

# 퇴직연금 정책의 변화와 한국 증시

2014. 9. 25

송 홍 선 펀드·연금실장



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute

# 목차

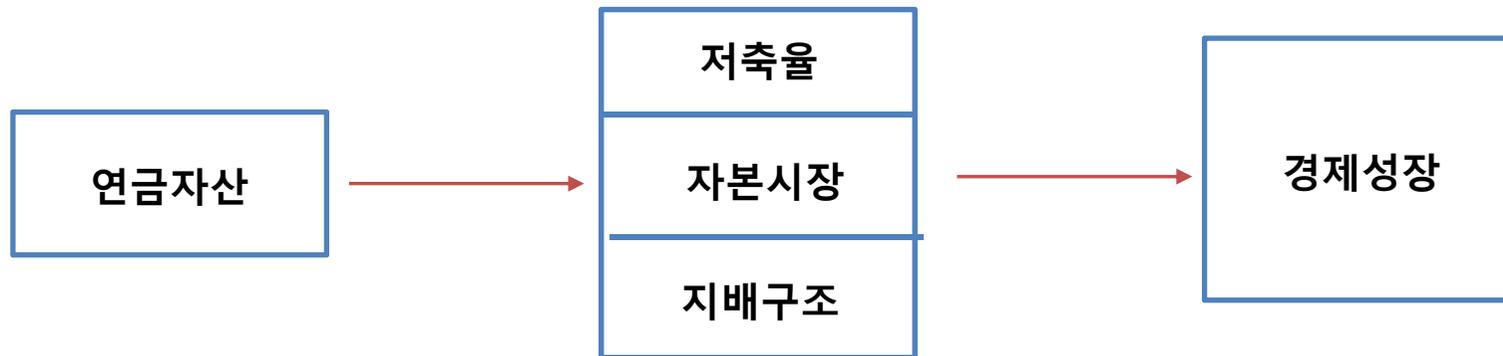
---

- 퇴직연금 활성화 배경과 주요 대책
- 활성화 대책 평가: 주식시장 관점
- 퇴직연금시장 발전 과제

# 배경: 경제의 지속 성장

- ❖ 급속한 고령화에 따른 경제의 성장 잠재력 약화
  - 소비 경로: 노후소득 불안 → 현재소비 위축, 미래소비 절벽 → 저성장 악순환 우려
  - 재정 경로: 노인빈곤, 복지수요 → 재정부담 가중
    - 지금도 노인인구 두 명 중 한 명이 빈곤 상태. 전체 예산의 30%가 복지예산
  - 생산 경로: 생산가능 인구 감소 → 잠재성장률 하락
- ❖ 사적 연금은 재정과 복지 dilemma 완화하며 경제의 지속 성장 견인
  - 연금제도 slack: 3층 연금체제 실효성 제고
    - 공적연금 재정부담, 사적연금 사각지대, 낮은 노후소득보장율
  - Funded pension system은 자본시장, 지배구조 등 경제의 총요소생산성 요인 통해 경제성장 기여
    - PAYG 시스템은 저축률, 자본시장, 지배구조, 나아가 경제성장에 대체로 중립적
    - 고령화 → 노동공급 감소 → 잠재성장률 하락 압력을 적립식 연금제도의 경제성장 효과 통해 완화하는 역할

## 연금제도의 경제성장 전달경로



# 배경: 퇴직연금제도 혁신

- ❖ **현행 제도의 확장성 한계**
  - 300인 이하 중소기업장의 광범위한 소외 : 대기업 가입률 76%, 중소기업 16%
  - 임시일용근로자(225만 명, 2012년) 및 자영업자(569만 명, 2014.8)에 대한 퇴직급여 수급권 공백
  - 사각지대 해소를 위해서는 정부의 시장실패 교정 및 거래비용 절감 노력 필요
- ❖ **연금자산 과소축적**
  - 경제환경 근본 변화에도 불구하고, 고금리 경제에서 작동하던 안전자산 중심의 '낮은' 연금운용체계 지속
  - 저금리, 저성장경제에 탄력 대응하도록 운용규제와 운용 지배구조 등 연금자산 운용체계 재정립 필요
- ❖ **연금 인출정책에 대한 근본적 대책 필요**
  - 과도한 일시금 수령(인출정책 실패) → 자영업 비대화 → 노후소득 소진 → 노인 빈곤
  - 퇴직연금의 장기저축상품 속성 탈피 위해 인출정책을 다양화할 시점

