

資金循環에 따른 國民年金基金 運用方案*

金 元 植**

< 目 次 >

- I. 序 論
- II. 年金基金의 運營現況
- III. 年金基金의 次善的 運用方案
- IV. 年金基金의 資金 循環
- V. 結 論

I. 序 論

1988년 國民年金制度의 실시 이후 年金基金의 운용 방법에 관하여 많은 논란이 있어 왔다. 그러나, 그 대부분은 收益性과 安全性 그리고 公共性에 관한 운용 원칙이 당위성만 제시되었을 뿐 이론적 근거가 희박한 것이었다. 특히, 이들의 원칙들이 서로 트레이드 오프(trade-off) 관계에 있어서, 이 세 가지原則을 모두 만족시키는 것은 불가능한 것으로 인식되어 왔다. 따라서 연금기금의 배분 및 운용은 표면적으로 자의적인 것으로 보일 수 밖에 없어서 그 운용에 많은 오해의 소지가 있었다.

연금기금의 배분원칙에 있어서 많은 방법이 제시되고 있으나 그 대부분은 私的基金 운용의 수익성과 안전성에 따른 배분원칙에 기초한 것이다. 그러나 이러한 방법은 公的年金에서 적용하는데 문제가 많다. 사적연금의 운용이 경

* 1992년 여름에 개최된 韓國人經濟學術發表大會 발표논문임. 본 논문은 韓國開發研究院의 용역에 의한 보고서(1991)의 일부를 보완 수정한 것임. 본 논문의 완성과정에서 많은 협조와 조언을 아끼지 않으신 國民年金管理工團과 韓國銀行의 안세일 과장, 값진 논평을 하여주신 東國大 장오현교수, 익명 심사위원께 감사드립니다. 그러나, 본고에 관한 어떠한 오류나 미비함도 필자의 책임임을 밝힘.

** 建國大學校 經濟學科

제에서 부분적 효과에 그치는 반면, 공적연금의 효과는 방대하고, 資本市場에 미치는 효과가 크다. 특히 사적연금은 운용에 있어서 공공성에 대한 부담이 크지 않으나 公的年金基金은 공공성에 대한 부담이 매우 크다.

1991년 말 현재 年金基金積立金은 3조원에 달하며, 2030년에는 1988년도 기준가격으로 332조원에 달할 것으로 추정된다.¹⁾ 1991년도 國內總生産 대비 1991년도의 연금기금적립금은 2.1%정도(중앙정부지출대비 7.3%)에 불과하나, 앞으로 국내총생산이 연평균 5%씩 증가한다고 가정할 때 2030년도에는 37.8%(연평균 5%의 중앙정부예산 증가를 가정할 때, 중앙정부지출 대비 1.86배)가 된다.

연금기금의 공공성은 일반적으로 공공적 목적의 사용을 의미한다. 예를 들면 시급한 도로·항만의 건설, 영세민 지원, 중소기업지원 등에 연금기금을 사용하는 것이다. 이에 따라 1991년에는 연금기금의 10%를 복지투자에 사용하고, 연금기금의 50%를 공공적 목적의 재정자금으로 할당하였다. 그리고 그 나머지는 金融部門에 預託되어 각 금융기관의 금융부문에서 운용되었다.

공공성의 증진에 의한 후생의 증대 이외에 연금기금은 자본시장에 효율적 資本配分の 歪曲에 따른 연금기금에서 운용되도록 함으로써 기금의 수익율을 하락시킬 뿐만 아니라²⁾ 자금운용에서 연금기금의 존재에 따른 transaction cost(去來費用) 등이 발생된다.³⁾ 이에 따라 연금기금이 사회전체에 대하여 후생비용을 발생시키므로 공공성을 저해하는 것으로 볼 수 있다. 따라서 이것을 최소화하는 것이 연금기금의 공공성을 확보하는 것이라고 본다.

즉, 연금기금의 공공성 개념을 첫째, 연금기금의 공공목적 사용과 둘째, 자본흐름의 왜곡을 시정하는 것으로 구분할 수 있는데, 본 연구는 전자의 개념보다 후자의 개념에 입각한 연금기금의 운용방안 특히 금융기관간의 자금배분 방안에 관하여 논하고자 한다.

연금기금의 운용은 자본의 흐름을 변화시킴으로써 이에 영향을 받는 階層들(기업, 개인과 정부, 은행권과 비은행권 등)간에 새로운 이해상충의 문제를 낳는다. 따라서 연금기금을 기존의 자금의 흐름에 영향을 주지않도록 운용하

1) 閔載成 外(1992) 참조.

2) Kim(1990) 참조.

3) 본 연구는 후자의 문제는 국민연금제도의 도입에 따라 회피할 수 없는 비용으로 보고 전자의 문제에 관하여만 초점을 맞추고자 함.

는 것은 연금기금의 운용에 관련된 당사자들의 갈등을 완화시킬 수 있다고 본다.

연금기금을 자본의 흐름에 입각하여 운용하고자 하는 시도에 관한 학문적 연구는 거의 찾아 볼 수 없다. 그 이유는 先進國의 경우 제도가 成熟되기 전에 각출제도(pay-as-you-go system) 방식을 전제로 기금을 연금지급에 사용하여 적립의 정도가 낮거나, 적립을 했더라도 정부투자의 공공성을 빌미로 사회의 긴급한 투자에 급급해왔기 때문이다. 즉, 연금기금은 선진국에서조차 정부에 의하여 독자적으로 운영되어 왔다고해도 과언이 아니다. 일반적으로 정부에서 연금기금을 일괄 인수하여 정부자금으로 활용하거나(美國의 경우), 일정한 용도로 활용한 경우가 많다(日本의 경우). 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ절에서는 연금기금의 운영현황을, 제Ⅲ절에서는 연금기금배분의 차선 원칙에 관하여 각각 논한다. 제Ⅳ절에서는 이 원칙을 우리나라의 자금순환표에 따라 적용하여 본다. 그리고, 제Ⅴ절에서는 본 연구의 한계 및 문제점을 논한다.

