

---

國民年金基金運用體系的  
效率化 方案 研究

---

白和宗  
金秀鳳  
金貞根

韓國保健社會研究院

## 머 리 말

근로자를 위한 강제저축제도가 폐지되고 사회보험방식의 국민연금 제도가 이 땅에 뿌리를 내린지도 벌써 12년이 흘렀다. 국민연금제도는 그 동안 많은 어려움 속에도 농어촌지역, 도시지역 자영자로 그 대상범위가 확대됨으로써, 소득활동을 하는 국민 모두가 국민연금제도를 통해 노후·질병·사망 등의 소득불확실성으로부터 보호를 받게 되었다.

그러나 제도의 양적 확대와는 별도로 저부담-고급여의 수급구조와 급속한 노령화 현상 등으로 연금재정의 불안정 문제가 예상됨에 따라 제도의 지속가능성에 대한 논의가 대두되고 있다. OECD의 통계에 따르면, 1960년 65세 이상의 고령인구는 경제활동인구의 15%를 차지하였고, 이 비율은 특히 2010년을 기점으로 강한 성장세를 보이며, 2030년까지 35%까지 달할 전망이다. OECD국가들에 있어, 지난 25년간, 경제활동인구는 1억 2천명이 증가한 반면 연금수급가능연령인 65세에 이른 사람의 수는 4천 5백만명으로 경제활동인구 순증가에 대한 연금수급연령가능자의 증가 비율이 37.5%로 매우 높게 나타났다. 이런 변화에 따라 많은 나라들이 연금기금의 적립규모를 확대하는 한편, 연금재정의 안정에 매우 중요한 요소인 기금운용의 효율성을 제고하고자 노력하고 있다.

우리의 국민연금제도는 1988년 도입된 이후 단계적으로 적용대상범위가 확대되어 1999년 4월 “전국민연금시대”를 열게 되었으나 아직 성장단계에 있어 연금기금규모는 지속적으로 빠른 속도로 증가할 것으로 예상된다. 그 규모는 추계방법에 따라 차이가 있으나 GDP의

43.4%에서 71.9%까지에 이르는 막대한 규모가 될 것이 전망되었다. 따라서 기금의 운용방법에 따라 연금재정의 안정성은 물론 국내자본 시장 및 경제성장에도 지대한 영향을 미칠 수 있어 기금운용의 효율성에 대한 국민들의 관심은 더욱 증대하였다.

이런 시점에 연구진들은 현행 기금운용체계의 문제점을 국민연금의 기본적인 특성을 바탕으로 운용절차, 운용조직 등 기금운용체계상의 문제점을 파악하고 그 개선방안을 모색하고 있다. 연구진들은 기금운용체계상의 문제점으로 기금운용의 전문성 및 투명성 부족을 지적하고 있으며, 기금운용전략상의 문제점으로는 기금운용 우선순위의 불명확성, 통합위험관리시스템의 부재 및 투자대상품목의 제한 등을 지적하고 있다. 이에 대한 개선방안의 마련에 있어 관련조직간의 명확한 역할분담, 전문성과 투명성을 바탕으로 한 기금운용의 자율성과 독립성의 최대한 보장함과 아울러 엄정한 감독과 처벌도 동시에 이루어져야 한다는 '견제와 균형의 원리'를 강조하고 있다.

본 연구는 우리 원의 백화종 연구위원의 책임 하에 김수봉, 김정근 주임연구원의 참여로 이루어졌다. 본 보고서는 기금운용의 중요성이 증가하는 시점에서 시도된 기금운용체계에 대한 새로운 시각의 분석으로 관련분야 학자 및 정책담당자들에 일독을 권하고 싶다.

그리고 연구진은 원고를 읽고 유익한 조언을 해준 우리 원의 원종욱 부연구위원과 신영석 책임연구원에게 진심으로 감사하고 있다.

끝으로 본 보고서의 내용은 연구진의 개인적 의견이며 우리 원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀둔다.

2000年 12月

韓國保健社會研究院  
院長 鄭敬培

# 目次

要約 .....	9
第1章 序論 .....	27
第2章 國民年金 基金運用體系 .....	33
第1節 基金運用 現況 .....	33
第2節 基金運用에 관한 既存研究 .....	39
第3節 基金運用 組織體系 및 運用節次 .....	49
第4節 基金運用體系的 問題點 .....	65
第3章 主要國의 年金基金運用體系 .....	78
第1節 美國의 公的年金基金 .....	78
第2節 캐나다의 所得比例年金 .....	89
第3節 日本의 被傭者 年金 .....	99
第4節 스웨덴의 附加年金 .....	113
第5節 칠레·싱가포르의 個人貯蓄計定 .....	117
第4章 基金運用 改善方案 .....	125
第1節 基金運用的 環境變化 .....	125
第2節 基金運用的 效率化 方案 .....	132

第V章 結論 .....	147
參考文獻 .....	152

## 表 目 次

〈表 1-1〉 事業場 및 加入者 現況 .....	27
〈表 1-2〉 老齡人口 增加推移 .....	28
〈表 2-1〉 國民年金基金의 造成 및 支出 推移 .....	33
〈表 2-2〉 國民年金基金의 運用 .....	36
〈表 2-3〉 國民年金基金의 部門別 投資收益率 .....	37
〈表 2-4〉 國民年金基金의 金融部門 商品構成 .....	38
〈表 2-5〉 國民年金基金 金融部門 商品別 投資收益 .....	39
〈表 2-6〉 基金運用關聯 提出資料 .....	63
〈表 3-1〉 OASDI 信託基金의 收益率推移 .....	83
〈表 3-2〉 OASDI 財政推移 .....	84
〈表 3-3〉 CalPERS 資產運用配分(2000. 10. 31基準) .....	88
〈表 3-4〉 캘리포니아 年金基金(CalPERS)의 投資收益率 .....	89
〈表 3-5〉 CPP投資의 商品構成比率 .....	93
〈表 3-6〉 Caisse 資產構成 및 收益率 .....	99
〈表 3-7〉 年金福祉事業團의 資金運用推移 .....	105

〈表 3- 8〉	厚生年金 收支現況	106
〈表 3- 9〉	資産規模別 厚生年金基金 數(時價基準: 1998年 末)	107
〈表 3-10〉	基本포트폴리오(2000. 10. 1 基準)	108
〈表 3-11〉	厚生年金基金 聯合會의 年金積立金의 構成(時價基準)	111
〈表 3-12〉	厚生年金基金 聯合會의 運用收益 推移	111
〈表 3-13〉	厚生年金基金의 資産構成比率	112
〈表 3-14〉	厚生年金基金의 收益率推移	112
〈表 3-15〉	厚生年金基金의 收支推移	113
〈表 3-16〉	스웨덴의 ATP 財政推移	115
〈表 3-17〉	칠레의 年金基金 現況推移	120
〈表 3-18〉	一般勤勞者의 CPF 保險料率과 配分	122
〈表 3-19〉	싱가포르 中央共濟基金(CPF)의 投資項目	123
〈表 3-20〉	最近의 CPF 分期別 適用利子率(1999년)	124
〈表 4- 1〉	財政推計 經濟變數에 對한 基本假定	129
〈表 4- 2〉	國民年金積立基金의 GDP 對比 比率 推移 및 展望	130
〈表 4- 3〉	資本市場 및 基金積立金 規模推移('88~'99)	131

## 圖 目 次

[圖 2-1]	運用收益의 基金造成 寄與率 推移	34
[圖 2-2]	國民年金 基金運用 組織·體系	54
[圖 2-3]	基金運用本部 組織構造	56

[圖 2-4]	基金運用計劃 樹立 및 執行節次 .....	59
[圖 2-5]	國民年金基金의 執行結果 흐름圖 .....	60
[圖 2-6]	國民年金制度의 持續可能性 .....	66
[圖 3-1]	美國 OASDI 制度의 管理運營體系 .....	79
[圖 3-2]	CalPERS 組織圖 .....	86
[圖 3-3]	캐나다의 公的年金 管理運營體系 .....	90
[圖 3-4]	CPP 投資委員會 .....	91
[圖 3-5]	QPP의 年金業務節次 .....	95
[圖 3-6]	Caisse의 業務節次 .....	96
[圖 3-7]	厚生年金基金 加入者의 保險料構成 .....	100
[圖 3-8]	年金福祉事業團의 資金運用事業 .....	102
[圖 3-9]	年金福祉事業團의 資金運用節次 .....	103

# 要 約

## 1. 序論

- 우리의 국민연금은 제도의 발전단계별로는 아직까지 제도의 성숙단계의 초기에 있으며, 재정방식으로 부분적립방식을 택하고 있어 당분간 기금규모가 빠르게 증가할 것이나, 제도가 완숙단계에 들어서면 현행 수급구조하에서는 기금이 고갈될 것으로 전망되고 있음.
  - 이러한 재정불안정의 주요 원인은 우리나라 인구의 고령화 추세와 「저부담-고급여」의 수급구조라 할 수 있음.
  - 국민연금 기금적립금의 GDP 대비 비율은 2000년도 현재 12.6%에서, 추계에 따라 다소 차이가 있으나, 2020년에서 2025년 사이에 40~70%대에 이를 전망이다.
  - 예상되는 국민연금기금의 막대한 규모는 자본시장의 발전과 나아가서는 경제성장에 큰 영향을 미칠 수 있으며, 그 운용의 효율성 여부에 따라 우리 나라 중·장기 채권시장의 발전에 큰 힘이 될 수 있음.
  
- 한편, 세계 금융업계의 규제완화 및 기술혁신을 바탕으로 한 겸업화 추세, 금융시장의 개방, 국제화 및 자율화 등 대내외적인 금융시장의 환경변화로 기금운용의 불확실성이 증가하고 있음.
  - 또한 IMF 경제위기 이후 구조조정에 따른 기업의 도산, 금융기관의 도산 등으로 기금운용의 신용위험과 함께 시장위험도 큰 폭으로 증가하고 있는 실정임.



- 국민연금기금의 비효율적인 운용도 연금재정의 불안정과 국민 연금제도에 대한 국민의 불신 증폭에 일부 책임이 있음.

- 따라서 본 보고서는 앞서 언급한 문제의식을 바탕으로 현행 기금 운용 조직 및 체계를 검토하는 한편, 선진국의 사례를 참고하여 연금재정의 안정성 전체로 기금운용의 수익성을 증대하고, 자본시장의 흐름의 왜곡을 방지하기 위한 기금운용의 중립성을 확보하기 위한 기금운용체계의 개선방안을 모색하고자 함.

## 2. 國民年金 基金運用體系

### 가. 基金運用現況

- 1999년말 현재 국민연금기금 조성규모는 약 58조원으로 그 재원은 연금보험료 42조원, 운용수익 16조원으로 구성되어 있으며, 당년도 연금급여와 관리운영비로 각각 11조원과 4500억원이 지출되었음.
- 부문별 투자규모를 살펴보면 1999년 말 현재 공공부문에는 전체의 67.8%인 31조 8573억원이 배분되었으며, 금융부문과 복지부문은 각각 14조 1450억원, 9900억원으로 전체 운용기금의 30.1%, 2.1% 수준임.
- 그간 상대적으로 낮은 수익성으로 기금운용의 주된 문제점으로 논의되어 왔던 공공자금관리기금법에 의한 공공부문에 대한 의무예탁제가 2001년도부터 폐지됨.
  - 이에 따라 향후 연금기금의 운용은 금융부문 투자비중이 크게 증가할 것으로 예상됨.

- 금융부문의 투자상품별 평균수익률을 살펴보면, 주식의 경우 24.9%로 가장 높고 이어 금전신탁이 14.5%, 채권이 14.3%의 순으로 나타나고 있음.

나. 基金運用에 관한 既存研究

- 국민연금기금이 공공자금관리기금에 편입되기 전까지는 주로 ‘국민연금제도의 재정안정화 방안’에 관한 연구가 주류를 이루었음.
- 1998년 이후에는 연금급여수준을 하향 조정하는 법안이 논의되면서 학계, 시민단체 등의 기금운용의 투명성, 기금관리의 민주성 등 많은 주제들이 논란의 대상이 되었음.
- 1999년 4월 국민연금제도가 도시지역 자영업자에게 확대되면서 명실상부한 전국민연금의 시대가 개막되었으며, 국민연금 관련 규정 및 법의 개정 등을 통하여 기금운용에 대한 그간의 비판을 수용하고, 기금의 규모의 급속한 증가로 기금운용의 효율성 문제가 가입자 및 관련 학자들의 주요 관심사가 됨.

다. 基金運用 組織體系 및 運用節次

- 국민연금법 제84조는 「기금의 운용에 관한 중요사항을 심의·의결하기 위하여 국민연금기금운용위원회를 둔다.」고 함으로써 기금의 관리운용책임자인 보건복지부장관은 기금을 「기금운용위원회」의 심의·의결을 거쳐 운영하도록 제한하고 있음.
- 국민연금법 제83조 1항 및 제84조에서는 보건복지부장관이 기금운영위원회 및 기금운용실무평가위원회를 두어 기금 운용에 관한 사항을 심의·의결·평가하도록 규정함으로써 국가가 기금운용의

주체가 되도록 하고 있음.

- 보건복지부는 1998년 12월 국민연금법을 개정하여, 지금까지 국정 감사 등을 통해 문제점으로 지적되어 온 기금운용의 투명성과 자율성, 전문성, 및 수익성 제고를 위하여 기금운용위원회의 구성을 전환함.
  - 1988년부터 1998년까지의 정부중심에서 1999년부터는 가입자대표 중심으로 전환한다는 취지 하에 기금운용위원회 및 기금운용실무평가위원회의 구성을 변경함.
- 기금운용본부는 기금운용본부장의 책임하에 투자전략팀, 성과분석팀, 주식운용팀, 채권운용팀, 자금관리팀 및 기금기획팀 등 6개 팀으로 조직되어 있음.
- 국민연금법 상에 나타난 기금의 기본적인 성격이 장래의 연금급여를 위한 부채성 책임준비금이라고 할 수 있으며, 기금운용의 목표는 연금재정의 장기안정을 위해 수익성을 극대화하는 것임.
- 국민연금관리공단은 매분기말 기금운용결과를 다음분기 첫째 달 20일까지 운용위원회에 제출하여야 하며, 매 회계연도 종료 후 2개월 이내에 주식회사의 외부감사에 관한 법률 제3조의 규정에 의한 감사인의 감사보고서를 첨부한 연간 기금운용결과를 복지부장관에게 제출하여야 함.
- 국민연금관리공단은 기금운용에 대한 평가를 수익률과 위험을 중심으로 한 정량적 평가와 투자철학, 의사결정체계, 인적자원, 연구조사기능, 행정관리 업무 등을 대상으로 하는 정성적 평가 방식을 병행하여 수행하고 있음.

- 기금운용의 효율화와 관련된 최근의 개정내용은 다음과 같 이 요약될 수 있음.
  - 공자법에 의한 강제예탁 폐지(2001년까지 점진적 폐지)
  - 기금운용위원회에 있어서 가입자참여 확대
  - 공공부문 예탁이자율의 실세금리 반영
  - 국공채형태로 공공부문 예탁
  - 기금운용의 합리적 개선
  
- 최근 금융시장의 환경변화에 따라 보증채권의 비중이 축소경향을 보임에 따라, 코스닥, 선물·옵션 등 새로운 투자상품에 투자할 수 있는 기틀을 마련하여, 환경변화 능동적으로 대처할 수 있도록 하였음.

라 . 基金運用體系의 問題點

- 국민연금의 기금운용체계는 외형적으로는 선진적인 형태를 갖추고 있으나 실제에 있어서는 많은 문제점을 안고 있음.
  - 기금운용 체계상의 문제로서 의사결정단계별 책임과 권한이 불분명하고, 의사결정주체의 전문성이 부족하며, 의사결정과정에서 투명성도 미흡한 실정임.
  - 국민연금의 기금운용주체와 관련한 문제들로서는 투자주체의 자율성, 독립성 문제와 기금운용에 관한 감시·감독 및 규제 체계, 기금운용결과에 대한 평가체계와 공시체계와 같은 기금운용의 투명성이 미흡함.
  
- 기금운용의 전문성 부족
  - 기금운용의 심의·의결 주체인 기금운용위원회, 심의·평가 주체

인 기금운용실무평가위원회, 그리고 기금운용 주체인 기금운용 본부의 전문성 확보 결여

- 기금운용위원회의, 기금운용실무평가위원회의 심의·의결 사항이 구체적으로 명시되어 있지 못함.
- 전문성결여로 기금운용위원회가 기금의 효율적인 운용과 관련한 심의·의결의 실질적인 기구라기보다는 단지 의결하는 형식적인 기구에 불과한 형편임.
- 기금운용실무평가위원회의 구성원들의 기금운용관련 전문성 부족

□ 기금운용의 투명성 미흡

- 기금운용위원 총수의 1/3에 해당하는 7인이 정부위원으로 구성되어 있어 투자의사결정과정에서 정부가 개입할 가능성이 크며, 기금운용의 감독 및 규제가 미흡하고, 성과평가의 객관성이 부족하고, 공시제도가 불충분 함.

□ 기금운용의 감독 및 규제 미흡

- 기금운용전반에 관한 규제 및 감독체계로는 기금운용계획과 결산에 대한 국회의 보고가 전부라 할 수 있어 국민의 대의기관인 국회의 실질적인 통제는 불가능한 형편임.
- 기금운용본부에 대한 감독 및 규제체계는 국민연금관리공단의 감사실에서 내부감사로 시행되고 있으며, 기금운용 담당자들이 지켜야할 법령 및 규정준수(compliance) 전담인력이 없는 실정으로, 감독 및 규제는 내부감시로 되어 있으며, 그 주체가 불분명해 감독의 객관성이 떨어짐.

□ 성과평가의 객관성 부족

- 성과평가의 문제점으로 국민연금연구센터와 기금운용본부는 모

두 국민연금관리공단의 최종 결재권자인 이사장에 의해서 관리되고 있어 평가의 객관성 결여됨.

- 또한 평가의 기준과 이를 산출하기 위한 자료 및 정보가 부족하고, 합리적인 성과평가를 위한 상품별 평가기준(benchmark)이 미비되어 있는 등의 세부적인 문제점도 있음.

공시제도의 불충분

- 기금운용결과를 1개 이상의 경제분야 특수일간신문에 공시하도록 되어 있으나 공시에 대한 구체적인 기준이 마련되어 있지 않아, 국민연금 관련 이해관계자들의 정보수요 욕구를 충족시키지 못하고 있음.

한편 기금운용전략상의 문제들로는 기금운용원칙상의 문제, 중·장기 기금운용전략의 부재, 통합위험관리시스템의 결여, 투자대상의 제한 등이 있음.

기금운용원칙상의 문제

- 국민연금은 기초연금과 소득비례연금이 혼재되어 있어 기금손실의 위험성도 높은 공격적 투자에는 한계가 있음.

중·장기 기금운용전략의 부재

- 국민연금기금의 장기저축이라는 특성을 감안하고, 최소한 경제여건과 연금재정상태의 변화 등을 고려하여 공공·복지·금융 부문의 자산배분은 물론, 각 부문의 세부사업에 있어서도 중장기적 자산배분전략의 마련이 필요함.

통합위험관리시스템의 결여

- 투자에 있어 위험부담은 피할 수 없는 요소인바, 적정수준의 위험관리가 경쟁력의 핵심이라 할 수 있음에도 불구하고 현행 기금운용체계에 있어서는 위험관리가 매우 미흡한 실정임.

투자대상의 제한

- 현행 국민연금법이 기금의 관리·운용방법으로 열거주의 방식으로 투자대상을 제한적으로 규정하고 있어, 금융환경의 변화에 적절히 대응할 수 없으며, 투자위험의 분산도 어려운 실정임.

### 3. 主要國의 年金基金運用體系

#### 가. 美國의 公的年金基金

- 미국의 공적연금제도는 일반근로자와 자영업자를 적용대상으로 한 노령·유족·장해연금(Old-Age, Survivors, and Disability Insurance: 이하 OASDI)은 미국의 사회보장제도(Social Security System)로 명칭되는 대표적인 공적연금제도임.
- 연방 OASI 신탁기금과 연방 DI 신탁기금의 재정운용을 감독하기 위해 사회보장법(Social Security Act)에 의해 기금운용위원회(Board of Trustees)는 설치되었음.
- 기금운용위원회의 구성원은 운영이사인 재무성장관, 노동성장관, 보건복지성장관, 사회보장청 위원, 공공대표 2명으로 구성되어 있음.
- 신탁기금의 투자에 대하여 명백히 법적으로 규정되어 있는 사항은

없으나, 민간경제의 불간섭, 안정성, 중립성, 투자의 최소·관리운영 등의 원칙이 지켜지고 있음.

- OASDI 신탁기금의 운용은 채권위주의 안정적인 투자를 실시하고 있어, 수익률추이는 이자율에 영향을 받음. 1999년 이자율의 하락으로 수익률이 6.9%임.
- OASDI의 재정추이를 보면, 1999년의 적립금규모는 8961억불로 급여의 2.3배 수준이며, 관리운영비는 총지출의 0.85%를 차지하고 있음. 기금운용수익은 555억불로 전체수입의 10.5%인 것으로 나타남.
- 캘리포니아 주정부 공무원연금기금(California Public Employees' Retirement System: 이하 CalPERS)은 현재 미국 최대의 기관투자자이며, 총 자산규모는 110조원(원화환산)으로 세계에서는 3번째로 큰 규모임.
- CalPERS 관리위원회(Board of Administration)는 회장 1인, 부회장 1인 포함하여 13명으로 자체내 투표에 의해서 6명, 임명에 의해서 3명, 주정부법에 의해 4명 선출됨.
- 투자위원회는 자산운용에 대한 전적인 책임을 지고 있으며 수익률 관리와 위험 허용치 결정 등 투자정책을 설정함. 투자위원회 및 내부 투자팀 이외에 외부 연금운용기관, 투자컨설턴트, 유가증권 보관은행, 법률자문사 등 체계적인 외부전문가 기구를 갖추고 운용하고 있음.
- 기금운용실적은 분산투자를 통해 높은 투자수익률이 나타나고 있는데 포트폴리오 구성상 국내 기관에는 약 7조원, 국제기관에는 23조원 가량을 위탁 운용하고 있으며, 최근 주식시장의 활황으로



20%에 육박하는 수익을 보이다 1999년에는 12.5%로 감소하였음.

#### 나. 캐나다의 所得比例年金

- 캐나다의 소득비례연금(캐나다연금제도(Canada Pension Plan: 이하 CPP)와 퀘벡주 연금제도(Québec Pension Plan: 이하 QPP)로 구분됨.
- CPP는 1998년부터는 12명의 전문가로 구성된 CPP투자위원회를 설치하여 순수민간경영 방식으로 운용되고 있으며, 위원장은 30년간의 펀드운용 경험자로 신뢰성과 도덕성을 갖춘 자를 선정함.
- 투자위원회에 의하여 모든 투자 의사결정이 되며 직접투자는 하지 않고 모두 위탁방식으로 운용하고 있음.
- 투자기금으로부터의 수익률은 가중평균 연수익률 11.44%로 유가증권의 고수익률을 얻는다. 이 유가증권은 장기 정부공채(20년)이기 때문에, 기금의 평균수익률은 10%를 상회하고 있음.
- 1965년 설립된 퀘벡연금(QPP)관리공단은 퀘벡주 내의 피용자, 고용자로부터 납부되는 기여금을 전액 전문투자기관인 Caisse de depot et placement du Quebec(The Quebec Deposit and Investment Fund: 이하 Caisse)에 위탁관리하고 있으며 QPP 자체는 일체 운용기금을 보유하지 않고 있고, 단지 기금관리만을 담당함.
- 퀘벡연금관리공단은 기금의 관리만을 목적으로 하며 운용에 대해서는 전문투자기관인 Caisse에 전액 위탁하고 급여에 필요한 자금은 필요시 인출하는 체계로 되어 있으며 기금운용에 대해서 Caisse에

자율권을 주고 있음.

- 불안정한 시장에도 불구하고, 운용팀은 1998년에 전체적 수익 10.2%를 달성하였으며, 누적수익률을 보면 최근 4년 동안 14.2%, 5년 동안 10.7%, 그리고 10년 동안은 11.1%로 나타났다.

다. 日本의 被傭者 年金

- 후생연금제도는 후생성이 관리하지만 연금적립기금은 자금운용부자금법에 근거하여 전액 대장성에서 위탁되어 관리되고 있음. 연금자금은 국가의 재정투융자사업 재원의 일부를 구성하고 있으며, 연금자금의 대부분은 연금복지사업단 등 정부관계기관에 대한 융자 및 지방자치단체가 교부하는 특별지방채를 매입하는 형태로 환원융자되고 있음.
- 운용계획은 자금운용심의회 심의·자문을 거치며, 자금운용심의회는 자금운용의 공정성을 확보하기 위해 총리부에 설치하고 있음.
- 자금운용부자금법 제2조 2항의 자금운용부에 위탁의무 규정과 제3조 2항의 연금특별회계 여유금의 운용규정에서 국민연금·후생연금기금 등 공적자금의 위탁을 의무화하고 있음.
- 연금복지사업단은 국민연금, 후생연금 등의 피보험자 및 연금수급자의 복지향상을 위하여 국민·후생연금 적립금을 재무성 자금운용부로부터 융자받아 주택융자를 통한 마이홈 건설자금, 회사의 휴양소·사택 등의 건설자금 장기저리융자, 연금담보자금의 대부, 자녀의 교육자금의 알선, 대규모 휴양시설의 설치·운영, 연금급여 채원확보를 위한 자금운용사업을 실시하고 있음.

- 연금복지사업단의 자금운용사업은 신탁은행, 생명보험회사 및 투자자문회사 등의 민간운용기관에 위탁하여 채권이나 주식 등에 간접투자를 하고, 일부는 투자자문회사의 권유를 받아 자체적으로 채권 등에 투자하고 있음.
- 연금복지사업공단의 1999년 자금운용사업의 종합수익률은 11.1%로 2조 7천억이었으며, 차입금이자(차입금리 3.82%)를 제외하면 1조 7천억엔 수준임. 부문별 수익률은 국내채권 2.1%, 전환사채 22.4%, 국내주식 35.5%, 국외주식 3.4%를 보여주고 있음.
- 근로자의 소득비례연금인 후생연금의 재정수지를 보면, 1998년 적립금규모는 130조 8446억 엔으로 당해연도 총급여의 7배 수준임. 운용수익은 지속적으로 증가하여 1993이후에는 5조 엔을 상회하고 있으나, 최근에는 그 증가 속도가 감소하고 있는 것으로 나타남.
- 후생연금기금제도는 1966년 11월부터 실시된 기업연금제도의 한 형태로, 기업이 단독 또는 공동으로 후생연금기금이라는 특별한 공법인을 설립해, 후생연금보험의 일부를 국가대신 운영하여, 기업의 실정에 맞는 연금급여를 후생연금보험에 추가하여 보장하는 것임.
- 2000년 3월을 기준으로 연합회 연금기금의 적립금은 4조 6천억 엔 수준이며, 그 구성을 보면 채권이 39.1%로 가장 많은 비율을 차지하고 있으며, 그 다음으로 주식이 36.5%, 외국주식이 16.6%, 외국채권이 5.4%를 차지하고 있음.
- 연합회가 기금을 위탁하고 있는 기관수는 협회를 포함하여 총 38개 기관으로 시가기준 투자구성은 투자자문회사 39.4%, 신탁은행

30.0%이었으며, 자가운용은 15.5%로 구성되어 있으며, 1999년 운용수익률은 11.29%임.

- 한편, 1,835개의 후생연금기금의 자산구성은 국내·외 주식에 55%, 국내채권에 21.5%, 외화채권 7.38% 등으로 구성되어 있으며, 1999년 결산기준 종합수익률은 13.1%이었으며, 최근 3년간 7.03%, 5년간 수익률은 6.99%임.
- 후생연금기금 연합회의 자산을 포함한 전체 후생연금기금의 자산 규모는 1998년 결산기준 53조 엔에 이르고 있으며, 급여의 30.4배임. 한편 운용수익은 1조 2566억 엔으로 총수입의 24.3% 수준임

라 . 스웨덴의 附加年金

- 소득비례연금의 적립기금은 당해년도 급여의 5배수준을 유지하도록 되어 있는 수정적립방식을 택하고 있음.
- ATP기금은 스웨덴 국가연금기금(SWPF)에 의해 독자적으로 운용되고 있으며, 국가사회보험위원회의 철저한 감독이 이루어짐. 한편 ATP기금은 5개 기금계정으로 분리하여 관리되고 있음.
- 기금운용원칙은 주로 안정성과 유동성을 동시에 충족시키는 채권 등 기타 이식채권에 투자하고 있으며, 구체적으로 주요 투자상품별로 다음과 같은 투자한도가 정해져 있음.
- 외국발행채권은 적립기금의 10%를 초과하지 못하고, 낮은 신용도의 자산보유는 총 기금의 5%를 초과하지 못하고, 토지, 주식 등 국내외 재산권 획득은 5%를 초과하지 못함.

- 신연금은 소득연금(Inkomspension), 보험연금(Premiepension)으로 구성되며 16%는 현세대 수급자를 위해 지출되고, 2.5%는 보험연금기관(Premienpensionsmyndigheten)에 납부하여 민간이 운영하는 기금에 투자됨.
- 소득비례연금의 적립기금은 당해년도 급여의 5배수준을 유지하도록 되어 있는 수정적립방식을 택하고 있음.

마 . 칠레·싱가포르의 個人貯蓄計定

- 칠레의 年金基金(AFP)은 민간이 운영하는 연금제도임.
  - 확정각출방식으로서 일정소득 이상의 근로자는 월급의 10%를 본인이 선택한 연금기금회사(Administradoras de Fondo de Pensiones: 이하 AFP)에 저축하도록 되어 있으며, 임의적으로 10%를 추가로 가입할 수 있도록 하고 있음.
- 각 AFP는 적정수익률을 보장하기 위해 최저수익률을 정하고 있는데, 최근 12개월의 수익률은 ① 전체 AFP 평균수익률보다 2% 이상 낮아서는 안되고, ② 전체 AFP 평균수익률의 증가율보다 50% 이상 작아서는 안 됨.
- 연금기금은 지속적으로 증가하여 1999년 GDP의 46.8% 수준으로 제도 실시 이후 1981년부터 2000년 9월 현재의 기금수익률은 평균 11.06%에 이르고 있으나 최근 들어 수익률이 둔화되고 있음. 최근 1년간의 수익률은 6.8%, 최근 3년간 4.6%임.
- 싱가포르의 연금제도는 1955년 강제저축 형태로 중앙공제기금(Central Provident Fund)에서 운용하고 있음. 이는 노후보장뿐만 아

나라, 주택보장, 추가의료보장(Medisave) 등의 기능을 동시에 수행하고 있는 제도임.

- 일반계좌에 적립된 금액은 투자가 가능한 저축의 30%까지는 주식과 회사채에 투자가 가능하고, 또한 10%까지는 금투자가 가능함.
- 가입자들은 CPF에 일반, 의료보장, 특별계좌 등 3개의 개정을 갖고, 55세가 되면 그 동안 적립된 투자액의 일부를 노후를 대비한 최소한의 금액을 퇴직계정을 유지하고, 나머지는 일시금으로 받을 수 있음. CPF에 저축된 보험료는 규정에 따라 2.5% 이상의 이자율을 받도록 규정되어 있고, 특별계정이나 퇴직계정은 추가적으로 1.5%를 더 받음.

#### 4. 基金運用 改善方案

##### 가. 基金運用의 環境變化

- 국민연금 기금운용의 주요 환경인 금융산업이 1990년대 들어 가시화 된 금융관련 정보기술의 발달로 큰 폭의 대내외적인 변화를 겪고 있음.
  - 대외적인 변화로는 금융거래비용의 저하로 금융시장간의 상호연계성 제고, 금융의 범세계적 통합화, 금융업무의 증권화, 그리고 금융기관의 겸업화가 진행됨.
  - 대내적인 금융시장환경의 변화로는 금융시장의 개방, 자율화, 국제화가 급격히 진전됨에 따라 자금운용에 있어서도 자유재량권의 확대와 경쟁심화로 「고수익-고위험」 투자가 증가하고 있음.

- 한편 IMF 경제위기 이후 구조조정에 따른 기업 도산의 확대 및 자금경색의 심화 등으로 국내 금융기관의 부실화가 증대하였고, 금리, 주가 및 환율 등 변동허용 폭의 지속적인 확대 등으로 투자위험이 증대하여 기금운용의 불확실성이 증가하고 있음.
- 대내외적인 금융환경의 변화 및 구조조정으로 인한 기금운용의 불확실성의 증가와 함께 부분적립방식을 택하고 있는 국민연금이 성숙기에 접어들게 됨에 따라 적립금의 규모가 빠른 속도로 증가할 것으로 전망됨.
  - 추계에 따라 차이가 있으나, 2005년도에는 기금규모가 100조원을 넘어서고, 2030년에는 600조원을 넘어 동년도 GDP의 65% 또는 34% 이상을 차지하게 됨.
  - 자본시장의 규모를 현재의 GDP대비 비중으로 가정하는 경우, 추계에 따라서는 2020년 자본시장(주식 및 채권)규모의 59.5%에 이르게 됨.

#### 나. 基金運用의 效率化 方案

- 기금운용의 효율화방안은 「주어진 기금운용목표를 달성하기 위한 비용(암묵적 비용 포함)을 극소화하는 방안」으로 정의할 수 있음.
  - 기금운용체계의 개선방안과 기금운용전략의 개선방안으로 대별할 수 있음.
- 기금운용의 궁극적인 목표인 국민연금의 장기적 재정안정성을 달성하기 위해서는 견제와 균형(Check and balance)의 원칙에 입각한 체계적이고 효율적인 기금운용체계의 구축이 필요함.

- 기금운용위원회와 기금운용실무평가위원회가 각각의 기능상 상이점을 보완할 수 있도록 구성되어야 할 것임.
  - 기금운용위원회가 가입자의 참여확대를 반영한 구성이라면, 기금운용실무평가위원회는 기금운용에 대한 실질적인 평가를 통하여 기금운용본부를 견제할 수 있는 기능을 갖출 수 있도록 기금운용에 대한 경험과 이론을 갖춘 전문가들로 구성해야 함.
- 국민연금의 기금운용에의 정부개입 방지, 운용에 대한 국민의 신뢰를 제고하기 위해서는 투명성의 확보가 필수적임.
  - 이를 위해서는 첫째 기금운용의 감독과 규제(Supervision and regulation) 강화, 둘째 기금운용 성과평가(Evaluation)의 객관성 유지, 그리고 마지막으로 기금운용 전과정에 대한 내용을 가입자 및 학자들이 쉽게 접근할 수 있는 기금운용자료의 공시(Disclosure) 강화가 필요함.
- 기금운용 전략의 개선방안으로는 기금운용원칙의 우선순위 명확화, 중장기 기금운용계획의 수립, 통합위험관리체계의 구축, 투자의 다변화 및 투자상품의 다양화가 필요함.
- 기금운용원칙의 우선순위 명확화
  - 기초연금과 소득비례연금이 혼재되어 있는 국민연금의 기금운용은 무엇보다도 안정성이 우선적으로 고려되어야 할 것임.
  - 기금의 성숙기에는 기금의 운용의 민간경제에 대한 중립성(Neutrality to private sector) 유지를 확보해야 함.
- 중장기 기금운용계획의 수립
  - 기금의 장기성을 고려한 중·장기적 자산배분전략 등 기금의 규



모증가에 따른 단계별 중점 추진사항의 설정 등을 포함한 중·장기 기금운용계획의 수립이 필요함.

통합위험관리체계의 구축

- 날로 증가하는 투자위험을 효과적으로 관리하기 위하여 시장위험 및 신용위험뿐만 아니라 규제 및 평판위험 등도 통합적으로 관리할 수 있는 통합위험관리시스템의 구축이 시급함.

투자의 다변화

- 기금규모의 증가에 따른 부정적 파급효과에 대한 대비, 기금운용 담당자들간의 선의 경쟁을 통한 전문성 제고를 위한 위탁투자 등 투자의 다변화가 필요함.

투자상품의 다양화 및 해외투자

- 투자위험을 감소시키기 위한 분산투자를 목적으로 투자상품의 다양화와 해외투자의 활용이 필수적임. 그러나 해외투자의 경우 환위험, 특정국가위험 등의 추가 비용과 위험분산을 통한 이익에 대한 분석이 전제됨.

## 第1章 序論

국민연금은 노령, 장애, 소득자의 사망 등의 사유가 발생하였을 때 미리 설정한 기준에 따라 일정한 급여를 지급하는 소득보장제도로써, 그 재원은 보험료와 연금기금의 이식수입으로 구성된다. 또한 연금기금은 가입자가 소득이 중단되거나 감소가 되는 경우 급여를 지급하기 위한 준비금의 성격을 갖고 있다. 따라서 연금기금은 가입자의 소득 중단 또는 감소 시 국민연금관리공단이 의무적으로 지급해야 하는 장기 부채성 책임준비금이라 할 수 있다.

