

## 16. 국민연금기금

### 1. 기금개요

설치근거	국민연금법 제101조		
설치년도	1988년	운용개시년도	1988년
주무부처	보건복지부	기금관리주체	보건복지부
관리방식	위탁관리	위탁관리기관	국민연금공단

### 2. 기금현황

(단위 : 백만원)

구분	연중 운용평잔	자산별 비중 <sup>주1)</sup>	투자플 위탁평잔	투자플 비중 <sup>주2)</sup>
단기자산	3,585,915	0.37%	-	-
현금성자금	3,585,915	100.00%	-	-
유동성자금	-	-	-	-
중장기자산	962,458,456	99.63%	-	-
전체자산 합계 <sup>주3)</sup>	966,044,371	100.00%	-	-

주1) 전체자산 중 해당자산의 비중

주2) 해당자산의 투자플위탁 평잔 비중

주3) 전체자산 합계는 공자기금 예탁금을 제외한 평잔

### 3. 평가결과

#### 3.1 평가결과 총괄표

평가지표 (비계량)		배점	지표값	최종등급	
<b>(1) 자산운용 체계</b>		<b>17.0</b>		<b>보통</b>	
1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성		8.0		보통	
2. 자산운용 전담조직의 적정성		9.0		양호	
<b>(2) 자산운용 정책</b>		<b>27.0</b>		<b>양호</b>	
1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성		16.0		양호	
2. 투자 실행과정의 적정성		11.0		양호	
<b>(3) 자산운용 위험 및 성과관리</b>		<b>26.0</b>		<b>양호</b>	
1. 자산운용 위험관리의 효율성		16.0		양호	
2. 자산운용 성과관리의 효율성		10.0		양호	
<b>비 계 량 지 표 합 계</b>		<b>70.0</b>		<b>양호</b>	
평가지표 (계량)		배점	지표값	평가점수	최종등급
<b>(4) 자산운용 성과</b>		<b>30.0</b>		<b>20.33</b>	<b>보통</b>
1. 운용수익률		<b>9.5</b>		<b>6.37</b>	<b>보통</b>
① 1년간 운용수익률		3.0	-8.28%	2.27	양호
② 5년간 운용수익률		3.0	4.22%	2.03	보통
③ 20년간 운용수익률		3.5	5.58%	2.08	미흡
2. 위험조정수익률		<b>10.0</b>		<b>6.75</b>	<b>보통</b>
① 5년간 샤프비율		4.0	0.21	2.70	보통
② 20년간 샤프비율*		6.0	0.30	4.05	보통
3. 상대수익률		<b>9.5</b>		<b>6.21</b>	<b>보통</b>
① 1년간 상대수익률		3.0	3.7%	1.12	아주미흡
② 5년간 상대수익률		3.0	81.2%	2.63	우수
③ 20년간 상대수익률**		3.5	54.2%	2.46	양호
4. ESG투자 노력도		<b>1.0</b>		<b>1.00</b>	<b>탁월</b>
① ESG투자 노력도		1.0	46.3%	1.00	탁월
<b>계 량 지 표 합 계</b>		<b>30.0</b>		<b>20.33</b>	<b>보통</b>
조 정	가 점	자산운용 비용절감 노력		1.00	
		혁신성장 분야 투자		1.00	
<b>전 체</b>		<b>100.0</b>			<b>양호</b>

\* 20년간 샤프비율을 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 18년간으로 평가

\*\* 20년간 상대수익률로 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 16년간으로 평가

### 3.2 전기 평가결과 대비

평 가 지 표		전기평가		당기평가	
비 계 량	(1) 자산운용 체계	양호		보통	
	1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성	양호		보통	
	2. 자산운용 전담조직의 적정성	양호		양호	
	(2) 자산운용 정책	양호		양호	
	1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성	양호		양호	
	2. 투자실행 과정의 적정성	양호		양호	
	(3) 자산운용 위험 및 성과관리	양호		양호	
	1. 자산운용 위험관리의 효율성	양호		양호	
	2. 자산운용 성과관리의 효율성	양호		양호	
비 계 량 지 표 합 계		양호		양호	
계 량	(4) 자산운용 성과	지표값	등급	지표값	등급
	1. 운용수익률		미흡		보통
	① 1년간 운용수익률	10.86%	아주미흡	-8.28%	양호
	② 5년간 운용수익률	7.54%	미흡	4.22%	보통
	③ 20년간 운용수익률	6.46%	보통	5.58%	미흡
	2. 위험조정수익률		양호		보통
	① 5년간 샤프비율	0.54	보통	0.21	보통
	② 20년간 샤프비율*	0.44	양호	0.30	보통
	3. 상대수익률		우수		보통
	① 1년간 상대수익률	59.1%	양호	3.7%	아주미흡
	② 5년간 상대수익률	127.9%	탁월	81.2%	우수
	③ 20년간 상대수익률**	56.3%	양호	54.2%	양호
	4. ESG투자 노력도		탁월		탁월
	① ESG투자 노력도	13.3%	탁월	46.3%	탁월
	계 량 지 표 합 계		양호		보통
전 체 합 계		양호		양호	

\* 20년간 샤프비율은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 17년간, 당기는 18년간으로 평가

\*\* 20년간 상대수익률은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 15년간, 당기는 16년간으로 평가

#### 4. 자산운용 총평

##### <기금현황>

- 국민연금기금은 국민연금사업에 필요한 재원을 원활하게 확보하고, 이 법에 따른 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서 설치됨. (국민연금법 제 101조)
  - 연금재정의 장기적 안정을 유지하기 위하여 운용수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 운용합을 목적으로 함.
  - 기금운영의 원칙으로는 수익성, 안정성, 공공성, 유동성, 지속가능성, 독립성을 두고 있으며, 이에 대한 설명은 아래 표와 같음.

원칙	내용
수익성	가입자의 부담, 특히 미래세대의 부담 완화를 위하여 가능한 많은 수익을 추구
안정성	투자하는 자산의 전체 수익률 변동성과 손실위험이 허용하는 범위 안에 있도록 안정적으로 운용
공공성	국민연금은 전 국민을 대상으로 하는 제도이고, 기금 적립규모가 국가 경제에서 차지하는 비중이 크므로 국가 경제 및 국내 금융시장에 미치는 파급효과를 감안하여 운용
유동성	연금급여의 지급이 원활하도록 유동성을 고려하여 운용하여야 하며, 특히 투자한 자산의 처분 시 국내 금융시장 충격이 최소화되는 방안을 사전에 강구
지속가능성	투자자산의 지속 가능성 제고를 위해 환경, 사회, 지배구조(ESG) 등의 요소를 고려하여 신의를 지켜 성실하게 운용
독립성	상기 원칙에 따라 기금을 운용하여야 하며, 다른 목적을 위하여 이러한 원칙이 훼손되어서는 안됨.

- 기금관리 주체인 보건복지부와 기금운용을 위탁받은 국민연금공단(이하 “공단”)이 투자정책 및 투자집행과 관련된 의사결정기구의 운영을 담당하고, 공단 내의 기금운용본부가 기금 적립금 투자 집행 업무를 맡고 있음.
  - 기금운용 주요의사결정체계는 기금운용에 관한 최고의사결정기구인 국민연금 기금운용위원회(위원장: 보건복지부 장관), 기금운용위원회의 심의·의결 기능을 활성화하도록 보좌하는 심의·평가 기구인 국민연금기금운용 실무평가위원회(위원장: 보건복지부 차관), 전문적 지식을 바탕으로 객관적인 평가가 필요한 투자, 주주권 행사, 위험관리 및 성과평가·보상정책 개발 또는 기존 정책의 변경사항 등을 검토·심의하는 산하 3개 전문위원회(투자정책전문위원회, 수탁자

책임전문위원회, 위험관리·성과보상전문위원회)를 둠. (국민연금법 제103조, 제104조, 제103조의 3 및 동법 시행령)

- 기금운용본부 내 투자집행결정은 투자집행단계의 위험관리 실행방침 수립 및 위험한도 설정 관리를 책임지는 리스크관리위원회(위원장: 공단 이사장), 자산별 세부운용지침 및 운용계획 승인 역할을 하는 투자위원회(위원장: 기금운용본부장), 대체투자 대상별 투자 여부 심의 의결하는 대체투자(소)위원회(위원장: 기금운용본부장)를 중심으로 이루어짐.
  - 기금운용본부는 변화하는 경제·금융환경에 효과적으로 대응하고 국민연금기금을 보다 체계적이고 전문적으로 운용하기 위함을 목적으로 1999년 공단 내 설치된 기금운용 전담조직임.
  - 운용조직은 3부문(전략부문, 리스크관리부문, 지원부문), 그 아래 13실(운용전략, 수탁자책임, 증권리스크관리, 대체리스크관리, 운용지원, 기금정보, 주식운용, 채권운용, 해외주식, 해외채권, 사모벤처투자, 부동산투자, 인프라투자), 1단(대외협력단) 및 3곳의 해외사무소(뉴욕, 런던, 싱가포르)를 두고 있음.
  - 2022년말 기준 기금운용본부의 인력현황은 기금이사 포함 기금운용직 366명, 기금사무직 69명으로 총 435명으로 구성됨. 별도로 기금운용직 11명과 기금사무직 9인으로 구성된 20인의 준법감시인을 두고 있어, 기금운용 관련 총 인원은 455명 규모임.
- 국민연금기금은 1988년 국민연금제도 설립 이후 2022년 말 현재 890.5조원 규모의 글로벌 연기금으로 성장하였으며, 가입자 2천 2백만 명과 수급자 6백만 명에게 연금서비스를 제공하고 있음.
- 기금 규모는 보험료 수입이 급여 지출보다 많은 수지차와 양호한 기금운용 수익률에 힘입어 2021년 말 기준 948.7조원까지 증가하였으나, 2022년 한 해 주식 및 채권 가격이 동반 하락하는 이례적 시장 상황으로 인하여 기금 규모가 축소되었음.
  - 해외투자자 및 대체투자자의 비중을 지속적으로 확대하는 한편 투자자산의 다각화 및 투자전략의 다변화를 통해 운용성과를 제고하고자 함.
  - 금융부문의 자산별 구성 비중은 국내채권이 311.2조원으로 34.9%, 국내주식이 125.4조원으로 14.1%, 국내 대체투자가 24.4조원으로 2.7%, 해외채권이 63.3조원으로 7.1%, 해외주식이 240.9조원으로 27.1%, 해외 대체투자가 121.8조원으로 13.7%를 차지하고 있음.

- 2022년에는 국내외 증시 약세 및 금리 급등에 따라 전통자산의 수익률이 동반 하락하여, 운용수익률은 평잔수익률 기준 -8.22%, 시간가중수익률 기준 -8.28%를 나타냄에 따라 연간 79.6조원의 평가손실을 기록하였음. 제도 시행 이후 누적 운용수익금은 451.3조 원으로, 이는 기금 적립금의 50.7%에 해당함.

### <긍정적 평가사항>

- 5차 재정계산 및 이에 따른 연금개혁 논의에 조용하여 지속가능한 연금제도 개선안 수립을 목표로 하는 재정계산위원회와 위원회 산하 재정추계전문위원회와 기금운용 발전전문위원회를 구성·운영하여 기금운용 장기 재정목표 및 기금운용체계 개편 논의를 진행하고 있음.
- 해외투자 및 대체투자 확대에 따른 운용역량 및 위험관리 강화를 위하여 관련 조직 및 체계를 정비함.
  - 해외주식·채권 비중 확대에 따른 수익 제고를 위하여 해외증권실을 주식·채권별로 분리하고, 해외주식 액티브 전략을 직접운용으로 확대하기 위해 해외 주식실에 해외주식리서치팀을 신설함(2022.1).
  - 사모벤처투자실 내 대체전략투자팀을 신설하여 투자대형화 및 대체투자 집행을 제고를 추진하고, 리스크관리실을 증권·대체 부문으로 분리하여 리스크관리의 전문성을 강화함으로써 신규 위험자산 확대에 대비함(2022.1).
- 자체 ALM 분석 시스템인 ALMONDS의 미시적 성능 개선을 통하여 ALM 분석의 정확성 및 재정계산과의 정합성을 향상시켰으며, 이를 통하여 2023~2027년 중기 자산배분(안)의 연금재정 개선 효과를 분석함.
- 대규모 장기자금 운용에 적합한 자산배분체계 개선을 통하여 기금운용의 유연성 제고를 도모함.
  - 주식, 채권의 조합으로 기금의 장기적 위험 수준과 기대수익률을 표현하는 기준 포트폴리오 제도 도입을 위해 운용사 및 글로벌 연기금을 벤치마킹하여 국민연금 적용방안을 수립함.
  - 기존의 개별자산군 중심 투자한계를 극복하고 투자의 유연성을 확보하기 위하여 장내 파생상품을 활용한 간접자산배분(TAA Overlay) 체계를 도입하고 운용체계 벤치마킹 목적으로 멀티에셋펀드(\$1.5Bil)를 위탁운용 함.

- 기준포트폴리오 도입에 발맞추어 액티브 전략에 내재된 위험속성을 합리적으로 기준포트폴리오의 자산조합으로 분해하는 기회비용벤치마크(Opportunistic Cost Benchmark) 모델을 검토함.
- 국민연금기금 규모 1,000조 시대에 대비, 해외투자를 보다 활성화하여 운용수익을 극대화하기 위하여 해외투자 종합계획(2020-2024)을 수립하고 단계별로 이행하고 있음.
  - 2022년 말 현재 해외투자 규모는 426.4조 원, 47.9%의 비중으로, 이러한 해외투자 비중은 향후 점차 확대될 계획임
- 대부분 외부 위탁으로 운용되는 국내주식 액티브 프로그램에 있어 액티브 펀드의 성과가 저조하였던 시장 상황으로 인하여 위탁운용 성과가 저조하였으나, 주식전략팀의 신설과 적극적인 투자 유형(investment style) 관리 등을 통하여 국내주식 위탁운용의 수익률이 제고되고 안정성이 강화된 부분은 긍정적으로 평가함.
- 장기적 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 수탁자 책임 활동의 목표를 명확히 하고, 이에 기반한 책임투자 내실화를 이행하고 있음.
  - 지속적으로 국내기업 ESG 평가체계를 개선하여, 국내주식 및 국내채권 ESG 통합전략의 내실화를 제고하고, ESG 통합전략을 해외주식 및 해외채권에도 확대 적용하기 위한 업무를 추진하였음.
  - 각계 전문가 및 이해관계자 의견 수렴 등을 통해 석탄채굴·발전산업 투자제한 전략의 단계별 시행방안을 마련하기 위해 노력함. 자본시장 참여자가 ESG 요인을 고려하고 그 결과를 공개하도록 유도하기 위하여 국내증권 거래증권사 선정 시 책임투자 요소 고려방안을 마련하여 적용 중에 있음.
  - 책임투자 조직의 역량 강화 등을 위하여 책임투자 관련 국제협의체에 추가 참여하고, 해외사무소에 책임투자 인력을 파견하는 등 책임투자 내실화를 위한 제도 개선을 추진함.
  - 2022년 (국내) 825회 주주총회, 3,439건 상정안, (해외) 46회 주주총회, 376건 상정안에 대해 의결권을 행사하였으며, 복수 의안분석 자문기관 활용, 국내주식 의안분석 데이터베이스 구축, 전자투표 시스템 구축 및 활용 등의 개선을 추진하였음.