Ⅱ. 年金基金의 運營現況

상품별로 볼 때, 年金基金은 1990년 현재 크게 네 부분으로 운영되고 있다. 첫째는 預金의 형태로, 기업금전신탁, 특정금전신탁과 금외신탁, 둘째는 민법상의 有價證券으로서, 투자의 성격을 갖지 않는 어음, 수표 등으로 구성되는 CMA(어음관리구좌), 셋째는 投資有價證券으로서 증권거래법상 투자상의 지위를 갖는 국채, 지방채, 특수채 등, 넷째는 財政資金이다. 1990년 12월 31일 현재, 예금의 구성비는 18.6%, 유가증권은 10.3%, 투자유가증권은 35.3%, 재정자금은 47.7%로 되어왔다. 즉, 연금기금의 약 50%는 정부의 재정자금으로 정부에서 관리운영되고 있으며, 나머지 50%는 민간부문에서 운영된다고 할 수 있다.

이를 금융기관 유형별로 보면 <그림 1>에서와 같이 요약될 수 있다. 이에 따른 기금운영현황은 <表 1>에 나타나 있다. 기관별 자금배분은 은행이 45.6%, 증권회사에 27.3%, 투자신탁 14.6%, 종합금융회사 2.9%, 투자금융회사 9.6%로 되어 있다. 금융기관에 대한 연금기금의 배분은 收益率 提高라는 기금의 관리운영원칙과 함께 기금의 안정성이라는 원칙에도 충실하게 이루어진

것으로 보인다. 표면상으로 기금의 운용은 자금을 금융기관별로 배분하고, 각 금융기관 내에서 수익을 제고시키는 포트폴리오가 구성되도록 하고 있다. 그리고, 정부재정자금에 대한 사용은 공공성의 목적을 충족시키기 위하여 이루어졌다.

- 銀 行
 - 在京：特定金錢信託, 金外信託
 - 地方：特定金錢信託, 金外信託
 - 中小企業專擔銀行：特定 및 企業金錢信託, 中小企業金融債
 - 特殊銀行：特定 및 企業金錢信託, 讓渡性預金證書

證券會社－國公債, 會社債, 轉換社債
投資信託會社－株式型 收益證券, 公社債型收益證券
綜合金融會社－公社債型收益證券, 綜合金融債券
投資金融會社－콜론, CMA, 適格證券 등 短期商品

<그림 1> 金融機關類型別 年金基金 去來上品

<表 1> 金融機關 類型別 年金基金運營(1990. 6. 31)
(單位：百萬圓, %)

	金 額	構成比
銀 行	731,579	45.6
特定金錢信託	462,300	28.8
企業金錢信託	1,000	0.1
金錢外金錢信託	39,000	2.4
讓渡性預金(CD)	10,295	0.6
國公債(특별설비증금채)	218,984	13.6
證券會社	439,065	27.3
國公債	103,809	6.5
會社債	335,256	20.9
投資信託：(주식형 수익증권)	233,998	14.6
綜合金融會社	46,373	2.9
公社債型收益證	18,876	1.2
綜合金融債券	27,497	1.7
投資金融會社	154,404	9.6
CMA	13,060	0.8
콜론	0	0.0
適格證券	141,344	8.8
合 計	1,605,419	100.0

資料：國民年金管理公團(1991).

연금기금의 투자에 있어서 고려되어야 할 사항은 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫째, 정부재정자금과 금융부문에 대한 배분이 필요하다. 둘째, 금융부문

에서의 금융기관간 배분의 비중을 결정하여야 하고, 셋째, 금융부문 내에서의 지역간 배분의 결정이 필요하다. 넷째, 금융기관 내에서의 상품선택이 결정되어야 한다. 즉, 하나의 연금기금은 이와같이 다면적 배분이 이루어져야 하므로 이에에는 많은 임의적 요소가 개입될 소지가 있음을 인식하여야 한다. 본 연구는 이상의 결정사항 가운데 둘째의 사항만을 고려한 연금기금 배분 방안을 제시하고자 한다.

Ⅲ. 年金基金의 次善的 運用方法

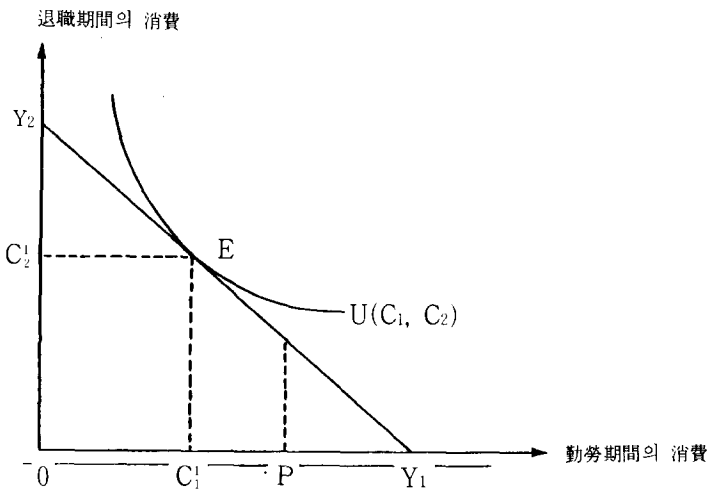
國民年金制度의 각출은 기업에서 인건비에 대한 추가부담이 되거나, 종업원 퇴직적립금을 사외에 적립하는 결과가 되어 年金運營에 負擔이 될 수 있다. 이러한 부담이 연금기금으로 인한 것으로 추정된다면, 이러한 왜곡된 자금의 흐름을 修正시키기 위하여 이를 가능한 한 기업자금으로 還元시킨다는 것은 당연하다. 문제는 이러한 자금의 환원에도 불구하고, 연금기금을 통한 자금의 조달에 대하여 이자를 지불함으로써 기업의 자금차입에 대한 추가적 부담을 회피할 수는 없다는 것이다. 이와같은 원리는 연금각출금의 개인부담에 대하여도 성립될 수 있다.

