



KCMI

Korea Capital
Market Institute

퇴직연금 수익률과 수수료 분석

홍원구 | 심수연

홍원구 (Wonku Hong)

연구위원 / 경영학 박사

연구분야

- Pension
- Insurance
- Risk Management

심수연 (Soo Yeon Sim)

선임연구원 / 경영학 석사

퇴직연금 수익률과 수수료 분석

2016. 2.

연구위원

선임연구원

홍원구

심수연



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

2005년 도입된 퇴직연금이 착실히 성장하여, 2015년 12월말 퇴직연금 적립금이 126조원에 이르고 있다. 퇴직연금 가입자와 기업이 퇴직연금 퇴직연금 사업자를 선택할 때 중요한 기준의 하나가 퇴직연금 자산의 운용 수익률과 관련 비용이다. 그런데 관련된 데이터가 부족했기 때문에 그 동안 수익률과 수수료에 대한 연구 검토가 부족했다.

이 글은 퇴직연금 가입자가 부담하는 투자위험과 수익률의 관계를 중심으로 수익률을 비교 분석하고 있다. 일반적으로 DC형 퇴직연금 가입자는 투자위험을 부담한다. 따라서 가입자의 입장에서 DC형 퇴직연금을 선택할 때 보다 높은 투자수익률을 기대한다. 또한 실적배당형 상품을 선택하면 가입 기업 또는 가입자가 투자위험을 부담하며, 따라서 원리금 보장형 상품에 투자했을 때에 비해 높은 투자수익률을 기대한다. 그러나 분석 결과는 높은 위험-높은 수익률의 기본 관계와 일치하지 않는 결과가 발견된다. 또한 퇴직연금 사업자별 수익률 차이가 퇴직연금 사업자의 실적으로 항상 연결되는 것은 아닌 것으로 보인다. 수수료의 차이도 시장점유율의 차이를 충분히 설명하지 못하고 있다. 수익률과 수수료가 퇴직연금 사업자의 퇴직연금 적립금 결과를 충분히 설명할 수 없다는 분석 결과는 퇴직연금 시장의 경쟁이 수익률과 수수료 이외에 비가격 경쟁요소에 의해 주도되고 있음을 시사한다.

본 연구는 데이터의 부족 등으로 인한 한계를 가지고 있기에 결과를 지나치게 일반화하지 않도록 유의하여야 한다. 그러나 퇴직연금 자산운용 성과를 분석하는 초기 작업의 하나로서 향후 본격적인 연구 분석의 시작은 될 수 있을 것으로 본다. 통계 자료의 집적과 함께 향후 본격적인 연구를 기대해 본다.

본 보고서를 집필하는 데 많은 수고를 한 본 연구원의 홍원구 연구위원과 심수연 선임연구원에게 감사의 뜻을 표한다. 보고서 작성 과정에서 유익한 조언을 아끼지 않은 김종민 연구위원에게도 감사의 마음을 전한다. 그리고 자료 수집과 편집에 도움을 준 태희 선임연구원, 윤종문 선임연구원, 장효미 연구원, 보고서의 교정과 편집에 도움을 준 김규림 선임연구원, 신지원 연구조원에게도 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 의견이며, 자본시장연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2016년 2월

자본시장연구원

원장 신인석

목 차

Executive Summary	viii
Abstract	xiii
I. 서론	3
II. 퇴직연금 시장의 경쟁 현황	7
1. 퇴직연금의 특징	7
2. 퇴직연금 시장의 경쟁	17
III. 경쟁력 분석	27
1. 수익률	27
2. 수수료	54
IV. 경쟁력 강화를 위한 논의	67
1. 실적배당형 상품의 확대	67
2. 운용관리 기관의 역할 강화	71
3. 소규모/IRP 시장 중시	73
4. 비가격 경쟁우위 확보	74
V. 요약과 결론	79
참고문헌	85
부록	89

표 목 차

<표 II-1> 퇴직연금 가입자 현황	9
<표 II-2> 사업장 규모별 도입 현황	10
<표 II-3> 퇴직연금 적립금 현황	11
<표 II-4> 퇴직연금 도입 사업장 현황	13
<표 II-5> 퇴직연금 유형별 현황	14
<표 II-6> 제도유형별 적립금 운용 현황	15
<표 II-7> 권역별 적립금 운용 현황	15
<표 II-8> 원리금보장형 상품의 운용기간	16
<표 II-9> 1년 만기 원리금보장형 상품 평균금리	16
<표 II-10> 업권별 상위사의 시장점유율	23
<표 III-1> 연도별 수익률	35
<표 III-2> 분기별 수익률	37
<표 III-3> 업권별 수익률	38
<표 III-4> 원리금보장형 상품의 수익률	41
<표 III-5> 실적배당형 상품의 수익률	42
<표 III-6> 원리금보장형과 실적배당형의 수익률	44
<표 III-7> DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 수익률	45
<표 III-8> 수익률 영향 요인(원리금보장형)	47
<표 III-9> 수익률 영향 요인(실적배당형)	48
<표 III-10> 수익률과 적립금의 관계(DB형/원리금보장형)	51
<표 III-11> 수익률과 적립금의 관계(DC형/실적배당형)	52
<표 III-12> 수수료 예시	56
<표 III-13> 가입 10년 후 급여의 10배 도달 가능성(예시)	62
<표 IV-1> 계약당 평균 가입자와 적립금	74

그림 목 차

<그림 II-1> 퇴직연금 가입자 현황	8
<그림 II-2> 퇴직연금 도입사업장 수	9
<그림 II-3> 퇴직연금 적립금 추이	11
<그림 II-4> 운용관리와 자산관리 시장점유율	18
<그림 II-5> 퇴직연금 시장의 구조	18
<그림 II-6> 금융권역별 시장점유율	19
<그림 II-7> 금융권역별 시장점유율(DB형)	20
<그림 II-8> 금융권역별 시장점유율(DC형)	21
<그림 II-9> 금융권역별 시장점유율(개인형 IRP)	21
<그림 II-10> 업권별 허핀달 인덱스	22
<그림 II-11> 연금유형별 허핀달 인덱스	23
<그림 II-12> 업권별 상위 3사의 시장점유율	24
<그림 III-1> 원리금보장형 상품의 수익률 변화	32
<그림 III-2> 실적배당형 상품의 수익률 변화	32
<그림 III-3> 수익률과 변동성(상품 종류/연금 유형별)	36
<그림 III-4> 수익률과 변동성(업권별)	39
<그림 III-5> 퇴직연금 수수료(DB형)	57
<그림 III-6> 퇴직연금 수수료(DC형)	57
<그림 III-7> 퇴직연금 수수료(개인형 IRP)	58
<그림 III-8> 퇴직연금 수수료과 수익률(개인형 IRP)	58
<그림 III-9> 퇴직연금 수수료과 시장점유율(개인형 IRP)	59
<그림 IV-1> 퇴직연금 수익률과 임금상승률	68
<그림 IV-2> 미국 DC형 퇴직연금 자산배분	69

<그림 IV-3> 미국 DB형 퇴직연금 자산배분	69
<그림 IV-4> 영국 연금자산 자산배분 추이	70
<그림 IV-5> 기업 규모별 퇴직연금 가입율	73

약 어 표

DB	Defined Benefit
DC	Defined Contribution
FE	Fixed Effect
IRP	Individual Retirement Pension
OLS	Ordinary Least Square
SFV	Stochastic Future Value

《 Executive Summary 》

I. 서론

퇴직연금의 확대와 함께 퇴직연금 시장에 사업자로 참여하고 있는 금융회사들 사이의 경쟁도 치열해 지고 있다. 은행의 영향력이 더욱 거세지고 있으며, 실적배당형 상품에 강점을 갖는 증권사들은 원리금보장형 상품이 대세인 퇴직연금 시장에서 좀처럼 시장점유율을 높이지 못하고 있다. 한편 가입자와 가입 기업은 현재 가입하고 있는 퇴직연금 상품이 수익률과 수수료 등의 가격 측면과 가입자 교육, 투자 조언 등 서비스 측면에서 적절한지 퇴직연금 사업자에 대한 검토가 필요한 시점이다.

이 글은 금융감독원, 고용노동부 등을 통해 분기별로 발표되는 퇴직연금 시장 분석보고서와 퇴직연금 사업자들이 공시하는 수익률과 수수료 자료를 사용하여, 퇴직연금 유형별·상품별 수익률과 수수료를 비교 분석한다. 이러한 분석 작업은 가입자들에게는 제도 선택과 상품 선택에 유용한 정보를 제공하고, 퇴직연금 사업자들에게는 경쟁력 향상을 위한 기초 자료를 제시할 것이다.

II. 퇴직연금 시장의 경쟁 현황

퇴직연금 사업자는 크게 운용관리 기관과 자산관리 기관으로 나누어진다. 그리고 실제 투자 상품을 제공하는 상품제공 기관들도 퇴직연금 시장의 주요 참여자들이다.

가입자는 운용관리 계약과 자산관리 계약을 통해 별도 사업자를 선정할 수 있으나, 동일 사업자와 두 가지 계약을 동시에 체결하는 경우가 많다. 2015년 6월 현재 운용관리 시장점유율과 자산관리 시장점유율의 분포를 보면 상관관계가 매우 높다.

2015년 6월 현재 퇴직연금 시장에는 46개 사업자가 운용관리 사업자로 참여하고 있으며, 47개 사업자가 자산관리 사업자로 참여하고 있다. 적립액을 기준으로 볼 때 은행권의 시장점유율이 50%를 넘고 있다. 증권사의 시장점유율은 17% 수준에 머물고 있다.

시장내 경쟁도를 알려주는 허핀달 인덱스를 보면, 전체적으로 경쟁이 치열한 것으로 보인다. 업권별로 보면 은행, 증권업계는 상위사에 의한 독점이 약하지만, 보험업계는 도입 초기에 비해 약해졌지만 여전히 현저한 시장집중 현상이 나타나고 있다. 한편 퇴직연금 유형별 허핀달 인덱스를 보면 모든 유형의 퇴직연금 시장에서 경쟁도가 매우 높다.

Ⅲ. 경쟁력 분석

퇴직연금 시장에서 경쟁력의 핵심인 수익률과 수수료 두 측면을 퇴직연금 유형별, 투자상품 종류별, 업권별로 비교해본다.

수익률 자료를 분석한 결과 몇 가지 추세가 발견되었다. 우선 도입후 시간이 지남에 따라 원리금보장형 상품의 수익률은 지속적으로 감소하고 있다. 그리고 실적배당형 상품의 수익률은 2011년 이후 추세적으로 상승하고 있다. 둘째, 투자상품 종류별로 수익률을 비교해 보면 원리금보장형 상품의 수익률이 실적배당형 상품의

수익률보다 오히려 높았다. 셋째, 퇴직연금 유형별로 보면 DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금 사이에는 뚜렷한 수익률 차이가 보이지 않았다. 넷째, 업권별로 보면 증권사의 수익률이 원리금배당형 상품이나 실적배당형 상품 모두에서 다른 업권에 비해 높았다. 그러나 증권사의 수익률이 상대적으로 높았지만 증권사의 시장점유율이 그만큼 높지는 않았다. 특히 은행과의 경쟁에서 수익률 이외의 요인이 크게 작용하고 있음을 시사한다. 다섯째, 원리금보장형 상품의 경우 퇴직연금 수익률은 퇴직연금 적립금의 증가에 정(+)의 영향을 미치고 있다. 그러나 실적배당형 상품의 경우 수익률과 퇴직연금 적립금의 증가 사이에 유의미한 상관관계가 보이지 않는다.

퇴직연금 사업자별 수수료의 차이가 상당히 크기 때문에 수익률 차이 못지않게 퇴직연금 자산의 증가에 큰 영향을 미칠 수 있다. 퇴직연금 도입 초기이기 때문에 수수료의 누적효과가 크게 나타나지 않고 있지만 향후 퇴직연금의 적립기간이 늘어나고, 수수료를 직접 부담하는 IRP형 퇴직연금이 확대될 것이므로 수수료의 영향은 더욱 커질 것이다. 특히 상대적으로 수수료가 높는데 수익률이 낮을 경우 최악의 상황이 발생할 수 있다.

증권사의 수수료가 다른 업권에 비해 특별히 높지는 않다. 따라서 수수료도 은행에 비해 현저히 낮은 시장점유율을 충분히 설명할 수 없다.

IV. 경쟁력 강화를 위한 논의

원리금보장형 상품의 보증 수익률이 지속적으로 하락하고 있는 상황에서 실적배당형 상품의 확대가 필요하다. 실적배당형 상품의

확대와 관련하여 현재 원리금보장형 상품에 대해서는 편입 비율을 100%까지 허용하여, 집중투자 제한 원칙에 예외를 두고 있는 퇴직연금감독규정에 대한 검토가 필요하다.

퇴직연금에 가입하지 않은 기업들은 대부분 소규모 기업이며, 개인연금과 별도의 추가 세제 혜택, 퇴직자의 퇴직자산 IRP 이체 의무화, 자영업자의 IRP 가입 확대에 따라 개인형 IRP 시장이 확대될 것으로 예상된다.

운용관리 기관 본래의 중요 역할중 하나인 투자 조언자로서의 역할이 강화되어야 한다. 향후 실적배당형 상품의 비중이 확대되면 투자 상품을 추천, 조언해 주는 역할이 더욱 중요해진다.

증권사의 퇴직연금 수익률이나 수수료가 은행 등에 비해 불리할 것이 없음에도 시장점유율이 낮은 것은 비가격 측면에서 증권사가 매우 열세였음을 의미한다.

V. 요약과 결론

이 글은 퇴직연금 제도별 상품별 수익률과 수수료를 비교 분석하였다. 분석 결과 수익률과 수수료만으로 퇴직연금 사업자 사이의 시장점유율을 모두 설명할 수는 없다. 그러나 두 요인은 가입자들의 퇴직연금 사업자 선택에서 중요한 요인임에는 틀림없다. 따라서 향후 금융투자회사의 경쟁력 확보는 수익률 제고와 수수료 절감을 바탕으로 해야 한다. 그리고 수수료에 민감한 소규모 기업/IRP형 퇴직연금 시장이 확대될 것이므로 수수료 절감 노력이 더욱 절실하다.

증권사는 상대적으로 경쟁우위에 있는 실적배당형 상품의 확대를 통해 수익률 제고를 추구해야 한다.

본 연구는 퇴직연금 자산운용 수익률과 수수료 분석을 바탕으로 금융투자회사의 퇴직연금 시장 경쟁력 향상 방향을 검토하였다. 이러한 작업은 여러 가지 한계로 그동안 시도되지 못했던 작업으로서 본 연구의 공헌이라고 할 수 있다. 그러나 동시에 이러한 작업을 힘들게 하였던 여러 요인들은 본 연구의 한계가 된다. 무엇보다 퇴직연금 수익률 자료가 개별 가입자나 기업의 수익률이 아닌 퇴직연금 사업자별로 집계된 자료이다. 수수료 자료는 시계열 자료를 확보할 수 없고, 비교 공시되는 자료도 없다. 향후 보다 충실한 통계자료가 축적, 공표되어 본 연구를 개선할 수 있기를 기대한다.

— ‹‹ **Abstract** ›› —

**The rates of return on retirement plan assets and expenses
of asset management**

This study explores rates of return on assets of retirement plans and expenses of retirement plans. The retirement plans in Korea were introduced in December 2005, replacing the lump-sum retirement severance pay system. We use the return data set published by the financial supervisor of the financial companies that runs retirement plan business. We compare the rates of return by types of retirement plans, investments and financial companies. We also analyze the expense of retirement asset management.

The studies on rate of returns on retirement assets are rare, even though the assets in retirement plans grew over 110 trillion won in the end of June 2015. The lacks of data may explain partly the scarcity of the research on this topic.

We find the differences in rates of return, and some interesting relationships among rates of returns and retirement assets. We also find that the rates of return and expense ratio can not explain the large differences in the market share among the financial companies, the finding that implies that other non price factors than rates of return and expense such as loan, or client relationships.

More specifically, we find include followings;

First, the rate of return on principal-interest guaranteed investment vehicles secularly decreased over last ten years and the differences in rates of return among types of retirement plans and financial companies also decreased. The rate of return on non-guaranteed investment vehicle increased after 2011, even though the rate of return stumbled more than guaranteed investments.

Second, the rates of return on guaranteed investment vehicle is higher than those of non-guaranteed investment vehicle, the result that is contrary to the basic risk-return relationship.

Third, the rates of return between defined benefit plans and defined contribution plans are not different significantly.

Fourth, the rates of returns on investment vehicles provided by security companies are higher than those provided by banks and insurance companies.

Fifth, positive relationships between the rates of return and the increase in retirement assets in guaranteed investment were found, while no significant relationships between the rates of return and the increase in retirement assets in non-guaranteed investment were found.

We also find that the differences in expenses are no big enough to explain the differences in market share. The cumulative effect of differences in expenses may become important as the investment period becomes long, and retirement asset increase.

The results of this study have many limitations, because the data set do not provide the information on the individual participant rates of return. We do not know the volatility of rate of returns on each participants' assets. We hope that we can improve this study further using more informative data set.

I . 서론

I. 서론

퇴직연금 시장이 꾸준한 성장을 계속하고 있다. 2015년 6월말 현재 적립액이 110조원을 넘어섰고, 전체 상용 근로자의 50% 정도인 561만명의 근로자가 퇴직연금에 가입하였다.

퇴직연금의 확대와 함께 퇴직연금 시장에 사업자로 참여하고 있는 금융회사들 사이의 경쟁도 치열해지고 있다. 우리나라 퇴직연금 시장에서는 은행의 영향력이 더욱 거세지고 있다. 2015년 2/4분기 은행권역의 적립금 증가액(1조 8,737억원)은 전체 적립금 증가액(2조 5,798억원)의 72.6%를 차지하고 있으며, 적립금 증가율도 3.5%로 다른 권역 대비 매우 높다.¹⁾ 2015년 6월말 적립금을 기준으로 할 때 은행의 시장점유율은 50.2%를 넘고 있다. 증권사의 시장점유율은 17.2%로 전분기와 비슷한 수준이다. 실적배당형 상품에 강점을 갖는 증권사들은 원리금보장형 상품이 대세인 퇴직연금 시장에서 좀처럼 시장점유율을 높이지 못하고 있다.

치열해지는 금융기관들의 경쟁 속에서 가입자와 가입 기업은 현재 가입하고 있는 퇴직연금 상품이 수익률과 수수료 등의 가격 측면과 가입자 교육, 투자 조언 등 서비스 측면에서 적절한 것인가, 더 나은 사업자가 없을까 등에 대한 검토가 필요한 시점이다. 가입자의 주요 관심사 중의 하나는 확정급여형(Defined Benefit: DB) 퇴직연금과 확정기여형(Defined Contribution: DC) 퇴직연금의 선택이고, 일단 제도 유형을 선택한 후에는 원리금보장형 상품과 실적배당형 상품의 선택이다. 특히 투자 상품의 선택은 지속적으로 비중을 조정할 수 있으므로, 일회성 의사결정이 아니라 지속적인 관심과 노력이 필요한 선택 과정이다.

1) 생보 1.0%, 손보 0.1%, 증권 1.9%(금융감독원)

4 퇴직연금 수익률과 수수료 분석

이 글은 금융감독원, 고용노동부 등을 통해 분기별로 발표되는 퇴직연금 시장 분석보고서와 퇴직연금 사업자들이 공시하는 수익률, 수수료 자료를 사용하여, 퇴직연금 유형별·상품별 수익률과 수수료를 비교 분석한다.²⁾ 이러한 분석 작업은 가입자들에게는 제도 선택과 상품 선택에 유용한 정보를 제공하고, 퇴직연금 사업자들에게는 경쟁력 향상을 위한 기초 자료를 제시할 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 우리나라 퇴직연금의 시장의 현황과 금융회사들의 경쟁 상황을 분석한다. III장에서는 퇴직연금 적립금의 수익률과 수수료를 퇴직연금 유형별, 상품별, 업권별로 비교 분석한다. IV장에서는 퇴직연금 발전과 금융투자회사의 퇴직연금 시장 경쟁력 강화 방향을 살펴본다. 마지막으로 V장에서는 주요 연구 결과를 요약한다.

2) 현재 유일하게 공표되는 신뢰할만한 통계 자료인데, 매월 발표되다가 현재는 분기별로 발표되고 있다. 매우 유용한 통계 자료인 만큼 보다 잦은 정보 공개가 필요하다.

II. 퇴직연금 시장의 경쟁 현황

1. 퇴직연금의 특징
2. 퇴직연금 시장의 경쟁

II. 퇴직연금 시장의 경쟁 현황

1. 퇴직연금의 특징

가. 퇴직금 제도와 병존

퇴직연금 제도는 퇴직금 제도를 바탕으로 도입되었는데, 도입 시에 기존 퇴직금 제도에서 퇴직연금으로 이행을 강제하지 않았기 때문에 기존의 퇴직금 제도와 병존하고 있다.

퇴직금 제도는 사외적립을 의무화하지 않았기 때문에 종업원 입장에서 기업이 도산하면 퇴직금을 못 받는 경우도 생길 수 있다. 기업주의 입장에서 보면 사외적립을 하지 않아도 되기 때문에 제도 이행기의 특별 이익을 누리고 있는 셈이다. 퇴직연금 제도는 기존 퇴직금 제도에 사외적립을 강제한 것이므로 퇴직연금에 가입하지 않으면, 기존 퇴직금 제도의 가장 큰 문제점이었던 기업 파산 시 종업원이 퇴직금을 받을 수 없었던 문제를 그대로 방치하는 것이므로 조속히 시정되어야 한다.

2015년 6월말 현재 49% 정도의 근로자가 퇴직금 제도에 남아 있으며, 많은 중소기업들이 퇴직연금에 가입하지 않고 있기 때문에 사업장 기준 퇴직연금 가입률은 더욱 떨어진다.

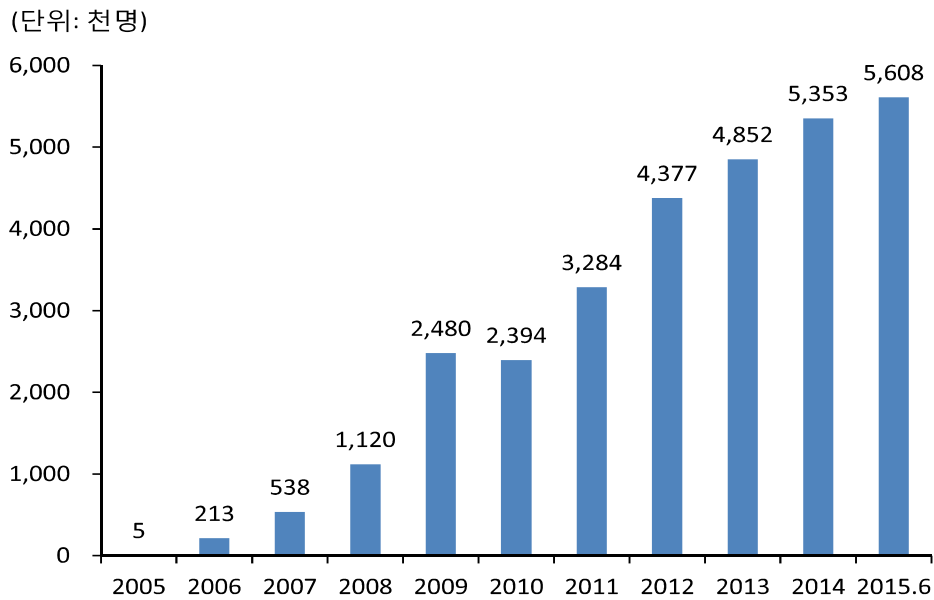
1) 퇴직연금 가입자

2005년 12월에 도입된 국내 퇴직연금은 가입자 수와 적립금 규모가 지속적으로 증가하고 있다. 2015년 6월말 현재 가입자 수 561만명, 도입 사업장 수 288,522개소, 적립금 110조 2,668억원을 기록하고 있다.

8 퇴직연금 수익률과 수수료 분석

퇴직연금 제도 도입 초기에는 가입자 수가 미미했지만 지속적인 증가세를 보이며 2015년 6월말 현재 전체 상용근로자³⁾의 51.0%인 총 561만명이 가입한 상태로 전년말(535만명) 대비 26만명이 증가하였다. 퇴직연금 유형별로는 DB형 퇴직연금에 332만명, DC형 퇴직연금에 220만명이 가입하고 있으며 DB형 퇴직연금 가입자 비중(59.2%)이 DC형 퇴직연금 가입자 비중(39.3%)보다 상당히 높다. 이는 근로자 수가 많은 대기업의 DB형 퇴직연금 가입 비중이 높은 것에 기인한다.

