



# 금융시장 성장과 발전에 있어서의 연금의 역할

신진영 (연세대학교 경영대학)



# 1. 연금과 금융시장 발전 및 성과의 관계

- 국내 연금의 규모는 지속적으로 증가
  - 2013년 말 현재 국민연금 430조, 개인연금 240조, 2014년 6월 말 현재 퇴직연금 87조에 이릅니다
- 연금 규모의 지속적인 증가가 금융시장의 규모와 효율성에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 분석 필요
- 대규모 기관투자자로서 연금의 역할
  - 연금 가입자들의 저축이 연금으로 대체되고 연금으로 이들 자산이 집중되면서 개인보다 투자능력이 우월한 기관투자자가 자산운용을 대행하는 과정에서 발생하는 효과
  - 위험자산에 대한 투자가 증가하고, 은행, 증권, 보험, 운용사들을 자산운용에 활용하는 반면 이들과 금융시장에서 경쟁하면서 금융시장에 미치는 영향
  - 기업, 정부 등이 발행한 증권 혹은 인프라 등 다양한 투자대상에 투자하는 과정에서 발생하는 효과
- 신인석(2003): 연기금의 금융시장 발전촉진로에 대한 비판적인 수용

- 민간연금의 축적과 경쟁적 운용이 자본시장의 기능을 활성화하고 지속적으로 발전시키는 데 기여할 수 있을지의 여부
  - 연기금의 성장이 주식, 채권시장의 규모 확대와 유동성 확대 등의 발전 요인으로 작용할 수 있는지?
  - 파생상품, 대체투자 등 다양한 투자대상 확대를 통한 금융혁신 촉진 가능한지?
- 김희식 (2006): 연금의 성장이 자본시장 발전을 촉진할 전제조건
  - 시장중심 금융체제의 앵글로색슨국가의 경우 민간연금의 자본시장 발전효과가 유의
  - 은행중심 금융체제를 유지하면서 민간연금의 축적에 소극적인 유럽 대륙국가·일본에서는 별다른 효과가 없음
- Hu (2012): 아시아 지역 국가를 대상으로 은행, 주식 및 채권에 시장에 연금이 미치는 영향 분석
  - 은행권에 부정적이나 주식 및 회사채 시장 규모 확대에는 기여
- Niggermann and Rocholl (2010): 57개국 대상으로 연금개혁이 주식 및 채권시장 규모, 특히 자본시장 발전 정도가 낮은 국가의 자본시장 규모에 긍정적 영향을 미침

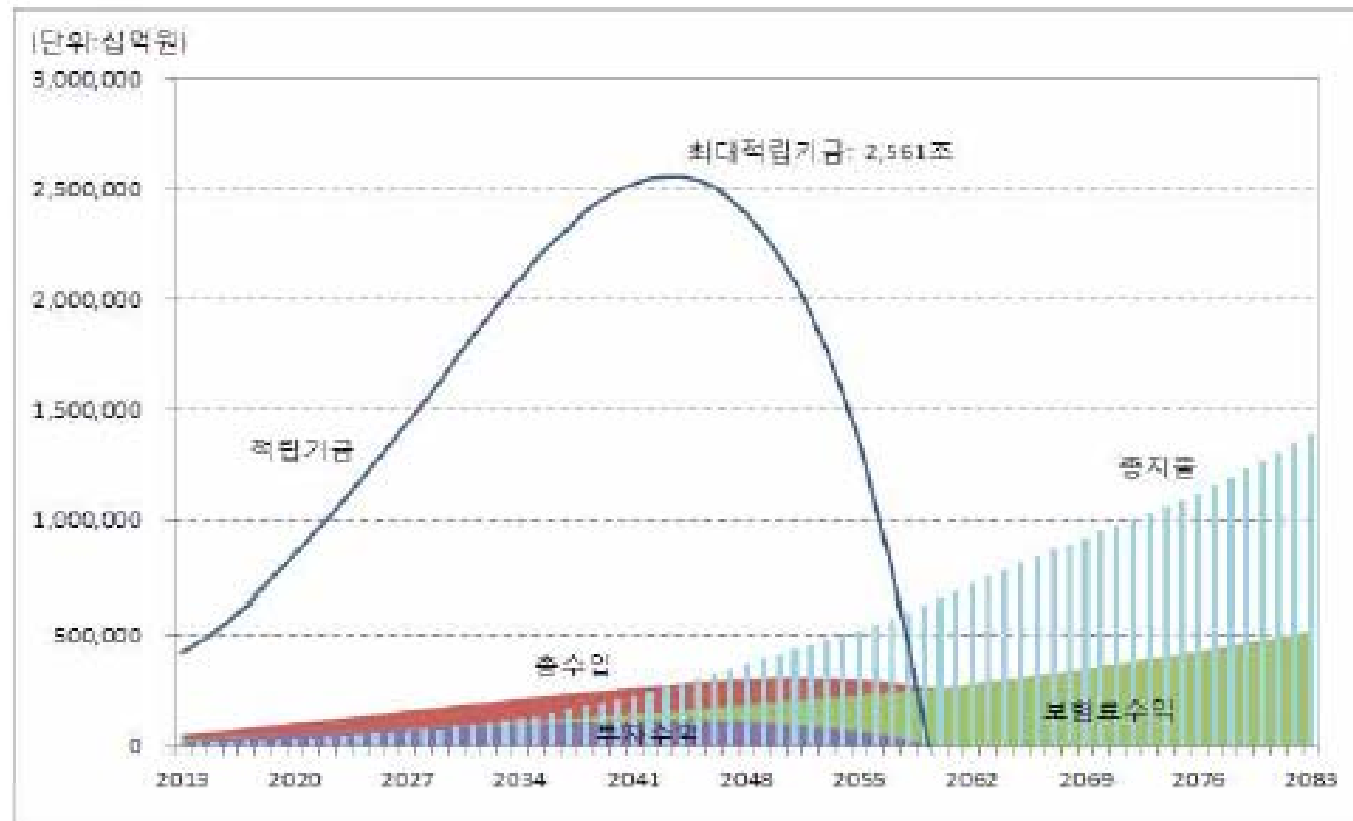
- 기관투자자로서 연기금의 투자확대는 자본시장의 가격발견 기능을 제고하여 자본시장의 합리성과 효율성을 제고할 수 있는지 여부
  - 장기투자자로서 자본시장의 안정성에도 기여
  - 그러나 이들의 투자이익을 목표로 한 시장에서의 과도한 거래가 변동성을 증가시킬 수도 있다는 반론
- 기관투자자로서 연금의 적극적인 주주권행사가 기업지배구조를 개선하고 이를 통한 기업가치 제고로 이어질 수 있는지 여부
- 지배구조 개선에 대한 연기금의 다양한 역할 요구 증대
- Ashok, Luca and Nanditha (2014)
  - OECD 국가를 대상으로 한 연구에서 연금이 주식시장에서 차지하는 비중이 증가할수록 변동성이 감소
  - 시장의 안정성에 기여
- Meng and Pfau (2010)
  - 연금의 규모 증가가 주식 및 회사채 시장의 규모의 확대에 기여하고 주식시장 변동성을 낮추는 효과를 지님
  - 그러나 이러한 효과는 자본시장이 발전한 선진시장에서 나타나는 현상으로 국한
  - 연금이 자본시장 발전에 기여하기 위한 전제조건 필요

- 장기투자자로서 대규모 금융자산을 보유한 연금이 금융시장 안정성에 기여할 수 있는지의 여부
- 금융시장의 안정성 자체가 연금의 규모 확대에 영향을 미치는 상호성이 강한 특성을 지님
- Bank of Canada (2014): 연금이 금융시장 안정성에 기여할 수 있는 메커니즘
  1. 다양한 금융자산에 투자하는 장기투자자로서 금융시장 변동성 여부에 관계없이 투자자산을 장기보유
  2. 투자재원에서 부채가 차지하는 비중이 매우 낮음으로 인해 금융위기 시 시장에 미치는 영향이 적음
  3. 투자자산의 대부분이 단기적인 매도 혹은 인출로부터 자유로울 수 있음
- 인프라 등 장기투자 자산에 대한 투자를 통해 경제성장 및 발전에 필요한 자원 조달 기능



## 2. 국민연금의 국내 자본시장에서의 비중과 영향

## 국민연금 재정 수지 전망



출처: 국민연금 장기 재정추계 보고서 (2013)

