

# 연금포럼

2026 PENSION FORUM

봄호

Vol.101



## 권두언

‘모두가 누리는 연금’을 위한 노후소득보장 개편 방향 | 김성주

## 기획주제

다층노후소득보장체계 재구조화를 고려한 국민연금의 향후 개혁 과제 | 김혜진

다층노후소득보장 강화를 위한 기초연금 개편 방향과 향후 과제 | 최옥금

노후소득보장 강화를 위한 퇴직연금 발전방안:

문제점과 단계적 개선방안 | 정창률

개인연금 평가와 발전방안 | 강성호

## 정책분석 및 연금동향분석

공적연금의 자영자 보험료지원제도 사례분석 - 남미국가들을 중심으로 | 유호선

글로벌 연금금의 대체투자 ESG 사례 분석:

국민연금 도입 방향에 대한 시사점 | 노정희

국민연금 중기재정 전망을 위한 금리 환경 분석

- 구조적 상승 요인과 이란-미국 전쟁의 파급효과 - | 윤병욱

레버리지 투자 전환과 대체투자의 구조 변화 | 홍희주

일본의 사례를 통해 본 스튜어드십 활동과 국민연금기금에의 시사점 | 정다빈

## 부록

국민연금 관련 통계(2025년 12월 말 기준)



# 2026년 국민연금 가입자 및 수급권자 이용 혜택

청풍리조트는 국민연금 "가입자"와 "수급권자"에게  
저렴한 비용으로 여가시설과 휴식공간을 제공해 드리고 있습니다.

## \*국민연금 수급자

금액 : 원(VAT포함)

| 구분     |         | 정상가     | 주중      | 할인율 | 주말      | 할인율 | 성수기     | 할인율 |
|--------|---------|---------|---------|-----|---------|-----|---------|-----|
| 레이크 호텔 | 스탠다드    | 180,000 | 63,000  | 65% | 81,000  | 55% | 99,000  | 45% |
|        | 슈페리어    | 230,000 | 81,000  |     | 104,000 |     | 127,000 |     |
|        | 패밀리     | 400,000 | 140,000 |     | 180,000 |     | 220,000 |     |
|        | 스위트     | 540,000 | 189,000 |     | 243,000 |     | 297,000 |     |
| 힐 하우스  | 디럭스     | 340,000 | 119,000 |     | 153,000 |     | 187,000 |     |
|        | Jr. 스위트 | 440,000 | 154,000 |     | 198,000 |     | 242,000 |     |

※주중 : 일요일~목요일 / 주말 : 금요일~토요일

## \*국민연금 가입자

금액 : 원(VAT포함)

| 구분     |         | 정상가     | 주중      | 할인율 | 주말      | 할인율 | 성수기     | 할인율 |
|--------|---------|---------|---------|-----|---------|-----|---------|-----|
| 레이크 호텔 | 스탠다드    | 180,000 | 72,000  | 60% | 108,000 | 40% | 117,000 | 35% |
|        | 슈페리어    | 230,000 | 92,000  |     | 138,000 |     | 150,000 |     |
|        | 패밀리     | 400,000 | 160,000 |     | 240,000 |     | 260,000 |     |
|        | 스위트     | 540,000 | 216,000 |     | 324,000 |     | 351,000 |     |
| 힐 하우스  | 디럭스     | 340,000 | 136,000 |     | 204,000 |     | 221,000 |     |
|        | Jr. 스위트 | 440,000 | 176,000 |     | 264,000 |     | 286,000 |     |

※주중 : 일요일~목요일 / 주말 : 금요일~토요일

### 이용방법

- 1 국민연금 "가입자" 및 "수급권자" 본인 회원 가입시 적용
- 2 공휴일 전일 주말 요금 적용
- 3 온라인 예약시 할인유형 선택 (미 선택시 할인 적용 불가)
- 4 입실시 본인 확인을 위하여 신분증 확인 (주민번호로 가입자/수급권자 조회)
- 5 홈페이지 온라인 예약은 보다 많은 회원님에게 혜택을 드리고자 회원 아이디(ID)당 1회 이용객실수를 최대 2실로 제한하며 객실당 최대 3박까지 예약가능합니다.  
(박수로 환산하여 최대 6박 예약진행시 체크아웃 이후 객실 상황에 따라 추가 예약 가능)

# 연금 포럼



검독원고 : 권두언 외 9편

2026 PENSION FORUM

## 권두언

‘모두가 누리는 연금’을 위한 노후소득보장 개편 방향 | **김성주** 03

## 기획주제

다층노후소득보장체계 재구조화를 고려한 국민연금의 향후 개혁 과제 | **김혜진** 05

다층노후소득보장 강화를 위한 기초연금 개편 방향과 향후 과제 | **최옥금** 14

노후소득보장 강화를 위한 퇴직연금 발전방안: 문제점과 단계적 개선방안 | **정창률** 21

개인연금 평가와 발전방안 | **강성호** 32

## 정책분석 및 연금동향분석

공적연금의 자영자 보험료지원제도 사례분석 - 남미국가들을 중심으로 | **유호선** 42

글로벌 연기금의 대체투자 ESG 사례 분석 : 국민연금 도입 방향에 대한 시사점 | **노정희** 53

국민연금 중기재정 전망을 위한 금리 환경 분석  
- 구조적 상승 요인과 이란-미국 전쟁의 파급효과 - | **윤병욱** 66

레버리지 투자 전환과 대체투자의 구조 변화 | **홍희주** 76

일본의 사례를 통해 본 스튜어드십 활동과 국민연금기금에의 시사점 | **정다빈** 88

## 부록

국민연금 관련 통계(2025년 12월 말 기준) 104





## ‘모두가 누리는 연금’을 위한 노후소득보장 개편 방향

김성주 이사장



2025년 연금개혁이 이루어졌다. 18년 만의 개혁이고, 27년만의 보험료 인상이다. 오랜 사회적 논의를 거쳐 정치적 합의로 이뤄낸 값진 결실에 대해 제 21대 국회 연금개혁특별위원회와 공론화위원회에 참여한 사람으로서 자부심을 느낀다. 기금운용 수익률도 역대 최고 기록을 이어가며 기금 소진 시기를 뒤로 늦췄으며 국민연금에 대한 신뢰도 높아졌다.

지난 12월 국민연금공단 이사장으로 다시 취임하며 “모두가 누리는 연금”을 만들겠다고 선언했다. 모수개혁으로 국민연금의 제도 지속 시간은 늘어났지만 다음 세대까지 혜택을 누릴 수 있을만큼 충분한 것은 아니다. 재정안정과 지속가능한 연금을 위해서는 추가 모수개혁이 불가피하다. 은퇴 후 연금수급 때까지 소득 공백을 메우기 위해 정년연장과 함께 의무가입연령 상향과 수급연령 조정 등의 조치가 필요하다고 본다.

지금까지 연금개혁이 재정안정화에 집중해왔다면, 앞으로 개혁은 다층노후소득보장 강화에 초점을 맞춰야 한다. 국민연금만으로 모든 국민의 충분한 노후소득이 불가능하기 때문이다. 기초연금을 재구조화하고 퇴직연금을 공적 연금화하여, 국민연금을 중심으로 아래로는 기초연금이 받쳐주고 위로

는 퇴직연금을 더하는 다층노후소득보장체계를 만들어야 한다.

### 기초연금의 재구조화 필요

노인 빈곤을 줄이기 위해 2008년 시행된 기초노령연금에 이어 기초연금은 2014년 도입되었다. 월 10만 원 수준이던 연금액을 높이고 이름을 기초연금으로 바꾸었지만, 대상자 선정 기준은 전체 노인 인구의 소득 하위 70% 수준으로 유지했다. 노령 인구의 경제적 상황이 개선되며 기초연금 선정 기준액이 2008년 40만 원에서 2026년 247만 원으로 6배 이상 오르는 동안 노인의 70%에게 기초연금을 지급한다는 기준은 그대로다. 저출생과 초고령화로 인한 인구구조 변화와 재정부담 우려 등이 복합적으로 작용하며 기초연금 재구조화 논의가 진행되고 있다.

기초연금 지급 대상을 정하는 소득기준선을 합리적으로 조정하고 현재 노인 빈곤 해결이라는 목표에 맞게 기초연금의 역할을 재구성하는 것이 필요하다. 기초연금의 개편 방향은 현재 노인빈곤 해소에 집중하기 위해 저소득노인을 더 두텁게 지원하고,

장기적으로 '최저소득보장' 제도로 전환하는 것이 바람직하다. 만약 제도변화로 인해 절감되는 재원이 있다면 국민연금 사각지대 해소 등 노후빈곤을 예방하는 데 투입한다면 더 좋은 일이 될 것이다.

## 퇴직연금은 '제2의 국민연금'으로 공적 기능 강화

2026년 2월 '퇴직연금 기능 강화를 위한 노사정 TF'는 모든 사업장에 퇴직연금을 단계적으로 의무화하고, '기금형 퇴직연금'을 도입하겠다고 합의했다. 퇴직연금 시행 20년이 되었지만 낮은 가입률(53.3%)과 수익률(최근 5년 평균 2.86%), 그리고 저조한 연금 수령률(13%)로 노후소득의 역할을 다 하지 못한 퇴직연금이 제대로 '연금' 역할을 하게 되는 것이다.

이번 합의는 근로자의 퇴직급여 수급권을 보호하기 위해 '퇴직급여 사외적립'을 의무화하고, 다양한 유형의 기금형 퇴직연금을 활성화함으로써 사업장과 가입자의 선택권을 확대했다. 특히, 국민연금공단 같은 공공기관의 참여 가능성이 열리면서, 국민들에게 선택권을 넓혀주고, 낮은 수수료와 높은

수익률을 기대할 수 있는 새로운 퇴직연금 모델이 등장할 가능성이 높아졌다.

퇴직연금이 자녀결혼이나 노후창업자금으로 소진되는 '일시금'에서 벗어나 노후소득보장의 중요한 축으로 자리 잡으면, 국민연금과 함께 노후를 더 든든히 보장하는 '제2의 국민연금' 역할을 하게 될 것이다.

## 한국형 다층노후소득보장을 통해 '모두가 누리는 연금'으로

우리는 '백세시대'라는 축복과 '노후빈곤'이라는 숙제를 동시에 안고 있다. 노후의 안정적인 삶을 위해 어느 때보다 연금의 역할이 중요한 때에, 20세기에 설계된 제도를 21세기에 그대로 적용하는 것은 맞지 않다. 선진국이 걸었던 길을 그대로 따르는 게 아니라 우리나라 현실에 맞게 국민연금을 중심으로 '지속 가능한 연금의 황금 비율'을 찾아야 한다. 국민연금을 더욱 튼튼하게 하고, 기초연금을 재구조화하며 퇴직연금의 강화를 통해 국민이 안심할 수 있는 미래, '모두가 누리는 연금'을 만드는 것이 연금개혁의 최종 목적지다.

# 다층노후소득보장체계 재구조화를 고려한 국민연금의 향후 개혁 과제



김혜진(국민연금연구원 연구위원)

## I. 서론

2025년 3월 이른바 ‘3차 국민연금 개혁’이 단행되면서, 국민연금의 지속가능성이 단기적으로는 개선되었다는 인식이 확산되었다. 실제로 연금 개혁 과정에서 보험료율·소득대체율 조정과 정부의 기금 수익률을 제고 노력이 병행된다면 기금소진 시점이 연장될 수 있을 것으로 전망되었다.<sup>1)</sup>

이러한 변화만을 놓고 보면 국민연금은 “당분간 추가 개혁의 필요성이 낮다”는 해석이 형성될 여지가 있다. 그러나 이번 개혁은 국민연금의 제도개혁을 완결한 최종 조치로 보기는 어렵다. 초고령사회 진입과 생산연령인구 감소가 본격화되는 가운데, 불안정 고용의 확대, 자영업·플랫폼노동 증가, 정년과 수급개시연령의 불일치에 따른 소득공백 문제 등은 여전히 국민연금의 가입 기반과 급여 적정성에 지속적인 영향을 미치고 있기 때문이다. 이러한 점에서 국민연금은 일회적 모수조정에 그치는 제도가 아니라, 인구구조와 노동시장 변화에 맞추어 지속적으로 점검·보완되어야 할 제도라고 할 수 있다.

더욱이 현재 국민연금 추가 개혁의 필요성은 국민연금 내부 요인만으로 설명되기 어렵다. 최근 기초연금의 지급대상 및 급여구조 재조정 논의와 함께, 퇴직연금의 연금화 원칙 강화 방안이 제기되면서 우리나라 다층 노후소득보장체계 전반의 역할 재정립 논의가 본격화되고 있다. 이는 각 제도의 기능 변화가 국민연금의 위상과 역할에도 직접적인 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 특히 향후 기초연금의 보장 범위나 퇴직연금의 노후소득 기능이 조정될 경우, 국민연금은 소득비례 공적연금으로서 어느 수준의 보장 기능을 담당할 것인지, 그리고 그에 부합하는 가입·급여 구조를 어떻게 설계할 것인지에 대한 재검토가 필요하다. 결국 지금 필요한 것은 2025년 개혁의 성과를 확인하는 데 그치는 것이 아니라, 다층 노후소득보장체계의 구조 변화 속에서 국민연금의 기능과 개혁 과제를 다시 검토하는 일이다.

본고는 이러한 문제의식에 따라 2025년 국민연금 개혁의 주요 내용을 간략히 정리한 뒤, 최근 기초연금과 퇴직연금을 중심으로 나타나고 있는 다층 노후소득보장체계의 구조 변화가 국민연금에 제기

1) 보건복지부(2025)에 따르면, 보험료율 13%, 소득대체율 43% 조정과 함께 기금운용수익률 제고(1%pt 상향)가 병행될 경우, 기금소진 시점이 개혁 이전 전망인 2056년에서 2071년으로 연장될 수 있다고 제시하였다.

하는 주요 쟁점을 살펴보고, 국민연금이 소득비례 공적연금으로서의 중추적 기능을 강화하기 위해 필요한 제도개선 과제를 검토하고자 한다.

## II. 2025년 3차 국민연금 개혁의 주요 내용과 쟁점

### 1. 개혁 주요 내용

2025년 3차 국민연금 개혁은 크게 (1) 보험료율 및 소득대체율 조정, (2) 출산·군복무 크레딧 확대, (3) 저소득층 보험료 지원 확대, (4) 지급보장 규정의 명확화라는 네 가지로 정리할 수 있다.

첫째, 급여·기여 구조 조정 측면에서 보험료율은 9%에서 13%로 상향하되, 2026년부터 매년 0.5%p씩 8년에 걸쳐 단계적으로 인상하기로 하였다. 소득대체율은 기존의 단계적 하향 경로를 중단하고 2026년부터 43%로 조정하였다. 이러한 조합은 보험료율 인상을 통해 재정 기반을 보강하는 한편, 급여 수준 조정을 통해 노후소득보장 기능을 일정 부분 강화하려는 절충적 시도로 볼 수 있다.

둘째, 출산과 군복무에 대한 가입기간 인정 범위를 확대하였다. 출산 크레딧은 첫째 자녀부터 인정

도록 범위를 넓히고 가입기간 인정 상한을 폐지하였으며, 군복무 크레딧도 인정기간을 확대하였다. 이는 출산·군복무와 같이 사회적으로 의미 있는 생애 사건으로 인해 발생하는 무기여 기간에 대해 가입기간 산입 범위를 넓힘으로써, 기여이력의 단절을 완화하려는 정책수단으로 평가할 수 있다.

셋째, 보험료 지원은 기존의 납부재개자 중심 지원방식을 보완하여 일정 소득수준 미만의 저소득층까지 지원 대상을 확대하였다. 이러한 확대는 보험료율 인상 과정에서 저소득층의 순(純)부담을 경감하는 동시에 지속적 납부와 가입 유지를 유도함으로써, 사각지대 완화에 기여할 것으로 기대된다.

넷째, 지급보장 규정은 연금지급에 대한 국가의 책임을 보다 명확히 하는 방향으로 정비되었다. 이는 기금 고갈 우려와 세대 간 불신이 누적된 상황에서 제도에 대한 신뢰를 제고하려는 조치로 해석할 수 있다.

### 2. 개혁의 성과와 한계

이번 3차 개혁은 보험료율 인상과 소득대체율 조정을 결합함으로써 재정 안정화와 급여 적정성 간의 절충을 시도하였고, 크레딧 및 보험료 지원 확대를

〈표 1〉 2025년 3차 국민연금 개혁의 주요 내용 요약

| 구분             | 주요 내용                              | 기대효과              |
|----------------|------------------------------------|-------------------|
| 보험료율 조정        | 9% → 13%, 2026년부터 매년 0.5%p씩 8년간 인상 | 재정 기반 확충          |
| 소득대체율 조정       | 2026년부터 43%로 조정                    | 노후소득보장 기능 강화      |
| 출산 크레딧 확대      | 첫째 자녀부터 인정, 가입기간 인정 상한 폐지          | 기여공백 완화, 수급권 강화   |
| 군복무 크레딧 확대     | 인정기간 확대                            |                   |
| 지역가입자 보험료지원 확대 | 납부재개자에서 저소득 소득신고자까지 확대             | 저소득층 부담 및 사각지대 완화 |
| 지급보장 규정 명확화    | 연금지급에 대한 국가 책임 명확화                 | 제도 신뢰 제고          |

자료 : 보건복지부(2025)를 바탕으로 재구성

주 : '기대효과'는 정부 개혁안의 내용을 토대로 필자가 정리함

〈표 2〉 국민연금 개선 과제 비교

| 과제 영역             | 제5차 재정계산위원회                                                                                                                                                                    | 국회 연금특위 공론화위원회                                                                                                                                         |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 보험료율·소득대체율 조정     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 소득대체율 45%, 50% 조정에 따른 재정전망 검토</li> </ul>                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 소득대체율 50%-보험료율 13%</li> <li>• 소득대체율 40%-보험료율 12%</li> </ul>                                                   |
| 가입·수급연령 체계 정합성 제고 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 의무가입 상한연령 만 64세 상향<br/>- 단, A값 하락 우려에 대한 보완 필요</li> </ul>                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 의무가입 상한연령 만 64세 상향</li> </ul>                                                                                 |
| 기여공백 보전 및 가입이력 확충 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• (출산크레딧) 첫째 자녀부터 12개월씩 최대 60개월까지 인정, 국고 100% 지원 및 사전 지원방식 전환 제안</li> <li>• (군복무크레딧) 전 기간 크레딧 부여 및 사전 지원방식 전환 제안</li> </ul>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 출산·군복무 크레딧 확대를 통한 실질 급여수준 제고<br/>- 다른 대안으로 돌봄크레딧 도입, 실업크레딧 확대 검토</li> </ul>                                   |
| 사각지대 완화 및 포섭력 제고  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 저소득 지역가입자 전체로 보험료 지원 확대</li> <li>• 보험료율 인상에 따른 추가 부담 지원 검토</li> <li>• 특수형태근로종사자에 대한 사업장가입 확대</li> <li>• 소득파악 기반 확충 및 가입 지원</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 사각지대 해소 방안 논의<br/>- 크레딧 재원 전체 국고 전환 및 사전지원으로 전환<br/>- 특수형태근로자 등 사업장가입 추진<br/>- 저소득 지역가입자 보험료 부담 완화</li> </ul> |
| 제도 운영기반 정비        | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 기준소득월액 상·하한을 일정 비율에 따라 자동 조정하는 방식 제안</li> </ul>                                                                                       |                                                                                                                                                        |

자료 : 연금개혁 특별위원회 산하 공론화위원회(2024); 재정계산위원회(2023)

주 : 과제 영역 구분과 세부 표현은 원자료의 내용을 바탕으로 필자가 재구성함

통해 연금제도의 포용성을 일정 부분 보완하였다는 점에서 의미가 있다. 정부 발표에 따르면, 보험료율 13%와 소득대체율 43%가 적용될 경우 기금 소진 시점은 개혁 이전 전망(2056년) 대비 15년 연장된 2071년까지 유지될 수 있는 것으로 제시되었다(보건복지부, 2025).<sup>2)</sup> 또한 정부는 이번 개혁이 급여수준에도 일정한 개선 효과를 가져올 것으로 설명하고 있다. 예컨대 국민연금 평균소득자(2025년 A값 309만 원)가 40년 가입하고 25년간 연금을 수급한다고 가정할 경우, “보험료율 13%·소득대체율 43%”에서는 생애 전체에 걸쳐 약 1.8억 원을 납부하고 약 3.1억 원을 수령하는 것으로 추계되며, 기존 제도(9%·40%) 대비 총 납부 보험료는 약 5,400만 원

증가하는 반면 수급하는 총 연금액은 약 2,200만 원 증가하는 것으로 제시된다. 또한 첫째 연금액도 기존 제도에서는 123.7만 원인 반면, “소득대체율 43%” 적용 시에는 132.9만 원으로 증가하는 것으로 나타난다. 나아가 출산·군복무 크레딧 확대 및 저소득층 보험료 지원과 같은 추가적 보완장치의 적용을 받는 경우 가입기간이 늘어나 연금액은 추가로 증가할 수 있어, 제도 내 취약 구간에 대한 포용성을 일정 부분 보완하는 효과도 기대된다.<sup>3)</sup>

그러나 이러한 성과에도 불구하고, 이번 개혁은 주로 보험료율·소득대체율 조정과 일부 보완장치 확대에 집중한 반면, 국민연금이 소득비례 공적연금으로서 중추 기능을 안정적으로 수행하기 위해 필요한

2) 다만 이러한 재정전망 수치는 기금투자수익률 가정에 따라 변동이 가능함을 고려할 필요가 있다. 정부 전망에서는 현행 기금투자수익률을 4.5%로, 개혁안 시나리오에서는 5.5%를 적용하고 있어, 수익률 실현 여부에 따라 기금 소진 시점 및 누적 수지 전망은 달라질 수 있다.

3) 정부가 제시한 추계 결과에 의하면, 평균소득자 기준 출산 크레딧은 자녀를 1명 출산하는 경우 총 연금액이 787만원 증가, 군복무 크레딧은 6개월에서 최대 12개월로 확대될 경우 약 590만 원이 증가하는 것으로 제시된다(보건복지부, 2025).

〈그림 1〉 공적연금 가입실태(2024년 12월말 기준)

|                                       |                                 |                              |                    |                                      |
|---------------------------------------|---------------------------------|------------------------------|--------------------|--------------------------------------|
| 18~59세 총인구 29,892천명 <sup>5)</sup>     |                                 |                              |                    |                                      |
| 비경제활동<br>인구기 <sup>7)</sup><br>6,591천명 | 경제활동인구 <sup>6)</sup> 22,476천명   |                              |                    |                                      |
|                                       | 국민연금 가입자 <sup>8)</sup> 21,505천명 |                              |                    | 특수지역<br>연금 <sup>10)</sup><br>1,797천명 |
|                                       | 납부예외자<br>2,798천명                | 소득신고자<br>18,707천명            |                    |                                      |
|                                       |                                 | 장기체납자 <sup>9)</sup><br>625천명 | 보험료납부자<br>18,082천명 |                                      |
| 소계 10,014천명                           |                                 |                              | 소계 19,879천명        |                                      |

자료 : 국민연금연구원(2025), 『2024 국민연금 생생통계 Facts Book』, p. 24

과제까지는 충분히 진전시키지 못했다. 특히 실질 가입기간 확대, 플랫폼·단시간 근로자에 대한 적용 체계 정비, 가입연령과 수급연령 간 정합성 확보와 같은 문제는 여전히 후속 개혁 과제로 남아 있다.

사실 이러한 과제는 제5차 국민연금 종합운영계획과 국회 연금개혁 공론화·특위 논의에서도 반복적으로 제기된 바 있다(표 2)). 이러한 과제가 중요한 이유는, 국민연금이 소득비례 공적연금으로서 ‘기본 노후소득의 중심’ 역할을 수행하기 위해서는 단순한 모수 조정만으로는 충분하지 않기 때문이다. 소득비례 연금에서 수급권의 형성과 급여수준은 제도 내 적용 범위와 기여이력의 축적 정도(보험료 납부 또는 크레딧 산입 기간의 누적), 그리고 보험료 산정에 반영되는 소득 수준에 의해 구조적으로 좌우된다. 따라서 가입·납부 사각지대가 큰 상태에서는 소득대체율 조정이나 보험료 지원 확대가 ‘잠재적 수급권자’에게 충분히 전달되기 어렵고, 제도 전반의 노후소득 보장 기능 강화로 연결되는 데 제약이 발생할 수 있다.

현재 국민연금 가입실태를 보면(그림 1), 경제

활동인구 중에서도 납부예외자와 장기체납자가 적지 않고, 비경제활동인구 상당수는 제도 적용 밖에 놓여 있다. 이는 국민연금의 보장기능이 법정 급여 수준의 조정만으로 충분히 강화되기 어렵고, 실제 가입 유지와 지속 납부를 가능하게 하는 운영과제 해결이 계속 중요하게 다루어질 필요가 있음을 보여준다.

### 3. 다층노후소득보장체계 재구조화 논의에서의 쟁점

이러한 구조적 한계는 최근 다층 노후소득보장체계 전반의 역할 재조정 논의와 맞물리면서 더욱 중요해지고 있다. 최근 기초연금에 대해서는 지급대상 조정과 급여구조 재설계가 거론되는 한편, 퇴직연금에 대해서는 연금 수령 원칙 강화를 통해 노후소득 기능을 높이려는 논의가 병행되고 있다. 이는 다층체계 내 각 제도의 기능과 역할을 재정립하려는 흐름으로 볼 수 있다.

문제는 이러한 변화가 모든 집단에 동일한 효과



를 가져오지 않는다는 점이다. 기초연금의 수급대상을 점진적으로 조정하려면, 그만큼 기초연금에 크게 의존하지 않고도 생활할 수 있는 노인이 늘어나야 한다. 이를 위해서는 근로소득과 국민연금·사적연금을 통해 안정적인 노후소득을 확보할 수 있는 기반이 충분히 확충되어야 한다(김도현·이승희, 2025). 따라서 이러한 기반이 충분히 마련되지 않은 상태에서 기초연금 지급대상 조정이 이루어질 경우, 일부 저소득층과 취약계층에서는 소득보장 공백이 상대적으로 크게 나타날 가능성이 있다.

퇴직연금의 연금화 강화도 마찬가지로 집단별 효과가 다르게 나타날 수 있다. 이는 고용이 안정적인 집단에서는 노후소득의 안정성을 높일 수 있지만, 불안정 고용, 단시간 노동, 플랫폼 노동 종사자나 저소득 지역가입자에게는 그 효과가 제한적일 수 있다. 최근 발표된 퇴직연금 의무화는 일시금 중심의 퇴직금 제도를 연금 수령 중심의 퇴직연금 체제로 전환하는 데 초점이 있다. 다시 말해 이는 인출방식의 개선에 가깝지, 처음부터 제도 가입에서 배제되거나 퇴직연금 적립이 충분히 이루어지지 못한 집단의 공백을 메우는 장치는 아니라고 볼 수 있다. 실제로 퇴직연금은 성장하고 있음에도 가입률은 2024년 기준 53.3%에 머물고 있으며, 사업장 기준 도입률도 26.5%에 그친다(국가데이터처, 2025). 즉 연금화 강화 이전에, 제도 밖에 남아 있는 근로자와 사업장 규모가 적지 않다는 것을 의미한다. 특히 비정규·불안정 고용 집단의 가입 취약성은 더욱 두드러진다. 고용노동부의 2024년 6월 기준 고용형태별근로실태조사에 따르면 퇴직연금 가입률은 정규직 60.0%, 비정규직 28.8%로 상당한 격차를 보인다(고용노동부, 2025).

이처럼 다층체계의 구조 변화는 오히려 국민연금의 역할을 더욱 중요하게 만든다. 기초연금의 지급대상 조정 논의는 국민연금에 대해 단순한 급여

수준 조정을 넘어, 보다 많은 사람이 안정적으로 수급권을 확보할 수 있도록 가입·납부·기여이력을 확대하는 기능을 요구한다. 또한 퇴직연금의 연금화 강화는 적립이 충분한 집단의 노후보장을 우선적으로 강화하는 방향으로 작동할 가능성이 크다. 따라서 다층체계 전반의 노후소득 격차를 완화하고 사각지대를 줄이기 위해서는 국민연금이 취약계층을 폭넓게 포괄하고 안정적인 기여이력 축적을 뒷받침하는 중심축으로 기능해야 한다.

결국 국민연금의 후속 개혁에서 핵심 쟁점은 단순한 보험료율·소득대체율 조정을 넘어, 기여기간 확대, 생애 전환기의 기여공백 보전, 불안정 노동자 등의 포섭 등을 위해 어떻게 연금제도를 개선할 것인가에 있다. 앞서 본 바와 같이 이러한 과제는 이미 기존 연금개혁 논의에서도 지속적으로 제기되어 왔으나, 그럼에도 이번 3차 개혁은 보험료율·소득대체율 조정과 출산·군복무 크레딧 확대를 우선 추진하는 데 집중하였고 그 결과 국민연금의 중추 기능을 뒷받침하는 과제는 여전히 후속 개혁 과제로 남게 되었다.

### III. 향후 제도개선 과제

지금부터는 앞서 살펴본 문제의식을 바탕으로, 다층 노후소득보장체계의 변화에 대응하여 국민연금의 포괄성과 실질 가입기간을 확대하기 위한 향후 제도개선 과제를 검토하고자 한다.

#### 1. ‘가입자 수’보다 ‘실질 기여이력’ 확충을 위한 제도 개선

국민연금의 노후 소득보장 기능은 소득비례 방식의 특성상 단순한 가입 여부보다 실제 보험료 납부와 가입기간에 의해 좌우된다. 이와 관련하여 3



차 개혁은 보험료율과 소득대체율 조정, 일부 크레딧 확대를 포함하였으나, 기여기반을 실질적으로 확장하기 위한 적용체계 등은 상대적으로 제한적으로 다루어졌다. 따라서 후속 개혁에서는 형식적 가입 확대가 아니라 실질적인 기여 이력 축적을 가능하게 하는 방향의 접근이 필요하다.

우선, 사업장가입자 적용 기준을 재정비할 필요가 있다. 초단시간·일용·플랫폼형 노동에서 적용 제외 및 납부예외가 반복될 경우 다층체계 전반의 불평등이 누적될 수 있다. 따라서 적용기준을 형식적으로 조정하는 데 그치지 않고, 다중사업장과 플랫폼 환경에서도 사용자와 노동자 간 보험료 부담과 징수 책임이 실효성 있게 작동할 수 있도록 제도를 개선할 필요가 있다. 물론 이러한 방향은 정규직·완전고용 중심으로 설계된 현행 사업장가입 기준의 근본적 재검토를 수반한다는 점에서 단기간 내 추진이 쉽지 않을 수 있다. 그러나 노동시장 구조 변화와 AI 확산 등 향후 고용환경 변화에 대응하기 위해서는, 중장기적 관점에서 사업장가입 적용기준의 재정비 과제와 구체적 실행방안을 심도 있게 검토할 필요가 있다.

나아가 실질 가입 기간을 확대하기 위해서는 초기 가입이력 형성을 지원하는 방안도 함께 검토할 필요가 있다. 국민연금의 명목 소득대체율은 통상 40년 가입을 전제로 설정되어 있으나, 현실의 노동시장 진입 시기와 불안정한 초기 경력 구조를 고려하면 생애 전반에 걸쳐 충분한 가입기간을 확보하기 어려운 여건에 놓여 있다. 실제 국민연금 신규 수급자의 평균 가입기간은 2022년 기준 19.3년이며, 2070년에도 27.6년에 그칠 것으로 전망된다(보건복지부, 2023). 이는 제도 설계상 전제와 현실

사이에 상당한 간극이 있음을 보여준다. 특히 현행 제도에서는 소득이 없는 18세 이상 27세 미만 청년이 원칙적으로 가입 대상에서 제외되므로, 가입이력 형성의 출발 자체가 늦어질 수 있다. 이러한 점을 고려하면 청년층이 보다 이른 시기부터 가입이력을 형성할 수 있도록 18세부터의 가입 기반을 넓히는 방안도 검토할 필요가 있다.<sup>4)</sup>

## 2. 크레딧의 범위·재정책임 재구성

3차 개혁에서 출산·군복무 크레딧이 확대된 것은 긍정적인 진전으로 평가할 수 있다. 다만 이번 조치는 인정 범위를 넓히는 데 주로 초점이 맞추어져 있었으며, 다층체계 재조정 국면에서 국민연금의 중추 기능을 강화하기 위해서는 크레딧을 보다 폭넓은 생애 전환기로 확장하고 그에 상응하는 재정책임 구조도 함께 정비할 필요가 있다.

첫째, 크레딧 적용 대상을 보다 넓게 검토할 필요가 있다. 출산과 군복무 외에도 실업, 가족돌봄과 같은 시기는 개인의 선택만으로 환원하기 어려운 사회적 성격을 지닌다. 이러한 시기가 제도적으로 충분히 보전되지 않을 경우 국민연금은 결과적으로 안정적인 근로 경력을 가진 집단에 상대적으로 유리한 제도로 남게 될 가능성이 크다.

둘째, 크레딧에 대한 재정책임 구조도 보다 명확히 할 필요가 있다. 크레딧이 사회적으로 가치 있는 무기여 기간을 보전하는 장치라면, 그 비용은 가입자 개인의 보험료와 기금에만 의존하기보다 국고가 부담하는 방향이 제도 형평성과 신뢰 측면에서 더 타당하다. 특히 출산크레딧의 경우 2025년 개혁에서 첫째 자녀부터 가입기간을 추가 인정하고 기존

4) 이와 관련하여 최근 발표된 청년 최초 보험료 지원은 단순한 단기 지원을 넘어 장기적인 가입기간 확충 수단으로도 의미를 가질 수 있다. 청년기에 보험료 지원을 통해 가입이력이 한 번 형성되면, 이후 휴직이나 실직 등으로 보험료를 납부하지 못한 기간에 대해서도 추후납부 제도를 활용할 수 있는 기반이 마련되기 때문이다.

상한을 폐지하는 개선이 이루어졌지만, 이에 상응하는 국고부담 확대는 반영되지 않았다. 따라서 향후에는 크레딧 재원의 국고 책임을 강화하는 것이 우선적으로 검토될 필요가 있다. 아울러 크레딧이 실제 수급권 확보와 제도 체감도 제고로 이어지도록 사후 인정 방식에만 머물지 않고, 사전지원 방식으로의 전환도 함께 검토할 필요가 있다.

### 3. 가입상한연령과 수급연령의 정합성 확보: 제도 내 공백기간의 축소

국민연금 수급개시연령이 단계적으로 상향되는 상황에서 가입상한연령이 고정되어 있어, 국민의 생애주기상 ‘가입 종료와 수급 개시 사이의 공백기간’이 구조화되어 있다. 물론 형식적으로는 임의계속가입 등 자발적 선택으로 보완할 수 있지만, 신청을 전제로 운영되는 제도인만큼 제도 인식이나 정보 접근성이 부족한 계층(예: 중장년 여성, 저소득층 등)에게는 사실상 제도 진입의 장벽으로 작용할 수 있다(김혜진·신승희, 2025).

이와 함께 이 문제는 최근 본격화되고 있는 정년연장 논의와도 밀접하게 연결된다. 정년이 60세에서 65세로 연장되거나 계속고용 제도가 확대될 경우, 실제 경제활동기간은 늘어나는 반면 국민연금 가입상한연령이 현행대로 유지되면 근로기간은 연장되는데 국민연금 가입은 조기에 종료되는 불일치 문제가 발생할 수 있다. 이는 가입 공백을 확대하고, 결과적으로 노후소득보장 기능을 약화시킬 가능성이 있다.

따라서 소득비례 구조를 가진 국민연금의 노후소득보장 기능을 실질적으로 강화하기 위해서는 가입상한연령과 수급연령 간 정합성을 높여 제도 내

외부에서 공백기간이 과도하게 확대되지 않도록 할 필요가 있다. 다만 이는 단순히 가입연령을 연장하는 문제로 접근할 것이 아니라, 노동시장과의 연계, 저소득층 부담 완화, 보험료 수입과 급여지출 증가가 동시에 나타나는 재정효과를 함께 고려하여 설계될 필요가 있다. 다시 말해, 가입상한연령과 수급연령의 정합성 확보는 단계적 조정과 함께 보험료 지원 및 적용체계 개선 등을 결합한 패키지 개혁으로 추진될 필요가 있다.

### 4. 저소득층 보험료 지원: ‘사후 보완’에서 ‘상시적 기여 유지’로

3차 개혁에서 저소득층 보험료 지원이 확대된 것은 의미 있는 조치이다. 그러나 국민연금의 중추 기능 강화라는 관점에서 보면 지원의 범위, 기준, 지속성 측면에서는 여전히 추가적인 보완이 필요하다. 저소득층의 기여공백은 일시적 사건이라기보다 구조적 위험의 성격을 띠는 경우가 많기 때문에, 단기적이고 사후적인 지원만으로는 안정적인 수급권 확보를 충분히 뒷받침하기 어렵다.

이번 제도개선은 기존의 납부예외자 중 납부재개자 중심 지원에서 벗어나, 일정 소득 이하의 저소득 지역가입자까지 지원 대상을 확대하려는 방향이라는 점에서 의미가 있다. 이는 과거의 사후적 지원에서 한 걸음 더 나아가, 저소득 성실납부자까지 포괄하는 방향으로 제도를 전환하려는 시도로 이해할 수 있다. 다만 지원 대상을 선별하는 기준소득월액 수준이 지나치게 낮게 설정될 경우, 사각지대 완화라는 정책 취지가 충분히 실현되기 어렵다는 지적도 제기되고 있다.<sup>5)</sup>

지역가입자는 사업장가입자와 달리 보험료 전

5) 한겨레신문(2026.02.10.), “국민연금 사각지대 ‘1천만명’… 정부, 지역가입자 보험료 ‘필름’ 지원”

액을 본인이 부담해야 하므로, 저소득층일수록 보험료 부담에 더욱 취약할 수밖에 없다. 특히 불안정 취업자, 프리랜서, 영세 자영업자처럼 소득 변동성이 큰 집단에서는 기준이 지나치게 낮을 경우 실제 지원이 필요한 상당수가 제도 밖에 남을 가능성이 있다. 또한 지원기간을 짧게 한정하는 방식은 단기적인 부담 완화에는 일정 부분 기여할 수 있으나, 장기적인 가입 유지와 수급권 확보라는 정책 목표에 비추어 보면 한계가 있을 수 있다.

아울러 지원기준의 설정은 제도 운영상의 가입 유인 구조와도 연결된다는 점에서 신중한 검토가 필요하다. 일정 기준 이하만을 지원 대상으로 삼을 경우, 신청주의에 기초한 현행 국민연금의 소득신고 방식과 맞물려 소득신고 또는 기준소득월액 산정 과정에서 왜곡 가능성이 제기될 수 있다. 이러한 문제는 국민연금 급여 산식의 기초가 되는 평균소득월액(A값)과의 관계에서도 함께 점검될 필요가 있다. 따라서 향후에는 사각지대 완화 효과, 재정 여건, 제도 운영의 형평성, 그리고 가입 유인 구조를 종합적으로 고려하여 보다 적절한 지원기준과 지원방식을 모색할 필요가 있다.

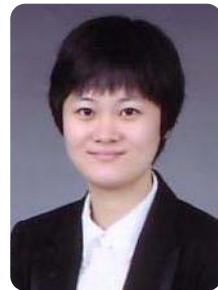
## V. 소결

2025년 3차 국민연금 개혁은 보험료율 인상과 소득대체율 조정을 통해 재정의 지속가능성과 급여 적정성 논의를 한 단계 진전시키고, 크레딧 확대, 보험료 지원, 지급보장 규정의 명확화를 통해 제도의 포용성과 신뢰를 일정 부분 보완하는 계기가 되었다고 볼 수 있다. 다만 최근 기초연금의 지급대상 및 급여구조 재조정 논의와 퇴직연금의 연금화 강화가 병행되는 상황에서는, 국민연금이 다층 노후 소득보장체계 내 소득비례 공적연금으로서의 역할을 보다 안정적으로 수행할 수 있도록 제도적 기반을 한층 정교하게 보완해 나갈 필요가 있어 보인다. 이러한 점에서 향후 개혁 논의에서는 추가적인 모수 조정 여부와 함께, 기여기반 확충, 생애 전환기에 발생하는 기여공백 보전, 저소득층의 수급권 확보, 가입·수급 연령체계의 정합성 제고 등과 같은 과제를 균형 있게 검토함으로써 국민연금의 중추적 기능을 보다 충실히 뒷받침하는 방향을 모색할 필요가 있을 것이다.

## 참고문헌

- 고용노동부. 2025. “2024년 6월 기준 고용형태별근로실태조사 결과 발표”, 고용노동부 보도자료
- 국가데이터처. 2025. “2024년 퇴직연금통계 결과”, 국가데이터처 보도자료
- 국민연금공단. 2025. “국민연금 생생통계 2024”
- 국민연금 재정계산위원회. 2023. “2023 국민연금 재정계산 국민연금 재정계산위원회”
- 김도현·이승희. 2025. “기초연금 산정방식 개편방향”, KDI FOCUS, 139호, 한국개발연구원
- 김혜진·신승희. 2025. “국민연금 가입연령과 수급연령 일치의 정책적 함의”, 2025 연금포럼 여름호, 국민연금연구원
- 보건복지부. 2023. “제5차 국민연금 종합운영계획(안)”
- 보건복지부. 2025. “연금개혁 Q&A” <http://www.mohw.go.kr>.
- 연금개혁 특별위원회 산하 공론화위원회. 2024. “연금개혁 공론화 결과보고서”

# 다층노후소득보장 강화를 위한 기초연금 개편 방향과 향후 과제



최옥금(국민연금연구원 선임연구위원)

## I. 들어가며

OECD 국가 가운데 최고 수준으로 평가되는 노인 빈곤의 완화 및 노인의 생활 안정을 목적으로, 2014년 7월부터 65세 이상 노인의 70%를 대상으로 기초연금 제도가 운영되고 있다. 기초연금은 기존 제도의 성격과 구별된다는 점에서 다층노후소득보장에서 중요한 의미를 갖는다. 기초연금의 전신이라 할 수 있는 기초노령연금은 지급 대상과 급여 수준을 국회 제도발전위원회를 통해 결정하도록 하여 국민연금이 성숙할 때까지 공적연금의 사각지대를 완화하기 위해 시행했던 한시적 성격의 제도였지만, 기초연금은 노인의 70%를 포괄하는 보편성을 유지하면서 급여가 최대 2배로 확대되어 한국의 다층노후소득보장에서 '기초보장'의 형태를 담보한 제도이기 때문이다(최옥금 한신실, 2015).

그렇다면 시행한 지 약 12년이 된 현행 기초연금은 다층노후소득보장이란 측면에서 '기초보장'이란 역할을 잘 수행하고 있는가? 안타깝지만, 이에 대해 긍정적으로 평가하기는 어려울 것 같다. 기초노령연금과 비교해 급여 수준은 높아졌지만, 그것만으로 노인 빈곤을 해소하기에는 충분하지 않기 때문이다.

그리고 현행 기초연금은 그 대상을 노인 의 70%를 포괄하여 준보편적인 연금의 성격을 갖고 있으며, 70%의 대상 선정을 위해 자산조사를 실시하여 부조의 성격도 담보하고 있다. 이로 인해 일반적 공공부조인 국민기초생활보장과 소득비례 연금인 국민연금 사이인 다층노후소득보장에서 기초연금의 성격이 모호하며 그 역할도 분명하지 않다.

그렇다면, 현행 기초연금이 다층노후소득보장에서 그 역할과 기능을 명확히 하기 위해 필요한 것은 무엇인가? 본 고에서는 이와 관련하여 기초연금의 개편 방향을 모색하는 것을 목적으로 한다. 이를 위해 II장에서는 현행 기초연금의 내용 및 현황을 살펴보고, 다음으로 III장에서는 다층노후소득보장에서의 현행 기초연금의 문제점을 살펴보고 이를 토대로 향후 과제를 제시하도록 하겠다. 마지막으로 IV장에서는 기초연금 개편 방향을 제시하도록 하겠다.

## II. 기초연금의 내용 및 현황

현행 기초연금은 65세 이상 노인의 70%를 포괄하면서 소득 및 자산 조사를 통해 대상자를 선정하

〈표 1〉 기초연금 시행 이후 선정기준액 변화

(단위 : 만원, 월)

| 구분 | 2014  | 2015  | 2016 | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022 | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  |
|----|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 단독 | 87    | 93    | 100  | 119   | 131   | 137   | 148   | 169   | 180  | 202   | 213   | 228   | 247   |
| 부부 | 139.2 | 148.8 | 160  | 190.4 | 209.6 | 219.2 | 236.8 | 270.4 | 288  | 323.2 | 340.8 | 364.8 | 395.2 |

자료 : 보건복지부, 각 년도 기초연금 사업안내

고, 연금액은 소득비례연금인 국민연금과 연계되어 결정하고 있다. 우선, 대상은 만 65세 이상이면서 가구의 소득인정액이 선정기준액 이하인 소득 하위 70%의 노인으로, 65세 이상 노인의 70%를 포괄하기 위한 선정기준액을 매년 선정하고 수급권자의 소득과 자산, 부채를 모두 고려한 소득인정액을 비교하여 소득인정액이 선정기준액 이하일 경우 기초연금 수급자로 선정된다.

한편 65세 이상 노인의 경제수준이 지속적으로 개선되면서 노인의 70%를 포괄하는 선정기준액도

지속적으로 상향되고 있는데, 〈표 1〉에 따르면 기초연금 시행 당시 단독가구 기준 선정기준액은 87만원(2008년 기초노령연금 시행 당시 40만원)이었으나 2025년 현재 224만원까지 상향되었으며, 부부가구 기준 선정기준액은 395.2만원이다.

다음으로 기초연금은 최대연금액인 기준연금액을 기초로 하되, 국민연금과의 연계감액, 부부감액, 소득역전방지 감액이 적용되어 연금액이 최종적으로 산정되고 있는데, 이때 기준연금액은 기초연금액 산출 기준이 되는 금액으로 2026년 기준 349,700원

〈표 2〉 기초연금 기준연금액 변화

| 구분                 | 기준연금액                             |
|--------------------|-----------------------------------|
| 2014년 7월~2015년 3월  | 200,000원                          |
| 2015년 4월~2016년 3월  | 202,600원                          |
| 2016년 4월~2017년 3월  | 204,010원                          |
| 2017년 4월~2018년 3월  | 206,050원                          |
| 2018년 4월~2018년 8월  | 209,960원                          |
| 2018년 9월~2019년 3월  | 250,000원                          |
| 2019년 4월~2019년 12월 | 253,750원(소득인정액 기준 20%이하 300,000원) |
| 2020년 1월~2020년 12월 | 254,760원(소득인정액 기준 40%이하 300,000원) |
| 2021년 1월~2021년 12월 | 300,000원                          |
| 2022년 1월~2022년 12월 | 307,500원                          |
| 2023년 1월~2023년 12월 | 323,180원                          |
| 2024년 1월~2024년 12월 | 334,810원                          |
| 2025년 1월~2025년 12월 | 342,510원                          |
| 2026년 1월~2026년 12월 | 349,700원                          |

자료 : 보건복지부, 각 년도 기초연금 사업안내



이다. 기준연금액은 2014년 7월 도입 당시 20만원 (A값의 10%)에서 매년 물가상승률을 반영해 인상하고 있으며, 2018년 9월 25만원, 2019년~2021년 30만원까지 인상된 이후 물가상승률에 따라 조정 중이다. 기초연금액은 기준연금액에 상술한 국민연금과의 연계금액, 부부금액, 소득인정액 금액이 적용되어 결정된다.

한편 노인 인구 증가로 인한 기초연금 수급자 증가, 그리고 기초연금 기준연금액 상향에 따라 기초연금 예산은 2014년 6.9조원에서 2024년 24.3조까지 증가했다. 또한 2025년 12월 기준으로 기초연금은 65세 이상 전체 노인의 65.3%가 수급하고 있으며, 전체 기초연금 수급자 가운데 국민연금 수급자는 52.8%이다. 그리고 전체 수급자의 85.4%가 기초연금 전액을 받고 있으며 금액 수급자는 약 14.6%로 1인당 평균연금액은 297,499원이다.

### III. 다층노후소득보장에서의 기초연금의 문제점과 향후 과제

여기에서는 다층노후소득보장에서의 기초연금의 문제점 및 향후 과제를 살펴보겠다. 그것은 첫째, 다층노후소득보장내에서의 기초연금 성격 및 역할 명확화, 둘째, 국민연금·국민기초생활보장과 같은 다층노후소득보장에서의 관계 재설정이다. 이때 두 번째 이슈인 다른 제도들과의 관계 설정은 첫

번째 이슈인 기초연금의 성격과 역할 명확화와 별개로 할 수 없는 문제이지만, 기초연금의 향후 과제와 관련해 중요하게 다루어야 할 이슈이므로 여기에서는 이를 구분하여 검토할 것이다.

