

연구보고서 98-01

행정간행물등록번호 A0045-65750-57-9804

國民年金 基金運用 改善 方案

尹錫明

韓國保健社會研究院

머 리 말

국민에 대한 보편적인 노후보장제도로써 1988년에 도입된 국민연금 제도는 1998년 4월말 현재 36조여 원의 기금을 조성하여, 연금급여 등으로 5조 7186억원을 지출하였고 나머지 30조 7139억원은 공공부문에 20조 9918억원(68.3%), 복지부문에 8537억원(2.8%), 금융부문에 8조 8684억원(28.9%)을 각각 운용하고 있다. 「국민연금관리공단」의 재정추계에 의하면 현행 국민연금제도가 유지되는 경우 2031년 이후 국민연금적립금이 고갈될 것으로 전망되고 있다. 이러한 국민연금제도의 재정불안정은 기본적으로 제도도입 초기의 「저부담·고급여」의 급여산식과 급격한 인구구조의 노령화에 기인하고 있으나, 향후 2020년까지 상당한 규모의 기금이 적립될 것으로 예상되는 국민연금기금의 효율적 운용여부는 자본축적 및 경제성장에 큰 영향을 미쳐 지속적인 경제성장을 결정하는 중요한 요인으로 작용할 것이다.

현행 국민연금 기금운용과 관련된 문제점으로는 공공부문의 과도한 차입, 예탁증서 발행을 통한 공공부문의 차입, 금융부문 기금운용에서 투자 전문성 부족 및 기금운용의 투명성 결여 등을 들 수 있다. 본 보고서는 이러한 문제점들을 해결할 수 있는 국민연금 기금운용 방안을 제시하고자 노력하였다.

한편 기금운용방식에 대한 대안 제시에 앞서 외국의 공적연금제도 기금운용 현황을 살펴봄으로써 국민연금 기금운용에서의 시사점을 찾고자 하였다. 특히 우리와 문화적·경제적 환경이 유사한 동아시아 국가의 기금운용 현황에 지면을 할애하였으며, 국민연금 기금운용 개선 방안을 제시하기 위해 공공부문과 금융부문을 별도로 분석하였다.

본 연구는 본원의 윤석명 책임연구원에 의해서 작성된 것이며, 자료수집 및 정리에 김영민 연구원, 보고서의 편집과정에 박효숙 연구조원이 많은 수고를 하였다. 본 보고서가 완성되는 과정에서 저자는 윤병식 연금보험팀장을 비롯한 사회보장연구실 연구진에게 사의를 표하고 있다. 그리고 원고를 읽고 귀중한 논평을 해준 본원의 최병호 부연구위원, 원종욱 부연구위원 및 노용환 책임연구원에게 사의를 표하고 있다.

마지막으로 여기에 수록된 모든 내용은 연구자의 개인 의견이며, 연구원의 공식 견해가 아님을 밝혀 둔다.

1998년 10월

韓國保健社會研究院

院 長 鄭 敬 培

目 次

要 約	11
I. 序 論	23
II. 國民年金 基金運用의 現況과 問題點	28
1. 國民年金基金의 運用目標 및 現況	28
2. 國民年金 基金運用 原則과 優先順位	34
3. 國民年金의 基金運用 關聯 政策課題	38
III. 外國의 年金制度 및 基金運用 現況	42
1. 先進國의 年金制度 및 基金運用	42
2. 南美國家의 年金制度 및 基金運用	60
3. 東南아시아 國家의 公的年金制度 및 基金運用	77
4. 海外 各國 公的年金制度 改革動向 및 基金運用의 示唆點	90
IV. 國民年金基金의 公共部門 基金運用 方案	96
1. 우리나라의 公共部門體系	96
2. 基金概要	98
3. 財政投融资制度의 問題點	106
4. 公共部門 支出프로그램의 經濟效果 分析 및 財政投融资 活用に 대한 代案	110

V. 國民年金基金의 金融部門 運用方案	129
1. 韓國銀行의 「資金循環表」를 利用한 基金配分	130
2. 포트폴리오 理論에 따른 最適資産配分	140
3. 證券投資會社(뮤추얼펀드)를 통한 基金 運用方案	163
4. 資産流動化制度를 통한 基金 運用方案	179
5. 金融機關 破産 可能性에 對備한 基金 運用方案	192
VI. 結論 및 政策提案	204
參考文獻	215
附錄	
附錄 1. SAS IML SAMPLE 프로그램	225
附錄 2. 主要 OECD國家의 機關投資 資産運用 現況	228
附錄 3. 獨逸의 年金改革과 自動調整 메카니즘	237
附錄 4. 아시아 國家들의 年金制度 概要	237

表 目 次

〈表 II- 1〉 年金基金의 投資部門別 收益率 現況	30
〈表 II- 2〉 國民年金基金의 金融部門 投資現況 (1993年末~1998年 4月末)	30
〈表 II- 3〉 生命保險會社 資産運用 推移	31
〈表 II- 4〉 損害保險會社 資産運用 推移	32
〈表 II- 5〉 三星生命의 資産構成 現況('98年 3月末 現在)	33
〈表 II- 6〉 三星生命의 有價證券 運用 現況('98年 3月末 現在)	34
〈表 II- 7〉 三星生命의 不動産 部門 運用 現況 ('98年 3月末 現在)	34

〈表 II- 8〉	公共部門 投資로 인한 基金損失額	39
〈表 II- 9〉	國民年金 長期財政展望	40
〈表 III- 1〉	美國 OASDHI 制度 變遷 過程	44
〈表 III- 2〉	美國 社會保障 信託計定 現況	44
〈表 III- 3〉	社會保障 諮問委員會가 提示한 政策 代案 比較	50
〈表 III- 4〉	國民年金 및 厚生年金保險 積立金의 累積狀況	51
〈表 III- 5〉	還元融資金計劃	55
〈表 III- 6〉	資産構成現況(1997年 3月末 現在)	57
〈表 III- 7〉	市場運用事業	57
〈表 III- 8〉	CAISSE 投資構成 內譯 및 投資部門別 收益率	60
〈表 III- 9〉	年金基金의 增加推移	62
〈表 III-10〉	칠레 年金基金資産의 金融手段別 運用現況	65
〈表 III-11〉	칠레 年金基金制度의 年間實質收益率	66
〈表 III-12〉	金融部門과 個人年金計定の 年間 實質收益率, 1981~1990	67
〈表 III-13〉	멕시코 社會保障稅 內譯(as percentage of payroll)	69
〈表 III-14〉	年金改革 前後 멕시코 年金制度 保險料 比較	73
〈表 III-15〉	東南아시아 各國의 經濟·社會 指標 比較	77
〈表 III-16〉	말레이시아 勤勞者 年金基金의 投資內譯(1995年)	82
〈表 III-17〉	필리핀 社會保障制度(SSS)의 基金配分 現況	85
〈表 III-18〉	필리핀 政府서비스保險制度(GSIS)의 資産配分	85
〈表 III-19〉	美國 私的年金基金(Private Pension Funds) 純新規資金 흐름	93
〈表 III-20〉	美國 地方公務員 退職基金(State and Local Government Employee Retirement Funds)의 純新規資金 흐름	94
〈表 IV- 1〉	部處別 基金設置現況(1997年 5月 現在)	103

〈表 IV- 2〉	公共基金의 造成 및 運用規模	105
〈表 IV- 3〉	各國의 國庫負擔額	107
〈表 IV- 4〉	連動債와 名目債의 利子 支給額 比較	119
〈表 IV- 5〉	物價連動債券과 傳統的인 名目債券의 危險比較	123
〈表 V- 1〉	個人과 企業의 資金 運用形態(1996年 基準)	134
〈表 V- 2〉	企業과 個人의 資金運用(1997年 基準)	135
〈表 V- 3〉	其他預金과 生命保險 및 年金의 金融去來(源泉) (1997年 基準)	137
〈表 V- 4〉	金融機關別 負債 殘額(1997年 基準)	138
〈表 V- 5〉	國民年金의 金融機關別 基金運用 內譯	139
〈表 V- 6〉	金融商品別 年平均 收益率	156
〈表 V- 7〉	株式, 國債, 會社債 및 定期預金 平均과 標準偏差(1976~1997)	157
〈表 V- 8〉	株式, 國債, 會社債 및 定期預金 平均과 標準偏差(1988~1997)	157
〈表 V- 9〉	株式, 國債, 會社債 및 定期預金間의 公分散 (1976~1997)	157
〈表 V-10〉	株式, 國債, 會社債 및 定期預金間의 相關係數 (1976~1997)	158
〈表 V-11〉	포트폴리오 投資收益率·危險 및 資產配分 (1976~1997)	159
〈表 V-12〉	포트폴리오 投資收益率·危險 및 資產配分 (1988~1997)	160
〈表 V-13〉	國民年金基金의 金融部門 收益率(1988~1997)	161
〈表 V-14〉	國民年金基金의 最適資產配分(現在)	162
〈表 V-15〉	株式型 뮤추얼펀드의 純新規資金흐름, 1984~1997 ...	171
〈表 V-16〉	債券 및 인컴뮤추얼펀드의 純新規資金흐름, 1984~1997	172

〈表 V-17〉	現行 契約型 投資信託과 會社型 投資信託의 比較	174
〈表 V-18〉	債券發行殘額의 推移	182
〈表 V-19〉	國債去來比重	183
〈表 V-20〉	各國의 GDP對比 住宅資金規模	185
〈表 V-21〉	國民年金基金의 金融機關別 投資比重 (1994年末~1998年 4月末)	193
〈表 V-22〉	國民年金基金의 金融部門 投資現況 (1994年末~1998年 4月末)	194
〈表 V-23〉	新·舊 預金者保護法 比較	196
〈表 V-24〉	預金者保護法施行令 改正後 保護對象預金 範圍	197
〈表 V-25〉	BIS比率 8%未達 12個 銀行의 不實現況	199
〈表 V-26〉	美國 早期是正裝置의 概要	201
〈附表 1〉	OECD 國家의 年·基金規模	228
〈附表 2〉	G-7國家의 年·基金 資產規模	229
〈附表 3〉	美國: 年·基金 資產規模	230
〈附表 4〉	私的 年基金; 確定給與型(Private Pension Funds: Defined Benifit Plans)의 純新規資金 흐름	231
〈附表 5〉	私的年基金: 確定釀出型(Private Pension Funds: Defined Contribution Plans)의 純新規資金 흐름	232
〈附表 6〉	私的年基金: 確定給與型(Private Pension Funds: Defined Benifit Plans)의 純新規資金 흐름	233
〈附表 7〉	私的 年基金: 確定釀出型(Private Pension Funds: Defined Contribution Plans)의 純新規資金 흐름	234
〈附表 8〉	英國: 年·基金 資產規模	235
〈附表 9〉	아시아 新興工業國들의 年金制度 概要	239
〈附表 10〉	아시아 新興工業國들의 公的年金制度 適用範圍	244

圖目次

[圖 III- 1]	年金積立金の 흐름(資金殘高)	53
[圖 III- 2]	市場運用事業의 構造	56
[圖 III- 3]	AFP의 投資資産別 範圍	63
[圖 III- 4]	年金基金의 金融商品別 投資(1996. 3)	64
[圖 IV- 1]	우리나라의 公共部門 體系	97
[圖 IV- 2]	基金運用計劃 確定節次	99
[圖 IV- 3]	政府部門 生産에 따른 分配效果	112
[圖 IV- 4]	增稅의 限界費用과 限界厚生損失의 關係	116
[圖 V- 1]	年金基金에 의한 資金흐름의 變化	132
[圖 V- 2]	投資機會集團과 效率的 投資線	143
[圖 V- 3]	最適포트폴리오와 投資者 效用	144
[圖 V- 4]	無危險證券이 포함된 포트폴리오의 效率的 포트폴리오	145
[圖 V- 5]	포트폴리오의 修正	146
[圖 V- 6]	포트폴리오 업그레이딩	148
[圖 V- 7]	포트폴리오 管理의 세 가지 機能	149
[圖 V- 8]	포트폴리오 構成, 調整, 再構成 過程	151
[圖 V- 9]	最適資産構成의 主要節次 흐름도	153
[圖 V-10]	美國 뮤추얼펀드의 運營構造	170
[圖 V-11]	住宅抵當擔保負債券(MBB) 運用 흐름도	188
[附圖 1]	獨逸 年金制度의 自動調整 메커니즘	238

要約

1. 國民年金 基金運用의 現況과 問題點

- 1988년 도입된 국민연금은 1998년 4월말 현재 36조여 원을 조성하여 연금급여 등으로 지출된 5조 7186억원을 제외한 30조 7139억원이 운용되고 있음.
 - 운용자금 30조 7139억원중 공공부문에 20조 9918억원(68.3%), 복지부문에 8537억원(2.8%), 금융부문에 8조 8684억원(28.9%)을 투자하고 있음.
 - 1997년말 현재 전체 기금운용 수익률은 주식 평가손 반영에 따른 금융부문 수익률 대폭 하락으로 1996년도 대비 1.91% 하락한 8.84%를 시현하였음.
 - 투자부문별 수익률 현황은 공공부문이 10.33%, 복지부문이 8.67%, 금융부문이 5.56%를 기록하였음.

- 현행 제도가 유지되는 경우 국민연금관리공단의 재정추계에 의하면 국민연금기금은 2021년에 415조여 원(1996년 불변가격)에 달한 이후 지속적으로 감소하여 2031년 이후에는 기금이 고갈될 것으로 전망되고 있음.
 - 2020년 이후 예상되는 국민연금제도의 재정불안정은 기본적으로 제도 도입 초기의 「저부담·고급여」의 급여산식과 급격한 인구구조의 노령화에 기인함.
 - 그러나 국민연금제도의 안정적인 발전을 위해 효율적인 기금운용을 통한 기금의 실질가치 유지와 재정증대가 중요한 문제로 부각되고 있음.

- 향후 2020년까지 상당한 규모의 기금이 적립될 것으로 예상되는 국민연금기금의 효율적 운용여부는 자본축적 및 경제성장에 지대한 영향을 미쳐 지속적인 경제성장을 결정하는 요인으로 작용할 것임.
- 국민연금 기금운용과 관련하여 흔히 제기되는 문제점으로는 공공부문 투자 과다, 예탁증서 발행을 통한 공공부문 차입, 금융부문 기금 운용시 투자 전문성 부족, 기금운용의 투명성 결여를 들 수 있음.
 - 국민연금을 비롯한 각종 연기금의 여유자금을 공공자금으로 강제 예탁하도록 규정한 「공공자금관리법」에 따른 공공부문 투자 과다가 가장 큰 문제점으로 지적되고 있음.
 - 또한, 공공자금관리법에 의한 국민연금 차입시 국채 발행이 아닌 예탁증서를 통한 차입방식에 대해 비판이 제기되고 있음.
 - 이와 함께, 막대한 규모로 적립될 국민연금기금의 효율적 운용을 위한 투자 전문성 확보 문제가 거론되고 있음.
 - 한편, 기금사용내역의 투명성 제고 및 운용 결과에 대한 일반 가입자들의 접근 용이성이 현행 기금운용 방식의 문제점으로 지적되고 있음.

2. 外國의 年金制度 및 基金運用 現況

- 해외 각국 공적연금의 기금운용은 제도의 성격, 도입시기, 제반 경제 여건에 따라 다양한 운용방식을 취하고 있음.
 - 선진국의 경우 공적연금제도의 재정 불안정 문제를 해결하기 위해 사적연금의 기금운용 방식과 유사한 금융부문 투자방안들이 활발히 논의되고 있음.
 - 선진국의 경우 금융시장의 발달로 인해 장기성 책임담보금인 연

기금을 효율적으로 운용할 수 있는 다양한 투자수단들을 다수 확보하고 있음.

- 이에 따라 다양한 금융상품에 대해 효과적으로 자산배분을 하고 있는 상황임.
- 전문 투자기관인 CAISSE에 위탁운영되는 캐나다 퀘벡연금의 경우 효율적인 기금운용으로 1996년의 경우 15.6%의 높은 명목 수익률을 달성하였음.
- 그러나, 공적연금 재정안정화를 위해 후생연금과 국민연금 적립금 일부를 자금운용부로부터 차입하여 기금증식사업을 하는 일본 「시장운용사업」의 경우 1996년 당년도에 4천억엔의 당기 순손실을 기록하였음.
 - 1986년 5000억엔의 기금으로 시작된 「시장운용사업」은 1996년 말 현재 23조 7530억엔을 운용하고 있으며, 1996년말까지 1조 4천억엔 가량의 누적적자를 기록하고 있음.
 - 이렇게 「시장운용사업」의 실적이 저조한 이유는 운용자금의 상당부분이 고금리로 차입된 반면, 차입후 일본경제가 저금리 시대로 접어 들었고 주식시장 또한 극심한 침체를 면치 못하고 있기 때문임.

□ 선진국과 달리 개발도상국들의 경우 금융시장의 미발달로 인해 공적연금 기금을 효과적으로 증식시킬 투자 수단이 매우 제한되어 있는 상황임.

- 우리와 문화적·경제적 측면에서 유사한 동남아시아 국가들의 경우 금융부문 투자 수단이 매우 제한되어 있는 실정임.
- 말레이시아의 경우 정부채권에 대한 투자비중이 줄어들면서 기금운용 수익률 하락을 경험하고 있음
 - 1988년 기금운용 명목수익률이 8.0%를 기록하였으나, 정부채권에 대한 투자비중이 줄어든 1995년에는 오히려 7.5%로 수

익률이 감소하였음.

- 수익률 감소의 주된 이유는 정부채권에 집중 투자하였을 때에는 무위험의 고수익을 보장받았으나, 총투자에서 정부채권의 비중이 감소하면서 수익률이 유동적인 자산에 대한 투자 비중이 높아졌기 때문임.
 - 한편 싱가포르 중앙공제기금(CPF: Central Provident Fund)의 경우 정부에 의해 차입된 CPF기금이 싱가포르 정부투자공사에 의해 해외에 투자되고 있음.
 - 1996년 3월 싱가포르 정부 발표에 의하면 지난 10년간 평균 5% 정도의 수익을 올리고 있는 것으로 나타났음.
 - 싱가포르 정부는 일정 수준 이상의 현금잔고를 갖고 있는 CPF 가입자에게 주식시장에 직접 투자하는 것을 허용하고 있음.
 - 그러나 1994~1996년 기간동안 CPF가입자중 80% 이상이 주식에 투자함으로써 입은 손실이 수익을 능가하였음.
- 외국의 기금운용 사례를 통해 얻을 수 있는 교훈은 각국에 도입된 공적연금의 도입시기, 제도의 성격, 제반 경제 여건에 따라 기금운용 방식 또한 다양하게 접근할 필요가 있음을 시사하고 있음.
- 우리나라와 상황이 유사한 개발 도상국들의 경우 금융시장의 미발달로 인해 적당한 투자 대상을 찾기가 어려운 실정임.
 - 향후 막대한 규모의 기금이 적립될 국민연금의 경우 장기적으로 안정적이며 수익성이 보장되는 투자 대상의 확보가 시급해 보임.
 - 따라서 국민연금 기금운용의 기본방향에는 수익성 및 안정성 제고 이외에 기관투자자로서 국내 금융시장을 발달시키는데 일조하는 역할이 명시되어야 할 것으로 보여짐.
 - 이러한 목적은 특히 장기 채권시장의 활성화를 통해서 달성될 수 있을 것으로 보여짐.

3. 國民年金基金의 公共部門 基金運用 方案

- 연기금 등의 여유자금을 공공관리기금에 의무적으로 예탁토록 한 공공자금관리법에 의해 현재 국민연금 적립금의 약 70% 가량이 공공부문에서 운용되고 있음.
 - 국민연금기금이 미래의 연금급여 지급목적의 책임준비금인 점을 감안하면 여유자금의 개념으로 설명하기 어려워 공공자금관리법 적용대상에 포함되는 현행조치는 타당하지 않아 보임.
- 향후 20여년 동안 국민연금 적립금이 급속히 증가하리라 예상되는 상황에서 지금과 같은 비율로 정부가 차입하는 경우 원리금 상환 시점 도래시 재정압박요인으로 작용할 것임.
 - 한편, 급격한 인플레이션을 자주 경험하고 있는 우리나라의 경우 국민연금기금의 상당부분이 정부의 예탁 이자율(고정금리부 상품: fixed income security)에 의존하게 됨에 따라 장기적인 관점에서 물가상승위험에 대한 대처(hedge)기능을 상실하고 있음.
- 현재와 같이 예탁증서에 의한 공공부문 차입을 지속하는 경우 국회의 통제를 받는 예산과 달리 지출내역에 대한 심사기능의 결여로 차입기금이 방만하게 운용될 소지가 있음.
 - 따라서, 철저한 비용-편익(cost-benefit) 분석이 결여된 상황에서의 정부지출이 야기할 후생비용(welfare cost)과 재정당국이 원리금 상환을 위해 세수 증대를 도모할 경우 야기될 후생비용을 분석하였음.
 - 증세를 통한 정부지출 프로그램의 경우 정부지출 증대에 따른 限界厚生費用曲線(marginal welfare cost curve)이 右上向하는 형태로 나타나기 때문에 직접적인 지출비용(direct cost) 이외에 증세로 인한 자원배분에서의 왜곡 발생으로 추가적인 부담이 발생하게 됨.

- 공공자금관리법에 따라 연금기금의 여유자금을 SOC투자 등 재정투융자사업에 사용하는 경우 비용-편익 분석을 통한 사업의 타당성 분석을 선행함으로써 경제전체의 자원배분이 효율적으로 이루어지도록 하여야 할 것임.

□ 현행 공공부문 기금운용방식에 대한 대안으로,

- 첫째, 연금기금의 예탁의무화 대신 재정투자 재원조달을 위해 SOC 국채나 특별공채 등을 재원부족 규모에 맞추어 발행하고, 이를 연금재정에서 인수시키는 방안을 제시하였음.
- 둘째, 연금기금의 공공자금관리금 예탁의무를 존속시키더라도 연금기금을 공공자금관리기금으로 활용할 수 있는 기간을 한시적으로 제한하면서 활용규모도 점차적으로 축소해 나가는 방안을 제시하였음.
- 셋째, 공공부문에 국민연금 기금의 70% 가량이 투자되어 명목금리로 예탁이자율이 지급되는 상황에서 급격한 물가상승이 일어날 경우 장기성 책임담보금인 국민연금의 재정불안정 가능성을 제기하였음.
 - 이러한 문제점 극복방안으로 현재 미국 재무성이 발행하고 있는 물가연동채권과 같은 변동채권을 도입하여 인플레이션 위험에 대처하는 방안을 제시하였음.

4. 國民年金基金의 金融部門 運用方案

- 국민연금기금이 국민연금 가입자와 사용자의 보험료 각출로 조성되고 있기 때문에 민간부문으로부터의 대규모 자금의 유출은 민간부문 자금흐름의 왜곡을 초래하여 경제 전체의 효율을 저하시킬 수 있음.

- 가계, 기업 및 금융기관별 자금운용 행태와 자금원천에 따른 금융 거래를 보여주는 한국은행의 「자금순환표」를 이용하여 자금흐름의 왜곡을 최소화시킬 수 있는 간접금융 배분원칙을 제시하였음.
 - 한국은행의 「자금순환표(1997년 기준)」에 나타난 금융기관에 대한 자금원천을 기준으로 유도된 자금배분비율에 의하면 국민연금기금이 은행, 비은행, 보험기관에 38:46:16의 비율로 배분되어야 함.
 - 한편, 자금운용의 원천이 단기적인 자금의 흐름을 반영한다는 사실에 입각해 단기 자금흐름의 장기적인 축적이 금융기관의 자산, 부채에 나타난다는 점을 주목하여 자산, 부채기준에 따른 배분비율도 유도하였음.
 - 자산, 부채 기준에 따른 자금배분비율은 32:51:17으로 나타났음.
 - 보험기관이 사실상 예금의 단순 수탁기관이 아니라는 사실에 주목하여 보험기관을 연금기금의 자원배분에서 제외할 경우의 자금배분비율을 유도하였음.
 - 보험기관을 제외하는 경우 자산, 부채 기준에 따른 은행과 비은행에 대한 배분비율은 39:61로 유도됨.
 - 1997년말 기준으로 국민연금 금융부문 기금운용액중 34%가 은행 부문에, 66%가 비은행부문에 투자되고 있음.
 - 자금순환표에 따른 자금배분 원칙(39:61)과 비교시 향후 은행 부문에 대한 배분비율이 증가되어야 할 것으로 보임.
- 두 번째 금융부문 기금운용방안으로 포트폴리오(portfolio)이론에 입각한 국민연금 기금의 최적자산배분을 분석하였음.
- 최적자산배분은 주어진 위험도내에서 가장 높은 기대 수익률, 또는 주어진 기대 수익률에서 가장 낮은 투자위험을 달성할 수 있는 포트폴리오를 구성하는 방법을 의미함.
 - 최적자산배분은 다음과 같은 측면에서 국민연금의 기금운용목표 달성에 기여할 수 있음.

- 국민연금 자금배분 분석의 틀로 사용할 수 있음.
- 기금의 포트폴리오 위험을 체계적으로 관리할 수 있는 틀을 제공함.
- 금융시장 환경변화에 따른 자산수익률 변동에 대응하여 기금을 적절히 배분할 수 있도록 함으로써 금융시장 여건 변화에 기민하게 대처할 수 있음.
- SAS IML을 이용하여 유도된 최적자산배분과 국민연금기금의 금융부문 운용현황을 비교하였음.
 - 최적자산배분 유도시 국민연금기금의 투자대상으로 주식, 국채, 회사채, 정기에금을 고려하였음.
 - 최적포트폴리오의 구성과 비교시 국민연금의 금융부문 자산배분중 주식의 비중이 높고 단기상품(CD, CP 등)의 비중이 낮은 것으로 나타났음.
 - 가까운 장래에도 지금과 같은 금융수익률이 유지된다면 채권과 단기상품의 투자확대와 주식에 대한 투자비중의 감소가 필요함.
- 그러나, 이러한 평가는 우리나라의 자본시장이 효율적으로 움직인다는 가정하에서 유도된 것임.
 - 일반적인 상식에 의하면, 회사채가 수익률 측면에서 국채보다 유리한 반면, 국채가 위험도 측면에서 회사채보다 유리하기 때문에 양 자산에 분산 투자하고 있음.
 - 그러나, 1976년부터 1997년까지 국채와 회사채의 연간 수익률과 위험도를 비교해 보면 회사채가 수익률은 높고 위험도는 낮은 것으로 나타남.
 - 이러한 결과는 우리나라의 금융시장이 비정상적으로 움직이고 있다는 사실을 반증하는 것임.
- 향후 기금운용에 있어 중점을 두어야 할 부분은 최적자산배분보다는 투자항목별(예컨대, 주식, 회사채 등) 최적포트폴리오를 어

떻게 구성할 것인가의 문제가 되어야 할 것임.

- 이러한 점을 고려한 바람직한 기금운용 방향은 철저한 기업분석을 바탕으로 안전성과 성장성이 큰 종목에 장기 투자함으로써 장기적인 관점에서의 수익 극대화를 추구하는 방향으로 투자전략을 세워야 할 것임.

□ 세 번째 국민연금 기금운용 방안으로 증권투자회사(뮤추얼펀드)를 이용하는 방안을 논의하였음.

- 이미 우리나라에 도입되어 있는 계약형 투자신탁은 연금기금 운용시 수익증권을 통해 고객의 입장으로 투자에 참여하고 있음.
- 한편, 재정경제부는 1998년 하반기중 증권투자회사법 개정안을 국회에 제출, 우리나라에서 증권투자회사 설립을 허용할 방침임.
- 회사형 투자신탁이라 불리는 증권투자회사는 단지 서류상의 회사(paper company)로서 펀드기금을 독립된 별도의 전문운용회사가 운용한다는 점이 특색임.
 - 회사형 투자신탁의 경우 펀드운용은 전문자산운용기관이 담당하나 투자자가 주주의 입장에서 펀드운용에 직접적인 영향을 미칠 수 있다는 차이점이 있음.
- 우리나라에 증권투자회사가 도입되는 것과 관련하여 국민연금 기금운용에서 주목할 점은 연금재정 불안정을 겪고 있는 유럽 각국이 효과적인 기금증식을 통한 연금재정 안정성 확보를 위해 미국식 회사형 증권투자회사를 도입하려 하고 있다는 사실임.
- 국민연금 기금의 일부를 증권투자회사를 통해 운영하는 경우 국민연금 기금운용 목적에 부합되는 자산으로 포트폴리오를 구성할 수 있고 많은 숫자의 전문인력 없이도 투자의 전문성을 기할 수 있다는 장점이 있음.
- 증권투자회사를 통한 국민연금 기금운용의 구체적인 적용방안으로,
 - 첫째, 국민연금관리공단에서는 투자 영역별로 전문화된 펀드

매니저를 확보해야 함.

- 둘째, 금융부문 운용액의 일정비율을 투자 부문별로 세분화시켜 증권투자회사를 통해 투자전문기관이 기금을 운용하도록 함. 그러나, 운용실적 및 기금운용에 관한 전반적인 관리(governance)는 연금관리공단의 투자 부문별로 전문화된 펀드 매니저가 담당하도록 함.
- 셋째, 사전에 설정된 평가기준에 의해 증권투자회사의 연간(또는, 분기별) 운용실적을 평가하여 투자전문기관의 기금관리 여부를 결정하도록 함.
- 이러한 방식으로 기금운용이 이루어지는 경우 국민연금관리공단에 다수의 전문인력을 확보하지 않고서도 기금운용의 전문성을 기할 수 있다는 장점이 있음.

□ 네 번째 국민연금 금융부문 기금운용 방안으로 자산유동화제도 도입에 따른 국민연금 기금의 부동산시장 참여방안을 논의하였음.

- 정부는 「자산의 유동화에 관한 법률」을 제정하여 자산담보부증권(ABS: Asset Backed Securitization)을 도입하기로 하였음.
- 자산담보부증권의 일종인 주택저당채권(MBS: Mortgage Backed Securities)제도가 도입되는 경우 주택구입자금의 20%정도만 확보되면 나머지 80%는 저당잡힌 집을 담보로 채권을 발행하여 자기집을 마련할 수 있음.
- MBS제도란 주택자금 수요자가 은행 등 주택자금대출기관에 저당권을 설정해주고 그 대가로 융자를 받아 주택을 구입하는 제도임.
- 이러한 자산유동화제도에 국민연금이 적극 참여해야 하는 필요성으로는
 - 자산유동화제도가 성공적으로 운영되는 경우 주택저당채권의 활성화를 통한 장기채 시장의 발달로 낙후된 채권시장 발전에

기여할 수 있음.

- 채권시장이 발달되면 다양한 만기구조의 채권발행이 가능해져 연금기금의 장기적인 투자수단 확보가 가능해짐.
- 국민연금 가입자의 대부분이 근로자임에 비추어 적은 비용에 주택구입이 가능토록 함으로써 국민연금 가입자의 복리후생을 간접적으로 지원할 수 있음.
- 따라서 국민연금 기금의 일부가 자산유동화채권 시장에 적극 참여하는 경우 경제 전체의 효율성 증진 및 가입자의 복리후생을 간접적으로 지원해 주는 효과가 있음.
- 그러나 공신력있는 자산유동화중개기관의 설립이 국민연금 기금의 자산담보부증권에 대한 투자의 선결과제임.

□ 금융기관 파산 가능성에 대비한 국민연금 금융부문 기금운용 방안이 마지막으로 논의되었음.

- 금융기관 구조조정과 함께 최근에 행해진 부실 금융기관들의 퇴출조치는 향후 투자 대상기관 선정시 수익성과 함께 안전성에 큰 비중을 두어야 함을 재차 확인 시켜주고 있음.
- 막대한 규모의 기금을 운용하는 국민연금의 경우 투자대상 금융기관의 파산시 기금손실이 우려됨.
- 금융기관의 파산에 대비한 투자의 안전성 확보를 위해,
 - 은행 및 종합금융회사는 자기자본비율, 증권사는 영업용 순자본비율을 기준으로 대상 금융기관을 선정하도록 함.
 - 투자상품 선정시 예금자보호법에의 적용여부를 고려하면서, 예금자보호법에 보호를 받지 못하는 상품의 경우 투자에 앞서 금융기관 선정에 한층 주의가 요망됨.
- 향후, 국민연금 기금운용시 투자대상 금융기관의 부실화를 조기에 포착하여 파산이전에 투자금 및 예치금을 회수하는데 초점을 맞추어야 할 것임.

- 이를 위해서는 미국의 부실 금융기관 조기사정장치(PCA)와 같은 제도적 장치를 마련하는 것이 필요해 보임.
 - 국민연금관리공단 자체 기준의 금융기관 부실화 정도를 조기에 파악할 수 있는 제도 도입이 필요해 보임.
- 국민연금관리공단 자체의 금융기관 부실화 정도 조기 파악제도가 마련되는 경우 연금기금의 예탁 및 투자결정시 금융기관 선택에 있어 유용한 기준이 될 것임.

I. 序論

공적연금은 일상생활의 위험 가운데 노령, 퇴직, 폐질, 소득자의 사망 등의 사유가 발생하였을 때 미리 설정한 기준에 따라 일정한 급여를 지급하는 제도이다. 공적연금제도 도입으로 적립되는 연기금은 가입자의 노후생활보장을 위해 강제 저축된 장기 신탁자산이며 가입자들이 일정한 급여지급조건에 도달하는 경우 의무적으로 지급해야 하는 장기 부채성 책임준비금이다.

어느 연금제도든 제도도입 초기에는 가입인원은 많으나 수급인원은 상대적으로 적어 기금이 계속 적립되기 때문에 적립되는 기금의 적절한 운용여부가 연금재정의 안정을 위하여 중요한 문제가 될 수 있다. 우리나라의 국민연금제도는 급여산식에 소득재분배기능이 포함되어 있고 적립된 기금을 정부가 재정투융자 재원의 일부로 이용하고 있어 연금제도가 성숙 국면에 도달할수록 국민경제에 미치는 효과가 커질 것으로 전망되고 있다. 국민연금기금은 아직까지는 시행초기에 있어 재원부족과 같은 심각한 문제를 나타내지 않고 있으나 성숙단계로 접어들수록 연금수급요건의 완화, 적용범위의 확대 등으로 연금재정이 심각하게 위협받을 것으로 전망된다.

賦課方式으로 운용되는 공적연금제도가 성숙단계에 접어든 선진국의 경우 1960년대 이후 급증하는 연금급여 지출로 인해 국가재정에 큰 부담이 되고 있으며 재원마련에 고심하고 있는 실정이다. 급격한 인구의 고령화와 경제성장률의 둔화로 기존 부과방식 공적연금제도의 지속가능성(sustainability)에 대한 회의가 증대됨에 따라 오래전에 공적연금제도를 도입한 선진제국 및 남미의 국가들이 연금재정안정화를

위한 방편으로 공적연금제도의 개혁을 서두르고 있으며 이 과정에서 민영화에 대한 논의가 많은 호응을 얻고 있는 것이 현실이다.

그러나 국민연금제도 도입 초기에 있는 우리나라의 경우 국민연금 급여산식의 재조정 및 효율적인 기금 운용 여부에 따라 선진제국들이 경험하고 있는 공적 연금제도의 재정위기로부터 벗어날 수 있음에 주목하여야 할 것이다. 국민연금 급여산식과 관련하여 보건복지부는 40년 가입한 평균 소득자의 경우 기존의 70% 소득 대체율을 55%(ILO 기준 53% 충족)로 하향 조정하는 「국민연금법개정(안)」을 마련해 놓고 있기 때문에 본 연구에서는 국민연금 기금운용 개선방안에 초점을 맞추도록 한다.

1988년 1월부터 10인 이상 사업장 근로자를 당연적용 대상으로 하여 실시된 국민연금제도는 1998년 6월 현재 731만 7천여 명이 가입하고 있다. 1998년에 도시자영자에게 연금제도를 확대하고 연금보험료를 연차적 계획에 따라 9%까지만 인상한다는 가정하에서의 「국민연금관리공단」 장기 재정추계에 의하면 2031년에 적립기금이 고갈될 것으로 전망되고 있다. 2031년 이후 예상되는 국민연금제도의 재정불안정은 기본적으로 국민연금제도 도입초기의 「저부담·고급여」의 급여구조와 급격한 인구구조의 노령화에 기인하고 있다. 여기에 덧붙여진 국민연금기금의 비효율적인 운용이 연금재정 불안정에 일조하고 있는 상황이다.

효율적인 기금운용을 통한 국민연금 재정안정화 노력이 일정한 한계를 내포하고 있음에도 불구하고 적립기금의 효율적 운용에 관심이 집중되는 이유는 적립기금이 국가경제에 커다란 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 현행제도가 유지되는 경우 2020년경 최고 약 400조원(1995년 불변가격)이 적립될 것으로 예상되는 국민연금기금의 효율적 운용 여부가 자본축적 및 경제성장에 큰 영향을 미쳐 지속적인 경제성장에

결정하는 중요한 요인으로 작용할 수 있다. 또한 막대한 규모로 적립될 국민연금 적립금을 효율적으로 운용할 경우 우리나라의 낙후된 중·장기 채권시장의 발달에 일조할 수도 있다.

흔히 국민연금기금의 운영원칙으로 공공성·안정성과 수익성 등이 제시되고 있다. 국민연금기금은 사회보험으로서 연금 보험료에 의하여 적립된 것이며 적립기금의 규모 또한 매우 커서 국가 경제에 미치는 영향이 크기 때문에 국가의 경제·사회 발전에 부응하도록 운용되어야 한다는 것이 공공성의 원칙이다. 이와 함께 국민연금제도가 가입자의 보험료로 조성되는 장기성 책임담보금이기 때문에 기금의 안전성과 수익성을 제고하여 그 실질가치가 유지되도록 함으로써 노후생활 보장이라는 국민연금 본연의 목적을 실현하는데 최선을 다해야 한다는 것이 안정성과 수익성 원칙이다.

현재 국민연금은 유가증권 등을 매입함으로써 이식사업에 투자되는 금융부문과 공공자금관리기금을 통해 재정융자특별회계에 예탁되어 정부재정으로 사용되는 공공부문, 노인복지시설이나 탁아소 건립 용자, 생활안정자금 대여 등에 사용되는 복지부문으로 나뉘어 운용되고 있다. 기금운용 실태를 보면 1993년도까지는 공공부문과 금융부문의 운용비율이 각각 절반의 비율을 유지하였으나, 1994년 각종 연기금의 강제 예탁을 규정한 「공공자금관리법」 제정 이후 공공부문 운용비율이 지속적으로 증가하여 1998년 4월말 현재 공공부문의 기금운용비율은 기금운용총액의 68.3%(20조 9918억원)를 차지하고 있다. 「공공자금관리기본법」(제5조 제1항)은 국민연금기금 등 각종 연금기금의 여유자금을 공공자금으로 강제예탁하도록 규정하고 있으며, 동조 제2항은 그 기금의 설치목적 달성을 위하여 직접 필요한 자금을 제외한 자금을 여유자금으로 규정하고 있다. 이 규정에 따라 국민연금의 경우 연금급여, 자산취득비, 공단운영비를 제외한 대부분의 자금이 여유

자금으로 분류되어 공공자금으로 강제 예탁되고 있다.

이러한 강제 예탁규정에 대해 흔히 제기되는 비판으로는 국민연금 기금은 장래의 연금급여를 위한 책임준비금으로서의 부채이므로 이를 여유자금으로 분류하는 것은 연금기금의 특수한 성격을 무시한 일방적인 조치라는 것이다. 이와 함께 공공부문과 금융부문의 금리차이에 따른 기금손실액이 1988년 이후 1997년말까지 8천7백억원으로 추계되고 있어 이러한 손실이 연금재정의 적자시점을 앞당겨 국민연금 재정의 불안정을 심화시키고 있다는 비판이 제기되고 있다. 이와 함께 「공공자금관리기금법」에 의해 현재와 같은 비율로 연금기금의 강제 예탁을 계속할 경우 2000년대 초반 정부의 차용액이 정부의 1년 예산을 초과하여 원금 상환은 물론 이자지급조차 어려워질 것으로 전망되어 국민연금 가입자들의 연금제도에 대한 불신이 심화되고 있는 상황이다.

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 있다. 따라서 제도 도입 초기에 있는 국민연금의 재정 건전성 확보 및 가입자들의 신뢰 확보는 국민연금제도의 안정적인 발전을 위하여 매우 중요한 문제로 보여진다.

한편 성숙단계에 접어든 외국의 경우 연금제도 도입으로 인한 저축률 및 경제성장에 미치는 효과에 대한 논의가 활발히 진행되어 오고 있다. 따라서 향후 2020년까지 막대한 규모의 기금이 적립될 것으로 예상되는 국민연금기금의 효율적 운용여부는 자본축적 및 경제성장에 커다란 영향을 미쳐 지속적인 경제성장을 결정하는 요인으로 작용할 것으로 보여진다. 이러한 문제 의식하에 본 보고서에서는 안정적인 국민연금제도의 발전과 경제성장이 조화를 이룰 수 있는 국민연금 기금운용 방안을 제시하고자 노력하였다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 첫째, II장에서 국민연금 기금운용의 현황과 문제점을 언급하였다. 둘째, III장에서는 외국의 연금제도 및 기금운용 현황 소개를 통해 국민연금 기금운용에 있어서의 시사점을 도출하고자 하였다. 특히 우리나라와 경제적·문화적 측면에서 유사한 동아시아 국가들의 기금운용 사례를 살펴보았다. 셋째, IV장에서는 국민연금의 공공부문 기금운용 방안을 논의하였다. 『공공자금관리법』에 의한 국민연금기금의 예탁문제가 야기할 문제점들을 분석하였고 이에 대한 대안들이 제시되었다. 넷째, V장에서 국민연금기금 금융부문의 운용방안을 제시하였다. 특히 금융부문 운용방안으로 민간부문의 자금흐름 왜곡을 최소화시킬 수 있는 금융기관별 간접금융 배분원칙과 함께 포트폴리오이론에 입각한 국민연금기금의 최적자산배분 분석, 증권투자회사(뮤추얼펀드)를 통한 기금운용의 전문성 제고 방안 연구, 자산유동화제도를 통한 국민연금기금의 부동산시장 참여 방안 논의, 금융기관 구조조정애 따른 금융기관 파산 가능성에 대한 기금운용방안을 제시하였다. VI장에서 결론 및 정책제안을 제시하였으며, 해외 공·사연금관련 통계자료를 부록에 담고 있다.

II. 國民年金 基金運用의 現況과 問題點

1. 國民年金基金의 運用目標 및 現況

가. 國民年金法에서의 基金運用 目標

국민연금법 제83조 2항은 “(1) 보건복지부장관은 국민연금재정의 장기적인 안정유지를 위하여 그 수익을 최대로 증가시킬 수 있는 방법을 통해 기금을 관리·운용하되, (2) 가입자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업에의 투자는 국민연금재정의 안정을 해치지 않는 범위안에서 하여야 한다.”고 규정하고 있다. 장기적인 안정성과 최대 수익성이라는 서로 상충되는 듯한 목표설정에서 보듯이 국민연금 운용의 기본목표는 연금재정의 안정성 도모, 기금운용의 공공성 확보, 운용수익률의 최대한 제고라는 다원화된 운용목표를 추구하고 있다.

나. 保健福祉部의 國民年金 基金運用指針

보건복지부의 1998년도 기금운용지침상의 국민연금기금 운용목표는 첫째, IMF 경제체제 출범에 따라 투자환경의 급변이 예상됨에 따라 안전성 바탕위에 수익성을 추구하며, 둘째 공적자금으로서 경제·사회 발전에 기여토록 기금운용의 공공성을 유지하고, 셋째 가입자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업을 지원하며, 넷째 기금운용의 전문성 및 효율성을 제고하는 것으로 되어 있다.

그리고 이의 운용지침을 보면, 공공부문의 경우 재정경제부와 협의한 월별 예탁계획에 따라 공공자금관리기금에 예탁하도록 되어 있다.

복지부문은 보육·노인복지시설을 설치하며 대여목적을 원활히 수행할 수 있도록 생활안정자금을 지원하도록 되어 있다. 이와함께, 국민연금 종합휴양시설 및 시·도지부회관 설치자금은 사업진도에 따라 신축적으로 집행하도록 하였다. 금융부문의 경우 예금자보호상품 등 객관적으로 안전성이 확보된 상품위주로 투자대상 상품을 선정하되 부실 또는 부실화가 우려되는 금융기관상품에 대한 투자를 제한하도록 하고 있다. 한편 연금급여, 공공자금예탁준비금 등 대기성 자금을 제외하고는 장기성 상품에 투자하되, 향후 금리, 수익률, 만기 등을 고려하여 투자상품을 선정하도록 하였다.

다. 國民年金 基金運用 現況

국민연금 기금운용 현황을 살펴보면 1998년 4월말 현재 36조 4,325억원을 조성하여 연금급여 등으로 5조 7,186억원을 지출하고, 나머지 30조 7,139억원중 공공부문에 20조 9,918억원(68.3%), 복지부문에 8,537억원(2.8%), 금융부문에 8조 8,684억원(28.9%)를 투자하고 있다.

1997년말 현재 전체 기금운용수익률은 공공부문의 수익률 상승(1996년도 10.3% ⇒ 1997년도 10.33%)에도 불구하고, 주식 평가손으로 인한 금융부문 수익률의 대폭하락(1996년 11.86% ⇒ 1997년 5.56%: 6.30% 하락)으로 1996년도 대비 1.91% 하락한 8.84%를 시현하였다. 수익률 하락을 주도한 금융부문의 기금운용현황을 보면 고금리시기에 투자한 채권의 잔액축소로 채권 및 채권관련 상품수익률이 다소 하락하였으며, 특히 주식시장 폭락과 주식 시가평가수익률을 일거에 반영함으로써 5.56%의 수익률을 시현하였다.

〈表 11-1〉 年金基金의 投資部門別 收益率 現況

(단위: %)

구 분	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
공공부문	11.00	11.00	11.00	11.00	11.00	9.67	10.25	11.64	10.30	10.33
복지부문	-	-	-	11.00	11.00	11.00	10.94	10.68	9.69	5.56
금융부문	12.95	14.35	13.83	14.04	14.07	13.87	13.91	13.11	11.86	8.67
총 계	11.98	12.79	12.55	12.76	12.68	11.99	12.10	12.11	10.75	8.84

資料: 보건복지부, 『보건복지백서』 각호 및 보건복지부 내부자료

〈表 11-2〉 國民年金基金의 金融部門 投資現況(1993年末~1998年 4月末)

(단위: 백만원, %)

구 분	'93년말	'94년말	'95년말	'96년말	'97년말	'98년 4월말
국·공채	878,363 (21.20)	1,142,550 (26.44)	1,506,023 (30.81)	2,274,387 (36.09)	3,193,001 (37.95)	3,686,669 (41.57)
회사채	830,833 (20.06)	696,674 (16.12)	526,759 (10.77)	382,427 (6.07)	461,826 (5.49)	276,438 (3.12)
금전신탁	1,184,224 (28.59)	1,111,582 (25.73)	1,343,695 (27.48)	1,739,129 (27.60)	1,837,051 (21.84)	1,816,541 (20.48)
정기예금	31,400 (0.76)	31,400 (0.73)	31,400 (0.64)	75,650 (1.20)	355,550 (4.23)	349,950 (3.95)
수익증권	597,698 (14.43)	343,010 (7.94)	223,610 (4.57)	680,900 (10.81)	1,317,065 (15.66)	1,176,052 (13.26)
주식	524,729 (12.67)	668,345 (15.47)	807,992 (16.52)	1,061,745 (16.85)	1,155,131 (13.73)	1,106,363 (12.47)
단기자금 (CD,RP등)	94,514 (2.29)	327,309 (7.57)	450,223 (9.21)	86,940 (1.38)	92,365 (1.10)	456,438 (5.15)
합 계	4,141,761 (100.0)	4,320,870 (100.0)	4,889,702 (100.0)	6,301,178 (100.0)	8,411,989 (100.0)	8,868,451 (100.0)

註: () 안의 수치는 각 금융상품의 구성비임.

資料: 보건복지부 내부자료, 1998.

라. 民間金融機關 資產運用과의 比較

다음에서는 연금보험 등의 상품을 판매하는 보험회사가 기금운용 목적에서 국민연금과 유사한 면을 지니고 있다는 점을 주목하여 민간금융기관중 생명보험회사(이하 생보사)와 손해보험회사(이하 손보사)의 기금운용 현황을 국민연금의 기금운용 현황과 비교해보도록 한다. 국민연금의 기금운용을 생보사와 손보사의 기금운용과 비교해 보면 보험사들의 높은 대출금 비중 및 부동산에 대한 투자가 기금운용의 특징으로 나타나고 있다.

〈表 II-3〉 生命保險會社 資產運用 推移

(단위: %)

구분		'96회계년도	'97회계년도			
			1/4	2/4	3/4	4/4
투자대상별 비중	현 예 금	15.7	16.2	16.4	15.2	15.0
	유가증권	25.7	26.1	26.5	24.9	25.8
	국공채	6.5	7.2	7.5	6.8	7.6
	회사채	6.6	6.8	6.8	6.6	7.5
	주 식	12.2	11.6	11.8	10.9	10.1
	대 출 금	45.9	45.0	44.4	47.1	45.9
	부 동 산	7.2	7.3	7.4	7.6	8.1
	기 타	5.5	5.4	5.3	5.2	5.2
합 계		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자 산 운 용 률		94.5	94.6	94.7	94.8	94.8
수익률	총 자 산	11.2 (10.4)	9.6	9.5	9.5	12.6 (11.0)
	운용자산	11.8 (11.1)	10.2	10.1	10.0	13.3 (11.7)

註: 수익률은 분기별 수익률이며 () 안은 연간수익률임.
 資料: 보험감독원, 『보험조사월보』, 각호.

운용 수익률을 비교해보면 운용자산 기준으로 생보사의 경우 1996, 1997회계년도에 11.1%, 11.7%, 손보사의 경우 10.5%, 10.15%를 기록하

였다. 이를 민간 생명보험회사의 자산운용 원칙과 유사하게 운용하고 있는 국민연금의 금융부문 기금운용 현황과 비교해 보면 1996, 1997 회계년도에 금융부문은 각각 11.86%, 8.674%의 수익률을 시현하였다. 그러나 1997회계년도 국민연금 금융부문 운용수익률 대폭 하락이 주식 평가손에 기인하고 있기에 최근 2년간 국민연금의 금융부문과 민간 생명보험회사 자산운용 실적의 우열을 가리기가 어려운 실정이다.

〈表 II-4〉 損害保險會社 資産運用 推移

(단위: %)

구분		1996회계 년도	1997회계년도			
			1/4	2/4	3/4	4/4
투자대상별 자산비중	현 예 금	20.4	20.6	21.4	20.7	18.6
	유가증권	30.4	29.5	29.8	29.7	32.1
	국공채	10.1	9.7	10.1	9.2	10.7
	회사채	6.0	5.7	5.9	6.0	5.9
	주 식	13.5	13.3	12.9	12.8	11.3
	대 출 금	22.9	23.2	23.0	23.4	22.4
	부 동 산	8.6	8.4	8.3	8.2	8.8
	기 타	17.7	18.2	17.5	18.0	18.1
	합 계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자 산 운 용 률		82.3	81.8	82.5	82.0	81.9
수익률	운용자산	10.5	9.3	9.9	10.0	11.4
	총 자산	8.5	7.6	8.1	8.1	9.3

註: 1) 투자대상별 자산비중은 기별누적치의 비중임.

2) 수익률 = $2 \times \text{투자수익} \div (\text{연초 또는 분기초 자산} + \text{기말자산} - \text{투자수익}) \times 12/m$

資料: 보험감독원, 『보험조사월보』, 각호.

한편, 개별 금융기관의 구체적인 자산운용 현황을 살펴보기 위해 우리나라의 대표적인 생보사인 삼성생명의 자산운용 현황을 분석해 보도록 하자. 1998년 3월말 기준으로 삼성생명의 자산운용 현황을 살펴보면, 총자산의 47.4%인 15조 7138억원을 개인(5조 7335억

원), 대기업(5조 2891억원), 중소기업(2조 77억)에게 대출하고 있다. 유가증권을 통한 자산운용현황을 보면, 1998년 3월말 현재 총자산의 24.7%인 8조 1850억원을 주식(3조 1600억원)과 채권(5조 249억원)에 투자하고 있다. 한편, 전체 자산의 10%에 해당하는 3조 3106억원이 부동산에 운용되고 있다.

〈表 II-5〉 삼성생명의 資産構成 現況('98年 3月末 現在)

(단위: 억원, %)

구 분	자 산 액	구 성 비
현금, 예금 등	47,558	14.3
부 동 산	33,106	10.0
유 가 증 권	81,850	24.7
대 출 금	157,138	47.4
기 타	11,889	3.6
합 계	331,541	100.0

資料: 삼성생명, 『삼성생명 자산운용』, <http://www.sli.samsung.co.kr>, 1998.

〈表 II-6〉 삼성생명의 有價證券 運用 現況('98年 3月末 現在)

(단위: 억원, %)

구 분	자 산 액	구 성 비
회 사 채	20,167	24.6
특 수 채	5,745	7.0
국 공 채	1,128	1.4
외국유가증권	554	0.7
기타유가증권	22,565	27.6
주 식	31,691	38.7
합 계	81,850	100.0

資料: 삼성생명, 『삼성생명 자산운용』, <http://www.sli.samsung.co.kr>, 1998.

〈表 II-7〉 삼성생명의 不動産 部門 運用 現況('98年 3月末 現在)
(단위: 억원, %)

구 분	자 산 액	구 성 비
영업지원	11,038	33.3
공익사업	7,665	23.2
수익사업	14,376	43.4
기 타	27	0.1
합 계	33,106	100.0

資料: 삼성생명, 『삼성생명 자산운용』, <http://www.sli.samsung.co.kr>, 1998.

국민연금의 기금운용지침과 비교해보기 위해 1998년도 삼성생명의 유가증권투자전략을 살펴보면, 삼성생명의 경우 국내 투자환경이 상당한 혼란을 보임에 따라 안정성에 중점을 둔 투자전략을 펴고 있으나, 새로운 고수익 투자기회 발굴과 포트폴리오구조 건설화에 자산운용의 중점을 두고 있다. 구체적으로 철저한 기업분석을 통한 고금리 우량채권에 대한 선행투자 등을 통해 이러한 목적을 달성하려 하고 있다. 한편, 우수한 투자전문기관에 운용자산의 일부를 위탁함으로써 수익률 제고는 물론 투자정보 교류 등을 도모하고 있으며, 향후 글로벌 포트폴리오체제에 대비한 해외투자시스템 개발에도 총력을 기울이고 있다.

2. 國民年金 基金運用 原則과 優先順位

국민연금의 기금운용이 중요한 이유는 국민연금이 많은 국민의 안정적인 노후생활을 위해 도입되었고, 적립기금이 장기자본화되어 자본형성에 기여할 수 있기 때문이다. 이러한 중요성을 감안하여 국민연

금기금을 금융부문과 공공부문으로 배분 운용할 때 흔히 효율성, 평등성, 안정성, 수익성, 공공성과 같은 원칙들이 고려되고 있다. 이러한 여러가지 원칙의 우선순위는 제반 여건 등에 따라 다르기 때문에 일률적으로 결정하기는 어렵지만 연금운영주체는 안정성과 수익성을 강조하는 반면 정부의 재정당국은 공공성, 효율성 등을 중요시하는 측면이 있다.

기금운용에서 「효율성원칙」은 기금운용이 국민경제의 효율성을 높일 수 있어야 한다는 원칙으로 구체적으로 생산측면에서의 능력 향상과 수요측면에서의 효용 극대화를 통한 최적자원배분의 달성을 추구하는 것을 의미한다.

「평등성원칙」은 자원을 평등하게 배분해야 한다는 원칙으로써 소득 재분배를 통하여 자원배분의 불균형을 해결함으로써 자유경쟁에 의한 富의 편제 시정에 그 목적이 있다.

「안정성원칙」은 유동성 차원에서의 연금지급을 위한 적정 법정준비금을 확보함으로써 연금재정의 안정성 추구를 의미한다.

「수익성원칙」은 국민연금 적립금을 효율적으로 운용함으로써 연금재정의 건실화를 통한 미래 각출금 인상 억제에 그 목적이 있다고 하겠다.

국민연금기금 운용에서 흔히 인용되는 「공공성원칙」은 국민연금 적립금이 공공부문 투자에 의한 장기자금 공급 등과 같이 공익을 증진시키는 방향으로 운용되어야 함을 의미한다.

그러나 지금까지 언급한 다섯 가지 원칙들은 기금 운용에 있어 상호 상충(trade-off)되는 특성을 갖고 있기 때문에 한 가지 원칙을 중시하면 다른 원칙은 희생되는 문제점이 있다. 기금운용 원칙들의 상호 상충되는 특성을 구체적으로 보면, 수익성원칙에 따라 고수익이 보장되는 금융부문의 투자를 증가시키는 경우 기금운용의 수익성은 증가

할 것이나, 시장원리에 충실하게 되어 자유경쟁에 의한 소득불평등을 낳게 되어 평등성원칙을 손상하게 된다. 반면에, 공공부분의 투자증가는 공공성 및 소득재분배를 통한 평등성 제고에 기여할 수 있으나 시장경제 간섭을 통한 효율성 및 수익성 저하의 우려가 있고 이는 곧 국민연금 재정 불안정으로 연결될 것이다. 따라서 국민연금기금의 운용원칙들은 경제 발전단계 및 적립금 수준에 따라 합리적으로 적용되어야 할 것으로 보인다.

