

국민연금기금 운용정책 비판과 대안을 위한 시론

원종현* · 주은선**

〈 요약 〉

국민연금기금은 공적노후소득보장제도인 국민연금제도의 장기적 지속성을 위해 활용되는 수단으로 다른 형태의 기금과 구분되는 고유한 성격을 가진다. 국민연금 제도의 보편적 가치는 연금가입자에게 퇴직 후 안정적인 연금급여 지급을 보장하는데 있기에, 국민연금 기금의 목표는 연금기금의 수익률 제고가 아니라, 제도의 안정성을 높여 노후보장을 위한 세대간 계약이 지속되도록 뒷받침하는 것이다. 현재 운용하고 있는 자산만으로 공적연금제도를 지탱할 필요가 없음을 인식하고, 굳이 위험자산 비중을 높이면서 수익률을 추구하기 보다는 안정성과 장기 목표를 기금운용에서 강조할 필요가 있다. 이러한 기금 성격과 역할에 충실한 기금운용 정책방향을 설정할 필요가 있다. 지금과 같이 국민연금기금의 특수성을 도외시하고 수익성 추구를 핵심 목표로 하는 기금운용정책을 추구한다면 국민연금기금이 공적연금기금의 사회적 본질에 부합하지 않는 방향으로 운용될 우려가 있다. 이는 국민연금 기금에 더 큰 위험을 부과하여, 제도 안정성과 장기적 유동성을 저해하는 결과를 낳는다. 이런 이유로 최근 국민연금기금 운용정책과는 다른 방향에서 기금의 본질에 충실한 대안적 논의를 시작할 필요가 있다.

주제어: 국민연금기금, 장기적 지속성, 수익성, 안정성, 기금운용정책

* 국회입법조사처 입법조사관(chyun.won@gmail.com)

** 대구대학교 사회복지학과 조교수(skyesjoo@daegu.ac.kr)

1. 문제제기

이 연구는 최근 들어 강조되고 있는 단기적 수익성 위주의 국민연금기금 운용정책을 비판하고 대안적 기금정책 방향을 모색하는 것이다. 최근 국민연금기금 운용정책이 갖고 있는 문제점을 비판하는 근거는 공적 사회보장기금으로서 국민연금기금이 갖고 있는 일반적 특성과 한국사회에서 연기금이 국민경제에서 차지하고 있는 특수한 위상이다. 이로부터 비롯된 국민연금기금의 본질이 탈규제적, 수익성 위주 운용전략과 근본적으로 배치된다는 것이 이 연구를 이끄는 문제의식이다.

연기금 팽창과 수익률 극대화 전략, 이를 위한 탈규제적인 기금정책은 서구에서는 주로 퇴직연금과 개인연금 등 사적연금기금의 이슈인 반면에 한국에서 연기금 금융화의 핵심은 공적연금인 국민연금기금이다. 다른 나라 공적연금과 달리, 국민연금제도가 유독 사연금에서 통용되는 적립식 재정구조를 가지고 시작되었기 때문이다. 국민연금 적립금(기금자산)은 2010년 7월 23일 300조 원을 돌파하였고, 2015년 적립금규모가 500조 원에 달한 뒤 2040년대에는 2,400조 원에 달할 것으로 예상된다.

이렇게 대규모화되고 있는 국민연금기금 운용정책은 2000년대 이후 수익성을 강조하는 방향으로 큰 폭으로 변화하고 있다. 1988년 제도 도입시 애초에 국민연금기금은 공적 노후소득보장제도를 위한 기금이라는 전제 하에서 ‘공공성’을 운용원칙에 포함하고 있었다. 그러나 초기에 공공성 원칙은 국가의 자의적 기금 운용이란 왜곡된 형태로 나타났기에 1998년 핵심적인 개혁 대상이 되었다. 그 이후부터 정부는 “기금운용 수익률 제고”에 초점을 맞추어 연기금정책 변화를 꾀하였다. 국민연금 기금운용 관련 조항에서 ‘투기적 목적의 파생상품 거래를 제한’하는 단서규정이 삭제되었고, 민간위탁투자 비율은 급속히 증가하고 있다. 최근 들어 수익성 추구가 기금정책의 핵심임을 정부는 더욱 공공연하게 밝히고 있는데,¹³⁾ 정부가 국민연금 지배구조 개편 법안을 국회에 제출

13) 금융위기가 본격화되기 전에 이명박 대통령은 ‘국민과의 대화’에서 국민연금기금의 수익률을 높여 ‘기금고갈’ 우려를 불식시키고 보험료 인상 요인을 해소하겠다는 언급을 한 바 있다. 이 대통령은 최초로 금융계 출신인 사인 박해춘 전 우리은행장을 국민연금공단 이사장으로 임명했는데, 2008년 여름 이사장은 주식투자 확대 및 규제 완화 등을 통한 수익률 제고가 목표이자 전략임을 언론에 밝혔다. 이를 위해 그는 연기금 투자 포트폴리오 구성을 변경시켜 2012년까지 국내주식투자 비중을 40%까지, 해외투자 비중을 20% 이상으로, 대체투자를 10%까지 확대하겠다고 밝힌 바 있다. (연합뉴스, ‘국민연금 이사장 “느려도 따져보고 하겠다”’ 2008년 8월 28

한 것 또한 그 일환이다. 보건복지부는 기금운용위원회 구성을 민간금융전문가로 바꾸고 기금공사를 분리 설립하는 이 안의 목적이 수익성 제고이며, ‘수익성이 곧 공공성’임을 밝히고 있다(보건복지부, 2008). 이에 국민연금기금 운용에서 영미의 주주자본주의 하에서 강조되는 관리자의 ‘신의 성실 규칙(prudent person rule)’이 부각되며, 국민연금기금의 주요한 목적이 분기별, 연간 수익률로 표현되는 단기적 ‘수익률 극대화’가 되고 있다.

그렇다면 정부가 추구하는 바와 같이 국민연금기금 운용의 핵심 목표는 수익률 제고가 되어야 할 것인가? 과연 기금수익률을 높여 국민연금기금의 고갈을 막는다는 목표는 정당하며, 또 이는 가능한 일일까? 국민연금기금 운용에 관한 논의를 수익성 제고에만 초점을 맞추어 전개하는 것은 단편적이며, 이러한 최근 정책방향과는 다른 각도에서 국민연금기금 운용에 대한 대안적 논의가 필요하다. 국민연금기금은 공적 사회보장을 위한 기금으로서 다른 형태의 기금이나 사적연기금과 구분되는 고유한 목표와 성격을 가지기 때문이다.

국민연금기금 운용정책에 대한 비판적 판단을 위해서는 먼저 국민연금기금 운용이 왜 어떻게 달라야 하는가에 관한 논의가 필요하다. 따라서 먼저 공적연금기금이라는 정체성으로부터 비롯한 국민연금기금의 역할과 운용목표의 차별성을 설명한다. 이어서 앞의 논의에 근거하여 최근 국민연금기금에서 강조되고 있는 수익성 강화 위주의 운용정책을 비판하고, 나아가 기금의 사회경제적 위상에 기초하여 공적연기금 운용에 대한 대안적 정책 방향을 제시하고자 한다.

2. 기존 국민연금기금 운용 방향과 특성

1) 국민연금기금 운용에 대한 기존 입장

공적연기금, 특히 국민연금과 같은 확정급여형(defined benefit) 연금기금은, 가능한 낮은 비용으로 안정적인 연금 지급을 위한 현금지출이 가능하도록 운용하는 것이 목

일자 외 주요일간지 다수)

적이며 그 투자기간은 이론적으로는 수십 년에 이를 정도로 매우 장기적이다. 그럼에도 불구하고 지금 국민연금기금을 운용하는 운용자가 연기금을 바라보는 시각은 매우 명료하다. 주어진 기금을 효율적으로 운용하여 가장 높은 수익을 창출하는 것이 연금기금의 고갈을 최대한 늦추고, 가입자로 하여금 연금급여에 대한 불안감을 없앨 수 있다는 생각이다. 즉, 국민연금기금 역시 거대 펀드로서의 성격을 가지는 것이며, 이를 ‘선량한 관리자’의 원칙에 입각하여 충실하게 운용함으로써 수익률을 끌어올리는 것이 국민연금제도 자체적으로 절대 ‘선’이라는 것이다. 기금운용을 책임지는 공단의 의견이나 보건복지부에서 늘 주장하듯이 1%의 수익률 개선이 기금의 고갈을 9년가량 늦출 수 있다는 강한 신념은 기금을 가지고 다른 사회적인 투자로 인해 나타나는 결과보다 훨씬 효과적으로 가입자의 편익을 증진시킨다는 믿음으로 연결된다.

이러한 입장에서 연기금 운용에서 무엇보다도 수익률을 최대한 끌어올릴 수 있는 방안을 강구하여야 하며, 결국 주식, 채권 등 금융성 투자자산이 가장 확실한 수익률을 창출할 수 있다는 생각이 나온다. 일반적으로 공적연금기금 운용원칙으로서 안정성, 수익성, 유동성 외에도 그 공적 성격상 흔히 공공성과 독립성이 강조된다¹⁴⁾.

14) 이러한 방향과 원칙에 따라 국민연금기금의 운용은 투자정책 수립, 자산배분 결정, 운용조직에 의한 계획 실행, 모니터링과 성과평가의 프로세스를 따른다. 투자정책 수립 단계에서는 기금의 목적, 원칙, 장기운용정책 등이 수립된다. 이 단계에는 기금 운용으로 인한 국내 경제에 대한 영향이나, 부수적 효과를 직접 고려하지 않는다. 단지 목표수익률 및 허용위험 기준과 그 한도와 같은 전체 자산포트폴리오 수준에서 위험 관리 지표 그리고, 환헤지정책이나 외부위탁운용정책 등 개별 자산투자 수준에서 위험을 분산하기 위한 지표, 투자대상이나 투자한도의 제한과 같은 제약 조건 및 성과평가의 기준이나 지표를 설정하게 된다. 자산배분 결정 단계에서는 5년간의 중기 자산배분계획을 수립하고 이에 따라 다음 연도 자산배분안을 마련한다. 중기자산배분안에는 목표수익률과 위험한도의 설정, 개별 자산군별 기대수익률과 위험 및 상관계수 제약 조건 등을 기반으로 한 최적 자산배분안 도출 등을 포함된다. 운용조직에 의한 계획의 실행 단계에서는 운용조직은 투자 가이드라인을 준수하면서 기금운용계획에 따라 투자실무를 집행한다. 모니터링과 성과평가 단계에서는 전술적 자산배분에 따라 리밸런싱(rebalancing)이 이루어지고 있는지, 위험한도를 초과하지 않는지, 포트폴리오 운용전략을 제대로 집행하고 있는지 등을 모니터링하고 평가 통제한다(국민연금연구원, 2008).