우리의 국민연금제도는 10인 이상 사업장 근로자를 대상으로 1988년 제도가 도입된 이후 1999년 4월 가입 대상자를 도시지역 자영업자까지 확대함으로써 「전국민연금시대」를 개막하게 되었다. 국민연금제도는 아래 <表 1-1>에 나타난 바와 같이 2000년 11월 현재 1668만 3천여 명이 가입하고 있으며 총 가입자 중 지역가입자가 65.3%, 사업장 가입자가 30.4%를 차지하고 있다.

<表 1-1> 事業場 및 加入者 現況

(단위: 천명, 천개소)

구분	총가입자	사업장		지역	임의
		사업장수	가입자수		
2000.11월	16,683	211	5,680	10,889	114

국민연금제도의 발전과정을 단계별로 구분하여 보면 1998년 국민연금제도의 출범이후 도시지역 자영업자로까지 가입범위가 확대된 1999

년까지는 성장단계라 할 수 있으며, 그 이후부터 현재까지는 제도의 성숙단계의 초기라 할 수 있다. 일반적으로 연금제도의 재정방식이 적립방식인 경우 제도도입초기부터 성숙단계까지는 가입자수는 많으나 연금 수급자 수가 상대적으로 적어 기금이 지속적으로 적립된다. 우리의 연금제도도 부분적립방식을 재정방식으로 택하고 있어 현재 연금기금이 늘어나고 있으며, 당분간 기금규모의 빠른 증가가 지속될 전망이다. 그러나 앞으로 연금지급이 본격적으로 이루어지는 완숙단계에 들어서면, 현행 수급구조하에서는 우리의 연금재정이 고갈이 될 것으로 전망되고 있다. 이러한 연금재정의 불안의 주요 원인으로서는 우리 나라 인구의 고령화 추세와 「저부담-고급여」라는 국민연금제도의 불균형 수급구조를 들 수 있다.

먼저 아래의 <表 1-2>에서 보면 알 수 있듯이 총인구 대비 60세 이상 비율은 1990년 7.7%에서 2000년 11.1%, 2005년 12.5%, 2020년에는 20.1%로 노령인구 변화가 급속하게 진행될 것으로 예상된다. 이러한 인구변화와 함께 연금보험료를 2000년도의 9%로 가정하는 경우 「국민연금관리공단」의 장기재정전망에 의하면 적립기금은 2048년에 고갈될 것으로 전망되고 있다.

<表 1-2> 老齡人口 增加推移

(단위: 천명, %)

구분	1970	1980	1990	1999	2000	2005	2010	2020
총인구 (A)	32,241	37,436	43,411	46,858	47,275	49,123	50,618	52,358
60세 이상 인구 (B)	1,650	2,292	3,352	4,982	5,194	6,162	7,201	10,528
비율 (B/A)	5.1	6.1	7.7	10.6	11.0	12.5	14.2	20.1

資料: 통계청, 『'99 한국의 사회지표』, 통계청 인구분석과, 2000.

물론 기금고갈 문제는 기금운용의 효율성 문제보다는 우리의 연금 제도의 수급구조상의 문제가 더욱 근본적인 원인이라 할 수 있으며, 「저부담-고급여」의 불균형 수급구조의 개선만이 문제의 근원적인 해결책이 될 수 있을 것이다. 이처럼 기금운용의 효율성 제고가 연금재정의 불안정을 근본적으로 해결하지는 못하지만 장래의 가입자들의 부담을 덜어주거나 기금의 고갈시점을 늦추게 하는 등 연금재정의 안정에 어느 정도 기여를 할 수는 있다.<sup>1)</sup>

또한 성숙단계에 있는 국민연금제도는 기금적립금 규모의 증가속도를 GDP 대비 비율로 살펴보면, 국민연금 재정추계방법에 따라 다소 차이가 있지만, 2000년도 현재 12.6% 수준에서 2020년 43.4%, 2025년에는 71.9%가 될 전망이다. 이와 같이 그 규모가 급증하게 되면 기금운용이 국내자본시장에 미치는 영향은 물론 국민경제에 미치는 파급효과 또한 매우 커질 것으로 전망된다.

이처럼 기금운용 효율성의 중요성이 증가하고 있는 한편, 다른 한편으로는 대내외적인 금융시장의 환경변화와 IMF 경제위기 이후 기업 도산의 확대와 자금경색에 따른 실물경제부문의 불안 등 투자의 위험요인들이 증가하고, 그 변화 폭이 확대되어 기금운용의 불확실성은 계속 증가하고 있다.

대외적인 금융환경은 세계금융업계의 규제완화(Deregulation) 추세와 기술혁신(Technological innovation)을 바탕으로 한, 규모의 경제 및 범위경제에 의한 이익추구와 영업다각화를 위한 겸업화(Universal banking system) 등으로 금융기관간의 경쟁이 심화되고 금융기관간의

1) 오랫동안 부과방식에 의해 연금제도를 운용해 온 대부분의 국가들이 1990년대 들어 연금재정의 불안정을 극복하기 위해 1980년대 초 연금제도의 민영화를 단행한 칠레의 개혁 방식을 일부 또는 전부 받아들이고 있음. 따라서 제도 도입 초기에 있는 국민연금의 재정 건전성 확보 및 가입자들의 신뢰 확보는 국민연금제도의 안정적인 발전을 위하여 매우 중요한 문제로 보여짐.

인수·합병(M&A)이 활발히 진행되고 있다. 또한 외국의 국내금융시장에 미치는 영향력이 증가하고 있으며, 이러한 추세들은 국내 자본시장의 외국시장과의 동조화(Synchronization)현상 등으로 나타나고 있다. 대내적인 변화로는 '90년대 중반부터 추진해온 국내 금융시장의 개방화, 국제화, 자율화 등이 빠르게 진전되었고, 금리, 주가 및 환율 등의 변동허용 폭이 증가하였으며, 자금운용측면에 있어서도 자유재량권이 확대되고, 경쟁이 격화됨에 따라 고수익-고위험 자산에 대한 투자비중도 증가하고 있다. 또한 IMF 경제위기 이후 많은 기업이 도산하고 그동안 외국의 사례를 말로만 듣던 금융기관들의 도산도 현실화됨에 따라 자금운용의 신용위험과 함께 시장위험도 매우 큰 폭으로 증가되고 있는 실정이다.

기금고갈에 따른 국민연금제도의 재정불안정은 기본적으로 국민연금제도 도입초기의 「저부담-고급여」의 불균형 수급구조와 급격한 인구구조의 고령화에 기인하고 있지만 연금기금의 비효율적인 운용도 연금재정 불안정에 한 몫을 해온 실정이다. 따라서 기금운용의 수익성 제고를 통한 연금재정의 건실화의 한계에도 불구하고 미래세대에 대한 부담의 경감과 국내자본시장의 자본흐름왜곡 방지, 나아가서는 국가경제의 부정적인 파급효과의 최소화를 위해서도 기금운용 효율화 방안의 모색이 필요한 시점이라 할 수 있다. 즉 국민연금기금의 효율적 운용여부가 자본축적 및 경제성장에 큰 영향을 미쳐 지속적인 경제성장을 결정하는 중요한 요인으로 작용할 것이며, 막대한 규모의 국민연금 적립금을 잘 활용할 경우 우리 나라의 낙후된 중·장기 채권시장의 발달에 일조 할 수 있을 것이다.

현재 국민연금기금은 유가증권 등을 매입함으로써 이식사업에 투자되는 금융부문과 공공자금관리기금을 통해 재정융자특별회계에 예탁되어 정부재정으로 사용되는 공공부문, 노인복지시설이나 탁아소 건

립 용자, 생활안정자금 대여 등에 사용되는 복지부문으로 나뉘어 운용되고 있다.

1998년 「국민연금법」의 개정 전까지 기금운용과 관련한 주요 논점은 공공부문에의 강제예탁에 따른 문제들로, 과도한 공공부문 투자와 공공부문의 낮은 예탁이자율, 기금운용위원회의 정부위주의 비민주적 운영, 기금운용의 사후평가 및 기금운용관련 정보공개 미흡 등이라 할 수 있다.<sup>2)</sup> 그러나 법개정 이후에는 이러한 문제들이 외형적으로 대부분 해소된 것 같은 2000년에도 기금 부실운용 문제 등이 지속적인 사회문제로 대두되고 있다는 것은 현행 기금운용체계에 대한 검토와 함께 앞서 언급한 대내외적인 금융환경의 변화에 대처할 수 있는 기금운용의 개선방안의 필수적이며, 매우 시급한 과제라는 것을 입증하고 있다.

한편 성숙단계에 접어든 외국의 경우, 재정불안으로 인한 공적연금 제도의 지속가능성(sustainability)은 물론, 연금제도 도입으로 인한 저축률 및 경제성장에 미치는 효과에 대한 논의가 활발히 진행되어 오고 있다.<sup>3)</sup> 우리의 국민연금제도는 지금 현재는 재정불안 문제가 없으나, 현행 수급구조하에서는 기금고갈이라는 재정불안정문제가 노정

2) 「공공자금관리기본법」(제5조 제1항)은 국민연금기금 등 각종 연금기금의 여유자금을 공공자금으로 강제 예탁하도록 규정하고 있으며, 동조 제2항은 그 기금의 설치 목적을 달성하기 위하여 직접 필요한 자금을 제외한 자금을 여유자금으로 규정하고 있음. 이 규정에 따라 국민연금의 경우 연금급여, 자산취득비, 공단운영비를 제외한 대부분의 자금이 여유자금으로 분류되어 공공자금으로 강제 예탁되고 있음.

3) 부과방식으로 운용되는 공적연금제도가 성숙단계에 접어든 선진국의 경우 1960년대 이후 급증하는 연금급여 지출로 인해 국가재정에 큰 부담이 되고 있으며 재원 마련에 고심하고 있는 실정임. 급격한 인구의 고령화와 경제성장률의 둔화로 기존 부과방식 공적연금제도의 지속가능성(sustainability)에 대한 회의가 증대됨에 따라 오래 전에 공적연금제도를 도입한 선진제국 및 남미의 국가들이 연금재정안정화를 위한 방편으로 공적연금제도의 개혁을 서두르고 있으며 이 과정에서 민영화에 대한 논의가 많은 호응을 얻고 있는 것이 현실임.

되어 있다. 따라서 선진국의 경험을 살려 최소한의 비용으로 앞으로 발생할 문제들을 극소화해야 할 것이다. 그리고 향후 2030년대까지 막대한 규모의 기금이 적립될 것으로 예상되고 있다. 이에 따라 국민연금기금의 효율적 운용여부는 자본축적 및 경제성장에 커다란 영향을 미쳐 지속적인 경제성장을 결정하는 요인으로 작용할 것으로 보여진다. 또한 우리의 연금체계는 다른 많은 선진국들의 연금체계와 달라 선진국과의 비교·검토 후, 이를 바탕으로 기금운용체계에 대한 비교·검토가 이루어져야 할 것이다.

따라서 본 보고서는 이러한 문제 의식 하에 현행 기금운용 조직 및 체계를 검토하고, 선진국의 사례를 참고하여 연금기금의 안정성을 전제로 연금재정의 안정화를 위한 수익성 증대 및 자본시장의 왜곡 방지를 위한 기금운용의 중립성 확보 등을 위한 기금운용체계의 개선방안을 모색하고자 한다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 국민연금 기금운용 체계에 대하여 현황, 최근의 개혁동향 및 문제점 등을 중심으로 언급하였으며, 제3장에서는 국민연금 기금운용체계에 관한 시사점을 도출하고자 외국의 연금제도 및 기금운용에 관해 비교·고찰하였다. 제4장에서는 최근의 금융시장변화에 따른 보다 효율적인 기금운용체계를 구축하기 위한 개선점에 대해서 언급하고 있으며, 제5장에서는 앞서의 논의를 총괄 요약하는 결론으로 구성되어 있다.

## 第2章 國民年金 基金運用體系

### 第1節 基金運用 現況

#### 1. 基金造成 推移

국민연금기금은 국민연금사업에 필요한 재원과 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서, 그 재원은 연금보험료, 기금운용수익금, 적립금 및 공단의 수입지출결산상 잉여금으로 조성된다. 국민연금 기금조성액의 규모는 <表 2-1>에 제시된 바와 같이 1988년 제도도입이후 지속적으로 증가하여 1999년 말 현재 약 58조원에 달한다. 1999년도 재정수지 현황은 기금의 재원이 되는 연금보험료와 운용수익으로 각각 42조원, 16조원에 이르고 있으며, 연금급여와 관리운영비는 각각 11조원과 4500억원이 지출되었다.

<表 2-1> 國民年金基金의 造成 및 支出 推移

(단위: 억원)

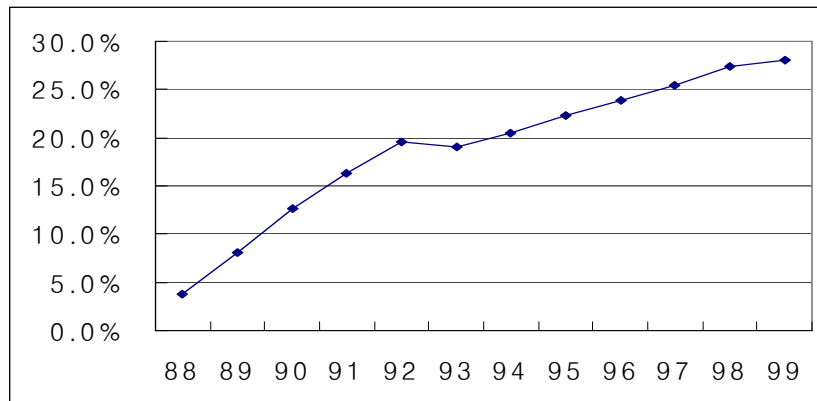
연도		'88	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99
구분										
조성	계	5,282	52,019	84,246	127,661	181,597	250,284	331,906	448,519	583,615
	보험료	5,069	41,770	68,164	101,422	141,085	190,520	247,278	325,685	419,544
	운용수익	201	10,185	16,019	26,177	40,449	59,700	84,543	122,749	163,971
	기타	12	64	63	62	63	64	85	85	100
지출	계	3	4,516	8,128	14,104	22,044	33,575	49,082	73,872	113,692
	급여	3	3,760	7,091	12,282	19,836	31,014	46,012	70,266	109,172
	기타	0	756	1,037	1,822	2,208	2,561	3,070	3,606	4,520

資料: 국민연금관리공단, 『국민연금통계연보』, 각 연도.



기금조성액의 구성비는 기금규모가 커짐에 따라 운용수익의 비중이 점증하고 있는 것으로 나타나 90년대 초까지 운용수익은 기금의 20% 미만이었으나, 99년 말에는 29.1%로 증가하고 있다. [圖 2-1]은 예시 보는바와 같이 운용수익의 증가세는 다소 변화를 보이고 있는데, 이는 1993년과 1999년 상대적으로 소득수준이 낮은 5~9인 사업장 근로자 확대, 농어촌·도시지역 자영자의 확대에 따라 일시적으로 보험료 수입이 증가한데 기인한다. 그러나 이러한 증가속도의 둔화에도 불구하고 운용수익의 기여율이 증가하고 있다는 사실은 급여가 본격적으로 이루어지는 시점까지는 연금기금에서 운용수익이 차지하는 비중이 점증한다는 것을 의미하며, 이에 따라 기금운용에 관한 논의가 활발할 것으로 예상된다.

[圖 2-1] 運用收益의 基金造成 寄與率 推移



## 2. 部門別 基金運用

국민연금기금은 매년 기금운용지침을 근거로 작성된 기금운용계획에 따라 공공·복지·금융부문으로 구분하여 투자되고 있다. 공공부문

은 정부의 재정용자특별회계 및 공공자금관리기금에 예탁·운용하고, 복지부문은 연금가입자 및 수급권자의 복지증진을 위한 보육시설 및 노인복지시설 설치에 필요한 자금의 대여와 가입자를 위한 생활안정 자금 지원 등에 운용하고 있다. 또한 금융부문은 금융시장에서 국공채, 회사채, 주식, 수익증권, 금전신탁 등의 금융상품에 투자한다. 각 부문별 기금운용현황을 살펴보면, 제도 도입시에는 공공부문과 금융부문의 투자비율을 신규조성자금의 50:50으로 배분하는 하는 것으로 하였으나, 1993년도 공공자금관리법 제정 이후인 1994년에는 공공부문의 투자비율은 57.7%로 17.2%가 급증하였으며, '98년에는 71.5%로 최고수준에 도달하였다. 그러나, 1998년 공공자금관리기금법의 개정으로 국민연금기금의 공공자금기금 의무예탁제를 점진적으로 폐지하기로 함에 따라 1999년에는 신규 기금조성액의 65%로 제한되어 투자비율이 67.8%로 감소하였다.

부문별 투자규모를 구체적으로 살펴보면 1999년 말 현재 공공부문에는 31조 8573억원이 배분되었으며, 금융부문과 복지부문은 각각 14조 1450억원, 9900억원으로 전체 운용기금의 30.1%, 2.1%수준을 차지하고 있다. 또한 공공부문 및 금융부문의 연평균증가율은 각각 53.4%, 44.9%를 보여 공공부문의 연평균증가율이 전체기금적립금증가율보다 높은 것으로 나타났는데 이는 공공자금관리기금법 도입 이후 국민연금기금의 예탁이 급증하였기 때문이다. 한편, 1991년부터 시작된 사회복지부문은 도입당시 1200억원에서 연평균 30.2%로 증가하여 1999년말에는 9900억원으로 증가하고 있으며, 최근에는 다소 감소하는 경향을 보였다(表 2-2 참조).

〈表 2-2〉 國民年金基金의 運用

(단위: 억원, %)

연도		'88	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99
구분										
운용	계	5,279 (100.0)	47,503 (100.0)	76,118 (100.0)	113,557 (100.0)	159,553 (100.0)	216,709 (100.0)	282,824 (100.0)	374,647 (100.0)	469,923 (100.0)
	공공부문	2,880 (54.6)	21,278 (44.8)	30,800 (40.5)	65,520 (57.7)	104,355 (65.4)	146,752 (67.7)	190,652 (67.4)	267,951 (71.5)	318,573 (67.8)
	복지부문	0 (0.0)	2,400 (5.0)	3,900 (5.1)	4,828 (4.3)	6,302 (3.9)	6,945 (3.2)	8,052 (2.8)	14,385 (3.8)	9,900 (2.1)
	금융부문	2,399 (45.4)	23,825 (50.2)	41,418 (54.4)	43,209 (38.1)	48,896 (30.6)	63,012 (29.1)	84,119 (29.7)	92,310 (24.6)	141,450 (30.1)

資料: 국민연금관리공단, 『국민연금통계연보』, 각 연도.

## 3. 部門別 投資收益率

1988년부터 1999년까지의 기금의 수익률을 살펴보면 전체수익률 평균은 12.15%로서 시장수익률 평균 14.63%의 83.0%수준인 것으로 나타났는데, 이는 공공부문과 복지부문의 수익률이 낮기 때문이다. 이를 부문별로 구체적으로 살펴보면 <表 2-3>과 같다. 금융부문 수익률은 14.2%로 시장수익률의 97.1%로 비교적 근접하고 있으나, 공공부문과 복지부문의 수익률은 각각 10.7%와 10.0%로 시장수익률의 73.2%, 68.3% 수준에 불과한 것으로 나타났다.

특히 금융부문 수익률이 시장수익률을 상회한 경우는 '93년, '94년도와 IMF 경제위기시기인 '98년도 '99년도로 특히 '99년도에는 시장수익률의 약 2.8배에 달한다. 이러한 높은 투자수익률은 주식부문에서의 137.28%라는 높은 수익률에 기인하고 있다. 공공부문과 복지부문의 수익률은 시장수익률보다 매우 낮게 나타나고 있으며, 이와 같은 낮은 수익률은 연금기금의 공공부문에의 의무예탁 등 기금운용의 비효율성에 기인하는 문제로 지적되어 왔다.

〈表 2-3〉 國民年金基金的 部門別 投資收益率

(단위: %)

구분 연도	'88	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99	평 균
시장수익률 <sup>0</sup>	14.45	16.30	12.62	12.92	13.82	11.87	13.40	15.10	8.86	14.63
합 계	11.98	12.68	11.99	12.10	12.11	10.75	8.84	14.41	12.80	12.15
공공부문	11.00	11.00	9.67	10.25	11.64	10.30	10.33	13.02	8.45	10.72
복지부문	-	11.00	11.00	10.94	10.68	9.69	8.67	8.93	8.01	9.99
금융부문	12.95	14.07	13.87	13.91	13.11	11.86	5.56	18.37	24.49	14.20

註: 1) 회사채유통수익률, 3년 만기, 기간평균, 보증부사채  
 資料: 국민연금관리공단, 내부자료, 2000.

가. 金融部門 投資構成

국민연금 기금의 수익성을 개선하기 위하여 상대적으로 수익성이 낮은 공공자금기금 의무예탁제가 2001년도부터 폐지됨에 따라 향후 연금기금의 운용은 금융부문 투자비중이 크게 증가할 것으로 예상된다. <表 2-4>는 금융부문의 상품별 투자구성비를 구체적으로 제시하고 있는데, 1999년말 현재 채권 47.8%, 단기자금 17.6%, 수익증권 14.2%, 주식 10.0%의 순으로 나타났다. 금융부문에 있어 채권의 투자 비중이 '90년대에 들어서서는 40%대를 상회하고 있어 제일 높은 투자 비중을 차지하고 있다. 한편 금전신탁과 수익증권의 경우는 1988년 각각 30.6%와 24.8%의 높은 투자비중을 차지하고 있었으나 점차 감소하여 1999년에는 평잔기준으로 금전신탁 8.4%, 수익증권 14.2%의 투자비중을 차지하고 있다. 이에 비해 주식의 투자비중은 1993년 2.0%에서 1997년 14.6%, 1999년에는 10.0%로 투자비중이 증가하였다.

〈表 2-4〉 國民年金基金의 金融部門 商品構成

(단위: %)

구 분 연도	1988	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
합 계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
채권	21.1	47.2	44.1	37.2	44.3	39.9	40.7	45.7	47.8
- 국공채	10.3	20.7	21.6	20.3	31.7	31.7	34.8	41.3	39.1
- 회사채	10.8	26.5	22.5	16.9	12.6	8.2	5.9	4.4	8.7
금전신탁 <sup>1)</sup>	30.6	32.0	32.0	23.8	24.4	27.4	24.6	17.9	8.4
정기예금	-	-	0.7	0.7	0.7	1.1	2.3	3.7	2.0
수익증권	24.8	16.8	16.8	9.0	5.8	7.7	11.8	12.4	14.2
- 주식형	-	16.6	12.2	5.0	3.3	4.7	5.6	5.9	8.1
- 공사채형	-	0.2	4.6	4.0	2.5	3.0	6.2	6.5	6.1
주식	-	0.0	2.0	12.9	7.8	9.3	14.3	8.8	10.0
단기상품 <sup>2)</sup>	13.5	3.9	4.4	16.4	17.0	14.6	6.3	11.5	17.6

註: 1) 특정금전·금외신탁, 개발신탁, 일반불특정

2) 적격증권, 발행어음, CD, CP, 단기수익증권, MMF, MMDA, 통화안정증권

資料: 국민연금관리공단, 내부자료, 2000.

## 나. 金融部門 商品別 投資收益

투자상품별 평균수익률을 살펴보면, 주식의 경우 24.9%로 가장 높고 이어 금전신탁이 14.5%, 채권이 14.3%의 순으로 나타나고 있다. 그러나 주식의 경우는 수익률이 -33.9~137.3%로 그 변화 폭이 너무 커 직관적으로도 손실 위험성이 매우 높은 것을 알 수 있으며, 주식의 투자수익률 표준편차는 52.2로 주식시장의 투자위험성을 대변하고 있다. 금전신탁과 채권의 경우는 평균수익률이 비교적 높은 수준인 것에 비해서 각각의 표준편차는 1.2와 1.4 수준으로 수익성도 높고 위험성은 낮은 투자상품으로 나타났다. 한편 수익증권은 평균수익률도 12.0%로 낮은 반면 표준편차도 4.1로 투자위험성이 높은 것으로 나타났다.

〈表 2-5〉 國民年金基金 金融部門 商品別 投資收益

(단위: %)

연 도	구분	'88	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99	평 균	표준 편차
	시장수익률 <sup>1)</sup>	14.45	16.30	12.62	12.92	13.82	11.87	13.40	15.10	15.10	14.63	1.4
	합 계	12.95	14.07	13.87	13.91	13.11	11.86	5.56	18.37	24.49	14.36	5.1
	채권	15.62	14.89	14.02	13.37	13.76	13.77	13.43	15.01	12.45	14.32	0.9
	- 국공채	18.39	14.16	13.13	12.72	13.89	13.90	13.56	15.20	12.88	14.01	1.6
	- 회사채	12.85	15.47	14.86	14.14	13.42	13.30	12.67	13.23	10.53	14.26	1.3
	금전신탁 <sup>2)</sup>	13.56	14.68	13.87	14.37	13.95	13.09	12.93	15.43	17.06	14.47	1.2
	정기예금	-	-	11.00	11.00	10.96	11.79	12.87	15.17	15.95	12.68	2.1
	수익증권	12.96	10.88	14.55	20.60	11.37	5.62	5.58	10.89	14.16	12.01	4.1
	- 주식형	-	10.82	14.80	25.35	8.74	0.52	-2.69	7.86	7.86	9.42	7.6
	- 공사채형	-	15.40	13.89	14.50	14.85	13.52	13.12	13.67	13.67	14.41	1.0
	주식	-	0	11.37	11.99	6.98	4.89	-33.87	60.80	137.28	24.93	52.2
	단기상품 <sup>3)</sup>	11.21	13.44	11.32	12.43	13.68	12.05	12.26	12.95	5.94	12.34	2.3

註: 1) 회사채유통수익률, 3년 만기, 기간평균, 보증부사채, 2) 특정금전, 금외신탁, 개발신탁, 일반불특정, 3) 적격증권, 발행어음, CD, CP, 단기수익증권, MMF, MMDA, 통화안정증권

資料: 국민연금관리공단, 내부자료. 2000.

## 第 2 節 基金運用에 관한 既存研究

국민연금제도가 선납입·후급여 형태를 택함에 따라, 연금수급이 본격적으로 이루어지기 전까지는 적립금의 규모가 급증할 것으로 예상된다. 따라서 제도도입 초기부터 연금기금의 적립금에 관해서 적지 않은 관심의 대상이 되었다. 왜냐하면 자본시장이 성숙되지 못한 상황에서 막대한 자금을 운용하는 데 한계가 있을 뿐만 아니라, 기금관리 주체인 정부측에서도 공공부문 투자사업에 자금을 쉽게 이용할 수 있는 자원으로 생각하고 있었기 때문이다. 이와 같은 우려는 1994년 법개정으로 공공자금관리기금에 국민연금기금이 편입되면서 현실로 나타났다.<sup>4)</sup> 즉, 기금관리의 주체가 공공성을 이유로 상대적으로 저이

자율, 또는 불확실한 회수보장조건으로 기금의 70% 이상을 공공부문에 투자하는 상황에 이르게 되었다.

그러나 1997년 IMF이후 자본시장의 불안으로 막대한 손실을 입게 되고, 기금조성의 주체인 가입자들이 연금기금에 대한 인식이 확산되자 기금운용의 민주성, 투명성 등에 관한 문제들이 제기되기 시작하였다.

자본시장의 불안은 선진국의 경우에서도 연금기금뿐만 아니라 연금제도 자체의 지속성에 많은 문제를 야기 시키고 있다. 즉, 자국화폐가치의 하락으로 유발된 자본시장의 불안은 기금운용의 수익성을 불안하게 만들고 궁극적으로 적립금규모의 감소로 이어져 제도의 지속가능성을 위협하기 때문이다. 이렇게 되면 공적연금의 소득보장기능을 축소해야 하고, 빈자리를 민간부문으로 보충해야 하는 결과를 낳고, 더 나아가 자본시장개방과 맞물려 연금시장을 개방해야 하는 문제점을 안고 있기 때문이다. 결과적으로 자본시장이 작거나 미성숙된 국가에서는 치열하게 전개되는 자본시장의 수익률 경쟁에 결코 유리하지 않기 때문에 공적연금의 기금운용 및 관리체계를 효율적으로 수행해야 함은 자명한 일이다.

국민연금 기금운용에 관한 기존연구의 흐름을 1988년 제도도입 이후부터 국민연금기금이 공공자금관리기금으로 편입되기 이전까지(1988~1994), 그 이후부터 1997년 IMF 금융위기수습이전까지(1995~1998), 1999년 기금운용본부설립이후로 구분하여 요약해보고, 연구의 주요내용을 살펴본다.

국민연금기금이 공공자금관리기금에 편입되기 전까지는 주로 ‘국민연금제도의 재정안정화 방안’에 관한 연구가 주류를 이루었다. 당시에

4) 왜냐하면 국민연금기금은 타기금과 달리 여유자금이 아니고 앞으로 지불되어야 하는 채무일 뿐만 아니라, 기금조성에 정부가 기여하지 않기 때문이다. 한편, 공공자금관리기금은 재정융자 등 공공목적에 필요한 자금을 확보·공급하고, 국채의 발행 및 상환 등을 효율적으로 관리하기 위하여 설치된다(공공자금관리기금법 2조).

는 비교적 기금운용의 배분이 공공부문 대 금융부문은 50:50의 비율이 잘 지켜져 왔고, 기금조성규모가 미미한 수준이었기 때문에 부문별 수익률 가정에 따른 장기재정추계에 역점을 두어 왔다. 그러나 1994년 공공자금관리기금법의 개혁에 임박해서는 공공부문의 투자를 점차 늘려 가입자의 복지증진도 고려해야한다는 주장이 제기되었다. 또한 복지부문투자와 공기업민영화 관련 국민연금기금의 적극적 참여 모델을 제시하였다(고철기 외 1994).

한편, 1995년 이후에는 공공부문의 투자가 점차 확대되자, 재특부문 투자원금을 어떠한 방식으로 보장받느냐에 대한 문제가 대두되면서 IMF위기를 맞게 된다. 금리변동이 심각하게 나타나고 주식투자로 인한 손실 폭이 확대됨에 따라 사회적 관심을 증폭시키게 되었다. 더구나 연금급여수준을 하향 조정하는 법안이 마련되면서 학계, 시민단체 등의 기금운용의 투명성, 기금관리의 민주성 등 많은 주제들이 논란의 대상이 되었다.

1999년 이후에는 국민연금제도가 도시지역 자영업자에게 확대되면서 명실상부한 국민의 기금이 되었으며, 점차 기금의 규모 증가로 인해 기금운용의 전문성문제가 주 관심사가 된다. 왜냐하면 이자율의 지속적인 하락으로 안정성위주의 투자는 기금이식사업에 한계를 가져왔고, 이는 주식 및 거래소·코스닥시장의 선물·옵션 등의 파생상품에 대한 투자관심을 집중시켰기 때문이다. 이를 위해 위탁투자와 직접투자를 병행하는 방향으로 결정하고, 이를 위한 기금운용방법, 절차, 평가 등에 관한 연구가 국민연금관리공단을 중심으로 진행되고 있는 실정이다,

정경배 외(1991년)는 연금기금의 장기재정안정을 위해 연금기금의 부문별 투자배분비율의 조정, 금융부문에 투자된 기금의 수익성증대, 재정방식 등의 변경 등의 조치를 강구해야 한다고 지적하고 있다.



국민연금기금의 배분상의 문제로는 첫째, 중·장기적인 재정안정에 대한 계획이 결여되어 있어, 기금운영위원회 심의시 마다 부처간의 의견이 대립되고 있고, 둘째, 기금배분 결정시 가입자의 의사를 충분히 발휘할 수 있는 통로가 미약하며, 셋째, 기금배분에 있어 국민연금법상의 기금배분원칙간의 우선순위가 지켜지지 않음을 지적하고 있다. 따라서 국민연금 기금의 부문별 적정배분 방향은 국민연금법의 취지에 맞게 엄격히 준수하고, 배분된 자금은 각 분야의 고유의 존재목적에 충실하게 운용되어야 한다고 언급하고 있다. 한편 타 연금기금인 공무원 및 사학연금제도의 부문별 배분과의 형평성을 유지하고, 가입자를 위한 복지부문투자 확대를 중장기적 계획수립을 통해 확대할 것을 주장하여 기금운용의 연금수급자의 복지증진 역할을 강조하였다.

금융부문투자의 문제점으로는 모든 채권을 발행시장에서 매수하고 있어 수익성 목표보다는 발행시장 육성이라는 공공성 목표가 강조되고 있다는 점이 지적되고 있다. 또한 기금운용의 목표가 단순하고 명확하여야 함에도 불구하고, 개념적으로 기금운용의 목표가 불분명하거나 상충되는 경우가 있으며, 실질운용지침의 세부 단위목표가 기금의 전체 목표와 일치하지 않는 경우가 있으며, 종합적이고 간단한 명료한 기금운용실적 평가방법이 제시되지 못하고 있음을 지적하고 있다.

고철기 외(1984)는 기금운용부문에서 기금의 성격과 기대되는 역할에 부응하면서 국가의 정책추진 방향과도 조화를 이루도록 투자를 배분해야 한다는 전제하에, 사회간접자본, 공기업민영화, 사회복지부문에 대한 기금의 배분안을 제시하고 있다.

- ① 사회간접자본의 경우에는 국민들의 생활과 직결되는 전국규모의 사업, 투자의 효과가 광범위하게 미치는 사업, 투자의 필요성에도 불구하고 재원조달이 어려운 분야, 낮은 수익성을 특징으로

하는 부대시설 등에 투자할 것을 권고하고 있다. 한편, 이와 같은 기준에 적합한 투자분야는 고속전철, 영종도 신공항, 도로망 확충, 항만시설 확충 등을 예시하고 있다.

- ② 공기업 민영화의 대상기업 선정기준으로는 국민경제에 미치는 영향이 큰 기업, 기업규모 또는 정부지분이 높은 기업, 독점적 성격 또는 직종의 성격상 민간 대기업참여에 문제가 있는 기업, 연속성이 강하고 추후 상장이 가능하여 수익성이 있는 기업이어야 함을 강조하고 있다.
- ③ 사회복지부분에 대해서는 복지수요 및 복지투자의 생산성연계를 고려하여 근로자복지, 노인복지, 아동복지, 장애인복지 순으로 우선 순위를 두어 투자액을 배분하되 그 비율은 40:30:20:10을 유지하는 안을 제시하고 있다. 한편 투자는 용자사업과 시설설치사업으로 구분하고 전자의 경우에는 수익자부담을 원칙으로 하여 국민연금법에서 정하고 있는 이자율 수준의 수익을, 후자의 경우에는 법정이자율에 상응하는 수익성확보가 어려우므로 정부에서 이차를 보전해 주는 안을 제시하고 있다.

김용하 외(1998)는 금융시장의 안정 축으로서 국민연금의 기능을 제고해야 한다는 측면에서, 국민연금기금의 투자목적은 수익성, 안정성, 유동성의 원칙보다는 공공성의 원칙에 보다 큰 중요도를 두고 운용되어야 할 것임을 역설하고, 공공성이란 공공부분에 강제로 차입되는 것을 의미하는 것이 아니라 국민연금이 일반경제에 대하여 순기능을 가져야 함을 강조한다. 여기서 경제에 대한 순기능이란 국민연금제도의 존재로 막대한 자원이 국민연금을 통하여 재배분 되는데 이러한 국민연금을 통한 자원의 배분이 국민경제의 흐름을 저해하지 않으면서 가능한 국민연금 존재이전의 경제상태에 유사하게 될 수 있도록

함을 의미한다.

또한 국민연금기금의 운용수익률은 장기적 관점에서 종합적으로 평가되어야 하기 때문에, 기금운용성과에 대한 평가는 개별상품 하나 하나의 수익률이 아니라 전체투자상품의 평균수익률이 목표수익률을 달성하고 있느냐는 관점에서 이루어져야 한다. 이를 위한 목표수익률 기준으로는 시장의 실세금리변화, 경제성장률의 추이, 평균임금상승률의 변화 등을 고려할 것을 주장하였다.

더욱 중요한 것은 국민경제를 왜곡하지 않으면서 수익성을 극대화하기 위해서는 시장에서의 자산배분을 어떻게 구성할 것인가가 중요하기 때문에 이러한 과제를 원활히 수행하기 위해서는 전문기금운용인력을 확충하고, 기금운용조직의 유연성 및 책임성을 확보하는 것이 중요하다고 보았다.

