

# kiri

2011.10.4 제150호

# Weekly

## 이슈

퇴직연금 적립금의 투자성과와 시사점

## 금융보험 해설

개인연금의 이해(6): 변액연금과 자산연계형연금

## 국내금융 뉴스

경제 및 금융시장 관련 주요 쟁점사항  
정부, 2012년 예산(안) 편성

## 해외금융 뉴스

세계 \_ IMF 연차총회를 통해 드러난 위기 극복을 위한 5가지 난제  
북미 \_ 크루그먼 교수, 2차 세계대전 수준의 공격적인 재정지출 확대 제안  
\_ 유로재정안정기금(EFSF) 레버리지화 논의 확대  
유럽 \_ 유럽안정기금(EFSF) 증액안 통과와 역할 확대 방안  
\_ 그리스 디폴트 허용에 대한 논쟁  
일본 \_ 일본 금융청, 파생상품 리스크 공시 의무화 추진  
중국 \_ 중국 최초 민영·외자 보험합자회사 등장과 시사점

## 금융시장 주요지표

**kiri** 보험연구원  
Korea Insurance Research Institute

이슈는 연구자 개인의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.  
서울시 영등포구 여의도동 35-4 8층 보험연구원 (문의: 김세환 부장 / 02-3775-9051)



# 퇴직연금 적립금의 투자성과와 시사점

이경희 연구위원 / 최원 선임연구원

## 요약

- 2011년 6월 말 기준 퇴직연금제도는 가입자 수 286만 명, 적립금 규모 36조 6,000억 원으로 성장하였으나, 자산운용 측면에서 원리금보장형 중심의 단기투자 문제를 여전히 해소하지 못하고 있음.
  - 원리금보장형 비중은 제도 도입 이후 지속적으로 확대되어 91.1%에 달하며, 이들 상품의 운용기간 역시 1년 형이 거의 70%에 달할 정도로 단기화 되어 있음.
  - 보수적이고 단기적인 자산운용으로 인해 임금인상률(또는 시장수익률) 이상의 수익률 실현이 어렵게 된다면 중국적으로 사용자와 근로자의 부담이 증대될 우려가 있음.
- 데이터가 가능한 분석기간인 2007~2010년을 대상으로 퇴직연금의 투자수익률(기하평균)을 살펴본 결과, DB 4.7%, DC 4.0%로 나타난 가운데, DC의 투자성과가 임금인상률(4.3%)과 시장수익률(3년 만기 국고채 수익률 4.5%)을 하회한 것으로 평가됨.
  - 이러한 결과는 DC를 선택한 근로자의 경우 원리금보장형 중심의 자산운용 시 현행 퇴직금제도를 유지 하거나 DB를 선택한 근로자에 비해 퇴직급여가 낮아질 우려가 있음을 의미함.
- 2010년 투자성과를 원리금보장형과 실적배당형으로 구분하여 살펴보면, 사용자 및 가입자의 리스크 부담 이 없는 원리금보장형에서는 DB와 DC의 성과가 유사한 것으로 나타났으나, 리스크를 부담하는 실적배당 형에서는 DB의 성과가 DC보다 양호한 것으로 나타남.
  - 이러한 현상은 DB에서는 투자전문가가 체계적이고 일관된 투자전략을 구사하는 데 비해 DC에서는 투 자 지식이 부족한 근로자 개인이 운용에 대한 의사결정을 하기 때문으로 보임.
- 투자성과가 직접적으로 근로자에게 귀속되는 DC에서는 임금인상률(또는 시장수익률)에 상응하는 수익을 달성하는 것이 중요하며, 이를 위해서는 실적배당형의 비중을 높이는 한편 근로자에 대한 투자교육 등이 강화될 필요가 있음.
  - 근로자에 대한 사용자(퇴직연금사업자)의 투자교육이 내실화되어야 하며, 정책당국도 기관투자자와 근로자 개인 간 정보 격차를 축소할 수 있는 장치를 마련해야 할 것임.
  - 변동성을 제어하면서 DC의 투자성과를 제고시키기 위해서는 ① 라이프사이클펀드, 목표만기펀드 등을 디폴트펀드로 지정하는 방안과 ② 적립금을 개별 근로자가 운용하지 않고 전문가가 집합적으로 운용하 는 방안을 검토해 볼 필요가 있음.