## 국내 노후소득보장체계

		근로소득자	자영업자	공무원/교원/군인
사적연금	3층	세제적격 개인연금(6조원, 237만 명)		
	2층	퇴직연금 (526만 명)	2017년 도입	특수직역연금 (152만 명)
공적연금	1층	국민연금(2,074만 명)		
	0층	기초연금(447만 명)		

주: 퇴직연금 2014.6, 국민연금 2013년 말 기초연금 2014.7, 특수직역연금 2012년 말 기준이며, 개인연금은 2012년 부담금 납부자수임

# 활성화 대책: 주요 내용

분야	주요 대책	시행시기
가입 확대 및 의무화	사업체규모별 단계적 가입 의무화	2016~2022년
	중소기업 퇴직연금기금제도 도입 및 재정지원	2015년 7월
	계속근로기간 1년 미만 근로자 가입 확대	2016년
	세액공제 한도 300만원 추가 확대	2014년 말
	표준형 DC 활성화	2014년 말
자산운용규제 합리화	퇴직연금 자산운용규제 단순화·완화	2014년 말
	기금형 퇴직연금제도 도입	2016년 7월
	투자위원회·투자원칙보고서(IPS) 의무화	2015년 7월
	개인연금 상품 다양화	2014년 말
수급권 강화 및 연금화 유도	공시 등 소비자 보호장치 강화	2014년 말
	DB형 사외적립비율 상향	2016년
	DC형·IRP에 대한 별개의 예금자보호한도 적용	2015년 7월
	연금수령 시 세금부담 30% 경감 등 세제개편	2014년 말
인프라 정비	사적연금 정책협의회 정례화	2014년10월
	개인연금법 제정	2015년
	연금 관련 교육·컨설팅 강화	2015년

# 목차

---

● 퇴직연금 활성화 배경과 주요 대책

● 활성화 대책 영향: 주식시장 관점

● 퇴직연금시장 발전 과제

# 연금시장 외연 확대

- ❖ 의무화로 저변확대 예상되나, 중소기업, 자영업 등 위험부담능력 낮고 고비용인 가입자로의 저변확대
  - 다만, 이 점을 감안하여 연금운용시 규모의 경제성을 확보할 수 있는 방안을 도입한다는 점에서 긍정적
- ❖ 시장실패 교정: 영세기업 전용 퇴직연금기금 도입
  - 대상은 30인 이하 사업장이며, 사업주에 대해 3년간 재정지원(2015년 ~ 2017년)
    - 약 138만개 영세사업장이 중소기업퇴직연금기금 가입 대상
- ❖ 거래비용 절감: 사업자가 표준 DC 플랜을 개발, 여러 중소기업장의 가입 유도하는 표준형 DC 활성화
  - 약 3만 5천 개 중소기업장이 표준형 DC의 주요 대상임
- ❖ 추가불입 300만원 세액공제 → IRP, DC 성장
  - 퇴직연금만 추가 세액공제 부여함에 따라 퇴직연금 미전환 사업체 근로자 소외, 퇴직연금 전환 압력

**퇴직연금 단계적 의무화 일정 및 잠재 시장 규모**

(단위: 천명, 천 개)

	2016	2017	2018	2019	2022
구분	300인 이상	299인~100인	99인 ~30인	29인~ 10인	10인 미만
대상 근로자(A)	1,780	1,457	2,049	2,191	2,802
대상 사업체(B)	2.8	11.4	55.5	182.0	1435.6
평균 근로자수(명, A/B=C)	635.7	127.8	36.9	12.0	2.0
현행 가입 기업 수*	2.1	6.5	24.9	69.8	159.0
신규 대상 기업 수(D)	0.7	4.9	30.6	112.2	1,276.6
추정 신규 대상근로자(C*D)	444.9	626.2	1,129.1	1,346.4	2,553.2

