

자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안

2013. 03.

연구위원

남재우



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

— 《 著 者 註 》 —

국민연금의 중요성이 갈수록 커지고 있습니다. 적립금 규모가 이미 GDP의 30%를 상회하면서 사회 및 경제 각 분야에서 다양한 관점의 이슈가 쏟아져 나오고 있습니다. 혹자는 국민연금이 앞장서서 시장을 견인해야 한다고 하고, 한편에선 가능한 시장에 영향을 주지 말고 중립적으로 운용해야 한다고 주장합니다. 올해는 제3차 국민연금재정계산의 해입니다. 향후 70년간 국민연금의 재정 상태를 추계하고 이로부터 기금 운용의 올바른 방향을 모색하는 시점입니다.

국민연금기금의 효율적인 운용과 국내 자본시장의 발전 간에는 양방향의 인과관계가 있다고 봅니다. 기금의 안정적인 수익 창출은 효율적인 자본시장을 전제로 하며, 또한 국민연금기금의 선도적 역할을 배제하고는 우리 자본시장의 의미있는 도약을 기대하기 힘든 상황이기 때문입니다.

이러한 배경 하에, 본 연구에서는 국민연금기금의 운용에 관련된 주요 이슈를 지배구조, 주주권 행사, 기금의 분할, 그리고 해외 투자로 분류하여 각각의 주제에 대한 현황 분석 및 바람직한 정책방안을 제시하고자 하였습니다. 모쪼록 본 보고서가 국민연금을 둘러싼 논란의 본질을 이해하고 바람직한 정책 대안을 도출하는데 있어 작은 도움이 될 수 있기를 기대합니다.

보고서 작성에 유익한 조언을 해 주신 원내 분들에게 감사드립니다. 아울러 자료 수집 및 보고서 편집에 도움을 주신 장지혜 연구원에게 감사의 말씀을 전합니다.

남 재 우 zeuss@kcmi.re.kr 3771-0827

목 차

Executive Summary	v
I. 서론	1
II. 국민연금기금 지배구조 개편의 문제	3
1. 검토배경	3
2. 핵심쟁점	5
3. 합리적 정책 방안	7
III. 국민연금기금의 분할 운용 이슈	13
1. 검토배경	13
2. 핵심쟁점	14
3. 합리적 정책 방안	16
IV. 국민연금의 주주권 행사 강화 논란	19
1. 검토배경	19
2. 핵심쟁점	22
3. 사례분석 : 의결권 행사 주요 사례	24
4. 합리적 정책 방안	31

V. 국민연금의 해외투자전략과 환위험관리 이슈	39
1. 검토배경	39
2. 핵심쟁점	40
3. 합리적 정책 방안	42
VI. 결론 및 시사점	45
참 고 문 헌	49

표 목 차

<표 IV-1> 시가총액 상위 10대기업 국민연금 지분율 및 주주	21
<표 IV-2> 주요 금융지주회사의 국민연금 보유 지분	22

그 립 목 차

<그림 II-1> 국민연금기금 적립금 규모 및 GDP 대비 비중 추이	3
<그림 II-2> 기금운용 의사결정 단계 및 자산배분 체계	10
<그림 IV-1> 지분율 5% 초과 보유 종목 추이	19
<그림 IV-2> 자산배분 비중에 따른 국내주식 시장점유율 추정	32

약 어 표

ABP	Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds
APG	All Pension Group
ALM	Asset Liability Management
CalPERS	The California Public Employees' Retirement System
CoiAM	Community for Interactive Asset Management
CPP	Canada Pension Plan
CPPIB	Canada Pension Plan Investment Board
IPS	Investment Policy Statements
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NPS	National Pension Scheme
SAA	Strategic Asset Allocation
TAA	Tactical Asset Allocation
UNPRI	United Nations Principles for Responsible Investment

《 Executive Summary 》

I. 서론

- GDP의 30%를 상회하는 운용 규모로 인하여 사회 및 경제 각 분야에서 국민연금기금에 대한 다양한 관점의 이슈가 제기되고 있음
 - 국내 자본시장에 미치는 영향력이 최소화되도록 가능한 한 시장 중립적으로 운용되어야 한다는 주장과 함께, 공적연기금으로서 국가 경제 및 자본시장 발전을 적극적으로 견인하는 역할이 요구되기도 함

- 본고에서는 국민연금의 기금운용과 관련하여 제기되는 다양한 사회적 이슈를 다음의 네 가지 꼭지로 정리함
 - 국민연금기금의 지배구조
 - 국민연금기금의 분할 운용
 - 국민연금의 주주권 행사 강화
 - 국민연금의 해외투자전략과 환위험관리

II. 국민연금기금 지배구조 개편의 문제

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

- 최고의사결정기구(기금운용위원회)의 지배구조 관련하여 최근 발의된 국민연금법 개정안은 기금의 최고의사결정기구를 가입자대표집단에서 전문가집단으로 재편하고자 함
 - 노동계 및 일부 시민단체에서는 공적연금으로서의 공공성 및 책임성 확보를 위하여 현재와 같은 가입자대표집단을 유지할 것을 주장하고 있음

- 지배구조 관련 논란의 핵심은 국민연금기금의 근본적 성격이 가입자의 신탁자산인가 사회적 복지자본인가에 있음

— 부분적립이라는 현재의 국민연금 재정방식을 감안할 때 국민연금기금 적립금은 ‘확정적 부채가 부과되어 있는 신탁자산’으로 규정하는 것이 합당함

□ 기금 적립금을 가입자의 신탁자산으로 규정한다면 최고 의사결정기구는 전문가 집단으로 조직하여 온전히 재무적 관점에서 기금의 안정성 및 수익성을 극대화하는 방향으로 개편되는 것이 바람직함

— 공공성 및 정부의 책임성, 그리고 제도와 기금의 연계 고리 약화 등의 문제는 ALM위원회의 기능을 포함하는 ‘국민연금심의위원회(가칭)’ 등을 통해 보완될 수 있음

□ 정부로부터의 독립성 확보를 위하여 집행부서인 기금운용본부를 공사 형태로 독립시키는 방안이 거론되고 있으나, 기금운용의 독립성은 집행부서의 공사화보다는 앞서 언급한 최고 의사결정기구의 지배구조와 직결되는 문제임

— 최고 의사결정기구를 효율성을 강조하여 민간 전문가 집단으로 재편하는 것을 가정한다면, 하부 집행조직인 기금운용본부 역시 공사 형태의 독립 기구로 재편하여 운용의 효율성을 강화할 필요가 있음

- 사회복지부서의 기금 관할이라는 현행 체제가 과거 공공자금예탁금의 폐해를 방지하기 위한 IMF 권고사항이었음을 감안할 때 기금의 운용과 정부의 재정 집행 사이에는 일정 부분 실질적인 분리가 요구됨

III. 국민연금기금의 분할 운용 이슈

- 기금 거대화의 문제를 근본적으로 해결할 수 있는 방안으로 스웨덴의 공적연금(AP) 사례처럼 복수의 기금으로 분할하여 운용하자는 주장이 지속적으로 제기되고 있음
 - 이질적 특성의 펀드로 분할하는 방안과 동질적 특성의 펀드 분할하는 방안이 있음

- 이질적 특성의 펀드로 분할하는 대안은 현재 국민연금과 같은 확정급여형(DB) 연금제도 하에서는 실행 가능하지 않으며, 동질적 특성의 복수 펀드로 분할하는 안의 경우 예상되는 비용에 비해 분할의 실익이 크지 않다는 견해가 지배적임
 - 복수의 기금 운용을 통하여 전략적자산배분의 적절성을 평가할 수 있다는 주장이 있으나, 전략적자산배분을 평가하기 어려운 근본 원인은 재정목표에 기반을 둔 기금의 목표수익률이 제시되지 않기 때문임

- 해외투자의 글로벌 경쟁력 관점에서 보면, 국민연금의 해외 투자 비중이 20% 수준까지 확대된다고 가정할 때 기금 적립금 규모가 최소한 1,000조 원 이상은 되어야 기금 분할의 실익을 고려해 볼 수 있을 것으로 추산됨
 - 기금의 단순 분할 방안 외에도 대체투자 또는 해외투자자와 같은 특정 자산군을 자회사 설립을 통하여 외부화시키는 방안 역시 함께 검토해 볼 필요가 있음

IV. 국민연금기금의 주주권 행사 강화 논란

- 보유 지분을 5% 이상 기업이 222개를 넘어서면서 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 연기금의 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 CalPERS 또는 APG 등의 자국 주식 시장 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 의결권행사는 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 국민연금 이 행사하는 의결권의 실제 영향력은 거의 없음
- 이를 위하여 다음과 같은 의결권 행사 강화 방안을 추천함
 - 공적연금을 포함하는 기관투자자협의체 구성
 - 사전 공시를 통한 여론 형성
 - 안전분석 전문기관의 활용

□ 의결권 행사에 관련된 의사결정 구조에 있어 장기적 주주가 치라는 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

V. 국민연금의 해외투자전략과 환위험관리 이슈

□ 국민연금의 해외투자 확대에 있어 자산별, 지역별, 통화별 최적 자산배분(allocation)에 대한 전략적 접근이 필요함

- 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

□ 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

□ 해외투자 확대에 따라 국민연금의 환정책(currency policy)이 국내 외환시장에 미치는 영향 또한 점검하고 있음

- 국민연금은 현재 수익률과 환율 간의 상관관계 등을 고려하여 채권은 완전 헤지하는 반면 주식 및 대체투자는 환위험에 그대로 노출시키는 전략을 취하고 있음
- 현안 과제로 국민연금의 외화계정 설정을 위한 국민연금법 시행령 개정이 요구됨

□ 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

- 국민연금의 환정책은 단순히 국내 외환시장에 충격을 주지 않는다는 소극적 측면을 넘어 외환시장 안정화의 주요 수단으로 기능할 수 있음
- 장기적 관점에서 기금의 환위험 관리는 환헤지 비율 같은 미시적 조절에 집중하기 보다는 다양한 이종통화에 대한 투자를 통하여 효율적인 환바스켓을 구성함으로써 내부적으로 환위험이 상쇄되는 구조를 가져가는 것이 바람직함