## 1. 검토배경



- 2011년 6월 말 기준 퇴직연금제도는 가입자 수 286만 명, 적립금 36조 6,000억 원으로 성장하였으나, 원리금보장형 중심의 단기투자라는 자산운용 측면의 문제점은 지속되고 있음.
  - 원리금보장형 비중은 제도 도입 이후 지속적으로 확대되어 91.1%(실적배당형은 6.5%)에 달할 정도로 높아짐.
  - 원리금보장형으로 운용되는 상품의 만기 역시 1년형이 거의 70%에 달할 정도로 단기 투자에 치우쳐 있음.
  
- 보수적이고 단기 중심적인 자산운용은 벤치마크(예: 부채증가율, 시장수익률)에 상응하는 투자수익률 달성을 어렵게 하고, 이로 인해 사용자(DB)와 근로자(DC)의 부담이 증대될 수 있음.
  - 장기투자가 가능한 퇴직연금 적립금을 오랜 시간 동안 소극적으로 운용하면 확정급여형(DB) 퇴직연금을 도입한 사용자는 추가부담금을 기여해야 하고, 확정기여형(DC)에 가입한 근로자는 기존 퇴직금제도를 유지하거나 DB에 가입한 근로자에 비해 낮은 퇴직급여를 수령할 위험에 노출됨.
  
- 이에 보고는 퇴직연금제도 도입 이후 퇴직연금사업자의 투자성과를 제도 유형별로 살펴보고, 문제점과 정책적 시사점을 제시하고자 함.
  - 가용한 2007~2010년 데이터를 분석대상으로 하여 자산배분, 투자수익률, 리스크를 중심으로 DB와 DC를 서로 비교하고, 2010년에 대해서는 원리금보장형과 실적배당형으로 구분하여 투자성과를 살펴봄.
  - 이를 바탕으로 퇴직연금 적립금의 자산운용에 대한 정책적 시사점을 제시함.

## 2. 적립금과 자산배분

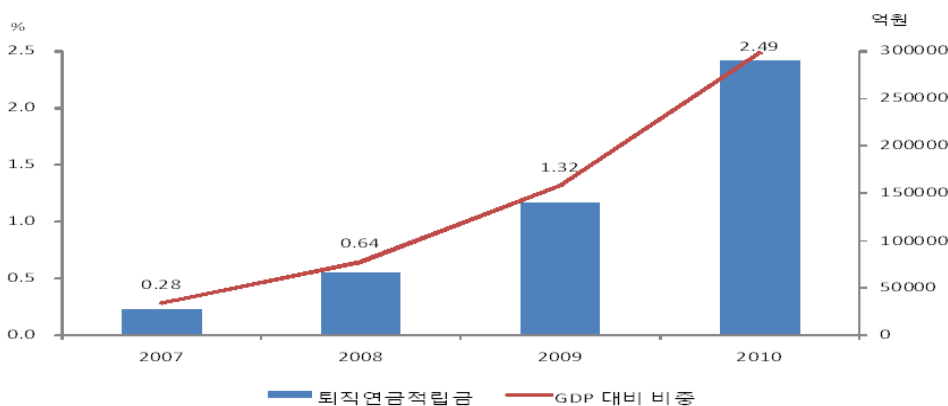


### 가. 적립금 현황

■ 퇴직연금 적립금은 제도 도입 이후 매년 100% 이상 증가하여 2010년 12월 말 기준 29조 1,472억 원에 달하였으며, GDP에서 차지하는 비중도 2.49%로 높아짐.

- 퇴직보험·신탁의 제도 종료, 퇴직금의 중간정산 요건 강화, 신설 사업장의 퇴직연금 자동설정, 가입대상 확대(자영업자) 등을 계기로 향후 적립금은 지속적으로 증대될 전망이다.

〈그림 1〉 퇴직연금 적립금과 GDP 대비 비중 추이



자료: 1) 고용노동부 보도자료,  
2) 통계청, 국가통계포털(<http://www.kosis.kr>).