주 : 1) 근로자는 상근근로자 기준이며 고용노동부 사업체통계 2012년 말 기준임, 2) 사업체 수는 2014.6월말 기준이며 금융감독원 기준임, 3) 실제 신규 대상 근로자는 사용근로자 기준 511만 명(1,037만 명에서 526만 명(2014.8월 기준) 제한 수), 사업장 규모별 근로자수 자료가 없어 추정하였음. 다소 과대 추정된 것으로 보임, 자료: 고용노동부, 금융감독원

# DC 중심 연금시장 성장

## ❖ DC 중심 연금시장 성장 드라이버

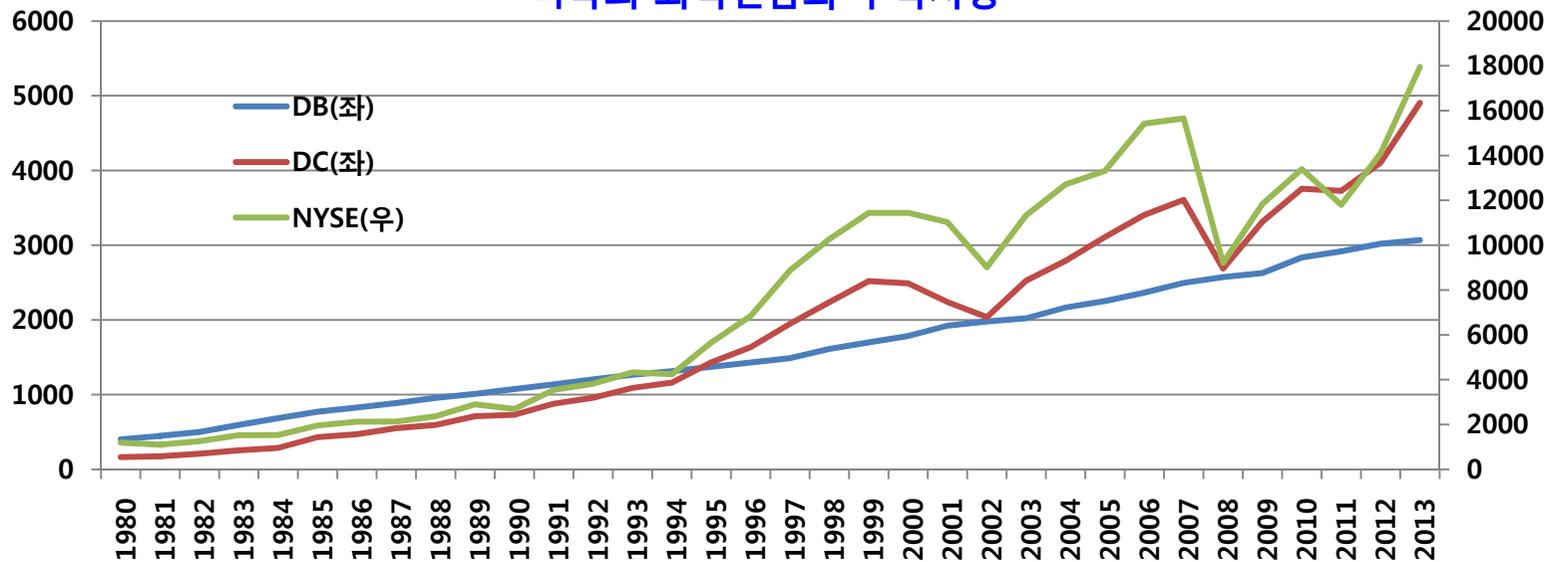
- 업종특성: 가입확대 대상이 업종성격(제조업보다 서비스업 중심), 노동 이동성(turnover) 등에서 기존 퇴직연금 가입 기업과는 중소기업이 대부분
- 공공모델: DC형 중소기업퇴직연금기금 도입
- DB형 관리비용: 사외적립 의무비율 상향

## ❖ 미국 DC 시장 확대 원인

- ERISA(1974), 401K(1982)
- 산업구조 변화(제조업 쇠퇴), 노동이동성 증가
- DB 관리비용: PBGC 보험료, 고령화 따른 종신보험 부담, funding ratio 강화 등
- 근로자 투자결정권, 주식시장 호황(DC와 시가총액 상관관계 0.97)

미국의 퇴직연금과 주식시장

(단위: 십 억 달러)



