

OPINION

선임연구위원
장근혁금융회사 교육세 과세표준과 손익통산의
필요성*

금융회사 교육세의 과세표준으로 전체 손익과 상관없이 수익금액만 반영되어, 이러한 과세표준 산정방식에 대한 문제가 제기되어 왔다. 유가증권, 외환, 파생상품의 경우 다양한 거래 방식에 따라 경제적 실질이 같아도 계산되는 수익금액에 차이가 발생한다. 이러한 점이 일부 반영되어 외환 및 '파생상품 등' 거래의 경우 손익통산한 순이익이 과세되는 반면, 유가증권 거래의 경우 매매익만이 과세표준에 포함되어 경제적 실질이 동일한 거래임에도 과세표준에 차이가 발생한다.

증권사가 주식·채권시장에서 유동성공급자 역할을 하고 대고객 RP와 파생결합증권 등 다양한 금융상품을 공급하는 과정에서 유가증권과 파생상품 매매로 인해 관련 손익이 발생한다. 은행이 외환시장에서 수행하는 역할과 손익통산 효과가 없는 대출자산의 비중이 큰 점들을 감안하면, 현재 유가증권을 제외한 외환과 '파생상품 등' 범위까지만 손익통산이 인정되는 것은 금융업종 간 과세 형평성 문제도 있다고 할 수 있다.

교육세율 인상을 반영하여 유가증권 손익통산 효과를 비교해 보면, 손익통산 필요성이 더욱 증가한다. 세율 인상이 예정된 현 상황에서 손익통산 범위 확대를 적극 검토할 필요가 있으며, 급격한 세수 변화를 줄이기 위해 단계적으로 우선 유가증권 부문의 손익통산을 도입하고, 추후 세수 영향을 검토하면서 유가증권과 '파생상품 등' 간 손익통산도 중장기적으로 추진하는 방안을 생각해 볼 수 있다.

금융·보험업자(이하 금융회사)는 교육세법 제3조에 의해 교육세 부과 대상이 되며, 제5조에 의해 수익금액이 과세표준에 해당한다. 구체적으로 수익금액은 이자, 배당금, 수수료, 보증료, 유가증권 매각익·상환익(이하 매매익), 보험료, 그 외 시행령 제4조의 내역을 포함한다. 그런데 금융회사에 대한 교육세의 적정성에 대해 다양한 견해가 있는 가운데, 무엇보다 과세표준 산정방식에 대한 문제가 지속적으로 제기되어 왔다.¹⁾ 이는 과세표준 산정방식이 복잡하며 해석상 논란을 유발하여 납세협력비용²⁾이 많이 발생하고, 손실과 상관없이 수익금액만 과세표준으로 반영되기 때문이다. 유가증권, 외환,

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 교육세의 개요와 금융회사에 대한 교육세 부과 적정성 및 과세표준 산정방식에 대한 논란과 쟁점들은 다음의 문헌을 참고하기를 바란다.

이영한·문성훈·박훈·조형태, 2025, 금융·보험업에 대한 교육세 개편에 관한 연구: 과세의 적정성과 과세표준 산정 방식을 중심으로, 『세무학연구』 42(1)(이하 이영한 외, 2025); 이예지, 2023, 『금융·보험업자 교육세 과세표준의 쟁점과 개선과제』, 국회입법조사처 연구보고서(이하 이예지, 2023).

2) 납세자가 세금을 신고·납부하는 과정에서 부담하는 세금 자체 이외의 모든 경제적, 시간적, 심리적 비용을 의미한다. 교육세 과세표준 계산을 위해 법인세와 다른 방식의 수익금액 산출 체계가 필요하다.

파생상품의 경우 다양한 거래 방식에 따라 경제적 실질이 같아도 계산되는 수익금액에 차이가 발생한다. 이러한 점이 일부 반영되어 '파생상품 등'³⁾과 외환 거래의 경우 손익통산(수익·손실 상계)한 순이익이 과세표준에 포함되지만, 유가증권 거래의 경우 많은 논란⁴⁾이 있음에도 불구하고 매매익만이 과세표준에 포함되고 있다.

본고에서는 금융회사 교육세 과세표준 산정에 있어서 이전에 제기되어 왔던 경제적 실질 측면뿐만 아니라 자본시장에서 증권사의 역할을 살펴보면서 유가증권 간 손익통산과 함께 유가증권과 '파생상품 등' 간 손익통산의 도입 필요성을 논의하고자 한다.

금융회사 교육세 과세표준의 산정

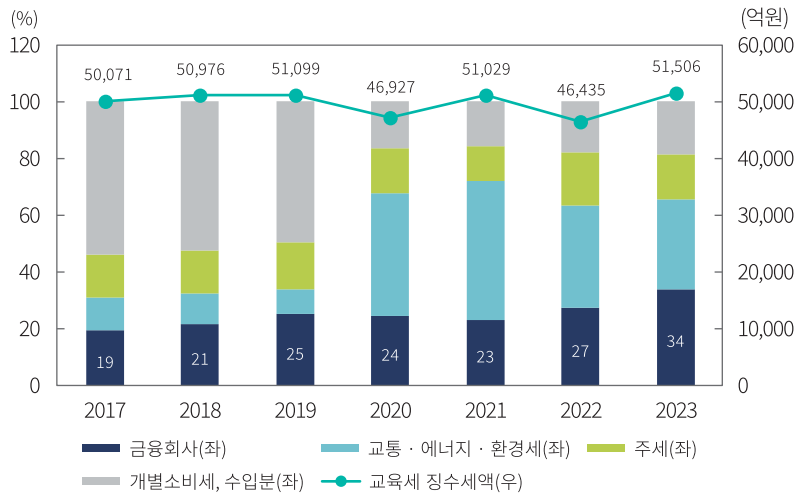
금융회사에 부과되는 교육세는 교육세법 제5조 제3항에 따라 '수익금액'을 과세표준으로 하여 0.5%의 세율을 적용하는 특별한 과세방식을 채택하고 있다. 이러한 수익금액 기준 과세는 금융회사의 수익금액이 일반 제조업의 매출액과 유사한 성격을 가진다는 판단에 기초한 것으로 보인다. 그러나 업권 간 영업 형태가 매우 다르기 때문에 손익계산서상 항목들을 직접 비교하기 어려울 뿐만 아니라, 금융회사의 거래가 복잡해지고 금융상품 구조가 다양해지면서 이러한 비교가 현실적이지 않다고 할 수 있다.

교육세법 제5조 제3항과 시행령 제4조 제1항에서 과세표준으로 규정하고 있는 수익금액 항목들은 각각 독립적으로 과세되고 항목 간 손익통산이 제한되는 구조로 되어 있다. 이로 인해 순손실이 발생한 경우에도 수익이 있는 한 교육세가 부과되어 조세부담의 불균형이 발생할 수 있다. 실제로 교육세 징수세액의 세원별 비중 추이를 보면, 금융회사의 교육세 징수세액 비중은 2017년 19%에서 2023년 34%로 지속적으로 증가하는 추세를 볼 수 있다(〈그림 1〉).

3) 교육세법 시행령 제4조 제1항 5목에서 '파생상품 등(파생결합증권과 파생상품을 포함)' 거래의 손익과 외환매매손익 및 화폐성 외 화자산·부채의 평가손익을 포함한 순이익 개념으로 손익통산이 적용된다.

4) 이영한 외, 2025: 이예지, 2023.

〈그림 1〉 세원별 교육세 징수 비중



주 : 각 교육세원별 징수세액÷교육세 징수세액

자료: 국세통계포털

유가증권과 파생상품 손익통산의 필요성

교육세 과세표준 중 외환 및 ‘파생상품 등’ 거래는 손익통산한 순이익이 과세되는 반면, 유가증권 거래는 매매익만 과세된다. 경제적 실질이 동일함에도 불구하고 유가증권 거래 방식에 따라 과세표준이 달라지는 문제점은 여러 문헌에서 제기되어 왔다.⁵⁾ 주식·채권시장 유동성 공급과 금융상품의 공급, 그리고 차익거래를 통한 시장 효율성 증대 등 자본시장에서 증권사의 역할에 비추어 유가증권 간 손익통산과 함께 유가증권과 ‘파생상품 등’ 간 손익통산 도입의 필요성을 논의하고자 한다.

(주식·채권시장 유동성 공급)

증권사는 주식, 채권, ETF 등 유가증권 시장과 장내파생상품(개별주식 선물·옵션 등) 시장에서 시장조성자(Market Maker)나 유동성공급자(Liquidity Provider) 역할을 하며, 유동성 공급을 통해 투자자가 거래를 수월하게 할 수 있게 하고, 가격발견 기능을 제고한다.⁶⁾

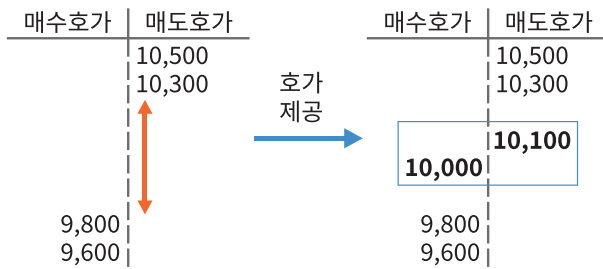
주식시장의 예를 들면, 〈그림 2〉의 왼쪽 호가창을 보면 매수·매도호가 스프레드가 커진 상황인데, 증권사가 10,000원과 10,100원으로 매수·매도호가를 제공하여 유동성을 공급하게 된다(〈그림 2〉 오른쪽). 계약이 체결되어 증권사가 10,000원에 200주를 매수한 이후 시장가격이 변화하여, 100주를

5) 이영한 외, 2025; 이예지, 2023.

6) 이우백, 2022, 주식시장 시장조성자의 유동성 제고의 실효성 분석, 『한국증권학회지』 51(1); 이우백, 2022, 한국 주식시장 유동성 공급자(LP)의 성과 분석, 『재무관리연구』 39(4); 안희준·김학겸·장운욱, 2015, 국고채시장의 시장조성활동이 가격발견기능과 유동성에 미치는 영향, 『한국증권학회지』 44(1).

9,900원에 매도하고, 100주를 10,100원에 매도하였다고 가정하자(〈표 1〉). 과세표준이 되는 매매익은 $100\text{주} \times 100\text{원} = 10,000\text{원}$ 이지만 매매손과 통산하면 실제 손익은 0원이다. 한편 200주를 동시에 10,000원에 매도하면 교육세 과세표준은 0원으로 산정된다.

