

## 22. 국민연금기금

### 1. 기금개요

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

### 2. 기금현황

(단위 : 백만원)

구분	연중 운용평잔	자산별 비중 <sup>주1)</sup>	투자플 위탁평잔	투자플 비중 <sup>주2)</sup>
단기자산	2,833,152	0.4%	-	-
현금성자금	2,833,152	0.4%	-	-
유동성자금	-	-	-	-
중장기자산	644,858,321	99.6%	-	-
전체자산 합계 <sup>주3)</sup>	647,691,473	100.0%	-	-

주1) 전체자산 중 해당자산의 비중

주2) 해당자산의 투자플위탁 평잔 비중

주3) 전체자산 합계는 공자기금 예탁금을 제외한 평잔

### 3. 평가결과

#### 3.1 평가결과 총괄표

평가지표 (비계량)		배점	지표값	최종등급	
<b>(1) 자산운용 체계</b>		<b>20.0</b>		<b>보통</b>	
1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성		10.0		보통	
2. 자산운용 전담조직의 적정성		10.0		보통	
<b>(2) 자산운용 정책</b>		<b>25.0</b>		<b>보통</b>	
1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성		15.0		보통	
2. 투자 실행과정의 적정성		10.0		양호	
<b>(3) 자산운용 위험 및 성과관리</b>		<b>25.0</b>		<b>양호</b>	
1. 자산운용 위험관리의 효율성		15.0		양호	
2. 자산운용 성과관리의 효율성		10.0		양호	
<b>비 계 량 지 표 합 계</b>		<b>70.0</b>		<b>보통</b>	
평가지표 (계량)		배점	지표값	평가점수	최종등급
<b>(4) 자산운용 성과</b>		<b>30.0</b>		<b>24.22</b>	<b>양호</b>
1. 운용수익률		<b>10.0</b>		<b>7.53</b>	<b>보통</b>
① 1년간 운용수익률		3.0	11.34%	2.01	아주미흡
② 5년간 운용수익률		3.0	5.32%	2.18	보통
③ 20년간 운용수익률		4.0	6.02%	3.34	양호
2. 위험조정수익률		<b>10.0</b>		<b>8.13</b>	<b>양호</b>
① 5년간 샤프비율		4.0	0.56	3.12	양호
② 20년간 샤프비율*		6.0	0.43	5.01	양호
3. 상대수익률		<b>10.0</b>		<b>8.56</b>	<b>우수</b>
① 1년간 상대수익률		3.0	158.9%	3.00	탁월
② 5년간 상대수익률		3.0	62.6%	2.51	우수
③ 20년간 상대수익률**		4.0	46.4%	3.06	양호
<b>계 량 지 표 합 계</b>		<b>30.0</b>		<b>24.22</b>	<b>양호</b>
조 정	가 점			-	
	감 점			-	
<b>전 체</b>		<b>100.0</b>			<b>양호</b>

\* 20년간 샤프비율을 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 15년간으로 평가

\*\* 20년간 상대수익률로 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 13년간으로 평가

### 3.2 전기 평가결과 대비

평 가 지 표		전기평가		당기평가	
비 계 량	(1) 자산운용 체계	보통		보통	
	1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성	보통		보통	
	2. 자산운용 전담조직의 적정성	보통		보통	
	(2) 자산운용 정책	보통		보통	
	1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성	양호		보통	
	2. 투자실행 과정의 적정성	보통		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		보통		보통	
계 량	(4) 자산운용 성과	지표값	등급	지표값	등급
	1. 운용수익률		양호		보통
	① 1년간 운용수익률	-0.89%	보통	11.34%	아주미흡
	② 5년간 운용수익률	4.14%	보통	5.32%	보통
	③ 20년간 운용수익률	6.62%	양호	6.02%	양호
	2. 위험조정수익률		양호		양호
	① 5년간 샤프비율	0.43	보통	0.56	양호
	② 20년간 샤프비율*	0.36	양호	0.43	양호
	3. 상대수익률		양호		우수
	① 1년간 상대수익률	-107.3%	보통	158.9%	탁월
	② 5년간 상대수익률	43.5%	양호	62.6%	우수
	③ 20년간 상대수익률**	41.0%	양호	46.4%	양호
	계 량 지 표 합 계		양호		양호
전 체 합 계		보통		양호	

\* 20년간 샤프비율은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 14년간, 당기는 15년간으로 평가

\*\* 20년간 상대수익률은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 12년간, 당기는 13년간으로 평가

## 4. 자산운용 총평

### <기금현황>

- 국민연금기금은 2019년 말 현재 736조원 규모의 글로벌 연기금으로 성장하였고, 가입자 2,183만 명과 수급자 496만 명에게 연금서비스를 제공하고 있음.
- 금융부문의 자산별 구성 비중은 국내채권이 320.8조원으로 43.6%, 국내주식이 132.3조원으로 18.0%, 국내 대체투자가 24.7조원으로 3.4%, 해외채권이 30.5조원으로 4.1%, 해외주식이 166.5조원으로 22.6%, 해외 대체투자가 59.5조원으로 8.1%를 차지하고 있음.
- 해외투자와 대체투자의 비중을 지속적으로 확대하는 한편 투자자산의 다각화 및 투자전략의 다변화를 통해 운용성과를 제고하고자 함.
- 2019년에는 국내외 주식투자 확대 등을 토대로 우수한 운용성과를 거두어 운용수익률은 평잔수익률 기준 11.33%, 시간가중수익률 기준 11.34%를 나타내었고, 수익금은 73.4조원을 기록하였음.
- 기금관리 주체인 보건복지부와 기금운용을 위탁받은 국민연금관리공단이 투자 정책 및 투자집행과 관련된 의사결정기구의 운영을 담당하고, 공단 내의 기금 운용본부가 기금 적립금 투자 집행 업무를 맡고 있음.

### <긍정적 평가사항>

- 기금운용 운영체계 개편안의 수립을 통해 기금운용위원회를 비롯한 기금운용 관련 의사결정기구의 전문성 및 독립성 보완·강화 노력을 시작하였음.
- 기금운용위원회와 보건복지부는 민간 상근전문위원을 임명하고 수탁자책임위원회, 투자정책위원회, 위험관리·성과보상위원회 등의 3개 전문위원회를 법제화하는 내용을 포함한 기금운용 운영체계 개편안을 수립하여 2020년부터 시행하기로 함.
  - 기금운용 운영체계 개편안은 오랫동안 지적되어 온 기금운용체계의 문제점을 개선하기 위한 출발점으로서 긍정적으로 평가됨.
  - 개편안은 이해관계자들의 완전한 합의가 어려운 상태에서 최선의 형태로 마련되지 않은 부분을 여전히 포함하고 있으므로, 지속적 보완과 개선을 통해 글로벌



연기금의 모범수준에 도달할 수 있도록 노력을 경주해야 함.

- 신규인력 채용을 위해 노력하고, 해외 인력에 대한 성과평가체계를 개선하였음.
  - 인력 채용횟수를 연 2회에서 3회로 늘리고, 내부인력 양성을 목적으로 주니어 운용역을 다수 채용하였음.
    - 전담인력의 수가 부족한 상황에서 신규 채용은 52명, 퇴직자는 23명으로 전년도에 비해 순채용 규모가 크게 증가함.
  - 해외사무소 파견 직원과 현지 인력에 대한 MBO 평가 개선 등 개인별 평가 및 공정성 강화를 위한 성과평가 체계 정교화 노력을 수행하였음.
- 해외투자, 대체투자가 확대되는 가운데 대체투자 조직의 개편, 투자 프로세스 및 성과평가체계의 개선과 함께 투자 다각화가 추진되었음.
  - 대체투자 실 단위 조직 구분을 지역별에서 자산별로 변경하고 하부조직을 지역별로 구분하는 방식을 채택함으로써 기존의 지역우선 조직 운영의 문제점을 해소하고 인력운용의 효율성을 제고하고자 노력함.
  - 대체투자소위원회를 신설하여 요건 충족 시 소위원회에서 의사결정이 가능하도록 하고, 해외 대체투자 프로세스를 개선하여 의사결정 기간을 단축하였음.
  - 대체자산의 성과원인을 분석하고 포트폴리오 특성 파악을 통한 투자전략 수립에 활용하기 위해 대체자산의 세부수익률을 산출하고 성과요인을 분해하는 성과요인 분석 체계화 및 정교화를 연차별로 실행 중임.
  - 수익률 제고를 위해 해외채권 크레딧물의 비중을 확대하고, 싱글펀드 방식 헤지펀드 투자를 시작했으며 대체투자 전술적 운용 활성화 프로그램을 도입함.
- 지속가능투자를 위한 책임투자 강화 노력을 수행하는 한편 수탁자 책임활동을 적극적으로 전개함.
  - 투자대상 기업에 대해 지속적으로 모니터링을 수행하고, ESG 평가 점수가 하락한 사안이나 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 우려가 발생한 사안에 대해 단계별 수탁자 책임활동을 이행함.

- 국내주식 수탁자책임활동과 적극적 주주활동에 대한 구체적 가이드라인을 마련하는 등의 제도적 정비를 추진하고, 정관변경 주주제안을 두 차례에 걸쳐 실시하는 등 적극적 수탁자책임활동 모습을 보임.
- 통합익스포저 한도 체계로의 전환을 통해 신용위험 관리기능을 강화하고 위기 상황분석 체계를 개선함.
  - 기금은 집중위험관리 중심 체계에서 개별 기업의 규모와 상환능력을 고려하는 펀더멘탈 관리체계를 포함한 통합익스포저 한도체계로 전환하였음.
    - 통합익스포저 한도체계는 기금의 규모가 증가하는 상황에서 집중위험관리 중심 체계의 단점을 보완하면서 투자기업에 대한 사전적 신용위험 관리기능을 강화한 개선된 방식으로 평가됨.
  - 위기인식지수를 통해 위기상황에 체계적으로 대응할 수 있는 기반을 구축하고, 금융시장 변동성 확대에 대응하여 위기상황분석 체계를 강화하는 노력을 수행함.
    - 국내 금융시장 지표 중심의 모니터링에서 탈피하여 해외금융시장 지표, 투자심리 및 위험지표 등 모니터링 대상을 확대하여 적용하고, 금융시장의 변동성 확대가 심화되는 상황에서 기금의 특성을 반영한 잠재적 위험 및 취약성까지 분석하는 미래지향적 시나리오 분석 프로세스를 정립하고자 함.
- 위탁운용기관의 성과평가 및 자금배분, 계약 구조 등에 관한 개선 방안을 적극 검토 중이며, 해외증권 펀드에 대한 정기평가를 추가하는 등의 노력을 수행함.
  - 전년도 권고사항을 반영하여 글로벌 모범사례로서 CPPIB의 위탁운용 의사결정 및 위탁기관과의 관계 설정을 참조한 개선 방안을 검토 중임.
    - 경제적·제도적 환경, 투자목표, 시장영향력 등에서 서로 차이가 있지만 위탁운용 기관에 대한 성과평가, 계약구조 및 수수료 설정 등에서 벤치마킹할 수 있는 부분이 있으면 적극 수용해야 할 것임.
  - 성과 저조펀드에 대한 관리 및 상시 모니터링 체계를 갖추고 있고, 2019년에는 해외 증권 펀드에 대한 정기평가를 기존 평가체계에 추가하여 운용의 효율성을 개선하고 위탁운용사 및 위탁펀드에 대한 심층 분석과 자금배분의 근거로 활용하고자 함.
- 기금수익률이 목표수익률과 기준수익률을 모두 상회하는 양호한 운용성과를 기록함.

특히 국내주식 및 해외주식 비중의 확대는 우수한 운용성과 맞물려 전체 포트폴리오의 수익률 상승을 견인하였음.

- 국내주식은 업종 배분, 해외주식은 지역 선택이 양호하여 절대수익률 뿐만 아니라 기준수익률 대비 초과수익률에서도 우수한 성과를 나타내었음.
- 운용성과에 대해 국문 및 영문 보도자료를 정례화하여 배포하고, 의결권 행사의 방향을 사전에 공시하는 것은 기금운용의 투명성 강화를 위한 정보공개 노력 차원에서 긍정적으로 평가됨.

### <개선 권고사항>

- 기금의 규모가 증대되고 금융시장 및 기업에 미치는 영향력이 커지는 가운데 기금운용의 전문성과 독립성 확보에 대한 요구는 점점 더 증가하고 있음. 이에 대한 정부, 국민연금공단과 기금운용본부의 실효성 있는 노력이 필요함.
- 자산운용, 위험관리, 성과평가 관련 위원회, 법령 및 규정 체계 등 의사결정에 필요한 틀은 적절하게 갖추고 있음. 하지만 위원회의 구성, 전담조직의 위상 등에 있어서는 전문성과 독립성을 완전히 확보하고 있지 못함.
  - 기금운용위원회와 실무평가위원회의 전문성이 충분하지 않고 정부 관료의 당연직 참여로 의사결정의 독립성이 약화될 수 있으며, 위원회 간 의사소통이 부족한 상태에서 기금운용위원회의 의사결정이 이루어진다는 점 등이 개선이 필요한 부분임.
- 첫째, 정치권과 정부는 기금운용위원회 등 주요 위원회와 기금운용본부가 국민연금 본연의 목적 달성을 위해 전문적 판단을 할 수 있도록 독립성을 실질적으로 보장해 주어야 함.
- 둘째, 기금운용 운영체계 개편안을 포함한 개선 계획들을 충실히 이행하면서 지속적으로 보완하는 것이 필요함.
  - 기금운용 운영체계 개편안의 추진 과정에서 다양한 이해관계에 부딪혀 원래의 취지가 희석되는 일이 없어야 함.
  - 기금운용위원회가 여전히 대표성 위주로 구성되어 전문성 부족의 문제는 본질적으로 해소되지 않았고, 정부위원 규모의 조정도 반영되지 않았다는 지적을 감안하여

일회성 개선에 그치지 말고 최선의 지배구조 구축을 위한 노력을 꾸준히 경주해야 할 것임.