# 운용 지배구조 선진화

---

- ❖ **운용지배구조(자산운용체계)는 연금 수탁자의 대리인문제 완화를 위한 핵심적인 제도 장치**
  - 그간 자산운용체계 부재로 운용의 책임성, 전문성, 독립성 약화되며 자산배분의 쓸림현상 지속
  - 자산운용체계 확립으로 연금자산 → 자산배분 합리화 → 자본시장 발전 → 경제성장 인과관계 강화예상
  
- ❖ **DB형 투자위원회 의무화**
  - DB형에 대하여 투자위원회 구성 및 투자정책보고서(IPS) 작성 의무화
    - 노사 및 전문가로 구성하고, 자산운용체계, 목표수익률, 위험허용한도, 자산배분 등에 관한 사항을 IPS로 문서화
  - 근로자 500인 이상 사업장부터 점진 도입, 미이행 시 과태료 부과
    - 도입 시점: 500인 이상(2016년), 300인 이상(2017년), 100인 이상(2018년)
  
- ❖ **기금형 퇴직연금 도입**
  - 단일기업형 기금형태로만 도입하며, 대기업부터 단계적으로 도입
    - 수탁자이사회 통해 기금운용의 독립성과 전문성 강화
  - 가입자 선택권 보장: 계약형과 기금형 제도 중 선택할 수 있도록 함
    - 2015년 중 구체안 확정하여 2016년 7월 시행

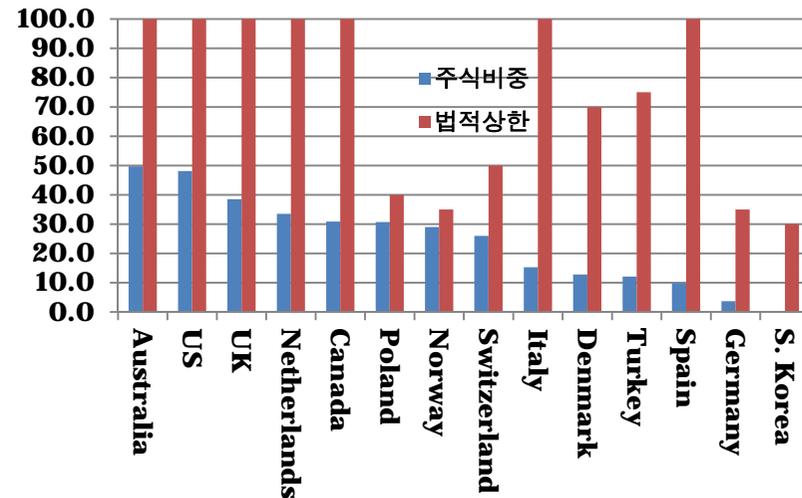
# 운용 자율성 확대

- ❖ 그 간 한도 규제는 운용 자율성과 결정권을 직접 제약, 연금과 자본시장 본질의 원인
  - 위험자산 총 한도규제 상향(70%), 개별자산 운용규제 원칙 폐지
  - 자사상품 편입 금지(2015.7월) 및 사업자간 상품교환한도 설정(10-20%)
  - 연금자산 세제 통합관리 : 55세 이후 IRP를 세제적격 개인연금으로 이전 시 세제혜택 유지
  
- ❖ 수탁자의무 기반한 연금자산의 운용 효율성 제고
  - 미국 DC형 성장의 경제적 동인은 가입자의 자산배분 자율성과 투자결정권(Dafria, 2002)

## 퇴직연금 자산운용규제 합리화 방향(예시)

		DB	DC IRP	
총투자한도		70%	70%	
개별 자산 투자 한도	원칙	제한 없음	제한 없음	
	예외	지분증권	제한 없음	펀드만 가능
		채무증권	제한 없음	적격등급만 가능
		파생상품	금지	금지
		실물자산	펀드로만 가능	펀드로만 가능
		파생결합	최대손실 40%	최대손실 40%

