

연금저축상품 성과 분석: 수익률 및 수수료를 중심으로

The Performance Analysis of Individual Pension Products: Focusing on Investment Returns and Fees

이 경 화*·김 세 중**

Kyonghee Lee·Sejoong Kim

이 연구에서는 금융감독원이 공시하는 정보를 활용하여 연금저축상품의 성과를 분석하였다. 2018년 상반기 기준 판매 후 12~17년이 경과된 상품($n=221$)에 대한 장기수익률을 분석한 결과, 명목수익률 평균은 3.63%로 나타났는데, 이는 1년 만기 정기예금금리와 소비자물가상승률 대비 0.30%p, 1.35%p 높은 수치이다. 상품 특성이 유사한 연금저축보험상품($n=177$)에 국한하여 수수료와 수익률 사이의 회귀분석을 실시한 결과, 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 이는 수수료율에 대한 정보가 소비자에게 매우 중요하다는 것을 의미한다. 연금저축상품의 성과를 개선하기 위해 감독당국은 데이터에 대한 정확성을 높이고, 실제 성과 중심으로 공시 정보를 변경하는 등 의사결정자의 판단에 유의한 정보를 제공하기 위해 노력할 필요가 있다. 또한 독일과 스웨덴의 사례와 같이 소비자가 이해하기 쉽도록 수익률 및 수수료 정보를 전달하고 적극적인 상품변경을 유도하는 방안에 대한 고려도 필요할 것으로 보인다.

국문 색인어: 개인연금저축, 수익률, 수수료, 공시

한국연구재단 분류 연구분야 코드: B051601, B051609

* 상명대학교 글로벌금융경영학과 부교수(khlee@smu.ac.kr), 제1저자

** 보험연구원 연구위원(sjkim@kiri.or.kr), 교신저자

논문 투고일: 2019. 03. 21, 논문 최종 수정일: 2019. 07. 08, 논문 게재 확정일: 2019. 08. 19

I. 서론

우리나라의 세제적격 개인연금제도(개인연금저축상품)는 퇴직연금제도(2005.12)보다 10년 이상 앞선 1994년 6월 도입되었다. 가입자격에 특별한 제한이 없고, 세제혜택을 부여하기 때문에 상당한 규모로 성장하였다. 2017년 말 기준 가입자 규모는 227만명에 달하고, 이들이 연간 저축한 납입금액은 5조 7천억원이며, 정부가 납입금액에 대해 세액공제 방식으로 부여한 세제혜택 규모는 7천 2백억원 수준이다(국세청, 2018). 2017년 말 기준 적립금 규모(128조원)는 국민연금의 20.6%, 퇴직연금의 76.2%에 달한다.

우리나라 3층보장체계 내에서 개인연금제도가 차지하는 비중이 결코 적지 않음에도 불구하고, 노후저축수단으로서 실제 성과에 대한 분석은 매우 미흡하다. 이는 분석에 필요한 데이터가 체계적으로 집적되어 외부에 공표되지 않기 때문이다. 연구자가 활용할 수 있는 데이터는 금융감독원의 연금저축 통합공시¹⁾가 유일하다. 그러나, 통합공시 데이터는 금융감독원의 관리 감독하에 생성된 것이 아니라 개별 금융회사가 자신이 속한 업권의 협회²⁾ 사이트에 게시한 자료이다. 따라서 데이터 품질 관리가 이루어지지 않아 상당수 자료가 부정확하고, 아예 해당 자료가 없는 경우도 존재한다.

연금저축을 둘러싼 이해관계자가 많고, 사회적 관심도 높기 때문에 이런 수요를 충족시키기 위해 금융감독원은 비정기적으로 수익률이나 시장 규모 등에 대한 자료를 발표한다(금융감독원, 2012.10., 2017.4.27., 2017.7.24., 2018.7.27.). 최근 개인연금저축상품의 수익률이 대체 금융상품에 비해 지나치게 낮다는 비판이 제기됨에 따라 2001년에 판매된 상품에 대해 일정 가정하에 내부수익률(IRR)을 산출하고, 경쟁상품인 예금은행 적금 및 저축은행 적금과 비교하였다(금융감독원, 2018.7.27.). 세액공제 효과를 고려하기 전에는 은행신탁상품의 수익률이 경쟁상품인 예금은행 적금과 저축은행 적금보다 낮았으며, 절세 효과를 감안하더라도 일부 상품은 저축은행의 적금 수익률보다 낮은 수익률을 시현한 것으로 나타났다.

1) <http://fine.fss.or.kr/main/saving/gongsi/pension.jsp>

2) 은행연합회에서는 은행의 공시 내용만 조회할 수 있고, 금융투자협회에서는 자산운용사(증권사)의 공시 내용만 조회할 수 있다. 마찬가지로 생명보험협회와 손해보험협회에서는 각각 생명보험사, 손해보험사의 공시 내용만 조회 가능하다.

가용 데이터가 제한되어 있어 개인연금저축상품의 투자성과에 대한 실증연구는 찾기 어렵다. 이런 제약조건하에서 본 연구에서는 연금저축상품의 투자수익률과 수수료 사이의 관계를 분석하고자 한다. 그런데, 연금저축상품은 금융업권 간 수수료 부과 방식과 수준이 달라서 수수료가 수익률에 미치는 영향을 동일 기준으로 파악하기 어렵다. 이에 본 논문에서는 2018년 상반기 기준 업권 간 수익률과 수수료를 살펴보고, 상품 특성이 유사하여 동일 기준으로 수익률 비교가 가능한 연금보험상품($n=177$)에 국한하여 수수료가 수익률에 미친 영향을 회귀분석한다. 여러 가지 제약이 존재하지만 개인연금저축상품에 대해 수수료가 수익률에 미친 영향을 회귀분석하는 것이 시장참여자에게 유용한 정보를 제공한다는 측면에서 의미 있는 작업이라고 본다. 아울러 우리가 벤치마킹할 수 있는 해외사례 분석을 통해 관리 감독 방안을 제시한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 선행연구를 개관하고, III장에서는 2018년 6월 기준 금융감독원 연금저축 통합공시 자료를 통해 상품(업권)별 수익률과 수수료 수준에 대해 살펴본다. 아울러 동일 기준으로 수익률과 수수료를 비교할 수 있는 연금저축보험에 한해 장기(12-17년) 누적 수수료가 수익률에 미친 영향에 대해 회귀분석을 실시한다. IV장에서는 해외 사례 분석을 통해 개인연금상품의 성과를 개선하기 위한 방안을 강구한다. V장에서는 본 연구의 분석결과를 요약하고 한계점 및 향후 연구과제를 제시한다.

II. 선행연구

개인연금제도, 상품 또는 개인연금가입자의 투자성과를 비용(수수료)과 연계한 실증 연구는 많지 않다. 투자성과에 대한 연구는 주로 퇴직연금제도에 대한 연구(Munnell et al., 2015; Sy, 2008; Pool et al., 2016) 중심이며, 이들 연구에서는 연기금(pension fund)에 대한 투자성과 또는 가입자 개인에 대한 투자성과를 분석하였다.

Sy(2008)는 호주건전성감독청(APRA)에서 조사한 퇴직연금제도(superannuation) 지배구조 자료를 활용하여 연기금 유형 사이의 성과 차이를 분석하였다. 호주의 연기금은 비영리 연기금인 산업형(industry fund), 회사형(corporate fund), 공적(public fund)

방식과 영리 연기금인 소매형(retail fund)으로 구분된다. 영리 연기금 수익률이 비영리 연기금보다 연평균 2%p 낮은 것으로 나타났는데, 연구자는 그 주된 이유를 지배구조(의사 결정 방식)의 차이로 설명하였다. 영리 연기금의 수탁이사회(trustee board)는 계열금융 회사 내부 경영진으로 구성되기 때문에 가입자 이익을 적극 대변하려는 유인이 적고, 자신이 속한 금융회사의 주주 이익을 대변하려는 유인이 존재한다는 것이다. Coleman et al.(2006)은 호주 퇴직연금제도에 내재하는 대리인 비용이 연기금 성과에 미치는 영향을 파악하였다. 225개 연기금의 1995년 6월부터 2002년 6월까지 분기 자료를 사용하여 분석한 결과, 영리 연기금의 수익률이 비영리 연기금보다 통계적으로 유의하게 낮은 것으로 나타났다. 연구진은 영리 연기금의 마케팅 비용, 판매채널 수당, 감독당국에게 보고되지 않는 숨은 비용 등을 원인으로 보았다.

Munnell et al.(2015)는 1990~2012년 미국의 퇴직연금제도에 대한 수익률을 확정급여형(DB: Defined Benefit)과 확정기여형(DC: Defined Contribution)으로 구분하여 비교하였다. 동 기간 연평균 기하평균 수익률은 DC제도가 DB제도보다 0.7%p(적립금 가중평균 안함), 0.9%p(적립금 가중평균 함) 낮은 것으로 나타났다. 사업체 규모, 적립금규모, 주식비중, 노조유무 등에 대해 통제한 후 회귀분석한 결과에서도 DC제도 수익률이 DB제도 수익률보다 통계적으로 유의하게 낮게 나타났다. 저자들은 DC가입자가 부담하는 펀드 관련 수수료로 인해 수익률이 낮아진 것으로 보았다. 2000~2012년 연평균 기하평균 수익률은 DB(4.7%), DC(3.1%), IRA(2.2%) 순으로 나타났다. IRA 수익률이 현저하게 낮은 이유는 안전자산 위주의 자산배분³⁾과 높은 수수료 때문으로 알려졌다.

Pool et al.(2016)은 미국의 확정기여형 퇴직연금제도인 401(k)를 대상으로 수탁자 편애(trustee favoritism)가 존재하고, 이로 인해 가입자 수익률이 낮아짐을 보였다. 미국에서 수탁자는 종업원퇴직소득보장법(Employee Retirement Income Security Act of 1974)상 가입자 이익을 위해 행동할 책무가 있다. 따라서, 영리를 목적으로 한 뮤추얼펀드 회사(예: Fidelity, Vanguard 등)가 수탁자가 될 경우에는 수탁자로서 가입자 이익을 위해 행동해야 하는 책무와 퇴직연금사업자로서 자신의 이익을 극대화해야 하는 경제적 유인 사이에 이해상충 문제가 발생한다고 보았고 이를 검증하였다. 실증분석 결과, 성과가

3) MMF 투자 비중은 IRA 가입자는 11%에 달하는데 비해 DC가입자는 4% 수준이다.

