

11. 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 ^{주1)}	투자플 위탁평잔	투자플 비중 ^{주2)}
단기자산	4,284,147	0.46%	-	-
현금성자금	4,284,147	100.00%	-	-
유동성자금	-	-	-	-
중장기자산	926,813,128	99.54%	-	-
전체자산 합계 ^{주3)}	931,097,275	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	
(1) 자산운용 체계		17.0		양호	
1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성		8.0		보통	
2. 자산운용 전담조직의 적정성		9.0		양호	
(2) 자산운용 정책		27.0		양호	
1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성		16.0		양호	
2. 투자 실행과정의 적정성		11.0		양호	
(3) 자산운용 위험 및 성과관리		26.0		양호	
1. 자산운용 위험관리의 효율성		16.0		양호	
2. 자산운용 성과관리의 효율성		10.0		양호	
비 계 량 지 표 합 계		70.0		양호	
평가지표 (계량)		배점	지표값	평가점수	최종등급
(4) 자산운용 성과		30.0		20.92	양호
1. 운용수익률		9.5		6.04	보통
① 1년간 운용수익률		3.0	14.14%	2.19	양호
② 5년간 운용수익률		3.0	7.21%	1.92	보통
③ 20년간 운용수익률		3.5	5.88%	1.93	미흡
2. 위험조정수익률		10.0		6.40	보통
① 5년간 샤프비율		4.0	0.38	2.56	보통
② 20년간 샤프비율*		6.0	0.34	3.84	보통
3. 상대수익률		9.5		7.49	양호
① 1년간 상대수익률		3.0	60.1%	2.14	양호
② 5년간 상대수익률		3.0	112.2%	3.00	탁월
③ 20년간 상대수익률**		3.5	54.4%	2.35	보통
4. ESG투자 노력도		1.0		1.00	탁월
① ESG투자 노력도		1.0	49.8%	1.00	탁월
계 량 지 표 합 계		30.0		20.92	양호
조 정	가 점	자산운용 비용절감 노력		0.50	
		자산운용 개선 노력		0.50	
		혁신성장 분야 투자		1.00	
전 체		100.0			양호

* 20년간 샤프비율을 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 19년간으로 평가

** 20년간 상대수익률로 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 17년간으로 평가

3.2 전기 평가결과 대비

평 가 지 표		전기평가		당기평가	
비 계 량	(1) 자산운용 체계	보통		양호	
	1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성	보통		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		보통		보통
	① 1년간 운용수익률	-8.28%	양호	14.14%	양호
	② 5년간 운용수익률	4.22%	보통	7.21%	보통
	③ 20년간 운용수익률	5.58%	미흡	5.88%	미흡
	2. 위험조정수익률		보통		보통
	① 5년간 샤프비율	0.21	보통	0.38	보통
	② 20년간 샤프비율*	0.30	보통	0.34	보통
	3. 상대수익률		보통		양호
	① 1년간 상대수익률	3.7%	이주미흡	60.1%	양호
	② 5년간 상대수익률	81.2%	우수	112.2%	탁월
	③ 20년간 상대수익률**	54.2%	양호	54.4%	보통
	4. ESG투자 노력도		탁월		탁월
	① 1년간 상대수익률	46.3%	탁월	49.8%	탁월
계 량 지 표 합 계		보통		양호	
전 체 합 계		양호		양호	

* 20년간 샤프비율은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 18년간, 당기는 19년간으로 평가

** 20년간 상대수익률은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 16년간, 당기는 17년간으로 평가

4. 자산운용 총평

<국민연금기금 현황>

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

원칙	내용
수익성	가입자의 부담, 특히 미래 세대의 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 지속가능성 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.

- 국민연금기금은 1988년 국민연금제도 설립 이후 2023년 말 현재 적립금 1,035.8조원을 운용하는 글로벌 연기금으로 성장하였으며, 가입자 2천 2백만명과 수급자 6백만명에게 연금서비스를 제공하고 있음.
 - 기금 규모는 2022년 한 해 주식 및 채권 가격이 동반 하락하는 이례적 시장 상황으로 인하여 기금 규모가 축소되었으나, 2023년 기업의 실적 호조, 인플레이션 둔화에 따른 연말 미국 연방준비제도 기준금리 인상 종료에 대한 기대 등으로 인한 주식시장과 채권시장의 강세로 기금의 규모가 증가하였음.

- 기금은 해외투자과 대체투자의 비중을 지속적으로 확대하는 한편 투자자산의 다각화 및 투자전략의 다변화를 통해 운용성과를 제고하고자 함. 금융부문의 자산별 구성 비중은 국내채권이 326조원으로 31.5%, 국내주식이 148조원으로 14.3%, 해외주식이 320조원으로 30.9%, 해외채권이 73.6조원으로 7.1%, 국내 대체투자가 24.7조원으로 2.4%, 해외 대체투자가 139.5조원으로 13.5%를 차지하고 있음.
 - 2023년에는 기업 실적의 호조, 미국 인플레이션 둔화에 따른 기준금리 인상 종료에 대한 기대 등으로 전통 자산(주식과 채권)의 수익률이 동반 상승하여, 운용수익률은 평잔수익률 기준 13.59%, 시간가중수익률 기준 14.14%를 나타냄에 따라 연간 126.7조원의 평가이익을 기록하였음. 제도 시행 이후 누적 운용수익금은 578.0조원으로, 이는 기금 적립금의 55.8%에 해당함.
- 기금관리 주체인 보건복지부와 기금운용을 위탁받은 국민연금공단(이하 “공단”)이 투자정책 및 투자집행과 관련된 의사결정기구의 운영을 담당하고, 공단 내의 기금운용본부가 기금 적립금의 투자집행 업무를 맡고 있음.
- 기금운용 주요 의사결정체계는 기금운용에 관한 최고의사결정기구인 국민연금 기금운용위원회(위원장: 보건복지부 장관), 기금운용위원회의 심의·의결 기능을 활성화하도록 보좌하는 심의·평가 기구인 국민연금기금운용실무평가위원회(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 두고 있음(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 여부를 심의·의결하는 대체투자위원회(위원장: 기금운용본부장)를 중심으로 이루어짐.
 - 기금운용본부는 변화하는 경제·금융환경에 효과적으로 대응하고 국민연금기금을 보다 체계적이고 전문적으로 운용하기 위해 1999년에 공단 내 설치된 기금운용 전담조직임.
 - 운용조직은 3부문(전략부문, 리스크관리부문, 지원부문), 그 아래 13실(운용전략실, 수탁자책임실, 증권리스크관리실, 대체리스크관리실, 운용지원실, 기금정보실, 주식운용실, 채권운용실, 해외주식실, 해외채권실, 사모벤처투자실,

부동산투자실, 인프라투자실), 1단(대외협력단) 및 3곳의 해외사무소(뉴욕, 런던, 싱가포르)로 구성되어 있음.

- 2023년말 기준 기금운용본부의 인력현황은 기금이사 포함 기금운용직 366명, 기금사무직 67명으로 총 433명으로 구성됨. 별도로 기금운용직 11명과 기금사무직 9명으로 구성된 20명의 준법감시인을 두고 있어, 기금운용 관련 총 인원은 453명 규모임.

□ 국민연금기금은 기금규모의 급속한 증가에 따라 국내 경제 및 금융시장에 미치는 영향력을 고려하여 지속적으로 해외투자를 확대해 나가고 있음.

- 현재 국민연금기금은 지출보다는 수입이 많은 구조로, 향후 2040년까지는 지속적으로 기금규모가 증가하는 것으로 추정됨(2023년 제5차 국민연금 재정계산). 따라서 기금 수익확보를 위해 적립금의 대부분을 금융자산이나 대체투자자산(실물자산 포함)에 투자하고 있음.
- 국민연금은 전 국민을 대상으로 하는 제도이고 적립규모가 국내 경제에서 차지하는 비중이 크므로 경제 및 국내 금융시장에 미치는 파급효과를 감안하여 운용하여야 하며(공공성의 원칙), 따라서 기금규모의 증대에 따라 점진적으로 해외시장의 비중이 확대되고 있음.

구분	명목GDP*	KRX 주식시장 시가총액**	채권발행잔액
금액(A)	2,236.3조원	2,558.2조원	3,372.6조원
국민연금 투자금액(B)	1,035.2조원	148.0조원	326.0조원
비중(B/A)	46.25%	5.79%	9.67%

* 명목GDP는 2023년 말 기준, GDP 비중은 금융부분 총액과 비교

** KRX 주식시장 시가총액은 KOSPI, KOSDAQ시장 총액 합계

- 지속적으로 기금규모가 성장하는 현재의 상황에서 장기적으로 포트폴리오의 수익성과 안정성을 제고하기 위해서 시장변동에 단기적으로 대응하기보다는 점진적으로 포트폴리오를 변경하는 장기적 관점의 대응이 이루어지고 있음.

<긍정적 평가사항>

□ 기금운용 개선방향을 담은 ‘제5차 국민연금 종합운영계획’을 수립하여 재정안정과 미래세대 부담 완화 등 기금의 지속가능성 기여를 위한 기금운용 개선 방향을 마련함.

- 주요 개선방향으로 첫째 투자 다변화와 기금운용 인프라 강화, 둘째 자산배분 체계 개편을 설정함.
 - 투자다변화를 위해 그 동안 지속적으로 추진되어 왔던 해외 투자비중을 2028년까지 약 60% 수준으로 확대할 계획이고, 투자결정과 관련한 책임자급 인력을 해외 사무소에 파견하여 해외투자 역량을 강화하고자 하며, 기금운용본부의 지역적 한계 보완 및 금융시장 네트워크 교류 강화를 위해 기금운용 전용 서울 스마트 워크센터를 신설·운영함.
 - 기금운용의 인프라를 강화하기 위한 방안으로 기금운용본부 인력 증원(2024년 해외증권·대체투자분야 운용인력 50명 증원 반영), 해외투자 확대를 위한 사모대출 및 부동산플랫폼 투자 전담 조직 신설 등 기금운용본부 조직체계 개편, 성과급 체계 개편을 통한 전문운용인력 보수수준 합리화로 전문성 높은 인력의 근무 유인 강화를 추진하고자 함.
 - 자산배분체계 개편을 통해 기준포트폴리오(Reference Portfolio)를 도입하여 장기적 기금운용 목표를 설정하고 대체투자 확대 등 투자 다변화에 용이한 자산배분체계를 마련하고자 함.
- 기금규모 확대 및 운용수익률 제고를 위해 관련 조직을 개편 정비함(2023년 12월 규정개정, 2024년 1월 시행).
- 통합포트폴리오 관점의 해외투자전략 및 해외사무소 운영전략에 대한 통합적 기획업무 수행을 위해 해외투자기획팀을 신설함.
 - Private Debt에 대한 투자 전문성을 강화하여 사모투자자산의 효율성을 제고하기 위해 사모대출투자팀을 신설함.
 - 상장부동산 및 플랫폼 신규 투자대상을 발굴하고, 위탁운용사 및 자문기관 선정 그리고 관리 업무 수행을 위해 부동산플랫폼투자팀을 신설함.
 - 운용지원과 자금관리 기능별 전문성 강화와 서비스 고도화를 위하여 기존의 운용지원실을 운용지원실과 자금관리실로 구분함.
- 기금운용의 장기적 방향 설정 및 통합포트폴리오 강화 그리고 투자다변화 및 유연성을 개선하기 위해 국민연금기금 자산배분 개선을 추진함.

- 2022년 정성평가 과제수행을 통한 통합포트폴리오 운용체계 도입을 검토하고, 기준포트폴리오 도입 관련 1차 TF(Task Force)를 완료하여 제5차 국민연금 재정계산 공청회에서 기준포트폴리오 도입 및 실행방안 논의함.
 - 기준포트폴리오 도입을 위한 2차 TF를 통해 기준포트폴리오 설정, 기회비용 모델, 대체투자 BM(Benchmark) 설정, 포트폴리오 리밸런싱과 밸런싱 포트폴리오 운용방법에 관한 포트폴리오 관리체계 논의, 액티브 프로그램 운용방안 그리고 운용체계 변화에 따른 성과평가 체계의 변화 등을 논의함.
- 해외투자의 활성화를 통한 운용수익 극대화를 목적으로 해외투자 종합계획(2020-2024)을 수립하고, 이 계획에 따라 해외 및 대체투자 확대 그리고 투자다변화를 지속적으로 추진함.
- 국내채권 중심에서 해외투자, 대체투자로 다변화를 추진 중이며, 2023년 말 기준 해외투자의 규모는 534조원(전체 금융자산 대비 51.6%), 대체투자의 규모는 164.2조원(전체 금융자산 대비 15.9%)임. 2024년 하반기 중 ‘(2025~2029) 해외투자 종합계획 추진계획’을 기금운용위원회에 보고할 예정임.
- 주가, 재무정보를 기반으로 산출한 기업의 예상부도확률(EDF)을 활용하는 조기경보 체계를 구축하여 국내 및 해외기업 신용위험을 선제적으로 관리함.
- 2023년 SVB(Silicon Valley Bank), Credit Suisse 등 은행 위기 사례분석을 통해 은행 섹터 점검 기준을 강화하고, 현행 EDF 활용 부실징후 발생기관 경보에서 신용스프레드 활용 신용도 악화징후 발생기관 경보로 확대하여 운영하는 방안을 마련함.
 - 주가, 신용스프레드 등 시장정보 중심의 기업 신용위험 지표를 재무정보 기반의 신용위험모델 도입으로 확대하여 다각적인 위험정보를 기반한 기업 신용위험 점검을 실시함.
- 2023년 상반기부터 대체투자자산을 포함한 기금 전체 PV(Present Value)손실을 산출을 통해 위기상황 분석을 시행함.
- 예외적이지만 발생 가능한 대량손실 사건에 대한 포트폴리오 영향 분석을 시행하여 기금운용의 잠재적 손실을 측정하고 사전적 대응방안을 수립하기 위해 기존에는 대체투자자산을 제외한 위기상황분석을 실시하였으나, 대체투자자산을 포함한 위기상황분석을 위해 PV손실율을 추가로 산출함.

- 위기상황분석은 최소 반기 1회 이상을 실시하며, 금융환경 급변 시 수시로 실시하고, 그 결과를 기금운용본부장 및 리스크관리위원회 등에 보고함.
- 투자자산 절세 및 운용보수 절감을 통한 비용 최소화를 통해 수익률 제고에 기여함.
- 스페인에서는 현지 사회보장기금과 동일한 면세 혜택을 인정받아 190억원의 세금을 환급받았고, 네덜란드에서는 정부투자자 지위로 대체투자 배당원천세에 면세지위를 소명하여 393억원을 환급받게 되었음.
 - 캐나다와는 배당소득에 대해 유리한 세율을 적용받을 수 있도록 조세협약 상호 합의를 추진하여 연간 47억원의 절세가 기대되며, 미국 국세청으로부터는 부동산 투자와 관련한 적격해외연기금 지위를 인정받아 344억원을 절감하고 국내 타 기관에도 사례를 전파하여 국부 유출 방지에 기여함.
 - 대체투자 추가, 신규 약정 시 No fee·No carry 조건의 공동투자 또는 Side-car 설정을 통해 평균 수수료율을 인하하였음.
- 채용 시 기금운용 전문성 검증을 강화하고 채용과정의 공정성 및 투명성을 제고함.
- 기금운용의 특수성을 감안하여 경력직의 경우 ‘사전 서류심사’, ‘실무면접’ 등 심층적 경력 검증 프로세스를 추가하고, 비경력직원 채용에는 실무진 면접 도입 등 잠재적 운용역량을 검증할 수 있는 기능을 강화함.
 - 채용과정에서의 공정성 및 투명성을 제고하기 위해 공개경쟁을 포함한 모든 채용에 채용점검위원회를 운영하고 이의신청제도 구체화 및 기피·회피 시 평가방식을 명확히 하는 내용의 ‘기금운용본부 기금운용직 채용업무처리 지침’을 제정하여 시행하였음.
- 해외투자 역량 강화를 위한 글로벌 현장 특화교육을 강화함.
- 국내 실무교육과 해외 현지교육을 통합한 ‘해외투자 전문가 장기교육프로그램’을 신설하여 해외주식 및 채권 그리고 대체투자 등 전 자산군에 걸친 글로벌 실무 중심 현장 전문교육을 시행하여 연기금 전문인력을 양성하고자 함.
 - NPS(국민연금기금) 해외사무소 연수과정에서는 3개 해외사무소를 활용한 NPS 맞춤형 연수를 통해 현업 적용 능력을 높이고 글로벌 투자 역량을 강화하고자 함.

<개선 권고사항>

- 연기금의 지배구조는 다양한 형태가 존재할 수 있지만, 재정악화에 대한 대응 및 지속가능성 등의 관점에서 현재의 지배구조가 적정한지에 대한 검토는 지속적으로 이루어져야 하며, 그에 따른 지배구조 개편 역시 검토되어야 함. 또한, 현재 위원회가 표방하는 대표성과 전문성도 사회적 변화, 기금 규모의 증가, 대체투자 및 해외 투자 확대에 따른 투자 포트폴리오의 다변화에 대응이 가능한 적정 수준인지에 대한 검토 역시 필요함.
- 글로벌 연기금의 사례를 살펴보면 국민연금기금의 기금운용위원회(이하 “기금위”)와 같은 최고의사결정기구를 대표자 중심으로 구성하는 것도 선택 가능한 대안 중 하나임. 하지만, 기금 규모가 2023년 말 기준 1,000조원을 넘어섰고 대체투자 및 해외투자의 확대에 따라 투자 포트폴리오가 고도로 다변화되면서 그 복잡성이 지속적으로 증가하는 상황은 기금운용에 관한 지배구조 개편의 필요성 또한 증가시키고 있음.
- 현행 국민연금의 지배구조는 대표성을 강조하고 있으나, 현재 기금위의 위원 구성은 직접적인 이해당사자와 미래 세대의 의견이 공정하게 반영되지 못하고 있다는 문제는 지속적으로 제기되었으나, 지난 평가 이후 괄목할 만한 개선의 노력이 보이지 않음. 예를 들면, 근로자의 노조가입률이 14%에 불과함에도 근로자대표를 노조 중심으로만 구성하고 있으며, 국민연금의 특성상 세대별로 이해관계가 첨예하게 다를 수 있으나 현재 위원회 구성 규정은 연령, 세대, 성별 등 납입자의 대표성과 다양성을 반영하기 어려운 구조임.
- 기금위는 자산운용과 관련된 전문성이 요구되는 국민연금기금에서의 최고의사결정 기구이나, 그 전문성 개선의 필요성이 지속적으로 제기되어 왔음. 이를 반영하여 최근 국회에서 기금위의 전문성 강화를 위한 법안이 발의된 점은 긍정적임. 하지만, 그 주요 내용이 전체 기금위 위원 가운데 일부를 차지하는 관계전문가 수를 확대하고 자격요건을 신설하는 내용이라는 점에서 기금위의 전문성 강화에 미치는 효과는 제한적일 수 있어 전문성 강화를 위한 주무부처 차원에서의 노력이 필요함.
- 글로벌 연기금인 캐나다 CPPIB는 최고의사결정기구인 이사회가 갖추어야 할 이사회 전체 수준에서 필요한 역량을 역량구성표(skills matrix)를 통해 정의하고, 개별 이사회 멤버의 전문성을 관리하고 있는 점을 참고할 필요가 있음.
- 또한, 글로벌 연기금에서는 일반적으로 최고의사결정기구 산하에 자산운용과 관련한 전문적 의사결정을 위한 다수의 전문위원회를 설치하여 운영하고 있으며,

각 전문위원회에는 각각의 전문성에 기반한 명확한 역할과 권한이 부여됨. 국민연금기금도 역시 전문위원회 등을 포함하는 의사결정체계를 구성하고 있음. 하지만, 다수의 위원회로 구성된 의사결정체계의 경우 각 위원회의 전문성, 적절성 그리고 효율성은 지속적으로 평가되고 개선되어야 함. 네덜란드 ABP는 정기적으로 이사회 및 위원회의 성과를 평가하고 개선점을 도출하며, 이를 위원회 운영의 효율성과 전문성의 지속적 개선을 위해 활용한다는 점을 참고할 필요가 있음.