<그림 II-1> 퇴직연금 가입자 현황



주 : DB 가입자 수는 복수계약체결로 인한 중복가입자를 포함해 작성
자료: 금융감독원

3) 전체 상용근로자 1,100만명(2013년 사업체 노동실태현황 고용노동부 통계 DB)

<표 II-1> 퇴직연금 가입자 현황

(단위: 천명, %)

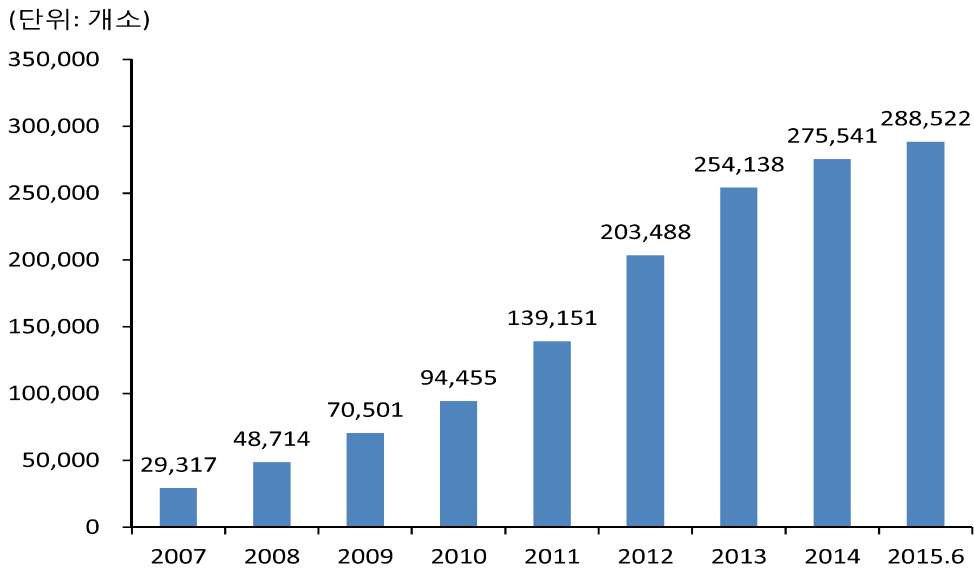
구 분	합 계	DB형	DC형	기업형 IRP
근로자	5,608	3,320	2,204	84
비중	100	59.2	39.3	1.5

주 : 2015년 6월말 기준
 자료: 금융감독원

2) 퇴직연금 도입 사업장

제도시행 이후 퇴직연금을 도입한 사업장 수가 꾸준히 증가하고 있는 가운데 2015년 6월말 현재 전체 사업장⁴⁾의 16.5%인 28.9만개 사업장이 퇴직연금 제도를 도입하였다.

<그림 II-2> 퇴직연금 도입사업장 수



자료: 금융감독원

4) 전체 사업장 1,752,503개(2013년 사업체 노동실태현황 고용노동부 통계 DB)

500인 이상 사업장의 도입률은 91.0%로 가장 높고 10인 미만 사업장의 도입률은 11.9%로 가장 낮다. 10인 미만 사업장의 경우 아직은 미미한 수준이나 퇴직연금 제도가 점차 확산되고 있어, 미흡하지만 퇴직금 제도에 비해 영세사업장 취약근로자의 퇴직급여 수급권 보장 및 노후소득 확충에 기여하고 있음을 시사한다.

<표 II-2> 사업장 규모별 도입 현황

(단위: 개소, %)

구 분	10인 미만	10~29인	30~99인	100~299인	300~499인	500인 이상
①도입사업장수	177,307	75,614	26,501	6,861	1,015	1,224
②전체사업장수	1,486,730	193,398	57,642	11,827	1,561	1,345
비율(①/②)(%)	11.9	39.1	46.0	58.0	65.0	91.0

주 : 2015년 6월말 기준

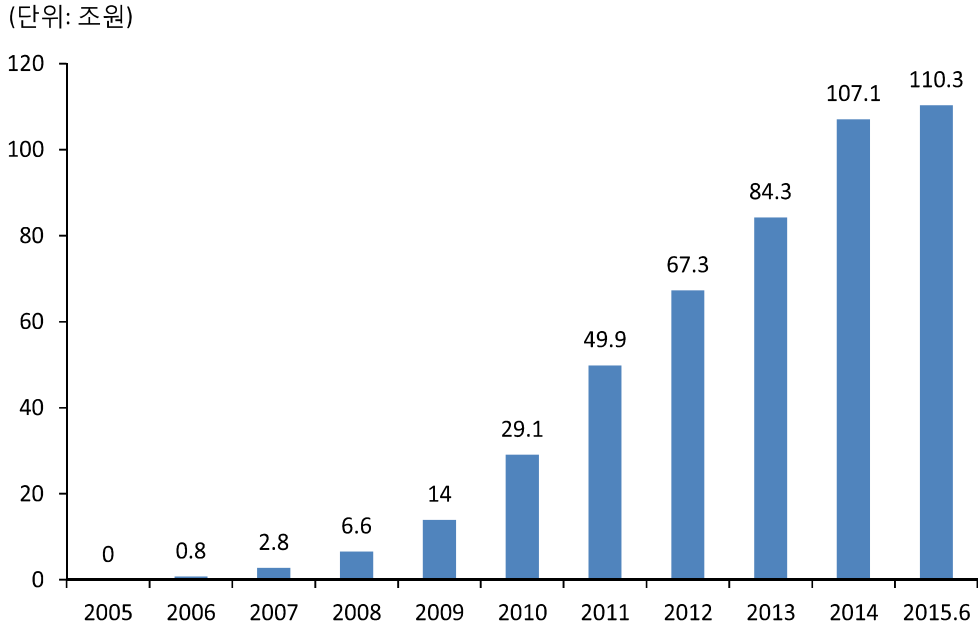
자료: 금융감독원

3) 퇴직연금 적립금

2015년 6월말 퇴직연금 적립금은 110조 2,668억원으로 2014년 대비 3조 1,983억원(3.0%) 증가하였다.

퇴직연금 유형별로는 DB형 적립금이 75조 5,253억원(68.5%), 권역별로는 은행권의 적립금이 55조 3,008억원(50.2%)으로 가장 높은 비중을 차지하고 있다.

<그림 II-3> 퇴직연금 적립금 추이



자료: 금융감독원

<표 II-3> 퇴직연금 적립금 현황

(단위: 억원, %)

구분	합계	DB형	DC형	IRP 기업형	IRP 개인형	
적립금	1,102,668 (100.0)	755,253 (68.5)	254,539 (23.1)	7,389 (0.7)	85,487 (7.8)	
업권별	은행	553,008	323,685	166,947	7,082	55,294
	생보	278,959	233,237	33,460	233	12,028
	손보	74,593	64,351	7,683	16	2,543
	증권	189,274	133,980	39,663	32	15,598

주 : 1) 업권별 협회에 실적을 제출한 운용관리 계약 기준이며 총계는 반올림으로 인한 단수 차이 발생 가능

2) 2015년 6월말 기준

3) 괄호안은 적립금 대비 비중

자료: 금융감독원

나. 연금 없는 DB형 퇴직연금

현행 퇴직연금은 퇴직급여로서 연금(annuity) 또는 ‘달돈’을 지급하지 않고 일시금을 지급하며, 근로자에게 일시금을 연금화할 수 있는 선택권을 부여한다. 국내의 DB형 퇴직연금처럼 일시금을 기본으로 하고, 이를 연금화하는 방식은 외국의 DB형 퇴직연금처럼 연금을 기본으로 하고 근로자가 선택할 경우 일시금으로 환산하는 방식과는 매우 다른 의미를 가진다. DB형 퇴직연금이 연금을 지급하지 않기 때문에 퇴직자들은 퇴직 후 투자에 따른 위험, 장수화에 따른 위험을 스스로 부담하여야 한다. 근로자가 퇴직시 연금방식을 선택하더라도, 연금지급을 담당하는 금융기관과 근로자 사이의 문제에 국한된다.

연금 없는 DB형 퇴직연금의 영향 중 하나로⁵⁾ 퇴직급여 일시금 수급자의 비율이 매우 높다. 2015년 2/4분기중 연금 수급요건을 갖춘 55세 이상 퇴직자(약 4만9천명)의 대부분은 퇴직급여를 일시금으로 수령하였다. 일시금 수급자는 94.8%(46,545명)이며, 연금 수급자는 5.2%(2,564명)로 낮은 수준이었다.⁶⁾

다. DB형 퇴직연금 중심의 제도 발전

2015년 6월말 DB형 퇴직연금 비중이 가입자의 60.7%, 사업장의 30.8%(DB 단독 도입), 적립금의 69.1%를 차지하여, DB형 퇴직연금이 국내 퇴직연금 시장을 주도하고 있다. 기업연금을 먼저 도입한 외국의 사

5) DB형 퇴직연금의 비중이 높은 것도 ‘달돈’ 없는 DB형 퇴직연금의 영향이다.

6) 연금 수급자 비중은 조금씩 높아지고 있다(1.9%(2013.6) → 2.9%(2014.6) → 5.2%(2015.6)).

례를 보면, DC형 퇴직연금의 비중이 DB형 퇴직연금을 압도하거나 증가하고 있는 상황에서 국내의 퇴직연금은 매우 다른 양상을 보이는 듯하다. 그러나 국내의 DB형 퇴직연금의 우위는 기존 퇴직금 제도의 영향을 강하게 받았고, 외국의 DB형 퇴직연금에 비해 국내 DB형 퇴직연금이 상대적으로 저비용 구조이기 때문에 가능한 것이다.

1) 퇴직연금 유형별 가입자 현황

퇴직연금 유형별로 보면 DC형을 도입한 사업장이 DB형을 도입한 사업장보다 많은 것으로 나타나며, 사업장 규모가 클수록 DB형의 도입비중이 높다. 2015년 6월말 현재 사업장 수는 DC 단독도입형이 162,682개소(56.4%), DB 단독도입형 86,101개소(29.8%), DB·DC 동시 도입형이 7,530개소(2.6%)에 이르며, 기업형 IRP는 32,209개소(11.2%)에 이른다.

<표 II-4> 퇴직연금 도입 사업장 현황

(단위: 개소)

사업장 규모	DB 단독	DB·DC	DC 단독	IRP 기업형	합 계
10인 미만	43,599	1,566	99,933	32,209	177,307
10~29인	26,378	2,412	46,824		75,614
30~99인	11,634	1,756	13,111		26,501
100~299인	3,437	1,027	2,397		6,861
300~499인	532	249	234		1,015
500인 이상	521	520	183		1,224
합 계	86,101	7,530	162,682	32,209	288,522

주 : 2015년 6월말 기준

자료: 금융감독원

사업장 규모별로 살펴보면, 대기업의 경우 DB형 퇴직연금을 선호하는 경향을 보이는 반면, 기업규모가 작을수록 DC형 퇴직연금의 비율이 상대

적으로 높다. 대기업(300인 이상)의 경우 퇴직연금 도입기업의 47.0%가 DB형 퇴직연금 계약을 체결한 반면, 소기업(29인 이하)의 경우 58.0%가 DC형 퇴직연금 계약을 체결하였다.

2) 퇴직연금 유형별 적립금 현황

2015년 6월말 현재 제도 유형별 현황을 살펴보면, DB형 적립금이 75조 5,253억원(68.5%)으로 DB형 퇴직연금이 국내 퇴직연금 시장을 주도하고 있다. 퇴직연금 도입초기 DC형 퇴직연금의 적립금 비중이 높았으나, 2006년 8월 이후 DB형 퇴직연금 위주로 시장이 형성되고 있다.

<표 II-5> 퇴직연금 유형별 현황

(단위: 억원, %)

구분	DB형	DC형	기업형 IRP	개인형 IRP	계
적립금	755,253	254,539	7,389	85,487	1,102,668
(비중)	(68.5)	(23.1)	(0.7)	(7.8)	(100.0)

주 : 2015년 6월말 기준

자료: 금융감독원

라. 원리금보장형 상품 중심의 단기적 자산운용

원리금보장형 상품중심의 자산운용 경향을 보이는 가운데 퇴직연금 적립금은 DB형의 97.6%, DC형의 78.6%가 원리금보장형 상품으로 구성돼 안정성 위주로 운용되고 있다. 보수적 자산운용 자체가 문제가 될 것은 없으나, DC형 퇴직연금의 경우 수익률이 직접적으로 퇴직급여를 결정하기 때문에 보수적인 자산운용은 낮은 퇴직급여로 연결되며, DB형 퇴직연금의 경우 수익률이 낮아지면 가입 기업의 부담이 가중된다.

운용방법별 적립금 현황을 보면 전체 퇴직연금 적립금 중 원리금보장형 상품 비중이 91.4%(100조 7,497억원)이며, 그 중 예금상품이 가장 큰 비중을 차지하고 있다(예금 53.3%, 보험 37.5%, 기타 9.2%). 보험권의 경우 원리금보장형 상품 위주의 운용이 가장 두드러지게 나타나고 있으며(생보 94.8%, 손보 98.2%), 증권사의 경우 실적배당형 상품 비중이 17.1%로 타 권역에 비해 상대적으로 높은 편이다.

<표 II-6> 제도유형별 적립금 운용 현황

(단위: 억원, %)

구분	DB형		DC형		기업형 IRP		개인형 IRP	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
원리금보장형	737,316	97.6	200,005	78.6	6,637	89.8	63,538	74.3
실적배당형	13,574	1.8	49,804	19.6	687	9.3	13,386	15.7
기타	4,362	0.6	4,730	1.9	64	0.9	8,562	10.0
합계	755,253	100	254,539	100	7,389	100	85,487	100

주 : 2015년 6월말 기준
 자료: 금융감독원

<표 II-7> 권역별 적립금 운용 현황

(단위: 억원, %)

구분	은행		생보		손보		증권	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
원리금보장형	511,669	92.5	264,575	94.8	73,282	98.2	151,244	79.9
실적배당형	30,172	5.5	13,603	4.9	1,247	1.7	32,361	17.1
기타	11,167	2.0	781	0.3	65	0.1	5,669	3.0
합계	553,008	100	278,959	100	74,593	100	189,274	100

주 : 2015년 6월말 기준
 자료: 금융감독원

운용기간에 따른 원리금보장형 상품의 적립금 비중을 보면 2015년 6월말 기준 전체 적립금의 73.7%(75조 5,663억원)가 1년 만기 상품으로

운용되고 있는 것을 알 수 있다. 한편 2015년 6월 원리금보장형 상품의 금리는 한국은행 기준금리 인하 등으로 전반적으로 하락하였다.

<표 II-8> 원리금보장형 상품의 운용기간

(단위: 억원, %)

구분	DB형		DC형		기업형 IRP		개인형 IRP		계	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
1년미만	14,026	1.9	8,094	4.0	193	2.9	13,151	18.2	35,464	3.5
1년형	562,336	75.8	149,843	73.2	5,091	76.0	38,393	53.2	755,663	73.7
1년초과~ 3년미만	33,511	4.5	7,998	3.9	358	5.3	3,457	4.8	45,324	4.4
3년형	76,500	10.3	18,488	9.0	574	8.6	7,144	9.9	102,706	10.0
3년초과	24,928	3.4	13,091	6.4	416	6.2	5,851	8.1	44,287	4.3
금리연동형 보험	30,377	4.1	7,221	3.5	69	1.0	4,105	5.7	41,773	4.1
합계	741,679	100.0	204,735	100.0	6,701	100.0	72,100	100.0	1,025,216	100.0

주 : 2015년 6월말 기준

자료: 금융감독원

<표 II-9> 1년 만기 원리금보장형 상품 평균금리

(단위: %)

	DB	DC	IRP
2015.3	2.56	2.59	2.59
2015.6	2.35	2.36	2.35

주 : 1) 2015년 6월 퇴직연금 사업자(사업중단 결정으로 낮은 금리를 제공하는 ING생명(은 제외)가 제공하는 예금·금리확정형보험·원리금보장ELB의 제도유형별 산술평균금리

2) IRP는 기업형과 개인형에 모두 적용

자료: 금융감독원

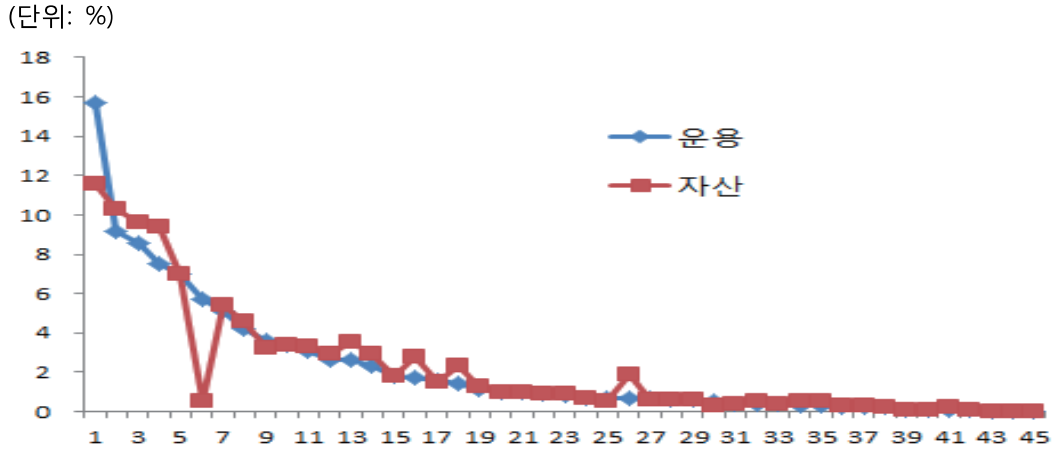
2. 퇴직연금 시장의 경쟁

가. 퇴직연금 시장의 구조

퇴직연금 사업자는 크게 운용관리 기관과 자산관리 기관으로 나누어진다. 그리고 실제 투자 상품을 제공하는 상품제공 기관들도 퇴직연금 시장의 주요 참여자들이다. 가입자는 운용관리 계약과 자산관리 계약을 통해 별도 사업자를 선정할 수 있으나, 동일 사업자와 두 가지 계약을 동시에 체결하는 경우가 많다. 2015년 6월 현재 운용관리 시장점유율과 자산관리 시장점유율의 분포를 보면 상관관계가 매우 높다는 것을 알 수 있다.

우리나라 퇴직연금 시장의 구조가 <그림 II-5>에 정리되어 있다. 연금 주체인 사용자와 근로자가 퇴직연금자산의 운용의 최종 의사결정을 하고 수익과 비용에 대한 부담을 진다. 이 과정에서 운용관리 기관은 적립금의 운용 방법을 제시하고, 연금 주체가 운용 방법을 선택하면 이를 자산관리 기관에 전달한다. 자산관리 기관은 지시받은 운용방법대로 상품제공 기관의 투자상품에 투자하고, 그 결과를 운용관리 기관을 통해 연금주체에 전달한다. 따라서 퇴직연금자산의 투자수익률은 운용관리 기관이나 자산관리 기관의 역할을 하는 금융회사의 투자행위의 결과가 아니라 연금 주체인 사용자와 근로자의 투자 결정의 결과이다. 그렇지만 연금 주체인 모든 사용자와 근로자가 투자의 전문가가 아닌 만큼 운용관리 사업자의 투자조언이 투자결정에 큰 역할을 하고, 연금 주체의 투자선택은 운용관리 사업자가 제시한 방법 내에서만 선택할 수 있으므로 운용관리 사업자가 투자결정의 기본 틀을 결정한다고 할 수 있다.

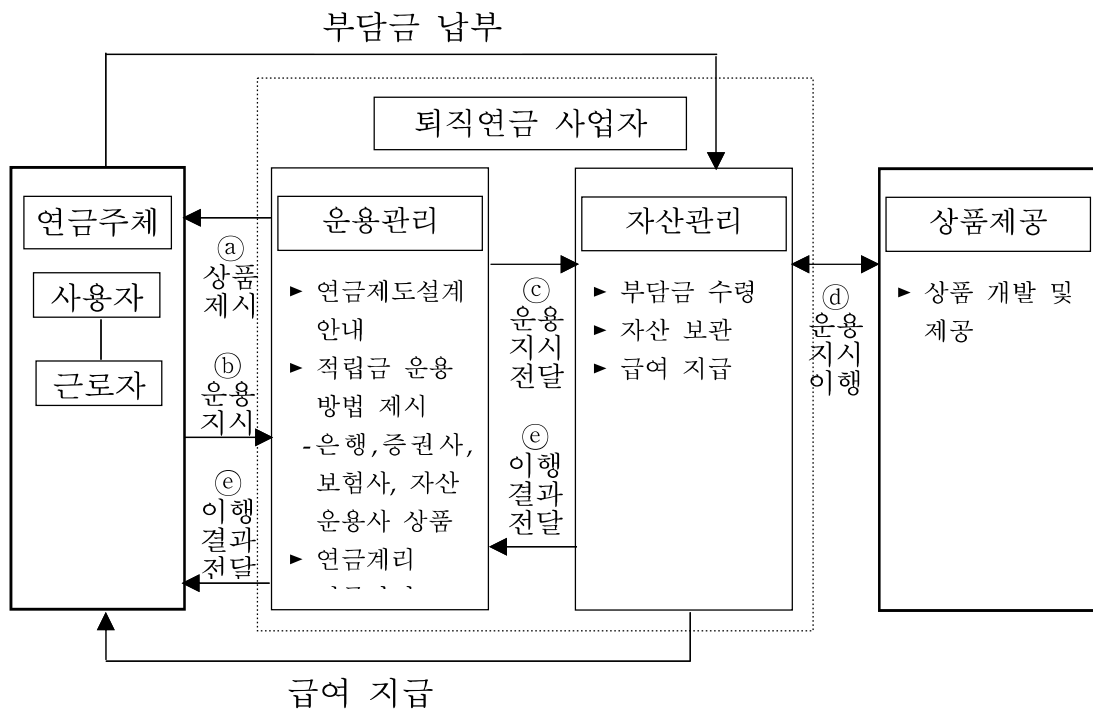
<그림 II-4> 운용관리와 자산관리 시장점유율



주 : 2015년 6월말 기준 운용관리 계약과 자산관리 계약 실적이 모두 있는 46개 퇴직연금 사업자를 운용관리 계약 점유율 순서로 정렬하였으며, 두 계열의 상관관계는 0.9353(p-값=0.000)

자료: 금융감독원

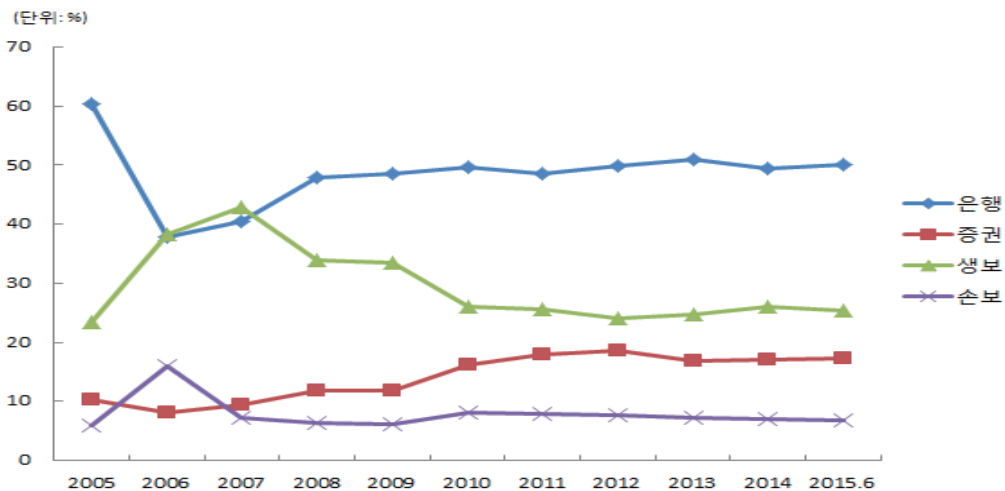
<그림 II-5> 퇴직연금 시장의 구조



나. 퇴직연금 사업자

2015년 6월 현재 퇴직연금 시장에는 46개 사업자가 운용관리 사업자로 참여하고 있으며, 47개 사업자가 자산관리 사업자로 참여하고 있다.⁷⁾ 적립액을 기준으로 볼 때 은행권의 시장점유율이 50%를 넘고 있다. 증권사의 시장점유율은 17% 수준에 머물고 있다.