[표 1] 연도별 국민연금기금의 수입과 지출

(단위: 억원, %)

연도	기금의 수입				기금의 지출			기금 증가	적립금
	보험료	운용 수익	기타	합계	급여	운용비	합계		
2005	185,436 (8.2)	82,379 (-20.2)	1,256	269,071 (-2.5)	35,849 (23.0)	3,816	39,665 (22.2)	229,406	1,639,486 (16.3)
2006	201,523 (8.7)	101,039 (23.0)	1,651	304,213 (13.2)	43,602 (21.6)	4,032	47,634 (20.1)	256,579	1,896,065 (15.7)
2007	216,702 (7.5)	137,332 (37.0)	1,366	355,400 (17.2)	51,826 (18.9)	4,239	56,065 (17.7)	299,335	2,195,400 (15.8)
2008	229,855 (6.1)	-4,191 (-103.1)	-688	224,976 (-36.5)	61,808 (19.3)	4,242	66,050 (19.4)	158,926	2,354,325 (7.2)
2009	238,582 (3.8)	262,267 (N/A)	400	501,249 (122.1)	74,719 (20.9)	4,431	79,150 (18.3)	422,099	2,776,424 (17.9)

주: 1) 괄호 안은 전년도 대비 증가율임

2) 기타수입은 잡수입 및 관리운용비 등으로 구성됨

자료: 국민연금연구원, 『2009년 기금운용성과평가 보고서』, 2010. p.76.

[표 1]에서 나타나는 것처럼 그동안 국민연금 기금운용으로 인한 수익은 연금가입자의 보험료에 필적할 만큼의 성과를 나타내고 있다. 2009년 연금보험료 수입은 23조 8,582억 원이며, 기금운용으로 인한 수익은 이와 거의 비슷한 규모인 26조 22,267억 원이었다. 연금보험료는 가입자의 부담에 의해 지불된 금액인 반면, 기금운용 수익금은 가입자나 재정의 부담 없이 발생한 수입이라는 차이를 가진다. 이러한 기존의 성과로 인해 국민연금의 제도 운영자들은 준조세로 평가되는 보험료 수입을 늘리는 것보다 운용수익을 제고하여 연금제도의 안정성을 높이고자 하는 유인을 가지게 된다.

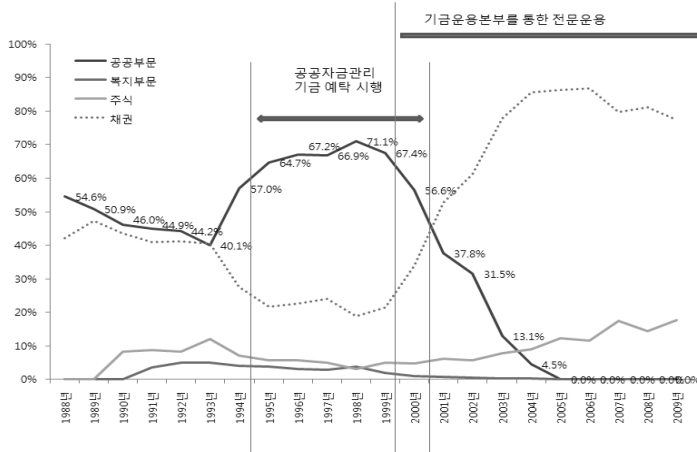
이에 국민연금제도를 책임지는 보건복지부나 국민연금공단은 수익성 위주의 기금 운용 정책을 추진하고 있으며, 제도 도입 초기에 정부가 자의적으로 운영할 수 있는 공적자금 중 하나로 인식되었던 국민연금기금은 금융시장 투자원으로서의 성격을 강화하고 있다. 물론 기금을 운용함에 어느 정도의 수익률을 추구하는 것은 자연스럽다. 이는 또한 국민연금 재정 안정화에 어느 정도 기여할 수도 있다. 다만 기금운용 수익률 추구가 어느 수준을 넘어선다면 이는 제도 목적과 부합하지 못하고, 국민경제 전체적으로도 부정적인 영향을 미칠 정도로 절대적인 위상을 가지게 된다.

기금운용본부를 통한 전문적 국민연금 기금운용이 시작된 것은 1999년 11월부터이며, 이전에 기금 대부분은 공공자금관리법에 의한 예탁과 국채로 운용되었다. 당시 연기금은 70% 이상이 의무예탁 되어, 국채이자율 수준의 이자를 수익으로 받았다. 그러던 것이 1998년 연금기금 운용이 경제부처의 직접적인 영향에서 벗어났고, 이후 2000년대 들어 국민연금이 금융시장의 안정성을 보완하는 동시에 금융시장을 확대시키는 효과를 가져야 하며, 위험투자 비중을 늘려야 한다는 주장들이 빈번해졌다(복지부·국민연금관리공단, 2001). 주식투자 및 파생상품 투자, 위탁투자 증가와 같은 내용은 이미 참여정부 시기 국민연금기금운용의 중장기 전략으로 제시되었다. 그 결과 2007년도 기금운용 현황을 보면, 적립기금의 99.8%가 금융부문에서 운용되고 있고, 공공부문과 복지부문에 대한 투자는 거의 사라졌다. 2010년 9월 말 기준, 금융부문 투자는 국내채권 69.1%, 국내주식 15.3%, 해외채권 4.3%, 대체투자 5.1%, 해외주식 5.9%로 나누어 이루어지고 있다¹⁵⁾.

주목할 만한 것은 국민연금 기금운용 관련 조항에서 ‘투기적 목적의 파생상품 거래를 제한’하는 단서규정을 삭제함으로써 벤처캐피탈, 파생상품과 같은 위험성 자산에 대한 투자를 허용한 것이다. 또한 국민연금 기금의 민간금융기관에 대한 위탁운용 비율이 2002년부터 증가하여 최근 급증하고 있다. 국민연금기금 위탁운용 비율은 2006년 말 전체 금융자산의 10.2%(19조2천억 원)였고, 2007년에는 15.0%(32조5천억 원)로 13조3천억 원이 증가하였다. 위탁운용 목표 비중은 기금의 23%(약56조 8천억 원)이다. 이는 2007년에 비해 목표비율이 8%포인트 상승한 것이다(국민연금기금운용위원회, 2008). 보건복지부는 2012년에는 위탁비중이 40%까지 상승할 것이라고 발표하였다.

15) 국민연금공단 기금운용현황, <http://www.nps.or.kr/jsppage/intro/fund/fund_announce/announce_06_02_02_2010.jsp>

[그림 1] 국민연금 기금운용 자산비중 추이



자료: 국민연금공단 기금운용공사

기금운용정책 변화에 힘입어 국민연금기금의 주식 투자 비중은 2009년 말 기준 총 자산대비 17.9%에까지 이르렀다. 그러나 아직 OECD 국가 중 연기금의 주식투자 비율이 상당히 낮은 편이다. 정부는 연기금 운용 기조에 주식 및 대체투자 비율을 높이는 등 투자자산 다변화, 실물경제에 대한 투자 확대, 다양한 금융상품 투자를 통해 금융시장 발전에 대한 기여에 초점을 맞출 것이라고 밝혔다. 따라서 세계 금융시장 침체에 따라 잠시 주춤했던 국민연금 기금의 운용 방향 변화는 경기 회복 흐름이 이어진다면 급격해질 수 있다. 특히 금융위기로 인해 유보된, 국민연금기금 지배구조 개혁이 이루어진다면 이는 국민연금기금의 운용 방향 전환에 결정적인 계기가 될 수 있다. 국민연금기금 장기운용 전략(2008)에 따르면 향후 국민연금기금의 주식투자 및 해외투자, 파생상품 및 부동산 투자 비중은 계속 늘어나도록 되어 있다.

하지만 이와 같이 연금제도의 지속성을 위해 금융자산 투자를 통한 기금운용의 수익성 추구가 과연 국가 전체로 바람직한 것인가? 그리고 수익성 원칙의 기금운용이 국민연금 기금의 안정성과 가입자의 장기적 편익에 부합하는 것인가? 우선, 일반 펀드 운용과는 다른, 국민연금기금 운용이 가지는 본질적인 특성을 먼저 이해하여야 한다.

2) 일반 기금과 다른 국민연금기금 운용의 특성

(1) 기금목적으로부터 비롯된 특성: 공적노후보장 기금으로서 국민연금기금

공적연금기금 조성의 목적은 ‘국민연금사업에 필요한 재원을 원활하게 확보하고 국민연금법에 의한 급여를 충당하는 것’¹⁶⁾이다. 국민연금기금은 적립 자체를 목적으로 하여 마련된 것이 아니다. 국민연금기금은 역사적으로 사회보장제도의 일부로 관리되어 왔으며 법적 또는 이익에 대한 소유자는 제도 자체이다. 요컨대, 공적연기금은 노후보장에 관한 사회적 계약을 안정적으로 뒷받침하기 위한 기금이다. 이를 좀 더 상세히 설명해 보자.

첫째, 공적연금의 목적이 안정적 노후보장이란 점에서 기금의 단기적 수익뿐만 아니라 기금의 안정성 또한 매우 중요하다. 공적연기금은 수익성 자체가 아니라 안정적이고 지속적인 보장을 위한 것이다. 또한 연금기금의 지속성은 기금 자체의 단기적 수익이 아니라, 한 사회공동체의 지속적인 부 창출 능력에 달려 있다(Barr, 2002). 이런 면에서 사회 전체의 이익과 분리되는 기금 자체의 이익이 존재한다고 볼 수 없다.

둘째, 공적연금기금은 사적계약이 아닌 사회적 계약의 소산이다. 사회보장제도로써 공적연금제도는 세대 간 재분배를 통한 소득보장 약속을 구성한다. 이 약속은 확정된 것이 아니라 임의적인 것이다. 따라서 미래 세대의 소득보장에 대한 약속은 사적재산권에 대한 보장과는 구분되는 성격을 갖는다. 이는 노후보장에 대한 사회적 권리의 보장에 관한 문제로서 이러한 장기적 보장은 사회 전체의 책임이다. 따라서 공적연기금을 각자의 기여금만큼 지분을 갖는 자산으로 보는 것은 적절하지 않다. 공적연기금을 사회적 연대의 안정적 지속을 위한 기금으로 사고한다면 기금운용의 공공성이 오히려 수익성보다 더욱 중요하다.

앞서 설명한 국민연금기금의 특성을 달리 표현한다면 국민연금기금은 역사적으로 사회보장제도의 일부로 관리되어 온 공적연금기금, 연금제도 자체의 안정성에 기여하는 것을 목적으로 하는 전형적인 사회보장연기금(social security reserve funds; SSRF)이라 할 수 있다. 사회보장연기금(SSRF) 방식의 적립기금은 대부분 부과방식 연금제도를 지원하기 위한 것이며, 일반적으로 연금부채를 모두 감당하도록 기대되지 않는다. 한국

16) 「국민연금법」 제101조 1항

의 국민연금은 적립식이기는 하지만 다른 사회보장연기금(SSRF)과 마찬가지로 미래 연금부채를 모두 감당할 수 있을 것으로 기대되지 않는다.

한편 최근 들어 몇몇 국가들이 직접 정부가 소유권을 갖되, 법적으로 사회보장체계를 지원하거나 노령화에 따른 재정적 불균형을 완화하기 위한 준비성 기금 용도로 주권연기금(sovereign pension reserve funds; SPRFs)을 설립하고 있다. 인구구조 변화로 인해 미래(2020-2030년)에 정부의 연금재정 부담이 가장 크게 나타날 것으로 예상하여 이를 대비하기 위해 별도로 기금을 적립해 놓은 것이다. 주권연기금(SPRF) 적립기금은 대부분 사용되지 않고, 목표 시점까지 기금규모를 성장시켜 인구고령화로 다가올 충격을 흡수하는 완충펀드로 기능할 것이 기대된다(Stewart and Yemo, 2008, Yemo 2008). 따라서 기금 손실이 크게 발생한다 하더라도 직접 제도 존립을 위협하지는 않으며, 연금가입자에 대한 피해도 적다. 이는 노르웨이 연기금이 다소 모험적인 운용을 할 수 있는 배경이기도 하다.