- 기금운용실무평가위원회(이하 “실평위”)는 기금위의 전문성을 보완하기 위해 설치된 위원회임에도 불구하고, 위원 구성이 전문성과 함께 여전히 대표성을 반영하는 구조로 되어 있고, 기금위 산하 다른 전문위원회와는 달리 특정한 전문적 분야를 다루는 위원회라고 보기 어려워 기금위의 전문성 보강이라는 측면에서 실평위의 실질적인 역할 및 의의를 찾기 어려움.
 - 수탁자책임전문위원회(이하 “수책위”)가 전문성보다는 대표성이 강조된다는 지난 해 평가단의 의견을 반영하여, 9인 전원 가입자단체 추천에서 9인 중 3인을 전문가단체 추천으로 변경한 부분은 긍정적임. 그럼에도 불구하고 여전히 수책위는 전문위원회로서의 전문성보다는 대표성에 기반하고 있음. 최고의사결정기구이고 대표성을 중심으로 구성된 기금위가 수책위로부터 필요로 하는 것은 주관적인 정치적·사회적 판단보다는 전문성에 기반한 장기적 주주가치 제고라는 책임 투자 관점에서의 재무적 판단임. 이러한 측면에서 수책위의 전문성을 보다 강화하는 방안을 마련할 필요가 있음.
 - 주요 위원회 조직과 관련하여 ‘제5차 국민연금 종합운영계획’ 과 ‘2023 국민연금 재정계산 국민연금 기금운용 개선방향’ 보고서에 논의된 방안과 궤를 같이하여 국민연금기금의 양적 성장에 이어 기금운용의 질적 변화를 논의할 필요가 있음.
- 전문성 보강을 위해 기금은 상근전문위원제를 도입하고 운영하고 있음. 전문위원회의 전문성을 향상시키기 위해 이용하고 있는 상근전문위원에 대한 성과평가를 포함하여 제도의 효과, 개선방향 등에 대한 평가가 필요하다는 것은 지속적으로 제기되는 사안임.
- 투자정책과 위험관리 및 성과보상에 대한 전문위원회인 투자정책전문위원회(이하 “투정위”)와 위험관리·성과보상전문위원회(이하 “위성위”)의 경우 상근전문위원제도 도입 이후 외부전문가 숫자가 3인으로 축소됨으로 인해 ‘위원의 전문성’ 이 약화되었다는 과거 평가단 지적에 대한 점검이 필요함.

- 주무부처와 기금은 상근전문위원의 전문성을 향상시키기 위해 사용자, 근로자, 지역가입자로부터 복수 추천을 받는 방법으로 전환하는 등 전문위원회의 전문성 향상을 위해 노력하고 있으나, 그 효과가 상당히 제한적일 수 있어 전문성을 향상할 수 있는 보다 적극적인 방안을 마련할 필요가 있음.
 - 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 관점에서 상근전문위원에 대한 성과평가를 포함하여 선임 및 연임(1회 가능)에 관한 기준, 절차 등을 보다 명확하게 개선할 필요가 있음. 현행 체계에서는 가입자단체가 복수 추천하고 주무부처가 선정과 임면, 연임을 결정하고 있어 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 측면에서 제도적 한계가 있음. 이를 개선하기 위해서는 상근전문위원에 대한 성과평가와 그에 따른 합리적인 보상체계 설계 등에 대해서도 고려할 필요가 있음.
- 기금의 위험관리 지배구조(risk governance)와 관련하여, 급변하는 시장상황 그리고 투자자산의 복잡성 등을 적절하게 반영할 수 있는 위험관리 체계 및 방안을 지속적으로 평가하고 개선할 필요가 있음. 또한, 위성위는 위험관리와 관련한 조사연구, 정책 개발 및 제언의 역할을 담당하고 공단 내 리스크관리위원회(이하 “리스크관리위”)는 투자집행 단계에서의 위험관리를 담당하는 것으로 역할을 정립하였음. 하지만, 위험관리 정책기구로서의 위성위의 역할은 미미한 실정으로 위험관리 정책기능과 관련한 위성위의 역할을 보다 명확하게 구체화할 필요가 있음.
- 기금은 기금규모의 확대 그리고 대체투자의 확대에 따른 투자 자산의 복잡성 증가로 인해 향후 다양한 위험에 노출될 수 있으며, 시장상황이 급변하는 경우 신속한 위험관리 의사결정이 필요할 수 있음. 이에 적절하고 신속하게 대응하기 위해서는 위험관리 지배구조의 적정성과 효율성에 대해 지속적인 평가와 개선이 필요함.
 - 참고로, 캐나다 CPPIB는 외부자문그룹이 위험관리 지배구조, 위험관리, 내부 통제와 같은 시스템의 적정성과 효율성에 대해 독립적으로 자문하고 있음. 또한, 네덜란드 ABP는 위험관리와 관련한 정책결정 및 감독은 이사회가 담당하고, 집행은 투자전략과 정책을 수립하는 상임이사가 담당하고 있음. 이러한 체계는 급변하는 시장상황에서 위험관리와 관련한 신속한 의사결정이 가능하다는 장점이 있음.
 - 과거 평가단의 위성위와 리스크관리위 사이의 업무분장 권고에 따라 위성위는 위험관리에 대한 제언을 담당하고 리스크관리위는 위험관리 정책 및 위험한도 내 세부 실행방안 및 한도설정, 집행으로 구분하고 있음. 하지만, 위험관리 정책

기구로서의 위성위의 실질적 수행 실적은 많지 않아 위성위의 위험관리와 성과 보상 기능을 분리하는 것도 고려할 필요가 있음. 즉, 성과평가와 성과급 결정, 그리고 운용조직의 역량 및 운용기조에 가장 큰 영향을 미치는 기금운용본부장의 임명 및 승계 과정에서 보상위원회 그리고 임직원의 인적자원관리위원회 기능을 추가하여 위성위의 역할을 보다 강화하고, 리스크관리위는 위험관리의 정책과 집행기구로서의 역할을 담당하는 방안을 고려할 필요도 있음. 참고로, 미국 CalPERS와 캐나다 CPPIB는 인적자원관리와 성과보상을 담당하는 위원회로 각각 성과보상인재관리(Performance, Compensation & Talent Management)위원회와 인적자원및성과보상위원회(Human Resources and Compensation Committee)를 설치하여 운영하고 있음.

- 기금은 자산운용전담조직인 기금운용본부의 인사, 예산 및 의사결정에 있어 관련법 (공공기관운용법과 국민연금법 등) 및 직제규정 등을 구체적으로 규정하고 있어 제도적으로는 기금운용본부의 자율성과 독립성을 확보하기 위해 노력하고 있음. 하지만, 기금운용본부의 운영 실태 및 관행을 살펴보면 자율성과 독립성이 충분히 확보되지 않은 것으로 평가됨.
 - 공적연금인 국민연금기금의 운용과정에서 정치·사회적 이해관계의 상충에 따른 정책적 판단이 필요한 경우가 있을 수 있음. 하지만 이는 정책기능을 담당하는 의사결정 위원회의 몫이며, 집행조직인 기금운용본부의 투자의사결정은 이러한 정치·사회적 이슈에 영향을 받지 않아야 함.
 - 집행조직인 기금운용본부에 부여된 본연의 역할을 충실히 수행하기 위해서는 기금운용본부장의 임면 및 연임 그리고 기금운용본부의 인력과 예산에 대한 기금운용본부의 독립성과 자율성이 제도적 그리고 실질적으로 보장되어야 함. 이를 위해서는 정부의 효율적인 연기금 지배구조 개편을 위한 노력이 지속적으로 경주되어야 함.
- 국민연금은 국민의 노후생활을 보장하기 위한 연금급여의 안정적 지급을 목표로 하는 연금성 기금의 특성을 가지고 있어 자산부채종합관리(ALM) 관점의 연기금의 자산운용 체계는 필수적 사안임.
 - 주무부처인 보건복지부와 기금운용본부는 재정목표 미비 등의 이유로 ALM에 의한 기금운용이 이루어지지 않고 여전히 자산 측면만을 고려한 기금운용 방식으로 운용되고 있음. 그럼에도 불구하고 현재 5년마다 시행되는 재정재계산을 통해 국민연금기금의 장기적 기금운용에 대한 방향성을 검토하는 노력이 지속될 필요가 있음. 글로벌 연기금인 캐나다 CPPIB는 수석보험계리국(Office of the

Chief Actuary)에 의해 3년마다 CPPI의 재무적 지속가능성을 평가하며, 미국 CalPERS의 경우 4년마다 ALM을 통해 기금의 재무적 지속가능성을 평가하고 있다는 점을 참고할 필요가 있음.

- 현재 중장기 자산배분의 투자 시계(investment horizon)는 5년으로 설정되어 있어 국민연금의 제도 시계와는 상당한 괴리가 있음. 캐나다 CPPIB는 향후 75년 동안의 재무적 지속가능성을 평가하며, 일본 GPIF는 100년 후 총급여 1년 치 규모의 지불준비금을 보유하도록 규정하고 있다는 점을 참고할 필요가 있음.
 - 기금은 2024년 기금위 의결을 통해 2025년 기준 포트폴리오를 도입할 예정임. 기준포트폴리오는 ALM을 통한 장기자산배분안 도출, 장기 목표수익률과 위험 수준 도출 등에 활용될 수 있기 때문에 기준 포트폴리오 도입 이후에도 ALM의 활용은 여전히 필요함.
 - ALM에 기반한 기금의 장기성과 제고를 위해서는 재정추계에 기반한 제도운영과 기금운용의 연계, 기금정책 및 성과평가에 대한 심도 있는 연구가 필요함. 또한, 기금은 전반적인 자산운용 체계의 선진화를 위해 통합포트폴리오 운영체계(TPA) 도입을 고려하고 있음. TPA는 더 높은 초과수익 창출이 가능한 부분에 자원을 배분하는 구조로, 이를 시행하기 위해서는 많은 연구의 뒷받침이 필요함. 이러한 연구를 충실히 수행하기 위해서는 공단 싱크탱크인 국민연금연구원의 연구인력 확보 및 연구 환경의 개선이 요구됨.
 - 기금운용본부와 마찬가지로 국민연금연구원 역시 지방 이전 등으로 인한 기존 연구인력의 이탈과 우수한 신규 연구인력을 채용하는데 어려움이 있음. 이를 해결하기 위해서는 기금운용본부 운용직 충원을 위한 주무부처와 공단의 노력과 더불어 국민연금연구원의 전문 연구인력에 대한 보상 수준 및 처우 개선 등 다양한 방법을 모색할 필요가 있음.
- 기금의 위탁운용 체계는 기금위에 의한 정책 수립과 기금운용본부에 의한 실행이 분리된 구조로, 기금위는 매년 자산군별로 위탁운용의 목표 범위를 설정하고 기금운용 본부는 그 제약 하에서 직접과 위탁운용의 비중을 결정함. 이러한 위탁운용체계는 목표초과수익률 달성을 위한 액티브운용 정책의 일환으로 이해할 수 있음. 다만, 목표위탁비중의 범위 설정 등이 기금의 전술적 활동에 미치는 영향을 주기적으로 검토하고 필요시 개선하는 노력을 지속하여야 함.
- 기금운용본부의 위탁운용비중은 기금위가 정한 목표위탁비중 범위 안에서 자산군별 운용부서에서 시장상황 등을 고려하여 자율적으로 결정함. 하지만, 위탁운용의

비용 대비 효율성과 직접운용의 기회비용을 분석하는 등 자금배분 기준을 보다 정교하게 설정하고 이를 기반으로 위탁비중을 결정할 필요가 있음. 또한, 기금위에서 목표 위탁비중을 설정하는 것은 알파 창출을 위한 기술적 활동에 일종의 제한을 가할 가능성이 존재하기 때문에 이에 대한 지속적이고 주기적인 검토를 수행할 필요가 있음.

- 기금운용본부는 위탁운용 관리에 중점을 둘 것인지 아니면 직접운용을 주로 하고 부족한 내부 역량의 경우 예외적으로 위탁운용을 가져갈 것인지에 대한 성격 규정이 필요하며, 이에 따른 중장기적 관점에서의 인력 충원 및 조직에 대한 정비도 고려해야 함. 참고로, CalPERS의 경우 내부운용은 비용 효율성, 투자 유연성 제고, 전략적 자산배분 이행 등을 목표로 하며, 외부운용은 전문성이 요구되는 영역에서의 초과수익 추구를 목적으로 하고 있음. 또한, CPPIB는 내부와 외부운용이 비슷한 역량을 가지는 경우 내부운용을 활용하며, 외부운용이 비용대비 우수한 위험조정수익률을 창출할 수 있고 효과적인 내부운용이 가능하지 않은 특유의 액티브 전략(distinctive active strategy)을 가지고 있는 경우에만 외부운용을 활용하고 있음. 또한, 일본 GPIF는 위탁운용의 비중이 93.13%로 위탁운용을 위주로 운영되며, 그로 인해 2023년 4월 기준 12명의 임원과 160명(시간제 직원 제외)의 직원으로 운용하고 있음.
- 기금은 대체투자의 비중을 확대하는 한편 투자자산의 다각화 및 투자전략의 다변화를 통해 운용성과를 제고하고자 함. 해외 대체투자의 경우 사전적 실사를 통해 운용사의 공정가치 평가능력을 검증하고 있으나, 전통자산 대비 공정가치 평가에 대한 적정성 우려가 있는 대체투자의 속성을 감안하여 기금운용본부 내부적으로 운용사에서 제공하는 딜별 공정가치 산출 결과의 적정성 그리고 공정가치의 변화 등을 보다 체계적으로 관리할 수 있는 시스템 개선에 대한 검토가 필요함. 대체투자에 대한 이러한 체계적 관리를 통해 구축된 자료를 대체투자의 위험관리 및 성과평가 등에 활용하여야 함.
- TPA 실행을 위해 모든 자산수익률을 해외주식과 국내채권만으로 분해하고자 함. 하지만, 일부 자산군의 경우 해외주식과 국내채권만으로는 분해가 실질적으로 어려울 수 있음. 이를 고려하기 위해 현재 검토 중인 기회비용 모형을 계량경제학적 관점에서 보다 정교화시킬 필요가 있음.
- TPA 실행을 위한 자산수익률 분해 과정과 관련하여 기금이 제시한 기회비용 모형은 그 논리와 분석 방법론 측면에서 일부 보완이 필요한 것으로 판단됨. 기회비용모형은 기금의 장기적 운용방향과 통합포트폴리오 위험관리에 중요한 영향을 미칠 수 있는 만큼, 국민연금연구원의 전문성을 활용하여 모형을 점검하고

필요한 부분을 업데이트하는 것이 바람직함. 국민연금연구원의 높은 전문성과 학술적 역량을 바탕으로 보다 심도 있는 분석이 이루어진다면 모형의 개선과 함께 비용 절감 효과도 기대됨.

□ 현재 기금의 목표수익률은 실질경제성장률 + 명목인플레이션율 ± 조정치로 설정되어 있음. 또한, 기대수익률은 자산군별로 설정되어 있으며, 기금이 활용하고 있는 평균-분산최적화(MVO)는 기대수익률에 민감하게 반응하는 특징을 가지고 있음. 따라서 기금의 목표수익률과 기대수익률에 대한 설정은 중장기적 관점에서 주기적인 검토와 필요 시 지속적인 개선 노력이 필요함.

○ 기금의 목표수익률은 경제성장률을 대입하는 방식을 사용하고 있으며, 이러한 방식은 자본수익률, 실질이자율, 경제장기성장이론 등에 대한 심도 있는 고찰이 필요함.

○ 기금의 기대수익률 설정 방식도 주기적인 검토를 수행하고 필요한 경우 지속적인 개선 노력이 필요함. 예를 들어, 주식의 경우 과거 배당수익률 평균과 향후 경제성장률의 합으로 기대수익률을 가정하는 것 이외에도 Building block methods, internal CMA, external CMA 등을 참고하여 검토하는 등 지속적인 노력이 필요함. 대체투자의 기대수익률 설정 역시 자산군 특성을 반영하는 고도화 노력이 필요함.

□ 국민연금기금은 국민연금법과 기금운용지침에 기금의 관리 및 운용에 있어 환경·사회·지배구조(ESG) 등의 요소를 고려하는 책임투자 관련 근거를 명시하고 있으며, 기금운용본부 수탁자책임실은 기금위의 책임투자/주주권 행사 정책 및 지침 수립을 지원하고, 수립된 책임투자/주주권 행사 전략에 따른 활동을 수행하고 있음. 하지만, 기금의 책임투자 활동을 보다 내실화하고 정교화할 필요가 있음.

○ 기금위는 석탄채굴 및 발전사업에 대한 투자제한전략을 도입한 후 탈석탄 운용 정책을 선언하였음(2021년 5월). 이에 따른 단계적 시행방안 마련을 추진하고 있으나, 지속적으로 제기되는 사안임에도 불구하고 국내 관련 산업의 부담 등을 고려하여 그 이행이 지연되고 있음. 탈석탄 및 투자제한전략에 대한 기금의 입장이 조속히 확정되어야 함.

