

국민연금 기금 거대화에 대응한 국민경제적 관점에서의 기금운용방안에 대한 고찰

김 용 하
(순천향대학교)

본 논문은 기금규모가 2013년말 기준으로 427조원이 되고, 2043년 경이 되면 2,561조원으로 늘어날 것으로 전망되고 있는 국민연금 기금운용 시스템의 문제점을 분석하고 개선방안을 고찰하고 있다. 단일 기금 규모로 세계적으로 상위권에 있는 국민연금은 우리나라의 경제 규모와 금융시장 규모에 비하여 거대하여 시장에서 가격 순응자의 입장을 넘어서 가격 결정자로서의 영향력이 확대되고 있기 때문에 단순한 수익성과 안정성의 관점에서의 투자는 국민경제에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 국민연금기금은 국민경제적 관점에서 시장 중립적, 시장 역기능 보완, 시장 발전적으로 투자하는 원칙을 확립하고 이를 위한 구체적인 투자방안을 제안하고 있다. 또한 국민연금기금을 다수의 펀드로 나누어 분산 운용하되 이를 총괄 관리하는 국민기금운영위원회를 금융전문가 중심으로 구성하여 상설기구화 하고, 운용의 중심체인 기금운용본부의 독립성을 강화하여 전문운용회사를 설립하되, 리스크 관리 등을 위한 감독체계를 강화하여 견제와 균형이 이루어질 수 있도록 하여야 함을 제안하고 있다. 한편, 국민연금기금에 의한 기업지배의 위험을 통제하기 위하여 주주로서의 의결권 행사의 제한이 필요하다.

주요용어: 국민연금, 기금운용, 연금재정, 연금보험, 공적연금

이 논문은 순천향대학교 학술연구비 지원으로 수행하였으며, 한국연금학회 정책토론회에서 발표된 내용을 수정·보완한 것이다

■ 투고일: 2014.4.30 ■ 수정일: 2014.6.22 ■ 게재확정일: 2014.6.24

I. 서언

1988년에 도입된 국민연금기금은 2013년말 427조원 규모로 급속히 증가되어, 2043년경에는 2,561조원을 넘어설 것으로 전망되고 있다¹⁾. 2013년 기준 국민연금 기금의 규모는 국민총생산 1,428조원의 30.0%, 주식시장 1,325조원의 32.2%, 채권시장 1,396조원의 30.6%에 이르는 것으로 단일 기금으로서 국민경제와 금융시장에 차지하는 비율은 세계적으로 사례를 찾아 볼 수 없을 정도로 거대하다고 할 수 있다. 본 논문은 기금 규모가 빠르게 증가되고 있는 국민연금기금을 현재와 같이 금융시장에서 특별한 제한 없이 투자하는 것과 기금운용체계를 향후에도 그대로 유지하는 것에 문제는 없는가에서 출발하고 있다.

국민연금 기금운용 체계 개선과 관련된 정책적 접근은 지난 2007년경 국민연금제도 개선과정에 함께 논의되었고, 노무현 정부 말기에 국민연금기금운용체계 개편방안을 담은 법안이 국무회의를 통과하여 국회에 제출되었으나 제대로 검토가 되지 못하고 17대 국회 폐회로 자동 폐기되었다. 이명박 정부는 인수위 기간부터 기금운용체계 개편방안을 검토하여 정부초기인 2008년에 국민연금법 개정 정부안이 국무회의를 거쳐 국회에 상정되었다. 그러나 예상치 못했던 2008년 글로벌 금융위기의 발생으로, 금융시스템의 불안이 증폭되면서 논의가 사실상 중단되고 18대 국회가 끝나면서 또 다시 폐기되었다. 그러나 최근 국제 금융시장이 비교적 안정을 찾아가고, 국내외 국민연금 기금투자가 확대되면서 기금운용체계의 개선 필요성이 다시 제기되고 있다.

국민연금 기금과 관련된 기존의 연구는 국민연금의 성격 규명과 관련된 것으로 정창률(2010)과 장우영(2012)의 연구가 있고, 국민연금이 자본시장이나 국민경제에 미치는 영향과 관련된 연구는 김용하(2005), 김경아(2009), 박무환(2009a), 박무환(2009b), 은민수(2011) 등이 있다. 국민연금 주주권 행사와 관련된 연구로 조성훈(2005), 김우찬(2011), 강성원(2011), 윤창현(2011), 박경서(2011), 주은선(2011), 박양균(2011), 남재우(2012), 안택식(2012), 이재현(2012), 원종욱(2012), 이병기(2013) 등 다수가 있고, 국민연금의 공공 및 복지부문 투자에 대한 검토 연구로 김진수(2006), 한성윤(2010), 주은선(2012), 정문경(2012a) 등이 있다. 국민연금 기금 투자 전략과 관련된 연구로 김용하(2006), 원종현(2009), 변진호 외(2011), 정문경(2012b) 등이 있고, 국민

1) 제3차 국민연금 장기재정추계 결과(2013.3).

연금기금 운용체계와 관련된 연구로는 김연명(1988), 김용하(2004), 전창환(2007), 박양석 외(2008), 정홍원(2008) 등이 있다. 이와 같이 국민연금 기금과 관련된 국내 연구는 최근 활성화되고 있지만, 국민연금 기금의 거대성 문제에 대한 연구는 정창률(2010)에서 문제의식을 가지고 검토하고 있으나 동 논문은 국민연금의 근본 성격에 대한 규명에 초점을 맞추고 있는 관계로 거대성 문제에 대하여 집중적인 분석을 시도하지는 못하고 있고, 구체적인 대안 탐색은 없는 실정이다. 연금기금과 관련 외국의 문헌으로는 Watson Wyatt Global 300 survey 연차보고서 세계 우수기금의 규모에 대한 보고가 있고, Devlin & Brummitt(2007)의 연구에서는 공적기금이 사적시장에 투자될 때 어떠한 규칙을 가지고 투자를 해야 할 것인지에 대해서 검토하고 있다. Dixon(2008)의 연구와 같이 연기금의 증가에 따른 금융시장의 영향을 연기금자본주의 시각에서 접근하고 있기도 하다. Monk(2008)과 같이 연기금의 국부펀드적 성격에 대한 연구도 있다. Nesbitt(1994)과 Opler et al.(1988)과 같이 적극적인 주주권 행사의 성과에 대한 연구도 있다. 그렇지만 이들 연구 역시 우리나라 국민연금 기금과 같은 거대성 문제에 대해서는 거의 관심을 가지고 있지 않다. 일본의 후생연금기금이 우리나라와 유사한 사례로 생각될 수 있으나 Usuki(2005)와 Tamaki(2012)의 연구에서 보듯이 일본 후생연금의 거대성 문제를 다루고 있지 않다. 미국의 공적연금기금인 OASDI 기금 역시 국내 채권 투자에 한정하고 있고, 기금규모에 비하여 미국 경제규모가 크기 때문에 거대성 문제가 주목받지 못하고 있다. 본 논문은 우리나라 국민연금기금의 특유한 문제로 판단되는 국민연금기금의 거대성 문제의 대응방안으로 투자와 기금운용체계의 시장중립적 개편방안에 대하여 검토하고 있다. 기금의 거대성이 미치는 영향에 대한 분석 없이 거대성 문제의 대응방안을 탐색하는 것이어서 다소 논리적 비약이 문제가 될 수 있지만 거대성 문제에 대한 대응방향으로 국민연금기금의 시장 중립적 위상 견지를 제시하고 이를 위한 방안을 제시하고 있다는 점에서 현상에 대한 통찰에 기초한 정책방향 제시라는 점에서 일고의 가치는 있을 것으로 판단된다. 본 논문은 국민연금 재정 및 운용 현황(II장), 국민연금기금 투자방안(III장), 국민연금 기금운용체계 개선방안(IV장)으로 구성되어 있다.

II. 국민연금 재정 및 운용 현황

1. 국민연금의 장기 재정전망

최근 제 3차 국민연금재정추계 결과, 국민연금 적립기금은 2043년까지 최대 2,561조 원까지 증가하다가 인구 고령화로 2044년부터 총지출이 총수입보다 많은 수지적자가 발생하고, 2060년에는 기금이 소진될 것으로 전망됐다. 5년 전과 비교하여 볼 때 향후 출산율 상승과 국민연금 가입자 증가는 재정에 긍정적 영향을 미치지만, 기대수명의 상승은 급여지출을 늘려 장기적으로 부정적 효과를 가지는 것으로 분석되었다.

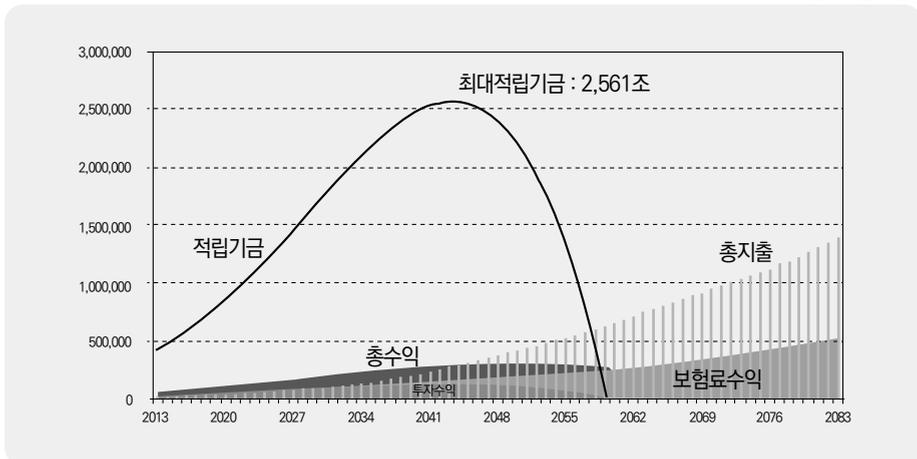
국민연금 가입자수는 2013년 2,039만명에서 2015년 2,062만명으로 최고점에 이른 뒤, 근로연령인구가 감소함에 따라 점차 감소할 것으로 전망된다. 2083년에는 1,100만 명 수준까지 감소할 전망이다. 반면 노령연금수급자 수는 2013년 266만명에서 지속적으로 증가해 2063년에는 최고 1,460만명으로 증가한 뒤 감소할 것으로 보인다. 2013년에는 가입자수대비 수급자비율이 15% 수준에 불과하지만 2060년에는 100%를 넘어서는 것이 연금재정 불안의 가장 큰 요인이다. 2013년에는 GDP 대비 국민연금 급여지출 비율이 1% 정도이지만 8% 수준에 가깝게 늘어나게 된다. 물론, 적립기금이 소진되다 해서 연금급여가 중단되는 일은 없다. 현재의 대부분의 선진국과 같이 적립기금이 없더라도 노년세대의 연금지급액 만큼을 근로세대가 보험료를 거두면 된다. 그러나 적립기금이 소진되는 시점 이전에 국민연금제도를 개선하지 못하면 연금보험료를 21.4%까지 올려야 하는 문제가 발생하게 된다.