I. 서론

- 국민연금기금이 단일 기금으로서는 실질적으로 세계 3대 연기금으로 부상함에 따라 사회 및 경제 각 분야에서 다양한 관점의 이슈가 제기되고 있음
 - 국민연금기금 적립금 규모는 2012년 말 기준으로 390조 원을 넘어서고 있으며, 이는 GDP의 30%를 상회하는 규모임
 - 특히 채권 및 주식시장을 포함하여 국내 자본시장 전반에 걸쳐 국민연금기금의 영향력이 빠르게 확대되고 있으며, 이에 따라 다양한 형태의 부작용이 예상되고 있음
 - 시장에 미치는 부작용에 대한 우려와 함께, 거대 공적연기금으로서 국가 경제 및 자본시장 발전에 보다 능동적으로 기여해야 한다는 공공성 확대의 요구 또한 커지고 있는 상황임

- 국민연금기금을 둘러싼 이해관계자의 이러한 의견 충돌은 기본적으로 기금 적립금의 성격에 대한 상이한 인식에 기인함
 - 현재 400조 원 가까이 쌓여있는 기금의 성격을 ‘납입자의 신탁기금’으로 볼 것인가, 아니면 ‘보편적 복지기금’으로 볼 것인가에 대한 명확한 규정이나 명시적인 사회적 합의가 부재하기 때문임
 - 국민연금법에서는 적립금의 성격을 신탁기금으로 규정하고 있음에도 불구하고, 부분적립이라는 국민연금 특유의 재정 방식을 감안하면 온전한 신탁기금으로 해석하기에는 무리가 있음

2 자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안

- 또한 기금의 투자정책서(Investment Policy Statements: IPS)인 기금운용지침¹⁾에 정의되어 있는 복지투자 등을 감안한다면, 국민연금의 적립금은 가입자의 신탁자산과 보편적 복지기금이 혼재되어 있는 것으로 해석할 수도 있음

□ 본고에서는 국민연금의 기금운용과 관련하여 제기되는 다양한 사회적 이슈를 다음의 네 가지 꼭지로 정리함²⁾

- 국민연금기금의 지배구조
- 국민연금기금의 분할 운용
- 국민연금기금의 주주권 행사 강화
- 국민연금의 해외투자전략과 환위험관리

□ 제기되는 각각의 이슈에 대하여 논의의 배경을 살펴보고 주요 논점을 분석한 다음, 이로부터 최종적으로 국민연금기금의 지속성 및 국내 자본시장의 건전한 발전이라는 관점에서 구체적이고 합리적인 정책 방안을 제시하고자 함

1) 보건복지부(2011)

2) 보험수지의 조정 및 재정 방식의 결정과 같은 제도 개혁 측면의 논의는 본고에서 제외함

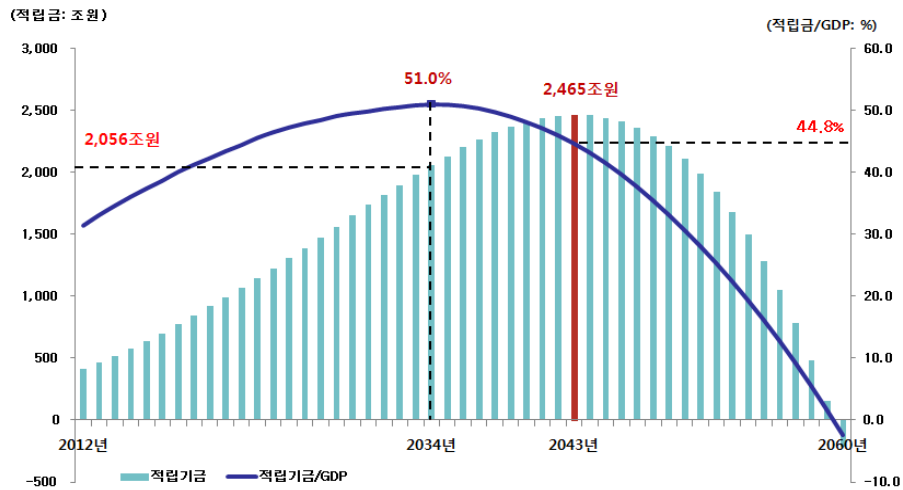
II. 국민연금기금 지배구조 개편의 문제

1. 검토배경

□ 금융부문에서 운용되는 국민연금의 적립금 규모가 이미 GDP의 30%를 넘어서고 있으며, 향후 20년 정도면 이 비중은 GDP의 50%를 상회하여 국가 경제에 미치는 국민연금의 영향력이 극대화될 것으로 예상됨³⁾

— 이에 따라 기금의 절대 규모 및 시장에 미치는 영향력에 효과적으로 대응할 수 있는 기금운용 지배구조(Governance Structure)의 개선이 지속적으로 요구되고 있음

<그림 II-1> 국민연금기금 적립금 규모 및 GDP 대비 비중 추이



자료: 국민연금공단

3) 보건복지부(2008)

4 자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안

□ 이해관계자에 따라 국민연금기금의 지배구조 개선에 다음과 같은 다양한 기준을 요구하고 있으나, 그 중 일부는 서로 양립하기 힘든 제약조건이 되기도 함

- 정부로부터의 독립성
- 전문성 확보를 통한 운용의 효율성
- 공적 연금으로서의 공공성
- 가입자의 이익을 대변할 수 있는 대표성
- 최종 지급 보증자로서 정부의 책임성

□ 결국 지배구조의 적절성을 판단하기 위한 최종 기준은 '기금 적립금의 (운용) 목적이 무엇인가?'하는 문제로 귀결됨

- 기금의 운용 목적은 국민연금제도의 재정방식⁴⁾에 종속되므로 향후 국민연금 제도가 개편됨에 따라 이에 상응하여 기금의 성격에 대한 해석 역시 지속적으로 재정립될 것으로 예상됨
 - 따라서 현 시점에서 최적의 지배구조를 논의함에 있어서는, 적어도 현재 제도 하에서 정의되고 다수에 의해 인정되고 있는 기금의 성격이 최대한 반영될 필요가 있음

4) 현재 국민연금의 재정방식을 부분적립방식(partial funding system)으로 정의하나, 이는 학문적으로 엄밀하게 정립되지 않은 개념일 뿐만 아니라 현실적으로도 어떤 사회적 합의를 통해 도출된 결론이라 보기는 어려움

2. 핵심쟁점

가. 최고의사결정기구(기금운용위원회)의 재조직

- 지배구조 재편에 관한 기존의 정부안⁵⁾ 및 최근 발의된 국민연금법 개정안은 기금의 최고의사결정기구를 현재와 같은 가입자대표집단에 서 전문가집단으로 재편하는 방향임
 - 최근 개정안에 따르면 국민연금기금을 무자본독립법인 형태의 정부 독립 기관으로 개편하고, 최고의사결정기구인 기금운용위원회의 구성을 현재와 같은 가입자대표집단이 아닌 상근 및 비상근의 소수(7인) 전문가 집단으로 구성하고자 함
 - 이로 인해 약화되는 대표성 및 정부의 책임성 부분은 기금운용위원추천위원회를 정부 및 가입자 대표로 구성함으로써 보완할 수 있을 것으로 주장

- 노동계 및 일부 시민단체에서는 최근 공적연금으로서 기금의 공공성 및 정부의 책임성을 보다 강조하고 있으며, 따라서 현재와 같은 가입자대표집단을 유지할 것을 주장하고 있음
 - 다만 가입자대표 구성에서 정부 대표 및 정부 유관 단체의 비중을 축소하여⁶⁾ 기금운용에 있어서는 정부로부터의 독립성을 보다 확대하는 방안을 요구하고 있음

5) 2008년 정부안(보건복지부)으로 발의되었다가 2012년도 18대 국회 해산과 함께 자동 폐기되었음

6) 현재 정부 부처의 당연직 위원은 5인이나, 이를 2인으로 축소함

나. 기금운용 집행부서의 공사 독립 문제

- 국민연금기금의 실무 집행조직을 현재와 같이 국민연금공단 산하에 기금운용본부 형식으로 둘 것인가, 아니면 국민연금기금운용공사(가칭) 같은 독립 조직으로 개편할 것인가에 대한 논의가 활발함
 - 현재 기금의 집행조직은 보건복지부 산하 공공기관인 국민연금공단에 소속되어 있는 기금운용본부이며, 전문 계약직 형태로 고용된 약 120명 정도의 자산운용 전문 인력(펀드매니저)이 직접 및 위탁의 형태로 기금을 운용하고 있음
 - 국민연금공단은 정부(보건복지부)로부터 연금의 징수, 운용, 급여 지급 등 제도 운영과 관련된 모든 업무를 위탁받았으나, 사회보험징수통합으로 인하여 현재는 징수를 제외한 기금의 운용 및 급여 지급 업무만을 담당하고 있음

- 최근 들어 지역균형발전을 위한 공공기관의 지방 이전과 관련하여 실무 집행 조직인 기금운용본부(또는 기금운용공사)의 지방(전북 전주) 이전 필요성이 대선 공약 등을 통하여 제기되고 있음
 - 민주당은 운용 조직의 완전한 지방 이전을 주장하고 있는 반면, 새누리당은 기금운용공사를 신설하여 지방에 설치하나 그 실무 부서는 서울에 잔류하는 방안을 제시하고 있음

다. 정부 관할 부처의 분리

- 기금의 운용 규모가 GDP 대비 30%를 상회함에 따라 사회복지 차원에서 '연금 제도'를 관리하는 부서와 국가 경제 차원에서 '기금 운용'을 관리하는 부서를 분리할 필요가 있다는 주장
 - 국민연금 제도 초기(IMF 이전)에 공공자금예탁금의 형태로 기금을 정부 재정으로 전용하였던 바람직하지 않은 전례로 인하여 이러한 주장에 대해서는 부정적인 시각이 일반적임
 - 그럼에도 불구하고 국민경제에서 차지하는 국민연금기금의 비중이 빠르게 증가함으로 인해 국가 전체적인 효율성 측면에서 재정 부서의 기금 관리 필요성이 거론되고 있음
 - 원종욱 외(2007)에 의하면 해외사례의 경우 공적연금에 있어 제도 운영과 기금 관리가 일원화되어 있는 국가와 이원화되어 있는 국가가 비슷한 비중으로 혼재되어 있음

3. 합리적 정책 방안

가. 최고 의사결정기구(기금운용위원회)의 재조직

- 기금 운용에서 가장 중요한 부분인 최고 의사결정기구의 구성에 관한 본 논쟁은 '공적연금으로서 정부의 책임성' 과 '자산운용에 있어 운용의 효율성' 간의 대립으로 파악할 수 있음