- 향후 25년 국민연금은 그 규모가 빠르게 성장한 후 이후 20년 간은 급속히 감소할 것으로 예상됨
- 국내 자산에 대한 비중이 적지 않은 국민연금의 자산배분으로 인해 국내 금융시장에 미치는 영향이 적지 않을 것으로 보임



## 국민연금기금의 국내채권 섹터별 투자 비중 추이 (단위 : 억 원, %)

구분	2011년			2012년			2013년		
	국민연금	시장	비중	국민연금	시장	비중	국민연금	시장	비중
국채	1,068,327	4,060,958	26.3	1,077,194	4,383,304	24.6	1,029,739	4,852,263	21.2
지방채	11,477	168,699	6.8	9,034	174,121	5.2	14,071	188,839	7.5
특수채	564,657	2,268,856	24.9	653,862	2,717,054	24.1	661,214	2,933,167	22.5
통안채	101,919	1,647,600	6.2	64,621	1,630,700	4.0	103,633	1,636,700	6.3
금융채	226,534	2,192,376	10.3	166,486	2,115,429	7.9	178,429	2,261,664	7.9
회사채	252,523	2,196,811	11.5	327,873	2,607,588	12.6	386,092	2,849,464	13.5
전체	2,225,437	12,535,301	17.8	2,299,070	13,628,195	16.9	2,378,178	14,722,147	16.2

주 1) 시장금액은 발행잔액 기준, 국민연금은 시가평가금액 기준, 말일기준임

2) 현금성 자산 제외

3) 시장통계는 KIS채권평가 데이터

- 국민연금 채권투자는 국채와 특수채에 대한 투자비중은 채권시장 전체 구성비에 비해 높으나 다른 채권은 그 비중이 낮음
- 회사채의 비중은 점차 증가하는 추세로서 시장에 대한 영향력이 증가하고 있음

## 국민연금 채권 위탁이 운용사 채권 운용액에서 차지하는 비중

단위: 억 원

구분		10년말	11년말	12년말	13년말	14년6월말
채권	위탁채권금액(순자산) (A)	148,896	195,302	248,549	257,380	236,326
	운용사 채권 운용액 <sup>1</sup> (B)	2,290,455	2,204,763	2,601,042	2,818,405	2,861,639
	국민연금의 비중 (A/B)	6.5%	8.9%	9.6%	9.1%	8.3%
	운용사 채권 운용액 <sup>2</sup> (C)	2,466,504	2,367,027	2,754,881	2,992,689	3,048,283
	국민연금의 비중 (A/C)	6.0%	8.3%	9.0%	8.6%	7.8%

운용사 채권 운용액<sup>1</sup>: 채권형펀드 + 채권형 일임

운용사 채권 운용액<sup>2</sup>: 채권형펀드 + 채권형 일임 + (혼합형펀드 + 혼합형일임) x 50%

A: 자산총액

C: 순자산 금액

- 국민연금이 운용사 채권 운용액에서 차지하는 비중은 10% 아래 수준으로 안정적임

## 국내주식 부문 투자 현황

(단위 : 억 원, %)

구분	2011년		2012년		2013년	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중
국내주식 전체	623,451	100.0	735,233	100.0	839,965	100.0
직접	321,540	51.6	381,086	51.8	426,878	50.8
위탁	301,911	48.4	354,147	48.2	413,087	49.2

- 직접운용은 약 40%, 위탁은 100% active 운용을 통해 초과수익률을 추구하고 있음
- 위탁운용은 주로 중소형 주의 비중이 상대적으로 높으므로 인해 시장 상황에 따라 직접운용과 대비되는 수익률을 보이고 있음
- 국내주식 위탁은 순수주식형, 중소형주, 사회책임투자, 장기투자형, 액티브퀀트, 대형주형으로 분류되어 운용되고 있음
- 국민연금이 국내 운용 및 자문사 국내주식 운용에서 차지하는 비중이 지속적으로 증가하고 있음
- 이러한 증가와 다양한 active 운용의 요구가 국내 운용업계에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 분석이 필요

# 국민연금 주식 위탁이 운용사 주식 운용액에서 차지하는 비중

단위: 억 원

구분		10년말	11년말	12년말	13년말	14년6월말
주식	국민연금 운용사 위탁액 ( A )	235,146	278,009	329,625	385,000	397,762
	운용사 주식 운용액 1 ( B )	1,189,405	1,166,483	1,291,473	1,388,854	1,385,833
	국민연금의 비중 (A/B)	19.8%	23.8%	25.5%	27.7%	28.7%
	운용사 주식 운용액 2 ( C )	1,295,034	1,263,841	1,383,776	1,493,424	1,497,819
	국민연금의 비중 (A/C)	18.2%	22.0%	23.8%	25.8%	26.6%
	국민연금 자문사 위탁액 ( D )	19,609	23,887	24,492	28,067	35,645
	자문사 주식 운용액 ( E )	121,103	139,314	153,478	111,930	139,777
	국민연금의 비중 (D/E)	16.2%	17.1%	16.0%	25.1%	25.5%
	국민연금 주식 위탁액 (운용사+자문사) ( F )	256,274	301,911	354,147	413,087	433,412
	(운용사+자문사) 주식 운용액 ( G )	1,416,138	1,403,155	1,537,254	1,605,355	1,637,596
	국민연금의 비중 ( F/G)	18.1%	21.5%	23.0%	25.7%	26.5%

운용사 주식 운용액 1 (B): 주식형펀드 + 주식형일임

운용사 주식 운용액 2 (C): 주식형펀드 + 주식형일임 + (혼합형펀드 + 혼합형일임) x 30%

(운용사+자문사) 주식 운용액 ( G ): ( C ) + ( E )

# 국민연금의 국내주식에서의 비중

## 국내주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중

(단위: 억 원 %)

구분	2011년			2012년			2013년		
	국민연금	시장	비중	국민연금	시장	비중	국민연금	시장	비중
전체	623,437	11,458,752	5.4	719,614	12,611,447	5.7	792,007	13,052,663	6.1
유가증권시장	605,537	10,410,914	5.8	697,025	11,530,621	6.0	768,572	11,859,737	6.5
코스닥	17,900	1,047,838	1.7	22,589	1,080,826	2.1	23,435	1,192,925	2.0

주1) 금액은 연도 말 시가기준임

주2) 비상장주식 및 현금성자산, 우선주, ETF, 선물옵션, 외국주 금액은 제외함

## 국민연금 국내주식 지분율 추이

(단위 : 주, %)

구분	2011년		2012년		2013년	
	보유종목 수	비중	보유종목 수	비중	보유종목 수	비중
10% 이상	0	0.0	0	0.0	44	6.3
5% 이상	173	31.3	218	36.6	209	30.2
3% 이상	122	22.1	120	20.1	128	18.5
1% 이상	157	28.4	136	22.8	140	20.2
1% 미만	101	18.3	122	20.5	172	24.8

주) 우선주, ETF 제외

- 국민연금의 투자대상이 대형주에 집중됨으로 인해 국내주식 시장에 대한 비중보다 높은 수준의 지분율을 투자대상 기업에 대해 보유하고 있음
- 2013년 법 개정으로 10% 이상 지분 보유가 가능해짐에 따라 그 수가 급증함

## 국민연금기금 의결권 행사 현황 (국내기업)

<최근 5년간 국민연금 의결권 행사 내역>

행사년도	주식투자 기업수	행사 주총수	행사 안건수	행사내역		
				찬성 (비중)	반대 (비중)	중립/기권 (비중)
2014년 (1~6월)	774	630	2,541	2,318 91.22%	220 8.66%	3 0.12%
2013	712	645	2,601	2,319 89.16%	281 10.80%	1 0.04%
2012	641	587	2,565	2,125 82.84%	436 17.00% <sup>1)</sup>	4 0.16%
2011	591	556	2,175	2,022 92.97%	153 7.03%	0 0.00%
2010	563	528	2,153	1,979 91.92%	174 8.08%	0 0.00%

주1) 2012년은 상법개정 관련 정관 변경 반대 안건이 증가하여 반대 비율 증가

<반대 의결권 행사 내역>

반대 사유	2010년		2011년		2012년		2013년		2014년 (6월말)	
	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)	건수 (건)	비율 (%)
이사 및 감사선임	96	55.2	89	58.2	123	28.2	162	57.7	163	74.1
정관변경	41	23.5	24	15.7	291	66.7	96	34.2	31	14.1
이사 및 감사 보수	24	13.8	17	11.1	5	1.2	7	2.5	7	3.2
기타	13	7.5	23	15.0	17	3.9	16	5.7	19	8.6
합계	174	100	153	100	436	100	281	100	220	100