- 셋째, 실무평가위원회는 위원의 자격요건을 금융·경제 등의 경력 최소 5년으로 상향하거나, 선임 시 규정에 명시된 자격조건 이상으로 전문성 검증을 강화하여 기금운용위원회의 전문성 부족을 보완하는 역할을 보다 충실하게 담당해야 할 것임.
- 넷째, 기금운용위원회와 실무평가위원회의 신규 위원에 대한 집중 오리엔테이션과 교육, 기존 위원에 대한 정기적인 교육과 평가, 기금운용위원회 및 실무평가위원회 위원과 외부전문가를 포함하는 소위원회의 활성화, 위원회 간의 소통 강화 등과 같은 전문성 제고 방안을 함께 시행하길 권고함.
- 민간 상근전문위원의 자격요건, 위상, 보상체계를 강화하고 확실한 독립성 보장 장치를 마련하며, 역할과 책임을 구체화할 것을 권고함. 또한 전문위원회는 대표성 및 비례 원칙보다 전문성에 초점을 맞추어 구성되어야 함.
- 첫째, 상근전문위원의 양적·질적 자격요건을 전문성을 담보하기에 충분한 정도로 더욱 강화하는 한편 위상과 보상체계도 경쟁력 있는 수준으로 설정하는 것이 바람직함.
- 둘째, 추천기관인 가입자단체와 임명기관인 정부의 영향력으로부터 상근전문위원의 독립성을 확실하게 보장할 수 있는 제도적 장치를 마련하는 것이 필요함.
- 셋째, 전문위원회를 기금운용위원회 위원과 상근전문위원을 포함해서 구성하는 것은 위원회 간 소통에는 긍정적 역할을 할 것으로 기대됨. 하지만 전문위원회 내에 대표성이 강한 위원이 다수를 차지하는 것은 바람직하지 않으며, 따라서 외부전문가 비중의 확대를 적극 검토할 필요가 있음.
- 넷째, 수탁자책임위원회는 위원의 정치적 성향에 따라 의사결정의 결과가 달라질 가능성이 높다는 점을 감안할 때, 특정 성향에 편중되는 것을 지양하고 운용성과 제고라는 목적에 충실하게 위원회를 구성하도록 노력해야 함.
- 보건복지부 소관 위험관리·성과보상전문위원회와 공단 내 리스크관리위원회와 리스크관리센터 간의 역할과 책임을 명확히 하는 등 위험관리 관련 지배구조를 개선해야 할 것임.

- 현재 리스크관리위원회는 공단 내의 조직으로서 위험관리 정책결정기구의 성격과 실행 및 감독을 담당하는 집행기구의 성격이 혼재된 상태로 존재하고 있으며, 집행기구의 역할에 초점이 맞추어져 있음.
- 보건복지부는 위험관리 정책과 관련된 사항은 보건복지부 소관 위원회인 기금운용 위원회와 위험관리·성과보상전문위원회에서 결정하는 방안을 검토 중인데, 위험관리의 범위, 주체별 역할, 규정 변경 필요사항 등 구체적 사항에 대한 빠른 논의를 통해 조속한 시일 내 추진할 것을 권고함.
  - 아울러 보건복지부와 공단은 위험관리의 목표와 역할을 명확히 설정하고 그에 합당한 위험관리체계의 수립을 고민하면서 동시에 위험관리의 목표와 역할을 내·외부의 이해관계자들과 공유할 수 있도록 노력해야 함.
- 자산운용 전담기관인 기금운용본부가 자율성과 독립성을 실질적으로 확보할 수 있도록 보건복지부와 공단의 노력이 필요함.
- 기금운용본부는 인사, 예산 및 의사결정의 자율성과 독립성을 외형적으로는 확보하고 있지만, 공적기관의 특성으로 인해 예산 편성 및 집행과정의 자율성이 제한적임. 또한 공단 내 하위 조직으로 설치되어 있기 때문에 기금운용본부장이 공단 이사장의 영향으로부터 자유로울 수 없음.
  - 예산편성 및 인력 증원 등에 관한 결정이 기금의 목표나 기금운용본부의 효율적 운영에 따른 필요성보다 정부 부처의 의사나 정책에 의해 결정될 가능성이 높기 때문에 실질적 측면에서 기금운용본부의 인사 및 예산 관련 자율성과 독립성이 충분히 확보되었다고 보기 어려움.
- 기금의 안정적 운용과 기금운용본부의 자율성 및 전문성을 제고하기 위해 최선의 개선 노력을 기울여야 할 것임.
  - 보건복지부와 공단은 기금운용직과 기금사무직으로 구분되어 있는 기금운용본부의 직군을 일원화하는 방안을 검토하고, 정부는 기금운용본부의 예산을 단계적으로 증액하는 방안을 통해 전문 인력 확충을 통한 경쟁력 강화를 지원할 필요가 있음.
- 현행의 기금운용 지배구조 하에서는 기금운용 본연의 목적과 기금을 둘러싼 정치적·사회적 이해관계가 상충될 경우 기금운용본부가 기금운용에 있어서 부담을 느낄 수밖에 없으므로, 기금이 독립적으로 운용될 수 있는 체제의 수립을 위해 꾸준한 노력을 기울여야 할 것임.

- 기금운용본부와 리스크관리센터 및 리스크관리위원회의 외형상 분리는 양호하지만, 공단 이사장의 기금운용본부장과 리스크관리센터장에 대한 영향력이 큰 구조에서 기금운용본부와 리스크관리 조직의 상호 독립성을 완전히 담보할 수 없음. 이에 대한 제도적 보완 장치의 마련을 검토하기 바람.
- 공단 이사장이 리스크관리센터장의 임명권과 기금운용본부장의 임명제청권을 가지고 있는 상황에서 이들이 모두 이사장의 영향력 하에 있기 때문에 이해상충 문제에서 완전히 자유롭지 않음. 이해상충 문제가 발생한 사례가 없다고 하더라도 이를 원천적으로 차단할 수 있는 제도적 장치가 필요함.
- 리스크관리위원회의 위원장인 공단 이사장이 기금운용본부장의 임명제청권을 가지고 있는 상황에서 기금운용본부의 독립성을 조금 더 확보하기 위해 리스크관리위원회의 위원장을 외부위원 중에서 선임하는 방안도 검토해 보기 바람.
- 신규 채용 규모는 전년도에 비해 확대되었지만 전담인력은 여전히 부족한 가운데 운용인력의 양적·질적 보완 및 경쟁력 있는 보상체계의 구축이 필요함.
- 기금의 규모가 지속적으로 증대될 것으로 전망되는 상황에서 글로벌 연기금과 경쟁할 수 있을 정도의 인력 충원이 요구됨. 특히 기금운용직의 경우 결원을 빨리 보충하고 증원 규모를 확대하는 것이 필요함.
  - 운용 인력의 적정 규모는 위탁운용 규모, 자산운용 방식, 비시장성 자산의 규모 등에 따라 상이하지만 1인당 운용규모를 중심으로 글로벌 주요 연기금과 비교해 볼 때 기금의 전담인력 규모는 충분하지 않은 편임.
  - 인력이 충분하지 않고 2016년 이후 1인당 운용규모는 증가 추세에 있는 가운데 2019년에는 총 증원 규모도 작고 기금운용직의 증원이 기금사무직의 증원보다 적게 이루어졌음.
- 책임급과 선임급의 순채용이 감소하여 기금운용의 경쟁력이 저하될 우려가 있으므로 이에 대한 개선이 요구됨.
  - 2019년에 순채용은 크게 증가하였으나 신규 채용은 주니어에 집중되고, 경험이 풍부한 선임급과 책임급의 순채용은 오히려 감소하여 기금운용의 전문성이 약화될 가능성이 있음.
- 해외투자자와 대체투자의 규모가 증가하고 수익창출원의 역할이 강조되고 있음에도

불구하고 해외투자 및 대체투자 인력이 감소 혹은 정체 상태에 있는 것은 개선이 필요하며, 해외사무소 인력의 증원과 전문 변호사의 채용도 필요함. 또한 국내 주식과 해외주식의 운용 규모를 감안한 인력의 조정도 검토해 보기 바람.

- 해외투자자와 국내 대체투자 인력은 2017년 이후 정체 또는 소폭 감소하였는데, 이에 대한 개선 방안 마련이 필요함.
  - 해외주식의 운용 규모가 국내주식보다 크지만 국내주식에 현재 더 많은 인력이 투입되어 있음. 투자규모와 일관된 인력 비중을 유지해야 할 필요가 있으며, 만일 인력 편중이 국내주식과 해외주식 액티브 비중의 차이에 기인한다면 이들의 성과를 감안한 인력 비중 조정이 필요함.
  - 해외사무소의 기능 강화에 따른 업무량 증가와 심층업무 수행에 요구되는 인력 증원이 요구되며, 변호사의 채용 확대와 더불어 해외금융 전문변호사의 확보를 통한 질적 보완도 필요함.
- 기금의 장기성과 제고를 위해 국민연금연구원의 우수한 연구인력 확보 및 연구 환경의 개선이 필요함.
  - 운용인력이 충분하지 않고 우수 인력의 충원이 단기간 내 이루어지기 어려운 상황에서 기금운용본부는 위탁운용과 패시브운용 확대 등 운용 방식의 변화도 인력의 효율적 활용을 위한 대안으로 검토해 보길 권고함.
  - 기금은 우수 인력의 충원 노력을 지속하면서 동시에 1인당 운용 감당 능력이 상대적으로 큰 패시브 운용과 위탁운용 방식의 확대, 그리고 이를 결합한 패시브 위탁운용 방식의 도입 등을 운용성과에 대한 기여도를 중심으로 검토해 볼 필요가 있음.
- 2018년을 기준으로 할 때 기금운용본부 인력의 기본급과 총 급여는 각각 시장 중위수 수준과 시장 중위수 수준을 약간 상회하는 수준이지만, 보상수준은 여전히 기금운용본부의 지리적 단점을 상쇄할 정도로 충분하지 않는 것으로 판단되며 보상체계의 획기적 전환이 필요함.
- 보건복지부, 공단과 기금운용본부는 ALM 기반 자산운용, 기준포트폴리오 운영체계, 장기목표수익률의 설정 등 국민연금기금의 특성에 보다 합당한 기금운용 방식의 조속한 도입을 위해 최선의 노력을 다해야 할 것임.

- 기금은 연금성 기금의 특성에도 불구하고 ALM 분석에 기초한 목표수익률의 설정과 자산배분이 수행되지 않고 자산측면만을 고려한 방식으로 운용되고 있음. 또한 기금의 장기적인 투자 시계를 반영한 목표수익률 설정과 기준포트폴리오 운영체계가 도입되고 있지 않은 상황임.
  - 국민연금기금의 운용에 있어서 연금부채의 규모와 연금의 제도 특성을 통합적으로 고려하지 않은 채 기금의 지속가능성과 재정안정성을 논의하는 것은 무의미하며, 따라서 기금 운용도 합리적으로 이루어지고 있다고 할 수 없음. 또한 현재 5년으로 설정되어 있는 기금운용 투자 시계는 국민연금제도의 장기 시계와는 상당한 괴리가 있음.
  - 보건복지부와 기금운용본부는 ALM 기반 운용체계, 장기목표수익률, 기준포트폴리오 체계의 도입이 지연되는 이유로서 재정안정화 방안과 재정목표에 대한 사회적 합의 도출이 어렵다는 점을 들고 있음. 보건복지부, 공단과 기금운용본부는 비록 어려움이 있지만 기금 특성에 보다 합당한 운용 방식의 조속한 도입을 위해 정치권과 가입자단체 등의 이해관계자 설득 노력을 배가해야 할 것임.
- ALM 기반 목표수익률의 설정이 단시간 내 어려운 상황에서 현행 목표수익률에 포함된 경제변수와 제도변수 간 연계성 및 연계성 강도의 변화 추이를 데이터를 통해 살펴보면서 설정된 목표수익률의 합리성을 실증적으로 점검하는 작업을 지속적으로 수행하고 분석을 고도화하길 권고함.
- 저성장·저금리 기조를 감안하면 현행 기금의 중기 목표수익률은 계속 하락하는 반면 저금리 및 고령화로 인해 기금의 부채는 증가할 수밖에 없는 구조이므로 보건복지부와 기금운용본부는 기금의 재정목표와 자산배분 정책에 대해 보다 심도 있는 고민을 해야 할 것임.
- 보건복지부와 기금운용위원회는 해외투자의 확대 기조와 인식 변화를 반영하여 해외투자의 성격을 보다 적극적 형태로 지침에 규정하고, 해외투자를 새로운 시각에서 접근하는 것도 검토해보기 바람.
- 현행의 기금운용지침은 기금의 해외투자 목적이 국내투자를 보완하여 자산배분의 효율성을 제고하는데 있다고 하고 있으며, 수익창출의 핵심 원천으로 명시하고 있지는 않음. 저성장·저금리 기조의 지속, 국내 금융시장 대비 거대한 기금 규모, 해외투자 확대 추세 등을 반영하여 해외투자를 수익창출의 원천으로서 적극적인 형태로 재 정의할 필요가 있음.



- 분산투자의 원칙을 국내·해외 등의 지역적 구분 대신 자산군별 구분으로 재정의하는 것, 인력과 자원의 규모를 감안하여 해외 패시브 투자를 근간으로 하는 새로운 시각도 검토하기 바람.
- 개별 및 전체자산에 대한 기준수익률 설정은 전반적으로 양호하지만, 해외주식 투자의 경우 배당소득세 면세 및 환급 효과를 기준수익률에 반영하는 것을 적극적으로 검토할 필요가 있음.
  - 해외주식 투자의 경우 배당세 면세 및 환급 효과를 포함한 벤치마크지수를 설정함에 있어서는 다양한 실무적 어려움이 있을 수 있음. 그럼에도 불구하고 기준수익률은 운용 목적에 맞게 원칙에 입각하여 설정되는 것이 바람직함.
  - 현재 기금의 해외 주식투자 가운데 미국의 비중이 매우 크며 배당소득세 환급을 위한 수고로움이 거의 없다는 점을 감안할 때 기준수익률 산정 시 면세 및 환급 효과는 당연히 반영되어야 할 것임. 한편 배당세 환급 노력을 많이 필요로 하는 국가의 경우 이를 적절히 반영한 기준수익률 설정을 검토할 수 있을 것임.
  - 기금운용본부는 기금 전체 및 해외주식의 목표초과수익률 설정 방식과 수준을 고려할 때 순 지수 대비 유리한 효과가 간접적인 형태로 반영된 것으로 판단하고 있으나, 이보다는 명시적으로 기준수익률에 반영하고 목표초과수익률을 국내 및 해외에 대해 적절히 설정하는 것이 바람직함.
- 기금운용위원회가 위탁운용의 목표범위를 정하고 이 범위 내에서 기금운용본부가 위탁운용 비중을 결정하는 현행 방식이 적절한지의 여부에 대해 재검토할 것을 적극 권고함. 또한 기금운용본부는 국내주식 위탁운용의 유형 재분류 등 위탁운용 관련 세부 개선안에 대한 논의를 시작하기 바람.
- 현재 자산군별 위탁운용의 방향과 목표범위는 기금운용위원회가 부여하고 운용본부 내 실행부서가 주어진 목표범위 내에서 위탁비중을 결정하고 있음.
  - 위탁운용에 따른 비용, 기금의 국내 금융시장에 대한 영향력 등을 고려하여 현재 위탁운용의 목표범위를 기금운용위원회가 결정하고 있는데, 이는 기금운용본부의 자율성과 책임성을 제약하고 기금운용본부에 대한 성과평가의 의미를 퇴색시키는 단점도 있음.
  - 기금은 현행 방식이 위탁운용과 직접운용의 과거 성과, 위탁운용 비중 변경이 금융시장에 미치는 영향, 그리고 기금운용위원회와 기금운용본부의 책임성과 전문성 관점에서 적절한지의 여부에 대해 적극 검토하기 바람.

