



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

정책학 석사 학위논문

국민연금 기금운용본부
지방이전이
기금운용성과에 미친 영향 분석

-해외 대체투자에 대한 영향을 중심으로-

2021년 8월

서울대학교 행정대학원

정책학 전공

황 정 환

국민연금 기금운용본부
지방이전이

기금운용성과에 미친 영향 분석
- 해외 대체투자에 대한 영향을 중심으로 -

지도교수 박 상 인

이 논문을 정책학 석사 학위논문으로 제출함
2021년 3월

서울대학교 행정대학원
행정학과 정책학 전공
황 정 환

황정환의 석사 학위논문을 인준함
2021년 6월

위원장 정 광 호

부위원장 김 병 조

위원 박 상 인

초록

본 연구는 국민 노후자금을 운용하는 국민연금 기금운용본부를 금융 중심지인 서울에서 지방(전주)으로 이전한 것이 국민연금의 기금운용성과에 미친 영향을 분석했다. 투자업계선 국내 최대 기관투자자이자 글로벌 연기금인 국민연금의 투자 역량이 2017년 지방이전을 전후로 저하됐다는 지적이 꾸준히 나오고 있다. 실제 국민연금 기금운용본부는 2015년 이후 매년 대규모 인력 이탈 사태를 겪기도 했다. 그럼에도 그간 자료 부족 등을 이유로 지방이전이 기금운용성과에 미친 영향에 대해선 이렇다 할 분석이 이뤄지지 않았다. 제도적 개선 역시 정치적 이유로 공론화가 이뤄지지 않고 있다.

본 연구는 기금운용조직이 지방으로 이전한 국민연금과 본부 조직은 지방으로 이전했으나 기금운용조직은 서울에 남은 공무원연금, 사학연금 등 다른 연기금의 운용성과를 비교함으로써 지방이전 정책이 국민연금의 자산군별 벤치마크 대비 수익률에 미친 영향을 분석했다. 이중차분법(DID)을 통해 전체적으로는 동질적이지만 기금운용조직의 지방이전 여부에 차이가 있는 국민연금과 다른 연기금을 분석했다.

지방이전이 확정된 2015년을 기준으로 전후 성과를 비교한 결과 국내외 전통자산(주식, 채권), 국내 대체투자 분야에선 지방이전이 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못했지만 해외 대체투자 부문에선 해당 자산의 벤치마크 대비 수익률을 9.5%포인트나 감소시킨다는 결과를 확인했다. 인당 운용자산 규모가 작아질수록, 운용인력수는 많을수록 해외대체투자 수익률이 높아진다는 결과도 도출할 수 있었다.

이는 연기금의 지방이전이 최소한 해외 대체투자 분야 수익률에 부정적 영향을 미친다는 것을 시사한다. 국민연금의 성과 제고는 현재·미래세대의 편익으로 이어진다는 점을 감안하면 적어도 지방이전으로 인한 부정적 영향이 큰 해외 대체투자 분야만이라도 지역적 유연성 확보, 인당 운용부담 감소 등 개선책을 마련할 필요가 있다.

주요어 : 국민연금, 공공기관 지방이전, 국민연금 기금운용, 연기금, 대체투자, 기금운용성과요인, 국민연금 개혁

학 번 : 2019-27848 황정환

목 차

제 1 장 서론	1
제 2 장 연구배경 및 선행연구	3
제 1 절 연구배경	3
1. 국민연금 기금운용본부의 역할과 현황	3
2. 기금운용본부의 전주 이전	5
3. 기금운용본부 전주 이전의 파급효과	6
4. 대체투자의 개념과 특성	9
5. 국민연금의 기금운용 정책의 최근 동향	11
제 2 절 선행연구	12
1. 선행연구	12
2. 선행연구와의 차별점	14
제 3 장 연구문제와 연구방법	16
제 1 절 연구문제 및 가설설정	16
제 2 절 연구방법	21
제 4 장 연구 결과	23
1. 기초통계량	23
2. 변수 간 상관관계 분석	25
3. 분석 결과	26
4. 분석 결과의 강건성	28
5. 연구의 시사점 및 한계	29
제 5장 결론	31
참고문헌	33

Abstract	36
첨부자료	38

표 목 차

[표 1] 국민연금 부문별 투자금액 및 비중	4
[표 2] 2011~2020년 연말 기준 기금운용본부 정원 및 현원 현황...	7
[표 3] 국민연금 2011~2020년 기금운용직 입퇴사자 추이	7
[표 4] 대체투자 자산군의 분류	10
[표 5] 실증분석에 활용되는 변수	17
[표 6] 3개 연기금 비교	19
[표 7] 3개 연기금 자산군별 벤치마크(BM)	20
[표 8] 국민연금 기초통계량	24
[표 9] 사학연금 기초통계량	24
[표 10] 공무원연금 기초통계량	24
[표 11] 통제변수 간 상관관계 분석	25
[표 12] 국민연금 자산군별 회귀분석 결과	26
[표 13] 해외 대체투자 수익률에 영향을 미치는 요인 분석 ·	27
[표 14] 지방이전 시점을 2014년과 2016년으로 설정 시 분석 결과·	28

첨 부 자 료 목 차

[별첨 1] 3개 연기금의 자산군별 벤치마크	
[별첨 2] 국민연금 기금운용본부 지방이전 영향 및 대체투자 특성 관련 실무자 인터뷰	
[별첨 3] 3개 연기금의 자산군별 벤치마크 수익률 비교	

제 1 장 서론

국민 노후자금인 국민연금기금을 운용하는 국민연금공단 기금운용본부가 서울 강남구 신사동에서 전라북도 전주로 이전한지 만 4년의 시간이 흘렀다. 국민연금 기금운용본부의 전주 이전은 2005년 노무현 정부의 지역균형발전 정책의 일환으로 이뤄졌다. 당초 경상남도 진주로 이전 계획이었던 국민연금은 2011년 행선지가 전주로 바뀌었다. 이전이 결정된 시점부터 국민연금의 금융자산 운용을 맡고 있는 기금운용본부 이전을 두고 논쟁이 펼쳐졌다. 글로벌 연기금인 국민연금이 금융 중심지이자 국내외 교류의 중심지인 서울에서 벗어나는 것은 우수 인재 유치나 투자 정보 획득을 어렵게 해 운용역량을 저하시키고, 궁극적으로는 수익률 저하로 이어진다는 이유에서다.¹⁾

긴 논란 끝에 2012년 열린 제 18대 대통령 선거 공약으로까지 등장한 기금운용본부의 전주 이전 문제는 투자업계와 전문가 집단의 반대에도 불구하고 2013년 6월 국민연금법 개정으로 기정사실화됐다. 이후에도 서울 사무소 설치 등을 두고 논란이 이어지다 2015년 완전 이전이 확정, 2017년 2월 최종 이전이 완료됐다.

우려대로 전주 이전 이후 국민연금에선 매년 핵심 운용 인력들이 대거 이탈하는 사태가 반복되고 있다. 금융권 인재들이 지방 근무를 꺼리면서 매년 소폭 늘어나는 정월마저 채우지 못하고 있다.²⁾

금융업계에선 전주 이전 이후 우수 인력 유치 실패, 글로벌 투자기관과의 교류 약화 등으로 인해 국민연금의 운용역량이 저하됐다는 지적이 나온다.³⁾ 2017년~2018년엔 기금운용의 중추인 기금운용본부장(CIO)이 국민연금을 둘러싼 정치적 압박과 어수선한 내부 환경 등을 이유로 사퇴한 이후

1) '[국민연금 이야기]국내에 단 하나 뿐인 공공기관 말뚝법 '국민연금법 27조', (한국경제, 2020.9.21.)

2) '국민연금 전주이전 3년여 운용전문가 107명 집쌌다', (매일경제, 2019.9.4.)

3) '[국민연금 이야기]"국민연금엔 큰 딜 아니면 죽은 딜만 간다"', (한국경제, 2020.9.22.)

1년 반 가량 새 수장을 뽑지 못하는 공백 상태가 이어지자 일부 외신이 이를 희화화한 기사를 내는 등 조롱거리가 되기도 했다.⁴⁾

국민연금 재정추계에 따르면 국민연금기금 규모는 2024년 1000조원을 넘고 2041년에는 1778조원까지 증가해 정점을 찍은 뒤 고갈이 시작돼 2056년께 완전 고갈될 전망이다. 2019년 하나금융투자 분석에 따르면 기금운용수익률이 1%포인트 높아질수록 기금 고갈 시기는 9년이 늦춰질 수 있다.⁵⁾ 지방이전이 국민연금의 기금운용 성과에 미친 영향을 초보적으로나마 분석하는 것은 문제 개선의 시발점이 될 수 있다. 이에 본 연구는 국민연금 기금운용본부를 지방으로 이전한 정책이 기금운용본부의 성과에 어떤 영향을 미쳤는지 분석한다.

전주 이전을 앞두고 제기됐던 우려는 현실화됐지만 국민연금의 지방이전 정책이 미친 효과에 대한 분석은 전무한 실정이다. 주된 이유는 분석의 어려움 때문이다. 기금운용의 성과를 가장 잘 보여주는 지표는 일단 명목 수익률이다. 하지만 명목 수익률 그 자체만으론 기관의 역량 변화에 따른 효과를 분석하기 어렵다. 이에 본 연구에선 투자 기관이 시장 대비 얼마나 높은 수익률을 기록했는지를 측정한 벤치마크(Bench mark:BM) 대비 수익률을 활용해 명목 수익률이 가진 한계를 보완했다.

그럼에도 분석을 위한 자료 부족의 문제는 남는다. 지방이전 이후 충분한 시간이 지나지 않아 충분한 자료를 확보하기 어렵기 때문이다. 여기에 분석에 필요한 제반 자료 제공에 소극적인 국내 연기금의 폐쇄성도 연구의 어려움을 가중시켰다. 이 같은 어려움에도 불구하고 본 연구가 필요한 이유는 지방이전 정책효과에 대한 분석 부재가 국민연금 기금운용 분야의 혁신을 막고 있기 때문이다.

이러한 문제의식을 바탕으로 본 연구는 국민연금 기금운용본부의 지방이전이 운용 성과에 미친 영향 및 그 요인을 분석함으로써 향후 성과 개선을 위한 정책적 방안을 도출하고자 한다. 지방이전의 효과를 분석하기 위해 국민연금과 함께 비교군으로 공단 본부는 지방으로 이전했으나, 기금운

4)“국민연금 CIO 되려면 돼지 냄새 참아라?”...공단 위치 비꼰 WSJ’, (조선일보, 2018.9.14.)

5)‘국민연금의 운용수익률이 1% 상승한다면?’, (하나금융투자, 2019.9.17.)

용조직은 서울에 남은 공무원연금관리공단(공무원연금), 사립학교교직원연금공단(사학연금)의 최근 10년 간(2011~2020년 2분기)의 자산군별 벤치마크 대비 수익률과 인력, 인당 운용자산, 경력 7년 이상의 책임운용역 비중 등 자료를 구축했다. 연구 방법으로는 정책효과의 식별을 위해 사용되는 이중차분법(Difference in Difference, DID)을 활용했다.

연구 결과 자산군 가운데 국민연금의 지방이전은 대체투자 분야, 특히 해외 대체투자 분야 벤치마크 대비 수익률을 큰 폭으로 낮췄다. 국내외 주식 및 채권 등 전통자산 분야에선 지방이전 정책이 벤치마크 대비 수익률에 미친 효과는 통계적으로 유의미하지 않았다.

본 논문에선 먼저 연구 배경과 선행 연구들을 살펴본 뒤 연구 문제와 연구 가설을 설명한다. 그리고 연구 방법을 설명한 뒤 회귀 분석 결과를 바탕으로 결과를 해석해볼 계획이다.

제 2 장 연구배경 및 선행연구

제 1절 연구배경

1. 국민연금 기금운용본부의 역할과 현황

국민연금기금의 관리 및 운용에 대한 의사결정체계는 국민연금법으로 규율되고 있다. 국민연금법에 따른 국민연금 사업은 제도운영과 기금운영으로 나뉘어진다. 제도운영은 연금보험료의 부과 및 징수 등 수입과 연금 급여 지출 등 지출에 대한 운영을 말한다. 기금운영은 국민연금기금의 여유자금인 적립금을 금융자산에 투자해 연금재정에 기여하는 것을 말한다.

기금의 운용계획을 비롯한 성과평가 등 주요 사안은 근로자, 지역가입자, 사용자 대표 및 보건복지부, 기획재정부 등 유관 정부기관이 참여하는 국민연금 기금운용위원회가 심의 및 의결한다. 보건복지부 장관은 기금운용

위원회 위원장으로서 국민연금의 관리 및 운용 사업을 관장하되, 업무를 국민연금 공단에 위탁하고 국민연금 기금운용본부가 이 역할을 맡는다.

