

독립성과 공공성 확보를 위한 기금운용체계 개편방향

2008. 10. 13

국회의원 임 두 성

●● 머 리 말

독립성과 공공성 확보를 위한 기금운용체계 개편방향

2008년 7월말 현재 국민연금기금 적립규모는 229조원을 돌파했습니다. 제도시작 20년 만에 국내 최대 기금을 넘어 일본, 미국 등에 이어 세계 5위 규모로 성장했습니다. 국민연금기금 규모는 지속적으로 증가해 2023년에는 국내 GDP의 50%를 초과하고, 2043년에는 약 2,600조가 적립될 것으로 예상됩니다. 국민연금기금은 절대 규모나 국가경제에서 차지하는 비중이 매우 크고, 적립과 소멸에 걸리는 기간이 짧습니다. 이러한 국민연금기금의 특징을 감안해 기금운용의 정책과 목표 설정, 기금 운용체계 개편방안과 관련한 다양한 의견이 제시되고 있습니다.

국민연금은 국민의 생활과 노후복지를 위한 사회안전망 자금이기 때문에 기금의 효과적 관리는 아무리 강조해도 지나치지 않습니다. 하지만 국민들은 국민연금의 급여율과 보험료율에 대해서는 뜨거운 관심을 보여 왔지만 기금의 운용 방법 등에 대해서는 그리 큰 관심이 없었던 게 사실입니다.

정부는 기금관리의 독립성과 효율성 제고를 위한 제도개선을 위해 수년간 노력해왔지만, 정치권의 의견 조율 미흡, 부처간 조정 미흡, 가입자 대표와 시민단체 등의 반대 등으로 인해 개선 결과를 내놓지 못하였습니다.

현 정부는 출범과 함께 기금운용체계 개편을 국정과제로 정하여 논의를 거듭한 결과 금년 7월 기금운용위원회를 민간독립기구로 상설화하고 기금운용공사를 설립하는 내용을 주요내용으로 하는 개선안을 제시했습니다. 이러한 개선안에 대해 관련 학자와 이해단체들의 평가가 분분합니다.

국민의 노후자금인 국민연금기금의 고갈시점이 어느 정도 예견되는 상황에서 기금의 독립성과 수익성 제고를 위한 기금운용체계 개편 논의는 조속히 진행되어야 합니다. 하지만 이러한 논의 속에 다소 간과되기 쉬운 공공성 측면의 논의 역시 반드시 포함시켜 진행해야 할 것입니다.

본 자료집에서는 국민연금기금의 현행 운용체계, 해외 기금운용사례를 살펴봄으로써 현재 논의중인 기금운용체계 개편방안을 평가하고, 기금지배구조 개편논의에 반드시 포함시켜야 할 부분은 무엇인지 논의해 보고자 합니다.

이러한 논의를 통해 국민연금이 지속가능한 국민 노후 안전망기금으로 존속하고, 기금이 독립성과 중립성, 전문성, 그리고 공공성이 조화를 이루는 가운데 가장 효과적으로 운용될 수 있도록 좋은 대안이 모색되기를 바랍니다.

부족하나마 본 자료집이 국민연금 관련 정책 담당자들에게 좋은 참고자료가 될 수 있기를 희망합니다.

감사합니다.

2008년 10월

국회의원 **임 두 성**

I. 국민연금기금의 현황과 특징	1
1. 본 자료집에 규정하는 공공성과 독립성의 의미	3
2. 국민연금 규모와 기금운용 현황	4
가. 국민연금기금의 규모	4
나. 기금운용의 성과추이와 방향	5
다. 일반현황	7
3. 국민연금기금의 특징	17
가. 기금의 특징	17
4. 지배구조에 대한 논의	24
II. 현행 기금운용체계와 개정안에 대한 고찰	29
1. 현행 기금운용체계에 대한 평가	31
2. 2008년 정부입법 기금운용체계 개편방안	37
3. 기금운용체계 개편안에 대한 평가	41
가. 기금운용 원칙에 대한 평가	41
나. 기금운용위원회 위상에 대한 평가	50
다. 기금운용 공사 분리에 대한 의견	60
III. 현행 기금운용체계와 개정안에 대한 고찰	65
1. 미국 OASDI (Old-Age, Survivors and Disability Insurance)	71
가. OASDI 개괄	71
나. OASDI 기금운용구조	74
다. OASDI 기금운용구조 평가	77
2. 미국 캘리포니아 공무원 연금 (CalPERS : California Public Employees' Retirement System)	80

가. CalPERS 개괄	80
나. CalPERS 기금운용구조	83
다. CalPERS 기금운용 관련 조직	87
라. CalPERS 기금운용구조 평가	89
3. 캐나다 연금기구 및 연금투자위원회 (CPP, CPPIB)	91
가. CPP, CPPIB 개괄	91
나. CPPIB 기금운용구조	94
다. CPPIB 기금운용구조 평가	98
4. 캐나다 퀘벡주 연금기구 및 연기금운용 회사 (QPP, CDPQ)	102
가. QPP, CDPQ 개괄	102
나. CDPQ 기금운용구조	105
다. CDPQ 기금운용구조 평가	108
5. 네덜란드 APG (All Pensions Group)	110
가. APG 개괄	110
나. APG 운용 구조	112
다. APG 기금 운용구조 평가	115
6. 일본 GPIF (Government Pension Investment Fund)	118
가. GPIF 개괄	118
나. GPIF 운용 구조	120
다. GPIF 기금운용구조 평가	124
7. 해외사례와의 비교 및 시사점	127
가. 독립성	127
나. 전문성	129
다. 수익성	131
라. 시사점	135

IV. 기금운용 독립성과 공공성의 확보를 위한 제언 143

1. 중투위 방안(2001년 안)과 정부입법안의 조화	145
가. 국민연금심의위원회를 강화	147
나. 각 계층을 대표하는 전문가의 기금운용위원회 참여	148

2. 증장기투자전략위원회 방안	151
3. 시장지배력의 완화 및 효율성에 대한 논의	157
가. 현행체계의 문제점 및 대안	157
나. 복수의 기금운용기관 운영 방안	160
4. 자산배분의 분권화에 대한 논의	165

V. 참 고 문 헌	169
------------------	-----

VI. 부 록	177
--------------------	-----

독립성과 공공성 확보를 위한 기금운용체계 개편방향



국민연금기금의 현황과 특징

1. 본 자료집에 규정하는 공공성과 독립성의 의미

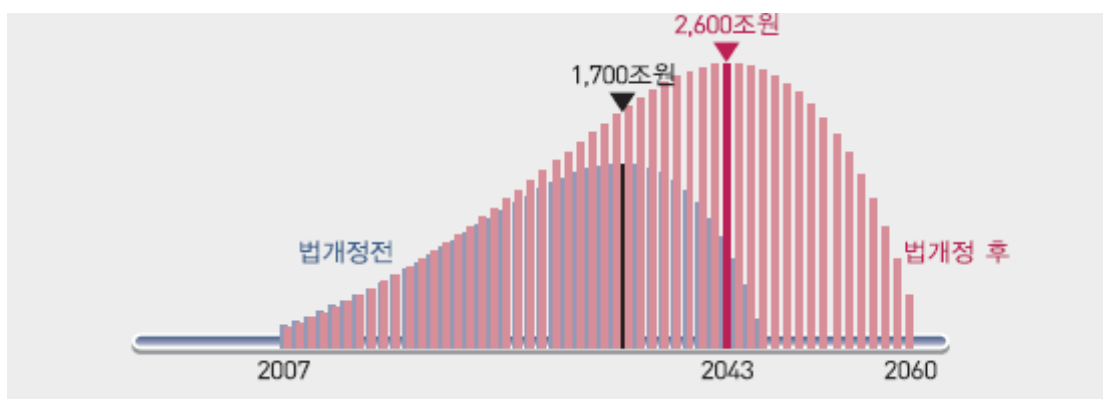
- 공공성과 독립성이라는 용어는 논의의 대상에 따라 그 의미가 크게 달라질 수 있음. 따라서 본 자료집에서 말하는 공공성과 독립성에 대한 의미를 다음과 같이 규정하고 본격적인 논의를 시작하고자 함.
- 본 자료집에서 말하는 공공성이란 : 국민연금은 전 국민이 가입자이자 수혜자이기 때문에 기금 운용에 있어 공공의 이익, 즉 국민과 가입자의 이익을 우선적으로 고려할 필요가 있다는 것임.
- 즉, 국민연금 기금은 그 규모가 매우 크기 때문에 운용 내용에 따라 국민경제에 미치는 영향이 크므로, 국민경제에 부정적인 영향이 미치지 않도록 운용할 필요가 있다는 점임. 각 자산별로 국내시장 규모에 비해 지나치게 많은 투자를 할 경우 시장 왜곡현상이 나타날 우려가 있는데, 기금규모와 시장규모를 고려하여 국내자본 시장을 교란하지 않도록 투자하는 것이 필요하다는 것이 이에 해당함.
- 본 자료집에서 말하는 독립성이란 : 기금운용 의사결정과정과 무관한 요인에 의해 투자행위가 발생하지 않도록 하는 제도적 절차를 확보하는 것을 의미함. 다시 말해 안정성, 수익성, 공공성의 원칙하에 운용자에 대한 유형, 무형의 압력인식 요인이 작용하지 않도록 하는 보장절차가 완비된 상태를 의미함.
- 투자의 의사결정은 운용자의 책임으로 이루어지며, 이에 대한 책임 역시 운용자의 몫으로 귀결되도록 하여야 함을 의미함.

2. 국민연금 규모와 기금운용 현황

가. 국민연금기금의 규모

- 1988년 국민연금제도가 실시되면서 가입자의 연금 지급을 위한 책임준비금으로서의 국민연금기금은 2008년 6월말 현재 229조원이 적립되어 있으며, 국민연금 가입자는 1,835만명, 수급권자는 223만명에 이릅니다. 국민연금기금의 규모는 세계 공적연금 중 5위(2006년 기준, Watson Wyatt 자료)이며, 2009년 이후에는 2위로 부상할 것으로 예상됩니다.
- 국민연금기금의 규모는 지속적으로 증대되어 2010년에 300조원을, 2012년에는 400조원을 각각 돌파할 것으로 전망됩니다. 기금 적립금은 2043년에 약 2천6백조원으로 최고조에 이른 후 감소하기 시작하여 2060년에 소진될 것으로 추계되고 있습니다.

• • 2007년 7월 국민연금법 개정에 따른 기금적립금 추이 • •



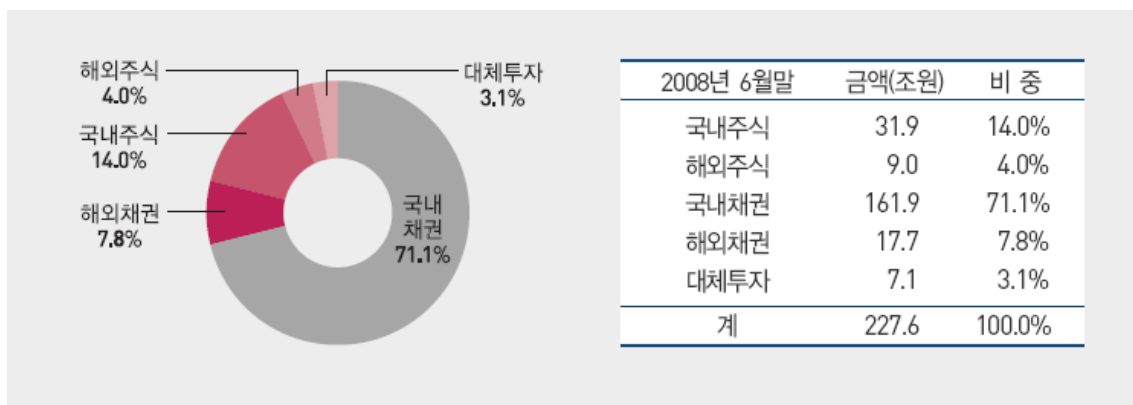
※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

나. 기금운용의 성과추이와 방향

1) 기금운용내역

- 2008년 6월말 기준으로 국민연금은 기금자산 229조원의 99.6%를 금융부문에 투자하고 있으며, 이 중 79%가 채권으로 운용되고 있고, 18%는 주식, 나머지 3%는 대체투자로 운용되고 있음.

• • 기금운용내역 (2008.6) • •

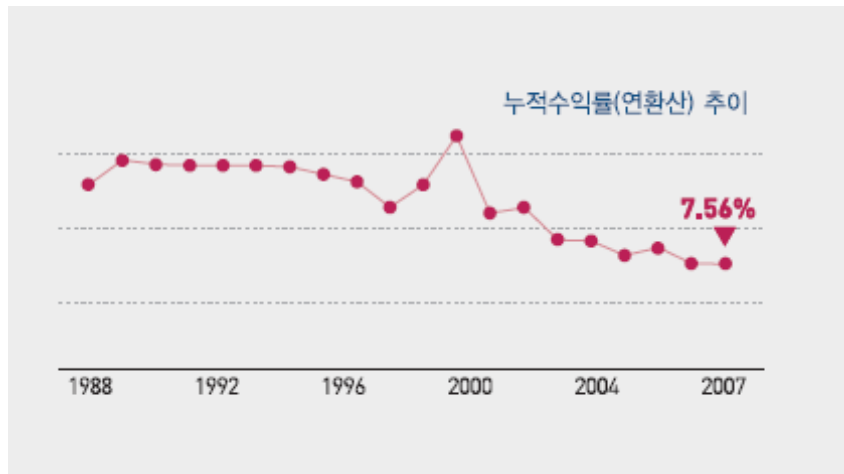


※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

2) 기금운용 성과 추이

- 지난 20년 동안 가입자들이 납부한 보험료는 모두 171조원이고 기금 운용에 의한 수익금은 85조이며, 이 중에 36조원을 연금으로 지급하고 220조원이 적립되어 있음. 이를 수익률로 환산하면 연평균 7.56%임. 2000년 이전 10~13% 수준이었던 연간수익률은 국내 채권금리의 하락에 따라 5~9%로 하락하였고 2007년도 수익률의 경우 6.86%임.

• • 기금운용 누적수익률 추이 (1988~2007) • •



※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

3) 기금운용의 방향

- 국민연금은 기금자산의 안정적 증식을 통하여 자산의 실질 가치를 보존하는 것을 최우선 과제로 하여 기금운용방향의 큰 틀을 설정함.

- 단기적으로는 투자 위험이 높지만 장기 투자로 운용성과를 제고할 수 있는 자산에의 투자를 확대한다.
- 국내시장에의 집중투자 위험을 줄이고 해외 유망자산으로의 투자를 확대한다.
- 외부의 전문성을 활용하여 수익률을 제고하고 기금투자의 의사결정 집중화에 따른 위험을 분산한다.

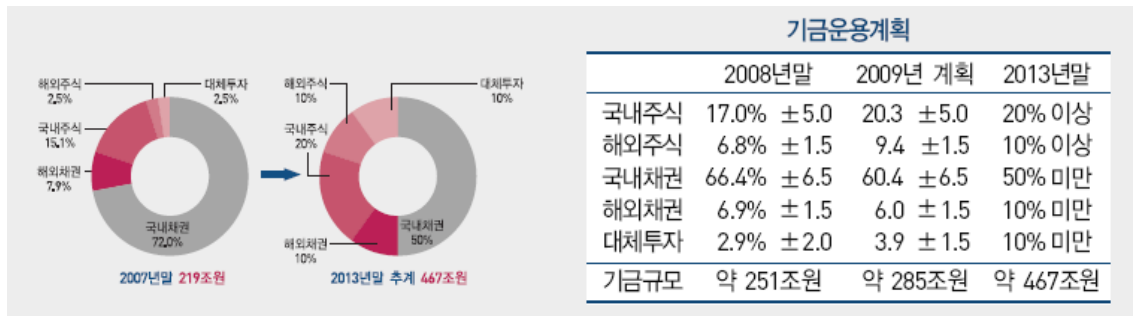
※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7. 29 기금운용계획 보도자료

4) 자산배분계획

- 국민연금기금운용위원회는 이러한 운용방향을 구현하기 위하여 매년, 향후 5개년 계획인 중기자산배분계획을 수립하고, 이를 바탕으로

로 시장전망과 연금 수급상황의 변화를 반영하여 연간 기금운용계획을 수립하여 운용하고 있음.

● ● 중기자산배분계획에 따른 2013년 자산배분 추계 ● ●



※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

다. 일반현황

1) 국내채권 투자

□ 국내채권 운용 규모는 167조원이며, 이 중에서 약 10조원을 위탁운용하고 있음. 직접운용의 경우 현재 국공채 비중이 가장 높지만 다변화 추세로 진행중임.

● ● 채권 직접운용 현황 ● ●

(액면기준, 2008년 6월말)

	금액	비중		금액	비중
국 채	77.6조	49.4%	회사채	5.5조	3.5%
지방채	0.5조	0.3%	ABS	0.6조	0.5%
통안채	4.6조	2.9%	여신금융채	1.2조	0.8%
특수채	27.0조	17.2%			
금융채	40.0조	25.4%	계	157조	100.0%

※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

2) 국내주식 투자

- 국내주식 운용 규모는 32조원이며 이 중 약 16조9천억원을 위탁운용 하고 있음. 국내 주식운용은 장기투자를 원칙으로 하며, 직접운용은 중장기적으로 패시브 전략을, 위탁운용은 액티브 전략을 각각 추구함. 직접운용은 전체 포트폴리오의 약 3분의 1을 인덱스형으로 운용하고 있으며 나머지 액티브형의 경우 기업의 내재가치를 중시하여 투자하고 있음.

3) 국내주식 위탁운용

- 국내주식 위탁운용은 외부 운용사의 전문성을 활용하여 수익률을 제고하는 한편 다양한 운용 유형으로 분산투자하여 기금 포트폴리오의 안정성을 강화하는 방향임.

● ● 국민주식 위탁운용 현황 ● ●

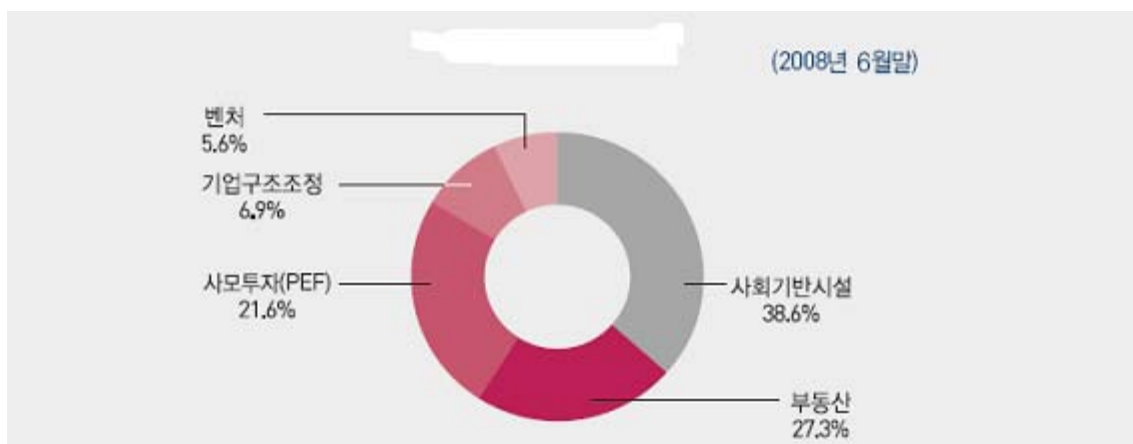
(2008년 6월말, 장부가 기준)			
구 분	특 성	규 모	비 중
순수주식형	주식비율을 90% 이상으로 유지	12조560억	70.5%
중소형주형 코스닥형	(중소형주형)중소형주의 비중을 70%를 유지 (코스닥형)코스닥 100지수를 추종하는 운용을 기본으로 하되, 제한된 범위 내에서 액티브 운용 실시	1조5,030억	8.8%
지배구조개선형	기업지배구조가 우수한 종목이나 향후 지배구조 개선을 통하여 기업가치 상승이 예상되는 종목에 주로 투자	1,900억	1.1%
사회책임투자형	사회적 책임 경영을 추구하는 기업에 주로 투자	3,400억	2.0%
액티브퀀트형	계량적인 운용모델 및 새로운 인덱스기법 등에 의해 제한된 범위내에서 업종 및 종목을 선택하고 투자비중을 조절함	5,130억	3.0%
인덱스형	코스피 200지수를 추종하는 운용을 기본으로 하되, 제한된 범위 내에서 액티브 운용 실시	2조5,100억	14.7%
계		17조1,120억	100.0%

※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

4) 대체투자 현황 및 계획

- 2008년 6월말 현재 국내대체투자액은 6조1,400억원에 이르며 약정 금액으로는 12조원에 이릅니다. 대체투자는 약정시점에서 일정기간 분산하여 집행되는 특성을 고려하여 연간 약정한도를 부여하고 있음. 대체투자는 전통적인 투자 대상인 채권이나 주식과는 달리 고위험이 수반되고 상대적으로 큰 투자금액과 장기적인 투자기간을 요구하지만 수익률이 높은 특징을 보임.
- 국민연금은 투자다변화와 수익률 제고를 위하여 2002년 벤처투자를 시작으로 사회기반시설, 부동산, 사모투자 등으로 투자 영역 및 규모를 확대하고 있음.
- 2008년에는 국민연금법 시행령 개정에 따라 부동산의 개발 및 취득·관리, 에너지 및 자원의 개발, 항공기·선박의 취득 및 기업인수 등이 가능하고, 헤지펀드 등 다양한 영역으로 접근이 가능하여 대체투자는 앞으로 더욱 활성화 될 것으로 예상하고 있음.

● ● 대체투자 자산 구성 ● ●



※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

5) 사회기반시설 투자

- 국민연금의 사회기반시설 투자는 고속도로, 철도, 항만, 상하수도 시설 등에 대한 직접투자가 대부분이나, 인프라스트럭처 펀드를 통한 위탁운용을 병행하고 있음.

주요 투자대상	
직접운용	신대구부산고속도로, 인천국제공항철도, 미시령동서관통도로, 울산아이포트, 가야철도, 부산울산고속도로, 여러 지역의 하수관거 등
간접운용	발해인프라펀드, 다비인프라펀드, 신재생에너지펀드, NPS 인프라 1·2호

※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

6) 사모투자

- 국민연금은 대형 기업인수(M&A) 투자 추진에 있어 재무적 투자자로 참여하고 있으며, 지난 2007년 1월 LG카드 인수에 9천억원 이상을 투자한 바 있음. 또한, 2008년 1월에는 국내 M&A 시장에 적극 참여하기 위하여 총 9천억 규모의 사모투자 위탁운용사 6개를 선정했음. 국민연금 사모투자는 일반적으로 다음의 투자기구를 통한 위탁운용으로 이루어지고 있음.

사모투자전문회사 (간접투자자산운용업법)	차입인수(Buyout) 관련 투자 등(PEF)
창업투자조합 및 신기술사업투자조합 (중소기업창업지원법 · 여신전문금융업법)	벤처기업과 신기술 사업자에 대한 투자
기업구조조정조합 (산업발전법)	기업구조조정 관련 기업 및 부실기업에 대한 투자

※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

7) 부동산 투자

- 국민연금의 부동산 투자는 핵심업무시설, 판매시설, 산업시설 등에 대한 투자와 프로젝트금융 및 사전인수확약을 통한 대규모 민관합동 또는 공모형 개발사업에 대한 투자를 추진하며 관광, 레저, 스포츠 시설 등 특수 부동산 분야에 대하여도 투자를 확대할 계획임.

주요 투자대상

KB역삼빌딩, 내외빌딩, 데이콤빌딩, 로즈데일빌딩, 시그마타워빌딩, 서울씨티, 퍼스트타워, 홈에버, ING센터, 서울국제금융센터(용산), 비축용임대주택 등

※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

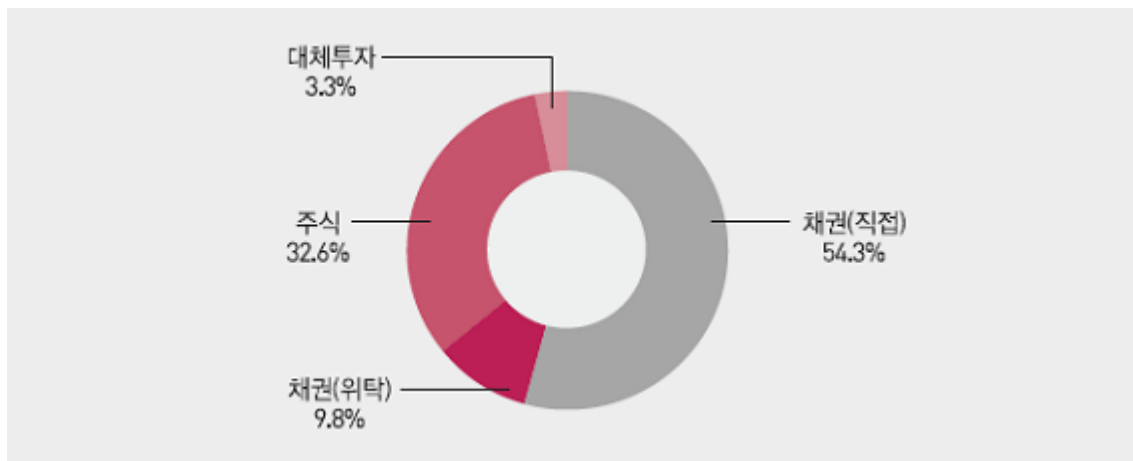
8) 국민연금기금의 해외자원개발

- 국민연금은 2007년 12월 한국석유공사·한국가스공사·대한광업진흥공사와 기본 계약을 맺고, 2008년부터 향후 10년간 총 20조원을 3개의 공기업이 발굴하여 참여하는 석유·가스·광물개발사업에 투자하기로 함.
- 국민연금의 해외자원개발 투자는 광물이 실제로 산출되고 있는 생산광구 매입 및 생산광구를 보유한 해외기업인수의 형태로 이루어질 계획임. 국민연금의 해외자원개발 투자는 기금운용 규모의 급격한 증가에 대응한 투자 대상 다변화의 일환으로 국내최고의 자원개발 공기업과 공동 투자하는 사업으로서, 향후 투자범위를 지속적으로 확대해 나갈 예정임.

9) 해외투자 현황

- 국민연금의 해외투자 규모는 2008년 6월말 현재 27조6천억원에 이르며, 금융부문의 12.1%를 차지하고 있음. 이 중 9조원은 주식으로, 17조7천억원은 채권으로, 나머지 9천억원은 대체투자로 운용되고 있음.

• • 해외투자 자산 구성 • •



※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

10) 해외채권 투자

- 해외채권의 직접투자 규모는 15조원에 이르며 미국 국채의 비중이 높은 편이며, 다변화를 추진 중에 있음. 해외채권의 위탁운용 규모는 2조7천억원이며 전략적 제휴 기관인 세계은행(World Bank), 크레딧스위스 자산운용(CSAM), 모간스탠리자산운용(MSIM) 외에 4개의 위탁운용사를 통하여 운용되고 있음.

11) 해외주식 투자

- 해외주식 운용 규모는 9조5백억원이며 모두 위탁운용함. 외부 운용사의 전문성을 적극 활용할 수 있도록 액티브형 위주로 운용하며, 안정적 수익률 제고를 위하여 지역별, 운용유형별 다변화를 추구하고 있음.
- 현재, 선진국시장 외에 신흥시장(Emerging market)에도 투자하고 있음. 2008년말 목표 운용규모는 약 17조원(목표비중 6.8%)으로 연내 약 11조6천억원이 추가로 투자될 계획임. 기금의 운용능력 제고를 위하여 해외주식에 대한 직접투자도 준비 중에 있음.

12) 해외 대체투자

- 해외 대체투자에는 2008년 6월말 현재 약 1조원이 집행되고 있음.

• • 해외 대체투자 자산 구성 • •

구 분	2008년 6월말 기준 집행 금액	2008년 계획의 집행 예정액
해외부동산	3,810억원	4,000억원
해외인프라스트럭처	70억원	1,000억원
해외사모투자	6,210억원	4,000억원

※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

- 해외사모투자는 검증된 우수 운용사의 개별합동펀드에 대한 선별적인 투자를 위주로 운용하되, 모자펀드(Fund of Funds)투자와 공동투자(Co-Investment)에 의한 방법도 검토하고 있음. 최근 미국발 신용위기 상황에서 금융기관을 비롯한 상대적으로 매력도가 커진 투자 자산에 대하여도 투자 기회를 모색하고 있음.

- 해외부동산투자의 경우 사모 방식에 의한 투자와 상장 부동산에 대한 투자를 병행하고 있음. 투자지역의 경우 기존의 선진국 외에도 동유럽, 아시아 등 신흥시장으로 확대할 예정임.
- 해외인프라스트럭처 투자는 초기 단계로서 운용능력이 검증된 우수 개별합동펀드에 대한 투자를 위주로 할 계획임. 투자 대상은 선진국 자산을 중심으로 하되 일부 신흥시장 자산도 편입할 예정임.

13) 전략적 제휴

- 국민연금은 해외기관과의 전략적 제휴를 통하여 해외투자 역량을 강화하고 있다. 현재, 세계은행, 네덜란드연금 APG(舊ABP), 캐나다 연기금 CPPIB, 크레딧스위스자산운용(CSAM), 모간스탠리자산운용(MSIM)과 전략적 제휴를 맺어 상호 협력을 추진하고 있음.
- 세계은행의 경우 각국 정부의 연기금 운용 관련 투자정책, 환위험 관리, 외부운용사 선정 및 관리 등에 대한 투자자문 서비스를 제공하고 있음. 네덜란드 연금 APG와 캐나다 연기금 CPPIB의 경우 자산 포트폴리오 재구성을 성공적으로 수행한 사례로 평가받으면서 국민연금 운용방향의 모델이 되고 있음.

14) 의결권행사 절차

- 국민연금기금의 의결권 행사 방침은 보유주식의 의결권을 보다 투명하고 객관적으로 행사함으로써 기금의 이익을 극대화하는 것임.

이를 위해 기금운용 최고 의사결정기구인 「국민연금기금운용위원회」는 대표성과 전문성을 감안하여 「주식의결권행사 전문위원회」를 2006년 3월에 설치하였으며, 동 위원회로 하여금 국민연금 보유주식의 의결권행사에 관한 원칙 및 절차를 규정하는 「국민연금기금의결권행사지침」을 마련하도록 하였음. 의결권행사지침은 행사원칙과 안건 유형별 행사방향을 상세하게 제시하고 있음.

- 전문위원회는 가입자 대표들이 추천한 민간전문가 9명(교수 4명, 관계전문가 3명, 변호사 2명)으로 구성되어 있으며, 임기 2년의 위원들은 이론과 실무를 겸비하고 있음. 전문위원회는 공단이 판단하기 곤란한 사항에 대하여 의결하며, 매년 의결권행사지침을 검토하여 기금운용위원회에 제출하고 있음. 공단은 모든 의결권행사 안건을 사전 검토하고 의결권행사지침에 따라 의결권을 행사하고 있으며, 행사결과를 전문위원회 및 기금운용위원회에 보고하고 있음.

15) 의결권행사 내역

- 현재 국민연금의 국내주식 투자 상장기업 수는 548개사임. 기금의 주식투자 확대로 투자기업 수가 급증하고, 평균 보유지분율과 주식 보유비중이 높아지고 있음. 2008년 상반기 중 국민연금은 총 436회의 주주총회에 상정된 1,883개 안건에 대하여 의결권을 행사함.
- 행사 안건 중 94.7%(1,783건)에 대하여는 찬성 의견을 표시하였고, 5.3%(100건)에 대하여는 반대의견을 행사하였으며, 중립의견과 기권 행사는 없음.

• • 국민연금 의결권행사내역(2008년 상반기) • •

주식투자 기업수	행사 주주총회수	행사 안건수	찬성	행사내역 반대	중립·기권
548	436	1,883	1,783 [94.7%]	100 [5.3%]	0 [0%]

주) 지분을 1% 이상 기업에 대하여 의결권 행사

※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

3. 국민연금기금의 특징

가. 기금의 특징

- 국민연금기금은 거의 대부분의 국민을 가입대상으로 하는 사회보험으로 미래연금급여 지급을 위한 자금의 일부를 사전 적립하는 부분적립방식(Partially Funded System)의 공적연금임. 국민연금기금과 같은 공적연금의 운용은 사전적으로 그 본연의 목적과 특성을 파악하여 그에 부합하는 운용방향과 전략을 설정하는 것이 일반적인 방향임. 모든 자산의 운용에 있어서 자금의 투자목적, 투자기간 및 현금흐름이 가장 중요하기 때문임.

1) 기금의 축적·소진이 단기간에 매우 급격히 이루어짐

- 국민연금기금의 적립금 추이를 보면 2043년까지 향후 35년간 2,607조원까지 급격히 증가한 이후 2060년까지 17년 만에 급격히 소진되는 구조임.
- 2008년 5월말 현재 기금적립금은 232.3조원에 이르렀으나 향후에도 대규모로 적립되면서 2033년 명목 GDP대비 기금적립금 비중이 54%에 이를 것으로 추정되고 있음.
- 이러한 기금의 급격한 적립·소진 구조는 기금운용에 있어 장기적 유동성이 매우 중요함을 나타냄. 2043년 이후에는 연금급여 지출을 위해 보유자산을 현금화해야 하기 때문에 자산 유동화에 대비해야

함. 유동성의 확보는 국민연금기금이 시장지배자적 위치를 감안하여 자산의 취득시점부터 신중한 선택이 요구됨.

□ 국민연금기금의 적립·소진 구조에 맞는 단계적 운용전략을 수립하여 금융시장 혼란을 방지하면서 연금자산의 원활한 현금화를 도모해야 함. 성장기에는 급증하는 기금규모를 국내외 다양한 자산으로 분산투자하여 투자위험을 낮추는 한편 수익성을 확보하며 나아가 거대기금의 운용에 따른 국민경제 영향력을 최소화해야 함.

□ 이후 정체기에는 대규모 연금급여 지급을 대비하여 자산·부채 관리 및 자산의 유동성 관리를 강화하고, 기금적립금이 급격히 감소하는 위축기에는 연금자산을 급여지급 스케줄에 맞춰 지급여력을 확보하는데 주력해야 함. 특히 기금적립금 단계별 전략수립에는 인구의 고령화와 이에 따른 국민경제의 흐름을 감안해야 할 것임.

• • 국민연금기금 적립국면별 운용방향 • •

시 기	1988~2004년	2005~2033년	2034~2045년	2046년 이후
특징	<u>연금도입기</u> · 보험료수입 급증 · 연금지출 미미	<u>연금성장기</u> · 기금적립금 급증 · 보험료로 연금급여 상당부분 충당	<u>연금정체기</u> · 수지 적자 전환 · 유동성 관리, 보유자산 매각 시작	<u>연금위축기</u> · 연금지출 급증 · 기금규모 급격히 감소
	· 적립금의 명목GDP 대비 비중 20% 이내	· 2033년 GDP 대비 비중 54%로 최고	· GDP 대비 비중 40%까지 하락	
운용 환경	· 높은 시장 변동성 · 장기투자 상품 미비	· 자본시장 발전, 성숙 · 다양한 투자상품의 등장	· 초고령사회 정착 · 저성장 국면 정착	· 경제활력 약화
운용 방향	<u>안정적 투자</u> · 국공채 중심 투자	<u>분산투자</u> · 주식투자, 대체투자 확대 · 해외투자 확대	<u>연금재정 안정 추구</u> · 자산부채관리(ALM) 강화 · 해외채권 투자 확대	<u>유동성 중시</u> · 부채관리 본격화 · 지급여력 확보

※ 자료 : 국민연금연구원, 2008. 7

- 2043년 이후는 기금이 급속히 감소하는데 이는 베이비붐 세대의 고령화, 수명연장 등으로 연금급여액이 급증하게 되고 이러한 연금급여 지급에 충당하기 위하여 기금보유 자산을 처분해야 하기 때문임.
- 기금적립금 소진이 ‘저부담-고급여’의 제도적 문제와 더불어 인구구조의 문제에서 비롯됨에도 불구하고 이를 기금운용의 문제로 오해하여 지나치게 기금운용의 수익성을 강조하는 것은 바람직하지 못함.
- 기금설치의 목적이 급증하는 노인인구를 부양하기 위한 한시적 적립금이라는 점에서 기금적립금 감소는 필연적인 것이고, 기금소진 시기를 늦추기 위해 이미 두 차례의 재정안정화 조치를 취하였으며, 기금적립금이 소진되면 후세대가 매년 보험료를 거두어 노인을 부양하는 일반적인 부과방식(pay-as-you-go)으로 전환될 것이라는 제도특성을 이해하는 것이 필요함.

2) 단일 경제체제에서 차지하는 비중이 가장 큰 연금

- 2008년 5월말 현재 국민연금 기금의 적립잔액은 2007년 명목GDP의 25.8%에 달하고 있으며 꾸준히 상승추세를 보여 2033년부터 GDP의 50%를 넘어설 것으로 추산되고 있음. 거대기금인 만큼 운용방향에 대한 국민적 관심을 높이고 사회적 합의를 도출해내야 함.
- 기금의 경제적 영향력을 감안하여 기금운용 원칙에 수익성, 안정성, 유동성 원칙과 함께 공공성의 원칙도 중요하게 다루어야 함. 공공성이란 공공부문에 강제로 투자하는 것을 의미하는 것이 아니라 국

민연금이 일반경제에 대하여 순기능을 가져야 함을 의미하며, 막대한 국민연금기금의 자산재배분이 국민경제와 금융시장 흐름을 저해하지 않는 상태를 의미함.¹⁾

• • 기금적립금 규모와 對국민경제 비중 • •

(단위 : 조원, %)

구 분	기금적립액 (A)	명목GDP(B) (A/B)	총통화(C) (A/C)	금융자산(D) (A/D)	채권잔액(E) (A/E)
2005	164	811	1,021	6,212	796
		20.2	16.1	2.6	20.6
2006	190	848	1,149	6,947	884
		22.4	16.5	2.7	21.5
2007	220	901	1,274	8,014	982
		24.4	17.2	2.7	22.4
2008.5	232	901	1,351	8,014	1,029
		25.8	17.2	2.9	22.6
2023	1,169	50.3			
2033	2,079	54.4			
2043	2,607	44.5			

주 : 현 국민연금제도 유지時 재정추계 기준, 2033년 이후 명목 GDP대비 비중은 국민연금연구원 내부 추정치임

※ 자료 : 국민연금연구원, 2008. 7

3) 국가가 지급을 보증하는 공적연금, 확정급여방식

□ 국민연금은 국가가 지급을 책임지기 때문에 일정한 납부의무를 이행한 가입자는 그 운용결과와 관계없이 연금을 지급받게 됨. 하지만 국민연금이 부실하게 되면 국가재정의 부실화로 연결되어, 국가의 지불능력 약화를 초래하여 급여삭감, 후세대의 부담 가중 및 조세부담 증가로 연결될 가능성이 큼.

1) 김용하 외, '국민연금 기금관리체계의 효율적 구축방안에 관한 연구', 1998

- 이런 관점에서 볼 때 국민연금은 미국의 사회보장기금인 OASDI와 유사하며, 州정부가 지급을 보장하는 캘리포니아공무원퇴직연금(CalPERS)이나 확정기여방식의 미국 기업연금(401k)과 단순비교는 무리가 따름.

