

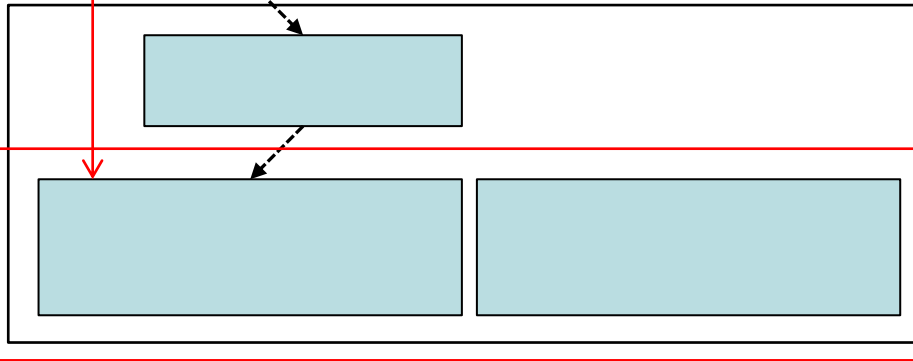
국민연금의 자산운용과 의결권행사



Contents

KCMI
KCMI
KCMI

기금운용 개요



국민연금기금의 Mission



- 보건복지부장관은 국민연금사업에 필요한 재원을 원활하게 확보하고, 이 법에 따른 급여에 충당하기 위한 **책임준비금**으로서 국민연금기금(이하 이 장에서 "기금"이라 한다)을 설치한다. (국민연금법 101조)
- 보건복지부장관은 **국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지**하기 위하여 그 **수익을 최대로 증대**시킬 수 있도록 103조에 따른 국민연금기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 다음의 방법으로 기금을 관리·운용하되, ... (국민연금법 102조)
- 이는 연금급여의 원활한 지급을 위하여 납입된 보험료와 운용 수익 등으로 조성된 **기금의 실질가치를 유지**하고 **가입자의 보험료 부담을 완화**하거나 **급여를 보강**하는데 **기여**하도록 **위험한도 내에서 추가적인 수익**을 창출하여야 함을 말한다. (기금운용지침)



- 목표수익률 : 기금(여유자금)이 달성해야 하는 수익률
- 목표기간 : 기금이 존속해야 하는 기간
- 허용위험한도 : 기금이 Business의 어떤 위험제약안에 있어야 하는지

국민연금기금의 Mission



- 목표수익률 : 기금은 장기 운용수익률이 '실질경제성장률+소비자물가상승률±조정치'를 달성하도록 노력한다
- 허용위험한도(1) : 5년 동안 누적 운용수익률이 같은 기간의 누적 소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 10% 이하로 함
- 허용위험한도(2) : "5년 후 최저 적립금 비율", "연간손실확률" 등을 고려.
- 기금의 목표 연도 : 기금운용위원회는 매년 향후 5년의 기간에 대한 자산배분 목표를 설정한 후 이의 이행을 위하여 시장전망과 연금 수급상황의 변화를 반영한 연간 기금 운용계획을 수립
- 기타 : 기금의 특성을 고려하여 설정된 목표수익률과 위험한도를 기초로 하여 자산배분을 실시하되, 재정추계에서 적용한 예상수익률, 기금의 자산 및 부채에 대한 장기 전망 등을 고려하여 정한다