〈그림 2〉 유동성 공급 예시



〈표 1〉 교육세 과세표준 예시

(단위: 원)		
매각가격/주식수	매매익	매매손
9,900/100주		10,000
10,100/100주	10,000	
교육세 과세표준	10,000	

주: 매매익만 과세표준에 포함

국채를 포함한 채권시장에서도 증권사의 유동성 공급 역할은 중요하다. 증권사는 장내시장에서 PD(Primary Dealer)로서 유동성을 공급하고 있으며, 장외시장(국채, 회사채)에서도 증권사의 채권매매가 큰 비중을 차지하고 있다.⁷⁾ 유동성 공급 과정에서 주식 사례와 마찬가지로 경제적 실질이 동일한 채권 매매에 대해서 손익통산이 인정되지 않아 교육세 과세표준이 상이할 수 있다. 증권사가 회사채 발행·인수 역할을 수행할 때도 채권매매를 하게 되므로 이러한 문제가 발생할 수 있다.⁸⁾ 따라서 증권사의 채권시장 유동성 공급과 기업 자금조달 창구 역할을 고려할 때 유가증권 손익통산이 필요하다고 할 수 있다. 한편, 교육세 부담 증가로 증권사의 국채 거래가 위축될 경우 국채시장 유동성 저하가 발생할 수 있으며, 이는 국채 금리 상승이나 변동성 확대를 통해 국채시장 안정성에 부정적인 영향을 줄 수 있다.⁹⁾ 또한 국채 조달금리 상승으로 이어질 수 있다.

(금융상품 공급)

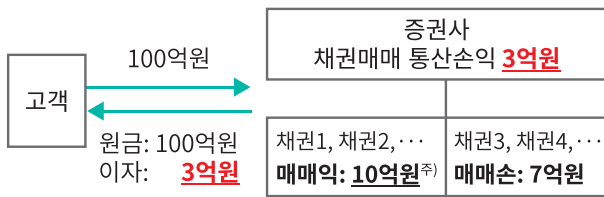
증권사는 투자자의 수요에 따라 다양한 금융상품을 공급하는데, 예금과 같은 수익구조인 대고객 RP(CMA RP를 포함)와 투자상품인 파생결합증권이 대표적이다. 상품 판매로 조달한 자금을 운용하기 위해 증권사는 채권을 매입하며, 이를 기반으로 활발한 매매를 통해 채권시장에서 유동성을 공급하게 된다. 먼저 대고객 RP의 예시로 〈그림 3〉을 보면, 고객으로부터 받은 자금 100억원으로 신용등급과 만기가 다양한 채권들을 운용하여 얻은 통산손익 3억원을 고객에게 이자로 지급한다. 이 과정에서 채권

7) 최근 10년간 채권거래 중 증권사 비중 평균이 장내와 장외 모두 80% 수준이다(장내거래: 한국거래소, 장외거래: 채권정보센터).
 8) 채권 인수 예를 들면, B증권이 A전자업체의 채권 1,000억원 발행을 주관하고, 미매각분 200억원을 인수하였는데, 이후 100억원은 105억에 매도하고 나머지 100억원은 95억에 매도하면 손익통산 없이 매매익 5억원만 B증권사의 교육세 과세표준에 포함된다(이영한 외(2025) 172p 사례 재구성).
 9) 김필규·정화영, 2023, 『우리나라 국채 유통시장 현황 및 유동성 분석』 자본시장연구원 연구보고서 23-10.

매매익(10억원)과 매매손(7억원)이 발생한다면,¹⁰⁾ 통산손익 3억원이 아닌 매매익 10억원이 교육세 과세표준이 된다.

파생결합증권 예시로 100억원이 발행된 지수형 ELS가 10%의 쿠폰과 함께 상환된 경우를 가정하면, ELS 상환손실은 10억원이 된다. 지수형 ELS의 경우 통상 선물 등 파생상품과 채권으로 운용되는데, 대고객 RP 사례와 마찬가지로 채권 매매익과 매매손이 각각 10억원과 7억원, 파생상품 통산손익을 8억원이라고 가정하자(〈표 2〉). 〈표 2〉에서 음영 부분인 수익금액이 교육세 과세표준에 해당하는데, 교육세법 시행령 제4조에 의해 ELS 상환손실과 파생상품 손익은 ‘파생상품 등’으로 손익통산이 적용되어 과세표준은 0원¹¹⁾이 된다. 반면, 손익통산이 불가능한 채권의 매매익인 10억원이 별도로 최종 과세표준으로 되어 관련 거래들의 순손익인 1억원에 비해 9억원 더 많다. 해당 사례를 보면, 외환과 ‘파생상품 등’ 간 손익통산이 적용되는 것처럼 유가증권 간 손익통산과 함께 ‘파생상품 등’과 유가증권 간 손익통산도 적용되는 것이 합리적이라고 할 수 있다.

〈그림 3〉 대고객 RP 운용 예시



주: 교육세 과세표준 수익금액

〈표 2〉 ELS 상환¹⁾ 예시

(단위: 억원)

거래		손익 ³⁾	수익 ⁴⁾	손실 ⁵⁾
ELS상환: 110		-10	0(-2)	
헤지	파생상품 ²⁾	8		
거래	채권매매	3	10	7
모든 거래 순손익		1		

- 주: 1) ELS(100억원)가 10%의 쿠폰과 상환됨을 가정
- 2) 백투백 헤지의 경우에는 주식스왑 1건이고, 자체헤지 경우엔 선물 등 파생상품 포함
- 3) 통산한 손익
- 4) 교육세 과세표준에 해당, ELS와 파생상품은 ‘파생상품 등’으로 손익통산
- 5) ELS, 파생상품은 통산한 손익만 표시

(차익거래)

주식 및 채권시장에서 현물과 선물 간 베이스스(선물가격-현물가격)가 확대되면, 현·선물 차익거래가 발생하면서 시장에서 현·선물 가격이 정상화된다. 이처럼 현·선물 차익거래는 시장 효율성을 높이는 기능을 하는데, 현·선물 가격 괴리가 거래비용보다 클 때 이익이 발생하기 때문에 거래비용의 영향을 받을 수밖에 없다. 주식시장 사례로, 과거 우정사업본부의 차익거래에 거래세를 부과한 후

10) 예를 들어 단기채권에서 수익, 장기채권에서 손실이 발생할 수 있다. 또한, 채권 교체 매매를 하게 되면 매각한 채권에서 손실, 교체 매입한 채권을 추후 매각할 때 이익이 발생할 수 있다.
 11) ‘파생상품 등’을 통산한 손익이 -10+8=-2억원으로 손실이므로 해당 항목의 과세표준은 0원이 된다.

차익거래 규모가 급감하였다가, 거래세를 다시 면제한 후 이전 수준으로 회복되었다.¹²⁾ 유가증권과 파생상품(선물) 간 손익통산이 불가능한 교육세 과세체계는 거래비용을 높이는 효과가 있으며, 이로 인해 차익거래가 위축되면 시장 효율성에 부정적인 영향을 줄 수 있다.

교육세의 과세 형평성 검토

〈표 3〉은 증권사와 은행의 대표적인 대고객 상품과 운용을 비교한 표이다. 먼저 원리금 보장상품을 보면, 은행은 예금으로 조달한 자금을 주로 대출자산으로 운용한다. 대출자산의 경우 매매 없이 만기까지 이자수익만 발생하기 때문에 손익통산의 효과가 없다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 증권사는 대고객 RP를 채권으로 운용하기 때문에 매매익과 매매손이 혼재되어, 유가증권 손익통산 여부에 따라 교육세에 큰 차이가 발생한다.

다음으로 은행의 대고객 헤지상품인 통화선도는 외환과 파생상품으로 운용되는데, 교육세법 시행령 제4조에 의해 외환 및 '파생상품 등(통화선도 포함)'의 손익에 대해 모두 손익통산이 적용된다. 반면, 증권사의 ELS의 경우에는 ELS와 파생상품만이 '파생상품 등'에 해당하여 손익통산이 적용되고, 개별 유가증권 매매익은 별도로 과세된다. 따라서 ELS 헤지가 정확히 수행되더라도 통화선도의 경우와 달리 교육세가 발생하게 된다.

또한, 앞서 살펴보았듯이 증권사가 유가증권시장에서 수행하는 시장조성과 유동성 공급 역할은 은행이 외환시장에서 수행하는 역할과¹³⁾ 같은 맥락으로 이해할 수 있다. 외환 및 '파생상품 등' 거래의 손익에 대해서는 손익통산이 인정되고 있지만, 유가증권의 경우 손익통산이 인정되지 않는다.

이처럼 금융업종 간 주요 상품과 운용자산 차이로 인한 교육세 과세 형평성 문제가 발생할 수 있으며, 형평성 문제 해결을 위해서는 손익통산 범위를 유가증권까지 확대할 필요가 있다.

〈표 3〉 은행과 증권사의 주요 대고객 상품 비교

	업종	상품	운용자산	손익구성	손익통산	손익통산 필요성
원리금 보장상품	은행	예금	대출	이자	×	없음
	증권	대고객 RP	채권	채권매매손익	×	유가증권 간 필요
투자 또는 헤지상품	은행	통화선도	외환, 파생상품	외환매매손익, 파생상품 손익	○	기반영
	증권	ELS	주식·채권, 파생상품	주식·채권 매매손익, 파생상품 손익	△ ^{주)}	유가증권 간 필요, 유가증권, '파생상품 등' 간 필요

주: ELS와 파생상품만이 '파생상품 등'에 해당하여 손익통산이 적용된다.

12) 김준석, 2019, 증권거래세 인하의 의의와 향후 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2019-08호(〈그림 1〉).

13) 수출입 기업 환전 거래와 통화선도 등 환헤지 거래를 제공한다.

교육세율 인상의 영향 분석

최근 정부는 금융회사에 대한 교육세 과세표준에 1조원 초과구간을 신설하고 세율을 0.5%에서 1%로 인상할 예정임을 발표하였다.¹⁴⁾ 유가증권 부문만을 반영하여 세율 인상에 따른 손익통산 효과를 비교해 보고자 한다. 교육세 과세표준인 유가증권 매매익을 파악하기 어려운 한계가 있지만, 손익계산서에서 유가증권 처분이익·손실로 근사적으로 추정해 보려고 한다.¹⁵⁾

〈표 4〉는 3개 증권사¹⁶⁾의 2024년 손익계산서상 증권관련 처분이익과 처분손실을 이용하여 과세표준과 교육세를 계산한 결과이다. 실제 통산한 순이익은 B사(2,995억원)가 A사(1,921억원)보다 더 많지만, 통산 없이 매매익만 반영하면 현행 세율로 A사의 교육세가 127.4억원으로 B사의 교육세 52.5억원보다 74.9억원 더 많다. 개정 예정안을 적용하면 A사와 B사의 교육세가 각각 204.9억원과 55.1억원으로 그 차이가 149.8억원으로 더 확대된다. 한편 C사의 경우는 손익통산하면 1,301억원의 손실이 발생했음에도 불구하고 매매익인 8,080억원이 과세표준이 되어 교육세가 40.4억원으로 계산된다. 만약 손익통산이 적용되면, A, B, C사의 교육세는 각각 9.6억원, 15억원, 0원이 된다.

