

# 국민연금기금운용실무평가위원회 회의록

(2009년도 제6차 회의록)

1. 일 시 : 2009년도 11월 25일(수) 08:00~10:50

2. 장 소 : 롯데호텔 버클리룸(36층)

3. 참석위원 : 한국음식업중앙회

보건복지가족부

기획재정부

한국경영자총협회

전국경제인연합회

한국노동조합총연맹

민주노동조합총연맹

전국공공노동조합연맹

한국공인회계사회

중소기업중앙회

수협중앙회

참여연대

한국보건사회연구원

국민연금연구원

오규택 위원(부위원장)

박헌열 위원

김성진 위원(대참)

이상철 위원(대참)

고용이 위원

지은구 위원

오건호 위원

배손근 위원

문현숙 위원

송치승 위원

김현용 위원

이찬진 위원

원종욱 위원

백화중 위원

4. 불참위원 : 보건복지가족부

농림수산식품부

지식경제부

노동부

유영학 위원장

안호근 위원

이관섭 위원

이재갑 위원

농협중앙회

박민선 위원

한국소비자단체협의회

정수경 위원

5. 배 석 자 : 보건복지가족부 국민연금재정과장

이스란(간사)

국민연금공단 기금운용본부장

김선정

국민연금공단 기금운용본부 운용전략실장

한동주

Mercer 코리아 부사장

김충직

서강대학교 경영학부 교수

박영석

6. 심의안건 : [심의09-10호] 국민연금기금 2010년도 목표초과수익률(안)

7. 보고안건 : [보고09-10호] ALM 및 기금운용체계 개선을 위한 컨설팅 결과 보고

[보고09-11호] 「적정 국내주식투자 비중과 의결권행사에 관한 연구」

결과보고

[보고09-12호] 2009년도 10월 국민연금기금 운용 현황

## 8. 회의경과

(회의시작 08시 00분)

### 가. 보고사항 : 『2009년도 제5차 국민연금기금운용 실무평가위원회 회의록』

- 이스란 간사 : 부위원장님, 인사말씀 해 주십시오.
- 오규택 부위원장 : 위원장님께서 국회 일정 때문에 제가 오늘 부득이 진행하겠습니다. 먼저 바쁘신 중에도 불구하고 국민연금기금운용에 애정과 관심을 갖고 계신 위원님들께 감사의 말씀을 드리겠습니다. 위원님들 익히 잘 아시다시피 굉장히 어려운 시기였는데 최근 국내경제는 금융위기 극복을 위한 정책당국의 적극적인 지원 등으로 예상보다 빠르게 회복 중에 있으며, 금융시장도 불안감 완화, 경기회복 기대 상승 등으로 주가, 환율 등 주요 경제지표가 2/4분기 이후 안정세를 지속하고 있습니다. 그러나 금융시장의 불확실성은 여전히 높은 상태로 고용불안 등 불안요인도 상존하고 있습니다. 이런 경제상황에서 국민연금기금은 계속적인 투자 다변화, 기금운용을 위한 역량강화 및 안정성을 강화하는 기금운용을 통해서 수익률 제고를 위해서 노력을 하고 있는 상황입니다. 올해도 한 달 정도밖에 남지 않았는데 마지막까지 최선을 다해서 좋은 성과를 얻기를 기원하며 국민연금기금이 어려운 경제 상황 속에서도 잘 운용될 수 있도록 위원님들의 많은 관심과 협조를 부탁드립니다. 오늘 논의될 안건은 국민연금기금 2010년도 목표초과수익률(안)을 비롯한 심의안건 1건과 보고안건 3건 총 4건입니다. 위원님들의 좋은 의견을 부탁드립니다. 다시 한 번 이 자리에 참석해 주신 여러분께 감사의 말씀을 드리겠습니다. 효율적인 회의 진행을 위해서 아침 식사를 하시면서 지난 2009년 9월 16일날 개최되었던 제5차 국민연금기금운용실무평가위원회 회의록을 보고 받도록 하겠습니다. 일단 간사님께서서는 회의록을 보고하여 주시기 바랍니다.
- 이스란 간사 : 2009년도 제5차 국민연금기금운용실무평가위원회 회의록을 보고 드리겠습니다. 속기록을 미리 보내드렸기 때문에 간단히 요약 보

고 드리겠습니다. 먼저 회의록 3쪽을 보시면 지난 5차 회의는 9월 16일 위원장을 비롯해서 열 네 분의 위원이 참석해서 출석하고 진행이 됐습니다. 그다음 쪽을 보시면 저희가 이때 안건을 많이 논의를 했는데 환해지와 세계은행과의 전략적 제휴, 2가지 심의안건이 있었고 보고안건 3가지로 총 5가지 안건을 논의하셨습니다. 회의록 7쪽에 보시면 국민연금 환해지 정책 변경(안)에 대해서 보고하고 논의하셨습니다. 국민연금기금의 전략적 헤지 비율을 해외채권은 당초 100%로 해외주식은 당초 50%에서 0%로 헤지 하지 않는 결로 변경하는 (안)을 보고 드렸고요. 해외주식에 대해서는 전략적 헤지 비율, 헤지 실행여건 등을 감안해서 단계적으로 적용하도록, 그래서 내년 말에 50% '11년 말은 추후 결정하는 내용으로 원안심의를 하셨습니다. 논의과정에서 2010년도 환해지 비율을 달성하는 과정에서 외환시장에 미치는 영향을 감안해야 된다는 말씀이 있으셨고요. 향후 해외 투자의 절대 규모가 급격하게 증가하는 시점에서는 환해지 정책에 대한 재검토가 필요하다는 말씀도 있으셨습니다. 회의록 26쪽부터는 세계은행과의 전략적 제휴 및 진행상황인 향후 계획에 대해서 보고하고 논의하셨고요. 현재 이 세계은행과의 전략적 제휴 프로그램이 정상 추진되고 있고 운영성과도 양호하기 때문에 당초 계약일인 내년 11월까지 전략적 관계를 유지하되 계약만료시점에서 그간의 성과를 종합적으로 고려해서 재계약 여부를 검토하는 내용의 안건을 원안 심의 하셨습니다. 회의록 36쪽에는 2009년도 국민연금기금 국내주식 위탁운용체계 개선(안)에 대해서 보고하고 논의하셨습니다. 위탁운용체계 개선(안)에 대해선 전반적으로 동의를 하셨는데 수익증권 형태의 위탁 도입과 관련해서는 규제를 회피하기 위한 수단이 될 수도 있고 결과적으로 의결권을 민간운용사에게 넘기는 문제가 있다라는 말씀이 있으셔서 추후 진행상황을 기금위에 보고하기로 하셨습니다. 회의록 51쪽부터는 해외유가증권 대여현황 및 향후계획에 대해서 말씀하셨는데요. 향후 해외유가증권 대여거래에 수반되는 채투자 자산의 평가손익을 회계에 반영하고 채투자 자산의 면밀한 모니터링을 통해서 위

험관리를 강화하고 향후 거래규모를 지속적으로 축소해 나갈 계획임을 보고 드렸습니다. 회의록 63쪽부터는 2009년 8월 현재 국민연금기금 운용 현황에 대해서 서면보고로 대체를 하셨습니다. 회의록 보고에 앞서 말씀 드렸습니다만 이 안건 회의록은 미리 보내드렸기 때문에 간단히 보고 드렸습니다. 혹시 사실과 다른 점이 있거나 의견이 있으시면 말씀해주시기 바랍니다. 이상으로 보고를 마치겠습니다.

- **오규택 부위원장** : 아직 식사가 안 나왔기 때문에 혹시 본 회의록에 대해서 의견이 있으시면 말씀을 간단히 해 주시면 감사하겠습니다. 아마 위원님들이 이미 보셨기 때문에 이 회의록에 대해서 특별한 수정이나 보완 의견이 없으신 것 같습니다. 없으시면 보고 드린 내용대로 2009년도 제5차 기금운용실무평가위원회 회의록을 채택하도록 하겠습니다. 1차 심의 안건부터는 식사를 하신 다음에 저희들이 진행을 하도록 하겠습니다.

#### 나. 심의사항 : 『2010년도 목표초과수익률(안)』

- **오규택 부위원장** : 늦게 오신 위원님들은 식사를 계속 하시고 다른 위원님들은 어느 정도 식사를 마친 것 같으니까 회의를 속개하도록 하겠습니다. 오늘 첫 번째 논의할 안건은 심의09-10호 2010년도 목표초과수익률(안)에 대해서 보고를 받고 토론을 하도록 하겠습니다. 이 안건에 대해서 간사님께서 보고를 해 주시기 바랍니다.
- **이스란 간사** : 안건 보고 드리겠습니다. 2010년도 목표초과수익률(안)입니다. 71쪽에 의결주문과 제안이유, 주요골자는 생략을 드리고요. 별지부터 설명을 드리겠습니다. 75쪽은 생략을 드리고요. 77페이지부터 봐 주시기 바랍니다. 먼저 검토 배경입니다. 금융부문 전체, 대체투자를 빼고요 목표초과수익률을 기금운용위원회에서 결정하도록 했습니다. 2010년도 기금운용지침에 반영된 사항입니다. 목표초과수익률이라는 것은 전략적 자산배

분에 의한 수익률 대비해서 초과한 수익률의 목표치로서 목표액티브위험×  
 목표IR로 계산이 됩니다. 그 액티브위험이라는 것은 실제 운용이 벤치마  
 크에서 벗어난 정도를 나타내는 지표로서 초과수익률의 표준편차로 측정  
 이 됩니다. IR은 초과수익률을 액티브위험으로 나눈 값으로 액티브 위험  
 의 효율성을 나타내는 지표입니다. 그 주요 특징을 보시면 지난번에도 총  
 위험 결정하시면서 말씀을 하셨는데 목표액티브 위험을 확대하면 초과수  
 익률이 증가합니다만 총위험도 같이 증가하게 되는 그런 관계입니다. 또한  
 일정 수준 이상의 액티브 위험은 현실적으로 실행하기 어려운 것이고요.  
 실제로 World Bank 2009년 SIP Program에 갔었는데 이때에도 1.0%를  
 초과하는 액티브 위험은 사실상 실현 가능성이 낮다는 얘기가 있습니다.  
 그다음에 IR 수준은 시장효율성과 운영규모와는 역의 관계입니다. 그러니  
 까 시장이 비효율적이고 시장 내에서 액티브운용을 위한 매매가 원활해야  
 초과수익을 확보하기가 용이합니다. 다시 말씀드리면 기금이 크면 IR을  
 높이는데 한계가 있다는 말씀입니다. 국민연금공단은 기금운용위원회가  
 정한 목표초과수익률을 달성할 수 있도록 자산군별로 액티브위험을 배분  
 해서 목표초과수익률이 적용되는 연도에 전년도말까지 기금운용위원회에  
 보고하도록 되어 있습니다. 다시 말씀드리면 이것을 세부 자산군으로 정  
 해서 다음 달에 기금본부는 보고를 해야 됩니다. 다음 쪽입니다. 세부설명  
 을 드리겠습니다. 아까 말씀드린 대로 목표초과수익률의 산정 방식은 목  
 표액티브위험×목표IR입니다. 그런데 액티브위험이라는 것은 2가지로 나뉘  
 볼 수 있는데 TAA액티브위험과 자산군액티브위험입니다. 79쪽 상단에 보  
 시면 이 도표를 먼저 설명 드릴게요. 총위험이 저희가 총 테이크 할 수  
 있는 위험이 있고요. 이것을 나누게 되면 액티브위험과 체계적위험이 있  
 습니다. 체계적 위험은 이미 저희가 전략적 자산배분을 통해서 베타 위험  
 으로 이미 가지고 있는 위험입니다. 그다음에 액티브위험은 전략적 자산  
 배분을 가지고 기금운용본부가 전술적으로 자산배분을 하면서 가져갈 수  
 있는 위험입니다. 그 밑에 보시면 액티브위험이 2가지가 있습니다. TAA

액티브위험과 자산군액티브위험이 있는데 이거는 78쪽에 워딩으로 보고를 드리겠습니다. TAA액티브위험이라는 것은 자산군별 투자 비중을 SAA 비중과 달리해서 발생하는 수익률 차의 표준편차입니다. 다시 말씀드리면 저희가 주식을 10%를 쫓는데 자산군을 기금본부가 판단해서 12%를 더 많이 가져갈 수도 있고 더 적게 가져갈 수 있습니다. 그래서 주식시장 강세를 예상하고 SAA비중보다 주식투자 비중을 확대하는 것을 TAA액티브위험이라고 말씀드릴 수 있습니다. SAA와 TAA의 자산구성비의 차이가 클수록 이 TAA액티브위험은 증가하게 되고 자산군의 가격변동성이 증가할수록 함께 증가하게 됩니다. 그리고 자산군액티브위험은 개별 자산군 내에서 세부 자산에 대한 투자 비중을 벤치마크 투자 비중과 달리 해서 발생하는 수익률 차의 표준편차입니다. 다시 말씀드리면 이것은 주식 내에서, 예를 들어 코스피를 저희가 벤치마크를 쫓는데 A기업이 좀 더 주가가 클 것으로 전망하고 벤치마크의 시장 규정보다 더 많이 가져가게 될 때 발생하는 위험입니다. 그러니까 이것은 자산군액티브위험이라고 말씀드릴 수 있습니다. 그래서 전술적 자산군액티브위험은 자산군의 투자 비중을 달리 가져갔을 때 생기는 TAA액티브위험이 있고 자산군 내에서 종목을 달리 가져가서 생기는 자산군액티브위험이 있습니다. 그래서 이 두 가지 액티브위험을 합한 값이 목표액티브위험이고요. 실제로 79쪽 중간에 보시면 저희가 TAA액티브위험을 계산해봤는데 시뮬레이션 결과 0.65정도로 나왔습니다. 다양한 시나리오에 따라서 TAA의 자산별 투자비중을 SAA의 비중과 다르게 투자할 경우에 발생 가능한 위험이 평균 수준으로 저희가 계산을 했고요. 이 시나리오는 저희가 2009년 말 비중 4개를 계산해 보고 TAA가 얼마나 적중할 건지 2개로 나누어서 8개 Case로 구성을 하고 그 Case별로, 아까 말씀드린 자산 가격의 변동성인 것이지요. 주간 자산운용수익률의 변화에 따라서 시뮬레이션을 해 봤습니다. 0.65 수준은 2009년도에 0.8%와 비교할 때 0.15%p 정도 감소한 수준인데요. 이것은 자산 변동성이 증가해서 0.06%p 증가를 했습니다만 아까 말씀드린 그 비중 차

이가 축소되면서 0.21정도 감소돼서 전반적으로 0.15정도 감소한 수준입니다. 그 아래 표를 보시면 2009년에 0.8이었고요. 변동성 증가로 0.06 증가했고 비중 차이 축소로 -0.21이 되고 그래서 2010년에 TAA액티브위험은 0.65 정도가 됩니다. 80쪽을 봐 주시기 바랍니다. 이걸 아까 제가 설명 드린 대로, 말씀드렸는데 국내·외 주식의 변동성이 커지면서 0.06이 늘었다는 말씀이고요. 그다음에 비중 차이가 줄어서 0.21정도 감소했다는 말씀이 워딩으로 되어 있습니다. 그다음에 아까 두 번째 말씀드린 자산군액티브위험은 0.55정도로 저희가 계산을 했습니다. 2010년도 평균 비중과 목표액티브위험을 감안해서 산출을 했고요. 2009년도(0.6%)와 비교할 때 0.05%p일 때 감소했는데요. 이거는 데이터의 정합성이 확보된 최근 2년간의 최대치를 저희가 반영을 했습니다. 그래서 이렇게 준비했습니다. 그리고 각 자산군의 액티브 위험과의 상관관계는 “0”을 적용했는데 이거는 위험이 독립적으로 발생한다고 저희가 가정을 했기 때문에 그렇습니다. 실제로도 그렇고요. 그래서 그 2가지 합을 하면 저희가 계산해 낸 목표액티브위험은 2가지 위험의 합인데요. 이게 TAA액티브위험 0.65와 자산군액티브위험 0.55의 상관계수를 적용하면 이 합이 나오는 게 아니라 0.9가 됩니다. 그 아래 표 밑에 수식이 있는데요. 이게 두 위험은 상관관계가 있어 계산을 할 때 저희가 두 개의 곱을 하고 상관계수를 감안해 냅니다만 두 개의 상관관계수가 0이기 때문에 두 개의 합보다 적어지는 숫자가 나오게 됩니다. 그래서 0.9가 2010년에 저희가 가져가야 될 목표액티브위험으로 볼 수 있습니다. 81쪽 상단에 보시면 저희가 과거에 사실 2010년부터 저희가 액티브위험이라는 걸 목표라는 개념을 썼었는데 과거에 저희들이 테이크 했던 위험 수준이 얼마인지 추이를 저희가 봤습니다. 그래서 2007년에 0.4, 2008년에 0.8, 2009년 1.1, 2010년에 0.9 이러한 비슷한 수준으로 지금 추이는 보이고 있습니다. 아까 두 번째 말씀드린 목표IR값을 곱해야 되는데 목표IR값은 0.5로 썼습니다. 이거는 지난번에 심의하셨던 성과평가보상지침 세부기준에 국민연금의 금융부분 전체의 목표수준IR은 0.5를 적용한 수준



으로 한다고 되어 있습니다. 이게 지금 밑에 두 번째 네모 보시면 해외연기금이나 국내외 주식·채권 펀드들의 IR분포를 보면 0.5는 상당히 높은 수준입니다. 해외연기금의 IR 수준을 보시면 CalPERS는 0.133 그다음에 캐나다OTPP 보시면 0.65 그다음 텍사스의 교원연금이지요 여기는 0.5정도로 목표IR을 가지고 있습니다. 그리고 국내외 주식·채권 펀드의 상위 20% 정도의 IR이 한 0.4~0.5정도 됩니다. 82쪽으로 넘어가겠습니다. 이 2개를 곱하면 아까 말씀드린 0.9목표액티브위험×0.5를 하게 되면 목표초과수익률 0.45가 나오게 됩니다. 이 말은 공단이 이제 액티브위험 배분을 통해서 벤치마크 수익률 외에 목표로 가져가야 될 초과수익률은 0.45% 이상을 달성하도록 노력을 해야 됩니다. 금년도와 비교한 표가 아래에 있고요. 아까 말씀드린대로 자산변동성 증가하고 해서 액티브위험은 줄었고 IR은 작년엔 0.6이었는데 이거는 목표개념으로 주어진 게 아니었습니다. 결과치로 저희가 주어진 목표를 준 건 아니었었고요. 금년에 0.5로 해서 이렇게 차이가 납니다. 그리고 과거치에 연도 목표초과수익률 추이는 아래 표에 보시면 2007년에는 0.47, 0.67, 0.67, 0.45 이 정도 수준으로 45~67bp까지 목표초과수익률을 달성하도록 그렇게 지금 되어 있는 상태입니다. 83쪽에 보시면 실제로 저희가 위험이 조금 증가하게 돼서 참고로 저희가 계산을 해봤는데 만약에 0.9정도의 액티브위험을 부담할 때 2010년에 총위험은 당초 5.5보다는 0.07%정도 증가합니다. 이것도 아까 말씀드린대로 위험간에 상관관계가 있기 때문에 그만큼 0.9정도 늘어나는 게 아닙니다. 그다음에 IR 0.5를 달성하게 되면 Shortfall위험은, 기억하시겠지만 5년 누적 수익률이 누적 소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성이 Shortfall인데요 Shortfall위험은 계산이 됩니다. 실제 저희가 IR을 안 했을 때는 4.31%였는데 2.72%로 1.59% 감소합니다. 그 아래 표를 보시면 표가 조금더 설명이 어려운데요. 액티브위험이 0일때 저희들이 가지고 있는 게 SAA위험 5.5, 총위험 5.5, 예상수익률 6.1이었습니다. 그런데 실제로 액티브위험 0.9를 가져가면 밑에 검은 색 칠한 데 보시면 총위험은 5.57로 늘어나고 그

다음에 IR 0.5를 했을 때는 당초 Shortfall 4.31보다 2.72로 계산된다는 내용입니다. 다만 또 하나는 수익률은 6.1에서 6.55%로 증가를 하게 되는 구조가 됩니다. 여기까지가 본 안건의 설명이고요. 그다음에 84쪽에 보시면 위험한도 배분 절차도인데요. 여기 기금운용위원회가 목표초과수익률을 결정하면 국민연금공단에서 자산군별로 배분해서 보고를 하도록 되어 있고요. 그다음에 그것은 연간자금운용에 반영이 됩니다. 그다음에 85쪽에는 저희가 기금운용의 패시브, 액티브 운용이 있다는 말씀을 설명 드리고 있고요. 총위험의 구조도 붙여놨습니다. 그리고 86쪽부터는 아까 말씀드린 개념 설명을 조금 더 해놓고 있고요. 그다음 87쪽에 설명자료3에는 저희가 TAA액티브위험을 계산하기 위해서 시뮬레이션을 어떤 형태로 했다는 자세한 내용이 들어 있습니다. 그리고 88쪽 그다음에 89쪽까지 저희가 TAA액티브위험 계산해낸 방식에 대해 설명을 드리고 있고요. 그다음에 90쪽에 가시면 자산군별 액티브위험, 아까 최근에 2년 치의 데이터의 정합성이 확보된 최대치를 적용했다고 말씀드렸는데 그것에 관한 세부자료입니다. 그래서 91쪽에 보시면 국내주식은 최대 3.0% 그다음에 해외주식은 3.5% 그다음에 92쪽에 가시면 국내채권은 0.26%, 해외채권은 4%의 액티브위험을 가져간다고 말씀드릴 수 있습니다. 아까 말씀드린 목표IR과 관련해서는 저희들이 분석을 해 보니까 국내외 과거자료를 분석해서 IR 분포를 추정했고요. 말씀드린대로 하단에 보시면 국내주식 채권이 0.5가 상위 20% 정도의 수준이고 해외채권이 0.4정도 됩니다. 94쪽에는 아까 설명드렸던, 앞에 표에도 있는데 과거의 추이를 조금 비교하시도록 붙여놨습니다. 이상으로 보고를 마치겠습니다.