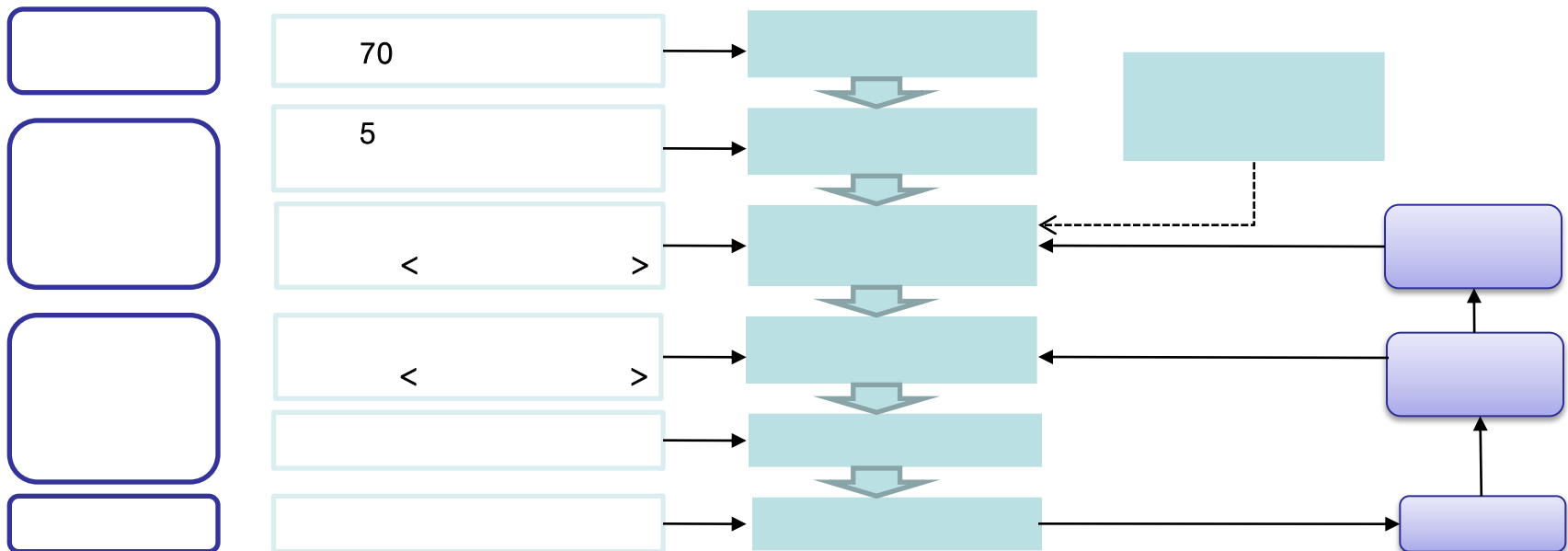


- 법 혹은 기금운용지침에서 정의된 기금의 설치 혹은 존속 근거에 대한 목표수익률과 허용위험한도가 적절히 연결되는가?
- 지배구조 문제 : 주인-대리인-대리인의 문제

자산배분 체계



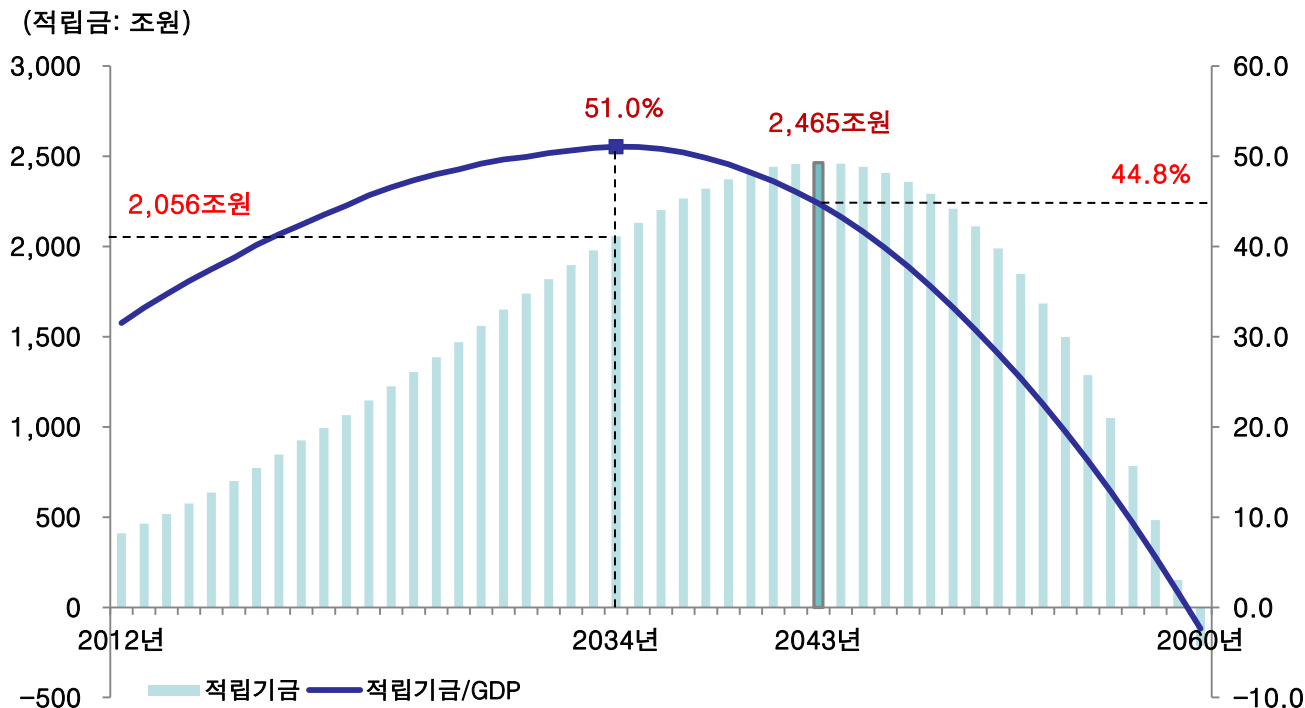
- 기금의 재정수지에 기초한 중장기자산배분
- 이행포트폴리오로서의 연간 전략적자산배분(SAA)
- 시장상황에 대응한 실무운용 조직의 전술적자산배분(TAA)
- 초과수익 창출을 위한 risk budgeting