8 자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안

- 기금의 목적과 관련해서는 과연 기금 적립금의 성격이 ‘납입자의 순수한 신탁자산’인가 아니면 ‘국민 복지 향상을 위한 복지기금’인가 하는 논쟁으로 해석됨⁷⁾
 - 또는 기금의 운용 원칙과 관련하여 공공성의 원칙과 수익성의 원칙 간에 존재하는 일종의 상충관계로 이해할 수 있음
- 국민연금의 재정방식 및 이에 따른 기금 적립금의 성격에 대한 주류 의견 또는 현시점에서의 합의 사항을 반영한다면, 현재의 기금 적립금은 ‘확정적 부채가 부과되어 있는 신탁자산’으로 규정하는 것이 합당함
- 국민연금법 제101조 ‘기금의 설치 및 조성’에서는 ‘(전략) 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서 국민연금기금을 설치한다.’ 라고 명시하고 있음
 - 세계은행(World Bank)을 중심으로 하는 학문적 연구에서도 공적 연기금의 성격을 가입자들이 노후 소득 보장을 위해 자산의 운용을 위탁한 자금으로 해석하고 있음(Carmichael 외, 2004)
- 국민연금기금의 성격을 신탁자산으로 해석하는 경우 기금의 운용 원칙에 있어서도 궁극적인 목적함수는 안정성 및 수익성의 원칙이 되며, 공공성의 원칙은 일종의 제약조건으로 설정되는 것이 바람직함
- 현시점에서 합의된 기금의 성격을 근거로 기금의 운용 원칙을 설정하는 이러한 접근 방식은, 향후 사회적 합의에 따라 연금 제도 및 재정 방식이 변경되는 경우 기금의 운용 원칙 또한 이에 준하여 재설정 될 필요가 있음을 의미함

7) 김연명 외(2012)

□ 국민연금기금의 성격을 '확정적 부채가 부과되어 있는 신탁자산'으로 정의하는 경우, 기금운용의 최고 의사결정기구인 전문가 단체로 조직하여 온전히 자산 운용의 관점에서 기금의 안정성 및 수익성을 극대화하는 방향으로 개편되는 것이 바람직함

— 이러한 체제 개편으로 인해 발생할 수 있는 가장 큰 문제점은 기금 운용의 큰 방향이 연금 제도와 괴리될 수 있다는 부분임

- 예를 들면 기금 운용이 추구해야 할 목표수익률은 제도적 측면인 재정방식 및 재정목표 등으로부터 도출되어야 함

□ 연금 제도와 기금 운용 간의 괴리 문제는 정부 내에 제도와 기금을 포괄하는 가입자 대표의 상위 위원회를 설치함으로써 일부 완화할 수 있음

— 예를 들면 현재 비상설 기구인 국민연금심의위원회를 가입자 대표성 및 정부의 책임성을 담보할 수 있는 상위 위원회로 격상시키고 여기에 ALM위원회⁸⁾의 기능을 포함토록 하여 제도와 기금의 연결 고리를 확보하는 방안을 강구해 볼 수 있음

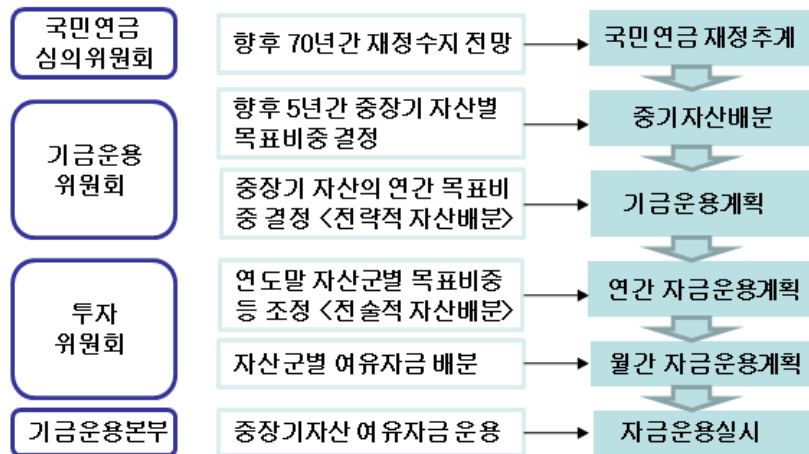
- <그림 II-2>를 참조하면, 기금운용위원회에 의한 중기자산배분부터가 정부로부터 독립된 기금운용공사의 역할이며, 이를 연금 제도와 연결하는 역할을 재정 추계를 담당하는 국민연금심의위원회가 수행하는 구조로 설계할 수 있음

8) 연기금의 자산운용에서 ALM(Asset Liability Management)은 부채를 고려한 자산의 운용을 의미하며, 따라서 ALM위원회에서는 기금의 부채 규모를 파악하고 이로부터 적정 적립비율(funding ratio) 관리 및 목표수익률 제시 등의 역할을 수행하게 됨

10 자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안

- 이 경우 상위 위원회는 연금 제도와 관련하여 기금운용의 큰 방향⁹⁾만을 제시할 뿐, 재무적 관점에서 행해지는 기금운용위원회의 투자 의사결정에는 관여하지 않는다는 원칙이 필요함

<그림 11-2> 기금운용 의사결정 단계 및 자산배분 체계



자료: 국민연금공단

나. 기금운용 실무 집행부서의 공사 독립 문제

- 정부로부터의 독립성 확보를 목적으로 기금운용본부의 공사 독립이 거론되고 있으나, 정부에 대한 기금운용의 독립성 확보 문제는 집행부서의 공사화보다는 앞서 언급한 최고의사결정기구의 지배구조와 직결되는 문제라 할 수 있음

9) 대표적으로 목표수익률 및 장기 기준포트폴리오의 제시 등이 포함될 수 있음

- 따라서 최고 의사결정기구의 지배구조 개편에 비하여 기금운용공사 독립에 관한 논쟁은 기금의 성격을 규정하는 본질적인 사안이 아니라고 할 수 있음
 - 기금운용본부의 공사 독립 문제는 기금 운용역에 대한 보상체계 (incentive scheme)를 비롯하여 효율적인 인력관리라는 측면에서 자산 운용의 전문화 관점으로 접근하는 것이 바람직함
- 만일 최고 의사결정기구인 기금운용위원회의 지배구조를 효율성을 강조하여 민간 전문가 집단으로 재편하는 것을 가정한다면, 하부 집행 조직인 기금운용본부 역시 이에 상응하여 보다 효율적인 공사 형태의 독립 기구로 재편하는 것이 적절할 것으로 판단됨
- 캐나다 공적연금(Canada Pension Plan; CPP)의 전담 운용기관으로 출범한 CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board), 그리고 네덜란드에서 공무원연금(Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds: ABP)을 포함하여 연기금 전문 운용기관으로 기능하고 있는 APG (All Pension Group) 등의 사례 역시 공적연금에 대한 독립된 집행기구의 신설을 지지하고 있음
 - 반대 사례로, 국민연금의 벤치마킹 대상으로 흔히 거론되는 캘리포니아공무원연금(The California Public Employees' Retirement System: CalPERS)의 경우에는 제도 운영과 기금 운용이 분리되지 않음에도 불구하고 민간 운용사 수준의 높은 전문성을 확보하고 있는 것으로 알려져 있음

다. 국민연금기금 관할 부처의 적절성

- 사회복지부서의 기금 관할이라는 현행 체제가 과거 공공자금예탁금의 폐해를 방지하기 위한 IMF 권고사항이었다는 점, 그리고 앞서 정의한대로 기금의 성격을 ‘부채가 확정되어 있는 신탁자산’이라는 점을 감안한다면, 기금의 운용과 정부의 재정 집행 사이에는 일정 부분 실질적인 분리가 요구됨
 - 다만 기금 규모의 거대화로 인하여 국가 경제 및 재정에 미치는 영향이 점증하는 문제를 감안하여, 최고의사결정기구의 재편과 연계하여 앞서 언급한 국민연금심의위원회 등을 통하여 국가 경제의 장기적 운용 기조에 부합할 수 있도록 기금 운용의 큰 방향을 설정해 나가는 과정이 필요함

- 기금 운용의 구체적이고 미시적인 의사결정 과정이 정부의 거시경제 정책에 연동하도록 제약하는 방식은 적절치 않음
 - 예를 들면 기금의 장기 기준포트폴리오(norm portfolio)는 국민연금기금의 성숙 단계 및 이에 대응하는 거시경제 상황 등이 종합적으로 반영되어야 하므로, 재정 부서를 포함하여 모든 이해관계 집단이 참여하는 심의위원회를 통하여 설정되는 것이 타당함
 - 하지만 국내 주식시장의 단기적 변동성을 완화하기 위한 정책적 수단으로 국민연금기금이 동원되는 것은 바람직하지 않다는 원리임

Ⅲ. 국민연금기금의 분할 운용 이슈

1. 검토배경

□ 국민연금 기금운용과 관련하여 제기되는 수많은 쟁점의 상당 부분은 기금 규모의 거대화 그 자체에 기인한다고 볼 수 있음

— 이러한 기금 거대화의 문제를 근본적으로 해결할 수 있는 방안으로 스웨덴의 공적연금(AP)¹⁰⁾ 사례처럼 복수의 기금으로 분할하여 운용하자는 주장이 일부 전문가 및 국회 등을 중심으로 지속적으로 제기되고 있음

— 한편 최근 빠르게 확대되고 있는 기금의 해외투자 부문을 감안할 때, 국부펀드 간의 경쟁이 심화되고 있는 현 상황에서 기금의 거대화가 오히려 유리한 측면이 있다는 주장이 대립되고 있음

□ 스웨덴은 자국의 공적연금을 분할 운용하고 있는 유일한 사례라 할 수 있으며, 펀드 별로 다소 투자대상에 차별을 두고 있으나 기본적으로는 독립적인 전략적자산배분을 위한 분리로 볼 수 있음

— 이재현 외(2008)에 의하면 스웨덴 공적연금은 버퍼펀드(buffer fund) 개념의 부분적립방식으로 국민연금과 유사한 측면이 있음

• 또한 GDP 대비 공적연금의 규모가 30%를 넘고 있어 거대 기금의 부작용 가능성이 제기되고 있는 점 또한 우리와 유사한 부분이라 하겠음

10) 스웨덴의 공적연금은 현재 AP1~AP4까지 상이한 전략적자산배분 체계를 갖는 4개의 펀드와 별도의 특정 자산군에 투자하는 AP6 등으로 분리 운용되고 있음

14 자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안

- 그러나 기본적으로 스웨덴의 AP는 확정기여형(DC)의 연금제도이므로 확정급여형(DB)인 국민연금과의 직접 비교는 적절치 않은 측면도 있음
 - 따라서 스웨덴과 유사하게 일부 펀드의 특성에 차별성을 두는 방식으로 기금을 분리하자는 주장은 현실적이지 않음