윤석명(1998)은 IMF위기이후 효율적인 국민연금 기금운용과 관련된 중·단기 국민연금 운용방안을 제시하고 있다. 특히, 공공부와 금융부문의 기금운용에 대한 대안제시에 초점을 맞추고 있는데, 우선 공공부문에 대해서는 「공공자금관리기금법」에 의해 현재 국민연금 적립금의 약 70% 가량이 공공부문에서 운용되고 있음을 예시하고, 국민연금제도의 장기적인 성격과 관련하여 기금의 선량한 관리자로서, 또한 연금재정 최후의 책임자로서 정부의 역할을 고려할 때 기금운용에 대한 일정부분의 정부관여는 정당화될 수 있으나, 국민연금이 가입자의 노후생활보장을 위한 신탁재산임을 감안하는 경우 기금운용에 대한 정부의 지나친 간섭은 바람직하지 않다는 견해를 피력하고 있다. 또한 국민연금기금이 미래의 연금급여 지급 목적의 책임준비금이라는 점을 감안하면 여유자금 개념으로 공공자금관리기금법 적용대상에 포함되는 조치는 부당한 것으로 간주하고, 그 대안으로 다음과 같은 운용방식을 제안하였다.

- ① 연금기금의 예탁의무화 대신 재정투자 재원조달을 위해 SOC 국채나 특별공채 등을 재원부족규모에 맞추어 발행하고, 이를 연금재정에서 인수시키는 방안
- ② 연금기금의 공공자금관리금 예탁의무가 존속되는 경우 연금기금을 공공자금관리기금으로 활용할 수 있는 기간을 한시적으로 제한하면서 활용규모도 점차적으로 축소해 나가는 방안
- ③ 현재와 같이 공공부문에 국민연금 기금의 70% 이상이 투자되어 명목금리로 예탁이자율이 지급되는 상황에서 급격한 물가 상승이 일어날 경우 장기성 책임담보금인 국민연금의 재정안정이 심각하게 위협받을 가능성이 있으므로, 이러한 문제점을 극복하기 위해 미국 재무성에서 발행하고 있는 물가연동부채권과 같은 변동채권을 도입하여 장기적인 관점에서 인플레이션 위험에 대처하는 방안

또한 국민연금의 공공부문 투자시에는 투자의 타당성에 대한 사전 검증작업을 통해 투자의 결정이 이루어지도록 하고, 운영내역을 정기적으로 공시함으로써 기금운용의 투명성을 제고해야 한다고 주장하였다.

한편, 금융부문 운용방안에 관해서는 자산배분(portfolio)결정에 있어서 국민연금기금이 민간부문의 자금흐름을 왜곡시킬 수 있기 때문에 이를 최소화할 수 있는 자금배분원칙을 도출해 보고자 하였다.

- ① 한국은행의 가계, 기업 및 금융기관별 자금운용 행태와 자금원천에 따른 금융거래를 보여주는 「자금순환표」를 이용하여 경제의 왜곡을 최소화시킬 수 있는 금융기관별 자금배분 원칙을 적용하는 방안
- ② 포트폴리오(portfolio)이론에 입각한 국민연금의 최적자산배분을 제시하는 방안
  - 기금의 수익을 극대화하기 위한 자금배분

- 자산의 위험도를 고려한 수익률 극대화하는 기금 배분
- 금융시장 환경변화에 따른 자산수익률의 변동에 대응하는 기금배분

- ③ 국민연금 기금운용에 증권투자회사(뮤추얼펀드)를 이용하는 방안
- ④ 자산유동화제도의 도입에 따른 국민연금의 부동산 시장에서의 참여 방안
- ⑤ 금융기관 파산 가능성에 대비한 국민연금 기금 운용방안

등에 관하여 구체적인 예를 들어 기술하고 있다.

김연명(1998)은 그 동안 각계, 각층에서 기금운용의 민주성과 투명성 확보 방안에 대한 논의가 이루어진 사항들을 열거하고, 다음과 같은 문제를 제기하고 있다.

- ① 공공관리자금기금 강제예탁이 폐지되면 국민연금기금운용위원회에서 자금 배분에 대한 결정을 하게 되므로 기금운용위의 자금 운용 판단 능력 문제나 대규모 국공채 발행이 가져올 경제적 파급효과에 대해서는 정밀한 논의가 필요함.
- ② 기금운용위의 민주성 확보는 기금운용의 투명성 확보와 정치성 기금운용을 통제하기 위한 수단이기 때문에 기금운용의 수익성과 전문성을 보장해 주는 것은 아님. 따라서 민주성을 바탕으로 수익성과 전문성을 확보할 수 있는 기금운용위와 연계된 별도의 조직구조가 필요함.
- ③ 국민연금기금의 운용내역 및 계획, 결산 등 기금운용에 관한 전반적인 사항은 국민연금법과 기금관리기본법에 의해 기금운용위의 의결 및 재정경제원의 협의를 거쳐 국무회의 심의와 대통령의 승인을 받도록 규정되어 있으나 이와 같은 구조는 행정부의 의견이 일방적으로 반영되는 구조이며, 정치적 목적 혹은 행정

적 편익에 기금운용이 파행적으로 이루어질 수 있는 가능성이 상존하고 있음.

- ④ 공공부문뿐만 아니라 금융부문 및 복지부문 운용 등의 사후평가는 기금운용의 투명성과 수익성 확보에 대한 유력한 민주적 통제 장치가 될 수 있으므로, 복지부와 연금공단과는 상대적으로 독립된 별도의 국민연금기금운용평가위원회가 필요함.
- ⑤ 재정재계산의 주체(기구) 설정시 공정하고 객관적인 추계를 위해, 참여위원의 구성방식, 보고서의 법적 성격 및 정보공개 등의 보완이 필요함.
- ⑥ 민간위탁운용의 공정한 선정기준이 필요함.

한성윤(1998)은 국민연금 기금의 효율적 운용을 위해서는 운용체계와 기금운용상의 개편이 동시에 이루어져야 할 것을 지적하였다.

운용체계 개편의 주요사항은 다음과 같다.

- ① 의사결정 단계별 권한과 책임을 명시하고 기금운용위원회의 활동을 명확히 함과 동시에 전략적 자산배분 기능을 강화하여 정치적 간섭을 미연에 방지함.
- ② 비상설기구인 기금운용위원회가 실무적인 정책방안을 마련하기 어렵다는 점을 감안할 때 실질적인 전략수립 및 정책방안이 선결되기 위해서는 투자전략의 수립에 있어서 기금운용본부의 투자전략팀을 강화함.

기금운용상의 개선사항은 다음과 같다.

- ① 장래 발생될 급여에 대한 지불준비금이라는 국민연금 기금의 특성을 고려하여, 일관되고 합리적인 기금운용을 위하여 장기재정 전망에 따른 중·장기 기금운용계획의 수립으로 기금운용의 방향

을 설정하는 것이 필요함.

특히 공공부문 투자시 필요할 경우 후세대 생산성 제고를 위한 목적에 부합되는 사회간접자본 투자 및 공기업 민영화사업에 참여가 가능할 수 있도록 정책개선이 필요함.

- ② 기금운용에 관한 철학 또는 기본방향의 설정이 필요함. 즉, 국민연금 기금의 특성을 충분히 감안한 기금운용 목표를 명확히 설정하여 이의 달성을 위한 투자방향의 설정이 필요함.
- ③ 금융부문의 투자에 있어서는 경제상황 및 증권시장의 상황변동에 신속적으로 대응할 수 있도록 주식·채권간 배분비율의 조절이 가능하도록 하고 기금운용인력의 양성 및 능력배양 기회의 확대와 투자인력의 팀제 운영으로 유연한 투자운영조직을 개선하여 기존 기금운용조직을 전문화·효율화시키는 것이 바람직함.
- ④ 복지부문 투자에 대해서는 가입자와 수급권자 위주의 복지사업을 위한 중장기적인 투자계획의 수립이 필요함.
- ⑤ 국민의 신뢰 획득을 위해서는 투명성을 확보하여 투자과정 및 결과를 적절한 방법으로 공시하는 것이 바람직하고, 효율적인 운용체계의 구축을 위해서는 의사결정 각 단계별 역할과 임무에 관한 사항이 명시적으로 설정되어 있고, 각 단계의 의사결정에 대한 책임과 권한의 소재가 분명하게 설정되어 있어야 함. 즉 투자에 관한 견제와 균형(Check and Balance)의 원리에 입각한 투자계획, 투자의 실행, 투자성과 평가의 3단계 원칙의 구현을 위한 체계적인 관리체계의 구축과 이의 효율적 시행을 위한 구체적인 방안을 마련하는 것이 시급하며 투명성 확보를 위해서는 투자결과에 대한 공시를 통하여 달성하는 것이 바람직하다고 주장하였음.

### 第 3 節 基金運用 組織體系 및 運用節次

#### 1. 國民年金基金의 特性

##### 가. 基金의 公共性

국민연금제도의 기금은 사회보험원리에 따라 강제 징수된 자금으로서 장래의 급여지출에 대비한 지급준비금의 성격을 가지고 있다. 따라서, 재정투융자회계를 구성하고 있는 각종 기금처럼 여유자금을 축적하여 필요시 특정정책을 수행하기 위해 사용되는 자금과는 근본적으로 다른 성격을 갖고 있다. 이와 같은 국민연금기금의 성격상 기금은 연금제도 자체의 유지발전을 위해 사용되는 것만으로도 충분한 역할을 수행한다고 보아야 한다. 그렇기 때문에 비록 합당한 이유에서 기금의 일부가 특정 경제정책수행을 목적으로 사용될 경우라 할지라도 기금의 수익성에 대한 보장을 함으로써 제도의 재정안정을 저해하지 않도록 해야한다.

또한 국민연금기금은 정부의 출연 없이 피용자와 사용자 그리고 자영자의 기여만으로 조성된 자금이다. 정부는 일반재정 운용의 경우 전체 국민을 그 대상으로 해야 되지만, 연금기금의 운용에 있어서는 제도의 현재와 미래의 가입자 및 수급자의 권익을 증대시키는 방향으로 나아가야 될 것이다. 정부는 공정하며 선량한 관리자로서 가입자의 권익을 위주로 기금을 운영해 나가되 국민연금제도의 재정방식이 부분적립방식이기 때문에 일어나는 장래의 가입자의 부담증가라는 문제를 보완할 수 있도록 하는 것이 바람직하다.

##### 나. 基金의 長期性

국민연금제도는 장기간 존속되는 제도이므로 재정의 안정성이란 개



념이 중복되는 세대를 통한 장기적 개념으로 인식되어야 한다. 즉, 사적연금제도에서는 일정 시점의 가입자들에 의해 조성된 재원이 이들 동일 가입자들의 급여와 일치하도록 보험료 및 급여구조를 결정하나, 공적연금제도에서는 이와 같은 폐쇄그룹개념이 적용되지 않고 서로 다른 세대가 강제적으로 동일한 제도에 포함되어 일부 세대는 급여를 지급 받고 또 다른 세대는 보험료를 납부하는 형태가 된다. 따라서 세대간의 소득재분배가 필연적으로 발생하게 되어 있어, 공적연금의 기금운용에 있어서는 이와 같은 세대간 소득재분배 문제를 합리적으로 해결할 수 있는 방안이 마련되어야 한다. 또한 장기간에 걸쳐 존속되는 제도이므로 기금운용이 연금재정의 안정에 미치는 영향도 장기적 관점에서 평가되어야 할 것이다.

#### 다. 基金規模의 龐大性

국민연금제도는 재원조달방법으로 적립방식을 택하고 있어 제도의 성장단계에는 급여지출이 적어 기금이 급속히 적립되어 거대한 규모의 자본이 형성된다. 기금의 규모가 클 경우 효과적으로 활용하는 경우 국가산업을 지원하는 유용한 정책도구가 될 수 있으나, 잘못하면 시장경제의 효율적인 자원배분기능을 왜곡시킬 가능성도 그만큼 크다. 따라서 기금은 가능한 한 시장경제 체제의 기능에 대해 중립성을 유지할 수 있도록 운영되는 것이 바람직하다.

또한 국민연금제도는 부분적립방식의 재정방식을 따르고 있으므로 제도의 성숙기에는 기금규모의 급속한 축소가 예상되며 현행의 「저부담-고급여」 구조하에서는 2000년대 중반 이전에 기금고갈 시점이 도래될 것으로 추정되고 있다. 따라서 기금이 누적되는 제도의 성장기에 기금운용의 수익 극대화를 통해 재정안정화 일부나마 기여하여 후세대의부담을 줄이는 방법 것이 효과적인 방법이라고 할 수 있다.

이와 함께 부분적립방식 하에서는 인구구조의 변화, 고령화 등으로 후세대의 부담가중문제가 필연적으로 발생하게 된다. 따라서 이 같은 세대간 부담의 형평성 문제를 해결하기 위한 방안의 하나로써 기금을 사회간접자본, 교육부문 등 후세대의 생산성을 제고시킬 수 있는 부문에 투자하는 것도 합리적이라 하겠다. 이러한 맥락에서 볼 때 오직 현 가입자만을 위한 기금의 운용은 바람직하지 못하며 후세대 가입자를 위한 국민연금기금의 후세대의 생산성을 제고시키는 장기 공공투자사업에의 지원도 일부 인정해야 될 것이다.

#### 라. 基金의 獨立的인 法的 實體性

연금기금은 가입자인 피용자, 고용자, 자영업자 등에 의해 형성되었으며 이들 가입자의 소득수준에 따라 기금조성에 대한 기여도가 서로 다르다. 그러나, 일단 기여금이 기금화 되었을 경우 그 기금은 가입자 각자의 기여도에 따라 영향을 받지 않는 독립된 법적 실체성을 지니게 된다고 보는 것이 타당하다. 따라서 기금의 운용이 기여도에 따라 분류된 특정가입자 집단의 이익을 위해 편의적으로 유용되어서는 안 되며 기금이 존재하게 된 바로 그 목적, 즉, 연금제도의 재정안정을 통한 연금제도의 존립·발전을 위한 것이어야 한다.

이러한 사태가 발생할 경우 제도의 장기적 재정안정이 저해될 뿐만 아니라 기금이 시장경제체제에 의한 효율적 자원배분기능을 저해하므로 국가 전체적으로 보면 오히려 제도자체가 존속하지 않았던 것보다 못할 수도 있다. 따라서 기금의 운용은 명확한 법적 근거 하에 운용되어야 하며 이를 위하여 국민연금법은 기금의 운용에 관한 사항을 세부적으로 정하여 운용자의 자의성이 배제되도록 해야 할 것이다.

## 2. 基金運用 主體 및 組織體系

### 가. 基金運用 主體

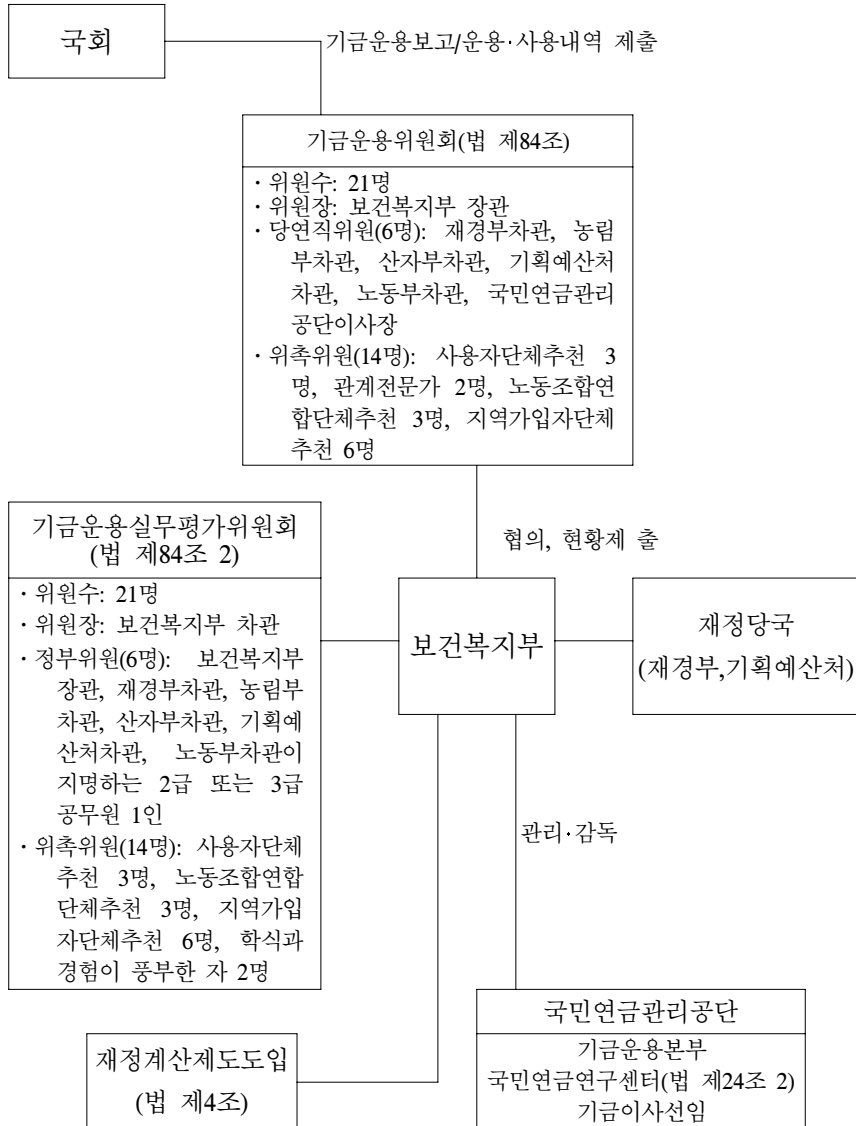
국민연금법 제84조는 「기금의 운용에 관한 중요사항을 심의·의결하기 위하여 국민연금기금운용위원회를 둔다」고 함으로써 기금의 관리 운용책임자인 보건복지부장관은 동 위원회의 심의·의결을 거쳐 기금을 운영하도록 제한하고 있다. 그리고 제84조2에서는 「기금운용에 관한 다음 사항을 심의·평가하기 위하여 운용위원회에 국민연금기금운용실무평가위원회를 둔다」고 규정하여 기금운용자산의 구성 및 기금의 회계처리에 관한 사항, 기금운용성과의 측정에 관한 사항, 기금의 관리운용에 있어 개선해야할 사항 및 기타 운용위원회에서 심의 요구한 사항을 심의·평가하여 기금운용위원회의 업무를 보완하도록 하고 있다. 또한 국민연금법 제83조 1항 및 제84조에서는 보건복지부장관이 국민연금기금운영위원회 및 국민연금기금운용실무평가위원회를 두어 기금 운용에 관한 사항을 심의·의결·평가하도록 규정함으로써 국가가 기금운용의 주체가 되도록 하고 있다. 이처럼 정부가 기금조성에 기여하는 바가 없음에도 불구하고 대부분의 국민들이 연금기금을 정부조직이 운용하는 것이 가장 안전하고, 재정방식, 「저부담-고급여」 구조 등에서 발생하는 세대간 부담의 불평등 문제 등을 해소 할 수 있는 운용주체는 오직 정부일 것이라는 국민적 공감대 때문이라고 하겠다. 이와 같은 취지에서 정부를 기금의 운용주체로 정했다면 정부는 기금을 연금재정의 안정을 통하여 연금제도의 존속·발전을 달성하기 위한 하나의 수단으로 인식하여야 할 것이다.

나. 基金運用 組織體系

보건복지부는 1998년 12월 국민연금법을 개정하여, 지금까지 국정감사 등을 통해 문제점으로 지적되어 온 기금운용의 투명성과 자율성, 전문성, 및 수익성 제고를 위하여 기금운용위원회구성을 1988년부터 1998년까지의 정부중심에서 1999년부터는 가입자대표 중심으로 전환한다는 취지 하에 기금운용위원회 및 기금운용실무평가위원회의 구성을 변경하였다.

기금운용위원회의 경우 종전의 가입자대표 7인을 포함한 15인에서 위원장인 복지부장관을 포함한 정부위원 7인과 사용자단체추천 3인, 노동조합연합단체추천 3인, 지역가입자단체추천 6인을 포함한 가입자대표 14인으로 총 21인으로 위원회를 재구성하였으며, 실무평가위원회의 경우도 복지부차관을 위원장으로 하여 정부위원 7인 가입자대표 14인등 총 21인으로 구성되어 있다. [圖 2-2]는 기금운용위원회, 실무평가위원회, 기금운용본부 등을 포함한 국민연금 기금운용 관련 조직과 체계를 보여주고 있다.

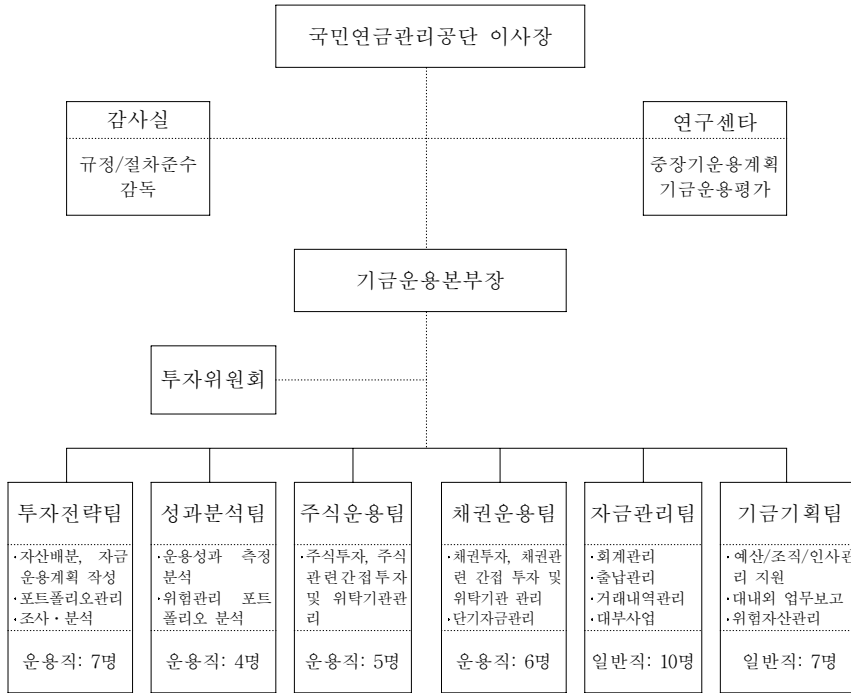
[圖 2-2] 國民年金 基金運用 組織·體系



최근 법개정으로 기금운용의 전문성과 책임성을 제고하기 위하여 국민연금관리공단은 기금운용 전담조직을 신설하는 등의 변화를 시도하였다. 즉, 기존의 기금운용실을 공단 내 독립조직인 이사장 직속의 기금운용본부로 확대·개편하고, 기금운용본부장은 자산운용의 경험과 조직관리능력이 있는 전문경영인 중에서 계약제로 공개 채용하였으며 기금운용은 전문 펀드매니저를 추가 확보하여 전담시켰다.

기금운용본부는 기금운용본부장의 책임 하에 투자전략팀, 성과분석팀, 주식운용팀, 채권운용팀, 자금관리팀 및 기금기획팀 등 6개 팀으로 조직되어 있다. 각 팀의 담당 업무를 살펴보면 먼저 투자전략팀은 자산배분, 자금운용계획의 작성, 포트폴리오의 관리, 조사·분석 등의 업무를 담당하고, 성과분석팀은 운용성과의 측정·분석, 위험관리, 포트폴리오분석의 업무를, 주식운용팀과 채권운용팀은 각각 주식과 채권의 투자, 간접투자, 위탁관리의 업무를 담당하고 있으며, 단기자금의 관리는 채권운용팀이 맡고 있다. 그리고 회계관리, 출납관리, 거래내역관리, 대부사업과 관련한 업무는 자금관리팀이, 예산·조직·인사관리 지원, 대내외 업무보고, 위험자산관리 업무는 기금기획팀이 맡고 있다. 기금운용본부의 인적구성은 투자전략팀 7인, 성과분석팀 4인, 주식운용팀 5인, 채권운용팀 6인 등 22인의 운용직과 자금관리팀 10인, 기금기획팀 7인의 일반직 17인으로 기금운용본부장을 포함하여 총 40인으로 되어있다. 한편 기금운용결과에 대한 평가체계의 확립을 위하여 일간 및 월간 성과분석을 위해서는 성과분석팀에서 실시하고, 분기 및 연간 운용성과의 평가는 연구센터의 평가팀에서 실시한다.

[圖 2-3] 基金運用本部 組織構造



### 3. 基金運用의 目標 및 節次

#### 가. 基金運用의 目標

국민연금법 제83조는 국민연금기금의 성격을 고려하여 기금의 관리·운용에 대한 구체적 내용을 포함하고 있다. 동 법 제83조 2항에서는 기금관리주체가 기금을 운용할 경우 연금재정의 안정을 위해서 투자의 수익성을 최대화할 것과 가입자 및 수급자를 위한 복지투자를 하는 경우에는 재정안정을 해치지 않는 범위에서만 가능하다고 명시하고 있어 국민연금의 장기적인 재정안정을 위한 수익극대화를 기금운

용의 최우선 과제로 하고 있음을 보여주고 있다. 따라서, 제83조 2항에서 열거하고 있는 금융기관에의 예입 및 금전신탁, 공공사업을 위한 공공부문에의 투자, 투자신탁 등의 수익증권 매입, 국가·지방자치단체 또는 금융기관이 직접 발행하거나 채무이행을 보증하는 유가증권의 매입 등 기금운용사업은 기금의 수익성을 극대화하기 위한 수단으로 보아야 할 것이다. 또한 이들 투자가 기금의 수익성을 희생하면서까지 이루어질 수 없다는 것을 명백히 하고 있으나, 제83조 3항에서는 연금제도 가입자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업 및 주식시장에 대한 투자에 대해서는 다른 투자에 비해 수익성 극대화 원칙의 준수를 다소 완화시키고 있음을 알 수 있다.

따라서 국민연금법 상에 나타난 기금의 기본적인 성격이 장래의 연금급여를 위한 부채성 책임준비금이라고 할 수 있으며, 기금운용의 목표는 연금재정의 장기안정을 위해 수익성을 극대화하는 것이라 할 수 있다. 그리고 공공, 복지, 금융부문에의 모든 투자는 수익성 제고를 위한 수단으로서 보아야 할 것이다.

#### 나. 基金運用節次

##### 1) 基金運用計劃의 樹立 및 執行

기금운용계획의 수립은 계획의 가장 핵심으로서 시행령 제59조에 의하여 보건복지부장관은 기금운용지침안을 작성하여 4월말까지 기금운용위원회에 제출하고 기금운용위원회는 이를 5월말까지 심의·의결한다. 국민연금법 제85조에 의하면 기금운용지침에는 가입자의 권익이 극대화되도록 공공사업에 사용할 기금자산비율, 공공사업에 대한 기금배분의 우선순위, 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업비, 기금증식을 위한 가입자 및 가입자였던 자에 대한

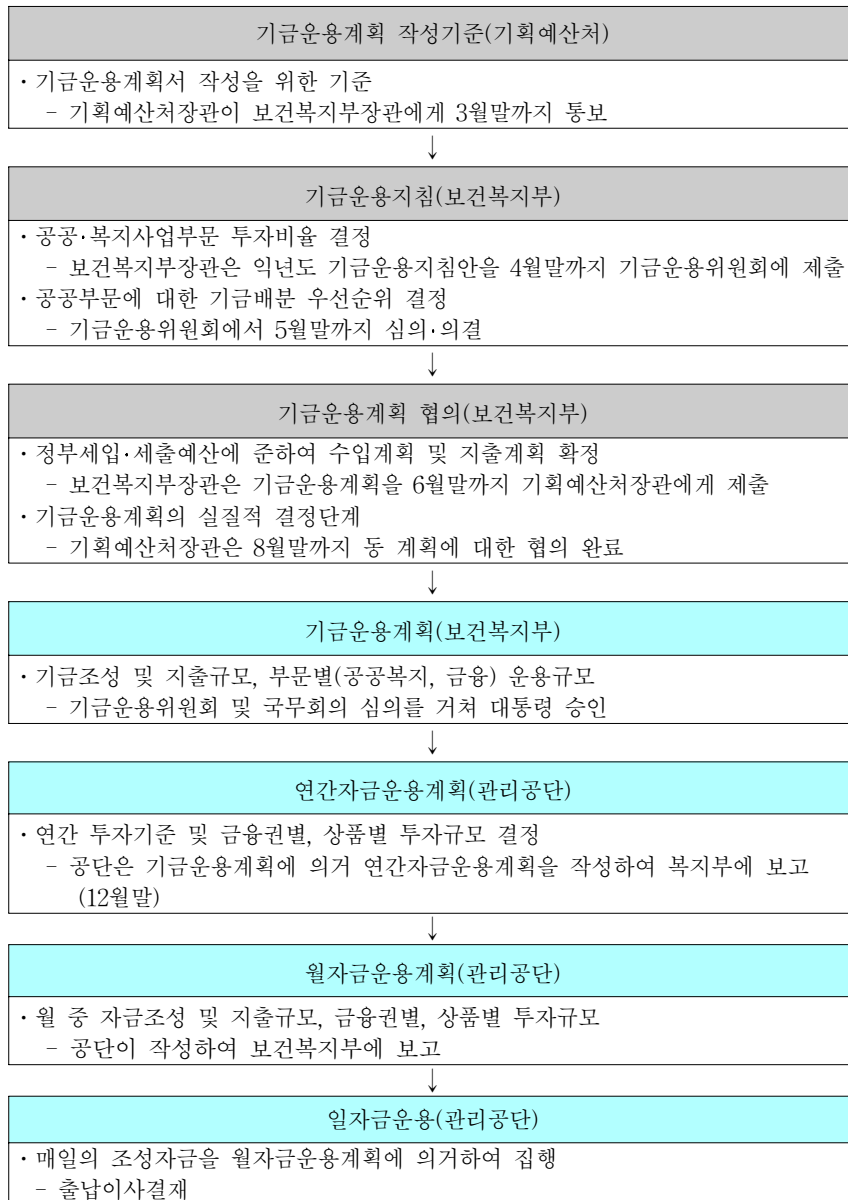


대여사업비 등에 관한 내용을 포함한다.

기금운용계획은 보건복지부장관이 매년 수립하여 운용위원회 및 국무회의의 심의를 거쳐 대통령의 승인을 얻어야 하며, 정부는 이를 10월말까지 국회에 보고해야 한다. 한편, 기금운용위원회는 이 단계에서 기금의 공공, 복지, 금융의 부문별 투자배분비율과 투자규모, 공공사업기금의 배분 우선순위 등을 결정한다. 이러한 기금운용계획의 대통령 승인을 얻기 전에 보건복지부장관은 협의를 위하여 기금운용계획을 기획예산처장관에게 6월말까지 제출하고, 기획예산처장관은 8월말까지 협의를 완료한다.

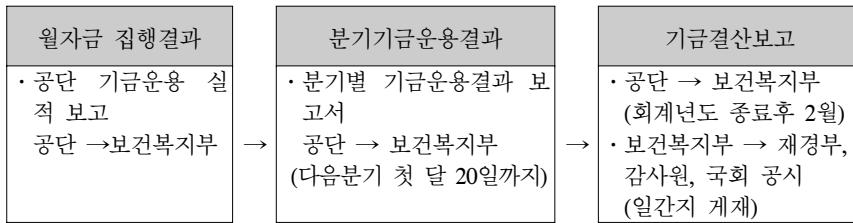
복지부장관으로부터 기금의 관리·운영업무를 위탁받은 국민연금관리공단은 기금운용계획에 의거하여 연간자금운용계획을 작성하여 12월말까지 보건복지부에 보고한다. 연간자금운용계획에는 투자기준 및 금융권별, 상품별 투자규모를 포함한다.

[圖 2-4] 基金運用計劃 樹立 및 執行節次



국민연금관리공단은 연간자금운용계획에 준하여 기금운용본부에서 월/일간 자금운용계획을 작성하여 월중 자금조성 및 지출규모, 금융권별, 상품별 투자규모를 결정하고 일일 조성자금을 일자금운용계획에 의거 집행한다.

[圖 2-5] 國民年金基金의 執行結果 흐름圖



2) 基金運用 評價 및 結果報告

국민연금관리공단은 매분기말 기금운용결과를 다음분기 첫째 달 20일까지 운용위원회에 제출하여야 하며, 매 회계연도 종료 후 2개월 이내에 주식회사의 외부감사에 관한 법률 제3조의 규정에 의한 감사인의 감사보고서를 첨부한 연간 기금운용결과를 복지부장관에게 제출하여야 한다.

가) 基金運用 成果評價<sup>5)</sup>

국민연금관리공단은 기금운용에 대한 평가를 수익률과 위험을 중심으로 한 정량적 평가와 투자철학, 의사결정체계, 인적자원, 연구조사 기능, 행정관리 업무 등을 대상으로 하는 정성적 평가 방식을 병행하여 수행하고 있다.

5) 국민연금연구센터의 「1999년 기금운용성과 평가보고서」에서 발췌 편집하였음.

(1) 定量的 評價

정량적 평가에서 첫째 공공, 복지, 금융 부문에 대한 자산배분의 적절성을 평가하는 전략적 자산배분에 대한 평가, 둘째 금융부문에서의 금융상품별 포트폴리오를 평가하는 전술적 자산배분에 대한 평가로 구분할 수 있다.

성과 평가방법은 유사 운영기관과의 실적치를 비교하여 실적을 평가하는 유니버스 비교법(universe comparison)<sup>6)</sup>과 실적치를 운용 목표로 삼고있는 벤치마크와 비교 평가하는 벤치마크 비교법(benchmark comparison)을 사용하고 있다.<sup>7)</sup>

수익률은 장부와와 시가를 기본으로 측정할 수 있는데,<sup>8)</sup> 장부가 수익률은 현재 재무회계결산의 목적으로 널리 쓰이고 있으나, 성과평가를 위해서는 시가수익률을 사용하는 것이 일반적이다. 국민연금관리공단의 성과평가에서는 장부가 수익률을 공식적 수익률로 하되, 세부 성과평가는 시가수익률을 적용하고 있다. 따라서 공공부문과 복지부문, 그리고 자산배분효과의 성과분석은 장부가를 기본으로 하나, 금융부문의 경우는 장부와와 시가를 함께 산정 하되 세부성과분석은 시가를 기본으로 하고 있다.

위험에 대한 평가는 총 위험 지표로 표준편차, 베타, VaR(Value at Risk), 위험조정수익률, 듀레이션 등의 개념을 이용하여 분석한다. VaR의 경우 금리변동에 의한 시장 VaR와 기업부도 등 신용등급 변동에

6) 유니버스 비교법은 비교대상이 되는 모집단의 성격에 따라 평가결과가 다르다는 한계가 있음.  
 7) 주식의 경우 대개 KOSPI나 KOSPI200 등의 주가지수 등락률을 벤치마크로 함.  
 8) 장부가 평가는 취득원가주의에 의거 평가함으로써 운용기간 중 자산의 시장가치에 대한 변동을 반영하지 못한다는 단점이 있어, 장부가 평가시 금리상승이나 신용등급 하락이 평가손익으로 인식되지 않으므로 매각처리를 하지 않고 계속 보유하여 이익을 과대 계상할 수 있다. 그러나 시가 평가는 시가주의원칙에 의거 평가함으로써 운용기간 중 자산의 시장가치를 정확히 반영함.

의한 신용 VaR로 나누어 평가하고 채권의 현금흐름의 평균만기를 나타내는 듀레이션(duration)은 수정듀레이션을 사용하여 평가하고 있다.

## (2) 定性的 評價

정성적 평가는 투자방침의 명료성, 포트폴리오 구성 방향과 같은 투자철학, 의사결정 조직과 운용방침결정의 방식과 같은 의사결정체계, 그리고 인적자원, 연구조사기능, 행정관리 업무 등을 대상으로 수행된다. 미국, 일본 등 선진국들은 연금기금의 운용평가에 있어 수익률 및 위험도 등의 정량적 요소에 영향을 미치는 정성적 요소에 대한 평가를 전체 평가 중 60% 이상의 비중을 두고 실시하고 있다.<sup>9)</sup>

### 나) 基金運用 結果報告

보건복지부장관은 기금운용계획에 의하여 집행된 기금운용내역을, 재경부장관은 관리기금에 예탁된 기금의 사용내역을, 실무평가위원회는 기금운용에 관한 평가결과를 다음 년도 6월말까지 기금운용위원회에 제출한다. 기금운용위원회 위원장은 기금의 운용내역 및 사용내역을 심의하여 국회에 제출하고, 기금의 운용내역 및 사용내역, 그리고 기금운용실무평가위원회가 제출한 기금운용에 관한 평가결과를 일반일간신문 및 경제분야 특수일간신문 각 1개 이상에 공시한다.

9) 전문연금평가사인 Frank Russel은 정성적 평가에 2/3의 가중치를 부여함.

