

# 국민연금 기금운용 지배구조 개편 방향

2022. 10. 27.

남재우



- I. 국민연금기금 지배구조
- II. 지배구조 개편의 필요성
- III. 기금운용체계 개편 방향
- IV. 결론 및 시사점

# 재정계산과 기금운용체계 개편

## ❖ 2023년 제5차 국민연금재정계산(장기재정추계)

➤ 재정계산위원회 산하 재정추계전문위원회 및 기금발전전문위원회

➤ [모수적 개혁] 제도의 지속가능성 확보 vs. 노후소득보장 기능 강화

- 보험료를 상향과 적정 소득대체를 확보
- 재정방식 및 재정목표의 합의에 따른 장기 기금운용목표 설정

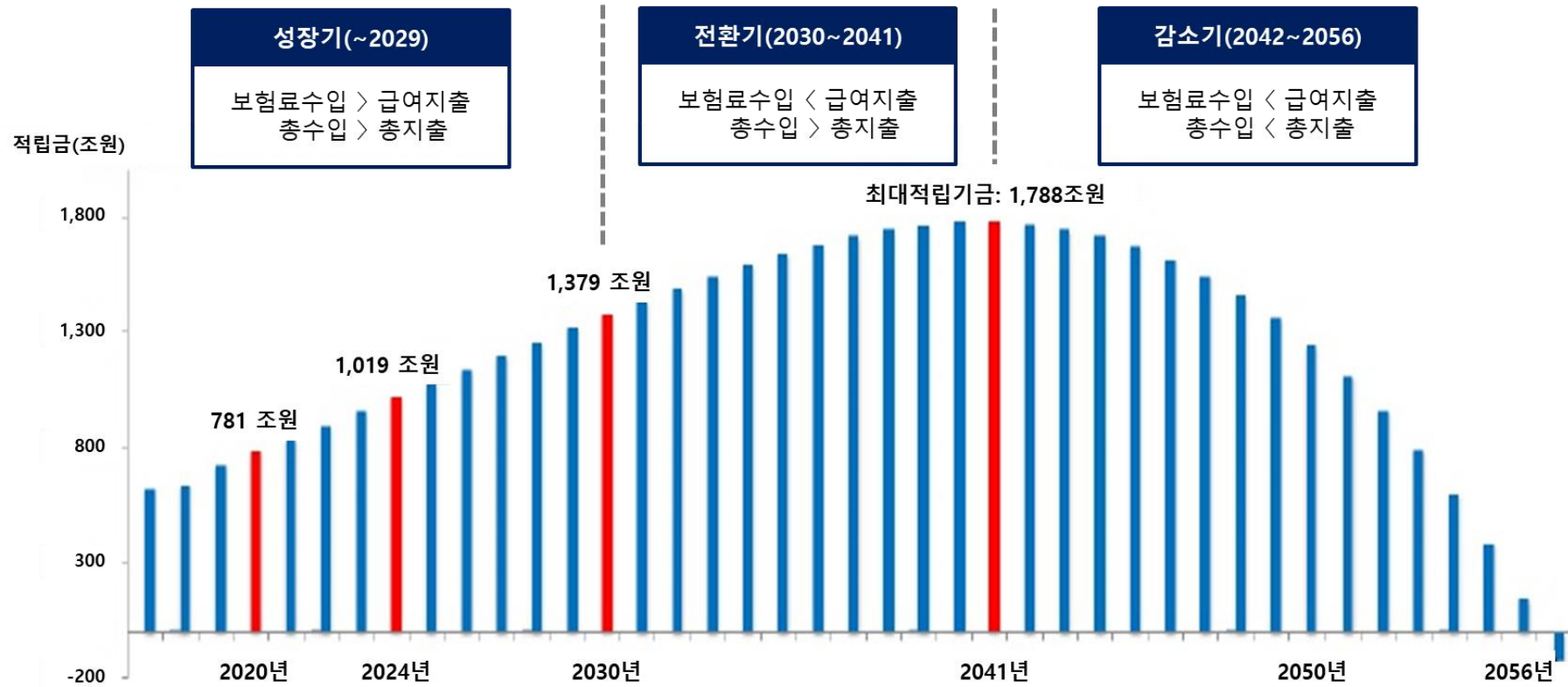
➤ [구조적 개혁] 다층연금체계에서 0층(기초연금)과 1층(국민연금)의 역할 및 구성