<그림 II-6> 금융권역별 시장점유율

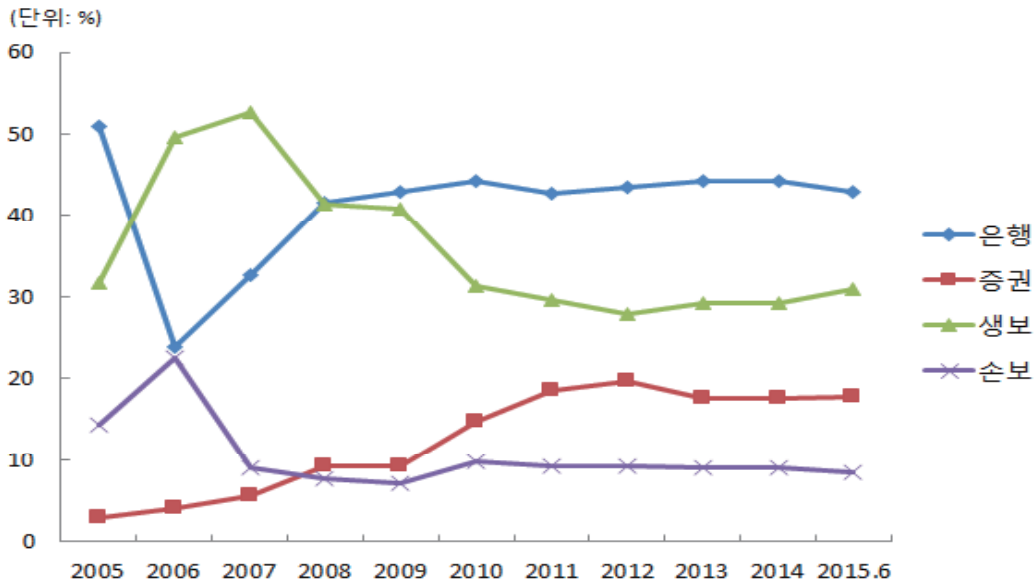


자료: 금융감독원

전체 적립금의 70%(가입자 비중 61%)를 차지하는 DB형 퇴직연금 시장의 시장점유율을 보면 생보사의 시장점유율이 31%로 다른 시장에 비해 상대적으로 높다. 그 영향으로 은행의 시장점유율이 43%로 상대적으로 낮다.

7) 운용관리 사업자로 14개 은행, 13개 생보사, 6개 손보사, 13개 증권사, 그리고 근로복지공단이 참여하고 있다. 자산관리 사업자로 15개 은행, 14개 생보사, 6개 손보사, 13개 증권사가 참여하고 있으며, 근로복지공단은 자산관리업무를 취급하지 못한다.

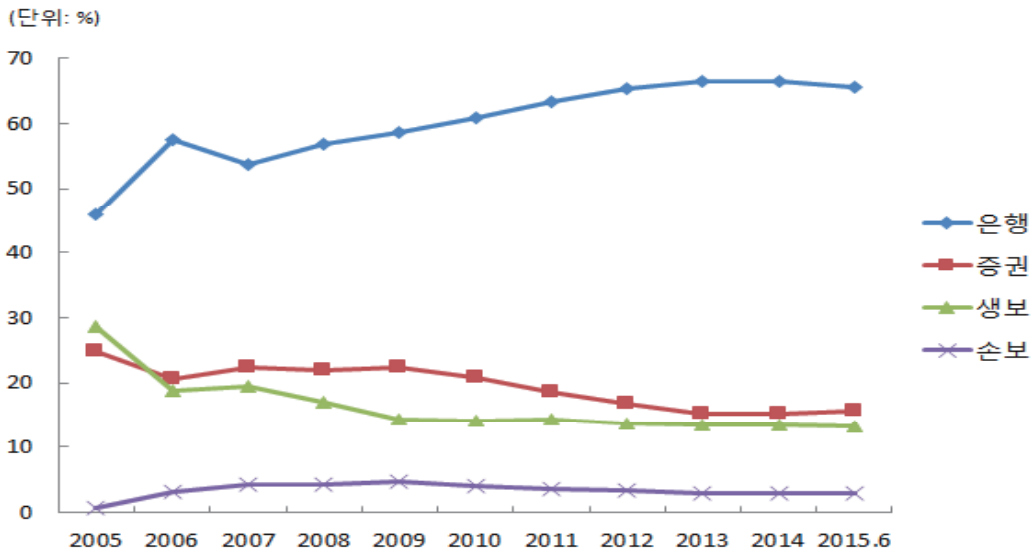
<그림 II-7> 금융권역별 시장점유율(DB형)



자료: 금융감독원

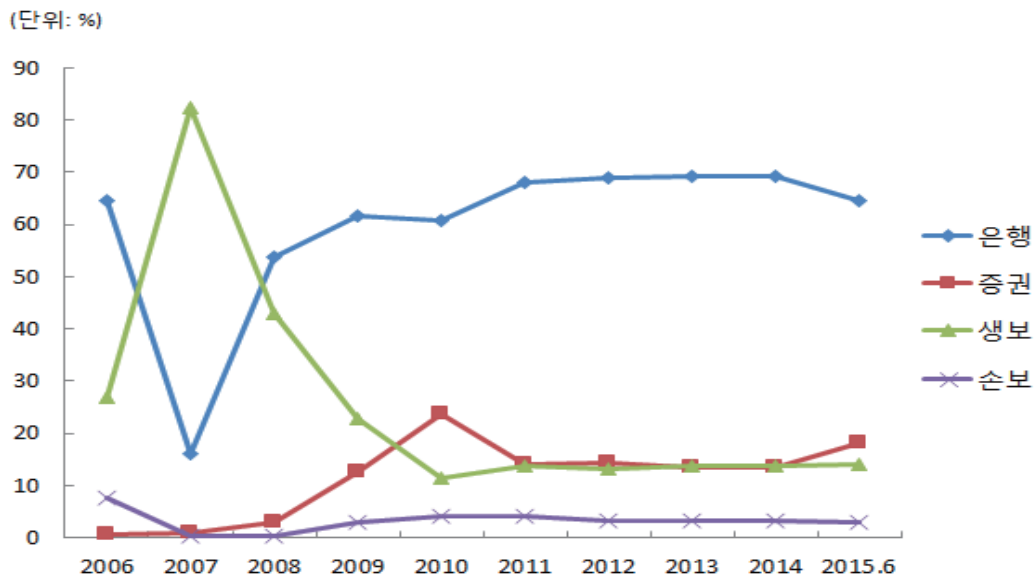
2015년 6월말 기준 적립금 비중으로 22% 정도(가입자 비중 38%)인 DC형 퇴직연금 시장에서는 은행의 시장점유율이 65%를 넘고 있다. DB형 퇴직연금 시장에서 31%에 이르던 생보사의 시장점유율은 DC형 퇴직연금 시장에서 13%로 낮아졌고, 손보사의 시장점유율은 9%에서 3%로 낮아졌다. 이에 비해 증권사의 시장점유율은 DB형 퇴직연금 18%, DC형 퇴직연금 16%로 보험사의 차이에 비해 크지 않다. DC형 퇴직연금 시장에서 생보사의 상대적 열세가 은행의 시장점유율 확대와 연결되고 있다. 은행의 절대적 강세 양상은 IRP형 퇴직연금에서도 동일하게 나타나고 있다.

<그림 II-8> 금융권역별 시장점유율(DC형)



자료: 금융감독원

<그림 II-9> 금융권역별 시장점유율(개인형 IRP)

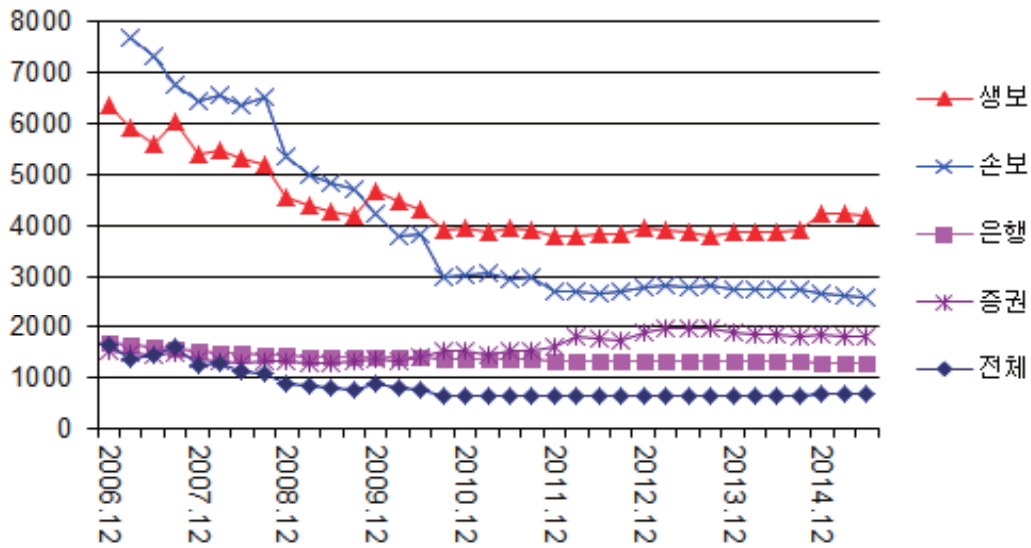


자료: 금융감독원

다. 퇴직연금 시장의 경쟁도

시장내 경쟁도를 알려주는 허핀달 인덱스를 보면, 전체적으로 경쟁이 치열한 것으로 보인다. 업권별로 보면 은행, 증권업계는 상위사에 의한 독점이 약하지만, 보험업계는 도입 초기에 비해 약해졌지만 여전히 현저한 시장집중 현상이 나타나고 있다. 한편 퇴직연금 유형별 허핀달 인덱스를 보면 모든 유형의 퇴직연금 시장에서 경쟁도가 매우 높다.

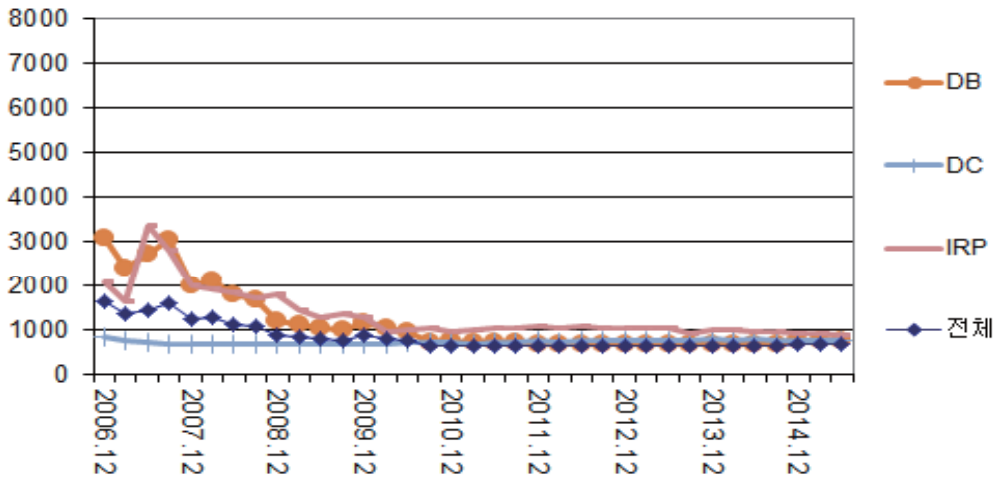
<그림 II-10> 업권별 허핀달 인덱스



주 : 운용관리 계약 자산 기준
 자료: 금융감독원

2015년 6월말 현재 퇴직연금 시장의 상위 3개사의 시장점유율은 33.5%, 상위 5개사의 시장점유율은 48.0%이다. 업권별 상위 3개사와 상위 5개사의 시장점유율을 보면 생보업권의 경우 85.3%, 94.0%로 집중도가 가장 높게 나타나고 있다.

<그림 II-11> 연금유형별 허핀달 인덱스



주 : 운용관리 계약 자산 기준
 자료: 금융감독원

손보업권의 상위 5개사 집중도가 더 높은 것은 2015년 6월 현재 시장에 참여하는 손보사의 수가 5개사로 적기 때문이다. 은행의 경우 상위 5사의 비중이 비교적 균등하지만, 다른 금융권의 경우 상위 2~3개사의 시장점유율이 상당히 높다.

<표 II-10> 업권별 상위사의 시장점유율

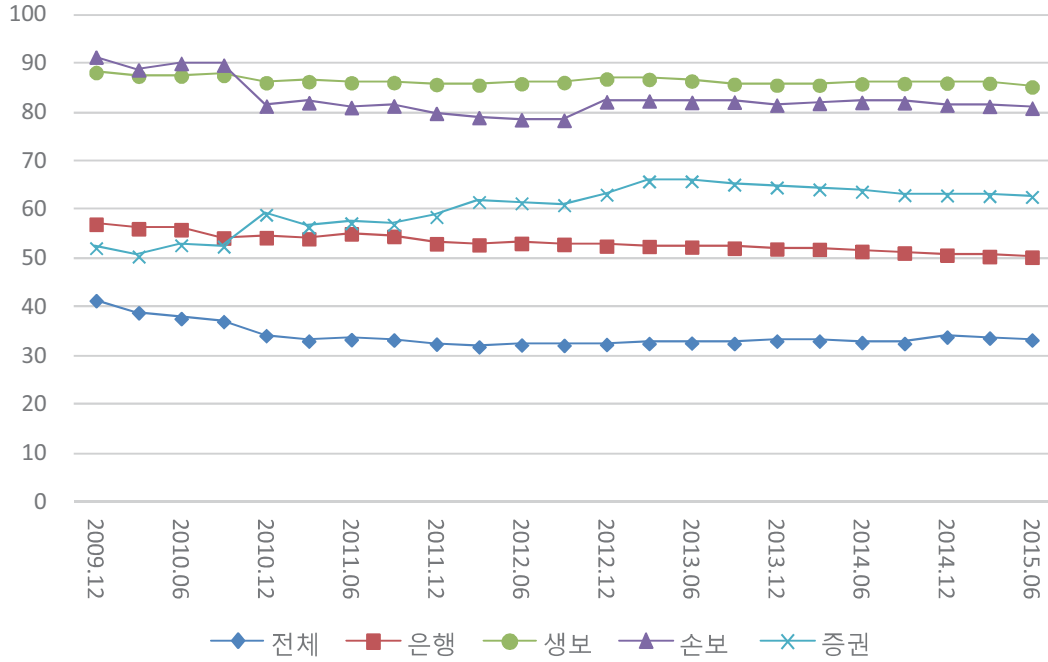
(단위: %)

순위	생보		손보		은행		증권		전체	
1	삼성	62.2	삼성	38.4	신한	18.4	미래	33.4	삼성	15.7
2	교보	14.2	KB	26.3	국민	17.1	삼성	19.8	신한	9.2
3	한화	9.0	롯데	15.9	우리	15.0	한국	9.7	국민	8.6
상위 3사	85.3		81.1		50.5		62.9		33.5	
4	미래	5.7	현대	10.6	기업	14.0	NH	9.1	우리	7.5
5	현대	2.7	동부	8.2	농협	10.2	대우	5.9	기업	7.0
상위 5사	94.0		99.9		76.7		77.9		48.0	

주 : 2015년 6월말 운용관리 계약 자산 기준
 자료: 금융감독원

<그림 II-12> 업권별 상위 3사의 시장점유율

(단위: %)



주: 운용관리 계약 전체 시장에서 업권별 상위 3사의 점유율 합계

III. 경쟁력 분석

1. 수익률

2. 수수료

III. 경쟁력 분석

퇴직연금 시장에서 경쟁력의 핵심인 수익률과 수수료 두 측면을 퇴직연금 유형별, 투자상품 종류별, 업권별로 비교해본다.

1. 수익률

가. 분석 내용과 자료

1) 분석 내용

이 절에서는 퇴직연금 자산운용 수익률의 연도별 추세를 알아보고, 퇴직연금 상품별, 유형별, 업권별로 수익률을 비교해 본다. 수익률간의 차이를 설명하는 요인들을 찾아본다. 또한 수익률의 차이가 적립금 규모 등 실적의 차이로 연결되는지를 살펴본다.

첫째, 투자상품 종류별로 수익률을 비교해본다. 실적배당형 상품은 가입 기업이나 가입자의 선택에 따라 투자성고가 달라진다. 가입 기업이나 가입자가 투자위험을 부담하는 만큼 실적배당형 상품의 수익률이 원리금보장형 상품에 비해 수익률이 높았는지를 알아본다.

둘째, 퇴직연금 유형별로 수익률을 비교해본다. DC형 퇴직연금은 근로자 개인별로 투자결정을 하고, 투자위험을 부담한다. 이에 비해 DB형 퇴직연금은 기업주가 투자위험을 부담한다. 따라서 가입자 입장에서 보면 DC형 퇴직연금의 투자위험이 더 크므로 상대적으로 높은 수익률을 기대하게 된다. 한편, 퇴직연금 사업자는 개별적으로 투자 의사결정을 하는 DC형 퇴직연금 가입자와 다수의 가입자를 대표하는 DB형 퇴직연

금 사업주에게 다른 대응을 할 수 있다. DB형 퇴직연금의 자산운용에 더 관심을 가질 가능성이 높다. 또한 DC형 퇴직연금 가입자에 비해 전문 지식과 투자경험이 풍부한 DB형 퇴직연금 가입 기업의 재무관리자 등이 DB형 퇴직연금의 자산에 대한 투자 결정을 한다. DB형 퇴직연금의 자산운용 수익률이 더 높을 수 있다. 따라서 퇴직연금 유형별로 수익률이 다를 수 있다.

셋째, 퇴직연금 사업자는 퇴직연금 시장의 선점을 목표로 치열한 금리 경쟁을 하고 있다. 그 결과 금융권별 점유율에 큰 차이가 나듯이 수익률에서도 큰 차이가 있었는지 알아본다.

넷째, 퇴직연금 사업자의 수익률 차이가 퇴직연금자산의 증가로 연결되었는지를 알아본다. 퇴직연금 시장의 점유율이 수익률에 의해서만 결정되지는 않겠지만, 퇴직연금 수익률은 퇴직연금 사업자 선정의 중요한 기준이 되는 만큼 시장이 경쟁적인지를 판단할 수 있는 근거가 될 수 있다.

여기서 앞의 세 가지 분석은 기본적으로 수익률의 비교이다. 즉 특정 부문, 예를 들어 원리금보장형 상품과 실적배당형 상품 사이에 수익률 차이가 존재하는지에 대한 분석이다. 이에 비해 네 번째 분석은 현재의 수익률이 적립금 증가율로 측정한 퇴직연금 사업자의 미래 성과에 영향을 미칠 수 있는가, 또는 현재의 수익률이 미래의 성과를 예측할 수 있는가에 관한 분석이다. 현실적으로 퇴직연금 가입자와 기업이 퇴직연금 사업자를 선택할 때 퇴직연금 자산운용 수익률은 중요한 선정 기준이다. 특히 퇴직연금 도입 후 현재까지 단기 원리금보장형 상품을 중심으로 자산이 운용되어 가입 기업은 수시로 퇴직연금 사업자를 교체하기 때문에 수익률은 퇴직연금 사업자의 선정 시 특히 중요한 선정 기준이 되어 왔다. 그렇지만 퇴직연금 수익률이 퇴직연금 사업자의 성과와 연결되는지에 대해 실증적 검토 작업은 이루어지지 않았다.

국내 퇴직연금 자산운용 수익률에 대한 직접적 실증 연구는 찾기 어렵다. 다만, 퇴직연금 펀드에 관한 소수의 연구가 있다(김성일(2013), 김정호 외(2014)). 김성일(2013)은 퇴직연금 자산운용에 있어 실적배당형 상품이 중요해질 것이며, 그에 따라 실적배당형 상품에 대해 집합투자기구 평가사의 평가를 주기적으로 받아야 한다고 주장한다. 김정호 외(2014)는 퇴직연금 펀드의 정성적 요인이 5년간 수익률로 측정한 펀드의 성과에 영향을 미칠 수 있음을 보이고 있다.

퇴직연금 수익률에 관한 직접적 연구는 거의 없지만 퇴직연금 자산운용과 유사한 성격이 있는 펀드의 성과와 관련된 연구를 참고할 수 있다. 예를 들어 펀드 성과가 좋으면 펀드 유입액이 늘어나는가에 대한 답은 투자자가 과거의 성과가 미래의 성과를 예측할 수 있다고 믿는가에 달려 있다. 상당한 실증 연구들이 펀드 유출입 금액이 펀드의 과거 성과에 영향을 받고 있음을 보이고 있다(Sirri and Tufano(1998), Chevalier and Ellison(1997), Guercio and Tkac(2002), Elton et al.(2013)). 그리고 펀드 성과와 펀드 규모의 관계에 대한 연구도 본 연구의 주요한 참고자료가 될 수 있다. 펀드 규모와 성과(수익률 또는 비용)의 관계에 대해서는 다양한 견해가 존재하지만, 크게 펀드 운용에 있어 규모의 경제나 규모의 불경제 가능성을 강조하는 견해로 구분할 수 있다(Chevalier and Ellison(1997), Chen et al.(2004), 김종민·송홍선(2012)). 퇴직연금과 관련해서도 적립금이 크거나 사업자의 자산 규모가 클 경우 자산운용이나 시스템 관리에서 효율적일 가능성이 있다. 그러나 원리금보장형 상품 비중이 높은 퇴직연금 시장에서 적립금 규모가 커질 경우 원리금 보장에 대한 부담이 가중되어 수익률, 즉 보장 금리가 떨어질 가능성도 동시에 존재한다. 또한 실적배당형 상품의 경우에도 퇴직연금 사업자에게 유입된 적립금이 가입자의 선택에 따라 특정 자산으로만 몰려 적립금 규모가 크더라도 이상적인 포트폴리오 구성이 힘들 수 있다.

한편 펀드의 성과를 평가하는 다양한 기준이 제시되고 있지만(Ma, (2013)), 본 연구에서는 퇴직연금 사업자별 수익률과 퇴직연금 적립금의 증가율을 사용한다. 한편 본 연구에서 사용되는 수익률 자료는 펀드의 수익률과 성격이 다르다. 예를 들어 원리금보장형 상품의 수익률은 일반적으로 계약 시에 사전에 확정되며, 실적배당형 상품의 수익률도 퇴직연금 사업자의 자산운용 능력을 평가하는 직접적인 지표는 될 수 없다.

2) 분석 자료

수익률 분석을 위하여 퇴직연금 사업자별 협회가 공시하는 분기별 수익률 자료를 사용하였다. 이 자료는 현재 퇴직연금 사업자의 성과를 평가할 수 있는 유일한 공표자료이다. 수익률과 함께 중요한 퇴직연금 사업자의 주요 성과 지표인 수수료의 경우만 해도 현재는 비교 공시되지 않는다. 현재까지는 퇴직연금 사업자의 수수료를 알아보려면 개별 사업자가 공시하는 상품설명서에 포함되어 있는 수수료를 참조할 수밖에 없다. 그나마 수수료는 시계열 자료를 구할 수 없다.

수익률 자료는 수수료 자료에 비해 형편이 나은 편이지만, 수익률 지표의 성격을 정확히 알고 수익률 지표로서 많은 한계가 있음을 알아야 한다. 우선 여기서 사용하는 수익률은 특정 퇴직연금 사업자와 계약한 많은 가입 기업과 가입자의 개별 수익률의 평균값이다. 수익률은 “해당 운용관리 기관을 통해 운용 지시하는 사용자 및 가입자의 운용성과이며, 해당 운용관리 기관의 직접적인 자산운용 결과가 아니다.”⁸⁾ 즉 수익률을 비교하여 그 기관의 자산운용 능력이나 성과를 평가하지 말라는 것이다. 그렇지만 운용관리 기관이 가입자에게 투자자산의 선택에 대해 조언해야 하고, 투자상품의 범위를 제안하고 있으므로 운용관리 기관이 자

8) 이러한 문구는 퇴직연금 사업자의 공시 사이트에 명시되어 있다.

산운용 수익률과 완전히 무관하다고만 할 수 없다. 예를 들어 A사업자의 수익률이 1%, B사업자의 수익률이 2%라고 할 때 A 사업자와 계약한 가입자 또는 가입 기업이 모두 B사업자와 계약한 가입자들 보다 어리석거나 운이 나빠서 투자성과가 낮았다고 할 수는 없다. 공시되는 수익률 자료가 퇴직연금 사업자의 자산운용 능력을 평가하는 지표로서 한계는 있지만, 전혀 무관하다고 할 수는 없다.