- 2022년 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려 사안 등과 관련하여 총 272회 서한발신, 비공개면담 등의 기업과의 대화를 수행하였으며, 환경(기후변화), 사회(산업안전) 영역으로 중점관리사안을 확대하고, 해외주식에 대해서도 주주 활동을 확대 적용하기 위해 로드맵을 수립하였음.
- NPS(국민연금기금) 위기 인식지수 모니터링 및 위기대응 체계 가동을 통하여 지정학적 위험을 포함한 글로벌 금융시장 변동성에 대응하기 위한 노력을 경주함.
  - 2022년 주요국 긴축 통화정책, 러시아-우크라이나 전쟁 및 금리 인상에 따라 금융시장 변동성이 확대 등 글로벌 금융시장의 변동성 확대에 대응하여 기금운용 본부장을 중심으로 위기대응 체계를 가동함.
  - 위험요소 점검을 통해 대응 시나리오를 마련하고 러시아 투자한도 조정, 전술적 자산배분 조정, 방어적 포트폴리오 구축 등 다양한 노력을 통해 위기에 대응함.
  - 국가별 위기 지수의 산출 대상 국가를 5개국에서 20개국으로 확대하였으며, 포트폴리오 비율로 위험수준을 관리하기 위하여 VaR Ratio 위험한도를 추가 도입하고, 신용스프레드 내재등급과 기업재무 정보를 활용한 조기경보 체계를 개발하는 등 위험관리 체계를 보완함.
- 대체자산군의 속성을 포괄하는 통합적인 위험관리기준을 수립하고, 대체투자 위험관리 프로세스의 일관성과 효율성을 제고함.
  - 대체투자의 자산 속성 및 데이터 특성을 고려하여 지역별로 분류되어 있던 위험관리기준을 자산별 분류체계로 개편하였으며, 점검 횟수를 높여 점검 주기를 일치시키는 노력을 경주함.
- 대체투자 비용 절감 및 해외투자 절세를 통해 수익률 제고에 기여함.
  - 기금운용 비용 관리체계 고도화 마스터플랜을 수립(2022년)하여, 기금운용비용 집계·보고절차를 마련하고, 비용 집계 시스템을 구축하였으며, 비용 감안 수익률 산출 체계를 개선함.
  - 대체투자의 추가약정(Side-car 약정), 대규모자금 투자(Size Discount), 초기 자금 집행(Timing Discount) 등 수수료 할인 기회를 적극 활용하여 신규로 최대 2,307억 원의 대체투자 운용 보수 절감 효과를 기대함.
  - 투자자산에서 발생하는 소득에 대한 세금 감면 관련 2021년부터 미국 세계



규정을 면밀히 검토하여 미국 과세당국으로부터 부동산 투자 시 면세적용이 가능한 적격연기금 지위를 획득하였음(2022년).

- 기 납부한 부동산 양도세 중 일부인 350억원에 대해 환급이 결정되었으며, 향후에도 매년 120억원의 세금을 면제받을 예정임. 이를 국내 타 공적연기금에도 전파하여 공무원연금 및 사립학교교직원연금의 세금 환급 기회도 제공함.
  - 이 밖에도 유럽에서 역혼성단체로 간주될 경우 발생될 수 있는 과세 위험을 선제적으로 인지하고 기획재정부에 세제개편을 건의하여 관련 세법이 개정되었음. 이에 따라 국민연금은 매년 1,800여 억원의 과세 위험을 해소하였으며, 그 효과가 국내 모든 투자자에게 적용되어 상당한 규모의 국부 유출 방지에 기여함.
- 글로벌 기금운용 역량을 확보하기 위해 경력개발, 보직관리, 리더십 등 다양한 프로그램으로 구성된 “기금운용직 경력개발 프로그램(NPS WING Program)” 을 도입하여 참여대상을 확대하고 해외사무소 현장실무 교육프로그램을 개발하는 등 현장 실무 중심의 투자전문가를 육성하기 위한 노력을 기울임.

#### <개선 권고사항>

- 바람직한 기금운용 지배구조에 관해서는 다양한 의견이 있을 수 있으며, 지배구조 개편에 대한 논의는 지속적으로 추진되어야 할 장기 과제임.
- 현재 기금이 채택하고 있는 대표자 중심의 기금운용위원회(이하 “기금위”) 구성 또한 공적연금으로서 정부의 책임성과 유사 해외사례 등을 감안할 때 선택 가능한 대안 중 하나임에는 분명하나, 기금 규모가 확대되고 그에 비례하여 운용의 전문성이 강조되는 현시점에서 전반적인 기금운용체계 개편의 필요성 또한 점증하고 있음을 강조함.
  - 기금 규모가 1,000조원에 이르고 대체투자 및 해외투자의 확대로 투자 포트폴리오가 고도로 다변화된 현시점에서 대표자 집단으로 구성된 기금위의 전문성 강화는 제도적인 한계를 노정하고 있음. 지난 20년 동안의 국민연금기금의 양적 성장에 이어 기금운용의 질적 변화를 논의해야 할 시점임.
  - 현행 지배구조에서 강조하는 기금위의 대표성에 있어서도 직접적인 이해당사자와 미래 세대의 의견이 공정하게 반영되지 못하고 있다는 한계가 제기됨. 예를 들면, 근로자의 노조가입률이 14%에 불과함에도 근로자대표를 노조 중심으로만 구성함으로써 젊은 세대 근로자나 사무직 근로자 등 절대 대수 근로자의 이해가 공정하게 반영되기 어려운 구조임.

- 대표자 집단인 기금위의 전문성 부족을 보완하기 위한 목적으로 마련된 여러 제도적 장치들이 합목적적으로 기능하기 위해서는 의사결정체계의 적절성과 세부적 운영 프로세스의 효율성이 지속적으로 평가되고 보완되어야 함.
  - 위원회 조직의 의사결정체계에서 조직의 구성 및 권한과 책임에 있어 전반적으로 명확한 업무분장과 보고체계가 구축되어 있는 것으로 평가되나, 일부 비효율적이거나 견제와 균형(check & balance)이 미흡하거나, 불명확한 의사결정체계의 문제점 등이 반복적으로 제기됨.
  - 법상 조직인 기금운용실무평가위원회(이하 “실평위”)는 기금위의 전문성을 보완하기 위한 제도적 장치임에도 불구하고, 위원 구성에 있어 전문성과 함께 여전히 대표성이 반영되는 구조여서 전문성 강화 측면에서 기금위 보좌에 한계가 있음.
  - 전체 의사결정체계 내에서 실평위의 구성 및 권한과 책임에 대한 문제는 지속적으로 제기되는 사안임. 글로벌 연기금의 경우 최고의사결정기구 산하에 다수의 전문 위원회를 배치하는 것이 일반적인 구조임. 위원회 구조의 대표성과 전문성 확보라는 측면에서 실평위의 실질적인 역할 및 의의를 찾기 어려움.
- 상근전문위원제도 도입 이후 3년이 경과하면서 1기 상근전문위원 체계가 마무리 되었음. 새로운 상근전문위원 구성에 앞서 제도 도입 목적의 달성도, 문제점 또는 부작용, 개선 및 보완사항 등이 면밀히 검토되고 공론화되어야 함,
  - 상근전문위원제도 도입으로 인하여 투자정책전문위원회(이하 “투정위”)와 위험관리·성과보상전문위원회(이하 “위성위”)의 경우 위원회를 구성하는 외부전문가 숫자가 3인으로 대폭 축소되었으며, 이로 인하여 전문위원회의 핵심 요건이라 할 수 있는 ‘위원의 전문성’이 오히려 약화되었다는 평가단 지적에 대한 점검이 필요함.
  - 다양한 전문가 참여로 자문의 전문성을 제고하는 것이 중요한 위원회 구조에서 상근위원과 비상근위원 간 정보비대칭성의 확대는 외부 전문위원의 참여와 전문성 기여를 위축시키는 요인이 된다는 우려에 대한 점검이 필요함.
  - 위성위는 기금위와 함께 운용조직에 대한 보상위원회로 기능하고 있음. 운용 조직의 역량 및 운용기조에 가장 큰 영향을 미치는 기금이사(CIO)의 임명 및 승계 과정에서 보상위원회의 역할이 보다 강화될 필요가 있음. 또한 위성위가 관할하는 연간성과평가는 기금의 모든 의사결정 과정을 포괄하고 있어 위원회

구성 및 운영의 독립성 확보가 무엇보다 중요함에도 불구하고, 피평가자의 성격이 있는 투정위와 수탁자책임전문위원회(이하 “수책위”) 위원장(상근전문위원)과 기금위원 3인이 포함되어 있어 성과평가에서 이해상충 우려가 제기될 수 있음.

- 상근전문위원 개인의 전문성과 무관하게 일 년 단위로 3개 전문위원회의 위원장으로 상근전문위원이 순환 선임되는 구조는 위원회의 효율성 측면에서 바람직하지 않음. 전문위에서 위원장의 역할이 기계적인 진행자에 국한되는 것이 아니며, 개별 전문위는 해당 분야의 구체적인 전문성을 요구함을 감안할 때, 이 모든 전문성이 확보된 민간전문가로 상근전문위원을 선임하는 것은 현실적으로 불가능하기 때문임.
  - 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 관점에서 위원의 선임 및 연임에 관한 기준, 절차, 의사결정 주체 등에 대한 제도적 개선이 요구됨. 상근전문위원의 자격요건과 보상체계를 강화하고 확실한 독립성 보장 장치를 마련하여 그 역할과 책임을 확고히 할 것을 권고함.
- 기금의 위험 지배구조(risk governance) 관련하여, 기금운용본부로부터 분리되어 리스크관리위원회가 독립성을 확보하고 있다고는 하나, 집행조직인 공단 내 리스크관리위원회가 위험관리의 정책기능과 집행기능을 동시에 수행하는 구조임. 또한 성과평가보상전문위원회가 위성위로 확대 개편됨에 따라 위험 지배구조에 대한 위원회 간 명확한 역할 분담이 재정립될 필요가 있음.
- 위험관리의 최고의사결정기구인 리스크관리위원회는 공단 내 조직으로서 정책결정기구와 집행기구의 성격이 혼재되어 있음. 성과평가보상전문위원회에서 확대 개편된 위성위와 공단 내 리스크관리위원회 간의 명확한 역할 배분이 필요함.
  - 공단 내 리스크관리위원회는 위험관리의 집행기구로, 기금운용위원회 산하 위성위는 위험관리의 정책결정 기구로 역할 분담하는 방안을 강구할 수 있음. 위험관리 정책기능의 범위와 주체별 역할, 규정 변경 등을 보다 구체화할 필요가 있음.
- 전담 운용조직인 기금운용본부의 전체 투자 의사결정에 있어 기금운용본부장의 임명 및 연임이 보건복지부와 공단의 이중적 영향력 아래에 있는 구조 등 집행조직의 역할과 임무에만 집중할 수 있는 자율성과 독립성 확보가 충분하지 않은 것으로 평가됨.

- 공적연금으로써 기금운용을 둘러싼 정치·사회적 이해관계가 상충될 경우 이를 감안한 정책적 판단이 필요할 수는 있음. 하지만 이는 정책기능을 담당하는 의사결정 위원회의 몫이며, 집행조직인 기금운용본부의 투자 판단에 이러한 정치 사회적 이슈가 직접 영향을 미치는 것은 적극적으로 차단되어야 함.
  - 집행조직인 기금운용본부의 독립성과 자율성을 제도적으로 보장하기 위해 가장 중요한 요인은 연기금 지배구조(pension fund governance)임으로 효율적인 지배구조 개편을 위한 정부 차원의 지속적인 노력이 경주되어야 함.
- 대체투자위원회는 비상근 외부 전문가가 포함된 상품 단위의 투자위원회로써, 제한된 시간에 복잡한 대체투자 상품을 심층적으로 평가·검토하기 어려우며 성과에 대한 책임을 지지 않는 외부위원이 최종 투자판단에 상당한 영향을 미침으로 인하여 결과적으로 투자 판단에 대한 집행조직의 운용 책임이 희석되는 측면이 있음.
- 외부 전문가는 참고인으로서 그 의견만을 청취하고 최종 투자의사결정에는 참여하지 않는 방안 또는 대체투자소위원회의 의사결정 범위 대폭 확대 등과 같이 대체투자의 최종 투자 판단은 정책기능의 위원회보다는 집행조직인 기금운용 본부가 결과에 대한 모든 책임을 지고 의사결정하는 방향으로 점진적으로 개편해 갈 것을 권고함.
- 공단 및 기금운용본부의 전주 이전 이후 운용 인력 부족, 구인 어려움, 운용자산 및 직급 간 불균형 등의 문제가 계속해서 제기되었으며, 기금의 지속적인 노력의 결과 양적인 측면에서는 일부 개선되고 있는 것으로 평가되나, 인력의 질적인 측면에서는 여전히 우려스러운 상황이 지속되고 있음.
- 기금의 규모와 자산 및 운용 전략의 복잡성이 증가하고 있음을 감안할 때 이에 상응하는 전문 인력의 추가적 확보는 필수적이며, 따라서 정부와 공단은 인력 확충을 위해 더욱 노력할 필요가 있음.
  - 기금은 해외투자 종합계획에 따라 해외사무소의 기능을 단순 투자지원 업무에서 실질적인 투자기능을 분담하는 프론트 업무 부서로 전환하고자 하나, 이를 위해서는 해외사무소의 업무량 증가와 심층 업무 수행에 요구되는 인력 증원이 반드시 동반되어야 함. 그럼에도 불구하고, 공공기관으로서 인력과 예산의 독립적 운영에 제약이 큰 상황임.
  - 적극적인 해외투자 확대를 통한 자국 편향 축소라는 운용 방향은 장기적 관점에서 기금의 운용 목표를 온전히 달성하기 위한 기금의 장기운용전략의 일환임. 공공

기관으로서의 운용의 자율성 부재 또한 이러한 전략 실행의 장애요인이 되고 있어 이를 해소하기 위한 범정부 차원의 적극적인 노력이 경주되어야 함.

□ 국민연금과 같은 부채를 갖는 연기금의 자산운용에 있어 연금제도 내지는 부채를 고려하여 기금의 장기적인 운용 방향을 설정하는, 이른바 ALM 관점의 자산운용 체계는 필수적 사안임을 강조함.

○ 보건복지부와 운용본부는 ALM 기반 기금운용이 어려운 이유로 기금의 재정 안정화 방안과 재정방식 및 재정목표에 대한 사회적 합의의 부재를 들고 있으나, 재정목표의 부재에도 불구하고 정부와 기금운용본부는 5년마다 실행되는 재정 재계산에 기반하여 기금운용의 장기적 방향성을 설정하려는 노력을 지속하여야 함.

○ ALM 기반 기금의 장기성과 제고를 위해서는 재정추계에 기반한 제도 운영과 기금운용의 연계, 기금정책 및 성과평가에 대한 심도 깊은 연구가 요구되며, 이를 위하여 공단 싱크탱크인 국민연금연구원의 연구인력 확보 및 연구 환경의 개선이 요구됨.