기금을 수입과 지출 관점에서 분석하면, 연금 수입은 연금보험료 부과·징수분과 여유자금인 적립금을 금융자산 등에 투자해 얻은 기금운용수익으로 구성된다. 지출은 연금 지급액으로 볼 수 있다.

2020년 12월 말 기준 기금 규모가 833조 7000억원에 달하는 거대 연기금이다. 적립금 규모 상으론 일본공적연금, 노르웨이 국부펀드 등에 이어 세계에서 3번째로 큰 규모를 갖고 있다.

국민연금 기금운용본부는 공단 본부와 달리 민간 경력이 있는 투자 전문가를 기금운용직으로 별도 선발해 운영된다. 기금운용본부의 현재 인력은 270명 수준으로, 인당 운용자산은 3조원에 육박한다.

1988년 국민연금기금의 설립 이후 기금 규모가 빠르게 늘면서 전문적인 기금운용을 위해 1999년 기금운용본부가 설립됐다. 2020년 12월 말 기준 자산 규모는 833조 7000억원, 이 가운데 금융 투자 자산은 833조 1000억 원에 달한다.

[표1] 국민연금 부문별 투자금액 및 비중 (단위: 조원)

	국내주식	해외주식	국내채권	해외채권	대체투자	단기자금 및 기타	전체
금액	176.7	192.8	326.1	44.9	90.7	0.3	833.7
비중	21.2	23.1	39.1	5.4	10.9	0.3	100

출처 : 국민연금공단 기금운용본부 '국민연금 기금운용현황'(2020.12)

기금운용본부는 자산군별로 주식, 채권 등 전통자산과 부동산·인프라·사모기업투자 등 대체투자 자산에 투자한다. 자산별로 주식에 44.3% 채권에 44.5%, 대체투자에 10.9%의 비중으로 투자하고 있다.

국내 뿐 아니라 해외 자산에도 투자한다. 2020년 말 기준 국내 자산에 약 65%를 해외자산에 35% 가량을 투자 중이다. 운용의 형태는 직접 운용과 위탁 운용으로 나뉜다. 직접 운용은 기금운용본부 직원이 직접 자산을 선별해 투자하는 방식이다. 위탁 운용은 외부 투자 기관에 일정 수수료를

내고 자금 운용을 맡기는 방식으로, 2020년 말 기준 약 40% 가량을 위탁 운용하고 있다.

2. 기금운용본부의 전주 이전

국민연금 기금운용본부는 2017년 2월 서울시 강남구 논현동에서 전라북도 전주시 덕진구 만성동에 위치한 '전주혁신도시'로 이전했다. 2005년 노무현 정부가 공공기관 지방이전 정책의 일환으로 국민연금공단의 지방이전을 결정한 지 12년 만이다.

기금운용본부는 국내 최대의 해외 투자 기관이라는 특성 등으로 인해 국민연금공단의 지방이전 결정 이후 끊임없이 논란이 이어져왔다. 글로벌 기관투자자인 기금운용본부의 지방이전이 우수 인력 이탈, 국내외 투자자와의 교류 축소, 금융 중심지가 갖는 네트워크 효과 감소 등으로 인해 수익률이 낮아질 수 있다는 가능성이 투자업계 및 전문가들을 중심으로 강력하게 제기됐기 때문이다.

논쟁은 2012년 열린 18대 대통령 선거를 거치며 기금운용본부까지도 이전하는 것으로 가닥이 지어졌다. 기금운용본부의 전주 이전은 당시 야당이었던 민주통합당 문재인 후보의 대선 공약으로 등장했다. 여당인 박근혜 새누리당 후보와 새누리당 측은 선거 운동 초반에는 '경쟁력 악화'등을 이유로 기금운용본부의 서울 존치를 주장했다. 하지만 선거 막판으로 갈수록 박 후보 진영 측에서도 지역 표심을 확보가 필요했고, 이전과 관련해 중립적인 태도도 변화하게 된다. 이에 따라 18대 대선에서의 야당의 패배에도 기금운용본부의 전주 이전 아젠다는 생명력을 유지했다.

이후 야당의 지속적인 요구 및 여당의 호응으로 2013년 6월 국회가 여야 합의로 국민연금법 제27조 1항을 "(국민연금)공단의 주된 사무소 및 제31조에 따라 기금이사 관장하는 부서의 소재지는 전라북도로 한다."로 개정하면서 기금운용본부의 지방이전 논란은 일단락됐다. 2015년 기금운용본부 공사화가 정부 차원에서 추진되며 전주 이전 철회 가능성이 대두됐으나, 지역 정치권의 반발 등으로 결국 2016년 7월 공사화 추진이 중단

되며 전주 이전이 확정됐다.⁶⁾

3. 기금운용본부 전주 이전의 파급효과

기금운용본부가 지방으로 이전을 두고 국민연금 안팎에서 제기된 문제점은 크게 △인력 이탈 △우수 인력의 국민연금 기피 △글로벌 투자 기관과의 교류 축소 등으로 설명된다. 위 요인들이 결합돼 국민연금 기금운용본부의 운용 역량이 저하됐고, 운용 역량 저하가 운용 수익률을 개선을 제한하고 있다는 문제 제기가 언론을 중심으로 이어져 오고 있다.

위 문제는 기금운용본부의 이전으로부터 1년 6개월이 지난 시점에 ‘국민연금 재정계산’ 준비의 일환으로 정부 주도로 민간 전문가들로 구성된 ‘기금운용발전위원회’의 발전방향 제안에서도 나타난다. 위원회는 지방이전 이후 대규모 인력 이탈이 발생한 것에 대해 글로벌 연기금 수준의 성과보상체계를 갖출 것을 제언했다. 그리고 국회 등 서울 소재 관계기관 보고 또는 서울 소재 금융기관, 투자회사, 서울 방문 외국 운용사 등과의 회의가 잦은 부서 및 운용역의 업무 생산성 제고 차원에서 서울 사무소 설치를 고려할 것을 제언했다.⁷⁾ 정부 및 국민연금이 공식적으로 지방이전 이후 인력 이탈 및 정보 교류 악화의 문제가 발생했음을 인정한 것이다.

지방이전 전후로 운용 인력이 이탈하고, 우수 인재 유치에 어려움을 겪을 것이라는 우려는 실제로 현실이 됐다. 2013년 6월 국민연금법 개정 이후에도 투자업계와 전문가들을 중심으로 서울 사무소 설치, 기금공사화 등을 통해 기금운용인력이 일부라도 서울에 남는 방안이 추진됐지만 2015년을 전후로 최종 무산되면서 기금운용본부의 인력 이탈 현상은 본격화했다.

6) [국민연금 이야기] 국내에 단 하나 뿐인 공공기관 말뚝법 ‘국민연금법 27조’, (한국경제, 2020.9.21.)

7) 박영성 외, 「국민연금 기금운용 개선방향」, 국민연금기금운용발전위원회, 2018.11, pp41-42

[표2] 2011~2020년 연말 기준 기금운용본부 정원 및 현원 현황

구분(명/년도)	2011	2012	2013	2014	2015
정원	108	118	156	156	219
현원	98	118	153	153	204
결원	10	0	3	3	15
구분	2016	2017	2018	2019	2020
정원	259	274	278	280	288
현원	226	240	243	258	271
결원	33	34	35	22	17

출처: 국민연금공단

[표3] 국민연금 2011~2020년 기금운용직 입퇴사자 추이

구분(명/년도)	2011	2012	2013	2014	2015
입사자 수	20	29	43	11	72
퇴사자 수	21	8	7	9	10
구분	2016	2017	2018	2019	2020
입사자 수	53	26	39	52	19
퇴사자 수	30	27	34	23	30

출처: 국민연금공단

국민연금은 운용자금 증가에 대한 대응 및 지방이전을 앞두고 벌어질 대량 인력 인탈에 대응해 2015년 기금운용직 정원을 전년(156명)보다 40% 가량 늘린 219명으로 증가시켰고, 2020년까지 288명으로 꾸준히 인력을 늘렸다. 하지만 정원 증가를 감안하더라도 2015년 이전까지 10명을 넘지 않았던 국민연금 기금운용본부 기금운용직 퇴사자 수는 2016년을 기점으로 평균 30명 수준으로, 정원 증가 폭 이상으로 증가했다.

늘어난 정원과 달리 연도말 기준 현원은 2016년 이후 정체된 모습을 보였다. 정원에서 현원을 뺀 결원은 2016년 이후 매년 20~30명 수준을 유지하고 있다. 입사자 이상으로 퇴사자가 많아 벌어진 현상이다.

수(數)적인 인력 부족 뿐 아니라 운용역들의 역량이 전반적으로 약화됐다는 지적이 투자 업계 안팎에서 나온다. 국민연금 신규 채용 운용역의 입사

전 운용 경력은 2014년 평균 9.7년이었으나 2015년 7.1년, 2016년 6.5년을 기록한 뒤 계속 6년대를 기록하다 2019년 6.1년으로 크게 줄었다. 신규 채용자 중에서 투자 실무 경력이 7년 이상인 책임운용역이 차지하는 비중도 2014년까지 70~80%대에서 2018~2019년 30%대 안팎으로 감소했다. 반면 2018년 퇴사 후 재취업한 29명 가운데 18명은 책임운용역 이상의 직급이었다.⁸⁾ 베테랑이 떠난 자리를 신참들이 채우면서 기금운용본부 운용역의 경험치가 전반적으로 줄어든 셈이다.

국민연금은 새로운 인력을 선발하는 데도 어려움을 겪고 있다. 국민연금은 2019년부터 사실상 국민연금이 첫 직장인 경력 3년 미만의 주임 운용역 직급을 선발하기 시작했다. 한때 기금운용의 안정성과 전문성 확보를 이유로 업계 내 베테랑만을 선발했던 기금운용본부가 계속되는 구인난에 채용 기준을 하향 조정한 것이다.⁹⁾

정보 습득을 위한 해외 운용사와의 교류 역시 예전만 못해지면서 업계 내 국민연금에 대한 평가도 낮아졌다는 지적도 나온다. 국민연금 기금운용본부가 지방이전 이후 국내외 투자자와의 교류가 얼마나 줄었는지에 대한 유의미한 자료는 존재하지 않는다. 하지만 연기금, 보험사, 자산운용사 등 투자업계 실무자들은 다른 투자자와의 교류 정도가 연기금의 운용 성과와 양(+)의 상관관계를 갖고, 지방이전 이후 기금운용본부의 정보 교류 수준은 떨어졌다고 응답했다. 한국을 찾은 해외 기관들 역시 국민연금의 지방이전 이후 시간 부족 등을 이유로 국민연금을 이전처럼 찾지 않는다는 언론 보도도 존재한다.¹⁰⁾

실제 연기금 대체투자 실무자들을 대상으로 한 인터뷰를 담은 [별첨2]에 따르면 투자 실무자들은 연기금의 수익률, 특히 대체투자 분야 수익률을 결정하는 중요한 요인으로 운용인력의 질과 근무의 연속성을 꼽았고, 좋은 가격에 거래를 설계하고 가져오는 협상력을 핵심 역량으로 꼽았다. 인터뷰 대상자들은 국민연금 기금운용본부의 지방이전이 국민연금의 인력

8) '베테랑 떠난 자리, 신참으로 메우는 '국민연금 운용역'(매일경제, 2019.9.22.)'

9) '국민연금, 파격적 채용조건 내건 속사정(한국경제, 2021.5.3.)'

10) '[국민연금 이야기]"국민연금엔 큰 딜 아니면 죽은 딜만 간다"', (한국경제, 2020. 9. 22)'

수급에 어려움을 가져올 수 있다는 점에는 큰 이견이 없었다. 다만 국민연금의 운용 규모를 감안하면 지방이전 이후 우수한 투자 건에 대한 접근 기회가 줄지는 않았을 것이라는 지적이 있었다.

하지만 자녀 교육 등을 이유로 지방 근무를 기피하거나 장기간 근무하지 못하고 단기간의 경력만 쌓은 뒤 떠나는 인력이 늘어남으로써 운용의 질에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 지적도 나왔다.

