

국민연금 기금운용의 진단과 대안

일시 2013년 7월 2일(화) 13:30 ~

장소 국회의원회관 제2소회의실(2층)

주최 국회경제사회정책포럼•국민연금바로세우기국민행동

후원 민주노총 / 공공운수노조 국민연금지부

2nd 국민연금 정책 연속토론회

국민연금 기금운용의 진단과 대안

일시 2013년 7월 2일(화) 13:30 ~

장소 국회의원회관 제2소회의실(2층)

주최 국회경제사회정책포럼•국민연금바로세우기국민행동

후원 민주노총 / 공공운수노조 국민연금지부

토론회 프로그램

<개회식>

환영사

김 용 익 (국회경제사회정책포럼 대표의원)

인사말

정 용 건 (국민연금 바로세우기 국민행동 집행위원장)

축 사

전 병 헌 (민주당 원내대표)

장 병 완 (민주당 정책위 의장)

오 제 세 (국회 보건복지상임위원회 위원장)

<토론회>

좌 장

김 성 주 (민주당 국회의원, 보건복지상임위원회)

주제발표

<발제 1> 국민연금 기금운용체계의 개선 방안

원 승 연 (명지대학교 경영학학과)

<발제 2> 국민연금 주주권 행사의 필요성과 요건

원 종 현 (국회 입법조사처)

토 론

전 창 환 (한신대학교 국제경제학과)

류 영 재 ((주)서스틴베스트 대표이사)

주 은 선 (경기대학교 사회복지학과)

양 성 일 (보건복지부 연금정책국장)

남 재 우 (자본시장연구원 펀드&연금실 연구위원)

정 용 건 (국민연금바로세우기 국민행동 집행위원장)

종합토론

<환영사>



국회경제사회정책포럼 대표의원 김 용 익

반갑습니다. 민주당 김용익 의원입니다.

우선 「제2차 국민연금 정책토론회」에 참석해 주신 여러분께 진심으로 감사의 말씀을 드리며, 토론회의 공동주최를 위해 애써주신 ‘국민연금 바로세우기 국민행동’ 여러분께도 감사의 말씀을 드립니다.

또한 바쁘신 와중에도 발제를 맡아주신 원승연 교수님과 원종현 입법조사관님, 좌장을 맡아 주신 김성주 의원님, 토론을 맡아주신 주은선 교수님, 정용건 위원장님, 류영재 대표이사님, 양성일 국장님, 전창환 교수님, 남재우 박사님께도 감사의 말씀을 전합니다.

여러분도 잘 아시다시피, 국민의 노후생활을 보장하기 위해 1988년 처음 시행된 국민연금제도는 20년 이상 가입한 완전노령연금 수급자가 나오기 시작했고, 그동안의 적립기금이 400조 원을 넘어서 세계 3대 연기금에 진입하고 있습니다.

그러나 여전히 국민들은 국민연금을 신뢰하지 못하고 있습니다. 국민들이 국민연금을 불신하는 이유는 여러 가지가 있겠지만 가장 큰 이유는 그동안 정부가 재정추계를 발표할 때마다 국민연금재정이 고갈된다는 문제를 부각시켜 국민들의 불신과 불안을 부추겼고, 이것을 빌미로 국민연금제도를 후퇴시키고 국민연금기금을 수익률에 초점을 맞춰 운영하는 방식으로만 제도와 기금을 운영해왔기 때문입니다.

그러나 이대로 제도와 기금이 운영된다면, OECD 노인빈곤율 1위이며 초고령사회 진입을 눈

앞에 두고 있는 우리나라의 국민 대다수가 노후빈곤에 빠지는 것을 막을 수 없을 것입니다.

최근 이러한 문제점을 해결하고자 국민연금기금이 금융수익 중심에서 벗어나 사회적 수익을 위한 운용으로 재편되어야 하고, 국민연금제도가 노후의 빈곤을 예방하고, 모든 국민의 기본적인 노후 생활을 보장하기 위한 제도로 자리 잡아야 한다는 사회적인 요구와 인식이 확대되고 있습니다.

때문에 오늘 토론회를 마련하였습니다. 잘 아시다시피 올해는 국민연금 재정을 계산하고 종합 운영방안이 마련되는 해로 국민연금의 향후 운용에 있어 매우 중요한 시기이며 국민들이 국민 연금의 미래에 대해 초미의 관심을 가지고 있습니다.

지난 ‘국민연금 국가지급 보장 법제화’라는 주제로 개최된 제1차 토론회에 이어, ‘국민연금 기금운용의 진단과 대안’이라는 주제로 개최되는 오늘 토론회를 통해 국민연금에 대한 국민들의 신뢰를 높이고 지속가능한 발전을 보장하기 위한 실효성 있는 방안이 마련되는 자리가 되기를 기대합니다.

다시 한번 오늘 이 자리를 함께 만들어 주신 ‘국민연금 바로세우기 공동행동’과 발제와 토론을 맡아주신 전문가 여러분들께 감사드리며, 부디 좋은 대안이 나오는 토론회가 되기를 바랍니다.

감사합니다.

<인사말>

연금개혁의 출발점 연금지급보장 법제화

국민연금 바로세우기 국민행동
집행위원장 정 용 건

저출산 고령화, 경제 활동 인구의 감소, 저성장 양극화 속에서 국민의 노후와 국민경제의 미래를 생각하면 더 이상 늦출 수 없는 국민연금을 바로 알리고 바로 세우기 위한 연금 행동의 실천들이 이어지고 있습니다. 올해 들어 시작한 국회 경제 사회 정책 포럼과의 두 번째 국민연금 정책 연속 토론회는 기금 운용 진단과 대안 주주권에 대한 토론입니다.

연못속의 고래로 비유되는 국민 연금의 국민경제에서의 비중이 날로 확대됨에 따라 그에 따른 리스크는 확대 되고 불확실성을 가중되고 있습니다. 이번 토론회를 계기로 갈수록 커질 수 밖에 없는 적립 방식이 유효한지? 100% 금융 중심의 투자에 대한 대안은 없는지?

저출산 고령화로 인한 미래에 닥쳐올 재앙적 혼란을 막기 위한 국민연금의 역할은 어떠한지 짚어보아야 할 것입니다.

한편 국민연금의 정당한 주주권 행사와 관련된 실행을 이제는 구체화 시켜야 할 때입니다.

이미 진행된 대기업 집중투자에 이어서 10%한도 까지 지난 국회에서 풀려버린 지금 제대로 된 주주권을 행사하지 못하면 국민연금은 대기업의 우호 지분, 쌈지돈을 벗어나지 못하고 핫바지 신세를 면치 못하게 될 것 입니다. 의결권행사를 뛰어 넘어 부도덕 부실 부패 기업에 대한 투자 철회, 대기업 금융회사의 거버넌스에 대한 위치를 시스템적으로 갖추어야 할 때 입니다.

이시기 국민 연금은 바로 세워야 하는 것은 우리 모두의 책무입니다.

토론회를 공동주최 해주신 국회 경제 사회 정책 포럼회의 김용익의원님을 비롯한 국회의원님들 좌장을 맡으신 김성주 의원님, 발제해주신 원승연, 원종현 선생님, 토론자님들께 감사드리며 후원해주신 국민연금 노조의 박준우 위원장님과 연금행동 집행위원들께도 감사드립니다.

<축 사>



민주당 원내대표 전 병 헌

안녕하십니까?

민주당 원내대표 전병헌입니다.

국민연금은 국민의 대표적 노후대책이라고 할 수 있습니다. 고령화가 급속히 진행되고 있는 우리나라에서 국민연금의 중요성은 더욱 크게 다가옵니다.

그럼에도 국민연금은 그간 국민들에게 많은 불신과 지탄을 받아 왔습니다. 국민들은 국민연금이 은퇴 이후 노령, 장애, 사망 등에 대해 충분하고 안정적으로 보장해줄 수 있는가에 대한 의구심을 떨치지 못하고 있습니다.

이러한 때에, 민주당 경제사회정책포럼과 연금행동이 시의 적절하게 국민연금 의결권 과 사회책임투자 강화 등 국민연금이 나아가야 할 바람직한 방향을 고민해보는 토론회 를 개최해 주셔서 매우 뜻 깊게 생각합니다.

국민연금기금은 현재 400조원을 넘어섰습니다. 국민연금기금을 어떻게 사용할 것인가 는 매우 중요한 문제입니다.

기금 규모 상 국민경제에 미치는 영향이 엄청날 수밖에 없다는 점에서도 그러하고, 국 민 한 사람 한 사람이 노후를 위해 적절한 소중한 사회적 기금이라는 철학적 측면에서 도 그러합니다.

때문에, 거대 기금인 국민연금기금이 계속해서 수익률만을 추구하며 투자하는 것이 사회 전체를 놓고 보았을 때 과연 타당한지를, 또한 경제민주화가 시대적 과제가 된 지금 재벌과 대기업들이 건강한 경영을 해 수익의 지속가능성을 높이도록 견인할 책임을 방기하는 것이 바람직한 것인가 등에 대한 심도 깊은 논의가 필요하다고 생각합니다.

모쪼록 오늘의 토론회를 계기로 국민연금의 사회적 가치와 기금의 주인인 국민의 이익, 나아가 건강한 경제구조를 만들기 위한 적극적 역할 등, 국민연금기금 운용을 둘러싼 화두들에 대한 충분한 논의가 이루어져, 좋은 결과가 도출되길 기원합니다.

토론회를 준비해 주신 경제사회정책포럼과 연금행동, 발제와 토론을 맡아주신 여러분, 그리고 토론회를 위해 애써 주신 관계자 여러분께 감사의 말씀을 드립니다. 아울러 바쁘신 와중에도 토론회에 함께해주신 참석자 여러분께도 고마움을 전합니다.

다시 한 번, 토론회 개최를 진심으로 축하드리며, 이 자리에 함께 하신 여러분의 건강과 행복을 기원합니다.

감사합니다.

<축 사>



민주당 정책위의장 장 병 완

안녕하십니까?

민주당 정책위의장 장병완입니다.

먼저 바쁘신 와중에도 이번 ‘국민연금기금 운영의 진단과 대안’ 정책토론회를 위해 수고하신 김용익 의원님과 김성주 의원님 그리고 국민연금공동행동 분들께 축하와 감사 말씀 드립니다.

더불어 발제자이신 원승연 교수님, 원종현 박사님과 토론을 맡으신 정용건 연금행동 집행위원장님, 류영재 서스틴베스트 대표님, 양성일 보건복지부 연금정책국 국장님, 전창환 교수님, 주은선 교수님 그리고 남재우 박사님께도 감사 말씀 드립니다.

최근 대기업 오너들의 무분별한 경영권 횡포를 견제하고 기업지배구조를 개선하기 위해 국민연금기금이 보유한 주식분에 대해서 적절한 의결권과 주주권을 행사해야 한다는 요구가 일고 있습니다.

이에 대해 찬반을 비롯한 다양한 의견들이 있기에 지금 시점에서 현재의 국민연금기금의 운영에 대한 적절한 진단과 향후 운영방안에 대한 논의가 필요합니다.

그런 의미에서 이번 토론회를 통해 의미 있는 대안이 도출되어 국민연금기금 운영이 더 많은 성과를 낼 수 있길 기대합니다.

마지막으로 바쁘신 와중에도 이번 토론회에 참석하여 주신 내외귀빈 여러분께 다시 한번 깊이 감사드립니다.

감사합니다.

<축 사>



국회 보건복지상임위원장 오 제 세

안녕하십니까. 국회 보건복지위원장 오제세 의원입니다.

현재 국민연금은 미래 재정불안을 안고 있으나 국민연금에 대한 사회적 불신과 여러 정치경제적 이해로 인해 제도개혁에 대한 논의가 생산적으로 진행되지 못하고 있는 상황입니다.

이 가운데 ‘국민연금 국가지급 보장 법제화’에 이어 ‘국민연금 기금운용의 진단과 대안’을 주제로 ‘제2차 국민연금 정책토론회’가 개최된 것을 매우 기쁘게 생각합니다. 토론회를 준비해 주신 김용익 의원님을 비롯한 국회경제사회포럼에 깊이 감사드립니다. 연금행동 등 함께 해주신 모든 분들께도 감사드립니다.

오늘 토론회는 국민연금 제도에 대한 국민적 관심이 그 어느 때 보다 높은 상황에서 국회를 중심으로 정부·경제계·학계·시민사회가 모두 한 자리에 모인 뜻 깊은 자리입니다. 앞으로 ‘국민연금 정책토론회 시리즈’가 국민연금에 대한 사회적 합의를 모아내는 가교역할을 해주시길 기대하겠습니다.

국회 보건복지위원회는 국가지급보장 법제화를 통한 국민들의 신뢰 확보, 연금의 고갈 시점을 연착륙시키는 한편 현행 부과방식을 개선하는 방안, 연금운용의 사회적 책임과 역할 강화라는 세 가지 과제를 해결하기 위해 노력하고 있습니다.

최근 국회는 ‘국가는 급여의 안정적 지속적인 지급 보장을 위하여 필요한 시책을 수립

시행하여야 한다'는 내용의 국민연금법 개정안을 합의하였습니다.

비록 보건복지위원회에서 주장하는 원안보다 후퇴하였지만 국민들의 불신을 해소한다는 입법취지가 반영된 만큼 앞으로 사회적 신뢰 속에 연금제도를 안정적으로 운영하고 나아가 제도개선을 본격적으로 논의할 수 있게 되었습니다. 보건복지위원회 소속 의원님들의 노력과 지난 1차 토론회가 계기가 되어 법제화를 앞두고 있습니다. 그동안의 노력에 감사드립니다.

이제 더 큰 과제가 앞에 놓여 있습니다. 2060년 기금고갈과 그에 따른 부과방식의 개선입니다.

정부가 3차 재정추계 결과에 따른 제도개선방안 10월에 발표할 예정입니다.

국민연금 재정의 지속가능성을 확보하기 위해서는 현세대와 후세대가 재정책임을 공유해야 한다는 인식을 분명히 해야 할 것입니다.

일부에서 국민연금의 소진시점 이전에 부과방식으로 전환할 것이기 때문에 재정불안에 대해 위기감을 조성해서는 안 된다고 주장하고 있으나, 유럽 선진국들의 경우 시간을 두고 부과식으로 전환하면서 연금보험료율을 점진적으로 상향해 왔다는 것을 주목해야 합니다.

우리나라는 국민연금이 소진되는 2060년에 연금지출에 필요한 재정규모가 GDP 6.8% 인데, 현재 연금보험료 수입은 GDP 2.5% 수준입니다. 그렇다면 2060년에 GDP 4% 이상을 확보해야 하기 때문에 보험료율로 보면 현재 9%가 21.4%로 인상될 수 있다는 지적이 있습니다. 따라서 이 부분을 다음 토론회 주제로 삼아 심도 깊게 다뤄주시길 부탁드립니다.

한편 오늘 논의될 국민연금 기금운용 방식에 대한 찬반 의견이 첨예합니다.

국민연금이 주주 의결권을 통해 대기업들의 투명한 경영과 재정건전성을 견인해야 한다는 의견과 기업 경영에 지나치게 개입하면 자칫 '연금 사회주의'가 될 수 있다는 시장의 우려입니다.

그러나 국민연금은 국민들의 노후생활을 보장하는 사회기구이자 금융시장의 최대 투자자로서 당연히 수행해야 할 사회적 책임과 역할이 있습니다. 시대적 과제인 경제민주화와 복지국가에 대한 국민들의 기대가 큰 상황에서 국민연금의 업무는 이 두 가지 과제 모두에 해당됩니다. 이에 국민연금은 의결권뿐만 아니라 주주대표소송 등 광의의 주주권을 행사해 기업의 지배구조를 바로잡아 장기적으로 기업이 효율적으로 수익을 낼 수 있도록 유도하고 궁극적으로 연금재정에 이익이 돌아가 국민들이 혜택을 볼 수 있도록 노력해야 합니다.

현재 선진국의 공적 연기금은 다양한 주주 권한을 행사하고 있습니다.

실제로 스웨덴의 국가연금펀드 중 하나인 AP2의 경우 모든 상장기업에 설치된 인사추천위원회에 적극 참여하여 노동·인권·부패방지 문제에 선제적으로 대응하고 있습니다. 미국 캘리포니아공무원연금은 애플에 주주 절반 이상이 찬성해야 이사 선임이 가능한 '과반수득표제' 도입을 요구해 관철시켰으며, 네덜란드 공무원연금 ABP는 기업 경영진과의 협의를 통해 기업들이 노동 환경을 개선하거나 사회 공헌 활동에 나서도록 독려해 기업 가치를 높이고 있습니다.