저조할 경우 수탁자의 계열 펀드(trustee fund)가 비계열 펀드(non-trustee fund)보다 투자옵션에서 탈락할 가능성이 낮은 것으로 나타나 수탁자 편에 현상을 발견하였다. 가입자는 성과가 저조한 계열사 펀드에 자산을 배분함으로써 음(-)의 초과수익률을 기록한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 DC제도에서 사용자와 퇴직연금사업자의 펀드 라인업(line-up)이 가입자 투자성가에 결정적 영향력을 갖는다는 것을 시사한다.

Dahlquist et al.(2016)은 스웨덴의 공적연금제도(Premium Pension System)⁴⁾ 가입자를 대상으로 투자성가를 분석하였다. 금융전문가로부터 투자자문을 받은 가입자(coordinated investors)와 그렇지 않은 가입자(non-coordinated investors) 그룹으로 구분하여 두 집단 사이에 수익률 차이가 있는지 검증하였다. 분석 결과, 금융전문가로부터 자문을 받는 가입자가 그렇지 않은 가입자보다 더 낮은 수익률을 보였다. 자문을 받는 그룹의 경우 적립금의 1~2%에 달하는 수수료(fee)가 수익률 하락의 주 요인으로 작용하였다.

Vanguard(2016)는 400여 개 미국 DC제도에 가입한 80만명 가입자를 대상으로 수익률을 분석하였다. 제5백분위수 가입자의 5년 연평균 수익률은 1.7%인데 비해 제95백분위수 가입자는 12.2%에 달해 개인별 수익률 격차가 큰 것으로 나타났다. 가입자가 선택한 펀드 유형별로 보면 디폴트 옵션(managed fund, target date fund)만 보유한 경우 제5백분위수와 제95백분위수 간 격차가 1.9%p에 불과한 것으로 나타났다. 이에 비해 자신이 직접 투자의사결정을 한 경우 양자 사이의 격차는 11.4%p로 크게 확대되었다.

국내 선행연구 역시 개인연금제도 상품 또는 가입자의 수익률에 대해 실증분석한 자료는 제한적이다. 따라서, 이와 유사한 측면이 있는 일반펀드 및 퇴직연금상품의 수익률과 관련된 연구를 참고한다. 고광수(2014)는 주식형펀드의 수수료가 수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 제로인이 제공한 주식형펀드의 2001년 1월부터 2012년 6월까지 자료 중 순자산가치 50억원 이상, 생존기간 2년 이상 펀드 중 적립금 대비 판매보수만 부과하는 펀드(Class C) 496개를 대상으로 하였다. 위험조정 이후의 초과수익률을 사용하여 펀드별로 상이한 위험이 성과에 미치는 영향을 차단하였다. 연평균 운용보수는 0.6648%, 판매보수는 1.41%로 나타났으며, 판매보수와 수익률 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재하였다. 다

4) 스웨덴의 공적연금제도는 부과방식(notional defined contribution)과 완전적립방식(PPS: Premium Pension System)으로 이원화되었다. 총부담률은 18.2%이며, 부과방식 16%와 완전적립방식 2.5%로 구성되는데, PPS는 전국민을 대상으로 가입이 의무화되어 있다.

른 변수들을 통제하고 회귀분석한 결과에서도 판매보수가 펀드의 수익률에 통계적으로 유의적인 음(-)의 영향을 주어 판매보수가 높은 펀드는 그렇지 않은 펀드에 비해 수익성이 좋지 않은 것으로 나타났다. 이는 판매회사와 투자자 사이에 대리인 문제가 존재함을 시사하며, 투자자의 투자 의욕을 저하시키는 요인으로 작용한다고 보았다.

근로복지공단(2017)은 퇴직연금펀드의 총보수율 수준을 일반펀드와 비교하였다. 퇴직연금펀드의 총보수율은 2010~2017년 약 1% 내외(2010.1: 0.94%, 2017.11: 0.97%)에서 큰 변화 없이 등락하는 양상을 보였다. 이에 비해 동 기간 전체 공모펀드의 총보수는 0.41%p 하락(1.4%→0.99%)하는 추이를 보였다. 연구자는 그 원인을 상이한 경쟁 환경으로 설명하였다. 전체 공모펀드의 경우 시장이 위축됨에 따라 운용 및 판매보수가 모두 하락한 반면, 퇴직연금펀드의 경우 제도에 기반하기 때문에 자금유입이 지속되어 경쟁적인 보수인하 환경에 노출되지 않았다는 것이다. 퇴직연금펀드의 판매보수도 하락하였으나 공모펀드에 비해 하락 폭이 낮은 것으로 나타났는데 그 이유로는 ① 판매사가 퇴직연금사업자로서 협상력을 가질 수 있으며, ② 투자 가능한 퇴직연금상품에 대한 안내·추천(line-up) 역할을 하며, ③ 장기 고객관리 필요성 등 기존 공모펀드에 비해 판매사의 역할이 크기 때문으로 보았다.

홍원구·심수연(2016)은 금융감독원 공시자료를 이용하여 퇴직연금제도의 수익률과 수수료 측면을 각각 분석하였다. 2010년 3분기부터 2015년 2분기까지 상품별, 유형별, 업권별 수익률 차이를 분석한 결과, 실적배당형보다 원리금보장형의 수익률이 더 높게 나타났다. 이는 제도 도입 초기 고금리 과당경쟁의 영향과 실적배당형 성과가 저조한 시기(2011.1/4~2/4)가 포함되었기 때문이다. 유형별로 보면, 미국과 달리 DB와 DC 사이에 뚜렷한 수익률 차이가 나타나지 않았다. 수수료 수준이 10년 후 목표 적립금(퇴직급여의 10배)에 미치는 영향을 수수료 공제 전과 후로 구분하여 비교한 결과, 수수료 수준이 목표 적립금 달성 여부에 중요한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 바탕으로 저자는 퇴직연금사업자 선정 시 수익률과 함께 수수료도 고려해야 한다고 주장하였다.

연금저축상품을 대상으로 투자성과를 분석한 연구로는 이경희(2016)와 홍원구(2016)가 있다. 이들 연구는 사용한 원 데이터가 금융감독원의 연금포털 사이트 공시자료로 동일하고 분석시점도 유사하기 때문에 분석결과도 대동소이하다. 2016년 1분기 기준 연금저

축상품의 장기성과를 분석하기 위해 2001년부터 2007년 사이에 판매된 상품을 대상으로 누적 연평균 수익률을 비교하였다. 업권(은행·보험·증권) 사이의 수익률 차이는 크지 않지만, 개별상품 사이의 수익률은 차이가 큰 것으로 나타났다. 이들은 연금저축상품에 대한 수익률, 유지율, 수수료 정보가 각기 분절되어 공시되는 문제점을 지적하고, 가입자의 의사결정과 제도 개선에 실질적인 도움을 주기 위해서는 주요 항목을 통합하여 공시하는 것이 필요하다고 보았다.

III. 데이터 및 실증분석

1. 상품특성

연금저축상품에 대해 투자성과를 분석할 수 있는 유일한 공표자료는 금융감독원이 분기별로 공시하는 자료이다. 2012년 10월부터 금융감독원은 연금저축 통합공시 사이트를 통해 수익률, 수수료, 유지율, 계좌이체제도 및 관련수수료에 대해 상품별로 비교 공시한다. 4개 항목을 클릭하면 개별 금융권역의 협회에서 제공하는 권역별 연금저축 공시정보로 연결된다. 따라서 금융감독원 통합공시 사이트는 비교 공시 관문의 역할만 하며, 실제 자료를 취합하여 게시하는 것은 각 협회가 담당한다. 비교 공시되는 자료는 2001년부터 판매되기 시작한 신개인연금상품⁵⁾으로 은행, 증권, 보험회사에게 모두 허용된 공통상품이다. 상품명칭은 취급하는 금융권역에 따라 연금저축신탁(은행), 연금저축펀드(증권, 자산운용사), 연금저축보험(생명보험), 연금저축보험(손해보험)으로 불린다.

그러나, ‘개인연금제도’ 관점이 아니라 ‘개인연금상품’ 관점에서 상품을 설계하였기 때문에 각 업권의 고유한 특성이 여과 없이 그대로 반영되었다. 그 결과 소비자 입장에서 동

5) 구개인연금은 1994년 6월부터 2000년 12월까지 판매된 상품으로 이에 대한 자료는 공시되지 않아 분석대상을 2001년 이후 판매된 신개인연금 상품으로 한정하였다. 신개인연금상품의 과세방식(2018년 기준)은 납입보험료(소득 1억 2천만원 이하 400만원, 소득 1억 2천만원 초과 300만원 한도)에 대해 세액공제(5,500만원 이하 15%, 5,500만원 초과 12%, 지방소득세 미포함), 투자수익 과세이연, 연금 수령 시 저율 분리과세(3~5%, 지방소득세 미포함)이다.

일 기준으로 상품 내용과 성과를 비교하기 어렵다. 구체적으로 납입방식, 상품유형, 수익률 결정방식, 사업비 부과방식, 예금자보호법 적용 여부, 수령하는 연금형태 등이 상이하 다. <Table 1>은 연금저축상품의 주요 항목을 업권별로 비교한 것이다.

<Table 1> Comparison of Individual Pension Products

Pension insurance products differ in terms of payment method, product type, yield determination method, business expense method, deposit protection method, and the type of pension they receive.

	Bank trust	Mutual fund	Life insurance	Non-life insurance
Contribution	Free payment	Free payment	Regular payment	Regular payment
Investment option	-Bond type - Conservative type (Proportion of equity <= 10%)	- Bond type (Proportion of bond >= 60%) - Mixed type (Bond/Equity) - Equity type (Proportion of equity >= 60%)	Principal guaranteed type	Principal guaranteed type
Rate of return	Investment-linked	Investment-linked	Interest-linked with minimum guaranteed rate	Interest-linked with minimum guaranteed rate
Fee	Back-end loading based on asset	Back-end loading based on asset	Front-end loading based on contribution	Front-end loading based on contribution
Principal guarantee	Guaranteed	Not guaranteed	Guaranteed	Guaranteed
Annuity period	Certain period	Certain period	whole-life, certain period	Certain period (Max 25 years)
Deposit insurance	Insured	Not insured	Insured	Insured

Source: Financial Supervisory Services(<http://fine.fss.or.kr/main/saving/gongsi/pension.jsp>)

<Table 2>는 2018년 3월 기준 연금저축상품 전체 적립금(공제 포함⁶⁾) 규모 추이를 업권별로 구분하여 파악한 것이다. 적립금 규모는 보험(생명보험+손해보험)이 96.2조원으로

6) 신탁, 수협, 새마을금고 및 우체국에서 취급하는 연금저축공제보험을 의미한다.

