

이슈보고서 19-09

ISSUE
REPORT

기업 퇴직급여채무의 사외적립 현황 및 시사점

박혜진

기업 퇴직급여채무의 사외적립 현황 및 시사점

저자 박혜진*

우리나라보다 앞서 퇴직연금을 도입하였던 주요 선진국에서는 퇴직연금 재정상태가 기업의 신용위험, 기업가치, 투자 지출 등 기업재무 전반에 미치는 영향에 대해 오래전부터 주목하여 왔다. 우리나라에서도 최근 퇴직연금 적립금 규모가 190조원을 넘어서며 퇴직급여채무가 기업재무에 미치는 영향이 갈수록 증대될 것으로 전망되며, 향후 퇴직연금 재정 관리는 기업재무관리의 핵심적인 요소가 될 것으로 예상된다.

이와 관련하여 본고는 퇴직연금 사외적립률 수준과 기업의 재무적 특성 간 관계를 살펴보고, 특히 퇴직급여채무의 사외적립률이 기업의 신용위험에 미치는 영향에 주목하였다. 퇴직급여채무는 일반 채권과 다른 다음의 두 가지 특징을 지니고 있는데, 퇴직급여 지급여력을 확보하기 위해 사전에 충분한 적립금을 보유할 의무가 주어진다라는 점과 기업의 도산 시 다른 무담보 채권에 우선변제순위를 갖는다는 점이다. 이를 고려하면 퇴직급여 사외적립률이 낮은 기업은 추가적인 적립금 납입에 따른 미래 현금흐름 감소와 다른 무담보 채권자에 대한 채무불이행위험이 증가하게 되어 결과적으로 기업의 신용등급이 낮아지는 결과에 직면할 수 있다.

2011년부터 2018년까지 국내 상장기업 자료를 바탕으로 분석한 결과, 기업의 퇴직급여채무 사외적립률 수준은 꾸준한 증가 추세를 나타냈으며, 퇴직급여채무 적립률이 높은 기업은 규모가 크고 수익성이 높고 성장성이 낮으며, 직원들의 평균 근속연수 및 급여수준, 법인세율이 높은 특징을 보였다. 또한, 퇴직급여채무 적립률이 높을수록 기업 신용등급이 상승하며, 그 관계는 일반적으로 기업 신용등급에 영향을 미치는 것으로 알려진 규모, 부채비율, 수익성 등의 요인을 통제한 경우에도 유의한 것으로 나타났다.

퇴직연금 재정상태가 기업 신용위험에 영향을 미치는 추가적인 요인이 될 수 있다는 본고의 분석결과는 기업의 퇴직연금에 대한 인식 제고와 퇴직연금 적립금 운용의 효율화를 위한 노력이 필요함을 시사한다. 개별기업들은 퇴직연금을 중요한 재무활동의 하나로 인식하고 적립금 운용에 관심을 가지고 더욱 적극적으로 개입할 필요가 있다. 관련하여 퇴직연금 사업자인 자산운용업계는 기업들에게 다양한 관련 상품과 자문 서비스를 제공하는 등의 노력을 기울여야 할 것이다.

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

펀드연금실 연구위원 박혜진 (hpark@kcmi.re.kr)

1. 서론

지난 2005년 근로자의 노후소득보장을 위해 도입된 퇴직연금제도는 2018년 말 적립금 규모가 190조원을 넘어서며 양적으로 크게 성장하였다. 그러나 이러한 외형적인 성장에도 불구하고 원리금보장상품 위주의 자산운용, 퇴직연금 사용자와 가입자의 전문성 부족과 무관심 등으로 동기간 퇴직연금 수익률은 1% 초반대의 낮은 수준에 그치고 있다. 지난해 소비자물가지수 상승률이 1.5%이었던 점을 감안하면, 실질적으로 음(-)의 수익률이다. 현재 논의되고 있는 기금형 제도 와 디폴트 옵션 도입 등의 논의는 퇴직연금의 수익률 개선을 위한 정책적 시도이다.

이와 같이 현재 우리나라 시장참여자의 관심은 퇴직연금 적립금의 낮은 운용 수익률에 집중되어 있으나, 우리보다 앞서 퇴직연금제도를 도입하였던 주요 선진국에서는 기업의 퇴직연금 재정상태가 기업의 신용위험, 주가변동성, 자금조달비용, 투자 지출 등 기업재무 전반에 미치는 광범위한 효과에 주목하여 왔으며 이와 관련한 연구가 활발히 진행되어 왔다. 우리나라에서도 저성장·저금리 추세의 지속, 인구고령화, 새로운 회계기준 도입에 따른 퇴직급여부채 평가 방식의 변화 등 퇴직연금을 둘러싼 제반 환경의 변화로 인해 향후 기업의 퇴직급여채무의 규모 및 변동성은 지속적으로 증가할 것으로 예상되며, 이에 따라 기업재무에서 퇴직연금 재정 관리의 중요성도 더욱 커질 것으로 전망된다.