따라서 국민연금도 마찬가지로 대기업들이 공정거래와 일자리 창출의 책임을 다할 수 있도록 그 역할을 다해야 할 것입니다.

물론 주주권을 적극 행사하기 위해서는 국민연금만의 노력에서 끝나는 것은 아닙니다. 국회 차원의 제도 개선노력이 뒷받침되어야 합니다.

가장 중요한 것은 국민연금의 독립성에 대한 보장입니다. 정부의 정치적 영향력에서 자유롭지 않은 국민연금이 의결권 행사에 적극 나설 경우 오히려 비효율성이 발생할 가능성이 높기 때문입니다. 또한 국민연금의 주주권 행사를 지원할 독립적인 전문기관을 육성해야 합니다. 선진국의 공적 연기금은 의결권을 행사할 때 ISS 같은 의결권 자문기관에 조언을 구하고 사외이사 후보를 추천받는 등 주주총회 안전에 대한 종합적인 판단기준을 제공받고 있습니다.

오늘 토론회를 통해 국민연금의 역할뿐만 아니라 국회차원의 과제에 대해서도 폭넓게 돌아보는 시간이 되기를 바랍니다. 토론회 결과를 보건복지위원회에서 적극적으로 검

토하고 정책으로 수렴될 수 있도록 노력하겠습니다.

다시 한 번 뜻 깊은 토론회를 준비해 주신 김용익 의원님을 비롯한 모든 분들께 감사드리며, 국회는 국민연금이 본연의 목적에 충실할 수 있도록 제도개선에 최선을 다하겠습니다. 지켜봐 주시고 함께해 주시길 부탁드립니다.

감사합니다.

〈주제발표 1〉

국민연금 기금운용체계의 개선방안

원 승 연

(명지대학교 경영학과)

국민연금 기금운용체계의 개선 방안

원 승 연 (명지대)

I. 국민연금기금의 성격과 이슈

2

□ 국민연금기금의 성격

- **재원조달** : 사회보장체계로서 재원이 가입자인 국민에 의하여 주로 조달되는 SSRF (Social Security Reserve Funds)
- **세대간 운영체계** : 다음 세대가 현 세대의 연금지급재원을 부담하는 부과방식을 전제하나 사전에 적립금을 축적하는 부분적립방식
- **급여 지급** : 사전에 연금지급액이 결정되는 DB 방식

연금의 유형 구분

재원조달 방식	SSRF	SPFR
세대간 운영체계	부과방식	완전적립방식
급여지급 방식	DB	DC

I. 국민연금기금의 성격과 이슈

□ 부분 적립의 이유

- **소극적**: 지급과 관련한 유동성 부족 가능성을 대비한 자금
- **적극적**: 인구구조상의 비대칭성으로 인하여 발생하는 지급부족 상태의 보완

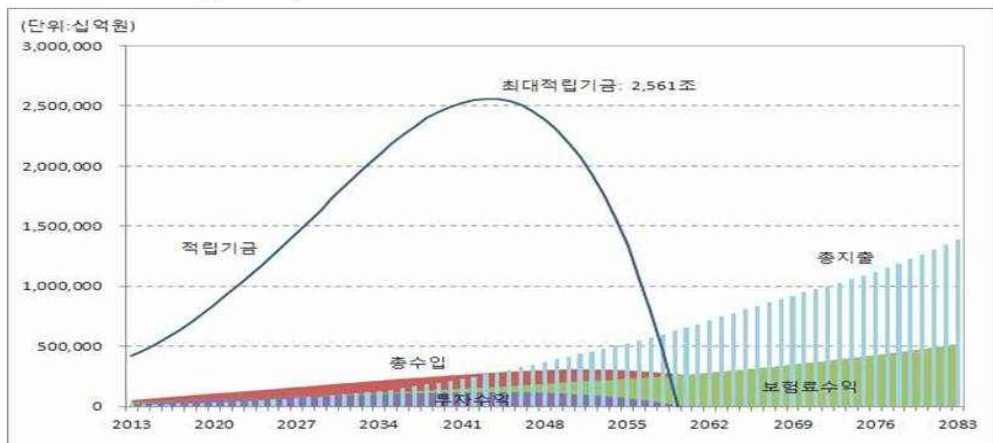
□ 국민연금기금의 부분적립 목적은 인구구조의 비대칭성으로 인하여 발생할 수 있는 연금 지급재원 부족을 보완하기 위한 것으로 평가할 수 있음

- # 선진국의 경우 인구구조상으로 인한 재원 부족을 보완하기 위하여 재정자금 일부를 별도로 적립 (SPFR; Sovereign Pension Reserve Funds)

I. 국민연금기금의 성격과 이슈

□ 국민연금기금의 전망

- 2059년 소진할 것으로 추정



자료: 국민연금재정추계위원회, 2013 국민연금장기재정추계보고서

I. 국민연금기금의 성격과 이슈

□ 관점의 차이 : 국민연금기금 소진에 대해서 어떻게 이해하고 있는가?

- 국민연금 부과방식의 속성 : 기금소진은 어쩔 수 없으며, 그 때 가서 부과방식으로 전환
- DB 방식의 속성 : 기금소진은 약속한 연금지급액을 받을 수 없다는 공적 연금의 파산
 - ⇒ 국민연금재정을 바라보는 상반된 시각의 존재
 - ⇒ 국민연금에 대한 진실: 연금을 보험이 아닌 예금으로 인식하는 다수 국민의 국민연금 및 정부에 대한 불신과 인식의 간극을 어떻게 해소할 것인가?

□ 국민연금기금의 부분적립 방식이 오해의 소지가 될 수도 있다.

- 유동성 유지를 위한 수준에 비하여 과도한 기금적립규모
 - 인구구성으로 인한 재원부족을 정부 재정이 아닌 국민의 추가적 부담으로 조달
 - ⇒ 근본적으로는 연금제도에 대한 국민적 합의와 제도 자체의 변화가 필요
-

I. 국민연금기금의 성격과 이슈

□ 국민연금기금의 Rationale

- 부과방식의 연금임에도 불구하고 부분적립방식이 필요한 이유를 설득해야 함
- 국민연금기금이라는 사회적 저축이 개인의 사적 저축보다 유효함을 설득해야 함
 - 미래를 위한 별도의 재원 적립 (미래 연금지급재원 확보의 불확실성 축소)
 - 적립된 재원의 가치 유지 및 최대화

□ 국민연금기금 운용의 지향점

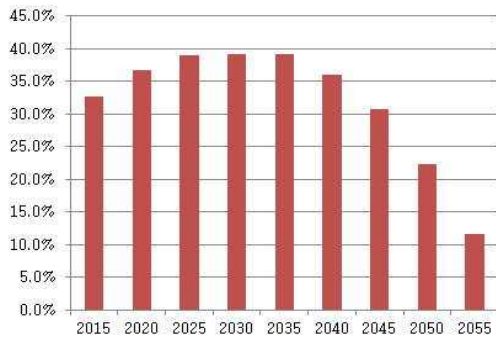
- : 별도로 적립된 기금의 가치를 유지하고 미래가치를 증가시킴으로써 국민의 미래 연금지급 부담을 최소화
-

I. 국민연금기금의 성격과 이슈

□ 국민연금기금의 이슈

- "Too Big to be independent" & "Too much eggs in one basket"

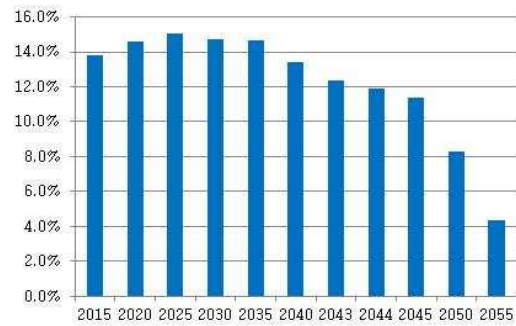
국채시장점유율



* 국민연금 금융자산 대비 국채투자비중 30% 가정

자료: 박창균(2012)

주식시장점유율



* 국민연금 금융자산 대비 국내주식 20% 비중 가정

** 실제 투자가능한 기업 지분율 기준

자료: 남재현(2012)

I. 국민연금기금의 성격과 이슈

□ 이슈1: 다양한 이해관계자들의 개입 유인 → 국민연금기금의 독립성

- 정부로부터의 독립성: 정책적 목적으로부터의 독립
- 이해관계자 집단으로부터의 독립성: 금융시장 및 각종 이해관계자로부터의 독립
- 사회적 압력으로부터의 독립성: 공익적 목적으로 여타 용도에 대한 재원지출 요구

□ 이슈2: 거대 규모 기금의 유효성

- 국민연금기금 운용성과의 규모의 경제 효과
- 국민경제와 금융시장에 대한 영향력으로 인한 부작용

Ⅱ. 국민연금기금의 현황

□ 국민연금기금 운용관련 기구

- 국회: 기금운용계획의 심의 및 의결
- 기금운용위원회 : 주요 투자 정책의 수립
- 기금운용본부 : 투자 집행
- 국민연금관리공단 : 기금 관리(Administration) 및 보관(Custody), 컴플라이언스
- 보건복지부: 기금운용계획 제출, 성과평가
- 기획재정부: 기금운용계획 작성 지침

Ⅱ. 국민연금기금의 현황

□ 국민연금의 주요 투자정책

- 목표수익률 : 장기적으로 실질경제성장률+소비자물가상승률+조정치
- 위험한도
 - 전략적 자산배분은 향후 5년 동안의 Shortfall Risk가 10% 이하가 되도록 해야 함
(5년 동안의 누적 운용수익률이 같은 기간의 누적 소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 10% 이하로 함)
 - 5년후 최저 적립금 비율, 연간손실확률 등을 고려하여 전략적 자산배분을 결정
- 정책조건
 - 국내주식 상대비중 : 해외주식과 국내주식간의 비율을 사전에 결정
 - 해외투자 최소비중 : 해외주식과 해외채권 비중을 합한 해외투자 비중의 최소를 결정
 - 대체투자 비중 : 대체투자 부문의 비중 목표 결정
- 전략적 자산배분의 결정 방법
 - 매년 5년의 투자기간을 대상으로 한 자산배분 목표 설정

Ⅱ. 국민연금기금의 현황

□ 국민연금기금의 전략적 자산배분 비중

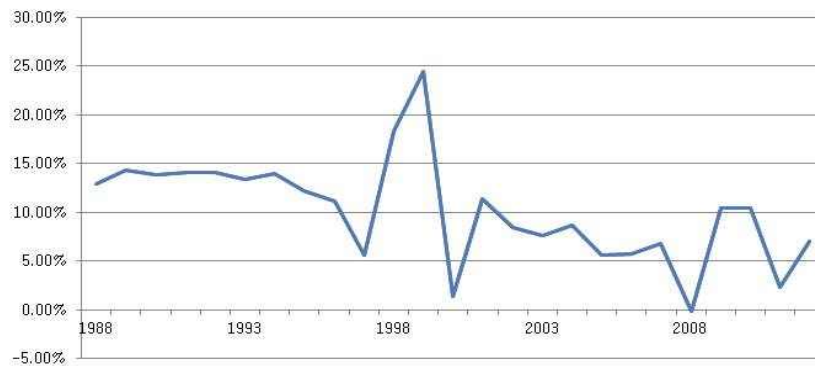
(단위: %)

연 도	국내주식	해외주식	국내채권	해외채권	대체자산
2005	10.72	0.34	83.63	5.31	-
2006	7.6	1.2	80.7	7.6	3.0
2007	13.6	2.8	74.0	7.5	2.1
2008	20.3 (17.0)	9.4 (3.6)	60.4 (69.3)	6.0 (4.1)	3.9 (6.0)
2009	15.2	3.6	72.1	4.1	5.0
2010	16.6	5.1	67.8	4.1	6.4
2011	18.0	6.6	63.5	4.1	7.8
2012	19.3	8.1	59.3	4.1	9.2

Ⅱ. 국민연금기금의 현황

□ 국민연금기금의 운용 성과

기간	1993~1997	1998~2002	2003~2007	2008~2012
연수익률	11.25%	12.80%	6.89%	5.98%



Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

- 국민연금기금의 소진이 예상되는 시점에서 국민연금기금의 운용성과는 국민연금의 신뢰성을 유지하는데 중요한 관건임
- 그러나 향후 국민경제의 상황을 감안할 때 국민연금기금에 대한 요구수익률을 달성하는 데에는 많은 장애가 존재
- 주어진 여건 하에서 기금가치를 보전하고 확대하기 위해서는 기금운용체계 전반에 대한 개선이 필요한 시점
- 특히 향후 기하급수적으로 늘어날 기금규모를 감안할 때, 기금운용체계 개선의 필요성은 더욱 절실함
- 따라서 국민연금기금의 장기적 자산운용 방향을 결정하고 구체적인 자산배분 전략을 수립하는 것 필요

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

1. 투자목표의 설정

□ 목표수익률과 요구수익률의 괴리

- 기금운용지침의 목표수익률 = 실질경제성장률 + 소비자물가상승률 + 조정치
 - 2008년 재정추계시의 가정치를 이용시, 2013~59년 목표수익률 추정치 4.16%
 - 재정추계의 요구수익률 = 회사채(AA-, 3년만기) 수익률의 1.1배
 - 2013년 재정추계의 요구수익률 5.09%
 - 목표수익률 < 요구수익률 (93bps 격차)
 - 재정건전성의 과대 평가 (기금고갈시기 10여년 가까이 단축)
- ⇒ ALM 관점에서의 기금운용체계 수립 필요

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

1. 투자목표의 설정

□ 위험자산 확대와 수익률 증가의 한계

- 명목경제성장률 하락을 감안할 때, 기대수익률 경향적으로 하락 예상
 - 수익률 유지를 위해서는 현재보다 위험자산 비중을 증가시켜야 함
- 위험자산 증가에 따른 연간 수익률 변동성 증가는 연도별 목표수익률 상향을 유발
 - 가령, 연간 수익률 변동성 20%일 때, 연간 수익률 목표를 2%가깝게 상향 조정해야 함
- 따라서, 위험자산 증가를 통한 장기 수익률 확대는 한계점 존재

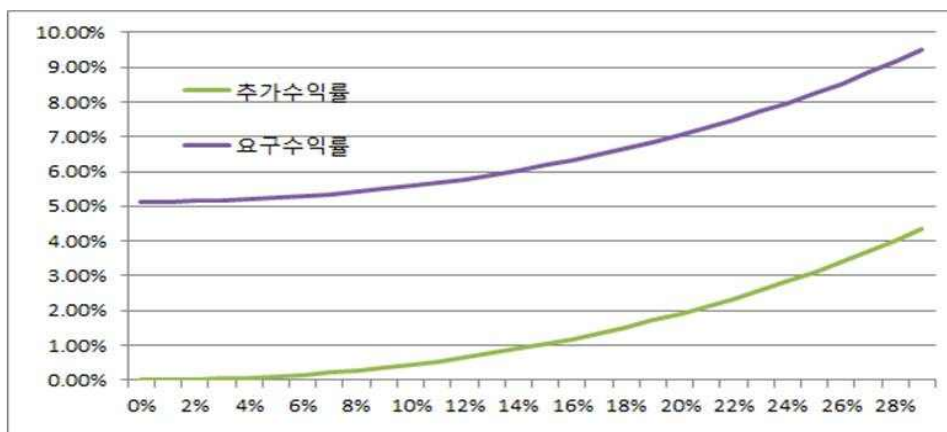
⇒ Risk-Return Profile을 감안한 투자 목표 설정

- i. 연금가치의 유지: 물가상승률이 투자의 목표수익률
- ii. 연금의 기회비용 : 적절한 위험프리미엄의 설정

(변동성 감안 시, 요구수익률 5.13% 달성을 위해서는 연간 목표수익률 5.97%로 책정)

