

정책목표 유입이 국민연금 운용목표에 미치는 영향:
IPS 독립성 원칙의 규범적 해석과 거버넌스 취약성 분석

The Impact of Policy-Objective Inflow on the National
Pension Fund's Investment Mandate :
A Normative Interpretation of IPS Independence and
Governance Vulnerabilities

김 학 주

東國大學教
社會科學研究院

정책목표 유입이 국민연금 운용목표에 미치는 영향:

IPS 독립성 원칙의 규범적 해석과 거버넌스 취약성 분석*

김학주**

목 차

- I. 서론
- II. 이론적 배경 및 선행연구 검토
- III. 국민연금 목적함수의 규범적 구조
- IV. 핵심 거버넌스 이슈: 의제 설정-의사 결정-책임 귀속
- V. 최근 정책 논란 사례의 재해석
- VI. 해외 주요 연기금 거버넌스 비교: 독립성 확보 메커니즘 중심
- VII. 결론: 신관치금융 차단을 위한 3중 방화벽(절차·재정·구조)

【국문초록】

본 연구는 국민연금의 정책적 활용 논란을 개별 사안의 정당성 여부가 아니라, 정책 목적이 명시적 개입 없이도 연금 운용의 판단 프레임과 목적함수로 유입될 수 있는 거버넌스 구조의 취약성의 문제로 분석한다. 본 연구는 이러한 현상을 전통적 관치금융과 구별되는 '신관치금융(New Dirigisme)'으로 개념화하고, 주인-대리인 이론과 동태적 비일관성 모형을 분석틀로 하여 국민연금 기금운용지침(IPS)의 규범적 구조와 현실 거버넌스 간 괴리를 규명한다. 특히 '재무적 중대성(Financial Materiality)'과 '정책적 수단성(Policy Instrumentality)'을 구별하는 규범적 기준을 제시함으로써, 환율 안정 논쟁, 공공임대주택 투자나 스튜어드십 관련 논쟁을 재해석한다. 본 연구는 정책목표 유입을 "정책 목적이 반복적으로 의제화되고, 재무적 중대성에 근거하지

* 투고일 : 2026. 01. 20. 심사일 : 2026. 01. 26. 게재확정일 : 2026. 03. 10.

** 동국대학교(서울) 사회복지학과 교수(단독저자)

않은 정당화 논리가 운용 판단의 기준으로 내재화되는 상태”로 정의하고, 이러한 유입이 의제 설정-의사결정-책임 귀속 단계별로 어떻게 구조화되는지를 분석한다. 분석 결과, 현행 거버넌스는 의제 설정과 책임 귀속 단계에서 정책 목표 유입을 차단하기에 취약하며, 그 결과 정치적 성과는 현 정부에 즉시 귀속되는 반면, 재무적 비용은 미래 세대 가입자에게 전가되는 비대칭 구조가 강화될 수 있음을 확인한다. 이에 본 연구는 (1) 정책 연계 가능 안건에 대한 절차적 이중 잠금장치(Double-lock system), (2) 수익성 훼손 시 재정 보전 원칙의 법제화, (3) 거버넌스의 실질적 독립성 강화라는 3중 방화벽을 정책 대안으로 제시한다.

주제어: 국민연금, 금융운용지침(IPS), 연기금 거버넌스, 신관치금융, 스투어드십

I. 서론

최근 외환, 주택, 금융시장 등 다양한 정책 영역에서 국민연금에 대한 논란이 반복적으로 불거지고 있다. 외환시장이 불안정해질 때마다 국민연금의 해외투자과 환율 변동의 관계가 주목되고, 공공임대주택 확대를 위한 장기 재원 논의에서는 국민연금 자금 활용 가능성이 논의되었으며, 금융회사 지배구조 이슈에서는 국민연금의 사외이사 선임과 주주권 행사와 관련한 논쟁이 중심에 선 바 있다.

이들 논란의 공통점은 국민연금이 ‘노후소득 보장 제도’라기보다 ‘활용 가능한 국가 정책 자산’으로 인식되는 경향에 있다는 것이다. 국민연금은 법적으로나 제도적으로 국민의 노후소득을 안정적으로 보장하기 위한 강제적 장기저축(사회보험) 제도이지, 거시경제 안정이나 산업·주거·금융정책을 보조하기 위해 설계된 정책 수단이 아니다(대한민국 정부, 2024; 보건복지부, 2023). 그럼에도 불구하고 특정 시점마다 국민연금이 정책 논쟁의 해결 장치로 소환되는 현상은, 제도의 본래 목적과 구조적으로 상충하는 긴장을 누적시킬 소지가 크다.

이를 위해 본 연구는 ‘신관치금융(New Dirigisme)’이라는 개념을 제시하고자 한다. 전통적 관치금융이 정부의 명시적 지시와 강제적 자금 배분을 통해 작동했다면, 신관치금융은 명시적 개입이 없더라도 정부의 정책 목적이 연금 운용의 판단 기준과 목적함수로 내재화되는 구조적 상태를 의미한다. 이 개념은 공적자금 거버넌스에서 종종 간과되는 “목적 표류(objective drift)” 문제를 전면화한다는 점에서 분석적 의의를 갖는다.

본 연구는 정책 목표 유입을 다음과 같이 정의하고자 한다. 정책 목표의 유입이란, (1) 특정 정책 목적이 반복적으로 연금 운용의 안건으로 상정되고, (2) 해당 안건이 재무적 중대성에 근거한 투자 논증이 아닌 ‘공공성’, ‘시장 안정’, ‘사회적 책임’과 같은 정책 담론을 통해 정당화되며, (3) 이러한 정당화가 운용 판단의 정상적 기준으로 내재화되는 상태를 의미한다. 즉, 정책 목표

유입은 단순한 개입 여부가 아니라, 의제 환경과 판단 기준의 구조적 변화로 관측된다.

본 연구에서 다루는 핵심 연구 질문은 다음과 같다.

- 1) 국민연금의 목적함수는 법령과 IPS에서 어떻게 정식화되는가?
- 2) 현행 국민연금 거버넌스 구조는 그 목적함수를 일관되게 수호하도록 설계되어 있는가?
- 3) 정책목표 유입이 반복될 경우, 제도의 장기 지속가능성과 세대 간 신뢰에 미치는 함의는 무엇인가?
- 4) '신관치금융'을 차단하기 위해 필요한 제도적 방화벽은 무엇이며, 그것은 어떻게 구체화되어야 하는가?

본 연구에서 “정책목표 유입”은 단순히 정책 관련 담론이 언급되는 수준이 아니라, 정책 목적이 국민연금 투자 판단의 우선순위·정당화 논리·평가 기준에 구조적으로 결합되는 과정을 의미한다. 실무적으로는 다음의 최소 세 가지 조건 중 하나 이상이 관찰될 때 유입이 발생한 것으로 간주한다.

- (의제 조건) 정책 목적이 반복적으로 공식 안건 또는 상시 고려 요소로 정상화되는 것.
- (정당화 조건) 재무적 중대성에 대한 정량·비교 근거 없이 정책적 기여가 투자 정당화의 핵심 논리로 채택되는 것.
- (책임 조건) 정책적 목적 수행으로 인한 수익성 훼손 가능성이 존재함에도 비용 부담 및 보전 원칙이 명확히 규정되지 않는 것.

II. 이론적 배경 및 선행연구 검토

공적연금은 제도적으로 사회보험의 성격을 가지면서도, 운용 측면에서는 대규모 장기 기관투자자라는 성격을 갖는다. 이러한 이중성은 “노후소득 보장”이라는 사회정책 목표와 “장기 위험조정 수익률 극대화”라는 재무목표 간 긴장을 내재한다. 이러한 이중성과 거버넌스 설계의 중요성은 OECD 역시 공적연금의 핵심 정책 과제로 반복적으로 지적하고 있다(OECD, 2022). 특히 가입자의 생애주기·세대 간 이전 부담이라는 성격상 공적연금에서 수익률 저하는 단순한 투자 성과의 문제가 아니라, 미래 급여의 축소 또는 보험료의 증가로 전이될 수 있다. OECD는 이러한 연금 재정의 세대 간 이전 구조와 장기 수익률 관리의 중요성을 연금 거버넌스의 핵심 과제로 제시한다(OECD, 2022). 따라서 공적연금의 거버넌스는 이러한 목표 충돌이 발생할 때 어떤 목표가 우선하는지, 그리고 그 우선순위가 절차적으로 어떻게 보장되는지에 따라 달라진다.

전통적인 정부 통제하의 관치금융은 정부가 금융기관에 직접 자금 배분을 지시하고 특정 산업·기업에 대한 신용 배분을 강제하는 방식이었다. 반면 새로운 신관치금융은 보다 은밀하고 제도적인 형태를 취한다고 볼 수 있다. 즉 “공공성”, “시장 안정”, “사회적 책임”과 같은 담론을 통해, 명시적 지시 없이도 공적 연금금이 특정 정책 목표를 ‘당연한 고려 요소’로 내재화하도록 만드는 방식으로 작동할 수 있게 된다. 즉, 강제적 배분이 아니라 의제 설정과 해석의 틀을 통해 제도의 객관적 기능이 서서히 변형될 가능성이 핵심이다.