가장 많고, 신탁 16.8조원, 펀드 12.6조원 순이다. 전체 적립금 대비 비중은 보험 73.9%, 신탁 12.9%, 펀드 9.7% 순이다. 2014년 이후 세제혜택 방식이 소득공제에서 세액공제로 변경되었음에도 불구하고, 적립금의 성장세는 지속되고 있는데, 이는 양호한 투자성과 요인보다는 연평균 7천억원 이상의 세금감면 혜택⁷⁾에 기인한 것으로 보인다.

〈Table 2〉 Asset size of Individual Pension Products

As of March 2018, the amount of insurance products(life insurance + non-life insurance) was 96.2 trillion won, bank trust 16.8 trillion won, and mutual fund 12.6 trillion won. The proportion of the total reserve is 73.9% for insurance, 12.9% for bank trust, and 9.7% for mutual fund.

	Year	Insurance	Bank trust	Mutual fund	Mutual insurance	Total
Asset (KWR trillion)	2013	67.8	13.7	5.7	2.6	90
	2014	76.8	14.5	6.5	3.1	101
	2015	81.1	15.3	8.8	3.5	109
	2016	88.1	16.1	9.7	4.0	118
	2017	94.9	16.8	12.2	4.1	128
	2018.3	96.2	16.8	12.6	4.5	130
Share(%)	2013	75.5	15.3	6.3	2.9	100.0
	2014	76.1	14.4	6.4	3.1	100.0
	2015	74.6	14.1	8.1	3.2	100.0
	2016	74.7	13.7	8.2	3.4	100.0
	2017	74.1	13.1	9.5	3.2	100.0
	2018.3	73.9	12.9	9.7	3.5	100.0
Growth rate(%)	2014	13.3	5.8	14.0	19.2	12.4
	2015	5.6	5.5	35.4	12.9	7.7
	2016	8.6	5.2	10.2	14.3	8.5
	2017	7.7	4.3	25.8	2.5	8.6

Source: Financial Supervisory Services(2018.7.22.) and Author's editing.

7) 2014년 이후 근로소득 연말정산 신고자에 대한 연금저축 공제대상 인원(천명), 공제대상금액(억원), 공제세액(억원) 규모는 오른쪽 표와 같다(국세청, 국세통계연보 각호).

Year	Person	Amount	Tax credit
2014	2,346	60,398	7,767
2015	2,280	59,551	7,571
2016	2,291	59,066	7,490
2017	2,267	56,733	7,176

본 연구의 관심사인 수익률은 가입자가 부담한 일체의 수수료를 차감한 후 산출되는 순 수익률이기 때문에 수수료 수준과 밀접하게 관련되어 있다. 연금저축상품에 대한 사업비 부과방식은 업권별로 다르다. 연금저축신탁과 연금저축펀드는 일반 펀드와 동일한 방식이다. 펀드 상품에 대한 수수료는 크게 판매에 대한 보상과 운용에 대한 보상으로 구성되는데, 판매에 대한 보상은 선취 또는 후취방식으로 이루어지는데 비해 운용에 대한 보상은 후취인 보수(fee) 방식으로 이루어진다. 후취방식에서는 납입원금이 투자되고, 투자활동을 통해 수익이 발생하면, 기말에 $\text{‘납입원금} \times (1 + \text{투자수익률}) \times \text{수수료율’}$ 만큼을 적립금에서 차감하는 방식이다. 따라서, 소비자가 부담한 수수료의 규모는 실제 투자수익(납입원금 $\times$ 투자수익률) 규모가 실현되고 난 후 확정된다. 이 방식은 수수료 규모가 투자수익을 반영하여 결정되기 때문에 투자성과를 소비자와 금융회사 사이에 공유할 수 있는 장점이 있다. 반면, 계약기간이 길어져 적립금 규모가 증가하면, 수수료 부담도 크게 늘어나고 이로 인해 수익률에 부정적 영향을 줄 수 있다.

이에 비해 연금저축보험의 수수료는 보험상품과 동일한 선취방식을 적용한다. 이 방식에서는 납입원금(contribution)에서 수수료를 먼저 차감하기 때문에 투자금액이 $\text{‘납입원금} \times (1 - \text{수수료율})$ 로 축소된다. 선취는 후취와 달리 납입원금에서 수수료를 차감하기 때문에 투자수익률과 무관하게 계약시점에 수수료 규모가 확정될 수 있다. 선취방식은 계약 초기에 투자재원으로 투입되는 금액이 축소되기 때문에 일정 시점까지 수익률이 음(-)의 값을 가질 수 있지만, 장기간 계약이 유지되어 적립금 규모가 커지면, 수수료 부담이 크게 축소된다.

투자방식에서도 연금저축 상품 간 차이가 난다. 연금저축펀드는 실적배당형 상품으로 채권형, 혼합형, 주식형 등 다양한 위험자산에 투자함으로써 높은 수익률을 기대할 수 있다. 다만, 원금보장이 안되기 때문에 예금자보호 적용대상이 아니다. 연금저축신탁 상품의 경우 실적배당형이지만 채권형, 안정형(주식형 10% 미만)으로 운용된다.⁸⁾ 이에 비해 연금저축보험은 공시이율과 최저보증이율 중 높은 금리를 적용한다. 공시율은 시장금리와 보

8) 은행의 연금저축신탁상품 신규 판매는 2018년부터 중단되었다. 대신 은행 창구에선 보험사에서 만든 연금저축보험, 증권사에서 만든 연금저축펀드만 팔고 있다. 판매가 중단된 연금저축신탁은 원금이 보장되는 안정적인 상품이지만, 신규 자금이 더 이상 유입되지 않기 때문에 은행들이 관리를 소홀히 할 가능성도 제기된다(조선일보, 2018.12.14.).

험회사의 자산운용수익률을 가중평균하기 때문에 사후적으로 결정되지만, 최저보증이율은 계약시점에 확정된다. 즉, 납입원금에서 수수료를 선취하고 난 후 적립되는 보험료에 대해서는 공시이율 또는 최저보증이율에 해당하는 투자수익이 보장된다.

2. 데이터

가. 수익률

통합공시 사이트에서 2018년 상반기 기준 수익률을 공시한 연금저축상품(판매 중지 포함)은 모두 3,136개에 달한다. 판매이후 연평균 수익률은 최초 판매일로부터 조회시점(2018년 상반기)까지의 평잔원금⁹⁾ 대비 연평균 수익률이다. 이는 최초 판매일에 가입하여 20년간 매월 일정금액(30만원)을 납입했다고 가정한 경우의 수익률을 의미한다. 따라서, 공시 수익률은 일정한 가정에 따라 산출되었기 때문에 가입자별 실제 실현된 수익률과는 상이할 수 있다.

2018년 상반기 기준 공시되는 전체 개인연금저축상품(3,136개)의 수익률을 출시연도 기준으로 정리하면, <Table 3>과 같다. 전체 수익률은 상품별 적립금이나 유지전수로 가중 평균한 값이 아니라 단순 평균한 값이다. 단순 평균 수익률 -0.61%, 중위값 1.25%이다. 제5백분위수와 제95백분위수는 각각 -21.59%, 11.82%로 나타나 개별 상품 사이의 성과 차이가 크다.

9) 평잔원금은 적립금 형성에 기여한 수준을 고려하기 위해 납입원금에 기간별 가중치를 반영하여 평균한 금액을 말한다.

〈Table 3〉 Investment Return Rates by Sales Year(2018.6, total)

Table 3 summarizes the yields of all individual pension savings products (3,136) announced in the first half of 2018 based on the year of release. The total return is a simple average rather than a weighted average. Simple average return is -0.61%, median 1.25%. The fifth and 95th percentiles are -21.59% and 11.82%, respectively. There is a large difference in performance between individual products.

Year	N	mean	p5	p50	p95
2001	84	4.22	2.81	3.97	7.20
2002	14	3.99	2.77	3.94	7.01
2003	33	3.52	2.68	3.49	4.28
2004	14	3.11	2.42	3.25	3.65
2005	35	3.13	2.22	3.14	3.76
2006	41	3.01	1.95	3.13	3.63
2007	41	2.62	1.49	2.33	4.09
2008	36	2.48	0.81	2.42	6.06
2009	114	1.96	0.88	1.93	3.18
2010	48	1.72	0.76	1.58	3.15
2011	43	1.93	0.28	1.26	6.20
2012	78	1.35	-0.43	0.63	5.52
2013	224	2.66	-0.09	1.32	11.28
2014	331	3.80	-0.85	2.57	12.01
2015	530	3.84	-2.44	1.87	17.87
2016	496	1.49	-5.78	0.50	14.69
2017	664	-4.32	-22.99	-2.58	9.73
2018.6	310	-16.62	-52.42	-15.05	10.64
Total	3,136	-0.61	-21.59	1.25	11.82

Note: Authors calculate using the Financial Supervisory Service's disclosure data.

금융업권별로 출시연도별 누적 수익률을 비교하면, 〈Table 4〉~〈Table 7〉과 같다. 〈Table 4〉와 〈Table 5〉에서 보는 바와 같이 연금보험의 경우 생명보험 588개, 손해보험 549개에 달하는 상품의 수익률이 공시되어 있다. 이중 상당수는 상품개정으로 인해 판매중지된 상품이다. 생명보험과 손해보험 모두 2015~2018.6 수익률은 음(-)으로 나타났는데 이는 가입 초기 납입원금 기준으로 수수료를 부과하는 사업비 부과 방식에 기인한 것이다. 2015년 이후 출시된 상품건수가 많기 때문에 전체 상품의 단순평균 수익률도 음(-)으로 나타났다.

〈Table 4〉 Investment Return Rates by Sales Year(2018.6, life insurance)

As shown in 〈Table 4〉 and 〈Table 5〉, in case of pension insurance, 588 life insurance and 549 non-life insurance products are disclosed. Both life and non-life insurers showed a negative (-) return in 2015 ~ 2018.6 due to the method of imposing a fee based on the principal amount of the initial payment. Since the number of products launched after 2015 is high, the simple average return of all products is also negative (-).

