

# 퇴직연금 적립금 운용구조 효율화 방안

2025. 6. 17

남 재우 (자본시장연구원)

# 연금자산의 축적과 자본시장 동반성장

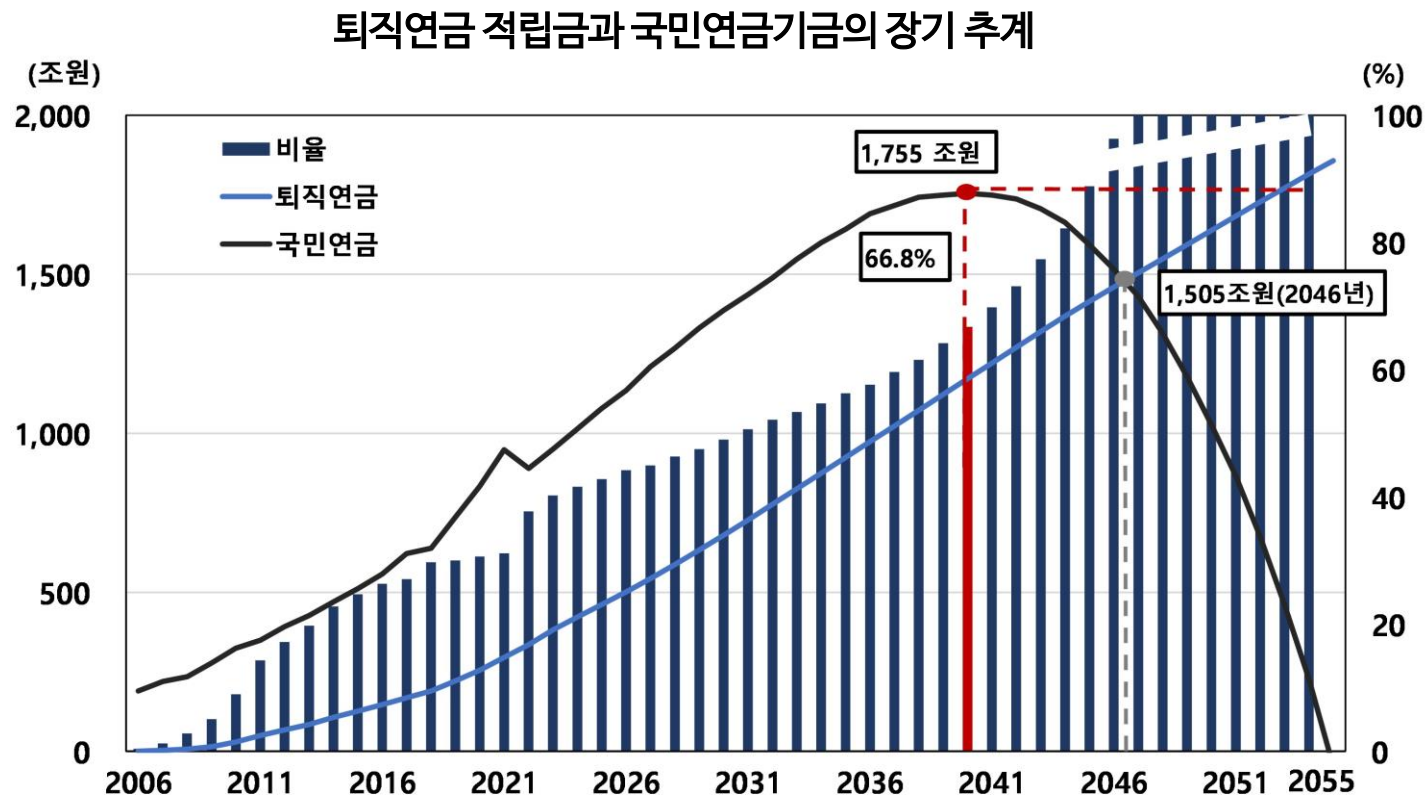
## ❖ 연금자산 2천조 원 시대 : 국민연금(1,227조원) + 퇴직연금(432조원) + 개인연금(370조원)

- [사적연금제도 확대] 부과방식(PAYG) 공적연금제도의 지속가능성 : 적립 기금 없는 세대 간 부양의 구조적 어려움
  - 국민연금기금 5차 재정계산(2023) : 2040년 최대적립 1,755조원 → 2055년 기금소진 (부분적립방식에서 완전부과방식으로 전환)
  - 사적연금의 공적연금 대체 또는 보완 → 공적으로 강제(또는 관리)되는 사적연금제도 확대의 배경
- [상호보완 관계] 다층연금체계하에서 전체 연금제도의 구조개혁 → 연금제도[소득대체율] & 기금운용[시장 영향]
  - 1,000조원을 상회하나 급격한 기금소진을 전제로 하는 국민연금의 재정전망과 이에 따른 자본시장의 부정적 영향 (Market melting down)
  - 현재 400조원 규모로 향후 국민연금기금 이상으로 확대될 것으로 예상되는 퇴직연금의 제도와 시장 관점에서의 상호보완적 역할
- [Frame] 제도 활성화를 위한 정부 정책의 관점 : 공적연금 vs. 사적연금 → 강제적 필수연금제도 vs. 자발적 선택연금제도
  - 2층 필수사적연금 : DB, DC, 퇴직 IRP → 법에 의한 강제 / 1층 필수공적연금(국민연금), 0층 사회안전망(기초연금, 사회보험, 공적부조)
  - 3층 선택사적연금 : 적립 IRP, 개인연금, 주택(농지)연금, 재형저축수단(ISA 등) → 세제혜택을 통한 자발적 유인기제
  - ✓ 강제든 유인이든 모든 정책 방안(수단)은 적정 수준의 운용수익을 달성이 가능한 보편적 운용 수단을 전제로 추진되어야 함
- [퇴직연금제도] 적립금의 운용 효율화(수익률 제고)를 위한 정책 수단이 작동할 수 있는 제도 환경 조성이 관건
  - 디폴트옵션, 집합운용DC 등 수익률 제고를 위한 제도적 장치가 효율적으로 설계되고 제대로 작동할 수 있는 제도 환경 → 기금형 지배구조

# 퇴직연금 적립금 장기 추계

## ❖ 국민연금 감소기(2040~2055) 국내 자본시장 충격(melting down)을 퇴직연금이 완화할 수 있을까?

- 현행 운용체계 및 자산구성 지속(수익률 2.1%) : [국민연금(2040년) 대비 주식시장 영향력] 7.5%(2040) → 12.0%(2055)
- 제도 개편과 분산된 위험의 글로벌 포트폴리오 구축(수익률 4.5%) : [국민연금 대비 영향력] 118%(2040) → 289%(2055)