장기재정추계(재정재계산)



- 추계 결과에 따른 재도 및 기금 개혁 방안 도출
- 장기재정추계의 정확성(재정추계위원회)

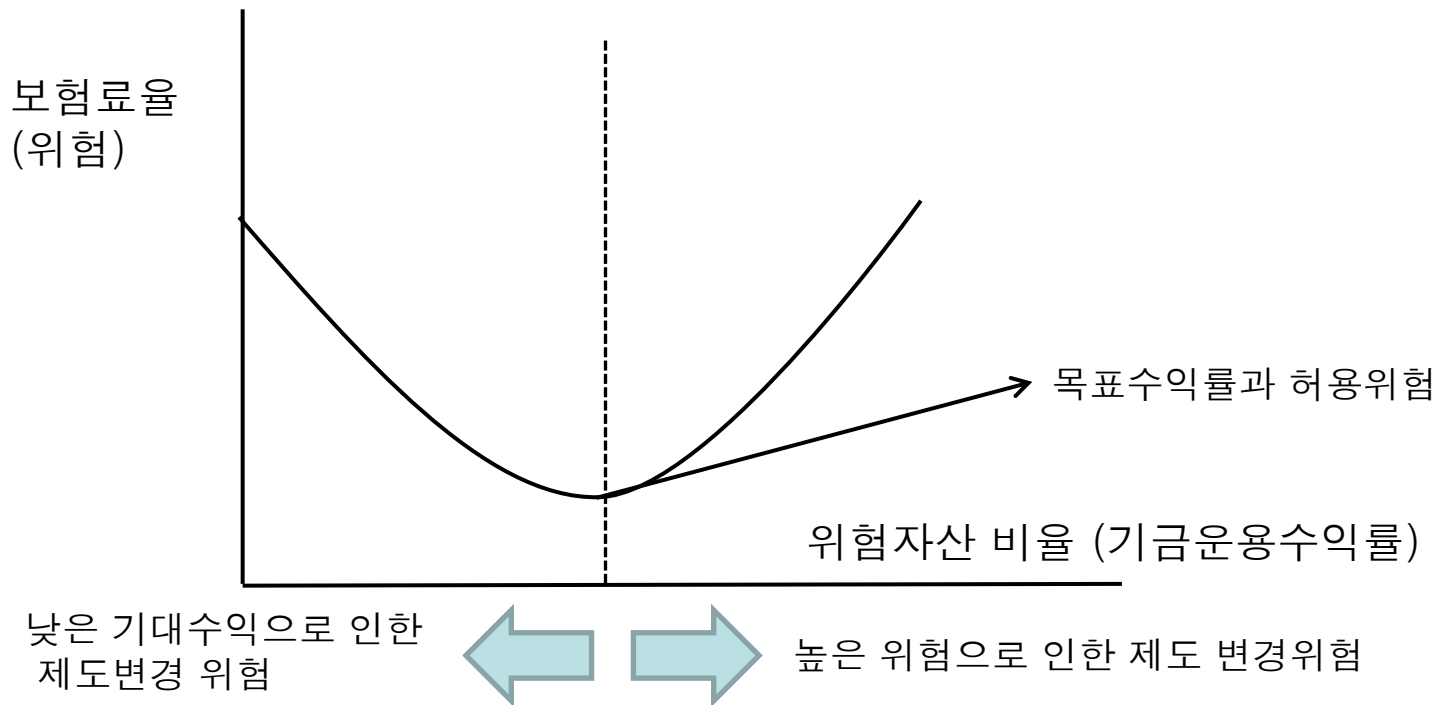


자료: NPS

ALM(Asset Liability Management)



- An integrative approach : 투자전략과 Business planning에 따른 미래 재정 상태 파악



전략적자산배분(SAA)



- Norm Portfolio를 참고하여 특정 기간동안 중기 경기변동을 고려하여 작성한 포트폴리오
 - 기금의 최고 의사결정기구에서 결정
 - 통상 3년-5년의 목표기간을 갖고 있음
 - 통상 Asset Only Approach의 Mean-Variance 모형을 주로 사용
 - Norm Portfolio의 목표수익률을 경기변동에 따라 다소 조절을 할 수 있음
 - 허용위험한도는 Norm을 어느 정도 이탈할 수 있는지에 의해 결정
 - 조직에 적합한 세부 자산군 분류 가능 : 국내주식,해외주식,국내채권,해외채권, 대체 등
 - 실제 수익률을 Binding 하는 포트폴리오(Norm은 주관적 추상적 포트폴리오)
- Comment
 - 대부분의 국내 Asset Owner는 SAA가 최상위 포트폴리오, 즉 2단계 자산배분 프로세스를 갖고 있음
 - 국민연금은 2013년 재정계산 기금운용발전위원회를 통해 Norm을 작성하는 것을 제안

