▌정책보고서 2016-12

해외 주요 연금의 기금운용부문 개혁 사례와 시사점

박태영·이정화

NPS 국민연금공단
국민연금연구원

머리말

이미 널리 알려진 바와 같이 스웨덴, 캐나다 등 해외 주요 공적연금들은 1990년대 중반부터 자신들의 상황적 요구에 따라 다양한 형태의 연금 개혁을 수행하여 왔다. 공적연금의 장기지속성 확보 차원에서 제도 개선과 재정안정화 등을 목적으로 수행된 연금개혁의 포괄적 내용 중에는 기금운용부문에 대한 근본적인 개혁도 다수 포함되어 있다.

공적연금의 기금운용 효율성을 제고하기 위해 2000년대 이후 운용방식 또는 기금운용체계에 대한 개혁을 시도한 사례로서 일본, 스웨덴 등의 사례가 있다. 또한 1980년대 초에 부과방식 공적연금을 적립방식으로 민영화했던 칠레의 사례도 주목할 필요가 있을 것이다.

국민연금은 그간 기금규모 증대와 더불어 국가경제나 금융시장, 그리고 연금재정에 미치는 영향력은 커지는 가운데 저출산·고령화 및 저성장·저금리 등 외부 여건은 갈수록 쉽지 않은 측면이 있어서, 기금운용의 효율성 제고 방안 모색을 위한 기본 사고틀의 전환이 한층 더 요구되고 있다.

그러나 어느 한 국가의 공적연금 개혁 형태는 그 국가의 제도와 정책환경 등에 따라 다르게 나타날 수 있으므로 우리나라의 제도 및 기금환경에 맞는 정책적 대안을 찾기 위해서는 다양한 사례를 연구할 필요가 있다. 이를 위해 해외 공적연금 개혁 사례를 조사·분석해서 기금운용부문의 역할에 초점을 맞춘 체계적 연구가 이루어질 필요가 있다고 하겠다.

본고에서는 해외 주요 공적연금들의 기금운용부문의 개혁 배경 및 그 내용을 면밀히 살펴보고 개혁의 성공 요소들을 점검해 봄으로써 향후 국민연금 기금운용의 개선 방향에 대한 시사점을 찾고자 하였다.

이 보고서는 국민연금연구원의 박태영 선임연구위원과 이정화 주임연구원이 집필하였다. 연구 수행 과정에서 유익한 조언을 해 주신 자문회

의 및 정책협의회 참석자분들과 익명의 검독자분들에게 감사를 드린다. 본 보고서의 내용은 연구자의 개인의견으로서 공단이나 연구원의 공식견해와 다를 수 있음을 밝혀 둔다.

2016년 12월 31일

국민연금공단 이사장 문 형 표
국민연금연구원 원장 김 성 숙

목 차 | Contents

요 약 ····· 1

Ⅰ. 서 론 ····· 9
1. 연구배경과 목적 ····· 9
2. 연구의 범위 ····· 10

Ⅱ. 연금개혁과 기금운용 ····· 11
1. 개관 ····· 11
가. 연금개혁과 기금운용 ····· 11
나. 연구 방법 및 자료 ····· 12
2. 기존 문헌 ····· 14
가. 연금개혁 일반 ····· 15
나. 캐나다의 연금개혁 ····· 16
다. 스웨덴의 연금개혁 ····· 16
라. 일본의 연금개혁 ····· 17
마. 칠레의 연금개혁 ····· 17

Ⅲ. 기금운용부문 개혁 사례 ····· 21
1. 캐나다(1998) ····· 21
가. 개혁 배경 ····· 22
나. 개혁 과정 및 내용 ····· 22
다. 개혁 이전 기금운용의 문제점 ····· 28
라. 기금운용 방식의 변화 ····· 30
마. 기금운용 체계의 변화 ····· 31
바. 기금운용 성과의 변화 ····· 33
사. 시사점 ····· 35

2. 스웨덴(1998, 2015) ····· 36
2-1. 1998년 개혁 ····· 36
가. 개혁 배경 ····· 38
나. 개혁 과정 및 내용 ····· 38
다. 기금운용 방식 및 운용 체계의 변화 ····· 42
라. 기금운용 성과의 변화 ····· 49
마. 시사점 ····· 52
2-2. 2015년 기금통합개혁 논의 실패 ····· 53
가. 개혁 논의 배경 ····· 53
나. 기금 재통합 논의 과정 및 내용 ····· 54
다. 시사점 ····· 56
3. 일본(2014) ····· 57
가. 개혁 배경 ····· 57
나. 개혁 과정 및 내용 ····· 58
다. 기금운용 방식의 변화 ····· 61
라. 기금운용 체계의 변화 ····· 63
마. 기금운용 성과의 변화 ····· 68
바. 시사점 ····· 71
4. 칠레(1981) ····· 72
가. 개혁 배경 ····· 73
나. 개혁 과정 및 내용 ····· 75
다. 기금운용 방식의 변화 ····· 77
라. 기금운용 체계의 변화 ····· 79
마. 기금운용 성과의 변화 ····· 79
바. 시사점 ····· 85

Ⅳ. 결론 및 시사점 ····· 89

부록 ····· 93

1. 제도 개요 ····· 93
가. 캐나다 ····· 93
나. 스웨덴 ····· 94
다. 일본 ····· 95
라. 칠레 ····· 96
2. 기금운용 현황 ····· 97
가. 캐나다 CPPIB ····· 97
나. 스웨덴 AP3 ····· 99
다. 일본 GPIF ····· 100
라. 칠레 AFP ····· 101
3. 캐나다 1998년 연금개혁 ····· 102
가. 기여율 인상 내용 ····· 102
나. 급여 삭감 내용 ····· 103
다. 자동안정화장치(Automatic financing stabilizer) 도입 ····· 103
4. 일본 2014년 GPIF 개혁 관련 문헌 ····· 103

참고문헌 ····· 115

표 차례

〈표 Ⅱ-1〉 해외 주요 공적연금 개요 ····· 12
〈표 Ⅱ-2〉 기금지배구조의 평가 체계 ····· 14
〈표 Ⅲ-1〉 1997년 새로운 CPP 법안(의안 C-2) ····· 26
〈표 Ⅲ-2〉 CPP의 개혁 이전과 이후의 정책변화 비교 ····· 28
〈표 Ⅲ-3〉 CPP 기금 사용 현황 ····· 29
〈표 Ⅲ-4〉 CDP의 2000년 이전 수익률 추이 ····· 30
〈표 Ⅲ-5〉 CPPIB의 2000년 3월 주식투자 현황 ····· 31
〈표 Ⅲ-6〉 CPP 기금운용 체계의 변화 ····· 33
〈표 Ⅲ-7〉 CPP의 개혁 이후 수익률 추이 ····· 34
〈표 Ⅲ-8〉 CPP의 개혁 이후 기금규모 추이 ····· 34
〈표 Ⅲ-9〉 CPP의 개혁 이후 비용 추이 ····· 35
〈표 Ⅲ-10〉 개혁 전후 변화 ····· 39
〈표 Ⅲ-11〉 1998년 개혁 이전 기금 현황 ····· 43
〈표 Ⅲ-12〉 개혁 이후 AP 기금의 주요 투자 제약 ····· 45
〈표 Ⅲ-13〉 스웨덴 AP 기금운용 체계의 변화 ····· 48
〈표 Ⅲ-14〉 AP 개혁 이후 각 AP 수익률 추이 ····· 50
〈표 Ⅲ-15〉 분할 운용 이후 각 AP 기금규모 추이 ····· 51
〈표 Ⅲ-16〉 개혁 이후 AP3의 전략적 자산배분 추이 ····· 51
〈표 Ⅲ-17〉 AP 전체 기금운용에 따른 비용 ····· 52
〈표 Ⅲ-18〉 아베노믹스의 세 가지 전략 ····· 59
〈표 Ⅲ-19〉 공적·준공적자금의 운용·리스크관리 등의 고도화 등에 관한 전문가회의 보고서의 주요 내용 ····· 60
〈표 Ⅲ-20〉 GPIF 투자정책 변경 및 일본은행 추가완화 조치 ····· 62
〈표 Ⅲ-21〉 GPIF 개혁 방침(2016년 2월 16일) ····· 63

〈표 Ⅲ-22〉 GPIF의 기금운용 체계의 변화 ····· 68
〈표 Ⅲ-23〉 GPIF의 개혁 전후 수익률 추이 ····· 69
〈표 Ⅲ-24〉 GPIF의 개혁 전후 기금규모 추이 ····· 70
〈표 Ⅲ-25〉 GPIF의 자산군별 비용 추이 ····· 71
〈표 Ⅲ-26〉 세부 자산군별 위탁비용 추이 ····· 71
〈표 Ⅲ-27〉 칠레의 1981년 연금개혁 이전과 이후의 비교 ····· 75
〈표 Ⅲ-28〉 칠레 AFP의 투자대상별 투자비중 상한 ····· 78
〈표 Ⅲ-29〉 칠레 연금기금 자산의 규모 및 수익률 변화(1981-2003) ···· 81
〈표 Ⅲ-30〉 칠레 연기금의 투자포트폴리오 분포(1981-2011) ····· 84
〈표 Ⅲ-31〉 연금기금 유형별, 기금별 자산구성 현황 ····· 84

그림 차례

[그림 Ⅱ-1] Lindbeck(2003)의 연금제도 분류 ····· 13
[그림 Ⅲ-1] 1998년 개혁 이후 CPPIB의 자산구성 변화 추이 ····· 35
[그림 Ⅲ-2] 개혁 이후 2001년에 재구축된 AP3의 포트폴리오 변화 ····· 47
[그림 Ⅲ-3] GPIF의 현재 지배구조 ····· 66
[그림 Ⅲ-4] 개정안 - GPIF의 새로운 지배구조(2017년 10월 이후) ····· 67
[그림 Ⅲ-5] 칠레 연금기금의 기금 규모 추이 ····· 82
[그림 Ⅲ-6] 칠레 연금기금의 기금 수익률 추이 ····· 82

요 약

1. 서 론

○ 본 연구의 목적은 해외 주요 공적연금들의 기금운용부문의 개혁 내용에 초점을 맞추어 주요 정책적 요소들을 중심으로 개혁 성과를 살펴봄으로써 국민연금기금에 대한 시사점을 찾고자 함

- 각 국별로 공적연금이 기반으로 하고 있는 제도와 정책 환경의 특징에 따라 개혁 방식이 다르므로 우리나라에 대한 시사점과 대안을 찾기 위해서 캐나다, 스웨덴, 일본, 칠레 등 4개 국가의 사례를 선정

Ⅱ. 연금개혁과 기금운용

○ 연금 개혁을 바라보고 분석을 시도할 때, 연금제도적인 측면에서, 재정적인 측면에서, 보험수리적 측면에서, 그리고 기금관리운용의 측면에서 다양하게 살펴볼 수 있을 것임

- Lindbeck(2003)은 연금개혁에서 얻는 편익에 대한 분석을 위해 사회보장 연금제도를 ① 적립식 vs 비적립식, ② 보험수리적 균형 및 형평성 vs 불균형(비형평), ③ DB형 vs DC형의 3차원을 이용하여 분류함
- 1998년 명목확정기여형(NDC)으로 전환한 스웨덴이나 1981년 민영화를 실시한 칠레는 적립수준이 향상되고, 보험수리적 형평성도 높아진 것으로 평가한 반면에 1998년 구조적 개혁 대신에 모수적 개혁을 통해 부분적립방식을 선택한 캐나다의 경우에는

보험수리적 형평성은 변화가 없으나 적립수준 향상으로 재정안정화를 달성한 것으로 평가

Ⅲ. 기금운용부문 개혁 사례

1. 캐나다(1998)

○ 1998년 연금개혁은 모수적(parametric) 개혁으로서 그 주요 내용은 보험료율 인상, 급여수준 축소, 부과방식에서 부분적립방식으로의 전환, 적립기금 수준의 증가, 독립적인 전문운용조직인 CPPIB의 신설 등임

- 1998년 연금 개혁의 배경은 인구 고령화, 재정 건전성 악화, 부과방식비용율의 기여율 초과로 인한 자산 부족 현상, 세대간 형평성, CPP에 대한 국민들의 신뢰도 저하 등

○ 개혁 이전에는 CPP에서 정부 채권에 투자하는 방식으로 운용되었고 온타리오주가 자금의 42.9%를 사용

- 1998년 개혁 이후 전문운용조직으로서 CPPIB가 신설되어 정부의 신규 차입을 중지하고 상환 즉시 수익성 위주로 재투자
- 투자 전략 변화의 근간은 분산 투자포트폴리오에 기금을 투자하여 위험을 분산하는 방침을 수립하고, 당장은 001년까지는 이관되는 자금 전액을 주식에 투자

○ 기금관리체계의 변화를 보면 CPPIB의 독립과 함께 수탁자로서의 기금관리 책임성을 강화

- 투명한 투자정책서 마련, 연간보고서 및 분기별 보고서 작성, 각 주가 참여하는 회의 최소 2년에 1회 개최, 연방정부 재무장관의 특별감사권 등 도입
- 지배구조 개선도 이루어져 CPPIB 이사회는 금융전문가 중심의

12명의 이사와 4개 정규 전문위원회로 구성

○ 기금운용 성과의 변화를 보면 개혁 이후 장기적 관점에서 위험분산과 수익률 제고를 목표로 투자대상의 포트폴리오 다변화를 추구함
- 신규 자금 유입의 증가와 함께 기존의 비시장성채권에서 주식, 채권, 실물자산으로 포트폴리오 투자대상 확대

○ 기금운용 측면에서 보면 두 가지 성공 요인으로 정리 가능
- 첫째는 장기적으로 안정된 보험료율 유지를 목표로 자산부채모형(ALM) 분석을 통해 재정목표와 연계된 명확한 기금목표수익률을 도출·제시
- 둘째는 이러한 장기재정안정 목표를 기반으로 독립된 CPPIB라는 전문운용조직을 통해 투자다변화와 적극적 운용을 통해 초과수익을 냄으로써 궁극적으로는 본래 1998년 연금개혁에서 목표하였던 재정안정화에 크게 기여

2. 스웨덴(1998, 2015)

○ 1998년 연금개혁으로 스웨덴은 확정급여(DB) 요소와 확정기여(DC) 요소를 모두 가진 다층연금체계를 도입
- 1998년 연금개혁으로 스웨덴은 명목확정기여(NDC) 방식으로 전환하기 이전에는 버퍼 펀드와 6개의 상이한 기금위원회로 구성
- 1960년 당시 소득비례연금(ATP) 도입과 관련하여 3개의 AP기금(AP1~AP3)이 설립되었는데 이들은 주식지분과 부동산에 투자하는 것이 제한되었으며 채권, 중앙정부 및 지방정부에 대한 직접대부사업, 기업에 대한 역대부사업(Retroverse Loans) 세 가지만 허용
- 나중에 AP4~AP5 국가연금기금은 주식에 투자하기 위해 추가로 설립되었고 AP6 국가연금기금은 스웨덴의 중소기업에 투자하는 특수 기금

○ 연금개혁을 통해 2000년 5월에 기금운용은 경쟁 방식(AP1~AP4)으로 변환되고, 소득비례연금을 운용할 AP6을 포함한 5개의 AP 펀드와 프리미엄 연금을 운용할 AP7이 설립됨

- 연금개혁에 따라 GDP의 약 23%에 상당하는 자금을 가진 AP의 주식투자가 증가하면서 시장 지배력에 대한 우려가 있었고, 따라서 기금분할의 목적이 공적연금의 시장영향력을 분산시키고 기금 간 경쟁을 통한 기금운용 효율성을 제고하는 데에 있었음

○ 분할 기금의 재통합 논의는 2009년 스웨덴 재정부 산하 ESO가 기대했던 만큼의 시장파급효과 최소화 및 경쟁을 통한 성과 향상은 미미한 것으로 보고하면서 부터임

- 지나친 경쟁구조가 투자전략의 동질화, 유사한 자산배분 결과를 초래하고, 운용비용은 지속적으로 증가하는 것으로 나타나 기금의 재통합을 제안
- 6년 간의 논의 끝에 5개 기금을 3개 기금으로 통합하려던 정부안이 결국 해당 기금들과 관련 금융기관 및 야당의 반대로 무산된 것은 이해관계자들 간의 정치적 타협 과정이 결코 단순하지 않음을 시사함

○ 기금운용 성과의 변화를 보면 개혁 이후 기금을 균등분할함으로써 기금 간 경쟁을 통해 운용 효율성을 제고하고자 하였으나 분할직후 각 기금은 비슷한 양상의 운용성과를 보이고 있음

- AP3의 경우 개혁 직후 채권 외 주식투자 비중을 확대하고 이후 대체투자도 포함하여 투자다변화를 추구함

3. 일본(2014)

○ 일본은 2006년에 연금자금운용기금을 GPIF(연금적립금관리운용독립행정법인)로 독립시키고 독립행정법인 내에 운용위원회를 설치하는 등 일부 지배구조의 변화가 있었으나 대부분 외부 위탁운용하고 전체적으로 채권위주의 보수적 투자방식을 유지

- 2012년 2차 아베내각이 들어서면서 성장전략을 기치로 내걸고 공적자금의 동원에 대한 논의를 거쳐 바야흐로 2014년 10월에 GPIF 투자정책 변경
- 2016년 2월에는 'GPIF 개혁 방침'을 발표. 개혁의 핵심은 2017년 10월부터 ① 단독책임제에서 합의제로의 전환을 통하여 기본포트폴리오 등의 중요방침은 합의제의 경영위원회가 결정, ② 의사결정·감독과 집행을 분리하여 집행부를 경영위원회가 감독하고 집행부 책임과 권한을 명확화한 것
- 그리고 새로운 경영위원회는 경제·금융·자산운용·경영관리 등의 학식 또는 실무 경험을 가진 9인 및 집행부의 장으로 구성하여 개혁 이전에 이사장이 가지고 있던 기본포트폴리오 등 중요방침에 대한 결정권을 이양받게 됨
- 2014년 GPIF 투자정책 변경은 기금운용부문에 획기적인 변화로서 주식투자 비중을 일시에 20% 늘리고 사모주식, 인프라투자 등 다양한 대체투자를 모색할 뿐만 아니라, 액티브 운용전략 및 주식 직접운용 등까지 적극적으로 검토
- 그러나 다른 한편으로 공적연금개혁이 아베노믹스의 성장전략을 지원하기 위해 공적·준공적자금을 정책적으로 동원하는 수단으로서 활용되고 있다는 우려도 존재

4. 칠레(1981)

○ 칠레는 1981년 연금제도를 민영화하며 개인계정(ICA) 도입, 확정기여형(DC) 전환, 민간운용기관인 AFP에 대한 개인의 선택권 부여 등 많은 변화를 가져왔던 사례로서 주목을 받음

- 칠레 1981년 연금개혁의 배경은 급여의 불균형, 인구고령화 및 사회경제 상황 악화에 따른 재정 불균형, 신자유주의적 경제정책에 의한 민영화 등임

○ 1981년 개혁의 내용을 보면, 부과방식의 공적연금제도에서 적립방식의 개인투자계정(ICA)으로 전환되면서 연금운영이 민간방식의 DB형에서 DC형으로 변화

- 민간운용기관인 AFP는 개인의 연금기금을 관리할 수 있는 권한을 부여받은 개인회사로서, 개인 가입자는 자유롭게 AFP와 계약하여 자신의 개인 계좌를 보유할 수 있으며, 또한 AFP를 자유롭게 변경할 수 있음
- 민영화에 따라 정부의 책임성과 관리감독 기능이 중요해졌고 연금기금감독기관인 SAFP(Superintendency of Pension Funds Administrations)가 설립되어 AFP의 재정상태, 투자활동 뿐만 아니라 회사설립, 해산 등 여러 측면에서 엄격한 통제

○ 칠레 연금개혁의 성과는 경제적 효과 측면과 연금관리 효율화 측면으로 나누어볼 수 있음

- 칠레의 연금개혁이 경제적 측면에서 나타나는 성과는 첫째, 기여와 급여의 연계를 강화하여 노동시장 교란 감소 효과, 둘째, 금융시장 발전을 가속화하여 국가 저축, 자본 축적, 경제성장에 긍정적 영향
- 그러나 한편에서는 연금개혁이 직접적으로 국내저축에 미친 영향은 크지 않고, 국내투자 증가는 민영화 효과라기보다는 값싼 노동력과 외국자본의 영향력이 상당부분이며, 기금수익률이 제고되었다고하나 위험자산 투자비중 증가로 그만큼 수익률 불확실성도 증가했다는 부정적 의견도 존재

Ⅳ. 결론 및 시사점

○ 국민연금은 1988년 국민연금 제도가 시행되고 국민연금기금이 설치된 이래 1998년과 2007년에 두 차례의 연금개혁

- 국민연금의 1998년 제1차 연금개혁 내용은 소득대체율의 소폭인하, 지급개시연령의 단계적 상향 조정, 최소가입기간 단축, 국민연금 재정계산제도 도입, 기금운용의 전문화 등
- 특히 1998년 국민연금법 개정으로 기금운용위원회 위원장은 경제기획원 장관에서 보건복지부 장관으로 변경
- 기금운용방식도 공공자금관리기금에 의무예탁하던 방식이 폐지되고 이후 금융시장에서 운용하는 방식으로 변화하고, 그해 말에 기금운용 전문조직으로서 기금운용본부가 설립되어 본격적인 투자다변화가 시동

○ 국민연금의 2007년 제2차 연금개혁 이후 정부는 기금운용 효율성·전문성 강화를 위해 기금운용본부 독립공사화안을 2008년 정부안으로 국회 상정하였으나 본격 논의되지 못하고 폐기

○ 국민연금기금은 1998년 제1차 개혁 이래 지속적인 투자다변화 및 운용역량 강화를 통하여 장기 재정안정에 기여하도록 수익률 최대화를 위해 노력

- 그러나 그 간 기금운용을 둘러싼 외부환경은 고령화·저성장 시대로 이행함에 따라 장기재정에의 기여도 제고와 기금규모의 지속적 증대에 따른 시장지배력 우려 해결이 국민연금기금이 안고 있는 과제
- 해외 주요연금의 개혁 사례를 통해 명확한 재정목표와 연계한 기금수익률 설정, 전문가 및 국민과의 소통, 시장지배력 완화를 위한 대안의 지속적 모색, 공적연금기금의 투자원칙 범위 내에서의 적극적인 운용방식의 검토, 기금운용체제의 전문성·효율성 제고 노력, 경제 및 금융시장에 대한 긍정적 영향력을 고려한 장기적인 운용방향 설정 등 시사점 제시

Ⅰ. 서 론

1. 연구배경과 목적

일반적으로 연금 개혁은 재정, 경제, 사회, 노동정책 등과 결합된 복잡한 이슈로서 다양한 이해관계가 고려되게 된다. 그간 해외 주요 공적연금들은 연금제도의 지속성을 위해 장기 재정불안 해소, 제도적 개선, 기금운용 효율화 등을 목적으로 자신들이 처한 상황적 요구에 따라 다양한 형태의 연금 개혁을 수행하여 왔다. 각 국가의 공적연금이 기반으로 하고 있는 제도와 정책 환경의 특징에 따라 개혁 방식이 다르므로 우리나라에 대한 시사점과 대안을 찾기 위해서는 다양한 사례를 연구할 필요가 있다.

캐나다, 스웨덴, 일본, 칠레 등 4개 국가의 사례를 선정하게 된 배경은 다음과 같다. 다양한 해외 공적연금 개혁 사례들 가운데에서 1990년대 고령화 추세 및 재정불안정 문제에 대응하기 위하여 여러 국가에서 공적연금 개혁이 있었다. 특히 캐나다의 1998년 연금개혁은 모수적 개혁을 통해 부분적립방식으로 전환하고 전문운용조직인 CPPIB를 신설하여 기금운용을 효율화한 사례로서 선정하였다.

개혁을 추진한 배경은 비슷하지만 1998년 연금개혁을 한 스웨덴은 명목확정기여(NDC) 방식으로 전환하였다. 그리고 유일한 기금분할운용 사례인 스웨덴 AP기금이 2009년 이래 기금통합을 추진하다가 2015년 정치적 합의에 실패한 원인을 살펴보고자 하였다.

일본은 2000년대 초에 후생노동성이 재무성으로부터 기금을 넘겨받아 관리하게 되었고 2006년에 GPIF라는 행정법인을 독립시켜 보수적 투자방식을 유지해 오다가 2014년 아베노믹스 하에서 투자정책과 지배구조에 개혁을 시도하고 있는 사례이다.

마지막으로 칠레는 잘 알려진 바와 같이 1981년 연금제도를 민영화한

사례로서 개인계정(ICA) 도입, 확정기여형(DC) 전환, 민간운용기관인 AFP에 대한 개인의 선택권 부여 등 많은 변화를 가져왔던 사례이다.

본 연구는 이러한 다양한 사례 속에서 어떤 형태의 개혁이 가장 바람직한지를 찾는 것이 목적이 아니라, 어떤 배경에서 개혁을 추진했는지, 개혁의 추진 목적과 실제 개혁이 이루어지기까지 어떤 프로세스를 밟아 갔는지, 그리고 개혁의 성과가 어떠하였는지 살펴보고자 한다.

본 연구의 목적은 해외 주요 공적연금들의 기금운용부문의 개혁 내용에 초점을 맞추어 살펴보고 주요 정책적 요소들을 중심으로 개혁 성과를 살펴봄으로써 국민연금기금에 대한 시사점을 찾는 데에 있다.

2. 연구의 범위

우선 Ⅰ장. 서론에서는 연금개혁을 개관한다.

Ⅱ장. 연금개혁과 기금운용에서는 연금개혁에 대한 이론적 논의를 점검하고 연금개혁과 연기금 운용과의 관계를 살펴본다.

Ⅲ장. 기금운용부문 개혁 사례에서는 해외 공적연금 개혁 사례를 분석한다. 특히 기금운용 개혁 배경, 개혁의 목적 및 내용, 추진과정과 법제의 변경, 기금운용 방식과 운용조직의 변화, 기금운용체계의 변화 등에 초점을 둔다. 또한 기금운용 개혁의 성과를 살펴봄에 있어서 개혁 이후의 적립순준, 투자다변화의 진전, 수익률의 변화, 비용측면의 변화 등 정량적 측면과 가입자의 선택과 위험수준의 변화, 경제 및 시장에의 영향 등 정성적인 측면에도 관심을 가지고 살펴본다.

Ⅳ장. 결론 및 시사점.

Ⅱ. 연금개혁과 기금운용

해외 주요 공적연금들은 제도개선을 위해서, 또는 재정 건전화를 위해서, 때로는 기금운용 효율화와 기금 지배구조 개선을 위해서 다양한 형태의 연금개혁을 추진해 왔다. 그 결과, 연금제도, 재정방식, 기금운용방식 및 투자정책, 기금지배구조의 변경 등이 이루어졌다.

본 연구는 기금운용부문에서의 변화와 그로부터의 시사점에 초점을 맞추어, 개혁 배경과 개혁까지의 경과, 개혁의 목적과 내용 등을 살펴보고, 개혁 이후의 성과를 살펴봄으로써 국민연금에의 시사점을 찾아보고자 하였다.

1. 개관

가. 연금개혁과 기금운용

서론에서 해외 공적연금 개혁사례에서 4개국의 개혁 사례를 선정하게 된 배경을 설명한 바 있다. 앞으로 살펴보게 될 이들 4개국 공적연금의 개요를 제도, 재정방식, 그리고 기금 측면에서 요약한 것이 〈표 Ⅱ-1〉이다.

〈표 II-1〉 해외 주요 공적연금 개요

	캐나다 CPP(국가)	스웨덴 APs(국가)	칠레 AFPs(민영)	일본 GPIF(국가)
연금체계	2층 소득비례	2층 소득비례	2층 소득비례	2층 소득비례
보험료율	9.9%	18.5% 중에서 16%는 NDC	노령 최소10%, 유족및장애 0.7%	14.996%
재정방식	부분적립	NDC	ICA, DC	수정부과
개혁연도	1998	1998	1981	2014
기금규모 (조원)	248.3	42.2(AP3)	155십억불 (2011)	1,382.5
소득대체율				
기금지배구조	독립된 CPPIB 이사회	각 AP별 독립 운용위원회	독립감독기관 SAFP	후생노동성/ 운용위원회
2000년 이후 투자수익률	6.1%	5.4%(AP3)	11.3% (1981-1999)	2.3%

연금 개혁을 바라보고 분석을 시도할 때, 여러 가지 측면에서 접근할 수 있을 것이다. 우선 순수하게 연금제도적인 측면에서 복지측면의 편익이 얼마나 증대하였는지 살펴볼 수도 있을 것이고, 재정적인 측면에서 부분적립방식이든 NDC방식이든 재정방식의 변화가 이후의 지속가능성 확보에 얼마나 기여하였는지 살펴볼 수도 있을 것이다. 또는 보험수리적 측면에서의 균형 또는 세대간·세대내 형평성 개선에 얼마나 이바지하였는지 살펴볼 수도 있을 것이다.

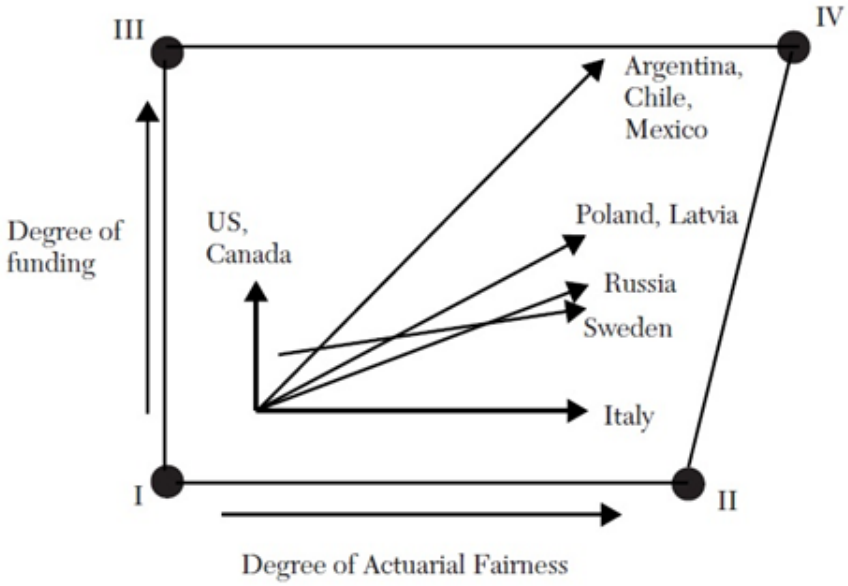
그리고 기금관리운용의 측면에서 운용 효율성이 얼마나 제고되었는지, 성과 개선이 이루어졌는지, 위험부담은 누가 더 지게 되었는지, 기금지배구조가 얼마나 개선되었는지 살펴볼 수 있을 것이다.