- 자산군내 세부 유형 간의 상관관계가 높은 국내주식의 경우 기금운용본부는 위탁운용의 유형 분류를 다양하게 검토해 볼 필요가 있음.
- 위험관리의 효율성을 제고하기 위해 리스크관리위원회 구성의 개선, 시장성 지수를 이용한 시장위험 측정 등 대체투자 위험관리의 고도화를 위한 연구, 대체자산을 포함한 위기상황분석의 실시 등을 권고함.
- 리스크관리위원회의 민간 외부위원 중 일부는 장기간 재임하고 있는데, 새로운 시각을 지닌 신규 위원의 위원회 참여 기회를 확대하는 방안을 검토해 보기 바람.
- 시장가치 관찰이 어려운 대체투자의 특성으로 인해 기금은 현재 대체투자의 시장 위험을 반영하고 있지 않음. 시장성 지수를 대리변수로 설정하여 대체자산의 시장위험 측정이 필요하나 대체자산의 특성과 불일치하는 시장성 대리변수로 인해 변동성이 실제보다 크게 산출되어 시장위험한도 소진율에 영향을 끼칠 수 있으므로 시뮬레이션 등을 통해 위험한도 소진율에 대한 영향을 사전적으로 점검하고 선제적인 대응 방안을 마련할 필요가 있음.
- 현재 위기상황분석에서는 대체투자 자산을 비시장성 자산으로 인식하여 제외하고 있으나, 최소한 대리변수를 이용하는 방식으로라도 대체투자를 분석에 포함시킬 필요가 있음.
- 해외주식 배당소득세 면세 및 환급 효과의 성과평가 반영 여부에 대한 신속한 결정, 기금운용위원회 회의록 공개 기간 단축 등은 성과평가와 공시 부문에 대한 개선 요구 사항임.
- 해외주식의 경우 배당소득세 면세 및 환급 효과를 반영한 기준수익률의 설정과 성과평가가 수행되어야 할 것임.
  - 해외주식의 배당소득세 면세 및 환급 효과에 기인한 초과수익 부분을 어떻게 볼 것인가는 관점에 따라 상이한 판단이 가능한데, 성과평가위원회와 기금운용 위원회는 이에 대한 처리 방안을 신속히 결론지어 차기 성과평가에 반영할 수 있도록 해야 할 것임.
- 현행 1년으로 되어 있는 기금운용위원회 회의록 전문 공개까지의 기간을 단축하기 위해 보건복지부와 기금운용본부가 더 많은 노력을 기울여주길 바람.

## 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"><li>• 자산운용 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것</li><li>• 위험관리 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것</li><li>• 성과평가 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것</li></ul>

- 국민연금기금은 국민연금기금운용위원회(이하 기금위)를 비롯하여 다양한 위원회를 운영하고 있으며 전담조직으로 기금운용본부(이하 운용본부)를 설치하고 있음.
  - 위험관리와 관련하여 리스크관리위원회(이하 리스크위)의 하위 전담조직으로서 리스크관리센터가 운용본부 내 설치되어 있음.
  - 성과평가는 기금위 산하에 성과평가보상전문위원회(이하 성과위)를 두고 내·외부 성과평가기관을 활용하고 있음.
- 보건복지부 내에 설치된 기금위, 기금운용실무평가위원회(이하 실평위)의 구성, 책임과 권한은 국민연금법으로 규정되고 기금운용지침에 역할과 책임이 명시되어 있음. 기금위 산하에 수탁자책임전문위원회(이하 수탁자위), 성과위, 투자정책전문위원회(이하 투자정책위)의 3개 전문위원회가 존재함.
  - 기금위는 기금운용의 최고의사결정기구로서 기금운용지침, 기금운용계획, 성과평가 등에 관한 중요사항을 심의·의결함. 위원장은 보건복지부장관이며 당연직위원으로 관련 부처 차관 4인, 국민연금공단(이하 공단) 이사장 1인이 포함되어 있고, 위촉직은 사용자 및 근로자대표 각 3인, 지역가입자 대표 6인, 전문가 2인 등 총 20인으로 구성됨.

- 실평위는 기금관리·운용에 관한 전문적 의견을 제공하고, 운용성과 측정 등 기금운용 전반에 대한 모니터링을 수행함으로써 기금위의 심의·의결 기능을 보좌하는 심의·평가기구임. 위원장은 보건복지부차관이고, 5인의 관련 부처 당연직 위원, 이해단체 추천인 및 전문가 14인을 포함하여 총 20인으로 구성됨.
  - 수탁자위는 수탁자책임활동에 관한 지침을 검토·개정하고, 보유 주식에 대한 의결권 및 주주권 행사와 책임투자 관련 사안을 검토하여 결정함. 전문성과 대표성을 감안하여 기금위 위원이 추천하고 보건복지부 장관이 위촉하는 14인 이내의 위원(임기 2년)으로 구성(위원장은 호선)되며, 주주권행사분과위원회(9인 내외)와 책임투자분과위원회(5인 내외)로 구성됨.
  - 성과위는 성과평가·보상 관련 사항에 대해 기금위와 실평위에 자문을 제공하고, 기금위의 위임으로 운용본부 전체의 성과급 지급률과 운용본부장에 대한 성과급을 결정함. 민간전문가 12인으로 구성되고 위원장은 호선함.
  - 투자정책위는 기금위 결정사항 중 중장기 및 연간 기금운용계획, 전문적 평가가 필요한 투자정책 및 신규 투자정책의 개발 또는 기존 투자정책의 변경에 관한 사항 등을 검토·심의함. 20~40인의 전문가로 구성하되, 위원장은 실평위 위원장이 지명하는 실평위 위원임.
- 공단과 운용본부 내 설치된 리스크위, 투자위원회(이하 투자위), 대체투자위원회(이하 대체위)의 구성, 책임과 권한에 관한 사항은 기금운용지침과 기금운용규정에 명시됨.
- 리스크위는 위험관리 최고 의사결정기구로서 공단 이사장 직속으로 있으며, 위험관리 기본방침 수립, 위험한도와 손실한도의 설정 및 관리, 위험관리체계의 구축과 신규 운용대상 및 방식에 관한 위험관리 등을 심의·의결함. 2019년도에는 내부위원 2인(이사장, 운용본부장)과 외부전문가 6인으로 구성되며, 공단 이사장이 위원장임.
  - 대체위는 대체투자의 효율성과 전문성 강화를 위한 목적으로 설치되는 위원회이며, 투자위는 운용본부장 포함 공단 내부위원만으로 구성된 집행위원회임.
- 국민연금기금은 리스크위 아래 운용본부에 전담부서인 리스크관리센터와 이사장 직속의 준법감시인을 두고 있음.
- 리스크관리센터는 운용본부 내 위험관리 관련 주요사항을 관리하며, 필요한 조치는 투자위 등을 거치지 않고 리스크위에 직접 보고할 수 있음. 리스크관리

센터장의 보직 변경과 근무평정권은 이사장에게 두어 운용본부와의 외형상 독립성을 유지함.

- 준법감시인은 운용본부와 별도로 설치된 이사장 직속의 독립 기구로서 내부 통제와 컴플라이언스, 법규위험 등을 관리함.
- 성과평가는 공단 내의 국민연금연구원과 외부의 성과평가기관이 수행하고 성과위가 검토한 뒤 실평위에서 심의하고 기금위에서 의결하며, 운용본부에 피드백하는 방식으로 이루어지고 있음.
  - 운용본부 내의 리스크관리센터는 운용성과 분석결과를 운용본부장과 이사장에게 주기적 또는 수시로 보고하는 한편 운용부서에 적시성 있는 피드백을 실시함. 리스크관리센터의 성과평가와 국민연금연구원의 성과평가는 서로 다른 목적에 의해 수행됨.
- 기금은 자산운용, 위험관리, 성과평가 관련 위원회와 전담조직, 법령 및 규정 체계 등 의사결정에 필요한 틀은 적정하게 갖추고 있음. 하지만 위원회의 구성과 전담조직의 위상 등에 있어서 전문성과 독립성을 완전히 확보하고 있지는 못함.
  - 보건복지부와 기금위는 기금위를 비롯한 산하 위원회의 전문성과 독립성을 제고하기 위한 노력으로서 민간 상근전문위원의 설치 등을 주요 내용으로 하는 기금운용 운영체계 개편안을 마련하였음.
  - 2020년부터 시행되는 기금운용 운영체계 개편안은 대내외적으로 오랫동안 지적되어 온 기금운용체계 및 지배구조의 문제점을 개선하기 위한 출발점으로서 긍정적으로 평가함. 하지만 상근전문위원의 자격요건, 위상 및 역할 등에 대해서는 개선의 여지가 있음.
  - 한편 기금운용체계 개편안이 이해관계자의 완전한 합의가 어려운 상태에서 최선의 형태로 마련되지 않은 부분을 여전히 포함하고 있으므로, 지속적인 보완과 개선을 통해 글로벌 연기금의 모범 수준(Best Practice)에 도달할 수 있도록 노력을 경주해야 함.

### 1.1.2. 주요 의사결정 체계의 대표성, 전문성 및 효율성

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

- 자산운용 관련 최고의사결정기구인 기금위와 실평위는 대표성 위주로 구성되어 전문성과 독립성이 충분하지 않음.
  - 기금위는 대표성이 구성의 중요 요소이기는 하지만 동시에 기금운용 관련 전문성도 많이 요구되는 위원회임. 현재 기금위의 전문성이 충분하지 않은 가운데 기금위의 전문성을 보완하기 위한 실평위도 대표성이 강조되어 구성되어 자산운용 의사결정에는 취약한 구조임. 실제로 실평위의 논의 내용을 살펴보면 실평위가 기금위와 차별화된 전문성을 가지고 있다고 보기 어려움.
  - 기금위와 실평위에 정부 관료가 당연직으로 참여함으로써 정책적 필요에 의해 자산운용 관련 전문적 판단이 약화될 가능성이 있음.
  - 기금위는 산하 위원회에서 논의된 이슈들을 정기적으로 보고받고 이에 대한 충분한 지식을 가진 상태에서 의사결정을 해야 하지만 위원회 간 소통도 활발하지 않음.
  - 공단의 기금이사(운용본부장)를 담당하고 있는 구조에서 운용본부장이 공단 이사장과 주무부처 장관으로부터 독립적 판단과 실행 능력을 견지하는 것이 쉽지 않은 것으로 판단됨.
- 요약하면, 첫째, 기금위와 실평위가 모두 대표성을 중심으로 구성되어 전문성이 부족하다는 점, 둘째, 정부 관료의 당연직 참여로 의사결정의 독립성이 약화될 가능성이 있다는 점, 셋째, 위원회 간 의사소통 및 업무협조가 부족한 상태에서 최고 의사결정기구인 기금위의 의사결정이 수행된다는 점 등이 현재 개선이 필요한 부분임.
- 국민연금기금의 규모가 증대되고 금융시장 및 기업에 미치는 영향력이 커질수록 기금운용의 전문성과 독립성 확보에 대한 요구는 점점 더 커지고 있음. 따라서

이에 대한 정부와 공단의 전문성 제고를 위한 실효성 있는 노력이 필요함.

- 첫째, 기금운용의 독립성 확보를 위해 기금운용 관련 기구와 정부 간 일정 거리를 유지하고, 이를 제도적으로 확보해 주어야 함.
  - 정치권과 정부는 기금위 등 위원회와 운용본부가 정부와 이해단체의 영향력으로부터 자유로운 상태에서 국민연금제도 본연의 목적 달성만을 위해 전문적 판단을 할 수 있도록 독립성을 실질적으로 보장해 주는 것이 필요함.
- 둘째, 위원회의 전문성과 독립성을 제고하기 위해 기금운용체계 개편안을 포함한 다양한 개선 계획들을 충실히 이행하면서 지속적으로 보완하는 것을 권고함.
- 기금위와 보건복지부는 민간 상근전문위원을 설치하고 수탁자책임위원회, 투자정책위원회, 위험관리·성과보상위원회 등 3개 전문위원회를 법제화하는 등의 내용을 골자로 하는 기금운용 운영체계 개편안을 수립하여 2020년부터 시행하기로 함. 개편안은 기금운용 의사결정기구의 전문성과 독립성을 보완·강화하기 위한 첫 발을 내디딘 것으로 긍정적으로 평가함.
  - 하지만 개편안의 추진 과정에서 다양한 이해관계에 부딪혀 본연의 취지가 희석되는 일은 없어야 함. 또한 기금위가 여전히 대표성 위주로 구성되어 전문성 부족 문제가 본질적으로 해소되지 않았고, 정부위원의 참여 규모 조정도 반영되지 않았다는 지적을 감안하여 일회성 개선에 그치지 말고 최선의 거버넌스 구축을 위한 노력을 꾸준히 기울여야 할 것임.
- 상근전문위원의 자격요건, 위상, 보상체계를 보다 강화하고 확실한 독립성 보장 장치를 마련하며, 역할과 책임을 구체화하는 것을 권고함.
  - 기금운용체계 개편안은 상근전문위원의 자격요건을 금융·경제·자산운용·법률·연금제도 등의 분야에서의 경력 5년 이상으로 규정하고 있는데, 전문성을 담보하기에 충분한 정도로 양적·질적 자격요건을 더욱 강화하고 위상과 보상체계도 경쟁력 있는 수준으로 높이는 것이 바람직함.
  - 상근전문위원은 가입자단체 추천을 받아 주무부처 장관이 임명하게 되어 있는데, 이러한 구조에서 가입자단체가 자신의 입장을 대변할 전문가 추천에 치중할 경우 다시 대표성 위주의 구조로 회귀될 수 있음. 또한 주무부처 장관이 상근전문위원을 임명하기 때문에 정부의 영향력이 더 커질 수도 있다는 우려도 존재함. 따라서 추천기관인 가입자단체와 임명기관인 정부의 영향력으로부터

상근전문위원의 독립성을 보장할 수 있는 제도적 장치를 확실하게 마련하는 것이 필요함.

