

| 정책자료 2025-05

해외 퇴직연금 운용사례 조사



최웅비 · 김만수 · 이성훈 · 황준호 · 최병호 · 홍희주 · 강태현



해외 퇴직연금 운용사례 조사

최웅비·김만수·이성훈·황준호·최병호·홍희주·강태현

머 리 말

우리나라 퇴직연금제도는 2005년 도입 이후 빠른 성장을 이루며 2024년 말 기준 적립금 규모는 431.7조 원에 이르며, 양적 측면에서 괄목할 만한 성과를 달성하였다. 향후에도 퇴직연금은 지속적인 확대가 예상되며, 국민의 노후 소득보장을 위한 핵심 제도로서 그 중요성이 더욱 커질 것으로 전망된다.

그러나 이러한 양적 성장에도 불구하고, 퇴직연금은 저조한 수익률과 낮은 연금 수령 비중 등으로 인해 노후소득보장 제도로서의 기능을 충분히 수행하지 못하고 있다는 지적이 지속적으로 제기되고 있다. 원리금보장형 상품 중심의 운용구조, 가입자 책임에 의존하는 계약형 제도의 한계, 분산된 운용으로 인한 비효율성 등 구조적 문제로 인해 장기적인 자산 증식이 제약되고 있으며, 디폴트옵션 도입 이후에도 초저위험 상품 편중 현상이 지속되어 실질적인 수익률 개선 효과는 제한적인 상황이다.

이와 같은 문제의식 하에서 최근 퇴직연금의 수익률 제고와 제도 개선을 위한 정책적 논의가 활발히 이루어지고 있다. 특히 공적기관이 기금을 운용하는 기금형 퇴직연금 도입 및 확대 방안이 주요 과제로 부각되고 있으며, 국민연금공단의 기금운용 경험과 전문성을 활용하는 방안에 대한 관심이 높아지고 있다. 다만 제도의 실질적 도입을 위해서는 지배구조, 자산운용체계, 규제 프레임워크, 운영 인프라 등 다양한 측면에서의 종합적인 검토와 준비가 필요한 상황이다.

또한 퇴직연금 시장이 향후 대규모로 성장할 것으로 예상되는 가운데, 수익률 제고는 개인의 노후소득보장뿐만 아니라 자본시장 발전과 국가 경제의 선순환 구조 구축 측면에서도 중요한 의미를 갖는다. 이에 따라 기금형 전환을 통한 운용 효율성 제고, 규모의 경제 달성, 저비용 구조 구축 등의 필요성이 점차 강조되고 있다.

본 보고서는 이러한 배경을 바탕으로, 퇴직연금 운용에 공적영역이 참여하고 있는 해외 주요 국가의 사례를 체계적으로 조사·분석하고, 우리나라 기금형 퇴직연금 도입 시 활용 가능한 정책적·실무적 시사점을 도출하는 것을 목적으로 작성되었다. 이를 위해 네덜란드, 덴마크, 미국, 스웨덴, 호주 등 주요 국가를 대상으로 제도의 설립 배경과 법적 기반, 운용 및 지배구조, 자산배분 전략, 성과 및 비용구조 등을 종합적으로 검토하였다.

2025년 12월

국민연금공단 이사장 김 성 주
국민연금연구원 원장 한 정 립

목 차 | Contents

I. 서 론	1
II. 네덜란드 ABP	5
1. 설립배경 및 법적 기반	5
2. 운용구조 및 이해관계자 구성	9
3. 기본 운용전략(자산배분)	11
4. 성과 및 비용구조	13
5. 시사점	15
III. 덴마크 ATP	17
1. 설립 배경 및 법적 기반	17
2. 운용구조 및 이해관계자 구성	22
3. 기본 운용전략(자산배분)	25
4. 성과 및 비용구조	29
5. 시사점	32
IV. 미국 CalPERS	35
1. 설립배경 및 법적 기반	35
2. 운용 구조 및 이해관계자 구성	35
3. 기본 운용전략(자산배분)	39
4. 성과 및 비용구조	43
5. 시사점	44

V. 스웨덴 AP7	45
1. 설립배경 및 법적 기반	45
2. 운용구조 및 이해관계자 구성	45
3. 기본 운용전략(자산배분)	46
4. 성과 및 운용구조	47
5. 시사점	49
VI. 호주 Superannuation	53
1. 설립배경 및 법적 기반	53
2. 운용구조 및 이해관계자 구성	55
3. 기본 운용전략(자산배분)	60
4. 성과 및 비용구조	62
5. 시사점	64
VII. 결 론	65
참고문헌	69

표차례

〈표 Ⅲ-1〉 덴마크의 3층 연금체계	18
〈표 Ⅲ-2〉 노동시장보충연금법 일부	19
〈표 Ⅲ-3〉 ATP와 민간 기업의 지배구조 비교	22
〈표 Ⅲ-4〉 ATP 지배구조	24
〈표 Ⅲ-5〉 ATP 투자 포트폴리오의 Risk Factor Allocation	27
〈표 Ⅲ-6〉 ATP 헤징 포트폴리오의 구성	27
〈표 Ⅲ-7〉 ATP 투자 포트폴리오 구성	28
〈표 Ⅲ-8〉 ATP 투자 포트폴리오 연도별 운용 수익금 및 수익률	29
〈표 Ⅲ-9〉 ATP 투자 포트폴리오 장기 운용성과	30
〈표 Ⅲ-10〉 2024년 ATP 총 비용률	31
〈표 Ⅳ-1〉 CalPERS PERF 성과	43
〈표 Ⅴ-1〉 AP7의 펀드별 수익률 및 위험	48
〈표 Ⅵ-1〉 호주 퇴직연금 상품 유형 및 특징	57

그림차례

[그림 Ⅲ-1] ATP 투자 포트폴리오 누적 수익금 및 기간 수익률 추이	29
[그림 Ⅲ-2] ATP 총 비용을 추이	31
[그림 Ⅳ-1] CalPERS의 지배구조	38
[그림 Ⅳ-2] CalPERS 투자지침서	39
[그림 Ⅳ-3] CalPERS 연간 수리평가(Actuarial Valuation)	40
[그림 Ⅳ-4] CalPERS 자산배분	41
[그림 Ⅳ-5] CalPERS PERF SAA 목표비중 및 허용범위	42
[그림 Ⅳ-6] CalPERS 비용 구조	44
[그림 V-1] 〈그림1〉 AP7 지배구조	46
[그림 V-2] 〈그림 3〉 연도별 AP7의 주식, 채권펀드의 시계열 성과	48

I. 서론

□ 연구 배경

- 우리나라 퇴직연금제도는 2005년 도입 이후 약 19년 만에 적립금 431.7조 원(2024년 말 기준)을 달성하며 양적으로 괄목할 만한 성장을 이루었음
 - 최근 5년간 2배 규모로 성장하여 2023년 말 382.4조 원에서 2024년 말 431.7조 원으로 증가
 - 자본시장연구원에 따르면 2040년에는 1,172조 원, 2055년에는 1,858조 원까지 성장할 것으로 전망
- 그러나 질적 측면에서는 심각한 문제점을 노출하며 노후소득보장 제도로서의 본연의 기능을 다하지 못하고 있다는 지적이 지속적으로 제기됨
 - 2024년 기준 퇴직연금의 5년 및 10년 수익률은 각각 2.86%, 2.31%로, 국민연금의 8.13%, 7.10%에 비해 현저히 낮은 수준
 - 10년 평균 수익률 2.31%는 동기간 물가상승률(2.20%)에도 크게 못 미치는 수준으로, 실질적인 자산 증식 효과가 미미
 - 연금 형태 수령 비중은 13.0%에 불과하여 대부분이 일시금으로 수령함으로써 노후소득보장이라는 제도 본래의 취지 달성에 한계
- 저조한 수익률의 구조적 원인은 아래와 같이 정리할 수 있음
 - 첫째, 전체 적립금의 82.6%(2024년 기준)가 원리금보장형 상품에 집중되어 있어 장기 수익률 제고에 구조적 한계
 - 둘째, 퇴직연금 운용을 비전문가인 가입자에게 맡기는 계약형 구조의 한계로, 금융 지식이 부족한 가입자들이 안전자산에만 머무르는 경향
 - 셋째, 소규모 사업장 중심의 분산 운용으로 규모의 경제를 달성하지 못하고 높은 수수료 부담

2 해외 퇴직연금 운용사례 조사

- 넷째, 2022년 도입된 디폴트옵션(사전지정운용제도)도 전체 적립금의 80% 이상이 초저위험 등급 상품에 편중되어 실질적 수익률 개선 효과 미미

□ 연구의 필요성

- 퇴직연금의 수익률 개선 및 노후소득보장 기능 강화를 위해 정부와 국회는 기금형 퇴직연금 확대 방안을 본격적으로 논의하고 있음
 - 현 정부의 대선공약에 ‘퇴직연금 공적연금화’ 포함
 - 2024년 8월 한정애 의원(민주당)은 국민연금공단이 100인 초과 사업장을 대상으로 기금형 퇴직연금을 운용하도록 하는 근로자퇴직급여보장법 개정안 대표 발의
 - 2025년 7월 안도걸 의원(민주당)은 기금형 모델을 전체 사업장으로 확대하는 법안 발의
- 국민연금 기금운용의 경험과 전문성을 활용할 경우 퇴직연금 수익률 제고에 대한 기대가 크지만, 실제 공단의 퇴직연금 사업참여에 대한 구체적 검토는 부족한 상황
 - 특히 조직운영, 지배구조, 자산운용체계, 규제 프레임워크 등 실무적 측면에서의 준비가 필요
 - 영리기관의 참여 여부, 규모의 경제 달성을 위한 기금 대형화 방안, 집합적 DC 방식의 적용 등 쟁점 사항에 대한 검토 필요
- 퇴직연금 규모가 2040년 1,000조 원을 넘어설 것으로 예상되는 가운데, 수익률 개선은 개인의 노후보장뿐만 아니라 자본시장 발전과 국가경제 활력 제고 측면에서도 중요한 과제
 - 기금형 전환을 통한 수익률 개선은 자본시장 활성화와 국가경제 선순환 구조 구축에 기여 가능
- 따라서 공적기관이 퇴직연금을 관리·운용하고 있는 해외 사례를 체계적으로 검토함으로써, 향후 국민연금공단의 기금형 퇴직연금

사업참여가 현실화 될 경우를 대비한 기초 자료 필요

□ 연구 목적 및 범위

- 본 연구는 퇴직연금 운용에 공적영역이 개입하고 있는 해외 주요 국가의 사례를 조사·분석하여, 한국의 기금형 퇴직연금 도입 시 활용 가능한 정책적·실무적 시사점을 도출하는 것을 목적으로 함
- 조사 대상은 다음과 같음
 - 준공적연금: 스웨덴 프리미엄연금(AP7), 덴마크 노동시장보충연금(ATP)
 - 다수기금 운용: 네덜란드 직역연금(ABP), 미국 캘리포니아 공무원연금(CalPERS)
 - 기금형 발달: 호주 슈퍼애뉴에이션(Superannuation)
- 각 제도별로 ① 설립배경 및 법적 기반, ② 운용구조 및 지배구조, ③ 자산배분 전략, ④ 성과 및 비용구조를 중심으로 분석하고 시사점 제시
 - 각국 연차보고서, 공식 웹사이트, 관련 법령 등을 주요 자료원으로 활용
 - 특히 공적기관의 역할, 내부운용과 위탁운용의 균형, 규모의 경제 달성 방안, 저비용 구조 구축 사례 등에 초점

II. 네덜란드 ABP

1. 설립배경 및 법적 기반

□ 네덜란드 퇴직연금 개괄

- 네덜란드는 3층 연금제도를 구축하여 시행하고 있음
 - 1층: 공적연금인 AOW(Algemene Ouderdomswet, 일반 노령 연금법)로서 정부가 운영하는 기초연금
 - 2층: 퇴직연금(기업/직역 연금)으로 근로자가 고용주와 함께 적립하는 직장 기반의 추가연금
 - 3층: 개인연금으로 자영업자가 추가 노후 대비를 원하는 개인이 보험이나 예금을 통해 자발적으로 마련
- 퇴직연금(2층)은 기본적으로 확정급여형(DB)이 주축이었으나, 부채 연동 평가지표에 따라 지급률을 조정하는 하이브리드 DB-DC 성격, 현재는 집단형 DC 쪽으로 이전하는 과도기적 성격을 지님
- 퇴직연금의 운용은 산업별로 나뉘는데, ABP와 PFZW가 대표적임
 - ABP(Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds, 일반공무원연금)는 네덜란드의 최대 직역 연금기금으로서, 정부·교육·공무원의 퇴직 연금을 운용함
 - PFZW(Pensioenfonds Zorg en Welzijn, 노령복지연금)는 의료·복지 부문 종사자의 퇴직연금을 담당하는 연금기금임

□ 네덜란드 퇴직연금의 법적 기반

- 네덜란드의 퇴직연금의 법적 기반은 2007년 제정된 연금법(Pensioenwet)을 중심으로 운영됨
 - 연금법 자체는 모든 기업에게 퇴직연금 제공을 일반적으로 의무화

6 해외 퇴직연금 운용사례 조사

하지는 않고, 기업의 연금 제공 의무는 2000년 산업 연금 가입 의무법(Wet Bpf 2000)에 의해 강제됨

- 산업별 연금기금에 대한 가입 강제법에 따라 특정 업종에 산업연금이 설립되면, 해당 업종의 모든 기업은 그 산업연금기금에 의무적으로 참여해야 한다고 명시되어 있음
- 예외적으로 기업이 해당 산업연금 가입 의무로부터 면제를 신청할 수 있는데, 면제를 위해서는 기업이 운영하는 자체 연금제도의 수준이 해당 산업연금의 연금제도에 비해 뒤쳐지지 않아야 함

Wet verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds 2000

(2000년 산업계 연금기금 의무 참여법)

Artikel 2. De verplichtstelling (제2조 의무)

1. Onze Minister kan op aanvraag van het georganiseerde bedrijfsleven binnen een bedrijfstak dat naar zijn oordeel een belangrijke meerderheid van de in die bedrijfstak werkzame personen vertegenwoordigt, deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds voor een of meer bepaalde groepen van personen die in de betrokken bedrijfstak werkzaam zijn, verplichtstellen.
(장관의 판단에 따라 해당 부문에 고용된 사람들의 상당수를 대표하는 조직된 사업 커뮤니티의 요청에 따라, 장관은 해당 부문에 고용된 하나 이상의 특정 그룹에 대해 업계 전체 연금 기금 참여를 의무화할 수 있다.)