#### 1. 기초연금의 성격 및 역할 명확화

현행 기초연금은 65세 이상 전체 노인의 70%를 대상으로 하여 준보편성을 확보하고 있을 뿐 아니라, 국민연금의 사각지대 완화를 위한 제도들(노인수당, 경로연금, 기초노령연금)의 대상 확대, 급여인상 등을 통해 발전한 결과물로 수당적 연금의 성격을 갖고 있다. 성격을 갖고 있다. 한편, 그와 동시에 65세 이상 노인의 70%라는 대상자를 선정하기 위해 자산조사를 실시하여 부조의 성격도 갖고 있다. 그런데 기초연금 제도의 성격이 ‘연금’인지 아니면 ‘부조’인지, 이에 따라 다층노후소득보장체계에서의 역할이 ‘노인빈곤 해소’인지 아니면 국민연금의 ‘사각지대 ‘해소’인지에 대한 명확한 논의가 제대로 이루어지지 않은 채 운영되었다. 이후 기초연금액이 지속적으로 상향되면서 다층노후소득보장에서 그 성격과 역할이 모호해졌다고 볼 수 있다.

한편, 기초연금의 성격이 ‘연금’인지 ‘부조’인지 명확하지 않다는 점은 현재 기초연금의 재원과 전달체계에서도 드러난다. 기초연금의 재원은 국비(국가 부담금)와 지방비(시·도 부담금+시·군·구 부담금)

〈표 3〉 기초연금의 모호한 성격

| 수당적 연금 성격                                                                         | 부조적 성격                        |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| 국민연금 사각지대 완화를 위한 제도들이 발전한 결과물, 노인의 70%를 대상으로 운영하여 준보편성 담보, 금액 제도가 있으나 대부분 정액연금 수급 | 대상자(노인 하위 70%) 선별을 위해 자산조사 실시 |
| 국민연금(노령연금) 수준에 따라 국민연금 A급여와 연계하여 금액                                               | 국비와 지방비 매칭 지원                 |

로 구성된 조세로 조달된다. 또한, 기초연금의 전달 체계에서도 기초연금이 자산조사를 실시하여 대상자를 선별하는 제도이므로 기존 복지사업을 담당하는 지방자치단체와 연금을 운영하는 국민연금공단이 일부 업무를 분담하여 이원화되어 운영되고 있다. 향후 기초연금의 성격을 어떻게 규정할 것인지에 따라 기초연금의 재원 분담 구조나 전달체제에 대한 검토도 필요할 것이다.

한편 기초연금의 성격과 목적, 역할을 어떻게 규정할지에 따라 다층노후소득보장체계 내에서 소득비례연금인 국민연금과 공공부조인 국민기초생활보장과의 관계를 재설정할 필요가 있는데, 이에 대해서는 다음 절에서 다루고자 한다.

## 2. 국민연금·국민기초생활보장과의 관계 재설정

기존 기초노령연금이 기초연금으로 전환되는 과정에서, 기초연금은 소득비례연금인 국민연금과의 역할 분담이 제대로 정리되지 못한 채 급여액이 2배로 확대되면서 국민연금과의 관계가 충돌하는 문제가 불거졌다. 이는 현행 국민연금이 완전소득비례 연금이 아닌 소득재분배 연금인 A급여액을 포함하고 있기 때문이다. 곧, 기초연금과 국민연금의 재분배 기능이 서로 중복되고, 이로 인해 공적노후소득보장에서 장기 재정안정성이 악화될 수 있다는 문제가 계속 제기되었다.

이에 따라 기초연금을 도입하면서 기초연금액과 국민연금 A급여액을 연계하여 운영하도록 했는데, 기초연금을 국민연금 A급여액과 연계하여 감액한 이유는 재분배 기능의 중복 문제 뿐만 아니라 급속한 고령화에 따른 미래세대의 부담으로 인한 제도의 지속가능성 등을 고려한 조치였다. 그런데 이후 기여식 국민연금보다 비기여식 기초연금액의 인상이 더 빠르게 이루어지고, 기여식 국민연금과 비기여

식 기초연금 급여를 연계하면서 국민연금액이 기초연금의 수급 여부 및 급여 수준에 영향을 준다는 점, 또 현재 국민연금액이 기초연금 소득인정액의 소득으로 모두 포함된다는 점에서 기초연금과 소득비례연금인 국민연금과의 정합성 문제가 제기되었다.

한편 기초연금은 다층노후소득보장체계에서 국민기초생활보장제도와의 관계라는 측면도 고려할 필요가 있다. 일반적 공공부조의 성격을 가진 국민기초생활보장과 범주적 공공부조의 성격을 일부 가진 기초연금의 역할 및 기능 중복 문제, 또한 기초연금액이 국민기초생활보장제도의 소득인정액에 영향을 주기 때문에 국민기초생활보장의 수급여부 및 수급액에도 영향을 미치며, 이에 따라 가장 빈곤한 노인이 기초연금의 혜택을 받지 못한다는 비판도 제기되기 때문이다.

이렇게 제도 간의 관계에서 야기되는 문제들은 기초연금을 도입하면서 국민연금과 국민기초생활보장 사이의 적정한 역할 분담에 대한 논의가 심도 있게 이루어지지 않은 채 기초연금액이 인상되면서 그 역할이 확대된 것과 관련이 있다.

그런데 이렇게 기초연금과 국민연금, 국민기초생활보장의 관계를 어떻게 설정할 것인가에 대한 부분도 결국 기초연금의 성격을 무엇으로 볼 것인가와 직결된다. 기초연금이 지닌 연금의 성격을 강조할 경우, 국민연금과의 관계에서 국민연금 소득재분배 급여(A급여액) 비중 축소 및 소득비례 부분(B급여액) 비중 확대와 같이 국민연금의 재구조화를 고민하면서 기초연금을 전체 노인에게 확대하는 보편적 기초연금으로 개편하는 방향을 고민할 수 있을 것이다. 반면, 기초연금의 부조적 성격을 강조한다면, 기초연금 대상자를 현행 70%에서 감축하면서 저소득층에게는 현재보다 더 많은 연금을 지급하는 방향으로 기초연금을 개편하면서 장기적으로 기초연금과 국민기초생활보장을 통합하는 최저

〈표 4〉 기초연금 성격 규정에 따른 다층노후소득보장체계 내 제도들과의 관계

| 구분       | 기초연금의 연금 성격 강조:<br>보편적 기초연금안                                  | 기초연금의 공공부조 성격 강조:<br>최저소득보장안      |
|----------|---------------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| 국민연금     | 기초연금과의 연계제도 유지,<br>소득재분배 급여(A급여) 비중 축소 및<br>소득비례연금(B급여) 비중 확대 | 기초연금과의 연계제도 폐지,<br>현행 급여체계 유지     |
| 기초연금     | 연금 성격 강조: 현행보다 대상 확대                                          | 부조 성격 강조: 현행보다 대상 축소              |
| 국민기초생활보장 | 현행 제도 유지                                                      | 노인을 대상으로 하는<br>범주적 공공부조로 기초연금과 통합 |

소득보장 방안을 고민해야 한다.

결국 현재 한국의 상황과 국민연금, 기초연금, 국민기초생활보장제도의 특성을 함께 고려하면서 각 제도 사이의 적절한 역할 분담을 어떻게 해 나가야 할지에 대한 심도있는 검토와 논의가 이루어져야 한다. 이를 위해서는 우선 기초연금의 성격을 어떻게 규정할지, 또 향후 국민연금의 발전 방향을 고려할 때 다층노후소득보장에서 기초연금과 국민연금 각각의 역할을 어떻게 가져갈 것인지에 대해 우선적으로 논의가 이루어져야 할 것이다.

#### IV. 기초연금 개편 방향과 고려사항

현행 기초연금의 개편 방향으로 기초연금을 전체 노인에게 확대하는 보편적 기초연금, 저소득 노인에게 집중하는 최저소득보장이 검토된 바 있다고 제시하였다. 그런데 저출생·초고령화와 같은 인구 구조 변화에 따른 재정 부담, 노인 내부의 소득격차 심화, 또한 보편적 기초연금으로 전환 시 현행 국민연금의 A급여 축소와 같은 개혁의 현실적·정책적 어려움, 보편적 기초연금으로 전환될 때의 혜택은 고소득층에게 가장 크다는 점 등의 문제가 있다. 그래서 최근 정책의 효과 측면에서, 보편적 기초연금으로 전환하기보다는 현행 기초연금의 대상을 점진

적으로 축소하고 저소득층 노인을 대상으로 연금액을 인상하는 최저소득보장으로 전환하는 방안이 각 계각층에서 활발히 논의되고 있다.

이렇게 최저소득보장으로 전환할 경우, 현행 기초연금과 비교할 때 저소득 노인의 노후소득보장에 좀 더 효율적·효과적으로 대응할 수 있을 뿐 아니라, 다층노후소득보장에서 기초연금과 국민연금, 국민기초생활보장 제도 사이의 관계도 명확화될 수 있다는 장점이 있다. 그렇다면 향후 기초연금을 최저소득보장으로 개편하기 위해서는 무엇을 논의해야 할까? 여기에서는 이에 대해 간단히 정리하고자 한다.

우선적으로 기초연금의 역할 및 향후 발전 방향을 명확히 설정하는 것이 요구될 것이다. 기초연금이 최저소득보장으로 전환되는 것을 전제로 할 때, 전 국민을 대상으로 하는 1차적인 노후소득보장은 국민연금이 담당하고 기초연금은 현세대의 저소득 노인에게 집중할 필요가 있다. 이때 국민연금 수급자 증가 및 연금액 인상 등의 성숙에 따라 기초연금 대상자가 서서히 감소할 필요가 있다는 점을 고려할 필요가 있는데, 특히 2026년 현재 기초연금 선정기준액은 247만원이고 기준연금액은 349,700원으로 차이가 크다는 점을 고려하면 선정기준과 보장 수준을 단번에 일치시키는 갑작스러운 개혁은 현실

적으로 어려움이 따를 것이다. 따라서 기초연금의 대상은 점진적으로 감소시켜 나아가는 한편, 저소득 노인을 대상으로 한 급여수준은 점진적으로 인상시킴으로써 기초연금이 장기적으로 최저소득보장으로 이행하는 방향을 설정하는 안이 요구된다.

이를 바탕으로, 현행 기초연금과 같이 매년 노인의 70%를 포괄하도록 선정기준액을 결정하는 방식이 아니라 선정기준액을 일정 기준(예: 기준중위소득 등)에 맞추어 조정하는 방식이 요구되며, 또 국민연금 성숙 속도를 고려하여 중·장기적으로 기초연금이 최저소득보장으로 이행될 수 있도록 선정기준액을 서서히 낮추고 저소득 노인을 대상으로 한 급여수준은 서서히 인상해나가는 중기 방안에 대한 검토도 요구된다.

이때 현행 기초연금 소득인정액 산정방식의 경우 노인의 70%라는 목표수급률 달성을 위해 각종 공제를 추가 확대하는 방향으로 발전해 왔는데, 기초연금을 최저소득보장으로 개편할 경우 저소득 노인에 초점을 맞춘 소득인정액 산정방식을 개선하는 일도 함께 이루어질 필요가 있다. 무엇보다도 국민연금 수급자 증가 및 연금액 인상 등의 성숙 속도를 함께 고려한 이행 시기 및 속도를 고려한 최저소득보장으로 이행할 수 있는 구체적 방안에 대한 검토가 필요하다.

또한 장기적으로 기초연금이 최저소득보장으로

이행하면 국민기초생활보장과 그 역할 및 기능이 중복되므로, 두 제도의 통합도 고려할 필요가 있다. 다만, 현재 두 제도의 경우 소득인정액 산정방식 및 보장 단위에 차이가 있기 때문에 장기적인 관점에서 두 제도를 통합할 수 있는 방안에 대한 검토가 요구될 것이다. 한편 저소득 노인을 대상으로 노후소득보장을 강화할 때 국민연금에 미칠 수 있는 부정적인 영향 등에 대한 검토도 충분히 이루어질 필요가 있다.

최근 고소득 노인의 기초연금 수급 등과 관련한 내용을 언론 등에서 비중 있게 다루고, 대통령의 기초연금 ‘하후상박’ 개편 필요성이 언급되면서 기초연금 개편에 대한 논의가 급물살을 타고 있다. 최근의 논의를 살펴보면, 기초연금을 저소득층 노인에게 더욱 집중할 필요가 있다는 의견에 대해서는 어느 정도 사회적 공감대가 형성되어 있는 것으로 판단된다. 기초연금 제도의 성격과 역할을 더 명확화하고, 이를 통해 현행 기초연금 제도가 갖고 있는 문제들을 보다 합리적으로 개선할 수 있는 기초연금 개편 논의가 이루어지길 기대한다. 또한 관련 내용이 현재 운영되고 있는 국회 연금특별위원회에서 충분히 논의되고, 이를 통해 한국의 다층노후소득보장체계가 더 효율적이고 효과적으로 노인 빈곤의 완화와 노인의 생활안정에 기여할 수 있는 제도로 확립되기를 기대한다.

## 참고문헌

- 국민연금공단. 기초연금 통계.
- 국민연금공단. 국민연금 사업통계.
- 보건복지부(2015~2026). 「기초연금 사업안내」
- 최옥금·한신실, 2015, 「기초연금 급여 적정 수준 유지를 위한 연동방법 검토」, 국민연금연구원 정책 보고서 2015-01.
- 최옥금. 2020. 『기초연금과 국민연금 제도의 관계를 둘러싼 쟁점과 발전방향』, 국민연금연구원 정책 보고서 2020-02.
- 최옥금. 2022. “기초연금의 현재: 현행 기초연금에 제기되는 쟁점 및 향후 과제”, 연금포럼 제88호 (2022년 겨울호).
- 최옥금·홍정민. 2021. 『기초연금과 국민기초생활보장 간 역할 분담 방안에 대한 연구』, 국민연금연구원 정책보고서 2023-04.
- 최옥금·홍성운. 2023. 「저소득 노인의 소득보장 강화를 위한 기초연금 발전방안」, 국민연금연구원 정책 보고서 2023-01.
- 최옥금·홍성운. 2025. 「사회경제적 변화를 고려한 기초연금 소득인정액 기준 개선방안」, 국민연금연구원 정책보고서(출간예정).
- 통계청. KOSIS 국가통계포털

# 노후소득보장 강화를 위한 퇴직연금 발전방안: 문제점과 단계적 개선방안

정창률(단국대학교)



## I. 서론

2025년 3월 국민연금법 개정이 이루어지면서 우리나라 노후소득보장 제도는 큰 변화를 겪게 되었다. 가장 중요한 변화는 기존 9%의 보험료율을 점진적으로 13%까지 높여 재정적 지속가능성을 강화하겠다는 것이었다.

이 개정은 2007년 이후 가장 큰 개정이기기는 하지만, 그것만으로는 국민연금 혹은 노후소득보장에 있어서 소득보장과 재정안정화라는 두가지 목표를 달성하기에는 충분하지 않다. 소득보장이라는 측면에 주목할 때, 이번 국민연금법 개정으로 평균 소득 대체율이 (40년 가입시) 40%에서 43%로 높아졌지만, 그 정도로는 중장기적인 한국의 노후소득보장 문제를 해결하기는 어려운 것이 사실이다. 물론, 노인 빈곤 문제에 대해서는 기초연금 제도도 있지만, 공적연금(기초연금과 국민연금)을 통해서 안정적 노후소득을 기대하기는 어려운 것은 분명하다.

서구의 많은 국가들이 인구고령화로 인한 재정압력으로 인해서, 공적연금의 규모를 일부 줄이는 대신 민간 연금을 활성화하는, 다시 말해 다층노후소득보장을 통해 재정안정화와 소득보장 문제에 대응

해왔다. 부연하면, 인구학적 압력에 취약한 부과식 공적연금을 일부 축소하여 재정적 지속가능성을 높이면서, 이로 인해 발생할 수 있는 소득보장 약화에 대해서는 적립식 사적연금을 새로 도입하거나 기존의 자발적 제도의 활성화를 통해 공적연금의 축소로 인해 부족해질 노후소득을 벌충하도록 하였다.

우리나라의 경우, 매우 독특하게 퇴직금 제도가 민간 제도로 분류되지만 법정 의무제도로써 오랫동안 지속되어 왔었고, 2005년에 퇴직연금 제도와 병존하는 방식으로 - 정확히는 퇴직급여 제도 - 전환되면서, 기초연금-국민연금-퇴직연금으로 구성된 다층노후소득보장체계를 외형적으로 구축하게 되었다(정창률 2010). 서구 다층노후소득보장체계와 큰 차이는 사적연금인 퇴직연금은 물론, 공적연금인 국민연금까지 (부분) 적립방식으로 설계되어 인구학적 압력에 대해 일정한 완충역할을 할 수 있다는 것이다.

기업연금(occupational pension)을 많은 국가들이 운영하지만, 실제로 유의미한 노후소득보장제도로써 역할을 하는 경우는 한정되어 있는데 그 이유는 기업연금이 자발적 제도거나 규모가 적은 제도라면, 전체 노후소득보장정책에서 중요한 역할을



하기 어렵기 때문이다. 그러나, 한국의 퇴직연금은 (국민연금만큼 보편적이지는 않지만) 강제제도인데다가 보험료율도 8.3%로 결코 낮지 않다는 점에서, 제 역할을 하게 되면 (30년 가입시) 18~20%의 소득대체율을 제공할 수 있는 (우해봉, 한정림 2015) 잠재력이 있는 제도이다. 그렇게 되면, 장기적으로 (40년 가입시) 국민연금의 평균 소득대체율 43%와 퇴직연금 소득대체율 약  $20(+\alpha)\%$ 를 합산하면 60%를 초과하는 소득대체율을 기대할 수 있다.<sup>1)</sup>

그러나, 현재의 퇴직연금 제도의 운영 하에서 그러한 역할을 할 수 있을 것으로 단정할 수 없다. 원래 기업연금 제도는 설계에 따라서 공적연금에 친화적일 수도 있고, 금융상품과 유사할 수도 있다. 우리나라 퇴직연금 제도는 도입 시부터 금융기관에게 제도의 주도권을 주는 계약형 방식으로 설계되어 금융상품처럼 설계되었던 것이 사실이다. 그러나, 지난 20년 동안 그러한 지배구조하에서 운영되어 온 퇴직연금은 어느 근로자도 이를 자신의 주요한 노후소득보장 수단이라고 생각하지 않았다는 점에서 철저히 실패했다고 평가할 수 있다. 최근 기금형 퇴직연금 도입 논의가 등장한 것은 퇴직연금 제도가 이렇게 제 기능을 수행하지 못했다는 것에 대한 대응이라고 볼 수 있으며, 지배구조 개혁을 시발점으로 하여 퇴직연금의 문제점을 하나씩 해결해 나간다면, 퇴직연금은 다층노후소득보장 체계에 걸맞는 공적 역할을 할 수 있는 제도로 발전할 개연성이 있다.

## II. 퇴직연금을 바라보는 시각

다층노후소득보장 제도를 구성할 때, 일반적으로 1층은 공적연금, 2층은 강제/준강제 기업연금, 3층은 자발적 개인연금으로 볼 수 있다. 물론, 학자

나 기관에 따라서 다소 내용의 차이는 있으나, 다층노후소득보장 체계의 제안에서 핵심은 기존의 1층 공적연금 중심의 노후소득보장 제도의 운영이 인구 고령화 하에서 재정적 압력이 증가하기 때문에, 1층의 규모를 줄여서 재정적 지속가능성을 높이고 대신 2층과 3층 연금의 역할을 강화하라는 것이다. 그 중에서도 자발적 개인연금은 대부분의 국가에서 부차적인 제도에 그치는 것이 사실이며, 핵심은 어떻게 2층 연금을 활성화 혹은 강제화할 것이냐는 것이다.

제도의 역할에 있어서, 기업연금 제도는 국가 차원에서, 혹은 전문가 차원에서 매우 인식의 간극이 큰 제도이다. 흔히 공적연금은 법률에 기초한 제도인 반면 개인연금은 유인 (incentive)에 기초한 제도로 규정할 수 있지만, 기업연금은 각국의 전통에 따라서 법률에 기초한 제도의 성격, 다시 말해서 사회보장 제도로서의 성격을 가지도록 할 수도 있고, 개인연금처럼 유인에 기초한 제도로서 규정할 수도 있다. 전자의 대표적인 예는 네덜란드나 스위스로서, 이들 국가의 경우 기업연금 가입이나 최소 보험료율, 급여 형태 등이 공적연금과 유사하다. 다시 말해서, 이들 국가에서 기업연금 가입은 일정소득 이상의 근로자에게 자동 가입되며, 보험료율은 일정 비율 이상이며, 원칙적으로 수급개시연령 이후 종신연금 (annuity) 지급을 원칙으로 한다.

반면, 후자의 대표적인 예는 호주, 미국 등으로서, 이들 국가의 경우, 기업연금의 가입이나 보험료율, 급여 형태 등이 일반 금융상품과 다소 유사하다. 가입 및 납부 보험료에 있어서 자발적이기는 하지만 일반적으로 소득의 일정범위에 있어서 조세지출 (tax expenditure)을 통해서 가입을 유도하며, 급여 형태에 있어서 종신연금을 받으면 세제혜택에

1) 퇴직연금의 소득대체율은 투자 성과 등에 따라서 다소 변동이 가능하다는 점에서 공적연금처럼 특정하는 것은 한계가 있다.

다소 유리하지만 일시금을 통해서 주택을 구입하는 지 다른 용도로 사용할 수 있는 것을 허용한다.

물론, 각 예는 극단적인 경우이며, 여러 요소들이 조합되는 방식으로 설계될 수도 있다. 영국의 경우, 2층 직장연금(workplace pension)의 경우 가입은 자동등록(automatic enrolment)으로서 우선은 일정 연령과 소득 이상인 경우 적용이 원칙이지만 본인의 선택에 의해서 opt-out 할 수 있도록 한다. 이처럼 기업연금은 각 국의 기업연금 제도의 역할에 따라서 다양하게 설계될 수 있다.

우리나라 퇴직연금 제도는 제도 도입 때부터 금융시장 활성화를 목표로 두었고, 따라서 퇴직연금 제도를 금융상품처럼 다루는 방식으로 설계되었다. 퇴직연금을 사회보장제도보다는 금융상품과 친화성 있게 설계했다고 할 때 대표적인 요소가 지배구조인데, 기본적으로 지금까지 퇴직연금 지배구조는 계약형 퇴직연금으로서, 노사가 퇴직연금 운용을 위해서 수탁법인과 이사회를 두고 이를 통해서 참여하는 기금형 퇴직연금 지배구조가 아니라, 퇴직연금을 금융기관이 제시하는 퇴직연금 상품 list에서 선택하도록 하는 방식이었다. 이러한 계약형 지배구조 하에서, 퇴직연금은 제도의 주도권이 금융시장에게 완전히 넘어간 채, (DC 방식의 경우) 가입자들이 투자 결정을 하도록 하여 결과적으로 전문성 없는 투자로 이어지게 만들었다.

공적연금 제도를 통해서 소득유지(income maintenance) 기능이 어느 정도 유지될 수 있다면, 퇴직연금 제도가 금융상품처럼 운용되어도 큰 문제는 없다. 그러나, 우리나라는 2007년 국민연금 개혁으로 소득보장 기능이 크게 축소되었고, 이후 기초연금의 거듭된 인상이 있었지만, 중산층 이상의 노후소득이 공적연금만으로 유지될 수 없는 시스템으로 굳어지게 되었다는 것은 분명하다.

퇴직연금은 다층노후소득보장체계 하에서 국민

연금을 보완하는 제도로써 공적기능을 수행하는 방향을 지향할 필요가 있으나, 실제로는 그렇게 운영되지 않아 왔다. 가입에 있어서는 법정 제도이기 때문에 가입이 의무화되어 있지만, 실제로는 사업장에 따라 비적립 퇴직금 제도와 병존하는 방식으로 운영되고 있다. 다른 제도 설계는 공적연금과 더 이질적이어서, 퇴직연금의 경우 연금수급개시연령 이전에도 중간정산이 일정 요건을 충족하면 가능할 뿐 아니라, 이직 후 IRP 이전 이후에는 해지가 자유로워 퇴직 이전 목돈으로 소진되는 것으로 인식되어, 결과적으로 연금자산의 축적에 한계가 있다. 또한, 연금수급개시연령 이후에 급여 수령에 있어서도 연금 방식 대신 일시금 수령이 일반화되어 왔다. 그 외에도, 사용자의 보험료 납부 의무에 대해서 약한 규제로서 가입자들의 수급권이 위태로워질 개연성을 가지고 있으며, 연 2조원이 넘는 수수료에도 불구하고 다른 국가들에서 도입하고 있는 수수료 제한 등의 조치는 전혀 부재한 상황이다. 결과적으로, 금융기관이 수익을 위해서 필요한 가입이라는 시장창출 기능에 있어서는 노후소득보장 기능을 하기 위한 설계가 이루어져 있는 반면, 다른 영역에 있어서는 거의 전적으로 민간 금융상품처럼 운영하고 있는 결과, 노후소득보장을 전혀 수행하지 못하는 제도가 되고 있다(정창률 2023).

현재 추진하고 있는 기금형 퇴직연금 논의는 퇴직연금 제도를 금융상품 친화적 제도로부터 공적기능을 할 수 있는 제도로 전환하기 위한 첫 번째 작업이라고 볼 수 있다. 현재 계약형 하에서는 금융기관이 위험을 감수하고 종신연금을 지급하는 등의 제도 개혁을 할 이유가 없지만, 노사가 참여하는 기금형 퇴직연금에서는 실제 연금 제도로써의 역할을 할 수 있도록 종신연금 지급, 유족연금 도입 등을 기금 차원에서 중장기적으로 실시할 수 있을 바탕이 될 수 있다.

### III. 퇴직연금의 문제점

앞장에서 간단히 퇴직연금의 문제점을 주로 지배구조 차원에서 언급하기는 했지만, 여기에서는 보다 구체적으로 살펴보도록 한다.

#### 1. 낮은 수익률

사실 앞에서 퇴직연금 제도가 지배구조 차원에서 지나치게 금융기관에 주도권을 주는 계약형 지배구조 방식으로만 운영되었다고 했지만, 사실 그렇다고 해도 계약형 하에서 성과가 좋았다면 지배구조 개편 요구가 힘을 받기는 어려웠을 수도 있다. 그러나, 지난 20여 년간 퇴직연금은 표 1에서 나타나는 바와 같이 국민연금에 비해서 절반 이하의 수익률을 증장기적으로 보여주었다는 것이 객관적인 사실이다. 초장기 투자의 특징을 가지는 연금의 경우, 이 정도의 수익률 차이가 30년 정도 누적되면 연금자산을 2배 이상 벌어지게 만들 수 있다.

그렇다면, 왜 이렇게 퇴직연금의 수익률은 이렇게 형편없이 낮았는가? 이는 DB 방식과 DC 방식으로 구분할 수 있는데, DB 방식의 경우 현실적으로 계약형 하에서 대개 기업의 인사 담당자가 금융기관 상품을 선정하는데 그의 입장에서 위험자산을 선택할 이유가 없다. 따라서, 거의 대부분의 DB 채택 기업의 경우, 퇴직연금에 있어서 1년 만기 정기예금에 해당하는 원리금보장 상품을 선택하게 된다. DC 방식의 경우 근로자 개개인이 퇴직연금 투

자 포트폴리오를 결정해야 하는데, 투자 전문성이 없는 대부분은 DB 방식에서와 마찬가지로 원리금보장 상품을 선택하는 것이 사실이다. 이러한 고질적인 저수익 문제에 대응하기 위해 지난 10 여년 동안 위험 투자 한도를 높이고 디폴트 옵션을 도입하는 등의 조치를 취했으나 모두 실패했다. 만일 퇴직연금 자산 운용을 전문가들의 결정을 따르는 국민연금처럼만 운용한다면, 퇴직연금 자산이 지금보다 2배는 높아질 수 있었을 것이라는 평가는 퇴직연금에 대한 지배구조에 대한 개혁 요구로 이어졌다.

#### 2. 불균등한 적용

사회보험 방식의 공적연금의 경우는 일정 시간 이하 일하는 파트타임 근로자를 제외하면, 기본적으로 경제활동 연령 내에서 경제활동을 하는 모든 사람을 의무적으로 적용하는 것을 원칙으로 한다. 그러나, 기업연금의 경우는 국가에 따라서 의무가입 여부 자체가 큰 차이가 있는데, 네덜란드, 덴마크 등에서는 의무가입이지만, 호주, 미국 등은 자발적 가입이며, 영국, 이탈리아는 그 중간에 해당하는 자동등록 방식을 채택한다(정창률 2018).

의무가입을 한다고 해도 그 범위가 반드시 공적연금과 일치하지는 않는데, 일반적으로 저소득근로자들은 공적연금에서 재분배 기능을 통해서 소득유지가 된다면 이들을 기업연금에서는 의무가입대상에서 제외할 수 있다. 또한, 청년 고용을 장려하기 위해서 기업연금 가입 욕구가 낮은 청년 근로자는

〈표 1〉 국민연금과 퇴직연금 수익률 비교

(단위 : %)

| 구분   | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018  | 2019  | 2020 | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |
|------|------|------|------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 국민연금 | 5.25 | 4.57 | 4.69 | 7.28 | -0.92 | 11.31 | 9.70 | 10.77 | -8.22 | 13.59 | 15.00 |
| 퇴직연금 | 3.15 | 2.15 | 1.58 | 1.88 | 1.91  | 2.25  | 2.58 | 2.00  | 0.02  | 5.26  | 4.77  |

자료 : 국민연금공단 통계연보 및 금융감독원 홈페이지

〈표 2〉 퇴직연금 종사별 사업장 도입 현황(2024)

(단위 : 천 개소, %)

| 구분       | 도입대상<br>사업장 (A) | 도입 사업장 |           |         | 도입률<br>(B/A) |
|----------|-----------------|--------|-----------|---------|--------------|
|          |                 | 전체     | 도입 대상 (B) | 도입 대상 외 |              |
| 합계       | 1,646           | 442    | 435       | 7       | 26.5         |
| 5인 미만    | 924             | 102    | 98        | 4       | 10.6         |
| 5~9인     | 394             | 130    | 129       | 2       | 32.7         |
| 10~29인   | 234             | 135    | 134       | 1       | 57.3         |
| 30~49인   | 42              | 31     | 313       | 0       | 74.2         |
| 50~99인   | 30              | 25     | 25        | 0       | 82.2         |
| 100~299인 | 15              | 14     | 14        | 0       | 88.7         |
| 300인 이상  | 6               | 5      | 5         | 0       | 92.1         |

자료 : 국가데이터처 (2025): 2024년 퇴직연금 통계 결과.

제외하고 일정연령 이상부터 의무가입대상을 정할 수 있다.

우리나라는 과거부터 퇴직금 제도가 장기근속을 독려하기 위해 1년 이상 근속 근로자들에게 적용하는 방식으로 운영되어 왔다. 그 결과, 11개월 고용 계약 등 노동시장 왜곡이 일상화된 것은 잘 알려져 있다. 근로자를 위한 퇴직금 제도가 오히려 근로자의 단기계약을 유도하는 기제로 작용하고 있는 것이다.

뿐만 아니라, 현재 2005년 퇴직연금 도입 이후에도, 사업장에 따라서 비적립 퇴직금 제도를 운영할 수 있는데, 퇴직금 적용 사업장을 중심으로 광범위한 퇴직금 체불이 일어나서, 전체 임금 체불의 40%가 퇴직금과 관련되어 있는 상황이다.

〈표 2〉에서 나타나는 바와 같이, 도입률의 경우 소규모 사업장이 현저히 낮아서 이러한 업체에서 근무하는 근로자들의 퇴직금 체불이 빈번히 일어나고 있는 실정이다. 따라서, 사전적립을 요구하는 퇴직연금 제도가 영세 사업장에게는 비용상의 부담이 될 수 있는 요소가 있음에도 불구하고, 근로자들의 퇴직금 체불을 막기 위해서는 퇴직금을 채택하고

있는 사업장들도 퇴직연금으로 전환해야 한다는 요구가 계속되어 왔다.

### 3. 급여 지급방식의 문제점

연금제도는 기본적으로 장수(longevity)라는 사회적 위험에 대한 대응이라는 점에서, 사망할 때까지 종신연금(annuity) 방식으로 제공해야 하는 것이 타당하다. 따라서, 공적연금 제도의 경우 대부분의 국가에서 예외없이 일정 연령 이후 사망할 때까지 지급하는 것이 원칙이다. 우리나라 국민연금 역시, 수급개시연령에 도달했을 때 10년 미만으로 가입했던지 아니면 해외 이주 등의 특별한 경우가 아니면 일시금 지급은 원칙적으로 불가능하다.

그러나, 기업연금의 경우, 지급방식은 국가에 따라 매우 다양하다. 스웨덴, 네덜란드 등은 원칙적으로 기업연금에 대한 급여 지급도 종신연금을 원칙으로 하는 경우도 있지만, 영국처럼 급여 지급에 있어서 전혀 제한을 두지 않는 방식도 있다(정창률 2021). 이러한 극단적인 방식을 제외하고도 여러 방식이 가능한데, 일반적으로 사적연금의 경우 연

금수령을 독려하기 위해서 종신연금이나 계획인출(programmed withdrawal)을 선택하는 경우<sup>2)</sup> 세제상 혜택을 주고, 일시금을 선택하면 세제혜택을 받지 못하도록 하는 경향이 있다. 또한, 스위스와 같이, 수급개시연령 시점에서 연금자산의 일정비율까지는 세제혜택에 대한 손해없이 일시금을 선택할 수 있도록 설계할 수도 있다. 분명한 것은, 기업연금이 다층노후소득보장체계에서 중요한 역할을 하는 국가의 경우, 기업연금 급여 역시 완전자율이나 세제상 혜택에만 맡기지는 않고 일정한 규제를 한다는 사실이다.

연금수급개시연령 이후에 연금 방식만 허용할지 아니면 일시금을 어느 정도까지 허용할지도 이슈이지만, 또한 재산권적 성격을 보다 강하게 갖는 사적연금에서는 중도인출을 허용하기도 한다. 공적연금에서는 이러한 제도 설계를 하는 경우가 거의 없으나, 기업연금에 있어서는 축적하고 있는 개인별 연금자산의 일부를 중도인출을 할 수 있는데 일반적으로 특정 사유 - 주거 구입 혹은 의료비 지출 -가 충족하는 경우에 허용한다. 이 역시 국가에 따라서 완전히 금지할 수도 있고, 느슨하게 운영할 수도 있다. 또한, 인출 방식이 아니라, 담보 형태로 운영하는 경우 연금자산을 소진하지 않는 방법도 가능할 수도 있다.

한국의 퇴직연금은 55세 이상인 경우 연금수령을 기본으로 하지만, 약간의 세제상의 불이익만 감수하면 일시금을 받는데 제약이 없다. 또한, 한국의 퇴직연금은 퇴직금 제도로부터의 전통 때문에, DB 방식이든 DC 방식이든 연금자산 총액이 결정되면 그 액수를 확정해서 제공하기 때문에, 수명의 차이를 반영하는 지급방식이 애초에 아니었다. 따라서, 한국의 퇴직연금에서는 종신연금 개념이 아예 없으

며 연금으로 수령한다 해도 계획인출 방식을 따르도록 한다.

한국의 퇴직연금은 중도인출도 광범위하게 인정하는데, 주거구입, 의료비지출, 주거 임차 등의 사유가 확인되면 이를 허용할 뿐 아니라, 사후적인 감독도 사실상 부재하다. 더 큰 문제는, 이직 이후 근로자가 자신의 퇴직연금 자산을 개인 IRP 계좌로 이전한 이후에는 약간의 세제상의 불이익만 감수하면 사유를 따지지 않고 세제상의 손실만 감당한다면 제한없이 해지가 가능한 실정이다.

국가데이터처(2025)에 따르면, 2024년 6만 7천명이 중도인출을 통해 3조 원을 인출하였으며, 99.2만 명이 해지를 통해 14.5조 원을 인출한 것으로 나타나는데, 같은 해 IRP 이전 금액이 22.8조 원인 것을 고려하면, 상당수가 IRP 계좌를 통해서 퇴직연금 자산을 연금수급개시시점까지 축적하기 전에 소진하는 것으로 나타났다. 이러한 중도인출과 해지 규정은 물론 근로자들의 선호를 반영한 것이기는 하지만, 결과적으로는 연금자산의 축적을 저해하여 노후소득보장 강화에 걸림돌이 되는 것으로 나타난다.

#### 4. 약한 규제 문제

지금까지 살펴본 퇴직연금의 주요한 문제점 이외에도, 퇴직연금이 노후소득보장 제도로써 역할을 하는데 부족한 여러 문제가 있다. 우선, 퇴직연금을 도입 이후 기업의 기여 부담을 줄여주는 방향으로 약하게 규제해온 결과, 결과적으로 수급권을 약화시키는 결과를 가져온 측면이 있다. DB 방식에 있어서는 적립부족이 발생하고 있는 경우가 전체 사업장 중 절반에 달하는 상황인데도, 실제로 과태료 부과를 거의 하지 않고 있는 상황이다 - 과태료 부

2) 계획인출은 일정기간까지 정기적으로 지급한 이후 지급이 종료되는 방식임.



과 규정은 도입되었지만. 이러한 규정은 회사의 도산 시 근로자의 퇴직연금 수급권이 심각하게 타격을 받을 가능성이 있다. 또한, DC 방식의 경우, 사용자가 급여의 8.3%를 보험료로 금융기관에 내야 하지만, 납부하지 않는 상황에서 지연이자 규정이 사실상 부재하여<sup>3)</sup> 결과적으로 거의 10% 정도의 사업장에서 보험료 미납이 발생하고 있으며, 이는 가입자들의 손해로 고스란히 남는 상황이다.

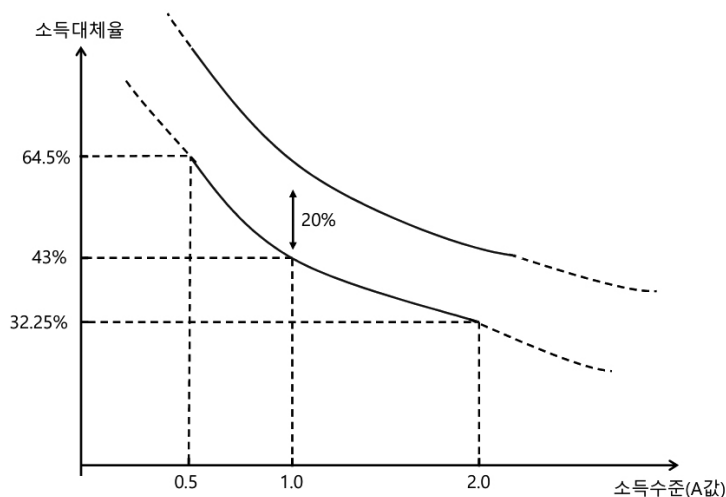
또한, 수수료에 대한 부분도 약한 규제에 대표적인 사례이다. 한국 퇴직연금의 경우, 3가지 수수료가 있는데, 위험 자산에 대한 펀드 수수료를 제외한 2가지 수수료만 발표하고 있는데, 연간 2조 원 수준이다. 여러 국가들이 기업연금 수수료를 줄이기 위한 규정을 두고 있는데, 우리나라는 사실상 시장 자율에 맡기고 있는 상황이다. 국민연금에 절반에도 미치지 못하는 수익률을 내면서 국민연금을 초과하는 수수료를 퇴직연금 사업자가 획득하는 구조는 결코 이 제도가 효율적으로 운영되고 있지 못하다는 것을 보여준다.

#### IV. 퇴직연금 개선방안: 단기 및 중장기 방안 모색

앞서도 언급했듯이, 기업연금 제도는 국가마다 간극이 크며, 우리나라 퇴직연금 제도에 대해서도 바라보는 시각이 다양하다. 주로 금융시장 쪽에서는 여전히 퇴직연금 제도에 대해서 국가의 간섭이 심하다고 주장하며, 반대 쪽에서는 퇴직연금의 지난 20년의 실패를 볼 때, 부분 혹은 전면적으로 국민연금으로의 전환을 주장하기도 한다. 어느 한 방식이 절대적인 진리가 될 수는 없지만 분명한 것은, 현재 국민연금의 노후소득보장 기능이 부족하다는 것을 고려할 때, 30년 정도 근로자로서 퇴직연금 가입을 한 사람이라면 퇴직연금을 통해서 15-20% 정도의 소득대체율을 확보할 수 있도록 하는 것이 중요하다. 그렇게 되면, [그림 1]처럼 국민연금과 퇴직연금이 합산하여 적지않은 노후소득을 체계적으로 제공할 수 있다.

이를 달성하기 위해서는 여러 요소가 필요한데,

〈그림 1〉 국민연금소득대체율 및 국민연금/퇴직연금 합산 소득대체율(40년 가입시)



3) 근로자가 진정을 내야 하는 경우만 지연이자가 부과되는데, 이는 자동적으로 발생하는 사회보험과는 차이가 있다.



우선 현재의 고질적인 저수익을 개선해야 하며, 일시금이나 중도인출 혹은 해지를 통해 연금자산을 소진하는 것을 최소화해야 하며, 제도에서 불합리하게 배제되어 있는 사람들을 제도 내로 편입시키는 노력이 필요하다. 직관적으로 보면, 일시금, 중도인출, 해지를 금지하는 조치나 1년 미만 근속 근로자의 강제 적용 등의 조치가 이루어지는 것이 제도 발전을 위해서 필요하다고 생각할 수 있다. 그러나, 일시금이나 중도인출에 대한 근로자들의 선호가 분명히 존재하고, 1년 미만 근속 근로자를 일률적으로 적용시키는 경우 기업에 상당한 비용 부담을 야기할 수 있다. 따라서, 제도 개선 방안은 현실을 고려하는 틀 내에서 다루어져야 하며, 이하에서는 우선순위와 중장기적인 고려사항을 구분해서 검토하도록 한다.

## 1. 단기적인 방안

퇴직연금 제도가 제 역할을 수행하지 못한 이유 가운데 저수익은 많은 사람들이 동의하는 것으로서, 수익이 높아져서 연금자산이 축적되면 연금 선택도 늘어날 수 있는 기반이 될 수 있을 것이다. 과거에도 수익률을 높이기 위한 정책이 도입되고 운영되기도 했지만 모두 기존의 계약형 지배구조를 유지한다는 가정하에서 진행되었던 반면, 최근 들어 논의된 것이 기금형 퇴직연금 도입이다. 앞서 언급했듯이, 현재의 DC 방식에서는 근로자 개인이 투자 결정을 해야 하는데 투자의 전문성이 없는 개인 입장에서는 적합한 투자를 하기 어렵다. 이를 위해서, 기업 혹은 산별 또한 금융기관에서 연금 기금 - 수탁법인과 이사회로 구성 - 을 설립하여 전문가의 투자 결정을 통해 근로자들이 수익률에서 혜택을 볼 수 있다. 기존의 계약형이 금융기관이 주도하는 방식인데 반해서, 기금형 하에서는 노사의 참여

가 필수적이기 때문에 보다 책임성 있는 운영이 가능해질 것으로 기대된다.

이어서, 현재의 퇴직연금과 퇴직금 제도의 일원화 구조를 적립식 퇴직연금 제도로 원칙적으로 일원화할 필요는 있다. 아무래도 퇴직금 제도는 수급권 보장 측면에서 체불 등의 문제에 노출될 개연성이 높으며, 퇴직금 운영 사업장을 퇴직연금으로 전환하면 수급권 개선이 분명히 기대된다. 다만, 중소기업 입장에서는 퇴직연금을 위한 정기적인 보험료 납입이 비임금노동비용 상승으로 인한 부정적인 영향도 배제할 수는 없다는 점에서, 부작용을 줄이기 위한 정책 방안도 고려할 필요는 있다. 예를 들어, 정부가 일정 기간동안이라도 재정지원을 하는 것도 가능할 수 있으며, 일부 영세사업장은 비적립을 유지하되 회사 도산시 수급권 보장을 위한 임금채권 보장제도 개편 등이 논의될 수 있을 것이다.

이러한 퇴직연금으로의 일원화 조치가 일어나게 되면, 중소기업사업장에 근무하는 근로자들의 가입이 크게 증가하게 될 것이고, 이는 현재 30인 미만 근로자를 고용하는 사업장에서 가입할 수 있는 근로복지공단 중소기업퇴직연금기금(중퇴기금)이 크게 활성화될 것이다. 이는 현재도 운영되고 있는 유일한 기금형 퇴직연금인데, 현재는 15만 명 정도 밖에 가입하고 있지 않지만 일원화 조치가 일어나면, 중퇴기금 규모는 현재보다 크게 증가할 것으로 보이며, 이는 일종의 공공형 퇴직연금 플랫폼으로서 역할을 할 수 있을 것이다. 그리고, (국민연금 기금보다는 낮지만) 일반 퇴직연금보다 수익률이 현저히 높은 것으로 나타나기 때문에 근로자들의 노후소득을 높이는 데에도 도움이 될 수 있을 것이다.

지금까지 언급한 기금형 지배구조와 퇴직연금 일원화는 현재 입법 과정에 있다는 점에서, 제도 개선이 임박해 보인다. 특히, 기금형 퇴직연금 도입은 제도의 주인인 근로자가 적극 참여하도록 하는 지

배구조 개혁이며, 기금형 지배구조하에서 기금마다 자율성을 더 획득하게 되면 근로자들을 위한 노후 소득보장 강화를 위해 취할 수 있는 여러 중장기 제도 개선을 위한 기반으로서의 역할을 할 수 있을 것이다.

그 외에도, 지금까지 정부가 외면해왔던 적립부족이나 보험료 미납에 대한 적극적인 행정조치를 실시하여 가입자들의 수급권을 강화하기 위한 노력도 퇴직연금 제도의 정립을 위한 최소한의 조치로서 필요하다.

## 2. 중장기 방안

앞서 언급했듯이, 퇴직연금 제도를 보는 관점이 다양하고 따라서 어느 하나의 이상적인 형태를 상정하는 것은 대다수의 동의를 받기 어렵다. 다만, 퇴직연금 제도가 현재보다는 연금자산을 늘리는 방향을 추구해야 하고 사각지대를 높여야 한다는 점에서는 크게 이견이 없기 때문에, 그러한 방안을 단기적인 방안에서 제시하였다.

중장기적으로는 퇴직연금이 노후소득보장 제도로써 역할을 하도록 하기 위해서 중간정산이나 해지 요건을 강화하고, 되도록 계획인출이 아니라 종신연금으로 받도록 하기 위한 방향이 요구된다. 공적연금의 관점에서 보면, 그러한 제도 전환이 제도 정상화를 위해서 필수불가결한 요소로 보일 수 있지만, 많은 근로자들이 퇴직연금의 중간정산이나 해지를 본인의 계획에 포함시켜 온 상황에서 일시에 없앨 수는 없다. 그렇다고 해서 현재의 규정을 영구히 방치할 수도 없기 때문에, 우선 해지 요건을 중간정산 요건으로 강화하고, 시간이 지나면 중간정산으로 인출할 수 있는 연금자산의 범위를 한정하는 등의 제도 개선이 필요하다. 이러한 장치가 필요한 것은 경험적으로, 연금자산의 확보가 일시금

에 대한 선호를 줄이는데 크게 기여할 수 있기 때문이다. 2023년 기준 평균 수령액은 연금계좌가 1억 3,976만 원, 일시금계좌가 1,645만 원으로 나타나는데 (고용노동부, 금융감독원, 2024), 연금자산이 적은 사람은 일시금을 선호할 수밖에 없기 때문에 되도록 연금자산을 소진하지 않도록 하는 방안에 대한 고려는 필수적이라 할 수 있다.

그리고, 현재 퇴직급여 제도는 DB 방식이든 DC 방식이든 수명의 차이를 고려하지 않고 정해진 급여를 주는 방식인데, 기금형이 정착되고 기금에 대한 자율성이 점차 확대되는 방향으로 진행된다면 중장기적으로 일부 기금부터 종신연금 지급을 약속하는 방안들이 제기될 개연성이 있다. 그렇게 되면, 실질적으로 국민연금-퇴직연금으로 구성되는 다층 노후소득보장 제도가 구축될 수 있을 것으로 기대된다.

그 외에도, 1년 미만 근로자들에 대해서 당장은 아니더라도 가입시켜야 할 필요가 있다. 과거와 달리, 퇴직연금이 반드시 장기근속을 유도하기 위한 1년 이상 근무라는 규정을 필요로 하지 않을 뿐 아니라, 오히려 1년 미만 계약을 독려하는 불필요한 측면이 더 크다. 다만, 일시에 의무가입으로 전환하게 되면, 여러 기업들의 비용부담이 커질 수 있는 점을 고려하여 점진적이고 중장기적으로 대상을 확대할 필요가 있다. 덧붙여, 노무제공자 등 근로계약을 하지 않았지만 유사한 직무를 수행하는 사람들에 대한 적용 문제도 중장기적으로 다루어질 필요가 있다.