이러한 장기재정전망은 연금재정운용 및 연기금 투자 측면에서 다음과 같은 정책적 시사점을 보여준다. 첫째, 저부담·고급여의 불균형 구조를 근본적으로 해소되지 않는 한 적립기금의 고갈은 불가피하며 이는 투자된 자금이 2040년 이후부터는 썰물처럼 금융시장을 빠져나가 국내외 자본시장에 엄청난 충격을 줄 것이라는 점이다. 이점은 지금부터 30여년 이후의 일이기 때문에 지금 걱정할 일이 아니라는 주장도 있지만 초고령사회에 예상되는 저축률 하락과 국가총자본 저장(stock)의 감소 가능성과도 긴밀한 관계를 가지고 있다. 현재의 인구구조의 고령화 경향은 2070년까지 지속적으로 강화된다고 볼 때, 고령사회에서 노인의 소비 및 저축의 성향, 유산동기 등 각종의 행태변화가 어떠한 방향으로 이루어질 것인가도 자본시장에 큰 영향을 줄 것으로 판단된다. 이보다

앞서 베이비 붐 세대의 은퇴가 본격적으로 이루어지는 2010년대 중반이후 자본시장의 붕괴(melting down)이 발생할지 여부, 고령화가 금융자산가격 및 부동산 가격의 변동에 미치는 영향도 중요 변수이지만 이에 대한 예측가능한 정보는 부족한 실정이다.

그림 1. 국민연금 재정수지전망

(단위: 십억원)



자료: 국민연금연구원(2013).

둘째, 국민연금기금이 어느 시점이후에는 감소되겠지만 그 시점까지는 급속히 증가될 것으로 예상되기 때문에 급속히 증가되는 기금의 운용방안과 그리고 기금이 금융시장에 미칠 수 있는 영향도 고려되어야 한다. 국민연금기금이 국공채에 주로 투자되는 과정에서 발생하는 국공채 시장의 부작용도 문제이지만, 국민연금기금이 주식매입을 확대할 때, 국내 주요 주식에 대한 점유비중 증가에 의한 개별 기업에 대한 영향력도 문제가 될 수 있다. 큰손으로서의 국민연금기금의 금융시장에서의 가격설정자(Price Maker)로서의 부정적 기능도 검토되어야 할 것이다. 이에 따라 국민연금이 보유한 주식에 대한 의결권행사의 적절성이 사회문제화 될 수도 있고, 국민연금기금의 분할 문제도 지속적으로 제기될 수 있다.

셋째, 투자방법의 선택은 그 자금의 성격에 따라 달라진다. 그러면 국민연금기금의 성격이 어떠한 것인가? 국민연금기금은 노후준비자금으로서 기본적인 생계를 보장하기 위한 자금이다. 가계에서 기본적인 생계보장을 위한 자금은 위험자산에 투자하지 않는

것을 원칙으로 하는 것과 마찬가지로 국민연금기금도 당연히 안정적인 부분에 투자할 수밖에 없게 된다. 그러나 막대한 기금을 안정적인 부분에만 투자하는 것도 금융시장의 왜곡을 초래하기 때문에 적절한 포트폴리오를 하여야 하겠지만 허용위험한도의 적정선을 정하는 것은 쉬운 문제가 아니다. 무엇보다도 국민연금기금의 성격을 명확히 규정하는 것이 필요한데 이는 국민연금의 재정방식과 연결되어 있다. 현재의 국민연금제도가 선택하고 있는 재정방식은 수정적립방식이라고 규정될 수 있다. 수정적립방식이란 보험료 납입에 상응하여 급여수급권이 발생하는 적립방식의 성격을 가지고 있지만 불입하는 보험료와 수급하는 급여가 일치되도록 설계되지 않아서(저부담·고급여 구조) 연금수급자가 본격적으로 증가하는 시점에는 적립기금이 고갈되는 제도라고 할 수 있다. 이러한 재정방식의 특성은 국민연금기금의 투자방법의 선택에 제약요소가 될 수 있다.

2. 국민연금의 투자현황

국민연금은 2013년 12월까지 461조원이 조성되고 136조원이 지출되었다. 연금보험료 수입으로 319조원이, 기금운용수익으로 142조원이 조달되었다. 131조원이 급여지급으로, 관리운영비로 5조원이 지출되었다.

표 1. 국민연금의 재정 구조 현황

(단위: 백만원)

구분	2010년	2011년	2012년	2013년
수입	38,621,181	41,181,037	44,925,157	46,129,702
연금보험료	25,285,306	27,434,607	30,127,725	31,906,697
운용수익	13,325,926	13,732,254	14,787,189	14,211,153
전입금	0	0	-	-
국고보조금 등 ²⁾	9,949	14,176	10,243	11,852
결산상잉여금	-	-	-	-
지출	9,080,946	10,312,040	12,068,154	13,640,964
연금급여지급	8,635,467	9,819,295	11,550,755	13,112,752
관리운영비	430,577	479,149	502,879	514,358
지급수수료	4,106	744	1,058	835
연구원운영비	3,498	3,681	4,830	4,836
복지타운관리운영비	7,298	9,171	8,632	8,183

구분	2010년	2011년	2012년	2013년
기금증가액	29,540,235	30,868,997	32,857,003	32,488,738
적립금누계(매입가)	291,725,057	322,594,054	355,451,057	387,939,795
적립금누계(시가)	323,990,750	348,867,692	391,967,668	426,954,523

주: 1) 현금주의로 작성

2) 국고보조금 등: 국고보조금, 공단회관 임대보증금

자료: 국민연금공단. <http://nps.or.kr>

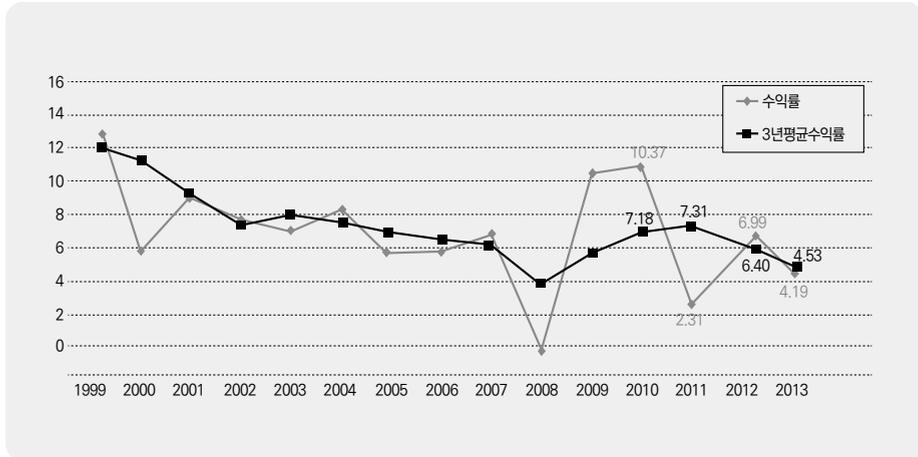
기금운용수익률을 보면 지속적으로 경상GDP 성장률을 상회하는 수익률을 달성하였다. 2010년 10.37%, 2011년 2.31%, 2012년 6.99%, 2013년 4.19%의 양호한 수익률을 시현하고 있으나, 3년 평균 기준으로는 2011년 이후 지속적으로 수익률이 낮아지고 있다. 이는 공무원연금, 사학연금 등 다른 공적연기금 운용수익률에 비해서도 높은 수익률²⁾을 보이고 있다. 또한 국민연금의 최근 5년간 자산운용 수익률은 경제협력개발기구(OECD) 내 국가들의 공적연기금 중 두 번째로 높은 것으로 집계됐다. 국민연금은 2008~2012년 연평균 수익률이 5.9%로 지난해 OECD 통계에서 비교한 연기금들 가운데 2위를 차지했다. 가장 높은 수익률을 기록한 것은 멕시코의 사회보장청(IMSS) 기금으로 연 6.0%의 수익률을 보였고, 호주 연금펀드인 퓨처펀드가 5.0%, 미국 사회보장신탁기금(SSTF)이 4.6%, 노르웨이 국부펀드 GPF-N이 4.4% 등의 순으로 나타났다.