이러한 관점에서 국민연금 논란의 쟁점은 정부의 지시 여부보다, 지시 없이 정책 목표로 운용 목적과 판단 기준을 재정의할 수 있는지에 초점이 맞춰지게 된다.

<표 1> 전통적 관치금융과 신관치금융의 비교

구분	전통적 관치금융 (Old)	신관치금융 (New)
작동 방식	정부의 명시적 지시 및 자금 배분 강제	명시적 지시 부재, 거버넌스 구조를 통한 유입
핵심 기제	법적/행정적 명령 (Regulation)	의제 설정, 해석의 프레임, 인적 구성 (Governance)
정당화 논리	국가 경제 개발, 산업 육성	사회적 책임, 시장 안정, 공공성
식별 난이도	용이함 (문서나 지시 존재)	어려움 (재량적 판단으로 포장됨)
본 연구의 초점	(분석 제외)	목적 표류(objective drift) 여부 분석

1. 공적연금 거버넌스의 특수성: 이중 대리인 문제와 정치적 위험

Jensen & Meckling(1976)의 주인-대리인 이론은 공적연금 거버넌스의 주요 문제를 잘 설명한다. 국민연금의 주인은 가입자(국민)지만, 운용과 규정 설정 권한은 정부·위원회·운용조직에 위임되어 있다. 이때 대리인은 정보 우월성과 의사결정 권한을 바탕으로 자신에게 유리한 목표(정치적 성과, 단기 위험 회피, 정책적 편익)를 추구할 수 있다. 이는 주인의 장기 이익(위험조정 수익률, 독립적 운용, 세대 간 신뢰)과 충돌한다.

특히 공적연금은 민간 펀드와 달리 ‘국민(주인)-정부(대리인 1/주인)-운용조직(대리인 2)’으로 이어지는 복잡한 이중 대리인 사슬 구조를 띠고 있다(Carmichael & Palacios, 2003). 이러한 구조에서 1차 대리인인 정부는 주인의 이익(노후소득)보다는 자신의 재선이나 단기

경제 부양과 같은 정치적 효용을 극대화하려는 유인을 가지며, 이는 공적연금 운용의 본질적인 ‘정치적 위험(Political Risk)’을 구성한다.

Hess(2005)는 실증연구를 통해 연금 거버넌스 구조가 정치적으로 독립적이지 않을 때 연기금이 주주권 행사나 전략적 자산배분을 통해 정치적 목적을 수행하려는 경향이 강해지며, 이는 장기적으로 기금 성과(Performance)에 음(-)의 영향을 미친다고 분석한 바 있다. Mitchell & Hsin(1997) 역시 공적연금 이사회에 정부 관료나 정치적 임명직 비중이 높을수록 기금 수익률이 낮아지는 상관관계를 입증하며, 이를 ‘정치적 지대 추구(Political Rent-seeking)’의 결과로 설명하였다.

2. 수탁자 책임과 ‘유일한 이익의 원칙’

영미법계에서 발전한 수탁자 책임론은 연기금 운용의 규범적 기초를 제공한다. 즉 수탁자가 제3자(정부나 특정 산업)가 아닌 오직 수익자(가입자)의 이익 극대화만을 위해 노력해야 한다는 ‘유일한 이익의 원칙(Sole Interest Rule)’이 그것이다(Langbein, 2005).

그러나 최근 ESG(환경·사회·지배구조) 투자가 확산되면서, 이 원칙은 새로운 도전에 직면하게 되었다. UNEP FI(유엔환경계획 재무이니셔티브)의 요청으로 작성된 Freshfields Bruckhaus Deringer(2005) 보고서는 “ESG 요소가 재무적 성과(Financial Return)에 영향을 미치는 경우, 이를 고려하는 것은 수탁자 책임에 부합한다”고 해석함으로써 ESG 투자의 법적 정당성을 열어준 바 있다. 국내에서도 ESG 요소가 기업의 위험관리 성과와 재무 안정성에 실질적으로 영향을 미친다는 실증 연구가 보고되고 있다(변원규·이정환, 2025).

여기서 중요한 점은 이 해석이 ‘재무적 중대성(Financial Materiality)’을 전제로 한다는 것이다. 최근 법·경제학 연구 역시 ESG 고려는 재무적 가치와 연결되는 범위 내에서만 수탁자 책임과 정합적이며, 비재무적·정책적 목적을 위해 수익을 희생하는 투자는 허용되지 않는다는 점을 명확히 하고 있다(Schanzenbach & Sitkoff, 2020). 이와 관련하여 Richardson(2011)은 이를 “수익을 희생하면서 사회적 목적을 추구하는 것은 여전히 수탁자 책임 위반”이라고 경계하며, 사회적 투자가 정치적 도구로 변질되는 것을 막기 위한 법적 기준의 중요성을 강조하였다. 또한 UNEP FI & PRI(2019)는 기관투자자의 수탁자 책임이 단순한 단기 수익 극대화가 아니라, 장기적 위험관리와 가치보호를 포함하는 개념임을 강조한다. 이에 따라 ESG 요소가 재무적 성과에 실질적 영향을 미치는 경우 이를 투자 판단에 반영하는 것은 오히려 수탁자 책임의 일부로 해석되나, 재무적 중대성이 입증되지 않은 채 사회적·정책적 목표를 위해 수익을 희생하는 투자 행위는 수탁자 책임을 정당화하기 어렵다는 점을 명확히 하고 있다. 이와 관련하여 국내에서도 ESG 규제가 금융기관의 포트폴리오 구성과 금융 안정성에 영향을 미친다는 분석도 제시된다(정덕중, 2025).

3. 신관치금융의 메커니즘 : 규제에서 거버넌스로

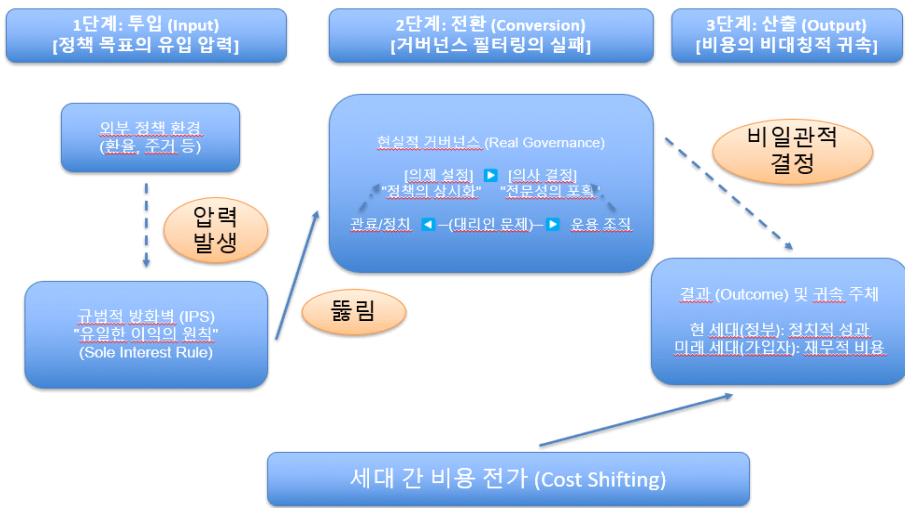
전통적인 관치금융이 '지시와 규제'를 통해 작동했다면, 현대의 '신관치금융(New Dirigisme)'은 거버넌스와 주주권을 통해 작동하는 형태를 취한다(Musacchio & Lazzarini, 2014).

이러한 맥락에서 공적연금은 정부가 시장에 직접 개입하지 않고도 기업 경영이나 거시경제 변수에 영향력을 행사할 수 있는 매력적인 우회로(Backdoor)가 된다. Clark & Urwin(2008)은 이러한 정치적 영향력을 차단하기 위해 '최선의 실무 관행(Best Practice)'으로서 임무 명확성(Mission Clarity)과 운용의 독립성(Insulation)을 제시하였다. 국내 연구에서 원종현(2018)과 전승훈(2019) 등은 국민연금 기금운용위원회의 대표성 과잉과 전문성 결여가 정치적 외풍에 취약한 구조적 원인임을 지적한 바 있다.

4. 동태적 비일관성 : '위기 시 재량'의 유인

Kydland & Prescott(1977)의 동태적 비일관성 이론은 본래 통화정책을 설명하기 위해 고안되었으나, 연금 정책 분석에서도 유효한 분석틀을 제공한다. 정부는 평상시에는 '연금의 독립성'을 내부 규정을 통해 약속하지만, 경제 위기나 지지를 하락과 같은 특정 시점에서는 이 약속을 파기하고 연금을 정책 수단으로 활용하려는 재량권의 유혹을 받게 된다. 문제는 이러한 재량적 개입이 반복되면 경제 주체들이 이를 예측하게 되고(Expectation Formation), 결국 시스템의 신뢰가 붕괴하고 장기적인 비용을 급격히 증가시킨다는 점이다.

5. 규범-현실 괴리 분석 모형



<그림 1> 규범-현실 괴리 분석 모형

본 연구는 앞서 검토한 이중 대리인 이론과 동태적 비일관성 모형을 결합하여, 위의 <그림 1>과 같은 ‘규범-현실 괴리 분석 모형(Gap Analysis Model of Norms and Reality)’을 설정하고자 한다. 이 모형은 국민연금공단 IPS라는 ‘규범적 방화벽’이 현실 거버넌스의 ‘정치적 압력’을 견뎌내지 못하고 붕괴되는 과정을 세 단계로 분석한다.