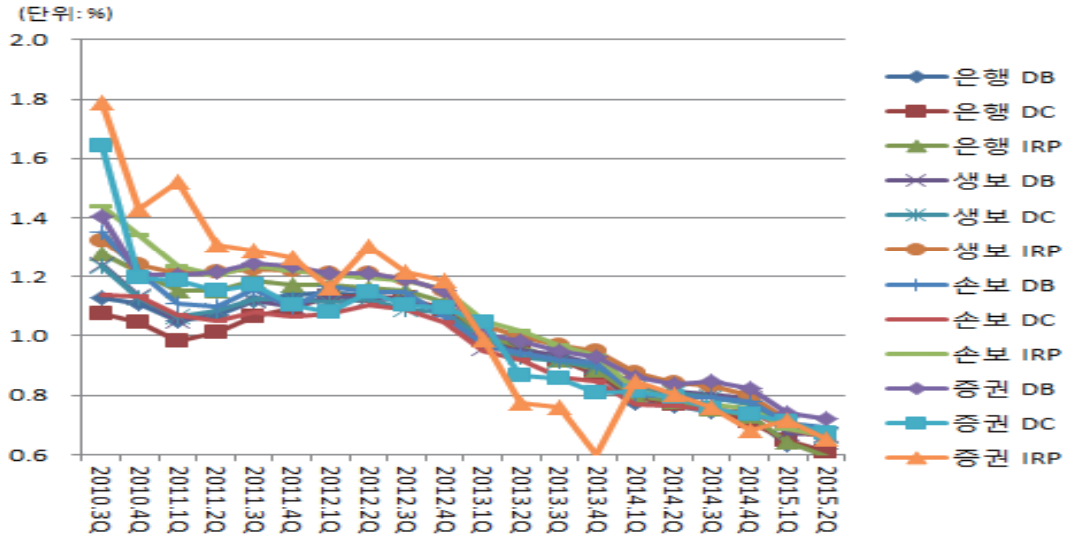
이와 함께 수익률 비교에 참고하기 위하여 금융감독원 통계 사이트에 공시되는 자산 규모, 영업이익률, 점포수 등 퇴직연금 사업자 관련 자료를 사용하였다. 또한 금융투자협회, 한국은행, 통계청에 공시된 주가지수, 기준금리, 임금상승률 등 경제 전반에 영향을 미칠 수 있는 자료들도 참조하였다.

나. 수익률 추세와 비교

퇴직연금 수익률의 변화를 보기 위해 퇴직연금 제도 도입 이후 시간에 따른 변화를 상품 유형별, 연금 유형별로 먼저 살펴보고, 금융업권간의 수익률의 변화를 살펴본다. <그림 III-1>과 <그림 III-2>는 투자상품별 수익률의 추세를 보여준다. 그림에서 볼 수 있듯이 원리금보장형 상품의 수익률은 퇴직연금 도입 후에 지속적으로 하락하는 양상을 보여 왔다. 그리고 퇴직연금 유형별, 업권별 수익률 차이가 지속적으로 작아지고 있다. 실적배당형 상품의 수익률은 다른 양상을 보인다.⁹⁾ 2011년 3/4분기 이후 상승 추세에 있으며, 원리금보장형 상품에 비해 수익률의 편차가 크다. 퇴직연금 유형, 업권별 차이는 작아지는 경향을 보이고 있다.

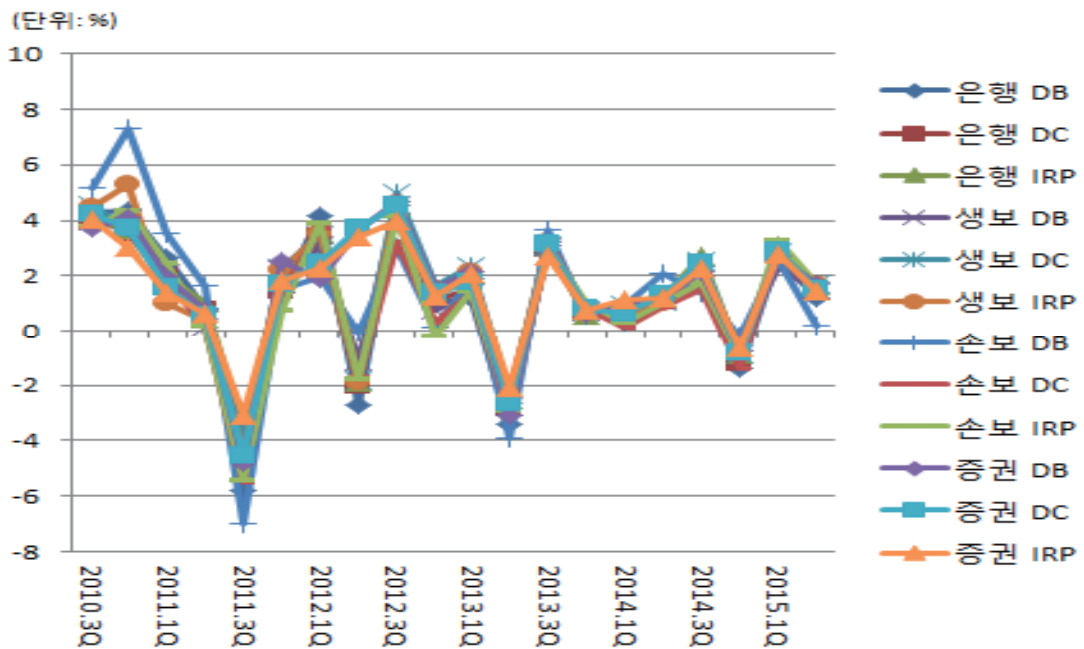
9) 원리금보장형과 실적배당형 상품의 수익률은 2010년 3/4분기 이후 구분되어 공시되고 있다.

<그림 III-1> 원리금보장형 상품의 수익률 변화



자료: 금융감독원

<그림 III-2> 실적배당형 상품의 수익률 변화



자료: 금융감독원

1) 상품 종류별 수익률

<표 III-1>에 2006년 이후 2015년 2/4분기까지 퇴직연금의 연도별 수익률이 퇴직연금 유형별, 상품별로 정리되어 있다. 원리금보장형 상품의 수익률은 퇴직연금 제도 유형에 관계없이 2009년 이후 지속적으로 하락하는 추세를 보이고 있다. 한편 실적배당형 상품의 경우 2011년과 2012년의 극적 실적 대비를 보인 이후, 2012년부터 상승세를 보이고 있다.¹⁰⁾ 2011년 이후 DB형 퇴직연금의 원리금보장형 상품과 실적배당형 상품의 수익률을 비교해보면 원리금보장형 상품의 수익률이 다소 높았다. 다만 2015년의 경우 실적배당형 상품의 수익률이 크게 앞서고 있다. DC형 퇴직연금의 경우에는 실적배당형 상품의 수익률이 더 높게 나타났다. 실적배당형 상품의 수익률이 높게 나타난 것은 2010년, 2012년과 2015년 2/4분기까지의 높은 수익률을 반영한 결과이다.

실적배당형 상품의 수익률 편차가 원리금보장형 상품의 수익률 편차보다 훨씬 더 크다.¹¹⁾ 즉 2011년 이후 실적배당형 상품 수익률의 표준편차는 DB형 퇴직연금 2.47%, DC형 퇴직연금 2.27%, IRP형 퇴직연금 2.13%로 원리금보장형 상품의 표준편차 0.20%, 0.22%, 0.26%보다 훨씬 크다. 따라서 원리금보장형 상품과 실적배당형 상품의 수익률은 평균만 보면 비슷해 보이지만, 위험을 고려할 경우 적어도 제도 도입후 현재까지는 원리금보장형 상품이 훨씬 유리한 투자였음을 보여준다.

10) 평균적인 금리 못지않게 중요한 것은 가입 기업에 따른 금리의 차이인데, 공시자료를 통해서도 파악할 수 없다.

11) 여기서 수익률의 표준편차는 퇴직연금 사업자의 기간별 수익률과 퇴직연금 사업자 사이의 수익률의 표준편차이다. 즉, 퇴직연금 가입자 개인별, 가입 기업의 개별 수익률의 표준편차가 아니다.

2) 퇴직연금 유형별 수익률

DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 상품별 수익률을 비교해 보면 원리금보장형 상품의 경우 DB형 퇴직연금이 다소 높았으며, 이에 비해 실적배당형 상품의 경우에는 DC형 퇴직연금이 매년 더 높았다. DB형 퇴직연금의 경우 퇴직연금 사업자가 가입자 개인이 아닌 상대적으로 정보와 협상력이 있는 기업을 대상으로 영업 활동을 하게 되므로 DC형 퇴직연금에 비해 DB형 퇴직연금에 더 높은 수익률을 제시할 가능성이 높다. 그런데 가입 기업이 투자 의사결정에 관여하는 DB형/실적배당형 상품과 개인이 의사결정을 하는 DC형/실적배당형 상품의 수익률이 다소 뜻밖이다. 개인 가입자는 기업보다 정보와 협상력에서 불리하지만, 가입자의 관심이 수익률에 영향을 준 것이라고 생각한다. 변동성 측면에서 보면 원리금보장형 상품의 경우 DC형 퇴직연금 수익률의 표준편차가 더 큰 것으로 나타났다. 상품의 수익률이 개인별로 적용되므로, 편차가 더 커지는 것으로 볼 수 있다. 한편 실적배당형 상품의 경우에는 DC형 퇴직연금의 표준편차가 더 작았다.

3) 분기별 수익률

<표 III-2>는 2011년부터 2014년까지 퇴직연금 수익률을 분기별로 보여준다. 퇴직연금 유형에 관계없이 4분기의 수익률이 다소 낮게 나타나고 있다. 4분기는 기업의 결산 시기와 겹쳐 신규 가입, 또는 기존 가입 기업의 기여금 납입이 몰리는 시기이므로 다른 시기에 비해 높은 수익률이 제시될 것이라고 예상할 수 있다. 실제 분기별 비교 결과는 예상과는 다소 다르다. 오히려 4분기에 자금이 크게 몰려 많은 금액에 대해 원리금 보장을 할 수 없었기 때문이라고 생각한다.

<표 III-1> 연도별 수익률

(단위: %)

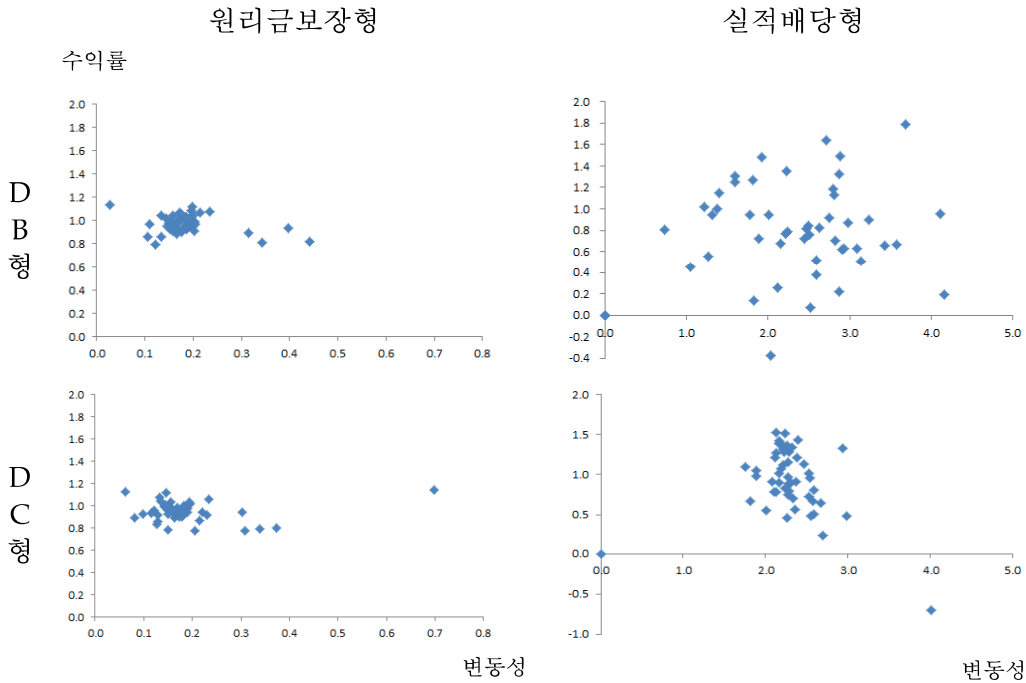
평균	DB		DC		IRP ¹⁾	
	보장	실적 ²⁾	보장	실적	보장	실적
2006	1.20	-	1.55	-	0.88	-
2007	1.45	-	1.73	-	1.05	-
2008	0.87	-	0.13	-	-0.50	-
2009	1.57	-	2.22	-	1.44	-
2010	1.21	3.25	1.19	3.81	1.20	2.57
2011	1.12	-0.13	1.06	-0.04	1.12	0.02
2012	1.13	1.58	1.10	1.89	1.13	1.66
2013	0.93	0.53	0.91	0.61	0.92	0.71
2014	0.86	0.68	0.80	0.70	0.81	0.80
2015 ³⁾	0.69	2.01	0.69	2.18	0.69	2.21
전체	1.11	1.08	1.13	1.26	0.94	1.14
2011~ ⁴⁾	0.97	0.82	0.94	0.96	0.97	0.96

표준 편차	DB		DC		IRP ¹⁾	
	보장	실적 ²⁾	보장	실적	보장	실적
2006	0.95	-	0.72	-	0.85	-
2007	1.25	-	1.44	-	1.45	-
2008	0.89	-	1.30	-	1.46	-
2009	1.43	-	1.66	-	1.07	-
2010	0.35	2.34	0.37	1.30	0.66	1.90
2011	0.14	2.95	0.19	2.65	0.29	2.34
2012	0.11	2.62	0.12	2.34	0.16	2.24
2013	0.14	2.30	0.13	2.22	0.22	2.64
2014	0.14	1.52	0.25	1.34	0.13	1.48
2015 ³⁾	0.08	1.38	0.08	1.04	0.10	1.22
전체	0.77	2.57	1.04	2.35	0.92	2.17
2011~ ⁴⁾	0.20	2.47	0.22	2.27	0.26	2.13

주: 1) 개인형
 2) 2010년 3/4분기 이후 구분 공시
 3) 2015년 2/4분기까지의 수익률
 4) 2011년 이후

<그림 III-3> 수익률과 변동성(상품 종류/연금 유형별)

(단위: %)



실적배당형의 경우 2/4분기에 수익률이 낮게 나타나는데, 2012년 2/4분기와 2013년 2/4분기에 큰 손실이 있었던 영향이라 할 수 있다. 2012년 2/4분기의 경우 DB형/실적배당형 상품은 평균 수익률이 -0.56% (원리금보장형 상품의 경우 1.13%), DC형/실적배당형 상품은 평균 수익률이 -0.45%(원리금보장형 상품의 경우 1.11%)였다. 2013년 2/4분기의 경우에는 더욱 실적이 나쁜데, DB형/실적배당형 상품은 평균 수익률이 -2.66%(원리금보장형 상품의 경우 0.94%), DC형/실적배당형 상품은 평균 수익률이 -2.65%(원리금보장형 상품의 경우 0.92%)였다.

이러한 분기별 변동 경향이 지속될지는 알 수 없으나, 기업의 결산 주기와 관련이 있는 원리금보장형 상품의 경우가 실적배당형 상품의 경우보다 더 지속성이 있을 것으로 예상한다.

<표 III-2> 분기별 수익률

(단위: %)

평균	DB형		DC형		개인형 IRP	
	보장	실적 ¹⁾	보장	실적	보장	실적
1분기	1.02	1.65	0.99	1.80	1.03	1.70
2분기	1.01	-0.41	0.98	-0.39	1.00	-0.28
3분기	1.02	1.03	0.98	1.25	1.00	1.27
4분기	0.97	0.48	0.95	0.63	0.97	0.59
전체 ²⁾	1.00	0.69	0.97	0.83	1.00	0.82

표준 편차	DB형		DC형		개인형 IRP	
	보장	실적 ¹⁾	보장	실적	보장	실적
1분기	0.20	1.55	0.30	1.20	0.24	1.34
2분기	0.16	2.20	0.16	2.06	0.25	1.84
3분기	0.17	3.84	0.17	3.45	0.22	3.20
4분기	0.22	1.30	0.18	1.27	0.27	1.19
전체 ²⁾	0.19	2.52	0.21	2.33	0.25	2.17

주: 1) 2010년 3/4분기 이후 구분 공시
 2) 2011년 이후 평균

4) 업권별 수익률

<표 III-3>은 2011년 이후 퇴직연금 사업자의 업권별 퇴직연금 수익률을 보여준다. 증권사 이외의 다른 업권의 원리금보장형 상품의 수익률이 실적배당형 상품의 수익률보다 높았다. 은행의 DB형/원리금보장형 상품 수익률이 다른 권역에 비해 낮았는데, 그럼에도 불구하고 시장점유율이 가장 높은 것은 수익률 이외의 다른 측면에 은행의 경쟁력이 있음을 의미한다. 이에 비해 증권사의 DB형/원리금보장형 상품의 수익률은 가장 높았는데 시장점유율은 그렇지 못한 것은 증권사의 상대적으로 약한 시장 입지를 반영하는 것으로 본다. 한편 모든 연금 유형에서 증권사의 실적배당형 상품 수익률은 원리금보장형 상품의 수익률에 비해 높았

으며, 특히 DC형 퇴직연금에서 그 차이가 더욱 컸다. 증권사가 실적배당형 상품에 경쟁력이 있음을 보여준다.

은행의 경우 다른 권역과 달리 DC형/원리금보장형 상품의 수익률이 DB형/원리금보장형 상품의 수익률보다 높았다. 은행의 DC형 퇴직연금 시장 점유율이 DB형 퇴직연금 시장 점유율보다 더 높은 이유의 하나가 될 것이다. 한편 증권사의 DC형/원리금보장형 상품의 수익률은 업권별로 볼 때 가장 낮고, DB형/원리금보장형 상품의 수익률과 비교할 때도 그 격차가 가장 컸다. 증권사의 실적배당형 상품은 편차가 상대적으로 작아서 위험 대비 수익률 측면에서 보더라도 상대적으로 우수한 성과를 보여주었다. 한편 보험사의 DB형/실적배당형 수익률이 다른 업권에 비해 낮았고, 특히 손보사는 DC형/실적배당형 수익률도 현저히 낮았다.

<표 III-3> 업권별 수익률

(단위: %)

평균	DB형		DC형		개인형 IRP	
	보장	실적 ¹⁾	보장	실적	보장	실적
생보	0.99	0.55	0.95	0.90	0.99	0.76
손보	0.98	0.51	0.96	0.58	0.99	0.58
은행	0.93	0.75	0.95	0.87	0.96	0.89
증권	1.00	1.27	0.92	1.32	0.95	1.41
전체 ²⁾	0.97	0.82	0.94	0.96	0.97	0.96

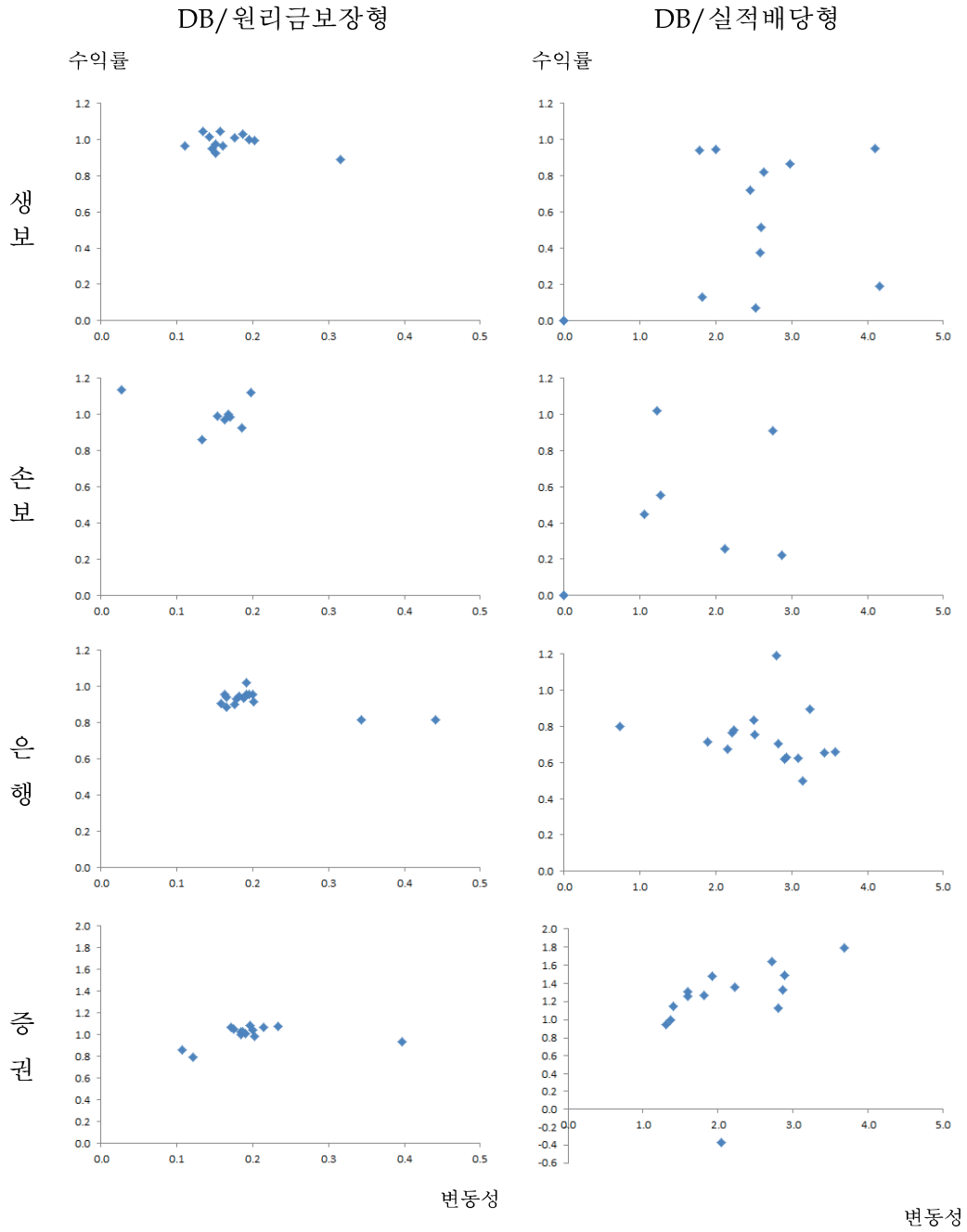
표준 편차	DB형		DC형		개인형 IRP	
	보장	실적 ¹⁾	보장	실적	보장	실적
생보	0.18	2.62	0.16	2.32	0.19	2.19
손보	0.17	1.95	0.17	2.36	0.21	2.13
은행	0.21	2.69	0.26	2.23	0.20	2.14
증권	0.23	2.24	0.25	2.17	0.37	2.00
전체 ²⁾	0.20	2.47	0.22	2.27	0.26	2.13

주: 1) 2010년 3/4분기 이후 구분 공시

2) 2011년 이후 평균

<그림 III-4> 수익률과 변동성(업권별)

(단위: %)



다. 수익률 영향 요인

수익률이 앞서 살펴본 비교 기준별로 의미 있는 차이를 보이는 지를 알아보았다. 즉 상품 종류(원리금보장형/실적배당형)과 퇴직연금 유형(DB형/DC형/IRP형)별로 수익률을 연도, 분기, 금융권의 평균을 비교하였고, 이와 함께 수익률 공시 자료에 포함되어 있는 퇴직연금 자산액, 그리고 그 연금자산액의 비중(특정 퇴직연금 사업자의 시장점유율)을 동시에 고려하였다.