〈表 2-6〉 基金運用關聯 提出資料

근거법	자료명	제출기한	비고
공공자금 관리기금법	· 여유자금의 예탁규모 등 - 익년도 예탁규모 - 전년도 결산보고서 - 익년도 운용계획안 · 당해연도 금융자산 현황(4월말 현재) · 익년도 월별 예탁계획서 · 여유자금 운용현황	5월말	복지부→재경부
		12월10일 분기별	복지부→재경부 복지부→재경부
기금관리 기본법	· 익년도 기금운용계획 · 기금운용계획의 집행실적 및 여유 자금 현황 · 익년도 월별수입 및 지출계획서	9월말 분기 종료 후 30일 이내 12월말	복지부→재경부 복지부→재경부 복지부→재경부

#### 4. 基金運用關聯 改革動向

기금운용의 효율화와 관련된 최근의 개정내용은 다음과 같이 요약될 수 있다.

- 공자법에 의한 강제예탁 폐지(2001년까지 점진적 폐지)
- 기금운용위원회에 있어서 가입자참여 확대
- 공공부문 예탁이자율의 실세금리 반영
- 국공채형태로 공공부문 예탁
- 기금운용의 합리적 개선

보건복지부는 그 동안 문제점으로 지적되어온 기금운용의 투명성과 자율성, 전문성, 및 수익성을 제고한다는 취지 하에 1998년 12월 국민연금법을 개정하였다. 이 법개정에서 기금운용위원회구성을 '88년부터 '98년까지의 정부위원중심에서 '99년부터는 가입자대표 중심으로 전환하고, 국민연금관리공단의 기금운용조직을 다음과 같이 변경하였다.

- 기금운용의 전문성과 책임성을 제고하기 위하여 기존의 기금운

용실을 공단 내 독립조직인 이사장 직속의 기금운용본부로 확대·개편함.

- 본부장은 자산운용의 경험과 조직관리능력이 있는 전문경영인 중에서 계약제로 공개 채용함.
- 기금운용은 전문 펀드매니저를 추가 확보하여 전담시킴.
- 평가체계의 확립을 위하여 일간 및 월간 성과분석을 위한 성과분석팀을 기금운용본부 내에 신설함.
- 분기 및 연간 운용성과의 평가를 위해서 연구센터에 평가팀을 설치함.
- 또한 책임경영체제의 구축을 위하여 성과보수제도를 실시함.

국민연금 기금운영체계의 개선은 지금까지 지속적인 문제점으로 지적되어 온 공공자금관리법에 의한 국민연금기금의 공공부문 강제예탁시 예탁금증서 교부에 따른 환금성 결여 및 과다예탁에 따른 기회손실, 정부위원 중심의 기금운용위원회의 구성 및 운영 등에 대하여 가입자단체 및 재야시민단체 등에서 제기한 개선요구사항 중 많은 부분을 수용하였다.

- '99년도부터 외부위탁투자사업 실시: 향후 우리경제의 선진화가 진행되면서 저성장 기조가 예상되고 이에 따른 저금리시대와 기금규모의 거대화에 따른 국내경제의 왜곡현상을 최소화하고 기금투자의 수익성제고를 위한 투자다각화방안
- 기금운용전산관리시스템을 구축: 기금투자관련 정보자료의 체계적 관리, 신속·정확한 투자의사결정과 사후관리 지원을 통한 기금운용 관리·감독의 효율성을 제고
- 기금운용의 자율성 확대 및 투자준칙을 제정: 투자대상상품 및 거래금융기관들의 선정에 관련된 구체적 기준을 마련하고, 기금

의 적정수익 및 안정성 확보를 위한 투자준칙 마련

최근 금융시장의 환경변화에 따라 보증채권의 비중이 축소경향을 보임에 따라, 코스닥, 선물·옵션 등 새로운 투자상품에 투자할 수 있는 기틀을 마련하여, 환경변화 능동적으로 대처할 수 있도록 하였다.

- 현행의 제한적 기금투자대상을 대폭 확대하여 외부위탁투자, 해외투자, 코스닥투자, 유가증권 대차거래 및 선물·옵션투자 등의 근거마련
- 기금을 운용함에 있어서 의무적으로 확보하여야 할 상품별 최저 수익률(1년 만기 정기예금이자율)을 정한 현행의 규정을 완화하여 「자산종류별 시장수익률을 상회하는 성과를 올리도록 신의에 좇아 성실하게」 운영하도록 완화하여 합리적인 자산배분 유도

#### 第 4 節 基金運用體系의 問題點

연금급여의 지속가능성을 보장받기 위해서는 기금이 안정적이어야 하고, 이를 위해서는 기금운용의 수익성이 높아야 함은 부언할 필요가 없다. 하지만 이를 달성하기 위한 방법론은 학자들 간에 다소 차이를 보이고 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 많은 변화에도 불구하고 기금운용 과정과 성과에 대한 각계의 의견은 다양하게 표출되고 있는 실정이다.

연금급여의 공급자측면에서 보면 공적기금의 특성을 강조하여 국민경제 발전에 기여하도록 공공성을 고려하여 운용해야 하고, 특히 공공부문에 예탁된 기금은 국가 전체적인 경제성장, 국가경쟁력 향상, 산업의 균형 있는 발전 등을 위한 투자재원으로 활용되어 국가경제와 사회발전에 기여해야 한다는 측면을 강조한다.

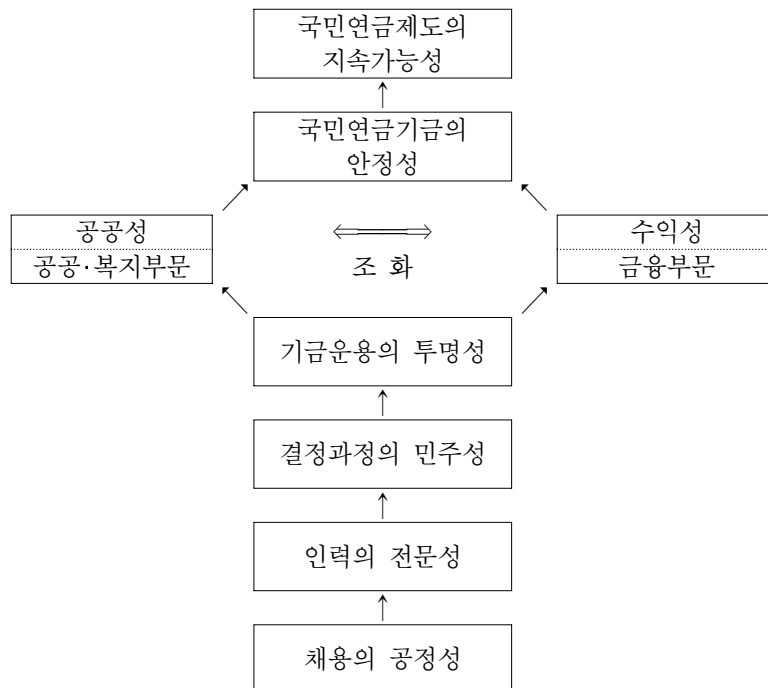
반면에 연금급여의 수요자측면에서는 국민연금기금은 연금급여 지



급을 위한 책임준비금이기 때문에 기금의 안정성에 중점을 두어 운용 하되, 연금재정의 장기적인 안정을 위해 운용수익의 극대화를 도모해야 한다는 주장을 한다. 이를 위해서는 기금운용과정이 투명해야 하고, 이를 위해 선결조건은 결정과정이 민주적이어야 한다는 것이다. 또한 올바른 판단을 할 수 있기 위해서는 능력 있는 전문인력이 결정과정에 참여해야 한다는 것이다. 기금운용 평가에 있어서도 합리적인 기준 하에 객관적이고 공정해야 함은 당연하다.

[圖 2-6]은 기금운용측면에서 국민연금제도의 지속가능성을 위한 주요 요인들을 보여주고 있는데, 이를 중심으로 발생 가능한 문제점을 고찰해 보기로 한다.

[圖 2-6] 國民年金制度의 持續可能性



### 1. 基金運用體系上的 問題點

국민연금공단의 보유주식 가치는 2000년 8월 21일 현재 장부가 기준으로 1조 9486억원으로 2000년초 3조 1675억원에 비해 주식부문에 서만 1조 2371억원에 달하는 평가손실을 기록하였다. 이러한 주식평가손실의 투자손실률은 38.5%로 종합주가지수 하락률 31.7%보다 6.8% 포인트 높게 나타났다. 이에 대해 국민연금관리공단은 지난 1991년부터 2000년 8월말까지 주식 투자를 통해 5896억원의 누적수익을 기록했다는 주장을 한 바 있다. 그러나 국민연금관리공단이 주장하는 수익의 대부분이 1993년부터 1996년까지 정부로부터 주당 26,000원에 할당받은 한국통신주식 2100만주의 처분익과 평가익이라는 사실을 고려하면 이러한 국민연금관리공단의 주장은 설득력이 없다. 누적수익률로 따져도 주식투자에 있어서는 국민연금관리공단의 자체 판단에 따른 수익이 변변치 않았다는 것을 쉽게 짐작할 수 있다. 이러한 평가손실은 그 근본적인 원인이 주식시장의 침체에 있으나 기금운용의 미숙성도 완전히 배제할 수는 없다.

국민연금기금의 운용체계는 외형적으로 선진적인 형태를 갖추고 있지만, 실제 운영에 있어서는 많은 문제점이 노출되고 있다. 우선 기금운용 체계상의 문제로서 의사결정단계별 책임과 권한이 불분명하여 투자결정에 있어 비효율성이 내재되어 있으며, 의사결정주체의 전문성이 부족하고, 의사결정과정의 투명성도 미흡한 실정이다. 그리고 국민연금의 기금운용주체와 관련한 문제들로서는 투자주체의 자율성, 독립성 문제와 기금운용에 관한 감시·감독 및 규제 체계, 기금운용결과에 대한 평가체계와 공시체계와 같은 기금운용의 투명성 문제를 들 수 있다. 이러한 기금운용상의 문제들과 기금운용체계를 바탕으로 2000년도 기금운용에 관한 중간평가에 나타난 문제점들을 중심으로

으로 살펴보면서 기금운용문제들을 전반적으로 살펴보고자 한다.

#### 가. 基金運用의 專門性 不足

국민연금제도가 성숙기에 접어들면서 발생하는 기금규모에 따른 자본시장에 대한 과급효과 및 2000년도 상반기 기금운용성과평가에서 나타난 기금운용상의 미숙함 등을 고려하면 기금운용의 심의·의결 주체인 기금운용위원회, 심의·평가 주체인 기금운용실무평가위원회, 그리고 기금운용 주체인 기금운용본부의 전문성 확보가 효율적인 기금운용을 위해서는 매우 중요하다. 그러나 기금운용위원회의 심의·의결 사항이 관련법령에 구체적으로 명시되어 있지 않으며, 기금운용실무평가위원회의 경우도 비슷한 실정이다. 전문성마저 떨어져 기금운용위원회가 기금의 효율적인 운용과 관련한 심의·의결의 실질적인 기구라기보다는 단지 의결하는 형식적인 기구에 불과한 형편이다. 한편 기금운용실무평가위원회의 경우도 학자, 교수 등 관련 전문가들로 구성되어 있긴 하나 구성원들이 기금운용관련 전문가들이라고 보기엔 무리가 있다. 더욱이 실무평가위원회가 비상설기구이기 때문에 ‘평가위원회들이 각자의 본업을 수행하면서 얼마나 많은 시간을 할애하여 평가위원의 임무를 수행 할 수 있는가’라는 점을 고려하면 전문성 확보 문제는 더욱 어렵다. 한편 기금운용 주체인 기금운용본부의 전문성 문제도 기금운용 전문인력의 양적인 문제에 있어서는 어느 정도 전문성이 확보되었다고 할 수 있다. 그러나 기금운용본부가 공공기관으로서의 제공할 수 있는 급여수준을 민간부문과 비교하면 전문성의 질적인 면에 있어서는 매우 부족하다.

나. 基金運用의 透明性 未洽

기금운용의 투명성은 관련자료의 공개에부터 시작되어야 한다. 그러나 아직 투자관련 세부자료를 연구목적으로도 접근하기 어려운 실정으로 투자와 관련된 학자 및 관련기관들의 객관적인 평가를 기대하기 어려운 형편이다. 기금운용의 심의·의결기구인 기금운용위원회의 구성과 관련한 문제로 기금운용위원 총수의 1/3에 해당하는 7인이 정부위원으로 구성되어 있어 투자의사결정과정에서 정부가 개입함으로써 비효율적인 투자가 이루어질 가능성이 있다. 국민연금관리공단 이사장 직속의 기금운용본부도 정부의 관리·감독을 받는 산하기관이라는 점에서 정부의 투자개입 가능성을 완전히 배제할 수 없다(사례1과 사례2 참조).

〈사례 1〉

국민연금관리공단은 1999년 연말부터 현대그룹 회사채 1천억 원어치를 사들였으며, 현대투신 문제로 주가가 폭락하고, 현대그룹 자금경색이 문제가 되던 2000년 5월 29일 현대중공업 회사채 총 발행액 2천 3백억원 중 2천억원 어치를 매입하여 정부 개입의 의혹이 제기된 바 있다(중앙일보, 2000. 10. 24).

## 〈사례 2〉

국민연금관리공단은 1994년부터 1997년까지 국민연금 기금에서 6500억원을 어린이집이나 유아원 등 민간 보육시설 3,497곳에 대해 이자율 연 8%, 거치기간 5~8년, 상환기간 3~10년의 조건으로 최고 9억원까지 시설확충자금으로 융자한 바 있다. 그러나 IMF 경제위기로 전국에 15,000여 개 보육시설 중 80여 곳이 경매에 부쳐지는 등 전체 보육시설의 10%가 재정난을 겪게 되어, 354곳의 보육시설이 상환해야 할 원리금 1000억원 가량을 연체한 바 있다. 이러한 민간보육시설들이 대출금 융자조건을 완화해달라는 요구를 함에 따라 융자 이자율을 현행 8%포인트에서 5%포인트로 낮추고, 원금 상환기간을 6~20년으로 현재보다 2배 연장하는 안을 지난 13일 국민연금기금운용실무평가 위원회에 내놓았으나 일부 평가위원들의 반발로 이자율만 2% 낮춰주기로 결정되었다. 그러나 이와 같이 이자율을 2% 포인트 낮추는 것만으로도 대출금 6500억원에 대한 이자결손 추산액이 14년 동안 900억원이나 된다(조선일보, 2000. 7. 19).

기금운용의 투명성과 관련한 문제들을 좀더 구체적으로 살펴보면 첫째, 기금운용의 감독 및 규제(Supervision and regulation), 둘째, 기금운용의 성과평가(Performance evaluation), 셋째, 기금운용관련자료의 공시(Disclosure) 문제로 구분하여 볼 수 있다.

## 1) 基金運用의 監督 및 規制 未洽

기금운용절차 전반에 관련한 현행 규제와 감독은 기금관리기본법에 의해 기금운용계획과 결산에 대해 국회에 보고하는 것이 전부라 할 수 있다. 국회가 기금운용에 대한 사전 심의 및 의결권한이 없는 상태여서 대의기관인 국회의 실질적인 통제는 불가능한 형편이라 할 수 있다.

기금운용본부에 대한 감독과 규제로는 먼저 기금운용본부에 대한 감사를 국민연금관리공단의 감사실에 분기단위로 내부감사를 수행하고 있다. 그러나 국민자산의 선량한 관리자로서 기금운용 담당자를 포함한 기금관련 조직 인력 모두가 지켜야 할 법령 및 규정 준수 (compliance)는 성과분석팀에서 직원을 대상으로 교육을 하고 있는 것 이외에는 전담인력이 없는 실정이다. 이처럼 기금운용본부에 대한 감독 및 규제체계는 내부감사로 되어 있으며 감독 및 규제 주체가 불분명해 감독에 대한 객관성이 떨어진다고(사례 3 참조).<sup>10)</sup>

〈사례 3〉

기금운용본부의 2000년도 상반기 주식부문 포트폴리오를 살펴 보면 한국통신주식의 보유비중이 46.1~49.2%에 달해 국민연금기금운용규정의 종목당 상한인 10%를 위반하였다. 그리고 한국통신주식의 경우 2000년 1월 14일 장부가에 비해 26.5% 하락했음에도 불구하고 계속 매입하여 손절매 규정을 지키지 않은 것으로 나타났다. 국민연금관리공단 측은 850만주에 달하는 한국통신주식을 손절매 할 경우, 주식시장에 회복 불능의 파장이 미칠 것을 우려하였다고 하나, 기금운용본부는 2000년도에 99만주의 한국통신 주식을 추가 매수한 바 있다(조선일보, 2000. 10. 4.).

10) 국민연금관리공단의 기금운용은 국민연금법 제83조 제5항 및 동 법시행령 제54조 제1항의 규정에 의하여, 국민연금법, 국민연금기금관리칙 또는 국민연금기금운용계획에 정한 이외에 국민연금의 관리·운용에 관하여 필요한 사항은 국민연금운용규정을 따르도록 되어있으며, 이규정 제12조(종목별 투자한도)에 의하면, 1항에 동일종목 주식보유한도를 보유한 공단이 주식총액(장부가 기준)의 10%로 제한하고 있음(2항에 투자위원회의 심의 결과 수익성 및 안정성 등이 인정되어 이사장의 결재를 받은 경우 한도를 초과할 수 있음). 동 규정 제13조(손절매 등) 2항에서는 전 주말 종가가 장부가 대비 25% 이상 하락한 종목은 매도함을 원칙으로 하고, 매도가 적절치 않다고 인정되는 종목은 투자위원회의 심의를 거쳐 이사장의 결재를 받은 경우에는 매도하지 않을 수도 있도록 되어 있음.

## 2) 成果評價의 客觀性 不足

기금운용에 대한 현행 성과평가는 전술적 평가와 전략적 평가로 구분되어 실시되고 있다. 전술적 성과분석은 기금운용의 목표수익률 및 허용범위 발의, 상품 수익률 분석, 개별종목 수익률 분석 등을 중심으로 기금운용본부내의 성과분석팀에서 시행하고 있으며, 전략적 성과평가는 기금운용본부의 투자행위 전반에 관한 평가차원에서 국민연금 연구센터에서 실시하고 있다. 그러나 국민연금연구센터와 기금운용본부는 모두 국민연금관리공단의 최종 결재권자인 이사장에 의해서 관리되는 부서로서 연구센터가 기금운용본부의 기금운용에 대해서 평가한다는 것은 누가 보아도 객관적인 평가라고 하기 힘들다.

또한 국민연금연구센터에서 실시중인 성과평가의 세부적인 문제점으로는 평가의 기준과 이를 산출하기 위한 자료정보 부족을 들 수 있다.

먼저 합리적인 성과평가를 위해서는 단순히 수익률만을 고려할 것이 아니라 국민연금제도의 성격, 운용방침이나 기준, 기타 연금기금 운용만이 갖는 특성 등을 고려한 투자대상 상품별 평가기준(Benchmark)이 필요하다. 또한 연금제도의 안정성 및 기금운용의 투명성과 객관성을 확보하기 위해서는 반드시 누가 보아도 명확한 장·단기 운용전략과 목표 등을 책정, 운용의 기본방향으로 삼아야 할 것이나 성과평가의 기준이 되는 기금운용 장기전략 및 목표가 없다는 것이다.

연금의 특성상 기금운용의 성과평가는 1년 단위로 한정하는 경우 단기적인 성과에 급급하여 실제운용에 부정적인 영향이나 왜곡된 결과를 낳을 수 있기 때문에 중장기적인 측면도 고려하여야 한다. 특히 시가평가의 경우 단기간 평가에 따른 장부금액 기준 수익률과의 괴리로 갑작스런 금리변동에 영향을 받을 수 있다.

한편, 연금수급자가 증가하게 되면 이들의 복지욕구가 증가함과 아

올려 다양해질 것이다. 이러한 연금수급자들의 다양한 복지욕구에 체계적으로 대응하기 위해서는 복지부문의 성과평가들을 마련해야 할 것이다. 복지부문평가에 있어서는 단지 금전적인 급부·대여에 대한 평가만이 아닌 실질적인 욕구조사평가를 근거로 한 평가기준의 설정과 적용이 중요하다.

기금운용 결과를 체계적으로 관리하고 정확한 성과평가를 위해서는 철저한 데이터 관리와 안정적인 전산시스템이 필요한데, 시가평가에 필요한 관련자료가 미흡하고, 시스템을 보완·관리하기에 충분한 인력을 확보하지 못하고 있다.

### 3) 公示制度의 不充分

현행 국민연금법 제87조와 동 시행령 제64조에 의하면 기금운용결과를 1개 이상의 경제분야 특수일간신문에 공시하도록 되어 있다. 그러나 공시에 대한 구체적인 기준이 마련되어 있지 않고, 기금운용결과에 대한 공시내용도 미흡하여 국민연금 가입자, 이해관계자들의 정보요 욕구를 충족시키지 못하고 있다. 나아가서는 기금운용평가에 있어 객관적이고 전문적인 평가가 될 수 있는 관련 학자들의 연구자료로서도 매우 그 내용이 불충분하고 부족한 편이다.

## 2. 基金運用戰略上의 問題點

### 가. 基金運用原則上의 問題

먼저 기금운용의 안정성, 수익성, 공공성이라는 운용원칙의 우선순위 설정에 있어 제일 먼저 고려되어야 할 점은 우리의 국민연금의 성격이 미국이나 일본 등과 같이 기초연금과 소득비례연금이 분리되어 있는 다층형 연금제도를 갖고 있는 국가들의 연금제도와는 달리 기초



연금과 소득비례연금이 혼재되어 있다는 것이다. 기초연금이 소득비례연금과 분리된 경우 기초연금이 보장된 상태에서 소득비례연금기금을 보다 공격적으로 운용하는 것이 가능하나 기초연금과 소득비례연금이 혼재되어 있는 경우 적립기금에 대해서는 기초부문과 소득비레부문의 구분이 불가능하므로 기초연금이 보장이 되지 않는 상태에서 기금손실의 위험성이 높은 공격적인 투자를 하는 것은 매우 불합리하다고 할 수 있다.

#### 나. 中·長期 基金運用戰略의 不在

국민연금기금의 자산배분은 연금기금이 장기저축이라는 특성을 고려하여 최소한 일정한 중·장기 계획 및 배분기준을 바탕으로 결정되는 것이 바람직하다. 즉, 경제여건과 연금재정상태의 변화 등을 종합적으로 고려하여 전략적(정책적) 자산배분인 공공부문, 복지부문, 금융부문에 관한 자산배분과 전술적 자산배분인 복지부문의 세부사업 계획, 금융부문의 투자대상 상품 선정에 관한 사항에 대한 중·장기적인 방향이 수립되어야 한다는 것이다.<sup>11)</sup> 그러나 현재는 기금의 중·장기 계획 수립의 주체가 명확치 않고, 최종 책임이 있는 기금운용위원회도 구성원들의 전문성이 떨어져 기금의 최적배분을 달성하고 있지 못하고 있는 실정이다.

11) 전략적 자산배분은 기금의 장기적인 자산구성비율과, 중기적으로 개별자산집단이 취할 수 있는 투자비중의 한계(boundary)를 결정하고 전술적인 자산배분은 연간단위 또는 분기단위로 주식, 채권, 현금자산 등의 직접투자분에 대한 자산구성의 변경과 은행신탁과 수익증권 등의 외부투자자금에 대한 자금배분 변경을 통해 이루어짐.

〈사례 4〉

국민연금관리공단의 기금운용본부는 2000년 8월 현재 한국통신주식 850만주를 보유하고 있다. 따라서 2000년 초부터 8월까지 한국통신주의 비중이 기금운용본부의 보유주식 총액의 46.1~49.2%에 달하고 있어 국민연금의 주식부문투자의 수익은 한국통신 한 종목의 주가 흐름에 따라 보유 주식의 평가액이 결정되는 구조를 갖고 있다. 그 결과 2000년 8월 현재 한국통신 주식에서만 7948억원의 평가손실을 기록했다(조선일보, 2000. 10. 4).

이와 같은 기금운용본부의 기형적인 주식부문 포트폴리오는 기금운용본부가 자산배분과 관련한 전술적 자산배분 전략이 있나 의심이 들 정도다. 또한 이러한 주식부문 자산구성은 한국통신주식의 대부분이 1993~1996년 사이에 정부로부터 할당받은 주식인 것을 고려하면 기금운용에 관한 중장기 자산배분전략이 없다는 것을 입증하고 있다.

다. 統合危險管理시스템의 不在

투자에 있어 위험부담은 피할 수 없는 투자의 한 요소라 할 수 있다. 그러므로 기관투자자에게는 단순히 투자위험을 회피하기보다는 수익과 위험의 균형을 추구하는 것이 안정적인 수익 극대화에 필수적이라 할 수 있다. 즉 적정수준의 위험을 감수하고 이익극대화를 추구하는 것이 기관투자자의 목표가 된다. 따라서 기관투자자의 경쟁력의 핵심은 ‘위험을 얼마나 효율적으로 평가하고 통제할 수 있나’라는 것이라 해도 과언이 아니라 할 수 있다.

## 〈사례 5〉

국민연금관리공단은 또 손절매 한도에 걸린 LG정보통신 주식도 추가 매수함으로써 1148억원의 평가손실을 기록한 것으로 밝혀졌다. 이처럼 손절매 규정에 걸린 종목을 추가 매수했다는 사실은 수조원의 자금을 운용하는 기관이 제대로 된 리스크 제어장치를 갖고 있지 않다는 것을 대변해 주는 것으로밖에 해석되지 않는다(조선일보, 2000. 10. 4).

앞서 언급한 2000년도 8월 현재의 막대한 평가손실의 또 다른 원인으로 위험 관리를 담당하는 성과분석팀이 기금운용본부가 발족한 지 7개월 지난 뒤인 2000년 6월에야 겨우 충원이 끝난 것으로 밝혀졌다. 그 결과 기금운용본부 내에 필수적인 위험관리 조직이 허술한 상태에서 운용팀만 조직해 수조원에 달하는 국민의 돈을 증시에 투자하는 공공기관의 무책임성과 비효율성이 드러났다.

## 라. 投資의 制限

현행 국민연금법이 기금의 관리·운용방법으로 열거주의 방식으로 투자대상을 제한적으로 규정하고 있어, 금융환경의 변화에 적절히 대응할 수 없다. 즉, 주가지수 선물·옵션 등 파생금융상품의 등장, 코스닥시장의 출현, 국제금융시장에서의 투자 등 기금투자대상이 날로 다양화됨에 따라 적극적으로 대응할 수 있도록 해야한다.

〈사례 6〉

기금운용본부는 2000년 1월 4개 국내 투자신탁운용사에 각각 500억원씩 총 2천억원의 연금 운용을 맡겨 7월말 현재 582억여 원의 큰 폭의 평가손실을 본 것으로 나타났다. 위탁자산의 수익률은 마이너스 29.15%로 이기간 종합주가지수 하락률(25.03%)보다 운용실적이 부진하다. 이러한 실적부진은 국민연금관리공단이 투자신탁운용사에 위탁자산을 맡기면서 선물거래 등 위험회피수단을 활용하지 못하도록 하는 등 경직된 투자방침을 요구한 때문인 것으로 알려졌다. 삼성투신이 상장주식의 비중을 줄이고 선물과 콜 등 현금성 자산운용을 통해 손실폭(-21.84%)을 줄인 반면, LG투신운용(-34.21%), 미래에셋(-31.22%), 리젠트자산운용(마이너스 29.33%) 등은 코스닥주식의 비중을 늘려 손실폭이 컸던 것으로 나타났다(중앙일보, 2000. 9. 14).

또한 연금기금규모의 증가에 따른 자본시장 과급효과와 관련된 문제들은 국민연금관리공단의 직접투자보다는 다양한 민간 투자전문기관이 위탁하는 방법으로 해소할 수 있을 것이다. 그러나 외부위탁투자자와 관련하여서도 투자기관의 선정을 비롯한 현행 관리·감독체계는 문제점이 있는 것으로 드러났으므로 이에 대한 보완이 필요하다.

## 第 3 章 主要國의 年金基金運用體系

### 第 1 節 美國의 公的年金基金

#### 1. OASDI

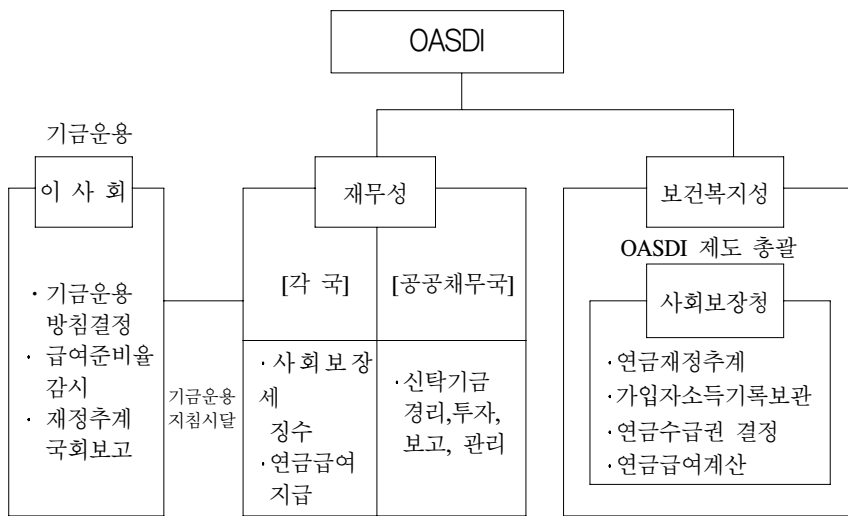
미국의 공적연금제도는 일반근로자와 자영업자를 적용대상으로 한 노령·유족·장해연금(Old-Age, Survivors, and Disability Insurance: 이하 OASDI)과 특수직역을 대상으로 하는 철도퇴직연금(Railroad Retirement System), 연방공무원연금(Civil Service Retirement System) 및 연방피용자연금(Federal Employees Retirement System), 군인연금(Military Retirement System), 州·地方공무원연금제도 등이 있다. 이 중에서 OASDI는 미국의 사회보장제도(Social Security System)로 불려질 만큼 가장 대표적인 공적연금제도로써 취업자의 약 95%를 포함하고 있으며, 조세방식으로 운영되고 있다. 한편, 각 직역연금제도는 초기에는 독자적인 제도로 발전하여 오다가 대표적인 연금제도인 OASDI에 점차 통합되었거나 간접적으로 연계되는 방향으로 변화해 왔다.

#### 가. 基金運用組織

기금운용위원회(Board of Trustees)는 연방 OASI 신탁기금과 연방 DI 신탁기금의 재정운용을 감독하기 위해 사회보장법(Social Security Act)에 의해 설치되었다. 기금운용위원회는 6명으로 구성되며 4명은 연방 정부 장관으로 당연직으로 임명되고, 2명은 공공 대표로서 대통령에 의해 임명되어 상원에 의해 인준된다.

기금운용위원회의 구성원을 살펴보면 운영이사(Managing Trustee)로서의 기능을 하는 재무성 장관(Secretary of Treasury)이외에 노동성 장관(Secretary of Labor), 보건복지성 장관(Secretary of the Health and Human Services), 사회보장청 위원(Commissioner of Social Security), 공공대표 2명으로 구성되어 있다. 사회보장청 위원은 사회보장청의 독립과 1994년 8월 15일에 서명된 제도 개선법(Program Improvements Act)에 의해서 1995년 3월 31일부터 기금 운용이사회의 일원이 되었다.

[圖 3-1] 美國 OASDI 制度의 管理運營體系



기금운용위원회는 기금운용의 계획, 감독에 대한 책임을 지고 있으며 재무성 장관은 사회보장신탁기금의 운용 수탁자로서의 기능을 수행한다. 재무성내 공공채무국(Bureau of the Public Debt: 이하 BPD)은 신탁기금 경리, 투자, 보고, 현금관리를 담당하며 기금운용의 내용을 매월 간행하여 공시한다. 또한 재무성내 타부처와 공공채무국은 사회보

장청(연방 노령연금, 연방 장애연금 담당), 보건재정청(연방 병원, 연방 보족의료 담당)과 신탁기금 운영을 위해 긴밀히 협조한다. 마지막으로 프로그램 사무소는 사회보장급여 지급, 프로그램 행정비를 포함하여, 신탁기금에 의해 기금이 사용되는 법정 프로그램의 수행, 행정에 책임을 진다.

#### 나. 基金運用規定

신탁기금의 투자에 대하여 명백히 법적으로 규정되어 있는 사항은 없으나, 과거 50년 동안 기금의 투자를 관리하기 위해 적용된 특별한 법적, 행정적 정책의 경험으로부터 투자의 원칙이나 기본원리가 추론될 수 있다. 그 원칙들은 민간경제에의 불간섭, 안정성, 중립성, 투자의 최소 관리·운영으로 요약될 수 있으며, 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

##### 1) 民間經濟 不干涉(Non-intervention in the private economy)

신탁기금투자정책은 언제나 민간경제와 자본시장에 대해 불간섭적으로 운용되어야 하므로, 신탁기금자산은 미국정부의 증권에만 투자되어야 한다는 법적 조건에 기초를 두고 있다. 불간섭원칙은 신탁기금을 위한 우선적 투자수단으로서 시장거래불능(non-marketable)의 특별증권에 역시 반영되어 있다. 이는 공개시장에서 대량의 시장거래가 가능한 미국정부 공채를 신탁기금으로 매도·매수함으로써 초래될 수 있는 시장교란을 피하기 위해 채택·적용되었다. 즉, 신탁기금의 투자는 정치·경제적으로 완전 독립적으로 투자, 운용됨으로써 시장교란을 막고 시장의 위험으로부터 신탁기금을 보호하고자 한다.

2) 安全性(Security)

사회보장법에 따르면 재무성 장관은 신탁기금자산 투자시 국가가 ‘원금과 이자 모두를 보증하는 채무증서’<sup>12)</sup>에 투자하도록 규정하고 있어, 원금 손실의 위험가능성이 있는 투자를 완전히 배제시키고 있다. 그러므로 확실한 채권의 액면가격과 그 이자수익을 안전하게 상환받을 수 있도록 위험으로부터 보호받게 된다. 즉, 특별채권에 우선적으로 투자함으로써 시장변동(market fluctuations)에 따른 위험으로부터 안전하도록 하고 있다.

운용수탁자는 취득이 공공에 이익이 된다고 결정되는 경우에만 특별 발행이외의 채무증서를 취득하며 특별 채무증서 이외의 신탁기금에 의해 얻은 채무증서는 시장가로 팔릴 수 있다. 특별발행 채무증서는 이자 증식을 합한 액면가로 상환될 수 있으며, 증권은 각 신탁기금 계정에 대해서 재무장관 명의로 취득보유되거나 수탁자 위원회 명의로 취득 보유될 수 있다. 또한 신탁기금을 위해 보유된 채무증서의 판매나 상환에서 얻는 증식에 대한 이자는 각각의 신탁기금으로 들어간다.

3) 中立性(Neutrality)

OASDI 신탁기금의 투자정책은 다른 연방계정(Federal accounts)과 신탁기금에 유리하거나 또는 불리하지 않도록 한다는 의미에서 중립성을 유지하도록 하였다. 이는 신탁기금을 재무성의 일반기금에 대여함으로써 자산을 투자할 때 연방증권(Federal securities)에서 민간투자자가 획득할 수 있는 수익률과 동일한 투자결과들을 산출해야 한다는 것이다.

12) 채무증서는 다음과 같은 방법으로 투자된다. ① 발행가의 原발행, ② 시장가에 의한 未拂 채무증서의 취득, ③ 각 신탁기금에 의해 독점되는 액면가의 특별채무증서 발행에 의한다.



### 가) 利子率

사회보장 초기에 특별채권에 대한 이자율은 고정이자율이었는데 고정이자율은 유사한 시장거래가능 연방채권에서 민간투자자들에게 지불된 이자율보다 더 높았기 때문에 그 이자율은 사회보장프로그램에 분명히 유리했다. 1939년에는 이자율이 거의 모든 미국정부채권에 지불된 평균 쿠폰(표면)이자율에 기초를 두도록 하였다. 1956년에는 장기 미정부채권에 대한 쿠폰이자율에 기초하도록 하였으며 이때 쿠폰이자율은 시장수익률과 비슷했다. 1960년에는 이자율의 상향추세에 상응한 시장이자율로 전환시키기 위한 입법이 채택·적용되었다.