- 소득재분배(A값)와 소득비례(B값) 및 기초연금 간의 관계 등 연금제도의 구조적 변화
- 공적 직역연금(공무원연금, 사학연금 등)과의 통합 등

## ❖ [기금운용 지배구조 재편] 연금 제도 운영과 기금운용의 분리

- 기금운용체계 개편을 통한 운용의 효율성 제고 (수익률 및 위험관리)
- 장기수익률 제고가 재정안정화에 미치는 직접적 영향
- 불리한 방향의 모수적 개혁에 사회적 합의를 도출하기 위한 전제조건

## 국민연금기금 장기재정추계와 기금운용의 국면

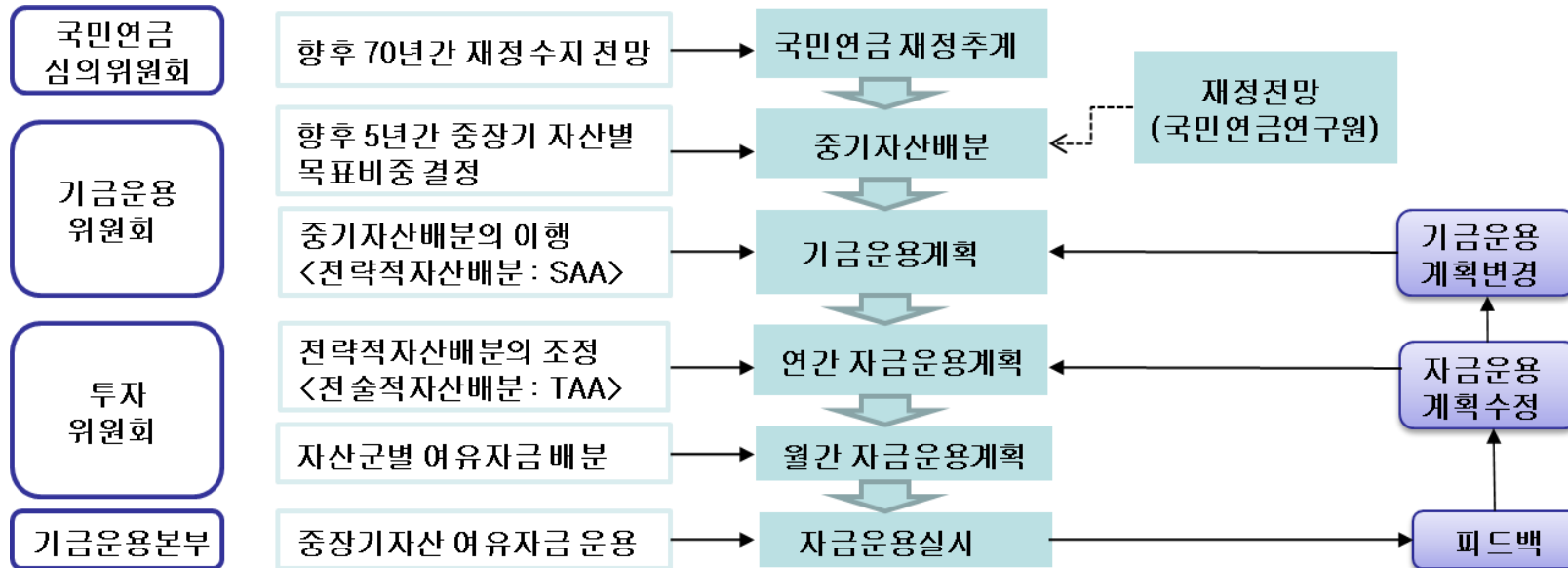


자료 : 제4차 국민연금재정계산(2018), 국민연금연구원

❖ 운용규모 1,000조원의 외형적 성장은 운용 고도화라는 질적 변화를 요구함

- 2005년 현행 체계 설계 당시 기금규모 160조원, 국내채권 90% 이상의 투자 포트폴리오
- 2021년말 현재 위험자산 57%(주식(45%), 대체투자(12%) / 해외투자 40% → 운용 고도화를 위한 중장기 전략
- 이를 뒷받침 할 수 있는 자산배분 및 기금운용체계의 전반적인 개편이 요구됨