다른 수익항목들을 합하기 때문에 유가증권만 고려한 경우(〈표 4〉)보다 1조원 초과 과표구간(세율 1%) 신설 효과가 실제로 더 클 것이다. 앞서 살펴본 바와 같이 증권사가 자본시장에서 담당하는 역할과 경제적 실질을 고려하면, 이처럼 세율 인상에 따라 유가증권에 대한 손익통산의 필요성이 더욱 커진다고 할 수 있다.

〈표 4〉 유가증권 관련 교육세 계산 사례¹⁾

(단위: 억원)

구분	매매익 ²⁾ ①	매매손 ³⁾ ②	손익통산 (③=①-②)	교육세 (①×0.5%)	개정 예정안 ⁴⁾	손익통산 반영 (③×0.5%)
A사	25,487	23,566	1,921	127.4	204.9	9.6
B사	10,507	7,512	2,995	52.5	55.1	15
C사	8,080	9,381	-1,301	40.4	40.4	0

주 : 1) 기업회계상 유가증권 처분이익·손실과 교육세의 유가증권 매각익·상환익 간 차이가 있음을 유의
 2) 교육세 과세표준인 유가증권 매각익·상환익으로 증권(당기손익, 기타포괄손익) 처분이익 사용
 3) 유가증권 매각손·상환손으로(매매익의 반대 개념) 증권(당기손익, 기타포괄손익) 처분손실 사용
 4) 매매익이 1조원 초과인 과세표준 구간에 대해 1% 적용

자료: 각사 업무보고서(2024년)

14) 기획재정부, 2025. 8. 1, 공고 제2025-162호

15) 교육세법 제5조 제3항에서 유가증권 매매익은 매각금액에서 취득가액(매입가액에 부대비용을 더한 금액)을 차감한 금액을 과세표준으로 산정하며, 손익계산서상 처분이익은 장부가를 차감하여 계산한다. 이영한 외(2025)는 〈표 7〉에서 손익계산서를 이용하여(다만, 해석에 유의가 필요하다고 설명) 유가증권 손익통산 효과를 추정하였다(본고도 같은 방법을 이용).

16) 매매익 규모가 큰 A사, 순손익 규모가 큰 B사, 순손실이 발생한 C사를 예시로 들겠다.

맺음말

본고에서는 유가증권시장 유동성 공급과 금융상품 제공 등 증권사의 자본시장에서의 역할을 살펴 보면서 교육세 과세표준 산정 시 유가증권 간 손익통산과 함께 유가증권과 '파생상품 등' 간 손익통산의 도입 필요성을 제시하였다. 이어 금융업종 간 주요 상품과 운용자산 비교를 통해 교육세 과세 형평성 문제가 발생할 수 있다는 점도 살펴보았다. 마지막으로 예정된 교육세율 인상을 반영하여 유가증권 손익통산 효과를 비교해 보면, 손익통산 필요성이 더욱 증가함을 볼 수 있었다.

수익금액만 반영되는 금융회사의 교육세 과세표준 산정방식에 대한 문제는 지속적으로 제기되어 왔으며, 세율 인상이 예정된 현 상황에서 손익통산 범위 확대를 적극 검토할 필요가 있다. 급격한 세수 변화를 줄이기 위해 단계적으로 우선 유가증권 부문의 손익통산을 도입하고, 추후 세수 영향을 검토하면서 유가증권과 '파생상품 등' 간 손익통산도 중장기적으로 추진하는 방안을 고려해 볼 수 있다.

OPINION

연구위원
홍원구국내 DC형 퇴직연금의 투자 성과와
자산운용 개선 방향*

국내 퇴직연금 제도는 퇴직금 제도를 대체하면서 확정급여형(Defined Benefit: DB) 퇴직연금과 확정기여형(Defined Contribution: DC) 퇴직연금 두 가지 형태로 도입되었으므로, 두 유형의 퇴직급여가 퇴직금과 유사할 것으로 기대할 수 있다. DC형 퇴직연금의 수익률이 임금상승률과 동일하다면 두 유형의 퇴직급여는 같아진다.

2024년 DC형 퇴직연금 수익률은 임금상승률보다 높았다. 이는 DC형 퇴직연금 가입자들이 실적배당형 상품의 비중을 늘렸고, 주가 상승으로 인해 실적배당형 상품의 수익률이 높아졌기 때문이다. 전반적으로 DC형 퇴직연금의 수익률은 개선되었지만, 여전히 대다수 가입자의 수익률은 임금상승률에 미치지 못했다. 이는 DC형 퇴직연금 자산운용 방식의 지속적인 개선이 필요함을 시사한다.

DC형 퇴직연금의 성장을 지속하기 위해서는 가입자의 자산운용을 지원하는 제도적 노력이 필요하다. 디폴트 옵션제와 로보어드바이저에 의한 자산운용이 이미 시행 중이며, 향후 집합적 투자방식 등 다양한 운용방식이 도입될 수 있다. 한편, DB형 퇴직연금을 도입한 기업들은 수익률이 임금상승률보다 낮을 경우 그 차액만큼 추가 비용을 부담한다. 이러한 추가 비용을 DC형 퇴직연금으로 전환하면서 근로자에게 추가 지급하는 방안도 고려할 수 있다.

최근 가입자의 증가와 수익률 호조에 따라 확정기여형(Defined Contribution: DC) 퇴직연금 적립금이 급증하고 있다. DC형 퇴직연금의 성장은 국내에만 국한된 현상이 아니다. 미국의 경우, 1990년대 초반에 DC형 퇴직연금 가입자가 확정급여형(Defined Benefit: DB) 퇴직연금 가입자를 추월했으며, 1990년대 후반에는 DC형 퇴직연금 적립자산이 DB형 퇴직연금 적립자산보다 많아졌다. 영국의 경우, 가입자 기준으로 2019년 이전까지는 DB형 퇴직연금이 지배적이었으나, 2019년부터는 DC형 퇴직연금 가입자가 이를 추월했다. 국내 DC형 퇴직연금의 특징, 성과와 지속 성장을 위한 개선 방향을 살펴본다.

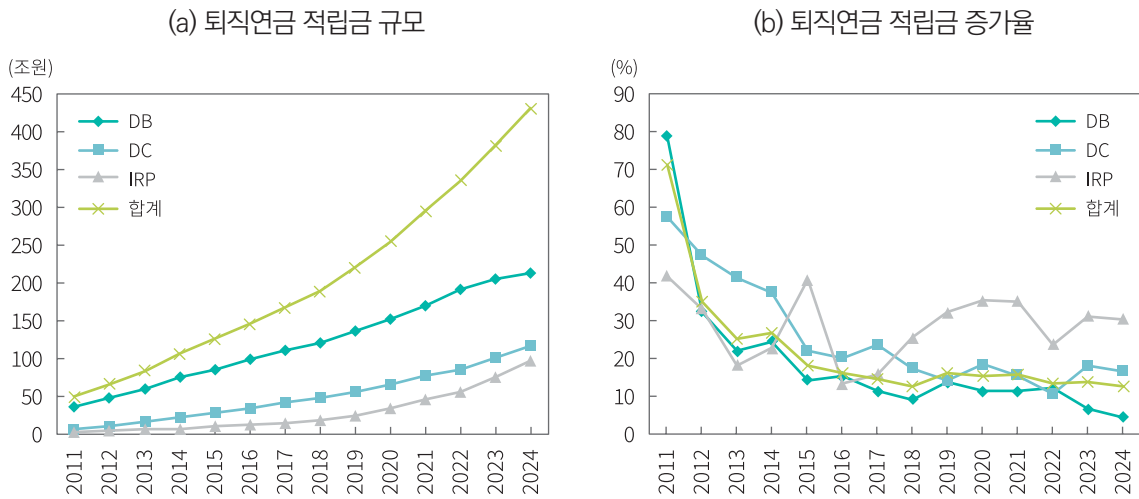
DC형 퇴직연금과 수익률

2024년 말 퇴직연금 적립금은 431.7조 원으로, 2023년 말(382.4조 원) 대비 12.9% 증가하였다(〈그림 1〉 (a) 참조). DC형 퇴직연금 적립금은 2023년 말 101.4조 원에서 2024년 말 118.4조 원으로

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

16.8% 증가하였다. 반면 DB형 퇴직연금 적립금은 같은 기간 205.3조 원에서 214.6조 원으로 4.5% 증가에 그쳤다.

〈그림 1〉 퇴직연금 적립금 규모와 증가율



자료: 금융감독원

DC형 퇴직연금의 퇴직급여는 매년 납입액과 운용수익을 합한 금액이다. DC형 퇴직연금에서 회사가 보장하는 것은 매년 납입액뿐이다. 전통적인 DB형 퇴직연금은 퇴직자에게 근로자 급여의 일정 비율에 해당하는 급여를 ‘달돈’으로 지급하며, 이에 필요한 비용은 회사가 부담한다. DB형 퇴직연금은 퇴직 후 근로자가 퇴직 후에 받을 ‘달돈’ 금액을 보장하므로 회사의 보장 범위가 넓다. 전통적인 DB형 퇴직연금은 근로자 퇴직 후에도 근로자의 사망 시까지 ‘달돈’을 지급해야 하므로 장수위험과 투자위험을 지게 된다. 이처럼 DB형 퇴직연금은 회사의 부담이 크고 그 규모를 예측하기 어려워, 전통적인 DB형 퇴직연금은 급감하는 추세다.

