

기획논문

국민연금기금 관리운영체계의 개선을 위한 소고

김 용 하

투명성·전문성·책임성에 기초하고 견제와 균형의 원리가 관철되는 국민연금 운용 시스템으로의 전환을 내용으로 하는 국민연금기금 관리운영체계의 개선방안을 제시하여 보았다. 현행 국민연금 관리운영체계의 긍정적 방향으로 정비되고 있으나 아직은 만족할 만한 수준에 이르지 못하고 있다. 거대 국민연금기금의 관리경험은 선진국에서도 거의 찾아볼 수 없기 때문에 많은 부분을 캐나다의 기금운영체계의 개선이나 선진국의 민영기금의 경험에 의존할 수밖에 없는 실정이라서 관리운영체계의 개선은 신중을 기해야 하는 부분이다. 따라서 국민연금 관리운영체계의 개선은 서두르되 조금해서는 안 된다. 현재 국민연금에서 가장 중요한 것은 국민의 신뢰이다. 견제와 균형의 원리가 관철되는 전문적이고 책임 있는 관리운영체계의 정립은 국민연금에 대한 신뢰성을 높이는 주춧돌이 될 것이다.

주제어 : 국민연금, 기금

1. 서 언

인구고령화시대를 대비하는 기둥으로서의 국민연금기금은 가입자의 장기신탁자산으로서 또한 가입자의 급여에 충당할 책임준비금으로서 그 중요성을 아무리 강조해도 지나치지 않다. 또한 국민연금기금은 그 규모의 거대함으로 국민경제 전반에 막대한 영향을 미칠 수 있기 때문에 일반적인 중소기업과 동일한 원칙으로 운용될 수 없다는 점에 어려움이 있어 국민연금기금 운용에 적합한 관리운영체계의 마련이 필요하다.

김용하

성균관대학교에서
경제학 박사학위를
취득하고,
현재 순천향대학교
경제금융보험학부
교수로 재직중이다.

yongha01@sch.ac.kr

국민연금기금은 크게 ① 공공부문 ② 복지부문 ③ 금융부문에 분산되어 투자되고 있으며, 2003년 말 현재 총 112조 원의 적립기금 중 공공부문에 15조 원, 복지부문에 4천억 원, 금융부문에 97조 원이 투자되고 있다. 기금운용수익률은 1999년에 12.8%, 2000년에 4.7%, 2003년에는 7.83%를 기록하고 있어, 금융시장의 실세금리 수준에 근접하고 있다. 따라서 비교적 좋은 운용실적을 유지하고 있다고 볼 수 있다.

그럼에도 불구하고 국민연금기금 운용과 관련하여 국민들의 불신이 불식되지 않는 것이 문제다. 이러한 국민연금에 대한 불신이 증가되는 것은 투명성과 민주성은 비교적 관철되고 있으나 조직운영의 기본원리인 견제와 균형이 제대로 이루어지지 않고 있을 뿐만 아니라 전문성과 독립성도 부족하기 때문이라고 생각한다. 따라서 이 연구에서는 최근의 국민연금의 관리운용체계의 개편과 관련된 주요한 쟁점을 정리하고 현행 국민연금 관리운용체계의 문제점을 분석하여 개선대안을 제시하는 데 그 목적이 있다.

국민연금기금 관리운용체계와 관련하여 그동안 많은 연구가 진행되었다. 대표적으로 한성운(2001)의 국민연금연구센터에서 주도된 실무적 연구, 김우찬(2001)의 국민연금의 주주의결권 행사와 관련된 논문, 오규택(2002)의 전략적 자산배분과 관련된 논문, 김준영·김용하(1998)의 기금운용체계 관련 논문 등이 있다.

이 논문은 국민연금기금 관리운용체계의 개선방안을 제시하기 위하여 국민연금기금 관리운용 관련 주요쟁점 분석(제2장), 국민연금기금 관리운용체계의 현황과 문제점(제3장), 국민연금기금 관리운용체계의 개선방안(제4장)의 순으로 구성되어 있다.

2. 국민연금기금 관리운영체계 관련 주요 쟁점

1) 기금운용 정책방향과 관련된 쟁점

(1) 기금운용에 대한 사회적 규제의 적절성

기금의 안정성을 확보하고, 국민연금기금이 국민경제의 균형적 발전에 기여하기 위해서는 기금운용에 대한 '사회적 규제'가 필요하다. 특히, 우리나라처럼 금융시장이 불안한 경우 기금의 안전성을 확보하기 위해서는 기금운용에 대한 규제가 필수적이다. 기금운용에 대한 사회적 규제는 사회적 합의하에 기금운용의 방향 설정, 포트폴리오 구성, 기금투자의 결정과 사후평가 등 기금운용의 전 과정에 참여하는 것을 의미한다.

(2) 기금운용의 시장중립성

국민연금기금은 GDP의 50~100%에 이르는 막대한 기금이 축적되기 때문에 운용여하에 따라서는 채권시장, 주식시장 등 낙후된 우리나라 금융시장 활성화에 크게 기여할 수 있다. 반면 국민연금기금의 규모가 커짐에 따라 국민경제와 금융시장에 대한 영향도 점차 커지고 있다. 국민연금기금이 국민경제와 금융시장에 순기능을 할 수 있도록 중립적 투자운용원칙의 확립이 필요하다. 특히, 국민연금기금이 투자한 주식에 대한 의결권 행사에서 신중한 정책판단이 필요하다.

(3) 기금운용의 민주성과 투명성

국민연금기금에 대한 국민적 신뢰를 제고시키기 위해서는 기금운용의 민주성과 투명성이 더욱 강화될 필요성이 있다. 1999년 국민연금법의 개정으로 가입자 대표의 기금운용에 대한 참여가 대폭 강화되었고, 기금운용의 절차에 대한 투명성이 높아졌으나 아직도 국민적 신뢰를 획득하기에는 미흡한 점이 있다. 따라서 기금운용의 민주성과 투명성을 제고하는 방안에 대한 검토가 필요하다.

2) 기금관리운영의 감독체계와 관련된 쟁점

(1) 기금운용 규제(관리감독) 기본원칙

국민연금기금운용을 규제하는 원칙으로 기금운용 담당기관의 선량한 재량권을 강조하는 약한 규제방식(*Prudent-man Rule*)과 국가 혹은 공공기관이 기금운용 담당기관을 다차원으로 강하게 규제하는 방식(*Draconian Approach*)에 대한 선택이 필요하다.

(2) 보건복지부의 역할

기금운용 관리감독기능의 방향과 관련하여 감독책임기관인 보건복지부의 위상의 정립이 필요하다. 즉, 기금운용 관리감독업무와 연금제도관리 및 연금행정업무를 분리할 것인지 여부가 쟁점이다.

(3) 국민연금기금운용위원회의 역할

국민연금기금운용위원회에 현재의 기능 이외에 금융감독위원회가 금융기관에 대해서 갖는 감독권한과 같은 기능을 부여하는 방안과 현재의 기능을 보완하는 방안이 검토될 수 있다.