주) 퇴직연금 적립금 추계는 기본가정에 따른 전망치

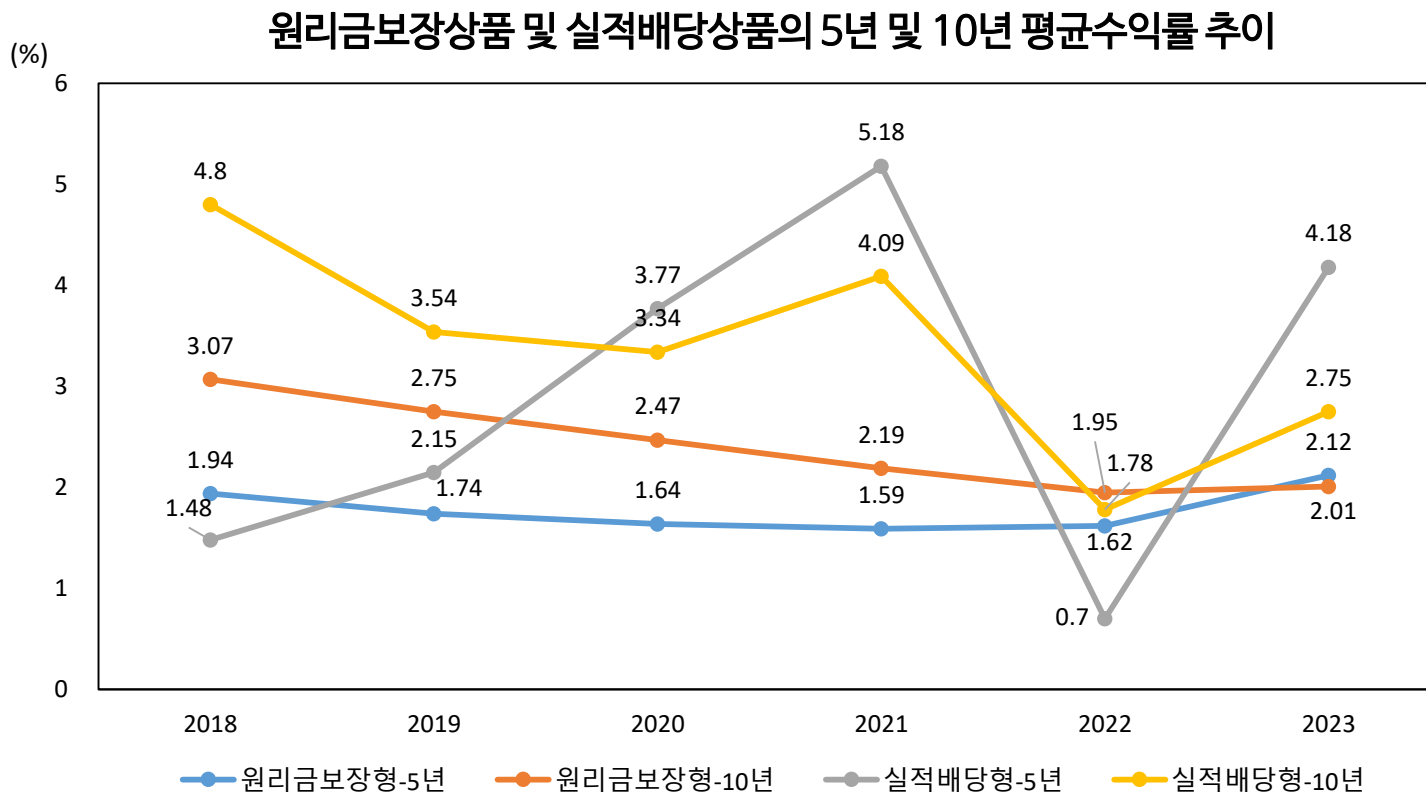
자료: 국민연금기금 5차 재정계산(2023)

# It's the Performance, stupid

- ❖ 연금자산의 적극적 운용은 지속가능한 연금제도(pension scheme) 발전의 근본 기제
  - 공적연금 : 모수개혁을 통한 재정안정화 노력에서 기금운용 수익률 제고의 역할 강화
  - 필수 퇴직연금 : 제도 일원화, 중도 해지, 연금화 등의 법적 강제에 수반되는 부작용의 근본적 완화 기제
  - 선택 개인연금(IRP 포함) : 세제혜택의 계좌 환류와 함께 수익률 제고는 자발적 제도 참여의 실질적 유인 기제
- ❖ **[분산투자]** 수익률 제고는 자산배분의 문제 → 분산된 위험의 글로벌 투자포트폴리오
  - 실질 가치 유지 측면에서 원리금보장상품의 구조적 취약성과 장기투자에서 자산배분(asset allocation)의 중요성
  - 장기투자의 투자시계(investment horizon)에 상응하는 위험프리미엄(risk premium) 추구로 장기수익률 제고
  - 자산별 및 지역별로 위험의 분산을 담보할 수 있는 글로벌 투자포트폴리오(global investment portfolio) 구축
- ❖ **[간접투자]** 연금자산의 운용 수단 → 외부 전문가 활용을 극대화할 수 있는 위탁운용(outsourcing)
  - 연금자산 운용에 수반되는 투자의사결정의 전 과정에 외부 전문가를 적극적으로 활용하는 포괄적 간접운용 수단 확대
  - [일임투자] DB 적립금에 대한 일임투자 허용과 DC 근로자를 위한 맞춤형 일임투자자문서비스(로보어드바이저) 확대
  - [Default option] Opt-out 방식의 디폴트옵션제도 재도입과 현행 사전지정운용제도의 개편 필요성
    - 상시적 리밸런싱(rebalancing) 기제가 내재된 자산배분형 퇴직연금펀드(TDF, BF) 중심의 디폴트옵션 적격상품(QDIA) 구성
  - [집합운용DC] 개인이 운용하는 DC 적립금의 집합(pooling)을 통한 전문가에 의한 연금자산 운용
    - 제한된 유형의 특수 기금형에서 다양한 유형이 경쟁하는 일반 기금형 지배구조로 진화