나. 연구 방법 및 자료

Lindbeck(2003)의 연금제도 분류체계를 근간으로 한 접근방법은 어

떤 연금제도에 있어서 연금개혁을 전후한 위상변화를 파악하는 데에 도움이 된다. 그는 연금개혁에서 얻는 편익에 대한 분석을 위해 사회보장 연금제도를 ① 적립식 vs 비적립식, ② 보험수리적 균형 및 형평성 vs 불균형(비형평), ③ DB형 vs DC형의 3차원을 이용하여 분류하고 각 차원에서의 위상변화가 재정, 노동시장, 가입자의 위험 등 다양한 요소들에 미치는 파급효과를 설명하였다. Lindbeck(2003)은 위의 분석틀을 이용하여 연금제도를 분류하고 각국의 연금개혁을 전후한 위상변화를 [그림 Ⅱ-1]과 같이 도시하였다.

[그림 Ⅱ-1] Lindbeck(2003)의 연금제도 분류



예를 들어 1998년 명목확정기여형(NDC)으로 전환한 스웨덴이나 1981년 민영화를 실시한 칠레는 적립수준(Y축)이 향상되고, 보험수리적 형평성(X축)도 높아진 것으로 나타내고 있다. 반면에 1998년 구조적 개혁 대신에 모수적 개혁을 통해 부분적립방식을 선택한 캐나다의 경우에

는 보험수리적 형평성은 변화가 없으나 적립수준 향상으로 재정안정화를 달성한 것으로 나타내고 있다. 2014년 일본의 기금운용개혁은 GPIF를 대상으로 한 것이고 비교적 최근의 개혁이라서 Lindbeck(2003)의 좌표에서는 명확하게 드러내기 어려우나 궁극적으로는 적립수준(Y축)의 향상을 도모하고 있다고 볼 수 있을 것이다.

한편 본 연구에서의 기금지배구조 개혁의 분석은 Palacios(2002) 및 백화종 외(2007) 등에서와 같이 독립성, 중립성, 전문성, 투명성, 책임성 등 5차원을 이용하여 개혁 이후의 변화를 살펴본다(〈표 Ⅱ-2〉 참조).

〈표 Ⅱ-2〉 기금지배구조의 평가 체계

독립성	중립성	전문성	투명성	책임성
정부차입에 대한 안전장치 정책목적 투자에 대한 안전장치	시장왜곡에 대한 안전장치 기업경영 참여에 대한 안전장치	운용위원회 구성 운용인력 전문성 위탁운용비율	투자정책서 외부감사보고서 성과평가 위탁 선정기준	운용위원회 형태 보고감독체계

연금개혁에 대한 성과를 살펴보기 위해 지배구조 개혁의 성과는 상기 문헌들을 활용하고, 기금운용 개혁의 정량적인 성과는 장기수익률변화, 단기변동성증가, 위험이전, 자산배분, 투자정책, 위탁비용, 조직구조, 규제감독의 변화 등을 조사한다.

2. 기존 문헌

그 간의 연금개혁 관련 연구들은 주로 연금제도 시각의 접근방법론을 적용하거나, 기금운용부문의 중요성을 주로 재정안정화 수단, 미래 급여 조달방식의 변경 수단 등으로 인식해왔다.

본 연구는 전체적인 연금개혁의 틀 속에서 기금운용부문의 변화를 기

금지배구조 개선, 운용효율화의 진전, 연금재정에의 기여도 제고 등 기금정책 중심으로 살펴본다는 점에서 차별화된다.

가. 연금개혁 일반

해외 연금개혁과 관련하여 OECD(2013, 2014, 2015), WB(2005), IMF(2005) 등에서는 다수의 해외 공적연금 개혁사례를 제도 중심으로 기술하고 있다. Bonoli(2000)와 Lindbeck(2003)은 연금개혁의 정책적 함의에 대한 중요한 이론적 분석틀을, WB(2010)은 연금기금의 성과평가론을, Thomas(2013)은 연기금개혁과 자본시장에의 파급효과분석 관련 시사점을 제공한다.

국내에서는 윤석명(2000), 국민연금연구원(2006), 국민연금연구원(2010), 국민연금연구원(2011), 국민연금연구원(2012) 등이 해외 주요 공적연금들의 개혁 사례를 연금제도 중심으로 살펴보았다.

앞서 언급한 바와 같이 Lindbeck(2003)은 연금개혁에서 얻는 편익에 대한 분석을 주제로 하여 사회보장 연금제도를 ① 적립식 대 비적립식, ② 보험수리적 균형 및 형평성, ③ DB형 대 DC형의 3차원을 이용하여 분류하고 각국의 연금개혁이 재정, 노동시장, 가입자의 위험 등 세 가지 요소들에 미치는 파급효과를 설명하였다.

김원섭(2008)은 공적연금 개혁에 있어서 연금개혁위원회의 역할에 초점을 맞추고 있다. 특히 스웨덴, 독일 및 국민연금의 연금개혁위원회의 기능 및 역할 등 연금개혁과정을 비교·분석하고, 공적연금개혁 과정에 있어 위원회의 성과를 평가한 후, 향후 우리나라 연금개혁위원회의 운영개선을 위해 가입자 및 노사와의 협조, 개혁위원회의 구성 등과 관련한 시사점을 도출하고 있다.

Palacios(2002) 및 백화종 외(2007)은 기금지배구조의 비교방법론으로서 캐나다, 일본, 스웨덴, 한국 연기금에 대하여 독립성, 중립성, 전문성, 투명성, 책임성의 5개 요소들을 평가한다.

나. 캐나다의 연금개혁

김상균(2002)은 캐나다의 1950년대 공적연금제도 도입이래 발전과정을 돌아보고 그 중 4단계로서 1998년 연금개혁의 배경, 과제, 주도층, 참여그룹 등의 작용을 설명하고 그 성과로서 재정안정화에는 성공했으나 급여조절에는 실패한 것으로 평가한다.

Weaver(2004)는 1998년 캐나다 연금개혁을 분배구조의 개선, 세제변경의 설계, 적립금의 투자행태 개선 등 다양한 면에서 논의하고 있으며 특히 투자행태 개선은 이전부터 다양한 자산에 투자해 온 퀘벡주의 CDP를 벤치마킹하게 된 배경을 설명하고, 새로운 조직으로서 CPPIB를 설치하면서 신중하게 관련 규정을 입법화해나가는 과정들을 논리적으로 설명한다.

Canada Actuarial Study(No.6, No.8), Alberta Treasury Board(2000)는 1998년 캐나다 연금개혁의 재정적 도입배경, 수행과정, 개혁사항 등을 자세히 다루고 있다.

다. 스웨덴의 연금개혁

현외성 외(2010)는 스웨덴, 영국, 독일 등 복지국가의 공적연금정책의 개혁 사례를 서로 비교하고, 스웨덴 1998년 연금개혁의 경우 급여원리 및 재원방식의 변화를 재정적, 정치적 측면에서 자세히 다루고 있다.

Edward,P.(1998), Karl,G.S.(1999)는 1998년 스웨덴 연금개혁의 배경, 진행과정, 개혁사항 등을 다양하게 다루고 있다.

Annika,S.(1998), Ole,S.(2001), Edward,P.(2002)는 스웨덴 연금의 기존 DB형 PAYG 방식에서 명목확정기여(NDC)방식으로의 도입배경과 연금개혁의 필요성을 분석한다.

Jan,S. et al.(2007)은 PAYG 방식의 연금제도를 개혁하지 않는 국가는 연금위기를 맞을 것으로 예상하고, 개혁을 위해서는 대다수의 지원이

필요하다고 주장. 스웨덴 연금법 통과 후, 연금개혁의 성공요인은 개혁에 더 호의적인 정치·경제적 승자들이라고 주장한다.

라. 일본의 연금개혁

일본은 이전부터 연금개혁이 있어왔으며 Sakamoto(2005, 2009), Okamoto(2007, 2010), Curtis(2004), Ryan(2004), Takayama(2005) 등 다수 문헌들은 2004년 개혁의 내용을 다루고 있으나 2006년의 지배구조 개혁은 연금적립금관리운용독립행정법인의 설립이전까지 기금부문에는 별다른 변화가 없다.

Kage(2011)은 2014년 개혁 이전의 배경으로서 GPIF의 보수적 투자구조를 공적연금으로서의 특성, 일본의 문화적 성향, 거대 기금규모로 설명을 시도하였고, Hilpert(2015)는 2012년 이래 아베노믹스의 과제로서 통화정책, 재정정책의 실시, 그리고 재정균형을 위한 소비세인상 등과 더불어 공적연금기금의 정책변화 배경을 설명하고 있으며, Yamamoto(2014), GPIF의 다양한 관련법규 개정 및 위원회 회의록 등을 통해 2014년 기금운용 개혁의 내용을 소개하고 있다.

마. 칠레의 연금개혁

칠레 1981년 민영화개혁 중에서 특히 개인계좌 및 AFP민간운용 방식에 대해서는 다수의 문건이 있다. Alison(2012)은 1981년 연금개혁('칠레모델')에서 근로자들의 기여금 투자와 민간운용사(AFP)간의 관계, 그리고 2008년 개혁에서 AFP 간의 경쟁을 촉진하여 높은 투자운용 수수료를 낮추려는 조치에 대해 설명한다. Kritzer(2006)은 1981년 연금개혁 이후 투자규제 완화, AFP가 제공하는 연기금의 유형·숫자 증가에도 불구하고 AFP의 관리비용이 너무 높아, 산업 내 경쟁 촉진과 수익률 제고를 위해 AFP 금융위험 관리 개선 방안을 제시한다. Berstein(2009)는

2008년 개혁에서 보다 나은 투자자 보호 제공, 규제 유연화, AFP에 더 큰 책임을 부여하는 등 위험기반 규제 추세를 설명한다. Wharton(2008)은 개혁이후 개인계좌화되어 민간이 운용하는 A, B, C, D형 기금과 E형(채권형) 기금의 다양한 위험·수익 특성에도 불구하고 금융위기 이후 곧 은퇴를 앞둔 세대의 손실 등 AFP 및 정부가 안고 있는 과제와 수수료 및 운용성과 등 투명한 운용 방안 등을 논의한다. 그리고 칠레연금감독원(2011)은 칠레 multifund 시스템을 분석하며, 투자·펀드 유형의 선택, 연령별 구성 등에 관한 초기 이후의 변천과정, 현 규제의 주요사항을 기술하고, 금융위기 기간 중 펀드의 성과를 분석한다.

한편 개혁에 따른 경제적 및 제도적 성과에 대해서도 다수의 문헌이 존재한다. Mitchell(2009)은 1981년 개혁 이후 부과방식에서 민간 운용의 적립식 개인계좌 DC방식 연금제도로 전환한 이래 현재 수급자가 크게 늘어나면서 가입대상확대, 기여, 투자포트폴리오 외에 급여지급에 대한 이슈에 대해 논의한다. Iglesias(2001)는 1981년 연금개혁을 칠레의 경제사회발전을 위한 시장중심 모형의 하나로 나타났던 변화의 하나로 보고 초기의 우수한 성과, 동유럽의 사회주의 붕괴이후 시장경제와 사회보장 개혁의 중요성 인식, 금융기관의 AFP 제도 특징에 대한 홍보 등을 성공 요인으로 설명하고, 연금 개혁의 주요 결과와 경제적 파급효과를 제시한다.

개혁의 경제적 효과와 관련하여 Schmidt-Hebbel(1999)은 1981년 연금개혁이 자본시장, 노동시장, 국가저축, TFP 성장률, 총성장률 등 거시경제적인 긍정적 영향과 더불어 미시경제적 인센티브와 성과 면에서의 일부 결함에 대한 정성적 평가와 개선점을 지적한다. 그리고 Edwards(1998)는 1981년 시장중심적 개혁 이후 경제 성장이 빨라져 1986~1995년 사이에 연평균 성장률이 7%에 달하였는데, 비효율적 부과방식을 민영화된 DC 방식으로 대체하여 자본시장 발전에 기여하고, 정부의 잠재부채를 경감시키며, 낮은 저축률을 끌어올리는 데에 기여했

다고 평가한다.

Iglesias-Palau(2009)는 칠레 사례가 개혁 이전에 모수개혁이 구조적 개혁에 대한 정치적 저항을 줄일 수 있음을 보여주었다고 하고, 또한 개인의 의사결정과 포트폴리오 관리자의 투자의사결정은 규정에 따라 정해지므로 연금제도의 상세한 부분의 설계의 질이 개혁 성공의 중요한 요소임을 설명한다. Rofman(2008)은 아르헨티나와 칠레의 구조적 연금개혁을 비교하면서 정치경제 및 기관 규제의 차이로 인하여, 칠레가 장기적이고 참여적인 과정으로 세밀하게 조율해 나가면서 중기적 파급효과에 초점을 맞춘 대규모 개혁을 한 반면에, 아르헨티나는 다수의 연속적 규제 수정을 통한 개혁을 함으로써 그 성과가 다르게 나타난 것에 주목한다.

Ⅲ. 기금운용부문 개혁 사례

1. 캐나다(1998)

캐나다의 연금체계는 3층 구조로서 1층과 2층은 공적연금이며 3층은 기업연금을 포함한 개인연금으로 구성된다. 확정급여(DB)로 제공되는 공적연금은 연방정부의 조세수입으로 재원을 조달하여 일정한 급여를 지급하는 1층 기초연금(OAS)과 소득비례연금으로서 개인이 보험료를 부담하고 연금을 수급하는 2층 CPP(퀘벡주를 제외한 나머지 9개주)와 QPP(퀘벡주연금제도)로 구성된다.

캐나다의 국가연금인 CPP와 QPP는 1966년에 도입되었으며 1998년에 도입 후 처음으로 가장 큰 개혁이 이루어졌다. 캐나다 연금개혁은 구조적(systemic) 개혁이기 보다는 모수적(parametric) 개혁이다. 그 주요 내용은 보험료율의 가속 인상과 급여수준의 축소, 재정방식의 부과방식에서 부분적립방식으로의 전환 및 적립기금 수준의 증가, 적립기금에 대한 독립적인 전문운용조직인 CPPIB의 신설 등이다. 개혁 이후 보험료율 9.9% 유지라는 목표를 달성하고 기금운용 면에서도 효율성과 투명성이 개선된 모범적인 사례로 OECD에서 선정된 바가 있다.

1998년 연금개혁 이전에 캐나다 연금제도의 재정방식은 부과방식(PAYG) 방식으로서 현재 노인 세대가 받고 있는 연금급여는 현재 일하고 세대가 납부하는 보험료에서 충당되는 형태였고, 적립배율은 2배, 즉, CPP에서 보유하고 있는 기금의 순자산은 379억 캐나다달러로 2년간의 급여지출액에 상응하는 정도였다.

1998년의 연금개혁은 2015년으로 예상되는 기금고갈을 방지하고, 개인의 보험료 부담을 10% 이하 수준으로 유지하며, 세대간 형평성(equity)을 유지하기 위한 것이었다.

그래서 조기에 보험료율을 인상시키기 위해 6년 간에 걸쳐, 즉 1998

년에 6.4%에서 2003년에는 9.9%까지 인상하고 2003년 이후에는 보험료율을 9.9%로 고정시키고자 하였다. 또한 적립배율 5배 수준의 기금을 조성함으로써 안정된 상태의 보험료율이 유지되도록 부분적립방식(partially funded)을 채택하였다.

가. 개혁 배경

캐나다의 1998년 연금 개혁의 배경으로 들 수 있는 것은 첫째, 인구고령화 이슈로서 이는 수명 연장 추세와 베이비부머의 은퇴에 즈음한 것이다. 둘째, 재정 건전성 악화 이슈로서 이는 출산율 하락, 조기 은퇴, 장애율 상승 및 물가완전연동 등 수급권 강화에 따른 것이다. 셋째, 자산 부족 이슈로서 1983~2000년 중 기여율이 부과방식(PAYG) 비용율보다 낮아지게 되었다. 이에 따라 1993년부터는 기여액에 이자수입을 더한 총수입이 급여지출보다 작아지게 되어 자산이 감소하게 된 것이다. 넷째, 세대간 형평성 이슈이다. 즉, 당시의 제도 유지 시 2030년에는 부과방식(PAYG) 비용율이 14.2%로 상승할 것으로 전망되었으며, 퀘벡주의 QPP의 경우도 2023년 13%로 상승하는 유사한 양상이 예측되었다. 다섯째, 이러한 상황에 더불어 CPP에 대한 국민들의 신뢰도가 저하된 상황이었다.

나. 개혁 과정 및 내용

처음 연금개혁의 직접적인 시발점이 된 것은 1995년 2월 금융감독원(OSFI)이 15차 재정추계보고서(1993년말 기준)를 발간하여, 캐나다 정책 과제의 핵심으로 부상한 것이었다. 15차 계리보고서는 장애급여의 급증과 경제불황의 충격 때문에 이전의 계리보고서보다 예상했던 것보다 더 높은 기여율이 필요하다고 전망하였다. 당시의 기여율 수준을 유지한다면, 2015년 경에는 더 이상 급여를 지급할 만큼의 수입이 부족할 것

으로 전망하였다. 개혁당이나 CD Howe Institute와 같은 보수 씽크탱크들은 공적 부과방식 제도를 사적 제도로 바꿀 것을 제안하였으나, 당시 여당이었던 자유당은 점진적으로 제도를 개혁할 목적으로 외부에 자문을 의뢰하였다.

이렇게 연금 개혁 문제를 자문에 의존하였던 것은 CPP라는 기관의 주요한 특징의 하나로서, 캐나다는 연방정부와 주정부가 연금 제도에 대한 헌법 상의 책임을 공유하고 있었기 때문에 수도 오타와는 개혁을 입법화하기 이전에 적어도 2/3 이상의 주에서 2/3 이상의 인구가 합의에 도달할 필요가 있었다. 본래 캐나다 연합을 설계할 당시에는 강력한 중앙정부를 지향하였고 1867년 British North America Act에 의해 모든 주요한 권력은 연방 정부에 주고, 당시로서는 잔여(residual) 권력이라 여겨졌던 보건, 교육, 복지(빈곤층에 대한 사회적 부조)에 대한 것만 지방정부에 넘겼다. 그럼에도 불구하고, 전후 수십 년 간 연방정부가 이 세 가지 분야에서 개혁을 리드하여 왔다. 사실상 연방정부와 지방정부의 비용분담 방식은 장단점이 있어서, 서비스를 제공하는 지방정부가 크레딧을 독점하는 반면에 복지 삭감기에는 연방정부가 지방정부에 대한 교부금을 줄이고 복지삭감에 대한 대중의 비난은 지방정부가 받는 측면이 있었다.

반면에, OAS와 GIS는 순수한 연방정부 프로그램이었고, CPP의 경우는 공동관할이어서 대규모 삭감에 대한 고려를 할 때마다 결정적인 견제가 작동하여 CPP 개혁은 인구의 2/3 이상을 포함하는 2/3 이상의 주가 승인을 해야 했다. 비록 퀘벡주는 사스퀘쳔주와 브리티시 콜럼비아주와 마찬가지로 어떠한 대규모 연금삭감에도 반대 입장임을 분명히 했으나 전문가 자문보고서 활용 및 대중과의 소통과 타협으로 합의를 도출한 것은 개혁의 주요한 성공 요인의 하나로 평가된다.

당시 여당이었던 자유당은 연금 개혁에 나서면서 '적자와의 전쟁' 그리고 인구구조의 변화에 대한 우려를 배경으로 1995년 예산에 있어서

다음과 같이 공적연금 개혁을 위한 5개의 원칙을 수립하였다. 첫째, 상대적으로 빈곤한 노인들에 대한 보장을 삭감하지 않는다. 둘째, 노인들을 인플레에서 보호하기 위해서 완전물가연동(full indexation)을 계속 유지한다. 셋째, 가계 소득의 기초 위에 OAS 급여를 제공한다. 넷째, 소득 수준에 따른 급여의 누진율이 커지도록 한다. 다섯째, 제도 비용을 통제하도록 한다.

재무부의 첫 번째 전문가 자문 결과, 합의에 기초한 개혁 수행에 필요한 어젠다를 제시함과 동시에 CPP의 장기 재정 상황을 평가하는 합동보고서가 작성되었다. 다음 해인 1996년 2월에 또 다른 보고서(Information Paper for Consultation on the CPP)가 발표되었는데 이는 1996년에 캐나다 전역에서 시행된 CPP에 대한 공적인 모든 자문의 기초가 되었다. 이 자문보고서는 연방 정부와 주정부에 의해 수행된 CPP에 대한 법적 검토의 일부였으며 퀘벡주는 QPP와 관련하여 자기 주 내에서 자신들만의 공식적 자문을 별도로 수행하였다.

1996년 11월에는 연방 및 주정부가 CPP 개혁방향에 대한 합동보고서를 발간했다. 9개의 원칙 중에서 특히 2 개가 중요한 의미를 가지고 있는데, 원칙(4)는 CPP는 미래 세대를 위하여 충분(affordable)하면서 지속가능(sustainable)해야 한다고 명시하고 있다. 이는 완전적립(fuller funding)과 현재 입법화되어 있는 미래 기여율 10.1%보다 기여율이 높아서는 안 된다는 것을 의미한다. 이 기여율에 얼마나 빨리 도달하게 할 것인지는 정부가 경제적 및 재정적 파급효과를 감안하여 결정하도록 하였다.

한편 원칙(8)은 CPP 기금은 연금제도 참여자들의 최선의 이익을 위해 투자되고, 수익과 투자위험 간에 적절한 균형을 유지해야 한다고 하였다. 따라서 건전한 기금운용을 위하여 정부 기구가 신설되어야 한다고 하고 있다.

첫 번째 원칙은 '경제적 경쟁력'을 강조하고 있는 반면에 두 번째 원

칙은 1960년대부터 퀘벡주의 QPP 자금을 주식에 투자하고 있던 지방투자위원회인 CDP의 존재와 관련이 있다. 즉, 이는 정책학습과정의 결과물로서 CDP 기구의 재무적 성공이 긍정적인 선례를 제공함으로써 그동안 지방정부채에만 묶여있던 CPP 여유자금에 있어서 주식투자에의 길을 열었다.

1997년 2월에 연방정부 재무장관이 새로운 CPP 법안(의안C-2)을 제출했는데, 그보다 1년 앞서 제출되었던 보고서(Information Paper for Consultation on the CPP)의 원칙에 따라, 더 큰 적립기금을 축적하기 위하여 CPP의 피용자 및 고용자 기여율은 2003년까지 5.6%에서 9.9%로 인상하기로 결정되었다. 그 당시 적립기금은 당시 약 2년치 연금급여 지출액, 즉, 적립배율 2배에 해당하였으며 그마저도 점차 감소할 것으로 전망되는 상황이었다. 1998년 연금개혁의 결과, 이 적립기금은 연간급여지출의 5배 수준으로 성장하고 캐나다의 인구고령화에 따른 급여를 지급하는데 기여할 수 있게끔 더 높은 수익률을 거두도록 그 잉여자금은 다양한 증권에 분산된 포트폴리오에 투자하게 되었다. 그리고 적립기금을 효율적으로 투자하기 위하여 CPPIB가 설립되었다. 새로운 CPPIB는 우리나라의 기금운용위원회에 해당하는 이사회가 지배기구의 역할을 수행하며 집행조직은 민간 투자전문가들에 의해 운용되었다. 2001년 3월 31일 현재로 CPPIB는 캐나다 및 해외주식에 72억 달러를 투자하고 있었으며, 당시 추계에 의하면 2011년까지 1,300억 달러를 다변화된 포트폴리오에 투자하게 될 것으로 예상되었다. 그 주요 내용은 〈표 Ⅲ-1〉과 같다.

〈표 Ⅲ-1〉 1997년 새로운 CPP 법안(의안 C-2)

개혁 목표	(1) 최적의 funding (2) 기여율 최소화 (steady-state) (3) 기여 : 투자소득 = 7 : 3
기존 제도의 Steady-State funding	예상기여도 (100%)의 구성 (OSFI) ⓐ 25% : 주식 투자 ⓑ 28% : 급여 삭감 ⓒ 13% : 기여율 인상 ⓓ 34% : 소득하한 동결
미래 수급조건 개선에 대한 Full funding	
주요 내용 - 기여율 인상 및 급여 삭감 - CPPIB 신설 - 추계 및 재정평가 주기를 5년에서 3년으로 단축	

1998년 1월에 마침내 캐나다연금개혁을 위한 새로운 법안이 발효되었다. 새로운 CPP 법안인 의안 C-2는 CPP의 장기 재정상황을 개선하기 위한 다른 변경 사항들도 담고 있었다. 예를 들어, 연간 기초 면제는 3,500 달러로 동결함으로써 기여액에 할당되는 소득의 일부는 인플레보다 빠르게 증가할 것으로 예상되었다. 그리고 은퇴연금은 3년 평균 대신에 최대 연금기여가능 소득 연도의 5년 평균으로 계산하게끔 되었다. 장애 연금도 일련의 비용 통제 조치의 적용을 받게 되었다. 제도에 대한 대중의 신뢰를 제고하기 위해, 개인들은 CPP 계정에 대한 연차보고서를 받아 보도록 하였고, 연방-주정부의 검토는 5년 주기 대신 3년마다 행해지게 되었다. 1997년 개혁은 과거 제도가 걸어온 궤적에서 크게 벗어나지 않으면서 CPP와 QPP의 기여적 특성을 유지하였고, 따라서 은퇴연령의 인상과 같은 대중적으로 인기가 없는 개혁 요소들은 어젠다에서 배제되었다.

CPP의 민영화는 캐나다 정책입안자들에 의해서 진지하게 고려된 적

이 없다. 보수적인 캐나다연합당과 앨버타주의 보수당의 주장에도 불구하고, 사회보험에서 개인저축계정으로 전환하자고 하는 압력은 미국에서보다도 별로 진지하게 논의되지 못했다. 신자유주의 경제학자들과 정치인들의 인구고령화와 관련한 대중의 우려를 이용하고자 하는 시도에도 불구하고 CPP 제도에 대한 대중들의 지지도는 예상보다 강했다고 할 수 있다. 1998년 CPP 연금개혁은 제도의 재정 균형을 개선함으로써 그와 관련한 우려들을 불식시켰을 뿐만 아니라, 2001년 당시 미국의 테러 공격으로 인한 주식시장 불안도 연금 민영화에 대한 움직임에 부정적 요인으로 작용하였다.

민영화에 대한 지지가 상대적으로 약했던 것과는 별도로, 이전 1980년대에 입법화되었된 연방정부의 정책은 개인 저축과 민간 연금제도에 더 의존하는 것을 선호하는 측면이 있었다. 보수당과 자유당 모두 1980년대와 1990년대에 국민들이 은퇴에 대비하여 저축을 증대시키도록 더 큰 인센티브를 제공하고자 하였고 이를 위해 세제 지원 폭을 크게 늘렸다. 이러한 개혁들은 사적으로 운용·관리되는 사전적립방식의 등록제은퇴저축제도(RRSPs) 및 등록제연금제도(RPPs)와 관련이 있었다.

우리나라의 기업연금이나 개인연금에 해당하는 RPPs나 RRSPs가 캐나다 다층연금체제에 있어서 3층에 해당되는 반면에, 2층에 해당하는 CPP의 1998년 개혁의 주요 내용은 제도 안정화를 위한 기여율 인상과 기금운용의 전문성·독립성 확보에 있었다. 이는 사회정책 개혁을 위한 선의에서 비롯된 것이 아니라 늘어만 가는 적자로부터의 압력을 받아, 보수당과 자유당 모두가 사회적 지출을 삭감하기 위한 노력에 있어서 많은 에너지와 정치력을 활용한 결과이다. 〈표 Ⅲ-2〉는 CPP 개혁 전후의 변화를 보여주고 있다.

〈표 Ⅲ-2〉 CPP의 개혁 이전과 이후의 정책 변화 비교

구 분	개혁이전	개혁이후
보험료율 관련 정책		
보험료율	2016년 10.1%, 2030년까지 14.2%	2003년까지 9.9%로 조기 인상, 이후 9.9%
연간기본공제 (YBE)	C$3,500에서 인상	C$3,500으로 고정
연간최대연금수급소득 (YMPE)	임금인상률 상승에 따라 인상 조정	변화 없음
기금투자 정책		
보유 기금	2년간의 급여 보유	5년간 급여 보유
투자 정책	비양도성 주정부 채권에 투자	분산 투자
급여 관련 정책		
노령연금, 장애연금, 유족연금	과거 3년간의 YMPE의 평균	과거 5년간의 YMPE의 평균
장애급여 수급자격	과거 3년 중 2년 또는 10년 중 5년 일하고 보험료 납부한 자	과거 6년 중 4년간 일하고 보험료 납부한 자
장애연금에서 은퇴연금으로의 전환	65세 당시의 YMPE에 근거하고 물가변동에 따라 조정	장애가 시작된 시기의 YMPE에 근거하고 가격변동에 따라 조정

자료 : 고경석(2000)

다. 개혁 이전 기금운용의 문제점

1999년까지는 CPP에서 연방정부, 주정부, 관련기관의 채권을 매입하는 방식으로 운용되었다. 즉, 주정부가 차입한 기금은 지역개발을 위한 자금으로 사용되었으며, 캐나다 최대 주인 온타리오주가 자금의 42.9%를 사용하였다. 그리고 채권은 20년물이상 장기채로서 그 지급 금리는 연방정부 20년물을 기준으로 적용하였다.

〈표 Ⅲ-3〉 CPP 기금 사용 현황

(1999.3말 현재, 단위 : 백만 달러)

구 분	전년도 이월액	상 환	재 투 자	잔 액
계	32,459	1,713	87	30,833
- 주 정부	29,003	1,701	87	27,389
뉴펀들랜드	673	37	2	638
프린스에드워드	149	8	-	141
노바스코시아	1,214	68	27	1,173
뉴브른스윅	896	53	-	843
퀘벡	103	6	-	97
온타리오	14,106	916	45	13,235
매니토바	1,698	99	-	1,599
사스캐치원	1,453	76	-	1,377
앨버타	4,172	177	-	3,995
브리티쉬콜롬비아	4,535	261	13	4,287
유콘 준주	4	-	-	4
- 연방 정부	3,456	12	-	3,444

당시는 CPP가 퀘벡주 연금인 QPP의 기금인 CDP보다 낮은 수익률을 기록하여 일부 여론의 비판을 받고 있었다. 퀘벡주의 CDP는 이미 1965년 창설되어 북미지역에서도 사모투자, 부동산 투자 등에서 선두적 역할을 하고 있었다. 일찍부터 전문투자기관에 의해 수익성 위주로 다양한 상품에 운용함으로써 CPP보다 수익률이 높았다. 개혁 이전 CPP의 수익률은 제도 도입 초기인 1970년 6.2%를 기록하고 이후 조금씩 높아져 1999년에는 11.4%(정기예금 5%대)로 낮지 않았으나 CDP보다는 상대적으로 낮은 수익률을 기록하였다.

〈표 Ⅲ-4〉 CPP의 2000년 이전 수익률 추이

(단위 : %)

연도	수익률	연도	수익률
1990	0.5	1995	18.2
1991	17.2	1996	15.6
1992	4.5	1997	13.0
1993	19.4	1998	10.2
1994	-2.1	1999	16.5

또한 1998년 개혁 이전에 CPP는 정부가 기금전액을 사용하므로 별도의 전문적인 기금관리 조직이 없었다. 정부채권에 투자하므로 정부가 자금의 안전성과 수익성을 보장하여, 연기금 전문운용 기구가 없어 기금운용 개선 노력도 할 필요가 없었다. 이에 따라 CPP의 주정부의 기금에 대한 채무가 누적되었고 미래 채무 상환에 대한 불신과 그에 따른 증세 우려가 만연하였다.