○ 국민연금연구원은 기금정책분석을 통해 미들오피스 역할의 한 축을 담당하고 있으며, 연금제도 연구와 재정추계분석을 통해 내·외부 주요 이슈들에 대한 해결 방안을 제시하는 역할을 수행하고 있으나, 연구인력의 장기근속이 이루어지지 않으며 빈번한 이직에 상응하는 인력 충원조차 미진함.

○ 기금운용본부 운용직 충원을 위한 공단의 노력에 병행하여, 연구원의 전문 연구 인력에 대한 보상 수준 및 처우 개선, 다양한 형태의 부가혜택(fringe benefit)을 통해 지방 이전 등으로 인한 기존 인력의 유출을 차단하고, 양적인 인력 충원과 함께 질적으로 우수한 신규 연구인력을 확충할 수 있는 현실적 대안을 모색하여야 함.

□ 주식 자산군은 현재 지역(국내 및 해외)을 구분하고 지역 내에서 패시브와 액티브, 직접과 위탁의 매트릭스 구조로 관리되고 있으나, 이는 자산군 관리 및 운용의 효율성 측면에서 매우 불합리한 구조임. 해외 연기금 사례를 참조하여, 전략 자산군 단위에서 주식 자산의 지역 구분(국내 및 해외)을 없애고 통합 관리하는 방안을 검토해 볼 것을 권고함.

○ 자산군 특성 및 시장 및 운용부서의 상황 등을 고려하여, 이벤트성으로 실시되는 컨테스트 방식의 위탁운용사 선정방식에 더하여 수시 지원을 통한 개별 심사 방식을 보다 적극적으로 확대할 필요가 있음.

□ 기금의 책임투자 활동을 내실화하고 정교화하는 노력이 배가되어야 함.

- 2022년 의결권 행사 내용을 살펴보면, 이사 및 감사 선임 반대 이유로 “기타” 사항이 전년에 비해 2배 이상 증가하였는데, 그 사유가 이사의 독립성 및 기업 가치 훼손 이력으로 보고하고 있음. 그렇다면 이는 이사/감사 선임 안전에 대한 찬반을 결정하는 매우 중요한 항목이므로 구체적인 별도 사유 항목으로 제정할 필요가 있음.
- 기금위는 석탄채굴 및 발전사업에 대한 투자제한전략을 도입할 것을 결정하고 탈석탄 운용정책을 선언하고(2021. 5), 이에 대한 단계적 시행방안 마련을 위한 연구용역 및 TF를 구성하였으나, 구체적인 실행 가이드라인을 제시하지 못하고 있는 상태임. 탈석탄 및 투자제한전략에 대한 기금의 입장이 조속히 확정되어야 함.
- 기금의 책임투자 강화 기조가 주주가치 제고를 통한 장기적인 기금운용 성과 제고의 일환임을 다양한 이해관계자에게 홍보하고 설득하기 위한 노력이 부족함. 책임투자의 목적 및 성과에 대한 정성적 평가와 함께 재무적 관점에서 장기 수익률 제고 효과를 입증할 수 있는 정량적 분석 방안이 강구되고, 이러한 분석 결과가 책임투자를 전개하는 과정에서 제기되는 부정적 여론에 대한 대응 논리로 제시될 필요가 있음.

□ 기금운용본부 운용역에 대한 컴플라이언스 및 내부통제 체계에 비하여 중요한 전략적 의사결정을 수행하는 외부 위원회 위원에 대한 관련 규정은 미비한 측면이 있음.

- 기금위를 포함하여 특히 기업 관련 민감한 안전을 다루는 수책위 등에 있어 이해상충 여부를 자발적 신고에 의존하는 현행 통제 장치는 한계가 있음. 기금의 능동적인 위원회 위원의 이해상충 가능성을 사전적으로 통제하기 위한 기금 차원의 보다 능동적인 대처방안이 강구될 필요가 있음.
- 기금운용본부 운용역의 ETF 거래 관련하여 감사 지적이 있었으나, 이는 컴플라이언스 이슈라기보다는 근무시간 중 사적 거래라는 복무관리 사안으로 사료됨. 그럼에도 불구하고 기금 운용역의 ETF 직접 거래 허용과 관련하여, 투자 대상 ETF의 유형에 따라 이해상충의 우려가 없는지 추가적인 검토가 요구됨.

□ 기금의 전반적인 공시 수준을 강화할 필요가 있음.

- 상근전문위원 제도를 포함하여 기금 전문위원회의 역할과 위상이 강화되고

이에 따라 개별 전문위원의 성향과 역량에 대한 사회적 관심이 커지고 있음을 감안하여, 전문위원회 구성과 논의 과정, 개별 안전에 대한 전문위원의 발언 내용 등에 대한 정규적이고 정형화된 공시가 강화될 필요가 있음.

## 5. 세부항목별 평가결과

### (1) 자산운용 체계

#### 1.1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성

##### 1.1.1. 자산운용 관련 주요 의사결정체계의 구축

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"><li>• 자산운용 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것</li><li>• 위험관리 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것</li><li>• 성과평가 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것</li></ul>

- 국민연금기금은 국민연금법에 따라 투자정책은 기금위 및 산하 위원회에서 결정하고, 투자집행은 공단과 기금운용본부에서 수행함.
  - 보건복지부 장관은 최상위 의사결정기구인 기금위 위원장으로, 기금의 관리·운용에 관한 업무를 공단에 위임하고, 공단은 자산운용 전문조직인 기금운용 본부를 설치하여 기금을 관리·운용함.
- 보건복지부 내에 설치된 기금위, 실평위의 구성, 책임과 권한은 국민연금법으로 규정되며, 동법 시행령에 근거하여 기금위 산하에 3개 전문위원회를 설치함. 위원회의 역할과 책임은 기금운용지침에 명시하고 있음.
  - 기금위는 기금운용의 최고의사결정기구로서 기금운용지침, 기금운용계획, 성과평가 등에 관한 중요사항을 심의·의결함. 위원장은 보건복지부장관이며 당연직 위원으로 관련 부처 차관 4인, 공단 이사장 1인이 포함되어 있고, 위촉직 위원은 사용자 및 근로자대표 각 3인, 지역가입자 대표 6인, 전문가 2인 등 총 20인으로 구성됨.
  - 실평위는 기금관리·운용에 관한 전문적 의견을 제공하고, 운용성과 측정 등 기금운용 전반에 대한 모니터링을 수행함으로써 기금위의 심의·의결 기능을 보좌하는 심의·평가기구임. 위원장은 보건복지부 차관이고, 5인의 관련 부처



당연직 위원, 이해단체 추천인 및 전문가 14인을 포함하여 총 20인으로 구성됨.

- 수책위는 수탁자책임활동에 관한 지침을 검토·개정하고, 보유 주식에 대한 의결권 및 주주권 행사와 책임투자 관련 사안을 검토하여 결정함. 전문성과 대표성을 감안하여 기금위원장이 위촉하는 상근전문위원 3인(임기 3년, 1회 연임)과 관계전문가 6인(임기 3년)의 9인으로 구성함. 위원장은 상근전문위원 중 호선함.
- 위성위는 위험관리, 성과평가, 정책제언 등 전문적 판단과 검토가 필요한 정책결정 사항에 대하여 기금위와 실행위에 자문을 제공하고, 기금위의 위임으로 운용본부 전체의 성과급 지급률과 운용본부장에 대한 성과급을 결정함. 위성위 위원은 상근전문위원 3인과 기금위원 3인, 관계전문가 3인의 총 9인으로 구성되며, 위원장은 상근전문위원 중 호선함.
- 투정위는 기금위 결정사항 중 중장기 및 연간 기금운용계획, 전문적 평가가 필요한 투자정책 및 신규 투자정책의 개발 또는 기존 투자정책의 변경에 관한 사항 등을 검토·심의함. 투정위원회는 상근전문위원 3인과 기금위원 3인, 관계전문가 3인의 총 9인으로 구성되며, 위원장은 상근전문위원 중 호선함.
- 공단과 기금운용본부 내에 설치된 리스크관리위원회(이하 “리스크위”), 투자위원회(이하 “투자위”), 대체투자위원회(이하 “대체위”)의 구성, 책임과 권한에 관한 사항은 기금운용지침과 기금운용규정에 명시됨.
  - 리스크위는 공단 이사장 직속으로 있으며, 기금의 주요 운용사항에 내재된 위험을 사전에 점검하고 투자 의사결정 과정의 투명성 확보를 목적으로 함. 위험관리 기본방침 수립, 위험한도와 손실한도의 설정 및 관리, 위험관리체계의 구축과 신규 운용대상 및 방식에 관한 위험관리 등을 심의·의결함. 기금운용본부장과 5인 이상 7인 이하의 외부 전문가로 구성되며, 공단 이사장이 위원장임.
  - 대체위는 대체투자의 효율성과 전문성 강화를 위한 목적으로 설치되는 위원회로서, 기금운용본부장을 위원장으로 내부 3인과 외부 전문가 3인으로 구성됨. 내부 위원은 전략부문장과 운용전략실장 중 1인, 리스크관리부문장과 대체리스크관리실장 중 1인, 그리고 위원장이 지명하는 실장 1인(심의대상사업 소관 실장은 제외)으로 구성됨. 외부전문가는 인프라, 부동산, 사모·벤처투자 및 자원개발 4개 분야로 구분하여 전문가풀로 운영됨.
  - 투자위는 기금운용본부에서 실행하는 모든 자산의 투자지침 및 계획을 심의·의결함. 연·월간 자금운용계획 수립 및 거래기관 선정과 관리 등에 관한 사항을 의결하는 집행조직의 의사결정기구임. 기금운용본부장을 위원장으로 하고

운용전략실장이 간사, 전략부문장, 리스크관리부문장, 지원부문장, 운용지원실장, 운용전략실장, 수탁자책임실장, 주식운용실장, 채권운용실장, 해외주식실장, 해외채권실장, 사모·벤처투자실장, 부동산투자실장, 인프라투자실장, 증권리스크관리실장, 대체리스크관리실장 및 기금운용본부장이 지명하는 팀장(3인 이내)으로 구성됨.

- 국민연금기금은 기금운용본부 내에 리스크관리부문을 설치하고 산하에 증권리스크관리실과 대체리스크관리실 그리고 기금법무팀의 2실 1팀 체계를 갖추고 있음. 준법감시인은 이사장 직속으로 기금운용본부 외부에 설치됨.
  - 리스크관리부문은 운용본부 내 위험관리 관련 주요사항을 관리하며, 필요한 조치는 투자위 등을 거치지 않고 리스크위에 직접 보고함. 세부 위험한도 설정·점검사항 등은 기금운용본부장 결재에서 리스크관리부문장 전결로 위임됨.
  - 리스크관리부문은 증권리스크와 대체리스크로 분리되며, 내부에 성과분석팀과 금융공학팀을 두고 있음. 리스크관리부문장의 보직 변경과 근무평정권은 이사장에게 두어 전략 및 운용부문과의 독립성을 보장하고자 함.
  - 준법감시인은 기금운용본부와 별도로 설치된 이사장 직속의 독립 기구로서 내부통제와 컴플라이언스, 법규위험 등을 관리하고 그 결과를 공단 이사장에게 직접 보고함.
- 성과평가는 공단 내의 국민연금연구원과 외부의 성과평가기관이 수행하고 위성위가 검토한 뒤 실평위에서 심의하고 기금위에서 의결하며, 그 결과를 기금운용본부에 피드백하는 체계로 이루어짐.
  - 기금운용본부 전체에 대한 성과평가와는 별도로 기금운용본부 내의 리스크관리 부문은 상시적으로 운용성과를 분석하고 그 결과를 운용본부장과 이사장에게 주기적 또는 수시로 보고하는 한편 운용부서에 적시성 있는 피드백을 실시함.
- 위원회 조직의 의사결정체계에 있어 조직의 구성 및 권한과 책임에 있어 전반적으로 명확한 업무분장과 보고체계가 구축되어 있는 것으로 평가되나, 일부 비효율적이거나 견제와 균형(check & balance)이 미흡하거나, 불명확한 의사결정체계의 문제점 등이 계속해서 지적되고 있는 상황임.
  - 전체 의사결정체계 내에서 실평위의 구성 및 권한과 책임에 대한 문제는 지속적으로 제기되는 사안임. 글로벌 연기금의 경우 최고의사결정기구 산하에 다수의 전문위원회를 배치하는 것이 일반적인 구조임. 위원회 구조의 대표성과 전문성 확보라는 측면에서 실평위의 실질적인 역할 및 의의를 찾기 어려움.

- 기금의 위험 지배구조(risk governance) 관련하여 집행조직인 공단 내 리스크위험 리스크관리의 정책기능과 집행기능을 동시에 수행하는 구조임. 또한 성과평가보상 전문위원회가 위성위로 확대 개편됨에 따라 위험관리정책에 대한 위원회 간 명확한 역할 분담이 재정립될 필요가 있음.
- ‘성과급 결정’ 같은 일부 사안에 대해 의결기구로 기능하고 있는 위성위는 추가된 위험관리정책에 관련한 역할이 미미하며, 전문위원회의 구성 변경에 따라 위성위의 전문성이 오히려 약화되었다는 지적 역시 반복됨. 한편 위성위는 기금위와 함께 운용조직에 대한 보상위원회로 기능하고 있음. 따라서 운용조직의 역량 및 운용기조에 가장 큰 영향을 미치는 기금이사(CIO)의 임명 및 승계 과정에서 보상위원회의 역할이 보다 강화될 필요가 있음.
- 특히 위성위가 관할하는 연간성과평가는 기금의 모든 의사결정 과정을 포괄하고 있어 위원회 구성 및 운영의 독립성 확보가 무엇보다 중요함에도 불구하고, 피평가자의 성격이 있는 투정위와 수책위 위원장(상근전문위원)과 기금위원 3인이 포함되어 있어 성과평가에서 이해상충 우려가 제기될 수 있음.

### 1.1.2. 주요 의사결정 체계의 대표성, 전문성 및 효율성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주요 의사결정 위원회를 대표성과 전문성을 갖도록 구성하고 위원회의 전문성 제고를 위한 노력을 지속할 것</li> <li>• 주요 의사결정 위원회의 활동이 적정할 것</li> </ul>

- 국민연금의 기금운용 지배구조는 최고의사결정기구인 기금위를 대표성을 강조하여 정부 및 가입자대표로 구성하고, 이로 인한 기금운용에 관한 전문성 부족의 문제는 기금위 산하 실행위와 전문위원회의 자문을 통해 보완하는 구조임.
- 이러한 의사결정체계와 그에 따른 위원회의 구성 및 운영 등에 관한 역할과 책임 등은 중요성을 감안하여 단계별로 국민연금법과 하위 시행령, 그리고 기금운용지침 등에 비교적 명확하게 규정되어 있음. 기금운용에 관한 최종 책임은 보건복지부장관에게 있으며, 의사결정체계 구축의 실행 주체는 보건복지부가임.
- 바람직한 기금운용 지배구조에 관해서는 다양한 의견이 있을 수 있으며, 지배구조 개편에 대한 논의는 지속적으로 추진되어야 할 장기 과제임. 현재 기금이 채택하고 있는 대표자 중심의 기금위 구성 또한 공적연금으로서 정부의 책임성과

유사 해외사례 등을 감안할 때 선택가능한 지배구조 중 하나이나, 기금 규모가 확대되고 그에 비례하여 운용의 전문성이 강조되는 시점에서 전반적인 기금 운용체계 개편의 필요성이 대두됨.