1988년에 수정적립방식으로 도입된 국민연금제도는 제도도입 초기 단계(start-up phase)에서의 효율적인 기금운용이 성숙단계(mature phase)의 연금재정 안정을 크게 좌우할 것으로 보여진다. 그러나, 정부 재정당국은 국민연금제도 도입 초기에는 급여지출 요인이 적어 성숙단계에 이를때까지 적립된 기금을 공공목적에 사용하는 것이 국민경제 전체의 후생 수준을 극대화 할 수 있다고 주장하고 있다. 이러한 주장이 설득력을 갖기 위해서는 공공부분에 대한 국민연금의 집중적인 사용에 대해 국민연금 이해 당사자들의 암묵적인 동의가 있어야 함을 잊지 말아야 할 것이다.

우리나라의 경우 정부가 추진하는 정책들에 대해 일반 국민들의 불신이 매우 높은 것이 사실이다. 이와 관련하여 전국민 가입을 목표로 하고있는 국민연금제도의 경우 정부의 주도로 이루어지는 공적연금제도 도입에 대해 많은 국민들이 의구심을 갖고 있다는 사실을 주목할 필요가 있다. 우리나라에는 지금까지 전국민을 대상으로하는 공적연금제도가 없었기 때문에 많은 국민연금 가입자들이 자신들이 납부하는 연금보험료가 실제로 연금급여화될 것인 것인가에 대해 의구심을 갖고 있는 실정이다. 이는 가입자에 의해 납부되는 연금보험료가 준조세의 형태로 정부에 의해 징수되고 있다는 인식 때문인 듯하며, 현재 제도가 지속될 경우 2030년경 연금재원이 고갈될 것이라는 재정추계

결과는 국민연금제도에 대한 일반 국민의 불신을 더 한층 증폭시키고 있다.

이러한 상황을 고려할 때 국민연금제도, 기금운용에 있어서의 최우선 과제는 정부에 대한 국민연금 가입자들의 불신을 종식시키는 것으로 보여진다. 일례로, 정부가 SOC 등에 대한 투자목적으로 국민연금 기금을 차입하는 경우 정부는 국채발행 대신 예탁증서에 의존하고 있다. 국민연금 가입자들이 요구하고 있는 국권발행을 통한 차입을 미룰수록 가입자들의 국민연금에 대한 불신은 증폭될 것으로 보여진다. 한편, 『보건복지부』는 890만명의 도시 자영자에 대한 국민연금 확대 적용을 계획하고 있으나, 지금처럼 국민연금제도에 대한 일반 국민들의 불신이 팽배해 있는 경우 소득 파악이 어려운 자영자들의 소득 하향신고 경향은 더욱 심화될 것으로 보인다. 따라서, 이러한 사태가 초래될 경우 소득 재분배 기능을 갖고 있는 국민연금 급여산식에 의해 국민연금의 장기적인 재정 불안정은 더욱 악화될 것으로 보여지며, 국민연금제도에 대한 부정적인 시각이 고착화될 경우 도시자영자들의 연금보험료 징수에도 커다란 어려움이 예상된다.

이러한 문제점을 인식하는 경우 현재 통용되고 있는 국민연금기금의 공공성원칙에 대한 재해석이 불가피해 보인다. 즉, 국민연금기금을 공공부문에 투자함으로써 공익을 증진시킨다는 기존의 공공성원칙은 연금제도 도입 초기단계에서는 다음과 같이 수정되어야 할 것으로 보여진다. 전국민의 안정적 노후생활을 위한 국민연금제도의 성공적인 정착이 국민연금제도 도입 초기인 현재의 최고 목표라면, 국민연금 가입자들의 동 제도에 대한 불신을 조기에 불식시켜 일반 국민들의 자발적인 참여를 유도하는 것이 최우선 과제일 것이다. 이를 위해서는 국채발행 등을 통한 차입방식의 개선 및 기금운용에 대한 투명성 제고를 통해 국민연금 가입자들의 동제도에 대한 수용성 제고가

급선무로 보여진다. 따라서, 공공부문에 대한 국민연금기금의 투자로만 한정되어 온 기존의 공공성원칙은 전국민을 대상으로할 국민연금 가입자들에게 기금운용과 관련된 모든 정보를 투명하게 공개적으로 밝힌다는 공개·투명성의 개념을 포괄하는 개념으로 재정립 되어야 할 것이다. 지금까지의 논의를 바탕으로 기금운용원칙의 우선순위를 나열해 보면 중·단기적으로 기금운용의 공개·투명성을 포함하는 개념으로서의 공공성원칙이 우선시되어야 할 것으로 보여진다.

공공성(기금운용의 공개·투명성을 포함) > 안정성 > 수익성 >
효율성 > 평등성

상기 언급된 원칙들은 제도도입 초기단계에 있는 국민연금제도에 대한 일반 국민들의 수용성을 제고하는 차원에서 순위를 나열한 것이다. 이러한 순위는 국민연금제도 발전과정에서 그 당시의 상황에 맞추어 재조정되어야 할 것이다.

3. 國民年金의 基金運用 關聯 政策課題

흔히 기금운용 문제점으로 지적되어온 공공부문과 금융부문의 금리차이에 따른 기금손실액은 1988년 이후 1996년말 현재 6,989억 원으로 추계되고 있으나 1998년부터 정부의 공공자금관리기금에 예탁하는 각종기금의 예탁금리가 실제 민간운용수익률로 지급될 예정이어서 공공부문 투자비중의 과대로 오는 투자수익의 지속적인 유실은 더 이상 발생하지 않을 전망이다.

〈表 II-8〉 公共部門 投資로 인한 基金損失額

(단위: 억원, %)

연도	투자	잔액	평잔(A)	수익률			손실액 (A×B)
				공공부문	금융부문	차이(B)	
1988	2,878	2,878	1,035	11.0	12.95	△ 1.95	20
1989	3,400	6,278	3,958	11.0	14.35	△ 3.35	133
1990	3,900	10,178	7,697	11.0	13.83	△ 2.83	218
1991	5,000	15,178	11,349	11.0	14.04	△ 3.04	345
1992	6,100	21,278	16,661	11.0	14.07	△ 3.07	511
1993	9,522	30,800	25,131	9.67	13.87	△ 4.20	1,056
1994	34,720	65,520	43,226	10.25	13.91	△ 3.66	1,582
1995	38,834	104,354	82,173	11.64	13.11	△ 1.47	1,208
1996	42,398	146,752	122,794	10.30	11.86	△ 1.56	1,916
총계				6,989			

資料: 국민연금관리공단, 『1997년도 국정감사 업무보고』, 1997. 10.

가. 長期的 財政不安定

국민연금관리공단의 재정추계결과에 의하면 본격적으로 완전노령연금의 지급(20년 가입)이 개시되는 2008년까지는 연금기금이 지속적으로 누적될 것이나, 2008년 이후에는 연금급여지출이 급격히 증가하여 2020년에는 당해년도 재정수지 적자가 시작되고 2031년에는 적립기금이 완전 소진될 것으로 전망되고 있다.

〈表 II-9〉 國民年金 長期財政展望

(단위: 억원, 천명, 1995년 불변가격)

연도	적립기금	총수입	총지출	수지차	가입자	노령연금 수급자	적립률
1998	366,120	119,086	17,729	101,357	14,333	192	20.7
2000	629,309	166,125	24,955	141,170	14,786	321	25.2
2005	1,463,503	267,520	71,868	195,652	16,019	910	20.4
2010	2,529,494	372,203	153,682	218,521	16,873	1,786	16.5
2015	3,520,391	467,774	284,935	182,839	17,447	2,824	12.4
2019	3,958,275	550,129	504,821	45,308	17,625	4,154	7.8
2020	3,956,255	569,631	571,650	-2,020	17,607	4,491	6.9
2025	2,144,166	638,004	915,864	-277,861	17,413	5,804	3.4
2030	635,503	669,815	1,341,964	-672,149	17,089	6,968	0.5
2031	-148,937	652,377	1,436,818	-784,440	16,956	7,177	-0.1
2040	-10,474,041	828,857	2,269,771	-1,440,915	15,910	8,321	-4.6
2050	-28,479,608	1,050,054	3,114,615	-2,064,561	15,307	8,336	-9.1
2060	-53,809,957	1,298,242	4,233,536	-2,935,294	14,159	8,136	-12.7
2070	-87,836,241	1,614,224	5,389,523	-3,775,299	13,015	7,729	-16.3
2080	-129,914,733	2,038,478	6,623,428	-4,584,950	12,200	7,178	-19.6

資料: 정경배 외, 『국민연금재정추계』, 국민연금관리공단, 1998.

이와 같은 재정불안정은 「저부담·고급여」 급여체계 및 급속한 인구 구조의 노령화에 기인한 것이어서, 국민연금재정의 장기적 안정화를 위해서는 적정 연금보험료·연금급여, 연금수급개시연령 등에 대한 재검토가 필요하나 본 연구에서는 효율적인 연금기금 운용 방안만을 언급하기로 한다.

나. 基金運用 統制시스템의 強化

국민연금기금의 운용과정에서 막대한 연금기금이 금융시장, 자본시장에 대해서 영향을 미치고 있으므로 이에 대한 정부의 개입은 불가피한 측면이 있다. 그러나 정부에 의해 연금운용에 대한 일정한 기준과 원칙이 설정되면 그 범위 안에서 기금운용에 대한 최대한의 자율

성이 보장되어야 할 것이다. 왜냐하면, 국민연금기금은 장기적인 관점에서 투자, 운용되어야 하는데 재정 당국에 의해 빈번하게 규제가 가해지면 투자계획 수립에 혼란이 올 수 있기 때문이다

이러한 문제를 해결하기 위해 연금기금 운용과 관련하여 통제시스템을 강화할 필요가 있어 보인다. 기금운용에 통제시스템을 도입하면 첫째, 연금자산이 전용·유용되지 않도록 이에 대한 정확한 회계자료를 생산할 수 있으며 둘째, 연금자산이 연금제도의 설립목적과 기금의 관리 및 운용절차에 따라 사용되고 있는지를 감독할 수 있기 때문이다.

다. 投資部門別 適正配分

공공부문, 금융부문 및 복지부문에 운용하고 있는 국민연금기금은 전체 조성액의 70% 가량이 공공부문의 재정투융자특별회계에 예탁되어 있다. 이렇게 공공부문에 과다 예탁하는 경우, 공공부문과 금융부문의 수익률 차이가 없다 하여도 안전성, 수익성 측면에서 적정 포트폴리오를 구성하는 데 문제가 있을 수 있다. 따라서, 연금관리공단이 시장여건에 따라 의무예탁비율 이상으로 공공부문에 투자하는 경우가 있다 하더라도 공공부문에의 의무투자비율을 줄이는 방향으로 기금운용이 개선되어야 할 것이다.

한편 금융부문의 경우 현재 금융기관별 균등배분에 지나치게 신경을 쓰는 경향이 있다. 앞으로는 금융기관의 구조조정과 관련하여 금융기관별 균등배분보다는 대상 금융기관의 건전성에 따라 기금배분에 차등을 두는 것이 바람직해 보인다. 또한, 연기금 대부분이 고정금리부 채권(fixed income security)에 투자되고 있다는 측면을 고려하는 경우 장기적인 관점에서 인플레이션 위험에 대처하기 위해 부동산 등에 투자하는 방안을 신중히 검토해 볼 필요가 있어 보인다.

Ⅲ. 外國의 年金制度 및 基金運用 現況

해외 각국 공적연금의 기금운용은 제도의 성격, 도입시기, 제반경제 여건에 따라 다양한 운용 방식을 취하고 있다. 본 장에서는 외국의 연금기금 운용현황을 살펴봄으로써 국민연금 제도 및 기금운용의 시사점을 찾아보도록 한다.

1. 先進國의 年金制度 및 基金運用

가. 美國

미국의 사회보장제도는 사회보장세(social security payroll tax)에 의존하는 부과방식(pay-as-you-go)을 채택하고 있어 수정적립방식(modified funded system)으로 운영되는 한국의 국민연금제도와는 상이하다. 1940년부터 급여가 시작된 미국의 사회보장제도는 2차 세계대전 이후의 베이비붐 세대가 본격적으로 은퇴하기 시작하는 2020년 이후에는 심각한 재정 불안정이 야기될 것으로 예상되고 있다. 머지않아 겪게 될 사회보장 신탁기금(social security trust fund) 고갈 문제를 해결하기 위해 미국 정부는 현재 사회보장 개혁논의를 활발히 진행하고 있다. 인구의 급속한 고령화가 기금 재정 불안정 문제를 야기하고 있다는 측면에서 양국은 공통 문제에 직면해 있고 적립된 기금의 많은 부분이 정부의 재원으로 사용하고 있는 점도 유사하다.¹⁾

1) 한국의 경우 1997년 9월말 현재 전체 기금 운용액중 공공부문이 차지하는 비중은 68%에 이르고 있으며 미국의 경우는 재무성 특별 채권을 통해 기금 전액이 공공 부문에 운용되고 있다.

1) 社會保障制度 現況

흔히 사회보장(Social Security)이라 불리우는 미국의 노후보장제도는 노령 유족·장애 연금 및 노인을 위한 의료보험(OASDHI: Old Age, Survivors, Disability and Health Insurance)을 지칭한다. 동 제도는 근로자와 사용자가 납부하는 사회보장세(social security payroll tax)를 재원으로 연방정부에 의해서 운영되는 부과방식의 확정급여형 공적연금제도이다. 미국의 사회보장제도는 현물급여의 경우 노령·유족 연금(OASI: Old-Age and Survivors Insurance) 신탁계정과 장애연금(DI: Disability Insurance) 신탁계정으로 구분되며 상기 두 계정은 흔히 OASDI 계정으로 불린다. 의료보장(Medicare)은 병원 보험(HI: Hospital Insurance) 신탁계정과 보충적 의료보험(SMI: Supplementary Medical Insurance) 신탁계정으로 구분된다. 따라서 현행 미국의 사회보장제도는 총 4개의 신탁계정으로 구성되어 있다. <表 III-1>은 1945년 이후 지금까지 미국 사회보장제도의 변천과정을 기술하고 있다. <表 III-1>에서 알 수 있는 바와 같이 총 사회보장지출의 경우 1945년 3억불에서 1990년 3,524억불로 급격히 증가하였는데, 객관적 비교를 위해 미국 국민순생산(NNP)과 견주어보면 1945년 NNP의 0.1%에서 1990년 7.1%로 증가하였다. 주된 지출 증가요인으로 인구의 고령화에 따른 노령연금 수급자수 증가 및 저부담·고급여 체계가 지적되고 있다.

〈表 III-1〉 美國 OASDHI 制度 變遷 過程

연도	OASDHI 지출 (10억불)	OASDHI/ 국민순생산 (NNP), (%)	사회보장세 적용 연간 소득 한도액(달러)	사회보장세율	사회보장 수혜자/ 65세 이상 인구(%)
1945	\$ 0.3	0.1%	\$ 3,000	2.0%	6.2%
1950	1.0	0.4	3,000	3.0	16.4
1955	5.0	1.4	4,200	4.0	39.4
1960	11.0	2.3	4,800	6.0	61.6
1965	17.0	2.6	4,800	7.3	75.2
1970	36.8	4.0	7,800	9.6	85.5
1975	78.4	5.5	14,100	11.7	90.4
1980	152.1	6.3	25,900	12.3	91.4
1985	257.5	7.2	39,600	14.1	91.7
1990	352.4	7.1	51,300	15.3	94.2

註: 상기 수치는 현금 급여 및 의료보장 지출을 합산한 것임. 사회보장 세율의 경우 고용자와 피용자 부담금의 합산액임(1990년 기준으로 OASDI 세율: 12.4%, HI 세율: 2.9%). 1992년 OASDI 경우 사회보장세 적용 한도액이 \$55,500으로 조정되었고, 의료보장(Medicare)은 \$130,200으로 상향 조정되어 이원화되었음.

資料: Edgar K. Browning and Jacqueline M. Browning, *Public Finance and the Price System*, 4th Edition, Macmillan Publishing Company, New York, 1994.

〈表 III-2〉 美國 社會保障 信託計定 現況(10억 달러)

	OASI	DI	HI	SMI
총자산(1995년말 기준)	458.5	37.6	130.3	13.1
1996년 수입	363.7	60.7	124.6	85.6
1996년 지출	308.2	45.4	129.9	70.4
순자산 증가분	55.5	15.4	-5.3	15.2
총자산(1996년말 기준)	514.0	52.9	124.9	28.3

註: OASI(Old-Age and Survivors Insurance), DI(Disability Insurance), HI(Hospital Insurance), SMI(Supplementary Medical Insurance).

資料: Social Security and Medicare Boards of Trustees, *Status of the Social Security and Medicare Programs: A summary of the 1997 Annual Reports*, Washington, D.C., U.S.A., April 1997.

2) 基金運用 現況

미국의 '노령 및 장애연금'(OASDI)은 1996년말 현재 5,670억 달러의 신탁기금을 조성하고 있으며 전반적인 기금의 운용을 신탁기금운용위원회(Board of Trustee)가 감독하고 있다. 동 위원회는 신탁기금의 재정현황과 기금운용결과 및 장단기 재정전망에 관한 연차보고서를 매년 발행하고 있다. OASDI 신탁기금의 운용은 민간경제 불간섭의 원칙에 따라 민간경제와 자본시장에 대해 불간섭적으로 운용되어야 하기 때문에 시장유통이 불가능한 미국정부채권에만 투자되고 있다. 이러한 원칙에 근거하여 대부분(90% 이상)의 신탁기금은 시장유통이 불가능한 15년만기 특별채권에 투자되며 투자수익률은 1996년에 7.56%를 기록하고 있다.

최근 수년 동안 동 위원회의 연차보고서는 OASDI 재정불안정을 계속해서 지적하고 있으며 재정불안정 해소를 위해 1997년초 미국사회보장제도 자문위원회(Advisory of Council)는 향후 예상되는 재정불안정 해소를 위한 대안을 제시하였다. 자문위원회는 3가지 대안중 하나를 채택할 것을 미국 정부에 정식으로 건의하였으며 지금까지의 관례에 비추어 어떤 식으로든 건의안의 일부가 정책에 반영될 것으로 보여진다.

3) 社會保障制度 改革案

자문위원회가 제시한 3개의 안은 MB(Maintain Benefits)안, IA(Individual Accounts)안, PSA(Personal Security Accounts)안이다. 상기 3안은 공통적으로 1997년 이후에 고용되는 주정부·지방자치단체 공무원들을 사회보장제도의 신규 가입대상으로 할 것을 권고하고 있다. 그러나 사회보장급여 체계 개선 및 기금운용방식에 대해서 상기

3안은 각기 다른 정책대안을 제시하고 있다. 미국 사회보장청 재정 추계에 의하면 IA안과 PSA안의 경우 2070년까지 기금 고갈을 연기시킬 수 있으며 MB안의 경우 주식 부문에 기금을 투자할 경우 재정불안정 문제를 일부 개선할 수 있을 것으로 예측하고 있다.

가) 현체제 維持·補完案(MB: Maintain Benefit)

MB안은 확정급여방식을 유지하며 1935년도 제정된 사회보장법의 기본골격을 유지하려 한다는 점에서 가장 보수적인 제안으로 받아들여지고 있다. 재정건실화 방안을 구체적으로 언급하면,

- 현재 사회보장 수혜자의 급여에 부과되는 소득세중 의료보장 HI 신탁 계정에 적립되는 기금을 OASDI 계정으로 이체한다(기금 이체시기는 2010~2019년 사이에 이루어지도록 한다).
- 급여산정 기간(benefit computation period)을 현행 35년으로부터 38년으로 상향 조정한다(이 조치로 급여가 평균 3% 정도 감소할 것으로 예상됨).
- 2045년 사회보장세를 1.6% 인상하여 총 12.4%인 현행 OASDI 세율을 총 14%로 상향 조정한다.
- OASDI 적립기금의 40% 한도까지 주식투자를 허용한다.

상기 기술된 항목중 주식투자 허용과 관련된 부문은 국민연금기금을 효율적으로 운용하려는 우리에게 시사점을 줄 것으로 보여 구체적으로 살펴보기로 한다. 전통적으로 미국의 사회보장 신탁기금은 전액 재무성 특별채권에 투자되는데 이러한 전통은 철저한 자본주의 이념에 따른 정부부문의 민간경제 불간섭원칙에 기인한 것이다. 주식투자와 관련된 MB안을 구체적으로 보면 2000년부터 주식투자를 허용하되 점진적으로 주식투자비율을 증가시켜 2014년 적립된 총신탁 기금의

40%를 민간기업의 주식에 투자할 것을 제안하고 있다. 미국 사적연금이 통상적으로 채택하고 있는 40~60%보다 적은 주식투자 비율인 40%는 고정된 비율은 아니고 그 당시 상황에 따라 35~45% 범위 내에서 조정하도록 하고 있다.

신탁기금의 운영은 대통령이 지명하여 상원이 인준한 「투자정책위원회」(Investment Policy Board)가 관리하도록 하고 있다. 투자위원회는 스탠다드 & 푸어즈 지수(Standard & Poor's Index)와 같은 「보수적 시장 지수」(alternative passive market indexes)에서 투자대상을 택하도록 하고 투자담당자(portfolio managers)는 공개경쟁 방식으로 선정할 것을 제안하고 있다. 과거의 경험에 의하면 미국 정부채권은 연 2.3%의 실질수익률을 기록하고 있는 반면 민간부문 주식 수익률은 연 7%의 실질 수익률을 기록하고 있어 두 부문간에 연 4.7%의 실질수익률 차이가 존재한다. 연 4.7%의 추가적인 수익률로 향후 예상되는 신탁기금의 재정불안정 문제해결을 제안하는 것이 MB안의 핵심이다. MB안은 확정급여제도의 기본 골격을 그대로 유지하며 연방정부가 계속해서 사회보장제도를 관리운영한다는 측면에서 가장 보수적인 안으로 받아들여지고 있다.

나) 確定醜出形 個人退職金計定 新設案(IA: Individual Accounts Plan)

주정부 및 지방자치단체 공무원을 사회보장제도의 신규 가입대상으로 하며 급여산정 기간을 38년으로 상향 조정하는 내용은 MB안과 동일하다. IA안의 기본 정신은 현행 사회보장제도의 노후 소득보장기능은 그대로 유지하되 개개인의 노후 대비 저축증대를 추구하고 있다. 주요 내용을 보면,

- 1998년부터 사회보장 가입자(사용자는 제외)가 부담하는 1.6%의 사회보장세를 신설하여 강제적인 개인퇴직계정(Mandatory Individual

Retirement Account)을 신설한다.

- 완전노령연금의 수급연령은 현재 65세에서 2011년 67세, 이후 점진적으로 상향조정하여 2083년에 70세가 되도록 한다.
- 중산층과 고소득층의 급여증가를 가급적 억제한다.
- 맞벌이 부부의 급여산식은 유리하게, 홀벌이 부부는 불리하게 재조정한다. 현재 홀벌이 부부의 경우 사회보장세를 납부하지 않은 배우자가 기본급여의 50%를 지급받고 있으나 향후 33%로 하향 조정한다.

IA안이 제시하는 강제적인 개인 퇴직계정은 신설될 1.6%의 사회보장세로 운영되는 확정각출형 계정인 점이 특징이다. 사회보장세 납세자는 법에 의해 규정된 제한된 범위내에서 자기 계좌로 투자되는 상품을 선택할 수 있고 해당 계좌는 연방정부의 예산에서 제외되어 독립적으로 운영된다. 이런식으로 축적된 개인계좌의 기금은 퇴직시점에 연금(annuities)으로 전환되어 계좌 주인에게 지급된다. IA안의 가장 큰 특징은 현재 확정급여형으로 되어 있는 미국 사회보장제도를 401(k) 또는 개인퇴직계정(IRA: Individual Retirement Account)과 같은 기업연금의 확정각출형 개념을 도입한다는 점이다.

다) 國民年金의 二元化案: 定額年金 + 個人貯蓄計定

(PSA: Personal Security Account Plans)

PSA안은 1988년 기준으로 55세 이상인 근로자는 현 제도(약간은 수정된 것)에 남되 55세 미만 근로자들은 가입자 개인의 재량이 많이 허용되는 새로운 연방퇴직제도에 가입시키는 것을 골자로 하고 있다. PSA안은 현재 1층 구조인 사회보장제도를 2층 구조(two-tiered)의 전국민연금체제로 전환시킬 것을 제안하고 있다. 보다 구체적으로 살펴보면,

- 총 12.4%인 사회보장세 중 7.4%를 재원으로 일정 요건의 근로경력을 갖춘 모든 가입자에게 동일금액의 급여(flat retirement benefit)를 지불하되 급여액은 최저생계비(official poverty level)에 근접하게 책정하여 물가에 연동시키는 것을 1층 구조로 한다.
- 1층 구조로 책정된 7.4% 이외의 5%를 재원으로 새로운 개인저축계정(PSAs: Personal Security Account or Personal Savings Account)을 신설하여 2층 구조의 새로운 전국민연금제도를 창설한다.
- 현재 실시하고있는 소득조사(earnings test)를 폐지한다. 소득조사란 퇴직한 연금 수혜자가 연금 이외의 별도 소득원이 있는 경우 일정액을 감액한 후 연금급여를 지급하는 제도이다.

개인저축계좌는 노후생활 목적으로 개인이 소유하며 소유자 재량으로 운영하되 투자대상 선정에 일정한 제약을 가하도록 하고 있다. 계좌로부터의 기금인출이 62세부터 가능하며 적립된 원금 및 증식된 기금은 계좌 소유주의 개인재산으로 인정한다. 제도 변경시 현 사회보장제도의 부채(현 수급자 및 미래 수급자에게 지불될 급여)로 인해 제도 이행비용(transition cost)이 발생될 것이다. PSA안 주창자들은 이행비용의 재원으로 연방정부 채권과 향후 72년동안 1.5%의 추가적인 사회보장세 신설을 제안하고 있다.

2층 구조에서 개인계좌 운용은 계좌 소유주 자신이 기금관리자를 직접 선택할 수 있도록 하였으며 법으로 정해진 5%에 덧붙여 추가적인 사회보장세 납부를 통한 기금증식을 허용하고 있다. 따라서 가입자들의 노후 소득이 가입기간동안 적립한 총각출금과 기금운용 실적에 연동된다는 점에서 기존 제도와는 전혀 다른 확정각출형을 기본 골격으로 하고 있다.

〈表 III-3〉 社會保障 諮問委員會가 提示한 政策 代案 比較

	현재제 유지·보완안 (MB안)	확정각출형 개인퇴직계정안 (IA안)	국민연금의 이원화: 정액 연금+개인저축계정(PSA)
정책 제안	기존 제도의 기본 골격을 유지한다는 측면에서 가장 보 수적임: 기금의 40%까지 주식 투 자를 허용함.	기존 제도에 덧붙여 별도 확정 각출형 개인계좌 신 설을 통한 강제 저축 규정 도입	점진적으로 현 제도를 폐 지: 최저 생계비에 해당 하는 급여를 지급하는 새 로운 정액연금 도입과 함 께 강제저축 규정에 따른 개인계좌 신설로 2층 구 조화 함.
정책 논거	현 제도의 기본 골 격은 유지하되 재 정불안정 해소를 위해 기대수익률이 높은 주식부문에 투자 허용	현 제도 급여 구조의 기본 골격은 유지하되 강제저축 규정을 통해 가입자에게 기금운용의 재량권 일부를 부여함.	노후 소득보장을 위해 강 제저축 규정을 도입하되 가입자에게 재량권을 전 부 위임함.
강제 저축 규정	없음.	추가적인 1.6% 사회보장 세를 개인저축계좌에 납입 하되 계좌는 정부가 관리 (government ledger)	현행 OASDI 12.4% 사회 보장세 중 5%를 가입자 가소유하고 관리하는 강 제 저축 계좌로 이관
투자 규정	사회보장기금운영 자(manager)가 주 식에 투자하도록 함.	IA 계좌 경우 정부가 추 천하는 민간부문의 투자신 탁기금중에서 가입자 개인 이 선택할 수 있게 함.	민간투자상담사(private broker)를 통해 정부가 허용하는 투자대상의 범 위에서 가입자가 PSA 계 좌를 운용할 수 있게 함.
사회 보장세 인상률	1.6% (2045년 시행)	1.6%	1.52%
사회 보장세 운용 내역	신탁계정: 12.4% (2045년 이후 14.0%) 전액 운용	신탁계정: 12.4% IA 계정: 1.6%	신탁기금: 8.92%(7.4%+1.52%) PSA 계정: 5.0%

資料: Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*,
1997 August.

나. 日本

1) 公的年金體系

일본의 공적연금체계는 전국민 대상의 정액연금인 국민연금을 1층으로 하고, 여기에 피용자를 대상으로 하는 소득비례연금인 후생연금보험과 각 공제조합연금을 2층으로 하는 이중 구조의 연금체제로 되어 있다.

2) 公的年金基金의 積立現況

국민연금은 가입자 보험료와 국고부담을 통하여, 그리고 일반 피용자를 대상으로 정부가 운용하는 후생연금보험은 노사공동부담과 국고부담을 통해 기금을 형성하고 있다. 1997년말 현재 국민연금의 누적액은 8조 5천억엔이고, 후생연금의 누적액은 124조 3천억엔으로 두 연금을 합친 총 연금누적액은 132조 8천억엔에 이르고 있다.

〈表 III-4〉 國民年金 및 厚生年金保險 積立金の 累積狀況

(단위: 억엔)

연도	국민연금	후생연금	합계
1991	43,572	839,970	883,542
1992	51,275	911,340	962,615
1993	58,468	978,705	1,037,173
1994	63,712	1,045,318	1,109,030
1995	69,516	1,118,111	1,187,627
1996	78,493	1,184,579	1,263,072
1997	85,517	1,243,026	1,328,543

註: 각년도말 기준임.

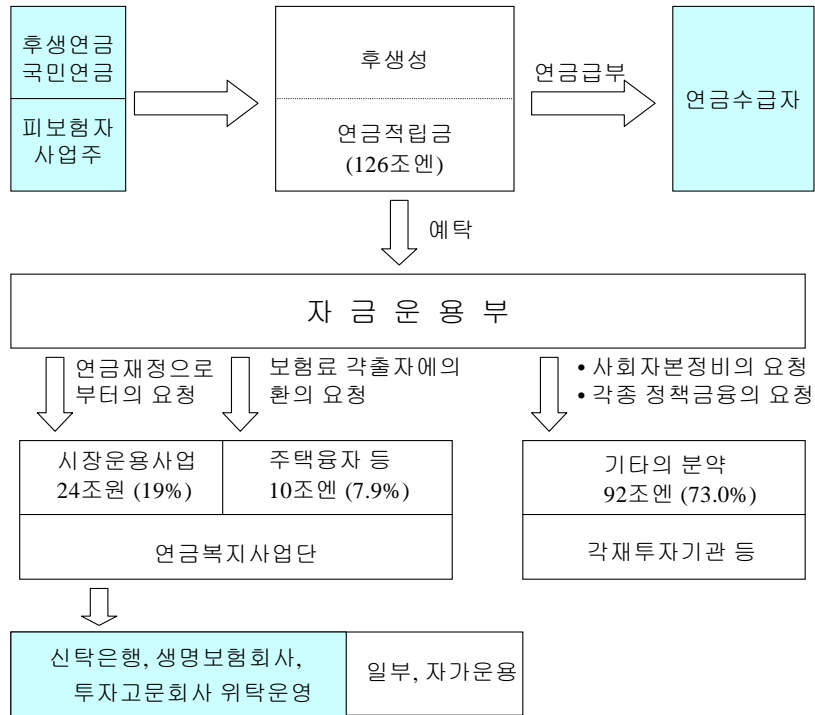
資料: 日本 社會保險研究所, 『年金白書』, 1998, 3.

이와 같이 누적된 후생연금, 국민연금의 연금보험료는 국고부담 및 적립금의 운용수입과 함께 후생보험 특별회계와 국민연금 특별회계의 세입회계를 구성한다. 조성된 자금 중에서 연금급여비와 복지시설 운영비를 지출하고 난 나머지는 연금적립금으로 분류하여 大藏省의 자금운용부에 예탁하게 된다. 이때 大藏省 자금운용부에 예탁되는 예탁기금은 다시 일반회계 및 재정투융자특별회계로 이전되는데, 재정투융자특별회계에 예탁된 연금적립금은 연금자금과 환원용자금으로 분류되어 여타의 정부자금과 구분하여 운용되고 있다.

3) 公的年金基金의 配分

국민연금·후생연금특별회계에서 大藏省 자금운용부로 넘어온 연금기금은 재정투융자특별회계로 넘어가 연금자금 등과 환원용자자금으로 배분되어 각각의 사업에 중요한 재원이 되고 있다. 일본에서는 국가의 제도 및 신용에 입각하여 조성된 공적자금은 원칙적으로 전액 자금운용부에 예탁되어 통합적으로 운용되는 체계로 되어 있다. 이와 같이 각종 공적자금의 일원적·통합적 운용을 위하여 국가 전체적인 차원에서 실시되는 정부의 투융자활동이 「재정투융자」이다. 한편 연금적립금은 그 자금의 성격을 고려하여 매년 신규로 조성되는 적립금의 일부를 피보험자 및 수급권자 등의 복지증진에 직접 기여하는 「환원용자사업」에 투자되고 있는데, 「환원용자사업」이란 연금복지사업단의 용자사업과 시설사업, 특별지방채사업, 사회복지법인·의료사업단의 용자사업 등을 총칭하는 말이다. 보험료 각출부터 시작하여 적립된 연금기금이 자금운용부를 통해 용도별로 배분되는 과정은 [圖 III-1]과 같다.

[圖 III-1] 年金積立金の 흐름(資金殘高)



註: 수치는, 平成 8(1996)年度 末
 資料: 日本社會保險研究所, 『年金白書』, 1998.

4) 公的年金의 基金運用

후생연금 및 국민연금의 적립금이 근로자, 농민, 중소기업자 등 일반국민이 납부하는 보험료로 조성된 것임을 배려하여 연금가입자들의 생활향상·복지증진에 기여할 수 있는 사업에 양 연금 예탁증가액의 일부를 배분하는 「환원용자사업」의 최근 동향을 보면, 연금복지사업단의 피보험자 주택자금대부사업과 연금재원강화사업이 큰 비중을 차

지하고 있음을 알수 있다. <表 III-5>의 환원융자금 계획과 관련하여 주목되는 점은 연금복지사업단이 자금운용부로부터 용자를 받아 시장운용을 하되 그 운용수익을 연금특별회계에 납부함으로써 장래 연금재정의 기반 강화를 목적으로 실시하는 연금재원강화사업의 비중이 급격하게 늘고 있다는 점이다. 1997년도 연금재원강화사업의 계획액이 1996년도(1조 8900억엔) 대비 34% 증가한 2조 5300억엔을 기록하고 있어 연금 가입자들의 복지증진에 기여할 목적으로 실시하는 「환원융자사업」에서도 기금증식사업의 비중이 급격하게 증가하고 있음에 주목해야 할 것이다.

그러면 다음에서는 장래 연금보험료의 급격한 인상 억제를 통한 공적연금제도의 안정적 발전을 위해, 후생연금과 국민연금 적립금 일부를 자금운용부로부터 차입하여 기금증식사업을 하는 「시장운용사업」에 대해 알아보기로 한다.

1986년 5000억엔의 기금으로 시작된 「시장운용사업」은 1996년 현재 23조 7530억엔이 운용되고 있다. 「시장운용사업」이란 연금복지사업단이 자금운용부로부터 기금을 일정금리에 대출받아 민간운용기관에 위탁하든가 투자자문회사의 조언을 받아 직접 투자하여 기금을 증식시키는 사업을 말한다. 「시장운용사업」은 1997년 3월말 현재 시가총액으로 22조 6359억엔이며, 자산구성은 채권(53.36%), 전환사채(4.53%), 국내주식(22.70%), 외국주식(11.31%), 외국채권(2.67%), 현예금 등 기타(5.42%)로 되어 있다. 1997년 9월말 현재 16개 신탁은행, 16개 생명보험회사, 24개 투자자문회사가 기금운용에 간여하고 있다.

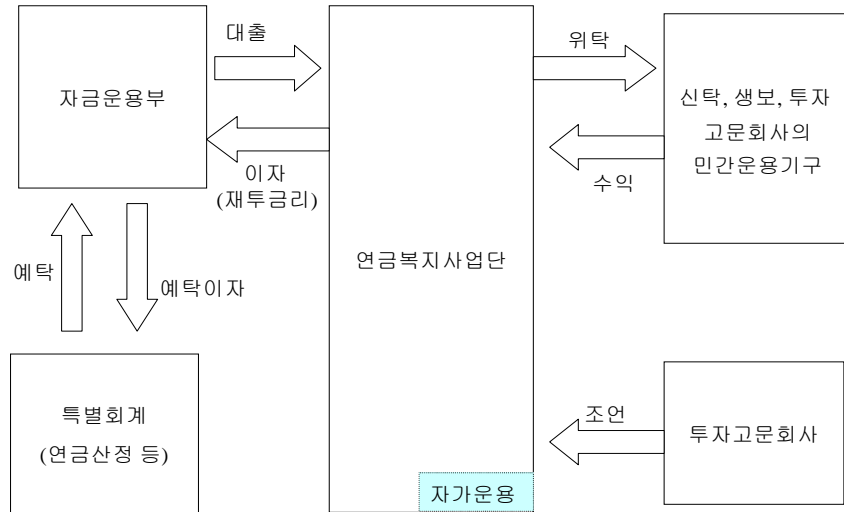
〈表 III-5〉 還元融資金計劃

(단위: 억엔)

구 분		1996년도 계획액	1997년도 계획액
연금복지사업단	대규모연금보양단지	52	22
	복지시설설치정비자금대부	585	372
	(1) 주택 (社宅·분양주택)	131	123
	(2) 요 양 시 설	294	128
	(3) 후 생 복 지 시 설	160	121
	피보험자주택자금대부	16,825	17,578
	연 금 담 보 대 부	1,290	1,320
	자 금 확 보 사 업	9,790	9,610
	연 금 재 원 강 화 사 업	18,910	25,300
	계	(40,229)	(44,999)
		47,452	54,202
특별지방채	후생복지시설정비, 일반폐기물처리, 주택, 간이수도, 병원, 관광, 기타	14,300	14,500
기타기관	사회복지·의료사업단	2,814	2,769
	국립병원특별회계	577	775
	환경사업단	64	56
	국민금융공고등	94	94
	계	3,549	3,694
합	계	(58,078)	(63,193)
		65,301	72,396

資料: 日本社會保險研究所, 『年金白書』, 1998.

〔圖 III-2〕 市場運用事業의 構造



資料: 日本社會保險研究所, 『年金白書』, 1998.

시장운용사업의 투자현황을 보면, 1996년 한 해에만 4천억의 당기 순손실을 기록하였으며, 1996년말 현재 1조 4천억 가량의 누적적자를 기록하고 있다. 따라서 장기 재정안정화를 위한 기금증식사업의 일환인 시장운용사업은 오히려 재정 불안정 요인으로 작용하고 있음을 알 수 있다. 이렇게 시장운용사업의 실적이 저조한 이유는 매년도 연금복지사업단이 자금융동부로부터 7년에서 10년만기의 장기 고정금리로 자금을 차용하여 운용하는데, 기금의 상당부분이 고금리시대에 차입되었기 때문이다. 즉 운용자금의 상당부분이 고금리로 차입된 반면, 차입후 일본 경제가 저금리시대로 접어 들었고 주식시장 또한 극심한 침체를 면치 못하고 있기 때문에 막대한 이차 손실을 기록하고 있는 것이다. 그러나 이러한 시장운용사업의 운용결과가 시장운용사업의 필요성을 부정하는 것으로 보이지는 않는다. 1986년부터 시작한 시장

운용사업은 1990년까지는 23백억 여엔의 흑자를 기록하였으나, 이후 일본 경제의 극심한 불황에 따라 수익률이 급감했기 때문이다. 일본 경제가 호황 국면으로 접어들 경우 시장운용사업의 운용결과는 전혀 다른 양상을 보일 것이기 때문에 좀 더 장기적인 관점에서 판단해야 할 것으로 보인다.

〈表 III-6〉 資産構成現況(1997年 3月末 現在)

(단위: 억엔, %)

시가 자산액			장부가 자산액		
자산항목	자산잔고	구성비	자산항목	자산잔고	구성비
채 권	120,787	53.36	채 권	117,311	52.11
전환사채	10,255	4.53	전환사채	10,402	4.62
국내주식	51,388	22.70	국내주식	60,148	26.72
외국주식	25,606	11.31	외국주식	19,156	8.51
외국채권	6,046	2.67	외국채권	5,823	2.59
현예금등	12,277	5.42	현예금등	12,268	5.45
합 계	226,359	100.00	합 계	225,108	100.00

資料: 日本社會保險研究所, 『年金白書』, 1998.

〈表 III-7〉 市場運用事業

(단위: 억엔)

연 도		1992	1993	1994	1995	1996
차 입 금 액		161,450	194,600	218,500	230,550	237,530
수익률	수정종합이자 (시가)	5.78	5.32	-0.15	12.01	4.13
	(참고) 후생연금기금연합회	(5.51)	(5.24)	(-1.07)	(14.88)	(4.25)
	신탁은행·연금신탁	(5.06)	(5.08)	(-1.71)	(14.59)	(4.26)
	실행이자 (장부가)	4.96	4.60	2.67	4.00	3.43
차입금이자/운용원금평균잔고 (%)		5.71	5.54	5.44	5.44	5.28
(참고) 신규채투예탁금리 (%)		5.21	4.31	4.47	3.41	3.20
이 차 손 익 (장부가)		-1,130	-1,737	-5,777	-3,128	-4,133
누 적 이 차 손 익 (장부가)		530	-1,207	-6,984	-10,112	-14,245

註: 후생연금기금연합회 및 신탁은행·연금신탁의 수익률은 후생연금기금연합회조사. 기타는 연금복지사업단조사에 의하여 얻어진 것임.

資料: 日本社會保險研究所, 『年金白書』, 1998.

다. 캐나다

캐나다의 공적연금제도는 2층 구조로서 범국민적 연금제도인 노령소득보장제도(OAS)가 1층이며 소득비례의 캐나다 연금제도(CPP)가 2층으로 되어있다. 소득비례 성격의 CPP 제도는 창설시, 연방법에 의해 각 주는 중앙정부가 총괄하는 CPP 제도에서 분리독립된 연금제도를 만들 수도 있도록 허용하였다. 이같이 CPP 제도의 채택여부를 주정부의 결정에 맡김에 따라, 퀘벡정부는 처음부터 CPP와는 별개의 퀘벡연금제도(QPP)를 창설하였다. 따라서 캐나다의 소득비례 공적연금제도는 퀘벡주의 QPP와 여타 9개 주를 관할하는 CPP의 2층체제로 되어 있다.

1) 캐나다 年金基金(CPP 基金)

캐나다 연금기금(CPP)은 1996년 3월말 현재 391.7억 캐나다 달러이며 투자액(채권발행액)은 355.3억 캐나다 달러에 이르고 있다. 이제까지 연금기금은 재무성에 의해 운용되어 왔으나, 이러한 정부 중심의 기금운용의 비효율성이 지적되어 순수 민간 경영방식의 도입을 골자로 하는 기금운용제도가 1998년 1월부터 시행되고 있다. 동 개혁안에 따르면 새로운 기금운용조직인 CPP 투자단은 정부의 개입없이 자산배분과 같은 기금운용 전반에 관해 독자적인 권리를 갖게 되었다.

기존의 CPP 기금운용이 시장유통 불가능한 지방정부 채권에 국한됨으로써 빚어진 수익률 하락 현상을 탈피하고자 수익성 증대를 위해 다양한 포트폴리오가 구성되도록 기금운용 원칙을 전환하였다. 구체적인 기금운용지침을 보면 국내 주식투자의 경우 적극적인 자산운용보다는 소극적인 전략하에서의 운용을 원칙으로 하며 해외투자는 20%로 제한하고 있다. 또한 향후 지방정부 채권 비율이

총투자자금의 50% 이하가 되도록 제한하고 있으며 기존과 달리 이자율도 시장이자율을 지급하도록 규정하고있다.

2) 퀘백年金基金(QPP 基金)

퀘백연금기금은 1996년 12월말 현재 공정한 시장가격(fair value) 기준으로 572억 캐나다 달러에 이르며 총투자액은 498억 캐나다 달러이다. 기금의 규모면에서 퀘백연금기금은 CPP기금보다 큰액수를 보이고 있다. 퀘백연금위원회(QPB)는 납부되는 기여금 일체를 전액 전문투자기관인 CAISSE에 위탁관리하고 있어서 급여에 필요한 자금은 필요시마다 CAISSE로부터 인출한다. CAISSE는 퀘백정부가 기금관리를 목적으로 설립한 공적기관으로 수탁한 기금을 QPB와 협의하여 CAISSE의 설립목적을 충실히 이행하는 방향으로 운용하고 있다.

1966년에 설립된 CAISSE는 기금운용에 있어 사적 투자자와 유사한 투자방법을 택하고 있다. 즉 CAISSE는 적립된 기금을 안정성을 유지하면서 동시에 최대수익을 올릴 수 있는 분야에 한정투자하며, 공공성 목적이라는 명목하에 수익성을 희생하면서까지 공공분야에 투자하는 것을 피하고 있다. 이와 같은 수익성 위주의 기금운용 결과 QPP는 CPP에 비해 매우 건전한 연금재정을 유지하고 있어 연금가입자는 물론 전문가로부터도 폭넓은 지지를 받고 있다. CAISSE의 투자구성 내역 및 투자부문별 수익률은 다음과 같다.

〈表 III-8〉 CAISSE 投資構成 內譯 및 投資部門別 收益率

(단위: %)

연 도		투자구성비	수 익 률		
			1997	1997	1993~1997
구 성 내 역	채권	46.9	11.2	11.5	12.1
	캐나다 주식	25.1	15.5	17.0	11.3
	미국 주식	17.3	29.9	-	-
	해외주식		11.2	10.8	8.4
	모기지	2.2	5.7	8.8	10.7
	부동산 투자	6.2	20.4	4.1	2.9
	단기투자	2.3	3.9	5.7	-
	총 수익률			13.0	12.5

註: 총 수익률은 투기적 목적의 외환거래도 포함시켜 계산한 것임.

資料: Caisse De Depot Et Placement Du Quebec, 1997 Operations Report, Canada, 1998.

2. 南美國家의 年金制度 및 基金運用

가. 칠레의 年金制度 및 基金運用

1) 年金改革 概要

1981년 칠레는 기존의 공적연금제도를 민영화시켜 부과방식하에서 연금재정의 불안정을 경험하고 있는 여러 국가들에게 많은 시사점을 주고 있다. 칠레의 연금개혁은 그 이후의 남미각국에서의 연금개혁에 하나의 모범이 되었는데, 그 주요 특징은 다음과 같다.

- 근로자 임금의 10%를 재원으로 하는 민영화된 강제저축제도임.
- 추가적으로 근로자임금의 3%를 재원으로 장애인·유족연금의 재정으로 사용하고, 적립기금을 관리하는 민간의 관리기관에 수수료를 지급함.

- 연금 가입자는 정부가 허가한 관리기관 중 하나를 선택할 수 있으며, 본인의 의사에 따라 관리기관을 변경할 수도 있음.
- 연금 적립금을 급여화하는 경우 물가에 연동되는 연금급여나 적립금을 단계적으로 인출(phased withdrawal)하는 것 중에서 연금가입자의 선호에 따라 선택이 가능함.
- 최소 20년 이상 공제기금 (provident fund)에 가입한 근로자에 대해서는 물가에 연동되지는 않지만 임의 조정이 가능한 최소연금을 보장함.

신연금제도하의 기금운용은 법률에 의하여 설립된 주식회사 형태인 자유경쟁의 연금기금관리기관(AFP: administradoras de fondos de pensiones)에 위탁된다. AFP는 가입자 개인별 계좌로 된 연금기금을 관리할 수 있는 권한을 부여받은 개인회사이다. 연금 가입자들은 한 AFP에 계좌 하나를 소유하는 것이 허용되는데 AFP들이 운용하는 연금기금의 증가추이는 <表 III-9>와 같다. 연금관리기관들(AFPs)은 가입자들로부터 매월 보험료를 징수하여 해당가입자의 계좌에 이체하고, 정부에 의해 정해진 기금 운용원칙에 따라 기금을 운용하며, 노령 및 장애·유족 연금급여를 관리한다.

은행을 제외한 주주집단들이 AFPs를 설립할 수 있는데, 하나의 AFP를 설립하고 유지하는데 필요한 최저자본요건은 해당 AFP의 가입자수에 달려 있다. 1987년에 발효된 법에 의하면 가입자수가 5,000명 이하인 경우 UF(Unidades de Fomento) 10,000, 가입자수가 10,000명 이하인 경우 UF 20,000을 최저자본요건으로 설정하고 있다. 한편, AFP는 새로 설립된 연금기금관리기관 감독청(SAFP: The Superintendent of Pension Fund Management Company)의 엄격한 통제 및 감독을 받도록 되어 있다.

〈表 III-9〉 年金基金의 增加推移

연 도	기금규모 (단위: 백만달러)	GNP대비 비중 (%)	기금성장률 (%)
1981	276.43	0.86	
1982	871.00	3.36	215.12
1983	1,582.14	5.97	81.62
1984	2,062.68	7.88	30.38
1985	2,881.54	10.22	39.69
1986	3,775.84	12.48	31.04
1987	4,625.50	14.49	22.49
1988	5,640.05	15.39	21.94
1989	6,970.49	18.46	23.59
1990	9,243.57	24.73	32.61
1991	13,082.19	32.17	41.53
1992	14,587.29	32.24	11.50
1993	18,744.30	39.39	28.50
1994	22,663.69	41.18	20.91
1995.3	22,076.19		-2.59

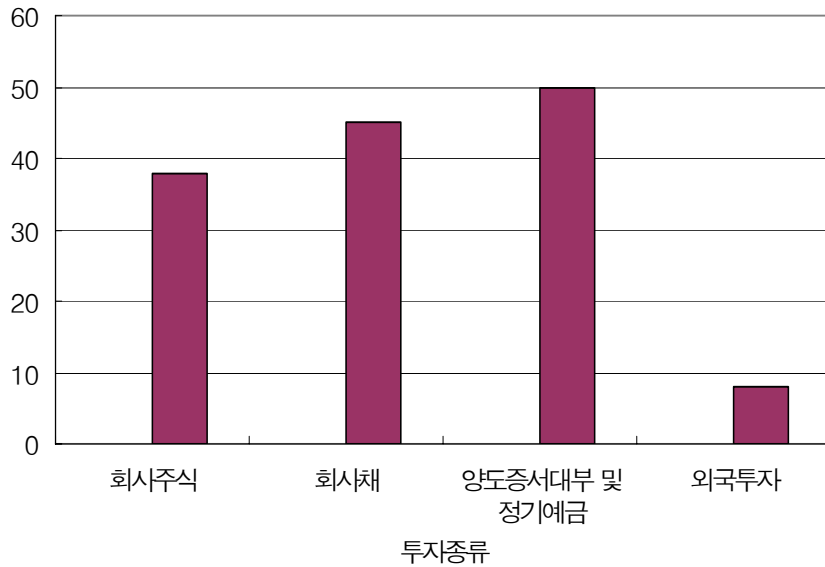
出處: Bustamante Jeraldo (1995)

資料: Sebastian Edwards, *The Chilean Pension Reform: A pioneering program*, NBER Working Paper 5811, November 1996에서 재인용.

2) 資産 運用範圍 및 基金運用 現況

연금기금관리기관들(AFPs)은 매우 엄격한 투자규정을 준수하여야 한다. 1981년에 제도 도입시 투자가능범위는 정부공채, 정기예금 및 금융회사의 증권, 금융기관이 지급을 보증하는 채권, 금융기관이 발행한 신용장, 공·사회사의 사채, 그리고 타연금기금의 주식과 같은 위험성이 낮은 투자 대상에 한정되어 있었으나, 현재에는 이러한 제한 규정의 대부분이 소멸되었고, 단지 칠레의 경제발전에 도움이 될 수 있도록 투자되어야 한다는 명목상의 규정만 남아있다. [圖 III-3]은 1995년 5월 현재의 투자종류에 대한 범위를 나타내고 있다.

[圖 III-3] AFP의 投資資産別 範圍*

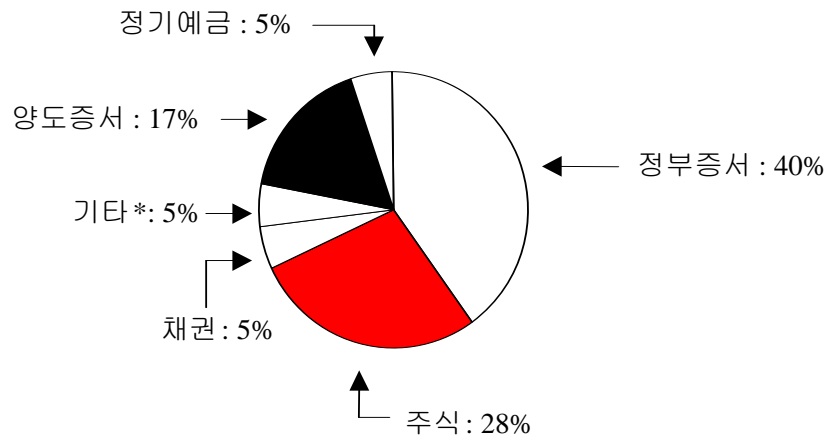


註: * 상기 비율은 투자상한을 의미하며 투자 대상별 총 합계액은 100%를 초과할 수 있음

出處: International Benefits Information Services. 1995. 8.

資料: Babara E. Kritzer, "Privitizing Social Security: The Chilen Experience" *Social Security Bulletin*, Vol. 59, No.3, Fall 1996에서 재 인용.

[圖 III-4] 年金基金의 金融商品別 投資(1996. 3)



註: * 금융기관채권 (1.27%), 외국증권 (0.19%), 증서기금 (2.61%) 및 은행채권 (0.90%) 포함.

出處: Boletín Estadístico No. 132, SAFP, 1996.

資料: Babara E. Kritzer, "Privitizing Social Security: The Chilen Experience" Social Security Bulletin, Vol. 59, No.3, Fall 1996에서 재인용.

한편, 1996년 7월 국제투자기금 설립을 허용하는 법률이 통과되어 자산의 100%가 칠레외부에 투자되는 것도 허용되고 있다. 동법이 통과됨에 따라 AFPs와 기타의 금융그룹은 이 기금으로 일정한 수의 주식을 취득할 수 있음은 물론, 포트폴리오를 국제적으로 확대할 수 있게 되었다. 최근 연금기금의 구체적 운용내역은 <表 III-10>과 같다.

<表 III-10> 칠레 年金基金資産의 金融手段別 運用現況

(연말기준, %)

연 도	증 권	금융기관 정기예금	금융기관 어 음	회사채	회사주식	투자기금	해외투자 ^a
1981	38.1	61.9	9.4	0.6	0.0	0.0	0.0
1982	26.0	26.6	46.8	0.6	0.0	0.0	0.0
1983	44.5	2.7	50.7	2.2	0.0	0.0	0.0
1984	42.1	13.3	42.9	1.8	0.0	0.0	0.0
1985	42.4	21.3	35.2	1.1	0.0	0.0	0.0
1986	46.6	23.3	25.5	0.8	3.8	0.0	0.0
1987	41.4	28.5	21.3	2.6	6.2	0.0	0.0
1988	35.4	29.5	20.6	6.4	8.1	0.0	0.0
1989	41.6	21.5	17.7	9.1	10.1	0.0	0.0
1990	44.1	17.5	16.1	11.1	11.3	0.0	0.0
1991	38.3	13.3	13.4	11.1	23.8	0.0	0.0
1992	40.9	11.1	14.2	9.6	24.0	0.2	0.0
1993	39.3	7.6	13.1	7.3	31.8	0.3	0.6
1994	39.7	6.3	13.7	6.3	32.2	0.9	0.9
1995 ^b	40.7	6.0	16.0		36.9 ^c	0.4 ^d	

註: a 해외투자는 1993년 5월부터 시작됨.

b 1995년 11월

c 회사채와 회사주식의 합

d 투자기금과 해외투자의 합

出處: Valck and Walker (1995) and Banco Central de Chile, Boletin Mensual, January 1996.

資料: Sebastian Edwards, *The Chilean Pension Reform: A pioneering program*, NBER Working Paper 5811, November 1996에서 재인용.

한편, 각 AFP는 자신의 연금기금자산의 1%에 상당하는 투자적립금을 유지하여야 한다. 또한 연금기금은 모든 연금기금에 대한 12개월의 평균수익률에 따라 조정된 최저수익률과 최대수익률을 유지하여야 한다. <表 III-11>은 연금운용으로부터 얻은 실질수익률을 보여주고 있다.