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

변동성과 추가수익률



주: 49년간 누적기준 목표수익률 5.13%, 전 재야에 우경

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

2. 투자 위험

□ 전제: 수익률 제고를 위해서는 리스크 프리미엄 확대해야 가능

□ 투자위험의 선택

- 다양한 투자위험 중에서 국민연금기금이 감당할만한 위험을 감수하는 것 중요

□ 국민연금기금의 위험부담능력(Risk-Tolerance)의 원천 : 장기투자 능력

- 기금적립액이 정점에 달하는 2043년까지 30년의 기간 동안 장기투자 가능

→ 단기적인 변동성, 유동성 프리미엄, 기간 프리미엄, 모멘텀 프리미엄을 이용한
투자수익률 제고

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

3. 국민연금기금의 시장 영향력

□ 주식시장

- 국민연금의 실제 보유종목수는 상장주식의 30% 미만
- 개별주식 지분율이 15%를 상회할 때 시장충격비용 급증 전망
- 적정 국내주식 투자 상한은 전체 금융자산의 20~25%로 책정

□ 채권시장

- 장기채 및 국채 중심의 Buy & Hold 전략 실행
- 채권시장에 미치는 영향은 주식시장보다 크지 않을 것으로 판단

□ 유동화에 대한 대응 전략

- 보험료가 연금지급액을 하회하는 2030년 이후, 현금흐름 확보를 위한 유동화 전략 중요

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

4. 자산운용전략: 전략적 자산배분과 전술적 자산배분

□ 전술적 자산배분의 한계

- 시장전망에 따른 적극적인 자산운용의 거래 비용이 큼
- 시장대비 Tracking Error를 확대하는데 한계 존재

□ 전략적 자산배분 체계의 미흡

- 전략적 자산배분의 결정 주체인 기금운용위원회의 실질적 역할 미흡
- 연간 단위의 기금운용계획은 전략적 자산배분의 장기적인 관점 결여
- DB 방식의 기금 특성을 감안한 자산배분전략 미흡

⇒ 전략적 자산배분 체계의 강화 필요

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

5. 국민연금기금의 공공성

□ 국민연금기금의 복지 재원으로서의 활용 논의

- 기금은 부족한 지급재원을 사전적으로 준비하는 별도의 재원으로 불확실성에 대비
- 복지재원 활용 주장은 불확실성에 대비한 자금을 불확실성에 다시 투자하는 논리
- 금융투자는 결과적으로는 성과가 불확실하나, 목적은 기금 자체의 가치유지라는 점에서 확실성 존재
- 육아 등 생산적 복지 재원으로서의 활용 주장 역시 기금가치의 유지와 무관

⇒ 국민연금기금의 공공성은 기금가치의 보전 및 증대를 위한 독립성 유지에서 실현

- 복지재원은 미래 세대에 부담이 되는 국민연금기금을 통해서가 아니라 조세를 통해서 조달하는 것이 합리적이며, 기금을 사용하는 것은 기금 자체의 설정 목적에 위배
-

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

5. 국민연금기금의 공공성

□ 사회적책임투자의 방향

- 소극적 개념: 투자수익 창출이 가능하나 사회적으로 바람직하지 않은 투자를 제한
 - 적극적 개념: 사회적 가치를 창출하는 분야에 투자
 - 그러나 기금운용의 목적을 고려할 때 사회적 가치를 창출하나 기금운용성과를 저해하는 투자는 실행되어서는 안될 것임
 - 특히 사회적 가치 자체만을 기준으로 하는 것은 투명성 결여되어 악용될 소지 높음
ex. MB 정부는 녹색금융에 대한 투자비중을 '공공성 확보 노력도'의 평가기준으로 설정
-

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

6. 장기자산운용체계

□ 장기 자산운용 성과에 대한 오해

- 연간 시장전망에 대한 오류로 전술적 자산운용은 불필요한 비용만을 양산
 - 시장전망보다는 장기적 추세를 전제로 운용
 - ⇒ 그러나 장기적 추세를 전제한 자산운용이 수익률을 제고하리라는 보장은 없다
 - 분석기간을 장기로 할수록 예측의 정확성이 높아지는 것도 아니다
 - ⇒ 전략적 자산운용은 과거 패턴이 미래에 지속될 것이라는 전제로 이루어지나,
경제와 자산시장은 장기적으로 순환하는 것이 아니라 변화한다.
-

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

6. 장기자산운용체계

□ 장기 자산운용 전략의 유용성

○ 복리 효과

- 장기 자산운용 전략은 자산의 누적수익률 효과를 기대

○ 다양한 Risk Premium의 활용

- 장기의 Investment Horizon은 Risk Tolerance를 확대
- 다양한 Risk Premium의 원천을 활용하여 운용성과를 제고 가능

○ 자산운용의 중심 축으로서의 역할

- 단기적인 자산시장의 변동에도 불구하고 일관된 자산운용을 가능하게 함

⇒ 장기자산배분 전략은 국민연금기금의 운용 철학의 요체가 되어야 함

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

6. 장기자산운용체계

□ 장기적 자산배분의 핵심은 전략적 자산배분

□ 전략적 자산배분은 자산운용 성과의 90%를 결정

- Ibbotson and Kaplan(2000), 펀드 성과의 시계열 분석 결과 자산수익 변동성의 90%가 자산배분에 의하여 결정.

- 전술적 자산운용에 의한 알파의 창출은 장기적으로는 반복적인 확률게임에 불과

□ 그러나 전략적 자산배분 역시 특정 위험을 감수하는 선택의 하나이며, 장기적인 수익률 추세 역시 불확실성에 노출

□ 다만, 전략적 자산배분 전략은 자산운용의 오류를 최소화하는 방법이 될 수 있음

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

7. 해외투자의 필요성

□ 국민연금의 국민경제적 지위와 해외투자

- 국민연금은 국민경제에서의 보험의 역할 : 국민소득 감소 시 보험 효과 확대
- 국내투자수익률은 장기적으로 경제성장률에 비례하므로, 경제성장 하락을 헤지할 수 있는 자산운용 수단으로서 해외투자의 역할 존재
- 반면, ALM 관점에서 해외투자는 원화 연금지급액과의 괴리를 높일 수 있으므로 연금자산액 지급의 불확실성을 제고하는 문제가 존재

⇒ 국내경제 및 시장위험에 대한 헤지와 ALM 측면에서의 지급위험 증가한다는 상반된 효과를 감안하여 적절한 해외투자를 고려하는 것 필요함

□ 국내경제의 성장률 저하가 예상되는 시점에서 해외투자의 필요성은 국내경제 헤지 측면에서 더욱 필요한 상황임

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

7. 해외투자의 필요성

□ 해외투자의 목표 설정

- 미래 시장에 대한 전망에 기초하기 보다는 국내자산의 다변화 효과 및 국민경제에 대한 헤지 효과 차원에서 투자전략을 수립하는 것이 바람직 함
- 해외주식이 다변화 효과에서 해외채권보다 유리하며, 투자기간이 장기화될수록 위험-수익구조가 개선되기 때문에, 해외주식투자에 보다 초점을 두는 것이 바람직 함

□ 외환관리 방안

- 단기적 시장전망에 입각한 적극적 환위험 관리는 환율예측의 부정확성 및 원달러 시장의 유동성 부족을 감안할 때 적절하지 않음
- 환위험 노출시가 환위험 헤지 시보다 높은 기대수익률을 기대할 수 있으며, 국민연금기금의 지급능력 헤지 측면에서도 유효

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

8. 대체투자 방안

□ 대체투자의 기대효과와 위험성

- 기대효과: 포트폴리오의 다변화, 기대수익률 제고
- 위험: 유동성 위험 및 개별투자 위험

□ 대체투자의 범주

- 자산군별 범주 : 전통적인 주식 및 채권 이외의 자산군 투자
- 투자목적별 범주 : 절대수익률 목표의 투자
- 투자방법별 범주: 매입 포트폴리오 구축 등 전통적인 투자방법 이외의 투자

□ 대체투자의 다양성

- 이자소득 자산 vs 자본이득 자산
 - 투자기간, 유동성에 따라 대체자산간, 동일한 대체자산군에서 상이한 수익-위험구조 발생
-

Ⅲ. 국민연금기금 운용의 과제

8. 대체투자 방안

□ 대체자산에 대한 투자전략 수립 필요

- 대체자산은 전통적인 포트폴리오에 대한 보완 및 분산 효과를 목적으로 투자
- 따라서 국민연금기금의 투자목적이나 현재 포트폴리오를 감안하여, 대체자산 중에서 투자대상 유형을 선정하고 대체자산 유형간의 자산배분 비중을 결정하는 것 중요

□ 대체투자의 자산배분

- 대체투자를 이자소득자산과 자본이득자산으로 구분하여, 각각의 투자 비중을 결정
 - DB 방식의 국민연금기금을 고려할 때 대체투자는 이자소득자산 중심으로 실행하는 것이 바람직함.
-

IV. 기금운용체계의 개선 방안

1. IPS(투자정책서) 개선

□ 현황

- 국민연금기금운용지침에 투자 정책의 내용이 일부 반영
- 기금운용지침의 내용 : 목표수익률 / 위험한도 / 정책조건 등

□ 문제점

- 목표는 규정되어 있으나 투자의 제약 요건 등에 대한 고려가 반영되지 않음
 - 장기적으로 어떠한 투자원칙을 갖고 어떠한 투자수익원을 이용할 것인가에 대한 구체적인 투자정책이 결여
-

IV. 기금운용체계의 개선 방안

1. IPS(투자정책서) 개선

□ 개선 방안

- 자산운용 원칙의 개선
 - 수익성, 안정성, 공공성, 유동성, 운용독립성이라는 5개 원칙이 병렬적으로 나열
 - 운용원칙의 정비 및 우선 순위를 명확히 할 필요 존재
 - 장기 목표수익률 설정: 재정추계의 요구수익률과 일치하도록 설정
 - 허용위험 및 투자 방향: 개별위험에 대한 투자정책 방향 제시
 - 구체적인 운용 방향 수립을 위한 명시적인 투자 정책 보완
 - 투자기간의 확대: 5년 기준의 투자기간을 최소 10년 이상으로 확대
-

IV. 기금운용체계의 개선 방안

2. 자산배분전략 수립 방법의 개선

□ 현황

- 5년의 투자시계를 기준으로 자산배분 수립
- 매년 시장전망과 연금수급상황 변화를 반영하여 기금운용계획을 설정

□ 문제점

- 5년의 투자시계는 장기자산운용전략 수립으로서는 짧은 기간임
 - 기금운용계획은 전략적 자산배분과 전술적 자산배분이 혼용
- ⇒ 장기적 자산배분전략의 유효성을 확보하기 어려움
-

IV. 기금운용체계의 개선 방안

2. 자산배분전략 수립 방법의 개선

□ 개선 방안

- 전략적 자산배분과 전술적 자산배분의 구분
 - 최소 10년 단위의 장기적인 자산배분 전략 수립
 - 연간 단위의 기금운용계획은 전술적 자산배분으로서 활용
 - DB 방식에 적합한 자산배분모형의 수립
 - 고정금리부채인 국민연금기금의 부채구조 특성을 감안한 자산배분 모형 개발
-

IV. 기금운용체계의 개선 방안

3. 기금운용과 연금제도

- 기금규모의 거대화로 인한 제약요건을 감안하여 연금제도를 설계할 필요성
 - 현재 연금제도의 설계는 기금운용상의 제약요인을 고려하지 않고 실행되는 경향
 - 기금재정안정화를 위한 보험료 상승 시 기금규모는 현재 추계된 최대기금규모의 10배까지 상승하는 것으로 추정됨
 - 이러한 기금규모는 국내에서 실질적인 자산운용을 불가능하게 만들 수 있음
 - 기금규모 증가에 따른 부작용과 한계를 감안하여 연금제도를 설계해야 할 것임
-

〈주제발표 2〉

국민연금 주주권 행사의 필요성과 요건

원 증 현

(국회 입법조사처)

국민연금 보유주식 의결권 행사 방안

원종현 (국회입법조사처)

의결권과 주주권

의결권[voting rights, 議決權]

- ▶ 주주가 주주총회에 참석하여 그 결의에 참가하는 권리.
- ▶ 각 주주는 1주에 대해 1개의 의결권을 가지는 것이 원칙(상법 제369조 1항)
- ▶ 그 예외로 회사가 가진 자기주식(제369조 2항), 의결권이 없는 주식(제370조), 감사 선임에서 발행주식의 3/100을 초과하는 수의 주식을 가진 주주의 경우 그 초과 주식(제409조 2항) 등은 예외적으로 의결권이 없다. 의결권은 주주가 스스로 총회에 출석하여 행사하는 외에 대리인으로 하여금 행사할 수도 있으나(제368조 3항) 주주총회의 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사하지 못함

주주권[stockholder's right, 株主權]

- ▶ 주주가 회사에 대해 갖는 권리
- ▶ 주주의 권리는 여러가지가 있는데 법률 적으로 보면 주주의 경제적 이익과 관련된 자익권과 법인 자체의 목적달성과 관련된 공익권등 2가지로 나눌 수 있음
- ▶ ① 자익권에 속하는 권리로는 이익배당청구권, 회사 해산시의 잔여재산 분배청구권, 유무상 총자때의 신주인주권, 전환주식의 전환청구권, 명의개서 청구권, 주권교부청구권 등(단독)
- ▶ ② 공익권으로는 주주총회에서의 의결권, 회사설립의 무효판결 청구권, 주총결의의 취소·무효 제소권, 이사의 위법행위 유지청구권, 대표소송권, 회사해산청구권 등(소수주주권)
- ▶ 이런 주주권은 해당회사 주주명부에 주소·성명 등이 기재돼 있어야 회사에 대해 행사할 수 있고 회사와의 법률관계에 대해서는 소유하고 있는 주식의 수에 따라 회사로부터 평등한 취급을 받게되는데 이를 주주권 행사와 관련된 주주평등의 원칙이라 함

소수주주권의 의의

- ▶ **소수주주권이란 다수결의 원칙하에 다수주의의 전횡을 막고 일정 수의 주식을 소유한 자들에게 권리를 부여하기 위한 것**
 - 소수주주권은 주주에게 회사의 경영에 대한 참가 또는 견제의 기회를 부여하되, 일정한 수 이상의 주식을 소유한 경우에 한정함으로써 기업의 경영권 보호라는 또 다른 보호가치와 균형을 이루고 있음
- ▶ 「상법」에서 소수주주권으로 인정하고 있는 것으로는 대표소송권, 주주제한권, 이사·감사 해임청구권, 이사의 위법행위유지청구권, 회계장부 열람권 등이 있음
 - 그러나 「상법」상의 소수주주권은 그 요건이 엄격하여 실질적으로 효과를 거두지 못하였고, 구「증권법」에서 상장법인의 경우 특례를 인정하여 소수주주권이 실질적으로 작용할 수 있도록 요건을 획기적으로 낮추었음
- ▶ **상장법인에 대한 특례의 주요 특징은 소수주주권이 실질적으로 작동할 수 있도록 보유비율을 대폭 낮추었으며, 남용을 방지하기 위하여 6개월의 지주요건을 부여하고 있음**
 - 보유방법도 주식을 소유한자를 포함하여 주주권행사에 관한 위임장의 취득, 2인 이상의 주주의 주주권의 공동행사까지 확대하면서 보유의 개념을 확장하였음

소수주주권의 주요 내용

보유비율	행사내용	비고
0.01% (상장회사) 1% (주식회사)	대표소송 주주가 회사에 대하여 이사의 책임을 추궁하기 위하여 소송의 제기를 청구 이사 겸 대주주 또는 지배주주의 전횡적인 경영에 대한 견제수단으로서의 역할을 함	「상법」 제403조1항 개정「상법」 제542조의5 6항
1%/0.5% (상장회사) 3% (주식회사)	주주제한권 일정한 사항을 주주총회에서 심의될 회의의 목적사항으로 제안할 수 있는 권리 의결권있는 주식만을 기준으로 함	「상법」 제363조의2 1항 개정「상법」 제542조의5 2항
0.5%/0.25% (상장회사) 3% (주식회사)	이사·감사 해임청구권 이사 또는 감사가 부정행위 또는 법령이나 정관을 위반한 중대한 사실이 있었음에도 주주총회에서 그 해임을 부결할 때, 총회 결의가 있는 날로부터 1개월내에 그 이사의 해임을 법원에 청구할 수 있음	「상법」 제385조 / 415조 개정「상법」 제542조의5 3항