4) 국민의 노후를 위한 적립금

- 국민연금은 한국사회의 급속한 노령화로 인한 후세대의 노인부양부담을 완화하기 위한 것임. 따라서 연금기금은 가입자의 노후생활보장을 위해 강제저축된 장기신탁자산으로서 연금가입자들이 미래 일정한 급여지급 조건에 도달했을 때 지급해야 하는 장기부채성 책임준비금의 성격을 지님.
- 지난 2000년 우리나라의 총인구 중 65세 이상 인구의 비중은 7.2%에 달하여 ‘고령화사회’로 진입했으며, 2018년이 되면 동비중은 14%를 넘어서 ‘고령사회’가 될 것임. 한국전쟁 이후 태어난 베이비붐세대가 본격적인 연금수급자가 되는 2026년경에는 동 비중이 20%를 넘어서 ‘초고령사회’가 될 것으로 예측되고 있음.

● ● 우리나라의 인구고령화 추이 ● ●

(단위 : 인구수-천명, 비중-%)

연도	총인구(a)	생산가능인구		노년인구			비 고
		인구수(b)	b/a	인구수(c)	c/a	c/b	
2000	47,008	33,702	71.7	3,395	7.2	10.1	고령화사회
2018	49,340	35,979	72.9	7,075	14.3	19.7	고령사회
2026	49,039	33,099	67.5	10,218	20.8	30.9	초고령사회
2037	47,234	27,919	59.1	14,241	30.2	51.0	

● ● 각국의 고령화 속도 비교 ● ●

구 분	65세 이상 인구비중/도달년도(년)			소요기간(년)	
	7%	14%	20%	7%→14%	14%→20%
	(고령화사회)	(고령사회)	(초고령사회)		
한국	2000	2018	2026	18	8
6개국 평균	-	-	-	60	29
미국	1942	2015	2036	73	16
영국	1929	1976	2026	47	50
프랑스	1864	1979	2018	115	39
독일	1932	1972	2009	40	37
이탈리아	1927	1988	2006	61	18
일본	1970	1994	2006	24	12

※ 자료 : 보건복지부 2008. 8

□ 노인인구 부양비 또한 급속히 상승할 것으로 추정됨. 2037년 65세 이상 인구비중이 30%를 넘어 생산가능인구(15-64세) 1인이 부양해야 할 노인수는 0.51명에 달할 것으로 추정됨. 2000년 기준 노인인구 부양비가 0.1명임과 비교해보면 엄청난 차이임.

□ 특정 이해집단이 기금적립금을 특정 목적으로 활용하는 것은 가입자 전체의 노후와 제도의 신뢰를 약화시키는 원인이 될 수 있음. 연금지급의 보장주체로서 중요한 이해관계자인 정부가 기금운용에 참여하는 것은 정당화될 수 있으나 현세대의 이기적 목적을 위해 기금을 활용하는 것은 엄격히 제한되어야 함.

5) 지나친 수익성 재고에 대한 제언

□ 국민연금기금의 특성을 고려하여 기금소진 대책으로 수익성을 지나치게 강조하는 것은 바람직하지 못함. 기금소진의 원인이 저부담-고

급여의 연금수급 구조와 급격한 고령화에 있기 때문에 연금재정 안정성 유지를 전제로 기금운용 수익률 제고를 추구하여야 함.

- 재정안정을 기금운용 수익률로 해결하고자 하는 논리는 연금보험료 인상 및 소득대체율 인하의 정치적 부담을 회피하고자 하는 편법으로 자칫 투자위험의 확대로 연금재정의 장기안정성을 위협할 가능성이 더 크기 때문임. 따라서 수익성 강조는 연금재정 안정의 이차적 수단으로 감내할 수 있는 위험한도 내에서 수익률을 제고하는 수준에 이루어져야 함.
- 국민연금기금은 규모의 차이로 인해 단순히 수익성이나 안정성을 위주로 한 일반기금, 여타 민간 금융기관의 자금운용 원칙과는 운용원칙의 차가 존재함. 때문에 기금의 수익성 위주 운용은 이러한 기금이 갖는 공공성을 간과하게 될 우려가 있음.

4. 지배구조에 대한 논의

□ 국민연금기금과 민간금융기관 예금이나 투자자금의 차이점

- ① 국민연금은 장기계약이며 막대한 적립금을 유지하기 때문에 다른 금융상품보다 복잡하고 이에 따라 국민경제, 금융시장, 여타의 사회 보장제도와 긴밀한 상호작용을 한다는 점.
- ② 현실적으로 연금가입자들이 현행 연금체계의 효율성과 투명성에 대하여 상당부분 불신을 나타내고 있기 때문에 국민에 대한 신뢰회복을 위하여 기금운용에 있어 수익성 외 안정성, 공공성 등을 종합적으로 고려하여야 한다는 점.
- ③ 기금은 일반저축제도와 달리 정부가 주도하는 강제저축이므로 연금기금 운용자에 대한 규칙준수 여부와 감독이 보다 중요하다는 점.

□ 민간금융상품의 투자위험이 가입자의 선택에 의해 사전 결정되는 것과 달리 국민연금은 의무가입이기 때문에 부담해야 할 위험수준에 대한 사회적 합의와 공감의 절대적으로 필요함.

□ 현재 기금의 국민경제 비중을 보면, 2007년 명목 GDP(901조원) 대비 25.8%, 국내 채권시장(2008. 5월말 1,029조원) 대비 기금보유 국내채권 비중은 16.0%, 주식시장(1,034조원) 비중은 3.4%로 기금규모의 급격한 증가와 적극적인 기금운용은 필연적으로 국민경제 및 금융시장에 대한 기금의 영향력 증가로 나타나며, 기금투자 방향이 국민경제와 금융시장 흐름을 좌우하는 결정적인 요소임.

- 기금이 급격히 적립될 때 국내 금융자원의 왜곡배분 및 이에 따른 금융시장 왜곡, 민간경제의 구축 가능성 등을 야기할 수 있고, 미래 연금보유 자산을 매각할 경우 시장붕괴를 초래할 위험도 상존함.
- 미시적으로 기금이 보유하고 있는 주식을 기반으로 수익성 제고를 위한 적극적인 의결권행사는 민간기업에 대한 연금의 영향력을 확대하는 것으로 민간기업의 자율경영을 억제할 수 있다는 문제가 야기됨.
- 2008. 5월말 현재 기금의 국내주식 평균 지분율은 2.8%이지만 기금 규모의 증가와 주식투자 확대로 지분율이 높아지면 국내 유수의 민간기업 경영에 대한 기금의 영향력 또한 높아져 민간기업의 공기업화 논란을 촉발시킬 가능성이 있음.
- 기금의 지배구조에 대한 국민들의 신뢰가 부족한 가운데 특정 이해관계자가 기금운용을 전담할 때 개별 이해에 따라 민간기업 경영을 좌우할 수 있는 문제점을 내포하고 있음. 기금이 대규모 자금력으로 민간기업의 인수합병(M&A) 투자에 적극 나설 경우에도 외국자본 등으로부터 국내 기간산업 보호 명분이 있지만 기금 본연의 목적과는 다른 투자의도를 반영할 때 신중한 투자실행이 요구됨.
- ※ 1993~1996년중 공기업 민영화 과정에서 기금의 한국통신주식 대규모 매수는 기금의 포트폴리오 투자 특성과 부합되지 않을 뿐 아니라 보유주식에 대한 적극적/소극적 의결권 행사 문제, 기금의 과도한 지분보유에 따른 시장영향 등의 문제점을 표출함.

- 현행 기금운용 지배구조 개편안은 국민연금기금의 바람직한 관리방안 마련에 중점을 둬, 하지만 거대기금의 파급효과 및 기금운용의 방향설정에 기금의 기본 특성을 반영하지 못하고 일부 특성만을 강조되면서 이해관계자간 합의가 배제됨.
- 금번 개편안은 수익성을 과도하게 강조하면서 정부 뿐 아니라 직접적인 이해관계자인 기금 조성자인 가입자마저 배제하여 국민연금기금의 금융자본화를 촉진시킬 우려가 있음. 현행 국민연금 기금운용위원회가 가입자 대표성을 유지하면서 비교적 가입자 이익을 최대한 반영하고 있지만 이 구도가 무너지게 됨.
- 캐나다 CPPIB의 지배구조처럼 민간금융전문가들로만 구성된, 신자유주의자들이 주장하는 지배구조의 구축으로 수익성을 강조함으로써 사회적 연대와 세대간 연대의 사회보장제도 고유특성이 약화되고 공적연금이 수행해야 할 사회적·공공적 투자가 무시될 가능성이 있음.
- 기금규모가 증가하면서 국민경제 및 국내 금융시장에서 차지하는 비중이 높아져 기금운용에 대한 제약이 증가하고 있음. 기금운용 원칙, 안정성, 수익성, 공공성 세 가지 원칙을 동시에 확보하기는 어렵다는 것을 의미하며 동시에 세 가지 원칙 중 어느 한 원칙만을 강조할 수도 없음을 의미하는 것임.
- 기금의 거대화에 따른 운용제약, 적극적인 수익성 추구의 어려움을 기금운용 지배구조의 결함, 전문성 부족 등 기금운용체계의 문제로

오해하고 이에 대한 개선이 이루어지면 운용제약을 해소하고 수익성을 제고할 수 있는 것처럼 주장하는 경우가 발견됨. 기금운용체계의 문제와 기금규모에서 파생되는 문제는 엄격히 구분되어야 함.

- 기금의 성과를 결정짓는 가장 중요한 문제는 장기적으로 어떠한 자산군에 얼마만큼 투자할 것인가를 정하는 전략적 자산배분에 의해 결정되는 문제임. 연금기금의 전략적 자산배분이 수익률 기여도에 차지하는 정도는 대부분 90%이상임으로 전략적 자산배분이 핵심임²⁾. 그러므로 수익률을 제고하기 위해서는 지배구조에 대한 논의보다는 장기적 포트폴리오를 어떻게 구성하여야 하는가에 대한 결정이 더욱 중요함. 특히 기금규모로 인한 운용상의 제약은 지배구조의 개편으로 달성하기 어려우며 오히려 운용 철학과 방향의 설정으로 해결해야 함.
- 거대기금을 적극적으로 신속·민활하게 운용하여 수익성을 강조할 경우 금융시장 흐름에 심대한 영향을 주고, 특정 자산시장의 가격 왜곡을 초래하거나 여타 시장 참여자의 이익을 침해하고 나아가 국민경제의 자산배분을 왜곡시킬 가능성이 큼.
- 이러한 측면에서 국민연금기금의 운용성과를 수천억원에서 2~3조원에 불과한 민간펀드 또는 4~6조원 자산으로 국민연금기금의 1/40, 1/60인 공무원, 사학연금의 성과와 직접 비교하면서 적극적 운용을 요구하는 것은 어불성설임.

2) Brinson(86년), Brinson(91년), Lehmann(93년) 등의 과거연구에 의하면 월간 수익률 변동에서 전략적 자산배분으로 설명할 수 있는 정도는 각각 93.6%, 91.5% 및 97.6% 정도로 추정한바 있으며, 국민연금의 경우도 정문경, 원종현, 엄지현(2005)에 의하면 90.3%의 영향이 있음을 보인바 있다.

II

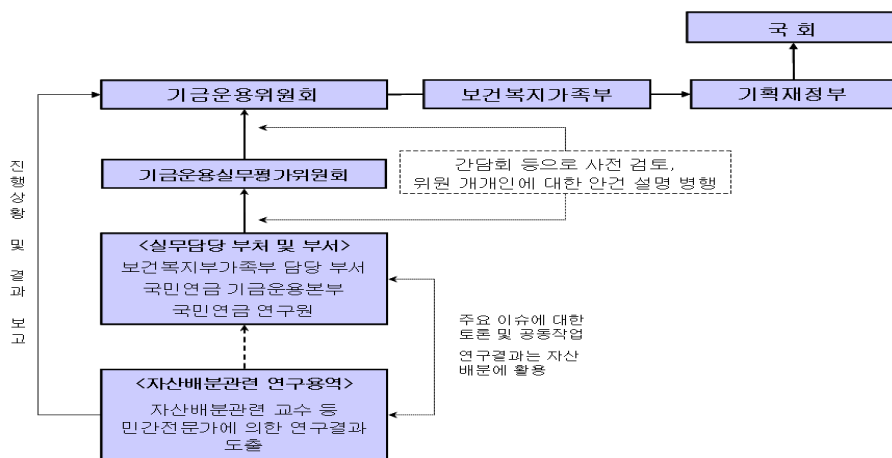
현행 기금운용체계와 개정안에 대한 고찰

1. 현행 기금운용체계에 대한 평가

- 기금운용의 주요정책은 가입자대표(노·사)가 참여하는 기금운용위원회(위원장:보건복지가족부장관)가 결정함.
 - * 국민연금심의위원회(위원장:보건복지가족부차관)는 보험료·급여 수준 등 연금제도 관련 사항을 관장하며, 가입자대표 중심으로 구성됨. (총20인)
- 복지부는 기금관리의 책임을 지며, 기금운용위원회의 정책결정에 따라 기금을 운용하고, 공단을 지도·감독함. 기금운용위원회는 기금운용계획, 투자정책 등 기금운용에 대한 주요 사항을 심의·의결하며, 정부(6인), 가입자대표*(12인) 및 공익대표(2인)로 구성(20인)됨.
 - * 민노총, 한노총, 경총, 전경련, 농협, 수협중앙회, 음식업중앙회, 참여연대 등
- 실무평가위원회는 기금운용위의 전문성 보완을 위해 설치, 기금운용위가 의결할 안건을 사전에 검토하며, 기금운용위와 구성단체는 같으나, 단체의 대표자가 직접 참여하지 않고 추천한 전문가*로 구성(총 20인)됨.
 - * 변호사(2), 공인회계사(1), 사회복지학(4), 경제(5), 경영(2) 등
- 현행기금운용 의사결정체계에서는 기금운용 정책, 전략적 자산배분, 신상품 투자승인 등은 기금운용위원회에서 결정하고, 연도별 자금운용계획, 월별 자산배분 등은 기금운용본부에서 결정하는 구조임. 하지만 각 의사결정 단계별 역할분담과 책임소재가 불분명하고 기금운용위원회가 형식적 기구에 지나지 않는다는 지적이 있음.

- 국민연금기금 운용의 중요성에 비한다면 가입자위원 중에서 안전에 대하여 적극적으로 의견을 표명하는 위원들이 많지 않음. 근본적으로 국민연금기금운용에 관한 전문성족으로 회의에 적극적으로 참여하지 못하고 있음.
- 그나마 진지한 관심을 가진 노동계, 일부 시민단체 위원들 역시 전문성 문제에서 자유롭지 못함. 지금의 기금운용위원회는 보건복지가족부 장관(위원장)과 민주노총 등 가입자 단체 대표가 투자 결정에 직접 참여하는 구조이기에 자금운용에 대한 전문성이 부족하여 수익률 저하 원인이라는 지적을 받음.

• • 기금운용계획(자산배분) 결정 프로세스 • •



※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

- 위원회는 부여된 막중한 역할에도 불구하고 분기별 회의체로 운영되며, 그것도 2시간 남짓 소요되는 새벽 조찬회의로 진행. 이러한 회의체계에서 내실있는 기금운용계획안 심의가 어렵다는 지적이 있음. 이러한 이유로 운용위원회에 가입자대표가 과반수로 참여하고 있지만 실제로는 정부의 의도에 따라 기금의 운용이 결정되고 있다는

불만이 제기됨. 전문위원회격인 국민연금기금실무평가위원회가 있으나 역시 형식적 운영에 그침.

- 정부가 과거 공공자금 강제 예탁을 실시한 적이 있고, 지금도 주식 시장 부양책으로 국민연금기금이 종종 거론됨. 국민연금기금의 '정치로부터 독립성'도 중요하지만 이제는 '시장으로부터 독립성'도 주목해야 함.
- 현행 기금운용위원회는 제1기 기금운용체계 당시 공공자금관리기금 예탁을 전액 회수하여 국내외 주식, 대체투자 등 금융부문 투자를 확대하고, 동시에 제1기 기금운용체계 하에서 국내채권 수익률에도 미치지 못했던 운용수익률을 상회하는 운용성과를 기록하여 상대적으로 운용성과의 개선을 보임.
- 2008년 5월말 현재 기금적립금은 제1기 기금운용체계 마지막 연도인 1998년말 자산 37.7조원의 약 7배인 232.3조원으로 늘어나고 공공자금관리기금 예탁금의 회수로 금융부문 운용에 금액부담이 있었으나 과감한 투자 포트폴리오 개편 추진으로 주식투자 비중을 15.8%p, 대체투자 3.0%p 확대하고 해외투자 비중을 11.5%p 확대하는 성과를 달성함.

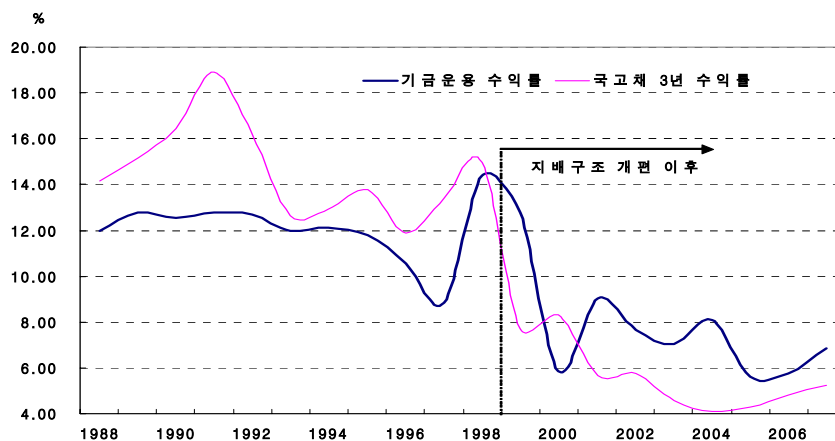
● ● 1998년 지배구조 개편 전후 기금 포트폴리오 비교 ● ●

(단위 : 10억원, %, %p)

구 분	제2기 지배구조 (2008. 5월말)		제1기 지배구조 (1998년말)		구성변화 (a-b)
	기금적립금	비중(a)	기금적립금	비중(b)	
자산총계	232,264.5	100.0	37,702.3	100.0	-
· 공공부문	0.0	0.0	26,795.1	71.1	-71.1
· 복지부문	190.0	0.1	1,438.5	3.8	-3.7
· 기타부문	923.9	0.4	237.7	0.6	-0.2
· 금융부문	231,150.6	99.5	9,231.1	24.5	75.0
-주식	43,950.1	18.9	1,172.2	3.1	15.8
국내	35,112.5	15.1	1,172.2	3.1	12.0
해외	8,837.6	3.8	0.0	0.0	3.8
-채권	180,227.1	77.6	8,058.8	21.4	56.2
국내	162,355.7	69.9	8,058.8	21.4	48.5
해외	17,871.3	7.7	0.0	0.0	7.7
-대체투자	6,973.5	3.0	0.0	0.0	3.0

주 : 기타부문은 공단회관 임차보증금 등임

● ● 1998년 지배구조 개편 전후 기금운용수익률 비교 ● ●



주 : 1998년 이전 채권수익률은 회사채 3년 수익률임

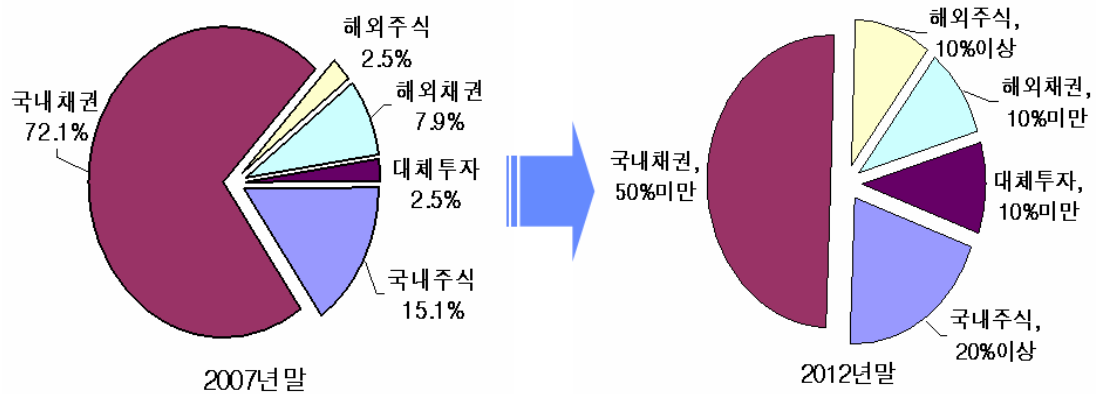
※ 자료 : 국민연금기금의 관리운용체계 개선방안, 국민연금연구센터, 1999

- 기금운용위원회는 2007년부터 5년 단위의 중기자산배분계획을 수립하여 보다 장기적 관점에서 운용의 효율성과 장기 운용수익률 제고

를 추진하고 있음. 2012년 말까지 국내외 주식을 30%이상으로 확대하고, 대체투자 비중을 현행 2.5%에서 10% 가까이 확대할 계획임.

- 또한 해외투자 비중을 20%이상으로 확대하고 국내집중에 따른 투자위험을 분산할 계획임. 이러한 포트폴리오의 추가 재편은 장기적으로 기금운용 수익률을 제고하는데 기여할 것으로 예상되고 있음.

● ● 중기 자산배분계획의 2012년 목표 비중 ● ●



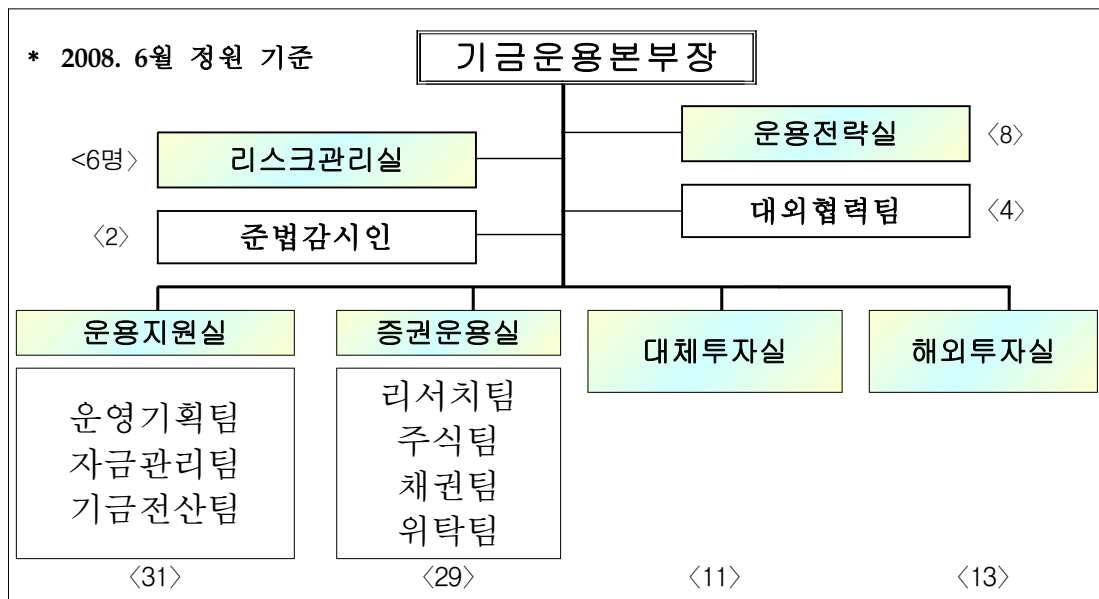
※ 자료 : 2007년 5월 29일, 보건복지부 보도자료
 “국민연금기금, 주식 및 대체투자, 해외투자 확대 지속 추진”

- 현재의 기금운용체계는 분명히 1998년 이전 체계보다는 개선된 것임에도 불구하고 현 상황에 제기된 문제점과 미래의 환경변화 등을 고려할 때 보다 발전적인 방향으로 개정해 나가야 할 것임.

● ● 기금운용본부 변천사 ● ●

일 시	조 직	인 력	개 편 내 용
출범 이전	1실 4팀	26명 (일반직 26)	F/M2명(주식, 채권) 연구 센터에서 과전받아 활용
'99.11	1본부 6팀	40명 (운용직 23, 일반직 17)	'99.11.5 본부 출범
'01. 8	1본부 1실 8팀	65명 (운용직 43, 일반직 22)	리서치, 아웃소싱팀 신설 20명 증원
'02. 10	1본부 1실 8팀	66명 (운용직 44, 일반직 22)	부동산 전문인력 1명 증원
'03. 6	1본부 1실 8팀	71명 (운용직 49, 일반직 22)	대체투자 및 해외위탁 투자의 전문인력 5명 증원
'04. 6	1본부 1실 8팀	80명 (운용직 55, 일반직 25)	대체투자 및 해외투자의 전문인력 6명 증원
'04. 8	1본부 1실 9팀	80명 (운용직 55, 일반직 25)	대체투자팀(8명) 신설
'05. 4.	1본부 1실 9팀	86명 (운용직 61, 일반직 25)	인력증원 6명
'06. 1.	1본부 1실 10팀	86명 (운용직 61, 일반직 25)	해외투자팀 신설
07. 1 ~현재	1본부 6실, 8팀 준법감시인, 8팀	105명 (운용직 74, 일반직 31)	5개팀 실 승격, 준법감시인, 대외협력팀 신설 인력증원 19명

● ● 현행 기금운용본부 현황 ● ●



※ 2008. 5월말 현재 국민연금은 총자산의 약 19%를 국내 68개사, 해외 36개사 등 총 104개사에 위탁운용하고 있음

※ 자료 : 국민연금공단, 2008. 7

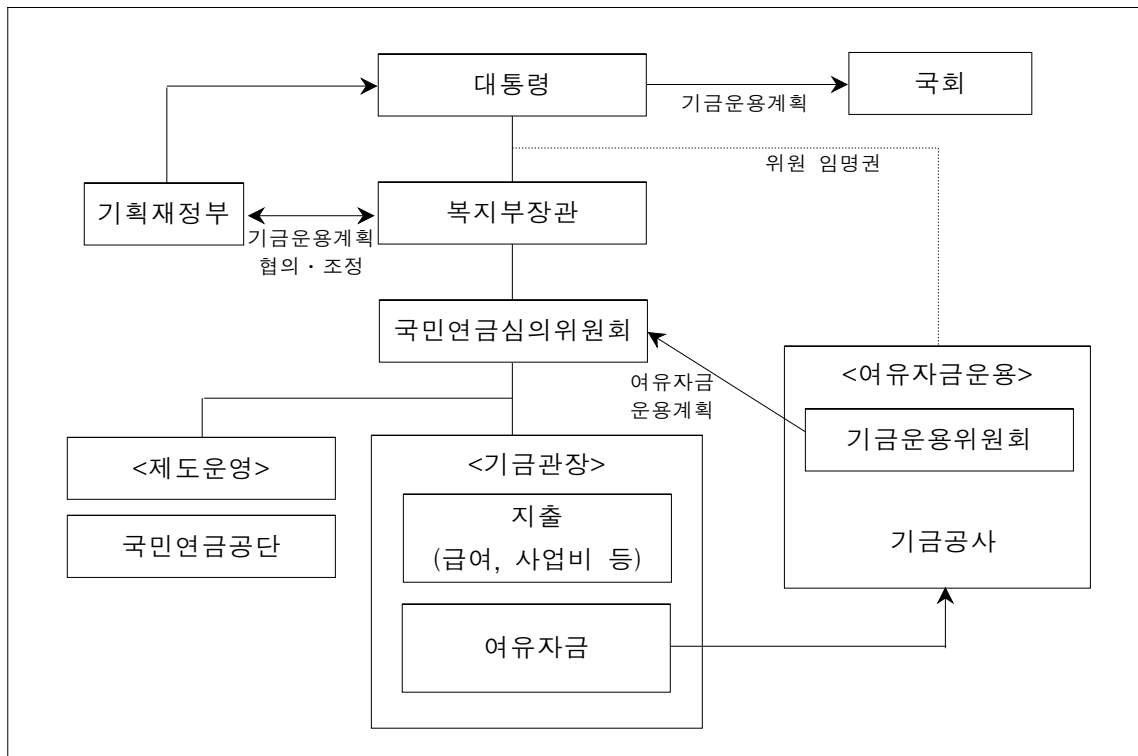
2. 2008년 정부입법 기금운용체계 개편방안

- 2007년 12월 제출된 참여정부 방안에서 위원회를 정부로부터 독립하여 상설화하고 위원 2인을 상임으로 하며, 사무국을 설치하는 방향의 수정안을 제시함. 또한 인수위는 기금운용체계 개편을 국정과제에 포함하고 인수위백서를 통하여 공적연금개혁TF를 설치하고 특수직연금개혁 등의 과제와 함께 논의되어야 함을 제시하고 있음.
- 이에 보건복지가족부는 국정과제 이행을 위하여 국민연금개혁위원회 및 공적연금개혁TF 논의를 거쳐 기금운용체계 개편방안을 2008년 5월 14일 확정하고, 이후 2008년 5월 19일부터 6월 9일까지 입법예고를 거쳐 2008년 7월 29일 임시국회에 법안을 제출함.
- 정부입법안의 주요내용은 기금운용위원회는 상설화하여 위원은 민간 전문가 7인으로 구성하며, 가입자대표는 직접참여 없이 위원추천위원회와 기금운용위원회의 감사위원회에 참여만 할 수 있는 구조임. 기금운용실무평가위원회는 폐지되고 기금운용위원회에 투자정책, 성과평가보상, 감사, 위험관리, 주식의결권 등의 전문위원회가 설치하고, 기금운용공사를 기금운용위원회와 동일체(One-body)로 구성함으로써 공사에서 위원회의 사무국 기능을 수행하도록 한 체계임.
- 또한, 국민연금심의위원회를 기존 심의기구에서 심의·의결기구로 강화함으로써 기금운용위원회는 기금 중 여유자금에 관해서만 권한

이 있고 지출을 포함한 전체적 기금운용계획은 보건복지가족부 장관을 위원장으로 하는 국민연금심의위원회에서 수립하는 체계임.

- 정부입법과정에서 정부 부처간 의견이 가장 첨예하게 대립된 것은 국가재정법과 공공기관의 운영에 관한 법률(이하 ‘공운법’) 적용에 관하여 보건복지가족부와 기획재정부 간의 이견임.
- 기획재정부는 기금공사에 대하여 국가재정법에 따라 예산심의가 이루어져야 하고 공운법에 따라 임원선출, 산하기관 경영평가 등을 적용하여야 한다는 입장으로, 위와 같은 법률의 적용은 국민연금법 개정을 통하여 공사의 자율권을 확보하고자 하는 취지가 무색해 지는 중대한 사항임.
- 정부부처 간 협의를 통하여 국가재정법에서 예산의 총액편성을 인정하고 공운법에서는 위원회 심의를 거쳐 기타 공공기관으로 지정함으로써 표면적으로 공사 자율권부여에 관한 이견이 마무리 되었으나, 공운법에서는 매년 공공기관의 유형을 정하도록 되어있어 공운법 개정없이 위원회에서 지정한 기타 공공기관은 매년 심의에 따라 지정이 취소될 수 있어 공사 자율성에 대한 이견이 다시 벌어질 가능성이 상당히 큰 상황임.

• • 정부입법 기금운용체계 개편 방안 • •



※ 자료 : 보건복지가족부 보도자료, 2008. 5. 29

- 보건복지가족부장관은 심의·의결 기능이 강화된 국민연금심의위원회를 통하여 지출계획을 포괄하는 기금운용계획을 수립하는 역할을 하고, 기금운용위원회는 기금에서 지출을 제외한 여유자금에 대한 운용계획 수립과 운용방향 설정에 대한 권한을 가짐.
- 또한, 국가재정법에 의하여 복지부는 기획재정부와 기금운용계획을 협의·조정하여야 하므로, 기금운용위원회와 국민연금심의위원회를 통하여 설정된 기금운용계획은 기획재정부의 조정을 거쳐 국무회의와 대통령에게 보고되고 최종적으로 국회의 승인을 얻어 결정되는 구조는 현행과 같음.

● ● 현행과 정부입법안의 기금운용체계 비교 ● ●

구 분		현 행	참여정부안 ('07.12)	정부입법안 ('08.7)
기금운용위		비상설	비상설	상설
소 속		복지부	대통령	민간독립
구 성	인 원	20인	7인	7인
	위원장	복지부장관	민간전문가	민간전문가
	위원	<u>정부위원 : 5인</u> 재정부, 농림부, 지경부 노동부, 공단	<u>정부위원 : -</u>	<u>정부위원 : -</u>
		<u>민간위원 : 14인</u> 사용자 대표(3인) 근로자 대표(3인) 지역가입자대표(6인) 민간전문가(2인)	<u>민간위원 : 6인</u> 전문가 (공사사장 포함) ※ 금융·투자분야 전문가	<u>민간위원 : 6인</u> 전문가(공사사장 제외) ※ 금융·투자분야 전문가
		-	-	3인(위원장 및 위원2)
		2년, 연임(1차)	3년, 연임(제한없음)	3년, 연임(제한없음)
	임면	각 단체 추천, 복지부장관 위촉	추천위(위원장:복지부장관) 추천, 총리제청, 대통령임면	추천위(위원장:복지부장관) 추천, 대통령임면
기금운용위원 추천위원회		-	정부(5) 가입자 대표(3) 공익 대표(3)	정부(4) 가입자 대표(6) 공익 대표(1)
집행조직		국민연금공단 내 기금운용본부	국민연금기금운용공사	국민연금기금운용공사
법적성격		공단의 조직일부	무자본 특수법인	무자본 특수법인
구 성	사장	-	사장추천위 추천, 총리제청, 대통령 임면	사장추천위 추천, 대통령 임면
	이사	-	사장추천, 위원회심의, 사장임면	사장추천, 위원회심의, 사장임면
	감사	-	복지부장관제청, 대통령임면	위원회추천, 복지부장관임면
정부의 책임성		정부의 관리·감독	복지부장관이 위원회 출석·의견제시	복지부차관의 위원회 출석·발언권, 기금운용장기성과평가권, 감사요청권, 재의요구권, 최소 요구수익률

※ 자료 : 매일경제신문, 2008. 5.30

3. 기금운용체계 개편안에 대한 평가

가. 기금운용 원칙에 대한 평가

1) 연금기금의 안정성과 수익률간의 관계

① 수익률 제고를 위한 위험증가

□ 연금기금의 수익률이 높을수록 제도 안정에 기여한다는 의견이 다수를 차지함. 재정재계산에 가정된 기금운용 수익률 보다 평균 1%의 초과수익률을 장기적으로 꾸준히 달성 할 수만 있다면, 기금고갈의 시점을 9년을 연장시킬 수 있다는 주장이 꾸준히 제기됨. 기금운용의 수익률의 증가의 대가 역시 올바르게 공시되어야 함. 1% 증가에 따른 위험의 증가는 결국 가입자가 지게 될 책임이기 때문임.

□ 과거 3년간 평균 수익률 6.14%가 향후 5년간 지속될 경우 연간 손실이 발생 하게 될 가능성은 0.05%에 불과함. 그러나 여기에 1%의 초과수익률을 달성하기 위해 7.14%의 수익률을 달성하기 위해 노력한다면 10.42%의 연간 손실확률을 각오하여야 한다는 의미가 됨.

● ● 수익률1%p 증가에 따른 위험 변화 예상 ● ●

수익률	목표미달 확률 ²⁾	연간 손실확률 ³⁾	변동성 (5년 평균)
6.14% ¹⁾	0.0%	0.05%	4.19%
7.14%	1.7%	10.42%	12.69%
1%p 증가	1.7%p 증가	10.37%p 증가	8.50%p 증가

※ 자료 : 시나리오 시뮬레이션 결과(국민연금연구원, 2008. 7)

주 1) 2005~2007년 3년간 국민연금기금 평균 수익률

2) 향후 5년 동안 기금운용누적수익률이 누적물가상승률을 초과하지 못할 확률

3) 향후 5년 내에 한번이라도 연간운용수익률이 마이너스를 기록할 확률

② 제도운영 위험과 기금운용 간의 관계

- 국민연금 기금의 운용은 기본적으로 국민연금 제도의 지속가능성을 담보해 주기 위한 중요한 수단임. 현행 개정안에 따르면 연금심의 위원회에서 제도의 지속성을 유지하기 위한 최소목표수익률을 설정하여 이를 기금운용위원회에서 결정할 수 있도록 되어 있음. 이 같이 기금의 운용과 제도운영간의 수익률을 매개로 한 연결고리를 설정한 것은 이번 개정안에서 평가할 사항임.
- 그러나 제도의 운영과 기금운용과의 관계가 단순히 ALM과 같은 연계성고리 하나로 관리될 수 있는 것이라는 점에 의구심이 듦. 기금운용에서의 위험요소는 직접적으로 연금제도에 대한 위험으로 영향을 미칠 수 있으며 반대의 경우도 마찬가지이기 때문임.

• • 기금, 제도 리스크의 구분 • •



※ 자료 : 국민연금 기금운용 관리체계 개선방안 연구, 보건사회연구원 2003

- 기금이 자율적인 상태에서 운용된다고 하여도 일체의 제도운용에 관한 사항을 복지부가 관장하는 통합적 관리체계가 필요하며, 여기에는 당연히 기금의 위험한도가 사전적으로 설정되어 있어야 함. 그리고 공단과 운용조직 간의 관련에 따른 재정평가 및 추계에 대한 보완적 관계정립이 오히려 공사간의 분리에 앞서 우선적으로 요구되어야 하는 상황임.
- 특히 현재와 같이 기금제도간의 연계를 위하여 단순히 ALM의 필요성만을 역설하고 연금회계에 대한 기준이 마련되어 있지 못한 상황에서 ALM이전에 실행 가능성이 있는 대안이 필요함.

2) 국민연금의 공공성

- 국민연금기금이 지난 20여 년간 기금운용의 불신에는 공공자금관리 기본법에 의한 공공투자가 큰 요인으로 작용하였음은 부인할 수 없는 사실임. 1998년까지 경제부처가 기금을 강제예탁하는 등 총 46조원을 재정자금, 공공자금 이름으로 사용하고선 시장수익률에 미치지 못하는 수익으로 국민연금 불신을 낳은 바 있음. 이런 이유로 본 개편안에 의하면 연금기금의 공공성을 철저히 배제하고 있음.
- 사실상 공적연금기금에서의 공공성은 각기 연금기금의 특성에 따라 다른 의미로 해석될 수 있음.
- 먼저 CDPQ와 같이 퀘벡 주의 경제발전에 기금이 적극적으로 협조하여야 한다는 방식의 적극적 의미의 공공성임. CDPQ를 비롯하여

일본의 후생 및 국민연금기금 역시 이러한 적극적 의미의 공공성을 표방하여 기금운용의 수익성에 우선하는 투자를 수행하여 왔음. 특히 퀘벡 주의 경우 역사적 특수성으로 인하여 연방정부로부터 독립적인 경제자립도를 유지하고자 노력하였으며 그러한 의미에 국민의 대표기구인 운용위원회가 이를 인정함으로써 나름 성공적인 체계를 구축하였다고 판단됨.