전략적자산배분의 중요성



- 종목선택과 자산배분효과로 분해
- 전략적자산배분(SAA) 전술적자산배분(TAA)으로 분해
- 전술적 대응은 벤치마크 조정과 비중 조절로 분해

R_a	자산선택능력에 의한 수익률	
R_b	벤치마크 불일치에 의한 수익률	
R_p	SAA	TAA
	W_p	W_a

W_p : 기금운용위원회에서 주어진 자산배분 비중

W_a : 기금운용의 실제 투자비중

R_p : 기금운용위원회에서 주어진 벤치마크 수익률

R_b : 기금운용본부의 벤치마크 조정에 의한 수익률

R_a : 기금의 실제 수익률

-전략적 자산배분 수익률 = $W_p * R_p$

-전술적 자산배분 수익률 = $(W_a - W_p) * R_p$

-벤치마크 불일치에 의한 수익률 = $W_a * (R_b - R_p)$

-자산선택 수익률 = $W_a * (R_a - R_b)$

자료: NPS

전략적 자산배분의 중요성



- 최근 3년간은 SAA가 전체 성과의 103% 기여(음의 초과수익)
- 장기적으로 자산선택효과(stock selection)의 영향력은 크지 않음
- 전술적자산배분(TAA)의 어려움

				>	
		10.97%	104%	7.13%	103%
		-0.01%	0%	0.10%	1%
		-0.31%	-3%	-0.40%	-6%
		-0.33%	-3%	-0.30%	-4%
		-0.13%	-1%	0.08%	1%
		0.08%	1%	-0.01%	0%
		10.59%	100%	6.91%	100%

자료: NPS

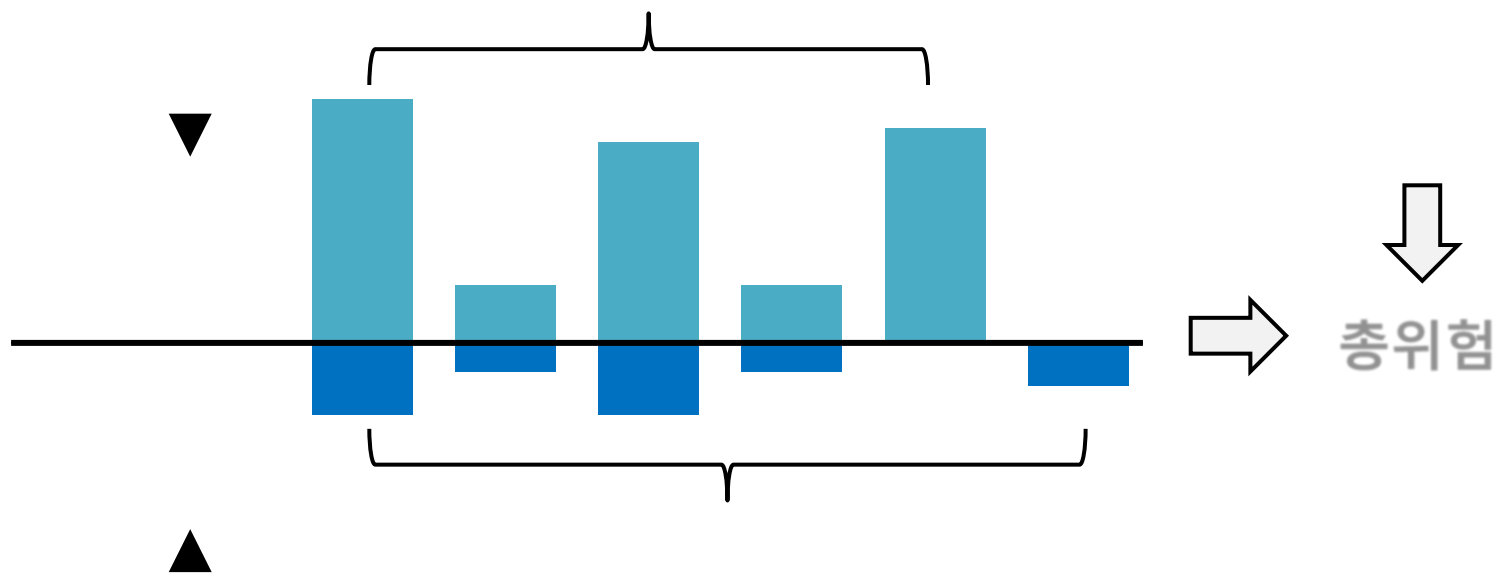
위험예산제도의 개념



— 자본에 대한 배분과 위험에 대한 배분의 우선 순위

- **자본예산(capital budgeting)** : 기금의 총자본을 기금의 수익창출을 위한 가용자원으로 보고 이를 개별 자산군 또는 투자의사결정 단계별로 적절히 배분하는 작업
- **위험예산(risk budgeting)** : 장기적으로 자산운용의 목표를 달성하기 위하여 사용 가능한 총위험량을 수익 창출을 위한 가용 자원의 일종으로 보고 개별자산군 또는 투자의사결정단계에 사전적으로 할당 또는 배분하는 사전적 계획으로 정의할 수 있음