## 국민연금의 현행 자산배분 및 기금운용체계



자료 : 보건복지부

# Governance Structure of Pension Fund

## ❖ 기금운용 지배구조 개편의 반대 논리

- ✓ 공적연기금이 과도한 수익률을 지향하는 것은 부적절하며, 안정성 원칙하에 공공성이 강조되어야 함
- ✓ 운용체계 개편을 통한 위험자산 비중 확대는 기금운용의 위험을 증가시켜 오히려 수익률이 감소할 수도 있음
- ✓ 현행 체계 하에서 달성한 지금까지의 누적수익률은 peer group 대비 양호
- ✓ 거대 공적기금의 운용에 있어 정부 및 시장으로부터의 온전한 독립성 확보는 현실적으로 불가능함

### ➤ 연금자산의 운용에 대한 이해 부족

- [수익률] 다단계 자산배분에 따른 시장수익( $\beta$ )과 초과수익( $\alpha$ )의 분리
- [위험] 초장기 연금자산의 운용에서 실질적인 의미가 있는 위험의 식별
- 수익은 위험에 대한 보상 : Equity premium, Illiquidity premium

### ➤ 자산운용(투자시장)에 대한 신뢰 부족

- 서구에 비해 일천한 자산운용(신탁)의 역사와 검증되지 않은 track record
- 지배구조가 수익률 및 위험관리에 미치는 영향에 대한 인식 부족(Kieth Ambachtsheer)

# [의사결정체계] – 전략적자산배분(SAA)

## [Scene #1] 증시 하락장에서 구원투수 역할론과 동학개미의 국내주식 비중 확대 요구

- SAA 목표비중 확대 요구에 Band rebalancing의 SAA 이탈 범위 확대로 대응
- 국내 비중 축소(Home bias 완화)라는 중장기 전략 방향의 실행 속도 조절
  
- ❖ **전략적자산배분으로 전체 운용성과의 90% 이상 설명(또는 결정)**
  - 국민연금의 경우 95% 이상 [기금운용 성과평가 수익분해 결과 참조]
    - SAA의 수익기여도(2019년 기준) : 3년평균(96/3%), 5년평균(99.2%), 10년평균(100.3%)
  
- ❖ **전략적자산배분은 고도의 전문성이 요구되는 일련의 의사결정 프로세스**
  - Asset class define – Benchmark setting – Optimal Allocation – Rebalancing strategy
  - 일련의 프로세스는 단계별로 의사결정의 적절성이 평가되고 피드백 되어야 함
  
- ❖ **전략적자산배분 실행 과정에서 책임성과 독립성 이슈 부각**
  - 최고의사결정기구(기금운용위원회)의 전문성과 독립성 부족
  - 자산배분TF 관계자(기금운용본부, 국민연금연구원, 보건복지부, 전문위원회)의 역할과 책임(R&R) 불명확
  - 가장 중요한 전략적 의사결정의 결과에 대해 아무도 책임지지 않는 구조

# [의사결정체계] - 환경책(환위험관리)

## [Scene #2] 원화가치 절하에 따른 기금의 해외투자 정책 또는 환경책 변경 압력

- 국민연금의 언헤지 해외투자 확대에 의한 환율 상승과 외국인 투자자 이탈의 상승관계 주장
- 외환시장(현물 및 스왑)의 단기적 부침에 따라 달라지는 외환 당국 및 시장의 요구
- 최근 급격한 환율상승에 따라 기금의 해외투자 확대 전략 수정 또는 부분헤지 실행 압력이 증가