- 반면, 일본의 경우 운용을 책임지는 최종 부처가 정부기관 (후생노동성)으로써 기금의 활용에 다소 불투명 한 면이 없지 않았으며 이에 대한 경계의 목소리들이 높아진 것 역시 사실임. 한국의 국민연금 역시 1998년 이전에는 공공자금관리기본법에 의해 정부에서 기금을 유용하였던 것 역시 이 범주에 속함. 공공성의 적극적 적용은 기금운용의 수익률 달성에 제약요인으로 작용하고, 이는 기금에 대한 신뢰회복에 족쇄가 됨.
- 일본의 경우 2006년 제도의 개혁 이후에도 여전히 국민들은 불신의 눈초리를 보내고 있으며 한국의 경우에도 공공부문에 투자된 기금도 모두 회수하여 운용의 극대화를 추구하고 있으며 임의로 국민연금 기금을 가져다 쓰는 것은 불가능해진 지금에 있어서도 여전히 많은 국민들은 과거 기금운용 지배구조의 경제부처의 개입이 현재에도 계속되고 있다고 생각하고 있는 원인이 됨.
- 중립적인 의미의 공공성은 CalPERS나 APG에서 나타남. 이는 기금운용의 측면에서 수익성의 우선 원칙하에 몇몇 투자 대상군에 대한 공공적 측면에서의 기준을 설정함으로써 기금의 사회책임을 의식하

는 의미임. 사회책임투자(SRI)로 대표되는 이 투자는 공해산업이라든가 유해 산업 등에 대한 투자를 지양하고 나아가 부실기업이나 주주의 이익을 침해하는 기업에 대한 적극적 주주권 행사가 이에 포함됨.

- 소극적 의미의 공공성은 기금의 투자가 투자주체의 본의가 아니게 시장의 왜곡을 초래하거나 거시경제에 미치는 영향에 대해 사전적으로 인지하고 이를 회피하기 위한 노력을 의미함. 미국의 OASDI의 경우 기금의 투자가 시장경제 왜곡을 방지하기 위해 철저하게 채권위주의 투자를 수행한다던가, 한국의 국민연금의 경우 가능한 채권의 비중을 줄이고 해외투자 및 대체투자를 적극적으로 추진하는 것 등이 좋은 예임.
- 현재 국민연금기금에서 표방하는 공공성은 이러한 소극적 공공성을 의미함. 그리고 최소한의 소극적 공공성마저 운용의 기본 방향에서 제외된다면 향후 최대 GDP의 50%가 넘을 것으로 예상되는 기금이 수익률 추구를 위한 시장교란을 방지할 법적 체계가 마련되지 못하게 됨. 그러므로 국민연금 기금운용에 있어서 공공성은 명시되어야 함.
- 물론 공공성이 다양한 의미로 해석이 가능함으로써 SOC에 대한 국민연금의 참여연금, KIC 해외 투자 참여, 금융기관 인수 합병, 기타 국가사업을 거론할 때 공공적 목적으로 국민연금이 참여할 것이라는 오해를 불러일으킬 우려가 있음. 공공성에 대한 사전적인 명확한 정의가 필요함.

- 공공성은 기금운용에 공적목적을 위해 투자하도록 하는 것이 아니라 운용전략수립이나 운용정책이 국가경제에 긍정적 방향으로 진행되도록 고려한다는 의미로 해석되어야 함. 수익을 추구함에 있어서 기금운용에 있어서 거시경제에 미치는 영향과 국가경제에 미치는 영향, 즉 국민들의 연금수급과 관련된 긍정적 역할을 하여야 함.
- 국민연금과 제도적 특성과 의의가 가장 비슷한 미 OASDI의 경우에도 기금의 안정성과 공공성을 최우선 과제로 삼고 있음. 국민연금은 투자운용기관의 수익률 측정이나 운용 수익의 성과 분석보다 국가에 의해 운용되는 공적연금제도는 제도의 영속성을 보장하여야 함. 이것이 올바른 의미의 공공성을 의미함.

3) 국민연금 기금 규모와 수익 관계

- 국민연금기금의 규모는 2020년대 중반부터 GDP의 50%를 넘어서는 막대한 규모가 됨. 2007년 현재도 이미 우리나라 국민연금자산이 자본시장에 차지하는 비중은 11.4%에 달하고 있으며 특히 주식시장에서 차지하는 비중은 20.2%에 달하며, 채권시장에서 차지하는 비중은 25.5%를 차지하는 등 국민연금 기금은 그 규모면에서 뿐이 아니라 국내시장에 미치는 영향도 매우 중요한 문제로 대두됨.

• • 자본시장규모대비 연금자산 비중 (2007년) • •

	연금자산 /주식시장	연금자산 /채권시장	주식투자 /주식시장	채권투자 /채권시장	연금자산 /자본시장
비중(%)	20.2	25.5	2.8	21.2	11.4

※ 자료: 증권선물거래소 홈페이지, 국민연금관리공단 홈페이지

주: 2007년 12월 기준 KOSPI 시가총액은 9,519,004억원이고 KOSDAQ 998,757억원으로 주식시가 총액은 10,517,762억원에 달함. 채권은 2007년 12월 상장잔액(공채와 사채포함)은 8,308,369억원에 달함

- 이항용·임경묵·조성빈(2007)에 따르면 연기금규모의 증가와 함께 자본시장에 대한 지배력은 지속적으로 상승하여 2030년에 약 20%초반에까지 달할 것으로 전망³⁾하고 있어 이러한 금융시장에서 국민연금 기금의 움직임은 매우 민감한 문제로 제기되고 있음. 특히 단일 공적연금이라는 점을 고려할 경우, 빠르게 상승하는 시장지배력은 자원배분의 왜곡을 초래할 수 있는 가능성을 배제할 수 없음.

- 국민연금 기금이 수익률 추구를 위해 적극적인 시장 참여를 수행할 경우 시장에 심대한 왜곡을 가져올 우려가 매우 큼. 국민연금기금의 존재 자체와 자산운용전략의 변화는 금융시장 뿐 아니라 실물경제에도 여러 가지의 장·단기적인 파급효과를 유발하는 중요한 정책변수로 작용하게 될 것임.

- 국민연기금의 규모가 커지면서 자본시장이 불완전해지는 가장 큰 원인은 국민연금기금의 시장 점유율이 매우 커서 가격수용자가 아닌 가격결정자로 역할을 하기 때문임. 이는 투자자의 입장에서 매우 커다란 장점으로 극단적인 수익률 추구를 꾀할 경우 가격에 대한 임의적 조정이 가능하다는 것임. 따라서 금융시장의 안정성에 미치는 부정적인 영향을 최소화하는 방향으로 운용을 하도록 하여 국민연금기금은 가능한 시장의 왜곡을 최소화 하는 시장중립성을 유지하도록 하여야 함.

3) 이항용·임경묵·조성빈(2007)은 우리나라 시계열 자료와 OECD 횡단면 자료를 이용한 두 가지 방법으로 우리나라 주식시장과 채권시장의 규모를 추정하였는데, OECD 자료를 이용할 경우 연금자산이 자본시장에 차지하는 비중은 시계열 자료를 이용한 경우보다 높게 추정되어 2030년경에 20% 후반에 달할 전망이다.

- 시장의 중립성은 정상수익률 이상의 운용성과를 달성할 수가 없다는 것을 전제로 함. 만일 국민연금에서 초과수익률 획득을 위한 적극적인 행위는 결국 시장의 왜곡을 유도하기 때문임. 전 국민을 대상으로 하는 국민연금이 기금의 수익성 제고를 최우선 원칙으로 한다는 것은 위험한 발상임.
- 연못속의 고래에서 벗어나기 위하여 해외투자 및 투자신상품 개발 등 적극적인 시장의 개척을 통해 가능한 많은 노력을 기울이겠으나 규모면에서 한계가 있을 것으로 판단되고 있음. 대체투자 및 투자신상품이 가지고 있는 위험이 과연 국민연금에서 인내할 수준인가에 대한 추가적 검토가 필요하며 해외투자의 경우 위험분산의 수단으로 강구되는 것이지 수익률 추구의 수단으로 강구될 수 없으며, 해외로의 국부유출에 대한 국민의 정서를 감안할 때 무조건적인 해외투자의 증가를 시도하기는 어려운 실정임.
- 국민연금의 위험자산(주식) 보유 비중 확대는 민간의 위험자산 투자를 구축하여 궁극적으로 자본축적에 부정적인 영향을 초래할 가능성이 존재하기 때문에 기금의 안전성과 수익성을 종합적으로 고려한 자산 포트폴리오 구성이 요구되고 있음. 자본축적에 미치는 영향만을 고려한다면 위험자산에 대한 투자를 줄이고 무위험자산에 투자를 확대할 필요성이 있게 됨.
- 특히 기금운용의 수익률을 강조하게 되면서 가입자는 향후 연금지급이 기금운용 수익률에 따라 지급하게 될 것이라는 오해를 조장하여 연금제도 자체가 가지는 의미를 파악하지 못하게 될 것이다. 또

한 기금의 수익률과 기타 다른 펀드 혹은 주식의 수익률과 비교하게 되면서 국민연금의 수익률이 상대적으로 낮은 수익률을 내고 있다고 생각하며 오히려 자신의 선택에 의한 보험료의 투자를 선호하게 하는 유인을 제공하게 될 우려가 생김.

- 공적연금체계에서의 기금운용은 세대간 이전을 기본원칙으로 하는 공적연금의 경우 제도의 지속가능성은 수익률보다는 장기 재정안정화를 통한 연금급여의 지속적 지급 체계의 확립을 강조하여야 할 것임.
- 국민연금제도의 재정안정화 방안은 단지 기금수익률을 통해 기금고갈 시점을 연장하는 방식이 아니라 미래의 특정 시점에 기금으로든 조세로든 국민경제가 감당할 수 있는 연금지출의 총 규모를 합의하고, 이 범위 내에서 세대간의 공평한 부담이 이루어지도록 제도를 설계하는 방향으로 이루어져야 함.
- 이러한 이유에서 국민연금에 대한 대국민신뢰확보수단은 기금운용 수익률 공시보다는 안정적 기금운용 현황을 국민들에게 적극 알리고 연금지급의 안정성을 정부가 보장하는 것이 더욱 효과적이라 판단되고 있음. 국민연금과 제도적 특성과 의의가 가장 비슷한 미 OASDI의 경우 기금의 안정성과 공공성을 최우선 과제로 삼고 있다는 점은 국민연금에 좋은 시사점을 제공함.

나. 기금운용위원회 위상에 대한 평가

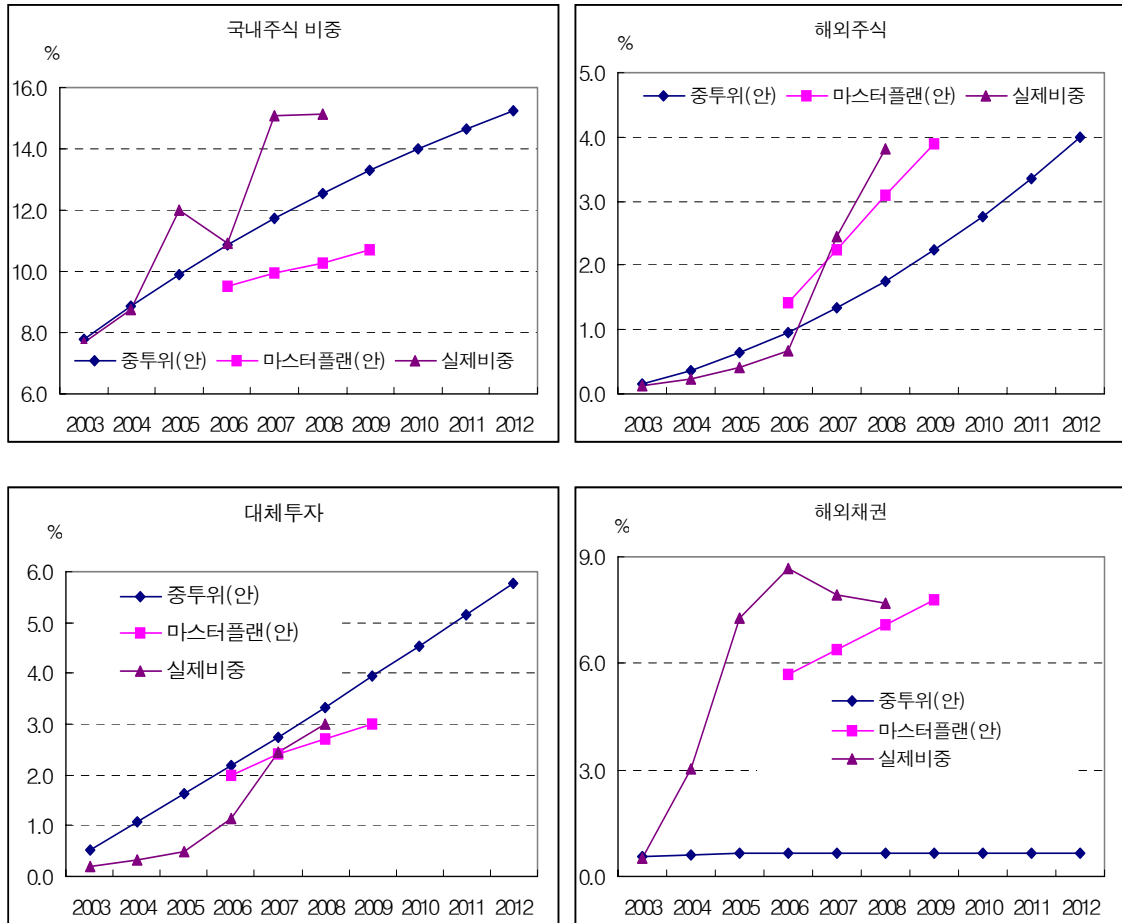
1) 기금운용위원회의 전문성

- 기금운용체계 개편안의 가장 큰 특징은 운용위원회의 전문성을 강조하여 운용의 효율성을 극대화하고자 하는 데 있음. 정부 입법안에 의하면 가입자 대표는 배제하고 민간금융전문가를 중심으로 구성하도록 되어 있음. 민간전문가로 위원회가 구성되어 있는 CPPIB의 경우에 가까운 형태임. 이 점은 현행 기금운용체계가 가지는 결함에서 비롯된 바가 크기에 일정부분 설득력을 가지고 있음.
- 현행 기금운용체계에서의 기금운용위원회의 문제점은 비상설기구로서 분기별 회의체에 불과할 뿐만 아니라 산하위원회 역시 비상설기구로서 기금운용체계에 대한 심도 깊은 검토와 논의의 책임을 지기에는 무리라는 점과 가입자 대표로 구성하기로 되어 있는 운용위원회의 인적 구성이 현재 가입자를 제대로 대변하지 못한다는 점, 그리고 위원회의 위원들이 연금문제에 대한 식견과 역량을 갖추지 못하여 운용의 효율성을 담보하지 못한다는 점이 제기되었음.
- 국민연금 기금운용과 관련한 최고의사결정 기구는 전문성보다는 포괄적인 이해 관계자들 간의 조화와 균형을 이루어내는 협의체로써의 기능을 우선적으로 고려해야 할 필요가 있음. 민간연금 또는 펀드의 경우 이해관계자들이 단순하고 이미 선택한 위험한도 내에서 자산배분 범위 내에서 간결한 운용목표로 운용의 수익성을 극대화하기 위하여 전문가집단에 의한 의사결정이 필요하지만 공적연금의 경우 국가 사회보장체계의 한 축으로써 국민의 광범위한 의사표출을 통합, 조정하는 기능을 가지고 있어야 함.

- 문제가 되는 전문적 기금운용과 관련한 전문적 판단과 식견은 운용위원회 위원들에게 필요요소 중의 하나이지만 필수요건은 아님.
이는 여러 제도적 장치를 통해 충분히 보완이 가능함.

- 과거 기금운용은 1999년 기금운용본부를 통한 자율적 운용이 보장된 이후 중장기 투자정책 위원회(2002년 6월), 중장기 기금운용 마스터플랜 기획단(2004년 12월)의 연구용역을 바탕으로 기금운용 중장기 자산배분 체계를 확립한 바 있음은 주지할 만한 사실임. 또한 2006년 5월 ‘국민연금기금 장기운용 전략 기획단’, 2008년(현재 진행 중) ‘국민연금 기금운용 개선 소위원회’ 등 기금운용의 장기 전략을 마련하기 위한 전문가로 구성된 자문용역을 통해 충분하게 보완이 가능할 것으로 판단되고 있음. 더욱이 기금운용관련 주요 의사결정 사항에 대해서는 별도의 간담회 및 자문회의 등을 통하여 운용위원의 전문성을 보완하고 있으며 기금운용위원회 산하 실무평가위원회, 의결권행사전문위원회, 성과보상위원회 등을 통한 기금운용관련 전문성을 살리고자 노력하는 과정임.

● ● 중장기 기금운용 전략 수립과 각 자산별 투자비중 확대 실적 ● ●



※ 자료 : 국민연금연구원, 2008. 7

□ 기금운용이 제도의 지속가능성을 보완하기 위한 중요 수단으로써 작용하게 됨으로써 매 5년마다 국민연금법에 의해 수행되는 재정재계산과 맞물려, 제도의 안정성을 위한 연금보험료 및 수급권에 대한 검토와 함께 기금운용 중장기 투자전략을 동시에 고려할 수 있도록 하는 법적인 보완책이 마련 될 수 있다면, 기금운용의 장기전략에 따른 전문성과 체계적인 일관성에 큰 힘이 될 것으로 보임.

• • 국가별 지배구조의 전문성 비교 • •

구분	위원회 형태	위원회 구성	운용인력의 전문성	외부운용 의무비율
1. 미국(OASDI)	정부	정부(재무장관이 선정)	비전문가 (정부 관료)	No
2. 캐나다 CPP	전문위원회	재무장관이 선정(지명자 중에서 선정)	투자전문기구 CPPIB	CPPIB에 전체 위탁
3. 캐나다 QPP	전문위원회	전문가(14명 ; 위원장이 선정. 의결권 있는 이사 11명, 의결권 없는 이사 3명)	투자전문기구 CDPQ	약 1/3
4. 일본	정부	정부(후생성장관이 선정)	투자전문기구 GPIF	약 1/3
5. 뉴질랜드	전문위원회	전문가(위원장이 선정)	Outsourcing	전체
6. 아일랜드	전문위원회	전문가(재무장관이 선정)	Outsourcing	85%
7. 스웨덴	전문위원회	3각체제(9명 ; 정부 5명 지명, 사용자와 근로자 대표 각 2명)	투자전문기구 AP1 ~ AP6	최 소 한 10%
8. 싱가포르	정부	정부	Outsourcing	약 2/3
9. CalPERS	관리위원회	3각체제(13명 ; 당연직 4명, 임명 3명, 선출직 6명)	내부전문가 투자담당이사	약 1/3
10. 한국 National Pension	전문위원회	3각체제(21인 ; 정부대표 7명, 사용자, 근로자, 자영자 대표 및 전문가 14명)	내부전문가 기금운용본부	NPS에 전체 위탁

※ 자료 : 세계은행 “Managing public pension reserves Part II: Lessons from five recent OECD initiatives, Robert Palacios, July 2002. 한국의 경우 국민연금연구원의 분석

2) 기금운용위원회의 대표성

□ 공적연금체계에서 운용정책에 대한 최종의사결정 기구로써 운용위원회가 내리는 의사결정은 국가전체에 영향을 미칠 뿐만이 아니라 향후 다음세대에까지도 영향을 줄 수 있는 사항임이므로 운용위원회의 대표성은 전 가입자의 의견을 대표하는 기구로써 매우 중요하다.

- 해외 사례를 보아도 기금 부담의 주체인 가입자단체 대표가 직접 기금운용주체와 의사소통 메커니즘을 가지도록 하는 것이 ‘Global Standard’라 할 수 있음. Palacios(2002)에 의하면 세계 64개국 기금운용체계조사결과 대부분 3각 체계(Tripartite)이고 전문가에 의한 운용은 3개국에 불과하였으며 미국 등 10개국은 정부가 운용하고 있음을 보인 바 있음.

• • 기금운용 지배구조의 글로벌 표준과 국민연금 기금운용체계 • •

조 직	역 할	현재 국민연금의 해당 역할자
Governing Fiduciary (최고의사결정 기구)	<ul style="list-style-type: none"> • 최고 의사결정 기구로 기금운용성과에 대한 최종책임 • 운용조직의 임무 명확화(Mission Choice) • 기금의 목적에 부합하는 운용정책 수립 • CEO의 임면과 보상 • 기금운용에 대한 관리감독 • 연금의 이해관계자에게 운용성과 보고 	<ul style="list-style-type: none"> • 기금운용위원회 • 보건복지가족부
Managing Fiduciary (투자집행기구 경영진)	<ul style="list-style-type: none"> • CEO의 역할 • Governing Fiduciary에 보고 및 조언 • 임무를 달성하기 위한 실행 전략 수립 • 운용조직의 설계와 모니터링 • 운용역의 채용과 보상 	<ul style="list-style-type: none"> • 공단 이사장(CEO) • 기금운용본부장(CIO)
Operating Fiduciary (집행기구 실무진)	<ul style="list-style-type: none"> • 운용실무를 담당하는 직원(Staff)의 역할 • 목표달성을 위한 전략과 전술 마련 • 리스크관리정책에 관한 조언 • 운용성과의 분석·보고 • 운용시스템 개발 	<ul style="list-style-type: none"> • 기금운용본부장 • 기금운용본부 운용역 • 외부 위탁운용사

※ 자료 : 국민연금연구원, 2008. 7

● ● 주요 국가별 공적연금의 GDP 대비 비중과 위원회 구성 ● ●

국가	연도	GDP대비 적립금비율(%)	적립금 총액 (백만US\$)	위원회 구성
스웨덴	2001	229	9,400	3각 체계
네덜란드	2000	31	na	"
한국	2000	12	54,868	"
스위스	1998	57	15,000	"
덴마크	2000	18.8	30,483	"
말레이시아	2000	54.4	48,591	"
남아프리카	2000	19.2	27,573	"
타일랜드	2000	2.8	3,000	"
뉴질랜드	2001	05	252	전문가
아일랜드	2001	53	6,600	"
캐나다	2001	13	9,032	"
미국(OASDI)	2000	94	931,000	정부
일본	2000	54	1,670,224	"
싱가포르	2000	556	51,411	"

※ 뉴질랜드와 아일랜드는 SPRF(Sovereign Pension Reserve Fund)로 국민연금기금(SSRF : Social Security Reserve Fund)와는 성격이 다름

※ 자료 : 해외공적연금의 기금운용사례연구, 국민연금연구원, 2002

□ 더욱이 기금 규모가 클수록 3각 체계가 일반적인 이유는 견제와 균형을 통해 수익성과 안정성의 동시 추구가 가능하기 때문임. 그러므로 향후 GDP의 50%이상 적립되는 국민연금기금을 가입자와 정부를 배제하고 민간 전문가가 운영해야 한다는 주장은 재고의 여지가 있음.

□ 국민연금과 같이 국민연금제도가 기금운용 수익률을 제고하는 것만으로 지속가능성이 담보될 수 없는 경우 대표성의 중요성은 더욱 커짐. 향후 기금운용성과 및 인구구조 등 여러 경제적 환경에 따라 국민연금제도를 개혁하여야 할 필요성은 상존함. 공적연금제도의 사회적 지속가능성과 재정적 지속가능성⁴⁾은 국민적 합의가 전제 조

4) 사회적 지속가능성이란 제도가 본래의 기능인 소득보장적 역할을 제대로 수행하고 있는가, 그리하여 제도가 국민들에게 수용가능한가라는 의미를 담고 있다. '재정적 지속가능성'은 고령화 및 경

건이 되어야 하며 이를 위해서는 기금운용의 최종 의사결정에 국민의 대표가 참여할 수 있도록 해야 함.

- 지난 2004년도의 국민연금에 대한 안티사태와 같은 제도에 대한 심각한 오해와 불신이 발생한 경우 오히려 기금운용 지배구조에 참여한 가입자 단체 등이 국민연금제도의 건전성을 적극 알리고 제도를 보호한 실제 사례가 있음. 이와 같이 기금운용위원회가 사회적 합의체로써 국민들의 의사를 대변함과 동시에 제도의 건전성을 보호해 주는 순기능을 작용한 예라고 할 수 있음.
- 기금운용위원회가 가입자들의 대표로서 중요하게 기능하여야 할 부분은 위험 수준에 대한 사회적 합의기구로서의 역할임. 향후 국민연금기금은 투자다변화 등을 통한 수익률 제고를 위한 다양한 노력을 할 것임. 이때 가입자들이 받아들일 수 있는 위험 한도가 결정되어야 할 것이며 이에 대한 보편적인 의견의 공유와 합의가 이루어질 수 있는 채널을 마련해야 함.
- 연금제도 개혁의 일차적 목적은 국민신뢰의 형성으로 제도 개혁을 통해 기금의 지속가능성을 국민들에게 보임으로써 국민연금제도에 대한 노후보장 체계를 안심시키는 것이라 할 때, 기금운용체계가 국민과 괴리되어 소수 전문가 집단에 의해 운용된다면 이후 야기될 연금제도 개혁에 국민의 지지를 받기 어려움. 독일과 스페인의 연금개혁 논쟁이 좋은 사례⁵⁾가 됨.

제상황변화에 따라 국가경제가 제도에의 재정적 부담을 감당할 수 있고 제도가 장기적으로 재정적 건전성을 확보할 수 있는가라는 의미로 사용된다. (김수완, 김순옥, 안상훈, 2005)

5) 독일의 기민당 정부는 1997년 사회적 합의 없는 연금개혁안을 단행하였으나 이로 인하여 정권이 실각하였으며, 1998년 집권한 사민당-녹색당 정부에 의해 재 논의되었으며 1994년 이탈리아 베를

- 그러므로 기금운용위원회체계 개혁은 연금제도의 유지나 개혁과 같이 세대간, 계층간 이해관계 대립이 나타날 수 있는 사안으로 충분한 토론과 사회적 합의를 통해 갈등을 최소화 하는 방향으로 이루어 져야 할 것임.

3) 기금운용위원회 독립성

- 기금운용에 있어서 외부 기관이나 정치적 목적의 간섭은 철저하게 배제되어야 함. 그러나 해외 연금제도의 사례를 보더라도 복지행정의 일환인 연금제도의 특성상 국가가 관리하는 공적 연금 지배구조의 완전한 독립성, 대표성, 책임성을 구현하는 데에는 근본적인 한계가 존재하게 됨.⁶⁾
- OECD 국가의 연금제도 관리체계의 경우 크게 「국가기관이 연금제도를 직접 운영하는 유형(8개국)」과 「특수법인을 설립하여 연금제도를 위탁 운영하는 유형(21개국)」으로 구분됨. 이 중 국가기관이 직접 운영하는 경우에는 급여(사회보장 관련부처), 기금운용(경제부처), 징수(세무 당국) 등으로 분리하여 운영되는 경우가 대부분이다. 특수법인에 위탁 운영하는 경우에는 18개 국가가 징수-운용-연금지급의 모든 기능을 단일 법인이 통합운영하고 있으며, 또 다른 3개 국가는 급여와 기금운용만을 동일한 법인이 담당하고 징수는 세무 당국이 담당하는 형태를 취하고 있음.

루스코니 정부는 사용자 단체의 지지를 받아 연금개혁을 추진하고자 하였으나 노조의 총 파업과 대중적 저항에 의해 연금개혁 실패 및 정부 실각한 바 있다.

6) World Bank의 “국민연금기금 운용에 대한 예비조사 보고서” (2006. 10), 2006년도 제3차 국민연금 기금운용실무평가위원회 보고사항에 의하면 현행 운용행태에 대한 우수성을 인정하고 있으며, 지배구조 역시 다른 국가들의 지배구조와 다르지 않은 구조임을 인정하고 있다.

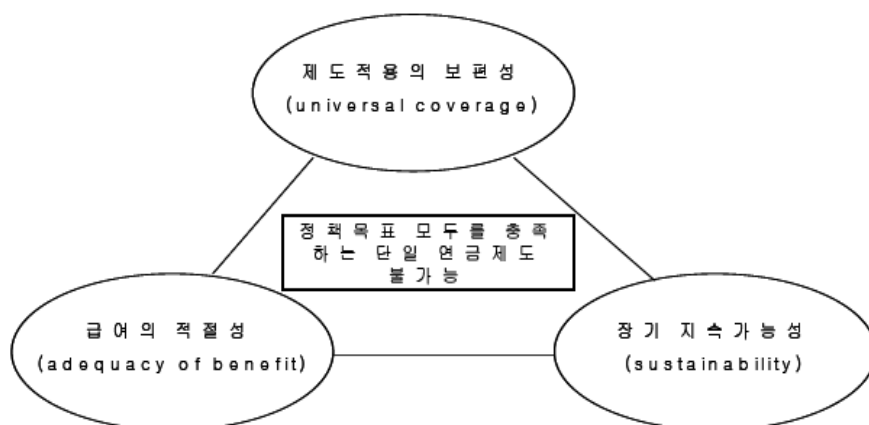
• • OECD 국가들의 공적연금 운용 형태 • •

국가기관이 연금제도 직접 운영(8개국)		특수법인이 연금제도 위탁 운영(21개국)	
제도 · 기금 통합관리	제도 · 기금 분리운영	제도 · 기금 통합관리	제도 · 기금 분리운영
일본 (1개국)	노르웨이, 뉴질랜드, 덴마크, 미국, 아일랜드, 영국, 캐나다 (7개국)	그리스, 네덜란드, 독일, 룩셈부르크, 멕시코, 스위스, 슬로바키아, 아이슬란드, 오스트리아, 이탈리아, 체코, 터키, 포르투갈, 폴란드, 프랑스, 핀란드, 헝가리, 호주 (18개국)	벨기에, 스웨덴, 스페인 (3개국)

※ 자료: World Bank “Managing public pension reserves Part II: Lessons from five recent OECD initiatives, Robert Palacios, July 2002.

□ 사실상 공적연금체계에서 수탁자 의무 사항은 기금의 운용에만 국한된 사항이 아님. 제도운영까지 포함된 가입자에 대한 책임까지 수탁자 의무에 포함 된 것으로써 선량한 관리자의 의무를 올바르게 수행하기 위해서는 합리적 징수방안으로부터 효율적 기금운용 적절한 연금급여 지급까지 연계된 일련의 과정에 대해 의무를 수행할 필요가 있는 것임.

• • 공적연금체계의 기본 체계 • •



※ 자료 : 해외공적연금의 기금운용사례연구, 국민연금연구원, 2002

- 기금운용지배구조는 기금운용의 독립성, 전문성, 투명성, 수익성의 강화방안과 관련된 개념으로써, 기금운용을 포괄하는 전반적인 ‘국민연금 관리체계’의 하위개념으로 이해하여야 함. 따라서 현재 기금운용지배구조를 중심으로 전개되고 있는 국민연금법 개정에는 논의는 효과적이고 안정적인 연금급여(사회보장급부)를 위한 포괄적인 ‘국민연금 관리체계’라는 차원으로 확장되어야 함. 여기에는 기금운용본부(운용부서)를 포함한 기금운용 모니터링, 컴플라이언스, 성과관리 등을 포괄하는 포괄적인 체계에 대한 수립을 필요로 함.
- 국민연금기금의 국내거시경제에 미치는 영향이 지대하며, 연금제도의 포괄대상이 전 국민임을 감안하였을 때, 운용효율성과 독립성만을 강조하는 기금운용체계논의 보다 확대된 개념으로써 공적연금제도의 관리방안에 대한 심도 있는 논의가 수행되어야 함.
- 국민연금공단의 주요업무는 징수-운용-연금지급이라는 기본 기초를 유지하는 것이라 보았을 때, 효율적 기금운용을 통한 연금제도의 안정이 목적이라면 기금운용에 대한 독립성보다 제도운영과의 통합이 더욱 중요함. 기금운용에 대한 독립성을 강조하기 이전에 연금제도의 독립성도 동시에 언급하여야 할 것임.
- 공적연금의 체계에서 기금운용의 독립성과 효율성은 국민연금제도 체계 내에서 합리적으로 마련 가능한 목표로서 기금운용의 독립성은 기금관리주체의 변경이나 공사화를 통해서가 아니라, 기금운용위원회의 자금운용에 관한 의사결정권에 관하여 폭 넓은 재량을 허용하고 정치권·행정조직의 과도한 개입을 제도적으로 차단함을 통하여 달성되어야 할 사안임.

- 단지, 정치권·행정조직의 과도한 개입을 제도적으로 차단하기 위하여 해외 주요 연금기금의 최상위위원회는 대개 투자전문가가 아니라 Generalist로 구성되는 것이 국제기준에 보다 적합한 것으로 기금운용 전문성은 운용과 관련한 전문위원회에서 결정되어야 함. 국민연금기금의 경우 오히려 Fiduciary Duty(신인의무)의 이행을 위하여 공단은 기금운용과 관련한 모니터링과 컴플라이언스를 관장함으로써 기금운용의 견제와 균형의 원칙을 수행할 필요가 있음.

다. 기금운용 공사 분리에 대한 의견

- 국민연금 기금운용체계 개편논의에 경제부처가 개입되면서 보건복지부로부터 기금을 분리하고자 하는 의도 하에 공사설립논의가 본격화되었음. 결국 기금관리기본법 부칙 제2조(현 국가재정법제78조)를 2005년 1월에 다음과 같이 개정되었음.

국가재정법제78조(국민연금기금의 자산운용에 관한 특례)

- ① 제77조의 규정에 불구하고 국민연금기금은 자산운용을 전문으로 하는 법인을 설립하여 여유자금을 운용하여야 한다.
- ② 제1항의 규정에 따른 법인의 조직, 운영 및 감독에 필요한 사항은 「국민연금법」에서 따로 정한다.

- 현재 논의되는 공사의 설립문제는 위에서 보는 바와 같이 이미 경제부처에서 만들어 놓은 밑그림을 완성하려는 시도로 보여지고 있음. 기금운용본부를 별도의 독립기관으로 만들하고자 하는 이유로 운용기관의 독립성과 전문성을 살려 운용의 효율성 향상을 들고 있음.

- 독립성의 범위가 단순하게 제도로부터의 독립에 불과할 지도 모른다는 우려가 생김. 오히려 보건복지가족부와 공단 이사회에 참여한 가입자 대표에 의해 경제부처로부터의 간섭과 개입으로부터 보호받고 있던 운용부서가 별도조직으로 독립될 경우 경제부처가 직접 운용조직에 개입할 개연성이 더욱 높아짐. 마찬가지로 시장으로부터의 독립성 역시 취약해질 우려가 제기됨.

- 특히 2007년 공공기관의 운영에 관한 법률(이하 공운법)에 의하면 공사가 설립된 이후에도 임직원에 대한 선임, 평가 등에 대해서 기획재정부에 의해 조정될 여지가 있음⁷⁾. 이는 원래 의도한 공сна위원회 독립과 관련하여 공사가 준정부기관으로 지정될 경우 공운법 우선적용⁸⁾에 따라 기금운용체계 개편의 기본 목적인 독립성 확보 자체가 오히려 더욱 훼손될 수 있음.

- 운용성과에 대한 책임주체로 공사가 별도로 설립된다면 공사의 운용역들은 운용성과에 따라 성과급 등 인센티브를 받게 됨. 이 때 연금의 기금운용 원칙에 맞는 장기적 관점보다는 단기적 성과에 치중하게 될 우려가 생김. 이는 결국 기금의 리스크를 높이게 되는 효과가 있을 수 있으며, 더 나아가 운용행위에 대한 직접적인 모니터링이 어려워 운용역의 도덕적 해이를 방지할 별도의 제도적 장치가 필요하게 됨.

7) 현재 공단은 기금관리 준 정부기관으로 분류되어 매년 기획재정부로부터 평가 및 임원 선임에 영향을 받는다.

8) 현재는 부처 간 협의에 따라 '기타공공기관'으로 지정하기로 되어있으나 법령 상 예외기관으로 명문화되지 못하고 매년 공공기관운영위원회에서 지정하는 것으로 향후 변경여부가 불확실한 상태이다.

- 그리고 운용조직의 독립성은 사실상 기금에 대한 가입자의 대표성을 오히려 약화시킴. 이로써 대표기구에 의해 결정된 의사결정이 어떠한 경로로 운용조직에 전달될지에 대한 추가적인 논의가 필요함.

• • 기금운용부서 별도 독립에 따른 장·단점 • •

	장 점	단 점
1. 독립성	<ul style="list-style-type: none"> ◦현재 공단 산하부서에서의 기금 운용보다 독립적 기구에서 운영됨에 따라 의사결정의 독립성 및 효율성 강화 	<ul style="list-style-type: none"> ◦공적 기금으로써 기금관리주체인 보건복지가족부의 관리는 지속됨으로써 독립성은 상대적이라는 지적 ◦오히려 시장 및 경제부처간 유착 가능성 높아짐
2. 대표성 (민주주의 원리)		<ul style="list-style-type: none"> ◦현행 제도에 비해 대표성이 약화됨
3. 책임성	<ul style="list-style-type: none"> ◦기금운용 성과에 대한 책임이 보다 직접적이고 명시적으로 파악되어 기금운용의 효율성 제고 ◦민간운용기구와의 대체가능성의 위협이 높아져 적극적인 기금운용이 유도됨. 	<ul style="list-style-type: none"> ◦단기적·미시적 운용성과가 지나치게 강조될 경우 기금운용의 위험이 높아지고 운용자의 단기적 실적주의에 의한 도덕적 해이 현상이 발생할 우려

※ 자료 : 기금운용체계 개선방안, 국민연금연구원, 2007

• • 공사 분리에 따른 현행제도와 부분별 비교 • •

	기존의 일원적 조직안	별도기금공사 설립안
▪ 연금제도와 연관성	- 국민연금제도와 연관된 일관된 운용목표가 명확	- 제도와는 별도의 운용기관의 설립으로 종합적 연금제도 관리 어려움
▪ 거시경제 영향	- 거시경제적 측면을 고려한 운용수준 결정이 가능	- 거시경제적 측면보다는 미시적 운용의 효율성을 강조
▪ 전략적 자산배분	- 제도와 연결된 전략적 자산배분 가능 (ALM)	- 주어진 전략적 자산배분하에 서의 운용에 한정
▪ 기금운용 책임	- 징수-급여와 연관된 제도적 책임이 가능	- 운용성과에 대한 인센티브에 한정
▪ 장기성과	- 장기성과에 기초한 종합관리 가능	- 운용지침에 따른 단기성과
▪ 운용 효율성	- 운용효율성 제고를 위한 규제 완화와 역량강화 필요	- 전술적 자산배분의 효율성 증대
▪ 운용비용	- 별도 운용비용 적음	- 별도 기관설립 비용 및 운영 비용 소요
▪ 관리 효율성	- 공단 내 견제기구 존재 - 상위기관의 관리 책임 일원화	- 공사 자체에 대한 관리 감독 기구 필요 - 상위기관의 관리 책임 분리
▪ 운용 투명성	- 성과보다는 투명성 강조	- 투명성 보다는 성과 강조 우려
▪ 기금 수익/위험성	- 위험대비 수익성 추구	- 성과절대주의로 위험 증가 예상
▪ 기금운용 관련 정보 공유	- 관련 부서 간 공유	- 정보 공유 보장 필요
▪ 운용손실에 대한 책임	- 공단 무한 책임	- 공사 유한 책임

※ 자료 : 기금운용체계 개선방안, 국민연금연구원, 2007

독립성과 공공성 확보를 위한 기금운용체계 개편방향



현행 기금운용체계와 개정안에 대한 고찰



□ 연금기금(pension funds)⁹⁾과 구분되는 공적연금적립기금의 주요한 특징은 그들의 궁극적인 수혜자(beneficiaries, 일반국민)는 적립기금 자산에 대한 법적 또는 이익 소유권이 없다는 것임.

※ 법적주체 또는 수혜당사자는 공적연금체계(social security reserve funds-SSRFs) 관리기관이거나 정부(sovereign pension reserve funds-SPRFs)임. 적립기금의 이런 특징 때문에 적립기금은 연금기금보다 잠재적으로 더 큰 정부의 영향력 하에 놓이게 되며 이것이 과거 연금급여의 사전적립의 한 방안으로써 연금기금을 선호하던 주요 이유임. 금융시스템이 미비한 개발도상국가의 경우 적립기금을 통한 사전적립방식이 생산적인 활동을 위한 금융시장에의 접근을 개선시킴으로써 경제성장에 기여할 수 있다는 부가적 혜택에 유인을 가짐.