2. 핵심쟁점

- 기금 분할의 목적 중 하나는 복수 펀드를 운용함으로써 현재 특별한 기준 없이 수행되고 있는 전략적자산배분(SAA)¹¹⁾의 적절성을 평가할 수 있다는 주장
 - 기금 운용의 성과를 요인분해(attribution analysis)해 보면 전체 수익성과의 95% 이상이 집행부서가 아닌 기금운용위원회에 의해 결정되는 전략적자산배분(SAA)에 기인하고 있음¹²⁾
 - 하지만 기금운용에서 이렇게 중요한 의미를 갖는 전략적자산배분 자체의 적절성에 대한 사후 평가는 국민연금의 경우 현재 유보되어 있는 상황임
 - 따라서 복수의 펀드를 설정하여 독립적으로 전략적자산배분을 수행하게 함으로써 결과적으로 이러한 자산배분의 적절성을 비교 평가할 수 있다는 주장임

11) 시장수익(β)에 대한 자산배분을 의미함. 일반적으로 이사회에서 결정되며 집행조직은 이를 바탕으로 초과수익(α)을 추구하게 됨

12) 국민연금연구원(2012b)

□ 국민연금기금 분할안은 크게 동질적 특성의 펀드로 분할하는 방안과 이질적 특성의 펀드로 분할하는 방안이 고려될 수 있음

— 먼저 동질적 펀드로 분할하는 방안은 기금 규모를 물리적으로 축소하는 것 자체가 목적임

- 투자 대상 또는 펀드의 위험수익구조(risk return profile)에 대한 차별 없이 동일한 구조, 동일한 제약 하에 전략적자산배분만 독립적으로 수행하는 복수의 펀드로 분할하자는 주장임

— 이러한 주장의 논거는 펀드 별로 전략적자산배분만 독립적으로 수행하더라도 기금 분할의 효과는 충분히 나타날 수 있다는 주장

- 전 국민을 의무가입 대상으로 하는 확정급여형 공적연금인 국민연금의 특성을 감안할 때 적어도 실행 가능성 측면에서는 현실적인 대안이라 할 수 있음

— 하지만 자산배분의 동조화로 인하여 결과적으로 동일한 자산배분으로 수렴할 가능성이 크며, 따라서 복수의 기금을 운영하기 위한 비용의 실질적인 증가에 비하여 분할의 실익은 크지 않을 것이라는 주장이 대립됨

□ 이질적 특성의 펀드로 분할하는 방안은 펀드 별로 투자 가능 대상 및 허용 위험 한도 등을 다르게 설정하여 그에 따라 상이한 위험수익구조를 갖는 복수의 펀드로 분할하자는 주장임

— 하지만 이는 현재 국민연금제도와 같이 가입자에게 운용의 재량권이 없는 확정급여형 연금 체계와는 부합하지 않으므로 현실적으로 실행 가능한 대안이라 할 수 없음

3. 합리적 정책 방안

- 기금운용위원회에 의해 수행되는 전략적자산배분의 적절성에 대한 평가가 현재 유보되고 있는 근본적인 이유는 기금의 운용성과에 대한 적절한 비교 대상(peer group)이 없기 때문이 아니라 ALM 차원에서의 목표수익률 또는 허용위험에 대한 기준이 제시되지 않고 있기 때문임
 - 따라서 복수의 펀드 간 경쟁 구도를 통하여 전략적자산배분의 적절성을 담보할 수 있다는 주장은 논리적 설득력이 약함

- 이질적 특성의 펀드로 분할하는 대안은 현재 국민연금과 같은 확정급여형(DB) 연금제도 하에서는 실행 가능하지 않으며, 동질적 특성의 복수 펀드로 분할하는 안의 경우에는 예상되는 비용에 비해 분할의 실익이 크지 않다는 견해가 지배적임
 - 세계에서 유일한 공적연금의 분리 운용 역사를 갖고 있는 스웨덴의 사례를 분석해보면 적어도 현재까지는 분리 운용의 성과가 그리 만족스럽지는 않은 것으로 평가됨¹³⁾
 - 분리 운용의 본질적인 목표인 펀드별 운용의 다변화 측면에서도 결과적으로는 대단히 유사한 전략적자산배분으로 수렴하는 경향을 발견할 수 있음
 - 특히 단기적 부정적 평가에 민감한 우리 투자 문화를 감안할 때 이러한 전략적자산배분의 쏠림현상은 보다 심각하게 나타날 것으로 예상됨

13) 이에 따라 2009년 스웨덴 정부는 AP펀드를 하나로 합병할 준비를 해야 한다는 보고서를 발표하였으나 아직까지 각계의 첨예한 의견이 대립되고 있는 상황임

□ 향후 국내보다는 해외투자 비중을 확대할 수밖에 없는 현실을 감안할 때, 국내시장에서 거대기금의 부정적 효과(연못 속의 고래)보다는 해외시장에서 오히려 규모의 경제를 강화하는 전략이 부각될 것으로 예상됨

— 대형 연기금 또는 국부펀드의 글로벌 투자 양상을 살펴보면 국민연금의 운용 규모는 단일 조직으로 지금보다 오히려 확대될 필요가 있음

□ 국부펀드 관련 기존 연구를 살펴보면, 우리나라의 경제규모 및 단위비용 절감 효과 등을 감안할 때 글로벌 경쟁력을 갖는 단일 기금의 해외투자 규모는 최소 100조 원 정도로 추산되고 있음¹⁴⁾

— 따라서 해외투자의 경쟁력 관점에서 보면 국민연금의 해외투자 비중이 20% 수준까지 확대된다고 가정할 때 기금 적립금 규모가 최소한 1,000조 원 이상은 되어야 기금 분할의 실익을 고려해 볼 수 있을 것으로 추정됨

- 이때도 개별 기금의 투자 성향이 충분히 다변화 될 수 있는 방향으로 기금 분할이 강구되어야 할 것임
- 특히 기금 운용 성과의 대부분을 좌우하는 전략적자산배분이 효과적으로 차별화되기 위해서는 자산배분에 앞서 자산군(asset class) 분류 체계부터 다양화시킬 필요가 있음을 강조함

14) 이승호 외(2012)

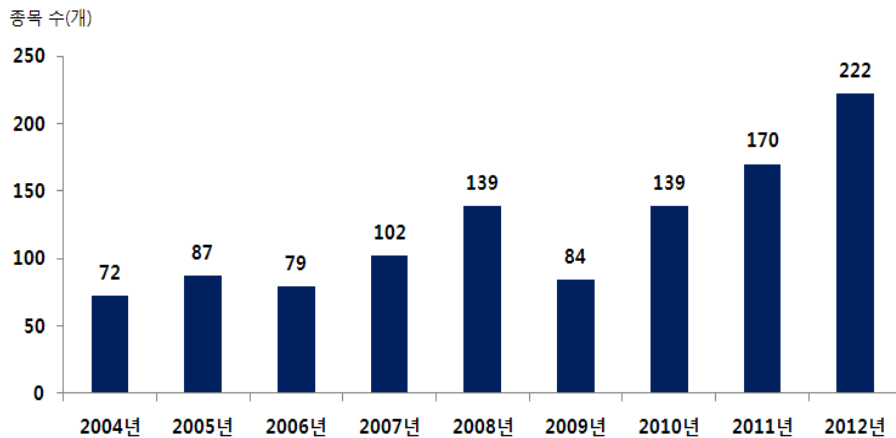
IV. 국민연금의 주주권 행사 강화 논란

1. 검토배경

□ 2012년 말 기준으로 국내 주식시장에서 국민연금이 5% 이상 지분을 보유하고 있는 기업이 222개를 넘어섬에 따라, 기금이 보유하고 있는 주식에 대한 주주가치 제고를 위한 적극적인 주주권 행사에 대한 요구가 커지고 있음

— 국민연금이 현재 투자하고 있는 국내 기업에 대한 기금의 평균 지분율은 7.6%에 달하며, 9% 이상의 지분을 보유하고 있는 기업이 무려 67개사에 이르고 있음¹⁵⁾

<그림 IV-1> 지분을 5% 초과 보유 종목 추이



자료: 금융감독원

15) 국민연금은 흔히 10%rule이라고 하는 '주요주주 공시 규정'을 회피하기 위하여 보통주의 경우 지분율 10%를 상한으로 설정하여 운용하고 있음

20 자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안

— 그럼에도 불구하고 박영석 외(2012)에 의하면 기업 주총의 주요 의사결정에서 국민연금기금의 영향력은 거의 미미한 수준임

- 이는 국민연금의 의결권 행사가 적극적이지 않은 측면도 있겠으나, 근본적으로는 지배주주 및 특수관계인의 지분이 50%를 상회하는 우리나라 기업 지배구조의 특성에 기인함

□ 주주가치 제고 목적 외에 사회적으로 불합리한 기업지배구조, 특히 대기업의 기형적인 소유 구조 개선과 같은 경제민주화의 수단으로써 국민연금의 주주권을 활용하자는 주장이 정부 여당을 포함한 사회 각층으로부터 강하게 제기되고 있음

— 시가총액 기준 상위 10대 대기업에 있어 대부분의 경우 국민연금이 2대 주주인 상황에서 재벌의 소유구조 및 불합리한 기업지배구조를 개선하는데 있어 가장 유효한 수단이 공적연금으로서의 국민연금이라는 주장임

<표 IV-1> 시가총액 상위 10대기업 국민연금 지분율 및 주주

10대 기업	국민연금 지분율	1대주주	2대주주	3대주주	4대주주
삼성전자	6.6%	삼성생명 (7.2%)	국민연금	삼성물산 (4%),	이건희 (3.4%)
현대차	6.2%	현대모비스 (20.8%)	국민연금	정몽구 (5.17%)	
포스코	6.0%	BONY Mellon (15.4%)	국민연금	우리사주조합 (2%)	
기아차	7.0%	현대자동차 (33.9%)	국민연금	정의선 (1.7%)	
현대모비스	6.1%	기아자동차 (16.9%)	Alliance Bernstein (7.1%)	정몽구 (7.0%)	국민연금
LG화학	6.6%	(주)LG (33.5%)	국민연금		
삼성생명	1.5%	이건희 (20.8%)	에버랜드 (19.3%)	이마트 (7.4%)	
현대중공업	5.7%	정몽준 (10.15%)	현대미포조선 (8.0%)	(주)케이씨시 (6.4%)	국민연금
신한지주	7.2%	국민연금	BNP Pariba (6.4%)	우리사주조합 (3.9%)	
한국전력	3.4%	대한민국정부 (21.2%)	정책금융공사 (29.9%)	JP Morgan (9.0%)	케이알앤씨 (5.0%)

자료: 금융감독원(2012. 6.)