국민연금의 반대  
비율은 다른 기관  
투자자에 비해 높  
은 수준이나 국민  
연금이 이를 통해  
기업의 경영의사  
결정에 직접적인  
영향을 미친 사례  
는 없음

## 국민연금기금 의결권 행사 현황 (해외기업)

<최근 3년간 국민연금 의결권 행사 내역>

행사년도	주식투자 기업수	행사 주총수	행사 안건수 <sup>1)</sup>	행사내역			
				찬성 (비중)	반대 (비중)	중립 (비중)	선택 <sup>2)</sup> (비중)
2014 (1-6월)	4,100	15	233	216	16	1	0
				92.7%	6.9%	0.4%	0.0%
2013	4,012	16	208	186	21	0	1
				89.4%	10.1%	0.0%	0.5%
2012	3,894	13	204	175	29	0	0
				85.78%	14.42%	0.00%	0.00%
2011	2,895	16	213	182	22	0	9
				85.45%	10.33%	0.00%	4.23%

주1) 보유비중 0.5%이상이나 지분율 1%이상 기업에 대해 의결권을 행사 함

주2) 찬성/반대/중립 이외에 후보 안 중 선택하도록 하는 안건 형태

<반대 의결권 행사 내역>

반대 사유	2013년		2014년 6월	
	건수(건)	비율	건수(건)	비율
이사 및 감사 보수	3	14.3%	3	18.8%
이사 및 감사 선임	9	42.9%	7	43.7%
정관변경	0	0.0%	0	0.0%
기타	9	42.9%	6	37.5%
합계	21	100%	16	100%

# 국민연금 기금 대체투자 현황

## 국민연금기금의 대체투자금액 추이

(단위 : 억 원)

구 분			2011년도		2012년도		2013년	
			금액	비중	금액	비중	금액	비중
국내	부동산		32,031	12%	45,099	14%	56,593	14%
	인프라		67,818	25%	76,983	23%	80,762	20%
	기타 대체	소계	55,616	20%	61,184	19%	68,046	17%
		벤처투자	4,001	-	5,266	-	6,329	-
		사모투자	49,858	-	1,319	-	60,711	-
		구조조정 투자	1,756	-	54,599	-	1,006	-
	계		155,464	57%	183,265	56%	205,400	51%
	해외	부동산		62,897	23%	83,507	25%	113,166
인프라		23,380	9%	25,599	8%	33,863	8%	
사모		30,228	11%	37,583	11%	50,793	13%	
계		116,504	43%	146,689	44%	197,822	49%	
총계			271,969	100%	329,954	100%	403,223	100%

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

주) 투자금액은 파생상품 평가액이 포함되었으며, 자산들은 공정 가치로 평가되었음

- 국내 대체위탁 비중: 57%
- 시장경제연구원(2012)에 따르면 국내대체투자 비중이 전체 자산의 10%에 도달할 경우 현재와 부동산, 인프라 기타에 대한 투자 비중을 현재와 같이 유지할 경우 국민연금 투자가 시장에서 차지하는 비중은 인프라는 약 40%, 부동산은 80%, 기타는 약 30% 이상 이를 것으로 추정됨



# 국민연금의 국내주식시장 점유율 추정

(단위: 조원, %)

연도	시가총액	20% 투자	25% 투자	30% 투자
2015	1,387	8.29	10.36	12.44
2020	2,114	8.74	10.93	13.12
2025	2,893	9.02	11.27	13.53
2030	3,931	8.85	11.06	13.27
2035	4,857	8.78	10.97	13.16
2040	5,993	8.06	10.07	12.08
2043	6,653	7.41	9.26	11.11
2044	6,888	7.14	8.93	10.71
2045	7,132	6.84	8.55	10.27
2050	8,483	4.97	6.22	7.46
2055	9,913	2.60	3.24	3.89
2060	11,579	-0.37	-0.46	-0.56

시장경제연구원 (2012) “국민연금기금이 국민경제 및 자본시장에 미치는 영향에 따른 장기기금운용방향”

(단위: %)

연도	유효지분율: 1/3배			유효지분율: 2/3배		
	20%	25%	30%	20%	25%	30%
2015	11.05	13.81	16.59	13.82	17.27	20.73
2020	11.65	14.57	17.49	14.57	18.22	21.87
2025	12.03	15.03	18.04	15.03	18.78	22.55
2030	11.80	14.75	17.69	14.75	18.43	22.12
2035	11.71	14.63	17.55	14.63	18.28	21.93
2040	10.75	13.43	16.11	13.43	16.78	20.13
2043	9.88	12.35	14.81	12.35	15.43	18.52
2044	9.52	11.91	14.28	11.90	14.88	17.85
2045	9.12	11.40	13.69	11.40	14.25	17.12
2050	6.63	8.29	9.95	8.28	10.37	12.43
2055	3.47	4.32	5.19	4.33	5.40	6.48
2060	-0.49	-0.61	-0.75	-0.62	-0.77	-0.93

유효지분율 (실제투자 대상 기업에 대한 지분율)이 전체 시장 대상 지분율을 1/3 혹은 2/3 이상을 초과하지 않기 위한 국내주식 투자비중

# 국민연금의 국내채권시장 점유율 추정

## 국채시장 점유율 추정

(단위: %)

연도	시장점유율 1	시장점유율 2	시장점유율 3
2015	32.68	54.46	21.78
2020	36.75	61.25	24.50
2025	39.06	65.10	26.04
2030	39.20	65.33	26.13
2035	39.14	65.23	26.09
2040	36.11	60.18	24.07
2045	30.71	51.18	20.47
2050	22.33	37.22	14.89
2055	11.64	19.39	7.76

주: 시나리오 1, 2, 3은 각각 국민연금기금 적립액 중 국채 투자 비중을 각각 30%, 50%, 10%를 가정

## 금융채시장 점유율 추정

(단위: %)

연도	시장점유율 1	시장점유율 2	시장점유율 3
2015	14.90	29.81	44.71
2020	13.90	27.80	41.70
2025	12.63	25.26	37.89
2030	10.84	21.68	32.51
2035	9.60	19.20	28.80
2040	7.86	15.72	23.57
2045	6.03	12.05	18.08
2050	3.95	7.90	11.85
2055	1.87	3.74	5.62

주: 시장 점유율 1, 2, 3은 국민연금기금 적립액 중 금융채 투자 비중을 각각 10%, 20%, 30%로 가정

## 회사채시장 점유율 추정

(단위: %)

연도	시장점유율 1	시장점유율 2	시장점유율 3
2015	10.34	20.67	41.34
2020	10.66	21.33	42.65
2025	10.55	21.10	42.20
2030	9.86	19.71	39.43
2035	9.32	18.64	37.29
2040	8.15	16.30	32.59
2045	6.61	13.23	26.46
2050	4.59	9.18	18.36
2055	2.29	4.58	9.17

주: 시장 점유율 1, 2, 3은 국민연금기금 적립액 중 회사채 투자 비중을 각각 5%, 10%, 20%로 가정

시장경제연구원 (2012) “국민연금기금이 국민경제 및 자본시장에 미치는  
영향에 따른 장기기금운용방향”

- 현재와 유사한 수준의 투자 비중(국채 40%, 금융채 10%, 회사채 5%)을 유지하는 경우 각 시장에서 국민연금기금의 시장점유율이 현재에 비하여 다소 상승할 것으로 예상되지만 그 파급효과를 크게 우려할 정도는 아닐 것으로 예상
  - 국민연금기금의 최대 시장점유율은 금융채시장 14.9%, 회사채시장 10.66% 등으로 현재 수준인 10.3%와 11.5%과 유사한 수준
  - 다만 국채시장의 경우 예상되는 시장점유율 최고 수준이 34.01%로 현재의 26.3%에 비하여 다소 높아질 것으로 추정되나 2020년 이후에는 국채시장 규모의 증가가 국민연금기금 적립금 증가 속도를 넘어서서 시장점유율이 지속적으로 하락할 것으로 예상됨
- 이는 경제규모 확대에 따른 재정적자의 증가와 금융 부문 및 실물 부문의 자금 수요의 지속적인 증가가 예상되는데 기초함
- 주식시장 전체에 대해서는 10% 안팎의 점유율을 유지할 것으로 보이나 투자대상 기업에 대한 지분율 만으로 한정된 유효지분율의 경우 15% 이상으로 상승할 수 있는 여지가 있음