- **오규택 부위원장** : 답변이 상당히 테크니컬한 면이 많기 때문에 위원님들께서 이해를 하시려면 수식을 많이 따라가셔야 될 것 같습니다. 이 안건에 대해 의견이 있으시면 말씀을 해 주시기 바랍니다.
- **오건호 위원** : 제가 다른 위원님들이 세부적인 심의를 하시기 전에 총괄적인 것에 관해 계속 궁금증이 남아서 두 가지 질문을 드릴게요. 이 안건

은 지난 5월 달에 저희 기금운용위원회에서 기금운용지침에 목표초과수익률을 설정하자는 결정에 따라 이루어진 겁니다. 그래서 절차상의 문제는 없는데 기금운용실무평가위원회에서 과연 이 작업이 적절한 건지에 대해 의문이 남습니다. 제가 두 가지를 질문을 드릴 텐데요. 지금 목표초과수익률을 설정하는 이유가 내년도 저희 전략적인 의사결정기구인 기금운용위원회가 그러한 목표를 달성하고자 하는 걸 정하는 것이 아니고 그건 이미 우리가 목표기대수익률과 전략적 자산배분을 다 끝냈습니다. 이후에 이렇게 전술단위인 기금운용본부가 실행해 났을 때 그 실행에 따라 여러 가지 결과가 있기 때문에 그 성과평가를 어떻게 할 것인가, 그럼 성과평가의 일정한 기준이 있어야 되지 않겠느냐, 그런 거에 대한 인센티브를 주기 위해서 성과평가의 일정한 기준을 넘을 경우에 우리가 그걸 보상을 해줘야 되기 때문에, 그런 면에서 지금 오늘 설정하는 이 수치는 사실 사후적으로 성과평가에 대한 보상지침을 마련하기 위한 것입니다. 그런 면에서 저희 기금운용위원회가 전략적 자산 배분할 때 하위단위의 여러 가지 지침이 있는데 제가 알기로 지금 우리 논의하고 있는 기금운용지침이 있고 성과평가보상지침이 있습니다. 기금운용지침이라는 건 우리가 사전에 내년에 운용할 전략적 목표들을 정하고 그것을 실행할 수 있는 하위 원칙들을 정하는 것이고요. 성과평가는 그 결과에 대한 지침을 정하는 거 아닙니까. 그런 면에서 이게 지금 기금운용지침에 들어가게 되면 우리가 이미 결정한 내년도 목표수익률과 또 하나의 목표인 초과목표수익률을 저희 기금운용위원회가 사전에 정하는 꼴이 되고 이걸 뭐냐 하면 이 지침에서 논의하고 있는 목표초과수익률보다 훨씬 더 중요한 그리고 사실상 더 결정적 의미를 갖고 있는 우리가 이미 정한 목표수익률 자체가 상쇄 된다고 봅니다. 그리고 기금운용위원회가 지금 두 가지 목표수익률을 정하는 것이지요. 그래서 첫 번째 질문은, 이 작업은 필요한데 이게 기금운용지침에 들어갈 것인지 성과평가보상지침에 들어갈 것인지에 대해서 간사님이나 혹은 여기에 좀 밝으신 선생님들이 답변해 주셨으면 좋겠고요. 두 번째는

우리가 목표수익률은 사전에 정하는 겁니다. 하지만 이건 평가이기 때문에, 아직 경험해 보지 않은 것이기 때문에 우리가 목표를 정할 때 여러 가지 자산운용시장의 시나리오를 그려보고 정하는 거 아닙니까. 하지만 그것이 실현되고 나서 저희가 예측하지 못한 것들이 이루어지겠지요. 그래서 그 결과에 따라서 평가해야 되는 거 아니겠습니까? 그런데 사전적으로 이렇게 초과목표수익률을 정해놨는데 시장이 우리가 예측했던 것보다 어긋나버리면 사실은 굉장히 잘했음에도 불구하고 이 기준에 모자라서 인센티브 보상을 받을 수 없을 수도 있고 혹은 시장이 지나치게 좋아서 대부분이 다 다른 벤치마크에 비해 더 높지도 않았는데도 불구하고 더 성과평가를 받을 수 있는 문제도 생깁니다. 다시 얘기하면 저는 이 목표초과수익률은 성과평가에 필요한 것이기 때문에 사후적으로 정해야 되는 거 아니냐. 그래서 혹 기금운용위원회가 이걸 심의하더라도 저는 2010년도 기금운용하고 나서 그 결과에 대해서 성과평가 할 때 하든 2010년 기준으로 보면 올해 시장상황을 봐서 이 이상 넘는 거에 대해서 인센티브를 주자 이렇게 해야 된다고 봅니다. 그러면서 두 가지인데, 이게 기금운용지침에 들어가야 되는지 그다음에 이게 왜 사전적으로 정해져야 되는 지에 대해서 두 가지에 대해 답을 주시고 좀 쉽게 논의를 해 주셨으면 좋겠습니다.

○ **오규택 부위원장** : 사실 우리 오건호 위원님께서 아마 위원님들이 이해하는 데 필요한 큰 픽처에 관해 중요한 질문을 하신 것 같습니다. 그에 대해서 먼저 우리 간사님이나 실무자들의 답변을 듣고 또 제가 보완할 게 있으면 보완하는 식으로 일단 이 큰 픽처를 클리어를 한 다음에 추가적인 논의를 이어가도록 하겠습니다.

○ **이스란 간사** : 답변 드리겠습니다. 지난번에도 그런 말씀을 하셨는데요. 위원님, 이게 지침에 이런 숫자가 들어가는 건 당연히 아닌 걸로 알고 계시리라고 생각이 들고요. 이게 아까 말씀드린 대로 초과수익을 내려고 하면 우리가 보통 시장에서 주어진 베타위험 말고 더 다른 위험을 저희가 테이크를 해야 되는 거잖아요. 그래서 그것을 기금본부가 이 정도 이상은

더 많이 가져가지 말라는 그런 의미로 저희가 이 액티브위험은 목표초과 수익률을 목표로 두는 거라고 그때 제가 설명을 드렸던 것 같습니다. 그러니까 아까 제가 구조도를 말씀을 드렸지만 총위험을 통해서 저희가 이 기금의 총 수익률이 나오는데 기금의 수익 자체가, 기금운용위원회가 전략적 자산배분을 통해서 90% 이상의 성과가 나옵니다만 플러스알파라는 게 있잖아요. 그것을 추구하기 위해서 기금본부가 과도하게 위험을 테이크 하지 말라, 기금위원회가 총위험을 컨트롤할 필요가 있다는 차원에서 이 부분을 기금운용위원회가 정하는 게 맞다, 그 로직 때문에 사실 기금 운용지침에 이게 들어갔던 겁니다. 두 번째 질문에 대해서는 이렇게 말씀드려야 될 것 같아요. 제가 목표초과수익률의 개념을 어떻게 말씀드렸냐 하면 시장의 수익, 다시 말씀드리면 전략적 자산배분 대비 그거 이상을 추구하는 수익률입니다. 아까 말씀드린 대로 시장수익률이 나쁘면 그건 벤치마크에 이미 반영이 됩니다. 그러니까 주식이 나쁘면 주식 자체가 빠지니까요. 여기에 이거는 주식이 빠졌을 때 그것보다 벤치마크 대비하는 그것을 기준으로 그것 이상의, 지금 말씀드린 0.45%가 기금본부가 가져가야 될 알파라는 겁니다. 시장수익률의 변동은 이미 벤치마크에 다 들어가 있어요. 그 말씀을 드렸는데 시장이 좋으면 이게 절대 수익률 개념이 아니라는 겁니다. 그러니까 벤치마크 대비 얼마나 아웃퍼폼을 할 거냐, 알파를 얼마나 가져갈 거냐 이런 개념이기 때문에 장의 변동에 따라서 이 부분이 자연스럽게 당연히 바뀐다고 설명을 드려야 맞는 거 같습니다. 위원님, 이것은 이렇게 생각하셔야 될 것 같아요. 수익률 개념이 전략적 자산배분 수익률은 당연히 시장수익률을 따라가면, 물론 그것도 따라가기 어렵습니다만 나오는 거고 그 이상 했을 때 얼마나 할 수 있겠느냐 라는 걸 여기가 정하는 거고요. 반대쪽으로 생각하시면 거기는 늘 위험 리스크가 따르기 때문에 이거 이상 가져가지 말라는 의미로 이해를 하셔야 될 것 같습니다.

○ **오규택 부위원장** : 한 가지만 더 보충설명을 한 다음에 말씀을 하는 게

좋을 것 같습니다. 이게 간사님께서 말씀을 했듯이 제가 얘기하는 것이  
 성과평가보상위원회에서 실질적으로 관련된 안건이기 때문에 아무래도 그  
 쪽 시각에서 위원님들의 이해에 도움이 되는 설명이 좀 필요할 것 같아서  
 좀 구체적인 설명을 드리도록 하겠습니다. 지금 간사님께서 말씀을 하셨  
 듯이 지금 우리가 전략적 자산배분이라는 것은 소위 말하는 우리가 전문  
 용어로 베타위험을 테이크 한다고 하거든요. 자산군별로 다른 위험과 기  
 대수익률이 있으니까 우리가 자산배분을 통해서 위험을 테이크 해서 적절  
 한 수익률을 얻는다는 판단을 하는 거고요. 거기서 우리가 정해주는 것은  
 배분비율과 벤치마크를 정해줬습니다. 그리고 나서 기금운용본부에게 이  
 제 재량을 가지고 배분비율을 바꾸든지 아니면 벤치마크로부터 벗어나서  
 초과수익률을 얻는 노력을 하라, 하는 게 소위 말하는 알파수익률을 얻기  
 위한 알파위험을 트레이딩에러를 테이크하는 재량권을 줬었습니다. 그런데  
 그걸 합리적으로 관리하는 절차가 Risk Budgeting이라고 하는데 그 Risk  
 Budgeting이 세계적으로 보면 시작된 지 얼마 안 됩니다. 2000년도 이후  
 부터 시작됐고 국민연금도 실무적인 차원에서, 여기 자료를 보시면 아시  
 다시피 81페이지에 보시면 2007년도부터 지금 그 자료가 나오잖아요. 그  
 럼 실무적으로나 내부적으로 그 절차가 선진자산운용기구에서 이런 Risk  
 Budgeting 프로세스가 효율화에 도움이 된다고 해서 내부적으로는 2007년  
 도부터 시험적으로 운용을 자체적으로 그 절차를 하고 있었습니다. 그래  
 서 어느 정도 주요 관련된 데이터도 얻고 체계도 잡고 내부에서 담당하는  
 팀도 만들었고요. 그런데 그러다 보니까 이 Risk Budgeting 절차가 지금  
 까지 기금운용위원회하고 별도로 실무적인 차원에서만 진행이 됐었는데  
 이걸 기금운용위원회에 포맷 프로세스로 포함을 시키자는 논의가 작년부터  
 처음으로 시작이 됐었습니다. 그게 단추화 됐던 게 성과평가보상에 관한  
 기준이 기금운용위원회의 사항이었고 그게 위원님들도 익히 아시다시피  
 기금운용위원회의 역할에 그게 들어갔잖아요. 그에 대해서 성과평가보상  
 전문위원회가 구성이 됐고 거기서 이제 성과평가에 대해서 기본성과급과

초과이익 성과급을 만들었고 그걸 지급을 이렇게 하려고 하다 보니까 이 프로세스에 대한 게 포멀라이즈를 할 필요가 있다고 해서 그 성과평가 세부기준을 만들었습니다. 그리고 그걸 우리가 여기서 심의를 거쳐서 안건으로 만들었는데 당시 성과평가 세부기준의 기본 취지는 무엇이었냐 하면 이것을 정할 때 우리가 두 단계의 프로세스를 정했습니다. 그래서 어떻게 두 단계였냐 하면 이게 굉장히 테크니컬한 사항이고 사실 두 가지 다른 방법이 가능하지만 그래도 기금운용위원회에서의 기존 역할을 생각해서, 우리가 소위 말하는 탐다운 방법이라고 하는데 탐다운 방법을 택했습니다. 우리가 세부기준을 만들었을 때 목표IR은 이미 0.5로 딱 박아놨습니다. 박아놨고 그리고 기금운용위원회에서 의결해야 할 사항은 뭐냐고 할 때 전체 수준으로 봐 가지고, 전체수준이라는 게 우리 위원님들이 보시다시피 82페이지에 제일 처음에 나와 있는 이거인데요. 82페이지를 가지고 제가 말씀드리면 82페이지 그 표에 딱 보시면 목표IR 0.5는 이미 우리가 성과평가 세부기준을 할 때 기준에 딱 박아져 있는 사항입니다. 0.5는 박혀 있고 이번에 기금운용위원회에서 의결을 해 주십시오 라고 부탁을 드리는 것은 액티브위험의 정도를 0.9를 가져가겠다, 그렇게 되면 이 0.9와 0.5로 구한 0.45가 목표초과수익률이 되면서 공식입니다. 공식이기 때문에 사실상 0.9를 이번에 새로 승인해 주시는 겁니다. 그래서 목표초과수익률 0.45를 목표로 액티브위험을 0.9 정도를 택하는 게 우리 기금운용 전체를 봤었을 때 기금운용 목표에 부합이 된다는 의사판단을 해 달라는 게 이 안건의 취지인 것 같습니다. 그 판단의 기준은 뭐냐 하면 이렇게 하면 국민연금 전체의 거시적인 여러 가지 목표가 있을 텐데 그 목표에 미치는 효과가 뭐냐 하는 것을 기금운용위원회에서 판단해야 하지 않겠습니까. 그 자료가 83페이지입니다. 이걸 추가적으로 액티브위험을 0.9를 한다 하더라도 분산투자의 효과 때문에 전체 총위험 한도는 0.07%밖에 증가 안 된다. 그래서 실제 위험이 증가되는 효과는 별로 안 되겠지만 목표초과수익률이 0.45%가 되기 때문에 그게 Shortfall 위험을 우리 성과를 올리

지 않겠습니까? 그래서 기금운용 전반적인 재무건전성 향상에 굉장히 도움이 되는 전략이기 때문에 이 0.9를 테이크 해서 0.45를 얻는 게 기금운용 전체 목표에 부합이 되기 때문에 이걸 허용을 해 달라 하는 게 안건의 요지이고요. 과연 0.9, 0.5, 0.45가 적절한 거냐 하는 것을 우리가 판단을 하려면 어떻게 판단을 하느냐 하면 하나는 거시적인 효과고 또 하나는 뭐냐 하면 그 0.9가 과거에 우리가 시범적으로 했던 통계가 있지 않겠습니까. 그 시범적으로 했던 통계가 뭐냐 하면 2007년도, '08년도 '09년도입니다. 그때 과거에 국민연금을 시범적으로 했었을 때 총 액티브위험 한도를 0.4, 0.8, 1.2로 과거에 택했었습니다. 86페이지에 보시면 통계가 나옵니다. 그에 비해서 2010년도에 한 0.9정도 수준을 택하겠다고 한 거고 그러고 나서 그 초과수익률이 나왔던 결과 82페이지에 있는 0.47, 0.67, 0.67 그리고 2010년도에 0.45를 한다고 했는데 이 정도 수준이 과연 과거경험으로 봐서 적절한 수준이냐 하는 것을 판단을 해 달라 하는 게 이 안건의 주요 취지인 것 같습니다. 그렇게 되면 앞으로 어떻게 해야 되느냐. 여기서 큰 목표가 결정되면 이 0.8, 0.9, 0.45 IR를 가지고 후속 조치들이 일어납니다. 그 후속조치의 첫 번째는 뭐가 되느냐 하면 이게 이루어지면 탑다운 어프로치이기 때문에 이 목표를 가지고 기금운용본부가 다시 자산별 세부계획을 만듭니다. 세부계획을 만들어가지고 그것을 올해 12월 말 내에 위원님들께 다시 한 번 보고를 하겠다고 하는 겁니다. 그런데 그 세부기준은 어떤 의미가 있느냐 하면 그 세부기준에 따라서 각 운용팀에 성과보수의 기준이 됩니다. 그래서 아마 그 보고안건으로 당시에 그것도 세부기준에 따라서 보상지침 세부지침에 따라서 이게 아마 보고(안)으로 그때 됐었는데 그 이유는 아마 제가 그때 기억하기로는 그 세부지침은 성과평가보상전문위원회에서 심의를 거쳐서 성과평가보상의 기준이 되는 것이기 때문에 거기서 심의를 거치기 때문에 여기서는 보고 사항으로 해서 기금운용위원회에 보고를 하는 프로세스를 가겠다고 아마 한 것 같습니다. 그래서 연말까지 성과평가보상위원회에서 자산별 위험 정도가 적절 하느냐, IR이 적



절하게 가느냐 하는 것은 다시 한 번 심의를 하게 되고 또 위원님들께서도 그에 대해서 보고를 받으셔야 될 것 같습니다. 그래서 오늘 안건에 대해서는 전체 수준 0.9가 적절하냐 하는 거에 대한 의견을 주시면 아마 기타 세부적인 사항들에 대해서는 12월 달에 다시 한 번 보고를 받을 기회가 있을 것 같습니다. 그리고 이것의 의미는 뭐냐 하면 처음으로 내부적으로 했던 Risk Budgeting 프로세스가 기금운용위원회의 포맷 프로세스에 포함이 되는 첫 단추가 되겠고요. 두 번째는 이렇게 됨으로써 국민연금운용 전체의 미치는 가장 큰 의의는 뭐였냐 하면 지금까지 성과평가와 보상이 연계가 되어 있지 않은데 이렇게 되면 2010년도부터는 처음으로 2010년도 운용 목표를 사전에 기금운용위원회가 제시하는 그런 프로세스가 시작이 된다고 보시면 되겠습니다.