2) 3대 연기금 최근 5년 수익률 추이

연도	국민연금	사학연금	공무원연금
2009	10.39%	12.67%	8.50%
2010	10.37%	10.50%	8.00%
2011	2.31%	1.47%	0.80%
2012	6.99%	6.42%	3.50%
2013	4.19%	3.94%	3.50%

그림 2. 국민연금기금운용 수익률 변동추이

(단위: %)



자료: 국민연금공단. <http://nps.or.kr>

3. 국민연금기금 투자구성

국민연금기금 자산 426조 9천억원('13. 12월말)의 99.9%인 426조 4천억원을 금융부문에 투자하고 있고, 복지 및 기타부문에는 0.1%인 1천억원을 투자하고 있다. 채권 173조 9천억원, 주식 38조 5천억원, 대체투자 4조 8천억원이 이루어지고 있다.

채권에 대한 투자비중은 감소되고 있는 반면에 주식에 대한 투자비중은 증가되고 있고, 해외투자 위탁투자 대체투자의 비중이 급속히 확대되고 있다. 이는 국민연금기금에 비하여 국내 금융시장 규모가 협소하다는 지적과 거대기금의 문제에 대하여 대안으로서 의미를 지니고 있다.

표 2. 국민연금 기금의 투자구성

(단위: 백만원)

구분	2010년	2011년	2012년	2013년
계	323,990,750	348,867,692	391,967,668	426,954,523
공공부문	0	0	0	0
복지부문	128,214	108,095	127,098	124,905
금융부문	323,597,490	348,468,066	391,568,276	426,447,331
주식	74,893,935	81,859,983	104,636,714	128,324,325
국내직접	29,347,450	31,948,373	37,901,764	42,629,326
국내위탁	25,628,016	30,191,149	35,414,753	41,308,767
해외주식	19,918,469	19,720,461	31,320,197	44,386,232
채권	229,166,338	238,071,869	252,470,419	256,618,643
국내직접	200,988,538	203,948,914	209,539,673	212,424,444
국내위탁	14,889,593	19,560,174	24,854,897	25,738,022
해외채권	13,288,206	14,562,781	18,075,849	18,456,177
대체투자	18,898,084	27,193,987	32,993,024	40,322,687
단기자금	639,132	1,342,227	1,468,119	1,181,676
해외대차거래	0	0	0	0
기타부문	265,047	291,531	272,294	382,288

주: 1988~1999년까지는 매입가 기준, 2000년부터 시가기준임
 자료: 국민연금공단. <http://nps.or.kr>

4. 국민연금의 주식투자 규모 확대

국민연금기금은 1988년에 5,279억원이 적립되기 시작해 2013년 5월말 기준 적립금 규모는 410조원에 이른다. 이 가운데 약 75조원을 국내주식에 투자하고 있다. 국민연금은 2013년말까지 국내주식에 총 87조1,000억원을 투자할 계획이어서 앞으로도 6조 5,000억원을 더 매수할 여력이 있다.

국회예산정책처(2012)에 따르면, 우리나라 국민연금의 기금 적립액은 2020년 725.4조 원, 2040년 1,582.1조 원으로 증가한 후 감소할 것으로 전망하고, 국민연금의 주식투자 비중은 국민연금의 적립금 규모가 지속 증가하는 2030년 중반까지 지속적으로 증가할 것으로 전망하고 있다. 국민연금기금은 기금운용의 수익성 제고를 위하여 주식투자 비중을 지속적으로 확대하고, 채권투자 비중을 점진적으로 하향 조정할 예정이다. 국민

연금기금은 주식투자 비중을 2011년 말 23.2%에서 2017년 말 30% 이상으로 조정하는 한편, 국내주식투자 비중은 각각 17.8%에서 20% 이상으로 상향 조 정할 예정이며 해외 주식투자도 확대할 예정이다.

표 3. 국민연금기금의 2017년 말 자산배분(안)

구분	2011년 말		2017년 말
	금액(조 원)*	비중(%)	비중(%)
주식계	81.9	23.2	30% 이상
국내주식	62.1	17.8	20% 이상
해외주식	19.7	5.7	10% 이상
채권계	239.4	71.0	60% 미만
국내채권	224.9	64.5	60% 미만
해외채권	14.6	4.2	10% 미만
대체투자	27.2	7.8	10% 이상
계	348.5	100	100%

자료: 이병기(2013) 재인용

CEO스코어에 따르면 현재 국내 500대 기업 가운데 국민연금이 9% 이상의 지분을 보유한 기업은 총 36개사로 LIG손보의 경우 국민연금 지분율이 10.99%에 달한다. 제일모직(9.8%)과 LG상사(9.79%), 삼성물산(9.57%)의 1대 주주이고 현대해상(10.6%), LG패션(9.91%), 현대건설(9.89%), LG상사(9.79%), 만도(9.7%), SK하이닉스(9.63%) LG전자(9%) 등에선 2대 주주로 올라있다. 국민연금의 삼성그룹 주식보유액만 전체 보유액의 30.1%(22조635억원)에 이르며 현대차그룹(10조9020억원 · 14.9%), LG그룹(4조8887억원 · 6.7%), SK그룹(4조6918억원 · 6.4%)등에서도 상당량의 지분을 확보하고 있다.

국민연금은 자본시장법이 시행된 2009년 2월 이후 상장사 지분율을 10% 미만으로 관리해 왔다. 그러나 10%를³⁾이 완화되면서 국민연금이 일부 종목의 지분을 늘리고 있다. 금융감독원 전자공시시스템에 따르면, 국민연금이 지분율 10% 이상을 확보했다고 공시한 종목은 만도(지분율 10.60%), 동양기전(10.37%), SKC(10.24%) 등 15개다. 삼성물산(9.90%), CJ제일제당(9.18%) 코오롱인더스트리(9.16%) 등 3개 종목은

³⁾ 국민연금 등 기관투자자가 투자종목의 지분율을 10% 초과하면 매매한 날의 다음 분기 첫째 달(4월, 7월, 10월, 1월) 10일까지 공시하도록 함.

우선주를 제외하고 의결권이 있는 보통주 기준으로 지분율이 10%가 넘어 공시 대상에 포함됐다.

국민연금의 지분율이 10%에 근접하는 유한양행(9.89%) 제일모직(9.80%) CJ제일제당(9.57%) 한솔제지(9.46%) LG패션(9.45%) 한미약품(9.40%) 등 47개 상장사외에도, 국민연금이 최대주주(유가증권 시장 기준)인 삼성전자(7.43%) 포스코(6.14%) 신한금융지주(7.28%) 네이버(8.91%) KB금융지주(8.92%) 등 5곳과, 2대주주 지위를 확보한 현대차(6.99%) 현대모비스(7.17%) 기아차(6.01%) SK하이닉스(9.41%) LG화학(7.69%) SK이노베이션(8.59%) LG전자(9%) LG디스플레이(6.1%) 등 8개사이다.

특히, 우리나라 대표기업인 삼성전자가 금융감독원에 제출한 반기보고서에 따르면 6월30일 기준 국민연금의 삼성전자 보통주 지분율은 7.43%(1094만8157주)로 작년 말 7.19%(1058만5553주)보다 0.24%포인트 늘었다. 순환출자 해소, 의결권 제한 움직임 때문에 삼성전자 지분율에 변화가 없는 삼성생명을 제치고 1대주주로 올라섰다.

Ⅲ. 국민연금기금 투자방안

1. 문제점

국민연금 제도의 존재는 우리경제와 금융시장에 큰 영향을 미치고 있고 앞으로 그 영향력은 더욱 더 증대할 것으로 보인다. 지금 현시점에서 분명한 것은 국민연금기금의 존재로 인하여 이미 인위적인 변화가 일어나고 있다는 것이다. 문제는 이러한 인위적인 변화가 긍정적인 것인지 부정적인 것인지에 대한 충분한 연구가 수행된 바가 없으며 이에 대한 심층적인 연구가 없이는 국민연금기금의 지배구조의 재설계나 국민연금기금의 중장기 운용을 위한 마스터플랜의 작성도 한계를 가질 수밖에 없다는 것이다.

우리 국민연금기금의 규모는 우리경제나 우리 금융시장의 규모와 비교했을 때, 세계에 그 유례를 찾아볼 수 없을 만큼 크다. 국민연금 기금의 운용방법에 따라서 우리 경제와 금융시장은 엄청난 영향을 받을 것이다. 국민연금기금은 단순한 하나의 펀드가 아니다. 따라서 국민연금기금을 단순한 한 펀드로 인식하고 그러한 관점에서 수익률의 극대화를 꾀하는 정책은 매우 위험하다고 아니 할 수 없다.

국민연금기금의 존재가 자율적인 시장경제를 해치는 것이 되어서는 안 된다. 국민연금 기금의 운용정책 방향은 우리 경제와 금융시장의 선진화에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있고 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 그러나 무엇이 긍정적인지 혹은 부정적인지를 판단할 수 있는 기준을 제시하는 것은 매우 어렵다. 더욱이 우리 금융시장은 그동안 후진적인 구조를 가지고 있다는 지적을 받아왔으므로 판단은 더욱 어렵다고 할 수 있다.

2. 국민연금 투자의 기본원칙

공공적 목적 투자의 기본원칙은 크게 시장중립적 투자, 시장 역기능 보완투자, 시장발전적 적극 투자로 나눌 수 있다. 그러나 이 세 가지의 원칙은 서로 상충되는 측면이 없지 않다. 시장중립적이라는 개념과 시장발전적이라는 개념은 상치되는 원칙일 수 있는 것이다. 그러나 시장중립성과 시장발전성은 둘 다 버릴 수 없는 중요한 원칙이다. 문제는 원칙간의 조화라고 할 수 있는데 원칙간 조화는 실제적 적용과정에서 시현되어야 할 과제일 수 있다.