소수주주권의 주요 내용

보유비중	행사내용	비고
0.5%/0.25% (상장회사) 1% (주식회사)	이사의 위법행위 유지청구권 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 회사에 회복할 수 없는 손해를 끼친 경우 소수주주로 하여금 직접이사에 대하여 그 해우이의 중지를 요청할 수 있는 권리	「상법」 제402조 개정「상법」 제542조의5 5항
0.1%/0.5% (상장회사) 3% (주식회사)	회계장부열람권 재무제표와 그 부속명세서, 영업보고서 및 감사보고서를 가지고도 충분히 진상을 알 수 없을 경우, 다시 그 기재가 진실하고 정확한 기재인지를 알기 위하여 원시기록인 회계의 장부와 서류의 열람·등사를 청구할 권리	「상법」 제466조 1항 개정「상법」 제542조의5 4항
1.5% (상장회사) 3% (주식회사)	주주총회 소집청구권 주주총회는 이사회가 이를 결정하지만, 소수주주의 청구에 의해 주주총회가 소집될 수 있음 지배주주의 지지를 받는 이사의 세력에 균소주주가 대항할 수단을 마련해 주기 위한 제도임	「상법」 제366조 1항 개정「상법」 제542조의5 1항
1.5% (상장회사)	검사인 선임청구권 회사의 업무와 재산 상태를 조사하기 위한 검사인 선임을 청구할 수 있음	「상법」 제467조 1항 개정「상법」 제542조의5 1항

국민연금 보유주식 주주권 행사 방안

원종현 (국회입법조사처)

국민연금 의결권·주주권 행사 논의 과정

2001	국민연금기금의 의결권 행사체계 구축방안 / 김우찬 기업지배구조연구, vol.1 (2001. 11)
2002	국민연금기금 보유주식에 따른 의결권 행사체계 합리화방안 / 국민연금 연구센터 [편]
2003	CalPERS의 기관투자자활동주의 / 김우찬 기업지배구조연구, vol.6 (2003. Spring)
2003	연기금 의결권행사의 문제점과 검토과제: 국민연금기금을 중심으로 / 양세영 기업지배구조연구, vol.6 (2003. Spring)
2004	연기금의 의결권행사는 지배구조 개선이 전제되어야 / 김우찬 기업지배구조연구, vol.13 (2004. winter)
2004	"관치경제로 되돌아 가곤 건가...": 연기금의 보유주식 의결권 행사 논란... 정부·여당 "제한하면 외국인 영향력만 커져" / 박동석 이코노미스트
2004	국민연금의 주주권 행사방안 / 박상수 연금포럼, 제16호 (2004. 겨울)
2005	국민연금의 의결권 행사기준, 그 문제점과 영향 / 김덕순 기업지배구조연구, vol.14 (2005. Spring)
2005	연기금 의결권 행사 기준: 적대적 인수 방어 역할이 연기금 수익 저해 할 수도 / 고동락 I love co. 통권제33호 (2005. 4)
2006	사회적 합의를 통해 국민연금 의결권 행사지침(안) 마련 / 보건복지부
2006	국민연금 7주식 의결권행사 전문위원회, 공식 출범 / 보건복지부
2006	국민연금의 2006 의결권 행사기준, 그 문제점과 영향 / 김덕순 기업지배구조연구, vol. 18 (Spring 2006)
2007	선진 국가자산운용체계 구축방안: 국민연금기금의 지배구조 개선방안 / 한국개발연구원
2008	국민연금기금의 의결권행사 제도 선진화를 위한 해외사례 연구 / 원종욱, 김성민 [공저]; 한국보건사회연구원 [편]
2008	기관투자자의 의결권 행사 실태와 문제점: 기관투자자, 제 역할 하려면 아직 갈 길 멀어. 2009 / 경제개혁연대 경제개혁리포터,
2008	국민연금기금의 주식의결권행사 제도 선진화를 위한 해외사례 / 원종욱, 김성민 [저]
2008	국민연금기금의 의결권행사와 기업지배구조개선 / 박상수 자본시장포럼, 제5권 제2호 통권17호 (2008년 봄)
2008	감사원 국민연금 감사할라: 연금 운용체계의 지배구조 개선해야 / 송원근 말, 통권 267호 (2008년 9월)
2009	국민연금기금 의결권 행사지침에 대한 검토의견 / 김우찬
2009	국민연금의 의결권행사 실태와 그 개선방향 / 김우찬 기업지배구조리뷰, 통권 제45호 (2009년 7/8월)
2010	기관투자자 의결권행사 실태와 문제점. 2010 / 강정민 [저]; 경제개혁연구소 [편]
2010	국민연금기금의 UN PRI가입에 따른 주식의결권행사 관련 환경 변화 / 원종욱 보건복지포럼, 통권 제163호 (2010년 5월)
2010	사외이사 파견 등 의결권 행사 늘려가겠다: 전광우 국민연금공단 이사장<인터뷰> / 전광우;
2011	국민연금 주식의결권이 이익집단에 이용된다면... / 김영진
2011	물류계 재도입과 국민연금 의결권 강화 논의는 재고되어야 / 신석훈
2011	정부 연기금의 효율적 의결권 행사 방안: 국민연금기금을 중심으로 / 연구책임자: 윤창형
2011	국민연금 의결권 행사의 구조적 문제점 / 강성원
2011	국민연금 기금의 통원전략: 국민연금 기금운용 지배구조 및 기업 지배구조의 변화 가능성 / 온민수 한국사회정책, 제18집 제3호 (
2011	공적 연기금 '운용의 모': 광승준 위원장의 발언으로 더 멀어진 국민연금의 사회투자... 공적 연기금 의결권 행사엔 투명성과 독립성 확보가 먼저 / 이정훈 한겨레21, 통권859호 (2011-05-09)

국민연금 주주권행사 관련 주요 논의

- ▶ 참여연대 경제개혁센터, 『재벌 및 금융부문 규제완화 관련 토론회 : 출자총액제한과 계열금융기관 의결권 행사제한을 중심으로 : 토론회 자료집』, 2001.
- ▶ 2005년 「기금관리기본법」 개정안에서 연기금의 주식과 부동산 투자를 금지한 제3조 3항 삭제와 주식의 의결권 행사를 허용하는 제3조 6항의 신설로 **의결권행사 지침 및 의결권행사전문위원회 구성**
- ▶ 2011년 3월, 정운찬 총리의 초과이익공유제 논리가 연기금의 대기업 주주권 행사문제로 연결되면서 “연금사회주의” 논쟁의 단초 제공
- ▶ 2011년 4월 26일, 금융연구원 주최 미래와 금융 정책토론회, “공적 연기금의 주주권 행사 및 지배구조 선진화”에서 **곽승준 미래기획위원회 위원장의 주주권 강화발언**
- ▶ 재벌 지배구조 개혁 등을 골자로 한 ‘경제민주화’가 주요정책으로 부상하면서, 선제적으로 국민연금기금의 주주권을 통한 우리나라 재벌구조에 대한 개혁 논의
- ▶ 김재원의원 대표발의 「국민연금법 일부개정법률안」 (2012.7.10)에서 주주권행사의 강제화

주주권 행사의 찬성의견

- ▶ 국민연금기금은 연금수혜자인 국민에 대하여 충실 및 선관주의 의무
- ▶ 「국민연금법」에서도 보건복지부 장관은 국민연금재정의 장기적인 안정유지를 위하여 그 수익을 최대한 증대 시킬 수 있도록 국민연금기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 기금을 관리/운영하도록 기금의 사명을 적시하는 상황에서 적극적인 주주권 행사는 기금의 의무
- ▶ 연기금의 의결권 행사를 제한하면 향후 주식의 투자 메리트가 크게 저하되어 주식에 대한 투자가 활성화 되지 못할 것임
- ▶ 기업지배구조가 낙후된 기업은 미래현금흐름 중 일부를 계열사나 특수관계인에게 이전시킬 때 주주이익에 대한 고려 없이 시장가격보다 낮은 가격을 요구하게 되어 기업가치의 개선을 이루어내기 어려움
 - 이를 개선함으로써 주가의 상승을 도모하는 것은 결국 연금가입자의 이익으로 귀결될 뿐 아니라 국가경제에도 긍정적으로 작용할 수 있는 것



국민연금기금의 수익률 지상주의적 시각

공적연금의 주식투자 의의

주식은 기업에 대한 직접적인 투자를 나누어서 한다는 점에서 실물투자를 대신하는 방법

국가경제 성장에 대한 결과공유

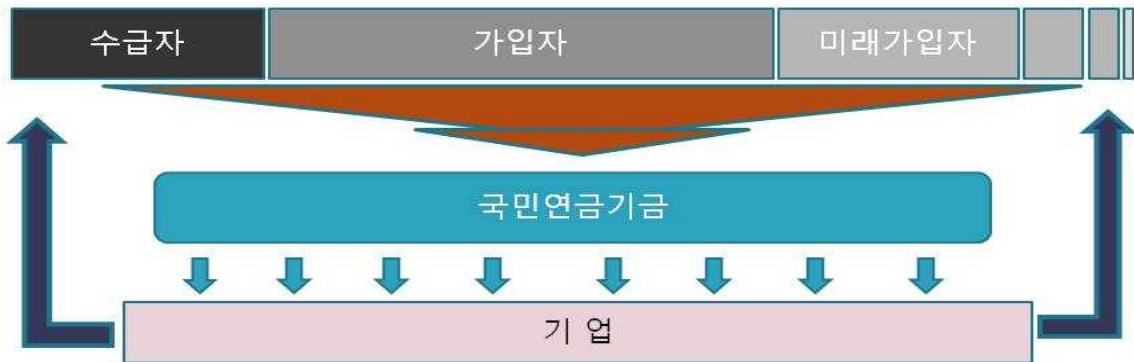
- 기업의 가치는 생산성의 상승뿐만이 아니라, 국내경제 발전에도 비례하여 성장하므로 경제성장의 과실을 함께 나눌 수 있다는 장점을 가짐
- 국민연금기금의 입장에서도 국가경제의 성장으로 기업의 가치가 상승하고, 그 상승분에 비례한 만큼의 주식 평가액이 상승하게 되므로, 궁극적으로는 가입자들에게 국가경제 발전의 과실이 나누어 질 수 있음
- 국가적 가치를 가지는 기업의 투자자 혹은 대 주주로 국민연금이 존재한다는 것은 이들 기업들의 성장의 혜택이 국민들에게 이전될 수 있다는 통로를 만들게 된다는 데 의의가 있음

인구 위험에 노출 확대

- 국민연금 제도 역시 인구 구조로 인한 재정적 문제를 가지고 있으며, 이를 주식 등의 적극적 투자를 통해 수익률을 제고하고자 하는 목적을 가짐
- 그러나 인구구조의 변화로 국내 자본생산성이 낮아지고, 국내 기업들의 자본이익률이 감소할 경우 이는 직접적으로 국민연금 주식부문의 운용 수익률의 감소로 연결됨
- 주식 부문도 인구구조로 인한 수익률 저하를 나타내기엔 초과수익의 추구가 사실상 어렵게 되는 자기모순적 결과에 직면할 수 있음

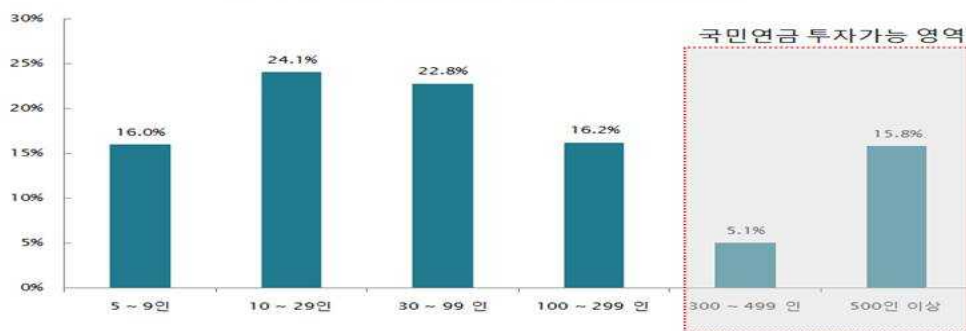
공적연금기금의 주주권 행사주체 정당성

- ▶ 국민연금 수급자 및 가입자, 미래가입자가 국민연금기금을 경유하여 주식을 보유하는 것임
- ▶ 기업에 대한 성장과 쇠퇴에 대한 직접적인 관련을 가지게 됨



주주권 행사의 문제

<그림> 우리나라 직장인들의 종업원 별 분포



<표> 시가총액 상위 30개 기업 투자현황

(단위: 억원, 2012.6.30. 기준)

국내주식 총투자액	587,206
시가총액 상위 30개 기업 투자액 합계	380,639
비중	64.8%

주주권 행사의 문제

- ▶ 최근 이슈가 되고 있는 주주권 행사의 문제점은 공적연금기금이 주주권을 행사하느냐 마느냐가 아니라 공적연금에서 행사하는 주주권이 과연 누구의 이익을 위해서 발현되느냐에 대한 문제임
- ▶ 국민연금기금의 국내 주식투자는 시장의 시가총액과 비교하였을 때 2004년 2.79%에서 2010년 4.55%로 꾸준히 증가하고 있으며, 2012년 6월말을 기준으로 5.3%를 차지
 - '자본시장법'에서 주요 주주로 간주되어 소유상황에 대한 보고의무를 가지는 5%를 넘게 보유하고 있는 기업이 2012년 2월 기준으로 165개 사에 이름
- ▶ Angelis(1998)에 의하면 주주가 2~3%의 지분만 보유하고 있어서 회사 내 부문제에 대하여 매우 큰 영향력을 행사할 수 있음을 보인 바 있음

공적연금기금의 주주권 행사주체 정당성

- ▶ 기관투자자가 수익성을 최대 목표로 한 일반 투자자가 아니라, 공공기관의 경우 이들의 주주권 행사가 과연 투자자의 원칙에 부합하는 것인지에 대한 문제제기
- ▶ 공적연금기금의 경우 과연 누구를 대리하는 주체인지가 불명확 할 수 있다는 의미임
 - 국민연금과 같은 전국민이 가입하는 공적연금의 경우 수익자와 운용자의 구조가 복잡하며 불분명함
 - 정부가 수익자와 운용자라는 양자적인 입장을 동시에 가지고 있기 때문임
- ▶ 이에 따라 공적연금에서 보유하고 있는 주식 지분을 근거로 기업의 경영에 개입하겠다는 부문에 대해서는 여전히 많은 논란이 제기되는 원인이 되고 있음

공적연금으로서의 주주권 행사의 필요성

- ▶ 국민연금기금의 수익률과 연관시키지 않더라도 주식투자에 대한 주주권 행사는 필요함
- ▶ 주식은 궁극적으로 기업의 성장에 대한 과실을 투자한 사람들에게 나누어준다는 의미가 있음
 - 공적연금기금이 주식에 투자한다는 것은 피투자기업의 성장을 기금을 통해 지원하고 그 성장의 결과를 가입자들에게 나누겠다는 것임
 - 국민연금기금의 입장에서도 국가경제의 성장으로 기업의 가치가 상승하고, 그 상승분에 비례한 만큼의 주식 평가액이 상승하게 되므로, 궁극적으로는 가입자들에게 국가경제 발전의 과실이 나누어질 수 있는 것임
 - 만일 국민연금의 국내 기업에 대하여 100% 지분을 가지고 있다고 가정한다면, 국내 기업의 성장이 그대로 가입자의 이익으로 귀속되며, 반대로 국내 경제의 하락에 대한 책임도 가입자들에게 직접적으로 전가될 것임
- ▶ 많은 부문 소위 국민주가 가지는 의미 역시 국가 산업의 성장을 골고루 국민들이 함께 공유하겠다는 의미가 있는 것임
 - 이처럼 공적기금이 주식에 투자하는 것은 수익성뿐만 아니라, 국가의 기업이라는 의미에서 국가경제의 성장 혜택이 퇴직 후 소득에 대한 기여로 연결하고자 하는 의도가 포함된 것임
- ▶ 반대로 기업의 가치하락으로 주가가 하락할 경우라 하여도 연금기금 가입자는 함께 책임을 짐
 - 그 책임은 결국 가입자의 급여에 영향을 주거나 조세의 부담으로 나타날 것임
 - 이와 같이 성장이나 하락에 대한 책임을 함께 가지는 기금의 입장에서 기업의 경영에 대한 관심이 높아져야 하는 것은 당연한 일임
- ▶ 그럼에도 불구하고 대기업 집단의 왜곡된 지배구조로 인하여 기업성장의 혜택이 온전하게 투자자인 국민들에게 이전되지 못한다면, 이는 어떤 방법으로든지 바로잡아야 하는 문제이며, 그 여러 방법 중에서 주주권의 행사가 가장 효율적일 수 있음