### 나. 자산배분

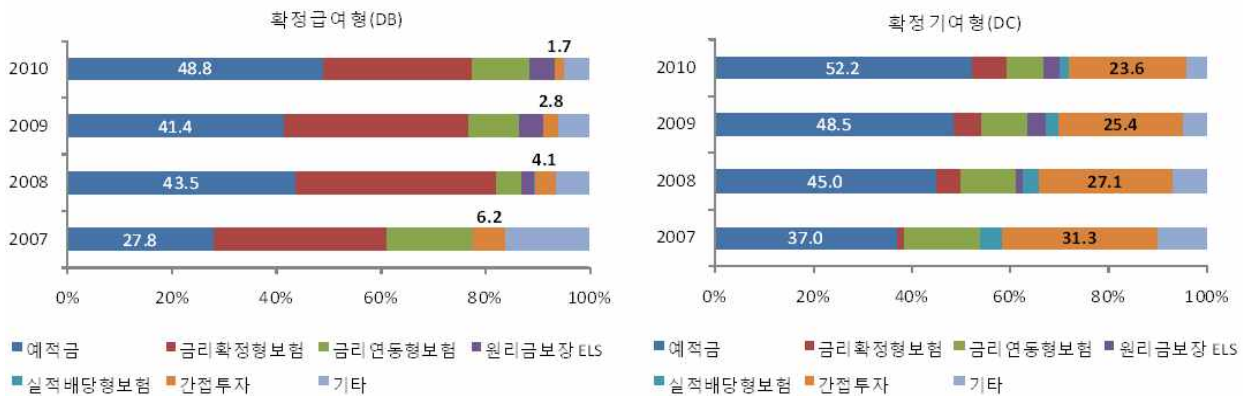
■ 적립금에 대한 자산배분 추이는 DB와 DC 모두 지속적으로 원리금보장형 비중은 증가하고 실적배당형 비중은 축소되고 있음.

- DB 적립금 중 원리금보장형이 차지하는 비중은 2007년 77.5%에서 2010년 93.4%로 높아졌으며, DC 적립금 역시 동 비중이 53.9%에서 70.0%로 높아짐.
- 실적배당형 비중은 DB에서는 10% 미만으로 매우 미미한 수준이며, 상대적으로 원리금보장형 비중이 낮은 DC에서도 2007년 35.8%에서 2010년 25.6%로 낮아짐.

■ 원리금보장형 비중이 꾸준히 증가한 것은 계약형 구조하에서 퇴직연금사업자의 상대적 고금리 제시와 사용자 및 가입자의 ‘근시안적인 손실회피’ 행태가 결합되었기 때문으로 보임.

- 원리금보장형은 퇴직연금사업자의 자사상품인 예적금, 금리확정형보험, 금리연동형보험 등으로 운용되며, 실적배당형은 펀드와 같은 간접투자상품과 실적배당형보험으로 운용됨.

〈그림 2〉 퇴직연금 적립금의 자산배분 추이



자료: 고용노동부 보도자료.

■ 각 제도 유형별 자산배분은 부채의 특성(DB), 투자규제(DB 및 DC), 가입자 특성, 사용자의 선호, 금융 시장 여건 등과 같은 요인에 의해 영향을 받지만, 우리나라에서는 원리금보장상품으로 인해 DB와 DC 모두 원리금보장형 중심의 자산배분이 이루어지고 있음.

### 3. 제도 유형별 투자성과



#### 가. 2007~2010년 성과 분석

■ 금감원의 퇴직연금비교공시 자료<sup>1)</sup>에 의하면, 2007~2010년 연평균 투자수익률은 DB 4.75%, DC 4.62%를 기록한 것으로 나타나 DB가 DC를 소폭(0.13%p) 상회한 것으로 나타남.

1) 2010년 기준 43개의 퇴직연금사업자가 운용실적을 공시하였으며, 공시된 자료의 투자수익률은 수수료와 보수 등 제반 비용을 제외한 순수익률 개념임. 2006년 자료는 적립금 규모가 작고 사업자 간 편차가 커서 제외함.  
 (<http://pension.fss.or.kr/fss/psn/main.jsp>)

- 동 기간에 대한 기하평균수익률 역시 DB 4.73%, DC 3.96%로 나타나 DB가 DC에 비해 0.77%p 높게 나타남.
- 비록 우리나라의 분석기간이 4년으로 매우 짧지만, DB 성과가 DC보다 양호한 것으로 나타난 것은 장기 시계열을 갖고 있는 미국의 경우와 일치하는 결과임.
  - 미국의 1995~2008년 투자수익률은 DB가 7.51%인데 비해 DC는 6.48%로 나타나 DB가 DC에 비해 1.03%p 높음.<sup>2)</sup>
- 한편, 자산규모를 감안한 수익률이 그렇지 않을 경우보다 더 높게 나타났는데, 이는 자산규모가 클수록 투자 가능한 대상이 확대되고 규모의 경제도 작용하기 때문으로 보임.