가. 시장 중립적 투자

국민연금의 존재는 경제 및 금융시장에 직간접적인 영향을 미치고 있다. 이러한 영향이 경제적으로 긍정적인 것인지 부정적인 것인지를 판단하기 어렵다. 따라서 일단 국민연금 기금투자는 시장 중립적이 되도록 노력하여야 한다. 어떻게 하는 것이 시장중립적인 것인가? 그것은 국민연금기금이 없었다면 자연적으로 이루어졌을 경제 및 금융상태가 되도록 투자하는 것이다. 여기서 문제가 되는 것은 국민연금기금이 없었다면 이루어졌을 상태는 어떤 상태인가를 파악하는 것이다. 이는 가계 및 기업의 금융행태에 대한 파악이 있어야 되는데 금융행태가 계속적으로 변한다는 데 어려움이 있다. 가계 및 기업의 투자와 관련된 의사결정 구조는 시장환경에 따라 가변적이기 때문에 이를 파악하기 어렵다. 가계와 기업의 금융관련 의사결정의 변화는 자금순환동향의 분석으로 가능하지만 자금순환표에서 알 수 있듯이 매우 가변성이 크다. 더욱이 국민연금 기금자체가 금융시장에 영향을 주는 단계에서는 상호 반응하는 역동적인 변화를 추적하여 판단하는 것

은 매우 어려운 과제일 것이다. 국민연금 기금 규모의 거대화가 진행될수록 시장중립적인 투자 어려움은 더욱 더 커질 것이다.

나. 시장 역기능 보완 투자

국민연금 보험료의 징수는 가계의 저축여력을 감소시키고, 기업의 경상수익률을 악화시키며, 지방의 금융여력을 감퇴시키고, 중소기업의 자금원은 위축시키면서 상장 우량 기업의 자금조달에 기여하고, 금융시장에서 간접금융비율을 감소시키면서 직접금융의 비율을 증가시키고 정부부문의 비중을 증대시키는 기능이 있는 것으로 분석되었다. 강제적 저축의 기능이 전체적인 저축률에 어떠한 효과를 가지는가에 대해서는 별도의 연구가 필요할 것이나, 민간저축률은 하락시키면서 정부저축을 증가시키는 것으로 나타난다. 민간저축의 감소와 정부저축의 증가는 분명히 시장 역기능이라고 할 수 있는 대목이다. 또한 지방의 금융여력을 감퇴시키고, 중소기업의 자금원을 위축시키는 것도 시장 역기능이라고 할 수 있다. 간접금융의 비율을 감소시키고 직접금융의 비율을 증가시키는 것은 일반적으로 긍정적인 효과라고 평가하고는 있으나 금융시장에서 정부부문의 영역이 커지고 민간부문의 영역이 축소시키는 것은 역기능이라고 할 수 있다. 국민연금 기금의 투자는 국민연금제도에 의하여 불가피하게 발생하고 있는 시장 역기능을 가능한 축소시키는 방향의 투자를 하여야 한다.

다. 시장 발전적 적극 투자

국민연금 기금을 후진적인 우리나라의 금융시장의 발전에 기여할 수 있도록 적극적으로 투자해야 한다는 원칙이다. 이는 시장중립적인 투자 원칙과 시장 역기능 보완투자와는 상반된 투자원칙이라고 할 수 있다. 그렇지만 만약에 할 수 있다면 국민연금이 시장발전적인 역할을 한다면 이보다 더 좋은 것은 없을 것이다. 그러나 시장실패 못지않게 우려되는 것이 정부실패의 문제이며, 어떠한 것이 시장발전적인가를 판단하는 것은 쉽지 않다는데 문제점이 있다. 이론적으로 직접금융이 활성화된 시장이 간접금융이 활성화된 시장보다는 효율적이라는 가설이 받아들인다면, 현재의 국민연금기금의 증가는 분명히 시장발전적인 방향으로 금융시장이 나아가도록 하는 데 기여하고 있는 것이다. 그렇지만

국민연금의 비중이 급속히 확대되고 있는 현 단계에서 바람직한 금융시장의 발전방향을 정립하고 이에 기여할 수 있는 국민연금의 역할을 찾아나가는 노력이 필요하다.

3. 국민연금 투자 방향

공공적 목적 투자의 원칙에 따라 국민연금 기금이 시장경제에 순기능을 할 수 있도록 투자방향이 설정되어야 할 것이다. 이를 위해서는 국민연금 기금 변동전망에 기초한 장기적 투자전략의 수립, 국민연금 보험료 적립의 민간저축계정 전환, 국민연금기금의 다 편드화, 정부부문 적정 투자 비율의 설정, 가입자에 대부사업 시행, 중소기업 투자펀드의 조성 등의 방안 수립이 필요하다.

가. 국민연금 기금 변동 전망에 기초한 장기적 투자전략의 수립 및 제도 정립

현행 국민연금제도가 그대로 유지될 경우, 국민연금기금은 2040년경에 최대 적립규모를 달성한 이후 2060년경이면 적립기금이 소멸될 것으로 전망되고 있다. 이는 2040년경까지는 국민연금기금의 금융시장 투입이 대규모로 증가하였다가 그 이후에는 점차 감소하여 2050년경에는 금융시장에서 썰물처럼 빠져나감을 의미한다. 이는 그 당시 국민연금 기금이 채권시장에 머물고 있는지 주식시장에 머물고 있는지 관계없이 금융시장에 막대한 충격을 줄 수 있음을 의미한다. 따라서 국민연금기금의 규모변동이 금융시장에 부정적인 영향을 미치지 않을 수 있는 전략이 반드시 마련되어야 한다. 이를 위한 방안은 크게 두 가지로 나눌 수 있는데 한 방안은 국민연금기금 자체가 감소되지 않도록 구조 재설계를 하는 방안이고, 다른 하나의 방향은 국민연금기금의 투자가 감소되는 경우에도 금융시장에 대한 영향을 최소화하기 위하여 해외부문에 대한 투자 등 투자의 다변화를 이루는 방안이다. 전자를 위해서는 국민연금 제도를 적립적 성격부분과 부과적 성격부분으로 이원화하고 적립적 성격부분에 대한 투자는 완전적립에 가깝도록 설계하여 국민연금기금이 일정수준까지 증가한 이후 가능한 감소폭을 최소화하는 방안이다. 후자의 경우에는 국민연금의 포트폴리오를 개방경제하에서 전세계의 금융시장에 대하여 통합적 관점에서 투자하는 방안이다. 물론, 두 방안은 상호배제적인 방안이 아니라 상호보완이 필요한 성격이다.

나. 국민연금의 정부재정과의 독립성 견지

앞에서 분석되었듯이, 국민연금 등 사회보장성 기금의 증가가 정부저축의 증가로 나타나기 때문에 국민연금기금이 민간저축을 구축하는 것처럼 나타나고 있으나, 실제로 국민연금기금의 투자는 민간부문의 투자처럼 이루어지고 있기 때문에 문제점을 노출하고 있다. 국민연금 보험료의 적립은 현재 사회보장기금 부문으로 정부저축으로 분류되고 있다. 그러나 국민연금은 국가가 관리책임 을 가지고 있을 뿐, 정부재정과는 독립성을 유지하면서 별도의 원칙에 의하여 관리되어야 할 가입자에게 미래에 지급하여야 할 책임준비금적 성격을 가진 자금이다. 실제로 현재 국민연금 기금의 대부분은 민간펀드와 동일한 원칙 하에서 금융시장에 투자되고 있는 만큼 정부저축으로 분류되는 것은 바람직하지 못하다. 정부저축이 증가되는 것처럼 분류되는 것은 국가재정의 건전한 운용 측면에서나 국민연금 기금의 안정적 독립적 운용측면에서 바람직하지 못하다. 따라서 국민연금기금 등 사회보장기금을 정부 재정자금의 범주 내에서 관리하는 것은 잘못된 정책선택을 가져올 수 있는 만큼 새로운 분류가 필요하다.

다. 국민연금기금의 다 펀드화

2007년말 현재의 국민연금기금의 규모는 220조원 내외로 추정되고 있으며, 현행체계를 그대로 가지고 간다고 하여도 국민연금기금은 2600조원 까지 증가될 것으로 예상되고 있다. 따라서 국민연금 기금을 단일 기금 형태로 일사분란하게 의사결정하게 한다는 것은 국민연금 기금의 중립적 운용 원칙을 훼손시킬 가능성을 높이게 될 것이다. 따라서 국민연금 기금을 적절한 규모로 나누어서 운용하는 방안에 대한 검토가 필요하다. 국민연금기금을 투자방법에 따라 분리할 것인지, 아니면 일정한 적정규모로 분리할 것인지 등에 대해서는 추가적인 연구가 필요할 것이나 현재와 같이 단일한 지배구조로 운용되는 것은 그 규모의 거대성으로 하나만으로도 금융시장의 지배적 사업자로서 금융시장을 왜곡시킬 가능성이 크다. 단일한 국민연금기금이 가지고 있는 지배력을 여하한 방법으로든지 분산시키는 방안의 마련이 반드시 필요하다.

라. 국공채 투자비율의 설정

현재 국민연금기금의 국공채에 대한 투자비율은 60%를 상회하고 있다. 국공채에 대한 투자가 바람직한 것인지 혹은 주식에 대한 투자가 바람직한 것인지에 대한 논의는 별도로 하더라도 국민연금기금이 공공부문의 부채를 안는 투자방식은 사실상 국민연금의 재정운용방식 측면에서 기금의 존재의의를 감퇴시킬 수 있다. 즉, 정부가 현재의 정부적자를 메우기 위하여 공채를 발행하고 국민연금 기금이 공채를 인수한다면 국민연금 제도가 직접적 방식을 유지하여 미래세대의 부담을 경감시키려는 목적 자체가 반감될 소지가 있는 것이다. 그리고 이러한 국민연금 기금의 국공채 인수는 정부의 균형재정 노력을 약화시킬 우려가 있다. 따라서 정부부문에 대한 적절한 투자비율에 대한 심층적인 연구가 필요하다.