### 나) 滿期構造 및 償還 政策

1940년에는 특별채권에 단기(1년)의 만기가 기준이 되었으며 1960년부터는 1년부터 15년까지의 만기구조 변화가 있었으나 현재는 장기의 만기구조(15년 또는 20년 등)로서 유동성을 부여하였다. 상환정책으로 사회보장법 201(b)조, 1841(c)에 의해 운용수탁자는 현재 인출에 필요하지 않은 신탁금액은 투자해야 하며, 필요할 때 지불금을 위해 증권을 상환하도록 하고 있다. 상환을 위해서 선택되는 투자상품의 순서는 가장 먼저 만기가 도달하는 것, 저이자율인 것, 처음 투자하여 처음 나가는 것 순이다.

### 4) 投資의 最少 管理·運營

신탁기금투자의 관리·운영은 자유재량의 의사결정을 배제한 절차나 방법에 의해 행해지며 투자정책의 핵심적인 요소 대부분은 법으로 정해진다. 예를 들어서, 운영이사는 연방채권(Federal obligations) 이외의 투자에서나 특별채권에 대한 이자율에 관해서도 자유재량권이 없다.

부가적으로 현 경제 상황에 민감하게 반응하여 투자를 적극적으로 취할 수 있는 권한도 부여하지 않는다.

이렇게 수동적인 운용, 즉, 최소한의 관리, 운용만을 요구하는 이유는 활발한 투자활동으로 인하여 신탁기금 본연의 취지인 시장 위험으로부터의 안정성이나 시장을 교란시키는 이를테면 중립성을 위반하는 사례를 예상할 수 있기 때문에 절대적으로 신탁기금의 원칙을 위배할 수 없도록 최소한의 관리, 운용에 국한시키고 있다.

다. 基金運用實積

OASDI 신탁기금의 운용은 채권위주의 안정적인 투자를 실시하고 있어, 수익률추이는 이자율에 영향을 받는다. <表 3-1>에서 처럼 최근 이자율의 하락으로 수익률이 6.9%로 낮아지고 있는 것으로 나타났다.

<表 3-1> OASDI 信託基金의 收益率推移

(단위: %)

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
9.1	8.7	8.3	8.0	7.8	7.6	7.5	7.2	6.9

資料: <http://www.ssa.gov>

SSA's FY 2000 - Performance and Accountability Report.

한편 <表 3-2>는 OASDI의 재정추이를 제시하고 있는데, 1999년의 적립금규모는 8961억\$로 급여의 2.3배 수준이며, 관리운영비는 총지출의 0.85%를 차지하고 있다. 한편 기금운용수익은 555억\$로 전체수입의 10.5%인 것으로 나타났다.

〈表 3-2〉 OASDI 財政推移

(단위: 백만 \$)

구분	총수입	보험료	이자수입	기타	총지출	급여지출	관리 운영비	적립금	기타
1960	12,445	11,876	569	-	11,798	11,245	240	22,613	313
1965	17,857	17,205	651	1	19,187	18,311	418	19,841	458
1970	36,993	34,737	1,791	465	33,108	31,884	635	38,068	589
1975	67,640	64,259	2,866	515	69,184	67,022	1,152	44,342	1,010
1980	119,712	116,711	2,330	671	123,550	120,598	1,522	26,453	1,430
1985	203,540	194,149	2,741	6,650	190,628	186,075	2,200	42,163	2,353
1990	315,443	296,070	17,245	2,128	253,135	247,816	2,270	225,277	3,049
1991	329,676	301,711	21,892	6,073	274,205	268,162	2,587	280,748	3,456
1992	342,591	311,128	25,365	6,098	291,865	285,995	2,664	331,474	3,206
1993	355,578	322,090	27,862	5,626	308,766	302,368	2,963	378,286	3,435
1994	381,111	344,695	31,103	5,313	323,011	316,812	2,674	436,386	3,525
1995	399,497	359,021	34,977	5,499	339,815	332,554	3,141	496,068	4,120
1996	424,451	378,881	38,718	6,852	353,569	347,050	2,962	566,950	3,557
1997	457,668	405,984	43,787	7,897	369,108	361,952	3,409	655,510	3,747
1998	489,204	430,174	49,323	9,707	382,255	374,969	3,467	762,459	3,819
1999	526,582	459,556	55,466	11,560	392,908	385,765	3,328	896,133	3,815

資料: <http://www.ssa.gov>.

## 2. 캘리포니아 公務員年金制度(CalPERS)

1931년 설립된 캘리포니아 주정부 공무원연금기금(California Public Employees' Retirement System: 이하 CalPERS)은 현재 미국 최대의 기관투자자이다.<sup>13)</sup> 총 자산은 110조원(원화환산)으로 이는 미국 내 가장 큰 규모이며 세계에서는 3번째로 큰 규모이다. 총 자산 110조원 중 외부 위탁운용자산은 약 30조원이고 나머지 80조원은 내부적으로 운용되고 있다. 그러나 향후 외부위탁운용자산을 더욱 증대시키고 내부운용을 점차 줄여 나아갈 계획인데 이처럼 내부적 운용보다는 외부운

13) CalPERS기금은 1932년 당시에는 단지 주공무원 퇴직을 위해 도입되었으나, 1937년에는 기타 공공법인, 1943년 교직원, 1962년 공무원피용자의 의료보험, 그후 5년후에는 지방청 근무자까지 포함하는 기금으로 확대되었다.

용기관에 위탁하는 이유는 가치를 더할 수 있다고 믿기 때문이다.

CalPERS의 연금구조는 연금가입원의 보험료가 확정된 연금액을 지불하기에 충분하지 않으므로 보다 적극적이고 수익률이 높은 투자활동이 요구되는 구조이다. CalPERS가 운용하는 연금 자산은 연금급여액이 확정되어 있는 확정각출부연금으로서, 연금운용기관인 CalPERS가 모든 투자 위험을 안고 있다.

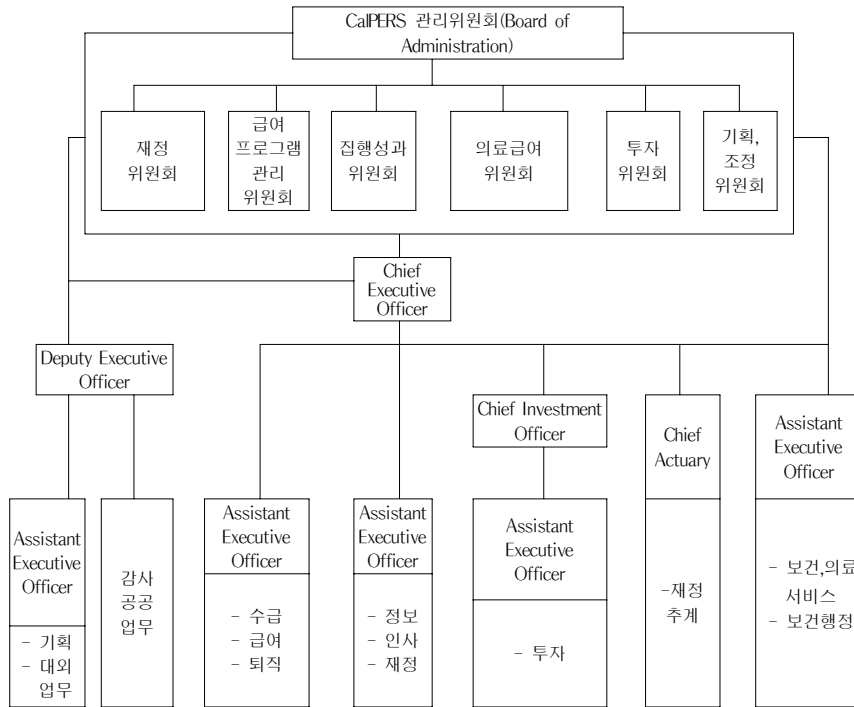
보험료의 산정 기준은 가입 유형에 따라 다양한데 이는 CalPERS Law에 의해서 규정되어 있고 통상 보수의 4~9% 범위에서 결정된다. 즉 보험료율이 고용자와 피고용자간의 협의에 의해서 결정되는 경우도 있으나 모든 보험료율은 매년 추계에 의하여 산정되고 이 범주안에서 다양한 보험료율이 산정된다.

#### 가. 基金運用組織

CalPERS 관리위원회(Board of Administration)는 회장 1인, 부회장 1인 포함하여 13명으로 자체내 투표에 의해서 6명, 임명에 의해서 3명, 주정부법에 의해 4명 선출된다. 관리위원회는 기금운용 전반, 수급자에 관계된 모든 관리, 의료·보건 프로그램에 대한 책임 등 CalPERS의 모든 업무에 관리, 책임자로서의 임무를 갖는다. 위원회는 보험료율 산정, 자산 배분 결정, 재정추계 등 모든 업무에 책임과 권한을 갖고 있다.

CalPERS 관리위원회는 6개의 소 분과위원회를 통하여 프로그램, 프로젝트, 이슈 등에 대하여 보고, 검토되어지며 한 달에 한 번 정기회의를 한다. 소 분과위원회를 살펴보면, 첫째, 재정위원회로서 위원장 1인, 부위원장 1인을 포함하여 총 7명으로 구성되며 CalPERS의 예산에 관하여 심의, 의결, 평가하는 업무를 수행한다.

[圖 3-2] CalPERS 組織圖



資料: Comprehensive Annual Financial Report, CalPERS, 1998.

둘째, 급여 프로그램 관리 위원회로서 위원장 1인, 부위원장 1인을 포함하여 총 7명으로 구성되며, 보험료의 구조, 추계 및 연금수급 연령 산정 등 연금제도 전반의 업무를 수행하는 기능을 갖는다. 셋째, 성과분석 위원회로서 위원장 1인, 부위원장 1인을 포함하여 총 5명으로 구성되며, 정책에 대한 이행 및 평가에 관한 업무를 수행한다. 넷째, 의료급여 위원회로서 위원장 1인, 부위원장 1인을 포함하여 총 7명으로 구성되며, 캘리포니아 주정부 공무원의 의료, 보건과 관련된 행정업무와 장기용양프로그램을 관장한다. 다섯째, 투자 위원회로서 위원장 1인, 부위원장 1인을 포함하여 총 13명으로 구성되며, 투자의

정책, 전략을 설정하며 내부 운용자 및 외부 위탁운용기관에 대한 성과분석을 수행한다. 투자위원회는 다시 두 개의 소그룹으로 분류되는데, 하나는 투자정책 분야로서 3명으로 구성되고 투자정책, 절차, 과정 등에 대한 업무를 수행하고, 다른 하나는 부동산분야로서 7명으로 구성되고 부동산투자에 관한 전반적인 정책, 절차 등에 대한 임무를 수행한다. 나머지 투자정책과 부동산분야를 제외한 3명은 투자업무 전체를 관장한다.

끝으로 기획조정 위원회는 위원장 1인, 부위원장 1인을 포함하여 총 7명으로 구성되며, CalPERS의 전체 계획에 관한 방향, 자문 등을 평가한다.

#### 나. 基金運用規定

Chief Investment Officer하에 투자 실무진은 CalPERS 관리회사에 투자업무에 관하여 보고하고 위원회의 결정에 의하여 업무를 수행하며 투자에 관한 모든 최종 결정은 CalPERS 관리회의 투자위원회에 의한다. 투자위원회는 자산운용에 대한 전적인 책임을 지고 있으며 수익률 관리와 위험 허용치 결정 등 투자정책을 설정한다. 투자위원회 및 내부 투자팀이외에 외부 연금운용기관, 투자컨설턴트, 유가증권 보관은행, 법률자문사 등 체계적인 외부전문가 기구를 갖추고 운용하고 있다.

또한, 위탁운용자산은 국제운용 기관 및 국내기관으로 구분되어 위탁 운용되며, 이는 다시 상품별로 국제 채권 전문운용기관, 국제 주식전문 운용기관, 외환 전문 운용기관, 국내 대형주식, 국내 소형주식 등으로 구분된다. 또한 투자형태에 따라 수동적인 투자형태 및 공격적인 투자 형태를 취하는 기관 등 모두 28개 기관에 분산 위탁운용하고 있다.

〈表 3-3〉 CalPERS 資産運用配分(2000. 10. 31基準)

자산	시가 (10억\$)	자산 배분(%)	목 표(%) <sup>1)</sup>
현금	2.1	1.2	0.0
채권			
국내	38.7	22.8	24.0
국외	6.5	3.8	4.0
채권 총계	47.3	27.8	28.0
주식			
국내	73.4	43.2	39.0
국외	31.7	18.6	19.0
기타	7.8	4.6	6.0
주식 총계	112.9	66.4	64.0
부동산	9.8	5.8	8.0
총계	170.0	100.0	100.0

註: 1) 목표치는 2000년 5월 CalPERS관리위원회에서 결정  
 資料: <http://www.calpers.ca.gov>

#### 다. 基金運用實績

CalPERS는 내부운용과 외부운용의 장점을 살리는 취지에서 외부운용을 통한 비교평가를 하려고 한다. 외부운용 기관선정은 전체 포트폴리오에서 외부 위탁운용자산 비율을 결정한 다음 투자형태를 선정한 후 운용기관을 선정하는 것으로 알려져 있다. 이를테면 수동적 투자, 공격적인 투자 형태의 비율 결정 후에 이에 따른 전문운용 기관 선정 작업이 수반되고 있다.

또한 운용기관 선정 후에도 실적을 평가 할 수 있는 벤치마크 설정과 실현수익 및 위험정도를 점검하는 등 지속적인 모니터링 작업을 하고 있다.

한편 기금운용실적은 분산투자를 통해 높은 투자수익률이 나타나고 있는데 포트폴리오 구성상 국내 기관에는 약 7조원, 국제기관에는 23

조원 가량을 위탁 운용하고 있으며, 최근 주식시장의 활황으로 20%에 육박하는 수익을 보이다 1999년에는 12.5%로 감소하고 있다.

〈表 3-4〉 캘리포니아 年金基金(CalPERS)의 投資收益率 (단위: %)

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
9.7	6.5	12.5	14.5	2.0	16.3	15.3	20.1	19.5	12.5

資料: <http://www.calpers.ca.gov>.

이는 연간 약 3%의 물가상승률과 위험면제(Risk Free) 투자수단인 미국정부 발행 채권 3개월물이 약 5.15%의 수익률을 고려할 때 CalPERS는 매우 높은 투자 수익률을 보이고 있다. 전체 위탁운용자산 중 약 29%는 채권, 65.5%는 주식, 5.5%는 부동산에 분산투자함으로써 높은 투자 수익률을 올리고 있다. 또한 보다 활발한 투자 수단으로서 벤처기업(Venture Capital)이나 비상장주식 등에 적극적으로 투자하고 있다.

## 第 2 節 캐나다의 所得比例年金

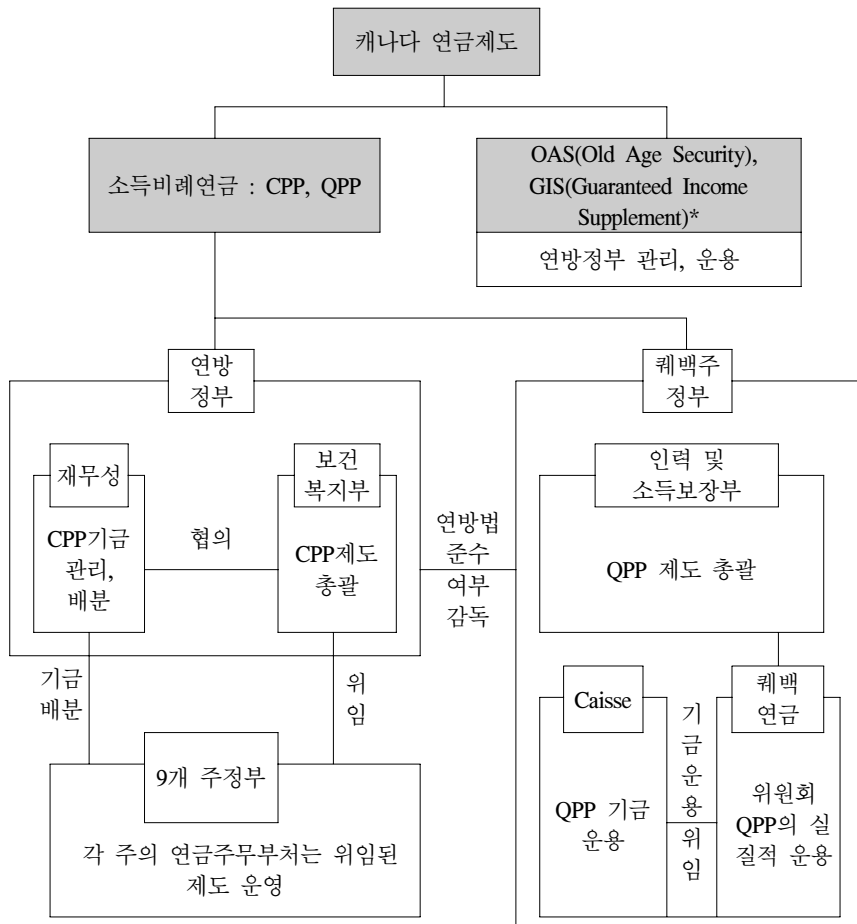
### 1. 캐나다 年金制度(CPP)

캐나다 연금제도는 조세방식으로 운영되는 사회보장제도(Old Age Security Program: 이하 OASP)와 사회보험방식의 소득비례연금제도가 있다. 전자는 최소한의 노후생활을 보장하기 위한 기초연금으로 18세 이후 국내거주기간에 따라 급여의 크기가 결정되고, 추가적으로 결혼 상태 및 소득수준을 고려하여 보충급여를 실시하고 있다. 한편 소득비례연금은 캐나다연금제도(Canada Pension Plan: 이하 CPP)와 퀘백주



연금제도(Québec Pension Plan: 이하 QPP)로 구분된다. 퀘백주를 제외한 9개 주에 설치되어 있는 CPP는 중앙정부에서 총괄·감독하고 있으며, 운용 및 관리의 권한은 각 주에 위임되고 있다. CPP의 보험료율은 1966년 3.6%로 시작하여 1999년에는 7.0%로 상향조정하였다.

[圖 3-3] 캐나다의 公的年金 管理運營體系



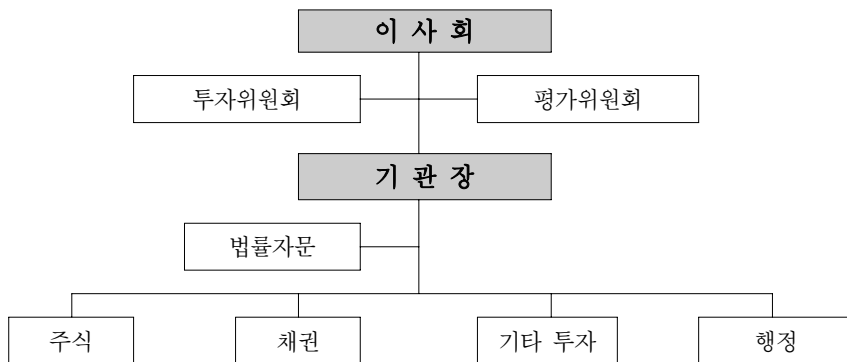
註: 2001년부터 OAS(Old Age Security)와 GIS(Guaranteed Income Supplement)는 New Seniors Benefit로 대체됨.

가. 基金運用組織

1998년부터는 12명의 전문가로 구성된 CPP투자위원회(Investment Board)를 설치하여 순수민간경영 방식으로 운용되고 있다. 투자위원회는 연금 수급권자에게 최대한의 이익을 제공할 수 있도록 신규 조성된 CPP기금을 전문화된 순수민간경영방식으로 운용하는 것을 목적으로 한다. 또한 위원회는 위험과 수익률에 기초하여 적절한 투자기준을 설정하고 가입자에게 최대의 수익을 제공하기 위한 전문적인 투자기법을 도입한다.

선출의 기준은 연방, 주정부 합동 임명위원회에서 후보명단을 작성하여 주정부 재무장관과 자문하여 연방정부에서 임명하며, 이사회위원의 자격은 개혁안의 목적에 부합될 수 있는 충분한 유사운용 경험과 금융시장에서의 기금운용 능력을 갖춘 자로 구성하였다. 전·현직 경제전문가, 회계사, 기업체전문경영인 등 다양한 전문적인 경험을 갖춘 자로 구성되어 있다. 위원장의 경우 약 30년간의 펀드 운용경험이 있는 자로 '98년에 임명되었다. 선출기준에서 가장 중시되는 요소로서 신뢰성, 도덕성을 갖춘 자이다.

[圖 3-4] CPP 投資委員會



#### 나. 基金運用規定

투자위원회에 의하여 모든 투자의사결정이 되며 직접투자는 하지 않고 모두 위탁방식으로 운용하고 있다. 종전에는 시장유통이 불가능한 지방채에 국한된 투자형태에서 수익성 증대를 위하여 다양한 포트폴리오를 구성하여 기금을 투자하고 있다. 국내 주식투자는 적극적인 운용보다는 인덱스(index) 중심의 소극적인 운용을 원칙으로 하며 해외투자는 20%로 제한한다.

지금까지 관리 운용하고 있던 기금(Old Fund)의 경우 새로운 운용 방식을 적용하지 않고 과거 20년 만기 기준에 준하여 20년 만기 때마다 지속적으로 재투자함을 원칙으로 한다. Old Fund의 규모는 2001년까지 약 450억\$가 조성될 예정이다. 현재 신규조성자금은 모두 주식투자를 하고 있으며, 이 중 80%는 국내 주식 투자하고 있다. 국내 주식위탁회사는 TD Qualitative Capital사이며 Toronto Stock Exchange 300 Composite Index를 벤치마크로 설정하고 있다.

해외투자는 Barclays Global Investors가 운용하고 있으며 Standard & Poor's 500 Index와 Morgan Stanley Capital Index-EAFE Index가 벤치마크로 설정되어 있다. '98년 운용수익률은 7.6%로서 실질수익률은 약 3.8%에 이르고 있는데 이 중 운용수수료는 0.01%이다.

CPP의 자산배분은 전략적으로 5단계의 범주로 구분하여 운용하고 있는데 가장 보수적인 운용행태인 R-1은 채권과 주식의 비율을 70% 대 30%으로 설정하고 R-2는 60:30, R-3은 50:50, R-4는 45:55, R-5는 40:60으로 하며 공격적인 구성을 R-5로 정하고 있다. 이를 상품 구성 비율로 살펴보면 다음과 같다.

〈表 3-5〉 CPP投資의 商品構成比率

구분	재무성증권	장기채	캐나다 주식인덱스	S&P 500	EAFE
R-1	10	60	25	5	0
R-2	5	55	35	5	0
R-3	5	45	40	5	5
R-4	5	40	40	10	5
R-5	5	35	40	10	10

다. 基金運用實績

정부의 예산과 함께 연금기금의 운용은 국회의 심의·의결을 거치며, 운용 결과에 대해서는 캐나다 연금기금 연차보고서(Annual Report of the Canadian Pension Plan)를 통하여 공시하고 있다. 기본적으로 투자 정책의 공개, 분기별 재무제표 공표, 연차보고서 발간, 2년마다 주정부 합동회의를 실시하고 있다. CPP 기금운용의 평가는 연방/주 장관 하에 기존 5년마다 실시했으나 새로운 제도하에서는 3년으로 하며 기금운용상의 문제 발생시 긴급회의를 소집할 수 있다.

또한 외부 위탁투자만을 운용대상으로 하므로 CPP위원들이 외부위탁기관을 평가하며 위원회를 현재 평가하는 기관은 없지만 향후 독립된 전문업체에 평가를 의뢰할 예정이다. 평가를 외부기관에 의해서 하는 것은 매우 중요한 문제로서 내부조직에서 하거나 다른 부서에서 하는 경우 모두 이해의 갈등소지가 있어 완전히 독립된 외부기관에 위탁하는 것이 투명성을 확보하는 것이라 믿고 있다.

따라서 연차보고서, 분기보고서 등 성과에 관한 내용은 위원회에서 직접 작성하여 공개하지만 이에 대한 평가는 독립, 전문기관에 의해서 할 예정인 것으로 요약된다.

투자기금으로부터의 수익률은 가중평균 연수익률 11.44%로 유가증권의 고수익률을 얻는다. 이 유가증권은 장기 정부공채(20년)이기 때문에, 기금의 평균수익률은 10%를 상회하고 있다. 상대적으로 이자율이 높았던 1980년대 초에 투자되었던 유가증권이기 때문에, 단기수익률은 기금의 장기기대수익률 7%를 초과할 것으로 예상하고 있다. 한편 새로운 장기 투자전략은 종전에 단지 정부공채에 투자되었던 것보다는 수익률을 개선시킬 것으로 예상되고, 또한 투자의 다양성을 개선시킬 것이다.

## 2. 캐나다 퀘백州 年金基金(QPP)

### 가. 基金運用組織

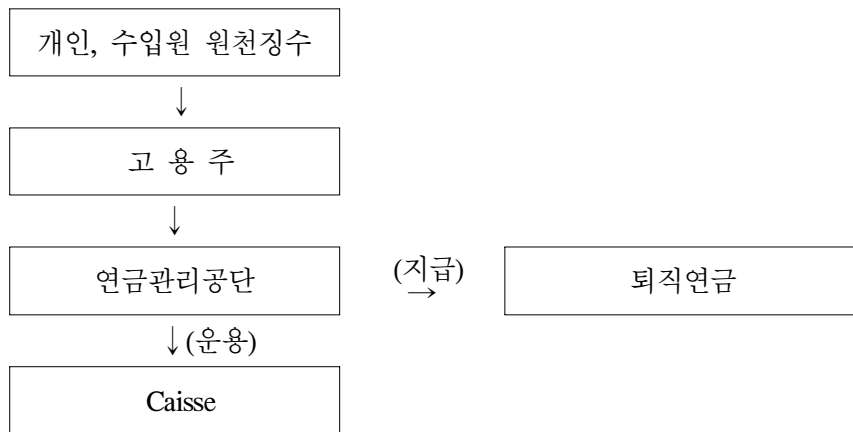
1965년 설립된 퀘백연금(QPP)관리공단은 퀘백주 내의 피용자, 고용자로부터 납부되는 기여금을 전액 전문투자기관인 Caisse de depot et placement du Quebec(The Quebec Deposit and Investment Fund: 이하 Caisse)에 위탁관리하고 있으며 QPP자체는 일체 운용기금을 보유하지 않고 있고, 단지 기금관리만을 담당한다. Caisse는 1965년 국회법에 의해서 설립되었으며 연금관리공단의 연금기금을 위탁받아 운용하는데 그 설립 목적을 두고 있다.<sup>14)</sup>

퀘백연금관리공단은 기금의 관리만을 목적으로 하며 운용에 대해서는 전문투자기관인 Caisse에 전액 위탁하고 급여에 필요한 자금은 필요시 인출하는 체계로 되어 있으며 기금운용에 대해서 Caisse에 자율권을 주고 있다. Caisse는 형성된 기금의 안정성을 유지하면서 동시에 최대수익

14) Caisse는 퀘백경제에 활력을 불어넣을 목적으로 기존에 운용하던 퀘백연금기금뿐만 아니라 정부기관관련 연기금, 자동차보험회사, 건설회사 등 여러 기관으로부터 자금을 위탁받아 운용하는 캐나다 제일의 기관투자자로서 역할을 하고 있다.

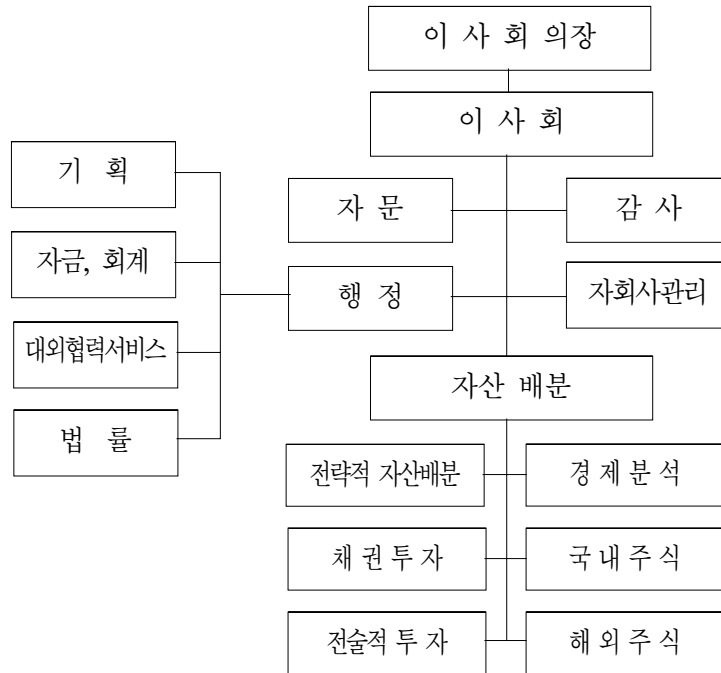
을 올릴 수 있는 분야에 한정하고 있으며 높은 수익률을 이루고 있다.

[圖 3-5] QPP의 年金業務節次



한편, 연금제도와 운용관리를 목적으로 1966년 연금공사가 설치되어 있는데, 공사의 이사장은 Caisse의 기금운용위원회(Board of Directors) 부위원장이 되어 연금운용을 확인·감시한다. Caisse의 기금운용위원회는 연금기금의 투자계획을 세워 기금운용을 하고, 연금공사에 기금 투자·운용결과를 보고하며 기금운용위원회는 12인으로 구성된다.

[圖 3-6] Caisse의 業務節次



Caisse는 전술한 바와 같이 1998년 말 기준 830억 캐나다달러에 달하는 자금을 운용하는 캐나다 제일의 자금 운용회사이고 북미의 가장 큰 자산운용회사의 하나이다. Caisse는 퀘백경제에 활력을 주면서 투자에 있어서 최고의 이익을 추구하고 있다. Caisse는 여러 예금자고객 즉 연금기금, 보험, 공·사 기관, 그리고 뮤추얼 펀드를 대표하여 투자자로서 행사하고 있다.

금융시장에서 활발한 투자를 하고 있는 Caisse는 퀘백과 캐나다 주식 시장에서 제일의 기관투자자이고 퀘백 국채의 대주주이다. 캐나다에서 대규모 부동산을 소유하고 있으며 상업, 주거, 회사 부분 등 다

양하게 투자된 이러한 자산들은 Caisse부동산그룹의 회사들에 의해 활발히 관리되고 있다. 또한 Caisse는 자회사투자그룹들이 다양한 투자를 하고 있다.

#### 나. 基金運用規定

Caisse는 퀘벡의 공적연금 및 보험기금과 퀘벡의 공적 기관의 기금을 투자하는 포트폴리오 매니저의 역할을 한다.

Caisse는 적정 재정수익을 달성하도록 하는 위임사항을 갖고 있으며, Caisse가 운용하는 자본을 보호하면서 퀘벡경제에 활력을 불어넣는 기여를 해야한다. 이러한 목적을 이루기 위해서, Caisse는 채권, 주식, 유가증권, 부동산, 그리고 파생상품과 같은 전통적이고 혁신적인 재정수단의 범위를 이용한다.

Caisse의 투자자금 구성비와 구성액을 살펴보면, Caisse의 투자자금은 여러 기관(18개 기관)으로부터 위탁받은 자금으로 구성된다 (1994년 기준). Caisse의 위탁 투자자금 구성비를 살펴보면 정부기관 35.8%, 연금공사 32.1%, 자동차보험 10.5%, 기타 12.1%으로 구성되어 있다.

투자는 분산투자를 원칙으로 하는데 이를 자세히 살펴보면 채권(약 48%), 국내 주식 투자(25%), 해외 주식투자(10%), 모기지(4%), 부동산(4%) 등으로 구성되어 있다.

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

주식투자 정책은 대형주나 소형주를 구분하지 않고 다양하게 투자



한다. 경제분석과 기업분석을 철저히 하여 내재가치 판단에 신중을 기한다. 한편 해외증권투자의 경우 간접투자방식과 직접투자방식을 병행하여 운용하고 있으며, 경영권 지배를 목적으로 투자하는 경우도 있다. 끝으로 부동산의 경우에는 부동산회사와 합작하여 부동산의 운용·관리를 부동산회사에 위탁하고 있다.

#### 다. 基金運用實績

Caisse의 운용은 Caisse 운용규정에 의하고 있으며 재무제표는 AIMR(Association for Investment Management and Research)의 규정에 맞게 작성되어 투명성을 갖추고 있다. 운용에 대한 감사는 Caisse법에 의해서 위탁자의 요구에 의해서 보장되고 있으며 정기감사는 AON컨설팅그룹에 의해서 행해진다. 즉, Caisse의 자금운용에 대한 평가는 제 3의 기관인 AIMR과 AON컨설팅그룹이라는 전문가에 의해서 공정하며 객관적인 평가를 받아 투명성을 입증시킨다.

해를 거듭할수록 Caisse는 최고의 수익과 안정성을 확인하고 있는데 이는 주의 깊고 대담한 경영, 그리고 재능있는 경영자들과 분석가들의 전문성으로 성취되어진 것으로 분석된다. 또한 불안정한 시장에도 불구하고, 운용팀은 1998년에 전체적 수익 10.2%를 달성하였으며, 누적수익률을 보면 최근 4년 동안 14.2%, 5년 동안 10.7%, 그리고 10년 동안은 11.1%로 나타났다.

〈表 3-6〉 Caisse 資産構成 및 收益率

구 분	1998	1995~1998 (4년간)	1994~1998 (5년간)	1989~1998 (10년간)
단기투자	5.4	5.5	5.5	7.6
모기지	7.1	9.7	8.0	10.3
채권	9.3	13.5	9.7	11.9
캐나다주식	7.6	16.6	13.4	11.1
미국주식	25.4	28.4	-	-
해외주식 및 신흥시장	8.5	11.0	8.4	8.3
부동산	9.7	10.9	6.2	2.5
수익률	10.2	14.2	10.7	11.1

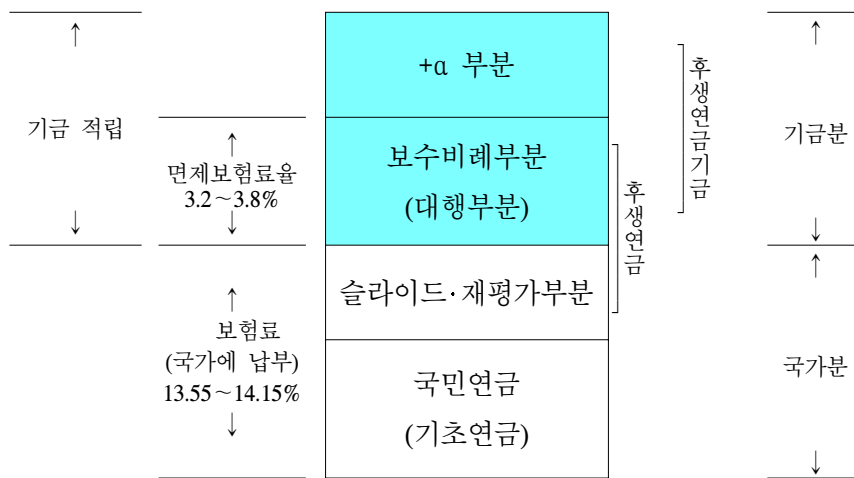
資料: Robert Vilau, Nicolas Toutoungi, 『Quebec Pension Plan』, 1999. 9.

### 第 3 節 日本의 被傭者 年金

일본의 공적연금제도는 기초소득보장을 위한 국민연금과 소득비례부분인 후생연금제도가 있으며, 일반근로자의 경우에는 추가소득보장을 위한 기업연금제도가 마련되어 있다. 한편 기업연금제도는 후생연금의 보험료 중 슬라이드·재평가를 제외한 부분을 국가대신 후생연금기금에서 관리하는 방법과 기업이 연금자금을 신탁은행, 생명보험회사등 사외에 적립하는 등 법인세법상의 일정한 요건을 충족하는 경우에 국세청장관의 승인을 받아 세제상 우대조치가 주어지는 세제적격 퇴직연금으로 구분된다. 이 절에서는 후생연금과 후생연금기금을 중심으로 기금운용체계를 고찰해 본다. [圖 3-7]은 후생연금기금적용 근로자의 보험료와 급여의 구성을 제시하고 있는데, 후생연금보험료중 슬라이드·재평가분을 제외한 부분(대행부분)과 노사간의 합의에 의한

보험료를 후생연금기금에 납부하고, 국가와 후생연금기금으로부터 노령연금을 지급하는 체계를 유지하고 있다.

[圖 3-7] 厚生年金基金 加入者の 保険料構成



資料: <http://www.pfa.or.jp>

### 1. 厚生年金

#### 가. 基金運用組織

후생연금제도는 후생성이 관리하지만 연금적립기금은 자금운용부자금법에 근거하여 전액 대장성에서 위탁되어 관리되고 있다. 연금자금은 국가의 재정투융자사업 재원의 일부를 구성하고 있으며, 연금자금의 대부분은 연금복지사업단 등 정부관계기관에 대한 융자 및 지방자치단체가 교부하는 특별지방채를 매입하는 형태로 환원 융자되고 있다.