Year	N	mean	p5	p50	p95
2001	26	4.50	3.51	4.30	6.87
2002	8	3.93	3.35	4.01	4.22
2003	16	3.67	2.68	3.73	4.19
2004	7	3.31	2.52	3.39	3.65
2005	20	3.32	2.98	3.31	3.71
2006	25	3.20	2.83	3.21	3.58
2007	7	2.86	2.32	2.85	3.51
2008	13	2.56	2.15	2.59	2.86
2009	44	2.00	1.55	1.99	2.38
2010	19	1.74	1.00	1.73	2.53
2011	6	0.90	0.69	0.89	1.25
2012	43	0.55	0.03	0.49	1.37
2013	45	0.47	-0.13	0.45	1.24
2014	20	0.07	-0.85	-0.14	1.45
2015	86	-1.33	-2.74	-1.39	0.30
2016	104	-3.05	-6.29	-2.77	-0.70
2017	64	-5.65	-10.03	-4.87	-2.15
2018.6	35	-19.36	-34.86	-18.66	-8.04
Total	588	-1.48	-10.96	-0.13	3.90

Note: Authors calculate using the Financial Supervisory Service's disclosure data.

〈Table 5〉 Investment Return Rates by Sales Year(2018.6, non-life insurance)

year	N	mean	p5	p50	p95
2001	23	4.67	3.82	4.33	5.27
2002	6	4.07	2.77	3.68	7.01
2003	15	3.40	2.57	3.44	4.39
2004	3	2.87	2.50	2.79	3.32
2005	13	2.92	2.17	3.00	3.91
2006	15	2.59	1.86	2.55	3.67
2007	21	2.29	1.49	2.31	3.39
2008	17	2.04	0.81	2.08	3.32
2009	54	1.63	0.39	1.57	2.81
2010	25	1.26	0.53	1.27	2.35
2011	27	1.04	0.26	1.18	2.15
2012	26	0.77	-0.49	0.73	2.36
2013	69	1.00	-0.13	0.93	2.22
2014	42	0.40	-0.85	0.36	1.86
2015	65	-1.12	-3.84	-1.04	1.16
2016	71	-2.43	-6.17	-2.22	0.38
2017	35	-3.20	-6.19	-3.23	-0.75
2018.6	22	-16.33	-27.70	-15.44	-6.23
Total	549	-0.20	-6.04	0.83	3.72

Note: Authors calculate using the Financial Supervisory Service's disclosure data.

〈Table 6〉는 1,963개의 증권/자산운용사 뮤추얼펀드에 대한 수익률 공시자료이다. 대부분의 상품이 2013년 이후 집중적으로 출시되었으며, 특히 주가가 상승세를 보인 2017년에 565개의 상품이 출시되어 마케팅 요인이 강하게 작용한 것으로 보인다. 전체 상품에 대한 단순평균 수익률은 -0.53%이고 중위값은 1.81%이다. 제5백분위수와 제95백분위수는 각각 -28.13%, 15.14%로 상품별 수익률 차이가 매우 크다. 2018년에 출시한 연금저축펀드상품의 경우 대부분 주식형/주식파생형/재간접형에서 두 자리 수 마이너스 수익률을 기록한 결과, 평균 수익률도 음수(-)로 나타났다.

〈Table 6〉 Investment Return Rates by Sales Year(2018.6, mutual fund)

〈Table 6〉 shows the return of 1,963 mutual funds for securities / asset management companies. The simple average return for all products is -0.53% and the median is 1.81%. The fifth and the 95th percentile are -28.13% and 15.14%, respectively. There is a large difference in performance between individual products.

year	N	mean	p5	p50	p95
2001	8	5.39	2.45	4.56	9.94
2003	1	3.44	3.44	3.44	3.44
2007	12	3.10	-0.18	2.33	10.10
2008	6	3.56	-0.27	3.36	7.13
2009	16	2.97	-0.44	2.89	5.90
2010	4	4.47	2.43	4.58	6.30
2011	10	4.97	1.37	4.12	14.41
2012	9	6.89	-0.82	4.35	19.88
2013	110	4.59	0.81	3.44	14.51
2014	269	4.61	-0.79	3.47	15.69
2015	379	5.86	-1.10	3.72	20.05
2016	321	3.83	-2.92	2.29	15.54
2017	565	-4.24	-24.41	-1.95	10.21
2018.6	253	-16.26	-53.35	-14.13	11.22
Total	1,963	-0.53	-28.13	1.81	15.14

Note: Authors calculate using the Financial Supervisory Service's disclosure data.

이에 비해 은행연금신탁은 〈Table 7〉에서 보는 바와 같이 2008년 이후 신규 출시된 상품이 없고 총 상품개수도 36개 수준이다. 2001~2007 판매된 상품의 단순평균 수익률은 3.16%이고 중위값은 3.08%이다. 원리금이 보장되는 안정형 신탁상품임에도 불구하고 제5백분위수(2.31%)와 제95백분위수(4.42%) 사이의 수익률 격차는 1.11%p에 달한다.

〈Table 7〉 Investment Return Rates by Sales Year(2018.6, bank trust)

The yield gap between the 5th percentile (2.31%) and the 95th percentile (4.42%) is 1.11% p, even though it is a stable trust product guaranteed by principal.

year	N	mean	p5	p50	p95
2001	27	3.24	2.59	3.24	3.97
2003	1	2.90	2.90	2.90	2.90
2004	4	2.93	2.42	2.94	3.43
2005	2	2.60	2.35	2.60	2.84
2006	1	4.42	4.42	4.42	4.42
2007	1	2.19	2.19	2.19	2.19
Total	36	3.16	2.31	3.08	4.42

Note: Authors calculate using the Financial Supervisory Service's disclosure data.

나. 수수료율

2018년 상반기 기준 수수료를 공시한 연금저축상품(판매 중지 포함)은 모두 3,080개로 수익률을 공시한 상품 개수보다 56개 적다. 공시된 수수료 수준(%)은 최초 판매일에 가입하여 20년간 매월 일정금액(30만원)을 납입하고, 이후 10년이 지나서 연금 수령을 가정한 값이다. 앞서 기술한 바와 같이 연금저축상품에 대한 수수료 부과방식이 납입원금 대비 선취와 적립금 대비 후취로 구분되기 때문에 원금 대비 수수료율(총 수수료의 합계÷총 납입원금의 합계)¹⁰⁾과 적립금 대비 수수료율(해당 연차의 연간 수수료÷해당 연차말 시점의 적립금)¹¹⁾을 모두 공시하고 있다. 그러나, 현실에서 펀드 수수료는 (투자원금+투자수익) 기준으로 후취하기 때문에 선취(납입원금 대비 수수료 부과) 가정의 수수료는 참고용에 불과하다.

〈Table 8〉은 2018.6 기준 공시된 3,080개 연금저축상품에 대해 납입원금 대비 수수료 수준을 경과기간별·금융업권별로 비교한 것이다. 모든 상품의 수수료 평균은 16.71%, 중앙값은 11.53%, 제5백분위수 3.77%, 제95백분위수 42.39% 수준이다. 경과기간별로 살

10) 최초판매일이 2003.7.1일 경우, 15년간의 원금 대비 수수료율은 [과거 15년간(2003.7.1~2018.6.30) 수수료의 합계÷[15년간(2003.7.1~2018.6.30) 납입원금의 합계로 산출된다.

11) 최초판매일이 2003.7.1일 경우, 15년간의 적립금 대비 수수료율은 15년차(2017.7.1~2018.6.30)에 발생한 연간 수수료÷[15년차 말 시점(2018.6.30.)의 적립금으로 산출된다.

퍼보면, 1년, 5년, 10년까지는 생명보험과 손해보험상품의 수수료 수준이 높지만, 15년 이후에는 은행신탁과 뮤추얼펀드의 수수료가 더 높아진다.

실제 납입원금 대비 수수료를 부과하는 보험상품 사이의 수수료를 비교하면, 대체적으로 생명보험보다 손해보험 상품 수준이 더 높다. 제5백분위수와 제95백분위수를 비교하면, 격차는 더 커진다. 이는 손해보험상품의 경우 개별 회사 간 연금저축에 대한 영업전략이 다르고 이에 따라 사업비 수준도 달리 책정하기 때문으로 보인다.

〈Table 8〉 Fee of Individual Pension Products by Sector(% of paid premium, 2018.6)

〈Table 8〉 compares the level of commission paid to the 3,080 pension savings products announced as of 2018.6 by the Elapsed period and the financial businesses. The commission average of all commodities is 16.71%, the median is 11.53%, the 5th percentile is 3.77%, and the 95th percentile is 42.39%.

Duration	Product	N	mean	p5	p50	p95
1 year	life	589	6.83	4.00	6.69	9.70
	non-life	548	7.23	3.00	6.46	12.55
	bank trust	36	0.75	0.57	0.75	0.86
	mutual fund	1,907	0.65	0.13	0.59	1.42
	total	3,080	3.01	0.17	0.93	9.97
5 years	life	589	6.82	4.00	6.69	9.70
	non-life	548	7.23	3.00	6.46	12.55
	bank trust	36	3.51	2.67	3.34	4.71
	mutual fund	1,907	3.10	0.57	2.85	6.41
	total	3,080	4.55	0.78	4.00	10.06
10 years	life	589	6.30	3.83	6.36	8.49
	non-life	548	6.92	3.00	6.44	10.99
	bank trust	36	6.10	4.40	5.99	8.68
	mutual fund	1,907	6.13	1.13	5.67	12.72
	total	3,080	6.31	1.52	5.98	11.73
15 years	life	589	5.69	3.68	5.54	7.56
	non-life	548	6.12	3.00	5.57	9.56
	bank trust	36	7.71	5.48	7.61	10.57
	mutual fund	1,907	9.20	1.73	8.53	18.64
	total	3,080	7.96	2.25	6.60	17.16

20 years	life	589	5.38	3.50	5.30	6.99
	non-life	548	5.72	3.00	5.16	8.87
	bank trust	36	9.35	7.12	9.09	12.64
	mutual fund	1,907	12.31	2.33	11.37	24.69
	total	3,080	9.78	2.85	7.62	22.79
30 years	life	589	5.73	3.80	5.59	7.33
	non-life	548	6.49	3.28	6.13	9.80
	bank trust	36	17.05	12.48	15.92	29.27
	mutual fund	1,907	23.03	4.35	21.26	46.30
	total	3,080	16.71	3.77	11.53	42.39

Note: Authors calculate using the Financial Supervisory Service's disclosure data.