(4) 국민연금기금운용 감독과 금융감독위원회의 역할

국민연금기금운용 관리·감독권한을 금융감독위원회로 이관할 것인지 아니면 독립된 연금감독기구로 만들 것인지가 쟁점이 될 수 있다. 예를 들어 칠레·아르헨티나 같은 경우는 독자적인 연금기금감독위원회가 정부기구로 구성되어 있고, 영국도 소득비례연금에서 적용 제외된 기업연금에 대해서는 독립된 감독기구가 있다. 호주 같은 경우도 기업연금에 대한 감독위원회가 별도로 존재하고 있다(물론 규제 방식은 나라마다 다르다. 남미: 강한 규제유형, 호주·영국: 약한 규제유형). 금융감독위원회에 국민연금(나머지 직역연금 포함)에 대한 관리·감독권을 부여할 경우 전체 금융기관에 대한 관리감독이 가능해지기 때문에 규제의 효율성이나 국가 전체적으로 금융시장 안정화에

기여할 수 있으나 반대의 가능성도 높다.

예를 들어, 기본적으로 보수적 투자가 이루어지는 국민연금과 수익성을 중시하는 사적 연금(개인연금) 간의 투자가치 및 투자원칙의 충돌과 같은 현상이 생길 수도 있다. 그리고 금융감독위원회의 도덕적 해이가 발생할 경우 이관문제가 근본적인 벽에 부딪칠 수 있다. 이 문제는 좀더 상황을 지켜보고, 특히 금융감독원의 기능 및 역할에 대한 정확한 이해가 선행되어야 할 것이다.

3) 기금관리운용의 전문성 제고와 관련된 쟁점

(1) 투자위원회의 설치

국민연금기금운용 관련 주요의사결정을 담당하게 될 투자위원회의 설립 시, 설치의 위치가 문제가 된다. 기금운용본부(투자전문회사) 내 설치안과 기금운용위원회의 지휘감독을 받도록 기금운용위원회 산하에 설치하는 방안이 있다.

(2) 기금운용본부의 독립과 전문회사 설립

현재의 국민연금공단 내 존재하는 기금운용본부는 전문성과 책임성의 제도에 한계가 있다는 지적이 많다. 중기적으로 기금운용본부를 연금관리공단에서 독립시켜 독자적 투자전문회사로 분사시키고, 국민연금관리공단은 순수하게 연금행정업무만을 담당하는 기구로 재편하는 방안이 대한 검토가 필요하다.

(3) 국민연금기금운용사무국 설치

국민연금기금운용위원회의 기능을 강화하기 위하여 국민연금기금운용사무국을 설치하는 문제로, 국민연금기금운용사무국의 필요여부와 설립 시 위상이 문제가 된다.

(4) 국민연금기금의 의결권 행사의 제한 여부

국민연금기금이 투자한 주식의 주주총회에서 의결권 행사를 적극적으로 할 것인가 아니면, 의결권 행사를 제한 할 것인가가 중요한 쟁점이 될 수 있다. 그리고 의결권 행사를 한다고 하면 어떠한 기준과 범위에서 할 것인가를 정해야 한다.

3. 국민연금기금 관리운영체계의 문제점

1) 국민연금 관리운영 현황

국민연금기금 운영 현황과 수익률 현황은 <표 1>, <표 2>와 같다. 여기에서 국민연금기금은 크게 ① 공공부문 ② 복지부문 ③ 금융부문에 분산되어 투자되고 있으며, 2003년 말 현재 총 112조 원의 적립기금 중 공공부문에 15조 원, 복지부문에 4천억 원, 금융부문에 97조 원이 투자되고 있다는 것을 알 수 있다. 또한 기금규모가 당분간 크게 증가될 것으로 예상되면서, 기금운용의 합리성 제고가 주요 정책과제로 등장하고 있다.

2) 국민연금 관리운영체계의 현황

국민연금기금은 그 규모와 국민경제에 미치는 영향이 막대하기 때문에 기금의 운용 및 집행에 이르는 전 과정을 국민연금법령에 의거하여 엄격히 규정·관리하고 있다. 국민연금기금은 원칙적으로 보건복지부장관이 위원장으로 있는 국민연금기금운용위원회가 최고 의사결정기구이다. 기금운용위원회가 의결한 기금운용지침에 따라 복지부장관은 기금운용계획을 수립·시행하고, 국민연금관리공단에서는 기금운용본부를 설치하여 기금을 관리하고 있다. 보건복지부는 국민연금기금운용안을 마련하여 기금운용위원회에 제출하고, 기금운용위원회

표 1
국민연금기금 운용 현황
 (단위: 10억 원)

| 연 도 | 총 계 | 공공부문 | 복지부문 | 금융부문 |
|------|-----------|---------|--------|---------|
| 1988 | 5,279 | 2,880 | — | 2,399 |
| 1989 | 12,332 | 6,278 | — | 6,054 |
| 1990 | 21,987 | 10,178 | — | 11,809 |
| 1991 | 33,275 | 15,178 | 1,200 | 16,897 |
| 1992 | 47,504 | 21,278 | 2,400 | 23,826 |
| 1993 | 76,118 | 30,800 | 3,900 | 41,418 |
| 1994 | 113,557 | 65,520 | 4,828 | 43,209 |
| 1995 | 159,554 | 104,355 | 6,302 | 48,897 |
| 1996 | 250,284 | 146,752 | 6,945 | 63,012 |
| 1997 | 331,906 | 190,652 | 8,052 | 84,120 |
| 1998 | 374,647 | 267,951 | 14,385 | 92,311 |
| 1999 | 469,923 | 318,573 | 9,900 | 141,450 |
| 2000 | 606,152 | 345,114 | 7,165 | 253,874 |
| 2001 | 756,411 | 307,847 | 6,332 | 442,232 |
| 2002 | 927,747 | 301,989 | 5,269 | 620,489 |
| 2003 | 1,122,696 | 152,512 | 4,414 | 965,770 |

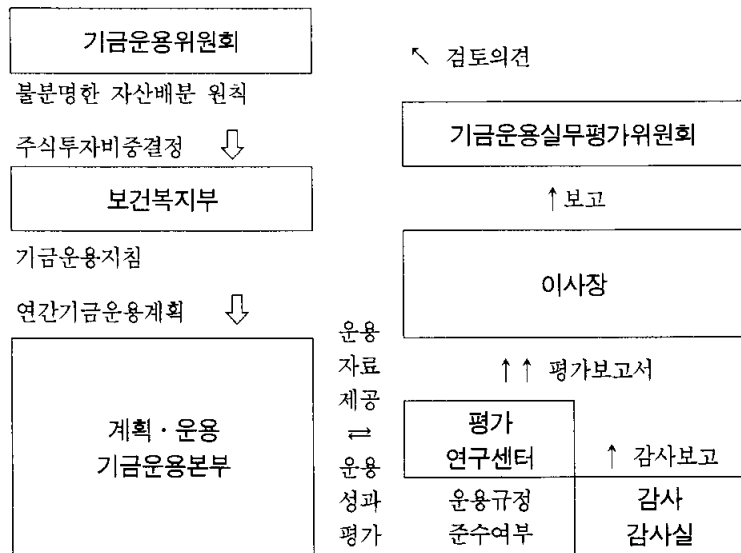
표 2
수익률 현황(단위: %)