□ 사회보장급여에 대한 사전적립은 정부로 하여금 노령화에 따른 재정적 압박에 효과적으로 대응할 수 있게 해주는 효과를 냄. 사전적립 자체가 부양비(dependency ratios)의 악화로부터 발생하는 국내 성장을 둔화시키는 것을 상쇄할 수는 없으나 인구학적 충격을 해결하는데 도움을 주게 됨. 이런 이유로 많은 국가들이 새로 조성되거나 기존의 공적연금을 개혁할 때 사전적립을 채택하여 진행 중임.

□ 적립기금 설립을 통한 사전적립의 주요 이유는 tax-smoothing이 가능하게 한다는 점임. 사회보장시스템에 대해 상대적으로 일정한 기여율을 유지하게 함. 그러한 목적은 공적부채에 대한 적절한 관리

9) 여기서 연금기금으로 번역된 pension funds는 개인연금, 기업연금 등의 사적부분 연금을 의미함.

에 의해 해결될 수 있지만 적립기금 자산은 사회보장시스템 재정에 할당됨. 공적부채 상쇄 형태의 저축은 최종적으로 정부의 다른 경비로 지출될 가능성이 있음.

- 또한, 공적저축의 증가를 통한 정부저축의 증가목적을 지님. 적립기금을 미래의 비용에 명확히 배정함으로써 정부는 현재의 비용을 줄이거나 세수를 확대해야 함. 이에 따라 정부의 총부채는 줄어들게 됨. 최근에는 일부 정부들이 직접적 소유권을 갖지만 법적으로 사회보장체계를 지원하거나, 대체적으로 노령화에 따라 발생하는 재정적 불균형을 완화하기 위한용도(sov​er​eign pension reserve funds; SPRFs)로 지정된 자율적인 적립기금을 설립해 옴.¹⁰⁾

※ 자율적인 적립기금은 향후 연금지급이 어려워 질 경우를 대비하여 사전적으로 기금을 적립하여 놓는 기금의 성격을 가진다는 점에서 부과방식의 연금지급 체계에서 사회보장시스템 차원의 SSRF와는 차별성을 가짐. 예를 들어 SPRF는 노르웨이 석유기금의 경우와 같이 기금적립금의 일정 부분을 향후 급여지급을 위해 적립하여 놓는 다던가, 아일랜드와 같이 GNP의 1%를 향후 연금지급에 따른 재정자원을 위해 적립하여 놓는 다던가, 스웨덴의 경우처럼 일정 기간까지 기금에서 연금급여지급을 위한 목적으로 기금을 사용하지 못하게 하는 순수 운용목적의 기금의 성질을 가짐. 이러한 기금은 부채를 보유하지 않는다는 특징을 지님. 이로 인하여 기금을 활용한 보다 적극적인 수익추구가 가능함. 반면, SSRF는 기금적립자체가 자산 외에도 적립으로 인한 잠재부채가 발생한다는 점에서 향후 연금지급을 약속하여야 하는 신탁기금으로 간주할 수 있음.

10) SPRFs로 분류되는 일부는 노르웨이의 Government Pension Fund처럼 종종 국부펀드로 분류되기도 한다.

□ 다음의 표는 OECD 국가의 주요 SSRFs와 SPRFs를 나타냄.

총 자산규모는 2006년 말 약 4.1조 달러임. 가장 큰 적립기금은 미국의 사회보장신탁기금(Social Security Trust Fund)으로 2조 달러가 넘는 자산을 보유하고 있음. 미국의 경우 전액을 비유통미국채에 투자하고 있음. 두 번째로 큰 적립기금은 일본이며 2006년 말 1.2조 달러 규모로 대부분 Government Pension Investment Fund에 의해 운영되고 있음¹¹⁾. 한국의 국민연금기금이 1,900억 달러임.

• • OECD국가의 공적연금적립기금 • •

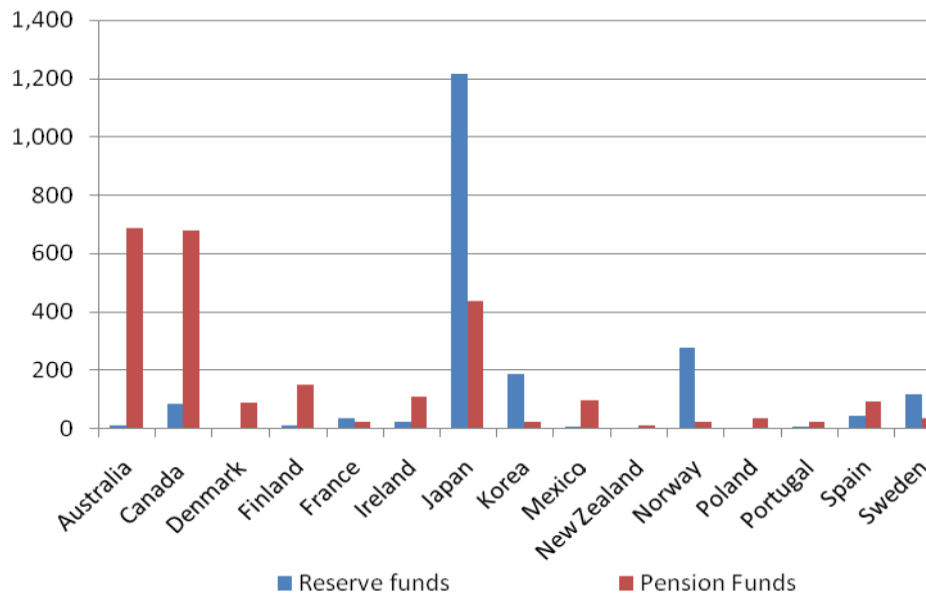
국가	기금명	유형	설립연도	총자산액 (2006년 기준, 백만USD)
미국	Social Security Trust Fund	SSRF	1940	2,048,112
일본	National reserve funds(GPIF 포함)	SSRF	1959	1,217,551
노르웨이	Government Pension Fund-Global	SPRF	1990	278,124
한국	National Pension Fund	SSRF	1988	190,842
스웨덴	National Pension Funds(AP1-4,6)	SPRF	2000	117,468
캐나다	Canada Pension Plan reserve fund	SSRF	1962	86,392
프랑스	Pension Reserve Fund(FRR)	SPRF	1999	39,140
아일랜드	National Pensions Reserve Fund	SPRF	2001	23,710
호주	Future Fund	SPRF	2006	13,768
뉴질랜드	Superannuation Fund	SPRF	2001	6,666

※ 자료 : OECD, 2008.1, "Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries"

□ 국제적인 수준에서, 직역연금이나 개인연금기금의 부의 축적(16조 달러규모)이 공적연금적립기금(4조 달러)보다 여전히 크지만, 몇몇 국가에서는 역전되고 있는 상황임. 다수의 국가(프랑스, 일본, 한국, 노르웨이, 스웨덴)에서 이런 현상들이 나타남.

11) 2007년 3월 약 1/3 규모의 적립기금이 Fiscal Loan Fund에 예치되어 있으며 2009년 말까지 전액 GPIF로 이관될 예정이다.

• • 국가별 적립기금과 연금기금(십억 달러, 2006) • •



※ 자료 : OECD, 2008.1, "Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries", 적립기금을 각 국가별 직역연금 및 개인연금기금과 비교하고 있음.

□ 해외 주요 공적연금 중 국민연금이 가지는 제도의 특징과 유사한 6개의 연금체계를 비교하고자함. 6개의 연금체계는 기본적으로 사회보장제도의 일부(social security reserve funds ; SSRF)로 운영되고 있는 기관으로 선택함. 일부 정부가 직접적 소유권을 갖고 있으며 운용을 완전 위탁하여 관리되는 자율적인 적립기금(SPRF)는 운용스타일과 목적에 큰 차이가 존재하기 때문에 배제함.

1. 미국 OASDI

(Old-Age, Survivors and Disability Insurance)

가. OASDI 개괄

- 미국의 사회보장제도 OASDI는 1935년 사회보장법에 의해 도입된 이후 꾸준한 개혁을 통해 미국의 대표적인 공적연금제도로써 취업자의 약 95%를 적용대상으로 포괄하고 있는 연금제도임.
- OASDI의 재정운영은 수정부과 방식을 채택하고 있는데 그 재원은 사용자, 근로자, 자영업자가 납부하는 사회보장세로써 15.3%의 세율 중 피용자의 경우 사용자가 이중 절반을 부담하게 되어 있는 구조임.
- 2007년 9월말 현재 사회보장신탁기금(SSTF) 규모는 2조 2,263억달러로 세계 1위임상태임. 그러나 적립금은 1935년 제도의 탄생 이후 현재까지 정부발행 특별채권(Special Bond)에만 투자되고 있음. OASDI 조성자금은 payroll taxes, 운용수익 및 퇴직급여에 대한 소득세(OASI만)로 조성되고, SSI는 재무부 재정수입으로 조성됨.
- OASDI제도는 기본적으로 부과방식을 택하고 있기 때문에 당해연도에 수급권자에게 지급되는 연금을 당해연도의 사회보장 수입금으로 충당하지만, 1983년 사회보장법 개정을 통해 고소득자의 경우 사회보장 연금액의 절반에 해당하는 소득세를 부과하여 OASDI 신탁기금(Social Security Trust Fund)으로 활용하는 점에서 완전한 부과방식으로 보기는 어려움.

- 적립된 신탁기금 투자의 관리·운영은 자유재량의 의사결정을 배제한 절차나 방법에 의해 행해지며 투자정책의 핵심적인 요소 대부분은 법으로 규정되어 짐.
 - OASDI 기금 투자 종목은 미국 사회보장법 201(b)조, 1841(c)에 명시된 바에 따라 연방정부가 발행한 수익성 채권, 연방정부의 보조를 받는 특정기관의 채권 또는 연방정부가 원금 및 이자를 보증한 채권에만 투자가 가능함. 운영위원회는 연방채권(Federal obligations) 이외의 투자에서나 특별채권에 대한 이자율에 관해서도 자유재량권이 존재하지 않음. 이러한 이유로 연금지배구조가 OASDI에 끼치는 영향은 상대적으로 매우 미약함.
 - OASDI에는 기본적인 세 가지 운용원칙이 있는데 첫째, 당해연도 소요비용을 사회보장세를 통하여 조달(Current-Cost Financing)한다는 것이며, 둘째, 보험수리에 입각한 기금의 안전성 확보(Actuarially Sound Program), 그리고 마지막으로 예상 급여액의 일정 부분만 기금으로 보유(No Full Funding)한다는 것임.
 - 신탁기금의 투자에 대하여 명백히 법적으로 규정되어 있는 사항은 없으나, 과거 50년 동안 기금의 투자를 관리하기 위해 적용된 특별한 법적, 행정적 정책의 경험으로부터 투자의 원칙이나 기본원리가 추론될 수 있는데 다음과 같이 요약할 수 있음.
- ① 민간경제에 대한 불간섭 원칙
- 신탁기금의 우선적 투자수단은 거래불능의 특별증권으로 한정됨.

즉 신탁기금의 투자는 민간경제 주체의 경제활동을 위축시키지 않는 독립성의 원칙에서 투자, 운용됨으로써 시장교란을 막고 시장의 위험으로부터 신탁기금을 보호함.

② 안정성 원칙

- 사회보장법은 “신탁기금은 재무성 장관으로 하여금 이자를 지불하는 국가 채무증서에 투자하거나, 국가에 의해 원금과 이자가 모두 보증되는 채무증서¹²⁾”에 투자하도록 규정함. 이 규정은 원금 손실의 위험 가능성이 있는 투자를 완전히 배제시킨 규정임.

③ 공평성 원칙

- 신탁기금 투자정책은 대부분 그 정책들이 다른 연방계정과 신탁기금에 유리 또는 불리하지 않도록 했다는 의미에서 공평성을 유지하였음. 이는 신탁기금이 재무성의 일반기금에 대여함으로써 자산을 투자할 때 이러한 거래들은 연방증권(Federal Securities)에서 민간 투자자가 획득할 수 있는 수익률과 동일한 투자결과들을 산출해야 한다는 것임.

④ 운영위원들(Managing Trustee)에 의한 최소의 운영과 투자에 대한 의사결정

- 신탁기금투자의 관리·운영은 자유재량의 의사결정을 배제한 절차나 방법에 의해 행해지며 투자정책의 핵심 부분은 법으로 정해짐.

□ 신탁기금 투자정책은 언제나 민간경제와 자본시장에 대해 불간섭적으로 운용되어야 하므로, 신탁기금자산은 미국정부의 증권에만 투

12) 채무증서는 다음 몇 가지 방법으로 얻게 된다. ① 발행가의 原발행에 의해 ② 시장가의 未拂 채무증서 취득에 의해 ③ 각 신탁기금에 의해 독점되는 액면가의 특별채무증서 발행에 의한다.

자되어야 한다는 법적 조건에 기초를 두고 있음. 신탁기금은 정치·경제적으로 완전 독립적으로 투자, 운용됨으로써 시장교란을 막고 시장의 위험으로부터 신탁기금을 보호하고자 하는 것임.

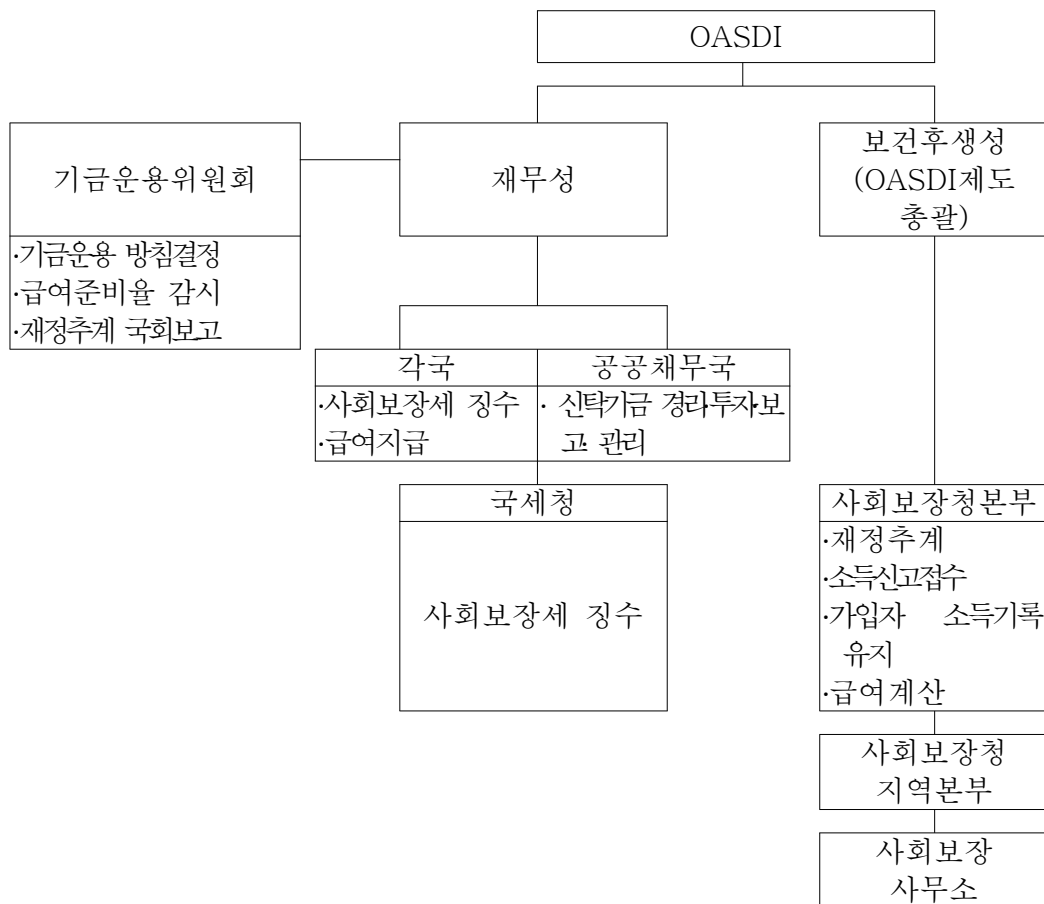
- 현 사회보장 제도로써는 2000년대 이후 연금급여의 지속적인 보장이 어렵다는 지적이 제기되어 사회보장청 산하 자문위원회(1994~1996년)는 기금소진 및 연금재정의 불안정성에 대한 대안으로 3가지 사회보험개혁안을 제시하였음. 개혁안의 주요 내용은 적립금 일부를 민간자산운용사에 맡겨 채권 이외 투자대상으로 운용하는 방안으로 현재까지도 많은 논란이 되고 있음.

나. OASDI 기금운용구조

- OASDI의 기금은 기금운용위원회가 중심이 되어 책임을 가지고 관리, 운용됨. 기금운용위원회는 연방 OASI 신탁기금과 연방 DI 신탁기금의 재정운용을 감독하기 위해 사회보장법(Social Security Act)에 의해 설치됨. 기금운용위원회는 6명으로 구성되며 4명은 연방정부 장관으로 당연직으로 임명되고, 2명은 공공 대표로서 대통령에 의해 임명되어 상원에 의해 인준됨.
- 기금운용위원회의 구성원을 살펴보면 운영위원(Managing Trustee)로서의 기능을 하는 재무성 장관(Secretary of Treasury)이외에 노동성 장관 (Secretary of Labor), 보건복지성 장관 (Secretary of the Health and Human Services), 사회보장청 위원 (Commissioner of

Social Security), 공공대표 2명(Stephen G. Kellison, Marilyn Moon)으로 구성되어 있음. 사회보장청 위원은 1994년 시행된 제도 개선법(Program Improvements Act)이 제정되고 사회보장청이 별도로 독립된 이후인 1995년부터 기금 운용위원회의 일원이 됨.

• • 미국 OASDI제도의 관리운영체계 • •



※ 자료 : 미 사회보장국 공식사이트 http://www.ssa.gov/pgm/links_retirement.htm

※ 관리기금은 재무성 산하의 기금운용위원회에 의하여 운용방침 및 제도관련 사항에 대한 감시기능을 수행하며 동시에 기금운용의 계획, 감독에 대한 책임을 가지고 있음. 재무성 장관은 사회보장신탁기금의 운용 수탁자로서의 기능을 수행하도록 하는 구조임.

- 연방사회보장연금제도(OASDHI)의 기금운용과 관련된 조직으로는 기금운용위원회(Board of Trustees), 재무성(Department of Treasury), 보건후생성(Department of Health and Human Service)과 사회보장청(SSA: Social Security Administration)이 존재함. 기금운용위원회는 기금운용의 계획, 감독에 대한 책임을 가짐. 기금운용위원회는 법에 의해 매년 의회에 전년도의 기금운용에 관한 보고서와 미래의 예측된 재정상태에 관한 보고서¹³⁾를 제출하도록 되어 있음. 운용위원회에서 발간한 승인계획서는 기금운용과 관련된 정보를 모두 포함하며 책자로 발간됨.
- OASDI 제도를 총괄하는 보건복지성내의 사회보장청에서는 사회보장의 전반적인 중앙 행정업무 담당하는 곳으로써 가입자의 사회보장번호를 부여하고 소득에 대한 기록 검사, 급여신청서 접수 및 장애여부 심사·결정 및 사회보장제도를 상담하는 실질적인 창구로서의 역할을 수행함.
- 프로그램 사무소는 수급권 여부 심사 및 연금액을 결정하고 수급권자의 연금지급을 재무성에 요청, 연금지급 결정사항을 수급권자에게 통보하여 사회보장급여를 지급하는 것이 주 업무임.
- 기금운용위원회는 기금운용의 계획, 감독에 대한 책임을 갖고 있으며 재무성 장관은 사회보장신탁기금의 운용 수탁자로서의 기능을 수행함. 특히 재무성 내의 공공채무국(BPD)은 신탁기금 경리, 투자, 보고, 현금관리를 담당하는 주요 업무를 관장함으로써 실질적인 기금운용의 주체로 작용하고 있음.

13) 기금의 재정상태에 대한 추계보고서로써 향후 75년간의 기간에 대한 인구 및 재정상황에 대한 계리를 수행한다.

다. OASDI 기금운용구조 평가

- OASDI는 원칙적으로 미국에 거주하며 소득이 있는 일에 종사하고 있는 사람을 대상으로 하며 피고용자이든지 자영업자인지의 여부와는 상관없다는 점, 그리고 일정기간 소득이 있는 자에 대해 가입을 강제시킨다는 점에서 한국의 국민연금과 유사한 체계임. 2006년 현재, 전체 취업자 가운데 주·지방 정부 직원 등 다른 제도가 적용되는 사람을 제외한 나머지 96%를 커버하는 1층 제도로 운영된다는 점 역시 동일함.
- 사회보장연금의 재원이 ①사회보장세로부터의 조세수입, ②이를 신탁 기금에 예탁한 적립금의 운용 수입, ③연금급여에 대한 과세 수입이라는 점에서 차이가 남. 1983년 사회보장법 개정에서 고소득자의 경우 사회보장 연금액의 절반에 소득세를 부과하여 OASDI 신탁기금(Social Security Trust Fund)으로 활용하면서 기금이 적립되어 투자 운용하게 되어 연금은 완전 부과방식에서 일정 수준의 적립금을 보유하게 된 부분 부과방식을 표명하고 있음.
- 1935년 사회보장제도로써 공적연금이 시작된 이후 1939년 부과방식으로 전환하게 된 주요 논리는 (1) 정부 수중에 대규모 적립금이 형성될 때 정부가 대규모 사회적 투자프로그램을 보유하게 된다는 점(연금사회주의), (2) 적립금은 정부채무를 줄여 자본시장의 활력을 약화시킬 수 있다는 점(연금재정이 정부재정과 통합되면서 통합수지 흑자효과), (3) 정부의 적립금 오·남용 가능성(정책적 이용 또는 경제적 목적 투자: ETI 등), (4) 정책결정자의 급여인상 등 선심정책

가능성을 차단하고 안정적 연금급여 지출을 확보하고자 하는 의도에서 시작된 것으로 보고 있음.

- 이러한 기본 정신은 잉여금을 적립해 나가는 제도변화 이후에도 상
기 부정적 요소들을 방지하기 위해 적립금 투자대상을 시장 비유통
국채(Special Bond) 운용에 국한하게 된 것이라는 것임.
- OASDI는 사회보장성 기금으로써 장래 연금급여의 지급을 위한 지
불 준비금으로 기금에 대한 기준을 분명하게 가지고 있음. 첫째 민
간경제에의 불간섭, 둘째 안정성, 셋째 중립성, 마지막으로 운영위
원(managing trustee)에 의한 최소의 운영과 투자에 대한 의사결정
의 기준을 가지고 있음.
- 이러한 기준은 결국 보험수리에 입각한 연금재원의 안전성을 확보
하고, 예상 급여액의 일정 부분만 기금으로 보유 등의 기금운용 원
리에 기초하여 연금지급 소요재원을 당해연도 사회보장세를 통해
조달하기 때문에 연금재원에 대한 예측가능성을 높이기 위한 조치
를 취하는 것임.
- 사전에 적립된 기금으로 향후 가입자의 은퇴 후 지급하여야 할 연
금급여를 완전하게 충당하지 못한다는 것을 사전 전제로 한 사회보
장 제도는 그 제도의 본질 상 세대간 이전을 근간으로 함. 대부분
의 복지 선진국에서 연금제도는 기본적으로 부과방식에서 시작된
것으로써 현재 적립되는 기금은 미래의 연금급여를 보장하는 충분
한 기금이 아니라 세대간 이전에 의해 미래 세대에 과한 부담을 완
화시키기 위한 준비금으로 이해하여야 할 것임.

- 이러한 입장에서 보았을 때 결국 미래 연금급여를 책임지는 주요 요소는 현재 적립된 기금의 수익률 보다는 연금보험료 혹은 보험세를 납부하게 될 향후 세대와 연금 급여를 받아가게 될 현재 세대간의 인적 구조임.
- 위 상황에서 볼 때 미래 지급을 준비하여야 하는 기금의 운용목적은 안정성과 예측가능성이 되어야 함. 미국은 안정된 재정재계산에 따라 장래 사회보장 제도를 유지하기 위한 연금제도의 지속가능성을 추구하는 방안을 채택하고 있음.
- 이에 따라 미국 사회보장청은 2010~2030년 사이 베이비붐 세대의 급격한 퇴직으로 인해 OASDI 비용이 사회보장제로 인한 수입을 2018년부터 초과하기 시작할 것으로 추계한바 있음. 이에 대비하여 재정안정화를 위한 노력을 강구하였고, 그 결과로 기금의 적립을 준비하게 되었음.
- 즉, 미국 사회보장제도의 경우 기금의 적립과 운용의 가장 큰 목적은 연금지급이 아니라 미래추계결과에 따라 제도지속성 확보임. 이미 상당량의 기금적립금을 유지하는 상황에서도 여전히 장기적으로 재정의 불안을 가지고 있음.
- 이에 따라 기금의 적극적 운용을 통해 수익을 올려야 한다는 목소리가 높아지고 있는 실정임. 하지만 사회보장기금을 적극적으로 운용하는 것은 시기상조라는 목소리가 대부분의 의견임.

2. 미국 캘리포니아 공무원 연금

(CalPERS : California Public Employees' Retirement System)

가. CalPERS 개괄

- 1931년 설립된 CalPERS는 현재 직역연금으로써는 미국 최대의 기관투자자의 위치를 지님. 총 자산은 2007년 말 기준 2,530억 달러로 이는 미국 내 가장 큰 규모임. 이 규모는 연금기금 운용기관 중에서 일본의 후생연금, 노르웨이, 네덜란드 연금에 이어 세계 4위 수준임¹⁴⁾.
- CalPERS는 기금운용조직이 가장 선진화 되어 있으며, CalPERS에서 발표하는 연차보고서와 각종 공시사항들은 그 내용과 양적인 면에서 공공기금운용공시의 모범이 되고 있음.
- CalPERS는 세계 최고의 기금자산을 보유하고 있다는 측면보다는 미국 공적연금 중에서도 우수한 수익률을 창출하고 있다는 점에서 유명함. 일반적으로 덩치가 크면 기동성이 떨어지고, 투자 의사결정도 느리기 때문에 높은 수익률을 기대하기 어려움.
- CalPERS도 아시아 등 이머징마켓투자를 게을리 했다는 비난을 받고 있지만 CalPERS는 2007년 10.2%, 과거 20년간 연 평균 10.7%의 수익률을 달성함으로써 1990년 버블기 이후 최고 수준이라는 평가를 받고 있음.

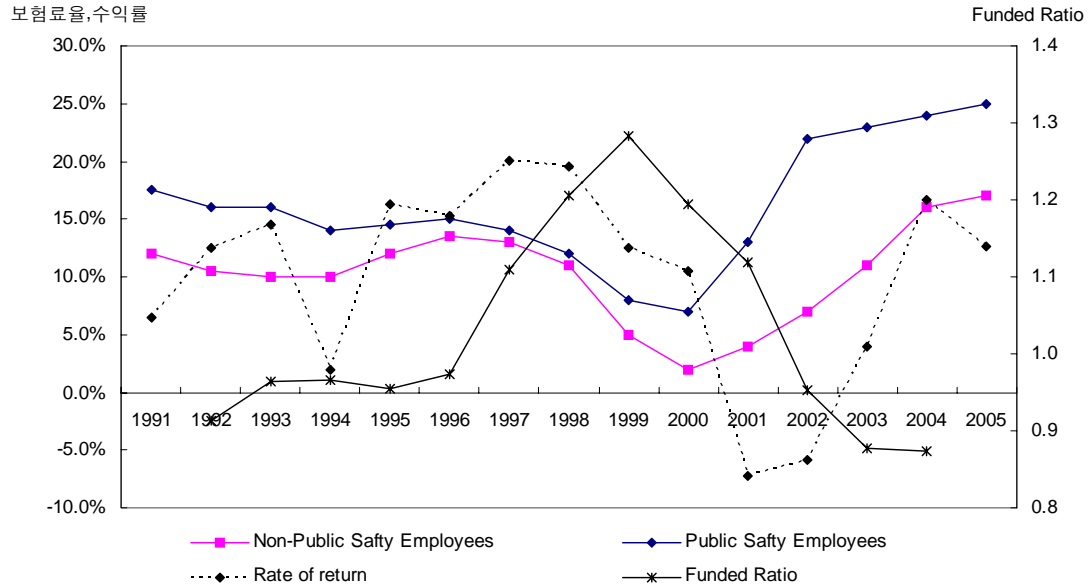
14) 미국 사회보장기금은 연금기금운용기관으로 보지 않는다.

- 향후 인구구조의 변화와 수익률의 저하 등으로 CalPERS 담당자들은 연금가입자의 보험료로 미래 확정된 연금액을 지불하기에 충분하지 않다고 판단하여 보다 적극적이고 수익률이 높은 투자활동을 시도하고 있음. CalPERS가 운용하는 연금 자산은 연금 지불액이 확정되어 있는 확정급여(Defined Benefit)로서, 연금운용기관인 CalPERS가 모든 투자 위험을 안고 있음. 하지만 CalPERS의 운용 성과가 저조할 경우라 하여도 직접적으로 운용기관이 연금 수급자에 대해 실질적인 급여 충당의 책임을 지지 않음.

- 아래 도표를 살펴보면 연금가입자의 보험료율은 연도별로 차이가 있음을 알 수 있음. 이렇게 연도별로 보험료율이 다른 이유는 매년 도별 추계결과에 따라 Funded Ratio¹⁵⁾를 안정시키기 위한 방안으로써 보험료율을 조정하는 것인데, Funded Ratio가 낮게 나타난 해에는 다소 보험료율이 높게 책정됨. 가입자의 입장에서 보면, 매년마다 자신들이 납부하게 되는 연금보험료가 기금운용 수익률에 따라 변경되는 위험이 존재하는 것임.

15) Funded Ratio = Asset÷Liability의 수준으로 이 값이 1이 되어야 현재의 자산으로 가입자에 대한 미래 연금급여를 보장할 수 있다.

• • CalPERS의 연도별 보험료율과 Funded Ratio, 수익률 • •



※ 자료 : <http://www.calpers.ca.gov/> CalPERS

※ 예를 들어 기금운용 수익률이 마이너스를 기록했던 2001년도와 2002년도를 살펴보면, 저조한 기금운용 성과에 따라 2002년부터 추계에 의한 Funded Ratio가 1보다 낮아져 캘리포니아의 일반직 공무원들은 이에 따라 2001년 2%에 불과하던 연금보험료는 2005년 22%까지 올라가는 모습을 보임. 이와 같이 미국의 직역연금 DB형 연금체계는 자신들이 향후 받게 될 금액을 자신이 직접 근무기간 동안 적립하는 개념이기에 이러한 보험료율의 변화가 당연히 되는 구조임.

나. CalPERS 기금운용구조

1) 운용위원회

- CalPERS 관리위원회(Board of Administration)는 위원장 1인, 부위원장 1인 포함하여 13명으로 구성됨. 이들 위원은 가입자 투표에 의해서 6명, 임명에 의해서 3명, 주정부법에 의해 4명 선출됨. CalPERS는 일반적인 미국의 단일 기업연금과는 달리 해당 주정부 공무원, 전·현직 노조임원, 임명된 정치가 등 다양한 대표들로 구성됨¹⁶⁾.
- 위원들은 비상임직으로서 주정부 관련 혹은 기타 연기금 관련 업종에 종사하고 있음. 관리위원회는 기금운용 전반, 수급자에 관계된 모든 관리, 의료·보건 프로그램에 대한 책임 등 CalPERS의 모든 업무에 관리, 책임자로서의 임무를 지님.
- 위원회는 보험료율 산정, 자산배분 결정, 재정추계 등 모든 업무에 책임과 권한을 가지고 있지만 위원회는 입법부에 의한 동의없이 연금급여를 추가한다던가, 변경 혹은 제거할 권한을 가지지는 못함.
- 위원회는 퇴직연금기금의 투자와 관리를 통제하는 집행위원회를 포함하여 CalPERS 전반을 통제, 관리할 책임을 지님. 2006년 9월 말 기준 운용자산은 \$217.6 billion으로 운용위원회는 CalPERS의 자산

16) 16) CalPERS의 경우 집행위원회 위원 13명 중 6명은 노조배경을 가지고 있는 것으로 나타났다. Maren(2004)

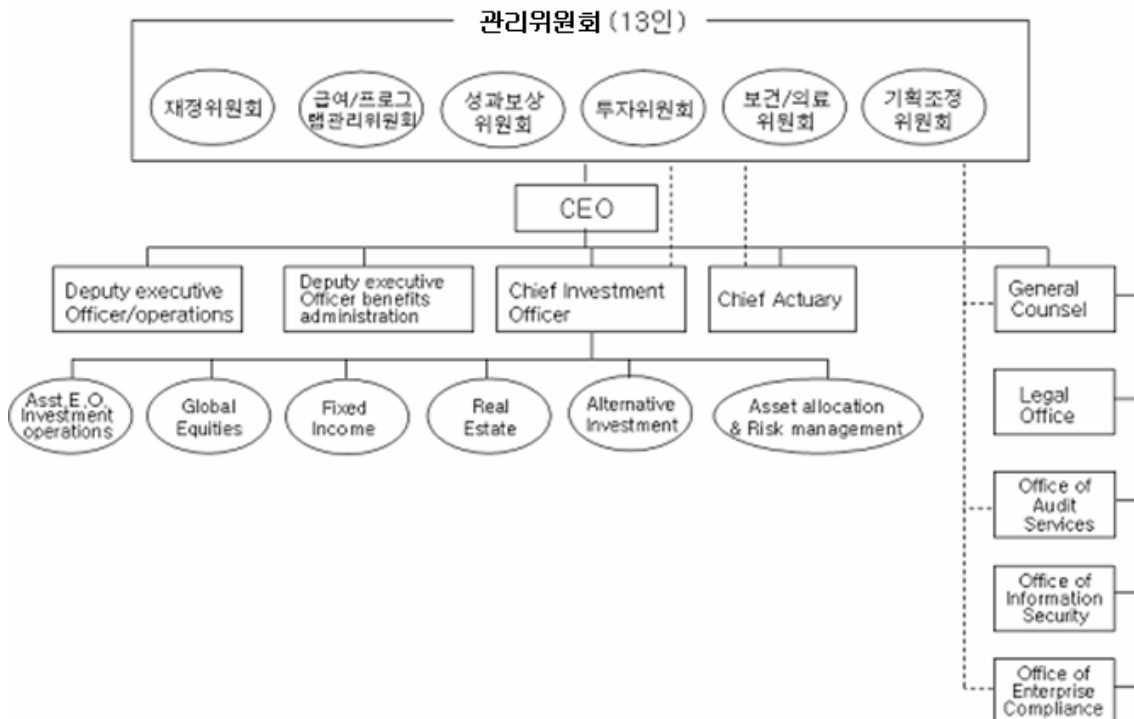
에 대한 운용에 대해서 유일하게 선량한 관리자로서의 책임과 투자 권한을 가짐.

- 위원회는 투자위원회와 180여명의 운용진에 의해 운용 정책을 결정하게 됨. 위원회의 투자책임과 관리영역에는 공무원 퇴직연금기금 뿐만 아니라 입법공무원의 퇴직시스템(LRS), 사법부 퇴직시스템(JRS), 장기요양시스템(LTCR) 외에 California 공공기관관련 퇴직연금 및 사회보험, 의료관련 서비스에 대한 기금도 함께 포함됨. 위원회의 의사결정은 California 전체에 막대한 영향을 미침.
- 위원회는 여러 개의 소위원회를 설치하여 각 분과별 담당에 따른 영역에 대한 사항을 검토함. 이러한 집행위원회는 5개 부문으로 구성되어 일반관리, 가입자 관리, 투자업무, 법무, 계리 업무를 각각 책임지고 있음. 소위원회 멤버에는 반드시 관리위원회의 멤버가 포함되어 있어야 함. 또한 CalPERS 관리위원회는 6개의 소위원회를 통하여 프로그램, 프로젝트, 이슈 등에 대하여 보고, 검토하며 한 달에 한번 정기회의를 개최함.
- 소위원회는 자체적으로 영구적인 조직이 아니라 필요에 의해 설치된 조직으로서 필요에 따라 상황에 맞는 집행위원회를 임시로 구성할 수 있음. 예를 들어 2006년의 경우 CalPERS 관리위원회 멤버의 선출을 위한 선출위원회와 CalPERS 내부 조직의 개선을 심의, 기획하기 위한 구조개선위원회 등이 한시적인 목적을 가지는 임시집행위원회로 설치되어 운용되고 있음.

- 그러나 투자위원회는 소위원회 중에서 가장 중요한 위원회로서 운용위원회 전원이 참석해야 함. 투자위원회는 자산운용에 대한 전적인 책임을 지고 있으며 수익률 관리와 위험허용치결정 등 투자정책을 설정함. 투자위원회 및 내부 투자팀 이외에 외부연금운용기관, 투자컨설턴트, 유가증권 보관은행, 법률자문사 등 체계적인 외부전문가 기구를 갖추고 운용하고 있음.
- CalPERS 관리위원회에서 수행하는 가장 중요한 의사결정 중의 하나는 자산배분임. 위원회는 장기적으로 주식, 채권, 부동산, 기타자산들로 투자대상을 다변화하여 장기운용성과를 향상시키려고 노력함.
- CalPERS는 세계자본시장의 경제적 시뮬레이션, 미래부채, 기대보험료 등 여러 가지 다양한 요소들을 감안하여 자산배분 조합을 형성함. 이를 위하여 CalPERS 관리위원회는 매월 개최되는 투자위원회를 두어 투자거래와 투자성과의 검토, 투자정책 및 전략의 수립, 기금운용에 관한 중요사항을 결정함.
- ※ Chief Investment Officer하에 투자 실무진은 CalPERS 관리위원회에 투자업무에 관하여 보고하고 위원회의 결정에 의하여 업무를 수행하며 투자에 관한 모든 최종 결정은 CalPERS 투자위원회에서 결정됨.
- CalPERS 투자의 목적은 주어진 위험수준 하에서 장기적으로 최고의 수익률을 창출하기 위한 효율적인 운용을 추구하는 것임. 이를 달성하기 위하여 여러 개의 자산에 분산된 투자 포트폴리오를 형성하고 있으며 장기적으로 어느 한 부분의 약세가 다른 자산의 강세로 인하여 상쇄되는 초과수익을 달성할 것을 기대함.

- CalPERS의 장기투자 전략목표는 미래부채에 맞는 필요운용수익을 달성하는 것을 우선시 함. 그리고 이를 통해 고용주가 부담하는 보험료를 안정화시키고자 하는 것임.
- 그러므로 특정연도의 기금운용 수익률이 필요목표 수익률에 미달하게 될 경우 즉각적인 보험료 조정을 통해 현재의 자산이 미래의 부채를 충당 할 수 있도록 조정하게 됨. 비슷한 규모의 다른 연기금과 비교하여 장기적으로 평균이상의 장기운용성과를 도출하는 것과 신탁의무의 범위 내에서 합리적인 방식으로 투자하는 것을 부가적인 운용 목표로 삼고 있음.

• • CalPERS 구조와 역할 • •



주) 관리위원회 구성 : 자체투표(6명), 임명(3명), 주 정부법 직권에 의한 선출(4명)

※ 자료 : <http://www.calpers.ca.gov/> CalPERS, 2006년

다. CalPERS 기금운용 관련 조직

- CalPERS는 기금운용 정책과 관련하여 관리위원회(Board of Administration), 투자위원회(Investment Committee), 투자운영진(Staff)이 신중하고 조심스러운 행동을 취할 것을 명시하고 있음¹⁷⁾.
- 위원회는 투자운용관련 정책에 대한 수립 및 모니터링, 의사소통 등에 대한 책임을 가짐. 기금의 수탁자로서의 선량한 관리자 역할(fiduciary role as Trustee of the Fund)에 따라 위원회의 기본 역할은 CalPERS가 수탁 받은 자산을 적절하게 관리하고 통제하고 있음을 확인시키는 것임.