1) 투입 단계: 분석의 출발점은 외부의 정책적 수요(환율 안정, 주거 복지, 스튜어드십코드 등)가 발생했을 때, 이것이 어떠한 경로(Pathway)를 통해 기금운용의 의제로 설정되는가이다. 여기서의 핵심 변수는 ‘재무적 중대성(Financial Materiality)’과 ‘정책적 수단성(Policy Instrumentality)’의 충돌이다. IPS가 규정하는 수익극대화라는 ‘유일한 이익의 원칙(Sole Interest Rule)’이라는 규범적 방화벽이 존재하지만, 외부의 정책적 수단성(Policy Instrumentality) 압력이 이를 무력화하려 시도한다.

2) 전환 단계: 유입된 정책 목표는 거버넌스(기금운용위원회 및 운용본부)를 통과하며 의사결정으로 전환된다. 정상적인 거버넌스에서는 IPS의 독립성 원칙이 비재무적 목적을 걸러내는 필터(Filter) 역할을 해야 한다. 그러나 현실 거버넌스 내에서 주인-대리인 문제가 작동하게 된다. 기금운용 조직은 인사권이나 성과급 기준과 전문성의 비대칭성으로 인해 정부의 정책 의제에 논리적으로 포획되거나 종속되며, 이 과정에서 IPS의 필터링 기능이 마비된다. 본 연구에서는 이 필터링 기능이 마비되는 원인을 크게 (1) 전문성 부족에 따른 논리적 포획 문제와 (2) 인사권 및 성과급 기준 변화를 매개로 한 대리인 종속 문제에서 찾는다.

3) 산출 단계: 분석의 최종 단계는 왜곡된 의사결정의 결과다. 왜곡된 의사결정의 결과는 비대칭적으로 귀속된다. 정책 수행에 따른 정치적 효용은 단기적으로 현 정부가 즉시 누리지만(Credit), 수익률 저하 또는 위험 증대에 따른 재무적 비용은 장기에 걸쳐 미래 세대 가입자에게 채무(Debt)로 전가된다. 본 연구는 이를 ‘세대 간 비용 전가(Intergenerational Cost Shifting)’로 정의하고 분석한다.

<표 2> 본 연구의 분석 프레임워크(Framework)

분석 차원	분석 대상 및 핵심 질문	적용 이론
1. 규범적 차원 (Normative)	법령 및 IPS - 목적함수는 단일한가? (수익 극대화 vs 다목적) - 독립성은 구체적 판단 기준(Rule)으로 명시되었는가?	규범적 제도주의 (Normative Institutionalism)
2. 과정적 차원 (Process)	거버넌스 작동 (의제-결정-책임) - 의제 설정: 정책 목표가 상시 의제화되는가? - 의사결정: 전문성이 정치성을 제어하는가?	주인-대리인 이론 (Agency Theory)
3. 결과적 차원 (Outcome)	비용 귀속 및 신뢰 - 정책 개입의 편익과 비용은 누구에게 귀속되는가? - 위기 시 원칙 이탈(비일관성)이 반복되는가?	동태적 비일관성 (Dynamic Inconsistency)

III. 국민연금 목적함수의 규범적 구조

1. 국민연금법상 목적 규정과 기금운용의 관계

국민연금법 제1조는 제도의 목적을 “국민의 노령, 장애 또는 사망에 대하여 연금을 지급함으로써 국민의 생활 안정과 복지 증진에 이바지함”에 두고 있다(대한민국 정부, 2024). 이는 국민연금이 단순한 국고성 재원이 아니라, 가입자의 장래 급여 지급을 위해 누적되는 책임준비금이라는 점을 명확히 한다. 공적연금은 본질적으로 노후소득 보장과 빈곤 완화를 위한 사회보험적 기능을 수행한다는 점에서 그 목적이 명확하다(이상봉, 2016). 따라서 법 목적에서 파생되는 기금운용의 정당성은 “가입자 이익”과 “장기 지속가능성”을 핵심 기준으로 삼아야 한다.

이 점에서 공공성을 이유로 기금운용의 목적을 다원화할 경우, 목적 간 충돌 상황에서 어떠한 기준으로 우선순위를 정할 것인지가 불명확해진다. 공적연금에서 목적의 다원화는 표면적으로는 ‘사회적 가치’를 강화하는 것처럼 보일 수 있으나, 실제로는 책임 소재를 흐리고 성과 평가를 어렵게 하며, 대리인 비용을 증가시킬 위험이 크다. 목적이 다원화될수록 운용 결과의 실패를 특정 기준에 귀속시키기 어려워지고, 이는 곧 “누가, 무엇에 대해 책임을 지는가”라는 거버넌스의 핵심 질문을 공백 상태로 만든다.

따라서 공적연금에서 목적함수의 단일성은 효율성의 문제가 아니라, 책임성과 세대 간 형평성을 담보하기 위한 제도적 장치로 이해될 필요가 있다.

2. IPS의 법적 성격: 독립성과 수익성의 구체화

기금운용지침(IPS)은 법률이나 시행령과 달리 형식적 의미의 외부 구속력을 갖는 규범은 아니다. 그러나 IPS는 기금운용본부와 기금운용위원회의 모든 투자 판단에 있어 사실상 최고 준거로 기능한다. 운용목표, 위험 한도, 전략자산배분(SAA), 성과평가 기준, 리스크 관리 체계가 모두 IPS를 기준으로 설계·정합화되기 때문이다.

IPS 제2조(운용목표 등)는 내부 환경 변화와 무관한 기금운용의 일관성 및 독립성 유지를 명시하고 있다. 또한 제3조 및 제4조는 기금을 연금급여 충당을 위한 책임준비금으로 규정하며, 특히 “미래세대의 부담 완화”를 위해 허용된 위험 한도 내에서 수익을 극대화할 것을 요구한다(국민연금공단 기금운용본부, 2025).

이러한 규정들의 결합은 연금 경제학적으로 ‘수탁자 책임’을 구체화한 것이다. 특히 운용 독립성 원칙은 “다른 목적을 위하여 이러한 원칙이 훼손되어서는 안 된다”고 명시하고 있어, 외부 정책 목표가 연금 운용의 우선 목표로 재정의되는 것을 규범적으로 차단하고 있다.

IPS는 다음의 기능을 통해 실질적 구속력을 가진다.

- 운용목표·정책·성과평가 기준을 규정하여 운용의 합리성을 구조화
- 전략자산배분(SAA) 등 핵심 의사결정의 정당성 판단 기준 제공
- 내부 통제 및 외부 평가에서 준수 여부가 핵심 판단 요소로 기능

즉, IPS는 법적 위계상 ‘내부 규정’에 불과하더라도, 실무적 차원에서는 기금운용의 목적함수와 제약조건을 동시에 규정하는 최고 준거 규범이다. 따라서 IPS에 명시된 원칙이 훼손되는 순간, 이는 단순한 내부 지침 위반이 아니라 기금운용의 목적함수 자체가 변형되는 것을 의미한다.

3. IPS 핵심 조항의 분석: 제13조 제3항(환오픈 원칙)의 규범적 함의

IPS의 리스크 관리 체계에서 특히 주목해야 할 규범은 제13조 제3항, 즉 “해외투자 자산에 대해서는 환헤지를 하지 않는 것을 원칙으로 한다”는 조항이다. 이 규정은 단순히 환율 예측의 어려움을 회피하기 위한 실무적 선택이 아니라, 연금 포트폴리오 이론에 근거한 ‘자연적 헤지(Natural Hedge)’ 효과를 제도화한 것이다.

일반적으로 글로벌 금융시장이 불안정해지거나 국내 위기가 발생할 경우, 위험회피 성향의

강화로 달러화 가치가 상승(원화 가치 하락)하는 경향이 나타난다. 이때 환오픈 원칙을 유지하면, 해외 자산 가격 하락에 따른 손실이 환차익으로 부분적으로 상쇄되어, 전체 포트폴리오의 원화 기준 변동성이 완충된다. IPS 제13조 제3항은 이러한 역상관 구조를 활용하여, 위기 국면에서도 기금의 재정 안정성을 유지하도록 설계된 일종의 자동 안정화 장치로 이해할 수 있다.

이러한 규범적 취지에 비추어 볼 때, 외환시장 안정과 같은 정책적 필요에 따라 인위적으로 환헤지 비율을 확대하거나 해외 자산의 매입·매도 시점을 조정하는 요구는, 그 목적이 투자 효율성에 있지 않은 한 IPS의 본래 취지와 구조적 긴장을 형성하게 된다. 물론 포트폴리오 이론상 상황에 따라 제한적·전술적 헤지가 재무적으로 정당화될 가능성을 아예 부정할 수는 없다. 그러나 그러한 예외는 최소한 다음의 조건을 충족해야만 규범적으로 정당화될 수 있다.