| 연 도 | 총 계 | 공공부문 | 복지부문 | 금융부문 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 1988 | 11.98 | 11.00 | — | 12.95 |
| 1989 | 12.79 | 11.00 | — | 14.35 |
| 1990 | 12.55 | 11.00 | — | 13.83 |
| 1991 | 12.76 | 11.00 | 11.00 | 14.04 |
| 1992 | 12.68 | 11.00 | 11.00 | 14.07 |
| 1993 | 11.99 | 9.67 | 11.00 | 13.87 |
| 1994 | 12.10 | 10.25 | 10.94 | 13.91 |
| 1995 | 12.11 | 11.64 | 10.68 | 13.11 |
| 1996 | 10.75 | 10.30 | 9.69 | 11.86 |
| 1997 | 8.84 | 10.33 | 8.67 | 5.56 |
| 1998 | 14.41 | 13.02 | 8.93 | 18.37 |
| 1999 | 8.45 | 8.01 | 8.01 | 24.49 |
| 2000 | 4.69 | 8.57 | 8.05 | -4.69 |
| 2001 | 8.99 | 6.62 | 5.96 | 11.37 |
| 2002 | 6.36 | 6.47 | 4.53 | 6.31 |
| 2003 | 7.83 | 4.90 | 4.53 | 8.59 |

에서는 이를 심의·의결한다. 복지부장관은 기금운용에 근거하여 세부 기금운용계획을 확정하고 이를 국민연금관리공단에 시달하고 있다. 국민연금관리공단의 기금운용본부는 기금운용위원회 및 기금운용본부에서 결정한 기금운용계획에 따라 세부 기금운용계획을 작성하고, 집행결과는 매분기별로 기금운용위원회에 보고하며, 연말결산의 경우 공인회계사의 감사를 받아 복지부장관 및 기금운용위원회에 보고해야 한다. 기금운용위원회는 국민연금관리공단 및 복지부에서 제출한 전년도 기금운용결과를 평가 및 심의하고 결산을 최종적으로 승인하고 있다. 한편, 국민연금기금운용에 대한 감독과정을 보면 감독당국 역시 보건복지부가 중심이다. 현재 관련 감독기구를 보면 보건복지부·기금운용실무평가위원회·공단 내 연구센터 성과평가팀·감사실(Compliance)·기금운용본부 성과분석팀 등으로 구성되어 있다.

기금운용본부의 성과분석팀은 자체 성과분석(기금운용본부운용규정 시행규칙)을 한다. 즉, 포트폴리오 평가(자산배분의 적정성 분석), 운용과정 분석(개별종목 수익률 분석), 컴플라이언스 점검 등을 수행한다.

그림 1 국민연금기금 관리운용체계



연구센터 성과평가팀은 전략적 자산배분의 평가(기금운용 규정 제 30, 31, 32조; 연구센터운용규정시행규칙) 기능을 한다. 감사실에서는 제 규정 준수여부(기금운용규정 제41조)를 감시하며, 기금운용위원회는 기타 기금운용에 과한 중요사항으로서 운용위원회 위원장이 부의한 사항(국민연금법 제84조 5항)을 검토한다.

이상에서 우리나라의 규제 및 감독방식은 약한 사전적 규제방식과 강한 엄격한 규제방식을 혼용하고 있다고 할 수 있다. 그러나 감독내용을 체계적으로 명문화한 규정은 없는 실정이다.

3) 기금 관리운용체계의 문제점

(1) 견제와 균형원리 부족

기금의 운용과정에 발생할 수 있는 도덕적 해이(*moral hazard*)를 색출하고 감시할 수 있는 체계가 영성하다. 현재 국민연금기금의 운용은 보건복지부의 책임하에 국민연금관리공단의 기금운용본부에 의하여 이루어진다. 그런데 기금운용에 대한 평가는 1년에 1회 그것도 국민연금관리공단산하의 국민연금운용센터와 외부전문기관에 의해 단기간의 평가가 이루어지고 이를 기금운용실무평가위원회가 심의하여 운용위원회가 최종적으로 승인하는 형식으로 이루어진다. 이때 단기간에 1회에 걸쳐 이루어지는 외부전문기관에 의한 평가를 제외하면 나머지는 완전히 내부조직에 의하여 이루어진다. 한마디로 견제와 균형의 원칙(*principle of check & balance*)이 관철되지 못하고 있다.

또한 외부의 전문기관에 의뢰하여 평가한다고 해도 그것은 극히 일시적이고 제한적이다. 국민연금기금과 같이 방대한 자금을 어떻게 단기간 내에 평가할 수 있는가? 단순히 장부상의 점점이상의 큰 의미를 주지 못할 것이다.

(2) Plan-Do-See의 관리체계가 미흡

기금운용의 평가는 단순히 평가를 위한 평가여서는 안 된다. 또한

결과에 대한 평가보다는 평가과정에 대한 평가가 주로 이루어져야 한다. 운용과정에 대한 평가란 기금운용이 실행되었을 때 즉각적으로 평가전문가에게 정보가 주어지고 평가전문가는 이의 적합성을 독립적으로 점검해야 한다. 그리고 운용평가는 즉각적으로 기금운용계획자에게 주어져서 다음의 운용계획에 즉각적으로 반영되어야 한다. 즉, 기금운용의 성과를 증진시키고 운용과정의 도덕적 해이가 실시간으로 제어될 수 있는 순환관리체계가 만들어져야 하는 것이다. 피드백(feed-back) 식의 Plan-Do-See가 이루어지지 않는 사후평가는 큰 의미가 없다. 그리고 그 기금의 중요성이 클수록, 규모가 클수록, 도덕적 해이의 가능성이 높은 기금일수록 이러한 관리체계는 필수적이다. 이러한 측면에서 현재의 국민연금기금 관리체계는 취약성을 인정할 수밖에 없다.

(3) 전문성의 부족

현재 기금운용은 계획-운용-평가의 전 단계에서 전문성이 제고되고 있지만 적립기금의 규모에 비해서는 턱없이 부족한 실정이다. 물론 이러한 전문성의 부족은 국민연금기금만의 문제가 아니고 우리나라 금융시장 전반의 문제이다. 다른 사적 펀드들에 비하면 오히려 국민연금기금은 나름대로 전문성이 높은 조직이라고 할 수 있을 것이다. 그러나 국민연금기금의 중대성에 비추어 볼 때, 국민연금기금의 운용자의 전문성은 미흡한 상태라고 평가된다. 특히, 기금운용본부의 조직규모가 아직은 적정선 이하라고 보여진다.

그리고 전문성 제고를 위해서는 외부 전문가를 받아들이는 것도 중요하지만 자체적으로 전문가를 양성하려는 의지도 필요하다. 전문가 양성은 장기적 의지를 가지고 지속적으로 이루어져야 한다.