연금자금을 포함한 재정투융자자금의 운용계획은 자금운용심의회(의심·자문을 거친다. 자금운용심의회는 자금운용의 공정성을 확보하

기 위해 총리부에 설치하고 있다. 심의회는 연금제도에 대한 지식이 풍부한 전문가를 포함하여 학식과 경험이 풍부한 관계전문가 7명으로 구성되어 있다. 자금운용심의회는 역할로는 자금운용부 자금의 운용 방침 및 조건, 예탁이자율 등에 대한 심의와 자문을 하고 있다. 대장성의 투자 조직으로 연금복지사업단이 있는데 그 기능은 자금운용부 자금을 환원 용자받아 금융 및 복지투자사업을 실행하고 있다.

자금운용부 자금의 운용계획에 대하여 국가의 일반예산과 함께 국회의 의결과 승인을 받아야 하며, 운용실적에 대해서도 국회에 보고하여야 한다. 이는 자금운용부 자금 및 간이생명보험의 적립금의 장기운용에 대한 특별조치에 관한 법률로서 정해져 있다. 자금운용부 자금의 운용계획과 결과에 대해서는 매년 신문·잡지 등 대중 매체와 재정금융통계월보 및 재정리포트를 통하여 공시하고 있으며 연금자금에 대하여 투자목적, 용도, 금액내역을 명시하여야 한다.

#### 나. 基金運用規定

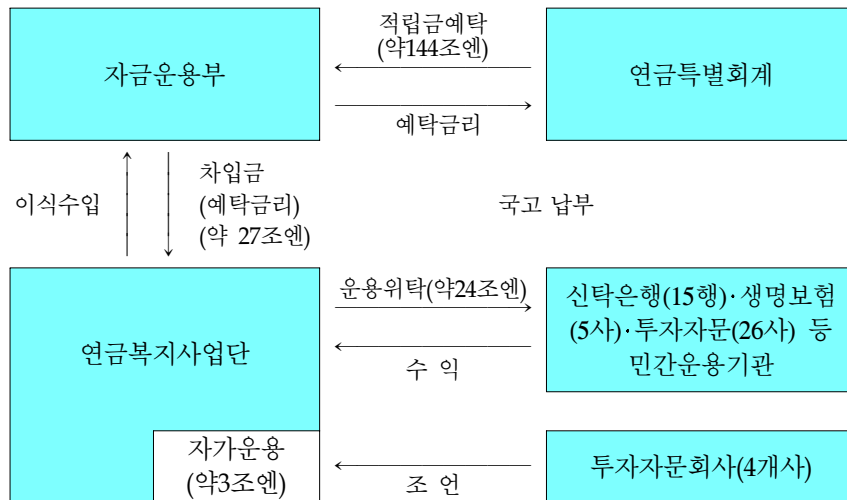
자금운용부자금법 제2조 2항의 자금운용부에 예탁의무 규정과 제3조 2항의 연금특별회계 여유금의 운용규정에서 국민연금·후생연금기금 등 공적자금의 예탁을 의무화하고 있다. 예탁방법으로 자금운용부자금법 제4조 7항에 의해 모든 예탁금에 대해 예탁증서를 발행하고 있다.

연금기금의 계정방법으로서 대장성은 연금기금으로부터 차입자금에 대해서는 연금자금 등으로 분리 계정하여 자금의 출처, 사용처, 용도 등을 명확히 하고 있다. 예탁이자율은 자금운용부자금법 제4조 제3항의 자금운용부 예탁금의 금리와 정령에 의해 예탁증서에 대해 원칙적으로 10년 만기 국공채의 금리수준을 적용하고 있다. 자금운용부 자금의 운용대상은 국가, 법률이 정하는 바에 따라 예산에 대하여 국회의 의결 또는 승인을 요하는 법인, 지방공공단체, 특별법에 의해 설립

된 법인 및 특별법에 의해 채권발행 기능이 부여된 법인, 금융채, 해외채권 등이다. 적립기금의 배분 현황은 연금적립기금 기준으로 공공 부문, 금융부문, 복지부문에 각 1/3씩 배분되어 있다. 이는 공공, 수익, 복지의 균형을 고려한 운용방식을 하고 있다.

한편 연금복지사업단은 국민연금, 후생연금 등의 피보험자 및 연금수급자의 복지향상을 위하여 국민·후생연금 적립금을 재무성 자금운용부로부터 용자받아 주택용자를 통한 마이홈 건설자금, 회사의 휴양소·사택 등의 건설자금 장기저리용자, 연금담보자금의 대부, 자녀의 교육자금의 알선, 대규모 휴양시설의 설치·운영, 연금급여 재원확보를 위한 자금운용사업을 행하고 있는 기관이다. 연금기금운용의 수탁기관인 사업단은 공적법인체로서 자금조달은 대장성에서 하지만 후생성의 감독을 받고 있다.

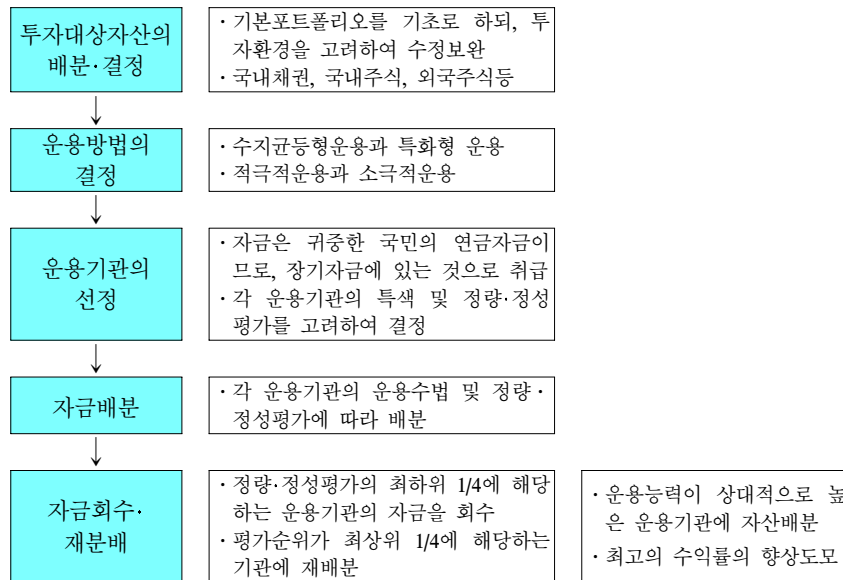
[圖 3-8] 年金福祉事業團의 資金運用事業



註: 운용위탁, 자가운용은 시가표시임(1999.3월 기준)  
 資料: www.nempuku.go.jp 재인용

[圖 3-8]은 연금사업단의 자금운용사업을 예시하고 있는데, 매년 신탁은행, 생명보험회사 및 투자자문회사 등의 민간운용기관에 위탁하여 채권이나 주식 등에 간접투자를 하고, 일부는 투자자문회사의 권유를 받아 자체적으로 채권 등에 투자하고 있다.

[圖 3-9] 年金福祉事業團의 資金運用節次



資料: <http://www.nempuku.go.jp>

연금사업단의 자금운용의 방법은 불필요한 거래비용을 유발하는 단기적인 매매보다는 허용 가능한 수익변동 범위 내에서 장기적으로 최대의 수익을 달성할 수 있는 채권이나 주식 등의 기준보유율을 유지해나가는 방향으로 기본포트폴리오를 구성하여 운용한다.<sup>15)</sup> [圖 3-9]

15) 기본 포트폴리오의 구성은 국내채권 58%, 전환사채 4%, 국내주식 22%, 외국주식 11%, 단기자산 5%이다. 다만, 외국채권에 대한 투자는 10%범위 내에서 국내채권을 대체할 수 있다.

는 자금운용절차를 제시하고 있는데, 운용방법 결정시 수지균등형은 복수의 자산을 운용하는 방법이고, 특화형은 특정자산에 대해서 특화해 운용하는 방법을 의미한다. 또한 적극적운용이란 시장흐름에 따라 의도적으로 평균 시장수익률보다 높은 수익을 목표로 운용하는 것이고, 소극적운용이란 거래수수료 등의 발생을 억제하면서 시장평균수익을 목표로 운용하는 것을 의미한다.

#### 다. 基金運用實積

연금복지사업공단의 1999년 자금운용사업의 종합수익률은 11.1%로 2조7천억이었으며, 차입금이자(차입금리 3.82%)를 제외하면 1조 7천억 엔 수준이었다. 부문별 수익률은 국내채권 2.1%, 전환사채 22.4%, 국내주식 35.5%, 국외주식 3.4%를 보여주고 있다.<sup>16)</sup>

<表 3-7>은 연금복지사업단의 자금운용추이를 제시하고 있는데, 1991년도부터 매년 당년도 수지가 적자를 보이고 있으며, 1993부터는 누적수지적자를 보이고 있다. 그러나 시가기준으로는 이미 2년, 4년전부터 각각 적자를 보이고 있었다. 연금재원강화사업 및 자금확보사업 양사업의 1999년도까지 누적수지적자가 약 1조 4천억 엔을 상회하고 있는 것으로 나타났다. 이와 같은 이유는 1990년대에 접어들어 일본의 거품경제의 붕괴, 금리하락 등 경제 여건의 변화와 함께 이전 고금리시대의 자금운용부자금 차입금이 상당부분을 차지하고 있기 때문으로 보인다. 따라서 정부는 기존의 기금운용체계를 개선하기 위한 방안으로 2001년 4월부터 연금복지사업단을 해체시키고, 기존의 자금운용사업과 연금 주택융자, 교육자금 대부·알선, 대규모 휴양시설 관리·운용 등은 “연금자금운용기금법”에 의해 설립되는 “연금자금운용

16) 외화기준자산에 대해서는 유럽국가들의 주가는 대체로 상승했지만, 엔고의 영향으로 엔화기준의 수익은 저조한 것으로 나타남.

기금”으로 이관되고, 연금담보 용자업무는 사회복지·의료사업단에서 실시된다. 한편 사택, 복리후생시설 등의 용자사업은 없어진다.

<表 3-7> 年金福祉事業團의 資金運用推移

(단위: 억엔)

구분	차입금액 <sup>1)</sup>			수익률	당년도수지		누적수지	
	계	자금확보 사업	연금재원 강화사업		시가	부가	시가	부가
1986	5,000	5,000	-	16.85	211	30	196	30
1987	21,000	11,000	10,000	3.09	-284	165	-114	196
1988	43,200	20,500	22,700	8.06	1,108	603	884	799
1989	67,000	29,000	38,000	1.32	-2,201	1,016	-1,426	1,815
1990	95,500	39,500	56,000	2.93	-2,107	517	-3,595	2,332
1991	126,500	50,000	76,500	2.20	-4,095	-540	-7,864	1,793
1992	161,450	59,050	102,400	5.22	-732	-1,130	-8,761	530
1993	194,600	67,950	126,650	4.86	-1,253	-1,737	-10,090	-1,207
1994	218,500	72,350	146,150	-0.34	-12,042	-5,777	-22,267	-6,984
1995	230,550	74,900	155,650	11.03	12,149	-3,128	-9,940	-10,112
1996	237,530	75,670	161,860	3.98	-2,890	-4,133	-12,994	-14,245
1997	247,530	75,670	171,860	7.06	4,599	-190	-8,432	-14,434
1998	257,530	75,670	181,860	2.71	-3,949	-4,052	-12,381	-18,486
1999	267,530	75,670	191,860	11.10	17,717	4,474	5,386	-14,012

註: 1) 차입금액은, 상환액수를 공제한 매년도말 시점에서의 누계액

<表 3-8>은 근로자의 소득비례연금인 후생연금의 재정수지를 제시하고 있는데, 1998년의 적립금규모는 130조 8446억 엔으로 당해연도 총급여의 7배 수준이다. 한편 운용수익은 지속적으로 증가하여 1993 이후에는 5조 엔을 상회하고 있으나, 최근에는 그 증가율의 속도가 감소하고 있는 것으로 나타났다.



〈表 3-8〉 厚生年金 收支現況

(단위: 억엔)

구분	수입(계)	보험료	관리비	운용수입	지출(계)	보험급여	수지차	적립금
1960	1,068	807	11	227	129	107	939	3,501
1970	10,334	7,479	52	2,496	1,672	1,545	8,662	44,202
1980	70,705	47,007	261	17,846	34,366	32,515	36,339	279,838
1990	261,012	130,507	392	42,152	194,576	105,031	66,437	768,605
1991	295,576	142,141	401	46,652	224,209	113,230	71,367	839,970
1992	317,262	149,550	421	49,554	245,891	121,460	71,371	911,340
1993	330,335	153,476	425	50,772	262,964	129,055	67,372	978,705
1994	347,715	163,398	454	52,621	281,088	138,277	66,627	1,045,318
1995	381,237	186,933	464	55,268	308,410	150,413	72,826	1,118,111
1996	393,736	193,706	501	56,061	327,226	156,890	66,510	1,184,579
1997	332,255	206,832	514	55,637	259,246	172,895	73,009	1,257,560
1998	321,427	206,151	284	52,164	270,265	182,824	51,162	1,308,446

## 2. 厚生年金基金

후생연금기금제도는 1965년의 후생연금보험법의 개정에 의해 도입되어 1966년 11월부터 실시된 기업연금제도의 한 형태로, 기업이 단독 또는 공동으로 후생연금기금이라는 특별한 공법인을 설립해, 후생연금보험의 일부를 국가대신 운영하여, 기업의 실정에 맞는 연금급여를 후생연금보험에 추가하여 보장하는 것이다.

<表 3-9>는 자산규모별 후생연금기금 수를 제시하고 있는데, 단독설립은 가입자 500인 이상, 연합설립은 800인 이상, 종합설립은 3,000인 이상이어야 하며, 1998년 기금수는 1,858개 달하고 있으며 총자산은 53조엔에 이르고 있다. 또한 각 기금의 중도탈락자(통상 10년 미만 가입자)나 해산된 기금의 가입자를 위한 기금관리를 위해 후생연금기금 연합회를 결성하여 운영하고 있다.<sup>17)</sup>

17) 후생연금 기금연합회의 자산규모는 2000년 3월 현재 시가기준 4조 6천억 엔에 이르고 있다.

<表 3-9> 資産規模別 厚生年金基金 數(時價基準: 1998年 末)

	총수	단독설립	연합설립	종합설립
총수	1,858	559	661	638
5억엔 미만	2	2	-	-
5~ 10억엔	16	11	4	1
10~ 50억엔	461	188	137	136
50~ 100억엔	408	108	160	140
100~ 500억엔	780	190	288	302
500~1,000억엔	108	36	32	40
1,000억엔 이상	83	24	40	19

資料: www.pfa.or.jp

### 가. 基金運用 組織

기금운용조직은 <表 3-9>에 제시된 바처럼 각 기금에 따라 설정되어 있다. 따라서 이 절에서는 각 기금으로부터 중도탈락 또는 해산기금가입자의 기금을 총괄적으로 관리하는 후생연금기금 연합회의 운용을 중심으로 고찰해 본다. 후생연금기금 연합회는 전국의 후생연금 기금의 합의에 따라 후생성의 인가를 얻어 설립된 특별법인이다. 연합회의 주요기능은 후생연금기금이 있는 회사로부터 중도탈퇴자나 해산한 후생연금 기금에 들어가 있는 해산기금 가입원에 대한 연금급여를 개개의 기금이 관리하는 것은 비효율적이고, 수급자에 있어서도 자신의 가입하고 있던 개개의 기금으로부터 개별의 연금을 받는 것은 몹시 번잡하고 불편하기 때문에, 후생연금 기금 연합회에서는 가입자의 기록과 연금 원자금을 종합적으로 관리하여 통제하는 센터 기능을 수행하고 있다.<sup>18)</sup>

연합회는 연금자산에 관한 기본방침이나 기본포트폴리오의 책정 및 개

18) 후생연금기금연합회는 제도의 발전을 위해서 기금이 수행하는 사업에 대한 상담·지도·연락, 기금에 대한 교육·정보의 제공, 기금의 사업, 연금제도에 대한 조사·연구, 연금라이프플랜 지원 사업, 기금의 건전한 발전을 꾀하기 위해 필요한 사업, 기금의 가입원을 위한 복지증진 시설의 설치 및 운영 등을 수행하고 있다.

정 등 중요 사항을 결정하기 위해 연합회 자산운용위원회를 설치한다. 연합회 자산운용위원회는, 외부의 학식과 경험이 많은 자를 연합회의 운용집행이사로 구성하는데, 그 설치 요강에 대해서는 별도로 정한다.

#### 나. 基金運用 規定

연합회의 후생연금기금의 운용에 있어서 다양한 불확실성이 존재하기 때문에 연금자산의 불확실성이 연금 재정에게 주는 영향 및 연금 자산 수익률의 불확실성이 허용되는 정도에 대하여 충분한 검토를 거친다.

따라서, 후생연금기금을 운용하는 중에, 중도탈퇴자 등과 관련되는 환수금 등의 수입과 급여 등의 지출 비율의 중장기적인 동향을 고려하고, 장래의 연금 채무의 변동 및 금융시장의 불확실성에 의한 연금 자산의 변동, 모체 기업 등으로부터의 추가 재원의 중단 등을 고려하여 기본포트폴리오를 책정한다.

연금자산의 운용목적을 달성하기 위해서는, 기본이 되는 투자대상 자산의 기대수익률을 예측하고, 표준 편차와 상관계수를 고려한 다음, 장래에 걸치는 최적 편성된 기본포트폴리오를 책정하는 자산 배분이 필요하다. 이 기본포트폴리오는, 3~5년의 중장기적 관점으로부터 책정되어 매년 검증을 받는다. 그 검증의 결과, 책정시의 제조건이 변화할 경우는, 필요에 따라서 기본포트폴리오의 재검토가 이루어진다.

〈表 3-10〉 기본포트폴리오(2000. 10. 1 基準)

구분	국내 채권	국내 주식	외국채권	외국 주식
비율(%)	42.00	33.00	7.00	18.00

앞의 기본포트폴리오에 근거해, 투자대상자산을 구분하고 운용 스

타일·수법의 분산을 감안하여 가장 적절한 수탁기관을 선택한다. 각 수탁기관에 대해 운용 가이드라인은 아래와 같다.

수탁기관 선정시, 해당 수탁기관의 ① 경영이념, 경영내용 및 사회적 평가, ② 기업연금 제도에 대한 이해와 관심, ③ 운용방침 및 운용 스타일·수법, ④ 정보수집 시스템이나 투자판단과정 등 운용관리 체제, ⑤ 법령준수 체제, ⑥ 운용담당자의 능력 및 경험, ⑦ 연금운용의 경험과 실적 등을 기준으로 심사한다.

이와 함께 연합회는, 각 투자 대상별 자산을 구분하여, 수탁기관의 운용실적 및 투자행동을 정기적으로 정량, 정성의 양면으로부터 종합적으로 평가하고, 그 결과로 수탁기관에 대한 자산배분 시장점유율을 변경하다. 또한 수탁기관의 노력과 상호간의 경쟁을 촉진하여 보다 효율적인 자산운용을 목표로 하고 있다.

#### 1) 受託機關의 運用方針

수탁기관은 연합회의 연금자산의 관리운용에 대해, 단지 위탁자인 연합회의 이익에 대해서만 충실히 최선의 노력을 완수할 의무를 진다. 또한 수탁기관은 이 의무에 연합회의 연금자산의 관리 운용 업무에 종사하는 자사의 모든 임직원에게 철저한 교육을 할 책임을 가지고 있다. 따라서, 수탁기관은 투자가인 연합회의 이익 증대만을 위해서만 주주 의결권을 행사하고 관련 법령을 준수하여야 한다.

자산 구분마다의 운용방침 및 거기에 기초를 두는 운용 스타일·수법을 분명히 해, 이것을 변경하는 경우는, 그 취지를 연합회에 문서로 통지해, 협의를 거쳐야 한다.

#### 2) 自家運用의 方針

연합회는 연금자산의 운용의 효율화를 위해, 후생연금보험법 제164

조 제3항과는 동법 제136조의 제1항 제4호 및 제5조의 규정에 근거해, 연금자산 일부에 대해 스스로 관리·운용업무를 한다. 이 관리·운용업무는 자가운용자산, 자산의 효율적 운용에 노력하는 것 외에 연합회 기본포트폴리오 전체의 종합적인 리스크관리 및 비용관리를 통해 조정자금으로서의 역할도 담당한다.

이를 위해 연합회의 연금 자산의 관리·운용업무를 집행하는 이사 중 1명은 자가운용업무와 관련되는 운용집행 이사업무를 하며, 자가운용 업무는 연합회 연금운용부에 두도록 한다. 또한 자가 운용의 실태에 관한 정확하고 필요한 정보를 파악하기 위해, 유가증권 및 현금 등의 잔고, 수익률, 리스크 등을 매일 파악한다.

#### 다. 基金運用 實績

##### 1) 厚生年金基金 聯合會

2000년 3월을 기준으로 후생연금기금 연합회의 적립금은 4조 6천억 엔 수준이며, 그 구성을 보면 채권이 39.1%로 가장 많은 비율을 차지하고 있으며, 그 다음으로 주식이 36.5%, 외국주식이 16.6%, 외국채권이 5.4%를 차지하고 있다(表 3-11 참조). 한편 기금을 위탁하고 있는 기관수는 총 38개 기관(후생연금기금협회 포함)으로 시가기준 투자액은 투자자문회사 39.4%, 신탁은행 30.0%이었으며, 자가운용은 15.5%에 이르고 있다.

〈表 3-11〉 厚生年金基金 聯合會의 年金積立金の 構成(時價基準)  
(단위: %, 개소)

	채권	주식	외국채권	외국주식	생명보험	부동산	기타	합계
구성비	30.1	36.5	5.4	16.6	0.9	0.3	1.2	100.0
기본 Portfolio	42.0	33.0	7.0	18.0	0.0	0.0	0.0	100.0
위탁기관수	10	14	5	10	6			37 <sup>1)</sup>

註: 1) 중복 수탁기관 있음.  
資料: <http://www.t3.rim.or.jp>에서 재인용

<表 3-12>는 연합회 연금기금의 운용수익 추이를 제시하고 있는데, 1985, 1995, 1999년의 수익률은 국내주식시자의 활황으로 2자리수의 증가율을 보였으며, 특히 1995년에는 해외증시의 활황으로 14.88%의 수익률은 기록하고 있다.

〈表 3-12〉 厚生年金基金 聯合會의 運用收益 推移

구분	종합 수익률(%)	시 장 수 익 률(%)				환율(¥/\$) (기말기준)	생명보험 (배당실적)
		국내채권	국내주식	외국채권	외국주식		
1985	11.78	13.70	28.06	-5.11	7.34	179.65	9.36
1990	2.74	8.56	-10.91	1.33	-2.73	140.55	7.65
1991	0.33	12.02	-27.38	5.09	3.22	133.05	6.40
1992	5.51	9.88	1.92	-2.85	-4.57	115.35	5.50
1993	5.24	7.50	10.10	-6.23	-0.86	102.80	5.50
1994	-1.0	6.74	-15.62	-7.39	-5.17	88.38	4.50
1995	14.88	6.46	26.11	37.11	56.67	106.49	4.50
1996	4.25	6.52	-15.42	20.00	39.46	123.97	2.51
1997	7.71	4.69	-7.98	15.50	51.84	133.39	2.50
1998	2.98	2.88	2.20	-3.57	0.13	118.43	2.50
1999	11.29	2.08	35.48	-17.88	3.40	102.57	NA <sup>1)</sup>

註: 1) 배당실적이 각사마다 상이하여 기재안함.  
資料: <http://www.t3.rim.or.jp>에서 재인용

## 2) 厚生年金基金

1,835개의 후생연금기금의 자산구성은 <表 3-13>에서와 같이 국내·외 주식에 55%를 상회하고 있으며, 국내채권에 21.5%를 투자하고 있는 것으로 집계되었다.

〈表 3-13〉 厚生年金基金의 資産構成比率

(단위: %)

	국내채권	전환사채	국내주식	외화채권	외화주식	일반계산	대부금	기타 <sup>1)</sup>
1999	21.52	1.60	36.45	7.38	18.03	11.13	1.35	2.55

註: 1) 부동산, 현금 등이고, 사사오입으로 합계가 100%가 되지 않음.

資料: www.pfa.or.jp

한편, 1999년 결산기준 후생연금기금 자산운용실태조사에 의하면 조사대상 1,835기금 중(2000년 3월 기준) 2년 이상 운용기간을 충족하는 기금 1,830개의 기금의 수익률은 다음과 같다. 1999년도 종합 수익률은 13.1%이었으며, 최근 3년간 7.03%, 5년간 수익률은 6.99%인 것으로 조사되었다.

〈表 3-14〉 厚生年金基金의 收益率 推移

(단위: %)

1995	1996	1997	1998	1999	1997~1999	1995~1999
10.27	3.65	5.65	2.56	13.09	7.03	6.99

資料: www.pfa.or.jp

후생연금기금 연합회의 자산을 포함한 전체 후생연금기금의 자산규모는 1998년 결산기준 53조 엔에 이르고 있으며, 급여의 30.4배 수준인 것으로 조사되었다. 한편 운용수익은 1조 2566억 엔으로 총수입의

24.3% 수준이다(表 3-15 참조).

〈表 3-15〉 厚生年金基金의 收支推移

(단위: 억엔)

	수입			지출		수지차	연금자산 (고정자산)
	계	기금	운용수익	계	급여		
1989	35,339	19,624	15,364	5,538	3,947	30,001	226,838
1990	38,776	22,381	15,955	6,347	4,828	32,428	258,531
1991	39,634	24,262	14,928	7,320	5,897	32,314	296,323
1992	38,946	26,057	12,384	8,144	6,709	30,802	320,534
1993	44,654	29,800	14,222	9,292	7,787	35,362	355,564
1994	41,136	28,790	11,485	10,505	9,015	30,631	385,370
1995	46,493	31,611	13,987	12,309	10,738	33,427	418,862
1996	45,924	32,755	11,964	14,066	12,392	31,858	450,242
1997	49,294	37,521	10,201	16,260	14,406	33,034	501,090
1998	52,875	37,665	12,866	19,556	17,566	33,318	533,261

資料: www.pfa.or.jp

#### 第 4 節 스웨덴의 附加年金

스웨덴의 연금제도는 1937년부터 시작된 기초연금(Allmänna Folk Pension), 1960년부터 도입된 소득비례연금인 부가연금(Allmänna Tilläggs Pension: 이하 ATP)으로 구성되어 있었으나, 1999년 법개정으로 신연금제도가 도입되어 보험료의 일부를 개인선택에 의한 기금에 투자할 수 있도록 하여 공적연금제도의 일부를 민영화하였다.

##### 1. 附加年金(ATP)

##### 가. 基金運用組織

소득비례연금의 적립기금은 당해년도 급여의 5배 수준을 유지하도록 되어 있는 수정적립방식을 택하고 있다. ATP기금은 스웨덴 국가연



금기금(SWPF)에 의해 독자적으로 운용되고 있으며, 국가사회보험위원회의 철저한 감독이 이루어진다. ATP기금은 5개 기금계정으로 분리하여 관리되고 있으며 그 중 규모가 가장 큰 것으로서 제1, 2, 3기금운용위원회의 계정이다.

제1기금운용위원회는 중앙, 지방공무원, 관련기관의 보험료의 적립되는 기금을, 제2기금운용위원회는 민간부문 대기업에 의해 적립되는 기금을, 제3기금운용위원회는 중소기업과 자영자의 보험료로 적립되는 기금을 각각 운용하고 있다. 국가연금기금은 매년 연차보고서를 발간하여 국회 및 국민에게 기금운용 결과에 대해 정보제공을 하고 있다.

#### 나. 基金運用規定

기금계정별 운용위원회는 기본적으로 동일한 기금운용규정의 범위내에서 구체적인 투자대상 등과 관련한 세부결정을 자율적으로 할 수 있다. 기금운용법상의 투자원칙으로 기금은 부가연금 가입자의 수익이 극대화 되도록 운용되어야 하며, 이를 위해 장기성, 고수익성, 유동성, 위험분산, 안정성 기준을 충족하는 투자를 하여야 한다.

이러한 기금운용원칙에 입각하여 3개의 기금계정은 주로 안정성과 유동성을 동시에 충족시키는 채권 등 기타 이식채권에 투자하고 있으며, 구체적으로 주요 투자상품별로 다음과 같은 투자한도가 정해져 있다. 외국발행채권은 적립기금의 10%를 초과하지 못한다. 낮은 신용도의 자산보유는 총 기금의 5%를 초과하지 못하며 토지, 주식 등 국내외 재산권 획득은 5%를 초과하지 못한다.

운용현황을 살펴보면 수익성을 강조하는 기금운용원칙에도 불구하고 실제 기금운용은 거의 대부분 국공채 등 안정자산위주의 장기채에 투자하고 있는데, 국공채 매입, 공기업 대부방식 등에 의해 자금의 상당부분에 적립기금의 90%를, 금융·복지부문에는 단지 약 10%정도를

투자하고 있는 실정이다.

다. 基金運用實績

대부분의 기금이 정부공채에 배정되기 때문에 연금기금의 수익률은 정부가 차관에 지불하는 이자율과 비슷한 수준이다. 1990년대 초에는 8%내외였으나, '90년대 중반이후에는 다소 감소하고 있다. 1998년 말 현재 적립기금은 6415억 크로나이며, GDP의 35% 수준이다.

<表 3-16>은 ATP의 재정추이를 제시하고 있는데, 기금률은 급여의 5배수준을 유지하고 있음을 알 수 있다.

<表 3-16> 스웨덴의 ATP 財政推移

(단위: 백만 SEK, 배, %)

	총수입	보험료	이자 수입 등	총지출	급여지출	기금	기금률 <sup>1)</sup> (배)	사회보 험료율
1960	480	468	12	2	-	478	239.0	3.00
1965	3,394	2,905	489	190	153	10,501	55.3	7.50
1970	8,315	6,100	2,215	1,240	1,166	38,418	31.0	10.00
1975	16,735	10,946	5,789	5,129	4,998	88,569	17.3	10.75
1980	35,959	22,192	13,767	19,277	19,029	164,994	8.6	12.00
1985	63,707	35,172	28,535	42,452	42,116	266,611	6.3	10.00
1990	125,350	78,927	46,423	77,988	77,406	431,772	5.5	13.00
1991	137,926	83,145	54,781	88,963	87,861	480,734	5.4	13.00
1992	138,007	83,796	54,211	119,967	96,381	498,775	4.2	13.00
1993	134,719	81,014	53,705	102,217	101,438	531,277	5.2	13.00
1994	119,158	82,684	36,474	109,030	108,371	541,404	5.0	13.00
1995	145,307	80,734	64,573	113,942	113,244	572,769	5.0	14.00
1996	143,209	84,897	58,312	118,586	117,864	597,392	5.0	14.00
1997	144,843	87,733	57,110	122,425	121,578	619,810	5.1	14.00
1998	147,344	92,026	55,318	125,684	124,862	641,470	5.1	13.35

註: 1) 급여대비 적립금비율임.

資料: National Social Insurance Board, Social Insurance Statistics, 1999.

## 2. 新年金制度

1999년 법개정, 2000년 준비작업, 실질적으로 2001년부터 실시되고 있는 신연금제도의 기본이념은 ‘연금제도가 재정적으로 경제발전과는 상관없이 안정적이어야 한다’는 전제하에 논의되었다. 현재 18.5%인 보험료를 지킨다는 생각과 연금이 국민소득과 관련을 갖는다는 생각은 연금자에게 지급되는 급여액이 경제활동참가자 즉 가입자에게 그렇게 큰 부담을 주지 않는다는 것을 입증하려는 것이다.

신연금은 소득연금(Inkomspension), 보험연금(Premiepension)으로 구성되며 근로기간동안 18.5%를 보험료를 납부한다. 보험료의 16%는 현세대 수급자를 위해 지출되고, 2.5%는 보험연금기관(Premiepensionsmyndigheten: 이하 PPM)에 납부하여 민간이 운영하는 기금에 투자된다. 이때 가입자는 민간기금을 5개까지 선택할 수 있으며, 각 개인별로 선택된 기금에 관한 정보는 PPM만이 알 수 있으며 민간부문의 기금운영자들에게는 제공되지 않는다. 따라서 향후에는 개인별 연금수준은 자기가 선택한 기금의 수익률에 따라 다를 수밖에 없다.

보험연금을 위한 기금 선택은 1999년 가을에 처음으로 진행되었는데, 전산장비 등의 준비과정의 미비로 2000년 초까지 진행되었다.<sup>19)</sup> 기금을 선택하지 않은 가입자는 국립스웨덴연금기금에 있는 AP기금에 상대적으로 낮은 위험면제수익률을 제공하는 보험료저축기금(Premium Savings Fund)이라는 새로운 기금에 투자된다. 매년 봄 투자에 대한 성과와 향후 투자계획에 대해 가입자에게 보고함으로써 개인의 미래연금을 예측하도록 배려하고 있다.

19) 2000년 말 기준 약 286만명이 기금을 선택하였으며, 선택된 계좌수는 1131만인 것으로 집계되었다.

## 第 5 節 칠레·싱가포르의 個人貯蓄計定

### 1. 칠레의 年金基金(AFP)

#### 가. 基金運用組織

사회보장제도 파산이후 1981년에 등장한 칠레연금제도는 민간운영 연금기금제도이다. 확정각출방식으로서 일정소득 이상의 근로자는 월급의 10%를 본인이 선택한 연금기금회사(Administradoras de Fondo de Pensiones: 이하 AFP)에 저축하도록 되어 있으며, 임의적으로 10%를 추가로 가입할 수 있도록 하고 있다. 연금기금사는 저축금을 개인계좌별로 정부의 엄격한 감독하에 운용하고 있으며, 가입자로부터 운용수수료를 보험료와 함께 받는다.

#### 나. 基金運用規定

개인과 관리회사 사이에는 상당히 정보가 불균형하게 분배되는데 이는 부분적으로 기준정보의 문제에서 기인하기도 하고, 투자자가 자본시장의 불확실성뿐만 아니라, 자본시장 투자와 연금제도의 강제적인 특성에 대해 이해하지 못하기 때문이다. 그 결과 주로 구매자 보장에 초점이 맞추어진다. 예컨대 기금을 관리회사로부터 분리시키는 방법과 최소한의 필요자본을 요구하는 방법을 통해 지급능력을 보유하도록 규제한다. 투자시에는 상이한 자산에 대해 최대 한도액을 정하는 규칙을 따른다.

이러한 규칙을 따른다고 할 때, 최대 공채에 50%, 증권에 30%, AAA-급 은행채무 형태의 외국인 자산에 3%가 적용된다. 증권과 회사채는 강력한 평가요건이 충족되어야 한다. 기업의 시장 현재가계산 측면과 기금 자체측면 둘 다에서 자산개별 기업에 투자되는 기금 비율을 제한하는 규칙이 있다. 무제한적인 투자를 허용한다면 기업은 위

험부담이 크에도 불구하고 고객에게 매력적일 정도로 수입액을 끌어 올리려 할 것이기 때문이다.

추가적인 안전장치는 관리자가 그 자산의 장부에 있는 기금의 1%를 고객의 기금과 같은 방식으로 투자하게 해서 잘못된 투자로 인한 손실을 나누도록 한다. 다른 관리자와 비교한 수익 제한 제도도 있다. 어떤 기금의 수익이 50% 이상이거나 평균이상 2%포인트가 넘으면 초과분은 이윤준비금에 예치되어야 하는데, 연금기금에서 따로 관리되지만 이것 역시 연금기금에 속한다. 평균의 반 이하의 수익이거나 평균의 2%포인트보다 낮다면 이윤준비금으로 채워야 한다.

기금은 지난 네 번의 기여, 기금의 금융운용, 누적재정수지, 회계상의 수익률을 1년에 3번 보고해야 한다. 물론 기금이 확정각출방식이기 때문에 규제상의 이슈는 제기되지 않지만 초과액, 연금 수급자격, 양도성과 관련한 이슈가 있다. 그러나 모든 연금기금의 평균에 부응하는 최소 수익을 얻도록 하는 최소 기금보유규칙과 비교할 만한 규제가 있다. 회사가 파산하게 된다면 정부는 이러한 최소한의 수익을 지불한다. 연금기금의 감독제도는 기금운용대리인과 AFP 감독자로 나누어 모든 관련 업무를 수행한다. 투자거래는 매일 보고된다. 지금까지 세 개의 AFP가 망했지만 연금기금에 관련한 손해는 없었다.

1994년초 AFP가 더넓은 범위의 기업들에게 투자할 수 있도록 하는 개혁이 발표되었다. 그래서 가족소유기업에 대한 관심이 증대되었고 모계지증권, 전환사채와 같은 새로운 상품들이 소개되었다. AFP가 벤처캐피탈 투자를 증대시키고 옵션, 스왑, 선물 등 파생상품을 통해 상쇄할 수 있게 하는 영역이 증가할 것이다. 외국인 투자는 4년 동안 3%에서 12%로 확대될 것이고 기금은 외국채권과 증권 등에 투자될 수 있도록 허용될 것이다.