라. 기금운용 방식의 변화

개혁 이후의 기금운용의 변화는 기금운용 방식의 변화와 기금운용체계의 변화로 나누어 살펴 볼 수 있다.

첫째, 기금운용방식의 근본적인 변화를 우선 살펴보도록 한다. 1998년 개혁 이후 전문운용조직으로서 CPPIB가 신설되어 CPP로부터 자금을 이관받게 되었다. CPPIB는 정부의 신규 차입을 중지하고 상환 받는대로 수익성 위주로 재투자하였다. CPPIB는 1998년 11월 최초로 CPP로부터 자금을 이관 받았는데 실제 투자자금 이관은 1999년 3월에 이루어졌다.

투자 전략의 변화의 근간이 되는 것은 분산 투자포트폴리오에 기금을 투자하여 위험을 분산하는 방침을 수립한 것이었다. 단, 당장은 주식 보유가 미미하므로 2001년까지는 이관되는 자금 전액을 주식에 투자하도

록 하고 이후 주식, 채권 이외에 부동산, 펀드, 해외투자 등으로 확대할 계획을 세웠다. 투자다변화에 따라 CPP 재정추계보고서는 기금의 실질 수익률이 2.5%에서 3.8%로 상승할 것으로 예상하였으며, 1999년 3월 ~ 2000년 3월 기간 중 터론토증권거래소(TSE)지수에 대한 투자 및 해외주식투자로 연간 수익률 40%라는 높은 수익률을 달성하였다. 2000년 8월에는 국내주식의 50%까지 액티브 투자를 허용하였으며 이러한 기여율 조기인상 및 투자정책 변화로 인하여 장기적인 안정적 기여율 수준의 1.5% 저하 효과를 기대하게 되었다.

〈표 Ⅲ-5〉 CPPIB의 2000년 3월 주식투자 현황

(단위 : 백만 달러)

구 분	2000. 3		1999. 3	
	투자원금	평가금액	투자원금	평가금액
캐나다 국내주식	1,633	1,954	9.8	10.0
Emerald Canadian 주식펀드	1,493	1,736	9.8	10.0
Canada 주식계정	140	218	-	-
캐나다 국외주식	400	439	2	2
US 주가지수펀드	202	220	1	1
EAFE주가지수펀드	198	219	1	1
주식투자 합계	2,033	2,393	11.8	12.0
구성비율	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
캐나다 국내주식	80.3	81.7	79.6	81.9
캐나다 국외주식	19.7	18.3	20.4	18.1

마. 기금운용 체계의 변화

기금관리체계의 변화를 보면 몇 가지 특징적인 측면이 눈에 띈다. 가장 먼저 CPPIB의 독립과 함께 수탁자로서의 기금관리 책임성이 강화되었다. 구체적으로 살펴보면, 투명한 투자정책서 마련, 연간보고서 및 분기별 보고서 작성, 각 주가 참여하는 회의 최소 2년에 1회 개최, 연방정부 재무장관은 특별감사권을 보유하며 적어도 6년에 한번은 특별감사

의무를 가지며, 전년도 기금운용결과 보고서 작성, 중기 및 연간 운용계획서 작성 의무 등이 도입되었다.

기금 지배구조의 개선도 이루어졌다. CPPIB 이사회는 12명의 이사와 4개 정규 전문위원회로 구성되었다. 전문위원회는 투자위원회, 회계감사위원회, 인력지원 및 보상위원회, 행정위원회로 구성되었으며 행정위원회는 후에 거버넌스위원회로 변경되었다.

의장은 필요 시 특별위원회 구성권을 가지며, 이사는 모두 투자위원회 소속으로 투자 및 관리 책임을 지고, CPPIB 이사회와 별도로 아래에 기금운용 실무를 책임지는 집행기구를 두되, CEO는 이사회가 임명하였다.

위원의 피선임 자격에 있어서 특징이라고 할 수 있는 것은, 수익성제고를 위한 업무의 전문성을 강조하였고, 각 주의 의견 수렴을 위해 지역대표성을 감안하였으며, 운용 중립성 확보를 위해 공적기구 대표자 참여를 제한하였다.

이에 따라 위원 자격은 다음과 같이 주어졌다.

① 전문성을 지닌 회계사와 경제전문가

② 보험수리사와 대법원 판사(법률자문)

③ 기업의 사장, CEO와 기업연합체의 의장

한편 결격 대상자는 다음과 같다.

① 연방정부 및 주정부의 공무원이나 공무 대행자

② 상원, 하원 및 주의회의 구성원

이사장과 CEO의 관계를 규정함에 있어서 이사장과 CEO의 역할을 엄격하게 구분하고, 이사장은 이사회의 의장이 되며, 투자위원회의 임직원이 될 수 없도록 하였다. 반면에 CEO는 이사회의 멤버가 될 수 없으며, 다만, 이사회는 CEO의 역할과 임무에 관련하여 최종 승인을 하였다.

〈표 Ⅲ-6〉 CPP 기금운용 체계의 변화

		개혁 이전	개혁 이후
독립성	정부차입에 대한 안전장치	없음	외부위탁 의무
	정책목적 투자에 대한 안전장치	없음	수익성 제고 원칙
중립성	시장왜곡에 대한 안전장치	없음	전문위원회
	기업경영 참여에 대한 안전장치	없음	중간
전문성	운용위원회 구성	없음	재무장관이 선정
	운용인력 전문성	없음	투자전문기구 CPPIB
	위탁운용비율	없음	전체
투명성	투자정책서	없음	존재
	외부감사보고서	없음	의무
	성과평가	없음	내부감사
	위탁 선정기준	없음	의무
책임성	운용위원회 형태	없음	전문위원회
	보고감독 체계	없음	의회와 각 재무장관에 보고

바. 기금운용 성과의 변화

정량적 성과 평가에서는 장기수익률, 단기변동성, 자산배분, 비용의 변화 등을 비교하여 시사점을 도출한다.

① 기금의 투자수익률과 변동성 변화

CPPIB 개혁 이후의 연간수익률 변화를 살펴보면, 다음의 〈표 Ⅲ-7〉과 같다. 1999년 3월말 기준 총 수익률은 5.0%를 기록하였는데, 1999년 1월부터 3월까지 3개월간 운용된 수익률에 해당하는 것으로 CPPIB가 설립되면서 채권만기상환 후에 연금지급분을 제외한 남은 금액을 주식에 투자를 시작한 운용 성과이다. 1999년 이후 3년, 5년, 10년 평균수익률의 경우 각각 10.0%, 1.7%, 7.7%이며, 수익률 변동성 또한 크게 나타났다.

〈표 Ⅲ-7〉 CPP의 개혁 이후 수익률 추이

(단위 : %)

연도	수익률	연도	수익률
1999.3	5.0	2004.3	31.7
2000.3	40.1	2005.3	10.7
2001.3	-9.4	2006.3	17.4
2002.3.	3.4	2007.3	12.9
2003.3	-21.1	2008.3	-0.3

자료 : 각 연도 연차보고서

② 기금의 자산배분 변화

개혁 직후, 1999년 3월말 기준 12백만 달러의 자산규모로 국내주식 81.9%, 해외주식 18.1% 비중으로 투자되었다. 2000년 3월말에는 2,393백만 달러로 자산규모가 증가하였고, 이 중에서 국내주식이 80.3%를 차지하였다. 이처럼 새로이 유입된 자금은 모두 주식 투자되었으며, 2001년 부동산 투자를 시작으로 2004년 채권투자를 시작하면서 포트폴리오 다변화가 이루어졌다. 1999년 이후 국내주식이 대부분을 차지하던 주식 비중이 협소한 국내 주식시장 여건으로 인해 점차적으로 해외주식 비중이 더 많이 차지하게 되었다. 채권 비중 또한 점차 증가하면서 현재는 전체 30% 수준을 계속하여 상회해오고 있으며, 부동산, 인프라 등으로 구성된 실물자산 비중 또한 지속적으로 증가하고 있는 상황이다.

〈표 Ⅲ-8〉 CPP의 개혁 이후 기금규모 추이

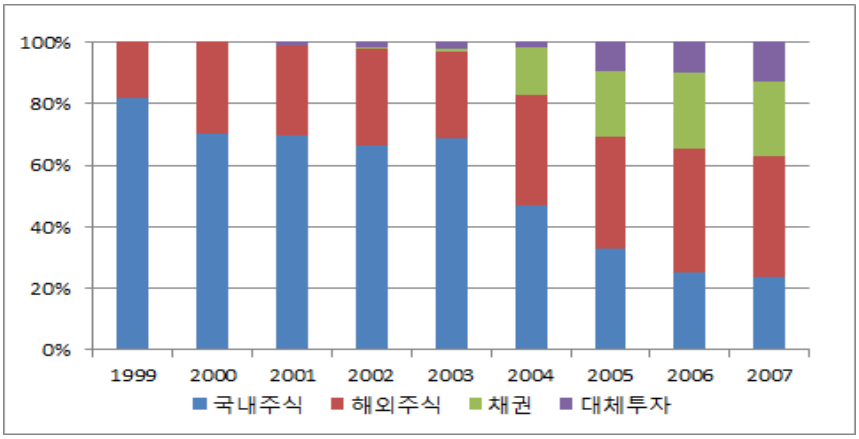
(단위 : 십억 CAD)

연도	기금 규모	연도	기금 규모
1999.3	0.01	2004.3	32.9
2000.3	2.4	2005.3	58.7
2001.3	7.2	2006.3	89.0
2002.3.	14.3	2007.3	116.0
2003.3	17.5	2008.3	122.8

주) 개혁 연도: 1999년

자료 : 각 연도 연차보고서

[그림 Ⅲ-1] 1998년 개혁 이후 CPPIB의 자산구성 변화 추이



자료 : 각 연도 연차보고서

③ 기금운용 관련 비용 변화

기금의 총 비용은 다음 〈표 Ⅲ-9〉와 같이 점차 증가하는 추세를 보이고 있다. 기금운용 관련 총 비용은 운영비용, 외부 위탁운용 비용, 인건비 등을 포함한다.

〈표 Ⅲ-9〉 CPP의 개혁 이후 비용 추이

(단위 : 백만 CAD)

연도	1999.3	2000.3	2001.3	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3
비용	1.1	3.7	6.7	11.4	12.9	19.7	31.7

자료 : 각 연도 연차보고서

사. 시사점

1998년 CPP 연금개혁은 제도의 근간을 유지하면서 지속성을 확보하려는 차원에서 모수적 개혁으로 이루어졌으며 그 결과 Lindbeck(2003)의 Y축에 해당하는 목표적립수준의 증가를 이루었다.

캐나다 정책입안자들이 상대적으로 중간 강도의 개혁을 추진했던 것은 캐나다의 연금관련 공적 지출 수준이 아주 높지 않아서, 적자 감축을 위한 연금 삭감을 하더라도 그 잠재적 기여도가 상대적으로 제한되었다는 것도 하나의 이유였다. 또한 캐나다는 공적연금 제도의 재정 조달 측면에 있어서 급여에 대한 세수(payroll tax)에 대한 의존도가 높지 않았다는 점도 요인으로 작용하였다.

외적 요인을 보자면 캐나다 공적 연금제도는 다른 복지국가들의 변화 추세 속에서 인구구조, 경제, 제도적으로 비교적 안정된 상태에 있었다. 그리고 내적 요인을 보자면 대중들과 소통 및 전문가들의 자문을 통해 합의를 개혁안에 대한 합의를 이루어냄으로써 부과방식에서 부분적립방식으로의 이행과 기금운용의 독립과 적극적인 투자다변화를 통해 이후의 재정안정화를 성공적으로 이루어낼 수 있었던 것으로 생각된다.

특히 기금운용 측면에서 보면 두 가지 성공 요인으로 정리할 수 있을 것이다. 첫째는 장기적으로 안정된 보험료율 유지를 목표로 자산부채모형(ALM) 분석을 통해 재정목표와 연계된 명확한 기금목표수익률을 도출·제시하였다는 점이다. 둘째는 이러한 장기재정안정 목표를 기반으로 독립된 CPPIB라는 전문운용조직을 통해 투자다변화와 적극적 운용을 통해 초과수익을 냄으로써 궁극적으로는 본래 1998년 연금개혁에서 목표하였던 재정안정화에 크게 기여할 수 있었다는 점이라고 하겠다.

2. 스웨덴(1998, 2015)

2-1. 1998년 개혁

스웨덴은 사회보장제도가 가장 잘 발달되어 있는 국가로 인식되어 왔으며, 의료보장, 보육정책, 실업대책 등의 면에서는 사회연대주의적인 틀을 유지하여 선진복지국가의 전형적인 모습을 보여주고 있다.

개인연금과 퇴직연금 등 사적연금부문을 제외하면, 1998년 연금개혁 이전에 스웨덴의 공적연금제도는 1946년에 도입된 기초연금(AFP)와 1960년에 도입된 부가연금(ATP)의 2층으로 구성되어 있었다. 기초연금(AFP)는 자산조사에 기초하지 않는 보편적 기초연금이었고, 부가연금(ATP)는 가입자가 기준액 이상의 소득을 올리는 경우에만 적용되는 소득비례연금제도였다(국민연금연구원(2012)).

그러나 1990년대에 스웨덴도 여타 서구 복지국가와 다를 바 없이 연금제도 성숙에 따라 적립기금이 고갈되어 가는 등, 연금제도의 지속가능 여부가 문제로 대두되었고, 이에 1991년부터 시작된 약 8년간의 논의 끝에 새로운 연금제도를 1998년 6월 의회에서 통과시켰다. 그 결과 2000년 1월 1일부터 스웨덴은 확정급여(DB) 요소와 확정기여(DC) 요소를 모두 가진 다층연금체계를 도입하게 되었다.

고령화 추세 및 재정불안정 등 개혁을 추진한 다른 국가들과 추진배경은 비슷하지만 1998년 연금개혁을 한 스웨덴은 명목확정기여(NDC) 방식으로 전환하였다. 이 개혁안은 명목확정기여(NDC; Notional Defined Contribution)방식 도입 등 연금체계 전반을 재구축하는 것이다. 특히 NDC방식은 개인의 공적연금 기여기록이 퇴직 시까지 가상 저축액으로 남는 방식으로서 실질적으로는 부과방식으로 운영되는 공적연금에 확정기여연금의 요소를 도입한 것이다.

또한 본 장에서는 경제 및 금융시장에서의 비중이 갈수록 증대하는 국민연금기금의 입장에서 1998년 스웨덴 연금개혁 사례와 더불어 유일한 기금분할운용 사례인 스웨덴 AP기금이 2009년 이래 기금통합을 추진하여 오다가 2015년 정치적 합의에 결국 실패하게 된 경위 및 원인을 살펴보고자 하였다.

가. 개혁 배경

스웨덴의 1998년 연금 개혁의 배경으로 고경석(2000)은 다섯 가지 요인들을 들고 있다. 첫째, 연금 수급자의 증가와 인구 고령화를 들 수 있는데 이는 전반적인 수명 연장과 여성근로인력 유입에 한계가 노정되었기 때문이다. 둘째, 높은 실업률과 저성장으로 경제성장률 저하에도 불구하고 연금급여 지출은 지속 증가하였기 때문이다. 셋째, 기금고갈에 대한 우려로 현 제도 유지 시 1940년 세대가 2010년 은퇴 시 문제가 심각하게 대두되었기 때문이다. 넷째, 그에 따른 연금재정의 불안정이 요인이 되었다. 다섯째, 기존 제도의 모순을 들 수 있는데 소득이 가장 많았던 15년 동안만을 선택하여 소득을 계산함으로 해서 보험수리적 비형평이 발생하였기 때문이다.

나. 개혁 과정 및 내용

1998년 연금개혁으로 이전의 공적연금구조는 최저보장연금(Guaranteed Pension), 소득비례연금(IP; Income Pension), 프리미엄연금(PP; Premium Pension)의 중층적 보장체계로 바뀌었다. 즉, 확정급여(DB) 방식의 소득비례연금이었던 부가연금(ATP)는 명목확정기여(NDC)방식의 소득비례연금으로 바뀌었고, 개인저축계정에 대한 확정기여(DC) 방식의 프리미엄연금(PP)을 도입하여 공적연금제도의 일부임에도 불구하고 자유시장 원칙에 근거하여 부분적으로 민영화 방식이 적용되게 되었다.

〈표 Ⅲ-10〉 개혁 전후 변화

		개혁 이전 (1990년기준)	개혁 이후
구 조		기초연금(AFP) +최저보충(STP) +소득비례연금(ATP)	NDC+PPR +보장성연금(guaranteed pension)
급여	소득비례연금 산정기준	30년중 최고 15년 (확정급여)	평생소득 (확정기여)
	기초/ 보장연금 급여공식	최소정액	최소정액 단, 소득에 따른 감액
	포괄범위	기초연금 소득비례연금 모두 보편적	소득비례연금은 보편적 기초연금은 선별적
	물가연동	CPI에 매년 연동	인플레이션과 실질임금에 따른 조정
재정	소득비례연금	고용주: 13% 피용자: 0%	고용주: 9.25% 피용자: 9.25% *피용자 기여 도입
	기초/ 보장연금	고용주: 7.45% 피용자: 0%	일반조세
기금	기금 구조	AP1~AP6	AP1~AP4, AP6, AP7
	운용 체계	노사정위원회 및 중앙은행의 통제	독립적이고 경쟁적인 각각의 운용위원회
	운용 방식	AP4만 주식투자	모두 주식투자 가능 단, 투자제한 있음

자료 : 국민연금연구원(2012)을 일부 수정

처음 연금개혁의 직접적인 시발점이 된 것은 1984년에 현행 제도를 재검토하기 위해 모든 정당과 이해관계자 대표 및 연금전문가들을 포괄하는 연금위원회를 구성한 시점부터라고 할 수 있다. 1990년에는 연금위원회(Pension Commission)를 구성하여 연금제도를 재검토하고 조사결과와 다양한 개선안에 대한 제안서를 제출하였으나 현행 연금 제도의 문제를 근본적으로 해소하기에는 미흡하다는 지배적 의견에 따라 정치적 합의에 도달하지는 못하였다. 그 다음 해인 1991년에 의견수렴을 위한

순회 공청회를 개최하는 한편 근본적인 개혁을 위해 사회부장관을 기획단장으로 하고 7개 정당 대표자들로 구성된 연금기획단을 결성하였다. 1994년에는 연금개혁법안이 스웨덴 의회에 제출되었으며 개혁을 지지하는 5개 정당의 대표로 구성된 실무작업반을 구성하여 구체적인 제안서를 작성하였고 마침내 1998년 6월 의회에서 연금개혁법안이 의결되게 된다 (Ministry of Health and Social Affairs(2009)).

개혁의 기본 방향은 앞서 설명한 바와 같이 기초연금과 부가연금의 2층연금체계를 일체형으로 통합하는 것이었다. 그 중에서도 두드러진 특징은 부과방식에서 명목확정기여형(NDC) 연금체계로의 이행이라고 할 수 있다.

이하에서는 개혁의 내용을 구체적으로 살펴본다. 연금급여는 전 가입기간의 소득을 기초로 결정하게 되었으며, 피용자의 급여소득에 대하여 부과하여 걷은 보험료 18.5%중 16%는 부과방식(PAYG; Pay-as-you-go) 보험료로서 명목확정기여형(NDC) 방식에 의해 운영되어 개인별 연금계정에 기록되나 당년도 연금지급에 사용되고, 2%는 프리미엄 연금, 즉, 적립방식(prefunded) 보험료로서 개인적립계정에서 확정기여(DC) 방식으로 운용하며 운용기금을 선택할 수 있다. 새 연금제도는 장기간의 경과기간 동안 서서히 도입하도록 하였으며 또한 연금소득조사를 통해 연금수급액이 적은 노인에 대하여 최저보증연금(Guaranteed Pension)이 도입되었는데 그 재원은 정부의 조세에 의한 일반예산이다.

우선 소득비례연금에 있어서의 NDC 방식에 대한 이해는 스웨덴 연금개혁의 핵심이다. 일반적으로 확정기여(DC) 방식은 완전적립방식을 적용하는 기업연금 등에서 주로 사용되는 개념인데, 스웨덴 NDC의 특징은 부과방식의 연금제도에 DC를 결합한 것이라고 할 수 있다. 흔히 공적연금제도로서는 칠레 등 남미 국가들과 공제기금(Provident Pension Fund) 운영 국가의 재정방식을 DC제도의 전형이라고 할 수 있다. NDC 소득비례연금의 급여수준은 기여기간의 GDP 성장률과 임금 상승

률 등을 감안하여 명목적 개인 계정의 가상의 적립액을 계산한 후에 이를 기대사망률, 기대여명, 기대할인율 등의 요소를 반영하여 결정하게 된다. 즉, 급여액을 기여액 뿐만 아니라 인구요소와 경제성장에 연계시켜 스웨덴의 연금제도를 노령화에 대비하도록 함으로써 연금개혁의 정치적 부담을 줄이려 한 것이다(국민연금연구원(2012).

실제로 NDC 방식은 적립기금이 전체 기여 18.5% 중에서 사전적립된 2.5%부분만으로 조성된다는 점에서 정확한 의미에서 DC제도라고 보기는 어렵다. 즉, 보험료의 대부분에 해당하는 16%가 당해년도 연금수급자에 대한 연금급여지급을 위하여 사용되므로 적립기금은 별로 증가하지 않는다.

그러나 NDC제도는 각 개인의 연금을 각 개인이 불입한 보험료를 기초로 하여 산정한다는 점에서 각 개인의 입장에서는 DC제도라고 볼 수 있다. 즉, 연금수급연령, 연금수급방법 등을 보험 수리적(actuarial) 원리 하에서 탄력적으로 선택할 수 있다. 기여할 시점부터 이미 일정 수준의 급여가 보장되는 확정급여(DB) 제도에 비하여 운용성과에 따라 후에 받게 되는 연급금여 수준이 결정되므로 가입자에게 불리할 수도 있는 DC 방식이 도입될 수 있도록 설득할 수 있었던 것은 DC제도 하에서는 장래세대에게 예상되는 수익부담구조의 역전현상을 예방할 수 있기 때문이다.

고경석(2000)은 스웨덴이 NDC제도를 선택한 것은 이념적으로는 적립방식의 DC제도로의 이행을 추진하면서, 내면적으로는 부과방식을 통한 누적된 연금부채는 부과방식의 틀 속에서 해결하려는 데에서 나온 방안이라고 보았다. 부과방식에서 적립방식으로 이행 시 해결하여야 할 과거 누적 연금부채는 국가재정에 의하여 해결할 수밖에 없으며, 국가재정은 조세부과를 통하여 해결할 수밖에 없다. 연금채무해결을 위한 조세를 부과하면서 DC 제도에 기초한 연금보험료를 부과하면 특정 세대의 이중부담문제가 심각하게 발생하므로 이를 해결하기 위해서는 결국 공채를

발행하여야 한다. 결국 NDC제도는 잠재적인 연금채무를 DC 연금채권의 발행으로 전환하여 나가는 과정으로 이해할 수 있다는 것이다.

다. 기금운용 방식 및 운용 체계의 변화

개혁 이전에는 종종 사회보장지출이 기여금수입을 초과하는 일이 발생하는 경우에 대비하여 소위 버퍼 펀드(buffer funds)가 있었고 이는 6개의 상이한 기금위원회로 구성되어 있었다. 〈표 Ⅲ-11〉에서 보는 바와 같이 1960년 당시 소득비례연금(ATP) 도입과 관련하여 3개의 AP기금(AP1~AP3)이 설립되었는데 원래 이는 가입주체에 따른 분류로서 AP1은 공공부문 근로자, AP2는 대규모 민간부문 근로자이며 AP3는 소규모 자영업자가 주체가 되었다. 기금을 세 개로 분할 운용하는 목적은 연기금이 장차 가지게 될 영향력을 분산시키기 위함으로 연금사회주의 확산에 대한 예방 차원으로서도 의미도 함축되어 있었다. 당시 AP기금(AP1~AP3)는 주식지분과 부동산에 투자하는 것이 제한되었으며 채권, 중앙정부 및 지방정부에 대한 직접 대부사업, 기업에 대한 역대부사업(Retroverse Loans) 세 가지만 허용되었다. 이들 기금은 채권과 같은 이자수익이 있는 유가증권에 투자하고 있었으며, 나중에 AP4~AP5 국가연금기금은 주식에 투자하기 위해 추가로 설립되었고 AP6 국가연금기금은 스웨덴의 중소기업에 투자하는 특수 기금이었다. 1971년 블루칼라노동자 노동조합연맹총회(LO; Ländsorganisationen)에서 AP펀드 일부를 주식자본으로 전환시킬 것을 제안하였고, 이에 자본시장위원회는 연기금이 적극적인 소유권을 행사하지 않으며, 은행과 보험회사의 주식은 매입할 수 없도록 하는 것을 조건으로 AP4가 새롭게 설립되었다. AP4는 임금근로자를 대변하는 역할을 하였으며 다수의 기업에 투자하였으나 일상적 경영에 대한 개입은 삼갔다. 또한 포트폴리오를 제조업체 중심으로 하고, 특히 많은 노동자를 고용한 수출지향적인 기업에 투자하는 것에 중점을 두었다.(김영은(2012)).

〈표 Ⅲ-11〉 1998년 개혁 이전 기금 현황

펀드	설립 연도	투자 대상
AP1	1960년	채권 시장
AP2		
AP3		
AP4	1974년	주식과 기타 증권
AP5	1988년	
AP6	1996년	

개혁 이후 기금운용의 변화의 특징은 몇 가지로 나누어 정리할 수 있다. 우선 연금개혁을 통해 2000년 5월에 기금운용은 경쟁 방식(AP1~AP4)으로 변환되어 이들 버퍼 펀드들을 재구축하여, 오늘날 우리가 알고 있는 바와 같이 소득비례연금을 운용할 AP6을 포함한 5개의 AP 펀드와 프리미엄 연금을 운용할 AP7이 설립되었다. 그리고 과도기 기간 중에 연금 비용에 대한 조치로서 버퍼 펀드들은 1,500억 스웨덴 크로나(SEK)에 해당하는 자금을 국가 재정에 편입시키고, 2000년 중 이들 버퍼 펀드들을 통합한 후 다시 AP1, AP2, AP3, AP4, AP6의 독립된 기금들로 분할하여 나머지 1,250억 스웨덴 크로나에 해당하는 자금을 4개 기금(AP1~AP4)에 균등재배분하되 AP6는 정책적으로 결정되었다. 이 자금규모는 2001년 기준 스웨덴 GDP의 약 23% 수준으로, 기금들은 모두 스웨덴 주식시장에 적극적으로 참여하게 되었다. 그 결과 AP4의 포트폴리오에서 주식투자비중은 크게 감소하는 대신에 AP1, AP2, AP3의 주식투자비중은 증가하였다.

지금은 사라진 AP5를 제외하고 2001년 1월 1일 실제로 운영을 개시한 AP1, AP2, AP3, AP4, AP6는 현재 국내외 주식투자 비중이 약 60%에 달하고 있다. 개혁 이전에는 AP4만이 스웨덴 국내 주식에 투자하고 있었고 그 포트폴리오는 거의 스웨덴 국내 주식으로 이루어져 있었다. 그리고 AP4는 기업지배구조(corporate governance) 이슈에도

적극적이었다(Giannetti(2006)).

AP6는 개혁 이후에도 존속하여 국내 중소형 성장기업으로 투자 대상이 한정되며 생명 공학 벤처, 기술 벤처, 제품 및 서비스 벤처 기업 등에 투자하는 특수목적 펀드로 남았다.

AP7(일명 Premium Savings Fund)은 위 기금들과 달리 프리미엄 연금을 운용하는 기금으로서 가입자의 연령대에 따라, 위험도에 따라 구분된 펀드에 투자상품을 선택할 수 있도록 하였다. 즉, 프리미엄 연금(PP) 제도는 자유시장 원칙에 근거하여 구성되어 연금펀드들 간의 경쟁 및 자유로운 투자를 보장하였다. 프리미엄 연금에 축적된 개인들의 임금의 2.5%에 해당하는 보험료는 1~15개의 펀드를 조합하여 투자방식을 선택할 수 있고 또 언제든지 펀드를 교체할 수 있도록 하였다. 정부는 개인의 투자 자유를 보장하는 대신에 연금 급여 수준에 대해 아무런 책임도 지지 않고 기금운용과 관련하여 안정성 등과 관련된 아무런 제약도 부과하지 않았다. 가입자 개인이 선택한 펀드들에 보험료를 배분하는 것은 프리미엄연금관리청(PPM)[1]이라는 조직이 담당하여 가입자들과 연금펀드를 연결하고, 가입자들을 대신하여 펀드 사이의 이동, 계정별 일별 상황을 점검하며, 펀드의 성과 등에 관한 정보를 수집하여 가입자들에게 제공하는 역할을 하였다. 실제 기금운용은 PPM에 등록한 민간기금운용사들이 수행하며 가입자들은 이들이 등록한 수백개의 펀드 중에서 선택이 가능하였다. 그 대신 프리미엄 연금에는 세금공제나 보조금 혜택이 없으며 운용수수료도 펀드규모 등에 따라 정률로 통제되는 등 중앙집권적인 제한경쟁을 통해 불필요한 마케팅비용을 줄여 효율적인 시장을 구축하고자 하였다. 단, 가입자들은 한 번에 5개까지의 등록된 펀드에 가입할 수 있고, 운용수수료는 가입자가 지불하며, 펀드변경에는 비용이

1) 후에 프리미엄연금관리청은 2010년 1월 1일부로 폐지되고 스웨덴연금청(Swedish Pension agency)이 신설되어 공적연금관련 업무를 통합관리하고 있다(김영은(2012)).

발생하지 않는다. 원래 프리미엄 연금 자산은 정부가 수수료 협상을 통하여 선정한 수백개의 민간 뮤추얼펀드 중에서 개인들이 선택한 펀드에 배정되게 되어 있으나, 개인이 선택하지 않은 경우에는 정부의 디폴트 뮤추얼펀드인 AP7로 자금이 배분되고 AP7은 이 자금들을 모아서 운용하게 된다. AP7도 90% 이상을 주식에 투자하며 그 투자성과는 개인이 위험선호도에 따라 선택한 펀드유형에 따라 다르게 나타나게 된다. 펀드 선택을 하지 않은 경우에는 공적으로 운영되는 디폴트 펀드에 자동으로 가입된다. Såfa 펀드라고 불리는 디폴트펀드는 AP7이 운영하며 연령대가 높아질수록 위험 성향이 보수화되는 경향을 감안하여 성장형펀드, 안정형펀드, 균형펀드로 나누어 운영되었다(국민연금연구원(2002)).