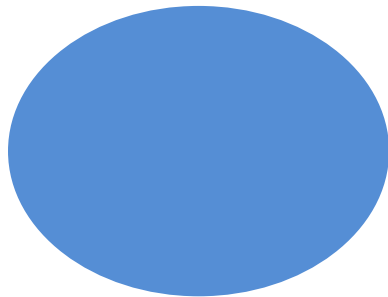
위험예산제도의 실행



국민연금기금의 위험예산제도



- 투자 손실이 발생할 Shortfall risk 제약을 고려함
- 자산군별 투자 가능한 비중을 고려함



- 자산군별 IR을 이용하여 초과수익을 최대화하는 TE의 조합을 찾음
- 총액티브리스크의 제약조건을 이용함

$$\begin{aligned} & \text{Max} \sum_i IR_i \times TE_i \\ & \text{s.t.} \sqrt{\sum_i \sum_j \rho_{ij} \times TE_i \times TE_j} \leq TE_{Max} \end{aligned}$$

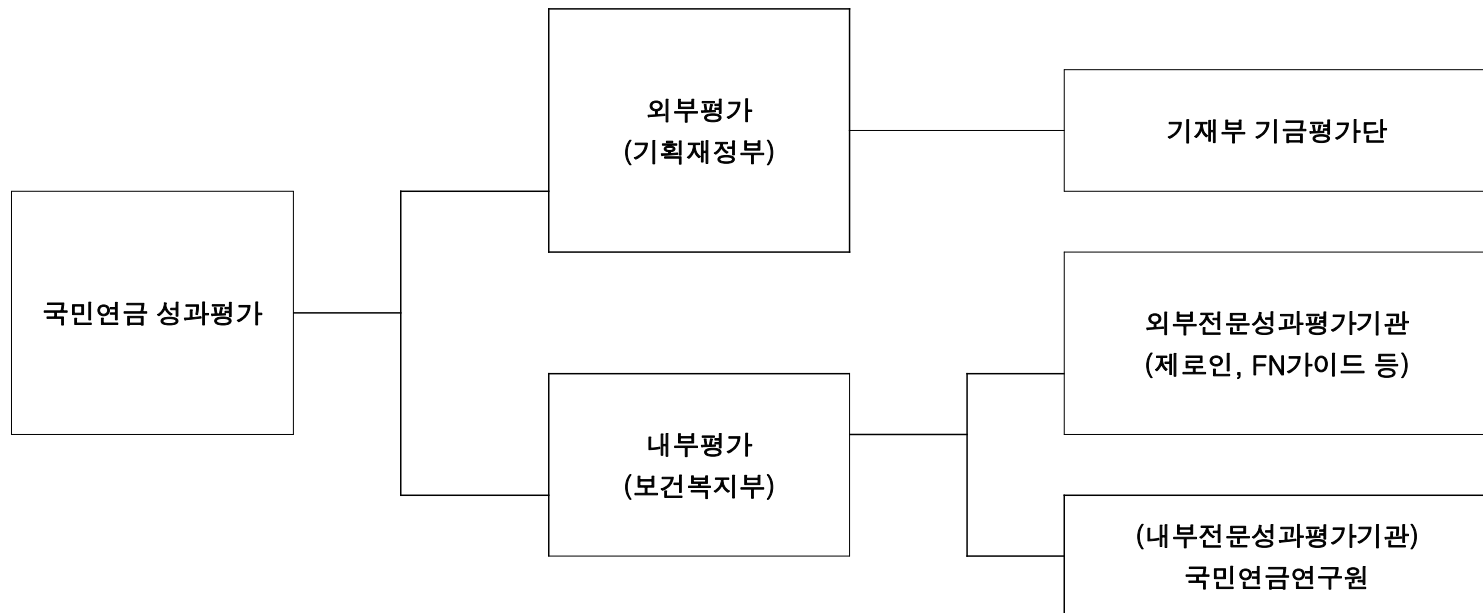
- TAA 자산배분에 대한 액티브리스크 및 TAA 자산배분단위 (7개자산군)에 대해 액티브리스크를 배분함

