

공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구

2004. 9

연구위원 고 광 수

연구위원 김 근 수

연구원 박 창 욱

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

공적 연기금은 각 기금 설립 목적의 원활한 수행을 위해 다양한 방법으로 재원을 운용한다. 기금 재원의 꾸준한 증가로 그 규모가 상당해진 현 시점에서, 우리나라 공적 연기금의 올바른 투자 방향의 정립이 필요하다고 하겠다. 한편, 국민연금기금은 2035년까지는 적립액이 급증할 것으로 예상되므로, 향후 국민연금기금의 규모 성장과 자본시장과의 관계를 검토해 볼 필요가 있다. 이러한 관점에서 연기금의 주식 투자가 바람직한가라는 논의가 각계 각층에서 이루어지고 있는데, 이는 국민연금의 제도 논의와 연계되어 그 의견이 분분한 상황이다.

이에 본 연구는 공적 연기금의 투자 정책에 초점을 맞추어, 각종 연기금과 국민연금기금의 주식 투자를 살펴보았다. 공적 연기금의 투자에 있어서 수익성과 안정성은 동시에 고려되어야 할 사항으로, 한 쪽을 무시하고 다른 한 쪽만을 부각시키는 것은 바람직하지 않을 것이다. 그럼에도 불구하고 지나치게 안정성만을 중시하여 채권 투자만을 고집하는 공적 연기금의 최근 투자 행태는 전세계적으로 저금리 기조가 계속되는 상황에서 재고되어야 한다.

국민연금기금 등 공적 연기금의 주식 투자 여부는 각 기금의 상황에 맞게 적정 수준으로 이루어져야 할 것이다. 해외 공적 연금의 경우 주식과 해외 금융 자산 등에 다양한 투자가 이루어지고 있는데, 우리의 경우에도 그러한 사례를 부분적으로 벤치마킹 할 수 있을 것으로 보인다. 본 연구는 해외 사례와 투자론적 틀에 입각하여 공적 연기금의 바람직한 주식 투자 가이드라인을 고려해보고자 하였다.

아무쪼록 본 연구의 내용이 우리나라 공적 연기금의 수익성과 안정성 제고를 통해 국가 경제 발전과 자본시장의 안정적 발전에 도움이 될

수 있기를 기원한다.

마지막으로 본 보고서를 작성하는 데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 고험수 박사와 김근수 박사, 박창욱 연구원에게 감사를 표하고자 한다. 또한 자료 및 원고 정리에 수고한 황은미 연구조원에게도 감사의 뜻을 전한다.

본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2004년 9월
한국증권연구원
원장 박 상 용

목 차

Executive Summary	xiv
I. 머리말	3
II. 공적 연기금의 성격과 현황	7
1. 각종 연기금의 성격 규명	7
2. 연기금의 투자 현황	18
3. 연기금 투자폴	29
III. 공적 연기금의 바람직한 투자: 국민연금 제외	39
1. 연기금 투자폴의 개선	39
2. 기금관리기본법 시행령 개정과 평가	41
3. 각종 연기금의 주무 부처와 운용 현황	44
4. 공적 연기금의 바람직한 운용을 위한 제언	49

IV. 해외 공적 연금 제도 및 연금의 투자 55

- 1. 확정 급여형 부과 방식: 미국(Social Security), 영국 55
- 2. 확정 급여형 부분 적립 방식: 일본 65
- 3. 확정 급여형 적립 방식: 미국(CalPERS), 캐나다 73
- 4. Provident Fund 방식: 홍콩, 싱가포르, 말레이시아 87
- 5. 확정 기여형 적립 방식: 칠레 103
- 6. 명목 확정 기여형 부과 방식 및 확정 기여형 적립 방식:
스웨덴 107

V. 국민연금기금의 투자와 자본시장 121

- 1. 기존 연구의 검토 121
- 2. 국민연금기금의 재정 추계 126
- 3. 자본시장규모의 전망 132
- 4. 국민연금기금이 주식시장에 미치는 영향 154

VI. 국민연금기금 주식 투자의 가이드라인 165

- 1. 주요국 공적 연금의 규모와 투자 대상 요약 166
- 2. 국민연금기금의 주식 투자 169
- 3. 주식 투자 성과와 국제 분산 투자의 유용성 173
- 4. 국민연금기금의 주식 투자를 위한 제언 178

VII. 맺음말 183

참 고 문 헌 187

표 목 차

<표 II-1> 기금 유형별 분류	10
<표 II-2> 주요 기금 세부 내역 및 조성 규모	11
<표 II-3> 기금별 2004년 자금 조달 규모와 조성 규모	15
<표 II-4> 연도별 기금 수입 및 운용 규모	18
<표 II-5> 2004년 기금 운용 구성 내역	19
<표 II-6> 국민연금기금 적립금 추이	20
<표 II-7> 국민연금기금 운용 내역 추이	21
<표 II-8> 사학연금기금 운용 내역 추이	23
<표 II-9> 공무원연금기금 운용 내역 추이	25
<표 II-10> 우체국예금자금 및 우체국보험적립금의 법 체계	26
<표 II-11> 우체국예금자금 및 우체국보험적립금 금융 자산 규모 추이 ·	28
<표 II-12> 우체국예금자금 및 우체국보험적립금 운용 내역	29
<표 II-13> 연기금 투자폴 연혁	31
<표 II-14> 연기금 투자폴 운용 펀드 유형	33
<표 II-15> 투자폴운영위원회 구성 현황	33
<표 II-16> 연기금 투자폴 운용 추이	35
<표 III-1> 연기금 투자폴 주간 운용사 권한 강화 방안	40
<표 III-2> 각종 기금의 주무 부처별 총액	45
<표 III-3> 연기금의 운용 현황(국민연금기금 제외)	46
<표 III-4> 개별 연기금의 법령상 주식 투자 허용 여부	51

<표 IV-1> OASDI 기여율	56
<표 IV-2> OASDI 급여액 산정 방식 사례	57
<표 IV-3> OASDI 신탁 펀드의 손익과 자산 규모	59
<표 IV-4> OASDI 신탁 펀드 비율 장기 예상치	60
<표 IV-5> 영국 소득비례 연금 기여율	63
<표 IV-6> 영국 소득비례 연금 기여액 계산 예	64
<표 IV-7> 영국 National Insurance Fund 현황	64
<표 IV-8> 일본 공적 연금의 피보험자별 가입자 수와 보험료 기여액 ..	67
<표 IV-9> 일본 공적 연금의 재정 추계	70
<표 IV-10> 일본 공적 연금의 투자 현황	71
<표 IV-11> 일본 공적 연금의 기본 및 과도기 포트폴리오	72
<표 IV-12> CalPERS 연도별 가입자 수와 퇴직 급여액	74
<표 IV-13> CalPERS 현황	75
<표 IV-14> CalPERS 펀드 순자산 규모의 장기 추이	76
<표 IV-15> CalPERS 펀드 자산 내역	76
<표 IV-16> CalPERS 투자 포트폴리오 시장 가치와 자산 배분	77
<표 IV-17> CalPERS 국가별 해외 투자 규모	79
<표 IV-18> CalPERS 과거 연간 수익률	80
<표 IV-19> CPP의 투자 자산 현황	84
<표 IV-20> CPPIB의 투자 규모와 투자 수익의 시계열 추이	86
<표 IV-21> MPF Schemes의 유형별 시계열 규모	89
<표 IV-22> MPF 승인된 구성 펀드의 유형별 순자산 가치	91
<표 IV-23> CPF 가입자와 누적 기여액 추이	94
<표 IV-24> CPF 기여율과 계정별 적립율	95
<표 IV-25> CPFIS-OA와 CPFIS-SA의 투자 대상과 한도	96

<표 IV-26> CPFIS-OA와 CPFIS-SA의 투자 규모와 가입자 수	97
<표 IV-27> CPFIS-OA와 CPFIS-SA의 자산 배분	98
<표 IV-28> EPF 기여율의 장기 추이	99
<표 IV-29> EPF 연간 배당율 장기 추이	101
<표 IV-30> EPF 투자 대상 비중 현황	102
<표 IV-31> EPF Investment Scheme 현황	103
<표 IV-32> 칠레 GDP 대비 연금 자산 규모 추이	105
<표 IV-33> 칠레 연금 투자 대상별 제한 범위	106
<표 IV-34> 칠레 연금 투자 포트폴리오 추이	107
<표 IV-35> AP 펀드의 설립 연도 및 초창기 투자 대상	111
<표 IV-36> AP 펀드의 적립액과 투자 현황	114
<표 IV-37> AP 6 펀드의 총 자본과 부문별 운용 추이	116
<표 IV-38> AP 6 펀드의 투자 현황	116
<표 IV-39> AP 7 펀드의 적립액과 투자 현황	117
<표 V-1> 국민연금기금 재정 추계를 위한 중요 가정	129
<표 V-2> 국민연금기금 재정 추계	131
<표 V-3> 금융연관비율과 1인당 GDP 성장률과의 관계	135
<표 V-4> 금융자산 대비 채권 발행잔고 비율과 1인당 GDP 성장률과의 관계	138
<표 V-5> 2005년~2070년 기간 동안의 주요 추정 경제변수	140
<표 VI-1> 해외 공적 연금의 투자 규모	166
<표 VI-2> 공적 연금의 주식 및 채권 투자 비중	168
<표 VI-3> 공적 연금의 국내 및 해외 투자 비중	169
<표 VI-4> 국민연금기금의 연평균 투자 수익률과 변동성	175
<표 VI-5> 각국 주가지수의 수익률과 변동성	178

그 립 목 차

<그림 II-1> 기금 운용 계획 수립 절차	8
<그림 II-2> 연기금 투자폴 운용 과정	32
<그림 III-1> 기금관리기본법 제3조 제3항의 개정에 따른 변화	50
<그림 IV-1> 일본의 3층 연금 체계	66
<그림 IV-2> 일본 공적 연금의 흐름	69
<그림 IV-3> 캐나다의 3층 연금 체계	81
<그림 IV-4> MPF Schemes의 구조	90
<그림 IV-5> MPF 승인된 구성 펀드의 자산 할당	92
<그림 IV-6> MPF 승인된 구성 펀드의 지역별 할당	92
<그림 IV-7> 스웨덴의 새로운 공적 연금 제도	110
<그림 IV-8> AP 펀드의 변경 내역	112
<그림 IV-9> AP 6 펀드의 투자 과정	115
<그림 V-1> 재정 추계 흐름도	127
<그림 V-2> 국민연금기금 재정 추계	130
<그림 V-3> 경제활동 인구, 65세 이상 인구 및 노인부양비율 추세	132
<그림 V-4> 시가총액 및 채권 발행잔고 추정 방식	133
<그림 V-5> 금융연관비율(금융자산/GDP)과 1인당 GDP의 관계	134
<그림 V-6> 금융자산 대비 시가총액 비율	136
<그림 V-7> 금융자산 대비 상장 채권 및 국공채 비율	137
<그림 V-8> 금융자산 대비 상장 채권 비율과 1인당 GDP의 관계	138

<그림 V-9> 국민연금기금과 주식시장	142
<그림 V-10> 채권 발행잔고 대비 국민연금기금 규모	143
<그림 V-11> 2003년 국민연금기금 운용 현황	145
<그림 V-12> 채권 발행잔고 대비 국민연금기금 채권 투자 규모와 비중: Case A	146
<그림 V-13> 채권 발행잔고 대비 채권투자 규모와 비중: Case B ..	146
<그림 V-14> 주식 투자 비중에 따른 국민연금기금의 시가총액 비중: Case A	148
<그림 V-15> 주식 투자 비중에 따른 국민연금기금의 시가총액 비중: Case B	149
<그림 V-16> 시가총액 대비 국민연금기금의 주식 투자 규모와 비중: Case A	150
<그림 V-17> 시가총액 대비 국민연금기금의 주식 투자 규모와 비중: Case B	151
<그림 V-18> 투자자 유형별 비중 추이: Case A	153
<그림 V-19> 투자자 유형별 비중 추이: Case B	154
<그림 V-20> 계약형 저축과 시가총액	160
<그림 V-21> 계약형 저축과 거래 대금	160

약 어 표

AFP: Administradoras de Fondos de Pensions

AFP: Allmna Fork Pension

AIME: Average Index Monthly Earnings

APIF: Approved Pooled Investment Fund

ATP: Allmna Tillggs Pension

CalPERS: California Public Employees' Retirement System

COLAs: Cost of Living Adjustments

CPF: Central Provident Fund

CPFIS: Central Provident Fund Investment Scheme

CPFIS-OA: Central Provident Fund Investment Scheme-Ordinary
Account

CPFIS-SA: Central Provident Fund Investment Scheme-Special
Account

CPP: Canada Pension Plan

CPPIB: Canada Pension Plan Investment Board

CSRS: Civil Service Retirement System

DB: Defined Benefit

DC: Defined Contribution

DI: Disability Insurance

EAFE: Europe, Australia, and Far East
ELF: Equity Linked Fund
EPF: Employees Provident Fund
GDP: Gross Domestic Product
GIC: Singapore Government Investment Corporation
GIS: Guaranteed Income Supplement
GPIF: Government Pension Investment Fund
HI: Medicare Hospital Insurance
ICA: Individual Capitalization Accounts
KOSPI: Korea Stock Price Index
MGS: Malaysian Government Security
MMF: Money Market Fund
MPF: Mandatory Provident Fund
MPFA: Mandatory Provident Fund Authority
MPS: Monthly Payment Scheme
MSCI: Morgan Stanley Capital International Index
NDC: Notional Defined Contribution
NHS: National Health Service
NI: National Insurance
OAS: Old Age Security
OASDI: Old Age, Survivors and Disability Insurance
OASI: Old Age, Survivors Insurance
OECD: Organization for Economic Cooperation and Development

PEF: Private Equity Funds
PIA: Primary Insurance Amount
PPM: Premium Pension Authority
QPP: Quebec Pension Plan
RPPs: Registered Pension Plans
RRSPs: Registered Retirement Savings Plans
SAFP: Superintendency of Pension Fund Administrator
SERP: State Earnings Related Pension Schemes
SRS: Supplementary Retirement Scheme
SSI: Supplemental Security Income
TOPIX: Tokyo Stock Price Index
VSA: Voluntary Saving Account

<Executive Summary>

우리나라에서 기금의 규모를 살펴볼 때, 그 위상과 역할의 중요성은 상당하다. 기금은 특정 공공 사업 자금을 마련하기 위하여 정부가 조성하는 자금을 의미한다. 이러한 공적 기금과 관련하여 최근 논란이 되고 있는 사안은 각종 연기금의 주식 투자가 바람직하냐는 것이다. 여기에 대해서는 다양한 의견과 논리가 제기되고 있으므로, 현 시점에서 각종 연기금과 국민연금기금의 주식 투자를 심도 깊게 살펴보는 것은 의미 있는 연구라고 할 수 있다.

공적 연기금의 성격과 현황

공적 연기금은 2004년 8월 현재 57개가 존재하며, 국민연금기금을 포함한 누적 규모는 2004년 말 현재 441조에 달할 것으로 예상하고 있다. 이러한 공적 연기금은 특정 목적의 주요 사업 수행에서부터 가입자의 노후 생활 보장 등 다양한 목적을 가지고 운영되고 있다.

각 기금은 매년마다 국회의 심의를 거쳐 수입과 지출이 이루어지고 있는데, 지출 측면에서 기금의 운용 내역은 사업비, 정부 내부 지출, 여유 자금 운용, 차입금 상환 등으로 구성된다. 국회의 심의를 거치는 46개 기금을 대상으로 한 2004년 여유 자금 운용액은 90조3,185억원으로 전체 운용 규모의 38%에 이르고 있다.

2003년 말 현재 운용 규모 112.3조원의 국민연금기금은 금융 부문 중 91.9%를 채권에 투자하고 있으며, 7.2%만을 주식에 직접 또는

위탁 투자하고 있다. 2002년 말 현재 운용 규모 5.1조원의 사학연금 기금은 금융 부문 중에서 채권 및 채권형 신탁에 90.6%를, 주식 및 주식형 신탁에는 5.7%를 투자하고 있다. 2003년 말 현재 운용 규모 6.1조원의 공무원연금기금에서도, 주식 직접 투자 비중은 금융 자산의 2.1%에 불과하다.

2001년 12월 도입된 연기금 투자풀은 개별 기금들의 운용 기법을 한 단계 제고시킨 사례로 볼 수 있다. 이는 개별 기금들이 운용하던 금융 자산을 통합 펀드로 만들어 통합 펀드가 일괄 운용을 수행하는 fund of fund 형태의 제도다. 이러한 연기금 투자풀의 도입 취지는 운용 비용의 감소와 전문적 투자를 통한 수익성의 제고를 들 수 있다. 연기금 투자풀은 도입 초기 MMF, 채권형, 혼합형 펀드로 시작되었으나, 이후 주식형 펀드와 주가지수 연계 펀드 도입 등 점차 투자 대상의 범위를 확대하고 있다.

공적 연기금의 바람직한 투자

과거 공적 기금들의 운용 방식에서 제기된 문제점들은 최근까지도 계속해서 개선 노력이 이루어지고 있다. 2004년 2월 연기금 투자풀의 최종 의사결정 기구인 투자풀운영위원회는 연기금 투자풀의 개선 방안을 의결하였다. 첫째, 새로운 투자 상품 개발 등을 통한 개별 기금들의 수요를 충족시키도록 노력하였다. 둘째, 예탁 대상을 예금보험기금과 우체국예금·보험 등 공적 기금 이외의 대상으로 확대하여 운용 규모의 경제성을 증대시키도록 노력하였다. 셋째, 주간 운용사의 권한 강화 등 투자풀 운영 및 리스크 관리 체계를 개선하였다. 이러한 의결은 매우 긍정적으로 평가되지만 분기별로 이루어지는 평가 주기의 확대를 통한 장기적 운용 유도 등은 향후 해

결되어야 할 문제점으로 보인다.

기금관리기본법은 개별 기금들의 자금 운용을 총괄하는 법이다. 이러한 기금관리기본법 제3조 제3항에는 “기금 관리 주체는 당해 기금으로 주식과 부동산을 매입할 수 없다. 다만, 당해 기금의 설치 목적과 공익에 위배되지 아니하는 범위 안에서 기금 운용 계획에 반영된 경우에는 그러하지 아니하다”라고 규정하여, 원칙적으로 기금 여유 자금의 주식과 부동산 투자를 금지하고 있다. 이러한 조항은 엄청난 규모로 증가한 기금 재원의 투자 대상을 제한하여 기금의 수익성을 저해할 소지가 있기 때문에, 이제는 이 조항을 폐지하여도 무방하다고 본다. 일각에서는 제3조 제3항의 폐지만으로 막대한 기금 재원이 본연의 목적과는 관계없이 자본시장에 유입될 것으로 우려하나, 개별 기금법에서 다시 한 번 주식 투자 가능 여부를 결정하기 때문에 제3조 제3항의 폐지는 주식 투자의 상징적 의미를 가진다고 할 수 있다.

국민연금기금과 금융성 기금을 제외한 45개 기금을 대상으로 2003년 말 현재 운용 규모는 101.9조원인데, 이 중 53.4%가 한국은행, 은행, 비통화 금융기관 예치로 이루어지고 있다. 정확한 예측은 쉽지 않겠지만 개별 기금의 목적과 상황에 따라 장기 안정적으로 유지되는 기금 재원의 일정 부분은 자본시장 투자가 가능하다고 사료된다.

해외 공적 연금의 투자

해외 공적 연금의 투자 현황을 살펴보는 것은 우리 공적 연금의 투자 방향에 어느 정도 지침을 줄 수 있을 것이다. 이러한 공적 연금 제도는 세대간 운영 체계(부과 방식 vs. 적립 방식)와 동세대

운영 체계(DB 플랜 vs. DC 플랜)의 기준을 통해 6가지로 크게 나눌 수 있다.

전통적 부과 방식 DB 플랜인 미국 OASDI(Old Age, Survivors and Disability Insurance)는 전체 자산을 정부 증권이나 정부가 보장하는 증권에 투자한다. 우리나라와 비슷한 부분 적립식 DB 플랜인 일본 공적 연금의 경우, 2003년 현재 주식 37%, 채권 59% 등으로 운용이 이루어지고 있다. 적립식 DB 플랜인 CalPERS는 2004년 3월 말 현재 주식 투자가 66.9%에 이르고 있으며, 캐나다의 CPP(Canada Pension Plan)의 경우도 주식 투자 비중이 42.7%로서 그 비중이 상당하다.

Provident Fund인 홍콩 MPF(Mandatory Provident Fund)의 경우, 2003년 말 현재 주식 투자 비중이 52%로 상당하며, 국내 투자 55%, 해외 투자 45% 등 지역별 투자 균형도 잘 이루어져 있다. 명목 확정 기여형 제도인 스웨덴의 경우 2003년 말 현재 Income Pension의 58.8%가 주식에 투자되고 있다.

해외 공적 연금 사례에서 보듯이 주식의 국내 및 해외 투자가 전체 재원의 상당 부분을 차지하고 있음을 알 수 있다. 다만, 이러한 해외 공적 연금의 투자는 연금 제도와 국가 상황에 따라 다르기 때문에, 우리나라에 무조건적으로 적용하기에는 다소 무리가 따를 수도 있다.

국민연금기금의 투자와 자본시장

국민연금기금은 2003년 말 현재 79.1%를 채권에 투자하고 있고, 그 대부분은 국채, 특수채, 금융채와 같은 안정적인 채권 중심으로 운용되고 있다. 현재와 같은 안정적인 채권 위주의 기금 운용이 지

속된다고 가정할 경우, 채권의 심각한 초과 수요 현상은 적어도 2020년까지는 지속될 것이라 예상할 수 있다. 따라서 채권 이외 투자 대안의 모색은 불가피할 것으로 보인다.

국민연금기금이 현재와 같이 9%의 기여율을 유지하고, 국내 주식 투자 비중을 20%까지 증가시킬 경우, 국민연금기금의 주식 투자 규모는 2035년 342조원에 이를 것으로 추정된다. 하지만 2035년 이후 국민연금기금이 줄어들면서 주식 투자 규모 역시 급격하게 감소하여 주식시장의 초과 공급 문제가 향후 대두될 가능성이 있다. 국민연금기금의 기여율이 16%까지 증가할 경우 국민연금기금의 주식 투자 규모는 대폭 증가하고, 국민연금기금이 감소하는 시점은 늦추어질 것으로 예측된다. 하지만 노령화 인구의 급증과 경제 활동 인구의 감소로 인해 국민연금기금의 주식 투자 규모는 2050년 이후 급감할 수밖에 없을 것이다. 국민연금기금이 주식시장에서 빠져나올 시기에 주식시장의 수급 불균형은 사적 연금의 성장으로 어느 정도 해결할 수 있을 것으로 보인다.

해외 연구를 검토해 볼 때 국민연금기금의 주식 투자는 자본시장의 질적, 양적 발전에 크게 기여할 수 있을 것이다. 우선 국민연금기금과 같이 장기적 채무 관계를 갖는 자금은 장기적 투자에 적합하므로 장기 채권과 주식시장의 양적 발달에 크게 기여할 수 있다. OECD 국가를 포함한 29개국에 대한 해외 연구 결과에 의하면 국민연금과 같이 강제성을 띤 계약형 저축의 성장은 주식시장의 발전을 촉진시킨다. 특히, 계약형 저축이 주식시장 발전에 미치는 긍정적 효과는 기업에 대한 정보가 투명하고, 시장 중심의 금융 체계를 갖춘 나라에서 더 크게 나타난다.

국민연금기금 주식 투자의 가이드라인

국민연금기금의 주식 투자 확대의 필요성은 2가지를 들 수 있다. 첫째는 규모 팽창에 따른 불가피성과 자본시장 환경의 변화다. 높은 신용도의 채권 물량은 급속도로 증가하는 국민연금기금 규모를 소화하기에 부족하다. 둘째는 안정적인 수익성의 추구다. 전세계적인 저금리 기조의 확산은 채권 투자의 매력을 감소시키고 있다. 따라서 국민연금기금 전체의 투자 위험 한도를 정해놓고, 적정 수준으로 주식에 투자한다면, 안정성과 수익성을 동시에 추구할 수 있을 것이다.

국민연금기금의 주식 투자는 3가지 긍정적 영향과 3가지 부정적 영향이 동시에 존재한다. 긍정적 영향으로는, 첫째, 주식에 대한 장기 수요 기반 마련에 도움이 될 것이다. 둘째, 주식시장 유동성과 안정화에 기여할 것이다. 셋째, 신성장 동력 산업의 자본 조달에 기여할 것이다. 반면 부정적 영향으로는 첫째, 국민연금기금의 주식 투자가 단기적으로 유통 주식수를 줄여 주가 변동성을 증가시킬 우려가 있다. 둘째, 기금액의 감소로 2035년 이후 주식이 매도되면 급격한 수요 감소로 주식시장의 수급 불균형이 발생할 가능성이 있다. 셋째, 국민연금기금이 주식시장에서 차지하는 비중이 지나치게 커지면 주식시장 왜곡의 가능성이 존재한다. 이러한 문제점은 향후 심도 있는 분석이 필요할 것이다.

해외 주요국과 비교하여 우리 국민연금기금의 운용 방법에는 2가지 특징이 존재한다. 첫 번째는 지나친 채권 위주의 운용이라는 점이다. 우리와 비슷한 연금 구조를 가진 일본의 경우만 하더라도 37.5%, 캐나다의 경우 45.5%를 주식에 투자하는 반면, 국민연금기금은 2003년 말 현재 전체 채원의 6.4%만을 주식에 투자하고 있다. 두 번째는 해외 분산 투자의 부재다. 일본 22.2%, 캐나다 10.3%, 스

웨덴 56.9%인 해외 투자 비중과 달리 국민연금기금의 경우 2003년 말 현재 해외 투자는 전무한 실정이다. 과거 국민연금기금의 투자 성과를 살펴볼 때, 수익률보다는 변동성 부분에서 더 큰 문제가 발생하였다. 따라서 국내 투자와 해외 분산 투자가 적절히 조화를 이룬다면 변동성을 줄이면서 안정적 수익을 달성하는 데 도움이 될 것으로 보인다.

본 연구의 제안을 두 가지로 간략하게 정리하면 다음과 같다. 첫째, 각종 연기금의 투자는 지나치게 안정적 자산 투자에만 집착하여 적절한 수익성을 올리지 못하고 있다. 물론 각 기금의 성격을 감안하더라도 현재의 투자 포트폴리오는 기금의 수익성을 거의 무시하고 있는 현실이다. 따라서 각 연기금의 개별적 상황을 고려하여 허용되는 투자 위험 하에서 적절한 주식 투자로 이루어질 수 있어야 한다.

둘째, 재원 규모의 증가와 자본시장의 관계 및 기금의 수익성 제고라는 두 가지 관점에서 국민연금기금의 주식 투자 확대가 필요하다. 이는 국내 주식시장뿐만 아니라 해외 주식시장도 함께 고려되어야 할 것이다. 국민연금기금의 주식 투자에는 긍정적·부정적 영향이 동시에 존재하겠지만, 장점은 살리고 단점은 보완한다면 바람직한 결과를 가져올 것이라고 본다.

1. 머리말

I. 머리말

연기금이란 연금과 기금을 함께 지칭하는 용어지만, 「기금관리기본법」에 의하면 모두 기금이라고 할 수 있다. 기금은 특정 공공 사업 자금을 마련하기 위하여 정부가 조성하는 자금을 의미하는데, 예산과 함께 국가 사업의 수행에 필수적인 개념이다. 공적 (연)기금의 규모는 2004년 말 현재 국민연금기금을 포함하여 400조원이 훨씬 넘을 것으로 예상된다.

공적 연기금과 관련하여 최근에 논란이 되고 있는 사안은 각종 연기금의 주식 투자와 국민연금의 주식 투자라고 할 수 있다. 이 사안들에 대해서는 주장하는 사람의 입장에 따라 다양한 의견과 논리가 제기되고 있다. 하지만 이러한 주장들이 타당성을 갖기 위해서는 연기금 본연의 목적에 부합하여야 한다. 연기금 본연의 목적에 어긋나게 무리한 주장을 한다면 무의미한 논란만 가중될 것이다.

이에 본 연구에서는 각종 연기금과 국민연금기금의 주식 투자를 각각의 입장에서 심도 있게 살펴보고자 하였다. 국민연금기금을 다른 기금과 분리하여 분석한 이유는 국민연금기금이 국민의 노후 생활을 위한 재원으로서 현재 그 규모가 급격히 성장하고 있기 때문이다.

한편, 여기서 제시되는 공적 연금의 투자 정책은 지배구조와 매우 밀접한 관계를 가진다. 아무리 좋은 투자 정책의 방향이 제시된다고 할지라도, 지배구조상 바람직한 투자 정책의 수립과 집행이 실제로 이루어질 수 있는가는 다른 문제다. 즉, 투자 정책의 수립 및 집행이 공적 연금 본연의 목적과 배치되는 정치적·정책적 영향으로부터 독립될 수 있는 지배구조가 존재하여야만 올바른 투자 정책이 수립되고 집행될 수 있다는 것이다. 지배구조에 대한 과제는 본 연구의 범위를 벗어나기 때문에 여기서는 언급을 회피하기로 한다. 이에 대해서는 조성훈·고광수·박창욱(2004)이 자세한 내용을 다루고 있다.¹⁾

4 공적 연금의 투자 정책에 관한 연구

먼저 제Ⅱ장에서는 공적 연금의 성격과 현황을 살펴보고, 제Ⅲ장은 이를 바탕으로 공적 연금의 바람직한 투자 방향을 제시하고자 하였다. 제Ⅳ장부터는 국민연금기금 투자와 관련하여 분석하였다. 제Ⅳ장은 해외 공적 연금의 투자 정책과 현황을 살펴보고, 제Ⅴ장은 국민연금기금의 규모 성장과 자본시장의 관계를 검토한다. 해외 공적 연금의 투자 정책 및 국민연금기금과 자본시장의 관계를 바탕으로 제Ⅵ장은 국민연금기금 주식 투자의 필요성, 긍정적·부정적 영향과 함께 바람직한 투자 가이드라인을 제시하였다. 마지막으로 제Ⅶ장에서는 전체 내용을 간략하게 요약하면서 본 보고서를 맺고자 한다.

1) 『공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로』

II. 공적 연기금의 성격과 현황

1. 각종 연기금의 성격 규명
2. 연기금의 투자 현황
3. 연기금 투자폴

II. 공적 연기금의 성격과 현황

1. 각종 연기금의 성격 규명

가. 연기금의 성격 규명

연기금이란 연금(pension)과 기금(fund)을 합한 용어다.²⁾ 연금은 노후의 소득 보장을 위해 근로 기간 동안 기여액을 기여하고, 정해진 연령에 도달해서 급여를 수령하는 제도다. 기금은 특정 공공 사업 자금을 마련하기 위해 정부가 조성하는 자금을 의미한다.³⁾

기금과 예산은 흔히 혼동되기 쉽지만, 양자는 분명히 다른 개념이다. 정부가 재정 활동을 수행하는 과정은 크게 예산과 기금의 2가지 방법을 통해 이루어진다. 기금은 특정 목적을 위해 특정 자금을 운용할 필요가 있을 때, 예산은 일반 재정 활동을 수행하기 위하여 설치·운용한다. 양자는 재원 사용 방식과 운용 원칙에서도 차이점이 존재한다. 기금은 사회보험료 등 자체 수입과 용자 원리금 회수 등을 재원으로 하나, 예산은 조세를 재원으로 한다. 운용 원칙 측면에서, 기금은 자금을 조성·적립하여 운용이 가능하나, 예산은 당해 연도 세입을 당해 연도에 지출하는 것을 원칙으로 한다.

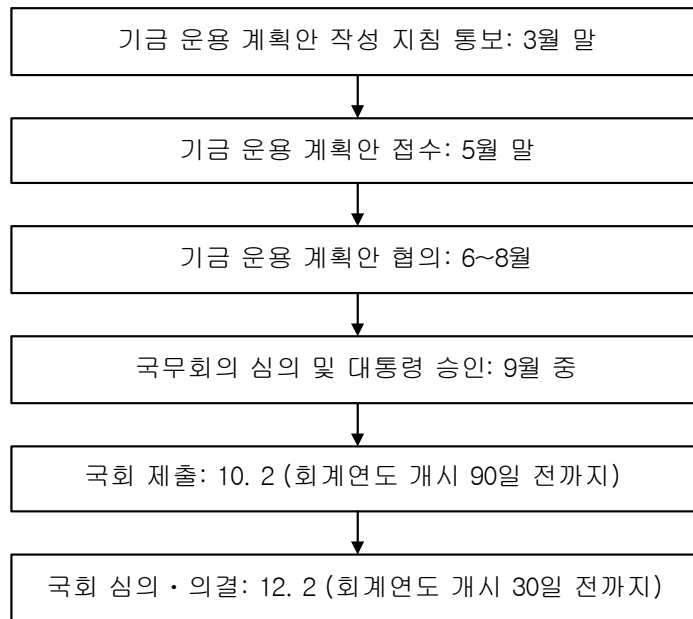
이러한 여러 가지 차이에도 불구하고, 기금과 예산은 유사한 점도 많이 존재한다. <그림 II-1>은 기금 운용 계획의 수립 절차를 보여주고 있는데, 이러한 과정은 예산 역시 동일하다. 3월말의 기금 운용 계획안 작

2) 연기금과 기금은 「기금관리기본법」에 의해 기금으로 정의되기 때문에 법상 기금으로 표현하여야 하지만, 여기서는 상황에 맞게 적당한 용어를 사용하고자 한다.

3) 기금은 1961년에 기존의 「재정법」을 대체하여 새로 제정된 「예산회계법」에 근거하여 처음 도입되었다.

성 지침 통보를 시작으로, 12월의 국회 심의·의결을 거치는 절차는 기금과 예산 모두 매년마다 이루어지고 있다.⁴⁾

<그림 II-1> 기금 운용 계획 수립 절차



자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

나. 기금의 기능과 유형별 분류

2004년 8월 현재 공적 기금은 57개가 존재한다.⁵⁾ 이러한 기금들은 재정적 기능 차원과 유형별 관점에서 몇 가지 종류로 나눌 수 있다. 기금

4) 국회 내 처리 절차 역시 국회법 제84조의 2 제2항에 의해 기금과 예산이 동일하다.

5) 2004년 4월에 FTA이행지원기금과 복권기금이 추가되어, 2004년 8월 현재는 57개 공적 기금이 존재한다.

의 재정적 기능은 사회보험, 장기 채무 관리, 특정 사업 지원 등의 3가지 성격으로 나누어진다. 사회보험은 국민연금기금 등 각종 연금기금과 고용 및 산재보험기금 등 국가의 사회보험 기능을 수행하는 기금들로 이루어지며, 2004년 신규 조성액은 17조원 수준이다. 장기 채무 관리를 위해 설정된 기금에는 공적자금상환기금과 양곡증권정리기금 등이 있으며, 2004년 신규 조성액은 18조원 수준이다. 특정 사업 지원은 각종 재정 지출 소요에 대한 예산 지원을 보완하는 기능을 수행하며, 2004년 신규 조성액은 23조원이다.

기금은 그 성격에 따라 사업성 기금, 연금성 기금, 계정성 기금, 금융성 기금의 4가지 유형으로 분류된다.⁶⁾ <표 II-1>은 2004년 1월 현재 55개 기금의 유형별 분류 내역을 보여주고 있다. 2004년 1월 현재 사업성 기금에는 38개가 존재하는데, 이는 특정 목적의 사업을 위해 조성된 기금으로 국민주택기금이 대표적인 사업성 기금이다. 연금성 기금은 국민연금기금, 공무원연금기금, 사립학교교직원연금기금, 군인연금기금 등 4개가 존재하는데, 가입자들에게 연금 지급을 통해 생활 안정과 복리향상에 기여할 목적으로 설정된 것이다. 계정성 기금은 특정 사업을 수행하지 않고 다른 기금 등으로의 자금 흐름을 위하여 회계 단위로 설정된 기금으로, 2004년 1월 현재 공공자금관리기금, 공적자금상환기금 등 4개가 존재한다. 마지막으로 금융성 기금은 신용보증기금, 기술신용보증기금 등 특정 목적을 위하여 설치된 기금으로 2004년 1월 현재 9개가 존재하며, 다른 기금과 달리 국회의 심의를 거치지 않는 특징이 있다.

6) 이러한 4가지 분류는 기획예산처에 의해 편의상 나누어진 것이며 법적인 근거는 없지만, 금융성 기금은 기금관리기본법 제2조의4에 정의되어 있다. 2003년 12월 기금관리기본법 개정 이전에는 기금의 조성 채원, 공공성의 정도, 기금 관리 주체가 중앙 부서의 장인지 여부에 따라 공공 기금과 기타 기금으로 분류하였으나, 현재는 모든 기금이 동일한 기준으로 관리되고 있다.

<표 II-1> 기금 유형별 분류(2004년 1월 현재)^a

사업성	경제, 과학 (14개)	국민주택, 중소기업진흥및산업기반, 정보화촉진, 농수산물가격안정, 전력사업기반, 농지관리, 축산발전, 대외경제협력, 과학기술진흥, 수산발전, 원자력연구개발, 쌀소득보전, 방위산업육성, 특정물질사용합리화
	복지, 노동 (10개)	고용보험, 산업재해보상보험 및 예방, 국민건강증진, 임금채권보장, 군인복지, 근로자복지진흥, 보훈, 장애인고용촉진 및 직업재활, 응급의료, 순국선열애국지사사업
	사회, 문화 (14개)	남북협력, 국민체육진흥, 문화예술진흥, 관광진흥개발, 청소년육성, 한강수계관리, 방송발전, 사학진흥, 낙동강수계관리, 문화사업진흥, 금강수계관리, 영산강·섬진강수계관리, 여성발전, 국제교류
연금성	4개	국민연금, 공무원연금, 사립학교교직원연금, 군인연금
계정성	4개	공공자금관리, 공적자금상환, 외국환평형, 양곡증권정리
금융성	9개	신용보증, 기술신용보증, 농림수산업자신용보증, 주택금융신용보증, 산업기반신용보증, 수출보험, 부실채권정리, 예금보험기금채권상환, 농어가목돈마련저축장려
합 계	55개	—

a. 기금 나열 순서는 2004년 운용 규모 총계순임
 자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

<표 II-2>는 국민연금기금 등 4개 연금기금과 국민주택기금 등 8개 주요 기금들의 근거법과 설치 연도, 목적 및 주요 사업, 주무 부처, 2003년 말 조성 규모 내역을 보여주고 있다. 각 기금은 개별 근거법에 의해 설치되고 있으며, 개별 주무 부처를 통해 주요 사업들을 수행하고 있다. 이러한 기금들은 공통적으로 기금관리기본법의 적용을 받으며, 개별법에서 세부적인 절차를 규정하고 있다.

<표 II-2> 주요 기금 세부 내역 및 조성 규모

국민연금기금	근거법	국민연금법 제22조
	설치 연도	1988년
	목적	국민의 노령·폐질 또는 사망에 대하여 연금 급여를 실시함으로써 국민의 생활 안정과 복리 증진에 기여
	주요 사업	가입자에 대한 기록의 관리 및 유지, 연금 보험료의 징수, 급여의 결정 및 지급 등
	주무 부처	보건복지부
	2003년 말 조성 규모	112조641억원
공무원연금기금	근거법	공무원연금법 제73조
	설치 연도	1960년
	목적	공무원연금법에 의한 급여를 충당하기 위한 책임 준비금
	주요 사업	퇴직금 등 제급여의 지급, 공무원 후생 복지 사업
	주무 부처	행정자치부
	2003년 말 조성 규모	3조8,944억원
사립학교교직원 연금기금	근거법	근거법: 사립학교교직원연금법 제53조의2
	설치 연도	1974년(운영 연도: 1975년)
	목적	장래 사학 교직원 및 그 유족에게 지급해야 할 연금·퇴직금 등 각종 급여에 충당하기 위한 재원 확보
	주요 사업	퇴직 급여 등 장·단기 연금급여 지급, 교직원에 대한 대여 지급 등
	주무 부처	교육인적자원부
	2003년 말 조성 규모	5조6,606억원
군인연금기금	근거법	근거법: 군인연금특별회계법 제5조
	설치 연도	1963년
	목적	군인연금법에 규정된 제급여에 충당하기 위한 준비금
	주요 사업	군인연금기금 제급여 충당 준비금 적립을 위한 여유 자금 운용
	주무 부처	국방부
	2003년 말 조성 규모	1,131억원

<앞장에서 계속>

공공자금 관리기금	근거법	근거법: 공공자금관리기금법 제2조
	설치 연도	1994년
	목적	기금 및 우체국예금 등의 여유자금을 통합 관리하여 이를 재정 용자 등 공공 목적에 활용하고 국채의 발행 및 상환 등을 효율적으로 관리(2000. 4. 1 국채관리기금과 통합)
	주요 사업	일반회계, 재정용자특별회계 등에 재예탁, 국·공채 인수
	주무 부처	재정경제부
	2003년 말 조성 규모	114조9,222억원
국민주택기금	근거법	주택건설촉진법 제10조
	설치 연도	1981년
	목적	주택의 건설 및 공급을 위한 효율적인 자금의 조달 및 운용
	주요 사업	국민 주택 건설 자금, 근로자·서민 주택 자금, 기타 국민 주택 건설 촉진을 위한 사업 등 운용
	주무 부처	건설교통부
	2003년 말 조성 규모	47조 7,511억원
공적자금 상환기금	근거법	공적자금상환기금법 제3조 제1항
	설치 연도	2003년
	목적	공적자금 손실추정액 중 재정에서 부담하기로 한 금액의 원활한 상환
	주요 사업	예금보험기금채권상환기금의 보증채 원리금 상환
	주무 부처	재정경제부
	2003년 말 조성 규모	13조6,589억원
외국환 평형기금	근거법	외국환거래법 제13조 제1항
	설치 연도	1967년(운용 연도: 1968년)
	목적	외국환 거래의 원활화를 통한 외환 시장 안정
	주요 사업	외국환평형기금채권 발행 등으로 기금 재원을 조달하여 외화 매입 및 예치에 운용
	주무 부처	재정경제부
	2003년 말 조성 규모	29조6,932억원

<앞장에서 계속>

중소기업진흥 및 산업기반기금	근거법	중소기업진흥및제품구매촉진에관한법률 제41조
	설치 연도	1978년(운용 연도: 1979년)
	목적	중소기업의 창업 촉진, 경영 기반 확충 및 구조 고도화와 산업 기반 구축에 필요한 재원을 확보
	주요 사업	중소기업 구조 고도화 사업, 중소기업 창업 지원 사업, 지방 중소기업 육성 사업, 산업기반 지원 사업
	주무 부처	중소기업청
	2003년 말 조성 규모	12조2,224억원
고용보험기금	근거법	고용보험법 제66조 ~ 제73조
	설치 연도	1995년
	목적	고용보험사업에 필요한 재원 충당
	주요 사업	고용 안정 사업, 직업 능력 개발 사업, 실업 급여 지급 등
	주무 부처	노동부
	2003년 말 조성 규모	7,525억원
양곡증권 정리기금	근거법	양곡증권정리기금법 제4조
	설치 연도	1994년
	목적	중전의 양곡관리기금의 부담으로 발행한 양곡증권의 원리금과 차관양곡의 원리금 상환 관리에 필요한 사항을 규정
	주요 사업	양곡증권의 상환·관리 및 차관양곡의 상환
	주무 부처	농림부
	2003년 말 조성 규모	5,715억원
농수산물 가격안정기금	근거법	농수산물유통및가격안정에관한법률 제54조
	설치 연도	1966년(운용 연도: 1968년)
	목적	농수산물의 원활한 수급 및 가격 안정 도모와 농수산물 유통 구조 개선 촉진
	주요 사업	농수산물 가격 안정 사업, 정부 보급종 종자 수매·공급 사업 등
	주무 부처	농림부
	2003년 말 조성 규모	3,336억원

자료: 각 기금법, 2004년 현재

<표 II-3>은 2004년 현재 각종 기금들의 자금 조달 및 조성 규모를 보여주고 있다. 자금 조달은 특정 사업을 통한 기금 자체 수입과 정부 내부 수입, 차입금 회수, 여유 자금 회수 등으로 이루어진다. 국민연금기금을 제외한 2004년 말 예상 누계액은 307조9,540억원, 국민연금기금을 포함한 2004년 말 예상 누계액은 441조6,660억원에 달하고 있어, 공적 연기금의 전체 규모는 매우 큰 상황이다. 2004년 말 현재 조성 규모 누계액으로 볼 때, 공공자금관리기금 129조원, 국민주택기금 48조, 외국환평형기금 35조 등의 순으로 나타나고 있다. 국민연금기금의 경우 2004년 말 조성 누계액은 133조에 이를 정도로 그 규모가 상당하다.