- 현행 지배구조에서 강조하는 기금위의 대표성에 대해서도 직접적인 이해당사자와 미래 세대의 의견이 공정하게 반영되지 못하고 있다는 문제가 제기됨. 예를 들면, 근로자의 노조가입률이 14%에 불과함에도 근로자대표를 노조 중심으로 구성함으로써 젊은 세대 근로자나 사무직 근로자 등 절대 대수 근로자의 이해가 공정하게 반영되기를 기대하기는 어려운 구조임.
- 대표자 중심 기금위의 전문성 부족을 보완하기 위한 목적으로 마련된 여러 제도적 장치(실평위 및 전문위원회 등)가 합목적적으로 기능하기 위해서는 의사결정체계의 적절성과 세부적인 운영 프로세스의 효율성이 지속적으로 평가되고 보완되어야 함.
- 법 상 조직인 실평위는 기금위의 전문성을 보완하기 위한 제도적 장치임에도 불구하고, 위원 구성에 있어 전문성과 함께 여전히 대표성이 반영되는 구조여서 전문성 강화 측면에서 기금위 보좌에 한계가 있음. 대표성 측면에서는 기금위와 중복되며, 전문성 측면에서는 전문위에 미치지 못하는 비효율적 옥상옥 구조임.
- 기금위와 산하 소위원회의 의사소통 강화와 기금위 위원의 전문성 제고를 위해 도입된 전문위원회 기금위원 배치 제도는 일부 긍정적 영향이 관측되나, 이로 인하여 전문위원회 구성에 있어 외부 전문가의 참여가 대폭 축소되는 문제를 야기하며 위성위의 성과평가에 있어 이해상충 우려를 야기할 수 있음. 이는 전반적으로 전문위원회의 전문성과 객관적인 판단을 약화시키는 부정적 요인으로 작용함. 제도 목적을 달성하면서 부작용을 최소화할 수 있는 개선 방안이 요구됨. 전문위원회에 기금위 위원 참여의 방식을 현행 정규 위원에서 참관인으로 변경하는 방안 등을 고려해 볼 수 있음.
- 기금은 2020년 상근전문위원제를 도입하고 전문위원회를 법제화하는 등의 운영 체계 개편을 추진하였으며, 제도 도입 이후 3년이 경과하면서 1기 상근전문위원 체계가 마무리되었음. 새로운 상근전문위원 구성에 앞서 제도 도입의 목적이 얼마나 달성되었는지, 어떠한 부작용 또는 문제점이 발생하였는지, 인적 구성 및 운영 체계상 개선 또는 보완되어야 할 사항은 없는지 등이 검토되고 논의 되어야 함.
- 상근전문위원제도 도입으로 인하여 투정위와 위성위의 경우 위원회를 구성하는 외부전문가 숫자가 3인으로 대폭 축소되었으며, 이로 인하여 전문위원회의

핵심 요건이라 할 수 있는 ‘위원의 전문성’ 이 오히려 약화되었다는 평가단 지적에 대한 점검이 필요함. 또한 전문위원회의 구성에 있어 상근위원과 비상근위원의 정보비대칭성이 확대되며, 전문가 집단인 위원회 구조에서 정보비대칭성 확대는 외부전문가위원의 참여와 전문성 기여를 위축시키는 요인이 된다는 측면에서 우려스러운 상황임.

- 수책위는 논의 안전의 사회적 민감성을 이유로 6인의 외부전문가를 구성함에 있어 전문위원회의 핵심 요건인 전문성보다는 오히려 대표성이 강조되고 있음. 일부 사안에 대한 수책위의 의결 기능에도 불구하고, 기본적으로 전문위원회는 최고의사결정기구인 기금위에 대한 자문기구임을 유념하여야 함. 대표자 집단인 기금위가 전문가 집단인 수책위에 요구하는 전문성은 주관적인 정치적 판단이 아닌 장기적 주주가치 제고라는 책임투자 관점에서의 재무적 판단임. 수책위의 대표성을 강조하여 의사결정의 정당성을 확보하려는 방향은 적절치 않음.
- 상근전문위원 개인의 전문성과 무관하게 일년 단위로 3개 전문위원회의 위원장에 순환 선임되는 구조는 위원회의 효율성 측면에서 바람직하지 않음. 전문위원회 회의에서 위원장은 기계적인 진행자의 역할이 아니며 개별 전문위원회에는 해당 분야의 상이한 전문성이 요구됨을 감안할 때, 이 모든 전문성이 확보된 민간전문가로 상근전문위원을 선임하는 것은 현실적으로 불가능하기 때문임.
- 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 관점에서위원의 선임 및 연임에 관한 기준, 절차, 의사결정 주체 등을 보다 명확하게 개선할 필요가 있음. 상근전문위원의 자격요건과 보상체계를 보다 강화하고 확실한 독립성 보장 장치를 마련하여 그 역할과 책임을 구체화할 것을 권고함.
- 가입자단체가 추천하고 주무부처가 선정과 임면, 연임을 결정하는 현행 체계는 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 측면에서 제도적 한계가 있음. 가입자단체가 자신의 입장을 대변할 전문가 추천에 치중할 경우 형식적인 자격요건 만으로는 실질적인 전문성을 담보하기 어려움. 주무부처가 결정하는 선임 및 연임은 상근전문위원의 독립성을 저해할 우려가 큼. 추천기관인 가입자단체와 임명기관인 정부의 영향력으로부터 상근전문위원의 독립성과 전문성을 보장할 수 있는 제도적 장치가 강화되어야 함.
- 정부와 공단은 기금에 적합한 위험관리의 목표와 역할을 명확히 설정하고 그에 합당한 위험관리체계 수립을 지속적으로 고민하면서 동시에 설정된 위험관리의 목표와 역할을 내·외부 이해관계자들과 공유할 수 있도록 노력하여야 함.
- 기존의 리스크위와 성과평가보상전문위원회에서 확대 개편됨 위성위와의 합리적이고

명확한 역할 배분이 필요함. 위험관리의 정책기능에 있어 위험관리의 범위와 주체별 책임과 권한(R&R) 명확하게 규정되어야 함.

- 대체위는 비상근 외부 전문가가 포함된 상품 단위의 투자위원회로써, 제한된 시간에 복잡한 대체투자 상품을 심층적으로 평가·검토하기 어려우며 성과에 대한 책임을 지지 않는 외부위원이 최종 투자판단에 상당한 영향을 미침으로 인하여 결과적으로 투자 판단에 대한 집행조직의 운용 책임이 희석되는 측면이 있음.
- 외부 전문가는 참고인으로서 그 의견만을 청취하고 최종 투자의사결정에는 참여하지 않는 방안 또는 대체투자소위원회의 의사결정 범위 대폭 확대 등과 같이 대체투자의 최종 투자 판단은 정책기능의 위원회보다는 집행조직인 기금운용 본부가 결과에 대한 모든 책임을 지고 의사결정하는 방향으로 점진적으로 개편해 갈 것을 권고함.
- 2022년도 기금운용 관련 위원회의 개최 현황을 살펴보면 정책위원회 및 실무위원회의 회의 실적은 크게 감소한 것으로 파악됨. 구체적인 회의 개최 현황은 다음과 같음.

〈2022년도 기금운용 관련 위원회 개최 횟수〉

구 분	2022년	2021년	2020년	2019년	2018년
기금운용위원회	6	11	10	9	8
실무평가위원회	6	8	10	9	8
수탁자책임전문위원회	14	22	19	18	13
위험관리·성과보상전문위원회*	9	11	11	7	7
투자정책전문위원회	8	11	14	7	2
리스크관리위원회	5	5	8	4	5
대체투자위원회	6	13	13	15	20
대체투자소위원회	5	10	6	1	-
투자위원회	51	57	55	56	54

\* 위험관리·성과보상전문위원회는 2019년까지 성과평가보상전문위원회

- 기금은 Covid-19 팬데믹 상황 대처 등을 위하여 기금위 및 실평위 개최를 적극적으로 확대하여 왔으나, 2022년에는 모든 정책위원회와 실무위원회의 개최가 현저히 감소하였음. 기금위는 전년도 11회에서 6회로 절반 가까이 감소하였으며, 수책위 역시 22회에서 14회로 감소하였음. 실무위원회인 대체투자위원회와 소위원회 역시 절반 수준으로 개최 횟수가 감소하였음.

- 전반적으로 2022년도 한 해 기금운용에 수반되는 직·간접적인 모든 위원회 활동이 적극적이었던 것으로 평가하기는 어려움.
  - 회의 개최 자체가 활동성의 척도는 아니겠으나, 대내외적인 변동성이 크게 확대되고 전통자산이 동반 하락하였던 이례적인 시장 상황을 감안할 때, 위원회 활동이 미진하였던 것은 우려스러운 상황임. 회의 감소로 인하여 회의에서 다루어야 할 안건이 과도할 가능성이 있으며, 제한된 시간에 다수의 안건이 논의됨으로 인하여 충분히 검토되지 못할 가능성도 배제할 수 없으며, 회의 과정에서의 논의와 토론을 통하여 참석 위원의 전문성이 제고되는 학습효과도 기대하기 어려울 것으로 사료됨.
  - 특히 대체위 개최 감소는 부정적인 시장 상황을 감안하더라도 신규 투자 안전 발굴을 위한 기금 차원의 적극적인 노력이 부족하였음을 의미하며, 이는 보다 작은 규모의 투자건을 대상으로 하는 대체투자소위원회 역시 동일하게 감소 운영된 것을 감안하면 우려스러운 부분임. 이러한 집행 부진은 단기적인 성과로는 나타나지 않으나 장기적으로 기금의 수익성에 부정적일 수 있음.

## 1.2. 자산운용 전담조직의 적정성

### 1.2.1. 자산운용 전담조직의 자율성과 책임성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자산운용 관련 전담조직의 인사, 예산 및 의사결정의 자율성과 독립성이 확보될 것</li> <li>• 자산운용과 위험관리 및 성과평가를 담당하는 부서나 인력이 적절히 분리되어 상호 독립성을 가질 것</li> </ul>

- 전담조직의 인사, 예산 및 의사결정에 있어 공공기관으로서의 한계는 있으나, 관련법(공공기관운용법 및 국민연금법 등) 및 직제규정 등을 살펴보면 제도적으로는 전담 운용조직인 기금운용본부의 자율성과 독립성을 확보하기 위한 노력이 경주되고 있는 것으로 평가함.
  - 국민연금법 제102조(기금의 관리 및 운용)에 의거하여 보건복지부 장관은 기금의 관리·운용에 관한 업무를 기금운용본부에 위탁하고 있고, 공단은 직제규정 제6조(기금운용본부)를 근거로 국민연금기금 투자전략의 수립, 기금의 운용 등을 위한 전담 운용조직으로 운용본부를 설치하고 조직, 인사, 보수 등 운영에 대한 자율적인 권한을 부여하고 있음.

- 기금운용본부는 기금운용 관련 조직·인사·예산관리 전담부서(운용지원실)를 설치하여 운용본부 조직 및 인사규정을 자율적으로 제·개정할 수 있으며, 예산을 공단 회계규정에 따라 독립적으로 집행하는 것으로 규정됨.
- 운용본부장은 기금운용지침과 공단 규정에 따라 자산운용 관련 투자 의사결정에 대한 책임(투자의사결정의 최종 결정 및 개별 투자결정에 대한 전결권)을 맡고 있으며, 기금운용직 인사위원회 위원장으로 내·외부 추천 권한과 캐스팅보트 권한을 갖고 인사운영 전반에 대해 심의하고, 운용본부 실행예산에 대한 편성·집행권이 부여됨.
- 기금운용과 관련하여 공단 이사장은 위험관리와 내부통제의 책임이 부여됨.
- 집행조직의 자율성과 독립성을 강화하기 위한 이러한 제도적 장치에도 불구하고, 기금운용본부의 실질적인 운영 실태 및 관행을 살펴보면 실질적인 자율성과 독립성 확보는 충분하지 않은 것으로 평가됨.
  - 먼저 제도적으로, 기금운용본부의 예산 편성은 보건복지부가 공단 예산과 별도로 운용본부와 협의·조정한 후 기획재정부에 제출하면 기획재정부 심의 후 국회의 심의·의결을 거쳐 확정되는 구조이나, 공단은 기금관리형 준정부 기관이기 때문에 정부의 공공기관 정원 통제가 그대로 적용됨. 공단 입장에서는 기금운용본부를 포함한 공단 전체의 인력과 예산이 통합적으로 통제됨으로 기금운용본부의 인력과 예산이 공단과 독립적으로 실행된다고 보기는 어려움.
  - 일례로, 기금은 해외투자 및 대체투자를 확대하기 위한 중장기 마스터플랜 하에서 해외사무소의 역할 및 규모를 적극적으로 강화하고 있으나, 2022년 전체 공공기관에 적용되는 슬림화 정책에 따라 해외사무소에 배정되는 인력 및 예산 규모도 비례적으로 정체 또는 축소되는 양상임. 운용 고도화를 위한 해외사무소 역량 강화의 시급성과 중요성을 감안할 때, 해외사무소의 이러한 인력 및 예산 제약은 집행조직 운영의 자율성 및 독립성이 충분하지 않음을 방증함.
- 인사의 독립성 측면에서도, 기금운용본부는 공단 내의 부서이며 운용본부장은 이사장의 관리 감독이 적용되는 상임이사 중 하나임. 운용본부장에 대한 인사·고과권은 공단 이사장에게 있으며, 운용본부장의 선임 및 연임(1년)의 결정에 있어서도 이사장이 임원추천위원회 위원장을 겸임할 수 있는 구조임. 한편 공단 이사장의 선임권은 보건복지부에 있으므로, 결국 운용본부장은 보건복지부와 공단의 이중적 영향력 아래에 있는 구조임.