- 상근전문위원의 역할과 책임에 대해 구체적 가이드라인을 마련하는 것을 권고함. 상근전문위원 및 지원조직의 책임과 권한, 상근전문위원과 운용본부 간의 효율적 관계 설정 등에 대한 고민이 요구됨.
- 기금위 산하 전문위원회는 대표성 및 비례의 원칙보다 전문성에 초점을 맞추어 구성되는 것이 바람직함. 이를 위해 외부전문가 비중을 확대하고, 특정 정치 성향에 편중되지 않도록 수탁자책임위원회를 구성하는 것을 제안함.
  - 기금운영체계 개편안에 의하면 투자정책위원회와 위험관리·성과보상위원회는 상근전문위원 3인, 기금위 위원 3인, 외부전문가 3인으로 구성됨. 상근전문위원과 기금위 위원은 가입자단체의 추천을 통해 선정되기 때문에 전문위도 대표성이 많이 강조되어 있으며, 특히 위험관리·성과보상위원회는 민간전문가 12인으로 구성된 현행의 성과위보다 전문성이 약화될 가능성이 있음. 전문위원회는 외부 전문가의 비중을 보다 확대하여 구성하는 것을 적극 검토할 필요가 있음.
  - 수탁자책임위는 구성 위원의 정치적 성향에 따라 의사결정 결과가 크게 달라질 가능성이 높다는 점에 유의할 필요가 있음. 수탁자책임위는 3인의 상근전문위원과 6인의 외부전문가로 구성되는데, 특정 성향에 편중되는 것을 지양하고 기금운용 성과 제고라는 목적에 충실하게 위원회를 구성하도록 노력해야 함.
- 실평위의 위원은 자격요건을 현행의 금융·경제 등의 경력 3년에서 다른 전문위의 위원과 같이 최소 5년으로 상향하거나, 선임 시 규정에 명시된 자격조건 이상으로 전문성 검증(예를 들어, 자산운용 관련 실무경력 또는 관련 연구 수행 여부 등)을 강화하여 실평위가 기금위를 전문성을 보완하는 역할을 보다 충실하게 담당할 수 있게 하는 것이 바람직함.
  - 더불어 기금위와 실평위 신규 위원에 대한 집중 오리엔테이션과 교육, 기존 위원에 대한 정기 교육과 평가, 기금위 및 실평위 위원과 외부전문가를 함께 포함한 소위원회의 활성화, 위원회 간 소통 강화 등 전문성 제고 방안을 함께 시행하는 것을 권고함.
  - 기금운용체계 개편안에는 기금위 산하 전문위원회를 기금위 위원과 상근전문위원을 포함하여 구성하도록 하여 기금위와 위원회 간 소통에는 긍정적 역할을 할 것으로 기대됨. 하지만 전문위원회 내에 대표성이 강한 기금위와 상근전문위원이 다수를 차지하는 것은 바람직하지 않으며, 따라서 외부전문가의 비중 확대를 권고함.



○ 위험관리의 역할과 기능 확대에 대한 검토와 아울러 그에 합당한 위험관리 조직체계의 마련과 위상 정립이 필요함.

- 위험관리 최고의사결정기구인 리스크위는 공단 내 조직으로서 위험관리 정책 결정기구의 성격과 실행 및 감독을 담당하는 집행기구의 성격이 혼재된 상태로 존재하며, 사실상 집행기구의 역할에 초점이 맞추어져 있음. 한편, 국가재정법에 설치 근거가 명시적으로 제시되어 있지 않고 공단의 내부 기구이기 때문에 외형상 보건복지부 소관의 기금위보다 위상이 낮음.

- 위험관리의 대상과 범위가 확장되고 기능도 복잡화되고 있는 금융 환경 하에서 기금운용에 요구되는 위험관리 역할을 재점검하고 리스크위를 비롯한 위험관리 조직체계, 정책과 집행 의사결정의 분리 여부 등을 검토하여야 할 것임.

- 보건복지부는 위험관리 정책결정 수준의 사항은 기금위와 기금운용체계 개편안에 따라 위험관리 기능이 추가된 위험관리·성과보상위원회 등 주무부처 소관 위원회의 역할로 부여하는 방안을 검토 중이며, 위험관리의 범위와 주체별 역할, 규정변경 필요사항 등 구체적 사항에 대한 논의를 거칠 예정임. 주무부처의 검토는 바람직한 것으로 평가되며 조속한 시일 내 시행될 수 있기를 기대함.

- 아울러 보건복지부와 공단은 기금에 적합한 위험관리의 목표와 역할을 명확히 설정하고 그에 합당한 위험관리체계 수립을 지속적으로 고민하면서 동시에 설정된 위험관리의 목표와 역할을 내·외부 이해관계자들과 공유할 수 있도록 노력해야 할 것임.

○ 2019년도 중 기금운용 관련 위원회의 개최 현황은 다음과 같음.

〈표〉 2019년도 기금운용 관련 위원회 개최 횟수

구 분	2019년도	2018년도
기금운용위원회	9	8
실무평가위원회	9	8
수탁자책임전문위원회	18	13
성과평가보상전문위원회	7	7
투자정책전문위원회	7	2
리스크관리위원회	4	5
대체투자위원회	15	20
대체투자소위원회	1	-
투자위원회	56	54

- 2019년도에 기금위와 실평위는 총 18회 개최되었음. 전반적으로 위원회의 개최 횟수는 전년도에 비해 소폭 증가하였음. 위원회의 개최 횟수, 참석률 등 정량 지표는 양호함.
- 실평위와 산하 위원회의 활동은 기금위에 정기적으로 보고되어 기금운용 의사결정 과정 전반에 걸친 이슈를 기금위가 잘 파악하고 있어야 하며, 이를 위해서는 기금위의 전문성 제고가 선행되어야 함.
- 운용본부는 기금위 위원들의 기금운용 관련 안전에 대한 이해도를 높이기 위해 안전 설명회나 간담회를 적극 활용하고, 각종 전문위원회의 위원 선정에 활용되는 전문가 유니버스를 확대할 필요가 있음.
- 한편, 대체투자위원회의 경우 비상근 위원들이 해외부동산 등 장기적이며 다양한 대체투자 상품을 제한된 시간 내에 평가·검토하기 어렵고 오히려 대체투자 담당부서의 책임이 분산되는 측면이 있으므로, 위원회보다는 운용본부 내의 담당부서가 책임을 지고 의사 결정하는 것이 더 적절함.

## 2. 자산운용 전담조직의 적정성

### 1.2.1. 자산운용 전담조직의 자율성과 책임성

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

- 현행의 법과 규정만을 고려하면, 자산운용 관련 전담조직인 운용본부의 인사, 예산 및 의사결정에 있어서의 자율성과 독립성은 확보되어 있음.
  - 국민연금법 제102조(기금의 관리 및 운용)에 의거하여 보건복지부 장관은 기금의 관리·운용에 관한 업무를 운용본부에 위탁하고 있고, 공단은 직제규정 제6조(기금운용본부)를 근거로 국민연금기금 투자전략의 수립, 기금의 운용 등을 위한 전담 운용조직으로 운용본부를 설치하고 조직, 인사, 보수 등 운영에 대한 자율적인 권한을 부여하고 있음.
  - 또한 운용본부는 기금운용 관련 조직·인사·예산관리 전담부서(운용지원실)를 설치하여 운용본부 조직 및 인사규정을 자율적으로 제·개정할 수 있으며, 예산을 공단 회계규정에 따라 독립적으로 집행하고 있음.
  - 운용본부장은 기금운용지침과 공단 규정에 따라 자산운용 관련 투자 의사결정에 대한 책임(투자의사결정의 최종 결정 및 개별 투자결정에 대한 전결권)을 맡고 있으며, 공단 이사장은 위험관리와 내부통제의 책임을 맡고 있음.
  - 운용본부장은 이외에도 기금운용직 인사위원회 위원장으로 내·외부 추천 권한과 캐스팅보트 권한을 갖고 인사운영 전반에 대해 심의하고, 운용본부 실행예산에 대한 편성·집행권을 행사하고 있음.
- 그러나 운용본부는 공적기관의 특성으로 인해 예산 편성 및 집행 과정에서 실질적인 자율성이 제한적일 수밖에 없으며, 또한 공단 내의 하위 조직이기 때문에 운용본부장이 공단 이사장의 영향 하에서 완전히 자유로울 수 없음.
  - 기금의 관리·운용에 대한 업무를 운용본부장에게 위임하고 기금운용직 채용에 관한 의사결정 권한을 부여하는 등 운용본부의 인사 및 예산의 독립성 확보를

위한 외형적 장치는 마련되어 있음.

- 그럼에도 불구하고, 예산편성 및 인력 증원에 관한 결정이 기금의 정책목표 또는 운용본부의 효율적 운영에 따른 필요성보다 관련 정부 부처의 의사나 정책에 의해 결정될 가능성이 높기 때문에 실질적인 측면에서는 운용본부의 인사 및 예산 관련 자율성과 독립성이 충분히 확보되었다고 볼 수 없음.
  - 운용본부는 공적기관으로서 예산편성과 집행에 있어서 제약이 있고, 정원 증원 및 보수체계의 설정을 자율성을 가지고 수행하기 어려움.
  - 운용본부의 예산편성은 보건복지부가 공단 예산과 별도로 운용본부와 협의·조정 후 기획재정부에 제출하면 기획재정부 심의 후 국회의 심의·의결을 거쳐 확정되는 구조이고, 운용본부가 기금관리형 준정부기관이기 때문에 정부의 공공기관 정원증원 통제정책에 따라 운용본부의 증원이 결정되고 있음. 이에 따라 정원 및 예산증액에 대한 지속적 요청에도 불구하고 결원이 해소되지 않아 증원이 인정되고 있지 않으며, 운용본부를 포함 모든 공공기관의 인건비 소요액은 공통 인상률을 적용하여 일률적으로 증액하는 인건비 예산구조로 인해 증액이 되지 않고 있음.
  - 운용본부의 직군이 기금운용직과 공단 내 직군에 속하는 기금사무직으로 구분되어 업무 특성과 보상체계가 부합하지 않는 면이 있고, 경쟁력 있는 보수체계를 마련하기가 어려움.
  - 또한 기금사무직에 대한 임명권은 공단 이사장에게 귀속되어 있고, 기금사무직에 대한 보수체계는 공단의 일반적 보수체계를 따라야 하는 등 운용본부장이 인사의 자율성을 완전히 확보하지는 못하고 있음.
  - 이는 현행 기금운용 관련 지배구조에 내재된 구조적 문제이기는 하나, 기금의 안정적 운용과 운용본부의 전문성을 높이기 위해 현행 제도 하에서 최선의 개선 노력을 기울여야 할 것임.
  - 예를 들어, 보건복지부와 공단은 운용본부 내 기금운용직과 기금사무직으로 구분되어 있는 직군을 일원화하는 방안을 검토하고, 정부는 운용본부의 예산을 단계적으로 증액하는 방안을 마련함으로써 운용본부의 경쟁력 강화를 지원할 필요가 있음.
- 현행의 지배구조 하에서는 기금운용 본연의 목적과 기금을 둘러싼 정치·사회적 이해관계가 상충될 경우 운용본부가 기금운용에 있어서 부담을 느낄 수밖에 없으므로,

기금이 독립적으로 운용될 수 있는 체제의 수립을 위해 꾸준한 노력을 기울여야 할 것임.

- 운용본부가 국민연금제도의 고유 목적 달성에만 전념할 수 있도록 캐나다의 CPPIB에서와 같은 독립성 확보 장치를 제도적으로 마련하는 것이 바람직함.
- 기금은 위험관리의 최고기구로서 공단 내에 이사장을 위원장으로 하는 리스크위를 설치하고, 운용본부 내에 전담조직인 리스크관리센터가 리스크위를 지원하고 있음. 기금운용 전담조직과 위험관리 전담조직의 분리는 양호한 편이지만 상호 독립성의 완전한 확보를 위한 일부 제도적 보완이 요구됨.
  - 리스크관리센터장의 임면권이 공단 이사장에 있고, 리스크관리센터가 운용본부에 소속되어 있지만 필요시 투자위원회를 거치지 않고 리스크위에 직접 보고하는 등 운용본부와의 분리는 상당 수준 확보되어 있음.
  - 컴플라이언스 및 내부통제 강화를 위해 준법감시인은 운용본부와 별도로 이사장 직속 기구로 구성되어 기금 투자 및 포트폴리오 관리 업무와 관련된 범규준수 여부 및 임직원의 행위를 점검하고 있음.
- 공단 이사장의 기금운용본부장과 리스크관리센터장에 대한 영향력이 큰 상태에서 자산운용 전담조직과 리스크관리 전담조직의 상호 독립성이 완전하게 확보되었다고는 할 수 없음. 이를 개선하기 위한 제도적인 보완 장치를 검토하기 바람.
  - 공단 이사장이 리스크관리센터장의 임명권과 운용본부장의 임명제청권을 가지고 있는 구조에서 이들이 모두 이사장 영향력 아래 있기 때문에 이해상충 문제에서 자유롭지 않음. 구체적으로, 이사장이 제청하여 임명된 운용본부장 산하의 운용본부를 이사장이 임명한 리스크관리센터장이 감독하는 구조는 운용본부와 리스크관리센터 간의 독립성이 완전한 형태로 담보하기 어려움. 현재 두 전담조직 간 독립성이 확보되어 있고 이해상충 문제가 가시화된 사례가 없었다고 하지만 이를 제도적으로 원천 차단할 수 있는 보완장치의 마련이 필요함.
  - 리스크위의 위원장인 공단 이사장이 운용본부장의 임명제청권을 가지고 있는 상황에서 운용본부의 독립성을 조금이라도 높이기 위한 방안으로서 리스크위의 위원장을 외부위원 중에서 선임하는 것도 검토해 보기 바람.
- 기금의 연간 성과평가는 운용본부 외부에 설치된 국민연금연구원과 외부의 전문 성과평가기관이 독립적으로 수행한 평가를 성과위의 자문을 거쳐 기금위가 최종 확정하는 구조로 되어 있음.

- 운용본부 내 성과모니터링 및 피드백은 리스크관리센터의 성과분석팀이 담당하고 있으며, 연간 성과평가는 국민연금연구원의 성과평가 전담인력과 외부 평가기관이 수행하여 그 결과를 성과평가위에 보고한 후, 실평위 심의와 기금위 의결을 통해 확정하고 운용본부에 피드백하고 있음.
  - 리스크관리센터의 성과분석과 국민연금연구원 및 외부 성과평가기관의 성과평가 결과는 수익률에 대한 상호 대사를 통해 정합성을 유지함.
- 요약하면, 자산운용, 위험관리, 성과평가 관련 전담조직의 분리는 비교적 양호하지만, 자산운용 전담조직과 위험관리 전담조직의 실질적 독립성 및 자율성 확보를 위해서는 세부 개선이 필요함.
- 한편 자산운용과 위험관리 조직의 분리와 독립성 확보는 각각의 역할 및 권한에 대한 철학의 공유가 전제되어야 함. 따라서 기금운용을 둘러싼 환경 변화에 효율적으로 대응할 수 있는 기금운용 및 위험관리 목표와 정책을 수립하고, 그에 합당한 전담조직으로의 장기적 개편도 검토될 필요가 있음.