4. 대체투자의 개념 및 특성

대체투자는 주식, 채권 및 현금과 같은 전통적 투자자산(traditional investment asset) 이외의 부동산, 인프라, 상품 등 대안 자산에 대한 투자를 뜻한다.(남재우, 2017) 대체투자의 대상은 크게 부동산, 인프라, 자원, 농지, 산림, 비행기, 선박 등의 다양한 실물자산과 메자닌, 바이아웃, 벤처투자 및 부실채권 등과 같은 다양한 기업투자를 포함한다. 헤지펀드 또한 대체투자의 유형 중 하나로 정의하기도 한다. 대체투자는 투자의 방식을 기준으로 펀드, 신탁, 직접투자, 지분투자, 대출 및 구조화증권 등 다양한 방식을 통해 이뤄진다. (김필규, 2018)

대체투자 자산은 그 이름처럼 주식, 채권 등 전통자산과 차별화된 부분을 갖고 있다. 일반적으로 대체자산은 △전통자산과의 상관관계가 낮고 △전통자산에 비해 유동성이 낮고 투자 기간이 길고 △공개·공모 시장보다 비공개·사모 시장에서의 거래 비중이 높다. 비공개·사모 시장에서의 경쟁력은 정보력과 협상력에 달려있다.¹¹⁾ 따라서 대체투자는 전통자산에 비해 운용에 있어 더 많은 비용이 든다

주식 등 금융자산은 거래소 등을 통한 매매가 수월하고 분석자료가 풍부한 만큼 자산 매입과 운용, 처분에 있어서 민간 운용사와의 전문성 격차가 상대적으로 적은 편이다. 대체투자의 경우에는 매입대상 자산을 물색하는 것 자체가 어려운 편이며 그 중에서 잠재적인 수익성이 높은 자산을 가려 내기가 수월하지 않은 편이다. 이런 이유로 국내외 다수 연기금은 전문성

11) [별첨2] 참조

을 확보한 민간 운용사에 대체투자의 집행과 관리 등 제반 업무를 위탁하고 있다.

[표4] 대체투자 자산군의 분류

대유형	세부 유형
사모기업투자	바이아웃, 벤처캐피탈, 성장형, 부실채권, 메자닌, 세컨더리, 재간접 및 기타
헤지펀드	주식투자, 매크로, 이벤트, 신용, 상대가치, 멀티, 니치, 변동성
부동산	부채, 코어, 코어플러스, 벨류애드, 오퍼튜니스틱, 개발
인프라	투자방식: 지분형, 대출형 투자지역: 글로벌 투자, 지역 투자 투자대상: 도로, 항만, 에너지, 신재생에너지, 유틸리티, 통신
사모대출	지역별, 대출 대상 기업의 특성별 구분
자원	농업, 에너지, 광물, 삼림
기타	선박, 항공기

출처 : 프레퀸(Preqin)

연기금이 대체투자 자산을 포트폴리오에 편입시키는 이유는 △수익률 제고 △위험의 분산 △장기투자에 있다. 전통자산과의 상관관계가 낮기 때문에 전반적인 포트폴리오 리스크를 줄이면서 절대수익 추구를 통해 비교적 운용 수익률을 높일 수 있다. (남재우, 2017)

이 같은 점에서 기금운용본부의 전주 이전은 대체투자, 특히 해외 대체투자 역량의 저하로 이어졌다는 것이 업계의 일반적인 평가다. 국내외 투자 업계에선 “국민연금에선 큰 딜 아니면 죽은 딜만 간다”는 말이 나온다. 길어야 2~3일 일정으로 한국을 찾는 외국 투자기관이 전주까지 가는 일정에 대한 부담으로 국민연금이 아닌 국내 다른 기관투자자들로만 자금 조달을 끝내는 경우가 벌어지고 있다는 뜻으로, 국민연금이 그만큼 다양한 투자 기회를 놓치고 있다는 뜻으로도 해석된다.¹²⁾

12) ‘[국민연금 이야기]“국민연금엔 큰 딜 아니면 죽은 딜만 간다”’, (한국경제,

문제 제기가 계속되자 정부는 2018년 기획재정부 주도로 민간 전문가들로 구성된 국민연금 기금운용발전위원회를 발족하고 원활한 인력 수급 및 투자 기회 포착을 위해 서울 사무소 등을 설치할 것을 권고¹³⁾한 바 있다. 하지만 지역 여론 등을 인식한 당시 김성주 국민연금 이사장(현 전주 지역구 국회의원)의 거부로 현실화되지 못했다.¹⁴⁾

5. 국민연금 기금운용 정책의 최근 동향

최근 국민연금의 기금운용의 두 가지 큰 방향은 △위험자산 확대 △해외투자 확대로 설명된다. 국민연금의 기금운용방향의 전제는 국민연금이 수급 구조 상 고갈이 예고된 기금이라는 데에서 출발한다. 정부가 2020년 9월 발표한 ‘2020~2060년 장기재정전망’에 따르면 국민연금기금 규모는 2041년 정점을 찍은 뒤 2056년 완전고갈된다. 이 가운데 국민연금 기금운용수입을 제외한 보험료 수입과 급여 지출만을 고려하면, 2030년을 기점으로 지출이 수입을 넘어선다. 국민연금은 이를 정리해 2041년까지는 ‘기금축적기’, 2042~2056년을 기금감소기로 정의한다. 그리고 보험료 수입이 급여 지출보다 많은 2029년까지를 기금성장기, 2030년부터 기금이 감소로 돌아서는 2041년까지를 기금성숙기로 정의한다.

국민연금은 향후 5년 간의 자산배분비중을 내용으로 하는 ‘중기자산배분안’을 통해 국내외 주식 및 대체투자 등 위험자산을 65%까지 확대하는 것을 목표로 설정하고 있다. 국내외 주식에 전체 운용자금의 50%, 대체투자에 15%를 배분하고, 안전자산으로 분류되는 국내외 채권에 35%를 배분하는 식이다.

2020년 7월 발표한 ‘해외투자 종합계획’(2019)을 통해선 현재 전체의 35% 수준인 해외투자 비중을 2024년까지 50%까지 높인다는 계획을 밝혔

2020.9.22.)

13)박영성 외, 「국민연금 기금운용 개선방향」, 국민연금기금운용발전위원회, 2018.11, pp41-42

14) ‘국민연금 기금운용 서울사무소 논란…기금발전위 설치 제안’ (연합인포맥스, 2018.8.20.)

다. 세계 금융 시장 내 비중이 1%이 되지 않는 한국 시장에 전체 자산의 65% 가량이 배분돼있는 현재까지의 포트폴리오 구성이 기대수익률은 낮추고 지역 쏠림으로 인한 리스크는 높인다는 판단에서다.

이 두 방향 모두 기금 성장기에는 보다 적극적으로 투자해 기금 수익을 최대한 확보해 기금 고갈 시기를 늦춘다는 목적에 기반을 두고 있다. 이는 자연스럽게 인재 채용, 조직 개편 등 구체적 이행 수단의 변화로 이어진다. 국민연금은 해외투자 종합계획을 통해 2024년까지 해외투자 전담 인력을 200명 가량 늘릴 것이라고 발표했다. 국민연금은 2019년 기존 대체투자실과 해외대체투자실로 나뉘어져 있던 대체투자 조직을 사모기업투자, 부동산, 인프라 등 자산군별 3개 실로 개편했다. 2020년에는 국내와 해외로 나뉘어져 있던 대체투자 관련실 내 팀 조직을 아시아, 유럽, 미주 등 지역별로 분리했다. 2021년에는 해외주식과 채권을 모두 관장하던 해외증권실을 해외주식실과 해외채권실로 확대, 분리했다.

제 2절 선행연구

1. 선행연구 검토

가. 연기금 운용 성과 요인에 대한 연구

연기금의 운용 성과 요인에 대한 국내 연구는 주로 주식 운용 분야에서 이뤄졌다. 정문경(2013)은 국민연금의 국내주식 운용을 대상으로 위탁운용의 벤치마크 대비 초과수익을 분석한 결과 종목선택능력(액티브) 역량이 운용 성과에 영향을 미친다고 분석했다. 민재훈(2013)은 장기 투자자로서의 연기금의 성격이 단기 투자자인 투자신탁사 등과 비교해 장기적인 투자 성과 측면에서 우위를 가진다는 속설을 검증하기도 했다.

우민철과 양철원(2019) 역시 2009년부터 2018년까지 10년 간의 국민연금 국내주식 운용성과를 시장모형, 4요인 모형 등을 활용해 분석해 종목선택능력과 투자 스타일이 성과에 영향을 미치는 요인이라고 분석했다. 김병준 외(2020)는 국민연금을 비롯해 미국 캘리포니아 연기금, 일본 후생연금

등 6개 연기금의 운용수익률에 대한 영향요인을 분석해 연금자산성장률, 주식투자비중 등이 양(+)의 영향을, 장기정부채권수익률, GDP 대비 주식 시장 시가총액 비중등이 음(-)의 영향을 미침을 확인했다.

연기금의 운용 성과를 전체 포트폴리오 자산배분 관점에서 접근한 연구도 다수 존재한다. Brinson, Hood and Beebower(1995)에 따르면 1974년부터 1983년까지 91개 미국 내 연기금의 투자 정책 및 성과를 분석한 결과, 투자 정책(자산 배분)이 마켓 타이밍이나 증권 선택에 비해 초과 성과에 더 큰 영향을 미쳤다. Blake, Lehmann and Timmermann(1999)는 1986~1994년 영국 내 306개 연금펀드의 월간 수익률을 분석한 결과 자산배분이 포트폴리오 수익률의 시계열 변동의 80~90%가량을 설명하고, 시장 타이밍이나 자산 선택은 이보다 중요도가 떨어짐을 확인했다.

원종욱(2002)은 Markowitz의 평균-분산 모형을 사용해 국내외 주식과 채권의 시나리오별 최적 포트폴리오를 분석, 해외 투자의 확대가 국민연금 기금 전체의 수익-위험 간 적정성을 제고한다는 결론을 제시했다. 박원웅(2006)은 국민연금의 포트폴리오에 대체투자 자산을 결합한 포트폴리오가 전통 자산군으로 구성된 포트폴리오에 비해 위험 감소 효과와 수익률 개선을 동시에 추구할 수 있도록 한다는 연구결과를 제시했다. 박영규(2015)는 최적 자산배분을 위한 수리적 모형을 활용해 국민연금 대체투자 대상으로 상품자산과 헤지펀드를 편입시킬 경우 포트폴리오의 효율성을 높일 수 있다는 연구 결과를 제시했다.

그 외에도 지배구조나 연기금 자체의 규모 등 요인을 운용 성과나 투자 유형과 연결시킨 연구들이 존재한다. 김준범, 김범, 정재만(2017)은 기금운용위원회 등 연기금의 지배구조가 연기금의 자산운용 성과에 어떤 영향을 미치는지를 실증 분석했다. 그 결과 내부 위원회의 활동성은 수익률 제고에 긍정적인 영향을 미치나, 그보다 정부로부터의 독립성이 성과에 더 유의한 영향을 미친다고 분석했다. Dreu, Bikker(2009)는 1999~2006년 사이 네덜란드 연기금 자료를 활용해 기금 규모가 클수록 투자에 대한 전문성이 높아져 대체투자, 해외투자 등 자산 다각화에 적극적으로 나서며, 자산배분 정책이 덜 정교할수록 위험 조정 수익률이 낮은 투자 전략을 채택

할 경향이 높다고 지적했다.

나. 공공기관 지방이전의 효과에 대한 연구

연기금이 아닌 공공기관 지방이전이 기관의 성과 및 생산성에 미친 영향을 분석한 논문도 존재한다. 오영균(2016)은 농촌진흥청 사례를 통해 지방이전으로 인해 농진청의 생산성에 영향을 미치는 요인이 기존 이해관계자와의 협력 및 소통에서 직원 이직, 직무만족 등으로 변화했다고 분석했다. 정기위 외(2020)는 재무적인 사업 성과가 존재하는 한국가스공사를 대상으로 재무비율이나 경영실적평가 보고서 상 사업성과 등을 분석해 지방이전 효과를 분석하기도 했다.

다. 대체투자 성과 평가 연구

대체투자에 초점을 맞춰 대체투자의 성과에 영향을 미치는 요인을 분석한 연구도 존재한다. 이준서(2017)는 헤지펀드 전문투자형 사모펀드들의 전략별 성과를 벤치마크 대비 수익률 등을 활용해 분석했다. 이 연구는 운용 전략이나 금융위기 직후 등 시기적 특성, 운용사의 규모 등을 대체투자 수익률 영향 요인으로 분석했다. 김필규(2018)는 대체투자 세부 자산군별 특성이나 전략에 따라 수익 특성이 상이함을 분석했다. 그러면서 사모투자 중심으로 정보의 투명성이 낮은 대체투자의 특성으로 인해 성과 평가의 어려움이 존재한다는 점을 지적했다.