- 특히 운용본부장 선정에 있어 임원추천위원회의 독립성을 감안하면, 공단 이사장이 임원추천위원회의 위원장을 맡는 것은 운용의 독립성 확보에 저해요인이 될 수 있음. 법/제도 개선을 통해 공단 이사장과 독립된 임원추천위원회 구성을 고려할 필요가 있음.
- 기금은 투자집행단계의 위험관리기구로서 공단 내에 이사장을 위원장으로 하는 리스크위를 설치하고, 기금운용본부 내의 전담조직인 리스크관리부문이 리스크위를 지원하는 구조임. 따라서 운용 및 전략부서와 위험관리 전담조직의 분리는 전반적으로 양호한 것으로 평가되나, 그럼에도 불구하고 부서 간 상호 독립성의 완전한 확보를 위한 지속적인 제도적 보완이 추진되어야 함.
  - 리스크관리부문장의 임면권이 공단 이사장에 있고, 리스크관리부문이 운용본부에 소속되어 있지만 필요 시 투자위를 거치지 않고 리스크위에 직접 보고하는 등 운용본부와의 분리는 상당 수준 확보되어 있음. 컴플라이언스 및 내부통제 강화를 위해 준법감시인은 운용본부와 별도의 이사장 직속 기구로 구성되어 법규준수 여부 및 임직원의 행위를 점검하고 있음.
  - 공단 이사장이 리스크관리부문장의 임명권과 운용본부장의 임명제청권을 갖는 구조에서 이들이 모두 이사장 영향력 아래 있기 때문에 이해상충 문제에서 자유롭지 않음. 기금운용본부의 독립성을 조금이라도 높이기 위한 방안으로 리스크위의 위원장을 외부위원 중에서 선임하는 방안도 검토해 볼 수 있음.
- 기금의 연간 성과평가는 운용본부 외부에 설치된 국민연금연구원과 외부의 전문 성과평가기관이 독립적으로 수행한 평가 결과를 위성위의 자문을 거쳐 기금위가 최종 확정하는 구조임.
  - 운용본부 내 성과모니터링 및 피드백은 증권리스크관리실의 성과분석팀이 담당하고 있으며, 연간 성과평가는 국민연금연구원의 성과평가 전담인력과 외부 평가기관이 수행하여 그 결과를 위성위에 보고한 후, 실평위 심의와 기금위 의결을 통해 확정하고 운용본부에 피드백하고 있음.
  - 증권리스크관리실의 성과분석과 국민연금연구원 및 외부 성과평가기관의 성과평가 결과는 수익률에 대한 상호 대사를 통해 정합성을 유지함.
- 이상의 논의를 종합하면, 집행조직인 기금운용본부가 주어진 역할과 임무에만 집중할 수 있는 자율성과 실질적인 독립성 확보는 미진한 것으로 평가됨.
  - 공적연금으로서 기금운용을 둘러싼 정치·사회적 이해관계가 상충될 경우

이를 감안한 정책적 판단이 필요할 수는 있음. 하지만 이는 정책기능을 담당하는 의사결정 위원회의 몫이며, 집행조직인 기금운용본부의 투자 판단에 이러한 정치 사회적 이슈가 직접 영향을 미치는 것은 적극적으로 차단되어야 함.

- 집행조직인 기금운용본부의 독립성과 자율성을 제도적으로 보장하기 위해 가장 중요한 요인은 연기금 지배구조(pension fund governance)임으로 효율적인 지배구조 개편을 위한 정부 차원의 지속적인 노력이 경주되어야 함.
- 참고로, CalPERS의 경우 1992년 캘리포니아 주 헌법 개정으로 CalPERS의 이사회(Board of Administration)는 기금자산 운용과 예산집행 등에 있어 주정부와 주의회로부터 온전한 자율권(plenary authority)을 부여받으며, 이사회 지배구조 정책(Board Governance Policy)에 따라 이사회와 위원회는 투자 부서의 개별 투자 의사결정에 관여하지 못하도록 규정됨.

### 1.2.2. 전담조직의 전문성 및 효율성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자산운용, 위험관리, 성과평가 전담인력의 규모와 전문성이 자산운용 규모와 복잡성 대비 적정할 것</li> <li>• 전담인력의 운용 결과에 대한 평가와 적절한 보상체계를 통해 책임성을 확보할 것</li> <li>• 자산운용, 위험관리, 성과평가 등의 전담조직의 의사결정 과정이 효율적일 것</li> </ul>

- 2022년 말 기준 기금의 운용규모는 890조원인데 비하여 전담조직의 전체 인력(운용직과 사무직 포함)은 467명으로, 1인당 운용자사는 약 1.9조원에 달함. 2022년 한 해 동안 41명의 증원이 이루어졌으나, 기금운용의 인력 부족 문제는 좀처럼 해소되지 않고 있음.
- 운용 인력의 적정 규모는 직접 또는 위탁운용 같은 자산운용 방식, 액티브운용 정책, 비시장성 자산 규모 등과 같은 포트폴리오의 복잡성 등에 따라 달라짐. 이러한 요인을 고려하더라도, 기금의 현재 1인당 운용규모는 글로벌 연기금과 비교해 볼 때 과도한 상황임.
- 공단 및 기금운용본부의 전주 이전 이후 운용 인력 부족, 구인 어려움, 운용 자산 및 직급 간 불균형 등의 문제가 계속해서 제기되었으며, 기금의 지속적인 노력의 결과 양적인 측면에서는 일부 개선되고 있는 것으로 평가되나, 인력의 질적인 측면에서는 여전히 우려스러운 상황이 지속되고 있음.

- 기금의 규모와 자산 및 운용 전략의 복잡성이 증가하고 있음을 감안할 때 이에 상응하는 전문 인력의 추가적 확보는 필수적이며, 따라서 정부와 공단은 인력 확충을 위해 더욱 노력할 필요가 있음.
- 기금은 해외투자 종합계획에 따라 해외사무소의 기능을 단순 투자지원 업무에서 실질적인 투자기능을 분담하는 프론트 업무 부서로 전환하고자 하나, 이를 위해서는 해외사무소의 업무량 증가와 심층 업무 수행에 요구되는 인력 증원이 반드시 동반되어야 함. 그럼에도 불구하고 앞서 언급한 바와 같이, 공공기관으로서 인력과 예산의 독립적 운영에 제약이 큰 상황임.
- ALM 기반 기금의 장기성과 제고를 위해서는 재정추계에 기반한 제도 운영과 기금운용의 연계, 기금정책 및 성과평가에 대한 심도 깊은 연구가 요구되며, 이를 위하여 공단 싱크탱크인 국민연금연구원의 연구인력 확보 및 연구 환경의 개선이 요구됨.
  - 국민연금연구원은 기금정책분석을 통해 미들오피스 역할의 한 축을 담당하고 있으며, 연금제도 연구와 재정추계분석을 통해 내·외부 주요 이슈들에 대한 해결 방안을 제시하는 역할을 수행하고 있으나, 연구인력의 장기근속이 이루어지지 않으며 빈번한 이직에 상응하는 인력 충원조치 미진함.
  - 기금운용본부 운용직 충원을 위한 공단의 노력에 병행하여, 연구원의 전문 연구인력에 대한 보상 수준 및 처우 개선, 다양한 형태의 부가 혜택(fringe benefit)을 통해 지방 이전 등으로 인한 기존 인력의 유출을 차단하고, 양적인 인력 충원과 함께 질적으로 우수한 신규 연구인력을 확충할 수 있는 현실적 대안을 모색하여야 함.
- 전담인력에 대한 보상체계는 기금위가 기금 전체에 대한 목표 IR과 목표액티브 위험을 설정하여 목표초과수익률을 부여하고, 기금운용본부는 기금 전체의 목표를 달성할 수 있도록 개별 자산군과 팀원에게 기금전체의 목표를 배분한 후 목표관리제를 통해 운영하며 이를 근거로 성과평가를 수행함.
  - 목표 IR과 목표초과수익률을 산출하기 위한 목표액티브위험이 정책적인 판단에 의해 부여되는 만큼, 성과급 산정의 기준이 되는 목표초과수익률 달성도가 실제 기금의 역량에 따른 성과 달성인지 시장 상황에 따른 외부적 요인인지 판단하기 어려움.
  - 현행 보상체계에서 핵심 정책변수인 목표액티브위험은 단순히 성과급 산정의 기준이 아니라, 기금이 지향하는 activeness의 수준을 표방하고 액티브운용의 전략적인 방향성을 제시하는 중요한 지표임. 따라서 목표액티브위험은 전략적이고

목표지향적으로 설정될 필요가 있으며, 보상체계는 이렇게 설정된 목표액티브 위험을 전제로 적정 정보비율(IR) 수준을 목표화하는 방식으로 구축되는 것이 보다 합리적임.

- 액티브운용에 관한 기금의 투자신념을 정립하고 구체적인 액티브운용 정책을 수립하여 이로부터 하향식으로 성과급이 산정되는 보상 체계를 모색해 볼 것을 제안함. 기금의 액티브운용 정책에 대한 전반적인 점검이 요구되며, 그 결과에 따라 보상체계의 구조적인 재편을 강구해 볼 수 있음.
- 성과급체계는 장기평가의 원칙을 적용하여 최근 3년의 평가 결과를 50:30:20의 비율로 가중 평균하여 산출하고, 성과급은 3년 평균 운용수익률이 3년 평균 소비자물가상승률을 초과하는 경우에만 지급하며, 목표성과급(60%), 조직성과급(20%), 장기성과급(20%)으로 구성됨.
  - 목표성과급은 전체 및 개별 자산군의 초과수익 창출에 대한 보상으로서 목표 초과수익률 달성도에 대한 정량평가에 따라 지급하고, 조직성과급은 운용체계 개선을 위한 조직 전체의 노력에 대한 보상으로서 정성평가에 따라 지급하며, 장기성과급은 장기 성과창출에 기여한 재직기간 5년 이상의 운용인력에 대한 보상으로서 5년 평균 기금전체의 목표 달성에 대한 정량평가를 기준으로 지급함.
  - 성과위에 의해 총량으로 결정되는 당해 연도 성과급을 운용역 개인으로 배분하는 과정은 운용본부장 책임 하에 팀별, 개인별 MBO에 기반하여 팀 및 개인의 목표달성도에 따라 차등 지급되는 구조임. 하지만 운용 자산의 특성에 따라 목표달성의 난이도가 구조적으로 상이한 경우 내부 갈등의 원인이 될 수 있음을 유념하여야 함.
- 2021년까지 3년 동안 연속적인 높은 운용실적으로 비교적 높은 수준의 성과급이 지급되었으며, 이로 인하여 2021년 기준 성과급을 포함한 운용역의 총 급여 수준은 자산운용업계 대비 상위 25%를 유지하고 있음.
  - 전주 이전 이후 인력유출을 차단하고 우수 인력을 확보하기 위한 처우개선이 적극적으로 추진되었으나, 양질의 운용 인력 수급 측면에서 기금운용본부의 지리적 단점을 상쇄하기 위한 보다 적극적인 조치가 강구될 필요가 있음.
  - 현재의 보상 수준이 국내 자산운용업 대비 양호한 편이기는 하나, 글로벌 선도 기관에서 운용역량이 검증된 경력자를 채용하기 위해서는 개인별로 다양한 연봉 수준을 제시할 수 있는 보수체계의 유연화가 중요함. 공공기관으로서의 한계는 있겠으나, 해외인력을 포함하여 시장에서 검증된 우수 인력을 확보하기 위해서는 유연한 보수체계는 필수적임.

## (2) 자산운용 정책

### 2.1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자산부채종합관리[ALM] 또는 재정목표에 기초하여 목표수익률과 허용위험한도를 합리적으로 설정할 것</li> <li>• IPS에 분산투자 원칙이 적절하게 설정되어 있을 것(자산군, 지역, 통화 등)</li> <li>• 목표수익률과 허용위험한도를 고려하여 전략적 자산배분안을 도출할 것</li> <li>• 운용전략에 따른 기준수익률을 사전적으로 적절하게 설정해 IPS에 반영할 것</li> <li>• 예측가능한 모든 위험(시장위험, 신용위험, 운용위험, 유동성위험 등)에 대해 관리지표 및 관리방법을 사전에 IPS 등에 기술할 것</li> </ul>

- 전략적자산배분에 해당하는 국민연금기금의 중기자산배분에 사용되는 목표수익률은 실질경제성장률 + 소비자물가상승률 ± 조정치로 구성되며, 여기서 조정치는 운용 여건, 경제전망 등을 고려하여 기금위가 결정함.
  - 현재 기금의 목표수익률은 ALM 또는 재정목표에 기초하여 설정되지 않는 자산중심 접근(Asset Only Approach)으로 설정되며, 부채에 대한 고려는 급여 지급이 물가에 연동된다는 측면에서 목표수익률에 물가상승률을 반영하는 정도에 머무르고 있음. 실제 포트폴리오 구축에 있어 이러한 목표수익률을 반영하여 인플레이션 위험을 헤지하려는 노력 또한 충분치 않음.
  - 중기자산배분 과정에서의 ALM 분석은 중기자산배분이 국민연금 재정에 미치는 영향을 사전적 및 사후적으로 검토하는 용도로만 활용되고 있음. 목표수익률 설정에 사용하는 거시경제 변수들과 보험료 수입 및 급여 지출 등의 제도 변수들과의 연계성 검토 및 민감도 분석 수준임.
  - 국민연금연구원이 자체 보유하고 있는 ALM시스템(ALMONDS)을 고도화하기 위한 기술적 개선이 지속적으로 이루어지고 있는 부분은 긍정적으로 평가되나, 이러한 미시적 개선의 성과와 효과성을 객관적으로 확인하기는 어려움. 자체 보유 ALM시스템의 외부 공개와 적극적인 학술토론 등을 통하여 외부 전문가 점검(Peer group review)을 제도적으로 강화할 것을 권고함.
- 연금성기금의 운용에 있어서 연금부채의 규모와 연금 관련 제도 특성을 통합적으로 고려하지 않고 현행 전략적 자산배분 결과의 적정성을 판단하기는 어려움.

현재 중장기자산배분의 투자 시계(investment horizon)는 5년으로 설정되어 있어 국민연금의 제도 시계와는 상당한 괴리가 있음. 기준 포트폴리오 기반 장기 운용목표 설정이 필요한 이유라 할 수 있음.

- 보건복지부와 운용본부는 ALM 기반 기금운용이 어려운 이유로 기금의 재정 안정화 방안과 재정방식 및 재정목표에 대한 사회적 합의의 부재를 들고 있으나, 재정목표의 부재에도 불구하고 정부와 기금운용본부는 5년마다 실행되는 재정 재계산에 기반하여 기금운용의 장기적 방향성을 설정하려는 노력을 지속하여야 함.
- 따라서 장기 투자 시계에서 기금의 목표수익률과 위험감내도를 반영하는 기준 포트폴리오(Reference Portfolio) 체계를 도입하기 위한 기금의 노력은 긍정적으로 평가되나, 제도 도입 방안이 아직은 구체화되지 않아 그 실효성에 대한 평가는 유보됨.
- 기금은 중기 자산배분 시 실질가치 유지와 연금재정의 안정이라는 목표를 달성하기 위한 위험의 최대한도로서 허용위험한도 지표를 기존 미달위험(shortfall risk, 5년 동안의 누적수익률이 누적 물가상승률을 초과하지 못할 가능성)에서 조건부 극단손실(Conditional VAR)로 변경하였음. 위험자산 증가에 상응하는 적정위험 과약이 가능하다는 측면에서 바람직한 개선으로 평가됨.
- 연간 단위의 총위험한도와 자산군별 위험한도는 전략적 자산배분의 체계적 위험과 목표액티브위험을 바탕으로 기금 전체 및 자산군 별로 시장위험과 신용위험의 한도와 액티브위험 한도를 배정하는 위험예산제도를 실행하고 있음.
- 국내 금융시장 대비 거대한 기금 규모, 기금 축소기에 시장충격 완화 등 기금 운용에 대한 국내 경제의 다양한 환경 요인을 반영하여 해외투자를 적극적으로 확대한다는 전략 방향을 수립하고 추진 중임.
- 해외투자를 수익창출의 핵심으로 파악하는 CPPIB 등의 사례를 참조하여 장기 수익률 제고 및 위험 분산의 관점에서의 적극적인 투자다변화 전략을 지속적으로 강화해 나갈 필요가 있음.
- 분산된 글로벌 포트폴리오 구축이 기금운용의 기본 방향이 되어야 하며, 이러한 측면에서 자산군을 국내·해외의 지역으로 구분하는 기존 방식을 탈피하여 자산군 및 이에 기반한 자산배분체계를 보다 유연하게 하고 자산의 위험요인을 보다 적극적으로 반영하는 방향으로 운용체계를 전환할 것을 권고함.
- 적극적인 해외투자 확대를 통한 자국 편향 축소라는 운용 방향은 장기적 관점에서

기금의 운용 목표를 온전히 달성하기 위한 기금의 장기운용전략의 일환임. 이러한 전략 방향이 정부의 단기적인 시장 활성화 정책이나 특정 이익집단의 요구에 영향을 받아서는 안 됨. 공공기관으로서의 운용의 자율성 부재 또한 이러한 전략 실행의 장애요인이 되고 있어 이를 해소하기 위한 범정부 차원의 적극적인 노력이 경주되어야 함.