[표 2] 사회보장연기금(SSRFs)와 주권연기금(SPRFs) 비교

구분	SSRFs (social security reserve funds)	SPRFs (sovereign pension reserve funds)
목적	가입자의 기여에 의한 연금재정 잉여분을 급여의 책임준비금으로 적립하는 기금	노령화에 따라 발생하는 재정적 불균형을 완화하기 위해 국가재정으로부터 재원을 마련하는 적립기금
성격	적립자산과 잠재부채적 성격	완충기금(부채성격 미 보유)
운용	안정적 운용 중시(가입자대표)	고수익추구 가능(전문가)
국가	한국, 일본, 미국, 캐나다 등	노르웨이, 뉴질랜드, 아일랜드

자료: Juan Yemo, (2008), Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries, Financial Market Trends, OECD, 133-161 정리

위 [표 2]는 OECD 국가의 주요 사회보장연기금(SSRFs)과 주권연기금(SPRFs)의 특성을 비교하여 보여준다. 가장 큰 규모의 연기금은 미국의 OASDI 기금으로서 2조 달러가 넘는 자산을 보유하고 있다. 이는 전액 비유통 미국채에 투자되어 결국 국가 재정으로 투입되는 구조를 갖고 있다. 이는 시장에 대한 연기금의 영향력을 최소화하는 효과를 갖는다. 두 번째로 큰 적립기금은 1.2조 달러인 일본 공적연기금으로 대부분 Government Pension Investment Fund가 운영한다. 일본 공적연기금도 2001년 개편 이전

까지는 모두 대장성에 위탁되어 재정정책 수단으로 활용되었다. 최근에도 일본 GPIF 운용에 관해서는 ‘민간 활동에 대한 영향에 유의하면서 특정 운용 방법에 집중되지 않도록 안전성과 확실성을 가지고 운용되어야 한다고’ 법에 명시되어 있고, 기금 일부는 재정용 자자금 특별회계가 발행한 ‘재투채’를 인수하여 관리하고 있다. 다른 연기금들 사례에서 본 바와 같이 대규모 사회보장연기금(SSRF)으로서 국민연금기금 운용 목적은 일반적인 신탁기금과 같을 수 없다. 기금 성격으로 볼 때 연기금기금 수익률 제고는 국민연금의 목표라기보다 수단에 불과하다.

또한 연금급여의 안정적 지급이 과연 기금의 수익률 극대화만으로 가능한 것인지 생각해 보자. 향후 국민연금기금의 고갈 자체가 문제인지에 대해서도 논란이 많지만, 설사 기금고갈 자체를 문제라고 보더라도 그 원인은 낮은 수익률이 아니라 인구구조 변화이다. 향후 연기금 운용에만 집중하여 수익을 최대화한다고 하더라도 연금고갈 자체는 불가피하다. 수익률을 1% 포인트 높여 연기금 고갈 시점을 몇 년 미룰 수 있다고 하여도, 기금의 장기 지속성 면에서 이는 미봉책에 불과하다. 더구나 이는 수익률을 높이기 위해 감수해야 하는 위험 증가는 고려하지 않은 것이다. 국민연금기금은 매해 급여 지불에 사용되기에 기금 손실은 사회보장체계에 직접적인 위협이 된다. 수익률 제고전략은 보다 높은 위험을 가진 상품에 대한 투자 비중을 높여, 손실 가능성을 증가시킨다.

(2) 국민연금의 규모와 기금주기에서 비롯되는 특성

① 기금 규모로 인해 발생하는 영향력

국민연금기금은 국민경제에서 차지하는 비중이 가장 큰 단일 연기금 중 하나이다. 이로 인해 국민연금기금은 운용자산의 취득과 처분시 시장에 충격을 준다는 점에 유의할 필요가 있다. 기금 규모 급증과 적극적 기금운용은 필연적으로 국민경제 및 금융시장에 대한 기금의 영향력을 높이며, 기금투자 방향은 국민경제와 금융시장 흐름을 좌우하는 요소가 된다. 특히 2023년부터 GDP의 50%를 넘어설 것으로 추산되는 거대한 공적연금 자산 운용은 전례 없는 실험이 될 것이다(아래 [표 3] 참조).

[표 3] 기금적립금 규모와 국민경제 대비 비중

(단위 : 조원, %)

구분	기금적립액 (A)	명목GDP(B) (A/B)	총통화(C) (A/C)	주가총액(D) (A/D)	채권잔액(E) (A/E)
2005	164	865	1,021	655	555
		(19.0)	(16.1)	(25.0)	(29.5)
2006	190	909	1,149	705	589
		(20.9)	(16.5)	(27.0)	(32.3)
2007	220	975	1,274	952	605
		(22.6)	(17.3)	(23.1)	(36.4)
2008	235	1,026	1,426	577	614
		(22.9)	(16.5)	(40.7)	(38.3)
2009	278	1,063	1,567	887	706
		(26.2)	(17.7)	(31.3)	(39.4)
2010.6	295	1,101	1,646	936	755
		(26.8)	(17.9)	(31.5)	(39.1)
2023	1,152	(50.3)	-	-	-
2033	1,974	(54.4)	-	-	-
2043	2,465	(44.5)	-	-	-

주 : 1) 2033년 이후 명목 GDP대비 비중은 국민연금연구원 내부 추정치임

2) 총통화는 한국은행 M2잔액을 의미함

3) 주가총액은 KOSPI 주식 총액을 의미함

4) 채권 잔액은 국고채권, 국민주택채권, 산업금융채권, 회사채권, 외국환평형기금채권, 통안 채권, 서울지하철채권을 총합한 것임

자료: 한국은행, 국민연금공단 홈페이지 자료 종합정리

이에 기금이 대규모 자금력으로 민간기업의 인수합병(M&A) 투자에 적극 나설 경우, 외국자본 등으로부터 국내 기간산업을 보호한다는 명분은 있지만 기금 본연의 목적과는 다른 투자 의도를 반영할 때 신중한 투자실행이 요구된다. 특정 이해관계자에 의한 기금전용, 공적자금의 시장 침해라는 지적이 나올 수 있기 때문이다¹⁷⁾. 주식의 경우 국민연금기금의 국내 주식투자는 시장의 시가총액과 비교하였을 때 2004년 2.79%에서 2008년 4.55%로 꾸준히 증가하고 있으며, 2010년 9월 기준으로 4.60%를 차지하고 있다¹⁸⁾. 국민연금기금의 증가 속도가 시장의 증가 속도보다 빠른 이상, 이러한 추세는 오

17) 1993~1996년 중 공기업 민영화 과정에서 국민연금기금의 한국통신주식 대규모 매수는 기금의 포트폴리오 투자 특성과 부합되지 않을 뿐 아니라 보유주식에 대한 적극적/소극적 의결권 행사 문제, 기금의 과도한 지분보유에 따른 시장영향 등의 문제점을 표출하였다. (한광석, 2006)

18) 2010년 9월 말 기준, 국민연금의 국내주식투자 금액은 47.7조 원이며, 주가지수 총액은 1,037.7조 원을 나타내고 있음(시가기준), 국민연금공단 공시자료 및 한국거래서 월간 통계 참조.

랫동안 계속될 것이다.

더구나 2009년 4월부터 자본시장통합법이 시행되면서 한 기업의 주식을 5% 이상 보유하게 될 경우와¹⁹⁾ 10% 이상 주요 주주 소유 상황에 대한 보고의무가 발생하였다²⁰⁾. 이는 향후 국민연금기금은 주요 기업에 대한 지배주주로서의 역할까지 담당하게 될 수 있음을 의미한다²¹⁾. 이와 같이 국민연금 기금 운용은 투자행위로 인해 시장에 충격을 가할 뿐만 아니라, 보유 주주로서 역할을 통해서도 국민경제에 많은 영향을 줄 수 있게 된다.

나아가 국민연금기금이 국가경제에서 차지하는 비중이 매우 높기 때문에 국민연금 기금의 부실화는 바로 정부재정의 부실화로 연결될 수밖에 없고, 이는 정부의 지불능력 약화를 초래하여 결국 연금지급의 불능이나 급여 삭감으로 연결될 가능성이 커진다. 국민연금은 정부가 지급을 보증하는 공적연금이며 확정급여방식이기에 일정한 납부의무를 이행한 가입자는 그 운용결과와 관계없이 연금을 지급받아야 하기 때문이다. 더욱이 국민연금기금은 기금조달과 지출이 연금제도 내에서 이루어지므로 기금운용 결과는 연금가입자의 노후보장을 직접 좌우한다. 국민연금은 미국의 사회보장연기금(OASDI) 기금과 더욱 유사하며, 주정부가 지급을 보장하는 캘리포니아공무원퇴직연금(CalPERS)이나 확정기여방식의 미국 기업연금(401K)과 단순히 비교할 수 없다. 이에 국민연금기금은 수익성이 아니라 안정적이고 지속적인 연금지급을 보장하는 역할을 수행할 필요가 있다.

② 기금의 매우 빠른 적립과 소진

국민연금기금의 큰 특징은 자금축적의 생성과 소진이 단기간에 매우 급격히 이루어진다는 점이다. 이러한 장기적 추세는 제도의 획기적 변화가 없는 한, 불가피하다. 1988년 국민연금제도 도입 후 점진적으로 증가한 기금은 2010년 9월말 현재 312조 원에 이르렀

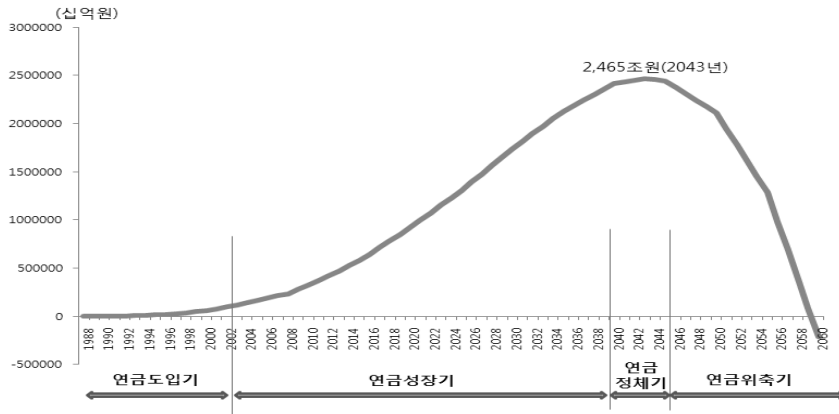
19) 이전 「증권거래법」에 포함되어 있던 내용이 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」로 통합되면서 제147조(주식 등의 대량보유 등의 보고)로 도입되었다.

20) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」제 9조(그 밖의 용어정리)에서 주요주주를 주식을 100분의 10 이상 보유한 자로 정의하면서 공시의무 주식보유에 따른 운용상에 제한을 두고 있다.

21) 아직 국민연금기금은 주주권 행사를 가급적 억제하고 있으며 이에 이번 신한은행 사태에서도 순수투자자로 기능했으나, 주주권 행사에 대해 국민연금의 역할을 기대하는 많은 의견들이 있었다.

으며 경상가격 기준으로 2043년 최고 2,465조 원까지 적립되었다가 이후 소진과정을 거치게 된다²²⁾.