(4) 관리운영 시스템 미비

시스템을 움직이는 것은 전문인력이지만 시스템이 갖추지 않는 전문인력은 총 없이 전쟁터에 나가는 군인과 같다. 특히, 언제 날아올

지 모르는 미사일공격(투자위험)에 대비한 방공망이(위험관리체계)가 갖추어져 있지 않고는 현대전에서는 승리할 수 없다. 국민연금기금에서는 위험관리체계를 설치한 것으로 알고 있으나 관련 데이터베이스의 구축미비 등으로 제 기능을 발휘하지 못하는 것으로 알려져 있다. 보다 체계적인 위험관리 시스템이 갖추어져 있지 않으면 기금관리체계의 정비는 무의미하다.

(5) 정부의 규제원칙 미정립

선량한 관리자 방식과 엄격한 규제방식이 혼재하고 있다. 구체적으로, 국민연금법에 따르면 투자대상 종목을 나열식으로 열거하고 있고, 기금운용본부 규정에서도 상품별(주식, 채권)로 투자대상을 제한하고 있어 엄격한 규제방식을 취하고 있다. 반면, 최근 국민연금법 개정안에 따르면 투자대상 상품의 다변화 방안으로 증권거래 상의 상품에 대하여 투자할 수 있도록 변경할 예정이다. 즉, 기금운용 담당자의 자의에 의한 선량한 관리자 방식을 추구한다.

또한 규제 관련 조직 및 조항이 분산되어 있다. 규제 관련 조직은 기금운용위원회, 기금운용실무평가위원회, 복지부 연금재정과, 연구센터, 감사실, 기금운용본부 등으로 분산되어 있어 체계적 규제를 위해서는 전문적 인원을 갖춘 단일조직이 필요하다. 규제 관련 조항 역시 국민연금법, 복지부 연금재정과 업무규정, 기금운용본부 자체규정, 연구센터 평가 관련 조항 등으로 분산되어 있어 일관적이고 통일된 관점에서의 규제사항이 미비하다.

(6) 기금운용위원회의 실질적 기능 한계

최종감독의 권한과 책임을 가지고 있는 복지부 현재 인원은 연금재정과장, 서기관 혹은 사무관 2명 정도가 전부이다. 복지부의 권한과 책임에 비하면 담당인원이 턱없이 적고, 전문성도 부족하다 할 수 있다. 더욱이 순환보직인 탓에 업무에 적응할 정도가 되면 다른 부서로 이동한다. 기금운용위원회와 기금운용실무평가위원회는 법률적 기능

에 비해 비상설기구로 전문적 업무를 파악하는 데는 어려움이 많다. 국민연금연구센터 평가팀은 기금운용성과를 평가하는 연구센터 내 성과평가팀의 경우 아직 평가팀 운용규칙이 없으며, 평가기준과 원칙에 대해서도 기금운용본부와 합의 된 사항이 없이 일회성으로 평가가 진행되고 있다. 공단감사실은 현재 3명의 공단직원이 감사(*compliance*)를 하게 되어 있으나, 이 역시 전문성 부족과 관련 데이터의 부족으로 실질적인 감사를 수행하기에는 어려움이 많다. 운용본부 내 성과분석팀은 운용본부 자체의 필요에 의해 자체평가를 하게되어 있으나, 본부장의 의사결정에 도움을 줄 수 있는 정보제공에 머물고 있다.

4) 정부의 국민연금기금 운용체계 개선안과 문제점

- 국민연금기금의 운용에 관한 기본정책방향 및 국민연금과 공무원연금 등 다른 연금과의 연계방안 등에 대한 정책협의를 위하여 국무총리를 의장으로 하는 국민연금정책협의회를 둔다(안 제5조 2 신설).
- 국민연금기금운용의 전문성·책임성을 제고하기 위하여 국민연금기금 운용위원회를 상설화하고, 여유자금운용에 관한 계획 수립, 운용 및 그 성과에 대한 평가 등의 업무를 수행하게 하며, 전문위원회와 사무국을 두어 업무의 원활한 수행을 지원하도록 한다(안 제84조, 제84조 2, 제84조 8, 제84조 9 신설).
- 국민연금기금운용위원회의 위원을 21인에서 9인으로 변경하고, 위원장·상임위원 등은 관련부처 장관과 가입자단체·시민단체가 추천하는 일정배수의 후보자중에서 국민연금정책협의회의 추천을 거쳐 대통령이 임명 또는 위촉하도록 한다(안 제84조 3 신설).

이상과 같은 정부의 기금운용조직개편안은 국민연금기금 운용이 안고 있는 문제점을 더욱 심화시키는 방안이라고 할 수 있다. 즉, 첫째, 연금정책협의회의 기능이 불투명하고 연기금에 대한 정부간섭을 강화시킨다는 비판을 받을 수 있다. 둘째, 국민연금기금운용위원회의 성격도 명확하지 않다. 전문적인 투자운용과 민주적이고 투명한 운용

원칙이 혼재되면서 그 성격이 모호해졌다. 셋째, 전문성이 강화되어야 할 기금운용본부의 자율성과 책임성은 더욱더 약화될 우려가 있다. 따라서 정부의 개편안은 현재의 운용구조보다 오히려 개악된 것이라고 할 수 있다.

5) 캐나다 국민연금 관리운용체계의 시사점

캐나다의 CPP(*Canada Pension Plan*)는 우리나라의 국민연금과 유사한 제도이다. 캐나다의 기금관리운용체계가 검토되는 이유는 기금운용체계의 개편 이전에는 우리나라와 유사했지만 개편 이후에는 바람직한 관리운영체제로 평가되고 있기 때문이다. 따라서 우리나라의 국민연금기금 관리운용체계의 개편 시에 참고할 필요가 있다.

캐나다의 연기금은 연방정부에서 총괄 감독하며 운용 및 관리의 권한은 각 주에 위임되고 있다. 현재는 퀘벡주의 QPP(*Quebec Pension Plan*)¹⁾와 여타 9개 주를 관할하는 CPP의 이원체제로 되어 있다.

(1) CPP의 연기금관리

CPP에서 연기금은 정부재정예산과는 독립적으로 운용되지만 기금 운용은 주정부가 발행하는 20년 만기의 시장거래가 불가능한 지방채에 국한하며, 이자율도 연방정부의 이율결정에 의거하고 있었다. 이러한 정책은 수익률을 극대화하는 정책으로는 한계를 가지기 때문에 새로운 정책대안이 모색되었다.

즉, 크게 두 가지 방법이 제시되었다. 즉, ① 지방채에 투자를 국한하나 이자율과 만기구조에 변화를 주는 방법, ② 다양한 포트폴리오기법하에 시장에 투자하는 방법이 제시되었다. 그러나 투자위원회를 설치하는 것을 골자로 하는 개혁안 채택되었다.

① 개혁안의 주요내용

첫째, CPP는 부과방식의 재원조달형태에서 수정부과방식으로 전

환함으로써 더 많은 기금을 적립시키고자 한다. 즉, 현행 2년간의 급여에 필요한 기금보유방식에서 5년간 기금을 보유하는 방식으로 전환하였다. 따라서 수정부과방식으로 전환한 제도하에서 투자수익을 확보하는 것이 중요한 문제로 인식됨에 따라 새로운 투자정책을 도입하게 되었다.