○ 국민연금기금의 주주권 행사에 대한 구체적인 방향과 수책위의 활동에 대한 회의내용을 공개하는 등 대외 커뮤니케이션을 적극적으로 추진하여 대외적으로 투명성, 공정성, 신뢰성 등을 확보할 필요가 있음. 한편, 외부위탁을 적절히 활용할 경우에는 위탁운용사의 스튜어드십코드만을 점검함으로써 조직의 부담을

낮추면서도 주주활동의 효과를 높이는 방법도 생각해볼 수 있음. 이러한 측면에서 국민연금기금 운용규정 시행규칙(제44조의3)에 의해 설치된 지배구조개선 자문위원회(2023년 12월 발족)의 운영 시 이해충돌이 발생하지 않도록 주의를 기울여 대외적 신뢰성을 확보해야 함.

- 자산운용 부분에서의 운용 인력 부족, 구인 어려움 등의 문제는 공단 및 기금운용 본부의 지방 이전 이후 지속적으로 제기되고 있으며, 주무부처와 기금의 노력으로 2024년 기금운용본부 인력 증원(50명) 등 양적인 측면에서는 개선되고 있다는 점을 긍정적으로 평가되나, 여전히 운용 인력의 질적 향상을 위한 다양한 노력이 필요함.
 - 기금의 규모와 자산 및 운용 전략에서의 복잡성 증가는 질적으로 우수한 전문 인력의 확보를 필수적으로 요구함. 이를 위해 정부와 공단은 외부로부터 질적으로 우수한 인력 확충을 위해 더욱 노력할 필요가 있음. 이와 더불어 다양한 교육에 대한 성과평가를 통해 교육의 효과 측정 및 이를 운용직의 성과급에 반영하는 등 체계적인 인사관리를 통해 우수한 운용인력을 내부적으로 양성할 수 있는 체계를 정립하는 등의 노력이 필요함.
 - 보건복지부와 기금운용본부의 노력으로 해외사무소(2024년 7월 샌프란시스코) 추가 설치를 통해 새로운 투자기회 발굴에 기여할 수 있다는 점은 긍정적으로 평가함. 기금이 글로벌 연기금과 비견하는 성과를 창출하기 위해서는 높은 성과를 보인 해외 전문가를 적극적으로 영입할 필요가 있으며, 이를 위해서는 합당한 보수, 권한을 제공할 수 있도록 규정이 변경될 필요가 있음. 2024년 1월 세계적인 인재 영입 등을 위해 과기부 산하 출연연구원이 공공기관 지정에서 벗어나 과기부의 별도 관리를 받은 선례가 있음. 주무부처와 기금운용본부는 이를 참고하여 우수한 인재 유치를 위한 자율성을 확보하기 위해 관계기관과 협조할 필요가 있음. 또한, 해외사무소는 정기적으로 관련된 고정 및 변동비용 대비 효과를 분석할 필요가 있으며, 해외사무소 인력 파견 역시 비용 대비 효과를 고려한 선택과 집중이 필요함.
- 샤프비율, IR 등 위험대비 성과평가의 결과는 성과평가 시의 정책제언 마련, 다음 연도 목표초과수익률 설정에 활용됨. 성과평가에 따른 보상체계 설정에 있어 보다 정교화하는 노력이 필요함.
 - 운용결과에 따른 보상체계에서 목표액티브위험은 주요한 요인으로 작용함. 하지만, 목표액티브위험은 장기적이고 전략적인 관점에서 설정되기 보다는 현행 자산배분체계와 운용방식을 제약조건으로 감안하여 현실지향적으로 설정되어

있음. 이로 인해 보상체계는 자산운용에 따른 성과요인 외의 외부적 요인에 영향을 받을 수 있는 한계가 있음. 또한, 자산군 액티브위험을 산출할 때 단일변량 모형을 사용하기 보다는 자산군 사이의 공분산을 반영할 수 있는 다변량모형을 활용할 필요가 있음.

- 기금은 주요 이슈에 대한 적극적인 언론 소통을 시도하고 있으나, 이러한 소통의 대상이 일반 국민임을 감안하여 쉬운 용어를 활용하는 등 보다 적극적인 노력이 필요함.
 - 글로벌 연기금 가운데 CPPIB는 CPP의 목표, 조직, 운영, 성과, 이사진과 최고경영진의 보수 등을 포함하는 연차보고서, 기금운용을 담당하는 Chief Officer와 Managing Director에 대한 약력을 홈페이지에 게시하고 있으며, 다양한 보고서를 공시하고 있음. CPPIB는 또한 대면 공개미팅을 통해 CPP의 성과, 지배구조, 투자방법, 투자유형 등에 대한 정보를 제공하고 있음. 미국의 CalPERS는 이사회 및 투자위원회의 회의 일정, 안건, 의결 내용 등을 홈페이지를 통해 공개하고 있음.
 - 글로벌 연기금의 경우를 참고하여 최고의사결정기구인 기금위를 포함한 다양한 전문위원회 위원의 약력을 제공하는 것을 적극적으로 검토할 필요가 있음. 또한, 기금은 즉시 공시 가능한 안건과 그렇지 못한 안건을 구분하여 적절히 공시하는 등 공시의 적시성을 확보하기 위한 노력이 필요함.
 - 국민연금 가입자들이 기금운용의 주요 의사결정과정을 모니터링하여 기금위를 제외한 전문위원회의 상근전문위원을 포함한 위원들이 가입자들을 대표하고 있으며 전문성을 갖추고 있는지 견제할 수 있도록 위원회의 구성과 논의 과정, 개별 안건 및 의결 내용 등을 적시에 공시할 필요가 있음.

5. 세부항목별 평가결과

(1) 자산운용 체계

1.1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성

1.1.1. 자산운용 관련 주요 의사결정 체계의 구축

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

- 국민연금기금은 국민연금법에 따라 기금위 및 산하 전문위원회에서 투자정책을 결정하고, 투자집행은 공단과 기금운용본부(투자위원회, 리스크관리위)에서 수행함.
 - 보건복지부 장관을 위원장으로 하는 최상위 의사결정기구인 기금위는 자산 배분 비중, 투자방향, 목표수익률과 허용위험한도, 그리고 목표초과수익률 등을 결정함. 또한, 보건복지부 장관은 공단에 기금의 관리·운용에 관한 업무를 위임하고, 공단은 자산운용 전문조직인 기금운용본부를 설치하여 기금을 관리·운용함.
- 보건복지부 내에 설치된 기금위와 실행위의 구성, 책임과 권한은 국민연금법으로 규정되며, 기금운용지침에 그 역할과 책임이 명시되어 있음. 기금위 산하에 전문위원회인 투정위, 위성위, 수책위가 존재하며, 각 위원회의 역할과 책임은 기금운용지침에 명시하고 있음.
 - 기금운용의 최고의사결정기구인 기금위는 기금운용지침, 연도별 기금운용계획, 운용성과에 대한 평가 등에 관한 중요사항을 심의·의결함. 기금위는 총 20명으로 구성되어 있으며, 위원장인 보건복지부장관을 포함한 당연직 위원으로 관련 부처 차관 4인, 공단 이사장 1인이 있고, 위촉직 위원은 사용자 및 근로자대표 각 3인, 지역가입자 대표 6인, 전문가 2인으로 구성됨.

- 실평위는 기금위의 심의·의결 기능을 보좌하는 심의·평가기구로 기금관리·운용에 관한 기술적이고 전문적 의견을 제공하고, 운용성과 측정 등 기금운용 전반에 대한 모니터링을 수행함. 실평위 역시 총 20인으로 구성되어 있으며, 위원장인 보건복지부 차관과 5인의 관련 부처 당연직 위원, 이해단체 추천 전문가 12인 및 학계 전문가 2인을 포함하고 있음.
 - 투정위는 기금위 결정사항 중 기금의 투자정책에 대한 자문을 하는 기구로 중장기 및 연간 기금운용계획, 전문적 평가가 필요한 투자정책 및 신규 투자정책의 개발 또는 기존 투자정책의 변경에 관한 사항 등을 검토·심의함. 투정위는 총 9인(상근전문위원 3인, 기금위원 3인, 관계전문가 3인)으로 구성되어 있으며, 위원장은 상근전문위원 중 호선으로 결정함.
 - 수책위는 기금의 수탁자책임활동과 관련된 주주권 행사의 원칙·기준·방법·절차에 관한 사항, 국내외 자산운용사에 위탁·운용하는 주식의 의결권 위임에 관한 사항, 그리고 ESG 등의 고려에 대한 사항을 검토하여 결정함. 전문성과 대표성을 감안하여 기금위원장이 위촉하는 상근전문위원 3인과 관계전문가 6인의 총 9인으로 구성함. 위원장은 상근전문위원 중 호선함.
 - 위성위는 위험관리, 성과평가, 정책제언 등 전문적 판단과 검토가 필요한 정책 결정 사항에 대하여 기금위와 실평위에 자문을 제공하고, 기금운용 성과에 따른 보상에 관한 사항, 기금운용 현황의 점검 및 그 결과에 따른 정책제언에 관한 사항을 검토·심의함. 위성위 위원은 상근전문위원 3인과 기금위원 3인, 관계전문가 3인의 총 9인으로 구성되며, 위원장은 상근전문위원 중 호선함.
- 공단과 기금운용본부 내에 설치된 정책 및 집행 의사결정기구인 리스크관리위, 투자위원회(이하 “투자위”), 대체투자위원회(이하 “대체위”), 대체투자소위원회(이하 “대체소위”), 투자관리위원회의 구성, 책임과 권한에 관한 사항은 기금운용지침과 기금운용규정에 명시됨.
- 리스크관리위는 공단 이사장이 위원장이며, 기금의 주요 운용사항에 내재된 위험을 사전에 점검하고 투자의사결정 과정의 투명성 확보를 목적으로 함. 투자집행 단계의 위험관리 실행방침 수립, 위험한도와 손실한도의 설정 및 관리, 위험관리체계의 구축과 운영에 관한 사항을 심의·의결함. 위원장인 공단 이사장, 기금운용본부장 그리고 5인 이상 7인 이하의 외부 전문가로 구성됨.
 - 투자위는 기금운용본부에서 실행하는 모든 자산의 투자지침 및 계획을 심의·의결함. 연·월간 자금운용계획 수립, 거래기관 선정과 관리 등에 관한 사항을 심의·의결함. 기금운용본부장을 위원장으로 하고 전략부문장, 리스크관리부문장,

지원부문장, 운용지원실장, 운용전략실장, 수탁자책임실장, 주식운용실장, 채권 운용실장, 해외주식실장, 해외채권실장, 사모벤처투자실장, 부동산투자실장, 인프라투자실장, 증권리스크관리실장, 대체리스크관리실장 및 기금운용본부장이 지명하는 팀장(3인 이내)으로 구성됨.

- 대체위는 대체투자의 효율성과 전문성 강화를 위한 목적으로 설치된 별도의 의사결정기구로, 투자대상을 특정하여 그 투자 여부를 결정하는 대체투자에서 해당 특정 대상에 대한 투자의 결정 및 변경을 심의·의결함. 기금운용본부장을 위원장으로 내부 3인과 외부 전문가 3인으로 구성됨. 내부위원은 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 전문가 풀로 구성하여 운영됨.
 - 대체소위는 기금 약정금액이 미화 1억달러 이하의 투자에 대한 신속한 대체투자 분야 의사결정을 위해 설치된 위원회로서, 기금운용본부장이 지명하는 기금 운용본부 실장(심의대상 사업 소관실장 제외)이 위원장으로 팀장 및 해외사무소장이 위원으로 참여함.
 - 투자관리위원회는 기금이 투자한 자산의 사후관리에 대한 주요 사항을 심의하기 위해 리스크관리부문장을 위원장으로 하는 심의기구이며, 위원은 위원장을 포함한 내부위원 3인과 외부위원 3인으로 구성되어 있음. 투자관리위원회의 심의결과는 투자위 혹은 대체위에 상정됨.
- 기금위가 대표성에 중심으로 구성됨에 따라 상대적으로 부족한 전문성을 보완하기 위해 민간 상근전문위원 3인을 두고 있음.
- 상근전문위원 3인이 기금위 산하 3개 전문위에 공통으로 참여하고 있어 전문위 간 연계성 및 효율성 제고의 효과가 있다고 볼 수 있음. 다만, 상근전문위원의 참여로 투정위와 위성위의 외부전문가 숫자가 3인으로 축소됨에 따라 두 전문위원회 위원의 전문성이 약화되었을 가능성이 있다는 지난 평가단의 지적은 여전히 유효함. 장기적으로 글로벌 연기금에서와 같이 기금위 산하에 다양한 위원회 구성을 통해 전문성과 독립성을 담보하고, 심의·의결의 중복을 줄여 기금 지배구조의 효율성을 제고할 수 있는 방향으로 개선할 필요가 있음.
- 국민연금기금은 기금운용본부 내에 리스크관리부문을 두고 그 산하에 증권리스크 관리실과 대체리스크관리실 그리고 기금법무팀이 있음. 준법감시인은 이사장 직속으로 기금운용본부 외부에 설치됨.

- 리스크관리부문은 기금운용본부 내 세부 위험한도 설정·점검사항 등 위험 관리 관련 주요 사항을 독립적으로 관리하며, 필요한 조치는 투자위 등을 거치지 않고 리스크관리위에 직접 보고함. 리스크관리부문장의 보직 변경과 근무평정권은 이사장에게 두어 전략 및 운용부문과의 독립성을 보장하고자 함.
 - 증권리스크관리실은 내부에 증권리스크관리팀, 성과분석팀 그리고 금융공학팀을 두고 있음. 증권리스크관리팀은 시장위험관리, 신용위험관리, 액티브위험관리 등을 담당하고, 성과분석팀은 성과측정, 성과분석, 성과통계 업무를 수행하고 있으며, 금융공학팀은 데이터 관리 및 분석 업무를 담당하고 있음.
 - 대체리스크관리실은 사모리스크관리팀과 실물리스크관리팀으로 구성됨. 사모 리스크관리팀은 사모/헤지펀드 사전 위험검토, 포트폴리오위험관리 등의 업무를 수행하며, 실물리스크관리팀은 부동산/인프라 사전위험검토, 국가위험관리 등을 담당하고 있음.
 - 준법감시인은 기금운용본부와 별도로 설치된 이사장 직속의 독립 기구로서 내부통제와 컴플라이언스, 법규위험 등을 관리하고 그 결과를 공단 이사장에게 직접 보고함.
- 기금운용본부 전체에 대한 성과평가는 복수의 기관(공단 내의 국민연금연구원과 외부의 성과평가기관)에서 수행하고 위성위가 검토함. 이후 실평위 심의 및 기금위 의결을 거쳐 그 결과를 기금운용본부에 피드백하는 구조로 이루어짐.
- 기금운용본부 전체에 대한 성과평가와는 별도로 기금운용본부의 리스크관리부문 내 성과분석팀은 운용성과를 분석하고 그 결과를 기금운용본부장과 이사장에게 주기적 또는 수시로 보고하며, 운용부서에 적시성 있는 피드백을 실시함.
- 자산운용과 관련한 주요 위원회 조직의 의사결정체계에 있어 조직의 구성 및 권한과 책임은 전반적으로 업무분장과 보고 체계가 명확하게 구축된 것으로 평가되나, 일부 비효율적이거나 불명확한 의사결정체계의 문제점 등이 계속해서 지적되고 있는 상황임.
- 전체 의사결정체계 내에서 실평위의 구성 및 권한과 책임에 대한 문제는 지속적으로 제기되는 사안임. 글로벌 연기금에서도 최고의사결정기구인 이사회 산하에 다수의 전문위원회를 운영하고 있지만, 기금위 산하 실평위는 다른 전문위원회와는 달리 특정한 전문적 분야를 다루는 위원회라고 보기 어려워 기금위의 전문성 보강이라는 측면에서 실평위의 실질적인 역할 및 의의를 찾기 어려움.

- 참고로, 미국 CalPERS는 연금관리와 기금운용을 총괄하는 이사회(Board of Administration) 산하에 지배구조(Board Governance)위원회, 재정관리(Finance & Administration)위원회, 투자(Investment)위원회, 연금 및 건강급여(Pension & Health Benefits)위원회, 성과보상인재관리(Performance, Compensation & Talent Management)위원회, 리스크&감사(Risk & Audit)위원회 등 6개의 위원회를 두고 있음. 또한, 캐나다 CPPIB의 이사회는 12명으로 구성되어 있으며, 산하에 투자전략위원회(Investment Strategy Committee), 감사위원회(Audit Committee), 위험관리위원회(Risk Committee), 인적자원및성과보상위원회(Human Resources and Compensation Committee) 그리고 지배구조위원회(Governance Committee)를 두고 있음.
- 기금의 위험관련 지배구조(risk governance)와 관련하여 급변하는 시장상황 그리고 투자자산의 복잡성 등을 적절하게 반영할 수 있는 위험관리 체계 및 방안을 지속적으로 평가하고 개선할 필요가 있음. 또한, 위성위는 위험관리와 관련한 조사연구, 정책개발 및 제언의 역할을 담당하고 리스크관리위는 투자집행 단계에서의 위험관리를 담당하는 것으로 역할을 정립하였음. 하지만, 위험관리 정책기구로서의 위성위의 역할은 미미한 실정으로 위험관리 정책기능과 관련한 위성위의 역할을 보다 명확하게 구체화할 필요가 있음.
- 기금은 기금규모의 확대 그리고 대체투자의 확대에 따른 투자 자산의 복잡성 증가로 인해 향후 다양한 위험에 노출될 수 있으며, 시장상황이 급변하는 경우 신속한 위험관리 의사결정이 필요할 수 있음. 이에 적절하고 신속하게 대응하기 위해서는 위험관리 지배구조의 적정성과 효율성에 대해 지속적으로 평가와 개선이 필요함.
- 참고로, CPPIB는 외부자문그룹이 위험관리 지배구조, 위험관리, 내부통제와 같은 시스템의 적정성과 효율성에 대해 독립적으로 자문하고 있음. 또한, 네덜란드 ABP는 위험관리와 관련한 정책결정 및 감독은 이사회가 담당하고, 집행은 투자전략과 정책을 수립하는 상임이사가 담당하고 있음. 이러한 체계는 급변하는 시장상황에서 위험관리와 관련한 신속한 의사결정이 가능하다는 장점이 있음.
- 과거 평가단의 위성위와 리스크관리위 사이의 업무분장 권고에 따라 위성위는 위험관리에 대한 제언을 담당하고 리스크관리위는 위험관리 정책 및 위험한도 내 세부 실행방안 및 한도설정, 집행으로 구분하고 있음. 하지만, 위험관리 정책기구로서 위성위의 실질적 수행 실적은 많지 않아 위성위의 위험관리와 성과보상 기능을 분리하는 것도 고려할 필요가 있음. 즉, 성과평가와 성과급 결정, 그리고 운용조직의 역량 및 운용기조에 가장 큰 영향을 미치는 기금운용 본부장의 임명 및 승계 과정에서 보상위원회 그리고 임직원의 인적자원관리

위원회 기능을 추가하여 위성위의 역할을 보다 강화하고, 리스크관리위는 위험관리의 정책과 집행기구로서의 역할을 담당하는 방안을 고려할 필요도 있음.