마. 해외투자의 확대

연못(국내 금융시장)속의 고래(국민연금기금)로 통칭되는 문제의 해소를 위해서는 해외투자의 확대가 불가피하다. 해외투자는 중장기적으로 국민연금기금이 확대되는 기간에는 국내 금융시장의 한계를 극복하는 방안으로서 필요하고 국민연금기금이 축소되는 기간에는 연금급여지급을 위한 자금회수기에 국내금융시장의 붕괴(melting down) 문제를 최소화하기 위해서도 꼭 필요한 투자처라고 할 수 있다. 투자의 기본원칙에서 보더라도 해외투자는 동일한 위험으로 더 높은 수익을 얻거나 동일한 수익을 더 낮은 위험으로 달성할 수 있게 함으로써 자산배분의 효율성을 증진시키고 시스템 위험을 줄일 수 있는 방안이다. 해외투자는 투자자체의 수익을 순수한 목적으로 하고, 이에 부수되는 환율 움직임에 따른 환차익의 추구는 해외투자의 목적이 아니므로 모든 외화자산거래시 환위험은 100% 헤지하는 것을 원칙으로 해야 할 것이다⁴⁾. 선물, 옵션, 스왑 등의 파생상품은 위험관리의 목적으로만 사용하며 투자대상에서는 제외하는 것이 바람직할 것이다. 또한 위험관리 차원에서 매입시점에 투자기간, 목표수익률, 손실방지폭(stop-loss)을 사전에 설정하여야 할 것이다. 유동성이 현저히 부족한 상품, 투자위험에 대한 판단이 극히 불투명한 상품 (국제금융시장에서 신규 소개된 상품 등)은 투자대상에서 제외하는

⁴⁾ 채권의 경우 100%헷지가 타당하고, 주식의 경우 주가와 환율변동의 자연 헷지와 외환시장에 주는 부담 등 때문에 헷지하지 않는 것이 유리하다는 것이 다수 전문가의 견해임.

것이 바람직할 것이다. 투자시 결제시스템도 문제가 없는지 사전에 충분히 파악하고, 투자지역의 선정에는 각 시장과 투자대상의 분석이 선행되어야 한다. 해외투자의 초기 단계에서는 투자대상지역으로 미국, 유럽 및 일본 등 선진국외에도 중국, 인도, 러시아, 브라질 등 소위 브릭스로 통칭되는 신흥 개발국 등에 대한 투자도 적극 검토되어야 한다. 국민연금 해외투자는 간접투자로 시작하되 직접투자를 확대하는 방안으로 이루어지는 것이 바람직할 것이다. 국민연금기금이 해외투자를 본격화하기에는 조직이나 인력이 턱없이 부족하고 경험도 부족하기 때문이다. 무엇보다도 해외투자확대를 위해서는 이에 걸 맞는 투자시스템의 구축이 급선무라고 할 수 있는데 이를 단기적으로 개선하는 데는 한계가 있다. 따라서 해외의 유망 투자사를 인수하는 방안도 검토해 볼 수 있다. 또한 해외의 우수 투자펀드에 자본 참여하는 방안도 검토할 수 있다. 한편, 국제금융시장의 불안이 증폭되고 있는 만큼 이에 대한 대비도 아울러 이루어져야 한다.

바. 국민연금기금의 가입자 대부

국민연금 기금의 가입자 대부도 적극적으로 검토하여야 한다. 국민연금기금은 분명히 가입자의 개인저축을 감소시키는 역할을 하고 있으며 이는 개인의 금융을 경색시키는 역할을 하고 있다. 이는 국민연금이 성숙화되면 될 수록 심화될 것이다. 적립적 성격의 국민연금은 개인의 합리적인 자금조달비용을 높일 수도 있고, 개인은 별도의 연금자산의 존재에도 불구하고 일시적인 자금조달을 위하여 추가적인 비용이 든다는 것은 바람직하지 못하다. 실제로 공무원연금, 군인연금, 사학연금 등에서는 기금을 이용하여 가입자에 대하여 대부사업을 시행하고 있고 이것이 가입자의 금융비용을 절감시키는 효과를 거두고 있다. 국민연금기금에 의한 대부사업은 기금운용적 측면에서도 안정성을 높은 투자로 인식될 수 있다. 물론, 금융위기 당시에 이루어졌던 대부사업이 낮은 상환율로 인하여 실패한 경험을 가지고 있지만 국민연금에 대한 신뢰도가 제고되면 국민연금 상환율도 정상화 될 것으로 판단된다.

사. 중소기업 투자펀드 조성

국민연금 기금이 정부부문의 부채인수와 우량기업의 회사채 인수 및 주식투자로 특정기업의 자금조달에만 기여하고 대다수의 중소기업에는 부정적인 영향을 미칠 수 있

다. 따라서 국민연금 기금으로 중소기업 투자펀드를 조성하여 국민연금의 투자가 중소기업의 자금조달에도 기여할 수 방안의 마련이 필요하다. 중소기업의 경우, 신용도가 낮아서 기금의 안정적 운용에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 중소기업의 자금 조달에 기여하면서 국민연금의 안정적인 운용에도 부정적이지 않을 수 있는 정책방안에 대한 연구가 필요하다. 독립적이고 전문적인 중소기업에 대한 투자펀드를 조성하여 투자 및 경영자금을 대출업무를 수행하는 기관의 설립방안을 검토할 수 있다. 이는 가입자에 대한 대부사업과 함께 지방의 금융에 대한 부정적인 영향을 축소시키는 방안이 될 수 있다.

IV. 국민연금 기금운용체계 개선방안

1. 국민연금 기금운용체계 관련 쟁점

가. 기금운용 규제(관리감독) 원칙

국민연금기금운용을 규제하는 원칙으로 기금운용 담당 기관의 선량한 재량권을 강조하는 약한 규제 방식(Prudent-man Rule)과 국가 혹은 공공기관이 기금운용 담당기관을 다차원으로 강한 규제 방식(Draconian Approach)에 대한 선택이 필요하다.

나. 국민연금기금운용위원회의 기능강화 혹은 역할 재정립

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

다. 국민연금기금운용사무국 신설

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

라. 보건복지부의 역할

기금운용 관리감독 기능의 방향과 관련하여 복지부의 위상의 정립이 필요하다. 즉, 기금운용 관리감독업무와 연금제도관리 및 연금행정업무를 분리할 것인지 여부가 쟁점이다. 기획재정부 등과의 역할 조정도 쟁점이 될 수 있다.

마. 국민연금 기금운용 감독과 금융위원회

국민연금기금운용 관리, 감독 권한을 금융위원회로 이관할 것인지 아니면 독자적인 독립된 연금감독기구로 만들 것인지가 쟁점이 될 수 있다. 예를 들어 칠레, 아르헨티나 같은 경우는 독자적인 연금기금감독위원회가 정부기구로 구성되어 있고, 영국도 소득비례연금에서 계약면제된 기업연금에 대해서는 독립된 감독기구가 있다. 호주 같은 경우도 기업연금에 대한 감독위원회가 별도로 존재하고 있다(물론 규제방식은 나라마다 틀린다. 남미는 강한 규제유형이고 호주, 영국은 약한 규제 유형임). 금융위원회에 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 보수적인 투자가 이루어지는 국민연금과 수익성을 중시하는 사적연금(퇴직연금, 개인연금) 간의 투자 가치 및 투자 원칙의 충돌과 같은 현상이 생길 수도 있다. 그리고 최근 금융감독원에서 금융소비자보호 기능 분리 독립 문제가 거론되고 있고, 복지영역에서의 금융에 대한 불신 등으로 벽에 부딪칠 수 있다.

바. 기금운용본부의 독립과 전문회사 설립

현재의 국민연금 공단 내 존재하는 기금운용본부는 전문성과 책임성의 제도에 한계가 있다는 지적이 많다. 중기적으로 기금운용본부를 연금관리공단에서 독립시켜 독자적인 투자전문회사로 분사시키고 국민연금관리공단은 순수하게 연금행정업무만을 담당하는 기구로 재편하는 방안에 대한 검토가 필요하다.

사. 국민연금기금의 의결권 행사

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 정하여야 한다.

2. 기금관리체계 개선의 기본방향

국민연금이 다른 기금과는 다른 특성을 살펴보자. 첫째, 국민연금 기금은 단순한 여유 자금이 아니라 미래의 우리 국민이 노후생활을 지켜줄 연금수급을 위하여 어렵사리 모아오고 있는 책임준비금이라는 점이다. 누구나 알고 있듯이 국민연금은 저부담·고급여의 불균형구조로 설계되어 있으며 이는 2060년경에 국민연금기금의 고갈을 예정하고 있다. 국민연금 적립기금은 327조원이지만 국민연금이 안고 있는 잠재적 연금부채는 그 보다 최소한 두 배 이상이다. 적립기금이 늘어나는 만큼 연금부채도 늘어나는 구조라는 것이다.

둘째, 기금의 규모가 너무 커서 국민경제 및 금융시장을 자칫하면 혼란스럽게 만들 수도 있는 메가톤급 핵무기라는 점이다. 국민연금기금은 현재도 GDP의 30%정도이지만 2040년 정도에는 최대규모가 약 2600조원까지 늘어나게 된다. 이는 국민연금 기금이 우리나라의 금융시장뿐만 아니라 국민경제도 좌지우지 할 수 있는 영향력을 가지게 된다는 것을 의미한다.

셋째, 국민연금 기금은 막대한 규모로 늘어날 뿐만 아니라 최대규모까지 증가되었다가 다시 급격히 줄어들어 2060년경에는 마침내 바닥이 나도록 되어 있다는 점이다. 이는 2030~40년경, 우리나라의 베이비붐 세대가 노령화가 되어 노인의 수가 극에 이르는 시기에는 국민연금에 맡겨진 돈을 연금급여로 찾게 되고 이는 국민연금 기금이 금융시장에서 썰물과 같이 빠져버린다는 의미이며, 이는 금융시장의 붕괴뿐만 아니라 국민경제의 붕괴를 초래할 수도 있다는 점이다.