# 퇴직연금 적립금 장기수익률(5년, 10년)의 추세적 변화

- ❖ 2023년 말 기준 10년 평균 장기수익률 전체 2.07%, 원리금보장 2.01%, 실적배당2.75%
  - 원리금보장상품의 10년 평균 수익률은 금리 변화를 반영하여 3.07%(2018년) → 2.01%(2023년)로 추세적 하락
  - 실적배당상품의 10년 평균 수익률 역시 채권 위주의 상품 구성으로 4.80%(2018년) → 2.75%(2023년)로 추세적 하락

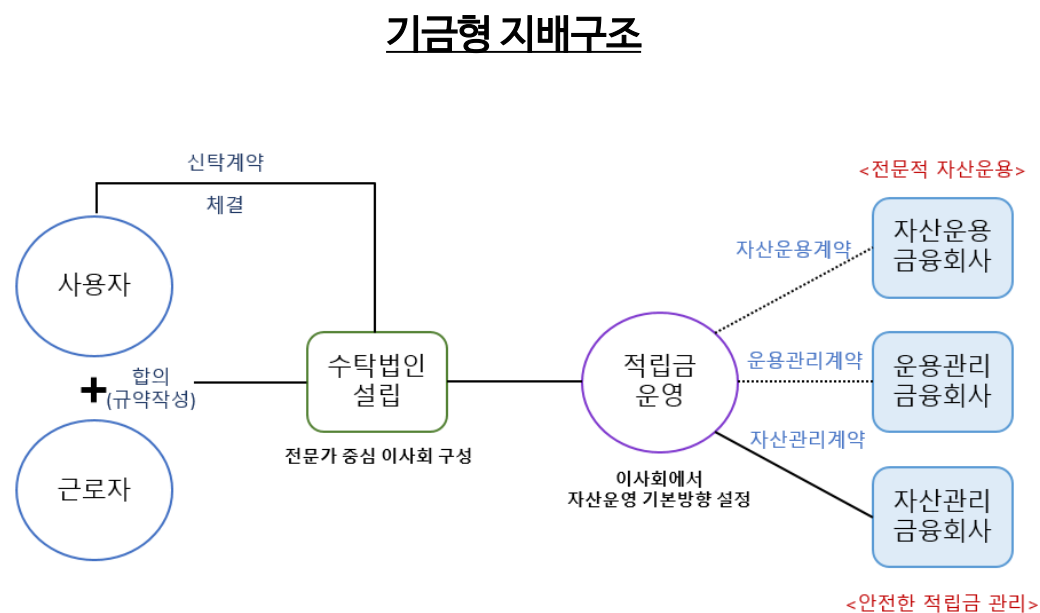
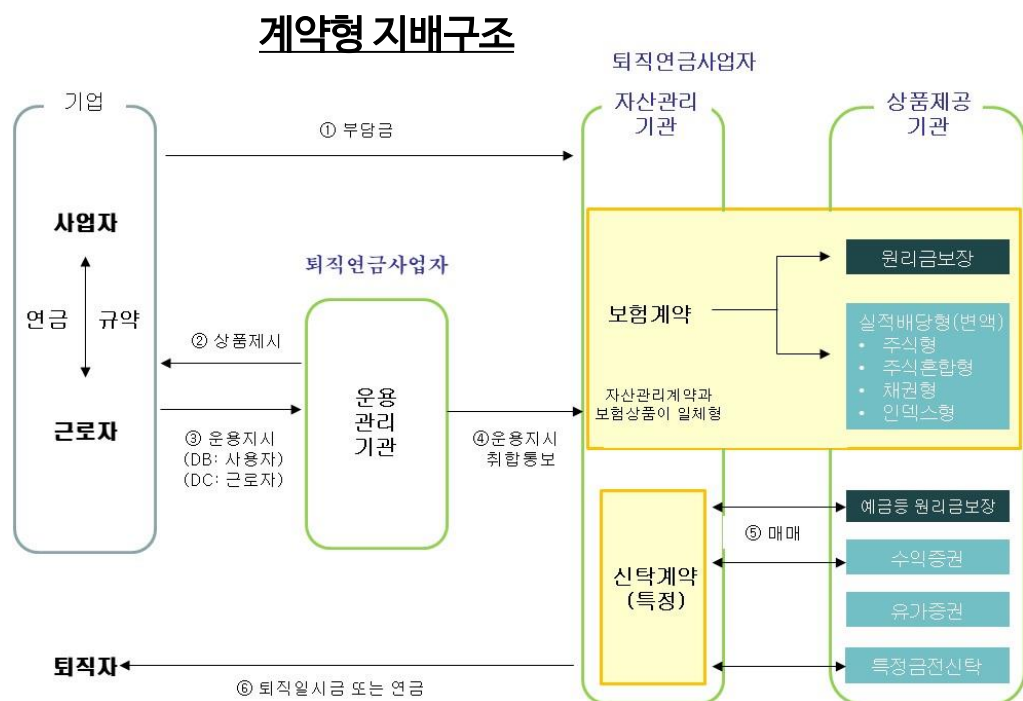


자료 : 고용노동부

# 퇴직연금제도 지배구조 (Pension Scheme Governance)

## ❖ 기금형 퇴직연금 도입 : 강제적 제도일원화 (퇴직금제도 → 퇴직연금제도) 실행의 선결 조건

- (DC 중심의 기금형 퇴직연금) DC형만 제공되는 중소기업의 강제적 제도 전환은 DB형에서 DC형으로의 전환과 동일 의미
- DC형 퇴직연금제도의 구조적 불리함 완화 및 효율적 운용수단의 보편적 제공은 연금 복지를 지향하는 정부의 기본 책무



# (DB) 현행 계약형 지배구조에서 DB 적립금의 운용 효율화 가능성

## ❖ 적립금운용위원회 구성과 적립금운용계획서(IPS) 작성 의무화

- 확정급여형(DB) 퇴직연금 도입 300인 이상 사업장 대상
- 적립금운용위원회 구성은 시행령에 위임
  - 근로자 대표 참여를 기본으로 최소적립률 미충족의 경우 운용 관련 외부 전문가 참여 필수
- 미국, 유럽 등의 기업연금에서는 적립금운영위원회 구성이 일반화
  - 미국 500인 이상, 일본 300인 이상 사업장 의무화

## ❖ 사용자는 적립금운용위원회의 심의를 거친 적립금운용계획서에 따라 적립금을 운용할 의무

- 적립금운용계획서(investment Policy Statement)
  - : 자산운용체계, 목표수익률, 허용위험한도, 자산배분, 성과평가 등 포괄적 적립금 운용 지침
- 연 1회 이상 적립금운용계획서 리뷰 의무화