개인의 자신의 老後貯蓄을 위하여 은행 혹은 비은행 금융부문에 저축의 일부를 예탁하게 된다. 그런데, 연금각출에 의하여 이러한 노후저축이 감소되고, 연금기금이 공채를 구입하는데 사용되어 정부의 자금으로 활용되기 때문에 연금제도는 개인으로부터의 民間資金 流入量을 감소시키게 된다. 따라서 연금제도로부터 적립된 연금기금은 자금의 존재 이전과 같은 형태로 자금이 흐를 수 있도록 기업부문 혹은 정부부문 채권에 再投資되어야 한다.

〈그림 2〉에서 연금제도의 도입전에 개인은 근로기간 동안 OC_1 의 소비를, 退職期間 동안에는 OC_2 의 소비를 하게 된다. 그러나 연금제도의 도입이 PY_1 의 각출을 의무화하게 되면, 개인은 C_1Y_1 의 저축대신 C_1P 의 저축을 하게 된다. 연금제도의 도입전에 C_1Y_1 의 상당부분이 기업자금(혹은 정부자금)으로 유입되었다면, 상대적으로 연금제도가 기업(혹은 정부)에 대한 資金流入을 감소시킨 것이 된다.

개인의 저축자금이 연금제도에 의하여 다른 부문에 투입되어 개인저축 수익율보다 낮은 수익율을 낳으면, 연금제도가 노후 생계의 保障 手段으로서의 목

적을 안정적으로 달성할 수 없다. 따라서, 연금기금이 개인의 손실을 최소화하기 위하여는 PY_1 의 일정부분도 연금제도 전과 같이 효율적인 기업자금(혹은, 정부자금으로 유입되었을 경우는 정부자금)으로 유입되어야 한다.



〈그림 2〉 國民年金制度에 의한 貯蓄과 消費變化

	短期資金		長期資金	
年金制度前	退職 積立 充當金	短期資金 調達 (Call loan 等)	老後 貯蓄 流入	長期資金 調達 (株式, 私債 等)
年金制度後	年金	短期資金	長期資金	

〈그림 3〉 國民年金融出의 企業資金에 대한 影響

〈그림 3〉에서 보는 바와 같이, 國民年金制度의 導入은 退職積立充當金과 노후저축에 영향을 미침으로써 기업에게도 장단기 기업자금의 흐름을 왜곡시킨다. 이것은 기업에 대하여 효율적 투자계획을 변화시킬 뿐아니라 去來 費用을 유발시킨다. 따라서 가능한 한 연금은 기업자금으로 흘러들어 가도록 하는 것이 바람직하다고 본다.

본절에서는 연금기금을 자본시장의 자금흐름을 왜곡시키지 않고 배분하는 원리에 대하여 분석하고자 한다. 이에 따른 기본 가정은 다음과 같다.

假定 1 현재의 자금흐름은 자본시장에 있어서 가장 효율적인 것이다.

假定 2 자금공급 주체로는 개인과 기업이, 기금운용 주체로는 은행과 단자회사(혹은 비은행) 만이 존재한다.

假定 3 각 주체의 자금은 장기자금과 단기자금으로 구성된다.

假定 4 연금기금은 개인의 장기 저축과 기업의 단기자금에서 1 : 1로 조달된다.

가정1은 현재의 자금흐름이 資本市場에 있어서 가장 效率的으로 운영된다고 가정함으로써 연금기금의 후생비용은 이 효율적 자금흐름이 왜곡되어 발생된다고 본다. 따라서 연금기금의 자본시장에 미치는 후생비용을 최소화하기 위해서는 연금기금이 현재의 자금순환방식에 따라 이루어져야 한다.

가정2에서 자금공급주체가 개인과 기업의 두 부문이라고 한 것은 연금의 각출이 개인과 기업의 부담에 의하여 이루어지기 때문이다. 그리고 基金運用主體를 은행과 단자회사(비은행)로 양분한 것은 양 기관의 자금운용방식이 다르고 연금기금의 유치에 서로 경쟁하고 있기 때문이다.

가정3에서 기업은 물론, 개인의 경우도 저축형태가 노후를 대비한 장기성 자금과 일상생활의 流動性 選好에 대비한 단기성 자금으로 나뉘어 운용될 것으로 보았다. 그리고, 금융기관은 이러한 성격에 따라 장단기 상품을 구성할 것으로 보았다.

가정4에서 연금 각출은 노후를 위한 장기저축을 대체할 것이며, 기업의 퇴직적립금 등으로 운용되는 단기자금을 대체할 것으로 보았다. 연금과 저축의 대체비율은 논의의 편의상 1 : 1로 보았으나 외국의 실증적 분석에 의하면 2 : 1의 대체율을 갖는다.