<표 II-3> 기금별 2004년 자금 조달 규모와 조성 규모

(단위: 10억원)

	기금 명칭	주무 부처	2004년도 자금 조달 규모 ^a					2004년도 조성 규모 ^a		
			총계	자체 수입	정부 내부 수입	차입금	여유 자금 회수	2003 말 누계	당년도	2004 말 예상 누계
1	공공자금관리기금	재정경제부	71,528	4,713	21,191	45,624	0	114,922	14,460	129,382
2	국민주택기금	건설교통부	20,136	8,650	54	7,500	3,932	47,751	1,145	48,896
3	외국환평형기금	재정경제부	14,721	876	7,800	1,200	4,845	29,693	6,240	35,933
4	공적자금상환기금	재정경제부	15,127	16	15,111	0	0	13,659	17,827	31,486
5	중소기업진흥및 산업기반기금	중소기업청	5,542	3,053	213	2,263	13	12,222	528	12,750
6	고용보험기금	노동부	10,911	3,435	174	0	7,302	7,525	1,295	8,820
7	사립학교교직원 연금기금	교육인적 자원부	6,080	1,875	491	0	3,714	5,661	700	6,361
8	양곡증권정리기금	농림부	2,024	0	2,018	0	6	5,715	0	5,715
9	농수산물가격안정기금	농림부	2,212	2,078	5	0	129	3,336	215	3,551
10	공무원연금기금	행정자치부	8,578	5,439	1,041	24	2,075	3,894	-736	3,159
11	남북협력기금	통일부	1,082	26	561	0	495	2,660	-175	2,485
12	정보화촉진기금	정보통신부	2,318	809	1,159	0	350	2,698	-266	2,433
13	축산발전기금	농림부	1,058	822	0	0	235	2,495	-121	2,374
14	농지관리기금	농림부	1,428	822	555	0	50	2,383	-21	2,362
15	산업재해보상보험및 예방기금	노동부	5,707	3,375	17	0	2,315	1,712	297	2,009

a. 자금 조달 규모는 유량 개념의 2004년 대상 유입 금액을 의미하는 것이며, 조성 규모는 저량 개념의 누적 금액을 의미하는 것임

<앞장에서 계속>

(단위: 10억원)

	기금 명칭	주무 부처	2004년도 자금 조달 규모					2004년도 조성 규모		
			총계	자체 수입	정부 내부 수입	차입금	여유 자금 회수	2003 말 누계	당년도	2004 말 예상 누계
16	대외경제협력기금	재정경제부	612	65	288	0	259	1,568	95	1,663
17	관광진흥개발기금	문화관광부	397	267	0	0	130	805	113	918
18	전력사업기본기금	산업자원부	1,605	1,149	0	0	456	592	274	865
19	과학기술진흥기금	과학기술부	611	360	8	0	243	743	100	843
20	사학진흥기금	교육인적 자원부	188	124	30	0	34	724	15	739
21	보훈기금	국가보훈처	273	167	1	0	104	681	30	711
22	문화예술진흥기금	문화관광부	447	42	0	0	405	562	-1	561
23	국민체육진흥기금	문화관광부	602	388	33	0	181	487	57	544
24	군인복지기금	국방부	486	302	49	0	135	419	72	491
25	근로자복지진흥기금	노동부	460	189	20	0	252	586.4	-146.0	440.4
26	청소년육성기금	문화관광부	311	73	4	0	233	318.5	31.2	349.7
27	방송발전기금	방송위원회	239	155	1	0	83	255.7	48.5	304.2
28	임금채권보장기금	노동부	490	167	2	0	321	297.0	3.3	300.3
29	군인연금기금	국방부	166	11	41	0	113	425.2	-143.3	281.9
30	국제교류기금	외교통상부	85	45			40	234.4	24.9	259.3
31	수산발전기금	해양수산부	210	96	55	0	59	175.9	81.2	257.1
32	문화사업진흥기금	문화관광부	134	41	0	0	93	211.4	3.5	214.9
33	장애인고용촉진및 직업재활기금	노동부	266	174	3	0	89	214.8	-40.5	174.3
34	방위산업육성기금	국방부	36	28	2	0	7	138.2	2.4	140.6

<앞장에서 계속>

(단위: 10억원)

	기금 명칭	주무 부처	2004년도 수입 규모					2004년도 조성 규모		
			총계	자체 수입	정부 내부 수입	차입금	여유 자금 회수	2003 말 누계	당년도	2004 말 예상 누계
35	국민건강증진기금	보건복지부	718	660	0	0	58	58.0	-0.3	57.7
36	여성발전기금	여성부	38	5	9	0	24	47.2	6.2	53.4
37	특정물질사용 합리화기금	산업자원부	21	6	0	0	15	36.8	-0.1	36.7
38	응급의료기금	보건복지부	56	1	50	0	5	12.3	11.0	23.3
39	순국선열애국지사 사업기금	국가보훈처	10	0	2	0	8	7.6	-0.3	7.3
40	원자력연구개발기금	과학기술부	164	157	0	0	7	6.5	-3.6	2.9
41	쌀소득보전기금	농림부	123	25	25	0	73	48.6	-48.3	0.3
42	한강수계관리기금	환경부	297	276	0	0	20	20.2	-20.2	0
43	영산강, 섬진강수계관리기금	환경부	40	40	0	0	0	0	0	0
44	낙동강수계관리기금	환경부	137	137	0	0	0	0	0	0
45	금강수계관리기금	환경부	50	50	0	0	0	0	0	0
합계(국민연금기금 제외)		45개	177,721	41,191	51,012	56,611	28,907	268,702	39,252	307,954
46	국민연금기금	보건복지부	60,035	24,462	9,642	0	25,931	112,064	21,648	133,712
합계(국민연금기금 포함)		46개	237,671	65,607	60,654	56,611	54,799	380,766	60,901	441,666

자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

2. 연기금의 투자 현황

가. 각종 연기금

2004년 1월 현재 국회의 심의를 거쳐 운용 계획이 확정되는 기금은 46개이며, 2004년 총수입 규모는 237조6,711억원이다.⁷⁾ 이 중 기금간의 거래를 차감한 2004년 순수입 규모는 193조7,510억원이다. <표 II-4>는 최근 3년간의 기금 총수입 및 운용 규모를 보여주고 있는데, 연 평균 26%씩 급증하고 있다. 이러한 기금 규모의 급증에는 국민연금기금의 적립액 급증이 가장 큰 원인이라고 할 수 있다.

<표 II-4> 연도별 기금 수입 및 운용 규모

(단위: 조원)

연 도	2002	2003	2004
기금 수입·운용 규모	150	190	237

자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

<표 II-5>는 9개 금융성 기금을 제외한 46개 기금의 2004년도 운용 구성 내역을 보여주고 있다. 기금 운용 구성 내역에는 사업비, 특별회계 및 기금에 대한 정부 내부 지출, 여유 자금 운용, 차입금 상환 등이 있다.⁸⁾ 46개 기금의 2004년 여유 자금 운용액은 90조3,185억원으로 38%의

7) 2004년 현재 국회의 심의를 거치지 않는 9개의 금융성 기금은 제외하였으나, 2005년 기금 운용 계획안 작성부터는 다른 기금들과 동일한 과정을 거칠 예정이다.

8) 사업비는 기금의 주요 사업을 수행하는 자금을 의미하며, 정부 내부 지출은 다른 기금으로의 지출을 의미하고, 차입금 상환은 만기가 도래하는 차입금의 상환을 의미하며, 여유 자금 운용은 금융 자산 등에 투자하는 금액을 의미한다. 즉,

가장 큰 비중을 차지하고 있다. 실제 사업비 규모는 57조3,870억원으로, 2004년 일반회계 예산 규모 117조원의 1/2 수준이다.

<표 II-5> 2004년 기금 운용 구성 내역

(단위: 10억원)

항 목 ^a	사업비	정부 내부 지출	차입금 상환	여유 자금 운용
금액	57,387.0	53,108.5	35,549.3	90,318.5
비중	(24.1%)	(22.3%)	(15.0%)	(38.0%)

a. 기타 항목으로 기금 운영비 항목이 있으며, 2004년 기금 운영비 항목은 1조 3,077억원(0.6%)임

자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

나. 국민연금기금

<표 II-6>은 국민연금기금의 연금 수지와 운용 수익 및 적립금 누계 추이를 보여주고 있다. 1988년 5,279억원이었던 적립금 누계액은 2003년 말 현재 112조2,695억원으로 연평균 43%씩 급증하였다. 이러한 급증세는 가입자와 사용자의 기여액이 본격적인 연금 수령 이전까지 계속 적립되는 수정 부과 방식 연금 제도에 기인한 결과라 하겠다.

<표 II-7>은 국민연금기금의 운용 내역을 장기 시계열로 보여주고 있다. 국민연금기금 운용액은 크게 공공 부문, 복지 부문, 금융 부문으로 나누어진다. <표 II-6>에서 살펴본 것처럼, 적립금 누계의 급증에 따라 금융 부문 운용액도 증가하여, 1988년 2,400억원에 불과하였으나, 2003년 말 현재 96조5,769억원으로 급증하였다. 그러나 이러한 금융 부문 운용액의 급증에는 세부 운용 대상별 편중 현상이 나타나고 있다. 1988년

「운용 규모 = 사업비 + 정부 내부 지출 + 여유 자금 운용 + 차입금 상환 + 기금 운영비」가 된다.

24.7%에 불과했던 채권 비중이 2003년 현재 91.9%까지 급증한 반면, 주식은 1988년으로부터 15년이 지난 2003년 말 현재 4.0%에 불과하다. 국민연금기금의 가장 주된 목적이 연금의 안정적 지급이라는 점을 고려하면 채권 투자는 매우 중요하다고 할 수 있지만, 그 정도가 매우 편중되어 있기 때문에 이의 해소가 필요한 상태다. 국민연금관리공단의 연구에 따르면, 현행 9%의 기여율을 유지할 경우 2035년까지 급속하게 증가하는 국민연금기금 적립액은 이후 12년만인 2047년에 이르러서는 고갈될 예정이라고 한다. 따라서 투자 대상의 확대를 통한 수익성 제고는 필연적이라고 하겠다.

<표 II-6> 국민연금기금 적립금 추이

(단위: 백만원)

구분	연금 수지			운용 수익 (B)	기금 증가 (A+B)	적립금 누계
	보험료 수입	급여 지급	잔액(A)			
1988	506,931	301	506,630	21,290	527,920	527,920
1989	627,885	5,734	622,151	83,187	705,338	1,233,258
1990	834,005	42,601	791,404	174,030	965,434	2,198,692
1991	984,802	110,882	873,920	254,902	1,128,822	3,327,514
1992	1,223,419	216,541	1,006,878	415,956	1,422,834	4,750,348
1993	2,639,352	333,130	2,306,222	555,191	2,861,413	7,611,761
1994	3,325,775	519,075	2,806,700	937,263	3,743,963	11,355,724
1995	3,966,312	755,460	3,210,852	1,388,797	4,599,649	15,955,373
1996	4,943,556	1,117,645	3,825,911	1,889,661	5,715,572	21,670,945
1997	5,675,727	1,499,803	4,175,924	2,435,543	6,611,467	28,282,412
1998	7,840,716	2,425,455	5,415,261	3,766,980	9,182,241	37,464,653
1999	9,385,905	3,890,639	5,495,266	4,032,361	9,527,627	46,992,280
2000	10,358,883	1,588,360	8,770,523	4,852,445	13,622,968	60,615,248
2001	12,068,981	1,569,257	10,499,724	4,526,141	15,025,865	75,641,113
2002	13,817,992	1,915,255	11,902,737	5,230,875	17,133,612	92,774,725
2003	15,610,907	2,328,449	13,282,458	6,212,356	19,494,814	112,269,539
합 계	93,811,148	18,318,587	75,492,561	36,776,978	112,269,539	-

자료: 국민연금관리공단 웹사이트(www.npc.or.kr)

<표 II-7> 국민연금기금 운용 내역 추이

(단위: 백만원)

구분	1988년	1991년	1994년	1997년	2000년	2001년	2002년	2003년
공공 부문	288,017	1,517,800	6,551,987	19,065,229	34,183,819	29,444,077	24,221,077	15,251,210
복지 부문	0	120,000	482,867	805,194	716,493	633,218	526,948	441,357
금융 부문	239,903	1,689,714	4,320,870	8,411,989	25,714,936	45,563,818	68,026,700	96,576,972
채권 ^b 비중(%) ^c	59,169 (24.7)	874,815 (51.8)	1,839,224 (42.6)	3,654,827 (43.4)	19,920,916 (77.5)	39,931,637 (87.6)	62,390,740 (91.7)	88,791,325 (91.9)
주식 비중(%)	0 (0.0)	2,010 (0.1)	668,345 (15.5)	1,155,131 (13.7)	1,959,852 (7.6)	2,338,444 (5.1)	2,951,604 (4.3)	3,864,673 (4.0)
금전신탁 비중(%)	115,254 (48.0)	505,900 (29.9)	1,111,582 (25.7)	1,837,051 (21.8)	350,000 (1.4)	19,659 (0.0)	94,137 (0.1)	150,000 (0.2)
수익증권 비중(%)	47,700 (19.9)	295,498 (17.5)	343,010 (7.9)	1,317,065 (15.7)	1,198,412 (4.7)	371,554 (0.8)	195,769 (0.3)	11,200 (0.0)
위탁투자 비중(%)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	200,000 (0.8)	1,200,000 (2.6)	1,800,000 (2.6)	3,069,166 (3.2)
벤처투자 ^d 비중(%)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	45,500 (0.1)	240,450 (0.2)
단기자금 ^e 비중(%)	17,780 (7.4)	11,491 (0.7)	327,309 (7.6)	92,365 (1.1)	1,875,756 (7.3)	1,702,524 (3.7)	548,950 (0.8)	450,158 (0.5)
정기예금 ^f 비중(%)	0 (0.0)	0 (0.0)	31,400 (0.7)	355,550 (4.2)	210,000 (0.8)	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)
합계	527,920	3,327,514	11,355,724	28,282,412	60,615,248	75,641,113	92,774,725	112,269,539

- a. 해당 연도 말일 기준의 투자 잔액, 현금주의로 작성됨
 - b. 국민연금관리공단은 국채 항목을 2002년까지는 공공 부문에 포함시켰고 2003년부터 금융 부분으로 포함하여 공시하고 있으나, 본 연구에서는 분석의 일관성을 위해 국채를 처음부터 채권 항목에 포함시켰음
 - c. 해당 연도 각 금융자산이 금융 부문 운용 총액에서 차지하는 비중임
 - d. 2003년부터는 CRC 투자도 실시하고 있음
 - e. 단기 자금에는 은행 발행 CP, MMDA, MMF 등이 있음
 - f. 2001년부터 수익률 제고를 위해 정기예금 예치금을 전액 회수하였음
- 자료: 국민연금관리공단 웹사이트(www.npc.or.kr)

다. 사학연금기금

<표 II-8>은 사학연금기금의 운영 내역을 장기 시계열 자료로 보여주고 있다. 1975년 44.7억원에 불과했던 사학연금기금은 2002년 말 현재 5조1,066억원으로 성장하여, 연평균 29.8%의 성장세를 보여주고 있다. 사학연금기금 역시 국민연금기금과 마찬가지로 이러한 규모 급증에도 불구하고 운용 편중 현상이 두드러지는데, 금융 자산 중에서 채권 및 채권형 신탁으로 운용되는 금액이 2002년 현재 74.4%, 16.2%로 양자의 합계가 90.6%에 달하고 있다. 반면 2002년 현재 주식형 신탁 3.2%, 주식 2.5%에 불과하다. 따라서 사학연금기금의 운용도 향후 다양화 될 필요성이 있다.

<표 II-8> 사학연금기금 운용 내역 추이

(단위: 백만원)

연도	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002
공공 자금 ^a	3,823	81,789	62,320	6,000	275,000	655,000	695,000	650,000
대여 사업 ^b	-	1,314	28,230	195,679	333,196	616,784	726,947	815,338
사업용 고정자산 ^c	-	7,547	29,949	39,732	176,697	226,123	220,402	215,014
유동자산 등	642	7,527	9,301	40,167	201,414	404,667	199,448	68,135
금융 자산	-	-	318,371	882,062	1,404,188	2,049,624	2,688,102	3,358,134
채 권	-	-	213,380	464,904	642,863	1,236,190	1,952,670	2,497,335
비중(%) ^d	-	-	(67.0)	(52.7)	(45.8)	(60.3)	(72.6)	(74.4)
채권형 신탁	-	-	104,991	113,922	266,000	255,224	455,533	544,105
비중(%)	-	-	(33.0)	(12.9)	(18.9)	(12.5)	(16.9)	(16.2)
주식형 신탁	-	-	-	207,922	240,837	246,868	136,344	108,577
비중(%)	-	-	-	(23.6)	(17.2)	(12.0)	(5.1)	(3.2)
주 식	-	-	-	84,808	183,511	94,157	74,464	85,528
비중(%)	-	-	-	(9.6)	(13.1)	(4.6)	(2.8)	(2.5)
단기 예탁금 등	-	-	-	10,506	70,977	217,185	69,091	122,589
비중(%)	-	-	-	(1.2)	(5.1)	(10.6)	(2.6)	(3.7)
합 계	4,465	98,177	448,171	1,163,640	2,390,495	3,952,198	4,524,899	5,106,621

- a. 공공 자금에는 국민투자기금, 국민주택기금, 재특예탁금 등이 있음
 - b. 대여 사업은 가계 자금 대여를 의미함
 - c. 사업용 고정자산은 부동산을 의미함
 - d. 해당연도 각 금융 자산이 금융 부분 운용 총액에서 차지하는 비중임
- 자료: 사학연금관리공단 웹사이트(www.ktpf.or.kr)

라. 공무원연금기금

<표 II-9>는 공무원연금기금의 운용 내역을 장기 시계열로 보여주고 있다. 1985년 1조7,830억원 규모였던 공무원연금기금은 2003년 현재 3조 680억원으로 연평균 3%씩 성장하였다. 그러나 꾸준한 규모의 증가를 보인 국민연금기금이나 사학연금기금과 달리, 공무원연금기금은 1995년 5조1,500억원을 기점으로 그 규모가 감소하였다가 2000년부터 다시 증가하고 있다. 규모 감소의 원인은 연금의 수급액이 기여액보다 커졌기 때문이며, 기금 규모가 다시 증가하는 것은 상당 금액이 국고로 보조되기 때문이다. 공무원연금기금의 금융 자산 내역 중 대부분은 다른 기금들과 유사하게 채권과 예금 등 안전성 자산에 투자하는 비율이 가장 큰데, 2003년 현재 68%에 달한다. 그 이외에 연금 대부에 16.3%, 신탁 상품에 12.9% 정도의 운용이 이루어지고 있지만, 주식 투자 비중은 2.1%에 불과하다.⁹⁾

9) 연금 대부란 연금 가입 공무원에게 대출해주는 금액을 의미한다.

<표 II-9> 공무원연금기금 운용 내역 추이

(단위: 10억원)

구분	1985	1990	1995	2000	2001	2002	2003
공공 금융 ^a	150.4	1,333.5	1,764.0	10.0	-	-	10.0
후생 복지 사업 ^b	439.4	1,047.1	991.8	320.4	305.3	414.3	420.8
지불 준비금 ^c	121.4	196.5	785.6	-1,168.0	-2,147.1	-2,278.7	-1,756.5
금융 자산	1,071.8	1,001.5	1,608.1	2,612.8	3,931.4	4,592.0	4,393.2
채권, 예금 비중(%) ^d	903.4 (84.3)	334.3 (33.4)	579.9 (36.1)	83.1 (3.2)	1920.0 (48.8)	3,132.5 (68.2)	2,989.5 (68.0)
주식 비중(%)	11.4 (1.1)	56.4 (5.6)	407.0 (25.3)	174.7 (6.7)	44.9 (1.1)	55.0 (1.2)	93.3 (2.1)
신탁 상품 등 비중(%)	157.0 (14.6)	610.8 (61.0)	621.2 (38.6)	2,355.0 (90.1)	1,542.3 (39.2)	747.6 (16.3)	566.3 (12.9)
연금 대부 ^e 비중(%)	- -	- -	- -	- -	424.2 (10.8)	649.7 (14.1)	718.0 (16.3)
SOC 투자 비중(%)	- -	- -	- -	- -	- -	7.2 (0.2)	26.1 (0.6)
합 계	1,783	3,579	5,150	1,775	2,090	2,728	3,068

a. 공공 금융에는 공공 자금, 국민투자기금, 국민주택기금 등이 있음

b. 후생 복지 사업에는 대부 사업, 주택 사업, 복지 시설 사업 등이 있음

c. 지불 준비금은 현금 등가물 개념의 3개월 미만 단기 운용 자금 잔액에서 차입금 잔액을 차감한 금액을 의미함

d. 해당연도 각 금융 자산이 금융 자산 총액에서 차지하는 비중임

e. 연금 대부는 연금 가입 공무원에게 대출해준 금액을 의미함

자료: 공무원연금관리공단 웹사이트(www.gepco.or.kr)

마. 정보통신부 우체국예금자금 및 우체국보험적립금

우정사업본부는 우편사업단과 우체국예금 및 우체국보험을 담당하는 금융사업단으로 구성된 정보통신부 소속 기관이다. 우체국예금보험기금은 2001년 12월 19일에 우체국보험특별회계법이 개정되면서 공적 기금의 범주에서 제외되어, 현재는 우체국예금자금과 우체국보험적립금이라는 명칭으로 사용되고 있다. 정보통신부가 주무 부서이고, 우정사업본부가 우체국예금과 보험적립금을 운영 및 관리하며, 우체국예금보험지원단이 우정사업본부의 하위 법인으로 우정사업본부를 지원하는 형태로 구성되어 있다. 비록 우체국예금자금과 우체국보험적립금이 현행 법령상 공적 기금은 아니지만 운용 규모가 상당하고 국가 부서인 정보통신부가 주무 부서라는 점에서 본 연구의 대상에 포함시켰다.

현행 우체국예금자금과 우체국보험적립금의 법 체계는 일반 사항과 회계 관련 사항으로 이원화되어 있다. <표 II-10>은 이러한 법 적용 체계를 보여주고 있다. 회계와 관련된 사항을 제외한 일반 사항의 경우 우체국예금자금 및 우체국보험적립금 모두 「우체국예금·보험에관한법률」을 적용받으며, 회계 관련 사항의 경우 우체국예금자금은 「기업예산회계법」, 우체국보험적립금은 「우체국보험특별회계법」을 적용받는다.

<표 II-10> 우체국예금자금 및 우체국보험적립금의 법 체계

	우체국예금자금	우체국보험적립금
일반 사항	우체국예금·보험에관한법률	
회계 관련 사항	기업예산회계법	우체국보험특별회계법

자료: 우정사업본부 웹사이트(www.koreapost.go.kr)

2004년 1월 29일에 「우체국예금·보험에관한법률」이 개정되었는데,

이는 크게 두 가지 내용으로 요약될 수 있다.¹⁰⁾ 첫째, 우체국예금자금의 운용 방법이 확대되었는데, 구체적으로 주식 직접 투자와 파생 금융상품 거래가 가능하게 되었다.¹¹⁾ 이러한 조치는 저금리의 지속으로 예대 마진이 축소되어 자금 운용 수익이 감소되는 상황에서, 금융 시장 환경 변화에 탄력적으로 대응하기 위한 조치로 분석된다. 주식 투자의 경우 기존의 제한된 종목 투자를 확대하여 다양한 종목에 직접 투자가 가능하도록 명시하였으며, 간접 투자에서 직접 투자도 가능하게 되었다.¹²⁾ 둘째, 운용 방법 확대에 따른 예금 자금의 안정성을 확보하였다. 구체적으로 주요 유가증권별 매입액, 금융기관 대여금, 파생 금융 거래 금액, 선물 거래 금액 등이 예금 자금에서 차지하는 비율을 설정하였다.¹³⁾ 이는 우체국예금의 안정성을 해치지 않는 범위 내에서 정보통신부령으로 설정 되도록 하였다.

우정사업본부가 운용하는 우체국예금자금과 우체국보험적립금의 규모 추이가 <표 II-11>에 나와 있다. 1998년 말 현재 우체국예금자금 9조 2,912억원, 우체국보험적립금 5조9,628억원으로 전체 15조2,540억원 수준이었던 금융 자산은, 2004년 5월 말 현재 우체국예금 36조9,133억원, 우

10) 해당 사항은 공포 후 6개월 뒤인 2004년 7월 30일부터 시행한다.

11) 「우체국예금·보험에관한법률」 제18조 제1항 5호, 6호

12) 「우체국예금·보험에관한법률」 제18조 제1항 3호에 증권거래법 제2조 제1항의 규정에 의한 유가증권의 매입 규정을 명시하였음. 개정 이전에는 동법 시행규칙 제15조의2에 의해 우체국예금자금은 주식 매입을 다음의 5가지 종목에만 예금자금의 5% 이내에서 투자할 수 있었음: ① 「정부투자기관관리기본법」 제2조의 규정에 의한 정부투자기관이 발행한 주식, ② 「공기업의경영구조개선 및민영화에관한법률」 제2조 각호의 법인이 발행한 주식, ③ 제1호 및 제2호의 규정에 의한 정부투자기관 또는 법인이 납입 자본금의 5할 이상을 출자한 기업이 발행한 주식, ④ 조세특례제한법 제136조 제2항 제2호의 규정에 의한 정부출자기관이 발행한 주식, ⑤ 「증권투자회사법」 제2조 제1호의 규정에 의한 증권투자회사가 발행한 주식.

13) 「우체국예금·보험에관한법률」 제18조 제2항

체국보험 19조6,280억원으로 전체 56조5,413억원이 되어 연평균 24%씩의 증가를 보였다. 국가가 전액 지급 책임을 지는 우체국예금과 우체국보험 계약의 성격 때문에 엄청난 규모 증대가 있었다고 생각된다.¹⁴⁾

<표 II-11> 우체국예금자금 및 우체국보험적립금 금융 자산 규모 추이

(단위: 10억원)

	1997년	2002년	2003년	2004년 5월
우체국예금자금	9,291.2	31,703.5	33,884.7	36,913.3
우체국보험적립금	5,962.8	19,578.8	21,300.8	19,628.0
합 계	15,254.0	51,282.3	55,185.5	56,541.3

자료: 우정사업본부 웹사이트(www.koreapost.go.kr)

<표 II-12>는 우체국예금자금과 우체국보험적립금의 2004년 5월 현재 운용 내역을 보여주고 있다. 36조9,133억원을 운용하는 우체국예금자금의 경우 공공자금관리기금이 29.5%로 가장 크고, 채권형 수익증권 26.2%, 정기예금 17.1%의 순으로 자금 운용을 수행하고 있다. 주식형 수익증권의 경우는 아직은 1% 수준에 불과하나 그 비중을 향후 증가시킬 계획이다. 19조6,280억원을 운용하는 우체국보험적립금은 우체국예금자금과는 운용 성향이 다소 차이를 드러내고 있다. 국공채 등에 34.5%, 채권형 수익증권에 19.1%를 투자하는 등 안정성 자산에 상당 금액을 운영하고 있다는 점은 우체국예금자금과 유사하지만, 우체국보험적립금의 가장 큰 특징은 주식 운용이 상당 부분 이루어지고 있다는 점이다.¹⁵⁾ 2004년 5월 현재 주식형 수익증권이 13.8% 투자되고 있다는 것이 이를 보여준다. 2002년 1월부터는 우체국보험적립금으로 주식 직접 투자가 가능해

14) 「우체국예금·보험에관한법률」 제4조

15) 현재 우체국보험의 주식 투자는 직접 투자가 아닌 수익증권을 통한 간접 투자로 이루어지고 있다.

졌으며, 2004년 7월 30일부터는 우체국예금자금으로도 주식 직접 투자가 가능해졌다. 그러나 아직까지는 우체국예금자금과 우체국보험적립금의 주식 직접 투자는 이루어지지 않고 있으며, 수익증권을 통한 간접 투자만이 이루어지고 있다. 따라서 향후 자본시장에서 우체국예금자금과 우체국보험적립금이 차지하는 역할은 점차 증대될 것으로 예상된다.

**<표 II-12> 우체국예금자금 및 우체국보험적립금 운용 내역
(2004년 5월 현재)**

(단위: 10억원)

우체국 예금 자금	항목	공공자금 관리기금	정기 예금	국공채 등	채권형 수익증권	주식형 수익증권	특정 금전신탁	기타	합계
	비중	29.5%	17.1%	10.7%	26.2%	1.0%	13.0%	2.5%	100%
금액	10,889.4	6,312.2	3,949.7	9,671.3	369.1	4,798.7	922.8	36,913.3	
우체국 보험 적립금	항목	공공자금 관리기금	정기 예금	국공채 등	채권형 수익증권	주식형 수익증권	특정 금전신탁	대월 및 대출 등	합계
	비중	8.8%	6.4%	34.5%	19.1%	13.8%	10.5%	6.8%	100%
금액	1,727.3	1,256.2	6,771.7	3,748.9	2,708.7	2,060.9	1,334.7	19,628.0	

자료: 우정사업본부 웹사이트(www.koreapost.go.kr)

3. 연기금 투자폴

가. 연기금 투자폴 개요

연기금 금융 자산 통합펀드(이하 연기금 투자폴)는 2001년 12월 도입되었다. 이는 연기금들이 개별적으로 운용하던 금융 자산을, 통합 펀드를 통해 일괄 운용을 수행하는 제도다. 기금의 수익성 제고를 연기금 투자폴의 도입 취지로 들 수 있다. 사업성 기금의 경우, 규모가 상당함에도 불구하고 전문적 자산 운용 체계가 미비했었다.¹⁶⁾ 예를 들어 자산 운

16) 연기금 투자폴이 도입되기 직전인 2001년 11월 현재 38개의 사업성 기금이 운

용 담당 인력의 전문성이 취약하여, 각 기금별로 운용되는 여유 자금의 대부분이 단기 정기예금 형태로 운용되었다. 따라서 연기금 투자폴 도입으로 인해 기금 여유 자금 규모의 경제성과 자산 운용의 전문성을 확보하게 되었다고 할 수 있다.

<표 II-13>은 연기금 투자폴의 연혁을 보여주고 있다. 2001년 8월 2차 기금정책심의회에서 연기금 투자폴 도입 방안을 확정된 이후, 2001년 9월 3차 기금정책심의회에서는 연기금 투자폴의 운영에 관한 최고 의사결정기구인 「투자폴운영위원회」를 구성하였다. 이후 2001년 12월 12일 연기금의 여유 자금 등을 예탁받아 연기금 투자폴 운용을 개시하였다. 이 당시에는 MMF, 채권형, 채권혼합형 등 3가지 형태의 펀드로만 운용되었다. 2003년 6월 8차 투자폴운영위원회는 주식형 펀드를 도입하기로 결정하였고, 2003년 10차 투자폴운영위원회는 주가지수 연계 펀드(Equity Linked Fund, 이하 ELF)를 추가로 도입하여 연기금의 투자 다변화를 계속 모색하고 있다.

용한 금융 자산 규모는 17.8조원 수준이었다.

<표 II-13> 연기금 투자폴 연혁

회의명 및 개시일	주요 내용
2차 기금정책심의회 (2001. 8. 23)	연기금 투자폴 제도 도입 방안 확정
3차 기금정책심의회 (2001. 9. 13)	기금정책심의회 심의·의결 거쳐 「투자폴운영위원회」 구성
2차 투자폴운영위원회 (2001. 11. 5)	운영 기관 선정
3차 투자폴운영위원회 (2001. 12. 11)	투자폴 펀드 운용 약관 승인 및 투자폴운영위원회 규정 마련
투자폴 운용 개시 (2001. 12. 12)	연기금의 여유 자금 등을 예탁받아 연기금 투자폴 운용 개시 (MMF, 채권형, 채권혼합형)
7차 투자폴운영위원회 (2003. 4. 3)	투자폴 MMF, 채권형 2호 설정 및 투자폴 2호의 운용 가이드라인 설치
8차 투자폴운영위원회 (2003. 6. 25)	주식형 펀드 도입
10차 투자폴운영위원회 (2003. 6. 25)	주가지수 연계 펀드(ELF) 추가 도입

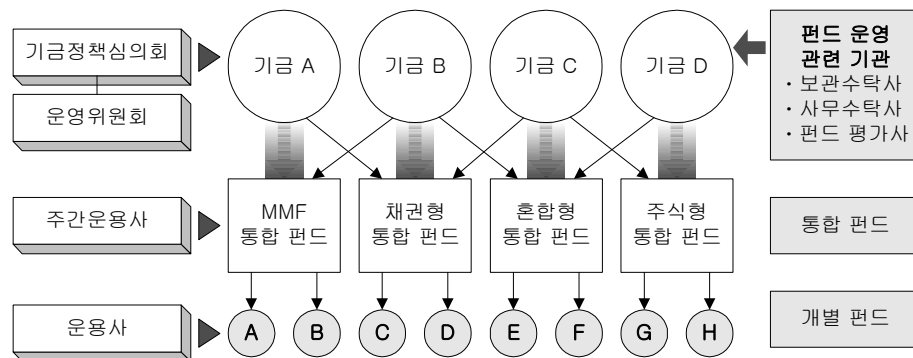
자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

연기금 투자폴의 장점으로는 세 가지를 들 수 있다. 첫째, 효율적 자산 운용이다. 각 기금에서 지나치게 불필요한 단기 자금으로 운용되던 자금을 장기적으로 운용하고, 다양한 투자 기회 확충을 통해 효율적 자산 운용이 가능해졌다. 둘째, 전문적인 운용 인력을 통해 전문적인 투자 기법을 적용함으로써 기금 운용의 안정성 및 수익성이 제고되었다. 셋째, 개별 기금별 자산 운용에 따른 소요 비용이 연기금 투자폴을 통해 일괄적으로 이루어짐으로써 절감되었다.

연기금 투자폴의 구조는 fund of fund 방식으로서, <그림 II-2>는 연기금 투자폴의 운용 과정을 보여주고 있다. 2004년 현재 MMF, 채권형, 혼합형, 주식형 펀드로 각각의 fund of fund를 구성하고, 각 기금들은 자신들의 투자 목적과 기간을 고려하여 각 fund of fund에 자금을 예탁한다. 주간 운용사의 fund of fund는 기금으로부터 모은 자금을 하

위 운용사의 펀드에 투자한다. 연기금 투자물은 사모 방식의 개방형 투자신탁 형태로 운용되고 있다. 2004년 8월 현재 연기금 투자물 운영 기관은 투자물운영위원회의 심의·의결을 거쳐 선정된 1개의 주간운용사, 4개의 MMF 펀드 운용사, 6개의 채권형 펀드 운용사, 5개의 혼합형 펀드 운용사, 5개의 주식형 펀드 운용사 등으로 구성되어 있다. 그밖에 사무관리사, 보관수탁사, 판매사, 펀드평가사가 각각 1개씩 존재한다.

<그림 II-2> 연기금 투자물 운용 과정



자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

<표 II-14>는 연기금 투자물의 유형을 보여주고 있다. 이는 MME, 채권형, 혼합형, 주식형의 4가지 형태로 나누어지는데, 기타 운용 방법과 투자 기간, 상품 유형, 환매 수수료 등은 2004년 7월 현재 기존 펀드와 크게 차이가 없다.

<표 II-14> 연기금 투자폴 운용 펀드 유형(2004년 7월 현재)

구 분	MMF	채권형	혼합형	주식형
투자 기간	1일 이상	6개월 이상	6개월 이상	6개월 이상
상품 유형	추가형, 모집식			
환매 수수료	없음	90일 미만: 이익금의 70% 180일 미만: 이익금의 30%		
설정/환매 방식	당일 설정 당일 환매	당일 설정 3영업일 환매	익일 설정 4영업일 환매	익일 설정 4영업일 환매
기타	계좌 개설시 수익증권 매입 매각 계약서 작성			

자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

기금정책심의위원회의 심의를 거쳐 설치된 투자폴운영위원회는 연기금 투자폴 운영에 관한 최고 의사결정 기구로서, 투자폴 제도에 관한 전반적인 의사결정을 담당한다.¹⁷⁾ 투자폴운영위원회의 주요 역할로는 투자폴 운영의 기본 방향 수립, 운용 기관의 선정 및 교체, 펀드 운용 약관의 주요 내용 확정 및 변경, 펀드 운용의 감독 및 성과 평가 등을 수행한다. <표 II-15>는 투자폴운영위원회의 구성 현황을 보여주고 있다. 기획예산처 차관을 위원장으로 하여, 재정경제부 등 7명의 정부 위원과 각계 전문가인 민간 위원 7인으로 구성되어 있다.

<표 II-15> 투자폴운영위원회 구성 현황

구 분	인 원	위 원
위원장	1명	기획예산처 차관
정부 위원	7명	재정경제부, 건설교통부, 노동부, 농림부, 정보통신부, 보건복지부, 문화관광부
민간 위원	7명	학계, 민간 연구원, 법무법인, 회계법인 대표 등
간사	1명	기획예산처 기금정책국장

자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

17) 기금관리기본법 제11조의 2

주간사 운용사, 펀드 운용사, 판매사, 수탁회사, 펀드 평가사 등은 계량적 요인과 비계량적 요인을 종합적으로 평가하여 선정한다. 계량적 평가 항목으로는 운용 수익률, 수탁고, 재무적 안정성, 수수료 등이 있으며, 비계량적 평가 항목으로는 리서치 능력, 위험 관리 능력 등이 있다.

<표 II-16>은 연기금 투자폴의 투자 추이를 보여주고 있다. 2001년 12월 12일 5개 기금이 참가하여 550억원의 예탁 규모로 시작한 연기금 투자폴은 2003년 7월 18일 6조2,651억원까지 그 규모가 급증하였으나, 이후 규모의 감소가 이루어지며 2004년 2월 23일 현재에는 48개 기금의 참여에도 불구하고 2조8,469억원의 예탁 규모로 크게 감소하였다. 이러한 현상에는 2가지 이유를 들 수 있다. 첫째는 상당수 기금들이 경기 부양을 위해서 기금 재정의 조기 집행을 실시하여 기금의 여유 자금이 줄어들었기 때문이다. 둘째는 기금들이 연기금 투자폴을 통하지 않고 개별적인 투자를 수행하였기 때문이다.¹⁸⁾ 2004년 2월 23일 현재 채권형이 9,888억원으로 전체 투자폴 규모 중 51%의 비중을 차지하며, MMF가 6,152억원으로 46%의 비중을 차지하고 있다. 주식형 펀드의 경우 아직은 48억원으로서 전체 투자폴 규모의 0.2%에 불과하다.¹⁹⁾

18) 기금들의 연기금 투자폴 참여는 강제 사항이 아니며, 자율적으로 이루어지고 있다.

19) ELF의 경우 설정액이 2,195억원으로 어느 정도의 규모를 갖추었다.

<표 II-16> 연기금 투자폴 운용 추이

(단위: 10억원)

날 짜	MMF	채권형 ^a	혼합형	주식형	예탁 규모	기금 수 ^b
2001. 12. 12	15.0	40.0	0	0	55.0	5
2001. 12. 31	392.0	325.6	50.0	0	767.6	19
2002. 12. 31	2,043.5	1,770.5	234.5	0	4,048.5	44
2003. 7. 18	3,264.6	2,908.7	89.8	2.0	6,265.1	47
2003. 12. 31	1,309.9	1,781.7	77.1	4.8	3,173.4	47
2004. 2. 23	1,071.0	1,176.8	77.1	4.8	2,329.7	48

- a. 채권형 펀드 안에는 설정 규모 2,159억원의 ELF가 포함되어 있으며, 폐쇄형으로서 2가지 유형으로 운영되고, 설정일·규모·만기가 모두 동일함(설정일 2003. 12. 15, 만기일 2004. 6. 15)
 - b. 55개 기금 중 2004년 2월 23일 기준으로 연기금 투자폴에 편입되지 않은 기금은 총 7개(공공자금관리기금, 주택금융신용보증기금, 농림수산업자신용보증기금, 농어가목돈마련저축장려기금, 금강수계관리기금, 낙동강수계관리기금, 영산강·섬진강수계관리기금). 각 기금들은 연기금 투자폴에 참여와 탈퇴가 자유롭게 발생하기 때문에 항상 48개 기금이 참여한다고 말할 수는 없음
- 자료: 자산운용협회 웹사이트(www.amak.or.kr)

III. 공적 연기금의 바람직한 투자: 국민연금 제외

1. 연기금 투자폴의 개선
2. 기금관리기본법 시행령 개정 및 평가
3. 각종 연기금의 주무 부처와 운용 현황
4. 공적 연기금의 바람직한 운용을 위한 제언

III. 공적 연기금의 바람직한 투자: 국민연금 제외

1. 연기금 투자폴의 개선

가. 기획예산처의 개선 방안: 투자폴운영위원회 의결 사항

기획예산처는 2004년 2월 투자폴운영위원회에서 연기금 투자폴의 개선 방안을 의결하였다. 이는 크게 세 가지로 나눌 수 있다. 첫째, 기금의 개별적인 투자 수요를 충족할 수 있도록 연기금 투자폴에 새로운 투자 상품을 개발·운영하도록 하였다. 외국환평형기금 등 대규모 자금을 초단기로 운영하고 있는 기금들을 위해 콜(call)로 주로 운용되는 MMF를 신설하였다.²⁰⁾ 또한 공무원연금 등 예탁 규모 1,000억원 이상인 대형 기금의 경우 개별적인 만기 구조를 가져갈 수 있는 단독 펀드를 허용하는 등 연기금 투자폴은 개별 기금들의 수요를 충족시키려는 노력을 보여주었다.

둘째, 기금에 대해 투자 자문 서비스를 강화하고, 예탁 대상을 예금보험기금과 우체국예금·보험에도 확대하였다.²¹⁾ 투자 자문 서비스 강화는 운용 전문 인력이 부족한 중소형 기금을 대상으로 개별 기금의 자산 운용 전문성을 제고하는 것이 주요 목적으로, 기금 평가 결과가 하위 50%에 해당하는 기금에 대해 중점적으로 투자 자문 서비스를 제공할 예정이다.²²⁾ 또한 예금보험기금, 우체국예금·보험도 연기금 투자폴 예탁 대상으로 추가하여, 공공성이 큰 자금의 자산 운용 합리화를 지원하도록

20) 실제로 2003년에 보통예금으로 운용되던 공공자금관리기금 여유 자금을 콜 자금으로 운용 방식을 변경하여 9억원의 국고 수입을 늘린 사례가 있다.

21) 예금보험기금은 2003년 12월 기금관리기본법 개정으로 법 적용 대상에서 제외되었다.

22) 중소형 기금의 경우 대부분 일반 공무원 등 비전문가 2~3명이 자산 운용을 담당하고 있는 실정이다.

계획하고 있다.²³⁾

셋째, 투자폴 운영 및 리스크 관리 체계를 개선하여 운영의 효율성을 높이고, 리스크 점검 및 관리를 강화하도록 하였다. 이를 위해 하위 운용사에 대한 주간 운용사의 권한을 강화하여 성과 및 리스크 관리 측면에서 효율성을 제고시키도록 하고 있다. <표 III-1>은 연기금 투자폴에서 주간 운용사의 권한 강화 개선 방안을 보여주고 있다. 자금 배분에 있어 현재 20%인 주간 운용사의 평가 비중을 40%까지 확대하고, 평가 및 자금 배분 주기를 월 단위에서 분기 단위로 늘려 자금 운용의 안정성을 높이고 있다. 자금 배분 대상도 당월 입출금에서 운용 자금 전체로 규모를 확대하는 등 주간 운용사의 권한은 향후 강화될 것으로 보인다. 한편 투자폴 운영 기관 및 기획예산처 담당자로 동향 분석팀을 구성하여, 투자폴 관련 주요 사항에 대해 매주 점검하는 등 리스크 관리를 강화하고 있다.

<표 III-1> 연기금 투자폴 주간 운용사 권한 강화 방안

	현 행	개선안
자금 배분 기준	주간 운용사 정성적 평가: 20% 정량적 수익률 평가: 80%	주간 운용사 정성적 평가: 40% 정량적 수익률 평가: 60%
평가 및 자금 배분 주기	월 단위	분기 단위
자금 배분 대상	당월 입출금	운용 자금 전체

자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

나. 기획예산처의 개선에 대한 평가

기획예산처의 개선 방안은 여러 가지 측면에서 바람직한 부분이 있

23) 투자폴운영위원회 규정 제9조에 의하면, 위원장의 승인 하에 기금 자산 이외의 자기에 대해서도 투자폴에 위탁하도록 할 수 있으며, 이 경우에도 기금의 여유 자금 등에 적용되는 규정이 동일하게 적용된다고 규정하고 있다.

으나, 좀 더 보완해야 할 점도 있다. 우선, 연기금 투자폴 평가 측면을 살펴볼 때, 개선안의 경우 월 단위에서 분기 단위로 평가 주기를 다소 확대하였으나, 여전히 자본시장의 단기적 성향에 영향을 미치고 있다. 우리 자산운용 시장의 대표적인 문제로 거론되는 단기화 성향을 감안할 때, 운용 평가 기간을 분기 이상으로 더 늘리는 것이 바람직할 것으로 보인다.

주식형 및 혼합형 연기금 투자폴의 규모 역시 풀어야 할 문제이다. 아직까지는 이들 연기금 투자폴의 운용 규모가 규모의 경제를 달성할 정도로 충분하게 성장하지 못하였기 때문에, 운용상의 문제점이 발생하고 있다. 2004년 7월 말 현재 주식형 연기금 투자폴 규모는 55억원으로서 단독 펀드로 보기에 너무 작고, 혼합형 연기금 투자폴 규모도 671억원에 불과하여 단독으로 채권 편입을 하기는 매우 어려운 수준이다.²⁴⁾ 따라서 혼합형 연기금 투자폴의 경우 보통 100억원 단위로 매매되는 채권을 단독으로 운용하는 데 어려움이 있다.