## 1.2.2. 전담조직의 전문성 및 효율성

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

- 2019년 현재 기금운용본부의 총 인력은 378명이며, 이 중 기금운용직은 본부장을 포함하여 총 307명으로서 전년 대비 총 인력은 7명, 기금운용직은 3명이 증원되었음.
  - 운용본부의 인력 규모가 절대적으로 작고 2016년도 이후 기금의 1인당 운용 규모는 증가 추세에 있는 가운데 2019년에는 총 증원 규모도 작고 기금운용직의 증원이 기금사무직의 증원보다 적게 이루어졌음. 기금운용직의 경우 기획재정부와 증원 인력 협의 시 결원율이 높아 증원 규모가 작았던 반면 기금사무직은 공단의 통합 증원 협의로 증원 규모의 유연성을 가진 결과로 파악됨.
  - 기금의 규모가 지속적으로 증대될 것으로 전망되는 상황에서 운용본부는 최소한 현재 수준의 1인당 운용규모는 유지하면서 글로벌 연기금과 경쟁할 수 있는 정도의 인력을 충원해야 함. 기금의 규모와 자산 및 운용 전략의 복잡성을 감안할 때 전문 인력의 확보가 추가적 필수적이므로 정부와 운용본부는 인력 확충을 위해 더욱 노력할 필요가 있음.
- 운용 전담인력의 적정 규모는 위탁운용의 규모, 자산운용 방식, 비시장성 자산의 규모 등에 따라 달라짐. 하지만 1인당 운용규모를 바탕으로 글로벌 연기금과 비교해 볼 때 기금의 전담인력 규모는 충분하지 않은 편임.
  - 기금의 규모, 운용자산의 다양성, 투자전략의 복잡성 등을 감안할 때 투자인력의 전문성은 위탁운용을 주로 하는 네덜란드의 ABP나 일본의 GPIF에 비해 우수하지만, 전문 운용기관인 캐나다의 CPPIB에 비해서는 전문 인력의 규모가 작은 편임.
  - 기금의 운용 규모 737조원을 운용본부의 총인원 378명으로 나눈 1인당 운용규모는 1.9조원으로서 전년도에 비해 소폭 증가했으며, 이는 CPPIB의 1인당 운용규모의 약 9배에 해당함.

- 전담인력의 수가 절대적으로 부족한 상황에서 공단 및 운용본부가 전주로 이전한 후 퇴직자는 늘고 순채용 규모는 감소하였음. 2019년에는 전년도에 비해 순채용 규모가 증가하였으나, 채용과 퇴직 인원의 구성을 살펴보면 경험이 풍부한 책임급과 선임급의 순채용은 오히려 감소하여 기금운용의 전문성 저하가 우려됨.
  - 2015년의 경우 퇴직자가 10명이었으나 전주 이전 발표 후인 2016년에는 퇴직자가 30명으로 증가했고, 2017년에는 순채용이 마이너스를 기록하였으며 2018년도에는 퇴직자가 34명(순채용 5명)이었음.
  - 2019년의 경우 채용은 52명, 퇴직은 23명으로 2018년도에 비해 순채용이 크게 증가하였음. 이는 인력 확보를 위해 연간 채용횟수를 2회에서 3회로 늘리고, 내부인력 양성을 목적으로 경력 1년 이상 3년 미만의 주임운용역을 다수 채용한 것에 기인한 것으로 판단됨.
  - 신규 채용이 전임과 주임급 등 주니어에 집중되어 있고, 선임급의 순채용은 마이너스 3명, 책임급의 순채용은 마이너스 1명을 기록하여 기금운용의 경쟁력 약화가 우려되는 점은 개선이 필요함.
- 해외투자과 대체투자과 규모가 증가하고 수익창출 원천으로서의 역할이 강조되고 있음에도 불구하고 해외투자 및 대체투자과 인력이 감소 혹은 정체 상태에 있는 것은 개선이 요구됨. 또한 국내주식과 해외주식의 운용 규모를 감안하여 주식군 내 인력 조정도 검토해 볼 필요가 있음.
  - 해외투자 인력은 2017년의 116명에서 2018년에 115명으로 감소한 후 2019년에는 정체 상태에 있으며, 국내 대체투자 인력은 2017년, 2018년의 29명에서 2019년에는 26명으로 감소하였음. 해외투자과 대체투자과 인력의 정체 및 감소에 대한 개선 방안 마련이 필요함.
  - 기금 전체 자산 중 국내주식과 해외주식은 2019년 말 기준 각각 18%와 22.6%를 차지하여 해외주식의 비중이 더 크지만, 운용인력은 국내주식 32명, 해외주식 23명으로 국내주식에 해외주식 대비 40% 정도 더 많은 인력이 투입되어 있음. 투자 비중과 일관된 인력의 비중을 유지해야 할 필요가 있으며, 만일 인력 편향이 국내주식의 액티브 비중이 해외주식의 액티브 비중에 비해 높은 것에 기인한다면 이들의 성과를 검토하여 인력 비중을 조정하는 것이 필요함.
  - 기금은 1차 해외투자 종합계획에 따라 해외사무소의 기능을 투자지원에서 운용본부와의 협업을 통해 투자기능을 분담하는 기능 강화 방안을 실행 중인데, 해외사무소의 업무량 증가와 심층 업무 수행에 요구되는 인력 증원이 함께



이루어지는 것이 필요함.

- 해외투자자와 대체투자자의 증가로 변호사의 역할이 꾸준히 증가할 것으로 예상되는바, 변호사의 채용 확대와 더불어 해외금융 전문변호사의 확보를 통한 질적 보완도 시급함.
- 기금의 장기성과 제고를 위해 국민연금연구원의 우수한 연구인력 확보 및 연구 환경의 개선이 필요함.
  - 국민연금연구원은 기금정책분석을 통해 미들오피스 역할의 한 축을 담당하고 있으며, 연금제도 연구와 재정추계분석을 통해 내·외부 주요 이슈들에 대한 해결 방안을 제시하는 역할을 수행하고 있음.
  - 국민연금연구원은 2019년 현재 4명의 결원이 있는데 결원 해소 뿐 아니라 정원 증원을 통해 기금 규모에 걸맞은 연구 인력을 양적으로 확보하는 것이 필요함.
- 전문 운용인력의 수가 충분하지 않고 우수 인력의 충원이 단기간 내 이루어지기 어려운 현재 상황에서 운용본부는 인력 충원 노력과 아울러 위탁운용과 패시브 운용 확대 등 운용 방식의 변화도 인력의 효율적 활용을 위한 대안으로서 검토해 볼 것을 권고함.
  - 현재 주식운용의 경우 패시브 투자는 직접운용, 액티브 투자는 위탁운용 방식을 채택하고 있으며, 각 운용팀의 1인당 운용 규모는 2019년 기준 각각 7.4조원과 6.1조원으로 크게 차이가 없음.
  - 기금은 우수 인력의 충원 노력을 지속적으로 경주하면서 동시에 1인당 운용 담당 능력이 상대적으로 큰 패시브 운용과 위탁운용 방식의 확대, 그리고 이를 결합한 패시브 위탁운용 방식의 도입 등을 기금의 운용성과에 대한 기여도를 중심으로 검토해 보기 바람.
- 전담인력에 대한 보상체계는 기금위가 기금 전체에 대한 목표 IR과 목표초과수익률을 사전에 설정하고, 개별 자산군과 팀원에게 기금전체의 목표를 배분한 후 목표관리제를 통해 운영하며 이를 근거로 성과평가를 수행함.
  - 팀원의 성과평가는 정량평가 70%(공통 20%, 개별 50%), 정성평가 30%로 구성됨.
  - 성과급체계는 장기평가의 원칙을 적용하여 최근 3년의 평가 결과를 50:30:20의 비율로 가중 평균하여 산출하고, 성과급은 3년 평균 운용수익률이 3년 평균

소비자물가상승률을 초과하는 경우에만 지급하며, 목표성과급(60%), 조직성과급(20%), 장기성과급(20%)으로 구성됨.

- 목표성과급은 전체 및 개별 자산군의 초과수익 창출에 대한 보상으로서 목표 초과수익률 달성도에 대한 정량평가에 따라 지급하고, 조직성과급은 운용체계 개선을 위한 조직 전체의 노력에 대한 보상으로서 정성평가에 따라 지급하며, 장기성과급은 장기 성과창출에 기여한 재직기간 5년 이상의 운용인력에 대한 보상으로서 5년 평균 기금전체의 목표 달성에 대한 정량평가를 기준으로 지급함.
- 개인별 성과급의 지급률은 부서 및 개인 평가 결과에 따라 차등 적용함.
- 해외사무소 파견 직원과 현지 인력에 대한 MBO 평가 개선 등 개인별 평가 및 공정성 강화를 위한 성과평가체계의 정교화 노력은 2019년도 성과평가 부분의 개선사항임.
- 운용인력의 보상과 관련하여 2018년 기준 기본급은 모든 직급(본부장 제외)에 걸쳐 시장 중위수 수준에 해당하고, 성과급을 포함한 총 급여는 시장 중위수를 상회하고 있음.
  - 운용본부는 시장의 경쟁 운용기관을 선정하여 운용인력의 기본급 결정에 활용하고 있는데, 기본급은 기준 시장의 중간 수준에 해당함.
  - 2018년에는 성과급 지급률이 향상되어 성과급을 포함한 총 급여의 경우 중위수 수준을 상회하였음.
  - 다만 여전히 보상수준이 운용본부의 지리적 단점을 상쇄할 정도로 충분하지는 않으며 보상체계의 획기적 전환이 필요한 것으로 판단됨.
- 2019년도에 대체투자 실 단위 조직을 지역별 대신 자산별 구분으로 변경하고 하부 조직을 지역별로 구분하는 방식을 채택하여, 기존의 지역우선 조직 운영의 문제점을 해소하고 인력운용의 효율성을 제고하려고 노력한 것은 긍정적으로 평가함.
  - 지역우선 조직은 자산별로 투자 비중을 설정하는 자금운용계획 수립과 정렬되어 있지 않고, 부서장이 자신의 전문분야가 아닌 자산에 대해서도 투자결정을 해야 하는 등의 단점을 지니고 있었는데, 대체투자 조직 개편은 이의 개선에 도움이 될 것으로 평가함.
  - 또한 실 조직 내 투자지역 간 탄력적인 정원 조정을 가능하게 함으로써 인력

운용의 효율성도 향상될 것으로 기대됨.

- 자산운용, 위험관리, 성과평가 등을 담당하는 운용본부의 현행 의사결정 프로세스는 전반적으로 양호함. 다만 위험관리 의사결정 중 위험한도 설정에 있어서는 실행 기구인 리스크관리센터의 역할을 최소화하는 것이 바람직함.
  - 기금의 위험한도 설정 및 관리 프로세스를 살펴보면, 리스크관리센터가 기금위가 부여한 체계적위험과 목표액티브위험을 기초로 위험한도를 마련한 후 리스크위가 심의·의결하고, 설정된 위험한도를 토대로 리스크관리센터가 모니터링·관리하는 구조로 되어 있음.
  - 현행 구조에서 리스크관리센터가 리스크위에 대해 단순한 지원 업무를 담당하는 것이 아니라 위험한도 설정의 방법론, 데이터 기간의 선택 등의 과정에 있어서 재량적 선택이 가능한 경우 이해상충의 문제가 발생할 수 있음. 따라서 위험한도의 설정과 관련해서 한도 설정의 방법론이나 사용 데이터 등에 대한 세부 내용도 리스크위에서 결정하게 함으로써 이해상충의 소지와 우려를 최소화하는 것이 바람직함.
- 한편 기금운용 정책과 관련된 의사결정 과정의 효율성은 기금위, 실평위, 상근 전문위원제도 등 의사결정과 관련된 지배구조 및 전문성과도 관련되어 있기 때문에, 향후 기금운용체계의 개선과 함께 의사결정 프로세스의 개선 방안도 함께 검토해 보길 바람.

## (2) 자산운용 정책

### 2.1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성

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

- 국민연금기금의 중기 전략적 자산배분에 사용되는 목표수익률은 실질경제성장률 + 소비자물가상승률 ± 조정치로 구성되며, 여기서 조정치는 운용 여건, 경제전망 등을 고려하여 기금위가 결정함.
  - 기금은 2019년~2023년의 중기 목표수익률을 5.3%, 이행계획으로서 2019년도의 목표수익률을 4.9%로 설정하였는데, 이는 2018년도의 4.7%보다 0.2%p 높은 수준임.
  - 현재 기금의 목표수익률은 ALM 또는 재정목표에 기초하여 설정되지 않고 있으며, ALM 분석은 중기자산배분이 국민연금 재정에 미치는 영향을 사전적 및 사후적으로 검토하는 과정에서만 활용되고 있음.
  - 기금은 목표수익률 설정에 사용하는 거시경제 변수들과 보험료 수입 및 급여 지출 등의 제도 변수들과의 연계성을 살펴보고, 이를 토대로 제도 변수들의 거시경제변수에 대한 민감도 분석도 수행하고 있음.
  - ALM 기반 목표수익률의 설정이 단기간 내 어려운 상황에서 목표수익률에 포함된 경제 변수와 제도 변수 간의 연계성 및 연계성 강도의 변화 추이를 데이터를 통해 살펴보면서 현행 목표수익률의 합리성을 실증적으로 점검해보는 작업은 지속적으로 수행하고 분석을 고도화하길 권고함.
- 국민연금기금은 연금성기금의 특성에도 불구하고 ALM 분석에 기초한 목표수익률의 설정과 자산배분이 수행되지 않고 여전히 자산측면만을 고려한 방식으로 운용되고

있음. 또한 기금의 장기적인 투자 시계를 반영한 장기 목표수익률의 설정과 기금의 위험감내도를 반영하면서 장기운용 성과의 벤치마크로 활용될 수 있는 기준포트폴리오(Reference Portfolio)도 부재한 상황임.

- 연금성기금의 운용에 있어서 연금부채의 규모와 연금 관련 제도 특성을 통합적으로 고려하지 않고 기금의 지속가능성과 재정안정성을 논의하는 것은 무의미하며, 따라서 기금운용도 합리적으로 이루어지고 있다고 할 수 없음. 또한 현재 5년으로 설정되어 있는 기금운용 투자 시계는 국민연금의 제도 시계와는 상당한 괴리가 있음.
- 보건복지부와 운용본부는 ALM 기반 기금운용, 장기목표수익률의 설정 및 기준 포트폴리오의 도입이 지연되는 이유로서 기금의 재정안정화 방안과 재정목표에 대한 사회적 합의의 도출이 어렵다는 점을 들고 있음. 보건복지부, 공단과 운용 본부는 비록 어려움이 있지만 기금의 특성에 합당한 기금운용 방식의 조속한 도입을 위해 정치권과 가입자단체 등 이해관계자 설득에 노력을 배가하여야 할 것임.
- 기금은 중기 자산배분 시 실질가치 유지와 연금재정의 안정이라는 목표를 달성하기 위한 위험의 최대한도로서 5년 동안의 누적수익률이 누적 물가상승률을 초과하지 못할 가능성을 15% 이내가 되도록 제한하고 있음.
  - 한편 연간 단위의 총위험한도와 자산군별 위험한도는 전략적 자산배분의 체계적 위험과 목표액티브위험을 바탕으로 기금 전체 및 자산군 별로 시장위험과 신용 위험의 한도와 액티브위험 한도를 배정함.
- 2008년 글로벌 금융위기 이후의 저성장·저금리 기조를 감안하면, 현행 기금의 중기 목표수익률은 시간이 지날수록 하락하는 반면 저금리 및 고령화로 인해 기금의 부채는 증가할 수밖에 없는 구조이므로 보건복지부와 운용본부는 국민연금의 재정목표와 자산배분 정책에 대해 보다 심도 있는 고민을 해야 할 것임.
  - 저성장·저금리 기조는 자산운용의 기대수익률이 하락하여 기금이 현재보다 위험자산 투자를 늘려야 함을 의미하고, 이는 다시 해외투자나 대체투자의 확대 기조와 연결되므로 현행 운용체계 또는 운용정책을 어떻게 개편해야 하는가에 대해서도 고민을 해야 함을 의미함.
- 해외투자 관련 현행 기금운용지침(제 16조 관련 별표 3)은 기금의 해외투자 목적이 국내투자를 보완하여 자산배분의 효율성을 제고함에 있음을 제시하고 있음. 해외투자의 확대 기조와 인식 변화를 반영하여 해외투자의 성격을 보다

적극적 형태로 지침에 규정하는 것이 바람직함.