• • 기금운용관련조직의 기본 역할 • •

구분	기본 역할 및 의무사항
관리위원회 (Board of Administration)	<ul style="list-style-type: none"> · 운영진에 의해 제안된 추천사항들을 투자위원회를 통해 승인 · 정책을 연금제도와 접목
투자위원회 (Investment Committee)	<ul style="list-style-type: none"> · 운영진에 의해 추천된 정책을 검토 · 투자정책이 연금제도의 전략적 방향을 가지는 데 필요한 모든 면에 대해서 위원회의 승인을 획득
운영진 (Investment Staff)	<ul style="list-style-type: none"> · CalPERS의 정책에 대한 물리적인 관리를 수행 · 투자정책 항목의 변경, 추가, 수정, 삭제 등에 대한 필요성을 분석하고 조사 · 투자위원회에 제도에 이익이 되는 적절한 정책에 대한 제반 사항들을 검토, 제안, 수정, 신설을 건의 · 운용 메뉴얼의 유지 및 발전, 분기별 검토 · 운용과 관련된 사항에 대해서 분기별 보고서 작성, 투자위원회에 보고

※ 자료 : <http://www.calpers.ca.gov/> CalPERS

17) CalPERS, "State of Governance Principle" I.A, I.F., 2001

- 투자위원회는 위원회의 관리 하에 다양한 기금들에 대해 적절한 자산배분과 목표, 범위 및 위험조정 수익률을 설정하는 정책을 개발하고 적용시키는 책임을 지님. 한편 운용진은 투자위원회와 위원회의 권한을 위임받아 연금기금의 전략적 방향을 취하는 정책에 대해서 발전시킬 책임을 가짐.
- 그러나 CalPERS 자체적으로 투자위원회와 실제 투자실무진간의 운용정책의 수립 및 컴플라이언스 관련 역할 수행, 투자단위별 집행 권한, 자사배분의 실제 수립 책임자의 구분 등에 있어서 다소간의 이해상충의 문제와 업무의 중복 문제가 잔재하고 있음.
- CalPERS는 높은 수익률의 달성과 운용의 투명성을 기본 철학으로 하는 만큼, 채용 및 주요 운용전문가에 대한 보상 및 충원을 위해 매우 유연한 방법론을 사용함으로써 최상의 운용 수준을 얻고자 함. 이에 따라 조직원에 대한 명확한 성과보상 프로그램을 구축하고 성과측정을 매우 엄격하게 수행되고 있음.
- CalPERS의 투자정책은 투자위원회, 운용진, 제3의 계약된 외부인에 의해 결정됨. 각 정책들은 투자정책 소위원회에 의해 다시 재검토되어지는 과정을 거치며 최종적으로 관리위원회에서 결정하도록 함. 일반적으로 투자정책의 수립은 자산군에 대한 포트폴리오 구성과 주식 및 채권, 부동산, 사모투자 등의 국내투자 및 해외투자에 대한 사항을 관장함. 한편, 각 부문별 투자에 따른 정책들은 분야별로 책임과 권한이 명확하게 구분됨.

라. CalPERS 기금운용구조 평가

- CalPERS는 국민연금과 같은 국가적 차원의 사회보험 성격을 가진 공적 연금이 아님. 오히려 공무원 연금이나 퇴직연금과 같은 직역 연금의 일종으로 보는 것이 맞음. 이는 기금의 적립금만이 향후 퇴직자의 연금지급을 위한 준비금으로 사용된다는 점을 의미함. 결국 가입자는 자신들이 근무기간 동안 납입한 보험료를 근간으로 향후 자신들의 연금을 받게 됨. 이것이 세대간 소득분배를 담보로 하는 한국의 국민연금이나 미국의 OASDI와는 큰 차이를 가지는 점임.
- CalPERS의 기금운용 성과는 현재기의 자산 수준에 영향을 주어 중간에 아무런 완충장치 없이 가입자의 보험료율에 직접적인 영향을 미침. CalPERS의 기금운용 성과에 따라 납부하여야 하는 보험료가 변동하는 모습을 보이면서도 여전히 CalPERS는 기금의 관리에 있어서 세계적인 수준을 자랑하고 있으며, 가입자들에게도 전폭적인 지지를 받고 있음.
- CalPERS 연금제도는 전 국민의 조세나 강제적 성격의 기금조성자금으로 운영되는 것이 아니라 캘리포니아 공무원들이 자신들의 노후보장을 위해 가입하는 퇴직연금이라는 점이 더 크게 작용하기 때문임.
- 전 국민을 대상으로 한 사회보험적 성격을 가지는 세대간 이전을 전제로 하는 공적연금이라면 매년 예측하기 어려운 자신들의 연금 보험료를 받아들인다는 것은 불가능함.

- 캘리포니아 공무원들이 자신들이 불입한 연금액을 근간으로 노후를 대비하는 직역연금이기에 향후 자신이 받게 될 연금수준을 고정적으로 유지하기 위하여 현재기에 납부금을 책정하며 가입자들은 이를 받아들일 수밖에 없는 구조에서 기인하고 있음.
- 운용자의 입장에서 기금의 수익률은 가입자의 이익에 직결되는 중요한 문제로서 CalPERS는 장기적인 연금급여의 지속적인 안정성보다는 단기 혹은 짧은 중기(3년 이내)적 관점에서의 운용수익률을 최대한 끌어올려야만 하는 이유가 분명함.
- CalPERS가 다른 공적 연금보다 기금운용성과를 창출하는 운용과 운용구조의 지배구조가 가입자에게 투명하게 공시되고 인정받는 것을 더욱 중요하게 여기는 이유도 여기에 있음.

3. 캐나다 연금기구 및 연금투자위원회 (CPP, CPPIB)

가. CPP, CPPIB 개괄

- 캐나다 연금제도(CPP; Canada Pension Plan)는 1965년 국회법에 의해 설립된 연방/주정부의 강제기여형제도로써 퀘벡주를 제외한 캐나다 모든 지역을 포괄하는 소득비례연금제도임.
- 초기에는 미국 OASDI의 운영방식을 본 따 CPP의 재정운용방식은 가입자로부터 연금보험료를 징수하여 연금급여를 지급하고 난 후에 나머지를 미래의 급여준비금으로써 채권을 매입하여 기금은 적립하는 방식을 채택하고 있음.
- 채권은 OASDI에서와 마찬가지로 시장에서 거래되지 않는 20년 이상의 장기채로써, 이자율은 20년 이상 연방정부 장기채권의 평균수익률에 맞추어져 있음. 하지만 1998년 1월부터 만기가 된 주정부나 관련기관 채권은 특별한 사정이 없는 한 재투자되지 않고 상환되었으며 이렇게 상환된 자금은 투자위원회에 위임되고 있음.
- 기여금 납부액은 정부재정예산과는 별도로 전부 연방정부 재무부의 CPP 기금계정(CPP Fund Account)으로 입금됨. 입금된 기여금은 복지부의 재정추계에 따른 3개월분의 급여지급 예상분과 CPP 관리운영비를 제외한 잔여기금을 각 주의 기여금 납부액 비율에 따라 분배함.

- 적립기금의 운용은 연방정부와 주정부가 발행하는 20년 만기 채권을 매입하여 기금을 배분하고 있고, 각 주에 분배되고 남은 잔여기금은 연방정부 발행 20년 만기 채권을 구매하도록 되어 있음. 1995년 2월의 제15차 수리보고서(Actuarial Report)¹⁸⁾ 이후, 캐나다 연금가입자들은 연금재정 불안정의 원인이 캐나다 연금제도 자체의 문제보다 정부가 기금운용을 방만하게 운용한 것에 기인한 것으로 여론이 조성됨.
- 수리보고서에 의하면 출산율 저하 및 기대 수명증가와 함께 2011년부터 본격화 될 것으로 예상되는 베이비붐 세대의 대거 퇴직으로 인해 향후 연금지출이 급격하게 증가될 것으로 우려됨에 따라 보험료율이 1996년 5.6%에서 2016년에 10.1%, 그리고 2030년에는 14.2%까지 급격하게 상승할 것으로 예측되었을 뿐만 아니라 이러한 급격한 보험료의 상승에도 불구하고 보유하고 있는 적립기금은 2015년이면 고갈될 것으로 예상됨.
- 그 결과 기금운용에 대한 정부의 관여(국공채 위주의 단순한 투자)를 배제하고 수익성을 위주로 한 투자전문기구인 캐나다 연금투자위원회(CPPIB; Canada Pension Plan Investment Board)를 설립하고 기금운용을 전담하게 하였음. 캐나다 연금투자위원회는 기존에 주정부가 국공채에 투자한 금액이 상환되는 대로 이 자금을 연금기금으로부터 이관받아 금융시장에 재투자하고 있음.

18) CPP, Fifteenth Statuary Actuarial Report, 31 Dec., 1993.

- 캐나다연금투자위원회의 목적은 다음과 같이 법에서 규정하고 있음. 첫째는 캐나다연금법 제 111조에 의해 투자위원회로 이관된 연금금을 가입자와 연금수급자의 최대한의 이익을 위해서 운용하고 둘째는 미래수급자들에게 충분한 급여를 제공하기 위해 캐나다연금 제도의 재정예 영향을 미치는 요인들을 고려하여 불필요한 위험부담 없이 최대한의 수익률을 달성한다¹⁹⁾라고 명시하고 있음.
- 1990년대 중반 캐나다에서 연금개혁이 실시된 것은 현재 우리나라의 환경과 유사한 환경아래 실시된 것으로 판단됨. 즉 고령화 추세 속에서 기존의 기여율과 소득대체율에 의해서는 도저히 CPP의 장기재정안정성을 유지할 수 없다는 위기의식이 작용하였다는 것임.
- 이에 따라 캐나다정부가 미래 기여율의 급상승을 사전에 차단하기 위해 연금적립금을 주식시장에 운용하기로 했다는 점임. 즉 기여율인상을 억제하려면 연금의 적립금을 자본(주식)시장에 운용하여 가능한 한 높은 수익률을 올려야 한다는 논리가 캐나다 국민들에게 널리 인식된 것임.
- 1997년 캐나다 정부는 CPP의 적립금을 주식·부동산에 투자할 수 있게 허용함과 동시에 적립금을 전문적으로 운용하는 기관으로 CPPIB를 설립하였음. 1998년부터 효력을 발휘하기 시작한 캐나다연금투자위원회법(Canada Pension Plan Investment Board Act)에 따라 재무부장관은 1998년 12명의 전문가집단으로 구성된 CPP투자위원회(CPPIB)를 설치하기에 다다름.

19) 캐나다 정부가 CPP 적립기금에 대한 funded ratio와 목표수익률과 투자기한을 정하고 있다. 목표수익률은 4.2% 실질수익률(funded ratio를 2025년까지 8%에서 25%까지 상승시키기 위한 목표수익률임)인데 이는 장기 국채 실질수익률에 2.3%의 equity premium을 더한 수치에 근거한다.

- CPPIB는 1998년 10월부터 본격적으로 활동하면서 국민의 기대에 부응할 수 있도록 매우 적극적인 운용을 보여주었음. 이는 캐나다 연금제도가 시작된 1965년 이후 금지되어 온 위험자산에 대한 투자가 본격적으로 시작된 것을 의미하는 것임.

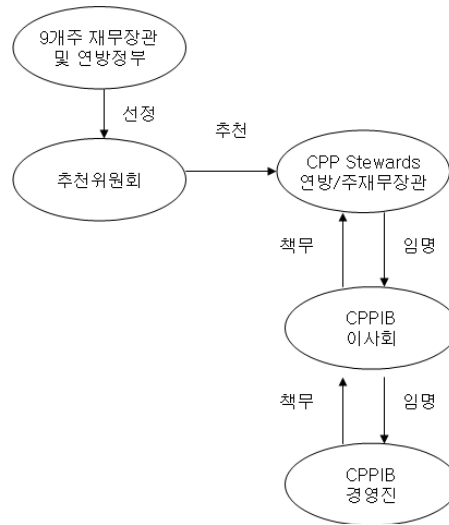
나. CPPIB 기금운용구조

- CPP는 기초부분인 OAS와 함께 정부의 한 부서인 인적자원 및 사회개발부(HRSDC)에서 총괄 관리함. 그러나 보험료 징수는 관세 및 국세청(CRA)이 담당하며, 재정계산은 금융기관감독국(OSFI) 산하의 중앙계리국(OCA)에서 담당하고 있어 정부간 역할배분이 뚜렷함.
- 관리운영체계를 살펴보면 연방정부의 인적자원개발부장관(Minister of Human Resources Development)이 CPP 제도의 운영을 책임지고 있으며 국세청장(Minister of National Revenue)이 보험료 징수를 담당하고 있음. 재무부장관(Minister of Finance)이 보험료율을 책정하고 급여수준과 기금운용정책에 대해 책임을 짐.
- 운용기관은 철저히 정부는 물론 가입자와도 독립되어 있음.
CPPIB는 금융수익성 극대화를 유일한 목적으로 하는 금융전문가 중심의 지배구조를 가진다는 특징이 있음. 캐나다 연금가입자들은 연금개혁 시 연금보험료를 높이는 희생의 대가로 기금운용의 투명성과 독립성을 요구함.

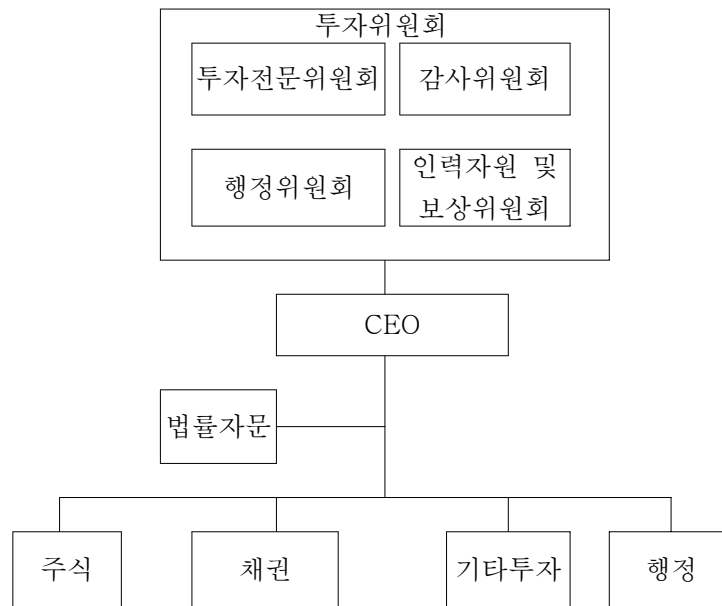
- 현재 CPPIB의 위원회는 정부로부터 뿐만 아니라 가입자들로부터 독립적이고 자율적인 것으로 유명함. 즉 정부 관료의 개입이나 가입자들의 집단적이고 정치적인 개입의 위험이 아주 극미함. 설립당시부터 CPPIB는 이사임명 및 선임에서 연방정부로부터의 자율성과 독립성을 보장하기 위해 아주 엄격한 룰과 절차를 도입할 상황이었기 때문임.
- CPPIB는 철저하게 독립되며 전문적인 운용을 지양하여 최대의 수익률을 만들어 내는 것이 절대목표임. 위원회 위원들은 3년의 임기를 가지고 모두 비상근직으로 임명되었고 엄격한 자격요건을 적용됨²⁰⁾.
- 이 밖에 금융전문가의 바람직한 자격요건은 금융분야에서 시니어로서의 경험, 투자지식, 큰 회사와 공단의 주요 재정위원로서의 경험, 연금분야에서의 컨설팅 경험, 투자전문가로서 인정되는 자격증(CFA, MBA, 경제학 혹은 재무전공)을 요구하고 있음.
- 위원들의 선출과정은 CPP제도에 참여하고 있는 9개 주의 각 재무부 장관과 연방정부의 재무부 장관이 임명위원회를 구성하여 법상에 제시된 자격요건을 갖춘 위원대상자를 추천하고 캐나다 재무부 장관이 이 리스트에서 12명으로 구성된 위원회 위원들을 최종 결정하는 방식임. 이런 독특한 임명절차는 재무부 장관과 위원회 사이의 정치적인 거리를 어느 정도 유지하는 이점을 지님.

20) 자격요건은 건전한 판단력과 분석력, 문제해결능력과 의사결정기술, CPP에 대한 진정한 관심과 헌신, 기금운용과 관련된 세부적인 개념에 빨리 익숙해질 수 있는 능력, 다른 부분과 같이 일할 수 있는 능력을 포함한 제도순응성, 위원회 회의에 참석할 수 있도록 시간과 노력을 다해 준비하는 높은 동기유발, 공익에 이바지한다는 도덕적 노력, 강한 대화 기술 등을 포함한다. (CPPIB Annual Report, 2006)

• • CPPIB의 지배구조 • •



• • CPP 투자위원회 구성 • •



※ 자료 : 2001년도 기금운용 장기전략 컨설팅, KPMG 용역보고서

- 연방정부와 주정부재무부장관은 매 3년마다 CPP제도의 재정상태를 점검하여 이를 국회에 보고하면 국회에서는 급여와 보험료율 조정 등 제도전반에 수정이 필요할 때 2/3개주 (9개주 중 6개주 이상)이상의 동의를 얻어 필요한 제도를 조정함. 퀘벡주도 참가가능함.

- CPPIB의 분과위원회 중에서 투자전문위원회가 핵심이 되는 위원회이고 투자전문위원회의 위원은 모두가 CPPIB의 위원이 됨. 투자위원회의 주요임무는 다음과 같음.
 - ① 투자정책을 수립하고 투자기준 및 투자절차를 마련하고 ② 연간 투자계획을 재검토하고 동의한다. ③ 투자성과를 모니터하고 투자위험을 관리하며 ④ 외부의 투자전문가나 자산관리인이 투자활동에 참여하는 것에 대해 의견을 모은다.

- CEO를 포함한 펀드매니저는 실제로 기금을 운용하고 관리하는 사람들로 전문지식과 실무경험을 갖춘 전문가를 채용하고 펀드매니저들의 운용 성과에 대해서는 평가를 통하여 성과에 따른 보수를 별도로 지급함.

- 이들은 CEO의 지휘 하에 실제기금을 투자하며 위원회가 검토할 투자전략을 개발하며 이사회에 보고할 업무자료를 관리함. 위원회 위원장과 CEO는 역할이 엄격하게 구분됨. 위원회 위원장은 CPPIB 투자위원회의 임직원이 될 수 없는 반면에 CEO는 위원회의 위원이 될 수 없음. 다만, CEO가 임명된다면 위원회는 CEO의 역할과 임무에 관련하여 최종 승인을 하게 됨.

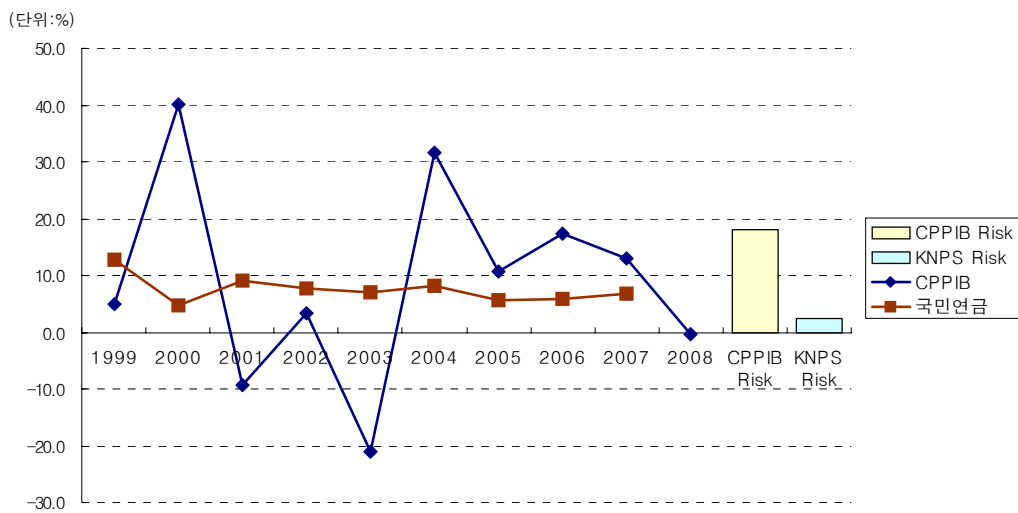
- 캐나다의 경우 캐나다 연금이 주식을 가지고 있는 회사의 임직원이 위원회의 위원이 될 수 있기 때문에 수시로 이해상충이 발생할 가능성이 있음. 이를 위해 위원들이나 관련 임직원의 신뢰, 정직 및 단결을 유도하기 위한 규범을 마련함. 이 규범은 캐나다의 회사법이나 은행법보다도 더 강하게 규정되어 있음.

다. CPPIB 기금운용구조 평가

- 캐나다 연금은 1980년대부터 10여 년간 세계적인 호황과 함께 찾아온 주식시장 상승세의 혜택을 받지 못했음. 오히려 이 당시에는 오로지 국채만을 보유하고 있음에 따라 호황과 함께 찾아온 인플레이션의 압박을 부담으로 인식하게 됨. 당연히 캐나다 국민들은 자신들의 연금제도에 대해 상대적인 불만을 가지게 되었고, 실질금리의 하락에 따른 국채 투자에 대한 상대적 불신이 나타난 것은 당연한 결과임. CPP는 80년대 편승하지 못한 세계 주식시장 상승의 혜택을 누게나마 편승하고자 하는 노력을 시도한 것이라 볼 수 있음.
- OASDI의 경우는 그 막대한 자금이 국내 혹은 해외로 투자될 경우 세계 경제에 끼치는 영향이 매우 크다는 점을 인식하고 있음. 그러나 상대적으로 경제규모가 작은 캐나다는 연금기금이 주식시장에 끼치는 영향은 상대적으로 작으며 더욱이 미국시장이라는 거대시장으로 인하여 CPP로서는 거시경제에 미치는 영향을 크게 문제 삼을 필요가 없었다는 이점도 동시에 가지고 있음.
- 세계은행(Musalem & Palacios, 2004)뿐만 아니라 국내외 일부 연금 전문가들, 참여연대 소속 일부 경제학자 등은 CPPIB를 공적연금의 지배구조 중 가장 이상적이고 바람직한 한 형태로 보고 있음.
- CPPIB의 위원들은 겉으로는 자율적이고 독립적일지는 모르지만 실제 이들은 금융수익성 최대화가 주주가치의 극대화로 연결된다고 믿는 신자유주의적 금융엘리트들임. 이들은 금융수익성 극대화에 집착한 나머지 매우 공격적으로 자산을 운영함.²¹⁾

- 1999년 초만 하더라도 CPPIB가 주식시장에 투자한 금액이 1,210만 달러에 불과했지만 2006년 3월말 기준으로 980억 달러 수준으로 급증했음(CPPIB, 2006). 주식투자 비율도 우리나라 국민연금보다는 훨씬 높음.
- 2008년 3월말 현재 주식의 CPPIB 자산의 62.7%(771억 달러), 채권이 23.4%(289억 달러), 부동산이 5.6%(69억 달러)를 차지함. 또한 초기에는 주가지수펀드에 투자하는 등 패시브(passive) 운용전략을 구사했지만 최근 들어 액티브(active) 투자비율을 급속히 증가시키고 있음. 2003년 1월에는 처음으로 직접 부동산투자에 나서기도 하였음. 최근 CPPIB는 벤처자본, 사모펀드, 바이아웃펀드 등에 투자하기 시작했음. 적립금 중 30%까지 해외투자가 가능함.

• • CPPIB, 국민연금의 연간 수익률 추이와 변동성 • •



※ 동기간 동안의 CPPIB와 국민연금간의 수익률과 변동성을 비교한 도표임. CPPIB의 수익률 추이는 급변하는 모습임.

※ 자료 : 국민연금연구원 2008.7

- 21) CPPIB의 2004년 연차보고서에 의하면 “CPP의 투자자산에서 음의 수익률의 많은 부분은 2000년도 이후 떨어지기 시작한 시장의 몰락에도 불구하고 주식포트폴리오를 계속하여 유지하기로 한 우리 결정의 결과에서 비롯된 것이다. 많은 캐나다인들이 우리가 잘못된 운용을 하고 있으며 주식 대신 채권이나 단기상품에 투자하여야 한다고 한다. 그러나 우리의 결정은 여전히 현재의 (주식 증가의) 방향을 유지할 것이다. 오히려 주식시장의 몰락은 장기적 시각에서 우리에게 매수의 기회가 된다.”고 밝히고 있다.

□ 1999년부터 2007년까지 CPPIB는 연 18.1%의 표준편차를 나타냄으로써 2.4%를 나타낸 국민연금에 비해 거의 8배에 이르는 변동성의 차이를 나타내고 있음.

※ 일례로 2002년 9개월 동안 CPPIB는 주식투자자 30억 달러 손실을 보았으며 동기간 투자수익률이 마이너스 15.9%로까지 떨어지기도 함(CPPIB, 2003). 이러한 수익률의 급변은 결국 연금제도자체의 안정성에도 심각한 영향을 끼치게 됨. 특히 2008년 7월과 같이 세계적인 불황이나 거시경제 전체 변화에 캐나다 연금제도는 직접적으로 노출됨으로써 장기기금의 안정성에 심각한 문제가 야기될 우려가 있음.

□ 대부분의 캐나다인들은 CPPIB를 정치적인 위험이 없는 기관투자자로 믿는 편임. 그러나 CPPIB가 금융수익성에만 집중하여 무기를 생산해 이라크 및 기타지역에 조달하는 민간군수기업에도 무차별적으로 투자를 하자, 시민단체 및 일부 국회의원들이 CPPIB의 이런 투자포트폴리오에 대해 강력히 비판했음(Flynn, 2004:16). 또한 캐나다의 가스·석유회사인 텔리스먼 에너지(Talisman Energy)사가 수단에서 활동하면서 수단정부의 군사행동을 지원하자, 이 회사에 대한 CPPIB의 투자에도 반대여론이 크게 일어남(Saas, 2006:8).

□ CPPIB가 주식투자에 본격적으로 나서게 됨으로써 가장 큰 이득을 본 수혜자는 다름 아닌 토론토 증권시장(Bay Street)임(Crooke, 2003: 129~130). 위탁운용을 통해 간접적으로 CPPIB의 적립금을 운용하는 자산운용업자들과 관련 금융자본 또한 CPP 및 CPPIB의 주요 이해당사자들이라는 점임.

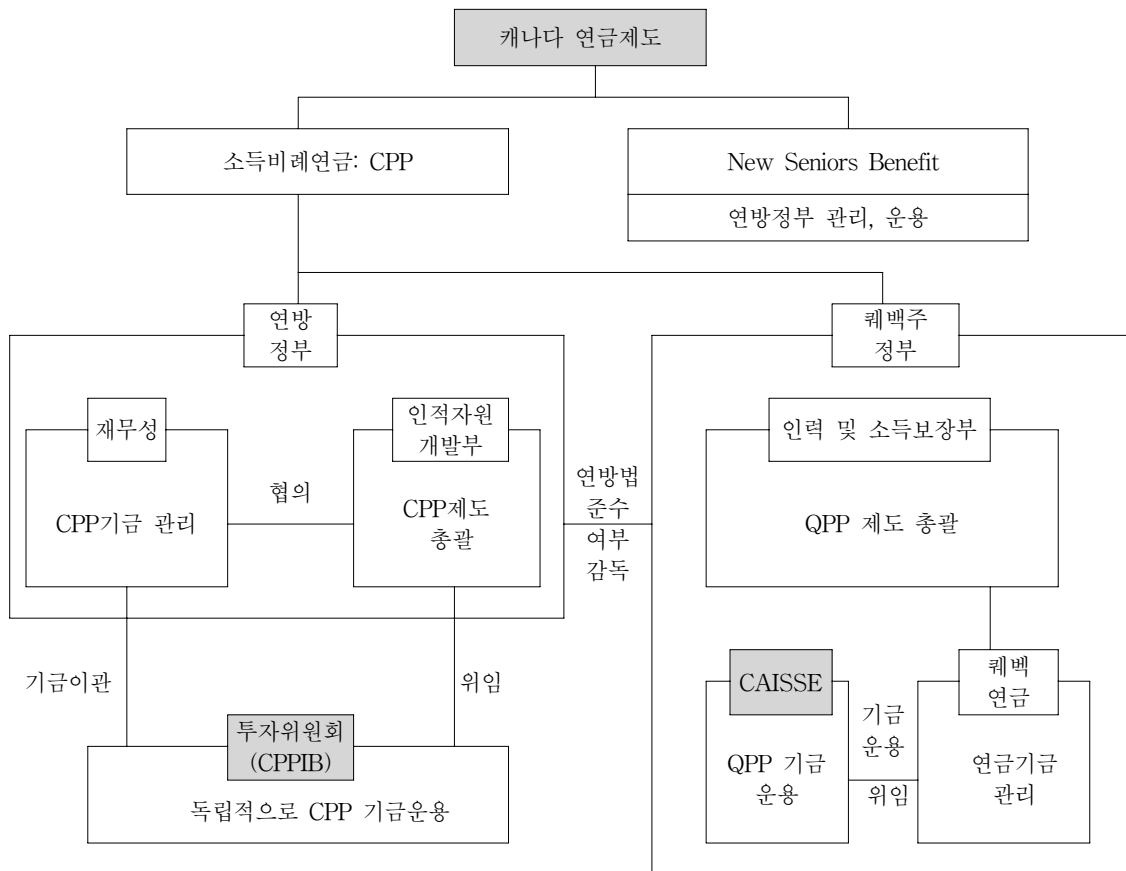
- 일부에서는 CPPIB가 전형적인 기관투자가모델을 도입하여 금융자본과 금융엘리트들의 영향력을 크게 강화함에 따라 CPPIB에 대한 정부의 영향력이 더 약해질 것으로 우려하고 있음(Saas, 2006: 8). 이러한 경향은 CPPIB의 독점적 권력화와 맞물려 또 다른 정치적 위험을 만들어 낼 우려가 있음.
- 사실상 CPPIB의 기금운용 목적이 수익을 증가시키는 것이었기 때문에 이것을 달성할 수 있는 방법은 사적분야의 포트폴리오 기준을 공적연기금에 적용하는 것이었고 정부와 적당한 거리를 두고 전문 위원회를 두는 것이었음. 따라서 정부는 투자원칙을 연금급여기준법(Pension Benefits Standards Act)에서 도출해야 한다고 주장함.
- CPPIB에 적용된 사적연금 원칙 중 가장 논란대상이 되었던 것은 전체 포트폴리오 중 20%까지(2001년에 30%로 상향) 해외자산에 투자할 수 있는 해외투자제한규정이었음. 노동당 정치인은 CPPIB 투자는 자국의 경제발전을 자극하기 위해 계속 캐나다 국내에서 이루어져야 한다고 주장함. 그러나 위의 사적분야에서 적용되는 해외투자 제한규정을 CPPIB도 똑같이 적용하는 것으로 개혁이 이루어짐.

4. 캐나다 퀘벡주 연금기구 및 연기금운용 회사 (QPP, CDPQ)

가. QPP, CDPQ 개괄

- 캐나다 연금제도 CPP는 원칙적으로 캐나다 각 주의 연합체임. 이에 따라 캐나다 각 주에 속한 연금기금은 연방정부의 연금제도에 속하든지, 개별적인 제도 하에서 운영을 채택하든지 선택이 가능하였음. Quebec주는 CPP에 가입되지 않고 주 자체의 연금제도를 유지하기로 함으로써 별도의 기구로 존립하게 되었음.
- 퀘벡주는 다른 주와 달리 프랑스계가 주류를 이룸. 이러한 이유로 독자적인 제도적, 문화적 특성을 가지고 있으며 연금제도 역시 독자적으로 운영하고 있음. 그러나 기본적으로는 캐나다의 기본 연금제도의 특징을 가지고 있어 CPP와 매우 유사한 제도와 운용특성을 가짐.

• • Canada 연금제도 개요 • •



2001년부터 New Seniors Benefit가 이전의 OAS(Old Age Security)와 GIS(Guaranteed Income Supplement)를 대체하고 있음.

※ 자료 : 2001년도 기금운용 장기전략 컨설팅, KPMG 용역보고서

□ CDPQ의 경우 Quebec지역의 교통, 교육, 에너지 등 사회 간접자본 (Infrastructure) 건설에 필요한 재원을 연금기금에서 조달하기로 결정하여 기금적립 방식의 연금 체계를 갖추게 됨.

□ CDPQ (Caisse de Dépôt et Placement du Québec) 설립 당시 초기 펀드의 대부분을 Quebec주 정부에서 발행하는 채권에 투자하는 매우 보수적인 운용을 하였으며 주정부는 CDPQ로부터 빌린 자금이 지역의 사회간접자본(Infrastructure)의 개발에 사용함. 2000년대에 들어서면서 CDPQ는 민간 운용기구로써 공공부문의 연금운용뿐

만 아니라 민간부문 기관의 자산까지도 운용하기 위한 조직의 변화를 꾀함.

□ 현행법의 개정 없이 민간자금을 운용하기 위한 조직개편을 하게 되었음. 초기 설립목적에 더하여 현재 CDPQ는 퀘백경제에 활력을 불어넣는 기여를 할 목적으로 기존에 운용하던 퀘백연금기금뿐만 아니라 정부기관관련 연기금, 자동차보험회사, 건설회사 등 여러 기관으로부터 자금을 위탁받아 운용하는 캐나다 제일의 기관투자자로서 역할을 하고 있음.

□ 이에 따라 2001년 8월 CDPQ Capital을 설립하여 공적연금의 운용(Captive Depositors)에서 탈피하여 민간의 자금도 운용하는 자산운용전문기관으로의 변화를 모색하고 있음.

※ CDPQ 그룹은 CDPQ에 조성된 자금들을 실제 운용하는 Asset Manager 역할을 수행할 뿐만이 아니라 현재 26개 Depositor(또는 Client)들로부터 자금을 수탁 받아 관리, 운용하는 자산운용전문기관으로써의 입지를 분명히 하고 있음.

□ 퀘백주 연금국(Régie des rentes du Québec)은 기금의 관리만을 목적으로 하며 운용에 대해서는 전문투자기관인 CDPQ에 전액 위탁하고 급여에 필요한 자금은 필요시 인출하는 체계로 되어 있으며 기금운용에 대해서 CDPQ에 자율권을 주고 있음. CDPQ는 형성된 기금의 안정성을 유지하면서 동시에 최대수익을 올릴 수 있는 분야에 투자를 한정하고 있으며 높은 수익률을 내고 있음.

• • CDP 위원회 구성 • •

구분	인원	비 고
General Manager	1명	· CDP위원회 위원장 · 위원들은 모두 비상근
CDP CEO	1명	· 당연직
Regie des rentes du Quebec 회장	1명	· CDP 이사회 부회장 · 당연직
정부관리 및 정부관련 기관의 위원	2명	· 임기 3년
근로자 대표	7명	
협동조합 위원		
소계 (의결권보유 위원)	11명	· 11인중 최소 7인은 퀘벡주의 거주자여야 함
주정부 선임 (의결권 없는 위원)	3명	· Quebec州 재무 차관, Hydro-Quebec의 이사, Quebec주 도시계획위원회 멤버
총 원	15명	

※ 자료 : 2001년도 기금운용 장기전략 컨설팅, KPMG 용역보고서

- 이는 CPP가 완전하게 독립된 전문가에 의해 운용하도록 CPPIB를 설립한 것과는 달리 QPP는 적립금을 운용할 때 금융수익성 극대화 이외에 낙후지역개발, 중소기업 육성, 고용창출, 경제발전, 경제적 민족주의 등 다른 사회·경제적 목적을 고려해 사회적 공공투자도 함께 수행하기 위해 별도의 기구인 CDPQ를 설립함. CPPIB와는 달리 CDPQ의 위원회에는 예탁기관대표와 가입자대표(사용자대표, 노조대표)가 참여하도록 되어있다는 점에서 큰 차이를 보임.

나. CDPQ 기금운용구조

- CDPQ는 QPP의 기금을 운용, 관리하는 것뿐이 아니라 퀘벡주 공무원 기금, 공공공보험기금 등 20여개 기관의 여러 가지 기금을 동시에 운용관리하고 있음. CDPQ의 최대 예탁자는 QPP가 아니라 퀘벡

주 공무원기금임. 실제 CDPQ가 보유, 운용하는 자산 중에서 QPP가 차지하는 비중은 20%에 불과함.

- 그렇지만 CDPQ는 민간운용기관이기는 해도 공적기관으로써의 지위를 가짐. Quebec주 정부는 정부의 Executive Committee에서 CDPQ의 위원회 위원장을 임명하는 권한을 가지며, 의회의 동의절차는 필요하지 않지만 CDPQ의 위원회 위원장의 해임은 의회의 결정에 의해서만 가능하도록 되어 있는 등 정부와 밀접한 관계를 유지함.²²⁾
- 15인으로 구성된 위원회는 위원장, 예탁자 대표, 재계인사, 노조지도자들로 구성되며 모두 비상근직임. 위원회 산하에는 감사위원회, 인적자원 위원회, 지배구조 및 윤리위원회, 리스크관리위원회로 구성된 4개의 위원회가 있음.
- 이러한 공적기관으로써의 지위 획득은 CDPQ가 최대수익성 달성과 함께 퀘벡주의 경제발전을 예탁금의 명시적인 운용목표로 설정한 것과 무관하지 않음. CDPQ의 위원회는 주요 이해당사들 대표로 구성되어, 퀘벡주의 고용창출 및 중소기업 육성, 지역사회발전 등 사회적 책임투자와 금융공급에 대한 연대성을 같이 추구하고 있음.
- 위원회 구성(총 15인) 중 정부 선임 3인에게는 의결권을 주지 않으며 의회에 대한 단일 감사(Auditing) 보고서 제출 의무 등은 독립법인으로의 실질적 지위를 보장하는 구조를 갖추고 있음. 적립된

22) 2004년까지 CDPQ의 위원회 위원장이 CEO 역할을 담당하였으나, 2005년 법 개정으로 위원회 위원장과 CEO가 분리되었다.

기금의 운용과 기금의 운용에 필요한 자회사의 설립 등에 관해 거의 독립적인 수준의 자율권을 확보하고 있어 투자대상 상품·지역·방식 등 운용 전반에 관한 의사결정을 이사회에서 결정할 수 있도록 보장함으로써 운용의 효율화 추구하고 있음.

- CDPQ의 기금운용에 대한 감사는 Board of Directors 중 3-4인으로 구성된 Audit Committee가 CDPQ내부 사람으로만 구성된 CGIR (리스크관리위원회)로부터 보고를 받고 CEO와 위원중 1인이 서명하도록 되어 있음. Quebec주 National Assembly가 임명하는 General Inspector가 CDPQ의 감사보고서를 감사하고 서명한 후 주 의회에 1년에 1회 보고함.
- 위험관리 측면에서도 명확하고 사전적인 위험한도의 설정하여 이를 성과측정의 기준으로도 병행하여 활용하고 있음. 위에서 언급한 바와 같이 VaR²³⁾(Value at Risk)한도를 이용하여 위험관리를 하고 있는데 VaR는 미리 설정한 IR(Information Ratio)²⁴⁾과 벤치마크대비 초과달성수익(α , Value-Add)에 의해 사전에 자동적으로 결정됨. IR의 결정은 각 자산군별 시장의 IR을 조사하여 적정 수준을 결정함.
- CDP Capital의 IR은 0.25수준으로 설정하고 있으며 이 경우 예를 들어 100bp의 초과수익이 결정되면 400bp의 VaR한도가 자동적으로 주어짐.