- 1) 해당 조정이 위험조정 수익률 측면에서 재무적으로 중대하다는 정량적 근거가 제시될 것
- 2) 기대효과와 비용(헤지 비용, 기회비용, 변동성 변화)이 명시적으로 비교·공시될 것
- 3) 정책적 필요에 의해 수익성이 훼손될 경우, 그 차이를 누가 부담하는지가 제도적으로 명확할 것

위의 요건이 충족되지 않은 채 “시장 안정”이라는 정책 담론만으로 환오픈 원칙이 유예되거나 변경된다면, 이는 IPS가 의도한 과학적 위험관리 설계를 정치적 필요에 종속시키는 결과를 낳을 수 있다. 이러한 점에서 제13조 제3항은 단순한 기술적 규정이 아니라, 위기 시에도 기금의 목적함수를 보호하기 위한 규범적 안전판으로 해석될 필요가 있다.

4. 규범적 식별 기준 : ‘재무적 중대성’과 ‘정책적 수단성’의 구별

최근 연기금 운용에서 환경·사회·지배구조(ESG) 요소의 고려가 보편화되면서, 정책 목적에 의한 개입이 ‘사회적 책임 투자’의 외피를 쓰고 정당화될 위험도 함께 증가하고 있다. 이에 본 연구는 신관치금융과 정당한 ESG 투자를 구별하기 위한 규범적 식별 기준으로 ‘재무적 중대성 (Financial Materiality)’과 ‘정책적 수단성(Policy Instrumentality)’이라는 두 개념을 제시한다 (아래 <표 3> 참조).

<표 3> 정당한 ESG 투자와 정책 목적 유입(신관치)의 식별 기준

구분	정당한 ESG 투자	정책 목적 유입 (신관치)
최우선 목적	위험조정 수익률 제고 (재무적 동기)	정부 정책 목표 달성 (정치적 동기)
판단 기준	재무적 중대성 (Financial Materiality) (기후 리스크 등이 기업가치에 미치는 영향)	정책적 수단성 (Policy Instrumentality) (해당 투자가 정책 목표 달성에 기여하는가)
반사실적 질문 (Counterfactual)	정부 정책이 없더라도 투자했을 것인가? → YES	정부 정책이 없더라도 투자했을 것인가? → NO
비용 귀속	시장 위험에 따른 결과 (가입자 귀속)	정책 수행 비용의 전가 (가입자 여야 하나 불명확)

정당한 ESG 투자는 비재무적 요소가 장기적으로 기업 가치와 기금의 위험조정 수익률에 중대한 영향을 미친다는 실증적 전제를 바탕으로 한다. 이 경우 ESG는 수익을 대체하는 목적이 아니라, 수익을 보호·증대하기 위한 정보 변수로 기능한다. 최종 목적함수는 여전히 가입자의 경제적 이익에 귀속된다.

반면 신관치금융은 투자의 정당성이 “수익률에 기여하는가”가 아니라, “정부 정책 목표 달성에 기여하는가”에 의해 판단되는 상태를 의미한다. 이 경우 사회적 가치는 재무적 성과를 개선하는 변수라기보다, 재무적 손실을 감내하게 만드는 명분으로 기능한다.

따라서 특정 의사결정이 독립성을 훼손한 정책 목적 유입인지 판단하기 위해서는 다음과 같은 반사실적 질문이 규범적 필터로 작동해야 한다.

“만약 해당 정부 정책이 존재하지 않았더라도, 기금운용본부는 동일한 위험-수익 분석만을 근거로 동일한 투자를 결정했을 것인가?”

이 질문에 대한 답이 부정이라면, 해당 투자는 ESG라는 명칭을 사용했더라도 본질적으로 가입자의 이익을 정책 목표의 수단으로 전용한 ‘목적 표류’에 해당한다. 이러한 구분은 최근 수탁자 책임 법리에서도 동일하게 제시된다. ESG 고려가 장기 기업가치에 영향을 미치는 재무 정보로 기능할 때는 허용되지만, 비재무적 ‘콜래터럴 베네핏(collateral benefits)’을 위해 수익을 희생하는 투자는 수탁자의 충실의무와 양립하기 어렵다는 점이 이론적으로 정리되어 있다 (Schanzenbach & Sitkoff, 2020). 나아가 이 반사실적 질문은 단순한 학술적 기준이 아니라,

정책 연계 가능 안전에 대해 독립 영향평가서에서 의무적으로 답변하도록 요구되는 절차적 장치로 제도화될 필요가 있다.

5. “미래세대 부담 완화” 조항의 경제적 의미

IPS가 “미래세대의 부담 완화”를 강조하는 것은 수익률이 단순히 현 세대의 성과가 아니라, 세대 간 이전 부담 구조를 결정한다는 점을 전제한다. 연금 재정에서 수익률 하락은 장기적으로 보험료율 인상, 급여 수준 조정, 국가 재정 투입 확대 중 하나로 귀결될 수밖에 없다. 이 가운데 가장 취약한 집단은 의사결정 과정에 실질적 영향력을 행사하기 어려운 미래세대이다.

따라서 IPS의 수익 극대화 조항은 단순한 투자 지향이 아니라, 세대 간 형평성을 제도적으로 구현하는 장치로 해석될 수 있다. 정책 목적에 의해 수익성이 구조적으로 훼손될 경우, 그 비용은 현재의 정책 수혜자가 아니라 미래의 가입자에게 전가된다. 이는 공적연금이 본래 의도한 사회적 연대의 방향과도 역행한다.

6. 독립성 원칙의 규범적 함의: 선언이 아니라 ‘위반 판단 기준’

IPS의 독립성·일관성 원칙은 “정부가 절대 개입하지 말라”는 정치적 구호가 아니라, 구체적 상황에서 어떤 투자와 의사결정이 정당한지를 판단하는 규범 기준이 되어야 한다. 이를 위해 독립성 원칙은 최소한 다음의 질문에 제도적으로 답할 수 있어야 한다.

- 해당 투자 또는 의사결정이 동등한 위험조정 수익률 기준을 충족하는가?
- 동등 기준을 충족하지 못한다면, 그 차이를 누가 부담하는가?
- 부담자가 가입자가 아니라 국가라면, 그 보전은 어떤 법적 근거로 가능한가?

이 세 질문에 대한 답을 강제하지 못하는 한, 독립성은 선언적 규정에 머물게 되며 목적 표류는 반복될 수밖에 없다. 공적연금에서 독립성이란 정치적 중립의 상징이 아니라, 목적함수의 일관성을 보장하는 제도적 장치여야 한다.

IV. 핵심 거버넌스 이슈: 의제 설정-의사 결정-책임 귀속

국민연금에서 정책 목표가 운용 판단으로 유입되는 과정은 단일 지점에서 발생하지 않는다. 그것은 (1) 무엇이 논의 대상이 되는가를 결정하는 의제 설정, (2) 그 의제가 어떠한 기준으로 판단되는가를 결정하는 의사결정, (3) 그 결과에 대한 비용과 책임이 누구에게 귀속되는가를

결정하는 책임 구조라는 세 단계의 병목을 통과하며 구조화된다. 이 세 지점이 동시에 견고하지 않을 경우, 명시적 지시가 없더라도 정책 목적은 자연스럽게 운용 판단의 일부로 흡수된다.

1. 의제 설정(Agenda-setting) : 정책 목표의 “상시적 고려 요소화”

연금 운용에서 가장 큰 권력은 표결권 자체가 아니라, 무엇을 논의할 것인가를 결정하는 의제 설정권이다. 환율 안정, 주거 안정, 산업 육성과 같은 정책 목표가 “부수적 고려 요소”라는 이름으로 반복적으로 상정될 경우, 그 자체가 이미 목적함수의 변형을 촉진한다. 정책 목표는 다음과 같은 경로를 통해 정상화된다.

- 특정 정책 목표가 반복적으로 안전화
- 운용조직이 이를 전제로 한 ‘통합적 논리’와 자료를 생산
- 투자정책의 우선순위가 서서히 재조정
- 결과적으로 수익 극대화 목표가 상대화

이 과정에서 중요한 점은, 독립성의 침식이 ‘지시’의 형태로 나타나지 않는다는 사실이다. 오히려 “연금도 공공기관이므로 사회적 책임을 고려해야 한다”, “시장 안정에 기여하는 것이 장기적으로도 이익이다”와 같은 담론을 통해, 정책 목표는 논쟁의 대상이 아니라 ‘전제’로 기능하게 된다. 의제 환경이 변화하는 순간, 독립성 훼손은 이미 시작된다.

따라서 방화벽은 결정보다 앞선 의제 단계에서 작동해야 한다. 의제 설정 단계에서의 취약성은 다음과 같은 준-실증적 지표로 관측될 수 있다.

- 정책 연계 안전의 상정 빈도 및 비중
- 투자 보고서·회의 자료에서 “공공성”, “시장 안정”, “정책 연계”와 같은 정당화 문구의 등장 빈도
- 동일한 정책 목적이 반복적으로 “장기 수익에 기여할 것”이라는 서사로 재포장되는 패턴
이러한 변화가 누적될수록, 정책 목표는 예외가 아니라 ‘상시적 고려 요소’로 내재화된다.