## V. 결론: 퇴직연금 2.0을 기대하며

원칙적으로 한국의 퇴직연금과 개인연금과 같은 제도는 복지시장(welfare market)을 활용하는 제도이다. 복지시장은 가입을 유도하거나 반발을 줄

이기 위해서 보험료에 대해서 일정 수준의 세제혜택을 제공하여 인위적으로 시장을 형성하는 특징을 가진다는 점에서, 순수하게 본인의 지불의사에 기초하는 형성되는 상품시장과 다르며 국가가 직접 제공자의 역할을 하는 사회보장제도도 구분된다. 복지시장은 단순히 민간 시장에 보조금을 주는 것이 아니라, 복지제공이라는 공적 목적을 위해서 시장 기제를 활용하는 것이다.

그렇지만, 퇴직연금제도는 도입 이후 20여 년 동안 금융시장 활성화를 위한 수단으로 받아들여진 채, 암묵적으로 매년 수조 원의 세제혜택을 제공하면서도 어느 근로자도 자신의 노후소득보장제도로서 인식조차 못하는 후진적인 제도로 운영되어 왔다. 이는 퇴직연금이라는 복지시장의 실패이며, 한국 노후소득보장체계의 한 축의 붕괴였다. 복지시장의 실패에 대한 대응으로 퇴직연금이 공적 제도로 전환하는 방안도 이론적으로 가능하지만, 현실적으로는 복지시장이 작동하기 위한 시장 수정 및 시장 보상 기능을 가동해야 한다.

지난 2월 6일 노사정 TF의 공동선언에 포함된 기금형 퇴직연금 도입 및 활성화는 한국 퇴직연금이라는 복지시장의 재구조화를 위한 첫걸음이라고 할 수 있다. 금융기관에 지나치게 권한이 집중되어 있는 지배구조를 노사의 참여 구조로 전환하고 전

문가들의 의사결정에 기초하여 투자 결정을 하게 되는 기금형 퇴직연금이 보편화되면 퇴직연금 복지 시장이라는 생태계에 일대 변화가 기대된다. 그렇게 되면, 대리인인 금융시장 중심의 퇴직연금 1.0 시대에서 실제 주인인 가입자 중심의 퇴직연금 2.0 시대로의 전환을 기대할 수 있다.

그렇다고 해서, 기금형 퇴직연금이 퇴직연금의 모든 문제를 해결할 수 있는 만병통치약은 당연히 아니다. 앞서 언급했듯이, 퇴직연금이 국민연금을 보완하는 노후소득보장 수단으로 역할을 하지 못하는 여러 문제점들이 있으며, 이러한 장애물들이 차차 제거되어야 제 기능을 할 수 있음은 분명하다. 다만, 퇴직연금의 제도적 유산과 일반 근로자들의 인식 등을 고려하여 점진적이고 전략적으로 접근할 필요는 있다.

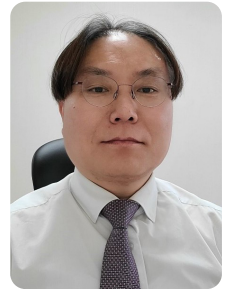
퇴직연금의 청사진을 마련하게 되면, 연금 구조 개혁 논의도 다른 차원에서 다루어질 수 있다. 공적연금의 역할이 노후소득보장에서 가장 중요하지만, 그 책임을 온전히 국민연금에게 지울 수는 없다. 공적연금만으로 안정적인 노후소득보장을 마련해야 한다는 부담이 퇴직연금으로 분산될 수 있다면, 국민연금을 둘러싼 소득보장 강화와 재정안정화 사이의 소모적인 대립을 넘어서는 논의가 가능해질 수 있을 것이다.

## 참고문헌

- 고용노동부, 금융감독원. (2024). 2023년말 기준 퇴직연금 적립금 운용현황 통계. 고용노동부, 금융감독원. 국가데이터처. (2025). 2024년 퇴직연금 통계 결과. 국가데이터처.
- 우해봉·한정림. (2015). 다층소득보장체계의 수급권 구조와 급여 수준 전망: 국민연금과 퇴직연금을 중심으로. 보건사회연구, 35(1), 299-329.
- 정창률. (2010). 연금 체제(Pension regime) 측면에서 본 한국 노후 소득보장 체계 -갈림길에 선 한국 연금 체계-. 한국사회복지학, 62(2), 329-348.
- 정창률. (2018). 퇴직연금 적용방식 개선 방안 연구: 노후소득보장 체계와의 조화를 고려하여. 사회복지정책, 45(2), 123-149.
- 정창률. (2021). 퇴직연금 지급방식 개선에 관한 연구. 한국사회정책, 28(4), 43-70.
- 정창률. (2023). 노후소득보장 기능 강화를 위한 퇴직연금의 과제: 시장 창출, 시장 수정, 시장 보상의 관점에서. 한국사회정책, 30(1), 189-215.

# 개인연금 평가와 발전방안

강성호(보험연구원)



## I. 서론

공적연금의 재정문제로 인해 공적연금을 통한 노후소득보장의 확장성에 한계가 노출됨에 따라 사적연금의 역할 강화가 요구되고 있다. 2025년 3월 국민연금 개혁으로 2026년부터 보험료율은 연간 0.5%p씩 증가하여 2033년부터 13%가 되고 소득대체율은 2026년부터 일시에 43%로 상향하는 것으로 개정되었다.<sup>1)</sup> 이로 인해 기금소진 시점은 2056년<sup>2)</sup>에서 2064년으로 8년 연장되고, 기금투자 수익률이 1%p(4.5%→5.5%) 높아지는 것으로 가정할 경우 2071년까지 기금이 유지되어 15년 연장되는 것으로 추정되나 공적연금의 재정문제는 여전히 남는다<sup>3)</sup>. 이에 더하여 최근 기금운용수익률의 개선으로 재정안정화가 다소 개선되었다고 하나 이는 일시적 현상일 수 있고, 국민연금은 구조적으로 수지불균형 상태에 있으므로 지속적으로 재정

불안정 상태에 놓일 수 밖에 없다. 그럼에도 불구하고 국민연금 소득대체율 43%가 현실적으로 30%수준(근로기간 30년 내외를 가정)도 달성하기 어려우므로 노후소득보장 강화를 위해 사적연금을 포함한 다층적 노후소득보장 구축은 여전히 유효한 상황이다. 이와 관련하여 사적연금을 통한 ‘노후준비갭(노후소득 부족분)’ 분석한 강성호(2023)에 따르면, 월평균 소득 383만원의 근로소득자를 기준으로 산출된 노후준비갭은 필요최소노후생활비에 비해 △5.7%p, 필요적정노후생활비에 비해 △19.5%p로 추정되었다.<sup>4)</sup> 여기에 퇴직연금을 25년 가입하고 25년 수급하는 것으로 가정하여 산출된 소득대체율은 약 8.3%에 그쳐 공적연금과 퇴직연금을 합산하더라도 노후준비가 부족하므로 추가적으로 개인연금의 역할 강화가 요구되는 상황이다.

우리나라보다 고령화가 앞서고, 연금제도의 역사도 빨랐던 선진국은 공적연금의 한계를 퇴직, 개

1) 보건복지부 보도자료(2025.3.20), “보험료율 13%, 소득대체율 43% 등 담은 연금개혁법안 국회 본회의 통과”/(참고) 연금개혁 관련 Q&A

2) 2023년 통계청 장래인구추계(‘23.12)와 거시경제변수 반영해 재 실시한 재정추계에 따른 기금소진 연도이며, 5차 재정계산의 2055년과 차이 있음

3) 보건복지부 보도자료(2024.3.21), “연금개혁에 따른 기금 소진 시기는 수익률 가정에 따라 각각 8년(2064년), 15년(2071년)으로 추계됩니다.” 투자수익률이 기존의 가정인 4.5%가 아닌 5.5%로 할 경우 기금소진 시점이 2071년이 된다는 의미임

4) 동 연구에서는 ‘한신실 외(2022)’의 실태조사 자료를 바탕으로 하였으며, 여기에는 55세 이후 고령자 모두의 소비 수준을 반영한 결과이므로 생애기간 동안의 소비수준이 감소하는 효과가 반영됨



인연금 등 사적연금의 활성화를 통해 노후소득보장을 개선하는 노력을 기울여 왔다는 점을 우리는 주목할 필요가 있다. 이들 선진국의 사적연금을 통한 노후소득보장 강화 방향을 보면, 퇴직연금은 강제 혹은 준강제형으로 운영되거나 여기에 추가하여 개인연금 활성화를 통해 노후소득을 다층화하여 왔다. OECD(2021)는 퇴직연금 유형을 강제 혹은 준강제형(Mandatory/Quasi-mandatory), 자동가입(Auto-Enrollment), 임의가입(Voluntary)의 3가지로 구분하고 있다. 사적연금을 강제 혹은 준강제형을 운영하는 국가는 18개<sup>5)</sup>, 자동가입제도가 도입되어 있는 국가는 9개이다.<sup>6)</sup> 개인연금 형태로 노후소득보장을 강화하는 사례로는 독일의 리스터연금/튀름연금, 스웨덴의 PP연금 등이 있으며, 이들 제도들의 특성은 공적 성격을 갖고 있는 공사협력 개인연금제도이다. 우리나라도 공사연계연금(한국형 리스터연금) 도입, 세제 및 보조금 지원을 통한 공공적 성격이 혼합된 개인연금 활성화의 필요성 등이 논의되고 있다.

본 연구에서 주목하는 연금제도는 전통적 개인연금(세제적격, 세지비적격)과 퇴직연금체계에서 관리되는 적립IRP를 포괄하는 개인형연금이다. 적립IRP는 근로자퇴직급여보장법을 적용받는 개인형IRP<sup>7)</sup> 중 하나이나, 본인부담으로 운영되고 연금저축과 통합하여 납입 시 세제혜택(세액공제)이 적용되고 급여 시 과세(연금소득세)되므로 실질적으로 개인연금에 가깝다.

이에 본고는 개인형연금의 활성화를 통해 공적연금과 퇴직연금을 보완하고 노후소득보장을 개선

하기 위한 정책대안을 모색하는 것을 목적으로 한다. 이를 위해 국내외 개인형연금 제도의 특성과 현황에서 나타나는 문제점을 찾고 이에 대응하여 개인형연금 제도 활성화 방안을 살펴보고자 한다. 개인형연금은 법체계상 퇴직연금에 해당되는 적립IRP를 포함하고 있기 때문에 전통적 개인연금보다 포괄적 의미를 갖는다. 다만, 본 연구에서는 개인형연금과 개인연금은 실질적으로 본인부담으로 기여를 한다는 점에서 동일하고, 이런 점에서 개인연금으로 통일하여 설명한다.

## II. 우리나라 개인연금 제도 현황 및 문제점

### 1. 개인연금 제도 유형 및 특성

앞서 언급한 바와 같이 여기서 개인연금은 전통적 개인연금인 '연금저축계좌(세제적격)'와 '연금보험(일반연금 및 변액연금)', 그리고 퇴직급여제도의 한 형태인 '적립IRP'(세제적격)를 포함한다.

첫째, 연금저축계좌를 살펴본다. 연금저축계좌는 가입자격에 제한이 없고, 세액공제 혜택(연 600만원 한도, 적립IRP 합산 시 900만원)이 부가된 상품으로서, 최소 5년 이상 유지하고 만 55세 이후 연금으로 수령하는 계좌이다. 연금저축계좌는 舊 개인연금저축에서 연금저축으로 그리고, 연금저축계좌로 변천하면서 세제혜택의 내용이 달라져 왔으며, 납입시 보험료에 세액공제, 급부시 연금액에 과세한다. 총급여가 5,500만원(종합소득 4,500만

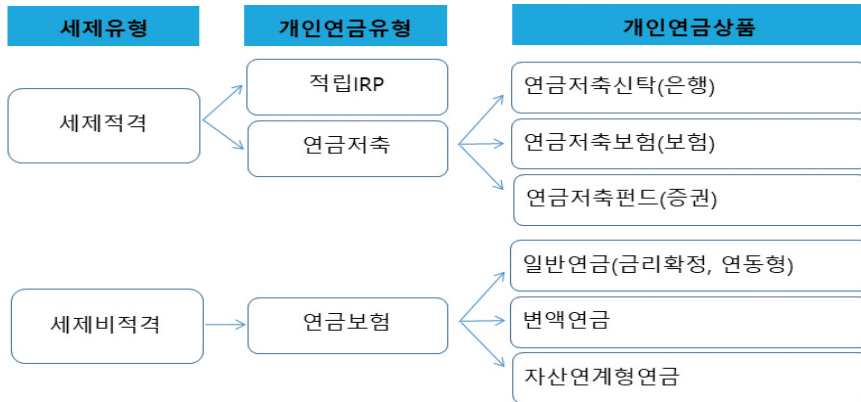
5) 해당 국가로는 호주, 칠레, 콜롬비아, 코스타리카, 덴마크, 에스토니아, 핀란드, 아이슬란드, 이스라엘, 한국, 라트비아, 멕시코, 네덜란드, 노르웨이, 스웨덴, 스위스, 튀르키예이며, 비OECD 국가인 러시아를 포함하면 18개 국가임(OECD(2021), p. 207)

6) 캐나다, 독일, 이태리, 리투아니아, 뉴질랜드, 폴란드, 튀르키예, 영국, 미국임

7) IRP에는 크게 기업형IRP, 개인형IRP로 구분되고, 개인형IRP는 퇴직IRP, 적립IRP로 구분할 수 있음. 퇴직IRP는 사용자 부담금(DB, DC/IRP특례, 퇴직금)으로 형성된 퇴직급여 성격으로 통산기능을 하는 계좌이며, 적립IRP는 개인의 자발적 추가 납입금으로 형성된 개인저축 성격의 계좌임



[그림 1] 개인연금의 유형



- 주 : 1) 일반연금 : 납입보험료에 확정금리(확정형) 또는 변동금리(연동형)를 적용하여 연금액이 결정  
 2) 변액연금 : 보험료를 주식·채권 등 투자하여 그 실적을 연금액에 반영하여 지급  
 3) 자산연계형연금 : 보험료를 주가지수 등 특정지표 또는 자산에 연계하여 그 수익을 연금액에 반영하여 지급

원)을 초과할 경우 납입액의 13.2%<sup>8)</sup>, 5,500만원 이하는 16.5%의 세액공제율이 적용된다<sup>9)</sup>. 면세자 및 무소득 배우자의 납입액에 대해서는 소득세 납부가 없기 때문에 세액공제가 적용되지 않는다. 55세 이후 연금형태로 수령할 경우 3.3~5.5%<sup>10)</sup>의 연금 소득세가 적용되고 연금 외 수령 시 16.5%의 기타 소득세가 적용된다. 연금소득으로 인정받기 위해서는 매년 연금수령한도( $\frac{\text{연금계좌평가액}}{11 - \text{연금수령연차}} \times 120\%$ ) 내에 수령하여야 하며, 해당 연금수령액에 대해 연금소득세가 적용된다<sup>11)</sup>. 한편, 원리금보장형으로 운용되는 舊개인연금저축, 연금저축은 연금저축계좌와 함께 일반연금과 분리하여 별도로 1억원의 예금자 보호가 적용되나 연금저축펀드는 실적배당형 상품

이므로 제외된다.<sup>12)</sup>

둘째, 적립IRP를 살펴본다. 적립IRP는 근로소득자, 자영업자, 특수직역연금 가입자 등 소득활동자는 본인 부담으로 개인형 IRP에 추가 납입할 수 있으며, 가입기간에 조건이 없으나 55세 이후 5년 이상 지급을 목적으로 하는 퇴직연금계좌이다. 적용 대상은 2017년 7월 이후에는 퇴직연금가입자에 추가하여 자영업자, 퇴직급여제도 미설정 근로자<sup>13)</sup>, 퇴직금제도 적용자, 직역연금 가입자<sup>14)</sup> 등 소득이 있는 자로 확대되었다.<sup>15)</sup> 납입 시에는 연금저축계좌의 납입액과 합산하여 연간 1,800만원 한도에서 900만원까지 세액공제 적용 대상이 되며, 세액공제율 적용기준은 연금저축계좌의 금액과 합산하여

8) 지방소득세 포함한 금액이며 제외 시 12%(지방소득세는 대상소득세의 10%로 구성됨. 이하 동일)

9) 소득세법 제59조의3(연금계좌세액공제)

10) 연령에 따라 연금소득세가 차별화 되며, 55~70세 5.5%, 70~80세 4.4%, 80세 이상 3.3%임

11) 소득세법 시행령 제40조의2(연금계좌 등)

12) 예금 등 원리금보장상품에 대한 한도는 일본 1,000만엔, 영국 £85,000, 미국 \$250,000임(박희진, 2018, 『우리나라 특성을 고려한 퇴직연금 지급보장 제도 설계 발전 방안』, 근로복지공단). 예금자보호의 근거는 예금자보호법 제31조(보험금 등의 지급), 제32조(보험금의 계산 등)에 따름. 예금자보호금액은 2001년 5천만원으로 조정된 후 다시 2025년 9월부터 1억원으로 상향됨

13) 근속기간 1년 미만인 근로자, 1주 근로시간이 15시간 미만인 근로자가 해당됨

14) 공무원, 군인, 교직원, 별정우체국 직원이 해당됨

15) 고용노동부 보도자료(2017.04.11), 7월부터 소득이 있는 모든 취업자는 개인형퇴직연금 가입 가능

〈표 1〉 연금저축(계좌)과 적립IRP 비교

| 구분\형태             | 연금저축(계좌)                                                                                                                                                                                         | 적립IRP                                                                          |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 도입시기              | 연금저축 '01년 1월,<br>연금저축계좌 '13년 3월                                                                                                                                                                  | '12년 7월                                                                        |
| 가입자격              | 제한 없음(미성년자, 주부 포함)                                                                                                                                                                               | 근로소득자, 자영업자, 특수직역 등                                                            |
| 납입한도              | 본인부담, 연간한도 1,800만원(개인형 IRP 포함)                                                                                                                                                                   |                                                                                |
| 담보대출              | 제한없음                                                                                                                                                                                             | 허용되지 않음                                                                        |
| 중도인출              | 제한없음(제한사유 없음)                                                                                                                                                                                    | 제한(법상 사유만 가능)                                                                  |
| 연금 지급조건           | 55세 이상, 가입기간 5년 이상,<br>지급기간 10년 이상                                                                                                                                                               | 55세 이상(가입기간 조건 없음),<br>지급기간 5년 이상                                              |
| 과세체계              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 납입액 : 세액공제(600만원까지 13.2% or 16.5%)<br/>* 연금저축만 600만원(적립IRP 단독 혹은 포함 시 900만원)</li> <li>• 급여액 : 연금소득세 3.3~5.5%(연금저축계좌)</li> <li>• 중도인출 : 기타소득세</li> </ul> |                                                                                |
| 운용대상 자산           | 위험자산(예, 주식형 펀드, ETF) 편입 제한 없음<br>(단, 리츠투자 불가)                                                                                                                                                    | 위험자산(예, 주식형 펀드, ETF) 최대 70%까지<br>편입가능<br>TDF(생애주기형 펀드) 100% 투자가능 <sup>2)</sup> |
| 수수료 <sup>1)</sup> | 신탁보수, 펀드보수<br>(보험) 납입단계에서 先차감 → 수수료 분급제                                                                                                                                                          | 운용·자산관리수수료<br>펀드운용 시 펀드보수                                                      |
| 수급권보호             | 예금자보호 1억원 한도 보장(연금저축신탁, 보험)<br>* 연금저축펀드는 보장 없음                                                                                                                                                   | 예금자보호 1억원 한도 보장(DC, IRP)<br>* DB는 예금자보호 적용 안됨                                  |
| 관련법규              | 소득세법 제20조의3 및 소득세법시행령 제40조의2                                                                                                                                                                     | 근로자퇴직급여 보장법(퇴직급여법) 시행령 제18조 등                                                  |

주 : 1) 금융회사별 상품별 수수료율은 '통합연금포털'에서 확인 가능

2) 퇴직연금감독규정에서 100% 투자가능하도록 함

자료 : 금감원 보도자료(2019.11.25.), '11.25.(월)부터 연말공제를 받는 모든 연금계좌간의 이체(이동)가 1회 방문으로 처리가 가능해 집니다.'를 참고하되 최신 자료로 갱신하여 저자가 재정리함

적용된다. 수급시점에서 적립IRP는 연금저축액과 합산하여 연금소득으로 적용된다.

셋째, 비과세 연금보험을 살펴본다. 연금보험은 10년이상 계약 유지 등 요건충족 시 이자소득세를 면제(비과세)받는 금융상품이다. 적격연금인 연금저축과 달리 생명보험회사에서만 취급하며, 연금형태는 종신·확정형(선택)이 있으며, 일반연금과 변액연금(자산연계형 포함)으로 구분된다. 일반연금은 보험료를 확정금리(확정형) 또는 변동금리(연

동형)로 분리하여 연금액을 지급한다. 변액연금은 보험료를 주식·채권 등에 투자하여 그 실적을 연금액에 반영하여 지급되는 연금보험으로 2002년에 도입되었다. 변액연금에서는 안정적인 연금지급을 위해 투자실적에 상관없이 연금개시시점(예 : 55세)에 최소한의 연금 지급재원을 보증한다. 비과세 연금보험은 적격 개인연금에 비해 금융상품에 가까워 노후소득보장제도로 한계가 있다는 점에서 동 연구에서는 개념만 소개하는 것으로 한다.

## 2. 개인연금 현황 및 문제점

### 1) 연금저축(계좌)

연금저축 가입자 수는 2013년 2,405천 명에서 2018년 2,219천 명, 2021년 2,175천 명으로 지속적으로 감소한 이후 2023년에는 1,367천 명으로 급감하였으며, 동기간 가입률<sup>16)</sup>은 2013년 14.8%, 2018년 12.0%, 2021년 10.9%, 2023년 6.6%로 10년간 △8.2%p(연 △0.82%p) 감소하는 추세를

보였다.

소득계층별로 구분하여 연금저축 가입률을 보면, 2023년 기준 2천만원 이하 0.1%, 8천만원 초과 27.1%로 소득수준이 낮을수록 가입률도 낮다. 특징적인 것은 최근 고소득층의 가입률 또한 감소하였는데, 이는 연금저축의 낮은 수익률로 인해 주식 등 다른 자산으로 이동한 것으로 이해된다.

연금저축의 연간 납입액은 2017년 10조 2,168억 원에서 2023년 9조 3,336억 원으로 감소추세에 있

〈표 2〉 연도별 연금저축 가입 추이(2013년~)

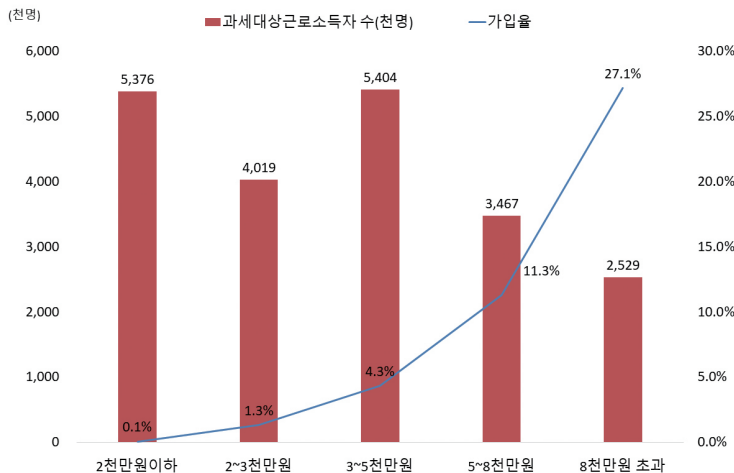
(단위: 천 명, %)

| 구분    | 가입자수  | 가입률 <sup>1)</sup> | 구분    | 가입자수  | 가입률 <sup>1)</sup> |
|-------|-------|-------------------|-------|-------|-------------------|
| 2013년 | 2,405 | 14.80%            | 2019년 | 2,188 | 11.50%            |
| 2014년 | 2,346 | 14.10%            | 2020년 | 2,164 | 11.20%            |
| 2015년 | 2,281 | 13.20%            | 2021년 | 2,175 | 10.90%            |
| 2016년 | 2,292 | 13.00%            | 2022년 | 2,037 | 9.9%              |
| 2017년 | 2,267 | 12.70%            | 2023년 | 1,367 | 6.6%              |
| 2018년 | 2,219 | 12.00%            | -     | -     | -                 |

주 : 1) 과세대상근로소득자(총급여자) 중에서 납입액이 있는 자(과세자 및 비과세자 모두 포함)의 비율임.

자료 : 국세청, 국세통계연보 각년도 활용하여 재정리함

〈그림 2〉 소득계층별 연금저축 가입률(2023년 기준)



자료 : 국세청(2024), 2024 국세통계연보(2023년 기준)를 참고하여 작성

16) 전체 총급여 소득자 수 대비 연금저축 가입자 수의 비율

다가 2024년 11조 4,034억 원으로 반등한 것으로 나타났다. 반면 1인당 납입액은 매년 꾸준히 증가하여 2024년 342만원으로 나타나고 있다. 이를 금융업종별로 구분하여 보면 보험과 신탁은 지속적으로 감소한 것으로 나타났으나, 펀드는 지속적으로 증가하는 추세였는데, 이는 자본시장 활성화에 대한 기대감이 2024년 이후에 팽창된 것으로 추측된다.

연금저축의 해지계약을 보면 '24년 중 중도해지된 계약은 24.4만건(1.0% ↑)으로 '23년말 계약(910.7만건)기준 '24년 해지율은 2.5%, 중도해지 금액은 3.5조원으로 전년(3.7조원) 대비 0.2조원 감소(6.1% ↓)한 것으로 나타났다. 사유별로 보면 해지계약의 대부분(95.6%, 23.3만건)이 ① 임의해지(전세보증금 마련, 무주택자의 주택구입 등)이며, 소득세법 상 중도해지 패널티를 부여하지 않는 ② 부득이한 사유로 인한 해지(천재지변, 사망, 요양 등)는 4.4%(1.1만건)로 나타났다.<sup>17)</sup>

연금저축 적립금은 보수적·유동성 위주의 원리금보장 상품에 투자될 경우 수익률은 낮은 편이며, 펀드 등 실적배당형 상품에 대한 투자는 수익률이 높지만 주식시장 변동 등에 따라 수익률의 변동성이 크다. 즉, 연금저축펀드 수익률은 '18년 △13.86% 감소한 후 '19년에 10.50% 증가하였으며, 경기가 좋았던 '21년 까지 수익률은 두 자리 수로 높았다. 그러나, 주식시장의 불황기였던 2022년의 펀드수익률은 △24.4% 감소하여 변동성이 매우 큰 것으로 이해할 수 있다.

개인연금의 적립액(자산) 추이를 보면 납입액과 투자수익으로 인해 매년 증가하는 추이를 보이고 있다. '17년~'24년 연평균 자산증가율을 보면 개인형IRP가 30.5%로 가장 높고, 연금저축이 4.8%, 연금보험은 0.9%수준인 것으로 나타난다. 동 기간 연

금저축에서는 펀드의 증가율이 18.7%로 매우 높았는데, 이는 자본시장의 활성화에 따라 실적배당형 등 투자성 상품으로 소비자의 선호가 바뀌어 가고 있음을 추측케 한다.

수령형태를 보면 '20년~'24년 동안 연금형태로 수급하고 있는 수급자 중에서 확정기간형을 선택한 비중이 가장 많고, 다음으로 종신행인 것으로 나타났다. 2024년에 확정기간형이 전체의 57.5%를 차지하며, 종신행(38.9%), 확정금액형(3.3%), 혼합형(0.3%)의 순으로 나타났다. 특히, 확정기간형 연금에서 10년 미만의 수급자는 전체 대비 46.9%(21.7+25.2%)로 나타났다.

2024년 중 연금저축의 연간 연금수령액은 5.6조원으로 2020년에 비해 연평균 12.2% 증가한 것으로 나타났다. 계약당 연금수령액은 '20년 293만원, '22년 293만원, '24년 291만원으로 거의 변동이 없거나 감소하는 것으로 나타났다.

연금저축에 대한 세제지원이 세액공제 전환 후 지원강화를 위해 추진되었으나 실현된 세제지원 수준은 '14년 7,767억원에서 '22년 6,365억원으로 오히려 감소하였고, '23년 이후는 고소득층을 중심으로 납입액이 7,202억원으로 증가한 것으로 나타났다. 동기간 가입자 1인당 세제지원액도 33.1만원에서 31.2만원으로 감소 후 '23년에 52.7만원으로 증가한 것으로 나타났다.

## 2) 적립IRP

2023년 기준 과세대상근로자는 약 2천만 명이며 이중 적립IRP를 가입하고 있는 근로자는 137만 명으로 약 6.6%가 가입하고 있는 것으로 나타났다. 1인당 납입액은 356.4만원, 1인당 세액공제액은 44만원으로 분석되었다.

17) 임의 해지시 16.5%의 기타소득세가 적용되고 부득이한 사유로 해지할 경우 3.3~5.5%의 연금소득세가 적용됨

퇴직연금은 중도인출이 허용되므로 퇴직 전에 이미 전액인출이 가능한데(근퇴법 제22조), 중도인출의 대부분은 주택구입(46.3%), 주거임차(16.3%) 등 주로 주거관련 비용과 관련된다.<sup>18)19)</sup> 한편 이직 시 IRP 계좌로 이관한 후 자유로이 인출할 수 있는데, IRP 해지인원은 2024년 기준 99.2만 명(해지금액 14.5조 원)으로 나타났다. 이를 당해 이전인원 대비 해지인원의 비율로 설정한 해지율(2024년 기준)을 보면 인원 대비 102.6%로 분석된다(이전 금액 대비 해지율은 63.7%). 1인당 이전 금액은 2020년 기준 1,767만 원 (1인당 해지금액 1,465만 원)이다. 우리나라 평균근속기간 6.7년(2019년)으로 가정하면 생애근로기간 동안 4~5회의 이직이 예상되고 이직 경험이 있는 가입자는 축적된 퇴직적립금을 소진하게 될 우려가 있다.

### III. 개인연금 평가 및 활성화 방안

#### 1. 개인연금 평가

가입측면에서는 개인연금의 가입률은 저조하고 지속적으로 감소하는 경향이 있다. 연금저축 가입률은 2013년 14.8%에서 2023년 6.6%로 크게 하락하였고, 저소득층일수록 가입률이 매우 낮아 소득계층별 차이가 크다. 즉, 2023년 기준 2천만원 이하 0.1%, 8천만원 초과 27.1%로 저소득층의 가입 사각지대 규모가 매우 크다. 이는 2024년부터 세액공제로 전환되었음에도 불구하고 면세자·저소득층에게 불리하게 작용해 소득공제의 역진적 문제를 개선하지 못하고 있는 것으로 평가된다.

운용측면에서는 수익성이 매우 낮다는 점이다.

보험·신탁형 연금저축은 원리금보장형으로 투자되어 수익률이 낮고, 펀드형은 실적배당형 상품에 투자되어 장기적으로 수익률은 높은편이나 2022년 -24.4%처럼 높은 변동성으로 인해 수익률 낮은 시점에 퇴직할 경우 노후소득 위험에 빠질 우려가 있다. 반면 적립IRP 자산은 빠르게 늘었지만, 위험자산 편입 규제와 보수적 운용 관행 때문에 장기 노후자산 형성 수단으로는 효율적이라고 보기 어려운 점이 있다.

수령측면에서는 연금화 기능이 취약하다는 점이다. 연금저축 수령형태는 확정기간형이 2024년 57.5%로 가장 많고, 그중 상당수가 10년 미만 단기수령으로 조사되고 있다. 또한 계약당 연간 수령액은 2024년 약 291만원 수준으로 크지 않아, 실제 노후생활비 보완 기능은 제한적이다. 적립IRP도 이직·주거비 수요 등으로 해지가 많아, 축적된 자산이 노후 이전에 소진될 우려가 큰 것으로 보인다.

종합하면, 개인연금은 가입 유인은 크지 않고, 운용은 보수적이거나 변동성이 크며, 수령은 일시·단기 인출 성격이 강해 ‘노후소득보장형 연금’보다는 ‘세제혜택형 저축상품’에 가까운 측면이 있다. 정책적으로는 저소득층 지원 강화, 중도해지·중도인출 억제, 연금화 유인 확대, 장기투자형 상품과 디폴트 운용체계 강화가 필요할 것으로 평가된다.

#### 2. 개인연금 활성화 방안

이러한 개인연금의 비활성화는 수요와 공급 간 미스매칭에서 비롯된 현상으로 이해할 수 있다. 수요자는 낮은 수수료와 높은 수익률을 기대하는 반면, 공급자는 IFRS17 및 K-ICS 등 규제와 투자여

18) 통계청 보도자료 (2021), 2020년 퇴직연금통계 결과

19) 주요 선진국은 경제적 곤란 등 긴급자금수요 발생에 국한하여 중도인출을 허용함



건 제약으로 보수적 운용에 머물 수밖에 없어 기대 수익률과 실제 상품 간 괴리가 발생하게 된다. 이로 인해 시장 비효율성이 심화되고 있으며, 이를 고려한 정책대안을 모색할 필요가 있다.

### 1) 수요측면의 활성화 방안

수요측면에서는 개인의 가입 유인과 유지 동기를 강화할 필요가 있는데 이를 위해 다음과 같은 방안을 고려할 수 있다.

첫째, 납입율 및 유지율 제고가 중요하다. 현재 개인연금은 중도해지와 납입중단이 빈번한 구조를 보이고 있으므로, 장기가입자에 대한 수수료 감면 및 추가적인 세제혜택을 통해 납입 및 유지 유인을 강화할 필요가 있다. 또한 일정 연령까지 해지를 제한하는 제도적 장치를 검토함으로써 노후자산의 장기축적을 유도할 필요가 있다. 즉, 55세 혹은 연금 수령기 이전에 해지하는 경우는 납입 및 유지시 제공된 세제혜택 등 지원금을 전액 혹은 일부 반납하게 하거나 연금소득세 적용을 높이는 방안을 생각해 볼 수 있다.

둘째, 수익성 제고 및 금융상품으로서의 경쟁력 강화가 필요하다. 개인연금은 주식, 펀드, 부동산 등 대체투자자산과 경쟁관계에 있으므로, 투자수익률 제고와 함께 세제혜택, 안정성, 유동성 측면에서 비교우위를 확보할 필요가 있다. 이를 위해 원리금 보장형보다 실적배당형에 대한 투자 비중을 확대하고, 동시에 투자 변동성이 완화될 수 있도록 자본시장의 안정성 제고를 병행할 필요가 있다.

셋째, 연금세제 및 보조금 체계 개편이 요구된다. 현행 세액공제 방식은 면세자에게 혜택이 제한되는 문제가 있으므로, 이들의 납부액에 대해서도 현행 세액공제율 만큼 환급되도록 하는 환급세제 도입을 통해 저소득층의 가입유인을 확대할 필요가 있다. 또한 세액공제 환급액을 연금계좌로 재투입하여 연

금자산으로 재투자되도록 하는 계좌환류제 도입을 통해 노후자산 축적을 강화할 수 있다. 또한 공적연금 가입을 전제로 사적연금에 가입하는 저소득층에 대해 보조금 또는 추가적 세제혜택을 제공하여 소득재분배 기능을 강화할 필요가 있다. 다만, 사적연금이 기본적으로 시장시스템으로 운영된다는 점에서 소득재분배적 요소를 탑재하기 위해서는 국민연금 가입자(혹은 가입이력인 있는자)나 그 배우자를 전제로 할 필요가 있다.

넷째, 수급단계에서 연금화 유인 강화가 필요하다. 장기 수령 및 종신연금 선택 시 현행 연령기준으로 3~5%의 저율과세가 적용되고 있으나, 이를 확대적용하여 일정 소득이하 저소득 연금수령자에 대해서는 연금소득세를 면제하는 등 연금수령에 따른 세부담을 완화할 필요가 있다.

정리하면 수요측면 정책은 가입을 확대하고, 유지를 강화하며, 나아가 연금화 유도를 할 수 있도록 개인연금제도가 설계될 필요가 있다

### 2) 공급측면의 활성화 방안

공급의 활성화 및 제도개선방안으로 금융기관의 상품공급 역량을 강화하고 시장환경을 개선하는 것에 초점을 둘 필요가 있다.

첫째, 주기적 시장분석 및 거버넌스 구축이 필요하다. 고령화 진전에 따른 연금시장 구조 변화에 대응하기 위해 업권별 전문가가 참여하는 협의체를 구성하고, 연금상품 공급의 제약요인을 지속적으로 점검·분석할 필요가 있다. 이를 통해 구조적 장애요인을 해소하고 정책 건의 기능을 강화함으로써 연금시장의 활성화를 도모할 수 있다.

둘째, 다양한 연금상품 개발이 요구된다. 소비자의 투자성향과 생애주기 특성을 반영하여 투자형 연금, 장수리스크에 대응하는 토티형 연금, 그리고 유병자도 가입 가능한 연금상품 등 다양한 상품군



을 확대할 필요가 있다. 특히 중위험·중수익 구조에 최저보증 기능을 결합한 상품은 수익성과 안정성 간 균형을 확보할 수 있다는 점에서 중요한 대안이 될 수 있다. 또한 초고령사회에 대비하여 종신행 및 거치형 연금상품의 확대가 필요하다.

셋째, 연금공급자의 리스크관리 체계 강화가 필요하다. 연금상품의 장기성으로 인해 발생하는 금리 및 장수리스크를 완화하기 위해 재보험, 보험연계증권 등 다양한 위험관리 수단을 적극적으로 활용할 필요가 있다. 이는 연금상품 공급의 지속가능성을 확보하기 위한 핵심 요소로 작용한다.

넷째, 시장규제 완화 및 제도 정비가 요구된다. 현재 연금상품이 보험상품 중 하나인 저축성보험과 동일한 규제를 적용받음에 따라 노후소득보장상품으로서의 특성이 충분히 반영되지 못하고 있다. 따라서 연금상품을 고령특화 금융상품으로 분리하여 규제체계를 재정립하고, 상품공급을 저해하는 규제를 완화할 필요가 있다.

정리하면 공급측면의 정책은 수요자의 선호에 부합하는 상품혁신을 촉진하고, 금융기관의 리스크관리 역량을 강화하며, 나아가 원활한 상품공급을 위한 규제환경 개선을 병행하는 방향으로 추진될 필요가 있다.

### 3) 소결

개인연금의 활성화는 단순한 세제지원 확대만으로는 달성되기 어렵고, 수요와 공급 간 구조적 mismatch를 해소하는 종합적 접근이 필요하다. 수요측면에서는 가입·유지·연금화 전 과정을 포괄하는 인센티브 체계 구축이 요구되며, 공급측면에서는 상품 다양화와 규제개선을 통한 시장 혁신이 병행되어야 한다.

따라서 향후 개인연금 정책은 수요 유인 강화와 공급 기반 확충을 동시에 추진하는 균형적 전략을 통해 노후소득보장 기능을 실질적으로 강화하는 방향으로 설계될 필요가 있다.

## 참고문헌

- 강성호. 퇴직연금 소득대체율 추정과 시사점, 보험연구원, KIRI리포트, 2023.
- 고용노동부 보도자료(2017.04.11). 7월부터 소득이 있는 모든 취업자는 개인형퇴직연금 가입 가능
- 국세청(2024). 2024 국세통계연보(2023년 기준) 등 국세통계연보 각년도
- 금감원 보도자료(2019.11.25.), 11.25.(월)부터 연말공제를 받는 모든 연금계좌간의 이체(이동)가 1회 방문으로 처리가 가능해 집니다.’
- 금융감독원 보도자료(2020.4.3.). 2019년 연금저축 운용현황 분석결과
- 금융감독원 보도자료(2021.4.6.). 2020년 연금저축 현황 분석
- 금융감독원 보도자료(2022.4.11). 2021년 연금저축 현황 및 시사점
- 금융감독원 보도자료(2025.7.31.). 2024년 연금저축운용 현황
- 금융감독원 보도자료. '17년 연금저축 현황 분석 결과
- 금융감독원 보도자료. 2018년 연금저축 현황 분석결과
- 금융감독원(2025.8.1.). 2024년 연금저축 운용현황/2024년 연금저축 적립 및 운용현황 분석 등 각연도
- 박희진, 2018. 『우리나라 특성을 고려한 퇴직연금 지급보장제도 설계 발전 방안』 근로복지공단
- 보건복지부 보도자료(2024.3.21). “연금개혁에 따른 기금 소진 시기는 수익률 가정에 따라 각각 8년 (2064년), 15년(2071년)으로 추계됩니다.”
- 보건복지부 보도자료(2025.3.20). “보험료율 13%, 소득대체율 43% 등 담은 연금개혁법안 국회 본회의 통과”/(참고) 연금개혁 관련 Q&A
- 통계청 보도자료. 2020년 퇴직연금통계결과 (2021) 등 각년도
- 한신실·유희원·홍정민·박주혜(2022). 『제9차(2021년도) 중고령자의 경제생활 및 노후소득 준비실태』, 국민연금연구원

# 공적연금의 자영자 보험료지원제도 사례분석

## - 남미국가들을 중심으로

유호선(국민연금연구원 연구위원)



### I. 서론

국민연금의 지역가입자 연금보험료 지원제도는 2022년 7월 1일부터, 사업 중단, 실직, 휴직 등의 사유로 보험료 납부를 중단한 지역가입자가 납부를 재개할 경우, 월 보험료의 50%(최대 45,000원)를 최대 12개월간 지원하여 연금 사각지대를 해소하고 노후소득 보장을 강화를 목적으로 도입되었다. 그러나 미미한 정책 효과성 및 2025년 국민연금개

혁으로 지역가입자 연금보험료 지원제도의 개혁 필요성이 제기되었다. 이에 국민연금의 저소득 지역가입자 보험료 지원 사업 역시 2025년 개혁되었다. <표 1>과 같이, 2025년 개혁을 통하여 저소득 지역가입자 보험료 지원제도는 납부 재개자에서 저소득 지역가입자 전체로 확대되는 듯하였으나, 기준소득이 103만원에서 80만원으로 하향 조정되었으며 기준소득 이상자에 대한 정액 지원도 폐지되었다. 따라서 전체 대상자 범위는 확대되었으나 기준소득의

〈표 1〉 2025 지역가입자 보험료 지원제도 개혁 내용

| 구분   | 개정 전                                                                                                         | 개정 후                                                          |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 대상자  | 사업중단, 실업, 휴직 등의 사유로 납부예외한 후<br>납부재개한 저소득 지역가입자<br>※ 재산 6억원 미만, 사업 및 근로소득 제외<br>종합소득 연 1680만원 이하              | 저소득 지역가입자 전체<br>※ 재산 6억원 미만, 사업 및 근로소득 제외<br>종합소득 연 1680만원 이하 |
| 지원내용 | 보험료의 50%(월 최대 46,350원)<br>※ 신고한 기준소득월액이 기준소득(103만 원) 이하면<br>보험료의 50%를 정률로 지원, 기준소득을 초과하면<br>정액(월 46,350원) 지원 | 보험료의 50%<br>※ 신고한 기준소득월액이 기준소득(80만 원) 이하면<br>보험료의 50%를 정률로 지원 |
| 지원기간 | 최대 12개월                                                                                                      | 최대 12개월                                                       |
| 재원   | 국가 100%                                                                                                      | 국가 100%                                                       |

자료 : 국민연금법 참고로 저자 작성

하향조정으로 본 제도의 도입 취지에 맞게 제도가 운영될 수 있을지는 미지수이다. 즉, 2025년 개혁으로 지역가입자 보험료 지원제도의 전체 대상자 수는 기존 19만 3,000명에서 73만 6,000명으로 확대되었다.<sup>1)</sup> 그러나 월 소득 80만원에서 103만원 사이 기존 제도 대상자들과 정액 보험료 지원 대상자들이 더 이상 제도의 혜택을 받지 못하게 되었다. 또한 월 소득 80만원 이하 지역가입자들이 본 제도의 혜택으로 인하여 국민연금에 가입할지 미지수이다. 뿐만 아니라, 지역가입자들의 소득 하향신고로 A값에 대한 영향이 우려되고 있다.

이러한 상황에서 본 고의 목적은, 국민연금의 지역가입자 연금보험료 지원제도의 발전을 위한 사례 연구로서, 자영자 등을 대상으로 연금보험료 지원 제도를 활발하게 운영하고 있는 남미 국가들인 칠레와 코스타리카의 사례를 분석하는 것이다. 그리고, 부가적으로, 이를 통한 간략한 시사점을 제시할 것이다. 각 장의 국가 사례분석에서는 우선, 각 국가들의 노후소득보장제도를 검토한 후, 노후소득 보장제도의 문제점 및 이에 따른 연금 개혁, 그리고 자영자 대상 연금보험료 지원제도의 순서로 살펴볼 것이다. 각 국가들의 자영자 연금보험료 지원제도를 이해하기 위해서는 해당 국가의 노후소득보장제도 및 본 이슈와 관련된 문제점 등의 이해가 선행되어야 하기 때문이다.

본 고에서 해외 사례 연구의 대상 국가로 칠레와 코스타리카를 선정한 이유는 다음과 같다. 우선, 공적연금에서 자영자를 대상으로 보험료 지원 제도를 운영하고 있는 국가들은 거의 없다(Hinz et al, 2013). 즉, 일반적으로 선진국의 공적소득비례

연금에서는 보험료지원 제도가 거의 없다.<sup>2)</sup> 그러나 남미 국가들의 경우 칠레 및 코스타리카 등의 국가들에서 자영자들의 공적연금 가입 유인을 목적으로 이들을 대상으로 보험료 지원제도를 운영하고 있다. 이는 이들 국가들의 공적연금에서 가장 큰 문제 중의 하나가 사각지대(특히, 자영자들의 사각지대 문제) 문제이기 때문이다(Guzman & St.Clair, 2021; Hinz et al, 2013). 또한 위와 같은 이유로 남미 국가들의 공적연금에서 수행중인 자영자 대상 보험료 지원제도에 대한 연구가 비교적 활발히 이루어지고 있다. 이러한 연구들 중 주목할 만한 연구로는 Guzman & St.Clair(2021)가 있다. Guzman & St.Clair(2021)는 최근 이들의 연구 “Pension reform and self-employment in Latin America”에서 칠레와 코스타리카 공적연금의 자영자 대상 보험료 지원제도의 효과를 분석하였다. 물론, Guzman & St.Clair(2021)의 연구는 제도 분석연구가 아닌 실증연구(Difference-in-Difference)이나, 다양한 관점에서 본 연구에 시사하는 바가 있다고 판단된다. 이러한 이유로 칠레와 코스타리카를 해외사례 대상 국가로 선정하였다.

## II. 칠레의 자영자 대상 공적연금 보험료 지원제도<sup>3)</sup>

### 1. 노후소득보장제도 개요

현재 칠레의 노인대상 최저소득보장제도(Pensión Garantizada Universal, PGU)는 만 65세 이상 노인들 중 소득 하위 90%에게 지급하는 보편적 기초

1) <https://news.tf.co.kr/read/life/2269782.htm>

2) 다만, 정액연금 운영 국가인 영국, 일본(국민연금) 등의 국가에서는 보험료지원제도가 아닌 보험료 감면제도를 운영하고 있다.

3) 별도의 연금이 없는 경우, 다음의 홈페이지를 바탕으로 작성 [www.chileatiende.gob.cl](http://www.chileatiende.gob.cl)

〈표 2〉 칠레의 노후소득보장제도

| 구분               | 1주(柱, pillar) : 공적연금                                           | 2주 : 퇴직연금         | 3주 : 개인연금           |
|------------------|----------------------------------------------------------------|-------------------|---------------------|
| 3층<br>(추가 소득 보장) |                                                                |                   | ○ 자발적 연금저축<br>(APV) |
| 2층<br>(이전 소득 유지) |                                                                | ○ 퇴직연금<br>(임의 가입) |                     |
| 1층<br>(빈곤 완화)    | ○ 개인계정 기반의 연금<br>(Administradoras de Fondos de Pensiones, AFP) |                   |                     |
|                  | ○ 최저소득보장제도<br>(Pensión Garantizada Universal, PGU)             |                   |                     |

자료 : 홈페이지(www.chileatiende.gob.cl) 바탕으로 저자 작성

연금제도에 가까운 형태로 운영되고 있다.<sup>4)</sup> PGU는 개인 단위 소득 평가를 통하여, 보험료 기여이력이나 가구 소득 및 재산과 무관하게 지급하고 있다. 다만, 보편적 성격의 제도이기 때문에 거주요건이 있다. 즉, 칠레에서 최소 20년 이상 거주했으며, 최근 5년 연속 거주했어야 하는 조건이 있다. 급여액은 월 최대 206,173 CLP(2024년)이며, 민간연금 등 기타 소득이 있는 경우 연동 감액이 이루어지고 있다. 현재 칠레 정부는 민간 연금 + PGU는 최소 소득 보장 수준이 되도록 설계하여 운영하고 있다.