## ❖ 최소적립의무 강화 조치 (과징금 확대 및 적극적 실행) 와의 연계 시너지

- 일임 위탁운용 규제 완화를 통한 OCIO(Outsourced CIO) 운용 적극적 확대
- DB 적립금 운용에 있어 계약형 지배구조하에서 기금형 도입과 유사한 제도 효과 기대

# 기금형 퇴직연금 도입 노력 (2018년 정부입법안)

## ❖ 기금형 퇴직연금 도입 경과 및 주요 내용

- 제도 도입 목적 : 근로자의 이해관계를 반영한 의사결정체계 구축 촉진, 퇴직연금 관리 및 운용의 전문성 강화, 연합형 퇴직연금 기금 설립을 통한 규모의 경제 달성, 민간 금융기관의 경쟁구도 강화

### 2018년 정부입법 근퇴법 개정안 경과

일정	내용
'14년 8월	정부합동 '퇴직연금 활성화 방안' 발표 (기금형 도입)
'14년 8월~'16년7월	기금형 도입 방안 검토 (연구용역, 노사관계 의견 수렴 등)
'16년 8월~10월	개정안 마련, 입법예고 및 부처 협의
'16년 8월~10월	규제심사
'16년 8월~10월	법제심사
'18.4.10	국무회의 통과 (이후 회기 내 미처리로 자동 폐기됨)

### 2018년 정부입법 근퇴법 개정안 주요 내용

구분	내용
제도 도입 의사결정	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 사용자는 근로자대표*의 동의를 받아(노사합의) 계약형과 기금형 중 하나를 선택</li> <li>• 근로자의 과반수가 가입한 노동조합이 있는 경우 노동조합, 과반수 가입한 노동조합이 없을 경우 근로자 과반수</li> </ul>
수탁법인 설립	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 수탁법인은 비영리재단법인으로 노동부장관의 허가를 받아야 함(자산운용 등 업무 범위에 따라 설립허가 요건 차등 적용)</li> <li>• 둘 이상의 사용자가 연합해 하나의 수탁법인에 연금자산을 신탁하는 연합형 기금형 허용→기금 대형화 통한 비용절감</li> </ul>
이사회 구성 및 운영	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 전문가 및 노사 추천자로 구성, 연금제도 운영의 주요사항 결정</li> <li>• 노사추천자는 같은 수로 구성, 전문가 참여 보장을 통해 전문적 기금운영 기반 마련</li> </ul>
수탁법인에 기금의 신탁	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 사용자와 수탁법인 간 계약으로 신탁 설정</li> <li>• 사용자는 부담금 납입 의무를 부담하고, 수탁법인은 수익자(근로자)를 위해 신탁(연금) 자산을 관리·운용할 의무 부담</li> <li>• 사용장, 수탁법인 도산 시에도 적립금은 근로자에게만 지급</li> </ul>
수탁법인의 연금제도 운영	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 노·사로부터 연금자산운용 및 급여지급 등 퇴직연금 운영 업무 수탁</li> <li>• 수탁법인은 연금자산을 직접 또는 전문기관에 위탁운용 가능</li> <li>• 자산운용을 위탁법인 금융회사는 수탁법인 이사회에서 정한 적립금 운용지침 및 전략(적립금 운용계획서)에 따라 운용</li> <li>• 다만, 횡령 등 불법행위를 사전 차단하기 위하여 자신의 직접 취급금지(금융회사에 위탁 강제)</li> </ul>
수탁법인 책임 및 관리감독	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 수탁법인: 선관주의의무, 충실의무, 위법행위에 대한 손해배상 책임관리감독 체계</li> <li>• 고용노동부: 기금형 전반에 대한 관리·감독</li> <li>• 사업자(금융회사)는 금융위·금감원에서 관리·감독 수행</li> <li>• 내부감사: 수탁법인의 적립금 운용의 건전성 여부 등에 대한 감사 후, 결과를 노·사 및 노동부에 보고</li> <li>• 외부감사인(회계감사인, 독립계리업자 등): 적립금 운용의 건전성, 급여 지급능력 확보 등 감사 및 검증</li> </ul>



# [수탁법인] 집합운용DC vs. CDC

## ❖ 집합운용DC(Collectively Invested DC) 와 CDC(Collective DC)의 개념 이해

- 집합운용DC : 개인의 자산운용의 어려움을 완화하기 위한 목적으로 운용 관점에서의 DC 진화 (중소기업퇴직연금기금)
- CDC : DB 급여(annuity) 지급에 있어 사용자에게 집중된 위험을 구성원 간의 연대를 통해 분담하기 위한 목적 (네덜란드 CDC제도)
- 기금형 IDC : 수탁법인(기금)이 관리 및 운용하는 일반 DC형으로 디폴트옵션 개념으로 집합운용(호주 Superannuation & MySuper)

기금형 퇴직연금 도입에서 고려해야 할 퇴직연금 제도(scheme) 유형)

	DC	집합운용DC	CDC	DB
기여금(contribution)	확정	확정	확정	가변
급여(benefit)	없음	없음	목표 급여	확정 급여
급여 보장	없음	없음	제한된 보장	보장
자산 운용 방식	개인 운용	집합 운용	집합 운용	개별 운용
리스크 공유 방식	없음	없음	구성원 간 공유	사용자 부담
수익 귀속 방식	개인별 귀속	개인별 귀속	집단 내 조정	사용자 귀속

주 : CDC 또는 DB scheme에서 급여(benefit)의 의미는 기본적으로 일시금이 아닌 연금(annuity)을 의미함

# [수탁법인] 기금형(Fund type) vs. 기관형(Institutional type)

## ❖ [기금형 지배구조] 중소기업퇴직연금기금(푸른씨앗)

- 30인 미만 영세 규모 사업장을 대상으로 정부 지원이 포함된 기금형 퇴직연금제도
- 기존 퇴직연금사업자인 근로복지공단이 집합운용DC 방식으로 운용(OCIO 체계)

## ❖ [기관형 지배구조] 과학기술인퇴직연금제도

- 2023년말 현재 518개 기관, 34,925명 가입자, 3조 886억원 적립
- 종퇴기금 같은 집합운용DC가 아닌 일반 DC형 퇴직연금제도
- 연금 적립금의 92%가 원리금보장상품(예금)임에도 불구하고 5%대의 안정적인 장기수익률 기록
- 적정 수준의 위험프리미엄을 시현하는 실적배당상품 제공
- 적립금의 대부분을 차지하는 예금 상품은 공제회가 운용하는 일종의 확정금리형 투자 상품