넷째, 국민연금은 하늘에서 떨어진 돈이 아니라 국민들이 소비하거나 저축하였을 돈을 국가가 강제저축의 형태로 관리하고 있다는 점이다. 따라서 국민연금은 국민의 소비행태나 저축행태에도 영향을 줄 수 있다. 그리고 기금운용 여하에 따라서 금융상품의

투자 패턴에도 영향을 줄 수 있고, 금융시장의 구조도 변하게 할 수 있다. 문제는 이러한 막강한 힘이 집중되어 있다는 점이고 이는 시장에서 거론되는 독점의 폐해와 유사한 결과를 초래할 수 있다는 점이다.

따라서 국민연금 기금의 운용은 매우 신중함이 요구된다. 운용의 원칙부터가 다를 수밖에 없다. 일반 투자자금은 주로 수익성 안정성 유동성의 원칙에 따라 운용하면 되지만 국민연금은 이러한 기본원칙이외에도 공공성의 원칙이 중요하다. 여기서 공공성이란 과거에는 공공부문에의 투자, 즉, 재정투용자의 자금에의 투입 등 부정적인 의미로 사용되었지만 최근에는 국민연금이 국민경제 및 금융시장을 교란하지 않도록 중립적으로 운용되어야 함을 의미한다.

공적연금기금의 운용 방향과 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.

공적연금의 중국적 목적은 가입자에게 안정된 노후소득을 보장하는데 있다 따라서 기금의 안정성을 저해할 가능성이 있는 불확실한 기금운용을 억제해야 하며 기금의 안정적 운용을 통한 노후소득보장이 가장 최고의 정책 목표가 되어야 한다. 이런 의미에서 국민연금기금의 실질가치를 최대한으로 유지할 수 있는 기금운용 정책방향과 과제가 설정되어야 한다.

가입자의 노후소득을 보장하기 위한 기금의 안정적 운용이 정책목표가 된다 하더라도, 막대한 국민연금기금의 규모, 전국민이 강제적으로 가입한 사회보험기금으로서의 공적기금의 성격 등을 고려한다면 기금운용은 국민경제의 발전에 기여해야 한다. 따라서 기금의 안정적 운용을 저해하지 않는 범위 내에서 사회간접자본의 구축, 금융시장의 활성화, 사회 부문간·지역간 균형발전 등을 위한 '사회적 공익 자금'으로 운용될 필요가 있다.

국민연금제도 및 기금운용은 한국의 특수한 역사적 상황으로 인해 일부 국민으로부터 신뢰의 위기를 겪고 있다 공적연금과 연금기금은 전국민을 대상으로 하기 때문에 국민적 신뢰감이 형성되지 않으면 제도의 안정적 발전을 기대하기 어려움이 있다. 따라서 국민연금기금의 운용방식, 운용 절차 등 기금운용 전반에 걸쳐 국민적 신뢰성을 획득할 수 있는 정책 목표가 설정되어야 하며 이를 위해서는 기금운용의 투명성과 민주성을 더욱 강화시킬 필요성이 있다.

3. 기금운용의 투명성·전문성·책임성 확보방안

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

가. 국민연금기금운용위원회 위상의 재정립

국민연금기금에 대한 불신의 가장 큰 원인은 국민들의 국민연금기금의 운용에 대한 불신이다. 기금운용에 대한 신뢰없이는 국민연금제도에 대한 신뢰도 기대하기 힘들다. 국민연금기금운용위원회의 기능을 기금의 투자운용에 대한 정책결정보다는 투명성확보의 중심기구로 재정립하여, 투자 전략의 결정 등 기술적인 측면보다는 기금운용의 방향 설정 및 평가기능에 중점을 두는 것이 바람직 할 것이다.

나. 국민연금기금운영 규제원칙의 정립

국민연금 기금운용에 대한 규제는 견제와 균형의 원칙을 철저히 관철하는 방향으로 추진되어야 할 것이다. 이는 국민연금 기금운용의 전문화 및 책임성 강화를 골자로 하는 독립화와 국민연금기금운용위원회의 통제를 받는 별도의 독립된 평가단을 통한 상시적인 기금 운용평가 및 피드백 시스템의 구축을 통하여 이루어질 것이다. 즉, 선량한 관리자의 책임성을 강화하면서 성과 및 결과에 대한 규제와 사전적 규제의 중간인 투자과정중의 개입 및 평가 시스템을 구축하는 방안을 적극적으로 검토하는 것이 바람직 할 것이다. 한편, 국민연금이 투자한 주식에 대한 의결권 행사에 대한 원칙과 기준의 확립이 필요하다.

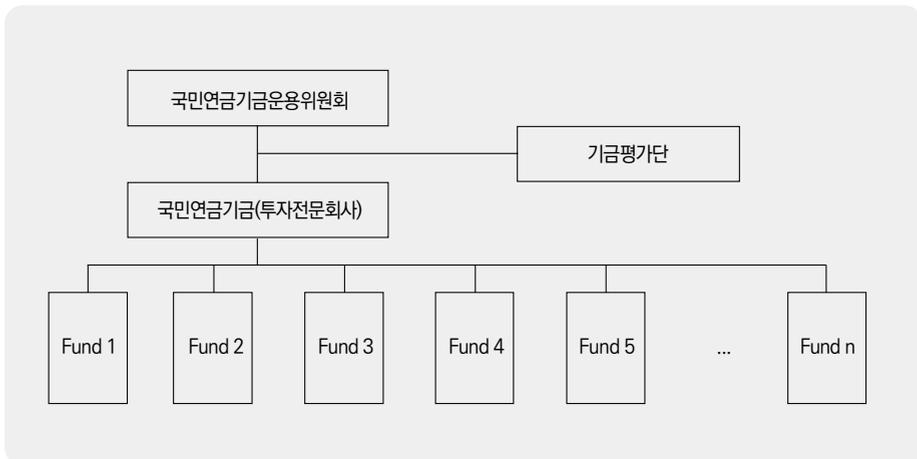
다. 국민연금기금 위험관리시스템의 구축

국민연금 기금운용수익률 제고와 투자의 안정성 확보를 위한 위험관리체계의 구축이 필요할 것이다. 국민연금 기금운용은 그 동안 1년 단위로 평가되는 체계를 유지하고 있다. 위험관리체계의 구축을 통하여 1년이라는 단위 외에도 장기적인 시각하에서 단기적으로는 1개월, 1주, 1일 단위로 계속적인 투자방안이 평가되고 수정되어야 할 것이

다. 국민연금기금은 재원의 조달측면 보다는 운용측면을 중심으로 평가되어야 하고 파생상품 등 투자상품의 다양화에 대비하기 위하여 ALM 시스템 이외에도 VaR 시스템에 의한 위험관리의 강화가 필요할 것이다.

금융부문에 대한 효율적인 투자를 위해서는 기금운용에 있어서 전문성을 제고시키는 것이 시급히 요구된다. 전문성 제고의 방안으로서 국민연금기금운용위원회의 전문성 제고가 시급하다. 이를 위해서는 국민연금기금운용위원회를 기금운용전문가로 구성하는 것이 바람직 할 것이다. 국민연금기금운용위원회는 독립된 상설기구로서, 위원은 대통령이 임명한다. 국민연금기금운용위원회는 위원장 포함 3인의 상임직 위원을 포함하여 7인으로 구성하고, 4년의 계약직으로 하되 급여는 기금운용 투자실적에 연동하도록 한다. 위원과 위원장은 가입자대표를 포함한 추천위원회를 구성하여 뽑도록 하는 것이 필요하다. 이때 위원은 1/2씩 번갈아 2년 간격으로 재임용하는 방안을 검토하여 위원회의 투자기조를 유지할 수 있도록 하는 것이 바람직할 것이다. 한편, 독립적인 기금평가단을 구성하여 기금운용상황을 실시간으로 감시 평가하고 수시로 정기적으로 감사결과를 국회에 보고하는 시스템을 구축할 필요가 있다.

그림 3. 기금운용위원회의 구조



국민연금관리공단의 기금운용본부를 확대 개편하여 기금투자전문회사인 『국민연금 기금』을 설립하여 독립시키고 기금운용위원회의 결정사항을 집행하도록 한다. 기금투자전문회사 산하에는 투자전략 부서 외 투자부문별로 부서로 구성하되, 리스크관리부서를 별도로 두어 내부적 견제시스템을 구축한다.

기금투자전문회사는 국민연금기금을 적정규모의 펀드로 나누어 관리한다. 펀드의 일부는 내부에서 관리하되 펀드별로 전문투자기관에 위탁하여 운영하는 방안을 모색한다. 기금투자전문회사의 주요기능은 적정 펀드의 규모의 분석, 투자 포트폴리오별 펀드의 구성, 펀드 수탁자의 선정 및 평가 등의 업무를 수행하게 된다.

즉, 펀드별로 운용실적에 따라 차등적인 보상체계를 마련하고, 투자결정의 권한을 대폭 부여하되, 그 결정에 대하여 책임을 지도록 한다. 한편 투자전문회사는 펀드별 목표수익률을 정하도록 하여 적절한 위험을 감안한 목표수익률을 달성하도록 하여야 할 것이다. 합리적인 개별 펀드의 운용방식에 대해서는 심층적인 연구가 필요하다.