대체투자의 성과 평가의 근간이 되는 공정가치 평가의 객관성 및 정확성에 대한 연구도 꾸준히 이뤄지고 있다. 노상윤, 황정욱(2012)은 국민연금의 대체투자 자산의 수익과 위험구조가 전통적인 투자 수단과 다르기 때문에 대체투자의 세부 자산군별 특성을 반영하고 정교한 성과 측정이 가능한 벤치마크의 설정이 필요하다고 주장했다. 이기영(2019)은 위탁운용사의 보고와 회계법인의 검증을 통해 이뤄지는 대체투자 공정가치 평가 구조가 위탁운용사가 투자 자산의 가치를 과대평가해 보고하는 유인이 발생해 투자의 비효율성을 야기할 수 있음을 이론적으로 지적했다. 노정희(2020)는 2009년부터 2019년까지 실현된 청산 펀드를 대상으로 평가 수

익률과 실현 수익률 간 비교를 통해 국민연금의 대체투자 자산 공정가치 평가가 평균적으로 보수적으로 이뤄지고 있음을 확인했다.

2. 선행연구와의 차별점

국내 연기금의 자산운용 성과에 미치는 요인을 연구한 기존 논문들은 주로 해외자산(박원웅, 2006)이나 신규 대체투자 자산(박영규, 2015) 등 특정 자산군의 편입이나 자산 배분을 독립 변수로 삼고 있다. 종목선택능력이나 운용 전략 등이 개별 자산군의 운용 성과에 미치는 영향을 분석한 논문도 다수 존재한다.

하지만 연기금의 공간적 이동(지방이전)이 운용 수익률에 미치는 영향에 대한 연구는 전무했다. 일단 국민연금 외엔 사례가 없을 뿐 아니라 이전 이후 현재까지 누적된 데이터가 부족해 통계적으로 충분한 분석이 어렵다는 이유에서다.

본 논문 역시 같은 문제에 봉착했지만 일단 자료량의 부족이라는 한계를 인정하고 최대한 가능한 선에서 자산별 분기별 벤치마크 대비 수익률을 기초 자료로 활용했다. 분석의 용이함을 위해 주식 운용에 국한해 영향 요인 분석이 이뤄진 기존 연구와 달리 국내외 주식, 채권, 대체투자 등 전 자산군을 분석 대상으로 연구를 수행한 것도 이 연구의 차별성이다. 자산군별 벤치마크 대비 수익률과 인당 운용자산 규모, 경력 7년 이상 운용역 비중 등 자산운용 실무에서 중시되는 개념들을 변수로 연구를 수행함으로써 실제 정부의 연기금 운용 관련 정책에 시사점을 제시할 수 있었던 것도 이번 연구의 특징이다.

그리고 순수한 지방이전 효과를 도출하기 위해 사학연금, 공무원연금 등 국민연금과 특성이 유사한 조직을 비교군으로 이중차분(DID) 모형을 활용해 지방이전이 국민연금의 기금운용 성과에 미치는 영향을 분석했다. 이는 특정 조직의 성과를 시간적 전후로 나눠 영향을 분석한 지방이전 관련 기존 연구들과 차별화된다.

제 3장 연구문제와 연구방법

제1절 연구문제 및 가설설정

1. 가설설정

본 논문은 지방이전이 국민연금의 기금운용수익률에 영향을 미쳤을 것인지를 분석한다. 따라서 연구문제와 가설은 다음과 같다.

[연구문제1] 국민연금의 지방이전은 자산군별 운용수익률에 영향을 미쳤을 것인가.

[가설1] 국민연금의 지방이전은 자산군별 운용수익률에 영향을 미쳤을 것이다.

그간 언론 및 전문가들은 국민연금의 지방이전이 우수 운용인력의 이탈, 글로벌 투자기관과의 교류 위축 등의 문제를 발생시키고, 이 같은 요인이 기금운용역량의 약화로 이어져 전반적인 기금운용 수익률에 악영향을 미쳤을 것으로 추측했다. 이 가운데 공개적 유통 시장에서의 거래가 주를 이루는 주식, 채권 등 전통자산의 경우 지방이전의 효과가 덜하고 비공개 정보의 획득 등 정성적 요소가 수익률을 좌우하는 대체투자, 특히 해외 대체투자 분야에 대한 영향이 클 것이라고 봤다.

이 같은 문제점은 국민연금이 2019년 5월 도입한 ‘국민연금 대체투자 집행 개선방안’에 드러난다. 이 방안에서 국민연금 기금운용본부 연구진은 목표 대체투자 비중에 미달하는 요인으로 인력 부족, 느린 의사결정 과정, 자산군 다양성 부족 등을 들었다. 이런 문제의식은 국민연금이 2020년 7월 발표한 ‘해외투자종합계획’에서도 드러난다. 2020년 35%대인 해외투자 비중을 2025년까지 50%대로 높이는 것을 골자로 한 이 계획에서 국민연금은 추진 방안으로 해외 대체투자를 중심으로 한 대규모 인력 확충을 제

시켰다. 이는 기금운용본부의 지방이전이 대체투자 분야에 미치는 영향이 크다는 것을 재확인시켜준다. 따라서 첫 번째 연구 문제를 구체화한 것은 다음과 같다.

[연구문제2] 국민연금의 지방이전은 해외 대체투자 부문 운용수익률에 영향을 미쳤는가.

[가설2] 국민연금의 지방이전은 자산군 중 해외 대체투자부문 운용수익률에 더 큰 영향을 미쳤을 것이다.

2. 변수 설명

선행연구를 통해 기금운용 수익률에 영향을 미치는 요인은 전략적 자산 배분, 정부로부터의 독립성, 액티브 운용 역량 등이 주식 등 특정 자산군의 운용 수익률에 영향을 미친다는 점을 알 수 있었다.

[표5] 실증분석에 활용되는 변수

독립변수	기금운용조직의 지방이전 여부 및 시점
종속변수	자산군별 벤치마크 대비 수익률
통제변수	기금운용인력 수
	인당 운용자산 규모
	책임 운용역 비중
기타	위탁운용 비중, 해외투자 비중 등

본 연구의 분석 대상인 종속변수는 기금운용성과다. 운용업계에서 가장 객관적인 성과는 수익률임에는 이견이 없다. 하지만 단순 명목 수익률의 증감으로 운용역들의 성과를 측정하는 것은 타당하지 않다. 전체적인 시장 환경 효과가 제거되지 않아 순수한 운용 성과가 드러나지 않기 때문이다. 따라서 본 연구에선 종속변수로 시장 대비 얼마나 높은 수익률을 기록했는지를 측정한 자산군별 벤치마크 대비 수익률을 활용했다.¹⁵⁾¹⁶⁾

독립변수는 기금운용조직의 지방이전 여부 및 시점이다. 차후 논의하겠으나 기금운용조직이 지방으로 이전했는지(국민연금인지), 그 시점이 언제인지에 따라 운용성과(종속변수)가 어떻게 변화했는지를 측정한다.

통제변수는 운용역들의 종목선택능력이 운용성과를 좌우한다는 선행연구(정문경, 2013)를 참고해 운용 인력의 양적, 질적 통계치를 중심으로 구성했다. 기금운용인력의 절대적 숫자, 책임 운용 인력의 비율, 인당 운용 자산 규모 등이다.

국민연금은 매년 연차보고서에서 기금 전체의 해외투자 비중과 위탁운용 비중을 명시한다. 해외투자 비중의 경우 종속변수인 자산군별 벤치마크 대비 수익률이 이미 국내와 해외를 나누고 있어 분석에 의미가 없다. 전문 투자기관에 운용을 맡긴 비중을 의미하는 위탁운용 비중은 전 세계적으로도 연기금 수익 제고의 유력한 방안으로 활용되는만큼 분석에 활용할 가치가 있다. 하지만 본 연구에선 자료 수집의 한계로 각 자산군 별 위탁운용 비중이 아닌 기금 전체 위탁운용 비중을 산출했다. 기금 대형화로 위탁운용 비중은 전 자산군에서 점차 확대되는 추세를 띄고, 특히 해외 대체투자의 경우 이미 전액을 위탁운용을 통해 투자하고 있다. 따라서 통제변수에서 제외하는 것이 연구의 타당성을 떨어뜨리지 않는다고 판단했다.

그 외 변수들을 통제변수에 포함시키지 않은 이유는 다음과 같다. 선행연구에서 언급한 전략적 자산 배분은 기금 전체 포트폴리오의 배분에 관한 것이므로 이번 연구에선 분석의 대상이 되지 않고, 정부로부터의 독립성 역시 국민연금과 비교 대상인 연기금 모두 기금운용 실무조직 상부에 정부 인사가 직간접적으로 관여하는 위원회 체계가 갖춰져 있다는 점을 감안하면 차별성이 없다고 판단했다.

15) 물론 대체투자의 경우 앞서 노상운, 황정욱(2012), 이기영(2019)의 연구에서 지적했듯 공정가치평가와 벤치마크 객관적 설계가 전통자산군 대비 어려운 것이 사실이다. 그러나 이 같은 문제는 국민연금 뿐 아니라 비교 대상군인 공무원연금, 사학연금 등 다른 연기금 역시 공통적으로 겪는 문제다. 연구 대상 연기금들의 벤치마크 역시 대체로 비슷하므로 대체투자 성과를 벤치마크 대비 수익률을 통해 분석하는 것에 무리가 없다고 판단한다.

16) 국민연금을 비롯한 연기금들은 기금운용성과를 나타내는 운용수익률에는 모든 손익이 포함된 금액가중수익률을 활용하고, 벤치마크 대비 수익률과 비교 시에는 기금관리비 등을 차감하지 않고 기간별 수익률을 기하평균하는 시간가중수익률을 활용한다.

지방이전이라는 사건 자체가 기금운용수익률에 영향을 미치는 경로는 다양할 수 있다. 위에서 언급한 인력의 이탈이나 교류의 어려움 등을 경유해 간접적으로 수익률에 영향을 줄 수 있고, 어쩌면 이전한 지방과 서울의 인프라 차이, 통근 시간 차이, 직무 만족도의 변화 등이 영향을 미칠 수 있어 보인다.

하지만 국민연금의 인력 이탈의 경우 국민연금이 전주 이전 이후 정부 보상 차원에서 대규모 인력 채용에 나서면서 이탈자를 기준으로 기금운용역량의 변화를 측정하는 것이 어려워졌다. 교류 수준 역시 CIO의 해외 출장 건수, 대내외 공식적 교류 활동 건수 등이 있을 수 있지만 자료가 없거나 획득하기 어렵고, 해당 교류와 투자 성과 간의 관계 역시 모호해 변수로 활용하기 어렵다.

3. 자료 구축

분석 대상은 국민연금, 공무원연금, 사학연금이다. 3개 연기금의 경우 운용 자산의 구성이 유사하다. 국내외 주식, 채권, 대체투자로 나뉜다.

분석의 대상이 되는 모든 자료는 3개 기관에 대한 정보공개청구를 통해 획득했다. 2010년부터 2020년 2분기까지 10개년 분기별 국내주식, 해외주식, 국내채권, 해외채권, 국내 대체투자, 해외 대체투자 등 자산군별 벤치마크 대비 수익률(단위: %)을 기초 자료로 활용했다.

[표6] 3개 연기금 비교

	국민연금	공무원연금	사학연금
설립년도	1988	1960	1974
운용규모(조원)	833.7	8.2	20.9
운용인력(수)	258	28	45
상급기관	보건복지부	행정안전부	교육부
운용조직 소재지	전북 전주	서울 역삼	서울 여의도

* 운용규모는 2020년 말 기준, 운용 인력은 2019년 말 기준. 출처: 각 연기금

벤치마크 대비 수익률의 경우 장기 투자 기관인 연기금의 성격을 감안해

월별이 아닌 분기별 수익률을 수집했다. 대체투자의 경우 국민연금은 공정 가치 평가를 통해 확정된 연간 수익률만을 공개한다. 국민연금의 국내, 해외 대체투자 수익률은 연간 기준으로, 공무원연금과 사학연금은 분기별 수익률을 수집했다. 사학연금과 공무원연금은 대체투자 수익률을 국내, 해외를 나누지 않고 통합해 자료를 제공했다.

[표기] 3개 연기금 자산군별 벤치마크(BM)¹⁷⁾

	국민연금	사학연금	공무원연금
국내주식	KOSPI (배당포함)	(KOSPI200 + 배당수익률)×0.4 + (KOSPI + 배당수익률)×0.6	(KOSPI200 + 배당수익률)×0.4 + (KOSPI + 배당수익률)×0.6
해외주식	MSCI All Countries World Index (ex Korea)	MSCI All Country World Index	MSCI All Country World Index
국내채권	Customized Index	Customized Index	Customized Index
해외채권	NPS Customized Index(ex KRW)	Bloomberg Barclays Global Aggregate Index	Bardays Global Aggregate Index (hedged to KRW)
국내대체	Customized Index	Customized Index	Customized Index
해외대체	Customized Index	Customized Index	Customized Index

출처: 각 연기금

각 연기금의 자산군별 벤치마크는 대체로 비슷하지만 조금씩 차이가 있다. 이를 정리하면 [표2]와 같다. 각 연기금의 벤치마크에 차이가 있지만 본 연구에선 각 연기금의 절대적 수익률 수준을 비교하는 것이 아닌 지방 이전 효과 본격화를 전후로 한 벤치마크 대비 수익률의 변화 양상만을 분석의 대상으로 삼으므로 연구의 타당성을 해치지 않을 것으로 보인다.