공적연금의 주주권 행사 특징

- ▶ **공적 연금의 소유권은 연금 가입자 및 사용자, 그리고 경우에 따라서는 납세자들까지 포함한 다수에게 고도로 분산**
 - 소유자 누구도 조직 운영(공적 연금의 경우에는 연금펀드의 운용)을 감시하고 통제할 유인을 갖지 못하는 무임승차의 문제(free-rider problem)를 안고 있음
- ▶ **둘째, 공적 연금의 소유권은 이전이 불가능(non-transferable)**
 - 주식회사의 경우 주식시장에서의 거래에 의하여 소유권이 자유롭게 이전될 수 있으나, 공적 연금의 소유권은 시장에서 거래되는 자산이 아니기 때문에 이전이 자유롭지 못함
- ▶ **셋째, 일반 기업에서와 마찬가지로 공적 연금 운영의 핵심인 연금펀드의 운용은 경제 및 투자 분야의 고도의 전문성을 요구**
 - 공적연금기금은 여전히 분명한 주인이 실존하지 않는 모습으로 비추어지고 있어 여기업에서의 의지적인 행동들이 자신의 이해관계와 배치될 때 그 행동에 대하여 공개적인 비판을 할 수 있는 사회적인 구조가 갖추어짐
- ▶ **대리인의 정책적인 판단에 따른 주주권의 행사가 과연 바람직한 것인가에 대한 문제로 귀결되는 것임**

공적연금의 주주권 행사 한계

- ▶ 국민연금기금이 아무리 많은 주식 보유지분을 보유한다고 하여도 그것이 많은 사람들이 실제로 기업에 영향을 끼치는 권한으로 작용하는 데에는 한계
 - 실제 기업의 경영과 관련하여 주주와 경영진간의 권력투쟁의 틀로 볼 경우 여전히 국민연금 기금은 소수주주에 불과함
 - 국민연금 보유지분이 주주총회에서 얼마만큼의 영향력을 갖는지 측정한 결과 실질적으로 행사하기 어려운 것으로 판명됨(2009년 6차 국민연금기금운용위원회 회의자료)
- ▶ 우리나라의 법체계는 기업지배구조상 주주의 권리 행사를 제약하는 입장
 - 우리나라와 같이 대기업들에게 지배주주가 존재하고 있음에도 「상법」에서는 소유와 경영이 분리된 회사의 모델을 규제체제의 근간으로 설정하고 있어, 「자본시장법」에서도 주주의 의결권 행사를 통한 회사 사업상 결정에 대한 관여를 다각도로 제한하고 있음
 - 「상법」은 주주의 권한보다는 이사회에 권한을 강하게 설정하고 있음
 - 소유와 경영이 분리된 영미권의 기업들을 모델로 삼은 것으로, 이렇게 완전히 분리된 대규모 상장회사의 경우 주주는 회사의 사업상 결정에 참여할만한 정보와 인센티브를 결여하고 있어 주주의 의결권은 명목상의 권리에 불과해지는 경향이 있음

주주권 행사의 반대의견

- ▶ 주주권 행사에 대한 반대는 자본주의의 기본 이념을 부정하는 행위로 이에 대한 직접적인 반대는 아님
 - 공적연금의 주주권 행사에 대한 반대의 기저에는 이들의 주주권의 행사가 주주의 이익극대화를 목적으로 한 것이 아니라는 점이 깔려있음
- ▶ 연금의 주주권 행사를 반대하는 측에서는 기업의 경영과 관련된 통제를 공적연금의 힘을 빌어 시행함으로써, 정부가 관치의 오명에서 벗어나려는 것이라 의심
 - 국민연금기금과 관련한 대외적인 활용에 대해서 많은 논란이 있는 와중에 과연 국민연금의 기금운용이 정부의 간섭 없이 독립적으로 이루어지고 있는가에 대한 문제가 제기
- ▶ CalPERS Effect에 대한 회의적인 시각
 - 기관투자자의 의결권 행사를 주장하는 의견 중 많은 부문이 적극적 주주권의 행사로 실제 주식가치가 크게 상승하였다는 사실에 근거
 - 하지만 최근에는 적극적 의결권 행사와 기업의 성과와는 무관하며, 오히려 주주들의 이익을 침해할 수 있음을 나타내는 연구들도 제시
 - 실제 기관투자자의 입장에서 의결권을 행사하기 위해서는 많은 비용을 필요로 한다는 점을 지적

주주권 행사의 반대의견

- ▶ **연금사회주의의 문제**
 - 연금운용기관의 주식투자 비중이 높아지면서 연금의 주인인 노동자들이 기업경영에 영향을 주어 기업의 경영이 노동자 중심으로 이루어질 수 있을 것이라는 것
- ▶ **기관투자자들이 의결권을 행사함에 있어서 가능한 중립을 유지하여야 한다는 견해는 기업가치의 변화에 따라 주식의 매매에 집중하여야 한다는 투자 원칙에 기초**
 - 대표적인 것이 기관투자자의 소극적 투자원칙을 내세우는 Wall Street Rule로 여기에서는 경영진과의 갈등상황이 발생할 경우 분쟁을 일으키기 보다는 투자를 회수하는 것으로 대응할 것을 권고
 - 사용자의 입장: 국민연금기금을 통해 외국자본의 적대적 M&A로부터 국내 경영권을 방어에 활용하지만, 기업의 경영권과 지배구조에 대한 간섭은 배제

주주권 행사에 대한 의견

- ▶ **Wall Street Rule은 국민연금과 같이 한 기업에 상당부분의 지분을 가지고 있는 경우, 본래의 취지와 다르게 경영권에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 요인이 됨**
 - 최소한 국민연금도 권고에 따라 이 룰만이라도 실행하기를 희망함
- ▶ **우리나라 국민연금의 경우 노동자의 의사가 기금의 운용에 반영되지 못하는 구조이며, 투자이익을 극대화한다는 자본시장 메커니즘에 충실한 부문으로 연금사회주의는 한계가 있을 수밖에 없음**
- ▶ **기금의 운용을 담당하는 대리인으로 하여금 효율적인 기금운용을 기대하며 동시에 가입장의 이익을 극대화 할 수 있도록 하는 소유-지배의 구조를 갖춘다는 것은 원칙적으로 불가능함**
 - 운용자는 실제로 기금을 운용함에 있어서 가입자를 생각하기 보다는 기금의 운용 수익률을 극대화시켜 자신이 받게 되는 여러 인센티브에 보다 많은 관심을 가짐

주주권 행사에 대한 의견

- ▶ 국민연금기금이 순수한 재무적 투자자임을 강조한다고 하여도 공익부문에 대한 배려나 사회적 투자 성격의 투자를 수행할 가능성은 존재함
 - 이는 국민연금의 실질적인 소유자가 가입자와 정부, 혹은 후세대 인구들이라는 점을 생각한다면 필요한 부분임
- ▶ 더구나 국민연금기금의 실질적인 운용을 심의·의결하는 기금운용위원회가 가입자와 사용자를 대표한 각계의 인사들과 정부 인사들이 참여하고 있어, 기금의 운용측면 외에도 많은 부문을 논의하여 기금을 운용할 수 있는 구조임
- ▶ 투자이익을 극대화하는 논리에서 벗어나는 논리로 대응할 필요가 있음

공적연금의 주주권 행사 입장

- ▶ 과거 주주권 행사의 실적이 매우 소극적이고 저조하다는 점이 오히려 국민연금기금의 독립성을 훼손하는 행위로 보여질 수 있음
 - 국민연금기금이 말 그대로 외부의 간섭없이 독립적이라면 보유 자산의 가치가 하락할 우려가 있는 사항들에 대해서 보다 적극적으로 주주권을 행사하여야 했음
- ▶ 독립성을 이유로 한 지배구조의 개선은 아직 이룸
- ▶ 현 기금운용의 성과만을 최대 목표로 하는 운용자에 대한 성과평가를 엄격하게 적용하기만 하면 되는 문제임
- ▶ 장기적인 연금 자산과 부채, 국민들의 조세부담을 모두 고려한 횡단면, 시계열 포트폴리오를 구성하여야 하는 정부가 어떻게 현세대의 연금급여와 후세대의 부담 및 혜택이라는 양자간의 효용을 최적화하기 위한 노력을 어떻게 기울여야 하는지에 대한 문제에 집중
- ▶ 이러한 노력을 통해 기업의 가치를 보다 증진시킬 수 있다면, 다른 투자자들에게도 이익으로 공유될 것이며, 국가경제 자체의 발전에도 기여할 수 있는 부수적인 효과도 기대할 수 있음

주주권 행사와 공적연금지배구조

- ▶ 국민연금의 주주권 행사 문제는 지배구조로 해결될 문제가 아니라 적극적인 운용의지와 선량한 관리자로서의 의무를 얼마만큼 착실하게 수행하느냐의 의지로 보여져야만 하는 것
 - 오히려 이보다는 현재 국민연금에 마련되어 있는 의결권 행사 지침을 보다 현실적으로 체계화하고, 행사내역을 국민들에게 공시하는 것이 주주권 행사의 객관성과 독립성을 확보하는 빠르고 효율적인 방안이 될 것임
 - 기금운용 성과평가의 경우 기금운용본부가 아닌 외부의 전문평가기관과 국민연금 연구원에 의해 독립적으로 수행되는 바, 기금운용의 독립성을 논하기 이전에 이들 평가에 대한 독립성을 우선적으로 고려하는 것이 보다 현실적일 수 있을 것
- ▶ 정부의 간섭이 우려된다면 기금운용위원회에 정부의 위원수를 축소하여 보다 가입자의 의사가 반영되도록 하고, 「국민연금법」상에 가입자 이익극대화를 위한 선관주의 의무를 명시할 필요
- ▶ 중요한 것은 기금운용위원회에 있는 정부 인사가 아니라, 국민연금에 대한 세대간 공평성을 고려한 장기 계획이 어떻게 당기의 운용에 영향을 줄 수 있는지에 대한 것임

향후 개선과제

- ▶ 우리 법에서 적용하고 있는 의결권 제한조치들에 대한 문제
 - 실제 법에서의 의결권 제한조치들은 개인 대주주와 그 친인척들이 상대적으로 대규모인 지분을 보유하고, 이를 통해 회사에 대한 지배권을 확립하여 경영권의 사적 이익을 추구하는 것을 제어하기 위한 것임
 - 그러나 이미 순환출자제도 등을 통해 비교적 소액의 주식보유로 기업의 경영권까지 장악하고 있는 상황에서 이러한 규제는 오히려 기관투자자들의 주주권 행사에 제한요인이 되고 있음
 - 더욱이 현행 제도에 대해서 그 재산권 침해 소지와 기준의 자의성 등에 대한 비판이 있는 상황에서 국민전체가 간접적으로 보유하고 있는 주식에 대한 의결권 제한에 보다 엄밀한 근거가 있어야 할 것임
- ▶ 국민연금기금이 투자대상 기업의 지배구조에 직접적인 영향을 미치는 문제에 대한 적절한 프로세스와 대응방안에 대한 기반이 부족
 - 실제로 주주권에 대한 많은 논쟁이 있었으나, 현실적인 내용보다는 주주권 집행의 가부를 논의하는 내용이 주
 - 그러나 실제 국민연금 기금의 주식 보유가 10%를 향해 증가되는 상황에서 실질적인 내용이 부족
 - 즉, 의결권 행사는 기금운용본부의 의결권 행사 지침에 의해 집행될 수 있으나, 지배구조에 가장 강력한 개입방법인 소송이나 소수주주권행사를 어떻게 할 것인지, 다른 주주들이 소송이나 주주권행사를 할 경우 그에 대해서는 어떤 입장을 취할 것인지에 대한 입장이 마련되어 있지 않은 상황
- ▶ 지배구조에 대한 주주로서의 영향력은 의결권 외에도 여러 가지 방법으로 행사될 수 있는 것으로 다른 일반주주들과 국민연금기금간의 관계도 논의되고 정립되어야 할 것임

감사합니다

〈토론문〉

국민연금기금의 기금운용, 무엇이 문제인가?

전 창 환

(한신대 국제경제학과)

1. 문제제기

박근혜 정부가 들어선 지도 100일이 지났다. 취임한 지 100일 지났지만 박근혜 정부가 앞으로 무엇을 집중적으로 일구어 낼지 여전히 불투명해 보인다. 창조경제니 경제민주화니 국민행복시대의 도래 등 장밋빛 구호만 난무할 뿐, 정작 대다수 국민들의 소득감소·일자리 불안, 양극화 심화 등 국민의 기본생활이 나아질 조짐은 전혀 보이지 않는다. 올해 예상 실질 GDP 증가율이 3%를 넘지 못할 것으로 전망되는 와중에 박근혜호는 아베노믹스-엔저 직격탄을 맞아 출범 첫해 좌초할 수도 있다는 비관적 전망도 만만치 않다. 하지만 무엇보다도 우리를 암울하게 만드는 것은 20-30년 이후 한국의 잠재GDP 증가율이 지속적으로 둔화되는 가운데 0%대로 떨어질 것이라는 장기 전망이다.

박근혜 정부의 복지정책 관련해서 주목을 받았던 것은 기초연금 수혜대상의 대폭적인 확대와 그 재원 조달 문제였다. 여기에다 최근 정부에게 국민연금 급여 지급보장을 법으로 명문화하라고 요구했던 한 시민사회단체의 기자회견과 성명서발표도 세간의 관심을 끌었다. 본고에서는 자산 규모 400조를 돌파해 곧 자산규모 기준으로 전 세계 3대 연기금으로 성장할 것으로 예상되는 국민연기금이 어떻게 기금과 자산을 운용하고 있는지를 점검할 것이다. 이를 살펴보기 전에 2013년 3월말 현재 국민연금 기금의 현황부터 잠깐 보기로 하자.

2. 2013년 국민연금 기금의 현황과 자산운용 내역

2013년 3월말 국민연금의 총자산 규모는 405.9조에 이른다. 당분간 국민연금 보험료 납부자의 수가 국민연금 급여 수령자보다 훨씬 많아 적립금=총자산 규모가 계속 빠른 속도로 증가할 것으로 전망된다. 2043년에는 국민연금의 총적립금 규모가 최대 2561조원에 달할 것으로 예상된다. 하지만 그 이후 부터는 국민연금기금 적립금이 계속 빠른 속도로 줄어드는 것으로 추정된다. 현재 시뮬레이션결과로는 국민연금의 적립금이 2061년 즈음 완전히 소진될 것으로 전망된다.

국민연금 적립금의 급격한 증가로 국민연금은 전 세계 다른 나라의 공적 연금, 국부펀드, 특수직역 연금 등과 비교해서도 막대한 규모와 지위를 자랑하고 있다. 2011년 말 기준으로 국민연금의 규모는 일본의 GPIF, 노르웨이의 정부연금기금, 네덜란드의 공무원 연금인 ABP에 이어 제4위에 랭크되어 있지만 그 이후 지속적인 보험료 유입 증대와 자산운용수익의 창출로 2013년 말에는 400억 달러를 초과할 것으로 예상된다. 그럴 경우 국민연금은 지금까지 전세계 세번째 최대연기금 자리를 지켜왔던 네덜란드 ABP의 자산규모를 넘어서 곧 전세계 3위의 연금으로 우뚝 솟을 것으로 전망된다.

그렇다면 405.9조(약 370억 달러, 원-달러 환율을 1,100원으로 계산)원에 육박한 이 거대 공룡 덩치의 국민연금기금은 누구에 의해, 어떻게, 그리고 어떤 원리에 기초하여 운용되고 있을까? 단도직입적으로 말해 1,800만 명에 가까운 가입자들의 국민연금보험료가 매달 꼬박꼬박 들어오는 국민연금기금은 이 돈으로 과연 무엇을 하고 있는 것일까?

우선 국민 연금 총 자산 405.9조의 투자내역을 보면 99%가 주식 채권 대체투자 등 금융부문에 투자되고 있고, 복지부문에는 0.0%(1,281억), 기타부문에 0.1% 투자되고 있다. 금융부문 투자내역을 세부적으로 보면, 국내채권에 594조원으로 59.4%, 국내주식에는 75.6조(18.6%), 해외주식 35.4조(8.7%), 해외채권 19조(4.7%), 국내대체투자 18.8조(4.6%) 해외대체투자 15.4조(3.8%)등으로 구성된다. 국민연금 적립금 중 거의 60%에 달하는 금액이 국내채권에 투자되다 보니 국민연금에 대해 ‘연못 속 고래’라는 비유가 자주 회자되는 것이다. 국내채권시장을 거의 독식하다시피 할 정도로 큰 손이 되어버린 국민연금은 불가피하게 국내주식과 해외투자(해외주식, 해외 채권, 해외 대체투자)쪽으로 눈을 돌리지 않을 수 없게 되었다.