2. 기금관리기본법 시행령 개정과 평가

가. 중장기 기금 운용 계획의 문제점: 감사원 지적 사항

2003년 7월 감사원은 공적 연기금의 「기금 관리 및 운용 실태」 감사 결과를 발표하였다. 이는 크게 기금 설치 관리 분야, 기금 조성 관리 분야, 기금 사업 운용 분야, 조직·인력·자금·회계 관리 분야 등의 4가지로 나누어져 분석되어 있다. 이 중 기금 설치 관리 분야의 2가지 사항은 기금들의 전반적인 문제점을 지적하고 있다. 첫째, 예산과 기금의 혼재를 들 수 있다. 기금은 '기금 조성 재원과 목적 사업 간의 연계성'과

24) 채권형 연기금 투자폴의 경우 2004년 7월 말 현재 1조146억원이며, MMF 연기금 투자폴은 1조784억원이다.

‘신축적 사업승인의 필요성’을 설립 근거로 삼을 수 있다. 그러나 많은 수의 기금이 예산 사업으로도 추진 가능한 것을 별도로 기금의 형태로 운용하고 있다. 따라서 예산과 차별성이 적은 기금부터 점차 정비하여, 예산사업으로 추진하기 어려운 경우에만 기금을 운용하여 국가 재정 운영 체계를 단순화할 것을 지적하였다.

둘째, 중장기 기금 운용 계획의 수립 미비이다. 기금은 특정 목적을 위해 특정 자금을 운용하는 것이 원칙이다. 따라서 기금 설치 목적 사업과 목표 달성 연도를 구체적으로 정하고, 목적 사업 추진에 필요한 연차별 기금 조성 목표와 재원 확보 방안 등을 내용으로 하는 중장기 기금 운용 계획을 수립·운용하는 것이 필요하다. 그러나 대부분의 기금이 매년 당해 연도 기금 운용 계획만 수립하여 기금을 조성하고 사업을 수행하고 있다. 따라서 각 기금 관리 운용 주체가 기금별 중장기 운용 계획을 수립·운용할 수 있도록 기금관리기본법에 법적 근거를 마련할 것을 지적하였다.²⁵⁾

나. 기금관리기본법 시행령 개정 사항

2004년 4월 국무회의에서 의결·확정된 기금관리기본법 시행령 개정은 2가지 주요 사항을 포함하고 있다. 첫째, 투명하고 효율적인 기금 자산 운용을 위해 개별 기금 관리 주체별로 ‘자산 운용 지침’을 마련하고 준수하도록 하였다.²⁶⁾ 자산 운용 지침에 포함될 주요 사항에는 투자 결정 및 위험 관리 관련 기준과 절차, 자산 운용 실적의 평가 및 공표, 자

25) 2003년 말 기금관리기본법 제3조의 3이 신설되었다. 이 규정은 “기금 관리 주체는 대통령령이 정하는 바에 따라 중·장기 기금 운용 계획을 수립하여 운용할 수 있다”라고 규정되어 있으나, 이는 각 기금의 주요 사업 목적에 관련된 기금 운용에 대한 사항이며, 여유 자금 운용에 대한 사항은 아니다.

26) 기금관리기본법 시행령 제2조

산 운용 업무를 수행하는 자가 지켜야 할 사항 등이 있다. 자산 운용 지침의 설정 목적은 투자 대상을 다양화하여 위험을 최소화하고, 기금의 여건을 감안하여 수익률을 높이며, 자산 운용의 계획 수립·집행·평가에 있어서 전문성 및 투명성이 제고되도록 하기 위함이다. 자산 운용 지침을 통하여 현재 채권 위주 투자에서 체계적인 위험 관리 체제로 전환하여 보다 다양한 투자가 이루어질 것을 지향하고 있다.

둘째, 정부가 직접 관리하지 않는 기금 중 직전 연도 자산 총액 3,000억원 이상인 기금에 대해 민간 회계 기금의 회계감사를 받도록 하였다.²⁷⁾ 이에 따라 2004년 결산분부터 국민주택기금, 농수산물가격안정기금 등 29개 기금이 회계법인의 감사를 받게 되었고, 동 회계감사는 국회에 결산서 제출 시 첨부 서류로 제출하도록 하였다.

다. 평가

기금관리기본법과 기금관리기본법 시행령은 여러 측면에서 보다 바람직한 방향으로 개선의 노력을 보여주고 있다. 그럼에도 불구하고 아직 까지도 제기되는 가장 큰 문제점은 현실적으로 기금들의 중·장기적인 자금 운용이 어렵다는 데 있다. 2004년 7월 현재 기금관리기본법과 시행령에는 여유 자금 운용에 대한 중·장기 기금 운용이 가능하도록 한 규정은 존재하지 않으며, 감사원, 기금 자체 내부 감사, 국회 국정 감사 등에서는 분기별 또는 연간 평가가 이루어지고 있다. 따라서 차후 기금관리기본법과 시행령 개정에서는 기금 여유 자금 운용에서도 일정 한도까지는 주요 사업과 마찬가지로 중·장기 자금 운용이 가능하도록 되어야 할 것으로 본다.

27) 기금관리기본법 시행령 제5조의 6

3. 각종 연기금의 주무 부처와 운용 현황

가. 각종 기금의 주무 부처별 총액: 국민연금기금 제외

<표 III-2>는 9개의 금융성 기금을 제외한 46개 기금의 2004년도 자금 조달 및 운용 금액을 주무 부처별로 나누어 보여주고 있다.²⁸⁾ 공공자금관리기금과 공적자금상환기금이 포함되어 있는 재정경제부 산하 기금 규모가 101조9,890억원으로 그 규모가 가장 컸으며, 국민주택기금이 포함된 건설교통부 산하 기금 규모가 20조1,360억원으로 그 다음 순위를 기록하였다.

나. 연기금의 운용 현황: 국민연금기금 제외

<표 III-3>은 2003년 말 현재 금융성 기금과 국민연금기금을 제외한 45개 기금의 운용 내역을 보여주고 있다. 2003년 말 현재 101조9,383억원의 운용 자산 중 한국은행 예치가 30.2%, 타 기금 예탁이 25.1%, 은행 예치가 12.0%로 대부분을 차지하고 있다. 국채를 포함한 채권의 경우 5.0%이며, 주식의 경우 5,050억원으로 운용 자산 중 0.5%에 불과하다. 이것도 대부분 사학연금기금과 공무원연금기금이 투자하는 것이기 때문에 일반적으로 기금이 주식에 직접 투자하는 금액은 거의 없다고 할 수 있다.²⁹⁾

28) 우체국예금보험 금액은 포함하였으며, 국민연금기금은 제외하였다.

29) <표 III-3>은 2003년 말 현재 국민체육진흥기금이 6억원 정도를 주식에 투자한다고 되어 있으나, 이 금액 역시 2004년 4월에 전액 매도하여 현재 주식에 투자되고 있는 금액은 없다.

<표 III-2> 각종 기금의 주무 부처별 총액

(단위: 10억원)

주관 부서	기금 수	총계	2004년도 자금 조달				2004년도 자금 운용				
			자체 수입	정부 내부 수입	차입금	여유 자금 회수	사업비	기금 운영비	정부 내부 지출	차입금상환	여유 자금 운용
재정경제부	4개	101,989	5,670	44,389	46,824	5,105	18,604	2	44,276	27,729	11,377
교육인적자원부	2개	6,268	1,999	521	0	3,749	1,838	59	271	0	4,101
통일부	1개	1,082	26	561	0	495	650	1	399	0	32
국방부	3개	688	341	92	0	255	362	0	163	0	163
행정자치부	1개	8,578	5,439	1,041	24	2,075	6,965	69	260	14	1,271
과학기술부	2개	775	517	8	0	250	408	9	0	0	358
문화관광부	5개	1,891	811	37	0	1,043	718	69	56	0	1,048
농림부	5개	6,843	3,747	2,602	0	494	3,514	83	1,836	999	412
산업자원부	2개	1,625	1,155	0	0	471	957	7	0	0	661
정보통신부	1개	2,318	809	1,159	0	350	1,490	34	744	0	50
보건복지부 ^a	2개	77	66	5	0	6	71	0	0	0	6
환경부	4개	524	504	0	0	20	513	11	0	0	0
노동부	5개	17,834	7,340	216	0	10,278	5,541	320	238	197	11,538
여성부	1개	38	5	9	0	24	18	0	0	0	20
건설교통부	1개	20,136	8,650	54	7,500	3,932	8,520	211	3,945	5,095	2,365
해양수산부	1개	210	96	55	0	59	134	4	0	0	72
국가보훈처	2개	282	167	3	0	112	170	2	0	0	111
중소기업청	1개	5,542	3,053	213	2,263	13	3,010	56	896	1,516	63
방송위원회	1개	239	155	1	0	83	94	25	30	0	89
외교통상부	1개	85	45			40	15	5			65
합 계	45개	177,721	41,190	51,012	56,611	28,908	54,231	969	53,115	35,549	33,857
우체국예금보험 ^b		30,175									

a. 국민연금기금의 경우 주관 부서가 보건복지부지만 제외하였음

b. 우체국예금보험의 경우 기금이 아니지만 포함하였으며, 총계는 2002년 현재 운용 자산 총액을 의미함

자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr), 우정사업본부 웹사이트(www.koreapost.go.kr)

<앞장에서 계속>

(단위: 10억원)

	금융 자산								정부 내부 거래		부동산	기타	합계	
	한은 예치	은행 예치	비통화 금융기관	국채	국채 외 채권	주식	기타 유가증권	기타 여유 자금운용	타 회계 예탁	타 기금 예탁				
21	농지관리기금	-	134.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	134.3
22	양곡증권정리기금	-	20.0	34.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	54.9
23	축산발전기금	1.4	332.9	131.3	-	-	-	-	-	-	35.0	143.0	643.6	
24	쌀소득보전기금	58.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	58.6	
25	전력산업기반기금	0.6	205.0	316.8	-	-	-	-	-	-	-	-	522.4	
26	특정물질	-	6.5	16.1	-	-	-	-	-	-	-	-	22.6	
27	정보화촉진기금	-	-	598.5	-	-	-	-	-	1,001.0	-	284.0	1,883.5	
28	국민건강증진기금	52.0	43.7	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-	95.9	
29	응급의료기금	1.7	-	3.4	-	-	-	-	-	-	-	-	5.1	
30	금강수계관리기금	-	25.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25.5	
31	낙동강수계	-	62.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	62.0	
32	영산강섬진강수계	-	33.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33.1	
33	한강수계관리기금	-	44.7	0.1	-	-	-	-	-	-	-	-	44.8	
34	고용보험기금	17.7	2,529.7	4,530.3	-	-	-	-	-	350.0	-	-	7,427.7	
35	근로자복지	-	235.5	365.6	-	-	-	-	-	-	40.0	229.0	870.1	
36	산업재해보험	69.1	669.9	1,148.9	-	-	-	-	-	50.0	-	-	1,937.9	
37	임금채권보장기금	3.2	200.6	53.9	-	-	-	-	-	30.0	-	-	287.7	
38	장애인고용촉진	0.3	57.9	16.0	-	-	-	-	-	-	111.0	-	185.2	
39	여성발전기금	-	10.1	13.1	-	-	-	3.3	9.9	-	10.0	-	46.4	
40	국민주택기금	-	4,406.0	1,342.1	-	-	-	900.7	-	-	-	1.0	665.0	7,314.8

<앞장에서 계속>

(단위: 10억원)

	금융 자산									정부 내부 거래		부동산	기타	합계
	한은 예치	은행 예치	비통화 금융기관	국채	국채 외 채권	주식	기타 유가증권	기타 여유 자금운용	타 회계 예탁	타 기금 예탁				
41	수산발전기금	0.5	81.5	15.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	97.6
42	보훈기금	0.7	146.3	8.7	-	-	-	-	-	-	-	169.0	365.0	689.7
43	순국선열	-	5.8	2.0	-	-	-	-	-	-	-	1.0	-	8.8
44	중산기금	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	172.0	3.0	175.0
45	방송발전기금	8.5	121.8	11.7	-	-	-	-	46.8	-	10.0	-	-	198.8
	기금 합계	30,799.2	12,183.7	11,458.9	434.9	4,701.0	505.0	1,284.3	1,597.3	8,531.0	25,613.0	2,063.0	2,767.0	101,938.3
	비중(%)	30.2	12.0	11.2	0.4	4.6	0.5	1.3	1.6	8.4	25.1	2.0	2.7	100

자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

4. 공적 연기금의 바람직한 운용을 위한 제언

가. 연기금의 주식 투자 기반 마련

공적 연기금의 자금 운용은 안정성을 기본 관점으로 하여 수익성을 추구하는 형태로 이루어지는 것이 가장 바람직할 것이다.³⁰⁾ 수익성의 관점에서 공적 연기금의 자금 운용을 살펴볼 때, 채권 및 금융기관 예치에 편중되어 있는 투자 형태는 다소 개선되어야 할 것으로 보인다. 이러한 투자 편중 현상에는 여러 가지 이유가 있겠지만, 공적 연기금의 자금 운용을 규정하는 기금관리기본법과 개별 기금법에서도 일부 원인을 찾을 수 있다.

최근 논의가 되고 있는 기금관리기본법 제3조 제3항의 개정은 이러한 관점에서 살펴보아야 할 문제다. 현재 기금의 여유 자금 투자는 기금관리기본법을 모법으로 적용받으며, 개별 기금법을 추가로 적용받고 있다. 기금관리기본법 제3조 제3항은 “기금 관리 주체는 당해 기금으로 주식과 부동산을 매입할 수 없다. 다만, 당해 기금의 설치 목적과 공익에 위배되지 아니하는 범위 안에서 기금 운용 계획에 반영된 경우에는 그러하지 아니하다”라고 규정하여, 원칙적으로 기금 여유 자금의 주식과 부동산 투자를 금지하고 있다.

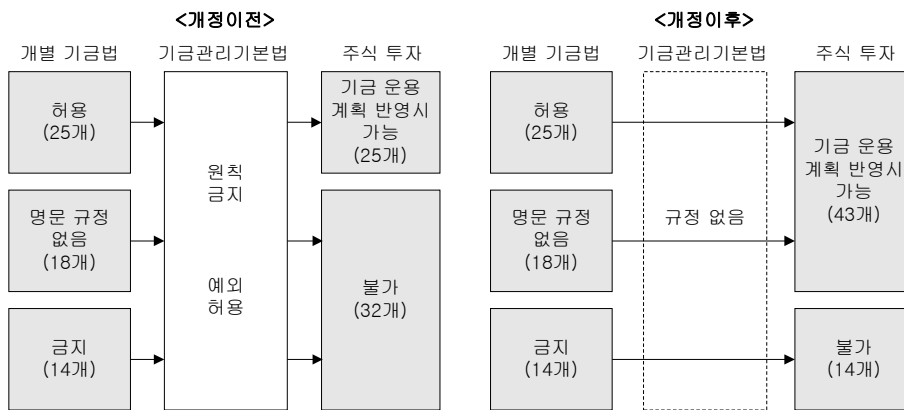
기금관리기본법 제3조 제3항을 폐지하여 기금의 투자 대상 다변화를 추구하고, 이에 따른 수익성의 증대를 가져오자는 것이 개정의 주된 목적이다.³¹⁾ 그러나 기금관리기본법 제3조 제3항의 폐지만으로 투자 대상의 다변화가 이루어지기에는 현실적인 제약이 존재한다. <그림 III-1>은

30) 국민의 세금으로 이루어지는 일반 기금들은 물론이고, 가입자들의 노후 생활 안정을 위한 연금기금들의 경우에는 그 중요성이 더하다.

31) 이는 2003년 기금관리기본법 개정 과정에서 폐지할 예정으로 국무회의의 의견을 거쳤으나, 국회의 반대로 개정이 이루어지지 못하였다.

기금관리기본법 제3조 제3항의 개정 이전과 개정 이후 상황을 비교하여 보여주고 있다. 제3조 제3항이 존재하는 경우에는 원칙적으로 주식 투자가 불가능하며 기금운용위원회와 국회의 심의를 거쳐 기금 운용 계획에 반영한 경우에만 투자가 가능하므로, 명문 규정이 없는 18개 기금의 경우 주식 투자가 거의 불가능하다.³²⁾ 개정 이후에는 개별 기금법 상에 주식 투자가 금지된 14개 기금만 주식 투자가 불가능하게 되므로 명문 규정이 없는 18개 기금의 투자 대상이 좀 더 넓어질 것이며, 개별 법령상 주식 투자가 가능한 25개 기금의 경우 투자 운용에 더욱 융통성이 생길 것이다.³³⁾ 결국 기금관리기본법 제3조 제3항은 주식 투자의 상징적 의미를 가져온다 할 수 있다.

<그림 III-1> 기금관리기본법 제3조 제3항의 개정에 따른 변화



자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

32) <표 III-3>의 국민체육진흥기금에서 본 것처럼 개별 기금법에 명문 규정이 없는 기금이라고 해서 주식 투자가 전혀 불가능한 것은 아니지만, 그러한 경우는 드물다고 할 수 있다.

33) 물론 융통성이 생기더라도 주식 등への 투자는 기금운용위원회와 국회의 심의를 거쳐 기금 운용 계획에 반영된 경우에만 이루어질 것이다.

<표 Ⅲ-4>는 2003년 말 현재 개별 기금 법령상 주식 투자 가능 여부를 보여주고 있다. 기금관리기본법 제3조 제3항의 폐지가 이루어지더라도 모든 기금 운용액에서 주식 투자가 이루어지는 것은 아니며, 개별법상의 주식 투자 금지가 이루어지고 있는 14개 기금들의 경우에는 기금관리기본법 제3조 제3항 개정의 적용을 받지 못할 것이다. 따라서 기금관리기본법 제3조 제3항 개정과 다른 관점에서 각 기금별 상황에 맞춰 주식 투자 등의 논의가 필요하다고 본다.

**<표 Ⅲ-4> 개별 연기금의 법령상 주식 투자 허용 여부
(2004년 6월 현재)**

주식 투자 가능 기금 (25개)	기술신용보증, 신용보증, 주택금융신용보증, 사학연금, 사학진흥, 공무원연금, 과학기술진흥, 원자력연구개발, 청소년육성, 문화산업진흥, 농수산물가격안정, 농지관리, 수출보험, 국민연금, 고용보험, 여성발전, 국민주택, 산업기반신용보증, 보훈, 축산발전, 산재보상보험, 복권, 순국선열애국지사사업, FTA이행지원, 군인복지
주식 투자 금지 기금 (14개)	공공자금관리, 대외경제협력, 외국환평형, 농수산신용보증, 농어가목돈마련저축, 공적자금상환, 남북협력, 군인연금, 방위산업육성, 관광진흥개발, 장애인고용촉진, 임금채권보장, 수산발전, 부실채권정리
주식 투자에 대한 명문 규정이 없는 기금 (18개)	예금보험기금채권상환, 국제교류, 국민체육진흥, 문예진흥, 양곡증권정리, 쌀소득보전, 전력산업기반, 특정물질사용합리화, 정보화촉진, 국민건강증진, 응급의료, 한강수계관리, 낙동강수계관리, 영산강·섬진강수계관리, 금강수계관리, 근로자복지진흥, 방송발전, 중소기업진흥및산업기반

자료: 기획예산처 웹사이트(www.mpb.go.kr)

나. 연기금 투자폴

국민연금기금 등 규모가 큰 기금들은 독자적인 운용을 하고 있는 상

황에서 규모가 크지 않은 기금들의 수익성을 증대시키기 위한 연기금 투자폴의 역할은 더욱 중요해질 것이다. <그림 II-2>에서 본 것처럼, 현재 연기금 투자폴은 주간운용사가 담당하는 MMF, 채권형, 혼합형, 주식형 펀드 등 4개의 통합 펀드 아래에 개별 운용사들이 실제 운용을 담당하는 형태로 이루어지고 있다. 이러한 관점에서 볼 때, 아직까지는 연기금 투자폴은 경쟁의 논리가 다소 미흡한 것으로 보인다.

연기금 투자폴 운용에 있어서 경쟁의 논리를 도입한다면, 투자폴의 규모도 더욱 확대될 것이고, 수익성도 더욱 증대될 수 있을 것으로 예상된다. 개별 기금이 투자 운용 능력을 갖고 있는 국민연금기금, 공무원연금기금 등을 제외한 기금들이 여유 자금을 가급적 연기금 투자폴을 이용하여 투자하도록 유도한다면, 운용 비용 절감과 운용의 전문성 부족 해소를 통해 공적 연기금의 수익성과 안정성을 증대시킬 수 있을 것이다.

다. 투자의 가이드라인

<표 III-3>에서 본 것처럼 국민연금기금과 9개 금융성 기금을 제외한 45개 기금을 대상으로 할 때, 2003년 말 현재 운용 규모는 101조9,383억 원이다. 이 중 한국은행 예치 30.2%, 은행 예치 12.0%, 비통화 금융기관 예치 11.2%로 3개 기관을 통한 운용 규모가 차지하는 비중이 53.4%에 달하고 있다. 물론 한국은행 예치 30조7,992억원 중 대부분은 외국환거래의 원활화를 위해 설립된 외국환평형기금이지만, 이를 제외하더라도 3개 기관을 통한 운용 규모의 비중이 지나치게 높다고 할 수 있다. 금액의 정확한 예측은 쉽지 않겠지만, 장기적으로 안정적인 기금 재원이 유지되는 경우에는 기금 금액의 일부로도 자본시장 투자가 가능하다. 따라서 각 개별 기금의 목적에 부합한다면 그런 부분은 우량 주식 등에 투자되어 수익성을 높일 수 있을 것으로 본다.

IV. 해외 공적 연금 제도 및 연금의 투자

1. 확정 급여형 부과 방식
2. 확정 급여형 부분 적립 방식: 일본
3. 확정 급여형 적립 방식
4. Provident Fund 방식
5. 확정 기여형 적립 방식: 칠레
6. 명목 확정 기여형 부과 방식 및 확정 기여형 적립
방식: 스웨덴

IV. 해외 공적 연금 제도 및 연금의 투자

1. 확정 급여형 부과 방식: 미국(Social Security), 영국

1-1. 미국의 Social Security

가. 제도

미국 Social Security의 대표적 제도로는 현재 OASDI(Old Age, Survivors and Disability Insurance)가 있다. OASDI는 노령, 유족, 장애에 대해 국가가 지급하는 연금 보험 제도다. OASDI는 크게 노령·유족을 위한 OASI와 장애를 위한 DI로 나누어진다.³⁴⁾ OASDI는 일정한 소득이 있는 근로자와 자영업자를 대상으로 하고 있다. 기초 연금 성격의 연금 제도가 아니므로, 소득 조건을 충족하지 못하는 저소득층의 경우에는 Supplemental Security Income(이하 SSI)의 대상이 되어 별도로 보호된다.³⁵⁾ 1984년 이후 신규로 고용된 주 및 지방 정부와 연방 정부 공무원들은 OASDI에 가입하도록 되어 있다.³⁶⁾

34) 그밖에 Social Security로는 1965년부터 도입된 Medicare Hospital Insurance(이하 HI)가 있다.

35) SSI의 적용 대상이 되려면, 신체적 상황과 재산 상황의 2가지 요건을 충족시켜야 한다. 신체 상황은 65세 이상이거나 장애가 있어야 한다. 장애가 있는 아동의 경우에도 적용 대상이 된다. 재산 상황은 재산 보유 현황과 월 소득 현황의 2가지 요건을 요구한다. 재산 보유 현황의 경우 거주하는 집과 자동차를 제외하고, 독신의 경우 \$2,000 이하, 부부의 경우 \$3,000 이하이어야 한다. 월 소득 요건은 주별로 차이가 있다. SSI 수급자는 2가지 형태의 SSI 급여액을 받는다. 기초 SSI는 전국적으로 동일하며, 추가적으로 주별로 주어지는 급여액이 존재한다. 2002년 말 현재 694만 명의 수급자가 월평균 \$408.64를 수령하고 있다.

36) 대통령과 국회의원, 연방 판사 등의 연방 공무원도 대상으로 포함한다. 1984년 이전에 고용된 공무원들은 Social Security Act 도입 15년 전인 1920년에 시작

기여액은 2003년 말 현재 \$87,000을 상한으로 하여, OASDI를 위해 사용자와 근로자가 각각 연소득의 6.2%씩을 부과한다. 자영업자의 경우에는 동일한 기여율을 스스로 모두 부담한다.³⁷⁾

<표 IV-1> OASDI 기여율(2003년 말 현재)

	비용자			자영업자
	총계	근로자	사용자	
OASI	10.6%	5.3%	5.3%	10.6%
DI	1.8%	0.9%	0.9%	1.8%
합 계	12.4%	6.2%	6.2%	12.4%

자료: Social Security 웹사이트(www.ssa.gov)

급여액은 1972년 도입된 Cost-of-Living-Adjustments(COLAs)에 따라 매년 물가 수준에 연동되어 결정된다. OASDI는 현재 노령 연금, 장애 연금, 유족 연금 등을 지급하고 있다. 노령 연금은 일정액 이상의 근로 소득이 있고, 10년(40 분기) 이상 가입한 자가 2003년 기준으로 65세에 도달했을 때에 지급된다.³⁸⁾ 2003년 말 현재 3,941만 명이 OASI 급여를 수령하고 있으며, 744만 명이 DI 급여를 수령하고 있다.

OASDI 급여액을 Primary Insurance Amount(PIA)라고 부르는 데, PIA 산정 방식이 <표 IV-2>에 나와 있다. PIA 산정 방식은 수급자의 과거 소득에 따라 결정된다. 우선 가입 기간 동안 가입자의 연간 소득을

된 Civil Service Retirement System(CSRS)에 가입하였었다.

37) HI의 경우에는 상한액이 없고, 사용자와 근로자가 각각 연 소득의 1.45%씩을 기여하며, 자영업자의 경우에는 2.9%를 기여한다. 결국 OASDI에 HI를 추가한 총 기여액은 사업장 가입자의 경우 근로자와 사용자가 각각 7.65%를 기여하여 15.3%를, 자영업자도 15.3%를 부담한다.

38) 2003년부터 지급 개시 연령이 1년마다 2개월씩 계속 인상되어 2027년까지 67세로 연장될 예정이다.

구하고, 이를 현재 물가 수준으로 환산하기 위해 연도별로 정해진 indexing factor를 연간 소득액에 곱한다. 이렇게 계산된 연간 소득액 중 상위 35개 연도를 추출하여 그 합을 구한 후 420으로 나눈 값을 Average Indexed Monthly Earnings(AIME)라고 부른다.³⁹⁾ PIA 금액은 AIME를 3단계 구간으로 나누어 차등화된 비율을 곱한 값의 합으로 결정된다. AIME \$612 이하는 90%, \$612~\$3,689 사이는 32%, \$3,689 이상은 15%를 곱한 값을 합하여 최종 급여액이 결정된다.⁴⁰⁾

<표 IV-2> OASDI 급여액 산정 방식 사례(2003년 말 현재)

1단계: AIME 계산			
	연간 소득액(\$)	Indexing factor	환산된 연간 소득(\$)
1964	4,800	7.26612	34,877 ^a
1965	4,800	7.13760	34,260 ^a
1966	6,600	6.73343	44,441
...
1969	7,800	5.64191	44,007
1970	7,800	5.37517	41,926 ^a
...
2001	80,400	1.01003	81,206
2002	84,900	1.00000	84,900
2003	87,000	1.00000	87,000
상위 35개 연도 합계			\$2,474,681
2단계: PIA 계산			
PIA \$612 미만액 × 90%			550.80
PIA \$612~\$3,689 × 32%			984.64
PIA \$3,689 이상액 × 15%			330.45
PIA 합계			\$1,865.89
OASDI 최종 급여액			\$1,865.80

a. 40년 중 하위 5년에 해당하는 금액은 제외됨
 자료: Social Security 웹사이트(www.ssa.gov)

39) 35년은 420개월이다.
 40) 1센트 단위는 절사한다.

나. 연금 투자

OASDI 투자의 경우 관례적인 원칙으로 민간 경제의 간섭 배제, 안정성, 중립성, 투자 의사결정의 최소화 등의 4가지를 선정하고, 이에 따른 투자를 수행하고 있다. OASDI는 OASI 펀드와 DI 펀드로 나누어져 별개의 펀드로 운영되며, 두 펀드 사이에는 자금의 이전을 막도록 하여, 한 펀드의 부실이 다른 펀드에까지 이전되는 현상을 방지하고 있다.

OASDI 신탁 펀드는 수탁위원회와 재무부가 주요 역할을 담당하고 있다. 재무부는 산하에 공공 채무국(Bureau of Public Debt)을 두고, 이 부서가 신탁 펀드의 실제 운용을 담당한다. 수탁위원회는 재무부 장관 등 정부 대표 4명과 공공 대표 2명으로 구성되는데, 각 신탁 펀드의 계획 및 감독에 대한 책임을 진다.

OASDI의 경우 법에 의해 Social Security 프로그램의 자산은 이자가 발생하는 정부 증권이나 정부가 보장하는 증권에 투자되어야 한다. 따라서 신탁 펀드는 단기와 장기 정부증권을 보유한다. 정부증권에는 정규적인 Treasury securities와 연방 신탁 펀드에게만 발행되는 'special obligation' securities 등이 있다. OASDI 신탁 펀드는 두 가지 모두를 소유하는데, 대부분이 후자이다. 'special obligation' securities의 이자율은 장기 Treasury securities의 평균 이자율로 매월 정해진다. 2003년의 이자액은 \$849억이고, 연 6.0%의 유효 수익률을 달성하였다.

2003년 말 현재 OASDI 신탁 펀드의 순자산 규모와 손익계산서 내역은 <표 IV-3>과 같다. 연방 OASDI 신탁 펀드 수탁위원회(board of trustees)의 연차보고서 자료에 의하면, 수입의 대부분은 기여금과 이자 수익이고, 비용의 대부분은 급여다. 부과 방식의 특징상 연금 재원의 적극적 투자가 이루어지지 않고 있다. OASDI를 위한 조세 수입에서 지출을 차감한 연간 잉여액은 2003년에 \$680억 규모에 이르고 있다. 그러

나 연간 잉여액은 2008년을 기점으로 감소하기 시작하여, 향후 베이비붐 세대가 본격적으로 연금을 수령하기 시작하는 2018년 이후로 지출이 수입을 초과하여 적자 수준에 이르게 될 것으로 보인다. 이에 따라 2042년에는 연금 적립액이 고갈되어, 연간 조세 수입으로는 예정된 급여의 73% 수준만 지급이 가능할 것으로 수탁위원회는 예상하고 있다. 따라서 향후 신탁 펀드 투자의 중요성이 점차 증가될 가능성이 있다.

<표 IV-3> OASDI 신탁 펀드의 손익과 자산 규모

(단위: \$10억)

신탁 펀드	자산 총액 (2002년 말)	2003년			자산 총액 (2003년 말)
		수입	비용	순증감	
OASI	1,217.5	543.8	406.0	137.8	1,355.3
DI	160.5	88.1	73.1	15.0	175.4
합계(OASDI)	1,378.0	631.9	479.1	152.8	1,530.8

자료: Social Security의 수탁위원회 연차보고서(2004)

OASDI 펀드의 경우 '신탁 펀드 비율(trust fund ratio)'이라는 개념을 사용하여 펀드의 유지 가능성을 평가하고 있다. '신탁 펀드 비율'이란 당해 연도 초 펀드 자산액을 당해 연도의 예상 급여 총액으로 나눈 값을 의미한다.⁴¹⁾ 이 값이 100% 이상일 경우 당해 연도의 급여액이 기여액보다 크더라도 펀드 보유 적립액에 의해 급여의 안정성이 보장된다고 할 수 있다. <표 IV-4>는 2004년부터 2080년까지 신탁 펀드 비율의 장기 예상치를 3가지 시나리오로 나누어 분석하고 있다.⁴²⁾ 2003년 현재 300%에 이르고 있는 OASI 신탁 펀드 비율은 중간 수준의 비용을 가정할 경우 2015년에 500%까지 증가하나 이후 감소하여 2040년에는 101%에 머물며,

41) '적립률'이라는 용어도 연금 재정의 평가 기준으로 자주 사용되는데, 이는 (당해 연도 지출/연초 적립 기금)으로 '신탁 펀드 비율'과는 정반대의 값을 지닌다.

42) 3가지 시나리오는 중간 비용 수준과 저 비용 수준, 고 비용 수준으로 나누고 있다.

DI 신탁 펀드의 경우 2006년에 226%로 최고치를 이룬 후 감소하여 2025년에는 75%까지 하락할 것으로 수탁위원회는 예상하고 있다.

<표 IV-4> OASDI 신탁 펀드 비율 장기 예상치^a

(단위: %)

연도	예상 비용 수준								
	중간 비용 수준			저 비용 수준			고 비용 수준		
	OASI	DI	OASDI	OASI	DI	OASDI	OASI	DI	OASDI
2004	322	223	306	322	226	307	321	215	304
2005	345	224	325	347	232	328	338	204	316
2006	371	226	347	376	241	354	357	192	328
2007	396	226	367	405	249	380	378	179	342
2008	418	223	385	434	257	405	391	160	348
2009	438	215	399	462	261	428	396	136	346
2010	456	212	413	488	271	452	402	114	347
2011	471	208	426	512	283	475	408	93	348
2012	483	201	434	534	293	496	414	71	349
2013	492	194	442	554	306	515	417	48	348
2015	500	182	448	579	333	542	414	1	338
2020	476	141	426	597	405	571	356	- ^a	273
2025	413	75	364	579	459	563	255	- ^a	167
2030	322	- ^a	275	543	516	539	123	- ^a	31
2035	216	- ^a	171	503	588	513	- ^a	- ^a	- ^a
2040	101	- ^a	57	475	660	497	- ^a	- ^a	- ^a
2045	- ^a	- ^a	- ^a	458	715	490	- ^a	- ^a	- ^a
2050	- ^a	- ^a	- ^a	446	777	488	- ^a	- ^a	- ^a
2055	- ^a	- ^a	- ^a	433	845	486	- ^a	- ^a	- ^a
2060	- ^a	- ^a	- ^a	419	932	483	- ^a	- ^a	- ^a
2065	- ^a	- ^a	- ^a	405	1,021	482	- ^a	- ^a	- ^a
2070	- ^a	- ^a	- ^a	393	1,114	484	- ^a	- ^a	- ^a
2075	- ^a	- ^a	- ^a	383	1,199	488	- ^a	- ^a	- ^a
2080	- ^a	- ^a	- ^a	372	1,289	491	- ^a	- ^a	- ^a
고갈 예상 연도	2044	2029	2042	- ^b	- ^b	- ^b	2034	2015	2031

a. 당해 연도에 신탁 펀드가 고갈된 상태일 것으로 예상됨
 b. 2080년까지는 신탁 펀드가 고갈되지 않을 것으로 예상됨
 자료: Social Security의 수탁위원회 연차보고서(2004)

1-2. 영국

가. 제도

영국 공적 연금은 16~65세(여성의 경우 60세)의 영국 거주자를 대상으로 기초 연금과 소득비례 연금의 2층 구조로 운영되고 있다.⁴³⁾ 기초연금 제도는 사회보험 방식으로 운영되어 공적 연금의 성격이 명확하나, 소득비례 연금 제도는 공적 연금과 사적 연금의 구분이 다소 불분명하다. 이는 “적용 제외(contracting-out)” 규정에 따라 소득비례 연금 제도는 국가에서 운영하는 State Earnings Related Pension Schemes(이하 SERP)와 민간에서 운영하는 기업연금 또는 개인연금 중 한 가지를 선택하면 되기 때문이다.⁴⁴⁾ 공적 연금은 다른 사회보험 제도와 함께 국민보험 체제에 포함되어 기여액 징수 등이 일괄적으로 처리된다.

기초 연금의 경우 소득 수준이나 기여액이 아닌 기여 기간에 비례하여 급여를 수령한다.⁴⁵⁾ 기초 연금 급여를 받기 위해서는 최소 10년 이상의 적격 연수(qualifying years)를 획득하여야 하며, 남성의 경우 44년의 적격 연수를 획득하고, 여성의 경우 39년의 적격 연수를 획득하면 full benefit을 수령한다.⁴⁶⁾ 기초 연금의 full benefit 금액은 2004년 4월 현재 독신의 경우 주당 £79.60이며, 부부의 경우 주당 £127.25이다.

43) 2010년까지는 여성의 경우 수급 연령이 60세로 남성보다 낮지만, 1995년 Pension Act에 의해 2010년부터 점차 증가하여 2020년에는 남성과 같은 65세로 상향될 예정이다.

44) 과거 소득비례 연금은 SERP 가입이 의무였지만, 민간 기업이 운영하는 기업연금과 개인연금에 가입하면 SERP 가입을 면제시켜 주는 “적용 제외(contracting-out)” 규정이 생김에 따라 현재는 3가지 중 하나에만 가입하면 된다.

45) 저소득층의 경우 기여가 면제된다.

46) 적격 연수란 가입자가 사회보험에 실제 기여를 하였거나 기여를 한 것으로 간주되는 연도를 의미한다.

소득비례 연금은 가입자를 4가지 Class로 나누어서 각기 다른 기여가 이루어지는데, 각 Class별 기여액은 연금 형태의 National Insurance(이하 NI)와 의료 보험 형태의 National Health Service(이하 NHS) 등 두 가지 기여로 구성된다. <표 IV-5>는 2004년 4월 현재 각 Class의 기여 현황을 보여주고 있다. 일반적인 근로 소득자의 경우 Class 1에 가입한다. Class 1은 근로자와 사용자의 동시 기여로 이루어진다. 주간 소득 £79이하의 경우 가입 대상에서 제외시키며, 주간 소득 £79.01에서 £91 사이의 소득자는 가입자로 대우하지만 기여가 없다. 주간 소득 £91.01 이상의 근로자부터 실제 기여가 이루어지는데, £610까지는 근로자 11.0%, 사용자 12.8%로 총 23.8%를 기여한다. 주간 소득 £610.01 이상 근로자의 경우 근로자 1.0%, 사용자 12.8%로 총 13.8%를 기여한다.

Class 2는 연 소득 £4,215 이상의 자영업자를 대상으로 이루어지며, 주 £2.05를 정액 기여한다. Class 3은 Class 1, 2에 가입되지 않은 임의 가입자를 대상으로 이루어지며, 주 £7.15를 정액 기여한다. Class 4는 연간 소득이 £4,745 이상이며, 1988년 소득 및 법인세법(Income and Corporation Taxes Act 1988)의 Schedule D 하의 Cases I 과 II의 소득세(income tax under Cases I and II of Schedule D)를 부과하는 대상으로 주로 자영업자가 많은데, £4,745~ £31,720 사이에서는 8.0%, £31,720.01 이상에서는 1.0%를 기여한다.

<표 IV-6>은 Class 1 가입자를 대상으로 한, 소득비례 연금의 기여액 계산 사례를 보여주고 있다. 한편 급여의 경우 각 연도 평균 잉여 소득에 (가입 연수 × 1.25)를 곱한 값을 연간 금액으로 하여 매월 수령한다.⁴⁷⁾

47) 잉여 소득이란 가입자의 연 소득에서 주간 급여 하한액의 52배를 차감한 값을 의미한다.

<표 IV-5> 영국 소득비례 연금 기여율(2004년 4월 현재)

기여 유형	소득 수준	기여율(%)			비고
		계	근로자	사용자	
Class 1 (근로 소득자)	주 £79 이하	-	-	-	가입 대상에서 제외
	주 £79.01 ~ £91	-	-	-	가입자 대우
	주 £91.01 ~ £610	23.8%	11.0% ^a	12.8% ^b	£91을 차감한 잔액 기준
	주 £610.01 이상	13.8%	1.0% ^a	12.8% ^b	£610 초과분에 한해 적용
Class 2 (자영업자)	연 £4,215 이상	주 £2.05 정액 기여 ^c			
Class 3 (임의 가입자)	-	주 £7.15 정액 기여 ^c			
Class 4 ^d	연 £4,745 ~ £31,720	8.0% ^e			
	연 £31,720.01 이상	1.0% ^e			

- a. Class 1 대상자 기준으로, 주 £91.01~£610 사이 근로자 기여율 11.0%는 NI 8.95%, NHS 2.05%로 이루어지며, £610.01 이상 근로자 기여율 1.0%는 전액이 NHS 부분임
- b. Class 1을 대상자 기준으로, 사용자 기여율 12.8%는 NI 10.9%, NHS 1.9%로 이루어짐
- c. Class 2와 Class 3 대상자의 정액 기여액 중, NHS 기여액은 15.5%임
- d. Class 4 대상자는 1988년 소득 및 법인세법(Income and Corporation Taxes Act 1988)의 Schedule D 대상인 Cases I 과 II의 소득세(income tax under Cases I and II of Schedule D)가 부과되는 사람으로 자영업자가 많음
- e. Class 4 대상자 기준으로, 연 £4,745~£31,720의 기여율 8.0%는 NI 5.85%, NHS 2.15%로 이루어지며, £31,720.01 이상 기여율 1.0%는 전액이 NHS 부분임

자료: Pension Service 웹사이트(www.thepensionsservice.gov.uk)

<표 IV-6> 영국 소득비례 연금 기여액 계산 예(2004년 4월 현재)

대상	주 소득	주 기여액 ^a
Class 1	£ 90	실제 기여는 하지 않지만, 가입자 대우
	£ 200	$(200 - 91) \times 23.8\% = \text{£} 25.94$
	£ 700	$(610 - 91) \times 23.8\% + (700 - 600) \times 13.8\% = \text{£} 137.32$

a. 이 기여액은 NI 기여액과 NHS 기여액을 포함한 금액임

자료: Pension Service 웹사이트(www.thepensionservice.gov.uk)

나. 연금 투자

영국 공적 연금의 경우 부과 방식으로 운영되고 있기 때문에, 기초연금이나 SERP에 의한 포트폴리오 투자는 거의 이루어지지 않고 있다. 공적 연금의 재원 관리는 National Insurance Fund에서 이루어지고 있는데, <표 IV-7>은 National Insurance Fund의 최근 2 회계연도의 자산 규모 및 당해 연도 수입·지출 내역을 보여주고 있다.⁴⁸⁾

<표 IV-7> 영국 National Insurance Fund 현황
(2003, 2004 회계연도)

(단위: £ 백만)

		2002-03	2003-04
자산 총액(기초)		26,530	27,264
당해 연도	수입	61,658	65,128
	비용	60,924	62,759
	순증감	735	2,369
자산 총액(기말)		27,264	29,633

자료: Government Actuary's Review(2004)

48) 영국 공적 연금의 회계연도는 전년도 4월 1일부터 당해 연도 3월 31일까지이므로, 2002-03, 2003-04 등의 방식으로 표현된다.

2. 확정 급여형 부분 적립 방식: 일본

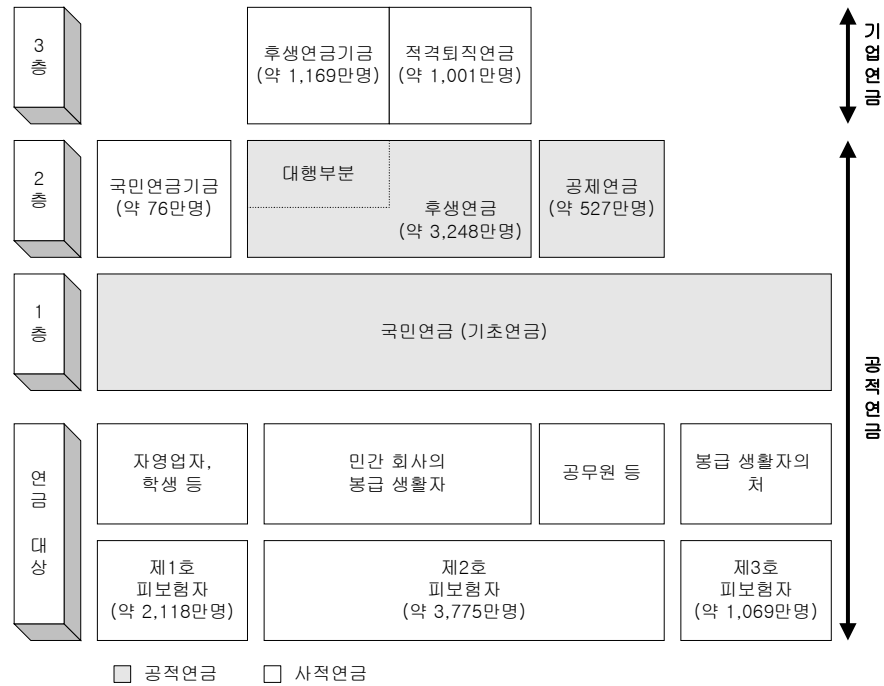
가. 제도

일본의 연금 제도는 크게 공적 연금과 사적 연금으로 나눌 수 있다. 공적 연금에는 우리의 국민연금에 해당하는 후생연금과 국민연금이 있고, 사적 연금에는 국민연금기금, 후생연금기금, 적격퇴직연금 등이 있다.⁴⁹⁾ 결국 공적 연금은 1층 역할의 국민연금과 2층 역할의 소득비례 연금인 후생연금 및 각 지역별 공제연금으로 구성되어 있다. 일본 공적 연금 제도의 특징은 가입 대상을 1~3호 피보험자로 나누고, 이에 따라 차등화된 연금 방식을 운영한다는 것이다. <그림 IV-1>은 이러한 일본의 연금 체계를 보여주고 있다. 국민연금은 전국민을 대상으로 한 기초연금으로서 다음과 같은 3개의 그룹으로 구별되며, 1999년 현재 총 가입자 수는 7,050만 명이다:

- 1호 피보험자: 20~60세의 자영업자, 학생 등
- 2호 피보험자: 후생연금 또는 공제연금 가입자로 봉급생활자와 공무원이 포함됨
- 3호 피보험자: 2호 피보험자의 피부양 배우자

49) 후생연금기금을 중심으로 하는 일본의 기업연금 제도에 2001년 6월 확정급부형 및 확정각출형 기업연금이 도입되어 장기적인 변화를 도모하게 되었다. 장기적으로 일본의 기업연금은 확정급부형 기업연금과 확정각출형 기업연금의 두 가지 형태로 발전해 나갈 것으로 예상된다. (일본의 경우 확정급여형을 확정급부형으로, 확정기여형을 확정각출형으로 부르고 있다)

<그림 IV-1> 일본의 3층 연금 체계(1998년 12월 현재)



자료: 후생노동성

1호 피보험자인 자영업자와 학생 등은 기초연금인 국민연금의 가입만이 강제화 되어 있다.⁵⁰⁾ 이들은 소득 비례로 적용되는 국민연금기금에 임의적으로 가입할 수 있는데, 국민연금기금은 후생연금이 적용되는 봉급생활자 등과의 연금 소득 불균형을 해소하기 위하여 설립되었다. 이들의 경우 국민연금 보험료로 월 ¥13,300의 정액을 기여하고 있다.