- 기금은 중장기자산의 기준수익률로 시장의 대표 지수를 자산군별로 사전에 설정하여 기금운용지침에 명시함으로써 운용의 방향성을 제시하고 성과평가의 지표로 활용하고 있음.
  - 기금운용지침에 개별 자산군의 벤치마크를 설정하고, 이를 바탕으로 공단에 목표를 부여함. 한편 전체자산의 기준수익률은 전략적 자산배분에 의한 목표 비중과 자산군별 기준수익률의 가중평균으로 산출함. 전통적 자산군의 기준수익률은 명확성, 투자가능성, 측정가능성, 적정성, 대표성 등 기준수익률이 갖추어야 할 기본적 특성을 전반적으로 만족하고 있음
  - 현행 자산군 중심 운용 체계에서는 합리적이고 효율적인 기준수익률의 설정이 무엇보다 중요함. 자산배분 관점에서 기준수익률의 효율성이 강조됨. 관련하여 국내주식 전술적 벤치마크 변경 등 개선 노력이 인정됨.
- 대체투자 부문의 정확한 성과 측정과 합리적인 기준수익률 설정의 어려움으로 인하여 기금의 전체 성과평가가 왜곡될 수 있음. 특히 운용역의 보상 수준을 결정하는 ‘기준수익률 대비 초과수익성과’에 있어 대체투자 자산의 영향이 크다는 측면에서 대체투자 기준수익률의 정합성 문제가 제기될 수 있음.
  - 현재 진행 중인 기준포트폴리오의 활용 등을 포함하여 다각적인 방법으로 대체투자 기준수익률 개선방안이 모색되어야 할 것임. 특히 향후 기준 포트폴리오 도입으로 기회비용 벤치마크를 활용하더라도 장·단기 성과평가 왜곡이 발생할 가능성을 고려하여 기준수익률의 정합성을 제고하기 위한 합리적인 성과평가 기준 및 방안을 모색할 필요가 있음.
- 기금은 위험관리의 원칙과 관리대상을 기금운용지침(IPS)에 정의하고, 기금운용 규정과 세부지침 등에 따라 위험관리를 수행함.
  - 위험의 유형을 크게 5개(시장위험, 신용위험, 유동성위험, 운영위험, 법규위험)로 분류하고, 세부관리는 자산운용 위험관리와 운영 위험관리로 나누어 수행함.
  - 기금 전체의 위험한도와 자산군별 위험한도는 리스크위가 결정하며, 총위험 한도는 시장위험한도와 신용위험한도를 통해 관리하고 총위험한도 외에 별도로

액티브위험한도를 관리함.

- 총위험한도의 관리는 리스크위와 투자위, 액티브위험한도의 관리는 투자위가 담당함. 한편 자산군별 위험한도 및 액티브위험 관리 기준도 또한 적절하게 마련되어 있음.

## 2.2. 투자실행과정의 적정성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"><li>• 내부운용과 외부운용 정책 [자금배분기준 포함]을 적절하게 설정할 것</li><li>• 외부위탁 투자기관 선정 및 사후관리 프로세스가 적절할 것</li><li>• 거래 금융기관 선정 및 자금배분 프로세스가 (거래비용 최소화의 관점을 포함하여) 적절할 것</li><li>• 해외투자, 대체투자 등 투자 다변화 노력 및 그에 상응한 역량을 갖출 것</li><li>• 장기적인 성과제고 관점에서 지속가능투자, 의결권, 주주권 행사에 관한 원칙을 설정하고 관련 의사결정 체계를 갖출 것</li></ul>

- 기금의 위탁운용 체계는 기본적으로 초과수익 창출을 위한 액티브운용 정책의 일환으로 이해함. 따라서 특정 시장에서 액티브운용을 통한 초과수익 창출 가능성에 대한 근본적인 재검토가 필요한 시점임.
- 기금의 위탁운용 체계는 위원회에 의한 정책 수립과 운용본부에 의한 실행이 분리된 구조로, 기금위는 매년 자산군별로 위탁운용의 목표를 범위로 설정하고 기금운용본부는 제약 하에서 직접과 위탁 운용의 비중을 결정하는 체계임.
- 기금운용본부의 위탁운용 실행은 액티브운용체계의 실행수단으로써 기금위가 정한 목표위탁비중 범위 안에서 위탁운용비중을 결정하는 체계임. 알파 창출을 위한 전술적 활동에서 일종의 한도 개념으로 부여되는 기금위의 목표 위탁 비중은 불필요한 운용상 제약요인이 됨.
- 기금운용본부는 위탁운용의 기본방향으로 ‘직접운용을 보완하여 수익률 제고 및 위험분산에 기여’ 와 ‘투자결정 분산을 통해 금융시장에 미치는 영향력 완화’, 그리고 ‘자산시장의 비효율성을 활용하여 비용 대비 초과성과 추구’ 를 제시하고 있음. 하지만 투자결정 분권화는 단순히 시장충격비용 완화의 개념이 아니라 적극적 주주활동 같은 기금 차원의 전략적 접근이 요구되는 사안으로, 이를 위탁운용의 기본방향으로 설정하는 것은 적절치 않음.



- 외부 위탁기관의 선정 기준과 절차, 자금배분 및 사후관리 프로세스는 자산별 위탁운용사 선정 및 관리기준 등에 따라 양호하게 마련되어 있음. 장기수익률 관점의 성과평가와 이에 기반한 합리적인 성과보수 체계로 평가됨.
  - 신규 위탁운용사는 위탁운용사 선정 및 관리기준에 따라 제안서 심사, 현장 실사, 구술심사 과정을 거치고, 위탁자산 규모, 위탁유형, 운용사 역량 등을 감안하여 선정하며, 위탁운용사 자금 집행은 일반적으로 신규 운용사는 균등 배분 원칙, 추가배분은 정기평가 또는 자금배분 체크리스트 결과에 따라 차등 배분하고 있음.
  - 그럼에도 불구하고 빈번한 성과평가와 기계적인 평가 기준 등은 기금과 위탁 운용사의 이해관계 정렬을 어렵게 만드는 요인이 됨. 위탁운용사 선정 및 관리 체계의 개선을 통해 보다 안정적이고 장기적인 위탁 관계가 형성될 수 있도록 노력할 필요가 있음.
  - 자산군 특성 및 시장 그리고 운용부서의 상황 등을 고려하여, 이벤트성으로 실시되는 컨테스트 방식의 위탁운용사 선정방식에 더하여 수시 지원을 통한 개별 심사 방식을 보다 적극적으로 확대할 필요가 있음
- 국민연금기금운용규정(제79조)은 기금에의 기여, 정보 제공, 거래의 안정성 및 거래상품의 특수성 등을 고려하여 위탁기관을 선정하고, 각 기관별로 거래한도를 부여하여 관리하도록 규정하고 있으며, 시행규칙(제62조)에서 거래금융기관의 기본요건 및 선정 등에 필요한 사항을 정하고 있음.
  - 거래 금융기관의 선정은 금융기관 기본요건 충족여부 및 투자위원회 거래제한 여부 등을 반영하여 반기별로 수행되고 있고, 금융기관 선정 및 자금배분 규정에 따라 적절하게 이루어지고 있음. 세부 자산별로 평가항목 및 배점, 선정위원회 구성 및 최종 선정절차 등이 구체적으로 규정되어 있음.
- 기금은 중장기 운용 방향으로 해외투자 및 대체투자 중심의 투자 다변화를 설정하고 이를 중장기 자산배분 및 연간 기금운용계획에 반영하여 적극적으로 추진중이나, Covid-19 팬데믹 영향 등으로 가시적 성과는 미흡한 상황임.
  - 인력 강화와 조직 및 운용 프로세스 개선 등을 위한 해외투자종합계획(2020~2024)을 수립하고, 글로벌 운용사·투자자와 전략적 파트너십을 통한 투자를 확대하는 등 다각적인 노력이 경주되었음.
  - 특히 2022년은 주식 및 채권의 전통자산이 동반 하락하는 이례적인 시장 상황으로 인하여 상대적으로 성과가 양호하였던 대체투자 비중이 16,4%로 크게 확대되어

목표비중을 상회함. 그럼에도 불구하고 이러한 목표비중 달성은 본질적인 자산가치의 확대를 의미하는 것은 아님으로, 대체투자 집행에 대한 장기적이고 근본적인 대응방안이 강구되어야 함.

- 기금의 해외투자 비중은 2022년 말 현재 47.9%로, 이는 전년도 대비 4.1%p 확대된 규모임. 투자 확대의 배경으로 기금은 글로벌 운용사 지분투자 및 전략적 파트너십의 지속 확대, 그리고 해외사무소에 팀장급 인력의 파견과 쿼터멘탈 직접운용 확대 등을 제시하고 있음.
  - 그럼에도 불구하고 해외투자 종합계획(2020~2024)의 주요 과제로 제시되었던 해외사무소 기능 강화와 운용인력 확충 및 전문성 강화 등은 앞서 언급한 공공기관 슬림화 정책의 영향으로 과제 추진에 어려움이 있는 것으로 관측됨. 관련 규정 및 법규 개정 등을 통하여 기금의 종합계획 이행을 보다 적극적으로 추진해 나갈 것을 권고함.
- 국민연금기금은 기금의 관리 및 운용에 있어 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려하는, 책임투자 관련 근거를 국민연금법과 기금운용지침에 명시하고 있으며, 기금운용본부 수탁자책임실에서 전반적인 책임투자 활동 및 의결권·주주권 행사를 전담하고 있음.
  - 현재는 2019년 의결된 책임투자 활성화 방안에 따라 기금운용 원칙에 ‘지속가능성의 원칙’을 추가하고 ‘국민연금기금 책임투자 원칙’을 마련하고, 연구용역을 통해 수립된 로드맵(2019~2023)에 제시된 과제들을 이행하는 과정임.
  - 산업별 특성을 고려한 ESG 점수 및 등급 산정, ESG 통합전략 및 기업과의 대화 전략 확대, 투자제한전략 단계적 시행방안 수립, 책임투자 관련 해외 이니셔티브 참여 확대(IFRS Sustainability Alliance 등), 해외사무소(런던) 책임투자 인력 파견 등의 책임투자 실적이 보고됨.
  - 다만, 국내·외 복수 자문기구 활용에 대한 실효성이 부족하며, 수탁자책임 활동에 있어 일관성 있고 독립적인 의사결정이 필요하다는 측면에서 세부 가이드라인 설정이 충분치 않거나 실질적으로 작동하지 않는 부분은 지속적으로 검토되고 보완될 필요가 있음.
  - 2022년 의결권 행사 내용을 살펴보면, 이사 및 감사 선임 반대 이유로 “기타” 사항이 전년에 비해 2배 이상 증가하였는데, 그 사유가 이사의 독립성 및 기업가치 훼손 이력으로 보고하고 있음. 그렇다면 이는 이사/감사 선임 안전에 대한 찬반을 결정하는 매우 중요한 항목이므로 구체적인 별도 사유 항목으로 제정할 필요가 있음.

- 기업 가치 제고를 위한 적극적인 주주권 행사 및 기업 관여 활동이 전개되는 경우 GPIF의 사례를 벤치마킹하여, 동 기간 해당 기업 주식의 매매를 일정 수준 제한할 필요가 있음.
- 기금위는 석탄채굴 및 발전사업에 대한 투자제한전략을 도입할 것을 결정하고 탈선탕 운용정책을 선언하고(2021년 5월), 이에 대한 단계적 시행방안 마련을 위한 연구용역 및 TF를 구성하였으나, 구체적인 실행 가이드라인을 제시하지 못하고 있는 상태임.
- 공적연금으로서 책임투자 강화를 위한 기금 차원의 노력이 적극적으로 경주되고 있으나, 기금의 이러한 책임투자 강화 기초가 주주가치 제고를 통한 장기적인 기금운용 성과 제고의 일환임을 다양한 이해관계자에게 홍보하고 설득하기 위한 노력이 부족함.
- 책임투자의 목적 및 성과에 대한 정성적 평가와 함께 재무적 관점에서 장기 수익률 제고 효과를 시현할 수 있는 정량적 분석 방안이 강구되고, 이러한 분석 결과가 책임투자를 전개하는 과정에서 제기되는 부정적 여론에 대응 논리로 제시될 필요가 있음.

### (3) 자산운용 위험 및 성과관리

#### 3.1. 자산운용 위험관리의 효율성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 위험관리 관련 위원회의 활동이 적정하고 효율적일 것</li> <li>• 시장위험, 신용위험, 운영위험에 대한 모니터링 및 관리방안이 IPS에 적절하게 명시되어 있으며 IPS에 규정된 내용에 따라 효율적으로 관리할 것</li> <li>• 예상치 못한 경제적 충격 등 자산운용 시 불리한 상황이 발생했을 때 이에 대처할 수 있는 프로세스를 갖추고 효율적으로 수행할 것</li> <li>• 부실자산의 사후처리방안이 적정할 것</li> </ul>

- 기금의 위험관리와 관련한 위원회는 리스크위 뿐만 아니라, 기금위와 실평위, 투자위, 대체위, 투자관리위원회 등이 모두 포함되며, 이들 위원회를 통해 단계별로, 그리고 다각적으로 위험관리가 이루어지는 것으로 보고됨.
- 리스크위는 투자집행단계의 위험관리기구로서 위험관리 기본 방침 및 정책

수립, 투자프로세스 전반에 걸친 통제 및 모니터링을 수행하며, 투자위와 대체위 그리고 투자관리위원회는 투자의사결정 시 운용자산에 대한 사전적·사후적 점검을 실시함.