벤치마크는 전략적 벤치마크(Fundling benchmark)와 성과평가 벤치마크(Performance benchmark)로 나뉜다. 전략적 벤치마크란 장기적 운용의 방향을 제시하고, 자산 배분 과정에서 개별 자산군의 위험수익 특성을 대표하는 지표다. 장기적 관점에서 평균적인 목표 수익률 개념이다. 성과평가 벤치마크는 성과평가의 기준으로, 보상체계와 연계된 개념이다. 본

17) 벤치마크 상세 내용은 [별첨1] 참고

연구에서 활용한 벤치마크는 성과평가 벤치마크다. 벤치마크 대비 수익률은 최소한 추종해야 할 시장 대비 성과를 나타낸다는 점에서 외부 요인에 영향 받는 명목 수익률의 한계를 극복할 수 있다. 본 연구가 지방이전 이후 국민연금 기금운용조직의 운용 성과에 변화가 생겼는지를 분석하는 것 이란 점을 감안하면 벤치마크 대비 수익률을 통해 외부 요인의 영향에서 벗어난 순수한 운용성과 변화를 측정할 수 있다.

분석의 대상인 벤치마크 대비 수익률은 3개 연기금 모두 월화 환산, 시간가중수익률을 활용했다. 시간가중수익률은 신규 현금흐름이 발생한 시점을 기준으로 투자 기간을 구분하여 해당 기간별 투자수익률을 계산하고 이를 기하평균하여 산출한 수익률로 벤치마크 수익률과의 비교 시 사용하는 수익률이다.¹⁸⁾

그 외 통제변수로는 전체 운용자산 중 위탁운용비중(단위: %), 인당 운용 자산(단위: 조원), 경력 7년 이상의 책임운용역 비중(단위: %), 기금운용역 수(단위: 명)을 연도별 자료로 활용했다.

기금운용역의 수와 인당 운용자산 규모는 서로 영향을 미치지만 기금운용 수익률에 각각 다른 영향을 미칠 것으로 추정된다. 절대적 기금운용역 숫자는 획득 가능한 투자 정보의 양적 역량을, 인당 운용자산 규모는 투자 관리의 충실도 등을 반영한다. 경력 7년 이상의 책임운용역 비중은 투자 역량을 나타내는 정성적 지표다.¹⁹⁾

제2절 연구방법

위 연구에선 국민연금 지방이전의 효과를 분석하기 위해 국민연금과 비슷한 공적 연기금으로, 본사는 지방으로 이전했지만 기금운용조직은 서울

18) (국민연금 기금운용본부, https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs/mcs_03_04.jsp)

19) 기관투자자들은 대부분 경력 7년을 기준으로 소위 '주니어'급 초보 인력과 '시니어'급 베테랑을 구분한다. 운용 경험이 많다는 것이 절대적인 운용 능력을 의미하진 않지만 네트워크가 중시되는 투자업계에서 7년 이상의 경력은 운용 역량과 양(+)의 관계를 갖는 것으로 여겨진다.

에 남긴 사학연금, 공무원연금과의 비교를 통해 전주 이전의 효과를 분석했다. 실증 분석을 위해 다음의 이중차분모형(DID: Difference In Difference, DID)을 사용했다.

이중차분모형은 정책의 파급효과를 분석하기 위해 쓰이는 모형 중 하나다. 이 모형은 정책 시행 시 정책으로 인한 효과와 그 외 변수로 인한 효과를 구분해내는 것을 목표로 한다. 이 모형에선 실험군과 대조군이 존재하고, 정책이 시행되거나 정책효과가 발생하는 시기를 기준으로 기간을 나눠 분석한다.

본 연구에서 실험군은 기금운용조직의 지방이전이 이뤄진 국민연금이다. 대조군은 기금운용조직 이전이 이뤄지지 않은 공무원연금과 사학연금이다.

기간을 나누는 기준은 일단 2015년으로 설정했다. 국민연금 기금운용본부의 전주로의 이전이 확정된 것은 2013년 11월, 실제 전주로 이전한 것은 2017년이다. 하지만 2016년까지도 기금운용본부를 서울과 전주에 이원화한다는 안이 정치권에서 제기됐고, 전주로의 완전 이전이 굳어진 것은 2015년으로, 인력 유출은 2016년부터 본격화됐다. 본 연구에선 국민연금 전주 이전의 효과가 본격화된 시기를 이전이 확정된 후 조직이 와해되기 시작한 2015년으로 설정했다. 그리고 연구 결과의 강건성을 확인하기 위해 2015년을 전후로 한 2014년과 2016년도 분석 기준 시점에 포함시켰다.

본 연구에 활용된 DID모형의 구조는 다음과 같다.

$$Y_{it} = \alpha + \beta \text{Treat}_i + \gamma \text{After}_{it} + \delta [\text{Treat}_i * \text{After}_{it}] + X_{it} + \epsilon_{it}$$

-종속변수 Y : 연기금의 자산균별(국내, 해외 / 주식, 채권, 대체투자) 분기말 기준 수익률

-i : 국민연금인지 여부

-t : 시점

-α : 상수항

- β : 실험집단(국민연금)의 특성
- Treat i : 국민연금인지 여부 (0 or 1)
- γ : 시간 효과 ; 2015년 이전 (after 0 = 0) 2015년 이후 (after 1 = 1)
- δ : 순수 정책 효과
- Xit : 통제변수
- ϵ it : 오차항

제 4장 연구 결과

1. 기초 통계량

[표8]~[표10]에서 국내주식, 해외주식, 국내채권, 해외채권, 국내대체투자, 해외대체투자는 해당 자산 벤치마크 대비 수익률(단위:%)을 의미한다. 국
주식, 채권의 경우 2020년 2분기까지, 대체투자의 경우 연말 공정가치 평
가 문제로 2019년 말까지 자료를 수집했다. 평균적으로 국민연금은 전통
자산보다는 대체자산에서, 국내 자산보다는 해외 자산에서 상대적으로 높
은 성과를 냈음을 알 수 있다. 표준편차 측면에선 전통자산보다 대체자산
이 변동성이 컸다.

[표8] 국민연금 기초통계량

변수	관찰 값	평균	표준편차	최소값	최대값
국내주식(%)	42	-0.17571	1.21912	-3.14	2.38
해외주식(%)	42	0.179286	0.802993	-1.39	2.05
국내채권(%)	42	0.002857	0.058945	-0.14	0.08
해외채권(%)	42	-0.12786	0.631933	-1.62	1.32
국내대체투자(%)	40	0.272	3.515921	-7.3	5.93
해외대체투자(%)	40	1.43	3.787597	-5.02	8.47

위탁투자비중(%)	40	34.339	5.105294	24.27	40.83
책임운용비중(%)	40	57.76	3.503318	52.3	62.7
인당운용자산(조원)	40	2.969418	0.467297	2.469027	3.903615
운용인력수(명)	40	177.6	62.201	83	258

[표9] 사학연금 기초통계량

변수	관찰값	평균	표준편차	최소값	최대값
국내주식(%)	42	-0.53429	1.483102	-3.8	2.09
해외주식(%)	42	-0.18833	1.856369	-4.45	2.75
국내채권(%)	42	0.478333	0.376744	-0.32	1.34
해외채권(%)	42	-0.36286	1.554073	-3.61	4.86
국내대체투자(%)	26	1.049615	1.225896	-0.77	4.16
해외대체투자(%)	26	1.049615	1.225896	-0.77	4.16
해외투자비중(%)	42	17.61429	10.50353	5.5	36.3
위탁투자비중(%)	42	42.23333	8.743964	31.5	56.7
책임운용비중(%)	38	36.50526	5.102567	27.1	43.9
인당운용자산(%)	36	0.31373	0.042054	0.271429	0.4
운용인력수(%)	38	42.47368	3.825497	35	48

[표10] 공무원연금 기초통계량

변수	관찰값	평균	표준편차	최소값	최대값
국내주식(%)	42	-1.16833	1.577698	-4.71	2.86
해외주식(%)	30	0.996667	1.771783	-1.06	5.99
국내채권(%)	42	0.171429	0.255291	-0.31	0.8
해외채권(%)	37	0.42	4.265453	-11.41	13.57
국내대체투자(%)	42	0.56881	3.088191	-15.5	5.7
해외대체투자(%)	42	0.56881	3.088191	-15.5	5.7
위탁투자비중(%)	42	12.51429	10.6297	1	32.6
책임운용비중(%)	42	41.35238	5.994357	30.4	52.2

인당운용자산(조원)	40	44.52	9.991977	32.1	68
운용인력수(명)	40	0.340309	0.05779	0.276191	0.428571
운용인력수	40	25.5	3.080127	21	30

[표9]와 [표10]를 보면 사학연금과 공무원연금의 경우 대체투자 분야의 수익률이 상대적으로 전통자산에 비해 높고, 표준편차도 크게 나타난다. 두 연기금과 국민연금 간에는 규모의 차이가 상당한 수준으로 벌어진다.²⁰⁾

2. 변수 간의 상관관계 분석

[표11]은 본격적인 시행하기 전에 모형 내 통제변수 간 상관관계를 분석한 결과다. 전체 운용자산을 운용인력수로 나눈 인당 운용자산은 그 관계상 운용인력수와 유의한 음(-)의 상관관계를 지닌다. 운용인력수와 책임운용비중, 인당운용자산과 책임운용비중 간엔 통계적으로 유의미한 관계가 없었다.

[표11] 통제변수 간 상관관계 분석

	위탁투자 비중	해외투자 비중	책임운용 비중	인당운용 자산	운용인력 수
위탁투자 비중	1				
해외투자 비중	0.9566	1			
책임운용 비중	-0.048	0.0918	1		
인당운용 자산	-0.8989**	-0.7907**	0.18	1	
운용인력 수	0.9589**	0.9807**	0	-0.8705**	1

*p<.05, **p<.01.

인당운용자산, 운용인력수는 위탁투자비중, 해외투자비중과 일관된 통계적

20) 3개 연기금의 자산군별 벤치마크 수익률을 그래프로 표현한 것은 [별첨3] 참조

으로 유의미한 관계가 있었다. 운용인력수가 늘수록 위탁투자비중과 해외 투자비중도 늘어나는 양(+)의 상관관계가, 인당 운용자산의 경우 -의 상관관계가 있었다. 기초통계량에서 볼 수 있듯 국민연금을 비롯한 국내 기관 투자자들은 매년 기금 규모 증가로 인해 해외투자, 위탁투자 비중을 늘리고 있고, 자연스럽게 운용인력수도 늘고 있다. 이 같은 점에서 이 같은 독립변수간 상관관계는 자연스러운 결과로 보인다.

다중공선성(multicollinearity) 문제를 고려하면 상관관계가 높은 변수의 경우 통제 변수에서 제외하는 것이 바람직하다. 해외투자 비중의 참고 자료로 수집했으나, 자산군 자체를 국내와 해외로 나뉘기 때문에 변수에서 제외했다. 위탁운용 비중의 경우 3개 연기금 공통적으로 대체투자 부문의 위탁운용 비중이 다른 자산에 비해 압도적으로 높은 특성을 갖고 있어 자산군에 따라 편차가 커 기본 분석에선 제외했다. 특히 국민연금 포함 3개 연기금은 현재까지 해외 대체투자 전액을 위탁운용하고 있기에 해외 대체투자의 경우 위탁운용 비중을 통한 통계적 분석은 의미가 없다.

기금운용역의 수와 인당 운용자산 규모는 서로 영향을 미치지만 통제 변수에 포함시켰다. 이는 정량 지표 외의 정성적인 측면을 고려한 것으로, 절대적 기금운용역 숫자는 획득 가능한 투자 정보의 양적 역량을, 인당 운용자산 규모는 투자 관리의 충실도 등을 반영하기 때문이다.

3. 분석 결과

[표12] 국민연금 자산군별 회귀분석 결과

자산군	Coef	t	P>t	R ²	관측치
국내주식	-0.569	-0.53	0.595	0.210	116
국내채권	-0.262	-1.24	0.217	0.251	116
해외주식	1.179	0.89	0.375	0.099	104
해외채권	1.865	0.87	0.385	0.010	111
국내대체	-2.451	-1.08	0.281	0.1382	104
해외대체	-9.503** *	-4.19	0.000	0.2024	104

*p<.05, **p<.01, ***p<.001

[표12]는 각 자산군별 DID분석을 통해 국민연금 기금운용본부의 지방이전(변수명: 전주이전)이 기금운용성과(자산군별 벤치마크 대비 수익률)에 미친 영향을 분석한 회귀분석 결과다. 분석 결과 해외대체투자를 제외한 모든 나머지 자산군에서 지방이전이 기금운용성과에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않았다.