둘째, 공채에만 투자함으로써 기금운용의 저효율성(보험료 증가, 수익률 저하)의 문제점이 발생하여 개혁안에 의한 보험료율을 조정하였다. 즉, 현행 계획은 2016년까지 14.2%인데, 개혁안은 9.9%로 고정시킨다.

셋째, 지금까지 연금기금은 재무성에 의해 독자적으로 운용되어 왔으나, 이러한 정부 중심의 기금운용에 따른 기금운용의 비효율성이 지적되어 최근 개혁안(1997.2)이 결정되었는데, 여기에서는 12명의 전문가집단으로 구성된 CPP투자위원회를 설치하여 순수 민간경영방식을 도입하여 1998년부터 시행하고 있다.

② CPP투자위원회의 설치

1998년부터는 12명의 전문가집단으로 구성된 CPP투자위원회를 설치하여 순수 민간경영방식을 도입하였다. 선출의 기준은 연방정부와 주정부 합동 임명위원회에서 후보명단을 작성하고 주정부 재정장관에게 자문하여 연방정부에서 임명하며, 이사회위원의 자격은 개혁안의 목적에 부합될 수 있는 충분한 유사 운용경험과 재정운용능력을 지닌 자로 구성하고 있다.

투자위원회는 연금수급권자에게 최대한의 이익을 제공할 수 있도록 새로운 CPP기금을 전문화된 순수 민간경영방식으로 운용하는 것을 목적으로 한다. 또한 위원회는 위험과 수익률에 기초하여 적절한 투자기준을 설정하고 가입자에게 최대한의 수익을 제공하기 위한 전문적인 투자기법을 도입하고 있다. 따라서 현재 시장원리에 입각하여 건설하게 운용되고 있는 캐나다의 타연금제도인 QPP의 운용방식을 적용하였다.

③ 새로운 기금투자정책

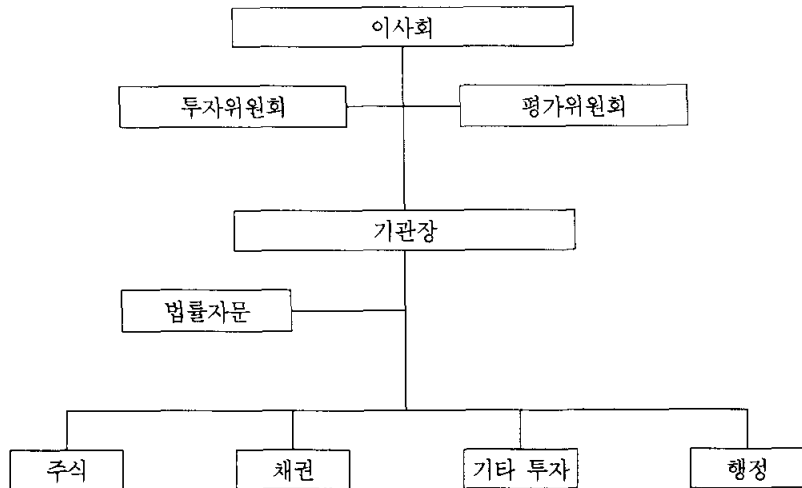
종전에 시장유통이 불가능한 지방채에 국한된 투자형태에서 수익성 증대를 위해 다양한 포트폴리오를 구성하여 기금을 투자한다. 국내 주식투자는 적극적 운용보다는 소극적 운용을 원칙으로 하며, 해외투자는 20%로 제한한다. 주정부의 배분비율은 향후 투자자금의 50%이하로 제한하고, 동시에 이자율도 시장이자율을 적용하도록 하며, 자산배분에 관한 사항은 정부의 개입 없이 오직 이사회의 결정에 의하도록 되어 있다.

한편 지금까지 관리운용방식을 적용하고 있던 기금(Old Fund)의 경우 새로운 운용방식을 적용하지 않고, 과거 20년 만기기준에 준하여 20년 만기 때마다 지속적으로 재투자함을 원칙으로 한다.

④ 기금운용의 투명성과 조직

정부의 예산과 함께 연금기금의 운용은 국회의 심의·의결을 거치며, 운용결과에 대해서는 'Annual Report of the Canadian Pension Plan'을 통하여 공시하고 있다. 기본적으로 투자정책의 공개, 분기별

그림 2
 CPP투자 위원회
 (조직구조계획안)



재무제표 공표, 연차보고서 발간, 2년마다 연방·주정부 합동회의를 실시한다. 한편 CPP 기금운용의 평가는 연방·주 장관의 주관으로 기존 5년마다 실시했으나 새로운 제도하에서는 3년으로 하며 기금운용상의 문제발생 시 긴급회의를 소집할 수 있다. CPP투자위원회는 CPP기금운용에 대한 분기별 재무제표와 연차보고서를 발표해야 한다. CPP의 연차보고서는 현황, 문제점, 개선사항 등에 대하여 국회에서 명확한 설명해야 한다.

한편, 기금투자위원회의 조직은 이사회에서 CPP투자위원회의 조직체계를 결정하며, 조직구조는 온타리오주 사학연금의 조직체계와 유사한 구성으로 조직되었다. 이사회의 이사장은 조직 내 다른 업무를 겸임할 수 없으며, 위원회는 투자위원회와 평가위원회의 이원화된 조직으로 구성된다.

(2) 퀘벡연금기금

퀘벡연금위원회(QPB)는 퀘벡주 내의 피용자와 고용자로부터 납부되는 기여금을 전문투자기관인 CAISSE(The Quebec Deposit & Investment Fund)에 전액 위탁관리하고 있으며, QPB는 일체 기금을 보유하지 않고 있다. 급여에 필요한 자금은 필요 시 마다 CAISSE로부터 인출한다. CAISSE는 퀘벡주정부가 기금관리를 목적으로 설립한 공적 기관으로, 수탁한 기금을 QPB와 협의하여 운용함으로써 설립목적은 충실히 이행하고 있다.

CAISSE는 형성된 기금의 안정성을 유지하면서 동시에 최대 수익을 올릴 수 있는 분야에 한정하며, 공공성 목적이라는 명목하에 수익성을 희생하면서까지 공공분야에 투자하는 것을 피하고 있다. 이와 같은 수익성 위주의 기금운용결과 QPB는 CPP에 비해 매우 건전한 연금재정을 유지하고 있다.

① CAISSE의 조직 및 기능

CAISSE(Caisse de depot et placement du Quebec)는 1965년에 국

회법에 의해 설립되었다. CAISSE에는 318명의 직원이 근무하고 있고, 그중 54명은 경영·관리자, 160명은 전문가, 10명은 기술 및 행정직의 직원들이다. 연금공사의 사장(President)은 CAISSE의 기금운용위원회(Board of Directors)의 부위원장이 되어 연금운용을 확인·감시한다. CAISSE의 기금운용위원회는 연금기금의 투자계획을 세워 기금운용을 하고, 연금공사에 기금투자·운용결과를 보고하며 기금운용위원회는 12인으로 구성된다.