□ 특히 공공적 성격이 강한 금융지주회사의 경우 국민연금이 단순의 결권 행사 외에 사외이사 파견과 같은 능동적 주주권을 행사하여야 한다는 주장이 보다 설득력을 얻을 수 있음

— 2010년 신한은행 사태에서 외국계 자본에 대응하여 국민연금의 역할론이 부각된 사례가 있음

<표 IV-2> 주요 금융지주회사의 국민연금 보유 지분

금융지주	국민연금 지분율	1대주주	2대주주	3대주주	4대주주
신한지주	7.3%	국민연금	BNP Paribas (6.4%)	우리사주조합 (3.9%)	
KB금융지주	7.20%	CITIBANK (8.71%)	국민연금	ING Bank (5.02%)	우리사주조합 (0.85%)
우리금융지주	-	예금보험공사 (56.97%)			
하나금융지주	9.35%	국민연금	우리사주조합 (0.7%)		
BS금융지주	-	롯데제과 (13.59%)	우리사주조합 (0.38%)		
한투금융지주	6.07%	김남구 (22.95%)	Platinum IM (9.12%)	Orbis IM (8.02%)	국민연금
DGB금융지주	-	SAUDI ARABIAN (9.05%)	삼성생명보험 (7.25%)	우리사주조합 (0.62%)	

자료: 금융감독원(2012. 6.)

2. 핵심쟁점

가. 선관의무 vs. 연금사회주의(또는 관치의 우려)

- 원론적으로 국민연금과 같은 기관투자자의 경우 선량한 수탁자로서 부과되는 선관의무라는 관점에서 보유 주식의 주주가치를 제고시키기 위한 적극적 주주권 행사는 당연한 권리 및 의무로 인정되고 있음¹⁶⁾

16) 박양균(2011), 박영석 외(2012)

- 하지만 국민연금의 지배구조가 정부로부터 독립적이지 않음으로 인하여 기금의 과도한 주주권 행사는 대부분의 상장 기업을 정부의 지배하에 두는 결과를 낳을 수 있다는, 이른바 연금사회주의 또는 관치의 우려가 제기됨
 - 이에 따라 주주권 확대의 전제 조건으로 지배구조 개편을 통한 정부로부터의 독립성 확보가 요구됨

- 연기금의 주주권 행사로 인한 기업가치 및 보유 주식에 대한 주주가치 변동에 관한 실증분석은 대상 국가 및 분석 시기에 따라 일치되지 않은 결과를 보고하고 있어 단순히 수익률 제고 측면에서 주주권 행사를 강화하여야 한다는 주장은 설득력이 약함
 - 특히 주주권 강화를 통한 수익률 제고 효과는 반드시 장기적 관점에서 측정되고 논의되어야 함

나. 경제민주화 도구로서 국민연금의 활용

- 2011년 미래기획위원회의 발제로 촉발되었으며, 비합리적 재벌 구조에 대한 경제민주화의 도구로 국민연금기금의 막강한 시장 지배력을 활용하여야 한다는 주장
 - 이에 따라 주주행동주의로 유명한 CalPERS 사례와 같이 주주제안, 포커스리스트 발표, 사외이사 파견 등과 같은 능동적 주주권을 획기적으로 강화하여 대기업 집단에 대한 경제민주화를 촉진하고자 함

24 자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안

- 그러나 국민연금의 사회책임투자(SRI)에 의한 국내 기업의 지배구조 개선 효과는 일종의 긍정적 외부효과에 해당할 뿐이며, 주주권 행사의 목적 자체를 기업지배구조의 선진화에 두는 것은 적절치 않다는 주장이 대립됨

3. 사례분석 : 의결권 행사 주요 사례

가. Case-1: 하이닉스 반도체 최대원 이사 선임안 (2012. 2. 13.)

1) 개요

- 하이닉스반도체는 SK의 하이닉스 인수에 따라 책임 경영 차원에서 모 그룹의 최대원회장을 하이닉스 신임 대표이사로 선임하고자 함
- 주총 당시 국민연금은 9.15%의 지분을 보유한 하이닉스 최대주주로, SK텔레콤의 하이닉스 보유지분 7.47%를 크게 초과하는 상태였음
- 부적절한 인사의 대표이사 선임으로 주주가치 하락이 예상되는바 하이닉스의 최대주주인 국민연금이 대표이사 선임안에 반대하여야 한다는 주장이 제기됨

- 최태원 회장은 과거 분식회계로 유죄 확정 판결을 받았으며, 주총일 당시 배임 및 횡령 혐의로 재판이 진행 중이었음
- 이미 2011년 SK 및 SK이노베이션 주총에서 국민연금은 동일 이 유로 최태원회장의 이사 선임안에 반대한 전례가 있음

2) 진행 및 결과

- 국민연금기금 투자위원회는 본 안건의 사회적 파급 등을 감안하여 의결권행사전문위원회의 심의 안건으로 상정함
 - 주총 3일 전 의결권행사전문위원회가 소집되었으며, 논의 결과 전체 9인 위원 중 중립 및 기권을 제외한 찬반이 3:3 동수로 나와 중립의견(shadow voting)을 내기로 최종 결정함
 - 본 결과에 항의하며 정부측 추천 전문위원 2인 사퇴
- 주주총회에서 본 안건은 원안대로 통과하였음(찬성42%, 반대16%)
 - 주총 이후 국민연금으로부터 Wall Street Rule¹⁷⁾에 따른 주식매수청구권 행사와 같은 별도의 지분 정리는 없었음

17) '싫으면 떠난다'라는 의미로, 기업 가치가 하락에 따른 포트폴리오 수익률 하락을 지분 정리로 대응하는 전략

3) 시사점

□ 국민연금기금의 의결권 행사에 관련된 사회적 잡음을 최소화하기 위해서는 의결권행사지침을 가능한 상세하게 작성하고 투명하게 공개하여 임의적 판단의 여지를 최대한 축소하는 것임

— 국민연금기금은 선언적 형태의 의결권행사지침과 보다 구체적인 사례 형식의 의결권행사세부지침을 두고 있으나, 해외사례에 비하여 지침이 구체적이지 못한 것으로 평가되고 있음

□ 본 안전에 관련된 국민연금 의결권행사 세부지침은 ‘제27조 이사의 선임’ 항목임

— (27조 1항) 객관적 사실에 근거하여 아래의 경우에는 이사 후보에 대해서 반대할 수 있다.

1. 법령상 이사로서의 결격 사유가 있는 자
2. 과도한 겸임으로 충실한 의무수행이 어려운 자
3. 기업가치의 훼손 내지 주주 권익의 침해의 이력이 있는 자

□ 주총 시점에서 형이 확정되지 않은 사안(배임 및 횡령)에 대해서는 해석의 여지가 있을 수 있으나, 2011년 분식회계에 의한 실형 선고는 분명히 제3항에 저촉되는 사안임

— 따라서 문서화된 의결권행사지침에 충실한 의사결정이라는 관점에서 의결권행사전문위원회의 중립 결정은 적절치 않았던 사례로 판단됨

나. Case-2: 동아제약 분할 및 정관 변경안 (2013. 1. 28.)

1) 개요

- 동아제약은 경영권 안정화 및 연구 개발 강화를 목적으로 기업을 전문약품 분야의 동아에스티와 지주사인 동아쏘시오홀딩스로 분할하고, 지주사인 홀딩스 아래에 100% 지분의 비상장법인으로 동아제약을 신설하여 일반약품 분야를 전담하고자 함
 - 비상장사로 전환되는 기존 동아제약 주식은 동아쏘시오홀딩스와 동아에스티 주식으로 각각 0.37주 및 0.63주로 배당
 - 기존 동아제약의 현금창출원(cash cow)인 박카스 사업 등이 비상장으로 편입되어 기존 주주의 직접적인 지배를 벗어남에 따라 장기적인 주주가치 하락의 가능성이 제기됨

- 임시 주총일 현재 국민연금의 동아제약 지분율은 9.5%로 3대 주주에 해당함
 - 동아제약 경영진의 지분율은 특수관계인 포함하여 강신호 현 회장이 10.4%에 불과함
 - 그 외 경쟁 기업인 한미약품이 8.1%, 오츠카제약이 7.9%의 대주주로 등록되어 있어 경영권 방어에 항상 취약한 구조임

2) 진행 및 결과

- 지배구조 펀드인 서울인베스트를 비롯하여 소액주주 연대 등으로부터 안건 반대의 여론이 높아짐에 따라 기금운용본부는 본 안건을 의결권행사전문위원회에서 결정토록 함
 - 경제민주화의 수단으로 국민연금기금의 의결권 행사를 강화하겠다는 신정부의 정책 기조 역시 사회적으로 민감한 이슈임

- 2013년 1월 24일 의결권행사전문위원회가 개최되어 회사 분할의 적정성, 장기 주주가치에 미치는 영향, 국내외 유사 사례 등을 검토하였음
 - 검토 결과 동아제약의 분할이 장기 주주가치를 하락시킬 가능성이 높으며, 핵심사업 부문의 비상장화로 인한 주주가치 하락 등을 고려하여 반대하기로 결정함

- 하지만 이미 2대 주주인 글락소스미스클라인(9.9%) 및 오츠카제약(7.9%), 녹십자(4.2%) 및 외국인 투자자(5.4%) 등이 찬성 의견을 밝힘에 따라 국민연금의 의견이 관철되기는 어려운 상황이었음
 - 그럼에도 불구하고 국민연금이 사모펀드를 통해서도 동아제약 지분을 5% 이상 투자하고 있어, 동아제약 측에서도 국민연금의 반대를 무릅쓰고 분할안을 통과시키기는 부담스러운 상황임

- 임시 주총 결과 참석 주주의 73% 찬성으로 기업 분할안은 원안대로 통과되었음¹⁸⁾

- 이번에도 역시 Wall Street Rule에 따른 주식매수청구권의 행사는 실행되지 않을 것으로 전망됨

3) 시사점

□ 본 동아제약 지배구조 변경 안건에 관련된 국민연금 의결권행사 세 부지침은 '제34조 회사분할' 항목임

- (34조) '회사분할 시 사안별로 검토하되, 주주 가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대한다.'
- 여기에서 주의해야 할 부분은 주주가치의 훼손에 대한 판단은 반드시 주가의 단기적 변동이 아닌 해당 주식의 장기 수익률 관점에서 이루어져야 한다는 점임