[그림 2] 국민연금기금 예상 적립액 추이



자료: 국민연금재정추계위원회, 『2008년 국민연금재정계산 국민연금장기재정추계』, 2008.5

2002년까지의 연금의 도입기 이후 기금의 생성소진을 대략 세 단계로 구분해 보면 2039년까지 30여 년은 성장기로서 보험료 수입과 운용수익이 연금급여 등 지출을 상회하여 GDP대비 적립금 비율이 50% 이상이 2033년 54%가 정점이 된다. 이후 2045년까지 6년간은 정체기로서 기금적립금이 최고치(2,465조 원)를 기록한 이후 점차 감소한다. 2045년 이후는 위축기로서 기금이 급속히 감소하는데 베이비붐 세대의 고령화로 연금급여액이 급증하게 되어 연금지급에 충당하기 위하여 기금보유 자산을 처분하여야 하기 때문이다.

22) 우리나라의 전후 베이비붐과 80년대 이후의 급속한 출산율 저하를 감안할 때 지금 방식을 그대로 유지한다면 기금의 급격한 적립과 소진은 불가피하다. 기금설치 목적이 노인인구 급증기를 대비하는 한 한시적 적립금이라는 점에서 기금 감소는 당연한 것이며, 기금 소진시 후세대가 매년 보험료를 거두어 노인을 부양하는 부과방식 (pay-as-you-go) 방식으로 전환된다는 제도 특성을 이해할 필요가 있다.

[표 4] 국민연금기금 단계별 운용방향

시기	1988~2002년	2003~2039년	2040~2045년	2046년 이후
특징	연금도입기 · 보험료수입 급증 · 연금지출 미미	연금성장기 · 기금적립금 급증 · 보험료 > 연금지출	연금정체기 · 보험료 < 연금지출 · 운용수익으로 기금규모 증가	연금위축기 · 연금지출 급증 · 기금규모 감소
	· 정부재정 상회한 시점	· 2039년 말 GDP대비 50% 이상	· GDP 50% 하회	—
운용 환경	· 높은 시장변동성 · 장기투자 상품 미비	· 자본시장 성숙 · 다양한 투자 상품의 등장	· 고령사회 정착 · 기금자산의 현금화	· 경제 활력 약화
운용 방향	안정적 투자 · 국공채 중심 투자	수익성 중시 · 주식투자, 대체투자 확대 · 해외투자 확대	안정성 추구 · 자산부채관리(ALM) 강화 · 해외채권 투자 확대	유동성 중시 · 부채관리 본격화 · 지급여력 확보

자료: 원종현 외, 『국민연금 기금운용체계 고찰: 현행 지배구조 논의에 대한 재조명』, 사회연대연금지부, 2009.

이러한 기금의 적립-소진 구조는 국민연금기금의 경우 수익성보다는 자산 운용시 장기적 유동성이 중요하다는 것을 의미한다. 국민연금은 2043년 이후의 자산 유동화에 대비하여야 하는데 현금성 자산인 채권이나 은행예금은 예상된 가격으로 회수될 수 있으나 비현금성 자산, 즉 주식이나 부동산은 예상된 가격으로 회수할 수 없을지 모른다. 시장주도자인 국민연금기금의 자산처분으로 자산 가격이 하락하면 처분이 불가능할 수도 있을 것이다. 국민연금기금이 시장지배자적 위치임을 감안할 때 자산의 취득시점부터 유동성 확보를 고려한 신중한 운용이 요구된다. 투자자산 위주의 자산보유는 미래 연금지급을 위한 대규모 유동화 시도로 인해 국내 금융시장에 커다란 위협요인이 될 수 있다. 최근 국민연금기금의 국내 주식 및 채권 보유 비중이 높아지고 있으며, 국내 최고의 기관투자자로서 기금의 운용이 실시간으로 국내 금융사들에 의해 관심을 받는 상황에서, 보유 증권의 매도는 분명 시장 자체의 하락을 가져 올 위험이 있다.

3. 국민연금 기금정책 방향의 문제점과 대안 모색

1) 최근 국민연금 기금정책의 문제점

(1) 투자위험 증가에 따른 노후보장의 불안정성 증가

수익률 제고 명분에 따라 국민연금기금이 다양한 경로로 금융시장에 투입되면서 이제 금융시장의 하강은 단순한 자산 손실을 넘어서서 한 사회의 노후 보장을 희생시키는 결과를 가져온다. 기금운용 수익률 1% 포인트를 올리기 위해서는 많은 위험을 감수해야 한다. 장기재정추계에서 제시된 기금운용 수익률은 명목금리의 1.1배 수준으로서, 여기서 명목금리는 회사채 유통수익률을 기준한 것이며, 물가상승률을 감안한 결코 낮은 수준이 아닌 투자수익률을 가정하였다. 장기적으로 매년 평균 수익률 1% 포인트 증가를 위해서는 위험자산 보유 비중이 현재보다 2배가량 늘어나야 한다. 호황기에는 이로 인해 기금수익률이 더욱 높아질 수 있으나, 불황 국면에서는 큰 폭의 기금 손실이 발생할 수 있다.

[표 5] 수익률 1% 증가에 따른 위험 변화 예상

수익률	목표미달 확률2)	연간 손실확률3)	변동성 (5년 평균)
6.14%1)	0.0%	0.05%	4.19%
7.14%	1.7%	10.42%	12.69%
1% point 증가	1.7% point 증가	10.37% point 증가	8.50% point 증가

주: 1) 2005~2007년 3년간 국민연금기금 평균 수익률

2) 향후 5년 동안 기금운용 수익률이 누적물가상승률을 초과하지 못할 확률

3) 향후 5년간 기금운용 수익률이 마이너스 수익률이 발생할 확률

자료: 원종현 외(2009)

기금운용 수익률 1% 포인트 증가에 따라 증가한 위험은 결국 가입자가 부담해야 한다. 좀 더 구체적으로, [표 5]에서 보듯이 6.14% 대신 7.14%의 수익률을 목표로 기금운용을 한다면 자산배분 변화 등으로 인해 10.42%의 연간 손실확률을 각오하여야 한다. 10.42%는 향후 5년 사이 기금에서 1년 정도 음의 수익률이 발생할 가능성을 가리킨다.

MacCurdy & Shoven(2001)이 지적한 바와 같이 미국 공적연기금의 경우에도 투자다변화를 통해 연기금의 운용수익률을 높여더라도 중장기 재정건전성문제는 해결하기 어렵다²³⁾. 이들은 미국 OASDI 기금을 대상으로 기금 운용수익률이 제도 안정성에 주는 영향에 대해 연구한 결과 기대수익률이 높은 주식투자 비중을 늘리더라도 기금고갈 가능성을 해결하기에는 역부족임을 보이고 있다²⁴⁾.

[표 6] 해외 주요 연기금의 수익률 추이

(단위 : %)

	2006	2007	2008	2009	최근3년 평균	주식 비중	투자규모
CPP (캐나다)	15.5	12.9	-0.3	-18.6	2.87	58	105.6십억 CAD
AP2 (스웨덴)	13.0	4.2	-24.0	20.6	-16.80	54	204.3십억 SEK
GPIF (일본)	14.4	4.6	-6.1	-10.0	-4.03	21	100.9조 JPY
CalPERS (미국)	15.7	10.2	-27.1	-24.0	-15.17	52	183.4십억 USD
NYSC (미국)	14.59	12.58	2.56	-26.4	-5.27	44	109.02십억 USD
Calstrs (미국)	13.21	21.03	-3.69	-25.0	-4.39	55	118.9십억 USD
GPF (노르웨이)	7.92	4.26	-23.3	25.62	0.15	60	2,640십억 NOK
국민연금	5.9	7.0	-0.21	10.84	5.77	13	291.6조 KRW

주: CPP, GPIF, NYSC는 3월말 기준, CalPERS, Calstrs는 6월말 기준, AP2, GPF, 국민연금은 12월말 기준
자료: 국민연금연구원(2010)

연기금 운용의 불안정성을 보여준다는 점에서 최근의 글로벌 금융위기는 교훈적이다. OECD(2010)에 따르면, OECD 국가의 연기금은 2008년 글로벌 금융위기를 맞으면서 큰 타격을 입어 2008년 평균 수익률은 -21.4%였다. 세계 주요 대형 연기금인 CalPERS 와 ABP는 작년에 각각 -27.1%, -20.2% 수익률을 기록하였다. 2009년 들어 주식시장 회복으로 수익률을 회복해나가고 있다고는 하지만 2008년의 손실 폭이 컸기 때문에 최근 상승세에도 불구하고 2010년 기준으로 볼 때 손실분을 완전히 회복하지는 못한 상태이다.

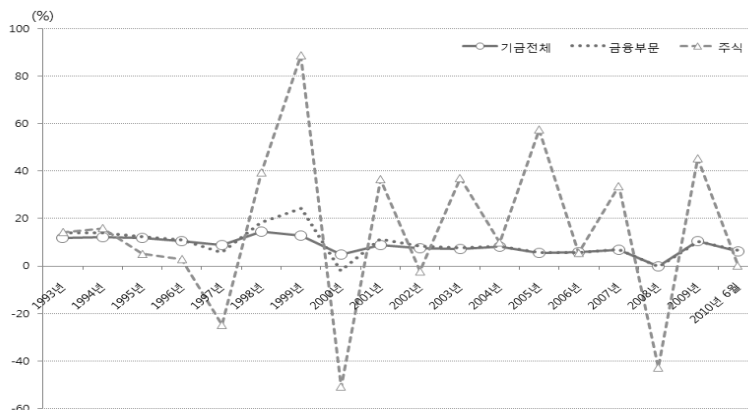
23) Sharpe(1976)과 Black(1980) 역시 기금의 관리자(sponsor)는 자산을 투자함에 있어서 부채를 초과하는 수익을 기대하고 있음에도 불구하고 이것이 가치의 창조를 의미하지는 않는다고 주장한다.

24) 기금운용 수익률을 지나치게 강조할 경우 가입자는 향후 연금지급이 기금 수익률에 따라 이루어진다는 오해를 하게 된다. 이는 또한 연기금 수익률을 기타 펀드, 주식 수익률과 비교하여 국민연금 수익률이 상대적으로 낮다고 생각하여, 자신의 선택에 의한 연기금 투자를 선호하게 하는 유인을 제공한다.

2008년은 주식자산 낙폭이 컸기 때문에 특히 주식자산의 비중이 높았던 아일랜드와 미국, 호주, 벨기에, 헝가리, 영국 등의 연기금 손실 폭이 다른 OECD 국가들에 비해 크다. 특히 이번 글로벌 금융위기를 겪으면서 수익률이 급격히 떨어진 나라들 대부분은 포트폴리오 규제가 없어 다변화투자를 극단적으로 추진한 국가들이다. 한국 국민연금이 상대적으로 수익률이 나쁘지 않았던 것은 주식, 나아가 파생, 증권화상품 등에 적극 투자하지 않았고, 투자제한 때문에 공격적 포트폴리오를 할 수 없었기 때문이다.

국민연금기금의 경우에도 불안정성 증가 추세는 현저하다. [그림 3]은 국민연금기금의 연도별 자산범주별 수익률을 나타낸 것이다. 특히 주식수익률 추이에 주목할 필요가 있다.