- 해외투자를 위험관리 차원에서 뿐만 아니라 수익창출의 핵심으로 파악하는 CPPIB와 달리 국민연금기금은 기금운용의 안정성을 중시하며 해외투자를 수익창출을 위한 원천으로 아직 명시하고 있지 않음.
- 저성장·저금리 기조, 국내 금융시장 대비 거대한 기금 규모, 기금의 해외투자 확대 추세 등을 반영하여 해외투자를 국내투자를 보완하는 소극적 수단이 아니라, 수익창출의 원천으로서 재 정의할 필요가 있음. 또한 글로벌 연기금과 마찬가지로 국내·해외 등의 지역적 구분이 대신 자산군별 등으로 구분하여 분산투자의 원칙을 재정의 하는 것도 연구해 보기 바람.
- 기금은 자국 편향을 축소하기 위해 지속적으로 노력해야 하며, 현재의 충분하지 않은 인력과 자원을 감안할 때 해외 패시브 투자를 근간으로 가져가는 방안도 검토할 필요가 있음.
- 대체투자 자산의 종류가 확대되고 시장의 컨센서스가 변화한 것을 반영하여 대체투자 자산의 기대수익률 산출 방식을 재논의 할 것을 제안함. 기대수익률 산출 방식의 재논의는 대체자산의 성과 개선과 위험관리에 기여할 것으로 여겨짐.
- 기금은 중장기자산의 기준수익률로 시장의 대표 지수를 자산군별로 사전에 설정하여 기금운용지침에 명시함으로써 운용의 방향성을 제시하고 성과평가의 지표로 활용함.
  - 기금운용지침에 개별 자산군의 벤치마크를 설정하고, 이를 바탕으로 공단에 목표를 부여함. 한편 전체자산의 기준수익률은 전략적 자산배분 비중과 자산군별 기준수익률을 곱하여 상향식으로 산출함.
  - 기금의 기준수익률은 명확성, 투자가능성, 측정가능성, 적정성, 대표성 등 기준 수익률이 갖추어야 할 기본적 특성을 만족함.
- 해외주식 투자의 경우 배당소득세 면세 및 환급 효과를 기준수익률에 반영하는 것을 적극 검토할 필요가 있음.
  - 기금의 해외주식 투자의 경우에는 배당세 면세 및 환급 정책이 국가별로 상이하고, 세금 환급 시 추가 노력이 필요할 수 있으며, 배당세 환급 이벤트의 벤치마크 적시 반영이 쉽지 않고, 사모투자의 경우 해외주식과는 반대 효과를 반영해야 할 경우가 발생하는 등 벤치마크지수 설정에 있어서 실무적 어려움이 있을 수 있음.

- 이에 따라 배당세 면세 및 환급 효과를 벤치마크를 변경하지 않은 상태에서 성과평가 분석에 포함시킴으로써 성과보상에 대한 논란을 최소화시키는 방안을 고려해 볼 수 있음.
  - 그러나 실무적인 어려움이 존재한다 하더라도 기준수익률은 운용 목적에 맞게 원칙에 입각하여 설정되는 것이 바람직함.
  - 현재 기금의 해외 주식투자 가운데 미국의 비중이 매우 큰 편인데 미국의 경우 배당소득세 환급을 위한 수고로움이 거의 없다는 점을 고려할 때 기준수익률을 산정 시 이러한 배당세 면세 및 환급 효과가 당연히 반영되어야 함. 한편 환급 노력을 많이 해야 하는 국가의 경우에는 이를 적절히 반영하여 기준수익률을 설정하는 것을 검토해 볼 수 있을 것임.
  - 운용본부는 기금 전체 및 해외주식의 목표초과수익률 설정 방식 및 수준을 고려할 때 순(Net) 지수 대비 유리한 효과가 이미 반영된 것으로 판단하고 있지만, 이와 같이 배당소득세 면세 및 환급 효과를 간접적으로 반영하는 방식보다는 이를 명시적으로 기준수익률에 반영하고, 목표초과수익률을 국내와 해외에 대해 적절하게 설정하는 것이 바람직함.
  - 기준수익률에 배당소득세 면세 및 환급 효과를 반영하는 등과 같이 논란이 많을 수 있는 기준을 정할 때, 보건복지부와 공단은 원칙에 입각하여 장기적으로 안정적인 기준을 설정하면 될 것임.
- 기금은 위험관리의 원칙과 관리대상을 기금운용지침에 정의하고, 기금운용규정과 세부지침 등에 따라 위험관리를 수행함.
- 위험의 유형을 크게 5개(시장위험, 신용위험, 유동성위험, 운영위험, 법규위험)로 분류하고, 세부관리는 자산운용 위험관리와 운영 위험관리로 나누어 수행함.
  - 기금 전체의 위험한도와 자산군별 위험한도는 리스크위가 결정하며, 총위험한도는 시장위험한도와 신용위험한도를 통해 관리하고 총위험한도 외에 별도로 액티브 위험한도를 관리함.
  - 총위험한도의 관리는 리스크위와 투자위원회, 액티브위험한도의 관리는 투자위원회가 담당함. 한편 자산군별 위험한도 및 액티브위험 관리 기준도 또한 적절하게 마련되어 있음.

## 2.2. 투자실행과정의 적정성

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

- 기금위가 위탁운용의 목표범위를 정하고 이 범위 내에서 운용본부가 위탁운용 비중을 결정하는 현행 방식이 위탁운용과 직접운용의 과거 성과, 위탁운용 비중 변경이 금융시장에 미치는 영향, 그리고 기금위와 운용본부의 책임성과 전문성 관점에서 적절한지의 여부에 대해 재검토할 것을 적극 권고함.
  - 현재 자산군별 위탁운용의 방향과 목표범위는 기금위가 부여하고 운용본부 내 실행부서가 주어진 목표범위 내에서 시장상황 등을 감안하여 위탁비중을 결정하고 있음.
  - 위탁운용에 따른 비용, 기금의 국내 금융시장에 대한 영향력 등 현실적 상황을 고려하여 현재 위탁운용의 목표범위를 기금위가 결정하고 있는데, 이는 운용본부의 자율성과 책임성을 제약하고 운용본부에 대한 성과평가의 의미를 퇴색시키는 단점도 있음.
  - 기금은 현행 방식이 위탁운용과 직접운용의 과거 성과, 위탁운용 비중 변경이 금융시장에 미치는 영향, 그리고 기금위와 운용본부의 책임성과 전문성 관점에서 적절한지의 여부에 대해 재검토하는 것이 바람직함.
- 외부 위탁기관의 선정 기준과 절차, 자금배분 및 사후관리 프로세스는 자산별 위탁운용사 선정 및 관리기준 등에 따라 양호하게 마련되어 있음.
  - 국민연금기금운용규정(제79조)은 기금에의 기여, 정보 제공, 거래의 안정성 및 거래상품의 특수성 등을 고려하여 위탁기관을 선정하고, 각 기관별로 거래한도를 부여하여 관리하도록 규정하고 있으며, 시행규칙(제62조)에서 거래금융기관의 기본요건 및 선정 등에 필요한 사항을 정하고 있음.



- 신규 위탁운용사는 위탁운용사 선정 및 관리기준에 따라 제안서 심사, 현장실사, 구술심사 과정을 거치고, 위탁자산 규모, 위탁유형, 운용사 역량 등을 감안하여 선정하며, 위탁운용사 자금 집행은 대체로 신규 운용사는 균등배분 원칙, 추가 배분은 정기평가 또는 자금배분 체크리스트 결과에 따라 자금을 배분하고 있음.
  - 국내 주식 등 세부유형 간 상관관계가 높은 자산군의 경우 운용본부는 위탁 운용의 유형 분류를 재검토(예: 팩터(factor) 분석에 기초한 유형 분류)하여 개선할 필요가 있음.
- 거래 금융기관의 선정은 금융기관 기본요건 충족여부 및 투자위원회 거래제한 여부 등을 반영하여 반기별로 수행되고 있고, 금융기관 선정 및 자금배분도 규정에 따라 적절하게 이루어지고 있음.
- 세부 자산별로 평가항목 및 배점, 선정위원회 구성 및 최종 선정절차 등이 구체적으로 규정되어 있음.
  - 글로벌 연기금 비교(peer) 그룹과의 운용비용 분석에 따르면, 2018년 기준 기금의 총자산 대비 비용의 비중은 18.0bp로 비교 그룹보다 22.2bp 낮고, 비교 그룹의 자산군별 비용에 국민연금기금의 실제 자산비중을 가중하여 계산한 벤치마크 22.0bp와 비교하더라도 4.0bp 낮은 것으로 나타났음.
  - 기금은 수익률 평가를 통한 저조펀드 관리 및 상시 모니터링 체계를 갖추고 있으며, 2019년에는 해외증권 펀드에 대한 정기 평가를 기존의 상시 모니터링 평가체계에 추가함으로써 운용의 효율성을 개선하고 위탁운용사 및 위탁펀드에 대한 심층 분석과 자금배분의 근거로 활용하고자 함.
- 기금은 전년도 기금평가의 권고 사항을 반영하여 글로벌 모범사례로서 캐나다 CPPIB의 위탁운용 의사결정 및 위탁기관과의 관계 설정 등을 참조한 개선 방안을 검토 중에 있음.
- CPPIB와 국민연금기금은 경제적·제도적 환경, 투자목표, 시장영향력 등에서 차이가 있지만 위탁기관에 대한 성과평가, 계약구조 및 수수료 설정 등에서 벤치마킹할 수 있는 사안이 있으면 적극 수용해야 할 것임.
- 기금은 해외투자, 대체투자의 확대를 지속하여 추진 중에 있으며, 이를 뒷받침할 인력의 강화, 조직 및 프로세스 개선 노력을 수행하고 있음.
- 2019년도 말 현재 해외투자의 규모는 256.4조원(34.8%), 대체투자의 규모는 84.2조원

(11.4%)이며, 2차 해외투자 종합계획에 따라 해당 투자의 비중을 더욱 확대할 계획임.

- 기금위는 2024년 말까지 해외투자 목표비중을 50%까지 확대하기로 하고, 해외 대체투자 신규투자 대상을 적극 발굴하는 한편 이를 뒷받침할 해외 및 대체투자 인력의 전문성 강화를 계획하고 있음.
  - 2019년에는 수익률 제고를 위해 해외채권의 크레딧 비중 확대를 결정하였고, 대체투자 관련 조직을 지역 기준 구분에서 자산군 기준으로 재편하였으며, 대체투자 집행부진을 해소하기 위해 대체투자 집행 개선방안을 마련하였음.
  - 대체투자소위원회를 신설하여 일정 요건 충족 시 소위원회에서 의사결정이 가능하도록 하였고, 해외 대체투자 프로세스를 개선하여 의사결정 기간을 8주에서 4주로 단축하였음.
  - 투자다각화의 일환으로 싱글펀드 방식 헤지펀드 투자를 시작하여 운용역량 향상 및 수수료 절감을 통한 수익률 제고를 도모하고, 대체투자 전문적 운용 활성화 프로그램을 도입하였음.
- 1차 해외투자 종합계획의 주요 과제로 제시되었던 해외사무소 기능 강화와 운용 인력 확충 및 전문성 강화는 계획 대비 신규 인력의 충원이 부족하면서 이행이 원활하지 않은 상태이므로 2차 해외투자 종합계획에 명시된 바와 같이 인력 충원에 더욱 노력할 필요가 있음.
- 또한, 해외투자과 대체투자는 위험관리가 중요하므로 그에 대한 역량강화 노력이 필요함. 2차 해외투자 종합계획에는 해외투자 및 대체투자가 증가하면서 투자역량 강화와 함께 리스크관리 역량 제고를 위해 팩터 기반 위험관리 도입, 대체투자 위험측정 방식의 개선, 헤지펀드 투자위험 분석시스템 등의 위험측정방식 개선, 국가별 위기지수 도입 등의 세부과제를 제시하고 있는데, 이들 과제의 충실한 이행이 필요함.
- 국민연금기금은 증권의 매매 및 대여 시 기금의 운용 및 관리방법으로 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려하기 위해서, 책임투자 관련 근거를 국민연금법과 기금운용지침에 마련함.
- 2019년부터 기존의 운용전략실의 책임투자팀을 확대·개편한 수탁자책임실이 책임투자와 의결권 및 주주권 행사를 전담함.

- 기금은 ESG 평가체계 마련 및 ESG시스템 구축을 통해 기업별 ESG 정보를 운용역과 공유 가능하도록 하여 책임투자 의사결정을 통합적으로 지원하는 체계를 갖추고 있음.
- 수탁자 책임활동에 관한 지침 및 가이드라인에 따라, 투자대상 기업에 대한 모니터링을 수행하고 있으며, 중점관리사안이나 예상치 못하게 기업가치가 훼손되거나 주주권익이 침해될 우려가 발생한 사안에 대해서는 정성평가, 비공개대화, 비공개·공개 중점관리기업 지정, 공개서한 발송 등 단계별로 수탁자 책임활동을 수행하고 있음.
- 책임투자와 관련하여 글로벌 기금은 ESG 요인에 대한 검토 및 적용을 특정 자산군에 한정하지 않고 기금의 운용 철학으로서 전체 포트폴리오와 자산군에 확대하여 수행하고 있음.
  - 기금은 2019년도에 책임투자 고려 대상 자산군 확대를 포함한 책임투자 활성화 방안의 논의를 통해 책임투자 대상 자산군을 국내외 주식 및 채권으로 확대 적용하는 계획을 마련하였는데, 구체적 방안을 마련하여 조속히 추진하기 바랍.
- 기금은 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)에 의거하여 의결권을 행사하고 있으며, 2019년도에는 총 767회의 주주총회에 참석하여 3,278건의 안건에 대해 의결권을 행사하였음.
  - 의결권행사는 찬성 2,647건(80.8%), 반대 625건(19.1%), 중립 또는 기권 6건(0.2%)의 분포를 보이고 있어 전년 대비 반대 비율이 약간 높아지는 등 점점 적극적으로 의사표현을 하고 있음. 한편 반대 의결권의 행사는 이사 및 감사 선임과 임원 보수한도 승인의 건이 여전히 대부분을 차지함.
  - 수탁자책임전문위는 국민연금의 지분을 10% 이상이거나 보유비중 1% 이상인 기업의 전체 안건과 수탁자책임전문위에서 결정한 안건을 대상으로, 주주총회 개최 전에 국민연금의 의결권행사 방향을 공개하도록 결정하여 시행하고 있음.
  - 의결권행사의 전문성과 객관성 확보를 위해 주총안건 자문기관으로서 매년 선정 절차를 거쳐 국내주식의 경우 한국기업지배구조원, 해외주식의 경우 ISS(Institutional Shareholder Service Inc.)를 활용하고 있음.
  - 수탁자책임전문위의 전문성, 독립성과 함께 주총의안에 대한 찬반의 다양한 의견 청취를 통한 장기적 주주가치 증대에 기여하는 결론의 도출이 중요함. 해외 주요 연기금의 경우 다수의 외부 자문기관을 활용하고 있음을 고려할 때 향후 국내주식과 해외주식 각각 최소 2개 기관 이상의 자문기관에 주총 안건

자문을 의뢰하는 방안을 검토해 보기 바람.