### 3. 퇴직연금과 개인연금의 성장과 향후 이슈

- 2005년 12월 도입
  - 2014년 6월 말 현재 약 526만 명 가입, 적립금 규모 약 87조 5,102 억 원
- 가입자 현황
  - 퇴직연금 가입근로자 현황

(단위: 천 명, %)

구 분		합 계	DB형	DC형	IRA 특례
근로자수	명	5,260	3,192	1,982	86
	%	100.0	60.7	37.7	1.6

자료: 금융감독원, 퇴직연금 영업실적( '14.6월말) 보고

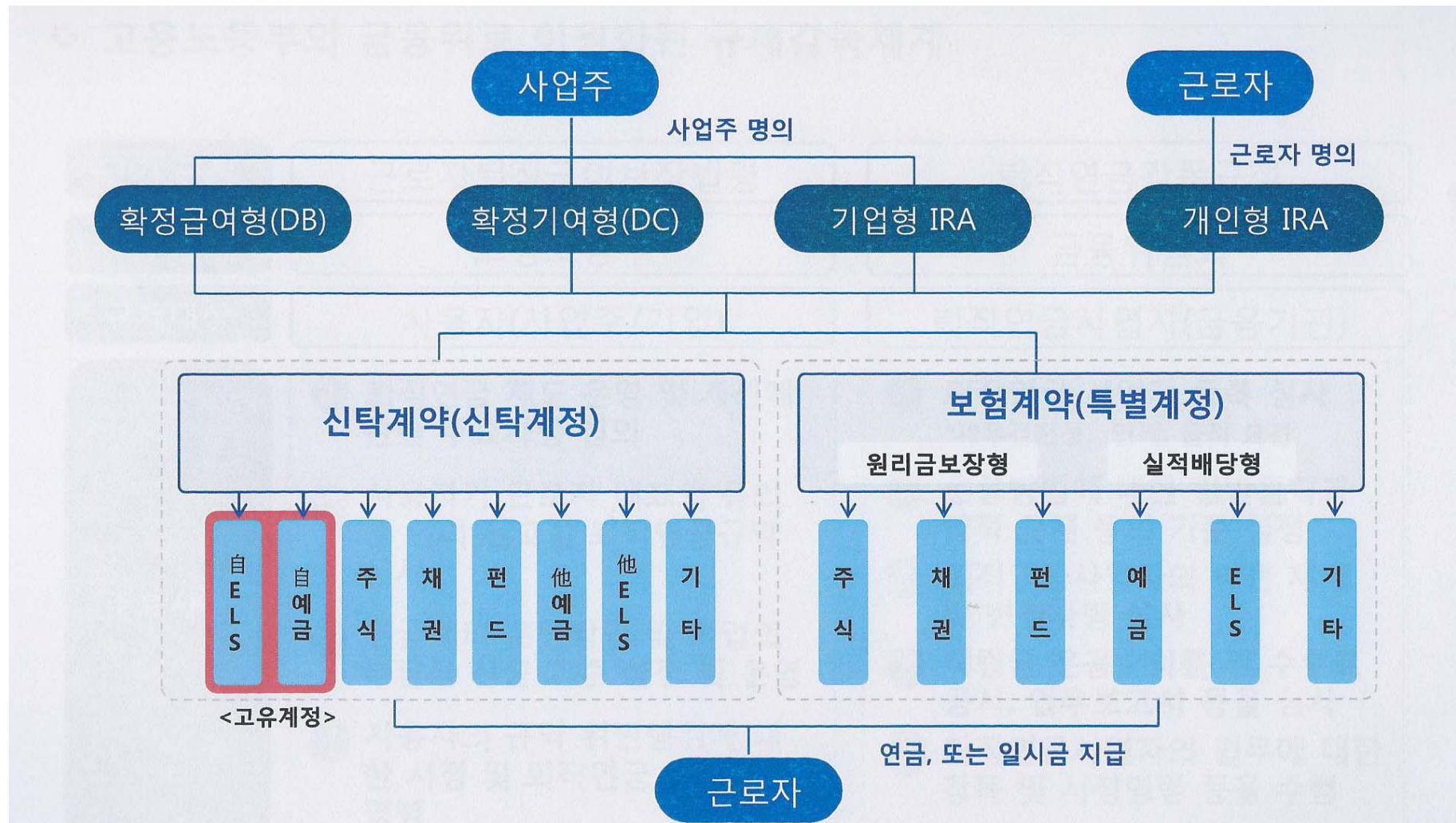
- 사업장 별 도입현황: 영세·중소기업 도입이 매우 저조하여 이들 사업장에 근무하는 근로자들의 수급권 보호가 과제임

( : 개소, %)

구 분	10인미만	10~29인	30~99인	100~299인	300~499인	500인이상	합 계
(A)도입 사업장수	159,044	69,799	24,943	6,454	990	1,143	262,373
(B)전체 사업장수	1,435,703	182,026	55,552	11,390	1,468	1,337	1,687,476
도입비율 (A/B,%)	11.1	38.3	44.9	56.7	67.4	85.5	15.6

자료: 금융감독원, 퇴직연금 영업실적('14.6월말) 보고

## 계약형 퇴직연금 구조



송홍선 "전환기 퇴직연금제도의 발전 연구" 2014.7.15

- 퇴직연금제도와 운용관리업무 및 자산관리업무를 수행하기 위하여 근로자퇴직급여 보장법 제26조에 따라 등록한 자

### 퇴직연금사업자 수

(단위: 개소)

구 분	증권	생보	손보	은행	근로복지공단	합 계
사업자 수	15	14	7	15	1	52

금융감독원, 퇴직연금 영업실적('14.6월말) 보고

### 금융권역별 적립금 현황

(단위: 억 원, %)

구 분		은행	생명보험	손해보험	증권	근로복지공단
총계	금액	456,052	207,657	60,624	146,728	4,040
	비율	52.1	23.7	6.9	16.8	0.5

자료: 금융감독원, 퇴직연금 영업실적('14.6월말) 보고

- 퇴직연금 사업자는 은행과 보험업계에 집중되고 있음
- 적립금 운용 방법: 운용 규모의 92.6% 원리금보장 상품으로 운용되며 이중 80.9%가 만기 1년 이하의 단기 운용임

## 투자 한도에 따른 위험자산 투자 제약

투자대상	확정급여형 (DB) 한도	확정기여형 (DC) 한도
주식	적립금의 30%	투자금지
주식형 펀드 혼합형 펀드	적립금의 50%	적립금의 40%
채권형 펀드(주식 40% 이하), 예적금, 국공채, 투자적격채권 등	제한없음	제한없음
위험자산 총 한도	70%	40%

- 위험자산에 대한 투자를 제한함으로써 인해 수익률 제고에 제약을 가하고 있다는 지적에 따라 2014년 9월 이에 대한 제약을 완화하는 방안이 마련됨



## 퇴직연금 규모와 수익률

(단위 : 억원, %)

구 분	2009.12	2010.12		2011.12		2012.12		2013.12	
		적립금	증감율	적립금	증감율	적립금	증감율	적립금	증감율
DB	100,730	209,826	108.3	375,394	78.9	496,987	32.4	606,573	22.1
DC	29,833	51,530	72.7	81,070	57.3	119,555	47.5	169,114	41.5
기업형 IRP	3,762	5,395	43.4	6,093	12.9	6,641	9.0	6,940	4.5
개인형 IRP	6,134	24,720	303.0	36,610	48.1	50,277	37.3	60,368	20.1
합 계	140,459	291,472	107.5	499,168	71.3	673,459	34.9	842,996	25.2

- 수익률은 DC형, 비  
원리금 보장이 우월  
한 수준을 유지하고  
있음

(단위 : %)

구 분	DB			DC		
	원리금	비원리금	소계	원리금	비원리금	소계
CY09	5.67	21.91	5.08	5.12	18.36	6.57
CY10	4.90	14.38	4.12	4.63	12.59	5.00
CY11	4.57	△0.76	3.61	4.34	△0.18	2.92
CY12	4.62	6.72	3.73	4.51	7.35	4.06
CY13	3.82	2.14	3.14	3.71	2.80	3.01