〈Table 9〉는 적립금 대비 수수료 수준을 경과기간별·금융업권별로 비교한 것이다. 3,080개 상품의 수수료를 단순 평균한 값은 0.72%, 중앙값은 0.52%, 제5백분위수 0.02%, 제95백분위수 2.07% 수준이다. 경과기간별로 살펴보면, 1년, 5년까지는 생명보험과 손해보험상품의 수수료 수준이 높지만, 10년 이후에는 은행신탁과 뮤추얼펀드 수수료가 더 높아진다. 실제로 적립금 대비 수수료를 부과하는 은행신탁과 뮤추얼펀드를 비교하면, 신탁보다 펀드가 높고, 상품 사이의 격차도 펀드상품이 더 크다. 이는 은행신탁의 경우 원리금보장상품으로 채권형 비중이 대부분인데 비해 신탁상품은 주식형, 재간접형 등 주식편입 비율이 높아 펀드 보수도 높은 상품이 많기 때문으로 보인다.

〈Table 9〉 Fee of Individual Pension Products by Sector(% of asset, 2018.6)

〈Table 9〉 compares the level of the reserve to the commission level by the elapsed period and the financial business. The simple averages of commissions for 3,080 commodities are 0.72%, the median 0.52%, the 5th percentile 0.02%, and the 95th percentile 2.07%.

Duration	Product	N	mean	p5	p50	p95
1 year	life	589	7.24	4.09	7.06	10.54
	non-life	548	7.74	3.03	6.76	13.89
	bank trust	36	0.74	0.56	0.74	0.85
	mutual fund	1,907	0.62	0.02	0.56	1.41
	total	3,080	3.09	0.11	0.88	10.77
5 years	life	589	1.38	0.78	1.34	1.97
	non-life	548	1.45	0.58	1.29	2.57
	bank trust	36	1.16	0.81	1.1	1.43
	mutual fund	1,907	1.06	0.07	0.95	2.13
	total	3,080	1.19	0.19	1.11	2.29
10 years	life	589	0.49	0.29	0.45	0.7
	non-life	548	0.60	0.27	0.56	1.04
	bank trust	36	0.89	0.51	0.885	1.39
	mutual fund	1,907	1.06	0.09	0.99	2.18
	total	3,080	0.87	0.18	0.69	2.01
15 years	life	589	0.26	0.18	0.24	0.35
	non-life	548	0.25	0.16	0.22	0.42
	bank trust	36	0.65	0.48	0.64	1.09
	mutual fund	1,907	1.07	0.09	1	2.21
	total	3,080	0.77	0.15	0.51	2.02
20 years	life	589	0.19	0.13	0.17	0.25
	non-life	548	0.17	0.11	0.16	0.3
	bank trust	36	0.67	0.49	0.64	1.1
	mutual fund	1,907	1.08	0.09	1	2.22
	total	3,080	0.75	0.11	0.51	2.03
30 years	life	589	0.05	0.02	0.03	0.05
	non-life	548	0.08	0.03	0.04	0.15
	bank trust	36	0.68	0.49	0.65	1.12
	mutual fund	1,907	1.10	0.09	1.02	2.26
	total	3,080	0.72	0.02	0.52	2.07

Note: Authors calculate using the Financial Supervisory Service's disclosure data.

다. 연금저축펀드 투자유형별 수수료와 수익률

수익률을 공시하는 연금저축펀드 개수는 1,963개에 달할 정도로 방대한데, 이들은 각기 위험수준이 다르다. 이론적 측면에서 보면 위험을 많이 감내한 상품일수록 더 많은 수익을 기대할 수 있고 관련 비용도 더 많이 소요될 것이다. <Table 10>은 2018.6 기준 연금저축펀드의 투자유형별 수수료(1년 경과 시점)와 수익률 수준을 비교한 것이다.

<Table 10> Net Returns of Mutual Fund by Investment Type(2018.6)

<Table 10> compares the commission rate (at the end of one year) and the level of return for each investment type of the pension fund as of 2018.6.

(Unit: %)

Type	Fees	Return		Number	Share
		mean	p50		
Money Market Fund	0.15	1.42	1.37	39	2.0
Real Estate	0.75	5.49	5.29	11	0.6
Real Estate Derivatives	0.18	2.38	2.38	2	0.1
Fund of Funds Derivatives	0.63	-18.68	-23.49	11	0.6
Fund of Funds	0.47	0.02	1.46	591	30.1
Euity Derivatives	0.62	-9.95	2.50	71	3.6
Euity	0.86	-1.46	2.88	741	37.7
Bond	0.25	1.31	1.60	160	8.2
Special Asset	0.71	2.24	0.74	13	0.7
Special Asset Derivatives	0.71	-9.95	-4.38	7	0.4
Mixed Asset	0.52	3.25	3.74	20	1.0
Mixed Asset Derivatives	0.36	0.94	0.94	1	0.1
Mixed Equity Derivatives	0.73	-2.35	-3.52	22	1.1
Mixed Equity	0.74	1.97	2.60	87	4.4
Mixed Bond Derivatives	0.47	1.22	1.22	2	0.1
Mixed Bond	0.49	2.57	1.90	185	9.4
Total	0.62	-0.53	1.81	1,963	100.0

Note: Fees are based 1 year later charged to asset.

16개 투자유형별 1,963개 연금저축펀드 상품의 1년 경과 시점 수수료 평균 수준은 0.62%이고, 이들 상품의 수익률 평균은 -0.53%로 공시되었다. 투자유형별 수익률과 수수료 사이의 상관계수는 -0.2677으로 나타나 음(-)의 관계가 확인되었다. 그러나, 다른 변수를 통제한 상태에서 수수료가 수익률에 부정적 영향을 주었는지에 대한 검증은 쉽지 않다. 회귀분

석을 위해서는 상품별로 상이한 위험이 수익률에 미친 영향을 배제하기 위해 위험조정수익률을 산출할 수 있어야 하는데 공시된 자료에서는 이를 산출할 수 없다. 아울러 상품별로 투자기간에 상응하는 수익률과 수수료 수준도 필요한데, 현행 연금포털 통합공시자료의 수수료 파일과 수익률 파일 사이에 상품명이 일치하지 않아 이 작업을 수행하기도 어렵다.

다만, 투자유형별 상품건수 비중을 보면, 주식형이 37.7%로 가장 높고, 그 다음 재간접형이 30.1%로 나타나 수수료 수준이 높은 주식형과 재간접형 비중이 67.8%에 달한다. 수수료 수준이 높은 주식형과 재간접형 중심의 상품 구성이 수익률에 부정적 영향을 주었을 것으로 추정된다.

3. 실증분석

가. 기초통계

앞서 살펴본 바와 같이 연금저축상품은 크게 투자위험에 따라 원리금보장형과 실적배당형으로 구분되고, 수수료 부과방식에 따라 선취형과 후취형으로 구분된다. 따라서, 특성이 서로 다른 상품에 대해 수수료가 수익률에 미친 영향을 분석하는 것은 여러 가지 오해의 소지가 있다. 특히, 수수료 부과방식의 차이로 인해 수익률은 경과기간과도 관련되어 있다. 이런 복잡한 점을 감안하여 여기서는 최대한 동일한 기준으로 비교 가능한 범위 내에서 수수료와 수익률 사이의 관계를 분석하고자 한다. 이를 위해 우선적으로 사업비 부과방식이 동일한 생명보험상품과 손해보험상품, 그리고 신탁과 펀드상품으로 구분하였다. 또한, 15년 이상 가입(적립기간 5년+인출기간 10년)해야 하는 연금저축상품의 특성을 감안하여 판매 이후 12~17년 경과한 상품으로 대상을 한정하였다. 이들 조건을 만족시키는 상품은 2001년부터 2006년에 판매된 221개이다(〈Table 11〉). 전체 상품을 업권별로 보면, 생명보험상품이 102개로 가장 많고, 손해보험상품 75개, 뮤추얼펀드 9개, 은행신탁 35개로 구성되어 있다.

납입원금 대비 15년 누적 수수료 수준은 생명보험이 평균 7.04%, 중위값 6.52%, 제5백분위수 4.68%, 제95백분위수 11.09%인데 비해 손해보험은 평균 8.51%, 중위값 9.06%, 제5백분위수 4.79%, 제95백분위수 9.81%이다. 손해보험상품의 수수료 수준이 생명보험보다 평균 1.0%p 이상 높다.

221개 상품에 대한 명목수익률 평균은 3.63%이며, 초과수익률은 1년만기 정기예금 대비 0.30%p, 소비자물가상승률 대비 1.35%p로 나타났다. 명목수익률은 생명보험(3.69%)과 손해보험(3.58%) 간 거의 유사한 수준으로 나타났다. 다만, 회사 간 수익률 편차는 손해보험(1.32%)이 생명보험(0.75%)이 더 크다. 1년만기 정기예금 대비 초과수익률은 신탁(-0.24%)을 제외하고 생명보험(0.40%), 손해보험(0.26%), 펀드(1.70%)는 모두 양(+)으로 나타났다. 다만, 모든 권역의 제5백분위수 상품은 1년만기 정기예금에도 못 미치는 저조한 수익률을 보였다.

〈Table 11〉 Summary Statistics for Investment Return Rates(2018.6)

The pension products analyzed were 221 sold in 2001-2006. The total number of life insurance products is 102, and there are 75 non-life insurance products, 9 mutual funds, and 35 bank trusts.