유일하게 해외대체투자 분야에선 지방이전 여부가 99% 이상 신뢰수준에서 벤치마크 대비 수익률을 -9.5%포인트 가량 감소시키는 관계가 나타났다.²¹⁾ 이 같은 분석에 따르면 ‘국민연금의 지방이전은 자산군별 벤치마크 대비 수익률에 유의한 영향을 줄 것이다’는 [가설1]은 전반적으로 성립하지 않았다. 대신 정보 획득의 어려움, 인력 이탈 가능성 등을 이유로 제시된 [가설2]는 지지되는 결과가 도출됐다.

[표13] 해외 대체투자 수익률에 영향을 미치는 요인 분석

변수	계수	표준오차	t	P> t
국민연금	8.144	7.254	1.12	0.264
전주이전	1.302	0.814	1.60	0.113
정책효과	-9.503***	2.266	-4.19	0.000
책임운용비중	-0.010	0.381	-0.28	0.777
인당운용자산	-3.368	1.917	-1.76	0.082
운용인력수	0.044*	0.216	2.05	0.043
상수항	0.121	2.106	0.06	0.954

* $R^2=0.2024$, 관측치=104 *p<.05, **p<.01, ***p<.001

21) 이 같은 결과는 2013년과 2014년 각각 3.71%, 8.47%를 기록했던 해외 대체투자 벤치마크 대비 수익률이 2015년과 2016년 -0.06%와 0.92%로 감소한 여파가 크다. [첨부]를 참고하면 2015년 이전에 비해 이후의 해외 대체투자 벤치마크 대비 수익률은 수익률과 변동성이 모두 낮아지는 경향을 보였다.

[표13]는 지방이전이 해외대체투자 부문 벤치마크 대비 수익률에 미치는 영향에 대한 회귀 분석 결과다. 분석 대상인 지방이전 정책효과는 통계적으로 아주 뚜렷한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그 외 인당 운용자산 규모와 운용인력수 역시 통계적으로 유의미한 영향을 미쳤다. 인당 운용자산이 1조가 줄어들 경우 기금운용수익은 벤치마크 대비 3.368%포인트 가량 개선되고, 운용인력이 1명 늘어날수록 0.044%포인트 개선 효과가 있는 것으로 나타났다. 이 같은 결과는 [가설2]를 지지하는 것으로, 운용 성과 향상을 위해선 인당 운용자산 축소와 인력 확충이 필요하다는 일반론과도 부합한다.

이 분석의 회귀 방정식이 원래의 자료를 얼마나 잘 설명하는지를 나타내는 R^2 값은 0.2024로 나타났다.

4. 분석 결과의 강건성

본 연구는 국민연금의 지방이전 효과가 2015년부터 본격화됐다는 가정 하에 분석이 이뤄졌다. 이전 효과가 그보다 전인 2014년이나 물리적 이전 직전인 2016년에 발생했다고 가정하고 분석해보면 통계적 유의성이 떨어지거나 정반대의 결과가 도출된다. [표14]은 지방이전 효과가 본격화되는 시기를 2014년과 2016년으로 설정했을 때 통계적으로 유의미한 수치가 도출되는 자산군과 해외 대체투자 관련 통계치를 요약한 내용이다.

[표14] 지방이전 시점을 2014년과 2016년으로 설정 시 분석 결과

2014년	Coef	t	P>t
해외대체	3.060	1.68	0.096
2016년	Coef	t	P>t
국내대체	-5.382***	-2.90	0.005
해외대체	-2.752	-1.35	0.180

*p<.05, **p<.01, ***p<.001

지방이전 효과를 2014년을 기준으로 분석했을 때 오히려 지방이전이 해

외 대체투자 수익률 제고에 긍정적인 영향을 미쳤다는 분석이 나온다. 기준을 2016년으로 할 경우 해외 대체투자 분야의 통계적 유의성은 떨어지고, 국내 대체투자 분야 수익률을 크게 하락시킨 점이 통계적으로 발견된다. 이 외 다른 변수들의 경우 통계적으로 유의성을 찾아볼 수 없었다.

앞서 언급했듯 실제 기금운용역들의 이탈이 수치로 드러난 시기는 2016년이다. 직업 이동의 경직성을 감안할 때 인력 이탈 등으로 기금운용본부의 운용 역량 약화가 시작된 시기는 2015년으로 볼 수 있다. 2016년을 기준으로 한 분석 결과는 통계적 유의성 측면에선 본 연구의 결론을 약화시키는 측면이 있지만, 다른 자산군에 비해선 지방이전이 기금운용성과에 미치는 영향이 비교적 뚜렷하게 드러난다는 점에서 제한적이거나 연구의 강건성이 있다고 판단된다.

5. 연구의 시사점 및 한계

국민연금 기금운용본부의 지방이전이 주로 해외 대체투자 부문, 연구 설계에 따라선 국내 대체투자까지 대체투자 부문의 수익률에 부정적 영향을 미쳤다는 것이 본 연구의 결론이다. 이는 한편으로, 대체투자를 제외한 주식, 채권 등 전통 자산군의 경우 지방이전이 운용 성과에 어떤 방향에서든 유의미한 영향을 끼치지 않았음을 의미한다.

이 같은 결론은 향후 국민연금의 기금운용 제도 개선 방향을 설정하는데 객관적 근거로 기능할 수 있다는 점에서 의미가 있을 것으로 보인다. 2018년 국민연금 기금운용발전위원회가 제안한 서울 사무소 설치나 해외 연기금 일부가 채택한 대체투자 부문 자산운용 자회사 설립 등이 다시 공론화되는데 실증적 기초를 제공할 수 있다.

실증적으로 유의미한 결과가 나오진 않았지만 국민연금은 주식, 채권 등 전통자산군에 있어서도 인력 유출 및 우수 인재 유치의 어려움, 정보 교류의 축소와 정보의 질 악화 등 지방이전으로 인한 후유증을 앓고 있는 것은 분명해보인다. 따라서 위 자산군의 경우 대체투자과 같이 공간적 이동을 전제로 한 운용 역량 강화 방안보다는, 성과 보상 강화나 교육 프로그램

램 강화 등 조직 내에서 실현 가능한 대안을 모색해볼 필요가 있다.

이 같은 시사점에도 불구하고 연구의 기초 자료인 통계치의 절대적 부족, 기금운용성과에 영향을 미칠 수 있는 통제변수의 부족 등으로 인한 연구의 한계도 뚜렷하다. 종속변수인 벤치마크 대비 수익률의 경우 세부 자산 군별 수익률을 분석했으나, 통제변수인 책임운용역 비중, 인당 운용자산 규모, 운용 인력 수 등은 기금운용본부 전체 수치를 활용했다. 엄밀한 분석을 위해선 통제변수 역시 자산군에 따라 각각 구성할 필요가 있다. 운용분의 100%를 위탁 운영하는 대체투자과 달리 주식 및 채권의 경우 위탁 운용 비중이 유의미한 통제변수가 될 수 있다는 점도 고려할 필요가 있다.

분석 전반에서 환율 변동으로 인한 효과를 정확히 반영하지 못한 부분은 분명한 한계다. 세 연기금 모두 해외 투자 수익률을 원화로 환산한 수익을 기준으로 비교했다. 환율의 변동의 경우 사실상 단일 투자 기관 입장에서 통제할 수 없는 외생변수다. 3개 연기금은 2010년대 이후 단계적으로 해외 투자 자산에 대한 환 헤지(미래 환율을 고정시켜 환율변동에 따른 위험을 회피하는 수단)를 하지 않고 100% 변동성을 받아들이는 환 오픈(open)을 채택했다. 정책 도입 시점, 해당 시점에서의 환차익 수준에 따라 3개 연기금의 대체투자 수익률은 기준의 차이가 있을 수 있다. 환 관련 변수를 분석에 포함시키는 것은 추후 연구의 과제로 남긴다.

대체투자 분야에서 벤치마크 대비 수익률이 영향 요인에 대한 객관적 분석이 가능한 지표인지 논의의 여지가 있다는 점은 감안 할 필요가 있다. 남재우(2017)에 따르면 대체투자의 경우 △사모시장의 영역 정의의 어려움 △실행가능한 패시브 운용 전략 부재 △공정가치평가 기반 측정의 한계△공신력 있는 벤치마크의 부재 △유니버스의 비공개성으로 인한 투자 의견 반영의 어려움 △시장 변화에 따른 정의의 어려움 △펀드 매니저의 벤치마크에 대한 이해도 부족 등의 요인으로 인해 전통자산군에 비해 객관적 지표 설정이 어렵다는 특성을 갖고 있다. 실제로 [별첨2]를 참고하면 3개 연기금 모두 대체투자 분야 벤치마크 대비 수익률의 경우 연별, 분기별로 수익률의 변동성이 전통자산군에 비해 크다. 그만큼 연구 결과의 신뢰성을 보장하기 어렵다는 뜻이다.

해외 대체투자에 한정해선 국민연금에 비해 운용 규모가 10분의 1 수준에 불과한 공무원연금과 사학연금을 국민연금과 같은 선상에서 비교한 것도 연구 결과에 영향을 미칠 수 있는 요인이다. 국내 기관 가운데 해외 대체투자에 한정해 국민연금과 비견할 수 있는 기관은 해외 총 1573억 달러(2019년 말 기준) 가량을 운용 중이며 서울에 위치해있는 한국투자공사(KIC)다. KIC는 자체 규정을 이유로 해외 대체투자 분야의 연간 벤치마크 대비 수익률을 공개하지 않고 있다. 향후 자료 획득을 통해 두 기관 간 해외 대체투자 성과를 바탕으로 지방이전 정책 효과를 보다 정확하게 측정할 수 있을 것으로 보인다.

제 5장 결론

본 연구에선 국민연금 기금운용본부 지방이전이 운용 성과에 미치는 효과를 자산군별 벤치마크 수익률을 기반으로 분석했다.

우선 지방이전은 주식, 채권, 국내 대체투자 분야의 성과에는 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 이 같은 결과는 주식이나 채권의 경우 대규모 공개 유통시장을 통해 정보가 유통 및 교류되고 있고, 국내 시장에서 국민연금이 차지하는 비중과 위치로 인해 양질의 전주 이전과 관계 없이 양질의 정보를 공급받고 있기에 전주 이전 자체가 큰 영향을 미치지 않을 것이라는 일반의 예측과 일치한다. 국내 대체투자 분야 역시 국민연금이 차지하는 위상으로 인해, 우량 자산에 대한 정보 취득에서 우위에 있어 지방이전이 미치는 영향이 제한됐다.

해외 대체투자 분야에 있어선 지방이전이 벤치마크 대비 수익률을 9.50% 포인트 감소시키는 요인으로 작용했다는 결과는 의미가 있다. 해외 대체투자는 공개 유통시장이 없고, 비공개 정보의 획득이 성과에 영향을 미치는 대체투자의 특성과, 지방이전이 직접적으로 영향을 끼치는 물리적 교류 축소라는 요소를 모두 갖고 있는 분야로서 이번 연구의 중점이 되는 분야다. 구체적으로 해외대체투자 성과에 영향을 미친 요인들을 분석해보면 지방

이전만큼은 아니지만 인당 운용자산 규모와 운용인력수도 유의미한 영향을 끼쳤다.

본 연구는 국민연금 기금운용본부의 지방이전이 기금운용성과에 미친 영향을 초보적인 분석으로나마 실증분석해 일반의 추측과 일치하는 결과를 도출했다는 점에서 의미가 있다. 지방이전으로 인해 우수 인력이 이탈하고, 정보 교류가 위축됨으로 인해 국민연금이 수익률 제고를 위해 확대를 천명한 해외 대체투자 분야에서 집행 부진으로 인해 기회 수익을 포기하는 문제가 발생하고 있다는 점은 최근 국민연금이 발표한 자료와 관계자들의 발언을 통해 확인할 수 있는 내용이다. 기금운용본부의 공사화, 대체투자 조직의 자회사로의 분리 등이 각종 관련 위원회나 전문가 집단을 중심으로 제기돼온 것도 같은 맥락이다.

그럼에도 불구하고 이 같은 제안들은 국민연금을 정치적 도구로 활용하고자 하는 정치인 출신 이사장 및 정당, 정부부처 등에 의해서 좌절돼왔다. 본 연구는 실증 분석을 통해 지방이전이 국민연금의 해외 대체투자 수익률에 명백히 부정적인 영향을 미침을 확인해 제도 개선의 필요성을 환기시킬 수 있다는 점에서 의의가 있다.