<表 III-11> 칠레 年金基金制度의 年間 實質收益率^a

(단위: %)

연도	가중평균 ^b	수익률범위	중간값
1982	28.8	23.2~30.2	27.6
1983	21.2	18.5~24.7	20.8
1984	3.6	2.2~5.1	3.5
1985	13.4	13.0~14.3	13.4
1986	12.3	10.6~15.5	12.4
1987	5.4	4.8~8.5	5.4
1988	6.5	5.9~8.7	7.1
1989	6.9	4.0~9.5	7.9
1990	15.6	13.3~19.4	17.0
1991	29.7	25.8~34.3	30.8
1992	3.0	0.9~4.2	3.0
1993	16.2	14.6~16.9	16.1
1994	18.2	15.7~21.1	18.2
1995 ^c	(4.7)	(6.6)~(3.5)	(4.8)

註: a 기간동안의 지수화된 통화가치변화에 의해 디스플레이된 연간명목변화

b 연금관리기관의 각 자산별 가치로 가중 평균되었음.

c 1994년 12월부터 1995년 11월까지 실적임.

出處: Banco Central de Chile, *Bouletin Mensual*, various issues

資料: Sebastian Edwards, "The Chilean Pension Reform: A pioneering program", *NBER Working Paper 5811*, November 1996에서 재인용.

만일 하나의 연금기금관리기관이 6개월 이내에 최저 수익률을 보충하지 않으면, 정부는 그 회사와 기금을 청산하여 다른 연금기금관리기관들에 개인계좌를 분배하도록 되어 있다. 이 경우 가입자들은 새로운 연금관리기관을 선택하여 자신의 계좌를 설치할 수 있다. <表 III-12>는 국민연금관리기관들이 개인연금계좌의 관리에서 얻은 수익률을 동일기간의 금융부문의 수익률과 비교하고 있다.

<表 III-12> 金融部門과 個人年金計定の 年間實質收益率, 1981~1990

(단위: %)

년도	금융부문	개인연금계좌 ^a
1981	13.2	5.3
1982	12.1	25.5
1983	7.8	19.4
1984	8.4	2.4
1985	8.2	11.6
1986	4.1	10.9
1987	4.3	4.5
1988	4.6	6.1
1989	6.8	6.7
1990	9.4	15.7
1981~1990 평균	7.8	10.4

註: a 평균과세가능소득에 대한 것임.

出處: IMF (칠레당국이 제출한 자료에 의해 작성된 것임)

資料: Sebastian Edwards, "The Chilean Pension Reform: A pioneering program", NBER Working Paper 5811, November 1996에서 재인용.

3) 칠레 年金制度에 있어서 政府의 役割 및 問題點

칠레연금개혁 이후에도 정부가 재정 및 관리에서 중요한 역할을 맡고 있기 때문에 칠레의 연금제도는 완전히 민영화된 제도가 아니다. 신연금제도에 도입된 최저 수익률(guaranteed minimum pension) 규정을 위해 소요될 재원의 최종적인 책임이 바로 정부에 있기 때문이다. 이러한 맥락에서, 준정부기관인 SAFP가 AFP를 규제하는 동시에 파산하는 경우 지불보증의 책임을 지고 있다. 1981년 칠레에서 연금개혁이 이루어진 이후 많은 AFP가 파산하거나 다른 AFP에 합병되었다. 특히, 1982~1984년의 경제위기 상황에서는 칠레 정부가 몇 개의 AFP 운영에 직접 간여한 경험이 있다.

한편, 칠레 국내 자본시장이 포화 상태에 도달하는 경우 수익률 하락 현상은 불가피해 보이는데, 이러한 우려는 이미 1995년도 일부

AFP 기금운용 상황에서 드러나고 있다. 국내 금융시장에서의 수익률 하락에 따라 연기금이 해외투자로 대거 이전되는 경우, 국내 금융시장의 공동화 현상이 일어날 가능성과 함께 기금운용 수익률 자체가 국제 금융시장에 크게 의존하게 되는 문제점이 있다. 이와 함께, 칠레 AFP들의 대부분이 미국계 금융기관에 의해 운용되고 있는 점을 상기하면, 금융산업 전체가 자칫 외국자본에 종속화될 가능성도 배제할 수 없다.

나. 멕시코의 年金改革과 基金運用

멕시코 정부는 경제위기에 따른 구조조정의 일환으로 1995년 12월 기존의 부과방식 연금제도로부터 개인연금계정과 최저 연금액을 보장하는 적립방식의 새로운 연금제도로 전환하는 새로운 사회보장법을 통과시켰다. 이듬해인 1996년 5월과 10월에 노후저축에 관한 제법령(RSSA: Retirement Saving System Act)이 추가로 제정하여 국회에서 통과되었다. 동 법령에 따라 기존의 멕시코사회보장협회(IMSS: Mexican Social Security Institute)에 가입되어 있는 모든 연금 가입자에게 강제적으로 적용되는 새로운 연금제도가 1997년 7월 1일부터 시행되고 있다. 이하에서는 멕시코의 구연금제도 소개, 연금개혁 및 기금운용관련 규정 등을 살펴보기로 한다.

1) 멕시코 年金改革의 背景

개혁전 멕시코의 사회보장제도는 민간부문 근로자들이 가입하는 멕시코사회보장협회(IMSS: Mexican Social Security Institute)·전국근로자주택기금(INFONAVIT: National Workers' Housing Fund)과 공무원들이 가입하는 ISSSTE·FOVISSSTE로 대별되었다. 민간부문 근로자들이 가입하는 멕시코사회보장협회(IMSS)는 1944년에 설립되어 현

재에 이르고 있으며 의료, 출산, 노령 및 노령·실직 보험 등을 관장하고 있다. INFONAVIT는 사업장에서 근무하는 근로자들의 원활한 주택 공급을 위해 1972년에 설립되어 기존의 IMSS제도에 병합되어 운영되어 오고 있다. 공무원의 경우 ISSSTE와 FOVISSSTE가 이와 유사한 서비스를 제공하고 있다. 부과방식으로 운영되는 IMSS와 ISSSTE에 덧붙여 1992년 완전 적립방식 개인퇴직계정을 특징으로 하는 퇴직저축제도(SAR: The Retirement Saving System)가 새로 도입되었다.

멕시코의 사회보장세 부담률은 1996년 기준으로 31.5%에 달하고 있어 가입자들에게 큰 경제적 부담을 안겨주고 있다. 과도한 경제적 부담을 덜기 위해 다수의 멕시코 노동자들이 쉽게 소득원이 포착되는 사업장보다는 지하경제와 관련된 업종에서 일하기를 선호하여 노동시장 왜곡의 주범이 되어왔다. 이와 함께 심각한 재정불안정으로 인해 근본적인 개혁없이 멕시코의 사회보장제도가 수년 내에 파탄날 수밖에 없다는 위기감이 멕시코 정부로 하여금 연금개혁을 단행하게 된 동기로 지적되고 있다.

〈表 III-13〉 멕시코 社會保障稅 內譯(as percentage of payroll)

사회보장제도	세 부 항 목	세율	구 성 내 역		
			사용자부담	근로자부담	정부 부담
멕시코사회보장 협회(IMSS)	IVCM*	8.5%	70%	25%	5%
	의료, 출산 보험	12.5%	70%	25%	5%
	고용보험	2.5%	100%	0	0
	아동보험 (Child care)	1.0%	100	0	0
노후저축제도 (SAR System)	INFONAVIT (주택)	5%	100%	0	0
	노후저축제도	2%	100%	0	0
총 세 율		31.5%	25.2%	5.25%	1.05%

註: * IVC(M(Invalidiz, Vejez, Cesantiay Muerte: Disability, Old Age, Severance at Old Age and Life Insurance): 장애, 노령, 노령 실직 및 생명 보험.

資料: Carlos Sales-Sarrapy, Fernando Solis-Soberon, and Alejandro Villagomez_Amezcuca, "Pension System Reform: The Mexican Case", *NBER Working Paper 5780*, September 1996.

2) 멕시코의 舊年金制度

이미 언급한 바와 같이 멕시코의 구연금제도는 확정급여형 부과방식형태의 공적연금제도로, 민간부문 근로자의 경우 IMSS, 공무원의 경우 ISSSTE로 분리 운영되었다. 1995년 12월부터 시작된 멕시코의 제2차 연금개혁이 민간부문 근로자가 가입하고 있던 IMSS체제를 주 대상으로 하기에 이하에서는 장해·노령·노령실직 및 생명보험(IVCM: the disability, old age, severance at old age and life insurance)이라고 알려진 IMSS 프로그램의 주요 특징들을 살펴보기로 한다.

1944년에 설립된 IVCM-IMSS는 제도도입 초기에는 부분적립 확정급여를 특징으로 출발하였다. 동 제도는 인가된 사업장 근로자와 임의로 가입할 수 있는 자영자 및 기가입자 가족들을 가입 대상으로 하며 제2차 연금 개혁전인 1995년 11월 기준으로 총 IMSS 가입자수는 1,090만 명에 달했다. 이 수치는 멕시코 경제활동인구의 29.6%에 불과하나, 인가된 사업장 근로자의 80%에 이르고있어 정부로부터 인가받은 사업장에 근무하는 근로자 대부분은 동 제도에 가입되어 있다고 볼 수 있다. 구제도하에서는 총 24.5%의 IMSS 사회보장세중 8.5%의 IVCM세를 사용자와 근로자 그리고 정부가 각각 75%~25%~5%의 비율로 분담하였다. 20년 동안 사회보장세를 납부한 평균소득자의 임금 대체율은 1995년에 50%에 달했으며 45년 가입한 가입자의 임금 대체율은 100%를 기록하고있다.

3) 完全 積立式 退職貯蓄制度

(SAR: The Retirement Fully Funded Saving System)

기존의 부과방식 연금제도를 보완하기 위해 강제가입 및 완전적립을 원칙으로 확정급여형의 개인계정을 신설한 퇴직저축제도(SAR)가

1992년 새로 도입되었다. 1997년의 연금개혁과 비교하여 1992년 도입된 SAR의 도입을 제1차 연금개혁이라 부를 수 있다. SAR의 도입으로 가입자들은 퇴직 및 주택에 관한 두 개의 부속계정으로 이루어진 개별 계정을 갖게 되었다. 사용자가 가입자 표준소득월액의 2%를 퇴직계정에, 5%를 주택계정에 납부하며, 퇴직계정에 적립되는 기금은 정부에 직접 대출하는 형식으로 투자되고, 주택계정에 적립되는 기금은 전국근로자주택기금(INFONAVIT: National Workers' Housing Fund)으로 이전된다. 근로자는 자발적으로 자신의 계정에 별도의 금액을 추가로 납부할 수 있다.

퇴직저축계정 가입자는 중증의 장애 발생시나 실업상태에 있는 경우에 한해 퇴직용 부속계정 총적립금의 10% 한도까지 인출이 허용된다. 주택부속계정은 가입자가 INFONAVIT으로부터 주택자금을 융자받는 경우 총융자금에서 대출자 개인계정으로 적립된 금액이 자동 차감되며 적립금 이상을 대출받은 경우 대출자는 매월 급여의 25%를 상환해야 한다.

SAR 적립금은 상업은행들이 관리하는 개인계정에 4일까지 예치될 수 있으나 4일이 지난 후에는 퇴직계정의 경우 멕시코 중앙은행으로, 주택계정의 경우 INFONAVIT으로 보내진다. 이 과정에서 상업은행은 퇴직계정 잔고의 0.8%를 관리비용으로 징수한다. 중앙은행에 적립된 퇴직계정 적립금을 정부가 직접 대출하는 경우 정부는 물가상승률 외에 연 2% 이상의 실질이자를 지급해야 한다. 반면 주택계정에 적립된 기금은 당해년도의 운용실적에 따라 이자를 지급하도록 되어있다. 현재 퇴직계정의 실질수익률이 5% 이상을 유지하고있는데 반해 주택계정은 負의 수익률을 기록하고 있다(1995년 실질수익률은 -9%였음).

4) 年金改革의 主要特徵

연금개혁의 주요내용은 기존의 부과방식제도를 개인 계정을 갖는 강제적인 확정각출형 완전적립방식으로 대체하는 동시에 최저 연금 급여의 지급을 보장하고있다. 1997년 개혁은 지난 1992년에 도입된 적립식 퇴직저축제도(SAR)의 골격은 유지하되 완전적립방식의 가입자 고유 계정을 추가 도입을 특징으로 하고있다. 멕시코에서는 1997년 7월 개혁이전 적립식과 부과방식의 연금제도가 공존하고 있었으나 1997년의 개혁으로 신제도 가입자가 1250週(24년) 이상 직장 근무 경험이 있음에도 불구하고 연금수급권을 확보할 만큼의 기여를 하지 못한 경우 사회안전망으로써 최저 연금 수급권을 보장하고 있다. 이렇게 최저 연금수급권이 보장되는 것이 멕시코 시스템에서의 1층(first pillar) 체계이다.²⁾ 1층 체계에서 지급되는 최저연금액은 멕시코市の 경우 최저임금의 100%가 지급되며, 멕시코 평균임금은 기준으로 하는 경우 40% 소득 대체율이 달성되도록 설계되어 있다. 가입자 개인의 적립 계정으로 최저연금 이상의 수급권이 보장되는 경우 보장되는 수급권을 멕시코 시스템에서의 2층(second pillar) 체계라 한다.

새 연금제도에서는 기금 관리 및 운용의 투명성을 제도적으로 보장하고, 타사회보장 급여로부터 연금 재정을 완전 분리하며, 연금보험료 납부 실적과 연금급여의 연계를 명백히 하여 연금 가입대상자들이 자발적으로 참여하도록 유도하고있다. 새로운 제도하의 주요특징을 보면,

- 이미 IMSS 기가입자들은 의무적으로 새로운 제도의 적용을 받게되며 총 17.5%(구제도의 경우 15.5%)의 보험료를 근로자, 사용자 및

2) 멕시코 연금제도에 있어서 1층개념의 보다 상세한 설명을 필요로 하는 독자는 Olivia S. Mitchell and Flavio Ataliba Barreto, *After Chile, What? Second-Round Pension Reforms in Latin America*, NBER Working Paper 6316, p.15, U.S.A, December 1997를 참조바람.

정부가 분담함. 구제도하에서는 장애·노령·노령실직 및 생명보험 (IVCM)에 표준소득월액의 8.5%가 전액 납부되었으나 신제도에서는 동액의 보험료가 개인계정(4.5%)과 IMSS(4%)로 분리되어 적립되고 있음.

- IMSS에 적립되는 4% 보험료는 생명 및 장애보험(2.5%)과 의료보험 (1.5%)의 세부 계정으로 분리 운영됨. 구제도에서 퇴직저축제도 (SAR)에 적립되었던 7%(2%: 퇴직 계정, 5%: 주택계정)의 보험료가 신제도에서는 개인 계정으로 전환되어 구제도의 IVCM에서 분리된 4.5% 및 정부가 부담하도록 새로 신설된 2%의 사회보장 분담금 (Social Contribution)과 합해진 총 13.5%의 보험료가 가입자 고유 계정으로 적립되고 있음.

〈表 III-14〉 年金改革 前後 멕시코 年金制度 保險料 比較

보험종류		개혁전	개혁후	
		장애·노령·노령실직·생명보험 (IVCM)	퇴직·노령실직 및노령보험 (RDO)	생명 및 장애 보험(LDA)
IMSS		8.5%	4.5%	4%
SAR	퇴직	2%	2%	
	주택	5%	5%	
사회보장 분담금 (Social Contribution)		0%	2%*	
총부담금		15.5%	13.5%	4%
			17.5%	
부담내역		개혁전	개혁후	
사용자 부담금		12.95%	12.95%	
근로자 부담금		2.125%	2.125%	
정부 부담금		0.425%	2.425%	

資料: IMSS, CONSAR, Mexico, 1996.

완전노령연금의 연금 지급개시연령은 신제도에서 65세이나 실직 노령자의 경우 60세로 조정되었다. 연금 지급자의 급여는 가입기간동안 가입자 본인이 적립한 누적기금과 운용수익에서 관리 운영비를 차감한 금액으로 정의되며, 가입자가 1250週 (24년) 이상 가입한 경우 다음 2가지 옵션중 가입자가 하나를 선택할 수 있다. 연금 가입자의 계정에 퇴직 시점까지 불입된 금액을 기준으로 산정된 일정액의 연금 지급권(매월 지급됨)을 민간 보험회사로부터 부여받던가 또는 연금기금관리기구(AFORE: pension fund administrator)에 연금 지급권을 신청할 수 있다.

5) 新年金制度 管理·運營體系

연금 가입자가 적립하는 연금기금은 민간이 관리 운영하는 연금기금관리기구(AFOREs)에 위탁되며, AFOREs에 대한 규제와 감독은 전국퇴직저축위원회(CONSAR: National Commission for the Retirement Saving System)가 담당한다. AFOREs는 퇴직시 가입자 본인의 계정에 적립되어 있는 적립금(퇴직 부속계정·별도 부속계정 및 주택 부속계정 모두가 해당됨)의 규모를 가입자에게 통보해 주나, 그중에서 퇴직 및 별도 부속계정의 기금만을 운용한다.

가입자는 여러 AFORE중 하나의 AFORE를 선택하여 가입할 수 있으며 1년마다 한 번에 한해서 계정을 다른 AFORE로 옮길 수 있다. 그러나 가입한 AFORE가 관리운영비나 기금 운용방식을 변경하는 경우 다른 AFORE로 계정 변경이 허용된다. 5%의 보험료를 납부되는 주택부속계정(Housing Subaccount)은 구제도에서와 같이 운영되나 적립기금이 INFONAVIT로 이전되었다.

각각의 AFORE는 여러 개의 연기금을 동시에 운용할 수 있으며 가입자들은 그들이 가입한 AFORE가 관리하는 연기금의 하나 또는 여

러 개에 자기 적립금을 투자할 수 있다. 이와 함께 AFORE는 장부정리, 기금운영실적 등을 공시하며, SIEFORE라고 알려진 AFORE의 기금 펀드들은 독자적인 기금운용위원회를 통해 기금 운용을 독립적으로 결정한다.

새로운 연금제도에서 IMSS의 역할은 연금 보험료 징수 담당 및 보험료 납부 의무가 있는 사용자와 근로자에게 의무 이행을 위한 법적 구속력을 갖고 있다. 이와 함께 제규정 충족시 IMSS는 AFORE를 직접 소유·운영할 수도 있다. 가입자의 보험료 납부 실적에 관한 모든 정보는 CONSAR가 관리하고 있다. 한편, 전국퇴직위원회가 새로운 연금제도가 효율적으로 운영될 수 있도록 제반 운영 절차를 규제하고 감독하고 있다. 동 기관은 AFOREs의 인허가권을 갖으며, 연기금 운용 및 투자 정책을 포함한 전반적인 연기금 감독권을 갖고 있다.

기금 투자와 관련해서는 안전성과 수익성을 우선시하기에 안전성이 보장되는 자산들로 포트폴리오 구성을 하도록 투자 원칙이 정해져 있다. 운용자산으로 국공채, 국영기업체 및 민간기업 주식, 다른 연기금 펀드의 주식, 신용기관이 보증하는 부채증서 등이 포함되어 있다. 해외증권의 경우 증권 발행자가 멕시코인 경우에 한 해 투자를 허용하고 있다. CONSAR는 특정 투자 대상들의 투자 상한선을 설정하며 이 상한선 내에서 AFORE는 수익률 극대화 목표를 추구하되 투자 종목 및 기금 운용 현황에 관한 운용내역을 공표해야 한다. AFOREs는 여러 개의 연기금을 동시에 운용할 수 있으나, 적어도 운영 기금중 하나는 전액 확정금리부 채권(fixed income securities)으로 운용하여야 한다는 것이 중요한 특징이며, 칠레의 AFP처럼 최소 수익률을 올려야 한다는 법률적인 규정은 없다.

AFOREs는 자기들이 관리하는 자산 총액의 일정비율을 특별준비금으로 보유해야 하며 특별 준비금액의 규모는 CONSAR가 결정한다.

일반 해외 투자자의 경우 자본금 49% 한도 내에서 AFOREs에 대한 투자가 허용되나 멕시코와 북미자유협정(NAFTA) 등과 같은 국제협약을 체결한 국가의 투자자들은 100%까지 투자가 가능하다. 새로운 연금법은 각 AFORE가 1997년부터 앞으로 4년간 전체 연기금 시장에서 점유할 수 있는 시장점유율 상한으로 17%를 규정하고 있으나, 그 이후에는 20%로 상향 조정될 예정이다.

6) 멕시코 年金改革 評價

멕시코의 연금개혁을 칠레식 연금개혁과 비교해보면 멕시코의 신제도에서는 연금 가입자와 연금 수급자의 과거 기득권을 모두 인정해 주고 있으며, AFORE간 이동을 1년에 한번만 허용함으로써 관리 운영비 절감을 추구하고 있다. 또한 AFORE는 여러 개의 기금을 동시에 운용하는 것이 허용되며, AFORE가 달성해야 할 최저보증수익률 규정은 없다. 연금 보험료를 징수하는 중앙기구와 연금 관리·운영과 관계된 제정보를 보유하는 정보은행이 존재함으로써 관리운영비를 절감할 수 있을 것으로 기대된다.

멕시코 신연금제도에서는 투자포트폴리오의 다변화를 억제하고 국가위험의 다변화를 방지하기 위해 연기금의 해외투자를 금지하고 있다. 그러나 보다 다변화된 포트폴리오가 연기금의 재정 안정성에 도움이 되리란 지적도 있다. 주택 부속계정은 멕시코 연금제도의 특수성을 반영하는 것으로 표준소득월액 5%에 해당하는 보험료(신연금제도 총보험료의 30%에 해당함)로 적립되는 기금이 INFONAVIT으로 이전되어 운영되고 있으나 1995년 운용 수익률이 부(負)의 실질수익률을 기록하여 주택부속계정의 수익률제고 방안이 신제도에서의 문제점으로 대두되고 있다.

3. 東南아시아 國家의 公的年金制度 및 基金運用

한국과 일본, 그리고 대만이 확정급여방식의 연금제도를 도입한 반면, 동남아시아 국가들은 공식적 사회보장제도보다는, 가족이나 지역공동체와 같은 비공식적인 사회보장제도에 더 크게 의존해 오고 있다. 인도, 말레이시아, 싱가포르 등 과거 영국의 식민지였던 국가들에서는 이러한 현상이 강하게 나타나고 있으며, 인도네시아와 태국은 1990년대에 접어들면서 사용자가 공제기금을 설립하도록 허용하고 있다. 한편, 필리핀은 부분적립방식의 확정급여제도를 유지하고 있으나, 향후 적정 퇴직급여의 지급을 위해서는 적립기금의 효율적인 운용이 절실한 상황이다. 이하에서는 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르 사회보장제도의 특징 및 기금운용 현황을 살펴보도록 한다.

〈表 III-15〉 東南아시아 各國의 經濟·社會 指標 比較

(단위: US\$ 백만)

국가 (기준년도)	GNP 1994	GNP(1인당) 1994	총인구 대비 60세 이상 인구비율		20~59세 인구 대비 60세 이상 인구비율
			1990	2030	1990
인도네시아	167,632	880	6.4	14.1	13.9
말레이시아	68,674	3,520	5.7	14.5	12.5
필리핀	63,311	960	5.3	13.5	11.9
싱가포르	65,842	23,360	8.5	29.4	14.3

出處: World Bank, *World Economic Atlas*, 1996.

資料: Asher, Mukul G., "The Future of Retirement Protection in Southeast Asia", *International Social Security Review*, Vol 51, 1998, p 6에서 재구성.

가. 인도네시아

인도네시아는 노후생활을 가족이나 지역공동체로부터의 도움에 의존하고 있는 실정이며, 공식적인 사회보장제도는 다음의 네 가지로

구성된다. 첫째, 자발적으로 사용자가 지원(employer-sponsored)하는 연금제도가 있는데, 1996년초 기준으로 3백만의 근로자(인도네시아 전체 노동력의 3.5%에 해당)가 가입되어 있다. 한편, 대부분의 기존제도들은 국영기업에 의해 후원되고 있는데, 1988~1995년 사이의 추계에 따르면 동 제도의 수익률은 최소 연 6%를 기록하고 있어 인도네시아의 경제상황과 비교시 낮지 않은 수준이다. 1995년 현재 총자산은 GDP의 3.13%인 12조 루피아(U.S.\$40억)를 기록하고 있다.³⁾

둘째, 국영기업인 PT Taspan에 의해 운영되는 공무원연금제도(civil service pension programme)가 있는데, 1995년 현재 가입자수는 약 4백만, 급여 대상자는 150만 정도이다. 이 제도는 퇴직연금을 지급하는 연금제도와 퇴직시의 정액급여, 그리고 퇴직후의 의료급여 등으로 구성된다. 연금과 정액급여는 최종임금을 기준으로 한 확정급여형식으로 35년 가입자에게 두 가지 급여를 합쳐 100% 임금대체율의 급여가 지급된다. 셋째, 독립된 공공기관인 PT Asabri에 의해 운영되는 군인과 경찰(약 50만명 정도) 대상의 퇴직급여제도가 있는데, Asabri 가입자의 기여금과 급여수준은 공무원연금과 유사하다.

넷째, 10인 이하 중·소기업과 자영자를 제외한 약 4000만명에 이르는 사업장 근로자를 대상으로 PT Astek이 관리 운영하는 강제적 확정기여형 공제기금(Jamsostek 제도)이 있다. 동제도의 월기여율은 월

3) 1997년 7월 2일 태국 바트화(Thai Baht)의 평가절하 이후 동남아시아 각국에 밀어닥친 외환위기로 인해 동남아시아 각국은 자국 통화가치의 폭락을 경험하였다. 본고에서 사용된 동남아시아 각국의 U.S.\$ 환율은 1997년 9월 3일자를 기준으로 하고 있다(출처: Wall Street Journal, 4 September 1997, p. C15). 1997년 9월 3일 기준 U.S.\$1 당 각국의 통화가치는 인도네시아(Rp. 3029.0), 말레이시아(M\$2.9775), 필리핀(P 30.65), 싱가포르(S\$1.5163)이다.

본 고에서 사용된 동남아시아 각국 U.S.\$ 환율의 적정성 여부에 대한 논란이 있을 수 있으나 U.S.\$ 환율을 통해 동남아시아 국가간 공적연금제도 기금규모의 대략적인 비교를 위해 사용된 것이기에 큰 무리는 없을 것으로 보여진다.

급여의 5.7%로, 이중 3.7%는 사용자가 부담하고, 2.0%는 근로자가 부담한다. 1995년 현재 60,000개 사업장의 910만명이 가입되어 있는데, 이는 총노동자의 10.6%에 해당하는 수치이다. 많은 가입자를 확보하고 있음에도 불구하고 1995년 현재 PT Astek의 총자산은 GDP의 0.9%에 해당하는 3조 4천억루피아(U.S.\$ 11억)에 불과하다. Jamsostek 제도의 총자산을 가입자수로 나눈 가입자 1인당 잔고는 1995년 현재 국민소득의 1/5에 불과한 373,626루피아(U.S.\$123)이다. 향후 Jamsostek의 임금대체율은 효율적으로 기금을 운용한다는 가정하에서도 35년 가입기준으로 10%선을 넘기 힘들 것으로 예상되고 있다. 실제 가입자계정에 적립되는 수익은 은행예치시에 얻을 수 있는 수익보다 훨씬 작은 실정임에도 PT Astek 운용수입은 과세 대상이다. 한편, 동 제도에 대한 순응률(compliance rate)과 PT Astek의 서비스수준에 대한 만족도가 상당히 낮음에도 불구하고, 기여금대비 관리운영비의 비중은 국제적 수준보다 훨씬 높은 12%에 이르고 있다. 참고로, 말레이시아와 싱가포르의 각각 1.99%와 0.53%의 관리 운용비를 지출하고 있다.

나. 말레이시아

말레이시아는 적용범위, 규모 등에 있어 다양한 사회보장제도를 갖고 있다. 이중 중요한 제도로 근로자공제기금(EPF: Employees Provident Fund)을 들 수 있는데, 1996년 현재 동 기금은 사회보장제도 전체 자산의 86.5%를 차지하고 있다. 가입자와 사용자는 각각 월 임금의 11%, 12%를 부담하며, 임금상한선이 없는 반면 개인소득세를 목적으로 근로자가 공제할 수 있는 EPF기여금의 상한선은 정해져 있다. 1995년 현재 EPF 기여금은 103억 2400만 말레이시아달러(U.S.\$34억 6700만)인데, 이는 말레이시아 GDP의 4.7%, 총저축의 13.6%에 해

당하는 금액이다.

한편, 퇴직시 연금수급자격을 갖춘 공공부문 근로자는 퇴직금과 함께 최대 최종임금 대비 50% 임금대체율을 갖는 연금을 지급 받을 수 있다. 1993년 현재 연금수급자 수는 약 27만명이며, 총 연금지급액은 연방정부 총지출의 5%에 해당하는 17억 1230만 말레이시아 달러(U.S.\$5억 7500만)를 기록하고 있다. 그러나, 부과방식으로 운영되는 동제도의 짐을 떠안는 재정부담에 대처하기 위해 1991년 말레이시아정부는 5억 말레이시아 달러(U.S.\$1억 6800만)를 출자해 연금신탁기금(PTF: Pension Trust Fund)을 설립하였다. 중앙정부와 지방정부는 소속 공무원이 연금에 가입한 경우 월 보수의 17.5%에 해당하는 기여금을 PTF에 납부해야 한다. 그러나, 정부 연간기여금의 한도를 연간공무원고용기금(annual civil service employment bill)의 5%로 한정시키고 있다. 1996년도말 현재 PTF의 총자산은 76억말레이시아달러(U.S.\$25억 5200만)를 기록 중인데, 동 자산은 금융기관의 정기예금(49.8%)과 사채(45.2%)에 투자되고 있다.

이하에서는 근로자공제기금(EPF)의 특징 및 운용현황을 보다 상세히 알아보도록 한다. 1995년 현재 EPF에는 780만명이 가입하고 있으나, 그 중 400만명 만이 실제로 기여금을 납부하고 있다. 가입자 대비 실제기여자의 비율이 1986년의 35.0%에서 1995년 49.5%로 증가는 했으나, 아직도 기여율은 상당히 낮은 편이다. 총 23%에 해당하는 높은 기여율, 급속한 경제성장 및 평균 5.11%에 달하는 실질이자율에도 불구하고, 가입자 1인당 평균잔고는 1995년말 현재 1인당 국민소득의 175%수준인 17,596말레이시아달러(U.S.\$5,910)에 불과한 낮은 수준에 머물러 있다. 또한 46~50세인 가입자의 평균잔고는 49,220말레이시아달러(U.S.\$16,531)로, 그중 3/4이 전체 평균보다 낮은 수준의 잔고를 유지하고 있는 실정이다. 소득 분포가 평등하지 못한 말레이시아의

임금구조로 인해, 월간 2,000말레이시아달러(U.S.\$672달러) 이상의 소득을 올리는 10.45%의 근로자들의 적립기금이 총기금의 43.1%를 차지한다. 그러나 이러한 수치는 EPF기여금 산정기준이 되는 임금을 과소 신고하는 경향이 있기 때문에 임금불평등을 과대 평가할 수도 있다.

한편, 각 개인은 퇴직 전에 주택, 의료비, 신탁기관을 통한 투자 등의 목적에 적립기금을 인출할 수 있는데, 누적잔고의 1/3은 50세에, 그리고 나머지는 55세에 인출될 수 있다. 적립금에 대한 인출은 정액으로 이루어지는 반면, 연금 관련 규정은 없는 상황이다. 가입자들의 안정적 노후생활을 위해 강제저축 제도를 도입하였음에도, 적립된 기금을 연금화하지 않고 정액인출을 허용한다는 것은 이러한 목적과 부합되지 않고 있다. 따라서 단계적 인출이나 적립금의 연금화 논의가 진행 중에 있다. 한편, EPF 잔고에 대한 이자, 퇴직전 인출에서 생기는 자본이득, 그리고 퇴직시의 인출에 대해서는 소득세와 재산세가 면제되며, EPF위원회의 투자수익도 면세된다.

현재 EPF위원회는 적립기금을 말레이시아 내에서만 투자하도록 허용받고 있으나, 엄격한 지침하에 적립기금의 일부를 해외에 투자하는 방안이 거론되고 있다. 한편, EPF위원회의 기금운용과 관련된 포트폴리오 구성은 최근에 와서 매우 다양해지고 있는데, 1995년 현재 말레이시아 GDP의 45%에 해당하는 966억말레이시아달러(U.S.\$324억 4300만)에 이르는 EPF기금 상세한 투자내역은 <表 III-16>과 같다.

〈表 III-16〉 말레이시아 勤勞者 年金基金의 投資內譯(1995年)

(단위:%)

투자내역	구성비
말레이시아 정부증권	40.5% (73.6%)
사채(社債)(debentures)와 대부금	17.7% (11.0%)
주식	11.9% (2.1%)
화폐시장	29.5% (13.3%)
자산과 기타	0.4% (무시할 정도)

註: ()안의 수치는 1991년도 것임.

資料: Asher, Mukul G., "The Future of Retirement Protection in Southeast Asia", *International Social Security Review*, Vol 51, 1998, pp. 3~30.

하나의 흥미로운 사실은 말레이시아의 경우 정부증권에 대한 투자 비중을 줄어들이면서 수익률 하락 현상을 겪고 있다는 사실이다. 즉, 1988년 기금운용 명목수익률은 8.0%를 기록했으나, 정부증권에 대한 투자비중이 줄어든 1995년에는 7.5%로 오히려 수익률이 감소하였다. 수익률 감소의 주된 이유는 정부증권에 집중 투자했을때는 무위험의 고수익을 보장 받았었으나, 총투자에서 정부증권 비중이 감소하면서 수익률이 유동적인 자산에 대한 투자비중이 커졌기 때문이다. 그러나, 기금운용시 민간부문 운용에서 오는 통상적인 사회적 수익률(social rate of return)보다 정부증권의 수익률이 높다는 것은 EPF재정에 대해 정부가 일반 납세자로부터 각출된 세금을 통해 보조금을 지급하고 있다는 점을 인식해야 한다.

한편, 말레이시아의 타연기금과 같이 EPF도 다양한 공공정책목표를 달성하기 위한 수단으로 정부에 의해 이용되고 있다. 이는 EPF 저축이 투자재원으로 전환함에 있어 정부 또는 비시장적 경로가 이용되고 있음을 의미하며, 이것은 자원이 비효율적으로 배분될 가

능성이 큼을 의미한다. 이하에서는 보다 구체적으로 기금 운용현황 및 문제점을 살펴보도록 한다. 첫째, EPF는 주로 사채(社債)(debentures)와 대부 등을 통해 정부주도의 민영화정책이나 SOC 등에 참가해 왔다. 이 경우 주목해야 될 점은 EPF가 정부 주도사업에 참여함으로써 야기되는 투자위험을 정부에 이전시켜 적정 수익을 보장받는다 해도, 사회전체적으로 궁극적인 위험은 계속 남아 있을 것 이란 점이 강조될 필요가 있다는 것이다. 이것은 국민공제기금(national provident fund)으로부터 자원배분의 비효율성이 생겨날 수 있다는 점에서 매우 중요한 문제이다.

둘째, 1996년에 개정된 EPF법은 EPF가 중저소득층의 주택소유를 촉진하는데 있어 보다 능동적인 역할을 할 수 있도록 허용하고 있다. 이외에도 개정내용에는 EPF가 그 자회사인 MBSB를 통해 주택건설자금을 조달하는 역할을 수행하도록 하고 있다. 셋째, 현재 기금운용에 있어 가장 논란의 대상이 되는 것으로는, 1997년말 쿠알라룸푸르 주식시장(KLSE: Kuala-Lumpur Stock Exchange)의 주가폭락을 반전시키기 위해 600억말레이시아달러(U.S.\$201억)의 기금을 투입하기로 한 결정이다. 자세한 사항은 아직 알려지지 않고 있으나, 조성될 증시부양기금의 절반이 EPF와 기타 연기금으로부터 조달될 예정이며, 조성된 자금을 이용 국내투자자로부터 시장가격보다 높은 가격에 주식을 구입하려는 것이 말레이시아 정부의 계획이었다.

다. 필리핀

필리핀에는 2층체계의 공적사회보장제도가 있으나, 국민의 대다수는 비공식적인 가족이나 지역공동체를 기반으로 한 사회보장제도에 의존하고 있다. 필리핀의 1층제도는 국민 모두에게 일반적으로 적용되는 확정급여형태로 1954년도에 설립된 사회보장제도(SSS: Social

Security System)와 1936년도에 설립된 정부서비스보험제도(GSIS: Government Service Insurance System)로 구성된다. SSS는 사적분야 근로자, GSIS는 정부와 국영기업에 근무하는 근로자를 대상으로 관리하는 조직이며 군과 사법부는 독립된 연금제도를 갖고 있다. 반면에, 2층제도는 사적인 기업연금제도로 구성되는데, 동제도의 가입자수와 총자산에 대한 자료는 매우 한정되어 있다. 보통 사적 기업연금제도는 가입자 최종임금에 근로연수를 곱한 값의 1.5배에 해당하는 정액급여를 지급하고 있으나, 민간 대기업으로 적용범위가 한정되어 있다는 문제점이 있다.

필리핀의 1층제도를 자세히 살펴보면, 1997년 중반 현재 SSS의 세 가지 제도에 대한 총기여율은 월보수의 8.4%('97년 보수상한선은 10,000필리핀페소, '98년 11,000페소, '99년 12,000페소로 인상될 예정임)인데, 이중 사용자가 5.04%, 근로자가 3.36%를 부담하고 있다. 반면에, GSIS에 대한 총기여율은 21.5%로 상당히 높은 수준이나, 근로자에 대한 보수상한선이 월 3,000페소로 매우 낮은 수준이라, 곧 6,000페소로 인상될 예정에 있다. 그러나, 사용자(정부)에 대한 상한선은 없으며, 연금수급개시연령은 60세이다. 1995년 현재 SSS 총가입자는 필리핀 총노동인구 2800만명의 약 75%인 1660만명이나, 가입자 66%의 보험료 납부 실적이 전무한 상태인지라, 실제 적용범위는 총노동자의 20% 정도에 머물고 있다.

기금운용 현황을 살펴보면 SSS와 GSIS 모두 상당한 규모의 적립기금을 보유하고 있는데, 1995년말 현재 SSS와 GSIS의 총자산은 각각 1284억페소(U.S.\$42억)와 852억페소(U.S.\$28억)이다. 1995년말 현재 SSS의 총투자액은 1224억페소(U.S.\$39억 9천만)이며 투자수익률은 12.6%이다.

〈表 III-17〉 필리핀 社會保障制度(SSS)의 基金配分 現況
(단위: 억 필리핀페소, %)

배분대상	배분액	구성비
정부증권	508	41.5
부동산과 가입자에 대한 대부사업	498	40.7
사적증권과 대부사업	218	17.8

資料: Asher, Mukul G., "The Future of Retirement Protection in Southeast Asia", *International Social Security Review*, Vol. 51, 1998, pp. 3~30에서 재구성.

1995년말 현재 GSIS의 총투자액 806억페소(\$26억 3천만달러)의 투자배분 현황은 <表 III-18>과 같다. 한편, 1995년 현재 GSIS의 투자수익률은 6.6%를 기록하고 있는데, 이 수치는 SSS 투자수익률이나 재무성증권의 수익률인 11.8%보다도 훨씬 낮은 수준이다.

〈表 III-18〉 필리핀 政府서비스保險制度(GSIS)의 資産配分
(단위: 억 필리핀페소, %)

배분대상	배분액	구성비
통화성자산 (현금, 은행예치금, 재무성증권)	237	29.4
가입자와 비가입자에 대한 대부	316	39.2
투자	254	31.5

資料: Asher, Mukul G., "The Future of Retirement Protection in Southeast Asia", *International Social Security Review*, Vol. 51, 1998, pp. 3~30에서 재구성.

1995년 현재 SSS의 각출금과 총급여 지급액은 187억페소로 동일한 액수를 보여, 급여지급액이 각출금을 초과했던 1994년에 비해 연금재정이 개선되었음을 보여주고 있다. 1995년 GSIS제도의 각출금과 급여지급액은 각각 155억페소(U.S.\$5억 600만)와 79억페소(U.S.\$2억 5840

만)를 기록하고 있다. 그러나 기여금에 대한 관리운영비의 비율은 SSS의 경우 8.9%(‘95년), GSIS의 경우 10.3%(‘95년) 수준으로 양쪽 모두 높은 수준을 보이고 있는데, 말레이시아와 싱가포르의 경우 동 비율이 각각 1.99%(‘89년)와 0.53%(‘90년)를 보였다. 필리핀 사회보장제의 경우, 현재의 낮은 제도순응률(compliance level) 개선을 위한 중대한 개혁이나, 각출료인상, 또는 급여수준의 축소 등이 없다면, 현재의 SSS와 GSIS는 중기적으로도 제도유지가 어려워 보인다.

라. 싱가포르

싱가포르는 국가가 위임하고 관리하는 사회보장에 대한 개별 조항들에 의존하고 있으며, 이에 더해, 빈곤에 대처하기 위한 빈곤법(Poor Act)의 전통에 기초한 제한적이고도 엄격하게 만들어진 공공부조제도가 있다.

고위공무원, 장관, 그리고 일부의 국방, 경찰 관계직원은 때때로 중앙공제기금(CPF: Central Provident Fund)에 더해 독립적이고, 더욱 관대한 제도의 혜택을 받도록 되어 있다. 예를 들어, 1997년 개정으로 군대장교는 20~25년의 복무 후에 40~45세에 퇴직할 수 있게 되었으며, 이 경우 일반인들이 60세에 퇴직한 것과 같은 급여를 받을 수 있도록 하였다.

싱가포르에서의 주요 사회보장제도로 퇴직후의 생계를 대비하기 위해 1955년 영국의 식민정부에 의해 설립된 중앙공제기금(CPF)을 들 수 있다. 한편, 싱가포르정부는 1960년대말 이후 기여율의 점증적 인상과 제도의 포괄범위를 확장하는 등의 조치를 통해 CPF의 활용범위를 넓혀왔다. CPF는 주택소유; 가입자에 의한 자산, 주식, 상품 등에 대한 투자; 보건저축(healthcare savings); 다양한 형태의 상업보험; 정부 이동통신기업의 주식구매를 위한 보조금; 3차교육에 대한 대부금

등으로 구성된다. 1995년 현재 총근로자의 약 2/3가 CPF제도의 적용을 받고 있다.

CPF의 각출료는 1980년대 중반의 50%를 정점으로 점차적으로 월급여의 40% 수준으로 낮아지고 있다. 1995년 현재 CPF에 대한 기여금은 135억 싱가포르달러(U.S.\$89억)에 달하는데, 이는 싱가포르 GDP의 11.2%, 국민총저축의 22.3%에 달하는 규모이다. 1995년 현재 총기여금의 53.6%가 인출되어, 이중 약 2/3가 주택과 자산의 구입을 위한 것으로 쓰여졌다. 1995년 당년도에 이루어진 퇴직인출(retirement withdrawals)은 지금까지 인출된 금액의 1/5 정도이나, 급격한 인구의 고령화로 인해 향후 10년 후에는 인출규모가 급격히 증가할 것으로 예상된다.

한편, CPF제도는 제도 시행과정에서 일단의 부작용도 겪고 있다. 일례로 공공주택사업을 들 수 있는데, 공공주택사업이란 재정보조를 통해 일정 소득수준 이하 가구들의 공공주택 구입을 도와주는 것이다.

CPF제도의 주요한 특징은 가입자 대부분의 임금수준이 낮아, 높은 기여율과 급격한 경제성장에도 불구하고 누적된 기금 역시 낮은 수준에 머무르고 있다는 것이다. 1995년 현재 가입자의 70%정도가 싱가포르 평균월임금 2,219싱가포르달러(U.S.\$1,463) 이하의 소득을 올리고 있는 실정이다. 그러나 현재의 높은 임금격차는 지식근로자와 기타 근로자간의 임금격차의 증가라는 세계적인 추세에 따라 향후 더욱 커질 것으로 전망된다. 1996년말 현재 주택투자와 기타 유사한 인출을 제외한 CPF가입자계정의 평균잔고는 약 1년치의 임금과 비슷한 26,467싱가포르달러(U.S.\$17,455)를 기록하고 있다. 반면에, 약 1/3에 해당하는 싱가포르 사람들은 CPF외에 다른 저축을 갖고 있지 않아 CPF만으로는 안정적 노후생활이 어려운 실정이다. 최근 연구결과에 의하면, 싱가포르 노인인구중 1%만이 CPF를 주요 퇴직소득원으로 이

용하고 있을 뿐, 10명중 7명은 노후를 가족, 특히 자식에 의존하고 있음이 알려졌다.

한편, Watson Wyatt Worldwide 보험회사의 시뮬레이션(1996)에 의하면, 최종소득 대비 67%가량의 임금대체율이 설정되어 있는 CPF제도는 심각한 재정불안정을 보이고 있는 것으로 알려졌다(Turner, 1996). 67%의 임금 대체율을 달성하기 위해서는 홑벌이(single earner) 기준으로 저소득, 중간소득, 고소득계층이 월소득의 18.67%, 32.6%, 46.6%를 각각 적립해야 하는 것으로 추계되었다.

기금운용 성격에 따라 CPF 기금운용을 가입자기금(member's fund)과 보험기금(insurance fund)으로 대별할 수 있다. 가입자기금은 1995년 12월말 현재 GDP의 54.7% 수준인 660억 싱가포르달러(U.S.\$435억) 규모이며, 기관 펀드매니저가 운용하는 보험기금은 1993년말 현재 시장가치로 1억 4260만 싱가포르달러의 기금이 정기예금, 양도성예금증서, 주식, 및 채권 등에 투자되어 있다.

싱가포르는 CPF기금을 국채에 투자하도록 법제화하였다. 구체적으로 CPF기금은 싱가포르 통화당국(MAS: Monetary Authority of Singapore)에 예치되었다가 일정 기간이 지나면 국채로 전환하게 되어 있다. 운용현황을 보면, 1995년 현재 451억 2000만 싱가포르달러(\$297억 5700만)가 싱가포르 국채에 투자되고 있는데 이는 장기투자의 68.7%를 차지한다. 이와 함께 장기투자의 31.3%에 해당하는 약 205억 3720만 싱가포르달러(U.S.\$135억 4400만) MAS에 예치중이다. 1995년 현재 싱가포르 정부는 GDP의 71.7%에 해당하는 865억 싱가포르달러(\$570억) 규모의 부채를 지고 있는데, 이의 상당부분을 CPF기금이 차지하고 있다. 특이한 점은 이러한 현상이 장기간에 걸친 대규모 재정흑자에도 불구하고 계속되어 오고 있다는 점이다.

한편, 정부에 의해 차입된 CPF기금은 싱가포르 정부, 구체적으로

싱가포르정부투자공사(SGIC: Singapore Government Investment Corporation)와 기타 기관에 의해 주로 해외에 투자되는 것으로 알려져 있다. 1996년 3월 정부 발표에 의하면, CPF기금 투자수익률은 지난 10년간 평균 5%를 넘는 수준으로 알려져 있다. 그러나 싱가포르 정부가 CPF의 투자포트폴리오나 기금운용 수익률을 공표하지 않아 정확한 자료의 입수가 불가능하다. 18개국에 대해 UBS자산관리회사가 1983~1993년 사이의 연금기금의 투자수익률에 관해 연구한 바에 따르면, 최저수익률은 싱가포르의 2.3%, 최고수익률은 프랑스의 13.0%로 나타났으며, 대부분 국가에서는 8~10%의 수익률을 보이고 있다. 한편 싱가포르 정부는 일정 수준 이상의 현금잔고를 갖고 있는 CPF 가입자에 대해 주식시장에 투자하는 것을 허용하였으나, 1994~1996년 기간동안 CPF가입자중 20%에도 못 미치는 가입자들만이 그들의 돈을 CPF에 그냥 두었을 때의 수익률보다 높은 수익을 실현하였다. 즉 80% 이상이 주식에 투자함으로써 입은 손실이 이득을 증가하였다. 최근 싱가포르 주식시장이 침체상태에 있어 앞으로도 더 많은 손실이 발생할 것으로 전망된다. 주식시장이 점점 기관투자가 중심으로 변해가고 있어 가입자 자신이 직접 투자를 관리하는 경우 보관료와 수수료를 포함한 거래비용이 소요된다. 금융자본시장이 상대적으로 잘 발달된 싱가포르의 경우가 이렇다면, 그보다 훨씬 덜 발달된 시장을 갖고 있는 다른 나라의 경우에는 더 큰 거래비용이 발생할 것으로 보여진다.

4. 海外 各國 公的年金制度 改革動向 및 基金運用의 示唆點

본 절에서는 지금까지 살펴본 해외 각국의 공적연금제도 개혁 동향 및 기금운용 현황이 시사하는 바를 정리해 보도록 한다. 오래전에 공적연금제도를 도입한 선진국 및 남미의 경우 공통적으로 연금재정 불안정 문제에 직면해 있으나 연금재정 불안정 정도에 따라 기존 제도 개혁에 대한 처방은 국가별로 상당한 차이가 나타남을 알 수 있었다.

2020년 이후 심각한 연금재정 불안정이 예상되는 미국 OASI 경우 기존제도 개혁에 대한 논의가 활발히 진행중이나 현행제도의 기본적인 골격은 유지하는 선에서 개혁논의가 진행되고 있다. 미국의 경우 사회보장제도 자문위원회가 제안한 3가지 개혁안, 즉 현체제 유지·보완안(MB안), 확정각출형 개인퇴직계정안(IA안), 정액연금과 개인저축계정(PSA) 중 현재 미국민들의 사회보장제도에 대한 인기도를 감안할 경우 현체제 유지·보완안(MB안)으로 개혁논의가 귀착될 가능성이 커 보인다.

이러한 전망을 뒷받침하는 요인으로 본격적인 재정불안정을 겪기까지 20여 년이 남아 있다는 점과 다수결원칙을 존중하는 민주주의의 체제하에서 투표권을 의식하는 정치인 및 「저부담·고급여」 체제에서 기인하는 누적부채를 미래세대로 전가하려는 현세대들의 이기주의를 들 수 있겠다.⁴⁾ 다수의 연금수급권자가 이미 존재하고 가까운 장래에 다수의 신규 수급자가 생겨나는 賦課方式의 연금제

4) 이에 대한 자세한 논의를 원하는 독자는 Browning, Edgar K., "Why the Social Insurance Budget is Too Large in a Democratic Society," *Economic Inquiry*, 1975, pp. 373~388를 참조하기 바람.

도에서 급여수준을 하향 조정하기 위해서는 연금수급권자 및 잠재적인 연금수급권자들의 엄청난 정치적 압력을 이겨내야 한다. 다수결원칙을 따르는 민주주의 국가의 경우 연금재정의 파탄이 현실화되기 전까지 급여수준의 하향 조정에 대한 공감대 형성이 어려워 근본적인 연금개혁이 어려울 것으로 전망되는 이유가 바로 여기에 있으며 공적연금제도의 발전과정에서 미국이 바로 이 경우에 해당하는 것으로 보여진다. 반면에 남미의 칠레와 멕시코는 연금재정의 파탄으로 기존제도의 존속이 불가능해짐에 따라 이에 대한 대안으로 새로운 제도의 도입이 불가피하였다.

미국의 연금개혁 논의가 현체제 유지·보완안(MB안)으로 귀착될 경우 2020년 경부터 예상되는 연금재정 불안정 문제는 재무성발행 특별채권에 전액투자하고 있는 현행 투자방식에서 상대적으로 높은 투자수익률이 예상되는 주식부문으로 OASI기금의 일부를 대체 투자함으로써 해결해야 한다. 따라서 급격한 인구의 노령화로 기인하는 미국 OASI 재정불안정 문제는 가까운 장래에 급격한 생산성 증대가 이루어지지 않는한 해소되기 어려울 것으로 보여진다.

그러나 부과방식 연금제도하에서는 주식투자를 통한 수익률 증대가 연금재정 안정에 기여할 수 없다는 연구결과들이 제시되고 있다 (Leidy, 1997). 즉, 운용가능한 신탁기금의 투자를 정부가 발행하는 특별채권으로부터 민간부문 금융자산(private securities)으로 전환함에 따라 예상되는 수익률 증대가 부과방식의 연금제도에서는 현재 근로세대의 퇴직 이후 시점에서는 오히려 국민총생산을 감소시키는 경향이 있다는 것이다. 이것은 부과방식 연금제도하에서 민간부문의 자산운용을 통한 연금재정 안정화 노력이 장기적으로 효과가 없다는 것을 의미하는 것이기에 매우 충격적인 결과로 받아들여질 수 있다. 수정적립방식으로 운영되는 우리나라의 국민연금제도도 부과방식의 속성

을 어느 정도 내포하고 있기 때문에 이러한 논의에 대한 보다 철저한 연구가 필요해 보인다.

한편 장기 연금재정 안정화를 위해 1986년부터 국민연금과 후생연금 적립금 일부를 자금운용부로부터 차입하여 기금증식사업을 하는 일본 「시장운용사업」의 운용결과가 시사하는 바는 기금 증식사업이 효과적으로 운용되지 못할 경우 오히려 재정 불안정 요인으로 작용할 수 있다는 교훈을 제시하고 있다. 이는 1996년 현재 23조 7530억엔이 운용되고 있는 「시장운용사업」이 1996년말 현재 1조 4천억 가량의 누적적자를 기록하고 있으며, 조만간 일본의 景氣가 회복되지 않는 한 적자규모가 더욱 증가할 것으로 예상되고 있기 때문이다. 이러한 결과를 초래한 주요요인은 장기적인 일본경제의 침체에 있으나, 또 한편으로 여타 서구 선진국에 비해 금융기법이 낙후되어 있는 결과의 산물인 것으로 보여진다.

하나 흥미로운 사실은 선진화된 금융기법을 지니고 있는 미국의 경우에 있어서도 공적연금과 사적연금의 투자행태가 극명한 대조를 이루고 있다는 사실이다. 미국의 경우 장기적인 경제 호황에 힘입어 지난 수년간 다우존스 지수를 위시한 우량주들의 주가들이 큰 폭으로 상승하였으나 1998년 하반기부터 큰 폭의 주가 하락을 경험하고 있다. 이러한 상황에서 미국 사적 연기금의 주식투자 행태를 살펴보면 주가상승과 함께 지속적으로 보유주식의 매도를 증가시켜 오고 있다. 반면에 공적연금인 지방공무원 퇴직기금의 경우 주식투자 비중을 꾸준히 증가시켜오고 있다. 사적연기금의 경우 주가상승 국면 이전에 매입한 주식을 주가상승기에 매도하여 매매차익을 실현시키고 있는 반면, 공적연금의 경우 주가 상승국면에 주식을 꾸준히 매입함으로써 최근 주가하락에 따른 손실이 불가피할 것으로 전망된다.

〈表 III-19〉 美國 私的年金基金(Public Pension Funds) 純新規資金 흐름
(단위: 십억달러)

구 분	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997				1998
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
금융자산의 순증분	76.1	97.8	78.1	96.1	84.6	86.3	86.8	85.7	79.3	93.2	84.9
요구불예금 및 현금	-0.0	0.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
정기예금	-22.1	-8.4	-4.5	-14.9	-14.4	-13.6	-12.6	-14.7	-12.6	-14.3	-4.5
Money market fund shares	1.0	6.5	5.3	6.0	5.2	4.6	1.5	5.5	0.7	10.9	3.0
Security RPs	1.9	3.6	-0.5	0.0	2.3	2.0	3.2	0.1	3.3	1.3	4.8
Credit market instruments	37.5	49.5	45.5	61.3	48.3	67.6	55.0	58.5	66.2	90.7	72.6
공개시장증서	1.9	3.6	-0.5	0.0	2.3	2.0	3.2	0.1	3.3	1.3	4.8
연방정부채권	16.3	23.7	49.9	33.0	20.9	31.1	23.7	27.3	28.7	44.5	30.3
지방정부채권	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
회사채 및 외국채권	23.0	22.2	-7.7	27.0	23.3	32.1	25.9	29.0	31.6	41.8	35.1
모계기	-3.7	-0.1	3.6	1.3	1.7	2.4	2.1	2.1	2.4	2.9	2.3
주식	30.8	14.9	-4.0	11.0	-13.1	-23.7	-18.2	-7.8	-22.6	-46.1	-34.3
뮤추얼펀드 지분	10.2	21.7	20.1	18.9	42.5	37.4	40.6	33.9	43.1	32.2	54.5
기타 자산	16.8	9.8	16.0	13.9	13.9	11.9	17.4	10.4	1.4	18.6	-11.1
미할당된 보험계약(2)	-6.1	0.6	-4.9	-4.9	-3.0	-5.6	1.2	-15.7	-13.0	5.1	-14.4
보험료 미수금	1.6	3.0	0.1	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
기타	21.3	6.2	20.8	15.0	13.1	13.7	12.4	22.3	10.5	9.7	-0.5
연기금 적립금(부채)(3)	77.0	98.4	78.8	96.1	85.1	86.8	87.3	86.3	79.9	93.7	85.5

註: 1) 사적연기금에는 연방공무원의 퇴직공제저축제도(the Federal Employees' Retirement System Thrift Savings Plan)의 기금이 포함되어 있음.

2) 생명보험회사가 보유하고 있는 사적연금의 자산이 포함되어 있음(e.g., GICs, variable annuities).

3) 연기금적립금(부채)는 (비거주용 고정투자 + 금융자산의 순증분 - 총저축)과 같음. 여기서 연기금적립금(부채)는 가계부문의 자산과 같음.