2호 피보험자인 봉급 생활자와 공무원 등은 각각 후생연금과 공제연

50) 1호 피보험자는 후생연금기금이 적용되는 봉급생활자 등과의 연금 소득 불균형을 해소하기 위해, 소득 비례로 적용되는 국민연금기금에 임의적으로 가입할 수 있다.

금에 가입하여야 하는데, 이는 국민연금과는 달리 소득에 따라 연금액이 달라진다. 후생연금과 공제연금은 기업연금의 성격을 지니고 있지만 강제성을 지니는 공적 연금으로 분류된다. 2001년 현재 후생연금의 보험료율은 17.35%로 노사가 절반씩 부담하고 있다. 3호 피보험자의 경우 피보험자 본인은 보험료를 기여하지 않으며, 배우자가 가입되어 있는 연금의 보험자가 부담한다. <표 IV-8>은 각 피보험자의 가입자 수와 보험료 기여액을 보여주고 있다.

<표 IV-8> 일본 공적 연금의 피보험자별 가입자 수와 보험료 기여액

구 분	1호 피보험자	2호 피보험자	3호 피보험자
가입 대상	20세~60세 자영업자, 농민, 학생 등	민간 회사 봉급 생활자, 공무원 등	2호 피보험자의 배우자
가입자 수 (1999년)	2,043만 명	3,826만 명	1,182만 명
보험료	월 정액 ¥13,300 ^a	월 소득에 비례 (후생연금 보험료율: 17.35%-노사 절반씩) ^a	피보험자 본인은 부담 없으며, 배우자가 가입되어 있는 연금의 보험자가 부담

a. 국고 부담 비율은 1/3
 자료: 후생노동성

국민연금 급여는 기본적으로 노령 기초연금을 수령하며, 그 외에 감액 연금 급여 등이 존재하고 있다. 노령 기초연금의 경우 납부 기간이 25년 이상이며, 65세에 도달하면 수령이 가능하다. 노령 기초연금 월 급여액은 보험료 납부 기간과 면제 기간을 통해 결정되며, 그 산식은 다음과 같다:

$$\text{월 연금액(¥)} = 804,000 \times \frac{\text{보험료 납부 기간(월)} + \text{보험료 면제 기간(월)} \times \frac{1}{3}}{40(\text{가입 가능 연수}) \times 12}$$

후생연금보험은 기업연금의 성격을 지닌 공적 연금으로서, 2000년 현재 총 가입자 수는 3,296만 명이고, 당연 적용 대상자와 임의 적용 대상자로 가입 대상자를 나눌 수 있다. 당연 적용 대상자로는 상시 5인 이상의 종업원을 둔 사업체 근로자와 5인 미만의 법인 사업체 근로자가 있으며, 임의 적용 대상자로는 사용자와 종업원의 동의를 얻은 사업체 근로자가 있다.

후생연금보험은 기본적으로 적립 방식이었지만, 후생연금 적립 기금이 점차 감소하면서 재정 균형을 위해 재정의 일부를 보험료에서 충당하게 되었다. 이로 인하여 후생연금보험에는 수정 적립 방식이 적용되고 있다.⁵¹⁾ 기여율은 2003년 현재 17.35%로서 사용자와 피보험자가 절반씩 부담한다. 급여는 65세 이상으로 보험료 납부 기간과 면제 기간 등의 합산 대상 기간이 25년 이상 되어야 노령 후생연금 수급이 가능하다. 급여액은 소득비례 부분과 1인당 정액으로 연 ¥231,400의 가급 연금액으로 구성된다.

나. 연금 투자

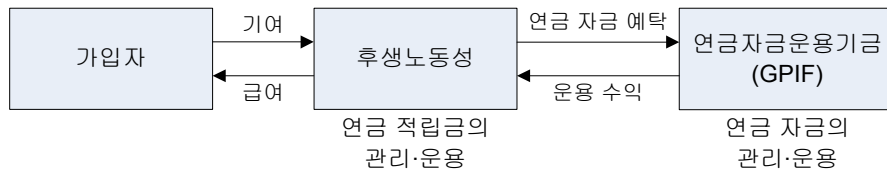
일본의 공적 연금 제도는 2001년 4월에 전면적으로 개편되었다. 과거 기금 관리 주체는 대장성이었으나, 개편 이후 기금 운용은 "연금복지사업단"을 개편한 "연금자금운용기금(Government Pension Investment Fund, 이하 GPIF)"에서 담당하는 체계로 바뀌었다.⁵²⁾ 이러한 개편은 과거 대장

51) 후생연금보험의 매년 초 기준 적립금이 1986년에는 지출의 5.69배였으나, 기존 제도를 유지할 경우 그 값이 계속 감소하여 2026년에는 0.91배까지 급감할 것으로 예상되었다. 결국 후생연금보험 적립 기금의 고갈 문제를 해결하기 위한 방안으로 수정 적립 방식의 도입이 마련되었다.

52) 과거 공적 연금은 후생노동성이 법에 따라 대장성에 위탁을 하고 이자를 받는 형식으로 이루어졌다.

성에 예탁된 재정 기금이 비대해짐에 따라 각종 문제가 발생하게 되어, 대장성에 대한 개편이 불가피해졌기 때문이다. <그림 IV-2>는 개편 이후 일본 공적 연금의 자금 흐름 과정을 보여주고 있다. 현 제도에서 대장성의 역할은 기존에 예탁된 2003년 현재 ¥112조를 2008년까지 GPIF에 반환하는 것으로 한정되었으며, 다른 부분에서 공적 연금에의 관여는 이루어지지 않고 있다.

<그림 IV-2> 일본 공적 연금의 흐름



자료: 연금자금운용기금 웹사이트(www.gpif.jp)

현재 공적 연금 적립금은 향후 5년 동안의 급부액을 감당할 정도의 규모다. <표 IV-9>는 일본 공적 연금의 재정 추계를 보여주고 있다. 2000년 현재 국민연금 ¥12.1조, 후생연금 ¥177.2조의 적립금은 2060년에는 국민연금 ¥42.6조, 후생연금 ¥382.3조가 되어 증가하는 것처럼 보인다. 그러나 이는 명목 가격으로 표시된 금액으로, 1999년 불변가격으로 평가하면 오히려 감소되는 것이며, 적립률도 2060년에는 2%대로 낮아질 것으로 전망된다. 이러한 예상은 현재 고령 사회에 접어든 일본 사회 구조와 결합하여 연금 제도에 상당한 영향을 미칠 것이다. 따라서 일본 공적 연금 제도는 보험료 인상 등 끊임없는 개선 조치가 이루어지고 있으며, 연금 자금 투자 운용의 효율성도 더욱 강조되고 있다.

<표 IV-9> 일본 공적 연금의 재정 추계

(단위: 100조, %)

연도	국민연금			후생연금		
	적립금		적립율	적립금		적립율
	명목 가격	1999년 불변가격		명목 가격	1999년 불변가격	
2000	12.1	12.0	3.3	177.2	177.0	6.1
2005	12.6	11.4	3.0	194.8	175.4	5.1
2010	13.3	10.7	2.5	209.2	168.2	4.3
2015	14.9	10.7	2.2	216.3	155.2	3.7
2020	18.4	11.8	2.3	234.2	149.9	3.5
2025	23.8	13.6	2.6	275.1	157.2	3.7
2030	29.7	15.0	2.9	327.1	165.2	4.0
2040	38.3	15.1	3.0	396.9	156.6	3.9
2050	39.8	12.3	2.6	383.7	118.2	3.2
2060	42.6	10.3	2.5	382.3	92.0	2.8

자료: 후생 노동성

일본 공적 연금은 후생노동성이 제정하는 '운용기본방침'과 GPIF가 결정하는 '관리운용방침'에 의해 운영된다. 두 종류의 방침은 2001년 4월 설립되어 현재에 이르고 있다. 후생연금 및 국민연금 적립금은 '운용기본방침'을 거시적인 가이드라인으로 설정하고, GPIF가 이를 기초로 '관리운용방침'을 정하여 구체적인 자금 운용 방침을 결정하는 방식으로 연금 적립금의 투자가 이루어진다. '운용기본방침'에 따라 연금 적립금은 기본적으로 피보험자의 이익을 위하여 운용하도록 되어 있으며, 시장의 가격 형성과 민간 주체의 투자 행동에 왜곡된 영향을 주지 않도록 하고 있다.⁵³⁾ 또한 연금 적립금 운용의 책임을 명확히 하고, 운용 관련 인력에 대해 수탁자 책임을 철저히 하도록 규정하고 있다.

<표 IV-10>은 2003년 3월 현재 GPIF의 투자 현황을 보여주고 있다.

53) 예를 들어 특정 산업을 육성하기 위해 그 업종에 연금 적립금을 중점적으로 투자하거나, 주가 부양을 위해 투자하는 경우는 없도록 하고 있다.

GPIF의 전체 운용 규모는 ¥31조5,988억이다. 공적 연금의 성격상 재정 안정성을 위해 국내 채권 투자가 51.35%로 가장 큰 비중을 차지하고 있지만, 국내 주식 비중도 23.36%로 상당한 비중을 차지하고 있다. 또한 해외 주식 14.14%, 해외 채권 8.06%의 비중을 감안하면 공적 연금의 투자 대상이 글로벌 시장으로 확대되고 있음을 볼 수 있다. GPIF 운용 방침에 따르면 5년마다 연금 재정을 재계산하고, 분산 투자 비율을 명시적으로 제시하도록 하고 있다. 한편 1986~1996년의 11년간 후생연금은 5.48%의 연평균 수익률을 거두었다.⁵⁴⁾

<표 IV-10> 일본 공적 연금의 투자 현황(2003년 3월 현재)

(단위: ¥10억)

	국내 주식	해외 주식	국내 채권	해외 채권	단기 자산	합계
투자액	7,382	4,468	16,227	2,546	977	31,599
비중(%)	23%	14%	51%	8%	3%	100.0%

자료: 연금자금운용기금 웹사이트(www.gpif.go.jp)

GPIF는 피보험자의 이익을 위해 장기적이고 효율적인 적립금의 운용을 위해 특성이 다른 자산에 대한 분산 투자를 실시하고 있다. 이러한 분산 투자는 ‘운용기본방침’이 결정한 기본 포트폴리오를 자산 구성 비율의 장기적 목표로 설정하여 유지 및 운용하도록 하고 있다. 장기적으로는 기본 포트폴리오를 유지하는 것을 목표로 하지만, 기존 제도 개편 이후의 과도기적 상황을 반영하여 2007년까지는 과도기 포트폴리오를 허용하여 매년 공표하고 있다. 기본 포트폴리오와 2003년 현재 과도기 포트폴리오의 자산 비중은 <표 IV-11>과 같다. 기본 포트폴리오는 연금 재정 안정화를 위해 분산 투자뿐만 아니라 투자 부문별 괴리 허용폭을

54) 이는 같은 기간 동안 신탁은행이나 연금신탁회사의 수익률 4.52%보다는 다소 높은 수치이다.

일정 범위로 제한하도록 규정하고 있다. 이러한 ‘운용기본방침’은 최소 1년에 1번 이상 검토하고, 필요할 경우 언제든지 재검토가 가능하다.

<표 IV-11> 일본 공적 연금의 기본 및 과도기 포트폴리오

종 목		국내 주식	해외 주식	국내 채권	해외 채권	단기 자산
기본 포트폴리오	투자 비중	12%	8%	68%	7%	5%
	괴리 허용폭	±6%	±5%	±8%	±5%	-
2003년 과도기 포트폴리오	투자 비중	21%	13%	55%	9%	2%
	괴리 허용폭	-5% ^a	-5% ^a	±5%	-5% ^a	-

a. 과도기 포트폴리오의 국내 주식, 해외 주식, 외국 채권은 향후 비중을 상승시킬 예정이므로 괴리 허용폭에 상한을 설정하고 있지 않음

자료: 연금자금운용기금 웹사이트(www.gpif.go.jp)

연금 적립금은 규모가 크고 장기적으로 시장은 효율적이라는 가정 하에 대부분의 투자가 소극적 운용으로 이루어진다. 적극적 투자의 경우 확실한 근거가 있는 경우에만 이루어지도록 하고 있다. 소극적 운용과 적극적 운용의 비율은 GPIF가 각 대상의 특성을 기초로 결정한다. 보유 대상 기업에 대한 의결권은 국가가 민간 기업의 경영에 영향을 미치지 않기 위해서 GPIF가 직접 행사하지 않고 운용을 위탁한 민간 운용 기관의 판단에 따른다.

공적 연금의 투자 성과 평가는 GPIF의 주된 업무 중 하나이다. GPIF는 각 대상별 운용 성과 평가 후 전체적인 운용 성과를 평가한다. 각 운용 대상별 벤치마크는 ‘관리운용방침’에 설정되어 있는데, 국내 주식은 TOPIX, 해외 주식은 MSCI, 국내 채권은 Nomura-BPI, 해외 채권은 Citigroup Global Bond Index 등으로 현재 설정되어 있다. 대상별 평가 후에는 자산 전체를 대상으로 한 기본 포트폴리오 수익률과 대상별 벤

치마크 수익률로 계산된 복합 시장 수익률을 비교하여 전체 운용 성과를 평가한다.

3. 확정 급여형 적립 방식: 미국(CalPERS), 캐나다

3-1. 미국의 CalPERS⁵⁵⁾

가. 제도

CalPERS는 대상 직종에 따라 개별적인 플랜을 가지고 있는 제도로서, 그 중 대부분은 확정 급여형 연금 제도다.⁵⁶⁾ 퇴직 연금 급여는 참여자의 근무 연수, 퇴직 당시 연령 및 최고 연봉의 3가지 요소에 의해 정해진다. CalPERS는 가입자의 다양성을 고려하여 주 정부 근로자, 학교 교직원, 공공 기관 근로자로 크게 나누고 이들을 다시 4가지 부류로 나누어 각각의 제도를 운영하고 있다.⁵⁷⁾

55) CalPERS는 캘리포니아 주의 공공 근로자를 위한 퇴직 연금 제도로 실질적인 공적 연금이 아니므로, 본 연구에서 언급하고 있는 기타 공적 연금과는 성격이 약간 다르다. 하지만 CalPERS는 지배구조와 투자 정책이 우수한 것으로 인정되는 공공적 성격의 퇴직연금 제도이므로 여기서 다루고자 한다.

56) CalPERS는 California Public Employees' Retirement System의 약어다. 흔히 CalPERS는 확정 급여형 연금 제도라고 생각하지만, 3가지 종류의 확정 기여형 제도도 포함하고 있다. 457 Deferred Compensation Plan, Supplemental Contributions Program, State Peace Officers' and Firefighters' Plan 등이 그것이다. 457 Deferred Compensation Plan의 경우, 가입자는 8개의 core fund, 3개의 lifestyle fund, 3가지 추가 옵션 등 총 14가지의 투자 대안을 선택할 수 있다. 이 플랜을 위해 8개의 core fund가 신규로 설정되었으며, lifestyle fund는 core fund를 혼합하여 보수적, 중도적, 공격적 투자를 실행한다. 3가지 추가 옵션은 연방 정부가 보장하는 은행 CD, 보장되는 Money Market Account, 뮤추얼 펀드를 통해 투자되는 discount brokerage service 등이 존재한다.

57) 4가지 부류는 캘리포니아 고속 도로 경찰 공무원, 소방관 등의 Safety

연금 기여액은 매년 CalPERS의 추계에 의해 결정되는데, 보통 연봉의 4~9% 수준에서 결정된다. <표 IV-12>는 최근 5년간 CalPERS의 연도별 가입자 수와 퇴직 급여액을 보여주고 있다.

<표 IV-12> CalPERS 연도별 가입자 수와 퇴직 급여액

	가입자 수(명)	급여액(\$10억)
1999년	1,159,853	4.8
2000년	1,219,471	5.2
2001년	1,285,910	5.8
2002년	1,363,923	6.4
2003년	1,410,511	6.9

자료: CalPERS General Facts(2004)

<표 IV-13>은 CalPERS의 현황을 보여주고 있다. 2003년 6월 30일 현재 141만7,100명의 공공 근로자, 퇴직자 및 가족 등을 위하여 연금 및 건강 프로그램을 관리하고 있다.⁵⁸⁾ 세부적으로는 active 및 inactive 참여자가 101만4,360명, 연금 수급자가 40만2,740명이다. 2002/03 회계연도 현재 근로자의 총 기여액은 \$21억이고, 사용자의 기여액은 \$8억이다. CalPERS 참여자는 주 정부 근로자 32%, 학교 교직원 37%, 공공 기관 근로자 31%의 현직 및 퇴직자들로 구성되어 있다. 이들의 월평균 퇴직 급여는 \$1,594이며, 평균 근무연수는 18.7년이다.

members(86,355명), Department of Correction과 California Youth Authority 등의 기관에서 근무하는 State Industrial members(11,000명), 법원 등에서 근무하는 State Peace Officer members(46,599명), 그밖의 가입자로 구성된 Miscellaneous members(870,162명) 등으로 나뉜다. 학교 교직원의 경우 Miscellaneous members에 372,497명, Safety members에 674명이 포함되어 있다.

58) CalPERS의 회계 연도는 전년도 7월 1일부터 당해연도 6월 30일까지다. 따라서 CalPERS의 회계연도는 2001/02, 2002/03 등의 방식으로 표현된다.

<표 IV-13> CalPERS 현황(2002/03 회계연도 현재)

항 목	내 용
총 가입자 수	141만7,100명
active/inactive 참가자 수 ^a	101만4,360명
연금 수급자	40만2,740명
가입 구성 비율	주 정부 근로자 32%, 학교 교직원 37%, 공공 기관 근로자 31%
근로자 총 기여액	\$21억
사용자 총 기여액	\$8억
월 평균 급여액	\$1,594
학교 교직원 평균 급여액	\$810.16
평균 가입 기간	18.7년
연금 수령시 평균 연령	노령 연금: 60세, 장애 연금: 51세, 산업 재해 연금: 48세
캘리포니아 거주 비율	83%
신규 퇴직자	21,701명

a. active 참가자는 캘리포니아 주 정부, 학교, 공공 기관 등에 현재 고용되어 있는 사람을, inactive 참가자는 현재 고용되어 있지 않은 사람을 의미함
 자료: CalPERS 웹사이트(www.calpers.ca.gov)

나. 연금 투자

CalPERS 펀드 규모는 1967년 주 정부 근로자와 public agency, 학교 근로자를 대상으로 CalPERS가 운용된 이후 지속적으로 증가하고 있다. <표 IV-14>는 1985년부터 2003년까지 CalPERS 펀드 순자산 규모의 장기 추이를 보여주고 있다. 1985년 \$327억에 불과하던 CalPERS 펀드 규모는 2003년 말 현재 \$1,614억으로 성장하여 13년간 연평균 13.1%의 성장세를 보여주고 있다. 이러한 펀드 규모의 급증은 그동안 CalPERS 가입자가 꾸준히 증가했기 때문으로 분석할 수 있다. 향후 CalPERS 역시 퇴직자의 급증으로 인해 펀드 규모가 급감할 가능성이 있기 때문에 CalPERS의 투자 정책은 그 중요성이 매우 크다고 하겠다.

<표 IV-14> CalPERS 펀드 순자산 규모의 장기 추이

(단위: \$10억)

연도	6월말 현재	12월말 현재
1985	29	33
1990	58	58
1995	88	97
1996	101	108
1997	120	128
1998	143	151
1999	159	172
2000	172	165
2001	156	152
2002	143	134
2003	145	161

자료: CalPERS 웹사이트(www.calpers.ca.gov)

<표 IV-15>는 CalPERS 펀드의 2003년 자산 내역을 보여주고 있다. 펀드의 총 자산은 \$1,727억이며, 부채 \$279억을 차감한 펀드 순자산 규모는 \$1,448억이다. 총자산 \$1,727억 중 현금 및 현금 등가물, 매출채권, 기타 자산 등에 약 1% 정도를 보유하고 있고, 나머지 99%인 \$1,701억 수준의 대부분의 자산이 실제 투자에 사용되고 있다.

<표 IV-15> CalPERS 펀드 자산 내역(2003년 6월 말 현재)

(단위: \$백만)

	현금 및 현금 등가물	투자 (시장가치)	매출 채권	기타 자산	총 자산	부채	펀드 순자산
금액	28	170,095	2,371	170	172,664	27,901	144,763
비중	0%	99%	1%	0%	100%		

자료: CalPERS 웹사이트(www.calpers.ca.gov)

<표 IV-16>은 2004년 3월 말 현재 CalPERS 투자 포트폴리오의 시장 가치와 자산 배분 현황을 보여주고 있다. CalPERS 투자 포트폴리오의 시장 가치는 2004년 3월 말 현재 \$1,658억에 달하고 있다. 이러한 포트폴리오는 글로벌 채권, 주식, 부동산 등의 3가지 투자 대상으로 나누어진다.

**<표 IV-16> CalPERS 투자 포트폴리오 시장 가치와 자산 배분
(2004년 3월 말 현재)**

자산의 종류	시장가치 (\$10억)	자산 할당	목표 할당 ^a	운용의 기법		
				소극적	적극적	
글로벌 채권 등	43.5	26.3%	26.0%	0%	100%	
주식	국내	67.3	40.6%	39.0%	84.9%	15.1%
	해외	35.8	21.6%	19.0%	67.0%	33.0%
	사모 등	7.8	4.7%	7.0%	0%	100%
	주식 합계	110.9	66.9%	65.0%	73.2%	26.8%
부동산	11.4	6.9%	9.0%	6.5%	93.5%	
전 체	165.8	100%	100%	49.4%	50.6%	

자료: CalPERS 웹사이트(www.calpers.ca.gov)

CalPERS 투자의 특징은 전체 투자액의 67% 정도가 주식이라는 점이다. 전체 주식 투자는 국내 주식과 해외 주식, 사모 주식 투자 등의 3개 항목으로 분류되어 투자되고 있다. 국내 주식 투자가 \$673억으로 40.6%, 해외 주식 투자가 \$358억으로 21.6%의 비중을 차지하고 있다. 사모 주식 투자의 경우 Limited Partnership의 형태를 통하여 비상장 주식 등에 투자되는데, 단기 성과에 연연하지 않고 약 10년 정도의 장기적 관점에 의해 투자된다는 것이 사모 주식 투자의 특성이다.

각 투자 대상은 개별적인 목표 수익률(benchmark)를 가지고 있다. 글로벌 채권의 경우 Citigroup Large Pension Fund Index와 Citigroup

Non-US Government Bond Index를 벤치마크하고 있다. 국내 주식은 PERS Wilshire 2500 Index를, 해외 주식은 PERS SSGA Custom을 벤치마크하고 있다. 부동산 투자의 경우에는 NCREIF Property Index를 벤치마크하고 있다.

CalPERS는 각 투자 대상별로 일정 부분을 외부 전문 운용사들에게 위탁하고 있다. 국내 주식 투자의 경우 골드만 삭스, JP 모건 등 20개가 외부 전문 운용사로 선정되어 있으며, 해외 주식 투자의 경우 노무라 자산운용, GE 자산운용 등 19개사가 외부 전문 운용사로서 그 역할을 담당하고 있다. 국내 채권의 경우 Highland Capial Management 등 5개사가, 해외 채권 투자의 경우 6개사가 그 역할을 담당하고 있다. 부동산 투자의 경우 핵심(core) 포트폴리오는 10개사가, 특수(specialized) 포트폴리오의 경우 29개사가 외부 운용을 담당하고 있다.⁵⁹⁾ 2003년 6월 현재 해외 채권의 경우 자가 운용으로 84%, 외부 위탁으로 16%를 투자하고 있다. 국내 주식의 경우 자가 운용 79%, 외부 위탁 21%, 해외 주식의 경우 자가 운용 3%, 외부 위탁 97%의 현황을 보여주고 있다. 부동산 투자의 경우에도 해외 주식과 유사하게 자가 운용으로 8%, 나머지 92%는 외부 위탁으로 투자하고 있다.

59) 2003년 6월을 기준으로 CalPERS가 공시한 각 부문의 위탁 운용 금액을 각 부문의 운용 금액으로 나누어 계산한 투자 대상별 위탁 운용과 자가 운용 비율을 살펴보면 아래 표와 같다. 위탁 운용 금액이 공시되지 않은 여타 부문은 계산에서 제외하였다.

(단위: \$10억)

	자가 운용		외부 위탁		계	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
국내 주식	46.2	79%	12.3	21%	58.5	100%
해외 주식	0.8	3%	26.8	97%	27.6	100%
글로벌 채권	31.8	84%	6.1	16%	37.9	100%
부동산	0.9	8%	10.7	92%	11.6	100%
합계	79.7	59%	55.9	41%	135.6	100%

<표 IV-17>은 CalPERS가 해외 주식과 해외 채권 투자에 있어 어느 정도 규모로 국가별 분산 투자를 하고 있는지를 보여준다. CalPERS는 이러한 국가별 분산 투자 규모를 관리위원회(Board of Administration)에서 결정하고 이에 따른 투자를 통하여 개별 국가별 투자 위험을 줄이고 있다. 우리나라를 포함하여 홍콩, 핀란드, 스웨덴 등에 \$5~10억 정도의 규모가 배정되어 있다.

<표 IV-17> CalPERS 국가별 해외 투자 규모

규모(\$백만)	국 가
25 이하	아르헨티나, 체코, 페루
25 ~ 50	필리핀, 폴란드
50 ~ 100	칠레, 룩셈부르크, 포르투갈, 헝가리, 뉴질랜드
100 ~ 300	오스트리아, 싱가포르, 브라질, 이스라엘, 노르웨이 등
300 ~ 500	벨기에, 덴마크, 멕시코, 대만
500 ~ 1,000	한국, 홍콩, 핀란드, 스웨덴
1,000 이상	오스트레일리아, 독일, 네덜란드, 영국, 캐나다, 프랑스, 일본 등

자료: CalPERS 웹사이트(www.calpers.ca.gov)

CalPERS는 미국 공적 연금 중 우수한 수익률을 보이는 것으로 유명하다. <표 IV-18>은 CalPERS의 과거 20년간의 연간 수익률을 보여주고 있다. 1984년부터 2003년까지 20년간 연평균 수익률은 11.0%라는 높은 성과를 거두었으며, 1994년부터 2003년까지 10년간 연평균 수익률 역시 8.7%라는 양호한 성과를 보여주었다. 2001년과 2002년에 일부 투자 손실을 거두기는 하였지만, 2003년에 들어오면서 다시 투자 수익을 회복하고 있는 상황이다.

<표 IV-18> CalPERS 과거 연간 수익률

연도	수익률	연도	수익률
1984	-3.1%	1994	2.0%
1985	35.4%	1995	16.3%
1986	24.6%	1996	15.3%
1987	13.8%	1997	20.1%
1988	3.9%	1998	19.5%
1989	15.7%	1999	12.5%
1990	9.7%	2000	10.5%
1991	6.5%	2001	-7.2%
1992	12.5%	2002	-5.9%
1993	14.5%	2003	3.9%

자료: CalPERS 웹사이트(www.calpers.ca.gov)

CalPERS의 투자 의사결정은 관리위원회에 의해 이루어진다. 관리위원회는 13인의 위원으로 구성되는데, 참여자 집단에 의한 선거로 6명이 선출되며, 지명에 의해 3명이 선출되고, 주 정부 재무 장관 등 당연직으로 4명이 선출된다. <표 IV-18>에서 본 것처럼 CalPERS의 우수한 투자 수익률은 관리위원회가 정부의 영향에서 벗어나서 가입자들의 장기적이고 안정적인 수익률을 얻는 데에 주된 목표를 두고 있다는 점에서 찾을 수 있다. 즉 관리위원회의 일관된 투자 의사결정권이 CalPERS 투자 정책의 핵심이라 하겠다.

3-2. 캐나다의 CPP

가. 제도

캐나다의 연금 제도는 <그림 IV-3>이 보여주는 것처럼 3층 연금 체계로 구성되어 있다. 이 중 공적 연금은 1층 개념의 기초 연금인 Old Age Security(OAS)와 2층 개념의 소득 비례 부분인 Canada Pension Plan(CPP)

다.⁶²⁾ OAS 급여액은 캐나다에서 거주한 연수에 따라 결정되는데, 만 18세 이후 40년 거주시 full benefit을 수급한다.⁶³⁾ 2003년 현재 full benefit 금액은 월 C\$461.55이다. OAS는 정부의 일반 세수로 재원을 마련한다. OAS 수급액이 작은 저소득층을 위해서는 Guaranteed Income Supplement(이하 GIS)를 추가로 지급한다.⁶⁴⁾ OAS와 GIS는 1년에 4회씩 인플레이션율을 반영함으로써 생계 유지 목적을 지속적으로 충족시키고 있다.

CPP는 일정 소득 이상의 18세 이상인 자를 가입 대상으로 하여 소득 비례로 연금을 지급하는 제도다. CPP와 QPP는 성격이 유사하여 제도간에 이전이 가능하다.⁶⁵⁾ CPP는 사용자와 근로자의 적립액을 대상으로 재원을 조달한다. RPPs는 1층과 2층 제도로 부족한 노후 생활 자금을 대비하는 차원에서 설립되었다. 이 플랜에 기여하는 금액은 소득공제를 받으며 기여 기간 중에는 투자 소득이 과세되지 않지만, 퇴직 후 급여 수령시 과세되는 EET 방식을 따르고 있다. RPPs로 승인된 플랜들은 Canada Customs and Revenue Agency와 연방 규제 기관에 등록하여야 하며, 이후로도 세법과 연금 관련 법규들을 준수해야 한다.

62) 만약 캐나다 이외의 장소에서 연금을 수령할 경우에는 18세 이후로 최소 20년 이상 캐나다에서 거주하여야 자격이 부여된다.

63) 40년 이하로 거주할 경우, 1년에 1/40씩 감액된 금액을 수급한다.

64) GIS는 OAS와 달리 가입자의 소득에 따라 수령액이 결정된다. OAS 급여는 과세 대상 소득이 되고, GIS 급여는 과세 대상 소득이 아니라는 차이점이 있다.

65) 캐나다는 공적 연금 제도를 적용함에 있어 주 정부의 자율권이 주어지고 있다. 즉, CPP와 동등한 정도의 연금 제도를 설계하는 주는 CPP 대신 주의 독자적 연금 제도를 사용할 수 있다. QPP는 이에 해당하는 캐나다의 유일한 사례다.

나. 연금 투자

CPP의 큰 변화 중 하나는 CPP Investment Board(이하 CPPIB)의 설립이라 할 수 있다.⁶⁶⁾ 1997년 12월에 CPPIB가 의회법에 의해 연방 회사로 설립되어 1999년 3월에 CPP로부터 자금을 조달받아 첫 투자를 시작하였다. 당시 투자는 전액 주식 인덱스 펀드에 투자되었다. 1999년 12월부터는 국내 주식 투자 규제를 완화하여, 100% 소극적 투자에서 50%까지 적극적 투자를 할 수 있도록 허용하였고, 2001년 5월에는 사모 주식 투자, 2003년 1월에는 상업적 부동산 투자, 2003년 12월에는 사회간접자본 투자를 허용하여 투자 영역을 점차 확대하고 있다. 2003년 2월에는 CPPIB 보유 주식의 기업 가치 강화를 위해 대리 투표(proxy voting) 원칙과 가이드라인을 제정하였다.

2004년 3월 말 현재 CPP의 총 자산과 투자 자산 현황은 <표 IV-19>와 같다. 총 자산 규모는 C\$705억으로서, 이는 2000년 3월 C\$445억과 비교할 때 연평균 12% 정도씩 성장하였다. 이러한 CPP 총 자산은 크게 두 부문으로 나뉘어 투자가 이루어진다. 첫 번째는 연방 Department of Finance에 의해 이루어지는 CPP 관리 부문이다. CPP 관리는 대부분의 금액이 정부채와 현금 자산 등 연금 펀드의 안정성을 고려하여 고정 소득이 발생하는 항목에 투자되고 있다.

66) 2002년 8월 World Bank는 CPPIB를 정부로부터 독립적인 조직이며, 기여자와 수급자의 이익에 부합하는 가장 이상적인 공적 연금 모형으로 평가하였다.

<표 IV-19> CPP의 투자 자산 현황(2004년 3월 말 현재)

(단위: C\$백만)

주체	투자 자산	투자액	비중	
CPPIB 투자	단기 금융 자산	268,077	0.4%	
	주식	국내	17,011,694	24.1%
		해외	7,552,200	10.7%
		파생 상품	4,488,362	6.4%
		기타	1,034,227	1.5%
		주식 합계	30,086,483	42.7%
	사모 주식	1,811,300	2.6%	
	실질 이자율 자산 ^a	633,544	0.9%	
	(CPP 투자 자산 합계)	32,799,404	46.5%	
CPP 관리	현금	7,487,954	10.6%	
	정부채	30,247,833	42.9%	
	(CPP 관리 자산 합계)	37,735,787	53.5%	
	CPP 총 자산	70,535,191	100.0%	

a. 실질 이자율 자산에는 부동산 투자와 인프라 투자가 있음

자료: CPPIB 웹사이트(www.cppib.ca)

두 번째는 CPPIB에 의해 이루어지는 투자다. 이는 정부의 영향에서 자유롭게 독립적인 의사결정에 따라 이루어진다. CPPIB의 투자는 주식과 부동산 등 CPP 관리 자산보다는 투자 포트폴리오를 다양하게 구성하여 수익성과 안정성을 동시에 고려하고 있다. CPP 총 자산을 기준으로 할 때 2004년 3월 말 현재 CPP 관리에 53.5%, CPPIB 투자에 46.5% 정도로 대등하게 분산되어 있다. CPPIB에 의한 투자의 특징은 주식 투자 비중이 대부분이라는 것이다. CPPIB 금액을 기준으로 할 때 주식 투자 비중은 92%에 달하고 있다.⁶⁷⁾ 국내 주식이 52%로 가장 큰 비중을 차지하고 있지만, 해외 주식 역시 CPPIB 투자액 중 23%를 차지하고 있을 정도로 투자 대상이 다양하게 구성되어 있다.

67) 이는 사모 주식 투자 금액을 제외한 값으로, 사모 주식을 포함할 경우 그 비중은 더욱 증가한다.

CPP 관리 금액을 제외한 CPPIB의 투자 규모와 투자 수익을 살펴보면 <표 IV-20>과 같다. 1998년 3월 CPPIB의 투자가 처음으로 이루어진 시점의 규모는 C\$1,214만에 불과했으나, 5년이 지난 2004년 3월 말 현재 C\$328억으로 급증하여, 연평균 386%의 성장세를 보여주고 있다. 주식과 부동산 등 CPPIB 투자는 포트폴리오로 구성되어 이루어진다. 이러한 투자 수익은 CPPIB가 정한 벤치마크 수익률을 목표로 하여 대부분의 금액이 소극적 투자에 의해 이루어지고 평가된다.

투자 평가의 경우 장기적 목표와 매월마다 이루어지는 단기적 목표 두 가지로 구성된다. 장기적 목표의 경우 무위험 채권 이자율과 주식 투자에 따른 1.6%의 리스크 프리미엄 두 가지의 합으로 이루어진다.⁶⁸⁾ 매월 산정되는 벤치마크 수익률은 국내 주식의 경우 S&P/TSE index, 미국 주식의 경우 S&P 500 index, 기타 지역의 경우 MSCI EAFE index를 투자 비중별로 가중평균하여 계산한다.⁶⁹⁾ 2001년과 2003년에는 주식 투자 손실이 상당했지만, 전체적인 기간을 고려할 때 CPPIB의 투자는 벤치마크 수익률을 대부분 달성하고 있음을 알 수 있다.

68) 예를 들어 2002 회계연도 기준으로 장기 목표치는 무위험 채권 수익률 3.7%와 리스크 프리미엄 1.6%의 합인 5.3%로 결정되었다.

69) S&P/TSE란 S&P Toronto Stock Exchange의 약자이며, MSCI EAFE란 Morgan Stanley Composite Index Europe, Australasia, Far East의 약자로서, 일본, 오스트리아, 홍콩, 영국, 유로 국가 등의 21개국의 주식으로 이루어진 지수다.

<표 IV-20> CPPIB의 투자 규모와 투자 수익의 시계열 추이

연도	1999	2000	2001	2002	2003	2004
금액(C\$백만)	12	2,392	7,154	14,285	17,451	32,799
투자 수익 (C\$10억)	-	0.5	-0.8	0.3	-4.1	7.2
포트폴리오 수익률	5.0%	40.1%	-9.4%	3.4%	-21.1%	31.7%
벤치마크 수익률	4.7%	39.3%	-17.8%	2.4%	-20.3%	34.4%

자료: CPPIB 웹사이트(www.cppib.ca)

2004년 3월 CPPIB는 새로운 투자 방식을 도입하기로 결정하였다. 이는 과거 소극적 투자와 다른 적극적 투자(active overlay program)로서, Connor, Clark & Lunn Investment Management Ltd.와 UBS Global Asset Management 등 2개 회사에 C\$5억씩의 규모를 위탁운용하여 더 많은 투자 수익을 얻고자 하는 것이다.

4. Provident Fund 방식: 홍콩, 싱가포르, 말레이시아⁷⁰⁾

4-1. 홍콩의 MPF(Mandatory Provident Fund)

가. 제도

‘강제성공적금’이라 불리는 MPF는 홍콩의 기업연금으로, 홍콩 내의 모든 사용자와 자영업자들이 통상 60일 이상 고용된 종업원들과 자신들을 위해 설립해야 하는 강제적 연금 제도다. MPF는 사용자와 종업원들이 정기적으로 기여하여 퇴직 재원을 형성하고, 퇴직 등 적법한 분배 조건이 충족될 경우 일시금을 수령하게 된다. MPF는 공적 연금의 성격을 띤 기업연금이라 할 수 있다. 따라서 신중한 규제와 감독을 받으면서 사적으로 운용되는 MPF 제도는 근로자의 노후 생활 보장에 가장 효과적이고 적절한 수단이라고 할 수 있다.

MPF 설립은 신탁 계약에 의해 설립되고, 수탁자는 MPF Authority (이하 MPFA)에 의해 승인을 받아야 한다. 미리 수탁회사(수탁자)에 의해 만들어진 MPF 스킴 중에서 노사가 합의하여 가입하는 형태로 운영되는데, 이는 미국처럼 하나의 사용자가 하나의 신탁을 만드는 것보다 더 비용-효과적이며 간단하다고 할 수 있다.

70) Provident Fund란 영국이 과거 아프리카와 아시아 등 식민지 국가의 도시 근로자를 위해 만든 펀드였으나, 이제는 그 국가의 사회보장 제도로 발전한 것을 의미한다. 인도, 싱가포르, 말레이시아, 인도네시아 등의 국가가 그 예다. Provident Fund는 근로자와 사용자의 기여액으로 이루어지는 강제적 저축 형태이다. Provident Fund의 특징은 퇴직시 정액 일시금으로 급여가 이루어진다는 것이지만, 요즘에는 annuity 방식도 일부 도입되고 있다. Provident Fund는 적립 방식으로 운영되는데, 그 이유는 해당 국가들의 부족한 투자 재원을 Provident Fund를 통해 확충하여, 국가 성장을 위해 사용하려는 목적이 있기 때문이다.

기여는 근로자와 사용자가 근로자 급여의 5%씩을 각각 강제 부담하며, 자발적인 추가 기여는 가능하다.⁷¹⁾ 월 기준으로 HK\$5,000에서 HK\$20,000의 소득 범위가 있어서, 하한에 미달하는 경우에는 사용자 부담만 강제되고, 상한을 초과하는 경우에는 HK\$20,000에 준하여 기여한다. 급여의 경우에는 현재 일시금 방식으로만 지급할 수 있다. 일반적으로 65세 퇴직시 급여를 받으며, 60세 조기 퇴직시와 사망, 심각한 장애, 홍콩에서 영구 이주시에도 지급이 가능하다. 근로자의 강제 기여액은 연간 HK\$12,000까지 소득공제 혜택이 주어진다.

MPF Scheme의 유형은 Master Trust Scheme, Employer-sponsored Scheme, Industry Scheme의 3가지로 나누어진다.⁷²⁾ <표 IV-21>은 MPF Scheme의 유형별 규모를 시계열로 보여주는데, Master Trust Schemes가 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 그 규모가 꾸준히 성장하고 있음을 볼 수 있다.

71) 자영업자는 5%만 부담한다.

72) Master Trust Scheme은 가장 일반적인 MPF의 유형으로 다양한 사용자를 위해 종사하는 근로자, 자영업자, 다른 스킴으로부터 이전한 자를 대상으로 한다. 소규모 사용자 단위의 기여금을 모아 관리와 투자의 효율성을 높여 규모의 경제를 달성하고자 하는 것이 Master Trust Scheme의 목적으로 중소 규모의 회사에 적합하다. Employer-sponsored Scheme은 한 사용자 또는 관계사의 근로자로 그 대상을 제한시킨다. 이는 사용자가 스스로 신탁을 운영할 정도로 대규모일 때 비용-효과적이다. Industry Scheme은 요식업과 건설업 근로자를 대상으로 하는 제도로서, 높은 이직률을 가지는 업종의 특성을 반영하고 있다. 신규 사용자가 같은 산업 스킴에 있으면, 근로자의 이직시 이전이 불필요하다는 편리성이 이 제도의 특성이다.

<표 IV-21> MPF Schemes의 유형별 시계열 규모

(단위: HK\$백만)

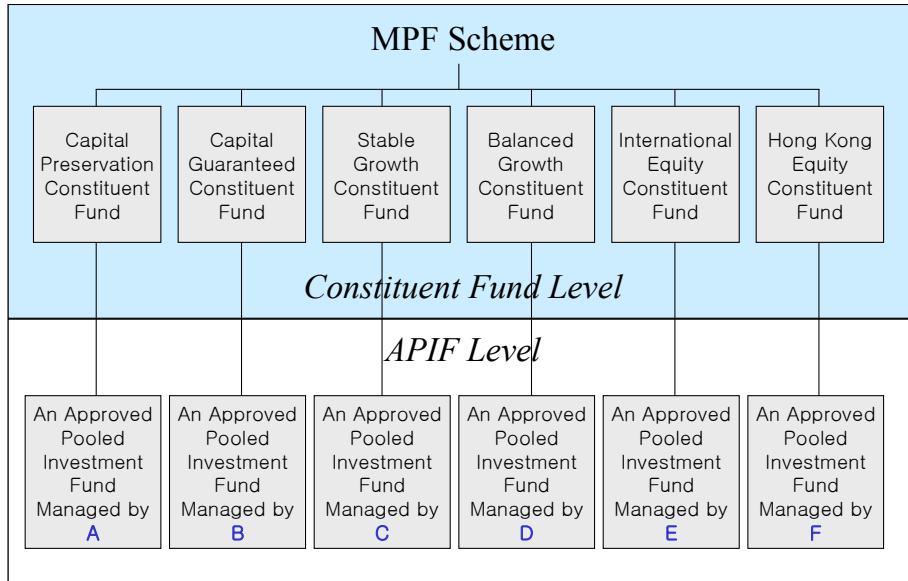
시점	Master Trust Schemes	Industry Schemes	Employer Sponsored Schemes	합계
2002. 3.31	40,964	886	274	42,124
2002. 6.30	45,624	1,046	322	46,992
2002. 9.30	47,085	1,160	353	48,598
2002.12.31	53,307	1,346	410	55,063
2003. 3.31	57,372	1,475	457	59,305

자료: MPFA 웹사이트(www.mpfahk.org)

나. 연금 투자

MPF는 가입자들에게 안정적으로 연금 급여를 지급하기 위해 MPF의 규제와 감독을 가장 중요시하며, 그 역할을 MPF Authority(MPFA)가 담당하고 있다. MPFA는 승인된 수탁자들을 엄격하게 규제 및 감독하는 업무를 수행한다. MPF는 대개 위험 특성이 다른 5~6개의 펀드로 구성되고, 이 펀드들은 일반 뮤추얼 펀드 등이나 주식 및 채권 등에 투자한다. MPF의 승인된 구성 펀드가 일반 펀드에 투자하는 구조는 <그림 IV-4>를 통해 살펴볼 수 있다. Constituent Fund란 MPFA에 의해 승인된 구성 펀드를 의미하며, Approved Pooled Investment Fund(APIF)란 승인된 집합투자펀드로 MPF의 투자를 위해 승인된 뮤추얼 펀드 등을 의미한다.