- 참고로, 미국 CalPERS와 캐나다 CPPIB는 인적자원관리와 성과보상을 담당하는 위원회로 각각 성과보상인재관리(Performance, Compensation & Talent Management) 위원회와 인적자원및성과보상위원회(Human Resources and Compensation Committee)를 설치하여 운영하고 있음. 또한, CPPIB의 경우 기금의 규모를 고려하여 재무및위험관리 최고책임자(Chief Financial Risk Officer)가 담당하는 역할을 2023년 재무담당 최고책임자(Chief Financial Officer)와 위험관리 최고 책임자(Chief Risk Officer)가 각각 나누어 담당하는 것으로 변경하였음.

1.1.2. 주요 의사결정 체계의 대표성, 전문성 및 효율성

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

- 국민연금기금 지배구조의 특징은 최고의사결정기구인 기금위는 대표성을 강조하여 정부 및 가입자대표로 구성하고, 이로 인한 기금위의 상대적으로 낮은 전문성을 보완하기 위해 기금위 산하 실평위와 전문위원회를 운영한다는 점임. 이들 위원회의 구성 및 운영 등에 관한 역할과 책임 등은 위원회의 중요성에 따라 단계별로 국민연금법과 하위 시행령, 그리고 기금운용지침 등에 규정되어 있으며, 보건복지부장관은 기금운용에 관한 최종 책임을 지며, 보건복지부가 의사결정 체계 구축의 실행 주체임.
- 연기금의 지배구조는 다양한 형태가 존재할 수 있지만, 재정악화에 대한 대응 및 지속가능성 등의 관점에서 현재의 지배구조가 적정한지에 대한 검토는 지속적으로 이루어져야 하며, 그에 따른 지배구조 개편 역시 검토되어야 함. 또한, 현재 위원회가 표방하는 대표성과 전문성도 사회적 변화, 기금 규모의 증가, 대체투자 및 해외투자 확대에 따른 투자 포트폴리오의 다변화에 대응이 가능한 적정 수준인지에 대한 검토 역시 필요함.
- 현행 지배구조는 대표성을 강조하고 있으나, 현재 기금위의 위원 구성은 직접적인 이해당사자와 미래 세대의 의견이 공정하게 반영되지 못하고 있다는 문제는

지속적으로 제기되었으나, 지난 평가 이후 괄목할 만한 개선의 노력이 보이지 않음. 예를 들면, 근로자의 노조가입률이 14%에 불과함에도 근로자대표를 노조 중심으로 구성함으로써 젊은 세대 근로자나 사무직 근로자 등 절대 다수 근로자의 이해가 공정하게 반영되기를 기대하기는 어려운 구조임. 또한, 국민연금의 특성상 세대별로 이해관계가 첨예하게 달라질 수 있으나 현재 위원회 구성 규정은 연령, 세대, 성별 등 납입자의 대표성과 다양성을 반영하기 어려운 구조임.

- 기금위는 자산운용과 관련된 전문성이 요구되는 국민연금기금의 최고의사결정 기구이나, 그 전문성 개선의 필요성이 지속적으로 제기되어 왔음. 이를 반영하여 최근 국회에서 기금위의 전문성 강화를 위한 법안이 발의된 점은 긍정적인 점임. 하지만, 그 주요 내용이 전체 기금위 위원 가운데 일부를 차지하는 관계전문가 수를 확대하고 자격요건을 신설하는 내용이라는 점에서 전문성 강화에 미치는 효과는 제한적일 수 있어 전문성 강화를 위한 주무부처 차원에서의 보다 적극적인 노력이 필요함.
 - 캐나다 CPPIB는 최고의사결정기구인 이사회가 갖추어야 할 필요한 역량을 정의한 역량구성표(skills matrix)를 통해 연기금 운영과 관련한 전문성을 관리하고 있는 점을 참고할 필요가 있음. 네덜란드의 ABP는 위원회의 전문성을 강화하기 위해 이사회 및 위원회 구성원에게 지속적인 전문교육과 연수 프로그램(최신 투자전략 및 위험관리 기법)을 제공함.
 - 법 상 조직인 실평위는 기금위의 전문성을 보완하기 위해 설치된 위원회임에도 불구하고, 위원 구성에 있어 전문성과 함께 여전히 대표성이 반영되는 구조로 되어 있어 기금위의 전문성 보완이라는 측면에서 한계가 있음. 또한, 대표성 측면에서는 기금위와 중복되고 있음.
- 글로벌 연기금에서는 일반적으로 최고의사결정기구 산하에 자산운용과 관련한 전문적 의사결정을 위한 다수의 전문위원회를 설치·운영하고 있으며, 각 전문 위원회에는 각각의 전문성에 기반한 명확한 역할과 권한이 부여됨. 국민연금기금도 이와 같은 전문위원회 등을 설치·운영하는 의사결정체계를 구축하고 있음. 하지만, 다수의 위원회로 구성된 의사결정체계의 경우 각 위원회의 전문성, 적절성 그리고 효율성은 지속적으로 평가되고 개선되어야 함.
 - 네덜란드 ABP는 정기적으로 이사회 및 위원회의 성과를 평가하고 개선점을 도출하며, 이를 위원회 운영의 효율성과 전문성의 지속적 개선을 위해 활용한다는 점을 참고할 필요가 있음.

- 수책위가 전문성보다는 대표성이 강조된다는 지난 해 평가단의 의견을 반영하여, 9인 전원 가입자단체 추천에서 9인 중 3인을 전문가단체 추천으로 변경한 부분은 긍정적임. 이러한 개선에도 불구하고 여전히 수책위는 전문위원회로서의 전문성보다는 대표성을 기반하고 있음. 최고의사결정기구이고 대표성을 중심으로 구성된 기금위가 수책위로부터 필요로 하는 것은 주관적인 정치적·사회적 판단보다는 전문성에 기반한 장기적 주주가치 제고라는 책임투자 관점에서의 재무적 판단임. 이러한 측면에서 수책위의 전문성을 보다 강화하는 방안을 마련할 필요가 있음.
- 주요 위원회 조직과 관련하여 ‘제5차 국민연금 종합운영계획’ 과 ‘2023 국민연금재정계산 국민연금 기금운용 개선방향’ 보고서에 논의된 방안과 궤를 같이하여 국민연금기금의 양적 성장에 이어 기금운용의 질적 변화를 논의할 필요성이 있음.
- 전문성 보장을 위해 기금은 2020년부터 상근전문위원제를 도입하여 운영하고 있음. 상근전문위원의 위원회 위원 대상 주요 안건 사전설명, 신규 위촉위원을 위한 업무설명회 등을 통해 전문성을 향상시키고 정보비대칭성을 줄이고자 하는 점은 긍정적이지만, 전문위원회의 전문성을 향상시키기 위해 이용하고 있는 상근전문위원에 대한 성과평가를 포함하여 제도의 효과, 개선방향 등에 대한 평가가 필요하다는 것은 지속적으로 제기되는 사안임.
- 상근전문위원의 전문성을 향상시키기 위해 사용자, 근로자, 지역가입자로부터 복수 추천을 받는 방법으로 전환하고 수책위 위원을 전원 가입자 단체 추천에서 일부 위원을 전문가단체 추천으로 변경하는 등 전문위원회의 전문성 향상을 위해 노력하고 있으나, 그 효과는 상당히 제한적일 수 있어 전문성 향상을 위한 보다 적극적인 방안을 마련할 필요가 있음.
- 투자정책과 위험관리 및 성과보상에 대한 전문위원회인 투정위와 위성위의 경우 상근전문위원제도 도입 이후 외부전문가 숫자가 3인으로 축소됨으로 인해 ‘위원의 전문성’ 이 약화되었다는 과거 평가단 지적에 대한 점검이 필요함.
- 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 관점에서 상근전문위원에 대한 성과평가를 포함하여 선임 및 연임(1회 가능)에 관한 기준, 절차 등을 보다 명확하게 개선할 필요가 있음.
- 가입자단체가 복수 추천하고 주무부처가 선정과 임면, 연임을 결정하는 현행 체계는 상근전문위원의 독립성과 전문성 보장이라는 측면에서 제도적 한계가

있음. 이를 개선하기 위해서는 상근전문위원회에 대한 성과평가가 필요하며, 평가의 객관성을 위한 외부평가위원회 구성, 합리적인 보상체계 설계 등에 대해서도 고려할 필요가 있음.

- ‘배당정책 수립 및 임원보수한도 대상기업 선정 및 개선판단 기준’ 을 2023년에 개정하여, 2024년부터 시행 예정임. 2023년에는 수책위의 주주제안이 한 건도 없으며, 이는 수책위가 주주제안을 하기 이전에 기업들이 관련 사항을 개선하였기 때문임. 이러한 점들을 고려할 때 2024년부터 시행되는 ‘배당정책 수립 및 임원보수한도 대상기업 선정 및 개선판단 기준’ 은 향후 코리아 디스카운트 개념이나 기업밸류업 프로그램 등 정부의 정책에 일정 정도 기여할 수 있을 것으로 기대함.
- 기금의 위험관리 지배구조와 관련하여, 급변하는 시장상황 그리고 투자자산의 복잡성 등을 적절하게 반영할 수 있는 위험관리 체계 및 방안을 지속적으로 평가하고 개선할 필요가 있음.
 - 기금은 기금규모의 확대 그리고 대체투자의 확대에 따른 투자자산의 복잡성 증가로 인해 향후 다양한 위험에 노출될 수 있으며, 시장상황이 급변하는 경우 신속한 위험관리 의사결정이 필요할 수 있음. 이에 적절하고 신속하게 대응하기 위해서는 위험관리 지배구조의 적정성과 효율성에 대해 지속적인 평가와 개선이 필요함. 참고로, CPPIB는 외부자문그룹이 위험관리 지배구조, 위험관리, 내부 통제와 같은 시스템의 적정성과 효율성에 대해 독립적으로 자문하고 있음. 또한, 네덜란드 ABP는 위험관리와 관련한 정책결정 및 감독은 이사회가 담당하고, 집행은 투자전략과 정책을 수립하는 상임이사가 담당하고 있음. 이러한 체계는 급변하는 시장상황에서 위험관리와 관련한 신속한 의사결정이 가능하다는 장점이 있음.
 - 과거 평가단의 위성위와 리스크관리위 사이의 업무분장 권고에 따라 위성위는 위험관리에 대한 제언을 담당하고 리스크관리위는 위험관리 정책 및 위험한도 내 세부 실행방안 및 한도설정, 집행으로 구분하고 있음. 하지만, 위험관리 정책기구로서의 위성위의 실질적 수행 실적이 많지 않아 위성위의 위험관리와 성과보상 기능을 분리하는 것도 고려할 필요가 있음. 즉, 성과평가와 성과급 결정, 그리고 운용조직의 역량 및 운용기조에 가장 큰 영향을 미치는 기금운용 본부장의 임명 및 승계 과정에서 보상위원회 그리고 임직원의 인적자원관리 위원회 기능을 추가하여 위성위의 역할을 보다 강화하고, 리스크관리위는 위험관리의 정책과 집행기구로서의 역할을 담당하는 방안을 고려할 필요도 있음.

- 국민연금기금 운용규정 시행규칙(제44조의3)에 의해 설치된 지배구조개선 자문위원회는 소유분산기업 등의 바람직한 지배구조 방향의 제시, 의결권 행사 기준의 적정성 검토 및 합리적 개선, 스튜어드십 코드 이행 상황 점검, 자문 및 개선에 대한 의견을 제시하는 민간전문가로 구성된 기금운용본부 내 자문기구임. 지배구조개선 자문위원회의 잠재적 이해상충(conflict of interest)이 발생하지 않도록 주의를 기울여 대외적 신뢰성을 확보하여야 함.
- 2023년에 신설된 지배구조개선 자문위원회는 자문역할만을 담당하고 있지만, 국민연금기금의 의사결정에 영향을 미칠 가능성이 존재함. 참여하는 자문위원에게 이해상충과 관련한 엄격한 기준을 적용하거나 주주권 활동과 관련하여 일반 주주의 이익을 대변할 수 있는 외부위원들이 참여하는 방안을 고려하는 등 대외적 신뢰성을 확보하기 위해 노력하여야 함.
- 2023년도 기금운용 관련 위원회의 개최 현황을 살펴보면 각종 위원회의 회의 개최 실적은 전년도 수준을 유지하고 있는 것으로 파악됨. 구체적인 회의 개최 현황은 다음과 같음.

〈2023년도 기금운용 관련 위원회 개최 횟수〉

구 분	2023년	2022년	2021년	2020년	2019년
기금운용위원회	6	6	11	10	9
실무평가위원회	6	6	8	10	9
수탁자책임전문위원회	16	14	22	19	18
위험관리·성과보상전문위원회*	9	9	11	11	7
투자정책전문위원회	6	8	11	14	7
리스크관리위원회	5	5	5	8	4
대체투자위원회	7	6	13	13	15
대체투자소위원회	4	5	10	6	1
투자위원회	51	51	57	55	56

* 위험관리·성과보상전문위원회는 2019년까지 성과평가보상전문위원회

- 기금의 수탁위와 대체위는 2022년보다 위원회 개최 횟수가 소폭 증가하였으며, 투정위, 대체소위의 위원회 개최 횟수는 2022년보다 소폭 감소하였음. 대체위 개최 횟수는 2019년 이후 지속적으로 감소하는 추세를 보이고 있으며, 대체소위 역시 2020년 이후 개최 횟수가 감소하고 있음.
- 전반적으로 2023년도 한 해 기금운용에 수반되는 직·간접적인 모든 위원회 활동이 적절한 수준인지에 대해 평가하기는 어려움.

- 위성위는 리스크관리위와의 업무분장을 통해 위험관리관련 정책제언을 담당하고 있으며, 위험관리와 관련하여 2회의 위험관리현황을 보고 받았음. 이는 위성위가 위험관리와 관련된 정책조언 관련 활동이 활발한 것으로 보기에 어려운 수준임. 위성위와 리스크관리위 사이의 명확한 업무분장을 갖추기를 권장함.
- 회의 개최 횟수가 위원회 활동의 질적 수준을 담보하지 않으나, 수책위는 16회 개최, 심의 62건, 보고 21건으로 전반적으로 안전의 수가 많음. 특히 4회차 회의에서는 17건의 안전을 다루고 있음. 기금이 수책위의 회의록을 공개하지 않고 있다는 점과 제한된 시간에 다수의 안전이 논의되었다는 점을 감안한다면 개별 안전에 대해 충분히 검토되지 못할 가능성도 배제할 수 없음. 또한, 이러한 다수 안전이 상정된 회의의 경우 회의 과정에서의 논의와 토론을 통하여 참석위원의 전문성이 제고되는 학습효과도 기대하기 어려울 것으로 사료됨.

1.2. 자산운용 전담조직의 적정성

1.2.1. 자산운용 전담조직의 자율성과 책임성

주요 평가내용

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

○ 기금은 자산운용 전담조직인 기금운용본부의 인사, 예산 및 의사결정에 있어 공공기관으로서의 한계는 있으나, 관련법(공공기관운용법 및 국민연금법 등) 및 직제규정에 따라 독자적인 운용 권한을 부여하는 등 제도적으로는 전담 운용조직인 기금운용본부의 자율성과 독립성을 확보하기 위해 노력하고 있음. 하지만, 기금운용의 실태 및 관행을 살펴보면 자율성과 독립성이 충분히 확보되지 않은 것으로 평가됨.

- 기금운용본부의 예산 집행은 기금운용본부가 독립적으로 행사하는 것이 가능하지만, 예산 편성의 경우는 보건복지부가 공단 예산과 별도로 기금운용본부와 협의·조정 후 기획재정부에 제출하면 기획재정부 심의 후 국회의 심의·의결을 거쳐 확정되는 구조임. 또한, 기금운용본부가 소속된 공단은 기금관리형 준정부 기관이기 때문에 정부의 공공기관 정원 통제가 적용되고, 기금운용본부는 기금운용역 기본급 인상 논의 시 공단 내 여타 직군과의 보수 형평성도 고려해야

하는 상황임. 이러한 점을 감안하면 기금운용본부의 인력과 예산이 공단과 독립적으로 실행된다고 보기는 어려움.

- 기금운용본부장 선정 임원추천위원회의 독립성을 위해 공단 이사장은 추천 위원장 직무를 선임 비상임이사에게 사전에 위임하고 추천위원회에 참석하지 않고 있음. 이러한 관행을 포함한 법/제도 개선을 통해 공단 이사장과 독립된 임원추천위원회 구성을 고려할 필요가 있음.
- 기금운용본부장에 대한 인사·고과권은 공단 이사장에게 있고 공단 이사장의 선임권은 보건복지부에 있으므로, 결국 기금운용본부장은 보건복지부와 공단의 이중적 영향력 아래에 있는 구조임.
- 기금의 위험관리체계는 공단 내 이사장이 위원장인 리스크관리위가 투자집행 단계의 위험관리기구 역할을 담당하고, 기금운용본부 내의 전담조직인 리스크 관리부문이 리스크관리위를 지원하며, 이사장 직속의 준법감시인이 독립적인 내부통제를 수행하는 구조임. 따라서 운용 및 전략부서와 위험관리 전담조직은 전반적으로 양호하게 분리된 것으로 평가됨. 하지만, 위험관리 지배구조는 그 적절성과 효율성에 대해 지속적으로 평가하고 개선되어야 함.
- 현재 리스크관리부문장의 임명권과 기금운용본부장의 임명제청권은 공단 이사장이 가지고 있으며 리스크관리위의 위원장은 공단 이사장이 맡고 있어, 투자전략 및 운용부서와 리스크관리 부문이 완전히 독립되어 있다고 판단하기는 어려움. 참고로 캐나다 CPPIB는 재무및위험관리최고책임자(Chief Financial Risk Officer)가 재무 및 위험관련 업무를 담당하였으나, 2023년 기금의 규모 등을 고려하여 재무계획 수립, 가치평가 및 성과평가 등을 담당하는 재무담당최고책임자(Chief Financial Officer)와 기금의 글로벌 위험관리 기능을 담당하는 위험관리 담당최고책임자(Chief Risk Officer)를 각각 선임하여 독립적으로 운영하고 있음. 이러한 점을 국민연금기금에 참고하여 두 부문 간의 독립성을 보다 높이기 위해 지난 해 평가단에서 지적한 것과 같이 리스크관리위 위원장을 외부에서 선임하는 방안을 검토해 볼 필요가 있음.
- 기금의 성과평가는 그 객관성과 정확성 제고를 위해 기금운용본부 외부에 설치된 국민연금연구원과 외부의 전문 성과평가기관(2023년 FnGuide·Fn자산평가)을 선정하여 활용하고 있으며, 이들의 평가 결과는 위성위의 검토와 실평위 및 기금위를 통해 심의·의결되는 구조임.
- 조직의 자율성이 중요하긴 하나 리스크관리부문과 전략부문 간의 협업이 필요할 수 있음. 외환, 액티브위험관리 등 기금 내 공통된 입장이 바람직한 영역에서 양 부서 간 상이한 견해를 가진 부분이 있는 것으로 보임.