資料: 『Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States』, Flows and Outstandings, First Quarter U.S.A. 1998.

〈表 III-20〉 美國 地方公務員 退職基金(State and Local Government Employee Retirement Funds)의 純新規資金 흐름
(단위: 십억달러)

구분	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
금융자산의 순증분	56.2	57.3	79.2	66.3	98.2	100.1	52.3	65.0
요구불예금및 현금	-2.0	0.4	0.7	-2.0	5.1	-1.8	1.5	-1.9
정기예금	-0.9	0.1	-0.2	11.4	-13.7	-0.7	2.2	-4.4
Security RPs	6.3	0.7	-2.6	0.9	16.0	-11.5	-15.7	3.7
Credit market instruments	27.5	45.9	36.6	3.6	39.2	90.6	13.0	38.2
공개시장증서	6.3	0.7	-2.6	0.9	16.0	-11.5	-15.7	3.7
연방정부채권	24.6	27.7	18.3	13.9	4.6	52.0	2.7	7.0
재무성	4.8	14.7	14.3	7.9	21.7	44.7	-17.0	4.0
Agency	19.8	13.0	4.0	6.0	-17.1	7.3	19.7	3.0
지방정부채권	0.1	0.0	0.7	-0.2	-0.0	1.9	1.4	1.6
회사채 및 외국채권	-4.2	16.7	19.3	-11.8	17.7	47.3	23.8	25.0
모기지	0.7	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
주식	41.3	52.2	53.5	57.3	41.8	55.1	59.9	31.1
기타 자산	-16.0	-42.1	-8.8	-4.8	9.8	-31.5	-8.6	-1.7
연금자산 적립금(부채)(1)	56.2	58.2	80.2	67.3	99.2	101.1	53.3	65.9

註: 1) 연금적립금(부채)는 (비거주용 고정투자 + 금융자산의 순증분 - 총저축)과 같음. 여기서 연금적립금(부채)는 가계부문의 자산과 같음.

資料: 『Flow of Funds Accounts of the United States』, Flows and Outstandings, First Quarter 1998, Board of Governors of the Federal Reserve System, U.S.A.

미국 사적연기금과 공적연기금의 투자행태가 시사하는 바는 투자결정 방식의 차이가 기금증식사업에 커다란 영향을 미친다는 것이다. 영리적인 목적의 전문 금융기관이 운용하는 사적연기금의 경우 시장상황의 변화에 민감하게 반응할 수 있는 반면, 보다 관료화된 의사결정체계를 지니고 있는 공적연기금의 경우 시장변화에 기민하게 대처하기 어렵기 때문에 이러한 투자행태가 나타나는 것으로 보여진다. 이는 선진화된 금융기법을 지니고 있는 국가에서도 기금운용 조직이

어떻게 효율적으로 움직여주느냐 여부에 의해 기금운용 실적에 커다란 차이가 있음을 보여주는 단적인 예가 되기에 우리나라 국민연금 기금운용 조직에 대해서도 시사하는 바가 크다고 하겠다.

우리나라와 문화적·경제적 측면에서 유사한 동남아시아 국가들의 공적연금제도 기금운용 현황을 통해 얻을 수 있는 교훈은 적립된 연기금을 효율적으로 운용할 금융시장이不在된 상황에서 무리한 금융부분에의 기금운용은 오히려 연금재정을 악화시킬 수도 있다는 점이다. 이는 말레이시아와 싱가포르의 기금운용 결과에서 잘 나타나고 있다. 동남아시아 국가들의 기금운용 현황이 시사하는 바는 장기성 책임담보금인 공적연기금이 自國의 낙후된 금융시장을 발달시키는 데 커다란 역할을 할 수도 있다는 것이다. 즉 財政當局과의 원활한 업무협조를 통해 장기성 자금인 공적연기금의 장기 투자수단을 개발하는 경우 기금의 자산부채 만기일치(Asset-liability Matching) 문제 해결과 함께 장기채권 시장의 활성화를 통한 금융시장 발전에도 커다란 공헌을 할 수 있을 것이다. 지속적인 재정흑자를 유지하고 있음에도 CPF 기금을 싱가포르 국채에 투자하도록 법제화한 싱가포르의 기금운용 사례가 바로 장기성 자금을 이용해 국채 시장을 활성화시키려는 싱가포르 정부의 의지를 잘 반영하고 있다고 하겠다.

IV. 國民年金基金의 公共部門 基金運用 方案

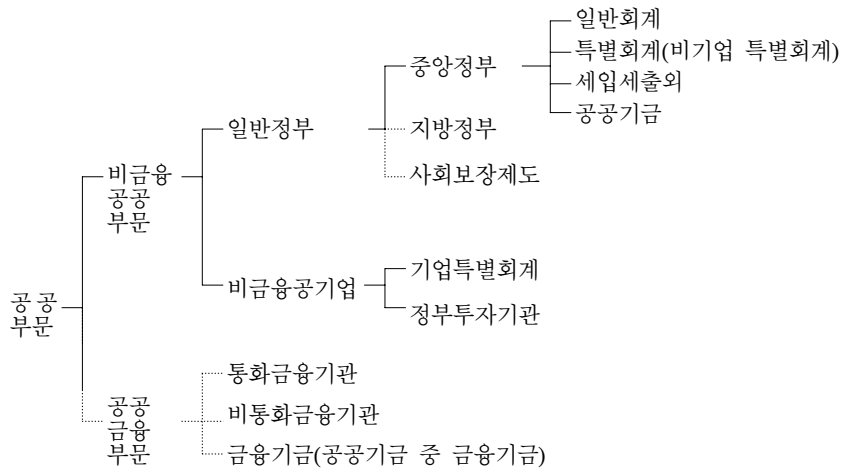
1. 우리나라의 公共部門體系

현재 우리나라에서는 국가재정의 범주를 국가예산과 공공기금에 한정시켜 파악하고 있다. 국회의 심의·의결을 거치는 일반회계와 특별회계는 국가예산을 구성하는데, 여기에 중앙관서장이 운용하는 공공기금이 합쳐져 통합재정이 형성된다. [圖 IV-1]은 『한국통합재정수지』에서 파악하고 있는 우리나라 공공부문의 전체 체계를 보여주고 있다. 그림에서 실선으로 연결되어 있는 부문은 「한국통합재정수지」에서 실제로 처리되는 통합재정의 범위를 반영한다. 반면 점선으로 연결되어 있는 부문은 일반적으로 공공부문으로 인지되고 있지만 아직까지 여러 가지 사정으로 「한국통합재정수지」에서 포함시키지 못하고 있는 부문을 의미하고 있다.

국가예산에 포함되지는 않지만 중앙정부에 포함되는 항목으로는 「세입세출외」, 「공공기금」의 두 가지를 들 수 있다. 「세입세출외」항목은 예산회계법 제18조 제2항에 따라 現物出資와 轉貸借款으로 구성된다. 「공공기금」은 중앙관서의 장이 관리하는 기금으로서 모두 33개가 설치되어 있는데, 이 중 외국환평형기금은 금융기금으로 분류되어 공공금융부문에 속하기 때문에 일반정부에는 32개의 공공기금이 포함된다. 우리나라의 재정통계에서는 공공기금의 형태로 운영되는 사회보장제도, 예컨대 국민연금기금, 산업재해보상보험기금, 고용보험기금 등의 공공기금은 일반정부에 포함되나, 예산 및 공공기금 이외의 형태로 운영되는 사회보장제도는 일반정부에서 제외되고 있다. 즉, 의료

보험 등은 우리나라 공공부문 체계에서 완전히 배제되어 있다.

[圖 IV-1] 우리나라의 公共部門 體系



資料: 재정경제원 예산실, 『재정관련통계집』, 1995. 5. 옥동석, 『공공부문과 국가재정의 범주-현황, 문제점 및 개선방향』, 『재정논집』, 제12집 제2호, 1997. 12, pp. 33~63에서 재인용.

1997년 5월 현재 「기금관리기본법」에 의해 그 설치가 제한되는 기금의 총수는 74개에 달한다. 이들 74개의 기금은 공공기금과 기타기금으로 다시 분류된다. 공공기금은 중앙관서의 장이 직접 관리하는 기금으로 정부기금, 직접관리기금으로 불리운다. 기타기금은 중앙관서의 장 이외의 자(예컨대, 각종 공단 및 협회 등)가 관리하는 기금으로서 민간기금, 직접관리기금으로도 불리운다. 현재 우리나라의 재정통계와 국민계정에서는 전자의 공공기금만을 일반정부에 포함시키고 그 나머지의 기타기금들을 공공부문에서 대부분 제외시키고 있다.

2. 基金概要

가. 基金의 意義

정부의 재정활동은 주로 일반회계, 특별회계 등 예산에 의하여 운용되고 있으나 특정한 분야의 사업에 대하여 지속적으로 안정적인 자금이 필요한 경우 예산과 별도로 정부가 직접 기금을 조성하여 운용하거나 민간이 조성하여 운용하는 기금에 출연함으로써 정부의 정책 목적을 달성하고자 하는 경우 기금제도를 이용하고 있다.

기금제도는 1961년 12월 예산회계법 제정시 도입되었으며, 현행 예산회계법(제7조)에 의하면 "특정한 목적을 위하여 특정한 자금을 운용할 필요가 있을 때에 한하여" 법률로써 기금을 설치할 수 있으며(제1항), 이렇게 설치된 기금은 세입·세출예산에 의하지 아니하고 운용할 수 있도록(제2항) 규정하고 있다. 그러나 정부는 1994년부터 기금관리기본법에 규정한 법률에 의해서만 기금을 설치할 수 있도록 하고 있는 바, 협의의 기금은 「기금관리기본법」에 설치근거를 둔 기금만을 말한다고 할 수 있다.

나. 豫算과 基金의 差異點

예산은 국회의 의결을 거쳐서 확정되나 기금의 경우 공공기금은 대통령 승인, 기타기금은 주무부처 장의 승인만으로 운용계획이 확정된다. 다만, 공공기금은 주무부처 장이 운용계획을 국회에 제출하여 소관상임위원회에 보고하고 질의에 답변하도록 되어있다. 이와같이 기금은 예산과 비교시 계획수립단계에서부터 각 중앙관서 장의 자율성이 보장되어 있다.

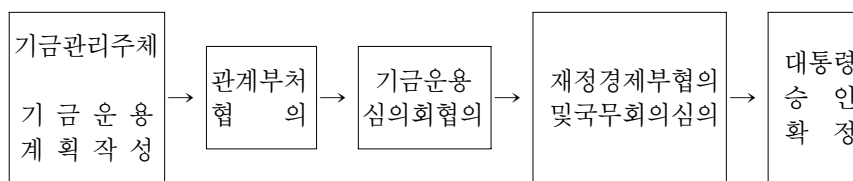
예산은 국고통일의 원칙에 따라 한국은행의 국고계정에서 통합·관

리하고 지출은 지출원인행위에 기해 국고수표를 발행하는 등 엄격한 절차에 따라 이루어지고 있는 반면, 기금은 수입을 국고계정에 계상한후 운용을 위해 바로 지출되어 제2금융권 등에 예치하고 있다. 이러한 집행 및 지출단계에서의 탄력성·자율성으로 인해 재정정책 및 금융정책 측면에서 많은 문제가 제기되고 있다. 예산에서 지원하고 있는 분야에 중복지원하고 있거나 사업의 타당성에 대해 엄밀한 검토 없이 변경 집행하는 등의 문제와 금융시장에서 기금을 금리입찰에 부침으로써 공공부문이 고금리를 부추기고 있다는 비난 등이 흔히 지적되고 있다. 이러한 기금운용의 문제점을 개선하기 위하여 정부는 1991년 12월 31일 「기금관리기본법」을 제정하여 기금운용의 공공성과 재정의 효율성 증진을 위한 노력을 기울이고 있다.

다. 公共基金運用計劃의 樹立·確定 節次

기금관리주체는 회계년도마다 공공기금의 기금운용계획을 작성하여 재정경제부장관 협의와 국무회의 심의를 거쳐 대통령의 승인을 얻어 확정하고, 회계년도개시 80일전까지 국회에 제출하여야 한다(「기금관리기본법」 제5조 및 제7조).

[圖 IV-2] 基金運用計劃 確定節次



資料: 재정경제원, 『'97 기금백서』, 1997. 6.

라. 餘裕資金의 運用

1) 餘裕資金의 範圍

여유자금은 발생유형에 따라 주로 장래의 지출에 대비하여 적립되는 각종 연금기금 또는 보험기금에서 발생하는 常例的 또는 장기적인 여유자금과 기금의 현금흐름상 수입과 지출 시기의 차이에 따라 일시적으로 발생하는 단기적인 여유자금으로 구분할 수 있다.

2) 餘裕資金의 運用

기금의 여유자금운용에 대하여 기금별로 관련법에 규정을 두는 것이 일반적이나, 실제적인 여유자금의 운용형태는 다양하여 장기성 여유자금은 공공자금관리기금 예탁, 재정융자특별회계 예탁 또는 타기금 예탁, 은행 등 금융기관 또는 제2금융권 예치, 공사채 및 주식 등의 유가증권취득, 부동산매입 등으로 운용하고 있으며 단기성 여유자금은 요구불예금, 기타 단기성 금융상품 등으로 운용되고 있다.

3) 公共資金管理基金法의 設置 및 立法 根據

정부는 연·기금 및 체신예금이 금융자산으로 운용하고 있는 여유자금을 「공공자금관리기금」(‘94년 신설)에 예탁토록 하는 것을 골자로 하는 「공공자금관리기금법」(이하 공자법)을 제정(‘93년 12)하였다. 공자법 제정이전에도 연·기금등의 여유자금은 재정에 예탁되어 투융자 재원에 충당되어 왔으나, 예탁이 의무화되어 있지 않아 여유자금의 일부(30% 수준)만이 예탁되었다. 공자법 제정으로 동법 적용대상기금은 목적사업에 필요한 자금 등을 제외한 여유자금을 원칙적으로 공공자금관리기금에 예탁하도록 되어있다.

이러한 제도개편 추진배경으로는 첫째, 공공자금관리기금에의 강제예탁을 통해 부족한 재정투융자재원을 안정적으로 조달한다는 것이다. 사회간접자본 확충, 과학·기술개발지원 등 국가경쟁력 제고를 위한 투자 확대가 시급한 반면 조달재원에는 한계가 있어 정부는 연·기금의 여유자금을 전용하고 있는 실정이다. 정부 재원확보방법으로는 조세증대, 수익자부담 확대 등의 방안이 있으나, 공공투자사업과 같이 투자결과가 국가자산으로 남고 후세대도 편익을 향유하는 경우 일반적으로 정부는 차입으로 재원을 충당하고 있다.

둘째, 재정당국은 공공자금을 강제예탁시킴으로써 왜곡된 공공자금 운용구조를 시정할 수 있다는 입장이다(재정경제원, 1997). 특별회계 및 일부기금의 경우에는 부족한 재원을 국채 발행을 통해 보전하고 있는 반면(1992년말 국채발행 잔액: 20조 수준), 일부기금의 경우에는 상당규모의 여유자금을 보유하여(1992년말 잔액: 18조 수준) 이를 민간금융기관에서 운용하고 있다. 이러한 이중적 운용구조로 야기되는 비효율성이 공공자금의 강제예탁을 통해 시정될 수 있다는 것이 재정당국의 주장이다.

셋째, 공공자금의 강제예탁으로 공공부문의 자금운용이 깨끗하고 투명해질 수 있다는 것이다. 막대한 규모의 여유자금이 각각의 연·기금관리주체에 의해 임의적으로 민간금융기관에 운용하는 과정에서 발생할 수 있는 부조리가 공공자금의 강제예탁으로 시정될 수 있다는 것이다.

4) 公共資金管理基金法의 主要內容

각종 공공자금의 여유자금을 통합관리하기 위해 설립된 「공공자금관리기금법」의 주요내용을 살펴보면, 국민연금기금, 공무원연금기금, 사립학교교원연금기금, 체신예금, 국민체육진흥기금, 농지관리기금, 문

화예술진흥기금, 직업훈련촉진기금 등 8개 기금은 원칙적으로 여유자금을 모두 공공자금관리기금에 예탁하도록 되어 있으며 기타 기금도 여유자금이 있는 경우 동 기금에 임의로 예탁할 수 있도록 되어있다. 정부는 공자법에 따라 예탁된 공공자금관리기금을 「재정융자특별회계」에 예탁하여 재정투융자 채원과 금융자율화시책 추진을 지원키 위해 종래 금융자산이 수행하던 정책금융을 재정에서 흡수하는 채원으로 사용하고, 나머지는 국공채 인수채원 등으로 활용하고 있다.

한편, 정부는 예탁제도를 강화하는 한편, 예탁기관의 수익성과 자율성을 최대한 보장하기 위한 제도적 장치를 강구하여 예탁자금에 대해서는 금리자율화에 따라 실세화되는 국공채 금리수준과 예탁기관의 금융자산 운용수익률 등을 고려한 금리를 보장해 주도록 법제화하고 있다.

마. 各種基金의 現況

1960년에 설치된 군인연금기금 및 공무원기금을 시작으로 1993년 114개에 달한 각종기금은, 1993년이래 유사기금 등의 통폐합에 따라 1997년 5월 현재 74개의 기금이 설치·운영되고 있다. 1996년말 기준으로 공공기금의 조성 및 운용규모를 보면 공공자금관리기금 등의 사업성기금의 순조성규모와 운용규모가 각각 35조원에 달하며, 국민연금등 적립성기금의 경우는 그 순조성규모와 운용규모가 각각 12조에 달하고 있다. 한편, 기금의 자산규모를 살펴보면 1997년말 현재 사업성기금이 69조 5천억, 적립성기금이 30조 7천억에 달하고 있다.

<表 IV-1> 部處別 基金設置現況(1997年 5月 現在)

소관부처	공공기금	기타기금
재정경제원(16)	공공자금관리기금 국민투자기금 국채관리기금 대외경제협력기금 외국환평형기금	기술신용보증기금 농림수산업자신용보증기금 보험보증기금 보험감독원운영기금 신용관리기금 농어가목돈마련저축장려기금 신용보증기금 주택금융신용보증기금 산업기반신용보증기금 재형저축장려기금 예금보험기금
통 일 원(1)	남북협력기금	
외 무 부(1)		국제교류기금
내 무 부(2)		새마을국민기금 새마을금고안전기금
법 무 부		법률구조기금
국 방 부	군인연금기금 방위산업육성기금 군인복지기금	
교 육 부(5)	과학교육기금	서울대학교병원기금 사립학교교원연금기금 사학진흥기금, 한국장학기금
문화체육부(5)	도서관 및 독서진흥기금(미) 청소년육성기금 관광진흥개발기금	국민체육진흥기금 문예진흥기금
농 립 부(7)	농수산물가격안정기금 농지관리기금, 종자기금 양곡증권정리기금	잠업진흥기금 축산발전기금 인삼산업진흥기금
통상산업부(5)	산업기반기금	수출보험기금 발전소주변지역지원사업기금 특정물질사용합리화기금 염안정기금

〈表 IV-1〉 계속

소관부처	공공기금	기타기금
정보통신부(2)	정보화촉진기금	채신보험기금
보건복지부(3)	국민연금기금, 사회복지사업기금 국민건강증진기금(미)	
노동부(8)	고용보험기금, 진폐기금 산업재해예방기금 장애인고용촉진기금 직업훈련촉진기금 산업재해보상보험기금	기능장려기금 근로복지진흥기금
건설교통부(3)	국민주택기금 해외건설진흥기금	교통안전기금
총무처(1)		공무원연금기금
과학기술처(2)	과학기술진흥기금	한국과학재단기금
공보부(1)		방송문화진흥기금
정무장관실(1)	여성발전기금	
국가보훈처(3)	보훈기금 순국선열애국지사사업기금	참전군인등지원기금
경찰청(1)		도로교통안전협회기금
산림청(1)	산림개발기금	
중소기업청(2)		중소기업창업 및 진흥기금 중소기업공제사업기금
계: 74(미조성:2)	35(미조성: 2)	39

資料: 재정경제원, 『'97 기금백서』, 1997. 6.

〈表 IV-2〉 公共基金의 造成 및 運用規模

(단위: 억원)

기금명	조성				운용		
	'95달 (누계)	'96년 (누계)	'97계획		'95 (실적)	'96 (실적)	'97 (계획)
			당년도	누계			
총계(I+II)	392,719	468,104	463,442	931,546	392,716	468,101	463,442
I. 사업성기금 계	314,388	344,649	331,369	676,018	314,385	344,646	331,369
1. 공공자금관리기금	59,599	74,951	92,907	167,858	59,599	74,951	92,907
2. 국민투자기금	3,900	4,747	3,155	7,902	3,990	4,747	3,155
3. 국채관리기금	18,333	21,028	35,781	56,809	18,333	21,028	35,781
4. 대외경제협력기금	6,890	9,154	11,075	20,229	6,890	9,154	11,075
5. 외국환평형기금	45,557	64,452	31,814	96,266	45,557	64,452	31,814
6. 남북협력기금	2,998	1,957	1,756	3,713	2,998	1,957	1,756
7. 방위산업육성기금	386	459	505	964	386	459	505
8. 군인복지기금	-	1,777	1,869	3,646	-	1,777	1,869
9. 과학교육기금	21	71	41	112	21	71	41
10. 도서관 및 독서진흥기금	-	-	-	-	-	-	-
11. 청소년육성기금	532	465	738	1,203	532	465	738
12. 관광진흥개발기금	424	642	697	1,339	424	642	697
13. 농수산물가격 안정기금	14,849	17,204	17,900	35,104	14,849	17,204	17,900
14. 농지관리기금	9,226	10,517	11,176	21,693	9,226	10,517	11,176
15. 종자기금	456	518	562	1,080	456	518	562
16. 양곡증권정리기금	57,164	30,649	15,258	45,907	57,164	30,649	15,258
17. 산업기반기금	3,588	5,114	4,446	9,560	3,588	5,114	4,446
18. 정보화촉진기금	8,658	12,894	13,651	26,454	8,658	12,894	13,651
19. 사회복지사업기금	520	494	285	779	520	494	285
20. 국민건강증진기금	-	-	-	-	-	-	-
21. 진폐기금	145	168	185	353	145	168	185
22. 산업재해예방기금	2,055	2,232	2,191	4,423	2,055	2,232	2,191
23. 장애인고용촉진기금	1,684	2,178	2,481	4,659	1,684	2,178	2,481
24. 직업훈련촉진기금	2,532	1,823	2,403	4,226	2,532	1,823	2,403
25. 국민주택기금	70,868	77,117	76,234	153,351	70,868	77,117	76,234
26. 해외건설진흥기금	9	16	24	40	6	13	24
27. 과학기술진흥기금	1,194	1,259	1,553	2,812	1,194	1,259	1,553
28. 여성발전기금	-	-	124	124	-	-	124
29. 보훈기금	2,197	2,172	2,037	4,209	2,197	2,172	2,037
30. 순국선열 애국지사사업기금	50	50	42	92	50	50	42
31. 산림개발기금	463	541	479	1,020	463	541	479

〈表 IV-2〉 계속

기금명	조성				운용		
	'95말 (누계)	'96년 (누계)	'97계획		'95 (실적)	'96 (실적)	'97 (계획)
			당년도	누계			
II. 적립성기금 계	78,331	123,455	132,073	255,528	78,331	123,455	132,073
1. 군인연금기금	1,595	2,462	1,331	3,793	1,595	2,462	1,331
2. 국민연금기금	64,342	95,124	102,919	198,043	64,342	95,124	102,919
3. 고용보험기금	3,390	9,115	8,888	18,003	3,390	9,115	8,888
4. 산업재해보상보험기금	9,004	16,754	18,935	35,689	9,004	16,754	18,935

資料: 재정경제원, 『'97 기금백서』, 1997. 6.

3. 財政投融資制度의 問題點

가. 年金財政과 財政負擔

연금제도의 재원은 주로 두 가지로 구성된다. 하나는 국민들이 부담하는 보험료와 그 운용수익으로 구성되는 기여기금이고, 다른 하나는 국가에서 부담하는 국고부담액이다. 즉, 공적연금제도 운영에 필요한 재원으로는 각출료, 국고보조, 차입금 등이 있는데, 이 가운데 중요한 논쟁의 대상은 각출료의 일부, 사무관리비, 재원부족분에 대한 국고부담의 문제이다.

연금제도가 국가적인 차원에서 실행되어지기 때문에 국가는 연금제도에 대해서 어느 정도 책임을 지게되는데 그 책임을 지는 정도는 국가마다 다르다. 어떤 국가는 연금제도가 효율적으로 운영되고 재정적으로 안정되게 운영되도록 하는 것에 대해서만 책임을 지는가하면 어떤 국가는 연금제도가 국민들 모두에게 골고루 혜택을 주도록 하는데 까지 책임지는 경우도 있다. 국민연금법 제74조는 “국가는 매년 국민연금의 관리·운영에 필요한 공단의 관리·운영비의 전부 또는 일부를 부담한다.” 와 같이 국고부담과 관련된 조항을 기술하고 있다. 실제 정부는 공단 관리·운영비의 50%만을 지원하고 있으며, 나머지는 국민

연금 수입금으로 충당되고 있다.

외국의 경우를 보면, 미국 OASDI에서는 국가가 연금관리운영비를 일체 부담하지 않고 연금관리 운영비는 연금재정에서 부담하는 반면, 특정대상 보험료의 일부분과 급여 일부분을 국가가 부담하고 있다. 한편, 일본 국민연금에서는 국민연금사업과 사업집행에 소요되는 비용을 부담하며, 후생연금보험에서는 후생연금보험사업의 사무집행에 소요된 비용과 정부가 부담하는 기초연금보험료의 1/3에 해당하는 금액을 부담하고 있다.

〈表 IV-3〉 各國의 國庫負擔額

한국	미국	일본	
국민연금법	OASDI	국민연금법	후생연금법
<ul style="list-style-type: none"> · 국민연금사업 운영주체인 국민연금관리공단 관리운영의 전부 또는 일부 부담 · 지역가입자 중 농어민에 한해 2004년 12월 31일까지 본인 부담 연금보험료중 표준소득월액 최저등급 연금보험료 1/3에 해당하는 2,200원 균등지원 	<ul style="list-style-type: none"> · 제2차 세계대전 전후 일정기간동안 군인으로 종사했던 사람들에게 지급되는 급여의 일부분 · 72세 이상되는 연금에 가입하지 않은 자에게 지급되는 노령특별급여 · 자영자의 사회보장세의 일부분 	<ul style="list-style-type: none"> · 국민연금사업과 사업집행에 소요되는 비용 · 국민연금 기초연금 급여중 제1호 피보험자에게 해당 급여의 1/3에 상당한 액 · 보험료면제기간에 대응하는 급여에 소요되는 비용 · 당해년도에 장해기초연금에 소요되는 급여비용의 40%에 상당하는 금액 	<ul style="list-style-type: none"> · 정부가 부담하는 기초연금보험료의 1/3에 해당하는 금액 · 후생연금보험사업 집행에 소요된 비용

資料: 국민연금연구센터, 『각국의 공적연금제도 비교연구(III)』, 1998, pp. 166~169.

나. 財政投融資制度 運用의 問題點

선진국 공적연금제도의 재정방식은 정도의 차이는 있지만 대부분

부과방식을 채택하고 있다. 경제가 지속적으로 성장하고 근로자 수가 계속 증가하는 경우 부과방식은 효과적인 공적연금제도가 될 수 있지만, 경제성장 둔화, 인구의 급격한 고령화, 연금수급자 1인당 근로자 수가 감소하면 부과방식은 연금재정안정에 심각한 문제를 야기하게 된다. 그러나, 연금재정 불안정을 겪고 있는 국가들의 재정안정화를 위한 노력에서 공통으로 경험하는 어려움은 정치적 면에서의 장벽이다. 즉, 공적연금제도 연금재정의 장기적 재정안정화 문제가 흔히 민주주의의 약점으로 지목되는 정치적 위약성과 연결되는 경우, 유권자의 투표권을 의식한 정치가들은 흔히 현세대 선거권을 가진자들의 부담보다는 아직 출생하지 않은 미래의 세대에게 부담을 전가하기 때문이다. 특히 부과방식의 연금제도가 미래세대를 담보로 「저부담·고급여」체제로 운용되는 경우 연금제도의 장기적 재정안정은 요원해 질 수밖에 없는 것이다. 「저부담·고급여」체제의 수정적립방식으로 운용되는 국민연금제도 역시 기본적으로 부과방식의 속성을 내포하고 있기 때문에 현재의 부담을 계속하여 미래세대로 전가시키는 경우 선진국들이 이미 경험하고 있는 문제들을 똑같이 답습할 수밖에 없을 것으로 보여진다. 공공부문의 기금운용에서도 이러한 문제점들은 그대로 적용될 수 있을 것이다.

국민연금제도의 장기적인 성격과 관련하여 기금의 선량한 관리자로서, 또한 연금재정의 최후의 책임자로서의 정부의 역할을 고려할 때 기금운용에 대한 일정부분의 정부 관여는 정당화 될 수 있다. 그러나 국민연금이 국고지원이 거의없는 국민연금 이해 당사자의 조성자금이며 가입자 노후생활보장을 위한 신탁재산임을 감안하는 경우 기금운용에 대한 정부의 지나친 간섭은 바람직하지 않아 보인다. 또한 국민연금기금이 미래의 연금급여 지급 목적의 책임준비금이라는 점을 감안하면 여유자금의 개념으로 설명되기 어려워 여유자금 개념으로 공자법

적용대상에 포함되는 현행 조치는 타당하지 않은 것으로 보인다.

한편, 국민연금 기금운용에 재정당국이 과도하게 관여하는 경우 수익성을 희생해서 연금기금을 정부사업 혹은 다른 공공적 사업에 운용함으로써 기금관리자로서의 지위를 남용할 가능성이 있다. 현실적으로 기금관리기본법이나 공공자금관리법이 많은 연·기금을 포괄하고 있기 때문에 장기성 책임담보금으로서 국민연금기금의 특성을 별도로 배려해주기에는 현행 법체계상 매우 어려울 것이다. 그러나 장래 국민연금기금의 막대한 적립규모 및 동기금의 특수성 감안시 공자법 관련 현행 국민연금법 제6장(국민연금기금)의 관련규정을 수정하여 기금운용시 재정자금에 대한 예탁규모와 비율을 줄이는 방향으로 재정비할 필요가 있다고 본다.

현재 국민연금의 재특회계예탁은 시장에서 유통될 수 있는 유가증권인 국채매입의 형태가 아닌 재정경제부장관이 발행하는 예수금증서로 대체되고 있다. 「재정투융자특별회계법」(제11조)은 융자재원 마련과 관련하여 필요한 경우 재정경제부장관의 재정융자채권 발행을 허용하고 있으나 국회 사전동의 등 절차가 복잡하기 때문에 국채발행이 기피되고 있는 실정이다. 이러한 상황에서는 기금의 재정자금 전용을 통한 재특회계의 채무누적 및 기금사용에 대한 통제 방법이 없어 자금의 효율적 관리에 문제가 생길 소지가 다분하다. 국채발행을 통해 재특에 예탁하는 경우 재특차입의 규모와 사용목적은 가시화할 수 있어 재정자금 전용에 대한 통제수단을 확보할 수 있을 것으로 보여진다. 한편, 국채발행을 통해 조달하는 경우 공공부문 투자비율이 감소될 수 있으며, 채권유통시장의 활성화를 통해 금융시장을 활성화시킬 수 있을 것이다.

다. 財政運用의 問題點

연금적립금은 향후 연금급여를 충당하기 위한 연금가입자의 신탁재산으로서, 타기금과 달리 정부자산이 아닌 정부부채적 성격을 지니고 있다. 따라서 연금기금의 재정자금활용은 결국 정부의 부채를 증대시키는 적자재정운용을 의미한다. 즉, 정부의 연금기금활용은 그 성격상 “민간부문의 국채발행과 동일”한 것이다. 따라서 거시경제적인 측면에서 볼 때, 지속적인 연기금의 정부투자재원활용이 법제화될 경우 장기적으로 적자재정기조를 고착시킬 우려가 있다. 예탁재원이 안정적으로 확보될 경우 정부의 세수증대노력의 약화 및 자칫 방만한 재원 활용으로 재정운영의 건전성을 해칠 우려가 있으며, 이에 따라 재정의 경제안정화 기능에도 차질을 초래할 우려가 있다. 국민연금기금의 적립금규모가 향후 20여년 동안 급속히 증가하리라 예상되는 상황에서 연기금의 과도한 정부재정으로의 사용은 차후 원리금상환이 재정압박 요인으로 작용할 것이다. 예탁재원의 원리금 상환을 위해서는 차후 세수증대가 불가피해지므로, 적자재정의 상속으로 후기세대에게 지나친 부담을 전가하게 될 것이다.

4. 公共部門 支出프로그램의 經濟效果 分析 및 財政投 融資 活用に 대한 對案

가. 政府支出의 資源配分 및 巨視經濟的 效果

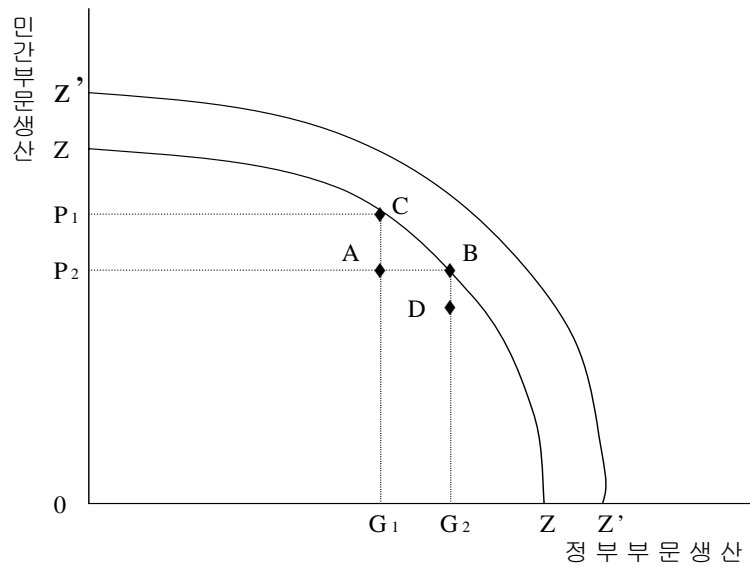
1) 資源配分 및 巨視經濟的 效果

정부는 국방이나 기간산업 건설, 교육, 보건 등 여러 방면에 걸친

서비스를 생산하여 국민에게 공급하며 나아가 경제 발전을 위한 기초 여건들을 조성한다. 이러한 서비스들은 그 속성상 시장에서 거래되기 힘들거나 혹은 거래되는 것이 바람직하지 않다고 판단하여 정부가 직접 생산하여 공급한다. 여기서도 정부가 제공하는 서비스를 위한 지출이 경제 전체의 자원배분에 미치는 효과에 대해서 알아보기로 한다. 정부가 지출을 늘리면 경제전체의 한정된 자원으로 인하여 민간 부문이 사용할 수 있는 지출여력은 그만큼 줄어들게 된다.

[圖 IV-3]에는 수평축에 정부부문생산의 수준을 나타내고 수직축에 민간부문생산수준을 나타낸 평면에 생산가능곡선이 그려져 있다. 생산가능곡선은 일반적으로 한 경제에서 최대한으로 생산할 수 있는 두 상품의 조합을 나타내고 있는데, [圖 IV-3]에서는 최대한으로 생산할 수 있는 정부부문과 민간부문의 생산 가능조합을 나타내고 있다. 이 가상의 경제에서 현재 선택하고 있는 조합이 생산가능곡선상의 C 점이어서 현재 정부부문의 생산수준이 G_1 이라고 하자. 이제 정부부문의 생산이 G_2 로 증가하면 민간부문의 생산은 P_1P_2 만큼 감소한 OP_2 로 줄어들게 된다. 따라서, 정부지출을 G_1G_2 만큼 증가시키기 위해서는 민간부문 지출이 P_1P_2 만큼 감소되어야 함을 알 수 있다.

[圖 IV-3] 政府部門 生産에 따른 分配效果



그러나 여기서 우리는 정부부문의 생산이 가장 효율적으로 이루어질 때만 민간부문의 생산이 P_1P_2 만큼 감소된다는 점에 주목하여야 한다. 환언하면, 정부가 OG_2 를 비효율적인 방법으로 생산하는 경우 생산 가능조합이 D점에 머무를 수도 있다는 것이다. 이것은 정부부문에서 OG_2 를 생산하기 위하여 DB만큼 타재화를 생산할 수 있는 기회를 박탈하는 것과 같다. 또 한 가지 주목할 점은 D점이 생산가능곡선 내부에 있다고 하여 경제 전체에 가용한 생산요소 일부가 생산활동에 사용되지 않았음을 의미하는 것은 아니라는 점을 주목해야 한다는 것이다. 생산요소가 효율적으로 배분되지 않음으로 해서 이러한 결과가 생겨날 수 있는 구체적인 예를 들어보면, 민간부문 재화생산에 더 적합한 노동력이 대거 정부부문 생산에 투입되는 경우, 생산성 하락으

로 인한 생산 감소로 경제 전체에 가용한 생산 요소를 모두 사용하였음에도 불구하고 생산가능조합은 생산가능곡선 내부인 D에 머무를 수 있다는 것이다.

정부부문 생산으로 민간부문의 생산이 감소하며, 특히 정부부문의 생산이 비효율적으로 이루어지는 경우 특정경제의 생산가능조합이 생산가능곡선 내부에 머무를 수 있다는 지금까지의 논의는 정부가 특정재화의 생산에 간여하기 전에 생산가능곡선상에 머물고 있었다는 가정을 전제로 하고 있었다.

이제 이러한 가정을 좀더 일반화시켜 특정경제에 존재하는 생산요소 모두가 사용되지 않고 있는 경우를 고려해 보자. 이 경우 생산가능조합은 A점과 같은 생산가능곡선 내부에 있을 것이다. 이 경우 유휴 생산요소를 이용한 정부지출 프로그램은 G_1G_2 만큼의 정부지출을 늘려 민간부문의 생산을 감소시킴이 없이 생산가능곡선상의 B점에 도달할 수 있다. 이 경우 정부부문의 생산은 유휴 생산요소를 사용하였다는 점에서 기회비용이 없는 것으로 생각할 수 있다. 그러나 기회비용 개념은 동일한 생산요소를 다른 용도에 사용하였을 경우와 비교함으로써 얻어질 수 있는 것이기 때문에, 우리의 예에서는 민간부문에서 유휴 생산요소를 사용한 경우와 비교해 봄으로써만 기회비용이 얼마인지를 산정해 볼 수 있다. 조세 감면, 통화량 증가 등의 정부정책이 민간부문의 유휴 생산요소 사용을 촉진시켜 생산증가가 이루어지는 경우 생산가능곡선상의 C점에 도달할 수 있으며, 이 경우가 정부부문의 생산증가에 의해 달성된 B점과 기회비용 측면에서 비교되는 점이다. 환언하면, 점 B의 대안은 점 C인 셈이다. 이 경우 기회비용은 정부가 유휴 생산요소를 사용하여 B점에 도달함으로써 P_1P_2 만큼의 민간부문 생산이 감소했다는 것이다.

지금까지 정부 지출정책이 신중하게 결정되어야 하는 이유를 간단

한 그림을 이용하여 살펴보았다. 상기 논의에 의하면 정부지출 프로그램은 어떠한 경우에도 기회비용이 발생하고 있기 때문에 대형 프로젝트 추진시에는 비용·편익 분석이 철저히 이루어져야 됨을 시사하고 있다. 비용·편익분석이 철저히 이루어져야 하는 이유는 비효율적인 자원 배분에 의한 정부부문의 생산이 지속되는 경우, [圖 IV-3]에서 생산가능곡선이 장기적으로 ZZ에서 Z'Z'으로 옮겨갈 수 있음에도 옮겨가지 못하는 경우가 있을 수 있기 때문이다.

지금까지의 논의가 국민연금 공공부문의 기금운용과 관련하여 시사하는 바는 공공성 원칙에 의해 국민연금 기금의 70% 가량이 공공부문에 의해 운용되고 있지만, 공공부문 기금운용과 관련하여 기존에 이해되고 있는 공공성 개념에 대해 재검토가 필요할 수도 있다는 점이다. 국민연금기금의 많은 부분이 경제성장의 원동력 제공 및 세대간 과실 재분배 측면 등의 공공성 원칙에 의해 SOC 사업 등에 투자되고 있다. 그러나 또다른 의미에서의 공공성은 경제에 존재하는 자원의 효율적 배분을 통해 특정 경제가 보유하고 있는 잠재적인 성장가능성을 극대화시키는 것으로도 해석될 수 있다. 이렇게 함으로써 경제 구성원의 복리후생이 극대화 될 수 있다면 지금과 같은 정부 투자 일변도의 공공부문 기금운용은 제고가 될 필요가 있으며, 정부의 대형 프로젝트 수행에 앞서 이러한 점들을 충분히 고려할 수 있는 비용·편익 분석이 철저히 이루어져야 할 것으로 보인다.

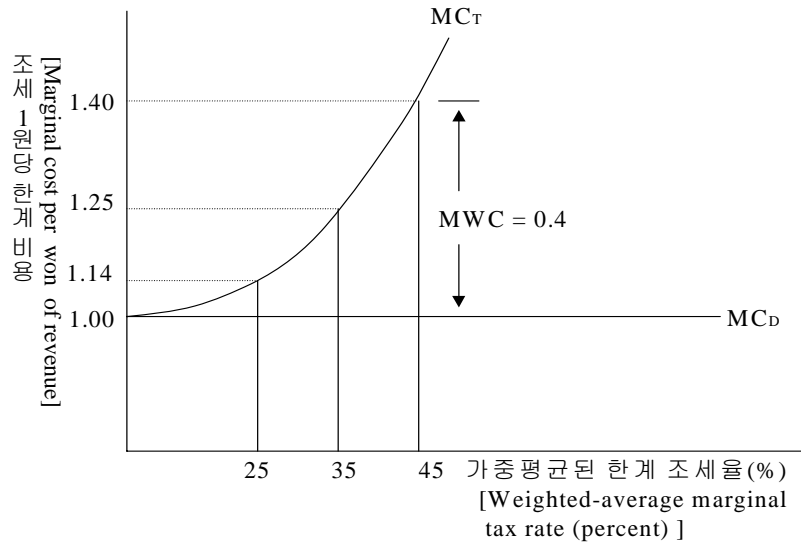
2) 增稅(tax financing)를 통해 公共部門의 借入金을 償還하는 경우의 經濟的 效果分析

공공부문이 사용하고 있는 국민연금의 원금 및 이자지급을 위해 향후 정부가 국채 발행을 통해 재원을 충당한다 해도, 지금과 같은 비율로 공공부문에서 기금을 운용하는 경우 국채발행을 통한 재원 조달

에는 한계가 있을 것이다. 이 경우 공공부문에서 운용하는 기금의 원금 및 이자 지급을 위해 재정당국이 조세에 의존하는 경우에 발생할 경제적인 효과(2nd round effect of tax financing)에 대해서 간략하게 살펴보도록 하자.

[圖 IV-4]는 增稅의 한계비용(the marginal cost of raising tax revenue)과 한계후생손실(marginal welfare cost)의 관계를 보여주고 있다. 그림에서 수평축은 가중평균된 한계세율(weighted-average marginal tax rate)을, 수직축은 추가적인 1원의 세수증대가 야기하는 한계비용(the marginal cost of raising an additional dollar of revenue)을 나타내고 있다. 그림에서 증세(1원)로부터 유발되는 직접적인 한계비용(the direct marginal cost of raising revenue)은 MC_D 로 표현되어, 납세자가 지불하는 1원을 직접적인 부담으로 보여주고 있다. 만약 증세가 경제 전체에 추가적인 왜곡을 야기하지 않는다면 MC_D 는 증세로 야기되는 총 한계비용으로 파악될 수 있다. 그러나, 증세로 인해 경제에 추가적인 왜곡이 발생된다면, 직접적인 한계비용 이외의 추가적인 부담을 고려해야 할 것이며 이는 MC_T 와 같은 총 한계비용곡선(total marginal cost)으로 나타나게 될 것이다. 일례로 한계조세율(marginal tax rate)이 45%일 때, 추가적으로 1원을 증세하는 경우 야기되는 한계 후생비용은 0.4원이 되어 총 한계비용은 1.4원이 된다. 여기서 MC_T 가 우상향하는 곡선으로 나타나는 이유는 조세부과로 야기되는 후생손실이 조세의 제곱(t^2)과 비례 관계에 있기 때문이다.

[圖 IV-4] 增稅의 限界費用과 限界厚生損失의 關係



여기서 우리는 한계조세율에 의해 한계비용이 급격하게 상승하고 있음에 주목하여야 한다. [圖 IV-4]에서 한계조세율이 25%일 때, 추가적인 1원 세수증대에 따른 한계비용이 1.14인 반면, 한계조세율이 35%일 때 한계비용이 1.25임을 알 수 있다. 결론적으로 한계조세율이 높으면 높을수록 추가적인 증세에 따른 한계 비용이 더 크게 증가한다는 것이다. 가상의 시나리오하에서의 한계조세율과 한계비용의 관계를 나타내는 [圖 IV-4]는 정부지출 프로그램의 타당성을 분석하는데 유용하게 사용될 수 있다. 즉, 특정 프로젝트를 추진함으로써 얻어지는 혜택과 이를 위한 자원 마련에서 발생하는 후생손실을 비교 가능하게 함으로써 정부 지출 프로그램에 대한 비용·편익 분석을 가능하게 하고 있다는 점이다.

지금까지의 논의가 시사하는 바는 정부지출 프로그램이 야기하는 비용은 단순한 예산상의 지출 이상이라는 점이다. 따라서, [圖 IV-4]에서

가중한계세율이 45%일 때 1원의 지출로 1.4원 이상의 편익이 창출되지 않는다면 정부지출은 타당성을 상실한다는 것이다. 우리나라의 경우 현재 사회보장세가 20%에 육박하고 있으며, 기타 조세를 감안할 경우 가중한계세율이 30% 이상인 것으로 추정된다. 따라서, 지금까지 논의된 비용·편익 분석에 의하면 정부지출이 1원당 1.14 이상의 편익을 창출하지 못할 경우 정부 프로젝트의 타당성이 상실됨을 알 수 있다.

지금까지의 논의를 요약하면, 정부 지출 프로그램이 철저한 비용·편익 분석에 입각하여 이루어져야 경제 전체의 자원 배분 효율성 증대로 경제 성장에 도움이 될 것이라는 점이다. 한편, 경제성장률 제고는 미래 연금 수급자의 연금 각출료 능력 제고로 이어질 수 있기에 장기적인 국민연금 재정의 안정에 기여할 수 있다. 이와 함께, 지금과 같은 비율로 공공부문이 국민연금기금을 차입하는 경우 원금 및 이자 지급을 위해 중세가 불가피할 것이라는 점을 감안하면, 향후 점차적으로 공공부문에 대한 투자비율을 감소시켜나가는 것이 국민연금의 장기적 재정안정 및 경제 전체의 효율성 제고를 위해서도 중요한 일로 보여진다.

나. 長期的인 財政安定化를 위한 物價連動債券 導入方案

현재 국민연금 적립금의 70% 이상이 고정금리 채권에 투자되고 있는 국민연금기금의 자산배분으로는 급격한 인플레이션 발생시 위험대처(hedge) 기능이 전무한 상황이다. 이하에서는 인플레이션 위험이 거의 없는 미국 재무성의 물가연동채권을 살펴봄으로써 중·장기적인 관점에서 국민연금 기금운용의 시사점을 찾아보기로 한다.

1) 物價連動債券의 概要

1997년부터 발행이 시작된 미국 재무성의 물가연동부채권 (TIPS: Treasury Inflation Protection Securities)은 5년, 10년만기가 이미 발행되었으며, 1998년에는 추가로 30년만기 채권이 발행될 예정이다. 물가연동채권(이하 연동채)은 인플레이션위험이 거의 없어, 현재 미국의 채권시장에서 가장 안전한 자산으로 평가받고 있다. 연동채는 인플레이션위험을 실질이자율위험으로부터 분리할 수 있어 투자자 입장에서 위험을 효율적으로 관리할 수 있다는 장점이 있다.

가) 指數化債券(indexed bond)의 經濟的 意義

미국 재무성이 발행하고 있는 연동채는 기존의 채권과 달리 원금과 이자의 지급이 인플레이션에 연계되어 있는 특별한 형태의 채권이다. 연동채는 원금과 이자지급액이 구매력 관점에서 고정되어 있어, 보유기간 동안의 실제 인플레이션에 맞추어 보유기간동안의 이자 지급액이 조정된다. 연동채의 의미를 좀 더 구체적으로 살펴보기 위해 액면가치(par value)가 \$1,000인 5년만기의 연동채와 명목채의 이자 지급액을 예로 든 <表 IV-4>를 이용하여 명목채와 연동채의 특성을 비교해보기로 한다. <表 IV-4>는 세 가지 가상의 인플레이션(0%, 2%, 4%)하에서 연동채 이자지급방식을 보여주고 있는데, 여기서 연동채의 이자율은 3.5%, 명목채의 이자율은 5.5%, 보유채권의 이자는 연말에 지급되는 것으로 가정하였다.

한편, 명목채는 액면가와 이자지급이 명목금액으로 고정되어 있어 계산방식이 단순하다. 즉, <表 IV-4>에서 명목채의 액면가는 \$1,000, 이자지급액은 연간 \$55($\$1,000 \times 5.5\%$)로 고정되어 있다. 반면에, 연동채는 액면가치와 이자지급액이 실질가치로 고정되어 있는데, <표 IV-4>에서 연동채 액면가의 실질가치는 \$1,000, 이자지급액은 \$35($\$1,000 \times 3.5\%$)로 고정되어 있다.

〈表 IV-4〉 連動債와 名目債의 利子 支給額 比較

(단위: 달러)

연 도	명목채의 지급액	연동채의 실질 지급액	가상적 인플레이션하에서 연동채의 이자 지급액		
			$\pi = 0\%$	$\pi = 2\%$	$\pi = 4\%$
1	55	35	35	35.70	36.40
(조정된 원금)			1,000	1,020.00	1,040.00
2	55	35	35	36.41	37.86
(조정된 원금)			1,000	1,040.40	1,081.60
3	55	35	35	37.14	39.37
(조정된 원금)			1,000	1,061.21	1,124.86
4	55	35	35	37.89	40.95
(조정된 원금)			1,000	1,082.43	1,169.86
5	55	35	35	38.64	42.58
(원금)			1,000	1,104.08	1,216.65

資料: Pu Shen, "Features and Risks of Treasury Inflation Protection Securities," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas, First Quarter 1998, pp. 23~38.

한편, 인플레이션을 감안한 이자지급액을 계산하기 위해서는 첫째, 매년초 원금에 (1+해당년도의 물가상승률)를 곱해서 얻어지는 인플레이션을 감안한 원금을 구하며 둘째, 인플레이션 조정을 거친 원금에 이자를 곱하여 연동채의 이자지급액을 구해야 한다. 구체적으로, 인플레이션이 4%일 때 인플레이션 조정을 거친 원금은 \$1,000에 1.04를 곱하여 얻어지는 \$1,040이 되며, 인플레이션을 감안한 원금인 \$1,040에 이자율 3.5%를 곱하면 이자지급액 \$36.40이 얻어진다. 만기 도래시점인 5차년도말 명목채는 명목가치로 \$1,000, 연동채는 실질가치로 \$1,000을 지급받는다. 따라서 연동채의 실제지급액은 실질가치로 조정된 원금에 채권 보유기간 동안 누적된 인플레이션을 곱한 값이 된다. 예컨대, 인플레이션율이 4%인 경우 명목가치로 환산된 연동채의 원금

은 \$1,000에 $(1.04)^5$ 을 곱한 값인 \$1,216.65이 된다.

<表 IV-4>가 시사하는 연동채의 두 가지 중요한 특성을 정리하면 첫째, 명목채와 대조적으로 채권 보유기간 동안 발생하는 어떠한 인플레이션 하에서도 연동채 이자지급액의 실질가치는 일정하다는 것이다. 따라서 만기까지 연동채를 보유함으로써 얻어지는 실질수익은 인플레이션과 상관이 없게 된다. 이러한 이유로 인해 연동채는 인플레이션위험을 회피할 수 있는 채권(inflation protection securities)이라고 불리어진다. 반면에, 이자지급이 명목가치로 고정되어 있는 명목채는 인플레이션에 의해 구매력이 하락되기 때문에 실질가치는 지속적으로 하락한다. 따라서 만기도래까지 명목채를 보유하는 경우 명목금리는 고정되어 있지만 실질이자율은 보유기간 동안의 실제 인플레이션에 의존하며, 물가 상승률과 명목채의 실질금리는 반대 방향으로 변하기 때문에 물가상승률이 높을수록 실질이자율은 낮아진다.

연동채의 두 번째 특징은 만기도래시 실질가치로 원금과 동일한 액수(full real amount of the principal)를 돌려 받는다는 것이다. 한편, 명목채에 투자하는 경우 투자자는 인플레이션이 正의 값을 갖는 한 구매력의 감소로 인해 원금의 일부분만을 돌려 받게된다. <表 IV-4>에서 연평균 2%의 인플레이션 가정시 명목채의 실질이자율은 3.5%(실질이자율 = 명목이자율 - 물가상승률 = 5.5 - 2)가 되어 연동채의 실질이자율과 동일해진다. 그러나 인플레이션을 감안하여 5년 전의 \$1,000과 같은 구매력을 보장해 주기 위해서는 5년후의 시점에서 \$1,104.08에 상당하는 원금이 확보되어야 한다. 환언하면, 5년후 명목채에 투자한 원금 \$1,000은 구매력에서 $\$905.73(1000/(1.02)^5 = 905.73)$ 의 가치만을 지니게 되는 것이다. 즉, 실질가치로 따져 볼 때 원금의 일부분이 이자지급액으로 지출되고 있는 것이다. <表 IV-4>에서 인플레이션이 2%인 경우 명목채와 연동채는 동일한 실질이자율

지급하나, 명목채의 이자지급이 연동채의 이자지급보다 명목금액으로 더 많은 액수를 지급하게 됨을 알 수 있다.

나) 長期 投資對象으로서 物價連動債券의 長點

여타의 금융자산은 여러 가지 위험에 노출될 수 있는데 반해, 물가 연동채권의 경우 시장에서 통용되는 실질이자율이 변화함으로써 생겨날 위험에만 노출되어 있다. 따라서 실질이자율 위험에만 노출되어 있는 연동채는 금융자산에 투자하는 경우 발생가능한 금융위험을 보다 효율적으로 관리할 수 있다는 장점이 있다.

(1) 연동채는 명목채에 비해 안전한 자산이다

정부가 발행하는 연동채와 명목채는 채무불이행의 위험이 없다는 측면에서 동일하나 다음의 두 가지 이유로 인해 연동채가 훨씬 안전한 투자대상으로 분류된다. 첫째, 연동채 시장가격은 만기 도래시점까지의 실질이자율에 의해서만 영향을 받으나 명목채 시장가격은 실질이자율과 시장에서 형성되는 인플레이션기대 모두의 영향을 받기 때문이다. 둘째, 만기까지 보유하는 경우 연동채 실질이자율은 사전적(ex ante)으로 확정되어 있으나, 명목채의 실질이자율은 고정되어 있지 않기 때문이다.

금융시장 참가자들에 의해 예상되는 채권가치를 반영하는 명목채권의 시장가치는 시장에 형성된 이자율의 변화에 따라 움직인다. 특히, 연동채의 시장가격은 실질이자율과 逆으로 움직이나, 명목채의 시장가격은 명목이자율과 逆으로 움직인다. 따라서 연동채에 내재된 유일한 위험은 시장에서 형성된 실질이자율이 시간이 경과함에 따라 함께 변화할 가능성으로부터 오는 위험이다. 정부가 발행하는 연동채의 채무불이행 위험이 없다는 면을 고려할 경우, 연동채는 오직 한 가지

종류의 위험만을 내포하는 유일한 금융자산이 된다.

한편, 명목채의 시장가격은 시장에서 형성되는 명목이자율과 반대 방향으로 움직인다. 명목이자율은 시장에서 형성되는 실질이자율(r^{real})과 기대인플레이션율(π^e)의 합으로 구성되므로 전통적인 채권은 실질이자율 위험과 인플레이션 기대위험이라는 두 가지 위험요소에 노출되어 있는 셈이다. 두 가지 위험요소 중의 하나만 변동하여도 명목이자율이 변하게되며, 결과적으로 명목채의 시장가격 자체가 변하게 된다.

채권의 시장가격이 시장이자율과 逆의 관계를 보이는 이유는, 만약 시장이자율이 상승(하락)하면 사전적으로 이자율이 고정되어 있는 기발행 채권은 덜(더) 매력적인 투자수단이 된다. 따라서 채권 이자율이 시장이자율과 같아질 때까지 채권의 시장가격은 하락(상승)할 것이다. 일례로, 액면가가 \$1,000인 기발행된 연동채가 3%의 이자를 지급하는 반면, 시장이자율은 3.3%로 상승하였다고 가정하자. 이러한 상황에서 3%의 이자가 지급되는 채권에 투자하려는 사람은 아무도 없을 것이며, 따라서 채권가격은 하락하여 채권수익률은 3.3%와 같아지게 된다.