## ❖ 기존 퇴직연금사업자가 참여하는, 또는 기존 금융기관(신탁업자)을 활용하는 영리형 수탁법인

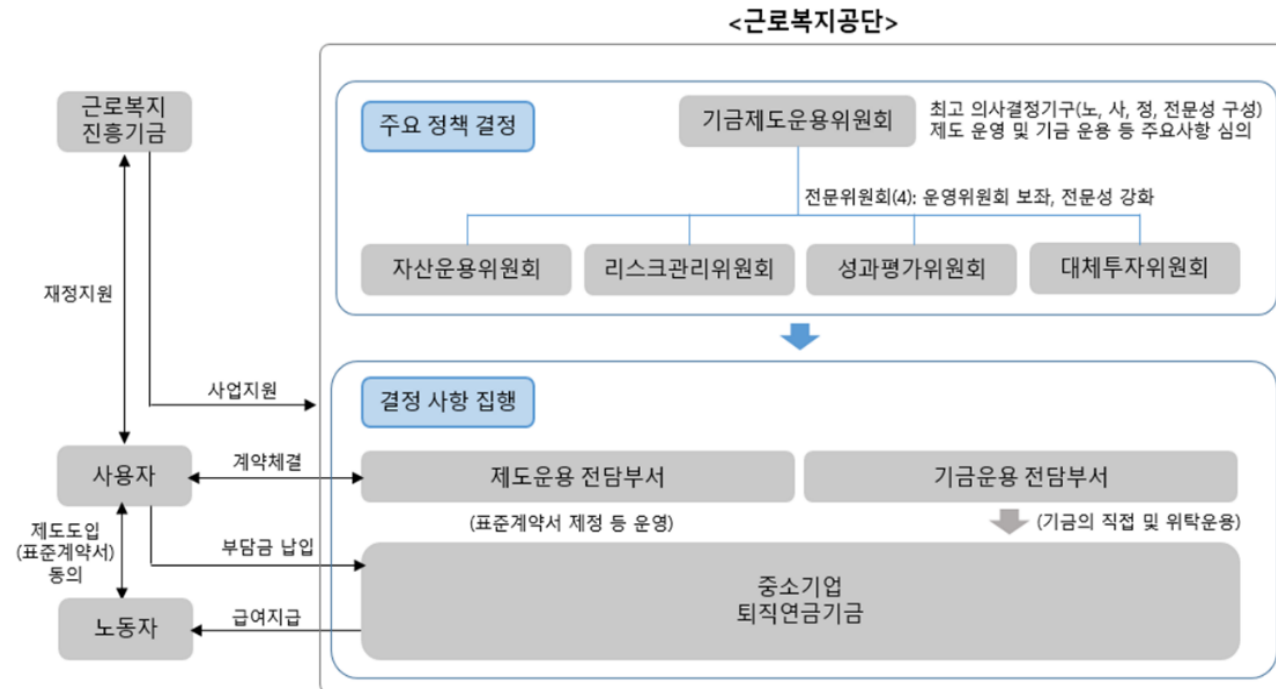
- 기존 퇴직연금사업자가 기금형 수탁법인을 설립하고 중소 규모 사업장을 회원으로 모집
- 영리형 수탁법인의 의미와 법인격 : 영리형 재단법인 vs. 주식회사 / 수익(수수료) vs. 이익 → 운용 경쟁의 기제
- 신탁업을 영위하는 금융기관에 개별 사업장의 신탁 계정을 설치하는 방식 [기존 계약형의 확장 개념으로 이해]

# 중소기업퇴직연금기금제도(푸른씨앗)

## ❖ 근로복지공단이 수탁법인으로 기능하는 중소기업퇴직연금기금제도 → 집합운용DC

- 안호영의원안(2020. 7. 23) - 중소기업퇴직연금기금제도 (2022. 4. 14 제도 개시)
- 한정애의원안(2020. 8. 24) - 일반 기금형 퇴직연금제도

### 중소기업퇴직연금기금(푸른씨앗) 운영 구조



자료 : 고용노동부

# [호주 Superannuation] 수탁법인(기금)의 유형

- ❖ 호주 Superannuation은 영리형 및 비영리형의 다양한 유형을 갖는 기금 선택제의 IDC 제도
  - 규모의 경제(economy of scale)와 이로 인한 수익률 격차로 기금 대형화 및 과점화 경향
  - 산업형(연합형) 기금 확대 및 기업형(단일형) 기금 축소 → 운용규모(AUM)는 증가, 기금 개수는 축소
  - 공공형의 개념 확대 : 공무원 등 특수직역연금 종사자를 대상으로 공공기관이 운용하는 기금형 수탁법인
- ❖ 영국 Master Trust 참조 : NEST(National Employment Saving Trust) 등

호주 슈퍼애뉴에이션의 기금 유형과 특징

유형	특징
기업형 (Corporate)	<ul style="list-style-type: none"><li>슈퍼애뉴에이션 원형으로 기업이 자체적으로 비영리 수탁법인 설립</li><li>근로자 가입이 원칙이나 기금에 따라 배우자 명의로도 가입 가능</li></ul>
산업형 (Industry)	<ul style="list-style-type: none"><li>특정 산업의 기업군이 연합으로 비영리 수탁법인 설립</li><li>산업형 기금의 대부분은 타 산업 분야의 근로자도 선택 가능</li></ul>
공공형 (Public sector)	<ul style="list-style-type: none"><li>정부 및 공공부문의 공적기관이 설립하는 비영리 수탁법인</li><li>가입자가 공공부문을 떠난 이후에도 계속적으로 기여금 납입 가능</li></ul>
소매형 (Retail)	<ul style="list-style-type: none"><li>은행, 증권, 보험 등 민간 금융회사가 선제적으로 설립하는 영리 법인</li><li>모든 근로자가 선택가능하며, 별도의 금융자문서비스 및 비용 부과</li></ul>
자기관리형 (Self-managed)	<ul style="list-style-type: none"><li>가입자가 수탁자가 되어 기금의 설립 및 운영 관련 모든 책임을 짐</li><li>주로 부유층이 가계 단위로 설립하며 최대 6인까지 참여 가능</li></ul>