기금운용법상의 투자원칙으로 기금은 소득비례연금(IP) 가입자의 수익을 위해 위험허용범위 내에서 수익을 극대화하도록 운용되어야 한다고 명시되었고, 이를 위해 장기성, 고수익성, 유동성, 위험분산, 안정성 기준을 충족하는 투자를 하도록 하였다. 그리고 투자 제한 규정은 개혁 이후에는 이전보다 완화되어 〈표 Ⅲ-12〉와 같이 개별 AP 기금에 대하여 다른 법적 투자 규제 조항이 적용되었다.

〈표 Ⅲ-12〉 개혁 이후 AP 기금의 주요 투자 제약

1. 자산의 최소 30%는 저위험 채권에 투자해야 함
2. 외환위험에 대한 익스포져 한도는 최고 40%까지 허용함
3. 기금의 5%까지 비상장주식에 투자할 수 있음
4. 기금운용에 있어 어떤 산업적인 정책목표나 경제적인 정책목표가 있어서는 안된다고 분명하게 명시할 것. 단 투자정책은 최대수익을 달성하려는 전체목적에도 불구하고 주위 금융환경이나 윤리적 측면을 감안해야 함을 명시할 것
5. 스웨덴 국내주식시장에의 지나친 영향력 행사를 막기 위해 주식시장 시가총액의 최대 2%까지만 보유하는 것으로 한정
6. 주주권 행사는 상장기업의 경우 의결권주식의 10%까지, 비상장벤처기업의 경우 30%까지로 제한
7. 전체 자산의 최소 10%를 위탁운용할 것

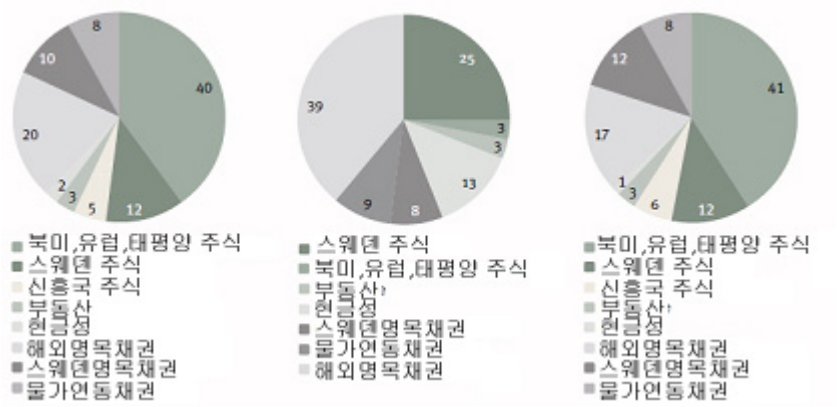
앞서 살펴 보았듯이 스웨덴은 연금개혁에 따라 GDP의 약 23%에 상당하는 자금을 가진 AP의 주식투자가 증가하면서 시장 지배력에 대해 우려하였고, 그러한 차원에서 기금분할의 목적이 공적연금의 시장영향력을 분산시키고 기금 간 경쟁을 통한 기금운용 효율성을 제고하는 데에 있음을 이해할 수 있다. 수익률에 있어서도 각 펀드별로 차이가 존재하여 경쟁을 통한 수익률 제고 및 구체적인 액티브 운용의 성과를 비교 가능하다는 장점이 있다. 스웨덴 연기금 분할운영의 근거는 Government Bill 1990/2000:46이다. 그 내용을 보면 자산운용의 효율성을 제고하고 국내자본시장의 발전 가능성을 증대시킬 수 있다고 기대하였다. 특히 자산운용의 효율성은 국내 주식시장에 비하여 개별기금의 크기가 크지 않을 때 개선된다고 보았고, 개별 펀드의 투자운용상 오류가 시장에 미칠 부정적인 영향을 제한하는 분산효과에 대해서도 언급하고 있다. 반면에 분할운용 하에서는 자산운용 상 규모의 경제를 누릴 수 없게 되는 점을 감안하여, 분할운용에 따른 효율성 증대(efficiency enhancement) 및 위험분산(diversification) 효과가 커지도록 주의를 기울일 필요가 있음을 지적하고 있다.

개혁 이후 기금운용의 변화로서 두 번째 특징은 포트폴리오의 변화 측면에서 살펴 볼 수 있다. 2001년 1월에 각 기금은 채권 69%와 주식 31%로 구성된 자산을 배정받음 동시에 개정된 투자규칙에 따라 각 기금의 독립된 이사회는 장기투자수익률 제고를 위한 최적 자산배분안을 마련하도록 지시받았다.

예를 들어 2001년 경의 AP3의 자산배분을 살펴보면 우선 장기 재정을 고려하면서 ALM 분석을 통하여 30~40년 목표의 기준(Normal) 포트폴리오를 설정한 후, 이를 인구전망과 경제변수 전망 등을 업그레이드하면서 매년 검토하고 필요한 경우 조금씩 조정을 하게 된다. 그리고 이 기준 포트폴리오를 기반으로 〈그림 Ⅲ-2〉에서 보는 바와 같이 1~3년의 기간에 대한 전략적 자산배분을 하게 된다. 여기서는 각 자산군마다 기

준 포트폴리오에서 주어진 비중과는 다소의 차이를 두고 초과수익을 추구하게 된다. 그 결과 각 기금은 자산부채분석(ALM)에 기초한 2001년 전략적 자산배분안을 마련하면서 주식투자비중 목표를 49%~62.5%까지 크게 증대시켰다. 포트폴리오의 커다란 전환은 대체로 2001년 상반기 중에 이루어졌다. 첫 번째 파이는 AP1 이사회가 2000년말 결정한 2001년말의 목표 포트폴리오(strategic benchmark)이고 두 번째 파이는 2001년초에 AP1이 다른 기금들과 같이 나누어 받았던 포트폴리오의 구성이며 세 번째 파이가 2001년 말에 실제로 달성한 자산배분이다.

[그림 Ⅲ-2] 개혁 이후 2001년에 재구축된 AP3의 포트폴리오 변화



자료 : 박태영(2010)

개혁 이후 기금운용체계는 스웨덴국가연금보험기금법(The National Pension Insurance Funds Act(SFS 2000:192))에 따라 각 기금은 운용의 자율성을 보장받고 있으며 9명의 자산운용에 대한 전문성을 기준으로 선정된[2] 스웨덴 시민권을 가지고 있는 위원으로 구성된 이사회를 가지고 있으며, 9명 모두에 대해 정부는 임면권을 가지고, 그 중 2명은

2) 법 2장3절 "...shall be appointed on the basis of their expertise in furthering asset management."

고용주단체, 2명은 피고용자 단체에서 추천된 사람으로 구성되었다. 스웨덴정부는 사용자 단체 및 피용자 단체에서 추천한 이사회 위원들은 제외한 나머지 위원 중에서 이사회 의장과 부의장을 지명하게 되는데 그 임기는 1년이고 연임하더라도 3년을 초과할 수 없다. 이사회 또는 자신들을 대표하는 이사를 추천한 기관에서 정부에 요청하는 경우에는 임기 이전에 이사직을 면하게 할 수 있으며 즉시 보궐 절차가 이루어진다. 회의 정족수는 과반수 이상이며 별도로 상세히 규정한 이해상충 규정에 따라 해당되는 위원은 해당 회의의 정족수를 헤아릴 때 제외된다.

각 AP 기금들은 매년 재무부장관을 통하여 기금운용 성과를 스웨덴 국회에 보고함으로써 스웨덴 국회는 스웨덴 국민들의 이익을 대변하여 기금운용에 대한 감시 역할을 하게 된다. 기금운용 성과평가는 외부기관에 의해 이루어지며 이때 정부가 지정한 독립된 외부감사를 통해 감사가 이루어진다. 기금별 운용위원회는 기본적으로 동일한 기금운용규정의 테두리 내에서 구체적 투자대상 등과 관련한 세부사항을 자율적으로 결정하게 된다. 결과적으로 개혁 후 기존의 5개 ATP 기금은 다른 관리운영원칙과 투자정책을 가지고 연간 자산부채관리(Asset-Liability Management) 연구를 기반으로 장기투자전략을 결정하는 4개의 동일한 기금으로 변경되었다.

〈표 Ⅲ-13〉 스웨덴 AP 기금운용 체계의 변화

		개혁 이전	개혁 이후
독립성	정부차입에 대한 안전장치	없음	중간수준
	정책목적 투자에 대한 안전장치	없음	수익성 제고 원칙
중립성	시장왜곡에 대한 안전장치	없음	전문위원회
	기업경영 참여에 대한 안전장치	없음	중간

		개혁 이전	개혁 이후
전문성	운용위원회 구성	-	3각체계(9명:정부5명, 사용자·근로자 각2명)
	운용인력 전문성	투자전문기구 AP	투자전문기구 AP
	위탁운용비율	-	최소 10%
투명성	투자정책서	존재	존재
	외부감사보고서	의무	의무
	성과평가	내부감사	내부감사
	위탁 선정기준	-	의무
책임성	운용위원회 형태	전문위원회	전문위원회
	보고감독 체계	대통령 직속기구	대통령 직속기구

라. 기금운용 성과의 변화

정량적 성과 평가에서는 장기수익률, 단기변동성, 자산배분, 비용의 변화 등을 비교하여 시사점을 도출한다.

① 기금의 투자수익률과 변동성 변화

개혁 이전의 AP 펀드 적립금 대부분에 해당하는 85%의 기금자산은 주로 정부채나 주택채권(housing bonds)와 같은 저위험 자산에 주로 투자되었다. 적립금의 나머지인 15%의 자산은 주식 투자되었으며, 주로 국내주식에 투자되었고 해외주식의 경우에는 10%까지 투자 제한이 존재하였다. 1997년 기준 기금의 총 수익률은 9%를 기록하였다.

분할 직후로 운용수익률을 살펴보면 다음 〈표 Ⅲ-13〉과 같다. 분할 직후인 2001~2002년에는 각 기금이 모두 음(-)의 수익률을 기록하였으나 이후에는 대체적으로 높은 수익률을 기록하고 있다. 그러나 기금 간 수익률을 비교해보면, 다소 차이가 존재하긴 하나 그 양상이 비슷하게 나타나고 있음을 알 수 있다.

〈표 Ⅲ-14〉 AP 개혁 이후 각 AP 기금 수익률 추이

(단위 : %)

	AP1	AP2	AP3	AP4
2001	-5.6	-3.4	-4.2	-5.1
2002	-13.9	-15.4	-12.6	-16.9
2003	16.3	17.7	16.2	16.8
2004	11.2	11.4	11.2	10.5
2005	17.4	18.5	17.7	16.8
2006	9.6	12.8	9.5	10.4
2007	4.6	4.0	5.0	2.4
2008	-21.9	-24.1	-19.8	-21.0
2009	20.2	20.3	16.3	21.5
2010	10.2	11.0	9.0	10.9

주1) AP1 2001년 수익률을 제외하고 모두 비용 차감된 수익률임
주2) 개혁 연도 : 2001년
자료 : AP 각 연도 연차보고서

② 기금의 자산배분 변화

1999년 5개 정당 간 합의로 인한 기금조직 개편으로 2001년 1월부터는 4개의 버퍼펀드가 동일한 투자 규정에 따라 소득비례연금을 균등 배분받아 투자를 개시하게 되었다. 2001년부터 분할 운용된 각 버퍼펀드의 기금규모 추이를 나타낸 〈표 Ⅲ-14〉와 같이, 기금 간 경쟁을 통한 운용 효율성 제고를 목표로 기금 분할 운용이 결정되었으나, 개혁 이후 규모 면에서 기금 간 큰 격차 없이 운용되었음을 알 수 있다.

자산배분의 경우 AP3 추이를 살펴보면 개혁 직후 절반 이상이 주식에 투자되었으며, 채권 또한 50% 가까이 투자되고 나머지 일부분이 부동산에 투자되었다. 점차적으로 주식과 채권 비중을 줄이면서 대체투자 비중을 늘리고 있는 상황이다.

〈표 Ⅲ-15〉 분할 운용 이후 각 AP 기금규모 추이

(단위 : 십억 SEK)

	AP1	AP2	AP3	AP4
2001	130.8	133.5	132.7	131.6
2002	117.1	117.1	120.2	113.6
2003	139.3	140.4	142.5	135.5
2004	156.8	158.1	160.3	151.4
2005	187.3	190.6	192.0	180.1
2006	207.1	216.8	212.2	200.5
2007	218.8	227.5	224.9	270.3
2008	171.6	173.3	181.0	164.7
2009	202.3	204.3	206.5	195.7
2010	218.8	222.5	220.8	212.8

주) 개혁 연도 : 2001년
자료 : AP 각 연도 연차보고서

〈표 Ⅲ-16〉 개혁 이후 AP3의 전략적 자산배분 추이

(단위 : %)

자산군	2001	2002	2004	2005	2006
주식	49.0	54.5	54.5	54.5	54.5
스웨덴	16.3	16.0	16.0	16.0	12.0
유럽	16.3	17.5	17.5	17.5	15.0
세계	16.3	21.0	21.0	21.0	27.5
부동산	7.0	8.0	8.5	8.5	8.5
채권	37.0	30.0	37.0	37.0	37.0
스웨덴	15.0	13.5	12.6	12.6	6.1
유럽	12.0	8.5	8.4	8.4	11.0
세계	10.0	8.0	6.5	6.5	12.4
물가연동채	7.0	7.5	9.5	9.5	7.5

자료 : AP3 각 연도 연차보고서

③ 기금운용 관련 비용 변화

개혁 이후의 AP 전체에 대한 기금운용에 따른 총 비용 추이는 다음

〈표 Ⅲ-17〉과 같다. 총 비용에는 운영비, 고정운용비와 같은 기금운용비용, 성과보수, 거래비용이 포함된다. 비용추이를 살펴봤을 때, 비용에 대한 차이는 크게 변화하지는 않았으나 약간 감소하는 추세를 알 수 있다.

〈표 Ⅲ-17〉 AP 전체 기금운용에 따른 비용

(단위 : %)

구분	총 비용	구분	총 비용
2001	-	2006	0.22
2002	-	2007	0.23
2003	0.26	2008	0.25
2004	0.28	2009	0.22
2005	0.24	2010	0.21

마. 시사점

스웨덴은 1970년대 말 공공부채 증가 문제와 1990년대 초 북유럽 경제위기를 경험한 이래 재정건전성에 정책 우선순위를 두고 1998년 연금개혁에서는 NDC 방식의 도입 등 연금체계 전반을 재구축하였다. 이처럼 기존의 부과방식에 DC 방식을 혼합함으로써 연금급여를 노령화와 경제변동에 대비할 수 있도록 하여 연금개혁의 부담을 줄이고자 한 것으로 평가된다.

또한 스웨덴 연금개혁에 있어서 소득비례연금에서의 NDC방식 도입과 프리미엄 연금에서의 DC 방식 도입은 결과적으로 Lindbeck(2003)의 X축에 해당하는 보험수리적 균형과 형평성을 개선하는 방향으로 작용한 것으로 평가된다. 즉, 과거에 사회적 연대책임원리를 강조하던 것을 이제는 개인 책임 및 보험원리라는 요소를 연금제도에 강하게 반영하기 시작하게 된 것이다.

기금측면에서 볼 때 1998년 연금개혁은 스웨덴 주식시장에 많은 변화를 가져왔다. 스웨덴 GDP의 약 1/4에 해당하는 연금적립금을 동일규모

의 4개 AP기금에 배분하고 주식 등에 투자를 허용함으로써, 스웨덴 주식시장에 새로운 대형 기관투자가를 등장시켰고 동시에 연금자금을 운용할 수 있는 기존의 공적연금펀드 및 사적연금펀드들에게 커다란 자금원을 제공하게 되었다.

또한 기금의 시장 지배력을 분산시키고 기금간 경쟁을 통한 효율화를 위하여 세계의 대규모 공적연금 가운데는 드물게 기금을 분할운용하기로 한 것은 스웨덴 연금개혁의 특징이 하나라고 할 수 있겠다.

2-2. 2015년 기금통합개혁 논의 실패

가. 개혁 논의 배경

분할 기금의 재통합의견이 본격적으로 힘을 받게 된 것은 2009년 스웨덴 재정부 산하 ESO(Expert Group for Studies in Public Economics)의 분석 결과에 의하면 기대했던 만큼의 시장파급효과 최소화 및 경쟁을 통한 성과 향상은 미미한 것으로 나타나면서 부터라고 할 수 있다. 반면에 지나친 경쟁구조가 투자전략의 동질화, 유사한 자산배분 결과를 초래하고, 운용비용은 지속적으로 증가하는 것으로 나타나 기금의 재통합을 제안하게 되었다. 이후 분할에 따른 기대효과가 반감되면서 분할운용정책에 대한 비판적인 여론이 스웨덴 내에 형성되게 되었다.

수년간의 스웨덴 AP의 수익률 추이를 보면 기금분할 이후 독립적으로 운용되었음에도 불구하고, 자산성격이 다른 AP6를 제외하면, 거의 유사한 성과를 보이고 있어 기금분할운용의 당위성이 훼손되었다는 의견이 있었다. ESO(2009)의 분할기금의 기금 재통합 제안 근거는 AP1 ~ AP4의 통합으로 연간 4.7bps의 비용 절감 효과가 발생하며 규모의 경제로 인해 효율성이 크게 개선될 수 있다고 전망하였던 데에 있다. ESO 보고서의 요점을 네 가지로 정리하면 다음과 같다. 첫째, 시장 파급효과를 최소화 한다는 측면에서 보면 국부펀드의 등장으로 AP가 통합된다

하더라도 전 세계 연기금의 상위 10위권에 포함되지도 않으며 투자시장 발달에 따라 다양한 투자수단이 존재하여 스웨덴 내 파급효과에 대한 우려가 감소한다는 것이다. 둘째, 자산배분 및 운용방식의 다각화 측면, 즉 계란을 한 바구니에 담지 않는다는 측면에서의 목적은 오히려 각 기금 간 지나친 경쟁심리가 동일한 자산배분으로 수렴해 가도록 유도하여 기금의 전체적인 리스크 수준이 증가한다는 것이다. 셋째, 경쟁을 통한 비용구조의 효율화 측면에서의 목적은 분할 경쟁이 각 기금의 액티브 운용비중이 높아지면서 비용부담이 증가하여 수익률 향상 효과는 미미하다는 것이다. 넷째, 분할을 통한 이득은 4개의 독립된 기금으로 분할운용함으로써 정부의 정치적 영향력에 의한 왜곡이 단일펀드로 운용하는 것보다 적다는 것으로 보고 있으나 이러한 이유 하나만으로 원래의 분할목적을 상실한 분할된 펀드를 더 이상 유지하는 것은 명분이 약하다는 결론을 내렸다.

나. 기금 재통합 논의 과정 및 내용

2011년에 스웨덴 정부는 5개 기금분할 체제의 문제점을 본격적으로 검토하기 시작하였다. 기금분할 체제의 장점으로 거론되는 것은 우선 기금운용측면에서 자산배분 및 성과를 다양화할 수 있으며, 기금분할로 자산의 매수/매도 거래 분산 효과를 거둘 수 있다는 것이다. 또한, 조직운영 측면에서도 경쟁을 유도할 수 있으며, 운용성과의 비교가 용이하며 의사결정 리스크를 분산시킬 수 있다는 것이다.

그러나 다른 한편 기금분할 체제의 단점으로 거론되는 것은 우선 기금운용측면에서 기관간 담합이 존재하는 경우에 자산배분이 상호 수렴하고 성과도 비슷해져 분할효과가 소멸된다는 점이다. 또한 매수·매도시점이 겹칠 경우 단일기관으로 운영할 때 보다 시장에 더 큰 충격을 줄 우려가 있다는 점과 개별자산에 대한 중복투자가 발생할 수 있다는 점 등이 있다. 그리고 조직운영 측면에서의 단점으로는 과도한 경쟁이 우려되며,

복수의 기관을 운영함에 따른 관리운영비용의 증가와 인력 및 업무의 중복 가능성을 들 수 있다.

2012년에는 집권 4개 정당연합과 야당인 사민당으로 구성된 Pension Group이 다시 기존 AP 버퍼기금 체제에 대한 조사보고서를 제출하였으며, 여기서 비용 면에서 효율성을 개선할 목적으로 운용주체를 단일화하고 기금의 수를 5개에서 3개로 줄일 것을 제안하였다. 이 논의기구는 사실상 기금을 1개로 통합할 것을 제안했으나 정부가 최소 3개를 유지할 것을 원하였다. 또한 국가연금기금위원회(National Pension Fund Board)를 신설하여 전체 자산을 감독하고 투자위험 수준을 승인하며, 이는 다시 정부가 비토할 수 있는 권한을 가질 것을 제안하였다.

2014년 3월에는 스웨덴 사회보장부장관이 기금을 3개로 줄이는 방안을 수용하기로 하였다고 발표하였다. 2015년 6월에는 AP6(사모투자펀드) 및 미정의 AP 펀드 하나를 추가로 폐쇄키로 하였다. 재무부는 AP6의 비상장 자산은 AP2가 모두 통합 흡수한다고 발표하였다. 그 당시 AP6는 Gothenburg에 위치하고, 아직 정해지지 않은 다른 펀드는 Stockholm에 위치하고 있었다.

2015년 6월 조사위원장이었던 Langensjo가 2012년 조사보고서의 제안내용 중 '내부통제의 강화' 등 상당부분을 정부가 수용하지 않아 실질적으로 기금통합으로 인한 '강력한 경쟁우위 요인'이 훼손되었다고 비판하였고 당시 폐쇄 소문이 돌았던 AP3는 2015년 9월에 최근에 거둔 기대수익 이상의 성과를 근거로 반발하였는데 기금통합개혁안이 기금의 시장 변화에 대한 대응력을 훼손할 우려가 있다고 경고하였고, 이후 각 기금의 운용위원장들의 경고가 이어졌다.

예를 들어, AP3 운용위원장은 4개 AP 기금의 분산투자 효과가 손상될 것을 우려하였다. 2015년 상반기 AP3는 6.4% 수익률을 시현하였는데 만일 책임투자(Sustainability Portfolio)에 대한 규제를 받아 패시브하게 운용하였더라면, 수익률은 3.9%로 하락했을 것이라고 주장하였다.

조사위원장이었던 Langensjo도 기금통합개혁안은 AP 기금들이 장기적으로 패시브한 인덱스 추종 포트폴리오를 지향하게 할 것이라고 경고하였다. AP4 운용위원장과 AP2 운용위원장도 기금통합 개혁안이 '고비용에 위험한'제안이라고 폄하하였다. AP1 운용위원장은 기금통합 개혁안이 투자전략의 '바람직하지 않은 평준화'를 가져와 장기적으로 수익률이 저하할 수 있다고 경고하였다.

이처럼 통합대상인 기금의 반발이 이어지는 가운데 2015년 10월 스웨덴 기업연합이 제도 안정에 위협이 된다고 개혁안에 반대 입장을 표명하였고, 비슷한 시기에 스웨덴 중앙은행이 개혁안으로 인하여 자신들의 인프라 투자 및 부동산투자가 제약을 받을 수 있다고 경고하는 보도자료를 배포하였다. 특히 폐쇄 예정이었던 AP6는 사모투자 관련 20년 경력의 투자 노하우가 위축될 것이라는 우려를 표명하였다.

결국 2015년 12월 15일에 스웨덴 정부는 야당의 저항에 부딪쳐 개혁안 취소를 발표하게 되었다. 이로써 두 개의 기금 폐쇄를 포함한 기금통합개혁안은 야당과 합의에 실패하게 되었다.

다. 시사점

기금의 분할운용은 스웨덴 연금제도에 있어서 상당히 역사가 오래된 특징있는 제도로서, 시장지배력을 완화하기 위하여 1998년 동일규모의 기금 4개로 분할하여 독립된 운용위원회들로 하여금 경쟁운용을 해 온 이래로 그러한 분할운용이 얼마나 효과적으로 작동하고 있는지에 대한 논의가 분분하였다. 국민연금기금도 그러한 점에 주목하고 개혁논의의 귀추에 관심을 가져 왔다. 그러한 맥락에서 2009년 이래 기금분할의 유효성에 대한 오랜 연구와 6년간의 논의 끝에 5개 기금을 3개 기금으로 통합하려던 정부안이 결국 해당 기금들과 관련 금융기관 및 야당의 반대로 무산된 것은 연금개혁이란 그 논리적 타당성 문제와는 별개로 다수의 이해관계자들 간의 정치적 타협 과정이 결코 단순하지 않음을 재

확인토록 해주는 사례라고 할 수 있다.

3. 일본(2014)

일본의 노후보장체계는 1층의 기초연금, 2층의 후생연금(2015년 공무원 공제연금 통합), 그리고 3층의 기업연금 및 개인연금으로 구성된다. 1959년에 국민연금법이 제정된 이래 1985년에 기초연금이 도입되었고 2004년에는 법개정으로 저출산·고령화에 대비한 매크로 경제슬라이드 방식이 도입되었다.

기금 측면에서 보면 일본의 공적연금기금은 1951년 이래 재무성(구 대장성)에 예탁되어 운영되어 오다가, 2001년 재정투융자제도가 개혁되어 예탁의무가 폐지되면서 후생노동성(구 후생성)이 재무성으로부터 기금을 넘겨받아 관리하게 되었다. 2006년에는 연금자금운용기금을 GPIF(연금적립금관리운용독립행정법인)로 독립시키고 독립행정법인 내에 운용위원회를 설치하는 등 일부 지배구조의 변화가 있었으나 국내채권 패시브운용분 이외에는 모두 외부 위탁운용하고 전체적으로 채권위주의 보수적 투자방식을 유지해 왔다.

그러다가 2012년 2차 아베내각이 들어서면서 성장전략을 기치로 내걸고 공적자금의 동원에 대한 논의를 거쳐 바야흐로 2014년 10월에 GPIF 투자정책 변경에 이어 2016년 2월에 GPIF 지배구조 개혁안을 발표하였다.

가. 개혁 배경

연금 개혁 배경으로는 첫째, 저출산 고령화를 들 수 있다. 즉, 65세 이상의 고령인구 비중이 2014년에 23%로서 세계 최고에 이르렀으며 2040년에는 36%로 상승할 전망이었다. 둘째, 저성장의 늪에서 헤어나

오지 못하고 있었다. 이는 1990년초 자산버블과 이후에 재정적자, 그리고 마이너스금리 등으로 이어졌다. 셋째, 재정 건전성의 불확실성이다. 즉, 저출산고령화, 생산가능인구 감소, 2004년에 도입한 거시경제 슬라이더의 비작동 등이 원인이라고 할 수 있다. 참고로 알리안츠사(Allianz)의 2014년 연금지속가능성지수 보고서에 나타난 바에 따르면 50개국 중 일본은 아래에서 세 번째였다. 넷째, 다층체계/구조개혁 대신에 Public-Pillar 전략에 집착하고 있다는 점이다. 즉, 유한균형이라고 하는 것은 100년간을 재정균형기간으로 간주하는 것이다. 다섯째, GPIF에 대한 국민들의 신뢰도 저하이다.

나. 개혁 과정 및 내용

2012년 12월 제2차 아베내각이 아베노믹스(Abenomics)를 기치로 내세우게 된 것이 2014년 일본 연금개혁이 위로부터 아래로 주어지게 된 시발점이라고 할 수 있다. 흔히 아베노믹스는 〈표 Ⅲ-18〉에 정리한 바와 같이 '세 개의 화살'로 상징되는 성장전략으로 알려져 있다. 그러나 아베내각의 진정한 목표는 경제회복이나 구조개혁이 아니고 안보, 역사, 교육과 같은 보수적 국가 의제의 추진에 있다는 의견도 적지 않은데 이것이 의미하는 바는 사회보장제도 개혁 논의도 경제재건 전략과 마찬가지로 보수적 가치를 전파하기 위한 수단으로 활용할 뿐이라는 것이다. 과연 2014~2015년의 GPIF 개혁이 여당의 이념 논리나 경제정책 목표를 떠나 순수하게 연기금 개혁의 내부적 필요성에 의해 이루어졌는가는 이후 개혁 사례를 살펴보면서 판단할 문제라고 생각된다.

〈표 Ⅲ-18〉 아베노믹스의 세 가지 전략

대담한 금융정책 (monetary)	2%의 인플레이션 목표 무제한의 양적 완화 엔화 가치의 지나친 상승 억제 일본은행법 개정
기동적인 재정정책 (fiscal)	대규모 공공투자 일본은행의 건설국채 매입 및 장기보유, 국채 유동화
민간투자를 촉진하는 성장전략 (economic growth)	건강장수사회에서 창조되는 성장산업 전원참가의 성장전략(청년, 여성 등)

이러한 아베노믹스에 맞춰서 2013년 6월 14일에는 「일본재흥전략」이 각의에서 결정된다. 이는 경제재건 없이 재정건전화도 없다는 슬로건 하에 3개의 Action Plan을 제시하였는데 그 중에서 1장. 일본산업재흥플랜의 5절. 입지경쟁력의 한층 강화 편을 보면 ⑥ 공적·준공적자금의 운용 등에 관하여 언급하고 있다. 그 내용은 다음과 같다. 즉, 공적·준공적자금(공적연금, 독립행정법인 등이 보유하는 금융자산)에 있어서, 각 자금의 규모 및 성격에 따라, 운용(분산투자의 촉진 등), 위험관리체제 등의 거버넌스, 주식 장기투자에 있어서 수익률 제고를 위한 방안 등에 관한 횡단적인 과제에 대하여, 전문가회의에서 검토를 하고, 금년 가을까지 제언할 것을 지시하고 있다.

2013년 6월에는 「지속가능한 사회보험제도의 확립을 도모하기 위한 개혁의 추진에 관한 법률(112호)이 제정되었고, 2013년 8월에는 '사회보장제도 개혁 국민회의 보고서'가 발간되었다. 이어서 2013년 11월에는 '공적·준공적자금의 운용·리스크관리 등의 고도화 등에 관한 전문가회의 보고서'가 발간되었는데 그 주요 내용은 〈표 Ⅲ-19〉와 같다. 2014년 GPIF의 연금개혁의 논리적 근거로 사용된 이 보고서의 상세한 내용은 참고할 수 있도록 〈부록 4. 일본의 2014년 연금개혁〉에 첨부하였다.

〈표 Ⅲ-19〉 공적·준공적자금의 운용·리스크관리 등의 고도화 등에 관한 전문가 회의 보고서의 주요 내용

<table>
<tr><td>서언</td><td colspan="2">「일본재흥전략」(2013.6.14) 에 기초한 제언을 논의하기 위해 경제재생담당장관 하에 설치</td></tr>
<tr><td rowspan="2">디플레 탈피를 고려한 운용 변경</td><td>운용목표·방침</td><td>포트폴리오</td></tr>
<tr><td>① 국내채권 중심 탈피
② 목표수익 및 허용 위험 설정
③ 운용비용
④ 여유자금 운용방식</td><td>① 운용대상 다양화
② 액티브운용 비중
③ 패시브운용 BM
④ 포트폴리오/헤지정책의 기동적인 변경
⑤ 해외투자 비중
⑥ 모태펀드</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Ⅲ. 위험관리체계 등의 거버넌스 변경</td><td>거버넌스 체제</td><td>위험관리 체제</td></tr>
<tr><td>① 각기관의 소관장관과의 관계
② 합의제기관의 필요
③ 전문인력 확보
④ 이해관계자 참여
⑤ GPIF 거버넌스체제</td><td>① forward-looking 위험 분석에 기초한 포트폴리오
② 투자다변화에 따른 위험 관리
③ 디플레 탈피 대응책
④ 여유자금운용 위험관리</td></tr>
<tr><td colspan="3">Ⅳ. 주식 자산에 있어 수익률 최대화</td></tr>
<tr><td colspan="3">Ⅴ. GPIF 개혁 공정표</td></tr>
</table>

2013년 12월 24일에는 「독립행정법인 개혁 등에 관한 기본적 방침」이 발표되었다. 그리고 2014년 6월 3일에는 「국민연금 및 후생연금에 관한 재정의 현황 및 전망 - 2014년 재정검증결과 -」이 후생노동성에 의하여 발표되었다. 곧이어 2014년 6월 24일에는「일본재흥전략 개정 2014」이 다시 발표되었는데 이 중에서 GPIF와 관련한 내용은 아래와 같다.