2. 의사결정(Decision-making) : 전문성의 논리적 포획

전략자산배분(SAA), 위험 예산 설정, 대체투자 비중 조정과 같은 핵심 의사결정은 연금의 장기 성과를 구조적으로 결정한다. 국제기구와 선행연구가 공통적으로 제시하는 연기금 거버넌스의 핵심 원칙은 (1) 명확한 단일 목적, (2) 독립적 의사결정, (3) 전문성 기반의 책임 구조다(OECD, 2022).

그러나 대표성 중심의 위원회 구조는 전문성보다 정치적 균형 논리에 취약해질 가능성이

크다. 정책 연계 가능 안전이 상정될 때, 위원회는 재무적 중대성에 대한 전문적 반론을 제기하기보다, “공익적 고려를 무시하기 어렵다”는 정치적 논리에 포획될 위험이 있다. 이때 운용조직 역시 인사권과 예산권의 비대칭성 속에서, 정부의 정책 의제를 “현실적 제약 조건”으로 전제한 분석을 생산하게 된다. 이는 전문성의 결여라기보다, 전문성이 정책 프레임 안으로 ‘논리적 포획’되는 현상에 가깝다.

의사결정 단계의 취약성은 다음과 같은 방식으로 관측될 수 있다.

- 정책 연계 안전에서 재무적 중대성에 대한 정량 분석이 생략되거나 부차적으로 취급되는 비율
- 반대 의견이나 소수 의견이 공식 기록에 남지 않는 관행
- 운용조직의 독립적 리스크 평가가 위원회 의결에 반영되는 비율

정상적 거버넌스라면 IPS의 독립성 원칙이 필터로 작동하여, 정책 목적을 전제로 한 판단을 배제해야 한다. 그러나 이러한 절차적 장치가 부재한 상태에서는, 독립성은 선언에 그치고 의사결정은 점진적으로 정치적 합리성에 종속된다.

3. 책임 귀속(Accountability) : 성과는 정부, 손실은 미래세대라는 비대칭성

정책 연계 투자의 가장 구조적인 문제는 성과와 비용의 귀속이 비대칭적이라는 점이다. 정책 목표가 단기적으로 달성될 경우, 그 성과는 현 정부의 정치적 성과로 귀속된다. 반면 수익률 저하, 위험 증가, 기회비용의 축적과 같은 재무적 비용은 장기간에 걸쳐 기금의 성과에 잔존하며 미래세대 가입자에게 전가된다.

이 비대칭성은 다음과 같은 유인을 낳는다.

- 정부: 단기 정책 성과를 위해 연금 활용을 유혹받음
- 위원회: 정치적 책임 회피를 위해 “공익” 논리에 동조
- 운용조직: 장기 수익보다 단기 정치 리스크 회피를 우선

문제의 핵심은 ‘개입’ 자체가 아니라, 비용과 책임의 전가 구조다. 손실이 발생하더라도 그것이 특정 정책 결정의 결과임을 사후적으로 식별하기 어렵고, 책임을 귀속할 제도적 경로가 존재하지 않는다면, 정책 목적 유입에 대한 억제 장치는 사실상 작동하지 않는다.

책임 구조의 취약성은 다음과 같은 지표로 관측될 수 있다.

- 정책 연계 투자에 대해 사후 평가 보고서가 존재하는지 여부
- 손실 발생 시 정부, 위원회, 운용조직 간 책임 분기 규정의 명확성
- 수익률 저하가 정책 목적과 연계되었을 경우, 재정 보전 메커니즘의 존재 여부

이러한 장치가 부재한 상태에서 독립성을 요구하는 것은, 비용을 미래세대에 은닉한 채 현재의 정치적 효용을 극대화하는 구조를 묵인하는 것과 다르지 않다.

V. 최근 정책 논란 사례의 재해석

본 장은 개별 논란의 사실관계를 단정하거나 정책의 옳고 그름을 판단하는 데 목적을 두지 않는다. 분석의 초점은 각 사례가 “정책 목표 유입”이라는 위험 경로를 어떻게 활성화하는가에 있다. 즉, 각 사례를 (1) 정책 목표의 유입 경로(Input), (2) IPS와의 규범적 긴장(Conflict), (3) 비용 귀속 구조(Cost), (4) 장기적 함의라는 네 차원에서 재구성한다.

<표 4> 주요 정책 논란 사례의 거버넌스 취약성 분석

사례	유입 경로 (Input)	IPS 원칙과의 충돌 (Conflict)	비용 전가 구조 (Cost)
환율 안정 (외환시장)	거시경제 안정을 위한 환헤지/포지션 조정, 해외자산 매도 요구	자산배분 원칙 위배 (인위적 환노출 조절)	환차손 및 기회비용 발생 시 미래세대 가입자 부담
공공임대주택 (주거복지)	안정적 장기투자처라는 프레임을 통한 정책 사업 투자 요청	목표수익률 미달 가능성 (벤치마크 대비 저조)	정책사업 보조금 성격의 자금을 연금 재정으로 충당
지배구조 개입 (스튜어드십)	지배구조 개선을 공익목표로 설정하며 역할 기대 확대	수익 채고 목적 불분명 (정치적 대리인화 우려)	'연금 사회주의' 논란에 따른 금평환 비용 및 시장 왜곡

1. 환율 안정(외환시장) 논란

(1) 배경 및 유입 경로

외환시장 변동성이 확대될 때마다 국민연금의 해외투자 확대 기조와 환헤지 정책은 정책 논의의 대상이 된다. 이와 관련해 2022년 12월에는 ‘원화값 안정 대책’ 맥락에서 국민연금 해외투자 자산의 환헤지 상향이 논의되었다는 보도에 대해 보건복지부가 보도설명자료를 통해 ‘검토 중이나

확정된 바 없다'고 밝힌 바 있다(보건복지부, 2022.12.08.). 또한 2025년 11월에는 외환시장 안정과 국민연금 운영의 관계를 논의하는 협의체 가동 보도가 이어지며, '수익성과 시장 안정의 조화'라는 프레임이 반복적으로 등장했다(한국무역협회, 2025.11.25.; 연합인포맥스, 2025.11.24.). 이러한 정부의 설명자료들은 위기 국면에서 환헤지·해외투자 경로가 정책 의제로 연결되기 쉬운 조건임을 시사한다.

구체적으로 "외환시장 안정"이 공익 목표로 제시되면, 자금운용은 '거시 안정에 기여하는가'라는 평가의 대상이 되고, 환헤지 비용 상향이나 해외자산 매입·매도 속도 조절과 같은 요구에 노출된다. 이때 정책 목표는 '비상시 고려사항'이 아니라, 운용 판단의 정상적 제약조건으로 전환될 위험을 갖는다.

(2) IPS와의 긴장: 자연적 헤지 구조의 침식

앞서 살펴본 바와 같이, IPS 제13조 제3항의 환오픈 원칙은 위기 국면에서 포트폴리오 변동성을 완충하기 위한 과학적 설계에 기초한다. 거시 불확실성 확대 국면에서 안전자산 선호와 자금 이동이 금융시장 변동성을 증폭시킨다는 분석도 존재한다(조용구·백재승, 2025). 외환시장 안정을 이유로 인위적 환헤지를 확대하거나 해외 자산의 운용 시점을 조정하는 요구는, 그 목적이 재무적 중대성에 근거하지 않는 한 이 설계와 구조적 긴장을 형성한다. 특히 위기 국면에서 주가 하락과 환차의 상쇄라는 역상관 구조가 작동하지 않게 될 경우, 기금은 '이중 손실'의 위험에 노출될 수 있다.

(3) 비용 귀속 및 장기적 합의

정책 목표가 단기적으로 달성될 경우, 이는 정부의 환율 방어 성과로 귀속될 수 있다. 그러나 그 대가로 기금이 구조적 완충 장치를 상실한다면, 장기 기대수익 저하와 위험 증대의 비용은 미래세대 가입자에게 전가된다. 이 사례는 과학적 위험관리 규칙이 정책적 필요에 의해 잠식될 수 있는 전형적 경로를 보여준다. 국내 외환시장 구조와 환율 변동성의 결정 요인을 분석한 연구 역시 제도적·구조적 요인이 환율 안정성에 중요한 역할을 한다고 확인하였다(강태수·김경훈, 2025).

2. 공공임대주택 투자 논란

공공임대주택 확대를 위한 재원 조달 논의에서 국민연금은 "안정적 장기 자금"이라는 이유로 적합한 투자 주체로 거론된다. 공공임대주택과 국민연금 재원의 결합 논의는 반복적으로 등장해 왔다. 2014년 12월 보건복지부와 정부는 '국민연금기금의 공공임대주택 투자 방안 검토' 보도에 대해 '사실과 다르다'고 해명하면서도, 국민연금기금은 '재정의 장기 안정을 위한 수익 증대

원칙'에 따라 운용돼야 한다는 점을 명시했다(보건복지부, 2014.12.03; 대한민국 정부, 2014.12.04). 2017년에도 사회서비스·공공주택 재원 논의와 관련해 '국민연금이 해당 사업에 직접 투자하는 방식은 아니다'라는 취지의 정부 해명이 제시된 바 있다(대한민국 정부, 2017.06.07). 최근 2025년 12월, 국민연금 이사장의 취임사에서도 공공주택에 국민연금을 투입하겠다는 내용이 확인된다(주간조선, 2025.12.21). 이러한 프레임은 공공임대주택 정책 목표를 "시장 친화적 투자 기회"로 재해석함으로써, 정책 목적의 유입을 자연스럽게 만든다.