1) 상품 종류와 연금 유형

가) 상품 종류별 수익률

수익률의 차이를 검증하기 위해 회귀분석을 사용하였으며, 이때 사용된 회귀식은 다음과 같다.

$$r_i = f(y, m, t, q, f) \quad (\text{식 III-1})$$

r_i : 수익률(상품 종류별, 퇴직연금 유형별), y : 퇴직연금 자산의 로그 값, m : 시장점유율, t : 연도, q : 분기 더미, f : 업권 더미

<표 III-4>는 원리금보장형 상품의 수익률 변동 요인을 알아보기 위한 회귀분석 결과를 퇴직연금 유형별로 보여준다. 적립금과 수익률이 양의 상관관계를 보이고 있다. 적립금 규모가 큰 퇴직연금 사업자의 수익률이 상대적으로 높다는 것을 보여 준다. 시장점유율이 음의 상관관계를 갖는 것은 적립금 규모가 상대적으로 클 때 원리금 보증이 퇴직연금 사

업자에게 부담이 되는 것으로 볼 수 있다. 연도 변수는 퇴직연금 수익률이 매년 감소하고 있음을 보여준다. 원리금보장형의 경우 4/4분기 수익률이 낮음을 알 수 있다. 다른 분기 더미 변수가 양의 값을 갖고, 통계적으로 유의하다. DB형 퇴직연금의 경우 금융기관 더미 변수가 마이너스 값을 가지며, 통계적으로 유의하므로 증권사의 수익률이 상대적으로 높다는 것을 의미한다. DC형 퇴직연금과 IRP형 퇴직연금에서는 금융기관 더미 변수들이 통계적으로 유의하지 않았다. 한편 적립금과 점유율 변수에 전기 변수를 사용하여도 상품 종류에 관계없이 결과는 비슷했다 (부록 <표 III-4a>, <표 III-5a> 참조).¹²⁾

<표 III-4> 원리금보장형 상품의 수익률

	DB형	DC형	개인형 IRP
ln(적립금)	0.023*** ¹⁾	0.017***	0.024***
점유율	-0.010***	-0.008***	-0.006***
연도 ²⁾	-0.126***	-0.114***	-0.141***
1분기(d) ³⁾	0.057***	0.065***	0.081***
2분기(d)	0.033**	0.029	0.047**
3분기(d)	0.046***	0.034*	0.030*
생보(d)	-0.011	0.024	0.004
손보(d)	-0.042***	0.020	0.001
은행(d)	-0.081***	0.018	-0.051***
상수	1.787***	1.697***	1.937***
조정 R-sq	0.699	0.451	0.596
관측 수	862	864	850

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) 연도-2005

3) (d) 더미 변수

12) 오차항 간에 상관관계가 있을 가능성을 고려한 Prais-Winsten 추정법을 이용한 회귀분석 결과도 비슷한 결과를 보여주었다.

<표 III-5>는 퇴직연금 유형별 실적배당형 상품의 수익률 변동 요인을 알아보기 위한 회귀분석 결과이다. 원리금보장형 상품의 경우와는 달리 적립금의 규모나 시장점유율은 실적배당형 상품의 수익률 차이를 설명하지 못한다. 플러스 값을 갖는 연도 변수를 통해 2011년 이후 실적배당형 상품의 수익률이 좋아지고 있음을 알 수 있다. 분기 더미 변수들이 모두 통계적으로 유의미한 플러스 값을 갖는 것은 2/4분기에 비해 다른 분기의 수익률이 좋았다는 의미이다. 업권 더미 변수들이 모두 통계적으로 유의미한 마이너스 값을 갖는다. 증권사의 실적배당형 상품의 수익률이 높았다는 사실을 반영한다.

<표 III-5> 실적배당형 상품의 수익률

	DB형	DC형	개인형 IRP형
ln(적립금)	0.046	0.001	0.085 ^{*1)}
점유율	-0.017	0.008	-0.008
연도 ²⁾	0.228 ^{**}	0.243 ^{***}	0.242 ^{***}
1분기(d) ³⁾	2.140 ^{***}	2.070 ^{***}	1.291 ^{***}
3분기(d)	1.384 ^{***}	1.358 ^{***}	-0.665 ^{**}
4분기(d)	0.726 ^{**}	0.766 ^{***}	0.706 ^{**}
생보(d)	-0.497	-0.372	-0.588 ^{**}
손보(d)	-0.607	-0.624 [*]	-0.743 ^{**}
은행(d)	-0.521 [*]	-0.456 [*]	-0.648 ^{***}
상수(d)	-1.680 ^{**}	-1.628 ^{**}	-1.190 ^{**}
조정 R-sq	0.123	0.146	0.174
관측 수	739	841	819

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) 연도-2005

3) (d) 더미 변수

나) 전체 수익률 비교

지금까지는 상품 종류와 연금 유형에 따른 여섯 가지 수익률을 개별적으로 비교하였는데, 이 수익률을 통합하여 수익률을 비교하였다.

$$r = f(y, t, q, f, c, v, cv, cq, cf) \quad (\text{식 III-2})$$

r : 수익률, y : 퇴직연금 자산의 로그 값, t : 연도, q : 분기 더미, f : 업권 더미, c : DC형 퇴직연금 더미, v : 실적배당형 상품 더미, cv : DC형/실적배당형 상품 더미, cq : 실적배당형 상품과 분기의 교차 더미, cf : 증권사의 실적배당형 더미

<표 III-6>은 전체 퇴직연금과 퇴직연금 유형별로 진행한 회귀분석 결과이다. 실적배당형 상품의 더미 변수는 유의미한 마이너스 값을 가지며, 실적배당형 상품의 수익률이 낮았다는 것을 의미한다. 한편 증권사의 실적배당형 상품은 상대적으로 수익률이 높게 나타나고 있다. 상품 종류별 수익률이 유의미한 차이를 보이고 있는데 비해 DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 수익률은 유의미한 차이를 보이지 않고 있다.

원리금보장형 상품과 실적배당형 상품만을 대상으로 한 회귀분석 결과를 보아도 DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 수익률은 차이를 보이지 않는다(<표 III-7> 참조). 두 상품 유형에 따라 운용 기간(연도)의 효과가 다르게 나타난다. 즉 원리금보장형 상품은 수익률이 지속적으로 하락하였고, 실적배당형 상품의 수익률은 추세적으로 상승하였음을 볼 수 있다. 적립금 규모와 점유율은 원리금보장형 상품의 수익률에서만 유의미한 상관관계를 보이고 있다. 적립금 규모는 수익률과 정의 상관관계를 점유율은 수익률과 음의 상관관계를 보이고 있다.

<표 III-6> 원리금보장형과 실적배당형의 수익률

	전체	DB형	DC형
ln(적립금)	0.024	0.040	0.006
점유율	-0.009	-0.016	0.000
연도 ¹⁾	0.049*	0.036	0.064*
1분기(d) ²⁾	-0.021	-0.019	-0.024
2분기(d)	-0.050	-0.042	-0.058
3분기(d)	0.039	0.049	0.030
생보(d)	0.026	-0.009	0.062
손보(d)	-0.066	-0.073	-0.065
은행(d)	-0.018	-0.065	0.018
DC(d)	0.014		
실적(d)	-0.478**	-0.435	-0.432**
DC*실적(d)	0.045		
실적*분기1(d)	1.469***	1.528***	1.416***
실적*분기2(d)	-0.606***	-0.588*	-0.621**
실적*분기3(d)	0.587***	0.612*	0.564**
실적*증권(d)	0.491***	0.491**	0.484**
상수	0.445*	0.461	0.420
조정 R-sq	0.123	0.112	0.130
관측 수	3306	1601	1705

주: 1) 연도-2005

2) (d) 더미 변수

3) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

<표 III-7> DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 수익률

	전체	원리금보장형	실적배당형
ln(적립금)	0.024	0.020 ^{***}	0.025
점유율	-0.009	-0.008 ^{***}	-0.008
연도 ¹⁾	0.049 [*]	-0.120 ^{***}	0.235 ^{***}
1분기(d) ²⁾	-0.021	0.061 ^{***}	1.355 ^{***}
2분기(d)	-0.050	0.031 ^{**}	-0.748 ^{***}
3분기(d)	0.039	0.040 ^{***}	0.623 ^{***}
생보(d)	0.026	0.006	-0.442 ^{**}
손보(d)	-0.066	-0.010	-0.623 ^{**}
은행(d)	-0.018	-0.034 ^{***}	-0.488 ^{**}
DC(d)	0.014	0.009	0.067
실적(d)	-0.478 ^{**}		
DC*실적(d)	0.045		
실적*분기1(d)	1.469 ^{***}		
실적*분기2(d)	-0.606 ^{***}		
실적*분기3(d)	0.587 ^{***}		
실적*증권(d)	0.491 ^{***}		
상수	0.445 [*]	1.741 ^{***}	-0.948 [*]
조정 R-sq	0.123	0.562	0.138
관측 수	3306	1726	1580

주: 1) 연도-2005
 2) (d) 더미 변수
 3) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) 퇴직연금 사업자 특성과 경제변수

이 절에서는 퇴직연금 자산운용 수익률에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 추가하여 수익률의 차이를 분석하였다. 우선 퇴직연금 사업자들의 특성이 수익률에 영향을 미칠 수 있으므로 퇴직연금 특성 변수들을 추가하였다. 퇴직연금 사업자의 자산규모, 영업이익률, 점포수 등이다. 그

리고 퇴직연금 자산운용 수익률은 자본시장의 영향을 받을 것이므로 자본시장의 상황을 반영할 수 있는 기준 금리, 주가지수 상승률 등을 추가하였다. 여기서 사용된 회귀식은 다음과 같다.

$$r = f(y, m, t, q, f, a, p, n, b, s) \quad (\text{식 III-3})$$

r : 수익률, y : 퇴직연금 자산(ln), m : 시장점유율, t : 연도, q : 분기 더미, f : 업권 더미, a : 퇴직연금 사업자의 자산의 로그 값, p : 퇴직연금 사업자의 영업이익률, n : 퇴직연금 사업자의 점포수(ln), b : 한국은행 기준 금리, s : 주가지수(KOSPI) 상승률

<표 III-8>은 원리금보장형 상품의 수익률 변동 요인을 설명할 수 있는 변수들을 추가한 회귀분석 결과이다. 퇴직연금 사업자의 자산 규모가 클수록 DC형 퇴직연금 수익률이 낮아지는데, DC형 퇴직연금 시장에서 금리가 다소 낮아도 많은 가입자들이 규모가 큰 사업자를 신뢰한다는 의미로 해석할 수 있다. 이러한 효과가 IRP형 퇴직연금 시장에서는 나타나지 않는다. 퇴직연금 사업자가 원리금보장형 상품에서 높은 수익률을 제시하면, 그것은 영업이익률에 반영되므로 영업이익률 변수는 통계적으로 유의미한 마이너스 값을 갖지만, 그 영향력은 아주 작았다. 점포 수는 연금 유형에 관계없이 상관관계가 없었다. 기준금리는 보증 수익률의 지표가 되므로 양의 상관관계를 갖는다. 한편 적립금과 점유율 변수에 전기 변수를 사용하여도 상품 종류에 관계없이 결과는 비슷했다(부록 <표 III-8a>).

<표 III-8> 수익률 영향 요인(원리금보장형)

	DB형	DC형	개인형 IRP
ln(적립금)	0.021 ^{***1)}	0.021 ^{***}	0.027 ^{***}
점유율	-0.010 ^{***}	-0.007 ^{**}	-0.005 ^{**}
연도 ²⁾	-0.057 ^{***}	-0.039 ^{**}	-0.085 ^{***}
1분기(d) ³⁾	0.013	0.014	0.037 [*]
2분기(d)	-0.015	-0.024	0.006
3분기(d)	0.015	0.001	-0.001
생보(d)	-0.038 ^{***}	-0.007	0.002
손보(d)	-0.066 ^{***}	-0.031	0.015
은행(d)	-0.091 ^{***}	0.023	-0.049 ^{**}
ln(자산)	-0.005	-0.035 ^{**}	0.004
영업이익률	0.000 ^{***}	0.000 ^{***}	0.000 ^{***}
ln(점포수)	0.005	0.029	-0.018
기준금리	0.201 ^{***}	0.210 ^{***}	0.164 ^{***}
주가상승률	0.001	0.000	0.001
상수	0.827 ^{***}	1.015 ^{***}	1.114 ^{***}
조정 R-sq	0.753	0.458	0.672
관측 수	782	783	776

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) 연도-2005

3) (d) 더미 변수

<표 III-9>는 실적배당형 상품의 수익률에 대한 회귀분석 결과이다. 퇴직연금 사업자의 자산, 점포수 등은 실적배당형 상품의 수익률 차이를 설명하지 못한다. 최근 실적배당형 수익률의 높아지는 경향은 연도 변수에 반영되었고, 실적배당형 상품에서 증권사의 수익률이 높다는 것은 금융업권 더미 변수에 반영되어 있다. 특히 은행과 비교할 때 증권사의 실적배당형 상품 수익률의 우위는 퇴직연금 유형에 관계없이 나타나고 있

다. 기준금리, 주가상승률은 양의 상관관계를 갖는 것으로 나타났는데 특히 원리금보장형 상품에서는 유의미하지 않았던 주가상승률이 실적배당형 상품의 수익률과는 뚜렷한 상관관계를 보였다.

한편 적립금과 점유율 변수에 전기 변수를 사용하여도 상품 종류에 관계없이 결과는 비슷했다(부록 <표 III-9a> 참조).

<표 III-9> 수익률 영향 요인(실적배당형)

	DB형	DC형	개인형 IRP
ln(적립금)	-0.035	-0.008	0.014
점유율	-0.003	-0.002	-0.008
연도 ²⁾	0.342 ^{**1}	0.393 ^{***}	0.375 ^{***}
1분기(d) ³⁾	0.048	-0.086	0.081
3분기(d)	0.468 ^{**}	-0.205	-0.158
4분기(d)	0.085	0.384 ^{***}	0.592 ^{***}
생보(d)	-0.855 ^{***}	-0.527 ^{***}	-0.803 ^{***}
손보(d)	-0.888 ^{**}	-0.720 ^{**}	-0.945 ^{***}
은행(d)	-0.881 ^{***}	-0.680 ^{***}	-0.881 ^{***}
ln(자산)	0.148	0.123	0.112
영업이익률	0.000	0.000	0.000
ln(점포수)	0.030	-0.004	0.061
기준금리	1.023 ^{**}	1.111 ^{***}	0.990 ^{***}
주가상승률	0.343 ^{***}	0.320 ^{***}	0.275 ^{***}
상수	-6.688 ^{**}	-6.725 ^{***}	-6.425 ^{***}
조정 R-sq	0.694	0.814	0.715
관측 수	678	761	751

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) 연도-2005

3) (d) 더미 변수

라. 수익률과 적립금의 관계

퇴직연금 자산운용 수익률이 퇴직연금 적립금의 증감에 영향을 미칠 수 있다. 즉 수익률이 낮으면 가입 기업이나 가입자가 퇴직연금 사업자를 교체할 수 있다. 그리고 신규 가입하는 기업이나 계약자 입장에서 중요한 선택 기준이 수익률이므로 퇴직연금 사업자의 적립금 증감에 영향을 미칠 수 있다.

적립금 증감과 수익률의 영향을 살펴보기 위해서 다음과 같은 회귀식을 사용하였다.

$$\Delta y_{i,t} \equiv f(r_{i,t}, r_{i,t-1}, t, q, a_{t-1}, p_{t-1}, n_{t-1}, b_{t-1}, s_{t-1}) \quad (\text{식 III-4})$$

$\Delta y_{i,t}$: 퇴직연금 사업자 i 의 t 기 퇴직연금 자산의 로그 값(ln) - $t-1$ 기 퇴직연금 자산의 로그 값 (ln), $r_{i,t}$: 퇴직연금 사업자 i 의 퇴직연금 당기수익률, $r_{i,t-1}$: 퇴직연금 사업자 i 의 퇴직연금 전기수익률, t : 연도, q : 분기 더미, a_{t-1} : 전기 퇴직연금 사업자의 자산의 로그 값, p_{t-1} : 전기 퇴직연금 사업자의 영업이익률, n_{t-1} : 전기 퇴직연금 사업자의 점포수(ln), b_{t-1} : 전기 한국은행 기준금리, s_{t-1} : 전기 주가지수(KOSPI) 상승률

적립금의 증가율(전기와 당기의 적립금의 로그값의 차이)을 종속변수로 사용하였다. 이때 전기 말의 적립금이 당기의 수익률만큼 자연 증가하는 효과가 있을 수 있으므로 적립금의 증가액에서 적립금의 자연 증가분을 차감하여 계산한 증가율 변수도 사용하였다(Sirri and Tufano (1998)).

$$\Delta y_t \equiv \frac{(\text{적립금})_t - (1 + r_t) \times (\text{적립금})_{t-1}}{(\text{적립금})_{t-1}} \quad (\text{식 III-5})$$

<표 III-10>은 수익률이 적립금 증가에 미치는 영향을 알아보기 위한 회귀분석 결과이다. 모델 I (OLS)은 (식 III-4)을 사용한 단순회귀의 결과이다. 모델 II(F.E)는 고정효과 패널 회귀분석의 결과인데, 하우스만 테스트 결과 고정효과 모형이 적합한 것으로 나타났다. 모델 III(OLS)은 기존자산의 자연증가분을 차감한 종속변수를 사용한 회귀모형이다. 세 모형의 결과를 보면 모두 당기의 수익률과 적립금 증가율은 통계적으로 유의미한 정(+)의 상관관계를 가지며, 전기의 수익률은 적립금 증가율에 부(-)의 상관관계를 갖는다.¹³⁾ 당기의 수익률이 퇴직연금 적립금의 증가율에 영향을 미치는 것은 원리금보장형 상품의 특성상 당기의 금리를 미리 제시받고, 계약을 체결하는 특성을 반영한다고 해석할 수 있다. 당기의 금리가 기존 적립금을 증가시키는 효과가 있을 수 있지만, 이러한 효과를 반영하고 있는 모델 III에서도 당기 수익률은 정의 효과를 유지하고 있다. 한편 기존 적립금에는 전기의 수익률이 적용될 수 있으므로, 당기수익률에 의한 기존 자산의 증가 효과를 고려한 후에도 당기 수익률의 효과가 적립금 증가에 영향을 미칠 수 있다. 이에 비해 전기의 수익률은 당기의 수익률과 상대적 대비 효과가 있어 전기의 수익률이 높았다면, 상대적으로 당기의 수익률을 낮게 보이게 할 수도 있다. 그리고 전기의 수익률이 높았다면 전기의 적립금을 증가시켜, 당기의 기준 금액을 키우는 효과로 인해 당기의 적립금 증가율이 낮아지는 효과가 있기 때문이다. 4/4분기에 신규가입이 집중되는 효과가 있어 다른 분기 더미들은 음의 값을 갖고 있으며, 도입 초기에 비해 적립금 증가율이 낮아지는 효과가 연도 계수에 반영되고 있다. 한편 DC형 퇴직연금과 IRP형 퇴

13) 수익률과 적립금 규모가 상호작용하고 있기 때문에 이 모형은 내생성 문제가 있을 수 있다.

직연금의 원리금보장형 수익률과 적립금 증가율의 관계에서도 유사한 효과가 나타났다(부록 <표 III-10a>, <표 III-10b> 참조).

<표 III-10> 수익률과 적립금의 관계(DB형/원리금보장형)

	I (OLS)	II (F.E)	III(OLS)
수익률	0.539*** ¹⁾	0.499***	0.573*
수익률(L) ²⁾	-0.263*	-0.283*	-0.342
연도 ³⁾	-0.074***	-0.075***	-0.152***
1분기(d) ⁴⁾	-0.127***	-0.129***	-0.118
2분기(d)	-0.075*	-0.081**	-0.069
3분기(d)	-0.179***	-0.182***	-0.222**
ln(자산)(L)	0.022	-0.050	0.010
영업이익률(L)	0.000	0.000	0.000
ln(점포수)(L)	-0.027	-0.024	-0.055
기준금리(L)	-0.278***	-0.256***	-0.494***
주가상승률(L)	-0.008***	-0.008***	-0.008
상수	0.986**	2.210	2.640***
조정 R-sq	0.102		0.0335
관측 수	822	822	826
F		9.57***	

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05
 2) lagged 변수
 3) 연도-2005
 4) (d) 더미 변수

<표 III-11>은 DC형 실적배당형 상품에서 수익률이 적립금 증가율에 미치는 영향을 알아보기 위한 회귀분석 결과이다. 사용 모델은 <표 III-10>과 동일한다. 전반적으로 실적배당형 상품의 경우는 수익률이 적립금 증가에 영향을 미치지 못하고, 원리금보장형과는 달리 전기 수익률이 적립금을 증가시키는 것으로 나타났다(모형 I과 모형 II). 이러한 결과는 원리금보장형 상품의 경우의 수익률이 퇴직연금 사업자가 보장하는 것

인 반면에 실적배당형 상품의 수익률은 자산운용의 결과이기 때문이다. 또한 과거 수익률이 퇴직연금 적립금의 신규 유입에 영향을 미친다고 볼 수도 있다. 한편 시간의 흐름에 따라 증가율이 낮아지는 것으로 나타나는데, 이는 시장성장률이 낮아지는 것을 반영한다. 원리금보장형 상품과 달리 4/4분기 가입이 증가하는 현상은 나타나지 않는다. 이러한 결과는 DB형 퇴직연금과 IRP형 퇴직연금의 실적배당형 상품에서도 유사하게 나타나고 있다(부록 <표 III-11a>, <표 III-11b> 참조).

<표 III-11> 수익률과 적립금의 관계(DC형/실적배당형)

	I (OLS)	II (F.E)	III(OLS)
수익률	0.009	0.009	0.014
수익률(L) ¹⁾	0.023*	0.023*	0.080
연도 ²⁾	-0.068***	-0.075***	-0.027
1분기(d) ³⁾	0.066	0.070*	0.120
2분기(d)	0.064	0.067	0.420
3분기(d)	0.036	0.037	0.009
ln(자산)(L)	0.015	0.028	-0.011
영업이익률(L)	0.000	0.000	0.000
ln(집포수)(L)	-0.015	-0.082	0.031
기준금리(L)	-0.156**	-0.147**	-0.144
주가상승률(L)	-0.009*	-0.009*	-0.036
상수	0.770*	0.930	0.562
조정 R-sq	0.020		-0.009
관측 수	796	796	801
F		2.57**	

주: 1) lagged 변수

2) 연도-2005

3) (d) 더미 변수

4) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

마. 소결

수익률 자료를 분석한 결과 몇 가지 추세가 발견되었다. 우선 도입후 시간이 지남에 따라 원리금보장형 상품의 수익률은 지속적으로 감소하고 있다. 그리고 실적배당형 상품의 수익률은 2011년 이후 추세적으로 상승하고 있다. 한편, 분기별로 보면 원리금보장형 상품의 수익률은 4/4 분기의 수익률이 낮았으며, 실적배당형 상품의 수익률은 2/4분기에 낮은 경향을 보였다.

둘째, 투자상품 종류별로 수익률을 비교해 보면 원리금보장형 상품의 수익률이 실적배당형 상품의 수익률보다 오히려 높았다. 퇴직연금 제도 도입 후 퇴직연금 사업자간의 고금리 경쟁의 결과이며, 동시에 분석 기간인 2011년 1/4분기에서 2/2분기까지 실적배당형 상품의 수익률이 낮았기 때문일 수도 있다.

셋째, 퇴직연금 유형별로 보면 DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금 사이에는 뚜렷한 수익률 차이가 보이지 않았다.

넷째, 업권별로 보면 증권사의 수익률이 원리금배당형 상품이나 실적배당형 상품 모두에서 다른 업권에 비해 높았다. 증권사의 수익률이 상대적으로 높았지만 증권사의 시장점유율이 그만큼 높지는 않았다. 특히 은행과의 경쟁에서 수익률 이외의 요인이 작용하고 있음을 시사한다.

다섯째, 원리금보장형 상품의 경우 퇴직연금 당기 수익률이 퇴직연금 적립금의 증가에 정(+)의 영향을 미치고 있다. 그러나 실적배당형 상품의 경우 당기 수익률과 퇴직연금 적립금의 증가 사이에 유의미한 상관관계가 보이지 않으며, 일부 모형에서 전기 수익률과 적립금 증가 상이에 유의미한 상관관계가 발견된다.

2. 수수료

가. 수수료 체계와 현황

퇴직연금 수수료는 크게 운용관리 수수료와 자산관리 수수료로 나누어진다. 운용관리 수수료는 적립금의 적정한 운용방법에 대한 컨설팅, 적립금 운용 현황에 대한 기록관리 등 운용관리 서비스를 제공받고 지불하는 수수료이며, 자산관리 수수료는 계좌의 설정, 연금 등 급여의 지급 등 자산관리 서비스를 제공받고 지불하는 수수료이다. 수수료 부과방식은 차등요율방식(적립금이 커짐에 따라 수수료가 체감)과 단일요율방식(동일 요율 적용)으로 구분되며, 권역별로 부과방식이 상이하다. 대부분의 회사들이 가입 기간에 따라 체감하는 수수료 체계를 도입하고 있다. 현재 퇴직연금의 수수료는 사용자가 부담한다(「근로자퇴직급여보장법」 시행령 제4조 제8항, 제10조 제2항, 제19조 제2항).¹⁴⁾ 다만 DC형 퇴직연금에서 사용자 부담금 외의 근로자 스스로 부담하는 근로자 추가 부담분에 대한 수수료는 근로자가 부담한다.¹⁵⁾

수익률과 달리 수수료 자료는 체계적으로 공시되지 않기 때문에 퇴직연금 사업자별로 공시되는 상품설명서를 이용하여 수집하였다. 따라서 수수료 자료는 시계열 자료를 확보할 수 없고, 퇴직연금 사업자 전체의 수수료를 확보하기도 힘들다.¹⁶⁾ <표 III-12>에 업권별 시장점유율 1위사의

14) 2011년 7월 「근로자퇴직급여보장법」 개정 이전에는 DC형 퇴직연금의 경우는 운용관리 수수료는 사용자가 부담하고, 자산관리 수수료는 사용자와 근로자가 협의하여 규약에 부담자를 정할 수 있었다.