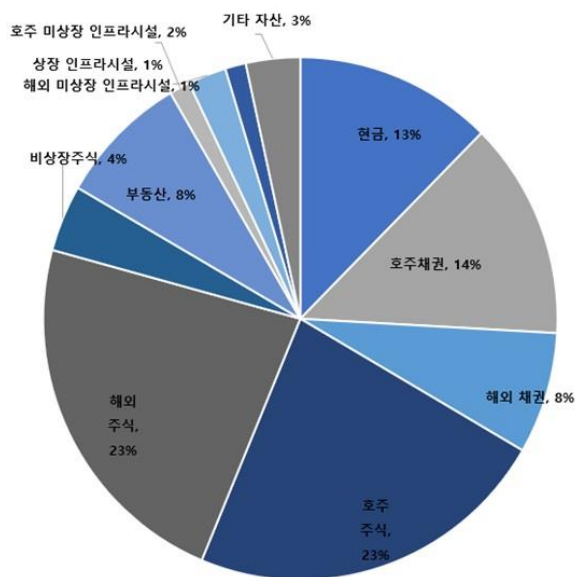
자료 : APRA, ATO

# [운용자금의 Pooling] 집합운용 DC vs. IDC의 디폴트옵션

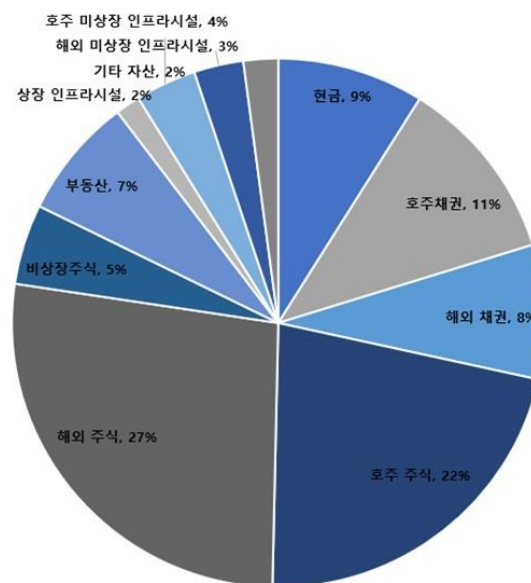
## ❖ Superannuation Fund가 제공하는 디폴트옵션(MySuper) 자체가 일종의 집합운용DC 개념

- 슈퍼애뉴에이션의 자산배분 변화(2017년 → 2023년) : 안전자산과 위험자산 비중 4:6 → 3:7, 대체투자 비중 19% → 23%
- 디폴트옵션의 공격적 투자 성향(2023년) : 안전자산과 위험자산 비중 2:8, 대체투자 비중 25%

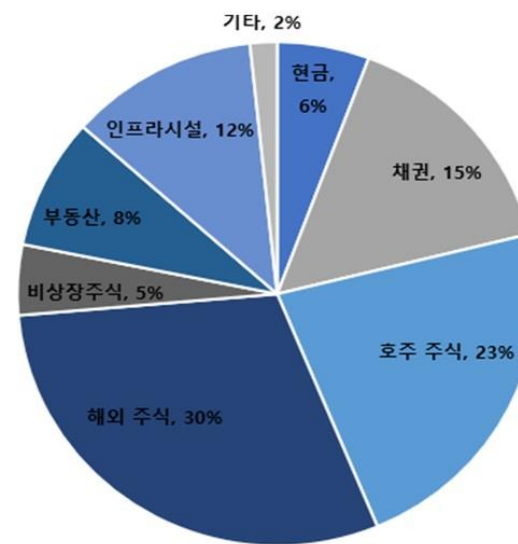
호주 퇴직연금 기금의 자산배분 비중



Superannuation(2017년)



Superannuation(2023년)



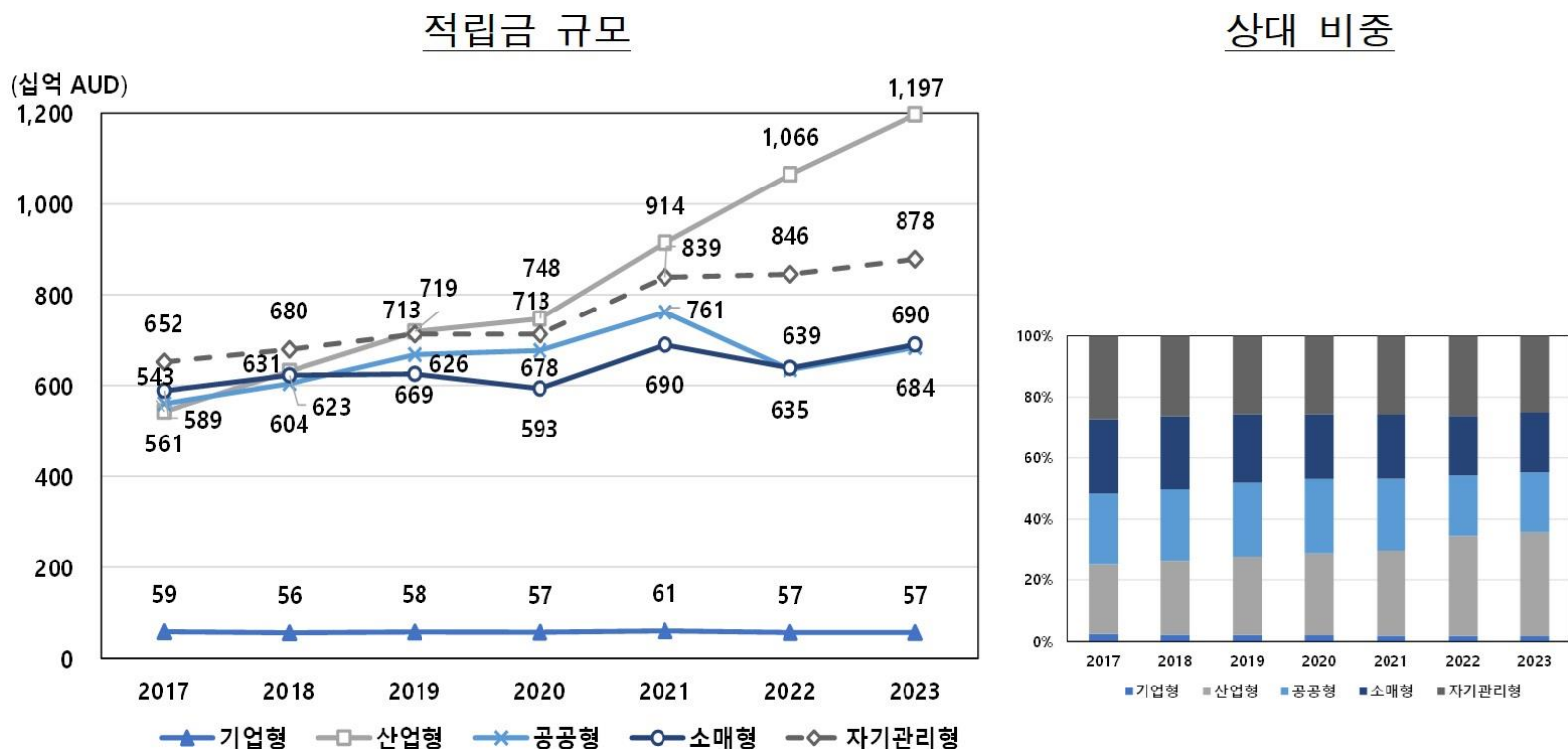
MySuper(2023년)