칠레의 주된 연금은 개인계정 기반의 연금(Administradoras de Fondos de Pensiones, AFP)이다. AFP는 연금민영화로 확정급여형(DB) 공적 연금에서 민간이 운영하는 확정기여형(DC) 연금으로 개혁(1981)된 제도이다. AFP는 개인계좌 기반 확정기여형 연금제도로 의무가입이다. 보험료는 근로자가 10%를 자동납부하는 것이다. 다만, 2025년 개혁으로 근로자의 보험료 기여 이외에 고용주도 8.5%의 보험료를 추가로 기여할 예정이며, 이 중

4.5%는 AFP로 귀속 될 예정이다<sup>5)</sup> AFP의 연금액은 DC형이기 때문에 개인 계좌에 축적된 자산 규모와 수익에 따라 달라진다. 5개 정도의 민간 AFP 운용사가 다양한 투자 상품에 투자하여 수익을 창출하는 형태이다. 수급 방식은 연금화 혹은 일시금 중 하나를 선택 할 수 있다.

3주(柱)의 개인연금으로는 자발적 연금저축(APV)이 있다. APV는 임의 가입으로 고소득자 등 원하는 사람이 선택적으로 가입 가능한 제도이다. 본 제도의 활성화를 위하여 정부는 세제 혜택을 제공하고 있으며, 개인 또는 고용주의 보험료 기여 역시 가능하다. APV는 은행, 보험회사, AFP 등 다양한 금융기관에서 운용하고 있다.

## 2. 노후소득보장제도 문제점 및 연금 개혁

1980~2000년대에 공적연금의 재정안정화 및 공적부문까지 금융시장을 확대하고자하는 의도로 DB형 공적연금을 DC로 개혁하려는 활발한 움직임

4) Pensión Garantizada Universal(PGU)는 기존에 운영되었던 제도인 PBS(Pensión Básica Solidaria)와 APS(Aporte Previsional Solidario)를 대체하여 2022년 도입된 제도이다.

5) 2025년 9월부터 시행 예정이다.

이 남미를 중심으로 이루어졌다. 이 급진적인 실험은 칠레의 Pinochet 독재 시절인 1981년에 처음으로 시작되었다. 이 당시 칠레는 군사 쿠데타(1973년) 이후 의회가 휴회한 상태에서 군사 정권이 입법권을 장악했던 권위주의 정권 하에 있었다. 이러한 상황에서 본 연금개혁은 공개적인 논의 혹은 사회적 합의 없이 일방적으로 이루어졌다. 즉, 시카고 대학에서 교육을 받은 자유 시장 경제학자들의 지원 하에, 칠레의 공적연금은 민간에서 운영하는 사적체제로 바뀌었다(유호선 외, 2024 ; ILO, 2018).

이 구조개혁은 사회보험 방식의 공적연금을 민간연금 펀드 관리자가 관리하는 개인계좌로 대체하여 정부의 사회보장 비용절감 뿐 아니라, 국민들의 강제 저축으로 인한 자본시장 발전을 목표로 수행되었다. 이에 사적연금에의 가입은 근로자에게는 의무이며, 자영업자들의 가입은 선택 사항이었다. 그러나 흥미롭게도 본 사적연금 개혁에서 군인들은 제외되어, 군인들은 공적연금을 유지하였다. 이러한 개혁으로 고용주의 보험료 부담금은 사라졌지만, 개혁 당시 고용주는 근로자에게 11%의 임금인상을 약속했다. 근로자들은 DC형 연금을 위하여 개인계좌에 보험료를 적립해야 했고, 근로자들은 퇴직 시 이 적립금을 가지고 민간 보험사에서 연금을 구매해야 했다(유호선 외, 2024 ; 조영훈, 2002 ; ILO, 2018).

그러나 시간이 지나면서, 칠레는 노인 빈곤 문제가 악화되고 있었다. 1981년 개혁 이후 예상과 달리, 소득불평등이 심화되어 중장년층의 빈곤문제가 노후에 더욱 심화되는 문제가 발생하였다. 이는 DB형이 아닌 DC형 연금에서 발생할 수 있는 문제를 심각하게 고려하지 않았거나 예상하지 못했기 때문에 발생하였다. 즉, 금융시장 상황에 따라 수익

률의 변동으로 연금액이 변화하여 연금액의 예측이 불가능하였으며, AFP의 높은 수수료가 연금 수익률을 잠식하는 문제가 발생하였다. 또한 사각지대 문제가 완화되는 것이 아니라 더욱 심화되었다. 이에 AFP에 가입을 못하거나 낮은 연금을 받는 비정규직, 자영업자 등의 노후소득보장 문제가 심각하게 제기되었다.<sup>6)</sup>

이러한 상황에서 2008년 칠레 정부는 위의 문제들을 완화하기 위하여 연금개혁(Ley N° 20.255 sobre Reforma Previsional)을 단행하였다. 즉, 1981년 연금 민영화(AFP) 개혁의 문제인 소득 불평등과 연금 사각지대를 해결하기 위한 정부의 첫 개혁으로 노후소득보장에서 사회적 연대(Pilar Solidario)를 강화하기 위하여 다음과 같은 연금 개혁을 수행하였다. 첫째, Pilar Solidario(사회적 연대 기동)를 도입하여 최저소득보장제도를 새롭게 개혁하였다. 이에 최저소득보장제도로 Pensión Básica Solidaria(PBS)와 Aporte Previsional Solidario(APS)를 도입하였다. PBS는 기여 이력이 없는 고령자에게 지급하는 최저소득보장제도로 소득 하위층을 대상으로 운영하는 제도이다. APS는 AFP 계좌가 있지만 연금액이 매우 낮은 사람에게 국가가 보조금을 지급하는 제도이다. 이를 통하여 민영연금의 소득 불평등을 보완하려는 목적으로 도입되었다. 둘째, 여성 연금 수급권을 강화하기 위한 제도를 도입하였다. 즉, 출산한 여성에게 자녀 1명당 24개월간의 연금기여 보조금을 지급하는 양육크레딧을 도입하였다. 그리고 유족연금을 강화하였다. 셋째, 자영업자의 연금 기여를 의무화하였다. 이는 사각지대 해소를 목표로 자영업자의 연금 의무 가입을 법제화한 것이다. 이는 단계적으로 시행하는 제도로서 임의가입에서 의무가입으로 점

6) 칠레 정부는 이러한 문제를 완화하기 위하여 2025년 최저소득보장제도를 강화하고, DC연금의 위험분담 요소 추가하는 등 대대적인 연금개혁을 단행하였다.



진적으로 전환되는 제도이다. 따라서 2008년부터 2011년까지 자영자에게 기여 장려 및 교육을 실시하였다. 이 기간에는 자영자의 연금가입이 의무가 아니었다. 2012년에는 소득세 신고 시 연금 기여 자동공제제도의 시행을 고려하였다. 그리고 2015년부터 2018년 까지 자영업자의 보험료 기여 의무가 단계적으로 적용되었다. 다만, 불가피한 경우에는 선택권도 함께 부여하였다. 그리고 2019년 이후부터는 소득 신고 시 일정 비율 이상 기여가 의무화되었다.

### 3. 자영자 보험료지원 제도(Subsidio Estatal Transitorio para Cotizaciones Previsionales de Trabajadores Independientes)

앞에서 살펴본 바와 같이, 2008년 칠레 정부는 1981년 연금개혁으로 인한 문제들을 완화하기 위하여 연금개혁(Ley N° 20.255 sobre Reforma Previsional)을 단행하였다. 이러한 개혁에 포함되어 있는 내용 중 하나가 자영자들을 위한 연금 보험료 지원제도이다. 본 제도의 목적은 자영자의 연금 의무화를 단계적으로 시행하면서, 초기 부담을 완화하고 제도 참여를 유도하기 위해 국가가 일정비율 지원하는 것이다. 적용 대상은 일정 요건을 충족하는 자영자의 연금 보험료(AFP 기여금) 중 일부를 지원하는 것이다. 여기서 일정 요건은 ① 소득세를 신고하고 ② 과세 대상 소득이 있는 자영업자이며 ③ 연금기여 의무 대상 연령 이하(남 65세, 여 60세 미만)인 경우이다. 보험료 지원 방식은 국가가 기여금 일부를 연차적으로 보조 후, 점차 보조를 축소하는 방식이다.

〈표 3〉 칠레 자영자 연금 보험료 지원 방식 (단위 : %)

| 과세연도    | 자영자 부담(%) | 국가 보조(%) |
|---------|-----------|----------|
| 2012    | 40        | 60       |
| 2013    | 50        | 50       |
| 2014    | 60        | 40       |
| 2015    | 70        | 30       |
| 2016    | 80        | 20       |
| 2017    | 90        | 10       |
| 2018 이후 | 100       | 0        |

자료 : 홈페이지([www.chileatiende.gob.cl](http://www.chileatiende.gob.cl)) 바탕으로 저자 작성

〈표 3〉에서 볼 수 있듯이, 칠레의 자영자 대상 연금보험료 지원제도는 2018년 이후 종료되었다. 보험료 지원 금액 및 기간이 짧았기 때문에 본 제도의 효과는 매우 미미한 것으로 분석되었다(Guzman & St.Clair, 2021). 그리고 위의 제도가 종료된 직후 이루어진 2019년 연금개혁(Ley N° 21.133)으로 자영자들의 사회보험 가입은 의무가 되었으며, 이에 대한 보험료 지원제도는 운영되지 않고 있다.

### III. 코스타리카의 자영자 대상 공적연금 보험료 지원제도<sup>7)</sup>

코스타리카는 보장성이 뛰어난 공적연금을 운영하는 국가이다. 그러나 다른 남미 국가들과 같이 공적연금의 사각지대 문제로 국민들 중 일부만 보장성 강한 공적연금의 혜택을 보고 있다는 문제가 있다. 이에 주된 공적연금의 사각지대 문제 완화를 위하여 자영자들을 대상으로 공적연금 보험료 지원제도를 운영하고 있다.

7) 별도의 연금이 없는 한 [www.css.gob.pa](http://www.css.gob.pa) 및 CSS(2020)의 재정계산 보고서를 바탕으로 작성하였다.

## 1. 노후소득보장제도 개요

코스타리카의 노인대상 최저소득보장제도는 Régimen No Contributivo de Pensiones por Monto Básico(RNC)이다. RNC는 IMAS(Instituto Mixto de Ayuda Social)에서 운영하는 제도로서, 65세 이상으로 근로소득이나 기여형 연금을 수급하지 못하는 자 중 가구 소득이 빈곤선 이하인 사람들을 대상으로 지급하고 있다. RNC의 재원은 세금 및 가족수당기금(Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiare, FODESAF)에서 지원하고 있다. 급여 수준은 월 82,000 콜론으로 보너스를 포함하여 연 13회 지급하고 있다. 보장 범위는 도시 빈곤선의 약 69% 수준이다.

코스타리카의 주된 연금은 코스타리카 사회보장 기금(Costa Rica Caja de Seguro Social, CCSS)에서 운영하는 기여형 공적연금제도(IVM, Seguro de Invalidez, Vejez y Muerte)이다. IVM의 가입 대상은 공공 및 민간 부문 근로자 그리고 자영업자

이다. IVM의 보험료 기여율은 근로자 4.17%, 고용주 5.42%, 정부 1.57%로 전체 11.16%이다. 그러나 IVM의 높은 보장성 및 고령화 등의 문제로 보험료율은 인상될 예정이다. 이에 2029년까지 근로자 4.50%, 고용주 5.75%, 정부 1.91%로 전체 12.16%로 점진적으로 상향조정되고 있다.<sup>8)</sup>

IVM 수급 요건은 일반적으로 정년퇴직한 경우, 65세 이상이며 최소 300개월(25년)이상 기여했어야 한다. 반면, 65세 이상으로 연금 보험료 기여기간이 180~299개월인 경우 비례 감액된 부분 연금을 수급할 수 있다. IVM은 확정급여형제도로 소득 대체율은 62%(2021년 신규 수급자)이다. IVM은 급여 산정 시 최근 240개월(20년) 평균 소득을 기준으로 급여를 산정하고 있다. IVM의 지급은 보너스 포함 연 13회 이루어진다. 또한 IVM 급여는 1년에 두 차례 물가 연동이 이루어진다. 매년 1월과 7월에 물가 상승률에 따라 조정된다.

코스타리카는 또한 의무 개인계좌제도(Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias,

〈표 4〉 코스타리카의 노후소득보장제도

| 구분              | 1주(柱, pillar) : 공적연금                                                       | 2주 : 퇴직연금                                                                     | 3주 : 개인연금 |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3층<br>(추가 소득보장) |                                                                            |                                                                               | ○ 자발적 연금  |
| 2층<br>(이전 소득유지) |                                                                            | ○ 의무 개인계좌제도(의무 가입)<br>(Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias, ROP) |           |
| 1층<br>(빈곤 완화)   | ○ 공적연금<br>(Seguro de Invalidez, Vejez y Muerte, IVM)                       |                                                                               |           |
|                 | ○ 최저소득보장제도<br>(Régimen No Contributivo de Pensiones por Monto Básico, RNC) |                                                                               |           |

자료 : 홈페이지 바탕으로 저자 작성

8) <https://www.crhoy.com/ccss-mete-el-acelerador-a-aportes-del-ivm-y-aumentaran-cada-3-anos>.

ROP)를 운영하고 있다. ROP는 2005년 기준 55세 미만 근로자를 대상으로 운영되고 있다. 기여 보험료는 근로자 1%, 고용주 3.25%로 총 4.25%로 운영된다. ROP는 IVM 연금 수급 자격 충족 시 함께 수급이 가능한 제도이다. ROP의 수급 방식은 두 가지 방식 중 하나를 선택할 수 있다. 즉, 연금보험 구매 또는 계획적 인출 방식을 선택하거나, 연금액이 IVM 연금의 10% 미만일 경우 일시금으로 수령이 가능하다.

## 2. 노후소득보장제도의 문제점 및 연금 개혁

코스타리카 노후소득보장제도의 주된 문제는 재정적 지속가능성의 문제이다. 저출산·고령화로 인한 인구구조의 변화는 코스타리카의 연금제도에도 심각한 위협이 되었다. 이에 2019년에 이루어진 IVM의 재정계산 결과에 의하면, 기금은 2037~2040년경 고갈이 우려된다는 경고가 제기되고 있다. 또한 코스타리카 정부는 IVM 뿐 아니라 다른 사회보장제도의 재정을 보완해주고 있으며, IVM 명목의 CCSS에 대한 정부의 기여금 채납이 지속되고 있다. 정부의 CCSS에 대한 IVM 기여금 채납은 현재 GDP의 약 1.4%정도이며 이는 계속 증가하고 있는 상황이다.

또한 코스타리카의 비공식 노동시장은 지속적으로 확대되고 있다. 현재 코스타리카 전체 노동자의 약 40% 이상이 비공식 부문에서 일하는 것으로 추정되고 있으며, 이들 비공식 근로자는 보험료를 납부하지 않기 때문에 IVM의 기여기반이 줄어들어서 IVM의 재정적 지속가능성 문제를 악화시키고 있다. 이로 인하여 IVM의 사각지대 문제가 심화되고 있는 상황이다.

그러나 이러한 상황에도 불구하고 코스타리카 정부는 눈에 띄는 연금개혁을 이루지 못하고 있다. 이는 연금개혁이 정치적으로 민감하여 개혁안이 제안되더라도 노조, 정당, 이해집단의 반대로 무산되거나 지연되었기 때문이다.<sup>9)</sup>

## 3. 자영자 보험료지원 제도

코스타리카에서는 보장성이 강한 자영자 연금보험료 지원제도를 운영하고 있다. 본 제도는 자영업자의 공적연금 가입을 촉진하고, 공평한 연금 시스템 구축을 위해 2006년에 도입되었다. 따라서 코스타리카에서 저소득 자영자들은 근로자 보호법(Ley de Protección al Trabajador)에 의하여, 소득 수준에 따른 보험료 지원을 받고 있으며, 세금 면제 역시 이루어지고 있다. 본 제도는 2023년 재정안정화 제고를 위하여 소폭의 개혁이 이루어졌다(Ley del Trabajador Independiente 개혁).

본 제도는 자영자들이 사회보장기금(CCSS)인 질병 및 출산 보험(Seguro de Enfermedad y Maternidad) 그리고 장애, 노령 및 사망 보험(Seguro de Invalidez, Vejez y Muerte, IVM)에 의무적으로 가입해야하는 것이며, 이 경우 소득 수준에 따라서 보험료 지원이 이루어진다. 즉, 보험료는 다음의 표와 같이 자영업자의 신고 소득에 따라 차등 부과되는 것이다. 이에 가입자들의 보험료는 4~8.26%로 차등 부과되며, 여기에 맞추어 국가의 보험료 지원 역시 5.29~1.33%로 차등 지원된다. 그러나 이후 연금액을 산정할 경우 다른 근로자들의 IVM과 동일하게 이루어진다.

이를 위하여 자영업자들은 온라인을 통해 소득 신고를 조정할 수 있으며, 이를 통해 보험료를 실

9) [https://www.teletica.com/nacional/sectores-y-diputados-anuncian-ferrea-oposicion-a-reforma-de-pensiones\\_286207?utm](https://www.teletica.com/nacional/sectores-y-diputados-anuncian-ferrea-oposicion-a-reforma-de-pensiones_286207?utm).

〈표 5〉 코스타리카 자영자 보험료 지원제도의 차등 보험료율(2025년)

(단위: €, %)

|   | 소득(€)                           | 보험료율 |      |      |      |
|---|---------------------------------|------|------|------|------|
|   |                                 | 가입자  | 정부   | LPT* | 합**  |
| 1 | 319,384.999                     | 4.00 | 5.29 | 0.30 | 9.59 |
| 2 | 319,385.000 ~ 734,217.999       | 5.49 | 4.10 | 0.00 | 9.59 |
| 3 | 734,218.000 ~ 1,468,434.999     | 7.37 | 2.22 | 0.00 | 9.59 |
| 4 | 1,468,435.000 ~ 2,202,651.999   | 7.82 | 1.77 | 0.00 | 9.59 |
| 5 | 2,202,652.000 ~ 999,999,999.999 | 8.26 | 1.33 | 0.00 | 9.59 |

주 : \* 근로자보호법(LPT)에 따른 보험료 지원<sup>10)</sup>

\*\* 보험료율 합에 정부가 모든 가입자에게 지원하는 보험료율 1.57%를 합쳐, 2025년 총 보험료율은 11.16%가 됨.

\*\*\* 2025년부터 기준 소득 수준 인상

자료 : La Gaceta N° 232, del 10 de diciembre del 2024. Decreto ejecutivo N° 44756-MTSS de fijación de salarios mínimos.

제 소득에 맞게 조정할 수 있다. 또한 연간 소득 6,244,000 콜론 이하인 자영자는 소득세 면제 혜택을 받을 수 있다.

#### IV. 칠레 및 코스타리카 자영자 연금보험료 지원제도 평가 및 시사점

##### 1. 칠레 및 코스타리카의 자영자 연금보험료 지원제도 평가

칠레 및 코스타리카의 자영자 연금보험료 지원제도 평가는 Guzman & St.Clair(2021)의 실증연구(Difference-in-Difference)를 바탕으로 살펴볼 것이다. Guzman & St.Clair(2021)은 1990년부터 2015년까지 연금 가입율 변화 추이 및 시간에 따른 처치군과 대조군의 연금 가입률 변화를 비교하여 제도를 평가하였다. 연금가입률 추이를 보면 칠레의 자영자들은 제도가 시작된 2008년 이후에도 가입률이 지속적으로 하락하고 있다. 반면, 코스타리카는 제도가 시작된 2006년 이후에 자영자들의

연금 가입률이 증가하였다 하락하는 양상을 보이고 있다. 이렇게 연금 가입률 추이만 볼 경우 자영자들의 연금 가입률 변화가 자영자 연금 보험료 지원제도의 영향인지 아닌지 알 수 없다.

다음의 그림은 칠레와 코스타리카의 연금 가입률을 시간에 따른 처치군과 대조군으로 나누어 비교한 것이다. 그림에서 알 수 있듯이, 칠레의 처치군은 대조군과 비교하였을 때 오히려 감소하는 모습이 나타나고 있다. 반면, 코스타리카의 경우 처치군과 대조군 모두 가입률이 상승하는 모습이나, 처치군의 상승폭이 조금 더 크게 나타나고 있다.

Guzman & St.Clair(2021)의 연구에서 알 수 있듯이, 칠레의 자영자 연금보험료 지원제도는 제도의 효과가 없는 것으로 분석되었다. 그러나 코스타리카의 자영자 연금 보험료 지원제도는 제도의 효과가 미미하게 있는 것으로 분석되었다. 이렇게 두 국가의 제도 효과가 다른 이유는 다음과 같이 분석할 수 있다. 첫째, 코스타리카와 같이 보장성이 큰 자영자 연금보험료 지원제도를 장기간 운영할 경우 제도 효과가 나타날 수 있다고 분석할 수 있다. 그

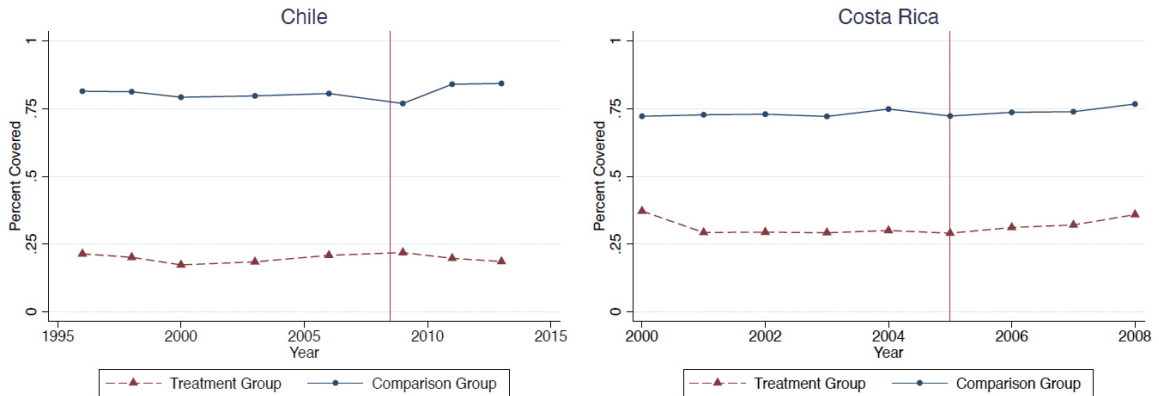
10) 근로자보호법(LPT)에 따라 자영업자 및 임의가입자 중 소득수준이 매우 낮아 보험료 납부능력이 낮은 자에게 지급되는 보조금이다.

[그림 1] 칠레와 코스타리카의 연금 가입율 변화 추이



자료 : Juan Pablo Martinez Guzman, Travis St.Clair(2021).

[그림 2] 칠레, 코스타리카의 시간에 따른 처치군과 대조군의 연금 가입률 변화 비교



자료 : Juan Pablo Martinez Guzman, Travis St.Clair(2021).

러나 칠레와 같이 보장성이 크지 않은 제도를 단기간 운영할 경우 그 효과성은 나타나지 않을 것이라고 판단된다.

둘째, Guzman & St.Clair(2021)의 연구에서 분석하고 있듯이, 노인 대상의 최저소득보장제도가 잘 되어 있는 국가의 경우 자영업자를 대상으로 하는 연금 보험료 지원제도의 효과성은 없거나 매우 미미할 수 있다. 즉, 최저소득보장제도만으로 최소한

의 노후 생계가 이루어질 경우, 현재 경제적 어려움이 크다면, 노후소득보장을 위한 주된 연금에 가입하지 않으려는 경향이 있을 것이다. 칠레의 최저소득보장제도(PGU)는 만 65세 이상 노인들 중 소득 하위 90%에게 지급되는 제도이다.<sup>11)</sup> 이는 기초연금(basic pension)에 가까운 형태로 보편성 및 적정성 모두 상당히 높은 수준으로 운영되고 있다. 따라서 당장 생계가 어려운 사람들에게는, 보장성

11) 2022년 이전 제도인 PBS(Pensión Básica Solidaria)와 APS(Aporte Previsional Solidario) 역시 보장성 및 보편성이 매우 큰 제도였다.

이 매우 큰 자영자 보험료지원제도가 아니라면, 공적연금의 가입유인이 그리 크지 않을 것이다. 반면, 코스타리카의 최저소득보장제도인 RNC는 65세 이상 빈곤 노인에게 지급하는 제도로 사회연금(social pension)에 해당한다. RNC는 칠레의 최저소득보장제도에 비하여 그 적정성이나 보편성이 상당히 취약한 제도로 볼 수 있다. 위에서 제시된 이유들로 인하여, 칠레의 자영자 보험료지원제도는 그 효과성이 거의 없는 것으로 판단된다.

## 2. 해외 자영자 연금보험료 지원제도로부터의 시사점

위의 자영자 연금 보험료 지원제도의 해외 사례 분석을 통하여 얻을 수 있는 시사점은 다음과 같다. 첫째, 사각지대 완화를 목적으로 자영자 연금보험료 지원제도를 운영할 경우, 제도의 보장성이 중요함을 알 수 있다. 즉, 코스타리카와 같이, 제도의 보장성을 두텁게 설계하여 장기간 운영할 경우 연금 가입률이 증가하여 사각지대 완화 효과가 나타날 수 있을 것이다.

둘째, 자영자 연금보험료 지원제도를 도입할 경우, 해당 국가의 전체 노후소득보장제도를 고려할 필요가 있다고 판단된다. 즉, 최저소득보장제도가 잘 되어 있는 국가에서 사각지대 완화를 목적으로

자영자 연금보험료 지원제도를 도입할 경우, 그 제도 효과성이 크지 않을 수 있다는 것이다(Guzman & St.Clair, 2021). 즉, 적정성과 보편성의 측면에서, 노인 대상의 최저소득보장제도가 잘 되어 있는 국가에서 자영자들의 연금사회보험 사각지대 완화를 목적으로 자영자 사회보험료 지원제도를 운영할 경우, 당장의 경제적 어려움으로 인하여 미래의 노후 준비를 위한 연금사회보험에 가입하는 사람들이 많지 않을 것이라고 추론할 수 있다. 따라서 사각지대 완화를 목적으로 본 제도를 도입하여 운영할 경우, 제도의 효과성은 해당 국가의 전체 노후소득보장제도, 특히 최저소득보장제도의 보장성 등에 많은 영향을 받을 것으로 예상된다. 다만, 자영자 사회보험료 지원제도의 목적이 자영자들의 연금 사각지대 해소가 아닌, 이들의 보험료 부담 완화를 목적으로 제도를 운영한다면 사각지대 완화라는 정책 효과성을 논하지 않아도 될 것이다. 즉, 임금근로자들과 달리, 보험료 전체를 스스로 부담해야 하는 자영자들에게 10%가 넘는 연금 보험료는 상당한 경제적 부담이 될 것이다. 따라서 보험료 인상시기에 임시로 혹은 이들의 보험료 부담 경감을 목적으로 자영자 연금 보험료 지원제도를 운영한다면, 그 정책 효과성은 위에서 언급된 것과는 다르게 평가될 수 있을 것이다.



## 참고문헌

- 유호선·신승희, 2024. 국민연금의 확정기여방식 전환 타당성 검토, 국민연금연구원
- 조영훈, 2002. 칠레 연금민영화 개혁에 대한 평가, 한국사회복지학, 50권, pp.87-108
- Arenas de Mesa, Mesa-Lago, C., 2006. The Structural Pension Reform in Chile: Effects, Comparisons with Other Latin American Reform, and Lessons.
- Cost Rica Caja de Seguro Social(CCSS), 2020. Inform Actuarial Del Regimen De Invalidez, Vez Y Muerte De La Caja De Seguro Social.
- Goedeme, T., 2012a. “Recent trends in minimum income protection for Europe’s elderly”, GINI DISCUSSION PAPER 27, FEBRUARY 2012
- Goedeme, T., 2012b. “Less is More? 20 years of changing minimum income protection for old Europe’s elderly” CSB Working Paper. No12/07
- Hinz, R., et al, 2013, Matching Contributions for Pensions : A Review of International Experience, World Bank
- ILO, 2018b. The ILO Multi-Pillar pension model: Building equitable and sustainable pension systems. Social Protection for All Issue Brief (Geneva).
- ILO, 2022, Costa Rica: Extending mandatory contributory coverage to self-employed workers.
- Juan Pablo Martinez Guzman, Travis St.Clair, 2021. “Pension Reform and Self-Employment in Latin America”, Review of Development Economics, 2021, Vol 25 Issue 4, pp.2230-2254.

# 글로벌 연기금의 대체투자 ESG 사례 분석 : 국민연금 도입 방향에 대한 시사점

노정희(국민연금연구원 부연구위원, CFA)



## I. 들어가며

2025년 12월 말 기준 국민연금의 대체투자 규모는 약 233조 원에 이르며, 전체 기금적립금의 약 16%를 차지하고 있다. 사모, 인프라, 부동산 등 비전통자산으로 구성된 대체투자는 주식·채권과는 다른 위험-수익 구조를 가지며, 장기적으로 안정적인 수익을 창출하는 자산군으로 자리잡아 왔다. 국민연금은 앞으로도 주식과 대체투자 비중을 확대하는 중기운용계획을 추진하고 있어, 대체투자의 비중과 중요성은 더욱 커질 것으로 전망된다.

그러나 이처럼 상당한 규모로 성장한 대체투자에 대해, 환경·사회·지배구조(ESG)를 고려하는 책임투자 원칙이 아직 적용되지 않고 있다는 지적이 잇따르고 있으며, 입법 차원에서도 움직임이 가시화되고 있다. 더불어민주당 이수진 의원 등 의원 10인은 최근 국민연금법 일부개정법률안을 발의하였는데, 개정안의 핵심은 현행법 제102조 제4항에 명시된 ESG 요소 고려 규정을 ‘고려할 수 있다’는 임의 규정에서 ‘고려해야 한다’는 강행 규정으로 변경하는 것이며, 특히 적용 대상을 사모펀드(PEF) 등 대체투자 영역까지 확대할 것을 명시적으로 포

함하고 있다. 이 같은 논의가 현실화될 경우, 국민연금이 출자하는 사모펀드나 인프라 펀드를 운용하는 외부 운용사(GP, General Partner)들에게도 ESG 관련 책임이 요구될 것으로 보인다.

이제 대체투자의 ESG 적용은 더 이상 선택의 문제가 아닌, 제도적 의무화가 가시화되고 있는 현안이 되었다. 문제는 ‘어떻게 적용할 것인가’이다. 대체투자는 주식이나 채권과 달리 비상장 자산이 많고, 외부 운용사를 통한 간접 투자 방식이 주를 이루기 때문에 ESG를 통합하는 방식 자체가 공모자산과 다를 수밖에 없다. 특히 국민연금처럼 위탁운용 비중이 높은 기관의 경우, 투자대상 기업에 직접 관여하기보다는 GP(운용사)를 통한 간접적 관리 체계를 구축하는 것이 핵심 과제가 된다.

이에 본고는 국민연금보다 앞서 대체투자에 ESG를 도입하고 이를 실제 운용에 활발히 적용해 온 해외 연기금의 사례를 살펴봄으로써, 국민연금이 향후 대체투자 ESG 체계를 구축할 때 참고할 수 있는 실질적인 시사점을 도출하고자 한다. 특히 미국 CalPERS와 캐나다 CPP Investments 두 기관을 중심으로, 사모투자·실물자산 등 자산군별 ESG 적용 방식과 구체적인 투자 사례를 살펴본다. 이 두

기관은 대체투자 ESG 정책의 수준과 체계 면에서 선도적인 위치에 있으면서도, 접근 방식에 있어 서로 상이한 특징을 보이고 있어 비교 분석의 의미가 크다. 국민연금의 대체투자 ESG 제도화 논의가 본격화되는 지금, 이들의 경험은 우리에게 유용한 지침이 될 수 있을 것이다.

## II. CalPERS의 대체투자 ESG 정책과 사례

CalPERS(California Public Employees' Retirement System)는 캘리포니아 주 공무원의 퇴직연금을 운용하는 미국 최대 공적 연기금이다. 2025년 말 기준 운용자산 규모가 약 6,000억 달러(한화 약 800조 원)에 달하며, 전 세계 연기금 가운데 ESG와 책임투자 분야에서 가장 오랜 역사와 체계를 갖춘 기관으로 손꼽힌다.

CalPERS가 ESG에 적극적인 이유는 단순히 사회적 명분 때문이 아니다. 수탁자 책임(Fiduciary Duty), 즉 가입자의 자산을 안전하게 불려야 할 의무 때문이다. CalPERS가 매년 지급하는 연금 1달러 중 60센트는 투자 수익에서 나온다. 기후변화나 기업 지배구조 실패 같은 ESG 리스크가 장기 수익률을 훼손한다면, 이는 단순한 도덕적 문제가 아니라 가입자의 노후를 위협하는 재무적 문제가 된다는 것이 CalPERS의 입장이다. CalMatters<sup>1)</sup>에 따르면 기후변화로 인한 광범위한 경제적 충격으로 연기금의 투자 수익이 2040년까지 최대 50%까지 하락할 수 있다는 전망도 있어, ESG 리스크를 수익률과 직결된 문제로 인식하는 관점은 더욱 힘을 얻고 있다.

### 1. 지속가능투자 2030 전략

CalPERS의 대체투자 ESG 정책 전반을 이해하는 핵심은 2023년 말에 수립한 '지속가능투자 2030 전략(Sustainable Investments 2030 Strategy)'이다. 이 전략은 2030년까지 기후 솔루션 분야에 1,000억 달러(약 140조 원)를 투자하겠다는 목표를 담고 있으며, 포트폴리오 전체의 탄소 배출 강도를 2030년까지 절반으로 줄이고 2050년에는 순배출 제로(Net Zero)를 달성한다는 로드맵을 제시하고 있다.

이 전략은 다섯 가지 핵심 목표로 구성된다. 첫째는 기후 솔루션 투자 및 다양한 배경의 운용사 발굴을 통한 초과 수익 창출, 둘째는 ESG·기후 리스크 분석을 투자 전반에 통합하여 포트폴리오 회복력 강화, 셋째는 투자·관여·정책 참여를 통한 넷제로 경로 마련, 넷째는 금융 산업에서의 다양성·형평성·포용성(DEI) 증진, 다섯째는 규제 및 정책 참여를 통한 지속가능한 시장 환경 조성이다.

핵심 메시지는 기후 투자를 착한 투자가 아니라 수익 창출의 수단으로 명확히 자리매김했다는 점이다. CalPERS CEO 마르시 프로스트는 "지금 일어나고 있는 에너지 전환은 역사상 가장 큰 투자 기회 중 하나"라며 "우리는 미래의 저탄소 경제를 위한 씨앗을 심는 데 필요한 자본을 제공하고 있다"고 밝혔다.<sup>2)</sup>

전략의 진행 상황도 수치로 확인된다. 전략 발표 시점인 2023년 말에 이미 약 470억 달러의 기후 솔루션 투자가 이루어진 상태였고, 2025년 중반 기준으로는 약 600억 달러 수준으로 성장했다. 자산 군별로는 부동산과 주식이 전체의 약 73%를 차지

1) <https://calmatters.org/commentary/2025/12/calpers-investment-climate-standards-transparency/>

2) <https://www.top1000funds.com/2025/01/calpers-goes-big-on-the-green-transition/>

하고, 인프라 72억 달러, 사모펀드 28억 달러 등으로 비중을 높여가고 있다. CalPERS는 전체 사모시장 비중을 기존 33%에서 40%까지 높이는 계획을 승인한 상태로, 인프라와 사모주식을 중심으로 기후 투자 기회가 가장 많다고 보고 있다.

전략 실행을 뒷받침하는 조직 확충도 이루어졌다. 지속가능투자(SI) 사모시장 전담팀 구성을 완료했으며, 신규 투자에 ESG를 통합하는 작업을 완료하였으며, 사모시장 전반을 대상으로 한 ESG 통합 로드맵을 별도로 수립 중이다.<sup>3)</sup> 또한 외부 컨설팅 기관 머서(Mercer)를 통해 넷제로 계획, 기후 분류 체계, 기후 솔루션 회계 방법론에 대한 독립적인 검토와 업계 대비 벤치마킹 및 외부 검증 등을 수행하고 있다.<sup>4)</sup>

## 2. 대체투자 자산군별 ESG 적용

CalPERS는 대체투자 자산군별 별도의 ESG 가이드라인을 운영한다. 사모펀드와 실물자산 각각에 대해 투자신념, 거버넌스 원칙, UN PRI에 기반한 자산군 전용 지속가능투자 가이드라인을 수립하고 있으며, 업계 모범관행과 데이터 및 도구의 발전에 맞춰 이를 지속적으로 고도화해왔다.

먼저, 사모펀드의 ESG 적용은 투자 선별, 계약, 모니터링의 세 단계로 구조화되어 있다. 투자 전 단계에서는 외부 운용사(GP)의 ESG 정책, 과거 실적, 투명성 수준을 심사한다. 계약 단계에서는 ESG 요소를 계약서에 명시하고, 투자 이후에는 주요 GP를 대상으로 연간 ESG 이슈를 점검하며 공시 개선을 요구한다. 특히 2016년부터 CalPERS는 사모펀드

투자자문위원회(LPAC) 활동을 통해 투자 규모 기준 상위 10개 GP를 대상으로 기후 리스크를 포함한 주요 ESG 이슈를 매년 점검하고 있다. UNPRI 관여는 단순 점검에서 그치지 않는다. CalPERS는 자신의 가치와 맞지 않는 행태를 보이는 GP에 대해 신규 출자를 거절하거나 투자 규모를 줄이는 방식으로 실질적인 압력을 행사하고 있다.<sup>5)</sup>

부동산과 인프라에서는 기후변화로 인한 물리적 리스크 관리가 핵심이다. 산불, 폭풍, 해수면 상승, 가뭄 같은 기후 충격은 부동산 같은 고정자산의 가치에 직접적인 영향을 미치며, 동시에 탄소 규제 강화나 기술 변화 같은 전환 리스크도 기존 사업 모델의 수익성을 위협한다. CalPERS는 Wellinto 매니지먼트 등과 공동으로 기후 물리적 리스크 평가(P-ROCC, Physical Risk of Climate Change) 프레임워크를 개발했다. 이 프레임워크는 폭염·가뭄·산불·홍수·물 부족 등 기후 변수에 대한 피투자 기업의 대응 준비 상황을 체계적으로 평가·공시하도록 요구하는 관여 도구로, 기업 공시의 표준화를 목적으로 한다. 실물자산 분야에서는 실물자산 포트폴리오 전체에 대한 탄소 발자국 측정을 2019년에 최초로 완료했으며, 이 결과는 2020년 최초 TCFD 보고서의 핵심 성과로 공개된 이후 현재까지 매년 기후 보고서를 통해 자산군별로 공개되고 있다.<sup>6)</sup>

## 3. EDCI: CalPERS가 GP와 함께 만든 ESG 데이터 표준

사모펀드의 특성상 비상장기업들은 ESG 정보를

3) <https://www.marketgroup.org/news/calpers-maps-next-phase-of-sustainable-investment-push>

4) Sustainable Investments Annual Program Review, November 18, 2024, CalPERS

5) Private Equity Annual Program Review, As of Quarter Ending March 31, 2024, CalPERS

6) CalPERS' Investment Strategy on Climate Change First Report in Response to the Task force on Climate-Related Financial Disclosure, June 2020, CalPERS' Climate Report and Response to Senate Bill 964

공개할 법적 의무가 없다. 이 때문에 LP 입장에서 는 투자한 GP들의 ESG 성과를 서로 비교하거나 추적하는 것이 사실상 불가능에 가까웠다. 이 문제를 해결하기 위해 CalPERS는 사모펀드 운용사 칼라 일(Carlyle)과 함께 2021년 사모투자 업계 최초의 ESG 데이터 표준화 이니셔티브인 EDCI(ESG Data Convergence Initiative)를 공동 창설했다. EDCI 는 온실가스 배출, 재생에너지 사용, 이사회 다양 성, 업무상 부상, 신규 고용, 임직원 참여도 등 6개 핵심 범주에서 표준화된 ESG 지표를 수집하고, GP 간 비교 및 벤치마킹이 가능한 형태로 데이터를 집계한다.<sup>7)</sup> EDCI는 2021년 출범 이후 현재까지 전 세계 500개 이상의 GP 및 LP가 참여하는 업계 표준 이니셔티브로 성장했다.<sup>8)</sup> EDCI의 의미를 한마 디로 표현하면 사모투자 ESG의 공통 언어이다.

#### 4. 대체투자 ESG 투자 사례

CalPERS의 ESG 원칙이 실제 대체투자에 어떻게 적용되는지는 구체적인 사례를 통해 더 잘 이해할 수 있다. TPG Rise Climate 파트너십은 사모 펀드를 통한 기후 솔루션 투자의 대표적 사례다. CalPERS는 TPG의 기후 특화 사모펀드인 TPG Rise Climate에 출자하고 있으며, 에너지 전환, 친환경 모빌리티, 지속 가능한 연료, 탄소 감축 솔루션이 핵심 투자 테마다. 또한 Goldman Sachs Asset Management의 West Street Climate Credit 같은 사모 신용(Private Credit) 펀드에도 투자하고 있으며, 기후·환경 관련 기업에 대한 대출 지원을 통해 간접적인 기여도 병행하고 있다.<sup>9)</sup>

영국 재생에너지 기업 Octopus Energy 투자도 주목할 만하다. CalPERS는 호주 연기금 Aware Super, 앨 고어의 Generation Investment Management와 공동으로 Octopus Energy에 투자했다. 이 회사는 AI 기반 에너지 플랫폼을 통해 전 세계 6,000만 가구에 재생에너지 서비스를 제공하고 있다. 이 사례는 복수의 연기금이 같은 방향의 기후 투자를 위해 힘을 합치는 방식을 잘 보여준다. 특히 캐나다 CPP Investments도 같은 시점에 Octopus Energy에 지분을 추가 취득했다는 점에서, 이후 본 고에서 소개할 CPP Investments와의 투자 철학 공유를 확인할 수 있는 사례이기도 하다.

Brookfield Asset Management 파트너십 투자는 미국 중서부 지역 등의 전력망에 대한 안정성과 효율성을 높이는 인프라 프로젝트다. 이처럼 대규모 인프라 투자를 통해 실물 경제의 에너지 전환을 직접 지원하는 것도 CalPERS가 추구하는 기후 투자의 중요한 축이다.

CalPERS의 대체투자 ESG에서 기후 환경 분야 못지않게 주목받는 것이 DEI(다양성·형평성·포용성) 투자다. 금융 투자업계는 전통적으로 여성이나 소수 인종이 이끄는 운용사가 매우 드물었는데, CalPERS는 이를 단순한 사회적 과제가 아니라 투자 다양성과 성과를 동시에 높일 수 있는 기회로 보고 있다. 이를 실천한 대표적 사례가 TPG NEXT 펀드다. TPG NEXT는 대체투자 업계에서 만성적으로 소외되어 온 인재들을 위해 신생 운용사에 초기 자본, 경영 자문, 네트워크를 제공하는 플랫폼으로, CalPERS는 이 펀드의 앵커 투자자로 5억 달러를 출자하기로 했다.<sup>10)</sup> 2024~25 회계연도 한 해에

7) <https://greenly.earth/en-us/blog/company-guide/what-is-the-esg-data-convergence-project>

8) <https://www.esgdc.org/about-us/>

9) <https://www.ai-cio.com/news/real-estate-public-equities-boost-calpers-climate-investments-to-60b/>

10) <https://www.tpg.com/news-and-insights/tpg-announces-inaugural-tpg-next-fund-invest-underrepresented>



만 다양성 운용사에 73억 달러, 신생 운용사에 22억 달러를 출자했으며, 2022년 이후 이 분야 누적 출자 규모는 총 210억 달러에 달한다.<sup>11)</sup> 그러나 이 전략이 순탄하게만 흘러가고 있는 것은 아니다. 미국 내 DEI에 대한 정치적 역풍이 거세지면서 TPG NEXT 펀드의 추가 자금 모집이 부진한 상황에 처했다.<sup>12)</sup> 이는 ESG 투자, 특히 DEI 관련 투자가 외부 정치 환경의 변화에 취약할 수 있음을 보여 주는 사례다.

## 5. CalPERS의 ESG 투자에 대한 비판

CalPERS의 ESG 전략이 높히 평가받는 것은 사실이나, 비판과 논쟁이 지속되고 있다는 점 또한 균형 있게 살펴볼 필요가 있다. 시민단체 California Common Good는 공공 기록 청구를 통해 CalPERS의 기후 솔루션 투자 목록에 세계 최대 온실가스 배출 기업들이 포함되어 있다는 사실을 공개했다. 예컨대 CalPERS는 사우디 아람코(Saudi Aramco) 보유 지분의 1%를 기후 솔루션으로 분류하고, 인도 석탄 기업 Adani Group의 그린에너지 자회사 투자액 1,260만 달러를 기후 투자로 산정하고 있다. 이에 대해 CalPERS는 그린 자산은 소유 주체와 무관하게 정의되어야 한다는 원칙을 바탕으로, 고탄소 산업이라도 전환 전략을 보유한 경우 이를 기후 솔루션으로 인정할 수 있다는 입장을 유지하고 있다.<sup>13)</sup>

또한, 투명성 문제도 제기되었다. 비판 단체들은 CalPERS가 공개한 530억 달러 중 약 270억 달

러에 해당하는 투자 내역을 끝내 공개하지 않았다고 지적했으며,<sup>14)</sup> 환경단체인 시에라클럽(Sierra Club)도 투자 내역의 불투명성을 문제 삼으며 과학적 기준에 기반한 더 엄격한 기후 투자 원칙을 수립할 것을 촉구했다.<sup>15)</sup>

의회 차원의 비판도 있었다. 미국 의회 교육노동위원회는 CalPERS가 2007년부터 투자한 청정에너지·기술 펀드(CETF)에서 투자금의 71%, 즉 약 4억 6,800만 달러 중 3억 3,000만 달러 이상 손실을 봤다며, ESG를 수익보다 우선시한 결과라고 비판했다.<sup>16)</sup>

이러한 비판들은 CalPERS를 단순히 모범 사례로만 그리는 것이 얼마나 위험한지를 일깨워 준다. ‘무엇을 기후 솔루션으로 볼 것인가’, ‘투명하게 공개할 범위는 어디까지인가’, ‘단기 손실을 수반하더라도 ESG 투자를 계속할 것인가’ 같은 질문들은 국민연금이 대체투자 ESG 체계를 구축할 때 반드시 선제적으로 고민해야 할 과제들이기도 하다.

## III. CPP Investments의 대체투자 ESG 정책과 사례

CPP Investments(Canada Pension Plan Investment Board)는 캐나다 연금계획(CPP)의 기금을 운용하는 세계적인 연기금이다. CPP Investments는 2025년 12월 말 기준 운용자산이 7,800억 캐나다 달러(약 780조 원)에 달하며, 캐나다 국민 2,200만 명의 노후 자산을 책임지고 있다. 사모펀드, 인

11) <https://www.marketgroup.org/news/calpers-maps-next-phase-of-sustainable-investment-push>

12) <https://impactalpha.com/tpg-next-spells-out-the-financial-case-for-taking-gp-stakes-in-emerging-managers/>

13) “CalPERS: Why investments in oil and gas groups are also climate solutions”, <https://www.top1000funds.com/2025/03/calpers-why-investments-in-oil-and-gas-groups-are-also-climate-solutions/>

14) <https://www.ai-cio.com/news/report-claims-calpers-sustainability-portfolio-runs-on-oil/>

15) <https://gemini.google.com/app/33b8ce0d029d5068?hl=ko>

16) <https://californiaglobe.com/articles/globe-exclusive-education-and-workforce-committee-letter/>



프라, 부동산, 사모대출 등 대체투자 분야에서 세계 최고 수준의 전문성을 갖춘 기관으로, 전체 포트폴리오에서 대체투자가 차지하는 비중은 약 60%에 달한다. 이는 일반적인 연기금의 대체투자 비중을 압도적으로 상회하는 수준이다.

CPP Investments가 ESG를 바라보는 방식은 CalPERS와 철학적 출발점을 공유하면서도 표현 방식이 다르다. CPP Investments는 지속가능성 요소를 고려하는 것이 더 나은 투자 결정을 이끌어 수익률 제고와 리스크 완화에 기여한다고 본다. 또한, 지속가능성 통합이 수탁자 의무를 이행하는 핵심 방법이라는 입장을 제시한다.<sup>17)</sup> 즉, CPP Investments의 ESG는 별도의 가치 지향적 목표가 아니라 수익 극대화라는 본래의 임무를 위한 수단이라는 것이다.