15) (「근로자퇴직급여보장법」 시행령 제10조제2항) 다만, 법 제20조제2항에 따라 가입자가 스스로 부담하는 추가 부담금에 대한 수수료는 가입자가 부담한다.

16) 2016년 2월부터 고용노동부와 금융감독원 홈페이지에 총비용부담률이 공시되기 시작하였다.

퇴직연금 유형별 수수료가 예시되어 있다.¹⁷⁾ 또한 <그림 III-5>, <그림 III-6>, <그림 III-7>에 퇴직연금 유형별 수수료가 제시되어 있다.

먼저 DB형 퇴직연금의 수수료를 적립금 규모별로 살펴 볼 때 1억원 이하에서는 0.58~0.80%에 이르고, 적립금 규모가 500억원이 넘을 때 0.20~0.65%에 이른다. 적립금 규모가 커질수록 수수료 차이가 커지고 있는데, 그 차이는 0.22~0.45%p에 이르고 있다.

DC형 퇴직연금 수수료의 경우에도 전체적으로 DB형 퇴직연금 수수료와 유사한 유형을 보이고 있다. 적립금 규모별로 볼 때 1억원 이하구간에서는 0.40~0.80% 수준이고, 적립금 규모가 500억원이 넘을 때는 0.30~0.45%에 이른다. 적립금 규모에 관계없이 퇴직연금 사업자별 수수료 차이는 0.33~0.45%p 정도이며 DB형 퇴직연금에 비해 격차가 크다고 할 수 있다. 한편 개인형 IRP 퇴직연금의 수수료는 전체적으로 평평한 구조를 갖고 있어, 규모에 따른 할인 폭도 크지 않다. 계약 규모가 크지 않은 개인형 IRP의 특성을 반영한다고 할 수 있다. IRP형 연금의 수수료는 0.28~0.60% 정도이며, 적립금 규모에 따른 퇴직연금 사업자 수수료 차이는 0.20~0.30%p에 이른다.

수수료는 퇴직연금 사업자의 시장점유율이나 수익률과 상관이 없는 것으로 나타났다. <그림 III-8>과 <그림 III-9>는 개인형 IRP의 수익률, 시장점유율과 수수료의 관계를 보여준다.

17) 각 업권별 상위 5개사의 수수료가 부록에 정리되어 있다.

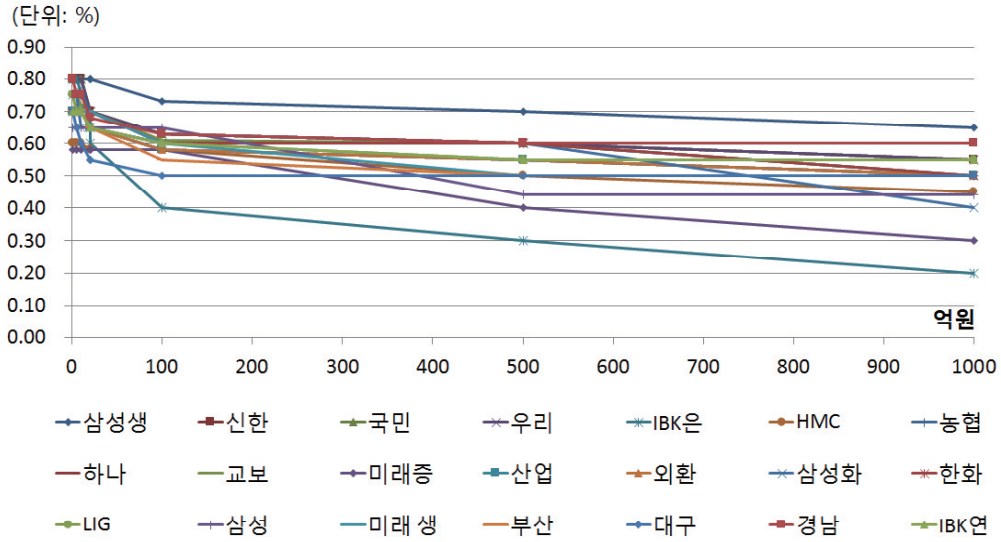
<표 III-12> 수수료 예시

(단위: %)

		신한	삼생명	삼성화재	HMC
DB	1억원 미만	0.80	0.80	0.75	0.60
	1억원~5억원	0.80	0.80	0.75	0.60
	5억원~10억원	0.80	0.80	0.65	0.60
	10억원~20억원	0.70	0.80	0.65	0.58
	20억원~30억원	0.70	0.80	0.65	0.58
	30억원~50억원	0.65	0.75	0.63	0.58
	50억원~100억원	0.63	0.73	0.60	0.58
	100억원~500억원	0.60	0.70	0.60	0.50
	500억원~1,000억원	0.55	0.65	0.40	0.45
DC	1억원 미만	0.80	0.80	0.75	0.60
	1억원~5억원	0.80	0.80	0.75	0.60
	5억원~10억원	0.80	0.80	0.65	0.60
	10억원~20억원	0.70	0.80	0.65	0.58
	20억원~30억원	0.70	0.80	0.65	0.58
	30억원~50억원	0.65	0.75	0.63	0.58
	50억원~100억원	0.63	0.73	0.60	0.58
	100억원~500억원	0.60	0.70	0.60	0.50
	500억원~1,000억원	0.55	0.65	0.40	0.45
IRP	0.5억원 미만	0.50	0.50	0.50	0.35
	0.5억원~1억원	0.50	0.50	0.50	0.35
	1억원~2억원	0.46	0.50	0.50	0.30
	2억원~5억원	0.46	0.50	0.50	0.30
	5억원~10억원	0.46	0.50	0.50	0.30

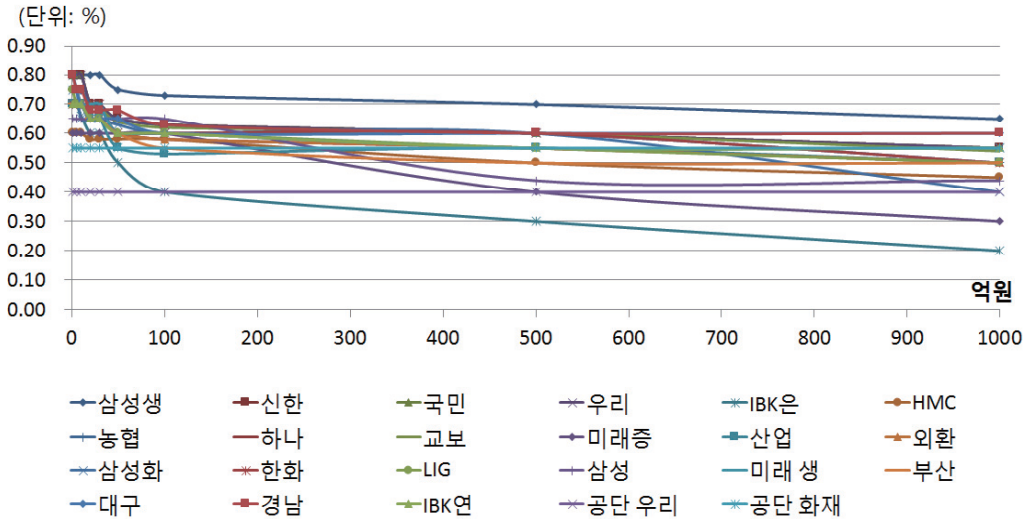
주: 운용관리 수수료와 자산관리 수수료의 합계(2015년 1월)

<그림 III-5> 퇴직연금 수수료(DB형)



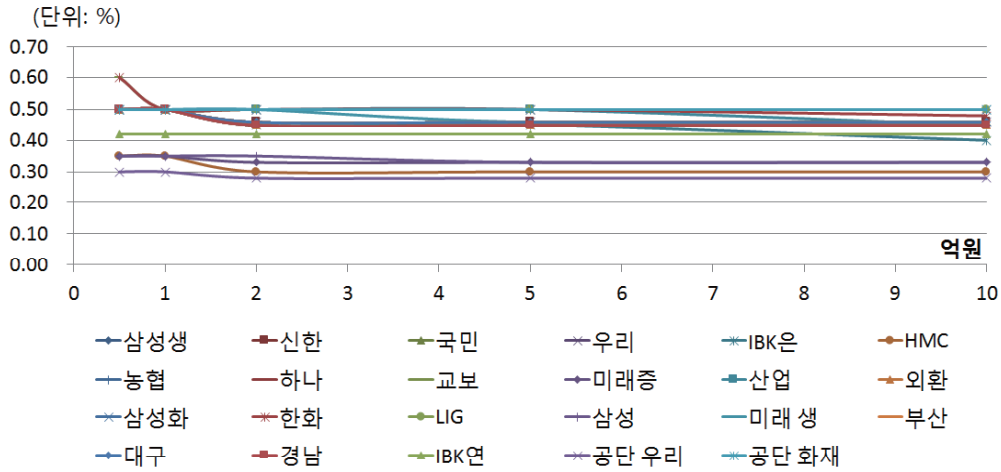
자료: 퇴직연금 사업자 공시자료(2015년 1월)

<그림 III-6> 퇴직연금 수수료(DC형)



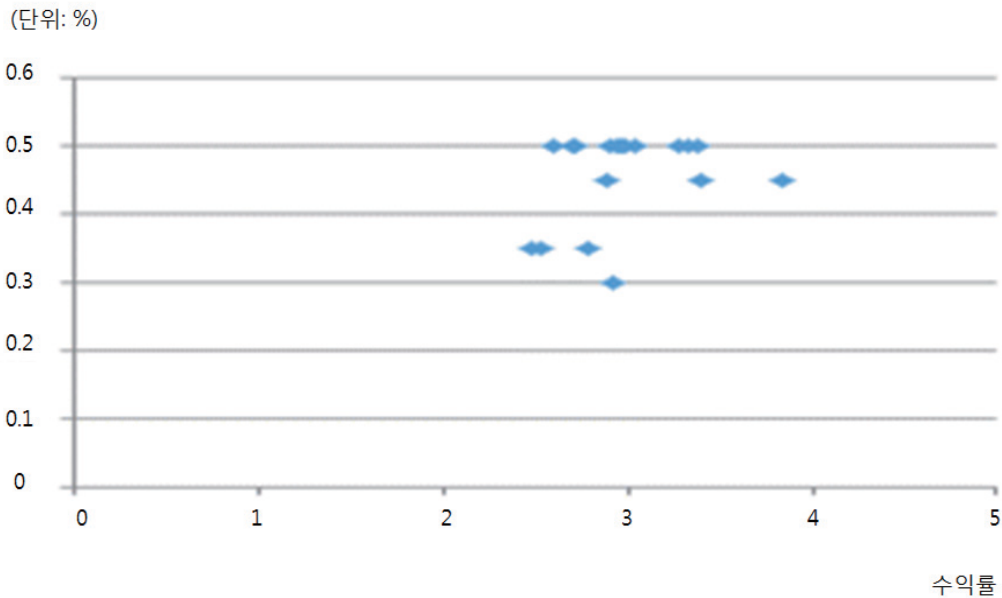
자료: 퇴직연금 사업자 공시자료(2015년 1월)

<그림 III-7> 퇴직연금 수수료(개인형 IRP)



자료: 퇴직연금 사업자 공시자료(2015년 1월)

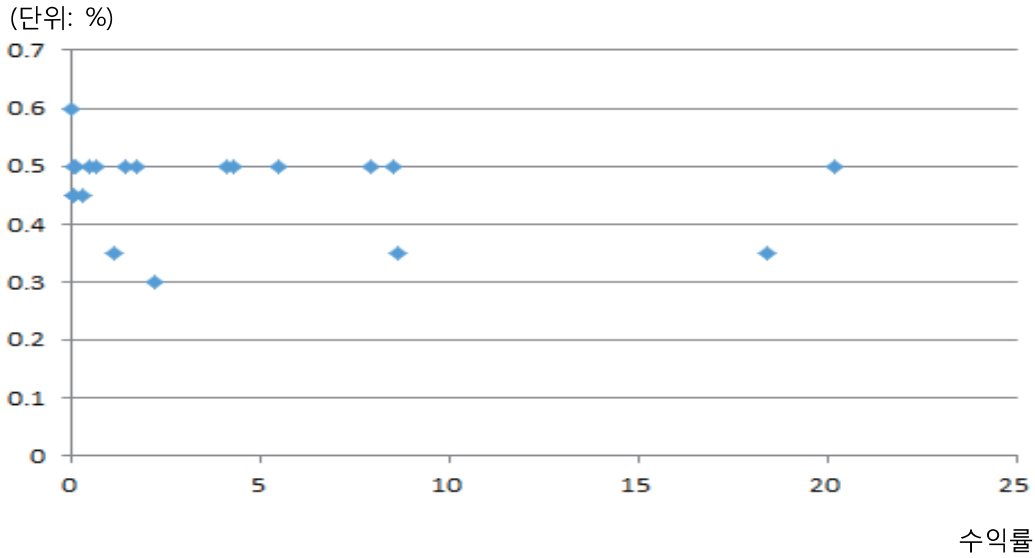
<그림 III-8> 퇴직연금 수수료과 수익률(개인형 IRP)



주 : Y축 수수료, corr=0.3020(p=0.2089)

자료: 퇴직연금 사업자 공시자료(2015년 1월)

<그림 III-9> 퇴직연금 수수료과 시장점유율(개인형 IRP)



주 : Y축 수수료, corr=-0.2046(p=0.3869)
 자료: 퇴직연금 사업자 공시자료(2015년 1월)

나. 수수료의 영향

퇴직연금 적립금에 부과되는 수수료는 퇴직자산의 축적에 큰 영향을 미칠 수 있다. 앞의 수수료 비교에서 볼 수 있는 것처럼 같은 규모의 적립금이라 하더라도 퇴직연금 사업자 사이에 큰 차이가 난다. 특히 개인형 IRP의 경우 수수료를 가입자 자신이 직접 부담하므로 퇴직자산 형성에 직접적인 영향을 미친다.

본 소절에서는 수수료가 퇴직자산 축적에 미치는 영향을 보기 위하여, 각 금융사가 실제로 보여준 변동성을 고려한 수익률에 수수료가 부과될 때 자산형성에 미치는 영향을 평가한다.

1) 확률적 미래 가치 모형

수익률과 저축률이 주어졌을 때 일정한 기간 후 저축(투자)의 미래 가치의 확률 분포를 보여주는 확률적 미래 가치 모형(Stochastic Future Value: SFV)을 사용한다. Tahani and Robinson(2010)은 미래에 달성 가능한 저축목표액의 확률분포를 제시하는 수리적 모형을 제시하였다. 이 모형은 일정한 수준의 저축목표액을 달성할 확률을 최대화하는 필요 저축률과 투자수익률의 조합을 구할 수 있다.

SFV는 확률분포만 알려진 확률 변수이며, 최초의 부와 저축률, 투자 수익률, 기간의 함수이다.¹⁸⁾

$$P(SFV \geq G) = 1 - N\left(\frac{\ln(G) - a}{b}\right) \quad (\text{식 III-6})$$

$N(\cdot)$: 누적표준정규분포

이 모델은 SFV가 목표자산(G)과 같거나 클 확률은 위험자산 투자비중의 함수이며, 확률을 최대화하는 위험자산에 대한 최적 투자비중을 구하고, 그에 상응하는 목표도달확률과 기대 가치를 구할 수 있다. 예를 들어 40세의 부부가 65세에 퇴직하고 싶어 한다. 그들의 목표는 연금 수입을 보충하기 위해 500,000달러를 모으는 것이다. 그들의 현재 유동자산은 100,000달러이며, 그들은 매년 7,000달러를 저축할 수 있다. 무위험 자산의 수익률이 2.3%, 위험자산의 평균 수익률이 6%, 변동성이 16%일 때 Tahani and Robinson(2010)은 최적 위험자산 비중은 85%이며, 목표에 도달할 확률이 68%, 기대값이 763,000달러, 표준편차가 469,000달러임을 보여 준다. 목표에 도달하지 못할 확률이 32%에 달함을 보여준다.

18) 본 보고서의 부록에 확률적 미래가치 모형의 기본적인 내용을 요약하였다.

이 모형을 현행 퇴직연금에 적용해 보면 일정 조건하에서 DC형 퇴직자산이 DB형 퇴직자산보다 많을 확률 또는 퇴직자산이 특정 금액보다 많을 확률을 구할 수 있다(홍원구(2015)). 임금이 일정하게 상승한다고 가정하면 DC형 퇴직연금의 자산 증가는 매년 일정 비율로 증가하는 1개월분 급여를 저축하여, 퇴직 시에 자산액이 DB형 퇴직연금의 급여보다 많아질 확률을 구하는 경우와 같아진다.

예를 들어 첫해의 급여가 100만원이고 임금상승률이 5%인 근로자가 DC형 퇴직연금에 가입할 경우 그의 최소한의 목표는 퇴직 시 DB형 퇴직연금에서 받을 금액보다 많이 받는 것이다. 30년간 일을 할 경우 마지막해의 월급은 412만원이고 DB형 퇴직연금의 급여는 1억 2,348만원이다. 위의 모델에 대입해 보면 최초 연간 저축이 100만원(매년 5%씩 증가)이고, 최초 자산은 0원, 목표 자산은 1억 2,348만원인 경우와 같아진다. 이 경우 최적 투자대안은 100% 주식에 투자하는 경우인데, 이때 기댓값은 1억 5,680만원으로 목표수준을 훨씬 넘지만 도달확률이 56.8%로 최종 퇴직자산액이 DB형 퇴직연금에 비해 적을 가능성도 43.2%에 달함을 알 수 있다.

2) 수수료가 퇴직자산에 미치는 영향

수수료를 고려하지 않았을 때 일정 기간 후 적립액이 목표액을 초과할 확률과 수수료가 부과되었을 때 확률의 차이를 비교한다. 한편 적립액의 규모에 따라 수수료가 달라지지만, IRP형 퇴직연금의 경우 수수료 차이가 크지 않다. 차이가 있을 경우 그 사업자가 중간 규모의 적립금에 부과하는 수수료를 사용하였다.

<표 III-13>는 수수료의 영향을 보여준다. 수수료가 공제되었을 때와 수수료가 공제되지 않았을 때 10년후 퇴직자산이 목표 금액(10년 후 월

급여의 10배 금액)을 초과할 확률의 변화를 보여준다.¹⁹⁾ 수수료 공제전 확률은 수수료가 없다고 가정하고, 수수료가 실제 공시된 수익률에 더해졌을 때 목표에 도달할 확률이다.

<표 III-13> 가입 10년 후 급여의 10배 도달 가능성(예시)

(단위: %)

	수익률(분기)		수수료	도달확률		
	평균	표준편차		수수료 공제후	수수료 공제전	차이
1	0.96	2.56	0.50	44.03	54.7	10.6
2	1.54	2.27	0.50	89.17	93.7	4.6
3	1.05	2.57	0.50	50.97	61.4	10.4
4	0.77	2.58	0.50	28.94	38.7	9.7
5	1.49	2.15	0.46	87.91	92.8	4.9
6	1.08	2.40	0.46	53.98	64.1	10.2
7	1.36	2.21	0.33	79.56	84.8	5.2
8	1.57	2.00	0.30	93.19	95.5	2.3

주: 1) 2011~2014년 개인형 IRP의 분기별 수익률과 표준편차의 연환산 수치

2) 임금상승률은 4%를 가정

퇴직연금 사업자별 수익률의 위험 대비 수익률(평균/표준편차)이 클 수록 목표도달 확률이 높다. 수수료를 고려하면 수수료가 높을수록 수수료에 의한 확률차이, 즉 영향이 커진다. 그리고 수익률과 수수료가 비례하는 것이 아니므로 퇴직연금 사업자 선택에서 수익률과 함께 수수료를 고려해야 한다. 위의 사업자 2처럼 동일 수준(사업자 1~4)의 수수료를 부과할 경우 수익률이 높은 경우에는 목표도달 확률의 변화가 작다. 즉 수수료의 충격을 수익률로 흡수한다고 볼 수 있다.²⁰⁾

19) DB형 퇴직급여와 퇴직금 금액(최종 월급여×근무 연수)과 동일하다.

20) IRP형은 개인이 수수료를 부담하기 때문에 이러한 분석 결과가 그대로 적용된다. 그러나 DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 제도 운용 수수료는

다. 소결

퇴직연금 사업자별 수수료의 차이가 상당히 크기 때문에 수익률 차이가 못지않게 퇴직연금 자산의 증가에 큰 영향을 미칠 수 있다. 퇴직연금 도입 초기이기 때문에 수수료의 누적효과가 크게 나타나지 않고 있으며, 또한 수익률처럼 비교, 공시되지 않기 때문에 지금까지는 수수료가 퇴직연금 사업자간 경쟁에 큰 영향을 미치지 못했을 가능성이 높다. 그러나 향후 퇴직연금의 적립기간이 늘어나고, 수수료를 직접 부담하는 IRP형 퇴직연금이 확대될 것이므로 수수료의 영향은 더욱 커질 것이다. 특히 상대적으로 수수료가 높는데 수익률이 낮을 경우 최악의 상황이 가능하다(<표 III-13>의 사업자 1).

증권사의 수수료가 다른 업권에 비해 특별히 높지는 않다. 따라서 수수료도 은행에 비해 현저히 낮은 시장점유율을 충분히 설명할 수 없다.

기업이 부담하기 때문에 수수료가 퇴직연금 자산의 증가에 직접 영향을 미치지 않는다.

IV. 경쟁력 강화를 위한 논의

1. 실적배당형 상품의 확대
2. 운용관리 기관의 역할 강화
3. 소규모/IRP 시장 중시
4. 비가격 경쟁우위 확보

IV. 경쟁력 강화를 위한 논의

본장에서는 실적배당형 상품의 확대, 소규모/IRP 시장 중시, 운용관리 기관의 역할 강화, 비가격 경쟁 우위 확보 등의 측면에서 금융투자회사의 경쟁력 강화 방향을 검토한다.