[그림 3] 국민연금기금 자산범주별 연도별 운용수익률



자료: 국민연금공단 기금운용본부 공시자료

이는 연도별로 운용수익률이 크게 변화하고 있으며, 주식부문 비중이 높아질수록 기금 전체 수익률 역시 불안정해진다는 것을 보여준다. 또한 최근 글로벌 금융위기에서는 주가 하락과 동시에 안전자산이라 여겨지던 채권 손실이 커지고, 부동산 자산 역시 큰 폭의 손실이 발생하면서, 위험자산과 안전자산 간의 구분이 모호해졌다. 기존 이론에 의하면 어느 한 자산의 가치가 하락할 경우 다른 자산군의 가치가 상승하면서 일정한 범위 내에서 최저수익률을 얻을 수 있었다²⁵⁾. 그러나 최근 금융위기 기간 동안 전 자

25) 일반적으로 주식과 채권 수익률의 상관관계는 마이너스로, 주식이 떨어지면 채권이 오르고, 채권이 떨어지면 주식이 올라 일정 수준의 수익률과 변동성을 유지한다(국민연금연구원 2008).

산군의 가치가 일시에 하락하여 총체적인 경제위기에는 보유자산군 전체의 수익률이 하락하게 되어 분산투자의 효과가 나타나지 않을 수 있음을 보였다. 이는 통상적인 자산배분 이론과 이에 근거한 연기금 자산배분의 적합성에 근본적인 문제를 제기한다. 결국 기금전체의 안정적 운용을 위한 다른 대안이 필요하다.

(2) 해외투자 확대에 의한 새로운 위험의 발생

국내 투자시장 규모의 제약 및 국내 자본시장에 대한 국민연금기금의 영향력 확대에 따른 시장충격 우려가 제기되면서, 국민연금기금의 해외투자 관련 규정이 꾸준히 완화되었다. 그 결과, 2001년 국민연금기금 해외채권 투자가 시작된 이래 해외투자 금액이 급증하고 있다. 특히 글로벌 금융위기로 인한 대외자산 가격하락으로 인해 2006년도부터 국민연금기금에서의 해외투자는 REF 및 부동산 등 대체투자로 확대되고 있다.

이는 몇 가지 점에서 우려스럽다. 첫 번째 우려는 해외 주요 연금기금과 국민연금간에 인구구조의 시점 차이에서 비롯된다. 서구의 베이비부머 퇴직 시점은 우리나라에 비해 약 5년에서 10년 정도 빠르다²⁶⁾. 서구에서 적립되고 있는 연금기금은 주로 인구고령화가 정점에 도달할 경우를 대비하여 추가로 연금기금을 적립하는 준비성 기금이다. 이렇게 적립되는 기금은 특정 시점까지는 적립만 하되, 해당 시점에 도달하면 완충펀드로 기능하기 위해 기금을 소진한다. 그 시점은 국가마다 약간씩의 차이가 있지만 대략 2020~2030년 사이이다. 이때 보유자산을 현금화하는데 2020년경은 국민연금기금 증가속도가 절정에 달하는 시기로, 서구 연기금들은 국민연금과 같은 아시아 연금기금이 보유자산을 구매해 줄 것으로 기대하고 있어, 이들의 유동성 확보는 큰 무리가 없어 보인다.

문제는 국민연금이다. 국민연금기금 역시 2040년대를 정점으로 규모가 급격히 하락하게 될 것이고, 보유자산들을 유동화시켜 연금급여에 충당하여야 하기 때문에 2040년에서 2060년까지 20여 년의 기간 동안 최소한 2,500조 원의 국민연금 자산을 모두 현금화하여 가입자에게 지급해야 한다. 해외 주요 연금기금이 자산을 매각하기 시작하는

26) 미국이나 유럽의 경우 베이비부머세대는 1946년~1960년까지의 세대를 의미하며 일본의 경우 1947~1949년까지의 세대를 의미하는 반면, 한국은 1955년~1964년 기간의 세대로 앞선 국가들에 비해 약 10여 년 정도 늦다 (김태현, 2010).

2020년은 국민연금기금이 급속하게 증가하는 시점이 되어, 해외 연금기금이 매도하는 자산을 매수하게 된다. 해외 연금기금 입장에서 보면 매도하고자 하는 자산을 받아주는 국민연금이 있어, 자산가격 하락 위험이 크게 나타나지 않을 수 있다. 그러나 이후 2040년부터 국민연금기금이 보유하고 있는 자산을 매각하여 현금화하고자 할 경우, 과연 누가 이러한 자산을 받아줄 수 있겠는가의 문제가 제기된다. 해외 주식이나 채권은 물론, 부동산도 마찬가지이다. 기금에서 필요로 하는 것은 임대수익이 아니라, 자산 유동화로 인한 수익이기 때문이다.

둘째, 환리스크에 대한 장기 전략이 마련되어 있지 않다. 최근까지 국민연금기금의 환 헤지에 대한 고민은 계속되는 것으로 알려져 있고, 글로벌 위기시 고회환 정책이 본의 아니게 어느 정도 도움이 된 것으로 보인다. 국민연금 해외투자는 여전히 해외채권 투자가 주종을 이루고 있으며, 안전하게 최소의 쿠폰 수익을 지향하고 있다. 결국 해외 투자 성패는 환율에 달려있는 바, 초저금리 시대에 해외채권 투자는 결국 외환에 대한 투자로 생각될 정도이다. 그럼에도 불구하고 국민연금기금의 장기적인 환헤지 기본전략에 대해서는 알려진 바가 없다²⁷⁾. 또한 장기적으로 하락이 예상되는 달러화 가치하락 위험 역시 지금 국민연금기금이 해결하여야 할 과제이다. 2009년 말 기준 국민연금기금의 해외투자 현황을 보면, 미국달러의 비중이 45.0%로 압도적으로 높으며, 다음으로 유로화(16.2%), 파운드화(10.8%), 엔화(7.5%) 등의 순서로 여전히 달러화에 대한 의존율이 높다.

이상의 문제점들은 해외투자 뿐만 아니라, 금융부문에 대한 투자집중이 과연 올바른 방향인가에 대한 근본적인 질문을 던지도록 만든다. 국민연금기금 해외투자 확대를 지지하는 견해 대부분은 기금 규모 문제뿐만 아니라 위험 분산과 수익률 극대화로 국민연금제도를 책임지겠다는 생각에서 비롯된 것으로 보인다. 그러나 거대 공적연금기금 운용 철학에 대한 근본적인 고민이 필요할 시점이다. 철학에 바탕을 두고 해외투자와 환 관리정책 등을 국가경제 전반의 관점에서 조정하고 그 위험을 분산하여야 한다. 이

27) 기금운용의 장기 전략이 마련되지 못한 상황에서 환헤지 문제를 제기하기에는 다소 이른 감이 있다. 그러나 상승기에는 헤지 비용을 줄이고, 하락기에는 헤지 비용을 높여준다는 당위적 전략보다는 장기적으로 전략이 마련되어야 하고, 무엇보다도 이 전략은 시장에 널리 공표되어야 한다. 하락기에 헤지 비용을 높이거나 상승기에 비용을 낮춘다는 것은 (만일 이러한 방법이 성공한다면) 국민연금기금의 해외투자에 따라 국내외환시장에 오히려 해악을 입힐 수도 있기 때문이다.

번 금융위기에서 배운 바와 같이 체계적 위험은 어떤 방법으로든 해소가 되지만, 거시경제적 위험과 연관된 비체계적 위험은 결코 사라질 수가 없으며, 어떠한 형태로든 국내경제로 돌아올 것이기 때문이다. 해외투자는 국내 시장에 미치는 영향을 가시적으로 줄일지는 모르나, 이는 다시 장기적 자산 가격 및 환위험 등으로 국내에 영향을 줄 수밖에 없다. 이는 기금의 투자운용으로 인한 위험 헤지와 수익성 개선 효과는 극히 일부분에 불과하다는 것을 보여준다.

(3) 장기적 안정성 고려의 실패

앞서 살펴본 바와 같이 국민연금기금은 기금 속성상 안정적인 운용을 필요로 한다. 장기적인 시간 지평에 따른 기금운용 목표 설정은 본질적인 요구이다. 기본적인 목표는 기금의 장기적 운용수익률을 경상 경제성장률 이상에서 달성하는 것이다. 그러나 실제 기금운용위원회 및 실무평가위원회, 기금운용관리기관과 운용본부의 행태는 장기적이고 안정적인 운영과는 거리가 있다.

첫째, 자산운용 전략 및 실행에서의 단기성 문제를 살펴보자. 국민연금 자산배분은 5년이라는 장기단위 목표를 갖는 것처럼 보여도 결국 연간 자산배분이 실효성을 가진다¹⁶⁾. 이는 앞서 언급한 장기기금운용의 목표와 완전하게 괴리된 일반 펀드운용방식을 추종하는 것에 불과하다. 이 역시 국민연금 기금운용 기본 철학이나 장기 목표가 부재한 데에서 나오는 결과이다. 이렇게 연간 거시경제변수에 민감하게 반응할 경우 결국 장기적 안정성을 살리기 어렵다. 매년 흔들리지 않는 절대기준으로서의 전략적 자산배분이 마련되어야 한다. 이는 매년 경제여건에 따라 재조정되는 것이 아니어야 한다. 덧붙여 최근 주식부문의 경우 전략적 목표 대비 $\pm 17\%$ 의 운용비중 조정이 전술적 차원에서 가능하게 되었다. 즉, 전략적 자산 배분상 주식투자 비중이 결정되어 있다고 하여도 단기 상황에 따라 기금운용본부가 투자량을 조정할 수 있는 범위가 매우 크기 때문에 결국 전략적 목표치라는 것이 큰 의미가 없게 된다. 주식의 전략적 비중은 통상 10% 내

16) 국민연금기금의 전략적 자산배분은 5년 단위의 중장기자산배분과 연 단위 이행계획으로 구성된다. 기금운용위원회는 우선 5년 단위 중기 자산배분계획을 수립한다. 이 이행을 위하여 시장전망과 연금수급 상황 변화를 반영한 연간 기금운용계획을 수립해야 한다. 이를 연간 단위의 전략적 자산배분(SAA)라고 부른다. 이렇게 설정된 특정 자산군에 대한 연간 목표비중은 단방향으로 증가 또는 감소하는 상황, 이런 목표비중을 연중에 월단위로 배분하는 이행단계를 가정한다. 다시 말해 전략적 자산배분에 의해 연말 기준 목표비중이 설정되면 이에 기초하여 이행포트폴리오 개념의 월 단위 목표비중이 설정된다(국민연금연구원 2008).

외인테 기금운용본부에서 임의로 17% 정도의 비중을 조정할 수 있게 되어, 사실상 전략적 자산배분을 개의치 않고 운용기관 독단으로 상당한 투자비중을 조정할 여지가 있다. 이렇게 전술적 자산배분 범위가 현재와 같이 넓을 경우, 전략적 자산배분 자체가 의미가 없어진다. 더구나 현 기금운용이 주로 주식, 채권등과 같은 유가증권투자에 집중 운용되고 있어 운용수익률이 연단위로 산정되고 있어 이 또한 장기 포트폴리오 구성을 어렵게 한다. 또한 5년 단위의 투자 포트폴리오를 작성하였다 하여도 이를 매년 상황에 따라 재조정하고 있어 실제로는 연간 포트폴리오를 구성하는 것과 비슷한 효과를 나타내고 있는 형편이다.