## 1. 지속가능투자 정책: 전 자산군에 공통적으로 적용되는 일관된 원칙

CalPERS가 자산군별 전용 가이드라인을 중심으로 ESG를 적용한다면, CPP Investments는 하나의 통합 정책 아래 전 자산군에 동일한 원칙을 일관되게 적용하는 방식을 택한다. 2025년 5월 개정된 '지속가능투자 정책(Policy on Sustainable Investing)'은 중대성(Materiality) 원칙을 기반으로, 모든 자산군에 걸쳐 투자 생애주기 전 단계에 ESG를 통합할 것을 명시하고 있다.<sup>18)</sup> 이 정책이 다루는 지속가능성 요소는 기후변화와 환경에 그치지 않는다. 이사회 거버넌스, 자연 및 생태계, 형평·다양성·포용(EDI), 보건·안전, 지역사회 참여, 인권, 책임 있는 공급망 관리, 인공지능의 책임 있는 도

입, 데이터 및 사이버 보안 등 폭넓은 영역을 포괄한다. 특히 AI와 사이버 보안을 지속가능성 요소로 명시적으로 포함한 것은 디지털 시대의 리스크 관리가 ESG와 분리될 수 없다는 선진적 인식을 반영한다.

투자 프로세스 측면에서는 '가치 식별(Value Identification) → 가치 창출(Value Creation) → 가치 실현(Value Realization)'의 세 단계 사이클 전반에 걸쳐 지속가능성 요소를 통합하며, 투자 전 발굴·스크리닝 단계부터 투자 중 집행·운용, 그리고 투자 후 회수(Exit)까지 ESG가 투자 전 과정에 걸쳐 연속적으로 통합되는 구조를 지향한다. 또한 CalPERS와 마찬가지로 일괄적인 투자철회(Divestment)는 채택하지 않는다. 특정 ESG 요인만을 이유로 자산을 매각하는 대신, 선택적 관여(Engagement)와 의결권 행사를 통해 장기적 가치를 제고하는 방식을 원칙으로 삼는다. 이는 적극적 소유자(Active Owner) 철학에서 비롯된다.

## 2. 기후변화 원칙

CPP Investments는 기후변화 대응과 관련해서도 독특한 철학을 가지고 있다. 단순히 고탄소 자산을 피하거나 처분하는 방식이 아니라, 경제 전체가 저탄소로 전환하는 과정에 적극적인 자본 공급자로 참여한다는 것이다. CPP Investments의 투자 포트폴리오 탄소 발자국은 2020 회계연도 대비 41% 감소했으며, 이 경로가 선형적이지 않을 수 있음을 인정하면서도 실질적인 감축을 이어가고 있다. 설립 이후 누적 그린본드 발행 규모는 총 101억 달러에 달하며, 이를 통해 조성된 자금은 친환경 건물,

17) <https://www.cppinvestments.com/the-fund/approach-sustainability/>

18) Policy on Sustainable Investing February 11, 2025, CPP Investments

재생에너지, 저탄소·친환경 교통, 에너지 효율화 자산에 배분된다. 또한 재생에너지 자산에는 총 140억 달러가 투자되어 있다.<sup>19)</sup>

공시 측면에서는 ISSB(국제지속가능성기준위원회) 기준에 따른 지속가능성 공시를 연차보고서에 통합하고 있으며, 비상장기업을 포함한 모든 투자 대상 기업들에게 ISSB 기준에 따른 보고를 권장한다. CPP Investments는 2025 회계연도부터 별도의 지속가능성 보고서를 발간하는 대신, 연차보고서 안에 ESG 관련 공시를 통합하는 방식으로 전환하였다.<sup>20)</sup> 이는 ESG가 별도의 특수 영역이 아니라 핵심 경영 활동과 동일선상에 있음을 강조하는 상징적 조치라고 볼 수 있다.

### 3. 대체투자 ESG 적용

CalPERS가 자산군별로 별도의 상세 가이드라인을 두는 방식이라면, CPP Investments는 단일한 정책 체계를 기반으로 하되, 자산별 특성을 반영하여 세부 적용 방식은 차별화하는 접근을 취하고 있다. 특히 대체투자의 핵심인 사모펀드(Private Equity)와 실물자산(Real Assets)에서의 접근 방식이 주목할 만하다.

사모펀드 투자에서는 투자 초기에 GP(외부 운용사)를 대상으로 지속가능성 실사 설문을 실시하여 ESG·EDI 통합 수준을 파악하고 관여의 기반을 마련한다. 이 설문의 응답률이 90% 이상에 달한다는 점은, 그 자체로 CPP Investments의 시장 내 영향력을 보여준다. 이후 EDCI(ESG 데이터 이니셔티브) 데이터를 활용해 GP의 지속가능성 성과를 매년 모니터링하며, 핵심 관여 주제로는 공시 고도화, 기

후변화 대응, 형평·다양성·포용(EDI), 사이버 보안 관리 등을 다룬다.

CPP Investments는 사모 부동산 전체(100%)에 대한 기후위험 스크리닝을 완료하였다. 자산이동이 어려운 부동산의 특성상 물리적 리스크 관리에 자산 가치와 직결되기 때문에, 지리·공간 데이터를 기반으로 급성·만성 기후변수의 영향을 분석해 자산별 연간 피해 비용을 산정하여 기후위험 노출도가 높은 자산을 식별한다. 또한 온실가스 감축역량(Abatement Capacity) 평가 프레임워크를 통해 자산별 탈탄소 비용을 추정하고 탈탄소 플랜을 수립하는 작업도 진행한다.

### 4. 그린본드: ESG 투자를 자금 조달과 연결

CPP Investments가 다른 연기금과 차별화되는 독창적인 점 중 하나는 그린본드(Green Bond) 발행이다. 대부분의 연기금은 그린본드를 사는(투자하는) 쪽에 있지만, CPP Investments는 직접 발행하는 쪽이다.

그린본드란 친환경 프로젝트를 위해 자금을 조달하는 특수 목적 채권으로, 발행자는 조달된 자금이 실제로 친환경 자산에만 쓰인다는 것을 외부로부터 검증받아야 한다. CPP Investments는 2010년 세계 연기금 최초로 그린본드를 발행한 이래, 호주 달러, 캐나다 달러, 유로, 미국 달러로 총 8번에 걸쳐 발행하여 75억 달러 이상을 조달했다.<sup>21)</sup> 이렇게 모인 자금은 재생에너지, 친환경 건물, 저탄소 교통수단, 에너지 효율이 높은 자산 등에 배분된다. 그린본드 발행은 단순한 자금 조달을 넘어, CPP Investments가 기후 투자에 진정성을 가지고 있다

19) <https://www.cppinvestments.com/the-fund/approach-sustainability/>

20) Annual Report 2025 Investing for Canadians, CPP Investments

21) Green Bond Impact Report 2024, CPP Investments

는 것을 전 세계 자본시장에 공개적으로 증명하는 행위이기도 하다.

## 5. 대체투자 ESG 투자 사례

CPP Investments의 ESG 원칙이 대체투자에서 어떻게 구현되는지는 구체적인 사례에서 더욱 명확해진다. Pattern Energy 인수는 인프라 투자의 대표 사례다. CPP Investments는 2020년 북미 재생에너지 개발사 중 하나인 Pattern Energy를 61억 달러에 인수했다. 2024년에는 Pattern Energy의 자회사에 9억 500만 달러를 추가 투자하여 회사의 지속적인 개발 프로젝트와 미래 성장을 지원했으며, SunZia 송전 및 풍력 프로젝트 등 미국의 청정에너지 인프라 건설을 위해 83억 달러 규모의 신용 공여 한도(Holding Debt Facility)<sup>22)</sup>를 약정하였다.<sup>23)</sup>

해상풍력 전용 플랫폼 Reventus Power도 주목할 만하다. 2024년 4월 CPP Investments는 포트폴리오 기업 Reventus Power를 전용 글로벌 해상풍력 플랫폼으로 전환하고, 영국·독일·폴란드·포르투갈에 약 50명의 해상풍력 전문가팀을 구성했다. CPP Investments의 지속가능 에너지 그룹은 Reventus Power를 포함해 Pattern Energy, Octopus Energy, Renewable Power Capital 등 다수의 포트폴리오 기업을 통해 총 329억 CAD 규

모의 자산을 운용하고 있다.<sup>24)</sup>

에너지 전환 기술 투자에서도 CPP Investments의 적극성이 돋보인다. CPP Investments는 철-공기 배터리 기술을 개발하는 Form Energy의 시리즈 E 투자 라운드에 참여하였다.<sup>25)</sup> Form Energy의 철-공기 배터리는 리튬이온 대비 훨씬 저렴한 비용으로 장기간 전력을 저장할 수 있어 재생에너지 보급 확대의 핵심 기술로 주목받고 있다. 2022년에는 데이터 기반 에너지 효율 서비스 기업 Redaptive에 약 2억 달러를 직접 투자했다.<sup>26)</sup> Redaptive는 기업 고객의 에너지 효율화를 지원하는 서비스형 에너지(Energy-as-a-Service) 플랫폼이다. 이처럼 CPP Investments는 재생에너지 발전부터 저장, 효율화에 이르는 에너지 전환의 기술 인프라 전반을 아우르는 포트폴리오를 구성하고 있다.

사모투자 사례로는 인도 최대 이커머스 플랫폼 Flipkart가 있다. CPP Investments는 2021년 투자 이후 상장(IPO) 준비 과정에서 단순한 재무적 지원에 그치지 않고, Flipkart의 지속가능성 보고서 발간 준비와 구체적인 탄소 저감 계획 수립을 지원하는 방식으로 기업 가치를 높이는 관여 활동을 병행했다.<sup>27)</sup> 그 결과 Flipkart는 자체 운영 부문의 탄소 배출을 2030년까지 100% 감축하고, 물류·공급망을 포함한 가치사슬 전체로는 2040년에 넷제로를 달성하겠다는 목표를 공식 선언했다.<sup>28)</sup> 단순히 투자금을 넣는 데 그치지 않고 포트폴리오 기업

22) 기업의 모체가 되는 지주사가 금융 기관으로부터 설정받은 대출 약정 총액으로, 필요 시 약정된 한도 내에서 자금을 반복적으로 차입하여 사용할 수 있는 포괄적 금융 지원 방식임.

23) <https://www.netzeroinvestor.net/news-and-views/briefs/canada-pension-plan-investment-board-commits-over-900m-in-renewable-energy-company>

24) <https://www.cppinvestments.com/newsroom/cpp-investments-to-expand-global-offshore-wind-platform-reventus-power/>

25) <https://pv-magazine-usa.com/2022/10/04/multi-day-iron-air-battery-startup-nets-450-million-investment/>

26) <https://www.cppinvestments.com/newsroom/cpp-investments-invests-us200-million-in-redaptive/>

27) 2023 Report on sustainable investing, CPP Investments

28) <https://www.indiafoline.com/news/markets/flipkart-group-commits-to-net-zero-carbon-emissions-by-2040>

의 지속가능성 수준을 실질적으로 끌어올리는 CPP Investments의 관여 방식이 잘 드러나는 사례다.

인프라 투자에서도 CPP Investments의 ESG 관여는 활발하게 이루어지고 있다.<sup>29)</sup> CPP Investments는 캐나다 407 ETR, 인도 국가 고속도로 인프라 트러스트(NHIT), 인도네시아 Cipali 유료도로 등 7개국 60개 이상의 도로에 투자하고 있는 세계 최대 규모의 유료도로 재무적 투자자 중 하나다. CPP Investments는 2022년 11월 전 세계 유료도로 포트폴리오 기업 임원들을 한자리에 모아 현장 점검과 원탁토론을 개최하고, 공통 과제와 모범 사례를 공유했다. 이 자리에서는 세 가지 핵심 의제가 논의되었다. 첫째, 기후 지속가능성 측면에서 기후 변화로 인한 이상기상 발생 빈도를 재평가하고 저탄소 건설자재 활용, 전자 톨링 시스템 도입을 통한 탄소 배출 저감 방안을 논의했다. 둘째, 도로 이용자·직원·하청업체의 안전을 최우선으로 하는 안전 관리 고도화 방안을 공유했다. 셋째, 데이터 수집·분석을 통해 자산 안전성과 이용자 경험을 개선하는 기술·데이터 기반 운영 효율화를 다루었다.

이러한 관여 활동은 탈탄소화 투자 접근법(Decarbonization Investment Approach)을 실물 인프라 자산에 적용하는 CPP Investments의 전반적인 방식과 맥을 같이 한다. 실제로 407 ETR의 경우, 이 접근법을 시범 적용하여 2030년까지 Scope 1·2 배출량을 대폭 줄일 수 있는 로드맵을 수립했으며, 이 과정에서 얻은 교훈을 전체 유료도로 포트폴리오에 확산시키는 방안도 마련하였다.

## 6. CPP Investments의 ESG 투자에 대한 비판

CPP Investments의 ESG 체계가 세계적으로 선도적이라는 평가를 받고 있지만, 최근 몇 가지 논쟁이 불거지며 그 한계도 드러났다. 가장 큰 충격을 준 것은 2025년 5월 넷제로 2050 공약의 전면 철회다. CPP Investments는 2022년 넷제로 목표를 선언한 지 불과 3년 만에 이를 공식 폐기했다. 캐나다의 법적 환경 변화로 넷제로 공약이 해석되는 방식에 새로운 고려 사항이 생겼다는 것이 공식적인 이유였다. 이에 대한 반응은 신랄했다. 환경단체 Shift는 이 결정을 “책임의 중대한 방기”라고 비판하며, 해당 결정이 연금 가입자 등과 어떠한 협의도 없이 이루어졌다고 지적했다.<sup>30)</sup> 일부 전문가들은 이 결정이 “CPP Investments가 자신의 넷제로 발언이 국제적으로 인정받는 기준에 부합하지 않는다는 것을 암묵적으로 인정한 것”이라는 해석을 내놓기도 했다.<sup>31)</sup>

그러나 CPP Investments 측은 공약의 철회가 실질적인 기후 투자 활동의 변화를 의미하지는 않는다는 입장을 견지했다. CEO 존 그레이엄은 “장기 투자자의 관점에서 기후와 지속가능성을 포트폴리오에 통합하는 것은 여전히 매우 중요하다고 생각한다. 법적 환경의 변화로 표현하는 방법은 달라졌지만, 실제로 하는 일은 달라진 것이 없다”고 밝혔다.<sup>32)</sup> 같은 해 10월에는 CPP Investments가 기후 리스크를 제대로 반영하지 않았으며 가입자들이 소송을 제기하는 일까지 벌어졌다.<sup>33)</sup>

29) 2023 Report on sustainable investing, CPP Investments

30) <https://www.netzeroinvestor.net/news-and-views/canadian-pension-giant-abandons-net-zero-target>

31) <https://www.nationalobserver.com/2025/05/21/news/canada-pension-plan-dropping-net-zero-target>

32) <https://www.nationalobserver.com/2025/05/21/news/canada-pension-plan-dropping-net-zero-target>

33) Company News, “CPP Investments accused of failing to properly factor climate risk”(October 27, 2025) <https://www.bnnbloomberg.ca/business/company-news/2025/10/27/cpp-investment-accused-of-failing-to-properly-factor-climate-risk/>

이 논란은 연기금의 ESG 정책이 얼마나 정치·법적 환경의 변화에 취약할 수 있는지를 잘 보여준다. 선언과 실행 사이의 괴리, 정량적 목표와 정성적 원칙 간의 차이, 가입자·시민사회와의 소통 문제 등은 국민연금이 대체투자 ESG 적용 체계를 구축할 때 반드시 선제적으로 고려해야 할 과제들이라 생각된다.

## IV. 결론 및 시사점

### 1. 사례연구 요약

CalPERS와 CPP Investments는 대체투자 ESG에 있어 출발점이 같다. 두 기관 모두 ESG를 별도의 가치 지향적 활동이 아니라 장기 수익률을 높이기 위한 수단으로 본다. 일괄적인 투자철회(Divestment)를 거부하고 적극적 관여(Engagement)를 통해 변화를 이끄는 것도 공통적이다. 그러나 접근 방식에서는 뚜렷한 차이가 있다.

CalPERS는 자산군별 특화 전략이 핵심이다. 사모펀드와 실물자산 각각에 대해 별도의 상세 가이드라인을 운영하고, 2030년까지 1,000억 달러 이후 솔루션 투자라는 정량적 목표를 공개적으로 선언한다. ESG 목표를 수치로 공표하고 연간 진행 상

황을 투명하게 보고하는 방식은 대외적 책임성을 높이는 한편, 목표 달성 여부를 둘러싼 외부 비판에도 노출되는 구조다. 실제로 기후 투자 내역의 투명성 부족과 그린워싱 논란이 제기된 점은 정량 목표 중심 전략의 한계를 보여준다.

CPP Investments는 전 자산군 통합 전략이 핵심이다. 하나의 지속가능투자 정책 아래 모든 자산군에 동일한 원칙을 적용하되, 자산 특성에 따라 실행 방식을 유연하게 달리한다. 정량적 넷제로 목표 대신 탈탄소화 투자 접근법이라는 실질적 도구를 통해 포트폴리오 기업의 변화를 이끄는 방식을 택한다. 넷제로 2050 공약을 법적 불확실성을 이유로 철회한 것은 비판을 받았지만, CEO의 설명처럼 실제 투자 활동의 변화는 없다는 점에서 '선언의 후퇴'와 '실행의 후퇴'를 구분해 볼 필요가 있다.

### 2. 국민연금에 주는 시사점

국민연금 대체투자의 대부분은 외부 운용사, 즉 GP를 통한 간접투자 방식으로 이루어진다. 국민연금이 직접 기업을 사고 경영에 관여하는 것이 아니라, 사모펀드나 인프라 펀드에 출자하면 GP가 실제 투자를 집행하는 구조다. 이러한 투자 구조에서 ESG를 적용하려면 포트폴리오 기업이 아닌 GP를

〈표 1〉 CalPERS와 CPPI Investments의 대체투자 ESG 정책 비교

| 구분         | CalPERS                                                                                                                                                          | CPPI                                                                                                                                                      |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 정책         | <ul style="list-style-type: none"> <li>대체자산군별 가이드라인 보유(PE/Real Assets)</li> <li>단계별(사전/계약/운용) 절차 명시</li> </ul>                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>전 자산군 ESG 통합전략(Materiality 중심).</li> <li>일괄적 divestment 지양</li> </ul>                                              |
| 실행         | <ul style="list-style-type: none"> <li>정량적 ESG 목표 명시 및 진행상황 공개</li> <li>PE·인프라 중심의 기후솔루션 투자 확대</li> </ul>                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>그린·전환자산 규모 확대</li> <li>그린본드 발행(세계 연기금 최초).</li> <li>NZ 2050 공약은 최근 후퇴 논란 있으나 기후위험 평가나 ESG투자 프로세스 고도화 지속</li> </ul> |
| 자산군별 적용 방안 | <ul style="list-style-type: none"> <li>PE : UN PRI 기반 DD·계약·모니터링 체계, 주요 GP 연례 ESG 리뷰</li> <li>Real Assets : 물리·전환 리스크, 인증, 입지, 안전, 지역사회 등 ESG 위험요소 관리</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>부동산 : 100% 물리·전환 리스크 스크리닝, 감축(Abatement) 프레임워크</li> <li>사모 : 지속가능성 실사 설문, EDCI로 GP 평가 및 벤치마킹</li> </ul>            |



관리하는 것에 초점을 맞추어야 한다.

CalPERS와 CPP Investments 역시 이 점을 명확히 인식하고 있다. 두 기관이 공통적으로 실행하는 것은 다음의 세 단계이다. 첫째, GP를 선정할 때부터 ESG 정책, 과거 실적, 투명성을 심사한다. 둘째, 계약 단계에서 ESG 관련 의무를 명시한다. 셋째, 투자 이후에도 연간 ESG 모니터링을 통해 GP의 이행 상황을 점검하고 개선을 요구한다.

국민연금이 대체투자 ESG를 도입할 때도 매니저 선정, 약정, 사후 모니터링의 각 단계에 ESG를 구체적으로 녹여내는 것이 출발점이 될 수 있다. 특히 GP가 국민연금의 돈을 받기 위해 형식적인 ESG 체크리스트만 채우지 않도록, 실질적인 ESG 역량과 실행력을 평가하는 기준을 정교하게 설계하는 것이 중요하다.

대체투자는 사모주식, 인프라, 부동산, 사모대출(Private Credit) 등 성격이 전혀 다른 자산군의 묶음이다. 부동산은 한번 지어지면 옮길 수 없는 자산이기 때문에 기후변화로 인한 홍수, 해수면 상승 같은 물리적 리스크가 자산 가치에 직접적인 영향을 미친다. 반면 사모는 포트폴리오 기업의 지배구조와 탄소 저감 계획이 더 중요한 ESG 과제다. 인프라는 에너지 전환과 직결되는 자산으로, 탈탄소화 투자 기회와 전환 리스크가 동시에 존재한다.

CalPERS가 사모펀드와 실물자산에 각각 별도의 가이드라인을 운영하는 것, CPP Investments가 부동산 100% 기후 위험 스크리닝과 사모 GP 지속가능성 설문을 구분해서 운영하는 것은 이러한 자산군별 특성을 반영한 결과다. 국민연금도 하나의 통일된 체크리스트를 모든 대체투자 자산에 일률적으로 적용하기보다는, 자산군의 특성과 리스크 구조에 맞게 차별적으로 수립하는 방향이 현실적이고 효과적이라고 생각된다.

마지막으로 대체투자 ESG의 가장 큰 장벽은 데

이터 부재다. 상장주식은 기업들이 재무제표와 지속가능성 보고서를 공개하지만, 사모펀드의 포트폴리오 기업은 비상장이라 이런 의무가 없다. 때문에 공모자산과는 달리 대체투자의 ESG 성과를 비교하거나 추적하는 것이 어렵다. 이 문제를 해결하기 위해 CalPERS와 칼라일(Carlyle)이 공동으로 2021년 창설한 것이 EDCI(ESG Data Convergence Initiative)다. EDCI는 온실가스 배출, 재생에너지 사용, 이사회 다양성 등 7개 핵심 범주의 표준화된 ESG 지표를 수집하여 GP 간 비교나 벤치마킹이 가능하도록 한 이니셔티브로, 현재 전 세계 500개 이상의 GP와 LP가 참여하고 있다. CPP Investments도 EDCI 운영위원회 참여 기관으로 GP 평가에 이 데이터를 활용하고 있다.

국민연금이 GP 선정 및 모니터링 과정에서 EDCI 등 대체투자 ESG 데이터를 적극 활용한다면, 별도의 데이터 수집 체계를 새로 구축하지 않고도 국제 수준의 ESG 비교 평가가 가능해진다. 나아가 국민연금이 EDCI에 직접 참여하거나 이에 준하는 글로벌 ESG 데이터 이니셔티브와 연계하는 것도 중장기적으로 검토할 만한 방향이다.

국민연금의 대체투자 ESG 도입은 이제 선택이 아닌 제도적 과제가 되었다. 문제는 속도보다 방향이다. CalPERS와 CPP Investments의 사례는 완벽한 모범 답안이 아니라 수년에 걸친 시행착오의 산물이다. 두 기관 모두 여전히 논쟁과 비판에 직면해 있다. 중요한 것은 이들의 경험에서 국민연금이 나아가야 할 방향을 읽어내는 것이다. ESG는 수익률을 희생하는 것이 아니라 장기 수익률을 지키기 위한 리스크 관리 수단이라는 인식, GP를 통한 간접투자 구조 반영, 그리고 데이터와 공시에 기반한 평가 및 모니터링 체계가 그것이다. 이를 바탕으로 국민연금이 한국적 맥락에 맞는 대체투자 ESG 체계를 구축해 나가기를 기대한다.



## 참고문헌

### [ 보고서 및 공식 문서 ]

- CalPERS (2020). CalPERS' Investment Strategy on Climate Change: First Report in Response to the Taskforce on Climate-Related Financial Disclosure. June 2020.
- CalPERS (2024). Sustainable Investments Annual Program Review. November 18, 2024.
- CalPERS (2024). Private Equity Annual Program Review. As of Quarter Ending March 31, 2024.
- CalPERS (2025). CalPERS' Climate Report and Response to Senate Bill 964. November 2025.
- CPP Investments (2023). Report on Sustainable Investing 2023.
- CPP Investments (2024). Green Bond Impact Report 2024.
- CPP Investments (2025). Annual Report 2025: Investing for Canadians.
- CPP Investments (2025). Policy on Sustainable Investing. February 11, 2025.

### [ 웹사이트 및 언론 기사 ]

- CalPERS. "Climate Change." <https://www.calpers.ca.gov/investments/sustainable-investments-program/climate-change>
- CalPERS. "CalPERS Sets the Record Straight on Its Climate Action Plan." (2025). <https://www.calpers.ca.gov/newsroom/for-the-record/2025/calpers-sets-the-record-straight-on-its-climate-action-plan>
- CalPERS. "Why Investments in Oil and Gas Groups Are Also Climate Solutions." Top1000funds, March 2025. <https://www.top1000funds.com/2025/03/calpers-why-investments-in-oil-and-gas-groups-are-also-climate-solutions/>
- CalPERS. "CalPERS Goes Big on the Green Transition." Top1000funds, January 2025. <https://www.top1000funds.com/2025/01/calpers-goes-big-on-the-green-transition/>
- CalPERS. "CalPERS Maps Next Phase of Sustainable Investment Push." Markets Group. <https://www.marketsgroup.org/news/calpers-maps-next-phase-of-sustainable-investment-push>
- CalPERS. "Real Estate, Public Equities Boost CalPERS Climate Investments to \$60B." AI-CIO. <https://www.ai-cio.com/news/real-estate-public-equities-boost-calpers-climate-investments-to-60b/>
- California Globe. "Education and Workforce Committee Letter." <https://californiaglobe.com/articles/globe-exclusive-education-and-workforce-committee-letter/>
- CPP Investments. "Approach to Sustainability." <https://www.cppinvestments.com/the-fund/approach-sustainability/>
- CPP Investments. "Climate Change." <https://www.cppinvestments.com/the-fund/approach->

sustainability/climate-change/

CPP Investments. “CPP Investments to Expand Global Offshore Wind Platform Reventus Power.” (2024). <https://www.cppinvestments.com/newsroom/cpp-investments-to-expand-global-offshore-wind-platform-reventus-power/>

CPP Investments. “CPP Investments Invests US\$200 Million in Redaptive.” <https://www.cppinvestments.com/newsroom/cpp-investments-invests-us200-million-in-redaptive/>

CPP Investments. “Canada Pension Plan Investment Board Commits Over \$900M in Renewable Energy Company.” Net Zero Investor. <https://www.netzeroinvestor.net/news-and-views/briefs/canada-pension-plan-investment-board-commits-over-900m-in-renewable-energy-company>

CPP Investments. “Canadian Pension Giant Abandons Net Zero Target.” Net Zero Investor. <https://www.netzeroinvestor.net/news-and-views/canadian-pension-giant-abandons-net-zero-target>

CPP Investments. “Canada Pension Plan Dropping Net Zero Target.” National Observer, May 21, 2025. <https://www.nationalobserver.com/2025/05/21/news/canada-pension-plan-dropping-net-zero-target>

CPP Investments. “CPP Investments Accused of Failing to Properly Factor Climate Risk.” BNN Bloomberg, October 27, 2025. <https://www.bnnbloomberg.ca/business/company-news/2025/10/27/cpp-investment-accused-of-failing-to-properly-factor-climate-risk/>

EDCI. “About Us.” ESG Data Convergence Initiative. <https://www.esgdc.org/about-us/>

Flipkart. “Flipkart Group Commits to Net Zero Carbon Emissions by 2040.” India Infoline. <https://www.indiainfoline.com/news/markets/flipkart-group-commits-to-net-zero-carbon-emissions-by-2040>

Form Energy. “Multi-Day Iron-Air Battery Startup Nets \$450 Million Investment.” PV Magazine USA, October 4, 2022. <https://pv-magazine-usa.com/2022/10/04/multi-day-iron-air-battery-startup-nets-450-million-investment/>

TPG. “TPG Announces Inaugural TPG NEXT Fund.” <https://www.tpg.com/news-and-insights/tpg-announces-inaugural-tpg-next-fund-invest-underrepresented>

TPG NEXT. “TPG NEXT Spells Out the Financial Case for Taking GP Stakes in Emerging Managers.” ImpactAlpha. <https://impactalpha.com/tpg-next-spells-out-the-financial-case-for-taking-gp-stakes-in-emerging-managers/>

Wellington Management & CalPERS. “Physical Risks of Climate Change (P-ROCC).” September 9, 2019. <https://www.wellington.com/en/wellington-news/physical-risks-of-climate-change-p-rocc>

# 국민연금 중기재정 전망을 위한 금리 환경 분석

## - 구조적 상승 요인과 이란-미국 전쟁의 파급효과 -

윤병욱(국민연금연구원 부연구위원)



### I. 서론

2025년 10월을 전후하여 한국의 국채 및 회사채 금리는 기준금리 인하 사이클이 진행 중임에도 불구하고 이례적인 상방 압력에 직면했다. 즉, 한국은행이 2024년 10월부터 총 100bp의 기준금리 인하를 단행하는 통화 완화 기조를 이어가는 과정에서 시장 장기금리는 반대 방향으로 움직였다. 이는 통화정책 방향과 시장금리 간의 디커플링(decoupling) 현상으로, 단순한 기술적 반등이 아니라 복합적인 구조 변화가 반영된 것임을 의미한다.

이 같은 금리 상승의 배경에는 국내 요인과 해외 요인이 중첩되어 자리 잡고 있다. 국내적으로는 기준금리 동결 장기화에 대한 시장 인식의 전환, 재정적자 확대에 따른 국채 공급 증가, 원화 약세가 맞물렸다. 해외 요인으로는 미국 연준(Fed)의 통화 완화 속도 둔화, 트럼프 행정부의 관세정책이 야기한 글로벌 인플레이션 기대 재반영, 그리고 미국 재정적자 심화에 따른 기간프리미엄(term premium) 상승이 글로벌 채권 금리를 끌어올리는 역할을 했다.

이러한 금리 환경 속에서, 2026년 2월 28일 미국과 이스라엘이 이란에 대한 대규모 합동 공습(Operation Epic Fury)을 개시하면서 새로운 외생적 충격이 가해졌다. 호르무즈 해협 봉쇄와 중동 에너지 인프라 공격으로 인해 브렌트유가 배럴당 120달러를 상회하는 급등세를 보였고, 글로벌 인플레이션 우려가 증폭되면서 각국 중앙은행의 통화 완화 경로에 근본적인 불확실성이 더해졌다. 연준은 2026년 3월 회의에서 기준금리를 3.50~3.75%로 동결하며 전쟁 충격을 이유로 추가 인하 시점을 사실상 연기했다.

이 보고서는 두 가지 시계를 결합하여 한국의 중기 금리 전망을 분석한다. 첫째, 전쟁 개시 이전인 2025년 10월부터의 금리 상승 원인을 국내 요인과 해외 요인으로 분리하여 체계적으로 진단한다. 둘째, 이란-미국 전쟁의 전개 양상에 따른 두 가지 시나리오—조기 종결과 장기화—를 설정하고, 각 시나리오가 글로벌 금리와 한국 채권시장에 미치는 파급효과를 살펴본다. 다만, 본고는 현재의 정보 불확실성을 감안하여 구체적 수치 전망보다는 시나리오별 금리의 방향성과 정책 경로를 중심으로 분석한다.

## II. 최근 금리 상승의 원인 및 배경 (2025.10~전쟁 개시 이전)

이 장에서는 2025년 10월부터 2026년 2월 27일(전쟁 개시 전날)까지의 기간을 대상으로, 기준금리 인하 사이클에도 불구하고 금리가 상승한 원인을 국내 요인과 해외 요인으로 나누어 살펴본다.

### 1. 국내 요인

한국은행은 2024년 10월 이후 2025년 5월까지 총 네 차례에 걸쳐 기준금리를 100bp 인하하여 2.50%로 낮추었다. 이후 2026년 2월까지 6회 연속으로 금리를 동결했다. 동결이 장기화된 배경에는 성장 전망의 개선, 물가의 목표 수준 근접, 원화 약세와 가계부채 증가에 대한 경계가 복합적으로 작용했다([그림 1] 참조).

결정적인 전환점은 2025년 11월 금통위였다. 이

회의에서 한국은행은 통화정책방향 의결문의 표현을 ‘인하 기조’에서 ‘인하 가능성’으로, 추가 인하 ‘시기’를 ‘여부’로 각각 수정했다. 시장은 이 언어적 변화를 인하 사이클의 사실상 종료 신호로 해석했다. 인하 기대가 소멸되자 장기금리는 통화정책과 디커플링된 채 상방 압력을 받기 시작했다.

2026년 1월 회의에서 한국은행은 추가 금리 인하를 고려한다는 문구 자체를 삭제하며 중립적 입장을 공식화했다. 이 시점에서 국고채 3년물 금리는 3.08%로, 미국 국채 3년물(3.653%)보다 0.573%포인트 낮은 수준을 기록했다. 한·미 3년물 금리 차이는 2025년 12월 0.4%포인트까지 좁혀져 2023년 5월 이후 2년 7개월 만에 최소 수준을 기록했는데, 이는 한은의 인하 사이클이 조기 종결되고 연준의 추가 인하 기대는 아직 유효한 상태에서 형성된 시장 반영이었다.

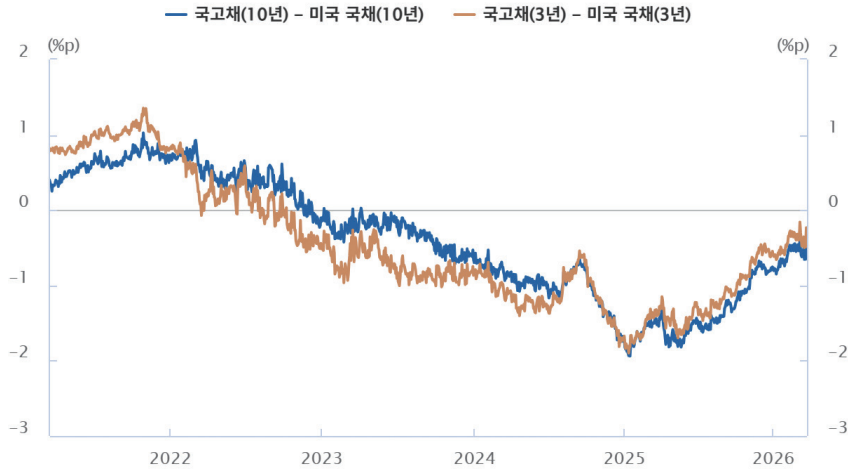
기준금리 동결 장기화가 시장에 미치는 영향은 다양하다. 먼저, 장단기 금리 스프레드가 확대되

[그림 1] 주요 금리 추이



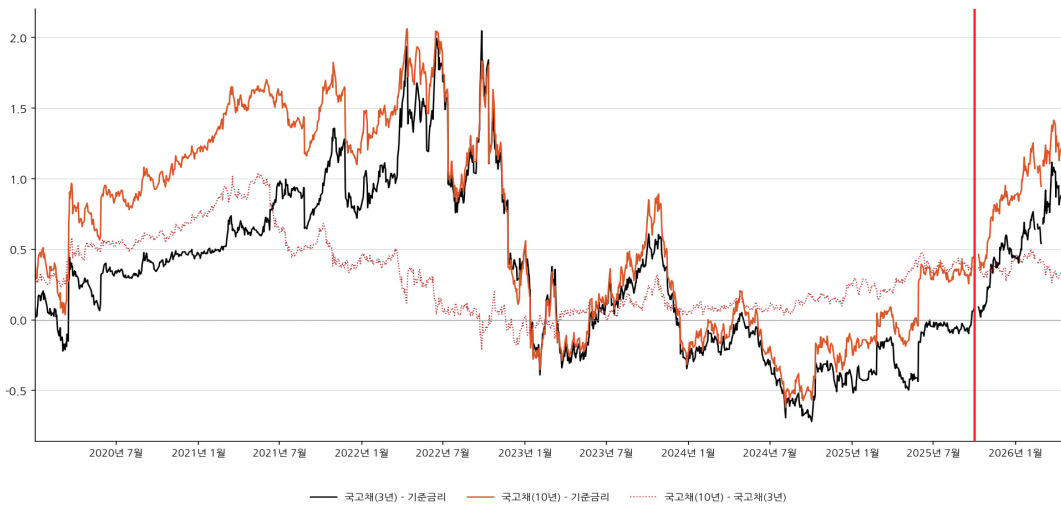
자료 : 한국은행 ECOS

[그림 2] 한국 및 미국 간 국채 금리 스프레드



주 : 1) 국고채는 최종호가수익률 기준  
2) 미국 국채는 액면가수익률(par yield) 기준  
출처: 한국은행 ECOS

[그림 3] 장단기 금리 스프레드



주 : 1) 국고채, 최종호가수익률 기준, 기준금리  
자료 : ECOS, 금융투자협회

었다. 2024년까지 수익률 곡선은 상대적으로 평탄했다. 기준금리 인하 기대가 반영되면서 장기금리도 단기금리와 함께 하락 압력을 받았기 때문이다. 그러나 2025년 10월 이후 인하 사이클 종료

의식이 확산되면서 단기금리(3년물)와 장기금리(10년물) 모두 기준금리 대비 상방 이탈을 보였다. 다만 3년물보다 10년물의 상승폭이 더 컸다. 그 결과 국고채 3/10년 스프레드가 2024년 말 평균 약



[그림 4] 회사채 신용 스프레드



자료 : 한국은행 ECOS

15~20bp 수준에서 2025년 12월 기준 34~38bp 수준으로 두 배 이상 확대되었다. 이는 수익률 곡선이 이례적으로 빠르게 가팔라졌음을 보여준다.

수익률 곡선이 가팔라진 주요 원인 중 하나는 기간프리미엄(term premium)의 상승이다. 기간프리미엄은 장기채 보유에 따른 불확실성에 대한 보상으로, 재정적자 심화·국채 공급 증가·인플레이션 불확실성이 커질수록 확대되는 경향이 있다. 미국채 10년물 금리가 재정적자 및 인플레이션 우려로 상당한 고수준을 유지한 것이 한국 장기채 금리 상승에도 영향을 미친 것으로 판단된다.

기준물인 국고채 금리가 오르자 회사채 금리는 그보다 더 큰 폭으로 상승했다. 국고채 3년물과 회사채 AA- 3년물 간의 신용 스프레드는 2025년 10월 말 0.406%포인트에서 12월 초 0.449%포인트, 12월 12일 기준 0.489%포인트로 빠르게 확대되었다. 특히 11월 7일 0.392%포인트였던 신용 스프레드가

한 달 만에 0.066%포인트 확대된 것은 상승 속도가 매우 가팔라졌음을 의미한다.([그림 4] 참조)

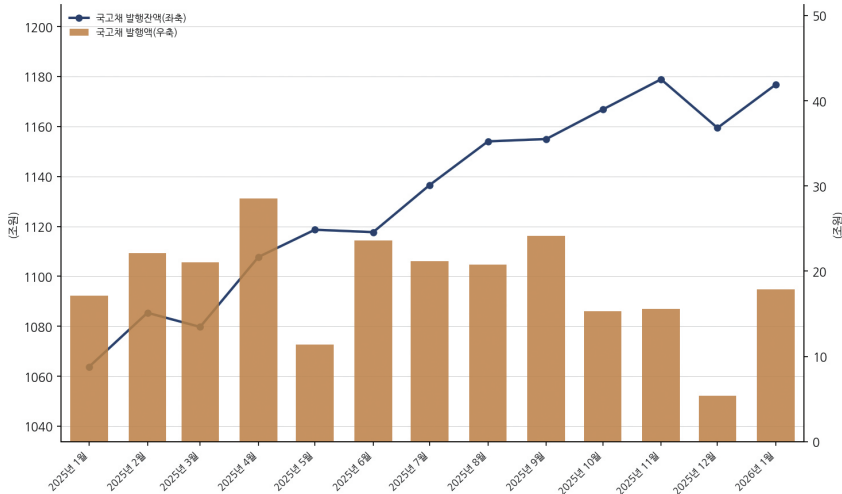
신용 스프레드의 확대는 단순히 무위험 금리 상승에서만 비롯된 것이 아니라, 경기 불확실성에 따른 기업 신용 리스크 재평가를 반영한다. 경기 여건이 악화되어 기업들의 부도 가능성이 높아지면 회사채 금리가 국고채 금리보다 더 빠르게 상승하기 때문이다. 금융감독원에 따르면 2025년 10월 회사채 발행 실적은 전월 대비 16.6%(4조 7,132억 원) 급감한 23조 6,111억 원으로 집계되어<sup>1)</sup>, 기업의 자금조달 환경이 더욱 악화되었음을 보여준다.

재정 측면에서는 누적된 국채 발행잔액 증가가 채권시장 수급에 부담을 가중시키며 금리 상방 압력으로 작용했다. 2025년 11월 누계 기준 관리재정수지는 89조 6,000억 원 적자를 기록했다.<sup>2)</sup> 법인세·근로소득세 수입이 늘었음에도 이전지출 중심의 지출 확대가 이어지면서 수지 개선 효과가 제한되

1) 금융감독원, 「2025년 10월 중 기업의 직접금융 조달실적」, 2025. 11. 26.

2) 기획예산처, 「월간 재정동향 2026년 1월호」, 2026. 1. 15.

[그림 5] 국고채 발행잔액과 발행액



자료 : 한국은행 ECOS

었다. 이러한 적자 구조는 국채발행 잔액 증가로 이어졌으며([그림 5]), 채권시장의 수급 균형에 부정적으로 작용했다.

원화 약세 역시 국내 금리에 영향을 미쳤다. 2025년 하반기 원·달러 환율은 1,460~1,480원대의 구조적 약세를 보였다. 이 약세의 주요 원인 중 하나는 이른바 ‘서학개미’ 현상, 즉 국내 개인 투자자들의 해외 ETF 및 증권 투자 급증이였다. 환율이 급등한 2025년 10~11월에 같은 해 1~11월 누계 해외 투자액 289억 달러 중 42.6%인 약 123억 달러가 집중되면서 달러 수요가 폭증했다<sup>3)</sup>.

원화 약세는 채권 금리에 두 가지 경로로 영향을 미친다. 첫째, 수입 물가 상승을 통한 인플레이션 기대 강화다. 원화 약세는 원자재·소비재 수입 가격을 올려 CPI 상승 압력을 높이고, 이는 한국은행의 추가 금리 인하 여지를 제약한다(강현주, 2025;

송민기·이종호, 2026). 둘째, 외국인 채권 투자자의 이탈 가능성이다. 원화 약세 기조가 지속될 경우 이론적으로는 환차손을 우려한 외국인의 채권 매수 축소가 금리 상방 압력으로 이어질 수 있다. 다만 실제로는 2025년 11월부터 2026년 2월까지 외국인 채권 투자가 순투자를 지속하여(한국은행, 2026)<sup>4)</sup>, 이 경로를 통한 금리 상방 압력은 해당 기간 중 제한적이었던 것으로 판단된다.

## 2. 해외 요인

### 1) 연준 금리 인하 경로의 후퇴

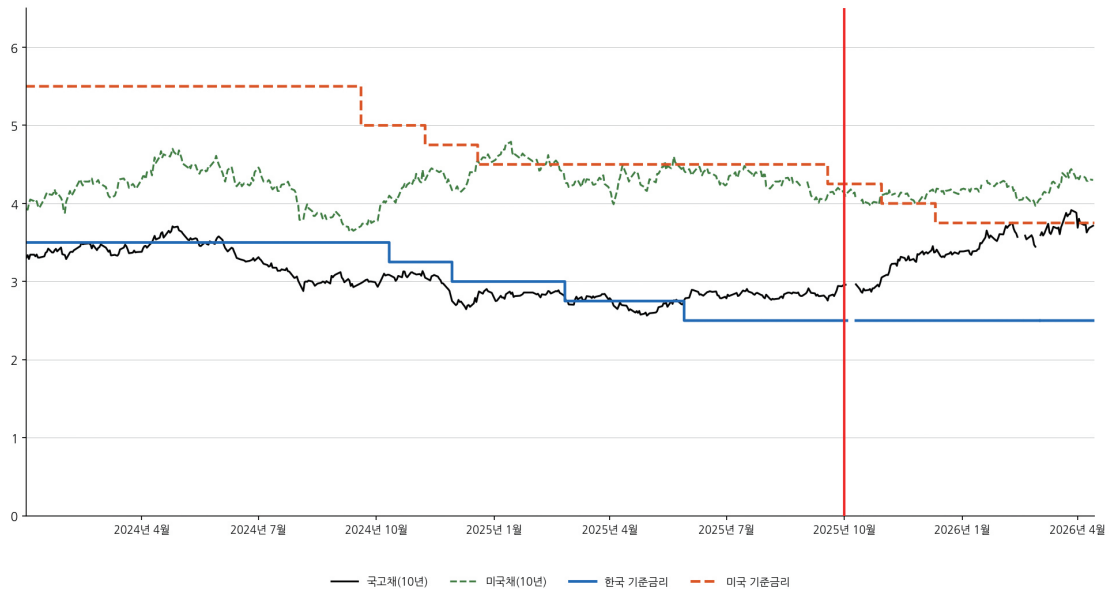
미국 연방준비제도(Fed)는 2024년 9월부터 세 차례의 금리 인하를 단행하여 2025년 12월 기준 금리를 3.50~3.75%로 낮추었다. 그러나 2025년 12월 FOMC 회의에서 연준은 2026년 인하 횟수 전

3) 인용 : 한국예탁결제원 집계 및 한국은행 국제수지 통계(2025년 1~3분기)의 단순 합산 기준. 연합뉴스, “서학개미 74% 느는 동안 국민연금 92% 증가”, 2025. 11. 30. 재인용. 강현주(2025). 최근 원화 약세의 배경과 거시경제적 영향 평가. 자본시장포커스 2025-26. 자본시장연구원. 송민기&이종호(2026). 최근 원/달러 환율 상승의 배경과 시사점(금융브리프 35-02). 한국금융연구원.

4) 자료 : ‘26.2월중 외국인투자자 증권매매동향(한국은행)

[그림 6] 한·미 국채 금리와 기준금리 (10년물)

(단위 : %)



자료 : ECOS, 세로선은 2025년 10월 시점임.

망이 기존 네 차례에서 한두 차례로 대폭 축소될 수 있음을 시사하며 신중한 기조를 유지했다. 연준의 추가 인하 중단 기조는 한국 채권 금리에 두 가지 경로로 영향을 미쳤다. 우선, 미국 국채 금리의 하락이 제한되어 한국 장기금리의 기준점(reference point) 역할을 하는 미국채 10년물이 4.5% 내외의 고수준을 유지했다. 또한 한·미 금리 격차가 상단 기준 1.25%포인트로 유지되면서 달러 강세·원화 약세 압력이 지속되었고, 한국은행으로서는 연준보다 앞서 금리를 낮추기가 구조적으로 어려운 환경이 조성되었다.

## 2) 트럼프 관세 정책과 구조적 공급 충격

트럼프 행정부의 공격적 관세정책은 글로벌 인

플레이션 기대를 높이는 핵심 변수였다. 주요 수입 품에 10~20%, 중국산 제품에는 최대 60%에 달하는 관세가 부과되면서, 2018~2019년 1차 무역전쟁 당시 물가가 0.5~1.0%p 상승하고 성장이 둔화되는 스태그플레이션형 충격이 재현될 것이라는 우려가 확산되었다. 관세 충격이 채권시장에 미치는 영향은 단순한 단기 물가 상승에 그치지 않는다. 기업들은 관세 부담을 줄이기 위해 생산 시설을 이전하거나 조달 경로를 다변화해야 하는데, 이 과정에서 비용이 상승하고 생산성이 일시적으로 저하된다. 관세 불확실성은 기업의 생산 거점 재조정과 조달 다변화 필요성을 높여 비용 상승 압력을 유발하는 구조적 충격의 성격을 띤다<sup>5)</sup>. 이러한 장기 공급 충격이 단기 물가 상승과 달리 인플레이션 기대의

5) Grossman, G. M., Helpman, E., & Redding, S. J. (2024). "When Tariffs Disrupt Global Supply Chains." *American Economic Review*, 114(4), 988-1029.

Miller, J. W., Jin, Y., & Ortega, D. L. (2025). "Shock and Awe: A Theoretical Framework and Data Sources for Studying the Impact of 2025 Tariffs on Global Supply Chains." *Journal of Supply Chain Management*, 61(3), 3-15.

지속성을 높이고, 그 결과 채권시장에서 기간프리미엄 상승 압력으로 이어졌을 가능성이 있다. 단기 물가 상승과 달리 이러한 장기 공급 충격은 채권시장에 더 지속적인 금리 상방 압력을 가한다.

### III. 이란-미국 전쟁과 불확실성 확대: 전쟁 개시 이후

II장에서 분석한 금리 상승 압력은 2026년 2월 28일 미국·이스라엘의 이란 공습(Operation Epic Fury) 이후 새로운 국면을 맞이했다. 전쟁 이전의 금리 상승이 기준금리 동결 장기화라는 정책 기조 변화, 재정 수급 악화, 글로벌 인플레이션 기대 재반영 등 점진적·구조적 요인에 기인했다면, 전쟁 개시 이후에는 에너지 공급의 물리적 차단이라는 급격하고 비선형적인 충격이 더해지고 있다. 이 장에서는 전쟁 개시 이후의 에너지 가격 충격 현황을 살펴보고, 전쟁 전개 양상에 따른 시나리오별 인플레이션 경로를 통해 한국 채권금리의 향후 방향성과 국민연금 중기재정 전망에 필요한 시사점을 도출한다.