첫째, GPIF를 비롯한 공적·준공적자금의 운용 등에 있어서는, 「전문가회의보고서」(2013.11)에 따라, 각 자금의 규모 및 성격에 맞추어, 장기적 건전성 확보에 유의하면서, 필요한 시책의 신속한 시행을 준비한다.

둘째, GPIF의 기본포트폴리오에 있어서는, 「2014년 재정검증결과」(2014.6)에 따라, 디플레로부터의 탈피, 적절한 인플레 환경에의 이행 등 장기적 경제·운용환경의 변화에 맞추어, 연금재정의 장기적 건전성을 확보하기 위해, 적절한 변경을 가능한 한 신속하게 실시함과 동시에, GPIF는 도입을 발표한 일본판 스튜어드쉽코드(Stewardship Code)수용을 신속하게 실시한다. (운용 개혁은 오직 피보험자의 이익만을 위해 행함. 이러한 운용이 결과적으로 성장에의 투자, 나아가서는 일본경제에 공헌하고, 경제의 호순환 실현으로 이어진다)

셋째, 또한 기본포트폴리오 변경에 맞추어, 거버넌스 체제의 강화를 도모할 필요가 있고, 우선 위험관리체제의 재구축을 행하여 보다 기동적인 운용을 꾀한다.

넷째, 독립행정법인 개혁 방침(2013.12)에 기초하여, 운용위원회는 복수 상근위원을 배치하고, 자금운용 주요방침을 실질적으로 의사결정하는 체제로 정비한다.

다. 기금운용 방식의 변화

2014년 10월에는 GPIF 투자정책 변경 및 일본은행 추가 완화 조치가 동시에 발표되었는데 그 내용은 다음 표와 같다.

〈표 Ⅲ-20〉 GPIF 투자정책 변경 및 일본은행 추가완화 조치

GPIF 운용 개혁	
◇ 자산구성 목표치 변경1) · 국내 주식 : 12% ⇒ 25% · 해외 채권 : 11% ⇒ 15% · 해외 주식 : 12% ⇒ 25% · 국내 채권 : 60% ⇒ 35%	◇ 괴리 허용 폭 변경 · 국내 채권 : 8% ⇒ 10%(상하) · 국내 주식 : 6% ⇒ 9% · 해외 채권 : 5% ⇒ 4% · 해외 주식 : 5% ⇒ 8%
일본은행 추가 완화 조치	
· 장기 국채의 매입과 관련해서는 "보유 잔액을 현재 시중의 약 60~70 조엔 수준에서 연간 약 80 조엔에 상당하는 수준"으로 늘림(국채의 평균 잔존만기를 7~10 년 정도로 하고 최대 3 년 정도 연장) · 지수연동형 상장지수펀드(ETF) 매입을 연간 3 조엔으로 늘림 (매입 대상으로 새롭게 JPX 닛케이 400 연동형 ETF를 추가) · 부동산 투자신탁(J-REIT) 매입을 연간 약 900 억엔으로 늘림	

주1) GPIF에 있어서 「기본포트폴리오」는 장기적인 관점에서 설정되는 자산구성으로서 '기금운용수익률이 명목임금상승률에 못미칠 가능성(미달 위험)이 전액 국내 채권에만 운용하는 경우의 미달 위험을 넘지 않도록' 충분히 고려하도록 명시하고 있음

2015년 4월에는 새로운 중기목표·중기계획(2015 ~ 2020년)이 발표되었다. 2015년 5월에는 독립행정법인정비법을 발표하고, 새로운 투자담당이사(CIO)를 선임하였다.

새로운 5년 중기목표·중기계획은 직전연도인 2014년 10월의 투자정책 변경에 기초하되, 대체투자 등에의 분산투자, 액티브 운용, 직접 운용의 검토, 위탁운용의 관리 강화, 주식의결권 행사에서의 스튜어드쉽 책임을 강조하였다. 이전까지는 장기보유를 전제로 한 인덱스 운용 등 패시브 운용을 중심으로 하고, 액티브운용은 이제까지의 실적을 감안하여 초과수익의 확보 가능성이 높다고 판단되는 경우에만 예외적으로 허용했다. 이러한 방침은 새로운 중기목표에서 '원칙적으로 패시브 운용과 액티브 운용을 병행'하며 액티브 운용을 통한 초과수익을 지향하는 것으로 변경되었다.

인프라·사모투자·부동산 등 대체투자는 이전까지 위험-수익 특성에 의해 국내외 채권 및 주식이라는 4개 자산군 분류 체계 속에 포함되어 전체 투자자산의 5% 이하로 규제되었으나, 새로운 중기목표에서는 물가연동국채 및 REITs 등 신규 자산 검토 및 비전통적 자산의 평가방법 유연화 등으로 변화하였다.

또한 2014년 2월 발표된 「일본판 스튜어드쉽 코드」에 따라 기관투자가로서의 스튜어드쉽 책임을 다하고, 주식 운용에 있어서 수익확보를 위해 재무적 요소에 추가하여 ESG 요인을 고려할 것을 검토하도록 하였다.

라. 기금운용 체계의 변화

2014년 11월에는 후생노동성 연금국에서 주관하는「사회보장심의회 연금분과회의」에서 GPIF 거버넌스 개혁 논의가 시작되었다. 그리고 2016년 2월에는 'GPIF 개혁 방침'이 발표되었다. 이에 따라 합의제 도입 등 거버넌스 개혁과 위험관리의 다양화 등 운용방식이 변경되었다.

〈표 Ⅲ-21〉 GPIF 개혁 방침(2016년 2월 16일)

GPIF 개혁에 있어서는, 「일본재흥전략」 개정2014(2014년6월24일 일본각의결정) 및 사회보장심의회연금부회에 있어서의 논의 등에 따라, 약 140조엔의 연금적립금을 운용하는 세계 최대규모의 공적연금 운용기관으로서 거버넌스 체제 및 운용방식에 대하여, 아래의 방침에 따라 「연금적립금관리운용독립행정법인법」의 개정을 행한다.

금번 개혁에 있어서는, GPIF에 대하여, 국민으로부터 한층 신뢰받는 조직체제의 확립을 도모한다는 관점에서, 합의제에 의한 의사결정의 도입 등의 거버넌스 개혁을 실시함과 동시에, 운용에 있어서는, 연금적립금의 안전·효율 운용을 위한 시급한 조치기 필요한 위험관리 방식의 다양화 및 콜자금의 대여 등의 단기자금의 운용방법의 추가를 행하도록 한다. 또한 다시 검토가 필요한 주식으 직접운용 및 대체투자의 과제에 대해서는 금번의 개혁의 시행으로부터 3년후를 목표로 검토를 행하여, 필요에 따른 조치를 강구하도록 한다.

「연금적립금관리운용독립행정법인법」을 이하와 같이 개정한다.

Ⅰ. 거듭된 거버넌스 체제의 강화

1) 합의제에 의한 의사결정의 도입

○ 새로운 경영위원회(가칭)을 설치한다

경영위원회는 기본포트폴리오를 포함한 중기계획 등 관리운용에 관한 사항 및 재무제표, 임직원의 보수, 제재규정 등의 조직·경영관리상의 중요사항을 결의하는 외에, 집행부의 직무 집행의 감독을 행한다. 경영위원회의 구성은, 경제·금융·자산운용·경영관리 기타의 학식경험 혹은 실무경험을 가진 자 9인(그 중 노사를 대표하는 단체가 추천하는 각 1인을 포함) 및 집행부의 장으로 한다.

○ 경영위원장 및 경영위원은 후생노동대신이 임면한다.

2) 의사결정 · 감독 및 집행의 분리

○ 집행부(집행임원)은 집행부의 장, 운용담당이사, 이사 각 1인으로 한다. 집행부의 장은 법인을 대표하고, 경영위원회가 정하는 바에 따라 그 업무를 총괄하고, 그 임면은 후생노동대신이 행한다.

○ 운영위원회는 집행부의 장이 해임사유에 해당하는 경우에는 후생노동대신에 보고하지 않으면 안 된다.

○ 집행부의 직무의 집행의 감사 등을 위해, 감사등위원회(가칭)를 설치하고, 후생노동대신이 감사등위원이 될 경영위원 3인 이상(그 중 1인 이상 상근)을 임명한다.

○ 임원(경영위원장 및 경영위원을 포함)의 이해상충을 방지하기 위해, 공무원에 준하는 재취업규제조치 등을 강구한다.

3) 후생노동장관의 권한 · 역할

○ 운용에 있어서 최종 책임은 계속해서 후생노동장관이 진다. 후생노동대신은 중기목표(목표운용수익률 등)의 책정·지시, 중기계획 및 업무지침서(業務方法書)의 인가, 법인 평가, 임원(경영위원장, 경영위원, 집행부의 장 등)의 임면·승인, 특히 필요하다고 인정되면 GPIF에 대한 조치를 요구할 수 있다.

○ 사회보장심의회에 회의체를 신설하여, 중기목표, 중기계획, 법인평가, 임원의 임명기준 등의 중요사항을 심의한다.

4) 기타

○ 정보공개에 충실하다는 관점에서 현행법에 기초하여 업무개황서 외, 운용실

적(개별종목의 보유 상황 등), 경영위원회의 의사록에 대하여, 시장 증에 영향을 주지 않도록 유의하면서 일정 기간 경과 후에 공표한다.

Ⅱ. 운용의 변경

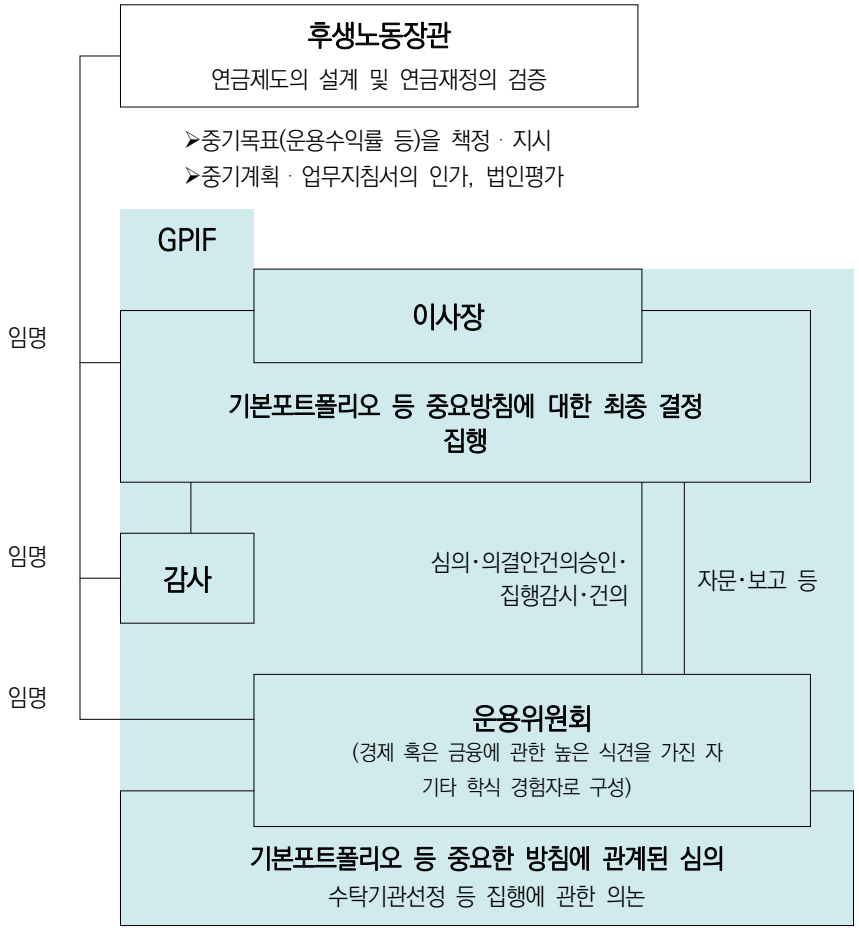
1) 위험관리 방법의 다양화

○ 다른 연금운용기관 등에 있어서 위험관리를 위해 일반적으로 활용하고 있는 파생상품 거래 중 현재 GPIF에서 이용이 허락되고 있지 않은 방법(예: 외환선물거래 중 시장파생상품 거래, 주가지수선물거래)에 대하여, 위험관리를 목적으로 하는 경우에 한하여 이용이 가능하도록 한다.
구체적으로는 투기적 이용을 방지하기 위해, 이용목적을 위험관리에 한정할 것을 법률 상 명기함과 동시에, 이홍기회 · 이용액의 제한 및 경영위원회의 관여 방식 등에 관한 담보조치를 설정하고, 이것을 후생노동장관이 인가하는 구조로 설치한다.

개혁의 핵심은 ①단독책임제에서 합의제로의 전환을 통하여 기본포트폴리오 등의 중요방침은 합의제의 경영위원회가 결정하도록 한 것, ②의사결정·감독과 집행을 분리하여 집행부를 경영위원회가 감독하고 집행부 책임과 권한을 명확화한 것이라고 할 수 있다.

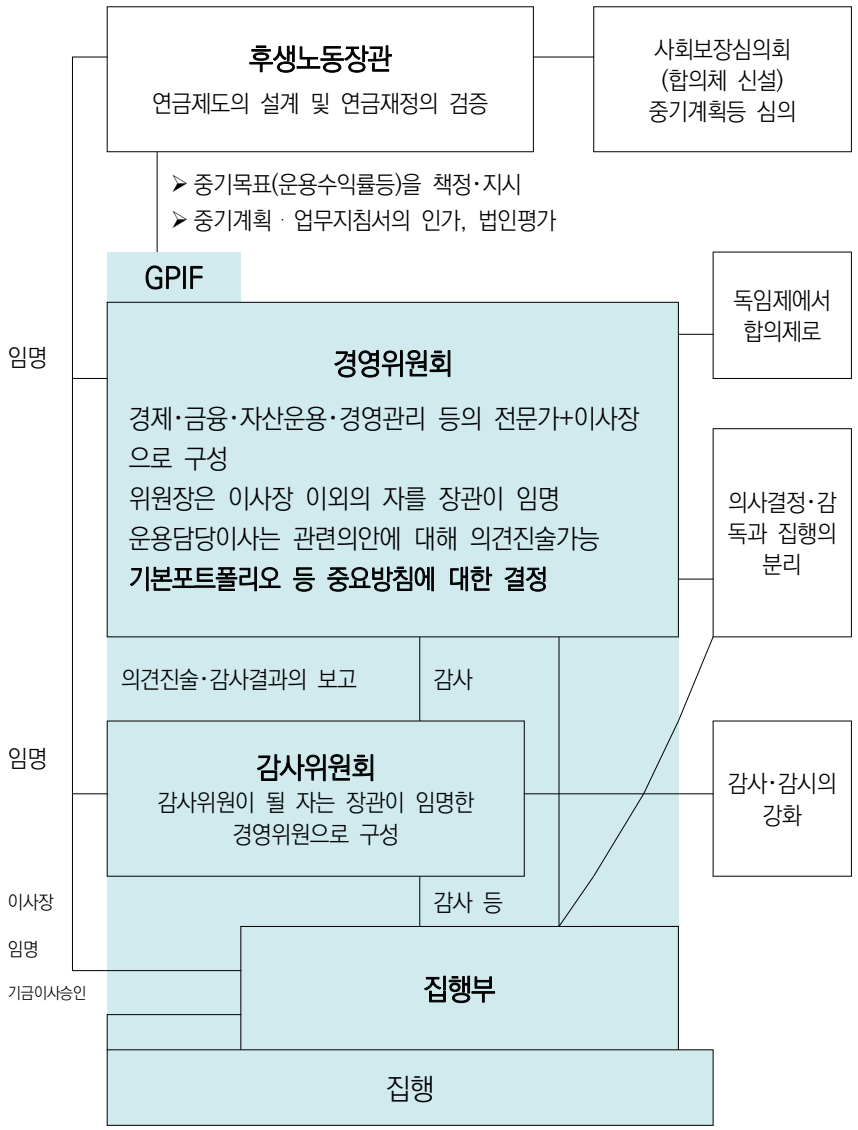
그리고, 새로운 경영위원회는 경제·금융·자산운용·경영관리 등의 학식 또는 실무 경험을 가진 9인(노사 대표 단체가 각각 추천하는 1인씩을 포함) 및 집행부의 장으로 한다. 집행부는 집행부의 장, 운용담당이사, 이사 각 1인으로 하고 경영위원 3인 이상으로 구성된 감사위원회가 집행부를 감사한다. 새로운 제도는 2017년 10월 시행될 예정이다.

[그림 Ⅲ-3] GPIF의 현재 지배구조



자료 : 일본 후생노동성 연금국

[그림 Ⅲ-4] 개정안 - GPIF의 새로운 지배구조(2017년 10월 이후)



자료 : 일본 후생노동성 연금국

〈표 Ⅲ-22〉 GPIF의 기금운용 체계의 변화

		개혁 이전	개혁 이후
독립성	정부차입에 대한 안전장치	재특회계 편입	-
	정책목적 투자에 대한 안전장치	재특회계 편입	-
중립성	시장왜곡에 대한 안전장치	정부 결정	정부 결정
	기업경영 참여에 대한 안전장치	중간	스튜어드쉽 코드
전문성	운용위원회 구성	정부 (후생노동대신이 지명)	금융전문가 (노사단체 각1명 추천)
	운용인력 전문성	투자전문기구 (GPIF)	투자전문기구 (GPIF)
	위탁운용비율	약 1/3	약 1/3
투명성	투자정책서	관리운용지침	관리운용지침
	외부감사보고서	의무	의무
	성과평가	내부 감사	감사위원회
	위탁 선정기준	의무	의무
책임성	운용위원회 형태	정부	합의제 경영위원회
	보고감독 체계	후생노동성	후생노동성

마. 기금운용 성과의 변화

정량적 성과 평가에서는 장기수익률, 단기변동성, 자산배분, 비용의 변화 등을 비교하여 시사점을 도출한다.

① 기금의 투자수익률과 변동성 변화

2014년 전후로 수익률 변화를 살펴보면 2008년과 2010년 음(-)의 수익률을 기록한 이후로 운용수익률이 대체적으로 증가하는 추세를 보이고 있으며, 2014년 기본포트폴리오를 변경 이후 2015년 -3.8%의 음(-)의 운용성과를 기록한 것을 알 수 있다. 이는 2008년 -7.6%, 2007년 -4.6%를 기록한 데 이은 저조한 운용성과로 전년대비(12.3%) 대비 크게

하락한 것이다. 장기적 관점에서 살펴보면 2001년 이후 15년 평균수익률은 2.6%를 기록하였고, 2006년 독립행정법인이 설립된 이후의 기간인 10년 평균수익률의 경우 2.85%의 수익률을 기록하여, 10년, 5년, 3년 평균수익률 순으로 증가하는 추세이다. 한편, 2014년 개혁이 이뤄지기 전 변동성 변화를 살펴보면, 10년간 변동성이 가장 컸고, 5년, 3년 순으로 변동성이 점차 감소함을 확인할 수 있다.

〈표 Ⅲ-23〉 GPIF의 개혁 전후 수익률 추이

(단위 : %)

연도	수익률	연도	수익률
2006	3.7	2011	2.3
2007	-4.9	2012	10.2
2008	-7.6	2013	8.6
2009	7.9	2014	12.3
2010	-0.3	2015	-3.8

주) 개혁 연도 : 2014년
자료 : 각 연도 연차보고서

2016년 7월 29일에는 GPIF가 2015 회계연도(2015.04.01 ~ 2016.3.31)의 손실이 5조 3,098억엔(-3.81%)에 달한다고 공식 발표하였다. 이는 마이너스 금리, 국내주식 부진, 엔화 가치 상승으로 인한 해외 수익률 악화 등에 기인하였다. GPIF는 공식적으로는 '연금재정에서 요구하는 운용수익률(과거 10년간 -0.08%~0.23%)을 상회하고 있다'고 하면서 GPIF의 운용손실이 연금급여에 영향을 미치지 않음을 강조하였다.

② 기금의 자산배분 변화

GPIF의 기금규모는 2008년과 2010년대 초반 감소한 경우가 있었으나 대체로 증가해왔다. 이후 2015년에 이르러 기금규모는 전년대비 감소하였는데, 이는 제3기 중기자산배분 변경으로 인한 이행 포트폴리오

변화와 더불어 국내외 금융시장의 영향을 받은 것이다. 특히, 2014년 포트폴리오 구성은 전년대비 그 변화가 가장 크게 두드러지고 있는데, 국내주식, 해외주식의 비중이 점차적으로 증가한 반면, 국내채권의 경우 매년 그 비중이 감소하는 것을 알 수 있다. 2012년까지만 해도 60%를 상회하던 수준이 채권(재투채 포함) 비중이 2013년 55.4%, 2014년 41.3%까지 감소하여 2015년에는 39.2%를 기록하였다.

〈표 Ⅲ-24〉 GPIF의 개혁 전후 기금규모 추이

(단위 : 조 엔)

연도	기금 규모	연도	기금 규모
2006	114.5	2011	113.6
2007	119.9	2012	120.5
2008	117.6	2013	126.6
2009	122.8	2014	137.5
2010	116.3	2015	134.7

주) 개혁 연도 : 2014년
자료 : 각 연도 연차보고서

③ 기금운용 관련 비용 변화

아울러 자산군별 비용 변화를 살펴보면 다음 〈표Ⅲ-25〉와 같다. 전체 비용의 경우 2007년 이후로 감소하였는데, 2012년 이후로 다시금 증가하는 추세로 특히 2014년 기본포트폴리오 변경 이후 2015년 383억 엔의 비용이 발생함에 따라, 전년대비 증가폭이 큰 것을 알 수 있다. 세부 자산군별로 비교해보면 국내주식, 해외주식 부문에서 전체 포트폴리오에서 차지하는 비중 증가에 따라 위탁비용 또한 증가한 것을 알 수 있다. 이는 전체 기금규모는 전년대비 감소하였지만 평균 위탁운용비용은 증가한 것으로 보아 위탁운용 규모가 증가하였음을 알 수 있다. 이에, 지난 10년간 위탁운용비용 추이는 다음 〈표Ⅲ-26〉과 같다.

〈표 Ⅲ-25〉 GPIF의 자산군별 비용 추이

(단위 : 억 엔)

구분	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
전체	309	343	288	258	246	231	222	253	291	383
국내 채권	85	102	100	71	67	64	47	36	38	38
국내 주식	98	96	70	66	65	62	59	78	57	83
해외 채권	49	63	61	60	56	52	57	68	85	91
해외 주식	77	82	56	61	58	53	60	72	112	170

〈표 Ⅲ-26〉 세부 자산군별 위탁비용 추이

(단위 : %)

구분	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
전체	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
국내 채권	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
국내 주식	0.05	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.04	0.04	0.02	0.03
해외 채권	0.06	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05
해외 주식	0.07	0.06	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05
평균잔액 (조엔)	107.7	120.2	119.6	123.9	118.1	112.0	111.5	123.9	131.9	139.0

바. 시사점

시장운용을 하지 않고 정부발행 특수채권에 운용하고 있는 미국의 OASDI를 제외하면, 세계 최대 규모의 공적연금기금을 운용하고 있는 일본의 2014년 GPIF 투자정책 변경은 기금운용부문에 획기적인 변화라고 할 수 있다. 안정적 급여지급을 위해 주식 및 대체투자 등 위험자산에 대한 투자 비중을 어느 정도 수준에서 제약하던 투자 방향을 바꾸어

주식투자 비중을 일시에 20%나 늘리고 사모, 인프라투자 등 다양한 대체투자를 모색할 뿐만 아니라, 액티브운용전략 및 주식직접운용까지 검토하는 모습을 보였다.

그러나 다른 한편으로 이러한 GPIF의 개혁은 고령화 및 저성장 경제하에서 재정악화를 앉아서 기다릴 수만은 없다는 적극적 의지로서 긍정적인 측면이 있는 반면에, 그 시발점이 아베노믹스의 성장전략을 지원하기 위해 공적·준공적자금을 정책적으로 동원하는 수단으로서 활용되고 있다는 우려도 적지 않다. 이는 특히 GPIF가 장기적 관점에서 설정하는 기본포트폴리오가 '기금운용수익률의 미달위험(shortfall risk)이 전액 국내채권에만 운용하는 경우의 미달위험을 넘지 않도록' 위험자산의 확대에 신중할 것을 명시하고 있다는 점을 고려할 때 더욱 의혹을 떨치기 힘든 부분이기도 하다. 2016년 7월 발표된 지난 1년의 수익률이 비록 단기적으로 마이너스라는 점보다는 향후 중기 기금운용성과가 장기적으로 재정에 미치는 영향에 더욱 주목해야 할 것으로 보인다.

4. 칠레(1981)

칠레의 연금제도는 1층의 빈곤 방지를 위한 무기여연금과 기여연금, 2층의 의무적 기여에 의한 공적연금제도, 3층의 자발적 저축 등의 사적연금제도로 구성된다.

칠레의 사회보험 제도는 다른 국가에 비해 일찍 1924년에 도입되었으며 노령연금, 장애연금, 질병수당, 의료 서비스를 포함하는 종합적인 성격의 사회보험 제도로써, 당시 상당히 선도적인 제도였다고 할 수 있다. 칠레는 잘 알려진 바와 같이 1981년 연금제도를 민영화한 사례로서 개인계정(ICA) 도입, 확정기여형(DC) 전환, 민간운용기관인 AFP에 대한 개인의 선택권 부여 등 많은 변화를 가져왔던 사례로서 주목을 받았던 경우이다.

다른 연금개혁의 사례에서와 마찬가지로 칠레 연금개혁에서는 기존제도를 유지하며 체계의 내적 변화를 유도하려는 점진적 개혁 또는 모수적 개혁과 근본적인 변화를 추구하려는 구조적 개혁에 대한 논쟁이 있었다.

연금제도를 근본적으로 개혁하자는 주창자들 중에서도 연금 민영화론자들이 제시하는 근본적인 해결책은 시장의 자율적인 경쟁 논리에 따라 연금체계의 운영을 맡기는 것이다. 즉, 민영화를 통해 보다 효율적이고 경제성장에도 긍정적으로 작용하는 연금체계를 운영할 수 있다는 것이다.

이러한 주장을 뒷받침하는 근거로 자주 제기되는 사례가 바로 1981년 칠레의 연금개혁으로서 실제로 연금제도를 민영화한 사례이다. 그래서 1981년에 과감하게 민영화에 의한 연금개혁을 시행한 칠레의 연금제도는 많은 학자들에게 관심의 초점이 되었고, 연금개혁 이후 30여 년이 지난 현재도 칠레의 연금제도는 민영화라는 틀 속에서 많은 긍정적 평가와 부정적 평가를 동시에 받고 있다.

칠레의 개혁은 정치적 위험으로부터 제도를 보호하고, 자본축적과 자본시장의 기능에 미치는 효과에 대해 긍정적인 평가를 받고 있는 반면에, 행정비용 및 보호 기능의 측면에서는 부정적인 평가를 받고 있다. 즉, 경제적 측면에서는 일정 정도 긍정적인 성과를 이루었을지라도 복지 측면에서는 일정 정도 한계를 드러내고 있는 것으로 평가받고 있다.

이 장에서는 칠레의 공적연금 민영화가 연금개혁 방향에서 지니고 있는 함의를 살펴보도록 하겠다.

가. 개혁 배경

칠레의 1981년 연금 개혁의 배경으로 들 수 있는 것은 첫째, 급여의 불균형이다. 즉, 하나의 단일 제도가 아닌 다양한 직역에 대해 30개 이상의 기관에 의해 분리 운영되어 보험료, 물가연동률, 급여수준 등이 서로 차이가 났다. 이로 인해 보험료납부와 급여 사이의 연계가 취약해서

중상계층에 더 많은 급여 지급으로 불평등한 분배 양상이 나타났다.

둘째, 인구고령화 및 사회경제 상황악화 따른 재정 불균형이다. 칠레 연금제도는 1952년에 부분적립방식에서 완전적립방식으로 변경되었다. 완전부과방식 하에서는 급여의 증가 및 정부의 재정적자 해소를 위해 기여율이 높아질 수밖에 없다. 이러한 높은 기여비율 및 1970년대 초반의 경제위기 등으로 은퇴자에 대한 노동자의 실질적 부양비율은 2:1까지 증가하면서 노동자의 부담이 가중되었다. 그리고 이것이 기여를 회피한다든가 공식적인 고용계약을 하지 않는다든가 실업율이 증가한다든가 하는 등의 문제를 야기하였으며 이는 재정문제를 더욱 악화시켜 사회보장부문의 재정적자가 GDP의 25% 수준에 달하게 되었다(고경석(2000)).

셋째, 1973년 집권한 피노체트 정권의 신자유주의적 경제정책에 의한 민영화이다. 사실 칠레 연금제도의 민영화를 추진하게 된 발단은 1970년에 사회당 출신의 아옌데 대통령이 공장, 광산, 은행 등 모든 주요 민간 기업들을 국유화함에서 비롯되었다고 할 수 있다. 일련의 총파업이 이어진 후에 1973년에 피노체트 장군은 아옌데 정권을 무너뜨리고 쿠데타로 권력을 잡았고 이후 피노체트 정권은 전에 국유화되었던 모든 기업들을 다시 민영화하였다. 이러한 민영화 과정에서 소수의 대기업들에 의해 기업소유의 집중이 발생하였고, 그 인수자금을 조달하기 위해 상당한 국내 및 해외부채를 짊어지게 되었다.

피노체트 정권 하에서 추구한 신자유주의 정책은 공공서비스의 부분민영화 및 정부역할의 축소를 도모하였다. 즉, 연금과 교육, 의료보장 등 국가가 제공하던 공공서비스를 부분적으로 민영화하고 정부의 사회지출을 지속적으로 축소시켜 나아갔다. 그 외에도 기금관리의 비효율성을 포함하는 관리행정의 실패라는 문제도 해결해야 했다.

이처럼 기존 연금제도 및 관리체계의 구조적 문제점과 신자유주의적 경제정책이 맞물리면서 1981년 칠레의 급진적 연금개혁이 이루어졌다.