## 정부의 “사적연금 활성화 대책”

- 2014년 8월 27일 발표
  - 스스로 노후소득을 준비할 수 있도록 연금의 가입·운용·수령 3 단계에 걸쳐 법·제도·금융·세제를 아우르는 대책 마련
  - 사적연금의 가입 확대, 운용수익 제고, 장기보유 및 연금화 유도 등 단계별 활성화 방안 마련
- 
- ① 사적연금에 대한 가입을 활성화하여 노후소득보장 기능 제고
    - 단계적으로 사업장의 퇴직연금 가입을 의무화하되, 가입자·사업장에 대한 세제혜택·재정지원 등 인센티브 병행
    - 영세·중소기업 및 저소득·비정규직 근로자 등 취약계층의 가입을 적극 유도하여 노후소득 보장의 사각지대 해소
  - ② 자산운용규제 개선을 통해 합리적인 자산운용을 유도하고, 제도·상품을 다양화하여 가입자 선택폭을 확대
  - ③ 가입자 보호장치를 보완하여 근로자의 연금 수급권 보호를 강화하고, 세제혜택 등을 통해 장기유지·연금수령 유도

# “사적연금 활성화 대책” 기본 방향과 주요 내용

## 【 비 전 】

국민들의 안정적이고 여유로운 노후생활 보장

## 【 목표 및 추진전략 】

- ◇ 단계적 퇴직연금 의무화 및 가입 확대
- ◇ 연금자산의 합리적·탄력적 운용
- ◇ 수급권 보호·연금화 유도
- ◇ 사적연금 활성화를 위한 인프라 구축

분야	주요 세부 추진과제
퇴직연금 도입·가입 확대	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 기업규모별 단계적 퇴직연금 도입 의무화</li> <li>○ 중소기업 퇴직연금기금제도 도입 및 재정지원</li> <li>○ 계속근로기간 1년 미만 근로자 가입 확대</li> <li>○ 세액공제 한도 확대 등</li> </ul>
자산운용의 탄력성 제고	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 퇴직연금 자산운용규제 단순화·완화</li> <li>○ 기금형 퇴직연금제도 도입</li> <li>○ 투자위원회·투자원칙보고서(IPS) 의무화</li> <li>○ 개인연금 상품 다양화</li> </ul>
수급권 보호 및 연금화 유도	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 공시 등 소비자 보호장치 강화</li> <li>○ DB형 사외적립비율 상향</li> <li>○ DC형·IRP에 대한 별개의 예금자보호한도 적용</li> <li>○ 연금수령시 세금부담 30% 경감 등 세제개편</li> </ul>
인프라 구축	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 사적연금 정책협의회 정례화</li> <li>○ 개인연금법 마련</li> <li>○ 연금 관련 교육·컨설팅 강화</li> </ul>

## 가입 측면: 퇴직연금 도입·가입 제고-I

- 단계적 퇴직연금 의무화: '16년부터 기업규모별로 단계적으로 퇴직 연금제도 도입을 의무화하여 '22년에는 전면 의무화

기한	2016.1.1.	2017.1.1.	2018.1.1.	2019.1.1.	2022.1.1.
대상 사업장	300인 이상	300~100인	100~30인	30~10인	10인 미만
(신규 적용대상 기업수)	(672)	(4,936)	(30,609)	(112,227)	(1,276,659)

- 문제점: 이행 불응 기업에 대한 강제 수단 부재. 이행 계획의 실현 가능성을 높일 방안 필요

- 임시직 근로자 포함: 근속기간 1년 미만 근로자도 일정기간 이상 근무 시 퇴직급여 가입대상에 포함
- 퇴직연금 세액공제 확대: 근로자의 퇴직연금 납입액에 대한 별도의 세액공제 한도(300만원) 신설
- 향후 퇴직연금 시장 규모의 대폭적인 확대가 기대되는 조처임

- 자산운용규제 단순화·완화: 연금자산의 효율적 운용을 가로막는 경직적인 자산운용규제를 완화
  - 총 위험자산 투자한도만 남겨두고 개별자산에 대한 투자한도는 원칙적으로 폐지
  - DC형 .IRP의 총 위험자산 투자한도를 DB형과 동일하게 상향조정(40→70%)
  - 문제점: 주식에 대한 직접 투자, 대체투자는 여전히 제약
- 퇴직연금 자산운용에 대한 규제완화는 금융자본의 이익은 증대시키지만 퇴직연금자산은 더욱 불확실한 투자위험에 노출되어 안정성이 크게 위협받을 것이라는 우려를 불식할 수 있는 방안 필요
- 노동자들의 연금 자산을 매개로 금융시장 및 자본시장을 활성화 시키겠다는 의도라며 비판으로부터 벗어날 수 있어야 함
- 자사상품 편입 금지: 불합리한 자기거래 관행 해소를 위해 퇴직연금 사업자의 자사상품 편입을 단계적으로 축소
  - 퇴직연금사업자의 수용성 등을 감안하여 '14년 말까지 30% 이내로 축소하고 '15년 7월부터 전면 금지
  - 사업자간 담합을 통한 자사상품 편입금지 우회를 방지하기 위해 사업자간 상품 교환한도(예: 적립금의 10 ~ 20%) 설정

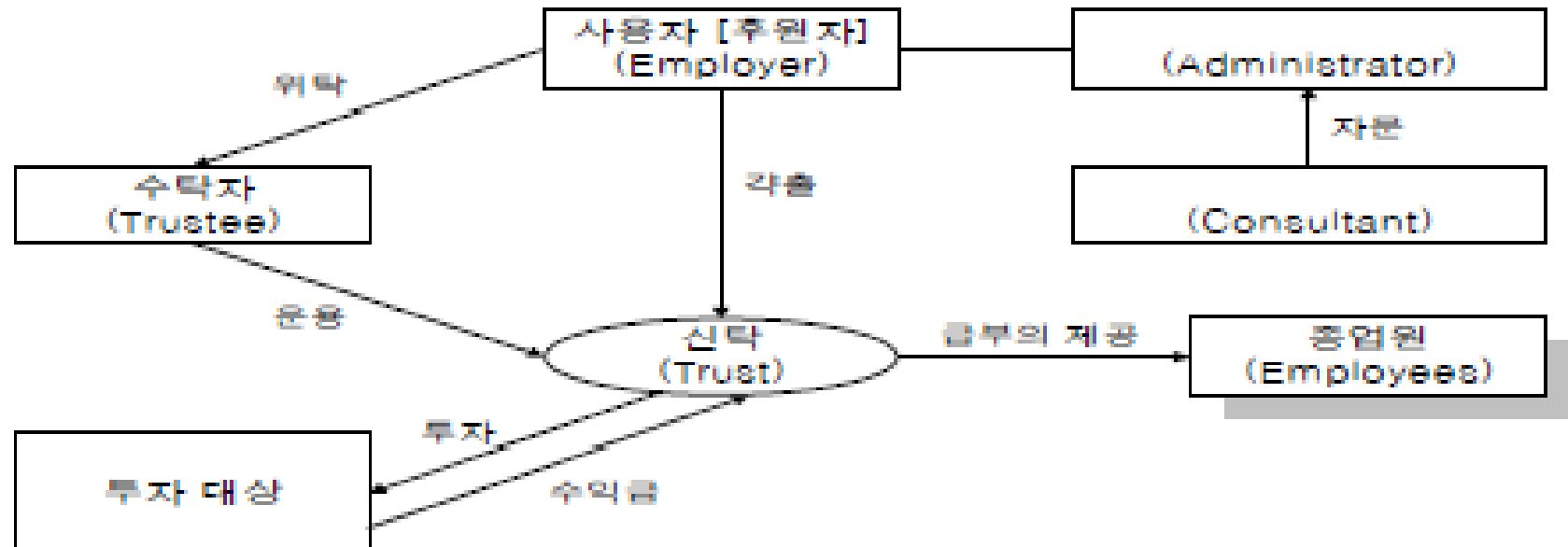
- **기금형 퇴직연금제도 도입**

- 2016년 7월 부로 기금형 제도 도입하여 계약형과 병행 운영
- 단일기업형 기금 형태로 도입하여 기업들이 계약형과 기금형 중 선택

- **기금형 제도**

- 사용자와 근로자의 합의를 통해 기금운영 정책을 마련하고 회사와 별도로 독립된 퇴직연금 기금을 신탁 형태로 설치하여
- 기금 자산의 법적 권한은 수탁자에게 귀속되고 수탁자는 신탁 약관에 따라 가입자 및 연금수급자의 최대 이익을 보장하기 위해 관리 책임을 짐
- 노사 공동 위원회를 통해 기금운용에 대한 정책결정을 함으로써 계약형 제도에 비해 가입자인 근로자의 니즈가 잘 반영될 수 있다는 장점
- 비영리 재단 형태로 운영되기 때문에 모럴 해저드 발생 우려가 있음 따라서 감독당국의 철저한 관리·감독과 강력한 제재 규정이 필요