23) VaR(Value at Risk)는 일정 신뢰도하에서 포트폴리오가 입을 최대손실금액을 나타냄.

24) IR(Information Ratio)는 다양한 포트폴리오 운용의 성과를 공통적이고 객관적으로 측정하기 위하여 개발된 것으로 $IR = \text{초과달성수익} / \text{위험한도}$ 로 나누어 구하는데 초과달성수익 실제수익률 - 벤치마크수익률, 수익의 변동성 VaR, 표준편차 등임.

다. CDPQ 기금운용구조 평가

- CDPQ는 CPPIB와는 다르게 수익률의 극대화 외에도 퀘벡주 경제 발전에 기여를 동시에 추구하는 복수의 운용 목표를 가짐. 이는 퀘벡주의 특성상 자력으로 연방정부의 지원 없이 독자적인 산업을 육성함으로써 캐나다 본류에 경제적으로 의존하는 부문을 최소화하고자 하는 노력으로 이해되고 있음.
- CDPQ의 위원 중 일부 가입자 대표, 특히 종업원 대표 등은 경험 및 전문성의 부족으로 이사회에서 독자적인 연금운용 방침을 제시하기는 어려운 것이 현실임. 이 때문에 캐나다 노총은 수차례에 걸쳐 CPPIB의 위원회 구성을 노조와 가입자의 이익을 보다 많이 반영하고자 노력하였으나 성공하지 못하고 있는 실정임.
- 기본적으로 CDPQ 역시 금융수익성 제고라는 또 다른 목표에 대해 자유로울 수 없기에 금융 수익성 저하를 야기할 지도 모르는 안전에 대해 독자적인 대안을 제시하기 어려웠던 환경이었기 때문임.
- CPPIB와는 달리 CDPQ는 정부와 밀접한 관계를 가지고 있으며 투자를 수행함에 있어서 주 정부의 경제발전을 동시에 고려하여야 하는 점은 운용상에 제약조건으로 작용함.
- 하지만 1965년 창설 이후 꾸준히 적립금을 주식, 부동산 외에도 낙후지역 개발, 중소기업 육성, IT, 생명공학 등의 벤처기업에 투자가 오히려 고용창출 효과와 함께 상당한 수준의 수익률을 올리는데

큰 기여를 하였음²⁵⁾. 주 내의 기업에 대한 주식보유 비중이 상대적으로 크며 벤처 및 위험 자산투자를 강화함으로써 기금의 변동성은 상대적으로 클 수밖에 없음.

- 2000년도에 들어와 경제발전 속도의 둔화 및 타 연금기금에서도 공격적이고 전문적인 투자가 본격적으로 시행되면서 상대적으로 CDPQ의 성과달성에 퀘백주의 경제발전기여라는 목표는 제약으로 작용하고 있음.
- 이러한 문제 제기로 퀘백 주 정부는 2005년 지배구조에 대한 대대적인 개혁을 시도하여 성공여부에 대해 외부의 많은 관심을 받고 있음. 개혁의 주요 내용은 기금운용의 전문성을 강화하는 측면보다는 위험관리부분 개선에 많은 노력을 기울인 것으로 판단됨.
- 퀘백주 공적연금을 운용하는 CDPQ의 경우 운용현황 및 경과에 대한 투명성을 확보하기 위해 지속적인 노력을 하고 있음.

25) 2007년까지 과거 20년간 CDPQ의 연 평균 수익률은 9.8%로 매우 높은 성과를 기록하고 있다.

5. 네덜란드 APG (All Pensions Group)

가. APG 개괄

- 네덜란드 국민들의 퇴직 소득에서 1층에 해당하는 부과방식의 국가연금의 비중은 매우 낮은 편임. 반대로 적립형 기업연금의 비중이 상대적으로 높은 편임.
- 네덜란드의 연금체계 역시 다른 유럽국가들과 마찬가지로 3층 체계로 되어 있으며 1957년부터 실행된 국가연금(AOW)은 모든 국민들을 대상으로 하며 65세 이상의 국민들에게 퇴직 여부와 관계없이 국가가 연금을 지급하고 있음. 강제성을 띄고 있으며 매달 고정액이 사회보험은행에서 최저임금수준과 연계되어 지급하고 있음.
- 일반적으로 기업연금이라 부르는 2층 구조로 공적연금(1층)을 포함하여 퇴직자가 받는 최종 급여의 70%를 받을 수 있도록 되어 있음. 기업연금은 네덜란드에서는 여러 종류가 상존하고 있으며 APG 역시 이 중 한 종류에 속하는 민영화된 공공부문의 기업연금펀드로 자리 잡고 있음.
- 2007년 9월 현재 세계 3위 수준의 연금기금을 보유, 운용하고 있으며 기본적으로는 네덜란드 공무원을 가입자로 하는 공무원 연금이지만 다른 여러 기업연금을 함께 운용하고 있음. APG는 2008년 3월 1일자로 ABP(Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds : (영) General

Administration Pension Fund)에서 개편된 조직으로 연금일반 및 투자부문을 축으로 이루어지는 조직체계 변동은 없음. 단지 조직자체의 변화라기보다 향후 APG의 업무를 보다 전문화하고 일반 자산운용사 대비 경쟁력을 강화하려는 움직임으로 판단되고 있음.

- APG의 전신인 ABP는 네덜란드의 정부, 교육 등 공공부문 사용자와 근로자를 위한 공적연금으로 1922년 네덜란드 정부가 설립되었음. ABP Pensions(국민연금공단에 해당)가 있으며 산하에 ABP Investment가 별도의 부서로(기금운용본부에 해당) 구성됨. 운용의 효율성 제고, 운용에 대한 정부개입 방지 필요성과 네덜란드 정부의 국가경쟁력 강화를 위한 경제개혁의 일환으로 1996년부터 민영화되어 운영되고 있음.

※ 제한적 확장 정책(Controlled Expansion Policy)에 의해 10%미만의 주식 보유비중은 2005년도 37%까지 보유비중을 증가시키는 등의 적극적 운용정책으로 전환하는 계기가 됨.

- ABP는 1996년에 운용조직의 독립성을 보장받고 있어 자산운용에 대한 결정권을 가지고 있는 상태임. ABP에서 APG로의 개편의 핵심은 네덜란드 공무원 연금만을 다루는 운용조직이 아닌 기타연기금의 자산까지도 위탁받아 운용할 수 있는 조직으로의 변화를 의미함.

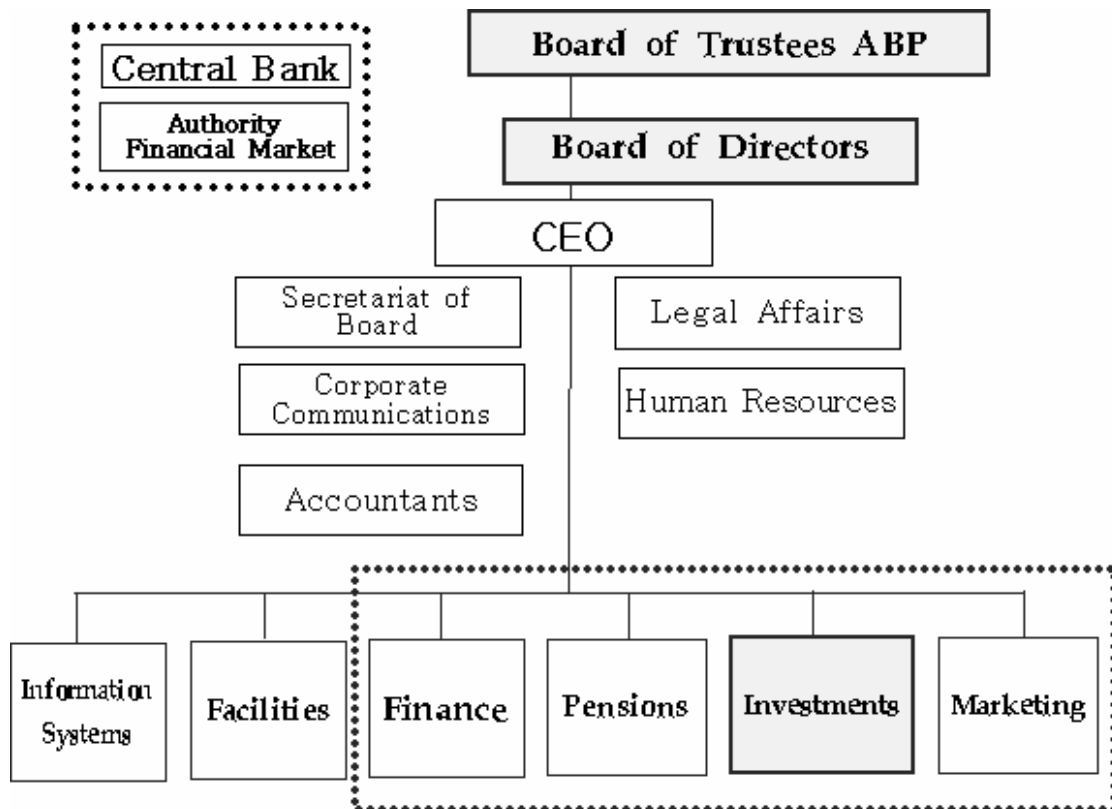
- 향후 10년까지는 공무원연금의 자산을 계속 독점적으로 운용하도록 되어 있어 기존 연금조직과 배타적(Exclusive) 계약 관계에 있으며 조직 역시 ABP와 동일하게 APG내에 한 부서로써 APG Investments가 위치하고 있다는 사실은 변하지 않음.

나. APG 운용 구조

- APG는 ‘연금저축법(Pensions & Savings Fund Act)’과 ‘EU 연금지침(Pensions Directive)’에 의한 통제를 받음. 연금저축법은 미국의 ERISA(Employee Retirement Income Security Act)와 비교될 수 있는 네덜란드의 근로자 노후소득보장에 관한 법률로써 한국의 국민연금법과 비슷한 속성을 가진다고 볼 수 있음. 한편 EU 연금지침은 EU역내 근로자의 이동에 대비하여 회원국의 직역연금에 관한 통합된 관리기준을 마련하기 위한 지침으로써 2005년 9월부터 발효됨.
- APG는 ‘연금·보험감독청(Pensions & Insurance Supervisory Authority (PVK))’에 의해 관리, 감독되고 있음. 연금·보험감독청은 ‘연금저축법’에 의해 설립된 정부기관으로 연금펀드, 보험회사를 감독하기 위해 2001년 설립된 기구임. APG는 연금저축법에 의해 5년마다 재정추계 보고서(Actuary’s Report)를, 매년 감사보고서를 연금·보험감독청에 제출하도록 되어 있음.
- APG의 기금운용과 관련한 최고의사결정기구인 관리위원회(Board of Trustees)가 최종적으로 책임을 짐. 관리위원회는 사용자와 근로자의 대표로 구성되어 있음. 현재 4년 임기의 13인(의장 포함)으로 구성되어 있으며, 의장을 제외한 위원은 사용자연합회(Union of the Public Employer)가 임명하는 6인, 공무원연합회(Federation of Civil Servants)가 임명하는 6인으로 구성되며 모두 비상근임. 의장은 위원 중에서 사용자연합회, 공무원연합회 지명자가 1년씩 교대로 맡았으나, 현재는 위원회가 외부의 독립적인 표결권 없는 의장

(Non-Voting Chairman)이 임명됨. 연금·보험감독청은 임명된 위원에 대해서 수탁자로써의 업무수행에 부합하는 충분한 전문성을 갖췄는지를 평가하고 승인하게 되며 ‘이사회(Board of Directors)’ 이사(현재 5명)를 임명하고, 보험료, 전체 투자정책과 전략, 위험한도 등을 설정하며 그 결과에 대해 최종적인 책임을 짐. 1년에 4번 회의를 갖는 비상설기구임.

• • APG(All Pensions Group) 구조 • •

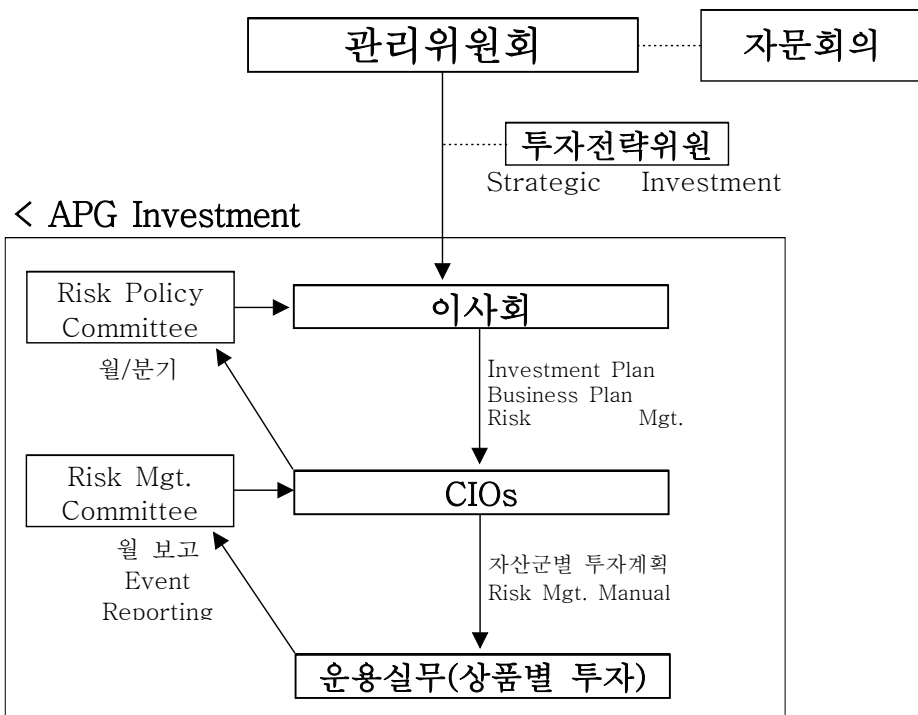


※ 자료 : 해외기금운용체계 고찰 및 연구, 국민연금연구원 2006

- 이사회(Board of Directors)는 연금정책, 기금투자, 재정, 마케팅 등 각 부문별 책임자를 위원으로 구성하여 실무적인 의사결정을 내리고 있음. 이에 따라 투자 및 기타 부문에 대한 결정권을 가지며 이러한 결정 사항은 실무적인 투자정책을 입안하게 되는 투자위원회에 기본 방침으로 연결됨.

- 투자실무위원회(Investment Board)는 각 APG의 CIO 및 투자 각 부문 책임자를 위원으로 총 5인으로 구성됨. 각 부문별 책임자는 자산배분, 주식, 채권, 대체투자 등 각 부문을 대표하는 4인으로 구성되며 구체적인 논의를 요하는 투자사항들에 대한 결정권을 가짐.
- 투자위원회는 기본적으로 ALM(자산-부채 종합 모형)에 근거한 장기 투자정책(5년 투자계획, Norm Portfolio)에 따라 3년간 투자계획(전략적 자산배분)을 수립하고, 연·월간 단위로 이를 조정(전술적 자산배분)하는 방법을 따름. 장기 투자정책에 대한 책임은 이사회에 있으며 연·월간 단위의 전술적 투자결정에 대해서는 APG 투자위원회에 권한과 책임이 분산되어 있음.

• • APG Investment 구조 • •



※ 자료 : 해외기금운용체계 고찰 및 연구, 국민연금연구원 2006

다. APG 기금 운용구조 평가

- APG 기금의 운용구조는 한국의 국민연금과 그 운용구조가 매우 흡사함. 국민연금공단과 같은 기본조직(APG)이 있어 연금제도와 관련한 모든 사항을 논의하게 됨. 관리위원회(Board of Trustees)에 의한 최종 의사결정은 연금제도 전반에 대한 의사결정에 기초하여 실무적 차원의 의사결정으로까지 연결되는 구조임.
- APG의 장기기금운용 목표는 보유자산을 기준으로 향후 연금가입자들에게 연금을 지급하여야 하는 부채를 고려하여 목표를 설정함. 이러한 목표는 기금운용의 수익률뿐만이 아니라 장기적인 인구구조 및 근로자의 인구 추이가 포함되며 각종 거시경제변수에 대한 체계적인 의사결정이 마련되어야 함.
- 그러므로 기금운용측면만으로는 이러한 복합적인 요소를 고려한 기본적인 자산운용전략을 수립하기 어려움. 더구나 장기가정치와 기금운용 목표는 수학적으로 결정되기 어려운 속성이 있어, 결국 주어진 현재의 형편에서 가장 합리적이라고 판단할 만한 제도의 운영방향과 이에 부수적으로 기금운용 전략을 마련하는 데는 결국 전문가 그룹보다는 각 이해 당사자들의 협의체가 더욱 중요한 이유를 갖게 됨.

• • 네덜란드 APG의 포트폴리오 변화 추이 • •

(단위 : %)

자산 구분	1970	1980	1990	2000	2005	2009 (목표)
Equities	0.4	0.2	5.3	38.9	37.0	34.0
Real Estate	3.3	4.3	6.8	9.9	10.4	9.0
Infrastructure						2.0
Fixed Income	96.3	95.5	87.9	49.7	40.4	33.0
Index Linked Bonds				1.5	2.4	7.0
Private Equity					4.2	5.0
Commodities					2.5	3.0
Hedge Funds					3.1	5.0
Innovation						2.0
계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
총자산 추이 (€ bln)	10	37	67	150	190	250

※ 자료 : 해외기금운용체계 고찰 및 연구, 국민연금연구원 2006

- APG는 분명 민간연금운용기관임. 더구나 공적연금운용이 아닌 기업연금의 운용을 책임지고 있음. 하지만 네덜란드의 기업연금은 산별 차원에서 강제적으로 의무화되고 있다는 점에서 일종의 공적 연금의 성격을 가진다고 볼 수 있음.
- 특히 공공부문을 제외한 미국의 민간 기업연금(401(k))의 경우 기업 자신의 재량적 선택에 의해 채택되고 기업 스스로가 스폰서가 되어 연금계획을 설계하는데 반해, 네덜란드의 경우 노조대표와 사용자 대표가 기업연금 설계에 합의하면 이 합의사항이 산별노조별로 강제된다는 점에서의 차이를 가짐.

- 기업연금이라 하여도 연금제도의 연대성으로 인해 연금기금의 수익이 낮은 경우 젊은 세대의 근로자들의 납부액으로 노령 세대를 부양하며 높은 경우 그 반대의 현상이 나타나는 세대간 이전과 저소득 근로자의 수익이 보다 높은 소득분배의 효과도 동시에 가짐.
- APG가 공공적 성격을 가지는 기업연금이라는 것은 APG의 ESG (Environment, Social and Governance)에서도 발견할 수 있음.
- APG는 장기투자자로서 지속적인 경제성장과 아울러 환경, 사회 및 기업지배구조와 관련한 이슈에 대해서도 투자의 의사결정에 중요하게 반영됨. 이는 CalPERS에서도 동일하게 나타나는 현상으로 비록 직역연금체계를 가지고 있어도 가입자대표자로 구성된 운용위원회의 역할이 단순한 수익률 극대화를 추구하는 것만이 아니라 연금기금으로써 가지는 공공성이 어떻게 조화되는가를 보여주는 좋은 예임.

6. 일본 GPIF

(Government Pension Investment Fund)

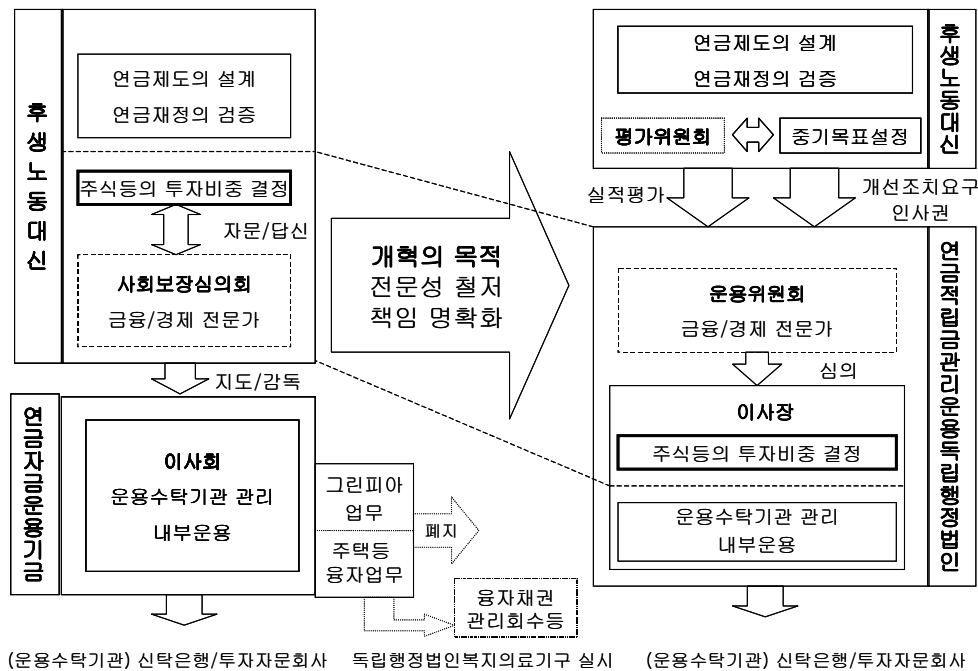
가. GPIF 개괄

- 일본의 연금제도는 전 국민대상의 국민연금(기초연금), 피용자를 대상으로 하는 후생연금 및 공제연금, 기업연금의 3층 체계로 이루어짐. 이중 1층과 2층에 해당되는 후생연금보험 및 국민연금의 여유자금은 2000년 말까지 대장성(현 재무성)에 예탁되어 관리되어왔음.
- 1996년 대장성 개편안(권한축소, 감독기능 분리)이 확정되어 비대한 대장성에 대한 대대적인 수술이 진행되기 전까지 후생연금보험 및 국민연금의 여유자금은 대장성에 예탁되어 관리운용 됨.
- 이 과정에서 대장성에 예탁된 적립금은 국내의 저축을 사회자본정비 등에 효율적으로 활용하는 정책수단으로 사용되었으나, 재정 금융이 비대화되어 민간의 사업을 압박하게 되었으며 운용면에 있어서도 재정통제의 문제점 등이 지적되어 각종 기금이 전액 자금운용부(구대장성 이재국)에서 소관부처로 이관하게 되었고 후생연금보험 및 국민연금의 적립금 또한 원 소관부처인 후생노동성으로 이관하게 됨.
- 또한 연금복지사업단이 해체되고 연금자금운용기금이 새롭게 조직되어 후생노동성으로부터 적립기금을 직접예탁 받아 운용하게 되었으며 대장성의 역할은 적립기금의 운용으로부터 배제되고 기존 예탁되어 있던 재정용자자금의 전액 반환이 예정되어 있는 2008년까지 잔여기금 반환 및 잔여기금에 대한 이자지급만을 담당하게 됨.

□ 2001년 개혁에 따른 가장 두드러진 변화는 적립기금의 운용과정에서 대장성이 배제되고 주무부서인 후생노동성이 직접기금을 관장하게 되었다는 것이며 이에 따라 기금에 관련된 중요한 의사결정을 후생노동성에서 직접 결정하게 되었다는 것임.

□ 2001년 12월 19일 의결된 「특수법인등정리합리화계획」에 따라 이전의 연금자금운용기금은 2005년 말 해체하고 이를 대신할 「연금적립금관리운용독립행정법인」(이하 관리운용법인)을 2006년 4월 1일자로 설립하여 연금적립금의 관리 및 운용을 담당하게 됨. 이러한 개혁의 목적은 기금운용에 대한 전문성을 높이고 책임소재를 명확화하기 위함임.

● ● 2006년 기금운용관리체계 개혁 ● ●



※ 자료 : 해외기금운용 사례연구, 국민연금연구원 2005

나. GPIF 운용 구조

- 2006년부터 새로이 설립된 관리운용법인 역시 지난 연금자금운용기금과 같이 후생노동대신으로부터 기탁 받은 연금적립금의 관리 및 운용을 담당하고 그 운용수익을 연금특별회계에 납부하는 업무를 담당함. 이전의 기금운용관리체계와의 큰 차이점은 우선 외형적으로는 후생노동성으로부터 상당히 독립적인 형태를 지닌다는 점임.
- 관리운용법인 내부에 경제·금융에 대한 전문가 중에서 후생노동대신이 임명한 위원으로 구성되는 운용위원회를 두어 중기계획 등을 심의하도록 하고 운용상황 등 관리운용업무 실시상황을 감시함. 이는 의사결정의 효율성을 강화하고 의사결정에 따른 책임소재를 분명히 할 수 있는 장점을 갖추고자 하는 노력으로 보임.
- 일본 연금자금운용의 특징은 신탁은행 등 외부의 운용기관에 위탁하는 것을 ‘원칙’으로 하고 GPIF는 자가운용과 외부위탁투자의 구체적인 비중결정과 같은 자산배분 및 성과관리 업무에 집중한다는 점임. 기금운용에 대한 최종책임을 가지는 운용위원회는 관련 법제도의 기획 및 입안, 포트폴리오의 작성을 포함한 「운용기본방침」 수립, 기탁금 규모 결정(예산 사항)²⁶⁾, 연금자금운용기금의 운용을 비롯한 연금적립금 운용에 대한 평가 등의 역할을 수행하고 있음. 한국국민연금 기금운용위원회의 역할에 해당하는 업무를 수행함.

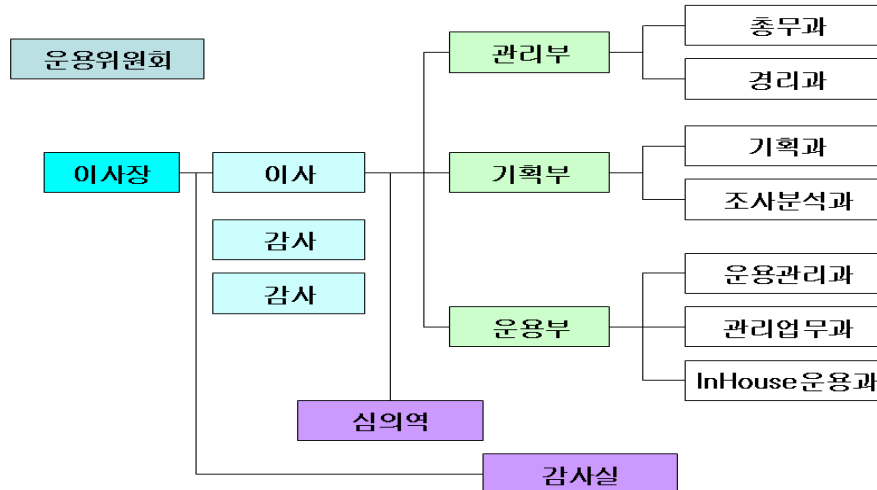
26) 특별회계 상의 세입, 세출 차액을 자동적으로 예탁하도록 되어있으므로 예산부처가 조정하거나 관여하지 않음.

- 운용위원회는 실질적인 11명으로 구성되어 있으며 일본 노동조합 총연합회 대표 1인, 경제단체 연합회 대표 1인, 대학교수 4인, 각계 전문가 3인, 후생연금사업 진흥단 이사장 1인으로 구성됨. 위원들은 모두 비상근으로 수당을 지급받고 있으며 연금국장이 추천하고 장관이 임명함.
- 기금운용은 장기적인 관점으로부터 자산구성비중(기본포트폴리오)등의 운용의 기본방침을 책정하여 현재와 같이 운용의 기본방침에 따라 자산을 운용하며, 운용의 기본방침은 민간활동에의 영향에 유의하면서, 특정 운용방법에 집중되지 않도록 안전성과 확실성을 가지고 운용 목적에 적합하도록 운용되어야 한다고 법에 명시함.
- 일본 GPIF는 연간 공적연금지출 대비 기금의 안정적 비율을 유지할 수 있는 충분한 장기 수익률을 달성할 수 있는 투자전략을 만들도록 되어 있음. 성과목표는 후생성에 의해 세워지며 중장기기금계획에 명시됨. GPIF는 연2.2%(명목은 3.2%)또는 가정된 임금상승률+1.1%의 장기 실질 목표수익률을 가짐.
- GPIF는 후생노동대신이 기탁한 후생연금 및 국민연금의 적립금을 후생노동대신이 정한 「운용기본방침」에 의거해서 시장에서 운용하고, 운용기본방침에 제시된 포트폴리오에 의거해 국내채권을 중심으로 국내외의 주식 등을 일정정도 포함한 분산투자 실시하게 됨.
- 대신 시장운용은 민간 운용기관(신탁은행 및 투자고문업자)을 활용하고, 운용기관을 통해서 운용대상자산(국내채권, 국내주식, 외국채

권, 외국주식, 단기자산의 5개 자산)마다 각 연도별 자산구성비율의 목표치를 달성하도록 관리 및 운용하도록 되어있음.

- 또한 재정융자자금특별회계가 발행한 ‘재투채’를 인수하고 있으며 이는 시장운용분과 구분하여 관리되고 있으며 국내채권 일부를 제외한 대부분을 외부위탁 운용하고 있음.
- 기금운용은 현재와 같이 신탁은행과의 신탁계약(운용방법을 특정하지는 않음), 투자고문회사와의 투자일임계약, 유가증권의 매매(주식 제외)등의 방법에 의해 주로 외부위탁을 통하여 운용되도록 하고 있음. 그러나 시장운용분에 대한 관리운용업무 외의 기존 연금복지사업단으로부터 승계 받은 사업들에 대해서는 모두 타 기관으로 이전하거나 폐지하도록 하고 있음.
- 이전에 과도기적으로 행해지고 있는 그린피아 관리업무 등은 대부분 지방자치단체 등에 이양되거나 철회되었으며 2005년 말까지 전부 철회한 상태임. 또한 가입자에 대한 융자업무는 2006년 이후부터는 신규 주택융자는 행하지 않는 것은 물론 기존의 주택융자채권 관리 및 회수 업무에 대해서는 별도의 관리운용법인 복지의료기구가 승계하여 관리 회수를 실시하도록 업무를 이관된 상태로써 기금운용업무의 효율성을 높이도록 관리운용법인의 업무를 단순화하고 있음. 그러나 여전히 교육자금대부의 알선업무 또한 관리운용법인 복지의료기구가 승계하여 실시하도록 하고 있음.

• • 관리운용법인의 조직도 • •



※ 자료 : www.gpif.go.jp GPIF 2006

- 관리운용법인은 2007년 4월 1일 현재 3명으로 구성된 이사회, 3인의 전문위원으로 구성된 투자전문위원회, 그리고 1심의역, 5부1실, 1전문역, 13과로 구성되어 있으며 전문위원을 제외한 정원은 141명임. 이사회는 이사장 1명, 이사 2명으로 구성되는데 비상근인 감사는 이사회 구성원에 포함되지 않음. 이사장을 비롯한 이사회 멤버는 후생노동성 장관이 직접 임명함.

● ● 관리운용법인의 조직과 역할 ● ●

조 직	역 할
투자전문위원	- 자산운용, 법령, 재무·회계에 정통한 각 1인, 3명의 투자전문위원으로 구성되고 이사회 심의나 일반담당자의 업무수행 시 조언을 함으로써 전문성을 발휘하고 있음
이사회	- ‘관리운용방침’의 작성 및 변경에 관한 사항 - 업무방법서(업무지침)의 작성 및 변경에 관한 사항 - 각종 기준의 설정에 있어서 중요한 사항 - 운용, 자산관리, 위탁계약 등에 관한 사항 - 자산배분·회수에 관한 사항(중요사항) - 업무개황서(설명서)의 작성에 관한 사항 - 기탁금의 수입 및 반환, 재투채의 인수 및 국고 납부금의 납부 결정에 관한 사항(중요한 사항) - 외국주식 배당금 등에 대한 재무처리에 관한 사항 - 인하우스 운용(직접운용)에 관계된 거래처의 선정 및 변경 등(중요한 사항) - 기타 자금운용사업에 관계된 기획 및 입안에 관한 사항 등(시스템, 조사연구, 업무연수에 관한 사항 등 특히 중요한 사항)
1심의역, 5부1실, 1전문역, 13과	- 각 파트별 실무 담당

※ 자료 : www.gpif.go.jp GPIF 2006

- 이사회는 독립적으로 감사한 투자결과를 후생성에 제출해야 하고 후생성은 이것을 사회보장위원회(Social Security Council)와 국회에 보고하고 공청회를 통해 국민의 의견을 수렴해야 하며 독립적으로 감사된 재정보고서와 감사보고서는 매년 일반에 공개하여야 함.

다. GPIF 기금운용구조 평가

- 일본의 공적연금체계는 2006년 일본 후생성 산하에서 독립된 민간 기구로 새로이 출범하면서 연금운용의 독립성을 강화하는 방향으로 나아가고자 하였음. 이사장이 운용에 대한 권한과 최종 책임을 가짐으로써 독립기구로서의 위상을 갖추고 있어 가입자의 이익을 우선

목표로 표방함으로써 정부의 간섭에서 독립적인 운용을 수행하고자 하는 운용 목표를 세움.

- 그러나 연금적립금관리운용독립법인(GPIF)은 명분상 연금기금 운용의 효율성이나 독립성을 목적으로 하고 있으나 실질적으로는 고이즈미 정부의 정부기관 축소의 일환에서 나타난 결과라는 것이 오늘날 의견임. 실질적으로 후생성에서 GPIF의 이사장을 임명할 권한을 가지고 있으며 GPIF직원의 신분은 민간신분이나 고용안정성이나 처우에 있어서는 일본 공무원과 동일한 대우를 받고 있음.
- 또한 기금운용 성과에 따른 인센티브나 패널티 조항이 없어 운용자체가 여전히 후생성 산하에 있을 때와 아무런 차이를 나타내지 못하는 구조라는 것이 그 증거임. 관리운용법인은 이름 그대로 독립된 기금운용조직이라기보다는 정부에 대한 예속성이 상당부분 유지되고 있어 전문성 및 책임성은 강화될 것이라 하더라도 정부로부터의 독립성은 여전히 완전하게 확보되지 못하고 있음.
- Nobusuke Tamaki는 ‘연금 2008년 문제’(Nobusuke Tamaki(玉木伸介), 일본 경제신문사, 2004.8.)에서 이러한 관리체계 개편에 대해 다음과 같은 이유를 들어 불완전한 개혁이라고 말하고 있으며 국민적인 정서 등의 이유로 캐나다 CPPIB의 경우처럼 운용과 관련된 권한을 중앙정부와 다른 독립된 전문가집단에 분산시킨다는 것은 실현 가능성이 희박하다고 말하고 있음.

「캐나다의 CPPIB의 경우에 있어서 기금운용조직이 정부로부터 독립된 조직이라고 할 수 있는 이유는 업무수행을 정부의 판단에 의존하

지 않고 조직 자체의 판단에 따라 이루어지고 있기 때문이다. 그러나 일본의 경우는 '중기목표'라 불리는 업무운영에 관한 목표가 주무대신인 후생노동성 대신의 결정에 의해 이루어지고 있으며 이 중기목표에는 목표운용수익률이나 업무운영의 효율화에 관한 사항이 포함되어 있다. 또한 일본의 기본포트폴리오의 관리운용법인에 의해 결정되나 후생노동대신의 승인이 필요하다. 따라서 이러한 일본의 기금운용조직의 개혁은 독립성 확보라는 측면에서는 불완전한 개혁이라고 할 수 있다. 기금운용의 수익성을 극대화하기 위해서 캐나다처럼 독립성을 강화할 수 있도록 운용조직을 만든 후에 민간자산에 광범위하게 투자하여 철저히 운용수익을 추구하는 방법은 일본의 국민정서에 비추어 볼 때 독립된 운용조직의 폭주에 대한 우려가 앞서게 될 것이며 그러한 우려를 떨쳐 버린다 하더라도 캐나다처럼 운용과 관련된 권한을 중앙정부와 다른 독립된 전문가집단에 분산시키는 방법은 그 실현 가능성이 거의 희박하다.」

7. 해외사례와의 비교 및 시사점

- 공적연금기금의 기금운용형태는 연금제도의 특성, 기금의 규모, 경제발전의 정도, 금융시장의 발달 정도, 그리고 각국의 독특한 정치·사회여건에 따라 상이하며 보편적인 모델을 찾기 어려움. 그렇기 때문에 이상 6개 연금운용기관에 대한 일관된 기준으로 비교를 하는 것이 다소 무리는 있지만 World Bank의 기준²⁷⁾을 적용하여 독립성, 전문성, 수익성의 측면에서 비교를 시도할 가치는 있다고 생각됨.²⁸⁾

가. 독립성

- 해당 공적연금의 독립성 비교는 정부차입정도, 경제적 목적의 투자 정도, 공적연금의 자산운용이 자본시장에 미치는 왜곡정도, 투자대상기업의 기업지배구조 참여정도가 기준으로 적용됨.
- 캐나다 CPPIB의 경우 전문위원회를 통하여 민간방식의 수익성을 추구하여 정부차입, 경제적 목적의 안정장치가 매우 높은 수준으로 평가됨. 반면 QPP의 CDPQ는 운용목적에 퀘벡주 경제발전을 명시하고 있는 바, ETI에 대한 안전장치는 없다고 평가됨.

27) World Bank, "Managing public pension reserves Part II: Lessons from five recent OECD initiatives, Robert Palacios, July 2002.

28) 한성윤(2005)에서 동일한 기준에 의한 해외공적연금의 국제비교를 시도한 바 있으나 당시에 비해 현재 국민연금기금의 경우 공공자금의 완전 회수, ETI에 대한 투자 제한 등 평가기준이 바뀌어 再 평가가 필요하다고 판단된다.

- 한국의 국민연금의 경우 우선 공공자금으로 예탁되어 있던 모든 자금을 회수하였으며, 기금운용위원회가 전문가로 구성된 민간회의는 아니지만, 오히려 각계를 대표하여 가입자, 사용자의 이익을 대변하고 있는 우산으로 작용함으로써 상당한 수준의 안정장치가 마련되어 있다고 판단하고 있음.²⁹⁾
- 그러나 CPP, QPP, 국민연금은 모두 국내자본시장에 대한 투자증가로 자본시장 왜곡에 대한 우려가 남아있는 형편임. 특히 국민연금의 경우 GDP대비 비중이 매우 높은 편임. 시장중립성을 유지하기 위한 제도적 장치가 필요함에도 오히려 수익성 추구를 강화하는 운영체계 개편논의로 자본시장 왜곡에 대한 안전장치 마련이 더욱 절실함.
- CalPERS는 정부차입과 자본시장 왜곡에 대한 우려는 없지만 경제적인 목적의 투자를 실시하고 있으며 투자기업에 대한 주주권 행사를 적극적으로 실시하고 있어 투명성평가에 다소 불리한 점이 있음.
- APG는 국민연금과 같이 가입자, 사용자로 대변되는 대표기구로써 정부차입에 대하여 상당한 안정장치를 가지고 있다고 판단됨. 그러나 CalPERS와 마찬가지로 적극적 주주권 행사를 표방하고 있어 이 부분의 점수가 낮다고 판단됨. 이러한 적극적 주주권 행사를 통한 사회적 책임투자는 제도와 운용이 통합된 조직이기에 가능한 사항으로써 독립성 평가에는 다소의 약점이 있을지라도 기금의 공공적 활동이라는 면에서는 바람직한 면으로 볼 수 있다고 판단됨.