그러나 공공임대주택 투자가 규범적으로 정당화되기 위해서는, 동등한 위험조정 수익률을 제공해야 한다. 만약 수익률이 시장 기준에 미달한다면, 이는 투자라기보다 우회적 재정 지원에 가깝다. 이 경우 IPS의 "수익 극대화" 및 "미래세대 부담 완화" 원칙과 구조적 긴장을 형성한다. 이 경우, 정책 편익은 단기적으로 사회 전반에 확산될 수 있으나, 수익률 미달에 따른 비용은 연금 가입자, 특히 미래세대에 집중된다. 이는 공공정책의 비용이 일반 조세가 아니라 특정 세대의 연금 재정으로 은닉되는 구조를 낳는다. 이러한 구조는 공적연금이 본래 의도한 세대 간 연대의 방향을 역전시킨다.

3. 금융회사 지배구조·사외이사 선임 논란

국민연금은 주요 상장사와 금융회사에 대한 대규모 주주로서 의결권을 행사한다. '스튜어드십 행사'를 통한 지배구조 개선이 공익 목표로 제시되고, 연금이 정책적 거버넌스 개혁의 수단으로 인식될 때, 의결권 행사는 기업가치 제고가 아니라 정책 수행의 도구로 해석될 위험을 갖는다. 스튜어드십 코드 운영과 관련해서도 최근 '주주대표소송' 등 적극적 주주권 행사 범위를 둘러싼 논의가 이어지고 있다. 2026년 1월 말 보도에 따르면 국민연금은 2026년도 제2차 기금운용위원회에서 주주대표소송 가이드라인을 점검하는 안건을 다룰 예정으로 알려졌다(이데일리 마켓in, 2026.01.31.; 이데일리 마켓in, 2026.01.29.).

이 경우 연금은 시장에서 더 이상 '장기 투자자'가 아니라 '정치적 투자자'로 인식될 가능성이 커진다. 이는 투자 대상 기업의 의사결정에 불확실성을 증가시키고, 기금의 평판 비용을 높이며, 장기적으로는 투자 기회의 축소로 이어질 수 있다. 이러한 비용은 단기간에 가시화되지 않기 때문에, 사후적으로 특정 정책 결정에 귀속시키기 어렵다. 결과적으로 평판 위험과 시장 왜곡의 비용은 가입자에게 잔존한다.

VI. 해외 주요 연기금 거버넌스 비교: 독립성 확보 메커니즘 중심

해외 주요 연기금은 공공성을 유지하면서도 정치적 개입을 구조적으로 차단하기 위해, 법적·제도적 장치를 정교하게 설계해 왔다. 본 장은 “정치적 목적 유입을 차단하는 메커니즘이 어떻게 제도화되어 있는가”라는 비교 기준을 중심으로, 캐나다의 CPPIB와 스웨덴의 AP Funds를 분석한다. 비교의 핵심은 단순한 성과 우열이 아니라, (1) 운용 목적의 단일성, (2) 정부와의 법적 거리, (3) 거버넌스의 전문성 구조, (4) 정책금융의 제도적 배제라는 네 차원이다(<표 5> 참조).

본 연구가 캐나다(CPPIB)와 스웨덴(AP Funds)을 비교 대상으로 선택한 이유는 두 제도가 (1) 공적연금이라는 동일한 공공성 기반 위에서, (2) 정부로부터의 구조적 거리(arm's length)를 제도 설계의 핵심 원리로 채택하며, (3) 운용목적을 수익·위험 중심으로 상대적으로 단일화한 상태에서, (4) 책임구조·공사·이사회 전문성을 통해 정치적 목적 유입을 억제하는 대표적 사례이기 때문이다. CPPIB는 법적 임무를 ‘과도한 손실 위험 없이 최대수익 추구’로 정식화하고 정부의 개별 투자 개입을 제도적으로 차단하는 모형이며, 스웨덴 AP Funds는 연금시스템 완충기금(buffer fund)으로서 장기 수익·낮은 위험을 핵심 임무로 부여하면서 정책금융적 역할을 제도적으로 배제해 온 경험을 제공한다.

<표 5> 해외 주요 연기금의 독립성 확보 기제 비교

구분	한국 (NPS)	캐나다 (CPPIB)	스웨덴 (AP Funds)
법적 성격	보건복지부 산하 준정부기관	독립적 전문 투자기관 (Crown Corp)	정부와 분리된 국가기관 (Buffer Fund)
운용 목적	노후소득보장 및 수익 극대화	수익 극대화 (Single Mandate)	수익성 중심 (독립 운용)
정책 개입 차단	선언적 규정 (IPS)	법적 차단 (Arm's length) 및 정치적 지시 원천 배제	제도적 차단 정책금융 의무 폐지
이사회 구성	대표성 중심 (노사정 위원회)	전문성 중심 (이사회)	전문성 중심
정책금융 의무	잠재적 가능성 존재	법적으로 배제	제도적으로 배제

1. 캐나다 CPPIB : 단일 목적과 법적 개입 차단의 결합

캐나다 연금투자위원회(CPPIB)는 공적 기금을 운용하지만, 정부로부터 구조적으로 분리된 독립 기관으로 설계되었다. CPPIB를 설립한 법률은 그 임무를 “장기적으로 위험조정 수익률을 극대화하여 연금 재정을 강화하는 것”으로 명확히 규정하고 있으며, 사회정책 수행이나 산업 육성과 같은 부차적 목적을 부여하지 않는다.

특히 중요한 점은 ‘Arm’s length’ 원칙이다. 이는 정부가 CPPIB의 개별 투자, 자산배분, 주주권 행사에 대해 어떠한 형태의 지시나 개입도 할 수 없음을 법적으로 차단하는 장치다. 정부는 목표 수익률이나 자산 배분 비율을 설정할 권한을 갖지 않으며, CPPIB의 성과는 시장 기준에 따라 평가된다.

2000년대 중반, 국부펀드의 정치적 활용에 대한 국제적 우려가 확산되던 시점에 CPPIB는 스스로를 “정부의 정책 자금을 운용하는 기관이 아니라, 독립적 수익 추구 기관”으로 규정하는 공개적 메시지를 반복적으로 발신하였다(CPPIB, 2007, 2024; Gomes, 2008). 이는 시장 신뢰의 전제 조건이 정치적 중립성이라는 점을 제도뿐 아니라 담론 차원에서도 명확히 한 사례다.

캐나다 CPPIB의 사례는 공공성과 독립성이 양립 불가능한 가치가 아니라, 공공성이란 곧 “가입자의 이익을 정치적 목적에 종속시키지 않는 것”이라는 재정의의를 통해 구현될 수 있음을 보여준다.

2. 스웨덴 AP Funds : 정책금융 의무의 제도적 배제

스웨덴의 AP Funds는 공적연금 재정의 완충 장치(Buffer Fund)로 설계된 기금으로, 법률에 의해 정부와 분리된 독립적 지위를 갖는다. AP Funds의 특징은 공공성을 가입자 이익 최우선, 투명 “공공기관이므로 정책을 수행해야 한다”는 논리를 제도적으로 차단한다는 점이다(UN Global Compact Korea, 2020). 스웨덴 법체계는 AP Funds의 운용 목적을 “장기적으로 연금 시스템의 재정 안정성을 강화하는 것”으로 한정하고 있으며, 산업 육성이나 거시경제 조정과 같은 정책금융적 역할을 부여하지 않는다. 또한 스웨덴 정부는 일반적인 법률 개정이나 제도 개편을 통해서만 틀을 변경할 수 있을 뿐, 개별 투자나 전략에 개입할 권한을 갖지 않는다.

스웨덴 모델에서 공공성은 가입자 이익 최우선, 투명성·책임성 확보로 정의되며, 정책 수행 논리를 제도적으로 배제하고 있다(국민연금공단, 2012). 이는 공적연금의 공공성이 “정책 수행”이 아니라, “가입자의 이익을 최우선으로 하되 투명성과 책임성을 확보하는 것”으로 재정의될 수 있음을 보여준다.

3. 비교의 함의: 선언적 독립성과 구조적 독립성의 차이

한국의 국민연금은 IPS를 통해 독립성과 일관성을 원칙으로 선언하고 있다. 그러나 해외 사례와 비교할 때, 이러한 독립성은 법적·구조적 장치라기보다 규범적 선언에 가깝다. 특히 한국의 경우, 보건복지부 장관이 기금운용위원회 위원장을 겸임하는 현 구조는 정부와 기금 사이에 제도적 ‘거리’를 형성하기 어렵게 만든다. 이는 정책 목표를 설정·집행하는 행정부의 최고 책임자가 동시에 연금 운용의 최종 의사결정 구조를 주재하는 형태로, 구조적으로 ‘자기 구속(self-restraint)’에 의존하는 모델에 가깝다.

이와 달리 CPPIB와 AP Funds는 공통적으로,

- 1) 운용 목적이 단일하고 법률로 명시되어 있으며,
- 2) 정부와의 관계가 ‘지시 가능’이 아니라 ‘구조적 절연’으로 설계되어 있고,
- 3) 이사회가 대표성이 아니라 전문성을 중심으로 구성되며,
- 4) 정책금융적 기능이 제도적으로 아예 배제되어 있다.