Artikel 13. Vrijstelling (제13조 면제)

2. Het bedrijfstakpensioenfonds kan aan de vrijstelling voorschriften verbinden.
(산업연금기금은 면제를 위한 조건을 부여할 수 있다.)
3. Bij of krachtens algemene maatregel van bestuur worden regels gesteld met betrekking tot de gevallen waarin en de voorwaarden waaronder het bedrijfstakpensioenfonds vrijstelling van de verplichtstelling verleent, kan verlenen, intrekt en kan intrekken alsmede met betrekking tot de voorschriften die het bedrijfstakpensioenfonds aan de vrijstelling kan verbinden. Tevens kunnen regels worden gesteld met betrekking tot de procedure.
(산업연금기금이 의무적 요건 면제를 부여 및 취소할 수 있는 경우와 조건, 그리고 산업연금기금이 면제에 첨부할 수 있는 조건에 관한 규칙은 일반 행정 조치에 의해 또는 이에 따라 제정된다. 또한, 절차에 관한 규칙도 제정될 수 있다.)

8 해외 퇴직연금 운용사례 조사

Vrijstellings- en boetebesluit Wet Bpf 2000

(면제 및 처벌 결정법)

Artikel 7. Voorschriften bij het verlenen van vrijstelling (제7조 면제 부여 규정)

5. Aan de vrijstelling, bedoeld in de artikelen 2 en 6 wordt door het bedrijfstakpensioenfonds het voorschrift verbonden dat de pensioenregeling van de werkgever volgens de berekening aan de hand van de op grond van het negende lid gestelde regels te allen tijde ten minste actuair en financieel gelijkwaardig is aan die van het bedrijfstakpensioenfonds. Indien het bedrijfstakpensioenfonds en de werkgever daarmee instemmen en de pensioenregeling van de werkgever dezelfde soorten pensioen kent als de pensioenregeling van het bedrijfstakpensioenfonds, kan worden afgezien van de berekening van de actuariële gelijkwaardigheid, bedoeld in de vorige zin. Ten behoeve van de toets op gelijkwaardigheid verstrekt het bedrijfstakpensioenfonds de werkgever informatie over de pensioenregeling van het bedrijfstakpensioenfonds.

(산업연금기금은 제2조 및 제6 조에 언급된 면제에, 제9항에 따라 제정된 규칙에 따른 계산에 따라 고용주의 연금 제도가 항상 적어도 산업계 연금 기금의 연금 제도와 보험수리적, 재정적으로 동등해야 한다는 조건을 첨부해야 한다. 산업계 연금 기금과 고용주가 합의하고 고용주의 연금 제도가 산업계 연금 기금의 연금 제도와 동일한 유형의 연금을 제공하는 경우, 이전 문장에 언급된 보험수리적 동등성 계산은 면제될 수 있다. 동등성 테스트의 목적상 산업계 연금 기금은 고용주에게 산업계 연금 기금의 연금 제도에 대한 정보를 제공해야 한다.)

□ 집단형 기여제도

- 네덜란드의 퇴직연금은 집단형(혹은 연대형) 기여제도(Collective Defined Contribution, 이하 CDC)로 개편 중(실행 전 준비 단계)
 - 개편의 배경에는 저금리와 투자수익률의 변동성으로 인해 기존 DB에서 약정한 연금 수준을 안정적으로 보장하기 어려워졌다는 점, 고령화로 인해 세대 간 형평성 문제가 제기되었다는 점 등이 있음
- CDC의 특징은 다음과 같이 요약됨
 - 펀드 전체에 대해 하나의 집합 투자정책을 운용하며, 투자에서 발생하는 기금 전체의 수익률과 위험을 세대별 배분 규칙에 따라 나누는데, 나이가 많을수록 더 낮은 수익과 위험을 배분함
 - 적립금 중 일부를 연대준비금(Solidarity reserve)으로 하여 예기치 못한 충격에 대해 세대 간 나눠서 흡수하도록 설계함
 - 퇴직 시점에 음의 수익률로 인해 발생할 수 있는 손실에 대해 완전한 보장 장치는 존재하지 않지만, ‘연대준비금’, ‘연령대별 배분 규칙’과 같은 원칙을 통해 충격을 완충하는 구조임

2. 운용구조 및 이해관계자 구성

□ ABP 지배구조 개괄

- 네덜란드 ABP는 1922년 네덜란드 공무원 및 교육 종사자의 연금을 담당하는 공무원연금제도의 토대로 설립됨
 - 1996년 ABP는 공적 기금에서 민간 법인으로 전환되어, 민간 연기금과 동일하게 일반 연금법 체계 아래 운영됨
 - ABP는 2008년 지배구조 개편을 통해 연금 운영과 자산운용 부문을 분리하여 APG(Algemene Pensioen Groep N.V.)라는 별도 법인을 설립하여 연금기금과 운용사의 역할을 명확히 분리함
 - 네덜란드 연금법에 의하면 연금기금은 연금의 자산운용과 같은

10 해외 퇴직연금 운용사례 조사

실무 기능을 외부에 위탁할 수 있으나, 최종적인 책임은 연금기금의 이사회에 있음

- 민영화 이후 ABP는 노사 및 연금수급자 대표들이 참여하는 이사회 중심의 지배구조를 구축함

□ APG의 지배구조

○ ABP는 연금기금을 소유하고 연금 약정의 당사자이며, APG는 ABP가 지배하는 별도의 법인 그룹으로 연금금을 운용함

- '24년 APG의 연차보고서에 따르면 APG의 지분 중 ABP가 92.16%, Sociall Fonds Bouwnijverheid (SFB)가 7.84% 보유한 것으로 보고되어 ABP가 명백한 지배주주의 역할을 수행하고 있음

* Sociall Fonds Bouwnijverheid: 네덜란드 건설업 단체 협약에 기반한 기금·제도의 기여금 징수 및 집행을 담당하는 사회기금재단

○ APG는 자체적으로 경영이사회와 감독이사회를 갖추고 있으나, 사실상 전략적 방향은 ABP 이사회의 운용정책에 부합하도록 조율되며, 수탁자책임 또한 ABP의 스튜어드십 및 지속가능정책에 따라 의결권을 행사함

- 경영이사회: 최고경영자를 포함한 3인의 이사회 멤버로 구성되어 경영 및 전략 실행 총괄
- 감독이사회: 경영진 견제 및 전략적 조언을 제공하는 감독기구로 금융 전문가 및 연금 이해관계자들로 구성됨
- 주주총회: APG의 대주주인 ABP와 SFB는 연 1회 정기주주총회를 통해 감독이사 임명 및 주요 정관에 대한 의결 수행
- 감사조직: 내부감사 조직과 외부 회계감사를 통한 APG 운용상황 점검

○ APG의 자산운용은 2030년 이후 ABP를 위해서만 수행될 예정

- APG는 여러 산업연금기금의 자산을 함께 운용해 왔으며, 전략적

자산배분 및 ESG 정책을 연기금별로 다르게 수행해 옴

- '25년 1월 APG는 2030년부터는 자산운용은 ABP 단일 고객 구조로 전환하기로 발표
- 다만, 규모의 경제효과를 위해 자산운용을 제외한 여러 고객사에 연금관리 서비스는 계속 제공할 예정
- ABP의 공식 자료 및 인터뷰에 따르면, 단독기금화의 배경은 다음으로 정리됨
 - 의도치 않은 복잡성(Unwanted complexity)의 축소
 - 책임의 선명화와 외주 과정에서의 잡음 축소
 - 비용 절감과 조직의 단순화

3. 기본 운용전략(자산배분)

□ 투자신념

- 2024년 ABP의 연차보고서에 따르면, ABP의 투자 신념은 다음과 같음
 - 위험, 수익, 비용, 지속가능성: 모든 투자는 이상의 네 가지 기준으로 평가함
 - 지속가능하고 책임있는 투자: 책임투자 및 포트폴리오의 지속가능성 제고는 포트폴리오의 위험-수익 특성을 훼손하지 않음
 - 장기적 투자: ABP는 장기적 관점에서 투자함
 - 전략적 자산배분: 어떤 자산군에 투자할지를 결정하는 것이 개별 자산의 선택보다 수익률에 훨씬 더 큰 영향을 미침
 - 투자위험: 투자수익을 얻기 위해서는 위험을 감수해야 함
 - 분산투자: 서로 다른 자산군에 걸친 분산투자는 포트폴리오의 위험-수익 균형을 개선함
 - 비용 의식: 비용이 발생하는 경우, 그 투자는 반드시 부가가치를

12 해외 퇴직연금 운용사례 조사

가져야 함

- 네덜란드 내 투자: ABP는 네덜란드 내 투자를 통해 가입자의 삶에 직접적인 영향을 미칠 수 있음

□ 패시브/액티브

- ABP는 오랜 기간 내부 운용역량을 바탕으로 액티브 투자전략을 추구했으나, 2023년 ABP 이사회는 비용 절감과 효율성 제고를 위해 대대적인 패시브 전환을 선언함
- ABP는 순차적으로 상장 주식과 채권 포트폴리오를 저비용 패시브 인덱스 운용으로 전환하고 있음
- 다만, 완전한 패시브 운용으로 가는 것은 아니며, 부가가치가 검증된 분야에 한해서는 액티브를 병행하는 방식을 통해 전체적인 운용보수 절감과 장기성과 제고를 함께 도모하고자 하는 목적으로 풀이됨

□ 직접/위탁

- ABP의 자산운용은 대부분 APG를 통한 내부 직접운용 형태로 이루어짐
- 모든 자산을 자체 운용하는 것은 아니며, 전문성 확보와 수익기회 포착을 위해 일부 자산군은 외부 운용사에 위탁함
- 2022년 기준, ABP전체 자산의 80~90% 이상을 APG가 내부 관리하고, 나머지는 위탁된 것으로 확인됨

□ 자산배분 현황

- ABP는 “지리, 섹터, 자산별로 광범위하게 분산하여 한 분야의 충격을 완화한다”고 명시하고 있음
- 자산배분 측면에서, 네덜란드 연금자산의 국내주식 투자비중은 매우 낮고, 미국·유럽·신흥국 등 해외투자 비중이 높다는 점이 두드러짐
- 1990년대 민영화 이후, 투자 허용범위가 전면 확대되면서 다변화된

포트폴리오를 구축하고 있음

- ABP의 최근 전략적 자산배분 현황

(단위: %)

자산군	2022-2023	2024-2026
주식	34.0	32.0
채권	40.0	40.0
대체투자	26.0	27.0
오버레이/현금	0.0	1.0
계	100.0	100.0

자료: ABP 2024년 연차보고서

- 요약하면, 네덜란드 퇴직연금의 운용전략은 글로벌 투자를 통한 분산투자, 패시브와 액티브의 혼용, 장기적 책임투자 및 리스크 관리로 요약됨

□ 지속가능성과 책임투자

- ABP의 연차보고서에서 “지속가능하고 책임있는 투자”라는 투자신념을 확인할 수 있듯이, ABP는 책임투자 정책서(Sustainable and responsible investment policy ABP)를 비정기적으로 발간하여 게시하고 있음
- ABP의 투자신념 및 목표와 이를 달성하는 방법을 명시한 별도 정책서로, 포트폴리오 편입기준, 임팩트투자, 의결권 행사, 배제 원칙 등을 제시하고 있음

4. 성과 및 비용구조

□ 성과

- 네덜란드 ABP는 20년 동안 연평균 약 6%의 수익률을 기록했으며 향후 금리가 상승할 경우 ABP의 평균수익률은 약 4.5%가 될 것으로

14 해외 퇴직연금 운용사례 조사

예상한다고 보고함

- 최근 수익률을 확인하면, 2022년 -17.6%, 2018년 -2.3%의 수익률을 기록한 것 외에는 최근 10년 간 대체로 양(+)의 절대수익률을 기록해 옴
- 최근 10년 ABP의 수익률

(단위: %)

연도	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	평균
수익률	2.7	9.5	7.6	-2.3	16.8	6.6	11.4	-17.6	9.3	8.6	4.84

주 1) 최근 10년 평균 수익률은 기하평균 수익률임

주 2) 반올림에 의한 단수 차이 존재

자료: ABP 공식 웹사이트

□ 비용구조

- ABP는 매년 운용보수(기본보수)와 성과보수, 거래비용 등을 세분화하여 공시하고 있음
- ABP의 최근 5년 비용 내역

(단위: %)

구분	2020	2021	2022	2023	2024
연금관리 행정비용 (거래비용 제외)	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06
자산관리 비용 (거래비용 제외)	0.66	0.98	0.51	0.42	0.44
총 비용 (거래비용 제외)	0.69	1.01	0.55	0.47	0.50
거래비용	0.12	0.10	0.12	0.11	0.10

자료: ABP 2024년 연차보고서

5. 시사점

- 네덜란드 퇴직연금은 산업별 연금재단의 자율성과 사회적 협의를 바탕으로 전문운용사를 통해 민간의 효율성과 공적 책무를 동시에 추구하는 구조
- ABP의 단독기금화 배경에는 '24년 12월 말 기준 APG의 자산운용 규모는 약 6,160억 유로(약 980조 원)라는 기금의 거대화, 비용절감 및 의사결정체계 개선이 지목됨

Ⅲ. 덴마크 ATP

1. 설립 배경 및 법적 기반

- 덴마크의 ATP¹⁾는 1964년 덴마크 의회가 제정한 노동시장 보충연금법²⁾에 따라 설립된 퇴직연금제도
 - 국가 노령연금(Folkepension)만으로는 부족한 소득대체율을 보완하기 위해 노사 합의를 통해 도입
 - 덴마크의 연금 체계는 3층 구조
 - 〈1층〉 국가 노령연금(Folkepension) + ATP 평생연금(Livslang Pension)
 - 국가 노령연금의 경우 부과방식(PAYG), ATP 평생연금의 경우 완전 적립방식(Fully Funded)으로 운용
 - 노령연금의 경우 세금이 재원이며, ATP의 경우 노사의 기여 적립금이 재원
 - 〈2층〉 직역연금(Collective labour market pensions)
 - 노동시장의 단체 협약에 기반한 직역연금
 - 〈3층〉 사적연금(Voluntary private pensions)
 - 개인이 자발적으로 가입하는 사적연금
 - ATP는 1층 내 노령연금과 2층 직역연금 사이에서 모든 근로자가 의무적으로 가입하는 보충적이고 공적인 성격의 역할을 함
 - 법정(statutory) 의무 가입 방식의 연금제도로, 대부분 근로자가 소득 활동 시 자동으로 기여금을 납부

1) Arbejdsmarkedets Tillægspension

2) 노동시장보충연금법: Danish Act on Labour Market Supplementary Pension, ATP Act.