1. 실적배당형 상품의 확대

원리금보장형 상품의 보증 수익률이 지속적으로 하락하고 있는 상황에서 실적배당형 상품의 확대가 필요하다.²¹⁾ 퇴직연금의 투자수익률과 적립금이 상호 영향을 미칠 수 있다. 따라서 경쟁력 강화의 기본은 수익률 향상이 되어야 한다. 그런데 과거 실적배당형 상품이 원리금보장형 상품에 비해 위험은 더 크면서도 수익률이 그에 상응하지 못하였다. 이러한 상대적으로 저조한 수익률이 실적배당형 상품이 확대되지 못하였던 원인의 하나라고 본다면 위험 대비 수익률 향상이 중요하다. 가입자 입장에서도 투자수익률 제고를 위해 필요한 일이지만 상대적으로 실적배당형 상품에서 경쟁력이 있는 증권사의 입장에서도 실적배당형 상품의 확대 노력이 필요하다.²²⁾

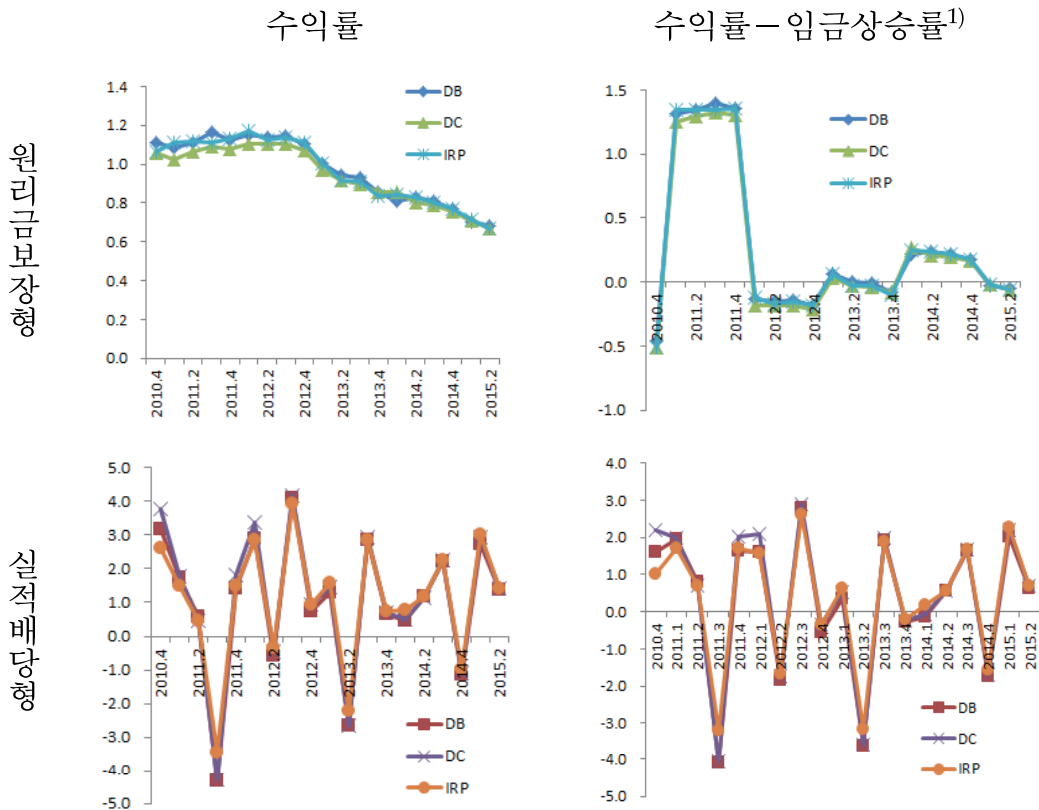
21) 2014년 발표된 퇴직연금 활성화 방안은 위험자산에 대한 투자의 허용 한도를 확대하고 있다. 가입자의 선택 폭을 넓힌다는 측면에서 바람직한 조치로 볼 수 있다.

22) 장기적으로 볼 때 실적배당형 상품에 대한 투자 비중이 늘어야 한다. 국민연금 자산의 상당 부분(2014년말 기준 84조원)이 국내 주식에 투자되고 있는데, 국민연금 기금의 수입이 지출을 초과하는 시점부터 국민연금은 주식을 포함하여 보유 자산을 처분하여야 한다. 이때 국민연금을 대체하는 투자자로서 퇴직연금의 역할이 중요하다.

퇴직연금 자산운용 수익률이 임금 상승률에 미치지 못하면 그 차이만큼은 가입자나 가입 기업에게 잠재적인 비용이 된다. 최근 수익률이 계속 낮아지고 있으며, 임금상승률보다 낮아지는 상황도 발생하고 있다. <그림 IV-1>은 퇴직연금 자산운용 수익률과 임금상승률을 초과한 퇴직연금 수익률을 보여준다. 최근 수익률이 낮아지는 추세가 확연히 보이고 있으며, 더욱 심각한 것은 임금상승률 차감 수익률이 마이너스가 되는 상황이 발생하고 있다는 점이다. 이러한 상황은 원리금보장형 상품에서 두드러지고 있다.

<그림 IV-1> 퇴직연금 수익률과 임금상승률

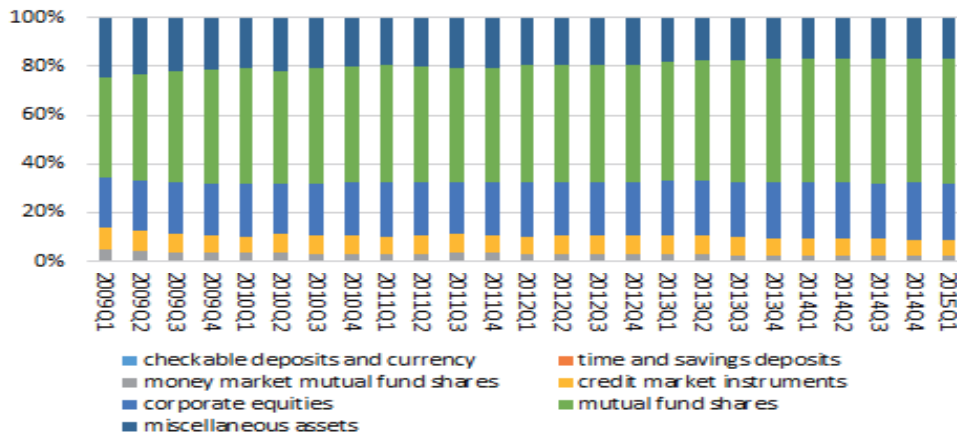
(단위: %)



주 : 1) 임금상승률은 연상승률을 분기별 상승률로 환산
 자료: 퇴직연금 업권별 협회, 통계청

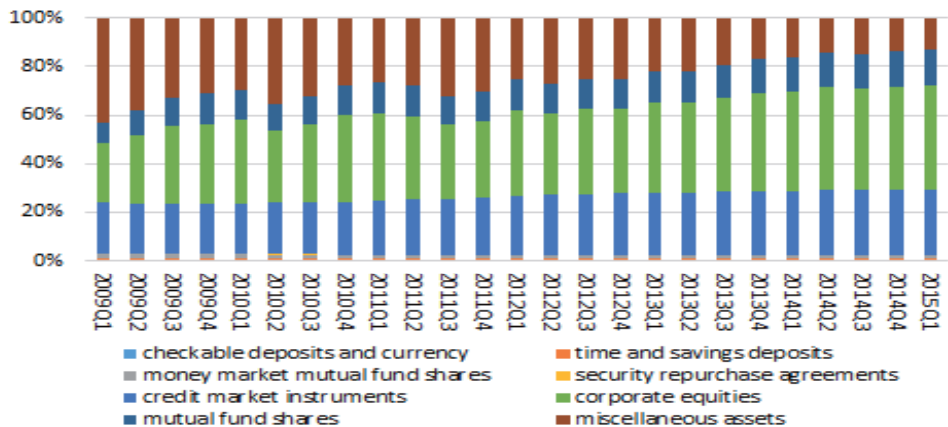
외국의 퇴직연금 사례를 볼 때도 위험을 부담하며 투자수익률을 추구하는 실적배당형 상품의 확대는 필연적이라 할 수 있다. 미국의 예를 보더라도 DB형 퇴직연금은 물론이고, 개인이 위험을 부담하는 DC형 퇴직연금의 경우에도 편입 자산의 대부분이 위험자산이다. 영국의 예를 보아도 퇴직연금 자산의 대부분이 투자성 자산이다.

<그림 IV-2> 미국 DC형 퇴직연금 자산배분



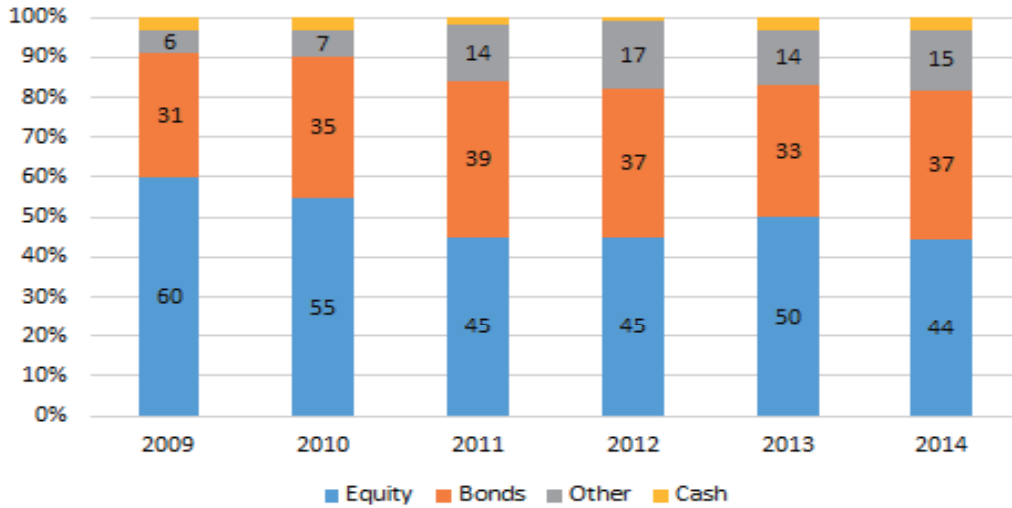
자료: FRB

<그림 IV-3> 미국 DB형 퇴직연금 자산배분



자료: FRB

<그림 IV-4> 영국 연금자산 자산배분 추이



주 : personal 및 stakeholder DC 자산 제외
 자료: Towers Watson

실적배당형 상품의 확대와 관련하여 현재 원리금보장형 상품에 대해서는 편입 비율을 100%까지 허용하여, 집중투자 제한 원칙에 예외를 두고 있는 퇴직연금감독규정에 대한 검토가 필요하다.²³⁾ 집중투자한도의 기본 취지는 집중투자에서 오는 투자수익의 과도한 변동성을 줄이고자 하는 것인데, 원리금보장형 상품은 수익률이 확정되므로 집중투자를 하더라도 수익률의 변동 위험은 없다고 할 수 있다. 따라서 원리금보장형 상품에 별도의 집중투자한도를 적용하는 것으로 볼 수 있다. 현실적으로 가입자가 수익률이 지극히 낮더라도 원리금보장형 상품에 투자하겠다는 가입자의 선택을 존중해야 하므로 예외 규정을 둔 것으로 볼 수 있다.

23) 퇴직연금감독규정 제13조(투자한도 적용에 대한 특례) ①항 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 ... 집중투자한도 규정에도 불구하고 별도의 집중투자한도를 적용한다. <신설 2008.2.11., 개정 2011.10.19., 2012.12.5., 2015.7.9.>
 1. 시행령 제25조제1항 각호에 해당하는 원리금보장 운용방법의 경우 적립금의 100분의 100 이내 <개정 2012.12.5.>

그러나 이 예외 규정은 가입자 입장에서 최선의 투자상품을 추천해야 할 운용관리사업자의 책임을 너무 쉽게 면제해 준다. 가입자의 투자위험은 시장 변동성에서만 오는 것은 아니다. 확정수익률이라 하더라도 그 수익률이 지나치게 낮으면 그 자체가 위험이다. 앞 절에서 보았듯이 수수료 부과로 인한 수익률의 차이조차도 장기적으로 퇴직자산 규모에 큰 영향을 미친다. 원리금보장형 상품의 수익률이 낮고 투자수익률 제고가 요구되는 상황에서 퇴직연금 사업자의 투자 자문 기능이 더욱 필요하다. 투자형 상품에 투자하였을 때 원금 손실 가능성을 알려주듯이 가입자가 100% 원리금 상품에만 투자하였을 때 수익률이 낮아질 가능성도 알려주도록 하여야 한다.

한편 실적배당형 상품의 확대와 함께 장기 투자가 확대되어야 한다. 현재처럼 퇴직연금 자산이 원리금보장형 상품에 투자되면, 어떤 금융기관이라도 장기적으로 원리금을 보장할 수 없다. 원리금보장 집중과 보장기간의 단기화는 서로 맞물려 있다고 할 수 있다. 따라서 실적배당형 상품의 확대와 함께 투자가 장기화되면, 원리금보장형 상품도 상대적으로 낮은 수익률을 장기적으로 보장하는 상품으로 정착될 것이다.

2. 운용관리 기관의 역할 강화

운용관리 기관의 중요 역할중 하나인 투자 조언자로서의 역할이 강화되어야 한다. 향후 실적배당형 상품의 비중이 확대되면 투자 상품을 추천, 조언해 주는 역할이 더욱 중요해진다. '적립금 운용방법 및 운용방법별 정보의 제공'은 운용관리 기관의 중요한 업무이다. 즉 운용관리 기관이 퇴직연금 사업장에 가장 적절한 운용방법, 또는 자산배분안을 제안

해야 한다. 자산배분이 퇴직자산 운용수익률에 미치는 영향을 고려할 때 운용관리 사업자의 역할이 중요하다 할 수 있다. 운용관리 기관이 업무 수탁자 또는 충실의무자로서 책무를 다한다면 운용방법 및 자산배분안의 제시에 있어서 가장 중요한 고려사항은 해당 퇴직연금자산의 가치 제고에 있어야 한다. 예를 들어 예금에 집중 투자되는 경우 운용관리 사업자의 역할이 예금을 소개해 주는 일에 지나지 않으며, 수수료를 받을 근거가 약해진다.

이와 함께 동일 사업자가 운용관리 기관과 자산관리 기관을 겸하는 방식을 개선할 필요가 있다. 현행 법령은 하나의 사업장에 동일한 금융 기관이 운용관리 기관과 자산관리 기관을 겸할 수 있다. 이러한 '통합형 또는 번들형' 퇴직연금 운영업무는 업무처리가 간단하고, 원만한 업무협조가 가능하다는 장점이 있다. 그러나 이는 운용관리 기관 입장에서 볼 때 이해상충을 일으킬 수 있다. 자사 상품을 퇴직연금 펀드에 집중 편입할 유인이 매우 강해질 수밖에 없다. 그리고 운용관리 기관 및 자산관리 기관을 구분해 놓은 애초의 목적인 견제와 균형도 이루어질 수 없다. 그러다 보니 운용관리 기관이 은행일 경우 해당 퇴직연금사업장 자산의 대부분이 예금으로 구성되고 있는 것이다.²⁴⁾

한편, 현재 자산운용사는 상품제공 기관으로서 퇴직연금 시장에 참여하고 있지만, 자산운용사들도 운용관리 시장에 적극 참여하여야 한다. 기존 운용관리 기관인 은행, 보험사, 증권회사 등은 자사가 보유한 단종 금융상품 위주로 자산배분을 제안하는 특성을 가진다. 이에 반해 자산운용사들은 이들보다 적정 자산배분 방안을 제안하는 능력에서 앞설 수 있고, 자사상품을 제안하더라도 그 자체가 펀드이기 때문에 다양한 자산을 포괄한다. 그런데 운용관리 기관이 퇴직연금 관리를 전반적으로 위임받기 때문에 연금주체인 사용자와 근로자들이 영세한 자산운용사들을

24) 상품제공까지 겸하는 '자행' 예금은 금지되었다. 그러나 은행간 상품 교환을 통해 예금의 비중이 여전히 높다.

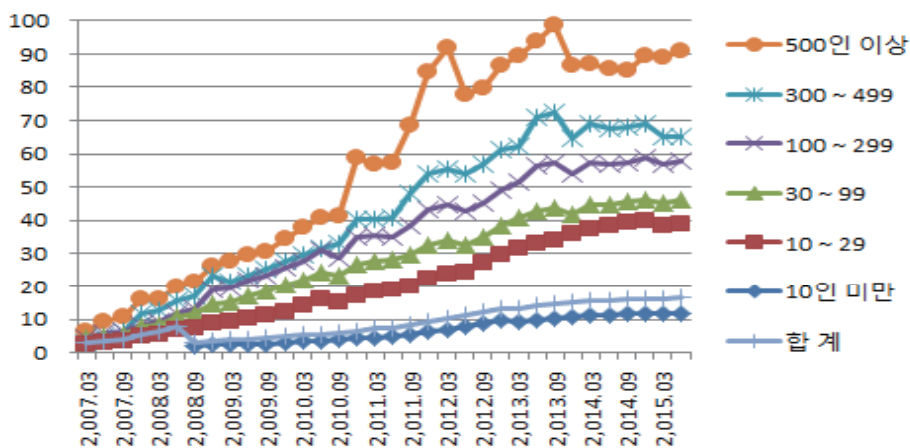
신뢰하지 못하는 문제가 있다. 여기에 더해 자산운용사들 입장에서도 규모와 인력이 부족한 상황에서 개별 사업장에 운용관리 기관으로 참여할 여력이 약하다고 판단했을 가능성이 크다. 따라서 운용관리 업무 중 핵심기능인 '적립금 운용방법 및 운용방법별 정보의 제공'을 분리하여, 자산운용사의 참여를 허용하는 방안도 검토해 볼 수 있다.

3. 소규모/IRP 시장 증시

현재 퇴직연금에 가입하지 않은 기업들은 대부분 소규모 기업이며, 개인연금과 별도의 추가 세제 혜택, 퇴직자의 퇴직자산 IRP 이체 의무화, 자영업자의 IRP 가입 확대에 따라 개인형 IRP 시장이 확대될 것으로 예상된다. <그림 IV-5>에서 보듯이 10인 미만 사업장의 퇴직연금 가입율은 2015년 6월 기준 12% 수준이다.

<그림 IV-5> 기업 규모별 퇴직연금 가입율

(단위: %)



자료: 금융감독원

그런데 소규모 기업과 IRP 시장에서 은행이 절대적인 위치를 차지하고 있다. <표 IV-1>에서 보듯이 은행의 계약당 가입자수와 적립금은 다른 업권에 비해 매우 작다. 따라서 개인과 중소기업 시장에서 은행에 대한 상대적인 경쟁력을 확보하지 못한다면, 향후 다른 금융기관들의 시장 점유율은 더욱 하락할 것이다.

개인형 IRP는 가입자가 퇴직연금 수수료를 모두 부담해야 한다. 가입자들은 수수료에 민감하며, 이 시장에서 수수료 경쟁이 치열해질 것이다. 따라서 개인형 IRP 시장을 확보하기 위해서는 수수료 감축을 위한 노력이 선행되어야 한다.

<표 IV-1> 계약당 평균 가입자와 적립금

(단위: 명, 억원)

	DB형		DC형		IRP(개인)형		전체	
	가입자	적립금	가입자	적립금	가입자	적립금	가입자	적립금
은행	63	3.3	13	1.3	-	0.0	37	2.1
생보	407	29.0	16	2.4	-	0.1	157	12.0
손보	637	35.0	31	3.6	-	0.1	316	18.0
증권	821	37.0	20	5.2	-	0.1	285	17.0
전체	121	6.7	12	1.3	-	0.0	53	3.2

자료: 금융감독원

4. 비가격 경쟁우위 확보

은행의 자행예금 판매는 수익률 경쟁뿐만 아니라 수요가 많았던 원리금보장형 상품을 안정적으로 확보할 수 있다는 장점도 있었다. 자행예금이 불가능해지면서 은행간의 예적금 교차 제공 등의 비가격 경쟁력

확보 노력이 강화될 것이다. 이미 비가격 측면에서 경쟁 열위에 있는 다른 업권 사업자로서는 수익률/수수료 이외의 비가격 경쟁력을 확보하려는 노력을 해야 한다.

증권사의 퇴직연금 수익률이나 수수료가 은행 등에 비해 불리할 것이 없음에도 시장점유율이 낮은 것은 비가격 측면에서 증권사가 매우 열세였음을 의미한다. 불공정 경쟁행위가 있었다면 정책적 노력, 퇴직연금 업계가 공동으로 시정해야겠지만, 증권사 자체에서도 비가격 경쟁 우위 확보를 위한 노력을 계속해야 할 것이다.

V. 요약과 결론

V. 요약과 결론

퇴직연금 가입자들이 퇴직연금 사업자를 선정할 때 퇴직연금 사업자의 투자수익률과 수수료는 주요 선택 기준이다. 이 글은 금융감독원, 고용노동부 등을 통해 분기별로 발표되는 퇴직연금 시장 분석보고서와 퇴직연금 사업자들이 공시하는 수익률, 수수료 자료를 사용하여, 퇴직연금 제도별 상품별 수익률과 수수료를 비교 분석하였다. 이러한 분석 작업은 가입자들에게는 제도 선택과 상품 선택에 유용한 정보를 제공하고, 퇴직연금 사업자들에게는 경쟁력 향상을 위한 기초 자료를 제시할 것이다.

수익률 분석 결과 원리금보장형 상품의 수익률이 실적배당형 상품의 수익률보다 오히려 높았다. 이는 퇴직연금 제도 도입 후 퇴직연금 사업자간의 확정 고금리 경쟁의 결과이며, 동시에 실적배당형 상품의 위험자산 비중이 낮아 수익률이 낮아진 결과이기도 하다. 그러나 실적배당형 상품의 수익률은 2011년 이후 추세적으로 상승하고 있고, 원리금보장형 상품의 수익률은 낮아지고 있어 길게 보아 원리금보장형 상품과 실적배당형 상품의 수익률 차이는 역전될 것으로 예상할 수 있다.

업권별로 보면 증권사의 수익률이 원리금배당형 상품이나 실적배당형 상품 모두에서 다른 업권에 비해 높았다. 증권사의 수익률이 상대적으로 높았지만 증권사의 시장점유율이 그만큼 높지는 않았다. 특히 은행과의 경쟁에서 수익률 이외의 요인이 크게 작용하고 있음을 시사한다.

수수료 분석의 결과를 보면 퇴직연금 사업자별 수수료 차이가 0.20~0.45%p에 이른다. IRP형 퇴직연금의 수수료 격차가 상대적으로 나타나고 있다. 퇴직연금 수수료의 차이가 퇴직연금자산의 미래 가치에 영향을 미칠 수 있는데 퇴직연금 사업자별 수익률과 맞물려 10년 후 목표(10년후 10개월분 월급여 해당액) 도달 확률에 2~10%p 차이를 내고

있다. 이때 퇴직연금 사업자별 수익률의 위험대비 수익률(평균/표준편차)이 클수록 목표도달 확률이 높다. 수수료를 고려하면 수수료가 수수료에 의한 확률차이가 커진다.

수익률과 수수료가 비례하는 것이 아니므로 퇴직연금 사업자 선택에서 수익률과 함께 수수료를 고려해야 한다. 현재까지는 퇴직연금 도입 초기이기 때문에 수수료의 누적효과가 크게 나타나지 않고 있으며, 또한 수익률처럼 비교, 공시되지 않기 때문에 지금까지는 수수료가 퇴직연금 사업자간 경쟁에 큰 영향을 미치지 못했을 가능성이 높다. 그러나 향후 퇴직연금의 적립기간이 늘어나고, 수수료를 직접 부담하는 IRP형 퇴직연금이 확대될 것이므로 수수료의 영향은 더욱 커질 것이다. 현재 증권사의 수수료가 다른 업권에 비해 특별히 높지는 않다. 따라서 수수료도 은행에 비해 현저히 낮은 시장점유율을 충분히 설명할 수 없다. 다시 한번 비가격 경쟁요소가 중요함을 알 수 있다.

수익률과 수수료만으로 퇴직연금 사업자 사이의 시장점유율을 모두 설명할 수는 없다. 그러나 두 요인은 가입자들의 퇴직연금 사업자 선택에서 중요한 요인임에는 틀림없다. 따라서 향후 금융투자회사의 경쟁력 확보는 수익률 제고와 수수료 절감을 바탕으로 해야 한다. 그리고 수수료에 민감한 소규모 기업/IRP형 퇴직연금 시장이 확대될 것이므로 수수료 절감 노력이 더욱 절실하다. 증권사가 상대적으로 경쟁우위에 있는 실적배당형 상품의 확대를 통해 수익률 제고를 추구해야 한다.

본 연구는 퇴직연금 자산운용 수익률과 수수료 분석을 바탕으로 금융투자회사의 퇴직연금 시장 경쟁력 향상 방향을 검토하였다. 이러한 작업은 여러 가지 한계로 그동안 시도되지 못했던 작업으로서 본 연구의 공헌이라고 할 수 있다. 그러나 동시에 이러한 작업을 힘들게 하였던 여러 요인들은 본 연구의 한계가 된다. 무엇보다 퇴직연금 수익률 자료가 개별 가입자 또는 가입 기업의 수익률이 아닌 퇴직연금 사업자별로 집

계된 자료이다. 그나마 퇴직연금 사업자의 자산운용 능력이나 성과를 직접 반영하지도 않는다. 수익률 자료의 집계 기간이 짧기 때문에 자료의 축적 기간이 길어지면 보다 신뢰할 수 있는 결과를 얻을 수 있을 것이다. 또한 수수료 자료는 시계열 자료를 확보할 수 없고, 비교 공시되는 자료도 없다. 향후 보다 충실한 통계자료가 축적, 공표되어 본 연구를 개선할 수 있기를 기대한다.

참고 문헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

금융감독원, 퇴직연금 영업실적 보고서, 2015 (8.25).

김성일, 2013, 퇴직연금 실적배당형 상품 평가 필요성, 연금연구, 3(2), 75-93.

김재철·박진모, 2013, 『국내자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매 시장의 가격규율을 중심으로』, 자본시장연구원 연구보고서 10-3.