- 오건호 위원 : 두 분 고맙습니다. 간단하게만 그냥 제 의견만 말씀드릴게요. 시장상황 결과가 벤치마크에 반영된다는 말씀 잘 들었고요 이해가 됩니다. 그리고 지금 부위원장님이 말씀하신 것처럼 자산평가의 프로세스를 기금운용위원회에 레벨로 공식화시키는 의의도 있을 거라고 생각이 됩니다. 한 가지 계속 의문이 남는 게 제가 자꾸 그거 때문에 여쭙는데 저희가 목표초과수익률을 정했는데 또 초과목표수익률을 사전에 기금운용위원회가 정하는 거 이게 사실 마음에 걸렸던 것이고 아까 간사님이 설명하시는 것처럼 어차피 저희가 허용한도 채량권을 주는 이유는 뭐냐 하면 시장 상황에 맞춰서 가능한 필요해서는 액티브 하라는 게 이미 깔려 있는 겁니다. 그런 게 권장사항이고요. 그렇기 때문에 또 성과평가에 대해서 우리가 인센티브를 주는 것이고 그래서 그것에 전제됐고 이 목표초과수익률의 취지는 더 넘지 말라, 만약에 그런 거라면 이것의 명칭이 목표초과수익률이 아니고 일례로 제한초과수익률이라든지 한도초과수익률이라든지 그렇게 해서 전술적 영역에서 어떤 선을 넘지 말라는 그런 가이드라인이라면 저는 용어가 바뀌어야 된다고 봅니다. 다른 것들은 다 지금 절차상 필요하더라도, 그런데 이게 초과목표수익률을 사전에 기금운용위원회가

또 의결해 버리니까 사실은 목표수익률이 아닌 초과목표수익률을 가이드라인으로 주는 꼴이 되고 저는 대부분의 지금 안건 서술이 그러한 맥락으로 이루어지고 있고 사실 저는 그렇게 이해를 했습니다. 이상입니다.

○ **이스란 간사** : 그렇게 이해하시는 게 이상하지 않고요. 제대로 이해하신 거 맞고요. 아까 말씀드린 대로 자산배분 하면 그 해에 저희가 예상되는 기대수익률이 있지 않습니까. 그거에 초과해서 이 정도를 하라는 얘기고 정확하게 알고 계십니다. 이게 성과평가의 기준이 되는 게 맞습니다. 성과평가 보시면 기본 성과급이 있고 그다음에 초과이익 성과급이 있는데 애는 초과이익성과급의 기초가 됩니다. 그런데 제가 아까 위원님께 동의하기 조금 어려운 부분은 이걸 사후적으로 말씀하셨는데 사실 목표라는 거는 미리 주고 그래서 내가 뭐를 해야 되는지 알아야 열심히 할 요인이 생기고 내가 어느 정도 가고 있는지를 알고 거기에 따라 성과급이 주어지는 게 맞다고 생각이 들고요. 이 보통개념이 목표초과수익률 이런 개념은 늘 쓰는 개념이라 말씀주신 내용을 감안해서 저희들이 보고서를 만들 때 그런 뉘앙스가 나도록 고민을 해 볼게요. 그런데 저는 사실은 이게 금융연구원들은 사실 또 늘 그렇게 써 오는 그들 용어가 있기 때문에 그걸 손대는 게 사실은 쉽지는 않습니다만 그런 뉘앙스가 되도록 저희들이 고민을 좀 하겠습니다.

○ **오규택 부위원장** : 이게 초과수익률이라는 게 목표초과수익률은 철칙이 아니고 이걸 더 넘는 것을 기대하는 겁니다. 우리 위원님들은 그런 의미로 이해해 주십시오. 뭘 초과하지 말라는 거냐 하면 목표액티브위험 0.9 금융부분에서 최종적으로 계산되는 수익률이 우리가 쫓던 목표수익률 있잖아요 거기서부터 0.9%를 벗어나지 마라 하는 것을 우리가 제안을 하는 거고 실제 달성되는 수익률은 0.45%를 훨씬 더 넘는 것을 기대하고 있고, 넘으면 비례해서 우리가 초과이익성과급을 주겠다 하는 취지로 이해를 하시면 되겠습니다.

○ **이상철 위원** : 잘 들었고요. 세부 내용 하나만 질문 드리겠습니다. 여기

78페이지에 보시면 TAA액티브위험과 자산군액티브위험에 대한 설명이 나오는데 이 두 개의 상관관계를 지금 “0”으로 적용을 하셨잖아요. 그 얘기는 아마 TAA액티브위험과 자산군액티브위험이 하나는 자산군별 투자비중이고 하나는 자산내에서의 세부 자산에 대한 투자비중이기 때문에 독립적이라고 판단을 하신 것 같은데 제가 생각하기에는 자산군 내에서의 변화가 이렇게 생기게 되면 그 전체 자산에 영향을 미치게 되고 그게 또 다른 자산군에 영향을 미치게 되는 효과가 발생하지 않을까라고 생각이 들거든요. 그래서 상관계수, 그러니까 완전 독립적으로 적용하기에는 좀 무리가 있지 않느냐는 생각이 드는데 이 부분에 대해서 설명을 해 주시겠습니까?

- **이스란 간사** : 그것은 계산을 하신 우리 강민호 차장님께서 답변을 해주시지요. 어디 계시지요? 저도 그 부분은 물어봤었는데 차장님께서 답변을 해 주시지요. 상관계수 0으로 두는 것에 대해서요.
- **국민연금공단 강민호 차장** : 이렇게 보시면 될 것 같습니다. 주식의 매니저가 하는 행동하고 주식의 물량을 어느 정도로 배분할 거냐를 맡은 매니저가 또 따로 있습니다. 그 두 사람의 행동이 서로 이게 같은 방향으로 갈 거냐는 얘기죠. 우리가 물량을 더 많이 배분하면 두 사람이 이쪽에 더 많이 배분했다고 더 많은 수익을 낼 수 있느냐 라는 얘기입니다. 그런 것에 대한 그러면 주식 매니저는 자기가 가진 물량이 많다고 그 부분에서 시장을 이길 수 있느냐는 것입니다. 주식의 물량 쪽을 더 많이 배분한다 라고 하면 더 높아질 거냐 떨어질 거냐를 액티브 그 매니저가 성과평가를 많이 내느냐 적게 내느냐 이것하고 상관관계가 없다는 것이죠. 사후적으로는 계산해 보면 상관관계가 플러스도 마이너스도 나올 수 있습니다. 그냥 통계상 그렇게 나오는 것이고 저희가 생각하기로는 두 사람의 성과가 독립적이므로 상관계수 0이 적합하다는 것입니다.
- **이상철 위원** : 그러니까 자산군에 대해서 투자를 담당한 매니저들의 행동에 전혀 상호 연관 작용이 없다는 의미로 해석이 되는 겁니까?

- 국민연금공단 강민호 차장 : 예, 주식과 채권만요.
- 이스란 간사 : 이해가 되셨나요? 저도 한참 들었는데요. 그러니까 주식 채권은 어차피 주식이 물량 찍는 거랑 주식 내에서 매니저 하는 거랑의 사결정이 연관돼 있지 않다고 보기 때문에 상관계수를 0으로 보는 것 같습니다.
- 오규택 부위원장 : 아마 위원님들이 이런 상관계수라는 게 통계적인 숫자인데 실제 시험을 했던 게 2007년도부터이기 때문에 데이터가 많진 않습니다. 그래서 우리가 확실하게 이거다, 아니다라는 것을 말씀드릴 수 없을 거 같고 단지 참조 계산할 때 0으로 계산을 한 거고 그래서 일단 우리 운용위원회 0.9로 딱 정해주면 기금운용본부는 0.9를 의무적인 숫자로 받아들이고 상관관계가 실제 발생하나 안 하냐는 차원에서 발생한다면 위험이 더 증가되지만 관리를 더 타이트하게 해서 그걸 맞추려고 아마 노력을 하는 프로세스를 가져가게 될 것 같습니다.
- 이상철 위원 : 너무 어려워서 완전히 이해되는 건 아니고 조금 나아졌습니다.
- 문현숙 위원 : 그런데 자산군이라 함은 해외주식, 국내주식, 채권, 해외채권 이렇게 되는 거잖아요. 그런데 그건 상식적으로 봤을 때 연관성이 없거든요.
- 오규택 부위원장 : 벤치마크에는 있는데 알파에 대해서.
- 문현숙 위원 : 이게 단순히 투자를 집행하는 매니저들의 행동이 독립적인 거라는 가정 하에 상관계수를 0으로 두는 거잖아요. 앞부분은 그런 과정이 될 같아서 시뮬레이션 방향을 서로 같이 분석을 해 보면 어떨까요? 어차피 위험을 먼저 주는 거고 그 위험에 의해서 지금 현재 2010년 목표 초과수익률을 저희가 결정한다고 했는데 부위원장님 말씀하시는 목표수익률을 IR과 액티브위험에 의해서 결정되는 거잖아요. 그래서 여기서 저희가 심의할 부분을 본다면 그러면 좀 더 이해하기 쉽다면 목표액티브위험을 위험률을 결정하는 심의를 한다는 걸로 해서 저희한테 안건 보내주셨

으면 이게 더 쉽지 않았을까 하는 생각이 들고요. 그리고 상관관계 분석도 데이터가 없었다는 로직으로 제로였던 부분이 저희가 검토하면서 있었거든요. 이걸 과거의 데이터나 해외의 데이터를 좀 더 분석한다면 이 상관관계 계수에 대한 시뮬레이션 자료도 좀 나오지 않을까 하는 생각이 저는 들거든요. 데이터 분석이 불가능하다는 생각은, 상관계수가 0이라는 건 저도 이 부분에 있어서 이해하기 힘들었거든요. 분명히 시장은 같이 가는 상황이거든요.

- **이스란 간사** : 일단 가정은 그렇게 했는데요. 저희가 해 보고 한번 실측 데이터가 나오면 과거치가 나온다면 저희가 분석을 해 보고요. 그다음에 이게 일단 좀 고민을 해 봐야 되는데요. 기금운용 지침에는 목표초과수익률을 정하도록 되어 있어요. 그래서 안건을 이렇게 만들었는데요. 의미를 아까 말씀드린 대로 두 위원님 말씀하신 것을 잘 축소해 가지고 실제로 IR은 정해져 있으니까 목표액티브위험을 정하는 것으로 안건을 좀 바꾸는 것을 고민을 하겠습니다.
- **오규택 부위원장** : 그리고 이게 운용프로세스에서 올해가 처음 시작이 되지만 또 내년에도 반복적으로 일단 내년에도 의결해야 하고 그다음에도 의결을 해야 하고 하다 보면 점차 위원님들께서 말씀하셨던 상관관계가 0이 아니냐 하는 것은 점차 데이터가 축적이 될 거고 그것을 좀 더 의견을 말씀하실 기회가 많이 있을 것 같습니다.
- **김성진 위원** : 한 가지만 더 세부적인 걸 여쭙보겠습니다. 87페이지에 TAA 액티브위험 산출할 때 TAA적중률에 대한 개념이 나오는데 좀 자세히 설명해 주셨으면 합니다.
- **이스란 간사** : 이것도 강 차장님께서 설명하시지요. 저도 어제 들었는데 이게 어떻게 계산했느냐 하면 제가 대강 말씀드릴게요. 제가 말씀드리는데 것보다 강 차장님 말씀하세요. 실무자가 조금 더 정확하지 않을까 싶습니다. TAA 적중률 50%, 75% 어제 제가 여쭙았던 거 있잖아요. 그 부분을 설명을 말씀하시는 겁니다.

- **국민연금공단 강민호 차장** : TAA 적중률 50%는 그러니까 TAA 자산 배분 해서 다음 달에 주가가 올라갈 거다 내려갈 거다 통상적으로 판단을 해서 계산된 값이고요 그러면 다음 달에 올라갈 거냐 내려갈 거냐 두 가지를 본다고 그러면 1년 열두 번의 테이킹이 있지 않습니까? 그런데 열두 번의 테이킹을 하게 되면 실질적으로 이지선다형 열두 문제가 있다고 치면 아무 데나 찍어도 반은 맞는다고 볼 수 있습니다. 우리가 열두 번을 찍었는데 몇 번이나 방향을 맞췄느냐 라는 것입니다. 75%라고 하는 거는 그걸 아무나 찍어도 50%는 맞을 텐데 그거 말고 25%가 더 잘 맞췄다는 거지요. 열두 번 찍어가지고 아홉 번을 맞추게 되면 크게 위험이 적고요. 만약에 열두 번을 저희가 시장상황을 봤는데 열두 번을 다 맞았다 그러면 현실적으로 볼 때 100%까지 가정하는 건 문제가 있을 거 같고요. 75% 수준이 맥시멈으로 볼 수 있기 때문에 2가지 케이스를 말씀드렸습니다. 2가지 케이스를 보고 각각의 경우에 TAA액티브 위험이 어느 정도 나오는지 계산한 것입니다.
- **김성진 위원** : 지금 자산비중을 네 가지의 시나리오로 하셨는데 이 네 가지 시나리오가 보면 다 주식 같은 경우 목표 자산비중보다 낮은 걸 다 전제로 되어 있습니다. 이거는 현재 상태가 목표자산 비중보다 주식 같은 경우 낮게 유지가 되어 있기 때문에 그러한 관점에서 낮은 걸 기준으로 다 시나리오로 만드신 건가요? 예를 들면 목표비중보다 높은 건 고려하지 않았던 이유가.
- **이스란 간사** : 1번은 맞추는 걸로 했어요. 1번은 맞추는 걸로 하고 현재 비중이 좀 낮기 때문에 현재의 주식보다 마이너스 1%p, 2%p, 3%p, 그러니까 연말에 저희가 비중이 얼마 같지 모르니까 이렇게 4개 시나리오로 한 겁니다. 지금 현재로서는 한 달 정도 남았기 때문에 목표비중보다 더 많이 싹기는 현실적으로 어려운 부분이 있습니다.
- **김성진 위원** : 지금 비중이 어느 정도 되지요?
- **한동주 실장** : 국내 주식 비중이 12.6정도 됩니다.

○ 김현용 위원 : 그러면 저도 질문사항이라서 좀 일찍 말씀을 드려야 될 것 같습니다. 저도 처음 보면서 목표초과수익률 같으면 목표수익률도 있을 텐데 또 초과수익률은 뭐며 목표수익률에 대한 설명은 없고, 어떤 결정을 할 때 수익이나 목적이 뭔지 궁금했었는데 우리 오건호 위원님께서 설명을 해 주시니까 제가 충분히 이해가 됐습니다. 이 논의 자체가 목표초과수익률 같으면 기본 베이스가 목표수익률이거든요. 거기서 얼마를 더 하나이기 때문에 목표수익률에 대한 값이 얼마인지는 일단 제시가 되어야 될 것 같고요. 그래야 그게 높게 되어 있으면 추가수익률이 낮을 수도 있고 거기에 대한 값이 얼마인지 좀 궁금하고요. 그다음에 이게 목표이기 때문에 일단 노력을 하려면 목표가 주어진다는 의미에서 미리 설정하는 것은 맞을 것 같습니다. 그리고 이게 설정값이 높아지면 총위험도 증가하기 때문에 적절하게 조정해야 된다는 의미도 있고 그리고 위험에 대비한다든지 재량을 준다든지 할 때의 전체적인 지침의 의미도 있는 것 같아요. 그래서 미리 설정하는 것은 의미가 있는 것 같습니다. 다만 시장변화를 고려할 필요도 있을 것 같아서 향후에는 내년도 시장변화를 보고 한 12월 달쯤이 되면 조금 조정하는 그런 절충안도 필요하지 않겠는가 하는 생각이 들고요. 그런 의미로 볼 때 지금 82페이지에 보면 목표초과수익률 2007년, 2008년이 있고 초과수익성과가 있는데 2008년도에 0.67이 목표초과수익률이었는데 성과는 1.68이거든요. 그래서 제가 알기로는 2008년도에 기금운용이 상당히 어려웠는데 초과수익성과가 1.68이나 됐다는 게 조금 수치상으로 이해가 잘 안 돼서 이거 설명을 조금 더 부탁드립니다.

○ 이스란 간사 : 말씀드릴게요. 83쪽을 봐 주십시오. 보시면 83쪽 하단에 표를 보시면 액티브위험이 0일 때, 다시 말하면 알파를 추구하지 않을 때 전략적 자산배분에 의해서만 저희가 운용을 했을 때 기대되는 수익률은 끝에 가보시면 6.1입니다. 그게 아까 오건호 위원님께서 말씀하신 전략적 자산배분에 의해서 기대되는 수익률인 거고요. 거기다가 저희들이 액티브 위험을 추가로 테이크를 해서 수익이 올라간다 하면 그 밑에 하단에 0.9

에 쫓 직진하게 되어 있죠. 그게 예상수익률이 6.55로 올라간다는 겁니다. 사실은 모든 안전에 그런 것들을 쫓 설명 드리기가 어려워서 이걸 이 안전만 설명 드리고 그 부분은 설명을 안 드렸고요. 참고로 전체 그림은 보여야 되기 때문에 그런 Shortfall과 총위험 수익률이 어떻게 변화되는지 그걸 저희가 참고로 붙여놔던 겁니다. 그래서 6.1에서 6.55로 증가하게 됩니다. 그다음 두 번째 말씀하신 시장변화는 아까 제가 오 위원님께도 답변 드려서 말씀드렸지만 시장변화에는 이미 벤치마크에 시장 벤치마크에 반영이 되기 때문에 그 부분에 대한 수정이 필요한 점은 조금 더 저희들이 검토를 해봐야 될 것 같고요. 세 번째 말씀하신 82쪽 하단에 있는 2008년 수익성과 잘 알고 계시겠지만 작년에는 마이너스 수익률입니다. 그렇지만 이 초과수익률의 개념은 벤치마크 대비입니다. 작년에 벤치마크, 다시 말씀드려 시장수익률이 굉장히 많이 마이너스였기 때문에 본부가 전술적 운영을 잘 해서 가져가는 수익률이 이 정도가 나올 수 있습니다. 이해가 되십니까?