	Variable	N	mean	S.D.	p5	p50	p95
Life	Cost	102	7.04	2.10	4.68	6.52	11.09
	Nominal rate	102	3.69	0.75	2.52	3.53	4.67
	Excess rate(deposit)	102	0.40	0.67	-0.31	0.27	1.18
	Excess rate(CPI)	102	1.41	0.77	0.44	1.34	2.35
Non-life	Cost	75	8.51	1.50	4.79	9.06	9.81
	Nominal rate	75	3.57	1.32	1.86	3.41	5.24
	Excess rate(deposit)	75	0.26	1.24	-1.16	0.14	1.75
	Excess rate(CPI)	75	1.30	1.33	-0.51	1.22	2.92
Mutual fund	Cost	9	12.82	7.57	4.32	12.14	23.40
	Nominal rate	9	5.17	2.74	2.45	3.44	9.94
	Excess rate(deposit)	9	1.70	2.73	-1.04	0.14	6.45
	Excess rate(CPI)	9	2.86	2.74	0.13	1.23	7.62
Bank trust	Cost	35	7.70	1.14	5.35	7.65	10.20
	Nominal rate	35	3.19	0.51	2.31	3.11	4.42
	Excess rate(deposit)	35	-0.24	0.51	-0.90	-0.35	0.98
	Excess rate(CPI)	35	0.91	0.47	0.27	0.82	1.91
Total	Cost	221	7.88	2.56	4.32	7.47	10.81
	Nominal rate	221	3.63	1.13	1.86	3.43	5.23
	Excess rate(deposit)	221	0.30	1.08	-0.82	0.15	1.74
	Excess rate(CPI)	221	1.35	1.14	1.67	1.23	2.91

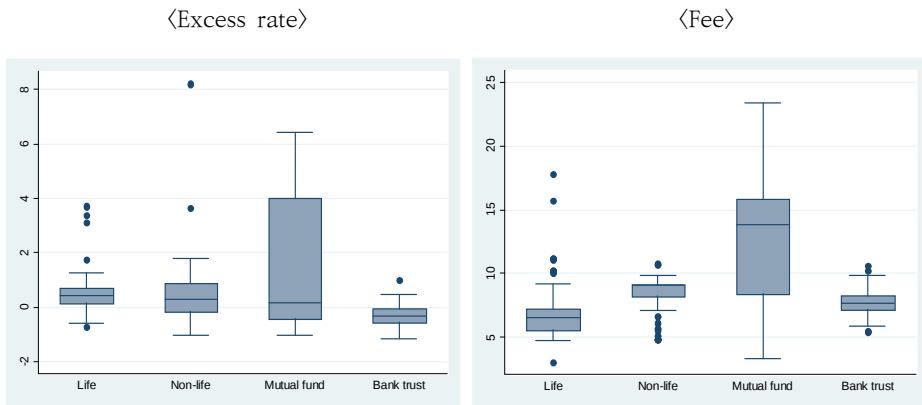
Notes: 1) Excess rate(deposit)=Nominal rate-1 year deposit rate

2) Excess rate(CPI)=Nominal rate-Inflation rate

2001~2006년 판매된 상품의 초과수익률(명목수익률-1년만기 정기예금금리)과 납입원금 대비 수수료 수준을 업권별로 비교하면 <Figure 1>과 같다. 동일한 자산배분유형(원리금보장형)과 수수료 부과방식(선취)을 적용하는 생명보험과 손해보험 상품 사이에도 초과수익률과 수수료 분포가 달리 나타난다. 대체적으로 수익률은 손해보험상품이 더 넓은 분포를 보이는데 비해 수수료는 생명보험상품이 더 넓은 분포를 보인다. 위험 및 수수료 측면에서 보험사 상품과 자산운용사 상품/은행상품을 직접 비교하기 어렵기 때문에 여기서는 참고용으로만 활용하기로 한다.

<Figure 1> Distribution of Investment Return Rate and Fee by Sector

This is the result of comparing the excess returns (nominal rate of return - 1-year maturity deposit interest rate) and commission levels compared to the principal amount paid during 2001 ~ 2006.



본 연구에서는 보험상품 177개(생명보험 102개, 손해보험 75개)에 국한하여 수수료가 수익률에 미친 영향을 실증분석하기로 한다. 이는 수익률에 영향을 주는 요인으로 자산배분과 수수료 수준을 모두 고려(고광수, 2014; Munnell et al., 2015)해야 하는데, 데이터 제약으로 이를 감안할 수 없기 때문이다. 신탁 및 펀드상품의 경우 실적배당형이므로 상이한 위험이 수익률에 미친 영향을 배제하기 위해 위험조정수익률을 사용해서 추정하지만, 통합공시 자료에서는 펀드 상품별로 자산배분, 수익률, 수수료 정보를 연계하여 파악할 수

없다. 따라서 금리연동형으로 원리금보장형이며 선취 방식으로 수수료를 부과하는 보험상품에 한정하여 수수료가 수익률에 미친 영향을 파악하기로 한다.

이와 관련된 주요 변수 및 측정 방법을 정리하면 <Table 12>와 같다. 종속변수는 명목 수익률(NR), 설명변수는 수수료율($Cost$), 소속 업권 유형($Sector$), 출시 연도($Year$)이다. 수수료율과 수익률 간 관계가 업권별로 다른지 확인하기 위해 수수료와 업권 교차항($Cost \times Sector$)도 감안하였다.

<Table 12> Definition of Variables

Variables		Definition
Dependent variables	NR	Annual rate of return(nominal return rate)
	$Cost$	(Total cost for 15 years/Total paid premium for 15 years) $\times 100$
Independent variables	$Sector$	Company group dummy 1: Non-life insurance company 0: Life insurance company
	$Cost \times Sector$	Intersection term
	$Year$	Year 2001(reference group) Year 2002(1: 2002, 0: Otherwise) Year 2003(1: 2003, 0: Otherwise) Year 2004(1: 2004, 0: Otherwise) Year 2005(1: 2005, 0: Otherwise) Year 2006(1: 2006, 0: Otherwise)

회귀분석에 사용된 변수에 대한 기초통계는 <Table 13>과 같다. 연금저축상품의 15년 평균수익률의 평균값은 3.64%이고, 최저값은 1.86%, 최대값은 11.72%로 상품 간 격차가 크다. 수수료 역시 평균값은 7.67%이나, 최저 4.68%, 최대 17.84%로 상품 간 차이가 크다. 전체 표본 중 손해보험회사 상품이 차지하는 비중은 42%이다.

〈Table 13〉 Summary Statistics

Variable	N	mean	S.D.	Min	Max
Nominal rate	177	3.64	1.03	1.86	11.72
Cost	177	7.67	2.01	4.68	17.84
Non-life Company	177	0.42	0.50	0	1
Year: 2001	49	0.28	0.50	0	1
Year: 2002	14	0.08	0.50	0	1
Year: 2003	31	0.17	0.50	0	1
Year: 2004	10	0.06	0.50	0	1
Year: 2005	33	0.19	0.50	0	1
Year: 2006	40	0.22	0.50	0	1

나. 상관분석

〈Table 14〉은 실증분석에 사용된 주요 변수들 간 피어슨 상관계수를 측정한 것이다. 수익률과 사업비율 사이에 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났으나, 통계적으로 유의하지는 않다. 수익률과 손해보험상품 사이에는 음(-)의 관계가 존재하지만, 역시 통계적으로 유의하지는 않다. 사업비율과 손해보험상품 사이에 정(+)의 관계가 존재하며 통계적으로도 유의하다. 한편, 연도변수는 명목수익률, 수수료, 수수료와 업권 간 교차항과 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보인다.

〈Table 14〉 Person Correlation

	<i>NR</i>	<i>Cost</i>	<i>Sector</i>	<i>Cost</i> × <i>Sector</i>	<i>Year</i>
<i>NR</i>	1				
<i>Cost</i>	0.0570	1			
<i>Sector</i>	-0.0563	0.3633***	1		
<i>Cost</i> × <i>Sector</i>	-0.0423	0.7225***	0.8913***	1	
<i>Year</i>	-0.6020***	-0.3770***	-0.0798	-0.2051***	1

Note: ***, **, * represent the significance at the 1%, 5%, 10% level, respectively.

설명변수들 사이의 다중공선성 문제를 확인하기 위해 분산팽창계수(VIF: Variance Inflation Factor)를 추정하였다. 그 결과 각 변수들의 VIF가 모두 1.6보다 작게 나타났으

며 평균값도 1.34로 나타나 다중공선성이 우려되는 수준은 아닌 것으로 판단하였다. 다음 절에서 이러한 상관관계를 다변량 회귀모형을 통해 검증한다.

다. 회귀모형

본 연구에서는 수수료와 수익률 사이의 관계를 동일한 기준으로 측정하며, 원리금보장으로 비교가 가능한 연금저축보험상품에 한정하여 회귀분석한다. 수수료율 외에 통제변수로서 업권(생명보험 vs. 손해보험), 수수료 수준과 업권 간 상호효과, 상품출시 연도를 고려하였다. 구체적인 회귀모형은 다음과 같이 세 개(모형 1-모형 3)로 설정하였다.

$$\text{모형 1: } NR_i = \beta_0 + \beta_1 Cost_i + \beta_{2-6} Year_i + \epsilon_i \quad (1)$$

위 식 (1)에서 NR_i 는 i 상품의 판매(2001~2006년) 이후 2018.6까지 연평균 누적 명목 수익률이다. $Cost_i$ 는 i 상품의 누적 납입원금 대비 15년 누적 수수료 비중이며, $Year_i$ 는 i 상품이 출시된 연도(2001~2006년)이며, ϵ_i 는 오차항이다.

$$\text{모형 2: } NR_i = \beta_0 + \beta_1 Cost_i + \beta_2 Sector_i + \beta_{3-7} Year_i + \epsilon_i \quad (2)$$

위 식 (2)는 모형 1에 업권 변수 $Sector_i$ 를 추가한 것이다. 업권 변수는 수익률 수준이 생명보험회사와 손해보험회사 간 차이가 나는지 확인하기 위한 것으로 이항변수(0: 생명보험, 1: 손해보험)이다.

$$\text{모형 3: } NR_i = \beta_0 + \beta_1 Cost_i + \beta_2 Sector_i + \beta_3 Cost_i \times Sector_i + \beta_{4-8} Year_i + \epsilon_i \quad (3)$$

(3) 식은 (2) 식에 업권과 수수료 상호작용 항($Cost \times Sector$)을 추가하였다. 이는 수수료 수준과 수익률 간 관계가 업권별로 다른지 확인하기 위한 것이다.

라. 분석결과

세 개의 모형을 추정한 후 이분산성이 존재하는지 검정한 결과 모형 모두 귀무가설을 기각할 수 없어 동분산성을 가정하고 최소제곱(OLS) 방법으로 추정하였다. <Table 15>는

(모형 1)-(모형 3)에 대한 추정결과이다. 모든 모형에서 명목 수익률과 수수료 사이에 음(-)의 관계가 나타났으며, 통계적으로도 유의하다.

먼저 (모형 1)의 추정에서는 회귀계수가 -0.105로 나타났으며 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하다. 이는 수수료가 1%p 높은 연금저축상품은 수익률이 0.105%p 낮음을 의미한다. (모형 2)에서 업권 변수를 추가하면, 수수료 계수는 -0.096으로 낮아지지만, 여전히 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하다. 업권에 대한 회귀계수는 -0.086으로 추정되었으나, 통계적 유의성이 낮아 양 업권 수익률의 유의한 차이는 없는 것으로 나타났다.