- 이상의 논의를 종합하면, 집행조직인 기금운용본부는 인사, 예산 및 의사결정에 있어 자율성과 독립성을 충분히 확보하고 있지 않은 것으로 평가됨.
- 집행조직인 기금운용본부에 부여된 본연의 역할을 충실히 수행하기 위해서는 기금운용본부의 독립성과 자율성이 실질적으로 보장되어야 함. 이를 위해서는 정부의 연기금 지배구조 개편을 위한 노력이 지속적으로 경주되어야 함. 이 과정에서 2023년에 작성된 ‘제5차 국민연금 종합운영계획’ 과 ‘2023 국민연금 재정계산 국민연금 기금운용 개선방향’ 보고서를 참고할 것을 권고함.
- 참고로, CalPERS는 Board Governance Policy에 따라 이사회와 위원회는 개별 투자부서의 의사결정에 관여할 수 없으며, 1992년 캘리포니아 주의 개정된 헌법에 따라 CalPERS의 이사회는 캘리포니아 주 내 다른 공적연금 이사회들과 함께 기금자산 운용과 예산집행 등에 있어서 주정부와 주의회로부터 자율권을 부여받음. 또한, CPPIB는 캐나다연금투자위원회법(CPPIB Act)에 따라 캐나다연금 기금의 투자를 위해 설립된 조직이며, CPPIB는 캐나다 연방정부 및 지방정부로부터 자율성과 독립성을 확보하고 있음. 이러한 독립성으로 인해 CPPIB는 기금운용 업무에만 충실할 수 있도록 지배구조를 유지·발전시키는 것과 과도한 위험을 부담하지 않으면서 장기 수익률을 극대화하는 것을 목표로 하고 있음. 이러한 점들은 국민연금기금이 자산운용 관련 전담조직의 예산 및 의사결정의 자율성과 독립성 측면에서 참고할 부분이 있음.

1.2.2. 전담조직의 전문성 및 효율성

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

- 2023년 말 기준 기금의 운용규모는 1,035.2조원인데 비하여 전담조직의 전체 인력(운용직과 사무직 포함)은 465명으로, 1인당 운용자산은 약 2.2조원에 달함. 2023년 한 해 동안 60명을 채용하였으나 이는 퇴사 등에 따른 결원인력에 대한 채용으로 실질적으로 정원에는 변동이 없어 기금운용의 인력 부족 문제는 해소되지 않고 있음. 그럼에도 불구하고 해외투자 확대를 위해 해외투자기획팀 신설, 의결권 행사에 대한 전문성을 강화하기 위해 기존의 주주권행사팀을 주주권행사1팀과

2팀으로 구분한 것은 긍정적으로 평가함. 또한, 기금수익률 제고를 위한 기금운용 인프라 개선을 위해 노력한 결과 2024년 기금운용직 50명 증원 확보 그리고 기금운용비 100억원 증액 역시 긍정적으로 평가함.

- 운용 인력에서의 적정 규모는 운용자산의 규모, 직접 또는 위탁운용 같은 자산운용 방식 등에 따라 달라짐. 이러한 요인을 고려하더라도 기금의 현재 1인당 운용 규모는 글로벌 연기금과 비교해 볼 때 높은 수준이며, 이를 위해서는 우수한 전담인력 확보를 위한 노력과 연구 환경 개선을 위한 노력이 필요함.

○ 자산운용 부분에서의 운용 인력 부족, 구인 어려움 등의 문제는 공단 및 기금운용 본부의 지방 이전 이후 지속적으로 제기되고 있으며, 주무부처와 기금의 노력으로 2024년 기금운용본부 인력 증원(50명) 등 양적인 측면에서는 개선되고 있다는 점은 긍정적으로 평가되나, 여전히 운용 인력의 질적 향상을 위한 다양한 노력이 필요함.

- 기금의 규모와 자산 및 운용 전략에서의 복잡성 증가는 질적으로 우수한 전문 인력의 확보를 필수적으로 요구함. 이를 위해 정부와 공단은 외부로부터 질적으로 우수한 인력 확충을 위해 더욱 노력할 필요가 있음.

- 이와 더불어 기금은 현재 “국민연금 기금인”, “기금운용 전문인” 그리고 “글로벌 리더” 라는 교육전략 하에 진행되고 있는 다양한 교육에 대한 성과 평가를 통해 교육의 효과를 측정하고 및 이를 운용직의 성과급에 반영하는 등 체계적인 인사관리를 통해 우수한 운용인력을 내부적으로 양성할 수 있는 체계를 정립하는 등의 노력이 필요함.

- 보건복지부와 기금운용본부의 노력으로 해외사무소(2024년 7월 샌프란시스코)의 추가 설치를 통해 새로운 투자기회 발굴에 기여할 수 있다는 점은 긍정적으로 평가함. 기금이 글로벌 연기금과 비견하는 성과를 창출하기 위해서는 높은 성과를 보인 해외 전문가를 적극적으로 영입할 필요가 있으며, 이를 위해서는 합당한 보수, 권한을 제공할 수 있도록 규정이 변경될 필요가 있음. 2024년 1월 세계적인 인재 영입 등을 위해 과기부 산하 출연연구원이 공공기관 지정에서 벗어나 과기부의 별도 관리를 받은 선례가 있음. 주무부처와 기금운용본부는 이를 참고하여 우수한 인재 유치에 위한 자율성을 확보하기 위해 관계기관과 협조할 필요가 있음.

- 해외사무소에서 근무할 수 있는 운용직의 숫자가 제한된 상황에서 운용수익률의 증가라는 목표 하에 자산군별 비용편익분석을 통해 자산군별 해외사무소 근무의 순위를 결정하고, 이를 기반으로 한 효율적 해외사무소 운영이 필요함. 또한,

해외사무소 개설과 관련하여 해외투자 거점의 기회비용을 고려할 필요가 있으며, 해외투자 거점의 기회비용은 해외투자 거점을 가진 자산운용사나 ETF에 위탁 운용을 하는 것임.

- 국민연금연구원은 현재 연금제도, 기금정책 및 평가 등의 한 축을 담당하고 있음. 향후 기금이 기준포트폴리오를 도입할 경우 ALM기반의 자산배분 프로세스 확립, 지배구조 개선 등에 대한 연구가 추가적으로 필요함. 또한, 기금은 전반적인 자산운용 체계의 선진화를 위해 통합포트폴리오 운영체계(TPA) 도입을 고려하고 있음. TPA는 더 높은 초과수익 창출이 가능한 부분에 더 많은 자원을 배분하는 구조로, 초과수익을 추구하고 관리하는 과정에 많은 연구가 필요함. 이를 위해 국민연금연구원을 싱크탱크로 활용하는 방법을 검토할 필요가 있음.
- 기금운용본부와 마찬가지로 국민연금연구원 역시 지방 이전 등으로 인한 기존 연구인력의 이탈과 우수한 신규 연구인력을 채용하는데 어려움이 있음. 이를 해결하기 위해서는 기금운용본부 운용직 충원을 위한 주무부처와 공단의 노력과 더불어 국민연금연구원의 전문 연구인력에 대한 보상 수준 및 처우 개선 등 다양한 방법을 모색할 필요가 있음.
- 기금은 전담인력에 대한 성과와 연계한 기본급 그리고 성과 창출 동기를 부여하기 위한 보상체계를 마련하고 있음. 세부적으로 기금위는 기금 전체에 대한 목표 IR과 목표액티브위험을 설정하여 목표초과수익률을 부여하고, 기금운용본부는 기금의 전체 목표를 자산군별·부서별·팀원별로 배분하고 목표관리제(MBO)의 결과에 따라 기본급 조정, 성과급 산정 및 승진과 재계약에 활용하는 체계를 구축하고 있음.
- 목표초과수익률을 산출하기 위한 목표 IR과 목표액티브위험은 기금위의 정책적인 판단에 의해 부여되고 있으며, 2007년 이후 현재까지 초과수익률이 목표초과 수익률을 상회한 경우가 4회에 그치고 있음. 이러한 점을 고려하면 성과 동기를 부여하기 위해 설정한 보상체계의 핵심인 목표초과수익률을 결정할 때, 기금의 정책방향, 액티브/패시브 비중, 자산배분 비중이 연동될 수 있는 방안을 고려할 필요가 있음.
- 자산운용과 관련된 활동은 목표를 달성하고 그 달성도에 따른 성과급을 지급하는 일련의 과정임. 이런 측면에서 볼 때, 목표액티브위험에 따른 목표초과수익률을 설정하고 이에 따른 성과평가를 한다는 것은 기금이 액티브운용을 기반으로 한다는 것임. 이를 위해서 기금은 위험예산제도에 따라 목표액티브위험을 자산운용과정에서 전략적이고 목표지향적으로 설정하고, 이렇게 설정된 목표

액티브위험에 부합하는 적정IR 수준을 목표로 하여야 하며, 이를 바탕으로 성과급이 산정되는 보상체계를 설정할 필요가 있음.

- 한편, 원/달러 환율 전망을 위해 주요국 간 금리차, 성장률 격차, 실질실효환율 등 다양한 거시변수를 활용한다는 점은 전략적 자산배분에서 환헤지비용 반영과 외환수익률을 0으로 가정한다는 점과 상충되는 부분이 있음. 즉, 해외자산들의 기대수익률을 정의하면서 환헤지 비용을 더하는 방식과 금리차를 이용한 외환 전술적 자산배분(TAA)은 정확히 부호가 반대인 점을 유념할 필요가 있음.
- 성과급체계는 장기 평가의 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.
 - 위성위에 의해 총량으로 결정되는 당해 연도 성과급을 운용역 개인으로 배분하는 과정은 기금운용본부장 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.
- 투자위, 대체(소)투자위 운영을 통한 세부 투자의사결정이 독립적으로 수행되고 있으며, 리스크관리위를 통한 위험관리, 그리고 증권리스크관리실과 국민연금 연구원을 통한 성과평가의 독립적 수행 등 체계적인 의사결정과정의 수립된 것으로 판단됨.
 - 다만, 다수의 위원회와 단계를 거치는 의사결정과정은 시장환경의 급박한 변화에 대해 신속하게 대응이 필요한 상황에서 의사결정의 지연을 초래할 수 있음을 유념해야 함.

(2) 자산운용 정책

2.1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성

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

- 기금은 국민의 노후생활을 보장하기 위한 연금급여의 안정적 지급을 목표로 하는 연금성 기금의 특성을 가지고 있지만 재정목표 미비 등으로 자산부채종합관리(ALM)에 의한 기금운용이 이루어지고 있지 않은 채 여전히 자산 측면만을 고려한 기금운용(Asset only) 방식으로 운용되고 있음.
- ALM의 핵심은 기금운용 포트폴리오와 연금 부채 간 상관관계를 감안하여 최적 자산배분(efficient frontier)을 도출하고, 위험-수익 특성에 부합하는 현실적인 목표수익률과 자산구성을 모색하는 데 있음. 따라서 구체적인 재정목표가 부재하더라도 다양한 시나리오를 상정한 민감도 분석을 통해 장기적으로 건전하고 안정적인 포트폴리오를 구축해 나가는 작업이 필요함.
- 현재 기금은 ALM 분석을 통해 국민연금 재정에 미치는 중기자산배분의 영향을 사전적 및 사후적으로 검토하고 있음. 하지만, 이 과정에서 잠재부채 혹은 미래 현금흐름을 명시적으로 고려하지 못하는 단점을 가지고 있어 이를 보완할 필요가 있음.
- 연금성 기금은 전략적 자산배분을 도출하기 위해 연금부채의 규모와 연금관련 제도의 특성을 고려하여야 하지만, 국민연금기금의 전략적 자산배분의 경우 이러한 특성이 반영되지 않고 있어, 그 적정성을 판단하기 어려움.
- ‘제5차 국민연금 종합운용계획’ 보고서에 제시된 향후 재정 전망에 대한 다양한 분석을 ALM에 고려할 필요가 있으며, 또한, 보고서에 나타난 해외 사례를 바탕으로 ALM결과에 대한 강건성 검토가 가능하다는 점에 대한 고려가 필요함.

- 현재 5년마다 시행되는 재정재계산을 통해 국민연금기금의 장기적 기금운용에 대한 방향성을 검토하는 노력이 지속될 필요가 있음. 장기 투자 시계에서 기금의 목표수익률과 위험감내도를 반영하는 기준포트폴리오 체계를 2025년부터 도입하는 것은 긍정적으로 평가됨.
- 현재 중장기 자산배분의 투자 시계(investment horizon)는 5년으로 설정되어 있어 국민연금의 제도 시계와는 상당한 괴리가 있음. 참고로 글로벌 연기금인 캐나다 CPPIB는 수석보험계리국(Office of the Chief Actuary)에 의해 3년마다 CPPI의 재무적 지속가능성을 평가하며, 미국 CalPERS의 경우 4년마다 ALM을 통해 기금의 재무적 지속가능성을 평가하고 있음. 또한, 캐나다 CPPIB는 향후 75년 동안의 재무적 지속가능성을 평가하며, 일본 GPIF는 100년 후 총급여 1년치 규모의 지불준비금을 보유하도록 규정하고 있다는 점을 참고할 필요가 있음.
- 기금은 2024년 기금위 의결을 통해 2025년 기준 포트폴리오(Reference Portfolio)를 도입할 예정임. 기준포트폴리오는 ALM을 통한 장기자산배분안 도출, 장기 목표수익률과 위험 수준 도출 등에 활용될 수 있으며, Policy Portfolio도 time-horizon이 20년에 달하는 점을 감안하면 기준포트폴리오 도입 이후에도 ALM의 활용은 여전히 필요함.
- 기금에 의하면, 향후 2060년 내외에 기금 소진이 예상되고 있으며, 이러한 기금 소진에 대한 시나리오를 포함한 다양한 분석을 통해 적정 목표수익률을 포함하여 기금의 지속가능성을 향상시키기 위한 노력이 필요함. 기금 고갈 가능성은 단순히 자산운용 차원을 넘어, 조직 설계와 인력 운용, 해외 인프라 투자 등 경영 전반에 걸쳐 면밀히 고려되어야 할 중대한 요인으로, 자본투자나 인력 확충의 경우 향후 재정여건 변화에 따른 유연한 조정 메커니즘을 장기적으로 검토할 필요가 있음.
- 기금은 위험한도 내에서 수익을 최대화하고, 시장충격을 고려한 미래 급여재원 확보방안을 사전에 강구하는 것을 목적으로 분산투자를 실행하고 있음. 중기 자산배분에서 기금의 안정성, 수익성 제고를 위해 해외투자, 대체투자 확대 등 투자 다변화 기조를 계속 유지하고 있음.
- CalPERS와 CPPIB의 사례를 참조하여 다양한 측면에서의 분산투자도 고려할 것을 권고함. 이를 통해 장기수익률 제고 및 위험 분산의 관점에서 적극적인 투자 다변화 전략을 지속적으로 강화해 나갈 필요가 있음.

- 적극적으로 대체투자와 해외투자를 확대하고자 하는 운용 방향은 장기적 관점에서 기금의 운용 목표를 달성하기 위한 기금의 장기운용전략의 일환임. 장기적 관점에서 이루어지는 기금운용본부의 투자 의사결정이 정부의 단기적인 시장 활성화 정책이나 특정 이익집단의 요구로부터 영향을 받지 않는 자율성과 독립성을 보장하기 위한 정부 차원의 적극적인 노력이 요구됨.
- 외환 포지션 관리와 외환 TAA 수행에도 불구하고, 목표 비중과 위험기여도 산출을 보다 정교화할 필요가 있음. 외환 요인을 다른 자산군 성과에 복합적으로 반영할 것인지 아니면 외환 포트폴리오를 독립적으로 분리하여 관리할 것인지 등 운용전략실과 리스크관리실 간에 외환 전략에 대한 분석 등 역할 정립을 보다 정교하게 설정할 필요가 있음.
- 중기자산배분안 수립 시 기금운용위원회는 전략적 환헤지 비율의 적정성을 검토하되, 장기 외환 수익률을 '0'으로 가정하고 외화자산 비중 변화에 따른 적정 헤지비율을 매년 점검하고 있음. 이는 해외자산 기대수익률 산출 시 헤지 비용을 명시적으로 반영하는 것과 일관되지 않는 측면이 있음. 기대 수익률은 기금에서 활용하는 MVO에 큰 영향을 미칠 수 있다는 점을 감안할 때, 목표수익률, 기대수익률 등의 산출과정에서 외환 요인을 반영하는 방법을 보다 정교하게 설정할 필요성이 있음. 이와 동시에 전술적 외환 포지션 관리에 있어서도 국민연금기금의 역량을 보다 향상시키고자 하는 노력이 필요함.
- 전략적 자산배분에 해당하는 국민연금기금의 중기자산배분에 사용되는 목표 수익률은 실질경제성장률 + 소비자물가상승률 ± 조정치로 구성되며, 허용위험 한도는 조건부 극단손실(95% 신뢰수준에서 발생 가능한 기대손실을 초과하는 손실 부분의 조건부 기댓값)을 -15% 이내로 설정하고 있음.
- 실제 운용 시 위험한도는 전략적 자산배분의 체계적 위험과 목표액티브위험을 바탕으로 총위험 및 각종 위험을 배정하는 위험예산제도를 실행하고 있음. 다만, 목표수익률에서 조정치 설정에 대한 논리적이고 체계적인 도출과정을 정립할 필요가 있음.
- 기금은 현실적인 목표초과수익률을 설정하고 있으며, 전략적 자산배분안은 중기자산배분에 사용하는 목표수익률과 위험허용한도를 바탕으로 도출하고 있음.
- 기금은 2025년 기준 포트폴리오 도입을 준비하면서, 기준포트폴리오 설정, 기회비용모델, 대체투자 BM 설정, 포트폴리오 관리체계, 액티브 프로그램, 성과평가 체계 등 다양한 부분에 대해서 검토하고 있는 점은 상당히 긍정적임.