연금의 각출로 인하여 개인부문의 장기저축이 t율만큼 감소하고, 기업부문의 단기자금이 t율만큼 각각 감소한다고 가정한다. 이때 개인의 장기저축은

	個人		銀行		個人貸出				
長期貯蓄	<table><tr><td>a_{11}</td></tr></table>	a_{11}	p_1	長期受信	<table><tr><td>b_{11}</td></tr></table>	b_{11}	<table><tr><td>C_{11}</td><td>s_1</td></tr></table>	C_{11}	s_1
a_{11}									
b_{11}									
C_{11}	s_1								
短期貯蓄	<table><tr><td>a_{12}</td></tr></table>	a_{12}	p_2	短期受信	<table><tr><td>b_{12}</td></tr></table>	b_{12}	<table><tr><td>C_{12}</td><td>s_2</td></tr></table>	C_{12}	s_2
a_{12}									
b_{12}									
C_{12}	s_2								

	企業		短資(非銀行)		企業貸出				
長期資金	<table><tr><td>a_{21}</td></tr></table>	a_{21}	q_1	長期受信	<table><tr><td>b_{21}</td></tr></table>	b_{21}	<table><tr><td>C_{21}</td><td>$(1-s_1)$</td></tr></table>	C_{21}	$(1-s_1)$
a_{21}									
b_{21}									
C_{21}	$(1-s_1)$								
短期資金	<table><tr><td>a_{22}</td></tr></table>	a_{22}	q_2	短期受信	<table><tr><td>b_{22}</td></tr></table>	b_{22}	<table><tr><td>C_{22}</td><td>$(1-s_2)$</td></tr></table>	C_{22}	$(1-s_2)$
a_{22}									
b_{22}									
C_{22}	$(1-s_2)$								

註 : a_{ij} : i 는 자금수탁자로서 은행(1)과 단자(2)로 구분
 j 는 자금용도를 단기(1)와 장기(2)로 구분
 b_{ij} : i 는 자금수탁자로서 은행(1)과 단자(2)로 구분
 j 는 자금성격으로 단기(1)과 장기(2)로 구분
 c_{kj} : k 는 자자금소요자로서 가게(1)와 기업(2)으로 구분
 j 는 자금조달원으로서 은행(1)과 단자(2)를 구분
 p_i, q_i : 개인과 기업의 은행에 대한 장기(1)와 단기(2) 자금예치비율
 s_k : k 는 은행(1)과 단자(2)에서의 개인에 대한 자금공급비율
따라서 $(1-s_k)$ 는 기업에 대한 자금공급비율

〈그림 4〉 年金基金에 의한 資金흐름의 變化

$(1-t)a_{11}$ 으로 기업의 단기자금은 $(1-t)a_{22}$ 으로 각각 감소한다. 따라서 은행의 수신은

$$b_{11}' + b_{12}' = p_1(1-t)a_{11} + p_2a_{12} + q_1a_{21} + q_2(1-t)a_{22}$$

단자사의 수신은

$$b_{21}' + b_{22}' = (1-p_1)(1-t)a_{11} + (1-p_2)a_{12} + (1-q_1)a_{21} + (1-q_2)(1-t)a_{22}$$

가 된다. 은행과 단자의 대출 형태가 변화하지 않는다면, 개인대출금액은 $s_1\{b_{11}' + b_{12}'\} + s_2\{b_{21}' + b_{22}'\}$ 가 된다. (s_1 은 은행자금의 개인대출비율, s_2 은 단자자금의 개인대출비율). 기업대출금액은 $(1-s_1)\{b_{11}' + b_{12}'\} + (1-s_2)\{b_{21}' + b_{22}'\}$ 가 된다. 따라서, 개인과 기업에 대한 저축행태가 바뀔 뿐 아니라, 자금조달 규모도 바뀌게 된다.

이러한 자금조달 규모의 감소는 이들에게 다른 자금수요를 유발시키게 된다. 이러한 수요를 만족시키고, 자금순환의 경색을 막기 위하여는 연금이 자금의 최종수요자에게 자금의 공급자가 되어야 하는 것이다. 즉, $(t_{11}+ta_{22})$ 의 연금기금을 개인과 기업에 배분하여야 한다.

이러한 자금 왜곡을 막기 위하여 연금기금은 은행에 대하여 $p_1ta_{11}+q_2ta_{22}$ 만큼의 자금을 배분하고, 단자에 대하여는 $(1-p_1)ta_{11}+(1-q_2)ta_{22}$ 만큼 자금을 배분하여야 한다. 이 경우, 은행과 단자의 자금배분의 왜곡은 최소화될 수 있다.

朴廷寔·鄭雲燦(1989)은 자금의 배분을 預金額基準으로 하여야 한다고 주장한다. 이러한 자금배분원칙은 자금순환의 왜곡을 정상화시킬 수 없다. 극단적인 경우로서 개인의 장기 저축은 은행의 장기 수신으로만, 기업의 단기 자금은 단자의 단기 수신으로만 유입된다고 가정하자($p_1=1, q_2=0$). 이 경우 은행에 대한 자금배분은

$$\frac{(ta_{11}+ta_{22})(b_{11}+b_{12})}{(b_{11}+b_{12})+(b_{21}+b_{22})} (\because p_1ta_{11}+q_2ta_{22}=ta_{11})$$

이 되며, 단자에 대한 자금배분은

$$\frac{(ta_{11}+ta_{12})(b_{21}+b_{22})}{(b_{11}+b_{12})+(b_{21}+b_{22})} (\because (1-p_1)ta_{11}+(1-q_2)ta_{22}=ta_{22})$$

가 된다. 은행과 단자에 대한 연금기금의 차선 자금배분 방법은 각각 ta_{11} 과 ta_{22} 임을 알 수 있다.