- 김현용 위원 : 쉽게 말하면 상대적으로 잘했다 이거죠?
- 이스란 간사 : 그렇습니다. 이번에 기본적으로 벤치마크 대비하는 거기 때문에 시장수익률은 이미 벤치마크에 다 들어 있습니다. 작년에 주식은 마이너스 40% 빠졌기 때문에 거기에서 초과로 예를 들어 마이너스 38%했다 그러면 초과수익률이 2%가 되는 겁니다.
- 김현용 위원 : 그렇다면 의사결정에서의 필요성은 전혀 없다는 말씀인가요?
- 이스란 간사 : 글썄, 그것은. 시장수익률은 이미 반영이 되어 있기 때문이에요.
- 김현용 위원 : 그러면 이거는 정말 개인적으로 궁금한 건데 결론적으로 작년에 마이너스였는데 상대적으로 잘 했잖아요. 그럼 성과급이 나갑니까?
- 이스란 간사 : 작년에 아시겠지만 이 개념이 저희가 허들이라고 말하는 넘어야 될 최소한의 것이 있는데 저희가 공적연금이라 마이너스 나면 성과급을 안 주게 되어 있습니다. 시장 수익률보다 잘했지만, 다시 말씀드려



시장보다 덜 까먹었지만 애가 원본을 까먹었으면 안 주게 되어 있습니다.  
그래서 못 받았습니다.

- **오규택 부위원장** : 앞으로는 물가상승률보다 높게 나게끔 수익률이 되겠지요.
- **김성진 위원** : 한 가지 더 물어보겠는데요. 지금 89페이지에 보시면 2010년도 초에는 SAA와 TAA간 포트폴리오 비중 차이가 2009년도 비해 적을 것이다 하면서 이제 두 번째 줄에 2010년 21.7%, 2009년말 17.5%로 되어 있는데요. 표 바로 위에요. 그런데 앞에서 보면 시나리오 분석을 할 때 2009년 말에 주식, 예를 들면 지금 이게 국내 주식투자 비중을 가지고 이야기를 하는 것 같은데요.
- **이스란 간사** : 국내외 합친 겁니다.
- **한동주 실장** : 국내 해외 합친 겁니다.
- **김성진 위원** : 이걸 합친 숫자예요?
- **이스란 간사** : 보시면 주식 괄호 치고 국내외로 되어 있습니다.
- **김성진 위원** : 그러면 지금 이게 17.5%라고 하면 국내주식이 몇% 정도 포함된 걸로 이해할 수 있나요?
- **한동주 실장** : 해외 주식이 한 3.7%정도 됩니다.
- **김성진 위원** : 13.7%?
- **이스란 간사** : 13.8% 정도 되는 겁니다.
- **김성진 위원** : 13.8% 정도.
- **이스란 간사** : 지금 12.6%에서 아직 1% 모자랍니다.
- **김성진 위원** : 예.
- **송치승 위원** : 저도 질문 하나 있습니다. 그러니까 국민연금 입장에서는 제가 보기에선 위험의 한도를 미리 정하고 그 위험 한도 내에서 수익을 높이기 위해서 최선을 다하는 건 바람직한 방향이라고 볼 수 있을 것 같습니다. 그런데 83페이지에 보면 액티브위험하고 그다음에 전략적 배분위험의 관계가 나오는데 그 관계는 이해를 하겠는데 예를 들어서 우리가

0.9를 정하자고 하는 기준이 이 정도면 적정하다고 하는 것처럼 느껴지는데 예를 들어서 위험의 한도를 1.2로 정하면 수익을 더 높일 수도 있는 그런 측면이 있을 수 있는데 그렇다고 제가 위험을 1.12로 하자는 그런 얘기는 아닙니다. 왜 0.9를 택하셨는지 그거에 대한 판단 기준이 혹시 있는 건지 그게 좀 궁금해서요.

○ **이스란 간사** : 그건 아까 부위원장님이 말씀을 하셨는데요 전체 그림상 보면 이렇게 바뀐다라는 거, 그다음에 과거 추이가 이렇다라는 거. 저희 사실은 0.9는 아까 말씀드린 대로 TAA는 시뮬레이션을 해봤고요. 자산군 액티브위험은 또 자산변동 감안하고 과거 최대치에서 이렇게 나온 숫자에요. 사실 최대치인데 이게 적정하느냐 라는 건 전체 그림을 봤을 때 그러면 얼마나 위험이 증가하는지 한번 보시겠다는 거, 그다음에 과거에 봤을 때 이 정도면 적정하느냐 이 판단 외에는 사실은 다른 건 없지요. 그걸 가지고 감안을.

○ **송치승 위원** : 제 질문의 요지는 그러니까 지금 1.2로 만약에 우리가 정한다고 했을 때 1.2로 보면 큰 문제없이도 얘기할 수 있는 부분인데 지금 보면 예를 들어서 우리가 위험의 양을 얼마나 정할까 그걸 결정해야 되는 건데 위험의 양을 예를 들어 더 높게 정하면 우리가 초과수익을 더 높일 수 있는 그런 여지가 있는데 0.9정도가 괜찮은 거에 대한 그런 어떤 판단의 적정한 기준이 제가 보기에 없는 것처럼 느껴지고 단지 0.9면 이 정도면 무난하지 않느냐라는 것처럼 저는 들리거든요. 그래서 그렇다고 저는 이게 위험을 보수적으로 하자는 얘기는 아닙니다. 왜냐하면 분명히 연금 자체는 위험의 한도를 정하는 것이 가장 중요합니다. 그리고 그 한도 내에서 수익을 최대한 높이는 그런 어떤 행동이 필요하고요. 그래서 0.9가 과연 가장 적절한 수준을 정하는 어떤 그런 객관적 기준 그게 조금 여기에서 드러나지 않아서 그렇습니다.

○ **이스란 간사** : 그런데 제가 맨 앞에 설명을 드렸는데 사실 액티브 1% 넘는 거는 사실 실현 가능성이 없다는 게 전반적인, World Bank도 그렇

고요. 그다음에 저희 아시겠지만 기금이 크면 시장에서 액티브를 운용하기 굉장히 어렵습니다. 리벌러스 하기도 어렵고요. 그래서 저희 계산해 보니 이 정도고 위험도 감수하고 이익은 조금 느니 이 정도면 되지 않겠습니까 라고 안건을 올린 취지로 이해를 해 주셨으면 합니다.

○ 송치승 위원 : 알겠습니다.

○ 오규택 부위원장 : 지금 우리 문현숙 위원님이나 김현용 위원님이나 여러 가지 질문들을 종합해 보면 우리 참고자료에 있는 총 위험 Shortfall 위험이 있잖아요. 이것을 국문으로 바꿔 주는 게 우리 안건의 취지에도 맞지 않을까하는 생각이 드네요. 왜냐하면 ‘총’으로 하니까.

○ 이스란 간사 : 예, 그렇게 하겠습니다.

○ 오규택 부위원장 : 이걸 참고로 해서 이 자체를 주고 중요한 판단을 하고 과거 추세와 연결되기 때문에 이걸 좀 이렇게 안건을 국문으로 옮겨 주고 이걸 위원님들이 말했던 동기라든지 이런 설명들을 좀 기금운용위원회 위원님들이 이해하기 쉽게 부연설명을 붙이는 식으로 했으면 좋겠습니다.

○ 이스란 간사 : 예, 알겠습니다. 쉽게 설명을 해보도록 하겠습니다.

○ 오규택 부위원장 : 검토배경에서 좀 성과평가 분야에서 추후 일어날 절차를 설명을 넣어주시는 걸로 안건을 보완을 해 주시면 괜찮을 것 같습니다. 또 다른 추가 질문이 있으십니까?

○ 이찬진 위원 : 우리가 자산군별 투자 허용범위를 저희가 정했잖아요. 국내주식 같은 경우  $\pm 5\%$ 였나 기억이 정확한지 모르겠는데요. 관련돼 가지고 이 목표액티브 위험이 어떠한 영향을 미치는지 현재 지금 상황, 가령 예를 들어서 자산군 실제 투자배분비율을 보면 현재 국내주식이 12.6%라고 그러셨잖아요. 그런데 이 내용대로 하면 연말까지는 16.9%를 올려야 될 것 같거든요. 그렇죠? 17% 여기 2009년 말.

○ 한동주 실장 : 15.2입니다.

○ 이찬진 위원 : 15.2입니까?

○ 이스란 간사 : 예.

○ **이찬진 위원** : 그림 가령 예를 들면 물론 단기간 1년 내에 기간별로 집중적으로 투자를 증대하는 부분도 있고 여러 가지가 있을 수 있을 것 같은데 그 시점에서 그로 인해서 물론 여기 이 다음 심의안건인가 보고안건에 보면 자산 시장충격에 관한 걸 조금 기술하셨는데 이게 안정적으로 스텝을 하기에 투자비중이 이렇게 쭉 가는 거하고 어떠한 몇 개월간에 집중적으로 자금이 투입되는 거하고 또 시장충격이나 이런 부분들이 또 달라질 수도 있을 거 같거든요. 자산가치가 바뀌어 질 수도 있고 그런데 그런 부분에 관한 것들이 어느 정도 검토됐는지 하는 부분하고요. 그다음에 저희가 허용범위를 쫓는데 자산배분에 있어서 실제 투자에 있어서 목표액티브 위험이 허용범위를 어느 정도 제약하는 효과로 가게 되는 건지, 그거는 상관관계라고 표현을 해야 되는지 어떤지 모르겠는데 어떤 관계가 있는지를 좀 설명을 해 주시면 좋겠습니다.

○ **한동주 실장** : 지금 말씀하시는 어떤 주가 움직임에 따라서 저희가 어느 시기에 편입하느냐에 따라서 상당히 크기가 차이날 수 있을 것 같다는 부분은 지금 설명자료3 87페이지, 89페이지에 있는 시뮬레이션 내용에 다 들어가서 평균적으로 계산한 겁니다. 예를 들면 이게 지금 시뮬레이션 하는 방법이 87페이지에 보면 Case가 비중이 이렇게 네 가지가 있고 예측률이 2가지가 있어  $4 \times 2 = 8$ 가지 경우에 대해서 Case별로 3천 번의 주간 수익률 변화를 시뮬레이션 했다고 되어 있는데 이 3천 번이라는 게 지금 말씀하신 주가의 변화의 여러 가지 경우, 초기에 오르고 나중에 오르고 완만하게 오르고 하는 여러 경우들을 모두 3천 가지를 가지고 시뮬레이션을 해서 그렇게 나온 TAA 값을 평균적으로 지금 잡아서 적용한 값입니다. 그래서 여기에 그 내용이 포함돼 있다는 말씀을 드릴 수 있겠고요. 또 하나 허용범위 부분은 지금 여기에서 구체적으로 제약되진 않지만 Case4에서처럼 2009년 지금 연말 15.2가 목표인데 지금 12.얼마 정도로 가고 있으니깐 이 격차가 클수록 TAA에 대한 위험을 더 많이 지게 됩니다. 그래서 지금 그 허용범위의 일정 범위는 전체 절대적인 값을 제한하게 되고 그다음에

실제 어느 정도를 왜곡해서 지속적으로 가져가느냐는 결국 이 시뮬레이션 안에서 TAA 값을 크게 하는 요인이 되게 돼서 전체적으로 이 위험으로 그 한도 내에서 제약되도록 그렇게 운용되게 됩니다.

○ **김성진 위원** : 한 가지 궁금한 것은 SAA에 비해서 TAA가 2009년 말 같은 경우 17.5%, 2010년이 21.7%면 결국은 2010년에 국내외 주식투자량을 계속 늘려가야 21.7을 맞출 수 있는 거 아니겠어요? 그렇다 보면 지금 이 시나리오를 산정하실 때 연도 중에 경우에 따라서는 주가가 계속 주식시장이 좋다고 하면 27을 넘는 경우도 있을 거고 주식시장이 안 좋다 보면 17.5보다 더 낮게 떨어지는 경우도 있을 거고 그럴 거 같은데요. 이게 한 가지 조금 의문이 드는 것은 SAA보다 국내외 주식의 비중을 낮게 잡았을 때 대체로 주식이라는 게 위험자산의 범주에 들어가니까 그 차이가 크면 클수록 TAA 액티브위험이 증가한다고 하는데 언뜻 직관적으로 생각해 보면 국내주식의 비중이 낮으면 안전자산의 비중이 더 높으니까 위험은 더 낮아야 되는 거 아닌가요?

○ **이스란 간사** : 이게 늘 개념을 갖고 계시는데 벤치마크를 갖고 계셔야 돼요. 이게 쉽게 말씀드리면 이게 위험이라고 저희가 표현했는데 이게 배리어스 변동성입니다. 얼마나 차이가 나느냐 개념입니다. 그래서 이게 주가가 올라가고 내려가는 게 중요한 게 아니라 SAA 들어있는, 전략적 자산배분에 들어있는 국내 주식과 그다음에 개량 얼마나 달리 가져갔을 때 이 디퍼런스가 중요한 거지 이 변동성은 다릅니다. 그런 의미로 이해하셔야 됩니다.

○ **오규택 부위원장** : 시간이 많이 흘렀기 때문에 본 안건에 대해서는 위원님들의 추가적인 의견이 없으시면 뒤에 있는 설명자료1을 국문으로 올리는 포맷 수정을 하는 것을 조건으로 원안대로 의결하면 어떨까 싶습니다. 위원님들 괜찮습니까?

○ **김성진 위원** : 하나 더 여쭙보겠습니다. 지금 자산군 액티브위험에서 보면 국내주식 같으면 코스피와 다른 비중에 투자를 하면 할수록 자산군의

액티브위험이 증가하는 걸로 벤치마크와 비교하기 때문에 그렇게 되어 있는데 그게 직전 2년의 실적치를 가지고 자산군 액티브위험을 뽑으신 걸로 아는데 결국 과거 추세치를 반영했다는 이야기죠. 실적치를.

- **이스란 간사** : 그러니까 코스피의 수익률이 있고요. 저희가 코스피의 수익률과 달리 종목을 실어서 가져갔던 수익률이 있습니다. 개와 우리가 달리 가져갔던 수익률의 표준편차입니다. 그게 과거치입니다. 맞습니다.
- **김성진 위원** : 실제 리스크는 내년에 어떤 종목을 어떻게 채택해서 투자하느냐에 따라서 실제 리스크는 달라질 수 있는 건가요?
- **이스란 간사** : 그런데 이건 최대치라는 건 우리가 맥시멈 기대할 수 있는 위험이라는 그런 의미로 이해하시면 될 것 같아요. 실제로 달라질 수 있습니다.
- **오규택 부위원장** : 그러면 국민연금기금 2010년도 목표초과수익률(안)에 대해서 원안대로 의결하겠습니다.

#### **다. 보고사항 : 『ALM 및 기금운용체계 개선을 위한 컨설팅 결과 보고』**

- **오규택 부위원장** : 다음으로는 보고안건 09-10호 ALM 및 기금운용체계 개선을 위한 컨설팅 결과 보고에 대해서 보고를 받고 토론을 하도록 하겠습니다. 이에 대해서는 Mercer컨설팅한국지사 김충직 부사장님께서 보고를 해 주시겠습니다.
- **이스란 간사** : 그 보고서를 깔아주시고요. 부사장님께서서는 이쪽으로 오십시오. 제가 그 앞에만 좀 설명을 드리겠습니다. 101쪽의 목차를 잠깐 봐주시면, 그간에 저희가 연금기금이 결국은 연금지급을 위한 거기 때문에 부채를 고려하는 자산 배분이 필요하다는 말씀을 계속 하셨고요. 오늘 지금 보고할 내용의 순서는 추진내용 및 경과 그다음에 ALM 도입 필요성 그다음에 컨설팅 결과 및 제안요약 그다음에 나중에 향후과제로 되어 있

는데요. 이 내용은 실제로 컨설팅을 수행하는 쪽에서 보고를 드릴 겁니다. 그런데 이 앞에 추진배경과 경과를 저희 쪽에서 간단히 보고를 드리는 게 맞는 것 같아서 제가 보고를 드리겠습니다. 103쪽을 보시면 배경입니다. 그간에 기금규모가 계속적으로 증가하고 포트폴리오 다변화에 따라서 운용체계 전반에 대한 진단과 재정비의 필요성이 증가하고 있었습니다. 실제로 기금운용위원회에서는 자산배분(안)을 의결할 때 ALM 도입을 위한 컨설팅을 시행하는 게 좋겠다고 권고말씀을 주셨고요. 추진경과를 말씀드리겠습니다. '06년 5월에 그런 시행이 필요하다는 말씀을 주셔서 저희가 연금 부채를 고려한 자산배분(안) 마련을 위해 컨설팅사를 통해 컨설팅을 수행하기로 했습니다. 저희가 '07년 5월에 추진계획을 기금운용위원회에 보고를 드렸고요. '07년 7월에서 8월까지 Watson Wyatt를 통해서 사전 컨설팅을 추진을 했었고, 실제 추진은 지난 '07년 12월부터 두 번에 나눠서 컨설팅이 추진이 됐습니다. 한번 반(半) 하고 또 반(半) 해서 지금 금년 6월에 컨설팅이 맞춰져 있는 상태고요. 이 산출물로는 보고서가 나와 있는 상태고요. 그다음에 부채모델, 자산모델, ALM모델 각종 개량모델들이 나와 있습니다. 이 내용에 대해서는 실제로 컨설팅을 하셨던 Mercer의 부사장님이 보고를 드리겠습니다.