# 호주 Superannuation – 기금 유형 간 경쟁구도

## ❖ 기금 선택제하에서 기금 간 경쟁에 따른 대형화 경향

- 유형 경쟁 관계인 기업형의 축소와 산업형의 확대 기조
- 공공기관이 주도하는 공공형의 쇠퇴

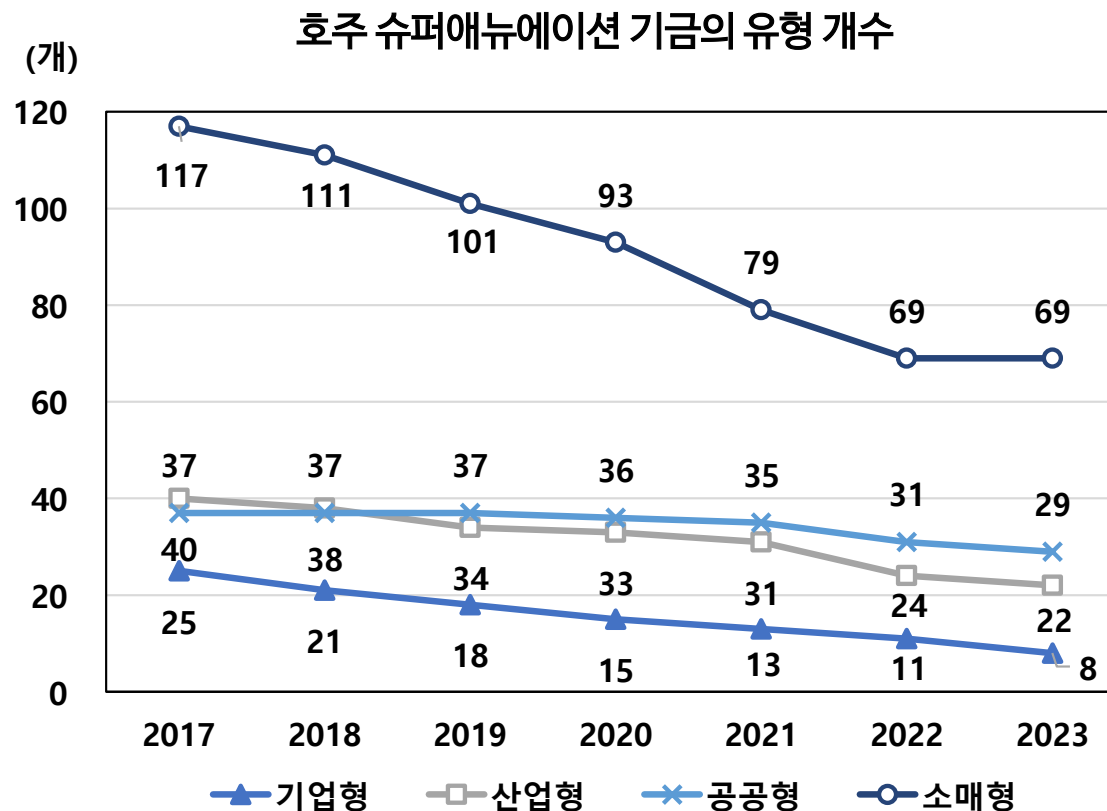
호주 슈퍼애뉴에이션 기금 유형별 적립금 변화



# 호주 Superannuation – 기금 대형화

## ❖ 모든 유형에서 적립금 규모는 확대됨에도 불구하고 기금 개수는 지속적으로 감소(-42%)

- 산업형(41%), 소매형(41%), 공공형(22%) 등 기금 간 경쟁이 활발할수록 기금 대형화 경향도 강하게 나타남
- 규모의 경제 vs. 규모의 비경제 → Superannuation Fund의 대형화 경향



# 호주 Superannuation – 운용규모와 장기수익률

## ❖ 운용규모가 커질수록 장기수익률(10년 평균)이 증가하는 경향

➤ 직접적 경쟁관계인 기업형과 산업형 수익률 격차 : 38bp(2017년) → 100bp(2023년)

유형별 기금 운용규모와 장기수익률

(단위: 백만 AUD, %)

구분		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
기업형	기금당 순자산	2,273	2,579	3,127	3,715	4,503	5,016	6,826
	10년 수익률	4.5%	5.8%	8.0%	7.0%	7.5%	7.3%	6.6%
산업형	기금당 순자산	13,030	15,921	20,297	21,562	28,142	42,548	52,662
	10년 수익률	4.9%	6.5%	8.7%	7.7%	8.6%	8.1%	7.5%
공공형	기금당 순자산	14,907	16,045	17,621	18,406	21,269	19,703	22,719
	10년 수익률	4.8%	6.3%	8.5%	7.5%	8.1%	7.5%	7.0%
소매형	기금당 순자산	5,000	5,576	6,159	6,340	8,613	9,216	9,951
	10년 수익률	3.1%	4.9%	6.9%	5.8%	6.8%	6.2%	5.7%