18 해외 퇴직연금 운용사례 조사

- 국가 노령연금의 경우 국가재정으로 운영되는 순수 부과방식(PAYG) 제도
 - 별도의 기금을 마련하지 않고 전 재원 모두 조세 충당
 - 고용부 산하의 덴마크 급여지급청(Udbetaling Danmark)이 공공 급여의 계산과 지급 행정을 전담
- ATP 평생연금의 경우 기여금 기반의 적립방식(Funded) 제도
 - 사용자와 근로자가 2:1 비율로 기여금을 분담하여 기금을 조성
 - 제도의 운영 주체는 독립적 자치 기구인 ATP Group

〈표 III-1〉 덴마크의 3층 연금체계

구분	명칭	성격	재원	가입 대상
1층 (공적)	국가 노령연금 ¹⁾ (Folkepension)	부과방식 (PAYG)	세금 (Tax)	덴마크 거주자 (보편적)
	ATP 평생연금 (ATP Livslang Pension)	적립방식 (Funded)	기여금 (Contributions)	모든 근로자 (법정의무)
2층 (직역)	노동시장 연금 (Labour Market Pensions)	적립방식 (Funded)	기여금 (Contributions)	단체협약 적용 근로자
3층 (개인)	개인연금 (Voluntary Private Pensions)	적립방식 (Funded)	개인 저축 (Savings)	희망자

주 1) 국가 노령연금의 경우 소득과 관계없이 거주 요건(40년)을 충족하는 경우 지급

□ 법적 기반: 노동시장보충연금법(ATP Act.)

- ATP 법은 고용부 산하에 속하고, ATP의 정관(규약)은 고용부 장관이 행정명령으로 승인·발령
 - 고용부 장관은 ATP 대표이사회 및 감독 이사회 구성에 관여하고 각종 시행규칙 제정 권한을 부여 받음
 - 또한, 연차 보고서, 임원 보수정책 등도 대표이사회 의결을 거쳐 고용부에 보고되며, 필요시 고용부 승인을 받도록 규정

〈표 III-2〉 노동시장보충연금법 일부

제7장 운영 (Administration)

§ 제20조

1. 노동시장보충연금금 대의원회(Repræsentantskab), 이사회(Bestyrelse), 그리고 최고경영자(Direktør)에 의해 운영된다.
2. 고용부 장관은 ATP의 정관을 정한다.

§ 제21조

1. 대의원회는 사용자 대표 15명, 근로자 대표 15명, 그리고 의장 1명으로 구성된다.
2. 사용자 대표는 제25조에 따라 다음과 같이 지명된다:
 - (1) 덴마크 사용자연합(DA) 추천 10명.
 - (2) 재무부 장관 추천 1명.
 - (3) 덴마크 지역자치단체(Danske Regioner) 추천 1명.
 - (4) 지방자치단체 연합(KL) 추천 2명.
 - (5) 금융부문 사용자연합(FA) 추천 1명.
3. 근로자 대표는 제25조에 따라 다음과 같이 지명된다:
 - (1) 덴마크 노동조합총연맹(LO) 추천 10명.
 - (2) 피고용인연합(FTF) 추천 3명.
 - (3) 관리자연합(Ledernes Hovedorganisation) 추천 1명.
 - (4) 학술단체연합(AC) 추천 1명.

(하위 조항 생략)

§ 제22조

1. 대의원회는 승인을 위해 연차보고서를 제출받아야 하며, 이사회 또는 최소 4명의 이사가 대의원회에 상정을 원하는 안건을 처리해야 한다.

(이하 생략)

자료: 덴마크 법령정보시스템 (<https://www.retsinformation.dk/>)

○ ATP는 덴마크 금융감독청(Finanstilsynet)의 금융·보험 감독 대상에 포함

- 금융감독청은 ATP의 자산운용, 계리 및 재무건전성에 대해 생명 보험사·연금펀드와 유사한 기준으로 상시 감독을 수행함

20 해외 퇴직연금 운용사례 조사

- ATP는 금융감독청 기준에 따라 정기적인 재무 보고를 해야함
- 다만, ATP는 국가 법률(ATP Act.)에 의해 설립된 기관이므로 일반적인 연금회사와 달리 금융감독청으로부터 영업인가(concession)를 받을 필요 없이 운영됨
- 덴마크 재무부는 공공부문 분류 가이드에서 ATP를 일반 정부 부문 혹은 이에 준하는 공공기관으로 분류
 - 민간 기업의 정관은 주주총회의 의결로 변경할 수 있는 것과 달리 ATP는 의회의 입법을 통해서만 변경할 수 있고, 이는 ATP가 공적 영역에 속해 있음을 시사
 - 또한, 이러한 분류의 근거는 ATP가 수행하는 기능이 국가의 사회 보장 책무를 대행하는 것이며, 그 존립 근거가 시장의 수요가 아닌 국가의 법령에 있기 때문임
- 다만, ATP는 자치적 기관(self-governing institution) 지위를 가짐
 - 이는 국가나 특정 개인/기업의 소유가 아닌, 독립적으로 운영되는 기관임을 의미
 - ATP는 정부로부터 직접적인 예산 지원을 받지 않고 자체 재원을 운용하지만, 법적인 설립 근거와 공적인 역할로 인해 행정법상 공공기관으로 간주
- 주 9시간 이상 근무하는 대부분의 임금 근로자는 의무적으로 가입되며, 연금보험료는 고용주가 2/3, 근로자가 1/3을 부담하는 정액제(Flat-rate) 방식으로 운영
 - 만 16세 이상의 임금 근로자가 ATP 의무가입 대상이며, 상한 연령 제한은 없음
 - 덴마크에서 고용된 모든 임금노동자는 원칙적으로 ATP에 가입하고 분담금을 납부해야 함
 - 특히, 주당 9시간 이상 근로(2주간 18시간 또는 월 39시간 이상의 고용에 해당)하는 경우 ATP 가입 및 보험료 납부가 의무화됨

- 다만, 이에 해당하지 않을 정도의 단시간 근로자는 가입 의무가 면제되고, 근로자가 타국의 사회보장제도 적용을 받는 경우 보험료 납부 의무가 면제됨

□ 공공기관적 성격의 주요 배경

○ 공적 법률에 의한 정체성

- 노동시장보충연금법은 공적인 법률로서 ATP가 특별법에 의해 설립된 자치기관임을 명시하고, ATP 운영의 모든 핵심 요소를 규정하고 있음

○ 법정 의무가입

- 일반적인 민간 보험은 사적 '계약'에 의해 성립하지만, ATP는 '법률'에 의해 강제
- 만일, 운영 주체가 영리를 추구하는 민간 기업일 경우 독점에 의한 폐해 및 가입자 이익 침해 가능성이 존재
- 따라서, 국가가 법률로 가입을 의무화했다면 그 운영 주체 또한 공적 통제를 받는 비영리 공공기관이어야 하는 당위성 성립

○ 기여금의 준조세적 성격

- ATP 기여금은 고용주가 2/3, 근로자가 1/3을 부담하는 구조로 급여에서 원천 징수
- 이러한 납부 의무는 ATP의 기여금이 실질적으로 '사회보장세(Social security contribution)'로서의 경제적 실질을 가짐을 시사
- 이는 재정학적 관점에서 '준조세(Para-fiscal charge)³⁾'의 정의에 부합
- 준조세 성격의 자금을 민간 기업이 관리하는 것은 재정 민주주의

3) 재정학에서 준조세(Para-fiscal Charge)는 국가가 법률에 근거하여 강제적으로 징수하고 특정 목적(예: 사회보장)에만 사용되도록 분리된 자금을 의미함. ATP 기여금은 법정 의무로 부과되고 ATP 제도 재원으로 귀속되며 급여권과 연결되는 점에서 준조세적 성격을 가진다고 볼 수 있음

22 해외 퇴직연금 운용사례 조사

원칙⁴⁾에 위배 되므로, ATP는 공공기관으로서의 당위성 성립

○ 지배구조의 공적 특성

- 덴마크 고용부 장관은 ATP의 이사회 임명(승인) 권한을 보유
- 이는 ATP가 지배구조 상 국가의 행정적 통제 범위 내에 있는 공공기관 특성을 가짐을 시사

〈표 III-3〉 ATP와 민간 기업의 지배구조 비교

구분	ATP 이사회	민간기업 이사회
구성원칙	노사 동수(Parity Principle)	1주 1표(Shareholder Primacy)
이사회 구성 권한	고용노동부 장관 ¹⁾	주주총회 선출
구성원	근로자 대표 15인 사용자 대표 15인 의장 1인	대주주 및 사외이사
책임성	공적 책무성 및 가입자 전체 이익 대변	주주 이익 극대화

주 1) 고용부 장관은 노사단체가 추천한 이사들을 공식적으로 승인(임명)

2. 운용구조 및 이해관계자 구성

□ 지배구조(Governance)

- ATP는 독립적인 사적 법인 형태를 취하고 있으나, 실질적으로는 공적 기능을 수행하므로 사회적 파트너(Social Partners) 즉, 노사(勞使) 중심의 이원적 지배구조를 갖추

4) 재정 민주주의(Fiscal Democracy)에 입각한 원칙이란 국가의 재정(수입과 지출)에 관한 권한이 국민에게 있으며, 재정 운용의 의사결정 과정에 국민(또는 의회)의 의사가 반영 되고 통제되어야 한다는 원칙임. 즉, 국민의 돈(세금)은 국민의 허락하에 걷고, 국민을 위해 쓰여야 하며, 그 내역은 투명하게 공개되어야 함을 의미함

- 이는 ‘덴마크 모델(Danish Model)⁵⁾’을 반영하고 있으며, ‘노사(Social Partners)’, 즉 고용주 대표와 노동자 대표에 의해 동등한 지위의 지배구조를 구성
- 이는 기금의 장기적인 목표가 단기적인 정치적 변동이나 특정 이익 집단의 영향력으로부터 보호받을 수 있도록 함

① 대표이사회(Board of Representatives)

- 최고 의사결정기구로서 주요 의사결정 담당
- 근로자 대표 15인, 사용자 대표 15인으로 구성
- 의장(1인)의 경우 양 집단에 속하지 않은 독립된 인물로 선임

② 감독 이사회(Supervisory Board)

- ATP의 최고 집행 및 감독 기구로서, 기금의 실질적인 운영을 담당하고 전략을 수립하며 경영진에 대한 감독을 수행
- 총 12(6+6)인의 위원과 1인의 의장*으로 구성되며, 이들은 모두 대표이사회의 위원 중 선출
- * 감독 이사회 의장은 대표이사회 의장과 동일인(겸임)
- CEO 임명 및 해임 권한 보유, 투자전략 및 리스크 허용 한도(Risk Appetite) 결정, 기금의 장기 전략 수립 등을 담당
- 다만, 전문성을 보완하기 위해 감사위원회(Audit), 리스크위원회(Risk), 성과보상위원회(Remuneration), 집행위원회(Executive) 등 4개 산하 소위원회 설치 및 운영

5) 덴마크 모델(Danish Model)이란 덴마크 사회와 경제를 지탱하는 독특한 운영 방식을 일컫는 말로, ‘유연안정성(Flexicurity = Flexibility + Security)’이라는 합성 키워드로 대표됨. 기업은 직원을 비교적 자유롭게 해고하거나 채용할 수 있어 경제 변화에 신속하게 대응하는 유연성(Flexibility)을 확보하되, 정부와 연금 시스템은 실직자나 은퇴자에게 높은 수준의 소득(실업 급여, 연금)을 보장하여 삶의 안정성(Security)을 지킬 수 있도록 하고 실직자가 다시 노동시장으로 복귀할 수 있도록 직업 훈련과 교육을 적극적으로 지원함. 연금 운용 측면에서 ‘덴마크 모델’은 정부가 일방적으로 주도하는 것이 아니라, 노동자 단체와 사용자 단체가 합의하여 시스템을 운영하는 방식을 의미함.

24 해외 퇴직연금 운용사례 조사

③ 경영진(Executive Management)

- 최고경영책임자(CEO)를 중심으로 자산운용(CIO), 리스크관리(CRO), 재무관리(CFO) 등의 분야별 임원이 전문성을 갖고 이사회의 전략을 실행
- 이들 주요 임원은 자산 배분 실행, 헤징 포트폴리오 관리, 행정 업무 (복지 급여 지급 등) 총괄 등의 실질적인 실무를 책임

④ 내부 조직

- ATP는 약 3,000명의 직원을 두고 있으며, 크게 두 개의 사업부문으로 운영
 - (1) 연금·투자 부문(Pensions & Investment): ATP 연금의 적립금 관리와 투자운용, 급여지급을 담당
 - (2) 대민 행정서비스 부문(Processing Business): 국가와 지자체로부터 위탁받은 각종 복지급여 사업을 관리

〈표 III-4〉 ATP 지배구조

구분	대표이사회 (Board of Representatives)	감독 이사회 (Supervisory Board)	경영진 (Executive Board)
성격	최고 의결 기구	최고 감독/전략 기구	집행 기구
인원	총 31명	총 13명	CEO 등 임원진
노사구성	노조 15명 : 사측 15명 (+의장 1)	노조 6명 : 사측 6명 (+의장 1)	-
선출방식	노사 추천 → 장관 임명	대표이사회 위원 중 선출	이사회 임명
핵심권한	연차보고서 승인, 감사 선임	경영진 임명, 투자 전략 결정	자산 운용, 실무 집행

□ 주요 이해관계자

- 570만 명에 이르는 근로자와 이들의 고용주, 노사단체, 정부 등
 - ATP의 모든 기금은 가입자 소유로서 오직 가입자를 위한 혜택에만 사용

- 특히, IFRS17 회계기준 도입 후 ATP의 당기순이익(Net Income)은 항상 0으로 표시되는데, 이는 운용수익(Investment profit)이 모두 가입자의 연금으로 귀속되고 기금이 일체의 영리적 목적을 가지지 않음을 의미

3. 기본 운용전략(자산배분)

□ 이원화 포트폴리오 운용(The Two-Portfolio Model)

○ 헤징 포트폴리오(Hedging Portfolio): 자산을 부채와 연동

- (목표) 가입자에게 약속한 연금 급여(부채)의 가치를 금리 변동 위험으로부터 보호
- (전략) 금리스왑(IRS), 국채 등의 안전자산을 활용하여 부채의 만기(Duration)와 현금흐름(Cashflow)을 매칭시키는 LDI⁶⁾ 포트폴리오 운용
- (비중) 전체 자산의 약 80% 수준
- (특징) 해당 포트폴리오의 수익률은 주로 시장금리에 연동된 할인율 변화에 따라 결정되며, 시장금리가 변동하면 부채 평가액과 함께 헤지 자산의 가치도 변동함으로써 금리위험을 상쇄

○ 투자 포트폴리오(Investment Portfolio): 더 높은 수익을 추구

- (목표) '보너스 적립금(Bonus Potential, 잉여적립금)'을 재원으로 적극적인 위험 감수(Risk Taking)를 통해 더 높은 기대 수익 추구
- (전략) 리스크 패리티(Risk Parity) 접근법을 기반으로 주식, 금리, 물가연동자산, 대체자산 등의 4가지 팩터(Factor)에 위험을 동등 배분
- (비중) 전체 자산의 약 20% 수준
- (특징) 투자 포트폴리오가 전체 자산의 약 20%에 불과하므로 적정