다만 연구의 한계도 있다. 보다 정확한 분석을 위해선 자산군별 운용인력, 운용자산을 각각 구하고, 이탈 인력의 비중, 자산군별 위탁운용 비중이나 정보 획득을 위한 기관과의 교류에 대한 변수를 발굴 및 도출해 반영할 필요가 있다. 하지만 현재까지 국내 연기금들의 정보 공개 수준이나 자체 통계 작성의 구체성이 여기에 미치지 못해 해당 자료들을 확보하지 못했다. 명목 수익률이 갖고 있는 한계를 보완하기 위해 벤치마크 대비 수익률을 활용했고, 기준 통일을 위해 원화 환산 수익률을 기준으로 한 점도 투자 역량 측정에 오차를 발생시킬 수 있는 요소다. 해외자산 운용에 있어 환율의 방향은 개별 기관이 예측하거나 영향을 끼칠 수 있는 것이 아니므로 연구 결과에 큰 영향을 미치지 않았을 가능성이 크지만, 향후 연구에서 이 같은 측면도 고려할 필요가 있다.

참 고 문 헌

-논문 및 연구보고서

김병준·신범철·정욱영.(2020). 세계 6대 연금기금의 운용수익률 분석, 「국제지역연구」, 24(3): pp3-26.

김준범, 김범, 정재만.(2017). 연기금 자산운용체계의 독립성이 운용성과에 미치는 영향, 「한국재무학회」, 2017년 경영관련학회 통합학술대회: pp27-60.

김필규.(2018), 국내 대체투자 펀드의 특성 및 수익률 분석, 「자본시장연구월」, 조사보고서 18-1: pp1-72.

노상윤, 황정욱.(2012), ‘국민연금 대체투자 벤치마크의 프리미엄 설정에 관한 연구, 국민연금연구원 연구보고서 2012-09: pp1-221.

민재훈.(2013). 연기금의 주식투자 장기성과 분석에 대한 연구, 「산업경제연구」, 26(5): pp2379-2405.

박영성 외.(2018) 국민연금 기금운용 개선방향, 국민연금기금운용발전위원회, 2018.11: pp41-42.

박영규·류근옥·신기철.(2002), 연기금 자산운용체계의 개선에 관한 연구. 「보험학회지」, 62: pp30-63

박영규, 김현석, 주효근,(2015), 국민연금기금의 대체투자 포트폴리오 구축 방안 연구, 재무연구 제28권 제2호(2015년 5월): pp235-267.

박원웅.(2006), ‘국민연금기금 자산배분시 대체투자 고려 효과’, 연금포럼 제22권, pp. 51-61.

오영균.(2016). 정부부처의 지방이전에 따른 생산성 영향요인의 변화에 관한 연구, 「한국사회와 행정연구」, 27(2): pp93-112.

우민철, 양철원.(2019), 국민연금기금의 운용성과와 능력에 대한 분석, 「한국재무학회」, 한국재무학회 추계학술대회: pp630-660.

원종욱.(2002), ‘국민연금기금의 해외투자에 따른 수익성 및 안정성분석’, 「사회보장연구」, 제18권 제2호: pp129-160.

이기영.(2019), 국민연금 연기금의 대체투자 위탁운용 성과평가 연구, 한국

개발연구원 정책연구시리즈 2019-11, pp1-72.

이준서.(2017), 사모펀드 성과분석:대체투자 관점에서, 「한국증권학회지」, 46(1): pp187-216.

이호선·박월웅.(2011), 연기금 투자정책 결정요인에 관한 연구, 국민연금연구회, 연구보고서 2011권 9호: pp1-127

정기위 외.(2020). 정부의 공공기관 이전 정책은 성공적인가: 한국가스공사 사례를 중심으로, 「국가정책연구」, 34(4): pp133-158.

정문경.(2013). 국민연금 국내주식 위탁 및 직접운용의 벤치마크 대비 초과 수익에 관한 연구, 「대한경영학회지」, 26(6): pp1689-1708.

하나금융투자.(2019). 국민연금의 운용수익률이 1% 상승한다면?, 하나금융투자 연구보고서.

Blake, D., B.N.Lehmann, and A. Timmermann, (1999) 'Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance', Journal of Business, 72, pp429-461

Brinson,G.P., R. Hood and G. L. Beebower, (1995), 'Determinants of Portfolio Performance.', Financial Analysis Journal, Volume 51 Issue1: pp40-48

Dreu, Bikker(2009), 'Pension Fund Sophistication and Investment Policy', Netspar Discussion Paper 05/2009-016.

-발표 자료 및 언론 보도

국회예산정책처.(2019), 2019~2060년 재정전망, 국회예산정책처.

남재우.(2017), 대체투자벤치마크의 이해와 설정, 한국재무학회 봄 심포지엄.

보건복지부.(2019), 국민연금기금 2020-2024 해외투자종합계획,
국민연금 기금운용본부.(2021),
<https://www.nps.or.kr/jsppage/fund/prs/policy08.jsp>

김제림.(2019.9.4.) '국민연금 전주이전 3년여 운용전문가 107명 짐쌌다', 매일 일 경제 제 ,

<https://www.mk.co.kr/news/economy/view/2019/09/694619/>
김제림.(2019.9.22.), ‘베테랑 떠난 자리, 신참으로 메우는 ‘국민연금 운용역’, 매일경제.

<https://www.mk.co.kr/news/stock/view/2019/09/753694>
오윤희.(2018.9.14.), ‘“국민연금 CIO 되려면 돼지 냄새 참아라?”...공단 위치 비꼰 WSJ’, 조선일보.

https://www.chosun.com/site/data/html_dir/2018/09/14/2018091400269.html
홍경표.(2018.8.20.), ‘국민연금 기금운용 서울사무소 논란…기금발전위 설치 제안’ 연합뉴스.

<https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=3463754>
황정환.(2021.5.3.), ‘국민연금, 파격적 채용조건 내건 속사정’ 한국경제,

<https://www.hankyung.com/finance/article/2021050317151>
황정환, (2020.9.21.), ‘[국민연금 이야기]국내에 단 하나 뿐인 공공기관 말뚝법 ‘국민연금법 27조’, 한국경제.

<https://www.hankyung.com/news/amp/202009184415u>
황정환.(2020.9.22.), ‘[국민연금 이야기]“국민연금엔 큰 딜 아니면 죽은 딜만 간다”’, 한국경제

http://marketinsight.hankyung.com/apps.free/free.news.view?aid=202009184424u&category=IB_FREE

Abstract

A study of the impact of local relocation on fund management performance : the case of National Pension Service Investment Management

Hwang Junghwan
Public Administration
The Graduate School
Seoul National University

As part of the policy to relocate public institutions to provincial areas, it has been four years since the National Pension Service(NPS) Investment Management, which manages national retirement funds, moved to Jeonju. However, no research has been conducted on how the policy affects the performance of the National Pension Service's fund management.

The objective analysis of the effect of relocation to provincial areas can serve as a foundation for improvement of the system, which can lead to increased administrative efficiency and publicness. Therefore, the topic of this study is to analyze the impact of the relocation of the NPS's investment arm to

provincial areas, which has not been studied due to lack of data, etc.

This study analyzed the results of civil servants' pensions and private pensions remaining in Seoul through a dual-difference model (DID) to determine how local relocation affected the fund management performance of the NPS.

This study used the return on benchmarks (Benchmark) by asset group (domestic and foreign stocks, bonds, and alternative investments) as an indicator of fund management performance, which is a dependent variable. The control variables used the absolute number of operational personnel, which means the capacity to acquire information, the size of operating assets per person, which means faithfulness of operation, and the proportion of operating stations for more than seven years of experience.

keywords : National Pension Service, Local relocation of public institutions, Fund management, Pension fund, Alternative investment, Fund management performance factors, National pension reform

Student Number : 2019-27848

첨 부 자 료

[별첨1] 3개 연기금의 자산군별 벤치마크

*국민연금 자산군별 벤치마크

구분		
주식	국내주식	KOSPI (배당포함)
	해외주식	MSCI AC World Index (ex Korea, Unhedged-to-KRW)
채권	국내채권	Customized Index
	해외채권	NPS Customized Index (ex KRW, Partial hedged(기타통화-USD),
대체투자	국내사모	$(\text{KOSPI 3년 연평균 수익률} + 2.5\%) \times w1 + (\text{국내 채권 BM 3년 연평균 YTM} + 1.5\%) \times (1 - w1)$
	해외사모	동종유형 비교 지수(Peer Group Index) 수익률 (IRR)
	국내부동산	$\text{IPD 한국지수} \times w2 + [\text{국내CPI 상승률(실제치)} + 5\%] \times (1 - w2)$
	해외부동산	주요 투자대상 7개국 IPD Country Index 가중 평균 지수
	국내인프라	$[\text{국내 CPI 상승률(실제치)} + 4\%] \times w3 + [\text{기존 투자자산 실제수익률} \times (1 - w3)]$
	해외인프라	「OECD CPI 상승률(실제치) + 5%」의 원화헤지 기준 수익률
	헤지펀드	$\text{HFRI FoFs} \times 0.5 + [\text{미국단기금리(T-bills 90일 물)} + 4.5\%] \times 0.5$

참고) w1: 국내사모 지분형 투자의 당해 연도 비중, w2: 적용시점 최초 50% 설정 후 연도마다 10%p씩 증가(2018년부터 IPD한국지수만 사용), w3: 벤치마크 적용시점부터 신규 약정하는 투자 자산의 해당 자산군내 실제비중, 성과평가지 총수익지수(Total Return Index) 방식을 적용, 대체투자 벤치마크지수는 성과평가 벤치마크임

출처: 2019년도 국민연금 연차보고서

*공무원연금 자산군별 벤치마크

구분		
주식	국내주식	배당반영 KOSPI200 × 0.6 + 배당반영 KOSPI × 0.4
	해외주식	MSCI All Country World Index(Unhedged to KRW)
채권	국내채권	Customized Index
	해외채권	Barclays Global Aggregate Index (hedged to KRW)
대체투자	국내사모	(국내채권 기대수익률 + 2.0%) × w2 + (국내주식 기대수익률 + 1.0%) × (1 - w2)
	해외사모	(해외채권 기대수익률 + 2.0%) × w3 + (해외주식 기대수익률 + 2.0%) × (1 - w3)
	국내부동산	5년 평균 CPI + 3.0%p
	해외부동산	(환반영 5년 평균 OECD CPI + 3.0%) × w1 + (5년 평균 OECD CPI + 3.0%) × (1 - w1)
	국내인프라	5년 평균 CPI + 3%p
	해외인프라] 5년 평균 OECD CPI + 4%p

출처: 공무원연금공단

*사학연금 자산군별 벤치마크

구분		
주식	국내주식	[전체] (KOSPI200 + 배당수익률)×0.4 + (KOSPI + 배당수익률)×0.6 - [직접] KOSPI200 + 배당수익률 - [위탁] KOSPI + 배당수익률
	해외주식	MSCI All Country World Index (Unhedged to KRW)
채권	국내채권	Customized Index
	해외채권	Bloomberg Barclays Global Aggregate Index [Hedged(기타통화 - USD), Unhedged(USD - KRW)]
대체투자	국내사모	(3년 평균 국내주식 벤치마크 수익률 + 3%) ×

		$0.6 + (3\text{년 평균 국내채권 벤치마크 수익률} + 1\%) \times 0.4$
	해외사모	$(3\text{년 평균 해외주식 벤치마크 수익률} + 3\%) \times 0.6 + (3\text{년 평균 해외채권 벤치마크 수익률} + 1\%) \times 0.4$
	국내부동산	5년 평균 CPI 변화율 + 3%
	해외부동산	5년 평균 OECD CPI 변화율 + 3%
	국내인프라	5년 평균 CPI 변화율 + 3%
	해외인프라	5년 평균 CPI 변화율 + 3%
	국내헤지펀드	5년 평균 국고채 5년 YTM + 2%
	해외헤지펀드	자산내 비중 확대 시까지 국내 헤지펀드 벤치마크 사용

출처: 사학연금공단

**[별첨2] 국민연금 기금운용본부 지방이전 영향 및 대체투자 특성 관련
실무자 인터뷰²²⁾**

*** 인터뷰 취지 및 설명**

본 인터뷰는 ‘국민연금 기금운용본부 지방이전이 기금운용성과에 미친 영향 분석’ 논문 내용을 보충하고, 참고 자료로 활용하기 위해 이뤄집니다.

연구의 신뢰성을 보장하기 위해 현재 간단한 신상과 직장, 직책, 맡고 있는 업무의 특성을 기술해주십시오. 공개를 원하지 않는다면 익명 또는 큰 범주만 기술해 주십시오.