둘째, 기금운용의 단기성은 기금 운용자에 대한 유인 구조에도 내재되어 있다. 이는 주로 성과평가 체계와 관련된다. 국민연금기금 운용은 결국 개개인 운용자들에 의해 이루어진다. 이들은 공단의 전문계약직들로서 기금운용 성과에 따라 인센티브를 받는데, 평가 기준이 운용역들의 운용스타일을 결정한다. 또한 성과평가는 개별 운용자들을 통제할 수 있는 유일한 수단이기도 하다. 성과평가 기준은 결국 연금정책 철학과 전략적 방향이 담긴 것으로 결국 국민연금 기금운용 방향에 영향을 미친다. 2008년 12월에 마련된 “국민연금기금 성과평가보상지침 세부기준(안)¹⁷⁾”에 의하면 기금 성과평가를 매년 실시하되 장기 성과 반영을 위해 당해연도 성과(50%), 전년도 성과(30%), 전전년도 성과(20%)를 합산하여 적용하도록 되어 있다. 실제 기금운용 성과측정은 3년을 한계로 하는데 당해연도 성과에 대한 가중치가 가장 높게 설정되어 결국 기금운용은 당해연도 수익 극대화에 집중된다. 더구나 평가 결과에 3년마다 운용역들의 재계약 여부가 달려 있어 이들의 단기주의적 속성은 불가피하다. 운용역들에게 부과되는 목표와 인센티브 및 평가기준을 고려해 볼 때 이는 국민연금법에서 언급된 장기 목표나 국민연금제도의 안정성 지향과는 다소 거리가 있다. 운용역들 입장에서 국민연금의 제도의 장기 지속성은 핵심이 아니다. 단기 성과를 최대한 확보하여 성과급을 최대한으로 받아내는 것에 목적이 치우쳐져 있다. 기금운용자에 대한 평가체계가 일반 펀드와 거의 유사하게 단기적 성과 추구에 집중되어 있는 것은 장기적 안정성 지향이라는 공적연금으로서의 특성을 살리지 못하고 있는 것이다.

17) 2008년 8차 기금운용위원회 회의자료.

셋째, 국민연금 기금운영의 단기성은 기금운영체계 및 구성과도 관련된다. 장기성과 공공성을 표방하는 국민연금 기금이 실제 계획부터 평가에 이르기까지 단기 실적에 연연하는 이유는 정부를 비롯한 기금 운용의 모든 참가자들에게 장기적 책임보다 단기 실적이 더욱 중요하게 여겨지기 때문이다. 우선 기금운용위원회의 각 직능별로 국민연금 납부자, 사용자, 정부를 대표하는 위원들은 비상임으로서, 1~3년 사이에 대부분 교체되는 것이 현실이다. 더구나 운용위원회는 의결기구로서 복지부나 기금운용본부가 상정한 의견에 대한 가부를 판단할 뿐이며, 이에 대한 책임은 거의 지지 않는다. 실무평가위원회 위원들 역시 마찬가지이다. 복지부의 연금재정과는 기금운용을 전적으로 책임지며 기금운용을 전반적으로 관리하며, 전략적 자산배분을 마련한다. 그러나 연금재정과의 책임자 역시 평균 재직 기간이 2~3년에 불과하며, 재직기간 주된 관심은 사고 없이 기금을 운용하는 것이다. 지금의 기금운용이 가져올 장기적 영향에는 크게 관심을 두지 않는다. 이렇게 볼 때 어느 누구도, 다시 말하면 정부와 시민사회를 대표하는 정책 결정 주체도, 기금운용 집행자도 기금이 가지는 공공성이나 장기적인 목표를 실천할 유인과 동기를 가지고 있지 못한다.

정리하면 국민연금기금의 운용 성과로는 기금 규모의 장기 추이에는 큰 영향을 주지 못하며, 운용수익만으로 공적연금의 지속가능성을 담보할 수는 없다. 투자 수익률의 무리한 상승 노력은 부작용이 더욱 클 수가 있다. 총체적 금융시장 하락에 대응할 방안이 없는 상태에서 위험자산의 높은 보유 비중은 자칫 기금 전체의 위험을 야기한다. 또한 국민연금기금은 세대 간 지속가능성을 핵심으로 하며 최소한 한 세대 가량의 운용 철학과 방향이 제시되어야 한다. 그럼에도 기금운용 장기목표는 부재하다. 뿐만 아니라 자산운용 전략, 지배구조, 성과평가 등은 모두 단기적 시간 지평을 기준으로 설계되어 있다.

2) 국민연금기금 정책 방향의 변화 모색

국민연금과 같이 세대 간 이전을 기본원칙으로 하는 공적연금의 운용은 제도의 지속가능성을 제고를 중심에 놓고 수익률보다는 장기 재정 안정화를 통한 연금급여의 지속적 지급 체계 확립을 강조하여야 한다. 이에 굳이 위험자산 비중을 높이면서 수익률을 추구하기보다는 안정적인 수익을 얻을 수 있는 적절 수준의 관리가 더욱 요구된다. 국민

연금과 제도적 특성이 유사한 미 OASDI 기금이 기금의 안정성과 공공성을 최우선 과제로 삼고 있다는 점은 국민연금에 좋은 시사점을 제공한다. 또한 앞서 금융시장 투자 확대가 갖는 다양한 불안정성은 연기금 운용 방향 변화에 대한 논의가 활성화될 필요가 있음을 보여준다.

(1) 국민연금 제도와 연계한 국민연금 기금의 장기목표 설정

국민연금제도의 재정안정화 방안은 단지 기금수익률을 통해 기금고갈 시점을 연장하는 방식이 아니라 미래 특정 시점에 기금으로든 조세로든 국민경제가 감당할 수 있는 연금지출의 총 규모를 합의하고, 이 범위 내에서 세대 간의 공평한 부담이 이루어지도록 제도를 설계하는 방향으로 이루어져야 한다. 이에 국민연금기금 운용정책에는 단기 수익성보다 기본 철학 및 일관성의 유지가 우선되어야 한다. 일시적으로 경기 변동에 따른 수익률의 변동은 가능하며, 최악의 경우 어느 특정 연도는 수익률이 마이너스가 될 수도 있다¹⁸⁾. 장기적 관점에서 기금을 운용하기 위해서는 우선 운용의 일관성을 유지하도록 하는 장기 목표가 우선시되어야 한다.

현재 국민연금기금은 장기적 운용을 표방하고 있기는 하지만, 이는 운용자의 단기적인 불리함을 감추는 도구로 가끔 환기될 뿐이다¹⁹⁾. 기금의 장기 재정 안정성이 중요하다 하는 것을 누구나 언급하고 있으나, 이를 위한 기금 운용의 역할이 불명확한 것이 현실이다. 현재 연금재정의 장기 재정목표(예, 기금적립비율 등)가 설정되어 있지 않고, 기금운용의 목표(목표수익률)도 명목경제성장률(실질경제성장률+소비자물가상승률±조정치)로 정의되어 기금운용이 연금재정의 장기안정성에 기여하는 정도를 분석하기 어렵다.

장기목표란 단순히 기금 자체만의 운용목표가 되어서는 안 된다. 기금의 존재이유가 연금제도의 지속성을 목적으로 하고 있느니만큼, 장기목표 역시 국민연금제도와 밀

18) 국민연금 기금은 현재 약 300조 원이 넘는 거대한 규모로 시장에 대한 영향으로 인하여 투자비중의 증가 및 감소에 제약이 존재할 수밖에 없다. 특히 주식시장의 경우 시장 상승이 예상된다고 하여도 시차를 두고 점진적으로 투입을 증가시켜야 하는 한계가 있다. 국민연금기금과 같은 거대 기금이 국면에 따라 유연하게 포트폴리오를 바꿀 수 있을 것으로 생각되지 않는다. 오히려 의사결정 과정에서 국면 변경으로 계획과 다른 역효과가 나타날 우려도 크다.

19) 연금의 장기적 성격이 가장 많이 언급되는 경우가 연도별 단기 실적이 저조하게 나왔을 경우이며, 오히려 단기 성과가 좋을 경우, 연금의 장기지속성은 고려대상이 되지 않는 사례가 대부분이었다.

접한 연관을 가져야 한다. 「국민연금법」에서도 국민연금의 장기목표를 “국민연금 재정의 장기적 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록” 운용할 것을 규정하고 있듯이 제도의 한 구성으로서 기금운용을 정의하고 있음을 알 수 있다²⁰⁾. 연금지급의 궁극적 책임은 기금운용기관이 아닌 제도 관리기관에게 있기에 연금제도 관리자의 입장에서 기금에 대한 적절한 계획이 필요하다. 공적연금기금의 장기 지속성을 보장하기 위해 기금운용 성과와 보험료율, 지급률 등을 연계시키는 유기적 관계에 대한 분석이 필요하다. 연금기금은 잠재적으로 발생하게 될 연금 가입자와 연금 제공자 간의 대립을 효율적으로 관리할 수 있어야 한다. 무엇보다 제도와 기금간의 관계를 고려하는 것은 기금운용전략에 일종의 방향성을 제공해 준다는 점에서 중요성이 크다.

지급해야 할 의무금과 적립 기금 간의 관계를 정의하는 자산부채종합관리모형(ALM: Asset Liability Management)을 통한 목표 설정은 그 한 예이다²¹⁾. 물론 ALM은 기본적으로 재무적 건전성 제고를 위한 기금운용 전략 마련 방안 중 하나일 뿐, 이것이 아니라더라도 제도와 기금을 연계하여 목표를 설정하는 것은 반드시 필요하다. 연금제도와 기금운용 사이에 명시적인 연결고리를 구성하여야 하기 때문이다.

연금기금의 존재 이유는 가입자에게 장기적으로 연금의 수급권을 보장하는 것이다. 일반 기금의 경우 주어진 자산 내에서 적절한 위험 수준을 설정하고 최선의 수익을 달성하는 전략을 구성하는 것으로 충분하다. 공적연금기금을 운용한다는 것은 일반 민간 기금과는 달리 위험수준의 설정이나 예상수익률의 획득이 과연 연금가입자들의 보험료나 연금지급액과 어떻게 관계를 가지게 될지를 고민하게 되며, 이에 대한 나름의 해답을 제시하여야 한다. 이를 위해 기금은 향후 얼마만큼의 지급능력을 보유하고 있어야 할지 등을 정한다.

캘리포니아 공무원 연금(CalPERS)이나 온타리오 교직원 연금(OTPP) 등은 적립율 1을 자산운용의 기본 목표로 삼아 기금운용과 함께 제도적 개선을 동시에 추구하고 있다. 그러나 국민연금이나 미 OASDI 등 사회보험적 성격을 가지는 공적연금이 적립율 1을 운용 목표로 설정하기에는 무리가 따르며, 그 필요성이 강하지도 않다. 첫째, 부분적립방식

20) 「국민연금법」 제102조(기금의 관리 및 운용)

21) 연금기금의 자산-부채종합관리란 연금이 가지고 있는 자산과 향후 지급되어야 할 연금부채간의 관계를 파악하고, 이에 적절한 운용목표를 결정하는 투자전략을 의미한다. 그러나 아직 연금부채의 산정 기준에 대해 많은 논란이 있어, 아직 구체적인 전략은 수립되지 못하는 형편이다(원종현, 2008).