(모형 3)에서 업권과 수수료 간 교차항을 포함시키면, 수수료에 대한 회귀계수는 -0.074로 낮아지지만, 유의수준 10%에서 통계적으로 유의하다. 상호작용 변수의 추정계수는 -0.073으로 나타났으나, 통계적으로 유의하지 않아 업권 간에 수수료 변수의 기울기 차이는 없다고 판단된다.

한편, 연도 더미의 경우 모두 음(-)의 값으로 추정되었으며 유의수준 1%에서 통계적으로도 유의하다. 이는 채권 중심으로 투자되는 보험회사 금리연동형 저축보험이 2001년 대비 2002~2006년 금리가 하락함에 따라 공시이율도 하락한 결과로 보인다. 이상의 분석 결과는 선취 수수료가 높은 연금저축보험상품이 수수료가 낮은 연금저축보험상품에 비해 수익률이 낮다는 점을 의미한다.

〈Table 15〉 Regression Results of Investment Return

In all models, a negative (-) relationship is found between nominal returns and commissions, and statistically significant.

	Model 1	Model 2	Model 3
Cost	-0.105*** (0.0320)	-0.096*** (0.035)	-0.074*** (0.041)
Sector		-0.086 (0.131)	0.509 (0.614)
Cost × Sector			-0.073 (0.074)
Year 2002	-0.622** (0.242)	-0.623** (0.242)	-0.601** (0.187)
Year 2003	-1.138*** (0.185)	-1.129*** (0.186)	-1.108*** (0.187)
Year 2004	-1.492*** (0.278)	-1.499*** (0.279)	-1.4611*** (0.281)
Year 2005	-1.611*** (0.189)	-1.602*** (0.190)	-1.574*** (0.192)
Year 2006	-1.795*** (0.180)	-1.788*** (0.180)	-1.755*** (0.183)
Constant	5.484*** (0.303)	5.538*** (0.315)	5.274*** (0.356)
Number of observation	177	177	177
Adj R-squared	0.4033	0.4251	0.4284
$H_0 : all \beta_i = 0$, $F(p)$ value	20.82 (0.0000)	17.85 (0.0000)	15.74 (0.0000)

Note: 1) ***, **, * represent the significance at the 1%, 5%, 10% level, respectively.

2) The numbers in parentheses represent the standard error of the coefficient estimation.

IV. 해외 사례 분석

개인연금 수익성 개선을 위해서는 소비자에 대한 정보 제공을 강화하고 적극적인 선택을 유도하여 개인연금 상품 간 수익률 경쟁을 촉진하는 것이 중요하다. 현재 개인연금 가입자가 각 금융회사 개인연금 상품의 수익성을 비교할 수 있도록 업권별 협회 등을 통해 수익률 비교 공시가 이루어지고 있고, 개인연금 가입자가 자유롭게 금융기관을 변경할 수 있도록 하는 제도적인 노력들이 이루어지고 있다. 또한 최근 감독당국은 금융소비자 관점의 정보제공을 위해 금융상품에 공통적으로 적용될 수 있는 표준 서식 및 공통 지표(factor) 마련을 추진 중이다(금융감독원, 2019). 본 절에서는 개인연금에 대한 적극적인 정보 제공을 통해 소비자들이 더 나은 선택을 할 수 있도록 유도하는 해외사례를 살펴보고자 한다.

1. 독일 리스터 연금(Riester Pension)

2001년 독일은 공적연금의 급여수준을 하향 조정하면서 줄어든 급여수준을 개인연금을 통해 보완할 수 있도록 보조금이 지급되는 리스터 연금(Riester Pension) 제도를 도입하였다. 리스터 연금은 공적연금의 급여 수준 하락을 보완하기 위한 제도이기 때문에 가입 대상은 공적연금 가입자를 대상으로 한다. 정부의 지원을 받는 리스터 연금은 정부에서 정한 승인기준을 충족해야 하며, 전통적 연금보험, 펀드연계형 연금보험, 리스터 펀드저축계획, 은행저축계획, 자가주택연금 등 다섯 가지 종류의 상품이 판매되고 있다.

리스터 연금 도입 이후 공적연금을 보충하기 위한 사적연금 가입률은 크게 증가하였다. 2002년 공적연금 이외에 한 가지 이상의 보충적 사적연금을 가입한 가구의 비중은 26%에 불과하였으나 리스터 연금의 확대로 2009년에는 55%까지 증가하였다(정원석 외, 2017). 이러한 긍정적 효과로 인해 우리나라에서도 개인연금에 대해 보조금을 지급하거나 세제지원을 강화할 필요가 있다는 주장이 제기되고 있다.¹²⁾ 그러나 리스터 연금은 낮은 수익률

12) 김재호(2013)는 리스터연금과 같은 보조금 지급이 도입될 경우 개인연금 가입과 유지에 긍정적인 효과가 있음을 보였으며, 정원석(2018)은 저소득층의 가입유인 제고를 위한 세제혜택 개선을 주장하였다.

과 높은 수수료에 대한 비판이 제기되어 왔으며, 정부는 이에 대한 대응 방안으로 리스터 연금 승인 기준에 수수료 및 비용 등에 대한 정보를 제공하도록 하고 있다.

또한, 리스터 연금은 독립적인 기관에 의해 매년 상품이 평가되고 우수한 상품으로 선정된 상품들이 공개되고 있다. 리스터 연금 상품을 평가하는 대표적인 기관은 연금 및 재정 계획 연구소(Institut für Vorsorge und Finanzplanung, 이하 IVFP)이다. IVFP는 2001년 설립된 독립 연구기관으로 대학교수, 회계사, 보험계리사 등으로 구성되어 있다.¹³⁾ 리스터 연금 평가는 수익과 비용이 가장 중요한 비중을 차지하며 서비스의 질, 유연성, 투명성 등을 포함한 84개의 평가 기준을 활용한다. 예를 들어 사업비의 투명성 항목은 각 사업비 항목이 잘 구분되어 있고 투명한 경우 10점을 부여하고 각 사업비 항목별 구분이 불명확한 경우 0점을 부여한다.

IVFP는 리스터 연금 상품의 수익률에 영향을 미칠 수 있는 수수료 수준에 대해서도 점수를 부여하고 있다. 독일 리스터 연금의 평균적인 신계약비율(신계약비/보험료) 수준은 약 4%로 알려져 있으며¹⁴⁾ 평균적인 수준의 신계약비율을 부과하는 경우 7점을 획득하게 된다. 신계약비율이 2.62%보다 낮은 경우 만점인 10점을 부여하는 반면, 신계약비율이 10.31%를 초과할 경우 점수를 부여하지 않는다(IVFP, 2017).

〈Table 16〉 IVFP Acquisition Cost Rating Criteria

	Acquisition cost/ Premium Sum		Acquisition cost/ Premium Sum
10 point	less than 2.62%	4 point	5.61%~5.97%
9 point	2.62%~3.28%	3 point	5.98%~6.64%
8 point	3.29%~3.92%	2 point	6.65%~6.91%
7 point	3.93%~4.53%	1 point	6.92%~10.31%
6 point	4.54%~5.06%	0 point	more than 10.31%
5 point	5.07%~5.60%		

Source: IVFP(2017).

13) 리스터연금 테스트 결과를 제공하는 곳으로는 독일 서비스 품질 연구소(Institut für Service-Qualität), Franke & Bornberg 등이 있다.

14) <https://www.testsieger-berichte.de>

IVFP는 2017년 7월 31개 보험회사의 리스터 연금을 대상으로 전통형, 전통형 플러스, 인덱스형 등 다섯 가지 유형의 상품에 대해 테스트를 실시하고 평가결과 상위 3개 회사를 발표하였다. 전 유형에 걸쳐 최고 등급으로 평가된 Allianz는 자사 홈페이지를 통해 평가 결과를 홍보하고 있다.

리스터 연금 사례와 같이 독립된 기관을 통한 사적연금 상품 간의 평가 결과를 공개하는 것은 다양한 유형의 수많은 상품 중 선택의 문제에 직면해 있는 소비자에게 적절한 정보를 제공하는 방안이 될 것이다. 아울러 상품을 제공하는 보험회사도 우수한 평가 결과를 얻고자 수익률 향상과 서비스 품질 개선을 위해 노력할 것이다.

2. 스웨덴 수익연금(Premium Pension)

스웨덴은 1990년대부터 공적연금 재정 안정화를 위한 개혁을 추진하였고, 공적연금의 보완수단으로써 사적연금개혁을 병행하였다. 공적연금은 최저연금 수준을 보장하는 보증연금(Guarantee Pension), 명목확정기여방식(Notional Defined Contribution)의 소득연금(Income Pension), 수익연금(Premium Pension) 등으로 기능을 분산하였으며 이중 수익연금은 사적연금시장을 활용한 연금제도로써 공적연금 보험료인 소득의 18.5% 중 소득연금에 적립되는 16%를 제외한 급여의 2.5%를 개인저축계정에 적립하여 본인 책임하에 투자하도록 하는 제도이다(류진식, 2012).

수익연금은 개인이 직접 민간펀드를 선택할 수도 있고 국가가 운영하는 펀드인 AP7에 투자할 수 있으며, 펀드 교체가 언제든지 가능하고 교체 시 수수료가 부과되지 않도록 하고 있다. 개인은 최대 5개의 펀드를 선택할 수 있으며, 2013년 기준 850개의 펀드상품이 판매되고 있다(Brüggen and Böhnke, 2017). 수익연금의 수익성은 어떤 펀드를 선택하느냐에 따라 달라질 것이기 때문에 펀드 선택의 문제가 중요해진다.

스웨덴의 수익연금은 소비자들이 펀드상품의 비교 선택을 원활히 하기 위해 매년 운용결과와 비용에 대한 상세 내역을 제공하도록 하는 오렌지 봉투(Orange Envelope) 제도를 운영하고 있다. 오렌지 봉투는 공적연금 총 적립액과 은퇴 시 지급받을 수 있는 예상 연금수령액, 지난 1년간의 기여금 및 운용결과, 은퇴시점에 대한 진단 등 개인의 전반적인

공적연금 가입 현황을 보여주며, 수익연금 펀드에 대한 정보는 별도의 페이지에서 제시된다. 수익연금과 관련해서는 가입한 펀드의 포트폴리오, 수익률, 수수료 수준이 제시되며, 개인은 이러한 정보를 펀드 선택에 활용하게 된다. Brüggen and Böhnke(2017)에 따르면 오렌지 봉투는 수익연금 가입자가 펀드를 변경하는 데 가장 영향력이 큰 것으로 나타났다.¹⁵⁾ 한편, 수익연금에 대한 정보를 눈에 잘 띄는 오렌지색 봉투에 담아 배송하는 것은 봉투가 투자자의 주의를 환기시켜 가입자로 하여금 내용을 파악하도록 유인한 것으로 행동경제학적 의도에서 비롯된 정책이다(Cronqvist et al., 2018).