이 과정에서 목표수익률과 허용위험한도를 고려하여 보다 정교한 전략적자산 배분안을 도출할 것을 권고함.

- 기대수익률은 자산군별로 설정되어 있으며, 기금이 활용하고 있는 MVO는 기대수익률에 민감하게 반응하는 특징을 가지고 있음. 다만, 기금의 목표수익률과 기대수익률에 대한 설정은 중장기적 관점에서 주기적인 검토와 그 과정에서 논리적 근거를 보완할 고려할 필요가 있음.
- 기금의 목표수익률은 경제성장률을 대입하는 방식을 사용하고 있는데, 이러한 방식은 자본수익률, 실질이자율, 경제장기성장이론 등에 대한 심도 있는 고찰이 필요함. 다만, 기준포트폴리오 도입을 통한 국민연금기금의 운용체계 전환이 예정되어 있으며, 국민연금의 새로운 목표수익률을 정의하는 과정에서 상기 사항을 고려하고, 필요시 이를 반영할 필요가 있음.
- 기금에서 제시한 기회비용모형은 다음 회귀분석 프로세스에 기반함: ① 자산군 수익률 = $a + b_0 \cdot \text{해외주식 수익률} + \text{통제변수} + e$ (여기서 통제변수를 사용하는지도 불투명함). ② b_0 를 주식에 대한 비중으로 그리고 채권에 대한 비중은 $1-b_0$ 로 정의함. ③ b_0 와 $1-b_0$ 를 기준으로 자산군의 기회비용을 채권수익률 + $b_0 \cdot (\text{해외주식수익률} - \text{채권수익률})$ 로 정의. ④ 액티브 프로그램 투자집행에 따른 전체 포트폴리오의 위험은 각 프로그램이 기회비용 벤치마크의 주식과 채권의 비중으로 투자재원을 조달하게 함으로써 관리함.
- 기금은 “전 자산군이 주식-채권의 기회비용으로 환산됨에 따라 기금운용의 장기적 방향 설정이 가능하며, 통합포트폴리오 차원에서 위험관리가 가능”하다는 입장에서 기회비용모형을 사용할 계획이므로, 기회비용모형에 의해 도출된 결과는 국민연금기금의 성과평가와 향후 통합포트폴리오 기반 조직설계에 많은 영향을 미치므로 기회비용모형을 지속적으로 점검하여 업데이트할 필요가 있음.
- 기회비용모형에 대한 지속적 점검은 전문성이 높고 민간용역업체 대비 비용 효율적인 국민연금연구원과 투자정책자문위원회에 속한 업계 및 학계 전문가를 활용하는 것이 효과적일 수 있음. 다른 대안은 기금 운용전략실과 국민연금 연구원에서 자산운용에 대한 전반적인 과정을 이해하고, 전문성이 있는 박사급 인력을 채용하는 것도 하나의 방법임.
- 기금은 중장기자산의 기준수익률을 자산군별로 해당 시장의 대표 지수를 사전적으로 설정하고, 이를 기금운용지침에 명시하였음. 이를 기반으로 자산군별 운용의 방향성을 제시하고, 성과평가의 지표로도 활용함.

- 전체자산의 기준수익률은 자산군별 전략적 자산배분 비중과 자산군별 기준 수익률(벤치마크)을 곱하여 상향식으로 산출하고, 개별 자산군의 벤치마크를 기금운용지침에 설정하여, 이를 바탕으로 기금운용본부에 목표를 부여함.
 - 기준수익률이 갖추어야 할 기본적 특성은 명확성, 투자가능성, 측정가능성, 적정성, 대표성 등으로 정의되며, 기금의 전통적 자산군에 대한 기준수익률은 이러한 특성을 전반적으로 충족하고 있음.
 - 대체투자의 경우 해외비중이 지속적으로 확대됨에 따라 중기자산배분 수립 시 세부자산군 분류체계를 국내/해외 구분 없이 투자자산 특성별로 변경함에 따라 대체투자의 기준수익률은 국내/해외 구분 없이 대체투자 유형에 따라 설정되어 있음.
 - 대체투자의 유형에 대한 분류 수준은 세부 투자유형의 성과 측정과 기준수익률의 설정에 영향을 미칠 수 있음. 따라서, 현재의 자산군 중심의 운용체계에서는 합리적이고 효율적인 기준수익률의 설정이 중요함. 또한, 2023년 기준포트폴리오 도입을 위한 TF 운영 및 대체투자 세부 자산군별 BM 점검 및 적정성 검토 등의 성과는 긍정적임. 이러한 과정에서 기준수익률의 적정성에 대한 지속적인 분석과 평가를 통해 합리적인 성과평가의 기준과 방안을 마련할 필요성이 있음.
 - 향후 기준포트폴리오를 도입하여 국내외 모든 대체투자 자산군을 해외주식과 국내채권만으로(2팩터로) 분리할 계획이며, 이 경우 발생할 수 있는 공분산의 차원 문제와 연관된 위험관리 이슈를 명확히 할 필요가 있음. 공분산 산출과 위험관리에 2팩터 모형 사용 계획은 운용전략실뿐만 아니라 리스크관리부문 등 유관부서에서 함께 검토할 필요가 있음.
- 기금은 예측가능한 위험을 기금운용지침, 국민연금기금운용규정, 리스크관리 지침 등에 정의하고, 위험유형별 위험관리를 수행하고 있음.
- 기금의 안정성과 수익성에 영향을 미칠 수 있는 위험 유형을 5개(시장위험, 신용위험, 유동성위험, 운영위험, 법규위험)로 분류하고, 세부관리는 자산운용 위험관리와 운영위험관리 부분으로 나누어 관리함.
 - 금융자산 전체의 위험한도(총위험한도, 총액티브위험한도) 및 자산군별 위험 한도는 리스크관리위가 결정하며, 총위험한도는 시장위험한도, 신용위험한도 그리고 대체투자자산위험한도로 구분하여 관리하고 총위험한도 외에 별도로 액티브위험한도를 관리함.

- 총위험한도는 리스크관리위와 투자위에서 관리하며, 액티브위험한도는 투자위가 관리를 담당하고 있음. 그리고 자산군별 위험관리 기준을 수립하여 관리하고 있음. 다만, 시장위험, 신용위험 등 5가지 위험 유형 가운데 유동성위험 관리 방법은 향후 기금 적립금이 줄어드는 시기에 대비하여 보다 구체적으로 설정할 필요성이 있음.

2.2. 투자실행과정의 적정성

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

○ 기금의 위탁운용 체계는 기금위에 의한 정책 수립과 기금운용본부에 의한 실행이 분리된 구조로, 기금위는 매년 자산군별로 위탁운용의 목표 범위를 설정하고 기금운용본부는 그 제약 하에서 직접과 위탁운용의 비중을 결정함. 이러한 위탁운용체계는 목표초과수익률 달성을 위한 액티브운용 정책의 일환으로 이해할 수 있음. 다만, 목표위탁비중의 범위 설정 등이 기금의 전술적 활동에 미치는 영향을 주기적으로 검토하고 필요 시 개선하는 노력을 지속하여야 함.

- 기금운용본부의 위탁운용비중은 기금위가 정한 목표위탁비중 범위 안에서 자산군별 운용부서에서 시장상황 등을 고려하여 자율적으로 결정함. 하지만, 위탁운용의 비용 대비 효율성과 직접운용의 기회비용을 분석하는 등 자금배분 기준을 보다 정교하게 설정하고 이를 기반으로 위탁비중을 결정할 필요가 있음. 또한, 기금위에서 목표 위탁비중을 설정하는 것은 알파 창출을 위한 전술적 활동에 일종의 제한을 가할 가능성을 존재하기 때문에 이에 대한 지속적이고 주기적인 검토를 수행할 필요가 있음.
- 기금운용본부는 위탁운용 관리에 중점을 둘 것인지 아니면 직접운용을 주로 하고 부족한 내부 역량의 경우 예외적 위탁운용을 가져갈 것인지에 대한 성격 규정이 필요하며, 이에 따라 인력 충원 및 조직에 대한 정비도 고려해야 함. 참고로,

CalPERS에서 내부운용은 비용 효율성, 투자 유연성 제고, 전략적 자산배분 이행 등을 목표로 하며, 외부운용은 전문성이 요구되는 영역에서의 초과수익 추구를 목적으로 하고 있음. 또한, CPPIB는 내부와 외부운용이 비슷한 역량을 가지는 경우 내부운용을 활용하며, 외부운용이 비용대비 우수한 위험조정수익률을 창출할 수 있고 효과적인 내부운용이 가능하지 않은 특유의 액티브 전략 (distinctive active strategy)을 가지고 있는 경우에만 외부운용을 활용하고 있음. 또한, 일본 GPIF는 위탁운용의 비중이 93.13%로 위탁운용을 위주로 운영되며, 그로 인해 2023년 4월 기준 12명의 임원과 160명(시간제 직원 제외)의 직원으로 운용하고 있음.

- 기금은 자산별 위탁운용사 선정 및 관리기준에 따라 위탁운용사를 선정 및 평가, 위탁자산 사후관리 등을 수행하고 있으며, 전반적으로 외부 위탁기관의 선정 기준과 절차, 자금배분 및 사후관리 프로세스는 양호하게 설정되어 있으며, 기금운용규정에 위탁기관 선정기준이 명시되어 있음.
 - 국내 주식과 채권의 위탁운용사 선정 기준은 1차 제안서 심사(정성평가와 정량평가)와 정성평가만으로 이루어진 2차 구술평가로 구성되어 있음. 해외주식과 채권 그리고 멀티에셋의 경우도 유사하게 정성평가과 정량평가로 이루어진 1차 제안서 심사와 구술평가만으로 이루어지는 2차 구술심사로 구성되어 있음. 기금은 위탁운용사 선정과정에서 책임투자의 내실화를 위해 책임투자 관련 가점을 강화하도록 규정을 개정하였음. 전반적으로 국내 및 해외 대체투자에서도 세부항목 및 배점은 다르지만 유사한 형태의 심사기준을 마련하고 있음. 세부 자산별 위탁운용사 선정 및 관리기준에 따라 자금을 배분하고 있음. 일본 GPIF의 경우 위탁운용사로부터 수탁기관별로 스튜어드십 보고서를 수령하여 공개하고 있음. 국민연금기금의 책임활동의 내실화 등을 위해 GPIF의 사례를 참고할 필요가 있음.
 - 자산군 특성 및 시장 그리고 운용부서의 상황 등을 고려하여, 이벤트성으로 실시되는 위탁운용사 선정방식에 더하여 수시 지원을 통한 개별 심사 방식을 활용할 필요가 있음.
- 기금에서는 내부운용의 비용을 계산할 때에는 기회비용을 명시적으로 반영해야 할 필요가 있음. 예를 들어 해외사무소를 관리하며 내부운용을 하는 대신 해외 사무소를 가진 자산운용사를 활용하면서 발생하는 비용을 비교해야 하며, 패시브와 액티브 운용 비중 결정에서도 직접과 위탁운용 기회비용을 함께 고려해야 함. 즉, “직접 패시브“, “직접 액티브“, “위탁 패시브“, “위탁 액티브“를 체계적으로 비교할 수 있어야 함.

- 국민연금기금은 패시브는 직접, 액티브는 위탁 기조를 추구하고 있는데 기회 비용을 고려하면 오히려 패시브는 저렴한 인덱스펀드(ETF 포함)를 활용한 위탁투자가, 액티브는 적절한 직접투자(특히, 대체투자)가 우월할 가능성이 높음.
- 기금은 대체투자의 비중을 확대하는 한편 투자자산의 다각화 및 투자전략의 다변화를 통해 운용성과를 제고하고자 함. 해외 대체투자의 경우 사전적 실사를 통해 운용사의 공정가치 평가능력을 검증하고 있으나, 해외 대체투자 위탁운용의 경우 공정가치평가 보고서 등 자료를 확보하여 사후관리를 보다 강화할 필요가 있음. 현재의 NAV 변화 모니터링을 포함하여 운용사 미팅, 시장 동향정보 수집, 보고서 등의 상세 수집, LP 교류 등을 통해 위탁운용사를 포함한 해외 대체 투자에 대한 사후관리를 보다 내실화할 필요가 있음.
- 국민연금기금운용규정(제79조)에서는 위탁기관의 선정과 기관별 거래한도 부여 등에 대해 규정하고 있으며, 시행규칙(제62조)에서 거래금융기관의 기본요건 및 선정 등과 관련한 사항을 정하고 있음.
 - 기금은 자산별 거래가능한 금융기관 풀 선정 및 관리 기준에 따라 거래 증권사 선정 및 관리 등을 수행하고 있음. 먼저 증권리스크관리실은 거래가능 금융기관 풀을 선정하고, 각 운용부서는 반기(분기)별로 거래가능 금융기관을 풀 가운데 선정하며, 등급별 거래약정한도를 설정하고 거래함. 이러한 사항들이 세부 자산별로 구체적으로 평가항목 및 배점, 선정위원회 구성 및 최종 선정절차 등이 규정되어 있음.
 - 거래증권사 선정 시 매매기여도항목을 통해 매매결과를 평가하며, 이를 계산하기 위한 핵심지표는 VWAP(value weighted average price)을 사용함. 하지만, 국민연금 기금의 경우 VWAP은 기금의 과거 및 현재 거래량에 영향을 받을 수 있어 이를 보완할 수 있는 방안을 고려할 필요가 있음.
- 기금은 중장기 운용 방향으로 해외투자 및 대체투자 중심의 투자 다변화를 설정하고 이를 중장기 자산배분 및 연간 기금운용계획에 반영하여 추진 중임. 2023년 말 기준 기금의 해외투자비중(해외주식, 해외채권, 해외대체투자)은 51.5%이며, 대체투자비중(국내와 해외대체투자)은 15.9%임.
 - 2022년 대비 대체투자 비중은 소폭 하락하였으나, 새로운 투자대상 발굴을 위한 대체투자 내 프로그램 신설 그리고 소규모 투자 절차 간소화 등 대체투자 증가를 통한 투자 다변화 노력은 긍정적임.

- 기금의 수익성과 안정성 제고를 위해 해외투자종합계획(2020~2024)을 수립하고 지속적으로 추진 중이며, 그에 따른 해외투자와 대체투자 확대 그리고 투자다변화를 지속적으로 추진하고 있음. 2024년 하반기에 해외투자종합계획(2025~2029) 추진계획을 기금위에 보고할 예정임. 또한, 기금운용 수익률 제고를 위한 인프라 개선방안을 마련하고, 이를 통해 2024년 기금운용직 정원 50명 증원하고, 해외사무소 추가 개설(샌프란시스코)할 예정임.
- 해외사무소의 경우에도 비용대비 효과를 분석하는 것이 중요함. 이를 위해, 전체 비용을 고정비용과 변동비용으로 구분하여 각 세부자산군 별 운용비용으로 계상할 수 있는 적절한 시스템을 갖추는 것이 필요함. 더불어, 국민연금 고갈 및 축소 시점에 대비하여 해외사무소 등의 투자는 어떻게 조절할 것인지에 대한 대책도 장기적으로 고려할 필요가 있음.
- 대체투자의 기대수익률은 변동성과 상관계수 등과 함께 중기자산배분 시 활용하고 있으나, 기대수익률의 결정에 적용되는 비유동성프리미엄, 신용프리미엄 등의 정합성에 대한 주기적 검토 및 업데이트가 필요함. 구체적으로 대체투자의 경우 기대수익률은 CMA를 사용하고 있는 점은 긍정적이나 비유동성프리미엄 1%과 신용프리미엄 1.5%의 경우 2017년 수행한 연구용역에 기반하고 있어 업데이트가 필요함.
- 해외사무소는 선택과 집중이 필요할 수 있음. 해외 연기금 및 국내 타 기관의 사례, 비용-편익분석 등을 통해 적절한 인력구성과 인력 규모를 산출해야 함. 또한, 전통자산 리서치보다는 대체투자 관련 인력의 해외사무소 주재가 바람직할 수 있음. 해외사무소를 통해 24시간 글로벌 트레이딩, 현지 시장에 대한 분석력 강화 등의 장점을 누릴 수도 있지만 이러한 장점을 충분히 누리기 위해서는 본사에 관련 인프라와 프로세스, 즉 클라우드 기반의 정보처리 시스템과 상시 모니터링 프로세스 구축이 선행될 필요가 있으며, 이후에 필요에 따라 리서치 인력 파견으로 해외사무소의 역량을 단계적으로 강화하는 방안도 고려할 필요가 있음.
- 기대수익률에 대한 전반적인 점검이 필요할 수 있음. 기대수익률은 전략적자산 배분안 등의 결정에도 영향을 미치기 때문에 기대수익률을 어떻게 정의하는지 매우 중요함. 또한, 기금이 활용하는 MVO의 경우 기대수익률에 매우 민감하게 반응한다는 특징을 가지고 있음. 기금의 기대수익률의 논리적 완결성을 보다 향상시키기 위해 글로벌 IB의 방식을 참고할 필요가 있음.
- 주식의 기대수익률을 과거배당율 평균과 향후 경제성장률의 합으로 가정하고 자산배분을 하는 것보다 Building block methods, internal CMA, external

CMA를 적절히 결합하여 기대수익률을 설정할 필요가 있음. 채권도 크게 다르지 않음.