#### 1. 에너지 가격 충격과 인플레이션 경로

2026년 2월 28일 미국과 이스라엘은 이란의 핵 프로그램, 탄도미사일 역량, 군사 지도부를 동시에 겨냥한 합동 작전을 개시했다<sup>6)</sup>. 이란은 3월 4일 호르무즈 해협을 사실상 봉쇄한 상태로, 전쟁이 장기화될 가능성이 커지고 있다.

이번 전쟁의 경제적 충격 중 가장 즉각적이고 광범위한 것은 에너지 공급 차단에 따른 가격 급등이

다. 호르무즈 해협은 하루 약 2,000만 배럴의 원유와 글로벌 LNG 거래량의 약 20%가 통과하는 핵심 길목으로, 이 해협의 봉쇄는 2022년 러시아-우크라이나 전쟁과는 본질적으로 다른 충격이다. 브렌트유는 개전 이후 약 40~50% 급등하여 3월 초 배럴당 120달러를 상회했다. 유가 상승이 지속·심화된다면 충격의 규모는 더욱 커질 것으로 예상된다.

#### 2. 시나리오별 이자율 파급 효과

전쟁 전개 양상에 따른 시나리오 분석에 앞서, 유가 경로에 대한 타 기관의 전망을 먼저 살펴본다. 국제금융센터는 중동 사태의 전개를 조기 봉합, 단계적 확산, 전면 장기전의 세 가지 경로로 구분하고, 조기 봉합 시 브렌트유가 배럴당 90달러대로 안정될 수 있는 반면, 장기전으로 치달을 경우 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화되면서 120~150달러 수준의 고유가가 지속될 수 있다고 분석했다(황원정·이승은, 2026)<sup>7)</sup>. 대외경제정책연구원은 미-이란 전쟁에 따른 유가 충격이 한국을 포함한 주요 에너지 수입국의 교역 조건을 악화시키고 인플레이션 압력을 상당 기간 지속시킬 가능성이 있음을 지적했으며(송하윤·강문수, 2026)<sup>8)</sup>, 국제금융센터는 중동 사태 장기화 시 글로벌 에너지·제조업 공급망 전반에 걸친 구조적 파급효과가 현실화될 수 있다고 경고했다(김위대, 2026)<sup>9)</sup>. 본 절에서는 이러한 유가 시나리오를 전제로, 각 경로가 한국 채권금리에 미치는 파급효과를 살펴본다.

##### 1) 조기 종결 시나리오

조기 종결 시나리오는 미국과 이란이 수개월 내

6) 본 고의 분석 기준일은 2026년 3월 24일이다.

7) 황원정&이승은. (2026). 중동 사태 전개 시나리오 및 유가 향방 점검. (brief 260305). 국제금융센터.

8) 송하윤&강문수. (2026) 미-이란 전쟁에 따른 유가 충격의 주요국 파급효과. (오늘의 세계경제 26-09). 대외경제정책연구원.

9) 김위대. (2026). 중동사태 장기화 시의 글로벌 경제·산업 파급효과. (Issue Analysis 260320). 국제금융센터.

종전에 합의하고 호르무즈 해협이 신속하게 재개방되는 경우이다. 이 경우 브렌트유는 국제금융센터의 조기 봉합 경로 전망에 따라 배럴당 90달러대로 빠르게 안정될 것으로 기대된다(황원정·이승은, 2026). 유가가 안정되면 글로벌 인플레이션 우려가 완화되면서 미국 연준이 보류 중인 기준금리 인하를 재개하여 2026년 하반기 한두 차례 금리를 낮출 수 있다. 미국채 금리가 안정을 되찾는다면, 한국은행 역시 에너지 충격 완화를 확인한 후 2026년 4분기 기준금리를 인하할 가능성이 있다. 이 경우 국고채 장기금리는 현 수준에서 하향 안정될 것으로 기대되며, 회사채 신용 스프레드 역시 점진적으로 축소될 가능성이 높다.

## 2) 장기화 시나리오

장기화 시나리오는 호르무즈 해협 봉쇄가 수개월 이상 지속되고 분쟁이 역내 확산으로 이어지는 경우이다. 이 경우 브렌트유는 국제금융센터의 전면 장기전 경로 전망에 따라 배럴당 120~150달러 수준의 고유가가 상당 기간 유지될 것으로 우려된다(황원정·이승은, 2026). 이 같은 유가 수준이 지속될 경우, 대외경제정책연구원의 분석과 같이 한국을 포함한 에너지 수입국의 교역 조건이 악화되고 인플레이션 압력이 장기화되면서(송하운·강문수, 2026), 가장 우려되는 국면인 인플레이션과 성장 동시 악화, 즉 스태그플레이션이 현실화될 수 있다.

중앙은행은 최악의 딜레마에 직면하게 된다. 에너지 가격이 급등한 상황에서 금리를 인하하여 성장을 지지하기도 어렵고, 금리를 올려 인플레이션을 억제하기도 어렵다. 공급 충격에 기인한 인플레이션에 금리 인상으로 대응할 경우 이미 취약한 성장을 더욱 훼손하기 때문이다. 이 경우 한국의 시장금리는 상승하고, 고물가·저성장 국면이 전개되며,

고환율이 구조화되는 스태그플레이션 국면 진입 가능성이 현실화된다. 나아가 국제금융센터가 지적한 바와 같이 에너지·제조업 공급망 전반의 구조적 파급효과가 누적될 경우, 회사채 시장에서는 신용 스프레드가 확대되어 중저신용 기업의 자금조달이 실질적으로 차단될 수 있다(김위대, 2026).

장기화 시 한국은행이 처하는 핵심 딜레마는 다음과 같다. 인플레이션 압력 측면에서는, 에너지 가격 급등이 수입 물가 상승으로 이어지고 이러한 수입 물가 상승이 CPI 전반을 자극하면서 인플레이션이 목표치(2%)를 지속적으로 상회하게 된다. 이는 한국은행의 금리 인하 명분을 구조적으로 약화시킨다. 동시에 성장 측면에서는, 에너지 충격으로 인한 실질소득 감소가 소비 위축을 초래하고 성장에 하방 압력을 가하면서 경기 부양의 필요성이 커진다. 결국 물가 안정과 경기 부양이라는 두 목표가 서로 충돌하면서 한국은행은 사실상 행동이 제약된 상태가 되며, 기준금리를 현 2.50%에서 장기간 동결하는 것이 불가피해진다.

더 극단적인 상황도 배제하기 어렵다. 원·달러 환율이 1,500원 이상으로 고착되고 물가가 5~6%를 상회한다면, 한국은행은 이론적으로 금리 인상을 검토해야 하는 상황에 처할 수 있다. 이 경우 역성장 가능성과 금리 인상 필요성이 동시에 대두되는 스태그플레이션 정책 딜레마가 현실화되는데, 이는 1970년대 오일쇼크 당시 각국 중앙은행이 경험했던 상황과 유사하다.

2026년 3월 FOMC에서 연준은 기준금리를 3.50~3.75%로 동결하면서 미국-이란 전쟁 발발에 따른 인플레이션 우려를 이유로 연내 한 차례 인하 가능성만을 열어두었다. 향후 한국의 거시경제 및 금융시장의 전개 방향은 에너지 가격의 경로, 원화 수준, 인플레이션 기대의 고착 여부를 핵심 조건부 변수로 하여 결정될 것으로 예상된다.



### 3) 주요 모니터링 변수

위의 두 시나리오 중 어느 경로로 전개될지를 판단하기 위해서는 다음 세 가지 지표를 지속적으로 모니터링할 필요가 있다.

첫째, 유가 및 호르무즈 해협 통항 정상화 여부이다. 유가가 단기간 내 배럴당 90달러대로 하향 안정되고 해협 통항이 재개된다면 조기 종결 시나리오에 무게를 둘 수 있다. 반면 120달러 이상의 고유가 상태가 수개월 이상 지속된다면 장기화 시나리오를 기준 경로로 설정하는 것이 적절하다.

둘째, 원·달러 환율 수준 및 구조적 약세 고착 여부이다. 환율 약세가 일시적 충격에 그치지 않고 1,500원 이상으로 구조화되는 흐름이 확인된다면, 한국은행의 정책 공간이 사실상 봉쇄되는 장기화 시나리오로의 전환 신호로 해석할 수 있다.

셋째, 인플레이션 기대의 고착 여부이다. 에너지 충격이 임금·서비스 물가로 전이되어 기대인플레이션이 목표치(2%)를 지속적으로 상회하는 양상이 나타나다면, 스태그플레이션 현실화 가능성이 높아지는 것으로 판단할 수 있다.

다만 본고는 전환의 불확실성과 데이터 제약으로 인해 각 변수의 구체적 임계치를 계량적으로 산정하는 것을 분석 범위 밖으로 설정하였다. 향후 전황이 구체화되고 관련 데이터가 축적되는 시점에는 임계치 설정을 포함한 보완 분석을 중기 전망에 반영할 필요가 있다.

종합하면, 조기 종결 시나리오 하에서는 국고채 장기금리가 현 수준에서 하향 안정되고 회사채 신용 스프레드도 점진적으로 축소될 것으로 기대되는 반면, 장기화 시나리오 하에서는 국고채 장기금리가 현 수준을 상회하는 추가 상승 압력에 노출되며 회사채 신용 스프레드의 추가 확대도 불가피할 것으로 판단된다.

## IV. 요약 및 시사점

### 1. 요약

본 보고서는 2025년 10월 이후 한국 채권금리가 기준금리 인하 사이클과 역행하여 상승한 원인을 국내외 요인으로 분리하여 분석하고, 2026년 2월 발발한 이란-미국 전쟁이 가져온 추가적 불확실성을 반영하여 중기 금리 경로를 전망하였다.

국내 요인으로는 한국은행의 기준금리 동결 장기화에 따른 인하 기대 소멸, 재정적자 확대에 따른 국채 공급 증가, 구조적 원화 약세가 복합적으로 작용하였다. 해외 요인으로는 연준의 완화 속도 둔화, 트럼프 행정부의 관세 정책에 따른 글로벌 인플레이션 기대 재반영, 미국채 기간프리미엄 상승이 주요 동인으로 작용하였다. 이 두 축의 요인이 겹치면서 한국 장기채 금리는 기준금리와 디커플링된 채상방 압력을 지속적으로 받았으며, 회사채 신용 스프레드 역시 경기 불확실성 확대를 반영하여 빠르게 확대되었다.

2026년 2월 28일 개시된 이란-미국 전쟁은 이러한 구조적 상방 압력에 에너지 공급의 물리적 차단이라는 급격한 외생 충격을 더했다. 호르무즈 해협 봉쇄로 브렌트유가 배럴당 120달러를 상회하였고, 글로벌 인플레이션 우려가 재차 증폭되면서 주요국 중앙은행의 통화 완화 경로에 근본적인 불확실성이 가해졌다. 연준은 2026년 3월 회의에서 기준금리를 동결하고 연내 인하 가능성을 사실상 한 차례로 제한하였다.

시나리오 분석 결과, 전쟁이 조기에 종결될 경우 연준의 인하 재개와 함께 한국은행도 2026년 4분기 기준금리를 인하할 가능성이 있어 금리 안정 국면 진입이 기대된다. 반면, 전쟁이 장기화되는 경우 에너지 가격 상승이 수입 물가-CPI를 지속적으



로 자극하여, 한국은행은 금리 인하와 경기 부양이라는 두 목표 사이에서 행동이 제약되는 스태그플레이션 딜레마에 직면할 가능성이 높다. 극단적 장기화 시나리오에서는 원화 약세 고착 및 물가 급등으로 인해 금리 인상 필요성마저 제기될 수 있어, 1970년대 오일쇼크형 정책 딜레마가 재현될 가능성을 배제하기 어렵다.

종합하면, 한국 채권금리의 중기 경로는 전쟁 이전부터 형성된 구조적 상방 압력 위에 에너지 충격이 더해진 복합적 상승 압력에 노출되어 있으며, 단기적 금리 하향 안정을 기대하기 어려운 환경이 지속될 것으로 판단된다.

## 2. 시사점

국민연금 기금은 국내외 채권, 주식, 대체투자 등 다양한 자산에 분산 투자되며, 중기재정 전망에서는 각 자산군별 기대수익률을 가정하여 전체 기금 운용수익률을 산출한다. 이 중, 국고채 및 회사채 금리는 국내 채권 부문의 기대수익률 가정을 직접 결정하는 핵심 변수로, 금리가 상승하면 신규 투자 채권의 수익률이 높아져 중장기 운용수익률 가정에 상방 요인으로 작용하는 반면, 기 보유 채권의 평가손실이 단기 수익률을 낮추는 요인으로도 작용한다. 반대로 금리가 하락하면 신규 투자 채권의 수익률이 낮아져 중장기 운용수익률 가정에 하방 압력으로 작용하나, 기 보유 채권의 평가이익이 단기 수익률을 높이는 효과가 있다. 다만 기금 운용수익률

은 채권금리 외에 주식·대체투자 수익률, 환율, 포트폴리오 배분 비율 등 다수 변수가 복합적으로 작용하므로, 금리 변화의 영향을 단독으로 특정하기는 어렵다.

본 고의 분석 결과를 기금 운용수익률 가정에 연결하면 다음과 같다. 조기 종결 시나리오 하에서는 유가 안정과 함께 국고채 장기금리가 현 수준에서 하향 안정되고, 신용 스프레드도 점진적으로 축소될 것으로 기대된다. 이는 신규 투자 채권의 수익률 하락으로 이어지는 만큼, 채권 부문의 중장기 기대수익률 가정은 현재보다 소폭 낮게 설정하는 것이 적절할 수 있다. 반면 장기화 시나리오 하에서는 고유가 지속에 따른 인플레이션 압력과 금리 동결 장기화로 국고채 금리가 현 수준을 상회할 가능성이 있으며, 신용 스프레드 확대로 회사채 수익률도 추가 상승 압력에 노출될 수 있다. 이 경우 채권 수익률 가정은 단기적으로는 상방 조정이 가능하나, 스태그플레이션 현실화 시 주식·대체투자 자산의 동반 부진이 우려되어 전체 기금 운용수익률에 미치는 순효과는 불확실하다.

이러한 불확실성을 감안할 때, 향후 중기 금리 경로는 종전과 같은 점진적 하향 안정 경로를 단일 기준으로 상정하기 어렵게 된 상황이다. 조기 종결 시나리오에서의 금리 하향 안정, 장기화 시나리오에서의 현 수준 유지 또는 추가 상승 경로를 각각 저위·고위 가정으로 설정하고, 재정 전망의 불확실성 범위를 명시하는 복수 시나리오 체계를 채택하는 것이 바람직하다.

# 레버리지 투자 전환과 대체투자의 구조 변화



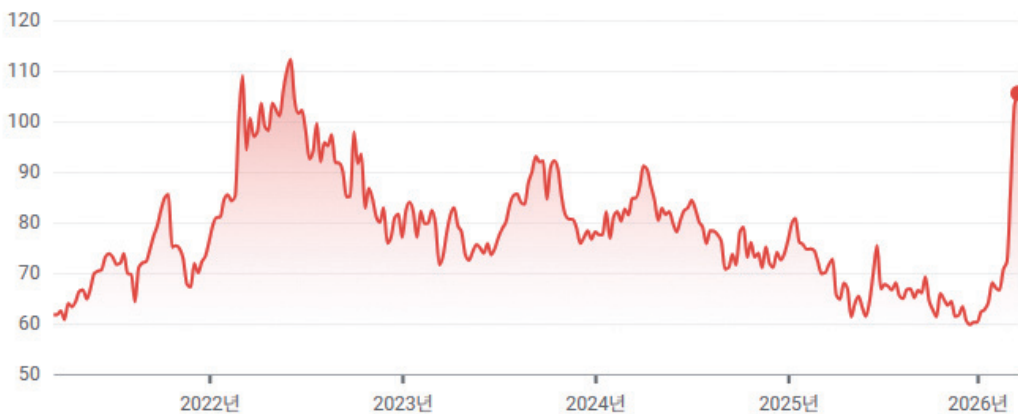
홍희주(국민연금연구원 주임연구원)

## I. 서론

최근 글로벌 투자 환경은 중동 지역을 중심으로 한 지정학적 갈등의 심화로 인해 부정적인 영향을 지속적으로 받고 있다. 특히 최근 미국과 이란 간 군사적 긴장이 격화되면서 에너지 공급 불안이 확대되고 있으며, 이에 따라 국제 유가는 급등세를 보

이고 있다. 브렌트유(Brent Crude)<sup>1)</sup> 가격은 2026년 2월 말 약 배럴당 70달러 수준에서 3월 중순에는 110달러 내외까지 상승하며, 약 2~3주 만에 50% 이상 급등하는 모습을 나타냈다. 이러한 가격 급등 현상은 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 당시에도 브렌트유 가격이 120~130달러까지 상승하며 50% 이상의 상승률을 기록한 바 있다. 다만, 이번

[그림 1] 브렌트유 선물 가격 변동(5년)



자료 : 구글 금융

1) 브렌트유(Brent Crude)는 영국 북해 지역에서 생산되는 세계 3대 유종 중 하나로, 유럽, 아프리카, 중동에서 거래되는 원유 가격의 기준(벤치마크)이 되는 고품질 저유황 경질 원유임. 브렌트유는 생산과 수송의 안정성, 현물 또는 선물 시장에서 활발히 거래되고 있어 기준 유가로 활용하고 있음

유가 변동은 상승이 단기간에 집중되었다는 점에서 시장에 미치는 충격의 강도가 크게 나타날 수 있다는 것이다.

이러한 유가 상승은 단순한 에너지 가격 변동에만 영향을 주는 것이 아니라, 운송비와 생산비를 포함한 전반적인 비용 구조를 상승시키며 물가 전반에 영향을 미치고 있다. 특히 원자재 가격 상승은 시차를 두고 소비자물가로 이어지고, 인플레이션 압력을 확대시키는 요인으로 작용한다. 실제로 생산자물가지수(PPI) 상승세가 지속되는 등 물가 상승 압력으로 이어져 스태그플레이션(경기침체 속 물가상승)을 우려하는 상황까지 이어지고 있다.

이러한 환경 속에서 주요국 중앙은행은 금리 인하를 유보하고 높은 금리 수준을 유지하고 있다. 미국 연방준비제도(Fed)는 2026년 3월 기준금리를 3.50~3.75% 수준에서 동결하며 긴축적 통화정책 기조를 지속하고 있으며, 국제유가 상승에 따른 인플레이션 압력 확대를 고려하면 금리 인상의 가능성도 배제하기 어려운 상황이다.<sup>2)</sup> 이와 같은 고금리 환경은 투자 구조 전반에 직접적인 부담으로 작용하고 있다. 특히 차입에 의존하는 레버리지 투자 전략의 경우 금리 상승에 따라 금융비용이 증가하며 수익성이 저하된다.

레버리지 투자는 자기자본 외에 대출을 활용하여 투자 규모를 확대하는 방식으로, 주로 부동산, 인프라, 사모투자 등 대체투자 자산에 활용되고 있다. 이런 구조에서는 투자 자산에서 발생하는 임대 수익이나 매각차익을 통해 차입 비용을 상환하고 추가 수익을 창출할 수 있다.

과거 저금리 환경에서는 낮은 차입 비용을 기반으로 레버리지를 활용한 투자 확대와 자산 가격 상승을 결합하여 높은 수익을 창출하는 투자 형태가

효과적이었다. 그러나 최근 금리 상승으로 차입 비용이 증가하면서 이자 부담이 확대되고, 투자에서 발생하는 현금흐름만으로 이를 감당하기 어려운 사례가 증가하고 있는 것이다. 또한, 리파이낸싱 여건의 악화 역시 중요한 부담 요인으로 작용하고 있다. 리파이낸싱은 기존 대출의 만기가 도래할 경우 새로운 대출로 상환하는 구조를 의미하는데, 금리 상승과 금융시장의 불안정한 환경으로 신규 대출의 금리 수준이 높아지고, 자금 조달이 어려워지면서 기존 투자 구조를 유지하기가 어려워졌다. 이러한 요인들은 레버리지 기반 투자 전략의 지속 가능성을 악화시키는 주요 원인으로 작용하고 있다.

결과적으로 최근의 지정학적 리스크와 거시경제 환경 변화는 대체투자 시장에서 레버리지 중심 투자에서 벗어나 보다 안정적인 현금흐름 기반 투자로의 구조적 전환을 유도하고 있으며, 이는 향후 기금운용 전략에도 중요한 시사점을 제공하고 있다. 본 자료에서는 레버리지 기반 투자 구조의 형성과 변화 과정을 검토하고, 최근 고금리 환경에서 나타나는 구조적 한계를 분석하고자 한다. 이를 통해 대체투자 시장에서 나타나는 투자 구조의 변화 양상을 검토하고, 국민연금의 기금운용 전략이 어떻게 변화하고 있는지를 분석한다. 아울러 이러한 변화를 통해 향후 기금운용 관점에서 요구되는 리스크의 관리 방향과 전략적 시사점을 도출하고자 한다.

## II. 레버리지 투자 구조의 변화

### 1. 저금리 환경에서의 레버리지 투자 구조

레버리지(Leverage)란 사전적으로 ‘지렛대’라는 의미처럼, 투자자가 보유한 자기자본에 타인자본

2) “美 Fed 기준금리 전망, 연말까지 인하→인상 뒤집혀”, 한경 글로벌마켓(2026.3.21.)

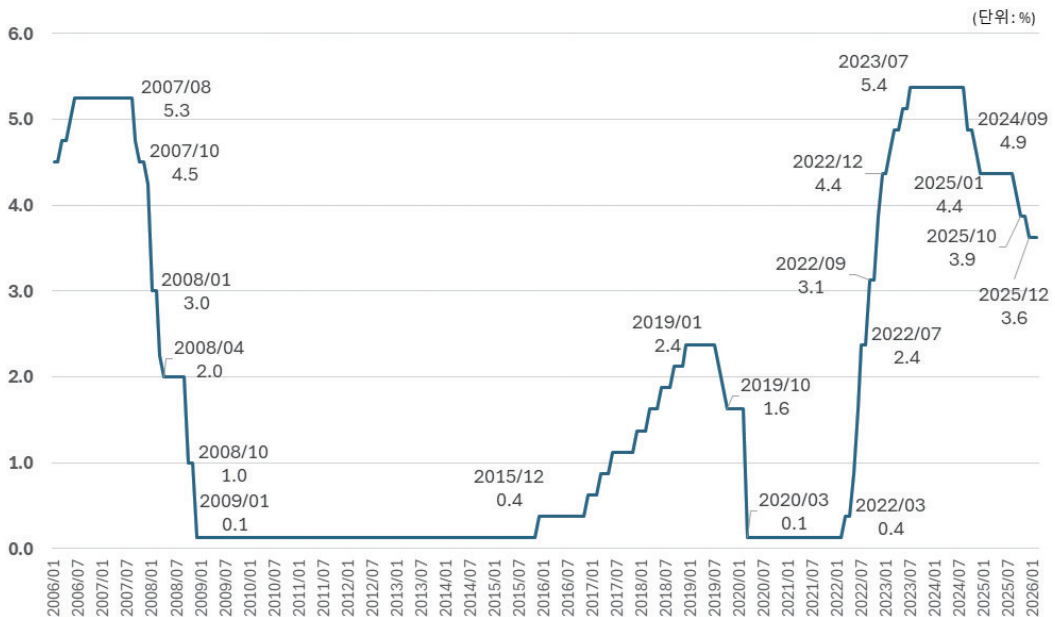
인 대출금을 더해 전체 투자 규모를 키움으로써 자기자본 대비 수익률을 극대화하는 방식이다. 대체 투자 시장에서 레버리지는 자산의 기대수익률과 차입 금리 간의 차이(스프레드)를 활용해 수익률을 높이는 수단으로 활용되어 왔다. 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후 장기간 지속된 저금리 환경은 자금 조달 비용을 크게 낮추며 레버리지 투자가 확대되는 기반으로 작용하였다.

레버리지 투자는 2008년 글로벌 금융위기 이후 전 세계적인 저금리 기조로 더욱 빠르게 확산되었다. 주요국 중앙은행이 경기 부양을 위해 금리를 인하하고 유동성을 공급하면서, 자금을 조달하는 비용이 크게 낮아졌기 때문이다. 미국 기준금리는 금융위기 이전 약 5%의 수준에서 2008년 이후 0~0.25% 수준까지 급격하게 하락하였고, 이후 2015년까지 낮은 수준이 지속되었다. 유럽중앙은행(ECB) 기준금리 역시 2008년 약 4.25%에서

2014년 0.05% 수준까지 하락하였다. 이러한 환경에서는 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있게 되면서, 레버리지를 활용해 투자 규모를 확대하는 전략이 더욱 유리하게 작용하였다.

이 시기 대체투자 시장에서는 자산 취득 단계에서 차입을 활용하는 전통적인 구조가 중심이었다. 대표적으로 사모주식(PE) 분야의 LBO(Leveraged Buyout)와 부동산·인프라 분야의 PF(Project financing)가 있다. LBO는 인수 대상 기업의 자산이나 현금흐름을 기반으로 인수 자금의 상당 부분을 차입으로 조달하는 방식이며, PF는 특정 프로젝트에서 발생하는 미래 현금흐름을 담보로 자금을 조달하는 구조이다. 이러한 방식은 저금리 환경에서 차입 비용이 낮아지면서 투자 규모 확대와 수익률 제고에 효과적으로 활용되었으며, 실제로 글로벌 사모주식 연간 자금 모집 규모는 금융위기 직후인 2009년 약 1,600억 달러 수준에서 2015년 약

[그림 2] 미국 중앙은행 정책금리 변화



자료 : 한국은행 경제통계시스템 - 국제 주요국 중앙은행 정책금리

3,600억 달러 이상으로 증가하는 등 레버리지를 활용한 투자 활동이 빠르게 확대되었다.

2010년대 중반 이후, 대체투자 시장으로 자금 유입이 증가하고 미집행 자금(dry powder)이 빠르게 누적되면서, 운용사 간 투자 기회 확보 경쟁이 심화되었다.<sup>3)</sup> 이러한 환경에서는 제한된 투자 기회를 보다 효율적으로 활용할 필요성이 커졌으며, 이에 따라 자금 운용 방식에도 변화가 나타나기 시작하였다. 과거에는 개별 자산을 매입하는 시점에서 해당 자산이나 프로젝트를 담보로 차입을 활용하는 구조가 중심이었다면, 이후에는 투자 시점에 국한되지 않고 투자 전후의 자금 운용 과정에서도 자금을 조달하는 방식이 확대되기 시작하였다. 이러한 흐름 속에서 서브스크립션 라인(Subscription Line)과 NAV 파이낸싱(NAV Financing)이 점차 시장의 주요한 수단으로 자리 잡기 시작하였다.

서브스크립션 라인은 투자 대상 자산이 아니라 투자자의 미납입 약정자금을 기반으로 자금을 조달하는 구조로, 투자 이전 단계에서 자금을 확보해 투자 집행 시점을 앞당길 수 있다.<sup>4)</sup> 이러한 구조는 실제 자본 호출(Capital call) 시점을 지연시키고, 자금 투입 시점의 차이를 통해 내부수익률(IRR) 등 성과 지표에 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어, 펀드가 1,000억 원의 투자 약정을 확보한 경우, 일반적으로는 투자 시점에 투자자에게 자금 납입을 요청하여 투자금을 조달하지만, 서브스크립션 라인을 활용하면 은행 차입을 통해 선제적으로 투자를 집행한 이후 투자자 자금을 호출하여 상환할 수 있다. 이 경우 투자자 자금의 실제 투입 시점이 지연되면서 동일한 성과라도 투자 기간이 단축된 것으로 계산되어 IRR이 높게 나타날 수 있다.

한편, NAV 파이낸싱은 펀드가 보유한 투자 자산의 가치(순자산가치, Net Asset Value)를 담보로 자금을 조달하는 방식으로, 투자 이후에도 추가적인 유동성을 확보할 수 있다는 특징이 있다.<sup>5)</sup> 예를 들어, 보유 자산의 순자산가치(NAV)가 1,000억 원인 경우 이를 담보로 자금을 차입할 수 있으며, 운용사는 이를 투자자 배분이나 추가 투자 재원으로 활용할 수 있다. 이후 자산에서 발생하는 현금 흐름이나 매각대금을 통해 해당 차입금을 상환하는 구조이다. 이를 통해 운용사는 자산의 실제 매각(exit) 없이도 유동성을 확보할 수 있으며, 경우에 따라 투자자에 대한 배분이나 추가 투자 재원으로 활용될 수 있다.

NAV 파이낸싱은 2000년대 중반부터 존재하였으나, 초기에는 일부 펀드를 중심으로 제한적으로 활용되는 보조적인 수단에 머물렀다. 2017년 이후 시장 규모가 연간 10억 달러를 넘어서면서 본격적으로 확대되었고, 특히 COVID-19 시기를 거치면서 포트폴리오 기업의 재무 부담 증가에 대응하거나 운용 효율을 높이기 위한 수단으로 활용이 증가하였다.

이처럼 저금리 환경에서의 레버리지 구조는 단순히 부족한 자금을 보완하는 수단을 넘어, 자금 투입 시점과 운용 방식을 조정함으로써 자본 운용의 효율성을 높이는 방향으로 활용되었다.

## 2. 고금리 전환과 레버리지 투자 구조의 한계

2022년 이후, 글로벌 인플레이션 압력이 확대되면서 주요국 중앙은행은 빠르게 통화정책을 긴축 기조로 전환하였다. COVID-19 이후 대규모 재정·

3) "GLOBAL PRIVATE EQUITY REPORT 2018", BAIN&COMPANY(2018.2).

4) "Subscription Lines of Credit and Alignment of Interests", ilpa(2017.6).

5) NAV lending, Wikipedia



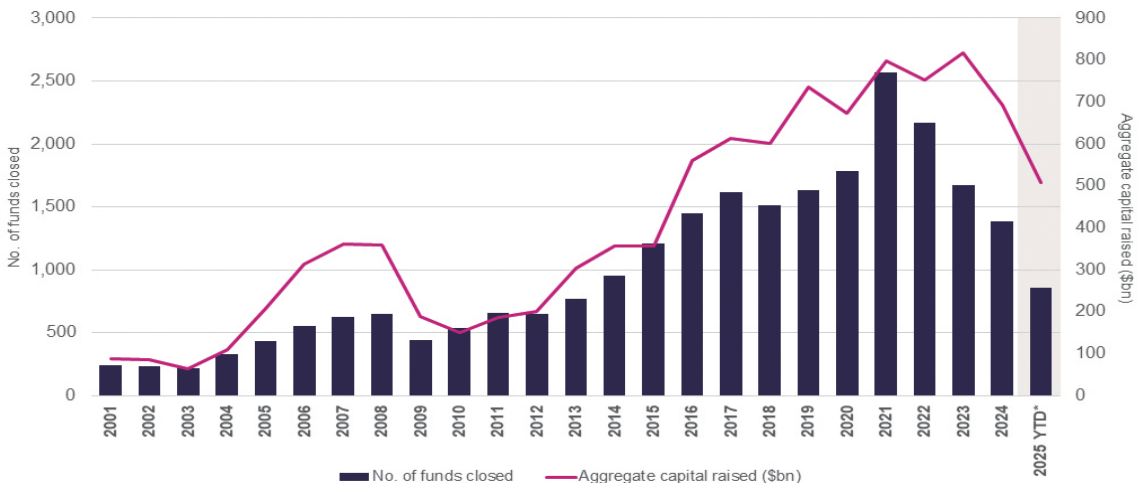
통화 완화로 시중 유동성이 크게 증가하였으며, 공급망 문제와 에너지 가격 상승이 겹치면서 물가 상승률이 급격히 높아졌고, 이에 대응하기 위해 기준금리가 단기간 내 큰 폭으로 인상되었다.<sup>6)</sup> [그림 2]와 같이 미국의 기준금리는 2022년 초 약 0~0.4% 수준에서 출발하여 2023년 중반 약 5% 이상까지 상승하는 등 빠른 속도의 금리 인상이 이루어졌다. 이러한 급격한 금리 환경 변화는 저금리 기조를 전제로 확장되어 온 레버리지 투자 구조 전반에 구조적인 제약 요인으로 작용하기 시작하였다.

저금리 환경에서는 차입 금리가 낮게 유지되면서 자산의 기대수익률과 차입 비용 간의 차이(스프레드)가 확대되는 구조가 형성되었고, 이는 레버리지 활용을 통해 자기자본 수익률을 높이는 전략이 가능한 환경이었다. 그러나, 금리가 상승하면 차입 비용이 빠르게 증가하면서 동일한 투자 구조에서도 수익률이 저하되거나, 자산 수익률이 차입 비용을 하회하는 역레버리지(negative leverage) 상황이 발생할

가능성이 높아진다. 이는 레버리지 구조 자체의 경제성을 약화시키는 요인으로 작용하게 된다.

이러한 변화는 [그림 3]과 같이 사모주식 시장 규모의 변화에서도 확인할 수 있다. 글로벌 사모주식 시장의 자금 모집 규모는 저금리 환경 하에서 2021~2022년 약 7,000억~8,000억 달러 수준까지 확대되었으나, 금리 인상이 본격화된 이후 2023년에는 약 6,000억 달러 수준으로 감소하고, 2024년에는 약 5,000억 달러 수준까지 하락하게 된다. 특히 2025년 들어서는 약 3,000억 달러 내외 수준까지 급감하는 모습이 관찰되며, 이는 고금리 환경이 투자 활동과 자금 조달에 직접적인 영향을 미치고 있음을 보여준다. 또한, 사모주식 펀드 조성 건수 역시 감소세를 보이고 있다. 2021~2022년 약 2,500개 내외까지 증가하였던 펀드 수는 이후 점진적으로 감소하여 2024년 약 1,700개 수준, 2025년에는 약 800~900개 수준으로 크게 줄어든 것으로 나타난다. 이는 투자 기회 감소뿐 아니라 자금 조달

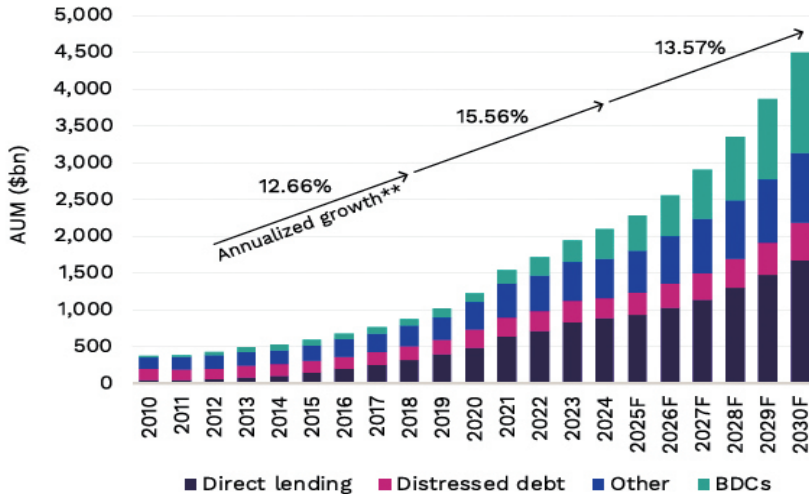
[그림 3] 사모주식 투자규모 추이



자료 : preqin

6) "Recession risk, rate rises drive down private equity deal volumes to 4-year low", Reuters(2026.6.26).

[그림 4] 전략별 사모대출 AUM 추이



자료 : preqin

여건 악화, 투자자(LP)의 출자 여력 위축 등이 복합적으로 작용한 것으로 보인다.

고금리 기조가 장기화되어 인수금융 비용이 증가하면서 레버리지 기반 거래가 위축되고, 사모주식 시장의 투자 및 회수 과정 전반이 정체되는 현상이 나타나고 있다.<sup>7)</sup> 이러한 환경 속에서 대체투자 시장은 기존의 고레버리지(high leverage) 전략에서 벗어나, 하방 리스크를 관리하면서 안정적인 현금흐름을 확보하는 방향으로 점차 재편되고 있다. 첫째, 사모대출(Private Credit) 시장의 역할이 확대되고 있다. 기업들은 기존 은행 대출을 보완하거나 대체할 수 있는 수단으로 사모대출을 활용하

는 사례가 증가하고 있다.<sup>8)</sup> Preqin 보고서에 따르면, 2025년 사모대출의 글로벌 운용자산(AUM)은 약 1.62조 달러로 전년 대비 8.6% 증가하였다. 시장에서는 LP들이 안정적인 수익과 유동성을 추구하는 경향이 강화되면서 Interval fund<sup>9)</sup>나 BDC<sup>10)</sup> 등 유동성 기능을 갖춘 투자 상품의 비중이 확대되고 있다. 한편, [그림 4]와 같이 전략별로는 Direct lending<sup>11)</sup>이 약 221억 달러로 가장 큰 비중을 차지하면서, 안정적인 이자 수익 기반의 현금흐름을 선호하는 추세가 나타나고 있다.

둘째, 세컨더리(Secondary)<sup>12)</sup> 및 컨티뉴에이션 펀드(Continuation Fund)<sup>13)</sup> 구조가 확대되고 있

7) "How's the PE Winter looking?", Financial Times(2024.4.25.)

8) "Private credit in emerging markets surges to record, industry group says", Reuters(2026.2.26)

9) Interval fund는 유동성이 낮은 대체 자산에 투자하며, 분기/반기/연간 등 정해진 특정 주기(Interval)에만 환매(투자금 회수)를 허용하는 폐쇄형 펀드

10) BDC(Business Development Company)는 개인 투자자들도 자금을 모아 비상장 벤처-혁신 기업에 간접 투자할 수 있는 상장형 공모 펀드

11) Direct lending은 은행을 거치지 않고 사모펀드나 기관투자자가 기업에 직접 자금을 대출하는 방식으로 고정 또는 변동 이자 수익을 기반으로 안정적인 현금흐름을 창출

12) 세컨더리(Secondary)는 펀드의 만기가 다가오는데 IPO나 M&A가 어려운 상황에서 보유 지분을 다른 운용사나 전문 세컨더리 펀드에 매각하여 수익을 확정 짓는 방식

13) 컨티뉴에이션 펀드(Continuation Fund)는 사모펀드 운용사가 만기가 된 기존 펀드의 우량 자산을 매각하지 않고, 새로 조상한 펀드로 이전하여 장기간 보유하며 수익을 추구하는 투자 구조

다.<sup>14)</sup> 예를 들어, 사모펀드가 보유한 기업의 매각이 시장 환경 악화로 지연되는 경우, 해당 지분을 외부 투자자에게 매각하여 회수하거나(세컨더리), 또는 신규 펀드로 이전하여 추가적인 가치 상승을 기대하며 보유할 수 있다(컨티뉴에이션 펀드). 이 과정에서 기존 투자자는 지분을 매각해 현금을 회수하거나 신규 펀드에 계속 투자하는 선택이 가능해진다.

금리 상승으로 투자 회수(Exit)가 어려워지면서, 사모펀드 운용사들은 기존 보유 자산을 외부에 매각하기보다 새로운 펀드로 이전하는 방식의 거래를 확대하고 있다. 이는 인수금융 비용 상승과 시장에서 적정 가격으로 자산을 매각하기 어려워지면서, 기존의 IPO(Initial Public Offering)<sup>15)</sup>나 전략적 매각에 의존하던 회수 방식이 제한되면서 나타난 현상이다. 기존 자산을 유지하면서 투자 기간을 연장하고 유동성을 확보하려는 거래가 증가하고 있으며, 운용사는 추가적인 가치 상승을 추구할 수 있다. 동시에 투자자는 일정 부분 자금을 회수하거나 투자를 유지하는 선택이 가능해진다.

셋째, 자본 구조 재조정 및 구조조정 투자도 확대되고 있다. 금리 상승과 시장 불확실성으로 기업의 재무 부담이 커지면서, private credit 시장에서는 구조조정이 점차 증가하는 추세를 보이고 있다. 최근에는 법정 절차에 의존하기보다, 채권자와 차입자 간 협의를 통한 워크아웃(workout) 중심의 비법정 구조조정이 확대되고 있으며, 리파이낸싱이나 만기 연장과 같은 방식이 주요 수단으로 활용되고 있다.<sup>16)</sup> 또한, 재무 상태가 악화된 기업에 대해서는 채권을 지분으로 전환하거나 경영권

을 이전하는 방식의 구조조정도 확대되고 있다. 이러한 방식은 법정 파산에 비해 비용과 시간이 적게 들고, 기업의 부채 부담을 신속하게 줄일 수 있다는 점에서 활용도가 높다. 아울러 사모펀드 운용사가 포트폴리오 기업에 추가 자금을 투입하는 사례도 증가하면서, 기업의 구조조정을 지원하는 역할을 하고 있다.

이처럼 고금리 환경에서는 단순한 레버리지 확대 전략에서 벗어나, 현금흐름 중심의 투자, 자산 가치 개선, 구조조정 및 유동성 관리 등 보다 보수적이고 실질적인 가치 창출 중심의 투자 방식으로 전환되는 특징이 나타나고 있다.

### III. 대체투자 전략의 구조적 변화와 시사점

#### 1. 대체투자 전략의 구조적 변화

이러한 글로벌 투자환경 변화 속에서 연기금의 대체투자 전략 또한 점진적으로 변화하고 있다. 금리 상승과 변동성이 확대되는 환경에서는 레버리지 활용에 따른 위험이 부각되면서, 주요 기관투자자들은 레버리지 관리 강화를 주요한 과제로 인식하고 있다. 이에 따라 투자 의사결정 과정에서 LTV(Loan-to-Value)<sup>17)</sup> 수준, 금리 민감도, 차입 구조의 안정성 등에 대한 사전 점검이 강화되고 있으며, 금리 상승 시나리오를 반영한 스트레스 테스트<sup>18)</sup>도 중요하게 활용되고 있다.

CalPERS 투자위원회에 제출된 외부 자문 보고

14) "Funds for wealthy investors snap up expensive private equity stakes", Financial Times(2025.5.11.)

15) IPO(Initial Public Offering)은 사모펀드가 투자한 기업을 거래소에 상장시켜 보유 지분을 일반 투자자에게 매각함으로써 현금화하는 대표적인 투자 회수 수단

16) "A Test of Endurance: 2025 Private Credit Restructuring Year in Review", Proskauer(2026.1.27.)

17) LTV(Loan to Value)는 주택을 담보로 돈을 빌릴 때, 집값 대비 대출 가능한 금액의 비율

18) Stress test는 금리 급등, 부동산 폭락 등 극단적이고 예외적인 시나리오 하에서 은행 및 금융회사의 손실을 추정하는 리스크 관리 기법

서에 따르면, CalPERS 부동산 포트폴리오의 LTV는 약 35% 수준으로 벤치마크(약 27%) 대비 높은 수준의 레버리지를 활용하고 있는 것으로 나타난다. 이러한 레버리지는 부동산 가격 상승 시 수익률을 확대시키는 반면, 가격 하락 시에는 성과를 저하시킬 수 있는 요인으로 작용한다. CalPERS 부동산 포트폴리오의 순영업소득 대비 부채상환비율(DSCR)은 약 2.3배 수준으로 나타나 상환 능력이 충분한 것으로 평가되며, 관련 지표는 정책 기준인 LTV 50% 미만, DSCR 1.5배 초과 내에서 유지되고 있는 것으로 보인다.

또한, CalPERS는 레버리지를 기금 전체의 위험 및 유동성 관리 체계 내에서 통합적으로 관리하고 있다. 2025년 6월 기준<sup>19)</sup>, CalPERS PERF(Public Employees' Retirement Fund, CalPERS가 운영하는 가장 대표적인 공무원 퇴직연금 자산을 운용하는 펀드)의 총 레버리지는 9.0%이며, 이 중 5.0%는 벤치마크 대비 초과분인 Active leverage로 나타난다. Active leverage<sup>20)</sup>는 운용 조직이 전략적 자산배분 범위를 넘어 추가적으로 투자 노출을 확대하기 위해 활용되는 레버리지로, 정책 한도인 15% 이내에서 관리된다.

레버리지는 펀드와 프로그램으로 구분하여 관리된다. 먼저 펀드 단위에서는 LLER(Low Liquidity Enhanced Return), Opportunistic Strategies, Active Funding Strategies 등 특정 운용 전략을 통해 차입을 활용한 레버리지 노출이 발생하며, 이를 통해 레버리지 활용의 발생 원인을 파악할 수 있다. 반면, 프로그램 단위에서는 실물자산(부동산) 등 자산군별로 벤치마크 대비 추가적으로 발생한 Active leverage를 측정한다. 이를 통해 해당 자산

군이 시장 기준 대비 얼마나 큰 규모의 위험에 노출되어 있는지 평가가 가능하며, 이러한 구조는 레버리지의 총량뿐 아니라 발생 구조까지 함께 관리하는 체계로 볼 수 있다.

또한 CalPERS는 레버리지를 유동성과 연결지어 관리한다. 레버리지 사용 시 시장 충격이 발생할 경우, 차입 상환이나 추가 담보 요구 등으로 단기적인 현금 수요가 급증할 수 있기 때문에 유동성 확보가 필수적이다. 따라서 CalPERS는 30일 스트레스 시나리오 기준 유동성 커버리지 비율(LCR)을 1.3배 수준으로 유지하고 있다. 이는 단기 유동성 수요 대비 1.3배 이상의 유동성 대응 여력을 확보하고 있음을 의미한다. 또한 자금조달 구조와 현금 보유 수준을 탄력적으로 조정하고, 다양한 시나리오 기반 스트레스 테스트를 통해 레버리지 구조의 지속가능성을 점검하고 있다.

한편 CalPERS는 자산에 내재된 implicit (embedded) leverage를 고려하며, 이는 기금이 직접 차입하지 않더라도 투자자산의 재무제표상에 존재하는 부채를 모니터링하는 것을 의미한다. 투자자는 자기자본으로 주식을 매입하지만 해당 기업이 이미 부채를 활용하고 있다면, 결과적으로 투자자는 간접적으로 레버리지에 노출될 수 있다. 이러한 내재 레버리지 수준은 자산군별로 차이가 있으며, 일반적으로 CalPERS 분석에 따르면 공모주식은 약 1.5배, 사모주식은 1.4~1.8배, 사모대출은 1.8~2.8배, 부동산은 약 1.4배 수준으로 나타난다. 이는 자산군별로 내재된 부채 활용 정도가 다르다는 것을 의미하며, 동일한 투자라도 실제 위험 수준은 크게 달라질 수 있음을 보여주고 있다.

또한, CalPERS는 사모자산에서 활용되는

19) "Trust Level Review", CalPERS(2025.6).

20) Active leverage는 전체 기금 레버리지 중 운용인력에 의해 통제되며, 전략적 자산배분 범위를 넘어서는 추가적인 익스포저에 자금을 조달하기 위해 사용되는 부분

**[그림 5]** CalPERS 자산군별 Embedded Leverage 수준

| Asset Class             | Embedded Leverage <sup>1,2</sup> |
|-------------------------|----------------------------------|
| Public Equity           | ~ 1.5 x                          |
| Private Equity          | 1.4 ~ 1.8 x                      |
| Private Debt            | 1.8 ~ 2.8 x                      |
| Real Estate (Benchmark) | ~ 1.4 x                          |

Exhibit 6.15

<sup>1</sup> Embedded leverage shown represents Enterprise Value to Equity Ratio. Embedded leverage for Public Equity, Private Equity, Private Debt is estimated based on industry research

<sup>2</sup> Public Equity, Private Equity, and Real Estate (Benchmark) are estimates at the company/property level and Private Debt is an estimate at the fund level

자료 : CalPERS Trust Level Review(2025.6)

subscription financing을 별도로 모니터링한다. 이는 펀드가 투자 시점에 투자자 자금을 즉시 호출하지 않고 은행 차입을 통해 자금을 선집행하는 방식으로, 일시적인 레버리지 확대와 유동성 부담을 발생시킬 수 있다. 이처럼 CalPERS는 이러한 구조가 기금의 현금흐름과 위험에 미치는 영향을 별도로 점검하고 있다.

국민연금 또한 2024년 국민연금 성과평가 보고서를 통해 부동산 포트폴리오의 위험관리기준을 점검하며, 레버리지 및 자산 구성 전반에 대한 관리 수준을 확인하고 있다. 점검 결과, 투자전략, 섹터, 운용사, 개별자산, 투자지역, 만기 구조 등 주요 위험관리 지표가 모두 기준 범위 내에서 관리되고 있는 것으로 나타났다. 특히 레버리지 측면에서는 부동산 포트폴리오 평균 LTV가 37.2%, 국내 부동산 핵심투자의 평균 LTV가 26.5%로 각각 관리 기준인 70% 이하 및 50% 이하를 충분히 하회하는 수준이다. 이는 차입을 활용하되 과도한 레버리지 확대를 지양하고, 금리 상승 및 자산가격 조정 가능성에 대비한 보수적인 차입 구조가 유지되고 있음을 보여주는 것이다. 또한, 개발사업 비중 4.5%, 개별자산

및 운용사 비중 모두 기준 대비 낮은 수준을 유지하고 있어, 포트폴리오 전반의 리스크가 안정적으로 관리되고 있는 것으로 판단된다.