4. 견제와 균형기능의 기금운용 평가 및 감독 체계의 구축

국민연금기금운용상의 투명성을 확보하기 위해서는 기금운용과 관련된 통제시스템의 구축이 요구된다. 기금운용의 통제시스템은 크게 내부 및 외부시스템으로 구분하여 내부통제시스템은 연금기금의 관리 및 운용에서 요청되는 복잡한 의사결정단계들이 별도의 기관들에 의하여 수행되도록 기능을 분리하여야 할 것이며, 외부통제시스템은 기금운용과정을 공개하고 그 성과를 주기적으로 평가, 공시하는 방법이 강구될 수 있다.

국민연금기금운용은 보건복지부장관의 정책결정, 국민연금기금운용위원회의 심의·의결, 국민연금관리공단의 실무적 운영이라는 3각체제로 운영되고 있다. 국민연금기금운용위원회가 국민연금기금의 운영에 관한 중요한 사항을 심의·의결하도록 되어 있으나 국민연금기금운용위원회의 책임성이 떨어져 국민연금기금운용이 국민연금관리공단에 의하여 사실상 운영됨으로써 통제시스템의 허점이 노출되고 있다.

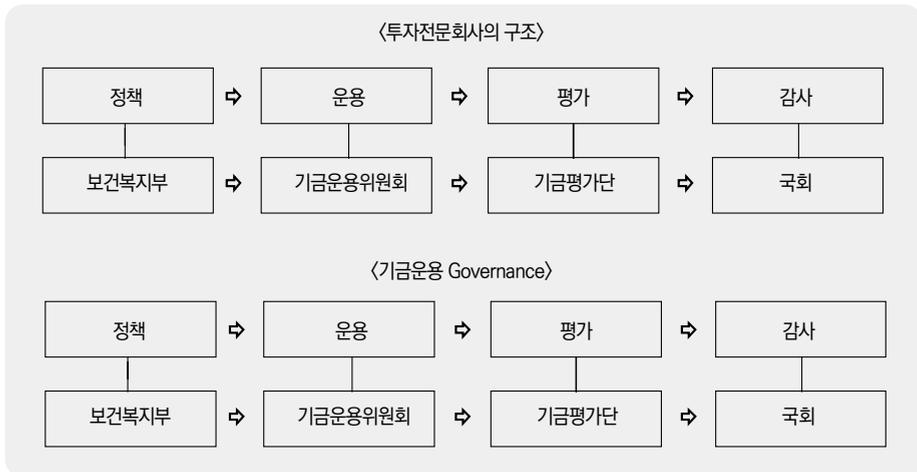
국민연금기금운용의 투명성을 확보하고 투자위원회의 투자상의 자의성을 통제하기 위하여 국민연금기금운용체계에 계획(Plan)-운용(Do)-평가(See)-계획(Plan)의 환류시스템(feedback system)을 구축하여야 할 것이다. 보건복지부는 기금운용정책의 수립 기능을 국민연금기금운용계획의 수립과 지침의 설정은 국민연금기금운용위원회가 하고, 국

민연금기금운용은 기금투자전문회사를 중심으로 수행하되, 평가는 상시적으로 평가할 수 있는 국민연금기금평가단을 설치하여 국민연금기금운용체계가 효율성의 전제하에서 견제와 균형이 이루어질 수 있도록 하여야 할 것이다.

국민연금기금평가단은 기금운용실적을 객관적·전문적으로 평가하여 보건복지부와 국회에 보고하도록 함으로써 기금운용위원회의 운영에 있어서 투명성이 확보되도록 하여야 할 것이다. 국민연금기금평가단은 평가위원(5~7명)으로 구성하되, 평가위원회는 평가위원추천위의 추천을 받아 국회에서 선임하는 방안을 검토한다.

국민연금기금평가단의 상시적 평가와는 별도로 1년에 한번씩 2개 이상의 외부 전문기관으로 부터 기금운용결과에 대한 평가를 받도록 하여야 할 것이다. 국민연금기금운용실무평가위원회는 폐지하고, 국민연금기금평가단이 투자위원회와 외부의 전문기관으로 부터 평가보고서를 제출받아 심의하고 심의결과를 보건복지부와 국회에 보고한다.

그림 4. 투자전문회사의 구조와 기금운용 지배구조(Governance)



5. 국민연금기금의 시장중립성 유지

국민연금기금의 시장중립성을 유지하기 위해서는 국민연금기금의 의결권 행사에 대한 충분한 검토가 필요하다. 경제민주화의 흐름에 편승하여 국민연금을 기업의 지배구

조를 개선하는 목적으로 활용해야 한다는 주장이 제기되고 있다. 그러나 국민연금기금의 거대성과 대기업의 지배구조의 취약성에 비추어 볼 때, 국민연금의 주식의결권 행사는 국민연금에 의한 기업의 지배로 연결될 수 있다. 이는 자유시장 경제의 대전제를 근본부터 훼손할 가능성을 제기하는 것이다.

국민연금이 보유주식에 대하여 의결권을 행사하는 것은 주주로서의 당연한 권리로 볼 수 있다. 실제로 미국의 일부 연기금의 경우에는 의결권 행사를 통하여 주주의 이익을 최대화하고 있기도 하다. 그러나 아직까지 미국의 기관투자자의 다수는 주식 투자된 기업에 의사표시를 의결권 행사를 통해서 하는 것이 아니라, 월 스트리트 룰이라고 하는 ‘절이 싫으면 종이 떠나면 된다’ 식의 주식의 매각이라는 행동으로 의사를 표시한다.

그렇지만 현재의 정치적 여건으로는 국민연금으로 하여금 월 스트리트만을 준수하도록 요구하기는 어려운 국면에 직면하고 있다. 우리나라 기업의 지배구조의 특수성은 국민연금의 주식 의결권 행사를 자제해야 한다는 주장과 동시에 국민연금의 주식 의결권 행사를 적극적으로 해야 한다는 주장이 대립하도록 만들고 있다.

국민연금 기금규모의 증가, 주식 투자 비율의 상승, 10%룰의 완화 등은 국민연금이 어떠한 형태로든지 기업의 지배구조에 영향력을 제고할 수밖에 없도록 하는 상황을 만들어 가고 있다. 국민연금의 존재가 부각되기 이전에 우리나라 기업의 지배구조의 취약성은 기업이 총수일가의 전유물이 될 수 없음을 인식하는 것이 중요하다.

국민연금의 존재는 양날의 칼을 가지고 있다. 국민연금의 존재로 인하여 우리나라 기업은 외국자본의 적대적 공격으로부터 지켜지는 측면이 있는가 하면 국민연금이 기업 경영에 영향력을 행사할 수 있는 부담도 있다. 기업의 입장에서는 국민연금이 경영권과 관련해서 중립성을 유지해주시기를 희망하지만 기업이 총수 일가의 이익의 극대화만을 위해서 움직이는 것을 방지할 수는 없다는 것을 인정해야 할 것이다.

국민연금의 주식투자 규모의 제한은 신중함이 요구된다. 국민연금은 자산운용의 원칙에 따라 포트폴리오를 해야 하고 인위적으로 제한하는 것은 바람직하지 않을 것이다. 2008년 국제금융위기가 끝나지도 않은 상태에서 맹목적으로 외국 금융시장에 투자를 확대하는 것은 바람직하지 않고, 우리나라 금융시장 특히 주식시장의 튼튼한 버팀목이 될 필요성이 역시 존재하기 때문이다.

지금까지의 국민연금의 주식의결권 행사는 소극적이었지만 앞으로는 어떠한 형태로든 의결권행사를 강화할 것으로 전망된다. 그렇지만 의결권 행사의 강화가 기업의 지배

구조에 직접적으로 영향을 미치는 방향이 되는 것은 바람직하지 않다. 기업 운영은 기업가의 몫이지 투자자의 몫은 아니기 때문이다.

국민연금은 궁극적으로 시장중립적 투자자의 입장을 견지하는 것이 중요하다. 이를 위해서는 국민연금기금이 펀드의 펀드(fund of fund)가 되는 것이 필요하다. 특히, 주식투자의 경우에는 전액 하위 펀드에서 독립적으로 투자하도록 하고, 개별 펀드가 투자자의 입장에서 의결권을 행사하는 것이 바람직 할 것이다. 따라서 국민연금이 획일적으로 하위 펀드의 의결권 행사를 좌지우지하는 것은 법적으로 제한하는 것이 필요하다. 개별 펀드가 준수해야할 의결권 행사지침은 필요하겠지만 펀드의 성격에 따라 차별적으로 행사하는 것은 가능할 것이다.

채권에 대한 투자비중은 감소되고 있는 반면에 주식에 대한 투자비중은 증가되고 있고, 해외투자 위탁투자 대체투자의 비중이 급속히 확대되고 있다. 이는 국민연금기금에 비하여 국내 금융시장 규모가 협소하다는 지적과 거대기금의 문제에 대하여 대안으로서 의미를 지니고 있다.

V. 결론

국민연금을 둘러싼 국내의 환경은 급격히 변동하고 있다. 국민연금기금운용 시스템은 기존의 경직된 사고의 틀에서 벗어나 보다 신축적이고 다양한 운용방안이 마련되어야 한다. 무엇보다도 중요한 것은 국민연금기금이 국민경제 및 금융시장에 미치는 영향에 대한 충분한 인식과 국민연금의 금융시장에서의 중립성 유지이다. 국민연금기금은 더 이상 가격순용자의 입장에 있지 않고 시장에 대한 영향력을 증대시켜 나가고 있다. 국민연금기금 운용수익률이 중요하지만 금융시장이 붕괴된다면 국민연금기금의 운용수익의 안정적 확보도 불가능하다. 국민연금이 시장 중립적이면서 국민경제에 순기능을 할 수 있도록 국민연금 기금의 운용구조를 바꾸지 않으면 안된다. 이러한 전제하에서 국민연금기금 투명성·전문성·책임성에 기초하고 견제와 균형의 원리가 관철되는 지배구조 시스템을 구축하여야 한다.