반면 한국의 국민연금 제도는, 정책을 총괄하는 장관이 기금운용위원회를 직접 주재하는 현 구조 하에서, 정책 목표와 연금의 목적함수 사이에 제도적 완충 장치를 두지 못하고 있다. 이는 평시에는 문제가 드러나지 않더라도, 위기 상황에서 “연금도 국가 정책에 기여해야 한다”는 논리가 곧바로 의제 설정과 의사결정 구조로 침투할 수 있는 경로를 열어둔다. 즉, 독립성이 법적·조직적 거리로 확보된 것이 아니라, 정치적 자제와 관행에 의존하는 상태에 머물러 있다.

결론적으로, 해외 사례는 공적연금의 독립성이 정치적 중립의 선언이 아니라,

- 1) 비공무원 위원장직으로 정부 영향력에서 분리,
- 2) 운용 목적의 법적 단일화,
- 3) 정책금융 기능의 명시적 배제,
- 4) 투자 전문성 중심의 이사회 구조

와 같은 제도 설계를 통해 구현되어야 함을 보여준다. 이와 대비할 때, 한국의 구조는 사회적 합의를 강조하는 형태로 동태적 비일관성이 반복될 가능성을 제도적으로 차단하지 못하는 취약성을 내포한다.

Ⅶ. 결론 : 신관치금융 차단을 위한 3중 방화벽(절차·재정·구조)

본 연구는 국민연금의 정책 활용 논란을 개별 사건의 사실관계나 정당성 판단의 문제가 아니라, 정책 목적이 연금 운용의 판단 프레임과 목적함수로 유입될 수 있는 구조적 조건의 문제로 분석하였다. 이를 위해 전통적 관치금융과 구별되는 ‘신관치금융’ 개념을 도입하고, 주안-대리인 이론과 동태적 비일관성 모형을 결합한 규범-현실 괴리 분석 틀을 제시하였다.

분석 결과, 국민연금의 IPS는 “허용된 위험 한도 내 장기 수익 극대화”와 “독립성·일관성”을 핵심 원칙으로 삼고 있음에도 불구하고, 현실의 거버넌스 구조는 다음 세 지점(의제 설정, 의사 결정, 책임 귀속)에서 정책 목표 유입을 차단하기에 충분히 견고하지 않다.

첫째, 의제 설정 단계에서는 정책 목표가 “부수적 고려”라는 형태로 반복 상정되며 정상화될 위험이 존재한다. 둘째, 의사결정 단계에서는 전문성이 정치적 합리성에 논리적으로 포획될 수 있는 구조가 형성되어 있다. 셋째, 책임 귀속 단계에서는 정책 성과는 현 정부에 귀속되는 반면, 수익률 저하와 위험 증대의 비용은 미래세대 가입자에게 전가되는 비대칭성이 제도적으로 교정되지 않는다.

이러한 구조는 명시적 지시가 없이도 정책 목적이 연금 운용의 판단 기준으로 내재화될 수 있는 경로를 열어둔다. 특히 한국의 경우, 보건복지부 장관이 기금운용위원회 위원장을 겸임하는 구조는 정책 목표를 설정·집행하는 행정부의 최고 책임자가 동시에 연금 운용의 최종 의사결정 구조를 주재하는 형태다. 이는 정부와 기금 사이에 제도적 ‘거리’를 형성하지 못한 채, 독립성을 정치적 자제와 관행에 의존하도록 만드는 구조적 취약성을 내포한다. 평시에는 문제가 가시화되지 않더라도, 위기 상황에서는 “연금도 국가 정책에 기여해야 한다”는 논리가 곧바로 의제 설정과 의사결정으로 침투할 수 있는 경로가 상시적으로 열려 있다.

이러한 취약성을 보완하기 위해 본 연구는 신관치금융을 차단하는 제도적 해법으로서 다음의 3중 방화벽을 제안하고자 한다.

첫째, 절차적 방화벽으로서 이중 잠금장치(Double-lock system)의 도입이다. 정책 연계 가능성이 있는 안전에 대해서는 1) 운용조직(CIO)의 독립적 영향평가서 제출을 의무화하고, 2) “정부 정책이 존재하지 않았더라도 동일한 투자 결정을 했을 것인가”라는 반사실적 질문에 대한 정량적 근거를 명시하도록 하며, 3) 일반 안전보다 가중된 의결 요건(특별 다수결 등)을 제시해야 한다.

둘째, 재정적 방화벽으로서 수익성 훼손 시 재정 보전 원칙의 법제화다. 국가적 필요로 기금의 수익성이 구조적으로 훼손되는 경우, 그 차액을 정부 재정으로 보전하도록 법률에 명시함으로써, 정책사업을 연금으로 우회 지원하는 유인을 차단해야 한다. 이는 원인자 부담 원칙을 연금 거버넌스

에 도입하는 것이며, 비용을 미래세대에 은닉하는 구조를 교정하는 장치다.

셋째, 구조적 방화벽으로서 거버넌스의 실질적 독립성 강화다. 보건복지부 장관이 기금운용위원회 위원장을 겸임하는 현 구조는, 선언적 독립성을 구조적 종속으로 전환시키는 핵심 경로다. 위원장 직의 정부 분리, 전문성 중심의 위원회 구성, 나아가 한국형 CPPIB 모델과 같은 독립 공공기관 형태로의 중장기적 개편 로드맵이 필요하다. 이는 독립성을 정치적 미덕이 아니라, 제도적 거리와 권한 배분을 통해 구현하는 방향이다.

본 연구는 규범적 해석과 거버넌스 구조 분석을 중심으로 하므로, 개별 정책 논란의 실증적 인과관계, 예컨대 특정 의사결정이 실제로 환율이나 주택시장에 미친 영향을 정량적으로 검증하지는 않았다. 그럼에도 본 연구는 공적연금의 독립성이 일관성을 보장하는 제도적 장치로 구현되어야 함을 이론적·규범적으로 입증하고 있다. 국민연금이 ‘가용한 정책 자산’이 아니라, 미래세대의 노후를 위한 신탁 자산으로 기능하기 위해서는, 선의나 자제에 의존하는 구조를 넘어, 신관치금융의 경로 자체를 차단하는 제도적 방화벽이 구축될 필요가 있다.

참고문헌

<국내문헌>

- 강태수·김경훈. (2025). “한국 외환시장 구조와 환율 변동성: BIS Survey를 이용한 실증분석”, 『사회과학연구』, 32(3): 59-93.
- 국민연금공단. (2012). “스웨덴 연금제도”, https://www.nps.or.kr/html/download/worldwide/data_pdf/overseas/sweden_2012_0509.pdf, 검색일: 2026. 2. 22.
- 국민연금공단 기금운용본부. (2025). 「2025년도 국민연금기금운용지침(IPS)」(2024.5.31. 개정, 2025.1.1. 시행), 세종: 국민연금공단.
- 대한민국 정부. (2024). 「국민연금법」(법률 제20903호), 국가법령정보센터.
- 변원규·이정환. (2025). “기업의 지속가능경영 선언과 ESG 리스크 관리 성과”, 『사회과학연구』, 32(3): 7-30.
- 보건복지부. (2014). “[해명자료] ‘국민연금, 임대주택에 투자’ 보도에 대한 해명”, https://www.mohw.go.kr/board.es?act=view&bid=0030&list_no=308491&mid=a10504000000&nPage=103, 검색일: 2026. 2. 22.
- 보건복지부. (2022). “[보도설명자료] 국민연금 환헤지 관련”, https://www.mohw.go.kr/board.es?act=view&bid=0030&list_no=373992&mid=a10504000000&nPage=31, 검색일: 2026. 2. 22.
- 보건복지부. (2023). 「제5차 국민연금 종합운영계획」, 세종: 보건복지부.
- 연합인포맥스. (2025). “국민연금 환헤지 나서나...외환당국-국민연금 협의체 가동”, <https://kbthink.com/news-list/view.html?newsId=20251124165230618>, 검색일: 2026. 2. 22.
- 원종현. (2018). “국민연금 기금운용 거버넌스의 개편 논의와 쟁점”, 『이슈와 논점』, 1489: 1-4.
- 이데일리 마켓인. (2026a). “국민연금의 ‘주주대표소송’, 코리아 디스카운트 흔들나”, <https://marketin.edaily.co.kr/News/Read?newsId=01797446645323296>, 검색일: 2026. 2. 22.
- 이데일리 마켓인. (2026b). “이사에 책임 묻는다...국민연금 ‘주주대표소송’ 시동”, <https://marketin.edaily.co.kr/News/Read?newsId=05602246645322640>, 검색일: 2026. 2. 22.
- 이상봉. (2016). “노인가구단위의 이진소득에 따른 빈곤완화분석: 한국, 미국, 영국의 패널 자료를 이용하여”, 『사회과학연구』, 23(4): 7-26.
- 전승훈. (2019). “국민연금 기금운용의 정치적 중립성과 지배구조”, 『경제학연구』, 67(4): 5-38.