② CAISSE의 성격 및 역할

CAISSE는 퀘백의 공적 연금 및 보험기금과 퀘백의 공적 기관의 기금을 투자하는 포트폴리오 매니저의 역할을 한다.

CAISSE는 적정 재정수익을 달성하도록 위임사항을 갖고 있으며, CAISSE가 운용하는 자본을 보호하면서 퀘백경제에 활력을 불어넣는데 기여해야 한다. 이러한 목적을 이루기 위해서 CAISSE는 채권, 주식, 유가증권, 부동산, 그리고 파생상품과 같은 전통적이고 혁신적인 재정수단의 범위를 이용한다. 이와 같은 수단들은 적극적인 운용, 투자의 기민한 선택, 그리고 주고 북아메리카와 유럽 및 아시아시장에 대한 다양한 투자를 의미한다.

한편, CAISSE의 총본부는 캐나다의 몬트리올에 소재하고 있다. CAISSE는 북아메리카의 가장 큰 재정기관들 중의 하나이며 캐나다의 선도적인 공적 기금운용기관이다.

③ 퀘백의 연금기금운용

CAISSE의 투자자금 구성비와 구성액을 살펴보면, CAISSE의 투자자금은 여러 기관(18개 기관)의로부터 위탁받아 구성된다(1994년 기준). CAISSE의 위탁투자자금 구성비를 살펴보면 정부기관 35.8%, 연금공사 32.1%, 자동차보험 10.5%, 기타 12.1%로 구성되어 있다.

투자는 분산투자를 원칙으로 하는데, 이를 자세히 살펴보면 채권(약 48%), 국내주식투자(25%), 해외주식투자(10%), 모기지(4%), 부

동산(4%) 등으로 구성되어 있다.

투자방법은 투자기관들이 투자·운용방법을 제시하고 CAISSE가 운용하는 방식을 취하고 있는데, 파생금융상품에 개입·단기성 투자·해외투자 등 적극적인 투자방식으로 운용된다. 채권투자정책은 정부와의 협정에 의해 정부가 맡긴 자금의 일부를 채권에 투자하기도 하지만, 적극적인 방식으로 활발하게 다양한 채권을 매수 및 매도하고 있다.

주식투자정책은 대형주나 소형주를 구분하지 않고 다양하게 투자한다. 경제분석과 기업분석을 철저히 함으로써 내재가치 판단에 신중을 기한다. 한편 해외증권투자의 경우 간접투자방식과 직접투자방식을 병행하여 운용하며, 경영권 지배를 목적으로 투자하는 경우도 있다.

끝으로 부동산의 경우에는 부동산회사와 합작하여 부동산의 운용·관리를 부동산회사에 위탁하고 있다.

이러한 투자에 대해 사후 정확하게 평가할 수 있는 지표를 마련하여 철저히 평가하고 있다.

(3) 캐나다 기금 관리운용체계의 시사점

캐나다 기금운용체계의 시사점을 정리하면 다음과 같다.

먼저 장점으로는 첫째, 기금운용이 독립적인 체계이다. 캐나다의 기금운용은 가능하면 정부나 기타 이해단체의 간섭으로부터 분리될 수 있도록 설계되어 있다. 둘째, 기금운용조직의 전문성이다. 투자 전문가로 구성된 투자위원회를 중심으로 전문적 운용이 가능하도록 만들어져 있다. 셋째, 견제와 균형의 원리가 관철되고 있다. 독립성과 전문성이 보장되는 만큼 기금운용상의 도덕적 해이를 제어하기 위한 치밀한 장치가 필요한데, 평가위원회조직을 통하여 이를 해결하고 있다.

이러한 장점에도 불구하고 몇 가지 문제점도 함께 가지고 있다. 첫째, 기금의 주인인 가입자 및 수급자의 의견이 기금운용에 반영되지 않는 구조를 가지고 있다. 둘째, 기금운용이 오직 수익성과 안정성의

관점에서만 이루어지도록 구성되어 있다는 점이다. 이는 캐나다 연기금의 규모가 국민경제의 크기에 비하여 그렇게 크지 않다는 점과 관련이 있다. 끝으로, 우리나라의 국민연금과 같이 기금규모가 GDP의 50% 이상이 될 경우, 단순히 사적 연기금과 동일한 원칙으로만 운용되는 것은 위험하다고 판단된다.

4. 국민연금기금 관리운용체계 개선방안

1) 관리운용체계 개선의 목표

공적 연금기금의 운용방향과 원칙은 연금제도의 특성, 기금의 규모, 경제발전의 정도, 시장의 발달 정도, 그리고 각국의 독특한 역사적·문화적 맥락에 따라 상이하며, 보편적인 모델을 찾기 어렵기 때문에 한국의 실정에 맞는 기금운용의 정책목표가 설정될 필요성이 있다.

(1) 기금의 안정적 운용

공적 연금의 종국적 목적은 가입자에게 안정된 노후소득을 보장하는 데 있다. 따라서 기금의 안정성을 저해할 가능성이 있는 불확실한 기금운용을 억제해야 하며, 기금의 안정적 운용을 통한 노후소득보장이 최고의 정책목표가 되어야 한다. 이런 의미에서 국민연금기금의 실질가치를 최대한으로 유지할 수 있는 기금운용정책의 방향과 과제가 설정되어야 한다.

(2) 국민경제의 발전

가입자의 노후소득을 보장하기 위한 기금의 안정적 운용이 정책목표가 된다고 하더라도, 막대한 국민연금기금의 규모와 전 국민이 강제적으로 가입한 사회보험기금으로서의 공적 기금의 성격 등을 고려한다면 기금운용은 국민경제의 발전에 기여해야 한다. 따라서 기금의

안정적 운용을 저해하지 않는 범위 내에서 사회간접자본의 구축, 금융시장의 활성화, 사회부문간·지역간 균형발전 등을 위한 '사회적 공익자금'으로 운용될 필요가 있다.

(3) 국민신뢰성 제고

국민연금제도 및 기금운용은 한국의 특수한 역사적 상황으로 인해 일부 국민으로부터 신뢰의 위기를 겪고 있다. 공적 연금과 연금기금은 전 국민을 대상으로 하기 때문에 국민적 신뢰감이 형성되지 않으면 제도의 안정적 발전을 기대하기 어렵다. 따라서, 국민연금기금의 운용 방식과 운용절차 등 기금운용 전반에 걸쳐 국민적 신뢰성을 획득할 수 있는 정책목표가 설정되어야 하며, 이를 위해서는 기금운용의 투명성과 민주성을 더욱 강화시킬 필요성이 있다.

2) 견제와 균형의 원리의 확보방안

견제와 균형의 원리는 막대한 국민연금기금의 관리운영자가 가지고 있는 힘을 적절히 견제하면서 전문성과 책임성을 유지하기 위한 가장 기본적인 원칙으로 판단된다. 먼저, 견제시스템으로서 기금운용과 관련된 통제시스템의 구축이 요구된다. 기금운용의 통제시스템은 크게 내부 및 외부 시스템으로 구분하여 내부 통제시스템은 연금기금의 관리·운용에서 요청되는 복잡한 의사결정단계들이 별도의 기관들에 의해 수행되도록 기능을 분리해야 할 것이며, 외부 통제시스템은 기금 운용과정을 공개하고 그 성과를 주기적으로 평가·공시하는 방법이 강구될 수 있다.