한편 수익연금 펀드를 관리하는 스웨덴 연금청(Pension Agency)은 펀드 규모에 따라 운용수수료(Fund Administration Fee)의 일부를 가입자에게 환급해주는 제도인 Price Reduction model을 운영함으로써 가입자의 수수료 부담을 완화하고 있다.¹⁶⁾

V. 요약 및 향후 과제

개인연금저축상품은 적립금, 판매 규모, 세제혜택 등을 감안하면 그 역할이 적지 않다. 세제혜택에 힘입어 신규 가입자가 지속적으로 존재하고, 연금계좌 이전제도(연금저축 상호 간,¹⁷⁾ IRP→연금저축¹⁸⁾)도 실시되고 있기 때문에 연금저축상품에 대한 투자성과 정보는 매우 중요하다. 이에 본 논문에서는 제한된 금융감독원 공시 정보를 활용하여 연금저축상품의 성과를 분석하였으며, 주요 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 2018년 상반기 기준 판매 후 12~17년 경과된 상품(n=221)의 장기수익률을 분석한 결과, 명목수익률 평균값은 3.63%로 나타났다. 이는 1년만기 정기예금금리와 소비자물가상승률 대비 0.30%p, 1.35%p 높은 수치이다. 분포를 보면, 명목수익률의 제5백분위수 1.86%, 제95백분위수 5.23%로 상품 사이의 격차가 크게 나타났다. 또한, 모든 업권

15) 설문조사에서 오렌지 봉투를 통해 펀드 정보를 전달하는 것이 펀드 변경에 영향을 주었다고 응답한 비중은 약 22%로 나타났다(중복 응답 가능). 이는 재무설계사(financial advisor) 약 21%, 지인(가족, 친구, 직장동료) 약 16%보다 높은 수준이다.

16) Sweden Pension Agent(2017).

17) 연금저축 사이의 계좌이동은 2001년 3월부터 허용되었다.

18) IRP에서 연금저축으로 계좌이동은 2016년 6월부터 허용되었다.

의 제5백분위수에 속하는 상품은 1년만기 정기예금 금리보다 낮은 수익률을 보였다.

둘째, 상품특성이 유사한 연금저축보험상품($n=177$)에 국한하여 수수료와 수익률 간 회귀분석 한 결과, 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 즉, 업권과 출시 연도를 통제 한 상태에서도 수수료가 1%p 높은 상품은 명목 수익률이 -0.074% 낮은 것으로 나타났다. 따라서, 수수료율에 대한 정보는 소비자에게 매우 중요하다고 볼 수 있다.

셋째, 연금저축 가입자는 자유롭게 금융기관을 변경할 수 있기 때문에 성과가 좋은 상품으로 교체함으로써 수익률을 높일 수 있다. 수수료 수준과 수익률은 관련성을 갖기 때문에 수수료는 상품 선택에 중요한 정보가 될 수 있다. 따라서 정책당국은 독일과 같이 수수료 수준을 반영한 연금상품 평가 결과를 제공하거나, 스웨덴의 사례와 같이 소비자가 이해하기 쉽도록 수익률 및 수수료 정보를 전달하고 펀드 수수료 부담을 낮추고자 노력할 필요가 있다.

가입자가 더 높은 수수료를 지급하고 보험상품을 선택하는 것은 해당 보험회사가 그만큼 더 나은 서비스와 우수한 성과를 제공할 것으로 기대하기 때문이다. 따라서, 더 높은 수수료를 부과한 보험회사는 더 높은 수익률을 제공해야 할 것이다. 그러나, 본 연구를 통해 현실에서는 그렇지 못한 것으로 나타났으며, 이에 대한 개선이 필요함을 지적하였다. 이것이 이 논문의 정책적 기여이며 선행연구와의 차별성이다.

본 연구는 자료의 제약으로 연금저축보험에 국한하여 수수료가 수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 아쉽게도 최근 상품 출시가 급증하고 있는 연금저축펀드에 대한 분석은 이루어지지 못하였다. 향후 펀드상품에 대해서도 수수료와 수익률 사이의 관계에 대한 분석이 이루어져야 할 것이다. 아울러, 왜 수수료가 더 높은 연금저축상품이 더 나은 투자성과를 가입자에게 귀속시키지 못하였는지에 대한 연구도 필요하다.

참고문헌

- 고광수 (2014), “운용 및 판매보수와 주식형 펀드의 성과”, **재무관리연구**, 제31권 제4호, pp. 129-150.
- (Translated in English) Ko, K. (2014). “The Effects of Management and Sales Fees on Equity Fund Returns”, *The Korean Journal of Financial Management*, 31(4): 129-150.
- 국세청 (2018), **2018 국세통계연보**.
- (Translated in English) National Tax Services (2018). *2018 Statistical Yearbook of National Tax*.
- 근로복지공단 (2017), **중소영세사업장 소속 근로자의 수급권 강화를 위한 퇴직연금 시장 구조 개선방안**, 연구용역 보고서.
- (Translated in English) Korea Workers' Compensation & Welfare Service (2017). *Improvement of Retirement Pension Market Structure to Strengthen Vest of Workers in small-sized enterprises*.
- 금융감독원 (2012), “연금저축”, **금융소비자 리포트**, 제1호.
- (Translated in English) Financial Supervisory Services (2012). Individual Pension Products, *Financial Consumer Reports*.
- 김재호 (2013), “개인연금 가입결정과 유지요인에 관한 분석”, **보험금융연구**, 제24권 제4호, pp. 3-29.
- (Translated in English) Kim, J. (2013). “A Study on the Determinants of Purchasing and Preserving the Private Pension - the effect of firm's subsidy for contribution on employee's private pension-”, *Journal of Insurance and Finance*, 24(4): 3-29.
- 류건식 (2012), “복지국가 스웨덴의 연금개혁과 시사점”, **KiRi Weekly**, 2012.7.9.
- (Translated in English) Ryu, K. (2016). “Pension Reform in Sweden and Implications”, *KiRi Weekly*, 2012.7.9.

이경희 (2016), “연금저축상품 장기 투자성과 분석: 비교공시 자료를 중심으로”, **KiRi Weekly**, 2016.7.4

(Translated in English) Lee, K. (2016). “Long-term Investment Performance of Individual Pension Products”, *KiRi Weekly*, 2016.7.4.

정원석·강성호·마지혜 (2017), **저소득층 노후소득 보장을 위한 공사연계연금 연구**, 보험연구원.

(Translated in English) Jung, W., S., Kang and J., Ma (2017). “*The Effects Analysis of Private Pension Subsidy*”, Korea Insurance Research Institute.

정원석 (2018), “연금저축 세제혜택 세액공제 전환에 따른 연금저축 납입행태 변화 분석,” **보험금융연구**, 제29권 제3호, pp. 77-102.

(Translated in English) Jung, W. (2018). “Does changing tax treatment method increase private pension saving?”, *Journal of Insurance and Finance*, 29(3): 77-102.

홍원구 (2016), “개인연금 자산운용 성과분석 및 시사점”, **자본시장 Weekly**, 2016-32호.

(Translated in English) Hong, W. (2016). “Investment Performance of Individual Pension Products”, *Weekly Capital Market*.

홍원구·심수연 (2016), **퇴직연금 수익률과 수수료 분석**, 자본시장연구원.

(Translated in English) Hong, W, and S., Shim (2016). *The Rates of Return on Retirement Plan Assets and Expenses of Asset Management*, Korea Capital Market Institute.

Brüggen, L., and M., Böhnke (2017). “Choice in Pensions: Insights from the Swedish Premium Pension System”, presentation, Netspar.

Coleman, A., N., Esho, and M., Wong (2006). “The Impact of Agency Costs on the Investment Performance of Australian Pension Funds”, *Journal of Pension Economics and Finance*, 5(3): 299-324.

- Cronqvist, H., R., Thaler, and F., Yu (2018). "When Nudges Are Forever: Inertia in the Swedish Premium Pension Plan", Working paper.
- Dahlquist, M., V., Martinez, V., Martinez, and P., Söderlind (2016). "Individual Investor Activity and Performance", *The Review of Financial Studies*, 30(3): 866-899.
- IVFP (2017). *Informationen zum Produktrating Riester-Rentenversicherung*.
- Munnell, A., J.-P. Aubry, and C., Crawford (2015). "Investment Returns: DB vs. DC Plans", *Issue in Brief*, Center for Retirement Research at Boston College.
- Swedish Pensions Agency (2017). "Instructions for the Fund Agreement".
- Sy, W. (2008). *Pension Governance in Australia: An Anatomy and an Interpretation*, Rotman International Journal of Pension Management.
- Pool, V., C., Sialm, and I., Stefanescu (2016). "It Pays to Set the Menu: Mutual Fund Investment Options in 401(k) Plans", *Journal of Finance*, 21: 1779-1812.
- Vanguard (2016). *How America Saves 2016: A Report on Vanguard 2015 Defined Contribution Plan Data*.

Abstract

This paper analyzes the performance of pension savings products by using the information provided by the Financial Supervisory Service. As a result of analyzing the long-term returns of the products ($n=221$) that have passed 12 ~ 17 years after the sales in the first half of 2018, the average nominal rate of return is 3.63%, which is 0.30%p and 1.35%p higher than 1 year deposit rate and inflation rate, respectively. Regression analysis between commissions and returns for a similar pension savings insurance product ($n=137$) showed a statistically significant negative relationship. This means that information on commission rate is a very important factor to consumer's investment decision. In order to improve the performance of pension savings products, regulators should work to increase the accuracy of data and provide informative information to decision makers, such as changing disclosure information based on actual performance. It is also necessary to consider the measures such as the case of Germany and Sweden to convey understandable information and guidance to change the product for customers.

※ **Key words:** Individual Pension Product, Investment Return Rate, Fee, Disclosure