이와같은 보수적인 리스크 관리 기조는 투자 전략의 변화로도 이어지고 있다. 국민연금의 사모대출(Private Credit) 투자 확대 역시 주요한 구조적 변화로 나타나고 있다.<sup>21)</sup> 별도의 사모대출 투자 조직인 '사모대출투자팀' 신설을 통해 해당 자산군을 독립적으로 운용하는 체계를 구축하고 있다. 이는 고금리 환경에서 상대적으로 안정적인 이자 수익을 확보할 수 있다는 점과 전통적인 Buyout 투자<sup>22)</sup> 대비 회수 불확실성이 낮다는 점이 반영된 결과로 볼 수 있다. 사모대출은 기업에 대한 직접 대출 형태로 이루어지며, 담보 설정과 계약 조건(covenant)을 통해 재무 건전성을 관리하는 구조를 가지며, 하방 위험을 일부 통제할 수 있는 특징을 가진다. 투자 유형에는 senior loan<sup>23)</sup>, direct lending 중심의 전략은 안정적인 현금흐름을 창출하는 수단으로 활용되고 있으며, 시장 변동성이 확대되는 환경에서 기관투자자의 핵심적인 투자 분야로 부상하고 있다.

투자 방식 측면에서도 국민연금은 단순한 펀드

21) "[진화하는 사모 크레딧] 바이아웃 대신 '크레딧', LP머니가 움직였다", the bell News(2025.12.8.)

22) Buyout 투자는 사모펀드 등이 기업의 경영권 확보가 가능한 수준을 인수하여 기업 가치를 높인 뒤 재매각해 수익을 내는 경영권 인수 방식

23) Senior loan은 기업의 자본구조에서 상환 우선순위가 가장 높은 대출을 의미, 상대적으로 위험이 낮고 안정적인 수익을 제공하는 신용투자



〈표 1〉 부동산 섹터 유형과 특징

| 점검 기준 | 위험관리 기준                                          | 포트폴리오 현황                                               | 점검 결과 |
|-------|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------|
| 투자전략  | 핵심(Core/Core+) 자산 비중 50% 이상                      | 핵심자산 비중 : 69.5%                                        | 기준 준수 |
| 섹터    | 개별 섹터 비중 60% 이하                                  | 사무용 부동산 비중 : 40%                                       | 기준 준수 |
| 위탁운용사 | 개별 운용사 비중 30% 이하                                 | 개별 운용사 최대 비중 : 7.9%                                    | 기준 준수 |
| 개별자산  | 개별자산 비중 10% 이하                                   | 개별 자산 최대 비중 : 3.6%                                     | 기준 준수 |
| 투자지역  | 선진국 제외 비중 20% 이하                                 | 선진국 제외 비중 : 4.8%                                       | 기준 준수 |
| 투자만기  | 단일연도 비중 30% 이하                                   | 2027년 비중 : 13.6%                                       | 기준 준수 |
| 레버리지  | 부동산 포트폴리오 평균 LTV 70% 이하,<br>국내부동산 핵심투자 평균 50% 이하 | 부동산 포트폴리오 평균 LTV : 37.2%,<br>국내부동산 핵심투자 평균 LTV : 26.5% | 기준 준수 |
| 개발사업  | 개발사업 비중 20% 이하                                   | 개발사업 비중 4.5%                                           | 기준 준수 |

자료 : 2024년 국민연금 기금운용 성과평가 보고서

투자 중심의 간접 투자 방식에서 벗어나 공동투자(co-investment)<sup>24)</sup>, 사이드카(sidecar)<sup>25)</sup>, 직접 투자 등 보다 다양한 형태의 투자 구조가 활용되고 있다.<sup>26)</sup> 이러한 투자 방식은 운용보수 및 성과보수 부담을 절감하면서, 개별 투자 자산에 대한 통제력과 정보 접근성을 높일 수 있다는 점에서 중요성이 커지고 있다. 또한 공동투자를 통해 우량 자산에 대한 접근성을 확보하고, 투자 집행 속도를 높이려는 전략적 목적도 반영되고 있다.

이와 같은 변화는 연기금의 투자 패러다임이 구조적으로 전환되고 있음을 시사한다. 과거에는 레버리지 확대와 자산 가격 상승에 기반한 수익 창출이 주요 전략이었다면, 최근에는 현금흐름의 안정성과 재무구조의 건전성을 중심으로 한 투자가 보다 중요하게 부각되고 있다.

## 2. 시사점

레버리지 관리는 단순한 차입 규모 통제가 아니라, 기금 전체의 위험 및 유동성 관리 체계 내에서 통합적으로 이루어지고 있다. 특히 CalPERS는 총 레버리지와 active leverage를 구분하고 정책 한도를 설정함으로써 운용 조직의 운용 범위를 설정하고 있다. 또한, 레버리지의 발생 원인을 전략 및 자산군 단위로 세분화하여 관리하고, 스트레스 시나리오를 통해 유동성 커버리지를 점검하고, 시장 충격 시에도 포트폴리오의 안정성을 유지하고 있다.

향후 기금운용에서 레버리지 관리의 방향은 레버리지 수준 자체보다 레버리지의 발생 구조, 자산에 내재된 레버리지, 유동성 대응력 등을 종합적으로 고려하는 체계로 발전할 필요가 있다. LTV나

24) 공동투자(co-investment)는 기관투자자가 사모펀드에 출자하는 것과 별도로, 해당 펀드가 투자하는 개별 자산에 직접 투자하는 방식을 의미하며, 일반적으로 운용사가 투자 기회를 발굴하면, 출자자(LP)가 추가 자금을 투자하는 구조로 이루어짐

25) 사이드카(sidecar)는 특정 투자 기회를 위해 기존 펀드와 별도로 설정되는 보조 투자구조를 의미하며, 메인 펀드와 동일한 투자 전략을 공유하되, 추가적인 자금을 모집하여 특정 거래에 집중하는 투자 방식

26) "[K-LP 미국 출자지도]국민연금, 테크 공동투자 확대...VC 출자 예고", the bell News(2025.11.10.)  
"국민연금, 1.5조 출자 사업 속도", 매일경제(2024.5.13.)

DSCR(Debt Service Coverage Ratio, 부채상환 능력 지표) 등 재무지표를 활용한 차입 구조 점검과 함께 자산별 현금흐름의 지속 가능성과 상환 구조를 같이 고려하는 통합적 리스크 관리가 요구된다.

또한, 레버리지와 유동성을 연계한 관리 체계 구축도 중요하다. 금리 상승과 변동성이 확대되는 환경에서는 차입 상환이나 담보 요구 등으로 단기 유동성 수요가 확대될 수 있으므로 스트레스 시나리오를 통한 유동성 점검과 자금조달 관리가 함께 이루어져야 한다. 자산배분 측면에서도 자산 자체에 내재된 레버리지 수준까지 고려한 투자 의사결정

이 필요하다. 동일한 자산군 내에서도 실제 위험 수준이 상이할 수 있어 보다 정교한 위험 관리 체계가 요구된다.

결론적으로 최근 연기금의 대체투자 전략은 레버리지 확대를 통한 수익 추구에서 벗어나, 레버리지 구조, 유동성, 현금흐름을 통합적으로 고려하는 방향으로 전환되고 있다. 이러한 변화는 향후 국민연금 기금운용에서도 투자 구조의 안정성과 리스크 관리 역량을 핵심적인 경쟁 요소로 만드는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

## 참고문헌

- 국민연금연구원. (2025.11). 2024년 국민연금 기금운용 성과평가보고서.
- CalPERS. (2025.3). CalPERS Investment Committee, Agenda Item 6a, Attachment 5: Semi-Annual Real Estate Performance Review.
- Bain&Company. (2018.2). Global Private Equity Report 2018.
- Preqin. (2025.12). Private Equity in 2026,
- Ilpa. (2017.6). Subscription Lines of Credit and Alignment of Interests.
- CalPERS. (2025.6). Trust level Review.

# 일본의 사례를 통해 본 스튜어드십 활동과 국민연금기금에의 시사점

정다빈(국민연금연구원 주임연구원)



## I. 서론

국민연금기금은 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙」(그림 1) 도입 이후 수탁자책임 활동을 본격화하며, 의결권 행사 내역의 공개, 책임투자 확대, ESG 통합 운용체계 정비 등 제도적 기반을 지속적으로 확충해왔다. 이러한 변화는 국민연금이 단순한 재무적 투자자를 넘어, 자본시장 내 주요 행위자

로서 기업의 중장기 가치 창출과 시장의 지속가능성에 영향을 미치는 존재임을 자각한 결과라 할 수 있다. 아울러, 국민연금은 상장기업에 광범위하게 투자하는 유니버설 오너(universal owner)로서, 개별 기업의 성과뿐 아니라 시장 전체의 건전성과 장기 성장 잠재력에 대한 이해관계를 동시에 지닌다.

국민연금기금 스튜어드십 활동의 기반과 배경을 확인하기 위해서는 상위 범주인 책임투자에 관한

### [그림 1] 국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)

#### 제17조의2(수탁자 책임에 관한 원칙)

국민연금 수탁자 책임 활동의 투명성 및 독립성 강화, 기금의 장기 수익을 제고하기 위해 한국 스튜어드십 코드인 기관 투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙을 도입하고 기금운용위원회가 별도로 정한 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙」에 따라 이행한다.

#### 수탁자책임에 관한 원칙

- (원칙1) 수탁자 책임 정책 제정·공개
- (원칙2) 이해상충 방지 정책 제정·공개
- (원칙3) 투자대상회사에 대한 주기적 점검
- (원칙4) 수탁자 책임 활동 지침 마련 및 주주활동 수행
- (원칙5) 의결권 정책 제정·공개, 행사내역·사유 공개
- (원칙6) 수탁자 책임 활동 주기적 보고
- (원칙7) 수탁자책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 제고

#### 국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침

- 제1편(총칙): 목적, 적용범위, 기본원칙, 수탁자 책임 활동의 내용, 의사결정 주체
- 제2편(책임투자): 대상, 환경·사회·지배구조 등 비재무적 요소, 고려 방식
- 제3편(주주권 행사)
  - 의결권 행사(대상, 기본원칙, 세부기준 등)
  - 중점관리사안에 대한 수탁자 책임 활동(비공개대화, 비공개·공개중점관리기업 선정, 공개서한, 주주제안 등)
  - 예상하지 못한 우려에 대한 수탁자 책임 활동(대상, 준용기준)
  - 소송 제기(제소의 결정, 소송 의뢰, 손해배상소송의 제기, 준용규정 등)
- 제4편(공시 및 제출 등): 통보 및 공개, 공시 및 제출, 수탁자 책임 활동 보고서, 내부통제, 기록보관, 역량강화 등
- 별표: 국내주식·해외주식 의결권 행사 세부기준, 의결권 행사 내역 공시양식, 중점관리사안 선정기준

자료 : 2024 국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서

이해가 필요하다. 2024 국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서 내 책임투자의 정의에 따르면, 국민연금기금의 책임투자는 투자대상에 대한 의결권 행사 및 건설적 대화 등을 통해 ESG 관련 위험관리 능력 개선 및 기업가치 제고를 유도하는 주주권 행사(Stewardship)와 투자의사결정과정에서 ESG 요소를 고려하는 ESG 투자를 통해 이행될 수 있다고 밝히고 있다(〈표 1〉). 즉, 국민연금기금의 주주권 행사에 해당하는 스튜어드십 활동은 ESG 투자와 함께 책임투자를 구성하는 양 축인 것이다. 국민연금기금의 스튜어드십 활동은 수탁받은 자산의 장기적 가치 제고를 위해 투자자의 권리와 영향력을 행사하는 것이며, 의결권 행사, 기업과의 대화 등 관여활동, 주주 제안, 소송 제기 등을 포괄한다. 이에, 본 고에서는 의결권 행사, 기업과의 대화, 주주 제안, 소송 제기 등 책임투자 관점에서 투자대상 기업의 장기 가치 제고를 위해 투자자 권리와 영향력을 행사하는 행위를 통칭하여 ‘스튜어드십 활동’이라고

표현하기로 한다.

‘Plan-Do-See’ 관점은 계획-실행-점검 순으로 목표와 과업을 체계화하고 현 주기의 피드백을 반영하여 차기 안정적인 사이클 확립을 목표로 한다. ‘Plan-Do-See’의 관점에서 보면, 지난 8년간 국민연금기금 스튜어드십 활동은 Plan의 단계를 지나 Do 단계에 본격적으로 진입하여 법과 규정, 지침 등 제도적 개선과 함께 실무적으로 양질의 역량을 확충하는 모습이다. 이를 살펴볼 수 있는 국민연금기금 스튜어드십 활동의 주요 연혁은 다음과 같다(〈그림 2〉).

2018년 7월 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙」(스튜어드십 코드) 도입 이후 책임투자 관점에서의 수탁자 책임 활동의 토대를 마련하여 본격화되었다. 이후 국민연금기금은 2019년 「국민연금기금 책임투자 활성화 방안」, 「국민연금기금 적극적 주주활동 가이드라인」을 마련하였으며, 2020년 7월에는 「국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서」를

〈표 1〉 국민연금기금 책임투자 현황

| 구분                            |                             | 정의                                                                                                                                                                                                                                             | 비고                                                          |
|-------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| ESG 투자<br>(ESG Incorporation) | ESG 통합<br>(ESG Integration) | 위험조정수익을 개선하기 위한 목적으로 투자 분석 및 의사결정 프로세스 과정에서 ESG 요소를 고려하는 방식                                                                                                                                                                                    | 주식·채권(회사채 등) 운용 시 ESG 등급 고려 등                               |
|                               | 스크리닝<br>(Screening)         | 투자의 허용 여부를 사전에 정한 기준에 따라 적용하는 방식으로 ESG 관점에서 긍정적 또는 부정적으로 평가되는 특정 산업군 등을 투자 후보군에 포함(Positive Screening, Best-in-class Screening) 또는 제외(Negative Screening, Norms-based Screening)                                                               | 「석탄 관련 기업의 에너지 전환을 위한 투자전략」(’24.12월, 기금위 의결)에 따라 이행 예정      |
| 주주권 행사<br>(Stewardship)       |                             | 수탁받은 자산의 장기적 가치를 제고하기 위해 투자자로서 주어지는 권리와 영향력을 행사하는 방식<br><ul style="list-style-type: none"> <li>주주총회에서 의결권 행사</li> <li>비경영참여 주주활동 : 기업과의 대화 등 (비공개대화, 비공개 및 공개 중점관리기업 선정)</li> <li>경영참여 주주활동 : 주주제안 등</li> <li>소송제기 : 대표소송, 손해배상소송 등</li> </ul> | 국내·외 주식 의결권 행사, 국내주식 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려 사안에 대한 기업과의 대화수행 등 |

자료 : 2024 국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서



[그림 2] 국민연금기금 책임투자 및 스튜어드십 활동 이행 현황



자료 : 2024 국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서

발간하여 기금의 수탁자 책임 활동 성과를 투명하게 공시하기 시작했다. 2021년 6월에는 의결권 행사 등 기금의 주요 책임투자 활동 방향에 대한 정보를 투자대상 기업들과 공유하여 기업의 예측 가능성을 제고할 수 있도록 「이사회 구성·운영 등에 관한 국민연금기금 책임투자 방향 설명서」를 공개하였으며, 2022년 2월에는 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」을 개정하여 해외주식 의결권 행사 대상을 확대(보유 비중 0.5% 이상→0.3% 이상) 하였고 3월에는 국내주식 의결권 행사 시 전자투표 활용을 시작하기도 하였다. 2023년 3월에는 「국민

연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」 추가 개정을 통해 기후변화, 산업안전 관련 사안을 중점 관리사안에 추가하여 대상기업 중 해당 사안 관련 위험관리 수준 개선이 미진할 경우, 국민연금의 스튜어드십 활동 실시가 가능하도록 근거를 마련하기도 했다. 또한, 같은 해 12월에는 기금운용본부 내 '지배구조개선 자문위원회'를 설치하여 바람직한 지배구조, 의결권 행사 기준, 스튜어드십 코드에 대한 개선 방향을 기금이사에게 제시할 수 있도록 근거를 마련했다. 2024년 9월에는 해외주식에 대한 기업과의 대화 도입 방안(안)이 마련되어 동 방안에

따라 해외기업의 ESG 이슈에 대하여 대화를 수행할 수 있도록 하였다. 이처럼 국민연금기금의 스튜어드십 활동은 도입 이후 운용 지침의 수립과 개정, 전담 수행 실·팀 확대, 수탁자 책임 활동 공시 활성화 등 대내외적으로 외연을 확장해왔으며, 장기적 관점에서 기금 운용 수익성과 공공성에 기여할 수 있는 다양한 방면에 제도적 기반을 갖추어 왔다.

한편, ‘Plan-Do-See’의 ‘See’ 관점에서 보면, 제도적 기반과 실질적 역량을 확충해온 국민연금기금 스튜어드십 활동이 본래의 목적인 수탁 자산의 장기적 가치 제고 영향력에 어떠한 효과가 있었는지 점검해볼 필요도 있다. 국민연금기금의 스튜어드십 활동이 제도 설계와 도입(Plan), 활동 및 실적의 축적(Do)을 넘어, 실제로 투자대상 기업의 전략적 의사결정과 장기적 가치 창출에 어떠한 변화를 유도하고 있는지에 대한 통합적이고 실증적인 평가(See)도 시작되어야 할 것이다. 스튜어드십 활동은 공시와 보고, 주주의결권 행사, 기업과의 대화 및 관여, 주주 제안, 소송 제기 등 다양한 형태로 전개되고 있다. 이러한 활동이 장기적으로 투자 대상 기업의 가치 제고에 어떠한 영향을 미치고 있는지를 살펴볼 수 있다면, 그 결과를 바탕으로 향후 활동 방향이나 정책 및 성과 개선에 참고할 수 있다는 점에서 의미가 있다. 특히 활동의 양적 확대와 더불어 그 효과성을 점검하고 시사점을 도출하는 과정은 스튜어드십 체계의 이해를 심화하는 데 기여할 수 있을 것이다. 아울러 이러한 활동이 단기적 성과를 넘어 기업의 장기 투자 전략이나 위험관리 체계에 어떠한 변화를 수반하는지에 대한 탐색적 분석이 병행된다면, 스튜어드십 활동 수행과 장기적 가치 창출의 연관성에 관해 좀 더 신중한 해석의 단서와 그에 따른 정책적 시사점을 제공할 수 있을 것으로 보인다.

앞서 밝힌 문제의식 하에서 본 고는 국민연금기금 스튜어드십 활동이 안정적인 ‘Plan-Do-See’

사이클을 확립하는 데 참고가 될만한 해외 사례와 선행연구 정리를 통해 시사점을 도출하고자 한다. 이에, 본 고에서는 스튜어드십 활동의 선진 사례로 평가받는 일본의 공적 연기금 Government Pension Investment Fund(이하 GPIF) 공시자료와 일본 스튜어드십 및 기업 R&D 투자에 관한 연구논문을 각각 살펴보고 국민연금기금에의 시사점을 도출해보고자 한다. 먼저, 본 고에서는 II장에서는 일본의 스튜어드십 활동 수행 및 효과성 평가에 관한 일본 GPIF의 공시자료를 살펴보고 시사점을 도출하고자 한다. 일본 GPIF는 스튜어드십 활동에 관한 데이터 축적과 인과분석을 통해 활동 효과를 계량적으로 검증하는 내용의 보고서를 공시했다. 국민연금기금과 비교할 수 있는 공적 연기금인 일본 GPIF의 스튜어드십 활동 및 효과성 평가 사례에 관한 보고서 분석을 통해, 스튜어드십 활동의 수행과 평가에 관한 참고사항을 도출할 수 있다. 이어서 본 고 III장에서는 “James Routledge(2024), Investor stewardship disclosure and firm R&D investment”라는 일본 스튜어드십과 기업의 R&D 투자에 관한 연구논문을 간략히 살펴보고 시사점을 도출하고자 한다. 해당 연구는 일본 기업을 대상으로 스튜어드십 공시와 기업의 R&D 투자 간의 관계를 분석함으로써, 스튜어드십 활동이 기업 장기 투자에 미치는 영향을 실증적으로 규명하고 있다. R&D 투자는 장기 가치 창출의 핵심 요인이라는 점에서, 스튜어드십 활동이 기업의 전략적 의사결정과 미래 성장 잠재력에 미치는 영향을 이해하는 중요한 단서를 제공한다. 이처럼 본 고는 일본 스튜어드십 활동에 관한 GPIF 공시자료와 실증 연구 결과를 검토함으로써, 국민연금기금의 스튜어드십 활동이 도입·확대기에서 성과관리·안정화 단계로 발전하는 과정에서 참고할 수 있는 시사점을 제공하고자 한다.

## II. 일본 스튜어드십 활동 및 평가 사례

### 1. 일본 스튜어드십 코드

2010년 영국 재무보고위원회(Financial Reporting Council, 이하 FRC)에 의해 최초로 스튜어드십 코드가 하나의 규제 및 제도로 도입되었다. 영국에서 이루어진 스튜어드십 규제에 관한 초기 논의는 기관투자자 지분 소유 증가와 그에 따른 잠재적 부정적 결과들에 관한 우려를 주요 골자로 한다(Goergen et al., 2008; Cheffins, 2010). 특히 비교적 큰 규모의 자금과 영향력을 앞세운 기관투자자들이 투자수익을 추구하는 과정에서 투자대상 기업 경영진의 단기주의 성과를 우선시하게 유도할 수 있다는 점도 지적되었다(Hill, 2018). 이러한 영국의 스튜어드십 코드는 일본을 포함한 다른 국가들에서 스튜어드십 코드를 도입하는 초기 모델의 역할을 했다.

일본에서는 2014년 금융청(金融廳, Financial

Service Agency)에 의해 스튜어드십 코드가 도입되었다. 일본 스튜어드십 코드는 2014년 도입 이후 2017, 2020, 2025년까지 3번의 개정의 과정을 거쳐 총 8개의 원칙이 구성되었으며, 2025년 6월 기준 코드는 <표 2>와 같다. 일본 스튜어드십 코드는 ‘준수 또는 설명(comply or explain)’ 방식으로 운영되며, 일본 금융청은 각 기관투자자가 구체적인 조건과 상황에 적합한 방식으로 적용될 수 있도록 함을 명시하고 있다(FSA, 2025, para. 10). 코드 개정의 과정에서는 지속가능성 문제 및 의결권 자문기관, 투자 컨설턴트 등과 같은 서비스 제공자의 역할에 관한 사항이 추가되었다(FSA, 2017; FSA, 2020; FSA, 2025).

8개 원칙으로 표현되는 일본 스튜어드십 코드의 역할은 스튜어드십 정책의 공시, 이해상충 관리, 투자대상 기업에 대한 모니터링 활동, 건설적 관여(engagement)에 대한 접근 방식, 의결권 행사 정책 및 행사 결과의 공시, 스튜어드십 활동에 대한 보고, 스튜어드십 역할 수행을 위한 역량과 자

〈표 2〉 일본 스튜어드십 코드

1. 기관투자자는 자신이 수탁자 책임을 어떻게 이행하는지에 관한 명확한 정책을 수립하고 이를 공개해야 한다.
2. 기관투자자는 수탁자 책임을 이행하는 과정에서 발생할 수 있는 이해상충을 어떻게 관리할 것인지에 관한 명확한 정책을 수립하고 이를 공개해야 한다.
3. 기관투자자는 투자대상 기업의 지속가능한 성장을 지향하는 관점에서, 수탁자 책임을 적절히 이행할 수 있도록 투자대상 기업을 모니터링해야 한다.
4. 기관투자자는 투자대상 기업과의 건설적 관여(engagement)를 통해 공통된 이해에 도달하고 문제해결을 위해 노력해야 한다.
5. 기관투자자는 의결권 행사 및 의결권 행사 결과 공시에 관한 명확한 정책을 수립해야 한다. 의결권 행사 정책은 단순한 기계적 체크리스트로 구성되어서는 안 되며, 투자대상 기업의 지속가능한 성장에 기여하도록 설계되어야 한다.
6. 기관투자자는 원칙적으로 의결권 행사에 관한 사항을 포함하여, 자신이 수탁자 책임을 어떻게 이행하고 있는지에 대해 고객과 수익자에게 정기적으로 보고해야 한다.
7. 기관투자자는 투자대상 기업의 지속가능한 성장에 긍정적으로 기여하기 위해, 투자대상 기업과 그 사업환경에 대한 심층적 이해를 바탕으로 적절한 관여를 수행하고 합리적인 판단을 내릴 수 있도록 필요한 역량과 자원을 개발해야 하며, 이는 투자 운용 전략과 일관된 지속가능성 고려를 포함해야 한다.
8. 기관투자자를 위한 서비스 제공자는 기관투자자가 수탁자 책임을 이행할 수 있도록 적절한 서비스를 제공함으로써 투자 사슬 전체의 기능 향상에 기여하도록 노력해야 한다.

자료 : Financial Services Agency (2025), Principles for Responsible Institutional Investors (Japan's Stewardship Code) 저자번역

원의 확보, 그리고 서비스 제공자의 역할 규정이라고 할 수 있다. 이러한 역할을 수행하기 위해 기관 투자자와 투자대상 기업 간 건설적이고 목적있는 대화와 관여 활동을 촉진한다는 목표도 설정되어 있다(FSA, 2020, para. 6). 아울러, 이 코드는 단기 성과에 대한 투자자 관여보다 건설적 관여를 통해 투자대상 기업의 장기 가치를 제고하는 것에 초점을 두고 있다는 점도 명시하고 있다(FSA, 2020, para. 8).

## 2. 일본 GPIF의 스튜어드십 활동 및 평가 공시

일본의 공적 연기금인 GPIF는 2014년 일본 스튜어드십 코드에 서명하면서 기관투자자로서 수탁자 책임을 본격적으로 수행하기 시작했음을 공시하고 있다. GPIF는 세계 최대 규모의 연기금으로서 광범위하게 분산된 포트폴리오를 보유한 유니버설 오너의 성격을 가진다. 이러한 특성 때문에 개별 기업의 단기성과보다는 전체 자본시장의 지속가능한 성장과 기업의 장기적 가치 창출이 장기수익률에 중요한 영향을 미친다는 인식을 갖고 있다. 이러한

인식은 GPIF 투자원칙 제4조와 5조에서, 투자대상 기업과 자본시장 전체의 지속가능한 성장이 장기 투자 수익을 달성함에 필수적임을 선언하는 것을 통해 드러난다(표 2)). 이러한 맥락 하에, 일본 GPIF 연차보고서 및 책임투자 보고서 등 다수의 공시자료에서 일본 GPIF의 스튜어드십 책임은 ‘기관 투자자가 투자대상 기업과의 건설적 대화와 적극적 모니터링을 통해 기업의 지속가능한 성장과 장기적 기업가치 제고를 촉진하고, 이를 통해 궁극적으로 수익자의 중장기 투자수익을 증대시키는 것’이라고 밝히고 있다.

한편, GPIF는 스튜어드십 활동에 대해 2020년부터 ‘Stewardship Activities Report’라는 제목의 별도 보고서를 통해 매년 공시하고 있다(표 3)). 해당 보고서는 일본 스튜어드십 코드를 비롯하여 GPIF의 스튜어드십 활동 연혁 및 내용, 위탁운용사와 투자대상 기업에 대한 관여 활동, ESG-Index 제 공자와의 관여 활동, 국제 이니셔티브 및 글로벌 공적 연기금과의 포럼 자료 등을 공시한다. 연도별로 발간된 해당 보고서에 따르면, GPIF가 2014년 스튜어드십 코드 수용 이후 투자원칙과 스튜어드십 원

### 〈표 3〉 GPIF’s Stewardship Activities Report 발간 정보

제4조. 우리는 투자 기업과 자본시장 전체의 지속 가능한 성장이 장기 투자 수익을 높이는 데 필수적임을 믿는다. 따라서 연금 수익자의 수익을 확보하기 위해 재무적 요인 외에도 비재무적 환경, 사회 및 지배구조(ESG) 요인을 투자 프로세스에 통합하는 것을 권장한다.

(We believe that sustainable growth of investee companies and the capital market as a whole are vital in enhancing long-term investment returns. In order to secure such returns for pension beneficiaries, therefore, we promote the incorporation of non-financial environmental, social, and governance (ESG) factors into the investment process in addition to financial factors.)

제5조. 장기적으로 투자수익을 높이고 수탁자책임의 의무를 다하기 위해서 투자 기업과 자본시장 전체의 장기성과 지속 가능한 성장을 촉진하는 다양한 이니셔티브(ESG 요소 고려 포함)를 추진한다.

(In order to enhance long-term investment returns and fulfill our stewardship responsibilities, we shall advance various initiatives (including the consideration of ESG factors) that promote long-termism and the sustainable growth of investee companies and the capital market as a whole.)

자료 : GPIF 홈페이지, <https://www.gpif.go.jp/>, 원문번역.

〈표 4〉 GPIF's Stewardship Activities Report 발간 정보

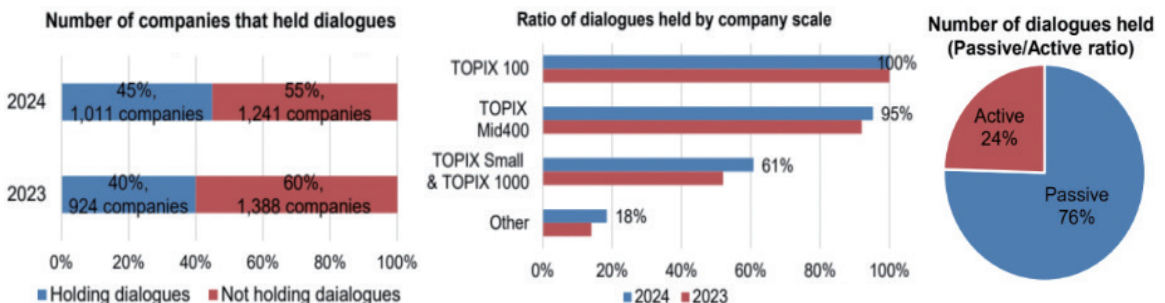
| 번호 | 보고서                                     | 발간시점     | 분량  |
|----|-----------------------------------------|----------|-----|
| 1  | Stewardship Activities Report 2024~2025 | 2025년 3월 | 67p |
| 2  | Stewardship Activities Report 2023~2024 | 2024년 3월 | 58p |
| 3  | Stewardship Activities Report 2022~2023 | 2023년 3월 | 57p |
| 4  | Stewardship Activities Report 2021~2022 | 2022년 3월 | 47p |
| 5  | Stewardship Activities Report 2020~2021 | 2021년 3월 | 44p |
| 6  | Stewardship Activities Report 2019~2020 | 2020년 3월 | 43p |

자료 : GPIF 홈페이지, <https://www.gpif.go.jp/>

칙을 수립하였으며, 이후 개정을 통해 적용 범위를 확대하였음을 알 수 있다. 특히 2020년 스튜어드십 코드 개정 이후에는 ESG 요소를 고려한 장기 지속가능성을 스튜어드십 활동의 핵심 요소로 명확히 하고, GPIF의 활동 대상도 자국 주식뿐만 아니라 해외 자산과 채권 등 전체 자산군으로 확대했음을 확인할 수 있다. 아울러, GPIF는 적극적으로 참여하고 있는 스튜어드십 관련 글로벌 협력 네트워크 정보도 공시하고 있다. 대표적으로 PRI(Principles for Responsible Investment), Climate Action 100+, ICGN, Council of Institutional Investors 등 다양한 국제 협의체에서 기업지배구조와 지속가능성 관련 논의를 수행하고 있음을 확인할 수 있다.

앞서 소개한 스튜어드십 활동 보고서를 통해 공시하는 일본 GPIF 스튜어드십 활동의 세부 주요 내용은 양적, 질적으로 요약할 수 있다. 첫째, 위탁운용사를 통한 기업 관여 활동 양적 확대이다(그림 3). 2024년 기준 위탁운용사를 통한 기업과의 대화를 수행한 투자대상 기업은 1,011사로 지속적으로 확장하는 추세이다. 기업 규모별로 보면 TOPIX100에 해당하는 대기업은 100% 관여활동을 수행했으며, TOPIX Mid400은 95%, TOPIX Small 및 기타에 해당하는 기업은 61% 수준임을 공시자료를 통해 확인할 수 있다. 또한, 전체 관여 활동 중 76%가 패시브 운용 전략에서 이루어졌으며, 액티브 운용은 24%였다. 이러한 구조는 주식투자 중 90% 수준

[그림 3] 일본 GPIF 스튜어드십 활동 통계



자료 : GPIF(2025), Stewardship Activities Report 2024~2025.



을 패시브 전략으로 운용하는 GPIF 특성상 패시브 투자에서도 적극적인 스튜어드십 활동이 필요하다는 투자원칙의 실현을 보여준다.

둘째, Engagement-enhanced Passive 운용을 통한 관여 활동의 질적 향상이다. 스튜어드십 활동 보고서에 따르면, GPIF는 주식투자의 90%가 패시브 투자인 점을 감안하여, 투자수익률을 제고하기 위해서는 시장 전체의 장기적인 성장이 필수적임을 명시하고 있다. 패시브 투자에 있어서, 투자대상 기업의 장기 기업가치 제고를 유도하고 특히, 시장 전체의 지속가능한 성장을 촉진하기 위한 관여 활동(engagement) 수행과 질적 향상이 중요하다는 점도 함께 언급하고 있다. 관여 활동의 수준이 단기 실적에서 중장기 성장 및 지속가능성 중심으로 이동하고, 재무정보 중심에서 ESG, 자본비용, 투자자 피드백 등 다양한 공시 확대로 이어지게 하는 것이 이에 해당한다. 이러한 목적하에 GPIF는 선정한 4개의 운용사(Asset Management One, FIL Investments, Sumitomo Mitsui Trust Asset Management, Resona Asset Management)를 중

심으로 ESG 애널리스트 및 펀드매니저 협업 관여 활동, 투자대상 기업 경영진과의 다층 대화, ESG Materiality 기반 톱다운 접근과 사업 운영 차원의 바텀업 접근의 결합, 통합 보고서 기반의 공시 촉진 등 장기 기업가치 제고 효과 극대화 노력을 수행함을 밝히고 있다.

한편, 2024년 5월 GPIF는 스튜어드십 관여(Engagement) 활동의 효과를 측정하는 'Evaluation Project on the effects of engagement'라는 제목의 연구 프로젝트 보고서를 발간했다. GPIF는 해당 보고서를 소개함에 있어서, 연기금 관점에서 다수의 운용사 및 투자 대상 기업과의 관여 활동을 종합적으로 분석한 연구는 전무하다고 홍보하며, 이는 전 세계에서 처음 시도되는 분석이라고 밝혔다. 해당 프로젝트 보고서에서 GPIF는 FY2017부터 FY2022까지 일본 주식투자 위탁운용사 21개사와 진행한 26,792건의 관여 활동과 48,077건의 테마 투자 실행에 대한 누적된 데이터를 활용했다. GPIF는 포트폴리오 내에 투자대상 기업에 대해 투자 기간이 길수록 GPIF의 스튜어드십 활동이 위험 조

[그림 4] GPIF Evaluation Project on the effects of engagement Overview

Figure 1.1 Image of the effect of engagement

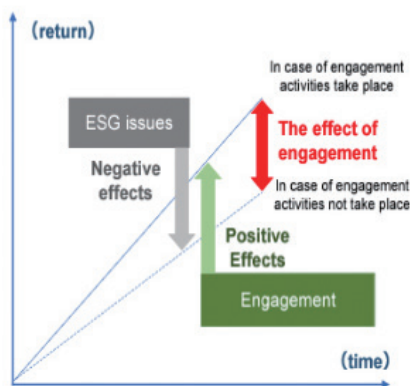
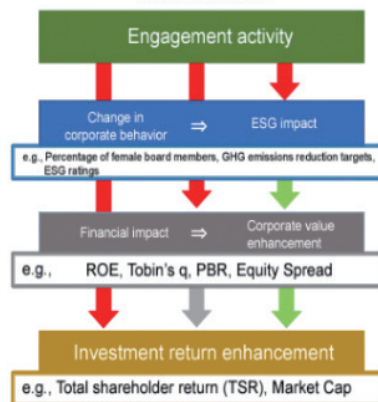


Figure 1.2 Conceptual diagram showing how engagement activities lead to an increase in Investment Return



자료 : GPIF(2024), Evaluation Project on the effects of engagement



[그림 5] GPIF Evaluation Project on the effects of engagement Overview



## 2-6 Selection of investee companies to engage through dialogue (Probit analysis)—Overall

- In general, companies that are larger, have a lower ownership of the controlling company, and actively publish integrated reports are more likely to receive engagement by asset managers.

Figure 2.20 Probit Analysis Results (Overall)—Company's Characteristics

| Explanatory variable<br>(Other than Sector, FY & Missing Flag) | B1:<br>Management &<br>Business<br>Strategies | B2:<br>Financial<br>Strategies | B3:<br>Shareholders'<br>Meeting-related<br>Matters | E1:<br>Climate Change | G1:<br>Board Structure,<br>Self-evaluation | G3:<br>Capital<br>Efficiency | G4-1:<br>Cross-<br>shareholdings | S1:<br>Human Rights &<br>Communities | SG1:<br>Diversity | ESG1:<br>Disclosure |
|----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------|--------------------------------------------|------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|-------------------|---------------------|
| Natural Logarithm of Market Cap                                | 0.13 ***                                      | 0.03                           | 0.05                                               | 0.09 *                | 0.13 ***                                   | -0.04                        | 0.06                             | 0.12                                 | 0.16 ***          | 0.24 ***            |
| Natural Logarithm of Total Assets                              | 0.17 ***                                      | 0.33 ***                       | 0.21 ***                                           | 0.25 ***              | 0.25 ***                                   | 0.36 ***                     | 0.25 ***                         | 0.14 ***                             | 0.13 ***          | 0.08 ***            |
| Average Equity Return over 3 Years                             | 0.35                                          | 0.17                           | 0.11                                               | 0.82 *                | 0.32                                       | 0.19                         | 1.09 **                          | 1.08                                 | 0.08              | 0.09                |
| Ratio of Shares Held by Controlling Company                    | -0.01 ***                                     | -0.01 ***                      | -0.01 ***                                          | -0.01 ***             | -0.01 ***                                  | -0.01 ***                    | -0.01 ***                        | -0.01 ***                            | -0.01 ***         | -0.01 ***           |
| Cross-shareholding Ratio                                       | -0.18                                         | 0.06                           | 0.12                                               | -0.24                 | -0.09                                      | 0.53 ***                     | 1.90 ***                         | 0.21                                 | -0.17             | -0.67 ***           |
| Percentage of Independent Outside Directors                    | 0.87 ***                                      | 0.38 **                        | 1.27 ***                                           | 0.24                  | 0.35 **                                    | 0.55 ***                     | 0.19                             | 0.42                                 | 0.30 *            | 0.54 ***            |
| Presence of Takeover Defense                                   | -0.06                                         | -0.08                          | 0.20 ***                                           | -0.07                 | 0.13 ***                                   | -0.08                        | 0.14 **                          | -0.07                                | -0.04             | 0.10 **             |
| Total Payout Ratio                                             | 0.00                                          | 0.00                           | 0.00                                               | 0.00                  | 0.00 **                                    | 0.00                         | 0.00                             | 0.00                                 | 0.00              | 0.00                |
| Current Profit Margin on Sales                                 | -0.01 ***                                     | -0.01 **                       | 0.00                                               | -0.01 **              | 0.00                                       | -0.01 **                     | -0.02 ***                        | -0.01                                | 0.00              | 0.00                |
| Total Asset Turnover                                           | -0.05                                         | 0.00                           | -0.03                                              | 0.03                  | -0.05                                      | -0.17 ***                    | -0.22 ***                        | -0.24 **                             | 0.15 ***          | 0.05                |
| Financial Leverage                                             | 0.00                                          | 0.00                           | 0.00                                               | -0.01 **              | 0.00                                       | 0.00                         | -0.03 ***                        | -0.02                                | -0.01 **          | -0.01 *             |
| Cash & Deposits/Total Assets                                   | 0.34 **                                       | 0.50 ***                       | 0.37 **                                            | -0.27                 | 0.43 ***                                   | 0.37 **                      | -0.37                            | -0.31                                | -0.04             | 0.17                |
| Total Debts/Total Assets                                       | 0.06                                          | -1.29 ***                      | -0.07                                              | -0.13                 | -0.11                                      | -1.37 ***                    | -0.72 ***                        | -0.11                                | -0.42 ***         | -0.15               |
| Presence of GHG Emissions Reduction Targets                    | 0.20 ***                                      | 0.13 **                        | -0.05                                              | 0.11 **               | 0.03                                       | -0.04                        | 0.11 *                           | -0.04                                | 0.05              | -0.02               |
| Carbon Intensity Scopes 1&2                                    | 0.00 **                                       | 0.00 **                        | 0.00                                               | 0.00 ***              | 0.00 *                                     | 0.00                         | 0.00                             | 0.00                                 | 0.00              | 0.00 **             |
| Presence of Released Integrated Reports                        | 0.14 ***                                      | 0.10 **                        | 0.14 ***                                           | 0.33 ***              | 0.24 ***                                   | 0.03                         | 0.21 ***                         | 0.03                                 | 0.29 ***          | 0.19 ***            |
| FTSE ESG Score                                                 | 0.27                                          | 0.06                           | 0.58 **                                            | 0.28                  | 0.08                                       | 0.39                         | -0.20                            | 0.81 *                               | 0.18              | -0.02               |
| FTSE Pillar Score (E)                                          | -0.04                                         | -0.05                          | -0.22 ***                                          | 0.05                  | 0.00                                       | -0.15 *                      | 0.10                             | -0.25 *                              | -0.01             | 0.01                |
| FTSE Pillar Score (S)                                          | -0.07                                         | 0.01                           | -0.21 **                                           | -0.10                 | -0.02                                      | -0.11                        | 0.07                             | -0.20                                | -0.08             | 0.03                |
| FTSE Pillar Score (G)                                          | -0.02                                         | 0.04                           | -0.09                                              | -0.04                 | 0.03                                       | -0.04                        | 0.10                             | -0.26 *                              | -0.03             | 0.02                |
| TOPIX 101-500                                                  | -0.11                                         | 0.02                           | -0.10                                              | -0.07                 | -0.07                                      | 0.41 ***                     | 0.18 **                          | 0.05                                 | -0.14 *           | -0.07               |
| TOPIX 501-1000                                                 | -0.30 ***                                     | -0.03                          | -0.25 **                                           | -0.36 ***             | -0.34 ***                                  | 0.33 ***                     | -0.13                            | -0.27                                | -0.45 ***         | -0.34 ***           |
| TOPIX constituent companies after 1000                         | -0.57 ***                                     | -0.33 **                       | -0.40 ***                                          | -0.79 ***             | -0.69 ***                                  | -0.10                        | -0.45 ***                        | -0.89 ***                            | -0.95 ***         | -0.62 ***           |

年金積立金管理運用独立行政法人  
Government Pension Investment Fund

(Note 1) The asterisk (\*) in the figure indicates significance; \*\*\* stands for a significance level of 1%, \*\* for 5%, and \* for 10%.  
(Note 2) The TOPIX categories in the figure are based on those used for TOPIX 1-100.

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved. 31

자료 : GPIF(2024), Evaluation Project on the effects of engagement

정 수익률의 개선을 가져올 것으로 기대하고 효과 분석에 착수했다(그림 4). 효과성 측정을 위한 분석 방법은 먼저, 성향점수매칭(Propensity Score Matching, PSM) 방법을 활용하여 관여가 이루어진 기업과 유사한 추세를 보이는 기업군을 추출했다. 이후 GPIF의 관여 활동 전과 후의 차이에 따라 관여 활동 대상기업과 관여 활동이 없었던 기업 간의 차이를 분석하는 이중차분법(Difference-in-Differences, DID)을 활용하여 상대적 변화의 차이를 분석하는 형태로 진행했다. 세부적으로, 해당 프로젝트는 시가총액(Market Cap), 주가순자산비율(PBR), 토빈의 q(Tobin's q) 등 기업가치 관련 지표와 함께, ESG 점수, 온실가스(GHG) 배출 감축

목표의 존재 여부, 여성 이사회 구성원 비율 등 대화 주제와 연계된 비재무적 핵심성과지표(KPI)를 측정하여 스튜어드십 관여 활동이 해당 성과지표에 개선 효과를 가져왔는지를 검증하였다.

분석 과정에서, GPIF는 스튜어드십 활동을 수행하고자 했지만 기대 수준만큼 기회가 주어지지 않았거나 활동에 참여할 수 없었던 기업의 속성에 관한 정보도 제시했다. 이는 역으로, 관여 활동을 용이하게 하는 기업의 속성에 대한 유용한 참고 자료가 될 수 있다. GPIF가 발표한 분석 결과에 따르면, 규모가 더 큰 기업, 지배기업의 지분 소유 비율이 낮은 기업, 통합적인 연차 보고서를 발행하는 회사의 경우 관여 활동을 용이하게 한다는 점을 확인할

[그림 6] GPIF Causal Analysis of the Effects of Engagement

| Causal Analysis of the Effects of Engagement—Themes & KPIs Showing Significant Outcomes— |                                           |                                             |                    |                  |                   |                                             |                                      |                                    |                        |                                 |                   |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------|--------------------|------------------|-------------------|---------------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|------------------------|---------------------------------|-------------------|
|                                                                                          | Theme                                     | KPI (Outcome)                               | Significance level | Estimated effect | Positive/Negative |                                             | Theme                                | KPI (Outcome)                      | Significance level     | Estimated effect                | Positive/Negative |
| Overall                                                                                  | E1: Climate Change                        | Tobin's q                                   | 1%                 | 0.07             | Positive          | Mid                                         | E1: Climate Change                   | Tobin's q                          | 5%                     | 0.06                            | Positive          |
|                                                                                          |                                           | PBR                                         | 1%                 | 0.11             | Positive          |                                             | G1: Board Structure, Self-evaluation | Total Shareholder Return           | 5%                     | 5.76                            | Positive          |
|                                                                                          |                                           | Presence of GHG Emissions Reduction Targets | 1%                 | 0.08             | Positive          | G4-1: Cross-shareholdings                   | Cross-shareholding Ratio             | 1%                                 | -0.01                  | Positive                        |                   |
|                                                                                          |                                           | Carbon Intensity Scope 2                    | 1%                 | -5.29            | Positive          |                                             | Small                                | E1: Climate Change                 | Tobin's q              | 5%                              | 0.09              |
|                                                                                          | G1: Board Structure, Self-evaluation      | PBR                                         | 5%                 | 0.11             | Positive          | PBR                                         |                                      |                                    | 5%                     | 0.15                            | Positive          |
|                                                                                          |                                           | Natural Logarithm of Market Cap             | 5%                 | 0.06             | Positive          | Presence of GHG Emissions Reduction Targets |                                      |                                    | 5%                     | 0.13                            | Positive          |
|                                                                                          |                                           | Total Shareholder Return                    | 5%                 | 3.80             | Positive          | Carbon Intensity Scope 2                    |                                      |                                    | 5%                     | -8.16                           | Positive          |
|                                                                                          |                                           | # of Independent Outside Directors          | 5%                 | 0.15             | Positive          | G1: Board Structure, Self-evaluation        |                                      | Natural Logarithm of Market Cap    | 5%                     | 0.08                            | Positive          |
|                                                                                          | G3: Capital Efficiency                    | Total Shareholder Return                    | 5%                 | 3.68             | Positive          |                                             |                                      | ROE                                | 5%                     | 1.38                            | Positive          |
|                                                                                          | G4-1: Cross-shareholdings                 | Cross-shareholding Ratio                    | 5%                 | -0.01            | Positive          |                                             |                                      | Equity Spread                      | 5%                     | 1.33                            | Positive          |
| SG1: Diversity                                                                           | Natural Logarithm of Market Cap           | 1%                                          | 0.08               | Positive         | FTSE ESG Score    |                                             |                                      | 1%                                 | 0.20                   | Positive                        |                   |
| Large                                                                                    | B1: Management & Business Strategies      | ROE                                         | 1%                 | 2.01             | Positive          |                                             |                                      | # of Independent Outside Directors | 5%                     | 0.19                            | Positive          |
|                                                                                          |                                           | Equity Spread                               | 1%                 | 2.24             | Positive          |                                             |                                      |                                    | G3: Capital Efficiency | Natural Logarithm of Market Cap | 5%                |
|                                                                                          | B3: Shareholders' Meeting-related Matters | Natural Logarithm of Market Cap             | 5%                 | 0.14             | Positive          | Total Shareholder Return                    | 1%                                   | 8.28                               |                        | Positive                        |                   |
|                                                                                          |                                           | FTSE ESG Score                              | 1%                 | -0.24            | Negative          | SG1: Diversity                              | % of Female Employees in New Hires   | 5%                                 |                        | 6.17                            | Positive          |
|                                                                                          | E1: Climate Change                        | Carbon Intensity Scope 2                    | 5%                 | -8.28            | Positive          |                                             |                                      |                                    |                        |                                 |                   |
|                                                                                          | SG1: Diversity                            | PBR                                         | 1%                 | 0.38             | Positive          |                                             |                                      |                                    |                        |                                 |                   |

年金積立金管理運用独立行政法人  
Government Pension Investment Fund

(Note) For "Positive/Negative," we assigned "Positive" to those whose partial regression coefficient indicated KPI improvement and "Negative" to those indicated worsening KPI.