- 기금에서 제시한 대체투자 기대수익률도 보다 고도화를 위한 노력이 필요함. 예를 들어, 대체투자는 세부자산군의 구별 없이 GDP growth를 모두 yield growth의 대응치로 사용하고 있으나, 보다 논리적이고 실무에서도 많이 활용하는 방법을 참고할 필요가 있음. 글로벌 IB의 building block methods를 참고하는 것도 필요함.
- 장기적 성과제고의 관점에서 국민연금기금은 국민연금법, 기금운용지침, 수탁자 책임 활동에 관한 원칙 등에 근거하여 관련 조직 및 절차를 마련하고 있으며, 기금운용본부 수탁자책임실에서 전반적인 책임투자 활동 및 의결권·주주권 행사를 전담하고 있음.
- 2023년에는 의결권 행사에 대한 전문성을 강화하기 위해 기존의 주주권행사팀을 주주권행사1팀과 2팀으로 구분하였음. ESG 평가대상을 구체화하기 위해 지표명과 평가기준을 명확히 하는 등 ESG 평가체계를 개선하였으며, 해외주식 패시브 직접운용에서는 매매실행 시 ESG 정보를 고려하고 있음. 또한, 2023년 자산운용 비중이나 운용수익률 측면에서 ESG 투자성과는 양호한 것으로 판단됨.
- 기금위는 석탄채굴 및 발전사업에 대한 투자제한전략을 도입할 것을 결정하고 탈석탄 운용정책을 선언함(2021년 5월). 이에 따른 단계적 시행방안 마련을 추진하고 있으나, 지속적으로 제기되는 사안임에도 불구하고 국내 관련 산업의 부담 등을 고려하여 그 이행이 지연되고 있음. 탈석탄 및 투자제한전략에 대한 기금의 입장이 조속히 확정되어야 함. 캐나다 CPPIB는 지속가능투자를 위해 net zero, 기후변화에 따른 위험을 고려하고 있는 상황에서 국민연금기금의 보다 적극적인 ESG전략에 대한 이행이 필요함.
- 국민연금기금의 주주권 행사에 있어 주주권 행사에 대한 구체적인 방향과 수탁위의 활동에 대한 회의내용을 공개하는 등 대외 커뮤니케이션을 적극적으로 추진하여 대외적으로 투명성, 공정성 등을 확보할 필요가 있음. 이러한 점에서 2023년 12월 발족한 지배구조개선 자문위원회의 운영 시 이해충돌이 발생하지 않도록 주의를 기울여 대외적 신뢰성을 확보해야 함.
- 기금은 ESG 투자, ESG 추진전략 마련 등 책임투자과 관련된 다양한 노력을 하고 있으나, 이러한 책임투자 추진의 목적이 주주가치 제고를 통한 장기적인 기금운용 성과 제고라는 점을 다양한 이해관계자에게 홍보할 필요가 있음.

- 이러한 노력의 일환으로 국민연금연구원 보고서인 ‘국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구’가 진행 중인 점은 긍정적으로 평가함. 이 보고서를 학계에 보고하고 이를 통해 분석과정의 엄밀성 등 검증된 결과를 제시함으로써 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"> • 위험관리 관련 위원회의 활동이 적정하고 효율적일 것 • 시장위험, 신용위험, 운영위험에 대한 모니터링 및 관리방안이 IPS에 적정하게 명시되어 있으며 IPS에 규정된 내용에 따라 효율적으로 관리할 것 • 예상치 못한 경제적 충격 등 자산운용 시 불리한 상황이 발생했을 때 이에 대처할 수 있는 프로세스를 갖추고 효율적으로 수행할 것 • 부실자산의 사후처리방안이 적정할 것

- 기금의 위험관리와 관련한 위원회는 리스크관리위 뿐만 아니라 기금위와 위성위, 투자위, 대체(소)위, 투자관리위원회 등이 포함되며, 이들 위원회를 통해 단계별로 그리고 다각적으로 위험관리가 이루어지는 것으로 보고됨.
 - 리스크관리위는 투자집행단계의 위험관리기구로서 중기자산배분안을 토대로 금융자산의 총위험한도와 자산군별 위험한도 설정 및 투자집행단계의 위험관리와 관련된 실행방침을 수립함. 투자위와 대체(소)위 그리고 투자관리위원회는 투자의사결정 시 운용자산에 대한 사전적·사후적 점검을 실시함.
 - 다만, 위성위는 위험관리와 관련된 정책 제언을 담당하고 있지만 실질적으로 위험관리와 관련된 활동이 미미하기 때문에, 리스크 관리 관련 지배구조를 보다 간결하게 갖출 필요가 있음.
 - 총위험한도 설정관련 순환논리가 발생할 수 있어 부서간 협업 프로세스 점검이 필요함. 예를 들어 총위험한도는 금액기준의 한도를 설정하기 위하여 기금 운용계획상 연도말 예상 기금규모를 적용하고 있으나, 연도말 예상 기금규모는 총위험한도 설정에 영향을 받는 운용전략의 결과임. 따라서 논리적 구조를 보다 명확히 할 필요가 있음.

- 기금은 기금운용 시 해외 자문사의 내부모델을 이용하는 과정에서 Barra 등과 같은 소프트웨어 기반 서비스(SaaS)를 활용하고 있음. 하지만 SaaS 파악 및 문제 식별 후 대안 마련 등 운용위험 관리방안을 구체적으로 마련할 필요가 있으며, 이 과정에서 포트폴리오 및 거래전략의 기밀성 보호를 위해 안전한 SaaS 활용을 위한 데이터 보안 구조를 수립할 필요가 있음.
- 기금은 기금운용지침 제19조 4항과 5항에 따라 기금운용계획의 전략적자산 배분 총위험과 목표액티브위험을 바탕으로 총위험, 총시장위험, 총대체투자위험 및 액티브위험 한도를 설정하고 배분하여 위험을 체계적으로 관리하고 있음.
 - 기금운용지침 제7조는 위험한도를 규정하고, 제18조와 제19조에서는 기금의 안정성 및 수익성에 영향을 미칠 수 있는 위험으로 시장위험, 신용위험, 유동성 위험, 운영위험, 법규위험 등을 명시하고, 이들 개별 위험의 측정 및 세부 관리 방안에 대해 규정하고 있음.
 - 리스크관리부문장은 시장위험 및 신용위험의 한도점검 사항 등을 점검함. 위험한도 초과기간이 10영업일 이상 지속될 경우 총위험, 총시장위험, 총대체투자 자산위험 및 총신용위험에서의 한도초과는 리스크관리위에 현황 및 대책을 보고하며, 자산군별 시장위험, 대체투자자산위험, 신용위험의 한도 초과는 투자위원회에 현황 및 대책을 보고함.
- 2023년도 기금의 총위험한도는 117.7조원으로 설정되었으며, 이 중 시장위험 한도는 100.3조원, 신용위험한도는 4.6조원, 대체투자자산 위험한도는 24.7조원으로 설정되었음.
 - 시장위험은 MSCI사의 VaR 방법론을 이용하여 측정하며, 기금의 특성을 반영한 리스크 측정, Back test, stress test 등 다양한 관점에서의 VaR 산출 및 기여도를 분석하고 있음. 또한, 포트폴리오 규모 변화에 따른 위험을 과소 또는 과대 측정할 수 있는 금액 VaR 기준의 위험한도가 가지는 단점을 보완하기 위해 VaR Ratio 위험한도를 도입함.
 - 기금의 위험체계는 기금위에서 부여하는 총위험(전체 포트폴리오의 연 변동성) 이내로 총위험한도를 설정하고, 총위험한도 내에서 시장위험한도, 신용위험 한도 그리고 대체투자자산 위험한도를 모두 관리하는 체계로 구성됨. 액티브 위험한도는 리스크관리지침(제42조 1항 5호)에 의거하여 목표 액티브위험에 극단손실(expected tail risk)를 고려하여 설정하며, 이렇게 설정된 액티브위험 한도는 세부자산군별 목표 액티브위험의 위험기여도에 따라 세부 자산군별로 배분하여 산출함.

- 2023년 총시장위험한도는 100.3조원이며, 이 가운데 국내주식의 시장위험한도는 66.7조원, 해외주식은 78.9조원, 국내채권은 31.0조원, 해외채권은 14.7조원으로 배분되었으며, 총 액티브위험 한도는 83bp이며, 위험예산제도 하에서 세부자산군의 목표 정보비율에 따라 예를 들면, 전술적자산배분(TAA)에는 40bp, 해외주식 액티브에는 292bp, 국내주식에는 69bp의 액티브위험이 배분됨.
- TAA 액티브위험과 세부 자산군별 액티브위험 등의 관리는 체계적으로 이루어지고 있음. 다만, 이러한 액티브위험 관리체계가 목표초과수익률 배분 등 자산운용에 반영되는 피드백 체계를 강화할 필요가 있음.
- 채권의 위험관리를 위해서는 듀레이션과 신용(스프레드)변화에 대한 고려가 중요함. 기금의 증기자산배분을 위한 채권의 기대수익률 산출과정과 전술적 자산 배분에서 채권에 대한 액티브 운용체계 수립과정은 위험관리 측면에서 일관성을 보다 향상시킬 여지가 존재함. 이를 위해 만기×섹터×등급 조합에 따른 스프레드 현황 및 예측 모형을 고려할 필요가 있음.
- 대체투자위험의 경우 대체투자위원회 위험검토보고서를 통한 사전위험관리와 대체투자자산 위험한도관리, 국가 및 포트폴리오 위험관리 등 사후위험관리를 실시하고 있음. 또한, 대체투자자산 분류체계를 기존의 지역별(국내/해외) 분류 체계에서 자산별(사모/부동산/인프라) 분류체계로 변경하여 점검범위를 확대하고 있음.
- 시가평가가 어려운 대체투자 자산의 정량적 위험관리에 있어, 대체투자의 시장위험을 별도의 대체투자자산 위험으로 신규 설정하고 이에 대한 별도의 시장위험한도를 산출하고 있는 부분은 긍정적 개선사항으로 평가됨.
- 운영위험과 관련하여 기금은 기금운용본부로부터 독립된 이사장 직속의 준법 감시인을 설치하여, 이를 통해 기금운용 관련 컴플라이언스 및 내부통제 관리 등 운영위험 관리업무를 수행하고 있음.
- 수탁자 책임활동 관련 기금운용 내부통제 관리, 대체투자 전략 다변화에 따른 선제적 준법지원, 기금운용 법률리스크 예방을 위한 법무지원 등을 구축하여 선제적으로 운용하고 있음.
- 또한, 기금계약 관련 불공정 행위 예방과 투명한 위탁운용사 선정을 위하여 준법지원실과 기금운용 내부통제규정 제7조에 의거한 행위점검을 실시하고 있으며, 임직원이해충돌방지 등 적정성 점검을 수행 중임.
- 기금운용본부의 평판위험 방지 및 기금 정보관리 노력의 일환으로서 내부통제

관련 규정을 재정비하고, 내부 운용역의 개인 주식거래 및 임직원의 대외활동 적정성 여부를 점검하고 있음.

- 전년도 평가에서도 지적된 것과 같이, 기금운용본부 운용역에 대한 컴플라이언스 및 내부통제 체계는 적절하게 규정되어 있으나, 국민연금기금의 중요한 전략적 의사결정을 수행하는 각종 기금위를 포함한 수책위 외부위원회에 대한 관련 규정은 미비한 측면이 있어 위원회 위원의 이해상충 가능성을 사전적으로 통제하기 위해 기금 차원에서 보다 적극적인 대처방안을 마련할 필요가 있음.
- 기금 중장기 IT 마스터플랜은 매우 훌륭한 것으로 판단되며, 특히 클라우드 전환 부분이 가장 중요하다고 판단되어 이를 보다 신속하게 달성하는 것을 제언함. 클라우드 사용에 관련 규제가 존재하는 점은 인정하나 이미 Snowflake 등을 통해 AWS를 사용하고 있는 현실을 고려할 필요도 있음. 하지만 SaaS 파악 및 문제 식별 후 대안 마련 등 운용위험 관리방안을 구체적으로 마련할 필요가 있으며, 이 과정에서 포트폴리오 및 거래전략의 기밀성 보호를 위해 안전한 SaaS 활용을 위한 데이터 보안 구조를 수립할 필요가 있음.
- 예상치 못한 경제적 충격 등 자산운용 시 불리한 시장 환경 변화에 대응하기 위해 기금은 시장 모니터링, 위기인식지수를 개발 및 운영하고, 이를 기반으로 단계별 대응절차와 전략을 기술한 위기관리 매뉴얼을 작성하고 있음. 그리고 이러한 대응 체계가 주요국 고강도 긴축대책과 지정학적 리스크 확대, 그리고 미국 장기채 금리 급등으로 인한 금융시장의 변동성 확대 등에 적절하게 작동한 것으로 평가됨. 또한, 위기상황 시나리오의 리스크요인 변동을 반영하여 시가금액 변화분을 산출하는 PV손실율을 대체투자자산을 포함한 기금 전체로 확대하여 분석하는 것은 긍정적으로 평가함.
- 글로벌 IB는 valuation index를 포함하여 거시경제지표까지 복합적으로 자산 운용과 위험관리에 활용하고 있는 측면을 감안하면, 기금에서는 국가별 위기 인식지수 뿐만 아니라 기간프리미엄(term premium), 금융스트레스지수(financial stress index), valuation index 그리고 유동성 프리미엄(liquidity premium) 등도 고려할 필요가 있음.
- 2017년 1월 11일 최종 관리하고 있던 부실자산 2건을 종결 처리함에 따라, 2023년 부실자산 회수 및 관리내역은 없음.
- 기금운용본부의 투자관리위원회가 투자자산의 사후관리에 대한 주요 사항을 심의하고 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">• 운용자산, 운용상품별 목표수익률 및 기준수익률과 운용수익률간의 차이, 원인분석이 적절하게 이루어질 것• 운용기관, 운용자산, 운용상품별 그리고 기금전체의 위험대비 성과평가를 적절하게 수행할 것

- 기금은 목표수익률 및 사전에 정의된 기준수익률과 운용수익률의 차이인 초과수익률을 산출하고, 성과요인을 전략적 자산배분효과, 전술적 자산배분효과, 자산군 간 초과수익률의 요인분해 외에도 자산군 내에서 세부자산군 또는 운용 전략 별로 초과수익의 요인을 분해하여 평가함.
- 2023년 금융부문 운용수익률은 14.14%로 기대수익률(5.20%)을 8.94%p 상회하였으며, 이는 전략적 자산배분효과 +8.90%p, 전술적 자산배분효과 -0.19%p, 자산별 초과수익률효과 +0.23%p로 요인분해 됨.
- 글로벌 긴축 기조에도 인플레이션 둔화에 따른 미국 연준의 긴축 종료 및 완화에 대한 기대감으로 연말 주식 및 채권이 동반 상승하는 시장 환경에 전략적 자산배분이 효과적으로 대응한 것으로 평가되며, 집행조직의 전술적 대응 능력으로 해석할 수 있는 전술적 자산배분효과에서는 특성상 비중조절이 매우 어려운 대체투자의 비중이 전술적 자산배분 대비 연중 높게 유지되었고, 기준금리 인하에 대한 기대를 선반영한 주식 강세가 전체 기준수익률을 견인하여 부정적인 결과가 나타난 것으로 평가됨.
- 위험대비 성과평가가 차년도 목표수익률(실질경제성장률+소비자물가상승률±조정치)의 설정에 보다 명확히 반영될 필요성이 있으며, 대체투자는 사모, 부동산, 인프라, 헤지펀드 등으로 세분하는 등 세부자산의 위험요인을 보다 적극적으로 반영하도록 할 필요가 있음.
- 해외 대체투자의 경우 사전적으로 실사를 통해 운용사의 공정가치 평가를 검증하고 있으나, 기금운용본부 내부적으로 딜별 공정가치 산출의 적정성 그리고 공정가치의 변화 등을 보다 체계적으로 관리하고, 이를 위험관리 및 성과평가 등에 활용할 것을 권고함.

- 역할과 책임(R&R), 보고체계를 보다 명확히 하기 위해서는 자산군×해외/국내×액티브/패시브×내부/위탁 수준에서 목표수익률, 기대수익률, 비용, 초과성과, 위험 등을 집계하는 시스템을 고려할 필요가 있으며, 이를 통해 자산운용과 위험관리 부서 및 관련 위원회가 해당 내용을 수시로 확인할 수 있도록 할 필요가 있음.
- 기금은 정보비율(IR), 샤프비율, 쟈센 알파, 트레이너 비율 등 위험조정 성과 지표를 산출하여 기금 및 자산별 특성을 감안한 위험대비 성과평가를 수행하고 있음.
 - 2023년 기금의 총 위험은 5.97%로 전년 대비 변동성이 축소되었으며, 액티브 위험 대비 운용성과를 나타내는 IR은 0.04를 기록하여(대체투자 제외 전체 금융부문) 목표 IR 0.4를 하회하였음. 금융부문 전체 샤프비율은 0.47로 측정되었으며, 대체투자를 제외한 전체 금융부문의 샤프비율은 0.44로 측정되어 벤치마크(0.44)와 유사한 수준의 위험조정성과를 기록함.
 - 체계적 위험(β)하에서 요구되는 기대수익률을 의미하는 쟈센 알파는 0.02를 기록함. 벤치마크 수익률과의 민감도로 구한 기금 포트폴리오(대체투자 제외)의 체계적 위험(β)은 1.00로 시장과 유사한 민감도를 보임. 트레이너 비율은 0.94로 전년(-1.16) 대비 상승하였음.
 - 자산군 중에서 안전자산인 국내채권이 3.01의 IR을 달성하여 목표 IR(0.22) 대비 +2.79의 우수한 성과를 시현하였음. 그에 비하여 다른 위험자산들은 각국의 긴축 장기화 우려, 중동의 지정학적 불안 등 부정적 요인들이 반복되는 시장 환경에서 IR 변동성이 확대되는 경향임.
 - 2007년 이후 17년 동안 초과수익률이 목표초과수익률을 상회한 경우는 단 4회에 그치고 있어 현재의 목표초과수익률 설정이 국민연금기금의 운용 현황을 고려하여 적절하게 설정되었는지에 대한 검토가 필요함. 또한, 해외주식과 국내채권의 IR은 패시브보다 액티브가 더 낮은 IR을 보이고 있어 IR이 낮은 이유를 분석하고 구조적 이유라면 향후 액티브/패시브 배분결정에 반영해야 할 것임.
 - 해외 주식의 성과 분석 시에는 관련 ETF와 비교하여 액티브 운용의 성과가 우월한지 확인하는 것이 중요함. 최근 보고된 성과 데이터에서는 해외 주식 패시브 운용이 벤치마크를 초과하는 반면, 액티브 운용은 그렇지 못한 결과를 보였음(2023년 달러기준 해외주식 패시브 성과: 23.14%(BM 22.63%), 해외주식 액티브(위탁) 성과: 21.33%(BM 22.63%))

- 현재 자산군별로 다양한 위험대비 성과평가가 이루어지고 있는 점은 긍정적임. 다만, 내부/외부운용 그리고 대체자산에 대한 위험대비 성과평가가 필요함.
 - 성과평가의 근본적인 목적 가운데 하나는 차년도 자산배분 계획을 수립하는데 활용하는 것임. 이러한 관점에서 볼 때 차년도 각 자산군별 내부운용과 외부운용 비중 결정에 참조하기 위해 내부운용과 외부운용의 위험대비 성과평가를 할 필요가 있음. 이 과정에서 내부운용에서 발생하는 인건비 등을 포함한 고정비와 변동비를 적절히 반영할 필요가 있음.
 - {패시브, 액티브}×{내부운용, 위탁운용} 조합의 배분도 운용비용과 초과성과를 비교하며 전략적자산배분에서 가이드라인을 제시할 필요가 있을 수 있음.
 - 2023년 기준 기금운용본부 전체 목표 초과수익률 20bp 중 전술적자산배분은 3bp를 목표로 부여받고 있으나, 해당 목표가 적절하게 설정되었는지에 대한 근거와 논리를 점검하고 필요 시 보완할 필요가 있음.
- 타 연기금에 비하여 국민연금의 성과차이는 상당부분 대체투자에서 발생하기 때문에, 대체투자 수익률의 계산 및 관리는 매우 중요한 활동임. 따라서 기금이 해외 대체투자과 관련하여 성과를 보다 상시적으로 관리하기 위해서는 내부적으로 공정가치 평가 관련자료(대체투자건별 가중치, 당기 공정가치, 당기 수익흐름, 당기 운용사 성과보수, 당기 고정보수, 기타비용 등)들을 일목요연하게 관리하고, 위성위 등에서도 관련 정보를 확인하고 모니터링할 필요가 있음. 또한, IT 중장기 로드맵에 이와 같은 핵심적인 대체투자 데이터를 어떻게 보관하고 관리할지 구체화할 필요가 있음.