〈표 1〉 제도 유형별 투자성과 비교(2007~2010)

(단위: %, %p)

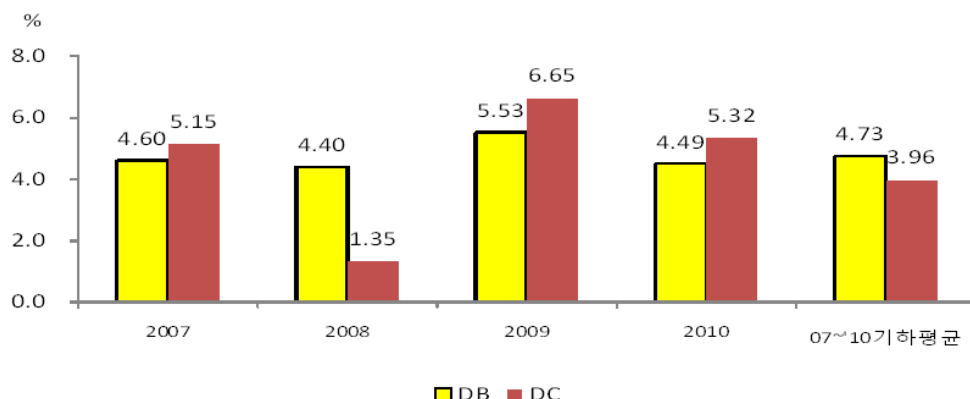
구분	자산가중평균			단순평균		
	DB	DC	격차(DB-DC)	DB	DC	격차(DB-DC)
2007년	4.60	5.15	-0.55	3.52	4.49	-0.96
2008년	4.40	1.35	3.04	3.16	1.71	1.45
2009년	5.53	6.65	-1.12	5.01	6.03	-1.03
2010년	4.49	5.32	-0.83	4.35	5.10	-0.75
연평균(A)	4.75	4.62	0.14	4.01	4.33	-0.32
표준편차(B)	0.52	2.28	-1.75	0.83	1.86	-1.03
A/B	9.11	2.03	7.08	4.83	2.33	2.50
기하평균(2007~2010)	4.73	3.96	0.77	3.95	3.92	0.03

주: 자산가중평균은 각 연도별 퇴직연금사업자의 수익률을 해당 사업자의 자산규모로 가중 평균하여 산출함.  
자료: 금감원, 「퇴직연금비교공시」 자료.

- 투자성과를 연도별로 살펴보면, 실적배당형 비중이 낮은 DB 수익률은 글로벌 금융위기를 겪었던 2008년에만 DC를 크게 상회하였고, 시장 반등이 이루어진 2009~2010년에는 DC를 하회함.
- 2008년은 DB와 DC 모두 수익률이 가장 낮은 연도였으나, DB는 4.40%를 유지한 데 비해 DC는 1.35%로 급락하여 DB 수익률이 DC 수익률을 3.05%p 상회함.

2) Towers Watson(2011. 4), 「Insider」, Volume 21.

〈그림 3〉 연도 및 제도 유형별 투자수익률 비교(자산가중평균, 2007~2010)



■ 연도별 수익률 변동성의 경우 DB는 0.52%로 안정적인 반면, DC는 2.28%로 나타나 원리금보장형이 압도적인 DB에 비해 상대적으로 실적배당형 비중이 높은 DC의 변동성이 큰 것으로 나타남.

- 〈그림 4〉와 같이 퇴직연금사업자 간 수익률은 DB에 비해 DC가 더 넓은 분포를 보임.
- 글로벌 금융위기의 영향이 컸던 2008년의 경우, DB 적립금은 1개사에서 마이너스 수익률을 기록한 데 비해 DC 적립금은 7개사에서 마이너스 수익률을 기록함.

〈그림 4〉 퇴직연금사업자 간 투자수익률 분포



주: 1) 가로축은 퇴직연금사업자, 세로축은 해당 사업자의 투자수익률을 의미함.  
 2) 적립금 규모 100억 원 이상 퇴직연금사업자를 대상으로 함.  
 자료: 금감원, 「퇴직연금비교공시」 자료.