6) LDI(Liability-Driven Investment): 단순히 시장 수익률(Benchmark)을 추종하거나 초과수익을 내는 것을 목표로 하지 않고, '미래에 갚아야 할 부채(Liabilities)를 충당할 수 있는지'를 우선 목표로 삼는 투자전략

26 해외 퇴직연금 운용사례 조사

위험수준을 확보하기 위해 레버리지 전략을 사용

- 헤지 포트폴리오로부터 내부적으로 자금을 차입하고(internal loan), 파생상품(금리스왑 등)은 현금 지출 없이 활용함으로써 투자에 투입되는 실효 자산규모를 확대

○ 운용방식: 내·외부 운용 병행

- (직접운용) 주식·채권 등 전통자산은 ATP 내부에서 팩터 배분 전략에 따라 탄력적으로 운용하며, 파생상품을 활용한 운용 또한 내부에서 직접 수행
- 이처럼 주요 자산과 전략에 대해 내부 운용 역량을 갖추고 있기 때문에 ATP의 운용보수는 총자산의 0.2% 내외로 낮게 유지
- (위탁운용) 부동산·인프라·사모주식 등 일부 대체투자 분야에서는 전문성 있는 외부 운용사나 펀드에 출자

□ 자산배분

○ ATP는 전통적인 자산군 분류보다 리스크 팩터(Risk Factor) 배분을 중시

- 투자 포트폴리오는 경기 변동에 대한 의존도를 최소화하고 장기적인 수익을 창출하기 위해 위험 다각화 전략(Strategy of risk diversification)을 계획
- ATP는 주식 위험(52%)을 가장 크게 가져가고 있으며, 이자율(29%) 및 인플레이션(13%) 위험 요소 순으로 노출
- ‘얼마나 많은 돈이 투자되었는지(How much money is invested)’보다 ‘어떤 위험을 감수하는지(What the focus is on risk)’에 초점

〈표 III-5〉 ATP 투자 포트폴리오의 Risk Factor Allocation

Risk Factor	2024년	장기목표	설명
주식 위험 (Equity factor)	52%	45%	주가 변동성에 대한 위험 노출
이자율 위험 (Interest rate factor)	29%	33%	채권 등의 이자율 변동에 따른 위험 노출
인플레이션 위험 (Inflation factor)	13%	14%	물가 상승에 따른 실질 가치 하락 위험에 대한 노출
기타 위험 (Other factors)	6%	8%	위에 포함되지 않는 기타 위험 요인

자료: ATP 연차보고서(2024)

○ 헤징 포트폴리오(Hedging Portfolio)의 구성

- 헤징 포트폴리오는 연금의 지급 보장이라는 ATP의 핵심 목표에 맞춰 금리위험을 최소화하는 데 집중
- 이자율 위험 헤징 포트폴리오는 채권과 금리스왑으로 이루어져 있고, 부채 만기(duration)의 약 100%를 맞추도록 운용
- 2024년 말 부채 만기에 대한 헤지 비율은 99.7%로 목표치(100%)에 매우 근접

〈표 III-6〉 ATP 헤징 포트폴리오의 구성

구분	구성 요소	특징 및 목표
이자율 헤징 포트폴리오 (Interest Hedging Portfolio)	채권 및 IRS 등 금융 파생상품	보장된 연금의 금리 변동 위험을 상쇄
보조 헤징 포트폴리오 (Supplementary Hedging Portfolio)	고위험 자산, 비유동성 자산 (Illiquid Assets)	장기적으로 보너스 적립금을 높이기 위한 위험 감수 포트폴리오
시장 노출형 종신연금 (Life annuity with market exposure)	시장 수익 포트폴리오(Market Return Portfolio)에 투자되는 자산	15년 이상 남은 가입자의 일부 납입금을 시장수익률 기반으로 운용

자료: ATP 연차보고서(2024)

- 투자 포트폴리오(Investment Portfolio)의 구성
- 투자 포트폴리오는 잉여적립금을 주로 활용하여, 장수리스크(Longevity risk)에 따른 비용(Cost)을 충당하고 연금의 실질 가치를 지속적으로 높이는 데 필요한 수익을 창출하는 것을 목적으로 함
 - 전체적으로 주식(상장/비상장 합산 43%)과 채권(20%)이 주요 비중을 차지하며, 실물자산(인프라, 부동산 합산 25%)도 상당 부분을 구성한 분산 포트폴리오 운용

〈표 III-7〉 ATP 투자 포트폴리오 구성

구분	2024년		2023년	
	DKK(mil.)	비중	DKK(mil.)	비중
덴마크 주식	26,175	12%	22,620	9%
글로벌 주식	38,471	17%	26,628	11%
비상장 주식	30,808	14%	46,269	18%
신용물	6,746	3%	7,476	3%
국채 및 모기지	43,307	20%	46,848	19%
인플레이션 자산	6,782	3%	8,146	3%
인프라 자산	26,843	12%	33,544	13%
부동산	28,737	13%	37,983	15%
대출	8,126	4%	16,555	7%
기타	4,658	2%	4,423	2%
총 시장 가치	220,654	100%	250,496	100%

자료: ATP 연차보고서(2024)

4. 성과 및 비용구조

□ 운용 성과

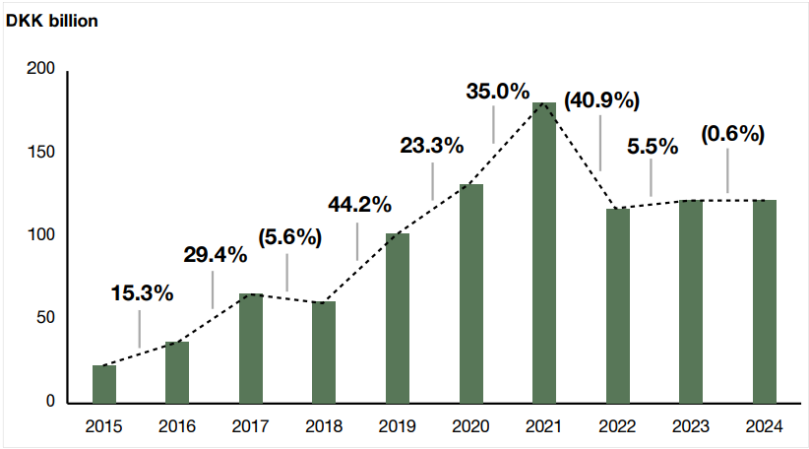
○ 최근 연도별 운용성과(Investment Portfolio 중심)

〈표 III-8〉 ATP 투자 포트폴리오 연도별 운용 수익금 및 수익률

연도	수익금(DKK 백만)	수익률	성과 배경
2024	-59	-0.6%	시장 환경으로 인한 소폭 손실
2023	5,718	5.5%	회복 및 긍정적인 시장 조건
2022	-64,511	-40.9%	시장 변동성 및 금리 상승 영향
2021	49,370	35.0%	완화적 금융시장 여건
2020	29,797	23.3%	팬데믹 후 강한 회복세

자료: ATP 연차보고서(2024)

[그림 III-1] ATP 투자 포트폴리오 누적 수익금 및 기간 수익률 추이



자료: ATP 연차보고서(2024)

30 해외 퇴직연금 운용사례 조사

- 장기 운용성과(Investment Portfolio 중심)
 - 2024년 기준 최근 10년 누적 수익금은 11.6억 DKK, 연평균 9.4%의 수익률을 기록

〈표 III-9〉 ATP 투자 포트폴리오 장기 운용성과

항목	내용
수익금	DKK 11.6억
수익률	연평균 9.4%

자료: ATP 연차보고서(2024)

□ 비용 구조

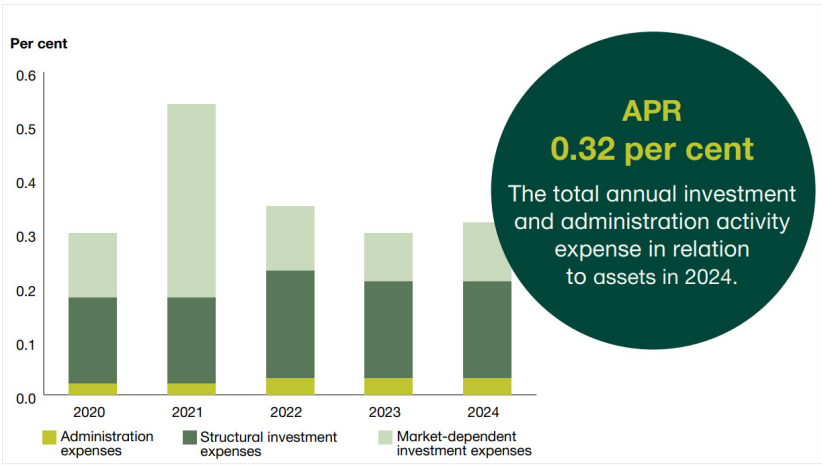
- 규모의 경제를 활용하여 세계적으로 가장 낮은 수준의 비용 구조를 유지
 - 2024년 기준 총 운용비용 비율(APR)은 0.32%, 2023년 0.30%, 2022년 0.35%로 모두 0.5% 미만이며 특히, 관리비(행정비)는 0.03%로 매우 낮음
 - 2021년에는 인프라 분야 대규모 성과보수 지급으로 총 비용률이 0.54%까지 상승한 바 있으나, 이후 운용구조 개선으로 2022년에 0.35%로 낮춘 뒤 지속적으로 0.3%대 초반을 유지
 - 2024년 기준 가입자 1인당 연간 관리비는 37~39 DKK(한화 약 7천 원 수준)에 불과
 - 한편, 성과보수 등 변동비용은 해마다 위탁운용 성과에 따라 달라지지만, 전체 자산 대비 0.1% 내외 수준으로 관리
- 비용 절감은 곧 가입자의 수익으로 환원되므로, ATP 이사회는 “비용은 곧 연금액과 직결”된다는 인식 하에 지출을 엄격히 관리

〈표 Ⅲ-10〉 2024년 ATP 총 비용률

비용 지표	2024년 실적	특징
총비용 금액	35억 2,100만 DKK	-
총자산 대비 비용률	0.32%	국제적으로 낮은 비용 수준
1인당 관리 비용	37 DKK	연금 업계에서 가장 낮은 수준

자료: ATP 연차보고서(2024)

[그림 Ⅲ-2] ATP 총 비용률 추이



자료: ATP 연차보고서(2024)

5. 시사점

□ 퇴직연금제도의 공적 운영구조 설계

- ATP는 단순한 민간 퇴직연금 운영 주체가 아닌 국가의 복지행정을 지원하는 공적인 사회보장제도의 성격을 가짐
 - 법적인 의무가입과 준조세적 기여금을 기반으로 운영됨
 - 한편, 공적 영역의 일방적 주도가 아닌 노사 대표가 균형 잡힌 이사회를 구성하여 운영
 - 이는 제도가 독립성을 지키며 가입자와 사용자의 장기적 이익을 대변하는 장치(지배구조)로 기능

□ 명확한 ALM(자산부채종합관리) 체계의 구현

- ATP는 자산을 단순히 수익 창출 수단으로 보지 않고, '부채만기 해지' 역할과 '추가 수익(성장)'의 역할을 계정 수준에서 분리
 - 기본 연금급여를 확정 보장하되, 운용성과에 따라 보너스 연금을 배분하는 구조는 연금 수급자의 노후소득 안정과 실질 가치 상승을 동시에 도모
- 기금의 재정 안정성을 해치지 않으면서도 과감한 투자를 가능하게 함

□ 레버리지의 전략적 활용

- 보수적인 연기금 운용의 통념을 깨고, 장기 듀레이션 매칭 및 수익률 제고를 위해 파생상품 기반 레버리지를 구조적으로 활용 중
 - ATP는 두 개의 핵심 계정을 운용
 - 보장계정(Hedging Portfolio)은 부채의 듀레이션(Duration)을 맞추기 위해 금리스왑(IRS), 스왑션(swaption) 등을 활용한 레버리지를 사용함
 - 투자계정(Investment Portfolio) 또한 위험균형(Risk parity) 포트

폴리오 구성을 위해 보장계정으로부터 유동성을 차입하는 레버리지 전략을 사용함

- ATP는 레버리지의 적극적인 활용을 통해 금리·부채 듀레이션을 매칭(LDI)하고, 운용의 효율성을 제고하고자 함

□ 비용 효율성

○ 복잡한 상품 구조 대신 단일 펀드 내에서 규모의 경제를 극대화

- ATP는 국민 단위로 기금을 통합 운용함으로써 규모의 경제를 실현하고, 운용보수 0.3%라는 저비용 운용 구조를 구현
- 비용 절감은 곧 가입자 수익률 제고로 직결되므로, 퇴직연금의 집단운용 및 비용 최소화 방안을 모색할 필요가 있음

IV. 미국 CalPERS

1. 설립배경 및 법적 기반

- 미국 내 최대 규모의 공적연금기금으로서 캘리포니아주법에 근거하여 주정부 공무원, 교직원, 공공기관 근로자 대상의 확정급여형(Defined Benefit) 직역별 연금기금
 - 1932년 캘리포니아 주가 공무원의 안정적 노후보장을 위해 State Employees' Retirement Act를 제정하여 출범
 - 1960~70년대 구조 개편을 통해 지방정부·학교 직원까지 포함하여 제도를 확장
 - CalPERS는 캘리포니아 공무원퇴직법(The California Public Employees' Retirement Law)에서 정하는 바에 따라 운영됨

2. 운용 구조 및 이해관계자 구성

- CalPERS의 운용구조는 확정급여형(Defined Benefit)으로 가입자의 근속 연수, 퇴직 연령, 최종 보상액(일정 기간의 평균 급여)을 기준으로 산정*
 - * 출처 : CalPERS 홈페이지 - Retirement Benefits(Employers)
 - 기여 방식은 직원과 고용주가 공동으로 부담하며, 기여금은 기금으로 적립되어 투자 운용되며, 수익금은 DB 부채로 충당하게 됨
 - CalPERS는 단일 연금 계정이 아니며, 공무원연금(PERF A,B,C), 입법부연금(LRF), 판사연금(JRF, JRF2) 등 다수의 연금플랜으로 나뉘짐
- 캘리포니아주 공무원을 비롯한 입법부, 사법부 공무원을 대상으로 하는

지역연금으로 기금 관련 최고 의사결정은 이사회* 에서 심의·의결함

* 25년 12월 기준, 이사회는 회장, 부회장 및 13명의 임원으로 구성되며, 이들은 주정부, 학교, 공공부문의 대표로 참여

○ 이사회(Board of Directors)