<그림 IV-4> MPF Schemes의 구조



자료: ING Pension Trust

MPF 투자는 MPFA가 설정한 엄격한 규제를 준수하면서 이루어진다. MPF 자산은 Securities and Futures Commission에 등록된 투자회사만 운용이 가능하다.⁷³⁾ MPF 펀드의 투자 대상은 주로 유가증권 및 선물 등이다. 일반적으로 거래소 주식, 투자 적격 등급 채권, 전환사채 등에 투자되며, 제한된 일부 금액이 상장 워런트, repo, 파생상품에 투자된다. 한 발행자에 대한 투자가 전체 MPF 펀드의 10%를 초과할 수 없으며, 사용자와 관계사 유가증권 등에 10% 이상이 투자될 수 없다. 외국환을 대상으로는 70% 이상을 투자할 수 없다.

MPF의 승인된 구성 펀드(approved constituent fund)의 유형은 크게 5가지로 들 수 있다: ① MMF를 포함한 원본 보전 펀드, ② 보장형 펀드,

73) 최소 HK\$천만의 자본금을 요건으로 한다.

③ 채권형 펀드, ④ 안정 또는 혼합형 펀드, ⑤ 주식형 펀드. 이러한 5가지 유형에 따라 MPF의 승인된 구성 펀드의 유형별 순자산 가치가 <표 IV-22>에 나와 있다. 2002년 3월 HK\$421억 수준이었던 승인된 구성 펀드 총액은 2년만인 2004년 3월 말 현재 HK\$970억으로 증가하여 연평균 52%의 성장률을 보여주고 있다. 주식형 펀드의 경우에도 2002년 3월 HK\$72억에서 2004년 3월 말 현재 HK\$146억으로 연평균 42%의 성장률을 보일 정도로 MPF의 승인된 구성 펀드의 순자산 가치는 급증하고 있다.

<표 IV-22> MPF 승인된 구성 펀드의 유형별 순자산 가치

(단위: HK\$백만)

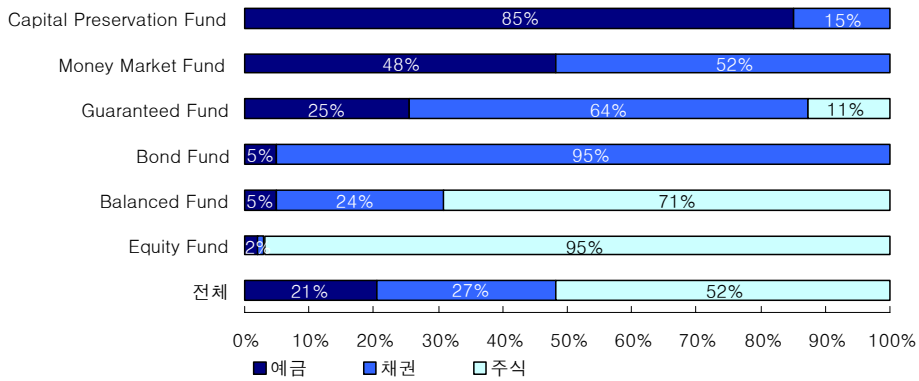
시점	원본 보전 펀드	MMF	보장형 펀드	채권형 펀드	혼합형 펀드	주식형 펀드	합계
2002.3.31	6,291	497	8,273	245	19,589	7,230	42,125
2002.6.30	7,281	536	9,208	289	21,874	7,804	46,992
2002.12.31	9,404	600	10,988	425	26,665	6,982	55,063
2003.6.30	11,956	669	13,135	602	33,800	9,027	68,189
2003.12.31	14,150	740	14,937	1,051	45,173	13,360	89,409
2004.3.31	15,185	771	15,893	1,151	49,396	14,645	97,041

자료: MPFA 웹사이트(www.mpfahk.org)

<그림 IV-5>와 <그림 IV-6>은 2003년 말 현재 MPF의 승인된 구성 펀드의 자산 할당과 지역별 할당 규모를 보여주고 있다. 자산 할당의 특징은 각 펀드의 성격을 분명히 반영하고 있다는 것이다. 예를 들어 주식형 펀드의 경우 주식 편입 비율이 95%에 달하며, 채권형 펀드 역시 채권 편입 비율이 95%에 이르고 있다. 승인된 구성 펀드 전체를 대상으로 할 때에도 주식 편입 비중이 52%에 이를 정도로 공격적인 투자를 행하고 있다. 지역별 할당의 특성으로는 홍콩 국내 투자가 55%로 가장 큰 비중을 차지하고 있지만, 해외 투자 역시 45% 정도가 이루어지고 있어

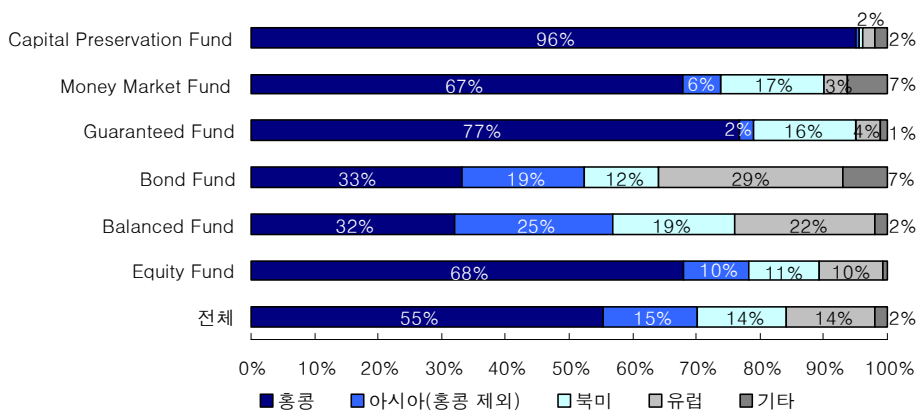
투자 대상의 다양성을 확인할 수 있다.

<그림 IV-5> MPF 승인된 구성 펀드의 자산 할당(2003년 말 현재)



자료: MPFA 웹사이트(www.mpfahk.org)

<그림 IV-6> MPF 승인된 구성 펀드의 지역별 할당 (2003년 말 현재)



자료: MPFA 웹사이트(www.mpfahk.org)

4-2. 싱가포르 CPF(Central Provident Fund)

가. 제도

싱가포르의 연금 제도에는 정부가 운영하는 강제적 저축 제도인 Central Provident Fund(이하 CPF)가 존재하며, CPF를 보완하는 3층 개념의 자발적 추가 공적 연금 제도로 Supplementary Retirement Scheme(이하 SRS)을 운영하고 있다.⁷⁴⁾ CPF는 제도 안에 다양한 목적의 스킴들을 포괄하고 있는 형식으로 운영되고 있는데, 현재는 노후 대비, 의료 보장, 주택 구입, 투자, 교육 등의 다양한 목적을 위해 CPF가 운영되고 있다.⁷⁵⁾

CPF는 싱가포르 시민이나 영주권자인 근로자 및 자영업자를 가입 대상으로 하고 있다. <표 IV-23>은 CPF의 가입자 수와 누적 기여액 추이를 보여주고 있다. 총 가입자 수는 1998년 280만 명에서 2002년 296만 명으로 연평균 1.4%씩 꾸준히 증가하고 있다. 누적 기여액은 1998년 S\$852억7,700만에서 2002년 S\$964억2,200만으로 연평균 3.1%씩 증가하고 있어 그 추세가 가입자 수보다 빠른 상황이다.⁷⁶⁾ 현재 활동적 가입자 수는 128만명으로 전체 근로 인구의 58.1%에 불과하지만, 외국인 근로자 비중 25%를 제외하면 77.5%라는 비교적 높은 적용 범위를 가지고 있다.

74) SRS의 경우 2001년 4월부터 시행되어 사적 부문이 운영을 담당하고, 기여액 소득공제 등의 혜택이 있으나, 그 규모가 아직은 미미한 형편이다. 아래 표는 최근 3년간 SRS의 가입자 수와 누적 기여액을 보여주고 있다.

	2001년 말	2002년 말	2003년 말
가입자 수(명)	11,890	16,548	24,383
누적 기여액(S\$백만)	157	313	548

75) 최초 설립시에는 노후 보장 목적으로만 설계되어, 기타 사유로는 인출이 불가능하였다.

76) 2002년 말 CPF 누적액인 S\$964억은 약 \$545억이다.

2001년 말 현재 1인당 평균 계정 잔액은 S\$31,800이다.

<표 IV-23> CPF 가입자와 누적 기여액 추이

	1998년 말	1999년 말	2000년 말	2001년 말	2002년 말
가입자 수 (만명)	280	283	288	292	296
누적 기여액 (S\$백만)	85,277	88,397	90,298	92,221	96,422

자료: CPF 웹사이트(www.cpf.gov.sg)

CPF의 특징은 공적으로 운영되는 강제적 개인 저축 플랜이라는 것으로, 개인별 계정의 적립 방식으로 운영되며 이전이 가능하다. 사용자와 근로자의 기여액이 일반 계정(Ordinary Account), 특별 계정(Special Account), 의료 계정(Medisave Account)이라는 3가지 계정에 동시에 적립되는 것도 CPF의 특징이다. 각 계정들은 개별적인 목적을 위해 설립된 것으로서, 일반 계정은 퇴직, 주택 구입, CPF 보험 구입, 투자와 교육에 대비하며, 특별 계정은 노후 불의의 사고에 대비하고, 의료 계정은 의료 보험이 인정한 치료비에 대비한다. 단순한 퇴직 연금 성격 이외에 주택 구입, 의료, 자녀 교육 등의 다양한 역할을 통해 가입자의 재정 보호 기능까지도 수행하고자 하는 것이 CPF의 목표다. CPF의 세제는 기여시 과세, 적립 기간 중 발생하는 이익 비과세, 급여액 수령시 면세라는 TEE 체계를 갖고 있다.⁷⁷⁾

<표 IV-24>는 2004년 1월 현재 CPF의 기여율과 각 계정별 적립률을 보여주고 있다. CPF 기여의 특징은 연령별로 기여율이 차별화되어 있다

77) 연금 저축의 과세는 보통 기여 시기, 증식 과정 및 수령 단계로 나누어 이루어지는데, 각 단계에서 T는 과세(taxed)를, E는 면세(exempted)를 의미한다. 연금 저축은 일반적으로 EET 또는 TEE 과세 체계로 이루어지는데, 세계적인 추세는 EET 방식이다.

는 것이다. 2004년 1월 현재 54세 이하의 가입자는 사용자 13%, 근로자 20%의 기여율을 부담하고 있으며, 연령이 높아질수록 기여율을 감소시켜 줌으로써 가입자의 부담을 완화시켜 주고 있다.⁷⁸⁾ 또한 기여율은 정부의 거시 경제 정책에 따라 경기의 미조정 역할을 수행한다는 측면이 있다.⁷⁹⁾

<표 IV-24> CPF 기여율과 계정별 적립율(2004년 1월 현재)

(단위: %)

연령	사용자 기여율	근로자 기여율	총 기여율	적립율		
				일반 계정	특별 계정	의료 계정
35세 미만	13	20	33	22	5	6
35 ~ 44세	13	20	33	20	6	7
45 ~ 54세	13	20	33	18	7	8
55 ~ 59세	6	12.5	18.5	10.5	0	8
60 ~ 64세	3.5	7.5	11	2.5	0	8.5
65세 이상	3.5	5	8.5	0	0	8.5

자료: CPF 웹사이트(www.cpf.gov.sg)

나. 연금 투자

CPF는 적립 방식이므로 개인별 계정에 의한 투자 성과에 따라 급여 수준이 결정된다. CPF 기여액은 가입자의 선택에 따라 투자된다. CPF의 일반 계정과 특별 계정 중 일부 금액은 투자가 가능하다. 즉, 투자 스킴(CPF Investment Scheme, 이하 CPFIS)을 두어 일반 계정 적립액 중 일부가 일반 계정 투자 스킴(CPFIS-Ordinary Account, 이하 CPFIS-OA)을 통

78) 사용자와 근로자의 기여율이 균등한 대부분의 나라와 달리 CPF는 근로자의 기여율이 사용자 기여율보다 크다는 특징이 있다.

79) 그러한 예로, 2003년 10월에 사용자 기여율을 16%에서 13%로 인하하여 저성장과 높은 실업률 상황에서 기업의 고용 비용을 줄여 주었다.

해, 특별 계정 적립액 중 일부가 특별 계정 투자 스킴(CPFIS-Special Account, 이하 CPFIS-SA)을 통해 투자된다. 이러한 투자는 2004년 1월 현재 CPF 위원회가 승인한 12개의 적격 보험 회사와 33개의 적격 자산운용사에 의해 행해지는데, 가입자는 금융기관과 투자 상품을 선택할 수 있다.

CPFIS-OA와 CPFIS-SA의 투자 대상이 <표 IV-25>에 명시되어 있는데, CPFIS-OA가 CPFIS-SA보다 투자 가능 대상이 더 다양하다. CPFIS 이외의 자금 운용은 CPF에 의해 이루어지는데, 이중 일부가 싱가포르 투자청(Singapore Government Investment Corporation, 이하 GIC)으로 이전되어 투자가 이루어지고 있다.⁸⁰⁾

<표 IV-25> CPFIS-OA와 CPFIS-SA의 투자 대상과 한도

	CPFIS-OA	CPFIS-SA
투자 가능 계정	일반 계정 금액	특별 계정 금액
투자 한도가 없는 투자 대상	고정 예금	고정 예금
	싱가포르 정부 채권	싱가포르 정부 채권
	법정 위원회 채권 (Statutory Board Bond)	법정 위원회 채권 (Statutory Board Bond)
	annuity	annuity
	기증보험 (endowment insurance)	기증보험 (endowment insurance)
	변액보험	변액보험
	Unit Trust	Unit Trust
	ETF	ETF
투자 한도가 35%인 투자 대상	주식	-
	부동산 펀드 (Property Fund)	-
투자 한도가 10%인 투자 대상	회사채	-
	금	-

자료: CPF 웹사이트(www.cpf.gov.sg)

80) GIC의 투자 내역 현황은 대부분 비공개여서 자료의 입수가 불가능하다.

2002년 말 현재 CPFIS-OA와 CPFIS-SA의 투자 규모와 가입자 수는 <표 IV-26>에 나와 있다. CPFIS-OA의 가입자 수는 약 72만 명으로 전체 가입자의 24.1% 정도이며, CPFIS-SA의 가입자 수는 약 41만 명으로 전체 가입자의 13.6% 정도이다.⁸¹⁾ 총 투자액은 CPFIS-OA가 S\$238억, CPFIS-SA가 S\$48억 규모로서 CPFIS-OA의 규모가 CPFIS-SA의 규모보다 훨씬 크다.

<표 IV-26> CPFIS-OA와 CPFIS-SA의 투자 규모와 가입자 수
(2002년 말 현재)

	CPFIS-OA	CPFIS-SA
총 가입자 수	722,001명 (24.1%)	407,126명 (13.6%)
총 투자액	S\$238억 (\$136억)	S\$48억 (\$27억)
1인당 평균 투자액	S\$32,990 (\$18,851)	S\$18,851 (\$5,870)

자료: CPF 웹사이트(www.cpf.gov.sg)

2002년 말 현재 CPFIS-OA와 CPFIS-SA의 자산 배분 현황이 <표 IV-27>에 나와 있다. CPFIS-OA는 보험이 56.6%로 가장 큰 비중을 차지하며, 주식과 부동산 펀드가 32.6%, unit trust가 10.1%의 순으로 나타나고 있다. 이는 가입자의 선택에 따라 이루어지는 CPF의 투자 특성상 노후 보장을 감안하여 보험 상품을 가장 선호하고 있지만, 주식과 부동산 펀드 등에도 상당 부분 투자가 이루어지고 있음을 보여준다. CPFIS-SA는 보험이 83.1%로 대부분의 금액을 차지하는데, 이는 주식과 부동산 펀드에는 투자할 수 없는 CPFIS-SA의 규정이 작용한 것으로 보인다.

81) CPFIS-OA와 CPFIS-SA에 중복 가입한 인원도 일부 존재한다.

**<표 IV-27> CPFIS-OA와 CPFIS-SA의 자산 배분
(2002년 말 현재)**

(단위: S\$)

		주식, 부동산 펀드	보험	unit trust	기타 ^a	합 계
CPFIS-OA	금액	7,772.0	13,471.2	2,404.3	170.7	23,818.6
	비중	32.6%	56.6%	10.1%	0.7%	100%
CPFIS-SA	금액		3,475.7	701.6	4.6	4,181.9
	비중		83.1%	16.8%	0.1%	100%

a. CPFIS-SA 자산 배분 항목에서 기타는 예금을 의미
자료: CPF 웹사이트(www.cpf.gov.sg)

투자로 인해 발생한 이익 및 손실 책임은 각 개인이 부담하므로 CPF는 가입자들에게 투자 의사결정시 신중(prudence)을 강조하고 있다. 만약 가입자가 투자에 대해 자신이 없을 경우 CPF 위원회에 투자액을 예치하여 무위험 보장 이자율을 받을 수 있다. 이러한 보장 이자율은 CPF Act에 의해 시장에 연동되어 결정되는데, 2004년 1월 현재 일반 계정 연 2.5%, 특별 계정과 의료 계정은 연 4%다.⁸²⁾

4-3. 말레이시아 EPF(Employees Provident Fund)

가. 제도

말레이시아의 EPF 역시 싱가포르의 CPF와 유사하게 공적으로 운영되는 강제적 개인 저축 플랜이라는 특징을 가지고 있다. EPF 내에는 다양한 목적의 스킴들이 존재하여 노후를 대비하고, 주택 구입과 의료 목적 등에 사용된다. 일반적으로 55세에 도달할 경우 EPF 개인별 계정에

82) 특별 계정과 의료 계정은 일반 계정과 달리 불의의 사고에 대한 대비와 의료 보장 목적으로 운영되기 때문에 일반 계정보다 다소 높은 이자율을 적용받는다.

서 인출이 가능하나 주택 구입 등의 특별한 인출 스킴의 경우에는 55세 이전에도 인출이 가능하다.

기여액은 가입자 개인별 계정에 적립되며, 소득 수준에 따라 동일 비율로 결정된다. EPF 연간 총 기여액은 2001년 RM182억에서 2002년 RM204억으로 1년 사이에 약 12%가 증가했다. <표 IV-28>은 EPF 기여율의 장기 추이를 보여주고 있다.

<표 IV-28> EPF 기여율의 장기 추이

연 도	근로자	사용자	합계
1952 ~ 1975. 6	5	5	10
1975. 7 ~ 1980. 11	6	7	13
1980. 12 ~ 1992. 12	9	11	20
1993. 1 ~ 1995. 12	10	12	22
1996. 1 ~ 2001. 3	11	12	23
2001. 4 ~ 2002. 3	9	12	21
2002. 4 ~ 2003. 5	11	12	23
2003. 6 ~ 2004. 5	9	12	21

자료: EPF 웹사이트(www.kwsp.gov.my)

EPF의 경우 사용자와 근로자가 동시에 기여한 금액은 3개 계정에 나눠 동시에 적립된다. 계정 I, II, III으로 부르는 이 계정들은 특정 목적을 가지고 별개로 적립된다. 계정 I은 은퇴 후 최소 생계를 대비하는 성격의 계정으로서 55세 이전까지는 인출할 수 없으며, 계정 잔액의 증가를 위해 가입자는 승인된 Unit Trust를 통해서 투자가 가능하다.⁸³⁾ 계정 II는 가입자들의 주택 소유, 가입자와 자녀들의 교육 등을 대비하는 성격의 계정이다. 계정 III의 경우 가입자의 치명적 질병 치료비 명목으

83) 가입자가 직접 자본시장에 투자하는 것은 금지되어 있으며, Unit Trust의 승인 여부는 재무부가 결정한다.

로 사용되는 계정으로 가입자뿐만 아니라 배우자, 자녀, 부모 등 주위 사람의 치료에도 사용 가능하다. 일부 가입자의 경우 2002년 1월 신설된 계정 IV가 존재하기도 한다. 이는 기존의 일시금 방식과 다른 월별 지급 방식(Monthly Payment Scheme, 이하 MPS)을 선호하는 가입자들을 대상으로 운용되며, 가입자는 계정 IV 신청 시점에서 계정 I 잔액의 50%를 한도로 계정 IV에 이전할 수 있다.⁸⁴⁾ EPF의 경우 계정 I은 월 기여액의 60%, 계정 II는 월 기여액의 30%, 계정 III은 월 기여액의 10%를 적립하도록 규정되어 있다.

나. 연금 투자

EPF 투자는 EPF를 통해 이루어지는 투자와 가입자의 선택이 가능한 Investment Scheme를 통한 투자의 두 가지 형태로 나눌 수 있다. EPF를 통한 투자는 Investment Panel의 책임 하에 이루어지는데, Malaysian Government Security(이하 MGS), 단기 금융 상품, 대출 및 회사채, 주식, 부동산 등의 5가지 승인된 종목에만 투자할 수 있다. 이러한 EPF를 통한 투자의 경우 EPF는 연 2.5%의 보장 배당율을 최저 한도로 하여 매년 가입자별 계정에 투자 수익에 따른 배당액을 적립시켜 주고 있다. <표 IV-29>는 EPF의 연간 배당율 장기 추이를 보여주고 있다. 이러한 연간 배당율은 EPF의 투자 결과에 따라 조정되는데, 2002년의 경우 4.25%로 40년만에 최저 수준을 기록하고 있으며, 2003년에는 4.5%를 배당하였다.

84) 일단 계정 IV를 신청하면 향후 계정 I로 적립되는 월 기여액 중 절반은 자동으로 계정 IV에 적립되고, 연금 수급 연령인 55세에 도달하거나 가입자가 이전 중지 요구시 중단된다.

<표 IV-29> EPF 연간 배당율 장기 추이

(단위: %)

연도	연간 배당율	연도	연간 배당율
1952 ~ 1959	2.50	1980 ~ 1982	8.00
1960 ~ 1962	4.00	1983 ~ 1987	8.50
1963	5.00	1988 ~ 1994	8.00
1964	5.25	1995	7.50
1965 ~ 1967	5.50	1996	7.70
1968 ~ 1970	5.75	1997 ~ 1998	6.70
1971	5.80	1999	6.84
1972 ~ 1973	5.85	2000	6.00
1974 ~ 1975	6.60	2001	5.00
1976 ~ 1978	7.00	2002	4.25
1979	7.25	2003	4.50

자료: EPF 웹사이트(www.kwsp.gov.my)

EPF의 최근 2년간 투자 대상 비중 현황이 <표 IV-30>에 나와 있다. 2003년 6월을 기준으로 살펴볼 때, 연금 자산의 안정성을 우선시하는 측면에서 국공채인 MGS가 38%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으나, 주식 투자 역시 21%로 상당 부분 이루어지고 있다. 앞의 <표 IV-29>에 본 것처럼 연간 배당률이 계속 감소하는 상황에서 투자 수익률을 증대시키기 위해서는 투자 대상의 다변화가 요구된다고 하겠다.

<표 IV-30> EPF 투자 대상 비중 현황

(단위: RM10억)

	2002년 6월		2003년 6월		증감	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
MGS	68.18	35%	78.71	38%	10.53	15%
대출, 회사채	41.25	21%	58.23	28%	16.98	41%
주식	44.56	23%	44.58	21%	0.02	0%
단기 금융 상품	36.78	19%	24.90	12%	-11.88	-32%
부동산	1.43	1%	1.47	1%	0.04	3%
계	192.20	100%	207.89	100%	15.69	8%

자료: EPF 웹사이트(www.kwsp.gov.my)

한편 1996년 도입된 Investment Scheme을 통해 가입자의 선택이 가능한 EPF 투자가 일부 이루어지고 있다. Investment Scheme은 재무부에 의해 승인된 Unit Trust를 통해서 위탁 투자 형태로 이루어지는데, 2003년 3월 현재 44개사의 승인된 Unit Trust가 활동하고 있다. 펀드 매니저의 선택은 가입자별로 자유롭게 선택할 수 있으며, 다른 펀드 매니저로의 전환도 자유롭다. 이러한 개인별 선택의 자유가 주어지는 대신, 투자 위험에 대한 책임도 전적으로 가입자가 부담하며, 이 금액에 대해서는 EPF의 연간 배당이 주어지지 않는다. Investment Scheme을 통해 투자가 가능한 금액은 가입자 별로 다른데, RM1천을 최소 한도로 하며, 계정 I의 금액 중 RM5만을 초과하는 금액의 20%까지 투자가 이루어질 수 있다.⁸⁵⁾ 2002년 말 현재 Investment Scheme 현황이 <표 IV-31>에 나와 있는데, 가입자 수나 규모가 아직은 미미하나 향후 성장이 주목된다.

85) 예를 들어 계정 I에 RM10만이 있는 가입자의 경우, Investment Scheme을 통한 투자 가능 금액은 최소 RM1천에서 최대 (10만-5만)×0.2=RM1만까지 가능하다.

<표 IV-31> EPF Investment Scheme 현황(2002년 현재)

(단위: 명, RM)

	2002년도			2002년 말 누적		
	가입자	투자 규모	1인당 투자 규모	가입자	투자 규모	1인당 투자 규모
Investment Scheme	124,689	11억7,490만	9,423	550,799 ^a	60억7,600만 (\$15억9,800만)	11,031 (\$2,903)

a. 이는 전체 가입자의 5.3% 수준임
 자료: EPF 웹사이트(www.kwsp.gov.my)

5. 확정 기여형 적립 방식: 칠레

가. 제도

칠레의 공적 연금 제도는 1981년을 기점으로 해서 큰 변화가 이루어졌다. 기존의 부과 방식으로 정부가 운영하던 제도를 1981년 적립 방식으로 전환하여 연금 기금을 민간 기관이 운영하도록 한 것이다. 이러한 전환은 연금 재정의 재원 부족으로 발생한 것이라 할 수 있다. 1981년에 이루어진 민영 연금 시스템의 핵심 원리는 공적 연금을 정치적 위협으로부터 배제하는 것인데, 다음의 4가지로 요약할 수 있다: ① 개인 투자 계정 시스템(Individual Capitalization Accounts, 이하 ICA), ② 연금 기금의 민간 관리(Private Administration of Funds), ③ 연금 기금 관리회사(Administradoras de Fondos de Pensiones, 이하 AFP)의 자유로운 선택, ④ 연금 기금 감독위원회(Superintendency of Pension Fund Administrator, 이하 SAFP)를 통한 국가의 역할.

ICA란 가입자가 납입한 기여금과 가입자가 선택한 기금의 운용 수익금이 가입자 각각의 개인별 계정인 ICA에 축적되어, 은퇴시 그 금액을 지불 받는 것을 말한다.⁸⁶⁾ 이는 강제적 개인 저축의 원리로 설계되었으

며, 계층간 소득 재분배나 세대간 소득 이전 효과는 없다. ICA의 효율적 운영을 위해 민간 회사인 AFP를 도입하여 AFP 사이의 경쟁을 도모한 것이 칠레 공적 연금 제도의 핵심이다. 2003년 말 현재 7개의 AFP가 존재하고 있으며, 상위 5개사가 96%의 시장 점유율을 기록하는 집중 현상이 나타나고 있다. AFP의 주요 업무로는 ① 가입자의 기여 기록과 기여금 징수 등 ICA 관리, ② 연금 기금의 투자 관리, ③ 급여 지급 및 관리, ④ 가입자에 대한 정보 제공 및 서비스, ⑤ 해외 투자 상담 서비스 등이 있다. 가입자들의 AFP 선택과 이동은 자유로운 편이다.

각 AFP들의 ICA에 적립된 연금 기금은 별도 법인인 뮤추얼 펀드에 의해 포트폴리오를 구성하고 운영하도록 하여 AFP와 기금 운용을 독립시키고, AFP 파산시에도 연금 지급을 국가가 보장하고 있다. AFP는 칠레 연금법에 의해 그 성격과 임무가 엄격히 규정되어 있으며, 국가 기관인 SAFP에 의해 재정 상태, 투자 활동뿐만 아니라 회사 설립, 해산 등에서 엄격한 통제를 받는다.

기여와 급여의 경우 다른 공적 연금들과 다른 몇 가지 특징을 볼 수 있다. 기여의 경우 노령 연금을 위하여 임금 근로자는 임금의 10%, 자영업자는 소득의 10%를 기여한다. 대부분의 공적 연금은 사용자와 근로자가 일정 비율을 공동으로 기여하는 데 반해, 칠레 공적 연금은 사용자의 기여금이 없다는 특징을 가지고 있다. 10%의 강제 기여금 이외에 개인이 원할 경우 추가적으로 납부가 가능하다. 이를 Voluntary Saving Account(이하 VSA)라고 하며 1998년 9월 현재 약 1백만 명이 VSA에 가입하고 있다. VSA는 소득 상한선이 있으며, 1998년 현재 월 UF60이다.⁸⁷⁾ 급여의 경우 확정 기여형이므로 장래 수급액이 결정되어 있지는 않다. 노령 연금의 경우 남자 65세, 여자 60세에 도달하면 개인 계정에 축적된 총 금액을 일정 기간을 설정하여 계산된 금액을 월 단위로 인출

86) 임금 근로자는 강제적으로 가입해야 하며, 자영업자는 임의 가입이다.

87) UF60은 대략 \$1,800 정도이다.

하거나 생보사를 통해 annuity 형식으로 수령한다.⁸⁸⁾ 국가의 최저 보증 연금이 존재한다는 것도 칠레 연금 제도의 특징이다. 노령 연금 20년, 장애·유족 연금 10년의 가입 기간을 채웠음에도 연금 급여액이 최저액에 미달하는 경우 정부가 차액을 보충해 준다.

나. 연금 투자

<표 IV-32>는 칠레의 GDP 대비 연금 자산 규모 추이를 보여주고 있다. 칠레의 공적 연금 제도는 확정 기여형 완전 적립 방식이므로 연금 가입자들이 본격적으로 연금을 수급하기 이전에는 연금 재원 자산이 급속하게 성장한다. 그러한 예로 GDP 대비 연금 자산 가치를 고려할 때, 1981년 0.8%에 불과했던 값이 2000년 말 현재 54.6%로 급증하고 있다. 이처럼 급증하는 연금 기금 규모를 고려할 때, 연금 투자는 그 중요성이 더욱 강조된다.

<표 IV-32> 칠레 GDP 대비 연금 자산 규모 추이

연 도	연금 기금 규모 (\$백만)	GDP 대비 연금 자산 규모(%)
1981	300	0.8
1985	1,533	10.0
1990	6,658	24.2
1995	25,143	40.0
1996	27,198	41.0
1997	30,525	43.0
1998	30,805	44.0
1999	35,936	53.0
2000	37,752	54.6

자료: SAPF 웹사이트(www.safp.cl)

88) 가입자가 급여 유형을 선택할 수 있다.

각 AFP는 기금 운영시 특정 대상에 대한 투자액과 전체 포트폴리오 구성 등에 대해 SAFP의 감독과 규제를 받는다. <표 IV-33>은 투자 대상별 투자 제한 범위를 보여주고 있다. 칠레 연금법에 규정된 투자 대상별 상·하한선 사이에서 SAFP와 칠레 중앙은행이 투자 한계를 정하고 있다. 투자 비중 규제 이외에 투자 대상에 대한 규제도 존재하고 있다.

<표 IV-33> 칠레 연금 투자 대상별 제한 범위

투자 대상 ^a	범 위		칠레 중앙은행이 설정한 한계
	하한선	상한선	
State-Issued	35%	50%	50%
Term Deposits, Bonds, and other Financial Institutions	30%	50%	50%
Titles Guaranteed by Financial Institutions			
Credit Bills issued by Financial Institutions	35%	50%	50%
Corporate and State-Issued Bonds	-	30%	50%
Convertible Bonds	10%		
Open Corporate Stock	30%	40%	37%

a. 투자 대상에는 총 16가지가 있으나, 그 중 비중이 큰 7가지를 예시하였음
 자료: SAFP 웹사이트(www.safp.cl)

<표 IV-34>는 칠레 연금의 투자 포트폴리오 추이를 보여주고 있다. 1981년 28%였던 국채가 2000년 현재 36%로 가장 큰 비중을 차지하고 있는데, 이는 연금 투자의 안정성을 고려한 결과라 할 수 있다. 1990년대에 들어서는 주식 투자가 큰 폭으로 증가하여 1995년에는 전체 포트폴리오 중 30%를 차지할 정도로 주요 투자 대상이 되었으나, 그 추세는 1996년 이후 다소 주춤한 상태이다. 반면 1998년 이후에는 해외 금융 상품의 투자가 급증하고 있어 칠레 연금의 투자 대상 다변화를 살펴볼 수 있다.

<표 IV-34> 칠레 연금 투자 포트폴리오 추이

(단위: %)

연도	국공채	금융 기관 발행			기업 발행			해외 상품	기타	합계
		예금, 어음	MBS	채권과 주식	주식	회사채	뮤추얼 펀드 주식			
1981	28.1	28.1	61.9	9.4	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0	100
1985	42.4	20.4	35.2	0.4	0.0	1.1	0.0	0.0	0.5	100
1990	44.1	16.3	16.1	1.1	11.3	11.1	0.0	0.0	0.1	100
1995	39.4	5.3	15.8	1.3	30.1	5.3	2.5	0.2	0.1	100
1996	42.1	4.2	17.9	2.5	25.1	4.7	3.0	0.5	0.0	100
1997	39.6	10.7	16.9	2.5	22.6	3.3	3.1	1.1	0.0	100
1998	41.0	13.6	16.6	1.8	14.5	3.8	2.9	5.6	0.2	100
1999	34.6	16.1	15.1	1.8	12.4	3.8	2.6	13.4	0.7	100
2000	35.8	18.7	14.4	1.8	11.7	4.0	2.4	10.9	0.3	100

자료: SAPF 웹사이트(www.safp.cl)

6. 명목 확정 기여형 부과 방식 및 확정 기여형 적립 방식: 스웨덴

가. 제도

현재 스웨덴의 공적 연금 제도는 구제도와 신제도가 공존하고 있다. 구제도의 경우 기초연금인 Allmna Fork Pension(이하 AFP)과 부가연금인 Allmna Tillggs Pension(이하 ATP)이 양대 축을 이루고 있다. 1998년 6월에 도입된 신제도의 경우 Guarantee Pension, Income Pension, Premium Pension으로 이루어진다. Guarantee Pension은 저소득층을 위한 정부 차원의 보조 연금이며, 일정 소득 이상의 가입자들은 Income Pension과 Premium Pension에 기본적으로 가입한다. 제도의 급격한 변동으로 인한 혼란을 방지하기 위해 현재는 연령에 따라 과도기적으로 구·신제도를 동시에 유지하고 있다.⁸⁹⁾

먼저 구제도에 대해 살펴보면 다음과 같다. AFP는 완전 부과 방식의 전국민을 대상으로 한 강제 가입 제도이다.⁹⁰⁾ AFP는 노령 연금, 장애 연금, 유족 연금의 3대 연금을 주축으로 하고 있으며, 보조적으로 일반 보충 급여, 장애 수당, 공적 주택 수당 등이 존재한다. 제도 가입은 16~64세의 모든 국민과 규정된 거주 기간을 충족한 외국인을 대상으로 한다.⁹¹⁾ 1999년 현재 일률적으로 소득의 5.86%를 기여한다. 근로자 기여분은 없으며, 전액 사용자가 부담하고, 자영업자는 본인이 부담한다. 노령 연금 급여의 경우 최소 3년 이상의 국내 거주 실적이 있고, 65세에 도달한 사람에게 지급한다. 최대 급여 기준은 독신의 경우 기준 소득액의 96%, 부부의 경우 157%다.⁹²⁾

ATP의 경우 소득의 일정 수준을 보장해주는, 소득에 비례한 수정 부과 방식의 연금 제도이다. 정부가 공시한 기준 소득액 이상의 초과 소득이 있는 근로자 및 자영업자를 가입 대상으로 한다. 1999년 현재 사용자 6.4%, 근로자 6.95%로 총 13.35%를 기여하며, 자영업자의 경우 13%를 기여한다. 급여의 경우 가입 기간이 최소 3년 이상이며, 65세에 도달해야 full benefit을 수령한다. 30년을 가입했을 경우, 기초 연금액을 차감

89) 1937년 이전 출생자의 경우 구제도만을 적용하며, 1954년 이후 출생자의 경우 신제도인 NDC만 적용한다. 반면 1938~1953년 출생자들은 가중치를 두어 구제도와 신제도를 동시에 적용받는다. 즉 1938년 출생자는 구제도에 16/20, 신제도에 4/20의 가중치를 두며, 이후 1년마다 1/20씩 가중치를 이전하여, 1953년 출생자는 구제도에 1/20, 신제도에 19/20의 가중치를 적용한다. 아래 표는 그러한 예를 보여주고 있다.

연도	1938년	1939년	...	1952년	1953년
구제도	16/20	15/20	...	2/20	1/20
신제도	4/20	5/20	...	18/20	19/20

90) 직역에 대한 가입 요건의 구별이 없고, 지급 요건으로서 자산 조사 등의 제한도 없다.

91) 1년 이상 거주한 외국인의 경우 가입 대상이 된다.

92) 2003년 현재 기준 소득액은 SEK40,900이다.

한 15년간의 생애 최고 평균 소득의 60%를 보장한다.

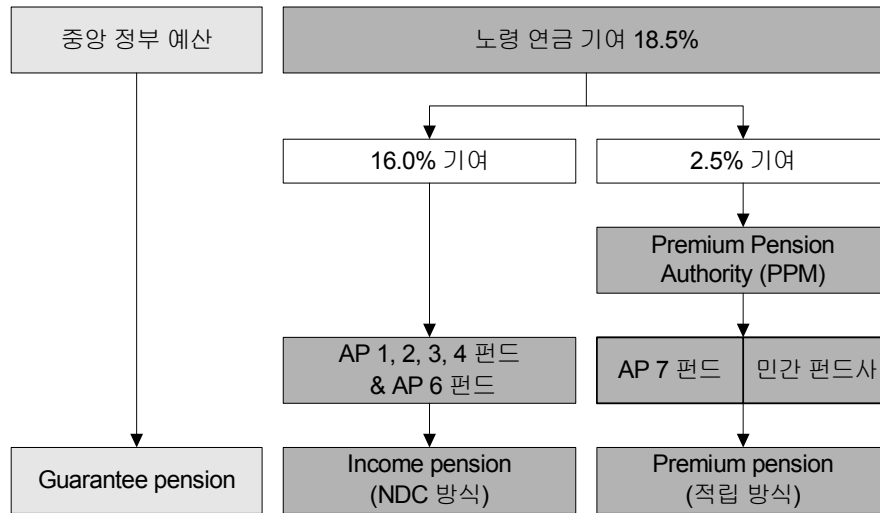
1998년 6월에 도입된 신제도는 명목 확정 기여형 방식(Notional Defined Contribution, 이하 NDC)의 Income Pension과 확정 기여형 적립 방식의 Premium Pension이 있는데, 이들은 공적 연금 제도의 새로운 전기를 마련하게 되었다.⁹³⁾ NDC 제도란 부과 방식을 이용한 확정 기여형 제도로, 가입자의 기여액이 개인별 계정에 명목적으로만 적립되는 것이다.⁹⁴⁾ 따라서 실제로 적립이 이루어지는 것은 아니며, 향후 퇴직시 명목 금액을 연금 재원으로 지급하게 된다.

Income Pension의 경우 NDC 방식으로서 기여와 이자는 개인별 계정으로 계산되지만, 실제 개인별 계정으로 투자되는 것은 아니다. Income Pension은 부과 방식에 확정 기여형이 가미된 것이라 할 수 있다. Premium Pension의 경우 기여와 투자 수익이 개인별 계정으로 관리되고 적립되며, 가입자가 기금의 투자 운영자를 선택할 수 있는 완전 적립 방식이다. 신제도의 기여 방식은 <그림 IV-7>로 정리될 수 있다. 총 기여율은 18.5%로서, 근로자와 사용자가 각각 9.25%씩 기여한다. 이 중 16%는 NDC 방식의 Income Pension에 적립되며, 나머지 2.5%는 적립 방식의 Premium Pension에 적립된다. 그 밖에 저소득층을 대상으로 중앙 정부의 예산으로 지원되는 Guarantee Pension이 존재한다.

93) 앞에서도 설명한 바와 같이, 일정 소득 미만의 저소득층에게는 중앙 정부 차원에서 지원이 이루어지는 Guarantee Pension이 존재한다.

94) 현재는 이탈리아, 폴란드, 라트비아 등의 국가에서 시행하고 있다.

<그림 IV-7> 스웨덴의 새로운 공적 연금 제도



자료: 스웨덴 국가 사회보험 위원회 웹사이트(www.rfv.se)

급여 역시 기여와 마찬가지로 Income Pension과 Premium Pension의 이중 구조로 나뉜다. 61세부터 수급이 가능하며, 수급 개시 시점이 늦어질수록 더 많은 급여액을 수령할 수 있다.⁹⁵⁾ Income Pension의 급여액은 전생애 동안의 기여액과 그에 의한 명목적 수익에 기초하여 결정된다.⁹⁶⁾ Income Pension은 총 연금 잔액을 annutisation divisor로 나눈 값을 급여액으로 결정한다. Annutisation divisor는 각 연령별로 계산된 평균 잔여 예상 수명을 반영한 값이다. 가령 평균 수명 기대값이 증가하면 annutisation divisor가 증가하게 되어 Income Pension 급여액이 작아지게 된다. Annutisation divisor는 연령별로 매년 조정되며, 65세가 되면 더 이상 조정하지 않고 고정된다. Premium Pension은 확정 기여형

95) 저소득층 대상의 Guarantee Pension은 65세부터 수급 가능하다.

96) 구제도에서는 소득이 가장 높았던 15년의 평균 소득에 기초하여 ATP 급여액을 산정하였다.

이므로, 급여액은 가입자별 투자 성과에 의해 결정된다.

나. 연금 투자

신제도를 중심으로 한 연금 재원의 투자를 살펴볼 때, 기여액의 16%가 적립되는 Income Pension이 2.5%가 적립되는 Premium Pension보다 규모가 크나, Premium Pension은 개인별 계정의 적립 방식이라는 점에서 두 가지 모두 투자 과정에 의의가 있다. <그림 IV-7>에서 본 것처럼 스웨덴의 Income Pension과 Premium Pension 재원 운용의 핵심에는 AP 펀드가 존재한다. AP 펀드란 기존의 ATP 제도 때부터 존재하던 펀드로서, 연금 급여액이 기여액을 초과하는 연금 재정 적자 상황에 대비한 완충 역할(buffer fund)을 위해 설립되었다. 2000년 4월까지 Income Pension을 위한 AP 펀드는 각 펀드별로 특정 대상에만 투자할 수 있는 형태로 6개가 존재하였는데, 각 펀드의 설립 연도 및 초기 투자 대상은 <표 IV-35>와 같다. 그 밖에 Premium Pension을 위한 펀드로 1998년에 AP 7이 설립되었다.

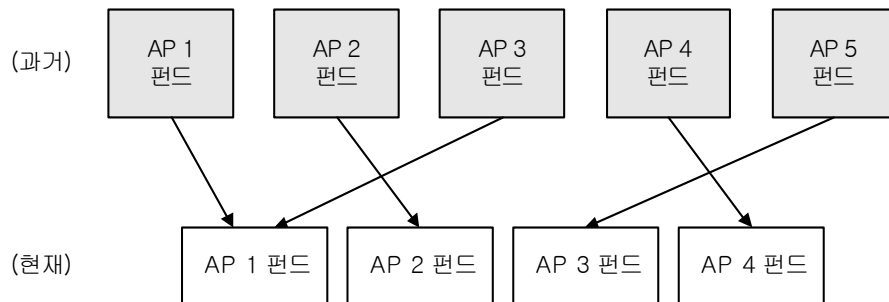
<표 IV-35> AP 펀드의 설립 연도 및 초창기 투자 대상

펀드명	설립 연도	투자 대상
AP 1	1960년	이자율 시장(interest rate market)
AP 2		
AP 3		
AP 4	1974년	주식과 기타 증권(equities and other securities on the risk capital market)
AP 5	1988년	
AP 6	1996년	

자료: 스웨덴 국가 사회보험 위원회 웹사이트(www.rfv.se)

이후 안정적으로 더 높은 투자 수익을 얻기 위한 조치로 2000년 5월에 5개의 기존 AP 펀드가 공통으로 적용되는 새로운 투자 기준에 맞추어 4개의 AP 펀드로 재구성되었고, 정부가 균등하게 공급한 SEK1,350억의 재원을 가지고 운용을 시작하였다. 이러한 AP 펀드의 변경 내역은 <그림 IV-8>과 같다. 과거에는 각 AP 펀드별로 명시된 투자 대상이 존재하여 다른 종목에는 투자가 불가능하였으나, 그러한 제한이 완화되어 각 AP 펀드는 다양한 대상에 분산 투자가 가능해져 자산 운용에 자유로운 경쟁이 이루어지게 되었다. 한편 AP 6 펀드는 AP 1, 2, 3, 4 펀드와 달리 스웨덴 내의 성장 가능성이 있는 중소기업을 투자 대상으로 하며, AP 7 펀드는 Premium Pension을 위한 펀드이다.