나. 개혁 과정 및 내용

1980년 11월에 새로운 칠레의 연금제도 도입 당시에 그 목적은 두 가지였다. 첫째는 기존 정부가 운영하던 부과방식 사회보장제도가 파산하는 것을 막는 것이었고, 둘째는 해외 채무를 감축하기 위하여 우선 국내 저축률을 끌어 올리고 궁극적으로는 자본시장 제도를 발전시키는 것이었다. 그러한 맥락에서 AFP(Administradoras de Pensiones)라는 민간 연기금운용회사들을 만들어 개인 계정를 관리하도록 법이 제정되었던 것도 이해할 수 있다. 은행들이 연금 사업에서 배제된 것은 당시 은행에 대한 감독관리가 취약하다는 우려가 있었기 때문이었다.

이제 1981년 칠레 연금개혁의 내용을 구체적으로 살펴보면 가장 먼저 부과방식의 공적연금제도에서 적립방식의 개인투자계정(ICA)으로 전환되면서 연금운영이 민간방식의 DB형에서 DC형으로 변화하였다는 점을 특징으로 들 수 있다. 후에 기존의 DB형을 완전 대체하여 민간이 운영하는 강제방식의 DC형 연금체계를 구축한 것은 1994년에 이르러서였다.

〈표 Ⅲ-27〉 칠레의 1981년 연금개혁 이전과 이후의 비교

구분	개혁이전(부과방식체계)	개혁이후(민간연금)
포괄범위 (coverage)	·임금소득자: 임금소득자, 자영업자 ·특수직: 철도, 선원, 공무원, 군인 등 35개 이상의 다른 직종	·임금소득자: 강제 ·자영업자: 임의가입 ·1982년 12월 31일 이후 노동시장 참여자 새로운 체계에 가입
기금 원천	·임금소득자: 임금의 18.84% ·봉급생활자: salary의 20.70% ·고용주: 0% ·정부: 특별보조	·피보험자: 임금의 10%-노령연금, 약 3%-장애/유족연금 ·고용주: 0% ·정부: 최저연금 보조
자격 요건	·임금소득자: 65세, 기여 1040주 혹은 기여 800주, 초기 가입 이후 50%(남)/60세 520주 기여(여) ·salary: 65세, 10년 이상 기여(남)/60세, 10년 이상 기여(여)	·65세(남)/60세(여), 20년 기여(최저급여 수급조건) ·조기퇴직: 10년 이상 평균임금의 50% 이상, 최저연금 110% 이하일 경우 가능

구분	개혁이전(부과방식체계)	개혁이후(민간연금)
노령 연금	·임금소득자 : 기본임금50% + 500주 이상 기여의 각 50주에 대해 임금의 1%, 최저: 법규정, 최대: 기본임금의 70% - 연금지급 이후 기여: 각 150주에 대해 10%씩 증가 ·봉급생활자 : 기본봉급의 1/35 * 기여연수, 최대: 기본봉급의 100% ·가격지수(price index)에 따라 매년 자동조정	·연금액: (피보험자의 기여 + 이자증가 - 행정비용) ·최저연금: 정부가 보장 ·급여형식: 변동연금(withdrawal), 종신연금(annuity), 혼합방식
행정 조직	·일반감독: Ministry of Labor and Social Welfare ·프로그램관리: Institute of Social Security Standardization	·일반감독: SAFP ·개인계정 관리: 민간 AFP

자료 : SSA, 1999.

새로운 제도는 가입자의 기여금을 통하여 재원을 충당하는 강제저축제도로 형성되었으며, 모든 근로자는 당연 적용대상이 되고, 자영업자는 임의적용대상으로 자발적인 가입이 가능해졌다. 이에 따라 1982년부터 자영업자 및 군인을 제외한 노동시장에 신규로 진입하는 근로자들은 모두 민간연금에 가입하게 되었다. 그리고 연금기금이 민간관리에 맡겨지고 개인들은 법률에 의거하여 설립된 기금을 관리하는 민간연금기금 관리회사인 AFP를 자유롭게 선택하게 되었다.

AFP에 의한 이러한 민간운영 연금제도와 더불어 1981년 연금개혁의 또 다른 중요한 요소는 새로운 연금체제 하에서 정부 예산운영과 관련되어 칠레의 연금체계개혁은 세 가지 방향에서 영향을 미쳤다는 점이다(이하 세 가지 영향은 고경석(2000)의 내용을 요약). 첫째, 정부는 이미 퇴직한 사람과 구 체계에 남아 있는 사람들에게 앞으로 연금을 지급해야 한다. 둘째, 정부는 구 체계에 기여한 사람들에 대해 연금인정채권(recognition bond)과 새로운 체계로 이동하기 위한 재정을 필요로 한다. 마지막으로 정부는 새로운 체계에서 최저연금을 보장해야 한다. 인

정채권은 근로자가 과거의 구 체계에서 이룩한 기여를 인정하는 것으로 구 체계에 대한 기여와 새로운 퇴직 기금을 연계시켜 주는 기능을 수행하는 것이다 인정 채권에 대한 자격을 갖추기 위해서 개인은 과거 5년 중 최소 12개월간 기여한 적이 있는지의 여부가 조건이 된다. 인정채권은 4%의 수익률을 지니고 있으며, 개인이 퇴직하거나, 장애, 사망의 경우 지급된다. 또한 정부는 가입자의 연기금이 최저 수준 이하일 경우에 최저연금(minimum pension)을 보장하는 기능을 수행한다. 최저연금은 최소 20년 기여를 하고, 개인의 누적 기금이 법에 의해 규정된 최저수준에 도달하지 못할 경우에 지급된다. 그리고 변동연금(programed withdrawal)을 선택한 사람들이 보험수리상의 기대여명보다 오래 살아 기금이 고갈될 경우에 제공된다. 한편, 최저연금에 가입할 자격이 없는 사람들에게 정부는 생존연금(subsistence pension)을 제공한다. 이것은 자영업자나 비공식부문 근로자 등 연금 체계에 가입하지 않은 사람들을 포함하고 있으며, 생활 보장의 다른 수단이 없는 사람들에게 제공된다. 최저연금과 생존연금은 정부의 일반 재정으로부터 재원이 마련되고 있으며, 인플레이션에 연동되어 적용되지만, 평균임금이나 최저임금에 비해 낮은 수준으로 제공된다.

다. 기금운용 방식의 변화

의무적 기여 제도인 개인투자계정의 연금기금관리자인 AFP는 근로자의 과세 임금에 일정비율의 수수료를 부과하여 운영되는 단일목적기관이다. AFP는 개인의 연금기금을 관리할 수 있는 권한을 부여받은 개인회사로서, 개인 가입자는 자유롭게 AFP와 계약하여 자신의 개인 계좌를 보유할 수 있으며, 또한 AFP를 자유롭게 변경할 수 있다. 개별 AFP는 뮤추얼펀드를 운영하여 주식, 채권 등에 투자하는데, 투자 결정은 AFP가 직접 결정하며 정부의 규정은 단지 각 투자 부문과 포트폴리오 총합계의 최고 한도만 결정하는 역할을 수행한다. 국채나 혹은 다른 어떤 종류의 채권에 투자해야 한다는 의무는 없으며 법적으로 AFP 회사와 회사가 운

영하는 신탁기금은 분리된 개체이다. AFP의 투자 범위는 일정 범위로 제한을 받고 있으며, 연금 기금 자산의 1%에 해당하는 투자 적립금을 항상 유지해야 한다.

또한 AFP는 전체 연금기금에 대한 12개월의 평균 수익률에 따라 조정된 최저 수익률과 최대 수익률을 항상 유지하여야 한다. 만약 기금의 수익률이 평균보다 2% 또는 50% 이하로 낮은 경우에는 수익 적립금 또는 투자 적립금에서 기금을 이전시킴으로써 차액을 보충하여야 한다. 만약 개별 AFP이 6개월 이내에 그 차액을 보충하지 않으면 정부는 그 회사의 기금을 청산하고 다른 AFP에 기존의 개인 계좌를 분배하고, 가입자들은 새로운 AFP을 선택하여 자신의 계좌를 개설할 수 있다. 강제 기여 이외에 근로자는 자발적으로 자신의 AFP에 추가 보험료를 납부할 수 있지만, 이는 소득세 공제가 없다.

〈표 Ⅲ-28〉은 투자대상별로 기금이 어떻게 투자되어야 하는지 투자비중에 대한 상한을 정한 내용이다. 투자대상별 투자비중 한도는 투자되는 기금규모, 각 투자대상별 순가치와 위험등급, 투자대상별 변동성 수준에 따라 결정된다.

〈표 Ⅲ-28〉 칠레 AFP의 투자대상별 투자비중 상한

(단위 : %)

투자 대상	투자 상한
국공채	50
금융기관 보증 예금 및 증서	50
주택담보무채권	50
회사채	45
공모주식	37
기업발전투자기금 증권	5
수익증권	5
기업어음	10
해외 증권	20
환헤지거래	9

자료 : SAFP, 한성윤(2002)에서 재인용

라. 기금운용 체계의 변화

앞서 개혁 배경에서 설명하였듯이 신자유주의 정책에 따라 국가 역할을 최소화하고 기금관리를 민간에게 맡기게 되면서 그만큼 정부의 책임성과 관리감독 기능이 중요해졌고 이에 따라 연금기금감독기관인 SAFP(Superintendency of Pension Funds Administrations)가 설립되었다. SAFP는 근로자와 연금 수급자의 노령, 장애 등의 위험에 대해 사회안전망을 보장하고 연금체계의 발전과 확대의 기능을 수행하는 기관이다. 비록 AFP는 칠레의 연금법에 의해 그 성격과 임무가 엄격히 규정되어 있으나, 국가기관인 SAFP가 AFP의 재정상태, 투자활동 뿐만 아니라 회사설립, 해산 등 여러 측면에서 엄격한 통제를 받는다. 단, SAFP가 각 투자부문과 포트폴리오 총합계의 투자상한을 정해주기는 하지만 개별 AFP는 주식, 채권 등 금융자산에 대한 투자결정을 직접한다. 또한, SAFP는 연금체계의 특징과 급여에 대한 정보를 수급자들에게 전달하는 기능을 통해 연금체계의 안정적인 발전을 증진시키는 기능을 수행한다.

마. 기금운용 성과의 변화

① 기금의 투자수익률과 변동성 변화

칠레 당국이 민영화 연금제도를 도입한 이후 AFP 각 기금들은 서로 다른 위험성향을 토대로 투자되어 예상보다 높은 수익률을 기록하게 된다. 이에, 총 실질수익률 평균수익률 변화가 3,5,10년 순으로 높은 것을 확인할 수 있다. 하지만 1990년대 후반에 이르러서는 1995년 멕시코 페소화 폭락으로 발생한 금융 위기, 1998년 외환 위기 등으로 인해 세계 금융시장의 커다란 영향을 받음에 따라, 민영도 제도 도입 직후보다는 투자수익률이 점차적으로 감소하는 추세를 보였다.

AFP 기금은 개혁을 통해 민간 운용사들이 위험도 성향에 따라 5개의 펀드로 나누어 운용되고 있는데, 각 기금들은 위험-수익 프로파일에 따

라 서로 다른 수익률을 기록하고 있다. 고위험펀드일수록 변동성이 큰 투자수익률을 기록하고 있으며 하지만 안정적인 펀드일수록 평균수익률이 증가함을 알 수 있다.

② 기금의 자산배분 변화

각 기금은 위험 성향에 따라 주식, 채권의 비중이 서로 상이한 형태를 보이고 있다. 고위험 펀드일수록 주식의 비중이 높고 채권 비중이 낮으며, 안정적인 펀드일수록 국내투자 비중이 높고 해외투자 비중이 낮다. 칠레 당국은 민영화 제도 도입과 동시에, 분산투자방식을 통해 포트폴리오 다변화를 이루고자 하였다. 칠레중앙은행은 각 투자종목에 대해서 일부 제한을 두었으나 칠레 당국은 펀드의 분산투자를 통해 위험을 최소화하면서 투자수익률 제고에 기여하고자 하였다.

또 다른 개혁의 긍정적 효과는 수익률 제고이다. 〈표 Ⅲ-29〉에서 보듯이 칠레에서 연금제도가 개혁된 이후 민간 연금체계에서 나타난 수익률을 연도별로 살펴보면, 민영화 이후 기금의 실질투자수익률은 1981년부터 초기 10년간은 평균 14.2%를 기록하였으며 2003년까지 23년간을 보더라도 10.4%에 이른다. 이는 제도시행 초기에 예상한 수익률 4%에 비해 대략 3배나 높은 수치이다.

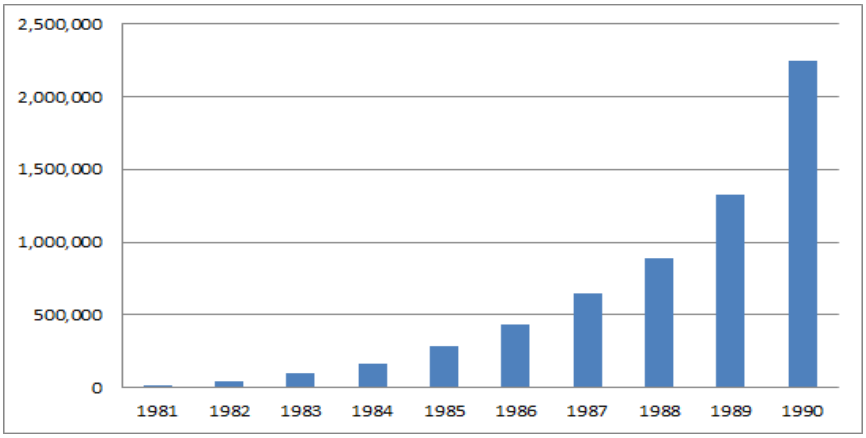
〈표 Ⅲ-29〉 칠레 연금기금 자산의 규모 및 수익률 변화(1981-2003)

연 도	자산(백만페소)	대GDP 비중(%)	실질수익률(%)
1981	11,695	0.9	12.8
1982	44,495	3.7	28.5
1983	99,474	6.5	21.5
1984	159,576	8.4	3.6
1985	281,807	10.3	13.4
1986	433,377	12.7	12.3
1987	644,728	14.1	5.4
1988	885,875	14.7	6.5
1989	1,329,268	17.5	6.9
1990	2,244,481	23.3	15.6
1991	3,769,243	29.7	29.7
1992	4,736,462	29.4	3.0
1993	6,830,788	35.4	16.2
1994	8,983,563	38.8	18.2
1995	10,230,990	36.1	-2.5
1996	11,555,632	37.0	3.5
1997	13,405,826	38.6	4.7
1998	14,552,547	39.8	-1.1
1999	18,093,003	48.7	16.3
2000	20,343,371	50.1	4.4
2001	22,955,974	52.8	6.7
2002	25,227,058	54.4	3.0
2003	29,176,611	58.6	10.5
1981-1991	-	-	14.2
1991-2003	-	-	8.7
1981-2003	-	-	10.4

자료 : Arenas de Mesa(2005)

[그림 Ⅲ-5] 칠레 연금기금의 기금 규모 추이

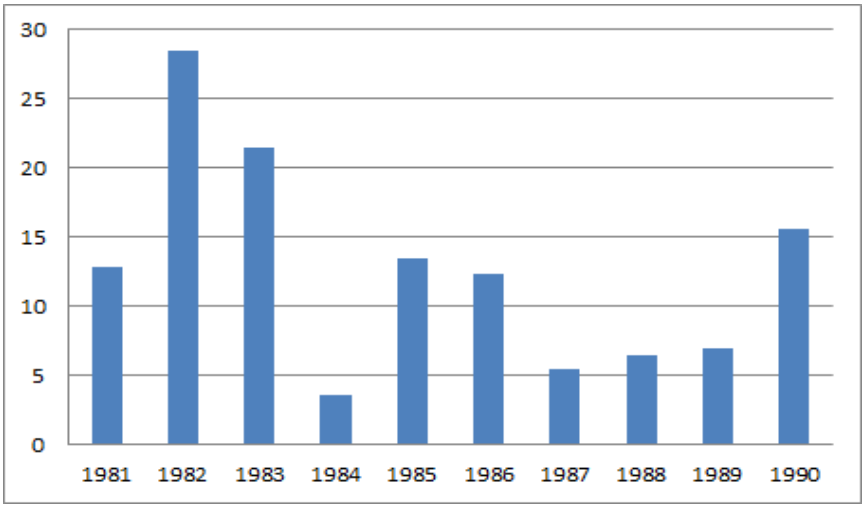
(단위 : 백만 페소)



자료 : Arenas de Mesa(2005)

[그림 Ⅲ-6] 칠레 연금기금의 기금 수익률 추이

(단위 : %)



자료 : Arenas de Mesa(2005)

그러나 Mittelstaedt(2003)는 일견 10%가 넘는 실질수익률이 높은 것처럼 보일 수도 있으나, 1982-1997년 기간 중 연기금의 위험조정수익률을 칠레주가지수, 채권지수, 뮤추얼펀드의 수익률 등과 비교함으로써 실제로는 이러한 고수익률이 새로운 연금제도의 도입 효과나 연기금 운용자들의 우월한 운용 능력에 의한 것이 아니라고 보고하고 있다. Mittelstaedt(2003)에 의하면 1981년 개혁 이후 칠레 연기금의 성과는 칠레 경제의 전반적인 위험 수준에 비례한다고 보았다. 예를 들어, 기금이 만들어진 직후인 1982년에 28.5%, 그리고 1983년에 21.5%라고 하는 고수익률을 시현했던 것은 금융위기 기간 중에 칠레 정부와 국유화된 은행들이 지불해야 했던 고금리에 기인한 것이었다. 마찬가지로 1991년의 29.7%라는 높은 수익률도 외국기업의 칠레주식시장 투자와 더불어 주가지수가 2배 상승한 데에 기인한 것이지 새로운 제도나 운용능력에 기인한 것이 아니라고 주장하였다. 동 기간에 대하여 대표적인 위험조정 성과지표의 하나인 Sharpe 지수를 보면 연기금은 채권지수나 대형주지수보다도 열위에 있는 것으로 나타났다. 그러나 다른 한편으로는 대부분의 기간에서 연기금이 종합주가지수보다 우위에 있었으며 약 60%의 확률로 뮤추얼펀드보다 우위에 있었던 것으로 나타나 위험을 감안하더라도 어느 정도 효율적으로 운용된 것으로 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 뮤추얼펀드의 성과가 연기금보다 못했던 것은 운용수수료를 차감한 성과를 비교했을 경우이고, 또한 다른 성과지표인 젠센의 알파가 음으로 나타난 것을 볼 때 여전히 새로운 제도가 초과수익에 기여했다고 보기는 어렵다는 결론을 내리고 있다.

한편 시간이 지나면서 연기금들의 자산 구성도 크게 변화가 이루어져 〈표 Ⅲ-30〉과 같이 보다 다변화되었다. 1981년만 하더라도 투자의 대부분에 해당하는 71.3%가 금융채에 투자되었으나 이는 계속 감소하여 2011년에는 그 투자비중이 8.4%로 낮아졌다.

〈표 Ⅲ-30〉 칠레 연기금의 투자포트폴리오 분포(1981-2011)

(단위 : %)

연도	정부채	금융채	회사채	주식	뮤추얼 펀드	해외 자산	기타
1981	28.1	71.3	0.6	0	0	0	0
1985	42.4	56.0	1.1	0	0	0	0.5
1990	44.1	33.4	11.1	11.3	0	0	0.1
1995	39.4	22.4	5.2	30.1	2.6	0.2	0.1
2000	35.7	35.1	4.0	11.6	2.5	10.8	0.2
2003	24.7	26.3	7.7	14.5	2.9	23.8	0.1
2011	12.5	8.4	9.4	17.6	0.0	44.1	0.6

자료 : Arenas de Mesa(2005) 및 www.spensiones.cl
주 : 반올림 오차로 인하여 합계가 100%가 아닐 수 있음

한편 회사채와 주식투자 비중은 2011년까지 각기 9.4%와 17.6%로 증가하면서 이 둘이 GDP에서 차지하는 비중도 15%로 늘어났다. 1990년에는 법 개정으로 해외투자가 가능해지면서 1993년부터 연기금의 해외투자가 실제로 개시되었고 2003년에는 23.7%, 2011년에는 44.1%로 빠르게 증가하였다. 이처럼 AFP들의 포트폴리오가 변화할 수 있었던 것은 연기금 규모의 증가와 자본시장의 발전, 그리고 금융시장 및 투자규제 완화 등에서 비롯되었다.

〈표 Ⅲ-31〉 연금기금 유형별, 기금별 자산구성 현황

(단위 : 백만 달러, %)

AFP 명칭	A 고위험	B 위험	C 중간	D 보수적	E 저위험	전체	12개월 구성비
CAPITAL	8,065	6,877	13,456	4,661	1,281	34,340	12.9
CUPRUM	8,488	6,481	11,850	3,241	1,366	31,427	18.3
HABITAT	8,092	8,845	15,981	4,544	1,555	39,016	15.4
MODELO	16	31	48	33	11	139	0.0
PLANVITAL	668	719	2,059	847	124	4,418	9.8
PROVIDA	8,594	8,645	20,329	6,806	1,321	45,694	10.4
전체	33,923	31,598	63,723	20,133	5,657	155,034	13.8
유형별구성비	18.7	13.0	11.4	17.2	7.0	13.8	
실질수익률 (2002-2011)	8.81	7.30	6.18	5.24	3.94		

자료 : www.spensiones.cl

바. 시사점

칠레의 1981년 연금개혁은 Lindbeck(2003)의 좌표에서 Y축의 적립 수준의 증가와 X축의 보험수리적 형평성 개선을 모두 이룬 것으로 나타난다. 그러나 칠레 연금개혁의 효과는 좀더 거시적이고 장기적인 측면에서 들여다볼 필요가 있다.

칠레 연금개혁의 성과는 경제적 효과 측면과 연금관리 효율화 측면으로 나누어볼 수 있다. 우선 칠레의 연금개혁이 경제적 측면에서 나타나는 성과는 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 개혁은 기여와 급여의 연계를 강화하여 과거의 부과방식 프로그램의 한계로 지적되던 노동시장의 교란을 감소시키는 효과를 나타냈다. 둘째, 개혁은 금융 시장 발전을 가속화함으로써, 자원 배분의 효율성을 증진시켰다. 즉, 개혁은 국가 저축과 자본 축적에 긍정적으로 영향을 미치고, 경제 성장에 기여하는 성과를 보여주었다. 예를 들어, 국가 저축률의 제고에 기여하여 1986년 10%였던 저축률은 1996년에 29%로 상승하였다. 결국, 칠레의 연금개혁 및 민영화 과정을 통하여 저축과 경쟁력 및 고용이 크게 향상되었으며, 이에 따라 경제의 비약적 성장을 경험하게 되었다고 할 수 있다.

1980년 이래 연기금의 지속적인 축적과 금융시장에서의 연금기금 투자는 칠레 경제에서 그 역할이 점차 커지면서 경제부문의 발전에 긍정적인 영향을 가져왔다. AFP에 의하여 연기금의 규모는 1981년 이후부터 급격히 증가하여 〈표 Ⅲ-29〉에서 보는 바와 같이 1981년과 2003년 사이에 GDP의 0.9%에서 약 59%수준까지 증가하였다.

연금기금은 경제 여러 부문과 자본시장 및 생명보험시장에서 성장의 동력으로 작용하였다. 기금을 관리하는 AFP들은 금융시장에서 주요 기관투자가로 성장하였으며 감독기관인 SAFP(2002)에 의하면 이들 기관이 칠레 주택담보부대출 시장에서 56%를 점하게 되었다.

그러나 이러한 경제적 효과에 대한 긍정적 평가가 많은 반면에 한편에서는 부정적 평가도 있다. 예를 들어, 칠레의 경제성장은 주로 수출경

제의 확대에 의한 것이며 반드시 개혁의 직접적인 효과만으로 볼 수 없다는 주장도 있다. 연금개혁이 직접적으로 국내저축에 미친 영향은 크지 않고, 국내투자 증가는 민영화 효과라기보다는 값싼 노동력과 외국자본의 영향력이 상당부분이라는 부정적 의견도 있다. 그리고 기금수익률이 제고되었다는 것도 위험자산에 대한 투자비중이 늘어나 그 수익률이 불확실한 측면이 존재하므로 향후에 장기적인 결과는 미지수로서 더 지켜보아야 한다는 평가도 있다.

민영화의 또 다른 장점으로 제시되는 것은 정치적 위험 및 공공 예산으로 부터 연금체계를 분리함으로써 정부 관리에서 나타나는 운영의 비효율성 문제를 완화할 수 있다는 것이다.

그러나 연금관리의 효율성 측면에서 보면 칠레의 민영화된 연금 체계는 그것이 대체하는 비효율적인 공적 연금체계보다 더 높은 운영비용이 요구된다는 문제점이 지적되고 있다. 가입자가 AFP 간 이동이 자유로워 이것이 광고 및 판매에서 과잉 지출을 유도하는 요인으로 작용(1988과 1995 사이에 2배 증가)하였다. 개혁 이후 더 높은 수익률이 실현되었으나, 가입자 가운데 보험료 납부자 비율이 감소하고 가입자의 도덕적 해이를 완전히 방지하지 못하였다. 역으로, 정부가 AFP를 지나치게 규제하는 경우 자유 경쟁과 수익성 제고라는 목적을 제대로 달성할 수 없게 될 우려가 있다. 예로서, 수익률 규제는 모든 AFP들이 유사한 포트폴리오를 구성하도록 하는 결과를 초래하고, 최저수익률 보장은 안전자산에 집중 투자되는 등 자본의 비효율적 배분을 초래할 우려가 있다.

칠레의 연금개혁이 경제적 측면에서 나타나는 성과는 연기금의 지속적인 축적과 금융시장에서의 연금기금 투자는 경제부문의 발전에 긍정적인 영향을 가져왔다고 평가되는 측면이 있는 반면에 그것이 반드시 개혁의 효과만으로 볼 수는 없다는 부정적인 의견도 있었다.

민영화의 또 다른 장점으로 제시되는 것은 정부 관리에서 나타나는 운영의 비효율성 문제를 완화할 수 있다는 것이다. 그러나 다른 한편으

로 칠레의 민영화된 연금 체계는 그것이 대체하는 비효율적인 공적 연금체계보다 더 높은 운영비용이 요구된다는 문제점도 지적된 바가 있다. 또한 기본적으로 민영화는 개인이 모든 투자 위험을 떠안게 됨을 의미하는 것이므로 개인의 노후에 대한 책임을 짐에 있어서 그 위험과 부담을 정확하게 인식하고 불확실성 속에서 투자판단을 내려야 하는데 현재는 이에 대한 충분한 능력을 가진 개인들과 금융교육을 받지 못한 개인들 간에 큰 차이가 있을 것으로 생각된다. 따라서 민영화에 따른 장단점이 충분히 고려될 필요가 있을 것이다.

Ⅳ. 결론 및 시사점

본 연구는 해외 주요 공적연금들의 기금운용부문의 개혁 내용에 초점을 맞추어 주요 정책적 요소들을 중심으로 살펴보고 개혁의 성과에 대하여 정리하여 보았다.

국민연금은 1988년 국민연금 제도가 시행되고 국민연금기금이 설치된 이래 그간 지속적인 제도 확대와 1998년과 2007년에 두 차례의 연금개혁, 그리고 지속적인 적립금 규모의 성장 및 투자다변화 과정을 겪었다.

최근에는 해외 공적연기금에서와 마찬가지로 인구고령화와 저성장경제에 대응하기 위하여 국민연금을 포함한 공적연기금 체계 전반에 대한 개선책에 대해 다양한 채널로 논의가 이루어지고 있다. 이에 본 연구에서는 제도와 재정방식, 적립수준과 기금운용방식 및 지배구조에 특징적인 변화를 수반하였던 해외사례를 선정하여 그 개혁과정과 성과를 고찰함으로써 향후 기금운용 개선 논의의 기초 자료로 제공하고자 하였다.

국민연금의 1998년 제1차 연금개혁에서의 주요 내용은 소득대체율의 소폭인하, 지급개시연령의 단계적 상향 조정, 최소가입기간 단축, 국민연금재정계산제도 도입, 기금운용의 전문화 등이었다. 그 개혁의 성과로서 전국민 확대 적용, 장기 재정안정성 제고, 기금운용의 효율화 등을 들 수 있다. 특히 1998년 국민연금법 개정으로 기금운용위원회 위원장은 경제기획원 장관에서 보건복지부 장관으로 변경되었고 기금운용방식이 공공자금관리기금에 의무예탁하던 방식이 폐지되고 이후 금융시장에서 운용하는 방식으로 변화하였다. 그리고 그 해 말에 기금운용 전문조직으로서 기금운용본부가 설립되어 본격적인 투자다변화가 시동되었다.

국민연금의 2007년 제2차 연금개혁에서의 주요 내용은 제도 개혁이었다. 즉, 급여율을 60%에서 2028년까지 단계적으로 40%까지 낮추고, 기초노령연금액을 국민연금 A값의 5%에서 2028년 10%까지 인상하는

것이었다. 정부는 이 당시 기금운용 효율성·전문성 강화를 위해 캐나다 CPPIB를 벤치마킹하여 기금운용위원회 구성을 금융전문가로 바꾸고 기금운용본부를 독립공사화하는 방안을 마련하여 2008년 정부안으로 국회 상정하였으나 본격적으로 논의되지 못하고 폐기된 바가 있었다.

국민연금기금의 시각에서 보면 1998년 제1차 개혁 이래 지속적인 투자다변화 및 운용역량 강화를 통하여 장기 재정안정에 기여하도록 수익률 최대화를 위해 노력해 왔다. 그러나 그 간 기금운용을 둘러싼 외부환경은 고금리 시대에서 2008년 글로벌 금융위기 이후 저금리 시대로 이행하면서 투자다변화에 따라 변동성은 커졌으나 수익률 수준은 낮아지고, 기금규모의 지속적 증대로 시장지배력에 대한 우려가 사라지지 않는 등 해결해야 할 과제들을 앞두고 있다.

본고에서 살펴본 사례 중에서 캐나다 CPP의 1998년 개혁은 재정방식에 있어서 부과방식에서 부분적립방식으로 전환하여 적립기금수준을 증가시키고 독립적인 전문운용조직인 CPPIB를 신설함으로써 개혁 이후 9.9%라는 일정한 보험료율 수준을 유지하는 동시에 기금운용에 있어서도 효율성과 투명성을 개선할 수 있었다. 캐나다 연금개혁의 성공 요소로 판단되는 요소 중에서도 특히 명확한 재정목표와 연계한 기금수익률 설정, 그리고 전문가 보고서를 매개로 한 국민과의 소통을 통한 합의 과정 등은 국민연금에 좋은 시사점을 제공하는 것으로 생각된다.