### ❖ 국민연금의 해외투자 확대(Home bias 축소)는 당위적이고 시급한 전략 과제

- 자금수지의 적자 전환 (보험료수입 < 급여지출)은 기금 감소 시점보다 10년 이상 빠름(2035년)
- Melting down 완화 및 글로벌 포트폴리오로서의 과도한 active risk 지양

### ❖ Unhedge에 의한 Natural hedge 극대화라는 기금의 환경책은 선택이 아닌 필수

- 원화 기준 수익률의 변동성 최소화와 헤징 수단 및 비용 등을 종합적으로 감안하여 설정된 주요 운용 전략
- 장기적으로 기금의 해외투자가 원화가치 절하 요인임에는 분명하나, 외환시장의 변동성 조절 수단은 아님
- 환율 고점 전망에도 불구하고 부분 헤지를 통한 단기적 시장 대응은 적절치 않음

# [의사결정체계] – 적극적 주주권행사

## [Scene #3] 국민연금의 적극적 주주권행사는 기업에 대한 정부의 관치라는 주장

- 책임투자(ESG)의 일환으로 추진되는 기업관여 또는 적극적 주주권행사에 대한 기업의 대응 논리
  - 당연직 공무원 중심의 기금운용위원회와 보건복지부 산하 공공기관의 한 부서인 기금운용본부
  - 공운법에 의하여 기획재정부 공공기관평가 및 공적기금평가 대상
- 의결권행사, 기업관여, 포커스리스트 작성, 주주(다중)대표소송, Negative screening 등
  
- ❖ **지속가능투자 관점으로 추진되는 책임투자(ESG)는 기금의 Fiduciary duty에 부합**
  - 기금의 전체 포트폴리오에서 국내주식 부문의 의의와 역할
  - Wall Street Rule이 제한되는 상황에서 국내주식의 equity premium 제고 필요성
    - 배당 확대, 지배구조 개선 등 Korea Discount 요인 해소
  
- ❖ **최근 주주(다중)대표소송 관련 경영계의 반대 여론**
  - 자유로운 기업 활동에 대한 정부의 개입은 위헌이라는 경영계의 주장은 국민연금기금의 지배구조에 기인
  - 대표소송이 장기적 기업가치(투자수익률) 제고에 미치는 영향
    - 이사의 불법적 행위로 발생한 손해를 주주가 대리하여 소를 제기하고 승소에 의한 배상액은 회사로 귀속

# [집행조직] – 대체투자(AI)

## [Scene #4] 대체투자 확대라는 전략적 의사결정을 온전히 실행하지 못하는 집행조직

- SAA 목표비중의 허용범위 하단에도 미치지 못하는 대체투자 비중
  - 전술적 허용 범위 확대 및 중기자산배분에서 대체투자 비중 확대 속도 조절
- 투자 성과에 책임지지 않는 외부 위원회 중심의 투자의사결정체계
- 지방 이전에 따른 대체투자 핵심 인력의 이탈 지속

### ❖ 전통적투자와는 차별적인 대체투자 운용 체계

- 벤치마크 설정을 통한 패시브/액티브 운용체계를 대체투자에 그대로 적용하기 어려움
- 자산의 비유동성으로 인하여 시가평가에 기반한 전통적 방식의 위험관리 불가능
- 장기의 만기구조와 시가평가의 어려움, j-curve 효과 등으로 인하여 성과평가 및 보상체계 구축이 어려움

### ❖ 역량있고 경험 많은 대체투자 전문운용역을 유지하기 어려운 조직 관리

- 펀드매니저 개인의 네트워크 및 운용 역량에 의존하는 정도가 매우 큼
- 자산보유자의 전반적인 대체투자 확대 기조로 인하여 대체투자 인력 시장의 수급 불균형
- 운용 자산별로 차별적인 급여 및 보상체계를 제시하기 어려운 경직된 조직 구조
  - 전통자산과 대체투자에 있어 동일 경력의 펀드매니저에 대한 시장 평균 연봉 차이가 매우 큼