- **김충직 부사장** : 제가 한 가지 수정해 드리겠습니다. 컨설팅 프로젝트 매니저는 제가 아니고 우리 Mercer상하이 사무실에서 일하는 개리허커라는 분인데 오늘 이 보고는 한국말로 해 드리는 게 좋겠다고 해서 제가 대신 나왔습니다. 양해를 구합니다. 우선 제가 오늘 보고 드리는 거는 크게 2가지가 있는데 첫 번째는 ALM이 도대체 무엇인가 그거 하고 두 번째는 왜 ALM이 필요한가, 그래서 2가지에 대해서 제가 간략하게 보고를 드리겠습니다. 우선 ALM에 대해서 설명하기 전에 해외사례를 조금 설명 드리겠습니다. 해외연기금 중에 적립금이 있는 DB형 연금기금은 자산 운용할 때 거의 다 ALM을 기본적으로 적용하고 있습니다. 해외에서 흔히 이용되는 ALM의 지표는 Funding Ratio나 아니면 최저목표수익률 등이 있는데

ALM을 쓰는 목적이 제일 중요한 게 정책 및 거시경제변수에 따른 부채와 자산의 변화를 분석하고 이에 따른 장기자산배분 및 기금운용체계를 수립하는 데 있습니다. 제일 중요한 단어는 여기 ‘장기’라는 말입니다. 장기자산배분과 기금운용체계를 수립하는 데 있습니다. 간단하게 해외 ALM 적용사례를 보자면 미국 캘리포니아주의 CalPERS라고 공무원들이 가입된 연기금이 있습니다. 굉장히 큰데 완전적립 기금으로서 Funding Ratio를 100% 이상 유지하는 것을 ALM 목표로 쓰고 장기 전략적 포트폴리오를 수립합니다. 네덜란드 APG도 비슷한데 여기도 완전적립 기금으로서 기금 적립률(Funding Ratio)을 100%이상 유지하는 것을 ALM 목표로 하고 결과는 장기 전략적 포트폴리오를 수립했습니다. 그다음에 국민연금과 유사한 캐나다의 CPPIB라는 시스템은 정부 정책적 목표를 달성하기 위해서 최저 실수익의 한 4.2%됩니다, 확보가 장기기금운용의 목표로 써서 ALM을 쓰고 있습니다. 스웨덴에는 기금이 4개가 있는데 AP1, AP2, AP3, AP4 여기는 DC도 있고 DB도 있는데 DB 특성을 가진 기금운용에는 ALM을 기본으로 합니다. 스웨덴은 ALM 지표가 Balance Ratio(부채대비 자산 비중)이고 이 Balance Ratio를 1이상으로 유지하는 게 ALM의 지표입니다. 예를 들어서 그거는 무슨 말이나 하면 자산이 부채나 아니면 부채보다 큰 것을 목표로 하는 거지요. 그다음에 마지막 사례로 덴마크의 ATP를 들 수 있는데 덴마크의 기금은 우리가 말하는 하이브래드입니다. 그래서 DB도 있고 DC의 성격도 가지고 있지만 DB에 대한 부분에 대해서는 ALM을 적용합니다. 그래서 이 덴마크에는 우리가 알기로는 부채 현금흐름을 ‘헤지’하고 감내할 수 있는 위험수준 대부분을 액티브운용으로 배분해서 운용의 효율성을 극대화 한다 이렇게 했는데 하여튼 굉장히 소피스트게이트한 방법을 쓰고 있습니다. 제가 말씀드린 다섯 나라 사례가 있는데 이것을 보더라도 DB형 기금은 ALM을 많이 쓰고 있습니다. 다음은 현행 국민연금제도 및 기금운용체계에 대해서 잠깐 말씀드리겠습니다. 여기 계신 위원님들은 다 잘 아시겠지만 밑에 있는 그림을 보시면 현행 국민연금 제



도 현황을 쉽게 이해할 수 있을 겁니다. 2008년도에 보고된 제2차 국민연금 재정계산에 의하면 국민연금기금은 2043년경쯤 해서 최대 규모로 커지지만 그 이후 급속히 감소하여 2060년경에는 고갈될 거라고 예측했습니다. 국민연금제도의 구조 및 인구구조 등에 따라 보험료 수입은 체감하는 반면 급여지출은 체증할 거라고도 보고가 됐습니다. 현재 적립금 중 급여지출 비중은 약 3%밖에 안 되고 굉장히 미미하지요. 적립금이 최대 수준으로 올라가 2043년경에는 10%를 초과하고 그 이후에는 기하급수적으로 증가하게 되어 2060년에는 기금이 고갈되지 않겠나 이렇게 프로젝션이 됐었습니다. 현행 기금운용체계에 대해서 잠깐 언급하겠습니다. 2006년부터 현재 전략적 자산배분 SAA는 중기자산배분 5년을 기준으로 해서 실행되고 있고 최적화시 자산의 기대수익률, 위험 등 자산 부분만을 고려하는 시스템입니다. Asset-Only. 현행 중기자산배분은 5년을 기준으로 하지만 실제로는 KDI나 IMF 같은 기관별 전망치를 반영해 매년 조정하기 때문에 1년 자산배분에 불과하다고 볼 수 있겠습니다. 또한 중기자산배분시 적용되고 있는 지침상의 위험한도인 ‘5년 동안 Shortfall risk가 10% 이상 되면 안 된다’는 등의 위험지표에 대한 근거도 그렇게 분명하지는 않습니다. 자산군 구분은 자산 배분 뿐 아니고 위험예산배분, 위험관리, 성과평가, 운용전략과 직결되어 있는데 전체 자산운용체계의 기틀이 되지요. 그러나 현행 5대 자산군(국내주식, 국내채권, 해외주식, 해외채권, 대체투자)은 자산군의 개념 및 역할이 조금 더 명확했으면 합니다. 예를 들어서 해외주식이다 그러면 해외주식의 데피니션이 뭐냐. 그리고 해외주식을 투자하는 목표가 뭐냐. 이런 것을 조금 더 명백하게 할 필요가 있다고 Mercer에서는 생각합니다. 자산군 구분 및 신규자산 편입할 때는 자산군의 역할 및 포트폴리오 내 기여도를 고려해야 될 필요가 있다고 생각하고 있습니다. 제가 조금 더 깊게 하겠습니다. 그래서 기타, 위험예산배분, 위험관리 체계, 위탁운용체계는 자산군 구분, 벤치마크, 자산군전략 등에서 ALM 및 장기자산배분 체계화의 일관성과 통합성이 필요로 할 겁니다. ALM에 대

해서 제가 개념을 잠깐 설명해 드리겠습니다. ALM 개념은 경제변수, 제도·정책변수, 인구통계변수 등 다양한 변수에 의해서 운용수익과 부채흐름의 영향을 받게 되는데 기금의 부채와 자산의 상호 연관성을 고려하는 프로세스가 사실 Asset-Liability Management의 개념입니다. ALM체계에는 세 부분이 있습니다. 부채모델, 자산모델 그리고 ALM모델이 있습니다. 부채모델은 연금보험료, 투자수익, 연금지급금 등 부채의 캐시플로를 현금흐름을 측정하고 Mercer에서 제공한 부채모델은 인구·제도·정책·경제변수의 부채에 대한 영향을 판단하는 민감도 분석에 쓰일 모델일 뿐입니다. 자산모델은 거시 경제 변수에 움직임이 투자 포트폴리에 어떤 영향을 미칠까에 대하여 금융 및 자본시장을 시뮬레이션하는 모델이고요. ALM모델은 이 두 모델을 합해서 부채와 자산의 현금흐름이 여러 변수와 가정에 따라 장기적으로 기금재정안정성에 어떤 영향을 미칠지 분석하는 모델입니다. ALM을 운영하려면 제일 먼저 해야 될 일이 ALM 지표를 설정해야 됩니다. 국민연금기금도 운용목적을 고려해서 국민연금기금에 적합한 ALM 지표를 설정해야 됩니다. 국민연금 법에는 당연히 연금재정의 장기적 안정성 유지와 기금의 운용수익을 최대로 증대시킬 수 있도록 운용해야 된다는 법이 있으니까 기금운용 원칙도 이 원칙을 따라가고 한 가지 제가 언급해야 될 거는 기금운용의 장기적 안정성과 단기적 안정성은 똑같은 말이지만 장기적 안정성은 수익을 뜻하는 거고 단기적 안정성은 위험을 최대한으로 줄이는 것을 뜻해서 여기에 상충 가능성이 충분히 있습니다. Mercer에서 제안하는 ALM 지표는 장기 안정성 지표로는 적립배율, 즉 Reserve Ratio인데 이거는 기금적립액을 기금지출액으로 나눈 거지요. 그래서 적립배율이 70년 후에 최소 2배 되는 거, 그다음에 단기안정성 지표는 95% VaR를 권고합니다. ALM 도입할 때 자산배분체계 개선도 고려를 하셔야 됩니다. ALM을 운용해서 부채 및 자산의 장기 현금흐름을 통합적으로 분석해서 전략적 자산배분에 반영해야 되고 또 ALM을 이용해서 궁극적으로 기금이 지켜야 할 목표수준을 점검하고 이에 따른 정기적

포트폴리오의 위험 및 수익 특성을 설정해야 될 겁니다. 참고로 기간별 전망치의 변경이 잦고 신뢰도가 떨어짐에도 불구하고 경제 전망을 반영하여 매년 계획을 재수립하는 현재의 중기자산배분체계는 좀 바뀌야 되지 않을까 그러한 게 Mercer의 의견입니다. ALM은 정책기준 및 일정 거시경제시나리오를 바탕으로 장기적인 부채와 자산의 현금흐름을 추정하는데 ALM 자산배분, 자산운용 체계의 일관성과 통합성을 확보하기 위해서는 자산배분을 다음과 같이 3단계로 하는 게 좋을 듯 합니다. 장기전략적자산배분 SAA은 ALM을 바탕으로 해서 장기적 전략적 포트폴리오를 수립하고 DAA는 장기전략적자산배분을 바탕으로 하되 3년에서 5년 경기사이클을 반영한 자산배분 조정을 해야 되고 그다음에 TAA는 연간이나 혹은 월간의 단기적 자산배분이 장기자산배분과 일관성을 갖도록 하는 게 바람직하다고 생각합니다. 기타 이 ALM을 운용하면서 다른 기금운용체계 개선도 조금 필요하다고 우리는 생각합니다. 우선 위험관리에 대해서는 현행 위험관리 방식을 장기적 투자자의 특성에 맞도록 개선할 필요가 있지 않나. 그래서 투자기간이 장기일수록 위험감내수준이 높아 고수익을 달성할 가능성이 높아지는 것을 알기 때문에 효율적인 리스크 측정지표 관리가 필요합니다. 위험관리에 있어서 단기적위험과 장기적위험의 구분은 꼭 필요로 하고 위험한도는 꼭 지켜야 할 절대적인 한도가 아니고 가이드라인의 의미를 가진다고 해석하는 게 더 좋을 듯 합니다. Hard라인을 절대적인 한도로 생각하면 불필요한 코스트가 발생합니다. 위험관리조직도 현행 성과평가 업무는 리스크관리팀에서 담당하고 있는데 성과평가업무와 위험관리는 전담기관을 분리하는 게 바람직하다고 우리는 생각합니다. 성과의 분해는 포트폴리오 전략할 때 필요하지만 현행 하고 있는 성과평가는 수익/위험 분해에 대해서 조금 더 기능을 늘려야 될 것 같습니다. 위탁운용체계는 위탁운용사 선정프로세스에서 대체로 시장관행과 일치하지만 모니터링과 실적평가 등 평가 시스템은 개선이 필요하다고 생각합니다. 모니터링과 평가는 장기적인 실적에 초점을 맞춰야 하고 지속적인 정성평

가가 필요하다고 생각합니다. 기금운용 거버넌스에 대해서는 광의의 투자 철학이나 ALM은 보건복지가족부가 담당하고 기금운용본부는 투자전략 수립 및 집행을 담당하는 게 바람직하다고 생각합니다. 향후 과제에 대해서 잠깐 언급하겠습니다. 2개가 있는데 첫 번째는 국민연금기금의 운용 목표에 부합하는 ALM 지표를 꼭 마련해야 됩니다. 이 ALM 지표가 없으면 ALM 운용하는데 큰 지장이 있지요. 그래서 ALM 지표는 기금운용의 궁극적 목표를 달성하기 위해서 장기부채 현금흐름을 파악하는 거니까 자산운용의 목표를 설정해야 되고 장·단기 재정안전성으로서는 연금제도의 지속성, 단기적으로 투자수익의 연간 변동성을 고려한 지표를 설정해야 된다고 생각합니다. 결정권은 ALM 지표는 최상위 의사결정 단계로 최고 의사결정기관에서 결정해야 된다고 Mercer에서 제안합니다. 두 번째로는 자산배분 및 기금운용체계 개선인데 SAA-DAA-TAA 단계를 현행 중기 자산배분 체계를 장기전략 SAA를 바탕으로 한 단계별로 체계를 개선하여 제가 아까 말씀드렸던 3단계로 하는 게 좋을 것 같습니다. 그다음에 결정주체도 역시 최상위 의사결정기구에서 ALM 지표를 설정하고 그다음에 SAA에 대한 승인, 차상위 의사결정기구에서 DAA승인, 하위 의사결정 기구가 TAA를 승인하는 것이 바람직하다고 Mercer에서는 생각하고 있습니다. 이상입니다.

- **오규택 부위원장** : 보고를 해 주신 김충직 부사장님께 다시 한 번 감사의 말씀을 드리겠습니다. 본 안건에 대해서 의견이 있으시면 위원님들께서는 말씀해 주시기 바랍니다.
- **지은구 위원** : 충분히 이해를 잘 할 수 있을 것 같습니다. ALM이 필요하다는 거는 잘 알겠고요. 그다음에 관리가 필요한데 관리에 목표가 있어야 되니까 척도 기준이 있어야 된다는 건 충분히 이해하겠는데 일단 두 가지만 질문하겠습니다. 일단 척도에 대한 지시, 어떤 척도를 사용하는 게 좋겠다는 거에 대한 정확한 기준은 아직 없으신 건지요?
- **김충직 부사장** : 지표에 대해서 말씀하시는 거지요? 지표에 대해서는 우

리가 여러 가지를 고려했는데 국민연금기금에 대해서는 2003년도에 우리가 알기로는 우리가 추천해 드린,

○ **지은구 위원** : Funding Ratio.

○ **김충직 부사장** : 아니, Funding Ratio가 아니죠. Reserve Ratio를 2003년도에 국민연금기금에서 계산하는 법도 있고 그래서 예를 들어서 언제 시점에 기금이 고갈 되냐 그런 것들도 쓸 수 있고 Funding Ratio도 쓸 수 있고 초이스는 여러 가지 있지만 다른 초이스들은 문제가 많습니다. 그래서 Reserve Ratio가 제일 적합하지 않나 해서 그거를 권고해 드렸습니다. Reserve Ratio는 뭔지 다 아시지요. Reserve Ratio는 예를 들어서 1년에 나가는 지출, 연금으로 나가는 비용하고 그다음에 비용 그거의 몇 배가 기금이 되냐, 그래서 예를 들어서 캐나다 경우에는 그게 5.5배입니다. 기금이 지출되는 것보다 훨씬 높지요. 지금 국민연금은 그 Ratio가 한 33입니다. 지금은 지출하는 금액이, 들어오는 수입되는 보험료 받는 것보다 훨씬 작지 않습니까? 그런데 이게 이제 한 '43년 정도 되면 그게 한 10대1로 가고 그다음에 고갈시점이 되면 이게 급속도로 작아지지요. 그래서 그 목표가 70년 후에 이 Ratio가 2로 되면 괜찮지 않나. 이 목표, 이 Ratio2는 2003년도에 우리가 알기로는 계산이 나왔다고 합니다.

○ **지은구 위원** : 그러면 여기서 제시한 거대로 기금적립률이라는 지표하고 기금적립의 존속기간이나 기금적립규모, 그다음에 적립배율(Reserve Ratio) 이렇게 나와 있는데 이 4개 중에 Reserve Ratio가 가장 낮다고 말씀하셨죠. 그러면 나머지 3개에 대해서 이걸 갖다가 우리가 목표치 기준으로 설정했을 때 어떠한 영향이 있을 지에 대해서는 조금 연구 결과들이 있습니까?

○ **김충직 부사장** : 그거는 만약에 그런 의견을 받고 싶으시면 차후 컨설팅이나 그런 데 우리가 그걸 다 포함할 수 있습니다. 그런데 이번에는 우리가 여러 가지 초이스 돼서 폴 리포트에 보면 다 나와 있는데 장·단점을 다 제시해 놓고 그다음에 결론은 Reserve Ratio가 국민연금에는 제일 적합하다고 결론을 내렸습니다.

- **지은구 위원** : 추가적인 내용은 추가컨설팅이 필요하다 이런 말씀이신 거지요?
- **김충직 부사장** : 그렇죠. 만약에 우리가 추천해 드리는 Reserve Ratio를 안 쓰고 다른 지표를 한번 고려해 보겠다 그러면 우리가 그거에 대해서 조금 더 장·단점을 더 예측해주고 그다음에 왜 그거를 하면 실질적으로 운영할 때 무슨 문제점이 생길까 그거에 대해서 설명드릴 수 있습니다. 그런데 사실 그런 설명도 이 폴 리포트에 다 나와 있습니다.
- **이스란 간사** : 위원님, 이 총 보고서에 보시면 91쪽부터 ALM 지표 후보라고 지금 말씀하신 적립률, 존속기간, 증가율, 적립배율, 잠재적 연금 수 이런 것들이 있습니다. 그래서 간단히 이 지표가 가지고 있는 의미가 뭐고 사용해서 장·단점이 뭐고 이런 것들이 있고요. 이러한 것을 토대로 지금 Mercer에서는 Reserve Ratio를 말씀을 하시는 거고요. 그다음에 최종 ALM 지표는 사실은 이게 자산배분에 저희가 활용을 해야 되는 거고요. 이거는 오늘 컨설팅 결과가 이렇다고 보고 드린 거고요. 앞으로 일을 어떻게 할지는 좀 고민해서 다시 보고를 드려야 됩니다. 이거는 간단하게 지표 후보에 대한 코멘트는 이렇습니다.
- **원종욱 위원** : 제가 질문 하나 드리겠습니다. 지금 ALM을 하는데 우리 지금 제도상으로는 기금운용이 아무리 ALM을 갖고 온다 하더라도 제도적인 문제 때문에 이걸 아무리 자산운용에, 초과수익률을 지금 우리가 얘기하는 게 0.몇 프로였어요. 아까 0.45%를 초과수익률로 얘기하고 있었는데 지금 이때까지 우리가 관심을 가진 거는 기금고갈 그런 문제이기 때문에 Funding Ratio는 상당히 신경 쓰고 관리를 해왔단 말이죠. 그런데 지금 Reserve Ratio로 갑자기 바꾸면 이거는 어느 정도 기금이 머쥘어진 상태에서, 만약에 마지막 단계에서 머쥘어진 상태에서 파인튜닝할 수 있는 지표라고 생각을 해요. 그러나 지금은 머쥘어되지 않고 지금 초기 단계에 있기 때문에 아주 초기단계에 있는 상태에서 지금은 이 기금의 제도적인 문제에서 편당이 많지요. 많은 문제인데 지금 이 편당이 싸 있는 이 단계

에서 우리가 지금 끝에 가서 기금적립, DB나 아니면 페에즈고 시스템 내에서 쓸 수 있는 Reserve Ratio는 제가 개인적으로 페에즈고 시스템에서 쓸 수 있는 제도라고 생각합니다. 페에즈고에서 적용될 수 있는 Reserve Ratio를 지금 아주 편당이 되고 있는 이 단계에서 지표로 사용한다는 것은 걱정하지 않다고 저는 개인적으로 생각합니다. 지금으로서는 편당이 막 올라가고 있기 때문에 Funding Ratio를 우리가 관리를 해 주는 것이 더 적절하지 머췌어 되고 페에즈고 시스템까지 거의 다 간 상태에서 쓸 수 있는 Reserve Ratio를 우리가 지금 관리하는 거는 아주 우리 제도하고 맞지 않다는 생각이 들기 때문에 둘 관계에서 어느 것이 더 걱정한가는 저는 조금 더 논의가 필요한 것 같고요. 그리고 지금 이 ALM이 결과를 받아온 다음에 기금운용에서 항상 ALM에 대해서 많이 했어요. 지금 컴퓨터 시스템도 도입이 되어서 같이 돌아가는지는 모르겠지만 아까 초과수익률 나오는 문제하고 연결시켜 봤을 때 우리가 ALM에서 받는 레슨이 뭐냐는 얘기지요. 이거를 했을 때 우리가 이 관리를 해야 하는데 초과수익률은 아까 나와 버렸어요. 이미 초과수익률이 0.얼마라고 나와 버렸는데 그 범위 내에서 우리가 ALM에서 아무리 오배를 Funding Ratio를 얼마를 하자 Reserve Ratio를 얼마를 관리하자 했을 때도 기금운용본부에서 할 수 있는 역할이라는 게 한정되지 않았나. 그래서 기금운용본부에 실장님한테 이 ALM 결과를 받은 다음에 우리 실제적으로 프론트 오피스에서 과연 이거 할 수 있는 역량이랄까 이런 것이 어느 것이 있을까 라는 것을 질문을 드리고요. 아까 첫 번째는 제가 개인적으로 생각하는 Reserve Ratio는 주고 현재 우리 상황에서는 맞지 않다는 게 개인적인 의견입니다.