스웨덴의 1998년 개혁 사례는 NDC 방식의 도입이라는 특징적인 재정방식이 제도적으로 여러 가지 참고가 될 것이나 기금측면에서는 당시 스웨덴 GDP의 1/4에 상당하는 연금적립금의 시장지배력을 분산시키기 위해 기금을 분할운용하는 방식을 선택한 것에 관심을 두지 않을 수 없다. 따라서 국민연금기금의 입장에서는 1998년 연금개혁에서의 기금분할 방식과 2015년 기금 재통합개혁 논의의 실패에 이르기까지 시장지배력 문제와 관련하여 기금분할방식의 성과와 유효성에 대한 시사점이 중장기적으로는 주목할 만하다고 생각된다. 이를테면 동일한 규모와 운용

방식의 기금분할이 경쟁을 강화하고 성과를 비교하기에는 유리하겠지만, 전략의 수렴에 의한 분할의 유효성 감소와 초과성과로 합리화되기 어려운 비용증가를 고려한다면 각 기금의 특성과 자율적인 전략적 판단을 존중하는 방식의 분할 형태도 가능하지 않을까 하는 시사점을 던진다고 하겠다.

일본의 2014년 GPIF 개혁은 기금운용부문에 획기적인 변화를 가져왔으며 주식투자 비중을 일시에 20% 늘리고 사모투자와 인프라투자 등 다양한 대체투자를 모색할 뿐만 아니라 액티브운용전략을 검토하게 하였다. 그러나 일본 GPIF 개혁 사례는 아직 그 정책의 성패에 대하여 논하기에는 이른 감이 있다. 그럼에도 불구하고 전국민의 노후를 책임지는 기금의 운용에 있어서 정부의 정책적 목표보다는 공적연금 자체가 지니고 있는 투자원칙과 위험허용수준을 엄정하게 준수하는 신중한 자세가 장기적으로 보다 중요함을 보여주는 것으로 생각된다. 한편 칠레의 1981년 민영화개혁 사례는 벌써 35년 전의 일로서 그 후 다수의 남미 국가들이 모방하였으며 칠레 개혁이 자본축적과 시장에 미친 긍정적 평가와 동시에 행정비용 및 보호 기능 측면에서의 한계에 대하여 이미 많은 논의가 이루어진 바가 있다. 그럼에도 불구하고 해외 공적연금제도에 비하여 상대적으로 길지 않은 역사를 가지고 있는 우리나라 연금제도에 있어서 향후 다양한 대안에 대하여 검토를 하는 경우에 기초자료로서 참고가 될 것으로 생각한다.

부 록

1. 제도 개요

가. 캐나다

국가	캐나다
공적연금 체계	• 캐나다의 연금체계는 3층 구조로서 1층 기초연금(OAS)과 2층 소득비례연금은 공적연금이며 3층은 기업연금을 포함한 개인연금으로 구성 • 2층 소득비례연금은 QPP(퀘벡주)와 CPP(나머지 9개주)로 구성
피보험자	• 1층 : 기초연금(OAS)은 조세방식 • 2층 : 소득비례연금(CPP/QPP)는 18세 이상 소득이 있는 자는 강제가입
보험료율	• CPP/QPP의 보험료율 9.9% (사용자, 피용자 절반씩)
지급개시연령	• 65세; CPP 노령연금은 60세 조기 수급과 70세 수급연기 가능
공적연금의 재정방식	• OAS 연금은 조세 방식. • CPP 노령연금은 수정 부과(부분적립) 방식
국고부담	• 기초연금의 재정 전액
공적연금과 사적연금	• 기업연금으로 등록연금제도(Registered Pension Plans : RPPs), 개인연금으로 등록퇴직저축제도(Registered Retirement Savings Plans : RRSPs)가 있음

나. 스웨덴

국가	스웨덴
공적연금 체계	• 스웨덴 연금제도는 최저보장연금(Guarantee Pension), 소득비례연금(Income Pension), 프리미엄연금(Premium Pension)의 중층 구조 • 일반조세는 보장성연금과 소득비례연금의 크레딧 등의 재원으로 투입 • 보험료는 임금의 18.5%로서 16%는 소득비례연금의 재원으로, 2.5%는 프리미엄 연금의 재원으로 투입
피보험자	• 일정기간 소득이 있는 자에 대해 강제가입
보험료율	• 18.5% (노사간 절반씩 부담, 2.5%는 적립방식)
지급개시연령	• 소득비례연금과 프리미엄 연금은 61세 이후 본인이 선택, 보장연금은 65세부터 수급 가능
공적연금의 재정방식	• 명목확정기여방식(사회보험 방식·부과방식) + 완전적립식제도(사회보험 방식·적립 방식)
국고부담	• 무·저연금자를 대상으로 하는 보장 연금을 국고가 부담
공적연금과 사적연금	• 스웨덴의 직역연금은 노사협약에 따른 제도로서 사적연금으로 분류됨. 블로칼라노동자연금(STP), 화이트칼라노동자연금(ITP), 중앙정부공무원연금(SPV), 지방정부공무원연금(KPA) 네가지로 분류

다. 일본

국가	일본
공적연금 체계	• 일본의 노후보장체계는 1층의 기초연금, 2층의 후생연금(2015년 공무원 공제연금 통합), 그리고 3층의 기업연금 및 직역가산으로 구성
피보험자	• 20세 이상 60세미만의 전국민 • 60세이상 70세미만의 피용자 • 60세이상 65세미만의 재외국민으로 다른 제도에 비가입
보험료율	• 2004년 연금개혁으로 보험료수준고정방식 도입, 후생연금 보험료율은 2004년 13.5%에서 매년 0.354%씩 인상하여 2017년 이후 18.3%로 고정하도록 설계
지급개시연령	• 65세. 그러나 후생연금 · 공제연금에서는 60~64세의 특별지급의 연금이 있음
공적연금의 재정방식	• 기초연금은 부과방식 • 후생연금 · 공제연금은 일정한 적립금을 갖는 수정부과방식
국고부담	• 기초연금의 1/2
공적연금과 사적연금	• 기업연금과 후생연금에 있어서 후생연금기금, 확정급여기업연금, 확정기여연금이 있음 • 자영업자를 위한 기초연금에 추가된 국민연금기금이 있음

라. 칠레

국가	칠레
공적연금 체계	• 칠레의 연금제도는 3층의 노후보장체계로 구성 • 1층은 빈곤 방지를 위한 재분배 성격의 무기여연금인 기초연대연금(PBS)과 기여연금인 연대연금급부(APS)가 있음 • 2층은 의무적 기여로 AFP라는 연금기금관리기관이 관리하는 DC 방식 개인투자계정(ICA)의 공적연금 • 3층은 AFP가 자체적으로 관리하는 자발적 연금저축계정, 뮤츄얼펀드 등의 사적 연금제도로 구성
피보험자	• 1층은 조세방식(2층 가입이력 여부 무관) • 2층은 일정기간 소득이 있는 자에 대해 강제가입
보험료율	• 개인계정의 기여율은 노령연금의 경우 소득의 10%를 AFP에 납부, 장애 및 유족연금은 소득의 0.7%를 생보사에 잡부, 기여금 외에 관리비용은 별도 부과
지급개시연령	• 남자 65세, 여자 60세
공적연금의 재정방식	• 1층의 연대연금은 조세방식 • 2층 개인투자계정(ICA)는 계정에 축적된 재원에서 조달
국고부담	• 노령기초연대연금(PBS), 장애기초연대연금(PBSI)는 정부 부담, 노령연대연금급부(APS)는 정부가 보충급여 제공
공적연금과 사적연금	• 자발적연금저축(VPS), 자발적집단연금저축(CVPS), 자발적저축계정(VSA) 등이 있음

2. 기금운용 현황

가. 캐나다 CPPIB

(단위 : 십억 CAD, %)

구분	캐나다 CPPIB	
자산배분		
	운용규모	비중
국내공모주식	11.9	4.3
국내사모주식	3.1	1.1
국내주식 전체	15.0	5.4
선진공모	64.1	23.0
선진사모	49.4	17.6
이머징공모	11.9	4.3
이머징사모	5.7	2.0
해외주식 전체	131.1	46.9
비시장성채권	24.8	8.9
시장성채권	41.4	14.8
기타채권	20.9	7.5
단기금융 및 자금조달	-12.1	-4.3
채권 전체	75.0	26.9
부동산	36.7	13.2
인프라	21.3	7.6
실물자산 전체	58.0	20.8
총 자산	279.1	100.0

최근 3년간 수익률	
2013	16.5
2014	18.7
2015	3.7

지금운용체계

기금운용위원회	비상설 (민간)
명 칭	이사회
인 원	12인
위원장	민간전문가
위 원	민간위원 11인
상 임	없음
임 기	3년, 연임(2차)
자격요건	금융 및 경영전문가
임 면	추천위 추천 → 연방재무장관 추천 → 연방 Governor in Council 임명
기금운용위원 추천위원회	10인
기금운용계획	기금위 심의 의결
하부위원회	투자위원회, 감사위원회, 거버넌스위원회, 인적자원 및 보상위원회
집행조직	독립된 특수법인

주) CPPIB 결산월은 익 년 3월말이며, 자산배분 수치의 경우 2016년 3월말 기준임.
자료 : 각 연도 연차보고서

나. 스웨덴 AP3

(단위 : 십억 SEK, %)

구분	스웨덴 AP3	
자산배분		
	운용규모	비중
주식	132.9	43.9
채권	114.5	37.8
대체투자	55.5	18.3
총 자산	302.9	100.0

최근 3년간 수익률	
2013	14.1
2014	13.7
2015	6.8

기금운용체계		
기금운용위원회		비상설 (민간/공직자)
	명 칭	이사회
	인 원	9인
	위원장	민간전문가
	위 원	정부위원 4인, 민간위원 4인(AP6는 전원 정부위원)
	상 임	없음
	임 기	1년, 연임(최대 3년)
	자격요건	경제, 금융, 경영, 노동, 정부공무원
	임 면	각 단체 추천 → 재무부장관 임명
기금운용위원 추천위원회		없음
기금운용계획		기금위 심의 의결
하부위원회		보상위원회, 감사위원회
집행조직		독립된 기금운용조직

주) AP 결산월은 2월말 기준이며, 자산배분 수치의 경우 2015년 12월말 기준임.
자료 : 각 연도 연차보고서

다. 일본 GPIF

(단위 : 십억 엔, %)

구분	일본 GPIF	
자산배분		
	운용규모	비중
국내주식	30.6	22.7
해외주식	31.1	23.1
국내채권	52.8	36.6
해외채권	18.9	14.1
단기자산	1.4	1.0
총 자산	134.7	100.0

최근 3년간 수익률	
2013	8.6
2014	12.3
2015	-3.8

기금운용체계(2017년 이후)		
기금운용위원회		비상설 (민간)
	명 칭	운용위원회
	인 원	11인 이내
	위원장	민간전문가
	위 원	민간위원 9인
	상 임	없음
	임 기	2년
	자격요건	경제·금융·자산운용·경영관리 전문가 9인 및 집행부의 장
	임 면	노사단체 각1인씩 추천 → 후생노동부장관 임명
기금운용위원 추천위원회		없음
기금운용계획		후생노동장관이 중기목표 설정, 중기계획 승인
하부위원회		거버넌스위원회
집행조직		독립행정법인

주) GPIF 결산월은 익 년 3월말이며, 자산배분 수치의 경우 2016년 3월말 기준임.
자료 : 각 연도 연차보고서

라. 칠레 AFP

(단위 : 십억 SEK, %)

구분	칠레 AFP					
기금규모						
	A (고위험)	B (중위험)	C (중립)	D (중안정)	E (고안정)	총계
전체	18.132.232	18.034.554	40.518.400	18.242.408	14.505.827	109.433.421

자산배분

	주식	채권	선물합계	기타합계	총 계
A (고위험)	13.525.162	4.542.177	-33.483	98.376	18.132.232
	74.7	24.9	-0.1	0.5	100.0
B (중위험)	10.383.760	7.642.866	-26.677	34.605	18.034.554
	57.6	42.3	-0.1	0.2	100.0
C (중립)	15.444.258	25.062.291	-16.569	28.420	40.518.400
	38.0	61.9	-0.0	0.1	100.0
D (중안정)	3.357.255	14.903.223	-25.421	7.351	18.242.408
	18.4	81.7	-0.1	0.0	100.0
E (고안정)	713.821	13.789.276	-3.641	6.371	14.505.827
	4.9	95.1	-0.0	0.0	100.0
전체	43.424.256	65.939.833	-105.791	175.123	
	39.7	60.2	-0.1	0.2	100.0

최근 3년간 수익률

	A (고위험)	B (중위험)	C (중립)	D (중안정)	E (고안정)
2013	6.79	4.33	4.68	5.42	5.09
2014	8.86	8.27	9.00	7.68	6.78
2015	3.79	2.49	2.16	2.02	0.70

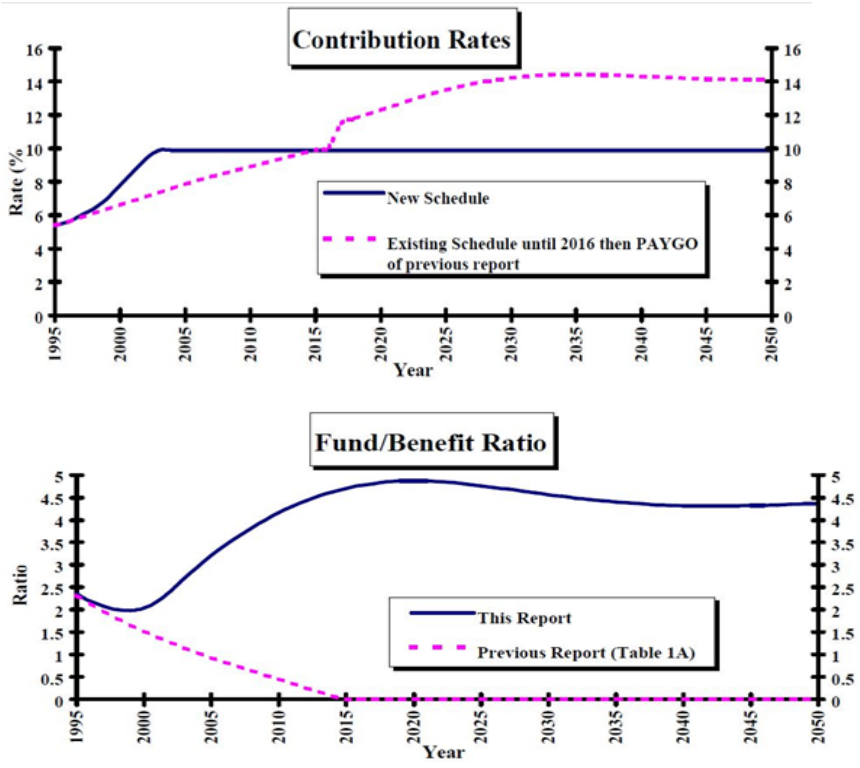
주) 결산월은 각 연도 말을 기준으로 함.
자료 : 각 연도 연차보고서

3. 캐나다 1998년 연금개혁

가. 기여율 인상 내용

1998년 연금개혁에서는 기여율을 6년간에 걸쳐 5.6%(1996년)에서 9.9%(2003년)로 70% 인상하였다. 그리고 개혁 이후 개혁 효과로 인하여 계속 최소기여율 이상인 9.9%를 유지하는 것으로 전망되었다. 최소기여율(steady-state기여율)이 9.82%일 때 기여율이 9.9%라는 것은 적립금 증가가 가속화됨을 의미한다. 그 외에도 소득하한(과세대상)을 동결하였다.

[그림] 1997년 2월 Federal-Provincial Agreement에 따른 추계 (CPP 제16차 재정추계, 1997년 9월)



나. 급여 삭감 내용

급여 삭감(약 1.7%) 및 수급조건을 강화하였다. 소득기준연도를 3년에서 5년으로 대체하였으며, 장애연금 수급자격 기준을 근로연수 4년에서 6년으로 늘렸다. 또한 장애연금액 산정기준을 장애발생시 최대과세소득에 65세까지 물가연동시켰으며, 병급 수급한도를 인하하였다. 그리고 유족연금에 상한을 신설하였으며 임금상승률에 대한 연동을 중단하였다.

다. 자동안정화장치(Automatic financing stabilizer) 도입

만일 3년마다 행하는 재정평가에서 9.8%의 기여율로서 steady- state funding을 유지할 수 없는 것으로 나타나고, 연방정부와 주정부가 아무런 조치를 취하지 않는 경우, 이후 3년간 기여율을 인상하는 한편, indexing을 중단하기로 하였다.

4. 2014년 일본의 연금개혁 관련 문헌

가. 「공적·준공적자금의 운용·리스크관리 등의 고도화 등에 관한 전문가회의 보고서」의 주요 내용

Ⅰ. 서언

전문가회의는 아베노믹스의 '세개의 화살'인 '민간투자를 이끌어내는 성장전략'으로서 책정된 「일본재흥전략」(2013.6.14.)에 기초하여, 공적 및 준공적 자금에 대해, 각자금의 규모 및 성격을 살펴보고, 운용(분산투자의 촉진 등), 위험관리체계 등의 거버넌스, 주식에의 장기투자에 있어서 수익률 제고를 위한 방안 등에 대한 과제에 대해 제언을 얻기 위해, 경제재생담당장관 하에 설치되었다.

또한, 전문가회의는 '공적·준공적자금'으로서, 통일된 법령 상의 규제

가 있는 등, 운용에 정부가 관여하는 다음의 자금을 검토의 대상으로 하여 왔으나, 그 규모 및 성격은 다양하므로, 제언에 나타난 각 논점의 각 자금에의 적용에 있어서는, 각각의 규모 및 성격을 고려한 검토가 필요하다.

(전문가회의의 검토 대상이 된 공적·준공적자금)

공적연금 (연금적립금관리운용독립행정법인(GPIF), 국가공무원공제, 지방공무원공제, 사립학교교직원공제)

독립행정법인 등(GPIF를 제외한 독립행정법인, 국립대학법인 등)

Ⅱ. 디플레 탈피를 고려한 운용 변경

1. 운용목적

아베정권에 있어서는, 장기화되고 있는 디플레로부터의 탈피를 지향하여, 대담한 금융정책이라고 하는 첫 번째 화살, 기동적인 재정정책이라고 하는 두 번째 화살에 더해, 세 번째 화살로서 성장전략이 추진되고 있다. 전문가회의는 이러한 구조의 일부로서 각 자금의 운용에 관한 검토를 행하여 일본경제에 어떻게 공헌하게 할 수 있을까를 고려하는 한편, 각 자금의 수탁자는 각각의 근거법에 나타나있는 목적(공적연금의 경우에는 오로지 피보험자의 이익)에 따라 운용되고 있는 점에 유의할 필요가 있다.

이러한 가운데, 공적연금의 운용에 있어서는, 연금재정·연금제도와 밀접하게 관련이 있어서, 국민이 가장 기대하고 있는 것은, 현세대의 보험료부담을 유지하면서, 장래의 연금급여에 지장이 없도록, 연금재정의 장기적인 건전성의 확보에 최선을 다하는 것이다. 피보험자의 이익을 우선하는 자금운용은 결과적으로 일본경제에 공헌하게 되고, 또한 각 자금은 자금운용에 의한 경제성장의 과실을 향유하는 입장이기도 하므로, 경제성장과 자금운용과의 호순환이 기대된다.

2. 운용목표·방침

① 국내채권을 중심으로 하는 포트폴리오의 변경

국내채권을 중심으로 하는 현재의 각 자금의 포트폴리오에 대해서는 디플레로부터의 탈피를 지향하여, 적정 수준의 인플레 환경으로 이행하고 있는 일본 경제 상황을 고려하면, 수익률을 제고하여 금리위험을 억제한다는 관점에서 변화가 필요하다. 각 자금의 부채 특성에 따라 적립금의 원금잠식이 당장 예상되는 부분 이외에 대해서는 장기적인 관점에서 포트폴리오를 구축해야 할 것으로 생각된다.

② 목표수익 및 허용위험 설정

일부 자금에서는, 명목임금상승률 및 물가상승률에 연동하여 급여를 지급하고 있으므로, 이에 맞추어 '명목임금상승률 및 물가상승률을 어떤 일정비율로 상회한다'고 하는 형태로 수익목표를 정하는 것이 합리적이므로, 그 결과로서 이제까지의 디플레 경제 하에서는 당해 목표가 현저히 낮은 수준이 되었을 가능성이 있다. 한편 디플레 탈피를 기대하면, 앞으로는 당해 목표가 현재보다 높은 수준이 될 가능성도 있고, 이러한 점을 고려하여 적절하게 수익목표를 설정할 필요가 있을 뿐만 아니라 수익목표와 동전 앞뒷면과 같은 관계에 있는 위험허용도의 개념에 대해서도 검토해야 한다.

여기서 위험허용도에 대해서는 과거의 손실 데이터에 기초하여 수익률의 변동폭을 베이스로 설정하고 거기에 일정한 모형을 사용한 위험 계측 및 시나리오 분석 등에 의해 forward looking하는 검증을 실시하는 것이 바람직하다.

수익목표에 대해서는 자산과 부채의 관계를 고려하여 설정할 필요가 있고, 당해 목표를 달성하기 위한 포트폴리오의 구축이 '안전하고 효율적인 운용'으로 이어지게 된다. 이러한 가운데 투자의 기대수익률과 위험의 관계를 나타내는 효율적 프론티어를 투자대상의 분산 등에 의해

위로 이동시키는 것을 포함하여 수익을 최대화하는 노력을 충분히 해야 할 것이다.

③ 운용비용

각 자금은 비용을 가능한 한 억제한다는 관점에서 위탁수수료 등의 감축을 위해 노력하여, 국제적으로 보아도 매우 낮은 수준이 되고 있는 점은 평가받을 만하지만, 그 결과로서 충분한 정보를 얻지 못하여 귀중한 운용기회를 놓치는 외에, 금융·자본시장의 발달을 저해하는 요인이 되고 있을 가능성도 존재한다. 또한 보다 고도의 운용을 행한 결과 수수료를 포함한 비용이 상승하는 일도 있을 수 있으나, 그 경우는 그것에 합당한 순수익 제고에 대하여 설명책임을 다할 필요가 있다.

④ 여유자금 운용방식

GPIF 이외의 독립행정법인 및 국립대학법인 등에 있어서 여유자금의 운용에 있어서는, 원칙적으로 안전자산에 한정되어 있으나, 당해 자금의 규모 및 성격에 따라서는 적절한 위험관리를 행하는 것을 전제로, 중간위험·중간수익의 운용을 행하여 수익을 제고시키는 것에 대해 검토해야 할 것이다.

3. 포트폴리오 (운용대상)

① 운용대상 다양화

GPIF 등에 있어서는 연금재정에 있어서 급여지출과 부담의 장기적인 전망 하에서 내외의 선진적인 공적연금자금 운용기관을 참고하여, 시장환경의 정비상황을 고려하여, 후술하는 위험관리체제의 구축을 기획하고 나아가 새로운 운용 대상(예를 들면, REIT·부동산투자, 인프라투자, 벤처투자, 사모주식투자, 상품(commodity)투자 등)을 추가함으로써 운용

대상의 다양화를 도모하고, 분산투자를 강화하는 것을 검토해야 한다.

또한 새로운 운용대상을 추가하는 경우에는 자금의 성격을 고려하는 외에 국민의 이해를 얻기 위해, 설명책임을 다할 필요가 있다.

운용의 다양화에 의해 국부펀드(sovereign wealth fund)로 비춰질 가능성도 있지만, 2008년에 국제적으로 합의된 행동규범(산티아고 원칙)에 따르는 한 문제는 발생하지 않는다는 지적이 있었다.

② 액티브운용 비중

각 자금 모두 현재로서는 포트폴리오에 있어서 액티브운용의 비율이 전반적으로 낮지만(예를 들면, GPIF의 국내주식운용의 약 20%), 각 자금의 규모 및 성격에 따라 액티브운용의 비중을 높이는 것에 대한 검토를 행해야 할 것이다. 액티브운용의 비중을 높이는 것은 시장의 효율성 향상에도 기여하는 것으로 생각된다.

또한 액티브운용에 있어서는 거래수수료, 운용보수 등의 비용이 상승하여 패시브운용에 비해 순수익이 반드시 증가한다고는 할 수 없는 경우도 있다. 그러나 대규모 운용기관이므로 필요한 인원의 확보 및 제체의 정비에 대응할 시간이 필요하므로 직접운용에 의해 위탁운용과 비교하여 비용을 절감할 가능성이 있다.

이 가운데, 운용의 기동성·유연성을 제고하여 위험관리를 효율적으로 실시한다는 관점에서 운용대상의 다양화의 일부로서 액티브운용의 일부를 모태펀드(baby fund)로서 특별히 관리하는 것도 생각할 수 있다.

운용방법에 대해서는, 액티브인가 패시브인가 하는 관점 외에도 직접운용인가 위탁운용인가 하는 관점도 있다. 각 자금 모두, 현재로서는 자금운용의 대부분을 외부기관에 위탁하고 있으나, 직접운용을 통해 운용에 관한 지식·경험 및 시장정보의 축적도 기대할 수 있다.

③ 패시브운용의 벤치마크

벤치마크에 대해서는 그 선택에 신중을 기해서 수익률 향상을 도모하는 것이 바람직하다. 각 운용기관은 주식의 패시브운용의 벤치마크에 대해서 토쿄증권거래소 1부 상장 전종목을 대상으로 하는 TOPIX를 충실하게 추적하는 경우가 많으나, 그 대상 중에는 충분한 수익성 등이 있다고 볼 수 없는 종목도 포함되어 있으므로, 인덱스로부터 괴리를 허용한다든가 보다 효율적인 운용이 가능한 지수(예를 들면, 일본거래소 그룹과 일본경제신문사가 공동으로 개발한 2014년부터 산출을 개시하는 ROE 등도 고려한 새로운 주가지수(JPX Nikkei 400)를 이용한다든가 하는 등의 개선책에 대해 검토해야 한다. 또한, 자금에 대해서는 채권투자에 있어서도 인덱스 운용을 행하는 경우가 있으나, 그러한 운용이 위험관리의 관점에서 합리적인가 아닌가에 대해 재검토해야 한다.

④ 포트폴리오 및 헤지 정책의 기동적인 변경

각 자금의 포트폴리오에 대해서는 장기적인 운용의 실시에 의한 효율화가 도모되고 있는 것 외에 리밸런싱의 실시에 의해 금융시장의 과도한 변동이 억제되는 면도 있으나, 경제환경 및 시장환경의 변화가 격심한 최근 경향을 고려하면, 적절히 점검하여 필요에 따라 변경하는 것이 중요하다. 이 때문에 각 자금의 규모 및 성격을 고려하면서 헤지 방침 등을 포함한 포트폴리오의 보다 기동적인 변경에 대해 검토해야 한다.

⑤ 해외자산 투자 비중

해외자산 운용비중을 제고하는 것은 분산투자를 추진하는 효과가 있는 외에, 적립금의 유동화가 필요해지는 시기에 국내시장에의 영향이 적다고 하는 장점이 있는 반면, 국내운용 자산의 감소가 국내경제에 영향을 줄 가능성이 있으므로, 각 자금에 있어서 적절하게 판단할 필요가 있다.

⑥ 모태펀드

모태펀드란 기본포트폴리오 가운데 일정한 자금액을 설정하고, 어느 정도 독립성을 가지고 유연하게 운용을 행하고(외부위탁 또는 직접운용) 자산군 운용을 맡기는 경우와 새로운 운용대상을 일괄하여 맡기는 경우 등을 생각할 수 있다. 외부위탁의 경우에는 위험허용도를 공시하고, 자산군의 제안을 받아 위임하는 것과 같은 운용형태도 생각할 수 있다. 비교적 소규모의 펀드이므로 포트폴리오의 큰 변경도 시장충격없이 행할 수 있다고 하는 점도 장점이다.

Ⅲ. 위험관리체제 등의 거버넌스 변경

1. 거버넌스 체제

① 각 운용기관과 주무장관과의 관계

각 운용기관에 있어서는 주무장관이 자금운용의 최종책임을 지고 있는 형태가 된 경우가 있지만, 그러한 체제가 운용기관의 자율성 및 창의적 노력에 해가 되지 않을까 유의할 필요가 있다.

특히 공적연금에 있어서는 주무장관이 운용기관의 소관장관으로서의 입장에 더해, 보험자로서의 입장에도 있는 경우가 있지만, 이러한 경우에 있어서도 장관은 이사장 등의 임명책임을 지고, 해당 운용기관은 장관에 수탁자책임을 진다고 하는 전제 하에 자율성 및 창의적 노력을 충분히 발휘할 수 있는 체제가 되어야 한다.

② 합의제기관의 필요

자금운용의 실시에 있어서는 각 운용기관이 진정으로 수탁자책임을 다하는 체제를 구축할 필요가 있으나, 업무에 관한 권한과 책임이 이사장 한사람에 집중되어 있는 독임제 하에서는 규모 및 성격에 따라서는 충분한 기능 발휘를 기대할 수 없는 경우도 있다. 그러한 경우에는 자금운

용의 중요한 방침 등에 대해서는 이해 상충도 고려한 상근 전문가가 중심적 역할을 하는 합의제에 의해 실질적인 결정을 행하는 체제가 바람직하다.

③ 전문인력의 확보

각 운용기관에 있어서 운용대상의 다양화 및 위험관리의 고도화를 도모하기 위해서는 제1선의 전문인재가 필요하고, 보수체계의 변경을 포함한 대책이 불가결하다. 이 때문에 각 운용기관의 규모 및 성격을 고려하여, 전문인재를 적절하게 확보하고 고도의 위험관리가 가능하도록 독립행정법인의 인원수, 급여수준, 경비 등의 면에 있어서 각의결정 등에 기초한 제약에 대해서는 탄력적인 취급이 인정되어야 한다.

④ 이해관계자의 참여

공적연금에 있어서는 보험료 납부자인 노사의 의사가 작동하는 거버넌스가 요구되지만, '피보험자'에는 다양한 세대 및 입장의 사람들이 포함되어 있는 외에 사회보장으로서의 연금제도를 유지하기 위한 세금으 포함한 국민부담 방식에 관한 것 등, 선임된 자는 피보험자를 비롯한 국민 전체의 이해를 고려하여 행동하는 것이 요구된다.

⑤ 대규모 자금운용전문기관(GPIF)의 거버넌스 체제

독립행정법인은 독임제의 조직인 동시에 인원수, 급여수준, 경비 등 면에서 제약을 받고 있다. 대규모 자금운용전문기관(GPIF)에 있어서는 그러한 규모 및 성격에 비추어 개혁의 필요성이 특히 높다.

이 때문에 자금운용이라고 하는 관점에서 볼 때 앞서 열거한 ①~④를 고려한 새로운 입법을 행하여 그 법인형태를 고유의 근거법에 기초하여 설립된 법인으로 변경하는 외에, 합의제 기관인 이사회에 중요한 방침의 결정을 행하도록 함과 동시에, 그 전문성을 중시하여 적절한 정보 공시

를 전제로 높은 자율성 및 독립성을 인정해야 할 것으로 생각된다. 해당 이사회의 구성원에 있어서는 금융 및 투자에 대하여 충분한 지식을 가지고 있는 자 중에서 투명한 방법으로 선정되어야 한다. 이 때 연금기금의 거버넌스에 관한 OECD의 가이드라인 등에 비추어보면, 이사회의 장인 이사장과는 별도로 업무집해의 책임자를 두어 이사회에 의한 감독기능과 업무집행기능을 분리하는 것이 바람직하지만, 일본에 있어서 기업지배구조(corporate governance)의 관습을 고려하여 이사장에 업무집행권을 맡기는 것도 생각해볼 수 있지 않은가 하는 점에 대해서는 입법화 과정에서 다시 검토할 필요가 있다.