국내의 DB형 퇴직연금은 퇴직급여 산정 방식이나 금액이 기존 퇴직금 제도와 동일하다. 퇴직 시 근로자가 받는 퇴직급여는 최종 월급여와 근로 연수를 곱한 금액이다. 따라서 DB형 퇴직연금의 적립금은 퇴직연금 수익률이 아니라 임금상승률에 따라 증가한다. DB형 퇴직연금의 경우, 퇴직연금 수익률이 임금상승률에 미치지 못하면 그 차이에 기존 적립금을 곱한 만큼의 추가 비용을 퇴직연금 도입 기업이 부담해야 한다. DB형 퇴직연금의 수익률은 가입자의 퇴직 자산에 직접적인 영향을 미치지 않으며, 도입 기업의 퇴직연금 적립 비용에 영향을 준다. 반대로 DB형 퇴직연금의 수익률이 임금상승률을 초과할 경우, 두 수익률의 차이에 기존 적립금을 곱한 금액을 다음 해 납입액에서 차감할 수 있다. 또한 국내 DB형 퇴직연금은 근로자 퇴직 시에 퇴직급여를 일시금으로 지급하므로 근로자 퇴직 후에는

‘달돈’ 지급에 따른 장수위험이나 투자위험이 없다.¹⁾

한편 DC형 퇴직연금의 퇴직급여는 근로기간 중 매년 회사가 납입한 1개월분 급여와 운용수익의 합계다. DC형 퇴직연금 수익률이 임금상승률과 동일할 경우, DC형 퇴직연금과 DB형 퇴직연금의 퇴직급여는 같아진다. DC형 퇴직연금의 경우 수익률이 임금상승률보다 높으면 퇴직급여가 DB형 퇴직연금보다 많아질 수 있지만, 수익률이 임금상승률에 미치지 못하면 그만큼 퇴직급여가 줄어든다. 즉, DC형 퇴직연금의 수익률은 퇴직연금 적립금의 증감과 직접 연결된다.

DC형 퇴직연금은 크게 두 가지 장점이 있다. 첫째, DB형 퇴직연금을 도입하기 어려운 기업들은 DC형 퇴직연금을 선택해 근로자의 퇴직급여 안정성을 높이고 있다. 기업의 입장에서 볼 때, 국내 DB형 퇴직연금은 전통적인 DB형 퇴직연금에 비해 제도 유지 비용은 적지만, DC형 퇴직연금에 비해서는 비용 부담이 큰 제도이기 때문이다. 둘째, DC형 퇴직연금을 선택한 근로자들은 수익률을 높여 퇴직금이나 DB형 퇴직급여보다 많은 퇴직급여를 기대할 수 있다.

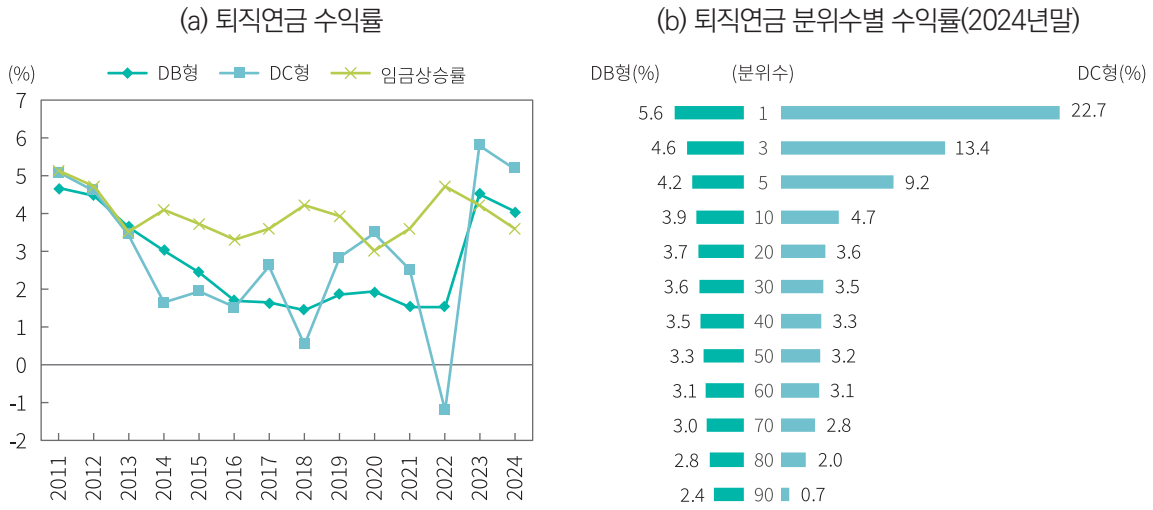
2024년은 2023년에 이어 DC형 퇴직연금의 수익률이 실적배당형 상품의 수익률 호조에 힘입어 임금상승률보다 높았으며, DB형 퇴직연금의 수익률을 앞질렀다(〈그림 2〉 (a) 참조). 즉, DC형 퇴직연금 가입자들의 퇴직자산은 퇴직금 제도에 머무른 경우나 DB형 퇴직연금을 선택한 경우보다 더 크게 증가했음을 의미한다.

2025년 6월, 매년 발간되는 퇴직연금 적립금 운용 현황이 발표되었다.²⁾ 이번 분석은 퇴직연금 제도 유형별, 퇴직연금 사업자별 수익률 분포를 포함하고 있다. DC형 퇴직연금의 분위수별 수익률을 보면, 2024년의 경우 상위 20%의 수익률이 평균 임금상승률(3.6%)보다 높았다(〈그림 2〉 (b) 참조). 따라서 전반적인 수익률은 양호했으나, 상당수 가입자의 수익률은 임금상승률에 미치지 못했다. 한편, DB형 퇴직연금의 경우 상위 30% 정도만이 평균 임금상승률보다 높았기 때문에, 대부분의 DB형 퇴직연금 도입 기업은 적립률을 유지하려면 추가 비용을 지불해야 한다. 이런 상황을 개선하려면, 대부분의 DB형 퇴직연금 도입 기업과 DC형 퇴직연금 가입자 모두 수익률을 높일 필요가 있다.

1) 근로자는 퇴직급여를 일시금으로 받아, 이를 분할하여 인출하거나 일시금으로 인출할 수 있다.

2) 고용노동부·금융감독원, 2025, 「2024년도 퇴직연금 적립금 운용현황 분석」.

〈그림 2〉 퇴직연금 수익률과 임금상승률



주 : 협약임금인상률
 자료: 고용노동부, 금융감독원 (2025), 지표누리 e-나라지표

DC형 퇴직연금의 자산운용 개선 방향

DC형 퇴직연금을 선택한 근로자는 DB형 퇴직연금이나 퇴직금보다 더 많은 퇴직급여를 받아야 자신의 선택에 대한 보상을 받는 셈이다. 따라서 DC형 퇴직연금의 수익률을 높이기 위해 DC형 퇴직연금 가입자의 자산운용을 적극적으로 지원할 필요가 있다. DC형 퇴직연금 가입자의 자산운용 수익률 제고를 위해 크게 두 가지 방향에서 개선책을 모색할 수 있다. 첫째, DC형 퇴직연금을 도입한 기업이 추가적인 기여금을 지원하는 방법이다. 둘째, 투자위험을 개인적으로 감수하는 DC형 퇴직연금 가입자를 후원하기 위해 제도 개선을 추진하는 방법이다.

먼저, DC형 퇴직연금에 대한 추가 납입액을 지원하는 방법이다.³⁾ DB형 퇴직연금을 유지하는 기업은 퇴직연금 수익률에 따라 수시로 추가 비용을 지불해야 하는 경우가 발생한다. 따라서 DC형 퇴직연금으로 전환을 원하는 기업은 DB형 퇴직연금 유지 시 추가적으로 발생할 수 있는 비용을 예상해, 그에 상응하는 금액을 미리 DC형 퇴직연금 가입자에게 지급하는 방법도 고려할 수 있다.⁴⁾ 근로자에게 개별적으로 지급하거나 기업이 공동으로 운용해 그 수익을 근로자의 퇴직 시 지급하는 방법도 고려할 수 있다.

3) 기업은 DC형 퇴직연금으로 전환을 원하지만, 근로자들이 DC형 퇴직연금에 수반되는 투자위험 부담 때문에 DC형 퇴직연금으로 전환을 꺼리는 경우 적합한 방법일 수 있다.
 4) 이는 미국 401(k)형 퇴직연금의 대응 기여(matching contribution)와 유사하다. 미국의 401(k)형 퇴직연금은 근로자가 소득의 일부를 퇴직연금으로 납입하고, 그 납입액만큼 소득 신고 시 소득공제를 받는 구조다. 즉, 전적으로 근로자의 소득으로만 구성된다. 401(k)형 퇴직연금을 도입한 기업은 근로자의 납입을 지원하기 위해, 납입액에 비례하는 금액을 사용자가 추가로 부담하여 대응 기여 형태로 지급한다.

둘째, DC형 퇴직연금 가입자의 자산운용을 지원하기 위한 다양한 방안이 있다. 퇴직연금 운용에 어려움을 겪는 가입자를 위해 디폴트 옵션 제도와 로보어드바이저 자산운용 서비스가 이미 도입되어 운용되고 있다. 또한 TDF 펀드의 성장은 투자 선택에 어려움을 겪는 DC형 퇴직연금 가입자에게 좋은 대안이 될 수 있다. DC형 퇴직연금 가입자가 겪는 운용상의 어려움 중 하나는 자산 구성을 시장 상황에 따라 바꾸기 어렵다는 점이다. 이런 측면에서 TDF는 큰 도움이 될 수 있다. 2024년 말 기준 DC형 퇴직연금 적립금 중 5.1조 원이 TDF로 운용되고 있으며, 이는 펀드에 투자되고 있는 DC형 퇴직연금 적립금 23.9조 원의 21.4%에 해당한다.

DC형 퇴직연금 가입자가 개인적으로 부담하는 투자위험을 가입자 간에 분산하기 위해 집합투자 방식도 도입되었다. 즉, 중소기업퇴직연기금은 가입자의 납입금을 공동으로 운용하여 모든 가입자의 수익률을 동일하게 만든다. 이러한 방식은 현재 동일 펀드 내에서만 투자자 간 위험을 공유하는 방식에 비해 위험 분산 범위를 넓힌 것이다. 앞으로는 펀드 단위를 넘어 가입자 간 위험 분산이 가능하도록 퇴직연금 사업자가 직접 운용하는 방식도 고려할 필요가 있다. 이 경우 연금운용사가 가입자의 자산을 모아 운용하며, 운용사 간 경쟁을 추구하는 형태가 될 수 있다.