29) 2007-16 기금운용체계 개선방안 : 거버넌스에 대한 평가 참조

- 미국과 일본은 정부가 적립금 운영을 결정하고 있어 기업지배구조 참여에 대한 안전장치를 제외하고는 나머지 3개 항목에서 낮은 평가를 내리게 되었음.

• • 7개 주요 공적연금기금의 독립성 평가 • •

구분	정부차입 증가에 대한 안전장치	경제적 목적의 투자(ETI)에 대한 안전장치	자본시장 왜곡에 대한 안전장치	기업지배구조 참여에 대한 안전장치
OASDI	L	L	H	H
CalPERS	H	M	H	L
캐나다 CPP	H	H	L	M
캐나다 QPP	H	L	M	M
네덜란드 APG	H	L	H	L
일본 GPIF	L	M	L	M
한국 KNPS	H	H	L	M

주 : H = 높음(high), M = 중간(middle), L = 낮음(low)

※ 자료 : 세계은행 “Managing public pension reserves Part II: Lessons from five recent OECD initiatives, Robert Palacios, July 2002. 참고.

- 이상과 같이 종합적으로 판단하였을 때, CPPIB, CalPERS, 한국의 국민연금이 다소 우수한 독립성을 가지고 있다고 판단 가능함. 이는 CalPERS와 국민연금의 경우 운용위원회가 대표성을 가진 기구로써 오히려 외부의 간섭이나 요청에 대해 우산역할을 수행하여 기금 본래의 목적을 추구할 수 있도록 하는데 기여하기 때문이라 판단됨.

나. 전문성

- 전문성 비교에 있어서 한성윤(2005)은 CPPIB와 CDPQ, CalPERS에 대해 높은 평가를 하였음. 이들은 전문위원회 형태를 유지하고 투

자전문인력을 확보하여 투자의 전문성을 확보하였고, 외부위탁 비율도 높은 수준을 유지하고 있기 때문이라 본 것임. 운용위원의 전문성을 평가하는 기준으로 운용위원회의 상설화는 고려대상이 되지 않음. 어느 해외연금기금을 보아도 국민연금에서 고려하는 형태의 상설조직은 발견할 수 없기 때문임.

- 문제는 각 위원들이 가지는 전문적 소양의 문제와 각 계를 대표하는 위원회가 구성되어 있는지에 대한 문제임. 이런 측면에서 CPPIB는 각 전문위원으로 구성되어 있다 하여도 대표성을 확보하고 있다고 볼 수 없어 이 부분은 낮게 평가를 하였음. 네덜란드의 경우 위원회는 대표성을 확보하기 위한 노동계와 사용자 측의 전문가로 구성되어 있으나 순수한 금융전문가로 보기는 어렵기에 중간정도의 수준으로 평가됨. 한국의 경우 순수한 대표들로서 위원회 전문성은 낮은 편임.

• • 7개 주요 공적연금기금의 전문성 평가 • •

구분	위원회 인적현황	위원회 구성 (대표성 확보)	전문투자 조직	외부운용 의무비율
OASDI	L	L	L	L
CalPERS	H	H	H	H
캐나다 CPPIB	H	L	H	H
캐나다 CDPQ	M	H	H	M
네덜란드 APG	M	H	H	H
일본 GPIF	L	M	L	H
한국 KNPS	L	H	H	M

주 : H = 높음(high), M = 중간(middle), L = 낮음(low)

※ 자료 : 세계은행 “Managing public pension reserves Part II: Lessons from five recent OECD initiatives, Robert Palacios, July 2002. 참고.

- 전문성을 종합적으로 판단한 결과 기금관리와 관련된 전문성은 CalPERS가 가장 우수한 모습을 나타내고 있음. 이는 위원회 구성에 대표성의 확보가 전문성의 중요한 기준으로 작용하고 있기 때문임.

다. 수익성

- 기금운용 지배구조에 대해 관심을 기울이는 주요 이유는 지배구조가 기금의 운용 성과와 밀접한 관련이 있다는 믿음 때문임. 상식적으로도 올바른 지배구조를 갖추어야만이 기금운용의 효율성을 높이고 이를 통해 우수한 성과의 바탕이 된다고 생각됨.
- 이는 반대로 장기적으로 우수한 성과를 나타낸 기관은 운용 환경에 적합한 기금지배구조를 갖추고 있다는 의미가 됨. 운용 성과는 크게 운용수익률과 아울러 위험까지 동시에 고려되어 평가되어야 하므로 일반적으로 위험대비 수익률, 즉 한 단위 위험당 수익률로 비교평가 됨.

• • 7개 주요 공적연금기금의 수익률 및 위험 비교 • •

	CPPIB	국민연금	CDPQ	APG(ABP)	CalPERS	GPIF	OASDI
평균수익률 (2000~2007)	8.01%	6.83%	6.35%	5.25%	6.52%	1.58%	5.74%
표준편차 (위험)	19.14%	1.43%	9.51%	6.88%	11.50%	8.87%	0.58%

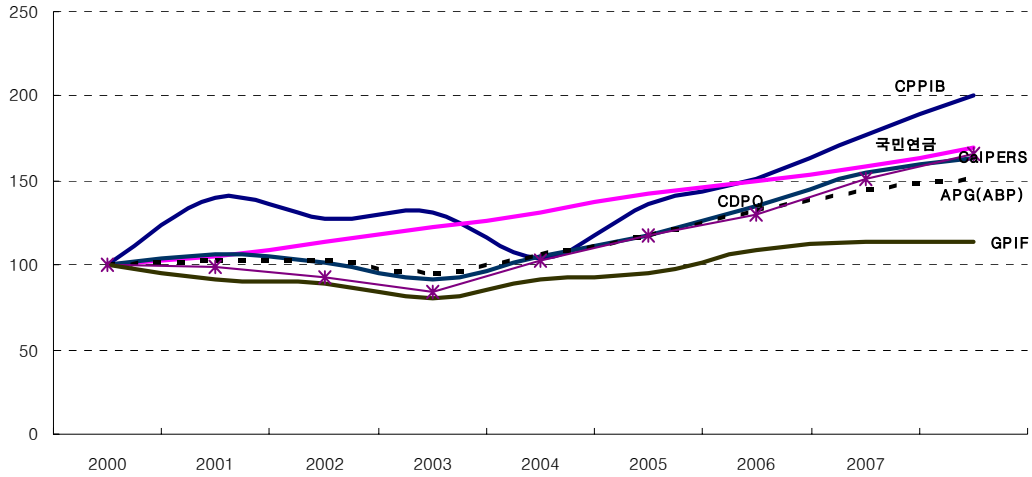
주 1) 국민연금의 경우 2000년도는 시가평가가 곤란하여 장부가로 다소 과소평가되었다.

주 2) CPPIB는 3월 결산 기준으로 2008년 3월까지의 수익률 평균이다.

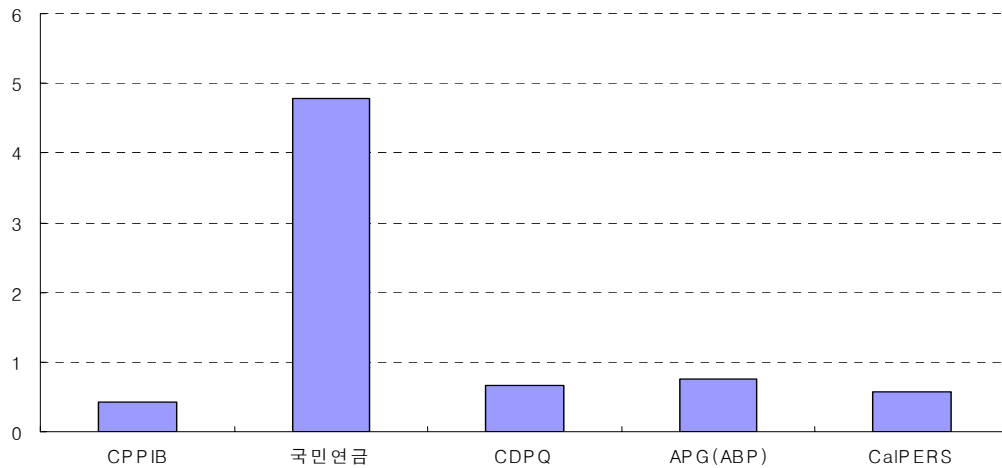
※ 자료 : 국민연금연구원 2008.8

- 2000년부터 2007년 말까지 (CPPIB는 2008년 3월까지) 연 평균 수익률은 CPPIB가 높은 수준을 보이고 있으며 이어 국민연금도 다른 기관 대비 우수한 성과를 보이고 있다.
- 다음의 그림은 2000년 이후 각 기금의 누적 수익률을 나타낸 것임. 2000년도를 100으로 하였을 때 2007년까지의 최종 누적 수익률은 CPPIB의 성과가 우수하게 나타났음. 그러나 2003년에서 2005년간의 수익률은 매우 저조한 형태를 보이고 있어 다소 큰 변동성이 있음. 상대적으로 국민연금의 누적 수익률은 매우 안정된 모습을 보이고 있음.
- 그림을 보면 초기에는 CPPIB의 운용성과가 매우 높은 편이나 결국 2003년, 2004년도의 급격한 수익성 악화로 오히려 국민연금보다 못한 성과를 내는 모양을 보임. 물론 이후 적극적인 운용을 통한 수익성 개선에는 성공하는 모습을 나타내지만, 위험자산에 대한 비중의 확대가 2007년말, 2008년 같이 서브프라임 사태 등으로 어려운 상황에 닥쳤을 때 다시금 전체적인 누적 수익률의 악화가 염려되는 대목임.

● ● 2000년 이후 기금운용 누적 수익률 추이 비교 ● ●



● ● 2000년 이후 위험대비 수익률 비교 ● ●



주 : 위험대비 수익률 = (평균 수익률/연 표준편차)

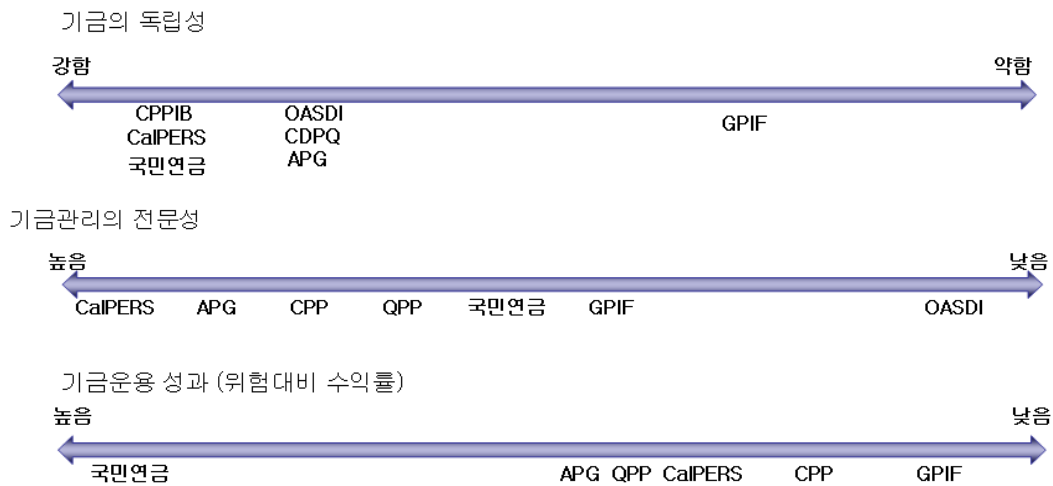
※ 자료 : 해외 공적연금의 기금운용 사례연구, 국민연금연구원 2002

□ 위험대비 수익률 (Sharpe ratio = (평균 수익률/표준편차))을 보면 결과는 확연하게 국민연금이 우수한 성과를 나타내고 있음이 나타남. 더구나 우수한 수익률을 나타내었던 CPPIB보다 APG나 CDPQ가 보다 나은 성적을 보임.

- 이는 기금운용의 최종 의사결정을 담당하는 위원회가 가입자의 대표로서 기금운용성과에 치중된 고위험의 상품에 투자하는 것을 방지하고 제도의 안정성을 추구하는 전략의 결과로 판단되어 짐. 그러나 완전하게 정부의 통제를 받는 일본의 경우 오히려 음의 수익률을 기록하고 있어 지배구조가 취약한 운용기구의 경우 성과가 높을 수 없다는 상관성을 증명하고 있음.
- 아래 그림은 국민연금을 포함한 주요 연금기금의 독립성, 전문성, 수익성을 스펙트럼으로 배열한 것임. 전반적으로 독립성과 전문성은 대부분의 연금기금의 경우 우수한 성과를 보임. 이것은 각각의 운용기구가 고유의 형편에 맞게 적용, 발전하면서 고유의 독립성과 전문성 강화를 위한 노력이 시행되었음을 의미하는 것임.
- 반면 수익률 대비 리스크로 나타나는 기금운용 성과는 기금운용 지배구조에 의한 직접적 영향보다는 최종 의사결정자의 운용철학과 방침이 그간의 운용 스타일과 맞물려 결정되는 경향이 있음.
- 그러나 반대의 경우, 바람직하지 못한 지배구조에서 결코 좋은 성과가 나타날 수 없다는 것은 분명한 사실임. 독립성과 전문성의 수준은 CalPERS나 APG, CPPIB가 높은 수준을 보이고 있음. 국민연금의 경우 독립성과 운용성과에서 압도적인 우수성을 보이고 있음.
- 이는 2000년도 이후 IT버블의 붕괴로 그간 공격적으로 운용되던 기금의 성과가 크게 저하되는 것과는 달리 상대적으로 안정적, 보수적 운용을 견지하고 있던 국민연금의 경우 이에 대한 피해로부터 다소 벗어날 수 있었기 때문이기도 함.

- 그러나 근본적으로는 IT버블이나 현재의 서브프라임과 같은 전반적인 금융하락기에 대비하는 안정성을 운용의 기초로 가지고 있었기 때문에 판단되고 있음.

• • 주요 해외 연기금의 비교 • •



※ 자료 : 기금운용체계 개선방안 , 국민연금연구원 2007

라. 시사점

1) 미국 OASDI (Old-Age, Survivors and Disability Insurance)

- 미국사회보장제도의 경우 한국의 국민연금제도와 세대간 소득재분배를 통한 제도의 안정적 유지를 목적으로 한다는 점에서 매우 유사한 제도임. 따라서 안정성과 예측가능성을 목적으로 기금운용이 이루어져함. 미국은 안정된 재정재계산에 따라 장래 사회보장 제도를 유지하기 위한 연금제도의 지속가능성을 추구하는 방안을 채택하고 있음.

- 즉, 미국 사회보장제도의 경우 기금의 적립과 운용의 가장 큰 목적은 연금지급이 아니라 미래추계결과에 따라 제도지속성 확보임. 이에 따라 기금의 적극적 운용을 통해 수익을 올려야 한다는 목소리가 높아지고 있는 실정임. 하지만 사회보장기금을 적극적으로 운용하는 것은 시기상조라는 목소리가 대부분의 의견임.

2) 미국 캘리포니아 공무원 연금 (CalPERS)

- CalPERS에 대한 가입자의 신뢰도가 매우 높음. 이는 가입자의 신뢰를 얻지 못하는 국민연금과 사뭇 대조되는 부분임. 이러한 기금에 대한 가입자의 신뢰는 무엇보다 기금운용에 대한 투명한 공시, 효율적 기금관리, 체계적인 지배구조의 구축 등 여러 가지를 꼽을 수 있겠으나, 무엇보다도 CalPERS의 기금운용 철학으로 내세우는 “선량한 관리자로서의 의무 (Fiduciary Duty)”를 수행하기 위한 제도적 장치들이 가입자들에게 인식되어 있기 때문임.
- 또한 CalPERS는 운용부문의 철저한 투명성을 강조함으로써 가입자에게 신뢰를 주게 됨. 관리위원회의 위원들이 가입자를 대표하는 자격으로서 실제 운용 결정을 내리는 결과 가입자들은 운용성과에 따른 자신들의 희생을 인정하게 되었다는 점은 현재 제도적인 불안정성을 가지는 국민연금에 주는 시사점이 매우 큼.
- 연금보험료의 책정은 자신들의 대표들이 결정한 기금운용정책을 기초로 최선을 다한 기금운용결과에 따른 것이라는 것에 대한 가입자의 이해가 무엇보다도 선행되었다는 점에서 기금운용에 가입자의

대표가 참여한다는 것이 얼마나 큰 영향을 주는지 보여주는 한 예라 할 수 있음.

3) 캐나다 연금기구 및 연금투자위원회(CPP, CPPIB)

- 1990년대 중반 캐나다에서 연금개혁이 실시된 것은 현재 우리나라의 환경과 유사한 환경아래 실시된 것으로 판단됨. 즉 고령화 추세 속에서 기존의 기여율과 소득대체율에 의해서는 도저히 CPP의 장기재정안정성을 유지할 수 없다는 위기의식이 작용하였다는 것임.
- CPPIB는 금융수익성 극대화를 유일한 목적으로 하는 금융전문가 중심의 지배구조를 가진다는 특징이 있음. 캐나다 연금가입자들은 연금개혁 시 연금보험료를 높이는 희생의 대가로 기금운용의 투명성과 독립성을 요구하였음.
- 캐나다의 경우 캐나다 연금이 주식을 가지고 있는 회사의 임직원이 위원회의 위원이 될 수 있기 때문에 수시로 이해상충이 발생할 가능성이 있음. 이를 위해 위원들이나 관련 임직원의 신뢰, 정직 및 단결을 유도하기 위한 규범을 마련하였음. 이 규범은 캐나다의 회사법이나 은행법보다도 더 강하게 규정되어 있음.
- 향후 국민연금이 완전한 독립적 운용기구를 별도로 설립하게 될 경우 과연 국내 최고 거대기금 운용기관으로 대두되는 국민연금 운용기구가 완전하게 사적인 제한규정으로까지 자율권을 부여하여도 될 것인지에 대한 고려가 필요함.

※ 캐나다의 경우 거대시장인 미국이 근접해 있고 상호간의 자본이동이 자유로운 경우였기에 새로운 CPPIB여유기금이 주식시장으로 투자 가능한 금액의 해외투자를 고려할 경우 새로운 주식발행보다 작았기 때문에 자본시장에 크게 영향을 주지 않았음. 국민연금의 경우에 적용될 수 있는지에 대한 심각한 논의가 선행되어야 함.

4) 캐나다 퀘백주 연금기구 및 연기금운용 회사(QPP, CDPQ)

□ CDPQ는 특정지역의 연금제도이며, 연방정부로부터 독립된 모습을 보이기 위한 지역적인 노력들이 주요 목표이기에 국민연금에 적용하기에는 많은 무리가 따름. 하지만 기금운용에 대한 투명성 및 투자명분에 대한 대국민홍보에는 많은 시사점이 있음.

□ 실제로 수익률만을 추구하는 기금운용의 경우 운용의 투명성은 크게 중요하지 않음. 그러나 운용목표가 수익률 극대화 외에 다른 요인이 포함 될 경우 공적기금에서의 운용과 관련한 투명성은 매우 중요함.

5) 네덜란드 APG(All Pensions Group)

□ 기본조직이 있어 연금제도와 관련된 모든 사항을 논의한다는 점에서 그 운용구조가 매우 흡사함.

□ Euro경제통합으로 우리나라에 비해 시장의 제약조건이 매우 적음에도 불구하고 자산구성의 변화에 상당한 시간이 걸렸다는 것³⁰⁾이 우

리에게 시사하는 점이 큼. 국민연금기금의 경우에도 포트폴리오 개편이 느리고 적극적 운용이 부족한 것이 기금운용체계의 문제만이 아니라는 것을 의미할 수 있는 좋은 사례로 생각됨. 현재와 같은 보수적 운용스타일은 거대 기금규모에 따른 제약, 사회적 합의도출의 어려움이 크게 작용하고 있다는 것을 인정하게 됨.

- 공적연금의 속성을 가지는 네덜란드 연금, 특히 APG의 경우 무엇보다 기금의 운용이 노사간 합의에 의해 이루어지고 있다는 점이 특징임. 이점이 노동자들의 참여가 철저하게 배제되어 있는 미국 기업연금의 일반적 형태와 대조적인 차이를 보임.
- 연금의 운용에 대한 권한이 수탁자들에게 배타적으로 집중된 경우와 같이 엔론사태³¹⁾와 같이 노동자들의 심각한 피해가 발생한 경우 그들은 사전에 아무런 정보를 받을 수도 없으며 사태발생 후 어떠한 보호막도 가질 수 없다는 점은 국민연금의 경우에도 가입자의 이익과 감시가 대변되지 못하는 전문가 위주의 기금운용체계로 전환될 경우에 대한 많은 시사점을 주고 있음.

6) 일본 GPIF (Government Pension Investment Fund)

- 일본의 후생연금보험 및 국민연금의 적립금 운용관리체계 개혁은 한국의 국민연금관리체계에 있어서 시사하는 바는 기금이 처한 상

30) APG의 주식비중 이 1990년도에는 5.3%에서 현재 30%대로 증가시키는데 거의 20여년의 시간이 걸림

31) 2001년 미국 우수기업으로 평가받던 에너지 기업 엔론사가 분식회계 및 정경유착 등으로 몰락한 사건으로 퇴직연금을 자기회사의 주식으로 보유하였던 엔론사 종업원들의 몰락을 야기하였다. 실제로 엔론사 401k플랜의 60%이상이 엔론의 주식이었다.

황이 비슷하다고 판단됨. 더구나 현재까지의 기금운용현황을 보면 유사한 점이 많음.

- 일본의 경우 2001년 관리체계 개편 이전에는 기금적립금 전체를 우리나라의 재정경제부와 같은 구대장성(현 재무성)에 전액 예탁하도록 하여 국내의 저축을 사회자본정비 등에 효율적으로 활용하는 재정정책수단으로 사용되었음. 대장성에 예탁된 자금은 2001년부터 환수되기 시작하여 2008년 말까지 전액 환수될 예정에 있음.
- 한편 한국의 국민연금은 적립금 일부가 최근까지 공공자금관리기금으로 예탁되어 운용되어 왔으며 2005년말 전액 환수된 상태임. 또한 각 기금이 금융시장에 대한 투자 이외에 복지사업으로 자금대부사업이나 시설사업 등 유사한 사업 등을 실시하고 있다는 점, GDP 대비 기금규모가 매우 크기 때문에 시장에 대한 영향을 고려하면 대규모 해외투자가 필요하나 해외투자에 있어서 환시장의 위험과 규모를 고려할 수밖에 없어 해외투자가 쉽지 않다는 점에서 그 유사한 점을 찾을 수 있음.
- 캐나다나 미국과 달리 정부통제가 비교적 강한 일본 금융시장에서 기금관리운용체계의 정부로부터의 독립성 확보가 미국이나 캐나다의 기금처럼 효과를 발휘할 수 있는지에 대한 의문이 제기되고 있음. 오히려 주무부처인 후생노동성으로부터 완전히 독립함으로써 시장으로부터 경제관련 부처의 입김이나 기타 이익집단으로부터의 영향력으로부터 구속당할 수 있는 여지가 있기 때문임.

- 국민연금의 경우에도 이와 같은 현상을 무시할 수 없는 상황임. 현재 보건복지가족부의 우산을 벗어난 독립된 상태에서 과연 시장의 이해관계자들과 독립적일 수 있는 투자의사결정이 가능 할지, 더 나아가 경제 관련부처의 간섭과 통제에서 자유로운 상태로 운용의 완전한 독립이 가능할지 의문이 제기됨.

- 현재 상태에서도 시장과 경제관련 부처에서는 SOC 투자연금, KIC 해외 투자 참여, 금융기관 인수 합병, 기타 국가사업을 거론할 때 국민연금이 참여할 것이라는 언급함으로써 국민연금기금에 대한 독립성에 의구심을 주고 있는 형편이기 때문임. 국민연금기금운용에 개입한 부처는 경제관련 부처였지 현 보건복지가족부가 아님.

IV

기금운용 독립성과 공공성의 확보를 위한 제언



1. 중투위 방안(2001년 안)과 정부입법안의 조화

- '01년 복지부는 참여연대의 기금운용체계 개편필요성 제기 이후 기금운용관리체계, 중장기 투자전략 및 자산배분 방안 설정을 위하여 전문가 중심으로 구성된 중장기투자전략위원회(이하 '중투위')를 운영함. 중투위는 기금운용관리체계 개선안으로 세 가지 방안을 도출함.
- 중투위의 제1안은 기금운용위원회의 대표성은 유지하되 정부 위원수를 축소하고 전문가 참여를 확대하며, 기금운용실무평가위원회를 기금운용전문위원회로 변경하는 것으로 전문위원회는 투자정책, 자산배분, 성과평가의 분과위원회로 구성하되 기금운용위원회와 전문위원회는 모두 비상설로 운영하는 방안임.
- 제2안은 기금운용위원회 위원 중 일부를 상임 전문가로 대체하고 기금운용실무평가위원회는 폐지하되 상설의 기금운용기획평가단(9명)을 구성하여 신축적으로 소위원회를 운영하는 방안임.
- 제3안은 기금운용위원회의 일부를 전문가로 대체하고 기금운용실무평가위원회는 폐지하되 기금운용위원회 산하에 전문위원회를 설치하여 운영하는 방안이었음. 제2안은 기금운용기획평가단이 상설화되고 제3안은 기금운용위원회가 상설화됨으로써 사무국을 설치하는 방안임. 모든 방안이 기금운용실무조직인 기금운용본부를 국민연금공단에 계속 두는 공통점을 지님.

- 정부입법안은 안정성, 수익성, 공공성의 3대 원칙 중 수익성에 중심이 맞추어져 있고, 수익성은 기금운용위원회의 전문성 강화를 통하여 추구하는 구조이므로 전문성 강화 측면에서 다른 방안보다 강점이 있는 것으로 보임.

● ● 중장기투자전략위원회의 기금운용체계 개편방안 ● ●

구분	기금운용위원회	기금운용실무평가위원회	기금운용본부
제1안	<ul style="list-style-type: none"> • 위원 : 21명(위원장, 당연직 정부 대표 3명, 가입자대표 12명, 기금운용전문가 5명) • 위원장 : 보건복지부 장관 • 임무 : 중장기 기금정책수립, 자산배분, 성과평가 (비상설) 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 기금운용전문위원회로 변경 • 위원 : 15명(연금전문가, 자산운용 전문가) • 위원장 : 보건복지부 차관 • 임무 : 연구센터에서 작성한 기금정책, 자산배분, 성과평가안에 대한 검토·심의, 위원회 보고 (비상설) 	<ul style="list-style-type: none"> • 공단에 존치 • 연구센터 기능을 강화 -투자정책 -자산배분 -성과평가
제2안	<ul style="list-style-type: none"> • 위원 : 12~13명(위원 중 일부 전문가 전환, 상임화) • 위원장 : 전문가(복지부장관임명) • 임무 : 중장기 기금정책수립, 자산배분, 성과평가 (일부 상임) 	<ul style="list-style-type: none"> • 기금운용기획평가단으로 변경, 위원은 9명 내외 • 소위원회 : 성과평가, 자산배분, 투자정책 • 임무: 투자정책, 자산배분, 성과평가 (상설, 사무국 설치) 	<ul style="list-style-type: none"> • 공단에 존치 • 연구센터 흡수 통합
제3안	<ul style="list-style-type: none"> • 위원 : 15~20명(위원 중 일부를 전문가로 전환하여 상임화) • 위원장 : 전문가(복지부장관임명) • 소위원회 : 성과평가, 자산배분, 투자정책 • 임무 : 투자정책, 자산배분, 성과평가 (상설) 	<p>폐지 (사무국 신설)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 공단에 존치 • 연구센터 흡수 통합

※ 자료 : 국민연금 기금운용 중장기 투자정책 방안, 국민연금중장기 투자정책 위원회 2002

- 다만, 정부입법안은 전문성 강화를 위하여 기금운용의 관한 의사결정에 반드시 필요한 사회적 합의구조를 상당히 약화시키는데 문제점이 있으므로 기금운용체계 개편대안으로 정부입법안과 사회적 합의구조를 유지하는 중투위의 방안을 절충하여 조화하는 방안을 모색해 보고자 함.

- 기금운용위원회는 전문가로 구성하되 정부, 사용자, 가입자 등 각 계층을 대표하는 전문가가 참여토록 하고, 기금운용실무평가위원회와 기금운용위원회의 역할 구분과 연관관계가 모호한 점을 극복하기 위하여 정부입법안과 같이 기금운용위원회에 전문위원회를 설치하여 실무평가위원회를 대체하는 방안임.

가. 국민연금심의위원회를 강화

- 동위원회는 국민연금에 관한 최고의결기구로 가입자 대표가 직접 참여하며, 기금운용계획의 수립과 변경, 재정계산, 최소요구수익률 제시, 연금급여와 보험료 등에 관한 사항을 심의·의결하는 역할을 수행함. 심의위원회의는 복지부장관을 위원장으로 정부대표 3명, 사용자대표 2명, 근로자 대표 2명, 농어민대표 1명, 자영자대표 1명, 공익대표 2명 등 11명으로 구성함.
- 또한, 국민연금심의위원회에 분야별 전문위원회를 설치함. 분야별 전문위원회는 제도개선, 추계·ALM, 공공·복지투자 등으로 구분될 수 있을 것임. 가입자대표가 직접 참여하는 국민연금심의위원회의 특성상 정기적으로 전문가 중심으로 전문위원회를 구성하고 전문위원회의 건의안을 국민연금심의위원회에서 심의·의결하는 방식을 취할 수 있을 것임.
- 미국 CalPERS의 경우에도 최고의사결정기구인 관리위원회는 외부 컨설팅사의 용역결과를 바탕으로 자산배분전략을 확정하는 방식을

취하고 있으며, 현재 국민연금에서 재정재계산, 성과평가, 중장기기금운용계획 등의 수립에 있어 외부 전문인력을 활용하고 있는 방식과도 유사함. 다만, 전문위원회 운영을 법으로 명문화할 필요가 있음.

나. 각 계층을 대표하는 전문가의 기금운용위원회 참여

- 대표성과 전문성을 조화하고자 함. 전문가 참여가 이루어 질 수 있도록 투자경력이나 정부 기금관련부서 근무경력 등의 전문성 자격요건을 정하고 대표성을 담보할 수 있도록 정부, 사용자 단체, 가입자 단체 등에서 위원을 직접 추천하는 방식을 사용함. 기금운용위원회는 복지부 등 정부대표 4명, 사용자대표 2명, 근로자 대표 2명, 농어민대표 1명, 자영자대표 1명 등 11명의 비상근 위원으로 구성함. 위원회의 실질적인 심의활동을 위해서 위원이 직접 참여하는 전문위원회를 설치하고, 위원회 사무지원은공단 기금운용조직에서 수행토록 하여 사무국 설치에 따른 공무원의 개입을 방지함.
- 기금운용위원회 위원의 전문성 요건은 연구경력이나 투자경력 10년 이상, 관련 자격증 소지자 등 정부입법안과 유사한 수준으로 설정하되 정부 대표의 원활한 참여를 위하여 정부 기금관련 부서에서의 근무경력이 10년 이상도 자격요건에 포함함. 또한, 가입자 대표의 전문성 충족이 곤란할 경우에 대비하여 전문성 강화 프로그램을 도입할 수 있음.
- ※ 전문성 강화 프로그램은 국민연금 기금에서 가입자 대표 단체에 전문가를 육성할 수 있도록 연구비를 지원해 주는 방식이 될 수 있을 것임.

- 상기 안은 국민연금심의위원회의 형식적 운영, 기금운용위원회의 대표성과 민주성 훼손, 기금운용과 제도운영의 분리로 인한 상호책임전가 우려, 공사 신설로 인한 비용 증가 등 기존 정부입법안의 문제점으로 지적된 사항들을 극복할 수 있을 것으로 기대됨.
- 또한, 전문가가 참여하되 가입자를 대표하는 전문가가 참여함으로써 정부와 시장으로부터의 독립을 조화롭게 추구할 수 있는 장점이 있음. 따라서 세계공적연금 지배구조개혁 동향인 정부간섭 배제, 시장참여자로부터 자율성, 최고전문가지향을 균형적으로 추구할 수 있는 방안이라 할 수 있음.
- 기금운용위원회 위원의 수당을 현실화하는 방안을 고려할 수 있을 것임. 현행 기금운용위원회 위원에게는 1회 참석에 약25만원인 소액의 회의참석수당만이 지급되고 있음. 캐나다 CPPIB는 기본수당, 회의참석 수당, 이동경비 등으로 수당이 지급되는데 2007년 회계연도에 의장에게 120천 CAD(한화 약12천만원), 기타 위원들에게는 평균 50~60천 CAD(한화 약5~6천만원)를 지급하였음. 수당현실화가 회의참석을 제고나 논의의 내실화와 직결되는 요인은 아니나 기금운용위원의 대외적 위상이나 심의안전에 대한 심도 있는 검토의 중요성 등을 감안할 때 수당현실화는 반드시 필요한 조치라 생각됨.

• • CPPIB 위원 수당지급 현황 • •

(2007FY기준, 단위 : CAD)

성 명	기본수당	회의 참석수당	이동수당	계
Gail Cook-Bennett(의장)	120,000	-	-	120,000
Robert M. Astley(감사위원장)	32,500	20,750	-	53,250
Germaine Gibara	25,000	30,750	1,500	57,250
Peter K. Hendrick	25,000	18,750	-	43,750
Philip MacDougall	25,000	18,500	3,000	46,500
Helen Sinclair(관리위원장)	32,500	25,000	-	57,500
Ronald E. Smith(성과보상위원장)	32,500	22,250	3,000	57,750
David Walker(임시분과위원장)	32,500	25,750	3,000	61,250

※ 자료 : CPPIB 2008년 발간 연차보고서. 다만, 연도 중 임면된 위원은 제외

- 또한, 수당현실화와 더불어 위원회 개최를 매월 정례화 하는 방안도 검토되어야 함. 심의안건이 없는 경우에도 보고안건으로 현안을 보고토록 함으로써 위원회의 실질적 운영이 기대되기 때문임.

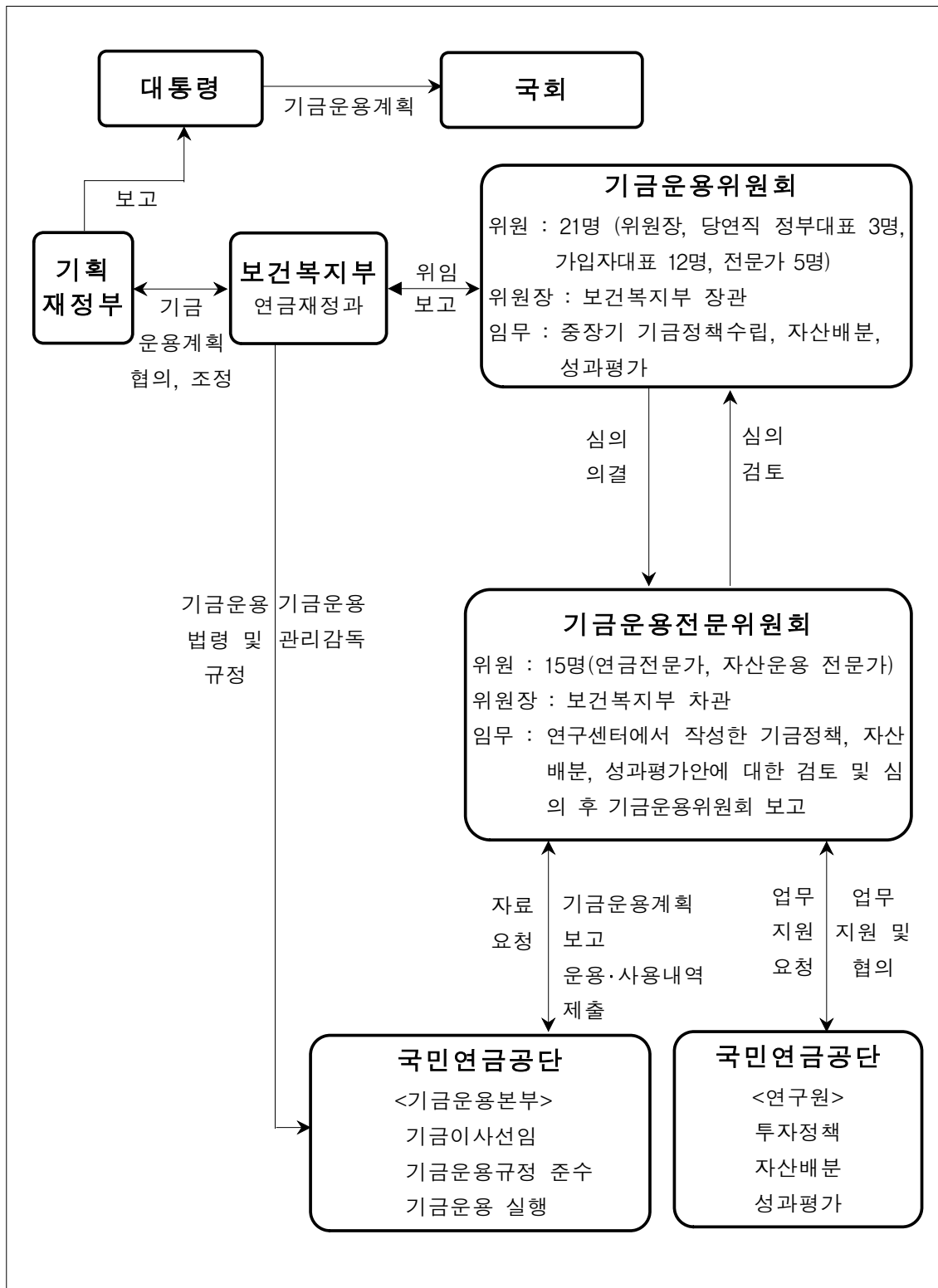
2. 중장기투자전략위원회 방안

- 앞서 언급된 중투위는 정책제언을 통하여 제1안을 기금운용체계 개편방안으로 제시하였으나 참여정부를 거쳐 현재 추진되고 있는 정부입법안은 중투위의 제3안과 흡사한 방안임. '02.6월 중투위의 보고서 제출이후 '02년말 복지부는 제3안으로 개편방향을 설정하였으나 그 채택이유가 명확하지 않고 정부입법안으로 개편하는 경우에도 제1안과 사회적 합의구조가 약해지는 것 이외에 별다른 차이가 없으므로³²⁾ 중투위의 제1안을 두 번째 대안으로 제시하고자 함.
- 중투위의 제1안에서는 기금운용위원회는 대표성 유지를 위하여 사용자단체추천 3명, 노동조합, 연합단체추천 3명, 지역가입자단체추천 6명은 유지하되 당연직 위원 중 정부대표 인원을 현재의 6인에서 3인으로 축소(노동부, 산자부, 농림부 차관 제외)하고 이를 전문가로 충원하며, 기금운용위원회 지원 강화를 위하여 기금운용실무평가위원회를 연금전문가 및 기금운용 관련 전문가로 구성되는 기금운용전문위원회로 변경하여 운영하는 것임. 기금운용전문위원회는 투자정책 및 자산배분소위원회, 성과평가소위원회로 구성됨.
- 기금운용위원회는 투자목표, 투자대상, 투자한도, 투자기준, 위험허용한도 설정을 포괄하는 투자정책의 설정, 중기 및 연간 자산배분, 성과평가와 기타 기금운용에 관련된 사항을 담당하는 역할을 함.