다만, 이러한 새로운 입법에 의한 체제정비가 완료될 때까지의 과도적인 대응으로서 독립행정법인의 형태 그대로도 가능한 개혁을 동시에 추진해 나갈 필요가 있다. 이 때문에 운용위원회에 복수의 상근위원을 배치하고, 자금운용의 중요한 방침 등에 대해서는 동 위원회에 실질적으로 결정하도록 하는 외에. 해당 결정에 기초하여 이사장에게 업무집행을 행하게 하는 과도적인 체제를 정비해야 할 것이다. 이 때 이사장, 이사, 운용위원회위원에 있어서는 이해상충이 없는 사람을 선발하고 비밀준수의무를 다하게 하는 것은 당연하다. 또한 각의결정 등에 기초하여 인원수, 급여수준, 경비 등의 면에서의 제약에 대해서는 가능한 한 완화하여, 전문성이 있는 이사장, 이사, 운용위원회위원, 운용스탭의 강화를 도모해야 한다.

또한, 시장과의 대화를 긴밀하게 행할 필요성 등을 감안하여, 대규모 자금운용전문기관(GPIF)에 대해서는 그 본거지를 토쿄에 두어야 한다.

2. 위험관리 체제

① forward-looking한 위험 분석에 기초한 포트폴리오의 구축

공적연금에서는 포트폴리오의 구축에 있어서, 과거의 데이터에 의존하여 위험분석을 행하는 것만으로는 불충분하여, 금후의 경제상황(금리, 인

플레 등의 거시경제변수)의 전망을 고려하여, 자산과 부채의 양면에 관계되는 forward-looking한 위험분석을 행할 필요가 있다.

② 운용대상의 다변화에 따른 위험 관리의 실시

GPIF 등에 있어서 운용대상을 다양화할 경우에는 새로운 운용대상의 특성에 의해 위험이 높아질 가능성이 있는 외에, 자산의 지속적인 시가평가가 어려운 경우도 생각할 수 있다. 이 때문에 이런 경우에는 개별의 투자 프로그램별로 전문성을 가진 직원의 배치를 포함한 위험관리체제를 구축함과 동시에 펀드 전체로 통합적으로 위험을 통제하는 구조를 강화할 필요가 있다.

③ 디플레 탈피를 전제한 대응책

향후, 일본 경제가 디플레를 탈피할 것을 전제로 금리상승에 대비한 위험관리 및 자산평가 방식에 대해 충분히 검토하고, 신속한 대응책을 강구해야 한다. 이러한 관점에서 예를 들면, 최근 발행이 재개된 물가연동국채를 운용대상으로 하는 것에 대해서 검토해야 할 것으로 생각된다.

④ 여유자금운용에 있어서 위험관리

독립행정법인에 있어서 여유자금의 운용은 안전자산에 한정되어 있음에도 불구하고 실제로는 구조화채권에 의한 운용으로 커다란 손실이 발생하는 사례가 있으므로 시가의 적절한 파악을 포함하여 각 자금의 규모 및 운용의 실태에 따라 위험관리를 적절히 실시해야 한다.

Ⅳ. 주식 자산에 있어 수익률의 최대화

각 자금이 주식 등에 투자하는 경우에는 장기투자를 전제로 한 수익률 제고를 목표로 할 필요가 있으며 그 목적의 범위 내에서는 공적·준공적 입장을 가짐과 동시에 수탁자로서 운용수탁기관을 통한 투자기업과

의 긴밀한 대화 및 적절한 의결권 행사 등이 요구된다. 이 때문에, 각 자금에 있어서 금융청에서 행하는 일본판 스튜어드쉽 코드에 관한 검토 결과 등을 고려한 방침의 책정 및 공표를 행하고, 운용수탁기관에 대해 해당 방침에 따른 대응을 요구해야 하지만, 그 한편으로는 각 운용기관 자체에 의한 과도한 경영에의 관여 및 일률적인 방침 설정에 기초한 형식적인 의결권 행사가 행해지지 않도록 유의할 필요가 있다. 이러한 관점에서 필요에 따라 투자기업과의 우호적 관계에 기초하여 대화에 의한 지속적인 기업가치의 향상을 지향하는 운용수탁기관에의 위탁 등도 생각할 수 있다. 또한, 재무적인 요소에 더하여 비재무적 요소인 ESG(환경, 사회, 기업지배구조)를 고려해야 한다는 의견도 있어 각 자금에 있어서 개별로 검토해야 할 것으로 생각된다. 일본에 있어서 기업의 경영실태를 정확하게 파악하여 적절한 거버넌스 하에서 운용되는 의결권행사자문회사를 이용가능한 환경이 정비된 때에는 그 활용도 생각할 수 있다.

V. 대규모 자금운용전문기관(GPIF)에 관한 개혁의 공정표

대규모 자금운용전문기관(GPIF)는 행정개혁의 흐름 속에서 이제까지 조직의 슬림화를 도모함과 동시에 안전성·효율성을 중시한 운용을 행해 왔으나 향후에는 경제·시장환경의 변화에 못미치지 않도록 포트폴리오의 변경 및 그에 맞는 위험관리를 포함한 거버넌스의 변경을 계속적으로 실시할 필요가 있다. 본 전문가회의는 그러한 관점에서 금후 이러한 기관에 있어서 강구해야 하는 개선책을 시계열로 정리하고 ①즉시 대응해야 하는 과제, ②금후 1년을 목표로 대응해야 하는 과제, ③법률 개정을 행하고서 지행해야 하는 모습 등으로 나누고, 구체적인 제언을 행함과 동시에 공정표를 작성하였다.

금후 개혁을 추진함에 있어서는 각각의 기간에 있어서 운용의 변경을 위험관리를 포함한 거버넌스 체제의 변경을 정돈하는 것이 중요하며, 신속하고 착실하게 진전시킬 것이 기대된다.

참고문헌

고경석·노길상·김종주·주은선(2000), 외국의 공적연금제도 개혁과 평가, 국민연금연구센터

국민연금연구원(2009), 공적연금의 이해

국민연금연구원(2010), OECD 주요국의 공적연금제도와 개혁동향

국민연금연구원·OECD대한민국정책센터(2011), 아시아 태평양 10개 국가의 공적연금제도 비교연구

국민연금연구원(2011), 외국의 공사적 연금제도

국민연금연구원(2012), 해외 공·사연금제도 I권-유럽, Ⅱ권-아메리카 및 Ⅲ권-아시아·태평양

국민연금연구원(2014), 공적연금의 이해 Ⅱ

김성숙·신승희(2010), 주요국 공적연금의 재정계산제도, 국민연금연구원

김순옥·신승희(2011), 국민연금 재정평가 방법론 연구, 국민연금연구원

김순옥·이용하·박성민·신경혜(2008), 주요국 공적연금의 재정계산제도, 국민연금연구원

김원섭(2008), 공적연금개혁에서 연금개혁위원회의 역할에 관한 연구, 국민연금연구원

박태영(2010), 공적연금기금의 투자정책 및 자산배분전략 국제비교, 국민연금연구원

백화종·박태영·원종현·이창용(2007), 기금운용체계 개선방안, 국민연금연구원

연강흠(2014.8.14.), 북유럽국가 공적연금기금의 자산운용체계-네덜란드 ABP와 스웨덴 AP를 중심으로, 2014년도 연금 전문가 포럼 자료집, 국민연금연구원

윤석명·주은선(2000), 공적연금 유형의 국제비교(I)」, 국민연금연구센터

이용하·김진수(1998), 국민연금 민영화론의 허상, 국민연금관리공단연구센터
이정화·원상희(2015), 해외 연기금의 기금관련 주요현황, 국민연금연구원
인경석(2003), 선진국 공적연금제도 개혁의 교훈과 시사점, 국민연금연구센터
정해식·최은아·강성호·김성숙·박명철(2006), 외국의 연금제도, 국민연금연구원
한성윤(2005), 공적연금기금 지배구조의 국제비교, 국민연금연구원
한성윤·김대철(2002), 해외 공적연금의 기금운용 사례연구, 국민연금연구센터
KEF한국경영자총협회(2005), 칠레의 연금 개혁과 시사점

江口隆裕(2004), 諸外國における年金改革 – その史的發展過程の分析 -,「年金と經濟」, Vol.24, No.3, 年金總合研究センタ-
八田達夫(1999), 年金改革論 : 積立方式へ移行せよ. 日本經濟新聞社
Ambachtsheer, Keith P.(2007), Pension Revolution
Barr, Nicholas(2010), .Pension reform : a short guide, Oxford University Press
Bonoli, Giuliano(2005), Ageing and pension reform around the world : evidence from eleven countries, Edward Elgar
Bonoli, Giuliano and T. Shinkawa(eds), Ageing and Pension Reform Around the World – Evidence from Eleven Countries, 2005, Edward Elgar
Davis, E. Philip(1995), Pension Funds, Oxford
Dittas(2000), Pension Reform and Capital Market Development, World Bank
Frank J. Fabozzi, ed(1999), Perspectives on Investment Management of Public Pension Funds
Hazel Bateman(2007), Pension Reform and the Development of Pension

Systems: An Evaluation of World Bank Assistance, The World Bank

Hughes, Gerard and J. Steward(eds), Reforming Pensions in Europe – Evolution of Pension Financing and Sources of Retirement Income, 2004, Edward Elgar

Iglesias A. and Robert Palacios(2000), Managing Public Pension Reserves Part I: Evidence from the international experience

Kay, Stephen J. and T. Sinha(eds)(2008), Lessons from pension reform in the Americas, Oxford University Press

Keith P. Ambachtsheer(2007), Pension Revolution

Kim, Sangkyun(2002), What can Korea Learn from Canadian Pension Reform Attempts?

Kramer, Charles and Yutong Li(1997), Reform of the Canada Pension Plan: Analytical Considerations, International Monetary Fund

Marin, Richard(2013), Global Pension Crisis – Unfunded Liabilities and How We Can Fill the Gap, Wiley

Mittelstaedt, H. Fred and J.C.Olsen(2003), An Empirical Analysis of the Investment Performance of the Chilean Pension System, Journal of Pension Economics and Finance, 2, 1

Pension Reform in The Netherlands-Attractive Options for Other Countries(2014)

Richard Marin, Global Pension Crisis – Unfunded Liabilities and How We Can Fill The Gap, 2013, Wiley

Robert Palacios(2002), Managing Public Pension Reserves Part II: Lessons from Five Recent OECD Initiatives

Sarney, Mark and Amy Prenata(2002), The Canada Pension Plan's Experience with Investing Its Portfolio in Equities, Social Security Bulletin, Vol.l64, No.2

Schwartz(2005), Pension System Reform, World Bank

Sullivan, M. ed.(2007), Pensions and Pension Funding, Vol.I. The Promise of Pensions, Vol.Ⅲ. Do-It-Yourself Pensions & Vol.Ⅳ. The Challenge of Pension Reform, Routeledge

Weaver, R. Kent(2004), Pension Reform in Canada: Lessons for the United States, Ohio State Law Journal, Vol.65.45 pp45-74

스웨덴 :

Annika Sunden, How Will Sweden's New Pension System Work? (2000)

Automatic Balance Mechanism of the Swedish Pension System(2001)

Ministry of Health and Social Affairs(2009), The Swedish Pension Agreement and Pension Reform

New Approaches to Multipillar Pension Systems(2000) - ISSA

Pension Reform, Ownership Structure, and Corporate Governance - Evidence from Sweden(2006)

Swedish Pension Reform(1999) - ILO

Swedish Pension Reform - How Did It Evolve, and What Does It Mean for the Future(2002)

The Financial Stability of Notional Account Pensions(2000)

The Swedish NDC Pension Reform(1998)

The Swedish Pension Reform Model - Framework and Issues(1998)

Why Sweden's Pension Reform Was Able to be Successfully Implemented(2007)

일본 :

Corporate Pension Reform in Japan(2004) - MA paper

Pension Reform in Japan(2005) - KDI

Pension Reforms in Japan(2012) - IMF WP

Sakamoto_Japan's Pension Reform(2005) - World Bank

칠레 :

Barbara E. Kritzer(2006), Chile's Next Generation Pension ReformSocial Security Bulletin, Vol.68, No.2

Solange Berstein(2011), Implementation of Pension Reform in Chile, The Working Papers series of the Superintendence of Pensions, Chile

2008년 연금개혁의 주요 내용을 설명하는 논문

Alison M. Shelton(2012), Chile's Pension System: Background in Brief, Congressional Research Service, US Congress

Augusto Iglesias-Palau(2009), Pension reform in Chile revisited: what has been learned?, OECD Social, Employment and Migration Working Papers No. 86

Investment and Profitability(한글번역문), Pension Funds(2011), www.spensiones.cl

Klaus Schmidt-Hebbel(1999), Chile's Pension Revolution Coming of Age, Deutsches Institut für Altersvorsorge, Cologne, 1999

Olivia S. Mitchell and Jose Ruiz(2009), Pension Payouts in Chile: Past, Present, and Future Prospects, Pension Research Council Working Paper

Rafael Rofman, E. Fajnzylber, and G. Herrera(2008), Reforming the Pension Reforms: The Recent Initiatives and Actions on Pensions in Argentina and Chile, Social Protection & Labor Discussion Paper, The World Bank

Rodrigo Acuña R., Augusto Iglesias P(2001). Chile's Pension Reform After 20 Years, Social Protection Discussion Paper Series, The

World Bank

Sebastian Edwards(1998), The Chilean Pension Reform: A Pioneering Program, Privating Social Security, National Bureau of Economic Research

Solange Berstein(2009), Pension System in Chile: The Effect of the Financial Crisis, presented at OECD/IOPS Global Forum on Private pensions, 14-15 Oct 2009

The Fall of Pension Funds in Chile: A Lesson from the Downturn, Universia Knowledge@Wharton, 2011

The multifund system of Chile, 2011

The Superintendent of Pensions, 2011

국민연금연구원 발간보고서 목록

2015년도

연구보고서 2015-01	자녀세대의 부모에 대한 소득이전과 노후준비	송현주, 임란	2016.3.
연구보고서 2015-02	결측치 대체방법 연구 -국민노후보장패널 소득관련 자료를 이용하여	박주완, 김호진	2016.3.
연구보고서 2015-03	중기 거시경제 전망모형 연구	성명기	2016.3.
연구보고서 2015-04	국민연금이 소비와 저축에 미치는 영향 연구	성명기, 이준상	2016.3.
연구보고서 2015-05	미국의 경기국면의 예측과 투자전략	손경우, 최영민	2016.3.
연구보고서 2015-06	자산소유자를 대상으로 한 GIPS®기준의 국민연금 성과평가 적용에 관한 연구	정문경, 이지연 외	2016.3.
연구보고서 2015-07	노인가구의 경제적 가치 수준과 빈곤완화 효과 분석 -한국, 미국, 영국의 패널자료를 이용하여	이상붕, 이은영 외	2016.3.
연구보고서 2015-08	국민연금가입자 중기전망방법 개선 연구	박성민, 송창길	2016.3.
연구보고서 2015-09	기초연금 재정시뮬레이션	신경혜, 김형수	2016.3.
연구보고서 2015-10	국민연금 보험료수입 및 신규수급자의 기본연금액 추계를 위한 소득지수 개선방안 연구	한정림, 송창길	2016.3.
연구보고서 2015-11	사망률 전망 모형의 선택과 전망된 사망률에 기초한 국민연금의 수익비와 재정효과 분석	최장훈, 권미애 외	2016.3.
연구보고서 2015-12	출산율과 사망률 변경에 따른 인구전망	최장훈, 김형수	2016.3.
연구보고서 2015-13	미시모의실험 모형에 의한 국민연금의 세대간·세대내 소득재분배 측정	최기홍, 신승희	2016.3.
연구보고서 2015-14	국민연금의 재정안정화정책의 평가: OG모형 파레토개선 접근법	최기홍, 신성휘 외	2016.3.

연구보고서 2015-15	재무곤경위험을 고려한 해외주식 포트폴리오 구성전략에 관한 연구 -미국시장을 중심으로	강대일, 조재호 외	2016.3.
연구보고서 2015-16	외부 위탁운용 매니저의 군집투자 행태(herding)와 유인에 관한 연구	이지연, 태엄철	2016.3.
정책보고서 2015-01	기초연금 급여적정수준 유지를 위한 연동방법 검토	최옥금, 한신실 외	2016.3.
정책보고서 2015-02	고령화의 진전과 공사적 연금자산 성장이 국민연금 기금운용에 미치는 영향과 대응방안	박태영, 원상희	2016.3.
정책보고서 2015-03	국민연금기금의 통화 오버레이 전략에 관한 연구	주상철, 노상윤	2016.3.
정책보고서 2015-04	국민연금 부동산투자 다각화 방안에 관한 연구	노상윤, 주상철 외	2016.3.
정책보고서 2015-05	CVaR를 사용한 전략적 자산 배분에 관한 연구	최영민, 손경우 외	2016.3.
정책보고서 2015-06	국민연금 국내주식 위탁운용 관리개선에 관한 연구	정문경, 황정욱 외	2016.3.
정책보고서 2015-07	2014년도 국민연금기금의 성과평가	강대일, 정문경 외	2016.3.
정책보고서 2015-08	국민연금 사업장가입자 증가요인분석과 확대 방안에 관한 연구	이용하, 김원섭 외	2016.3.
정책보고서 2015-09	공적연금제도와 고령자 고용정책의 보완적 발전 방안	정인영, 민기채 외	2016.3.
정책보고서 2015-10	생애주기별 소비 및 저축실태 분석에 따른 노후준비 전략	성혜영, 이은영	2016.3.
정책보고서 2015-11	국민연금 목표초과 수익률 산출체계 개선 방안에 관한 연구	강대일, 정문경 외	2016.3.
조사보고서 2015-01	중·고령자의 일상적 스트레스와 대처 전략 -국민노후보장패널 5차 부가조사 기초분석보고서	송현주, 박주완 외	2016.3.
연차보고서 2015-01	2016년 국민연금기금의 자산배분: ALM분석을 중심으로	최영민, 박태영 외	2016.3.
Working Paper 2015-01	가입자 및 수급자 추계의 기초율 추정	김진미	2016.3.

프로젝트 2015-01	해외 연기금의 기금관련 주요 현황	이정화, 원상희	2016.3.
정책보고서 2015-12	정년제와 공적연금제도 변화과정에 관한 연구	김헌수, 유현경	2016.5.
연구보고서 2015-17	국민연금 가입자 평균소득 전망방법 개선 연구	한정림, 허재준 외	2016.5.
연차보고서 2015-02	국민연금 중기재정전망(2016-2020)	박성민, 신경혜 외	2016.5.
연구자료 2015-01	2015년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가 보고서	황정욱, 태엄철	2016.5.
프로젝트 2015-02	주요 동유럽 체제전환 국가의 경제사회적 성과 비교 -동독, 체코, 헝가리, 폴란드를 중심으로	이용하, 민기채 외	2016.5.
프로젝트 2015-03	우리나라 노후소득보장의 종합적 고찰	이용하, 김원섭 외	2016.5.
용역보고서 2015-01	싱가포르 공적연금 기금운용의 시사점	이준희	2016.5.
용역보고서 2015-02	국민연금기금의 공공사회서비스 인프라 투자	주은선, 김진석 외	2016.5.
용역보고서 2015-03	기금규모 증가에 따른 국민연금의 시장영향력 분석	이재현	2016.5.

2014년도

연구보고서 2014-01	가입기간별 기초율을 적용한 국민연금 장기재정전망(Ⅱ)	박성민	2014.12
연구보고서 2014-02	공적연금 가입자 추계 방법 연구	박주완, 한정림	2014.12
연구보고서 2014-03	국민연금 이력자료에 의한 계층별 특성치의 통계적 추정	최기홍, 신승희	2014.12
연구보고서 2014-04	국민연금제도변수 중기 전망 연구	성명기, 최장훈	2014.12
연구보고서 2014-05	국민연금과 거시경제 모의실험모형 연구	성명기	2014.12

연구보고서 2014-06	국민연금 포트폴리오의 최적공분산 추정에 관한 연구	최영민	2014.12
연구보고서 2014-07	경제적불평등과 노후최저보장제도의 관계 및 시사점 -OECD국가를 중심으로	이상붕, 서대석	2015.3
연구보고서 2014-09	국민연금의 재정평가 지표에 대한 비교연구	최기홍, 김형수	2015.3
연구보고서 2014-10	남부유럽 연금개혁 연구	권혁창, 정창률 외	2015.3
연구보고서 2014-11	독거노인의 생애노동이력과 이전소득 효과 연구	송현주, 성혜영 외	2015.3
연구보고서 2014-12	부도위험을 고려한 주식 포트폴리오 구성과 거래전략에 관한연구	강대일, 조재호 외	2015.3
연구보고서 2014-13	고연령 사망률 추정과 미래 사망률 전망방식 개선에 관한 연구	최장훈, 김형수	2015.3
연구보고서 2014-14	시간변동성 성과평가지표를 이용한 국민연금기금의 성과평가에 관한 연구	정문경, 황정욱 외	2015.3
연구보고서 2014-15	우리나라 다층노후소득보장체계의 연금소득 추정	한정림, 박주완	2015.3
연구보고서 2014-16	유족연금 및 중복급여 산출방법 개선방안	신경혜, 신승희	2015.3
연구보고서 2014-17	환경, 사회, 지배구조요인(ESG)을 이용한 투자 전략에 관한 연구	손경우, 주상철	2015.3
정책보고서 2014-01	국민연금 국내부동산 벤치마크 사용자지수 산출에 관한 연구	노상윤, 민성훈 외	2014.12
정책보고서 2014-02	국민연금기금의 액티브 외화관리전략에 관한 연구	주상철, 손경우	2014.12
정책보고서 2014-03	공적연기금 리스크 관리체계의 국제비교	최영민, 박태영 외	2014.12
정책보고서 2014-04	국민연금 국내 인프라투자 벤치마크 지수 개선방안 연구	노상윤, 유승동 외	2014.12

정책보고서 2014-05	정년연장이 국민연금제도에 미치는 영향에 관한 연구	김헌수, 김원식 외	2015.3
정책보고서 2014-06	2013년 국민연금 기금운용 성과평가 (공개)	강대일, 정문경 외	2015.3
정책보고서 2014-08	국민연금기금운용지침개선방안	박태영, 이정화	2015.3
정책보고서 2014-09	국민연금사각지대 완화를 위한 지역가입자 관리개선방안연구	정인영, 김경아 외	2015.3
정책보고서 2014-10	노인기초보장제도와 국민연금 간 역할분담관계에 관한연구	이용하, 최옥금 외	2015.3
정책보고서 2014-11	단시간 근로자 실태와 국민연금 적용방안	최옥금, 조영은	2015.3
정책보고서 2014-12	연금교육 활성화를 통한 노후준비 수준 제고 방안	성혜영, 송현주 외	2015.3
정책보고서 2014-13	우리나라 노년층의 노후소득격차 발생요인 분석과 지원방안연구	김경아, 김헌수 외	2015.3
정책보고서 2014-14	우리나라 중·고령자들의 노동시장 특성과 국민연금제도 가입확대방안	유호선, 박주완 외	2015.3
조사보고서 2014-01	유족연금제도의 국제비교 연구	유호선, 김경아 외	2015.3
조사보고서 2014-02	장애인 소득보장체계의 국제비교연구	이용하, 정인영 외	2015.3
조사보고서 2014-03	중·고령자의 경제생활 및 노후준비실태 -제5차(2013년도)국민노후보장패널(KReIS)분석보고서-	송현주, 이은영 외	2015.3
용역보고서 2014-01	최적사회보장과 창조경제 -국민연금기금의 효율적 투자방안을 중심으로	임양택	2014.12
용역보고서 2014-02	1. 독일연금통합의 전개과정 평가(고려대학교 산학협력단) 2. 북한사회보장과 연금제도 운영실태 분석(신한대학교산학협력단)	김원섭 이철수 외	2015.3

용역보고서 2014-03	국민연금 사각지대 개선방안 연구 (인제대학교 산학협력단, 충북대학교 산학협력단)	김재진, 이정우 외	2015.3
용역보고서 2014-04	반납·추납 보험료 대여사업 사업타당성 분석 및 수요도 조사(대구대학교 산학협력단)	전승훈	2015.3
용역보고서 2014-05	일반국민과 공무원의 노후보장체계 국제비교 연구	김상호, 배준호 외	2015.6
연차보고서 2014-01	2015년 국민연금기금의 자산배분 -ALM분석을 중심으로(비공개)	기금정책팀	2014.12
프로젝트 2014-01	OECD 주요 국가의 기초보장 급여적정성 평가방법	이용하, 최옥금 외	2015.3

2013년도

연구보고서 2013-01	소득계층별 국민연금 수급부담구조 분석	최기홍 한정림	2013.12
연구보고서 2013-02	주요 거시경제변수 동태적 전망모형 개발	성명기 박무환	2013.12
연구보고서 2013-03	고령화가 자산가격에 미치는 영향과 장기전망 연구	성명기 홍기석	2013.12
연구보고서 2013-04	OECD 주요 국가들의 연금개혁의 효과성 연구	권혁창	2013.12
연구보고서 2013-05	시장구조에 따른 자산군 분류체계에 관한 연구	강대일 황정욱	2013.12
연구보고서 2013-06	국민연금 해외주식 포트폴리오의 변동성 활용에 관한 연구	최영민 주상철	2013.12
연구보고서 2013-07	가입기간별 기초율을 적용한 국민연금 장기재정전망(I)	박성민 신승희	2013.12
연구보고서 2013-08	중고령자의 은퇴와 조기 수급률에 관한 연구	신경혜 권혁진 신승희	2013.12

연구보고서 2013-09	국민연금 재정화 정책의 세대별 생애효과 분석	최기홍 김형수	2013.12
연구보고서 2013-10	국민연금 가입자의 가입이력과 급여수준 분석	우해봉 한정림	2013.12
연구보고서 2013-11	국민연금 국내주식 위탁운용규모와 수익에 관한 연구	정문경 박영규	2013.12
연구보고서 2013-13	우리나라 가구의 자산보유 실태와 자산형성 요인 분석	김헌수 김경아	2013.12
연구보고서 2013-14	베이비부머세대의 노후소득보장실태 및 지원방안 연구	김경아 김헌수	2013.12
연구보고서 2013-15	자동조정장치에 의한 급여 결정방식에 관한 연구	최장훈 신승희	2013.12
정책보고서 2013-01	국민연금 보완제도로서 개인연금의 역할 정립 및 발전방향에 관한 연구	이용하	2013.12
정책보고서 2013-02	국민연금 사회보험료 지원의 합리적 운영방안 연구	최옥금	2013.12
정책보고서 2013-03	연금개혁을 위한 사회적 합의 과정에 관한 연구	유호선	2013.12
정책보고서 2013-04	국민연금 국내부동산 벤치마크 지수개발에 관한 연구(Ⅰ)	노상윤 태엄철	2013.12
정책보고서 2013-05	국민연금 국내 채권투자방식에 대한 정책대안 연구 -미국 OASDI 사례 중심으로	박태영 김영은	2013.12
정책보고서 2013-06	국민연금기금의 환위험 관리 개선방안	주상철 최영민	2013.12
정책보고서 2013-07	시장영향력을 고려한 기금운용방안 -주주권 행사를 중심으로-	김순호 김영은	2013.12
정책보고서 2013-09	국민연금법과 장애인복지법의 장애개념 및 장애판정체계 비교 연구	정인영 윤상용	2013.12
정책보고서 2013-10	공공영역 노후설계 서비스의 역할과 기능	성혜영	2013.12

조사보고서 2013-01	우리나라 중·고령자의 성공적 노후와 노인관련제도에 대한 인지 및 이용실태 -제4차(2012년도) 국민노후보장패널부가조사 기초분석 보고서 -	송현주 이은영 외	2013.12
용역보고서 2013-01	대위권 행사시 일시금 환산제도 도입방안 연구	전주대 산학협력단	2013.12
용역보고서 2013-02	신규복지사업 수익성분석에 대한 연구	한국비용편익분석연구원	2013.12
연차보고서 2013-02	국민연금 중기재정전망(2014 ~ 2018)	박성민 신경혜 외	2013.12
Working Paper 2013-01	소규모 개방경제 DSGE모형을 이용한 통화정책의 거시경제 파급효과 분석	박무환	2013.12
Working Paper 2013-03	R 프로그램을 이용한 기금운용분석I - 국민연금 국내주식 위탁펀드의 현금유입이 펀드의 운용행태에 미치는 영향 분석	정문경	2013.12
Working Paper 2013-04	동아시아 국가의 연금제도 비교	성혜영	2013.12
Working Paper 2013-05	국민연금 자산이 노후소득에 미치는 영향 분석과 한국인의 은퇴준비정도 추정	김헌수 최기홍	2013.12
프로젝트 2013-01	주요 국외패널 비교연구와 국민노후보장패널에 주는 시사점	김헌수	2013.12
프로젝트 2013-02	국민노후보장패널조사(KReIS) 발전방안 연구	송현주	2013.12
프로젝트 2013-03	해외(미국, 일본) 재정추계 비교 연구	최장훈	2013.12
연구자료 2013-01	2013년 상반기 국민연금 기금운용 성과평가 보고서	황정욱 태엄철	2013.12

저자 약력

- **박 태 영**

  University of Illinois 경영학 석사
  Drexel University 재무학 석사
  Virginia Tech 재무학 박사
  현 국민연금연구원 선임연구위원

〈주요 저서〉

- 『고령화의 진전과 공·사적 연금자산 성장이 국민연금 기금운용에 미치는 영향과 대응 방안』, 2015, 국민연금연구원 (공저)
- 『국민연금 기금운용지침 개선방안』, 2014, 국민연금연구원 (공저)
- 『국민연금 국내채권 투자방식의 정책대안 연구』, 2013, 국민연금연구원 (공저)
- 『국민연금기금의 동태적 자산배분에 관한 연구』, 2012, 국민연금연구원 (공저)

- **이 정 화**

  부산대학교 수학 학사
  부산대학교 경영학 재무관리 석사
  현 국민연금연구원 주임연구원

〈주요 저서〉

- 『해외 연기금의 기금관련 주요현황』, 2015, 국민연금연구원 (공저)
- 『국민연금 기금운용지침 개선 방안』, 2014, 국민연금연구원 (공저)
- 『공적연기금 리스크 관리체계의 국제비교』, 2014, 국민연금연구원 (공저)
- 『국내 액티브 펀드수익률의 설명요인에 관한 연구』, 2014, 석사학위 논문

정책보고서 2016-12
해외 주요 연금의 기금운용부문 개혁 사례와 시사점

2017년 3월 인쇄
2017년 3월 발행

발행인 : 이 원 희
편집인 : 김 성 숙
발행처 : 국민연금공단
국민연금연구원
전북 전주시 덕진구 기지로 180(만성동)
TEL : 063-713-6778 / FAX : 063-715-6564

ISBN 978-89-6338-359-0