한편 우리 사회가 불공정하다고 생각하는 국민이 늘어나면서 국민연금을 경제민주화의 한 수단으로 활용하고자 하는 분위기가 일부 존재하고 있다. 국민연금이 주식의결권

을 무기로 기업가정신을 훼손하거나 기업의 투자 의욕을 감퇴시키는 정치·사회 환경은 우리 경제에 결코 이롭지 않다. 국민연금은 더욱 엄격하고 구체적인 의결권 행사 기준을 마련해 국민의 입장에서 시장 중립적인 의결권을 행사해서 기업과 국민 모두에게서 질타 받지 않도록 해야 한다. 그리고 어떤 경우에도 국민연금을 정치적으로 이용되지 않도록 하는 기제가 만들어져야 한다. 국민연금은 국민의 노후생활을 책임지는 최후의 보루이자 한국의 자본시장을 받치는 기둥이기 때문이다.

이제 글로벌 금융위기 등으로 중단되었던 국민연금 기금운용체계 개선방안 논의를 새롭게 검토할 때가 된 것으로 판단된다. 거대 국민연금기금의 관리경험은 선진국에서도 거의 찾아볼 수 없기 때문에 많은 부분을 선진국의 민영기금의 경험에 의존할 수밖에 없는 실정이어서 기금운용체계의 개선은 신중을 기해야 하는 부분이다. 따라서 기금운용체계의 개선을 서두르되 조급하여서는 아니 된다. 현재 국민연금에서 가장 중요한 것은 국민의 신뢰이다. 국민연금기금의 체계적이고 합리적인 관리는 국민연금의 신뢰성을 높이는 주춧돌이 될 것이다.

김용하는 성균관대학교에서 경제학 석·박사학위를 받았으며, 현재 순천향대학교 금융보험학과 교수로 재직 중이다. 주요 관심분야는 연금보험, 복지재정, 사회정책 등이며, 현재 공적연금 재정 안정화 방안 등을 연구하고 있다. (E-mail: yongha01@sch.ac.kr)

참고문헌

- 강성원(2011). 국민연금 의결권 행사의 구조적 문제점. 서울: 한국경제연구원.
- 권은지, 김이경, 이창용(2005). 국민연금 자산운용과 거시경제. *응용경제*, 7(2), pp.193-227.
- 국회예산정책처(2012). 2010~2060년 장기 재정전망 및 분석. 서울: 국회예산정책처.
- 김경아(2009). 연금기금이 자본시장에 미치는 영향연구-국가패널자료에 대한 분석을 중심으로. *산업경제연구*, 22(5), pp.2619-2640.
- 김연명(1998). 국민연금기금운용의 민주적 통제와 전문성 제고 방안. *한국사회보장학회 추계학술대회 자료집*.
- 김용하(2004). 국민연금기금 관리운용체계의 개선을 위한 소고. *정부학연구*, 10(2), pp.96-122.
- 김용하(2005). 국민연금과 자본시장. 서울: 국민연금연구원.
- 김용하(2006). 연금 재정운용과 연기금 투자. *한국사회보장학회 세미나 발표자료집*.
- 김우찬(2007). 국민연금기금의 주주권 행사: 남은 과제들을 중심으로. 문형표(편), *연금기금운용의 평가와 정책과제*, 서울: 한국개발연구원.
- 김진수(2006). 국민연금기금의 복지사업 당위성과 정책방향 연구. *한국사회복지학*, 58(3), pp.295-312.
- 남재우(2012). 국민연금기금의 주주권 행사에 관한 소고. *자본시장 Weekly*, 2012-07, pp.1-5.
- 박경서(2011). 공적 연기금의 역할 선진화: 국민연금의 주주권 행사 및 사회적 책임투자 강화 방안. *미래기획위원회, 제3차 미래와 금융 정책토론회*, 2011.4.
- 박무환(2009a). 연금기금의 자산축적이 국민저축에 미치는 영향. *한국경제학보*, 16(1), pp.123-174.
- 박무환(2009b). 재정방식 차이에 따른 연금기금의 경제성장 견인효과. *한국사회보장학회 정기학술발표논문집*, pp.249-271.
- 박양균(2011). 국민연금 의결권행사의 문제점과 해결방안. *제도와 경제*, 5(1), pp.83-102.
- 박영석, 이기영, 이재현(2008). 시뮬레이션을 이용한 국민연금기금의 분할운용에 관한 연구. *금융연구*, 22(4), pp.81-125.
- 보건복지부(2007). 국민연금 기금운용체계 개편방안. 서울: 보건복지부.

- 안택식(2012). 연기금주주의 의결권 행사와 주주의 충실의무. *한양법학* 38, pp.121-151.
- 원종욱(2012). 국민연금기금 주식의결권행사의 목표와 기본원칙. *경제법연구*, 11(2), pp.3-28.
- 윤창현(2011). 정부 연기금의 효율적 의결권 행사 방안: 국민연금기금을 중심으로. 국회예산결산특별위원회, 2011.6.
- 은민수(2011). 국민연금 기금의 동원전략: 국민연금 기금운용 지배구조 및 기업 지배구조의 변화 가능성. *한국사회정책*, 18(3), pp.91-128.
- 이병기(2013). 국민연금 기금의 주주권 행사 의무화 및 지배구조의 문제점과 과제. 서울: 한국경제연구원.
- 이재현(2012). 국민연금기금의 의결권 한계영향력에 관한 연구. 서울: 국민연금연구원.
- 장우영(2012). 국민연금기금의 법적 성격과 운용원칙에 관한 연구. *상사법연구*, 31(3), pp.211-256.
- 전창환(2007). 국민연금의 지배구조와 기금운용체계: 문제점과 개혁방향. *경제와 사회*, 73, pp.79-98.
- 정문경(2012a). 국민연금기금 사회간접자본투자의 성과평가에 관한 연구. 서울: 국민연금연구원.
- 정문경(2012b). 국민연금기금의 성과평가지표의 예측성에 관한 연구. 서울: 국민연금연구원.
- 정창률(2010). 국민연금 기금의 근본성격에 관한 연구-다양한 위상과 가능성 고찰. *사회복지정책*, 37(1), pp.51-73.
- 정홍원(2008). 국민연금기금운용위원회의 역할과 운영: 가입자 단체의 역할과 정책결정에 대한 영향력을 중심으로. *사회복지정책*, 33, pp.423-447.
- 조성훈(2005). 공적연금의 지배구조: 국민연금을 중심으로. *증권법연구*, 6(1), pp.107-144.
- 주은선(2011). 국민연금기금 지배구조 개편 논쟁에 관한 연구. *한국사회복지학*, 63(1), pp.343-368.
- 주은선(2012). 국민연금기금의 사회복지 부문 투입 방안과 사회적 효용-사회서비스 공급체계 개편을 위한 연기금 투입. *사회복지정책*, 39(3), pp.181-209.
- 한성윤(2007). 선진국의 공적연금 지배구조와 정책적 시사점. 문형표(편), *연금기금운용의 평가와 정책과제*, 서울: 한국개발연구원.
- 한성윤, 임병진(2010). 국민연금기금의 부문별 투자에 관한 타당성 분석-복지투자를 중심으로. *대한경영학회지*, 23(6), pp.3265-3283.

- Devlin, W & Brummit, B. (2007). A Few Sovereign More: The Rise of Sovereign Wealth Fund. *Australian Treasury Economic Roundup, Spring*, pp.119-136.
- Dixon, A. D. (2008). The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe: An Unseen Revolution? *New Political Economy*, 18(3), pp.249-270.
- Investment Management Department (1998). *An asset-liability Analysis of Retirement Plans. World Bank Working Paper 98-004*, May 1998.
- Monk, A. H. B. (2008). *Is CalPERS A Sovereign Wealth Fund?* Issue in Brief, Center for Retirement Research At Boston College, December 2008, pp.1-8.
- Nesbitt, Stephen (1994). Long-Term Rewards From Shareholder Activism: A Study of The CalPERS Effect. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(4), pp.75-80.
- Opler, Tim C. and Jonathan Sokobin (1988). *Does Coordinated Institutional Shareholder Activism Work? An Analysis of the Council of Institutional Investors. Working Paper*, 1988.
- Tamaki, N. (2012). Managing Public Pension Reserve Funds: The Case of the Government Pension Investment Fund (GPIF) of Japan. *Rotman International Journal of Pension Management*, 5(2), Fall 2012.
- Usuki, M. (2005). *Outsourcing the public pension investment to private sector managers: Case of Japan*. OECD/IOPS Conference on Private Pensions in Asia, Thailand, Bangkok, 27-28 April 2005.

Managing National Pension Fund of Korea within the Framework of National Economy

Kim, Yongha

(Soonchunhyang University)

The South Korea's National Pension fund, which was set up in 1988 to manage pensions for private-sector workers and the self-employed, will probably grow to \$2.2 trillion within 30 years. The world's third-largest pension fund has become too big for South Korean markets after growing to about 33 percent of the nation's gross domestic product. NPS is a big whale in a small pond. NPS holdings of local stocks account for about 7 percent of the benchmark Kospi index and the pension is the biggest outside shareholder in Samsung Electronics Co., South Korea's largest company by market value. Korea pension policy to achieve a viable and sustainable workplace pensions sector that instils public confidence. This means for a fair and affordable pension operation system. Get efficient system support for key pension fund business operations, including: Portfolio Analysis tool and model portfolio design, Pre- and post-trade compliance checks, Rebalancing Order management, Performance measurement, Risk management. NPF also will need to invest in market-neutral way. This article presents the general principles of investment from the perspective of national economy. National Pension Fund should be operated by dividing several small funds to this end. The fund shall be limited to voting rights of shareholders.

Keywords: National Pension, Pension Fund, Public Pension