- (기능) CEO 선출, 투자 및 경영에 대한 독립적 권한, 자산배분전략의 수립에 대한 책임과 그 이행을 감독, 기여율, 재정추계, 자산배분 등은 단독으로 결정하되 급여의 변경 권한은 없음
- (임기) 4년, 연임 가능
- (산하위원회) 산하 6개 전문위원회에 본인 희망 및 순환주기를 고려하여 의장이 매년 임명. 그리고 이사회 멤버는 적어도 1개 이상 위원회에 구성원으로서 참여하도록 규정하고 있음

○ CalPERS의 지배구조는 이사회(Board of committee), 산하 6개 위원회, CEO, 그리고 산하 집행부서에 의해 이루어짐

- 이사회와 투자위원회(Investment)는 주어지는 투자방향 하에서 투자에 대한 책임을 짐
- 산하 집행부서는 총 9개의 조직으로 나누어져 있으며, 투자부문, 계리부문, 재무부문, 운영 및 기술부문, 다양성·형평성 부문, 법무 부문, 대외협력·소통 부문, 고객서비스·지원 부문, 건강정책·복지 부문으로 구성됨

① 지배구조 위원회(Governance)

- 연기금 수탁자로서 이사회의 자체 관리, 거버넌스 관습 및 책임을 담당하며, 거버넌스의 프로토콜 및 정책을 관리함

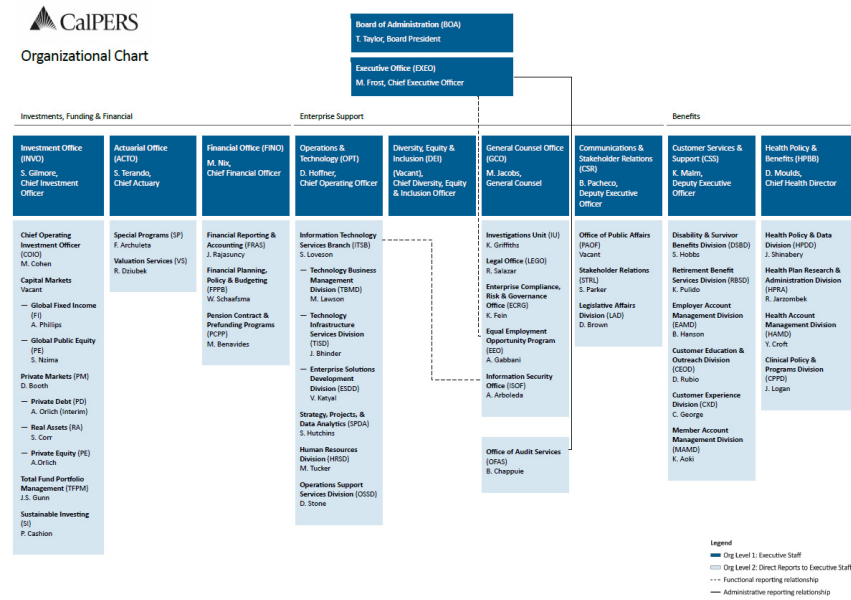
② 재무 & 관리 위원회(Finance & Administration)

- 재무 & 관리 위원회는 모든 예산뿐만 아니라 재무제표 및 보고에 대한 감독을 통해 재무 건정성을 보장하며, CalPERS의 전략 및 사업 계획을 감독함

③ 투자 위원회(Investment)

- 투자 위원회는 포트폴리오 성과, 자산배분, 투자 거래 및 투자 관리자의 성과를 검토하고 승인하며, 투자 전략과 정책을 수립함
- ④ 연금 & 보건 위원회(Pension & Health Benefits)
 - 연금 & 보건 위원회는 연금, 건강 및 장기 치료 프로그램 관리를 위한 환경뿐만 아니라 전략, 정책, 구조 및 보험 계리 연구와 관련된 모든 문제를 감독함
- ⑤ 성과, 보상&인재 관리 위원회(Performance, Compensation & Talent Management)
 - 성과, 보상&인재 관리 위원회는 보상 메커니즘(Compensation mechanisms) 및 기준, 핵심 인력 채용, 해지, 보상 및 장기 승계 계획을 감독함
- ⑥ 위험 & 감사 위원회(Risk & Audit)
 - 위험 & 감사위원회는 시스템의 건전성, 기업 위험 관리, 내부 및 외부 감사, 개인 정보 및 정보보안, 윤리, 규정 준수 및 기타 독립적인 보증 활동을 감독함

[그림 IV-1] CalPERS의 지배구조



자료 : CalPERS 홈페이지 - Organizational Chart

3. 기본 운용전략(자산배분)

- CalPERS는 정책 수립시 자산군별 배분 목표와 허용범위를 설정하고, 해당 정책 범위 내에서 자산군 비중을 조정⁷⁾

[그림 IV-2] CalPERS 투자지침서

II. Asset Allocation Strategy

Purpose

Asset allocation involves establishing asset class allocation policy targets and ranges and managing those asset class allocations within their policy ranges. CalPERS recognizes that over 90% of the variation in investment returns of a large, well diversified pool of assets can typically be attributed to asset allocation decisions.

The performance objective is to achieve positive active asset allocation returns over rolling five-year periods.

The Asset Allocation Program shall be managed with the following objectives:

- A rate of total return sufficient to meet or exceed the actuarial expected rate of return within prudent levels of risk and liquidity;
- Sufficient diversification to minimize the risk of significant loss in any single investment and preserve capital to the extent possible;
- Adherence to the asset class policy ranges approved by the Committee, with any rebalancing being performed efficiently and prudently;
- Adequate liquidity to meet cash needs; and
- Positive returns through any active asset allocation decisions subject to policy ranges and risk limits.

자료 : CalPERS Investment Policy

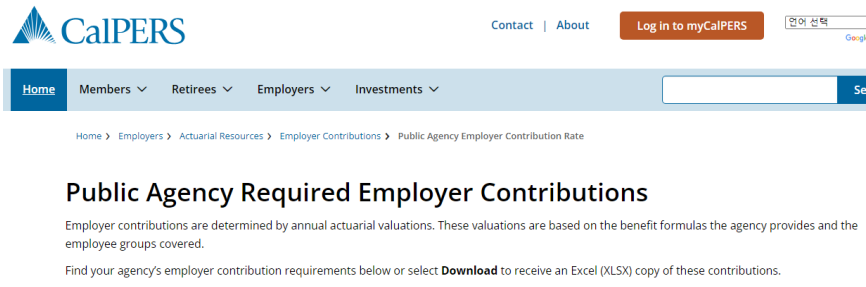
- 자산배분의 성과 목표는 합리적인 리스크와 유동성 내에서 수리적으로 가정된 기대수익률을 충족하거나 초과하는 총수익률을 달성하는 것을 목표로 함
- 자산군의 기초적인 특성과 위험, 수익 결정 요인에 근거하여 자산 부채관리(ALM) 체계 내에서 각 자산군이 수행하는 전략적 역할을 고려함

7) 자료 : CalPERS Investment Policy - II. Asset Allocation Strategy

40 해외 퇴직연금 운용사례 조사

- 이러한 운용체계하에서, CalPERS는 매년 수리평가(Actuarial Valuation)를 통해 연금별 고용주 기여율을 산정하며, 공식적으로 발표하고 있음

[그림 IV-3] CalPERS 연간 수리평가(Actuarial Valuation)



자료 : CalPERS 홈페이지

- 또한, 전략적 자산배분 정책상의 목표 비중과 허용범위 변경은 운용 인력(Staff)이 위원회에 권고하고, 위원회의 승인 및 심의를 거쳐서 결정됨
- CalPERS는 플랜별로 서로 다른 전략적 자산배분(SAA)을 적용하지 않고 하나의 통합된 기금(pool)으로 운용
 - 모든 기여금과 자산을 단일 투자풀에 합쳐 운용하고 있지만, 플랜별 위험 차이는 자산에서 관리하는 것이 아니라 부채의 조달 방식(기여금)에서 조정
 - 부채가 큰 플랜은 고용주 기여금을 높게 부과하거나, 재정여건이 좋은 플랜은 낮은 부담률 유지하는 방식으로 조정하므로 자산운용팀은 하나의 포트폴리오만 관리하면 됨

[그림 IV-4] CalPERS 자산배분

Assets**Asset Allocation**

CalPERS adheres to an Asset Allocation Strategy which establishes asset class allocation policy targets and ranges and manages those asset class allocations within their policy ranges. CalPERS Investment Belief No. 6 recognizes that strategic asset allocation is the dominant determinant of portfolio risk and return.

The asset allocation shown below reflects the allocation of the Public Employees' Retirement Fund (PERF) in its entirety. The assets for the Schools Pool are a subset of the PERF and are invested accordingly.

On March 20, 2024, the board adopted changes to the strategic asset allocation. The new allocation was effective July 1, 2024. The asset allocation as of June 30, 2024, is shown below, along with the strategic asset allocation targets.

자료 : CalPERS Schools Pool Actuarial Valuation(24.6)

- CalPERS는 투자 의사결정과 전략적 자산배분을 전체 기금 단위에서 수행하되, 계리·재정 및 공시 목적상 PERF A, PERF B 등 복수의 세그먼트로 자산과 성과를 연차보고서를 통해 플랜별로 나누어 보고하고 있음
- CalPERS는 투자지침서(Investment Policy)를 통해 전략적 자산배분(SAA) 목표비중 및 허용범위를 공시하고 있음
 - 공모 주식은 37%, 사모주식 17%, 채권 28%, 실물자산 15%, 사모채권 8%, 전략적 레버리지 -5%로 자산배분 구조를 제시
 - CalPERS는 총자산 기준 105%의 시장 노출(Total Asset Exposure)을 설계하고, 이 중 5%는 전략적 레버리지(Strategic Leverage)로 조정하는 구조를 채택하고 있음
 - 이는 수익률 제고를 목적으로 위험자산 비중을 확대하는 방식이 아닌, 파생상품 및 헤지 포지션을 활용하여 순노출(Exposure)을 감소시키는 방향의 '음(-)의 레버리지' 개념
 - 현금 및 채권 등 유동성 자산을 일정 수준 유지한 상태에서 파생상품과 기금 전체의 자금 및 담보 체계를 활용하여, 연금 지급이나 시장 변동 시에 대응할 수 있는 완충 장치 역할이 가능

42 해외 퇴직연금 운용사례 조사

- 전략적 레버리지 목표 수준에 추가로 최대 15%p 범위 내에서 Active leverage를 재량으로 운용할 수 있도록 규정하고 있음

[그림 IV-5] CalPERS PERF SAA 목표비중 및 허용범위

Asset Class	Asset Segment	Target Allocation	Range Relative to Target Allocation
Public Equity	Total Public Equity	37%	+/-7%
-	Cap Weighted	27%	-
-	Factor Weighted	10%	-
Private Equity	Private Equity	17%	+/-5%
Income	Total Income	28%	+/-6%
-	Treasury	7%	-
-	Mortgage-Backed Securities	5%	-
-	Investment Grade Corporates	6%	-
-	High Yield	5%	-
-	Emerging Market Sovereign Bonds	5%	-
Real Assets	N/A	15%	+/-5%
Private Debt	N/A	8%	+/-5%
Total Asset Exposure	N/A	105%	-
Strategic Leverage	N/A	-5%	-
Total	N/A	100%	-

자료 : CalPERS Investment Policy

4. 성과 및 비용구조

□ 2023-24년 기준, PERF의 자산 총계는 5,514억 달러(약 766조 원)

〈표 IV-1〉 CalPERS PERF 성과

단위 : 억 달러, %

	자산규모	성과	비중
공모주식 (Public Equity)	2,046	17.5	37
사모주식 (Private Equity)	797	10.9	14
채권 (Fixed Income)	1,868	3.7	34
사모 채권 (Private Debt)	146	17.0	3
실물자산 (Real assets)	657	-7.1	12
총계	5,514	9.3	100

주 : 채권에는 단기투자가 포함되어 있음

자료 : CalPERS annual report 2023-24

- CalPERS는 비용을 투자 관련 비용(investment expenses)과 행정 비용(administrative expenses)으로 구분하여 보고
 - 투자비용에는 외부 위탁운용보수, 성과보수, 수탁 및 거래비용, 내부 투자 인력의 인건비 등이 포함되어 있으며, 각 자산군별로 비용을 공시하고 있음
 - 행정비용에는 제도 운영을 위한 일반 인건비, IT 및 회계 지원, 사무공간 유지비, 건강보험·장기요양보험 운영 수수료 등이 포함
- 2023-24년 기준, CalPERS의 운용보수(Management fee)는 10억 762억 달러, 성과보수(Performanace fees)는 9,814만 달러, 기타 투자비용 5억 5,885만 달러로 총 투자비용은 16억 6,462억 달러
 - 행정비용은 7억 5,674만 달러

[그림 IV-6] CalPERS 비용 구조

FINANCIAL SECTION		INVESTMENT EXPENSES – ALL FUNDS	
Other Supplementary Information		Investment Management Fees ^{1,2} (Dollars in Thousands)	
			Fees
100 Administrative Expenses – All Funds		Equity Managers	
101 Investment Expenses – Investment Management Fees		Arrowstreet Capital, LP	\$41,283
105 Investment Expenses – Performance Fees		Baillie Gifford Overseas, Ltd.	816
106 Investment Expenses – Other Investment Expenses		Connor Clark & Lunn Investment Management, Ltd.	871
109 Consultant and Professional Services Expenses – All Funds		Hamilton Lane Advisors, LLC	1,421
111 Custodial Funds		Wellington Management Company, LLP	4,177
		Total Equity Managers	\$48,568
		Private Equity Managers^{3,4}	
		57 Stars Global Opportunities Fund 2 (CalPERS), LLC	\$1,070
		57 Stars Global Opportunities Fund, LLC	200
		Accel-KKR Capital Partners VII, LP	1,196
		Advent Global Technology II Limited Partnership	2,219
		Advent International GPE IX Limited Partnership	6,886
		Advent International GPE V-D, LP	9
		Advent International GPE VI-A, LP	569

자료 : CalPERS annual report 2023-24

5. 시사점

- CalPERS는 복수의 DB형 연금플랜으로 구성된 기금으로, 각 연금은 가입자의 구성, 급여 구조, 부채의 특성 등이 상이함
 - 이러한 구조 하에서 CalPERS는 공통된 투자원칙과 자산군 정의를 유지하면서, 하나의 통합된 자산배분(SAA)을 적용하고 있음
- 고위험 자산군(주식, 사모, 실물자산)의 비중이 높아 전략적 레버리지 등으로 리스크 완충 장치를 적용하여 변동성에 대응하고 있음
 - 전략적 레버리지를 통해 현금 및 채권 등 유동성 자산을 일정 수준 유지한 상태에서 파생상품과 기금 전체의 자금 및 담보 체계를 활용
 - 고위험 자산 비중을 구조적으로 유지하면서도, 연금 지급이나 시장 변동 시에 대응할 수 있는 유동성 완충 장치 역할이 가능
- 최근 사모주식이나 부동산 비중을 적극적으로 확대하여 장기적인 초과 성과를 확보
 - 단기적인 변동성보다 장기 투자성과를 중시하는 DB형 기금 운용의 특징을 잘 보여주고 있음