둘째, 만기시점까지 보유하는 경우 연동채의 실질수익은 '사전적으로' (ex ante) 고정되어 있으나, 명목채의 실질수익률은 고정되어 있지 않다. 연동채를 만기보유하는 경우 구입시점에서 만기의 실질수익을 알 수 있어 불확실성에 따른 위험이 없다. 따라서, 연동채를 만기시점까지 보유하는 경우 사후적 (ex post) 실질수익은 사전적 실질수익과 일치한다. 반면 명목채를 만기까지 보유하는 경우의 실질수익은 사전적으로 알수가 없다. 명목채의 실질수익은 명목이자율에서 채권 보유기간 동안의 실제 인플레이션을 차감한 값이기 때문에 만기 시점까지 명목채의 실질수익을 예측하기 위해서는 장래 인플레이션(π^e)을 예측해야 한다. 그러나, 보유기간이 장기일수록 인플레이션에 대한 예측오

차는 커지게 될 것이며, 예측오차가 커질수록 만기 도래시 실질수익은 사전적인 예측치와 크게 달라지게 된다. 이것을 예측오차위험(forecast error risk)이라 하는데, 이는 인플레이션 예측위험(inflation expectation risk)과 다른 개념이다.

만기 도래까지 채권 보유가 가능한 투자자에게 인플레이션 예측 위험은 별 문제가 아닐 수 있으나, 일반적으로 예측오차 위험은 투자시 고려해야 할 주요대상중의 하나이다. 일례로, 1955년 3% 명목이자율로 40년 만기의 미국 재무성채권이 발행되었을 때 많은 투자자들이 재무성 채권을 구입한 선례가 있다. 이러한 투자자들의 결정 이면에는 향후 40년 동안 매우 낮은 인플레이션이 지속되리란 전망이 있었기 때문이었다. 참고로 1955년 이전 30년 동안 미국의 평균 연간 인플레이션은 1%를 약간 상회하였다. 따라서 1955년 당시 미국 재무성 채권을 구입한 투자자들의 인플레이션에 대한 예상은 상당히 합리적인 것으로 보였다. 그러나 1955년 이후 40년 동안 미국의 실제 물가 상승률은 4.4%를 기록하여 투자자들의 연 실질 수익률은 -1.4%를 기록하였다. 따라서, 액면가가 \$1,000인 40년 만기 재무성 채권을 발행 시점에 구입하여 만기까지 보유하였을 경우 만기 도래시점에서의 원금을 1955년 구매력으로 환산하면 \$582.73이 되기 때문에 투자자들은 예측오차로 인해 투자원금의 40% 이상을 손해 보았다.

<表 IV-5> 物價連動債券과 傳統的인 名目債券의 危險比較

구분	시장위험	만기보유시 실질수익위험
연동채	실질이자율위험	없음
명목채	실질이자율위험; 인플레이션기대위험	예측오차위험

<表 IV-5>는 연동채가 명목채에 비해 훨씬 안전한 투자수단임을 보

여주고 있다. 실제로 연동채는 현재 금융시장에서 구입할 수 있는 자산중 가장 안전한 중·장기 투자수단이다. 연동채는 두 가지 측면에서 안전한 자산이다. 첫째, 시장가격위험의 측면에서 연동채는 실질이자율 위험이라는 하나의 위험에만 노출되어 있는 반면, 명목채는 실질이자율 위험과 인플레이션 예측위험 모두에 노출되어있다. 둘째, 실질수익위험의 측면에서, 만기까지 보유하는 경우 연동채의 사후 실질수익률이 실제의 인플레이션에 관계없이 사전 실질수익률과 일치하는 반면, 명목채의 사후 실질수익률은 예측오차로 인해 정확한 수익률 산출이 불가능하다.

(2) 연동채는 안정적인 실질투자소득(stable real investment income)을 얻고자 하는 투자자에게 편리한 투자 수단이다.

고정된 실질수익을 보장하는 안전한 자산에 장기투자를 하려는 투자자에게 연동채는 매우 유리한 투자대상이 될 수 있다. 연동채의 경우 원금과 이자 수입이 인플레이션에 대해 조정되므로, 투자자는 채권 보유기간 동안 이자 수입으로 안정적인 구매력을 얻을 수가 있다. 이에 덧붙여, 만기 도래시 연동채의 원금은 채권 구입시점과 동일한 구매력을 갖는다. 반면에 <表 IV-4>에서 5년짜리 전통채권의 경우 실제의 인플레이션이 2%인 경우, \$1,000의 원금이 만기시에는 실질구매력기준으로 \$900에 불과하다.

(3) 연동채권에 투자하는 경우 효율적인 위험관리가 가능해질 수 있다.

미국의 펀드매니저들은 미국 채무성증권을 투자위험회피(risk hedge)의 수단으로 이용하여 왔다. 그러나, 기존 채무성 명목채의 경우 실질이자율 위험과 인플레이션 예측위험을 모두 포함하고 있어 투자자 입장에서 하나의 위험만을 택하기가(또는 하나의 위험을 회피하

기가) 어려웠으나, 연동채를 이용하는 경우 위험관리가 훨씬 용이해졌다. 투자자가 실질이자율 위험만을 감수(또는 회피)하고자 하는 경우, 단순히 연동채권을 사거나 파는 것만으로도 이것이 가능하다. 반면 투자자가 인플레이션 위험만을 감수(또는 회피)하고자 하는 경우, 연동채를 명목채와 결합하여 인플레이션위험만을 갖는 합성된 자산(synthetic asset)으로 포트폴리오를 구성하면 된다. 그러므로, 재무성 연동채는 투자자들로 하여금 실질이자율 위험과 인플레이션 위험을 보다 효율적으로 관리할 수 있는 발판을 마련해 주고 있다. 즉, 연동채를 통해 투자자들은 원치 않는 위험은 제거하고, 허용 가능한 위험에는 노출되는 포트폴리오를 구성할 수 있게 되었다.

연동채를 명목채와 결합하여 인플레이션 위험만을 갖는 포트폴리오를 구성하는 방법을 구체적으로 설명해 보기로 한다. 명목채의 명목수익(y)은 채권 구입시점에서의 실질이자율(r)과 채권 보유기간 동안의 평균 기대인플레이션율(π^e)의 합(즉, $y = r + \pi^e$)으로 구성된다. 채권 구입시점의 실질이자율(r)이 3.5%이고 기대인플레이션(π^e)이 2%라고 가정하면 명목채의 명목수익(y)은 대략 5.5%가 된다. 이제 명목채를 팔고 연동채를 사는 포트폴리오를 가정해 보자. 거래비용을 무시하는 경우 명목채를 매각함으로써 발생하는 명목수익의 손실은 -5.5이다. 한편 연동채를 매입함으로써 발생하는 명목수익은 실질수익에 실제의 인플레이션을 합한 값, 즉 $3.5 + \pi$ 가 된다. 결국 이 포트폴리오의 명목수익은 두 채권수익의 합계인 $\pi - 2$ 가 된다. 즉, 이 포트폴리오의 수익은 오직 실제의 인플레이션에 따라서만 변동하므로, 이 포트폴리오가 직면하는 유일한 위험은 인플레이션 위험뿐이며, 실질이자율 위험은 없다. 따라서 투자자는 이 가상의 포트폴리오를 팔거나 사는 것으로서 인플레이션 위험을 보다 쉽게 관리할 수 있는 것이다. 지금까지의 논의는 연동채가 인플레이션 위험을 회피하려는 투자자

이외의 모든 투자자에게도 혜택을 줄 수 있는지를 보여주고 있다. 기금 운용자가 연동채와 명목채로 포트폴리오를 구성하는 경우 이자율 위험과 인플레이션 위험을 분리시킬 수 있기 때문에 기금운용 목적에 따라 특정 위험을 감수하거나 제거할 수 있기 때문이다. 이러한 의미에서 연동채는 투자자들이 보다 효율적으로 위험을 관리할 수 있는 기회를 제공하고 있다.

다) 國民年金 基金運用에의 導入方案

국민연금 기금의 80% 이상이 고정금리부 채권에 투자되고 있는 상황에서 미국 재무성이 발행하는 물가연동부채권은 인플레이션에 대한 위험회피수단으로서 중·장기적인 관점에서의 연금적립금 실질가치 보장 측면에서 국민연금 기금운용에 있어 시사하는 바가 크다고 하겠다. 2020년 경까지 지속적으로 누적되리라 예상되는 국민연금의 효율적 운용은 국민연금 재정안정화에 지대하게 이바지할 수 있다는 측면에서 매우 중요한 사안이다. IMF 경제체제 하에 있는 우리나라는 금년(1998)에 높은 인플레이션이 기대되며 이러한 현상이 향후 수년간 지속될 경우 연금적립금의 실질가치 하락은 구매력 관점에서의 실질가치 보장과 관련하여 심각한 문제가 될 수 있다. 물가연동부채권은 정부의 장기성 자금을 조달할 수 있는 이점이 있고 정부의 확장적 물가상승 정책사용에 부담을 주기 때문에 연금급여의 구매력 유지가 용이하다.

지금까지의 논의가 시사하는 바를 요약하면 첫째, 정부가 차입하는 국민연금기금은 예탁증서가 아닌 정부 발행채권으로 대체되어야 하며 둘째, 국민연금기금의 정부차입시 정부는 미국의 물가연동부채권과 같은 연동채 발행을 허용함으로써 구매력 관점에서 국민연금의 실질가치가 유지될 수 있는 방안을 강구하여야 할 것이다. 왜냐하면, 국민

연금 적립금의 80% 이상이 확정금리부 채권에 투자되는한 장기적 관점의 기금운용 측면에서 국민연금 적립금의 실질가치 보장은 매우 어려우리라 생각되기 때문이다.

다. 現行 公共部門 運用方式에 대한 對案

현행 운용방식에 대한 대안으로는 첫째, 연금기금의 예탁의무화 대신 재정투자 재원조달을 위해 SOC 국채나 특별공채 등을 재원부족규모에 맞추어 발행하고, 이를 연금재정에서 인수시키도록 하는 방안을 대안으로 검토할 수 있다.⁵⁾ 이와 함께, 국책사업 추진을 위한 정부의 재정조달 방식에 대한 이론적인 검증작업도 이루어져야 할 것이다. 즉, 국가경제 전체의 효율적 자원배분을 위해 국채발행과 조세 징수에 의한 방식 중 어느 방식이 더 효과적일 수 있는냐에 관한 기본적인 공감대 마련이 시급해 보인다. 왜냐하면, 정부의 재원조달방식인 국채발행과 조세 징수방식은 각 국가의 경제발달 정도와 자본시장의 상황에 따라 상대적인 효율성이 달라질 수 있기 때문이다.

둘째, 연금기금의 공공자금관리금 예탁의무를 존속시키더라도, 연금기금을 공공자금관리기금으로 활용할 수 있는 기간을 한시적으로 제한하면서 활용규모도 점차 축소해 나가는 것을 검토할 필요가 있다. 한편, 공자법에 따라 연금기금의 여유자금을 SOC투자 등 재정투융자 사업 등에 사용하는 경우, 비용·편익분석(cost-benefit analysis)을 통해 사전적인 사업의 타당성 분석을 선행하여 경제전체의 자원배분이 효율적으로 이루어지도록 하여야 할 것이다. 정부의 지출행위는 자원배

5) 「공공자금관리기금」으로 의무예탁하는 국민연금 여유자금에 관한 「제2기 노사정위원회」 합의사항에 의하면 여유자금의 의무예탁비율을 1999년에 65%, 2000년에 40%, 2001년에 0%로 하기로 합의하였다. 이에 따라 2001년부터 신규 예수금증서 발행은 사라질 예정이다.

분, 소득분배 및 거시경제에 지대한 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

셋째, 현재와 같이 공공부문에 국민연금 기금의 70% 이상이 투자되어 명목금리로 예탁이자율이 지급되는 상황에서 급격한 물가 상승이 일어날 경우 장기성 책임담보금인 국민연금의 재정안정이 심각하게 위협받을 가능성이 있다. 이러한 문제점을 극복하기 위해 미국 재무성에서 발행하는 물가연동부채권과 같은 변동채권을 도입하여 장기적인 관점에서 인플레이션 위험에 대처해야 할 것이다.

그 동안 투자 회임기간의 장기성에 따른 적정 할인율 유도의 곤란함 및 다른 투자 대안과 비교의 어려움 등으로 인해 그 동안 정부의 투자·지출 행위의 비용·편익 분석은 거의 이루어지지 않은 상황이다. 또한 정부의 지출행위를 뒷받침하는 재원조달 방식이 야기하는 후생손실(welfare cost)에 대한 논의도 소홀히 다루어져 왔음을 부인할 수 없다. 향후 국민연금의 공공부문 투자시에는 투자의 타당성 등에 대한 사전 검증 작업을 통해 투자의 결정이 이루어지도록 해야 할 것이며, 국민연금의 공공부문 운용현황을 정기적으로 공시함으로써 기금 운용에 대한 투명성을 제고하여야 할 것이다.

V. 國民年金基金의 金融部門 運用方案

국민연금기금 금융부문 운용에 대한 기존의 연구는 수익성과 안전성을 위주로 한 자산배분(portfolio)에 중점을 두고 있다. 그러나 이러한 배분원칙은 경제에 미치는 효과가 미미한 사적기금에는 쉽게 적용될 수 있으나 자본시장에 미치는 효과가 큰 공적연금의 기금 운용 원칙에 적용하기에는 어느 정도의 한계가 있음을 부인할 수 없다. 한편 급증하고 있는 국민연금기금 적립금이 금융시장을 포함한 국민경제에 미치는 영향을 분석하는 것은 연금기금의 수익률 극대화를 위한 투자 배분의 연구에 못지 않게 중요한 문제로 보여진다. 본 장에서는 이러한 문제 의식을 반영하여 첫째, 가계, 기업 및 금융기관별 자금운용 행태와 자금원천에 따른 금융거래를 보여주는 한국은행의 「자금순환표」를 이용하여 금융기관에 대한 국민연금기금의 배분원칙을 제시하였다. 둘째, 수익성과 안전성을 위주로 한 포트폴리오(portfolio)이론에 입각한 국민연금의 최적자산배분을 논의하였다. 셋째, 증권투자회사(뮤추얼펀드)를 이용한 국민연금 기금운용방안을 제시하였으며, 넷째, 자산유동화제도 도입에 따른 국민연금기금의 부동산시장 참여방안을 논의하였다. 마지막으로, 금융기관 구조조정에 따라 대두될 금융기관 파산 가능성에 대비한 기금운용 방안을 제시하였다.

본 장에서는 다섯 가지 상이한 접근방법을 통해 국민연금 기금운용 방안을 제시하고 있기에 기금운용에 있어 상호 상충되는 면이 나타나게 된다. 이는 공적연금으로서 국민연금이 「공공성원칙」, 「효율성원칙」, 「평등성원칙」, 「수익성원칙」, 「안전성원칙」 등 서로 상충되는 원칙에 의해 운용되고 있기 때문이다.

1. 韓國銀行의 「資金循環表」를 利用한 基金配分

가. 資金循環흐름을 利用한 國民年金 配分原則

1) 基本假定

국민연금제도 도입 이전 연금 가입자는 노후를 대비하여 은행 등의 금융기관에 자신의 저축 일부를 예탁하였을 것이다. 그러나 국민연금 제도가 도입되면 연금가입자들의 소득 일부가 연금각출료로 납부되기 때문에 가처분 소득의 감소로 노후대비비용의 저축은 감소할 것이다. 한편 연금제도의 도입이 민간부문의 저축을 감소시켰느냐의 논쟁은 아직도 지속되고 있지만, 기존의 논쟁이 민간부문 저축 전체가 감소하느냐의 문제를 다루고 있음에 비해 여기서는 연금저축을 제외한 노후 대비비용의 저축 감소분만을 언급하고 있음에 주목해야 한다.⁶⁾

민간부문으로부터 각출된 연기금이 정부지출로 활용되는 경우 연금 제도의 존재는 가계로부터 민간 금융부문에 대한 자금 유입량을 감소시키는 효과를 유발할 것이다. 국민연금제도의 또다른 이해당사자인 기업으로부터의 연금각출료는 인건비에 대한 추가부담이 되거나, 종업원 퇴직적립금을 사외에 적립하는 결과가 되어 연금제도 도입 이전과 비교시 현금흐름에 왜곡이 생겨날 수 있다. 따라서 왜곡된 자금의 흐름을 바로잡아 연금제도의 도입 이전과 같은 형태로 자금이 흐를 수 있도록 하는 것은 경제의 효율성 제고 차원에서 매우 중요한 문제가 될 수 있다. 이러한 문제의식 하에 본 연구에서는 자본시장의 자

6) Feldstein, M., "Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation," *Journal of Political Economy*, 1974, pp.905~925로부터 본격적으로 시작된 연금제도가 민간부문 저축에 미치는 효과에 대한 논쟁은 Meguire, P., "Comment: Social Security and Private Saving," *National Tax Journal*, 1998, pp.339~358에까지 이어지고 있으나 아직도 결론이 나지 않은 상황이다.

금흐름을 왜곡시키지 않고 국민연금기금을 배분하는 원리를 다음과 같은 가정하에서 분석하고자 한다. 아래에 주어지는 가정들이 비현실적인 요소들을 상당 부분 내포하고 있음에도 국민연금기금의 차선적 운용방법 도출을 위해서는 불가피하다고 생각하여 기본 가정으로 채택하였다.

- (가정 1) 현재 자본시장의 자금흐름은 효율적으로 배분되고 있다.
- (가정 2) 개인과 기업이 자금공급 주체이며 은행과 비은행(제2금융권)만이 기금운용 주체로 존재한다.
- (가정 3) 경제에 존재하는 자금은 장기자금과 단기자금으로 구분될 수 있다.
- (가정 4) 개인의 노후 대비용 저축과 기업의 단기자금으로부터 연금기금이 1:1 비율로 조성되고 있다.

(가정 1)은 현재 자금이 자본시장에서 효율적으로 배분된다고 가정함으로써 국민연금제도의 도입으로 인한 연금보험료 각출이 효율적 자금흐름을 왜곡시킨다고 본다. 따라서 연기금이 자본시장에 미칠 왜곡을 최소화하기 위해서는 현재의 자금순환방식에 따라 국민연금적립금이 배분되어야 함을 암묵적으로 가정하고 있다. (가정 2)에서는 연금 보험료 각출이 개인과 기업으로부터 이루어지기 때문에 자금공급 주체로 개인과 기업을 상정하였다. 은행과 비은행으로 기금운용주체를 구분한 것은 두 기관이 연기금의 유치에 있어 경쟁적인 관계에 있기 때문이다. (가정 4)에서는 연금 각출료가 개인의 경우 노후를 위한 장기저축을 대체하리라 보았으며, 기업의 경우 퇴직적립금 등으로 운용되는 단기자금을 대체하는 것으로 보았다. [圖 V-1]은 자금수탁자, 자금성격, 자금조달원 및 자금소요자 등의 관점에서 개인, 기업, 은행 및 비은행으로 구분하여 연금제도 도입에 의한 자금 흐름의 변화를

보여주고 있다.

[圖 V-1] 年金基金에 의한 資金흐름의 變化

	개인		은행		개인대출	
장기저축	a ₁₁	P ₁	장기신탁	b ₁₁	c ₁₁	S ₁
단기저축	a ₁₂	P ₂	단기신탁	b ₁₂	c ₁₂	S ₂
	기업		비은행		기업대출	
장기자금	a ₂₁	q ₁	장기신탁	b ₂₁	c ₂₁	(1-s ₁)
단기자금	a ₂₂	q ₂	단기신탁	b ₂₂	c ₂₂	(1-s ₂)

註: a_{ij} : i는 자금수탁자로서 은행(1)과 비은행(2)로 구분
 j는 자금용도를 단기(1)와 장기(2)로 구분
 b_{ij} : i는 자금수탁자로서 은행(1)과 비은행(2)로 구분
 c_{kj} : k는 자금소요자로서 가계(1)와 기업(2)으로 구분
 j는 자금조달원으로서 은행(1)과 비은행(2)를 구분
 P₁, q₁: 개인과 기업의 은행에 대한 장기(1)와 단기(2) 자금예치비율
 S_k : k는 은행(1)과 비은행(2)에서의 개인에 대한 자금공급비율
 따라서 (1-S_k)는 기업에 대한 자금공급비율

資料: 김원식, 『자금순환에 따른 국민연금의 기금운용방안』, 『경제학연구』, 제41집, 1993, pp. 77~93.

분석의 편의상 연금제도 도입에따른 연금보험료 각출이 개인 장기저축과 기업 단기자금을 각각 t율만큼씩 감소시킨다고 가정한다. 이때 개인의 장기저축은 (1-t)a₁₁, 기업의 단기자금은 (1-t)a₂₂ 으로 각각 감소한다. 각출료 납부의 결과로 은행의 수신은

$$b'_{11} + b'_{12} = p_1(1-t)a_{11} + p_2a_{12} + q_1a_{21} + q_2(1-t)a_{22}$$

비은행 수신은

$$b'_{21} + b'_{22} = (1-p_1)(1-t)a_{11} + (1-p_2)a_{12} + (1-q_1)a_{21} + (1-q_2)(1-t)a_{22}$$

과 같이 변화한다. 연금제도 도입 이후에도 은행과 비은행의 대출 형태가 변하지 않는다면, 금융기관의 개인대출금액은 $s_1\{b_{11}'+b_{12}\} + s_2\{b_{21}'+b_{22}\}$ 가 된다. 여기서 s_1 은 은행자금의 개인대출비율을 s_2 는 단자자금의 개인대출비율을 나타낸다. 한편, 금융기관의 기업대출금액은 $(1-s_1)\{b_{11}'+b_{12}\} + (1-s_2)\{b_{21}'+b_{22}\}$ 가 된다. 연금제도의 도입으로 개인과 기업의 저축형태 및 자금조달 규모가 바뀌고 있음을 알 수 있다.

이상에서 알 수 있는 바와 같이 연금 보험료 각출로 개인과 기업부문의 자금조달 규모가 감소하였다. 따라서, 연금제도 도입 이전의 자금 순환을 유지하기 위해서는 각출된 연기금이 최종수요자에게 재분배되어야 한다. 즉, $(ta_{11}+ta_{22})$ 만큼의 연기금이 개인과 기업에 배분되어야 연금제도 도입 이전과 같은 자금 순환을 유지할 수 있다. 이를 위해서는 각출된 연기금이 은행부문으로 $p_1ta_{11} + q_2ta_{22}$ 만큼, 비은행으로 $(1-p_1)ta_{11}+(1-q_2)ta_{22}$ 만큼 배분되어야 한다. 이렇게 연금 각출금이 은행과 비은행부문에 재배분할 경우, 개인과 기업부문에 대한 은행과 비은행부문의 대출 왜곡이 최소화될 수 있다. 한편, 연기금의 재정자금에로의 출연은 정부가 모형에 포함되어야 함을 의미하나, 본 연구에서는 모형의 단순화를 위하여 정부부문을 고려하지 않았다.

〈表 V-1〉 個人과 企業의 資金 運用形態(1996年 基準)

(단위 : %)

	거래형태	비율	전체
개인	통화 및 통화성 예금	-0.84	100.0
	기타예금	55.85	
	생명보험 및 연금	21.91	
	단기채권	1.48	
	장기채권	7.38	
	주식	8.07	
	기타	6.15	
기업	통화 및 통화성예금	-0.12	100.0
	기타예금	39.86	
	단기채권	8.82	
	장기채권	6.11	
	주식	6.83	
	출자금	0.06	
	기업신용	16.82	
	기타	21.62	

資料: 한국은행, 『조사통계월보』, 1997. 3, pp.134~135.

2) 年金基金과 資金 循環

국민연금은 1998년 현재 개인, 퇴직충당금과 기업으로부터 표준보수월액의 3%씩, 총 9%를 각출하고 있어 이미 상당부분이 민간부문으로부터 국민연금기금으로 흘러들어가고 있다. 국민연금기금의 적립과 사용이 자본시장에 큰 영향을 미쳐 자금의 흐름에 왜곡을 가져올 수 있음은 이미 앞 부분에서 지적되었다. 따라서, 국민연금기금의 운영방식이 자본시장의 지배형태에 근본적인 변화를 가져올 수 있기 때문에 민간부문 자금운용에 가장 영향을 최소화하는 연금기금의 운용방법은 개인과 기업의 자금운용 거래형태별 비율을 충분히 고려한 투자를 하는 것이라고 본다. 1996년 현재 개인과 기업의 자금운용의 거래형태별 비율은 <表 V-2>와 같다.

<表 V-2> 企業과 個人的 資金運用(1997年 基準)

(단위: 10억원)

	기업(A)	개인(B)	(A+B)	(A)+(B)의 구성비
1. 통화 및 통화성 예금	-3,023.0	-2,232.7	-5255.7	-3.95
2. 기타예금	19,226.2	45,282.0	64508.2	48.49
3. 생명보험 및 연금	-	16,284.3	16,284.3	12.24
4. 단기채권	-4,228.2	-1,868.2	-6,096.4	-4.58
5. 장기채권	4,595.7	10,965.3	15,561.0	11.70
6. 주식	5,311.9	9,405.1	14,717.0	11.06
7. 출자금 ¹⁾	-	1,407.4	1,407.4	1.06
8. 상거래신용 ²⁾	11,569.1	-	11,569.1	8.70
9. 기타 ³⁾	14447	5,876.7	20323.7	15.28
합계	47,898.6	85,120.0	133,018.6	100.0

註: 1) 종합금융회사의 할인어음중 재매출분

2) 종합금융회사의 할인어음중 자체보유분

3) 외환보유액, 무역신용, 직접투자, 기타대외채권·채무, 기타금융자산·부채

資料: 한국은행, 『조사통계월보』, 1998. 5.

<表 V-2>에서 통화 및 통화성예금은 한은예수금, 현금통화, 요구불예금, 정부당좌예금의 합이며, 기타예금은 예금은행예금, 양도성예금 증서, 환매조건부채권, 신탁, 종금사예치금, 기타의 합이다. 거래형태의 구분은 개인과 기업에 따라 그 내용이 다르나 분석의 편의상, 대분류에 의한 분석을 먼저 하고, 대분류내에서 세분화된 분석을 하도록 한다. <表 V-2>가 시사하는 바와 같이 각 부문에서 기존의 자금순환 비율로 개인과 기업의 연금각출금이 조달됐다면 1997년 저축성예금에서 48.49%, 생명보험으로부터 12.24%, 장단기 채권으로부터 6.72%, 주식으로부터 11.06%가 각출금으로 유출되었을 것이다. 한편, 상거래신용의 비중이 상당히 높다는 점을 감안하면 이 부문에서도 상당비율이 각출금으로 유출되었을 것이다. 이는 연금각출로 단기자금의 부족 현상이 나타날 수도 있음을 시사한다. 따라서, 연기금의 각출에 따른 영향을 최소화하기 위해서는 기업, 개인별 자금 거래의 특성

을 파악하여 각출된 연기금이 원활히 금융중개기관에 유입되어 궁극적인 자금의 수요처에서 흘러 들어갈 수 있도록 하여야 한다.

일반적으로 금융기관의 자금원천 중 개인과 기업부문으로부터 비롯된 자금원천은 주로 통화성예금, 기타예금, 생명보험일 것으로 추정된다. 상기 언급된 자금원천을 1997년 현재 한국은행을 제외한 금융기관별 자금거래 형태로 추정해 보면 금융기관 전체 자금원천의 50.72%를 차지한다. 본 연구에서는 연기금의 배분원칙으로 연기금을 금융기관에 위탁하는 간접금융에서의 배분방식만을 분석하기로 한다.

「기타예금」과 「생명보험」은 기업의 자금조달원에 있어 간접금융의 대표적인 수단이 된다. 1997년 현재 금융기관간 「기타예금」과 「생명보험」의 유치 현황이 <表 V-3>에 기술되어 있다. <表 V-3>에 의하면 「예금은행」은 예금은행예금, 양도성예금증서 등 대부분의 상품을 갖고 있으며, 간접금융 자원 가운데 37.93% $((39,221.7 \div 103,413.1) \times 100)$ 를 이러한 상품으로 조달하고 있다. 신탁, 단자, 기타 등의 상품으로 간접금융의 재원을 조달하고 있는 「기타 비은행저축기관」은 간접금융자원 가운데 46.27% $((47,847.1 \div 103,413.1) \times 100)$ 를 조달하고 있다. 한편, 「보험회사 및 연금기금」은 전체 간접금융재원의 15.80%를 조달하고 있다. 따라서, 연기금을 금융기관에 위탁 운용하는 경우, 국민연금제도 도입에 따른 자금흐름의 왜곡을 최소화하기 위해서는 자금순환표에 나타난 금융기관간 자금 유치 현황을 따르는 것이 바람직해 보인다. 이러한 원칙에 따르는 경우 1997년의 은행, 비은행, 보험기관간 바람직한 자금배분은 38:46:16가 될 것이다.

〈表 V-3〉 其他預金과 生命保險 및 年金의 金融去來(源泉)(1997年 基準)

(단위: 10억원)

	예금은행	보험회사 및 연금기금	기타 ¹⁾	합계	구성비
저축성예금	29,712.7	-	-	29,712.7	28.73
양도성 예금증서	-5,409.7	-	-	-5,409.7	-5.23
예금은행표지어음	3,419.0	-	-	3,419.0	3.30
비거주자예금	336.2	-	-	336.2	0.33
환매조건부채권	11,163.5	60.0	3,338.2	14,561.7	14.08
신탁	-	-	18,503.1	18,503.1	17.89
종금사예치금	-	-	13,441.5	13,441.5	13.00
기타 ²⁾	-	-	12,564.2	12,564.2	12.15
생명보험 및 연금	-	16,284.3	-	16,284.3	15.75
합 계	39,221.7	16,344.3	47,847.1	103,413.1	100.00

註: 1) 개발기관, 저축기관, 투자기관, 증권기관, 공적금융기관

2) 개발기관, 저축기관, 투자기관, 증권기관, 공적금융의 예수금 (신탁, 종금사 예치금 제외)

資料: 한국은행, 『조사통계월보』, 1998. 5.

이상의 분석에서 보험기관은 사실상 예금의 단순 수탁기관이 아니기 때문에 연금기금의 자금배분에서 제외시키는 것이 더 적절해 보인다. 보험기관을 자금배분에서 제외하는 경우 간접금융 가운데 은행과 비은행의 비중을 39:61으로 배분하는 것이 자금흐름의 왜곡을 줄임으로써 연금의 공공성을 증대시킬 수 있는 기금배분 방법이라고 본다.

한편, 자금운용의 원천은 주로 단기적인 자금 흐름을 반영하기 때문에 자금 흐름만을 기준으로 연기금을 금융기관에 배분하는 것이 반드시 경제의 왜곡을 최소화하는 것이라 할 수는 없다. 따라서 단기적 자금 흐름의 장기적 결과인 자산부채 잔액을 기준으로 기금을 배분하는 것이 더 합리적인 자금 배분이 될 수도 있다.

〈表 V-4〉 金融機關別 負債 殘額(1997年 基準)

(단위: 10억원)

	예금은행	보험회사 및 연금기금	기타 ¹⁾	합계	구성비
저축성예금	168,481.8	-	-	168,481.8	25.35
양도성예금증서	16,856.7	-	-	16,856.7	2.54
예금은행표지어음	9,518.1	-	-	9,518.1	1.43
비거주자예금	1,101.3	-	-	1,101.3	0.16
환매조건부채권	16,729.9	60.0	5,776.2	22,566.1	3.40
신탁	-	-	161,452.9	161,452.9	24.29
종금사예치금	-	-	26,798.0	26,798.0	4.03
기타 ²⁾	-	-	143,022.3	143,022.3	21.52
생명보험및연금	-	114,838.4	-	114,838.4	17.28
합 계	212,687.9	114,898.4	337,049.4	664,635.7	100.0

註: 1) 개발기관, 저축기관, 투자기관, 증권기관, 공적금융기관.

2) 개발기관, 저축기관, 투자기관, 증권기관, 공적금융의 예수금(신탁, 종금사예치금 제외).

資料: 한국은행, 『조사통계월보』, 1998. 5.

자금운용의 원천에 대한 분석에서 행한 바와 같이 자산과 부채의 변동에 대한 분석에 따르면, 저축성 금융자산 가운데 예금은행이 보유하고 있는 자산규모는 32.00%, 보험회사 및 연금기금이 보유하고 있는 자산규모는 17.29%, 비은행금융기관이 보유하고 있는 자산규모는 50.71%였다. 따라서 이를 은행, 비은행, 보험기관의 비율로 보면, 약 32:51:17이 된다. 이것은 자금원천별 비율인 38:46:16과 큰 차이가 없다. 따라서 자금원천에 따른 은행, 비은행, 보험기관에 대한 금융자산의 잠정적 투자비율을 38:46:16으로 합이 자금의 왜곡을 최소화시킬 수 있을 것으로 보여진다.

나. 國民年金基金 最適配分을 위한 時事點

이미 언급한 것처럼 자금 흐름의 왜곡을 최소화하기 위해 자금의

원천에 따른 금융기관에 대한 투자비율은 은행과 비은행부문에 39:61 비율로 투자하는 것이었다. 이렇게 자금을 배분하는 것이 국민연금제도 도입에 따른 자금흐름의 왜곡을 줄임으로써 연기금 운용이 공공성을 증대시킬 수 있는 자금배분 방법중의 하나라고 보았다. 한편, 1996년, 1997년의 금융기관별 국민연금 기금운용현황은 <表 V-5>와 같다.

<表 V-5> 國民年金의 金融機關別 基金運用 內譯

(단위: %)

금융권	투자비중(1)			수익률			투자상품
	'96년말	'97년말	증감	'96년말	'97년말	증감	
계	100.0	100		11.86	5.56	Δ6.30	
은행	43.5	33.7	Δ9.8	13.27	13.22	Δ0.05	금전신탁 금융채 정기예금 CD 등 국공채 회사채
증권회사	35.9	47.5	11.6	11.33	Δ0.91	Δ12.24	주식 개발신탁(유) CD(유) 수익증권
투자신탁	7.5	10.2	2.7	5.47	4.46	Δ1.01	(주식형, 공사채형)
종합금융	6.2	4.6	Δ1.6	11.39	12.41	1.02	종합금융채 발행어음
도로공사	4.2	2.0	Δ2.2	12.53	11.71	Δ0.82	도로공채
종합기술금융	2.7	2.0	Δ0.7	14.20	14.09	Δ0.11	기술개발금융채

註: ① 투자비중은 평잔기준임.

② 도로공사, 종합기술금융은 동사 발행채권을 직접 매입한 것임.

資料: 보건복지부, 『1997년도 국민연금기금운용결과』, 보건복지부 내부자료, 1998.

이러한 기준에 따라 국민연금의 금융부문 자금운용을 평가하면 1997년말 현재 국민연금의 34%가 은행부문에, 66%가 비은행부문에

투자되고 있어 자금순환표에 따른 배분원칙(39:61)에서 크게 벗어나지 않고 있음을 보여주고 있으나, 향후 은행부문에 대한 투자가 증가하여야 할 것으로 보인다.

2. 포트폴리오 理論에 따른 最適資産配分

포트폴리오(portfolio)란 다수의 資産이란 의미인데, 여기서 유래하는 포트폴리오 이론은 위험 속성이 상이한 여러 종류의 증권에 분산 투자하여 투자의 불확실성으로부터 유래하는 예측위험을 분산함을 목적으로 하고 있다. 포트폴리오 이론을 전개하는 데 있어 전제되는 가정들은 첫째, 투자자는 자신의 期待效用(expected return)을 극대화하며 둘째, 투자에서의 위험은 기대수익의 分散程度로 표현되며, 위험은 분산크기와 비례한다. 셋째, 투자자의 효용함수는 기대수익과 그 분산 정도에 의해서만 결정되며 넷째, 투자자는 증권을 선택할 때 위험이 동일하다면 보다 높은 수익을 제공하는 증권을 선호한다. 이러한 가정들이 현실과 괴리가 있는 것이 사실이지만 이론 전개를 위해서는 불가피하다고 하겠다.

가. 포트폴리오 分析

1) 포트폴리오 分析의 意義

자금 운용시 개별자산에 투자하는 것보다 다수의 자산을 결합한 포트폴리오 투자가 항상 높은 수익률을 보장하는 것은 아니다. 따라서 무조건적인 분산투자가 아닌 효율적 분산투자를 통해 일정한 기대 수익률 하에서의 위험의 최소화, 혹은 일정한 위험수준하에서의 기대수

익률의 최대화를 구하려는 데에 포트폴리오 분석의 의의가 있다.

2) 個別種目的 選擇

분산 투자할 때 각 종목에 얼마씩 투자해야 효율적으로 투자하는지를 알아 볼 필요가 생겨난다. 이를 위해 첫째, 투자가능한 종목들의 기대수익률과 위험을 나타내는 분산(variance)을 추정하고, 둘째, 支配原理(dominance principle)에 따라 1차적으로 유리한 투자대상 종목을 선별하며, 셋째, 分離定理(separation theorem)에 따라 1차 선택된 종목들 중 최선의 종목을 선택하는 것을 선택의 단계라 한다.

개별 종목 선택에 앞서 투자가능 종목들의 기대수익률과 위험(표준편차)의 측정이 선행되어야 하며, 기대수익률과 위험이 추정되면 지배 원리에 의해 1차로 투자안을 선택하고, 다음 단계로 투자자의 주관적 효용함수에 따라 최종 선택을 하게 되는데, 이와 같이 선택의 과정이 분리되어 있다는 뜻에서 分離定理에 의한 선택이라고 말한다.

포트폴리오에 투자하는 것은 기관투자자의 등장 등 투자의 대형화로 인한 다수 종목에의 투자 필요성 증대와 포트폴리오 투자위험 감소효과 때문이다.

가) 選擇의 段階

개별 종목을 선택하는 단계를 보다 구체적으로 살펴보면 첫째, 각 개별종목들의 기대수익률과 위험을 추정하고 개별종목들 사이의 상관 계수(相關係數)를 측정한다. 상관계수를 측정하는 것은 단순히 우수한 개별종목들의 집합만으로 구성된 포트폴리오가 효율적 포트폴리오인 것은 아니며, 개별 주식들 사이의 상관관계에 따라 효율성의 변화가 발생하므로 상관관계를 고려해서 포트폴리오를 구성하여야 하기 때문이다.

둘째, 추정된 개별 주식들의 기대수익률, 분산, 상관계수를 이용하여 포트폴리오의 기대수익률과 분산을 구하고, 지배원리에 따라 보다 효율적인 포트폴리오를 찾아낸다. 이 과정에서 무위험자산이 포트폴리오에 포함되면 위험자산만의 포트폴리오보다 항상 우월한 포트폴리오를 얻게 되므로, 無危險資產을 포함한 효율적 포트폴리오도 찾는다.

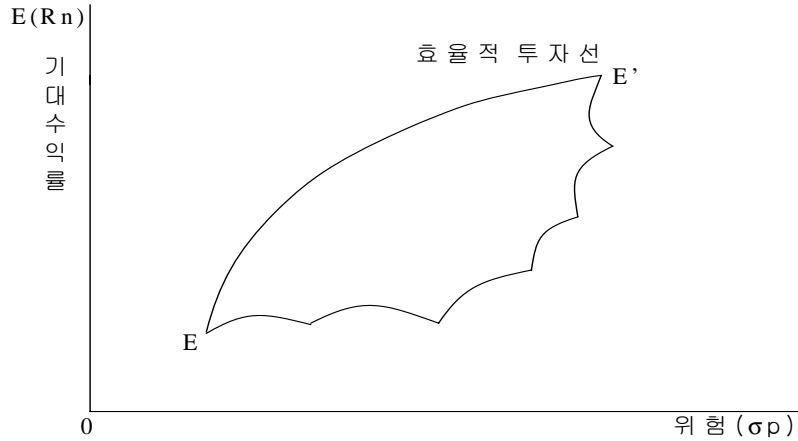
셋째, 찾아낸 효율적 포트폴리오들 중에서, 투자자의 성격에 적합한 포트폴리오를 찾는다. 예를 들어, 기관투자자의 경우에는 비교적 장기투자의 관점에서 수익률에 대한 관심이 높을 것이다.

나) 效率的 포트폴리오 探索 - 支配原理

동일한 기대수익률을 가진 2개의 종목 중에서는 투자위험이 낮은 종목이 투자위험이 높은 종목보다 우월하고, 투자위험이 같을 것으로 기대되는 2개의 종목 중에서는 기대수익률이 더 높은 종목이 우월한 투자대안이라는 지배원리에 의해 제외되는 부분을 제거하고 나면 효율적 포트폴리오(efficient portfolio)가 남게 되는데, -1과 1 사이의 임의의 상관계수 하의 일반적인 효율적 포트폴리오가 [圖 V-2]에 나타나 있다.

효율적 포트폴리오는 효율적 투자선(efficient frontier)이라고 불려지기도 하는데 [도 V-2]의 EE'선은 이것을 표시하고 있는데, 이 선은 支配原理를 충족시키는 선이다. EE'선 아래의 점들은 모든 가능한 포트폴리오의 기대수익률과 위험의 조합을 나타낸 것으로, 이것을 투자기회집단(opportunity set)이라고 부른다.

[圖 V-2] 投資機會集團과 效率的 投資線

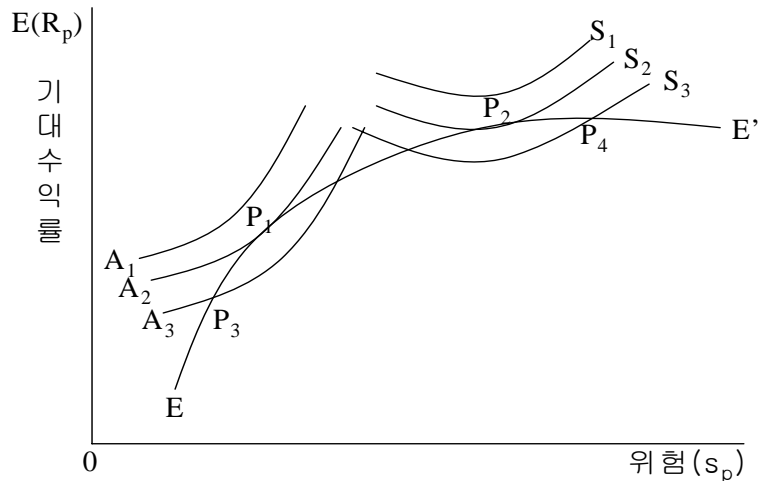


다) 最適 포트폴리오 選擇 - 分離整理

투자기회집단에서 지배원리를 충족시키는 포트폴리오의 집단은 효율적 투자선 상에 존재한다. 그러나 효율적 투자선 상에도 투자비율을 조정할 수 있는 여지가 있기 때문에 수많은 효율적 포트폴리오가 존재한다. 이 중에서 단 하나의 최적 포트폴리오(optimal portfolio)를 선택하기 위해서는 분리정리에 따라 투자자의 효용무차별곡선을 도입하여야 하는데, 투자자의 危險選好度에 따라서 [圖 V-3]과 같이 위험 회피자인 경우에는 P_1 에서, 공격적인 투자가의 경우에는 P_2 에서 최적 포트폴리오가 결정된다.

P_3 와 P_4 가 최적포트폴리오가 되지 못하는 이유는, 투자자 A의 경우에는 A의 경우에는 무차별곡선 A_3 보다 A_2 의 효용이 더욱 크기 때문이며, 마찬가지로 투자자 S 역시 무차별곡선 S_3 보다 S_2 의 투자효용이 더 크기 때문이다. 따라서 투자자의 效用無差別曲線과 효율적 투자선이 접하는 점에서 최적 포트폴리오가 결정된다.

[圖 V-3] 最適포트폴리오와 投資者 效用



이상에서 설명한 개별주식과 포트폴리오가 선택되는 일련의 과정은 마코위츠(Markowitz)이론에 바탕을 두고 있으므로 이를 마코위츠 模型이라 한다.

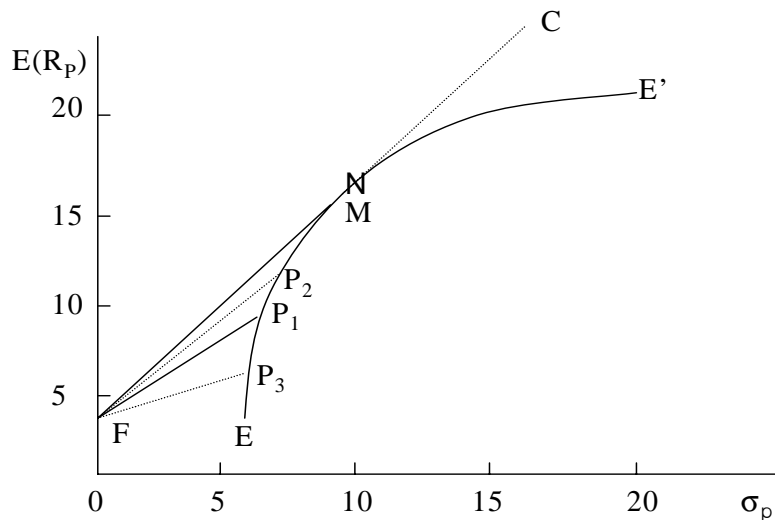
나. 無危險 資産을 포함한 포트폴리오 選擇 - 資本市場線

마코위치 모형의 약점은 포트폴리오를 구성할 때 위험자산만의 포트폴리오를 고려하고, 현실적으로 존재하는 국채, 정기예금 등의 무위험자산을 포트폴리오에 포함시키는 경우를 무시하였다는 점이다. 무위험자산을 포트폴리오 구성에 포함시키면 위험자산만으로 구성된 포트폴리오에 비해 우월한 새로운 효율적 투자선이 탄생하는데, 그것은 포트폴리오의 위험이 매우 다른 양상으로 변화하기 때문이다.

여기서는 마코위츠 모형과의 연결을 도모하기 위해서 마코위츠 모형에서 선택된 최적 포트폴리오와 새로운 무위험자산인 국채를 포트

폴리오에 포함시킨 경우를 생각해 보기로 한다. 마코위츠 모형에서 선택된 최적 포트폴리오 P_1 과 무위험자산 F 를 결합하여 투자하면 <圖 V-4>와 같은 기대수익률-위험의 관계가 성립한다. 그러나 마코위츠 모형에 의해 포트폴리오 P_1 이 선택되었으나 무위험종목과 결합되었을 때의 효율적 포트폴리오는 P_1 이 아님을 보여주고 있다. 다시말해서, FP_1 보다 더욱 우월한 포트폴리오가 존재한다는 것이다.

[圖 V-4] 無危險證券이 포함된 포트폴리오의 效率的 포트폴리오



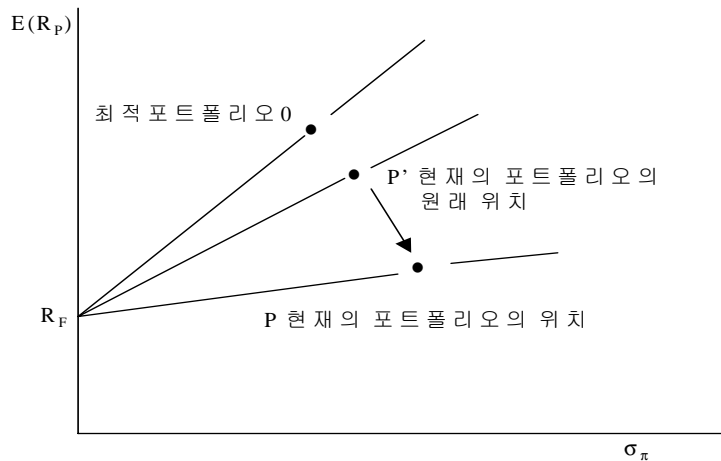
[圖 V-4]에서와 같이 기대수익률과 위험의 측면에서 볼 때, FMC선은 FP_1ME' 선보다 모든 점에서 우월하다. 즉 지배원리에 의해 동일위험 하에서는 보다 높은 기대수익률을 제공하며, 동일한 기대수익률 하에서는 보다 낮은 위험을 제공하는 선인 것이다. 따라서 FMC선이 새로운 효율적 포트폴리오가 되며, 이 새로운 효율적 투자선을 자본시장선(CML: Capital Market Line)이라 한다. [圖 V-4]에서의 M점을

가리켜 시장포트폴리오(market portfolio)라고 부른다.

다. 포트폴리오 修正

일단 구성하였던 포트폴리오를 수정하게 되는 것은, 비록 어떤 시점에서 투자자가 최적 포트폴리오를 구성하였다고 하더라도 시간이 경과함에 따라 투자자의 예상이 변동될 수 있고, 또한 이미 구성되었던 포트폴리오 구성 종목들의 가격이 변동함으로써 기대수익률도 변하므로, 투자자는 보다 높은 기대수익률을 얻기 위해서 포트폴리오의 구성을 변경하려 할 것이기 때문이다.

[圖 V-5] 포트폴리오의 修正



포트폴리오를 수정하는 방법에는 포트폴리오 리밸런싱(portfolio rebalancing)과 포트폴리오 업그레이딩(portfolio upgrading)의 두 가지가

있다. 포트폴리오 리밸런싱은 구성종목의 교체없이 주가변동에 따라 변화한 투자비율을 추가매입이나 매도의 방법으로 조정함으로써 원래의 투자비율을 유지해 나가는 방법이고 포트폴리오 업그레이딩은 구성종목을 교체해서라도 보다 효율적인 포트폴리오로 이행해 나가는 것을 말한다.

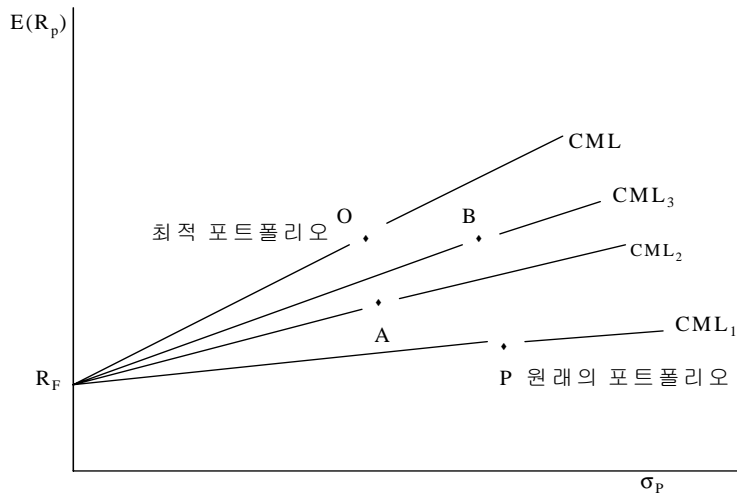
1) 포트폴리오 리밸런싱

포트폴리오 리밸런싱(portfolio rebalancing)은 원래의 포트폴리오가 가지고 있던 특성을 유지하고자 하는 목적으로 이루어진다. 구성된 포트폴리오에 포함되어 있던 각 구성종목의 가격이 변화함에 따라 투자비율이 달라지는데, 이를 일정한 주기마다 원래의 투자비율대로 되도록 투자비율이 높아진 종목은 일부 매도하고 투자비율이 낮아진 종목은 추가매입함으로써 조정하는 것을 말한다.

2) 포트폴리오 업그레이딩

시간이 경과함에 따라 과거에는 최적 포트폴리오였던 것이 각 자산들의 기대수익률과 위험, 투자자의 효용 등의 변화로 인해 비효율적 포트폴리오로 바뀔 수 있다. 즉, 제반 여건들이 변화함에 따라 과거의 최적 포트폴리오가 현재에도 최적 포트폴리오로 될 수는 없는데, 이 경우 투자자는 자신이 보유하고 있는 포트폴리오의 일부 또는 전부에 대해 투자규모, 투자비중, 투자종목 등 전반에 관한 수정을 가함으로써 새로운 최적 포트폴리오를 찾으려 할 것이다. 이와 같이 새로운 시장상황에 따라서 새로운 최적 포트폴리오를 찾음으로써, 포트폴리오의 위험을 감소시키거나 또는 기대수익률을 제고하려는 것을 포트폴리오 업그레이딩(portfolio upgrading)이라 한다.

[圖 V-6] 포트폴리오 업그레이딩



[圖 V-6]에서 원래의 포트폴리오는 새로운 시장상황에 의해 A, B 및 최적 포트폴리오 O보다 비효율적임이 나타난다. 따라서 투자자는 원래의 포트폴리오를 수정해서 새로운 최적 포트폴리오를 구성하고자 할 것인데, 그 구성절차는 앞에서 설명한 시장 포트폴리오를 찾는 것과 동일한 과정을 밟으면 된다.

라. 포트폴리오의 成果評價(portfolio performance evaluation)

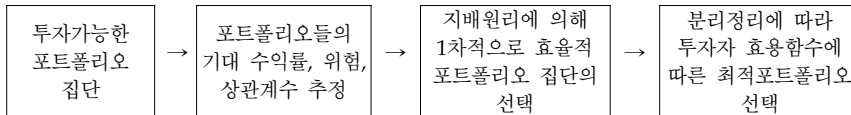
포트폴리오 투자의 성과를 평가할 때에는 일반적으로 期待收益率과 實現收益率만 비교하면 되는 것으로 생각하기 쉬우나, 실제로 수익이 실현되는 時點에서 포트폴리오의 위험을 추정해 보면, 구성종목의 가격변동에 따른 투자비율의 변화, 시장위험의 변화 등으로 인하여, 실제로 투자자가 부담한 투자위험은 처음에 그가 기대했던 것과는 상당히 달라져 있는 것이 보통이므로, 포트폴리오의 成果評價에서 수익률

뿐만 아니라 위험도 중요한 요소가 된다.

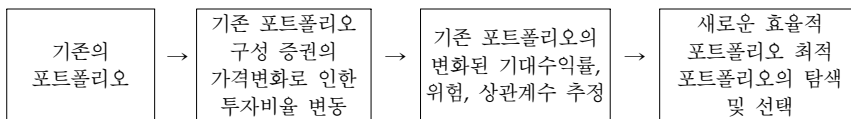
따라서 포트폴리오의 성과평가는 투자자가 위험을 부담한 만큼의 실현수익률을 보상받았느냐 받지 못했느냐 하는 면에서 이루어져야 할 것이다. 지금까지 논의가 [圖 V-7]에 요약되어 있다.

[圖 V-7] 포트폴리오 管理의 세 가지 機能

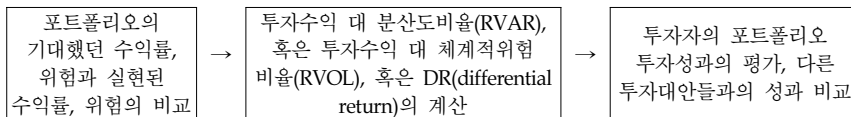
a) 포트폴리오 분석



b) 포트폴리오 수정



c) 포트폴리오 성과측정



資料: 동서경제연구소, 『증권투자 - 이론과 실제』, 1989.

마. 포트폴리오 理論에 立脚한 國民年金의 最適資産配分

금융시장에 새롭고 다양한 금융상품이 출현함에 따라 전세계적으로 거대한 자금을 운용하는 외국의 연기금들은 포트폴리오이론을 응용한 과학적이고도 체계적인 투자운용기법들을 개발하여 활용하고 있다. 본 절에서는 포트폴리오이론에 입각한 국민연금기금의 최적자산배분

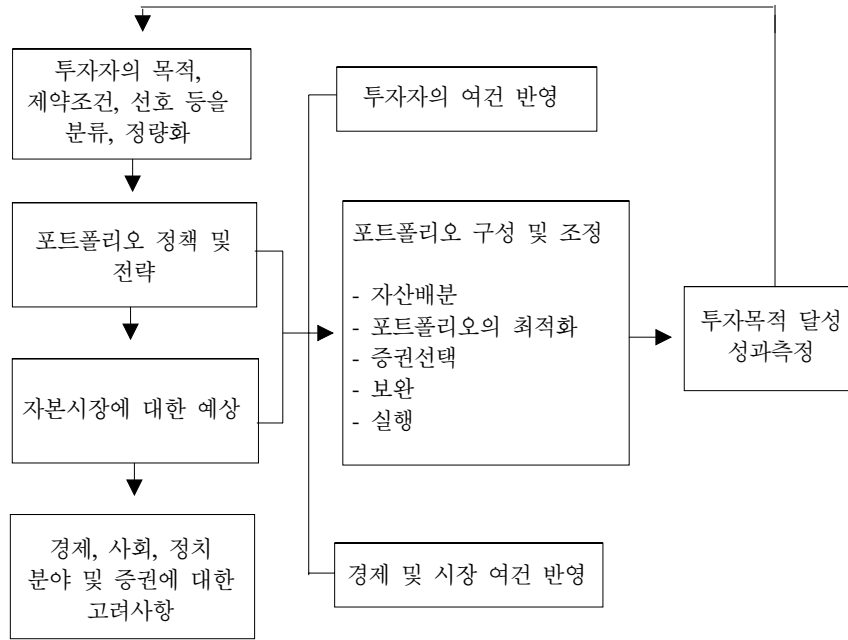
을 유도해 보기로 한다.