국민연금기금의 운용은 보건복지부장관의 정책결정, 국민연금기금 운용위원회의 심의·의결, 국민연금관리공단의 실무적 운용이라는 3각체제로 운용되고 있다. 국민연금기금운용위원회가 국민연금기금의 운용에 관한 주요 사항을 심의·의결하도록 되어 있으나 심의·의결 사항이 구체적으로 명시되어 있지 않아 국민연금기금운용위원회의 책

임성이 떨어져서 사실상 국민연금기금이 국민연금관리공단에 의해 운용됨으로써 통제시스템의 허점이 노출되고 있다.

국민연금기금운용의 투명성을 확보하고 투자위원회의 투자상의 자의성을 통제하기 위해 국민연금기금운용체계에 계획(Plan)-운용(Do)-평가(See)-계획(Plan)의 환류시스템(feedback system)을 구축해야 할 것이다. 보건복지부는 기금운용의 주체이므로 보건복지부를 중심으로 효과적인 기금운용이 이루어 질 수 있도록 하되, 계획은 국민연금기금투자위원회, 운용은 기금투자전문회사, 평가는 국민연금기금운용위원회산하에 기금운용을 상시적으로 평가할 수 있는 국민연금기금전문평가단을 설치하여 국민연금기금 운용체계가 효율성의 전제하에서 견제와 균형이 이루어질 수 있도록 해야 할 것이다.

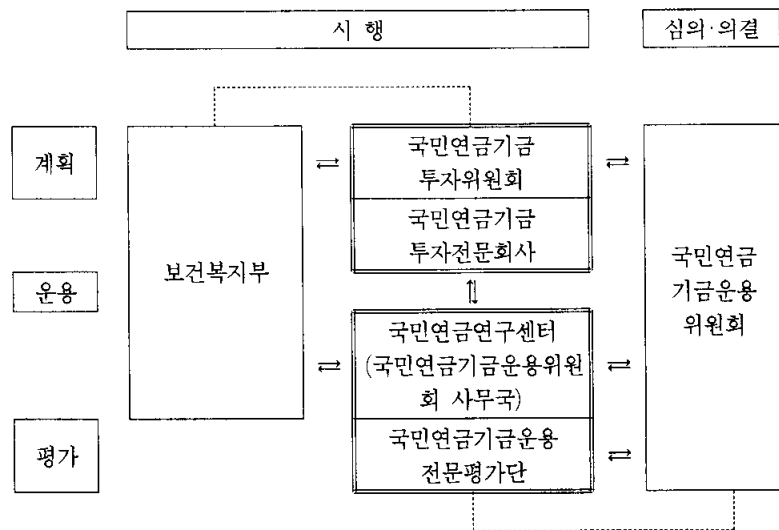
또한, 가입자 및 수급자의 이해를 수렴하고 대변할 수 있는 최고의 의사결정기구인 현행과 같이 국민연금기금운용위원회를 유지하도록 한다. 위원의 구성도 현재의 국민연금법에 비교적 적절히 배합되어 있는 것으로 판단되므로 그대로 유지하도록 하는 것이 바람직 할 것이다. 국민연금기금운용위원회의 위원장은 현재와 같이 보건복지부장관으로 하고 위원은 보건복지부장관이 임명하도록 하되 위원의 추천은 각계 각층의 이해가 반영될 수 있도록 한다. 국민연금기금운용위원회의 주요 기능은 현행법과 같이 기금과 관련된 주요사항을 의결토록 한다.

금융부문에 대한 효율적 투자를 위해서는 기금운용에 있어서 전문성과 책임성을 제고시키는 것이 시급히 요구되고, 기금운용의 중심축을 명확히 세우는 것이 중요하다. 이를 위해서는 국민연금관리공단의 기금운용본부를 확대 개편하여 기금투자전문회사로 독립시키고, 국민연금기금투자전문회사는 국민연금관리공단의 산하 회사로 하되 독립경영이 될 수 있도록 자율성을 부여해야 할 것이다. 국민연금기금투자전문회사의 운용은 일종의 이사회 조직인 '국민연금기금투자위원회'를 설치하여 운용하는 것이 바람직할 것이다. 위원은 보건복지부장관이 임명하는 6인 내외의 상임직 위원으로 구성하고, 투자위원회의 위

원들 및 투자전문가에 대해서는 별도의 보상체계를 마련하되 실적에 따라 급여하는 능력급제를 채택하도록 한다. 또한, 투자결정의 권한을 대폭 부여하되 그 결정에 대하여서는 책임져야 할 것이다. 기금투자전문회사 조직은 채권투자부, 주식투자부, 해외투자부, 리스크관리부 등 4개 부로 구성해야 할 것이다. 기금투자전문회사 사장 및 4개 부의 부장은 기금투자위원회의 위원 중에서 임명토록 한다.

한편, 평가기능의 강화가 필요하다. 이를 위하여 국민연금기금전문평가단을 신설하여, 기금운용실적을 객관적·전문적으로 평가하여 이를 기금운용실무평가위원회와 본 위원회에 보고하도록 함으로써 기금운용위원회의 운용에 있어서 투명성을 확보해야 할 것이다. 국민연금기금전문평가단은 국민연금연구센터 내에 설치하고, 국민연금연구센터의 소장이 평가단장을 겸임하도록 한다. 평가전문위원(5~7명)은 국민연금공단이사장의 추천으로 국민연금기금운용위원회가 임명하여야 할 것이다. 평가단은 현재의 '국민연금기금운용전문평가위원회'를 상설화·강화하는 의미를 지닌다.

그림 3 국민연금기금 관리운영체계 개선방안



국민연금기금전문평가단의 상시적 평가와는 별도로 1년에 한 번씩 2개 이상의 외부 전문기관으로부터 기금운용결과에 대한 평가를 받아야 할 것이다. 국민연금기금운용실무평가위원회는 폐지하고, 국민연금기금전문평가단이 투자위원회와 외부 전문기관으로부터 제출된 평가보고서를 심의하고, 심의결과를 국민연금기금운용위원회에 보고한다. 한편 국민연금기금운용위원회의 활성화를 위해 기금운용위원회 사무국의 국민연금연구센터 내 설치를 함께 검토해야 할 것이다.

3) 기금운용의 투명성·전문성·책임성 확보방안

국민연금재정의 장기적 안정화를 위해서는 국민연금기금의 체계적 운용이 필수적 과제이며, 이를 위해서는 국민연금 운용과정상의 투명성·전문성·책임성의 확보가 필요하다.