을 채택하고 있는 국민연금의 입장에서 향후 인구구조 변화가 기금운용 성과보다 적립율에 더욱 큰 영향을 주는 변수로 작용하게 된다, 둘째, 연금급여와 보험료와의 관계가 재정 상황을 감안한 균형 상태를 기본으로 제도가 구성되지 않았기 때문이다. 국민연금과 같은 공적연금에서 자산과 부채의 관계는 서로 만날 수 없는 갭이 존재한다. 이에 기금운용이 책임질 수 있는 부분을 제한하여 장기목표를 설정할 필요가 있는 것이다²²⁾.

목표수익률이 정책적으로 결정이 된다면 목표수익률 설정에서부터 개별 운용자의 목표 부여과정까지를 체계화시킬 수 있다. 즉, 목표수익률 설정 → 중장기 기금운용 계획안 수립 → 연도별 자금운용 계획안 수립 → 운용자산별 목표 설정 → 개별 운용자의 목표 설정 과정을 체계적으로 마련하여 운용 성과에 대한 단계별 기여도 평가와 이에 따른 보상을 명확하게 수행할 수 있도록 한다. 목표수익률을 기준으로 한 평가체계와 보상체계를 구축함으로써 운용역들로 하여금 목표수익률 달성에 노력을 제고하도록 독려할 수 있다. 그러므로 제도적 관점에서의 기금 운용 목표에 대한 입장을 공식적으로 설정할 수 있는 제도적 장치가 필요하다.

(2) 사회발전 투자 확대

연기금 운용 목적이 향후 연금가입자에게 연금지급을 보장하는 것이라면, 국민연금 기금 운용으로 사회적 편익을 높이고, 이를 통해 연금보험료 수입과 연금지출 절감을 유도하여 수익성을 개선하는 방안은 제도의 지속성 제고라는 면에서 고려가능하다. 현재 복지 부문이나, 공공부문에 대한 투자를 이러한 ‘사회적 편익을 통해 제도의 수익성’을 높이는 방향으로 전환하고, 이에 대한 투자 비중을 높이는 것이다.

22) 아래 표에서 보듯이 주요 연기금들도 각각 연금의 특성에 따라 고유한 목표수익률을 설정하고 있다.

[표 A] 해외연기금 목표수익률 구성 현황

	기준수익률+ α	ALM 방식	시장가중 평균 (목표비중 대비 벤치마크 수익률)
국가	· 일본 : 물가상승률 + 임금상승률 · CPPib : 무위험 채권수익률 + 주식리스크 프리미엄	CalPERS CPPIB APG 등 공적연금	OECD국가 공적연금, 기업연금 다수

사회적 편익을 통해 제도 수익성을 높이는 연기금 투자의 예로 저출산 문제 해결에 기여하는 보육시설 및 육아시설에 대한 적극지원, 노동시장 참여율을 제고하는 여성 노동 지원 및 일자리 창출, 재활시설 확충을 위한 투자 등 여러 분야에 대한 투자가 가능하다. 경제활동 참여율 제고로 전체 보험료 수입을 증가시킬 수 있다면, 이는 재정 부담 감소에 기여한다. 또한 연금급여 지출 절감을 위하여 노인일자리 사업 등을 지원하는 방안도 고려할 만하다. 연금급여로 충분히 생활 가능한 노인복지시설을 국민연금기금이 제공한다면, 급여지급 부담을 줄임과 동시에 국민연금 가입 유인 효과를 가질 것이다. 다시 말하면 사회적 편익을 창출하는 연기금 투자는 다양한 방식의 기여금 증가와 급여 지출 감소를 통해 궁극적으로 국민연금제도의 뿌리를 강화한다.

물론 이러한 정책들은 연기금 투자의 사회적 편익을 산정하기 어렵다는 치명적인 문제를 가진다. 금융부문에 대한 투자는 수익률이 실시간으로 평가되면서 가입자들에게 운용에 대한 모니터링을 제공할 수 있다. 그러나 이러한 사회발전 투자, 혹은 공공성을 띤 투자는 선심성 ‘복지정책’으로 여겨질 우려가 있다. 게다가 장기적으로야 효과를 알 수 있는 매우 ‘불확실한’ 투자임에는 분명하다. 그러나 국민연금제도의 존립이 한 사회가 부를 창출할 수 있는 능력에 의존한다는 점에서 이는 근본적으로 국민연금 제도의 지속성을 제고하는 투자이기도 하다²³⁾.

(3) 채권에 대한 시가평가 운용 정책의 조정

시가평가(mark-to-market)는 유가증권이나 파생상품에 의한 채권·채무, 투자신탁 등 금융자산 가치를 매입가(장부가)가 아닌 시장가격에 기초하여 평가하는 회계 원칙을 지칭한다²⁴⁾. 시가평가는 회계 투명성과 정보의 정확성을 명분으로 1980년 이래 금융기

23) 이러한 투자를 시행하기에 앞서 이 투자의 효과에 대한 구체적인 분석이 필요하다. 기금운용 수익률 1% 개선이 연금제도의 고갈을 몇 년 지연시킨다는 것과 유사한 논리의 수리적 분석도 뒷받침 되어야 한다. 연기금의 사회적 투자가 출산율 개선 효과가 얼마 만크이며 이것이 연금재정 흐름에 어떤 영향을 미치게 될지를 논하는 것이 그 사례이다. 이후 국민연금기금에서 사회발전 및 제도발전을 가져오는 투자를 시행하게 될 경우 나타나는 인구구조적인 영향이나, 퇴직자 급여지출의 절약 등의 효과를 구체적으로 제시할 수 있다면, 금융투자와는 별개의 운용 영역을 확보할 수 있을 것이다.

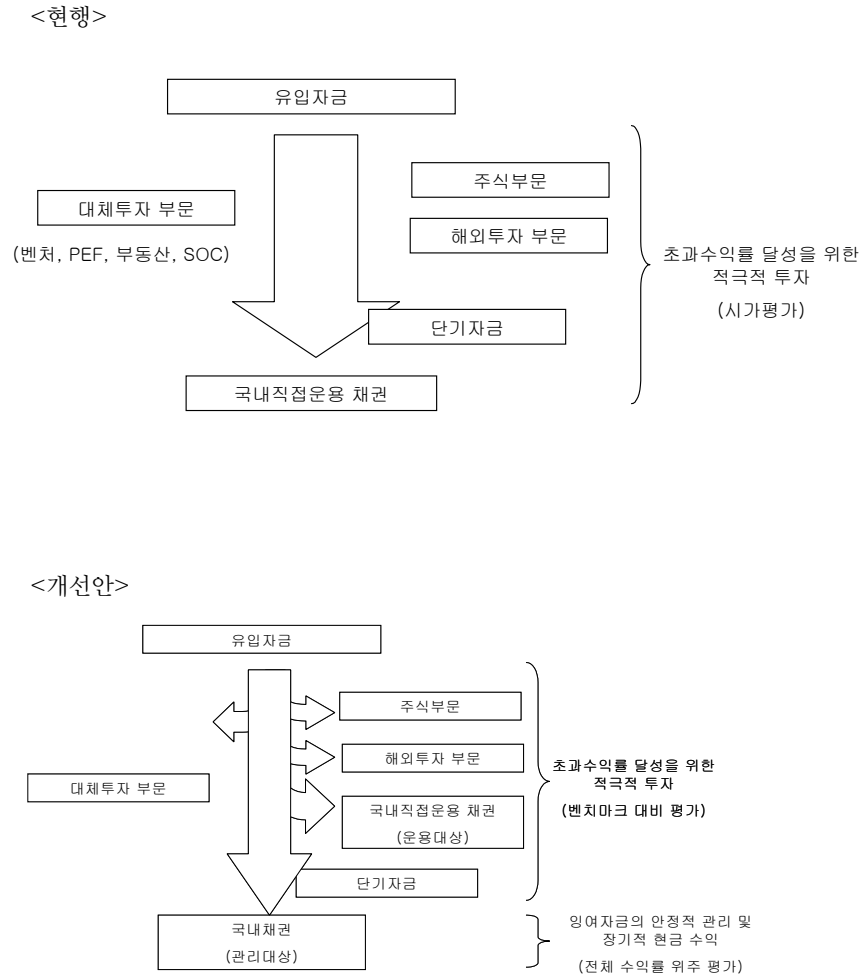
24) 유가증권의 경우, 시가평가에 따른 매입가와 의 차액은 당기의 손익으로 계상된다. 시가평가 적용시 보유 증권 의 가격이 하락할 때마다 곧바로 손실처리가 되어 자본이 감소할 수 있고, 나아가 금융기관 대출여력이 축소될 수도 있다. 유가증권의 가치를 시장의 평가에 따라 적용한다는 시가평가제는 운용 투명성을 높인다. 매일 관리 하는 외환거래나, 증권, 채권 등을 현재가격으로 평가하면 정확한 손실과 이익규모를 알 수 있다.

관 회계에 널리 적용되어 왔다. 물론 모든 자산과 부채에 적용되지는 않으며, 각국의 사정에 따라 적용시점도 다르다. 우리나라의 경우 1998년 11월 16일 이후에 설정된 펀드를 포함한 모든 공사채형 수익증권에 대하여 2000년 7월부터 채권시가평가제를 시행하고 있다. 국민연금도 2001년에 채권 시가평가제를 도입하면서 대부분의 자산을 시가로 평가하고 있으며, 이에 따른 수익률 공시와 성과급 산정을 하고 있다.

시가평가제를 주장하는 시각에서는 자산의 정확한 가치 산정을 위한 시가평가의 원칙적 중요성을 강조한다. 하지만 시가평가 방식에는 별어서 생긴 이익과 실제로 창출된 현금흐름이 같지 않다는 문제가 있다. 실제 보유 자산 가격이 상승하여 가치가 올라갔다고 해도 이것이 그대로 현금 수익으로 나타나지는 않는다는 의미이다. 국민연금의 경우 300조가 넘는 자산이라 하여도 이를 실제적으로 시장에서 유동화 시키는 과정에서 대표 가격이 하락하면 보유자산 가치가 모두 함께 하락해 버리는 문제가 발생한다. 물론 주식과 같이 매일 가격이 책정되며 매일 시가에 따라 보유 자산을 매매하는 자산의 경우는 시가평가가 가장 공정한 경우라 할 수 있다.

국민연금기금에서 시가평가 방식의 기금운용 평가를 가능한 줄여야 하는 이유는 우선 보유자산 중 많은 부문이 실제 운용되기보다는 ‘관리’되는 자산이기 때문이다. 국민연금의 현행 채권투자는 유입된 자금을 대해서 주식 및 기타 투자분에 대해 자금을 집행하고 남는 모든 부문을 소화해 내는 투자수단으로 활용되고 있다. 이러한 상황에서 적극적 투자 전략을 구사한다는 것은 채권투자에 시장가격에 따라 매매하는 적극적인 운용전략을 구사하는 의미가 된다. 하지만 국민연금기금에서 대부분 채권투자는 안전 자산에 대한 만기보유를 목적으로 한다. 현재 채권운용에서는 안정적 수익을 기반으로 듀레이션 조정이나 신용위험을 통한 초과수익을 창출하는 전략을 활용하고 있다.