V. 스웨덴 AP7

1. 설립배경 및 법적 기반

- 스웨덴 AP7은 연금제도의 개혁 과정에서 공적연금 체계의 일부로 마련된 보험료연금(프리미엄 연금)의 운용을 위해 설립
 - 스웨덴 프리미엄연금은 보험가입자가 자금 운용의 주체를 민간과 공적 운용 중 선택할 수 있으며 그중 AP7은 공적 부문을 담당함
- AP7의 기금운용 원칙과 책무(mandate)는 스웨덴 공적연금기금법 (Swedish National Pension Funds Act, SFS 2000:192)에 의해 규정되며 장기 수익성 추구, 책임투자, 지분을 관련 내용을 포함함

2. 운용구조 및 이해관계자 구성

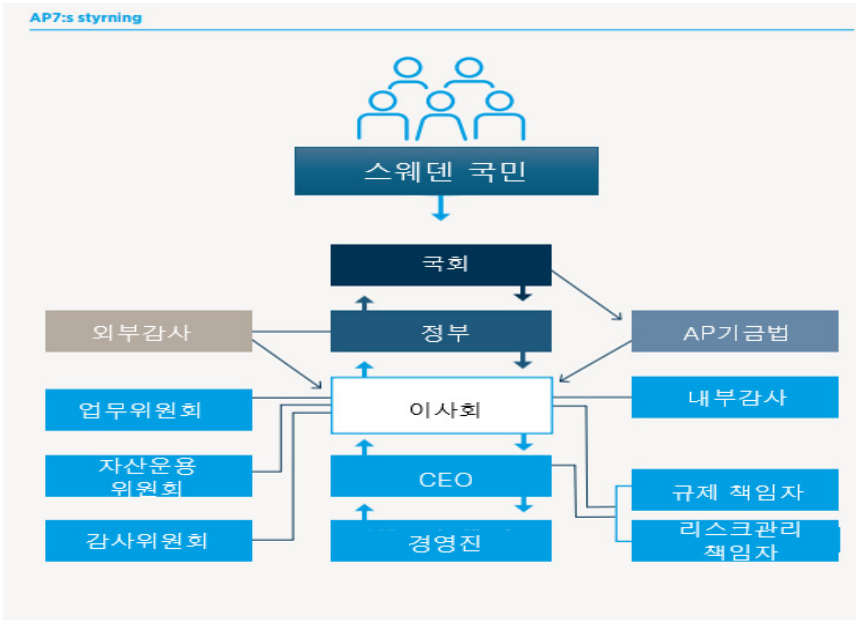
- AP7은 공적연금이나 개인이 펀드를 선택할 수 있다는 점에서 퇴직 연금과 유사함
 - 스웨덴 공적 연금제도는 임금 중 18.5%를 연금계좌에 적립하는데 이 중 16%를 소득연금(Inkomstpension)⁸⁾, 2.5%를 프리미엄연금(Premiepension)에 나누어 적립하도록 규정하고 있음
 - 프리미엄연금은 가입자가 보험금을 운용하는 펀드를 선택할 수 있으며, AP7은 그중 국가가 제공하는 일부 펀드를 관리하는 기관임
 - 프리미엄연금을 운용할 펀드를 선택하지 않은 경우, 자동으로 AP7이 관리하는 AP7 Sâfa에 가입됨
- AP7의 가입자는 2024년 기준, 약 600만 명이며 운용 규모는 1조

8) 스웨덴 소득연금은 연금 기여금이 당해 연금 급여 지급에 사용됨. 이때 발생하는 연금 수입과 지출 간 차이(잉여금)는 AP1, AP2, AP3, 그리고 AP4가 설정한 완충 펀드를 통해 관리됨

4,400억 스웨덴 크로네 수준임

- AP7의 이해관계자 구성은 스웨덴 국민 → 의회 → 정부 → AP 기금운용법 및 외부감사 → AP7 이사회 → CEO 및 경영진 → 각종 위원회 및 내부통제 조직의 흐름으로 구성됨

[그림 V-1] AP7 지배구조



3. 기본 운용전략(자산배분)

- AP7의 운용 목표는 가입자가 재직 기간 전반에 걸쳐 AP7 Såfa에 지속적으로 저축할 경우, 소득연금 대비 연간 최소 2%p 초과성과를 창출하는 것임
- AP7은 위험 감수, 위험 분산, 위험관리 및 전략적 포지셔닝, 비용 효율성, 그리고 기업지배구조와 지속가능성 등 총 5가지 범주의 투자 철학을 확립하고 있음

- AP7의 운용 펀드는 AP7 주식펀드와 AP7 채권펀드를 기본으로 하는 총 6가지 투자 대안을 제시하며 그중 AP7 Såfa가 기본 옵션임
 - AP7의 주식펀드는 자산의 99% 이상을 스웨덴 외 지역에 투자하는 글로벌 주식 펀드임
 - 반면, AP7의 채권펀드는 위험 안정 기능을 수행하는 스웨덴 코로나로 발행된 채권들로 구성되며, 일반적으로 3년의 평균 금리 듀레이션을 갖도록 설정함(단, 녹색채권의 경우 분산 효과 제고를 위해 외화 통화 채권에 대한 투자가 가능함)
- AP7 Såfa는 AP7 주식펀드와 AP7 채권펀드의 혼합으로 구성되며, 배분 비중은 가입자의 나이에 맞추어 조정됨
 - 구체적으로 55세까지는 AP7 Såfa는 AP7 주식펀드 비중을 100%로 설정하며 56세부터는 매년 주식펀드의 비중을 3~4%씩 낮추고 채권펀드의 비중을 증가시킴
 - 이와 같은 방식으로 75세가 될 때까지 위험자산 노출도를 감소시켜 75세 시점에서는 채권펀드 67%, 주식펀드 33%의 비율로 고정함
 - 이외에도 AP7 공격형, AP7 균형형, AP7 신중형 등 연금가입자가 자신의 위험성향을 고려해 선택할 수 있는 다양한 펀드를 설정하여 제공하고 있음

4. 성과 및 운용구조

- 2024년 말 기준, AP7 펀드의 수익률은 펀드별로 3.1%에서 29.8% 수준
 - AP7 주식펀드의 수익률이 29.8%로 가장 높았으며 주식과 채권 펀드의 혼합펀드인 AP7 Såfa가 27.3%, AP7 공격형(23.9%), AP7 균형형(16.9%), AP7 신중형(12.2%), 그리고 채권펀드(3.1%) 순으로 나타남

48 해외 퇴직연금 운용사례 조사

- 펀드가 개설된 2010년 5월부터 2024년 말까지 수익률 수준은 주식펀드가 15.3%, Sâfa가 14.2% 수준이며 AP7 공격형(11.9%), AP7 균형형(8.3%), AP7 신중형(5.9%), 그리고 채권펀드(0.9%) 순임
- 지난 24개월 동안을 기준으로 산정된 포트폴리오 위험은 주식펀드가 11.9%로 가장 높았고 Sâfa 펀드가 10.8% 수준이었으며 채권펀드가 3% 수준으로 가장 낮았음

〈표 V-1〉 AP7의 펀드별 수익률 및 위험

(단위: %)

	수익률(2023-2024)	수익률(2010-2024)	위험 (과거 24개월 기준)
AP7 주식펀드	29.8	15.3	11.9
AP7 채권펀드	3.1	0.9	3.0
AP7 Sâfa	27.3	14.2	10.8
AP7 신중형	12.2	5.9	5.2
AP7 균형형	16.9	8.3	6.8
AP7 공격형	23.9	11.9	9.3

자료: AP7 연차보고서(2024) page 48 발췌

[그림 V-2] 연도별 AP7의 주식, 채권펀드의 시계열 성과

Annual return 2010-2024 in percent

The table shows annual returns since AP7 Sâfa was launched in 2010.
AP7's total return and the return in the respective building block funds AP7 Equity Fund and AP7 Fixed Income Fund.

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010*
AP7	27.3	18.4	-9.5	31.5	4.4	32.2	-2.7	16.4	15.1	6.2	29.1	31.8	17.5	-10.5	13.3
AP7 Equity Fund	29.8	19.9	-9.9	34.1	4.7	36.2	-3.0	17.7	16.5	6.6	31.1	34	18.5	-11.5	14.3
AP7 Fixed Income Fund	3.1	5.3	-5.9	-0.7	1.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.6	0.8	2.8	1.8	2.8	3.4	-0.5

* Start May 21, 2010.

자료: AP7 연차보고서(2024) page 8 발췌

- AP7의 해당 연도에 발생한 비용을 연차보고서에 공개하고 있음. 특히, 이들은 운용 보수가 사실상 유일한 수입원이라는 점을 강조
 - 구체적으로 2024년 총 운영 수익과 총비용(순이자 포함), 당기 결과와 연말 자기 자본을 구체적으로 연차보고서에 공개하고 있음
- 특징적인 부분은 AP7의 운용에서 발생한 흑자(잉여금)는 가입자에게 귀속되어야 하므로, 운용보수를 낮추거나 실제로 잉여금을 환원하는 방식을 실시하고 있음
 - AP7은 운용보수를 지속적으로 인하하는 방식으로 기금의 잉여금을 가입자에게 환원하였음
 - 하지만 주식시장에 대한 노출이 큰 펀드 특성상 시장 충격 시 수익이 급감할 가능성이 있으며 이는 펀드 운영의 지속가능성을 저해할 수 있다고 인식함
 - 따라서 이사회에서 직전 3년간 고정비용 평균의 3배 규모의 완충자금을 설정하기로 하고 이를 초과하는 잉여 자기자본은 가입자에게 환급함
 - 이와 더불어 매년 이사회에서 향후 시장 전망과 포트폴리오 특성 및 투자 계획을 고려해 내년도 운용보수 수준을 결정함

5. 시사점

- 공적연금 체계 내 개인의 투자 선택권을 부여한다는 점이 특징적임
 - AP7의 사례는 공적연금 체계 안에서도 개인이 자신의 연금 자산 중 일부를 어떻게 운용할 것인지 선택할 수 있도록 설계되어 있음
 - 이는 강제 가입 방식의 공적연금이라도 개인의 위험 선호, 자산 운용 능력에 따라 차별화된 선택을 가능하게 한다는 점에서 중요함
- 디폴트 옵션의 중요성
 - 프리미엄 연금 가입자 중 구체적인 운용상품을 선택하지 않은 경우에도

AP7을 통해 기본적인 금융투자 포트폴리오를 자동으로 제공함으로써 가입자의 연금 자산이 방치되지 않도록 설계하고 있음

- 이는 금융투자에 대한 지식이 부족한 가입자들도 국가가 제공하는 기본 옵션을 통해 적정 수준의 위험 조정과 분산 효과를 누릴 수 있다는 점에서 의미가 있음
- 실제로 과거 성과를 비교해보면, 국가가 제공하는 기본 옵션인 AP7 Såfa 펀드가 주식펀드 다음으로 우수한 수익률을 기록하고 있음
- 아울러, 가입자 연령에 따라 주식과 채권 비중이 조정되는 형태를 통해 생애주기를 고려한 자산 배분 효과를 기대할 수 있도록 구성하고 있음

○ 공적 기금이 제공하는 다양한 투자 옵션

- AP7은 기본 옵션 외에도 공격형, 신중형 등 다양한 위험 수준의 공적 포트폴리오를 제공함
- 이는 사적 금융상품에 의존하지 않고도 다양한 공적 선택지 안에서 자신의 위험 선호에 맞춘 자산 배분이 가능하게 하는 모델이라 볼 수 있음

○ AP7의 사례는 퇴직연금에 대한 공적기관의 운용에 대해서도 시사점을 제공함

- AP7이 운용하는 스웨덴 프리미엄 연금은 보험료의 재원이 임금이라는 점에서 공적연금임. 하지만 연금가입자가 운용 상품을 선택할 수 있고 민간과 공공기관인 AP7이 제시하는 투자 상품 중 선택할 수 있다는 점에서 DC형 퇴직연금과 운용 형태가 유사함
- 이는 퇴직연금에 있어 공공기관이 운용에 참여할 경우, 다양한 투자 상품의 개발과 제공해 연금가입자의 위험성향을 반영하는 게 중요함을 의미함
- 아울러, 스웨덴 프리미엄연금 제도의 사례처럼 구체적인 퇴직연금의

운용유형을 선택하지 않은 경우 공적 영역에서 운용하는 것을 고려할 필요가 있음

- 이를 통해, 금융상품에 대한 접근성과 이해도가 낮은 계층에 대해서도 퇴직연금 제도를 제공할 수 있다는 장점이 있음

VI. 호주 Superannuation

1. 설립배경 및 법적 기반

- 호주의 퇴직연금제도는 1992년 시작, 주요 법적 기반은 'Superannuation Guarantee Act 1992'로 인구고령화와 공적연금 부담 완화를 위한 국민 장기 자산 형성을 목표로 설립
 - 월급여 의무 납입률은 2024년 11.5%로 증가, 2025년 12% 예정
 - 납입액은 추납이 가능하며 연 2만 7,500 호주달러 까지 가능
 - 추납의 일정부분은 세금혜택이 주어지며, 정부 규제 아래 운용되지만 여러 연금사업자가 경쟁하는 구조로 개개인의 투자 성향, 재정목표와 나이에 맞춰 다양한 상품이 제공되고 있음
 - 슈퍼애뉴에이션 펀드는 만 60세 이후 인출할 수 있으며, 은퇴 여부에 따라 개시 시기 조율 가능
- 주요 설립 배경
 - 1980~90년대 호주는 인구 고령화와 공적연금의 재정 부담 증가에 직면하며, 개인 책임 기반의 노후 준비 필요성 공감
 - 호주의 노후소득보장제도의 1층인 'Age Pension(공적연금)'은 최저 생계수준 보장에 그쳐 퇴직 후 생활수준 유지를 위한 추가 제도 필요
 - 1986년부터 노사 간 협약을 통해 일부 산업에서 퇴직연금이 도입되었고 이를 확대하기 위해 정부가 제도화에 나섬
- 법적 기반
 - Superannuation Guarantee (Administration) Act 1992
 - 고용주가 근로자에게 일정 비율의 퇴직연금을 납입하도록 법적으로 의무화한 핵심 법률
 - 2025년 기준 납입률은 12%까지 인상 예정