국내채권 다음으로 큰 비중을 차지하는 자산 군이 국내주식이다. 2013년 3월 말 기준 75.6조원(18.6%)이 국내주식에 투자되고 있다. 국민연금 적립금 점증하는 금액이 국내주식에 투자되다 보니, 2012년 말 기준으로 국민연금이 5% 이상의 지분을 갖는 기업의 수가 이미 217개에 달한다.

국민연금의 적립금 규모가 당분간 급속히 늘어남에 따라 앞으로 그 비중이나 중요성이 크게 높아질 것으로 보이는 것이 국내대체투자와 해외대체투자를 포함한 대체투자(alternative investments)이다. 대체투자란 거대연기금의 자산 군(asset class) 중의 하나로 부동산, 사회 인프라(SOC), 사모펀드(PEF), 벤처 펀드 등으로 구성된다. 국민연금이 국내 거대 건물이나 도로나 공항시설 등 주요 기간 시설등에 투자해 자본이득은 말할 것도 없고 매달 일정금액의 임대료 형태로 수익을 올린다. 국내 각종 고층의 고가빌딩 뿐만 아니라 전 세계 어디든 투자전망이 좋다고 판단되는 각종 건물 사회간접자본시설 등에 많은 돈이 투자된다. 워낙 투자대상이 다양해 일반화·표준화 하기가 지극히 어렵다는 점에서 주식 채권투자와 근본적으로 다르다. 이에 따라 투자 건별로 사전적으로 치밀한 사전 조사와 점검이 필요하고 투자이후에도 주도면밀한 사후 관리가 지속적으로 요구된다.

3. 국민연금기금의 기금 운용체계의 기본 틀과 그 문제점

1) 국민연금기금의 기금 운용체계의 기본 틀

일반적으로 국민연금의 자산배분은 전략적 자산배분(SAA:Strategic Asset Allocation)과 기술적 자산배분(TAA:Technical Asset Allocation)으로 나누어져 있다. 전략적 자산배분이란 투자목적을 달성하기 위해 장기적인 기금의 자산 구성을 정하는 의사결정으로, 즉 장기적인 기금 내 자산군(Asset Class)별 투자 비중과 중기적으로 각 자산 집단이 변화할 수 있는 투자 비율의 한계를 결정하는 의사결정으로 정의된다. 따라서 이 전략은 투자목표와 제약조건을 충분히 반영하여 이루어져야 한다. 국민연금기금의 경우, 전략적 자산배분은 5년 단위의 중장기자산배분과 연 단위 이행계획으로 구성된다.

전략적 자산배분에서는 중장기 자산배분 목표를 설정함과 동시에 각 연도말의 자산군별 목표 비중이 결정된다. 보다 구체적으로 전략적 자산배분은 객관적인 시장분석을 근거로 하여 자산배분 목표를 설정하는 과정으로 기금의 목표수익률과 허용위험을 반영하여 자산군(asset class)의 상대적 비율을 결정하는 것을 말한다.

모든 주요 사회보장 공적 연기금의 경우 전략적 자산배분을 결정하는 기구가 바로 각 연기금 내에서 최고의사결정기구인 수탁자 이사회(Board of Trustee) 내지 집행이사회(Board of Administration)이다. 국민연금의 경우, 기금운용위원회가 여기에 해당한다. 이에 따라 국민연금의 경우 기금운용위원회가 전략적 자산배분을 수행하는 것으로 되어 있다.

기금운용위원회는 우선 5년 단위의 중기 자산배분 계획을 수립한다. 다음으로 이의 이행을 위하여 시장전망과 연금수급 상황의 변화를 반영한 연간 기금운용계획을 수립해야 한다. 이를 연간 단위의 전략적 자산배분(SAA)라고 부른다. 그 다음으로 이렇게 설정된 특정 자산군에 대한 연간 목표비중을 월단위로 배분하는 이행단계를 가정한다. 다시 말해 전략적 자산배분에 의해 연말 기준의 목표비중이 설정되면 이에 기초하여 이행포트폴리오 개념의 월 단위 목표비중이 설정된다.

기금운용위원회의 역할 중에는 전체 국민연금 자산을 자산군별로 어떻게 배분할 것인가를 결정하는 것이 아주 중요하다. 이 외에도 기금운용위원회는 각 자산군별 벤치마크(BM: Bench Mark)도 결정한다. 기금운용위원회는 이 벤치마크를 실제 전술적 자산배분을 수행하는 기금운용본부에 내려 보냄으로써 전술적 자산배분단위에 중요한 성과 기준을 제시한다.

이에 비하여 전술적 자산배분은 시장의 변화를 예측하여 사전적으로 자산 구성을 변동 시킴으로써 투자성과, 즉 수익률을 높이기 위한 투자전략으로 정의할 수 있다. 국민연금기금의 전술적 자산배분은 전략적 자산배분의 틀 내에서 연간 및 월 단위로 자산 구성을 조정하는 것을 의미한다. 즉 기금운용위원회가 당해년도 5월에 다음 연도의 기금운용계획을 결정하면(이것을 기금운용계획이라고 부른다) 국민연금공단은 그해 말에 자금운용계획을 확정해야 한다. 공단이 정하는 자금운용계획이란 기금운용계획을 기초로 하면서도 기금운용계획과 자금운용계획이 확정되는 기간 사이에 발생한 기금 내외

의 상황변화를 반영한다. 전술적 자산배분의 주체는 기금운용본부의 운용전략실이다. 특히 기금운용본부의 투자위원회와 기금운용본부장의 역할이 결정적으로 중요하다.

2) 국민연금 기금운용체계의 문제점

현행 기금운용체계와 기금운용위원회는 몇 가지 점에서 중대한 결함을 안고 있다. 첫째, 기금운용과 관련하여 최고 의사결정기구인 기금운용위원회가 비상설기구인 분기별 회의체에 불과할 뿐만 아니라 산하 각종 위원회 역시 비상설기구로 되어 있어 기금운용에 대해 면밀한 검토와 심도 깊은 논의를 하기에는 근원적으로 한계가 있다. 몇 차례 회의와 논의만으로 기금운용계획을 면밀하게 심의할 수 있을 것이라는 발상 자체가 잘못이다. 또한 보건복지부의 연금 재정 팀이 기금운용계획수립에 관한 공식적인 상설 지원조직이지만 주기적인 인사이동과 교체로 충분한 전문성을 확보하고 있다고 보기 어렵다. 중요한 것은 기금운용위원회의 기금운용계획수립에 관한 상설지원조직에 불과한 보건복지부 특히 그 중에서도 연금재정과가 기금운용체계전체에 막대한 영향력을 행사하고 있는 점이다. 국민연금공단이나 기금운용본부 나아가 국민연금연구원 모두 보건복지부 산하기관이라 독자적인 입장과 발언을 내기가 어려울 뿐만 아니라 객관적이고 독립적인 조사·연구를 수행한다고 보기는 어렵다.

더 결정적인 문제는 국민연금의 전략적 자산배분에서 주요한 결정사항은 보건복지부와 기금운용본부가 다 결정한다고 해도 과언이 아니라는 점이다. 보건복지부는 국민연금에 대한 주무부처이고 기금운용에 대한 공식적 상설지원조직이지만 보건복지부 장관이 기금운용위원회의장직을 맡도록 되어 있어 주무부처나 상설지원조직 수준을 훨씬 뛰어넘는 위상과 역할을 맡고 있다.

이런 상황에서 형식적으로 국민연금의 최고의사결정 및 심의기구로 되어 있는 기금운용위원회가 가장 중요한 임무인 전략적 자산배분에서 전혀 자기 본연의 권한과 능력을 제대로 행사하지 못하고 있다. 모든 사회보장 공적 연금에서는 최고 의사결정기구인 수탁자 이사회 내지 집행이사회가 자산군의 설정 및 변경 자산군별 자산의 비중등을 결정하고 있지만 기금운용위원회는 전혀 그런 역할을 수행하지 못하고 있다. 공적 연금의 자산운용에 관한 전문성이 거의 없는 기금운용위원회의 가입자대표(민주노총, 한국노총, 바른사회시민연대, 경총, 중소기업중앙회, 전경연, 농협중앙회, 수협중앙회,

한국소비자단체협의회, 한국공인회계사회)들은 보건복지부와 기금운용본부 등이 사전에 마련한 주요 전략적 자산배분안을 사후적으로 그리고 형식적으로 심의할 뿐이다. 전문적 자산배분에서는 기금운영위원회의 역할이 거의 전무한 실정이며 기금운용본부의 전문 운용인력들이 주된 역할을 담당한다.

2007-09년 글로벌 금융위기를 통해 사회보장 공적 연금기금은 말할 것도 없고 특수 지역연금·기업연금에서도 최고의사결정기구인 수탁자 이사회 내지 집행이사회의 전략적 자산배분과 전문적인 자산운용능력이 얼마나 중요한지 단적으로 드러났다. 우리나라 국민연금의 기금운용체계에서 가장 큰 결함은 국민연금기금의 전략적 자산배분에 대한 명실상부한 권한과 책임을 지는 주체가 사실상 불분명하고 취약하다는 점이다. 주지하는 바와 같이 전략적 자산배분을 결정하는 주체는 형식상 기금운용위원회이지만 그에 대한 실질적인 권한을 행사할 능력이나 의지가 없다. 보건복지부나 기금운용본부도 이런 결함을 너무나도 잘 알고 있지만 이 결함을 시정하기 위해 적극적으로 노력하지 않는다. 왜냐하면 기금운용위원회가 다른 선진국의 공적연금의 수탁자 이사회나 집행이사회와 같이 최고의사결정기구로서 권한과 책임을 명실상부하게 행사할 경우 보건복지부나 기금운용 본부의 실질적인 권한이 상대적으로 약화되기 때문이다. 보건복지부가 국민연금지배구조에 문제가 있고 전략적 자산배분의 결정주체가 불분명하다고 하면서 국민연금 지배구조 개혁을 운운하지만 속내는 전혀 다르게 현실이다.

4: 맺음말에 대신하여: 시민운동과 노조의 적극적인 금융 개입이 필요하다.

더 안타까운 것은 양대 노총이나 시민단체의 대표 출신의 기금운용위원회 위원도 이 문제를 그다지 심각한 문제로 보지 않고 있다는 점이다. 기금운용위원회에서 가입자 대표가 대표성을 제대로 발휘하기 위해서는 전략적 자산배분에 대해 적극적인 발언과 개입을 해야 한다. 기금 운용위원회가 전략적 자산배분의 결정에 실질적인 권한을 행사하려면 연금제도와·금융·재무에 대한 전문성 확보가 필수불가결하다. 필자는 이것을 노조와 시민세력의 금융개입(행동)주의(financial activism: or financial engagement)의 한 부분으로 이해하고자 한다. 양대 노총이나 시민단체 대표의 자격으로 기금운용위원회 위원이 된 사람들은 기금의 전략적 자산배분이 직장가입자나 지역가입자에게 어떤 영향을 미칠 것인지에 대해 지속적인 고민을 해야 한다. 뿐만 아니라 기금운용위원회 위원들은 국민연금의 기본원리와 성격규정에 대해 지속적인 방향제시를 해야 하

며 전략적 자산배분을 위한 자산군의 배분과 새로운 자산군의 설정 등에 대해서도 적극적으로 개입해야 한다. 사회적 책임투자를 독자적 자산군으로 분류하여 이 범주 안에 사회적 책임투자, 낙후지역개발 및 중소기업육성, 장애 노인 등을 위한 각종 사회보장관련사업 및 이에 대한 투자를 포함할 것인지 말 것인지에 대해서도 기금운용위원회의 가입자 대표출신 위원이 적극적으로 제안하고 최종적인 방안을 제출해야 한다.

국민연금의 주식투자비중이 전체 자산에서 20%에 육박하고 향후 이 비중이 크게 늘어날 것을 감안한다면 국민연금이 주요 기업의 대주주가 될 가능성이 높아 의결권을 어떻게 행사할 것인지가 매우 중요해진다. 국민연금뿐만 아니라 미국의 뮤추얼펀드 등 주요 기관투자자들이 의결권행사에 매우 소극적으로 임했다. 그러다 보니 연기금이 해당기업지배구조에 관여하는 일을 찾아보기가 매우 어려웠다. 하지만 국민연금이 응당 적극적으로 수행해야 할 의결권행사를 등한시하는 것은 자신의 책임 방기에만 그치는 것이 아니라 해당기업의 지배구조를 취약하게 만든다. 2007-9년 금융위기를 겪었던 대부분의 금융기관들은 기업지배구조가 취약했다. 다시 말해 해당 금융회사의 최고책임자의 막강한 권한을 제대로 견제·감시하지 못했는데 그 이유는 연기금 뮤추얼펀드 등 주요 대주주들이 자신의 책임과 권리를 제대로 행사하지 않았기 때문이다. 원래 소액주주는 기업지배구조에 적극적으로 관여할 인센티브가 애시 당초 약하지만 국민연금 등 기관투자자들은 기관주대주주로서 내지 보편적 소유자로서 지배구조에 적극적인 개입이 가능하다. 기업지배구조개입을 주주가치 극대화에 맞출 것인지 아니면 해당 기업의 다양한 이해당사자(stakeholder)가치의 극대화에 초점을 둘 것인지도 수탁이사회 집행이사회, 국민연금의 기금운용위원회의 전략적 의사결정에 달려 있다.

국민연금의 기금운용의 원리와 기금 운용성과 등에 관한 정보공개와 공시는 지금보다 더 훨씬 더 강화되어야 한다. 노르웨이 정부연금기금은 1년에 2회 이상 의회에 공개 보고회를 연다. 그만큼 노르웨이 정부연금기금에 대해 전 국민적 차원에서 관심을 갖도록 하고 설명책임을 다하도록 한다. 이런 조건하에서는 연금에 대한 공시가 자연스럽게 강화된다. 그렇게 되면 직장가입자 및 지역가입자 등 모든 국민연금 관련 이해당사자들이 국민연금기금의 기금운용 등에 대해 보다 책임있는 발언을 할 수 있을 것이다.

끝으로 기금운용위원회의 민주적 대표성과 함께 기금운용위원회가 독립적이고 실질적인 권한을 행사할 수 있도록 양대 노총과 시민단체들이 연금에 대한 전문적 지식과 식견을 갖춘 인력을 대폭 강화해야 할 것이다. 양대 노총과 시민단체가 이런 이사회 멤버를 확보하고 있지 못하다면 지금부터라도 중장기적인 관점에서 자체 내부 전문가 육성에 총력을 기울여야 한다. 아울러 노동계와 시민단체, 진보학계, 야당 및 진보정당 출신 연금전문가들을 모아 국민연금에 대한 정책네트워크를 결성해 중장기적인 목표 하에서 국민연금의 전반에 대해 지속적으로 점검하고 문제제기를 해야 한다. 그럴 때에만 노동계와 시민단체 대표 출신 수탁자 이사(기금운용위원회 위원)들이 사회·윤리 환경적 토대에 기초한 대안적 투자 전략과 의제를 제기할 수 있을 것이다. 이를 위한 노조와 시민단체의 체계적인 훈련과 지원이 결정적으로 중요하다.

〈토론문〉

제2회 국민연금 정책토론회 토론문

류 영 재
(주)서스틴베스트 대표이사)

저는 국민연금 보유주식 의결권 행사방안과 관련하여 토론을 진행하고자 합니다.

국민연금을 위시한 공적 연기금 주주권행사의 중심에는 바로 ‘책임투자(Responsible Investment)’가 있습니다. 책임투자란, 이미 널리알려졌듯이 전통적인 사회책임투자(Socially Responsible Investment)와는 다른 개념입니다. 우선 사회책임투자는 광대역의 스펙트럼을 갖고 있습니다. 술·담배·도박·무기·카지노산업들을 비윤리적 산업으로 분류하여 투자에서 배제하는 이른바 ‘윤리투자(Ethical Investment)’에서부터, 환경·사회·지배구조(ESG) 요소들을 기업경영의 유의미한 비재무적 위험 내지 기회요인으로 간주하여 이를 밸류에이션에 반영하는 현대적 ‘책임투자’까지 그 전략과 투자방법론은 매우 다양합니다.