- 운용본부는 연·월간 자금운용계획을 토대로 연도별 이행계획에서 허용된 범위 내 전술적 자산배분을 실행하며, 리스크관리부문의 리스크관리실은 위험을 모니터링하고 한도를 관리하며 사전적인 위험 정보를 공유하는 역할을 함.
- 국민연금기금운용지침, 국민연금기금운용규정은 기금운용 관련 모든 위험을 사전에 정의하고, 허용 가능한 위험한도 및 관리지표 등 관리방법을 규정하고 있음.
  - 기금운용지침 제18조는 기금의 안정성 및 수익성에 영향을 미칠 수 있는 위험으로 시장위험, 신용위험, 유동성위험, 운영위험, 법규위험 등을 명시하고, 그 의미를 정의하고 있음. 기금운용지침 제7조는 위험한도를 규정하고, 동 지침 제18조와 제19조는 개별 위험의 측정 및 세부 관리방안에 대해 서술하고 있음.
  - 금융자산의 총위험한도, 총액티브위험한도 및 자산군별 위험한도는 리스크위가 결정하고, 위험한도 모니터링은 투자위와 리스크위에서 담당하며, 자산군별 위험관리 기준도 세부적으로 마련되어 모니터링하고 있음.
- 정량적 지표로 관리되는 기금의 총 위험한도를 구성하는 시장위험 및 신용위험의 측정과 관리 역시 기금운용규정 및 각종 위험관리방안에 사전에 정의된 바에 따라 실행되며, 위험한도 접근 및 초과 상황에서의 단계별 대응지침(action plan)도 명확하게 규정되어 있음.
  - 리스크관리부문장은 시장위험 및 신용위험의 한도점검 사항 등을 리스크위에 상시 보고함. 총위험한도 초과기간이 10영업일 이상 지속될 경우 리스크위에 현황과 대책 등을 보고하면, 리스크위 위원장(공단 이사장)은 각종 한도의 위반 및 그 밖의 사항에 대하여 리스크관리부문장과 준법감시인을 경유하여 해당 부서장에게 그 시정을 요구할 수 있음.
  - 또한, 운용본부는 해외투자 확대에 따라 위험관리 기능을 제고하기 위해 국가 리스크 관리제도를 마련하여 시행하고 있음. 2020년도 개선사항으로 제시하고 있는 국가별 위기지수 도입을 통하여 해외투자의 위험관리 기반을 확충하고 있음.
- 2022년도 기금의 총위험한도는 121조 2,996억원으로 설정되었으며, 이 중 시장 위험한도는 103조 3,023억원, 신용위험한도는 5조 2,168억원, 대체투자자산 위험한도는 25조 6,395억원으로 설정되었음.

- 금액 VaR 기준의 위험한도는 포트폴리오의 규모 변화에 따라 위험을 과소 또는 과대 측정할 수 있으므로, 이에 대한 보완으로 포트폴리오 규모 변화와 무관한 VaR Ratio 위험한도를 추가 도입함.
- 시장위험한도는 중기자산배분 상 대체투자를 제외한 해당연도 금융부문 전체 포트폴리오에 대한 변동성 추정치와 연도 말 대체투자를 제외한 최대 투자 가능금액을 적용하여 산출함.
- 대체투자자산 위험한도는 일종의 Proxy Market VaR의 개념으로 신규 설정됨. 중기자산배분 상 해당연도 총 대체투자 포트폴리오의 변동성과 최대 투자가능 금액을 적용하여 산출함.
- 액티브위험한도는 기금위에서 정한 해당연도 목표 액티브위험에 극단손실의 기대치(expected tail risk)를 고려하여 산출함. 2022년도 총 액티브위험 한도는 90bp이며, 위험예산제도 하에서 세부자산군의 목표 정보비율에 따라 예를 들면, 전술적자산배분(TAA)에는 45bp, 해외주식 액티브에는 365bp의 액티브 위험이 배분됨.
- 기금은 대체투자 자산의 사전 위험관리와 시장위험을 반영한 사후관리를 수행하고 있음. 변동성 이외의 위험관리 지표의 신설 및 관리, 시장성 대리변수를 이용한 시장위험 측정 등 대체투자 위험관리의 고도화를 위한 노력은 지속적으로 경 주되어야 함.
- 시가평가가 어려운 대체투자 자산의 정량적 위험관리에 있어, 대체투자의 시장위험을 별도의 대체투자 자산 위험으로 신규 설정하고 이에 대한 별도의 시장위험한도를 산출하고 있는 부분은 긍정적 개선사항으로 평가됨.
- 운영위험과 관련하여 기금은 운용본부로부터 독립된 이사장 직속의 준법감시인을 설치하여, 기금운용 관련 컴플라이언스 및 내부통제 관리 등 운영위험 관리업무를 수행하고 있음.
- 준법감시인은 투자관련 업무 집행 전 운영위험 발생 가능성 여부를 사전에 검토하고, 사후적으로 운영위험 발생여부를 모니터링하여 위반사항에 대한 시정조치 및 재발방지 대책을 마련하며 점검결과는 정기적으로 이사장과 리스크위, 감사실에 보고함.
- 운용본부의 평판위험 방지 및 기금 정보관리 노력의 일환으로서 내부통제 관련 규정을 재정비하고, 내부 운용역의 개인 주식거래 및 임직원의 대외활동 적정성 여부를 점검하고 있음.

- 기금운용본부 운용역의 ETF 거래 관련하여 감사 지적이 있었으나, 이는 컴플라이언스 이슈라기보다는 근무시간 중 사적 거래라는 복무관리 사안으로 사료됨. 그럼에도 불구하고 기금 운용역의 ETF 직접 거래 허용과 관련하여, 투자 대상 ETF의 유형에 따라 이해상충의 우려가 없는지 추가적인 검토가 요구됨.
- 기금운용본부 운용역에 대한 컴플라이언스 및 내부통제 체계에 비하여 중요한 전략적 의사결정을 수행하는 외부 위원회 위원에 대한 관련 규정은 미비한 측면이 있음.
  - 기금위를 포함하여 특히 기업 관련 민감한 안건을 다루는 수책위 등에 있어 이해상충 여부를 자발적 신고에 의존하는 현행 통제 장치는 한계가 있음. 기금의 능동적인 위원회 위원의 이해상충 가능성을 사전적으로 통제하기 위한 기금 차원의 보다 능동적인 대처방안이 강구될 필요가 있음.
- 예상치 않은 시장 환경 변화에 능동적으로 대처하기 위해 기금은 위기인식지수를 개발하고, 이를 기반으로 단계별 대응절차와 전략을 기술한 위기관리 매뉴얼을 작성하고 있음. 그리고 이러한 대응 체계가 실제 위기 상황에서 적절하게 작동한 것으로 평가됨.
  - 최근 심화되고 있는 국제지정학적 위험(geographical risk, 미중 패권경쟁, 러시아-우크라이나 전쟁 등)에 대한 대응 관련하여, 국가별 세부 위험지표를 권역별 또는 지정학적 분쟁 관련 국가들로 조합하여 추세분석을 하고 운용 부서에 해당 위험정보를 제공하는 등 지정학적 위험에 대한 모니터링 체계가 양호하게 구축된 것으로 평가함.
  - 현행 위기상황분석에서는 대체투자 자산을 비시장성 자산으로 인식하여 분석 과정에서 제외하고 있으나, 대체투자 역시 극단치위험(tail risk)에 노출되어 있는 자산이고 기금은 대체투자를 지속적으로 확대할 계획이므로 운용본부는 최소한 대리변수를 이용하는 방식으로라도 대체투자를 위기상황분석에 포함시킬 방안을 중장기적으로 모색할 필요가 있음.
- 2000년 이후 신규 발생 부실자산(특정자산)은 없으며, 1990년대 발생한 특정 자산 역시 2017년 최종 종결처리 되어 2022년에는 특정자산의 회수 및 관리 내역은 존재하지 않음.
  - 운용본부는 투자자산의 사후관리를 투자관리위원회 운영을 통해 하고 있으며, 특정자산에 대해 강제집행 및 회사정리, 파산, 화의, 워크아웃 등의 법적절차에 따라 회수·정리하는 프로세스를 갖추고 있음.

## 3.2. 자산운용 성과관리의 효율성

### 3.2.1. 성과평가 수행

주요 평가내용	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 운용자산, 운용상품별 목표수익률 및 기준수익률과 운용수익률간의 차이, 원인분석이 적절하게 이루어질 것</li> <li>• 운용기관, 운용자산, 운용상품별 그리고 기금전체의 위험대비 성과평가를 적절하게 수행할 것</li> </ul>

- 기금은 자산배분 단계에서 정의된 목표수익률(자산별 기대수익률)과 사전에 정의된 기준수익률 대비 초과수익률을 산출하고 성과요인을 전략적 자산배분 효과와 전술적 자산배분효과, 자산별 초과수익률 효과 등으로 분해하여 요인 분석을 수행하고 있음.
  - 2022년 금융부문 운용수익률은 -8.28%로 기대수익률(4.60%)을 12.88%p 하회 하였으며, 이는 전략적 자산배분효과 -12.67%p, 전술적 자산배분효과 +0.08%p, 자산별 초과수익률효과 -0.29%p로 요인분해 됨.
  - 급격한 금리상승 및 비용 요인 인플레이션(Cost push Inflation)의 영향으로 주식 및 채권이 동반 하락한 시장 환경에 전략적 자산배분이 효과적으로 대응하지 못한 한계였으며, 집행조직의 전술적 대응 능력으로 해석할 수 있는 전술적 자산배분효과는 중립적으로 평가됨.
- 국내주식의 경우 운용수익률은 세부자산별 운용수익률을 비중으로 가중 평균한 값으로 산출되지만, 기준수익률은 세부자산별 기준수익률의 가중평균이 아닌 KOSPI지수로 설정되어, 성과평가의 관점에서는 전략적 자산군 단위 기준수익률과 세부자산군별 기준수익률 간에 구조적인 차이가 발생함.
  - 기금은 자산군 간 초과수익률의 요인분해 외에도 자산군 내에서 세부자산군 또는 운용 전략 별로 초과수익의 요인을 자세하게 분석하여 운용에 피드백 하는 체계가 잘 확립되어 있음. 해외자산에 대한 환효과 분석 등 일부 기술적인 한계에도 불구하고 비교적 정치한 요인분해가 이루어지고 있는 것으로 평가됨.
- 기금은 정보비율(IR), 샤프비율, 켄센 알파, 트레이너 비율 등 위험조정 성과지표를 산출하여 기금 및 자산별 특성을 감안한 위험대비 성과평가를 수행하고 있음.
  - 2022년 기금의 총 위험은 7.97%로 전년 대비 변동성이 확대되었으며, 액티브

위험 대비 운용성과를 나타내는 IR은 0.37을 기록하여(대체투자 제외 전체 금융부문) 목표 IR 0.4를 소폭 하회하였음. 음의 값을 기록한 샤프비율은 -0.41로 측정되어 벤치마크(-0.40)와 유사한 수준의 위험조정성과를 기록함.

- 체계적 위험( $\beta$ )하에서 요구되는 기대수익률을 의미하는 쟈센 알파는 0.56을 기록함. 벤치마크 수익률과의 민감도로 구한 기금 포트폴리오(대체투자 제외)의 체계적 위험( $\beta$ )은 1.01로 시장 대비 소폭 민감함. 트레이너 비율은 -1.16으로 전년 대비 하락하였음.
- 전략 자산군 중에서 안전자산인 국내채권이 0.68의 IR을 달성하여 목표 IR(0.22) 대비 +0.46의 양호한 성과를 시현하였음. 그에 비하여 비정상적 위기상황이 반복되는 시장 환경에서 위험자산의 IR 변동성이 확대되는 경향임. 장기적 관점에서 기금의 액티브운용 정책에 대한 전반적인 점검이 요구됨.
- 정교한 성과평가 체계가 적용되기 어려운 대체자산에 있어, 기금은 대체투자의 확대에 따라 대체자산의 성과원인을 분석하고 포트폴리오의 특성을 파악하여 투자전략 수립에 활용하기 위해, 대체자산의 세부수익률을 산출하고 성과요인을 분해하는 성과요인 분석 체계화 및 정교화를 적극적으로 추진하고 있음.
- 대체자산은 전통자산과는 다른 특성을 갖고 있는 바, 기금은 대체자산 특성에 맞는 성과평가 방법론을 검토하고, 대체자산 성과요인분해 고도화를 위한 다각적인 노력을 경주하고 있음.

### 3.2.2. 성과평가 활용 및 관리

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 목표수익률과 운용수익률의 차이 및 원인분석 결과를 기금운용 과정에 적절히 활용하고 기준수익률과 운용수익률의 차이 및 원인분석 결과를 보상체계에 적절히 반영하고 활용할 것</li> <li>• 위험대비 성과평가 결과를 기금운용 과정에 적절히 활용할 것</li> <li>• 적정한 수준의 공시 정책을 마련해서 IPS에 반영하고 해당 내용을 홈페이지에 적시에 적절하게 게시할 것</li> </ul>

- 기금은 초과수익률에 대한 과거 자료 등을 다음 연도의 목표초과수익률 설정과 중기자산배분 등 운용정책 수립에 활용하고 있음. 기금은 매년 초과수익률 실적치, 해외 연기금 사례, 계량분석 결과 등을 고려하여 목표액티브위험과 목표초과수익률을 설정하고 있음.



- 그럼에도 불구하고, 보상체계의 설계에 있어 성과요인 외의 외부요인을 차단하지 못하는 한계가 있음. 보상체계의 주요 모수인 목표액티브위험의 설정이 장기적이고 전략적인 관점의 목표지향적이라기 보다는 현행 체계와 운용방식을 제약조건으로 감안하여 현실지향적으로 설정되기 때문임.
- 운용본부에 대한 정량평가와 정성평가 결과는 운용 전담인력에 대한 성과급 산정 기준으로 활용되는 등 보상정책 수립에 적극 활용됨.
  - 성과평가는 위성위가 연간 성과평가 결과와 개선 사항에 대한 정책과제를 기금위에 보고하면 기금위는 운용본부에 과제를 부여하여 개선을 요구하고, 이를 다음 연도에 위성위가 평가하여 성과급에 연계하는 피드백 구조를 갖고 있음.
  - 운용본부 내부에서 실시하는 성과평가는 본부장 및 운용 부서의 피드백을 통해 기금운용 관련 의사결정에 활용됨.
- 샤프비율, IR 등 위험대비 성과평가의 결과는 성과평가 시의 정책제언 마련, 다음 연도 목표초과수익률 설정에 활용됨. 또한 외부 위탁운용기관에 대한 자금 재배분이나 교체 등의 사후관리에도 활용됨.
- 기금의 운용현황 및 성과, 기금운용원칙과 기준, 기금위의 활동내역 등은 연차 보고서와 홈페이지에 주기적으로 공시됨.
  - 글로벌 연기금의 운용성과 보도자료 사례를 바탕으로 기금의 운용성과에 대해 국문 및 영문 보도자료를 정례화하여 배포하고, 의결권 행사 방향을 홈페이지에 사전 공시하는 것은 기금운용의 투명성 강화를 위한 정보공개 노력 차원에서 긍정적으로 평가됨.
- 그럼에도 불구하고 기금의 전반적인 공시 수준은 글로벌 공적기금과 비교할 때 여전히 미흡한 측면이 있음.
  - 국민연금 가입자들이 기금운용의 주요 의사결정과정을 모니터링하여 해당 위원들이 가입자들을 대표하고 있으며 전문성을 갖추고 있는지 견제할 수 있도록 회의록 전문의 공개 확대를 보다 적극적으로 검토할 필요가 있음.
  - 상근전문위원 제도를 포함하여 기금 전문위원회의 역할과 위상이 강화되고 이에 따라 개별 전문위원의 성향과 역량에 대한 사회적 관심이 커지고 있음을 감안하여, 전문위원회의 구성과 논의 과정, 개별 안건에 대한 전문위원의 발언 내용 등에 대한 정규적이고 정형화된 공시가 강화될 필요가 있음.