- **한동주 실장** : 제가 답변 드리겠습니다. 지표가 지금 여러 가지가 소개가 됐는데 그 중에 적립배율에 관해서는 지금 위원님 말씀하신 그런 취지만 있는 게 아니고요. 저희가 이걸 같이 검토한 걸로는 기금적립률이나 적립배율이나 의미하는 바가 조금 달리 되어 있지 지표로 삼았을 때 결국 현재 시점에서 해야 될 일을 어떤 목표를 가지고 움직인다는 면에서는 같은

거고요. 기금적립률을 저희가 일반적으로 많이들 다들 씁니다. 그런데 그것을 저희가 채택하기가 지금 Mercer에서 제안한 내용으로는 미래의 어떤 수익 기대되는 부분을 현재화할 때 할인율이라든가 이런 부분에서 상당히 논란이 있을 수 있다는 그런 면에서 적립배율을 잡았던 거고요. 그래서 어떤 의미상 그냥 적립배율이라는 면이 적합하다, 아니다 이런 부분들은 저희 내부적으로 어떤 걸 채택할 건지에 대한 Mercer의 제안범위 위에서 내부적으로 정하게 될 거고요. 두 번째 말씀하신 것이 제도나 이런 문제에 있어서 기금본부가 할 수 있는 일이 얼마나 있느냐 하는 부분인데 그 부분은 1차 컨설팅 때도 마찬가지로 그 부분이 연구원하고 같이 협의되는 과정에서도 있었습니다. 어차피 저희가 기금운용을 통해서 고갈 되거나 이런 걸 막지 못하는데 그 부분을 ALM 이런 게 필요 하나 이런 부분인데 사실 지금 저희가 결국 활용하는 범위에서는 자산배분을 할 때 아마 필요하게 될 겁니다. 그래서 여기 지적돼 있듯이 Asset 부분만 갖고서 매년 지금 경제전망에 따라서 목표를 변경하고 지금 이렇게 저희가 기대수익률을 계속 변경해 가는 과정을 가고 있는데 이 ALM을 적용하려면 제일 첫 단계에서 결국 정책이나 제도 면에서 향후 기금 제도를 유지하기 위해서 해결해야 될 부분과 그다음에 운용에서 어떤 수익률을 내면서 기금의 재정 장기안정성을 위해서 해야 될 부분이 분리되는 작업이 1차 이루어져야 되고요. 그다음에 운용목표가 주어진 것을 향후 시기적으로 어떻게 해 나갈 거냐 하는 부분인데 Mercer가 제안한 것처럼 SAA와 DAA 개념을 가져간다면 SAA는 아마 10년 정도의 기준 포트폴리오가 될 겁니다. 이걸 롱 포트폴리오가 되어서 예를 들면 지금 기금이 한창 축적되는 시기에는 롱 포트폴리오에서 리스크 자산을 그만큼 좀 더 많이 가져가는 게 될 거고 기금이 나중에 지급을 대비해야 되는 그런 시기가 될 때는 롱 포트폴리오에서 유동성 부분을 더 많이 가져가는 그런 형태로 한 10년 정도의 롱 포트폴리오가 변경이 될 거고 지금 저희가 하고 있는 5년 포트폴리오는 5년 정도의 경기변동을 반영한 그 롱 포트폴리오를 추구하는 데



있어서 향후에 5년 정도의 경제로 봐서는 향후 DAA는 이렇게 가져간다, 이런 형태로 지금 현재 자산배분체계가 지금보다는 좀 더 구체적으로 그 자산배분을 하는 목적이나 이런 부분들이 분명해 질 수 있을 거라고 생각합니다.

○ **김성진 위원** : 저는 이것을 보고 느낌이 이제 ALM 체제로 가게 되면 현재 자산배분의 틀이 완전히 바뀔 거라고 생각하는데요. 지금 사실 중기 자산 배분은 경기 변동에 따라서 중기자산배분전략을 그때그때 수정을 하기 때문에 이 리포트에서 지적하신 대로 사실 말만 중기자산배분이지 거의 1년 단위의 단기자산배분에서 벗어나지를 않습니다. 그런데 이제 ALM 체제를 하게 되면 장기적인 부채의 흐름에 맞추어서 자산투자전략을 짜는 거기 때문에 지금 말씀하신 대로 롱 포트폴리오에 있어서 적립단계에 있어서는 위험자산에 대한 비중이 투자비중이 더 높아질 것입니다. 현재보다도 주식이나 국내주식이든 해외주식이든 위험자산에 대한 투자비중이 훨씬 더 높아지는 비중으로 가게 되지 않을까 이렇게 판단이 되고요. 그런 면에서 ALM 체제로 바뀌는 게 당위성은 있다고 생각이 되는데 실제 이걸 적용하는 과정에 있어서 장기적인 재정 안정성과 단기적인 안정성 여기서는 95%의 VaR를 제시하셨는데 그 사이에서 어떤 절충점을 찾아서 설정을 하시겠죠. ALM에서의 어떤 자산배분을 어떻게 할 것인지에 있어서는 그렇게 되겠지만 그래서 지금 이 컨설팅 한 거와 또 실제 이걸 기금 운용본부나 복지부에서 실제로 적용하는 과정도 또 다른 과정이 필요하기 때문에 조금 더 구체화 되는 걸 지켜봐야 될 거 같은 생각이 듭니다.

○ **오규택 부위원장** : 제가 한 가지 여쭙보면 관련된 게 두 가지가 있을 수 있는데 여기 지금은 하겠다는 게 아니라 아마 결과니까 이거 결과의 의미가 뭐냐는 거에 대해서 좀 여쭙보고 싶은 거예요. 기금운용 거버넌스 110 페이지에 있는 사항이 지금 우리가 하고 있는 자산배분이 여기에 보면 지금 TAA와 DAA에 관한 설정으로 매칭이 될 거 같아요. 우리가 지금 하고 있는 게 만약에 한다면. 그래서 새로운 전략적 자산배분을 하는 것을 보

건복지가족부가 담당하고, 이 말은 아마 Mercer가 주장하는 게 보건복지가족부는 지금 하고 기금운용위원회가 전략적 자산배분을 하고 지금 우리가 하고 있는 DAA에 해당되는 것들은 기금운용위원회가 관여하지 않고 기금운용본부가 100% 담당한다 하는 것을 지금 의미하는 거잖아요. 그리고 위험관리조직이 현재는 성과평가업무를 전담하는 조직이 실제 어디서 하고 있나요? 분리할 필요가 있다고 하는데 정말 그렇게 생각하시나요?

- 이스란 간사 : 우선 김성진 위원님 말씀하신 데에 대한 답인데요. 일단 우리가 ALM이 필요하고 어떻게 할 수 있느냐 그 방법, 다른 나라가 하고 사례들 이런 것들을 컨설팅 한 거고요. 실제로 저희가 구현하는 방법은 어떻게 될지 잘 몰라요. 사실은 말씀드린 대로 그게 예를 들어 ALM을 하게 되면 지금 부채가 많아서 위험자산이 늘어나게 될지 아니면 정책변수로 지금 아까 그림 보신 대로 이게 우리가 3가지를 해야 되는 거잖아요. 돈이 들어오는데 제도변수가 하나 있고 기금운용 쪽이 있기 때문에 마치 오해되는 부분은 이게 Liability를 고려하면 위험자산이 쪽 늘어나게 아니냐, 지금 우리가 나중에 부담할 게 많으니까 이런 생각들을 하시는 데 그렇지 않아요. 이게 어떻게 될지는 어떻게 부분을 나눌지 정책으로 가져갈 게 얼마고 기금위로 가져갈 게 얼마고 그다음에 나중에 보여지는 그림이 얼마이고 그거는 저희가 해 봐야 알 수 있습니다. 그다음에 이게 무슨 의미가 있냐 말씀하시는데 그렇게 치면 장기채정추계 저희 5년마다 하는 것도 의미가 없어요. 지금 돈 한참 남아있지 않습니까? 그래도 우리가 가고 있는 길이 어디이고 어떤 그림 속에서 움직이고 목표 내에서 움직이는 거기 때문에 이런 그림은 저희가 필요하다고 생각하고요. 두 번째 말씀하신 자산배분, 제가 이 자리에서 해 보니까 말씀하신 대로 연단위라 이게 좀 맞지 않는 거 같아요. 기금이 호라이즌이 굉장히 긴데 진짜로 우리가 가야 될 게 어디이고 연단위 상황에 따라서 어떻게 자금을 받고 있는지 그거는 실무적으로 고려할 부분이지만 매번 저희가 지금 자산배분을 바꾸고 있거든요. 그래서 이 부분이 들어가면 아까 말씀하신 룡 포트폴리

오 개념으로 장기적으로 가져가야 될 투자금, 자산군별로 투자 비중을 저희들이 고민할 수 있을 것 같습니다. 그리고 오규택 부위원장님이 말씀하신 부분은 그거는 그렇지 않고요. 이것을 지금 여기서 주시기로는 SAA-DAA-TAA 이렇게 주셨는데 그냥 룡 하나 가져가고 그걸 따라가기 위해서 매년만 바꿀 연단위로만 할 건지 그걸 저희들이 어떤 게 우리한테 맞는지 고민해 볼게요. 그리고 이것을 할 때 추진하는 거는 연구원이 제도 쪽을 고민하고 계시니까 연구원과 그다음에 실제로 운용하는 기금본부 그다음에 자산배분을 담당하고 있는 복지부가 세 축이 되어서 이 작업을 같이 할 생각이고 관련 전문가를 모시고 작업을 할 계획입니다.

○ **김성진 위원** : 어느 정도 스케줄은 지금 고려하고 계십니까?

○ **이스란 간사** : 사실은 제가 여기에 진행이 늦어서요. 저희가 내년부터 하고 싶었는데 준비가 조금 더더서 내년 자산배분은 현재의 스트럭처를 그냥 가져가야 될 거 같고요. 그 이후에 하는 것부터 지금 할 수 있지 않을까 생각합니다. 빨리 움직여도 그렇게 될 수 있을 거 같은 생각이 듭니다. 아무튼 저희도 작업은 이제 나왔으니까 작업을 하긴 할 텐데요 속도를 뱉니다만 생각보다 고민할 게 굉장히 많더라고요. 그래서 내년은 그냥 원래 대로 해야 될 거 같고요. 이거는 다음해 정도로 해야 되지 않을까. 연구원들과 저희가 상의를 한번 해 보도록 하겠습니다. 그리고 아까 말씀하신 위험관리조직 그거는 지금 리스크관리실이 둘 다 하고 있기 때문에 문제 제기를 하신 거잖아요. 현재 기금본부 내에 리스크관리실이 성과평가와 리스크관리를 다 합니다. 그래서 이쪽이 지금 Mercer의 제안은 2개를 분리하는 게 전담기관을 뒤흔 분리하는 게 맞지 않느냐 라는 제안으로 저희는 이해를 하고 있습니다. 그러니까 말씀드린 대로 이 분해가 포트폴리오 전략 과정에 필요한데 지금은 그런 부분이 미흡하니까 그거를 역할을 주는 별도부서든 전담기관이든 두는 게 좋지 않겠느냐 이런 취지로 이해하고 있습니다.

○ **오건호 위원** : 이후에 아마 더 논의를 하신다고 하니까 지켜볼 필요가

있는데 제가 좀 이른 감이 있지만 제 나름대로 생각하고 있는 걸 말씀드릴게요. 이 ALM이 필요하죠. 기금운용에서 이게 제도의 미래 지속가능성을 염두 해 뒀야 하기 때문이에요. 그런데 ALM이 필요한 건 제 판단은 그렇습니다. 완전적립식 연금에서는 미래에 지불해야 될 것을 펀드에서 계속 확보해야 되기 때문에 당연히 적립률 1이상을 목표로 하는 ALM이 설정되어야 하지요. 그리고 지금 소개해 주신 것처럼 외국에서 ALM을 채택하는 있는 나라들은 다 지금 완전적립식 연금으로 알고 있습니다. 그리고 우리나라는 부분적립식입니다. 그런데 지금 부분적립식에서 ALM이 저는 여러 가지 지배구조에서 여러 가지 목표지표들이 여러 개 있지만 ALM의 핵심은 저는 적립률이라고 생각이 들고요. 사실 저는 적립률을 목표로 설정하지 않을 바에는 ALM이 애초에 의미가 없다고 봅니다. 일례로 지금 현재 제안해 주신 적립배율 2배 같은 경우는 이미 현재 우리 기금운용에서 저희 재정추계에서 5년 단위로 하고 이제 70년 후에, 똑같은 겁니다 적립배율을 2배든 3배든 어떤 기준을 정해서 역순으로 제도적 제안을 하고 있습니다. 이 제도적 제안은 뭘 하고 있느냐 하면 그 적립배율을 달성하기 위해서 목표수익률을 뭘 하라는 게 아니고 따라서 이렇게 제도변경을 해달라는 걸 하고 있습니다. 즉, 그 적립배율을 달성하기 위한 수단은 뭐냐 하면 제도적 조정인 것이지 기금운용에서 시장에서 달성되는 건 아니라는 겁니다. 그럼 우리가 기금운용 커뮤니티에서 시장에서 손을 놓고 있느냐? 그렇지 않지요. 지금 현재 자산운용시장에서 공적국민연금기금이 가져올 수 있는 수익성의 목표와 안정성의 목표를 사회적 합의 단위에서 논의해가지고 설정해서 가고 있지 않습니까? 저는 그래서 지금 시스템이 ALM과 비교하면 이게 Asset-Only 어프로치 해서 자산중심 시스템이라고 말씀하시는데 저는 이 단위에서 그러니까 부분적립식에서 불가피하게 자산 중심 접근을 할 수밖에 없고 여기서도 충분히 잠재부채 개념을 가지고 있고 이 잠재부채 개념을 시장에서 기금 운영을 통해서 수익률을 통해서 달성하는 게 아니고 제도적 변수를 통해 달성할 수밖에 없다는 거

를 저희는 알고 있고 그렇게 운영하고 있다고 생각합니다. 그러면서 ALM에 대한 추가 논의가 필요하긴 하지만 부분적립식 제도를 가지고 있는 우리나라 국민연금기금에서 ALM 논의가 얼마나 실효성 있는 의미를 줄 수 있을 지에 대해서 저는 조금 회의적인 생각을 가지고 있습니다.

○ **이스란 간사** : 그거는 구현할 때도 그렇게 할 수 있습니다. 만약에 제도 변수에만 그러면 당분간은 제도변수에서 그림을 그려보니 이런 상태라서 이거는 제도가 할 영역이다, 기금운용 쪽에서 커버할 게 아니다 그건 그렇게 정해도 상관없어요. 그런데 말씀드린 대로 그렇게 정해야 되는 건지 그건 위원님의 개인적인 생각이신 거고요. 적어도 기금운용위원회에서 ALM을 한번 보라고 말씀하셨던 거는 말씀하신 대로 장기적인 재정지속 가능성을 한번 전체 그림 속에 봐라 라는 그런 취지로 저희들이 이해를 하고 있고요. 이게 실제로 자산배분에 자산군별로 투자 비중을 정하고 위험을 정하고 이럴 때 어떻게 적용할 지는 조금 더 봐야 될 것 같아요.

○ **오건호 위원** : 제일 핵심이 적립률이라고 본다면 현재 부분적립식에서는 당연히 적립률 2를 달성할 수 없지요. 그래서 ALM 취지를 좀 더 저희가 살린다면 제도 몫을 떼 내는 거지요. 이걸 나중에 부가식으로 전환하든지 이원화시키든가 이거는 제도 몫을 떼 내고 일부 기금운용에서 해결할 몫만 정해놓는다면 그 부분 한도 내에서 완전적립식이 되겠죠. 그땐 ALM이 의미가 있다고 보는데 만약에 재정 관리를 이원화시키고자 한다면 이 논의의 핵심은 ALM 논의가 아니고 연금재정의 이원적 관리가 되는 것이지요. 그런데 지금은 그런 게 전제되지 않은 상태에서 국민연금기금을 논의하는 데 있어서 완전적립식이 사실상 적합한 모델인 ALM을 논의하다 보니까 저는 혼란이 야기될 수 있고 이게 또 어떻게 이해될 수 있느냐 하면 아까 김성진 위원님께서 말씀하신 것처럼 결국은 의도는 그렇지 않더라도 이게 미래 잠재부채를 메워가려면 결국은 지금 시스템에서 시장상황을 고려해서 목표수익률, 심지어는 오늘 초과목표수익률까지 설정하고 있는데 그 부채를 막기 위해서 더 위험자산에 투자하는 거 아니냐, 저는 당연히

사회적으로 그렇게 해석할 거 같고 현재 지금 기금운용 시스템이 그렇게 사회적 신뢰를 갖고 있지 않은 상황에서 저도 득보다 실이 많다고 생각합니다. 그 논의를 더 확장하는 게.

- **오규택 부위원장** : 우리 이찬진 위원님은 하실 말씀이 있으실 텐데. 이 건 보고사항이니까 어쨌든 이대로 하겠다는 건 아니지 않습니까.
- **이스란 간사** : 아닙니다. 앞으로 할 일이 많습니다. 그 말씀을 드리려고 했습니다.
- **이찬진 위원** : 저도 109페이지 기술 같은 데 보면 기금운용 목적도 이상하고 운용 원칙 관련된 부분도 기술하는 데 기초가 저희가 제도부분하고 기금운용부분이 분명히 구분되어 있는데 그 포션이 도대체 어느 정도 되는지를 사실은 이게 ALM이 용역에 있어서 느낌이, 그러니까 기금이 성숙기가 될 때 피크가 지금 2000몇 년으로 40년인가 언제로 설정하셨는지,
- **이스란 간사** : ‘43년입니다.
- **이찬진 위원** : 2043년인지 모르겠는데 그때 원래 이게 국민연금법 전면 개정해서 ‘87년, ‘88년 그 시절에 보면 이게 수정적립방식이라고 정부가 이미 법안 제안할 때 이미 제안이유서에 나오거든요. 그래가지고 차세대가 부가방식으로 가는 것을 분명히 명시하고 가는 제도란 말이죠. 그러니까 완전적립방식을 전제로 했던 제도는 분명히 아니었고요. 제안이유서에 명시되어 나와 있는 것이기 때문이에요. 그래서 이 ALM 지표 설정할 때 자산부채의 관리형태가 분명히 필요하긴 하다. 그런데 그 필요한 이유가 원래는 수익성 있게 관리 운용해야 되는 그 이유로 그런 게 아니라 제도를 언제 변경해야 되는지, 우리가 성숙기에 어느 시점에 차세대에서 이 제도의 충격을 완화시키면서 어떻게 소프트하게 할 것이냐, 현 세대와 차세대가 분담을 어떻게 할 것이냐 이런 여러 가지 제도적인 측면에서의 것을 오히려 더 중시해서 했던 걸로 보이거든요. 이게 완전 적립된 적립금 형태로 가서 이걸로 100% 책임 비중으로 한다는 것은 제도 속에 존재하지 않았던 거로 해서 이 기술 자체가 굉장히 제도 부분 백그라운드를 거의

무시하고 지금 기술하고 있는 것이 아닌가 그런 느낌이 들었습니다.