<그림 IV-8> AP 펀드의 변경 내역



자료: 스웨덴 국가 사회보험 위원회 웹사이트(www.rfv.se)

Income Pension을 위한 AP 1, 2, 3, 4 펀드의 투자 규정은 2001년 1월부터 동일하게 적용되고 있다. 상장된 모든 종목과 자본시장에서 거래 가능한 모든 종목에 투자가 가능하며, 다양한 대상에 분산 투자가 가능하도록 되어 있다. 노령 연금 급여의 안정적 조달이 AP 펀드 운용의 주된 목적이므로 안정성을 우선시 하여, 총 자산의 최소 30% 이상을 위험이 낮은 이자부 증권에 투자하도록 되어 있다. 상장 기업의 경우 동일

회사의 지분 10%를 한도로 하며, 비상장 벤처 캐피탈 회사의 경우 동일 회사의 지분 30%를 한도로 투자가 가능하다. 비상장 주식 투자의 경우에는 뮤추얼 펀드와 벤처 캐피탈을 통한 간접 투자만 가능하다. 환위험 노출이 될 수 있는 투자 대상에는 총 자산에 30% 이상 투자가 불가능하나, 투자 수익의 확충을 위해 점차 한도를 늘려 40%까지 투자가 가능하도록 할 예정이다.

2003년 말 현재 AP 1, 2, 3, 4 펀드의 투자 대상 현황과 적립액이 <표 IV-36>에 나와 있다. 2000년 SEK1,350억의 같은 금액으로 출발한 4개의 AP 펀드는 투자 성과에 따라 2003년 현재 총 적립액은 다소 차이를 보이고 있다. 4개 AP 펀드 투자의 가장 큰 특징은 주식 투자 비중이 가장 큰 값을 차지하고 있다는 것이다. AP 1 57.5%, AP 2 57.4%, AP 3 58.0%, AP 4 62.2%라는 주식 비중은 채권 투자보다 더 높은 상황이다. 주식으로 한정시킬 경우에도 AP 펀드의 투자 특징을 알 수 있다. 주식 전체에서 해외 주식 투자가 차지하는 비중이 AP 1 75%, AP 2 59%, AP 3 69%, AP 4 61%로서, 해외 주식의 투자 비중이 약 60%를 차지하고 있을 정도로 공격적인 투자를 보여주고 있다. 결국 30% 이상의 이자부 증권으로 안정적 수익을 보장하고, 나머지 금액으로는 적극적 투자를 통해 최대한의 수익을 창출해내는 것이 스웨덴 AP 펀드 운용의 특징이라 하겠다.

<표 IV-36> AP 펀드의 적립액과 투자 현황(2003년 말 현재)

(단위: SEK10억^a)

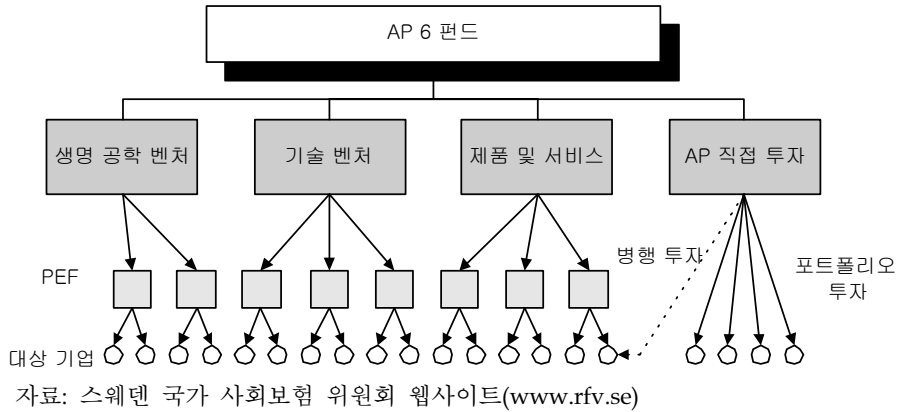
		AP 1		AP 2		AP 3		AP 4	
		금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
총 자산		140.7	100.0%	141.5	100.0%	142.9	100.0%	136.1	100.0%
주식	국내	20.4	14.5%	33.7	23.8%	25.9	18.1%	32.7	24.0%
	국외	60.6	43.0%	47.6	33.6%	57.0	39.9%	52.0	38.2%
	합계	80.9	57.5%	81.3	57.4%	82.9	58.0%	84.7	62.2%
채권	국내	24.6	17.5%	29.3	20.7%	31.7	22.2%	21.1	15.5%
	국외	29.2	20.8%	25.4	18.0%	22.8	16.0%	24.9	18.3%
	합계	53.8	38.2%	54.7	38.7%	54.5	38.1%	46.0	33.8%
파생 상품		2.4	1.7%	2.7	1.9%	2.9	2.0%	3.6	2.6%
현금 예금		0.6	0.4%	1.6	1.1%	1.5	1.0%	0.4	0.3%
기타 자산		2.0	1.4%	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%
선급 비용		0.9	0.7%	1.3	0.9%	1.2	0.8%	1.4	1.0%
총 적립액		139.3		140.4		142.5		135.5	

a. \$1 = 약 SEK 7.2임

자료: 스웨덴 국가 사회보험 위원회 웹사이트(www.rfv.se)

AP 6 펀드는 이전의 4개 펀드와는 다소 다른 양상을 보여주고 있다. <그림 IV-9>는 AP 6 펀드의 투자 과정을 보여주고 있는데, AP 6 펀드는 Private Equity operation과 Asset Management로 크게 나뉘고, Private Equity operation 부문은 사모 주식 펀드(Private Equity Funds, 이하 PEF)를 통한 위탁 투자와 AP 6 펀드의 직접 투자로 병행되고 있다. AP 6 펀드의 투자 대상은 국내 중소형 성장 기업으로 한정되어 있는데, 생명 공학 벤처, 기술 벤처, 제품 및 서비스 벤처 기업 등에 투자하고 있다.

<그림 IV-9> AP 6 펀드의 투자 과정



<표 IV-37>과 <표 IV-38>은 2003년 말 현재 AP 6 펀드의 총 자본과 투자 내역을 보여주고 있다. 최근 4개 연도의 AP 6 펀드 총 자본을 살펴보면 2000년에는 Asset Management가 80%로 대부분을 차지하였으나, 시간이 흐름에 따라 Private Equity operation 비중이 증가하여 2003년 현재 57%로 Asset Management 43%를 추월하였다. 2002년 투자 손실로 적지 않은 손실을 입기도 하였으나, 2003년 현재 AP 6의 총 적립액은 SEK128억에 달하고 있으며, PEF 투자 중에서는 생명 과학 벤처 부분이 17.2%로 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

<표 IV-37> AP 6 펀드의 총 자본과 부문별 운용 추이

(단위: SEK10억)

	2000	2001	2002	2003
Private Equity operation 비중(%)	3.7 (20%)	6.0 (36%)	5.9 (51%)	7.3 (57%)
Asset Management 비중(%)	14.7 (80%)	10.7 (64%)	5.7 (49%)	5.5 (43%)
총 자본	18.4	16.7	11.6	12.8

자료: 스웨덴 국가 사회보험 위원회 웹사이트(www.rfv.se)

<표 IV-38> AP 6 펀드의 투자 현황(2003년 말 현재)

(단위: SEK10억)

		금액	비중
Private Equity operation		2.2	57.0%
PEF 투자	생명 과학 벤처 PEF	2.2	17.2%
	기술 벤처 PEF	0.9	7.0%
	제품 및 서비스 PEF	1.9	14.8%
AP 6 직접 투자		2.3	18.0%
Asset Management		5.5	43.0%
총 펀드 운용액		12.8	100.0%

자료: 스웨덴 국가 사회보험 위원회 웹사이트(www.rfv.se)

Premium Pension의 투자 방식은 두 가지 형태로 이루어진다. 첫 번째는 가입자가 직접 민간 펀드사의 연금 펀드와 펀드 매니저를 선택하는 방식이다. 개인의 위험 선호도에 따라 투자 의사결정이 이루어지고, 1인당 최대 5개의 연금 펀드를 선택할 수 있으며, 2003년 말 현재 650여 개의 펀드가 존재하고 있다. 펀드의 교체는 언제든지 가능하며, 교체시 수수료는 부과되지 않으므로 펀드 전환에 따른 부담이 존재하지 않는다. 민간 펀드사의 운용은 Premium Pension Authority(이하 PPM)를 통해 감독이 이루어진다.⁹⁷⁾ 모든 기금 운용자는 매년 운용 결과와 경비에 대

한 상세 내역을 가입자들에게 보고해야 한다.⁹⁸⁾ 또 다른 방식은 개인이 직접 민간 펀드를 선택하기 어려운 경우로서, 이 경우 국가가 운영하는 AP 7 펀드에 투자할 수 있다.

2003년 말 현재 Premium Pension의 적립 규모를 살펴볼 때, 민간 펀드사 SEK625억, AP 7 펀드 SEK308억으로 민간 펀드사를 통한 투자가 67%의 비중을 차지하여 AP 7 펀드를 통한 투자 33%보다 2배 정도 높음을 알 수 있다. <표 IV-39>는 AP 7 펀드의 2003년 말 현재 투자 비중을 보여주는데, 채권보다 주식 비중이 월등히 높으며 해외 주식의 투자 비중이 상당하다는 특징을 보여주고 있다. 이는 Income Pension보다 작은 금액이 적립되는 Premium Pension의 상황을 고려하여, 커다란 금액 손실의 위험 없이 높은 수익을 추구하고 있는 것이라고 분석된다.

<표 IV-39> AP 7 펀드의 적립액과 투자 현황(2003년 말 현재)

(단위: SEK10억)

	주식		채권	PEF	헤지 펀드	합 계
	국내	해외				
금액	5.85	19.72	3.08	0.92	1.23	30.8
비중	19%	64%	10%	3%	4%	100%

자료: 스웨덴 국가 사회보험 위원회 웹사이트(www.rfv.se)

97) PPM은 1998년 6월 설립되었다.

98) '오렌지 봉투(orange envelope)'라 부르는 연금 운용 보고서를 매년 발송해야 한다.

V. 국민연금기금의 투자와 자본시장

1. 기존 연구의 검토
2. 국민연금기금의 재정 추계
3. 자본시장 규모의 전망
4. 국민연금기금이 주식시장에 미치는 영향

V. 국민연금기금의 투자와 자본시장

1. 기존 연구의 검토

국민연금기금과 자본시장의 관계에 대한 문헌은 크게 두 가지로 분류하여 볼 수 있다. 첫 번째는 국민연금과 같은 강제적 저축이 총 저축을 증가시킬 수 있는지에 대한 연구이다. 만약 국민연금 형태의 강제적 저축이 소비 수준을 감소시키고, 저축을 증가시킨다면, 저축의 일부는 자본시장에서 추가적인 수요를 발생시킬 수 있을 것이다. 이 경우 국민연금기금의 성장은 자본시장의 성장을 촉진시킬 수 있을 것이다. 하지만 연금이 총 저축을 증가시키는가에 대한 이슈에 대해서는 학자들 사이의 주장이 팽배하고 실증적 결과도 다양하다.

두 번째는 거시 경제 차원에서 총 저축이 일정하더라도 장기적 채무 형태인 연금의 성장이 자본시장의 발전에 크게 기여할 수 있다는 관점의 연구이다. 단기적 채무 관계에 있는 펀드의 경우 언제 유동성 문제가 발생할지 모르기 때문에 단기 투자에 적합한 저축 예금이나 단기 채권에 투자하는 경향이 있다. 하지만 장기적 채무 형태의 펀드는 유동성 문제가 큰 고려 대상이 되지 않으므로 상대적으로 평균 기대수익률이 높은 주식이나 장기 채권에 투자하는 경향이 매우 높다. 따라서 국민연금과 같은 장기 채무 형태의 저축 발달은 자본시장의 성장에 크게 기여할 수 있다는 주장이 제기되고 있다. 본 연구는 이러한 주장을 뒷받침하는 실증연구들을 간략하게 살펴보고자 한다.

가. 저축률에 대한 연구

Friedman(1957)의 항상소득가설은 국민연금의 도입이 민간 저축을 감소시킬 것이기 때문에 거시 경제 차원에서 총 저축의 변화는 없을 것이라고 예상하였다. 즉, 연금 제도를 도입하게 되면, 개인은 퇴직 후 미래 소득이 증가할 것으로 예상한다. 이에 따라 개인은 미래를 대비하여 자산을 축적할 필요성이 감소되므로, 미래를 위한 현재의 저축을 감소시킬 것이다. 하지만 Friedman은 이를 실제로 검증하기 위한 실증분석은 하지 않았다.

Friedman이 항상소득가설을 제안한 이후 미국을 대상으로 많은 실증 분석이 전개되어 왔다. Feldstein(1974)과 Munnell(1974)은 연금의 존재가 가계의 저축 성향에 어떠한 영향을 주었는지 분석하여, 통계적으로 유의미하게 연금 제도가 민간 저축을 감소시킨다는 가설을 뒷받침하는 결과를 얻었다.

하지만 Barro(1974, 1978)는 이와 같은 연구 결과에 대하여 반론을 제기하고 있다. 흔히 연금 가입자가 사회보장 재산을 부로 인식하지 않기 때문에 연금 가입자의 소비, 저축 패턴에 영향을 미칠 수 없다고 보았다. 사회보장 재산이 부로 인식될 수 없는 이유는 사회보장의 혜택을 받는 세대와 실제로 사회보장의 부담을 지는 세대가 다르기 때문이다. Barro는 중첩 세대 모형에서 만약 구세대가 신세대의 효용을 고려하여 소비한다면 사회보장의 존재는 그에 상응하는 유산 동기의 변화에 의해 상쇄되어 구세대의 소비 및 저축 행태에 영향을 줄 수 없다고 주장하였다. 실제로 Barro가 검증기간을 1929~1974년으로 확장하고 새로운 변수를 추가하여 Feldstein의 소비함수를 재추정한 결과에 의하면 사회보장 자산이 소비 함수를 추정하는 데에 있어서 통계적으로 유의한 설명 변수가 될 수 없는 것으로 나타났다.

Leimer와 Lesnoy(1982, 1985)는 Feldstein의 결과가 컴퓨터 프로그램상의 오류에 기초하고 있다고 주장하였다. 이러한 오차를 수정한 결과 연금 제도가 민간 저축을 감소시킨다는 가설을 뒷받침할 수 없다는 결과를 얻었다. 하지만 Feldstein(1982)은 이와 정반대로 컴퓨터 오류를 시정한 이후에도 여전히 사회보장 제도가 소비에 영향을 미친다는 결과를 얻었다. Feldstein(1996)은 새로 축적된 데이터를 사용하여 다시 실증분석한 결과를 바탕으로 여전히 사회보장 제도의 존재가 저축률을 감소시킨다고 주장하였다. 결론적으로 양측의 주장 중 어느 한쪽을 강력하게 뒷받침할만한 실증분석 결과는 없다고 볼 수 있을 것이다.

국가간 비교 분석에 있어서도 연금이 민간 저축률에 미치는 영향에 대해 일치하는 결론은 얻지 못하고 있다. Aaron(1967)은 19개 선진국의 1957년 횡단면 자료를 이용하여 국민소득 대비 사회보장 지출 비율이 저축률을 감소시키는 효과가 있다는 결론을 얻었다. 17개 선진국과 5개 개발도상국들에 대한 횡단면 분석을 한 Feldstein(1977)의 실증분석 결과에 의하면 국민들이 부담하는 소득 대비 연금 납입 비율이 높아질수록 가계의 저축이 감소한다. Kopits and Gutur(1980)은 사회보장 제도가 성숙한 선진국 그룹에서 소득 대비 연금 비율이 가계 저축률에 결정적인 영향을 준다고 결론을 내렸다.

하지만 이와는 반대로, 연금이 민간 저축률을 감소시킨다고 보기 어렵다는 연구 결과도 많이 있다. Barro and MacDonald(1979)은 16개 서구 선진국들의 1951~1960년 사이 거시 자료를 이용하여 사회보장 제도와 소비 지출의 관계를 분석하였다. 이에 따르면 국가들 간의 횡단면 분석에서 사회보장 제도가 저축률을 감소시킨다는 가설을 뒷받침할 만한 결과를 얻지 못하였다. Koskela and Viren(1983)은 OECD 16개국의 1960~1977년 사이의 자료를 이용해 실증분석을 시행하였다. Koskela and Viren(1983)은 가계 저축률에 대한 사회보장 변수의 추정 계수가 음

의 값을 가졌으나 통계적으로 유의하지 않아 사회보장 제도는 가계 저축률에 영향을 미치지 않는다고 주장하였다.

우리나라에서는 나성린·신관호(2003)가 연기금의 운용이 저축률에 미치는 영향을 분석하였다. 1975~2001년 동안의 실증분석 결과에 의하면 국민연금이 민간 저축률은 물론 총저축률에도 부정적인 효과를 미치는 것으로 나타났다. 정부 저축과 국민연금기금의 축적은 민간 저축을 그 이상 줄여 1988년 이래 총저축률의 10% 감소를 초래하였다. 그러나 국민연금이 총저축률에도 부정적인 영향을 미친다는 연구 결과는 해외 연구 결과와 일치된다고 보기에는 어렵다. 나성린·신관호(2003)가 밝힌 것처럼 국민연금이 도입된 시기는 1988년으로 실제 국민연금이 저축률에 미치는 영향을 분석하기에는 너무 조사 기간이 짧아 실증분석의 결과에 대한 해석은 신중해야 할 필요가 있다.

결론적으로 해외 결과나 국내 결과를 검토해 볼 때 국민연금이 저축 및 투자에 긍정적인 영향을 미쳤다고 언급하기는 어렵다. 특히, 국내 시장의 실증분석 결과만을 볼 때, 거시적 관점에서 국민연금이 저축을 증대시켜 자본시장의 성장을 가져올 수 있다고 주장할만한 실증분석 자료는 없다.

나. 자본시장에 미치는 영향

기존 연구와는 다른 각도에서 연금 펀드와 생명보험과 같은 장기 채무 형태의 계약형 저축이 자본시장에 영향을 크게 미칠 수 있다는 연구들이 발표되고 있다. 이 연구들은 계약형 저축(contractual savings)이 장기 채무 형태의 성격을 가졌다는 점을 주목하고, 계약형 저축이 자본시장 발전에 영향을 미칠 수 있다는 점을 강조하고 있다.

Catalan, Impavido and Musalem(2000)은 계약형 저축이 거시경제에

미치는 영향을 이해하기 위해서는 계약형 저축의 독특한 특징에 주목하여야 한다고 주장한다. 은행과 뮤추얼펀드는 단기적인 채무 형태를 띠는 반면에, 계약형 저축은 장기적 채무형태의 특징을 갖고 있다. 예를 들어, 은행이나 뮤추얼펀드의 예금자나 투자자는 자금이 필요할 때 언제든지 이들 기관에게 자금 인출을 요구할 수 있다. 따라서 은행이나 뮤추얼펀드는 갑작스럽게 대규모의 자금 지불 요구가 쇄도할 경우 유동성 문제에 봉착할 수도 있고 잠재적으로 파산할 위험성도 갖고 있다. 계약형 저축은 투자자와 장기적 채무 관계에 있기 때문에 이러한 유동성의 위험이 매우 낮다. 이런 관점에서 볼 때 계약형 저축의 자금 운용 전략은 은행이나 뮤추얼펀드와는 성격이 다르다. 계약형 저축은 은행과 뮤추얼펀드보다 장기 채권이나 주식시장에 대한 투자 비중이 높은 경향이 있다.

미국은행의 자산 중 장기 임대와 증권에 투자한 비중은 35%에 불과하지만, 연금 펀드의 경우 82%가 주식(57%)과 장기채권(25%)에 투자하였고, 생명보험의 경우 77%가 주식(20%)과 장기채권(57%)에 투자하였다. 이러한 특징은 영국, 네덜란드, 호주, 스웨덴, 노르웨이 등 OECD 국가에서 공통적으로 나타나는 경향으로 볼 수 있다.

Catalan, Impavido and Musalem(2000)은 OECD 국가를 포함하여 29개 국가를 대상으로 계약형 저축의 성장과 주식시장 및 주식시장 거래규모의 상관관계를 분석하였다. Granger Causality 분석에 의하면 계약형 저축의 성장이 자본시장의 발전에 기여한 측면이 그 반대의 경우보다 훨씬 크다.

Impavido, Musalem and Tressel(2003)의 실증분석 결과에 의하면 금융자산 대비 계약형 저축의 증가는 GDP 대비 주식시장과 채권시장의 규모를 증가시킨다. 이러한 결과는 Catalan, Impavido and Musalem(2000)의 실증분석과도 일치한다.

향후 우리나라 국민연금기금이 자본시장에 어떠한 영향을 미칠 수

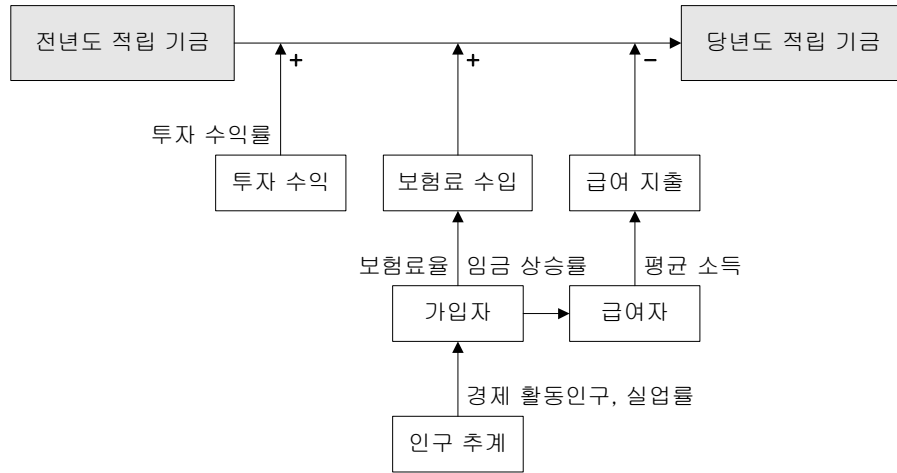
있을 것인가를 파악하기 위해, 위의 두 가지 연구 결과에 대해 4절에서 보다 상세히 다루고자 한다.

2. 국민연금기금의 재정 추계

국민연금기금과 자본시장의 관계를 알아보기 위해 국민연금기금의 재정 추계가 필요하다. 국민연금기금의 재정 추계는 국민연금발전위원회의 『2003 국민연금 재정추산 및 제도개선방안』의 국민연금 재정 추계 자료를 사용하였다. 국민연금기금의 재정 추계는 재정 수입과 지출에 대한 장기 예측을 연금 수리 모형(actuarial model)을 이용하여 산출하였다. 연금 수리 모형이란 인구 및 경제 변수에 대한 가정을 입력하고, 연금 제도의 세세한 내용과 초기 자료를 이용하여 재정 수입과 재정 지출을 계산하는 방법을 말한다. 여기서는 『2003 국민연금 재정추산 및 제도개선방안』의 국민연금기금의 재정 추계에 대해서 간략하게 설명하고자 한다.

<그림 V-1>은 연금 재정 추계의 방식과 절차를 나타내고 있다. 연금 재정의 주 수입은 보험료 수입과 연금 운용에 따른 투자 수익으로 분류될 수 있다. 연금 운용에 따른 투자 수익에 대한 추계를 위해서는 전년도 적립 기금과 기금에 대한 투자수익률에 대한 가정이 필요하다. 기금 투자수익률은 국민연금기금의 투자수익률과 관련성이 높은 3년 만기 회사채 유통수익률과 경제 성장률의 전망치를 기준으로 설정하였다. <표 V-1>과 같이 투자수익률은 자본의 세계화 등을 반영하여 장기적으로 국제 금리 수준으로 수렴하는 것으로 예상하여 실질 투자수익률이 점진적으로 낮아지는 것으로 가정하였다.

<그림 V-1> 재정 추계 흐름도



연금 기여 수입을 산정하기 위해선 연금 가입자의 수를 추정해야 하고, 이들의 임금상승률과 기여율을 고려해야 한다. 연금 가입자의 수는 경제활동 인구와 경제활동 참여율 및 실업률을 고려하여야 한다. 하지만 연금 재정 규모에 영향을 미치는 요인으로 무엇보다도 중요한 것은 기여율에 대한 가정이다. 본 연구에서는 현재와 같이 기여율이 9%를 유지하는 경우와 2030년 기여율이 16%까지 상승하는 경우로 나누어 살펴볼 것이다.⁹⁹⁾

급여지출의 경우 소득대체율이 현재의 60%를 계속 유지할 것이라고 가정하였다.¹⁰⁰⁾ 매년도 총급여액은 신규 수급자 급여액과 계속 수급자

99) 보험료수입과 급여지출 추계를 위한 또 하나의 중요 가정은 인구증감률에 대한 가정이다. 『2003 국민연금 재정추산 및 제도개선방안』은 최근의 출산비율이 향후에도 계속될 것이라는 중위 가정을 적용하였다.

100) 소득대체율이란 퇴직 전 소득(생애평균소득 = 국민연금 가입기간 전체의 평균소득)에 대한 연금 급여액의 비율을 의미한다.

급여액의 합으로 계산된다. 수급자의 급여액은 가입 기간과 생애 평균 소득을 적용하여 산출된다. 생애 평균 소득을 산출하기 위한 중요 가정은 실질 임금상승률이다. 일반적으로 실질 임금상승률과 노동생산성 증가율의 장기적인 추세는 거의 유사한 패턴을 보인다.¹⁰¹⁾ 추계 초기에는 실질 임금상승률을 미국이나 캐나다보다 다소 높게 책정하였지만 국내 경제의 선진화로 노동생산성 증가는 선진국 수준으로 점차 하향화 될 것으로 가정하였다.¹⁰²⁾

<표 V-1>은 국민연금 장기 재정수지 전망을 위한 중요 가정을 요약하고 있다. 기여율을 2070년까지 9%로 유지할 경우의 재정수지 전망을 Case A로 지칭하고, 2010년부터 기여율을 매 5년마다 1.4%p씩 증가시켜 2030년까지 16%수준까지 인상한 후 2070년까지 유지하는 경우를 Case B라고 한다. 보건복지부는 2010년부터 기여율을 매 5년마다 1.38%p씩 증가시켜 2030년까지 15.9%로 인상하는 안을 2003년 정기국회에 상정했지만 통과하지 못하였다. 보건복지부 산하인 국민연금관리공단은 여러 가지 기여율 시뮬레이션에 의해 국민연금기금 재정 추계를 하였다. 본 연구에서는 기여율을 2010년부터 5년마다 1.4%p씩 인상하여 최종 16%로 하는 안을 Case B로 사용하였다.

101) 명목 임금상승률과 노동생산성 증가율의 장기적인 추세도 그 결과가 같다.

102) 미국의 OASDI와 캐나다의 CPP가 자국의 연금재정에 대한 장기전망을 위하여 설정한 최종 가정치에 따르면, 미국과 캐나다의 실질 임금상승률은 1.1% (미국은 2011년 이후, 캐나다는 2015년 이후에 적용)다.

<표 V-1> 국민연금기금 재정 추계를 위한 중요 가정

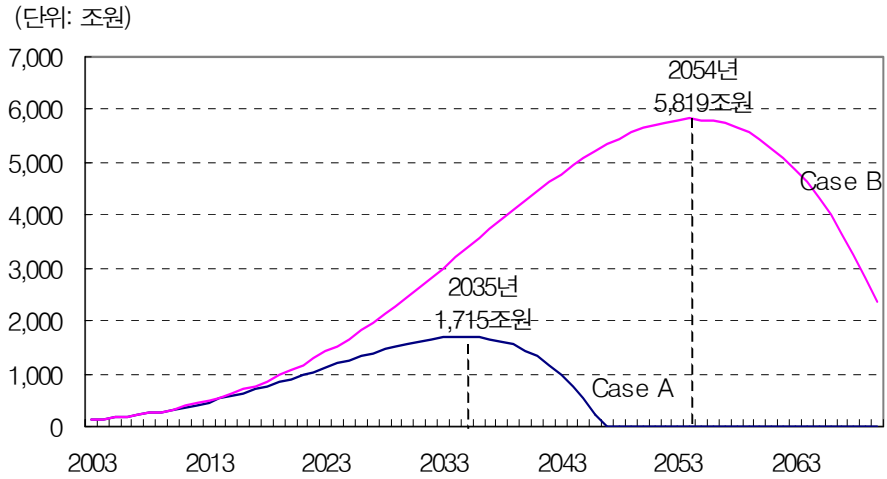
(단위: %)

연도	출산율	평균 수명(세)		기금 투자수익률	실질 임금상승률	기여율	
		남	여			Case A	Case B
2005	1.37	74.4	81.2	4.5	3.5	9	9
2010	1.36	75.5	82.2	4.5	3.5	9	10.4
2015	1.37	76.5	83.2	4.0	3.0	9	11.8
2020	1.37	77.5	84.1	4.0	3.0	9	13.2
2025	1.38	78.0	84.5	3.0	2.5	9	14.6
2030	1.39	78.4	84.8	3.0	2.5	9	16
2035	1.40	78.8	85.2	2.5	2.0	9	16
2040	1.40	79.2	85.5	2.5	2.0	9	16
2045	1.40	79.6	85.9	2.5	2.0	9	16
2050	1.40	80.0	86.2	2.0	2.0	9	16
2055	1.42	80.2	86.5	2.0	1.5	9	16
2060	1.44	80.4	86.7	2.0	1.5	9	16
2065	1.47	80.7	87.0	2.0	1.5	9	16
2070	1.51	81.0	87.1	2.0	1.5	9	16

- a. 물가상승률은 전 기간에 걸쳐 3%로 가정함
 - b. 국민연금기금은 소득대체율 60%를 유지한다고 가정함
- 자료: 통계청, 『연령별 추계인구』, 국민연금발전위원회, 『2003 국민연금 재정추계 및 제도개선방안』, 보건복지부, 『국민연금 제도개선 및 기금운용위원회 상설화 방안에 관한 공청회』

<그림 V-2>와 <표 V-2>는 Case A와 Case B의 장기 재정추계를 나타내고 있다. 현행제도를 유지할 경우인 Case A의 적립기금은 2035년까지 지속적으로 증가하여 1,715조원까지 상승하였다가 2035년 이후에는 급속도로 감소하여 2047년에 국민연금기금이 고갈될 것으로 예상된다. <그림 V-2>가 보여주듯이 최대의 적립기금이 쌓이는 데는 현재부터 30년 이상이 걸리지만 그로부터 고갈되는 기간은 12년밖에 걸리지 않을 만큼 급속도로 감소하는 것으로 나타난다. 기여율이 2030년까지 16%로 올라간다고 가정하고 있는 Case B의 경우, 적립기금은 2053년을 정점으로 5,819조원까지 상승하다가 이후 급속하게 감소된다.

<그림 V-2> 국민연금기금 재정 추계^{a,b}



- a. Case A는 기여율 9%를 유지할 경우의 국민연금 적립기금 추세를 나타냄
 - b. Case B는 기여율 9%를 2009년까지 유지하고, 2010년부터 1.4%p씩 증가시켜 2030년 이후 16%를 유지할 경우의 국민연금 적립기금추세를 나타냄
- 자료: 보건복지부, 『국민연금 제도개선 및 기금운용위원회 상설화 방안에 관한 공청회』

Case A와 Case B는 각 기간에 따른 국민연금기금의 규모는 상이하
나 동일한 패턴을 보이고 있다. 상대적으로 완만한 상승을 보이다가 급
격한 감소를 보여주고 있다. 이렇게 국민연금기금이 급격하게 고갈되는
패턴을 보이게 될 것으로 예상되는 이유는 노령 인구의 급증과 경제활
동 인구 감소에서 그 원인을 찾을 수 있을 것이다.

<표 V-2> 국민연금기금 재정 추계

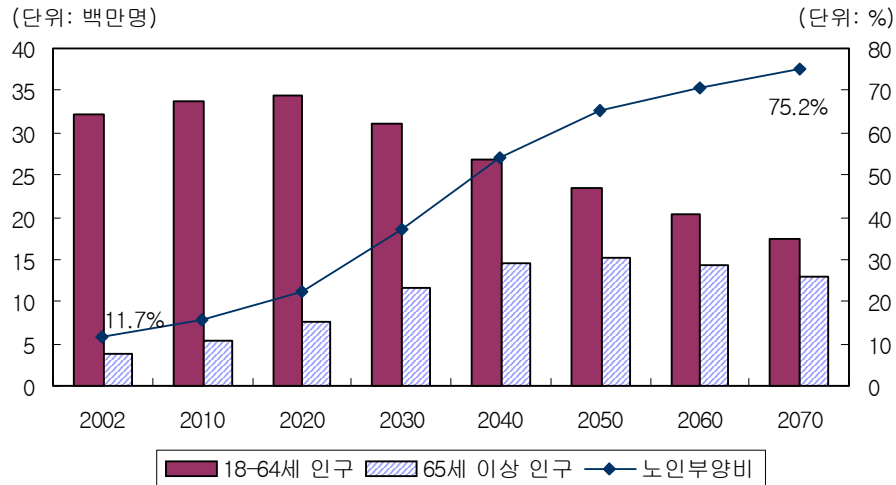
(단위: 10억원)

연도	총지출	Case A			Case B		
		기여율	적립기금	적립률 ^a	기여율	적립기금	적립률
2005	4,219	9.0%	160,396	32.0	9.0%	160,396	32.0
2010	11,094	9.0%	328,694	26.1	10.4%	333,250	26.1
2015	19,091	9.0%	571,775	27.0	11.8%	616,870	28.6
2020	35,010	9.0%	908,028	23.8	13.2%	1,070,302	27.4
2025	64,936	9.0%	1,256,246	18.3	14.6%	1,667,576	23.5
2030	111,103	9.0%	1,581,638	13.7	16.0%	2,470,113	20.6
2035	181,177	9.0%	1,715,359	9.4	16.0%	3,381,817	17.6
2036	201,456	9.0%	1,702,972	8.5	16.0%	3,566,939	16.8
2040	289,188	9.0%	1,447,808	5.3	16.0%	4,281,188	14.2
2045	414,321	9.0%	526,472	1.9	16.0%	5,074,580	11.9
2047	473,542	9.0%	-96,159	0.5	16.0%	5,340,543	11.0
2050	561,966	9.0%	-	-	16.0%	5,667,260	9.9
2060	895,032	9.0%	-	-	16.0%	5,442,120	6.2
2070	1,286,469	9.0%	-	-	16.0%	2,341,534	2.2

a. 적립률이란 전년도말 적립기금을 당해연도 지출로 나눈 값을 의미함
 자료: 보건복지부, 『국민연금 제도개선 및 기금운용위원회 상설화 방안에 관한 공청회』

<그림 V-3>은 경제활동 인구, 65세 이상 노령인구 및 노인부양비율의 추세를 보여주고 있다. 현재와 같이 저조한 인구증가율이 계속될 경우 총인구는 2020년에 가장 높은 5,065만 명에 이를 것이고 그 이후 점차 감소할 것으로 예상된다. 하지만 65세 이상 인구를 경제활동 인구인 18~64세 인구로 나눈 노인부양비율의 경우 2015년 18%, 2035년 45.3%, 2055년 66.4%로 계속적으로 증가할 것으로 예상된다. 노령 인구의 증가로 국민연금기금의 지출은 급격히 증가하고 인구 감소로 국민연금기금의 수입은 감소되는 상황에서 국민연금기금의 고갈은 필연적일 수밖에 없을 것이다. 기여율의 상승은 이를 늦추는 효과는 있지만 근본적으로 국민연금기금의 고갈을 해결시켜줄 수는 없을 것으로 보인다.

<그림 V-3> 경제활동 인구, 65세 이상 인구 및 노인부양비율 추세

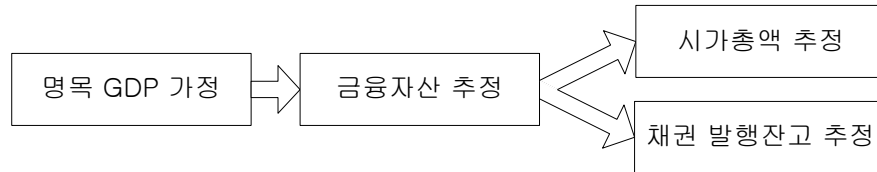


자료: 국민연금발전위원회, 『2003 국민연금 재정계산 및 제도개선방안』

3. 자본시장규모의 전망

향후 국민연금과 자본시장의 관계를 살펴보기 위해서 국민연금기금의 재정 규모는 물론 자본시장의 규모를 추정하여야 한다. 본 연구는 금융자산과 GDP와의 관련성, 금융자산과 자본시장 규모의 관련성을 기초로 자본시장의 규모를 추정하였다. <그림 V-4>는 자본시장의 규모를 추정하기 위한 과정을 보여주고 있다. 우선, 명목 GDP의 성장률을 가정하여 각 연도별 명목 GDP를 산출한다. 명목 GDP와 금융자산의 관계를 바탕으로 각 연도별 금융자산을 추정한다. 두 번째로, 금융자산과 주식의 시가총액과 채권 발행잔고와의 관계를 파악하여 각 연도별 금융자산에 상응하는 시가총액의 규모와 채권 발행잔고를 추정하였다.

<그림 V-4> 시가총액 및 채권 발행잔고 추정 방식



가. 금융자산과 1인당 GDP의 관계

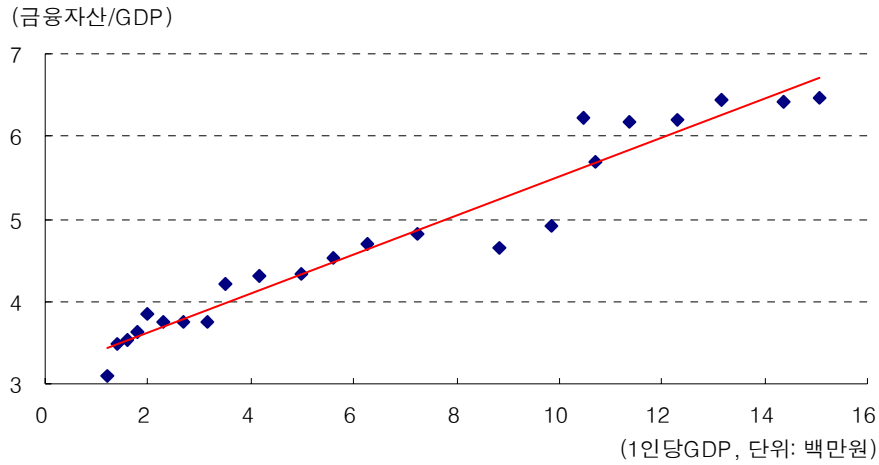
<그림 V-5>는 1981년부터 2003년까지의 금융연관비율(금융자산/GDP)과 1인당 GDP가 뚜렷한 양의 관계를 지니고 있음을 보여주고 있다. 이러한 양의 관계는 단순히 시계열자료에서만 나타나는 것이 아니라 각 나라별 횡단면 분석에서도 확인될 수 있다.¹⁰³⁾ 본 연구는 이러한 관련성을 이용하여 각 연도별 1인당 명목 GDP를 추정하여 연도별 금융자산을 추정한다.

각 연도별 GDP는 KDI의 『2001년도 예비타당성 조사 수행을 위한 일반지침연구(3판)』의 실질 GDP 성장률 전망과 한국은행의 물가상승률 목표치인 3%의 가정을 바탕으로 산출하였다.¹⁰⁴⁾

103) 김형태·김근수·정재만(2003)의 『증권산업의 현황과 시나리오 분석』 p. 176을 참조하시오.

104) 물가상승률의 최종 가정치는 미국 OASDI(2006년~) 3.0%, 캐나다 CPP(2015년~) 3.0%, 일본 후생연금(1999년) 1.5%다.

<그림 V-5> 금융연관비율(금융자산/GDP)과 1인당 GDP의 관계



자료: 한국은행, 『국민계정』

각 연도별 금융자산의 추정은 다음의 회귀식을 이용하여 구하였다.¹⁰⁵⁾

$$FI_t = \beta_0 + \beta_{1t} \ln(IGDP_t/IGDP_{t-1}) + \beta_{2t} T \dots \dots (1)$$

여기서, FI_t = t년도의 금융연관비율(금융자산_t/GDP_t)

$IGDP_t$ = t년도 1인당 GDP

$IGDP_t/IGDP_{t-1}$ = t년도 1인당 GDP 성장률

T = 연도를 나타내는 더미변수(1981, 1982, ... , 2003)

<표 V-3>은 1981~2003년 동안 통계 자료를 이용하여 추정한 회귀식 (1)의 결과를 보여주고 있다. 결과에 따르면 시간 경과에 따른 추세를

105) 금융연관비율과 1인당 GDP는 시계열자료로 cointegration 문제를 발생시킬 수 있기 때문에 금융연관비율과 GDP 성장률간의 회귀방정식을 추정하였다.

고려할 경우, 금융연관비율(FI)은 1인당 GDP 성장률과 음의 관계를 갖고, 추세를 나타내는 T와는 양의 관계를 갖는 것으로 나타나고 있다. 각 변수들의 계수값도 5% 수준에서 모두 유의하게 나타나고 있으며, Adj. R²은 0.9639를 나타내고 있다.

**<표 V-3> 금융연관비율과 1인당 GDP 성장률과의 관계:
1981~2003년**

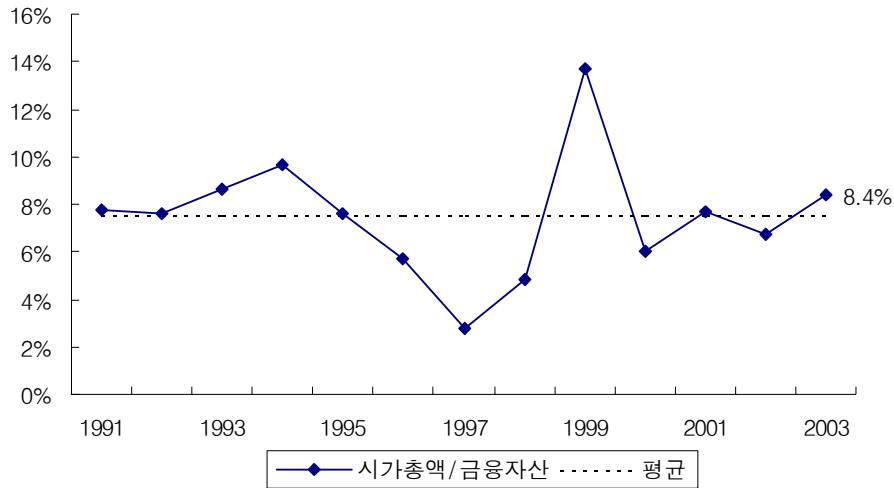
모형 1: $FI_t = \beta_0 + \beta_1 \ln(IGDP_t/IGDP_{t-1}) + \beta_2 T$				
비율	β_0	β_1	β_2	Adj. R ²
FI_t (금융자산/명목GDP _t)	-263.124* (-14.66)	-5.634* (-4.95)	0.1347* (15.02)	0.9639

a. 괄호 안은 t값이며, *는 모두 5% 수준에서 유의적임을 의미함

나. 주식시장 규모와 채권 발행잔고의 추정

<그림 V-6>은 금융자산 대비 우리나라 상장주식의 시가총액 비율을 보여주고 있다. 1991년부터 2003년까지 13년 동안 금융자산 대비 시가총액 비율은 뚜렷한 추세를 보여주지 못한다. 우리나라 주식시장의 경우 주가의 변동성이 매우 심할 뿐만 아니라 주가의 급락이 반복하고 있어 시가총액의 변화에 따라 금융자산 대비 시가총액비율이 크게 변동하기 때문이라고 보여 진다. 금융자산 대비 시가총액 비율의 경우 일정한 추세를 보여주지 않고 있기 때문에 향후에도 일정한 비율을 유지한다는 정적 가정을 채택하는 것이 바람직할 것이다. 지난 13년간 금융자산 대비 시가총액 비중의 평균값이 약 7.5%이므로 이 비율이 향후에도 지속 될 것으로 가정한다.