1) 포트폴리오의 運用過程과 戰略

포트폴리오이론에 의하면 투자자들이 업종별 또는 종목별 분산투자를 행할 경우 포트폴리오의 총위험중 증시전반에 영향을 미치는 시장 위험을 제외한 고유위험은 대부분 제거가 가능하므로 불확실성하에서 위험자산에 대한 투자의 위험분산효과를 제공한다. 구체적으로 포트폴리오의 위험분산효과는 포트폴리오를 구성하고 있는 자산들의 수익률 관계가 -1에 가까울수록 커지는데 이에 따라 투자자금을 여러 업종들에 투자하고 나아가서 특정업종 중에서도 여러 종목에 분산 투자함으로써 위험의 분산 효과를 제고할 수 있다.

투자주체는 우선 투자의 목적, 제약조건, 선호 등 제반사항을 검토하여 포트폴리오전략을 수립하는데 포트폴리오이론에 의하면 포트폴리오의 수익률과 위험은 교차관계(trade-off)가 있어 포트폴리오 전략은 수익률-위험 관점에서 결정된다. 포트폴리오이론에 따라 수립된 포트폴리오전략은 자본시장의 제반 요인들을 감안하여 구체적인 자산배분(asset allocation)을 결정한다. 이러한 과정을 거쳐 투자의 목적이 실현되면 실현된 운용성과를 측정하여 당초 계획된 투자목적과 대비한 후 다음기의 투자목적을 결정한다.

[圖 V-8] 포트폴리오 構成, 調整, 再構成 過程



2) 最適資産配分 模型

가) 最適資産配分の 定義

최적자산배분은 조달한 자금을 어느 자산에 얼마만큼 배분하는 것이 투자이익을 최대화할 수 있는가를 찾는 재무기법의 하나이다. 일반적으로 최적자산배분은 주어진 위험도내에서 가장 높은 기대수익률, 또는 주어진 기대수익률에서 가장 낮은 투자위험을 달성할 수 있는 포트폴리오를 구성하는 방법을 의미한다.

따라서, 최적자산배분은 다음과 같은 측면에서 주어진 위험에서의 수익률 극대화라는 기금운용의 목표달성에 도움을 줄 수 있다. 첫째,

국민연금관리공단이 기금의 수익을 극대화하기 위해서 어떻게 자금을 배분해야 하는가에 대한 분석의 틀로 최적자산배분을 이용할 수 있다. 둘째, 국민연금기금을 투자하는 자산의 위험도를 수치화한 후 위험조정 수익률을 극대화하도록 기금을 배분함으로써 기금의 포트폴리오 위험을 체계적으로 관리할 수 있는 틀을 제공한다. 셋째, 채권 및 주식시장 등의 금융시장 환경변화에 따른 자산수익률의 변동에 대응하여 기금을 적절하게 배분할 수 있도록 함으로써 시장 여건변화에 기민하게 대처할 수 있는 기회를 제공한다.

나) 最適資産配分の 內容

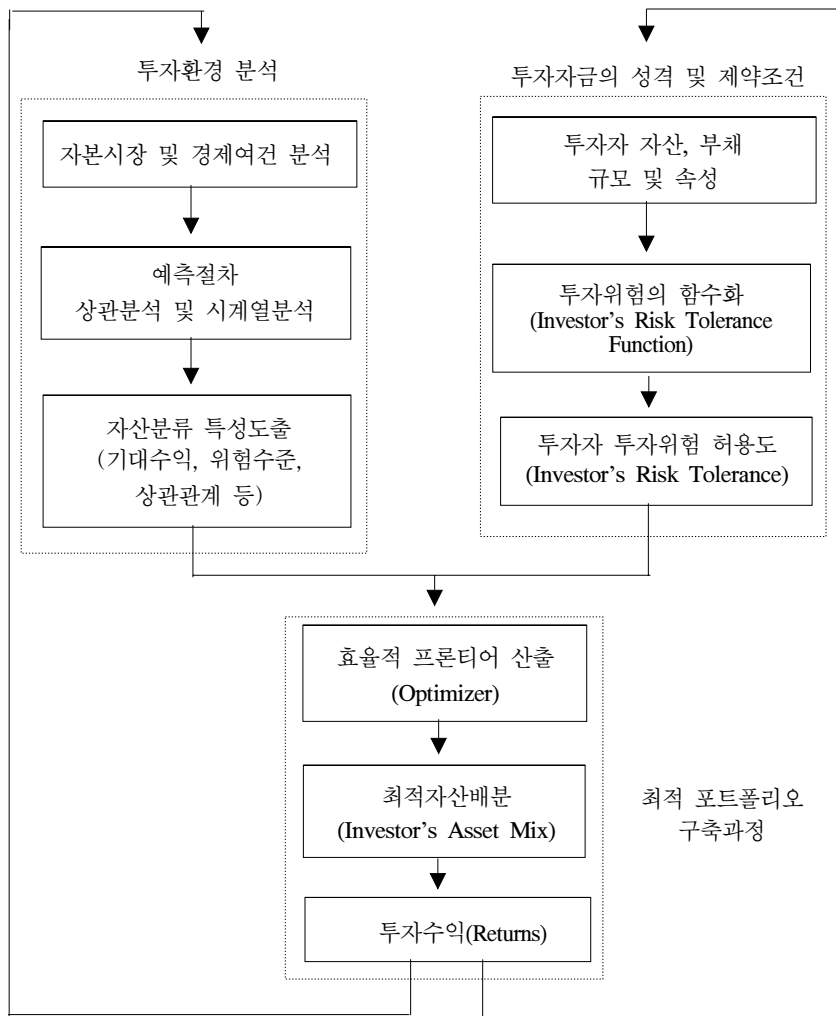
원칙적으로 최적자산을 구성하기 위해서는 모든 개별자산의 기대 수익률 및 위험을 동시에 고려하여야 하나, 현실적으로 이 방법은 복잡하고 비용이 많이 들기 때문에 다음의 2단계 또는 다단계 절차가 일반적으로 사용되고 있다.

1단계에서는 주식군으로 이루어진 주식포트폴리오, 채권군으로 이루어진 채권포트폴리오 등 커다란 포트폴리오 그룹을 구성한다. 다음으로 각 그룹내에서 유사한 성격을 갖는 투자자산을 모아 소규모 그룹을 형성하는데 이를 그룹선택과정이라 한다. 그 다음 각 그룹내에서 개별투자종목을 하나하나 선택하는 종목선택과정을 거친다. 이와 같은 다단계 절차를 사용할 경우 모든 자산간의 공분산을 구해야 하는 절차가 생략되며 자산운용자에게 자산그룹내에서 자율적인 자산운용을 할 수 있는 자율권을 부여하는 장점이 있다.

최적자산배분과정은 운용 자금의 투자위험에 따라 크게 좌우된다. 즉, 어떤 운용 자금은 높은 수익률을 달성하기 위해서 높은 수준의 포트폴리오 위험을 감내할 수 있으나, 다른 자금은 운용 자금의 안전성 확보를 위해 저위험 포트폴리오를 구성하게 될 것이다. 국민연금은 장기성 부채이므로 장기적인 투자정책을 수립할 수 있고 단기 유

동자산 확보에 대한 부담이 크지 않은 반면, 투자수익의 극대화보다는 기금운용의 안전성을 우선시한다는 특성을 지니고 있다.

[圖 V-9] 最適資産構成의 主要節次 흐름도



다) 各 資産의 期待收益率 및 危險度 測定方法

최적자산배분을 하기 위해서는 각 자산의 기대수익률과 자산 및 부채간 공분산 행렬이 필요하다. 이를 위해 다음과 같이 자산운용에 관해 가정하였다. 자산배분의 목적은 주어진 위험수준하에서의 수익 극대화인데 이를 위해서 투자기간을 미리 설정할 필요가 있다. 본 연구에서는 결산이 매년 한 번 이루어진다는 점을 감안하여 투자기간을 1년으로 가정하였다. 또한 국민연금의 투자자산은 채권, 단기금융상품, 주식, 부동산 등 다양할 수 있으나, 본 연구에서는 편의상 주식, 국채, 회사채, 정기에금만을 고려하였다.

(1) 國債, 會社債, 定期預金の 期待收益率 및 危險度

국채 및 은행보증 회사채는 신용위험이 거의 없기 때문에 현재 시장에서 결정되는 만기수익률이 그대로 기대수익률이 되며, 신용위험이 거의 없기 때문에 위험도는 금리위험만으로 결정된다고 가정한다. 채권의 경우 매년 시장가치를 통해 얻어지는 과거 실현수익률들을 이용하여 표준편차를 추정한다. 본 연구에 사용된 회사채와 국채, 그리고 정기에금금리는 통계청의 『통계로 본 한국의 발자취』, 『한국통계월보』를 통해 구하였다. 회사채는 장외에서 거래되는 은행보증 3년만기 회사채를, 국채는 5년만기의 국민주택채권 1종을, 그리고 정기에금은 1년만기의 정기에금을 기준으로 수익률을 구하였다. 본 연구에서 사용한 연평균 유통수익률은 해당년도 각월의 유통수익률의 산술평균치이다.

(2) 株式의 期待收益率 및 危險度

주식의 경우 최적 포트폴리오 구성을 위해 수익률의 기대치 및 위험도가 매년 일정하다고 가정하여 과거의 실현수익률의 평균과 표준편차를 이용하여 주식의 기대수익률 및 위험도를 추정한다.

본 연구에서 사용한 주가수익률은 국내상장회사 주가의 가중평균으로 표현되는 종합주가지수(KOSPI지수)를 이용하여 산정하였다. 즉 주가 수익률의 경우 연말 종합주가지수를 전년말 종합주가지수와 비교하여 얻어지는 수익률을 연평균수익률로 하였다. 이를 수식으로 표현하면, t기의 연평균수익률(r_s)은 다음과 같이 계산된다.

$$r_s = (\text{KOSPI}_t - \text{KOSPI}_{t-1}) / \text{KOSPI}_{t-1}$$

(3) 年平均 收益率을 사용한 理由

최근 자료를 이용한 최적 자산배분모형을 도출하기 위해 1990년대 중반이후부터 1998년 1/4분기까지의 분기별 수익률을 이용하려 하였으나, 분기별 수익률을 이용하는 경우 SAS IML을 이용한 제약조건하의 극소화 문제가 수렴(Converge)하지 않는 경우가 자주 발생하였으며, 해가 주어지는 경우에도 코너해(Corner solution)가 유도되었다. 이는 아마도 동기간 동안 우리나라의 주식시장이 큰 폭의 등락을 거듭하였기 때문인 것으로 추측된다. 따라서 동기간동안 자산 수익률을 이용한 적정 자산배분 결과는 상대적으로 신뢰성면에서 문제가 제기될 수도 있어 보여 데이터 샘플의 한계에도 불구하고 연간 수익률을 이용하였다.

〈表 V-6〉 金融商品別 年平均 收益率

(단위: %)

구 분	주가수익률	회사채유통수익률	국채유통수익률	정기예금이자율
1976년	22	20	22.4	16.0
1977년	15	20	22.6	14.0
1978년	26	21	22.9	18.0
1979년	-16	26	26.7	18.0
1980년	-9	30	30.1	19.0
1981년	16	24	23.6	16.0
1982년	-3	17	17.2	8.0
1983년	-2	14	13.0	10.0
1984년	8	14	14.3	10.0
1985년	5	14	15.2	10.0
1986년	64	12	11.6	10.0
1987년	83	12	12.4	10.0
1988년	65	14	13.0	10.0
1989년	32	15	14.4	10.0
1990년	-18	16	15.3	10.0
1991년	-12	18	16.8	10.0
1992년	-10	16	13.2	10.0
1993년	24	12	12.0	8.0
1994년	32	12	13.5	10.0
1995년	-3	13	9.2	10.0
1996년	-13	12	10.9	9.5
1997년	-22	13	11.7	12.0

出處: 통계청, 『통계로 본 한국의 발전』, 1995.

한국은행, 금융시장부 통화운영과.

資料: 삼성경제연구소, 『통화 및 금리』, 『국가별 경제통계』, <http://econdb.seri-samsung.org>, 1998.

(4) 各 資産間 公分散

각 자산간의 공분산은 포트폴리오 전체의 위험을 결정하는 중요한 요인이 되며, 자산간 공분산은 일반적인 공분산 계산식을 이용하여 추정한다. 1976부터 1997년까지 주식, 국채, 회사채, 정기예금의 평균과 표준편차, 공분산 및 수익률간의 상관계수는 다음과 같다.

〈表 V-7〉 株式, 國債, 會社債 및 定期預金 平均과 標準偏差(1976~1997)

	주식	국채	회사채	정기예금
평균 수익률	12.91%	16.45%	16.59%	11.75%
수익률의 표준편차	28.85%	5.68%	5.02%	3.39%

〈表 V-8〉 株式, 國債, 會社債 및 定期預金 平均과 標準偏差(1988~1997)

	주식	국채	회사채	정기예금
평균 수익률	7.50%	13.00%	14.10%	9.95%
수익률의 표준편차	28.90%	2.20%	2.08%	0.96%

1976~1997 기간동안의 투자수익률은 회사채가 연 16.59%로 제일 높았으며 국채(연 16.45%), 주식(12.91%), 정기예금(연 11.75%) 순으로 되어 있으나, 1988~1997 기간에는 회사채가 연 14.10%로 제일 높았으며 국채(연 13.00%), 정기예금(9.95%), 주식(7.50%) 순으로 되어있다.

〈表 V-9〉 株式, 國債, 會社債 및 定期預金間의 公分散(1976~1997)

	주식	국채	회사채	정기예금
주식	0.0832	-0.0033	-0.0045	-0.0014
국채	-0.0033	0.0032	0.0028	0.0017
회사채	-0.0045	0.0028	0.0025	0.0015
정기예금	-0.0014	0.0017	0.0015	0.0012

〈表 V-10〉 株式, 國債, 會社債 및 定期預金間의 相關係數

('76~'97)

	주식	국채	회사채	정기예금
주식	1.0000	-0.2009	-0.3103	-0.1408
국채	-0.2009	1.0000	0.9660	0.8891
회사채	-0.3103	0.9660	1.0000	0.8755
정기예금	-0.1408	0.8891	0.8755	1.0000

3) 國民年金의 最適포트폴리오 構成

국민연금의 최적포트폴리오 구성을 위해 사용된 모형은 투자대상자산들 사이의 공분산과 투자대상자산들의 기대투자수익률이 주어졌을 때, 목표 수익률을 만족시키는 포트폴리오 중에서 분산이 제일 적은 포트폴리오의 구성을 찾아내도록 설계되었다. 모형을 식으로 표현하면 다음과 같다.

목표함수: 최소화 $c'x + x'Hx/2$

제약조건: $Gx \geq b$

$x \geq 0$

단, x 는 투자대상을 나타내는 벡터
 c 는 목적함수 선형계수(linear coefficient)의 벡터
 H 는 분산·공분산 행렬
 G 는 투자대상의 평균을 나타내는 벡터
 b 는 최저 기대투자수익률

상기 제약조건하에서 목표함수 최소화문제는 SAS IML을 이용하여 구하였다. SAS모형은 크게 투자자산의 기대수익률과 위험에 따라 결정되는 목표수익률을 입력하는 단계, 쿤-터커(Kuhn-Tucker)방식을 이용하여 최적해를 구하는 단계, 목표투자수익률에 맞는 최적자산배분

비율과 최적포트폴리오의 분산을 구하는 단계로 나뉘어진다. 부록에 SAS IML을 이용한 최적 자산배분 모형의 프로그램이 제시되었다.

가) 國民年金의 最適포트폴리오 構成

과거의 자산수익률 자료를 이용함에 있어 기간의 차이에 따른 민감도를 보기 위하여 기간을 첫째, 1976년부터 1997년까지 둘째, 국민연금이 도입된 1988년부터 1997년까지로 각각 구분하여 구한 국민연금의 최적 자산배분은 각각 <表 V-11>, <表 V-12>와 같다.

<表 V-11> 포트폴리오 投資收益率·危險 및 資産配分(1976~1997)
(단위: %)

투자수익률	위험	자산배분			
		주식	국채	회사채	정기예금
0.10	0.0005612	0.0298	0	0	0.9702
0.12	0.0005705	0.0321	0	0.0440	0.9239
0.13	0.0006282	0.0404	0	0.2486	0.7110
0.14	0.0007096	0.0487	0	0.4532	0.4981
0.15	0.0008148	0.0570	0	0.6578	0.2852
0.16	0.0009437	0.0653	0	0.8625	0.0722
0.164	0.0010148	0.0516	0	0.9484	0
0.165	0.0011071	0.0245	0	0.9755	0
0.1655	0.0011795	0.0109	0	0.9891	0

註: 투자수익률-포트폴리오 최소 요구 투자수익률
위험-투자수익률에 따라 자산을 배분하였을 경우의 포트폴리오 위험수준

〈表 V-12〉 포트폴리오 投資收益率·危險 및 資産配分(1988~1997)
(단위: %)

투자수익률	위험	자 산 배 분			
		주식	국채	회사채	정기예금
0.09	0.0000326	0.0132	0	0.2159	0.7709
0.10	0.0000326	0.0132	0	0.2159	0.7709
0.11	0.0000331	0.0134	0	0.2609	0.7257
0.12	0.000053	0.0143	0	0.5024	0.4834
0.1275	0.0000869	0.0149	0	0.6835	0.3016
0.13	0.0001018	0.0151	0	0.7439	0.2410
0.133	0.0001221	0.0154	0	0.8163	0.1683
0.135	0.0001371	0.0156	0	0.8646	0.1199
0.137	0.0001533	0.0157	0	0.9129	0.0714
0.14	0.0001797	0.0152	0	0.9848	0
0.141	0.0002	0	0	1	0

註: 투자수익률-포트폴리오 최소 요구 투자수익률

위험-투자수익률에 따라 자산을 배분하였을 경우의 포트폴리오 위험수준

투자대상 자산들의 기대수익률과 위험이 주어졌을 때, 목표기대 수익률을 만족시키며 위험을 최소화시킬 수 있는 최적포트폴리오의 자산배분은 목표기대수익률이 어떻게 설정되느냐에 의존한다. 1988~1997 기간동안의 최적자산배분모형에 의하면 목표기대투자수익률이 연 12%일 경우에는 회사채에 50%, 정기예금에 48%, 주식에 1.5%, 국채에 0% 투자하여야 하며, 목표기대수익률이 연 14%인 경우 회사채에 98.5%, 주식에 1.5%, 정기예금과 국채에는 0%를 투자하여야 한다. 여기서 각각의 경우 국채에 대한 투자비율이 0%인 것은 투자수익률과 위험에 있어 회사채가 국채보다 우월하기 때문이다. 최적자산배분 결과에 의하면 연 14%의 수익률을 달성하기 위해서는 안정적 금융자산인 채권에 대한 투자 비중을 95% 이상으로 늘려야 함을 보여주고 있는데, 이는 90년의 극심한 주식시장 불황을 고려할 때 일반적인 상식에서 크게 벗어나지 않는 것으로 보여진다.

일반적인 상식에 의하면, 회사채가 국채보다 수익률 측면에서는 우월한 반면 국채가 위험측면에서 회사채보다 우월하기 때문에 양 자산에 분산투자하는 것으로 알려지고 있으나, 동기간 동안의 연간 수익률에 의하면 회사채가 수익률과 위험 측면에서 모두 우월한 것으로 나타나 이러한 결과가 유도된 것으로 보인다. 한편 1988~1997 기간 동안 국채와 회사채에 대한 투자는 수익률과 위험측면에서 각각 1.1%, 0.12%의 차이를 보이고 있는데, 이에 대한 투자배분은 경제적 측면보다는 정책적 측면에서 결정되어야 할 사항으로 보인다.

나) 最適포트폴리오 構成에 비추어 본 國民年金 基金運用 評價

다수의 가입자들로부터 각출된 국민연금기금의 경우 적정투자 수익률과 위험수준에 대한 합의점을 찾기가 쉽지 않다. 즉 특정의 효용함수로부터 유도되는 투자수익률과 위험수준에 대한 객관적인 값을 갖기가 쉽지 않은 것이다. 이러한 문제점 때문에 다소 임의적(Ad-hoc) 이기는 하나 국민연금 도입시점부터 현재까지('88~'97)의 금융부문 평균수익률을 이용하여 거꾸로 금융부문의 자산배분이 최적자산 배분 원칙과 어느 정도 일치하고 있는지를 알아보도록 한다.

〈表 V-13〉 國民年金基金의 金融部門 收益率(1988~1997)

(단위: %)

연도	1988	1989	1990	1991	1992
금융부문 수익률	12.95	14.35	13.83	14.04	14.07
연도	1993	1994	1995	1996	1997
금융부문 수익률	13.87	13.91	13.11	11.86	5.52
금융부문 수익률 평균(1988~1997)	12.75				

資料: 보건복지부 내부자료, 1998.

〈表 V-14〉 國民年金基金의 最適資産配分(現在)

(단위: %)

구 분	최적자산배분	국민연금기금의 금융부문 투자상품 비중
	1988년~1997년 금융부문평균 수익률 (12.75%)	1997년말
채권 (국공채, 회사채), 금전신탁 및 공사채형 수익증권	68.4	79.1
주식, 주식형수익증권 ¹⁾	1.5	17.5(7.08)
단기상품(정기예금 등)	30.16	3.4
합 계	100.0	100.0

註: 1) 주식은 '97년말 기준 비상장된 한국통신(주)을 5,593억원을 포함한 것임. 비상장 주식을 제외하는 경우 주식의 투자비중은 7.08%임.

1988~1997년까지 자료를 이용하여 얻은 최적자산배분을 1997년 국민연금 기금운용 결과와 비교하여 평가하면 총운용자산의 79% 가량이 채권 등의 부문에 투자되고 있어, 최적포트폴리오 구성과 비교 시 주식의 비중이 높고 단기상품의 비중이 지나치게 낮음을 알 수 있다. 그러나, 이러한 투자비중은 목표수익률에 민감하기 때문에 사후적인 수익률로 국민연금 기금운용결과를 평가하는 것은 많은 무리가 따를 수밖에 없다. 그럼에도 불구하고 전반적인 면에서 목표수익률 대비 자산배분결과를 보면, 가까운 장래에도 지금과 같은 금융수익률이 유지된다는 가정하에서는 채권과 단기상품의 투자비중 확대와 주식에 대한 투자비중 감소가 필요해 보인다.

그러나 지금까지의 평가는 자본시장이 효율적으로 움직인다는 가정 하에서 유도된 포트폴리오 이론에 바탕한 것이기에 최근 IMF 사태 등으로 인한 외부의 충격에 의해 금융시장이 비정상적으로 움직이고 있다는 사실을 감안하면 좀 더 조심스럽게 해석되어야 할 것으로 보인다. 즉, 우리나라의 금융시장이 최적 자산배분 이론도출을 위한

기본 가정들을 어느 정도 충족시키고 있느냐의 관점에서 볼 때, 포트폴리오이론에 의한 최적 자산배분결과를 국민연금 기금운용에 그대로 접목시키는 것은 아직 시기상조가 아닌가 싶다. 이러한 점들을 고려한다면, 포트폴리오 이론에 의한 최적 자산배분결과는 국민연금 기금운용에 있어 하나의 투자지침 정도로 사용되는 것이 바람직할 것으로 생각된다.

한편, 국민연금의 기금운용 목적이 수익성만 전적으로 추구하지 않고 있음을 상기하면 지금까지의 기금운용이 자산배분 측면에서 그리 커다란 문제점은 없었던 것으로 보여진다. 그러나, 기금운용에서 보다 중요한 문제는 자산배분보다는 투자대상별 최적포트폴리오를 어떻게 구성할 것인가의 문제가 될 것이다. 따라서, 향후 바람직한 금융부문 기금운용 방향으로는 잦은 교체매매를 통한 단기이익의 극대화보다는 철저한 기업분석을 바탕으로 성장성이 큰 업종에 장기 투자함으로써 장기적인 관점에서의 수익 극대화를 추구하는 쪽으로 투자전략을 세우는 것이 바람직해 보인다.

3. 證券投資會社(뮤추얼펀드)를 통한 基金 運用方案

재정경제부는 1998년 하반기중 증권투자회사법 개정안을 국회에 제출, 증권투자회사(뮤추얼펀드) 설립을 허용할 방침이다. 뮤추얼펀드의 가장 큰 특징은 증권투자회사는 단지 서류상의 회사(paper company)이며 펀드기금은 독립된 전문자산운용회사가 운용한다는 점이다. 회사형 투자신탁이라 불리우는 뮤추얼펀드는 이미 우리나라에 도입되어 있는 계약형 투자신탁과 여러가지 면에서 차이점을 보이고 있다. 계약형 투자신탁의 경우 신탁약관에 의한 신탁계약으로 특정형태의 수익증권을 통해 고객의 입장으로 투자에 참여하나

뮤추얼펀드는 펀드자체가 법인자격을 가진 주식회사로 투자자가 주주의 자격으로 투자에 참여한다는 점이 가장 큰 차이점이다. 계약형 투자신탁의 경우 투자자는 투자신탁회사의 수익증권 중에서 투자대상을 선택해야한다. 그러나, 회사형 투자신탁의 경우 전문자산운용기관이 펀드운용을 전담하나 투자자가 펀드운용에 직접적인 영향을 미칠수 있다는 점에 커다란 차이점이 있다고 하겠다. 따라서, 회사형 투자신탁을 이용하는 경우 투자자는 기금운용 자체는 전문운용기관에 맡기되 포트폴리오구성 등에는 영향력을 행사할 수 있어 투자목적에 맞는 자산들을 펀드운용에 대거 포함시킬수 있다는 장점이 있다. 따라서 국민연금기금을 회사형 투자신탁으로 운용하는 경우 국민연금기금의 운용목적에 맞는 자산으로 투자포트폴리오를 구성할 수 있고, 많은 숫자의 전문투자인력 없이도 투자의 전문성을 기할수 있어 날로 복잡해지는 금융환경에 효과적으로 대처할 수 있다는 장점이 있게 된다. 이하에서는 회사형 투자신탁제도가 가장 발달되어 있는 미국의 사례를 통해 뮤추얼펀드에 대한 이해를 넓혀보도록 한다.

가. 投資信託의 定義

투자신탁이란 여러투자자의 자금을 모아 기금(Fund)를 만들어 투자를 행하는 소위 집합투자조직(Collective Investment Scheme)을 의미한다. 1980년대이후 전세계적으로 증권화(securitization)가 급속히 진전되면서 전통적인 자금조달과 저축기능의 중추적 기능을 담당하였던 은행의 입지는 축소되고 그에 대신하여 투자은행, 자산운용회사 등 투자전문기관이 대거 등장하였으며 금융상품도 전통적인 구조에서 벗어나 고도의 전문적인 지식을 갖추어야만 이해가 가능한 각종 파생상품이 쏟아져 나오기 시작하였다. 또한 정보통신의 발달로 인한 시장

정보의 신속한 확산, 개방화에 따른 시장의 확대 등으로 일반투자자가 전통적인 방법으로 투자할 수 있는 데는 한계가 있었다. 이러한 여건의 변화를 반영하여 전문투자기관이 투자를 대행함으로써 일반인도 저렴한 비용에 전문적인 투자수단에 접근이 가능한 투자신탁제도가 급속히 발전되었다. 우리나라의 경우 저축기관화한 기존 투신시장을 간접적인 증권투자가 목적인 투신 본연의 시장으로 체질 개선하기 위해 정부는 1998년 하반기부터 회사형 투자신탁을 도입할 예정이다.

나. 會社型 投資信託의 類型

투자신탁의 종류는 크게 회사형과 계약형으로 구분할 수 있다. 회사형이란 기금(fund)이 법인으로서의 법적 지위를 갖고 투자자는 주주가 되는 형태를 의미하며 미국과 프랑스에서 발달한 제도이다. 한편, 계약형은 투자신탁회사가 주체가 되어 펀드를 만들고 투자자는 투자신탁회사와 계약을 통하여 수익자의 위치에서 펀드에 투자하는 형태로 한국, 일본, 영국 등에서 발달한 형태를 말한다.

다. 美國의 投資信託制度

1) 뮤추얼펀드 中心의 投資信託 概要

미국의 투자신탁은 법인(corporation) 또는 사업신탁(business trust) 등 여러 가지 형태가 있는데 이 가운데 절대적 비중을 차지하는 것이 뮤추얼펀드라 부르는 회사형의 개방형 투자신탁이다. 뮤추얼 펀드의 투자자는 법적으로 주주의 지위를 가지며 펀드운영에 소요되는 제반 비용 및 보수를 차감한 후 펀드에 귀속되는 모든 매매차익과 이자소득에 대한 소유권을 갖는다. 또한 뮤추얼펀드는 투자 목적에 따라 다

양한 형태로 설립될 수 있다. 예를들면 보통주에만 투자하는 주식형 펀드, 회사채 또는 국채에만 투자하는 채권형 펀드, 연방·주정부가 발행하는 채무증서 등에 투자하는 펀드, 단기금융시장의 CD나 CP, 단기국채에 주로 투자하는 MMF 등이 있다.

뮤추얼펀드는 미국 각 州法에 근거하여 설립되나 다음과 같은 점에서 일반 법인과 차이가난다. 첫째, 대부분의 뮤추얼펀드는 社外의 기관들에 의해 운영된다. 즉, 뮤추얼펀드 그 자체는 직원이 없는 서류회사(paper company)로서 모든 관리·운영은 투자자문사, 증권사, 은행 등 제3의 조직이나 외부기관에 의하여 이루어진다. 둘째, 증자를 통한 신주발행이 항상 가능하기 때문에 언제든지 신규투자가 가능하며 투자자의 환매 요청시 언제든지 그 시점의 뮤추얼펀드 순자산가치에 의거하여 환매에 응하여야 한다. 셋째, 뮤추얼펀드의 이사회에 펀드 운영에 대한 포괄적인 책임이 부여되어 있다.

2) 關聯 法規

투자신탁회사 운영에 있어 투자자 보호를 기본 목적으로 1940년 투자회사법(Investment Company Act)이 제정되었는데 그 주요 내용은 다음과 같다. 투자회사법의 정의에 의하면 뮤추얼펀드는 'management company'에 해당하며 이는 분산형(diversified)과 비분산형(non-diversified)으로 구분된다. 분산형의 경우 총자산의 75% 이상을 현금 및 어음 등 현금성자산, 정부발행증권 등 기타 유가증권에 투자해야 하며, 투자금액 기준으로 동일회사 발행증권에 총자산의 5%를 초과하여 투자할 수 없고 동일회사 의결권부 증권의 10%를 초과하여 보유할 수 없게 되어 있다.

투자회사법에 따라 뮤추얼펀드는 개방형(open) 투자회사로 분류되며 이는 주주(투자자)의 요청시 환매에 응하여야 하고 환매청구를 받

은 날로부터 7일 이내에 펀드의 순자산가치에 근거하여 환매금액을 환매를 청구한 주주에게 지급하여야 한다. 반면 폐쇄형 투자회사는 환매제도가 없기 때문에 투자주식을 처분하고자 하는 경우 거래소를 통하여 시장가격으로 매각하여야 한다. 대부분의 폐쇄형펀드는 상장되어 있으며 통상 순자산가치에 대해 할인되어 거래된다.

3) 뮤추얼펀드의 組織 및 構造

거의 대부분의 뮤추얼펀드는 서류회사로서 직원을 고용하지 않는 대신 다수의 관련회사 또는 독립된 회사들에 의해 관리·운영되는 것이 특징이다.

가) 理事會/受託者

일반회사처럼 뮤추얼펀드의 이사는 뮤추얼펀드의 관리에 대하여 포괄적인 감독을 책임지는 등 펀드의 운영에 중심적인 역할을 담당한다. 이사의 역할은 신중한 관리자(prudent person)로서 펀드의 운영과 관련되어 합리적이고 현명한 판단을 하고 관리절차의 확립, 감독기능의 수행, 투자자문사·주간사회사 기타 펀드에 서비스를 제공하는 관계회사에 대한 평가 등의 의무를 수행하여야 한다.

나) 株主

일반회사처럼 뮤추얼펀드의 주주도 의결권을 보유하는데 이러한 의결권은 펀드가 설립된 주의 州法과 펀드의 정관 및 투자회사법에 의하여 부여된다. 대부분의 뮤추얼펀드는 年例주주총회를 갖지는 않지만 필요시 주주는 특별주주총회를 소집할 수 있다.

다) 投資諮問

투자자문사는 펀드의 투자목적과 정책에 따라 투자·운용하여야 하며 이와 관련된 매매 등을 최선을 다하여 수행해야 할 책임이 있다. 동 목적을 위한 투자자문사의 역할은 펀드와의 서면계약에 의해 이루어지며 자문보수는 펀드의 연평균 순자산가치의 일정비율을 매년 지급받도록 계약되는 것이 일반적이나 투자자문법에서 규정된 기준에 의거하여 운용성과에 연동된 자문보수를 받는 경우도 있다.

라) 管理會社(Administration)

펀드관리란 펀드에 서비스를 제공하는 여타 회사들의 업무수행을 총괄하고 펀드운용에 관한 연방정부의 요건을 준수하도록 하는 것을 포함하며 주로 투자자문사 등 펀드관련회사나 제3의 조직에 의하여 이루어진다.

마) 元引受人(Principal Underwriter)

뮤추얼펀드는 신탁재산의 순자산가치에 따라 지속적인 신주발행을 하고 있으며 이러한 신주는 펀드가 지명한 元引受人의 역할을 수행하는 별도의 기관을 통하여 판매되는 것이 일반적이다.

바) 保管會社(Custodian)

1940년의 투자회사법은 뮤추얼펀드가 투자한 유가증권을 적격한 은행 및 기타 기관에 보관하도록 하고 있는데 실제 대부분 은행에 보관하고 있다. 일반적으로 뮤추얼펀드와 은행과의 보관계약은 일반계약보다 훨씬 정교하고 세밀하게 이루어진다.

사) 株式事務取扱機關(Transfer Agent)

주식사무취급기관은 매일매일의 신규투자자와 환매 그리고 계좌별 잔고 등을 내용으로 하는 일일 주주명부기록을 유지, 관리한다. 통상 분배금의 지급대리인으로서 분배금계산과 지급 및 분배금지급기록을 관리하며 주주에게 회계보고서, 소득세 관련 통지 등 필요한 정보를 제공한다.

4) 뮤추얼펀드의 販賣

뮤추얼펀드의 판매는 원인수회사 또는 독립증권사에 고용된 판매원을 통하여 판매하는 방법과 직접판매의 방법이 있다. 판매원을 통한 판매의 경우 증권사에 등록된 판매원은 적극적 판촉 행위와 투자자에 대한 지속적인 투자정보를 제공한다. 직접판매는 투자자가 직접 구매하는 방법으로 신문이나 잡지의 광고를 참조하여 뮤추얼펀드 또는 원인수회사를 통하여 직접 구매하는 경우를 의미한다. 일반적으로 뮤추얼펀드의 대부분은 증권사나 은행을 통하거나 직접 판매의 방법으로 판매된다.

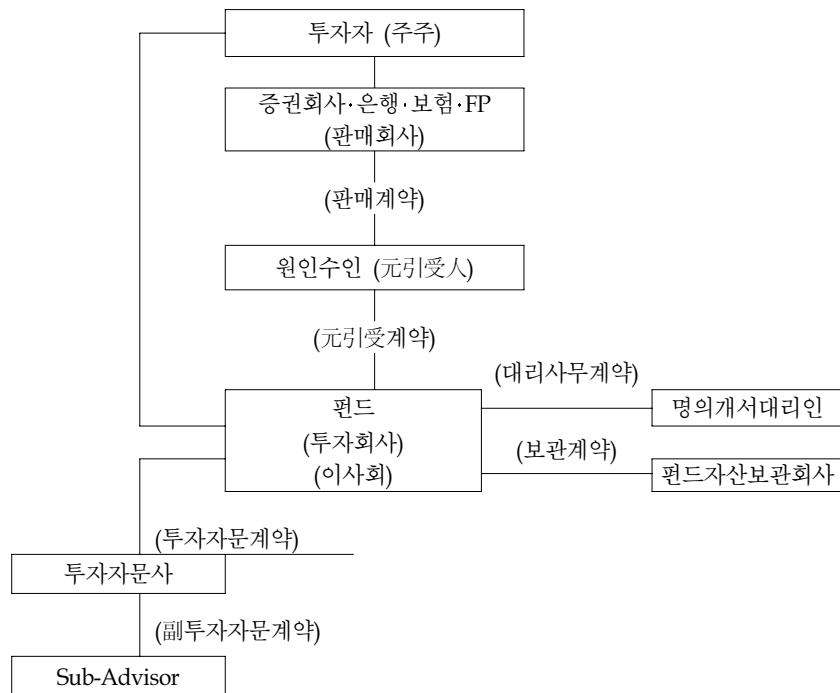
5) 뮤추얼펀드 運營 例

운영과 관리 측면에서 보면 투자자인 주주가 선임한 이사회에 의하여 중요한 사항 대부분이 결정되고 실행되도록 되어 있다. 그러나 뮤추얼펀드는 서류상 회사(Paper Company)이어서 실제로는 펀드와 제3자(회사)와의 계약을 맺어 관련 업무를 수행한다. 일례로 미국의 피델리티(Fidelity)투신사의 마젤란펀드의 실례를 보면 마젤란펀드는 투자회사(펀드)이며 피델리티사는 계약을 통해 펀드의 운용을 담당하고 있다. 따라서 표면상으로는 뮤추얼펀드가 독립된 회사로 펀드의 운용,

관리 등 모든 업무를 담당하는 것으로 보이나 실제로는 투신사인 피델리티사가 주도적으로 처리한다.

한 예로 '갭'이라는 투신사가 통신업에 투자하는 뮤추얼펀드를 설립한다고 하자. 이 경우 '갭'투신사가 설립발기인이 되어 투자회사(펀드)를 설립하고 운용은 그 자신이 담당하며 투자자(주주)의 명부관리, 펀드재산의 보관, 판매 및 환매 등 여타 관련업무는 각각 다른 회사(대부분 '갭'사의 관계회사들임)가 담당하도록 계약을 맺음으로써 펀드가 만들어지고 운용된다.

[圖 V-10] 美國 뮤추얼펀드의 運營構造



資料: 박병우, 『주요국의 회사형 투자신탁제도』, 『투신』, 1998. 5.

〈表 V-15〉 株式型 뮤추얼펀드의 純新規資金흐름, 1984~1997
(단위: 10억불)

	국 내					해외	총	총주식형 펀드수탁고
	성장형	안정성 장형	성장 및 인컴형	인컴형	합계			
1984	1.1	0.6	1.4	1.8	4.9	0.9	5.9	83.1
1985	1.4	0.2	2.7	3.4	7.7	0.8	8.5	116.9
1986	1.6	1.6	9.2	5.3	17.7	4.2	21.9	161.5
1987	3.6	3.9	9.5	2.7	19.6	-0.6	19.1	180.7
1988	2.9	-4.4	-5.2	-1.3	-13.8	-2.4	-16.2	194.8
1989	0.8	-0.9	4.1	0.6	4.6	1.2	5.8	249.0
1990	0.5	3.3	2.9	-0.4	6.3	6.5	12.8	245.8
1991	8.7	14.0	12.5	1.2	36.4	3.2	39.5	411.6
1992	13.4	24.9	27.3	6.4	72.1	7.0	79.2	522.8
1993	20.6	21.6	34.0	14.8	91.1	38.5	129.6	749.0
1994	25.3	22.3	19.4	8.4	75.4	43.9	119.3	866.4
1995	35.7	36.9	37.0	7.0	116.5	11.7	128.2	1,269.0
1996	55.5	46.2	65.0	8.6	175.3	46.3	221.6	1,750.9
1997	36.6	57.4	87.5	11.9	193.3	37.7	231.1	2,399.3

註: 적극적 성장형 펀드에는 귀금속 펀드가 포함되어 있음. 인컴펀드에는 인컴-주식형펀드와 옵션-인컴펀드가 포함되어있음. 해외펀드에는 글로벌펀드와 국제펀드가 포함되어 있음.

資料: ICI(Investment Company Institute) Perspective, 1998. 2. 「1997년도 미국의 뮤추얼펀드 현황」, 『투신』, 1998. 3.에서 재인용.

〈表 V-16〉 債券 및 인컴뮤추얼펀드의 純新規資金흐름, 1984~1997
(단위: 10억불)

	혼합	국채 및 국가보증채	글로벌채	회사채	고율채	할인채	지방채	합계	총 채권 및 인컴펀 드수탁고
1984	0.3	7.4	0.0	0.2	0.0	4.3	4.3	13.3	54.0
1985	2.0	42.8	0.0	0.9	1.2	13.9	13.9	65.2	134.8
1986	5.9	57.5	0.4	3.5	3.5	28.2	28.2	108.6	262.6
1987	4.1	2.9	0.7	0.6	1.1	0.9	0.9	10.9	273.2
1988	-2.5	-13.7	0.6	-0.2	0.5	5.1	5.1	-7.0	277.5
1989	4.3	-12.8	-0.1	0.8	1.7	12.0	12.0	3.1	304.8
1990	2.3	-7.7	5.6	0.2	3.2	9.9	9.9	8.5	322.7
1991	8.3	17.4	10.2	3.0	5.2	21.2	21.2	67.2	441.4
1992	22.7	29.8	-2.8	4.5	6.6	28.4	28.4	93.7	577.3
1993	40.4	6.1	4.5	4.3	11.5	38.3	38.3	113.7	761.1
1994	21.1	-39.9	-4.5	-1.6	-2.3	-15.5	-15.5	-43.4	684.0
1995	5.7	-13.9	-4.4	2.0	4.7	-7.0	-7.0	-4.8	798.3
1996	10.4	-13.8	-0.9	2.4	8.6	-6.3	-6.3	12.6	886.5
1997	20.0	-9.8	-1.1	1.0	17.1	0.5	0.5	44.5	1,031.5

註: 혼합펀드에는 ballanced funds, flexible portfolio funds, income-mixed funds가 포함됨.

資料: ICI(Investment Company Institute) Perspective, 1998. 2. 「1997년도 미국의 뮤추얼펀드 현황」, 『투신』, 1998. 3.에서 재인용.

라. 日本의 會社型 投資信託 導入現況

일본정부는 1998년 3월 10일의 각의에서 금융대개혁을 위한 금융시스템 개혁법안을 결의하여 동년 12월부터 시행할 예정이다. 금융시스템 개혁법에 의해 개정될 22종류의 법률 하나에 투자신탁법도 포함되어 있는데 개정된 주요내용에는 종래의 계약형 증권투자신탁외에 회사형 투자신탁과 사모 투신의 도입이 포함되어 있다.

일본에 있어 계약형과 새로이 도입되는 회사형의 차이 및 특징을 살펴보면 수익권에 해당하는 것이 투자수익이며 수익권을 표창하는 수익증권에 해당하는 것이 투자증권이다. 투자주식은 무액면의 기명

식으로서 수익자에 해당하는 자는 투자주주가 되고 투자주주의 책임은 보유하는 투자주식의 인수가액(투자액)에 한정된다. 그리고 회사형에서는 상법상의 주식회사의 규정을 참고하여 투자주주의 총회가 있으며 집행임원, 감사 및 그들로 구성되는 이사회가 있다. 투자주주의 총회는 주주총회에 해당되며, 정관 변경, 임원이나 회계 감사인의 선임·해임, 자산운용회사의 선임의 승인, 합병·해산 등에 관한 결의를 한다. 임원은 대표이사의 기능을 가지는 임원, 자산운용회사 등과 이해관계가 없는 사람으로 선임된 독립이사와 감사 등으로 구성된다.

회사형 투자신탁의 또다른 특징으로는 증권투자법인의 자산운용은 운용회사에, 자산의 보관은 자산보관회사에 위탁하는 것을 의무화한 점이다. 운용회사는 증권투자신탁의 위탁업자, 투자고문업자 등이 그 역할을 할 수 있으며 자산보관회사로서는 신탁회사, 신탁은행, 증권회사 등으로 규정되어 있다. 또한 내각총리대신은 증권투자법인에 대해 보고를 요구하거나 검사 등을 할 수 있으며 증권투자법인의 순자산액이 법정액을 하회하는 경우에는 등록을 취소할 수 있다.

마. 財政經濟部의 會社型 投資信託制度 導入方案

재정경제부는 1998년 하반기중 증권투자회사법 개정안을 국회에 제출, 뮤추얼펀드 설립을 허용할 방침임을 밝혔다. 뮤추얼펀드는 자금을 주식, 채권과 외화증권에 투자하거나 콜자금대출 금융기관예치 등으로 운용할 수 있다. 펀드는 출자자 50인을 기준으로 사모와 공모형태로 구분된다. 50인 미만이 출자하는 사모형 펀드는 동일투자종목에 제한이 없으며 자산운용회사에 별도로 자산을 맡기지 않아도 된다. 50인 이상 모집하는 공모의 경우에는 자산의 10% 이상을 동일종목 유가증권에 투자할수 없으며 특정기업 발행주식 총수의 10%를 초과하여 취득할수 없다. 또한 펀드운용은 자산운용회사에 위탁해야 한다.

재정경제부는 뮤추얼펀드의 최저자본금을 10억원으로 하여 일정기간 출자금을 인출할 수 없는 폐쇄형만을 우선 허용하는 방안을 검토하고 있다. 폐쇄형만을 도입하려는 이유는 개방형을 도입할 경우 채권시장의 미발달 등으로 시장매각에 의한 환매가 어려운 까닭에 자산운용이 단기화될 우려가 있고 이에 따라 기업의 장기자금 조달수단인 회사채 발행이 어려워질 가능성이 크기 때문이다. 즉, 채권형의 환매청구시 채권의 매각이 곤란하여 자산운용회사는 투자자의 환매청구에 대비하여 자산을 콜, CP 등 단기물 위주로 운용함에 따라 채권시장이 위축될 우려가 있기 때문이다. 따라서 정부는 회사형 투자신탁제도 도입 초기단계에는 폐쇄형만 허용하되 개방형은 채권시장 발달 등 제반 도입여건이 구비된 이후 설립을 허용할 예정이다. 한편, 자산운용회사의 최저자본금은 50억원이나 1백억원으로 하는 방안이 검토되고 있으나 50억원이 될 가능성이 높다. 정부는 자산운용회사에 일정한 자격이 있는 투자 전문인력을 갖추도록 의무화할 방침이다.

〈表 V-17〉 現行 契約型 投資信託과 會社型 投資信託의 比較

	계약형 투신	회사형 투신
설립형태	신탁약관에 의한 신탁계약	펀드자체가 법인격을 가진 주식회사
발행유가증권	수익증권	주식
투자자의 법적지위	수익자 (투신사는 선량한 관리자로서 투자자의 이익극대화 추구)	주주(투자자가 사적자치에 의 하여 주총등을 통해 이익추구)
설립규제	설립요건 엄격	설립이 계약형에 비하여 용이
통제제도	감독기관의 감독	주주에 의한 자율적 규제 (주주총회, 각종 주주권)
금융상품성격	저축의 수단으로서 원본의 개념이 강함 (단기 존재)	투자의 수단으로서 원본개념이 희박(계속기업: going concern)
환매방법	시장매각 또는 투신사 환매	좌동

資料: 재정경제부, 『회사형 투자신탁제도의 도입방안』, 1998. 5.

바. 金融市場에 미치는 影響

기존의 투자신탁제도하에서는 주가가 하락하는 경우 투자자들로부터 주식형수익증권의 환매요구가 쇄도하여 편입된 주식의 매각을 통한 주가 추가하락 현상이 자주 나타난다. 즉, 주가가 하락하는 경우 일반투자자들은 투자에 따른 손실을 최소화하기 위해 수익증권(주식형)의 환매를 요구해와 투자신탁회사는 원리금 상환을 위해 주식형 수익증권에 편입된 주식들을 시장에 내다 팔 수밖에 없다. 따라서, 투자신탁회사의 주식 매도물량은 주가를 추가로 하락시키는 요인으로 작용한다. 이러한 매커니즘에 의해 자본시장의 안정에 기여해야할 기관투자자가 오히려 주가 하락시 추가하락을 부채질하는 역설적인 사태가 발생하는 것이다.

주식을 통해 효과적인 기금증식 목적을 달성하기 위해서는 사전에 철저한 기업분석을 통해 성장 가능성이 많은 기업들을 선택하여 장기적인 관점에서 투자하는 경우에만 소기의 투자목적 달성할 수 있다. 그러나, 우리나라 주식시장은 일반 투자자의 경우 단기적인 손익에 민감한 편이며, 증권회사 등 자산운용기관들은 빈번한 교체매매를 통한 중개 수수료(brokerage fee) 수입증대에 열을 올리고 있는 상황이라 흔히 이러한 투자행태가 주식시장의 등락폭을 크게 하는 요인 중의 하나로 지목되고 있다. 따라서, 국민연금과 같은 장기 자금이 철저한 기업 및 시장분석을 통해 장기적인 관점에서 기금운용을 하는 경우 주식을 파고사는 횡수를 줄여 주식시장의 등락폭을 좁힐 수 있으며 이러한 과정을 통해 금융시장 안정에 기여할 수 있을 것으로 보여진다.

1987년 10월 19일 미국 암흑의 월요일(Black Monday)에 뮤추얼펀드의 운용행태를 분석함으로써 주가폭락 상황에서 뮤추얼펀드가 금융

시장에 미친 영향을 살펴보도록 하자. 1987년 스펀다아드·푸어즈 지수(S&P 500)는 동년 8월25일 336.7로 최고치를 기록한 후 동년 10월 16일 282.70을 기록하여 두 달여 기간동안 약 16%의 하락률을 기록하였고, 10월 19일(월요일) 하루동안 20% 이상(56.86 포인트) 하락하였다. 같은날 다우·존스 평균(Do Jones Industrials)도 20% 이상(580 포인트) 폭락하였다. 퇴직후 노후소득 목적의 IRA(Individual Retirement Accounts), 410(k), 403(b), 케오플랜(Keogh plan) 기금으로 투자한 뮤추얼펀드의 경우 주가하락시 손실 극소화를 위해 환매를 요청하는 경우 막대한 불이익(penalties)이 따르게 때문에 대부분의 투자자는 환매를 자제하여 주가의 추가 하락을 방지하는 역할을 했던 것으로 알려지고 있다(Fortune, 1997:65~68). 한편, 평소 월 1~2%의 환매율을 보였던 가장 널리 알려진 피델리티 마젤란펀드(Fidelity Magellan Fund)의 경우, 블랙 먼데이에 최고 7%의 환매율을 기록하여, 이 역시 주가 추가하락 방지에 기여했던 것으로 알려지고 있다. 따라서, 주가가 폭락했던 미국 블랙 먼데이의 경험에 의하면 뮤추얼펀드는 금융시장 안정에 크게 기여했던 것으로 알려지고 있다.

우리나라의 경우, 증권투자회사의 도입은 장기적으로 투신 은행 등 국내금융시장에 큰 과급 효과가 있을 전망이다. 위험을 감수하면서도 고수익을 노리겠다는 투기성 자금이 증권투자회사 쪽으로 이동할 가능성이 크기 때문이다. 현재 국내 신탁업계시장 규모는 대략 3백조원 대로 추산되고 있는데 이중 기존의 투자신탁회사 수탁고가 1백10조여 원, 은행신탁이 1백80조원에 달하고 있다. 증권투자회사가 활성화되면 선진화된 투자기법과 운용에 대한 노하우를 갖춘 외국투자기관들의 펀드도 속속 등장할 것으로 전망된다. 미국의 경우 뮤추얼펀드는 최근 주식시장 활황장세를 타고 무섭게 성장하고 있다. 지난 '90년 1조 6백억달러였던 뮤추얼펀드 자산규모는 '96년말 현재 3조5천3백억 달

러로 늘어났다. 6년여만에 무려 2백30%나 증가해 자산규모가 미국 금융기관중 상업은행에 이어 두 번째를 차지하고 있다. 같은 기간 상업은행은 42%, 개인연금은 87%증가하는데 그쳤다.

이와 함께 증권투자회사의 자산운용을 둘러싼 경쟁도 본격화 할 전망이다. 자산운용회사는 투자신탁회사들과 마찬가지로 자산을 운용해 주고 수수료를 받는다. 보통 운용자산의 1% 정도를 보수로 받는다는 점을 감안할 때 수탁고가 1백조원이라면 1조원의 수익이 생기는 사업이다. 자산운용회사는 고유재산으로는 유가증권에 투자하지 못하도록 돼있어 한국, 대한, 국민 등 대형 3개 투신사와 4개 지방투신사들은 뮤추얼펀드의 자산운용회사가 되기 어려워 은행·증권사들이 설립한 투자신탁운용회사들이 자산운용을 맡기 위해 전면에 나설 전망이다.

사. 國民年金 基金運用에의 導入方案

우리나라에 증권투자회사가 도입되는 것과 관련하여 국민연금 기금 운용에서 주목할 점은 현재 많은 논의가 진행중인 유럽 각국의 연금 제도의 개혁과 관련된 것이다. 유럽 각국이 채택하고 있는 賦課方式 (pay-as-you-go)의 연금제도는 재원조달의 위기에 직면하여 현 상태로의 운영이 조만간 불가능해질 것으로 전망되고 있다. 이에 대한 대책 중의 하나가 바로 효과적인 기금증식을 통한 연금재정의 안정 도모이며, 이러한 목적을 미국식 회사형 증권투자회사를 통해 도입하려는 움직임이 강하게 대두되고 있다는 점이다. 만일 기금운용방식이 이와 같은 방향으로 진행될 경우 유럽통합의 진전과 더불어 기존의 유럽투자신탁산업에서 회사형 투자신탁의 비중이 엄청나게 확대될 것으로 보이며, 이는 곧 회사형 투자신탁의 세계화로 나타나게 될 것이다.

현 체제가 지속될 경우 2030년경 기금고갈이 예상되는 국민연금의 경우 제도도입 초기단계에서 기금운용이 효율적으로 이루어질 경우

연금재정의 고갈시점을 최대한 늦출 수도 있다. 따라서 국민연금 기금 운용분야중 수익성을 중시하는 금융부문에 있어서는 보다 효율적인 투자방안 마련이 시급한 실정이며 이에대한 대안의 하나로 회사형 투자신탁을 통한 기금 운용을 고려해 볼 수 있다.

현재 국민연금관리공단은 기금운용과 관련 약간명의 펀드매니저를 확보하고 있다. 급속한 자본시장의 개방과 전세계적으로 하루가 달리 발전하고 있는 국제 금융환경에서 제한된 전문인력으로 막대한 규모로 적립될 국민연금기금을 효율적으로 관리한다는 것은 사실상 불가능하다고 하겠다. 그렇다고 대규모 전문인력을 공단 자체인력으로 확보하는 것도 조직의 효율적 운영 측면에서 바람직해 보이지는 않는다.

현행 시스템에서 국민연금관리공단이 주식투자를 하는 경우 투자자문사의 조언을 바탕으로 투자종목 선정 및 매매시점을 판단한다. 10개 이상의 투자자문사를 통해 투자정보를 입수하는 현 체제에서는 투자에 따른 책임소재 및 기금운용에 있어서의 우열이 공개되기 어려운 실정이다. 그러나, 기금의 적립규모가 늘어날수록 기금운용에 있어서의 투명성과 전문성 확보가 필요하다는 사실에 비추어 현행 기금운용 방식의 개선은 불가피한 것으로 보여진다. 이러한 제반 문제점을 고려하는경우 국민연금기금의 금융부문 운용액중 일정비율을 증권투자회사를 통해 운용하는 것이 효율적일 수 있을 것으로 판단된다.

증권투자회사를 통한 국민연금 기금운용의 구체적 적용방안을 제시 하면 첫째, 국민연금관리공단에서는 투자 영역별로 전문화된 펀드매니저를 확보할 필요가 있다. 즉, 주식부문, 채권부문, 국제금융부문 등으로 특화된 전문화된 펀드매니저를 확보한다. 둘째, 금융부문 운용액의 일정비율을 각 부문별로 세분화시켜 독립된 증권투자회사를 설립 (또는 대주주로 참가)하여 투자전문기관에서 운용하되 운영실적 및 기금운용에 관한 전반적인 관리(governance)를 연금관리공단의 투자

영역별로 전문화된 펀드매니저가 담당하도록 한다. 셋째, 사전에 설정된 평가기준에 의해 증권투자회사의 연간(또는, 분기별) 운용실적을 평가하여 실적이 양호한 투자기관은 계속해서 운영하도록 하고 실적이 부진한 투자기관은 다른 투자기관으로 교체하도록 한다. 이러한 방식으로 국민연금기금을 운용하는 경우 공단내에 다수의 전문 인력을 확보하지 않고서도 효율적인 기금운영이 가능할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 각 증권투자회사별 투자대상 규제, 투자 실적평가 및 전반적인 관리를 위해서는 최소한의 기금 운용전문가를 확보하고 있어야 할 것이다. 결론적으로 증권투자회사를 통해 기금을 운용하는 경우 국민연금 기금 목적에 부합되는 자산들로 포트폴리오를 구성할 수 있다는 점과 대규모의 기금운용 전문가가 필요하지 않다는 측면에서 효율적인 자산관리 방식이 될 것으로 보여진다.