- 기금은 2019년도에 국내주식 수탁자책임활동과 적극적 주주활동에 대한 구체적 가이드라인을 마련하는 등 제도의 정비를 추진하였으며, 정관변경 주주제안을 두 차례에 걸쳐 실시하는 등 국내주식 수탁자책임활동에 적극적인 모습을 보였음.
- 기금은 장기 성과제고 원칙을 준수하여 지나치게 여론을 의식하거나 과학적 근거 없이 의결권 행사가 이루어지지 않도록 프로세스를 정비할 필요가 있음.

### (3) 자산운용 위험 및 성과관리

#### 3.1. 자산운용 위험관리의 효율성

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

- 국민연금기금의 위험관리와 관련한 위원회인 리스크위, 투자위, 대체위, 투자관리 등의 활동은 전반적으로 적정함.
  - 리스크위는 위험관리 관련 최고의사결정기구로서 위험관리 기본 방침 및 정책 수립, 투자프로세스 전반에 걸친 통제 및 모니터링을 수행하며, 투자위, 대체위와 투자관리위원회는 투자의사결정 시 운용자산에 대한 사전적·사후적 점검을 실시함.
  - 2019년도 리스크위는 4회 개최되었으며, 위험관리사항 및 준법감시 등에 대한 정기보고 외에 위험관리 체계정비, 위험한도 배정 및 관리계획, 미국 금리인상 관련 시장변동성 확대 관리, 헤지펀드 관련 위험관리, 위험자산 확대 및 통합 익스포저 한도 관리, 보유종목 위험관리, 국가리스크 관리 등을 논의하였음.
  - 현재 리스크위의 외부위원 5인 중 2인이 장기적으로 선임되어 있음. 리스크위의 외부위원에 대한 2년 임기와 3회 연임 제한 규정은 2017년에 신설되었지만, 이 규정이 기존의 위원에 대해서도 새로이 적용되고 있어 위원 가운데 일부가 장기적으로 선임되었음. 오랜 위원회 활동을 통해 기금에 대한 충분한 이해를 갖춘 위원을 위원회에 포함하는 것도 필요하지만, 새로운 시각에서 기금운용 리스크를 살펴보는 위원을 포함하는 것도 중요하므로 이를 감안한 균형 잡힌 위원회 구성을 검토해 보길 바람.
  - 운용본부는 연·월간 자금운용계획을 토대로 연도별 이행계획에서 허용된 범위 내 전술적 자산배분을 실행하며, 리스크관리센터는 위험을 모니터링하고 한도를

관리하며 사전적인 위험 정보를 공유하는 역할을 함.

- 투자위는 모든 자산의 투자지침 및 계획을 심의·의결하는 기구로서 투자전략의 방향 및 위험관리와 관련된 대응방안을 논의하며 56회 개최되었고, 위험관리를 포함하여 대체투자 관련된 사항을 논의하는 대체투자(소)위는 16회(대체투자소위 1회 포함) 개최되었음.
- 운용본부 내 투자관리위는 투자자산의 사후관리 과정에서 필요한 사항을 심의하고 그 결과를 투자위 또는 대체투자위에 상정하는데, 2019년에는 인수금융 관련 안건을 1건 심의하였음.
- 국민연금기금운용지침, 국민연금기금운용규정은 기금운용 관련 모든 위험을 사전에 정의하고, 허용 가능한 위험한도 및 관리지표 등 관리방법을 규정하고 있음.
  - 기금운용지침 제18조는 기금의 안정성 및 수익성에 영향을 미칠 수 있는 위험으로 시장위험, 신용위험, 유동성위험, 운영위험, 법규위험 등을 명시하고, 그 의미를 정의하고 있음.
  - 기금운용지침 제7조는 위험한도를 규정하고, 동 지침 제18조와 제19조는 개별 위험의 측정 및 세부 관리방안에 대해 서술하고 있음.
  - 또한, 금융자산의 총위험한도, 총액티브위험한도 및 자산군별 위험한도는 리스크위가 결정하고, 위험한도 모니터링은 투자위와 리스크위에서 담당하며, 자산군별 위험관리 기준도 세부적으로 마련되어 모니터링하고 있음.
- 기금의 시장위험 및 신용위험의 측정과 관리 역시 기금운용규정 및 각종 위험관리 방안에 사전에 정의된 바에 따라 실행됨.
  - 자산배분 단계에서부터 개별 자산군과 포트폴리오의 위험 특성을 반영하여 위험량이 배분되며, 배분된 위험량의 점검을 통해 기금운용에 피드백을 주는 프로세스가 진행됨.
  - 리스크관리센터와 운용전략실은 기금운용계획에 제시한 위험범위에 따라 총위험한도를 설정하고, 이를 자산별로 배정하여 리스크위의 심의·의결을 거쳐 연간 자금 운용계획에 반영함.
  - 리스크관리센터는 리스크위에서 의결한 관리계획에 따라 위험한도 준수여부를 모니터링하고, 리스크위 및 투자위에 위험한도 소진 현황을 정기적으로 보고하고,

그 결과를 월간자금운용계획에 반영함.

- 리스크관리센터장은 시장위험 및 신용위험의 한도점검 사항 등을 리스크위 등에 보고함. 총위험한도 초과기간이 10영업일 이상 지속될 경우 리스크위에 현황과 대책 등을 보고하면, 리스크관리위원장은 각종 한도의 위반 및 그 밖의 사항에 대하여 리스크관리센터장과 준법감시인을 경유하여 해당 부서장에게 그 시정을 요구할 수 있음.
  - 시장위험의 경우 운용본부는 전략적 자산배분의 총위험과 목표액티브위험을 바탕으로 위험관리를 위한 지표로서 기금전체 및 자산군별 시장위험과 액티브 위험 한도를 설정·배분하며, 이를 위험관리 프로세스에 따라 관리하고 있음.
  - 또한, 운용본부는 해외투자 확대에 따라 위험관리 기능을 제고하기 위해 국가리스크 관리제도를 마련하여 시행하고 있음.
- 시장위험은 VaR를 이용하여 측정되며, 백테스트, 스트레스테스트, 가상포트폴리오에 대한 what-if 분석과 다양한 관점의 VaR 산출 및 기여도 분석이 시스템을 통해 이루어짐.
- 2019년도 기금의 총위험한도는 72조 26억 원으로 설정되었으며, 이 중 시장위험 한도는 56조 8,477억 원, 신용위험한도는 15조 1,550억 원임.
  - 액티브위험한도의 설정과 관련해서 기금은 세부 자산군별 액티브위험한도에 운용전략별 특성을 반영함. 2019년에는 목표액티브위험이 하향 조정됨에 따라 총액티브위험의 한도가 0.76%로 2018년도보다 0.22%p 낮은 수준으로 설정되었으며, 실제TE는 0.36으로서 한도 내에 존재함.
- 기금은 대체투자 자산의 사전 위험관리와 시장위험을 반영한 사후관리를 수행하고 있음. 변동성 이외의 위험관리 지표의 신설 및 관리, 시장성 대리변수를 이용한 시장위험 측정 등 대체투자 위험관리의 고도화를 위한 방법을 지속적으로 연구하기 바람.
- 현재 리스크관리실은 대체자산에 대한 사전 위험관리와 시장위험을 반영한 사후 위험관리를 수행 중임.
  - 대체투자의 특성 상 왜도(skewness)나 첨도(kurtosis)가 변동성과 더불어 매우 중요한 지표가 될 수 있으며, 이들을 함께 고려한 위험관리 지표의 신설 및 관리가 필요할 수도 있음. 하지만 전통자산과 비교 시 대체투자 자산 관련 데이터가

한정적이고 평가 역시 제한적으로 이루어져 왜도, 첨도 등을 고려한 위험관리지표 설정에 한계점이 분명히 존재함.

- 대체자산의 시장성 지수를 대리변수로 설정하여 대체투자의 시장위험 측정 방안을 고려해야 한다는 의견도 존재함.
  - 대체자산의 대리변수를 이용하여 시장위험을 측정할 경우 비시장성(Non-marketability), 비유동성(illiquidity)을 반영하지 못 하는 시장성 대리변수의 자체 특성과 더불어 기금 내 대체자산을 완벽히 복제할 수 있는 시장성 대리변수가 존재하지 않아, 대리변수를 통해 측정한 변동성은 대체자산의 실제 변동성보다 크게 산출될 개연성이 높음. 따라서 이는 시장위험한도의 소진율에 영향을 끼칠 수 있으므로 시뮬레이션 등을 통해 시장위험한도 소진율에 대한 영향을 사전에 점검하고 대응방안을 선제적으로 마련할 필요가 있음.
- 기금은 신용위험도 VaR를 이용하여 관리하며, 2019년도에 신용위험한도는 총위험 한도에서 시장위험한도를 차감한 잔여값 15조 1,550억 원과 채권 및 대체투자 신용위험한도의 합인 15조 3,175억 원 가운데 작은 값 15조 1,550억 원으로 설정하여 관리함.
- 신용위험한도를 총위험한도에서 시장위험한도를 차감하여 설정하는 방식은 기금위가 부여한 총위험 한도 내에서 시장위험 및 신용위험의 한도를 체계적으로 관리할 수 있는 장점이 있지만, 시장위험과 신용위험 간의 상관관계를 보수적으로 반영함으로써 채권 및 대체투자의 운용상 제약으로 작용할 수 있는 단점도 있음.
  - 따라서 특정 연도의 신용위험한도 설정 과정에서 선택한 설정 방식의 장단점에 대한 분석과 단점 최소화를 위한 추가적 검토가 함께 이루어지는 것이 바람직함.
  - 2019년도에는 두 가지 방식에 의해 도출된 값의 차이가 신용위험한도 설정치의 1% 수준으로 작게 나타났음. 하지만 두 값의 차이가 크게 나타날 수 있는 가능성을 완전히 배제할 수 없으므로 매년 모니터링하면서 신용위험한도 설정 방식을 검증해 보기를 권고함.
- 기금은 2019년도에 집중위험관리 중심 체계에서 개별 기업의 규모와 상환능력 등을 고려하는 펀더멘탈 관리체계를 함께 반영하는 방향으로 통합익스포저 한도체계를 전환하였음.
- 펀더멘탈 관리체계를 포함한 통합익스포저 한도체계는 기금의 자산 규모가 증가하는 상황에서 집중위험관리 중심 체계의 단점을 보완하면서 투자기업에



대한 사전적 신용위험 관리기능을 강화한다는 점에서 이전보다 개선된 방식으로 평가됨.

- 운영위험과 관련하여 기금은 운용본부로부터 독립된 이사장 직속의 준법감시인을 설치하여, 기금운용 관련 컴플라이언스 및 내부통제 관리 등 운영위험 관리업무를 수행하고 있음.
  - 준법감시인은 투자관련 업무 집행 전 운영위험 발생 가능성 여부를 사전에 검토하고, 사후적으로 운영위험 발생여부를 모니터링하여 위반사항에 대한 시정 조치 및 재발방지 대책을 마련하며 점검결과는 정기적으로 이사장과 리스크위, 감사실에 보고함.
  - 2019년에는 기금이익 보호 및 리스크 최소화를 위한 법률지원 노력의 일환으로 스튜어드십 코드 제도 정착을 위한 의결권 사전검토 및 관련 법률자문, 기금이익 효율성 제고를 위한 전략적 소송수행, 투자분야별 법적 쟁점사항 분석 및 계약서 사전검토 등의 맞춤형 법률 지원 등을 수행하였음.
  - 또한, 운용본부의 평판위험 방지 및 기금 정보관리 노력의 일환으로서 내부통제 관련 규정을 재정비하고, 내부통제 관련 개인주식거래 점검, 임직원 대외활동 적정성 점검, 기밀정보 유출 방지를 위한 대내외 컴플라이언스 문화 확산을 수행하였음.
- 예상치 않은 시장 환경 변화에 능동적으로 대처하기 위해 기금은 위기인식지수를 개발하여 위기상황에 대응할 수 있는 기반을 구축하고 있으며, 금융시장 변동성 확대에 대응하여 위기상황분석 체계를 강화하는 개선 노력도 수행하였음.
  - 국제 금융시장, 국내 주식시장과 외환시장, 그리고 국내 신용지표의 범주에 속한 변수들로 구성된 위기인식지수를 바탕으로 위기단계를 인식하고 단계별 대응 프로세스를 구축함.
  - 2019년에는 8월~9월과 10월~11월 두 차례에 걸쳐 금융시장 위기지수가 60 이상을 기록하여 위기발단 단계에 접어들자 비상대책반을 구성하여 대응하였음.
  - 한편 국내 금융시장 지표 중심의 모니터링에서 탈피하여 해외금융시장 지표, 투자심리 및 위험지표 등 모니터링 대상을 확대하여 적용함.
  - 최근 금융시장의 변동성 확대가 심화되는 가운데 기금의 특성을 반영한 잠재적 위험 및 취약성까지 분석하는 미래지향적 시나리오 분석 프로세스를 정립하고자

노력한 것은 긍정적임.

- 현행 위기상황분석에서는 대체투자 자산을 비시장성 자산으로 인식하여 분석 과정에서 제외하고 있으나, 대체투자 역시 꼬리위험에 노출되어 있는 자산이고 기금은 대체투자를 지속적으로 확대할 계획이므로 운용본부는 최소한 대리변수를 이용하는 방식으로라도 대체투자를 위기상황분석에 포함시킬 필요가 있음.
- 2000년 이후 신규 발생 부실자산(특정자산)은 없으며, 1990년대 발생한 특정자산 역시 2017년 최종 종결처리 되어 2019년에는 특정자산의 회수 및 관리내역은 존재하지 않음.
  - 운용본부는 투자자산의 사후관리를 투자관리위 운영을 통해 하고 있으며, 특정 자산에 대해 강제집행 및 회사정리, 파산, 화산, 워크아웃 등의 법적절차에 따라 회수·정리하는 프로세스를 가지고 있음.
  - 향후 부실자산이 발생할 가능성에 대비하기 위해 관리 프로세스 및 규칙을 보다 잘 정비하고 유지하는 것이 필요함.