금융기관별 예금액 기준의 자금배분은 은행과 단자를 통한 자금흐름을 변화시키고, 결국 개인과 기업에 대한 자금의 공급에도 왜곡을 가져오게 되므로 바람직하지 않다.

위 모델에서 연금기금운영의 政府介入을 가정할 수 있다. 즉, 연금기금의 재정자금에로의 출연은 정부가 모델에 포함되어야 함을 의미한다. 財政資金은 정부가 금융기관이나 개인부문에 자금을 할당함으로써 직접적인 영향을 미친다. 본 연구는 모델의 單純化를 위하여 정부부문의 연금운용 개입을 고려하지 않았다.

〈表 2〉個人과 企業의 資金의 運用形態(1990)

(單位: %)

	個 人							企 業								
去 來 形 態	通貨 및 通貨 性 預金	其他 預金	生命 保險 및 年金	短 期 債 券	長 期 債 券	株 式	其他	通貨 및 通貨 性 預金	其他 預金	短 期 債 券	長 期 債 券	株 式	出資 金	企業 信用	其他	
比率	3.05	59.0	21.8	1.3	10.3	1.2	33.1	0.9	50.1	7.1	3.8	1.0	-3.1	24.0	16.3	
全體	100.0							100.0								

資料: 韓國銀行, 『調查統計月報』, 1991. 3.

IV. 年金基金과 資金 循環

현재의 累積的 國民年金基金의 積立과 사용은 자금의 흐름에 왜곡을 가져올 수 있음은 이미 언급된 바 있다. 즉, 2030년에는 1988년 不變價格으로 기금규모가 332조 3000억원⁴⁾에 다다르게 되는데, 이와같은 거대한 기금의 존재는 자본시장에 큰영향을 미치게 된다.

현재의 연금가입자들이 停年退職하는 시점에 이르면 이들의 노령저축 가운데 자가저축의 비율은 현저히 떨어지고, 연금저축의 비중이 증대할 것이 예상된다. 이러한 효과를 연금의 貯蓄代替效果라고 한다. 이것은 기존의 민간부문의 수신이 잠식당하여, 이 부문을 기금을 통하여 간접적으로 매꾸어 나가야 할 것임을 의미한다. 사후적으로 금융구조의 변화는 크게 달라질 것이며, 상당부분의 자금이 결과적으로 민간부문에서 정부부문으로 빠져나갈 가능성이 크다.

한편, 釀出에 있어서 기업의 퇴직금을 전용할 경우, 기업의 내부자금을 社外에 積立하는 결과를 낳게 되므로, 기업의 자금난을 유발할 수 있으며, 지역에서 각출된 자금이 중앙정부, 혹은 중앙의 금융기관에 의하여 운영되므로, 地域間 자금배분을 오히려 악화시키게 된다.

따라서 운영기금이 어떻게 운영되는가에 따라 자본시장의 지배형태에 변화를 가져 오게된다. 이러한 점에서 연금기금의 운용은 경제 전반적 상황을 모두 고려해야 하며 현재 깊숙히 논의되고 있는 金融市場 改編과 資本市場自律化에 부응하는 투자행태가 이루어져야 한다.

국민연금의 재원은 1991년 현재 개인과 기업이 표준보수월액의 1.5%씩 부

4) 閔載成 外(1992), pp.11~2.

담하고 있다. 그리고 1993년부터 1997년까지는 퇴직적립금을 연금제도에 전입하여, 노사·퇴직전환금이 각각 2.0%씩 되며, 1998년 이후부터는 세부분으로 부터 각각 3.0%씩 각출될 예정이다. 이에 따라 법정퇴직금은 현재 임금의 8.3%에서 5.3%로 감소하게 된다.

일반적으로 개인의 餘裕預金은 통화성예금(3.05%), 기타예금(59.0%), 생명보험(21.8%), 단기채권(1.3%), 장기채권(10.3%), 주식(1.2%), 기타(출자금, 기타금융자산부채 등)(33.1%) 등으로 운용되고 있다. 이것은 개인의 여유자금, 즉 수입과 지출의 차이가 어떻게 운용되는가를 보이는 것으로, 이의 용도는 노후저축을 포함하여 개인의 주택 구입자금과 자녀 결혼자금 등으로 구분될 것이다.

반면 企業의 여유자금은 통화성예금(0.9%), 기타예금(50.1%), 단기채권(7.1%), 장기채권(3.8%), 주식(1.0%), 출자금(-3.1%), 기업신용(24.0%), 기타(대외채권의무, 기타금융자산부채)(16.3%) 등으로 운영되고 있다. 이들은 자금은 장·단기적인 자금의 수요에 부응하기 위하여 資金計劃에 따라 운영될 것이다.

따라서 개인과 기업의 각출금이 이러한 자금에서 유입된 것이라고 가정하면, 자금운용에 가장 영향을 最小化하는 연금기금의 운용방법은 바로 이러한 비율을 충분히 고려한 투자를 하는 것이라고 본다.

개인과 기업의 자금운용의 거래형태별 비율은 <表 3>과 같다.