현재 DC형 퇴직연금 가입자 중에는 기존 펀드 중심의 투자 방식에 한계를 느끼는 경우가 적지 않다. 이러한 가입자들은 퇴직연금 자산의 상당 부분을 ETF에 투자하며 기존 방식의 한계를 넘어서는 중이다. 현재 ETF에 투자된 퇴직연금 자산 규모에 대한 별도의 통계는 발표되지 않는다. 다만 2025년 6월 발표된 「2024년도 퇴직연금 적립금 운용현황」에 따르면, 2024년 말 기준 적립금 투자 상위 5개 공모펀드와 ETF의 합계 규모가 각각 6.2조 원, 6.3조 원으로 나타났다.⁵⁾ 이를 고려하면 퇴직연금 자산의 상당 부분이 ETF에 투자되고 있음을 알 수 있다. 따라서 퇴직연금 가입자가 선택할 수 있는 투자상품의 범위를 확대하는 것은 DC형 퇴직연금 가입자의 자산운용에 큰 도움이 될 수 있다.⁶⁾

DC형 퇴직연금의 비중이 점차 높아지고 있다. 이는 근로자에게 위기이자 동시에 기회다. DC형 퇴직연금 가입자는 DB형 퇴직연금에서 기업이 부담하던 투자위험을 스스로 감수해야 한다. 그러나 동시에 DC형 퇴직연금은 DB형 퇴직연금보다 더 많은 퇴직자산을 축적할 기회를 제공한다. 2023년과 2024년은 이러한 가능성을 잘 보여준 해였다.

5) 고용노동부·금융감독원, 2025, 「2024년도 퇴직연금 적립금 운용현황 분석」.

6) 최근 실적배당형 상품의 비중은 높아졌지만, 현재 전체 퇴직연금 자산 431.7조원의 82.6%인 356.5조원은 여전히 원리금보장형 상품으로 운용되고 있다. DC형 퇴직연금의 경우 전체 118.4조원 중 76.7%인 90.8조원이 원리금보장형 상품에 투자되어 있다. 그런데 DC형 퇴직연금의 원리금보장형 상품 수익률은 DB형 퇴직연금 원리금보장형 상품 수익률보다 상당히 낮다. 2024년(2023년) 말 기준 DC형 퇴직연금 원리금보장형 상품의 수익률은 3.51%(3.87%)였으며, DB형 퇴직연금 원리금보장형 상품의 수익률은 3.81%(4.26%)였다. 2022년까지는 DC형 퇴직연금 원리금보장형 상품 수익률이 다소 높거나 거의 차이가 없었지만, 2023년 이후 2년 연속으로 DB형 퇴직연금 원리금보장형 상품 수익률이 더 높게 나타났다. 따라서 DC형 퇴직연금의 수익률을 높이기 위해 실적배당형 상품 비중을 확대하는 것이 필요하지만, 이와 별개로 원리금보장형 상품 수익률 또한 함께 높여야 한다.

ZOOM
-IN싱가포르 증권거래소의 사업부문 다각화 및
시사점

- 최근 싱가포르 증권거래소(Singapore Stock Exchange: SGX)는 역대 최고 수익을 기록
- SGX의 주요 사업 부문은 현물-주식, 파생상품, FICC, 플랫폼 및 기타 부문으로 구성되며, 역대 주요 거래소와 비교했을 때, SGX의 수익은 핵심 사업 부문에만 국한되지 않고, FICC와 플랫폼 부문의 수익 비중이 큰 점이 특징
- 각 사업 부문별로 전년 대비 FY2025의 순수익 증가 요인을 살펴보면, 주식 시장 거래와 관련된 핵심 사업 부문이 가장 크게 증가한 한편, 파생상품 및 FICC 부문도 10% 내외 수준으로 증가
- SGX는 아시아에서 멀티자산 거래소로서의 입지를 강화하기 위해, 그 중요성을 강조하고 관련 전략을 중·장기적으로 지속 추진
- 이러한 전략의 이행 방안으로 신규 기술 도입과 최신 트렌드에 특화된 글로벌 기업들을 자회사 및 합작회사 형태로 운영하여 사업 영역을 주식에 국한하지 않고 비주식 부문까지 장기적으로 다각화
- 국내에서도 핵심 사업 부문의 경쟁력 제고와 더불어 지속 가능한 장기적 성장을 위해 글로벌 진출 방안을 모색할 필요

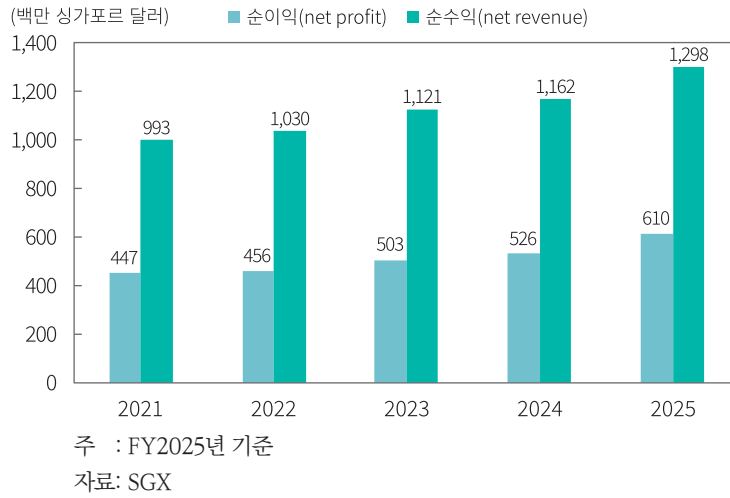
- 최근 싱가포르 증권거래소(Singapore Stock Exchange: SGX)는 역대 최고 수익을 기록¹⁾
 - 주식 시장 거래 활성화 및 거래 수요 확대로 역대 최고 수익을 기록
 - FY 2025년 기준²⁾ 순이익(net profit)은 6억 1,000만 싱가포르 달러로 전년 대비 15.9% 증가하였으며, 순수익(net revenue)³⁾은 12억 9,820만 싱가포르 달러로 전년 대비 11.7% 증가

1) SGX, 2025. 8. 8, SGX Group reports FY2025 net profit of S\$610 million, News Release.

2) SGX의 FY2025 사업연도는 2024년 7월 1일부터 2025년 6월 30일까지

3) 순수익(net revenue)은 영업수익(operating revenue)에 거래기반 비용(transaction-based expenses)을 차감한 금액을 의미하고, 거래기반 비용은 거래소가 브로커 등에게 지급하는 리베이트, 청산 수수료 등 거래 발생에 직접 연동되는 변동성을 의미. SGX가 일반적인 재무 용어와 달리 실질적인 영업수익력을 보여주는 지표로 활용됨

〈그림 1〉 SGX 순수익 및 순이익 추이



□ SGX의 주요 사업 부문은 현물 주식, 파생상품, FICC, 플랫폼 및 기타 부문으로 구성되며, 역대 주요 거래소와 비교했을 때, SGX의 수익은 핵심 사업 부문에만 국한되지 않고, FICC와 플랫폼 부문의 수익 비중이 큰 점이 특징

- 현물-주식(Equities-Cash) 부문은 상장 및 거래와 관련된 핵심 사업 부문과 기업 행동 및 기타 유가증권 관련 서비스를 운영
 - 신규 상장 및 기존 상장 기업의 재상장, 거래 및 청산, 결제 및 예탁 서비스 등의 핵심 사업과 배당 등과 같은 기업 행동 관련 서비스, 브로커 지원 및 Warrant/CB을 포함한 유가증권 관련 서비스를 운영
- 파생상품(Equities Derivatives) 부문은 파생상품 상장·관리, 거래 및 청산과 관련된 서비스 운영
 - 지수·주식 선물, 옵션 등 파생상품의 상장, 거래 및 청산 서비스와 기타 파생상품 관련 서비스 운영
- FICC(Fixed Income, Currencies & Commodities) 부문의 경우 채권, 통화 및 상품과 관련된 거래 및 청산, 예탁, 관련 시장 데이터 서비스 운영
 - 채권(국채, 회사채, 구조채 등), 통화 파생상품(선물, 옵션), 금리 파생상품(이자율스왑, 금리 선물 등), 원자재(금속·에너지·농산물 등) 관련 거래 및 청산 서비스와 시장 데이터 서비스를 제공
- 그밖에 플랫폼 및 기타(Platform & Others) 부문은 데이터, 커넥티비티(connectivity), 신성장 사업 플랫폼 등으로 구성
 - 시장 데이터, 지수, 투자전략 등과 같은 분석 정보 및 라이선스를 판매하고, 서버 코로케이션(co-location), 네트워크, 데이터 피드 서비스 등을 운영
 - 또한 블록체인, 분산원장(DLT)을 활용한 디지털 증권·채권 인프라 등의 플랫폼 사업도 운영

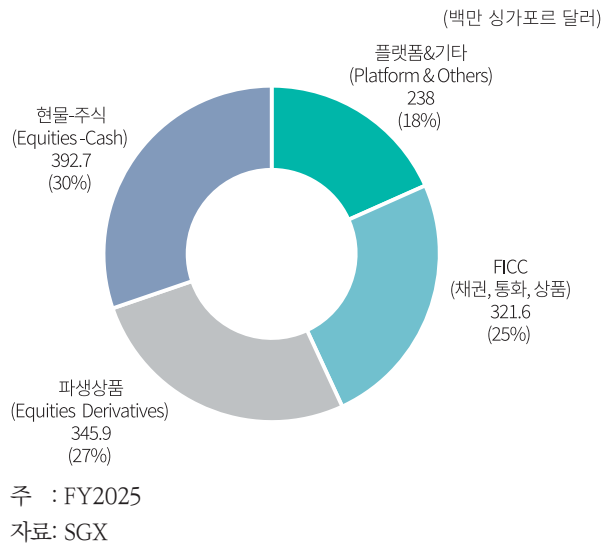
〈표 1〉 SGX 주요 사업 구성 현황

주요 사업	세부 사업 구성
현물 주식 (Equities-Cash)	<ul style="list-style-type: none"> • 신규 및 기존 상장 기업의 상장, 거래 및 청산, 결제 및 예탁 관리 • 배당, 권리 행사, 자본 변동 등 기업 행동(Corporate Actions) 관련 서비스 • 브로커 지원, Warrant/CB 등 기타 유가증권 서비스
파생상품 (Equities Derivatives)	<ul style="list-style-type: none"> • 신규 및 기존 파생상품(지수·주식 옵션, 선물 등) 상장 및 유지, 거래 및 청산 서비스 • 기타 파생시장(구조상품, 변동성지수, 거래소 파생상품) 관련 서비스
FICC (Fixed Income, Currencies & Commodities)	<ul style="list-style-type: none"> • 채권(국채, 회사채, 구조채 등), 통화 파생상품(선물, 옵션), 금리 파생상품(이자율스왑, 금리선물 등), 원자재(금속·에너지·농산물 등) 관련 거래 및 청산, 예탁, 시장 데이터 관련 서비스
플랫폼 및 기타 (Platform & Others)	<ul style="list-style-type: none"> • 시장 데이터, 분석 정보, 지수 라이선스 등 판매 • 커넥티비티(서버 코로케이션, 네트워크 서비스, 데이터 피드 제공 등) 서비스 • 디지털 증권·채권 인프라(블록체인, 클라우드) 등 신성장 사업 플랫폼 • 기타 일회성/비경상적(파트너십·특허·라이선스·일회성 프로젝트 등) 서비스