김재철·장지혜, 2013, 『자산운용업의 경영현황분석과 자생력 확보 방향』, 자본시장연구원 조사보고서 13-1.

김정호·성주호·김성일, 2014, 퇴직연금 펀드의 정성적 요인 연구, 연금연구, 4(2), 27-47.

김종민·송홍선, 2012, 『국내 주식형 펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 12-3.

김주연·이상민·노영래, 2012, 『증권사의 퇴직연금 취급에 따른 잠재리스크 분석(원리금보장 ELS를 중심으로)』, 한국은행, 지급결제조사자료 2012-3.

이석훈·박신애, 2010, 『국내 IPO 시장의 경쟁도 분석』, 자본시장연구원 연구보고서 10-05.

홍원구, 2015, 『DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 비교: 투자위험을 중심으로』, 자본시장연구원 연구보고서 15-3.

<국외 문헌>

- Berk, J., Green, R., 2004, Mutual fund flows and performance in rational markets, *Journal of Political Economy*, 112(6), 1269-1295.
- Chen, J., Hong, H., Huang M., KUBIK J.D., 2004, Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization, *American Economic Review*, 94, 1276-1302.
- Chevalier, J., Ellison, G., 1997, Risk taking by mutual funds as a response to incentives, *Journal of Political Economy*, 105(6): 1167-1200.
- Elton, E. J., Gruber, M.J., Blake, C.R., 2013, The performance of separate accounts and collective investment trusts, *Review of Finance*, 1 - 26.
- Guercio, D.D., Tkac P.A., 2002, The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds vs. Pension Funds, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(4), 523-557.
- Ma, L., 2013, Mutual fund flows and performance: A survey of empirical findings, working paper.
- Sirri, E.R., Tufano, P., 1998, Costly search and mutual fund Flows, *The Journal of Finance*, 53(5), 1589-1622..
- Tahani, N., Robinson, C., 2010, Freedom at 55 or drudgery till 70? *Financial Services Review*, 19(4), 275-284.

<웹사이트>

금융감독원 퇴직연금 종합안내

<http://pension.fss.or.kr>

부 록

부 록

1. 확률적 미래가치 모형

Tahani and Robinson(2010)은 미래 특정 시점(예를 들어 퇴직일)의 저축액의 확률적 미래가치(Stochastic Future Value: SFV) 개념을 도입하였다. SFV는 확률분포만 알려진 확률 변수이며, 최초의 부와 저축률, 투자수익률, 기간의 함수이다.

$$SFV = wR_T + R_T \int_0^T S_t R_t^{-1} dt \quad (1)$$

w: 최초 자산, S_T , R_T : 저축과 투자자산의 누적수익률 프로세스

SFV의 처음 두 모먼트 E_1 과 E_2 를 기초로 하여, Tahani and Robinson(2010)은 퇴직 목표에 도달할 확률을 계산한다.

$$P(SFV \geq G) = 1 - N\left(\frac{\ln(G) - a}{b}\right) \quad (2)$$

$N(\cdot)$: 누적표준정규분포

$$\begin{cases} a = 2 \ln(E_1) - \frac{1}{2} \ln(E_2) \\ b = \sqrt{\ln(E_2) - \frac{1}{2} \ln(E_1)} \end{cases} \quad (3)$$

한편 두 모먼트 E_1 과 E_2 는 다음과 같다.

$$\begin{cases} E_1 = e^{\tilde{\mu}T} \times \left(w + \frac{s}{A_1} (e^{A_1 T} - 1) \right) \\ E_2 = e^{A_2 T} \times \left(w^2 + \frac{2ws}{A_3} (e^{A_3 T} - 1) + \frac{2s^2}{A_4 A_5} (e^{A_4 T} - 1) - \frac{2s^2}{A_3 A_5} (e^{A_3 T} - 1) \right) \end{cases} \quad (4)$$

$$\begin{cases} A_1 = \eta - (1 - \alpha)\gamma - \alpha\mu \\ A_2 = 2(1 - \alpha)\gamma + 2\alpha\mu + \alpha^2\sigma^2 \\ A_3 = \eta + \rho\alpha\beta\sigma - \alpha^2\sigma^2 - (1 - \alpha)\gamma - \alpha\mu \\ A_4 = 2\eta + \beta^2 - A_2 \\ A_5 = \eta + \beta^2 - \rho\alpha\beta\sigma - (1 - \alpha)\gamma - \alpha\mu \end{cases} \quad (5)$$

SFV가 목표자산(G)과 같거나 클 확률은 위험자산 투자비중(α)의 함수이며, 확률을 최대화하는 위험자산에 대한 최적 투자 비중을 구하고, 그에 상응하는 목표도달확률과 기대 가치를 구할 수 있다.

2. 표

<표 III-4a> 원리금보장형 상품의 수익률

	DB형	DC형	개인형 IRP
ln(적립금)(L) ²⁾	0.026 ^{***1)}	0.019 ^{***}	0.022 ^{***}
점유율(L)	-0.011 ^{***}	-0.008 ^{***}	-0.005 ^{**}
연도 ³⁾	-0.127 ^{***}	-0.116 ^{***}	-0.142 ^{***}
1분기(d) ⁴⁾	0.056 ^{***}	0.058 ^{***}	0.087 ^{***}
2분기(d)	0.035 ^{**}	0.028	0.049 ^{**}
3분기(d)	0.046 ^{***}	0.033 [*]	0.033 [*]
생보(d)	-0.009	0.025	0.004
손보(d)	-0.042 ^{**}	0.021	0.004
은행(d)	-0.086 ^{***}	0.013	-0.057 ^{***}
상수	1.779 ^{***}	1.704 ^{***}	1.956 ^{***}
조정 R-sq	0.681	0.444	0.596
관측 수	864	865	848

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) lagged 변수

3) 연도-2005

4) (d) 더미 변수

<표 III-5a> 실적배당형 상품의 수익률

	DB형	DC형	개인형 IRP형
ln(적립금)(L) ²⁾	0.030	0.021	0.080
점유율(L)	-0.004	0.003	-0.005
연도 ³⁾	0.229 ^{**1)}	0.244 ^{***}	0.241 ^{***}
1분기(d) ⁴⁾	2.140 ^{***}	2.104 ^{***}	1.284 ^{***}
2분기(d)	1.394 ^{***}	1.422 ^{***}	-0.673 ^{**}
3분기(d)	0.709 ^{**}	0.807 ^{***}	0.711 ^{**}
생보(d)	-0.516	-0.333	-0.589 ^{**}
손보(d)	-0.617	-0.654 [*]	-0.682 ^{**}
은행(d)	-0.563 [*]	-0.465 [*]	-0.648 ^{***}
상수	-1.637 ^{**}	-1.777 ^{***}	-1.169 [*]
조정 R-sq	0.122	0.149	0.171
관측 수	738	839	806

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) lagged 변수

3) 연도-2005

4) (d) 더미 변수

<표 III-8a> 수익률 영향 요인(원리금보장형)

	DB형	DC형	개인형IRP
ln(적립금)(L) ²⁾	0.025 ^{***1)}	0.022 ^{***}	0.026 ^{***}
점유율(L)	-0.010 ^{***}	-0.006 ^{**}	-0.003
연도 ³⁾	-0.083 ^{***}	-0.065 ^{***}	-0.112 ^{***}
1분기(d) ⁴⁾	0.055 ^{***}	0.055 ^{***}	0.082 ^{***}
2분기(d)	0.021 [*]	0.009	0.052 ^{***}
3분기(d)	0.033 ^{**}	0.015	0.016
생보(d)	-0.019	0.006	0.033
손보(d)	-0.038 [*]	-0.013	0.065 [*]
은행(d)	-0.089 ^{***}	0.021	-0.040 [*]
ln(자산)	0.004	-0.032 ^{**}	0.016
영업이익률	0.000 ^{***}	0.000	0.000 ^{***}
ln(점포수)	-0.008	0.019	-0.039 ^{**}
기준금리	0.170 ^{***}	0.183 ^{***}	0.131 ^{***}
주가상승률	0.002 ^{**}	0.002 [*]	0.002 [*]
상수	0.953 ^{***}	1.237 ^{***}	1.261 ^{***}
조정 R-sq	0.747	0.502	0.630
관측 수	826	826	817

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) lagged 변수

3) 연도-2005

4) (d) 더미 변수

<표 III-9a> 수익률 영향 요인(실적배당형)

	DB형	DC형	개인형 IRP
ln(적립금)(L) ²⁾	0.022	-0.009	0.014
점유율(L)	-0.005	-0.007	-0.006
연도 ³⁾	0.058	0.156 ^{**}	0.125 [*]
1분기(d) ⁴⁾	1.930 ^{***1)}	0.135	0.223
2분기(d)	0.859 ^{***}	0.051	0.084
3분기(d)	0.389	0.502 ^{***}	0.686 ^{***}
생보(d)	-0.594	-0.569 ^{***}	-0.738 ^{***}
손보(d)	-0.794	-0.857 ^{***}	-0.870 ^{***}
은행(d)	-0.613	-0.769 ^{***}	-0.814 ^{***}
ln(자산)	-0.050	0.109	0.070
영업이익률	0.000	0.000	0.001 ^{***}
ln(점포수)	0.095	0.064	0.107
기준금리	-0.583	0.467 ^{**}	0.288
주가상승률	-0.079 ^{***}	0.325 ^{***}	0.281 ^{***}
상수	2.033	-3.390 ^{**}	-2.328
조정 R-sq	0.147	0.796	0.719
관측 수	716	801	782

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) lagged 변수

3) 연도-2005

4) (d) 더미 변수

<표 III-10a> 수익률과 적립금의 관계(DC형/원리금보장형)

	I (OLS)	II (F.E)	III(OLS)
수익률	0.156 ^{**1)}	0.120 ^{**}	0.237 ^{***}
수익률(L) ²⁾	-0.057	-0.042	-0.082
연도 ³⁾	-0.018	-0.021 [*]	-0.019 [*]
1분기(d) ⁴⁾	-0.035	-0.027	-0.053 ^{**}
2분기(d)	-0.057 ^{**}	-0.056 ^{**}	-0.085 ^{***}
3분기(d)	-0.040 [*]	-0.042 [*]	-0.064 ^{**}
ln(자산)(L)	0.007	0.068	0.006
영업이익률(L)	0.000	0.000	0.000
ln(점포수)(L)	-0.006	-0.004	-0.009
기준금리(L)	-0.033	0.001	-0.055 [*]
주가상승률(L)	0.000	0.001	0.001
상수	0.163	-0.956	0.224
조정 R-sq	0.035		0.080
관측 수	823	823	826
F		4.720 ^{***}	

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) lagged 변수

3) 연도-2005

4) (d) 더미 변수

<표 III-10b> 수익률과 적립금의 관계(IRP형/원리금보장형)

	I (OLS)	II (F.E)	III(OLS)
수익률	0.494 ^{***1)}	0.411 ^{***}	1.828 ^{***}
수익률(L) ²⁾	-0.587 ^{***}	-0.552 ^{***}	-2.464 ^{***}
연도 ³⁾	-0.027	-0.552 [*]	-0.177 ^{**}
1분기(d) ⁴⁾	0.134 ^{***}	0.146 ^{***}	0.346 ^{**}
2분기(d)	0.052	0.058	0.073
3분기(d)	0.018	0.021	0.085
ln(자산)(L)	0.000	0.078	0.003
영업이익률(L)	0.000 ^{***}	0.000 ^{**}	-0.001 ^{***}
ln(접포수)(L)	-0.009	-0.099	-0.039
기준금리(L)	-0.001	0.017	-0.174
주가상승률(L)	-0.004 [*]	-0.004 [*]	0.000
상수	0.372	-0.347	2.709 [*]
조정 R-sq	0.060		0.060
관측 수	813	813	816
F		5.400 ^{***}	

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) lagged 변수

3) 연도-2005

4) (d) 더미 변수

<표 III-11a> 수익률과 적립금의 관계(DB형/실적배당형)

	I (OLS)	II (F.E)	III(OLS)
수익률	0.002	0.003	0.054
수익률(L) ²⁾	0.067*** ¹⁾	0.070***	7.182*
연도 ³⁾	-0.034	-0.045	4.649
1분기(d) ⁴⁾	0.170*	0.181*	3.464
2분기(d)	0.128	0.135	3.272
3분기(d)	0.173*	0.178*	20.281
ln(자산)(L)	-0.043	0.032	-16.632*
영업이익률(L)	0.000	0.000	-0.002
ln(점포수)(L)	0.052	-0.209	16.652*
기준금리(L)	-0.115	-0.121	14.984
주가상승률(L)	-0.041***	-0.042***	-3.024*
상수	0.947	1.145	114.161
조정 R-sq	0.034		0.009
관측 수	707	707	715
F		3.07***	

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) lagged 변수

3) 연도-2005

4) (d) 더미 변수

<표 III-11b> 수익률과 적립금의 관계(IRP형/실적배당형)

	I (OLS)	II (F.E)	III(OLS)
수익률	0.007	0.007	-0.099
수익률(L) ²⁾	-0.001	-0.001	-0.021
연도 ³⁾	-0.027	-0.043*	0.105
1분기(d) ⁴⁾	0.106 ^{**1)}	0.118 ^{***}	0.792
2분기(d)	0.047	0.054	0.233
3분기(d)	-0.002	0.001	0.234
ln(자산)(L)	0.012	0.096	-0.173
영업이익률(L)	0.000	0.000	0.000
ln(점포수)(L)	-0.021	-0.153	0.082
기준금리(L)	-0.022	-0.012	0.013
주가상승률(L)	-0.003	-0.003	-0.006
상수	0.201	-0.452	2.868
조정 R-sq	0.023		-0.008
관측 수	777	777	706
F		3.140 ^{***}	

주: 1) *** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05

2) lagged 변수

3) 연도-2005

4) (d) 더미 변수

<표 A-1> 수수료(DB형/DC형)

(단위: %)

	규모 (억원)	DB형			DC형		
		운용	자산	계	운용	자산	계
신한	10	0.40	0.30	0.70	0.40	0.30	0.70
	100	0.30	0.30	0.60	0.30	0.30	0.60
	1,000	0.10	0.30	0.40	0.20	0.30	0.50
국민	10	0.40	0.30	0.70	0.40	0.30	0.70
	100	0.30	0.30	0.60	0.30	0.30	0.60
	1,000	0.10	0.30	0.40	0.20	0.30	0.50
우리	10	0.40	0.30	0.70	0.40	0.30	0.70
	100	0.30	0.30	0.60	0.30	0.30	0.60
	1,000	0.10	0.30	0.40	0.20	0.30	0.50
기업	10	0.35	0.35	0.70	0.30	0.30	0.60
	100	0.15	0.15	0.30	0.15	0.15	0.30
	1,000	0.10	0.10	0.20	0.10	0.10	0.20
농협	10	0.40	0.30	0.70	0.40	0.30	0.70
	100	0.30	0.30	0.60	0.30	0.30	0.60
	1,000	0.15	0.30	0.45	0.15	0.30	0.45
HMC	10	0.35	0.25	0.60	0.35	0.25	0.60
	100	0.33	0.25	0.58	0.33	0.25	0.58
	1,000	0.30	0.15	0.45	0.30	0.15	0.45
미래에셋	10	0.33	0.25	0.58	0.30	0.30	0.60
	100	0.20	0.20	0.40	0.20	0.20	0.40
	1,000	0.10	0.10	0.20	0.10	0.10	0.20
삼성	10	0.35	0.30	0.65	0.35	0.30	0.65
	100	0.35	0.30	0.65	0.35	0.30	0.65
	1,000	0.24	0.20	0.44	0.24	0.20	0.44
한국투자	10	0.33	0.25	0.58	0.30	0.28	0.58
	100	0.33	0.25	0.58	0.30	0.28	0.58
	1,000	0.20	0.20	0.40	0.20	0.20	0.40
NH투자	10	0.35	0.25	0.60	0.35	0.25	0.60
	100	0.30	0.25	0.55	0.35	0.25	0.60
	1,000	0.25	0.15	0.40	0.20	0.20	0.40

<표 A-1> 수수료(DB형/DC형)(계속)

(단위: %)

	규모	DB형			DC형		
	(억원)	운용	자산	계	운용	자산	계
삼성생명	10	0.40	0.40	0.80	0.40	0.30	0.70
	100	0.30	0.40	0.70	0.30	0.30	0.60
	1,000	0.20	0.35	0.55	0.20	0.30	0.50
교보생명	10	0.40	0.30	0.70	0.39	0.30	0.69
	100	0.30	0.30	0.60	0.30	0.30	0.60
	1,000	0.11	0.30	0.41	0.19	0.30	0.49
한화생명	10	0.40	0.30	0.70	0.40	0.30	0.70
	100	0.30	0.30	0.60	0.30	0.30	0.60
	1,000	0.10	0.30	0.40	0.10	0.30	0.40
미래에셋 생명	10	0.40	0.30	0.70	0.40	0.30	0.70
	100	0.20	0.30	0.50	0.25	0.30	0.55
	1,000	0.10	0.30	0.40	0.20	0.30	0.50
현대 라이프	10	0.40	0.35	0.75	0.40	0.35	0.75
	100	0.30	0.35	0.65	0.30	0.35	0.65
	1,000	0.30	0.35	0.65	0.30	0.35	0.65
삼성화재	10	0.20	0.45	0.65	0.20	0.35	0.55
	100	0.20	0.40	0.60	0.20	0.35	0.55
	1,000	0.10	0.30	0.40	0.10	0.35	0.45
KB손보	10	0.35	0.30	0.65	0.35	0.30	0.65
	100	0.25	0.30	0.55	0.25	0.30	0.55
	1,000	0.10	0.30	0.40	0.10	0.30	0.40
롯데손보	10	0.40	0.25	0.65	0.45	0.25	0.70
	100	0.30	0.25	0.55	0.35	0.25	0.60
	1,000	0.20	0.25	0.45	0.25	0.25	0.50
현대해상	10	0.40	0.30	0.70	0.45	0.30	0.75
	100	0.30	0.30	0.60	0.35	0.30	0.65
	1,000	0.20	0.28	0.48	0.25	0.30	0.55
동부화재	10	0.25	0.40	0.65	0.25	0.30	0.55
	100	0.20	0.30	0.50	0.20	0.30	0.50
	1,000	0.10	0.20	0.30	0.10	0.30	0.40

<표 A-2> 수수료(IRP)

(단위: %)

	규모	기업형			개인형		
	(억원)	운용	자산	계	운용	자산	계
신한	0.5	0.50	0.30	0.80	0.30	0.20	0.50
	5	0.48	0.28	0.76	0.28	0.18	0.46
국민	0.5	0.50	0.30	0.80	0.30	0.20	0.50
	5	0.48	0.28	0.76	0.28	0.18	0.46
우리	0.5	0.50	0.30	0.80	0.30	0.20	0.50
	5	0.48	0.28	0.76	0.28	0.18	0.46
기업	0.5	0.35	0.35	0.70	0.30	0.20	0.50
	5	0.25	0.25	0.50	0.25	0.15	0.40
농협	0.5	0.45	0.25	0.70	0.25	0.25	0.50
	5	0.42	0.23	0.65	0.22	0.23	0.45
HMC증권	0.5	0.10	0.25	0.35	0.10	0.25	0.35
	5	0.10	0.20	0.30	0.10	0.20	0.30
미래에셋	0.5	0.25	0.10	0.35	0.25	0.10	0.35
	5	0.23	0.10	0.33	0.23	0.10	0.33
삼성	0.5	0.20	0.15	0.35	0.20	0.15	0.35
	5	0.19	0.14	0.33	0.19	0.14	0.33
한국투자	0.5	0.30	0.20	0.50	0.30	0.20	0.50
	5	0.29	0.19	0.48	0.29	0.19	0.48
NH투자	0.5	0.15	0.15	0.30	0.15	0.15	0.30
	5	0.13	0.13	0.25	0.13	0.13	0.25
삼성생명	0.5	0.40	0.30	0.70	0.20	0.30	0.50
	5	0.40	0.30	0.70	0.20	0.30	0.50
교보생명	0.5	0.45	0.30	0.75	0.19	0.31	0.50
	5	0.40	0.25	0.65	0.19	0.31	0.50
한화생명	0.5	0.21	0.29	0.50	0.21	0.29	0.50
	5	0.20	0.28	0.48	0.20	0.28	0.48
미래에셋 생명	0.5	0.40	0.30	0.70	0.20	0.30	0.50
	5	0.40	0.30	0.70	0.18	0.28	0.46
현대 라이프	0.5	0.40	0.30	0.70	0.30	0.30	0.60
	5	0.40	0.20	0.60	0.20	0.20	0.40

<표 A-2> 수수료(IRP)(계속)

(단위: %)

	규모	기업형			개인형		
	(억원)	운용	자산	계	운용	자산	계
삼성화재	0.5	0.30	0.35	0.65	0.10	0.35	0.45
	5	0.30	0.35	0.65	0.10	0.35	0.45
KB손보	0.5	0.20	0.30	0.50	0.20	0.30	0.50
	5	0.20	0.30	0.50	0.20	0.30	0.50
롯데손보	0.5	0.45	0.25	0.70	0.20	0.25	0.45
	5	0.45	0.20	0.65	0.15	0.20	0.35
현대해상	0.5	0.45	0.30	0.75	0.20	0.30	0.50
	5	0.45	0.30	0.75	0.15	0.25	0.40
동부화재	0.5	0.25	0.25	0.50	0.20	0.25	0.45
	5	0.25	0.20	0.45	0.18	0.20	0.38

<연구총서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
16-02	한국 신규공모시장의 구조분석	신인석, 김갑래, 김준석, 이석훈	16.02
16-01	자산운용산업의 국제화: 방향과 과제	김재철, 강현주, 김종민, 남재우	16.02
15-05	위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구	이승호, 김한수, 현석, 주현수, 강현주	15.12
15-04	단기자금시장 구조개편에 대한 평가와 정책과제	백인석, 주현수, 황세운, 서현덕	15.10
15-03	주식시장의 구조적 변화: 거래회전을 감소의 원인 분석	강소현, 김준석, 양진영	15.05
15-02	글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향	신보성, 권재현, 김종민, 이효섭, 천창민	15.05
15-01	한국파생상품시장의 현황진단과 발전방향	남길남, 이효섭, 천창민	15.04

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-03	신용평가산업의 역할과 기능 활성화 방안	김필규	15.12
15-02	DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 비교 - 투자위험을 중심으로 -	홍원구	15.03
15-01	비과세 종합저축투자계좌 도입에 관한 연구	홍원구, 천창민, 김재철	15.03
14-08	가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구	김재철, 남재우, 장지혜	14.12
14-07	우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 관한 연구	이승호	14.12
14-06	선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석	강현주, 서현덕, 주현수	14.12
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기관간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정윤모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재철, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상현	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김규림	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이윤재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정윤모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박현우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김규림	08.03
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이운재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이운재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정윤모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이운재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정윤모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12

<조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
16-03	퇴직연금 수익률과 수수료 분석	홍원구, 심수연	16.02
16-02	한국과 아시아 증권사 간의 국제금융업무 비교 분석	주현수	16.02
16-01	글로벌 파생상품 거래소의 혁신 전략 및 시사점	이효섭	16.01
15-08	미국의 증권형 크라우드펀딩 규제와 시사점	천창민	15.12
15-07	금융중개의 발전과 사모펀드의 역할	송홍선	15.09
15-06	아시아자율규제기구(Asian SRO) 설립 논의와 시사점	현석, 황세운	15.07
15-05	미국 증권회사의 특화·전문화 전략: 부테크IB 사례 중심으로	최순영	15.05
15-04	금융투자상품 불완전판매 규제 현황 및 시사점	정윤모, 이효섭	15.03
15-03	영국의 금융 영업행위 규제 및 감독 체계 변화와 시사점	이성복, 이승진	15.03
15-02	미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점	남재우, 박용린, 천창민	15.01
15-01	해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점	박용린, 김종민	15.01
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07

<정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역외 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국채 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 울타리은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재철, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내외 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업계의 대응	김재철, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재철, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 - 역전환채권 구조를 중심으로 -	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자지주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재철, 빈기범, 신보성, 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	주가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 신상품 연구: ETFs, HOLDRs, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤모, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

<Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융 · 재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지 · 환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

<오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드·연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01

조사보고서 16-03

퇴직연금 수익률과 수수료 분석

인 쇄 2016년 03월 08일
발 행 2016년 03월 14일
저 자 홍원구, 심수연
편집인 신인석
발행처 자본시장연구원
주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143
전 화 3771-0600
팩 스 786-7570
인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-142-5-93320

www.kcmi.re.kr

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원