<表 3> 企業과 個人的 資金運用(1990)

(單位: 10億원)

	企業(A)	個人(B)	(A+B)	(A)+(B) 의 構成比
1. 通貨및通貨性預金	160	1,138	1,298	2.38
2. 其他預金	8,673	21,991	30,664	56.18
3. 生命保險및年金	—	8,117	8,117	14.87
4. 短期債券	1,234	495	1,729	3.17
5. 長期債券	661	3,842	4,503	8.25
6. 株式	168	439	607	1.11
8. 出資金	-539	669	130	0.24
9. 企業信用	4,155	—	4,155	7.61
10. 其 他	2,817	533	3,350	6.14
合 計	17,330	37,252	54,582	100.0

資料: 韓國銀行

〈表 3〉에서 통화 및 통화성예금은 한은예수금, 현금통화, 요구불예금, 정부당좌예금의 합이며, 기타예금은 예금은행예금, 양도성예금 증서, 환매조건부채권, 신탁, 단자, 기타의 합이다. 이상의 항목 중, 기업의 경우, 현금통화는 보유하고 있지 않으며, 개인은 한은예수금과 정부당좌예금을 보유하고 있지 않다. 그리고, 신탁은 금전신탁만을 의미하며, 단자는 단자회사와 종합금융회사의 발행어음을 의미한다. 거래형태의 구분은 개인과 기업에 따라 그 내용이 사실상 다르며, 앞에서 언급한 연금제도의 투자 가능 대상도 자료의 한계로 資金循環의 項目과 완벽히 접목하여 분석하기가 어렵다. 그러나 분석의 편의상, 대분류에 의한 분석을 우선 행하고, 이 분류내에서 좀더 깊은 소분류에 의한 분석을 하고자 한다.

개인과 기업에 의하여 각출된 연금기금은 각 부문에서 기존의 자금순환과 같은 비율로 조달됐을 경우 1990년의 경우 〈表 3〉에서 보는 바와 같이, 저축성예금에서 반 이상 빠져나왔을 것이며(56.18%), 생명보험으로부터는 14.87%, 장단기 채권으로부터는 11.42%가 유출되었을 것이다. 그러나, 예상외로 주식으로부터는 불과 1.11%의 감소를 낳았을 것이다. 기업부분에 있어서만 존재하는 항목인 企業信用은 상당히 높은 비중을 갖고 있다는 점에서 이 부문에서도 상당부분이 流出되었을 것을 추정할 수 있는데, 이는 연금각출로 인한 단기자금의 부족(유동성 부족)을 낳을 수 있음을 보인다.

따라서 연금기금의 각출에 따른 영향을 최소화하기 위하여는 우선, 연금기

〈表 4〉金融機關別 金融去來(源泉)(1990)

(單位: 10億圓)

	預金銀行	保險會社및年金基金	其 他*	合 計	構成比
通貨및通貨性預金	683	—	—	683	1.04
其他預金	13,360	—	20,248	33,608	51.12
生命保險및年金	—	8,117	—	8,117	12.35
短期債券	—	—	—	—	—
長期債券	560	—	6,354	6,914	10.51
株式	805	272	1,033	2,110	3.21
貸出金	1,339	—7	217	1,563	2.38
政府融資	1,185	—	324	1,509	2.30
其他**	5,159	1,115	5,955	12,229	18.61
合 計	22,419	9,487	33,794	65,700	100.0

資料: 韓國銀行, 『調査統計月報』, 1991. 4, pp.138~9.

註: * 開發機關, 貯蓄機關, 投資機關, 證券機關, 公的金融機關의 合임.

** 出資金, 對外債券債務, 其他金融資產負債, 差額(運用-源泉)의 合임.

금의 투자가 기업, 개인별 자금 去來의 特性을 고려하고, 이들 자금이 원활히 금융중개기관에 유입되어 궁극적인 자금의 수요처에서 活用되도록 하며 이에 따른 수익율이 보장되도록 하여야 한다.

한국은행을 제외한 금융기관(예금은행, 보험회사 및 연금기금, 기타(개발기관, 저축기관, 투자기관, 증권기관, 공적금융기관))별 자금 거래형태는 <表 4>와 같다.

일반적으로 기업과 개인부문으로부터 금융기관에 대한 資金源泉은 주로 통화성예금, 기타예금, 생명보험에서 비롯된 것으로 추정된다. 이 자금원천은 전체 원천의 64.5%를 차지한다. 즉, 이자금은 주로 개인의 저축, 기업의 저축과 금융기관의 기업소유 자산을 매각함으로써 얻은 자금을 원천으로 한 것이다.

본 연구에서는 연금기금의 배분원칙에서 연금기금을 금융기관에 위탁하는 間接金融에서의 배분방식만을 분석한다.

기타예금과 생명보험은 기업의 자금조달원에 있어서 간접적 금융의 대표적인 수단이 된다. 따라서, 이러한 상품을 어떻게 유치하고 있는가는 금융기관간에도 큰 관심을 끌게 된다. 한편, 기타예금을 항목별로 보면 <表 5>와 같다.

<表 5> 其他預金과 生命保險및 年金的 金融去來(源泉)(1990) (單位: 10億圓)

	預金銀行	保險會社및年金基金	其 他*	合 計	構成比
預金銀行預金	8,492	—	—	8,492	20.35
讓渡性預金證書	4,621	—	—	4,621	11.08
還買條件附債券	248	—	-99	149	0.36
信託*	—	—	7,271	7,271	17.43
短資	—	—	1,552	1,552	3.72
其他**	—	—	11,519	11,519	27.61
生命保險및年金	—	8,117	—	8,117	19.46
合 計	13,360	8,117	20,243	41,720	100.00

資料: 韓國銀行

註: * 預金銀行의 信託計定 포함. 1990년도 은행실태계정의 자산증가는 1,322십억원이므로 은행금융기관
의 신탁자금은 5,949십억원이 됨.