자료: SGX

- SGX의 전체 순수익 대비 주요 사업별 비중을 살펴보면, 주식 시장과 관련된 핵심 사업뿐만 아니라 FICC와 플랫폼 부문 등 사업 전반에 걸쳐 고르게 분포
- 현물-주식(Equity-Cash) 시장과 관련된 거래·청산·예탁 등 핵심 사업이 전체 순수익 중 30.3% 비중을 차지
 - 파생상품(Equity-Derivatives) 사업 부문은 전체 순수익 대비 26.6% 수준
 - 채권, 통화, 상품(FICC) 거래와 관련된 수익 비중은 SGX 전체 순수익 대비 24.4% 수준이며, 플랫폼 및 기타 부문은 전체 순수익 대비 18.3% 비중을 차지

〈그림 2〉 SGX 전체 순수익(net revenue) 대비 주요 사업 부문별 비중

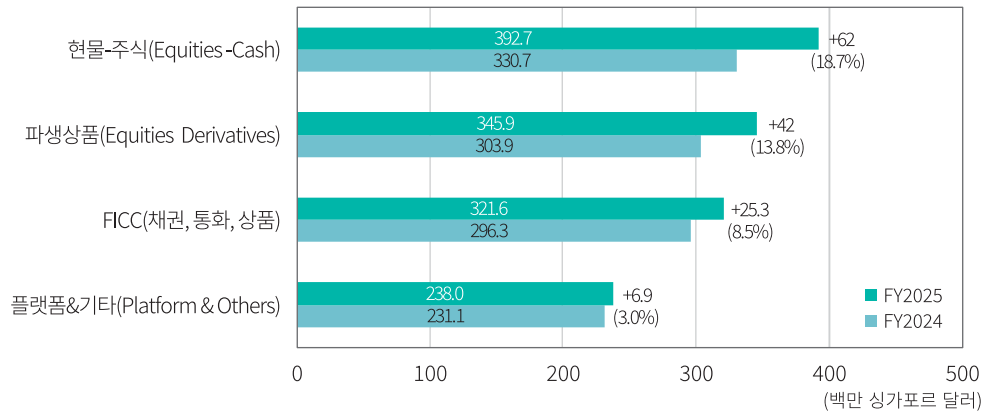


- 각 사업 부문별로 전년 대비 FY2025의 순수익 증가 요인을 살펴보면, 주식 시장 거래와 관련된 핵심 사업 부문이 가장 크게 증가한 한편, 파생상품 및 FICC 부문도 10% 내외 수준으로 증가
 - 현금·주식 부문에서 상장 수익은 감소한 반면, 거래·청산·예탁 부문의 수익이 크게 증가하면서 순수익이 전년 대비 18.7% 증가
 - 상장 수익(listing revenue)은 2,650만 싱가포르 달러로 전년 대비 11.0% 감소
 - 반면, 거래 및 청산 수익(Trading and clearing revenue)은 2억 2,180만 싱가포르 달러로 전년 대비 31.9% 증가하였으며, 증권 결제, 예탁 관리, 기업 행동 및 기타 수익은 1억 4,810만 싱가포르 달러로 전년 대비 8.1% 증가
 - 파생상품 부문 순수익은 주요 지수 파생상품 거래·청산 부문의 수익이 증가하면서 전년 대비 13.8% 증가
 - 중국 관련 지수 선물(futures)의 거래 증가로 파생상품 거래량이 전년 대비 10.3% 증가⁴⁾
 - FICC 부문은 신규 채권 상장, OTC FX, 통화 파생상품 거래 증가로 순수익이 전년 대비 8.6% 증가
 - FY2025년 기준 843건(2,960억 싱가포르 달러)의 신규 채권 상장 진행
 - 또한 INR/USD 및 USD/CNH 외환선물 계약 거래량 증가로 통화 파생상품 거래량은 전년 대비 49.7%로 크게 증가
 - 플랫폼 및 기타 부문 순수익은 시장 데이터 및 연결(Connectivity) 부문 수익 증가로 전년 대비 3.0% 증가
 - 시장 데이터(market data) 부문은 데이터 가격 조정으로 수익이 전년 대비 8.0% 증가

4) FTSE China A50 index futures 및 FTSE China H50 index futures의 거래량이 전년 대비 각각 23.0%, 37.5% 증가

- 코로케이션(co-location) 판매 증가 등으로 커넥티비티(Connectivity) 수익이 전년 대비 11.8% 증가

〈그림 3〉 주요 사업별 순수익 기여 현황



주 : FY2025년 기준
 자료: SGX

□ SGX는 아시아에서 멀티 자산 거래소로서의 입지를 강화하기 위해, 그 중요성을 강조하고 관련 전략을 중·장기적으로 지속 추진

- 2023년 SGX는 멀티 자산 거래소 역량을 강화하고 글로벌 시장 진출을 가속화하기 위해 조직을 재편⁵⁾
 - 도매시장 및 플랫폼(Wholesale Markets & Platforms) 부문을 신설하고, SGX 그룹 전반의 조직을 재편
 - 기존의 외환선물(FX futures) 중심의 SGX FX 사업 부문을 기술 및 워크플로우 솔루션까지 확장하고 입지를 강화
 - 또한 지수(indices) 사업 부문에서는 자회사를 통해 리서치·지적재산권(IP) 창출과 구조화 상품 및 ETF 부문의 상품 라인업 강화를 추진
- SGX 그룹의 최고경영자(CEO)인 Loh Boon Chye는 SGX는 단순한 주식거래소가 아닌 다양한 자산군을 아우르는 종합 거래 플랫폼임을 강조⁶⁾하는 한편, 최근 실적 발표에서 향후 자산군, 지역, 테마 전반에 걸쳐 멀티 자산 상품 라인업을 더욱 강화할 것을 시사⁷⁾
- 또한 SGX는 중기(medium term) 성장 전략이 계획대로 이행되고 있으며, OTC FX 및 파생 상품 부문 수익이 향후 SGX의 전체 순수익 성장을 견인할 것으로 전망⁸⁾

5) SGX, 2023. 9. 14, SGX Group announces new structure to scale multi-asset business.

6) World Federation Exchanges, 2025. 1, Focus: SGX Outlook for 2025 by Boon Chye Loh, CEO, SGX Group.

7) 각주 1) 상동

8) SGX, FY2025 Result: Analyst and Media Briefing.

- SGX는 6~8%대의 중기(medium term) 순수익(net revenue) 성장을 목표로 하고 있으며, 각 사업 부문 중 OTC FX 및 파생상품(Exchange Traded Derivatives) 부문의 실적이 10%를 상회할 것으로 전망

□ SGX는 멀티 자산 거래소 전략 이행 방안으로 주식 시장의 거래 효율성을 높여 핵심 사업을 강화하는 동시에, 신규 기술 도입과 최신 트렌드에 특화된 글로벌 기업들을 자회사 및 합작회사 형태로 운영하여 사업 영역을 주식에 국한하지 않고 비주식 부문까지 장기적으로 다각화

— 기관투자자 및 금융기관을 대상으로 한 트레이딩 부문을 강화하고, 자본 시장의 디지털화·자동화 전환 등 신규 기술을 도입하는 한편, 멀티 자산 거래소 전략을 추진

- SGX 그룹과 Temasek의 합작 투자로 MarketNode를 설립하여, 스마트 계약, DLT(분산원장기술) 등으로 기존 자본 시장 상품의 발행, 거래, 결제 프로세스에 걸친 전 과정을 디지털화 및 자동화 추진하고, 주요 글로벌 은행들⁹⁾과 파트너십을 체결하여 운영 중
- 또한 멀티 자산 거래소 전략을 추진하기 위해 전자 트레이딩 솔루션 제공 업체인 MaxxTrader를 2021년 인수¹⁰⁾하여, 장외(OTC)분야로 FX 사업을 확장하였으며, 외환 부문 거래 솔루션을 제공하는 클라우드 플랫폼 BidFX를 함께 운영하여 국제 FX OTC 및 선물 거래 플랫폼을 구축
- 이러한 성과로 최근 FICC 부문의 수익 증가는 OTC FX, INR/USD와 USD/CNH FX 선물 계약 거래량 증가가 주로 기인한 것으로 평가 됨¹¹⁾
- 이와 더불어 MaxxTrader는 알고리즘 트레이딩을 지원하고, 주요 도시¹²⁾에 데이터센터 호스팅으로 저지연(low-latency) 구현하여, 효율적으로 주문을 매칭하고, 체결하는 역할을 이행하기도 함

— 또한, 데이터, 지수 및 투자전략 부문의 사업을 강화하고, 아시아에서 글로벌 시장으로 확대 진출

- 2016년 해운 시장 데이터 제공 기관인 Baltic Exchange 인수¹³⁾로 국제 표준 지표 및 데이터 사업을 강화
- 기존 SGX의 지수(indices) 사업 부문을 보완하고자 스마트 베타 전략 지수 제공 기업인 Scientific Beta¹⁴⁾를 2020년 인수하였으며, 대상 고객 및 지역을 글로벌 자산가, 운용사 및 상품 발행사로 확대

9) 2021년 Barclays, BNP Paribas, BNY Mellon, Citi 등 글로벌 은행 10사와 파트너십을 체결

10) SGX, 2021. 7. 23, SGX expands reach into FX OTC with acquisition of MaxxTrader.

11) 각주 1) 상동

12) 뉴욕, 런던, 도쿄, 싱가포르

13) SGX, 2016. 11. 8, SGX and the Baltic Exchange confirm completion of acquisition.

14) SGX, 2020. 1. 23, Acquisition of scientific beta.