### 1-2. 기금형 구조



: 이태호 외, 퇴직연금으로의 퇴직급여제도 단일화 방안 연구, 고용노동부 연구용역보고서, 2010

- 개선안의 문제점: 기업집단별, 산업별 기금형 제도 도입안이 포함되지 않아 기금형 제도의 다양성 제약
- 은행·보험사 등 금융권에서는 기금형 퇴직연금제도 도입이 시기상조라고 우려, 앞으로는 기금운용위원회의 의사결정 비중이 대폭 늘어나게 되므로 기존 퇴직연금 사업자들의 시장 파이도 축소될 가능성이 큰 것으로 보고 있음

## 개인연금 시장 규모

(단위 : 억원, %)

구 분	2010.12	2011.12		2012.12		2013.12	
	적립금	적립금	증감율	적립금	증감율	적립금	증감율
세제적격 <sup>(주1)</sup>	596,140	681,587	14.3	788,117	15.6	898,002	13.9
세제비적격 <sup>(주2)</sup>	983,796	1,089,511	10.7	1,371,723	25.9	1,545,680	12.7
합 계	1,579,936	1,771,098	12.1	2,159,840	21.9	2,443,682	13.1

주1) 은행, 보험 및 금융투자회사가 판매하는 개인연금저축과 연금저축

☞ 소득세법 또는 舊 조세특례제한법상 세액공제(소득공제) 대상

주2) 보험회사의 일반 및 변액연금보험, 은행의 (신)노후생활연금신탁

- 퇴직연금과 개인연금을 합한 규모의 총액은 2013년 12월 말 현재 약 330조에 이르고 있음
- 그러나 수익률과 운용 비용에 대한 가입자들의 만족도는 낮은 편으로서 이에 대한 제고가 필요함

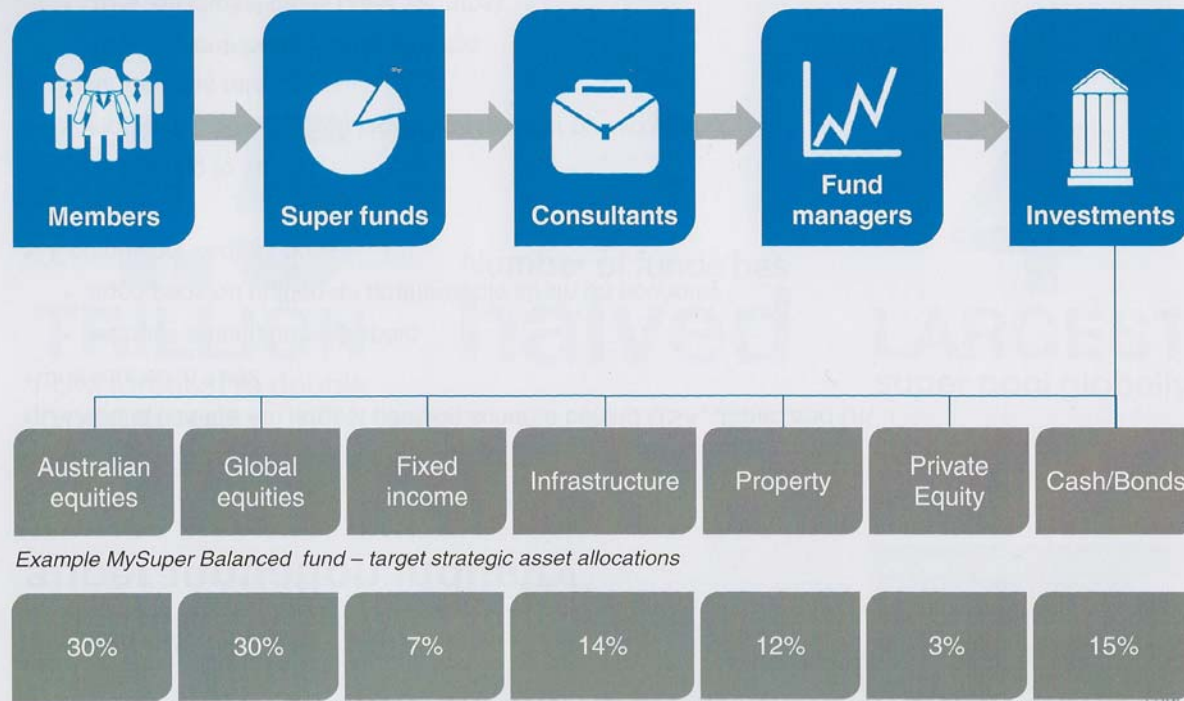




## 4. 호주 퇴직연금 사례

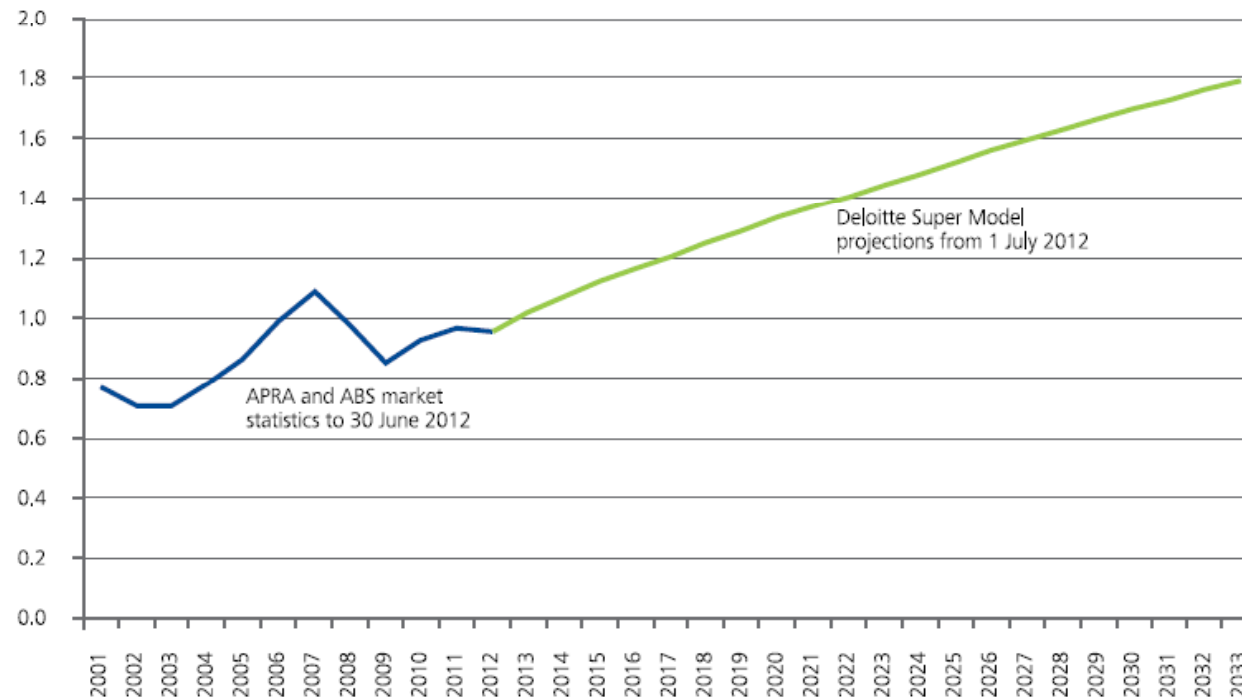
- 가입자 수 총 1,160만 명
  - 96% full time, 80% part time, 73% 자영업
- 1992년 Superannuation Guarantee Charge로 전면 시행
- 강제가입형 확정기여형 퇴직연금 제도
  - 고용주는 임금의 9%를 납입할 의무: 미납 시 처벌
  - 2013년부터 2020년까지 점진적으로 12% 상향: 평균 소득 기준으로 은퇴 후 소득대체율을 70% 수준으로 높이는 것을 목표
  - 2012년 기준 AU\$11,800억: AU\$8,200억은 고용주 납입, AU\$3,600억은 근로자의 추가 납입
  - 대부분이 Defined Contribution: 근로자가 투자의 위험을 전적으로 부담

## Industry structure: the traditional model



가입자의 선택의 폭  
극대화:  
Superannuations 간,  
Superannuation 내  
투자 option 간 선택  
가능

### Superannuation 총자산/명목 GDP 추세 추정치



Deloitte (2013) "Dynamics of the Australian Superannuation System- The next 20 years: 2013-2033"