- **이스란 간사** : 잠깐만요. 변을 드려야 되겠는데요. 이거는 기금운용지침에 들어있는 원인은 같다는 거예요.
- **이찬진 위원** : 그런데 이게 재정이 단계적 안정성에 기여한다는 부분이 한계가 있지 않습니까?
- **이스란 간사** : 예.
- **이찬진 위원** : 저는 50%도 안 된다고 생각하는데 우리 연금 제도가 근로자 분들이 들을 때는 기분 나쁘실지 모르겠지만 말도 안 되는 기업의 급여방식이 이 구조적인 모순에 있는 거고 현 세대에는 이익이 있을지 몰라도 심하게 얘기하면 차세대에게는 재앙 같은 건데 이 부분에 대한 얘기가 안 된 상태에서 이걸 가지고 말도 안 되게 무슨 저희 기금운용이 투기사업자도 아니고 본부에서 할 수 있는 게 가령 1년에 40%이상의 수익률을 실현할지는 모르겠습니다만 이게 사실은 되겠습니까. 안 되는 걸 가지고 지금 이거 가지고 자꾸만 자산부채 1:1, 적립배율 얼마 이런 걸 논의한다는 자체가 전제가 잘못돼 있는 거 아닌가 그런 생각이 들었습니다.
- **백화중 위원** : 방금 이찬진 위원님 말씀하신 것 중에 수정적립방식이라고 얘기는 했는데 수정적립방식이라는 거에 대한 테피니션이 없습니다. 실질적으로 재정방식이라는 게 완전적립방식, 부가방식 그 사이에 부분적립방식이 있을 수밖에 없지요. 그런데 수정적립방식에 대해서는 아직 근본적으로는 뭔지 몰라요. 그런데 많은 국가에서 CPP같은 경우도 사실은 부분적립방식이나 마찬가지죠. 거기가 이렇게 풀 펀드 시스템이라 ALM을 하는 게 아니라 자기네가 이루어야 될 목표가 정확히 있습니다. 50년인가를 현재 Funding Ratio를 일정 동일하게 가야 되는 그런 목표가 있거든요. 그런데 실질적으로 방금 말씀하셨던 것처럼 이 ALM 시스템에서 더군다나 저희 한국 같은 국민연금체계에서는 중요한 게 제도변수를 같이 고려할 수 있는 거거든요. 근본적으로 지금 아까 말씀하셨지만 ALM이라는 게 Liability 이 문제가 궁극적으로는 제도하고 연계가 되는 부분이기 때

문에 제도변수와 기금운용과 관련된 변수와 이것을 이루는 무슨 Liability를 하게 되면 근본적으로 재정추계까지 같이 전망까지 하게 되는 거지요. 그래서 아까 말씀하셨던 것처럼 기금운용을 해서 이거를 다 Funding Ratio를 1로 맞춰라 라는 얘기는 아니고 제도가 부담해야 될 부분과 기금이 가능한 부분을 갈라서 살펴보자는 거지요. 그렇게 되면 사실은 여기서 제시한 지표 중에 적립률, Reserve Ratio라는 건 굉장히 부적합한 개념일 수 있고 그 적립률이란 것도 사실 목표를 100년 뒤에 두느냐 70년 뒤에 두느냐 아니면 50년 뒤에 두느냐에 따라서 굉장히 다른 의미를 갖기 때문에 큰 중요한 지표가 아니라 굉장히 복합적인 지표가 필요합니다. 실질적으로 그것과 아울러서 기저에 깔린 문제는 시스템이 이코노믹 배리어블부터 인구변수, 이것과 관련된 재정추계 관련 아웃풋들 또 기금운용 결과에 따른 아웃풋들 이런 것들이 한꺼번에 연관성을 가지고 산출이 돼서 나와야지 실질적으로는 그 의미가 있습니다. 그런데 불행히 우리가 하는 재정추계에서는 디토미니스틱한 방법을 쓰고 있기 때문에 그것들이 그런 연관성을 가지고 기금운용이나 제도를 고려하는 데 동시에 정보를 제공해 주지 못하고 있거든요. 그런데 저희 연구원에서도 이 ALM과 관련해서 나와 계신 이재원 박사님이 시스템 전체를 알몬드라고 개발을 했습니다. 이거 하고는 또 별도의 연구원에서 자체로 개발한 시스템이죠. 그래서 그런 저희 연구원에서 개발한 것도 있고 또 지금 Mercer에서 컨설팅 한 그런 부분도 있고 그래서 ALM이라는 게 지금 위원님들이 우려하신 것처럼 기금운용을 하는 데 있어서의 과도한 리스크 테이킹을 해서 거의 실현 불가능한 수익을 올리려고 하는 그런 의미는 아니기 때문에 분명히 ALM이라고 하는 것은 제도의 몫과 기금의 몫을 구분해서 분리해서 해 보자라는 그런 부분이기 때문에 필요한 그런 부분이라고 생각을 하고 있고 그런 부분에 대해서 제가 좀 설명을 더 드린 겁니다.

- **오규택 부위원장** : Mercer의 주요 보고사항에 대해서 위원님들의 의견을 충분히 나누신 것 같습니다. 이게 보고안건이기 때문에 시간제약상 특



별히 더 다른 주제에 대해서 의견이 없으시면 다음 보고안건으로 넘어가도록 하겠습니다.

- **이스란 간사** : 주신 의견을 저희가 반영을 해서 어떻게 저희가 진행을 할지는 향후 계획을 마련해서 보고를 드리도록 그렇게 하겠습니다.

**라. 보고사항 : 『적정 국내주식투자 비중과 의결권 행사에 관한 연구 결과 보고』**

- **오규택 부위원장** : 그러면 다음으로 보고 09-11호 적정 국내주식투자 비중과 의결권 행사에 관한 연구 결과 보고에 대해서 보고를 받고 토론을 하도록 하겠습니다. 동 보고는 현재 서강대학교 경영학부 박영석 교수님께서 보고를 해 주시겠습니다.
- **이스란 간사** : 이것도 저희가 지금 안건에 115페이지부터 있고요. 119페이지 용역개요가 간단히 있는데요. 이거는 지난번에 이찬진 위원님을 비롯해서 여러 차례 우리가 어느 정도의 국내주식을 살 수 있느냐, 적정 보유 비중이 기준이 얼마나 이런 논의가 많이 있으셔서 저희들이 추진을 한 거고요. 뒤에 가시면 주요 내용은 우리 박 교수님이 보고를 하실 거기 때문에 제가 보고를 드리는 거는 생략을 드릴게요. 시간이 여유가 없으셔서 121쪽부터 서강대 박영석 교수님께서 보고를 드리도록 하겠습니다. 박 교수님 어디 계시지요? 거기서 하시겠어요?
- **오규택 부위원장** : 이쪽으로 오시지요. 여기 앉아서 하십시오. 간단히 해주세요.
- **이스란 간사** : 간단히 하셔야 돼요. 시간이 많이 지나서요.
- **박영석 교수** : 얼마나 간단히 할까요? 시간이 많이 경과한 것 같아서 간단하게 보고 드리겠습니다. 서강대학교 박영석 교수고요. 저희가 이 용역은 지난 4월에 시작해서 10월에 끝을 낸 용역이고요. 한국 재무학회가 용역을 수주해서 보고를 했습니다. 그래서 오늘 용역 보고서의 주제는 제가

앞에 배석을 해서 논의된 2가지 보고안건과 심의안건을 듣고 느낀 점을 간단하게 말씀을 드리면 3가지 안건의 공통되는 점이 지금까지 국민연금과 관련된 다양한 부분적 이슈들을 이제는 하나씩 하나씩 연결시켜서 좀 전체적인 연결고리들을 만들어나가는 그런 공통적인 썬을 가지고 있는 것 같습니다. 첫 번째 심의안건도 그렇고 특히 두 번째 ALM과 관련된 제도도 제도와 기금운용을 한번 연결시켜서 생각해보자는 그런 이슈인 것 같고요. 제가 오늘 밝혀드릴 이슈는 과거에 많이 논의가 됐던 거대연금의 문제, 시장에서의 그런 어떤 시장충격 이런 이슈와 그다음에 자산배분이 그럼 결국은 충격에 따른 코스트가 시장의 수익률에 반영되면 자산배분에도 영향을 줄 것이고 또 국민연금의 수익률을 높이는 차원에서 상당 부분 주식의 투자 비중을 높인다면 의결권 행사와 관련된 어떤 재계와의 그런 갈등이라든가 이슈들도 조금 지금보다는 많이 심각해 질 거라는 생각을 갖고 지금까지 부분적으로 논의되던 이슈들을 한번 연결해서 이것들을 한번 일반 균형적인 관점에서 접근을 해 보면 어떤 이슈들을 우리가 논의할 수 있을지를 보고서를 통해서 저희들이 제시하려고 노력을 했습니다. 그래서 그런 관점에서의 첫 번째 시도였기 때문에 이 결과가 어떤 최종적인 전체 그림을 보여주는 데 충분한 최종 결과물이라고 생각하진 않고요. 그런 방향으로 나가는 데 있어서 가장 첫 번째 결과물로 향후 다양한 연구들에서 참고할 수 있는 그런 결과라고 생각합니다. 그래서 목차를 갖고 간단하게 우선 설명을 드리도록 하겠습니다. 117쪽을 보시면 우선 최근에 국민연금기금의 주식투자에 관련된 환경변화들을 저희가 살펴봤는데요. 환경의 변화라고 한다면 지금까지 논의된 것과 조금 더 추가적으로 고려될 수 있는 사항이라는 것이 1번에 두 번째 쪽지에 해당하는 자본시장 통합법에서의 5%와 10%률이 국민연금기금의 주식투자, 자산운용에 있어서 충돌요인으로 작용할 수 있다는 그런 점들을 한번 실증 분석을 해봤고요. 그리고 국민연금기금이 그러한 5%, 10%률에 따라서 공시를 하게 되었을 때 그것에 대한 시장의 반응이 다른 일반 개인투자자들이라든가 기관투자

자들이 어떤 식의 추종 매매의 가능성이 있는지를 주가와 거래량 데이터를 가지고 실증 분석을 했습니다. 그리고 두 번째 꼭지로 넘어가서 ‘기금의 적정 국내주식투자 비중 도출’이라고 좀 거창한 제목이 되어 있는데요. 여기서는 저희 연구에서 제시한 결과가 국내주식투자 비중은 소위 자산 배분에 있어서의 몇%가 되어야 된다는 그런 단정적인 숫자를 제시하는 그런 목표 혹은 비중을 의미하는 것이 아니라 기존에 국민연금의 시장에서의 어떤 주식투자 규모가 커짐에 따라서 시장에 충격을 주는 데 따른 비용이 고려됐을 때 이런 비용이 고려되는 상황 하에서 적정 주식투자 비중이 어떤 식으로 영향을 받는지 그런 관계에 대한 실증분석을 담고 있다고 생각해 주시면 될 것 같습니다. 그래서 그런 내용들을 기본적으로 우리나라 자본시장의 시가 총액이 어떻게 성장할지 그다음에 국민연금의 전체 자산 중에 주식에 배분하는 비율들이 결정됐을 때 그것에 따라서 국민연금의 시장에서의 거래금액이 어떻게 될지 이것을 우리가 추계를 했고요. 그 추계된 상황 하에서 현재 시장에서 과거에 한 10여 년 동안 국민연금의 주식투자를 통해서 시장에 준 충격이 거래대금의 규모가 변할 때 어느 정도로 충격비용이 변하는지를 실증분석을 했습니다. 따라서 그 실증분석을 기초로 해서 향후 국민연금의 주식투자의 비중이 늘어나고 자본시장의 규모가 늘어날 때 충격이 어느 정도가 될 지를 몇 가지 시나리오를 가지고 분석을 했습니다. 그래서 그걸 가지고 분석한 부분이 그 두 번째 꼭지에 해당하는 130쪽까지의 내용이 되겠습니다. 그리고 131쪽부터는 이러한 현상들이 국민연금의 주식투자비중이 높아지고 따라서 의결권 행사에 있어서 현재 국민연금이 실행하고 있는 의결권 행사와 관련된 제도들을 간단하게 검토하고 해외연기금의 의결권 행사와 관련된 현실들을 한번 좀 파악하고 우리가 벤치마킹 할 수 있는 부분이 무엇이고 그다음에 해외주식투자를 늘려나감에 있어서 해외기업에 대한 의결권 행사의 방향, 그다음에 최근에 이슈가 되고 있는 기업에 그런 사회적 책임과 관련된 이슈들이 있기 때문에 그런 책임 투자 관점에서 의결권 행사에 있어서 현재

국민연금이 갖고 있는 어떤 의결권 행사 기준에 좀 더 추가해서 들어가야 될 내용들이 어떤 것들이 있는지, 그다음에 국민연금의 주식보유 비중이 늘어났을 때 과연 현재 세계에서 걱정하고 있는 연금사회주의 혹은 정부의 기업경영에 대한 간섭에 그런 위험들이 정말로 걱정하고 있는 것만큼 늘어나는지 이런 것들을 간단하게 임계확률이라는 수치를 통해서 분석을 했습니다. 그래서 그런 내용들을 저희가 분석을 했고요. 사실 이 내용 자체가 굉장히 다양한 시나리오에 따라서 다양한 분석방법을 가지고 테크니컬한 이슈들을 담고 있기 때문에 이 내용을 하나하나씩 소개를 드리는 것 보다는 그런 관점에서 쭉 논의가 되어서 결론 부분의 내용들을 소개를 드리는 게 시간을 절약할 수 있는 방법인 것 같아서 우선 135쪽에 있는 결론을 잠시 소개해 드리도록 하겠습니다. 우선 첫 번째 쪽지에서 소위 자통법(자본시장통합법) 이후에 국민연금의 5%률과 10%률에 따른 공시에 대한 시장의 반응이 어떤지를 한번 실증 분석을 해봤는데요. 거기에 대해서 저희가 걱정했던 만큼 시장이 국민연금의 거래 공시에 대한 추종 매매를 보이고 있는 것 같지는 않다는 그런 판단을 실증분석을 통해서 내렸습니다. 그러나 코스닥 시장에서는 상대적으로 투자자들이 좋은 기업과 나쁜 기업을 구분하는 데 있어서 어려움이 많기 때문에 국민연금이 투자를 했다는 것이 투자자들에게 어떤 시그널로서 작동할 수 있는 가능성이 있기 때문에 상대적으로 유가증권시장보다는 코스닥시장에서 거래량이라는 측면에서 그다음에 시장수익률이라는 측면에서 약간의 공시에 대한 시장의 반응이 나타나는 것으로 실증분석이 이루어졌습니다. 따라서 전체적으로 우리가 우려하는 바의 그런 걱정할 수준은 아니지만 어느 정도 일부 종목에서는 국민연금의 공시에 대한 시장반응이 이루어지고 있다. 그리고 그러한 현재 자통법(자본시장통합법) 하에서의 5%률에 대해서는 예외규정을 적용받아서 조금 더 그률을 적용하는 데 있어서 국민연금의 자산운용이 충돌하는 면은 상당히 경감이 됐지만 10%률에 있어서는 모든 기관투자자들과 함께 룰이 적용되고 있기 때문에 특히 향후 국민연금이 주식

투자 비중을 높여나가는 과정에 있어서는 10%를이 최적자산배분에 있어서의 제약조건으로 작동할 수 있는 가능성이 있다는 그런 결론을 저희가 내렸습니다. 또 하나는 시장충격에 대한 전망과 시가총액 점유율에 근거해서 판단해 보면 국민연금의 시장에서의 영향력은 현 수준 혹은 당분간은 크게 우려할 만한 수준은 아닌 것으로 판단이 되었습니다. 그러나 국민연금의 기금 규모가 2천조 이상으로 증가하고 또 만약에 자산배분에 있어서 의사결정이 주식투자비중을 25% 혹은 30% 수준까지 높이는 방향으로 의사결정이 이루어진다고 한다면, 그리고 우리나라 시장에서의 종목별 유동성이라는 수준을 고려했을 때 현재 국민연금이 투자대상으로 고려하고 있는 종목들이 전체 종목이 아닌 유동성이 높은 종목만을 대상으로 하고 있다는 현실을 고려해 본다면 현재 우리가 이 분석에서 사용하고 있는 10%라는 시장 점유율이 기본적으로 시장 충격을 주는 데 있어서 큰 문제가 없는 수준이라는 결론을 내렸는데 이것이 시장 전체의 10%이기 때문에 유동성이 높은 종목에 국한된다고 한다면 10%를 당연히 넘는 그러한 수준이 되기 때문에 결국은 장기적인 방향에서 우리가 주식투자 비중을 높인다고 한다면 종목을 좀 더 다변화 한다든지 하는 쪽으로 해서 이런 시장충격을 줄이는 노력도 함께 해야 된다고 얘기할 수 있을 것 같습니다. 그리고 세 번째 꼭지에 있어서 의결권과 관련된 이슈에 있어서는 저희가 임계확률이라는 수치를 가지고 분석을 했을 때 임계확률이라는 것은 국민연금이 현재 대주주의 영향력보다도 높은 전체 주주의 지지를 받기 위해서 국민연금 지분과 대주주 지분을 제외한 나머지 기관과 국민 개인들이 보유하고 있는 지분에서 몇%의 지지를 받아야지 국민연금이 대주주보다 더 높은 의결권을, 그러니까 국민연금이 원하는 쪽으로 의결권이 통과될 수 있는 의안이 통과될 수 있는 가능성을 계산을 해 본 건데요. 현재 상태에서는 대부분 80%, 90% 이상의 높은 지지를 받아야지 국민연금이 대주주와 만약 같등 국면에서 국민연금 쪽에 손이 들리게 되는 이런 상황이기 때문에 크게 문제되는 상황이 아니라는 판단을 했고요. 국민연

금의 주식투자 비중이 2배로 높아진다고 하더라도 현 상태에서 그러한 임계 확률의 크기는 큰 변화가 없는 것으로 판단이 되었습니다. 따라서 저희가 분석하고 있는 호라이즌 내에서는 의결권 행사와 관련된 재계와 국민연금 혹은 재계와 정부와의 그런 큰 갈등 국면이라고 하는 것은 조금 너무 과장된 우려가 아닌가 하는 그런 분석을 하게 되었습니다. 이상으로 간단하게 보고를 마치도록 하겠습니다.

○ **오규택 부위원장** : 보고를 해 주신 서강대 박영석 교수님께 감사의 말씀을 드리겠습니다. 본 안건에 대해서 위원님들의 의견이 있으면 말씀해 주시기 바랍니다. 아마 제일 관심이 있으신 게 이찬진 위원님께서 관심이 많으실 거 같은데 혹시 의견 있으신가요.

○ **이찬진 위원** : 지금 ALM 보고 할 때도 나왔습니다만 기금 고갈기에 우리가 유동성 문제 때문에 사실은 고민을 한 부분이 하나가 있거든요. 그런데 이 연구 자료에는 그 부분이 없는 것 같습니다. 사실은 기금의 성숙기가 됐을 때 이제 연금 급여를 위해서 자산을 매각해야 되는 그런 부분의 영향에 관한 부분은 분석된 게 전혀 없는 것 같습니다. 그렇죠?

○ **이스란 간사** : 기금성숙도를 감안해서는 안 되어 있습니다.