## 사적연금 주식편입한도와 실제비중(%)



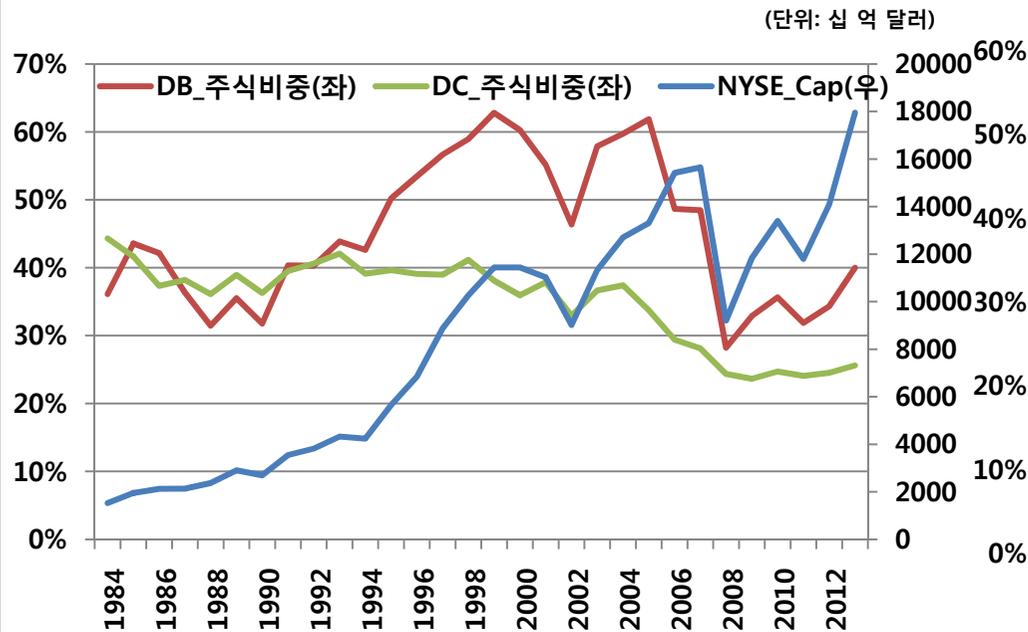
주 : 2011년 기준, 자료: OECD(2013)

# 주식시장 함의: 연금유형별

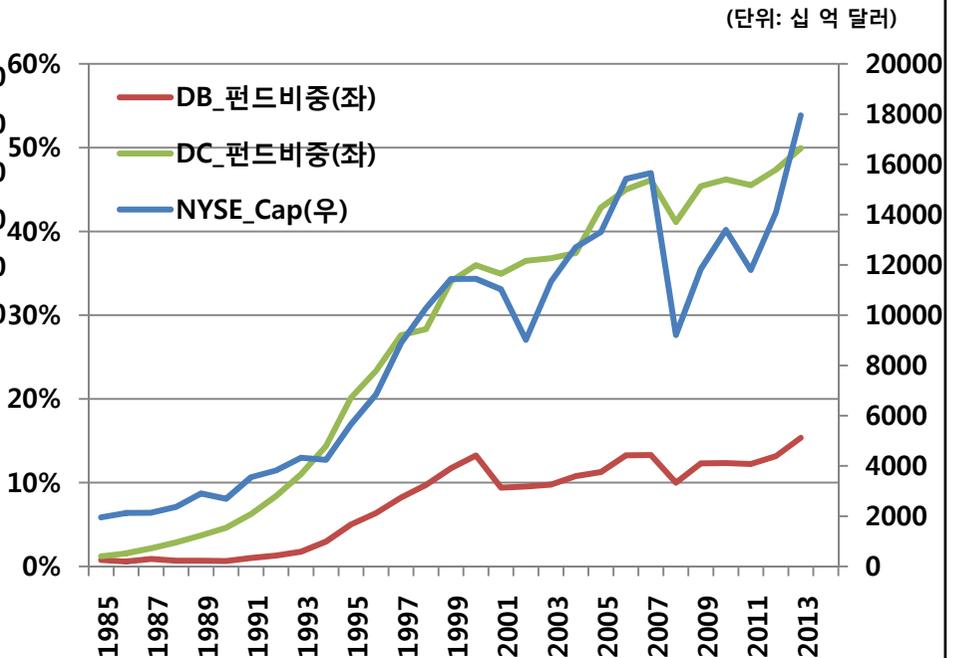
## ❖ 퇴직연금과 주식시장 선순환

- DB형은 자산운용체계 도입으로 포트폴리오 다변화 추구 → 주식 직간접투자 증가
  - 미국은 1990년대 초부터 DB의 주식 직접투자 비중이 DC보다 높아짐
- DC형은 운용규제 완화로 편입상품 다양성 증가하며 주식 간접투자 증가
  - 미국은 주식 직접보유비중은 추세적으로 하락한 반면, 펀드 보유 비중은 금융위기와 상관없이 증가