4. 資産流動化制度를 통한 基金 運用方案

가. 資産流動化制度의 意義

정부는 구조조정에 어려움을 겪고 있는 금융기관 등이 현재 보유하고 있는 채권이나 부동산을 용이하게 매각할 수 있는 제도적 장치를 마련함으로써 부채를 감소하고 구조조정에 소요되는 자금을 신속히 조달할 수 있도록 『자산의 유동화에 관한 법률』을 제정하여 '98년 5월 28일부터 20일간 입법예고하였다. 이 중에는 최근 침체된 부동산 시장에 활력을 불어넣는 방안의 하나로 주택저당채권 유동화제도의 도입이 거론되고 있다. 즉, 경기침체에 따른 거래부진으로 촉발되는 부동산가격하락이 자산디플레이션으로 이어지는 연결고리를 주택저당증권(MBS: Mortgage Backed Securities)을 도입하여 끊어보자는 것이

정부의 입장이다. 이것이 가능한 이유는 주택저당채권 유동화제도가 도입되면, 계약금에 해당하는 집값의 20%만 있으면 집을 장만할 수 있기 때문이다. 자산담보부증권(ABS: Asset-Backed Securitization)과 주택저당증권을 단일법안으로 처리하고 있는 『자산유동화에 관한 특별법』에 따라 1998년부터 주택저당증권이 발행될 예정이며, 주택저당증권 발행을 전담하는 유동화중개기관 설립방안도 검토되고 있다.

본 절에서는 자산유동화제도에 국민연금기금이 적극 참여해야 하는 필요성을 설명해 보고자 한다. 자산유동화제도가 성공적으로 운영되는 경우 부동산시장의 활성화가 기대되며 이 경우 급격한 부동산 하락이 몰고오는 자산디플레 현상을 방지하여 경제가 극도로 침체하는 것을 막을 수 있다. 이와 함께, 중장기적으로 자산담보부증권과 주택저당채권시장이 활성화될 경우 우리나라의 낙후된 채권시장 발전에 크게 기여할 수 있다. 또한, 현재 국민연금 가입자의 대부분이 근로자임에 비추어 근로자들이 적은 비용으로(주택자금의 20%만 소용됨) 주택을 구입할 수 있도록 함으로써 국민연금 가입자의 복리후생을 간접적으로 지원해 줄 수도 있다. 따라서, 국민연금기금이 자산유동화채권시장에 적극 참여할 경우 경제 전체의 효율성 및 공공성을 증진시킬 수 있는 것 외에도 가입자들의 후생을 간접적으로 지원해 줄 수 있다는 점에서 매우 효과적인 투자수단이 될 것으로 보여진다.

나. 債券市場의 重要性 및 國內債券市場 現況

1) 債券市場의 重要性

채권시장은 경제내 잉여자금을 민간 및 공공부문에 제공하는 유통 경로를 형성함으로써 경제성장의 밑거름이 된다. 채권시장에서는 자금의 공급과 수요에 따라 금리가 형성되며 이렇게 형성되는 금리는

경제주체들의 생산 및 소비활동에 기준척도를 제공한다. 금융시장에서 형성되는 금리는 자금수요 또는 공급의 기간에 따라 단기금리와 장기금리로 구분된다. 효율적인 금융시장에서 형성되는 장단기금리간의 스프레드는 향후 금리수준, 인플레이수준 등에 대한 정보를 제공하여 기업의 합리적인 투자계획을 지원할 수 있다. 선진국의 경우 국채시장은 국가가 지급을 보증하는 무위험채권의 수급이 이루어지는 시장으로서 국채시장수익률은 금융시장의 지표(benchmark)금리 역할을 통해 금융시장을 선도하고 있다.

2) 現況과 問題點

그러나 우리나라는 채권시장의 중심역할을 해야 할 국채시장이 낙후되어 자금의 수급상황을 대표하는 기준금리가 제시되지 못하고 있으며 장단기 이자율로 구성되는 금리의 기간구조도 합리적으로 형성되지 못하는 형편이다. 한 나라 경제에 있어 금융시장이 차지하는 비중 및 금리 역할의 중요성을 고려할 때 아직까지 기준금리로 채택할 수 있는 금리가 없다는 것은 매우 심각한 상황이라 아니할 수 없다.

우리나라에서 국채시장이 발달하지 못한 이유는 그 동안 정부가 국채관리정책의 주안점을 재정의 건전화와 재정부담의 최소화에 두어온 결과 국채시장이 정상적으로 발전하지 못했기 때문이다. 이와 함께, 유통시장의 미발달로 경쟁적 거래에 의한 기준금리가 형성되지 않아 금리와 관련된 금융상품의 개발지연 및 투자자 시장접근의 장애요인으로 작용하고 있다. 또한, 단기채 중심의 채권발행으로 다양한 투자수요가 만족되지 못하며, 채권인수기관의 자금부담은 여타 금융시장의 수급구조를 악화시켜 금리변동을 증가시키는 요인으로 작용해왔다.

현재 우리나라에서 발행되고 있는 채권은 크게 국공채와 회사채로 구분된다. 국공채는 국가, 지방자치단체, 정부투자기관 혹은 특별법에 의해 설립된 특수법인이 발행한 채권을 말하며, 그 발행주체에 따라 국채, 지방채, 특수채 및 금융채로 분류된다. 여기에서 회사채는 상법상 주식회사가 발행하는 채권을 말한다. 이 가운데 국채발행잔액은 1995년 현재 23조 2,947억원으로 전체 채권발행잔액의 15.6%를 차지하고 있다.

〈表 V-18〉 債券發行殘額의 推移

(단위: 억원)

구분	국공채						회사채	총계
	국채	지방채	특수채	통안채	금융채	소계		
1987	64,594	4,013	11,952	81,754	32,939	195,602	101,161	296,763
1988	78,388	4,823	11,775	153,735	39,628	288,349	118,855	407,204
1989	406,887	6,182	8,324	173,054	55,979	350,426	163,205	513,631
1990	137,421	8,253	14,829	152,405	79,079	391,987	240,678	632,665
1991	170,830	11,023	29,656	134,965	120,940	467,414	313,823	781,237
1992	199,481	13,843	45,901	202,640	145,457	607,322	353,840	961,162
1993	208,252	17,353	68,967	242,018	194,574	731,164	398,900	1,130,064
1994	219,798	20,868	69,681	253,404	237,271	801,022	479,287	1,280,309
1995	232,947	24,537	67,062	258,248	300,641	883,435	612,869	1,496,304

出處: 재정경제원, 『財政金融統計』; 증권감독원, 『證券調査月報』 각호.

資料: 박경서외, 『국채시장의 활성화에 관한 연구』, 한국금융연구원, 1997. 3.

한편, 국채시장이 제공하는 금리형성기능의 차원에서 국채시장의 문제점으로는 장기국채의 발행이 매우 미흡하다는 것이다. 국채관리기금의 만기가 7, 10년으로, 외평채 및 양곡증권이 3, 5년으로 연장되고 있으나 전반적으로 단기채중심으로 발행되고 있다. 1995년기준 5년 이상 장기채 발행규모는 첨가소화로 발행되는 국민주택채권 1, 2종을 제외하는 경우 2조 5천억원 규모로 전체 국채발행의 28.4%에 불

과하다. 그러나 연기금 등을 중심으로 장기적 자산운용의 필요성이 증가하여 장기채에 대한 수요가 증가하고 있는 반면 단기채 중심의 국채발행은 다양한 만기의 채권수요를 충족시키지 못하며 이에 따른 유통물량의 감소는 장단기 수익률 구조를 합리적으로 형성하지 못해 유통시장활성화에 장애요인으로 작용하고 있다.

〈表 V-19〉 國債去來比重

(단위: 십억원, %)

	1991	1992	1993	1994	1995
전체거래량(A)	30,061	38,144	63,622	75,903	107,336
국채거래량(B)	2,713	4,364	2,949	2,782	4,797
비중(B/A)	9.0	11.4	4.6	3.7	4.5

註: 장내의 거래대금 합계로 장외거래분은 장외거래대금으로 계산한 금액임.
 資料: 『국채시장의 활성화에 관한 연구』, 금융연구원, 1997.

국채중에서 국민주택채권 1종의 거래량이 '95년 전체 국채거래량 47,970억원 중 38,309억원으로 80%를 차지하고 국채인수단에 의해 입찰발행되는 국채의 경우 유동성이 거의 없는 것으로 나타나고 있다. 이러한 상황에서 주택저당채권제도가 도입되어 장기채권시장이 활성화되는 경우 경제내 잉여자금을 민간 및 공공부문에 제공하는 유통경로를 효과적으로 연결함으로써 경제성장의 밑거름이 될 수 있다는 측면에서 매우 중요한 의의를 갖고 있다고 하겠다.

다. 不動産市場의 重要性

국제통화기금 (IMF)사태이후 5개월 동안 토지가격은 전국평균 7%, 주택가격은 10% 정도, 상가등 일부급매물은 30% 이상 하락하여 부동산 시장의 불안정이 심각한 사회문제로 대두되고 있다. 이는 한국경제

의 고질적 병폐로 지목되어오던 高地價문제가 손쉽게 해결될 수 있다는 측면에서 긍정적으로 받아들여질 수도 있다. 그러나 부동산 가격의 급락은 지가하락이라는 긍정적인 효과외에 부정적인 효과도 동시에 지니고 있다. 왜냐하면, 우리나라의 경우 부동산시장이 금융시장과 긴밀하게 연계되어있기 때문이다. 우리나라 금융기관 대출의 40%가 부동산 담보대출인 점을 고려할 때, 97년말 금융기관의 총대출금 530조원 중 부동산담보 대출규모는 210조원에 달하는 것으로 추정되고 있다.

이러한 상황에서 부동산가격의 급락은 부동산담보 대출금의 회수불능사태를 초래하여 금융기관 부실화를 가속화시킬 수 있다. 이와 함께 금융기관의 부실은 금융기관의 신규대출 억제로 이어질 것이며, 이는 기업의 자금난을 악화시켜 실물경제 침체의 가속화 및 추가적인 부동산가격 하락이란 악순환을 낳을 것이다. 현재의 경제위기를 극복하기 위해서는 이러한 악순환의 연결고리가 어디선가는 끊어져야 하며 이를 위해서는 다른 분야와 마찬가지로 부동산시장의 구조조정 역시 불가피해 보인다. 향후 우리나라의 부동산시장은 지금까지의 자본이득(capital gains) 위주의 투기적 동기의 투자대상에서 주식이나 채권과 같이 과학적인 수익성 분석을 바탕으로 한 포트폴리오전략에 따라 움직이는 즉, 투자적 동기인 부동산소득(Income)이 중요시되는 투자대상으로 전환되어야 한다. 부동산시장을 금융자산으로 전환할 수 있는 방안은 여러 가지가 있는데 첫째, 가계부문의 소액투자자들을 모아서 부동산을 매입, 개발한 후 발생한 수익을 투자자에게 되돌려 주는 부동산투자신탁(REIT)제도가 있고 둘째, 부동산을 담보로 채권을 발행하는 자산담보부증권(ABS)제도도 있다. 이하에서는 국민연금 가입자의 주택마련과 관계가 있는 주택저당증권(MBS)에 대해 구체적으로 알아보기로 한다.

라. 住宅抵當證券(MBS)制度 概要

1) 住宅流動化制度의 必要性

우리나라의 국내총생산(GDP)대비 주택자금비율은 1997년말 기준 12.8%로 영국의 55.2%, 미국 54.5%, 일본 34.7%, 프랑스 28.8%과 비교 시 매우 낮으며, 기존의 주택금융도 제도운영면에서 한계를 보이고 있다. 일례로 주택은행의 민영주택자금은 공공주택금융처럼 운용돼 민간금융으로서의 기능을 못하고 있으며, 주택할부금융사는 시장금리에 따라 대출을 해왔지만 최근 조달금리 상승으로 주택자금대출에 어려움을 겪고 있다.

이와 함께 채권발행을 통해 주택자금을 조달하는 방식도 한계에 도달해 있다. 왜냐하면, 시장논리를 벗어나는 강제할당식이나 단기차입에 의존하는 불안정한 구조로는 20~30년에 걸쳐 상환해야하는 주택자금을 안정적으로 조달할 수 없기 때문이다. 따라서 주택저당채권이라는 고정자산을 증권화(유동화)시켜 재원을 확충하는 것이 바람직한 대안으로 제시되고 있다. 외국의 예를 보면, 미국은 주택저당채권의 약 50%, 말레이시아는 26%를 유동화시켜 주택자금을 조달하고 있다.

〈表 V-20〉 各國의 GDP對比 住宅資金規模

구분	한국 (97) (십억원)	일본(96) (십억엔)	미국 (96) (억달러)	영국 (96) (억파운드)	독일 (96) (억마르크)	프랑스(96) (억프랑)
GDP (A)	420,987	500,356	76,360	7,423	35,400	78,744
주택자금(B)	53,992	173,584	41,636	4,094	16,506	22,702
B/A (%)	12.8	34.7	54.5	55.2	46.6	28.8

資料: 한국경제신문사, 「외국의 주택저당채권 유동화제도」, 1998. 6. 1.

2) 住宅抵當證券(MBS)制度 概要

주택저당증권(MBS)제도는 Mortgage Backed Securities의 약자로 주택저당채권담보부증권으로 번역된다. 이 제도가 도입되는 경우 주택구입자금의 20% 정도만 확보되면 나머지 80%는 저당잡힌 집을 담보로 채권을 발행하여 자기집을 마련할 수 있게 된다. 즉, MBS는 주택자금수요자가 은행 등 주택자금대출기관에 저당권을 설정해주고 그 대가로 용자를 받아 주택을 구입하는 제도이다. 주택자금대출기관은 저당권을 근거로 발행한 주택저당채권을 유동화중개기관에 매각해 대출자금을 회수하고 일정한 수수료를 받는다. 이 경우, 공신력이 높은 유동화중개기관은 인수한 주택저당채권을 담보로 20~30년 만기의 주택저당채권담보부증권(MBS)을 발행해 장기투자자인 연기금, 투신사, 생보사 등에게 매각해 자금을 조달할 수 있다. 이렇게 함으로써 투자자는 주택자금대출기관에서 주택구입을 위해 빌린 돈을 20~30년의 장기간에 걸쳐 상환하게 돼 주택구입자금부담을 덜 수 있게 된다.

3) 住宅抵當證券의 種類

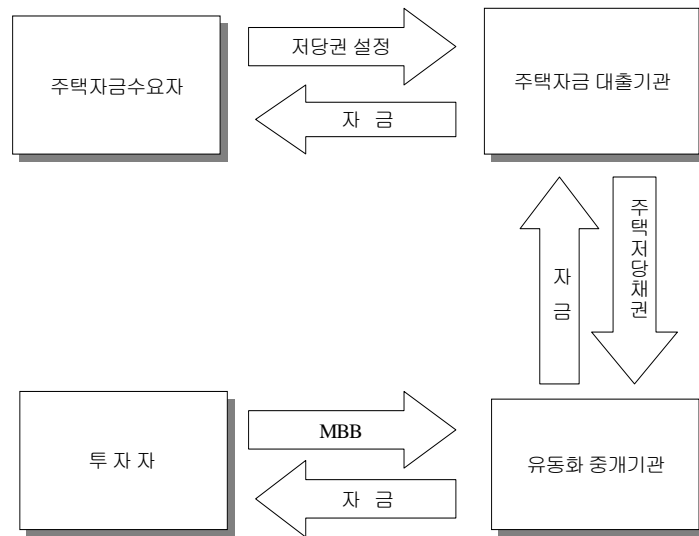
주택을 담보로 대출해 줄 때 금융기관은 여러 가지 위험을 안게 된다. 이자율이 예상과 달리 움직이게 되면 대출자가 원리금납입을 연체하거나 아예 갚지 않을 수도 있다. 담보주택의 권리에 하자가 생기거나 소실될 때도 있다. 이같은 위험을 MBS 발행과정에서 누가 어떻게 부담하느냐에 따라 MBS는 크게 주택저당채권담보부채권(MBB), 주택저당채권지분이전증권(MPTS), 주택저당채권원리금이체채권(MPTB)의 3가지로 분류된다.

가) 住宅抵當債券擔保附債券(MBB)

주택저당채권담보부채권(MBB)은 주택저당채권을 담보로하여 발행기관의 신용으로 발행되는 채권형 MBS으로 일반회사채와 성격이 비슷하다고 볼수 있다. 발행기관은 원리금수취권과 저당권을 보유한다. 발행기관이 자산을 보유하면서 부채로 계상되는 채권을 발행하는 것이므로 채권발행액만큼 자산 (부채증가로 인한 자산)이 증가하게 된다.

이경우 발행기관은 투자의 안정성을 높이기 위해 초과담보를 확보하기 때문에 주택저당채권발행액보다 MBB의 발행총액이 적어진다. 한편, 발행기관이 주택자금대출자로부터 받는 원리금을 MBB 투자자에게 이체하는 것이 아니라 자신이 발행한 채권에 대해 새로운 상환액을 지불하기 때문에 대출자와 투자자간에 현금흐름이 연결되지 않는다. 발행기관이 MBS를 보유하고 이자율위험, 조기상환위험, 원리금납입연체위험(채무불이행위험 포함)을 모두 부담한다. 따라서 투자자는 MBB보유에 따른 위험이 모두 없어져 발행기관의 신용도를 매우 중요하게 간주한다.

[圖 V-11] 住宅抵當擔保負債券(MBB) 運用 흐름도



나) 住宅抵當債券支分移轉證券(MPTS)

발행기관이 주택저당채권을 기초로 발행하는 증권으로 발행기관은 원리금수취권과 저당권을 MPTS투자자에게 모두 이전시킨다. 발행기관이 자신의 자산을 매각하는 것이므로 발행액만큼 자산이 감소하면서 현금의 증가해 자산크기에는 변화가 없게된다. 따라서 MBS총액과 MPTS발행액이 같아지는 것이다.

MPTS의 경우 발행기관이 증권매각으로 투자자에게 주택저당채권을 이전하게 되기 때문에 투자자가 모든 위험을 부담해야한다. 이에 따라 투자자는 발행기관에 원리금납입 연체위험의 방지를 요구하게 된다. 이때 발행기관은 원리금의 지급을 보증하고 투자자는 이자율위험과 조기상환위험을 떠안는 방식으로 위험을 분담하게 된다.

다) 住宅抵當債券元利金移替債券(MPTB)

주택저당채권원리금이체채권(MPTB)은 MPTS를 담보로 발행되는 채권으로 발행기관이 저당권을 보유하되 원리금수취권을 MPTB투자자에게 이전시킨다. 따라서, MPTB는 MBB와 MPTS가 혼합된 형태이다. 발행기관은 채권발행액만큼 자산이 증가하며 채무자로부터 원리금상환액이 투자자에게 이체된다. MPTB는 단기부터 장기까지 다양한 만기구조를 가진 MPTS로 구성돼 있어 시간이 갈수록 발행기관의 채무가 감소하기 때문에 추가적인 채권발행이 가능하다는 것이 장점이다.

MPTB투자자는 MPTS가 담보로 있기 때문에 이자율위험과 조기상환위험을 부담한다. 따라서 시장참가자간 위험분담은 MPTS와 동일하다. 그러나 MPTB는 만기가 다양한 MPTS로 구성됐기 때문에 위험의 크기가 상대적으로 작다.

4) 住宅抵當證券(MBS) 仲介機關

외국의 경우 자국의 금융환경에 따라 주택저당증권의 유동화중개기관이 있는 경우와 없는 경우로 구분된다.

가) 流動化 仲介機關을 設立한 境遇

유동화 중개기관을 설립된 대표적인 국가로 미국과 말레이시아를 들 수 있다. 미국의 경우 페니매(FNMA), 지니매(GNMA), 프레디맥(Freddie Mac)등의 유동화중개기관을 두고 MBS를 발행, 장기투자자금을 주택금융시장으로 유입시키고 있다. 1996년의 경우 8천 80억달러의 주택자금대출중 50.6%인 4천 90억달러어치가 MBS로 발행되었다. 미국에서 MBS발행 비율이 높은 이유는 정부가 유동화중개기관에 높은 공신력을 부여하고 있기 때문이다. 지니매는 정부기관이며 페니

때, 프레디맥은 정부가 법률로 안정성을 높여주고 있다. 주식회사인 패니매는 이사회멤버 16명중 5명을 대통령이 임명한다. 패니매가 파산할 경우에는 재무부가 22억 5천만달러까지 보상토록 규정돼 있다. 또 패니매가 발행하는 증권, 채권은 증권관리위원회 (SEC)에 대한 등록·회계절차·정보공개의무에서 면제되고 있다.

말레이시아도 1986년 카가마스(Cagamas)라는 유동화중개기관을 설립, 주택저당채권 유동화제도를 성공적으로 정착시키고 있다. 카가마스는 민간이 80%, 정부가 20%의 지분을 보유한 주식회사이며, 중앙은행총재가 카가마스 이사장을 겸임하고 있어 공신력이 매우 높은 실정이다. 카가마스가 설립된 후 말레이시아의 주택저당채권 유동화율은 1987년 2%에서 1996년 27%로 급성장했다. 주택저당채권의 상환기간도 1970년대 최장 15년에서 현재 최장 25년으로 확대됐다.

나) 流動化仲介機關이 없는 境遇

한편, 특별목적회사를 설립하거나 신탁제도를 이용해 주택저당채권의 유동화를 하는 나라도 있다. 영국은 저당대출회사가 유동화기능을 수행하고 있지만 활성화되지는 않았다. 저당대출회사는 1980년대 중·후반 은행, 보험사 등이 출자해 만든 회사로 주택저당채권을 유사한 것끼리 묶어 집합을 구성한 후 이를 증권화해 투자자에게 판매하고 있다. 유동화중개기관이 없기 때문에 특별목적회사(SPV)를 설립해 주택저당채권을 유동화하는 성과는 크지 않다. 특별목적회사는 한시적인 기구로 서류상회사(페이퍼컴퍼니)이기 때문에 투자자에게 원리금 수취의 위험이 전가된다. 한편, 페이퍼컴퍼니가 유동화업무를 맡는데 따른 신용보증은 민간 종합보험회사가 담당한다.

일본의 경우 주택저당채권 유동화제도는 저당증권제도, 주택대출채권신탁제도, 주택저당증서제도 등 3가지가 있다. 주택대출채권신탁제

도는 주택금융전문회사(위탁자)가 주택저당채권을 통합해 신탁은행(수탁자)에 채권신탁을 설정하면 신탁은행이 주택저당채권을 근거로 수익증권을 발행해 투자자에게 판매하는 방식이다. 이 제도는 신탁보수 때문에 대출금리에 비해 조달금리가 높아지고 위탁자가 조기상환과 채무불이행에 따른 위험을 부담한다는 단점 때문에 1990년 이후 이용 실적이 급감하고 있다. 일본의 유동화제도는 유동화관련 증권이 상장되지 못해 유동을 제한받고 있는데다 정부지원도 부족해 주택자금의 장기 고정화현상을 완화하는데 크게 기여하지 못하고 있는 형편이다.

마. 國民年金 投資 前提條件으로서 準政府機關 合作會社 設立의 必要性

MBS제도의 성패는 MBS발행기관인 유동화중개기관의 공신력을 얼마나 높일 수 있느냐에 달려있다. 왜냐하면, 국민연금기금 등 장기 투자자금이 안심하고 MBS에 투자할 수 있는 분위기가 조성되어야 주택시장으로 대량의 자금이 유입될 것이기 때문이다. 따라서, 20~30년간에 걸쳐 상환되는 장기채권에 투자자를 모으기 위해서는 발행기관의 존속이 보장되고 MBS발행에 따른 여러 위험을 적절히 분산시켜 줄 수 있어야 한다.

미국의 유동화중개기관인 지니매(GNMA: Ginnie Mae)는 정부기관이며 패니매(FNMA: Fannie Mae)와 프레디 맥(FHLMC: Freddie mac)은 법률에 의해 뒷받침되는 정부지원기관이다. 말레이시아의 카가마스(Cagamas)도 형식상으로는 민간기관이지만 중앙은행총재가 이사장을 맡기 때문에 사실상 정부기관으로 볼 수 있다. 국제금융공사(IFC)가 카가마스에 투자하는 등 MBS에 관심을 표명하고 있는 것도 담보물이 확실한데다 정부가 유동화중개기관에 신뢰를 부여하고 있기 때

문이다.

또 유동화중개기관은 많은 주식저당채권을 통합해 표준화 할 수 있기 때문에 규모의 경제를 통해 발행비용을 절감할 수 있다. 중개기관을 집중육성함으로써 MBS를 기초로 한 다양한 상품개발로 유동화제도의 활성화에 기여할 수 있다. 지금처럼 금융과 실물경제가 불안한 상황에서는 정부가 공신력을 부여하는 방식으로 유동화중개기관을 설립해 시행초기에 외국의 선진 MBS기법을 도입하는 것이 제도정착의 지름길이 될것으로 보여진다.

5. 金融機關 破産 可能性에 對備한 基金 運用方案

최근에 행해진 부실은행들의 퇴출조치는 향후 투자 대상기관 선정시 수익성과 함께 안정성에 큰 비중을 두어야 함을 재차 확인시켜주고 있다. 한편, 재정경제부는 예금원리금 보장범위 축소 등을 주요내용으로하는 『예금자보호법시행령』을 개정하여 1998. 7. 1부터 시행하고 있다. 막대한 규모의 기금을 운용하는 국민연금의 경우 투자대상 금융기관의 파산시 기금운용의 차질이 예상되기에 금융기관의 선정에 한층 주의가 요망된다. 본절에서는 국민연금 기금 운용현황, 각 금융기관별 파산관련 법규 및 『예금자보호법시행령』 개정안의 주요 내용을 살펴본 뒤 국민연금 기금운용에 있어서의 시사점을 도출해 보도록한다.

가. 國民年金 基金運用 現況

국민연금의 기금운용 현황을 살펴보면, 1998년 4월말 현재 36조 4,325억원을 조성하여 연금급여 등으로 5조 7,186억원을 지출하고,

나머지 30조 7,139억원중 공공부문에 20조 9,918억원(68.3%), 복지부문에 8,537억원(2.8%), 금융부문에 8조 8,684억원(28.9%)을 각각 운영하고 있다.

<表 V-21>의 국민연금기금의 금융기관별 투자현황에 따르면, '98년 4월말 현재 은행이 약 30%, 증권사가 47%, 투자신탁이 10%의 비중을 차지하고 있다. 한편, <表 V-22>의 금융부문 투자현황에 의하면 국·공채 및 회사채를 포함하는 채권에 45%, 금전신탁에 20%, 정기예금에 4%, 수익증권에 13%, 주식에 12%, CD(양도성 예금증서), RP(환매조건부 채권) 등 단기자금에 5% 가량이 투자되고 있음을 알 수 있다.

<表 V-21> 國民年金基金의 金融機關別 投資比重(1994年末~1998年 4月末)

(단위: 백만원, %)

구분	'94년말	'95년말	'96년말	'97년말	'98.4월말
은행	43.77	45.91	35.11	33.61	29.76
증권사	25.92	29.19	38.28	40.44	47.15
투자신탁	8.93	4.78	10.11	11.44	9.69
투자신탁운용	-	-	-	2.31	2.19
증권사	2.96	2.34	1.75	2.92	2.87
기타	18.42	17.48	14.75	9.50	8.34
비은행 전체	56.23	54.09	64.89	66.31	70.24
합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註: 괄호안의 수치는 각 금융기관의 구성비임.
 資料: 보건복지부 내부자료, 1998.

〈表 V-22〉 國民年金基金의 金融部門 投資現況 (1994年末~1998年4月末)

(단위: 백만원, %)

구 분	'94년말	'95년말	'96년말	'97년말	'98.4월말
국·공채	26.44	30.81	36.09	37.95	41.57
회 사 채	16.12	10.77	6.07	5.49	3.12
금전신탁	25.73	27.48	27.60	21.84	20.48
정기예금	0.73	0.64	1.20	4.23	3.95
수익증권	7.94	4.57	10.81	15.66	13.26
주 식	15.47	16.52	16.85	13.73	12.47
단기자금	7.57	9.21	1.38	1.1	5.15
합 계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註: 괄호안의 수치는 각 금융상품의 구성비임.

資料: 보건복지부 내부자료, 1998.

나. 金融機關別 預金者 및 投資者 保護制度

과거 은행은 예금보험공사, 보험의 경우는 보험감독원내의 보험보증기금, 증권사는 증권투자보호기금이 예금자 및 투자자 보호기능을 담당하도록 되어있었다. 그러나 금년 4월 보험감독원의 보험보증기금이 예금보험공사로 통합되었고 증권사의 증권투자보호기금은 예금보험공사로 이관되지 않고 소멸되었다. 대신 금융권별로 예금보험공사 예금보험기금의 계정 분리가 이루어졌는데, 은행, 증권, 보험, 종합금융, 상호신용금고, 신용협동조합이 예금자보호법에 의해 보호를 받게 되었다.

다. 預金者保護法施行令 改正案

재정경제부는 금융기관 및 예금자의 도덕적 해이 문제를 적극적으로 해결하기 위하여 『예금자보호법시행령』을 개정하여 1998. 7. 1부터 시행하되 예금원리금 보장범위를 축소하고 보증보험을 보호대상에서

제외하는 내용은 1998. 8. 1부터 시행하기로 하였다. 『예금자보호법시행령』 개정안의 주요내용을 살펴보면,

1) 預金元利金 保障範圍 縮小

1998. 8. 1이후에 새로 가입하거나 입금된 예금에 대해서는 2000년 말 이전에 금융기관이 지급정지 되거나 파산하는 경우, 예금자 1인당 2천만원 이상의 예금은 원금만 보장하고, 2천만원 미만의 예금은 원금과 시중은행의 1년만기 정기예금 평균금리수준을 고려하여 예금보험공사 운영위원회가 정하는 금리수준의 이자를 보장한다. 한편, 1998. 7. 31이전에 가입한 예금에 대해서는 2000년말까지 원리금 전액을 보장한다.

2) 保證保險을 預金保護對象에서 除外

1998. 8. 1이후 가입한 보증보험계약을 예금보험대상에서 제외하고, 1998. 7. 31이전에 가입한 보증보험계약에 대해서는 기존과 같이 2000년말까지 예금보험대상에 포함시킨다.

3) 銀行 또는 證券會社가 發行한 還買條件附債券(RP)를 預金保險對象에서 除外

1998. 7. 1이후 은행 또는 증권회사가 발행한 RP를 예금보호대상에서 제외하고, 1998. 6. 30일 이전에 은행 또는 증권회사가 발행한 RP는 기존과 같이 2000년말까지 예금보호대상에 포함시킨다.

〈表 V-23〉 新·舊 預金者保護法 比較

현 행	개 정 안
◦ 예금액에 상관없이 원리금 전액보장	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 예금액이 2천만원 미만인 경우 <ul style="list-style-type: none"> - 원금과 일정수준의 이자만 보호¹⁾ ◦ 예금액이 2천만원 이상인 경우 <ul style="list-style-type: none"> - 원금만 보호

註: 1) 시중은행 1년만기 정기예금 평균금리를 고려하여 예금보험공사 운영위원회가 결정

<表 V-24>의 “예금자보호법시행령 개정후 보호대상예금 범위“에서 알 수 있듯이 한시적 보호대상 및 예금자 보호대상제외예금에는 현재 국민연금에서 투자하고 있는 RP, CD, 개발신탁, 수익증권, 증권사 발행채권, 은행발행채권 등이 포함되어 있어 향후 금융기관 선정문제가 수익성제고와 함께 중요한 투자결정 대상으로 등장할 전망이다.

〈表 V-24〉 預金者保護法施行令 改正後 保護對象預金 範圍

구 분	보 호 대 상 예 금		보호대상제외예금
	상시보호	한시적보호 (2000년말까지만)	
공 통	개인·법인예금	정부·지자체·한은·금감원 등의 예금 및 금융기관간 예금	차입금 (콜)
은 행	예금, 적금, 부금, 표지어음, 원본보전신탁	외화예수금, CD, 개발신탁, RP ¹⁾ , 은행발행채권	실 적 배 당 신탁, RP ²⁾
증 권	고객예탁금, 증권저축,	청약자예수금, 유통금융대주담보금 RP ¹⁾	제세금예수금, 수익증권, RP ²⁾ , 증권사발행채권
보 험	개인보험계약, 퇴직보험계약	보증보험계약 ³⁾ , 법인보험계약	보증보험계약 ⁴⁾ , 재보험계약
종 금	발행어음, 표지어음, 담보분매출어음, CMA	-	무담보매출어음, 외화차입금, 수익증권 RP, 종금사 발행증권

註: 1) '98. 7. 24이전에 은행 및 증권회사가 발행한 RP → 한시적으로 보호

2) '98. 7. 25이후에 은행 및 증권회사가 발행한 RP → 보호대상에서 제외

3) '98. 7. 31이전에 보험보증회사와 체결한 보증보험계약 → 한시적으로 보호

4) '98. 8. 1이후에 보증보험회사와 체결한 보증보험계약 → 보호대상에서 제외

資料: 재정경제부, 『개정예금자보호법시행령 시행』관련 보도자료, 1998. 7.

라. 金融機關에 대한 早期是正裝置 導入의 必要性

1) 金融機關에 대한 自己資本比率 規制의 導入

금융산업구조 개편과 함께 밀어닥치고 있는 금융자율화 및 개방화 바람은 장기적으로 금융기관의 경영효율성 제고와 경쟁력 강화라는 긍정적인 효과외에 각종 새로운 위험의 증가로 개별금융기관의 건전성 및 금융제도의 안정성이 심각하게 위협받고 있는 것이 현실이다.

금융기관의 건전성 제고를 위해 전세계적으로 은행의 전체 자산에서 자기자본이 차지하는 비율인 「자기자본비율」을 일정 수준 이상으

로 유지시키려는 규제가 시행되고 있다. 자기자본비율 규제란 은행이 거래기업의 도산 등으로 인해 부실채권이 크게 늘어나 은행부실화의 위험에 처하게 될 경우에 대비하여 위험자산(위험가중치를 반영, 계산한 자산규모) 대비 일정비율 이상의 자기자본을 보유토록 하는 것이다. 국제통화기금이 우리나라에 대한 국제금융 지원조건으로 국제결제은행(BIS: Bank of International Settlement) 자기자본비율이 8% 이하인 국내금융기관들의 정리를 요구함에 따라 국내은행들은 후순위 금융채 발행 등 자기자본 확충과 신규대출 억제, 기존 대출 회수 등을 통한 위험자산 감축에 나서고 있다. 그러나 종합금융회사의 경우 이미 지난 2월 신한중금을 포함한 10개 중금사의 영업인가를 취소했으며, 추가로 3, 4월에 대구, 한솔, 삼양중금의 영업인가를 취소하였다. 최근 부실은행 구조조정과 관련하여 금융감독위원회는 5개은행(동화, 대동, 동남, 경기, 충청은행)에 대해 퇴출조치를 단행하였으며, 8월 말 이후 추가적인 은행퇴출을 실시할 예정에 있다. 한편, 증권사의 경우 산업, 장은증권이 폐업을 결정하였다. 이와 함께 한일, 상업은행의 합병 발표에서 볼 수 있듯이 금융기관의 생존차원에서 향후 금융기관 간의 인수·합병 논의도 활발히 진행될 것으로 보여진다.

한편, 미국은 BIS 기준에 따른 자기자본비율의 수준에 따라 은행의 경영에 제재를 가하는 조기사정제도를 도입하여 운영하고 있다. 최근 우리나라에서도 은행 등 금융기관에 대해 조기사정제도의 도입을 논의하고 있는데, 향후 이 제도가 도입된다면 자기자본비율에 의해 부실금융기관을 정의할 수 있어서 국민연금기금의 예금 및 투자결정에 있어서 자기자본비율이 금융기관을 선택하는 기준이 될 수 있을 것으로 보인다.

〈表 V-25〉 BIS比率 8%未達 12個 銀行의 不實現況

(단위: 억원)

은행	채무·재산			BIS비율 (%)	요주의이하 여신	
	재산(A)	채무(B)	A-B			비중(%)
조흥	442,804	432,827	9,977	1.49	69,256	19.2
상업	380,039	370,942	9,077	1.81	72,486	24.3
한일	435,080	423,374	11,706	4.53	67,718	20.2
외환	471,741	455,973	15,768	2.13	107,923	28.6
충청	37,701	39,410	-1,709	-5.97	16,196	36.3
경기	72,395	73,626	-1,231	-9.61	28,621	49.0
동화	95,563	97,699	-2,136	-3.72	22,546	28.5
동남	71,152	72,337	-1,185	-5.81	11,184	20.9
대동	55,636	58,578	-2,942	-6.75	17,352	34.1
평화	65,170	65,047	123	-1.57	6,015	12.9
강원	29,694	31,685	-1,991	-16.0	10,343	45.8
충북	24,871	24,992	-121	-5.52	8,007	28.5

- 註: 1) 동화, 동남, 대동, 경기, 충청은행은 이미 퇴출은행으로 선정되었음.
 2) 금융구조개선법상 부실금융기관 결정을 위한 채무, 재산 평가자료
 3) 회계법인의 수정기준, 1998. 3월말 BIS비율
 4) 회계법인의 수정기준 요주의이하 여신 규모
 * 재산, 채무 실사기준 (금감위 규정)
 ▪ 일반여신: 대차대조표 장부가액 - 손실예상액
 (고정 20% + 회수의문 75% + 추정손실 100%)
 ▪ 이자감면 유예여신: 적정할인률 (prime rate)로 할인한 현재가치
 ▪ 유가증권: 시장성이 없는 경우 장부가액 (손실예상액 차감),
 시장성이 있는 경우 시가
 ▪ 지급보증: 실제 손실 발생예상액을 산출하여 평가

資料: 삼성경제연구소, 『경제동향 Brief』, 1998. 7.

2) 金融機關에 대한 金融機關 不實現程度 早期把握制度의 導入

우리나라도 금융기관의 부실화를 예방하고 부실의 확산을 차단하기 위하여 조기시정장치의 필요성이 증대되고 있다. 조기시정장치란 금융기관의 건전성을 자기자본비율 등을 기준으로 5~6개의 등급으로 나누고, 등급에 따라 금융기관에 대한 감독기관의 조치를 단계적으로 강화

해 나가는 제도를 말한다. 미국은 1991년에 제정된 연방보험공사개선법(FDICIA: Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act)에 근거하여 자기자본 충실도에 따른 새로운 은행규제인 조기시정조치(PCA: Prompt Corrective Action)를 1992년 12월 19일부터 시행하고 있다.

최근 우리나라에서도 금융기관에 대한 조기시정제도의 도입이 논의되고 있으나, 공식적으로 제도가 도입되기 전에 앞서 국민연금관리공단 자체의 금융기관 부실화 정도를 조기에 발견할 수 있는 제도적 장치를 마련하는 것이 필요해 보인다. 은행의 경우는 자기자본비율, 유동성자산비율, 예대율(예금금리와 대출금리의 차이) 등을 기준으로, 증권사의 경우는 영업용 순자본 비율 등으로 국민연금관리공단 자체의 금융기관 부실화 정도 조기파악제도가 마련되는 경우 연금기금의 예금 및 투자결정시 금융기관 선택에 있어 유용한 기준이 될 수 있을 것으로 보인다. 이러한 기준을 적용할 경우, 거래 금융기관이 위험자산 비율 등에 있어 일정한 기준을 충족시키지 못할 경우 거래 비중을 단계적으로 축소하는 조치를 취함으로써 운용자산의 안정성이 확보될 수 있을 것이기 때문이다.

〈表 V-26〉 美國 早期是正裝置의 概要

구분	위험자산비율		레버리지 비율	조기시정장치(PCA)의 개요
	Tier I + II / 위험자산	Tier I / 위험자산	Tier I / 총자산	
1 최우량	10% 이상이고, 6% 이상이며, 5% 이상			- 배당 또는 임원보수지급후에 제 3등급 이하로 될 경우에는 배당, 임원보수 지급금지
2 적정우량	8% 이상이고, 4% 이상이며, 4% 이상			
3 자기자본 비율 요건의 미충족	8% 미만	또는 4% 미만	또는 4% 미만	<ul style="list-style-type: none"> - 긴밀한 모니터링 실시 - 자기자본 보장계획의 제출 의무화 <ul style="list-style-type: none"> ◦ 지주회사의 계획이행 보증 필요 ◦ 계획의 제출·이행을 해태한 경우 제 4등급으로 취급 - 총자산의 확대금지 - 매수, 지점설치, 신규업무는 당국의승인필요 - 경우에 따라 제 4등급에 관한 PCA의 일부시행
4 자기자본 비율 미달 정도가 요구의 상태	6% 미만	또는 3% 미만	또는 3% 미만	<ul style="list-style-type: none"> - 증자합병 등에 의한 자기자본의 보강을 의무화 - 일부업무의 변경, 삭제, 중지를 의무화 - 총자산의 확대금지 또는 축소의무부과 - 자회사의 매각 또는 청산 의무화 - 경우에 따라 제 5등급에 관한 PCA의 일부시행
5 자기자본 비율 미달 정도가 심각	-	-	2% 미만	<ul style="list-style-type: none"> - 업무내용제한(거액거래, 회계방법의 대폭변경, 급여의 과다지급 금지 등) - 후순위채의 원리금 지급금지 - 제5등급으로 된 후 90일 이내에 파산 관재인 등 선임

註: 'Tier I'은 BIS규제에서의 기본자본(core capital)으로서 납입자본과 공표된 적립금을 말하며, Tier II'는 기본자본 이외의 보완자본(supplementay capital)으로서 자기자본으로 구성될 수 있는 비공표적립금, 대손충당금, 재평가적립금 및 부채성 자본조달수단(영구채, 전환사채)을 의미

資料: 香山仁, "アメリカの新自己資本比率規制", 金融財政事情, 1992.

금융연구원, 『국민체육진흥기금 운영에 관한 연구』, 1997.

마. 國民年金 基金運用에 있어 金融機關 破産에 대한 對策

금융기관이 부실화되어 파산하는 경우를 대비하여 예금보험제도 및 투자자보호제도가 도입 또는 도입예정에 있으나 이는 주로 개인투자자를 대상으로 하고 있다. 따라서 이러한 제도가 막대한 적립금을 운용하는 국민연금과 같은 기관투자자에게는 큰 도움이 되지 못할 것으로 예상된다.

국민연금기금을 투자한 금융기관이 파산하는 경우 국민연금기금도 파산절차에 참여하여 잔여재산의 청구권을 행사할 수 있으나 투자금액을 되찾지 못하는 경우도 발생할 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 국민연금기금 투자시 금융기관의 선정에 각별한 주의가 요망되며, 투자 기간중에도 금융기관이 부실화되고 있지 않은가를 지속적으로 감시해야 할 것이다. 이와 함께, 장기적으로 금융당국이 제시하는 금융기관 부실화 기준 외에 독자적인 기준을 설정하여 기금투자의 판단자료로 사용하여야 할 것으로 생각된다. 예컨대, BIS 기준에 따르면 자기자본비율이 8% 이상인 은행은 건전한 은행으로 판단되나, 국민연금기금 운용시에는 자기자본비율이 10%를 초과하는 은행에 대해서만 투자를 하는 방안도 고려해 볼 수 있다. 한편 우리나라에서 금융기관에 대한 조기사정제도가 도입되기에 앞서 국민연금관리공단 자체의 금융기관 부실화정도 조기파악제도 도입이 시급해 보인다. 국민연금관리공단 자체의 금융기관 부실화정도 조기파악제도가 마련되는 경우 연금기금의 예금 및 투자결정시 금융기관 선택에 있어 유용한 기준이 될 수 있을 것이기 때문이다.

결론적으로 IMF경제체제 하에서 국민연금 기금운용은 안정성을 바탕으로 한 수익성 제고에 기본목표를 두어야 할 것이다. 금융기관의 파산에 대비하여 안정성을 확보하기 위해서는 은행 및 종합금융회사

는 자기자본비율, 증권사는 영업용 순자본비율을 기준으로 대상 금융기관을 선정하도록 하며, 금융상품 선정시에는 예금자보호법에의 적용여부를 고려하여 투자상품을 선정하여야 할 것이다. 또한 투자 대상 금융기관의 부실화를 조기에 포착하여 파산이전에 투자금 및 예치금을 회수하는 데 초점을 맞추어야 할 것으로 보인다.

VI. 結論 및 政策提案

본 보고서는 효율적인 국민연금 기금운용과 관련된 중·단기 국민연금 운용방안을 제시하고자 하는 목적에서 쓰여졌다. 1988년 도입된 국민연금은 1998년 4월말 현재 36조여원 조성하여 연금급여 등으로 4325억원을 지출하고, 나머지 30조 7139억원을 공공부문(68.3%), 금융부문(28.9%), 복지부문(2.8%)에 운용하고 있다. 국민연금관리공단의 재정추계에 의하면 현 체제가 유지되는 경우 향후 2020년까지 상당한 규모의 기금이 적립될 것으로 예상되나 2020년 이후 적립기금의 지속적인 감소로 인해 2031년 이후에는 기금이 고갈될 것으로 전망되고 있다. 2020년 이후 예상되는 국민연금제도의 재정불안정이 기본적으로는 제도 도입초기의 「저부담·고급여」의 급여산식과 급격한 인구구조의 노령화에 기인하는 바 효율적인 기금운용을 통한 기금의 실질가치 유지와 연금재정안정이 중요한 문제로 부각되고 있다.

현재 국민연금은 유가증권 등을 매입함으로써 이식사업에 투자되는 금융부문과 공공자금 관리기금을 통해 재정용자특별회계에 예탁되어 정부재정으로 사용되는 공공부문, 노인복지시설이나 탁아소 건립용자, 생활안정자금 대여 등에 사용되는 복지부문으로 나뉘어 운용되고 있다. 효율적 기금운용과 관련하여 본 보고서에서는 공공부문과 금융부문의 기금운용에 대한 대안제시에 초점을 맞추었다. 제도 도입후 10여년이 지난 지금은 국민연금제도의 발전과정에서 초기단계(start-up phase)로 볼 수 있기 때문에, 제도 도입 초기 단계에 있는 국민연금의 재정 건정성 및 가입자들의 신뢰확보가 국민연금제도의 성공적인 정착을 위해 중요하다고 생각하여 복지부문의 기금운용보다는 공공부문

과 금융부문의 기금운용에 초점을 맞추었다.

이와 함께 우리보다 먼저 공적연금제도를 도입한 나라들의 공적연금제도 및 기금운용사례를 중점 분석함으로써 이들 국가들이 경험했던 문제점들을 통해 기금운용의 교훈을 얻고자 하였으며, 최근 각국의 연금개혁 및 개혁안을 정리해 봄으로써 향후 국민연금 기금운용에 있어서의 시사점을 얻고자 노력하였다. 특히, 그 동안에 소개된 외국의 기금운용사례는 OECD국가나 칠레식 연금개혁에 편향된 경향이 많았으나, 본 보고서에서는 우리와 문화적·경제적 측면에서 유사한 동남아시아 국가들의 공적연금제도 및 기금운용사례를 추가함으로써 연금제도 및 기금운용에 있어 시각을 넓히고자 노력하였다.

한편, 1997년 11월 21일, IMF에 구제금융을 신청한 이후 정부는 IMF와의 협의를 통해 기업 및 금융부문의 구조조정에 박차를 가하여 종합금융회사를 필두로 은행, 증권사, 투자신탁 등 부실 정도가 심한 금융기관에 대해 인가취소 및 영업정지 등의 조치를 취해오고 있어 생존차원에서 금융기관간 시장원리에 의한 수익률 경쟁이 더욱 심화될 것으로 보여진다. 수익률 경쟁과 관련 우량금융기관들은 「저위험·저수익」전략을, 상대적으로 부실한 금융기관들은 「고위험·고수익」전략을 추구할 것으로 예상되어 금융기관간 자금운용의 양극화 현상이 가속화될 것으로 보여진다. 이에 따른 금융기관 및 예금자의 도덕적 해이문제를 해결하고 금융기관의 구조조정을 촉진하기 위해 재정경제부는 「예금자보호법시행령」을 개정하여 시행중이며 금융기관별, 금융상품별 분산투자의 원칙을 견지하고 있는 국민연금의 경우 거래금융기관 및 기업의 도산으로 기금투자손실이 우려되고 있다. 따라서, 중·단기적으로 기존의 수익성 극대화를 위한 기금운용 전략외에 전례없는 금융기관의 도산에 따른 기금손실을 최소화할 수 있는 방안의 마련이 시급해졌다. 이러한 점을 고려하여 본 보고서에서는 중·단기 관점에서 수익성 증대와 함께 기금손실의 최소화를 위한 안전성 제고를

국민연금 금융부문 기금운용의 기본방향으로 제시하였다. 이하에서는 본문에서 논의된 중·단기적 관점에서 국민연금 기금운용 방안을 요약하기로 한다.

연기금 등의 여유자금을 공공자금관리기금에 의무적으로 예탁토록 한 『공공자금관리기금법』에 의해 현재 국민연금 적립금의 약 70% 가량이 공공부문에서 운용되고 있다. 국민연금제도의 장기적인 성격과 관련하여 기금의 선량한 관리자로서, 또한 연금재정 최후의 책임자로서 정부의 역할을 고려할 때 기금운용에 대한 일정부문의 정부관여는 정당화될 수 있다. 그러나 국민연금이 국고지원이 거의 없는 국민연금 이해 당사자들의 조성자금이며 가입자 노후생활보장을 위한 신탁재산임을 감안하는 경우 기금운용에 대한 정부의 지나친 간섭은 바람직하지 않아 보인다. 또한 국민연금기금이 미래의 연금급여 지급 목적의 책임준비금이라는 점을 감안하면 여유자금의 개념으로 설명되기 어려워 여유자금 개념으로 공자법 적용대상에 포함되는 현행조치는 타당하지 않는 것으로 보인다.

연금적립금은 향후 연금급여를 충당하기 위한 연금가입자의 신탁재산으로서, 타기금과 달리 정부자산이 아닌 정부부채적 성격을 지니고 있기에 연금기금의 재정자금활용은 결국 정부의 부채를 증대시키는 적자재정운영을 의미한다. 따라서 거시경제적인 측면에서 볼 때, 연기금의 정부투자재원활용이 법제화됨으로써 장기적으로 적자재정기조를 고찰시킬 우려가 있다. 국민연금의 적립규모가 향후 20여 년동안 급속히 증가하리라 예상되는 상황에서 연기금의 과다한 정부재정으로의 사용은 차후 원리금 상환시점 도래시 재정압박 요인으로 작용할 것이다. 예탁재원의 원리금 상환을 위해서는 차후 세수 증대가 불가피해질 것으로 보이며, 이 경우 적자재정의 상속으로 후기세대에 지나친 부담을 전가하게 될 것이다. 한편, 정부가 현행과 같이 예탁증서에 의해 차입을 지속하는 경우 국회의 통제를 받는 예산과 달리 철저한 사

전·사후의 심사기능 결여로 자칫 방만하게 활용될 여지도 많다고 하겠다. 이에 따라, 본문에서는 철저한 비용-편익 분석이 결여된 상황에서의 정부지출 프로그램이 야기할 후생비용(welfare cost)과 차입재원의 원리금 상환을 위해 세수 증대를 도모할 경우 야기될 후생비용도 함께 분석하였다. 또한, 급격한 인플레이션을 자주 경험하는 우리나라의 경우 국민연금기금의 상당부분이 고정금리 상품(예컨대, 공공부문 예탁 이자율)에 투자됨에 따라 장기적인 관점에서 물가상승위험에 대한 회피(hedge)기능이 결여될 수 있음을 지적되었다.

이러한 문제점들을 극복하기 위해 본문에서 제시된 현행 공공부문 운용방식에 대한 대안으로 첫째, 연금기금의 예탁의무화 대신 재정투자 채원조달을 위해 SOC 국채나 특별공채 등을 채원부족규모에 맞추어 발행하고, 이를 연금재정에서 인수시키는 방안을 제시하였다. 둘째, 연금기금의 공공자금관리금 예탁의무가 존속되는 경우 연금기금을 공공자금관리기금으로 활용할 수 있는 기간을 한시적으로 제한하면서 활용규모도 점차적으로 축소해 나가는 방안을 제시하였다. 한편, 공자법에 따라 연금기금의 여유자금을 SOC투자 등 재정투융자사업 등에 사용하는 경우, 비용-편익분석(cost-benefit analysis)을 통한 사업의 타당성 분석을 선행함으로써 경제전체의 자원배분이 효율적으로 이루어져야 함을 지적하였다. 왜냐하면, 정부의 지출행위가 자원배분, 소득분배 및 거시경제에 지대한 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 셋째, 현재와 같이 공공부문에 국민연금 기금의 70% 이상이 투자되어 명목금리로 예탁이자율이 지급되는 상황에서 급격한 물가 상승이 일어날 경우 장기성 책임담보금인 국민연금의 재정안정이 심각하게 위협받을 가능성이 있다. 이러한 문제점을 극복하기 위해 미국 재무성에서 발행하고 있는 물가연동부채권과 같은 변동채권을 도입하여 장기적인 관점에서 인플레이션 위험에 대처하는 방안을 제시하였다.

그 동안 투자회임기기간의 장기성에 따른 적정 할인율 유도의 곤란

함 및 다른 투자대안과 비교의 어려움 등으로 인해 정부 투자·지출 프로그램의 비용-편익 분석이 거의 이루어지지 않고 있는 실정이다. 또한 정부의 지출프로그램을 뒷받침하는 재원 조달방식이 야기할 후생손실에 대한 논의도 소홀히 다루어져 왔음을 부인할 수 없다. 따라서, 향후 국민연금의 공공부문 투자시에는 투자의 타당성에 대한 사전 검증 작업을 통해 투자의 결정이 이루어지도록 해야 할 것이며, 국민연금의 공공부문 운용내역을 정기적으로 공시함으로써 기금운용의 투명성을 제고해야 할 것이다.

공공부문 기금운용과는 별개로 본문에서 국민연금의 금융부문 운용방안이 논의되었다. 금융부문에 대한 기존의 연구 대부분이 수익성과 안전성을 위주로 한 자산배분(portfolio)에 중점을 두고 있었다는 점에 착안하여, 첫 번째로 한국은행의 가계, 기업 및 금융기관별 자금운용행태와 자금원천에 따른 금융거래를 보여주는 「자금순환표」를 이용하여 경제의 왜곡을 최소화시킬 수 있는 금융기관별 자금배분 원칙을 유도하였다. 즉, 국민연금제도가 도입됨으로써 국민연금 이해 당사자들에게서 각출되는 보험료가 민간부문의 자금흐름을 왜곡시킬 수 있다는 점에 주목하여 이를 최소화할 수 있는 자금배분원칙을 도출해 보고자 하였다. 연금기금 각출이 국민경제에 미치는 영향을 최소화하기 위해서는 기업, 개인별 자금거래의 특성을 고려하여, 이들 자금이 원활히 금융중개기관에 유입되어 궁극적인 자금의 수요처에서 활용되며 이에 따른 수익률이 보장되게 연금기금의 투자가 이루어져야 할 것이다. 한국은행의 「자금순환표(1997년 기준)」에 나타난 금융기관에 대한 자금원천을 기준으로 유도된 자금 배분비율에 의하면 국민연금 기금이 38:46:16의 비율로 은행, 비은행, 보험기관에 배분되어야 하는 것으로 나타나고 있다. 한편, 자금운용의 원천이 단기적인 자금의 흐름을 반영하는 반면, 이러한 흐름의 장기적인 축적이 자산, 부채에 나타난다는 점을 감안하여 자산, 부채 기준에 의해 유도된 배분비율은

32:51:17로 나타나고 있다. 한편, 사실상 보험기관이 예금의 단순 수탁 기관이 아니라는 사실에 주목하여 보험기관을 연금기금의 자금배분에서 제외하는 경우 자산, 부채 기준으로 간접금융 가운데 은행과 비보험에 39:61(1997년 자금순환표 기준)로 연금기금을 배분하는 것이 자금흐름의 왜곡을 줄이는 것으로 나타났다. 이러한 자금배분 원칙을 1997년말 현재의 국민연금 금융부문 자금배분(은행: 34%, 비은행: 66%)과 비교해 보면, 향후 은행부문에 대한 자금배분이 증가되어야 함을 알 수 있다.

금융부문 기금운용방안과 관련하여 포트폴리오(portfolio)이론에 입각한 국민연금의 최적자산배분이 두 번째로 논의되었다. 최적자산배분이란 조달한 자금을 어느 자산에 얼마만큼 배분하는 것이 투자이익을 최대화할 수 있는가를 찾는 재무기법의 하나로써, 주어진 위험도 내에서 가장 높은 기대 수익률, 또는 주어진 기대수익률에서 가장 낮은 투자위험을 달성할 수 있는 포트폴리오를 구성하는 방법을 의미한다. 이에따라 최적자산배분은 다음과 같은 측면에서 국민연금 기금 운용의 목표달성에 도움을 줄 수 있다. 첫째, 국민연금관리공단이 기금의 수익을 극대화하기 위해서 어떻게 자금을 배분해야 하는가에 대한 분석의 틀로 최적자산배분을 이용할 수 있다. 둘째, 국민연금기금을 투자하는 자산의 위험도를 수치화한 후 위험조정 수익률을 극대화하도록 기금을 배분함으로써 기금의 포트폴리오 위험을 체계적으로 관리할 수 있는 틀을 제공한다. 셋째, 채권 및 주식시장 등의 금융시장 환경변화에 따른 자산수익률의 변동에 대응하여 기금을 적절하게 배분할 수 있도록 함으로써 시장 여건변화에 기민하게 대처할 수 있는 기회를 제공한다.