### [Scene #5] 지역적 한계를 벗어나지 못하는 해외투자 현지화의 어려움

- 글로벌 투자 포트폴리오를 운영하는 유니버설 오너로서의 위상에 부합하지 않는 운용 조직
    - CPPIB 및 APG의 해외투자 및 해외사무소 참조
  - 인력 규모 및 업무 범위 모두에서 해외투자의 실질적 현지화와는 요원한 상황
  - 인력 확보 측면에서 적극적인 해외 파견 또는 현지 인력 직접 채용 확대 모두 현실적으로 어려움
- 
- ❖ **특히 해외 대체투자는 현지 네트워크 참여가 필수적임**
    - 기금의 대체투자는 국내에서 적절한 투자 기회를 확보하기 어려워 해외부문에 집중하는 상황
    - 해외사무소가 단순히 시장조사가 아닌 실질적인 투자 집행 조직으로 기능하여야 함
    - 지방 이전에 따른 우수 인력 유치의 어려움을 해외사무소 확대로 완화할 수 있음
  - ❖ **대체투자 조직 및 해외사무소를 자회사 형태로 분사한 APG 사례 참조**
    - 보다 유연한 형태로 인력 및 조직 운영이 가능하여야 함
    - 『공공기관 운용에 관한 법률』의 예외 적용

# 최고의사결정기구(기금운용위원회) 재편

- ❖ **기금운용위원회를 대표자 집단에서 전문가 집단으로 재편**
  - 기금운용위원회는 시장의 압력에 취약하며, 전문위원회는 정부로부터의 독립성을 확보하기 어려운 구조
  - 전문성 보안을 위해 법에 의해 설치된 실무평가위원회는 하위 전문위원회의 추가 설치에 따라 옥상옥 구조로 지적
  - 운용조직에 대한 감독위원회 기능의 전문가 집단으로 재편
  
- ❖ **장기 기금운용의 방향성을 연금제도와 정렬하기 위하여 연금정책위원회 설립**
  - 제도 운영에서 기금운용을 명시적으로 분리하기 위해서는 제도 특성을 반영하는 운용체계가 확립되어야 함
    - 이른바 ALM(Asset Liability Management) 기반 운용체계 확립의 필요성
  - 기존 국민연금심의위원회를 정부의 책임성 및 가입자 대표성을 담보하는 연금정책위원회로 재편
    - 장기재정계산 및 ALM 분석을 통하여 기준포트폴리오 (Reference Portfolio) 설정 및 제시
  - 기준포트폴리오 제도 도입 및 다단계 자산배분 체계의 개편
    - Reference Portfolio : 위험자산과 안전자산의 대략적 비중으로 장기투자의 방향성을 제시하고 SAA 적절성의 판단 기준이 됨

### ❖ 민간 전문가 중심의 기금운용위원회 산하에 집행이사회(CxO)를 갖는 독립적 전담운용 기관

- 유연한 조직 구성을 통해 민간과 경쟁할 수 있는 높은 수준의 운용 효율성 확보
- 인력 및 조직에 대한 공운법 적용의 예외 또는 완화 장치 강구
- 해외사무소의 적극적인 역량 강화 및 우수 인력 확보에 긍정적 기제