미국 퇴직연금 주식 보유 비중 추이



미국 퇴직연금 펀드 보유 비중 추이



# 주식시장 함의: 펀드시장

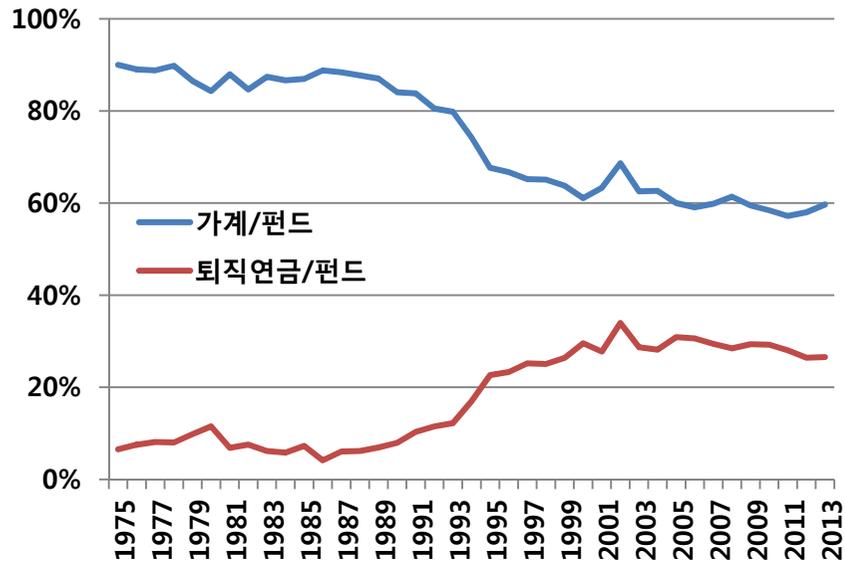
## ❖ 펀드 투자자 구성 중 퇴직연금 비중 증가

- 미국은 일반투자자가 펀드를 직접 보유하는 비중이 장기적으로 하락(사적 저축과 공적 저축 대체)
  - DC 형의 펀드 투자 급증으로 뮤추얼펀드 보유에서 가계 비중은 줄고 연금 비중이 증가한 것임
- 금번 퇴직연금 활성화 대책을 공모펀드시장 활성화 계기로 삼을 필요

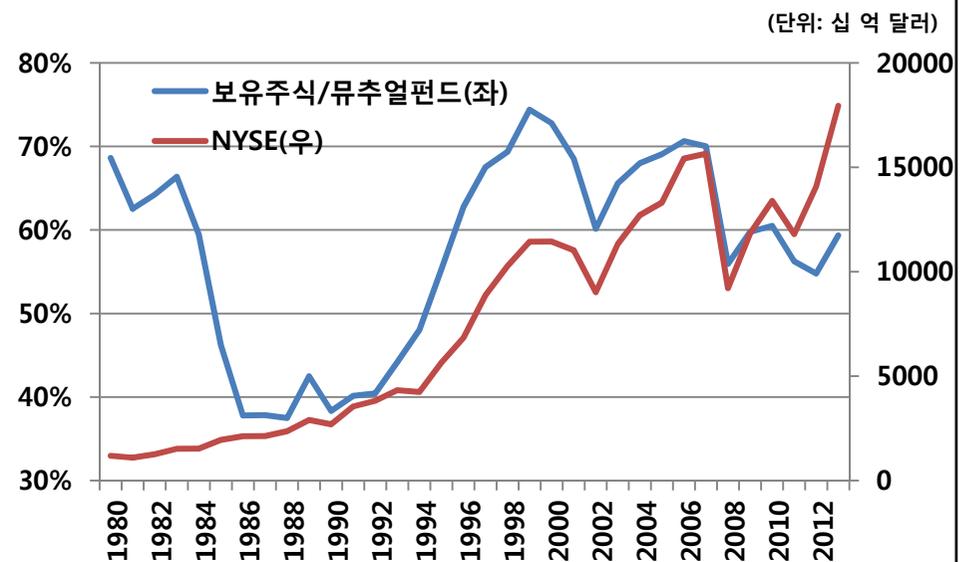
## ❖ 공모펀드 보유 주식 비중 증가

- 미국 퇴직연금의 펀드보유 비중과 함께 펀드의 주식보유 비중도 지속 증가
- 한국도 6%에 불과한 펀드의 주식보유 비중이 퇴직연금시장 확대와 함께 빠르게 증가할 것으로 기대
  - 다만, 시장 신뢰와 차별화된 퇴직연금 펀드상품 개발 능력이 중요