1	TAA 액티브리스크
2	국내주식직접
3	국내주식위탁
4	해외주식위탁
5	국내채권직접
6	국내채권위탁
7	해외채권직접
8	해외채권위탁

국민연금기금의 성과평가 구조



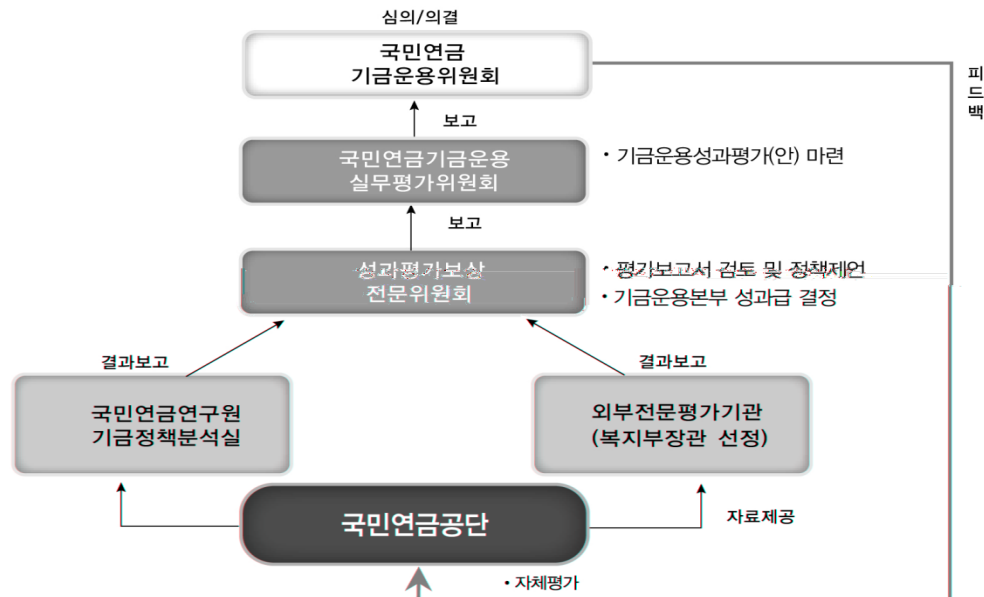
- 국민연금기금에 대한 성과평가는 보건복지부에 의한 내부평가와 기획재정부에서 수행하는 외부 기금평가로 구분됨
- 내부성과평가는 다시 내부평가기관과 외부전문평가기관으로 나누어 수행됨



소관 부처의 내부 성과평가



- 보건복지부에서 실시하는 연간 성과평가는 국민연금연구원 및 외부기관이 수행하며, 각 평가기관의 성과평가 보고서는 성과평가보상전문위원회의 자문 및 검토 절차를 거쳐야 함
- 또한 국민연금 기금운용실무평가위원회 심의, 국민연금기금운용위원회 의결, 기금운용본부 피드백 실시



국민연금기금의 보상체계



- 국민연금기금의 성과평가 결과에 따라 기금운용역(fund manager)에 대한 총 성과급(incentive) 지급 규모가 결정됨
- 성과급의 총규모는 운용실적에 따라 기금운용위원회에서 결정함
- 개인별 지급기준은 MBO 80%와 근무성적평정 20%를 반영하여 기금운용본부에서 결정함

구분	주요내용
보상설계	•보상은 기본급, 성과급, 복리후생으로 나누고 직군은 운용직 및 비운용직으로 구분
기본급	•직무가치를 고려, 매년 Peer Group(시중 자산운용기관)의 중앙값을 기준으로 $\pm 25\%$ 범위내에서 연동
성과급	<ul style="list-style-type: none"> •기금운용위원회가 매년 성과평가결과에 따라 기금운용본부의 성과급 지급률 결정 •기금운용본부는 MBO와 근무성적평정결과에 따라 개인별 성과지급액 결정 •성과급은 목표성과급과 초과이익성과급으로 구성되어 있으며 그 지급비율은 각각 기본급의 60%와 40%임 목표성과급은 전 운용직에 지급하되 초과이익 성과급은 운용직군 중 초과 이익을 달성한 자산의 운용직에 한하여 지급 •성과급 최대 지급비율은 100%이나 개인별로는 100% 초과 가능
인력평가	•기금운용의 장기 성과제고를 위해 MBO(목표관리제)와 근무성적 평정결과를 3개년간 실적을 5:3:2의 비율로 반영 평가결과는 기본급 성과급 및 재계약 등에 반영

국민연금기금의 보상체계



- 즉, 보건복지부 연간성과평가는 국민연금 기금운용위에서 벤치마크 대비 초과수익률, 운용체계, 리스크관리 개선 등에 관한 실적 및 계량 중심의 평가를 실시
- 정량평가와 정성평가는 각각 80%, 20%의 비율로 평가하며, 정량평가는 BM대비 초과 수익률을 기준으로 산정하고, 정성평가는 사전에 제출한 업무계획서로 평가함

평가항목		벤치마크	평가비중
정량평가	금융부문계	$\Sigma(\text{자산별 BM수익률} \times \text{SAA})$	
	전술적 자산배분	$\Sigma(\text{자산별 BM수익률} \times \text{SAA})$	
	국내주식, 국내채권		각 10%
	해외주식, 해외채권	원화해 지 목표비중 반영 원화해지	각 5%
정성평가		사전에 제출한 업무계획서	