<표 2> SGX 주요 자회사(subsidiaries) 및 합작회사(joint venture) 현황

기관명	주요 사업
Baltic Exchange	해운 시장 데이터 제공 국제 표준 지표 및 데이터 사업 운영
MarketNode	자본 시장 상품의 스마트 계약, DLT 및 토큰화 기술을 사용하는 디지털 자산 인프라 기업
Scientific Beta	멀티·싱글 팩터 기반 '스마트 베타(Smart Beta)' 지수를 개발·공급하고, 투자전략 제공
BidFX	글로벌 금융 시장을 위한 클라우드 기반 전자 외환 거래 솔루션 제공
MaxxTrader	전자 트레이딩 솔루션 제공 업체 알고리즘 트레이딩 지원 저지연(low-latency) 구현, 효율적 주문 매칭 및 체결
Climate Impact X	탄소배출권 거래 플랫폼
Energy Market Company	싱가포르 도매 전력 시장 운영 싱가포르의 모든 전력을 거래

자료: SGX 홈페이지 주요 내용 정리

- 한편, 최근에는 Singapore Depository Receipts(SDRs) programme 확장을 추진하면서, SGX를 통한 글로벌 상품 투자 채널을 확대
 - 해외 거래소에 상장된 증권을 SGX를 통해 거래 가능한 프로그램으로, 내국인 투자자들의 해외 상장 기업 투자 접근성을 제고
 - SDRs를 통해 현재 홍콩, 태국 거래소에 상장된 21개 종목의 거래가 가능하며, 해당 종목은 HSI 및 SET50 지수 시가총액의 각각 50% 수준¹⁵⁾
 - 향후 인도네시아를 시작으로 ASEAN 지역까지 확대 추진 중¹⁶⁾

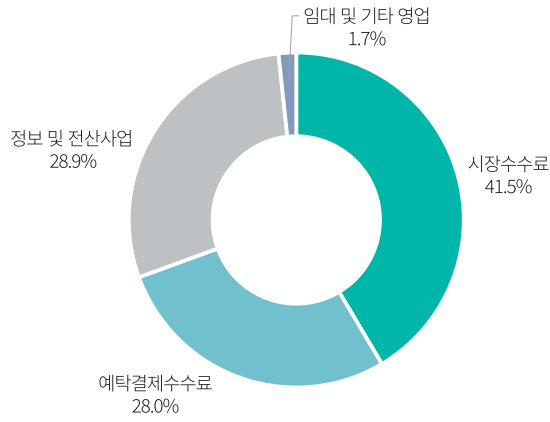
□ 국내에서도 핵심 사업 부문의 경쟁력 제고와 더불어 지속 가능한 장기적 성장을 위해 글로벌 진출 방안을 모색할 필요

- KRX는 지난해 수수료 수익 등의 증가로 영업수익이 증가하였으며, 사업별 수익도 고르게 분포
 - 2024년 기준 영업수익(operating revenue)은 6,647억원으로 전년 대비 3% 증가하였으며, 당기순이익(net income)은 450억원으로 전년 대비 13.8% 감소
 - 각 사업별로는 핵심 사업인 시장 수수료와 예탁결제 수수료가 전체 수익 대비 69.5% 비중을 차지하고 있으며, 정보 및 전산 사업이 28.9% 비중을 차지

15) SGX, 2025. 6. 23, Expanded HK and Thai SDR suite now track around 50% of the Hang Seng Index and SET50 Index.

16) Reuters, 2025. 8. 8, Singapore Exchange posts record profit, sees strongest IPO pipeline in years.

〈그림 4〉 KRX 사업별 운영수익 비중



주 : 2024년 기준
 자료: KRX

- 국내 거래소도 핵심 사업 강화 및 사업 다각화를 추진인 중인 가운데, 장기적으로 지속 가능한 성장을 위해 글로벌 시장 진출 확대 및 투자 유입 방안을 고려할 필요
 - KRX는 한국물 상품, 지수, 데이터 사업을 강화¹⁷⁾하는 가운데, 글로벌 시장 진출 확대 방안도 함께 고려할 필요

선임연구원 이정은

17) KRX는 2024년 중 파생상품 부문에서 코스닥글로벌선물, 코리아밸류업지수선물 등을 2024년에 신규 상장하였으며, 탄소배출권 선물 도입을 추진하는 한편, 주식 선물·옵션 87종목을 추가 상장. 또한 정보사업 및 IT 부문에서 코리아 밸류업 지수 개발하고, 다양한 투자전략을 활용한 지수를 개발하였으며, 글로벌 투자자 접근성 강화를 위해 한국물 지수 기반 파생상품의 해외 상장을 단계적으로 허용하기로 결정(KRX, 2024 사업보고서)

ZOOM
-IN미국 퇴직연금의 대체자산 투자 허용
확대 발표

- 미국 정부는 최근 퇴직연금에서 가상자산, 부동산, 사모펀드 등의 다양한 대체자산을 활용할 수 있도록 허용하는 행정명령을 발표
- 이번 조치는 그동안 401(k) 및 기타 DC형 퇴직연금의 대체자산 허용에 대해 부정적인 시각이 우세했던 상황에서 사모펀드, 부동산, 인프라 등 대체자산을 적극적으로 편입할 수 있도록 정책적 기반을 마련하려는 의지를 반영
- 현재 미국의 401(k) 퇴직연금 투자는 대부분 주식 및 채권 등 전통자산에 집중되어 있으나 행정명령을 통해 소송 위험이 완화되고 제도적 안정장치의 기반이 조성됨에 따라, 향후 수탁자는 합리적이고 사전적인 판단 과정을 바탕으로 대체자산을 보다 적극적으로 활용할 수 있을 것으로 전망
- 국내 퇴직연금에서도 현재 펀드 및 채권, 예금 등의 제한적인 자산군에만 투자가 허용되어 있는 가운데, 장기적인 수익률 제고와 자산구성의 다변화를 위해서는 대체자산 허용에 대한 국제 흐름을 주시할 필요

□ 미국 정부는 최근 퇴직연금에서 가상자산, 부동산, 사모펀드 등의 다양한 대체자산을 활용할 수 있도록 허용하는 행정명령을 발표

- 트럼프 대통령은 지난 8월 '401(k) 투자자를 위한 대체자산 투자 기회 확대(Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors)'라는 행정명령(Executive Order)에 서명
 - 행정명령의 기본 취지는 모든 가입자가 수탁자의 적절한 판단하에 대체자산 투자 기회를 가질 수 있도록 제도적 기반을 마련하는 데 있음
- 이를 위해 대체자산의 정의를 규정하고 노동부의 기존 가이드라인을 재검토하여 세부 지침을 수립할 계획¹⁾
 - 대체자산(Alternative Assets)의 범주는 사모펀드 및 부동산, 가상자산, 상품, 프로젝트 자금 조달 및 인프라, 평생 소득 상품 등²⁾

1) The White House, 2025. 8. 7, Democratizing access to alternative assets for 401(k) investors.

2) 대체자산(Executive Order 14330 Sec.3)

- ① 주식, 채권 또는 공개 거래소에서 거래되지 않는 그 밖의 금융상품에 대한 직간접적 지분을 포함한 비상장 시장 투자(해당되는 경우 투자 관리자가 해당 기업의 경영에 적극적인 역할을 하려는 투자를 포함한다)
- ② 부동산에 대한 직간접적 지분, 부동산에 대한 직간접적 지분을 담보로 한 채권 등
- ③ 디지털자산에 투자하는 적극적 투자 운용 수단에 대한 보유 지분
- ④ 원자재에 대한 직간접적 투자
- ⑤ 기반시설 개발 자금 조달 사업에 대한 직간접적 지분
- ⑥ 장수 위험 공유 풀을 포함한 평생 소득 투자 전략

- 행정명령에서는 과거 및 현재의 퇴직연금 투자 관련 지침 재검토를 요구하면서 2021년 발행된 사모펀드 투자 지침을 폐지하고 특정 투자대상을 특별히 배제하거나 제한해서는 안 되며 운용 옵션은 수탁자의 합리적 판단에 따라 결정해야 한다는 입장을 밝힘
- 아울러 수탁자가 대체자산에 투자하는 자산배분펀드를 제공할 때 비용 대비 장기 수익·분산효과의 균형 기준을 정립하고, 직원퇴직소득보장법(Employee Retirement Income Security Act, 이하 ERISA)상 의무와 면책 규정을 포함한 지침을 마련하여 관련 소송을 억제해 합리적 판단을 보장할 계획

□ 이번 조치는 그동안 401(k) 및 기타 DC형 퇴직연금의 대체자산 허용에 대해 부정적인 시각이 우세했던 상황에서 사모펀드, 부동산, 인프라 등 대체자산을 적극적으로 편입할 수 있도록 정책적 기반을 마련하려는 의지를 반영

- DC형 퇴직계좌 가입자들은 공적연금에 비해 대체투자 기회에서 소외되어 왔다는 문제가 제기
 - 행정명령에서는 “미국의 부유층과 공적연금에 가입한 공무원들은 다양한 대체투자 투자에 접근할 수 있으나, 9천만 명이 넘는 DC형 퇴직계좌 가입자들이 이러한 성장·분산의 기회를 누리지 못하고 있다”라고 지적³⁾
 - 즉, 공적연금과 확정급여형(DB) 연금은 이미 사모주식 사모부동산 헤지펀드 등 대체자산을 활용해 높은 수익률과 분산 효과를 얻어온 반면, 401(k)를 비롯한 그 외 DC형 연금은 투자 기회가 제한적
- 트럼프 행정부 1기 당시 DC 플랜에서 사모펀드 활용 가능성을 일부 인정하는 정보서한을 발표했으나, 이후 바이든 행정부가 대체자산 허용에 대해 부정적인 입장을 보이면서 정부의 잦은 입장 번복으로 혼란이 가중
 - 미국 노동부는 2020년 트럼프 행정부 1기 시절 노동부는 퇴직연금 포트폴리오에 사모펀드를 포함하는 것이 수탁자 책임 위반이 아니라는 지침을 제시
 - 이후 2021년 바이든 행정부가 내놓은 보충지침에서는 대부분의 401(k) 수탁자가 사모펀드 투자 활용에 대한 충분한 평가 역량을 갖추기 어렵다고 경고하며 부정적인 입장을 표명⁴⁾
 - 이처럼 정부 지침이 일관성을 보이지 않은 상황에서 401(k) 수탁자들은 고수익 대체자산 편입에 따른 소송 위험을 의식하며 위험이 커질 수 있다는 점을 우려⁵⁾
- 따라서 이번 행정명령은 이러한 혼란을 해소하고, DC형 퇴직연금에서도 대체자산을 제도적으로 활용할 수 있는 기반을 마련했다는 점에서 의미
 - 트럼프 대통령 2기 행정부 출범으로 이전 바이든 행정부가 취했던 ‘퇴직연금의 대체자산 허용에 대한 신중한 접근 기조’에서 벗어나 보다 적극적인 개방 정책으로 전환되는 흐름

3) The White House, 2025. 8. 7, Democratizing access to alternative assets for 401(K) investors.