## 나. 투자수익률과 벤치마크 비교

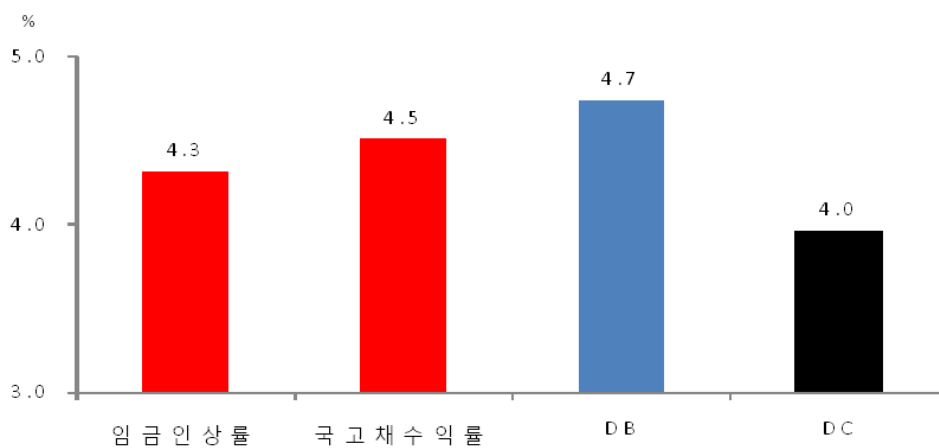
■ DB를 도입한 사용자와 DC에 가입한 근로자 입장에서는 퇴직연금 적립금의 투자성과가 벤치마크 (예: 부채증가율, 시장수익률 등)보다 높아야 바람직하다고 볼 수 있음.

- 투자리스크를 사용자가 부담하는 DB에서는 자산가치 증가율이 부채가치 증가율에 못 미칠 경우 사용자가 추가기여금을 부담해야 하고 이로 인해 재무적 압박을 받을 수 있음.
- 투자리스크를 가입자가 부담하는 DC에서도 근로자가 현행 퇴직금제도나 DB와 비교하여 동일 수준 이상의 퇴직급여를 수령하기 위해서는 투자수익률이 임금인상률에 상응해야 함.

■ 분석기간 동안 통계청이 추정한 임금인상률이 4.3%인 데에 비해 퇴직연금 적립금의 수익률은 DB 4.7%, DC 4.0%로 나타나 DC의 투자성과가 임금인상률에도 못 미친 것으로 평가됨.

- 이러한 결과는 DC를 선택한 근로자들이 원리금보장형 중심으로 자산운용을 하게 되면 현행 퇴직금제도를 유지하거나 DB를 선택한 근로자에 비해 퇴직급여가 오히려 감소할 수 있음을 시사함.
- 시장수익률과 비교해보더라도 DC 수익률은 3년 만기 국고채 수익률(4.5%)보다 낮은 것으로 나타나 투자수익률의 제고가 필요한 것으로 판단됨.

〈그림 5〉 투자수익률과 벤치마크 비교(2007~2010)



주: 1) 각 지표는 2007~2010년 기하평균 기준임.

2) 국고채 수익률은 3년 만기 기준(동 기간에 대한 5년 만기 국고채 수익률은 4.9%)임.

자료: 금감원, 「퇴직연금비교공시」 자료.

통계청, 국가통계포털(<http://www.kosis.kr>).

## 다. 자산배분 유형을 고려한 2010년 실적

- 금융감독원에서는 2010년부터 퇴직연금 적립금의 투자성과를 원리금보장형과 실적배당형으로 구분하여 공시함에 따라 사용자 및 가입자가 부담하는 리스크(원리금보장 유무)를 감안한 성과 비교가 가능해짐.
  - 사용자와 근로자의 리스크 부담이 없는 원리금보장형에 비해 리스크를 부담하는 실적배당형의 수익률이 높고, 퇴직연금사업자 간 수익률 편차도 크게 나타남.
- 2010년 원리금보장형의 수익률은 DB 4.36%, DC 4.09%로 나타나 DB와 DC 간 매우 유사한 성과를 보임.
  - 원리금보장형에 대한 퇴직연금사업자 간 표준편차 역시 DB 1.80%, DC 1.67%로 유사하여 수익률을 표준편차로 나눈 수익률(DB 2.43%, DC 2.45%)도 큰 차이를 보이지 않음.
- 이에 비해 투자리스크를 사용자(DB)와 근로자(DC)가 부담하는 실적배당형의 성과<sup>3)</sup>는 원리금보장형과 달리 DB가 DC에 비해 더 양호한 것으로 나타남.
  - 실적배당형의 투자수익률은 DB 10.81%, DC 8.34%이며, 퇴직연금사업자 간 표준편차는 각각 4.29%, 4.12%로 나타남.
  - 퇴직연금사업자 간 변동성을 고려한 수익률도 DB 2.52%, DC 2.03%로 나타나 DB가 DC에 비해 0.49%p 높음.
- 실적배당형의 성과에서 DB가 DC를 초과한 것은 DB의 경우 투자전문가가 좀 더 체계적이고 일관된 투자전략을 구사할 수 있는 데 비해 DC에서는 투자 관련 지식이 부족한 근로자 개인이 운용에 대한 의사결정에 관여하기 때문으로 보임.
  - 다른 한편으로는 DB와 DC 간 위험자산에 대한 자산운용규제의 차이<sup>4)</sup>도 투자성과에 영향을 주었을 것으로 추측됨.