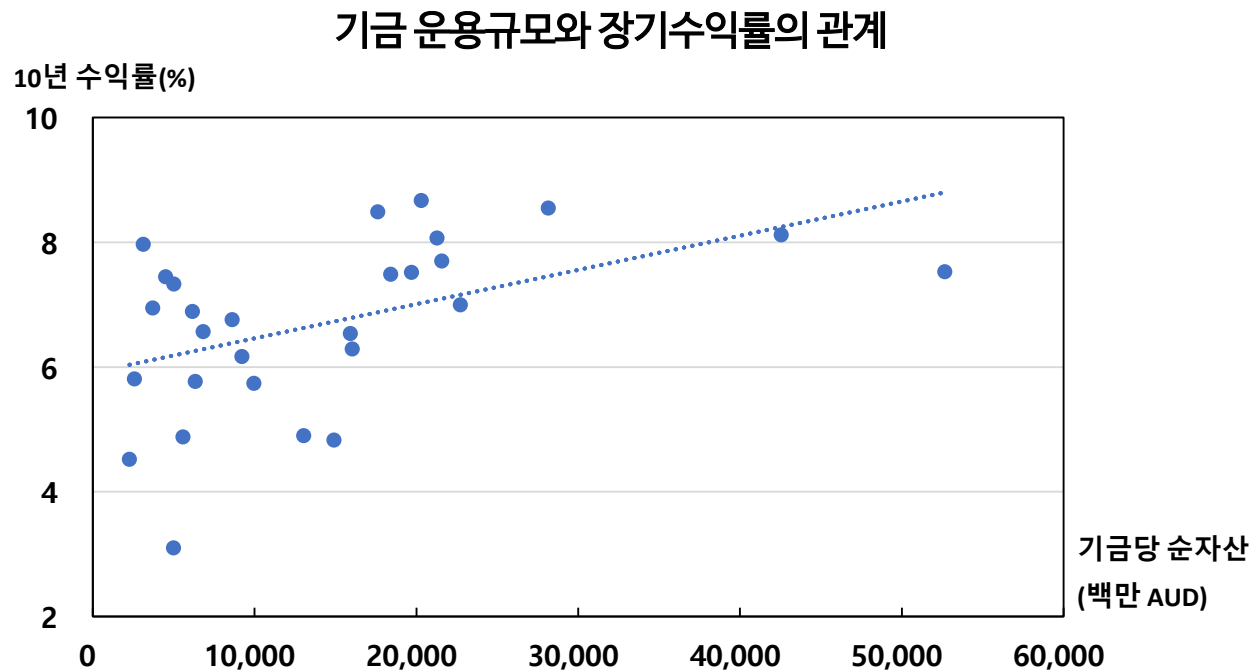
자료: APRA Data and Statistics



# 호주 Superannuation – 운용규모와 장기수익률 상관관계

## ❖ 유형별 통계 기반 상관관계수 추정치 : 0.48

- 슈퍼애뉴에이션기금(Superannuation fund)과 자산운용사에 외주되는 하위 펀드에 있어 규모의 경제 효과는 상이하게 나타남
- 펀드 규모 관련 기존 연구에서 주장하는 대형 펀드의 규모의 비경제 효과는 하위 펀드의 대형화에서 발생하는 문제
  - 자산군 별 복수의 멀티매니저(multi manager) 체계로 하위 펀드의 대형화로 인한 규모의 비경제 효과 차단



자료: APRA Data and Statistics

# [이슈] 디폴트옵션(사전지정운용제도) 제도 개편

## ❖ DC형 퇴직연금제도에서 디폴트옵션의 목적 및 역할

- 가입자 무관심으로 인한 원리금보장상품 편중을 완화하고 분산된 위험의 투자 포트폴리오 구축

## ❖ 현행 Opt in 방식의 사전지정운용제도 개선

- [원리금보장상품 배제] 100% 원리금보장상품으로만 구성된 단일펀드 또는 포트폴리오는 적격상품 승인 배제
- [선택지 단순화] 위험등급별(안정형, 안정투자형, 중립투자형, 적극투자형)로 오직 1개의 사업자 대표상품만 제시

## ❖ 자산배분형펀드(TDF, TRF) 중심의 적격상품 제시

- TRF(Target Risk Fund) : 연금자산 운용에 특화된 중위험-중수익 구조의 장기투자형 자산배분(asset allocation) 펀드
- TDF는 단일펀드 또는 동일 빈티지 포트폴리오로만 설정하고 위험 적합형 포트폴리오 구성은 TRF(디딤펀드) 적극 활용
- 은퇴시점에 부합하는 TDF 상품 선택시 적합성 원칙 예외 적용

## ❖ 디폴트옵션제도의 구조적 개편

- 디폴트옵션제도의 핵심은 Opt out이라는 넛지(nudge)
- 기금형 지배구조 도입 논의와 병행하여 Opt out 방식 디폴트옵션제도 재도입 추진

# [이슈] 국민연금공단(NPS) 운용 퇴직연금기금

## ❖ 효율적 집합운용DC는 기금형 지배구조를 전제로 함

- 현행 사용자(기업)와 사업자(금융기관) 중심의 계약형 지배구조에서는 디폴트옵션 및 일임운용의 개념
- 집합운용DC는 기금형 지배구조를 전제로 논의되어야 하며, 반대로 기금형 퇴직연금제도 도입이 필요한 이유 중 하나임

## ❖ 국민연금공단이 운영하는 퇴직연금기금제도 도입 논의는 부적절

- [다층연금체계] 장기에 걸친 노후자산 축적에 수반되는 위험의 분산은 연금제도와 기금운용 모두에서 중요
- [운용 기제 몰이해] 운용수익률은 기금의 속성에 부합하는 자산배분과 그에 따른 투자 포트폴리오의 장기적 운영 결과
  - ‘퇴직연금 수익률 2%, 국민연금 수익률 5%’ → 국민연금이 운용하면 퇴직연금 수익률이 5%가 된다?
- [운용조직] 국민연금 포트폴리오에 자금을 추가 배분하는 방식은 불가능 → 별도의 위원회 및 기금운용본부 신설 필요
- [매기효과론] 공공기관과 민간 금융기관이 경쟁하는 시장 상황은 그 자체로 부적절 → 공공의 민간 구축효과

## ❖ 강제적 제도 단일화에 따른 공공기관이 운영하는 기금형 퇴직연금제도의 필요성 증대

- 제도 단일화의 주요 대상 사업장인 중소기업(50인 미만)의 DC형 가입 근로자를 위한 공공형 퇴직연금기금 필요
- 정부 재정 보조가 수반되는 공공형 퇴직연금기금 시장에서 공공기관 간의 경쟁구도 조성이 합목적적 제도 개편 방향
- 기금형 퇴직연금제도의 성공 요인은 ‘민간 금융기관의 적극적 참여와 운용성과 관점의 건전한 경쟁 구도’ 임을 강조

**End of Presentation**