- 2012년 말 현재 퇴직연금은 명목 GDP의 100% 수준이며 이는 향후 20년 간 2배 이상 증가될 것으로 예측됨

## 퇴직연금이 호주 금융시장에서 차지하는 비중

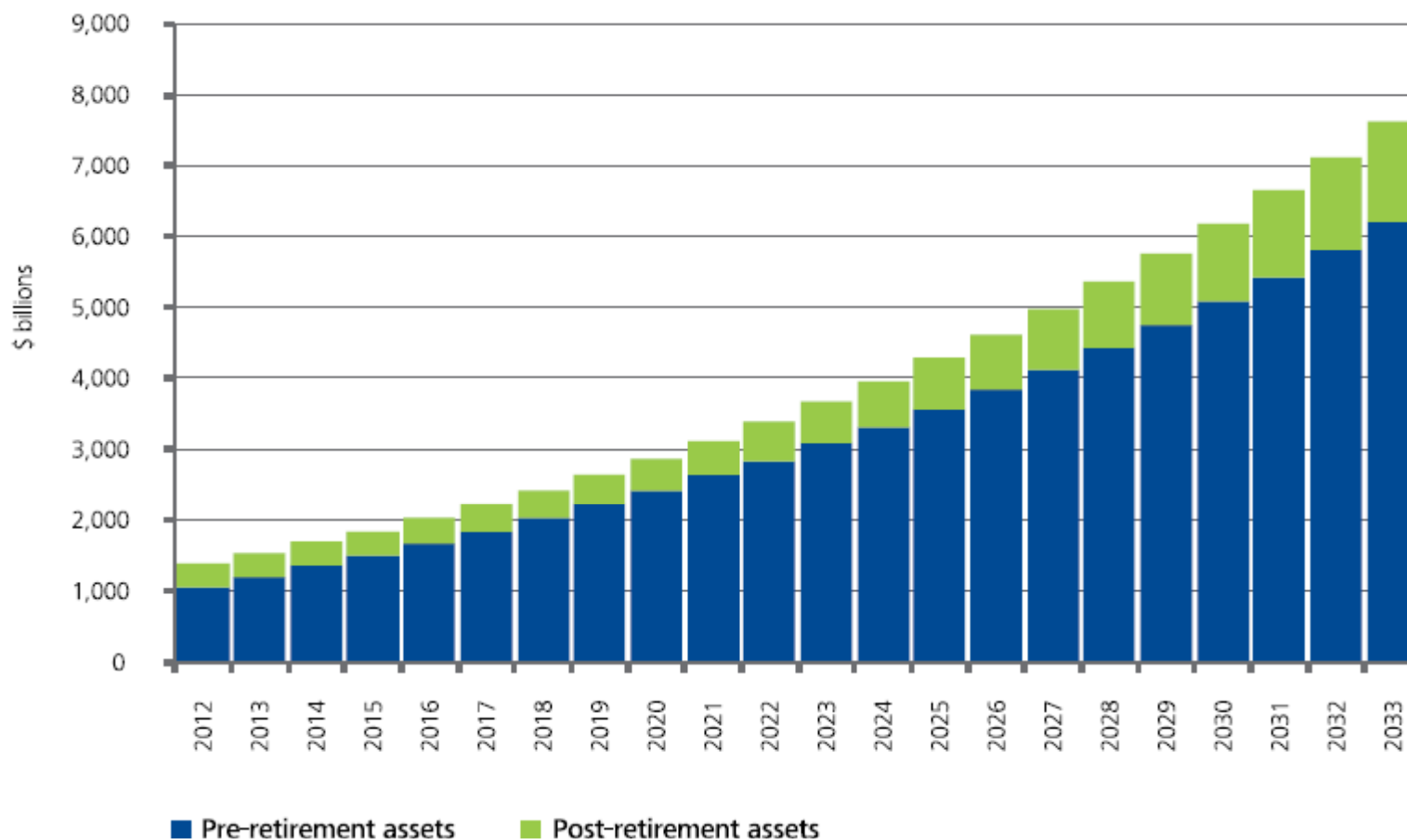
Table 1: Assets of Australian Financial Institutions

% of total	ADIs	Registered financial corps	Life offices	Super	Managed funds	General insurance	Securitisation vehicles
Dec 1999	46	8	10	16	9	4	3
Dec 2005	49	5	6	18	9	3	6
Dec 2007	51	5	5	19	8	3	6
Dec 2010	59	4	4	20	6	3	3
Dec 2012	60	3	4	22	5	3	2

Source: RBA and Deloitte Access Economics

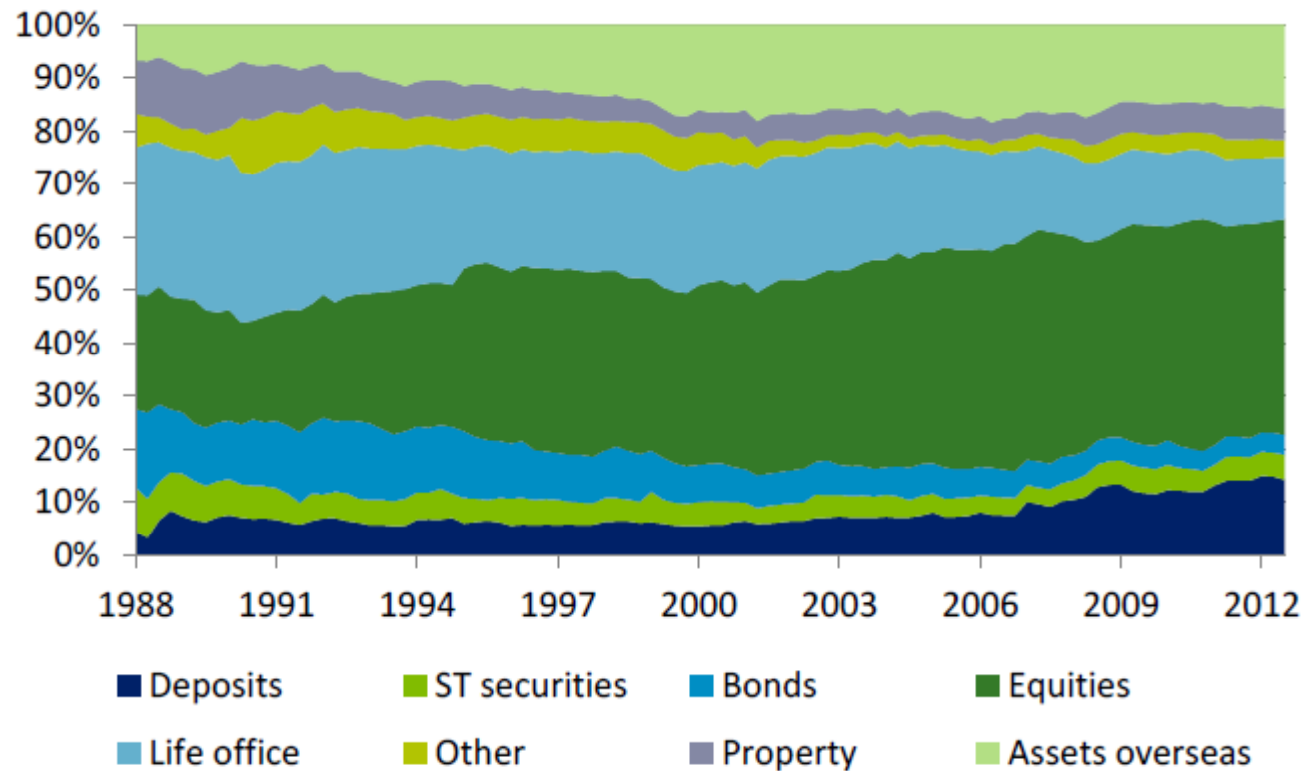
- 퇴직연금 도입 이후 호주금융시장에서 은행 (ADIs)과 퇴직연금의 비중은 증가하고 보험과 펀드의 비중은 감소하고 있음
- 퇴직연금 도입 이후 투자 대상 간의 대체 현상이 발생하고 있음
- 은행의 경우 퇴직연금이 일부 자산을 무위험자산으로서 예금에 예치하고 은퇴자들이 연금 수령 후 안전자산 선호로 예금을 선택하여 그 비중이 증가하고 있음

## 호주 퇴직연금의 자산규모 추정치



- 퇴직연금의 자산규모는 향후 20년 간 급속히 증가될 것으로 예상되어 2033년에는 AU\$70,000억을 상회할 것으로 추정되며 이로 인한 퇴직연금의 호주 경제와 금융시장에 대한 영향력 역시 증가될 것으로 보임