3.2.2. 성과평가 활용 및 관리

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

- 기금은 초과수익률에 대한 과거 자료 등을 다음 연도의 목표초과수익률 설정과 기금운용체계 개선 등에 활용하고 있으며, 외부 위탁기관에 대한 재배분이나 교체 등의 사후관리에도 활용됨
 - 샤프비율, IR 등 위험대비 성과평가의 결과는 성과평가 시의 정책제언 마련, 다음 연도 목표초과수익률 설정에 활용됨. 운용결과에 따른 보상체계에서 목표액티브위험은 주요한 요인으로 작용함. 하지만, 지난 평가에서 제시된 것과 같이 목표액티브위험은 장기적이고 전략적인 관점에서 설정되기 보다는 현재의 자산배분체계와 운용방식을 제약조건으로 감안하여 현실 지향적으로 설정되어 있음. 이로 인해 보상체계는 자산운용에 따른 성과요인 이외의 외부적 요인에 영향을 받을 수 있는 한계가 있다는 점을 유념해야 함. 또한, 자산군 액티브위험을 산출할 때 단일변량모형을 사용하기 보다는 자산군 사이의 공분산을 반영할 수 있는 다변량모형을 활용하는 보다 정교한 분석을 이용할 것을 권고함.
- 성과평가 결과는 다음 연도 목표초과수익률 (=목표IR×목표액티브 위험) 설정에 활용되고 있음.
 - 2007년 이후 목표초과수익률을 상회하여 달성한 경우는 단 4회에 그치고 있으며, 이는 목표초과수익률 설정의 적정성에 의문이 제기됨. 이러한 점 이외에도 목표초과수익률 수립에 국민연금기금의 정책방향, 액티브/패시브 비중, 자산배분 비중이 연동될 수 있는 방안을 고려할 필요가 있음.
 - 현행 성과평가 체계에서는 목표초과수익률 달성을 위해 위험예산(risk budgeting) 제도에 따라 액티브위험 한도를 배분하고 있음. 성과평가 시 위험한도 배정의 정도를 고려한 성과평가 기준을 마련할 필요가 있음.

- 기금의 운용현황 및 성과, 기금운용원칙과 기준, 기금위의 활동내역 등은 연차 보고서와 홈페이지에 주기적으로 공시기준에 따라 공시됨. 또한, 국민연금연구원을 통해 글로벌 연기금의 공시수준을 검토하고 공시수준을 향상시키고자 하는 노력은 긍정적임. 기금 주요 이슈에 대한 적극적인 언론 소통을 시도하고 있으나, 이러한 소통의 대상이 일반 국민임을 감안하여 쉬운 용어를 활용하는 등의 적극적인 노력이 필요함.
- CPPIB와 같은 글로벌 연기금의 사례에서 볼 수 있듯이, 최고의사결정기구인 기금위를 포함한 다양한 전문위원회 위원의 약력을 제공하는 것을 적극적으로 검토할 필요가 있음. 또한, 기금은 즉시 공시할 수 있는 안전과 그렇지 못한 안전을 구분하여 이에 따른 공시를 통해 적시성을 확보할 필요가 있음.
- 국민연금 가입자들이 기금운용의 주요 의사결정과정을 모니터링하여 기금위를 제외한 전문위원회의 상근전문위원을 포함한 위원들이 가입자들을 대표하면서 전문성을 갖추고 있는지 견제할 수 있도록 위원회의 구성과 논의 과정, 개별 안전에 대한 위원의 발언 내용 등에 대한 정기적이고 정형화된 공시가 강화될 필요가 있음.
- 수책위의 경우 현재 요약 회의록만 관리하고 있으나, 향후 요약된 회의록이 아닌 회의내용 전체가 포함된 회의록을 관리할 필요가 있음.

(4) 자산운용 성과

4.1. 운용수익률

- 당기 운용수익률 지표는 전기와 동일한 ‘보통’ 등급을 기록함.
- 2022년 대비 2023년의 국민연금기금의 운용은 해외주식 비중의 증가, 국내 채권 비중의 감소, 대체투자 비중의 소폭 감소, 국내주식 및 해외채권 비중의 유지로 볼 수 있음.
- 구체적으로, 2023년 말 기준 국민연금기금의 주식투자 비중은 45.2%로 2022년 말(41.1%) 대비 4.1%p 증가되었고, 이는 해외주식의 비중 상승(27.1%→30.9%)에 기인함. 채권투자 비중은 38.6%로 2022년 말(42.1%) 대비 3.5%p 축소되어 2년 연속 하락세를 보임. 이는 국내채권 비중 감소(35.0%→31.5%)에 기인함. 한편 대체투자 비중은 15.9%로 2022년 말(16.4%) 대비 0.6%p 감소함.
- * 국민연금기금(NPS)의 국내채권 및 해외채권 비중 산정에서 단기자금(0.2%)은 제외

- 2023년 운용수익률은 14.14%로 작년 -8.28%에 대비 큰 폭으로 상승하였으며, 2001년 이후 최고치를 기록함. 이는 모든 자산군에서의 투자수익률이 양(+)
의 운용수익률을 거두었기 때문임. 구체적으로 운용수익률이 높은 순으로 나열하면
해외주식(24.27%), 국내주식(22.14%), 해외채권(9.32%), 국내채권(8.08%) 순이며,
2022년 유일한 양(+)
의 수익률을 거두었던 대체투자는 6%의 운용수익률을 거두어 상대적으로 낮은 성과를 보임.

* 시간가중수익률 기준이며, 국내채권 및 해외채권 운용수익률은 각각 원화단기, 외
화단기 제외 수익률

- 이러한 운용수익률 성과는 평가지침에 따르면 ‘보통’ 수준에 해당됨.

〈국민연금기금 및 글로벌 주요 연기금의 투자비중 (2023년 말)〉

구분		한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPF)	네덜란드 (ABP)	미국** (CalPERS)	캐나다*** (CPPIB)
주식	국내주식	14.3%	24.66%	70.9%	39.2%	44.6%	26.4%
	해외주식	30.9%	25.14%				
채권	국내채권	31.5%	25.77%	27.1%	28.3%	27.1%	29.4%
	해외채권	7.1%	24.44%				
대체*		15.9%	-	2.0%	31.0%	28.3%	44.2%

* Public Equity는 주식으로, Private Equity, Property, Real Assets는 대체투자
로 분류함

** 2024년 1월 31일 기준으로 하고 주식과 대체투자를 산출 후 나머지를 채권비중으로 산출

*** 채권에는 Cash&Cash Equivalent와 Fixed Income 포함.

- 현재 평가지침에 따른 계량적 평가에 더하여 종합적으로 성과를 평가할 경우,
2023년 운용수익률과 2023년과 2022년의 운용수익률 차이를 비교하였을 때
국민연금기금을 포함한 6개 글로벌 연기금 가운데 중위권에 있음.

- 구체적으로, 2022년 운용수익률의 경우 비교대상 연기금 중에서 3위를 차지
하였으며, 2023년의 운용수익률에서도 글로벌 연기금과 비교하여 총 6개 국가
(5개국 + 대한민국) 중 3위를 차지하였음.

- 2023년의 운용수익률을 기준으로 국민연금기금보다 높은 성과를 보인 연기금은
일본 GPIF(18.07%)와 노르웨이 GPF(16.14%)이며, 네덜란드 ABP(9.30%), 캐나다
CPPIB(6.33%), 미국 CalPERS(10.34%)는 국민연금기금보다 낮은 수익률을 거두었음.

- 일본 GPIF의 경우 대체투자를 하지 않으며, 주식과 채권에만 투자하고 있음.
2023년에는 대체투자보다는 주식과 채권의 성과가 높은 가운데 일본 GPIF는
국민연금기금보다 상대적으로 주식과 채권의 투자비중이 높음. 따라서, 두 기금

간의 운용수익률의 차이는 주식과 채권 투자비중의 차이에서 주로 기인한다고 판단됨.

- 노르웨이 GPFG의 경우 2023년말 기준 자산운용의 상당 부분(70.9%)을 주식에 할애하고 있어 운용수익률이 높은 것으로 판단됨.
- 또한, 2022년 대비 2023년 운용수익률의 변화 (2023년 운용수익률 - 2022년 운용수익률)의 경우 국민연금기금은 22.4%p로 노르웨이 30.3%p, 네덜란드 26.9%p보다 낮고, 일본 22.9%p, 미국 21.6%p와는 크게 차이나지 않으며, 캐나다 CPPIB(11.4%p) 대비 좋은 성과를 보이고 있음.
- o 2023년 운용수익률은 현행 평가지침에 따라서는 2022년과 동일한 ‘보통’에 해당함. 또한, 상기 기술한 종합적인 평가에서 국민연금기금은 비교 대상인 글로벌 연기금 대비 2023년 운용수익률은 중위권을 유지하고 있는 것으로 평가함.

<운용수익률 현황>

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPFG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
2023년 운용수익률 종합등급	보통	양호	탁월	아주미흡	양호	양호
1년간 운용수익률 [등급]	14.14% [양호]	18.07% [탁월]	16.14% [우수]	9.30% [미흡]	10.34% [미흡]	6.33% [아주미흡]
2022년 운용수익률	-8.28%	-4.78%	-14.11%	-17.60%	-11.24%	-5.02%
차이: 2023-2022	22.4%p	22.9%p	30.3%p	26.9%p	21.6%p	11.4%p
5년간 운용수익률 [등급]	7.21% [보통]	8.55% [우수]	8.72% [우수]	4.42% [아주미흡]	7.90% [양호]	7.74% [보통]
20년간 운용수익률 [등급]	5.88% [미흡]	4.90% [아주미흡]	6.51% [보통]	6.09% [보통]	6.65% [양호]	8.04% [탁월]
운용규모 (2023말기준, US\$ million)	802,852	1,590,476	1,545,543	453,724	482,900	446,578

- 1) 2023년 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) 2023년말 NPS 운용규모는 원화기준으로 10,351,976억원이며, 달러기준 운용규모 산정시 적용한 원/달러 환율은 연도 말 매매기준율(1,289.4원)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

- 2023년 위험조정수익률 지표는 전년과 동일한 ‘보통’ 등급을 기록함.
 - 위험조정수익률이란 샤프비율(Sharpe Ratio)을 지칭하며, 각 기금의 분기별 운용수익률과 기금별 해당 국가의 분기별 무위험수익률의 차의 평균을 해당 운용수익률의 표준편차로 나눈 값을 의미함. 샤프비율이 높을수록 부담한 위험 대비 운용수익률이 높다는 것으로 성과가 좋다는 것을 의미함.
 - 국민연금기금을 포함한 주요 글로벌 연기금의 5년간 샤프비율은 2022년에 비하여 상승하였으며, 이는 2023년 주요 글로벌 연기금의 운용수익률 증가에 따른 것으로 판단됨.
- 상대 순위나 샤프비율 수준을 고려할 때 주요 글로벌 연기금과 대등한 수준을 보이고 있음.
 - 샤프비율(5년)의 측면에서는 일본 GPIF와 캐나다 CPPIB보다 미흡한 성과를 보이는 반면 미국 CalPERS, 노르웨이 GPF, 네덜란드 ABP보다 높은 성과를 보이고 있음. 일본 GPIF의 샤프비율이 가장 높은 것으로 나타난 것은 2023년에는 전반적으로 대체투자보다는 주식과 채권의 운용수익률이 높게 나타난 가운데 해당 기금이 대체투자보다는 주식(49.8%)과 채권(50.2%)에 대한 투자에 집중하였기 때문인 것으로 판단됨.
 - 샤프비율(20년)에서는 국민연금기금은 일본 GPIF와 대등한 성과를, 네덜란드 ABP, 미국 CalPERS, 노르웨이 GPF에 비해서는 높은 성과를 보임. 유일한 예외는 캐나다 CPPIB인데, 해당 기금은 대체투자 비중이 월등히 높아(44%) 국민연금기금의 성과를 평가하는 기준점으로 삼기에는 적절하지 않은 것으로 판단됨.

〈국민연금기금 및 해외 주요 연기금의 변동성(표준편차)〉

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPF)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
5년간 분기 수익률 변동성*	3.55%	4.46%	6.74%	5.29%	5.22%	2.97%
20년간 분기 수익률 변동성**	2.22%	3.66%	5.18%	4.19%	4.61%	3.17%

* 2019년 1/4분기부터 2023년 4/4분기로 계산

** 데이터 부재로 2005년 1/4분기부터 계산

〈국민연금기금 및 해외 주요 연기금의 샤프비율*〉

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPF)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
2023년 위험조정수익률 종합등급	보통	우수	아주미흡	미흡	미흡	탁월
5년간 샤프비율 [등급]	0.38 [보통]	0.49 [탁월]	0.29 [보통]	0.22 [아주미흡]	0.29 [보통]	0.48 [우수]
20년간 샤프비율** [등급]	0.34 [보통]	0.35 [보통]	0.23 [아주미흡]	0.31 [보통]	0.27 [보통]	0.49 [탁월]

* 위험조정수익률 평가를 위한 샤프비율은 분기별 운용수익률과 각 국가별 무위험수익률의 차이의 단순평균을 해당 기간 동안의 분기별 운용수익률의 표준편차로 나누어서 계산

** 데이터 부재로 2005년부터 계산.

4.3. 상대수익률

- 당해 상대수익률 지표는 전년보다 1단계 상승한 ‘양호’ 등급을 기록함.
 - 2023년 기금운용수익률(14.14%)은 기준수익률(14.10%)을 소폭 상회하였고, 1년간 상대수익률의 초과수익률 실적치(0.04%p)는 목표초과수익률(0.20%p)에 미달하였으나, 5년간 상대수익률은 0.27p%로 목표초과수익률(0.22%p)을 초과함.
 - 1년간 상대수익률은 ‘양호’, 5년간 상대수익률은 ‘탁월’, 20년간(실제 17년간) 상대수익률은 ‘보통’ 등급을 획득하여 종합 등급은 ‘양호’ 를 기록함.
 - 다만, 2007년 이후 현재까지 총 17년간 초과수익률이 목표초과수익률을 상회한 경우는 단 4회에 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
2023	14.14%	14.10%	0.04%p	0.20%p	상회	미달
(대체투자 제외)	(15.78%)	(15.75%)	(0.03%p)			

주) 2023년 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 2023년 ESG 투자노력도는 최대값인 1에 해당되어 ‘탁월’에 해당됨

* $ESG\text{투자 노력도} = \text{MIN}[0.1+90 \times (ESG\text{투자규모}/ESG\text{투자가능규모}), 1]$

- ESG 투자가능규모는 2023년 국민연금기금 금융부문 중 1년 이상 중장기 자산의 운용평잔으로 926.8조원이며, ESG 투자규모는 ESG 고려 자산군에 해당하는 자산의 운용평잔으로 461.8조원, ESG 투자비중은 49.8%임. 이는 2022년 445조원 (46.3%)과 대비하여 금액과 비중 모두 증가하였다는 것을 의미함.

〈ESG 투자실적 현황〉

(단위:백만원)

ESG투자가능규모	ESG투자규모	ESG투자 비중
926,813,128 ¹⁾	461,752,576 ²⁾	49.8%

1) 2023년 국민연금기금 금융부문 중 1년 이상 중장기 자산의 운용 평잔

2) 2023년 ESG 고려 자산군에 해당하는 자산의 운용 평잔

- 계량평가지표에는 해당되지 않으나, ESG 투자의 비중이 늘어감에 따라 운용 성과도 살펴볼 필요가 있음. ESG 채권 투자의 2023년 운용수익률은 8.55%로 국민연금기금이 투자한 국내채권 운용수익률(8.08%)보다 높으나 해외채권 운용수익률(9.32%)에는 미치지 못하고 있음. ESG 주식 투자의 2023년 운용수익률은 23.97%로 국내주식(22.14%)과 해외주식(24.27%)의 운용수익률의 가중 평균에 해당되어 운용수익률측면에서 특별히 우려할 부분은 발견되지 않음.

〈ESG 투자성과 현황〉

(단위:백만원)

ESG 투자	평잔	비중	운용수익률
ESG 채권 투자	116,385,298	25.21%	8.55%
ESG 주식 투자	345,367,278	74.79%	23.97%
ESG 투자 합계	461,752,576	100.00%	20.08%

4.5. 계량지표 총평

- 당해 계량지표(자산운용성과)는 ‘양호’ 등급으로 전년 대비 한 단계 상승함.
 - 지표별로 살펴보면 전년 대비 운용수익률 부문은 유지 (보통→보통), 위험조정 수익률 부문도 유지(보통→보통), 상대수익률 부문은 상승(보통→양호)으로 종합됨.
 - 2023년은 건축 장기화 우려와 중동의 지정학적 불안 등 부정적인 요소들이 있지만, 기업의 실적 호조, 인플레이션 둔화에 따른 연말 미 기준금리 인상 종료에 대한 기대 등으로 인한 주식과 채권시장의 강세로 2023년 운용수익률 상승이 주요한 원인으로 평가됨.
- 다만, 계량지표들을 이용하여 종합적인 분석을 시도한 결과 주요 글로벌 연기금 대비 샤프비율에서 상대적으로 성과가 개선된 점을 발견함.

- 이를 감안하여 2023년 운용수익률과 2022년 대비 운용수익률의 변화분, 샤프비율 등의 주요 지표의 절대치를 기준으로 볼 때 국민연금기금은 주요 글로벌 연기금에 대비하여 중위수준을 유지하고 있어 좋은 성과를 거두고 있다고 평가함.