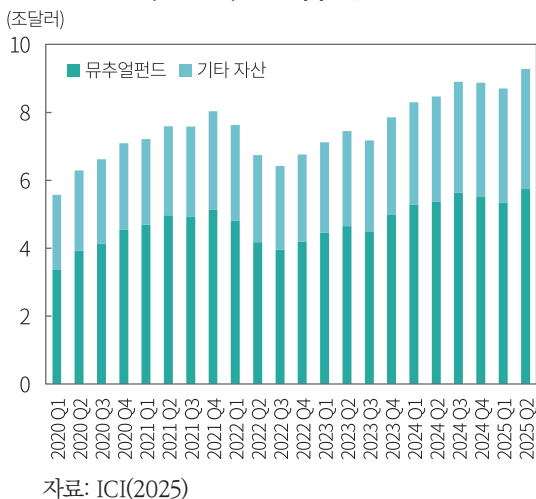
4) US Department of Labor, 2025. 8. 12, US Department of Labor rescinds 2021 supplemental statement on alternative assets in 401(k) plans.

5) Ropes & Gray, 2025. 8. 11, Planning to take advantage of executive order on alternatives in 401(k)s: Five key takeaways and five action items for managers.

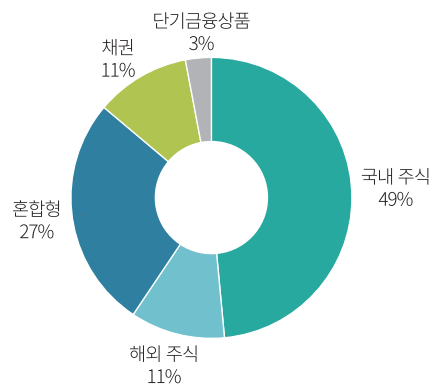
□ 현재 미국 퇴직연금제도는 확정기여형(DC) 퇴직연금이 중심이며, 특히 민간부문의 401(k) 플랜이 대표적이고 대부분 주식 및 채권형 펀드에 투자가 집중

- 미국에서 은퇴자금 마련을 위해 가장 널리 활용되는 제도는 401(k)로 세제 혜택을 받으며 자금 적립이 가능
 - 미국의 DC형 퇴직연금제도는 민간 근로자가 가입하는 401(k), 공교육기관, 비영리법인 등 종사자를 대상으로 하는 403(b), 주정부와 지방정부 공무원을 대상으로 하는 457(b), 연방 공무원이 가입하는 TSP(Thrift Saving Plan) 등으로 구성
 - 401(k)는 근로자가 급여에서 세전 적립을 하고, 적립금 운용에 대한 의사결정은 근로자가 직접 담당
- 401(k) 적립금은 빠른 속도로 증가하고 있으며, 투자자산으로는 주식형 펀드가 가장 큰 비중을 차지
 - 미국 자산운용협회(Investment Company Institute: ICI)에 따르면 2025년 2분기 기준 DC형 퇴직연금 자산은 13조 달러이며 이 중 401(k)가 9.3조 달러로 가장 큰 비중을 차지
 - 401(k)의 투자는 2025년 2분기 기준 401(k) 자산의 62%가 뮤추얼펀드에 투자되어 있으며 그 중에서도 국내외 주식형 펀드 비중이 60%로 가장 높음
 - TDF의 활용도 높아지는 추세로 2024년 6월 기준 3조 7,520억 달러에 달하면서 10년 새 3배 이상 증가했고, 401(k) 전체 가입자의 2/3 이상이 TDF에 투자⁶⁾
- 이러한 자산구성으로 인해 DC형 가입자들의 평균 수익률은 3년 기간 기준 5%, 5년 기간 기준 8% 수준⁷⁾

〈그림 1〉 401(k) 자산 규모



〈그림 2〉 401(k) 투자자산 비중



주 : 2025년 2분기 기준 뮤추얼펀드 대상
 자료: ICI

6) Quick Facts in Target Date Fund(ICI)
 7) Vanguard, 2025, How America Saves 2025.

□ 이번 행정명령을 통해 소송 위험이 완화되고 제도적 안정장치의 기반이 조성됨에 따라, 향후 수탁자는 합리적이고 사전적인 판단 과정을 바탕으로 대체자산을 보다 적극적으로 활용할 수 있을 것으로 전망

- ERISA법에 따라 401(k)와 같은 DC 플랜의 수탁자는 참여자 이익을 최우선으로 고려하고, 신중하고 충실하게 투자 결정을 내릴 의무(fiduciary duty)가 있음
- 지난 10여 년간 401(k) 플랜을 둘러싼 집단소송이 급증했으며, 주된 쟁점은 높은 수수료, 저조한 성과, 부적절한 투자 메뉴 구성 등 수탁자 책임 문제에 집중⁸⁾
 - 이러한 소송 리스크는 수탁자들에게 상당한 부담으로 작용했고 결과적으로 비용과 위험이 크다고 인식되는 대체투자 편입을 기피하는 요인으로 작용
- 대체자산 편입 관련 소송 위험은 여전히 존재하지만, 인텔의 판례와 더불어 최근 행정명령에 따른 노동부의 후속조치로 수탁자 보호 장치가 보완되면서 위험은 완화될 것으로 기대
 - 인텔 퇴직연금 플랜의 사모펀드 편입에 대해 제기된 소송에서 충실의무 판단은 사후 성과가 아니라 당시의 합리적 의사결정 과정을 기준으로 해야 하며 단순한 비용 및 성과 비교만으로는 위반이 아니라고 판결⁹⁾
 - 행정명령에서도 소송 위험이 혁신을 저해해 왔다는 점을 지적하며, 노동부에 합리적 판단을 내린 수탁자가 불필요하게 소송에 노출되지 않도록 제도적 장치를 마련할 것을 주문
- 이번 행정명령은 확정기여형(DC) 퇴직연금의 투자영역을 사실상 기관투자자 수준으로 확장하겠다는 의미로 이를 계기로 퇴직연금을 대상으로 한 금융상품이 한층 다양해질 전망
 - 자산운용사들에게는 새로운 다양한 금융상품을 개발하고 운용 전략을 다각화할 수 있는 중요한 기회로 평가¹⁰⁾

□ 해외 다른 국가에서 퇴직연금 운용 과정에서 대체자산 투자가 허용된 사례는 아직 많지 않으며 영국과 호주 등에서 허용

- 영국은 DC형 퇴직연금 규모는 꾸준히 확대되고 있으며, 장기투자 촉진을 위해 규제를 완화하며 다양한 투자자산을 허용하는 방향으로 제도를 정비
 - 영국 연금규제청(The Pensions Regulator: TPR)에 의하면 영국의 DC형 퇴직연금 가입자 수 및 자산은 매년 증가하고 있으며 자산은 2024년 기준 2,670억 파운드 규모
 - TPR은 2023년 비유동자산(illiquid assets) 투자 정책 명시와 투명한 자산 및 수수료 공시를 의무화하여 DC 연금 수탁자들의 투자 다변화를 추진하고 가입자들의 장기 수익 확보를 고려하도록 함¹¹⁾

8) Ropes & Gray, 2025. 8. 11, Planning to take advantage of executive order on alternatives in 401(k)s: Five key takeaways and five action items for managers.

9) Debevoise & Plimpton, 2025. 5. 27, The (Hopefully) Final Chapter in the Intel ERISA Litigation: Implications for Private Market Assets in 401(k) Plans.

10) Ropes & Gray, 2025. 8. 11, Planning to take advantage of executive order on alternatives in 401(k)s: Five key takeaways and five action items for managers.

11) The Pensions Regulator, 2023. 8. 24, Focus on value from DC pension investments set to increase after regulation

- 이어 2024년에는 ‘사모시장 투자 가이드스’를 발표하여 수탁자들이 적절한 지식과 거버넌스를 기반으로 사모시장 자산을 포함한 다양한 투자옵션을 적극 검토하도록 유도¹²⁾
- 호주의 퇴직연금제도는 ‘슈퍼애뉴에이션(Superannuation)’이라 하며 DC형 기금 구조로 운영하고 투자를 광범위하게 실행
 - 호주 노동인구의 대부분이 슈퍼애뉴에이션 제도에 가입되어 있고 2025년 2분기 기준 자산 규모는 4.3조 호주달러로 GDP의 두 배 이상 규모¹³⁾
 - 호주의 퇴직연금 투자자산으로는株式이 55%(2025년 1분기 기준)로 높지만, 부동산과 인프라, 사모펀드 등 다양한 대체자산에 대한 투자도 이루어짐¹⁴⁾
- 국내 퇴직연금에서도 현재 펀드 및 채권, 예금 등의 제한적인 자산군에만 투자가 허용된 가운데, 장기적인 수익률 제고와 자산구성의 다변화를 위해서는 대체투자자산 허용에 대한 국제 흐름을 주시할 필요
 - 국내 퇴직연금제도는 도입 이후 빠르게 성장하여 2024년 말 적립금 규모가 약 431.7조원에 달했으며 DC와 IRP 비중의 증가가 두드러짐¹⁵⁾
 - 2024년말 기준 퇴직연금 적립금은 DB형 214.6조원, DC형 118.4조원, IRP 98.7조원이며, 전년 대비 증가율이 각각 4.5%, 16.8%, 30.6%로 DC형과 IRP 비중 확대가 지속되고 있고, 특히 IRP는 2년 연속 30% 이상 증가
 - 국내 퇴직연금 운용에 있어서는 전체 적립금 중 원리금 보장형 상품 투자 비중이 높은 편
 - 2024년 말 기준 퇴직연금 적립금의 82.6%가 예금과 보험, ELB 등 원리금보장형 상품에 집중되어 있고, 실적배당형(펀드, ETF 등) 비중은 17.4%에 불과
 - 개인이 운용 가능한 DC형과 IRP에서도 원리금 보장형은 각각 61.2%, 52.2%, 실적배당형은 각각 23.4%, 33.2%로 원리금 보장형 투자가 높게 나타나며 대부분 주식형 및 채권형, 혼합형 펀드에 투자
 - 이러한 구조로 인해 국내 퇴직연금 가입자의 수익률은 평균적으로 연 2~4%대에 가장 많이 분포
 - 국내 퇴직연금 시장의 규모가 커지고 개인 운용이 가능한 DC형, IRP 가입자가 늘어나고 있는 만큼 국제 흐름을 주시하며 투자 가능 자산 다양화를 고려해 볼 필요
 - 국내 확정기여형(DC) 퇴직연금은 미국 401(k)를 벤치마킹해 도입된 제도인 만큼, 미국의 정책 변화가 국내 시장과 제도에도 중장기적으로 영향을 미칠 것으로 전망

선임연구원 홍지연

changes.

12) The Pensions Regulator, 2024. 1. 24, New TPR guidance on private market investments helps trustees boost saver outcomes.

13) APRA, 2025, APRA releases superannuation statistics for June 2025.

14) ASFA, 2025. 3, Superannuation Statistics.

15) 고용노동부, 금융감독원, 2024년 우리나라 퇴직연금 투자 백서, 보도자료.