□ 기업의 경영진에서 상정한 기업 분할이라는 주총 안건이 장기적으로 주주가치에 미치는 영향을 가늠하는 작업은 그 자체로 고도로 전문적인 자산운용의 영역에 속함

- 특정 이벤트가 장기적으로 주주가치에 미치는 효과를 판단하는 과정은 일반적인 자산운용에 있어 펀드매니저의 기본적인 투자 의사결정과 동일한 사안이라 할 수 있음
 - 이는 어떤 종목을 얼마나 매수 또는 매도할 것인지에 대한 의사결정을 내리는 펀드매니저의 일상적인 투자의사결정과 동일한 분석 및 판단 과정이 필요하며, 따라서 그 의사결정의 결과에 대해서는 해당 펀드매니저가 그에 상응하는 책임 또는 보상이 수반되어야 함을 의미함

18) 안건 통과 기준은 발행주식수 1/3 출석, 출석 주식수 2/3 찬성임

- 그러므로 이러한 의사결정은 외부의 전문 위원회가 아니라 판단에 대한 책임 및 보상이 명시적으로 주어지는 실무 운용조직에서 이루어지는 것이 바람직함
 - 다만 의사결정의 결과가 사회에 미치는 영향이 지대하므로 그 과정 및 결과가 투명하게 공시되어야 할 필요가 있음

- 본 안건은 경제민주화의 도구로 연기금의 의결권을 강화하려는 사회적 분위기로 인하여 국민적 관심이 보다 증폭된 측면이 있음
 - 의결권행사전문위원회에 따르면 본 안건에 대한 의사결정 기준에 불합리한 경영권 승계와 같은 경제민주화의 관점은 반영되지 않았으며, 오로지 장기적 주주가치에 대한 판단만이 고려된 결과임을 강조하고 있음
 - 교수 및 변호사 등으로 이루어진 의결권행사전문위원회가 스스로 데이터 분석을 토대로 재무적 판단을 할 수는 없으므로, 실무 조직인 기금운용본부가 제공하는 분석 결과를 바탕으로 주어진 안건에 대한 찬반을 결정하였을 것으로 사료됨
 - 지배구조펀드 및 소액주주 연합은 이면에 감추어진 불법 경영권 승계의 가능성 등을 이유로 주주가치 침해를 주장함
 - 이에 비하여 대부분의 증권사 애널리스트는 본 분할안이 경영 안정화 등을 통하여 주주 가치를 상승시킬 것이라고 주장하였음

- 전술한 바와 같이, 안건 분석이 순수한 재무적 관점에서의 투자 의사결정이라면 이는 외부 위원회가 아닌 실무 운용조직에서 이루어지는 것이 바람직함

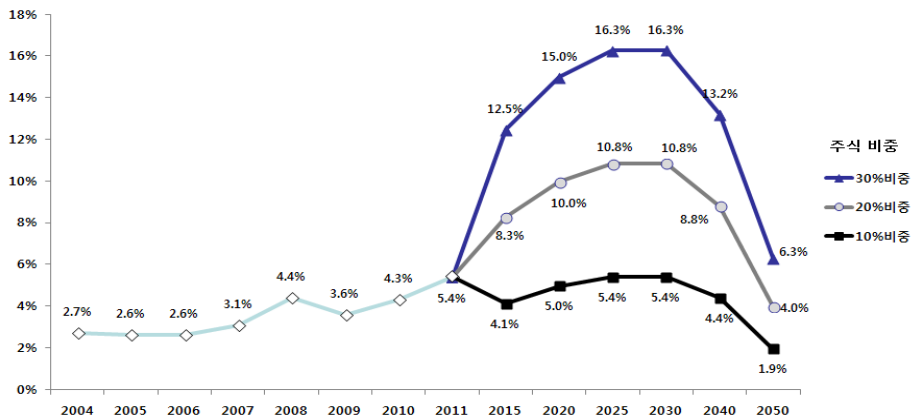
- 반면에, 사회적 파급효과가 큰 민감한 안전에 있어서 비재무적 요인까지 모두 고려하여 종합적으로 판단하는 것이 외부 전문 위원회의 역할임을 명시적으로 표방할 필요가 있음

4. 합리적 정책 방안

- 전술한 바와 같이 현재 국민연금기금의 성격을 ‘부채가 확정되어 있는 신탁자산’으로 정의할 경우, 수탁자의 선관의무를 강조하여 주주 가치 보호를 위하여 적극적으로 주주권을 행사하여야 한다는 주장이 다수 의견임
 - 원론적 당위성에도 불구하고 국민연금의 주주권 강화에 있어 다음과 같은 제약 조건을 배제할 수 없음
 - 정부로부터 독립적이지 않은 지배구조로 인한 관치의 가능성
 - 유례가 없는 과도한 시장지배력
- 국민연금의 주주권 행사 관련 대부분의 기존 연구에서는 적극적인 주주권 행사를 제약하는 요인으로 정부로부터의 독립성을 지적하고 있으나, 실제 보다 중요한 제약조건은 국내 주식시장에서 국민연금이 갖는 과도한 시장지배력이라 할 수 있음
 - 주주권 강화를 주장하는 측에서 해외사례로 제시하는 CalPERS 또는 APG 등의 경우 해당 연기금이 자국의 국내 주식시장에서 차지하는 비중이 1%를 넘지 않는 반면, 국민연금은 5%를 상회하고 있음을 주지하여야 함

- 또한 국민연금 적립금 자체가 빠른 속도로 증가함에 따라 국내주식의 자산배분 비중을 20% 이내로 제한하더라도, 향후 국민연금의 국내 주식시장 지배력은 최대 10%를 상회할 수 있을 것으로 추정됨
- 이러한 시장 상황에서는 정부에 대한 기금의 독립성이 아무리 강화되더라도 국민연금의 능동적인 주주권 행사는 현실적으로 실행 가능하지 않은 측면이 있음

<그림 IV-2> 자산배분 비중에 따른 국내주식 시장점유율 추정



자료: 국민연금공단

- 주주권 행사란 주주에 의한 기업 경영에의 직간접적인 관여를 의미하므로, 주주권 행사의 구체적인 수단에는 관여의 정도에 따라 다양한 스펙트럼이 존재함
 - 경영진에 의해 주어진 안전에 대하여 단순히 동의 여부만을 표시하는 의결권행사는 수동적 주주권에 해당함

- 이에 비하여 주주제안, 주주소송 및 사외이사 추천 등은 보다 적극적으로 기업의 의사결정에 개입하게 되므로 능동적 주주권으로 분류될 수 있음
- 국민연금의 높은 시장지배력을 감안할 때 능동적인 주주권 행사는 커다란 부작용을 초래할 수 있을 뿐만 아니라, 이는 직접적인 경영 참여로 해석되어 5% 또는 10%률의 적용을 완화할 수 있는 명분을 희석시킬 가능성이 높음¹⁹⁾

□ 최근 유행하고 있는 사회책임투자(Social Responsible Investing; SRI) 펀드의 운용 형태를 살펴보면 기업의 지속가능성 측면에서 처음부터 SRI score가 높은 기업으로 포트폴리오를 구성하는 전략이 있는 반면, 반대로 SRI score가 낮은 기업을 선택하여 적극적으로 기업 경영을 개선함으로써 기업 가치를 높이는 전략이 있음²⁰⁾

- 이를 투자자의 주주권 행사와 연관 지어 보면 전자의 투자 전략은 수동적 주주권 행사와 부합하는 전략으로 국민연금이 최근 투자를 강화하고 있는 사회책임투자 유형이 이에 해당함
- 이에 비해서 후자의 투자 전략은 공격적이고 능동적인 주주권 행사가 필수적이라 할 수 있음
 - 일명 장하성펀드로 알려져 있는 ‘라자드 한국기업지배구조개선펀드’ 등이 이에 해당함

19) 예를 들면 5%률의 경우 현재 국민연금은 분기별로 지연 공시할 수 있도록 완화 적용되고 있는데, 이는 국민연금의 지분이 경영참여의 목적이 없는 순수한 재무적 투자임을 가정하기 때문임

20) 권순원 외(2010)

- 공적연금으로서의 공공성 및 기금의 시장지배력 등을 감안할 때 공격적인 지배구조 개선을 통하여 시장을 능가하는 초과수익(α)을 창출하고자 하는 전략은 장기적으로 적절치 않음

□ 국민연금은 현재 UNPRI 가입 등을 통하여 기금 전체의 사회책임투자 성격을 강화하고자 노력하고 있음

- 이의 일환으로, 국내 주식의 위탁투자 유형에서 사회책임투자펀드의 투자 비중을 적극적으로 확대하고 있음
 - 그러나 사회책임투자 관련하여 공신력 있는 시장지수(market index)와 같은 인프라가 발달하지 못한 관계로, 국민연금의 사회책임투자 역시 일반 공모펀드의 사회책임투자 펀드에서 지적되는 문제점²¹⁾에 대하여 예외가 아닌 것으로 파악됨
- 장기적 관점에서 국민연금기금이 스스로 한국적 상황에 부합하는 사회책임투자 지수를 산출하고 이를 준용하는 사회책임투자를 활성화함으로써 관련 민간 시장을 견인해 갈 필요가 있음
 - 구체적인 실행 방안으로서 거래소 산하의 한국기업지배구조원 같은 공공적 성격이 강한 기관과의 협업이 유효할 것으로 사료됨
- 전반적인 기금의 운용에 있어 UNPRI 가입에 따른 구체적인 실행 방안이 도출될 필요가 있음
 - 예를 들면 성과평가의 관점에서 국민연금의 전체 주식 포트폴리오에 대한 사회책임지수의 현황을 측정하고 이에 대한 개선 사항을 지속적으로 모니터링할 수 있을 것임

21) 대부분의 사회책임투자펀드의 포트폴리오가 KT&G와 같은 특정 기업 주식을 제외하는 것 외에는 일반 대형 우량주 펀드와 뚜렷한 차별성을 찾을 수 없다는 지적

□ 결론적으로, 기금의 시장지배력을 감안할 때 능동적인 주주권 행사는 사회적 합의가 전제되는 일정 범위²²⁾로 제한할 필요가 있으며, 이에 반해 수동적 주주권인 의결권 행사는 현재보다 유효하게 작동할 수 있도록 구체적인 실행 방안이 강구되어질 필요가 있음

— 이를 위해서는 현재 의결권전문위원회의 인적 구성을 보강하고, 의결권행사지침 및 세부지침을 보다 구체적이고 합리적으로 개선 하려는 노력이 필요함