[그림 4] 국민연금 채권자산 운용의 변화 방안



따라서 채권부문에서는 초과수익률을 얻기 위한 적극적 투자분과 국제 중심의 안전자산 관리 차원의 채권을 구분하여 운용할 필요가 있다. 2000년부터 채권에 대한 시가평가가 본격화되면서 채권운용을 통한 벤치마크 대비 초과수익률을 창출하기 위한 투자가 수행되어 왔다. 이것은 결국 자산의 안정성을 떨어뜨리는 문제를 가져온다. 그러므로 관리차원 채권자산에 대해 시가 기준의 벤치마크 대비 초과수익률 평가를 지양하고, 신용위험을 가진 채권에 국한시켜 적극적 운용 성과를 제고하도록 노력하는 것이

적절하다. 채권으로 대표되는 고정수익 자산은 신용리스크가 없을 경우 경기상황과 관계없이 일정한 현금흐름을 가져올 수 있는 자산이기 때문이다. 단, 회사채나 고수익 채권(High Yield Bond)의 경우 신용리스크를 가지고 있어 경기 상황에 따라 채권가격이 변하게 되어 자산 수익률에 영향을 받을 수 있어 이 부분에 대해서는 시가로 평가하는 것이 바람직하다고 본다.

전체 국민연금 기금이 운용하는 기금자산 294조 5,576억 원 중에서 국내직접부문에서 관리하는 채권은 전체의 66.4%에 해당하는 195조 4,633억 원에 이른다. 이들 채권 중 대부분은 국공채권으로 발행시장에서 매수하여 만기까지 유지하는 자산이다. 그러므로 이렇게 직접 발행시장에서 국채 형식으로 보유하는 자산의 경우는 굳이 운용기금으로 둘 필요는 없다. 오히려 이 경우 실제 운용과는 관계없이 시가평가로 평가를 받으면, 거대 기금운용으로 인한 경제적인 부담이 될 수 있다. 만기보유로 유지되는 자금의 경우는 별도로 분리하는 것이 바람직하다. 그리고 이 부문은 미국 OASDI와 같이 국가에서 발행되는 채권을 매수하여 만기까지 보유하여 국가재정사업을 지원하면서 국내 금융시장의 왜곡을 최대한 방지할 수 있을 것이다.

4. 결론

국민연금제도의 존립을 기금운용 수익률에 의존하려는 경향은 기금운용 위험을 가중시킨다. 연금제도 전체 관점에서 기금의 운용은 제도의 안정을 보장하는 받침목이 될 수는 없다. 기금운용 수익률로 세대간 연대를 유지하고자 하는 것은 연금보험료 인상의 정치적 부담을 회피하고자 하는 편법으로서, 자칫 투자 위험을 높여 연금재정의 장기 안정성을 더욱 위협할 가능성이 있다. 연기금 운용의 수익성 목표는 연금재정 확보의 부차적 수단으로서, 감내할 수 있는 위험 한도 내에서 수익률을 제고하는 수준에 그쳐야 한다(백화종 외, 2008). 국민연금기금은 공적 사회보장제도 기금이기에 수익률의 무조건적인 추종으로 과도한 위험을 부담하게 할 수 없다. 최근의 국민연금 기금의 수익률 위주 정책, 금융시장 투자 확대 정책은 노후보장의 불안정성을 심화시킨다는 점에서 우려스럽다.

기금 운용은 국민연금제도의 장기적 지속성을 위해 활용되는 수단에 불과하다. 국민연금 제도의 보편적 가치는 무엇보다도 연금가입자에 대하여 퇴직 후 안정적인 연금 급여의 지급을 보장하는 데 있다. 그리고 기금 운용은 안정적인 연금지급을 위한 수단으로 지속적인 연금지급을 위한 노력을 수행하도록 하는 것이다. 물론 연기금 적립금을 최대화할수록 연금의 지급능력이 높아질 수 있는 것은 사실이다. 그러나 제도 지속성을 계속 수익성과 연관시킨다면 제도 전반의 지속성에 관한 책임을 오직 기금의 운용에만 돌릴 수 있다. 또한 공적기금이나 미래 연금지급을 위한 준비금이라는 특징 외에 그 규모의 거대함은 국민연금기금이 단순히 수익성이나 안정성을 위주로 한 일반기금, 여타 민간 금융기관의 자금운용 원칙과는 달라야 하는 이유가 될 것이다. 그러므로 국민연금 기금 정책은 연금제도의 틀을 고려하여 국민연금기금이 가지는 사회적 계약의 의미와 역할에 부합하여 이루어져야 한다.

그러나 민간 투자와 유사하게 수익률 우선주의가 지배하는 현재의 국민연금 기금 운용에서는 기금이 가지는 경제적, 사회적인 영향에 대한 고민을 찾아보기 어렵다. 물론 국민연금관련 주무부서들도 이미 수익성 못지않게 안정성과 공공성을 추구해야 한다고 강조한다. 하지만 국민연금의 안정성과 공공성이 무엇이며, 이것이 수익성이라는 가치와 양립가능한지, 그리고 양립 불가능할 경우 양자를 조화시키는 방법이 무엇인지 아직 모호하다. 사실상 기금의 수익성 위주 운용은 이러한 기금이 갖는 공공성과 안정성을 저해할 우려가 있다. 이에 대한 고민이 필요한 시점이 된 것이다.

공적연기금의 금융시장 투자 규제 완화 등을 통해 수익률을 높일 것을 고민하기 보다는 기금의 장기적 안정성 제고와 거대 기금이 그 영향력을 활용하여 인구구조 변화와 국부창출에 기여할 수 있는 방안을 고민하는 것이 필요하다. 그러나 본고에서 제안한 정책 제안은 전면적인 사회적 책임투자나 연기금사회주의와 같이 이러한 경향을 근본적으로 역전시키거나 현재의 금융주도 자본주의의 근간을 뒤흔들 만한 것은 아니다. 그러나 지금 당장, 현실에서 논의하고 실천할 수 있는 방안으로서 의미를 갖는다.

■ 참고문헌 □

- 국민연금연구원 (2008). *공적연금기금 운용론*. 서울: 국민연금공단.
- _____ (2010). *2009년 기금운용 성과평가*. 서울: 국민연금공단.
- 국민연금재정추계위원회 (2008). *2008년 국민연금재정계산 국민연금장기재정추계*.
- 국민연금기금운용위원회 (2008). *2008년도 국민연금기금 위탁운용계획*.
- 국회 보건복지위원회 수석전문위원 (2008). *국민연금법 일부개정 법률안 검토보고*.
- 김태현 (2010). 우리나라 인구전개에서 베이비붐 세대의 의미. *연금포럼* 37, 4-11.
- 백화중 외 (2008). *국민연금기금 운용체계의 효율화 방안 연구*. 서울: 국민연금공단.
- 보건복지부 (2008). *국민연금기금운용체계 개편안*.
- 보건복지부 (2009-2010). *기금운용위원회 회의자료(2009년 1차 회의~2010년 3차 회의)*. <<http://www.mw.go.kr/front/jc/sjc07020401ls.jsp>>, 검색일 2010년 9월 14일.
- 보건복지부 (2009-2010). *기금운용실무평가위원회 회의자료(2009년 1차~2010년 2차 회의)*. <<http://www.mw.go.kr/front/jc/sjc07020401ls.jsp>>, 검색일 2010년 9월 15일.
- 원종현 (2008). *국민연금 ALM을 반영한 기금운용전략 수립방안*. 서울: 국민연금공단.
- 원종현 외 (2009). *국민연금 기금운용체계 고찰: 현행 지배구조 논의에 대한 재조명. 국민연금 개혁에 대한 정책 제언*. 서울: 사회연대연금지부.
- 이기영, 한성윤, 문형표 (2007). *국민연금기금 지배구조의 평가와 개선방안*. 문형표(편), *연금기금 운용의 평가와 정책과제*. 경제·인문사회연구회 협동연구총서 개별보고서. 07-01-04. 한국개발연구원.
- 한광석 (2006). *주식의결권 행사에 대한 차별적 규제와 해소 방안*. 한국경제연구원 Issue paper.
- 한성윤 외 (2000). *국민연금기금 기금운용관리체계 개선방안*. 서울: 국민연금공단.
- Aglietta, M. & A. Reberioux. (2005). *Corporate Governance Adrift. A Critique of Shareholder Value*, Cheltenham, U.K.: Edward Elgar Publishing.
- Archon Fung, Tessa Hebb & Joel Rogers. (2001). *Working Capital*. Cornell University Press.
- Barr, Nicolas. (2002). *Reforming Pensions: myth, truths, and policy choices*, International Social Security Review, 55, 3-36.
- Black, F., (1980), *The tax consequences of long-run pension policy*, Financial Analysts Journal, July-Aug. 25-31.
- Blundell-Wignall, Yu-wei Hu & Juan Yermo. (2008). *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, OECD Working Paper Series on Insurance and Private Pensions No.14.
- Clark, Gordon L. (2003). *European Pensions & Global Finance*. Oxford University Press.

- _____ (2008). Governing Finance: Global imperatives and the challenge of reconciling community representation with expertise. *Economic Geography*, 84, 281-302.
- Kangas, Olli E. (2006). *Pensions and Pension Funds in the Making of a Nation-State and a National Economy-The Case of Finland. Social Policy and Development*, Social Policy and Development Program Paper no. 25. United Nations Research Institute for Social Development.
- MaCurdy, T. E. & J. Shoven. (2001). Asset Allocation and Risk Allocation: Can Social Security Improve Its Solvency Problem by Investing in Private Securities?. In J.Y. Campbell and M. Feldstein Eds., *Risk Aspects of Investment-based Social Security Reform*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Musalem, Alber & Robert Palacios(eds.) (2004). *Public Pension Fund Management*. World Bank.
- OECD. (2010). *Pension Fund Asset Struggle to Return to pre-Crisis Levels, Pension Market in Focus*, July 2010, Issue 7.
- Sharpe, W.F., (1976), Corporate Pension Funding Policy, *Journal of Financial Economics*, 3, 183-193.
- Stewart, F. and J. Yermo. (2008). *Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 18, OECD publishing.
- Yermo, Juan. (2008). *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries*, *Financial Market Trends*, OECD, 133-161.
- Yermo, J. & C. Severinson. (2010). *The Impact of the Financial Crisis on Defined Benefit Plans and the Need for Counter-Cyclical Funding Regulations*. OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, 3, OECD Publishing.

A Discussion on National Pension Fund Management with an Alternative View to Government Pension Policy Direction

Won, Chonghyun* & Joo, Eunsun**

The national pension fund administration may do direction that do not coincide with the purpose of public pension fund, in case of the pension fund managed in pursuit of only profitability. As a public fund for old-age income security, the national pension fund has peculiar purpose that is different from those of other kinds of funds. Because the reason for existence of national pension system is to guarantee stable pension benefit for planholder, the target of the national pension fund should be to improve stability of system, which helps support the generational contract. That's why the purpose of the public pension fund is not to raise the profit rate of management. Therefore, It is needed to accept that the national pension system can not be preserved in that property and profits applying now in national pension. It is required the management of pension fund which emphasizes the stability and appropriate profits rather than that of pursuit of high earning rate heightening risky asset weight strongly. Therefore, It is needed to begin discussion about pension fund management policy with an alternative view, which is different from the government pension fund management policy since 2000's.

Key words: national pension fund, stability, profitability, pension fund management policy

◆ 2010.11.30. 접수 / 2010.12.11. 1차 수정 / 2011.1.18. 게재 확정

* Investigator on Legislation, The National Assembly (moimoi1@empal.com)

** Assistant Professor, Department of Social Welfare, Daegu University (Skyesjoo@daegu.ac.kr)