(1) 국민연금기금운용위원회 위상의 재정립

국민연금기금에 대한 국민의 불신의 가장 큰 원인은 기금운용에 대한 불신이다. 기금운용에 대한 신뢰 없이는 국민연금제도에 대한 신뢰도 기대하기 힘들다. 국민연금기금운용위원회의 기능을 기금의 투자운용에 대한 정책결정보다는 투명성확보의 중심기구로 재정립하여 투자전략의 결정과 같은 기술적 측면보다는 기금운용의 방향설정 및 평가기능에 중점을 두는 것이 바람직할 것이다.

(2) 국민연금기금 운용 규제원칙의 정립

국민연금기금 운용에 대한 규제는 견제와 균형을 원칙을 철저히 관철하는 방향으로 추진되어야 할 것이다. 이는 국민연금기금 운용의 전문화 및 책임성 강화를 골자로 하는 독립화와 국민연금기금운용위원회의 통제를 받는 독립된 평가단을 통한 상시 기금운용평가 및 피드백시스템의 구축을 통해 이루어질 것이다. 즉, 선량한 관리자의 책임성을 강화하면서 성과 및 결과에 대한 규제와 사전적 규제의 중간

인 투자과정중의 개입 및 평가시스템을 구축하는 방안을 적극적으로 검토하는 것이 바람직할 것이다. 한편, 국민연금이 투자한 주식에 대한 의결권 행사에 대한 원칙과 기준의 확립이 필요하다.

(3) 국민연금기금 위험관리시스템의 구축

국민연금 기금운용수익률 제고와 투자의 안정성 확보를 위한 위험관리체계의 구축이 필요할 것이다. 국민연금기금 운용은 그동안 1년 단위로 평가되는 체계를 유지하고 있다. 위험관리체계의 구축을 통하여 1년 단위 외에도 장기적 시각에서, 또한 단기적으로는 1개월, 1주, 1일 단위로 지속적인 투자방안이 평가되고 수정되어야 할 것이다. 국민연금기금은 재원의 조달측면 보다는 운용측면을 중심으로 평가되어야 하고 파생상품 등 투자상품의 다양화에 대비하여 자산부채 종합관리(ALM)시스템 이외에도 VaR(위험자산가치평가)시스템에 의한 위험관리의 강화가 필요할 것이다.

(4) 국민연금 주주의결권 행사기준의 마련

국민연금은 중장기적으로 주식투자의 비중을 확대하는 것이 불가피하다. 따라서 주식시장에서 국민연금기금의 비중은 급속히 증가될 것이다. 이때, 국민연금기금은 개별 기업에서 지배주주로 등장할 가능성을 배제할 수 없다. 국민연금의 주주의결권 행사에 대해서는 많은 찬반의 논쟁²⁾³⁾이 있고 미국의 캘리포니아주 퇴직연금에 대한 의결권 행사의 효과에 대한 실증분석연구⁴⁾도 있다. 그러나 중요한 것은 국민연금기금이 시장경제의 자율성을 해쳐서는 안 된다는 것이다. 그러면서도 국민연금기금이 우리나라 기업이 외국의 자본가에게 적대적 M&A를 당하는 것을 방지하는 중립적 위상을 확보하는 것도 중요과제라 하겠다. 국민연금기금의 의결권 행사의 범위와 방법 등에 대해서는 보다 심층적 연구가 필요하다.

5. 결언

투명성·전문성·책임성에 기초하고 견제와 균형의 원리가 관철되는 국민연금 운용시스템으로의 전환을 내용으로 하는 국민연금기금 관리운용체계의 개선방안을 제시하여 보았다. 현행 국민연금기금 관리운용체계는 긍정적 방향으로 정비되고 있으나 아직은 만족할 만한 수준에 이르지 못하고 있다. 거대 국민연금기금의 관리경험은 선진국에서도 거의 찾아볼 수 없기 때문에 많은 부분을 캐나다의 기금운용체계의 개선이나 선진국 민영기금의 경험에 의존할 수밖에 없는 실정이라서 관리운용체계의 개선은 신중을 기해야 하는 부분이다.

따라서 국민연금기금 관리운용체계의 개선은 서두르되 조금해서는 안 된다. 현재 국민연금에서 가장 중요한 것은 국민의 신뢰이다. 견제와 균형의 원리가 관철되는 전문적이고 책임 있는 관리운용체계의 정립은 국민연금에 대한 신뢰성을 높이는 주춧돌이 될 것이다.

■ 주

- 1) 캐나다 퀘벡주의 연금제도.
- 2) 김우찬(2001)은 적극적인 의결권 행사를 주장하고 있으나, 전경련·자유기업원 등에서는 매우 부정적 입장을 취하고 있다.
- 3) 정윤모(1994).
- 4) Stephen(1994).

■ 참고 문헌

- 국민연금기금 운용 중장기 투자정책위원회. 2002. 《국민연금기금 운용 중장기 투자정책방안》.
- 국민연금발전위원회. 2003. 《2003 국민연금 재정계산 및 제도 개선방안》.
- 국민연금연구센터. 2003. 《2003년 상반기 기금운용성과 평가보고서》.
- 국민연금연구센터. 2002. 《2002년도 국민연금기금 운용보고서》.
- 국민연금연구센터. 2002. 《기금운용성과 평가보고서》.
- 김용하·윤진영. 2003 《국민연금의 기금운용과 자본시장연구》, 국민연금관리공단.
- 김우찬. 2001. 《국민연금의 의결권 행사체계 확립과 기금운용의 건전성 제고방안》, 한국개발연구원.
- 김원식 외. 2002. “국민연금기금의 정책적 자산배분,” 국민연금기금 운용 중장기 투자정책위원회, 《국민연금기금운용 중장기 투자정책방안》.
- 김준영·김용하. 1998. 《국민연금기금 관리체계의 효율적 구축방안에 관한 연구》.
- 박무환 외. 2002. 《자금순환표로 본 국민연금 자산배분》, 국민연금연구센터 연구보고서.
- 보건복지부·국민연금관리공단. 2003. 《2002년도 국민연금기금운용실적보고서》.
- 신성환. 2002. “기금운용철학 및 중장기 기금운용 목표,” 국민연금기금 운용 중장기 투자정책위원회, 《국민연금기금 운용 중장기 투자정책방안》.
- 오규택. 2002. “국민연금기금의 전략적 자산배분,” 국민연금기금 운용 중장기 투자정책위원회, 《국민연금기금 운용 중장기 투자정책 방안》, 2002. 06
- 임영재·이중기. 2003. 《기업연금의 지배구조설계에 관한 소고》, 한국개발연구원, 정책연구시리즈.
- 정운모. 1994. “기관투자자의 의결권행사 활성화,” 《증권예탁》 제 1호: 3~44.
- 조성원·한덕희. 2003. 《국민연금기금의 SOC 투자방안》, 국민연금관리공단 국민연금연구센터, 연구보고서.
- 한성윤·김대철. 2002. 《해외 공적 연금의 기금운용 사례연구》, 국민연금관리공단 국민연금연구센터, 연구보고서.
- 한성윤 외. 1999. 《국민연금기금의 관리체계 개선방안》, 국민연금연구센터.
- Nesbitt, Stephen. 1994. “Long-Term Rewards From Shareholder Activism: A Study of The ‘CalPERS Effect,’” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.6 No.4.