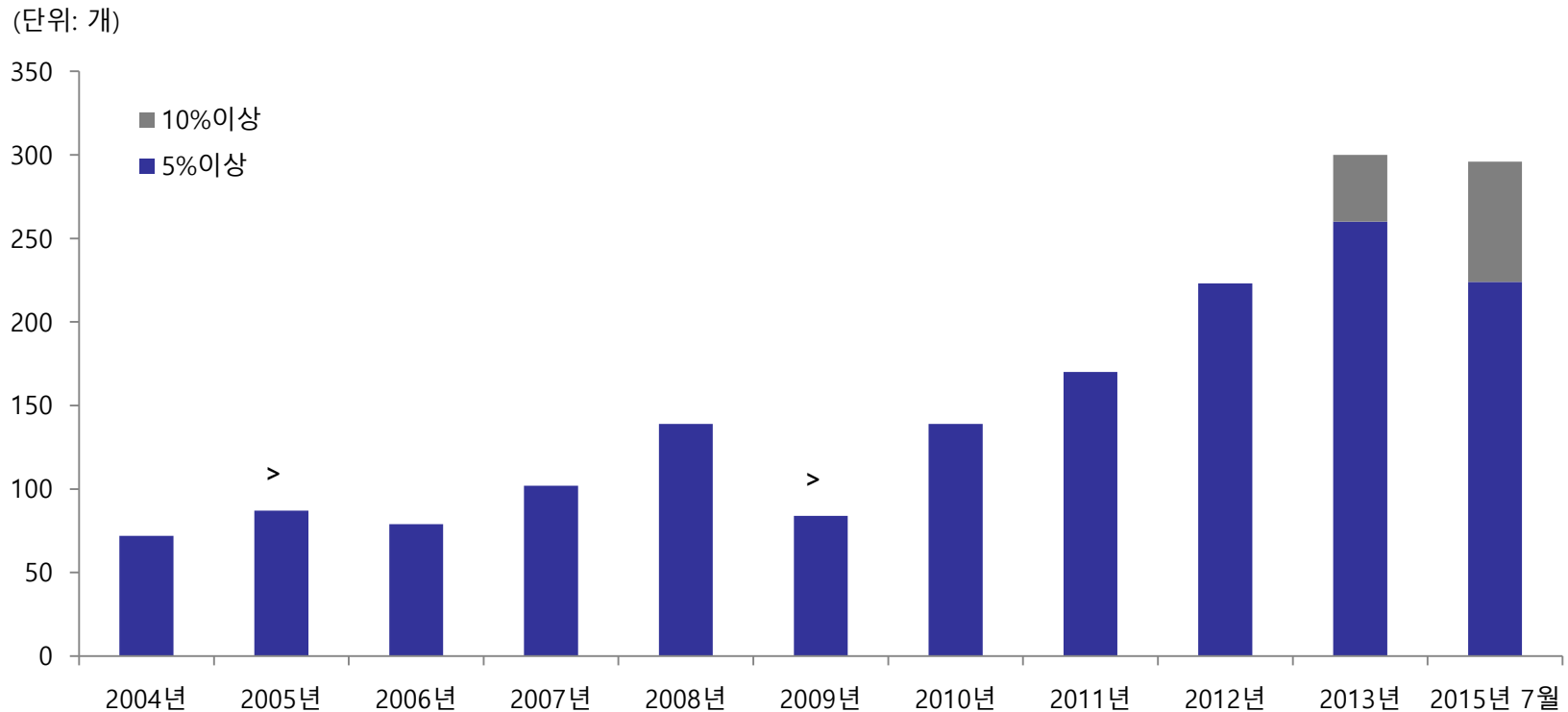
주: 1) 채권, 주식, 대체투자 등 기금전체의 성과를 평가

2) 기금운용위원회가 부여한 전략적 자산배분으로부터 주어진 범위 안에서 조정하여 자산을 운용함에 따르는 효과

3) 기금운용위원회의 지적사항과 기금운용본부가 목표 수립 시 제출한 업무 계획서를 기준으로 성과평가보상전문위원회가 평가

자료: 국민연금공단

시장환경 및 제약요인



자료: NPS, 중앙일보 기사(07.10)

시장환경 및 제약요인



	(7.43%)	삼성생명 (7.21%)	삼성물산 (4.06%)	이건희 (3.38%)
현대모비스 (20.78%)	>		정몽구 (5.17%)	
기아자동차 (16.88%)	정몽구 (6.96%)		현대제철 (5.66%)	(7.17%)
BNY Mellon (15.02%)			우리사주조합 (1.83%)	
에스케이텔레콤(20.57%)	(9.41%)			
	8.98%	Baillie Gifford Overseas Limited (5.24%)	The Capital Group Com panies, Inc (5.21%)	Oppenheimer Funds, Inc (4.89%)
현대자동차 (33.88%)	6.01%		정의선 (1.74%)	우리사주조합 (0.25%)
	8.10%	BNP Paribas S.A. (5.35%)	우리사주조합 (4.17%)	
정책금융공사(29.94%)		대한민국정부(21.17%)	5.51%	
정몽준 (10.15%)	현대미포조선 (7.98%)		5.62%	