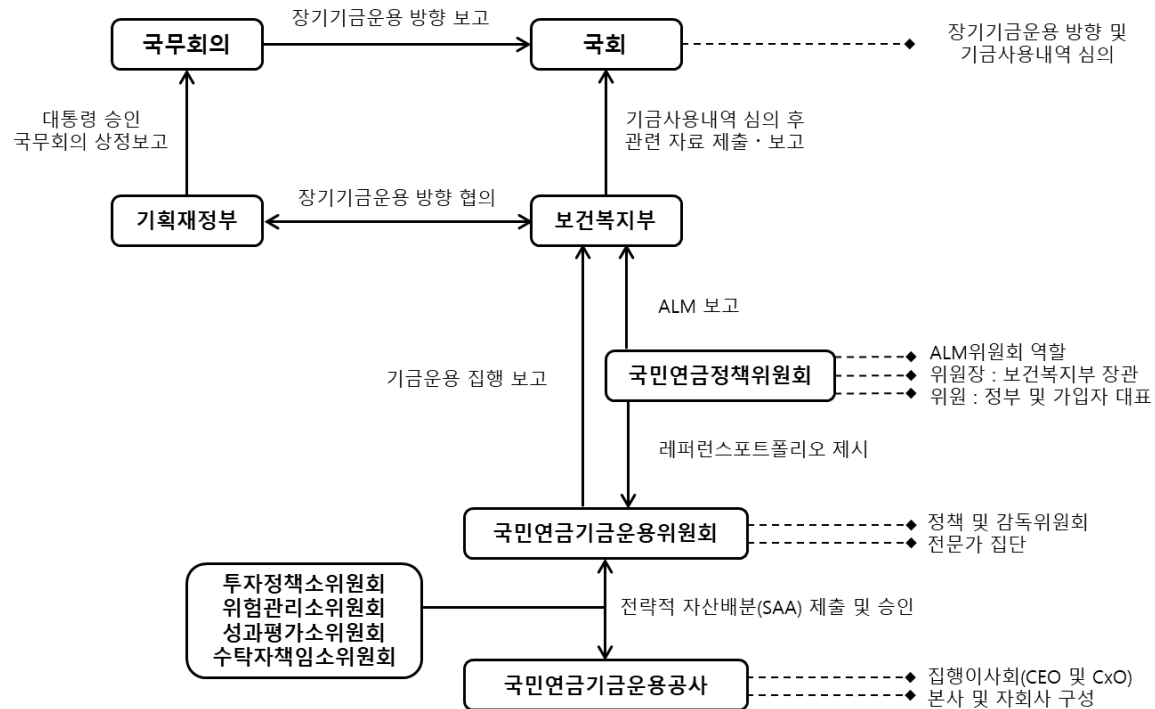
### ❖ [해외사례] GPIF - APG - CPPI - CalPERS 사례 비교

- GPIF : 공무원 중심의 비전문가 조직으로 설립되어 운용조직이 아닌 관리조직의 위상
  - 100명 미만의 소규모 공무원 조직으로, 장기 운용전략 구현 및 대체투자 확대의 어려움
- APG : 공무원연금(ABP)의 운용 전문기관으로 시작하여 복수의 사회보장성기금 통합 운용관리 기관으로 자리매김
  - 공적연기금으로서의 공공성과 책임성 vs 전문운용기관으로서의 운용 효율성 간의 균형 감각
- CPPIB : 레퍼런스포트폴리오 제도의 시험적 도입을 통하여 적극적인 액티브운용 및 민간 운용사 수준의 효율성 강조
  - 월스트리트 자산운용회사와 경쟁이 가능한 수준의 인력(조직) 구성과 적극적 액티브운용을 통한 높은 운용 효율성
- CalPERS : 별도의 전담운용기관 신설 없이 가입자 대표 성격의 최고이사결정 기구 유지
  - 투표로 선출되는 가입자 대표 성격의 기금운용위원회와 위탁운용 중심의 운용 체계. 공공성 강조