일반적으로 양자는 ‘사회책임투자’로 동일하게 지칭되지만 그 목적은 완전히 다릅니다. 윤리투자의 목적은 투자라는 수단을 활용해서 그들이 추구하는 세계관을 구현하는 것입니다. 그것의 구현을 위한 것이라면 수익률의 훼손도 기꺼이 감수하는 투자입니다. 반면 책임투자의 목적은 리스크-리턴 프로파일에 입각하여 최적의 장기투자 수익률을 달성하기 위한 것입니다. 그들은 결코 수익률을 희생할 수 없습니다. 장기 투자수익률 극대화를 위해 다양한 재무 분석과 ESG 분석을 통합해서 투자과정에 반영할 뿐입니다.

그런데 안타깝게도 국내에서는 이런 차이를 거의 구분하지 못합니다. 일부 언론, 학자, 정치인들은 윤리투자의 프리즘만으로 책임투자를 경직되게 바라보고 논평합니다. 그들

은 “국민연금이 사회책임투자 펀드로 술, 담배 주식에 투자하다니!”, “동물실험에 참여한 기업에 투자할 수 있나?” 등 문제제기에 나섭니다.

그러나 현재 국민연금이 실행하는 사회책임투자는 ‘윤리투자’가 아니라 ‘책임투자’임을 정확하게 인식해야 합니다. 즉 기본적으로 책임투자자들은 사회책임투자자와는 달리 특정 산업이나 기업, 주제와 연루된 기업을 투자에서 배제하지 않습니다. 또한 투자주식을 선별할 때 ESG의 특정한 한두 가지 측면만을 보는 것이 아니라, 매우 다양한 지표들을 종합적으로 고려합니다. 경우에 따라서는 ESG로 대표되는 비재무적 성과가 안 좋더라도 재무적 성과가 월등이 좋다면 해당 주식을 매수 보유할 수도 있는 것입니다.

또한 책임투자란 주주권 행사를 적극적으로 행사함으로써 최적의 수익률을 추구하는 수탁자 책무(Fiduciary Duty)에 충실한 하나의 투자전략입니다. 즉 책임투자자들은 수익률 극대화를 위해 사전적인 투자분석뿐만 아니라 사후적인 주주권 행사도 적극 활용합니다. 이 과정에서 재무적 위험과ESG(환경 사회 지배구조)로 대표되는 비재무적 위험도동시에 고려합니다.

책임투자는이미 전세계적으로 빠르게 확산되고 있습니다. 세계적인 대형연금인 미국 Calpers, 네덜란드 ABP, 노르웨이 GPF, 캐나다 CPPIB등대형연금들은 책임투자에 앞장 서고 있습니다.

그들은 책임투자 및 의결권행사원칙에 따라 이를 실행하고 있습니다. 또한 유엔은 2006년 책임투자원칙(UNPRI)를 선포했고, 현재 약 32조달러의 천문학적 자산 보유기관들, 약 1,200여개 투자기관들이동 원칙에 참여하고 있다. 우리나라의 국민연금도 2009년도에 이미 동원칙에 서명한 바 있습니다. 영국은 2000년연금법개정을 통해ESG 투자분석과 주주권 행사를 연금펀드에게 독려하고 있습니다. 이 모두가 공히 연기금들에게주주권 행사를 강조하고 있습니다.

주주권 행사의 당위성은 다음과 같습니다. 대형투자기관의 경우 주주가치 훼손 사례가 발생해도 매매를 통한 위험회피가현실적으로 매우 어렵습니다. 보유물량이 커서 장내 매도가 용이치 않고, 추가적인 출구비용을 부담해야 합니다. 예를 들어보겠습니다. 최근 일부 재벌기업들의 ‘일감몰아주기’가 많이 지적되고 있습니다. A기업이부(副)를 몰

아준 회사이고, B기업이 받은 회사라고 가정해봅시다. 둘 다 상장회사일 때 일반적인 포트폴리오 투자기관들의 경우에는 단순히 A주식 매도, B주식 매입으로 대응할 수 있습니다. 그러나 해당기업의 지분율이 3,4% 이상되는 대형 장기펀드들은, 주주권을 사용하지 않는다면 A기업 주식을 끌어안고 속수무책 당할 수 밖에 없습니다. 즉 3, 4% 물량을 월스트리트 룰에 입각해서 시장매도 할 경우는 과도한 출구비용(Exit Cost) 부담 때문입니다. 또한 이는 재무적 투자기관의 수탁자 책무에 반하는 것이기도 합니다.

이런 문제를 해결하기 위해 해외 대형연금들은 오랫동안 주주권 활용 전략들을 발전시켜왔습니다. 이는 전통적인 주주행동주의(Shareholder Activism)와 차별성을 갖습니다. 즉 단기투자나 장기투자나, 사후적이나 선제적이나, 공개적 대결이나 비공개적 대화나, 우호적이나 적대적이나, 단기주주이익의 관점이나 ESG 위주의 거시적 관점이나 등에서 양자는 그 접근방법 등을 달리합니다. 부연하자면 주주행동주의가 기업의 문제를 공론화해서 기업을 압박하는 것이라면, 책임투자의 주주권 행사는 기업에 내재한 위험을 선제적으로 적시하고, 장기적 관점에서 우호적이며 비공개적 대화를 통해 공동이익을 모색하는 것입니다. 당연히 연기금들은 후자의 방식으로 가야 합니다.

다시 국내로 돌아와 봅시다. 공적 연기금의 주주권 행사가 정부의 입김을 배제하고 그 본원적 기능인 연금가입자의 이익과 금융시장의 효율성 제고에 기여케 하려면 공적 연기금의 지배구조 독립성과 주주권 행사의 전문성이 담보되어야 합니다. 우선 공적 연기금의 독립성을 높이기 위해서는 연금 내부의 주주권 행사와 관련된 보다 독립적인 회의체 구성 및 운영, 책임투자 원칙 및 세부적 의결권 행사원칙의 제정, 주주권 행사과정 및 결과에 대한 투명한 공개보고 등의 보완책이 있습니다. 전문성을 높이기 위해서는 내부의 책임투자 조직 확충, 의안분석 및 ESG 분석과 같은 분야에서 국내외 독립적인 전문기관들과의 적극적인 파트너십, 유엔 책임투자원칙 인트라넷을 통한 해외 책임투자기관들과의 정보 및 의견교환, 해외 선진연금들과의 공조 등을 들 수 있습니다.

대다수 국민들의 노후를 책임지는 국민연금의 경우 연금고갈 문제해결이 당면과제입니다. 현 수급 구조하에서는 2040년 2,400조를 피크로 2060년 214조 적자가 불가피하다고 합니다. 그런데 현 시스템하에서도 명목운용수익률 1%를 높이면 연금 고갈시기를 9년 늦출 수 있고, 2%를 높이면 영원히 문제를 해결할 수 있다고도 합니다. 국민연금의 책임투자 활성화와 주주권 활용은 이 문제 해결의 첫 걸음이라고 생각합니다. 이를 통

해 재벌의 일감 몰아주기 등의 주주가치 훼손행태 등이 제거 내지 최소화되면 재벌 지배주주나 2,3세에게 가는 부를연금 가입자들에게돌릴 수 있고, 코리아 디스카운트가 해소되어 연금 전체의 운용수익률에 긍정적 기여를 할 수 있습니다.

〈토론문〉

‘국민연금 기금운용 개선 방안’ 에 대한 토론문

주 은 선

(경기대학교 사회복지학과)

1. 두 분 발표 내용의 저변에 있는 공통된 기조는 국민연금기금 운용에서 수익률 중심 주의에서 벗어나 기금 규모, 기금의 장기성, 유동성 고려, 사회적 책무 등 다양한 요소를 고려해야 한다는 것으로 보임. (물론 고려해야 하는 내용에는 차이가 있다고 보임). 수익률 극대화가 아니라 기금 안정성 추구로 국민연금기금 운용 기조가 바뀌어야 한다는 입장을 갖고 있기 때문에 큰 틀에서 발표 내용에 동의함.

(1) 국민연금기금의 국민경제에 대한 영향력과 부작용 강조하고자 함.

: 과도한 적립을 추구하기 때문에 국민연금 보험료가 대부분 기금으로 투입되고 연금 급여 제공 및 시장수요 창출로 이어지지 못함. 창출된 부의 상당 부분이 강제적으로 금융시장에 투입되게 만드는 기제가 지금의 국민연금 기금. 소비 시장에서 화폐를 퇴장하게 만들.

(2) 국민연금기금 운용의 수익률 지상주의는 기금 적립 규모가 곧 국민연금 재정안정을 의미한다는 단순한 가정(기금 규모 = 재정 안정)에서 비롯된 것임. 이를 벗어나는 것이 기금목표와 전략 수정에 필요함.

- ‘기금 적립=재정안정’으로 여겼기에 국민연금제도는 그 동안 본질적인 목표인 노후 보장을 소홀하게 다루었고, 노인빈곤 해소에 기여하지 못함

- 국민연금 재정안정은 기금뿐만 아니라 인구 구조, 노동시장 상황(고용률), 노동소득 분배율, 보험료율 등 다양한 요소에 의해 영향받는 것임. 해당시기의 연금급여 지출은 어떤 형태로든 당해연도에 창출된 부에서 이전될 수밖에 없음. 일례로 ‘보험료 연금자산으로 투입 -> 국채 구매 -> 2040년대 이후 집중적인 유동화 -> 추가적 조세부담 필요...’ 이 순환 고리는 지금 보험료 인상이 후세대의 부담을 면제시킨다는 것이 허상임을 보여줌.

- 기금 규모는 무조건 커지기보다는 적정 수준으로 유지되는 것이 안정적인 것임. (지나치게 커지면 감소 폭도 커짐). 기금 규모 증가의 위험도 인정해야 할 것임. 따라서 연금제도 개혁을 무조건 연기금을 많이 적립하는 것을 목표로 하는 것은 적절하지 않음. 재정안정에 대한 시각을 달리한다면 기금 운용의 목표와 기조도 달라지게 됨.

2. 특히 기금운용 <현황>에 대한 문제의식에 동의함.

- 규모와 자산시장에서 차지하는 비중으로 인한 문제 (melting-down issue 이외에도)

: 기금 규모가 커지고 있기 때문에, 가치폭락 등 전망이 좋지 않은 국면에도 정해진 범주에 따른 투자를 늘려야 하는 문제가 있음.

: risk 증가

규모 증가로 인해 투자 제약이 커지면서 risk가 큰 새로운 투자 도입: 해외자원개발 등 시장상황뿐만 아니라 주식투자 증가, 해외투자 증가 등으로 인해 1998년 이후 국민연금기금 수익률의 편차 커진 것으로 보임

: 국공채시장에서 차지하는 비중으로 볼 때 국민연금기금 없이 2040년대 이후 중앙 및 지방정부 재정조달 어떻게 할지 의문스러움.

: 주식시장에서도 마찬가지임. 특히 위탁투자 비중 높고, 대기업에 집중된 국민연금기금투자 상황으로 볼 때, 2040년대 이후 위탁 자산운용사들 자산위탁 규모 급락 등, 대기업 주가 영향받을 것임.

3. 국민연금기금의 공공사회서비스에 대한 투자: 공보육, 공공의료, 공공요양시설, 재활병원

- 이 부문의 투자를 정치적으로 활용할 가능성을 경계해야 한다는 것은 공감함. 모든 사회적 투자가 정당화될 수 없음.

- 특별채권 발행시 기존 국공채 투자와 수익률 면에서 다를 바 없음. 기존 포트폴리오와 배치되지 않으며 (이미 외환평향기금, 지방채 등 집중적 구매), 금융투자의 형식

을 통해 이루어질 수 있음.

- 복지투자의 불확실성은 높지 않다고 봄: 금전적 수익률이 정해진 채권이며, 사회적 수익률 역시 불확실하지 않음. 양질의 공보육, 공공의료, 재활지원은 인적자본 향상 등 다양한 사회적 수익 창출 가능함 (수많은 복지국가 사례들)
- 사회서비스에서 공적 공급 비중 확대의 사회적 필요성 역시 매우 크다.

<표 1> 한국 보육, 의료, 노인요양 서비스 공급의 공공비중

항목	보육	의료	노인요양
공공 공급 비중	10.91% ¹⁾ 5.32% ²⁾	8% ³⁾	시설 2.76% 재가 1% ⁴⁾

1) 보육시설 이용자 전체 현원 대비 국공립시설 이용자 현원의 비중. 2012년 3월 기준. 참여연대 자료.

2) 시설 수 기준 5.4%. 2012년 3월 기준. 참여연대 자료.

3) 전체 병상 중 공공병원 병상이 차지하는 비중. 이진석(2012)

4) 장기요양서비스 제공기관. 시설과 재가 모두 광정숙 의원실 보도자료, 2010.

- 공공사회서비스 투자는 기금 수익에 대한 기여는 크지 않을지라도 출산, 고용 등을 통해 제도의 안정성에 기여하는 바는 클 수 있음.

4. 해외투자 필요성

- 기금 규모로 인한 해외투자의 불가필성은 인정하나, 몇 가지 점이 우려됨

(1) risk 확대, 글로벌 금융위기의 영향 확대

(2) 선진국 베이비붐세대 연금급여 지출을 위한 자산 매각은 2020-2040년대에 집중됨. 이후 인구 구조 안정화되고 연기금 규모도 적정선에서 감소. 한국은 2050년대 집중적으로 연기금 매각해야 함. 누가 이 시기 해외투자 자산을 빠르게 매입할까?

5. 결국에는 방향 설정, 전략 수립과 관리를 담당하는 주체가 중요함

발표에서 제시한 다양한 목표와 전략의 수정을 누가 해낼 것인가? 과연 정부가 해낼 수 있을 것인가? 기금운용위원회에서 장기적이고 근본적인 방향 전환을 이뤄낼 수 있을 것인가?

6. 보험료 인상 등 제도개혁에서 감당할 수 있는, 운용가능한 기금 규모에 대한 고려가 필요하다는 문제의식에 동의함.

지금 ‘보험료 인상’이 이루어진다면 이는 연기금의 급속한 적립 국면에서 이를 수행한 최초의 사례가 될 것임. 적어도 2030년경까지는 보험료 인상이 불필요해 보임. 운용이 고민스러울 규모로까지 연기금을 적립하는 것이 연금재정 안정화와 방편이 될 수 없음. 게다가 한 번 상정한 보험료 인상 목표치가 2060년까지 그대로 유지되는 것이 아니며 재정추계시점마다 계속 변경되기에 신뢰할만한 안정적인 보험료 인상률을 내놓는 것이 근본적으로 불가능함.