## (4) 자산운용 성과

### 4.1. 운용수익률

- 당해 운용수익률 지표는 작년 ‘미흡’ 에서 한 등급 높은 ‘보통’ 등급을 기록함.
- 2021년 대비 2022년의 국민연금기금의 운용은 대체투자 비중의 증가, 국내 주식-채권 비중의 축소, 해외주식-채권 비중의 유지 혹은 소폭 증가로 볼 수 있음.
- 구체적으로, 2022년 말 기준 국민연금기금의 주식투자 비중은 41.2%로 2021년 말(44.5%) 대비 3.3%p 축소되었고, 이는 국내주식의 비중 감소(17.5%→14.1%)에 기인함. 채권투자 비중은 42.1%로 2021년 말(42.6%) 대비 0.5%p 축소되었고, 이는 국내채권 비중 감소(35.8%→34.9%)와 해외채권비중의 소폭 상승(6.7%→7.1%)에 기인함. 한편 대체투자 비중은 16.4%로 2021년 말(12.6%) 대비 3.8%p 증가하여, 작년에 이어 지속적인 증가세를 보임.
- \* 국민연금기금(NPS)의 국내채권 및 해외채권 비중 산정에서 각각 원화단기(0.2%), 외화단기(0.0%)는 제외
- 2022년 운용수익률은 -8.28%로 작년 10.86%에 비하여 큰 폭으로 하락함. 이는 대체투자(수익률 9.47%)를 제외한 모든 자산군에서 음의 운용수익률을 거두었기 때문임. 구체적으로 운용수익률이 저조한 자산군은 국내주식(-22.75%), 해외주식(-12.53%), 국내채권(-5.41%), 해외채권(-5.01%) 순임.
- \* 시간가중수익률 기준이며, 국내채권 및 해외채권 운용수익률은 각각 원화단기, 외화단기 포함 수익률
- 이러한 운용수익률 성과는 평가지침에 따르면 ‘보통’ 수준에 해당됨.

#### <국민연금기금 및 글로벌 주요 연기금의 투자비중 (2022년 말)>

구분		한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPF)	네덜란드 (ABP)	미국** (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
주식	국내주식	14.1%	25.07%	69.7%	40.2%	47.5%	22.8%
	해외주식	27.1%	24.27%				
채권	국내채권	34.9%	26.07%	27.5%	26.6%	24.4%	29.1%
	해외채권	7.1%	24.59%				
대체*		16.4%	-	2.8%	33.7%	28.1%	48.1%

\* Public Equity는 주식으로, Private Equity, Property, Real Assets는 대체투자로 분류함

\*\* Leverage (-5%)는 대체투자에 포함

- 현재 평가지침에 따른 계량적 평가에 더하여 종합적으로 성과를 평가할 경우, 국민연금기금은 주요 글로벌 연기금에 대비하여 2022년 운용수익률이나, 2022년과 2021년의 운용수익률 차이의 측면에서 2021년 대비 상당히 개선된 성과를 보이고 있음.
- 구체적으로, 2021년 운용수익률의 경우 비교대상 연기금중에서 가장 낮은 수준이었으나, 2022년의 운용수익률에서는 글로벌 연기금과 비교하여 총 6개국(5개국 + 대한민국) 중 3위를 차지하여 상대적으로 개선된 성과를 보임.
- 2022년의 운용수익률을 기준으로는 국민연금기금보다 높은 성과를 보인 연기금은 캐나다 CPPIB(-5.02%)와 일본 GPIF(-4.78%)이며, 노르웨이(GPFG, -14.11%), 네덜란드(ABP, -17.60%), 미국(CalPERS, -11.24%)은 국민연금기금보다 낮은 수익률을 거두었음.
- 캐나다 CPPIB의 경우 주식과 채권시장 보다 상대적으로 견조세를 보인 대체투자의 비중이 48%를 차지하고 있음. 반면 국민연금기금의 대체투자 비중은 계속 증가하고는 있으나 20%에 미치지 못함. 따라서 두 기금 간의 운용수익률의 차이는 대체투자 비중에 주로 기인한다고 판단됨.
- 일본 GPIF의 경우 자산운용의 상당 부분을 일본 국내채권에 할애하고 있는데 (2022년말 기준 26%), 미국연준, 한국은행 등 대부분 국가와는 다르게, 2022년 동안 일본중앙은행이 금리유지정책을 펼침에 따라 상대적으로 채권시장 수익률이 유지된 것에 기인한 것으로 판단됨.
- 또한, 2021년 대비 2022년 운용수익률의 변화 (2022년 운용수익률 - 2021년 운용수익률)의 경우 국민연금기금은 -19.14%p로 캐나다 -18.77%p, 일본 -17.40%p와 크게 차이하지 않으며, 노르웨이 GPFG, 네덜란드 ABP, 미국 CalPERS에 대비해서는 좋은 성과를 보이고 있음.
- 2022년 운용수익률은 현행 평가지침에 따라서는 2021년 대비 한 단계 상승한 ‘보통’에 해당함. 또한, 상기 기술한 종합적인 평가에서도 역시 국민연금기금은 비교대상인 글로벌 연기금 대비 2022년 운용수익률 측면에서의 성과는 2021년보다 상당히 개선되었다고 평가함.

〈운용수익률 현황〉

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPF)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
2022년 운용수익률 종합등급	보통	보통	보통	아주미흡	양호	탁월
1년간 운용수익률 [등급]	-8.28% [양호]	-4.78% [우수]	-14.11% [미흡]	-17.60% [아주미흡]	-11.24% [보통]	-5.02% [우수]
2021년 운용수익률	10.86%	12.62%	14.51%	11.10%	13.28%	13.75%
차이: 2022-2021	-19.14%p	-17.40%p	-28.62%p	-28.70%p	-24.52%p	-18.77%p
5년간 운용수익률 [등급]	4.22% [보통]	3.34% [미흡]	4.19% [보통]	2.10% [아주미흡]	5.05% [양호]	8.15% [탁월]
20년간 운용수익률 [등급]	5.58% [미흡]	4.45% [아주미흡]	6.35% [보통]	6.17% [보통]	6.94% [양호]	8.58% [탁월]
운용규모 (2022말기준, US\$ million)	702,151	1,428,575	1,256,559	430,501	422,800	395,616

- 1) 2022년 NPS 운용수익률은 잠정치임
- 2) NPS 수익률 산정방식: 기금관리비 외 모든 비용을 차감한 net return
- 3) n년간 운용수익률은 기하평균하여 산정 =  $\{(1+R_1) \times \dots \times (1+R_n)\}^{1/n} - 1$
- 4) 2022년말 NPS 운용규모는 원화기준으로 8,898,353억원이며, 달러기준 운용규모 산정시 적용한 원/달러 환율은 연도 말 매매기준율(1,267.3원)임
- 6) 운용수익률 평가 시 국민연금기금과 비교대상 글로벌 연기금의 회계연도 결산시점이 다른 점을 감안하여 국민연금기금에서 제출한 분기수익률 자료를 통해 CY 수익률(Calendar Year Return)을 추정하여 평가함. 다만 CY수익률 추정을 위한 자료 확보가 어려운 과거자료의 경우 FY 수익률(Fiscal Year Return)을 이용하여 평가함

## 4.2. 위험조정수익률

- 당해 위험조정수익률 지표는 전년보다 1단계 하락한 ‘보통’ 등급을 기록함.
  - 위험조정수익률이란 샤프비율(Sharp Ratio)를 지칭하며, 각 기금별 분기별 운용수익률과 각 기금별 해당국가의 분기별 무위험수익률의 차를 해당 운용수익률의 표준편차로 나눈 값을 의미함. 샤프비율(Sharp Ratio)이 높을수록 위험에 비하여 운용수익률이 높다는 것으로 성과가 좋다는 것을 의미함.
  - 국민연금기금을 포함한 주요 글로벌 연기금의 5년간 샤프비율은 2021년에 비하여 하락하였으며, 이는 2022년 운용수익률 감소에 따른 것으로 판단됨.
- 다만, 상대 순위나 샤프 비율 수준을 고려할 때 주요 글로벌 연기금과 대등한 수준을 보이고 있음.

- 샤프비율(5년, 20년)의 측면에서 국민연금기금, 일본 GPIF, 미국 CalPERS는 비교적 유사한 수준을 기록하고 있으며, 노르웨이 GPFG와 네덜란드 ABP에 비해서는 높은 성과를 보임.
- 유일한 예외는 캐나다 CPPIB인데, 해당 기금은 대체투자 비중이 월등히 높아 (48%) 국민연금기금의 성과를 평가하는 기준점으로 삼기에는 적절하지 않은 것으로 판단함.

<국민연금기금 및 해외 주요 연기금의 변동성(표준편차)>

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPFG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
5년간 분기 수익률 변동성*	3.43%	4.80%	6.89%	4.96%	5.31%	2.92%
20년간 분기 수익률 변동성**	2.14%	3.59%	5.22%	4.15%	4.67%	3.23%

\* 2018년 1/4분기부터 2022년 4/4분기로 계산

\*\* 데이터 부재로 2005년 1/4분기부터 계산

<국민연금기금 및 해외 주요 연기금의 샤프비율\*>

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPFG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
2022년 위험조정수익률 종합등급	보통	보통	미흡	보통	미흡	탁월
5년간 샤프비율 [등급]	0.21 [보통]	0.20 [미흡]	0.15 [미흡]	0.15 [미흡]	0.19 [미흡]	0.57 [탁월]
20년간 샤프비율** [등급]	0.30 [보통]	0.31 [보통]	0.21 [아주미흡]	0.31 [보통]	0.27 [미흡]	0.50 [탁월]

\* 위험조정수익률 평가를 위한 샤프비율은 분기별 운용수익률과 각 국가별 무위험수익률의 차이를 해당 기간 동안의 분기별 운용수익률의 표준편차로 나눈 뒤, 해당 기간에 대한 단순 평균으로 계산

\*\* 데이터 부재로 2005년부터 계산.

### 4.3. 상대수익률

- 당해 상대수익률 지표는 전년보다 2단계 하락한 ‘보통’ 등급을 기록함.
  - 2022년 기금운용수익률(-8.28%)은 기준수익률(-8.07%)을 하회하였고, 초과수익률 실적치(-0.20%p)가 목표초과수익률(0.22%p)에 미달하였음.
  - 1년간 상대수익률은 ‘아주 미흡’, 5년간 상대수익률은 ‘우수’, 20년간

(실제 16년간) 상대수익률은 ‘양호’ 등급을 획득하여 종합 등급은 ‘보통’ 을 기록함.

- 다만, 2007년 이후 현재까지 총 16년간 초과수익률이 목표초과수익률을 상회한 경우는 단 4년에 그쳐 목표초과수익률이 국민연금기금의 운용 현황을 고려하여 적절하게 설정되었다고 보기 어려움.

〈초과수익률 실적치 및 목표초과수익률 추이〉

연도	기금수익률 (A)	기준수익률 (B)	초과수익률 실적 (A-B)	목표초과 수익률	기준수익률 대비	목표초과 수익률 대비
2007	6.98%	6.81%	0.17%p	0.47%p	상회	미달
2008	-0.21%	-1.63%	1.42%p	0.67%p	상회	달성
2009	10.84%	12.65%	-1.80%p	0.67%p	하회	미달
2010	10.57%	10.91%	-0.35%p	0.45%p	하회	미달
2011	2.32%	2.27%	0.05%p	0.45%p	상회	미달
2012	7.03%	7.34%	-0.32%p	0.41%p	하회	미달
2013	4.16%	4.02%	0.14%p	0.38%p	상회	미달
2014	5.25%	5.22%	0.04%p	0.20%p	상회	미달
2015	4.57%	4.87%	-0.30%p	0.25%p	하회	미달
2016	4.69%	4.80%	-0.11%p	0.25%p	하회	미달
2017	7.28%	6.42%	0.85%p	0.25%p	상회	달성
2018	-0.89%	-0.26%	-0.63%p	0.20%p	하회	미달
2019	11.34%	10.86%	0.48%p	0.22%p	상회	달성
2020	9.58%	8.67%	0.92%p	0.22%p	상회	달성
2021	10.86%	10.82%	0.04%p	0.22%p	상회	미달
2022	-8.28%	-8.07%	-0.20%p	0.22%p	미달	미달
(대체투자 제외)	(-10.92%)	(-11.28%)	(0.36%p)			

주) 2022년 운용수익률 및 기준수익률은 잠정치이며, 2023년 6~7월 중 기금운용위원회에서 확정될 예정  
 목표초과수익률은 2010년부터 기금운용위원회에서 부여하였으며, 2007~2009년은 기금운용본부에서 설정

#### 4.4. ESG투자 노력도

- ESG 투자노력도는 ESG투자 가능규모 대비 ESG투자 비중을 기준으로 평가하며, 주어진 산식에 따라 계산된 2022년 ESG 투자노력도는 최대값인 1에 해당되어 ‘탁월’ 에 해당됨

\* ESG투자 노력도 =  $\text{MIN}[0.1+90 \times (\text{ESG투자규모}/\text{ESG투자가능규모}), 1]$

- ESG 투자가능규모는 2022년 국민연금기금 금융부문중 1년 이상 중장기 자산의

운용평잔으로 962조원이며, ESG 투자규모는 ESG 고려 자산군에 해당하는 자산의 운용평잔으로 445조원, ESG 투자비중은 46.3%에 이릅니다. 이는 2021년 112조원(13.33%)에 대비하여 금액과 비중 모두 약 3배가 증가하였습니다.

〈ESG 투자실적 현황〉

(단위:백만원)

ESG투자가능규모	ESG투자규모	ESG투자 비중
962,458,456 <sup>1)</sup>	445,300,575 <sup>2)</sup>	46.3%

1) 2022년 국민연금기금 금융부문 중 1년 이상 중장기 자산의 운용 평잔

2) 2022년 ESG 고려 자산군에 해당하는 자산의 운용 평잔

- 계량평가지표에는 해당되지 않으나, ESG투자의 비중이 늘어감에 따라 운용 성과도 살펴볼 필요가 있음. ESG 채권투자의 2022년 운용수익률은 -4.68%로 국민연금기금이 투자한 국내채권(-5.41%)과 해외채권(-5.01%) 수익률에 대비하여 양호하며, ESG 주식투자의 2022년 운용수익률은 -17.99%로, 국내주식(-22.75%)과 해외주식(-12.53%)투자 운용수익률의 가중평균에 해당되어 운용수익률 측면에서 우려할 부분은 발견되지 않음

〈ESG 투자성과 현황〉

(단위:백만원)

ESG 투자	평잔	비중	운용수익률
ESG 채권 투자	120,674,990	27.10%	-4.68%
ESG 주식 투자	324,625,585	72.90%	-17.99%
ESG 투자 합계	445,300,575	100.00%	-14.38%

4.5. 계량지표 총평

- 당해 계량지표(자산운용성과)는 ‘보통’ 등급으로 전년 대비 한 단계 하락함.
  - 지표별로 살펴보면 전년 대비 운용수익률 부문은 상승 (미흡→보통), 위험조정 수익률 부문은 하락(양호→보통), 상대수익률 부문은 하락(우수→보통)으로 종합됨.
  - 전세계적인 기준 금리인상, 지정학적 위험(geopolitical risks) 등으로 촉발된 주식과 채권시장의 약세로 2022년 운용수익률 하락이 주요한 원인으로 평가됨.
- 다만, 계량지표들을 이용하여 종합적인 분석을 시도한 결과 주요 글로벌연기금 대비 운용수익률, 샤프 비율 등에서 상대적으로 성과가 개선된 점을 발견함.