3) 적립금 규모 100억 원 이상을 대상으로 함.

4) 위험자산에 대한 직접투자한도는 DB에서는 30%인데 비해 DC에서는 원칙적으로 금지하며, 수익증권에 대한 위험자산 투자한도 역시 DB는 50%인데 비해 DC에서는 이보다 낮은 40%임.

〈표 2〉 원리금보장 여부 및 제도 유형별 투자수익률 비교(자산가중평균, 2010)

(단위: 억 원, %, %p)

구분	원리금보장형			실적배당형					
	전체			전체			적립금 100억 원 이상		
	DB	DC	격차	DB	DC	격차	DB	DC	격차
평균 적립금 규모	4,117	779	3,338	88	281	-193	218	579	-361
수익률	4.36	4.09	0.27	11.32	8.43	2.90	10.81	8.34	2.47
표준편차	1.80	1.67	0.13	6.54	3.86	2.67	4.29	4.12	0.18
수익률/표준편차	2.43	2.45	-0.02	1.73	2.18	-0.45	2.52	2.03	0.49

주: 1) 수익률은 각 연도별 퇴직연금사업자의 수익률을 해당 사업자의 자산규모로 가중평균하여 산출함.

2) 2010년 수익률을 원리금보장형과 실적배당형으로 구분해서 살펴보면, 양자 모두에서 DB가 DC보다 높은 것으로 나타나지만, 전체 수익률은 오히려 DC가 DB보다 높은 것으로 나타남(〈표 1〉 참조). 이는 DC가 DB에 비해 원리금보장형 대비 상대 수익률이 높은 실적배당형 비중이 높기 때문에 나타난 현상임.

자료: 금감원, 「퇴직연금비교공시」 자료.

## 4. 시사점



- 우리나라 퇴직연금제도의 투자성과 제고를 위해서는 수익성과 안정성을 동시에 충족시킬 수 있는 운용 방법의 다변화전략이 필요함.
  - 이를 위해서는 원리금보장형 상품 중심의 단조로운 운용에서 탈피하여 장기적인 관점에서 수익률과 리스크가 함께 고려된 자산배분 실시가 바람직함.
- 2007~2010년에 대한 데이터 분석 결과 DC의 성과는 DB의 성과를 하회한 것으로 나타났으며, 벤치마크지표로 볼 수 있는 임금인상률(또는 시장수익률)에도 미치지 못한 것으로 평가됨.
  - 이러한 결과는 현재 DC에 가입한 근로자가 기존 퇴직금제도를 유지하거나 DB에 가입한 근로자에 비해 낮은 퇴직급여를 수령할 위험에 노출되어 있음을 의미함.
- DC 가입자가 임금상승률(또는 시장수익률)에 상응하는 투자수익을 달성하기 위해서는 실적배당형의 비중을 높이는 것이 바람직하며, 이와 동시에 관련된 인프라 구축도 요구됨.

- 근로자에 대한 사용자(퇴직연금사업자)의 투자교육이 내실화되어야 하고, 정책당국도 기관투자자와 근로자 개인 간 정보 격차를 축소할 수 있는 장치를 마련해야 할 것임.
- 변동성을 제어하면서 DC의 투자성과를 제고시키기 위해서는 라이프사이클펀드, 목표만기펀드 등을 디폴트펀드로 지정하는 방안이 고려될 필요가 있음.
- 아울러, 적립금을 개별 근로자가 운용하지 않고 전문가가 집합적으로 운용하는 방안도 검토해 볼 수 있을 것임. **kiri**