각 AFP는 적정수익률을 보장하기 위해 최저수익률을 정하고 있는데, 최근 12개월의 수익률은 ① 전체 AFP 평균수익률 보다 2% 이상 낮아서는 안되고, ② 전체 AFP 평균수익률의 증가율보다 50% 이상

작아서도 안 된다.

위의 기준을 초과하는 경우에는 초과기금을 수익변동적립금으로 예치하여야 하며, 반대로 기준에 미달하는 경우에는 수익적립금 또는 투자적립금에서 기금을 이전함으로써 차액을 보충하여야 한다.

AFP가 수익적립금에 충분한 기금이 없으면, 현금적립에서 차입되고, 이는 총자산의 1%이다. 만일 그 준비금에 충분한 자금이 없으면, 정부가 차액을 보전하고 AFP는 청산된다.<sup>20)</sup>

만일 어떤 AFP가 6개월 이내에 그 차액을 보충하지 않으면 정부는 그 회사와 기금을 청산하고 다른 AFP에 기존의 개인 계좌를 분배하여야 한다. 그 때 가입자들은 새로운 AFP를 선택하여 자신의 계좌를 설치할 수 있다. 이외에 자율적인 정부기관으로서 연금관리기관 지도 감독국(Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones: SAFP)을 설치하여 AFP의 활동을 엄격하게 감독하고 있다.

#### 다. 基金運用實績

투자수익측면에서 1980년대를 거치면서 매년 13%의 평균 실질 수익률을 얻어서 기금이 잘 운용되었다고 볼 수 있다. 물론 이는 전반적인 칠레 경제제도 운용과 실질이자율의 급격한 상승과 관련되어 있다. 연동제를 적용함으로써 인플레이션으로부터 가입자들을 보호한다. 하지만 주요한 문제는 관리회사들의 경쟁이라는 면에서 필요한 투자자가 관리자를 교체할 경우 기여액의 15%, 임금의 1.5%, 기금자산의 2.3%에 이르는 높은 관리비용을 초래한다는 점이다.

초기에는 많은 기금이 공채에 투자되었지만 이후에는 이차적인 시

20) 1999년 현재 연금기금 총액은 34억 US\$로 국내총생산의 46.8% 2025년에는 100%로 증가할 것으로 전망된다. 이러한 막대한 규모의 연금기금은 매우 엄격한 투자 규정하에서 민간기관인 AFP에 의해 운용되고 있는데, 우선 각 AFP의 투자 범위는 일정범위로 제한을 받으며 자신의 연금기금자산의 1%에 상당하는 투자적립금을 항상 유지하여야 한다.

장에서의 민영화 증권을 인수하였다. 많은 기업들이 정부의 평가목표에 도달함으로써 회사채도 각광받는 투자의 대상이 되었다. 그래서 1980년대까지는 회사채라는 형태로만 이용 가능했던 단기 은행 신용을 대신할 수 있는 매력적인 대안을 제시했다.

2000년 말 기준 기금의 투자배분은 국공채 35.7%, 금융기관예금 18.7%, 채권 14.4%, 주식 17.6%, 해외투자 10.8% 등으로 구성되어 있다.

〈表 3-17〉 칠레의 年金基金 現況推移

	계좌수 (개)	납부계좌수 (명)	납부율 (%)	기금자산 (백만 US\$)	증가율 (%)	구성비 GDP대비
1981	1,400,000	NA	NA	308	NA	0.8
1982	1,440,000	1,060,000	73.6	971	215.6	3.3
1983	1,620,000	1,229,877	75.9	1,757	81.0	5.9
1984	1,930,353	1,360,000	70.5	2,324	32.3	7.7
1985	2,283,830	1,558,194	68.2	3,201	37.7	10.0
1986	2,591,484	1,774,057	68.5	4,184	30.7	12.7
1987	2,890,680	2,023,739	70.0	5,130	22.6	14.2
1988	3,183,002	2,167,568	68.1	6,279	22.4	15.0
1989	3,470,845	2,267,622	65.3	7,743	23.3	17.7
1990	3,739,542	2,289,254	61.2	10,255	32.4	24.2
1991	4,109,184	2,486,813	60.5	14,503	41.4	31.4
1992	4,434,795	2,695,580	60.8	16,160	11.4	30.6
1993	4,708,840	2,792,118	59.3	20,770	28.5	37.0
1994	5,014,444	2,879,637	57.4	25,067	20.7	41.0
1995	5,320,913	2,961,928	55.7	26,646	6.3	38.8
1996	5,571,482	3,121,139	56.0	28,236	6.0	39.5
1997	5,780,400	3,296,361	57.0	30,863	9.3	40.6
1998	5,966,143	3,149,775	52.8	31,146	0.9	43.9
1999	5,995,985	3,090,483	51.5	34,193	9.8	46.8
2000 <sup>1)</sup>	6,240,276	2,686,534	43.1	35,214	3.0	NA

註: 1) 9월말 자료임.

資料: 1) Rodriguez, "Chile's Private Pension System at 18: Its Current State and Future Challenges", *Social Security Privatization*, July No.17, 1999.

2) Boletín Estadístico AIOS, 1999.

<表 3-17>은 제도도입 후 현재까지 연금기금가입자와 적립기금추이를 제시하고 있는데 이와 같은 연금기금은 지속적으로 증가하여 1999년 GDP의 46.8% 수준으로 제도실시 이후 1981년부터 2000년 9월 현재의 기금수익률은 평균 11.06%에 이르고 있다. 그러나 최근들어 수익률이 둔화되고 있는 것으로 나타났는데 최근 1년간의 수익률은 6.8%, 최근 3년간 4.6%로 금융시장의 변화에 민감하게 영향을 받고 있다.

## 2. 싱가포르의 中央共濟基金(CPF)

### 가. 基金運用組織

싱가포르의 연금제도는 1955년 강제저축 형태로 중앙공제기금(Central Provident Fund: 이하 CPF)에서 운용하고 있다. CPF는 노후소득보장뿐만 아니라, 주택보장, 추가의료보장(Medisave) 등의 기능을 동시에 수행하고 있다.

싱가포르의 CPF제도는 칠레의 AFP제도와는 달리 개인이 직접 기금(AFP)에 보험료를 납부하는 방식이 아니라, 스웨덴의 신연금제도처럼 PPM에 납부하는 방식이다. 따라서 납부된 보험료는 실제로 GSIC(Government of Singapore Investment Corporation)와 MAS(Monetary Authority of Singapore)에 의해 수행된다. MAS는 외환준비금 같은 자산에 투자되고 GSIC는 외국증권에 투자한다. 전반적인 관리는 정부투자기관인 CPF에 의해 이루어진다.

### 나. 基金運用規定

기금의 원천인 보험료는 연령, 직종에 따라 상이하다. 이와 같은 이윤은 연령에 따라 주택, 의료 등의 수요가 상이하기 때문이다. <表



3-18>은 일반근로자의 보험료율을 제시하고 있으며, 연금을 적용 받는 일부공무원들의 보험료율은 상대적으로 9%에서 2.1%정도 낮다.

한편 CPF에는 일정소득 이상인 21세 이상 국민이면 가입해야 하며, 저축된 금액은 일반계좌(Ordinary Account: 이하 AC)와 특별계좌(Special Account: 이하 SA)로 나누어 투자된다. 그러나 가입자가 투자를 원하지 않으면 CPF 위원회는 위험면제이자율을 보장한다. 한편 55세 이후에는 일정수준을 제외하고 일시금으로 인출 가능하다.

〈表 3-18〉 一般勤勞者の CPF 保險料率과 配分

(단위: %)

구분	보험료			배분		
	사용자	근로자	전체	일반계좌(OA)	특별계좌(SA)	의료보험(Medisave)
35세 미만	16	20	36	26	4	6
35~45세	16	20	36	23	6	7
45~55세	16	20	36	22	6	8
55~60세	6	12.5	18.5	10.5	0	8
60~65세	3.5	7.5	11	2.5	0	8.5
65세 이상	3.5	5	8.5	0	0	8.5

資料: [http://www.cpf.sg/cpf\\_info/Online/ContriRa.asp](http://www.cpf.sg/cpf_info/Online/ContriRa.asp)

한편 OA와 SA의 투자항목은 다소차이가 있다. <表 3-19>에와 같이 OA계좌에 적립된 금액은 투자가능한 저축의 30%까지는 주식과 회사채에 투자가능하고, 또한 10%까지는 금투자가 가능하다.

<表 3-19> 싱가포르 中央共濟基金(CPF)의 投資項目

중앙공제기금투자-일반계좌 (CPFIS-OA)	중앙공제기금투자-특별계좌 (CPFIS-SA)
<ul style="list-style-type: none"> <li>· 정기예금</li> <li>· 국채</li> <li>· 법정공채(Statutory Board Bonds)</li> <li>· 정부에서 보장하는 채권</li> <li>· 유예종신연금(deferred Annuities)</li> <li>· Endowment Insurance Policies<sup>1)</sup></li> <li>· 투자관련보험상품<sup>1)</sup></li> <li>· 단위신탁(Unit Trusts)</li> <li>· 기금관련 계정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 정기예금</li> <li>· 국채</li> <li>· 법정공채(Statutory Board Bonds)</li> <li>· 정부에서 보장하는 채권</li> <li>· 유예종신연금(deferred Annuities)</li> <li>· Endowment Insurance Policies</li> <li>· 선별된 투자관련보험상품<sup>3)</sup></li> <li>· 선별된<sup>3)</sup> 단위신탁</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 투자가능한 저축의 30%<sup>2)</sup>까지                             <ul style="list-style-type: none"> <li>· 주식</li> <li>· 회사채</li> </ul> </li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 투자가능저축의 10%<sup>2)</sup>까지                             <ul style="list-style-type: none"> <li>· 금</li> </ul> </li> </ul>	

註: 1) 신규 보험정책은 2001년부터 허락되지 않음.  
 2) 투자 가능한 저축은 현재의 일반계좌잔액과 투자와 교육을 위해 인출한 금액을 합한 금액을 의미함.  
 3) 투자위험에 따라 3등급으로 구분하여 발표함.

고용주와 피용인에게 동등하게 나누어지는 기여율은 40%에 이른다. 55세 이상의 노동자는 더 낮은 비율로 기여하고 봉급이 매우 낮은 자는 제외된다. 기여액은 세금을 징수하지만 회수액은 면제된다.

운용은 1960년대 이래로 실질수익률은 평균 2%정도였다. OECD국가들과 비교하면 극히 낮음을 알 수 있다. Vitas는 높은 기여액에 비하여 낮은 실수익률 때문에 높은 소득 대체율을 보장하기에 불충분하다. 한편 칠레와는 달리 기금운용비용은 매우 낮아 매년 기여액의 0.5%, 임금의 0.2%, 축적된 자산의 0.1%에 불과하다. 따라서 재분배 기능은 없고 오히려 고소득자들이 좀 더 높은 수입을 보장하는 도구에 투자할 기회를 지니고 있기 때문에 불평등한 요소를 지닌다.

#### 다. 基金運用實績

가입자들은 CPF에 일반, 의료보장, 특별계좌 등 3개의 개정을 갖고, 55세가 되면 그 동안 적립된 투자액의 일부를 노후를 대비한 최소한의 금액으로 을 퇴직계정을 갖도록 되어 있다. CPF에 저축된 보험료는 규정에 따라 2.5% 이상의 이자율을 받도록 규정되어 있고, 특별계정이나 퇴직계정은 추가적으로 1.5%를 더 받을 수 있도록 되어있었으나, 1999년 7월부터 CPF 위원회는 이자율 조정과 방식에 관한 변경이 있었다. 즉, 6개월마다 조정하는 대신에 분기별로 하고 시장이자율에 접근하도록 하였다.

이자율 형식은 CPF 저축의 수익률을 올리는 방향으로 수정되었으며, CPF 저축의 장기적인 속성을 반영하도록 개선되었다. 즉, 4개 지방은행의 1년 정기예금과 월말 요구불예금의 단순평균대신에 새로 마련된 이자율형식은 정기예금 80%, 요구불예금 20%의 가중치를 적용한다. 1999년 가입자의 이자수익은 총 31억 싱가포르\$로 나타났다.

〈表 3-20〉 最近의 CPF 分期別 適用利率(1999年)

(단위: %)

구 분	일반계좌와 의료보험	특별계정과 퇴직계정
1/4분기	4.41	5.91
2/4분기	2.50	4.00
3/4분기	2.50	4.00

## 第4章 基金運用 改善方案

### 第1節 基金運用的 環境變化

#### 1. 金融市場의 環境變化

##### 가. 對外的 金融市場環境의 變化

이미 1990년대 들어 가시화 된 금융관련 정보기술의 발달로 위험 평가 및 관리기법 등을 포함한 의사결정기법의 고도화가 추진되면서 금융산업은 금융거래비용의 저하로 인한 금융시장간의 상호연계성이 높아지고 금융상품의 국제적 거래확대를 수반하는 금융의 범세계적 통합화, 자금의 조달 및 운용상 변화를 초래하는 금융업무의 증권화, 그리고 이종금융기관간 업무영역의 상호 진출 폭을 확대해 가는 겸업화가 진행되어 오고 있다.

컴퓨터 관련 기술의 발달, 정부규제를 우회하기 위한 금융기관들의 노력, 그리고 금융자율화 및 환경변화에 대처하기 위한 노력 등으로 금융혁신이 촉진되고 있다. 이러한 금융혁신의 방향은 이제까지의 금융기관들의 정부규제를 우회하기 위한 수단의 개발로부터 앞으로는 신상품 개발과 서비스 제고를 위한 신 금융상품의 개발이 될 것이다.

이와 같은 금융혁신에 따른 금융기관내의 변화로 은행의 경우 비전통적 업무를 포함하는 유니버설 बैं킹이 확대되고 있다. 유니버설 बैं킹을 추구하는 이유는 규모의 경제(economy of scale), 범위의 경제(economy of scope)에 의한 이익과 업무영역 다각화에 의한 위험분산 가능성, 그리고 수요의 흐름에 부응한 자원의 재배치 가능성 때문이

다. 또한 이러한 겸업화 추세와 함께 금융기관들은 경쟁력 강화를 위해 은행, 증권, 보험사간 상호 업무제휴를 통해 고객을 확보하고 서비스를 강화하고 있다.<sup>21)</sup>

최근 외국의 금융기관들은 대형화를 위한 인수·합병을 활발히 진행하고 있다. 은행간 인수·합병의 주요 요인은 일반적으로 은행간 합병을 통해 규모확대와 경비절감 등을 도모함으로써 규모의 경제 추구하고 노하우와 정보 등을 공유하고, 업무의 다양화 등으로 가능한 범위의 경제의 실현, 그리고 종합 금융서비스 제공이라 할 수 있다. 즉 향후 경쟁력 제고를 위해 필요한 막대한 기술개발 투자의 부담을 합병을 통해 경감하고, 또한 자금조달원의 다양화 및 자산규모의 확대로 경영리스크가 소규모 은행에 비해 상대적으로 줄어들어 은행 경영의 안정성을 제고할 수 있기 때문이다. 이러한 금융시장의 통합화 현상은 국내외 금융시장에서의 경쟁을 심화시키고, 금융산업을 정보·지식집약형 장치산업으로 변모시켜 합병을 통한 은행의 대형화가 가속화될 것으로 전망된다.

#### 나. 對內的 金融環境의 變化

한편 이상과 같은 금융의 통합화, 범세계화, 각국의 금융개혁의 가속화 등과 같은 국제금융환경의 변화와 함께 '90년대 중반부터 추진해 온 국내 금융시장의 개방화, 실물경제 규모 확대에 따른 금융부문의 발전 요구 증대 등 국내금융환경 변화에 따라 금융시장의 개방화, 국제화,

21) 미국의 경우 세계적 금융환경의 변화와 경쟁의 격화에 맞물려 상업은행의 투자는 행업무영역에 침투가 재개되고 있으며, 1986년 영국 Big Bang 이후 나머지 유럽 국가들에서도 금융산업개편이 활발히 진행되면서 은행이 선도하는 금융기업군을 통해 완숙한 증권서비스 제공이 가능해 졌고, 프랑스의 경우도 '80년대 중반 이후의 은행과 보험회사의 융합형태인 "bancassurance"가 현저하게 증가하였음.

자유화가 급격히 진전되었다. 이에 따라 기업의 자금조달방식이 다양해졌을 뿐 아니라, 자금운용 측면에서도 자유재량권 확대 및 경쟁 격화 등으로 고수익·고위험 자산에 대한 투자비중이 증대되고 있다.

한편 IMF 경제위기 이후 기업의 도산 확대 및 자금경색의 심화 등으로 국내 금융시장이 불안하여 국내 금융기관의 부실화가 증가하였고, 기업의 금융자산 및 부채와 밀접한 관련이 있는 위험요소들인 금리, 주가 및 환율 등 변동허용 폭이 지속적으로 확대되었다. 이에 따라 신용위험, 금리위험, 가격 및 환율변동위험, 그리고 유동성위험 등 기업의 주요 금융위험이 증대되어 기업의 전반적 위험이 높아지고, 자본시장의 완전개방으로 자금의 국가간 이동이 자유롭게 됨에 따라 금융자산에 관한 각종 위험이 커지게 됨에 따라 기금운용의 불확실성은 계속 증가하고 있다.

## 2. 國民年金 基金規模 展望

이러한 대내외적인 금융환경의 변화로 인한 기금운용의 불확실성의 변화와 함께 부분적립방식을 택하고 있는 국민연금이 성숙기에 접어들게 됨에 따라 적립금의 규모가 빠른 속도로 증가하고 있다. 이러한 기금의 빠른 증가는 곧 연금기금의 운용이 국민경제에 미치는 영향력의 증가를 의미한다. 따라서 이러한 연금기금의 국민경제에 대한 충격을 크기를 가늠해보기 위해서 국민연금의 기금적립금의 규모를 전망하고 이를 국내 자본시장의 규모, GDP 규모 등과 비교하여 보고자 한다.

국민연금 기금적립금의 규모에 대한 전망치는 연구자의 추계모형과 가정에 따라 다양하게 추계될 수 있다. 더욱이 장기전망을 하게 되는 경우에는 경제·사회적 여건의 변화가능성이 커지는바 추계모형 및 가정에 대한 조정은 필수적이다. 따라서 적립규모에 대한 장기전망의

의미는 예측의 정확성보다는 추이의 변화를 살펴보는 것이 있다.<sup>22)</sup>

본고에서는 국민연금관리공단과 한국보건사회연구원의 재정추계상에 나타난 연금기금적립금의 전망치의 변화추이를 살펴보고자 한다.

#### 가. 國民年金 積立基金의 規模 展望

국민연금의 적립기금 규모의 전망은 PROST 모형을 이용한 한국보건사회연구원과 국민연금관리공단의 자체 재정추계모형을 이용한 재정추계결과를 이용하고자 한다. 국민연금의 재정추계에는 인구변수, 경제변수 및 국민연금 관련변수들에 대한 기본적인 가정이 필요하다. 세계은행의 PROST(Pension Reform Options Simulation Toolkit) 모형은 인구, 노동시장, 경제변수 및 연금제도 관련 투입자료(Input data)들을 필요로 한다. 한편 국민연금관리공단의 재정추계모형도 합계출산율, 평균수명, 연령별 인구구조 등의 인구변수와 이자율, 임금상승률, 물가상승률 등의 경제변수, 그리고 징수율, 기금운용 수익률, 부문별 배분비율 등과 같은 국민연금관련 변수들에 대한 가정을 바탕으로 한다.

두 모형은 그 구조에 있어 차이가 있어 추계를 위한 인구 및 경제변수와 국민연금 관련변수들에 대한 가정에 있어서도 다소간의 차이가 있다. 기본가정과 관련하여 인구변수는 통계청의 장래인구추계자료를 사용하고 있어 두 추계모형사이에 차이가 없으며, 국민연금관련 가정은 추계모형의 구조가 달라 가정변수들에 차이가 있다. 따라서 두 모형간에 비교가 가능한 경제변수에 대한 가정 상의 차이를 살펴보고자 한다.

경제변수들에 대한 가정은 <表 4-1>에서와 같이 임금상승률은 국민연금관리공단이 한국보건사회연구원보다 전반적으로 높게 가정하고

22) 추계상에 사용된 합계출산력에 대한 가정은 '95~'99까지는 1.74를 사용하고 있으나 '98년 1.48, '99년 1.42명으로 가정과는 차이가 많음.

있으며, 물가상승률은 거의 비슷한 수준으로, 이자율은 한국보건사회 연구원이 국민연금관리공단 모형보다 높게 가정하고 있다.

〈表 4-1〉 財政推計 經濟變數에 對한 基本假定

(단위: %)

연도	구분	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2021	2031 이후
	입금	K	7.3	4.8	4.5	2.8	3.0	3.0	3.0
상승률	N	5.8	7.6	9.6	9.5	9.5	8.0	6.0	5.5
물가	K	4.3	4.0	3.4	3.2	4.0	4.3	3.0	2.5
상승률	N	4.9	4.8	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5
이자율	K	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	5.0	5.0
	N	4.9	4.8	5.0	4.5	4.5	4.0	3.0	2.5

註: K는 한국보건사회연구원, N은 국민연금관리공단 임.

현행 보험료수준(9%)하에서 국민연금적립기금의 규모는 한국보건사회연구원의 추계로는 2002년 100조원(\*99년 불변가격기준)을 넘게 되고, 2005년 164.2조원, 2025년경에 744.4조원, 2030년에는 784조원으로 적립기금이 최고치에 달하는 것으로 추정되었다. 한편 국민연금관리공단의 재정추계로는 적립기금의 규모가 2000년도 불변가격으로 2005년 133.8조원, 2030년 약 631.0조원으로 최고치 될 것으로 전망된다.

국민연금 적립기금 전망치의 GDP대비 비율을 살펴보면 한국보건사회연구원 추계의 경우 2000년 12.6%에서 2025년에는 71.9%에 달하여 최고치가 되고, 국민연금관리공단의 추계로는 2000년 12.9%에서 2020년 43.4%에 이르러 연금기금적립금의 대GDP 비율이 최고 수준에 이르는 것으로 추정되었다(表 4-2 참조).



〈表 4-2〉 國民年金積立基金의 GDP 對比 比率 推移 및 展望

(단위: 조원, %)

구분		연도					
		2000	2005	2010	2020	2025	2030
K	GDP(A)	479.8	580.3	670.0	895.8	1,035.9	1,198.0
	적립기금(B)	60.6	164.2	310.3	631.7	744.4	784.2
	B/A (%)	12.6	28.3	46.3	70.5	71.9	65.5
N	GDP(C)	438.6	575.9	742.9	1,190.7	1,487.9	1,848.0
	적립기금(D)	56.6	133.8	248.9	516.7	602.6	631.0
	C/D (%)	13.1	23.2	33.5	43.4	40.5	34.1

註: 2000년도 이후 자료는 “한국보건사회연구원” 및 “국민연금연구센터”의 추정치임.

資料: 한국은행, 『국민계정의 1995년 기준년 개편 결과』, 1999. 3.

#### 나. 國民年金 積立基金의 規模 變化

국민연금 적립기금의 규모가 막대한 규모로 증가하는 경우 연금기금이 자본시장에 미치는 영향력이 매우 커지게 된다. 기금규모가 증대됨에 따라 주식시장이나 채권시장에 있어서의 기금운용 주체의 시장지배력이 커지게 됨으로 그 운영방법에 따라서 경제에 매우 부정적인 파급효과가 발생시킬 가능성도 있다.

국민연금의 적립기금은 1999년 현재 47.0조원으로 이는 동년도 GDP의 10.3% 수준에 달한다. 한편 이 시점의 주식시장규모는 349.5조원으로 GDP의 80%, 채권시장규모는 364.4조원으로 GDP의 83.4%, 주식과 채권을 합한 자본시장의 규모는 714.2조원으로 GDP의 1.6배에 달하고 있다. 이를 좀더 구체적으로 살펴보면, 국민연금의 기금적립금은 주식시장 대비 1988년 0.5%수준에서 시작하여 '94년 11.3%, '96년 21.7%, '99년 47%수준으로 그 규모가 증가하였으며, 채권시장의 규모에 비해서는 '88년 1.6%, '94년 11.1%, '99년 12.9%수준으로 증가하였다(表 4-3 참조).

〈表 4-3〉 資本市場 및 基金積立金 規模推移('88~'99)

(단위: 조원, %)

연도	'88	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99
주식(A) <sup>1)</sup>	6.5	8.5	11.3	15.1	14.1	11.7	7.1	13.8	35.0
채권(B) <sup>2)</sup>	3.4	6.5	7.9	10.2	12.6	17.6	22.4	33.4	36.4
합계(A+B)	9.8	15.0	19.2	25.3	26.7	29.3	29.5	47.2	71.4
기금적립금(C)	0.5	4.8	7.6	11.3	16.0	21.7	28.3	37.5	47.0
C/A	0.5	5.6	6.8	7.5	11.3	18.5	39.8	27.2	13.4
C/B	1.6	7.3	9.6	11.1	12.7	12.3	12.6	11.2	12.9
C/(A+B)	0.5	3.2	4.0	4.5	6.0	7.4	9.6	7.9	6.6
(A+B)/GDP	43.1	49.4	59.9	73.2	70.8	72.7	69.8	119.6	163.5

註: 1) 시가총액

2) 상장잔액

資料: 『증권』, 한국증권업협회(<http://www.ksda.or.kr>)

국민연금 적립기금 전망치의 규모를 자본시장의 규모와 비교해보기 위해서, 1988년도부터 1999년까지의 자본시장 규모의 대 GDP 비율 평균을 살펴보면 주식의 경우 약 35.7%, 채권의 경우 37.3%, 주식과 채권을 합한 경우 약 73.0%로 나타났다. 자본시장이 이러한 대 GDP 비중을 유지한다고 가정하면, 한국보건사회연구원의 추정에 의하면 연금기금의 적립금이 2025년에는 자본시장의 전체 규모보다 커지고, 국민연금관리공단의 추정으로도 연금기금적립 기금의 대 GDP 비율이 최고가 되는 2020년, 주식시장이나 채권시장규모보다 커지는 것은 물론 자본시장 전체 규모의 59.5%에 이르게 된다.

이처럼 국민연금의 적립기금이 막대한 규모로 증가하는 경우 국민연금관리공단의 금융시장 지배력이 증대될 뿐만 아니라, 국민연금관리공단이 우리 나라 모든 기업의 최대 주주가 되는 왜곡된 기업지배구조를 야기 시킬 수도 있다. 이 경우 국민연금관리공단이 정부의 관리·감독을

받는 정부산하단체인 것을 고려하면 정부는 시장조정자로서와 투자자로서의 상충적인 역할을 동시에 수행해야 하는 모순이 발생하게 된다.

물론 연금기금규모의 증가는 왜곡된 기업지배구조에 야기와 같은 부정적인 영향만 있는 것은 아니다. 연금기금의 성격이 장기저축이라는 것을 고려하면, 장기채권 또는 모기지(Mortgage)와 같은 중장기 금융상품의 개발을 통하여 구조적으로 취약한 우리 나라의 금융시장의 발전에 기여할 수 있는 기회도 제공할 수 있다.

또한 연금기금의 증대는 앞서 언급된 시장 조정자로서와 투자자로서의 상충된 역할을 수행하게 하는 모순과 아울러 일반적으로 정부지출을 증가시키게 된다. 또한 막대한 연금기금은 적자재정의 재원, 또는 정치적으로 결정된 투자의 재원 등으로 활용되기 쉽다.

이상과 같이 장기저축의 분배에 왜곡이 발생하는 경우에는 국내산업은 매우 훌륭한 장기성 재원을 정부에 박탈당하게 되어 경제발전을 통한 국내의 장기자본의 추가적인 증가나 세대간 부담의 축소 기회를 잃게 된다.

## 第 2 節 基金運用의 效率化 方案

기금운용의 효율화 방안은 기금의 투자전략 및 방법과 관련한 기금 운용전략에 대한 개선방안과 기금운용의 의사결정체계와 관련한 조직 체계, 운용절차 등 기금운용체계의 개선방안으로 구분하여 볼 수 있다.<sup>23)</sup> 본 연구에서는 기금운용의 효율화 방안을 기금운용체계의 개선

23) 기금운용체계는 일반적으로 기금운용의 의사결정절차 및 관련 조직의 구성, 조직 간의 협력 및 견제, 각 조직의 책임과 권한 등과 관련된 사항으로 국한할 수 있으나 본 연구에서는 투자기법, 투자대상 등 기금운용수단을 포함한 광의로 정의하고자 함.

방안과 기금운용전략의 개선방안으로 대별하여 논의하고자 한다. 한편 여기서 논의하는 효율성이란 ‘주어진 비용으로 기금운용목표의 극대화 또는 주어진 기금운용목표를 달성하기 위한 비용(암묵적 비용 포함)의 극소화’로 정의할 수 있다. 즉 기금운용의 목표인 연금재정의 장기적 안정성을 달성하기 위하여 현행 운용체계 및 운용수단의 단점을 개선함으로써 기금운용과 관련한 포괄적 비용을 극소화할 수 있는 방안을 제시해 보고자 한다.

### 1. 基金運用體系의 改善方向

기금운용의 궁극적인 목표인 국민연금의 장기적 재정안정화를 달성하기 위해서는 기금운용과 관련된 조직의 기능을 극대화하고 조직간의 의사소통을 원활히 하기 위한 견제와 균형(check and balance)의 원칙에 입각한 체계적이고 효율적인 기금운용체계의 구축이 필요하다. 이들 관련 조직들의 기능을 극대화하기 위해서는 권한과 책임을 전제로 각 조직의 역할분담을 명확히 해야한다. 기금의 관리·운영 조직의 전문성과 기금운용절차의 투명성을 전제로 한 기금운용 실행조직의 자율성 및 독립성이 보장된 효율적인 기금운용체계가 확립되어야 한다. 이와 함께 엄정한 감시·감독체계의 수립과 집행이 동시에 이루어져야 할 것이다. 즉, 자율성과 독립성 같은 권한의 확보는 이러한 투자자의 성과에 걸 맞는 보상과 보상에 상응한 금전적 보상은 민·형사상의 책임까지도 묻는 권한과 책임(accountability and sanctions)의 조화를 의미한다.

최근 연금의 재정불안정 문제를 해소하기 위하여 연금개혁을 실시한 기초연금이 소득비례연금과 분리되어 있는 캐나다, 일본, 미국과 같은 국가들의 경우 기금의 관리와 운영을 분리하는 추세이다. 즉 기금운용조직의 자율성과 독립성을 보장하는 한편, 견제와 균형을 통한

투명성의 유지 및 각 조직의 전문성을 확보를 통하여 수익성을 추구하고 있다.

#### 가. 基金運用 및 管理機關의 專門性 提考

기금운용관련 기관은 기금운용을 직접 실행하는 기관인 기금운용본부와 이러한 기금운용의 실행을 위한 자산배분 등 기금운용지침을 작성하고, 기금운용을 규제하고 평가하는 기관인 기금운용위원회와 기금운용실무평가위원회를 들 수 있다.

국민연금의 기금운용에 있어 최고의 심의·의결 기관인 기금운용위원회의 심의·의결 사항이 관련법령에 구체적으로 명시되어 있지 않다. 또한 1998년 국민연금법의 개정으로 기금운용위원회의 구성이 가입자 참여를 확대하기 위하여 방안으로 기금운용위원의 수를 15명에서 21명으로 확대하고, 이들 중 12명을 가입자 대표로 구성한 바 있다. 그러나 기금운용위원들의 경력을 기금운용의 전문성 측면에서 살펴보면 전문성이 부족하여 아직도 기금운용위원회는 기금의 효율적인 운용과 관련한 심의·의결을 수행하는 실질적인 기구가 되지 못하고 기금운용 전반에 대한 형식적인 심의·의결기구의 역할을 수행하고 있다.

한편 기금운용위원회의 전문성 부족 문제를 보완하고 기금운용결과에 대한 평가를 위해 기금운용실무평가위원회가 기금운용위원회 산하에 설치되었으나 실무평가위원들의 구성도 개인의 경력을 살펴보면 학계나 연구기관 등에 종사하는 국민연금관련 전문가들이라 할 수는 있으나 투자의 이론과 경험을 풍부히 갖춘 재무관리 또는 금융부문 전문가들이라고 보기 어렵다.

이처럼 기금운용실무평가위원회가 기금운용에 대한 전문성을 갖추고 있지 못하다면 현 기금운용체계의 구조상 결국 국민연금관리공단의 기금운용 전문담당 부서인 기금운용본부를 견제할 전문성을 갖춘

기관은 없다해도 과언이 아니다. 따라서 기금운용실무평가위원회가 기금운용을 심의·평가를 위한 명분상의 조직이 아닌 기금운용위원회의 기능을 보완하고 기금운용에 대한 실질적인 평가를 통하여 기금운용본부를 견제할 수 있는 기능을 갖추기 위해서는 기금운용에 대한 경험과 이론을 갖춘 전문가들로 구성하여 한다.

기금운용위원회와 기금운용실무평가위원회가 각각의 기능상 상이점을 살리는 가운데 가입자들에게 효율적인 기금운용을 담보하기 위해서는 양기관 서로의 기능을 상호 보완할 수 있도록 구성이 되어야 할 것이다. 즉, 기금운용위원회가 가입자의 참여확대라는 점에 중점을 두고 개편되어 전문성 확보가 어렵다면 기금운용실무평가위원회는 기금운용의 전문성 확보차원에서 구성되어야 한다는 것이다.

한편 기금운용 실행주체에 대한 전문성 부족문제는 1998년 기금운용본부의 출범으로 많은 부분이 해소되었다. 기금운용 인력의 양적인 면에서는 전문성이 확보되었다고 할 수 있으나, 인력의 질적인 면에서는 공적기관의 급여체계의 한계로 아직 미흡하다 할 수 있다. 즉, 현재 기금운용직의 급여수준은 민간 투자신탁운용사 운용직의 급여수준에 미치지 못하고 있는 실정이다. 또한 국내 3대 투신사들의 운용담당자 및 분석가들이 고액의 연봉을 받고 신생 뮤추얼펀드사로 속속 자리를 옮기는 추세를 고려하면, 현재의 기금운용담당자들로 경험과 실적이 쌓이게 되면 고액의 스카우트 유혹을 물리치기는 쉽지 않을 것이다. 따라서 기금운용본부의 투자방식을 직접투자위주로 할 것인지, 위탁투자위주로 할 것인지에 대한 투자방식을 먼저 결정한 후 전문성을 확보해 나가야 할 것이다.

#### 나. 基金運用課程의 透明性 強化

국민연금기금에 대한 불신의 원인으로 지적되어 온 사항중의 하나가 가입자나 관련연구자들이 국민연금기금의 운용현황에 대하여 알기가 힘들다는 것이다. 국민연금기금운용의 계획, 내역 및 결산 등 기금운용 전반에 관하여 국민연금법과 기금관리기본법에 따라 기금운용위원회와 국무회의 심의·의결을 거쳐 대통령의 승인을 받도록 되어있다.

한편 기금운용위원회의 구성이 운용위원 총인원의 1/3인 7명이 정부위원으로 되어 있어 정부의 정책적 개입 가능성이 있는 구조를 갖고 있다. 최근 주식시장의 침체를 계기로 정부는 국민연금을 비롯한 각종 연기금을 주식시장의 부양수단을 활용하고자 하는 방안을 발표한 바 있어 정부의 개입가능성은 현실로 나타나고 있다고 할 수 있다. 이러한 국민연금기금운용에 대한 정부개입의 방지 및 가입자의 불신을 해소하기 위해서는 기금운용의 투명성을 제고하는 것이 한 방안이라 할 수 있다. 기금운용의 투명성 제고방안은 앞서 언급된 문제점을 해소하는 방안들로 첫째, 기금운용의 감독과 규제(supervision and regulation)의 강화, 둘째, 기금운용 성과평가(evaluation)제도의 객관화, 셋째, 기금운용의 계획에서부터 집행 및 운용결과에 대한 정보를 가입자들이 쉽게 접근할 수 있도록 하는 기금운용관련자료의 공시(disclosure)강화라 할 수 있다.

##### 1) 基金運用의 監督 및 規制強化

첫째 기금운용의 감독과 규제와 관련하여서는 기금운용절차 전반에 관한 규제와 감독, 그리고 기금운용본부의 기금운용과 관련해서는 주식 및 채권 등 기술적 투자와 관련한 규제와 감독, 그리고 기금운용과 관련한 규정 및 절차의 준수(compliance)와 관련한 규제와 감독, 그

리고 감사로 구분할 수 있다.