- 의결권행사지침 항목에 대한 재무적 판단 기준은 ‘충분히 장기 적 관점에서 평가한 주주가치의 변동’으로 정의할 수 있음

□ 국민연금의 의결권 행사에 있어 기금운용본부 내부 운용역으로 구성된 투자위원회와 외부 전문가로 구성되어 있는 의결권행사전문위원 회의의 역할을 일부 재정립 할 필요가 있음

— 의결권을 행사하는 안건의 대부분은 의결권행사지침에 기준하여 실무부서에서 기계적으로 이루어지고 있으며, 내부적으로 판단이 어려운 민감한 안건에 대해서만 투자위원회를 거쳐 의결권행사전문위원회에 상정되는 구조임

- 결국 의결권행사전문위원회에 상정되는 안건은 사회적으로 또는 정치적으로 민감한 이슈일 수밖에 없으며, 그래서 이에 대한 판단을 가입자 대표의 성격을 띠고 있는 전문위원회에 위임하는 것으로 볼 수 있음

22) 예를 들면, 국민연금이 최대주주로 있는 금융지주회사의 경우 막대한 공적 자금의 투입 등을 감안할 때 보다 적극적인 주주권 행사가 허용될 수 있을 것임

- 의결권 행사에 관련된 의사결정 구조에 있어 재무적 판단 부분은 이에 대한 역할 및 책임(R&R)이 명확한 운용 조직에서 담당하고, 사회적 파급효과와 같은 비재무적 요인에 대한 종합적인 판단은 의결권행사전문위원회의 역할임을 명시적으로 표방할 필요가 있을 것으로 사료됨

□ 한편 현재 국민연금의 의결권 행사는 실제 주총에서 그 영향력이 거의 미미한 것으로 보고되고 있음

- 이는 국민연금의 평균적인 지분율이 대단히 높음에도 불구하고, 기업의 지배주주 및 특수관계인의 지배력이 절대적으로 높은 한국적 기업 특성에 기인하는 측면이 큼
- 따라서 국민연금의 의결권 행사가 보다 유효하게 작동하도록 하기 위하여 다음과 같은 구체적 대응 방안이 강구될 필요가 있음
 - 공적연금을 포함하는 기관투자자협의체 구성
 - 사전 공시를 통한 여론 형성
 - 안건분석 전문기관²³⁾의 활용

□ 여러 가지 현실적 한계에도 불구하고 장기적 관점에서 보면 국민연금의 주주권 확대는 오히려 극단적인 주주자본주의에 의한 폐해를 완화할 수 있는 측면이 있음

- 주주자본주의에 기반한 주주권 확대가 역설적으로 극단적 주주자본주의의 문제점을 완화할 수 있는 이유는 국민연금의 투자시계 (investment horizon)가 30년을 넘는 초장기이기 때문임

23) 대표적으로 미국의 모건스탠리캐피털인터내셔널(MSCI)의 자회사인 ISS (Institutional Shareholder Service) 등이 있음

- 이러한 투자시계 하에서 국민연금이 요구하는 장기적 수익성과는 단기적 시각에서의 높은 배당 요구 및 이로 인한 낮은 성장성 같은 문제에 대하여 효과적인 방어 기제로 작동할 수 있음

V. 국민연금의 해외투자전략과 환위험관리 이슈

1. 검토배경

- 2008년도에 6.9%이던 국민연금의 해외투자 비중은 현재 15%를 넘고 있으며, 기금의 중기 계획에 의하면 20% 수준까지, 장기적으로는 최대 30% 수준까지 빠르게 확대될 계획임
 - ‘연못 속 고래’로 표현되는 협소한 국내 시장 상황을 감안할 때 국민연금의 해외투자 확대는 지금보다 가속화될 수밖에 없음
 - 그러나 해외투자 전체 포트폴리오 차원에서 자산별, 지역별, 통화별로 최적 자산배분(asset allocation)에 대한 장기적인 전략 수립이 선행되지 않은 채 80조 원에 달하는 거대한 자금이 해외로 투자되고 있다는 우려가 제기됨

- 국민연금의 해외투자에 있어 장기적이고 통합적인 전략의 부재와 함께 지적되는 또 다른 문제점은 이렇게 투자 규모가 급격히 확대됨에 따라 국민연금의 환정책(currency policy)이 국내 외환시장에 미치는 영향 또한 점증하고 있다는 사실임²⁴⁾
 - 해외투자 초기에는 주식이나 채권 모두 환위험을 완전 헤지(full hedge) 하는 방향이었으나 자산별 수익률과 환율 변동 간의 상관관계 등을 고려하여 현재는 채권은 완전 헤지하는 반면 주식 및 대체투자는 헤지하지 않고 환위험에 그대로 노출시키는 전략을 취하고 있음

24) 류두진 외(2009)

- 금융위기와 같이 외환시장의 변동성이 크게 확대되는 시기 또는 부동산 및 인프라투자와 같이 단일 거래 규모가 큰 계약으로 인하여 국민연금의 달러 및 이에 대한 헤지 수요가 집중되는 시점에는 국내 외환시장의 수급에 무시할 수 없는 영향을 미치고 있음
 - 예를 들면 글로벌 금융위기 때는 해외투자 포트폴리오의 자산 가치가 급격히 하락함으로 인해 발생하는 외환의 오버헤지(over hedge) 상태를 단기간에 해소하기 위하여 대규모의 선물환을 적극적으로 매도하였으며, 결과적으로 이러한 거래 행태가 외환시장의 변동성을 확대시키는 주요 원인으로 지목되었음²⁵⁾
- 해외투자 규모가 80조 원을 상회하고 있음에도 불구하고 국민연금의 모든 자금 유출입에는 한국은행의 원화 계정만이 허용되며 해외투자에 필요한 외국환은 모두 국내 외환시장을 통해 조달해야 하는 구조임

2. 핵심쟁점

- 해외투자 비중이 급격히 확대됨에 따라 자산별, 지역별, 통화별 최적 자산배분 같은 전략적 접근이 고려되어야 할 시점임
 - 국민연금의 해외투자 초기에는 한국은행과의 통화스왑을 통한 미국채 투자가 주를 이루었으나, 2008년 금융위기 이후 해외채권의 직접운용 부분이 대부분 회수 되면서 현재는 해외주식이 가장 높은 비중을 차지하고 있음

25) 송기영(2008)

- 지역별 투자 비중을 살펴보면 해외채권은 주로 선진국에 집중되어 있는 반면, 주식은 벤치마크인 MSCI global index보다 오히려 신흥시장(emerging market)의 비중이 높은 것으로 알려져 있음
- 대체투자의 경우 부동산 및 인프라투자를 중심으로 영국과 미국에 집중된 경향이 있으며 그 외에 호주, 일본, 독일 등으로 투자 범위를 점차 확대하고 있는 상황임
- 글로벌 양적완화에 따른 미국을 중심으로 하는 선진국 채권 투자의 유용성에 관한 의문이 제기되고 있으며, 급격히 확대되고 있는 대체투자의 경우 유럽연합의 재정위기가 장기화됨에 따라 영국 및 호주 등에 대한 대규모 부동산 투자의 위험성 등이 제기되고 있음

□ 초장기 투자자라는 국민연금의 관점에서, 해외투자에 필수적으로 수반되는 환위험을 단기 파생상품을 이용하여 연속적으로 헤징하는 현재와 같은 환위험 관리 체계의 적절성에 대한 논란

- 해외투자 초기에는 주식이나 채권 모두 환위험을 완전 헤징하는 방향이었으나 자산수익률과 환율 변동 간의 상관관계 등을 고려하여 현재는 채권은 완전 헤징하는 반면 주식 및 대체투자는 헤징하지 않는 방향으로 설정되어 있음
 - 향후 상당 기간 원화 가치의 지속적인 절상이 예측되는 상황에서 전체 해외투자 규모의 70% 이상이 환위험에 노출되는 상황이 단기적 관점에서는 적절치 않다는 지적
- 현재와 같이 자산별로 상이한 최적 헤징 비율을 가져가는 환위험 관리 방식은 개별 헤징이 아닌 포트폴리오 헤징을 추구하는 국민연금의 기본적인 환정책과도 부합하지 않는 측면이 있음

42 자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안

- 한편에서는 해외투자의 근본 목적 및 전체 포트폴리오에서 차지하는 투자 비중 등을 감안할 때 장기적으로는 환헤지를 전혀 하지 않는 것이 바람직하다는 주장도 대립되고 있음

- 특히 대체투자의 경우 운용 규모나 투자 전략에 있어 글로벌 경쟁력을 보다 강화할 필요가 있다는 지적이 지속적으로 제기되고 있음
 - 국내 자본시장 및 자산운용 시장에 미치는 국민연금기금의 영향력은 이미 지나칠 정도로 과도함에 비하여, 해외투자에서 국민연금이 글로벌 시장에 미치는 영향은 미미한 수준임
 - 특히 대체투자 시장에서 양질의 투자 물건(deal sourcing)에 대한 접근 또는 유리한 협상 조건 등에 있어서는 아직까지 결코 경쟁력 있는 환경이 아니라고 할 수 있음
 - 해외투자에 필요한 외환의 적시 조달의 어려움 및 국내 외환시장에 미치는 충격을 완화하기 위하여 국민연금에게 한국은행의 원화계정 외에 외화계정의 추가 설정을 허용할 필요가 있음

3. 합리적 정책 방안

- 국민연금의 종합적인 해외투자 전략을 중장기적 측면과 단기적 대응으로 나누어 접근할 필요가 있음

- 단기적으로는 선진국을 중심으로 지속되고 있는 양적완화 정책의 반작용으로 예상되는 금리상승 및 인플레이션 위험 등에 충분히 대비하여야 함
 - 특히 선진국 채권에 대한 투자는 가능한 축소하는 반면 신흥 시장 및 주식 또는 대체투자과 같은 위험자산 위주로 해외투자를 확대해 나갈 필요가 있음
 - 장기적으로는 해외투자 전체 포트폴리오에 있어 자산별, 지역별, 통화별 최적 배분에 대한 장기 전략이 마련되어야 함
 - 특히 통화에 대한 최적 배분은 장기적 관점에서 해외투자의 환위험을 근본적으로 관리할 수 있는 가장 효과적인 수단으로 인식될 필요가 있음
- 궁극적으로 해외투자는 해당 국가의 경제성장 및 통화에 대한 투자라는 점, 그리고 국민연금이 해외투자에서 가정하는 투자 기간이 최소 30년 이상이라는 점 등을 충분히 감안하여 기금의 최적 환헤지 비중이 논의되어야 할 것임
- 이러한 관점에서 보면, 장기 재정 추계에 따른 기금의 성장 단계에 비추어 적어도 원화에 대한 유동성 요구가 발생하지 않는 성장 단계까지는 기금의 해외투자에 수반되는 환위험은 모두 오픈하는 것이 적절할 것으로 사료됨
 - 장기적 관점에서 기금의 환위험 관리는 환헤지 비율 같은 미시적 조절에 집중하기 보다는 다양한 이종통화에 대한 투자를 통하여 효율적인 환바스켓을 구성함으로써 그 안에서 환위험이 서로 상쇄될 수 있는 구조를 가져가는 것이 바람직함