미국 뮤추얼펀드 보유비중: 가계 대 퇴직연금



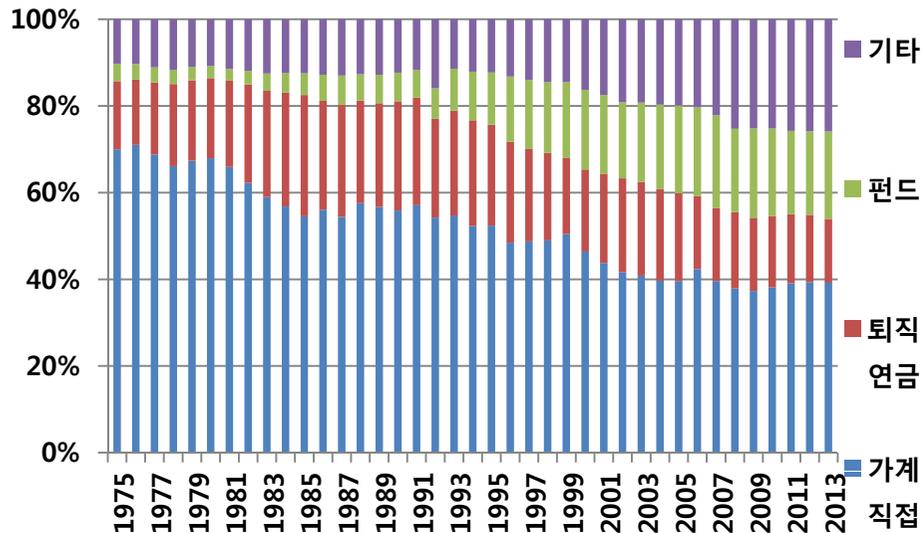
미국 뮤추얼펀드 보유주식 비중 추이



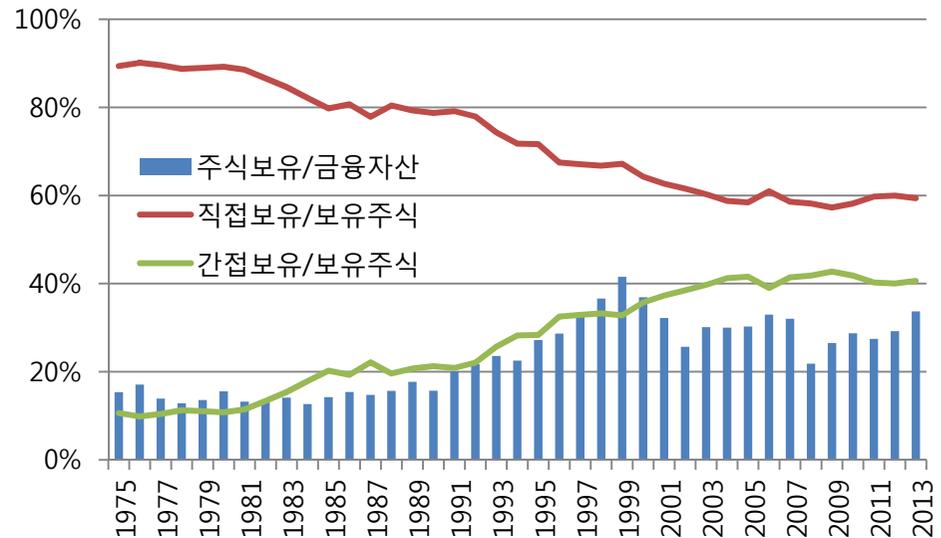
# 주식시장 함의: 가계 금융자산

- ❖ **고령화 적립식 연금제도 아래서 가계의 주식 보유 증가는 추세적 현상**
  - 미국 가계의 주식 비중은 1990년대 레벨업 후 증가세 지속, 2013년 가계 금융자산의 34% 차지
    - 직접 보유 비중은 추세적으로 줄고(보유 주식 대비 59%), 펀드와 연금 통한 간접 보유 비중은 41%로 증가세
    - 한국은 지배구조 개선과 DC형 확대되며 연금 통한 간접보유 비중 증가 예상
- ❖ **다만, 기업 주식 투자자 구성으로 보면 금융위기 이후 가계 비중은 소폭 하락**
  - 미국 주식투자자 구성에서 가계 비중 2006년 80%, 2013년 74%
  - 한국은 미국 등 선진국 가계 포트폴리오와의 gap 좁히는 과정 진행 예상

미국 주식의 경제주체별 보유 구성 추이



미국 가계의 주식보유 추이



# 목차

---

● 퇴직연금 활성화 배경과 주요 대책

● 활성화 대책 영향: 주식시장 관점

● 퇴직연금시장 발전 과제

# DC 서비스혁신

- ❖ **연금자산 특성 반영한 펀드 상품 개발**
  - 장기투자 : 위험부담능력 증가 → 적극적인 위험자산 편입
  - 장기투자 : 장기적으로 알파 창출 가능? → passive 펀드
  - 장기투자 : 생애자산배분 → age-based allocation
  
- ❖ **퇴직연금 사각지대 해소 → 가입자의 financial literacy 문제 해결이 중요**
  - 정책 방향: 금융교육, 가입자 투자판단의 수탁자 일임(디폴트옵션)
  - 행동재무학 한쪽 논의: 가입자 inertia, myopia → 가입자 보다 수탁자 투자판단 신뢰
  
- ❖ **디폴트옵션제도: 주요 연금 선진국에서 디폴트옵션제도 활용도 높음**