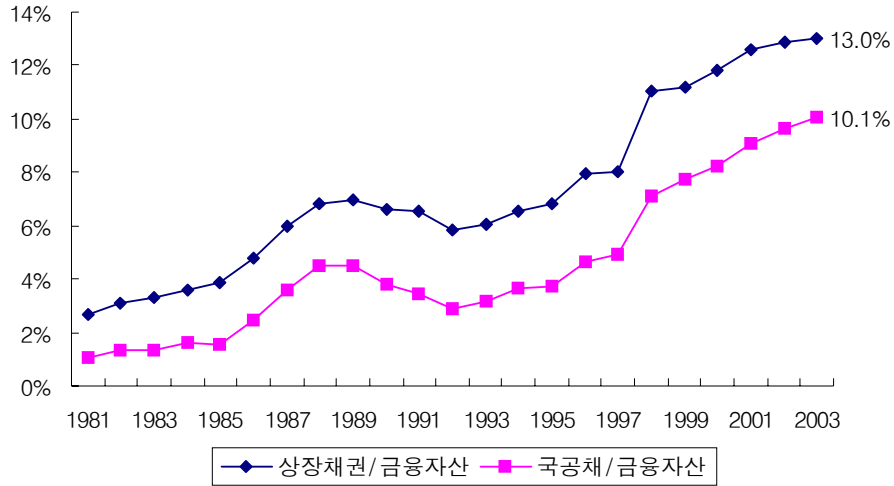
<그림 V-6> 금융자산 대비 시가총액 비율



자료: 한국은행, 『국민계정』, 증권거래소, 『주식통계』

시가총액과는 달리 1981~2003년 동안 금융자산 대비 상장채권 비율은 일정한 추세를 보이고 있다. <그림 V-7>에 나타나듯이 지난 24년간 금융자산이 성장하면서 금융자산에서 채권이 차지하는 비중이 완만히 증가하고 있다. 그러나 자본시장이 우리보다 발달한 미국의 경우, 금융자산 대비 채권 발행잔고의 비중은 20%정도 수준에서 등락을 반복하고 있다는 점을 고려하면 이러한 증가 추세도 일정 수준에 이르면 사라질 것으로 보인다. 따라서 우리나라의 경우에도 금융자산 대비 채권 발행잔고 비율이 20%가 되면 이후 기간에는 이 비율을 유지하는 것으로 가정한다.

<그림 V-7> 금융자산 대비 상장 채권 및 국공채 비율



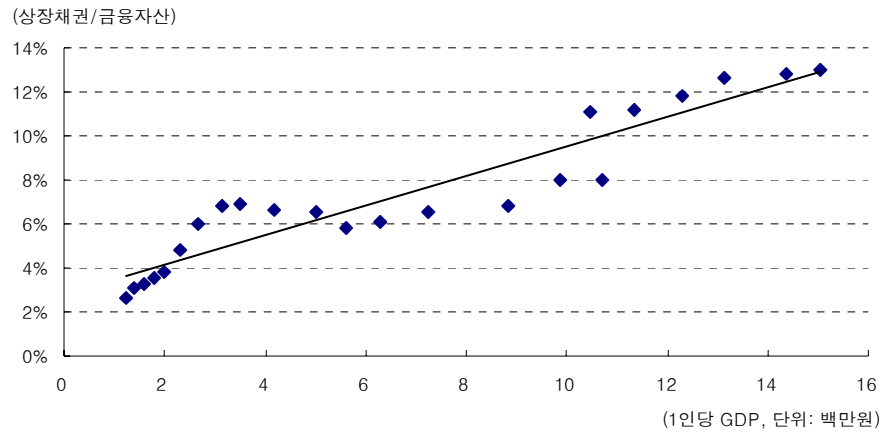
자료: 한국은행, 『국민계정』

<그림 V-8>은 금융자산 대비 상장 채권의 비율과 1인당 GDP와의 관계를 보여주고 있다. 금융연관비율과 마찬가지로 금융자산 대비 상장 채권 비율(상장 채권/금융자산)도 1인당 GDP와 양의 상관관계를 갖고 있다. 이러한 관계를 바탕으로 1981~2003년 기간동안의 통계 자료를 이용하여 다음과 같은 회귀식을 추정하였다.

$$DF_t = \beta_0 + \beta_{1t} \ln(IGDP_t/IGDP_{t-1}) + \beta_{2t} T \dots \dots (2)$$

여기서, DF_t = t년도의 (상장 채권/금융자산) 비율

<그림 V-8> 금융자산 대비 상장 채권 비율과 1인당 GDP의 관계



<표 V-4>에 따르면 회귀식 (2)의 결과도 금융연관비율 회귀식 (1)과 마찬가지로 금융자산 대비 채권 발행잔고의 비율은 1인당 GDP 성장률과 음의 관계를 갖고, 시간 T와는 양의 관계를 갖는 것으로 나타나고 있다. 앞에서 언급하였듯이 상장 채권 규모는 2024년에 금융자산 대비 상장 채권의 비율이 20%가 될 때까지는 회귀식을 통해 구해진 값을 사용하고, 2025년부터는 금융자산 대비 20%를 유지한다고 가정하였다.

<표 V-4> 금융자산 대비 채권 발행잔고 비율과 1인당 GDP 성장률과의 관계: 1981~2002년

회귀 모형: $비율_t = \beta_0 + \beta_1 \ln(IGDP_t/IGDP_{t-1}) + \beta_2 T$				
비율	β_0	β_1	β_2	Adj. R ²
DF_t (상장 채권 _t /금융자산 _t)	-8.195* (-8.23)	-0.082 (-1.03)	0.0042* (8.35)	0.8678

a. 괄호 안은 t값이며, *는 모두 5% 수준에서 유의적임을 의미함

<표 V-5>는 2005~2070년 동안에 주요변수들의 예측치를 요약한 것이다. 우선 금융연관비율은 평균적으로 매년 0.13%p씩 증가하는 추세를 보이면서 2030년에 금융자산이 GDP의 10배를 넘어서고, 2065년에는 15배에 이를 것으로 예상된다.¹⁰⁶⁾ 금융자산의 규모가 증가하면서 2003년 말 355조원 규모의 시가총액도 2015년에 1,000조원을 넘어서고 2040년에는 GDP 규모와 비슷한 수준으로 성장할 것으로 보인다. 채권 발행잔고는 2005년의 금융자산 대비 12% 수준에서 빠르게 증가해 2012년에는 시가총액의 2배를 넘어설 것으로 기대되며, 2025년 이후에는 금융자산 대비 20%(시가총액 대비 2.67배) 수준을 유지하는 것으로 가정하였다.

106) 미국의 경우 1980~2002년 동안 연간 평균 0.15%p씩 증가하였고, 영국의 경우에는 1987~2002년 동안 연간 0.19%p씩 증가하였다. 반면, 일본의 금융연관비율은 1990~2003년 동안 전혀 증가하지 못한 것으로 나타났다.

<표 V-5> 2005년~2070년 기간 동안의 주요 추정 경제변수

(단위: 조원)

연도	1인당 GDP (백만원)	명목 GDP ^{a,b}	금융자산	금융 연관비율 ^c	시가총액 ^d	채권 발행잔고 ^e
2005	17.5	741	5,673	6.7	425	678
2010	25.2	1,091	9,223	7.4	692	1,298
2015	35.4	1,557	14,415	8.1	1,081	2,333
2016	37.8	1,665	15,683	8.2	1,176	2,605
2017	40.3	1,778	17,030	8.4	1,277	2,901
2018	42.9	1,894	18,455	8.5	1,384	3,222
2019	45.6	2,015	19,963	8.7	1,497	3,571
2020	48.4	2,140	21,550	8.8	1,616	3,947
2025	63.2	2,794	30,479	9.5	2,286	6,240
2030	80.5	3,535	41,324	10.2	3,099	8,265
2035	102.4	4,423	55,104	10.9	4,133	11,021
2040	130.2	5,480	72,606	11.6	5,445	14,521
2045	164.5	6,675	93,452	12.2	7,009	18,690
2050	211.4	8,184	120,739	12.9	9,055	24,148
2055	273.5	10,005	155,256	13.6	11,644	31,051
2060	357.5	12,231	199,079	14.2	14,931	39,816
2065	472.1	14,952	254,718	14.9	19,104	50,944
2070	629.8	18,279	325,261	15.5	24,395	65,052

- a. 명목 GDP 성장률 = 실질 GDP 성장률 + 물가 상승률. 실질 GDP 성장률의 경우 2050년까지는 KDI의 『2001년 예비타당성조사 연구보고서-예비타당성조사 수행을 위한 일반지침 연구(제3판)』를 참고하였고 2051년~2070년은 1.1%로 가정함
- b. 한국은행 통계자료의 1995년 기준 명목 GDP를 사용함
- c. 금융연관비율 = 금융자산 / 명목 GDP
- d. 시가총액은 금융자산의 7.5%를 가정함
- e. 2024년까지의 상장 채권은 81년부터 2003년의 자료를 이용하여 추정된 회귀식으로부터 구하였으며, 2025년 이후부터는 금융자산 대비 20%를 가정함

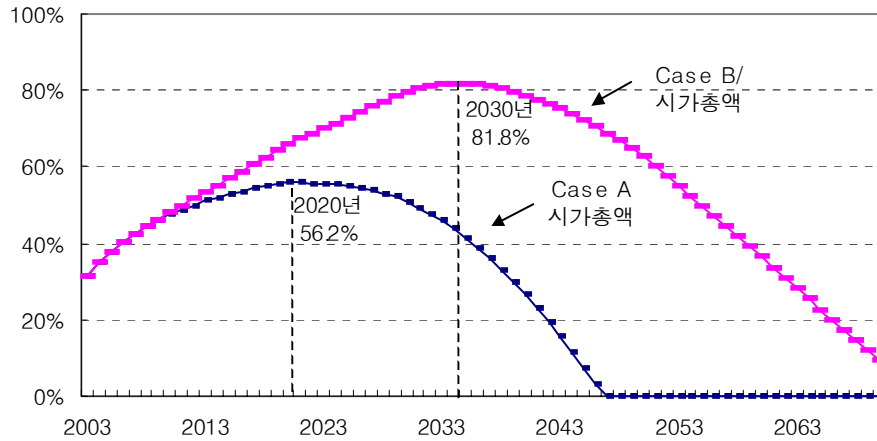
다. 국민연금기금 적립 규모와 주식 및 채권시장

<그림 V-9>는 앞서 추정된 주식시장의 규모에 비해 국민연금기금 적립의 규모는 얼마나 될 지를 보여주고 있다. 기여율이 현재의 9%를 지속적으로 유지한다고 가정할 경우 시가총액 대비 국민연금 적립기금 규모는 2003년 32%에서 2020년 56%까지 증가하였다가 급격하게 감소할 것으로 추정된다. 향후 국민연금기금에서 차지하는 국내 주식투자 비중을 늘리지 않아도 주식시장에서 차지하는 비중은 2020년까지 늘어날 것이지만 그 이후에는 주식시장과 비교하여 국민연금기금 자산의 비중이 오히려 감소하게 될 것이라고 추정할 수 있다. 시가총액 대비 국민연금기금의 비중이 축소되는 시점은 국민연금기금의 적립규모가 가장 클 시점인 2035년보다 15년 정도 선행하는 것으로 나타난다.

기여율이 2030년 16%까지 상승하게 되는 Case B의 경우 시가총액 대비 국민연금 비중은 2035년 82%까지 증가하였다가 감소하기 시작해 2070년 10%로 축소되는 것으로 나타난다. Case B의 경우, 시가총액과 비교하여 국민연금기금 규모가 상대적으로 감소하는 시점은 국민연금기금 규모가 절대적으로 감소하게 되는 시점인 2054년보다 20년 선행하게 될 것이다.

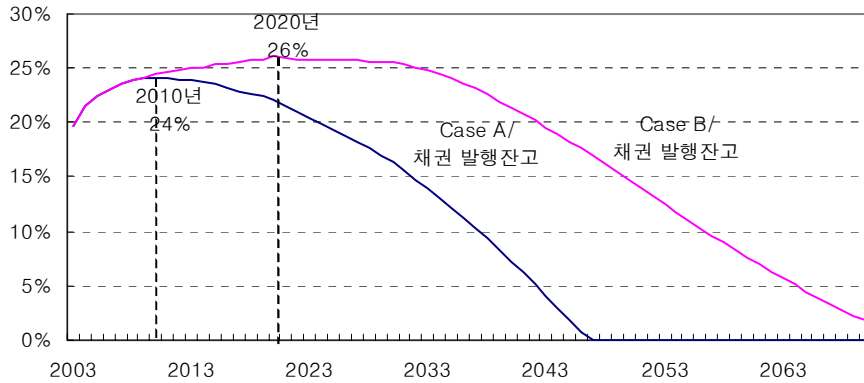
시가총액 대비 국민연금기금의 비중변화는 국민연금기금이 향후 주식시장에서 차지하는 중요도가 얼마나 될 것인지를 보여주고 있다. 만약 국민연금 자산 중 주식투자 비중이 일정하다면 국민연금기금이 주식시장에서 차지하는 비중은 Case A의 경우 2020년에 가장 높을 것이고, Case B의 경우 2035년이 가장 높을 것이라고 예상할 수 있다.

<그림 V-9> 국민연금기금과 주식시장



<그림 V-10>은 채권 발행잔고 대비 국민연금기금의 비중을 보여주고 있다. 2010년 혹은 2020년까지는 국민연금기금 적립규모가 채권 발행잔고보다 더 빠른 속도로 증가하므로 채권 발행잔고 대비 국민연금기금의 비중은 증가하는 것으로 나타난다. Case A의 경우 채권 발행잔고 대비 국민연금기금 비중은 2010년까지 24%까지 증가하였다가 2037년 10%로 감소할 것으로 예측된다. <그림 V-8>에서 주식시장 대비 국민연금기금 비중이 가장 높은 시점이 2020년이란 점을 고려해 볼 때 채권 발행잔고 대비 국민연금기금의 비중이 가장 높은 시점은 훨씬 이른다. 마찬가지로 Case B의 경우도 채권 발행잔고 대비 국민연금기금 비중은 2020년까지 26%까지 증가하였다가 2056년 10%로 감소하는 것으로 예측된다.

<그림 V-10> 채권 발행잔고 대비 국민연금기금 규모



채권 발행잔고 대비 국민연금기금 비중은 시가총액 대비 국민연금기금 비중보다 훨씬 낮다. 하지만 국민연금기금의 채권 투자 비중이 매우 높고, 특히 채권 중에도 안정성이 높은 국채에 대한 수요가 높다. 채권 발행잔고 대비 국민연금기금 비중이 20% 수준인 현재에도 국채에 대한 초과수요가 발생하고 있는데 향후 안정적 채권에 대한 초과 수요 문제는 훨씬 심각할 것으로 예측할 수 있을 것이다.

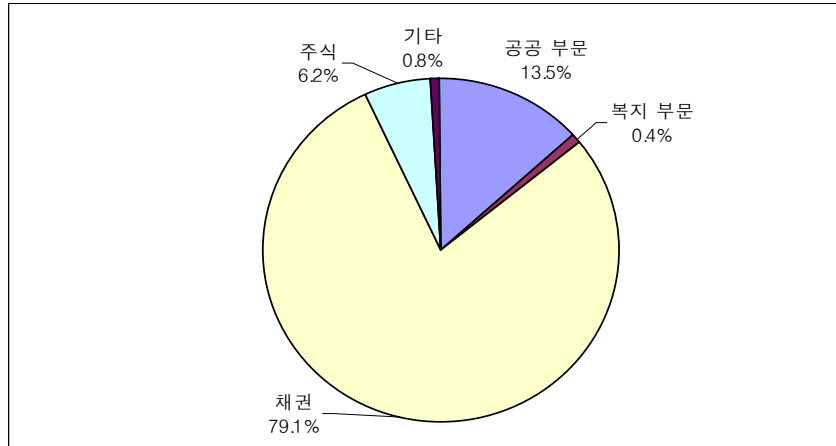
따라서 국민연금기금 운영에 있어서 고려해야 할 사항은 2010년까지 채권시장에서 안정성이 높은 채권시장에 대한 초과 수요 문제를 어떻게 해결할 것인지가 중요한 이슈라고 볼 수 있다. 역으로 2020년 이후에는 채권에 투자한 국민연금기금 자산이 급격하게 줄어들 때 채권시장의 초과 공급 문제를 어떻게 해결할 것인지에 대한 고려가 필요하다.

라. 국민연금기금 운용 현황과 향후 전망

<그림 V-11>은 2003년도의 국민연금기금 운용현황을 보여주고 있다. 국민연금 자산 중 채권에 투자하는 비중은 2003년 기준으로 79% 수준이다. 특히, 국민연금기금은 특성상 채권 중에도 안정성이 높은 국공채 위주에 투자를 하고 있다. 특히 채권 중에도 국채에 투자하는 비중이 가장 높아 전체 채권 중 국채에 투자하는 비중은 37.5%, 특수채와 금융채 등에 투자비중은 약 46%이지만, 회사채와 해외채권은 각각 14.6%, 0.7% 정도로 미비하다.¹⁰⁷⁾ 이러한 통계는 국민연금기금이 채권 중에서도 국채와 같이 안정성이 매우 높은 채권 중심으로 운용되고 있음을 보여주고 있다. 국민연금 자산 중 주식에 투자 비중은 직접투자와 위탁투자를 고려해 볼 때 약 6.2% 수준이다.

107) 특수채는 한국전력, 토지개발공사 등 특별법에 의해 설립된 기관(공사, 공단)이 발행한 채권이고, 금융채는 통안증권, 산금채, 은행채를 말한다. 본 통계자료는 국민연금관리공단 기금운용본부의 『국민연금 기금운용 현황과 방향-채권투자를 중심으로』에서 인용하였다.

<그림 V-11> 2003년 국민연금기금 운용 현황^{a,b}



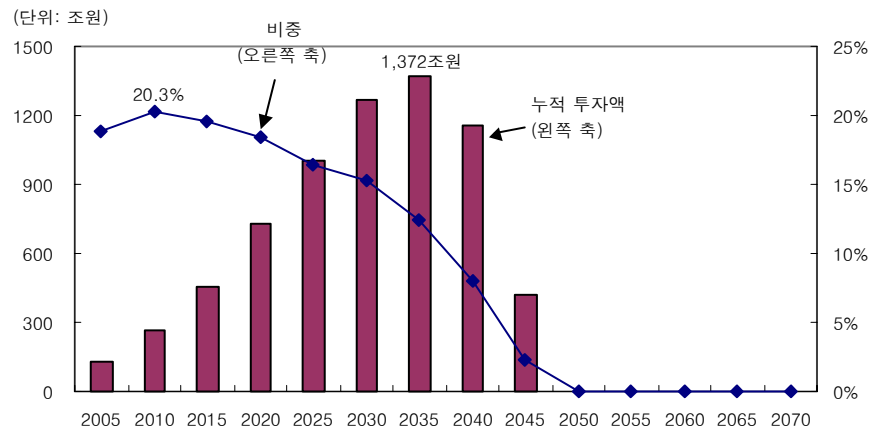
a. 채권, 주식, 기타의 합은 금융부문을 나타냄
 b. 주식은 주식과 위탁투자의 합이고, 기타는 금전신탁, 수익증권, 단기자금의 합임
 자료: 국민연금관리공단, 『연도별 기금투자현황』

1) 국민연금 자산운용과 채권시장

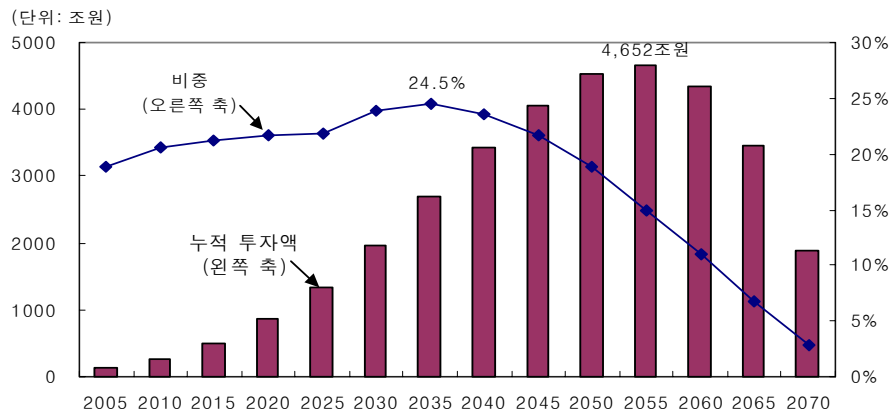
<그림 V-12>는 향후 국민연금기금의 운용이 2003년도와 같이 운용될 경우 채권시장에서 차지하는 비중은 얼마나 될 것인지를 보여주고 있다. 현행대로 기여율이 9%이고, 국민연금 자산 중 국내 채권투자의 비중이 80%로 유지될 경우 채권 투자 규모는 2035년 1,372조원까지 증가할 것으로 예상된다. 그 이후 채권 투자 규모는 급속도로 감소하게 될 것으로 예상된다. 예를 들어, 2040년부터 2045년 사이에는 무려 737조원의 채권이 감소하게 될 것으로 예상할 수 있다. 이러한 예는 노령인구 부양비율이 급속도로 상승하여 국민연금기금이 고갈되게 될 경우, 채권시장의 초과 공급 현상이 심각해 질 수도 있음을 보여준다. 이러한 현상은 채권 발행잔고 대비 국민연금기금의 채권 투자 비중에서도 볼 수 있다. 2030년까지는 채권 투자 비중이 비교적 완만히 증가하다가 감소하게 된다. 하지만 채권시장에서 국민연금기금의 채권 투자 비중은 2035년에

서 2040년 사이에는 4.5%, 2040년에서 2045년 사이에는 5.7%나 감소하게 되어 채권 시장에 큰 영향을 미치게 될 것으로 보인다.

<그림 V-12> 채권 발행잔고 대비 국민연금기금 채권 투자 규모와 비중: Case A



<그림 V-13> 채권 발행잔고 대비 채권투자 규모와 비중: Case B



국민연금기금의 기여율이 16%까지 상승하는 Case B의 경우 2035년에 국민연금기금의 채권 투자 비중이 24.5%까지 증가할 것으로 보이고, 2055년까지 채권 투자의 절대 규모가 상승할 것으로 추정된다. 하지만 2055년 이후 채권 투자 비중이 계속 급감하게 될 것이다. Case B의 경우 시기적으로 채권 투자 비중이 최대로 상승하는 시점이 늦어진다. 하지만 국민연금기금의 규모가 늘어나기 시작하는 초기에 채권시장의 초과 수요 문제가 발생하고, 국민연금기금의 규모가 감소하는 후기에는 심각한 초과 공급 문제가 발생할 것으로 예상된다. 이 점에서 공통점을 찾을 수 있다.

Case A와 B의 경우를 종합하여 볼 때, 국민연금기금의 규모가 증가하는 초기 단계에서는 안정성이 높은 채권의 부족 현상이 발생할 것으로 예측할 수 있다. 따라서 초기 단계에서 다양한 투자 수단을 고려해 보는 것이 바람직할 것이다.

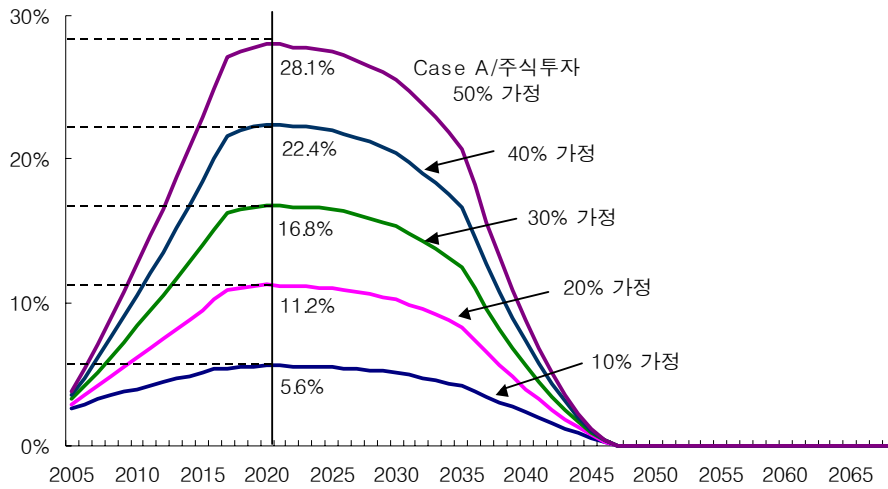
2) 국민연금기금 자산 운용과 주식시장

앞서 살펴보았듯이 국민연금기금의 자산 중 80%를 채권시장에 투자하고 이를 유지하는 것은 채권시장의 심각한 초과 수요를 발생시킬 것이므로 사실상 어려울 것이라고 보인다. 국민연금기금과 같이 장기 채무 형태의 자산은 주식과 같이 장기적으로 평균 수익률이 높은 곳에 투자하는 것이 원칙이므로, 현재보다 국민연금기금의 주식시장에 대한 투자 비중을 늘려나가는 것을 고려해 볼 필요가 있다.

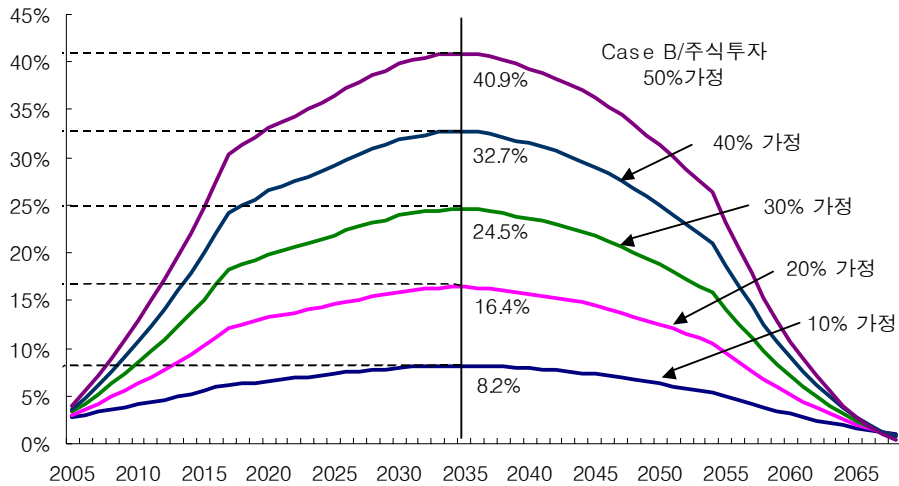
<그림 V-14>와 <그림 V-15>는 각각 Case A와 Case B의 주식 투자 비중을 10%에서 50%까지 달리할 때 주식시장에서 국민연금기금이 차지하는 비율이 어느 정도 될 것인가를 예상해 본 것이다. Case A의 경우 시가총액 대비 국민연금기금의 비율이 최대가 되는 2020년을 기준으로 살펴보면 5.6%(투자비중 10% 가정시)에서 28.1%(투자비중 50% 가정시)

까지 변화한다. 또한 Case B는 2035년을 기준으로 주식시장에서 차지하는 비중이 8.2%(10% 가정시)에서 40.9%(50% 가정시)까지 변화할 것으로 예상된다. 하지만 현실적으로 안정성을 중시하는 국민연금기금의 성격상 주식 투자 비중을 일정 한도 이상으로 늘리기는 힘들고, 단일 기금이 주식시장에서 차지하는 비중이 커지면 시장 왜곡 현상이 발생할 수도 있다는 점을 고려해야만 한다. 따라서 여기서는 국민연금기금의 국내 주식 투자 비중을 20%까지 상승하는 경우만을 한정해서 살펴볼 것이다.

<그림 V-14> 주식 투자 비중(10%~50%)에 따른 국민연금기금의 시가총액 비중: Case A



<그림 V-15> 주식 투자 비중(10%~50%)에 따른 국민연금기금의 시가총액 비중: Case B



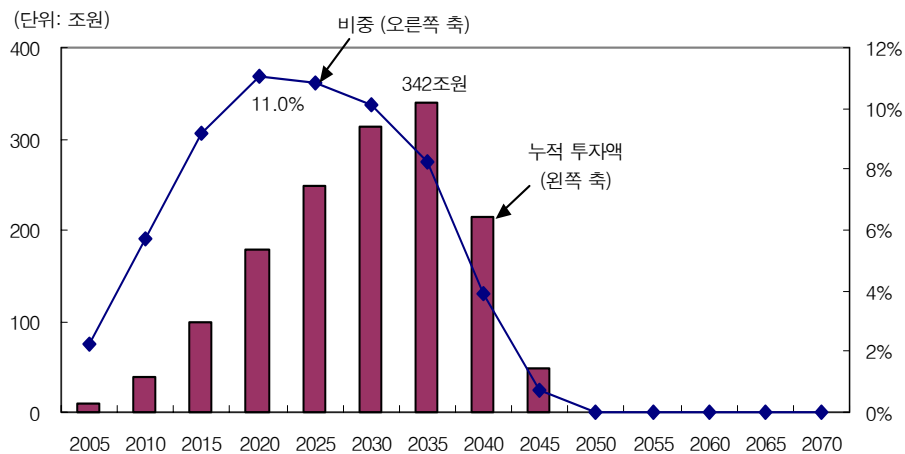
<그림 V-16>과 <그림 V-17>은 향후 주식 투자 비중을 20%까지 늘렸을 경우의 국민연금기금의 주식 투자 비중의 변화와 주식 투자의 규모를 보여준다.¹⁰⁸⁾ 2004년 기준으로 향후 매년 1%씩 주식 투자 비중을 증가시켜 2004년 7%, 2005년 8%로 증가하여 2017년에는 주식 투자 비중이 20%수준에 도달하게 된다고 가정하였다. 국민연금기금 적립이 증가

108) 위험자산에 대한 프리미엄 때문에 주식 투자 수익률은 채권 투자 수익률보다 장기적으로 높다고 예상할 수 있다. 만약 국민연금기금의 주식 투자 비중이 20%까지 증가할 경우 기금 투자에 대한 예상 수익률은 Equity Premium 때문에 <표 V-1>보다 높을 것이라고 가정하는 것이 합리적이다. 하지만 본 연구는 국민연금발전위원회의 재정 추계를 그대로 사용하였기 때문에 주식 비중의 상승에 따라 기금 투자수익률 증가를 고려하지는 못하였다. 만약 이를 고려할 경우 주식시장에서 국민연금기금이 차지하는 비중이 <그림 V-14>와 <그림 V-15>에서 제시한 것보다 약간 더 상승할 것이고 국민연금기금의 고갈시점도 더 늦추어질 것으로 예상된다.

하는 시기에는 20% 수준을 계속 유지한다고 보았고, 이후 국민연금기금 적립이 감소하는 시점부터 매년 1%씩 주식투자가 감소한다고 가정하였다. Case A의 경우 2036년부터 1%씩 주식 투자 비중이 감소하게 되고, Case B의 경우에는 2055년부터 1%씩 감소하게 된다.

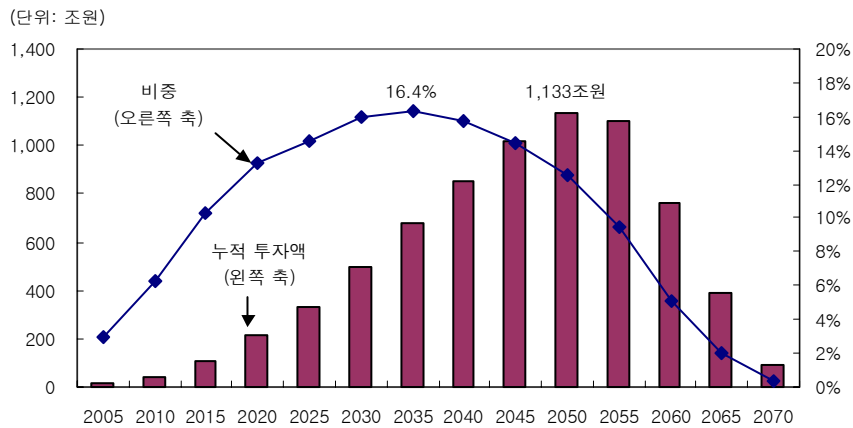
9%의 기여율이 유지된다고 가정한 <그림 V-16>의 경우 시가총액 대비 국민연금기금의 주식 투자 비중은 점차 증가하여 2020년에 11%에 도달한 후 급격하게 감소하는 것으로 나타난다. 하지만 주식 투자 규모는 계속 증가하여 2035년에 약 343조원에 이를 것으로 예상되며, 2035년 이후에는 국민연금기금 적립금의 급격한 감소와 맞물려 주식시장에서도 10년간 약 300조원의 투자액이 주식시장에서 빠져나갈 것으로 예상된다. 2035년 이후의 주식투자 감소분이 증가할 때보다 훨씬 크다. 향후 국민연금기금이 주식시장에서 자금을 회수할 때 주식시장의 주식에 대한 초과 공급 문제가 발생할 수 있음을 보여주고 있다.

<그림 V-16> 시가총액 대비 국민연금기금의 주식 투자 규모와 비중: Case A



기여율이 16%까지 증가할 것으로 가정한 <그림 V-17>에 따르면 시가총액 대비 주식 투자 비중은 점차 증가하여 2035년에 16.4%로 정점에 도달한 후 급격하게 감소하게 될 것으로 추정된다. 국민연금기금의 주식 투자 규모는 2050년까지 계속 증가할 것으로 예상된다. 2050년까지 약 1,133조원이 주식시장에 투입되지만 그 이후 급속도로 주식투자규모가 감소할 것으로 예상된다. 예를 들어, 2055~2065년 기간동안 715조원이 주식시장에서 빠져나갈 것으로 예상되고 국민연금기금의 투자 비중은 7.5% 감소할 것으로 보인다. 따라서 향후 국민연금기금이 주식시장에서 자금을 회수할 때 초과 공급 문제가 심각해질 수 있음을 보여주고 있다.

<그림 V-17> 시가총액 대비 국민연금기금의 주식 투자 규모와 비중: Case B



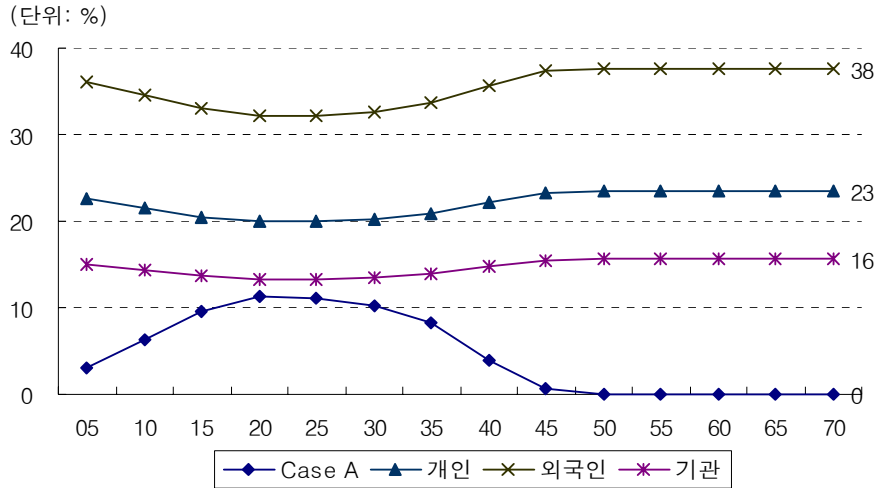
3) 투자자의 비중 변화

여기서는 향후 국민연금기금이 주식시장에 20%까지 투자하게 될 경우, 주식시장에 참여하는 유형별 투자자의 비중은 어떻게 변할 것인지를

살펴보고자 한다. 우선, 정부와 일반법인이 소유한 주식은 비유통주식으로 가정하고 앞으로 그 비중이 변하지 않을 것으로 가정하고자 한다. 2003년 시가총액 기준으로 정부의 비중은 4.56%, 일반법인의 비중은 18.75%다. 2003년 현재, 기관투자자의 비중은 15.58%, 개인의 비중은 23.44%, 외국인의 비중은 37.67%다. 정부와 일반법인의 비중이 23.31%로 일정하다는 가정 하에 국민연금기금의 주식투자 비중의 변화에 따라 pro-rata 방식으로 개인, 기관투자자 및 외국인의 비중의 변화를 살펴볼 것이다.

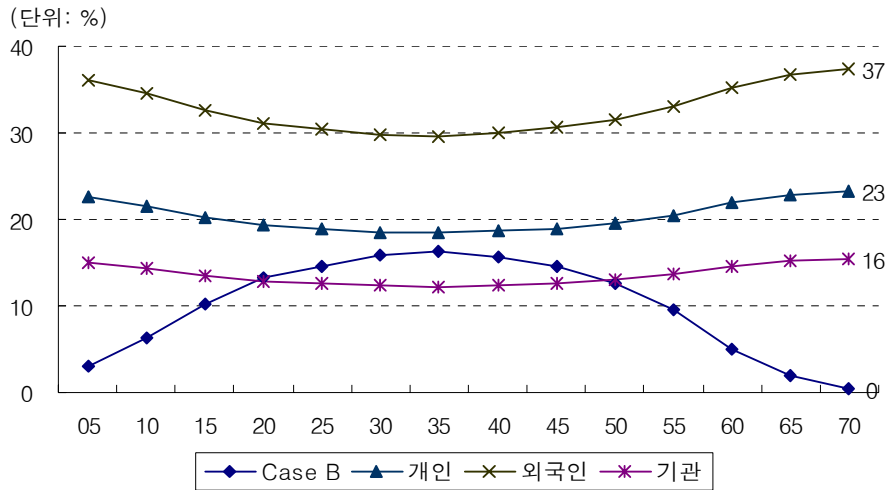
Case A의 경우 <그림 V-18>에서 보는 바와 같이 현재 가장 높은 비중을 차지하고 있는 외국인의 비중이 가장 크게 변할 것으로 예측된다. 외국인의 비중이 37%에서 2025년 32%로 감소하고, 그 이후 계속 증가하여 2050년의 38%로 증가할 것으로 예상된다. 개인의 비중은 2020년에 20%로 현재와 비교할 때 약 3%의 감소를 보일 것으로 추정되고, 기관의 비중은 약 2% 감소를 보일 것이다. Case A의 경우 외국인, 개인, 기관투자자의 순위를 바꿀 정도로 주식시장에서 국민연금기금이 차지하는 비중이 증가하지는 않지만 주식 투자 비중은 현재 3%에서 2020년에 11%까지 증가하게 된다.

<그림 V-18> 투자자 유형별 비중 추이: Case A



기여율이 2030년에 16%까지 상승한다고 가정한 <그림 V-19>의 경우 투자자 유형별 비중은 더 크게 변할 것으로 보인다. Case B의 경우 2030년에는 국민연금기금의 비중이 기관투자자의 비중보다도 4% 가량 높을 만큼 국민연금기금의 주식 투자 규모가 기관투자자를 앞설 것으로 예상되고, 2035년에 개인 비중이 국민연금기금 비중보다 불과 2% 정도 밖에 높지 않게 될 것이다. 하지만 2050년 이후 국민연금기금의 비중이 급격히 감소하게 될 것이다.

<그림 V-19> 투자자 유형별 비중 추이: Case B



4. 국민연금기금이 주식시장에 미치는 영향

현재까지 국민연금기금은 채권 투자 중심으로 자산 운용을 하고 있다. 하지만 본 연구에서 제시하는 바와 같이 지나치게 안정적인 국채 중심의 운용은 낮은 수익성의 문제를 갖고 있을 뿐만 아니라 채권시장 자체를 왜곡시킬 가능성이 있다. 따라서 다른 투자 대안을 모색하여야 한다. 본 연구는 그 대안으로 주식투자 비중을 20%까지 증가시킬 경우를 살펴보았다. 여기서는 국민연금기금을 20%까지 확대시킬 경우에 고려해야 할 이슈들을 살펴본 이후, 국민연금기금의 주식 투자가 주식시장에 미치는 긍정적인 측면을 검토해 보고자 한다.

가. 주식 투자와 관련된 이슈들

앞서 살펴보았듯이 우리나라의 고령인구 증가와 경제활동 인구 감소로 인해 국민연금기금의 규모는 개인의 소득흐름과 같은 형태를 띠게 될 것으로 보인다. 즉, 초기에 국민연금기금은 점차 증가하는 형태를 보여 정점에 이를 것이고 그 이후 연금은 감소할 것이다. 특히 국민연금기금의 감소는 완만하게 이루어지다가 고갈되기 얼마 전부터 급격하게 감소할 것이라 추정된다. 이러한 국민연금기금의 패턴을 볼 때, 다음과 같은 이슈들을 신중히 고려해야 할 것이다.

첫째, 주식시장에서 국민연금기금의 자금을 회수할 시점에서 주식에 대한 초과 공급 문제는 발생하지 않을 것인지에 대한 논의가 필요할 것이다. 만약 국민연금기금이 주식 투자 비중을 20%까지 증대시킬 경우 국민연금기금이 주식시장에서 차지하는 비중은 10% 이상이 될 것으로 추정된다. 그러나 그 이후 국민연금기금 자금을 주식시장에서 회수하기 시작할 경우 주식시장에 미치는 부정적인 영향은 상당히 클 것으로 예측할 수 있다. 하지만 사적 연금이 충분히 발전할 수 있다면 주식시장의 초과 공급 현상은 어느 정도 방지할 수 있을 것으로 예상된다. 특히 다른 나라의 경우를 살펴볼 때 퇴직연금의 자산 운용은 주식 투자를 중심으로 이루어지기 때문에 사적 연금의 성장이 국민연금기금의 대체 수요자로서 역할을 해 줄 것이라고 추측할 수 있다.

둘째, 초기에 국민연금기금이 대규모로 주식시장에 투자될 경우 주가의 버블현상을 초래할 수 있을 수도 있다. 즉, 국민연금기금에 의해 대규모 주식매입이 있을 것을 예상할 경우, 이러한 예상을 할 수 있는 다른 영리한 투자자들이 선행적으로 주식을 매입할 수 있다. DeLong et al.(1990)의 Positive Feedback Hypothesis에 의하면 이들 투자자들이 미리 주식을 대거 사들여 주식시장의 버블을 형성할 것이다. 결국 국민연

금기금은 실제 가치보다 고가에 주식을 매입할 수밖에 없게 된다. 이들 투자자들은 국민연금기금이 고갈되기 시작하기 전에 주식을 팔기 시작해 결국 국민연금기금이 주식을 매각할 수밖에 없는 시점이 될 때 주식시장의 버블이 붕괴되면서 국민연금기금은 주식을 낮은 가격에 매각할 수밖에 없을 지도 모른다. 따라서 Positive Feedback Hypothesis에 의하면 국민연금기금의 주식 매입을 모든 투자자가 예상할 수 있을 때, 국민연금기금의 주식 투자 수익성이 약화될 수밖에 없을 것이다. 더구나 주식시장의 버블이 형성된다면 버블 붕괴 시에 경제에 치명적인 악영향을 줄 수도 있을 것이다.

따라서 국민연금기금의 바람직한 주식 투자 운용 방식은 국민연금기금의 주식 투자 비중과 관련하여 예측가능성을 지나치게 높여서는 안 될 것이다. 해외 투자 재량권을 대폭적으로 허용시켜 국민연금기금의 운용의 자율권을 대폭 확대시킨다면 국내 주식의 매입과 매각의 패턴이 외부에 노출되기 어려울 것이다. 특히 국민연금기금의 재정이 크게 증가하는 2010~2030년 기간동안에 국민연금기금의 국내 투자 비중과 관련하여 예측가능성을 낮출 필요가 있다.

셋째, 국민연금기금이 대규모로 주식 투자 비중을 늘릴 경우 유통 주식의 감소를 가져와 주가의 변동성을 높일 가능성이 있다. 하지만 이러한 가능성은 일시적일 것으로 판단할 수 있다. 왜냐하면 국민연금기금의 주식투자는 주식시장의 성장을 가져와 신규 발행주식수를 크게 늘릴 수 있고, 거래규모도 촉진시킬 수 있기 때문이다. 이와 관련한 국민연금기금이 주식시장에 미치는 장기적인 효과에 대해서는 다음절에서 논의하기로 한다.

나. 국민연금기금이 자본시장에 미치는 장기적 효과 분석

국민연금기금이 자본시장에 미치는 효과를 분석한 국내 연구는 거의 없다. 실제로 1988년부터 시작한 국민연금기금은 아직 성숙되기 이전 단계이고, 자본시장과의 관련성을 조사하기에는 분석 기간이 너무 짧기 때문에 직접적인 분석은 불가능할 것이다. 따라서 본 연구는 앞서 언급한 해외 연구를 토대로 국민연금기금이 자본시장에 미치는 효과를 보다 구체적으로 논의해 보고자 한다.

특히, Catalan, Impavido and Musalem(2000)과 Impavido, Musalem and Tressel(2003)의 연구를 중심으로 국민연금기금의 자본시장에 대한 파급효과를 논의하고자 한다.

국민연금기금은 장기적 채무 관계를 갖는 투자 형태이므로, Catalan, Impavido and Musalem(2000)과 Impavido, Musalem and Tressel(2003)의 연구에 의하면 자본시장에 긍정적인 영향을 주는 가장 중요한 형태인 계약형 저축으로 분류할 수 있다.¹⁰⁹⁾ 앞서 논의한 바와 같이 계약형 저축은 고객의 지불 청구가 한꺼번에 쇄도할 수 없다는 점에서 은행과 개방형 펀드와 차별화를 이룬다. 유동성 문제로 인해 파산할 위험성이 없는 계약형 저축은 예상 수익성이 높은 장기 프로젝트에 투자할 수 있다는 장점이 있다.