기금운용절차 전반에 관련한 규제와 감독은 기금관리기본법에 의해 기금운용계획과 결산에 대해 국회에 보고하는 것이 전부라 할 수 있다. 국회가 기금운용에 대한 사전 심의 및 의결권한이 없는 상태여서 대의기관인 국회의 실질적인 통제는 불가능한 형편이라 할 수 있다.

기금운용본부의 기금운용에 관한 감독과 규제로는 먼저 기금운용본부에 대한 감사를 국민연금관리공단의 감사실에 분기단위로 내부감사를 수행하고 있다. 그러나 국민자산의 선량한 관리자로서 기금운용직을 포함한 기금관련 조직 인력 모두가 지켜야 할 법령 및 규정 준수(Compliance)는 성과분석팀에서 직원을 대상으로 교육을 하고 있는 것이외에는 전담인력이 없는 실정이다. 이처럼 기금운용본부에 대한 감독 및 규제체계는 내부감사로 되어 있으며 감독 및 규제 주체가 불분명해 감독에 대한 객관성이 떨어진다.

막대한 양의 기금이 조성되어 있고, 앞으로 기금의 규모가 빠르게 증가할 것이 예견되는 국민연금의 기금운용에 대한 감독 및 규제 주체가 불분명하다는 것은 기금운용의 실패로 인한 국민의 신탁자산에 대한 손실, 이로 인한 연금재정의 악화는 물론 국민경제의 흐름을 왜곡시킬 가능성을 방치하는 것과 같다.

현재 투자신탁사, 증권사, 은행 등과 같이 기금을 운용하는 금융기관들의 경우는 금융감독원의 감독을 받고 있으나, 국민연금 기금운용과 관련하여서는 이러한 감독주체가 불분명한 상태라 할 수 있다. 국민연금제도의 관리주체인 보건복지부의 해당 부서가 감독업무를 담당하고 있다고 할 수도 있으나 감독의 전문성이 떨어진다. 따라서 기금운용에 대한 감독과 규제는 금융업무에 대한 감독의 전문성을 확보한 기관과 제3의 국민연금 전문 연구기관이 협조하여 담당하는 것이 국민연금의 사회보험적 성격과 금융적 성격을 동시에 고려한 합리적인



감독 및 규제가 될 수 있을 것이다.

한편 기금의 운용과 관련한 회계, 출납에 대한 기록 및 관리를 기금운용본부 내 자금관리팀이 담당하고 있어 객관성 및 투명성의 확보가 어렵다. 선진국의 경우는 관리은행(Custodian bank)이 자금의 출납 및 기록 등을 담당함으로써 기금운용의 투명성과 객관성을 유지하고 있으며, 나아가서는 자금운용 담당의 자의적인 판단에 의한 고위험 투자를 예방하는 견제의 역할도 수행하고 있다. 국민연금의 기금운용도 관리은행제도의 도입을 통하여 기금운용의 객관성을 유지하고, 기금운용자의 자의적인 투자를 사전에 방지하여 국민의 신탁재산인 연금기금에 손실을 사전에 방지하는 방안을 마련해야 할 것이다.

앞서 언급한바 있는 2000년도 상반기 기금운용과 관련하여 발생하였던 주식투자의 손절매 규정이나 주식보유제한과 같은 기금운용지침을 위반하여 발생하는 평가손실의 발생으로 국민들에게 기금운용에 대한 불신을 증폭시키는 일이 없도록 해야 할 것이다.

## 2) 基金運用成果評價의 客觀化

기금운용의 성과평가제도는 목표수익과 실적수익률을 비교하여 그 차이에 대한 원인을 분석하고, 분석결과를 환류시키는 목적을 갖고 있다. 앞의 제2장의 현행 기금운용체계의 문제점에서 지적한 바와 같이 기금운용성과평가는 평가의 객관성확보가 관건이라 할 수 있다. 선진국의 사례에서도 모든 기금운용기관이 외부 평가기관을 통해서 평가받음으로서 공적기금의 성격에 부합되는 공공성과 객관성을 입증하고 있다. 구체적으로 예를 들면 노르웨이 석유기금은 평가기관의 선정을 관리감독기관인 재무성에서 하고, 선정된 평가회사는 전문적인 지식을 바탕으로 운용기관인 노르웨이 은행의 투자과정에 대하여 공정하고 객관적으로 평가함으로써 노르웨이 국민의 신뢰를 받고 있다.

국민연금기금과 같은 공적자금의 운용에 대해서는 투명성이 확보되어야만 기금의 관리·운용기관이 국민의 신뢰를 받는 조직으로 성장할 수 있다. 기금운용 성과평가에 대한 객관성과 공정성 시비의 소지를 줄이기 위해서는 성과의 평가를 객관성을 유지할 수 있는 제3기관에 위탁해야 한다. 또한 성과평가의 위탁과정에 있어서 고려해야 할 점은 평가대상기관이 평가기관을 선정하여 위임하는 경우에 형식적으로는 객관성을 유지하고 있는 것 같아 보이나 실제로는 공정성 확보가 어렵다는 점이다. 예를 들면 2000년도에 분식회계로 문제가 되었던 대우계열사의 특별감리 회계법인과 공인회계사들에 대한 징계과동을 들 수 있다. 분식회계문제는 감사대상기업이 외부 감사인을 선정하는 관행 때문에 고객을 모시기 위한 회계법인간 과당경쟁이 그 원인으로 지적되고 있다. 그러므로 평가대상기관인 국민연금관리공단이 민간 펀드평가회사를 선정하고 평가를 위탁하는 것은 평가의 객관성과 공정성을 확보문제를 근본적으로 해결하는 방안이 아니라 할 수 있다. 평가의 객관성은 국민연금관리공단과는 무관한 제3기관이 평가기관을 선정에서부터 평가수행까지 참여함으로써 유지될 수 있을 것이다.

### 3) 基金運用資料公示의 強化

기금운용의 결과에 대한 공시제도와 관련하여 현행 국민연금법 제 87조와 동 시행령 제64조에 의하면 기금운용결과를 1개 이상의 경제 분야 특수일간신문에 공시하도록 되어 있다. 그러나 공시에 대한 구체적인 기준이 마련되어 있지 않고, 기금운용결과에 대한 공시내용도 미흡하여 국민연금 가입자, 이해관계자들의 정보수요 욕구를 충족시키지 못하고 있다. 나아가서는 기금운용평가에 있어 객관적이고 전문적인 평가가 될 수 있는 관련 학자들의 연구자료로서도 매우 그 내용이 불충분하고 부족한 편이다.

국민연금의 기금운용의 투명성 확보를 위해서는 기금운용 전과정에 대한 내용을 공개하고, 의미 없는 형식적 내용보다는 정보로서의 가치가 있는 객관적 자료를 제공하는 국민연금 연차보고서(Annual Report for Investment)의 작성을 의무화하여 기금운용에 대한 국민의 신뢰성을 확보하는 것이 시급하다.

## 2. 基金運用戰略의 改善

### 가. 基金運用原則의 優先 順位 明確化

공적연금의 기금운용의 원칙으로 안정성, 수익성, 공공성을 일반적으로 들고 있다. 이러한 원칙들에 대한 기존의 논의는 2001년 폐지 예정인 공공자금관리기금법에 의한 강제예탁에 대한 비판으로 기금의 공공성이 너무 강조되어 왔다는 것이다. 그러나 공공자금관리기금법의 폐지로 이러한 공적연금기금의 공공성 강조에 대한 비판은 더 이상 기금운용과 관련한 논의의 중심에 있을 수 없게 되었다. 따라서 기금운용의 원칙을 원점의 상태에서 연금제도의 성장단계와 연계하여 논의할 필요가 있다. 즉 연금제도가 성장기, 성숙기, 그리고 완숙기로 발전됨에 따라 연금의 수지상태 및 기금의 규모가 달라지게 됨에 따라 안정성, 수익성, 공공성이라는 운용원칙의 우선 순위도 달라져야 할 것이기 때문이다.

그러나 기초연금과 소득비례연금이 혼재되어 있는 우리의 국민연금의 경우 기금운용의 원칙에 있어 무엇보다도 먼저 고려되어야 할 점은 수익성보다는 안전성이 우선 되어야 한다는 것이다. 이러한 기금운용의 안정성 확보를 전제로 한 국민연금기금의 성장단계에 따른 운용원칙의 우선순위를 고려하면 다음과 같다.

첫째, 연금제도의 성장기는 수급자가 거의 없어 기금의 지출이 일

어나지 않고 기금의 규모 역시 그리 많지 않아 국민경제에 영향을 거의 끼치지 않는 시기라 할 수 있다. 이 시기에는 이러한 안전성을 전제로 공공성보다는 수익성을 위주로 다소 공격적인 투자를 할 수 있다. 이러한 공격적인 투자를 통하여 투자관련 지식(Know-how)의 축적을 하여 향후 성숙단계의 효율적인 투자를 대비할 수 있으며, 수익률 극대화과 위험관리 강화 등을 통하여 투자역량을 비축할 수 있다.

둘째, 성숙기는 급여의 지출이 아직 본격적으로 일어나지 않고 가입자의 증가 등 제도확대를 통하여 연금기금규모가 빠르게 증가하여 금융시장규모에 있어 매우 상당한 비중을 차지하게 된다. 따라서 성숙기에는 기금의 운용이 국민경제에 미치는 과급효과가 큰 시기이므로, 민간경제에 대한 중립성(Neutrality to private sector) 유지를 강조해야 할 것이다. 이를 위한 방안으로 위탁투자 비중을 증가시키고, 직접투자의 경우도 인덱스펀드(Index fund)를 활용하는 소극적 투자(Passive investment)를 위주로 기금을 운용해야 할 것이다.<sup>24)</sup> 마지막으로 국민연금의 급여가 본격적으로 일어나 기금의 수입보다 지출이 커져 기금이 감소하기 시작하는 시기인 완숙기에는 급여지급에 차질이 없도록 유동성을 고려한 현금흐름의 관리를 강화해야 할 것이다.

#### 나. 中長期 基金運用計劃의 樹立

투자정책은 투자과정의 근간을 이루는 바, 기금의 조성 및 지출, 운용목표 등에 영향을 미치는 제반 요소들을 충분히 고려하여 명문화되어야 하며 정기적으로 검토되어야 한다. 국민연금기금이 장기성 저축이라는 특성을 감안하여 공공부문·복지부문·금융부문 및 금융부문 내의 각종 투자상품들에 대한 자산배분 전략을 중장기적인 관점에서 수립해

24) 기금규모의 증가에 따른 국민경제에 대한 영향력의 증가를 고려하면, 기금운용의 공공성문제보다는 민간경제의 교란을 방지하는 기금운용의 중립성문제가 더욱 중요하다.

야 할 것이다. 따라서 국민연금 제도의 성장 단계에 따른 기금규모의 증가에 따라 각 단계별로 중점추진사항을 명확히 설정하여 이에 알맞은 운용방향을 제시할 수 있는 중·장기 계획의 수립이 필요하다.<sup>25)</sup>

#### 다. 統合危險管理體系 構築

투자와 관련한 여러 종류의 위험 중에서 금융자산의 보유와 거래가 주종을 이루는 국민연금의 기금운용에 있어 중요한 것은 시장위험과 신용위험같은 재무위험(Financial risk)이라 할 수 있다. 재무위험 이외에도 감독당국의 규제를 제대로 따르지 못해서 발생하는 규제리스크(regulatory risk)와 조직 및 직원의 행위가 국민연금관리공단의 평판에 악영향을 초래하는 평판리스크(Reputation risk) 등도 내재되어 있다.

최근 기업 및 금융부문의 구조조정과 앞서 언급한 대외적인 금융환경 변화에 따른 불확실성의 증가로 투자위험은 날로 증가하고 있다. 이에 따라 국민연금기금이 국민연금이 보유하고 있는 금융상품들의 가격이 기초하고 있는 금리·환율 등의 기초경제변수들의 변동성이 날로 증가하고, 그 결과 자산의 가격변동위험 및 신용위험이 증가하고 있다. 따라서 연금기금의 투자위험을 효과적으로 관리하기 위하여 시장위험 및 신용위험뿐만 아니라 규제 및 평판위험 등도 통합적으로 관리할 수 있는 통합위험관리시스템의 구축이 시급하다.

#### 라. 投資의 多變化

국민연금 적립기금 규모의 증가에 따른 금융시장에 전반에 대한 시장지배력 강화와 직접운용부문의 증대로 인하여 외부위탁투자의 실시

25) Brinson, Hood & Beebower의 실증분석 결과(1991)에 따르면 전술적 자산배분으로 달성한 수익률은 전체 기금수익률의 10% 미만으로 나타남.

가 필요할 것으로 보인다.

국민연금의 적립기금규모는 1999년말 약 47조원으로 동년도 경상 GDP의 10%수준이다. 국민연금 적립기금규모는 제IV장에서 이미 언급한 바와 같이 추계방법에 따라 앞으로 GDP의 43.4%에서 71.9%까지 이르는 막대한 규모에 달할 것이 전망된다. 이에 따라 국민연금기금의 국내금융시장 지배력에 매우 크게 증가하게 되면 국내 자본의 흐름과 기업지배구조가 왜곡될 가능성이 있다. 이에 대한 대비책으로 위탁투자를 도입하여 국민연금기금의 시장지배력을 감소시킬 수 있다.<sup>26)</sup> 즉 직접투자 증가에 의한 금융시장 왜곡 방지 및 금융시장의 육성·발전, 수익성 제고, 효율성 증대, 위험 분산효과 등을 달성할 수 있는 위탁투자규모를 확대할 필요성이 점차 증가하고 있다.

캐나다 CPP의 경우 자체의 투자위원들은 직접운용을 하지 않고 외부에 위탁하는 것을 원칙으로 운용하고 있다. 한편 미국캘리포니아 연금기금을 비롯한 주정부 기금, 세계은행 기금, 노르웨이 석유기금 등의 경우는 직접운용방식과 외부위탁운용을 혼합하여 기금을 운용하고 있다. 직접운용과 외부위탁 비율은 각 기관마다 차이가 있으나 약 50대 50의 비율을 유지하고 있다.

이와 같은 외부위탁투자와 직접투자의 병행은 내부의 전문성과 함께 외부의 전문성을 효과적으로 연결시킴으로써 내부운용의 단점과 외부운용의 장점을 접목시켜 효율성을 극대화시킬 수 있다. 또한 운용의 결과를 함께 비교 평가함으로써 내부와 외부운용담당자들의 선의 경쟁을 통한 전문성의 극대화와 포트폴리오 다변화를 성취할 수 있다.

이상의 선진국사례가 시사하는 바는 각 국가별 연금제도의 성격,

26) 세계은행의 구조조정 차관(SAL II) 도입 시 정부는 국민연금기금운용에 관하여 1998년도에 외부위탁투자에 관한 세부 실행방안을 마련하여 1999년도부터는 외부위탁투자를 실시하기로 세계은행과 합의한 바 있음.

제반 경제여건 등의 차이에도 불구하고 기금운용은 자체의 직접운용에만 의존하지 않고 외부위탁운용을 하거나 직접운용과 외부위탁운용을 혼합하여 운용하고 있다는 사실은 다양한 전문화된 외부운용기관에 위탁을 통한 운용의 효과가 직접운용에서의 보다 더 효율성이 있다고 판단하기 때문이라는 것이다.

물론 외부위탁투자는 위에서 언급한 것과 같은 장점만 있는 것은 아니다. 외부위탁에는 위탁운용 수수료를 지불해야 하므로 수수료와 직접운용시 드는 비용과를 엄밀히 비교 분석할 필요가 있다.

자산운용산업의 규제완화 및 간접투자 활성화에 따라 1998년말 이후 국내 자산운용산업이 성장기를 맞이하고 있으나 기존 투신사의 부실문제, 과거 운용성과기록 부재 및 운용인력의 잦은 이동 등으로 위탁투자대상기관의 선정에 주의를 기울여야 하며, 선정 후에도 운영성과의 모니터링 등을 통한 전문적인 관리를 해야 할 것이다.

또한 기금자산에 있어 위탁투자의 적정비율이 설정되어야 하는데 이는 국내 금융시장의 현실을 파악하고 외국의 사례를 참고로 하여 우리 실정에 맞게 보완해야 할 것이다.

한편 2000년도에 1월 국내 4개 투자신탁운용사에 의해 실시되었던 총 2000억 규모의 외부위탁투자 결과는 29.2%라는 높은 평가손실을 기록함으로써 가입자들의 외부위탁투자에 대한 불안을 야기 시킨 바 있다. 그러나 이러한 평가손실은 위탁시 선물 등 위험회피수단을 제한하는 경직된 투자방침에 따른 것이라 할 수 있다. 따라서 위탁투자나 직접투자의 경우 투자위험을 분산시키기 위해 투자상품을 다양화하는 것이 필수적이라 하겠다.

#### 마. 投資商品의 多樣化

국민연금기금의 안정적 수익성을 유지하기 위하여 시장간의 가격변

동위험 및 수익성을 고려한 분산투자 필요성이 증대된다. 국민연금기금은 국민의 신탁자산에 대한 책임준비금으로서 안정적인 자산가치 보전을 위해 국내외의 다양한 상품의 투자가 필요하다.

고수익 달성을 위한 주식, 연금자산의 안정적 운용을 위한 채권, 투자에 필요한 정보비용이 비교적 적게 드는 수익증권, 단기간의 거액자금 운용을 목표로 하는 단기상품, 기존 포트폴리오의 위험회피(hedge) 목적이나 고수익 달성을 위한 파생상품은 물론, 장기적 고수익을 목적으로 하면서 투기적 성향이 짙은 부동산 등도 투자대상으로 포함하는 투자상품의 다양화가 필요하다. 물론 공적자금인 국민연금기금의 운용은 신중하고 보수적으로 운용해야 하나 다양한 상품 구성을 통해 위험 감소와 기회손실을 최소화하는 것도 간과해서는 안될 것이다.

#### 바. 海外投資

국민연금기금의 증가에도 불구하고 우리나라의 금융시장이 아직 덜 성숙되었다는 점을 고려하면 국제분산투자를 통해 주식투자의 위험을 축소하고 수익의 극대화를 도모해야 할 것이다. 어떤 나라든 주식시장의 장·단기 침체는 존재하고 국내시장에 국한된 주식투자는 매우 위험할 수 있다.

해외투자를 실시하는 경우 이득과 함께 위험도 수반하게 된다. 즉 상관관계가 적은 해외 자산들이 포트폴리오에 편입됨으로써 위험저감효과가 나타날 수 있는 반면에 환위험, 특정국가위험 등에 노출된다.<sup>27)</sup>

즉, 자본시장의 범위를 국내시장에 한정시켜 어느 개별주식의 위험을 살펴보면 기업고유의 위험, 그 기업이 속한 산업의 위험, 시장전체

27) 마코위츠에 의하여 체계화된 포트폴리오 이론에 의하면 분산투자대상 증권을 1개국에서 여러 국가로 확대시키면 각국의 자본시장 사이에는 낮은 상관관계가 존재하기 때문에 국내분산투자로서는 더 이상 제거할 수 없었던 체계적인 위험의 일부까지도 제거할 수 있는 효과를 얻게됨.



의 위험으로 구분 할 수 있다. 먼저 동일산업 내의 여러 기업에 분산 투자하는 것만으로 기업 고유의 위험을 어느 정도 제거할 수 있다. 나아가 여러 산업에 걸쳐 포트폴리오를 구성함으로써 산업관련의 위험을 제거하여 시장위험만 남게된다. 그리고 범위를 국제자본시장으로 확대하면, 국내시장위험도 어느 정도 제거할 수 있다.<sup>28)</sup>

해외투자를 통하여 얻을 수 있는 이점으로는 우선 해외증권투자를 통한 자산운용의 다양화와 투자위험의 분산을 피할 수 있으며, 선진금융기법의 습득, 운용시각의 확대, 운용자산의 질적 제고, 세계 우수 금융기관과의 유대관계 강화 및 정보채널 확보, 지역적으로는 접근할 수 없는 특정 산업에로의 진출, 국제 증권시장이 제공하는 성장 잠재력을 이용한 투자의 기회 등을 들 수 있다. 그러나 이와 같은 다양한 해외투자의 이점에도 불구하고 환 위험, 특정국가위험 등을 비롯한 예측하기 여러 가지 어려움이 해외투자를 가로막는 요인으로 작용하고 있다.

우선 환위험은 특정국가의 통화가치가 기타 다른 국가들의 통화에 대하여 획일적으로 변동한다면 환율변동은 국제분산투자에 부정적인 요소가 되며, 특정국가위험은 투자대상국의 고유위험 때문에 발생하는 위험으로 외국인투자자에게 가해지는 각종 제한 조치 및 차별정책 등을 들 수 있다. 또한 정보수집비용과 관련한 문제로 정확한 정보수집이 어렵고 증권투자의 생명인 정보획득의 신속성도 확보하기 어렵워 투자대상국의 투자자들과 동질적인 정보를 동시에 얻기 위해서는 더 많은 정보수집비용이 필요하게 된다. 이러한 정보수집비용은 통신기술의 발달로 많이 감소한 것은 사실이지만 제반 이점과 문제점을 잘 비교 분석한 후 외부위탁투자의 범위를 포함한 시행방법을 결정해야 할 것이다.

28) 미국, 영국, 독일 등 선진국 8개국을 대상으로 각 나라에서 국내 분산 투자한 경우와 8개국에 국제분산투자를 한 경우의 위험저감효과를 실증적으로 비교 연구한 Solnik의 연구에 의하면, 미국내의 주식만으로 분산 투자한 경우, 위험이 50% 미만 이 될 정도로 국제분산투자를 한 경우의 위험저감효과가 훨씬 큰 것으로 나타남.

## 第5章 結論

국민연금 적립기금의 규모는 1988년 도입된 국민연금제도가 성숙기로 접어들면서 급격하게 증가하여 1999년 말 현재 약 47조원으로 동년도 GDP의 약 10%, 정부예산의 58.5%의 규모로 성장하였다. 이러한 기금규모의 증가는 당분간 빠른 속도로 지속될 것으로 예상된다. 기금규모는 연구자에 따라 차이가 있어 적립기금의 GDP 대비 비율이 2020년에 43.4%로 최고치에 도달하는 경우도 있고 2025년 71.9%로 최고치에 이를 것으로 전망되기도 한다. 이에 따라 국민연금에 대한 국민의 관심도 연금제도의 확대로부터 국민연금기금의 효율성문제로 전환되고 있으며, 특히 2000년도 8월에 지면으로 보도되었던 1조 2371 억원에 달하는 국민연금기금의 주식부문 평가손실은 국민들에게 기금 운용의 중요성을 다시 한번 환기시키는 계기로 작용하였다.

국민연금제도의 도입이후 기금운용과 관련한 논의는 강제예탁, 기금운용위원회의 비민주적이고 형식적인 운영, 기금운용의 사후평가 미흡, 기금운용과정 전반에 관한 정보공개미흡 등으로 요약될 수 있다. 이러한 논점들 중에서도 주된 논의 초점은 공공자금관리기금법에 의한 공공부문 강제예탁 및 과다투자 문제와 공공부문 투자의 낮은 수익률 문제라 할 수 있다. 그러나 이러한 문제들은 1998년 국민연금법의 개정에 따라 ① 공공자금관리기금법에 의한 강제예탁폐지, ② 기금운용위원회에 가입자 참여확대, ③ 공공부문예탁 이자율의 실제 금리 반영, ④ 국공채 형태의 공공부문 예탁 및 ⑤ 기금운용본부의 설치로 대부분 해소되었다.

이러한 제도변화에도 불구하고 현행 기금운용체계가 효율적인 기금

운용을 보장하고 있다고 할 수 없다. 그리고 국민의 관심 증가와 함께 국민연금기금 규모의 급속한 증가는 기금운용과 관련하여 이제까지와는 다른 차원의 문제를 발생시킬 수 있다. 즉, 기금규모의 증가에 따른 시장지배력의 증가와 정부개입가능성 문제로 자본시장의 흐름과 기업의 지배구조를 왜곡시키고, 나아가서는 정부의 역할(규제자와 소유자)에 대한 모순을 초래할 수도 있다. 따라서 기금운용체계의 효율화 문제는 이러한 부정적인 문제를 어떻게 최소화하면서, 동시에 기금운용의 수익성을 극대화하여 국민연금의 재정안정에도 기여할 수 있는 운용체계를 모색하는 것이라 할 수 있다.

그러므로 본 연구에서는 국민연금기금의 기본적인 성격을 바탕으로 현행 운용절차와 운용조직체계를 최근에 나타난 기금운용상의 문제점들을 중심으로 살펴보았다. 현행 기금운용체계상의 문제점으로는 기금운용기관 및 관리조직의 전문성부족과 기금운용과정의 투명성 부족으로 나타났다. 즉, 기금운용위원회와 기금운용실무평가위원회의 구성이 전문성이 떨어지며, 양 조직이 가입자의 참여라는 민주성과 기금운용기관의 책임 있는 심의기관으로서의 전문성을 서로 보완적인 입장에 역할 분담을 해야 함에도 그렇지 못하다는 것이다. 한편 기금운용의 실행주체인 기금운용본부의 전문성은 질적인 측면에서 공적 기관이 갖고 있는 급여체계의 제약으로 최고의 전문인력의 확보에는 한계가 있다는 것이다.

한편 기금운용의 투명성 부족문제는 좀더 구체적으로는 기금운용위원회의 구성이 정부위원이 총 위원수의  $\frac{1}{3}$ 에 해당하여 여전히 정부개입의 가능성이 크다는 점과, 기금운용에 대한 신뢰회복을 위해 필요한 기금운용의 감독과 규제가 내부감시 위주로 되어있으며, 법령 및 규정준수(Compliance)는 전담인력이 없는 등, 감시 주체가 불분명하고 감독에 대한 객관성이 떨어진다는 것이다. 또한 외국의 관리은행

(Custodian bank)제도와 같이 투자기금의 관리와 운용의 분리가 이루어지지 못하고 있다는 점도 문제점으로 들 수 있다. 한편 성과분석에 있어서는 전술적 성과분석은 기금운용본부내의 성과분석팀에서 담당하고 있으며, 전략적 성과분석은 국민연금연구센터에서 맡고 있어 평가의 객관성이 떨어진다는 문제점을 안고 있다.

그리고 기금운용전략상의 문제점들로는 기금운용원칙의 우선순위가 불분명하고, 연금기금의 특성인 장기저축이라는 점을 경제여건과 연금재정상태 등을 고려한 중장기 운용계획이 없다는 점을 들 수 있다. 또한 구조조정 및 금융시장 환경의 변화 등으로 투자위험의 수준도 증가하고 위험의 종류도 다양화 되어감에도 불구하고 이러한 위험들을 통합적으로 관리하는 통합위험관리시스템이 없으며, 투자에 있어서는 직접투자를 위주로 하고 있어 국제적인 기금운용추세에서 벗어나 있다. 그리고 투자대상 금융상품의 종류(해외투자 포함)를 너무 제한하여 위험분산의 수단을 제한하고 있는 문제점도 들 수 있다.

이러한 현행 기금운용체계상의 문제점들을 해소하기 위한 개선방안을 찾기 위해, 미국, 일본, 캐나다 등의 연금기금운용체계 및 운용 현황 등을 비교 검토하였다. 그리고 기금운용과 밀접한 관련이 있는 금융시장의 대내외적인 환경변화를 살펴보고, 국민연금기금의 거시경제적 파급효과의 가능성과 금융시장의 왜곡가능성을 가늠해 보기 위해 국민연금의 적립기금의 전망치를 국민총생산 및 자본시장의 규모와 비교·분석을 시도하였다.

이상의 분석과정을 통하여 도출한 기금운용체계의 개선방안은 다음과 같다. 효율적인 기금운용체계의 구축을 위해서는 견제와 균형의 원리 하에 관련조직의 역할분담을 명확히 하고, 기금의 관리·운용 조직의 전문성과 기금운용과정의 투명성을 바탕으로 기금운용 실행조직의 자율성과 독립성을 최대한 보장함과 아울러 이에 상응하는 엄정한

감독과 처벌도 동시에 수반되어야 한다.

운용체계 개선방안으로는 첫째, 기금운용의 최고의 심의·의결기구인 기금운용위원회와 심의·평가기구인 기금운용실무평가위원회의 전문성을 확보해야 한다. 가입자의 참여확대라는 문제로 기금운용위원회의 전문성 확보가 현실적으로 어렵다면 양 기구가 서로의 기능을 상호 보완하는 차원에서 기금운용실무평가위원회는 재무관리, 금융 등 기금운용과 관련한 전문성의 제고가 필요하다. 한편 기금운용본부의 질적인 투자전문성의 제고는 공공기관이 갖고 있는 급여체계의 한계로 극복하기 어려운 바, 외부전문투자기관을 활용하고 이를 관리하는 방향으로 투자방향을 전환하는 것이 필요하다. 둘째 기금운용의 투명성제고는 감독과 규제의 강화, 성과평가의 객관성확보 및 운용관련 자료의 공시강화를 통하여 이루어질 수 있다. 좀 더 구체적으로는 다음과 같다. 법령 및 규정준수(Compliance)의 경우는 감시주체가 없는 실정으로 상시감시가 필요하고, 기금운용전반과 관련해서는 증권감독원과 같은 감독주체가 없는 실정인 바 외부의 금융업무 전문기관에 의한 감독이 필요하다. 또한 기금운용의 성과평가는 동일기관 내 타부서에서 평가를 실시하여 객관성의 결여를 지적 받기보다는 한국보건사회연구원과 같은 국민연금 관련 연구기관과 평가전문 민간기관과의 협조 하에 시행하도록 하여 평가의 객관성을 유지하여야 할 것이다. 공시(Disclosure) 강화와 관련해서는 국민연금 연금기금운용 관련 연차보고서를 작성을 의무화하고, 관련 자료의 공개를 통하여 연구자들의 연구자료가 기금의 객관성을 확보하는 방안으로 활용될 수 있도록 해야 할 것이다.

기금운용전략의 개선방안의 제시에 앞서 무엇보다도 먼저 고려해야 할 점은 우리의 국민연금제도 다층체계를 갖고 있는 미국, 일본, 캐나다 등의 소득비례연금제도와는 달리 기초연금과 소득비례연금이 혼재

되어 있다는 사실을 고려하여 안정성을 전제로 한 수익성추구가 이루어져야 한다는 것이다. 이러한 안전성 전제하에 기금운용개선방안은 첫째 연금제도의 성장단계에 따라 성장기에는 좀더 적극적인 수익성을 추구하고, 성숙기에 있어서는 기금의 자본시장지배력을 고려하여 중립성을 고려한 후 수익성을 추구해야 하며, 완숙기에는 유동성을 고려한 현금흐름 관리를 강화해야 한다.

둘째, 기금의 성격이 장기저축이라는 것을 고려하여 경제여건과 연금의 재정상태 등의 변화를 고려한 중장기계획을 통한 기금운용이 필요하다. 셋째, 기업 및 금융부문의 구조조정, 대내외적인 금융환경변화 등으로 투자위험이 증가하고 있는바 시장위험, 신용위험과 같은 재무위험은 물론 규제위험과 평판위험 등도 함께 관리하는 통합위험관리체계의 구축이 필요하다. 넷째 연금기금규모의 증대, 위험회피를 위한 분산투자의 원리 등을 고려하여 외부위탁투자의 실시를 통한 투자의 다변화가 필요하고, 신용위험 및 산업위험의 제거 및 투자의 위험회피(Hedging)를 위한 투자상품의 다양화와 국내투자만으로 제거할 수 없는 시장위험의 감소를 위한 해외투자도 허용해야 할 것이다.<sup>29)</sup>

---

29) 이러한 투자상품의 다양화, 해외투자는 국민연금법의 개정을 통하여 2001년도에 실시예정이며, 2000년도 실시한바 있는 위탁투자도 2001년도에는 그 규모를 대폭 증가시킬 예정이다.

## 參考文獻

- 건강보험조합연합회, 『사회보장연감』, 동양경제신보사, 1997.
- 고철기 외, 『국민연금기금의 효율적 운용방안』, 한국보건사회연구원, 1994.
- 김연명, 『국민연금운영의 민주적 통제와 전문성제고 방안』, 『국민연금제도도입 10년의 평가와 향후 발전방안』, 제28회 사회보장학회 학술자료집, 1998.
- 김수봉 외, 『외국의 연금제도 개혁사례 비교연구(I)』, 한국보건사회연구원, 2000.
- 윤석명, 『국민연금기금의 금융부문 운용방안』, 『보건복지포럼』, 통권 14호, 한국보건사회연구원, 1997. 11.
- \_\_\_\_\_, 『금융기관 파산가능성에 대비한 국민연금기금 운용방안』, 『보건복지포럼』, 통권 23호, 한국보건사회연구원, 1998. 8.
- 국민연금연구센터, 『국민연금복지투자의 방향과 평가』, 1995.
- \_\_\_\_\_, 『재정추계기법분야 해외출장보고서』, 1996.
- \_\_\_\_\_, 『중장기 기금운용계획』, 1996.
- \_\_\_\_\_, 『국민연금기금장기운용체계구축방안』, 1999.
- 김준영·김용하, 『국민연금 기금관리체계의 효율적 구축방안에 관한 연구』, 1998. 6. 15.

- 백화중, 「국민연금기금운영의 현황과 개선방향」, 『보건복지포럼』 통권 제45호, 2000. 6.
- \_\_\_\_\_, 「제도변화에 따른 국민연금 기금운용의 중요성」, 연기금운용에 관한 국제회의자료, 한국보건사회연구원 & 세계은행, 2000.
- 예산청, 『기금백서』, 1998. 6.
- 이세근, 『선진국 기관투자자의 해외증권투자』, 1988년 증권심포지움, pp.41~93.
- 일본 후생성 연금국, 『후생연금보험 50년사』, 후생연금사업진흥단, 1993.
- 일본 후생성 연금국 수리과, 『연금과 재정』, 법연, 1995.
- \_\_\_\_\_, 『특별지방채의 입문서』, 1995.
- 장길훈 외 『중장기 기금운용계획』, 국민연금연구센터, 1996.
- \_\_\_\_\_, 『국민연금기금운용의 개선방안』, 국민연금관리공단, 1997.
- \_\_\_\_\_, 『기관투자자의 자산운용』, 국민연금관리공단, 1998.
- 정경배 외, 『국민연금의 재정안정과 기금의 적정운용』, 한국보건사회연구원, 1991. 2.
- 한성윤, 「연금기금운용의 효율화 방안」, 『한국사회복지정책학회』, 1999. 12.
- Asher, Mukul, "Investment Policies and Performance of Provident Funds in South east Asia", unpublished paper prepares for the Economic Development Institute of the World Bank workshop in China, January, 1998.
- \_\_\_\_\_, *The Pension system in Singapore*, World Bank Social



Protection Working Paper. 1999.

Ugusto Iglesias and Robert J. Palacios, *Managing Public Pension Reserves*, World Bank, 2000.

Brinson, Gary, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower, "Determinants of Portfolio Performance", *Financial Analysts Journal*, July-August 1986.

Chadwick, William, ERISA and the Portfolio Manager, *The Investment Manager's Hand Book*, S. Levine(ed), Dow Jones-Irwin, 1990. pp.212~257.

Dobbins, Richard & Stephen F. Witt, *Portfolio Theory and Investment Management*, Martin, Oxford, 1983.

Far Eastern Economic Review, "Saving at Risk; Malaysia is being criticized for using its National Pension Fund to funnel cash to companies", 1998.

Kane, C. and R. Palacios, "The Implicit Pension Debt", *Finance and Development*, June 1996.

Kaufmann, D., Aart Kraay and Pablo Zoldo-Lobaton, *Governance Matters*, unpublished draft working paper, world Bank, May 1999.

Lorie, J. H. and Hamilton, M. T., *The Stock Market: Theories and Evidence* Irwin, 1973.

Bureau of the Public Debt, *Managing the Social Security Trust Fund*, 1997.

- Markowitz, H. M., "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, December 1952, pp.18~25.
- OECD, *Private Pension systems: Regulatory Policies*, Working Paper AWP 2.2, Paris, 1998.
- Palacios, R. and M. Pallares-Miralles, "International Patterns of Pension Provision", *Human Development Network, Social Protection Working Paper series*, World Bank,, Washington D. C. 2000.
- Srinivas, S. P. and J. Yermo, "Do Investment Regulations Compromise Pension Fund Performance?", *World Bank Latin American and Caribbean Studies*, Discussion Paper Series, Washington D. C. 1999.
- Srinivas, S. P., E. Whitehouse and J. Yermo, "Portfolio limits in mandatory pension schemes", *Human Development Network, Social Protection Working Paper Series*, World Bank, Washington D. C. 1999.
- William Mercer, *Global Investment Forum*, 1999.
- World Bank, "Averting the old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth", *Policy Research Report*, Policy research Department, 1994.