한편, 국민연금의 투자대상으로는 채권, 단기금융상품, 주식, 부동산 등 다양할 수 있으나, 본문에서 최적자산배분 유도시 편의상 주식, 국채, 회사채, 정기예금만을 고려하였다. SAS IML을 이용하여 유도된

최적포트폴리오 구성과 국민연금기금의 금융부문 운용현황과 비교해보면, 최적포트폴리오에 비해 주식의 비중이 높고 단기상품(CD, CP 등)의 비중이 낮은 것으로 나타나고 있다. 가까운 장래에도 지금과 같은 금융수익률이 유지된다는 가정하에서는 채권과 단기상품의 투자확대와 주식에 대한 투자비중 감소가 필요해 보인다. 그러나 이러한 평가는 자본시장이 효율적으로 움직인다는 가정하의 포트폴리오이론에 의한 것이기에 최근 IMF 사태 등으로 인한 외부의 충격에 의해 금융시장이 비정상적으로 움직이고 있다는 사실을 감안하면 좀 더 조심스럽게 해석되어야 할 것으로 보인다. 이러한 면을 고려할 경우, 포트폴리오이론에 의한 최적자산배분 결과는 국민연금 기금운용에 있어 하나의 투자지침 정도로 사용되는 것이 바람직할 것으로 생각된다.

결론적으로 국민연금의 기금운용 목적이 수익성만을 전적으로 추구하고 있지 않았음을 상기하면 자산배분 측면에서의 금융부문 기금운용에는 커다란 문제점이 없었던 것으로 보여진다. 그러나, 최근에 행해지고 있는 부실 금융기관 및 기업의 구조조정 여파로 해당기관의 퇴출 및 도산에 따른 투자원금의 손실이 빈번하게 발생하고 있음에 비추어 볼때, 향후 기금운용에서 중점을 두어야 할 부분은 최적자산배분보다는 투자항목별(예컨대, 회사채, 주식 등) 최적포트폴리오를 어떻게 구성할 것인가의 문제가 될 것으로 보여진다. 이러한 점이 고려된 바람직한 금융부문 기금운용 방향으로는 잦은 교체매매를 통한 단기이익의 극대화보다는 철저한 기업분석을 바탕으로 안정성과 성장성이 큰 업종에 장기 투자함으로써 장기적인 관점에서의 수익 극대화를 추구하는 쪽으로 투자전략을 세우는 것이 바람직해 보인다.

금융부문의 기금운용방안과 관련하여 본문에서 논의된 세 번째 주제는 국민연금 기금운용에 증권투자회사(뮤추얼펀드)를 이용하는 방안이었다. 이미 우리나라에 도입되어 있는 계약형 투자신탁은 신탁약관에 따른 특정형태의 수익증권을 통해 고객의 입장으로 투자에 참여

하는 반면, 회사형 투자신탁이라 불리우는 뮤추얼펀드는 단지 서류상의 회사(paper company)로서 펀드기금을 독립된 별도의 전문자산운용회사가 운용한다는 점이 특색이다. 즉, 회사형 투자신탁의 경우 전문자산운용기관이 펀드운용을 전담하나 투자자가 주주의 입장에서 펀드운용에 직접적인 영향을 미칠 수 있다는 점이 커다란 차이점이라 하겠다. 따라서 국민연금 기금의 일부를 회사형 투자신탁으로 운용하는 경우 국민연금기금의 운용목적에 맞는 자산으로 투자포트폴리오를 구성할 수 있고, 많은 숫자의 전문투자인력 없이도 투자의 전문성을 기할 수 있어 날로 복잡해지고 있는 금융환경에 효과적으로 대처할 수 있다는 장점이 있게 된다. 한편 재정경제부는 1998년 하반기중 「증권투자회사법 개정(안)」을 국회에 제출, 우리나라에서 증권투자회사 설립을 허용할 방침이기에 향후 국민연금 기금운용에 있어 증권투자회사를 활용하는 방안이 적극 검토되어야 할 것으로 보인다.

우리나라에 증권투자회사가 도입되는 것과 관련하여 국민연금 기금 운용에서 주목할 점은 현재 많은 논의가 진행중인 유럽 각국의 연금제도 개혁과 관련된 것이다. 유럽 각국이 채택하고 있는 부과방식(pay-as-you-go)의 연금제도는 재원조달의 위기에 직면하여 현 상태로의 운영이 조만간 불가능해 질 것으로 전망되고 있다. 이에 대한 대책중의 하나가 바로 효과적인 기금증식을 통한 연금재정의 안정도모이며, 이러한 목적을 미국식 회사형 증권투자회사를 통해 달성하려는 움직임이 강하게 대두되고 있다는 점이다. 본문에서 제시된 증권투자회사를 통한 국민연금 기금운용의 구체적 적용방안으로 첫째, 국민연금관리공단에서는 투자 영역별로 전문화된 펀드매니저를 확보할 필요가 있음을 지적하였다. 즉, 주식부문, 채권부문, 국제금융부문 등으로 특화된 전문화된 펀드매니저를 확보한다. 둘째, 금융부문 운용액의 일정비율을 각 부문별로 세분화시켜 독립된 증권투자회사를 설립(또는 대주주로 참가)하여 투자전문기관이 기금을 운용하되 운용실적 및 기

금운용에 관한 전반적인 관리(governance)를 연금관리공단의 투자 영역별로 전문화된 펀드매니저가 담당하도록 한다. 셋째, 사전에 설정된 평가기준에 의해 증권투자회사의 연간(또는, 분기별) 운용실적을 평가하여 실적이 양호한 투자기관은 계속해서 운영하도록 하고 실적이 부진한 투자기관은 다른 투자기관으로 교체하도록 한다. 이러한 방식으로 국민연금기금을 운용하는 경우 공단내에 다수의 전문 인력을 확보하지 않고서도 효율적인 기금운용이 가능할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 각 증권투자회사별 투자대상 규제, 투자실적 평가 및 전반적인 관리를 위해서는 최소한의 기금운용전문가를 확보하고 있어야 할 것이다. 결론적으로 증권투자회사를 통해 국민연금 기금을 운용하는 경우 국민연금 기금운용 목적에 부합되는 자산들로 포트폴리오를 구성할 수 있다는 점과 대규모의 기금운용 전문가가 필요하지 않다는 측면에서 효율적인 자산관리 방식이 될 것으로 보여진다.

국민연금 기금운용과 관련하여 본문에서 논의된 또다른 주제는 자산유동화제도의 도입에 따른 국민연금의 부동산 시장에서의 참여 방안이었다. 정부는 최근 침체된 부동산 시장에 활력을 불어 넣는 방안의 하나로 『자산의 유동화에 관한 법률』을 제정하여 자산담보부증권(ABS: Asset Backed Securitization)을 도입하기로 하였다. 자산담보부증권의 일종인 주택저당증권(MBS: Mortgage Backed Securities) 제도가 도입되는 경우 주택구입자금의 20% 정도만 확보되면 나머지 80%는 저당잡힌 집을 담보로 채권을 발행하여 자기집을 마련할 수 있게 된다. 즉, MBS는 주택자금 수요자가 은행 등 주택자금대출기관에 저당권을 설정해주고 그 대가로 융자를 받아 주택을 구입하는 제도를 의미한다.

이러한 자산유동화제도에 국민연금기금이 적극 참여해야 하는 필요성은 자산유동화제도가 성공적으로 운영되는 경우 부동산 시장의 활성화가 기대되며 이 경우 급격한 부동산 하락이 몰고오는 자산디플레이

현상을 방지하여 경제가 극도로 침체하는 것을 막을 수 있을 것으로 보여진다. 이와 함께, 중장기적으로 자산담보부증권과 주택저당채권이 활성화될 경우 우리나라의 낙후된 채권시장 발전에 크게 기여할 수 있을 것이다. 또한, 국민연금 가입자의 대부분이 근로자임에 비추어 근로자들이 적은 비용으로(주택구입시 주택자금의 20%만이 소용됨) 주택을 구입할 수 있도록 함으로써 국민연금 가입자의 복리후생을 간접적으로 지원해 줄 수도 있다. 따라서, 국민연금기금의 일부가 자산유동화채권 시장에 적극 참여할 경우 경제 전체의 효율성 및 공공성을 증진시킬 수 있는 것 외에도 가입자들의 후생을 간접적으로 지원해 줄 수 있다는 점에서 매우 효과적인 투자수단이 될 것으로 보인다. 그러나, 주택저당증권(MBS) 발행기관인 유동화중개기관의 공신력 확보가 국민연금 기금의 자산담보부증권 투자를 위한 선결과제로 보인다. 왜냐하면, 국민연금기금 등 장기투자자금이 장기적으로 안심하고 MBS에 투자할 수 있는 분위기가 조성되어야 주택시장으로 대량의 자금이 유입될 수 있기 때문이다.

기금운용과 관련하여 본문에서 논의된 마지막 주제는 금융기관 파산 가능성에 대비한 국민연금 기금 운용방안이었다. 막대한 규모의 기금을 운용하는 국민연금의 경우 투자대상 금융기관의 파산시 기금운용의 차질이 예상되기에 금융기관의 선정에 한층 주의가 요망된다. 금융기관 구조조정과 함께 최근에 행해진 부실은행들의 퇴출조치는 향후 투자 대상기관 선정시 수익성과 함께 안정성에 큰 비중을 두어야 함을 재차 확인시켜주고 있다. 국민연금 금융부문의 위탁운용대상이 되는 수익증권, CMA, MMF, 금전신탁 등과 같은 실적배당형 금융상품의 경우 예금자보호대상에서 제외되어 있어 연기금의 투자 위험이 앞으로 더욱 커질 것이기 때문이다. 한편, 정부와 금융권에 따르면 「국민연금관리공단」은 1998년 8월 현재 퇴출 중금사와 회사채 400여 억원 어치와 퇴출대상 리스사의 회사채 1천2백여원어치 등 1천6백억

원 이상의 부실 종금-리스채를 보유하고 있는 것으로 알려지고 있다. 퇴출 종금-리스채의 예상 지급률을 50%로 가정하는 경우 금융기관 구조조정의 여파로 국민연금기금은 채권투자부문에서만 800억원 가량의 원금 손실을 입게될 전망이다.

금융기관 파산에 대한 대안으로 IMF경제체제 하에서 국민연금 기금운용은 안전성을 바탕으로한 수익성 제고에 기본 목표를 두어야 할 것으로 보인다. 금융기관의 파산에 대비하여 안정성을 확보하기 위해서는 은행 및 종합금융회사는 자기자본비율, 증권사는 영업용 순자본비율을 기준으로 대상 금융기관을 선정하도록 하며, 금융기관 선정시에는 예금자 보호법에의 적용여부를 고려하여 투자상품을 선정하여야 할 것이다. 또한 투자 대상 금융기관의 부실화를 조기에 포착하여 파산이전에 투자금 및 예치금을 회수하는 데 초점을 맞추어야 할 것으로 보인다. 이를 위해서는 미국의 부실 금융기관 조기시정장치와 같은 제도적 장치를 마련하는 것이 필요해 보이며, 정부 차원에서의 금융기관에 대한 조기 시정조치체도가 도입되기에 앞서 국민연금관리공단 자체의 금융기관 부실화정도 조기파악제도 도입이 필요해 보인다. 국민연금 관리공단 자체의 금융기관 부실화정도 조기파악제도가 마련되는 경우 연금기금의 예탁 및 투자결정시 금융기관 선택에 있어 유용한 기준이 될 수 있을 것이기 때문이다.

參考文獻

- 고철기외, 『국민연금기금의 효율적 운용방안』, 한국보건사회연구원, 1994.
- 공무원연금관리공단, 『제외국의 기업연금제도』, 1997.
- 국민연금관리공단, 『각국의 공적연금제도 비교연구(III)』, 국민연금 연구센터 편집진, 1997.
- _____, 『국민연금재정추계』, 1998.
- _____, 『일본공적연금의 현황 및 경제분석』, 1997.
- 국민연금제도개선기획단, 『전국민연금 확대적용에 대비한 국민연금제도 개선방안』, 1997.
- _____, 『전문위원 및 전체 위원회의 자료』, 한국보건사회연구원, 1997.
- 김원식, 『개인연금제도의 정착을 위한 정책연구방안』, 한국금융연구원, 1996.
- _____, 『자금순환에 따른 국민연금의 기금운용방안』, 『경제학연구』, 제 41집, 1993, pp. 77~93.
- 김연명, 『기금운용의 투명성 및 민주성 확보 방안』, 보건복지부 국민연금 기자간담회 발제문, 1998. 6.
- 김재진, 『주요 OECD 국가의 기관투자 현황』, 『재정포럼』, 한국조세연구원, 1998.

- 노·경총 공청회 자료집(한국노동조합총연맹, 한국경영자총협회), 『국민연금제도 어떻게 개혁할 것인가』, 1997. 7.
- 동서경제연구소, 『증권투자 - 이론과 실제-』, 1989.
- 민재성 외, 『공무원연금재정의 장기전망 및 연금재정의 발전방향에 관한 연구』, 한국개발연구원, 1994.
- _____, 『국민연금제도의 장기적 재정안정화를 위한 정책과제와 대책』, 한국개발연구원, 1991.
- 박경서외, 『국채시장의 활성화에 관한 연구』, 한국금융연구원, 1997. 3.
- 박병우, 『주요국의 회사형 투자신탁제도』, 『투신』, 1998. 5.
- 박정식·정운찬, 『국민연금기금의 효율적 운용방안』, 서울대학교 경영연구소, 1989.
- 보건복지부, 『국민연금제도와 외국의 연금제도』, 보건복지부 내부자료, 1997.
- 삼성경제연구소, 『통화 및 금리』, 『국가별 경제통계』, <http://econdb.seri-samsung.org>, 1998.
- 서울대학교 경영연구소, 『국민연금기금운용의 전문화·효율화 방안 연구』, 1993.
- 손정식, 장충식, 정경배, 『국민연금과 금융』, 금융경제연구소, 전국은행연합회, 1998.
- 윤석명, 『국민연금기금의 금융부문 운용방안』, 『보건복지포럼』 통권 제14호, 한국보건사회연구원, 1997. 11.
- _____, 『미국의 연금개혁논의와 시사점』, 『보건복지포럼』 통권 제16호, 한국보건사회연구원, 1998. 1.

- _____, 『멕시코 경제구조 조정기의 연금개혁』, 『보건복지포럼』 통권 제18호, 한국보건사회연구원, 1998. 3.
- _____, 『금융기관 파산가능성에 대비한 국민연금 기금 운용방안』, 『보건복지포럼』 통권 제23호, 한국보건사회연구원, 1998. 8.
- 윤주현, 『주택저당채권 유동화제도 도입방안』, 국토개발연구원, 1998. 5.
- 자유기업센터, 제5회 자유주의 워크숍, 『국민연금 민영화를!』, 1998. 1.
- 재정경제원, 『'97 기금백서』, 1997. 6.
- 재정경제부, 『회사형 투자신탁제도의 도입방안』, 1998. 5.
- _____, 『자산의 유동화에 관한 법률』, 1998. 5.
- _____, 『예금자보호법시행령 개정안』, 1998. 7.
- 정경배 외, 『국민연금의 재정안정과 기금의 적정운용』, 한국보건사회연구원, 1991. 2.
- 증권감독원, 『자본시장연보』, 1997.
- _____, 『증권조사월보』, 각호.
- 차명준, 『고용보험기금의 효율적 운용방안』, 한국노동연구원, 1997.8.
- 투자신탁협의회, 『1997년도 미국의 뮤추얼펀드 현황』, 『투신』, 1998. 3.
- 한국금융연구원, 『국민체육진흥기금 운영에 관한 연구』, 1997. 7.
- 한국사회보장학회·국민경제사회협의회 1993년도 하계학술발표회, 『연금기금의 재정투융자활용에 대한 문제와 대책』, 1993.
- 한국은행 조사제1부, 『최근 멕시코의 경제회복과 시사점』, 1997.
- 한국은행, 『조사통계월보』 및 『경제통계연보』, 각호.

- 한국경제신문사, 『외국의 주택저당채권 유동화제도』, 1998. 6. 1.
- 한일경제연구소, 『최적자산포트폴리오 구성방안』, 1997.
- 홍철, 『부동산시장 급락은 막아야』, 『한국일보』, 1998. 5.
- 日本社會保障研究所, 『年金白書』, 1998. 3.
- Asher, Mukul G., "The Future of Retirement Protection in Southeast Asia", *International Social Security Review*, Vol. 51, 1998, pp.3~30.
- Banco de Mexico, *The Mexican Economy 1997*, 1997.
- Blake, D. and Orszag, M., *The Impact of Pension Funds on Capital Markets*, The Pension Institute, England, 1998.
- Blake, D. and Orszag, M., *Towards a Universal Funded Second Pension*, The Pension Institute, England, 1997.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings, First Quarter 1998, U.S.A.*, 1998.
- Browning, Edgar, K., "Why the Social Insurance Budget is Too Large in a Democratic Society," *Economic Inquiry*, 1975, pp.373~388.
- Browning, Edgar, K., "The Marginal Cost of Raising Tax Revenue", *Contemporary Economic Problems*, A.E.I., 1986.
- Edgar K. Browning and Jacqueline M. Browning, *Public Finance and the Price System*, 4th Edition, Macmillan Publishing Company, New York, 1994.

- CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC, *1997 Operations Report*, Canada, 1997.
- Feldstein, M., "Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation," *Journal of Political Economy*, 1974, pp.905~925.
- Garner, C. Alan, "Social Security Privatization: Balancing Efficiency and Fairness", *Economic Review*, Third Quarter 1977, Federal Reserve Bank of Kansas City, U.S.A., 1997, pp.21~36.
- Heller, Peter., *Aging in the Asia Tigers: Challenges for Fiscal Policy*, IMF Working Paper, 1997.
- Holzman, Robert, *Pension Reform, Financial Market Development, and Economic Growth: Preliminary Evidence from Chile*, IMF Staff Papers 96/94, 1997.
- Kim, Yu-Kyung, *The Growing Financial Market Importance of Institutional Investor: Case of Korea*, OECD, 1997.
- Krishnamurthi, Sudir, *Investing Pension Fund Assets: Managing Pension Funds Efficiently*, Eleventh Regional Conference for Asia and the Pacific, Manila, 24-27 November 1997, International Social Security Association
- Leidy, M., *Investing U. S. Social Security Trust Fund Assets in Private Securities*, WP/97/112, International Monetary Fund, 1997.
- Luis Cerda, *The Mexican Pension Reform*, Secretariat of Finance and Public Credit, Mexico, 1997.

- McGill·Brown·Haley·Schieber, *Fundamentals of Private Pensions*, Seventh Edition, Pension Research Council, University of Pennsylvania Press, 1996.
- Meguire, P., "Comment: Social Security and Private Saving," *National Tax Journal*, 1998, pp.339~358.
- Miller, Susan, "The Market to the Rescue? The Promise and the Price of the New Social Security Investment Proposals", *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 3, No. 10, 1997.
- Mitchell Olivia S. and Barreto Flavio Ataliba, *After Chile, What? Second-Round Pension Reforms in Latin America*, NBER Working Paper, 1997.
- Moffit, Robert, *Reforming Social Security: Understanding the Council's Proposals*. The Heritage Foundation, U.S.A., 1997.
- OECD, *Country Information on Institutional Investors*, DAFNE/AS/WD(97)11, 1997.
- Peter Fortune, "Mutual Funds, Part I: Reshaping the American Financial System," *New England Economic Review*, July/August 1997, pp.45~72.
- Peter Fortune, "Mutual Funds, Part II: Fund Flows and Security Returns," *New England Economic Review*, January/February 1998, pp.3~22.
- Pu Shen, "Features and Risks of Treasury Inflation Protection Securities," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas, First Quarter 1998, pp.23~38.

- Queisser, Monika, "Regulation and Supervision of Pension Funds: Principles and Practices," *International Social Security Review*, Vol. 51, 1998, pp.39~55.
- Randall, J. and Satchell, S., *An Analysis of the Hedging Approach to Modelling Pension Fund Liabilities*, Birkbeck College Working Paper, England, 1997.
- SAS Institute Inc., *SAS/IML Software: Usage and Reference*. Version 6 First Edition, U.S.A., 1993.
- Singh, Ajit., "Pension Reform, the Stock Market, Capital Formation and Economic Growth: A Critical Commentary on the World Bank's Proposals," *International Social Security Review*, Vol. 49, 1996, pp.21~43.
- Social Security Administration, U.S.A., *Report of the 1994~1996 Advisory Council on Social Security, Findings and Recommendations*, Vol. 1, Washington, D.C., U.S.A., 1997.
- Social Security: Time for a Change*, Edited by Kevin Stephenson, JAI Press Inc., 1995.
- Social Security and Medicare Boards of Trustees, *Status of the Social Security and Medicare Program: A summary of the 1997 Annual Reports*, Washington, D.C., U.S.A., 1997.
- Stiglitz, Joseph E., *Economics of The Public Sector*, W.W. Norton & Company, Second Edition, 1988.

Tanner, Michael., *Government Investment of the Social Security Trust Fund*, U.S. Congressional Testimony, 1997.

The Economics of Pensions: principles, policies, and international experience, Edited by Salvador Valdes-Prieto, Cambridge University Press, England, 1997.

Turner, D., "Make that extra," *Singapore Business*, 20(3), 1996, pp.24~25.

Turner, John and Watanabe, Noriyasu, *Private Pension Policies in Industrialized Countries: A Comparative Analysis*, Upjohn Institute, 1995.

World Bank, *World Economic Atlas*, Washington, DC, 1996.

附 錄

1. SAS IML SAMPLE 프로그램/ 225
2. 主要 OECD國家의 機關投資 資產運用 現況/ 228
3. 獨逸의 年金改革과 自動調整 메카니즘/ 237

附錄 1. SAS IML SAMPLE 프로그램

```
/* 1988~ 1997 time period*/
proc iml;
/*-----Routine to solve quadratic programs-----
* names:   the names of the decision variables
* c:       vector of linear coefficients of the objective function
* H:       matrix of quadratic terms in the objective function
* G:       matrix of constraint coefficients
* rel:     character array of values: '<=' or '>=' or '='
* b:       right hand side of constraints
* activity: returns the optimal value of decision variables
-----*/

start qp( names, c, H, G, rel, b, activity);

nr = nrow(G);
nc = ncol(G);

/*----- put in canonical form -----*/

rev = ( rel = '<=' );
adj = (-1 * rev) + ^rev ;
G   = adj # G; b = adj # b;
eq  = ( rel = '=' );
```

```

if max(eq)=1 then do;
    G = G // -(diag(eq) * G)[loc(eq),];
    b = b // -(diag(eq) * b)[loc(eq)];
end;

M = ( H || -G'
      ( G || J(nrow(G),nrow(G),0) ) );
q = c // -b;

/*-----solve the problem-----*/

call lcp(rc,w,z,M,q);

/*----- report the solution-----*/

reset noname;
print ( { '*****Solution is optimal*****',
          '***** No solution possible*****',
          ' ',
          '*****Solution is numerically unstable*****',
          '*****Not enough memory*****',
          '*****Number of iterations exceeded*****'}[rc+1]);
reset name;

activity = z[1:nc];

```



```

objval = c'*activity + activity'*H*activity/2;
print , 'Objective Value ' objval,
      'Decision Variables ' activity[r=names],
      '*****';
finish qp;

/*----- plug the relevant variables -----*/

c = { 0, 0, 0, 0 };
h = { 0.0835 0.0002 -0.0016 -0.0009,
      0.0002 0.0005 0.0004 0.0000,
      -0.0016 0.0004 0.0004 0.0000,
      -0.0009 0.0000 0.0000 0.0001};
g = { 1 1 1 1,
      0.0750 0.1300 0.1410 0.0995 };
b = { 1 , .13 };
rel = { '=', '>=' };
names = { 'equi', 'govb', 'corb', 'dp' };

run qp(names, c, h, g, rel, b, activity);

```

附錄 2. 主要 OECD 國家의 機關投資 資產運用 現況

가. 主要 OECD 國家들의 機關投資 現況

OECD 국가들에 있어 기관투자자의 총자산은 1981년의 2조 5천억달러(GDP의 36%)에서 1991년 14조 6천억달러(GDP의 85%), 1995년에는 GDP의 102%인 22조 1천억달러로 증가하였다. 자산의 연평균 증가율은 투자회사(23%), 보험회사(12%), 연금(10%)의 순으로 기록되고 있다. 한편 G-7 국가에서 기관투자자의 운용자산은 1995년 20조 6천억달러(GNP의 111%)에 이르고 있는데, 이는 1993년 전세계 주식시장의 하루 거래규모 14조 1천억달러와 선진 7개국 정부발행채권 9조달러를 능가하는 규모이다. 1991년부터 1995년까지 OECD 국가의 연금자산의 연평균증가율은 10%이며, 연·기금이 전체 기관투자자에서 차지하는 비중은 26%를 차지하고 있다.

〈附表 1〉 OECD 國家의 年·基金規模

(단위: 10억달러,%)

	연말총자산		평균증가율
	1991	1995	1991~1995
유럽지역(12개국)	1,050	1,350	7
북미지역	2,950	4,300	11
아시아-태평양지역	70	120	18
계	4,070	5,770	10

註: 1) 유럽지역 12개국은 오스트리아, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 이탈리아, 네덜란드, 노르웨이, 포르투갈, 스페인, 터키 및 영국 등 임.

2) 북미지역 국가는 캐나다, 멕시코 및 미국임.

3) 아시아-태평양지역 국가는 호주, 일본, 한국 등임.

資料: OECD, *Country Information on Investors*, DAFNE/AS/WD(97)11. 1997. 5.

〈附表 2〉 G-7國家의 年·基金 資産規模

(단위: 10억달러, %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	연평균 증가율 (1990~1995)
캐나다	184.9	203.5	201.5	213.9	223.8	248.6	7
독일	54.9	60.0	60.6	51.2	59.7	69.8	5
일본 ¹⁾	-	-	-	-	-	-	0
영국	591.0	648.9	584.8	717.8	700.5	813.6	8
미국	2,460.7	2,723.6	3,006.5	3,286.7	3,435.1	4,037.4	13
프랑스	-	-	-	-	-	-	0
이탈리아	56.6	70.2	55.0	50.2	59.3	64.1	3
G-7국가 총계	3706.2	3,706.2	3,908.4	4,319.8	4,478.5	5,233.5	11

註: 1) 일본의 연·기금자산은 보험회사 자산과 투자은행의 투자계정을 포함하는 것임.

資料: OECD, *Country Information on Institutional Investors*, DAFIE/AS/WD (97)11, 1997. 5.

나. 主要 OECD 國家의 年·基金 運用 現況

1) 美國

미국의 연금은 1995년말 약 4조달러에 이르는 자산을 보유하고 있어 전세계적으로 가장 규모가 큰 기관투자가이다. 1991년말 기준으로 확정급여연금제도의 경우 자산의 80%가량이 주식과 채권에 투자되고 있고, 확정각출제도는 그 자산의 대부분을 보증투자계약 (guaranteed investment contracts)에 투자하고 있다. 최근 연금재정의 안정과 관련하여 사회보장자문단은 OASDI(Old Age, Survivors, and Disability Insurance)의 신탁기금 일부를 주식에 투자하도록 권장되고 있는데, 이것이 실현될 경우 미국 및 다른 OECD국가의 자본시장에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다.

〈附表 3〉 美國: 年·基金 資産規模

(단위: 10억달러, %)

	1980	1990	1993	1994	1995
자산규모	711.7	2460.7	3286.7	3435.1	4037.4
주식	39	37	48	47	53
채권	40	36	31	32	29
기타	21	27	21	21	18

資料: OECD. *Country Information on Institutional Investors*.
DAFFE/AS/WD(97)11, 1997.5.

이하에서는 1990년 이후 미국 공적연금과 사적연금의 각 자산별 투자비율의 변화를 살펴보도록 한다. 세계 최대의 기관투자가인 미국의 연·기금 운용 현황을 파악함에 있어 단순한 투자비율의 스탁(stock)보다는 일정기간 동안 투자비중의 흐름(flow)을 살펴보는 것이 금융시장의 변화와 관련한 전문 투자기관들의 투자행태 파악 지름길이 될 것으로 보여진다. 이하의 <附表>들에서는 확정급여형 및 확정각출형 사적연금제도 순신규자금의 투자비중 흐름을 상세히 보여주고 있다.

〈附表 4〉 私的 年基金; 確定給與型(Private Pension Funds: Defined Benefit Plans)의 純新規資金 흐름

(단위: 십억달러)

구 분	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
금융자산의 순증분	2.9	1.5	4.0	18.5	-1.1	16.6	4.2	-2.3
요구불예금 및 현금	-0.5	-0.1	0.0	-0.1	0.3	-0.0	-0.0	-0.0
정기예금	-10.5	0.5	-14.1	1.4	2.7	-7.2	-3.8	-4.6
Money market fund shares	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Security RPs	-0.1	3.5	0.6	2.2	-0.8	-1.2	1.9	1.3
Credit market instruments	33.6	14.5	18.8	25.6	11.6	33.3	20.8	33.9
공개시장증서	-0.1	3.5	0.6	2.2	-0.8	-1.2	1.9	1.3
연방정부채권	26.1	8.9	5.4	15.4	13.8	16.6	5.2	12.4
재무성	16.1	5.5	3.4	9.6	8.3	9.9	3.1	7.4
Agency	10.0	3.4	2.0	5.8	5.4	6.7	2.1	5.0
지방정부채권	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
회사채 및 외국채권	6.2	8.8	15.8	9.0	-1.6	17.4	13.1	19.3
모기지	1.5	-6.8	-3.1	-0.9	0.1	0.4	0.5	0.8
주식	-9.8	-8.0	-1.3	-3.2	-11.3	-4.6	-18.8	-33.0
뮤추얼펀드지분	0.4	1.4	2.3	4.4	3.7	3.2	7.5	7.0
기타자산	-10.2	-10.2	-2.3	-11.9	-7.3	-6.8	-3.4	-6.9
미할당된 보험계약(1)	-6.2	-2.2	-5.0	-0.6	-5.1	-3.3	-1.0	-2.4
보험료 미수금	-2.2	3.2	0.6	1.9	-0.6	2.4	2.4	2.4
기타	-1.8	-11.2	2.2	-13.1	-1.6	-5.9	-4.8	-6.9

註: 1) 생명보험회사가 보유하고 있는 사적연금의 자산이 포함되어 있음(e.g., GICs, variable annuities).

資料: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings, First Quarter 1998, U.S.A., 1998.*

〈附表 5〉 私的年基金: 確定釀出型(Private Pension Funds: Defined Contribution Plans)의 純新規資金 흐름
(단위: 십억달러)

구 분	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
금융자산의 순증분	54.7	65.3	72.1	79.3	79.2	79.5	80.4	88.5
요구불예금 및 현금	-0.3	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
정기예금	1.4	0.0	-8.0	-9.8	-7.2	-7.7	-10.6	-9.0
Money market fund shares	-0.0	1.9	1.3	1.4	0.3	1.2	0.4	0.7
Security RPs	0.4	1.9	1.3	1.4	0.3	1.2	0.4	0.7
Credit market instruments	19.3	22.5	18.8	23.9	33.9	28.1	27.5	33.7
공개시장증서	0.4	1.9	1.3	1.4	0.3	1.2	0.4	0.7
연방정부채권	10.1	13.0	10.9	8.4	36.2	16.4	15.7	18.6
재무성	7.2	9.0	7.8	6.2	23.3	11.0	10.3	11.8
Agency	2.9	4.0	3.1	2.2	12.9	5.3	5.4	6.8
지방정부채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
회사채 및 외국채권	8.6	7.5	7.2	13.2	-6.2	9.6	10.2	12.8
모기지	0.1	0.1	-0.6	0.8	3.4	0.9	1.2	1.5
주식	5.4	14.9	32.1	18.1	7.2	15.6	5.6	9.3
뮤추얼펀드 지분	1.2	4.8	8.0	17.4	16.3	15.6	35.1	30.4
기타 자산	27.3	20.4	19.1	21.6	23.3	20.8	17.2	18.8
미할당된 보험계약(2)	4.2	11.3	-1.1	1.2	0.2	-1.5	-2.0	-3.2
보험료 미수금	-0.1	0.6	1.0	1.1	0.7	1.4	1.4	1.4
기타	23.2	8.6	19.2	19.4	22.5	20.9	17.9	20.6

註: 1) 사적연기금에는 연방공무원의 퇴직공제저축제도(the Federal Employees' Retirement System Thrift Savings Plan)의 기금이 포함되어있음.

2) 생명보험회사가 보유하고 있는 사적연금의 자산이 포함되어 있음(e.g., GICs, variable annuities).

3) 연기금적립금(부채)는 (버거주용 고정투자 + 금융자산의 순증분 - 총저축)과 같음. 여기서 연금적립금(부채)는 가계부문의 자산과 같음.

資料: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings, First Quarter 1998, U.S.A., 1998.*

〈附表 6〉 私的年基金: 確定給與型(Private Pension Funds: Defined Benefit Plans)의 純新規資金 흐름

(단위: 십억달러)

구 분	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
총금융자산	1019.3	1037.5	1142.8	1159.3	1339.6	1530.4	1785.6
요구불예금 및 현금	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1
정기예금	40.5	26.4	27.8	30.6	23.3	19.5	15.0
Money market fund shares	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Security RPs	22.3	22.9	25.0	24.2	23.0	25.0	26.3
Credit market instruments	368.3	387.0	412.7	424.2	457.5	478.3	512.2
공개시장증서	22.3	22.9	25.0	24.2	23.0	25.0	26.3
연방정부채권	225.3	230.7	246.1	259.8	276.4	281.7	294.1
재무성	152.3	155.7	165.3	173.6	183.6	186.7	194.2
Agency	72.9	75.0	80.7	96.2	92.9	95.0	99.9
지방정부채권	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
회사채 및 외국채권	107.6	123.5	132.5	130.9	148.3	161.4	180.7
모계지	13.0	9.9	9.0	9.1	9.5	10.0	10.8
주식	426.1	442.0	503.1	499.5	640.4	779.4	965.1
뮤추얼펀드 지분	11.4	15.6	22.3	26.0	38.5	60.1	88.6
기타자산	149.7	142.5	150.8	153.5	155.6	166.9	177.3
미할당된 보험계약(1)	77.3	69.6	69.7	66.1	69.4	78.3	90.9
보험료 미수금	8.8	9.4	11.3	10.7	13.1	15.5	17.9
기타	63.6	63.6	69.8	76.8	73.1	73.2	68.5

註: 1) 생명보험회사가 보유하고 있는 사적연금의 자산이 포함되어 있음(e.g., GICs, variable annuities).

資料: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings, First Quarter 1998, U.S.A., 1998.*

〈附表 7〉 私的 年基金: 確定拠出型(Private Pension Funds: Defined Contribution Plans)의 純新規資金 흐름
(단위: 십억달러)

구 분	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
총금융자산	841.1	921.2	1050.6	1132.5	1317.1	1517.1	1793.5
요구불예금 및 현금	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8
정기예금	58.9	51.0	41.2	33.9	26.2	15.6	6.6
Money market fund shares	18.8	19.8	26.3	31.6	37.5	42.7	47.3
Security RPs	10.4	11.6	13.1	13.4	14.6	15.0	15.7
Credit market instruments	156.1	174.9	198.8	232.7	260.7	288.3	322.0
공개시장증서	10.4	11.6	13.1	13.4	14.6	15.0	15.7
연방정부채권	85.2	96.1	104.4	140.6	157.0	172.7	191.3
재무성	60.3	68.1	74.3	97.6	108.6	118.9	130.7
Agency	24.9	27.9	30.2	43.1	48.4	53.8	60.6
지방정부채권	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
회사채 및 외국채권	54.9	62.1	75.3	69.1	78.7	88.9	101.7
모계지	5.3	4.7	5.5	9.0	9.8	11.1	12.6
주식	321.3	365.7	434.6	441.0	540.1	642.9	800.0
뮤추얼펀드 지분	38.7	59.3	93.6	124.4	190.0	272.5	367.4
기타 자산	234.9	236.9	241.1	253.5	246.0	238.2	232.7
미할당된 보험계약(2)	129.3	128.4	136.9	143.9	146.1	147.8	150.4
보험료 미수금	8.5	9.5	10.6	11.3	12.7	14.1	15.5
기타	97.1	99.0	93.6	98.2	87.2	76.3	66.8

註: 1) 사적연기금에는 연방공무원의 퇴직공제저축제도(the Federal Employees' Retirement System Thrift Savings Plan)의 기금이 포함되어있음.

2) 생명보험회사가 보유하고 있는 사적연금의 자산이 포함되어 있음(e.g., GICs, variable annuities).

資料: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings, First Quarter 1998, U.S.A., 1998.*

2) 英國

영국의 연금기금 운용에 있어서 주요특징은 기금자산의 66%가 주식에 투자되고 있으며, 이 중 20%를 외국주식에 투자하는 등 주식투자 비중이 상당히 높다는 점이다. 이는 영국의 회계기준이 비정상적인 영업활동의 결과를 회계적으로 제거하는 작업인 장기평준화 (long-run smoothing)를 허용하며, 연·기금이 보유하고 있는 주식의 시장가치보다는 이익배당을 중시하여 수익률의 변동을 용인하기 때문이다. 한편, 1996년 기준으로 영국의 연·기금은 영국내 주식에 자산의 54%를 투자하고 있어 자산구성의 국제적인 다원성을 보이고 있다. 한편 이러한 영국 연기금의 투자전략으로 인한 대규모 주식매입이 초래하는 투자위험을 완화 (hedge)하기 위한 파생금융시장이 급속도로 성장하였다.

〈附表 8〉 英國: 年·基金 資産規模

(단위: 10억달러, %)

	1980	1990	1993	1994	1995
자산규모	135	591	718	700	814
주식	53	64	71	67	66
채권	21	11	10	12	13
기타	26	25	20	21	21

資料: OECD. *Country Information on Institutional Investors*. DAFIE/AS/WD (97)11. 1997. 5.

영국의 경우 연·기금의 운영은 보험회사, 은행 및 개방형 투자신탁을 재정보증하는 화폐기관(money manager 또는 unit trust) 등 여러 기관이 담당하고 있다. 한편, 영국의 연·기금은 1995년 제정된 연금법이 1997년 시행됨으로써 큰 변화를 겪게 되었는데, 이에 따른 가장 중요한 변화는 연금수탁자의 투자관련 의무를 명문화하여, 투자계획을 서면으로 남기도록 한 것이다. 이 법안이 도입됨으로써 투자위험

부담이 낮춰지고 연·기금의 투자형태도 더욱 성숙해져 채권과 현금에 대한 투자를 확대시킬 것으로 예상된다.

3) 日本

일본기관투자자의 총자산은 1990년 GDP의 78%(2조 5천억달러)에서 1995년 GDP의 87%(4조달러) 규모로 성장하였다. 한편, 1995년말 현재 일본의 연기금은 217조 2천억엔의 자산을 보유하고 있는데, 이중 공적연금이 157조 6천억엔, 개인연금이 59조 6천억엔을 보유하고 있다. 연기자산의 대부분을 신탁은행이 운용하고 있으며, 생명보험회사도 기금운용에 참여하고 있다. 최근까지도 이 두 기관만이 연기운용에 참여할 수 있었으며, 자산의 운용은 우량기업 및 정부채권에 50%, 국내주식에 30%미만, 외국증권에 30%, 그리고 재산에 20%를 투자하는 5-3-3-2 투자규정을 따르고 있었다.

한편 1992년부터 국내 및 외국 투자자문회사들이 민간기업연금 신규 모집액의 3분의 1을 운용할 수 있도록 허용하여, 현재 일본 연금의 7%를 운용하고 있다. 1995년 정부는 연금부문 자유화조치를 발표하여, 1997년부터 시장가치 회계규정을 도입하고, 5-3-3-2 규정을 폐지하였다. 대장성과 함께 연금에 대해 규제하고 있는 보건후생성은 향후 기업연금이 기금전체를 기금운용회사에 투자할 수 있도록 자유화할 예정이다.

附錄 3. 獨逸의 年金改革과 自動調整 메카니즘

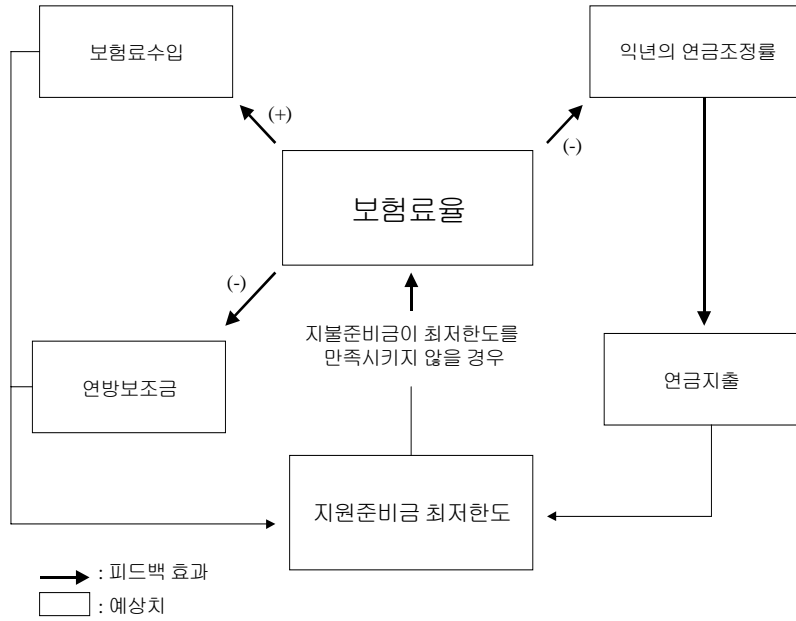
가. 獨逸의 年金改革

1957년 이전 적립방식이었던 독일의 연금제도는 인플레이션 등에 의한 연금재정의 불안정으로 1957년 연금개혁을 통해 부과방식으로 이행하였다. 1992년 급여수준의 인하와 비용 억제를 주요 내용으로 하는 연금개혁이 이루어지면서, 연금개정, 보험료율, 연방보조금이 상호 연결되는 자동조정 메커니즘이 도입되었다. 1992년 공적연금 개혁의 주요내용을 보면,

- 1) 연금급여 실질가치 보장방법이 총임금의 상승률로부터 실질수령 임금의 상승률로 바뀌었음.
- 2) 연방보조금, 보험료율, 연금개저의 자기조정 기능을 도입하였음.
- 3) 지급개시연령을 현행 60세(여성) 및 63세(남성)에서 단계적으로 65세까지 인상함.

한편, 1992년 연금법 개정시의 재정추계에 의하면 구제도하에서는 보험료율이 2010년 24.9%, 2030년에 36.3%였지만, 개정된 체제하에서는 각각 21.6%, 26.9%로 예상되고 있다.

[附圖 1] 獨逸 年金制度의 自動調整 메커니즘



資料: 빈프리트 슈메르, 『독일 1992년 연금제도 개정에 대해』, 『諸外國의 企業年金制度』, 일본 후생연금기금연합회, 1996.12.
공무원연금관리공단, 『제외국의 기업연금제도』, 1997.

附錄 4. 아시아 國家들의 年金制度 概要

〈附表 9〉 아시아 新興工業國들의 年金制度 概要

국가	공식적인 노령연금제도의 형태	제도내에서 정부의 역할	공식적인제도의 적용범위
중국	<ul style="list-style-type: none"> 독립적인 강제적 사용자 공제프로그램 또는 도시-농촌기준 사회보험제도: 공동회계없음(no pooling). 확정급여형태(가입자에 대한 최소연금 있음); 주로 부과방(pay-as-you-go) 식이며 기업들 사이에 도시지역에서 공동회계의 움직임이 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> 중앙정부수준에서 일 반적 감독이 행해지고, 지방 또는 도시/농촌 관청에서 참여기업들이 퇴직연금공동회계 (retirement pension pools)를 관리함. 	<ul style="list-style-type: none"> 주로 공무원 또는 국영 기업체제도가 적용범 위내에 있음: 현재 근로 자의 28%가 적용대상 임. 대부분의 도시지역, 비공공부문(고용자의 50%)에서는 적용범위가 20%-90%에 걸치며 고 르지 않음.
홍콩	<ul style="list-style-type: none"> 국가적 차원의 사회보장 제도는 없음; 공무원, 법 관, 교사에 대해 부과방식 의 연금제도 있음; 준정부 기관의 고용자에 대한 공 제기금있음; 주로 공제기 금의 형태를 갖는 약 15,000개의 자발적 사적연 금제도가 있음. 노령자, 장애인, 어린이, 빈곤노동층 중 가입자격을 갖춘 사람들에게 최저 소득수준 보장을 위한 비(非)기여형 사회후생제도 (noncontributory social welfare schemes)가 있음. 기존의 사적연금제도를 포함하면서 사적으로 관 리되는 강제적 공제기금 제도 (M a n d a t o r y Provident Fund)가 1998 년에 도입될 예정 	<ul style="list-style-type: none"> 정부예산으로 복지제 도비용을 충당함. 사회후생성(Social Welfare Department) 이 프로그램을 관리함. 	<ul style="list-style-type: none"> 공공부문근로자를 위한 정부연금 제도가 전체근 로자의 7.5%를 차지함. 현재 민간공제기금제도가 전체근로자의 29% 를 차지하고 있음. 새로운 강제연금기금 (mandatory pension fund)이 58% 이상의 근로자에게 적용될 예 정임.

資料: Heller, Peter., 「Aging in the Asian "Tigers": Challengers for Fiscal Policy」, IMF, 1997.

〈附表 9〉 계속

국가	공식적인 노령연금제도의 형태	제도내에서 정부의 역할	공식적인제도의 적용범위
인도네시아	<ul style="list-style-type: none"> 공무원과 군인에 대한 확정급여 연금제도있음 (각각 PT. ASPEN, PT. ASABRI에 의해 관리됨). -일부는 가입자들의 기여금으로, 나머지는 정부예산으로 운영됨. “정규사용자(defined employers)”에 대한 강제적인 사적 확정기여제도가 있음(JAMSOSTEK라 불리는 전반적 고용급여하에). -정액급여를 제공하는 ASTEK이 관리하고 있음. 자발적 사용자후원(employer-sponsored)연금프로그램이 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> 부과방식 차원에서 공무원연금의 77.5%를 정부예산으로 지급(정액급여는 없음): 공무원연금의 자산이 불충분한 경우 정부가 최종적으로 책임을 짐. 공적연금의 정액급여와 기여에 대해서는 조세상의 혜택있음(예컨데 실제적인 면세): 사적연금의 경우 기여에 대해서는 공제(deductible)되나 급여에 대해서는 일반적인 소득과 마찬가지로 과세대상임. ASTEK, PT. ASABRI, PT. TASPEN등은 국영기업체임(법인세의 적용을받는 유한책임회사임). 인력성, 재무성, 국방성에의해 투자정책에 관한 광범한 감시와 규제가 행해짐. 	<ul style="list-style-type: none"> 국영기업체와 10인 이상 고용기업을 포함하는 “정규사용자(Defined Employer)”가 적용대상임. 공무원과 군인을 포함하여 노동자의 20% 이하가 공적 또는 사적연금제도의 혜택을 받음(자발적 제도 포함)
한국	<ul style="list-style-type: none"> 사회보험제도: 국민연금관리공단에서 관리, 확정급여형태 확정급여형태의 공무원연금, 군인연금제도 있음. 사립학교교원연금제도(3원화된 기여구조) 수정적립방식의 국민연금기금(National Pension Fund: 이하 NPF로 약칭) -제도가 아직은 미완성 상태(최소가입기간이 15년으로, 연금급여는 2003년부터 개시될 예정임.) -급여가 물가변동에 따라 조정됨 	<ul style="list-style-type: none"> 정부예산은 인원의 사용자로서 또는 공무원(Government employees)에 대한 연금제도의 운영적자를 보전(補填)하기 위해 기여함. 정부가 사립학교교원연금의 기여분 일부도 부담함. 정부는 자발적분야(voluntary component)의 NPF 운영경비를 부담. 정부에서 NPF의 투자정책을 규제(기금의 절반이 정부의 특별회계에 예치: 1995년에 60%가 공공부문에 예치) 모든연금은 비과세됨 	<ul style="list-style-type: none"> 5인이상고용 사기업체는 의무적으로 적용대상이 됨 - 최근에는 농촌자영자, 농민, 어민도 강제적 적용대상이 되었음 - 도시자영자와 5인 이하 고용기업체의 노동자는 자발적으로 가입할 수 있음

〈附表 9〉 계속

국가	공식적인 노령연금제도의 형태	제도내에서 정부의 역할	공식적인제도의 적용범위
말레이시아	<ul style="list-style-type: none"> · 강제가입방식의 고용공제 기금(Employee Provident Fund: 이하 EPF로 칭함) -개인계좌: 완전적립방식; -수명의 연장과 인플레이션의 위험은 퇴직자가 부담함. -재분배적 특징은 없으며, 일부 공무원, 군인, 교원이 각각의 공제기금 제도의 혜택을 받음. -안전망연금제도(safety net pension schemes)는 없음 -EPF는 법적으로 재무성 산하의 신탁기금임. 	<ul style="list-style-type: none"> · 기여금은 세금공제됨 · 연금에는 과세되나, EPF로부터의 정액인출에 대해서는 비과세됨. · 정부는 EPF의 투자정책을 규제함(말레이시아 내부에서만 투자되어야 하며 무위험정부채에 많은 비율을 투자하도록 요구하고 있음). 	<ul style="list-style-type: none"> · EPF가 임금생활자 모두에 적용됨. -자영자는 자발적으로 참여함. · 노동력의 86%를 차지하는 공식적인 사업장의 경우 EPF에 전부 가입하였음 · 그러나, 실제로는 노동자의 절반이하가 전년도에 한달기여 (contributing one month in previous year)했다는 의미에서 "적극적(active)" 가입자임.
필리핀	<ul style="list-style-type: none"> · 이층구조의 사회보장제도 - 1층: <ul style="list-style-type: none"> · 확정급여형식의 강제적 노령연금제도 민간부분의 사회보장제도(Social Security System) · 정부부분의 정부서비스 보험 제도 (Government Service Insurance System; GISS) -2층: 일부 사기업에서 확정급여기준의 기업연금을 제공 	<ul style="list-style-type: none"> · 정부가 SSS와 GISS의 재정적자를 보전함. 	<ul style="list-style-type: none"> · 전체근로자의 19%가 SSS와 GISS에 가입되어 있음(공공부문은 GISS에 의해 100% 커버되며, 민간부문은 SSS에 의해 15%가 커버됨). · 한편, 전체 근로자의 36%가 가입되어 있다는 통계도 있음. · 자영자와 농촌지역은 적용범위가 제한적임.

資料: Heller, Peter., 『Aging in the Asian "Tigers": Challengers for Fiscal Policy』, IMF, 1997.

〈附表 9〉 계속

국가	공식적인 노령연금제도의 형태	제도내에서 정부의 역할	공식적인제도의 적용범위
싱가포르	<ul style="list-style-type: none"> · 강제가입방식의 중앙공제 기금(Central Provident Fund: CPF) - 퇴직시 정액지불, 또는 연금급여 - 인플레이션위험은 퇴직자 부담이며 재분배요소 없음 	<ul style="list-style-type: none"> · 정부는 상당한 조세 지원을 함. - 제도진입이나 퇴출시 기여분에 대해서는 비과세됨.(GDP의 약 1%정도의 비용이 소요) · 정부는 정부증권 의무매입규정으로부터 이득을 얻고 있음*. 	<ul style="list-style-type: none"> · 노동자의 2/3가 적용대상임.
대만	<ul style="list-style-type: none"> · 기여부(contributory) 사회보험제도가 1950년대에 설치됨. - 확정급여형태의 정액급여가 주어짐. · 1985년부터 사용자는 월급여의 2-15%로 퇴직기금을 설치하도록 요구받고 있으며, 이 기금은 지정된 금융기관의 특별계좌에 예치되어 증식되고 있음. - 이러한 계좌들은 연금기금으로 공동회계(pooled into)되어, 정부의 감독하에 중국중앙신탁국(the Central Trust Bureau of China)에 의해 관리되며, 주로 정부채권(bills and bond)에 투자됨. 	<ul style="list-style-type: none"> · 정부는 임금의 일부분을 보조(근로자의 경우 0.65%, 자영자의 경우는 2.6%)하며, 기금 관리비용도 부담함. 따라서 대부분을 사용자와 근로자가 부담하고 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> · 적용대상은 다음과 같음 - 5인이상고용 회사, 광산, 농장 - 공익사업 고용인, 일부 서비스분야의 자영자. - 농민, 공공분야의 봉급생활자(salaried public employees), 사립학교 직원에 대한 특별한 제도가 있음.

註: * 싱가포르정부는 정부채에 대해 관리이자율을 지불하는데, 이것은 정부채에 의해 투자되는 기금에서 얻어지는 수익률보다 낮은 수준임.(따라서 CPF가입자의 잔고나 자산에 대해 암묵적으로 조세(implied tax)가 징수되고 있음.

〈附表 9〉 계속

국가	공식적인 노령연금제도의 형태	제도내에서 정부의 역할	공식적인제도의 적용범위
태국	<ul style="list-style-type: none"> · 공적연금제도있음. · 공무원은 강제적 공제기금 제도에 가입해야 함(이전에는 확정급여제도였음). · 민간부문의 연금제도는 매우 제한적이며 주로 공제기금의 형태임. <ul style="list-style-type: none"> - 최근에 수립된 제도는 20 인이상고용 기업체에 대해 공제기금의 제공을 의무화함. - 그러나 고용인의 가입은 강제적이지 않음. 	<ul style="list-style-type: none"> · 민간분야연금제도에 대해서는 제한된 조세유인만 있음. · 정부는 새로운 민간 연금제도에 대해 기여분의 1/3을 부담함(공무원에 대해서는 1/3 이상 부담함). · 공제기금에 대한 투자가이드라인은 투자의 60% 이상이 정부증권의 매입이나 은행예치되어야 함을 명시하고 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> · 이전의 제도와 새로운 제도에 의해 대략 노동자의 2/3가 커버될 것으로 기대됨. 그러나 현재는 10% 정도로 적용범위가 매우 제한적임.
베트남	<ul style="list-style-type: none"> · 새로운 확정급여형식의 사회보장제도가 1995년에 도입되었음 -5개의 선별된 지방에 부분적으로 완성된 시안(試案, pilot schemes)이 있음. -정부서비스부문과 군대에 고용된 사람을 위한 특별한 제도들이 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> · 정부는 제도에서 발생하는 모든 적자를 보전함. 또한 제도의 적용대상이 되는 부문에 고용되어 있는 고용인에 대한 급여지출의 모든 비용을 사용자에 의해 제도가 완성될 때 까지 부담함. 	<ul style="list-style-type: none"> · 베트남 사회보장기구 (Vietnam Social Security Organization: VSIF)가 설립중임. -VSIF는 현재 약 400만의 적용대상자를 가지고 있음. -시안에 따르면, 10인 이상 고용기업, 해외투자기업 또는 국제기구고용인, 그리고 비민간분야나 경제특구의 노동자를 적용대상으로 하고 있음.

〈附表 10〉 아시아 新興工業國들의 公的年金制度 適用範圍

국 가	15~64세 인구대비 65세 이상인구비율	공식적 연금제도가입 비율(전체노동 자 대비)	GDP대비 공적연금지출 비율	GDP대비 기여금 비율	GDP대비 연금자산비 율
중국	8.7	28	2.2~2.6(1995)	4.0~4.4	도시 지역 국영기업의 경우: 3.5 (1995)
홍콩	12.7	0	사회보장: 1.0	1.6	사적 제도: 7.5(1995)
인도네시아	6.5	20	정부연금지출: 1.0	공무원연금 제도: 0.3	10.7(1990)
한국 (국민연금기금: NPF)	7.1	80	정부의 사회보 장과 복지지출: 1.8 NPF: 0.2	NPF: 1.1	NPF: 4.0 (1995)
말레이시아 (고용공제기금: EPF)	6.3	45 (실효적용범위)	EPF지출: 1.1 (퇴직자에 대한 정부지출: 1.7)	EPF기여분: 8.0	EPF: 50.0
필리핀 (사회보장제도: SSS) (정부서비스보 험제도: GSIS)	5.9	20~30 (1990)	SSS와 GSIS: 1.6(1995)	SSS, GSIS: 1.6	공적 & 사 적제도: 11
싱가포르 (중앙공제기금: CPF)	7.8	노동자의 67%	CPF 퇴직자인 출: 1.1	CPF기여분 : 10	CPF: 55.0 (1995)
대만	9.3	거의 대부분			
태국	6.0	10	중앙정부의 연 금지출: 0.6		3.4
베트남	8.1	10	연금: 1.7		

資料: Heller, Peter., 「Aging in the Asian "Tigers": Challengers for Fiscal Policy」,
IMF, 1997.

□ 著者 略歷 □

• 尹 錫 明

미국 Texas A & M University 經濟學 博士

現 韓國保健社會研究院 責任研究員

〈主要 著書〉

Social Security and Private Saving: A Reexamination of The Time Series Evidence, Ph.D. Dissertation, Texas A&M University, 1997.

研究報告書 98-01

國民年金 基金運用 改善方案

1998年 10月 日 印刷

1998年 10月 日 發行

著 者 尹 錫 明

發行人 鄭 敬 培

發行處 韓國保健社會研究院

서울特別市 恩平區 佛光洞 山42-14

代表電話：02) 355-8003

登 錄 1994年 7月 1日 (第8-142號)

印 刷

© 韓國保健社會研究院 1998

ISBN 89-8187-135-3 93330