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

3

(Note) For "Positive/Negative," we assigned "Positive" to those whose partial regression coefficient indicated KPI improvement and "Negative" to those indicated worsening KPI.

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved. 3

자료 : GPIF(2024), Evaluation Project on the effects of engagement

수 있다(그림 5).

주요 분석 결과는 아래 [그림 6]과 같이 공시하고 있는데, GPIF의 스튜어드십 관여 활동의 효과성 측면에서 통계적으로 유의미한 결과를 얻은 항목 및 값들을 보여준다. 프로젝트 분석 결과, “기후변화(Climate Change)” 및 “이사회 구조 및 자기평가(Board Structure, Self-evaluation)”와 관련된 대화를 수행한 경우, 관여가 이루어진 포트폴리오 기업은 관여가 이루어지지 않은 기업(통제집단)에 비해 기업가치 관련 지표들과 비재무적 KPI(온실가스 배출 감축 목표의 존재, 독립 사외이사 수 등)에서 상대적으로 더 나은 개선을 보인 것으로 나타났다. 또한 “상호주식보유(Cross-shareholdings)”에 관한 스튜어드십 활동의 경우, 상호주식보유 비율 감소와 같이 해당 주제와 직접 관련된 KPI에서 상대적인 개선이 확인되었다. 기업 규모별로 살펴보면, 중소형 기업에서 KPI의 상대적으로 개선이 빈번하게 나타났다.

### III. 일본 스튜어드십과 기업의 R&D 투자에 관한 연구

#### 1. 연구 배경과 분석 방법

James Routledge(2024)는 “Investor stewardship disclosure and firm R&D investment”라는 제목의 논문을 통해 일본 스튜어드십 코드에 따라 공시된 기관투자자의 스튜어드십 활동과 투자대상 기업의 연구개발(R&D) 투자 간의 관계를 분석했다. 이 연구는 앞서 살펴본 일본 스튜어드십 코드 도입의 목적인 ‘기관투자자와 투자대상 기업 간의 건설적 관여와 목적 있는 대화를 촉진함으로써 중장기 투자수익을 제고하고, 기업가치 및 지속가능한 성장을 달성하는 데 있다.’(FSA, 2025)에 관한 실증분석 연구이기도 하다. 이 연구는 R&D 투자가 중장기 수익 제고와 장기 기업가치 창출의 핵심적인 역할을 한다는 점에 주목하여, 기관투자자의 공

시자료로부터 수집한 포괄적인 데이터를 활용해 스튜어드십 활동이 투자대상 기업의 R&D 투자에 미치는 영향을 분석한다.

선행연구를 통해 이 연구의 배경을 살펴보면 다음과 같다. 기관투자자는 상장기업에서 점점 더 큰 지분을 보유하게 되었으며, 기관투자자의 투자 행동이 투자대상 기업의 의사결정에 영향을 미칠 수 있게 되었다(Bebchuk and Hirst, 2022; Dao and Xu, 2024). 글로벌 금융당국 및 규제 소관 부서는 기관투자자의 영향력이 건전한 지배구조를 반영하여 행사되는지 통제하고자 하며, 이에 따라 스튜어드십 코드 및 하위 지침 등이 기관투자자가 채택하는 일반적인 규제 수단으로 자리 잡게 되었다(Hill, 2018; Katelouzou and Siems, 2020). 일본 금융청이 도입한 스튜어드십 코드의 세부 내용 중, 일본 스튜어드십 코드가 단기성과에 대한 강조보다 건설적인 관여를 통해 투자대상 기업의 가치 제고를 도모하는 데 초점을 두고 있다는 점(FSA, 2020)이 언급된다. 이러한 초점은 기관투자자의 스튜어드십 코드 채택과 원칙 준수가 장기적 가치 창출을 증진하는 R&D 투자를 촉진할 가능성을 높인다는 합리적 기대를 가능하게 한다(Bushee, 1998; Wahal and McConnell, 2000; Koh and Reeb, 2015). R&D 투자는 장기적 가치 창출과 미래 성과를 견인하는 핵심 요소로 널리 인정되고 있으며(Wahal and McConnell, 2000; Jeny and

Moldovan, 2022), 환경·사회·지배구조(ESG) 성과와의 긍정적인 관계를 통해 지속가능한 가치 창출과도 연결된다(Padgett and Galan, 2010; Chakrabarty and Wang, 2012; Dicuonzo et al., 2022). 이에 James Routledge(2024)는 스튜어드십 활동 공시와 R&D 투자 간의 관계를 분석하여 적극적인 스튜어드십 활동이 장기적 가치 창출과 지속가능한 성장이라는 목표와 정합성이 있는지 규명하고자 하였다.

이 연구의 사용 데이터 및 분석 방법을 간단히 소개하면 다음과 같다. James Routledge(2024)는 스튜어드십 코드가 2014년 도입된 이후 기관투자자들이 제도를 실제 투자활동에 반영할 수 있는 충분한 시간이 경과한 시점이라는 점을 고려하여 2021년 데이터를 사용하였다. 논문의 저자는 비록 데이터가 단일 연도에 한정되어 있으나, 기관투자자의 코드 공시자료로부터 수집된 광범위한 수작업 데이터(hand-collected information)를 포함하고 있어 높은 포괄성을 갖는다고 덧붙이고 있다. 연구에서는 도쿄증권거래소에 상장된 Nikkei 500 기업을 대상으로 상위 5대 기관투자자의 지분과 스튜어드십 활동 공시자료를 결합하여 분석을 수행하였다. 핵심 독립변수인 기관투자자의 스튜어드십 활동은 스튜어드십 코드 공시자료를 기반으로 정책 수립, 이해상충 관리, 기업 모니터링, 기업과의 대화, 의결권 행사 정책, 스튜어드십 수행을 위한 조

#### 〈표 4〉 분석 모형

##### Model specification

Equation (1) shows the OLS model used to test the hypothesis.

$$RANDINV = \beta_0 + \beta_1 INSTCLO + \beta_2 INSTCHI + Controls + \varepsilon$$

RANDINV : R&D 투자 강도

INSTCLO : 스튜어드십 활동이 낮은 기관투자자의 지분

INSTCHI : 스튜어드십 활동이 높은 기관투자자의 지분

자료 : James Routledge(2024), Investor stewardship disclosure and firm R&D investment.



직 및 자원 등 다양한 요소를 종합적으로 평가하여 활동 점수(activity score)를 측정하였다. 종속변수인 R&D 투자 강도는 기존 연구와 마찬가지로, 연구개발 지출을 영업수익으로 나눈 값으로 측정하였다(David et al., 2006). 통제변수는 기업 규모, 레버리지, 수익성, 산업 고정효과 등 다양한 기업 재무변수가 포함되었으며, 분석 방법론은 OLS 회귀분석(Ordinary Least Squares regression)이 사용되었다. 이 논문의 분석 모형은 다음과 <표 4>와 같다. 논문에 따르면, 해당 모형이 동일한 기관투자자 지분을 조건에서도 스튜어드십 활동 수준에 따라 기업의 R&D 투자에 차이가 발생하는지를 검증하기 위해 설계되었음을 확인할 수 있다.

## 2. 연구 결과 및 한계

James Routledge(2024) 연구 결과에 따르면, 스튜어드십 활동 수준이 높은 기관투자자가 포함

된 경우의 상위 5대 코드 준수 기관투자자 지분(INSTCHI)과 R&D 투자 간에는 유의한 양(+의) 관계가 존재한다. 이는 기관투자자가 코드를 채택하고 동시에 적극적으로 수탁자 책임을 이행할 때 R&D 투자를 촉진한다는 것을 의미한다. 이 연구의 함의를 정리하고 시사점을 도출하기 위해서는 세부적인 회귀분석 결과를 살펴보고 해석하는 것이 필요하다. 연구 분석의 세부적 결과는 종속변수로 R&D 투자(RANDINV)를 사용한 OLS 회귀분석 결과(아래 <표 5>)를 통해 확인할 수 있다.

1열(column one)은 전체 스튜어드십 코드 준수 기관투자자 지분을 총발행주식수로 나눈 값(INSTC)을 독립변수로 사용한 기본 모형의 결과를 보여준다. 2열(column two)은 스튜어드십 활동 점수가 중앙값 이하와 이상인 기관투자자의 코드 준수 지분(INSTCLO 및 INSTCHI)을 구분하여 분석한 결과를 보고한다. 두 모형 모두 통계적으로 유의하며( $p < 0.01$ ), R&D 투자 변동의 약 40%를

<표 5> 회귀분석 결과

| Variable          | (1)    |           | (2)    |           |
|-------------------|--------|-----------|--------|-----------|
|                   | Coef   | t-value   | Coef   | t-value   |
| Constant          | -0.032 | -1.352    | -0.020 | -0.820    |
| INSTC             | 0.061  | 3.096***  |        |           |
| INSTCLO           |        |           | -0.013 | -0.387    |
| INSTCHI           |        |           | 0.086  | 3.966***  |
| SIZE              | 0.005  | 3.308***  | 0.004  | 2.840***  |
| GRTH              | 0.010  | 0.627     | 0.012  | 0.756     |
| LEV               | -0.052 | -4.730*** | -0.051 | -4.640*** |
| ROA               | -0.068 | -1.227    | -0.079 | -1.424    |
| AGE               | 0.005  | 1.964**   | 0.003  | 1.371     |
| PPE               | -0.016 | -1.452    | -0.017 | -1.508    |
| MKTTOBK           | 0.001  | 0.210     | 0.001  | 0.320     |
| CASH              | 0.013  | 0.937     | 0.016  | 1.154     |
| INDUST (included) |        |           |        |           |
| Model Statistics  |        |           |        |           |
| Adj. R-square     |        | 41.04%    |        | 41.78%    |
| F-statistic       |        | 19.25***  |        | 18.87***  |

**Note(s):** This table reports OLS regression results from estimating the relation between R&D investment (RANDINV) and compliant institutional shareholding variables for the top-five Code compliant institutional investors (INSTC, INSTCLO, and INSTCHI). Variable definitions are in Table 3. \*\*\*, \*\* and \* denote significance at  $p < 0.01$ , 0.05 and 0.10 respectively (two-tailed test unless direction predicted)

**Source(s):** Table by author

Journal of  
Accounting  
Literature

**Table 6.**  
Top-five institutional  
shareholders ( $n = 499$ )

자료 : James Routledge(2024), Investor stewardship disclosure and firm R&D investment.

설명하는 것으로 나타났다. 1열에서 INSTC의 계수는 양(+)이며 통계적으로 유의하다( $\beta = 0.061$ ,  $\rho < 0.01$ ). 이는 스튜어드십 코드를 준수하는 기관투자자 지분 수준이 높을수록 R&D 투자 수준이 증가함을 의미한다. 2열에서는 코드 준수 기관투자자 지분을 스튜어드십 활동 수준에 따라 저활동 그룹과 고활동 그룹으로 분해한 결과를 보여준다. INSTCLO(저활동)의 계수는 유의하지 않은 반면( $\beta = 0.013$ ), INSTCHI(고활동)의 계수는 양(+)이며 통계적으로 유의하다( $\beta = 0.086$ ,  $\rho < 0.01$ ). INSTCLO가 유의하지 않다는 결과를 해석해보면, INSTC와 R&D 투자 간의 양(+)의 관계가 스튜어드십 활동 수준이 높은 코드 준수 기관투자자에 의해 주도되고 있음을 보여준다. 이는 스튜어드십 활동 수준이 높은 경우에 스튜어드십 코드 준수 기관투자자 지분과 R&D 투자 간의 관계가 더 강하게 나타난다는 이 연구의 가설을 지지하는 결과이다. 즉, 기관투자자가 단순히 지분을 보유하는 것만으로는 충분하지 않으며 실제 스튜어드십 활동이 활발할 때 투자대상 기업의 장기 투자 의사결정에 영향을 미친다는 것을 의미한다. 또한, 단순히 스튜어드십 코드 채택 여부만으로는 R&D 투자 증가 효과를 확인할 수 없으며, 스튜어드십 활동 점수로 표현되는 적극적인 실제 활동 수준이 더 중요하다는 것을 반증하기도 한다.

저자는 연구의 한계점도 밝히고 있다. 먼저, 이 연구는 일본 단일 국가를 대상으로 수행되었기에, 제도적 환경이 다른 국가에서는 여러 특성들에 의해 다른 양상의 결과가 존재할 수 있다는 점이다. 둘째, 이 연구는 단일 시점 데이터를 활용한 모형의 추정 이기에, 시간의 흐름에 따른 스튜어드십 활동의 변화 가능성을 반영하지 못한다는 점이다. 셋째는 이 연구에서도 내생성 문제를 통제하고자 노력하였으나, 스튜어드십 활동과 그 효과성 사이의 인과관계

를 완전히 규명하는 것에 한계가 있다는 점이다. 마지막으로, R&D 투자 정보에 관한 공시 및 수집 데이터의 한계로 표본 편이가 발생할 가능성이 있다는 점이다. 이에 대해, 저자는 다양한 국가에서 패널 데이터 활용 및 내생성 통제 방법론을 기반으로 각각의 변수를 보다 정확히 규정하는 지표들을 활용한 연구가 향후에 필요하다고 밝히고 있다.

#### IV. 결론 및 시사점

국민연금기금 스튜어드십 활동은 도입과 시행기를 지나, 수행 활동에 대한 효과성 진단에 기반하여 자본시장 지속가능성과 기업의 장기 가치를 제고하는 차원의 질적 체계 고도화가 요구될 것으로 보인다. 이를 위해 본고는 국민연금기금이 참고할 만한 해외 사례로서 일본 스튜어드십의 사례를 살펴보고, 본 고에서 살펴본 일본 GPIF 스튜어드십 활동에 관한 정리와 효과성 관련 연구 사례는 세 가지 측면에서 주목할 만하다. 첫째, 일본 스튜어드십 제도는 도입 이후 지속적으로 코드 개정, 공시의 정교화 및 활동의 고도화 유도 등을 통해 질적 수준을 점진적으로 제고하고자 하는 노력을 확인할 수 있었다. 둘째, 일본 공적 연기금인 GPIF가 유니버설 오너의 관점에서 스튜어드십 활동을 양적, 질적으로 확장 개선하고 관련 데이터를 꾸준히 축적하여 장기 기업가치 제고 방향을 찾고 있다는 점이다. 이는 GPIF의 스튜어드십 활동에 관한 별도 공시보고서에서 위탁운용사를 통한 관여 활동의 양적 확대와 Engagement-enhanced Passive 운용으로 표현되는 질적 개선을 통해 드러난다. 셋째, 스튜어드십 활동의 효과성에 관하여 기업의 장기 가치 제고 관점에서 구축된 데이터에 기반한 실증검증을 시도한 점이다. GPIF의 경우 공적 연기금의 관점에서 스튜어드십 관여 활동이 투자대상 기



업의 재무적, 비재무적 핵심성과지표와 어떤 양(+)의 인과성이 있는지 검증을 시도했다. 또한 James Routledge(2024) 연구에서, 일본 시장 관점에서 기관투자자의 스튜어드십 코드 도입과 적극적 활동 수행이 기업의 장기 가치 제고 노력을 표상하는 R&D 투자와 양(+)의 관계성이 있음을 실증 분석한 결과도 살펴보았다.

앞서 살펴본 일본 스튜어드십 활동 및 평가와 실증 연구 내용을 통해 국민연금기금 스튜어드십 활동에의 시사점을 도출하면 다음과 같다. 먼저, 국민연금기금의 투자대상 기업 및 국내외 제도와 실정에 맞는 스튜어드십 활동의 질적 고도화와 성과 데이터 구축이 필요해 보인다. 국민연금기금은 이미 스튜어드십 코드 도입 이후 국내에서 다양한 활동을 수행하고 있으며, 해외 자산에 대한 활동을 계획하는 등 활발히 양적 확대가 진행 중이다. 다만, 일본의 사례를 통해 살펴본 스튜어드십 활동의 질적 개선과 효과성 검증을 위한 지속적인 데이터 구축 노력을 고려해볼 때, 국민연금기금 또한 실정에 맞는 스튜어드십 활동의 질적 개선 전략 설계와 이에 대한 근거의 객관성을 담보하기 위한 활동 데이터 구축이 병행되어야 할 것으로 보인다. 다음으로 국민연금기금 스튜어드십 활동이 투자대상 기업가치 제고와 장기 지속가능성 차원에서 어떤 효과성이 있는지 진단해볼 필요가 있다는 점이다. 이는 일본 GPIF의 효과성 평가나 R&D 투자와의 관계성에 관한 연구논문의 분석처럼 한국 시장과 국민연금기금의 장기 투자 맥락을 고려하여 스튜어드십 활동의 효과 혹은 성과를 측정하는 체계를 의미

한다. Plan-Do-See의 관점에서 코드 도입 이후 왕성하게 수행되고 있는 국민연금기금 스튜어드십 활동의 See(평가) 작업이 적절히 수행된다면, 체계 고도화 및 장기 가치 제고를 위한 사이클 구축에 있어서 객관적인 근거들을 제공할 수 있을 것이다. 마지막으로, 국민연금기금이 장기수익률 제고 목표와 자본시장 전체의 지속가능성에 대한 책임이라는 이중의 목표를 추구하는 관점에서, 스튜어드십 활동이 단순히 규범적 의무가 아니라 운용 철학에 기반한 전략적 도구로 재정립될 필요가 있다. 이를 위해서는 Top-down 관점에서 국민연금기금의 책임투자 및 수탁자 책임 활동에 관한 지침과 하위 가이드라인을 지속적으로 재정비하여 국민연금기금 스튜어드십 활동이 본연의 목표를 달성할 수 있도록 뒷받침할 필요가 있다. 또한 국민연금기금 수탁자 책임 활동 실무 부서 인력 확충과 업무의 질적 향상을 위한 다양한 보강 작업도 병행되어야 할 것으로 사료된다.

본 고에서 살펴본 일본 스튜어드십 활동 및 평가에 관한 경험은 스튜어드십 활동이 제도적 채택을 넘어, 활동의 양적 질적 개선과 성과관리 단계로 나아가려는 노력을 보여준다. 마찬가지로 국민연금기금은 세계적인 규모의 공적 연기금으로서, 국내 자본시장 및 제도의 실정과 정립된 글로벌 운용 철학에 걸맞은 스튜어드십 활동 체계 고도화를 지속적으로 수행해나갈 것이다. 본 고에서 살펴본 일본 사례 정리가 국민연금기금 스튜어드십 활동 및 평가에 대한 점진적 확대 개선이 이루어지는 과정에서 적절한 참고가 될 수 있길 기대한다.

## 참고문헌

## [ 논문 ]

- Bebchuk, L.A. and Hirst, S. (2022). “Big three power, and why it matters”, Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 2022-8.
- Bushee, B.J. (1998). “The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior”, *The Accounting Review*, Vol. 73 No. 3, pp. 305-333.
- Chakrabarty, S. and Wang, L. (2012). “The long-term sustenance of sustainability practices in MNCs: a dynamic capabilities perspective of the role of R&D and internationalization”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 110 No. 2, pp. 205-217.
- Cheffins, B.R. (2010). “The Stewardship Code’s achilles’ heel”, *The Modern Law Review*, Vol. 73 No. 6, pp. 1004-1025.
- Dao, M. and Xu, H. (2024). “Shareholder activism and accounting reporting complexity”, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 46 No. 1, pp. 121-149.
- David, P., Yoshikawa, T., Chari, M.D.R. and Rasheed, A.A. (2006). “Strategic investments in Japanese corporations: do foreign portfolio owners foster underinvestment or appropriate investment?”, *Strategic Management Journal*, Vol. 27 No. 6, pp. 591-600.
- Dicuonzo, G., Donofrio, F., Ranaldo, S. and Dell’Atti, V. (2022). “The effect of innovation on environmental, social and governance (ESG) practices”, *Meditari Accountancy Research*, Vol. 30 No. 4, pp. 1191-1209.
- Goergen, M., Renneboog, L. and Zhang, C. (2008). “Do UK institutional shareholders monitor their investee firms?”, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 8 No. 1, pp. 39-56.
- Hill, J.G. (2018). “Good Activist/Bad Activist: the rise of international stewardship codes”, *Seattle University Law Review*, Vol. 41, pp. 497-524.
- Jeny, A. and Moldovan, R. (2022). “Accounting for intangible assets – insights from meta-analysis of R&D research”, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 44 No. 1, pp. 40-71.
- Katelouzou, D. and Siems, M. (2020). “The global diffusion of stewardship codes”, *European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper No. 526/2020*.
- Koh, P.-S. and Reeb, D.M. (2015). “Missing R&D”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 60 No. 1, pp. 73-94.
- Padgett, R.C. and Galan, J.I. (2010). “The effect of R&D intensity on corporate social responsibility”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 93 No. 3, pp. 407-418.
- Routledge, J. (2026). “Investor stewardship disclosure and firm R&D investment”, *Journal of Accounting Literature*, 48(2), 628-655.

Wahal, S. and McConnell, J.J. (2000). "Do institutional investors exacerbate managerial myopia?", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6 No. 3, pp. 307-329.

[ 보고서 ]

국민연금공단 기금운용본부. (2025). 2024 국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서.

GPIF. (2025). Stewardship Activities Report 2024-2025.

GPIF. (2024). Evaluation Project on the effects of engagement.

Financial Reporting Council. (2010). The UK stewardship code.

Financial Services Agency. (2014). Principles for responsible institutional investors – Japan's Stewardship Code.

Financial Services Agency. (2017). Principles for responsible institutional investors – Japan's Stewardship Code.

Financial Services Agency. (2025). Principles for Responsible Institutional Investors ≪Japan's Stewardship Code≫(Third revised version).

## 국민연금 관련 통계(2025년 12월 말 기준)

### 1) 연도별 가입자 현황

(단위 : 개소, 명)

| 구분<br>연도별 | 총 가입자      | 사업장가입자    |            | 지역가입자      |           |           | 임의<br>가입자 | 임의계속<br>가입자 |
|-----------|------------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-------------|
|           |            | 사업장       | 가입자        | 계          | 농어촌       | 도시        |           |             |
| '92. 12   | 5,021,159  | 120,374   | 4,977,441  | -          | -         | -         | 32,238    | 11,480      |
| '95. 12   | 7,496,623  | 152,463   | 5,541,966  | 1,890,187  | 1,890,187 | -         | 48,710    | 15,760      |
| '96. 12   | 7,829,353  | 164,205   | 5,677,631  | 2,085,568  | 2,085,568 | -         | 50,514    | 15,640      |
| '99. 12   | 16,261,889 | 186,106   | 5,238,149  | 10,822,302 | 2,083,150 | 8,739,152 | 32,868    | 168,570     |
| '02. 12   | 16,498,932 | 287,092   | 6,288,014  | 10,004,789 | 2,007,196 | 7,997,593 | 26,899    | 179,230     |
| '03. 12   | 17,181,778 | 423,032   | 6,958,794  | 9,964,234  | 2,062,011 | 7,902,223 | 23,983    | 234,767     |
| '04. 12   | 17,070,217 | 573,727   | 7,580,649  | 9,412,566  | 2,009,142 | 7,403,424 | 21,752    | 55,250      |
| '05. 12   | 17,124,449 | 646,805   | 7,950,493  | 9,123,675  | 1,969,017 | 7,154,658 | 26,568    | 23,713      |
| '06. 12   | 17,739,939 | 773,862   | 8,604,823  | 9,086,368  | 1,972,784 | 7,113,584 | 26,991    | 21,757      |
| '07. 12   | 18,266,742 | 856,178   | 9,149,209  | 9,063,143  | 1,976,585 | 7,086,558 | 27,242    | 27,148      |
| '08. 12   | 18,335,409 | 921,597   | 9,493,444  | 8,781,483  | 1,940,510 | 6,840,973 | 27,614    | 32,868      |
| '09. 12   | 18,623,845 | 979,861   | 9,866,681  | 8,679,861  | 1,925,023 | 6,754,838 | 36,368    | 40,935      |
| '10. 12   | 19,228,875 | 1,031,358 | 10,414,780 | 8,674,492  | 1,951,867 | 6,722,625 | 90,222    | 49,381      |
| '11. 12   | 19,885,911 | 1,103,570 | 10,976,501 | 8,675,430  | 1,986,631 | 6,688,799 | 171,134   | 62,846      |
| '12. 12   | 20,329,060 | 1,196,427 | 11,464,198 | 8,568,396  | 1,956,215 | 6,612,181 | 207,890   | 88,576      |
| '13. 12   | 20,744,780 | 1,290,557 | 11,935,759 | 8,514,434  | 1,962,071 | 6,552,363 | 177,569   | 117,018     |
| '14. 12   | 21,125,135 | 1,389,472 | 12,309,856 | 8,444,710  | 1,972,393 | 6,472,317 | 202,536   | 168,033     |
| '15. 12   | 21,568,354 | 1,537,250 | 12,805,852 | 8,302,809  | 1,949,757 | 6,353,052 | 240,582   | 219,111     |
| '16. 12   | 21,832,524 | 1,661,502 | 13,192,436 | 8,060,199  | 1,881,248 | 6,178,951 | 296,757   | 283,132     |
| '17. 12   | 21,824,172 | 1,760,279 | 13,459,240 | 7,691,917  | 1,787,649 | 5,904,268 | 327,723   | 345,292     |
| '18. 12   | 22,313,869 | 1,860,527 | 13,817,963 | 7,694,885  | 1,769,845 | 5,925,040 | 330,422   | 470,599     |
| '19. 12   | 22,216,229 | 1,949,286 | 14,157,574 | 7,232,063  | 1,651,896 | 5,580,167 | 328,727   | 497,865     |
| '20. 12   | 22,107,028 | 2,037,009 | 14,320,025 | 6,898,118  | 1,570,974 | 5,327,144 | 362,328   | 526,557     |
| '21. 12   | 22,347,586 | 2,137,619 | 14,580,825 | 6,827,009  | 1,554,241 | 5,272,768 | 396,632   | 543,120     |
| '22. 12   | 22,497,819 | 2,195,391 | 14,785,761 | 6,845,744  | 1,534,575 | 5,311,169 | 365,487   | 500,827     |
| '23. 12   | 22,384,787 | 2,320,553 | 14,812,062 | 6,714,114  | 1,505,446 | 5,208,668 | 324,601   | 534,010     |
| '24. 12   | 21,984,003 | 2,231,454 | 14,675,745 | 6,513,108  | 1,570,125 | 4,942,983 | 315,926   | 479,224     |
| '25. 12   | 21,814,633 | 2,188,332 | 14,615,523 | 6,410,507  | 1,409,478 | 5,001,029 | 333,717   | 454,886     |

\* 각 연도 말 기준

## 2) 가입종별 성별 가입자 현황

(단위 : 명, %)

| 성별 | 구분 | 계          |       | 사업장<br>가입자 | 지역<br>가입자 | 임의<br>가입자 | 임의계속<br>가입자 |
|----|----|------------|-------|------------|-----------|-----------|-------------|
|    |    | 인원         | 비율    |            |           |           |             |
| 계  |    | 21,814,633 | 100.0 | 14,615,523 | 6,410,507 | 333,717   | 454,886     |
| 남자 |    | 11,784,124 | 54.0  | 8,275,127  | 3,302,680 | 65,604    | 140,713     |
| 여자 |    | 10,030,509 | 46.0  | 6,340,396  | 3,107,827 | 268,113   | 314,173     |

## 3) 지역가입자 총괄 현황

(단위 : 명, %)

| 구분   |    | 계         | 도시        | 농어촌       |
|------|----|-----------|-----------|-----------|
| 계    |    | 6,410,507 | 5,001,029 | 1,409,478 |
| 소득신고 | 인원 | 3,680,341 | 2,803,677 | 876,664   |
|      | 비율 | 100.0     | 76.2      | 23.8      |
| 납부예외 | 인원 | 2,730,166 | 2,197,352 | 532,814   |
|      | 비율 | 100.0     | 80.5      | 19.5      |

## 4) 징수율 현황

(단위 : 명, %)

| 구분 |    | 계    | 사업장  | 지역가입자 |      |      |
|----|----|------|------|-------|------|------|
|    |    |      |      | 소계    | 도시   | 농어촌  |
| 월수 | 당월 | 78.8 | 86.8 | 70.3  | 69.6 | 72.3 |
|    | 누적 | 98.4 | 99.0 | 97.9  | 97.6 | 98.4 |
| 금액 | 당월 | 93.4 | 95.4 | 71.7  | 71.7 | 71.7 |
|    | 누적 | 99.5 | 99.7 | 97.1  | 97.0 | 97.3 |

※ 당월 징수율은 당월 고지 대비 징수 현황이며, 누적징수율을 누적고지 대비 징수 현황임  
 당월 및 누적 징수율은 납부기한(매 익월 10일) 기준임



## 5) 연도별 급여 종별 급여지급 현황

(단위 : 건, 백만원( 해당년도 누계))

| 구분      | 계   | 연금수급자       |             |             |           |            | 일시금수급자     |           |            |           |
|---------|-----|-------------|-------------|-------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|-----------|
|         |     | 소계          | 노령          | 장애편         | 유족        |            | 소계         | 장애편       | 반환         | 사망        |
| 총계      | 수급자 | 20,690,278  | 9,033,849   | 7,492,376   | 220,246   | 1,321,227  | 11,656,429 | 96,004    | 11,271,497 | 288,928   |
|         | 금액  | 424,343,557 | 395,227,121 | 344,645,414 | 7,719,244 | 42,862,463 | 29,116,437 | 1,073,277 | 26,991,908 | 1,051,251 |
| 2025.12 | 수급자 | 7,902,646   | 7,682,622   | 6,486,471   | 75,787    | 1,120,364  | 220,024    | 2,531     | 199,383    | 18,110    |
|         | 금액  | 49,660,469  | 48,168,241  | 43,775,267  | 447,775   | 3,945,199  | 1,492,228  | 54,598    | 1,325,378  | 112,252   |
| 2024년   | 수급자 | 7,372,039   | 7,155,257   | 6,015,091   | 76,865    | 1,063,301  | 216,782    | 2,660     | 196,290    | 17,832    |
|         | 금액  | 43,704,825  | 42,280,251  | 38,227,261  | 439,408   | 3,613,581  | 1,424,574  | 55,283    | 1,264,760  | 104,531   |
| 2023년   | 수급자 | 6,822,178   | 6,626,552   | 5,543,769   | 75,616    | 1,007,167  | 195,626    | 2,911     | 175,279    | 17,436    |
|         | 금액  | 39,040,227  | 37,744,089  | 34,070,895  | 416,841   | 3,256,354  | 1,296,138  | 58,053    | 1,146,957  | 91,128    |
| 2022년   | 수급자 | 6,642,643   | 6,424,917   | 5,396,729   | 76,718    | 951,470    | 217,726    | 2,722     | 199,170    | 15,834    |
|         | 금액  | 34,020,076  | 32,817,226  | 29,544,090  | 391,377   | 2,881,759  | 1,202,850  | 49,853    | 1,074,442  | 78,555    |
| 2021년   | 수급자 | 6,070,124   | 5,864,373   | 4,894,452   | 77,726    | 892,195    | 205,751    | 2,897     | 189,205    | 13,649    |
|         | 금액  | 29,136,791  | 28,080,664  | 25,083,266  | 384,944   | 2,612,454  | 1,056,127  | 49,746    | 940,751    | 65,630    |
| 2020년   | 수급자 | 5,588,154   | 5,388,022   | 4,468,126   | 78,079    | 841,817    | 200,132    | 2,904     | 184,342    | 12,886    |
|         | 금액  | 25,654,071  | 24,628,326  | 21,816,877  | 383,031   | 2,428,418  | 1,025,745  | 48,366    | 919,192    | 58,187    |
| 2019년   | 수급자 | 5,163,110   | 4,961,143   | 4,090,497   | 77,872    | 792,774    | 201,967    | 3,028     | 186,921    | 12,018    |
|         | 금액  | 22,764,343  | 21,711,564  | 19,069,258  | 378,720   | 2,263,586  | 1,052,780  | 48,847    | 953,068    | 50,865    |
| 2018년   | 수급자 | 4,769,288   | 4,596,690   | 3,778,824   | 75,734    | 742,132    | 172,598    | 3,072     | 157,867    | 11,659    |
|         | 금액  | 20,752,686  | 19,800,820  | 17,384,044  | 359,198   | 2,057,577  | 951,866    | 46,669    | 859,082    | 46,113    |
| 2017년   | 수급자 | 4,692,847   | 4,475,143   | 3,706,516   | 75,486    | 693,141    | 217,704    | 2,916     | 201,278    | 13,510    |
|         | 금액  | 19,083,886  | 18,155,323  | 15,931,616  | 349,017   | 1,874,690  | 928,563    | 42,131    | 842,325    | 44,107    |
| 2016년   | 수급자 | 4,362,254   | 4,135,292   | 3,412,350   | 75,497    | 647,445    | 226,962    | 2,577     | 207,751    | 16,634    |
|         | 금액  | 17,068,159  | 16,107,103  | 14,047,957  | 337,332   | 1,721,814  | 961,056    | 36,048    | 874,649    | 50,359    |
| 2015년   | 수급자 | 4,028,671   | 3,832,188   | 3,151,349   | 75,688    | 605,151    | 196,483    | 2,597     | 179,937    | 13,949    |
|         | 금액  | 15,184,010  | 14,342,683  | 12,415,111  | 336,568   | 1,591,004  | 841,327    | 35,522    | 759,704    | 46,101    |
| 2014년   | 수급자 | 3,748,130   | 3,586,805   | 2,947,422   | 75,387    | 563,996    | 161,325    | 2,651     | 146,353    | 12,321    |
|         | 금액  | 13,779,943  | 13,087,468  | 11,295,917  | 331,603   | 1,459,947  | 692,475    | 34,471    | 618,468    | 39,535    |
| 2013년   | 수급자 | 3,633,770   | 3,440,693   | 2,840,660   | 75,041    | 524,992    | 193,077    | 2,993     | 179,440    | 10,644    |
|         | 금액  | 13,112,751  | 12,361,973  | 10,705,594  | 326,168   | 1,330,211  | 750,779    | 38,737    | 679,145    | 32,897    |
| 2012년   | 수급자 | 3,499,522   | 3,310,211   | 2,748,455   | 75,934    | 485,822    | 189,311    | 2,862     | 175,716    | 10,733    |
|         | 금액  | 11,550,755  | 10,837,243  | 9,327,086   | 314,463   | 1,195,694  | 713,511    | 34,654    | 648,045    | 30,812    |
| 2011년   | 수급자 | 3,166,983   | 3,015,244   | 2,489,614   | 75,895    | 449,735    | 151,739    | 3,480     | 136,628    | 11,631    |
|         | 금액  | 9,819,296   | 9,273,039   | 7,905,180   | 305,547   | 1,062,312  | 546,257    | 41,919    | 475,051    | 29,287    |
| 2010년   | 수급자 | 2,975,336   | 2,820,649   | 2,330,128   | 76,280    | 414,241    | 154,687    | 3,447     | 141,347    | 9,893     |
|         | 금액  | 8,635,467   | 8,107,420   | 6,861,876   | 296,305   | 949,239    | 528,047    | 37,299    | 465,123    | 25,625    |
| 2009년   | 수급자 | 2,770,344   | 2,602,630   | 2,149,168   | 74,535    | 378,927    | 167,714    | 3,836     | 154,119    | 9,759     |
|         | 금액  | 7,471,934   | 6,946,490   | 5,814,825   | 287,016   | 844,649    | 525,444    | 40,940    | 460,476    | 24,027    |
| 2008년   | 수급자 | 2,517,579   | 2,366,626   | 1,949,867   | 72,166    | 344,593    | 150,953    | 4,902     | 137,654    | 8,397     |
|         | 금액  | 6,180,804   | 5,764,986   | 4,765,528   | 268,101   | 731,358    | 415,818    | 47,921    | 348,026    | 19,871    |
| 2007년   | 수급자 | 2,244,477   | 2,110,519   | 1,731,560   | 67,091    | 311,868    | 133,958    | 5,167     | 121,200    | 7,591     |
|         | 금액  | 5,182,611   | 4,748,988   | 3,857,709   | 245,877   | 645,401    | 433,623    | 48,325    | 368,374    | 16,924    |
| 2006년   | 수급자 | 1,985,502   | 1,858,769   | 1,517,649   | 61,762    | 279,358    | 126,733    | 4,898     | 115,394    | 6,441     |
|         | 금액  | 4,360,239   | 3,899,369   | 3,103,161   | 225,607   | 570,601    | 460,870    | 44,240    | 400,674    | 15,957    |
| 2005년   | 수급자 | 1,757,674   | 1,651,681   | 1,349,626   | 54,467    | 247,588    | 105,993    | 4,147     | 96,078     | 5,768     |
|         | 금액  | 3,584,901   | 3,210,044   | 2,531,536   | 193,931   | 484,577    | 374,857    | 35,714    | 324,885    | 14,259    |

## 6) 급여종별 수급자 현황(당월 수급자기준)

(단위 : 건, 백만원)

| 구분  | 계         | 노령연금      |              |                |           |           |         | 장애     | 유족        |
|-----|-----------|-----------|--------------|----------------|-----------|-----------|---------|--------|-----------|
|     |           | 소계        | 가입기간<br>20년~ | 가입기간<br>10~19년 | 조기        | 특례        | 분할      |        |           |
| 수급자 | 7,548,086 | 6,384,651 | 1,352,281    | 2,838,400      | 1,024,728 | 1,061,018 | 108,224 | 67,877 | 1,095,558 |
| (%) | 100.0     | 84.6      | 17.9         | 37.6           | 13.6      | 14.1      | 1.4     | 0.9    | 14.5      |

※ 2018년 12월 이후 노령연금 금액의 세부내역은 내부통계추출방식 변경으로 제공되지 않음

## 7) 연령별 급여수급자 현황(당월 수급자 기준)

(단위 : 건)

| 구분          |                | 합계        | 20세<br>미만 | 20~<br>29세 | 30~<br>39세 | 40~<br>49세 | 50~<br>59세 | 60~<br>64세 | 65~<br>69세 | 70~<br>74세 | 75~<br>79세 | 80세<br>이상 |         |
|-------------|----------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|---------|
| 계           | 계              | 7,548,086 | 7,435     | 13,610     | 7,198      | 35,905     | 135,526    | 1,327,145  | 2,445,012  | 1,505,155  | 1,064,999  | 1,006,101 |         |
|             | 남자             | 3,959,605 | 3,758     | 6,899      | 2,494      | 11,690     | 38,079     | 685,180    | 1,305,829  | 840,667    | 586,349    | 478,660   |         |
|             | 여자             | 3,588,481 | 3,677     | 6,711      | 4,704      | 24,215     | 97,447     | 641,965    | 1,139,183  | 664,488    | 478,650    | 527,441   |         |
| 노<br>영<br>자 | 소계             | 계         | 6,384,651 | 0          | 0          | 0          | 0          | 11,005     | 1,206,453  | 2,270,774  | 1,303,026  | 853,997   | 739,396 |
|             |                | 남자        | 3,807,691 | 0          | 0          | 0          | 0          | 6,953      | 664,737    | 1,287,347  | 823,360    | 570,664   | 454,630 |
|             |                | 여자        | 2,576,960 | 0          | 0          | 0          | 0          | 4,052      | 541,716    | 983,427    | 479,666    | 283,333   | 284,766 |
|             | 가입기간<br>20년~   | 소계        | 1,352,281 | 0          | 0          | 0          | 0          | 83         | 366,681    | 730,597    | 202,396    | 52,483    | 41      |
|             |                | 남자        | 1,123,000 | 0          | 0          | 0          | 0          | 83         | 284,512    | 606,845    | 183,263    | 48,263    | 34      |
|             |                | 여자        | 229,281   | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 82,169     | 123,752    | 19,133     | 4,220     | 7       |
|             | 가입기간<br>10~19년 | 소계        | 2,838,400 | 0          | 0          | 0          | 0          | 16         | 433,562    | 1,209,934  | 818,211    | 313,935   | 62,742  |
|             |                | 남자        | 1,355,561 | 0          | 0          | 0          | 0          | 16         | 145,300    | 485,639    | 454,837    | 218,654   | 51,115  |
|             |                | 여자        | 1,482,839 | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 288,262    | 724,295    | 363,374    | 95,281    | 11,627  |
|             | 조기             | 소계        | 1,024,728 | 0          | 0          | 0          | 0          | 10,906     | 386,425    | 277,006    | 257,228    | 62,099    | 31,064  |
|             |                | 남자        | 673,904   | 0          | 0          | 0          | 0          | 6,854      | 233,960    | 189,012    | 180,563    | 41,668    | 21,847  |
|             |                | 여자        | 350,824   | 0          | 0          | 0          | 0          | 4,052      | 152,465    | 87,994     | 76,665     | 20,431    | 9,217   |
|             | 특례             | 소계        | 1,061,018 | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 216        | 614        | 546        | 417,000   | 642,642 |
|             |                | 남자        | 641,885   | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 87         | 291        | 388        | 260,237   | 380,882 |
|             |                | 여자        | 419,133   | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 129        | 323        | 158        | 156,763   | 261,760 |
|             | 분할             | 소계        | 108,224   | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 19,569     | 52,623     | 24,645     | 8,480     | 2,907   |
|             |                | 남자        | 13,341    | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 878        | 5,560      | 4,309      | 1,842     | 752     |
|             |                | 여자        | 94,883    | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 18,691     | 47,063     | 20,336     | 6,638     | 2,155   |
|             | 장애             | 소계        | 67,877    | 0          | 261        | 2,469      | 10,059     | 24,207     | 12,553     | 6,087      | 5,405      | 4,371     | 2,465   |
|             |                | 남자        | 50,207    | 0          | 152        | 1,417      | 6,661      | 18,401     | 9,909      | 4,507      | 4,122      | 3,270     | 1,768   |
|             |                | 여자        | 17,670    | 0          | 109        | 1,052      | 3,398      | 5,806      | 2,644      | 1,580      | 1,283      | 1,101     | 697     |
|             | 유족             | 소계        | 1,095,558 | 7,435      | 13,349     | 4,729      | 25,846     | 100,314    | 108,139    | 168,151    | 196,724    | 206,631   | 264,240 |
|             |                | 남자        | 101,707   | 3,758      | 6,747      | 1,077      | 5,029      | 12,725     | 10,534     | 13,975     | 13,185     | 12,415    | 22,262  |
|             |                | 여자        | 993,851   | 3,677      | 6,602      | 3,652      | 20,817     | 87,589     | 97,605     | 154,176    | 183,539    | 194,216   | 241,978 |

## 8) 기금관리 현황(시가기준)

(단위 : 억 원, %)

| 구분         | '14. 12.  | '15. 12.  | '16. 12.  | '17. 12.  | '18. 12.  | '19. 12.  | '20. 12.   | '21. 12.   | '22. 12.   | '23. 12.   | '24. 12.   | '25. 12.   |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 조성         | 5,803,222 | 6,385,779 | 7,022,056 | 7,852,750 | 8,237,908 | 9,450,964 | 10,685,295 | 12,133,963 | 11,899,635 | 13,751,656 | 15,967,606 | 18,923,864 |
| (증감률)      | 10.93%    | 10.04%    | 9.96%     | 11.83%    | 4.90%     | 14.73%    | 13.06%     | 13.56%     | -1.93%     | 15.56%     | 16.11%     | 18.51%     |
| 연금<br>보험료  | 3,669,961 | 4,034,222 | 4,424,580 | 4,842,429 | 5,286,164 | 5,764,165 | 6,276,336  | 6,811,739  | 7,370,879  | 7,954,577  | 8,571,969  | 9,210,771  |
| 운용<br>수익   | 2,124,407 | 2,341,820 | 2,587,260 | 2,999,390 | 2,940,529 | 3,674,776 | 4,396,213  | 5,308,265  | 4,512,840  | 5,779,993  | 7,377,108  | 9,693,451  |
| 기타         | 8,855     | 9,737     | 10,216    | 10,931    | 11,215    | 12,024    | 12,745     | 1,360      | 15,916     | 17,087     | 18,530     | 19,642     |
| 지출         | 1,104,993 | 1,262,538 | 1,439,065 | 1,636,139 | 1,850,097 | 2,084,426 | 2,348,019  | 2,646,770  | 2,994,978  | 3,393,709  | 3,839,093  | 4,343,902  |
| 증감률        | 14.90%    | 14.26%    | 13.98%    | 13.69%    | 13.08%    | 12.67%    | 12.65%     | 12.72%     | 13.16%     | 13.31%     | 13.12%     | 13.15%     |
| 연금급여<br>지급 | 1,049,113 | 1,200,953 | 1,371,635 | 1,562,474 | 1,770,000 | 1,997,644 | 2,254,185  | 2,545,552  | 2,885,753  | 3,276,155  | 3,713,204  | 4,209,808  |
| 운영비 등      | 55,880    | 61,585    | 67,430    | 73,665    | 80,097    | 86,782    | 93,834     | 101,217    | 109,224    | 117,554    | 125,890    | 134,093    |
| 운용         | 4,698,229 | 5,123,241 | 5,582,991 | 6,216,611 | 6,387,811 | 7,366,538 | 8,337,276  | 9,487,194  | 8,904,657  | 10,357,946 | 12,128,513 | 14,579,963 |
| 증감률        | 10.04%    | 9.05%     | 8.97%     | 11.35%    | 2.75%     | 15.32%    | 13.18%     | 13.79%     | -6.14%     | 16.32%     | 17.09%     | 20.21%     |
| 공공<br>부문   | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -          | -          | -          | -          | -          | -          |
| 복지<br>부문   | 1,264     | 1,362     | 1,396     | 1,433     | 1,446     | 1,663     | 1,800      | 2,005      | 2,036      | 2,024      | 2,051      | 2,157      |
| 금융<br>부문   | 4,692,534 | 5,116,983 | 5,576,819 | 6,210,372 | 6,382,168 | 7,360,790 | 8,331,384  | 9,481,060  | 8,898,353  | 10,351,976 | 12,122,568 | 14,574,885 |
| 기타<br>부문   | 4,431     | 4,896     | 4,777     | 4,806     | 4,196     | 4,085     | 4,092      | 4,128      | 4,267      | 3,946      | 3,895      | 2,920      |

※ 해당월 말일 기준의 누계실적이며, "증감률"은 전년도 12월말 기준대비 현금주의로 작성됨

※ 이용자의 편의성을 위해 2018년 이후 시가 기준을 수록하여, 이전 연금포럼호와의 자료 연계성이 존재하지 않음

## Memo









# 연금포럼

2026 PENSION FORUM

봄호

Vol.101

|         |                                                                                                                                                                |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 등록번호    | 전주바0026                                                                                                                                                        |
| 등록일     | 2001년 3월 29일                                                                                                                                                   |
| 발행일     | 2026년 5월                                                                                                                                                       |
| 발행인·편집인 | 김성주(국민연금공단 이사장)                                                                                                                                                |
| 편집위원장   | 한정림(국민연금연구원장)                                                                                                                                                  |
| 편집위원간사  | 정인영(국민연금연구원 연금제도연구실)                                                                                                                                           |
| 편집위원    | 최옥금(국민연금연구원 연금제도연구실장)<br>신승희(국민연금연구원 재정추계분석실장)<br>최영민(국민연금연구원 기금정책분석실장)                                                                                        |
| 편집실무    | 윤이상(국민연금연구원 연구지원부)                                                                                                                                             |
| 디자인     | (사)에스디워크 서울지사                                                                                                                                                  |
| 인쇄      | (사)에스디워크 서울지사                                                                                                                                                  |
| 발행처     | 국민연금공단 국민연금연구원<br>전북특별자치도 전주시 덕진구 기지로 170(만성동)<br>Tel. 044-410-1123 Fax. 063-900-3253<br><a href="https://institute.nps.or.kr">https://institute.nps.or.kr</a> |

「연금포럼」을 포함하여 국민연금공단에서 발행되는 각종 간행물은 인터넷 홈페이지에 자세히 안내되어 있습니다.(국민연금연구원/연구원 발간자료/연구원 발간물)

# 연금 포럼

봄호  
—  
Vol.101