32) 위원회를 완전 민간전문가로 구성하여 수익률을 높이려는 것으로 수익률의 90% 이상이 전략적 자산배분에 영향을 받으나 이미 국민연금기금의 중장기 자산배분계획이 수립되어 있고 기금 규모 상 자산 재구성에 소요되는 기간을 감안할 때 민간 전문가로 위원회 구성은 수익률에서 큰 차이를 기대하기 곤란함

- 기금운용전문위원회는 투자정책, 자산배분, 성과평가, 위험관리(안), 기금운용 사용 내역 및 감사보고에 대하여 심도 있는 검토를 실시하고 이를 심의 후 기금운용위원회에 보고하는 역할을 담당함. 또한, 기금운용전문위원회에 설치되는 각 전문위원회 중 ‘투자정책 및 자산배분소위원회’는 투자정책(투자목표, 투자대상, 투자한도, 투자기준), 국민연금기금의 중기운용 전략 수립(매 5년), 연간 자산배분(정책적, 전략적 자산배분), 위험허용한도 설정을 담당하고, ‘성과평가소위원회’의 경우에는 기금운용 성과분석 및 성과평가 보고서 검토, 기금운용 성과평가 결과 등을 기금운용위에 보고하는 역할을 맡음.

• • 기금운용체계 개편 대안 : 중투위 제1안 • •



※ 자료 : 국민연금 기금운용 중장기 투자정책 방안, 국민연금중장기 투자정책 위원회 2002

- 국민연금공단의 연구원은 기금운용위원회와 복지부의 업무를 지원하는 역할을 담당하고, 중장기 기금운용계획 작성, 전략적 자산배분안 작성역할도 담당함. 또한 연구원은 투자정책 제안, 투자관리, 위험관리, 성과평가, 재정추계 등에 관련된 보고서를 작성하는 역할을 담당함. 이를 위하여 현행 기금정책과 기금평가 등 2개 팀으로 구성된 연구원의 기금관련 조직과 인력을 대폭 보강하도록 제시되어 있음³³⁾.
- 중투위는 본 대안이 '98년 민주성, 전문성, 효율성 등을 감안하여 개편한 현행기금운용체계의 급격한 변화 없이도 기금운용의 책임·권한의 명확화에 관한 쟁점을 해결하는 장점을 지니고 있다고 자체 평가함³⁴⁾.
- 또한 본 대안은 가입자대표의 참여를 통하여 사회적 합의구조를 유지하고 있는 현재 기금운용 관리체계의 기본 틀은 유지하면서도 책임의 명확화와 전문성 강화를 통한 수익제고를 도모할 수 있는 방안이라 할 수 있음.

33) 국민연금 기금운용 관리체계 개선방안(중투위, '02.6) 75~76p 인용

34) 국민연금 기금운용 관리체계 개선방안(중투위, '02.6) 86p 인용

- 중투위의 정책제언인 본안은 많은 장점에도 불구하고 현행 기금운용체계와 같이 기금운용위원회 위원이 많아서 성원 구성이 힘든 문제점이 개선되지 않는 단점이 있고, 기금운용위원회와 전문위원회의 연계가 모호하여 전문위원회가 기금운용위원회의 전문성을 어떻게 보완할 것인가에 대한 명확한 해답을 제시하지 못하는 한계가 존재함.
- 또한, 전문위원회의 위원의 요건이 연금 및 자산운용 전문가로 규정되어 있는데 어떻게 전문가를 활용할 수 있을 것인가에 대한 제시도 부족한 실정임.
- 위의 문제를 해결하기 위한 방안으로 기금운용위원회 위원 수를 축소조정하고 기금운용위원회와 전문위원회의 연계를 강화하는 수정방안을 고려할 수 있음. 기금운용위원회는 대안에서 제시한 21인에서 전문위원회의 위원수와 같은 15인으로 축소하는 것임. 다만, 가입자대표를 8명으로 하여 과반구성은 그대로 유지될 수 있도록 함.
- 전문위원회는 기금운용위원회에 참여하는 정부부처나 단체에서 참여토록 하여 기금운용위원회 위원과 전문위원회 위원의 연계를 대폭 강화하고, 기금운용위원회와 전문위원회의 심의안건을 같게 하여 전문위원회를 거치지 않고 기금운용위원회로 직접 상정되는 안건이 없게 함으로써 전문위원회가 기금운용위원회를 실질적으로 보좌할 수 있도록 함.

□ 또한, 전문위원의 전문성 강화를 위하여 가입자 대표 단체에 전문가를 사용할 수 있는 예산을 국민연금기금으로 지원하는 전문성 강화 프로그램의 도입도 검토할 수 있을 것임.

• • 수정대안의 위원회 구성(안) • •

구분		기금운용위원회	기금운용전문위원회	비고
계		15인	15인	• 가입자 대표 8인
위원장		1인 (복지부장관)	1인 (복지부차관)	• 현행 유지
정부위원		3인 (국무총리실,기재부,공단)	3인 (좌동)	• 농림,산자,노동 제외 • 실무평가위원회에서 복지부 국장 제외
가입 자 대 표	사용자대표	2인	2인	• 3인→2인으로 축소
	근로자대표	2인	2인	• 3인→2인으로 축소
	농어업인	1인	1인	• 2인→1인으로 축소
	자영자	2인	2인	• 3인→2인으로 축소
	시민단체	1인	1인	• 2인→1인으로 축소
관계전문가		3인	3인	• 2인→3인으로 확대

3. 시장지배력의 완화 및 효율성에 대한 논의

가. 현행체계의 문제점 및 대안

- 자본시장에서 국민연금기금의 지배적 지위가 급증하면 다음과 같은 부작용이 우려됨.
- 첫째, 이러한 대규모 자본은 한 기관에서 운용하게 되면 그 기관의 결정에 따라 투자자산의 쏠림 현상을 막을 수 없음. 국민연금이 큰 손으로서 한국 자본시장을 좌지우지하게 되면 국민들의 노후안정이 소수 자산운용가의 의사결정에 의존하게 되는 것임.
- 특히 국민연금이 자산을 구입하는 시점에서는 자산가격을 상승시켜 이익을 확대시키는 방향으로 작용하겠지만, 향후 자산을 매각하는 과정에서는 시장의 큰 손으로서 투자 손실을 감수해야 함. 연기금의 보유자산 매각으로 인한 금융자산 가격 하락 가능성(financial asset meltdown hypothesis)은 고령화를 먼저 경험하고 있는 선진국에서도 우려되고 있는 문제임. 우리나라의 경우는 다른 나라에 비해 연기금의 적립규모가 월등히 크고, 이를 바탕으로 한 막대한 자본 시장지배력으로 인해 보유자산 매각으로 인한 부작용이 더욱 클 것임.
- 둘째, 현재와 같이 국민연금기금이 안전자산 위주로 투자될 경우 국민경제의 성장 동력을 저해하며, 대기업에게만 집중적으로 자본 공급을 할 위험이 있음.

- 국민연금기금의 투자가 안전자산에 집중되는 것은 국민의 선호를 반영한 현상이며 미시적으로 볼 때 노후대책을 위한 합리적 선택으로 볼 수 있지만 거시적으로는 다른 결과가 나타날 수 있음. 국민연금기금이 민간 저축을 흡수해 민간보다 위험기피적인 투자만 고집한다면 중소기업과 신성장산업은 자금조달에 어려움을 겪을 것임. 그 결과 경제성장률이 하락하고 청년 실업률이 높아지면 노인층을 보호하기가 더 어려워질 것임.
- 셋째, 국민연금의 과도한 국채 투자는 재정규율을 약화시킬 수 있음.
 - 90년대 일본의 재정적자가 급속하게 늘어나게 된 배경에도 일본 우정성의 대규모 국채매입이 일조를 하였음.
- 넷째, 국민연금기금이 국채시장에서 지배적 지위를 갖게 되면 중앙은행이 아닌 국민연금이 지표금리를 실질적으로 결정하는 역할을 하게 됨. 이와 함께 주식시장에서의 지배력이 높아지면 투자 기업의 기업지배구조가 문제될 수 있음.
 - 우선 기금운용을 분권화 시킬 경우 전략적 자산 배분에 대한 경쟁이 가능함. 각 독립된 운용기관은 주어진 목표를 달성하기 위해 운용기관 고유의 중기자산배분을 수립하게 될 것이며 이에 따른 성과가 매년 공시되도록 한다면 운용계획을 수립하는데 있어서 경쟁의 효과가 발휘될 것으로 기대됨.
 - 또한 현행 구조에 따르면 기금운용과 관련한 모든 의사결정이 운용위원회의 위원장에게 집중되어 있기에 복수의 기금운용기관이 설치된다면 단일 운용기관에 의해서 운용방향이 결정됨에 따른 위험을 분산시킬 수 있을 것임. 이와 같은 기대효과는 복수의 운용기관이

존재함으로서 운용성과를 측정하는데 벤치마크나 절대 수익률 외에도 동류 기관들 간 비교평가가 가능하게 됨으로서 성과 비교가 수월해 측정 및 평가가 쉽다는 경쟁원리가 적용되기 때문임.

- 거대한 국민연금기금의 시장 지배력의 완화와 경쟁을 통한 효율을 제고하기 위한 방안의 하나로 투자 분권화의 현실적 가능성을 검토해 볼 필요가 있음. 또한 하나의 단일기관인 운용위원회에 의해 정해지는 하나의 자산배분 안에 비해 운용위험을 감소시킬 수도 있음.
- 복수의 기금운용기관을 수립함에 따른 단점으로는 다음과 같은 것을 들 수 있음.
 - 첫째, 중복투자의 문제로서 복수의 운용기관은 리서치 인력 등 중복투자의 문제가 존재할 수 있음. 둘째, 경쟁과 책임으로서 복수의 운용기관은 경쟁을 통해 운용능력이 떨어지는 운용기관이 발생할 경우 사후에 통합논의가 다시 될 수 있음³⁵⁾.
 - 또한 복수의 자산운용기관 간 직접 경쟁은 공격적 투자에 의한 위험 증대 가능성이 있고, 공시를 통한 경재 유도의 경우에는 눈치보기에 따른 유사한 자산배분을 초래할 수 있다는 주장도 일부 제기되고 있다. 실제 스웨덴의 경우 이러한 사례가 발견되고 있음.
- 이러한 위험 증대 가능성과 자산배분의 수립과 관련한 이슈는 우선 자산배분에 있어서 전략적 자산배분과 전술적 자산배분의 두 단계로 나누어 고려되어야 함.

35) 복수 기관의 단점은 2007 한국재무학회-한국경제연구원 공동 심포지엄, “공적연금의 시장감시” 중에서 제 1 주제 : 국민연금의 지배구조, 박영석, 이기영 발표 자료 20페이지에서 인용함

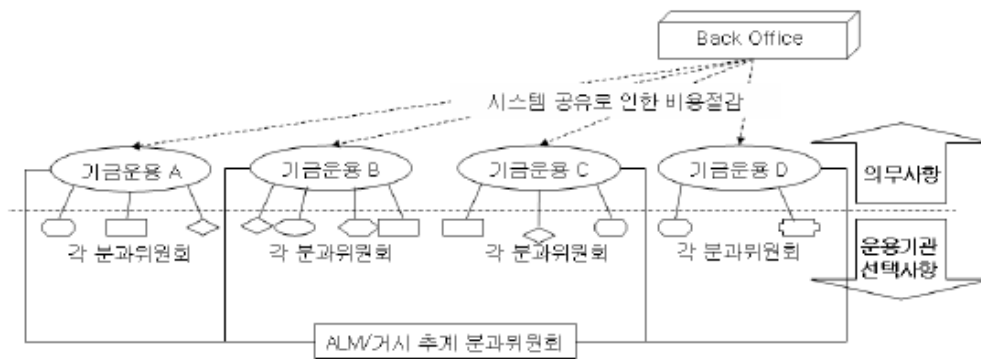
- 첫 번째 가능성으로 언급한 직접 경쟁에 따른 위험증대는 전술적 자산배분에 더 밀접한 관련이 있음. 이는 전체 기금포트폴리오 차원에서 주어진 허용위험한도 내에서 전략적 자산배분이 이루어진 후에 추가적인 수익(알파)을 창출하기 위하여 경쟁적으로 추가적 투자위험을 감수하고자 하는 운용행태를 가리키는 것임.
- 이것은 각각의 운용기관이 의사결정을 해야 하는 부분이며 우수한 성과를 내는 팀 혹은 펀드매니저에게는 그에 적절한 보상을 함으로써 경쟁을 촉진해야 할 사항일 것임. 만일 여기서 위험증대가 위험자산에 더 많은 비중을 할애하는 공격적 운용을 가리키는 것이라면 이는 아래의 전략적 자산배분 과정과 관련이 있을 것임.
- 두번째 가능성으로 언급한 눈치보기에 의한 유사한 자산배분은 복수의 자산운용위원회가 의사결정을 하는 주식, 채권, 부동산 등과 같은 대분류 자산에 대한 전략적 자산배분과 밀접한 관련이 있음. 여기서 눈치보기라는 것은 자율적 의사결정권을 가진 복수의 자산운용위원회가 주식과 같은 위험자산에 대하여 일정수준의 비중으로 다함께 수렴하는 경향으로 이 경우 기금분할의 실제적 효과가 감소할 것임.

나. 복수의 기금운용기관 운영 방안

- 대규모의 연금기금이 하나의 공적기관에 집중되어 국민경제 전체의 자산배분 비율을 왜곡시키는 문제를 해결하기 위해서는 국민연금의 운용기관을 다변화 시키는 것도 장기적으로 검토할 필요가 있음.

- 또한 기금운용기관을 다변화하면 이들 기관의 수익률을 비교함으로써 국민연금기금 운용의 성과평가를 보다 객관적으로 하고 이들 기관간의 경쟁을 유도하는 장점이 있음.
- 현행 구조에 따르면 기금운용과 관련한 모든 의사결정이 운용위원회의 위원장에게 집중되어 있는데, 복수의 기금운용기관이 설치된다면 1인 위원장에 의해서 국가자본시장이 좌우되는 것을 막을 수 있을 것임.
- 기금을 분리하여 복수의 운용기관으로 운영할 경우 각 기관들에게 최대한 자유재량권을 주어야 할 것임. 즉, 운용 공사의 집행부 구조와 아웃소싱 여부 등의 문제는 개개의 운용공사에 맡김으로써 어느 기관의 의사결정이 보다 효율적인지 사후적으로 평가하여 경쟁을 유도해야 함.
- 해외투자의 경우도 마찬가지임. 해외투자의 경우 전문화를 통해 해외투자 전문기관에게 일률적으로 위탁하게 된다면 규모의 경제를 실현할 수 있을 것이라는 의견이 제기되고 있음. 그러나 이 경우, 대체 투자 등 특수 투자 별로 한 곳에 집중하자는 의견이 제시될 가능성이 있어 비효율적이라 판단되고 있음. 특수분야에 대한 집중화 역시 각 분리된 운용기관의 위원회에서 결정할 문제인 것임.

• • 복수의 기금운용위원회 설치 방안 • •



※ 자료 : 기금운용체계 개선방안, 국민연금연구원 2007

- 복수의 기금운용기관이 설치된다고 해서 운용기관의 수만큼 비용이 추가적으로 소요되지는 않을 것임. 이는 운용 및 현금흐름과 관련한 모든 Back Office는 공유하기 때문에 인건비만 추가하면 될 것이기 때문임.
- 물론 기금규모가 거대하여 시장에 미치는 영향을 줄이기 위한 방안으로 굳이 운용기관을 복수로 선정하기 보다는 외부위탁비중을 크게 증대시키면 될 것이라는 의견도 있지만 외부 위탁으로는 위탁자금의 규모와 내부 자금의 규모가 현저히 차이가 나기 때문에 성과 비교가 불가능하며 민간위탁운용기관에 대한 기금운용의 통제나 평가가 용이하지 않을 것으로 판단되고 있음.
- 더욱 국민연금 기금은 공적 연기금으로서의 특성을 가지고 있는바, 민간펀드와는 리스크와 운용스타일에 대한 차별성을 위탁사에게 강요하기 어려움.

- 이렇게 복수의 운용기관으로 기금운용을 분할할 경우 우선적으로 고려하여야 하는 사항은 규모의 자금과 운용 제약 조건을 같도록 하여 비교 가능하도록 하여야(perfect duplication)하며, CEO 아래의 집행 구조와 운용구조에 있어서는 자유재량권을 행사하도록 하여 동일한 규모에서의 완전경쟁을 유도하여야 할 것임.

- 분리된 각 연금운용기관은 기관 나름대로의 운용철학을 가지고 있어 어느 기관은 위험최소화를 목표로, 또 다른 기관은 장기 안정적 투자를 목표로 혹은 어느 기관은 단기 수익률 극대화를 목표로 하는 등 차이가 존재할 수도 있고 이들을 절대 기준에 맞추어 평가한다는 것은 자칫 기금의 위험을 증대시키는 방향으로 유도할 우려가 있음. 그러므로 평가적 측면보다는 각 기금으로 하여금 공시사항에 자신들의 운용성과 공시기준에 맞추어 의무에 다른 운용기관들과 비교하도록 규정화하는 것만으로도 충분하다고 판단되고 있음.

- 예를 들어 스웨덴 AP 기금의 경우 동일한 4개의 기금운용기관이 존재함. 이들의 운용 성과는 매년 각 AP 기금의 연차보고서에 수록하며 이때 다른 AP 기금과의 비교를 수록하도록 되어 있음. 그러나 수록할 성과기준이 존재하지 않음. 단지 자신들이 공시하는 운용성과를 다른 기금과 비교하도록 함.

- 또한 성과가 좋다고 해서 즉각적인 인센티브나 별도의 인사적 조치가 주어지는 것도 아님. 성과가 좋지 않더라도 매년 운용하여야 할 연금기금은 동일하게 분배하고 있음. 그럼에도 각 운용위원회 위원들은 자신들의 명성유지나 차기 재계약 문제와 연계하여 운용에 경쟁효과를 나타내고 있음.

- 이와 같이 국민연금이 분할되어 운용한다고 할 경우 성과가 좋지 않을 경우에는 개별 운용위원회(사장 경질 혹은 위원 사임 등)에서 책임지도록 하는 방안이 마련된다면 충분한 경쟁효과가 나타나리라 기대됨.

4. 자산배분의 분권화에 대한 논의

- 대규모의 연금기금이 하나의 공적기관에 집중되어 국민경제 전체의 자산배분 비율을 왜곡시키는 문제를 해결하기 위해서 기금운용기관을 복수화 하는 방안도 장기적으로 검토할 필요가 있음. 하지만 복수의 기금운용기관이 설립되더라도 궁극적으로 국민연금기금 전체의 전략적 자산배분은 종합적으로 이루어져야 하기 때문에 특정기관의 의사결정이 자본시장을 좌우하는 문제에 대한 근본적 해결책은 될 수 없음.
- 국민연금기금운용이 거시경제 및 자본시장에 미치는 지배력 문제를 근본적으로 해결하기 위해선 개개인이 연금보험료 중 일부에 대해 스스로 투자결정을 하는 방안도 논의될 수 있지만, 당장은 실현 가능성이 희박한 방안이라 할 수 있음.
- 그러나 아이디어 차원에서 제안한다면, 현재 국민연금제도 하에서 약 1/2을 차지하고 있는 소득비례부분을 확정급여형(defined benefit)에서 확정기여형(defined contribution)체제로 전환하고, 개인구좌를 개설하여 개인들로 하여금 투자 결정을 하도록 허용하는 방안을 생각해 볼 수 있음. 국민연금 보험료를 내는 것은 현재와 같이 강제저축의 성격을 그대로 유지하도록 하되 소득비례 부분만은 개개인이 자율적으로 투자결정을 하도록 허용하자는 것임. 나머지 50%인 소득재분배 부분은 현재와 같이 확정급여형(defined benefit)체제로 유지하고 국민연금운용공사가 자산운용을 담당함.

- 이런 프로세스를 통해 투자 의사 결정을 부분적으로나마 가입자가 하게 되어 자본시장 왜곡현상을 완화시킬 수 있고 국민연금의 자산 배분이 제도적으로 시장중립 포트폴리오와 유사하게 되는 장점을 지님. 또한 확정기여형 제도가 일부 도입됨으로써 국민연금의 장기 재정 건전성 문제도 개선될 수 있음.
- 이러한 제도 개선은 일부 선진국에서 도입하고 있음. 스웨덴의 경우 1998년 연금개혁을 통해 전체 보험료 18.5% 중 2.5%를 개인계정에 별도로 적립하도록 함. 이 자금은 민간보험회사, 은행, 투자회사 등의 연금 펀드에 투입되고, 개인들이 선택한 펀드의 투자 성과에 따라 연금 급여의 일부가 결정됨.
- 영국의 경우 최저소득을 보장하는 기초연금으로 1층을 담당하고, 2층은 소득비례연금 체계로 확정급여형으로 국가에서 운영하는데, 일정한 조건을 만족할 경우 소득비례연금을 확정기여 방식의 기업연금 또는 개인연금으로 대체할 수 있음. 프랑스, 네덜란드, 덴마크, 핀란드 등에서는 기업연금이 국민연금의 소득비례부분을 완전 대체함. 미국에서도 12.4%의 연금 보험료 중 2.5~4%를 개인구좌로 적립하여 운영하도록 하는 연금개혁방안이 현재 검토 중에 있음.
- 그러나 다시 한번 언급하지만, 이러한 분권화된 자산배분 개선안은 장기적으로 추진할 수밖에 없는 과제라는 점을 밝힘. 현행 제도 하에서 연금가입자는 어떠한 위험자산에 투자한 것보다 높은 수익률을 보장받고 있기 때문에 구태여 개인적인 투자 의사 결정을 통해 자산운용 수익률을 높이려 노력할 필요가 없기 때문임.

- 연금개혁이 이루어져 보험료율이 높아지고 급여가 낮아져 운용 수익률이 관심의 대상이 되어야 이러한 제도개선이 논의되기 시작할 것임. 연금제도개혁이 재정건전성 확보뿐만 아니라 기금의 효율적 운용을 위해서도 선결되어야 할 과제인 것도 바로 이 때문임.



참 고 문 헌



- 국민연금중장기투자정책위원회(편), 2002, 『국민연금 기금운용 중장기 투자정책 방안』, 국민연금중장기 투자정책 위원회
- 국민연금 중·장기 기금운용 Master Plan 기획단(편), 2004 『국민연금 중·장기 기금운용 Master Plan 보고서』, 중·장기 기금운용 Master Plan 기획단
- 국민연금 장기운용전략 기획단, 2007, 『국민연금기금 장기운용전략 기획단 보고서』, 국민연금 장기운용전략 기획단
- 국민연금운영개선위원회(편), 2008, 『제2차 국민연금 재정계산 국민연금의 운영개선 방향』, 국민연금운영개선위원회
- 국민연금관리공단 10년사 편집위원회, 1998, 『국민연금 10년사』, 국민연금관리공단
- 고광수, 조성훈, 박창욱, 『공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로』, 한국증권연구원, 2004
- 김용하, 1999, 「공적연금채무와 재정건전성 확보방안에 관한 연구」, 사회보장연구, 15(2)
- 문영표 (편), 2007, 『연금기금운용의 평가와 정책과제』, 경제인문사회연구회 협동연구 총서 07-01-04, 한국개발연구원
- 송원근, 2002, 「연금자본주의의 한계와 그 가능성」, 《사회경제평론》, 제18호, 25~373쪽.
- , 2003a, 「기업파산과 미국 기업연금의 문제점」, 《경제학 연구》, 제51집,
- , 2003b, 「미국의 기업연금과 확정기여형연금제도의 위기」, 이병천 외, 『자본주의 대 자본주의: 연금개혁의 비교자본주의론』, 서울: 아연출판부, 127~150쪽.
- , 2004, 「연금개혁과 연금자본주의의 위험」, 《아세아연구》, 47권 1호(통권
- , 2005, 「연기금의 사회적 책임 제고를 위한 제언」, 『연기금의 지배구조 개혁과 사회책임투자 방안』, 토론회자료집(5. 19).
- 양재진, 2003, 「한국연금개혁의 주요이슈와 제도개혁대안: 명목확정기여형 방식을 중심으로」, 《사회과학논집》, 연세대.
- 오건호, 2006, 「국민연금기금 운용체계 개편 논란, 쟁점과 대안」, PPI Report, 진보정치연구소, 민주노동당.
- , 2007, 「국민연금법 개정안 평가 및 연금정치」, 한국사회과학연구소, 동향

- 과전망 2007년 가을·겨울호(통권 71호), 10, pp. 190 ~ 204 (15pages)
- 원석조, 2002, 「미국의 사회보장연금 개혁과정에 대한 고찰」, 한국사회복지학, vol 51, pp.5-21
- , 2001, 「WorldBank와 ILO/ISSA의 사회보장연금 민영화 논쟁에 관한 연구」, 한국사회복지학, 제46권
- 유시민 2006, 『국민연금 개혁에 대한 국민보고서』, 보건복지부, 11월.
- 윤석명, 2005, 「국민연금개혁, 바람직한 방안은?」, 《나라경제》, 6월.
- , 2006, 「초고령사회와 공적연금제도: 외국 연금개혁방향 중심으로」, 《연금포럼》, 가을호, 국민연금관리공단.
- , 1999, 「스웨덴 공적연금제도 개혁과 시사점」, 보건복지포럼, 제36호:59-69
- , 2000, 「공적연금과 명목확정각출제도」, 보건복지포럼, 제43호: 71-79
- , 2004, 「외국연금개혁동향과 우리나라의 연금개혁방향:모수적 연금개혁 중심으로」, 한국사회보장학회 추계학술발표대회, 2004년 10월 22일, [서울:국회의원회관]
- · 석재은, 1999, 「국민연금제도 전개의 한국적 특징과 지속가능 성」, 한국사회복지학, 제37권:89-118
- 이동호, 2007, 『국민연금기금운용 정책네트워크 분석』, 박사학위논문, 서울시립대학교 대학원
- 이용하, 2004, 「국민연금제도 개선의 가능성과 한계」, Working Paper 2004-02, 국민연금연구원.
- , 1998, 「국민연금 민영화 주장에 대한 비판적 고찰」, 사회보장연구, 14(2):171-205.
- 전창환 교수, 2005, 『연금지배구조와 사회적 책임투자 - 미국과 캐나다의 사례』, 한신대학교
- , 2006, 「연금지배구조의 정치경제학: 미국과 캐나다의 사례」, 동향과 전망, 66호.
- , 2007, 「국민연금의 지배구조와 기금운용체계, 경제와 사회」, 2007년 봄호 (통권 제73호,
- 정경배, 이정우, 2003 『국민연금 기금운용 관리체계 개선방안 연구』, 보건사회연구원
- 정홍원, 1998, 『국민연금제도 개혁을 위한 정책대안의 설계: 급여의 적절성과 연금제

- 정의 안정화를 중심으로』, 박사학위논문, 연세대학교 대학원.
- 한성운 외, 2000, 『국민연금기금의 지배구조 개선방안』, 국민연금 연구센터.
- , 1999, 『국민연금기금의 관리운용체계 개선방안』, 국민연금연구센터
- , 2002 『해외 공적연금의 기금운용 사례연구』, 국민연금연구센터
- KPMG, 『2001년도 기금운용 장기전략 컨설팅』, KPMG 용역보고서
- 玉木伸介, 2004, 『年金2008年問題—市場を歪める巨大資金』, 日本 經濟新聞社
- Ambachtsheer, Keith P., "Pension Fund Asset Allocation: In Defense of a 60-40, Equity Debt Asset Mix," *Financial Analysts Journal*, September/October 1987.
- Ferrar, P, J "Public Sector Pension Reform: Creating Portable Pension for Government Employees", <http://www.atr.org/content/html/2002/apr/043002pb.html>, 2002
- Flynn, T. 2004. "War and Weapons Funded by Canada Pension Fund." *Alternatives Journal*, Sep/Oct
- Impavido Gregorio, On The Governance Of Public Pension Fund Management, Mimeo. World Bank, Washington, D.C., 20 August 2002.
- ISSA(1996). Protecting retirement incomes: Options for Reform. Studies and Research No. 37:1-4
- ISSA(International Social Security Association), 2001, Various reports. Geneva, Switzerland, (<http://www.issa.int/>).
- OECD, 2002, Pension fund Governance, Room Document N°11, Session 2, Regional Meeting for the Eastern and Central European Countries, Tallinn, Estonia, 7-8 February 2002
- OECD, 2008, "Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries"
- Palacios R., Securing Public Pension Promises through Funding, Pension Research Council, The Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper 2002-19. 2002
- Palacios, Robert. February 1996. Averting the Old-Age Crisis. Technical Annex,

World Bank, Washington D.C.

Saas, S. 2006. "Reforming the Canadian Retirement System: Investing Social Security Asset in Equities." *Global Issues in Brief*, No. 5, April, Center for Retirement Research at Boston College.

Vittas, Dimitri. Swiss Chilanpore: the Way Forward for Pension Reform?, World Bank, Washington D.C. 1993.

World Bank (2000), "Managing public pension reserves Part I: Evidence from the international experience, Pension Reform Primer Series, *Social Protection Discussion Paper No. 0003*, lesias A. and Palacios

World Bank "Managing public pension reserves Part II: Lessons from five recent OECD initiatives, Robert Palacios, July 2002.

World Bank, Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect The Old and Promote Growth, New York, Oxford University Press, 1994

World Bank, Pension Systems in East Asia and the Pacific: Challenges and Opportunities. Social Protection, World Bank, Washington D.C. 1999

World Bank, Pension Systems in East Asia and the Pacific: Challenges and Opportunities. Social Protection, World Bank, Washington D.C. 1999

ABP 공식사이트 <http://www.abp.nl>

ABP Annual Report 2001~2006

APG 공식사이트 <http://www.apg.nl>

CDPQ 공식사이트 <http://www.lacaisse.com/>

CDPQ. *Annual Report* 1998~2007.

CPPIB. 공식사이트 <http://www.cppib.ca>

CPPIB. *Annual Report* 2001~2006.

GPIF 공식사이트 <http://www.gpif.go.jp/>

OECD 공식사이트

(http://www.oecd.org/topic/0,3373,en_2649_37411_1_1_1_1_37411,00.html)

국민연금 기금운용위원회 회차별 회의록 1999년~2008년

(<http://www.mw.go.kr/npfund.cafe>)

국민연금공단 <http://www.nps.or.kr>

미 사회보장국 공식사이트 http://www.ssa.gov/pgm/links_retirement.htm

보건복지가족부 <http://www.mw.go.kr>

세계은행 <http://www.worldbank.org/>

한국보건사회연구원 <http://www.kihasa.re.kr/>

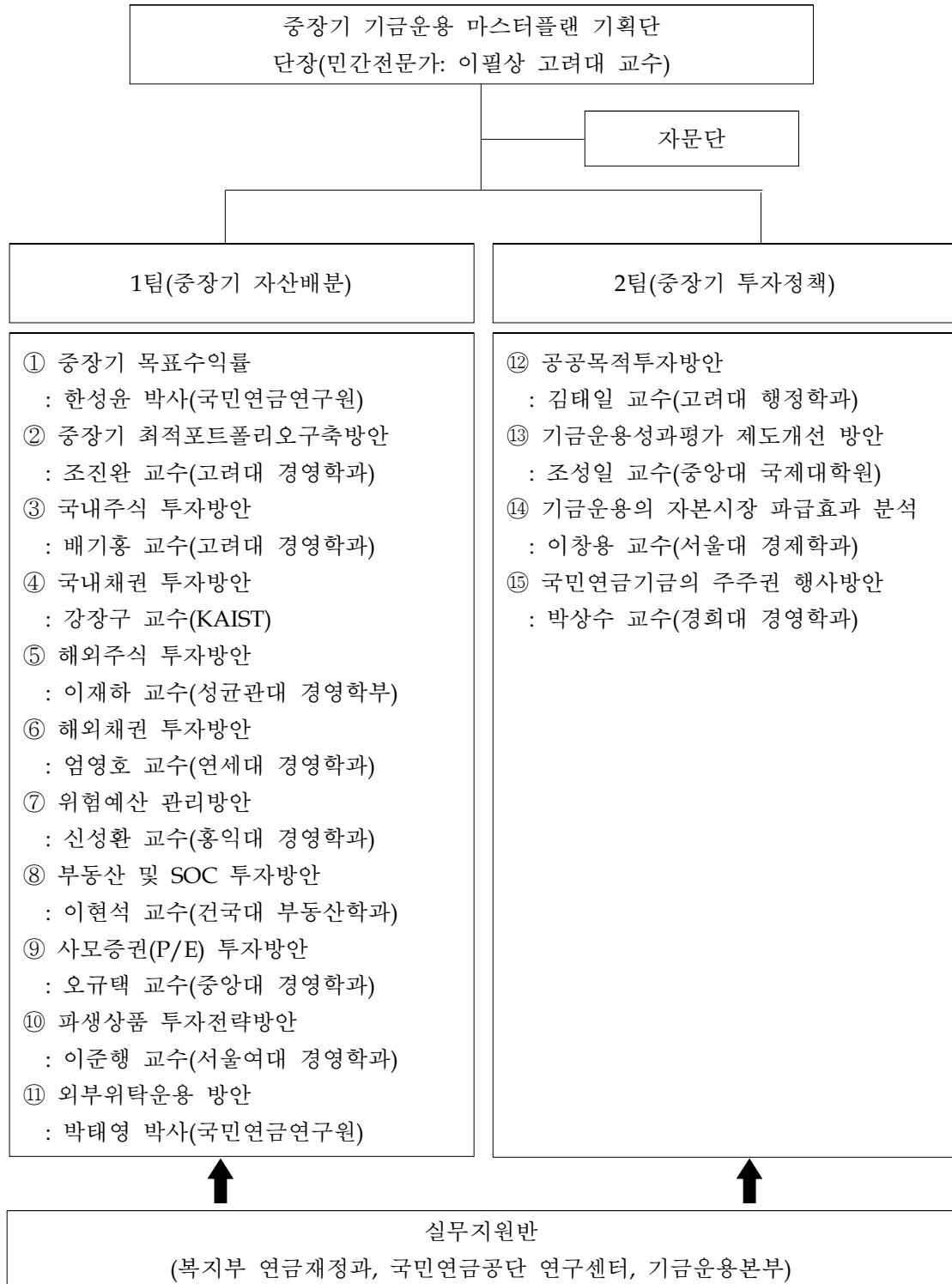
VI

부 록

<附錄 1> 국민연금 기금운용 투자정책위원회 구성 (2002년 4월 기준)

구 분	성 명	소 속
위 원 장	정 운 찬	서울대 사회과학대학장
상 임 위 원	노 인 철 김 선 영	국민연금연구센터 소장 기금운용본부장
1분과위원장	강 창 희	굿모닝투신 대표이사
위 원	원 중 욱 우 재 통 김 연 명 고 광 수 곽 태 선 장 순 영 전 근 철 정 문 경	한국보건사회연구원 연금보험팀장 한국펀드평가 대표이사 중앙대 사회복지학과 교수 증권연구원 연구위원 SEI에셋코리아 대표이사 한양대 경영학과 교수 기금운용본부 기금관리실장 국민연금연구센터 기금평가팀장
2분과위원장	유 태 호	다임인베스트먼트 대표이사
위 원	신 성 환 강 동 수 이 태 수 연 강 흠 김 용 덕 이 종 우 양 동 석 한 성 윤	홍익대 경영학과 교수 한국개발연구원 연구위원 현도대 사회복지학과 교수 연세대 경영학과 교수 외환코메르쯔투신 부사장 대우증권 투자전략팀장 기금운용본부 기금기획팀장 국민연금연구센터 기금정책팀장
3분과위원장	이 원 일	하나알리안츠투신 상무
위 원	김 원 식 오 규 택 김 용 하 김 병 덕 이 원 기 이 남 우 이 재 광 김 경 응	건국대 경제학과 교수 중앙대 경영학과 교수 순천향대 금융보험학과 교수 금융연구원 연구위원 메릴린치 상무 삼성증권 상무 기금운용본부 리서치팀장 국민연금연구센터 기금정책팀 책임연구원

<附錄 2>국민연금 중장기 기금운용 마스터플랜기획단 (2004년 말 기준)



<附錄 3> 국민연금 중장기 기금운용 마스터플랜기획단 자문위원 명단
(2004년 말 기준)

구분	성명	소속 및 직위	비고
1	오규택	중앙대 경영학과 교수	실무평가소위원회
2	심우일	중소기업연구원 초빙연구위원	"
3	홍백의	이화여대 사회복지학과 교수	"
4	남찬섭	서울신학대학교 사회복지학과 교수	"
5	이찬진	제일합동 법률사무소 변호사	"
6	원종욱	한국보건사회연구원 연금보험팀장	"
7	박상용	한국증권연구원 원장	전문가
8	권문일	덕성여대 사회복지학과 교수	전문가
9	안동현	서울대 경제학과 교수	전문가
10	이찬근	인천대 무역학과 교수	전문가
11	유석형	세계일보 논설위원	언론계
12	이하경	중앙일보 논설위원	언론계
13	노인철	국민연금연구센터 소장	관계자
14	조국준	기금운용본부장	관계자
15	양성일	복지부 연금재정과장	정부
16	윤기상	재경부 복지생활과장	정부
17	이태성	예산처 연금보험기금과장	정부

국가별 연금운용체계 비교						
(07년말 기준)						
구분	한국 (국민연금)	미국 (OASDI)	미국 캘리포니아 (CalPERS)	캐나다 (CPP)	캐나다 퀘벡주 (QPP)	네덜란드 (APG)
제정방식	수정적립방식	부과방식 ¹⁾	적립방식	부과방식 ¹⁾	부과방식 ¹⁾	적립방식
보험료율	9%	12.4%	매년 변동 (최근 2%~22%)	9.9%	9.9%	15.2%
가입자 수	1,827만명	16,318만명	109만명	1,161만명 ⁴⁾	360만명	120만명
수급자 수	209만명	4,980만명	45만명	470만명 ⁵⁾	135만명	70만명
기금규모 (GDP 비중)	220조원 (24.4%)	2,321조원 (15.9%)	250조원 (12.8%) ²⁾	125조원 (8.9%)	154조원 (52.2%) ⁶⁾	325조 (48.5%)
기금운용 의사결정기구	기금운용위원회	사회보장법으로 운용방법 규정	CalPERS 관리위원회	민간투자위원회 (CPPIB)	CDPQ 운용위원회	후생노동성· 기금운용위원회(자문)
기금운용주체	보건복지부 공단 기금운용본부	정부	CalPERS 내부운용조직	민간위원회 소속 운용조직	민간위원회 소속 운용조직	연금적립금관리운용 독립행정법인 ⁷⁾
운용위원구성 (상근여부)	삼각체계 (비상근)	정부지명 (비상근)	삼각체계 ⁸⁾ (비상근)	전문가 (비상근)	삼각체계 ⁸⁾ (비상근)	삼각체계 (비상근)
자산구성	주식 17.6% 채권 80.0% 대체 2.4%	채권 100%	주식 : 52.4% 채권 : 25.3% 대체 : 20.3%	주식 64.8% 채권 25.0% 대체 10.2%	주식 : 36.3% 채권 : 29.5% 대체 : 35.2%	주식 : 27.68% 채권 : 72.32% (재투채 286조 제외)
최근 수익률 ⁹⁾ ('00~'07)	6.83%	5.74% (T-bond금리)	6.52%	8.01%	6.35%	5.25%
						1.58%

[주] 1) 부과방식이나 급격한 보험료 변화로 방지를 위한 기금(Reserve Fund) 운용

2) 캘리포니아 지역 GDP 기준 3) 2001년말 기준 4) 2006년 3월 기준 5) 2004년 3월 기준

6) 퀘벡주 지역 GDP 7) 국고채를 제외한 나머지 전액은 위탁운용

8) 각계 대표기관에 의해 추천된 전문가 9) 연평균 시간가중 수익률 (기하평균) (단 미국 OASDI는 채권금리 산술평균)