- 국민연금의 해외투자 규모를 감안할 때 단순히 시장 충격을 완화한다는 소극적 측면이 아니라, 외환시장 안정화의 주요 수단으로 기능할 수 있다는 적극적 대응이 요구됨
 - 이를 위하여 현재 논의되고 있는 국민연금의 외화계정 설정을 위한 법 개정이 조속히 추진될 필요가 있음

- 특히 대체투자의 경우 정보 및 네트워크의 중요성이 강조되므로 국내 기관투자자 간에 국민연금이 주축이 되어 해외 대체투자를 위한 기관투자자 협의체를 강화할 필요가 있음
 - 저금리 저성장 기조의 국내 자산운용 시장의 한계를 극복하기 위하여 국민연금뿐만 아니라 기타 공적연기금 및 다수의 기관투자자들이 대체투자 위주의 해외투자 확대를 모색하고 있으나 운용 경험 및 관련 네트워크, 협상력 등의 부재로 인하여 적극적으로 투자를 확대하지 못하고 있는 상황임
 - 예를 들면 한국투자공사(KIC) 및 우정사업본부 등을 중심으로 조직되어 있는 공적 기금 운용 협의체인 공공CoiAM 등을 통하여 해외투자에 따른 투자 정보 및 협상 조건 등을 공유함으로써 대체투자의 초기 시점에 수반될 수 있는 여러 시행착오를 줄일 수 있을 것임

VI. 결론 및 시사점

- 지금까지 국내 자본시장에서 그 영향력이 급속히 확대되고 있는 국민연금기금에 대하여 다양한 관점에서 제기되고 있는 사회적 이슈의 배경 및 현황을 살펴보고 각각의 문제에 대하여 현실적인 정책 방안을 모색해 보았음
 - 고령화 사회의 진입에 따른 노후 소득 보장의 필요성과 경제민주화라는 시대적 요구가 혼합되어 그 어느 때보다 국민연금에 대한 관심이 높은 시점임
 - 이러한 배경 하에, 본고에서는 국민연금기금 관련 주요 이슈를 크게 효율적인 기금운용 조직에 관한 문제와 기금이 시장에 미치는 영향에 관한 문제로 나누어 그 핵심 쟁점 및 그에 따른 정책적 시사점을 도출하고자 하였음

- 첫 번째 주제인 기금의 최적 지배구조에 관한 문제에서 가장 중요한 핵심 쟁점은 최고의사결정 기구인 기금운용위원회를 어떻게 구성할 것인가 하는 문제로 귀결됨
 - 현재 시점에서 합의되어 있는 기금 적립금의 성격을 감안한다면, 기금운용위원회는 효율성을 강조하여 정부로부터 독립된 전문가 집단으로 구성되는 것이 바람직함
 - 이로 인해 부족해질 수 있는 가입자 대표성 및 정부의 책임성 부분은 이사추천위원회를 통해 보완할 수 있음
 - 기금 운용과 제도와의 괴리 문제는 기존의 국민연금심의위원회의 위상을 격상시켜 일종의 ALM위원회로 기능하게 함으로써 완화할 필요가 있음

- 집행 조직인 기금운용본부를 공단으로부터 독립시켜 공사화 하는 문제는 정책적 판단에 따라 탄력적으로 결정할 수 있음
 - 의사결정기구인 기금운용위원회가 전문가 집단으로 재편되는 것을 가정하는 경우, 그 집행 기구인 기금운용본부 역시 공사 형태로 독립하는 것이 전문화 및 효율성 제고 측면에서 바람직할 것으로 사료됨

- 거대 기금에 대한 해법으로 기금의 분할이 거론되고 있으나, 현 시점에서 예상되는 비용에 비해 분할의 실익이 크지 않은 것으로 판단됨
 - 해외투자 부문을 고려한다면 규모의 경제 측면에서 오히려 기금 규모를 지금보다 확대할 필요성이 제기됨

- 국내 주식시장에서 차지하는 기금의 시장 지배력이 5%를 넘어가고, 경제민주화에 대한 요구가 커짐에 따라 기금의 주주권 강화에 대한 논란 역시 점증할 것으로 예상됨
 - 기금의 주주권 강화를 제약하는 요인으로 흔히 정부로부터의 독립성을 거론하나, 보다 근본적인 문제는 기금의 시장에 대한 과도한 지배력이라 할 수 있음
 - 국민연금의 시장 지배력을 감안할 때 기금의 주주권 행사는 수동적인 의결권 행사로 제한되는 것이 바람직함
 - 기금의 의결권은 지금도 꾸준히 행사되고 있는 부분이며, 기금의 의결권 행사 결과가 보다 실효성 있게 작동할 수 있도록 다양한 방안을 강구할 필요가 있음

- 사외이사추천 및 주주제안과 같은 능동적인 주주권은 사회적 동의가 확보될 수 있는 제한된 범위에서만 행사되는 것이 바람직함
 - 그에 비하여 주주대표소송과 같은 공익적 활동은 보다 장려될 필요가 있을 것으로 사료됨
 - 의결권행사전문위원회의 역할을 재무적 판단이 아닌 사회, 정치적 요소를 고려한 종합적 판단임을 명시적으로 천명하는 것이 바람직함
 - 의결권행사전문위원회는 대표성 및 전문성을 보다 강화할 필요가 있음
- 기금 규모 증가에 따른 해외투자 규모 확대는 피할 수 없는 현실이며, 따라서 환정책을 포함하여 이에 대한 보다 전략적인 접근이 요구됨
- 현재와 같이 단기적 관점에서의 환위험 관리방안은 적절치 않음
 - 자산별 환위험 헤지가 아닌 포트폴리오 헤지라는 현재의 환위험 관리 방안을 고려할 때 채권에 대해 100% 완전 헤지하는 정책은 재고될 필요가 있음
 - 장기적으로 환위험은 이종 통화간의 환바스켓을 구성하여 상쇄되는 구조를 가져가는 방향이 바람직함

참 고 문 헌

<국내문헌>

국민연금연구원, 2012a, 『외국의 공사적 연금제도』 .

국민연금연구원, 2012b, 『2011년도 국민연금 기금운용 성과 평가』 .

권순원 · 위경우 · 정재만 · 이재현, 2010, 『공적연기금의 SRI투자 선별투자 전략과 선별지표 개발 연구』, 국민연금연구원, 연구보고서 2010-10.

김연명 · 주은선 · 정창률 · 원종현 · 정재철, 2012, 『국민연금기금의 투자전략과 지배구조』, 인간과 복지.

남재우, 2012, 『기관투자자의 헤지펀드 활용 전략』, 자본시장연구원 이슈페이퍼 12-07.

류두진 · 박성준, 2009, 『외환시장 파급효과를 고려한 국민연금기금의 해외투자규모에 관한 연구』, 국민연금연구원, 연구보고서 2009-09.

박양균, 2011, 국민연금 의결권 행사의 문제점과 해결방안, 『제도와 경제』, 제5권 제1호.

박영석 · 신진영 · 위경우 · 이재현 · 정재만, 2012, 국민연금 의결권 행사 개선 방안, 『한국증권학회』, 제41권 1호, 93-124.

박태영, 2012, 연기금 사회책임투자의 최근 동향, 『연금이슈 & 동향분석』, 2012-제4호.

보건복지부, 국민연금 기금운용, 정부서 독립 민간전문가가 담당, 보도자료, 2007 (9. 11).

보건복지부, 2008년 재정계산결과를 바탕으로 한 국민연금 제도개선방향에 관한 공청회, 보도자료, 2008 (8. 19).

보건복지부, 2011년도 환혜지 목표비율(안), 보도자료, 2011 (11. 29).

보건복지부, 2011, 『2012년도 국민연금기금운용지침』 .

보건복지부, 2012, 『국민연금기금 의결권행사 지침(안)』 .

보건복지부, 2013, 『중기자산배분 체계 개선을 위한 컨설팅 결과 보고』 .

송기영, 국민연금 해외투자가 환율급등 부채질, 아시아투데이, 2008 (10. 13).

신동민, 신한은행이 일본기업입니까?, 이투데이, 2010 (9. 16).

원종현, 2011, 기업지배구조와 국민연금의 주주권행사, 『이슈와 논점』 , 제 235호, 국회입법조사처.

원종욱·김성민·김대철, 2007, 『국민연금기금 운용시스템 및 관리감독체계 개선방안』 , 보건사회연구원 연구 2007-07.

유상현, 2006, 『공적연기금의 사회책임투자(SRI) 방안』 , 국민연금연구원 연구보고서 2006-05.

이승호·김한수·최순영, 2012, 『글로벌 국부펀드 현황 및 시사점』 , 자본시장연구원 조사보고서 12-01.

이재현·이준행, 2008, 『국민연금기금의 분할 운용에 관한 연구』 , 국민연금연구원 연구보고서 2008-06.

이재현, 2011, 『국민연금기금의 의결권 한계영향력에 관한 연구』 , 국민연금연구원 용역보고서 2011-05.

한덕희·송치영·남재현, 2007, 『국민연금기금의 환위험 관리방안』 , 국민연금연구원 연구보고서 2007-13.

<해외문헌>

ABP, 2012, *3rd quarter 2012*.

AP, 2011, *Annual Report 2011*.

CalPERS, 2012, *Comprehensive Annual Financial Report*.

CPPIB, 2012, *2012 Annual Report*.

David, H., Gregorio, I., 2003, *Governance of public pension funds : lessons from corporate governance and international evidence*, The World Bank working paper No. 3110.

Carmichael, J., Palacios, R., 2004, *A framework for public pension fund management: Governance, accountability, and investment policy*, The World Bank.

UNPRI, 2010, *Report on Progress 2010*.

Yermo, J., 2008, *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries*, OECD.

<웹사이트>

국민연금공단	www.nps.or.kr
금융감독원	www.fss.or.kr
ABP	www.abp.nl
AP	www.ap1.se
CalPERS	www.calpers.ca.gov
CPP	www.cppib.ca
MSCI	www.msci.com