질문은, 그렇다면 지금 수준에서 예측되는 2030년대-2040년대 적립기금 규모는 적절한 관리와 운용이 가능한 규모인가? (절대규모로는 미국, 일본, 노르웨이보다 작지만 GDP 대비 비중으로는, 한국 국민연금기금이 단일한 공적연금기금으로는 예외적으로 크다)

〈토론문〉

국민연금 기금운용의 진단과 대안

남재우

(자본시장연구원 연구위원)

I. 국민연금 기금운용체계의 개선

- 국민연금기금의 지배구조 개편에는 이해관계에 따라 다음과 같은 다양한 기준이 요구되고 있으나, 그 중 일부는 서로 양립하기 힘든 제약조건이 되어 원만한 사회적 합의를 어렵게 함
 - 정부로부터의 독립성
 - 전문성 확보를 통한 운용의 효율성
 - 공적 연금으로서의 공공성
 - 가입자의 이익을 대변할 수 있는 대표성
 - 최종 지급 보증자로서 정부의 책임성

- 정부로부터의 독립성 확보를 위하여 집행부서인 기금운용본부를 공사 형태로 독립시키는 방안
 - 기금운용의 독립성은 집행부서의 공사화보다는 최고 의사결정기구의 지배구조에 대한 개편으로 접근하는 것이 바람직함
 - 사회복지부서의 기금 관할이라는 현행 체제가 과거 공공자금예탁금의 폐해를 방지하기 위한 IMF 권고사항이었음을 주지
 - 국민연금기금의 운용과 정부의 재정 집행 사이에는 일정 부분 실질적인 분리가 요구됨

- 투자정책서(IPS) 상에 정의된 국민연금기금의 운용 원칙 중 공공성 개념에 대한 확고한 기준이 마련될 필요가 있음
 - 현재 투자정책서 상에 정의된 공공성의 개념은 ‘거대 기금으로서 시장에 미치는 영향을 최소화하는 독립적 운용’으로 정의됨
 - ‘공공의 이익’ 개념을 보다 적극적으로 확대하기 위해서는 가입자 집단으로부터 일정 부분 사회적 동의가 수반되어야 함

- 국민연금 기금운용에 있어 장기적 관점에서 자산운용의 중요성이 강조됨에도 불구하고, 지배구조를 포함하여 기금을 둘러싼 다양한 제도적, 환경적 제약에 기인하여 단기적 운용의 폐해 문제는 지속적으로 지적되고 있음
 - 기금운용역 스스로 장기투자자의 관점에서 장기적 운용성과를 담보하기 위한 의사결정을 유도하기 위해서는 그에 상응하는 성과평가체계 및 보상시스템을 구축하는 것이 가장 중요함
 - 이러한 장기적 관점의 운용 기조를 유지하기 위해서는 기금운용을 감시하고 통제하는 감사 및 언론의 역할 역시 중요함

- 국민연금의 해외투자 확대에 있어서는 자산별, 지역별, 통화별 최적 자산배분(allocation)에 대한 전략적 접근이 요구됨
 - 글로벌 양적완화에 따른 미국을 중심으로 하는 선진국 채권 투자의 유용성에 관한 의문이 제기되고 있음
 - 급격히 확대되고 있는 대체투자의 경우 유럽연합의 재정위기가 장기화됨에 따라 영국 및 호주 등에 대한 대규모 부동산 투자의 위험성 등이 제기되고 있음

- 궁극적으로 해외투자는 해당 국가의 경제성장 및 통화에 대한 투자라는 점을 감안할 때 적어도 원화에 대한 유동성 요구가 발생하지 않는 성장 단계까지는 기금의 해외투자에 수반되는 단기적 환위험은 헤지하지 않는 것이 적절함
 - 장기적 관점에서 기금의 환위험 관리는 환헤지 비율 같은 미시적 조절에 집중

하기 보다는 다양한 이종통화에 대한 투자를 통하여 효율적인 환바스켓을 구성함으로써 내부적으로 환위험이 상쇄되는 구조를 가져가는 것이 바람직함

— 국민연금의 환정책은 단순히 국내 외환시장에 충격을 주지 않는다는 소극적 측면을 넘어 외환시장 안정화의 주요 수단으로 기능할 수 있음

□ 국민연금이 주축이 되어 해외투자 역량 강화를 위한 기관투자자 협의체를 강화할 필요가 있음

— 특히 대체투자의 경우 협의체를 통한 기관 간 운용 경험 및 네트워크, 협상조건 등의 공유가 주요함

— 자원개발 같은 국가간 경쟁 구도에서 보다 효과적인 전략적 대응이 가능하다는 측면 역시 고려될 필요가 있음

II. 국민연금 주주권행사의 필요성과 요건

□ 2013년말 현재 국민연금의 보유 지분율이 5% 이상인 기업은 이미 222개를 넘고 있으며, 이에 따라 주주가치 제고를 위한 주주권 행사 강화의 요구가 커지고 있음

— 주주가치 제고 목적 외에 사회적으로 불합리한 기업지배구조, 특히 대기업의 기형적인 소유 구조 개선과 같은 경제민주화의 수단으로써 국민연금의 주주권을 활용하자는 주장이 제기되고 있음

□ 선량한 수탁자로서의 선관의무라는 관점에서 보유 주식의 주주가치를 제고시키기 위한 연금의 적극적 주주권 행사는 당연한 권리 및 의무로 인정되고 있음

— 한편에선 국민연금기금의 과도한 주주권 행사는 대부분의 상장 기업을 정부의 지배하에 두는, 이른바 연금사회주의 또는 관치의 우려를 제기하고 있음

□ 국민연금의 적극적인 주주권 행사를 제약하는 요인으로 흔히 정부로부터의 독립성 문제가 지적되나, 보다 현실적인 제약 요건은 국민연금의 과도한 시장지배력이라

할 수 있음

- 향후 국내 주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중은 평균 10%를 상회할 수 있을 것으로 추정됨
- 해외사례로 제시되는 미국의 CalPERS 또는 네덜란드의 APG 등의 자국 주식시장 지배력은 1%를 넘지 않음을 주지하여야 함

□ 주주권 행사의 구체적인 수단에는 기업 경영에 대한 관여의 정도에 따라 다양한 스펙트럼이 존재함

- 경영진에 의해 주어진 안건에 대하여 단순히 동의 여부만을 표시하는 의결권 행사는 수동적 주주권에 해당함
- 주주제안, 주주소송 및 사외이사 추천 등은 능동적 주주권으로 분류되어 직접적인 경영 참여로 해석될 수 있음
- 5% 또는 10%률의 완화 적용은 경영 참여가 아닌 단순한 재무적 투자를 전제로 하고 있음

□ 국민연금기금의 시장지배력을 감안할 때 능동적인 주주권 행사는 사회적 합의가 전제되는 일정 범위로 제한되어야 함

□ 수동적 주주권인 의결권 행사는 현재보다 유효하게 행사될 수 있도록 구체적인 실행 방안이 강구되어야 함

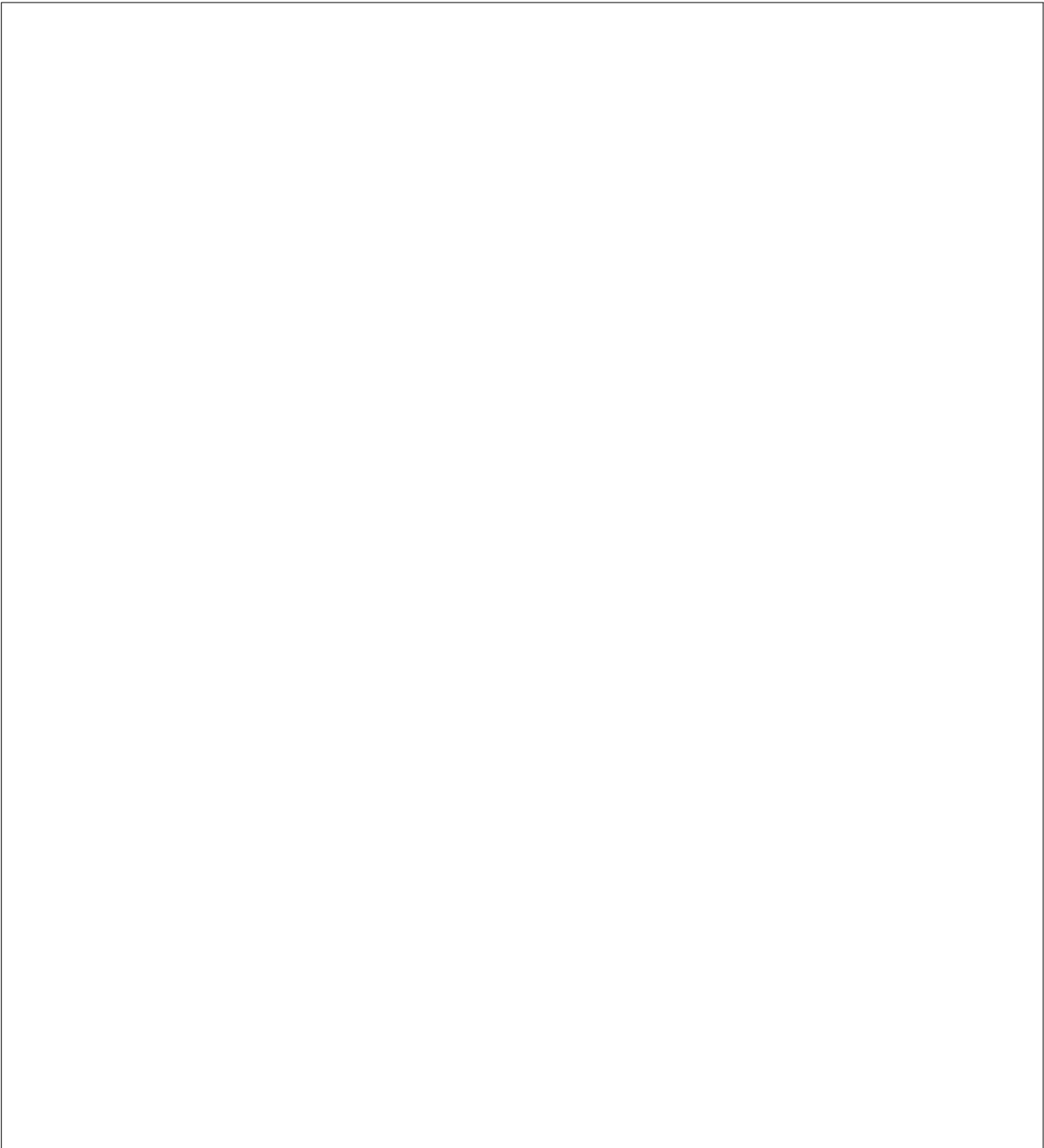
- 우리나라 상장기업의 소유 구조 특성에 기인하여 국민연금이 행사하는 의결권의 실제 영향력은 거의 없음
- 이를 위하여 다음과 같은 의결권 행사 강화 방안을 추천함
 - 공적연금을 포함하는 기관투자자협의체 구성
 - 사전 공시를 통한 여론 형성
 - 안건분석 전문기관의 활용

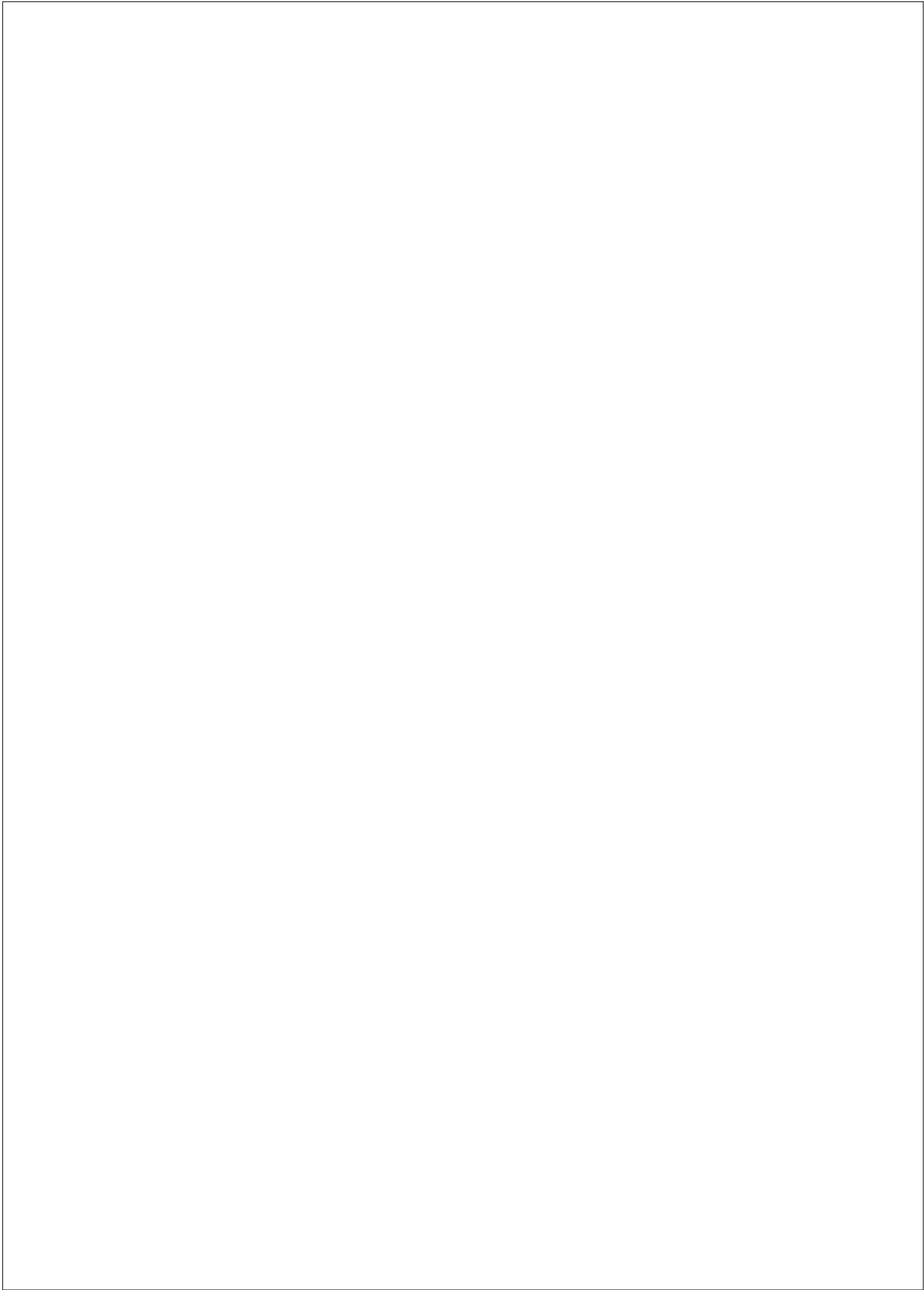
- 의결권 행사에 관련된 의사결정 구조에 있어 장기적 주주가치라는 재무적 판단 부분은 이에 대한 역할 및 책임이 명확한 집행조직(기금운용본부)이 전담하는 구조가 바람직함
 - 이에 비하여 사회적 파급효과와 같은 비재무적 요인에 대한 종합적인 판단은 외부 위원회인 의결권행사전문위원회의 역할임을 명시적으로 표방할 필요가 있음

〈토론문〉

양 성 일

(보건복지부 연금정책국장)





〈토론문〉

국민연금기금 자산운용의 진단과 대안

정용건 집행위원장 (국민연금 바로세우기 연금행동)

1. 국민연금 기금운용체계

- 국민연금의 규모

2043년 2.465조
 2018년 669조 (GDP대비 35%)
 2013년(3월말) 405조 (GDP대비 30%)

- 기금 운용측면에서의 제기되는 문제점

-과도한 적립규모
 -보험료 < 지급액이 많아지면서 (2043년예상) 급속한 연금자산의 축소
 -금융중심 (99.8%)의 투자

- 기금의 투자 현황 및 누적수익률

1988년 기금설치이후 누적수익률 157조5천억
 (2012년6월말) 연평균 6.31%

(단위:억 원)

구분	2012.6월 말		누적수익률 '88~'12.06
	금액	비중	
기금전체	3,674,659	100.0	6.31
금융부문	3,667,244	99.8	6.12
국내주식	623,479	17.0	9.01
해외주식	254,272	6.9	-0.73
국내채권	2,327,740	63.3	6.02
해외채권	172,605	4.7	5.25
대체투자	289,149	7.9	5.21
복지부문	1,257	0.03	7.05
기타부문	6,158	0.2	2.42

2.기금운용의 개선방안

- GDP 대비 과도한 적립금 규모 축소
- 전적으로 금융투자에 의존하는 위험 회피 방안 강구
- 인구구조에 대한 변화를 주기위한 복지(생산직)투자
- 사회적 책임투자
- 해외투자의 위험성과 고비용 구조에 대한 대책마련
- 대기업 편중투자에서 중소기업, 벤처기업 투자 확대

3. 국민연금기금 운용의 독립성은 정부와 국회 및 시민사회가 협치하는 견제와 균형의 구조를 만들어야한다.

■ 국민연금 보유주식 주주권 행사방안

- 1) 국민연금 기금은 주주로서의 선관주의의무와 국민연금법 취지에 따라 적극적인 행사는 기금의 의무 (주주권: 주주가 회사에 대해 갖는 상법상의 권리)

현재 국민연금은 의결권 행사도 부분적으로 행사하는 수준에서 수탁자로서의 의무를 명확히 하고 주주권 행사를 위해 구체적인 로드맵을 확정해 가안한다.

재벌과 지주(금융)회사의 과도한 1인집중의 문제는 풀리지 않고 있고 대주주 견제를 위해 도입됐던 사외이사제도는 선임권이 대주주에게 있음에 따라 유명무실해짐에 따라서 국민연금의 적극적인 역할이 필요하다.

2) 주주권 행사 전문위원회로의 확대재편

- 현재 기금운영위 산하 주식의 결권행사전문 위원회를 확대재편
- 정부, 국회, 시민사회가 추천한 민간위원으로 구성
- 균형과 견제의 룰이 작동하도록 위치를 강화하고 필요시 개입할 수 있는 시스템구축.(사외이사, 사장추천위 등)