# 기금운용체계 개편안(A) – 정부의 책임성

## ❖ 연금제도 운영과 분리된 독립적 기금운용체계 구축은 동일하나, 정부의 책임성 유지

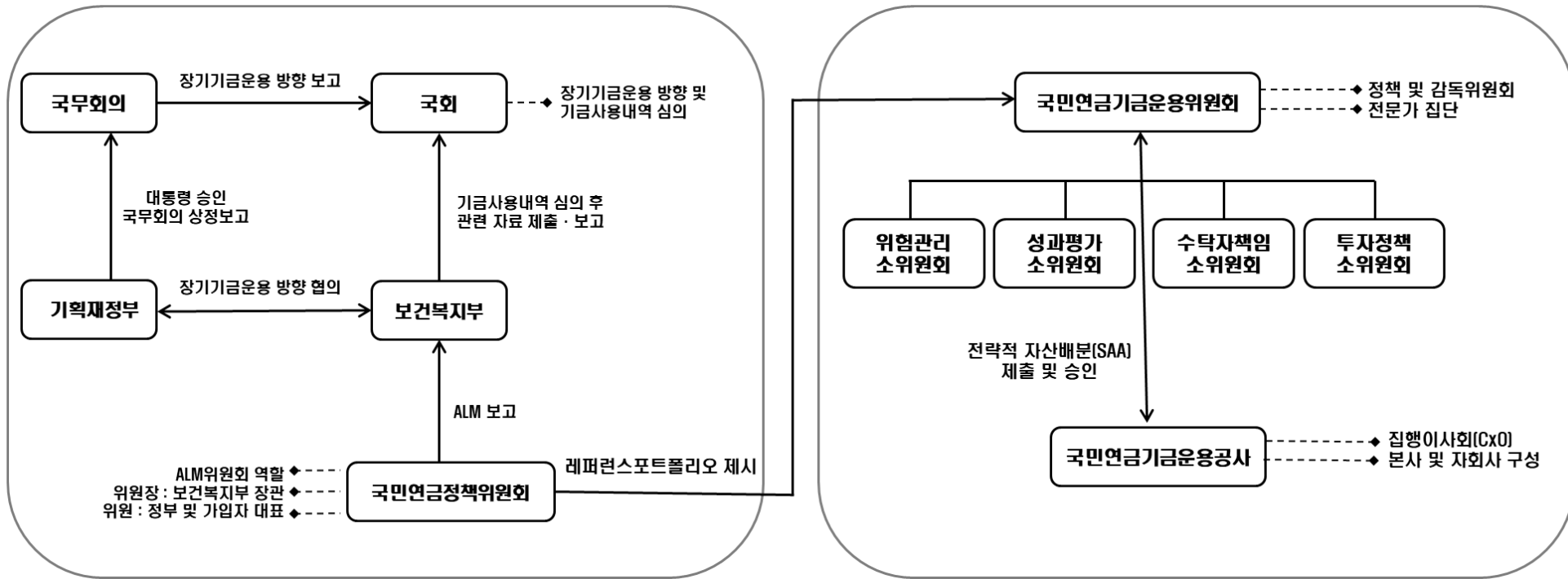
➤ 국민연금법(1장 2조) : 국민연금사업은 보건복지부장관이 맡아 주관함



# 기금운용체계 개편안(B) – 정부로부터의 독립성

## ❖ 특정 정부 부처 산하에 위치하지 않는 의사결정위원회와 운용조직으로 독립성 강조

➢ 금융통화위원회(의사결정위원회) 또는 한국방송공사(운용조직) 참조



- ❖ **재정안정화를 위한 기금운용 효율화의 의미**
  - 장기적인 수익률 제고는 직접적으로 기금 고갈 시점을 유효하게 연장할 수 있음
  - 가입자에게 불리한 방향으로 추진되는 모수적 개혁의 수용성을 높이기 위한 전제조건
- ❖ **ALM위원회 및 레퍼런스포트폴리오를 통한 제도 운영과 기금운용의 명시적 분리**
  - ALM위원회 : 기금의 장기재정계산과 레퍼런스포트폴리오 설정 및 보고
  - 레퍼런스포트폴리오를 기준으로 집행조직이 수행하는 SAA의 적절성 평가 및 피드백
- ❖ **공적연금 전담운용기구 신설**
  - 공적연기금의 운용 효율성과 공공성 간에 적절한 밸런스를 유지하고 있는 APG 사례를 심층 분석할 필요
  - 독립성 확보 및 전문성 강화를 담보할 수 있는 정책적 지원이 요구됨
    - 소관부처 및 공운법 적용의 완화 문제
- ❖ **연금개혁 및 운용체계 개편의 골든타임을 실기하지 말아야 함**
  - 기금의 성장기 전환은 2029년에 불과함

**End of Presentation**