## 3.2. 자산운용 성과관리의 효율성

### 3.2.1. 성과평가 수행

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

○ 기금은 사전에 정의된 기준수익률 대비 초과수익률을 산출하고 성과요인 분석을 수행하고 있음.

- 2019년 운용수익률은 11.34%로 기대수익률을 6.44%p 상회하였는데, 이는 전략적 자산배분효과 5.96%p, 전술적 자산배분효과 0.04%p, 자산별 초과수익률효과 0.44%p로 요인분해 될 수 있음. 2019년에는 국내 및 해외주식의 비중 증가가 양호한 운용성과와 맞물려 전체 포트폴리오의 수익률 상승을 견인하였음.

- 2019년 기준수익률은 10.86%로서 운용수익률은 기준수익률을 0.48%p 상회하였고 대체투자를 제외한 운용수익률은 11.54%로서 기준수익률 11.05%를 0.49%p 상회하였는데, 주로 주식운용 성과의 호조에 기인함. 이는 전년도와는 정반대되는 결과로서 국내외 주식운용 성과가 기금의 전체성과에 커다란 영향을 끼치고 있음을 다시금 보여주고 있음.

○ 기준수익률 대비 초과수익률을 자산군 별로 제시하면 다음과 같음.

〈표〉 자산군별 기준수익률 대비 초과수익률

자산군		운용수익률(A)	기준수익률(B)	초과수익률(A-B)
주식	국내주식	12.46%	10.08%	2.38%p
	해외주식	31.64%	31.45%	0.19%p
	주식 계	22.39%	21.20%	1.19%p
채권	국내채권	3.55%	3.49%	0.06%p
	해외채권	12.05%	12.21%	△0.16%p
	채권 계	4.24%	4.22%	0.02%p
대체투자		9.82%	9.70%	0.13%p

- 국내주식, 해외주식과 국내채권은 양(+)의 초과수익률을 기록하고 있는 반면 해외채권은 환효과의 부진으로 인해 음(-)의 초과수익률을 기록함. 국내주식의 경우에는 업종 배분, 해외주식의 경우에는 지역 선택이 양호하여 절대수익률 뿐만 아니라 기준수익률 대비 초과수익률에서도 우수한 성과를 나타내었음.
- 국내주식의 경우 운용수익률은 세부자산별 운용수익률을 비중으로 가중 평균한 값으로 산출되지만, 기준수익률은 세부자산별 기준수익률(국내 액티브는 KOSPI + KOSDAQ100(배당포함), 국내 패시브는 KOSPI200(배당포함))의 가중평균이 아닌 KOSPI지수 수익률로 주어지고 있어 성과평가 시 자산단위 기준수익률과 세부자산별 기준수익률 차이로 인해 성과분석 결과가 달라질 수 있음.
  - 기금은 초과수익률의 요인분석 등 성과평가에 있어서 자산단위 벤치마크와 실제 운용과정에서 참고하는 세부자산별 벤치마크의 차이에서 오는 성과의 차이를 분해하고, 이를 감안한 성과평가를 수행하고 있음.
- 해외주식의 경우에는 기준수익률 설정방식 또는 성과요인분석 방법론 개선 등을 통해 배당소득세 면세 및 환급 효과를 성과평가에 반영하는 방안을 모색해야 할 것임.
  - 다만 해외주식의 배당세 면세 및 환급 효과에 따른 초과수익 부분을 어떻게 볼 것인가는 관점에 따라서 상이한 판단이 가능할 수 있으므로, 성과위와 기금위는 심층적 검토를 거쳐 이에 대한 처리 방안을 신속히 결론지어 차기 성과평가에는 모호함이 없도록 반영하여야 할 것임.
- 기금은 정보비율(IR), 샤프비율, 켄센의 알파, 트레이너 비율 등 위험조정 성과지표를 산출하여 기금 및 자산별 특성을 감안한 위험대비 성과평가를 수행하고 있음.
  - 액티브위험 대비 운용성과를 나타내는 IR은 0.43을 기록하여 전년 대비 상당히 향상되었는데, 이는 추적오차가 감소하고 초과수익률이 크게 개선되었기 때문임. 또한 기금 전체의 목표IR 0.40을 상회함.
  - 해외채권을 제외한 모든 자산군이 양(+)의 IR을 기록한 가운데 국내주식이 목표IR 대비 가장 양호한 성과를 나타내었음.
- 2019년도의 경우 기금은 무위험자산보다 높은 운용수익률을 달성한데다 총위험은 3.72%로 전년도보다 축소되어 샤프비율은 0.72를 기록함으로써 전년 대비 크게 개선된 모습을 보였으며, 벤치마크의 샤프비율 0.68도 상회하였음.
  - 모든 자산군이 양(+)의 샤프비율을 기록한 가운데 해외채권을 제외하고는 모두

벤치마크를 상회하였음.

- 기금은 대체투자의 확대에 따라 대체자산의 성과원인을 분석하고 포트폴리오의 특성을 파악하여 투자전략 수립에 활용하기 위해, 대체자산의 세부수익률을 산출하고 성과요인을 분해하는 성과요인 분석 체계화 및 정교화를 연차별로 수행하고 있음.
- 대체자산은 전통자산과는 다른 특성을 갖고 있는 바, 기금은 대체자산 특성에 맞는 성과평가 방법론을 검토하였으며, 대체자산 성과요인분해 고도화를 위한 노력을 수행하고 있음.

### 3.2.2. 성과평가 활용 및 관리

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

- 기금은 초과수익률에 대한 과거 자료 등을 다음 연도의 목표초과수익률 설정과 중기자산배분 등 운용정책 수립에 활용함. 기금은 매년 초과수익률 실적치, 해외 연기금 사례, 계량분석 결과 등을 고려하여 목표액티브위험과 목표초과수익률을 설정함.
- 운용본부에 대한 정량평가와 정성평가는 전담인력에 대한 성과급 기준으로 활용되는 등 보상정책 수립에도 활용함.
  - 성과평가는 성과위가 연간 성과평가 결과와 개선 사항에 대한 정책과제를 기금위에 보고하면 기금위는 운용본부에 과제를 부여하여 개선을 요구하고, 이를 다음 연도에 성과위가 평가하여 성과급에 연계하는 피드백 구조를 갖고 있음.
- 운용본부 내부에서 실시하는 성과평가는 본부장 및 운용 부서의 피드백을 통해 기금운용 관련 의사결정에 활용함.
- 샤프비율, IR 등 위험대비 성과평가의 결과는 성과평가 시의 정책제언 마련, 다음 연도 목표초과수익률 설정에 활용됨. 또한 외부위탁운용기관에 대한 자금재배분이나 교체 등의 사후관리에도 활용됨.
- 기금의 운용현황 및 성과, 기금운용원칙과 기준, 기금위의 활동내역 등은 연차보고서와 홈페이지에 주기적으로 공시됨.
  - 글로벌 연기금의 운용성과 보도자료 사례를 바탕으로 기금의 운용성과에 대해 국문 및 영문 보도자료를 정리화하여 배포하고, 의결권 행사 방향을 홈페이지에 사전 공시하는 것은 기금운용의 투명성 강화를 위한 정보공개 노력 차원에서

긍정적으로 평가됨.

- 기금위의 회의록 전문 공개에 걸리는 기간(현행 1년)을 단축하기 위해 주무부처와 운용본부가 더 많은 노력을 기울여 줄 것을 당부함.

## (4) 자산운용 성과

### 4.1. 운용수익률

- 당기 운용수익률 지표는 전기 대비 1단계 하락한 ‘보통’ 등급을 기록함.
  - 2019년 말 기준 국민연금기금의 주식투자 비중은 40.6%으로 2018년 말(34.8%) 대비 5.8%p 확대되었으며, 국내·외 증시의 호황으로 2019년 운용수익률은 2018년(△0.9%) 대비 큰 폭으로 상승한 11.34%를 기록함.
  - 이는 전체 주식시장의 상승에 따른 가격상승효과가 상당부분 기여한 것으로 보임.
  - 다만 국민연금기금의 주식투자 비중은 해외 주요 연기금(GPIF, GPFG, ABP, CalPERS 및 CPPIB, 이하 동일)의 주식투자 비중 대비 낮은 수준이라 할 수 있음<sup>7)</sup>.
  - 1년간 운용수익률이 20년의 평가대상 기간 중 2001년(12.01%) 이후 가장 높은 수익률을 기록했음에도, 상대적으로 낮은 주식투자 비중으로 인해 해외 주요 연기금 대비 가장 낮은 운용수익률을 기록하였음.
  - 하지만 단순히 운용수익률(절대수익률)로 기금운용의 평가를 단선적으로 내리는 것은 적절하지 않으며, 결국 장기간의 위험조정수익률과 상대수익률을 보다 중시하여야 할 것임.

#### <운용수익률 현황>

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPFG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
1년간 운용수익률	11.34%	12.55%	19.90%	16.85%	17.30%	12.51%
5년간 운용수익률	5.32%	3.66%	7.05%	6.67%	7.10%	10.59%
20년간 운용수익률	6.02%	3.14%	5.63%	6.04%	5.75%	7.32%

주) 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.

7) CPPIB의 경우 대체투자의 비중이 47.7%에 달하는 것을 고려하여야 함.



## 4.2. 위험조정수익률

- 당기 위험조정수익률 지표는 전기와 동일하게 ‘양호’ 등급을 유지함.
- 2019년 말 기준 국민연금기금의 채권투자 비중은 47.7%로 해외 주요 연기금의 채권투자 비중에 비해 높은 수준이며, 이는 국민연금기금의 낮은 변동성의 중요한 요인임.
- CPPIB의 경우 47.7%에 달하는 대체투자 비중으로 인한 기금수익률의 낮은 변동성이 높은 샤프비율을 가져온 것으로 보임.
- 다만 대체투자의 경우 자료의 적시성이 결여되어 있을 가능성이 있어 자료의 변동성이 실체를 반영하지 못할 가능성이 있으므로, CPPIB의 높은 위험조정 수익률(샤프비율)은 보다 주의해서 해석할 필요가 있음.

〈국민연금기금 및 해외 주요 연기금의 샤프비율〉

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPIFG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
5년간 샤프비율	0.56	0.24	0.43	0.54	0.48	0.90
20년간 샤프비율*	0.43	0.33	0.26	0.42	0.30	0.53

\* 20년간 샤프비율은 가용가능한 자료의 한계로 15년간 샤프비율로 평가함.

주) 위험조정수익률 평가를 위한 샤프비율은 각 기간별 분기별 운용수익률과 무위험수익률의 차이를 해당 기간 동안의 분기별 운용수익률의 표준편차로 나누어서 산출함.

## 4.3. 상대수익률

- 당기 상대수익률 지표는 전기 대비 1단계 상승한 ‘우수’ 등급을 기록함.
- 2019년 기금운용수익률(11.34%)은 기준수익률(10.86%)을 상회하였으며, 초과 수익률 실적치(0.48%p) 역시 목표초과수익률(0.22%p)을 상회하였음.
- 주식시장의 호황 속에서 해외 주요 연기금 대비 낮은 주식투자 비중에도 상대수익률 지표에 있어서 우수한 성과를 달성한 점, 특히 목표초과수익률이 2018회계연도 0.20%p에서 2019회계연도 0.22%p로 높아진 상황에서 이를 달성한 것은 긍정적으로 평가할 수 있음.
- 하지만 목표초과수익률 달성이 2007년 이래 단 3회에 그쳤다는 점은 목표초과 수익률이 과연 지표로서 의미가 있는지에 대한 근본적인 의문을 갖게 함.

- 또한 1년간 목표초과수익률 달성이라는 단기간의 실적보다는 장기간의 실적을 통해 본 기금을 평가하는 것이 훨씬 중요함.
- 20년간(실제 13년간)<sup>8)</sup> 목표초과수익률 달성률<sup>9)</sup>이 46.4%에 그치는 것은 장기간의 성과지표로서의 목표초과수익률의 한계를 보여주는 것임.

〈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

주) 목표초과수익률은 2010년부터 기금운용위원회에서 부여하였으며, 2007~09년은 기금운용본부에서 설정

8) 목표초과수익률은 2007년부터 설정함(2010년부터 기금운용위원회에서 부여하였으며, 그 이전은 기금운용본부 내부에서 설정한 수치임)

9) 달성률 = (초과수익률 실적 + 목표초과수익률) / (목표초과수익률 × 2)

#### 4.4. 계량지표 총평

- 당기 계량지표(자산운용성과)는 ‘양호’ 등급으로 전기와 동일함.
  - 지표별로 살펴보면 전기 대비 운용수익률 부문은 하락(양호→보통), 위험조정 수익률 부문은 유지(양호→양호), 상대수익률 부문은 상승(양호→우수)으로 종합됨.
  - 주식시장의 호황 속에서 해외 주요 연기금 대비 낮은 주식투자 비중에도 불구하고, 기준수익률 대비 초과 성과 및 목표초과수익률 달성에 따른 상대수익률 지표의 상승은 주목할 만함.
  - 운용수익률 자체는 전년대비 극적으로 상승하였으나, 해외 주요 연기금 대비 낮은 운용수익률은 주식시장의 하락기에는 방어를 하고, 상승기에는 상대적으로 저조한 국민연금의 운용스타일을 그대로 반영하는 것임.
- 전반적인 주식시장의 상승을 통해 높은 운용수익률을 달성한 것으로 해석됨. 전기 대비 상향된 목표초과수익률을 달성한 것은 우수하게 평가받을 수 있음.

<국민연금기금 및 글로벌 주요 연기금의 투자비중(2019년 말)>

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPIFG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)	
단기	0.2%	3.4%			1.1%		
주식	국내주식	18.0%	25.0%	70.8%	32.5%	49.7%	2.0%
	해외주식	22.6%	27.6%				28.7% <sup>3)</sup>
채권	국내채권	43.6%	24.9%	26.5%	39.1% <sup>1)</sup>	30.7% <sup>2)</sup>	21.6% <sup>4)</sup>
	해외채권	4.1%	19.2%				
대체	국내대체	3.4%		2.7%	28.3% <sup>7)</sup>	18.5% <sup>6)</sup>	47.7% <sup>5)</sup>
	해외대체	8.1%					

\* Private Equity는 대체투자자로 분류함

주1) Fixed Income(39.0%) + overlay(0.1%)

2) Income(28.6%) + Inflation(0.3%) + Trust level(1.8%)

3) Foreign public equities(18.9%) + Emerging public equities(9.8%)

4) 국고채(20.0%) + Credit(11.1%) - External debt insurance(7.7%) - Cash and Absolute return strategies(1.8%)

5) Private equities(24.9%) + Real assets(22.8%)

6) Private equity(7.3%) + Real assets(11.19%)

7) Alternative investments(18.2%) + Real estate(10.1%)