- 정덕중. (2025). “ESG 규제가 국내 은행의 대출 포트폴리오와 금융 안정성에 미치는 영향”, 『사회과학 연구』, 32(3): 296–321.
- 정창률. (2016). “공적연금의 재정안정화와 세대 간 형평성”, 『사회보장연구』, 32(1): 1–25.
- 정책브리핑(대한민국 정부). (2014). “국민연금기금 공공임대주택 투자 검토, 사실과 달라”, <https://www.korea.kr/briefing/policyBriefingView.do?newsId=148788061>, 검색일: 2026. 2. 22.
- 정책브리핑(대한민국 정부). (2017). “국민연금이 사회서비스 사업에 투자하는 방식은 아냐”, <https://www.korea.kr/briefing/policyBriefingView.do?newsId=148837364>, 검색일: 2026. 2. 22.
- 조용구·백재승. (2025). “손익분기인플레이션(BEI)과 안전자산 선호도에 관한 연구”, 『사회과학연구』, 32(3): 31–58.
- 주간조선. (2025). “[정책 인사이드] 공공주택에 국민연금 투입? 싱가포르 어떻게 하기에, 김성주 국민연금 이사장, 취임사에서 '싱가포르 사례 참조할 것'”, https://biz.chosun.com/policy/policy_sub/2025/12/21/NL4N4V3FRRFFRHDI4MFMKWDLOI/, 검색일: 2026. 2. 22.
- 한국무역협회. (2025). “환율안정 ‘4자 협의체’ 가동...‘국민연금 환헤지’ 카드 논의”, <https://www.kita.net/board/totalTradeNews/totalTradeNewsDetail.do?no=96934&siteId=6>, 검색일: 2026. 2. 22.

<국외문헌>

- Ambachtsheer, K. P. (2016). *The Future of Pension Management: Integrating Design, Governance, and Investing*, Wiley.
- Besley, T., and Ghatak, M. (2001). “Government versus private ownership of public goods”, *The Quarterly Journal of Economics*, 116(4): 1343–1372.
- Canada Pension Plan Investment Board. (2007). “The CPP Fund and CPP Investment Board are not sovereign wealth funds”, CPPIB 공식 설명, <https://canpension.ca/articles/canada-pension-plan-investment-board-ownership-opportunities-exploring-options-for-long-term-returns>, 검색일: 2026. 2. 22.
- Canada Pension Plan Investment Board. (2024). *Annual Report 2024: Investing for Generations*, Canada Pension Plan Investment Board.
- Carmichael, J., and Palacios, R. (2003). “A framework for public pension fund management”, *World Bank Conference on Public Pension Fund Management*, World Bank.

- Clark, G. L., and Urwin, R. (2008). “Best–practice pension fund governance”, *Journal of Asset Management*, 9(1): 2–21.
- Freshfields Bruckhaus Deringer. (2005). *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment: Report for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative*, UNEP FI, https://ajed.assembly.ca.gov/sites/ajed.assembly.ca.gov/files/publications/freshfields_legal_resp_20051123.pdf, 검색일: 2026. 2. 22.
- Gomes, T. (2008). “The impact of sovereign wealth funds on international financial stability”, *Bank of Canada Financial System Review*, December 2008: 41–46.
- Government of Canada. (1997). *Canada Pension Plan Investment Board Act (S.C. 1997, c. 40)*, Section 5.
- Hess, D. (2005). “Protecting and politicizing public pension fund assets: Empirical evidence on the effects of governance structures”, *Review of Financial Economics*, 14(2): 157–173.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–360.
- Kydland, F. E., and Prescott, E. C. (1977). “Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans”, *Journal of Political Economy*, 85(3): 473–491.
- Langbein, J. H. (2005). “Questioning the trust law duty of loyalty: Sole interest or best interest?”, *Yale Law Journal*, 114(5): 929–990.
- Mitchell, O. S., and Hsin, P. L. (1997). “Public pension governance and performance”, Valdés–Prieto, S. (Ed.), *The Economics of Pensions: Principles, Policies, and International Experience*, 92–126, Cambridge University Press.
- Musacchio, A., and Lazzarini, S. G. (2014). *Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond*, Harvard University Press.
- OECD. (2022). *OECD Pensions Outlook 2022*, OECD Publishing.
- Richardson, B. J. (2011). “From fiduciary duties to fiduciary relationships for socially responsible investment”, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1(3–4): 186–197.
- Schanzenbach, M. M., and Sitkoff, R. H. (2020). “Reconciling fiduciary duty and social conscience: The law and economics of ESG investing by a trustee”, *Stanford Law Review*, 72(2): 381–443.
- Stewart, F., and Yermo, J. (2008). “Pension fund governance: Challenges and potential solutions”, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 18, OECD Publishing.

UN Global Compact Korea. (2020). “반부패 투자 동향 ① 스웨덴 국가연금펀드 (Swedish National Pension Funds)”, <https://unglobalcompact.kr/%EB%B0%98%EB%B6%80%ED%8C%A8-%ED%88%AC%EC%9E%90%EB%8F%99%ED%96%A5-%E2%91%A1-%EC%8A%A4%EC%9B%A8%EB%8D%B4-%EA%B5%AD%EA%B0%80%EC%97%B0%EA%B8%88%ED%8E%80%EB%93%9Cswedish-national-pension-funds/>, 검색일: 2026. 2. 22.

UNEP Finance Initiative, and Principles for Responsible Investment. (2019). *Fiduciary Duty in the 21st Century: Final Report*, Geneva: UNEP FI.

【Abstract】

The Impact of Policy-Objective Inflow on the National Pension Fund's Investment Mandate:

A Normative Interpretation of IPS Independence and Governance Vulnerabilities

Kim, Hakju

This paper examines controversies over the policy use of Korea's National Pension Fund (NPF) not by adjudicating the legitimacy of particular episodes, but by diagnosing a governance vulnerability through which policy objectives can enter the fund's investment judgment and objective function even without explicit directives. The paper conceptualizes this phenomenon as New Dirigisme, distinguishing it from classic state-directed finance that operates via overt commands and forced credit allocation. Building on agency theory and the dynamic inconsistency framework, the analysis identifies a persistent gap between the normative architecture of the NPF's Investment Policy Statement (IPS)—which prioritizes long-term, risk-adjusted return maximization for beneficiaries—and the realities of agenda-setting, decision-making, and accountability in fund governance.

To clarify the boundary between legitimate ESG integration and policy instrumentalization, the paper proposes a normative criterion that separates financial materiality from policy instrumentality. Policy-objective inflow is defined as a condition in which policy aims are repeatedly agendaized, justifications lacking financial materiality become normalized, and such justifications are internalized as routine decision criteria (objective drift). The analysis shows that the current governance framework is especially fragile at the stages of agenda formation and accountability: political credit for short-term policy outcomes tends to accrue to the incumbent government, while financial costs and opportunity losses can be shifted to future contributors and beneficiaries over time.

The paper concludes by proposing a “three-layer firewall” against New Dirigisme: (1) a procedural double-lock system for policy-linked agenda items, (2) statutory fiscal compensation when profitability is impaired for policy reasons, and (3) reforms to strengthen de facto independence and expertise in governance structures.

Keywords: National Pension Fund, IPS, pension fund governance, New Dirigisme, Stewardship.

The Journal of Social Science

vol. 33. no. 1 2026. 03.

- Effects of Warehouse Management System(WMS)
Adoption in Agri-food Logistics:
A Focus on the Hansalim Logistics Center Kim, Woo Young · Kwon, Sung Ku
- A Study on China's Intangible Cultural
Heritage Protection Policy Zhou, Shan · Kim, Min-Hyu
- The Effects of K-Culture Experience and
Fandom Formation on National Image and Visit Intention Cho, Jae-hyun
- A Study on the Types of Perceptions of Social Workers
Regarding the Individual Budget System
for Persons with Disabilities Choi, Moon-Kyung · Jung, Hyun-Tae
- The Impact of Policy-Objective Inflow
on the National Pension Fund's Investment Mandate:
A Normative Interpretation of IPS Independence
and Governance Vulnerabilities Kim, Hakju
- Public Discourse on Dementia: Analyzing
Social Perceptions Through Movie Review Text Mining Shin Soomin · Im Bomim
- Exploring Fear of Crime in Single-Person Households
The Mediating Role of Police Trust in the Context
of Housing and Social Isolation Cho, Je-seong · Riccardo
- The Effect of School Violence Victimization
on Non-suicidal Self-Injury of Adolescents:
Moderated Mediation Effect of Self-Esteem through Depression Yu, Jee-Hee
- A Comparative Study on Support Systems for First-Homebuyers
and the Typology of Housing Policy Models:
Focusing on South Korea, Japan, and Singapore
. Ah-young Song · Jie-yeoun Lee · Su-yeon Park · Seong-Eun Kim · Jae-yeon Lee
- From Out-of-Home Youth to Homeless Youth:
A Conceptual Study on the Redefinition of Youth Housing Rights
and Policy Transformation in South Korea
. Park, Hee Jin · Choi, Seon Ah · Kim, Seon Mi · Kim, Kyu-Hee · Song, Ah young
- A Study on Regional Disparities in Media Literacy Competence:
Focusing on the Interactive Effects
of Regional Factor on Critical Understanding
and Media Utilization Competencies Koh, Heungseok · Kim, Mijeong

The Research Institute of Social Science
DONGGUK UNIVERSITY