이러한 논의에 비추어 볼 때 향후 국민연금기금의 투자 형태는 개인 및 은행의 투자 행태와 크게 다를 것이라고 예상할 수 있다. 국민연금기금의 재원이 단순히 은행과 같은 금융기관의 저축 형태에서 이전하였다 고 할지라도, 투자 형태가 다를 것이므로 자본시장에 대한 수요는 증가할 것이다. 즉, 장기적 투자에 관심 있는 국민연금기금은 상대적으로 수익률이 높은 장기 채권에 관심을 가질 수밖에 없을 것이다. 따라서, 국

109) 계약형 저축이란 생명보험이나 연금과 같은 장기적 채무 형태의 저축을 말한다.

민연금기금의 성장은 장기 채권시장에 대한 수요를 증대시킬 것이고, 장기 채권시장을 발달시킬 것으로 예상할 수 있다.

또한 만약 국민연금기금이 자유롭게 주식시장에 투자할 수 있게 될 경우 주식시장에 대한 수요도 증가할 것이다. 2002년 현재 개인의 주식 투자 비중은 8%에 불과하므로 국민연금기금의 비중이 이보다 증대될 경우 주식시장의 수요 증대 효과가 분명히 발생할 것으로 보인다. 이렇게 포트폴리오 구성의 차이로 인한 자본시장의 수요 증가 효과를 얻을 수 있다. 이를 국민연금기금이 자본시장에 미치는 직접적 효과라고 언급할 수 있다.

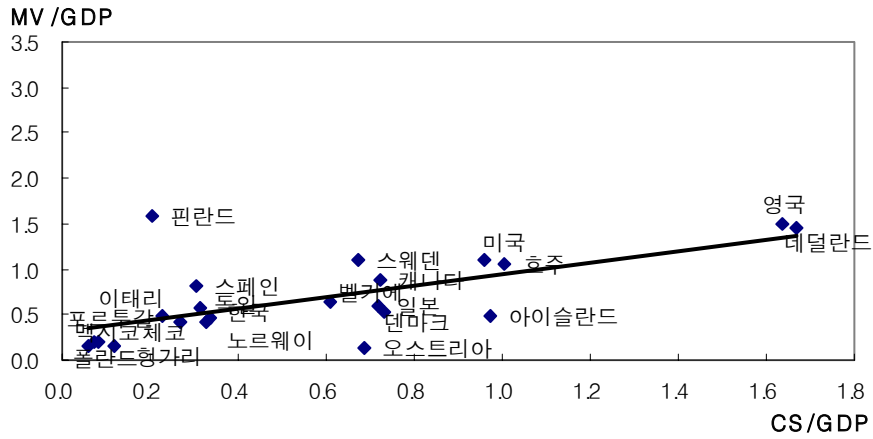
반면, 개인의 입장에서 볼 때 금융자산 중 국민연금기금 자산은 유동성 자산이 아니기 때문에 국민연금기금의 비중이 점차 증가할수록 유동성 자산에 대한 선호가 증대될 것이다. 즉, 개인의 포트폴리오 비중에서 국민연금기금 자산의 비중이 늘어날수록 비유동 자산의 비중 증가로 인식하여 유동 자산의 비중을 늘릴 것이다. 유동 자산의 일부는 주식과 채권시장에 대한 수요가 될 것이므로 개인의 포트폴리오 재구성으로 인해 서도 자본시장의 수요는 증가할 것이다. 개인의 포트폴리오 재구성으로 인한 자본시장의 수요증대를 간접효과로 언급할 수 있을 것이다.

따라서 국민연금기금의 증대는 직접 효과와 간접 효과로 인해 자본시장의 수요 증대를 가져올 것이고 이는 자본시장의 규모를 확대시킬 것이다. 국민연금기금의 증가가 주식과 장기 채권시장의 수요를 증가시킨다면 기업의 입장에서 장기투자 프로젝트에 대한 재정 확보가 수월하게 될 수 있을 것이다. 기존의 단기적인 재정 지원으로는 감당할 수 없는 장기 투자 기회가 많이 발생할 수 있기 때문에 장기 채권 및 주식 발행이 활발해 질 것이다. 즉, 주식 및 장기 채권의 공급이 증대될 것이다. 결론적으로 자본시장에 대한 수요 증가와 이에 따른 주식 및 채권시장의 공급 증가는 증권 거래의 규모를 증가시킬 것으로 기대할 수 있다.

Catalan, Impavido and Musalem(2000)은 29개의 나라를 대상으로 한 횡단면 분석에서 GDP 대비 계약형 저축과 GDP 대비 주식시장의 규모가 양의 상관관계를 나타냄을 보여주고 있다. 즉, GDP 대비 계약형 저축이 증가할수록 GDP 대비 주식시장의 규모가 큰 양의 관계로 뚜렷하게 나타난다. 마찬가지로 계약형 저축이 증가할수록 GDP 대비 거래대금의 비중이 증가하는 실증분석을 보여주고 있다.

<그림 V-20>과 <그림 V-21>은 본 연구에서 Catalan, Impavido and Musalem(2000)의 횡단면 실증분석 연도를 2001년도로 변경하여 다시 분석한 결과이다. <그림 V-20>에 나타나듯이 GDP대비 계약형 저축이 늘어날수록 GDP대비 시가총액의 비중이 증가하는 양의 상관관계가 통계적으로 유의미하다는 것을 확증할 수 있었다. 마찬가지로 <그림 V-21>에서는 계약형 저축의 비중이 높을수록 GDP 대비 거래대금의 비중이 증가하는 양의 상관관계가 존재함을 확인할 수 있었다. 즉, 장기적으로 국민연금기금의 증가는 주식시장의 발전을 가져와 거래량과 거래대금도 증가하게 만들 것이다. 따라서 국민연금기금의 증가가 유통주식을 장기적인 관점에서는 오히려 증가시킬 것이므로 주가의 변동성도 감소시킬 것으로 예상할 수 있을 것이다. 또한 주가의 변동성 감소는 주식에 대한 수요를 증대시키는 역할을 할 수 있을 것이다.

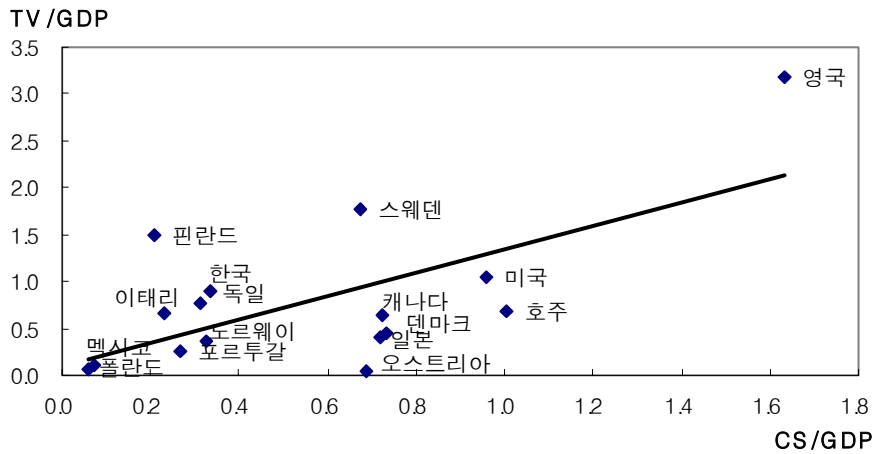
<그림 V-20> 계약형 저축과 시가총액(2001년)



추세선 : $y = 0.3113 + 0.6333x$, 기울기의 t 값 = 3.85

자료: OECD Institutional Investors Statistical Yearbook(2003), FIBV, 한국은행

<그림 V-21> 계약형 저축과 거래 대금(2001년)



추세선: $y = 0.1088 + 1.2379x$, 기울기의 t 값 = 3.17

자료: OECD Institutional Investors Statistical Yearbook(2003), FIBV, 한국은행

Impavido, Musalem and Tressel(2003)은 은행 중심의 금융 체제를 가진 나라와 시장 중심의 금융 체제를 가진 나라로 분류하여 조사하였다. 그 결과 계약형 저축이 주식시장에 미치는 긍정적 효과는 시장 중심의 금융체제를 가진 나라에서만 발견되었다. 반면에 계약형 저축이 채권시장에 미치는 효과는 은행 중심의 금융 체제를 지닌 나라에서 더 크게 나타난다. 또한 연금이 강제성을 띠는 경우 계약형 저축의 자본시장에 미치는 효과는 더 강하게 나타난다. 예컨대, 연금이 강제성을 띠는 나라들로 구성된 그룹의 경우 연금이 자본시장에 미치는 효과가 더 크게 나타난다. 또한 기업 정보가 투명한 나라에서 연금이 자본시장에 미치는 효과가 크게 나타난다. 이와 같은 연구결과에 따르면, 강제적 준조세 성격을 지닌 국민연금기금의 향후 주식투자는 자본시장에 긍정적인 영향을 크게 미칠 수 있다고 기대할 수 있을 것이다.

하지만 이러한 기대를 현실화시키기 위해서는 기업의 투명성을 제고시키고, 지배구조를 더욱 향상시켜 주식시장 인프라의 효율성을 증대시켜야 할 것이다. 또한, 자본시장에 대한 투자자의 신뢰가 형성되어야 국민연금기금의 양적 증대가 건전한 주식시장의 발전을 촉진시킬 수 있을 것이다.

VI. 국민연금기금 주식 투자의 가이드라인

1. 주요국 공적 연금의 규모와 투자 대상 요약
2. 국민연금기금의 주식 투자
3. 주식 투자 성과와 국제 분산 투자의 유용성
4. 국민연금기금의 주식 투자를 위한 제언

VI. 국민연금기금 주식 투자의 가이드라인

국민연금기금의 주식 투자에 대해서는 매우 다양한 의견과 입장이 있다. 국민연금기금의 주식 투자를 반대하는 사람들의 주장은 다음과 같다: ① 국민의 노후 생활을 보장해야 하는 국민연금 재원으로 주식 투자를 하다가 잘 못 되면 원금 손실이 심하게 발생할 수 있고, 이로 인하여 연금 재정에 엄청난 타격이 있을 수 있다. ② 주식 투자에 의해 얻을 수 있는 혜택이 그렇게 크지 못하다. 하지만 최근과 같이 저금리 기조가 이어지는 상황에서는 두 번째 주장은 설득력을 가지지 못 한다. 지금과 같이 저금리 상황이 이어지고 채권 투자가 국민연금기금 투자의 대부분을 차지한다면, 연금 재정의 악화가 더욱 빠르게 발생할 수 있기 때문이다. 따라서 국민연금기금 주식 투자 반대에 있어서 핵심이 되는 주장은 첫 번째 주장으로, 이는 과거 우리나라 주식시장의 상황을 고려할 때 어느 정도 설득력을 가지는 측면이 있다. 하지만 전세계적인 공적 연금의 투자 추세, 우리나라 자본시장의 환경 변화, 투자의 이론적 측면을 고려할 때, 첫 번째 주장도 국민연금기금 주식 투자의 부당성을 대변하기 어려운 상황이다.

여기서는 제Ⅲ장과 제Ⅳ장에서 언급된 내용을 바탕으로 국민연금기금의 주식 투자 필요성과 바람직한 가이드라인을 제시하고자 한다. 이미 2002년에 발간된 국민연금관리공단의 용역 연구 등에 의해 주식 투자에 대한 개략적인 청사진이 마련되었기 때문에, 본 연구에서는 주식 투자의 불가피성과 긍정적·부정적 영향에 대해 언급하고자 한다. 또한 국제 분산 투자가 주식 투자의 위험을 크게 줄일 수 있는 바람직한 방법임을 자료에 의해 보이고, 국제 분산 투자를 바람직한 주식 투자의 가이드라인으로 제시하고자 한다.

1. 주요국 공적 연금의 규모와 투자 대상 요약

제Ⅲ장에서 제시된 해외 공적 연금의 GDP 대비 투자 규모를 요약하면 <표 VI-1>과 같다. 각 공적 연금 기금 적립 시점과 역사 등이 다르기 때문에 일률적으로 판단하기는 어렵지만, 대개 DC형(④,⑤,⑥)이 DB형(①,②,③)보다 GDP 대비 규모가 크다. DB형인 ①, ②, ③의 평균 GDP 대비 규모는 8.03%지만, DC형인 ④, ⑤, ⑥의 평균 규모는 40.62%다.¹¹⁰⁾ 이는 DC형 공적 연금이 적립형 연금의 특성을 가지고 있기 때문이라고 할 수 있다.

<표 VI-1> 해외 공적 연금의 투자 규모

연금 체계	국가	연금 (기준 연도)	투자 규모/GDP
① 부과 방식 DB	미국	OASI(2003)	12.3%
② 부분 적립식 DB	일본	국민연금, 후생연금(2003)	6.3%
③ 적립식 DB	캐나다	CPP(2003)	5.5%
④ Provident Fund	홍콩	MPF(2003)	7.2%
	싱가폴	CPF(2003)	61.0%
	말레이시아	EPF(2003)	53.1%
⑤ DC	칠레	APF(2000)	54.6%
⑥ 부과 방식 NDC & DC	스웨덴	Income Pension, Premium Pension(2003)	27.2%

자료: 각국의 공적 연금 관련 웹사이트

이에 비해, 우리나라의 GDP 대비 국민연금기금 규모는 2003년 12월 말 현재 15.6%로, DB형 평균보다는 높지만 DC형 평균보다는 상당히 낮은 수준이다. 이러한 GDP 대비 국민연금기금 규모는 현행 제도(연봉의

110) 싱가포르와 말레이시아의 Provident fund 경우에는 건강보험 등이 포함되어 있기 때문에 규모가 약간 과대평가 되었다고 할 수 있다.

9% 기여, 평균 급여의 60% 수급)가 유지될 경우, 2028년에 최대 45.2%가 될 것으로 예상된다. 이는 주요국 DC형 공적 연금의 평균 규모를 넘어서는 것이다. 또한 제도 개선(연봉의 15.9% 기여, 평균 급여의 50% 수급)이 이루어질 경우에는 2040년에 최대 78.1%가 될 것으로 예상된다.

우리나라 국민연금기금의 상대적 규모 증가는 '엄청난 재원의 투자를 어떻게 할 것인가'라는 문제점을 제기하게 된다. 투자의 효율성을 제고시키고 정치적·정책적 목적을 배제시키기 위해서는 정부의 영향력이 최소화된 조직이 금융자산(주식, 채권, 단기 금융자산 등)과 부동산 등에 투자하는 것이 가장 이상적이라고 할 수 있다.¹¹¹⁾ 하지만 우리나라의 좁은 국토 면적과 부동산에 대한 과도한 관심 등을 고려할 때 부동산 투자가 국민연금기금 투자의 주류가 될 수는 없다. 결국 금융자산이 국민연금기금 투자의 주요 대상이 되어야 하고, 이는 주요국 공적 연금의 투자를 감안하여도 타당한 결론이라고 하겠다.

<표 VI-2>에 나타난 주요국의 주식 및 채권 투자 비중을 살펴보면 DB형과 DC형의 차이가 뚜렷이 나타나지는 않고 있다. DB형 공적 연금의 경우, 미국은 주식 투자 없이 모든 재원을 국채에 투자하지만, 일본과 캐나다는 각각 37.5%, 45.5%를 주식에 투자하고 있다. 이에 비해 DC형을 채택하고 있는 홍콩, 말레이시아, 싱가포르를 평균 28%를 주식에 투자하고, 칠레도 15%만 투자하지만, NDC를 채택하고 있는 스웨덴은 58.8%를 주식에 투자하여 매우 대조적인 모습을 보여주고 있다. 이러한 결과는 공적 연금의 주식 투자 비중이 DB형 또는 DC형과는 큰 관계가 없다는 것을 보여준다. 우리나라 국민연금기금의 주식 투자는 2003년 말 현재 전체의 6.2%만을 주식에 투자하고 있어, 주요국과 비교할 때 주식 투자의 규모가 이들에 크게 뒤지고 있다.

111) '정부의 영향력이 최소화된 조직'은 국민연금기금의 지배구조에 대한 언급으로, 이에 대해 자세한 사항은 조성훈·고광수·박창욱(2004)을 참고하시오.

<표 VI-2> 공적 연금의 주식 및 채권 투자 비중

연금 체계	국가	연금 (기준 연도)	투자 비중		투자 규모/GDP
			주식	채권	
① 부과 방식 DB	미국	OASI(2003)	0.0%	100.0%	12.3%
② 부분 적립식 DB	일본	국민연금, 후생연금(2003)	37.5%	59.4%	6.3%
③ 적립식 DB	캐나다	CPP(2003)	45.5%	45.8%	5.5%
④ Provident Fund	홍콩, 말레이시아, 싱가폴 평균	MPF(2003), EPF(2003), CPF-OA(2002)	28.0%	36.6%	40.4%
⑤ DC	칠레	APF(2000)	15.0%	55.1%	54.6%
⑥ 부과 방식 NDC	스웨덴	Income Pension(2003)	58.8%	37.2%	23.4%
부분 적립식 DB	한국	국민연금(2003)	6.2%	79.1%	15.6%

자료: 각국의 공적 연금 관련 웹사이트

이제 주요국 공적 연금의 해외 투자 현황을 살펴보자. <표 VI-3>은 해외 투자 자료의 입수가 가능한 일본, 캐나다, 스웨덴의 경우를 우리나라와 비교하고 있다. 우리와 비슷한 연금 구조를 가진 일본의 경우 해외 주식 및 채권의 비중이 각각 14.1%, 8.1%로, 전체 해외 투자 비중은 22.2%에 이르고 있다. 캐나다는 해외 주식에만 10.3%를 투자하고 있지만, 스웨덴은 해외 주식 및 채권에 각각 38.7%, 18.2%를 투자하고 있다. 주요국 공적 연금의 해외 투자 비중이 상당히 높은 것은 국제 분산 투자에 의해 공적 연금 재원의 투자 위험을 최소화하려는 의지로 볼 수 있다.

이에 비해 우리나라 국민연금기금의 해외 투자는 2003년 12월까지 전무하였다. 2004년에 미국 장기 국채와 일부 해외 주식에 투자하기 시작하였지만 아직 본격적인 해외 투자의 의지가 있다고 할 수는 없다. 투자론적 입장에서 볼 때 국내 금융자산 투자만 고집했던 국민연금기금의 투자 위험이 높았던 것도 당연한 귀결이었다고 생각된다.

<표 VI-3> 공적 연금의 국내 및 해외 투자 비중

연금 체계	국가	연금 (기준 연도)	국내 비중		해외 비중	
			주식	채권	주식	채권
② 부분 적립식 DB	일본	국민연금, 후생연금(2003)	23.4%	51.4%	14.1%	8.1%
③ 적립식 DB	캐나다	CPP(2003)	35.2%	45.8%	10.3%	0.0%
⑥ 부과 방식 NDC	스웨덴	Income Pension(2003)	20.1%	19.0%	38.7%	18.2%
부분 적립식 DB	한국	국민연금(2003)	6.2%	79.1%	0.0%	0.0%

자료: 각국의 공적 연금 관련 웹사이트

2. 국민연금기금의 주식 투자

가. 주식 투자 확대의 필요성

기하급수적으로 증가하고 있는 국민연금기금은 투자 대상의 문제를 심각하게 고민해야만 하는 단계에 이르렀다. 1990년대까지 주류를 이루었던 공공 부문 투자가 금지되면서 국공채의 비중은 점점 늘어나고 있지만, 이에 대한 비판은 주식 투자 확대를 제안하고 있다. 지금 상황에서 어느 정도까지 주식 투자 비중을 늘려야 하는지에 대해 정확한 해답을 주기는 어렵지만, 주식 투자의 필요성은 다음과 같이 두 가지로 제시할 수 있다.

첫째, 국민연금기금의 규모 팽창에 따른 불가피성과 자본시장 환경의 변화를 지적할 수 있다. 이는 국민연금기금의 수익성과 관계없이 불가피하게 주식에 대한 투자를 늘려야 한다는 것이다. 국민연금관리공단에 의하면 현재의 제도에서도 국민연금기금의 규모는 기하급수적으로 증가하여 2035년에 1,715조원을 기록할 것이라고 한다. 제도를 변경하여 기여율을 올리고 급여율을 낮추면 기금 규모의 증가는 더욱 빠르게 이루어

질 것이다. 이렇게 될 경우 기금의 재원을 국채 등 높은 신용도를 가지는 채권에만 투자하는 것은 현실적으로 불가능하다. 왜냐하면 민간 채권 시장의 기능이 크게 위축될 뿐만 아니라 채권의 공급 물량도 크게 부족할 것이기 때문이다. 또한 지나치게 불필요한 국채의 발행은 자금의 사용에도 비효율성을 초래할 것이고, 결국 후세대의 부담으로 작용할 것이기 때문에 국채의 발행에도 한계가 있다. 이에 대한 대안으로 국민연금 기금의 주식 투자 비중을 증가시키는 것이 거의 유일한 방안이라고 할 수 있다.¹¹²⁾

둘째, 허용된 투자 위험의 범위 내에서 안정적인 수익성을 제고시키기 위해서 국민연금기금은 주식 투자를 할 필요가 있다. 전세계적인 저금리 기조의 확산으로 채권 투자는 기금의 재원 확보에 큰 도움을 주지 못하게 되었다. 채권 투자가 기금의 안정성 향상에는 도움이 되겠지만 수익성 향상에 도움을 주지 못한다면 국민연금기금의 운용이 올바르게 이루어진다고 할 수는 없다. 따라서 국민연금기금 전체의 투자 위험 한도를 정해놓고, 이 범위를 만족하는 수준에서 주식에 투자한다면 안정성과 수익성을 동시에 추구하는 바람직한 투자 방향이 될 것으로 사료된다.

나. 주식 투자의 긍정적 영향

국민연금기금의 주식 투자는 기금의 수익성과 안정성을 추구하는 배타적 관점에서 이루어져야 하지만, 기금의 주식 투자는 어쩔 수 없이 주식시장에 영향을 미칠 수밖에 없다. 따라서 국민연금기금 주식 투자의 영향을 살펴볼 필요가 있다. 먼저 긍정적 영향을 다음과 같이 세 가지로 요약할 수 있다.

112) 주식 투자 비중의 결정은 국민연금기금의 안정성과 수익성을 고려하여 국가적 차원에서 이루어져야 한다.

첫째, 주식에 대한 장기 수요 기반의 마련에 도움이 될 것이다. 국민 연금은 가입자들에 대해 장기적 채무 관계를 갖기 때문에 주식 및 장기 채권과 같은 장기 상품 투자에 적합하다고 할 수 있다. 만약 국민연금기금의 재원이 장기적으로 주식시장에 투자된다면 주식시장의 장기 수요 기반 형성에 도움이 될 것이고, 이는 다시 다른 수요 기반을 유도하여 주식시장 안정화에 일조할 것이다.

둘째, 국민연금기금의 주식에 대한 수요 증가는 자연스럽게 기업의 주식 공급을 증가시켜 주식시장 유동성과 안정화에 기여할 것이다. 기업들이 장기 투자의 재원 확보가 용이한 주식의 발행을 확대하면, 주식의 수요와 공급 증가는 거래를 활발하게 하여 시장의 유동성을 증가시킬 것이다. 또한 유동성 증가는 주식시장이 외부적 충격에 흔들리는 것을 방지하여 주식시장의 변동성 감소에 기여할 수 있다. 주식시장의 유동성과 안정성 제고는 개인 및 기관의 주식시장 참여를 유도하고 주식시장 발전에도 기여할 것이다. 이러한 발전은 다시 국민연금기금 주식 투자의 수익성 제고에 도움을 주어 선순환 구조를 만들어 줄 수 있다.

셋째, 신성장 동력 산업의 자본 조달에 기여할 것이다. 우리나라는 꾸준한 경제 발전을 위해 신성장 동력 산업의 성장이 매우 중요한 의미를 가진다. 하지만 신성장 동력 산업은 은행 등을 통한 간접적 자본 조달보다는 주식시장을 통한 직접적 자본 조달이 적합하기 때문에, 주식시장의 장기 수요 기반 확보는 이들 산업의 발전에 필수적이라고 하겠다. 국민연금기금이 장기 수요 기반의 초석을 다진다면 신성장 동력 산업의 발전에도 큰 도움이 될 것이다.

다. 주식 투자의 부정적 영향

국민연금기금의 주식 투자는 긍정적 영향에도 불구하고 해결해야 하는 부정적 영향도 있기 때문에 이에 대해 심도 있는 고려가 필요하다. 부정적 영향의 첫 번째는 국민연금기금의 주식 투자가 단기적으로 유통 주식수를 줄여 주가의 변동성을 증가시킬 우려가 있다는 것이다. 이러한 우려는 우리와 비슷한 연금 체계를 가지고 있는 일본에서도 제기되고 있지만, 아직까지 구체적인 증거가 발견되지는 않았다. 이러한 우려를 방지하기 위해서는 장기적으로 신규 우량 주식의 발행을 장려하여야 한다.

둘째, 국민연금기금 감소로 2035년 이후에 주식이 매도되면 급격한 수요 감소로 주식시장의 수급 불균형이 발생할 가능성이 있다. 이는 매우 현실적이면서도 위험한 현상으로 이에 대한 해결책이 반드시 강구되어야 한다. 본 연구에서는 사적 연금(퇴직연금 또는 기업연금과 개인연금)의 확대를 그 해결책으로 제시하고자 한다. 장기적으로 매도되는 주식에 대해 사적 연금이 확대되면서 이들 주식들을 흡수하여 국민연금기금의 장기적 수요 기반을 대체하자는 것이다. 이미 개인연금은 1994년부터 존재하여 2003년 9월 말 현재 27조원 수준에 이르고 있고, 퇴직금 제도를 대체하는 퇴직연금의 도입도 기대되고 있는 상황이다. 중요한 것은 주식시장이 이들 연금 펀드들의 재원을 흡수할 수 있을 정도의 경쟁력을 가지는 것이라고 하겠다.

마지막으로, 국민연금기금이 주식시장에서 차지하는 비중이 지나치게 커지면 주식시장 왜곡의 가능성이 있다는 것이다. 주가의 왜곡이나 기업 지배구조의 정치적·정책적 왜곡 현상이 발생할 수도 있다. 이러한 위험성도 방치하게 되면 국가 경제에 치명적 손상이 있을 수 있다. 이의 해결을 위해 전문가들은 소극적 투자(인덱스 펀드 투자)와 아웃소싱에 의한 투자 확대를 제안하고 있다. 여기에 대해서도 좀 더 심도 있는 분석

이 이루어져야 한다.

3. 주식 투자 성과와 국제 분산 투자의 유용성

가. 국민연금기금의 투자 성과

국민연금기금은 1988년 설립 시점부터 공공 부문, 금융 부문, 복지 부문에 투자하기 시작하였다. 하지만 복지 부문의 투자는 미미하고, 공공 부문은 신규 투자가 이루어지지 않기 때문에 이제부터는 금융 부문의 투자에만 관심을 가지고 살펴보기로 하자. 국민연금기금의 연평균 투자 수익률과 변동성이 <표 VI-4>에 나타나 있고, Panel A는 국민연금 설립 시점부터의 수익성과 변동성을 보여주고 있다. 산술평균에 의해 보면 주식 부문은 19.91%로 금융 부문 전체 수익률 12.18%와 채권 부문 수익률 12.28%보다 훨씬 높은 수익률을 달성하였다. 이는 기금 전체 수익률 10.85%나 KOSPI 200 주가지수 수익률 10.64%보다 매우 큰 것으로, 산술평균을 이용하는 경우 그동안 국민연금기금의 주식 투자 성과가 상당히 우량했다고 평가할 수 있다.

하지만 표준편차로 계산된 변동성을 보면 주식 투자의 위험이 매우 컸음을 알 수 있다.¹¹³⁾ 주식 부문의 변동성은 49.96%로 매우 높게 나타났는데, 이는 KOSPI 200의 변동성 40.66%보다도 크다. 이렇게 지나친 변동성이 산술평균 수익률을 크게 한 원인이었다고 할 수 있다. 따라서

113) 여기서 표준편차의 계산은 연별 수익률을 사용하여 계산하였기 때문에 일별 또는 월별 수익률을 사용한 변동성보다 커지는 경향이 있다. 이는 일별 또는 월별 수익률의 시계열간에 양의 공분산 효과가 나타나기 때문이다. 일반적으로 측정 주기가 큰 (분기별 또는 연별) 수익률 자료를 이용하면 측정 주기가 작은 (일별 또는 월별) 수익률을 사용할 때보다 변동성(표준편차)이 커지는 경향이 있다. 흔히 이러한 공분산 효과는 시장 효율성의 지표로 이용되는데, 시장이 효율적일수록 공분산 효과는 0에 수렴하는 경향이 있다.

변동성 효과를 제거해 주는 기하평균 수익률을 계산하여 좀 더 정확하게 수익률을 평가할 필요가 있다. 기하평균 수익률을 보면 주식 부분의 수익률은 10.91%로 크게 감소하고 있다. 주식 부분의 변동성이 매우 컸기 때문에 이 부분의 기하평균 수익률이 매우 작아졌지만, 변동성이 매우 작았던 다른 부분의 기하평균 수익률은 거의 감소되지 않았다. 주식 부분 기하평균 수익률은 채권 부분의 12.25%나 금융 부문 전체 수익률인 12.04%보다는 약간 작지만, KOSPI 200의 3.79%보다는 여전히 매우 크다. 따라서 국민연금기금의 주식 투자를 KOSPI 200과 비교하여 평가할 때는 상당히 우수한 성과를 거두었다고 하겠지만, 다른 부문보다 좋은 성과를 거두었다고 평가하기는 매우 어렵다고 하겠다.

Panel B는 투자에 대한 평가가 시가로 평가되는 시점인 1997년부터의 수익률과 변동성을, Panel C는 주식의 위탁 투자가 이루어지기 시작한 2000년부터의 수익률과 변동성을 보여주고 있다. Panel B의 투자 성과는 산술평균과 기하평균 모두 주식 부분의 투자 성과가 가장 좋았다. Panel C에서는 위탁 투자 주식 부분의 산술평균을 제외하고는 다른 부문보다 좋은 성과를 거두지는 못하였다. 이러한 결과로 볼 때, 국민연금기금의 주식 투자가 다른 부문보다 좋은 성과를 거두었다고 평가하기는 어렵지만, 다른 부문보다 성과가 좋지 못했다고 결론을 내리기도 매우 어려운 상황이라고 할 수 있다. 한 가지 확실한 것은 국민연금기금의 주식 투자 성과는 KOSPI 200의 시장 수익률보다는 항상 좋은 성과를 거두었다는 것이다.

<표 VI-4> 국민연금기금의 연평균 투자 수익률과 변동성

Panel A: 국민연금 설립부터 (1988~2003년) ^a							
항목	공공 부문	금융 부문			전체	KOSPI 200 ^c	
		채권	주식 ^b	금융 부문 전체			
산술 평균	9.70%	12.28%	19.91%	12.18%	10.85%	10.64%	
표준편차	2.16%	2.65%	49.96%	5.77%	2.72%	40.66%	
기하 평균	9.68%	12.25%	10.91%	12.04%	10.82%	3.79%	
Panel B: 시가 평가 시기 (1997~2003년)							
항목	공공 부문	금융 부문			전체	KOSPI 200	
		채권	주식	금융 부문 전체			
산술평균	8.34%	10.60%	26.26%	10.41%	9.13%	19.71%	
표준편차	2.71%	3.27%	63.45%	8.72%	3.43%	56.01%	
기하평균	8.31%	10.56%	12.15%	10.12%	9.08%	7.52%	
Panel C: 위탁 투자 시기 (2000~2003년)							
항목	공공 부문	금융 부문				전체	KOSPI 200
		채권	위탁 투자 (주식)	주식	금융 부문 전체		
산술평균	6.64%	8.33%	14.06%	4.81%	6.11%	6.97%	1.64%
표준편차	1.50%	2.06%	47.50%	41.66%	5.68%	1.86%	43.40%
기하평균	6.63%	8.31%	5.77%	-3.14%	5.99%	6.95%	-6.33%

- a. Panel A의 주식 부문은 1993년부터 시작되어 11년 간 투자
 - b. 주식은 국민연금관리공단이 직접 투자하는 주식 부문을 의미함
 - c. KOSPI 200 주가지수 수익률은 배당을 고려한 수익률임
- 자료: 국민연금관리공단

나. 국제 분산 투자의 유용성

우리의 국민연금기금은 그동안 국내 투자만을 고집해 왔지만, 이미 주요국 공적 연금들은 국제 분산 투자를 연금 투자의 중요한 수단으로 인식하고 실행하여 왔다. 이미 Solnik(1974)에 의해 주장되었듯이 투자론적 측면에서 국제 분산 투자의 위험 감소 효과가 입증된 바 있고, Ko(1998)는 전략적 국제 분산 투자의 우수성을 실증적으로 보여주었다. 이를 좀 더 명확하게 하기 위해서 국민연금이 설립된 1988년부터 2003년까지의 기간 동안 국제 분산 투자의 효과가 어느 정도 되는지를 살펴 보고자 한다.

<표 VI-5>는 국제 투자의 기준으로 가장 널리 쓰이는 (배당이 고려된) MSCI 지수의 연별 수익률을 이용하여 국내 투자와 국제 분산 투자의 성과 차이를 보여주고 있다. 먼저 Panel A는 미국 달러화로 환산된 (미국 투자자 입장에서의) 수익률 등이 표시되어 있다. 우리나라 한 곳에만 투자한 경우 연평균 17.57%의 수익률을 달성하는데, 이는 미주(13.92%), EAFE(7.11%), 전세계(9.56%)에 분산 투자할 경우에 얻는 수익보다 훨씬 높은 수익률이다.¹¹⁴⁾ 이 결과로부터 국제 분산 투자가 우리나라에 집중적으로 투자하는 것보다 좋지 않았다고 판단하여서는 곤란하다. 국제 분산 투자의 목적은 일정 기간 동안의 수익률 향상이 아니라 주어진 기대 수익에서 투자 위험을 감소시키는 것이기 때문이다. 표준편차로 계산된 변동성을 살펴보면 우리나라의 변동성은 56.28%로 매우 높는데 비해, 미주 18.57%, EAFE 19.78%, 전세계 17.78%로 국제 분산 투자를 한 경우에는 변동성이 놀라울 정도로 감소되는 것을 확인할 수 있다. 이는 국제 분산 투자의 효과를 단적으로 입증하는 결과로 해석될 수 있다. 다른 연구들에서도 확인할 수 있는 바와 같이 국제 분산 투자의 변동성 감소 효과는 기간에 관계없이 항상 나타나는 현상이라고 할 수 있다

114) EAFE는 Europe, Australia, and Far East 지역의 선진국 시장 지수를 의미한다.

연금 투자의 효율성을 측정하기 위하여 흔히 사용하는 지표로 정보 비율(information ratio)이 있는데, <표 VI-5>의 정보 비율은 연평균 수익률 결과에도 불구하고 국제 분산 투자의 우수성을 잘 보여주고 있다. 17.57%를 보였던 우리나라의 수익률은 지나친 변동성으로 인하여 정보 비율이 0.31밖에 안 되지만, 미주, EAFE, 전세계는 각각 0.75, 0.36, 0.54로 모두 우리나라보다 효율적인 투자 대상이었다고 판단할 수 있다. 앞에서 언급하였던 기하평균 수익률을 사용하면 정보 비율의 의미를 다시 한 번 확인할 수 있다. 우리나라의 기하평균 수익률은 지나친 변동성으로 인하여 4.66%밖에 안 되어 4개의 비교 대상 중 가장 비효율적인 투자 대상임을 알 수 있다.

Panel B는 각 지역 통화로 계산된 수익률 결과를 보여주고 있다. 각 지역 통화로 계산된 수익률은 환율 효과를 고려하지 않기 때문에 약간의 왜곡이 있을 수 있지만, 이해와 계산이 쉽다는 장점이 있다. Panel B의 결과를 보면 Panel A의 결과와 크게 다르지 않음을 확인할 수 있다.

**<표 VI-5> 각국 주가지수의 수익률과 변동성(1988~2003년):
MSCI 배당을 고려한 주가지수 연별 수익률 이용**

Panel A: 미국 달러화로 환산된 수익률과 변동성				
대상	연평균 수익률	변동성 (표준편차)	정보 비율	기하 평균 수익률
한국	17.57%	56.28%	0.31	4.66%
미주	13.92%	18.57%	0.75	12.38%
EAFE	7.11%	19.78%	0.36	5.35%
전세계	9.56%	17.78%	0.54	8.11%
Panel B: 지역 통화로 계산된 수익률과 변동성				
대상	연평균 수익률	변동성 (표준편차)	정보 비율	기하 평균 수익률
한국	14.05%	40.09%	0.35	7.36%
미주	15.66%	18.51%	0.85	14.13%
EAFE	6.92%	19.77%	0.35	5.07%
전세계	10.48%	18.31%	0.57	8.92%

자료: DataStream

4. 국민연금기금의 주식 투자를 위한 제언

이상의 분석으로부터 볼 때, 그동안 국민연금기금의 주식 투자가 다른 투자 부문에 비해 현저하게 낮은 수익률을 얻었다고 평가하기는 매우 어렵다. 하지만 문제가 되는 것은 지나치게 높은 변동성이라고 할 수 있다. 매년 국회의 승인을 받아야 하고, 국민들의 집중적인 관심이 되고 있는 국민연금기금의 입장에서는 변동성이 이렇게 높다는 것은 매우 큰 부담이 아닐 수 없다. 변동성이 크면 어떤 해에 아무리 높은 투자 수익을 올렸다 해도, 다른 어떤 해에는 질책의 대상이 될 것이 자명하기 때문이다. 따라서 국민연금기금의 주식 투자가 피할 수 없는 상황이라면 변동성을 줄이면서 안정된 수익을 달성하는 것이 가장 좋은 방안이라고 생각한다.

주식 투자의 위험을 줄이는 방안의 하나로 본 연구는 국제 분산 투자를 제안하고자 한다. 국제 분산 투자는 투자 위험을 감소시키는 거의 유일한 대안이라고 할 수도 있다. 분산 투자의 규모를 결정하는 것은 국민연금기금이 투자 위험을 어느 정도로 정하는가에 달려 있다. 국민연금기금이 감내할 수 있는 위험과 예상 수익이 정해지면, 이에 따라 전체 주식 투자 규모가 결정될 것이고, 다시 국내 및 국제 투자 규모가 결정될 것이다. 국제 분산 투자는 기간에 따라 위험 수준이 크게 바뀌지 않기 때문에 국민연금기금 재원의 안정적 성장에 크게 기여할 것이다.

VII. 맺음말

VII. 맺음말

본 연구는 각종 연기금과 국민연금기금의 주식 투자라는 2가지 주제를 실제 자료와 외국 사례 및 투자 이론에 기초하여 살펴보았다. 이의 결과를 간략하게 정리하면 다음과 같다.

첫 번째, 각종 연기금의 투자는 지나치게 안정적인 자산의 투자에 집착하여 적절한 수익성을 올리지 못하고 있다는 것을 지적하였다. 물론 각 기금의 성격상 중장기 투자가 어려운 측면도 있으나, 이를 감안하더라도 현재의 투자 포트폴리오 구조는 각 기금의 수익성이 거의 무시되고 있는 상황이다. 따라서 각 기금의 사업에 지장을 주지 않는 범위 내에서는 주식과 같은 금융자산에의 투자도 허용되어야 한다고 본다. 이의 상징적 의미로 「기금관리기본법」 제3조 제3항의 폐지도 의미가 있다고 본다.

둘째, 국민연금기금과 관련하여서는 기금 규모의 증가와 자본시장의 관계 및 기금의 수익성 제고라는 두 가지 관점에서 주식 투자의 필요성을 제시하였다. 국민연금기금의 주식 투자 확대는 자본시장에 긍정적·부정적 영향을 미칠 것이다. 긍정적 영향은 더욱 활용할 필요가 있고, 부정적 영향에 대해서는 미리 대비책을 준비하여야 한다. 국민연금기금의 주식 투자 관점에서 가장 우려가 되는 것은 지나친 투자 위험의 발생이다. 이의 해결을 위해서 본 연구는 국제 분산 투자를 대안으로 제시하였다. 물론 우리나라 주식시장에의 투자를 기본으로 삼아야겠지만, 투자 위험의 수준을 합리적인 수준으로 낮춘다는 의미에서 국제 분산 투자는 유일한 대안이라고 할 수 있다. 이미 해외 공적 연금의 국제 분산 투자를 참고하더라도 이의 중요성을 간과할 수 없는 상태라고 하겠다.

본 연구에서는 공적 연기금의 바람직한 투자 방향에 대해서 거시적이면서 개괄적인 내용을 제시하였다. 좀 더 깊숙이 들어가면 '과연 어느

정도의 규모를 국내 및 국외 주식시장과 채권시장에 투자하여야 하는가'라는 미시적 질문에 봉착하게 된다. 하지만 이에 대한 답변은 각 기금과 국민연금기금 스스로가 해결하여야 할 과제며, 국회는 국민에 대한 책임을 가지고 이를 최종적으로 승인할 권리와 의무가 있다고 본다.

참 고 문 헌

참고 문헌

1. 국내 자료

- 국민연금 중장기 투자정책 위원회, 2002, 『국민연금 기금운용 중장기 투자정책』.
- 김형태·김근수·정재만, 2003, 『증권산업의 현황과 시나리오 분석』, 한국증권연구원 조사보고서, 03-04.
- 나성린·신관호, 2003, 『국민연금의 기금운용과 거시경제정책의 조화』, 국민연금관리공단.
- 원종욱·석재은·문승주, 2002, 국민연금 기금운용 관리체계의 개선, 『국민연금 기금운용 중장기 투자정책』 최종보고서, 국민연금 중장기 투자정책 위원회.
- 이용하·김진수, 1998, 『국민연금 민영화론의 허상』, 국민연금연구센터.
- 조성훈·고광수·박창욱, 2004, 『공적 연금의 지배구조에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서, 04-04.
- 한성윤·김대철, 2002, 『해외 공적연금의 기금운용 사례연구』, 국민연금연구센터.
- 한성윤·임웅기·김용하·김연명, 2000, 『국민연금 기금의 관리운용 체계 개선방안』, 국민연금연구센터.

2. 국외 자료

CalPERS General Facts, 2004.

CPPIB 연차보고서, 2004.

Social Security의 수탁위원회 연차보고서, 2004.

Social Security Handbook, 2004.

Barro, Robert, 1974, Are Government Bonds Net Worth, *American Economic Review* 82, 1095-1118.

Barro, Robert J. and Glenn M. MacDonald, 1979, Social Security and Consumer Spending in an International Cross Section, *Journal of Public Economics* 11, 275-289.

Catalan, Mario, Gregorio Impavido and Alberto R. Musalem, 2000, Contractual Savings or Stock Markets Development: Which Leads?, World Bank.

DeLong, J. Bradford, Andrei Shleifer and Lawrence H. Summers, 1990, Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation, *Journal of Finance* 45, 379-395.

Impavido, Gregorio, Alberto R. Musalem and Thierry Tresselt, 2003, The Impact of Contractual Savings Institutions on Securities Markets, World Bank.

Friedman, Milton, 1957, A Theory of the Consumption Function, Princeton University Press.

Kopits, George and Padma Gotur, 1980, The Influence of Social Security on Household Savings: A Cross Country Investigation,

International Monetary Fund Staff Papers 27, 161-190.

Koskela, Erkki and Matti Viren, 1983, Social Security and Household Saving in an International Cross Section, *American Economic Review* 73, 212-217.

Ko, Kwang Soo, 1998, Strategic International Diversification and Monthly Seasonality, *Journal of Business Finance and Accounting* 25, 203-223.

Solnik, Bruno, 1974, Why not diversify internationally rather than domestically, *Financial Analysts Journal*, 48-53.

3. 웹사이트

공무원연금관리공단, www.gepco.or.kr

국민연금관리공단, www.npc.or.kr

기획예산처, www.mpb.go.kr

사립학교교직원연금관리공단, www.ktpf.or.kr

우정사업본부, www.koreapost.go.kr

자산운용협회, www.amak.or.kr

AP 펀드(Swedish AP Fund), www.ap1.se, www.ap2.se, www.ap3.se,
www.ap4.se, www.ap6.se, www.ap7.se

CalPERS(California Public Employees' Retirement System),
www.calpers.ca.gov

CPF(Central Provident Fund), www.cpf.gov.sg

CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board), www.cppib.ca

DWP(Department for Work and Pension), www.dwp.gov.uk

EPF(Employees Provident Fund), www.kwsp.gov.my

GAD(Government Actuary's Department), www.gad.gov.uk

GPIF(Government Pension Investment Fund), www.gpif.jp

MPFA(Mandatory Provident Fund Authority), www.mpfahk.org

Pension Service, www.thepensionservice.gov.uk

PPM(Premium Pension Authority), www.ppm.nu

SAFP(Superintendency of Pension Fund Administrator), www.safp.cl

SSA(Social Security Administration), www.ssa.gov

NSIB(Sweden National Social Insurance Board), www.rfv.se

4. 서신 교환

AP 펀드 관계자와의 서신

CPF 관계자와의 서신

ING Pension Trust Limited의 관계자와의 서신