** 開發機關, 貯蓄機關, 投資機關, 證券機關, 公的金融의 預受金(信託, 短資 제외)

현재의 자료로는 예금은행은 예금은행예금, 양도성예금증서, 환매조건부채권과 신탁등의 대부분의 상품은 갖고 있으며, 간접금융 재원 가운데 35.20%⁵⁾를 이러한 상품으로 조달한다. 기타 非銀行貯蓄機關은 신탁, 단자 등의 상품으로 간접금융의 재원을 조달하면서 간접금융재원 가운데 45.35%⁶⁾를 조달한다. 그리고, 생명보험 및 연금은 전체 간접금융재원 가운데 19.46%를 조달한다. 따라서, 금융기관의 委託運用에 있어서, 자금흐름의 왜곡을 최소화하는 전략을 수행하기 위하여는 이러한 資金配分原則을 지키는 것이 중요하다고 본다. 즉 은행, 비은행, 보험기관의 자금배분을 35 : 45 : 20으로 한다.

그러나, 반드시 자금의 흐름을 기준으로 연금자금을 금융기관에 위탁하는 것이 자금의 흐름에 바람직하다고 할 수 없다. 경우에 따라서는 資產負債 殘額을 기준으로하는 것이 더 합리적일 수 있다. 자금운용의 원천은 단기적인 흐름을 반영하며, 이러한 흐름의 長期的 蓄積이 자산 부채에 나타난다. 따라서, 장기적인 금융거래의 안정화를 위하여 연금이 경제에 미치는 영향을 최소화하고자 할 경우, 기준은 당연히 자산과 부채의 구성비에 의해야 한다. 그러나, 현재와 같이 급속한 변화하는 금융구조 하에서 자산과 부채는 미래의 바람직한 金融構造를 반영하는 것은 아니라고 본다. 현재의 운용자금원천이 과도기적인 자금의 흐름을 반영한다면, 이것 역시 금융당국이 원하는 금융구조가 아닐 수도 있다는 점에서 運用과 源泉의 比率과 자산부채의 구성비간의 중간에서 결정되는 것도 바람직하다고 본다.

자금운용의 원천에 대한 분석에서 행한 바와 같이 자산과 부채의 변동에 대한 분석에 따르면, 저축성 금융자산 가운데 예금은행이 보유하고 있는 자산규모는 34.58%, 보험회사 및 연금기금이 보유하고 있는 자산규모는 19.75%, 비은행금융기관이 보유하고 있는 자산규모는 45.67%⁷⁾였다. 따라서 이를 은행, 비은행, 보험기관의 비율로 보면, 약 35 : 46 : 20이 된다. 이것은 자금원천별 비율인 35 : 45 : 20과 큰 차이가 없다.

따라서 본 연구가 보는 금융자산의 잠정적 투자비율은 은행, 비은행, 보험

5) 은행신탁을 제외하고 은행이 조달하는 금액은 전체 41,720십억원 가운데 13,361십억원으로 32.03%임.

6) 은행신탁을 포함하고 비은행금융기관이 조달하는 금액은 전체 41,720십억원 가운데 20,243십억원으로 48.52%임.

7) 여기에는 은행의 신탁계정이 포함됨. 은행의 신탁계정의 구성비는 일반은행의 신탁이 1988년에 허용되어, 자산상의 은행신탁 규모는 적을 것으로 예상되므로 이는 무시하기로 함.

기관의 비율을 자금원천에 따라 배분할 경우 35 : 46 : 20으로 합이 자금의 왜곡을 최소화시킬 수 있다고 볼 수 있다.

앞으로, 金融自律化에 따라 은행과 비은행, 보험기관 간의 치열한 경쟁이 예상되며, 금융거래의 비중도 상당한 변화가 예상된다. 따라서, 금융거래규모만을 따른 연금자금의 配分原則은 자본시장에 상당히 混亂을 부를 수 있다. 이에 대한 대안으로서, 최근 일정기간(예를들어 최근 3년간)의 금융거래형태의 평균으로 자금배분을 하는 것이 합리적일 수 있다고 본다.

이상의 분석에서 保險機關은 사실상 예금의 단순 수탁기관이 아니기 때문에 연금기금의 자금배분에서 제외되어야 한다. 연금기금의 배정 제외로 인한 보험기관의 손실은 앞으로 도입될 것으로 보이는 기업연금의 운영에 상대적으로 유리한 獨占의 取扱을 허용함으로써 補償받을 수 있다고 본다. 이러한 점에서 간접금융 가운데 은행과 비보험의 비중을 44 : 56으로 배분하는 것이 자금흐름의 왜곡을 줄임으로써 연금의 공공성을 증대시킬 수 있는 기금배분 방법이라고 본다.

〈表 6〉 金融機關別 負債 殘額(1990)

(單位 : 10億원)

	預金銀行	保險會社및 年金基金	其 他*	合 計	構成比
預金銀行預金	52,800	—	—	52,800	30.73
讓渡性預金證書	6,230	—	—	6,230	3.63
還買條件附債券	378	—	1,839	2,217	1.29
信託*	—	—	27,240	27,240	15.85
短資	—	—	8,323	8,323	4.84
其他**	—	—	41,071	41,071	23.90
生命保險및 年金	—	33,938	—	33,938	19.75
合計	59,404	33,938	78,472	171,814	100.00

資料 : 韓國銀行

註 : * 開發機關, 貯蓄機關, 投資機關, 證券機關, 公積금융기관을 포함함. 그리고 저축기관은 相互信用金庫, 信用協同組合, 相互金融, 遞信預金, 銀行信託計定을 포함함.