Chart i: Australian superannuation fund asset allocation (% share of total assets)



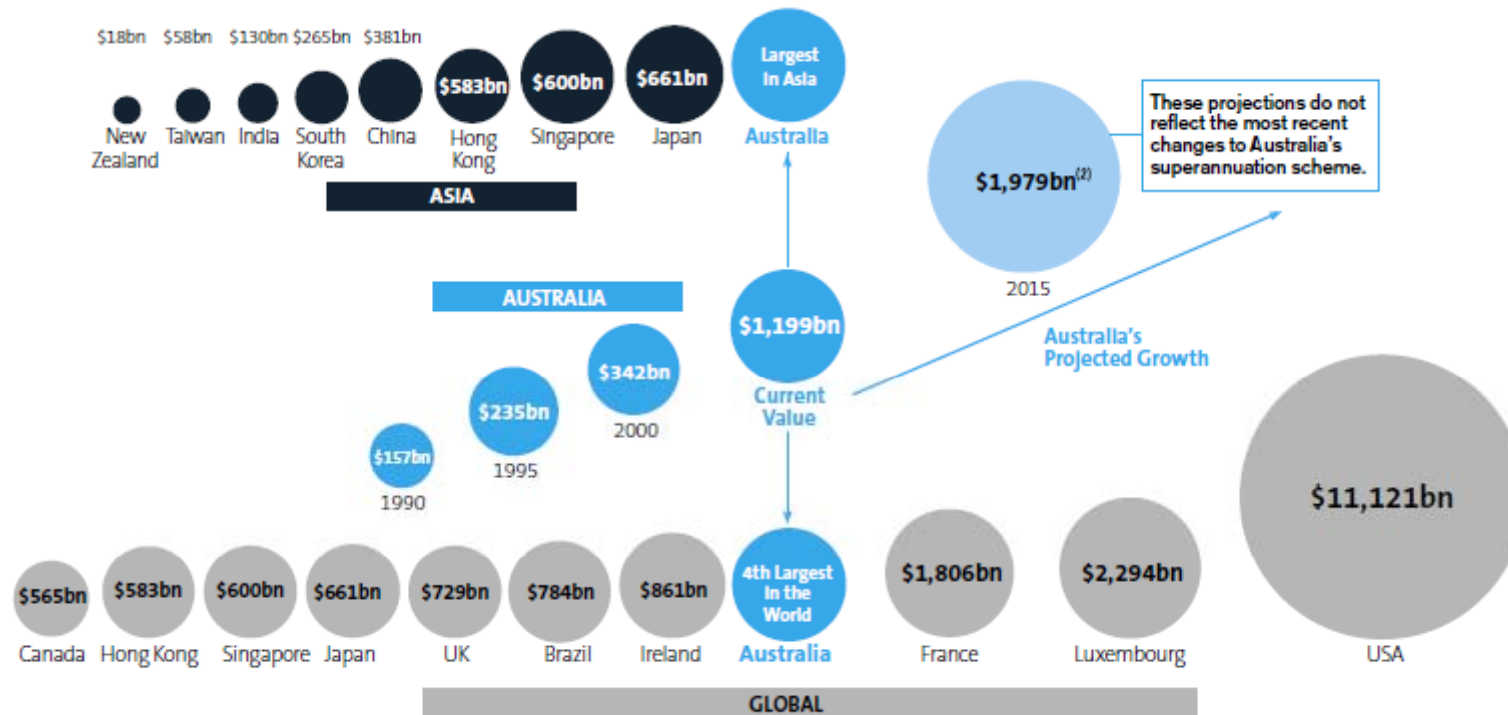
Source: ABS, Cat no 5655.0, 2012.

퇴직연금의 국내주식투자가 호주 주식시장에서 차지하는 비중: 약 40%

# 호주 자산운용 시장의 성장

## THE GLOBAL SIGNIFICANCE OF AUSTRALIA'S INVESTMENT FUND ASSETS POOL

Investment Fund Assets<sup>1</sup>, US\$, December Quarter 2009

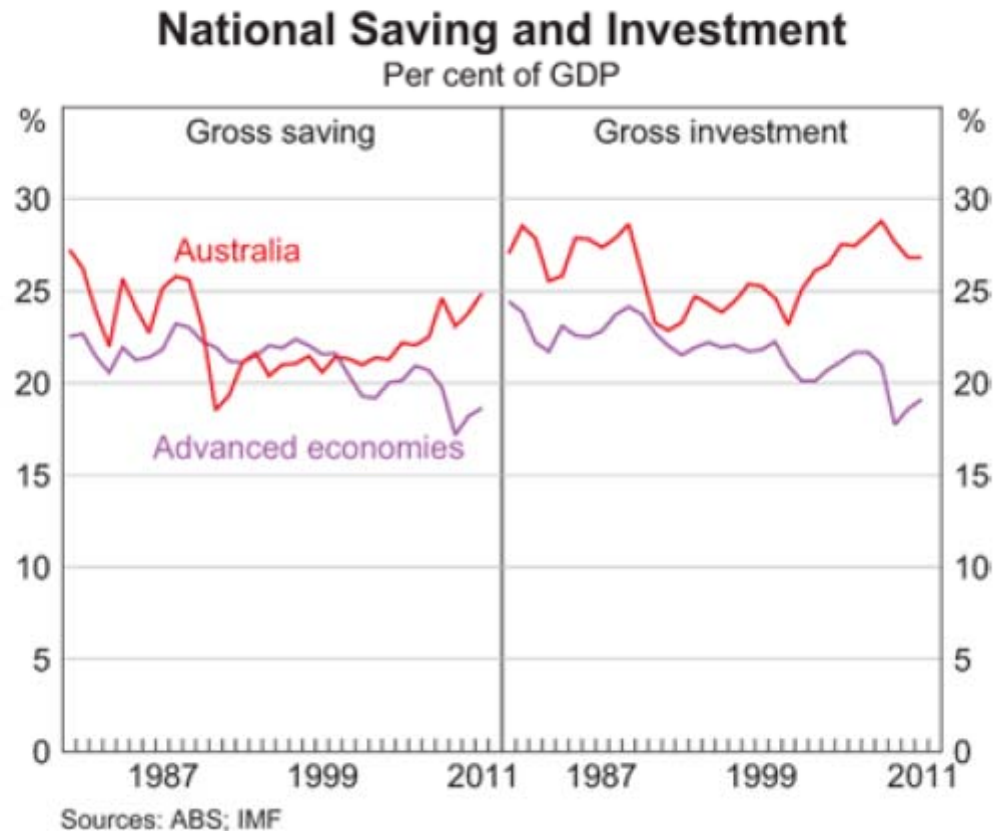


호주 정부 (2010) Investment Management Industry in Australia

- 퇴직연금제도 정착 이후 급속히 성장하여 세계 4위 수준으로 상승함



Chart 4.3: National Saving and Investment, per cent of GDP



Source: Bishop and Cassidy (2012) *RBA Bulletin – March Quarter 2012*.

- 퇴직연금은 강제저축으로서 개인저축은 대체하기 보다는 은퇴자금 마련을 경각시키고 저축율을 전반적으로 증가시키는 효과를 가져옴
- 이는 국내 투자재원의 주요한 원천으로 기능하여 2008년 금융위기를 비교적 수월하게 넘길 수 있는 기반을 제공함



## 5. 결론과 정책 시사점

- 국민연금과 개인 및 퇴직연금의 규모는 빠르게 증가하고 있어 금융 시장에 미치는 영향에 대한 분석과 대응이 필요
- 연금의 성장이 일방적으로 금융시장에 영향을 미치기 보다는 금융 시장의 발전과 성숙 정도가 연금의 성장에 영향을 주는 상호적인 측면이 강함
- 연금의 성장이 금융시장의 규모 확대와 발전에 기여하기 위한 전제 조건이 마련되어야 함
- 퇴직연금의 기금방식의 도입, 위험자산에 대한 투자 제약 완화 등 최근 제도적 측면에서의 개선이 이루어지고 있음
- 이러한 제도 개선이 연금의 확대와 금융시장 발전으로 이어지기 위해서는 금융시장 참가자들의 노력 역시 필요
- 국민연금의 규모 축소 시 금융시장과 경제에 미치는 영향을 최소화하기 위해서는 이를 지탱해줄 수 있는 사적연금 시장의 발전이 필수적