## 주요 국가별 디폴트옵션제도 활용 현황

국가	활용 비중	국가	활용 비중
미국	80%	스웨덴	92%
영국	70%	칠레	60%
호주	43%	멕시코	99%

자료: APRA, 2012

# 운용 지배구조 : 재론

---

- ❖ 투자위원회와 기금형 도입으로 운용 지배구조 선진화의 기반은 조성됨
- ❖ 제도 개선 과정에서 지배구조의 실효성 담보 노력이 필요
  - 300인 이하 계약형 DB 중형사업장의 지배구조
    - 중소기업 퇴직연금의 경우 관리비용 부담으로 투자위원회 도입이 형식화되거나 실효성 약화 가능성
  - 표준형 DC의 지배구조
    - 연합형 기금형제도의 경제적 장점(규모의 경제)을 취할 수 있는 대안이나, 지배구조 개선 위한 제도 장치가 부재
- ❖ 시장규율(연합형 기금형제도 병존) 통해 연금수탁자 대리인문제 해소하는 방향

# 시장신뢰 회복

---

## ❖ 가입단계 권유프로세스

- 장기투자 상품이 아닌 장기투자플랜(서비스)에 적합한 권유프로세스
- 예상소득대체율을 감안하여 가입자 스스로 적정 소득대체율을 관리하도록 유도
  - 개인별 목표소득대체율 설정서비스를 제공하고, 자산배분, 추가불입 수준 등의 투자자 의사결정 지원

## ❖ 인출단계 권유프로세스

- 인출단계의 권유 프로세스를 가입단계 수준으로 합리화
- 특히, 연금자산의 장기계약 특성으로 인한 분쟁가능성을 인출 권유단계에서 완화 필요
- 일시금 인출, 프로그램인출, 종신연금, 확정연금, 기타 맞춤형 생애관리특약 등

## ❖ 시장규율 통한 retail 시장 신뢰회복

- 장기수익률 중심의 연금시장 경쟁구도 유도
- DC, IRP, 개인연금 등에 대한 Wealth Management 차원의 holistic 서비스 제공
- 가입자에 대한 보고(reporting)와 사업자 능력 공시(disclosure)의 실효성 제고 위해 수익률 산정방식 개편 필요
- 가입자 수익률 보고는 금액가중수익률, 사업자 운용능력 공시는 시간가중수익률로 이원화

---

# 감사합니다