- Superannuation Industry (Supervision) Act 1993 (SIS Act)
 - 퇴직연금 기금의 운용, 감독, 규제에 관한 법률로써 기금의 신탁 구조, 투자 제한, 리스크 관리 등을 규정
- Income Tax Assessment Act 1997
 - 퇴직연금에 대한 세제 혜택 및 과세 기준을 규정
- [정부기관] Australian Prudential Regulation Authority (APRA)
 - SIS Act에 따라 퇴직연금 기금의 건전성 감독을 수행
- MySuper: 디폴트 옵션
 - 호주 퇴직연금(superannuation)은 민간 중심 구조지만 정부가 강하게 개입(마이슈퍼, 성과평가 테스트, 수수료 규제 등) 하게 된 배경
 - 호주의 마이슈퍼(MySuper)는 호주 정부가 금융위기 이후 퇴직연금의 안정성과 공정성을 높이기 위해 만든 표준화된 디폴트 퇴직연금 제도로 슈퍼 애뉴에이션에 포함된 하나의 상품유형
 - 퇴직연금(Superannuation) 가입자가 별도의 선택을 하지 않아도 자동으로 적용되는 ‘정부 주도 디폴트 옵션 상품’이고 2013년 도입되었으며, 복잡하고 비용이 높은 기존 상품 구조를 단순화하고, 금융위기 이후 안정성과 공정성을 강화하기 위해 만들어짐
 - ‘2008 글로벌 금융위기’ 당시 호주 퇴직연금 시장은 큰 손실을 입었고, 투자 위험을 줄일 수 있는 디폴트 옵션 제도 필요성 제기
 - 정부가 퇴직연금 제도를 전면 점검한 결과(Super System Review; Cooper Review, 2010), 기존 상품이 지나치게 복잡하고 수수료가 높아 소비자에게 불리하다는 문제 확인. 이에 따라 정부 감독하에 표준화된 디폴트 상품을 도입할 것을 권고
 - 정부가 직접 주도하여 저비용·단순·투명한 구조의 디폴트 상품을 제공하기 위하여 2013년 마이슈퍼 도입하였고, 2014년부터는 모든 신규 고용인의 퇴직연금 기여금이 기본적으로 마이슈퍼 계정으로 납입되도록 제도화

- 마이슈퍼는 디폴트 옵션 상품으로 가입자가 직접 투자 옵션을 선택하지 않아도 자동으로 적용되는 기본 퇴직연금 상품
- 저비용·단순 구조: 불필요한 수수료와 복잡한 투자 구조를 줄이고, 표준화된 상품을 제공
- 보장성 보험 포함: 마이슈퍼를 제공하는 기금은 사망 및 영구장애 보장을 단체보험 형태로 의무적으로 제공해야 하며, 가입자는 원하면 탈퇴(Opt-out) 가능
- 적용 대상: 대부분의 수탁형 기금 가입자에게 적용되며, 자기관리형 기금(Self-Managed Super Fund) 등은 제외

○ 마이 슈퍼 도입의 핵심 의미

- 가입자 보호: 복잡한 선택을 하지 않아도 안정적이고 저비용의 기본 상품에 자동 가입
- 투명성 강화: 수수료와 투자 구조를 단순화하여 소비자가 쉽게 이해 가능
- 사회적 안전망: 사망·장애 보장 기능을 포함해 단순 투자 이상의 노후 안전망 역할

2. 운용구조 및 이해관계자 구성

□ 호주 퇴직연금은 민간이 운용하고 정부가 감독하는 이원적 구조

- 호주의 퇴직연금 제도인 “슈퍼애뉴에이션(Superannuation)”은 기본적으로 민간 중심의 기금형 구조(Superannuation Funds)로 운영되며, 정부는 제도 설계와 규제 측면에서 중요한 역할 수행
- 2024년 기준, 약 2,600만 명 이상의 회원과 총 자산규모는 3.9조 호주달러로, 호주 GDP의 약 145%에 달하며, 퇴직연금 자산규모 기준으로 세계 4위

□ 슈퍼애뉴에이션은 신탁법에 근거한 기금형 구조로 운영

- 기금형 퇴직연금이란 전문 위탁기관과 계약을 맺고 운용하는 방식
 - 기금형 구조: 퇴직연금은 신탁법(Trust Law)에 기반한 기금형으로, 노조·기업·외부 전문가가 참여하는 기금운영위원회가 운용 방향을 결정
 - 민간 연금사업자 경쟁: 다양한 연금사업자가 경쟁하며, 가입자는 자신의 투자 성향과 재정 목표에 맞는 상품을 선택할 수 있음

□ Super Funds: 슈퍼애뉴에이션 제도를 운용하는 펀드들

- 호주 퇴직연금 제도(Superannuation)에는 여러 유형의 기금(Fund)이 있으며, 크게 산업형(Industry Funds), 소매형(Retail Funds), 공공형(Public Sector Funds), 기업형(Corporate Funds), 자기관리형(Self-Managed Super Funds, SMSF), 정부가 도입한 마이슈퍼(MySuper)라는 디폴트 상품 유형이 포함

〈표 VI-1〉 호주 퇴직연금 상품 유형 및 특징

상품 유형	특징	대표 펀드/기관
Industry Funds (산업형 기금)	특정 업종 종사자를 위해 시작되었지만 현재는 누구나 가입 가능 비영리 구조로 운영되며, 수수료가 낮고 성과가 안정적이라는 평가	AustralianSuper, Hostplus, REST, HESTA, Cbus
Retail Funds (소매형 기금)	은행·보험사 등 민간 금융회사가 운영 다양한 투자 옵션 제공하지만, 수수료가 상대적으로 높음	AMP Superannuation, BT Super (Westpac), Colonial First State (CFS)
Public Sector Funds (공공형 기금)	공무원이나 공공기관 종사자를 대상으로 운영 정부 지원이 포함되는 경우가 많음	UniSuper (대학·연구기관 종사자), PSS (Public Sector Superannuation Scheme), CSS (Commonwealth Superannuation Scheme)
Corporate Funds (기업형 기금)	특정 기업이 직원들을 위해 설립한 기금 규모가 작은 경우가 많아 점차 Industry Funds로 통합되는 추세	Corporate Super by NAB/ANZ, 일부 대기업 자체 기금
Self-Managed Super Funds (SMSF, 자기관리형 기금)	개인이나 소규모 그룹이 직접 관리하는 퇴직연금 계좌 투자 선택권이 크지만, 관리 비용과 책임도 가입자에게 있음	개인 또는 소규모 그룹이 직접 운영. 대표 사례 없음(개별 계좌 단위)
위의 모든 유형에서 제공되는 정부 표준 디폴트 상품		
MySuper (디폴트 옵션)	2013년 도입된 정부 표준화 디폴트 상품 저비용·단순 구조, 기본 보험(사망·장애) 포함 신규 가입자가 별도 선택을 하지 않으면 자동으로 적용	2014년 1월부터 신규 가입자 퇴직연금을 수용하기 위해서는 MySuper 상품을 제공 의무화

- 일부 근로자는 여러 개의 슈퍼 계좌를 중복 보유가능
- 산업별, 직종별로 다양한 슈퍼펀드가 존재하며 가입자가 직접 선택 가능한 호주 퇴직연금을 운용하는 대표 연금기금들은 다음과 같음
 - AustralianSuper: 호주 최대의 산업형 연금기금으로 2025.11 기준, 약 350만 명 이상의 회원과 3,850억 호주달러(한화 335조) 이상의 자산을 운용하는 초대형 기금. 비영리 구조로 수익은 모두 회원의 연금 계좌로 환원. 기금형 운영 전문가들이 자산을 운용하며, 회원은 다양한 투자 옵션 중 선택 가능
 - Australian Retirement Trust: 2022년 Sunsuper와 QSuper의 합병으로 출범. 공공부문과 민간부문 가입자를 모두 포괄하는 대형 기금. 2024년 기준 가입자는 220만 명 이상, 운용자산 규모는 약 2,400억 호주달러 이상
 - UniSuper: 대학 및 고등교육 종사자 대상, 가입자는 약 50만 명이며 운용자산규모는 약 1,200억 호주달러 이상
 - REST Super: 소매업 종사자 대상, 가입자는 약 180만 명으로 운용자산규모는 약 800억 호주달러 이상
 - Hostplus:接客·관광업 종사자 대상, 가입자는 약 170만 명으로 운용자산 규모는 약 1,000억 호주달러 이상
 - CBUS Super: 건설업 종사자 대상, 가입자는 약 80만 명으로 운용자산 규모는 약 700억 호주달러 이상
- 정부기관: 감독 및 규제
 - APRA (Australian Prudential Regulation Authority)
 - 퇴직연금 기금의 건전성, 재무 안정성, 리스크 관리 등을 감독
 - ASIC (Australian Securities and Investments Commission)
 - 투자 상품의 공시, 소비자 보호, 금융교육 등을 담당
 - ATO (Australian Taxation Office)
 - 세제 혜택, 납입 내역 관리, 불법 인출 방지 등 세무 관련 업무 담당

□ 이해관계자 구성: 예) AustralianSuper

○ 이사회(Board of Directors)

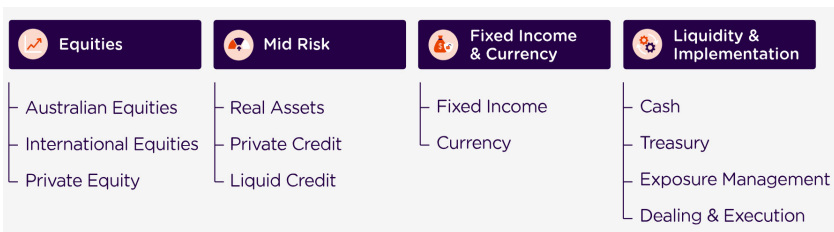
- 총 12명의 이사로 구성되며, 6명은 노동조합(노동자 측)에서 추천, 6명은 사용자 단체(고용주 측)에서 추천
- 이사회는 기금의 전략적 방향, 리스크 관리, 윤리적 책임 등을 감독
- 독립 의장(Independent Chair)이 이사회를 주재

○ 경영진(Executive Leadership Team)

- Chief Executive (CEO): Paul Schroder, 전직 노조 출신으로, 2021년 CEO로 임명됨
- Chief Operating Officer (COO): Peter Curtis
- Chief Risk Officer (CRO): Andrew Mantello
- Chief Investment Officer (CIO): Mark Delaney, 투자 전략 수립 및 자산 배분 총괄

○ 투자팀(Investment Team)

- 내부 투자 전문가들이 직접 자산을 운용하는 내부 운용 모델을 채택
- 글로벌 주식, 채권, 인프라, 부동산, 사모펀드 등 다양한 자산군에 투자
- 일부 자산은 외부 위탁 운용사와 협력
- 운용조직 구성



○ 리스크 및 준법감시

- 리스크 위원회(Risk Committee)와 감사위원회(Audit Committee)를 통해 투자 및 운영 리스크를 독립적으로 점검

3. 기본 운용전략(자산배분)

□ 운용전략: 예) AustralianSuper

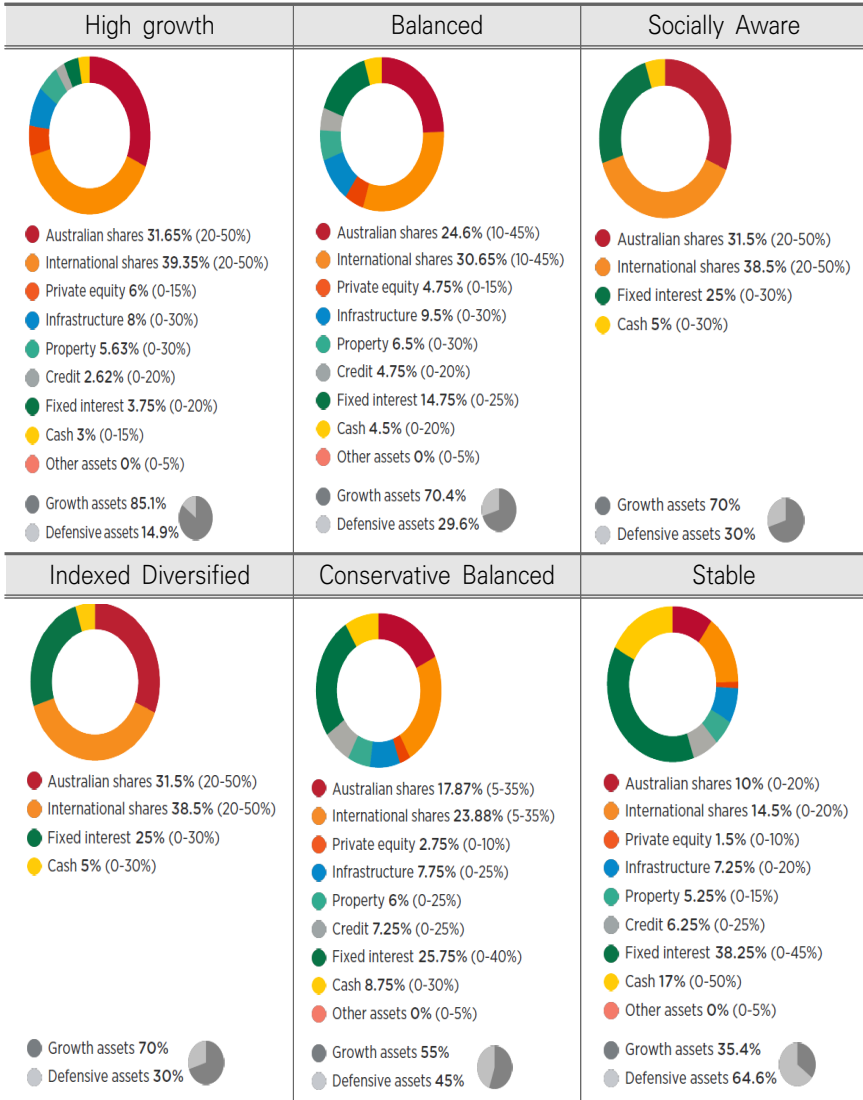
- 세계 20대 연기금 중 하나로 평가되며 글로벌 투자 포트폴리오를 통해 안정성과 수익성을 동시에 추구
- 해외 투자 비중 확대: 2024년 기준, 전체 자산의 약 절반 이상이 해외에 투자되어 있으며, 이는 글로벌 수익 다변화를 위한 전략으로, 현재 런던, 뉴욕, 베이징에 사무소를 두고 있으며, 글로벌 투자 기회를 적극적으로 탐색
- 투자 전략 및 상품
 - 디폴트 옵션: 크게 Growth asset과 Defensive asset으로 양분하고, 이에 맞추어 주식, 채권, 인프라, 부동산 등 다양한 자산에 전략적 자산배분 포트폴리오를 제공
 - TTR (Transition to Retirement), Income Account 등 은퇴 전후 맞춤형 상품도 제공
- 운용목표는 디폴트 옵션에 따라 다름
 - 디폴트 옵션은 퇴직연금 가입자가 별다른 운용지시 없이 선택할 수 있는 사전 설정된 운용전략이며, 이를 수용하기 싫다면 가입자가 자신만의 포트폴리오를 구성할 수도 있음(DIY)