** 開發機關, 貯蓄機關, 投資機關, 證券機關, 公的金融의 預受金(信託, 短資 제외)

V. 結 論

지금까지의 연구는 기본적으로 각 金融機關에 國民年金基金의 배분을 어떻게 하는 것이 자금의 흐름에 歪曲을 가져오지 않을 수 있는가에 초점을 맞추었다. 그리고, 본 연구에서 間接金融은 연금기금을 수탁기관에 위탁하여 운영

함을 의미하며, 直接金融은 증권사 등을 통한 기업어음, 회사채 구입 등과 직접금융자를 의미하는데, 후자에 대한 연구 및 현실적 적용은 다음의 연구 기회로 미루었다.

기존의 연금기금 투자방식은 지금까지의 분석 결과와 매우 다른 제약 속에서 이루어짐을 인식해야 한다. 금융기관의 운용은 주로 特定金錢信託에 의한 것이었으며, 이들의 80%이상은 국공채에 투자되었다. 그리고, 株式에 의한 투자는 금지되어 왔다.

그러나, 이러한 기금운용의 제약이 현실과 이론 간의 괴리에 기인하기 보다는 국민연금기금이 갖는 公共性과 安全性에 따라 지나치게 정부의 제약을 받았기 때문이다. 따라서, 연금기금은 각 금융기관에 우선 배정된 후, 자율적으로 기금의 운용원칙에 맞는 상품에 투자되는 것이 합당하다고 본다.

이외에 연금기금을 금융기금에 배분하는 방법으로 金融貯蓄受信高를 기준으로 하는 것을 고려할 수 있다.⁸⁾ 그러나, 이러한 배분은 자금의 흐름과 상당한 차이가 있으며, 자칫 자본시장을 歪曲시킬 수 있다. 또한 이것은 연금기금의 본연의 목적과 공공성을 무시한 채 연금기금에 대한 각 금융기관의 나눠먹기식 配分이 될 수 있다.

공공의 이익을 증대하기 위한 공공성을 만족시키기 위하여는 각 금융기관에 대하여 일정한 운용조건을 부과한다. 예를 들면, 一般銀行의 경우는 지역성이 없는 사회적 투자기업에, 地方銀行의 경우는 지방중소기업의 용자를 기금의 일부에서 하도록 조건으로 의무화하는 것 등이다. 그리고, 기금운용의 수익율을 증대시키기 위한 노력도 경주되어야 한다. 이는 연금공단의 기금위탁기관에 대한 效率的 監督 및 誘引 시스템의 개발을 전제로 하며, 현재 문제가 되고 있는 공적기금의 효율적 운용방안과도 관련된다. 이에 관한 문제도 연금기금운용의 중요한 課題의 하나라고 본다.

앞에서 언급된 바와 같이 지금까지의 분석은 매우 皮相的이고 單純化된 가정에 의한 것임을 간과할 수 없다. 즉, 우리의 자본시장이 현재 매우 왜곡되어 있음에도 불구하고 자본시장이 古典學派 경제의 一般均衡을 달성하고 있다고 가정했고 이에 따른 연금기금의 운용을 하여야 한다고 보았다. 그러나, 연금기금이 이러한 자본시장의 왜곡을 수정하기 위한 도구가 아니므로 기금운용

8) 朴廷憲·鄭雲燦(1989) 참조.

의 공공성을 위하여 뿐만 아니라 자본시장을 위하여도, 연금기금의 存在가 효율적 자본시장 정책에 큰 負擔이 되지 않도록 하는 것이 사회적으로 바람직하다고 본다. 따라서, 자본시장의 효율적 배분의 추구가 2000년대에도 끊임없이 이루어 진다고 볼 때, 현재의 왜곡된 자본의 흐름에 기초한 연금기금운용일지라도 자본의 흐름을 일관성있게 유지하도록 하고, 資本市場政策의 混線을 방지함으로써 연금기금의 자본시장에 대한 負擔을 最小化할 것이라고 본다. 이것이 바로 본 연구에서 다루고자 하는 국민연금기금 운용의 公共性 概念이다.

참 고 문 헌

1. 金元植, “企業年金의 財源과 基金運用”, 『企業年金制度의 導入과 課題』, 韓國社會保障學會, 1991.
2. 閔載成・金元植, 『韓國의 退職金制度和 企業年金制度 導入方案』, 韓國開發研究院, 1990. 11.
3. 閔載成・文亨杓・金元植・金龍夏, 『國民年金制度의 長期的 財政安定化를 위한 政策課題와 對策』, 韓國開發研究院, 1992.
4. 朴廷寔・鄭雲燦, 『國民年金基金의 效率的 運用方案』, 서울大學校 經營研究所, 1989.
5. 韓國銀行, 『經濟統計年報』.
6. _____, 『調查統計月報』.
7. 板東 慧 外, 『福祉經濟と社會の理論』, 勁草書房, 1983.
8. 厚生統計協會, 『保險と年金の 動向』, 日本, 1991.
9. Ippolito, R.A., *Pensions, Economics and Public Policy*, Illinois: Dow Jones-Irwin, 1986.
10. Kim, W., “The Welfare Cost of Social Security due to Chages in Private Saving : the Case of Capital Income Taxation,” *Korean Economic Review*, Vol.6 No.1, Summer 1990, pp.121~37.
11. Rejda, G.E., *Social Insurance and Economic Security*, 2nd ed., Prentice-Hall, Inc., 1984.