자료: 금융감독원 (시가총액순위: 2013년 12월말기준, 지분율: 2013년 9월말 반기보고서)

국민연금 주주권 강화의 전제조건



- 첫 번째, 기금운용본부 또는 기금운용위원회의 주주권 행사에 대한 내부 역량 강화 및 의사결정체계의 정비
 - 2013년에 있었던 동아제약의 지배구조 변경 안건 관련하여, 본 사안은 기업 분할이라는 주총 안건이 장기적으로 주주가치에 미치는 영향을 가늠하는 재무적 판단이 주 임에도 불구하고 사회적 파장이 크다는 이유로 실무 운용조직이 아닌 의결권행사전문위원회에서 최종 판단을 함
 - 특정 이벤트가 장기적으로 주주가치에 미치는 효과를 판단하는 작업은 일반적인 자산운용에 있어 어떤 종목을 얼마나 매수 또는 매도할 것인가와 같은 펀드매니저의 기본적인 투자 의사결정과 정확히 동일한 사안
 - 그러므로 이러한 의사결정은 일회성으로 관여하는 외부의 위원회가 아니라 판단에 대한 책임 및 보상이 명시적으로 주어지는 운용조직에서 이루어져야 함
 - 다만 그 결과가 사회에 미치는 파장이 큰 경우 의사결정의 과정 및 결과를 투명하게 공시하면 됨 의결권행사전문위원회는 비재무적 요인까지 종합적으로 판단하는 역할임을 명시적으로 표방할 필요가 있음
 - 안건에 따라서는 운용조직이 재무적으로만 판단할 수 없는 민감하고 사회적 파장이 큰 문제도 있을 수 있기 때문임

국민연금 주주권 강화의 전제조건



- 두 번째 전제 조건은 의결권을 포함하여 기금이 행사하는 모든 주주권에 대하여 최대한의 투명성을 확보할 수 있는 시스템을 구축
 - 많은 사람들이 국민연금 주주권 확대의 선결 조건으로 정부로부터의 독립성을 강조하고 있음
 - 정부로부터의 완전한 독립은 현실적으로 가능하지도 않을뿐더러, 공적연기금의 운용에 정부가 전혀 관여하지 않는 것이 옳은가 하는 반론도 제기될 수 있음
 - 따라서 국민연금의 주주권 행사에 있어 어떤 적절치 않은, 또는 불합리한 정치적 영향력을 차단하는 것이 목적이라면 독립성보다는 투명성 확보가 보다 현실적이고 합리적인 대안이 될 것으로 사료됨
 - 정부의 요구를 완전히 차단할 것이 아니라, 그 과정 및 결과가 투명하게 공개되게 함으로써 불합리한 입김은 차단하는 한편 합리적인 요구는 기금 운용에 반영할 수 있는 구조가 보다 효과적이라는 의미임
 - 캐나다의 공적연금(CPP)을 전담하여 운용하는 CPPIB의 경우 대단히 전문적이고 독립적인 운용조직으로 알려져 있음에도 불구하고 운용에 있어 정부 재무부처와의 소통 채널은 공식화하고 있음을 벤치마킹할 필요

〈Issue〉 배당 관련 국민연금의 주주권 행사

- ❖ 우리나라 상장기업의 배당성향 및 배당수익률은 글로벌 기준에 비하여 매우 낮은 편으로 코리아 디스카운트의 직접적인 원인으로 작용하고 있으며, 이러한 저배당 기조는 외국인 순투자규모 축소의 주요 원인이 됨
- ❖ 국내 주식시장의 이러한 문제점은 위험자산(주식) 비중 확대를 통해 저성장·저금리 기조 하에 낮은 수익률을 제고해야 하는 국민연금기금의 자산운용에 커다란 걸림돌로 작용하고 있음
- ❖ 적정배당이라는 개념 자체가 일반화되기 힘든 기업 고유의 재무적 판단 영역임을 감안할 때, 연금에서 설정하는 배당기준은 합리적 배당에 대한 최소한의 요구조건으로서 명백하게 비합리적인 과소 배당을 기계적으로 도출할 수 있는 수리적 모형을 설정하는 방향이 바람직함
- ❖ 2012년도 상법 개정으로 인하여 배당의 결정을 주주총회가 아닌 이사회 결의로 결정하도록 정관 변경이 가능함으로, 수동적 주주권 행사 수단인 의결권행사 만으로는 합리적 배당 요구에 한계가 있음

End of Document