○ **이찬진 위원** : 그거는 안 되어 있는 상태고요. 지금 현재 기금성장기에서의 자산배분이 변화에 따른 시장충격을 중심으로만 아마 분석하신 것 같고요. 그래서 실은 이게 저희가 전에도 계속 말씀드렸던 거는 뭐냐 하면 실제로 우리가 현금자산이 고갈되어지고 우리가 보유하고 있는 투자유가 증권을 매각해야 되는 그런 상황을 왔을 때, 물론 그전에 제도의 뭔가가 바뀌는 걸 전제로 해서 스태블하게 이 자산은 안 판다라고 한다면 우리가 유동성 얘기를 안 해도 그만이겠지요. 그런데 실은 원래 목표가 매각을 하는 그 상황이 됐을 때에 시장의 충격을 생각해 봐야 되고 그 충격을 고려한다면 과연 우리가 걱정할 자산배분비율이 어느 정도로 관리되다가 어느 시점에 제도변화와 맞물려서 제도나 기금운용의 충격을 최소화 할 수 있는 조합이 뭔지를 도출하고 싶은 거거든요. 그런데 현재 과도기적으로

1년에 우리가 중기 자산배분(안)이나 보면 2009년부터 2014년까지 해서 4조에서 많으면 5조 8천 이 정도까지 배분돼 있지 않습니까? 그런데 굳이 요약하면 그 정도 규모에 있어서의 시장충격은 크지 않을 거라는 말씀이신 것 같아요. 그런데 그럼에도 불구하고 시장 비중을 보면 상대적으로 굉장히 많이 올라 가지고 표 III-5인가요? III-5에 30페이지 용역보고서를 보면 거기 시장비중이 우리가 당장 내년만 해도 18% 정도 되고 조금만 후년이 되면 20%가 넘어설 거 같거든요. 적립기금이 20% 정도 될 때에는 시장비중이 가령 예를 들면 9.5에서, 9.6, 9.7 이 정도가 된단 말이죠. 이게 코스피하고 코스닥 전부다 합산하신 것 같은데 이렇게 되면 우리가 주로 거래하고 있는 종목기준으로 하면 본부장님도 사실 40% 넘어가는 그런 상황을 아마 산정을 할 수밖에 없는 거 아닌가 싶고요. 그런데 가면 갈수록 걱정이 되는 게 뭐냐 하면 이론상으로는 그냥 루티나게 이렇게 4, 5조씩 계속 사는 게 시장쪽에 무슨 문제가 있겠느냐 했는데 우리가 투자하는 종목들이라는 게 과연 시장유통량이나 이런 부분들이 점점 과점화 되면서 유통량이 감소되는 부분이나 이런 것들이 이 부분이 어느 정도까지 고려되고 있는지, 시장이 아주 뭐랄까 유동성이나 유통량이 풍부하고 충분하다는 걸 어느 정도 총량적인 측면에서 접근하셨는지 모르겠는데 우리가 주로 하는 100개 정도 내의 종목을 기준으로 한다고 그러면 점점 팔 게 없어지는 그런 부분에 관한 문제가 좀 더 심층적으로 분석하고 그래서 자산관리운용에 있어서 어느 정도가 우리에게 균형감 있는 포트폴리오인지 그런 부분을 좀 알고 싶었던 거거든요. 그 부분에 관한 연구 과정에서 검토하신 건 있으신가요?

- **박영석 교수** : 제가 간단하게 말씀드리면, 지금 이찬진 위원님 말씀하신 대로 저의 분석은 성숙기에 그러니까 기금의 규모가 점점 줄어들면서 자산을 매각하는 상황에서의 시장 충격비용이라는 것은 지금 현재 시점에서 보면 거의 50년, 40년 이상의 이후의 시점이고 또 시장충격이라고 하는 것은 저희가 생각하기에는 양쪽 측면이 있는 것 같습니다. 기금을 적립하

는 기간에도 시장충격은 있는 거고요, 그다음에 고갈하는 시기에 팔아버리는 시점에도 시장충격은 있는 건데 이제 이 분석내용을 보시면 아시겠지만 굉장히 많은 실증분석의 내용이 자본시장의 규모가 어떻게 증가하느냐라는 것에 따라서 숫자가 굉장히 차이가 많이 나게 되어 있습니다. 따라서 우리가 그것을 추정하는 데 있어서 10년, 20년을 추정하는 것도 굉장히 예러가 큰 추정인데 50년, 40년 이상의 추정을 통해서 그리고 제도가 변하면서 기금의 고갈 시기는 더 계속해서 연장이 되는 이런 것을 전제로 했을 때에 실제로 시장 충격이라는 이슈가 현재 기금을 쌓아나가는 상황에 있어서의 시장충격이 분석의 대상이 되는 것이 훨씬 더 의미 있는 분석이고 어떤 현재 고민에 있어서 제도의 혹은 자산운영의 자산배분에 반영할 수 있는 이슈라는 생각을 했기 때문에 앞부분에 초점을 맞춘 거고요. 그다음에 두 번째 말씀하신, 전체적인 어떤 자산배분 그다음에 제도 이런 전체적인 모습에서 거대연금의 이슈들도 문제가 되지 않느냐라는 문제의식에서 이 연구의 발주가 시작됐다는 것은 저희도 이해를 했습니다. 그러나 그런 것에 대한 시각을 가능하게 해 주려면 두 번째 꼭지에 오늘 안건이었던 소위 제도와 자산운용 전체 그림을 볼 수 있는 그런 시스템을 들여다 볼 수 있는 그런 하나의 모델이 전제가 되어야지 지금 위원님께서 생각하시는 그런 최종적인 산출물을 들여다 볼 수 있는 결과가 나올 수 있는 것 같다는 생각이 들고요. 저희는 그런 어떤 최종적인 산출물을 내는 것을 목표로 했다가보다는 이러한 시장에서의 충격비용이라는 것을 고려한 자산배분을 할 필요가 있다는 필요성에 입각해서 어떻게 보면 파셜 리큐리브리움의 한 측면만을 들여다봤다는 것으로 이해를 해 주시면 될 것 같습니다.

- **오건호 위원** : 아주 흥미 있는 보고서 잘 받았습니다. 유익한 내용이 많을 것 같은데 그런데 해석하기에 따라서 관점에 따라 다르게 보실 것 같아요. 만약에 기업 측에서는 ‘좀 우려 했었는데 괜찮겠구나.’ 안도의 숨을 쉴 수 있을 것 같고 그런데 제 입장에서는 기업도 하나의 공적인 성격을



갖고 있기 때문에 국민연기금이 저는 엄격히 생각해도 활발하게 해야 하고 그런 취지를 가지고 있습니다. 그런 면에서는 너무 약하다 이런 의미가 들었는데요. 그런데 지금 보시면 그 영향력을 임계확률이라는 수치를 가지고 평가를 하셨는데 예를 들면 앞에 해외연기금 CalPERS나 일본 GPIF를 들더라도 저희가 비중이 더 크지 않습니까? 그런데 CalPERS 같은 경우는 뒤에 서술하신 것처럼 의결권 행사가 적절히 하신단 말이죠. 그건 뭐냐 하면 의결권 행사가 일정 영향력이 있으니까 그걸 하시고 또 그렇게 소문이 나 있는 거 아니겠습니까. 그러면 전체 시장대비 비중이 훨씬 몇 배로 저희 연금이 높는데 임계확률이라는 기준으로 보면 영향력은 없다, 따라서 이거에 대한 인센티브도 많이 줄어들 거 같은데 이걸 어떻게 해석해야 되겠습니까?

- **박영석 교수** : 몇 가지 요인이 있을 것 같습니다. CalPERS가 그렇게 주식 전체 시장에서의 영향력은 작는데 의결권 행사를 활발하게 하고 글로벌 연기금의 벤치마크로 활용될 수 있는 이유 중에 하나는 우선은 첫 번째는 우리나라의 주식소유 구조와 해외 미국 시장의 주식소유구조가 상당히 차이가 난다는 게 하나의 현실적인 제안일 것 같습니다. 우리나라는 대주주가 상당부분의 안정적인 지분을 소유하고 있기 때문에 국민연금이 5%, 10%의 지분을 소유한다 하더라도 대주주의 어떤 안정적인 지분을 위협할 수 있는 그런 절대적으로는 큰 규모지만 상대적으로 봤을 때는 그런 위치에 있지 못하다는 것이고요. 또 CalPERS의 경우에는 절대적으로 금액은 적지만 미국 주식시장이나 혹은 해외주식시장의 주식소유 분산이 훨씬 더 분산이 되어 있기 때문에 몇 개 소위 포커스 그룹에 집중해서 CalPERS가 자산운용을 하게 되면 그 소유비중 자체가 손에 꼽히는 몇 대주주에 들어가는 그런 입장에서 시장에서의 영향력을 행사할 수 있다는 그런 것들이 하나가 될 수 있을 것 같고요. 또 하나는 CalPERS의 그런 어떤 적극적인 활동 말고 전반적인 연기금의 의결권 행사라는 측면을 보면 결과적으로 보면 CalPERS가 하고 있는 그런 것들은 상당히 어떤 면에

서 보면 예외적인 결과고 평균적으로 봤을 때는 해외연기금의 의결권 행사를 통해서 어떤 자신들이 원하는 쪽으로 의안을 통과시키는 이런 영향력 측면에서의 성과보다는 우리나라에서 소위 국민연금이 어떤 의결권 행사를 했을 때 그것이 국민연금이 원하는 방향으로 혹은 반대를 했을 때 의안이 반대로 통과되지 않는 이유는 국내자산운용사들이 기업들과의 여러 가지 비즈니스 관계가 있기 때문에 쉽게 국민연금 편에 손을 들지 못하고 기업 쪽의 의견을 따라서 의결권을 행사하는 이런 관행이 있는 것이 글로벌 시장에서도 여전히 성립된다는 것을 저희가 인터뷰와 자료들을 통해서 확인을 했고요. 따라서 해외연기금이 의결권 행사를 통해서 어떤 수익을 높인다기보다는 집단소송이라든가 이런 소송을 통해서 문제가 있는 기업에게서 어떤 주식 대주주로서의 그런 입장에서 주주권을 행사하는 이런 걸 통해서 수익을 높이는 결과들은 상당히 많이 관찰이 되고 리포트가 되고 있는 것 같습니다. 따라서 여러 가지 주식소유의 분산이라는 차이가 지금 말씀하신 국민연금과 CalPERS의 행동과 결과의 차이로 연결이 되지 않나 생각합니다.

- **지은구 위원** : 저는 개인적으로 개요를 읽어봤을 때 들었던 점이 한 가지 있었는데 이 안건 전에 ALM에 대해서 저희가 안건을 논의를 했었는데요. 저희가 중·장·단기 자산배분(안)을 짜고 그다음에 ALM도 결과적으로 자산부채를 어떻게 잘 관리해서 조금이라도 안정성 있게 좀 더 많은 기금을 가지고 몇 년이나 더 끌어갈 수 있는가에 대해서 고민을 많이 하고 있는데 이 결과 보고서를 보게 되면 우리 국민연금은 국민들이 주식을 살 때는 팔고 팔 때는 산다고 이 결과를 보면 나와 있습니다. 그러면 아무리 우리가 중·장·단기 자산배분을 짜고 ALM에 대해서 고려하고 여러 가지 일을 한다고 그래도 결과적으로는 남들이 살 때는 팔고 남들이 팔 때는 산다고 했을 땐 이게 결과적으로는 무슨 의미가 있느냐. 왜 이런 일이 자꾸 벌어지느냐에 대해서 기본적으로 우리가 제어장치를 만들어놓지 않는다고 했을 때는 앞으로 자산배분(안)에 대해서 어떤 사람이 어떤

자산배분을 가지고 온다 그래도 일순간에 이런 배분(안)에 대한 자산부채 발란스가 무너질 가능성이 매우 높다 이런 생각을 저는 하게 됐습니다. 따라서 앞에 안건과 이 두 번째 안건을 보면서 과연 우리 국민연금의 나아갈 방향성은 무엇인가에 대한, 특히 정치적인 역학 관계에 대해서 좀 많이 생각을 해 봤습니다. 그리고 책임투자에 대한 부분 이 부분은 저희가 충분히 앞으로 세계적인 추세에 있고 방향성도 옳다고 생각 들고 복지부가 여기에 대해서 더 많은 시간을 두고 좀 더 많은 연구를 해서 원칙 방향을 제시를 해 줘야 되지 않는가 이런 생각을 했습니다.

○ **박영석 교수** : 간단하게 답변을 해드리면 저희 실증 분석에서 시장이 떨어질 때 국민연금이 사고 시장이 오를 때 국민연금이 파는 그런 어떤 컨트랴리한 전략을 쓰고 있다는 것은 직접 운용에서 일부 그런 현상이 실증 분석에서 발견이 됐다는 얘기고요. 그것이 꼭 자산배분을 어긋나서 단순히 국민연금이 일반 투자자들의 이익을 시장에서 규모가 크다고 해서 그것을 연금의 이익으로 예를 들어서 빼앗는다는지 그런 관점에서의 어떤 행동이 아니라 잘 아시는 대로 국민연금의 기금 규모가 워낙 크다 보니까 시장의 상황을 고려하지 않고 주식을 사고파는 그런 어떤 주문을 냈을 때 그것이 시장에 미치는 영향이 크기 때문에 직접 운용을 하는 국민연금의 자산운용 입장에서는 시장충격 비용을 가능하면 줄이려는 노력으로 그런 어떤 시점이 선택이 된 것이고요. 또 장기적으로 봤을 때 그것이 꼭 시장에서의 어떤 이기적인 행위라기보다는 시장을 안정화 시키면서 시장의 변동성을 줄이는 어떤 공적 역할을, 물론 그게 국민연금기금의 자산운용의 목표에는 들어있지 않지만 시장을 안정화시키는 그런 어떤 공적기능을 수행하고 있다는 긍정적 평가도 받을 수 있는 부분인 것 같습니다.

○ **이찬진 위원** : 한 가지만 더 여쭙볼게요. 보고서에 33페이지 보면 일본에서는 일본 Case에 보면 기금규모 대비 주식비중이 37.3%로 기술하고 있고 시장점유율이 9.6% 정도 된다고 되어 있거든요. 그런데 일본의 경우가 이제 제도가 일본 연금의 재정 변화와 관련돼 가지고 리서치 한 자료들은 있으

신가요? 그래가지고 여기 보고서에 더 넣으실, 우리가 국민연금하고 비교할 수 있는 그런 자료들은 있으신가요? 그게 정리가 되면 같이 볼 수 있는, 일본의 경우에도 우리와 유사한 연금제도를 지금 갖고 있는, 물론 방식은 바뀌었습니다만 그래서 그거를 같이 보면 우리가 자산배분이나 이런 거 할 때 참고할 부분이 굉장히 좀 많이 있을 것 같거든요. 애네들도 상당히 과도하게 현재 시장비중이 9.6%라고 한다면 상당히 커 보이거든요. 이쪽에서 논의되어지고 이슈가 되고 있는 그런 부분들이 뭔지를 한번 같이 좀 보면 어떨까 그런 생각이 있어서 혹시 아시는 내용이면 설명을 해 주십시오.

○ **박영석 교수** : 저희가 이 연구를 진행하면서 일본의 케이스를 그렇게 심도 있게 자산운용이라든가 거대연금의 문제라든가 주식시장에서의 여러 가지 충돌문제라든가 이런 것들을 심도 있게 들여다볼 기회는 없었고요. 단지 표는 이제 국민연금이라는 기금의 현황과 다른 나라의 연금의 현황을 비교하기 위해서 표를 인용을 한 것이지 분석내용을 한번 읽어보시면 일본 데이터를 가지고 어떤 실증 분석을 했다거나 혹은 우리에게 시사할 수 있는 점들을 일본 데이터를 가지고 분석을 할 수 있는 그런 기회는 없었습니다.

○ **이스란 간사** : 이거 그리고 OECD국가 National Reserve Fund로 되어 있는 거는 GPIF 말고 다른 기업연금이 들어있는 것 같아요. 왜냐하면 GPIF는 지금 3.71로 저희들이 알고 있거든요. 그래서 GPIF 혼자만 하면 이렇게까지 많이 안 되고요. 지금 아시지만 일본은 기업연금들이 많잖아요. 그런 게 다 지금 OECD국가는 Reserve Fund로 아마 계산이 될 겁니다.

○ **이찬진 위원** : 일본의 국민연금이 우리하고,

○ **이스란 간사** : 10배 됩니다.

○ **이찬진 위원** : 시장비중은 비슷하다는 말씀이시지요?

○ **이스란 간사** : 맞습니다. 시장 대비 비중은 비슷합니다.

○ **이찬진 위원** : 그거에서 혹시 분석해 가지고 보면 우리의 이행과정이나 경로나 이런 것들을 어떻게 잡을 것인지 참고가 될 수도 있을 거 같거든요.

- **이스란 간사** : 제가 일본자료는 제 개인적으로 갖고 있는 자료가 있는데요. 이게 개네들은 비중 관리하기 때문에 아까 지은구 위원님 말씀하신 대로 떨어지면 사고 오르면 팔고 이래요. 작년에도 많이 빠졌을 때 많이 샀습니다. 그리고 또 하나는 국내주식의 경우 다 아웃소싱 합니다. 이 사람들은 수익증권 형태로 하기 때문에 의결권 이슈도 우리보다는 굉장히 완화되어 있고요. 5%, 10%룰에 대해서도 위탁사마다 보고하기 때문에 GPIF가 가지고 있는 위험 부담은 그렇게 크지 않습니다. 간단히 말씀드렸고요. 위원님, 자료는 한번 챙겨 보겠습니다.
- **오규택 부위원장** : 혹시 이 안전에 대해서,
- **송치승 위원** : 저도 한 가지만 질문하겠습니다. 기금이 성장기에 있다 보니까 주식투자를 확대할 수밖에 없고 그러다 보면 시장이 주는 충격들이 예상이 되고 그러다 보니까 충격을 최소화하는 방향으로 주식을 운용해야 한다는 방향에는 공감을 합니다. 그런데 저는 제가 또 중소기업 연구원에 있다 보니까 제 관점에서는 뭐냐 하면 왜 주식을 상장기업에만 투자를 해야 되는가. 물론 유동성이라는 측면에서 굉장히 관리하기 편한 측면이 있지만 제가 보기에선 주식투자의 어떤 범주에서 예를 들어 비상장 특히 벤처기업에 대한 어떤 투자를 좀 더 확대해 나간다면 뭔가 그 비중은 크진 않겠지만 우려할 수 있는 시장충격을 조금 더 줄이는 데는 조금 더 도움이 되지 않을까 하는 측면에서 제안을 합니다.
- **이스란 간사** : 벤처 쪽은 저희가 대체 쪽에 조금 익스포져가 있고요.
- **송치승 위원** : 그러니까 제가 보기에선 이쪽을 조금 더 투자를 하면.
- **이스란 간사** : 그다음에 말씀하셨지만 저희가 투자 종목을 조금 더 다변화 할 필요가 있다는 그런 제안도 있으시고요. 그거는 실제 운용하실 때 아마 감안을 해서 하시지 않을까 싶습니다.
- **오규택 부위원장** : 위원님들께서 활발하게 의견을 개진해 주신 덕분에 예정된 시간 10시보다 지금 1시간 가까이 지나고 있는 것 같습니다.

마. 보고사항 : 『2009년도 10월 국민연금기금 운용 현황』

○ 오규택 부위원장 : 그래서 본 안건에 대해서는 특별한 의견이 없으시면 보고를 받은 결로 하고, 마지막 보고 안건 09-12호 2009년도 10월 국민연금기금 운용 현황에 대해서는 서면보고로 대체를 하면 어떨까 싶은데 위원님들의 생각이 어떠십니까? 그러면 특별한 반대가 없으시면 서면보고를 받은 결로 대체를 하겠습니다. 오늘 장시간 동안 좋은 의견을 개진해주신 위원님들께 다시 한 번 감사의 말씀을 드리면서 이것으로 2009년도 제6차 국민연금기금운용실무평가위원회를 모두 마치도록 하겠습니다. 감사합니다.

(폐회 10시 47분)