디폴트 옵션	투자시계	운용목표	최근 5년 수익률
High growth	최소 12년	CPI+4.5 이상	10.15
Balanced	최소 10년	CPI+4.0 이상	8.64
Socially Aware	최소 10년	CPI+3.0 이상	8.33
Indexed Diversified	최소 10년	CPI+3.0 이상	9.55
Conservative Balanced	최소 7년	CPI+2.5 이상	6.38
Stable	최소 5년	CPI+1.5 이상	4.31

□ 자산배분: 예) AustralianSuper

○ 전략적 자산배분

- 호주 최대의 산업형 연금기금 AustralianSuper가 제공하는 디폴트 옵션의 전략적 자산배분과 허용범위(괄호)는 다음과 같음



4. 성과 및 비용구조

□ 성과: 예) AustralianSuper

Super investment option performance as at 31 March 2025

Investment options	1 year		3 years (p.a.)		5 years (p.a.)		10 years (p.a.)	
	AS	BM	AS	BM	AS	BM	AS	BM
PreMixed options								
High Growth	5.27%	5.62%	6.17%	6.61%	10.86%	10.30%	8.22%	7.34%
Balanced	5.17%	5.31%	5.24%	5.68%	9.16%	8.68%	7.44%	6.32%
Socially Aware	4.93%	6.14%	4.96%	8.23%	8.83%	7.77%	6.48%	6.79%
Indexed Diversified	6.11%	5.39%	6.97%	7.32%	9.60%	6.83%	6.80%	5.99%
Conservative Balanced	4.85%	4.81%	4.06%	4.91%	6.56%	6.72%	5.83%	5.26%
Stable	4.53%	4.54%	3.10%	3.85%	4.26%	4.69%	4.46%	4.02%
DIY Mix options								
Australian Shares	4.39%	3.45%	7.16%	6.07%	14.51%	12.92%	8.53%	7.62%
International Shares	7.12%	11.31%	10.77%	12.73%	12.54%	13.49%	10.41%	10.14%
Diversified Fixed Interest	3.20%	2.86%	1.24%	1.93%	0.85%	1.24%	1.96%	1.77%
Cash	4.22%	3.77%	3.30%	3.01%	2.05%	1.82%	1.97%	1.69%
Consumer Price Index	2.40%		4.33%		3.83%		2.79%	

AS = AustralianSuper BM = Benchmark

□ 비용구조

- 2010년대 초반까지 호주 퇴직연금의 평균 수수료율은 연 1% 내외로, 영국(약 0.3%)보다 3배 가까이 높다는 비판이 있었음
 - 2010년대 초반까지 호주의 퇴직연금 수수료율은 과거 영국보다 2~3배 높다는 지적이 있었지만, 마이슈퍼(MySuper) 도입 이후 평균 수수료율은 크게 낮아짐
 - 영국은 자동가입형 퇴직연금(NEST 등)에서 0.3~0.5% 수준으로 여전히 호주보다 낮음
 - 호주건전성감독청(APRA) 자료에 따르면 최근 마이슈퍼 상품의 평균 총비용비율(Total Expense Ratio)은 0.9% 이하 수준으로 안정화
 - 현재는 민간 소매형(superannuation retail funds)보다 마이슈퍼 상품이 더 저렴하고 투명한 구조를 갖고 있어 수수료 격차가 존재
- 마이슈퍼 vs 민간 퇴직연금 수수료율
 - 평균 수수료율은 0.7~0.9% 수준으로, 대규모 산업별 기금(Industry

Super Funds)이 운영하는 경우가 많아 규모의 경제로 비용 절감 효과

- 민간 소매형(Retail Super Funds) 펀드는 은행·보험사 등 민간 금융회사가 운영하기에 투자 옵션이 다양하지만, 마케팅·운영비용이 반영되어 평균 수수료율은 1.2~1.5%로 마이슈퍼보다 높음
- 대규모 산업별 기금(Industry Super Funds)이 운영하는 경우가 많아 규모의 경제로 비용 절감 효과

예) AustralianSuper는 규모의 경제를 활용해 관리비용을 업계 평균보다 약 22% 낮게 유지

- 마이슈퍼 도입(2013년) 이후 수수료율이 점진적으로 하락. 호주건전성 감독청(APRA) 자료에 따르면 최근 마이슈퍼 상품의 평균 총비용 비율(Total Expense Ratio)은 0.66% 수준으로 안정화
- 그럼에도 영국의 0.3~0.5%, 미국의 0.4~0.6% 대비 상대적으로 높은 수준으로 지적받고 있음

호주 생산성위원회(Productivity Commission) 2018 Final Report

"Reported fees in Australia are higher than in many other OECD countries."

(호주의 공시된 수수료는 많은 다른 OECD 국가들보다 더 높은 수준이다.)

"Reported fees have trended down but a tail of high-fee products remains entrenched, mostly in retail funds. Compelling cost savings from realised scale have not been systematically passed on to members as lower fees or higher returns."

(공시된 수수료는 하락 추세이긴 하지만, 여전히 높은 수수료를 부과하는 상품들이 남아 있으며, 이는 주로 리테일 펀드에서 고착화되어 있다. 또한 규모 확대를 통해 발생한 상당한 비용 절감 효과가 회원들에게 더 낮은 수수료나 더 높은 수익률의 형태로 체계적으로 환원되지 않고 있다.)

5. 시사점

- 호주 퇴직연금은 민간이 운용하고 정부가 감독하는 이원적 구조
 - 슈퍼애뉴에이션은 민간 중심의 기금형 구조로 운영되며, 정부는 제도 설계와 규제 측면에서 역할 수행
- 민간 연금사업자 경쟁
 - 다양한 연금사업자가 경쟁하며, 가입자는 자신의 투자 성향과 재정 목표에 맞는 상품을 선택할 수 있음
- 퇴직연금가입자 선택할 수 있는 다양한 디폴트 옵션을 제공
 - 주식, 채권, 인프라, 부동산 등 다양한 자산에 분산 투자 장기적으로 연평균 6~8% 수익률을 기록

VII. 결 론

□ 연구 종합

- 본 연구는 퇴직연금 운용에 공적영역이 개입하고 있는 해외 주요 국가(네덜란드, 덴마크, 미국, 스웨덴, 호주)의 사례를 조사·분석하여, 한국의 기금형 퇴직연금 도입 시 활용 가능한 정책적·실무적 시사점을 도출하고자 하였음
- 조사 대상 국가들은 각기 다른 제도적 배경과 운용 방식을 가지고 있으나, 공통적으로 규모의 경제 실현, 전문적 자산운용, 투명한 지배구조, 저비용 구조 구축이라는 특징을 가지고 있음

구분	주요 시사점
네덜란드 ABP	• 장기 분산투자의 중요성 • 산업별 연금 재단의 자율성과 사회적 협의 • 기금 규모를 키워 규모의 경제 시도
덴마크 ATP	• 명확한 ALM 체계 구현 • 레버리지의 전략적 활용 • 규모의 경제를 통한 저비용 • 법정 의무 가입의 공적 책임성
미국 CalPERS	• 복수 연금 플랜의 통합 운용 • 전략적 레버리지를 통한 리스크 관리 • 고위험 자산 비중 확대 • 투명한 비용 구조 공시
스웨덴 AP7	• 공적연금 내 개인 선택권 부여 • 디폴트 옵션의 중요성 강조 • 생애 주기 자산 배분 • 다양한 위험수준 옵션 제공
호주 Superannuation	• 민간 운용과 정부 감독의 균형 • 다양한 디폴트 옵션 • 생애주기형 포트폴리오 • 집합적 관리로 규모의 경제

□ 시사점

- 공적 책임성과 운용 전문성의 균형 필요
 - 네덜란드 ABP와 덴마크 ATP는 노사 동수 참여의 이사회를 통해 민주적 의사결정 구조를 확립하면서도 전문 운용조직(APG 등)을 통해 운용의 효율성을 제고
 - 미국 CalPERS는 독립적 이사회가 투자 전략을 수립하되, 정부의 제도적 틀 안에서 운영되는 구조
 - 공적 기관의 퇴직연금 운용 시, 정치적 독립성을 보장하면서도 가입자 이익을 최우선으로 하는 지배구조 설계가 필수적
- 장기 분산투자자와 전략적 자산배분이 공통적 특징
 - 모든 조사 대상 기금이 글로벌 분산투자를 통해 위험을 관리하고 수익률을 제고
 - 네덜란드 ABP는 패시브와 액티브를 혼용하며 비용 효율성을 추구
 - 덴마크 ATP는 헤징 포트폴리오와 투자 포트폴리오를 이원화하여 부채 매칭과 수익률 제고를 동시에 달성
 - CalPERS와 ATP는 전략적 레버리지를 활용하여 자본 효율성을 높이는 정교한 운용 기법을 구사
- 내부운용과 위탁운용의 적절한 균형 필요
 - 네덜란드 ABP는 전체 자산의 80~90%를 내부 운용하며, 전문성이 필요한 일부 자산만 외부 위탁
 - 이를 통해 운용보수를 절감하면서도 필요한 전문성은 확보하는 전략을 구사
- 부채의 특성을 고려한 자산 운용이 필수
 - 덴마크 ATP는 헤징 포트폴리오를 통해 금리위험을 관리하고, 투자 포트폴리오를 통해 초과수익을 추구하는 이원화 전략 구사
 - 미국 CalPERS는 매년 수리평가(Actuarial Valuation)를 통해 연금별 고용주 기여율을 산정하며, 전략적 자산배분을 통해 장기

부채를 관리

- 한국의 기금형 퇴직연금 도입 시, 단순한 수익률 추구가 아닌 부채 특성에 맞춘 자산 운용 체계 구축이 중요

○ 규모의 경제를 통한 저비용 구조 실현

- 덴마크 ATP는 전체 자산 대비 0.32%의 총비용률로 세계 최저 수준 유지
- 네덜란드 ABP는 가입자 1인당 연간 관리비가 한화 약 7천 원 수준에 불과
- 호주 슈퍼애뉴에이션의 마이슈퍼(MySuper) 상품은 평균 0.66% 수준의 총비용 비율을 유지
- 규모의 경제를 활용한 집합적 운용이 비용 절감의 핵심 요인

○ 투명한 비용 공시

- CalPERS는 투자비용과 행정비용을 구분하여 공시하며, 외부 위탁 보수, 성과보수 등을 세부 항목별로 공개
- 스웨덴 AP7은 운용에서 발생한 잉여금을 가입자에게 환원하는 방식으로 운용보수를 지속적으로 인하

○ 공적 기관이 제공하는 디폴트 옵션의 중요성

- 스웨덴 AP7은 가입자가 별도 선택을 하지 않을 경우 자동으로 적용되는 AP7 S fa를 제공하며, 연령에 따라 주식과 채권 비중이 자동 조정되는 생애주기형 포트폴리오를 운용
- 호주 마이슈퍼(MySuper)는 정부 주도의 표준화된 디폴트 상품으로, 저비용·단순·투명한 구조를 제공
- 금융지식이 부족한 가입자도 적정 수준의 위험 조정과 분산 효과를 누릴 수 있도록 설계

○ 다양한 투자 옵션 제공

- 스웨덴 AP7은 기본 옵션(S fa) 외에도 공격형, 균형형, 신중형 등 다양한 위험 수준의 포트폴리오를 제공

- 호주 슈퍼애뉴에이션은 가입자의 투자 성향에 따라 선택 가능한 다양한 디폴트 옵션을 제시
- 획일적인 상품이 아닌, 가입자의 위험 성향과 생애주기를 고려한 맞춤형 옵션 제공이 중요

□ 고려사항

- 다양한 요인들을 고려하여 적용 가능한 사례를 벤치마킹할 필요 있음
 - 해외 사례를 통해 각 국가마다 경제·정치·사회·문화 등이 다양하기 때문에 특정 사례를 적용하기에는 한계가 있음
 - 한국 퇴직연금 상황을 고려하여 벤치마킹 필요
- 사회적 합의 도출 필요
 - 퇴직연금이라는 특성상, 노사정 협의를 통한 제도 설계 및 도입 방안 합의
 - 영리기관의 참여 범위, 기존 계약형 퇴직연금과의 관계 등 쟁점 사항에 대한 사회적 논의
- 제도 도입을 위한 법적 기반 마련 필요
 - 관련 법 개정을 통한 기금형 퇴직연금의 법적 근거 확립
 - 운용 주체, 지배구조, 감독 체계 등에 대한 세부 규정 마련
- 운영 인프라 구축
 - IT 시스템, 리스크 관리 체계, 내부통제 시스템 등 운영 인프라 구축

참고문헌

AP7 Annual Report (2024)

AP7 홈페이지 (<https://www.ap7.se/english/about-us/>)

APRA(Australian Prudential Regulation Authority) 홈페이지

AustralianSuper 홈페이지

CalPERS, 2024, “Schools Pool Actuarial Valuation”

CalPERS 홈페이지

CalPERS annual report 2023-24

CalPERS Investment Policy

Global SWF

Top1000funds.com

Summary Code of Conduct, AustralianSuper

보험연구원, 2024, “주요국의 퇴직연금 운용과 시사점”

보험연구원, 2025, “호주 퇴직연금의 보장성보험 편입 사례와 시사점”

유호선, 2024, “퇴직연금의 유형화 및 유형별 퇴직연금제도 비교 분석”, 국민연금연구원

저자 약력

- 최 응 비

KAIST 산업·시스템공학과 공학사
KAIST 산업·시스템공학과 공학박사(석박통합)
현 국민연금연구원 연구위원

- 김 만 수

서울대학교, 정책학 박사
현 국민연금연구원 부연구위원

- 이 성 훈

서강대학교 생명과학, 경영학과 졸업
서강대학교 박사(재무)
현 국민연금연구원 부연구위원

- 황 준 호

한양대학교 경영학 박사(재무금융)
현 국민연금연구원 부연구위원

- **최 병 호**

연세대학교 경영학 박사

현 국민연금연구원 부연구위원

- **홍 희 주**

한성대학교 경영학 석사

현 국민연금연구원 주임연구원

- **강 태 현**

경희대학교 산업경영공학과 공학사

경희대학교 산업경영공학과 공학석사

FRM®, Global Association of Risk Professionals

현 국민연금연구원 주임연구원

국민연금연구원 홈페이지에 방문하시면 더 많은 보고서와
다양한 연구자료를 보실 수 있습니다.

<https://institute.nps.or.kr> (국민연금연구원 홈페이지)



정책자료 2025-05

해외 퇴직연금 운용사례 조사

2025년 12월 인쇄

2025년 12월 발행

발행인 : 김 성 주

편집인 : 한 정 립

발행처 : 국민연금공단 국민연금연구원

전북 전주시 덕진구 기지로 170(만성동)

TEL : 063-713-6776 / FAX : 063-900-3250

ISBN 978-89-6338-805-2 (93320)



NPS 국민연금공단 국민연금연구원



홈페이지 바로가기

ISBN 978-89-6338-805-2 (93320)