<인터뷰-1>

이름 : 최OO

직장 : 보험사

직책 및 경력 : 부동산금융 매니저(7년차)

업무 : 실물/PF 대출 및 Equity취급

***질문**

(질문1) 연기금의 운용 수익률에 영향을 미치는 요인에는 어떤 것들이 있다고 생각하십니까.

(답변) 시장상황, 시장금리, 운용력과 파트너사의 역량, 운용사나 운용역의 가격 협상 능력.

22) 위 인터뷰는 본 논문의 참고 자료 마련 차원에서 서면 또는 면대면 인터뷰를 통해 진행됐다.

(질문2) 자산군 가운데 대체투자 수익률에 영향을 미치는 요인에는 어떤 것들이 있다고 생각하십니까. 대체투자와 다른 자산군에는 차이가 있다고 생각하십니까.

(답변) 차이가 있다. 대체투자의 경우 수익 및 리스크 특성, 만기가 이질적 상품을 취급하기 때문에 파트너사의 역량, 협상력(좋은가격에 거래를 설계하고 가져오는 능력)이 특히 중요하다.

(질문3) 국민연금 기금운용본부의 지방이전이 운용 역량 및 수익률에 어떤 영향을 미쳤다고 생각하십니까.

(답변) 출자자(LP)입장에서 파트너사와 관계를 형성하고, 가장 빠른 피드백을 받기 어려워져 파트너사의 역량을 100%활용하지 못하고 있는 것 같다. 피드백 기간이 길어지면서 협상력에도 악영향이 있을 것이라고 본다.

(질문4) 국민연금 기금운용본부의 지방이전이 우수한 인재 유치 여부와 관련이 있다고 생각하십니까. 우수 인재 유치 여부와 운용 수익률 사이에 관계가 있다고 생각하십니까.

(답변) 우수인재 유치여부와 관련이 있다고 생각한다. 다만 수익률은 국민연금이 큰 조직이기 때문에 매니저 개인의 역량보다 조직 또는 파트너사의 의사결정 능력, 협상력 등의 역량과 더욱 관계가 많다고 생각한다.

(질문5) 국민연금 기금운용본부의 지방이전이 국내외 투자자와의 정보 교류에 영향을 미쳤다고 생각하십니까. 그리고 정보 교류의 정도와 운용 수익률 사이에 관계가 있다고 생각하십니까.

(답변) 꽤 영향이 크다고 생각한다. 즉각적인 정보교류 및 피드백을 통해 빠른 의사결정으로 좋은 물건을 좋은 가격에 가져올 수 있는 기회가 제한되기 때문이다.

<인터뷰-2>

이름 : 000

직장 : 연기금

직책 및 경력 : 팀장급

업무 : 대체투자 전반 (부동산/인프라, 사모투자, 헤지펀드 등)

*질문

(질문1) 연기금의 운용 수익률에 영향을 미치는 요인에는 어떤 것들이 있다고 생각하십니까.

(답변) 일관되고 엄격한 자산배분, 위험자산 투자가 허용되는 조직문화

(질문2) 자산군 가운데 대체투자 수익률에 영향을 미치는 요인에는 어떤 것들이 있다고 생각하십니까. 대체투자와 다른 자산군에는 차이가 있다고 생각하십니까.

(답변) 다른 자산군에 비해 특히 대비되는 요소로서, 간소한 의사결정체계를 통한 빠른 투자 의사결정이 중요하다. 대체투자의 특성상 모든 대중에게 공개되지 않는 비공개 투자 건에 대한 접근성이 필요한데, 주로 이러한 투자 건은 빠른 투자 결정이 요구되는 경우가 많다. 이러한 투자 건에 성공적으로 참여하기 위해서는 빠른 의사결정이 필요하며, 투자 건을 제안하는 자산운용사 입장에서든 의사결정을 빠르게 마무리 지어주는 투자기관에 투자 건을 제안하기를 선호하게 된다.

(질문3) 국민연금 기금운용본부의 지방이전이 운용 역량 및 수익률에 어떤 영향을 미쳤다고 생각하십니까.

(답변) 국민연금기금의 투자 규모 측면에서의 절대적 우위를 고려하면, 설사 기금본부가 지방으로 이전했다 하더라도 각 투자 건에 대한 접근성이 크게 낮아졌을 것 이라고는 생각되지 않는다. 다만, 자산운용 인력의 연속성 측면에서 부정적 효과가 있을 것이라고 추측된다. 기금운용본부의 지방이전으로 인해 많은 운용 인력들이 가정 형편, 자녀 교육등의 이유로 장기적으로 국민연금에 근무하지 않고, 짧게 연기금 근무 경력만을 챙기고 이직하려는 경우가 잦아졌기 때문이다.

대체투자의 특성 상 투자의 성과는 몇 년 뒤(길게는 10년 뒤) 평가할 수 있는 경우가 많은데, 운용역이 이직을 전제로 근무를 한다면 한 조직에서 본인의 투자 건에 대해 장기적으로 평판이 쌓이기 때문에 발생하는 신중함이 사라지고, 짧은 근무 기간 내에 본인의 투자 이력을 만들어야 한다는 조바심이 생길 수 있어 위험한 투자 건에 성급하게 투자를 진행하는 경향이 발생할 수 있다고 추측된다. 이러한 효과가 누적될 경우, 장기적으로 국민연금의 대체투자 수익률에는 부정적 영향이 가능할 것이라고 추측된다.

(질문4) 국민연금 기금운용본부의 지방이전이 우수한 인재 유치 여부와 관련이 있다고 생각하십니까. 우수 인재 유치 여부와 운용 수익률 사이에 관계가 있다고 생각하십니까.

(답변)당연히 지방이전으로 인해 기존보다는 우수한 인재의 유치가 상대적으로 더 어려워질 것이라고 추측된다. 단순히 우수 인재가 이탈한다는 사실보다도, 전 문항에 대한 답변해서 언급하였듯, 국민연금이 우수 인재들에게 잠시 거쳐가며 이력만 쌓는 직장이 되는 것이 투자 위험도 측면에서 부정적인 효과를 발생시킬 수 있다고 생각한다.

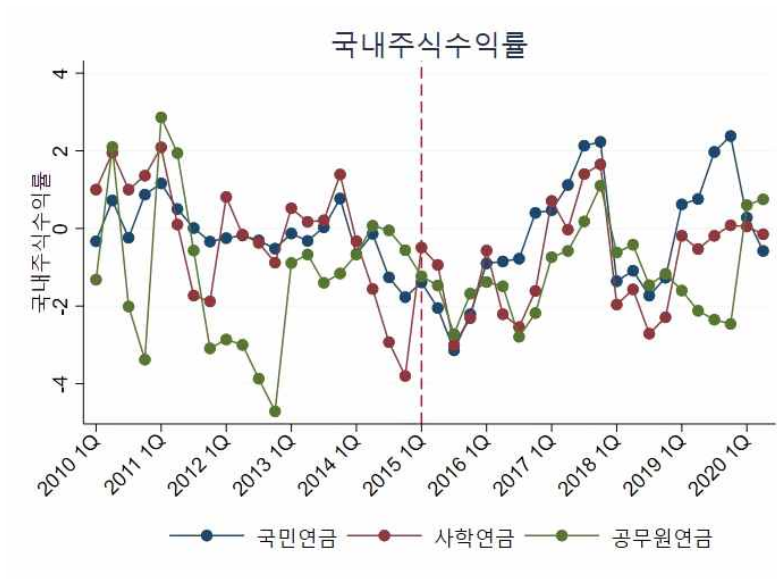
- 어차피 최고 수준의 보수를 보장하지 못하는 국민연금 등 바이스사이드에서 (지방이전 여부와 무관하게) 장기적으로 최고급 인재가 근무하기를 기대하기는 어렵다. 다시 말하면, 우수 인재 유치 여부는 운용수익률에 당연히 영향을 미치나, 어차피 바이스사이드의 급여 한계로 인해 반드시 국민연금의 지방이전이 우수 인재 유치에 큰 영향을 미칠지는 미지수이다. 그러나, 계속 서술하듯, 지방에 소재한다는 점 때문에 애써 입사한 우수 인재가 곧 다른 직장으로 이직한다는 점. 그리고 이것이 발생시키는 도덕적 해이로 인해 위험한 투자에 노출될 개연성이 높아진다는 점이 운용 수익률에 부정적 영향을 끼칠 수 있다고 추측된다.

(질문5) 국민연금 기금운용본부의 지방이전이 국내외 투자자와의 정보 교류에 영향을 미쳤다고 생각하십니까. 그리고 정보 교류의 정도와 운용 수익률 사이에 관계가 있다고 생각하십니까.

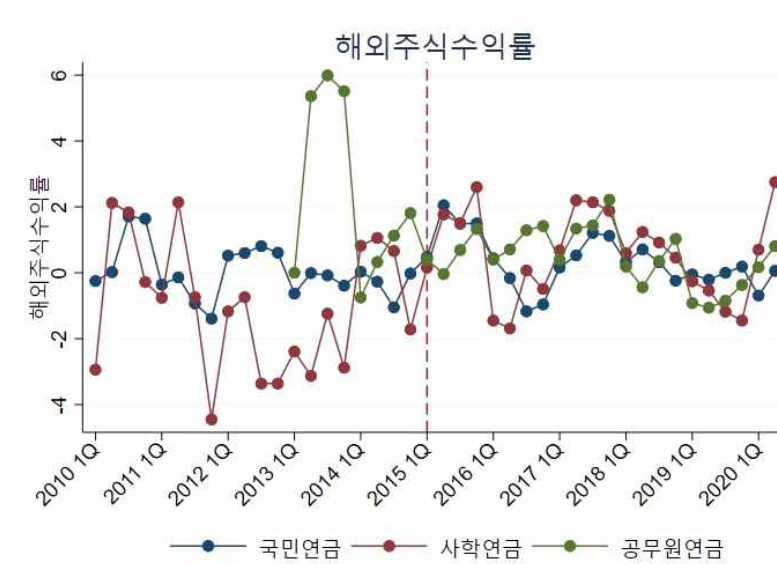
(답변) 먼저 정보 교류의 정도와 수익률 사이의 관계부터 논하자면, 해당 투자기관(바이사이드)이 얼마나 빠른 의사결정체계와 전문성을 갖췄는지, 그리고 무엇보다 충분한 투자 규모를 갖췄는지가, 정보 교류의 정도보다 더 중요하다고 생각한다. 국민연금의 지방이전에도 불구하고 정보 교류에 큰 영향을 미칠지는 회의적이다. 국민연금의 대부분 운용역은 경력직인 경우가 많고, 과거 인맥을 통해 정보를 교류하는 경우가 많아, 현재 직장이 지방에 있다고 해서 큰 애로점이 있을 것이라고 생각되지 않는다.

[별첨3] 3개 연기금의 자산군별 벤치마크 수익률 비교(단위:%)

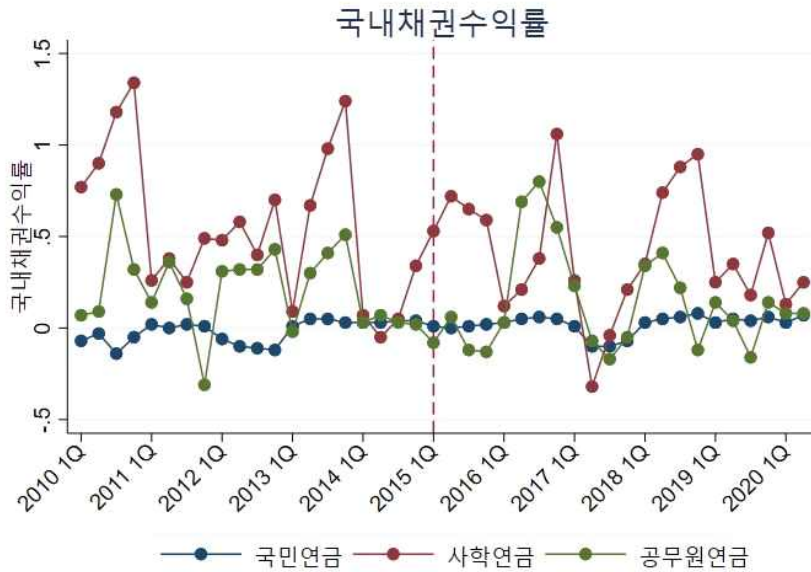
1. 국내주식



2. 해외주식



3. 국내채권



4. 해외채권



5. 국내대체투자



6. 해외대체투자



자료 : 3개 연기금(국민연금, 공무원연금, 사학연금)의 2010~2020년
1분기까지 자산군별(국내주식, 해외주식, 국내채권, 해외채권,
국내대체투자, 해외대체투자) 벤치마크 대비 수익률(단위: %)