이에 보고는 국내 상장기업 재무제표 자료를 토대로 기업 퇴직급여채무의 사외적립 현황을 살펴보고, 퇴직급여채무의 사외적립률이 기업의 신용위험에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고자 한다. 이러한 분석결과를 바탕으로 기업재무에서 퇴직연금의 중요성을 평가하고 퇴직연금자산 운용의 선진화를 위한 기업, 근로자, 퇴직연금운용사를 비롯한 퇴직연금시장 참여자들의 바람직한 역할과 인식 제고 방안을 논의하고자 한다.

본고의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 우리나라의 퇴직연금제도와 퇴직급여채무의 산정 및 회계처리방식을 간략히 살펴본다. 3장에서는 국내 상장기업의 퇴직급여채무의 사외적립률 현황을 살펴보고, 퇴직급여채무 사외적립률이 기업의 신용등급에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 마지막 장에서는 주요 분석결과를 요약하고 시사점을 도출한다.

II. 퇴직연금제도 개관

1. 퇴직연금의 유형

퇴직연금제도는 기업이 미래 근로자 퇴직 시 지급하기로 약속한 퇴직급여 지급 재원을 근로자의 근무기간 동안 외부 금융회사에 적립하고, 이 적립금을 기업 또는 근로자의 지시에 따라 금융회사가 운용하여 퇴직 시 연금 또는 일시금의 형태로 지급하는 제도로 우리나라는 2005년「근로자퇴직급여보장법(이하, 근퇴법)」의 시행으로 도입되었다.⁰¹ 금융감독원에 따르면 2018년 말 기준 퇴직연금 적립금 규모는 약 190조원으로 최근 3년간 매년 15% 이상 꾸준히 증가하는 추세이다. 마찬가지로 2018년 상반기 기준 퇴직연금 가입자 수는 약 603만명(전체 상용근로자 중 약 50%), 도입 사업장은 약 36만개사(전체 도입 대산 사업장의 약 27%)로 최근 3년간 매년 5% 가량 꾸준히 증가하고 있다.⁰²

우리나라의 현행 퇴직연금제도는 퇴직급여와 기여금의 결정방식에 따라 확정급여형(Defined Benefit: DB), 확정기여형(Defined Contribution: DC)으로 구분된다. DB형 퇴직연금은 사용자(기업)가 가입자(근로자)에게 최종적으로 지급할 퇴직급여 수준이 미리 정해져 있고 기업이 정해진 퇴직급여 지급을 보장한다. 따라서 연금자산의 총 수익률이 예상수익률을 초과하면 적립금 부담이 줄어들게 되지만, 연금자산의 투자실적이 좋지 않으면 기존 예상했던 것보다 더 많은 적립금 부담이 발생할 수 있다. 현재 DB형 퇴직연금에서의 최종 퇴직급여는 '(예상)근속연수 × (예상) 퇴직시점 직전 3개월간 평균급여'로 계산되며, 이를 기준으로 매 회계연도마다 퇴직급여 채무가 새롭게 측정된다.⁰³ DB형 퇴직연금에서 퇴직급여채무의 산출에 관해서는 이후에 다시 구체적으로 논의하기로 한다.

01 우리나라에서는 이미 1961년부터 근로기준법에 따른 퇴직금제도(기업이 1년 이상 근속한 근로자에게 30일분 이상의 평균 임금을 퇴직 시 일시불로 지급하는 제도)가 운영되고 있었다. 그러나 저출산·고령화의 진전, 근무기간 단축, 잦은 이직, 연봉제 확산과 같은 노동시장 환경의 변화, 많은 기업들의 퇴직금 자원 사내 적립으로 인한 근로자의 수급권 약화 등의 문제로 기존 퇴직금제도를 개편해야 할 필요성이 증대되었고 이에 따라 2005년 12월 퇴직연금제도가 도입되었다.

02 근로자 대비 사업장의 퇴직연금 가입률이 상대적으로 낮은 이유는 퇴직연금 가입이 주로 100인 이상의 대규모 사업장을 중심으로 이뤄졌기 때문이다. 참고로 2017년 기준 종사자 규모별 퇴직연금제도 도입률은 300인 이상 90.8%, 100~299인 83.3%, 50~99인 77.4% 30~49인 69.4%, 10~29인 53.4%, 5~9인 31.5%, 5인 미만 11.3%이다.

03 근퇴법 제15조(급여수준)는 DB형 퇴직급여 수준은 가입자의 퇴직일을 기준으로 산정한 일시금이 계속근로기간 1년에 대하여 30일분의 평균임금에 상당하는 금액 이상이 되도록 정하고 있다.

반면 DC형 퇴직연금에서는 사용자가 부담할 기여금이 수준이 미리 확정되어있고 근로자가 적립금 운용결과에 따른 손익에 대한 책임을 진다. 기업이 외부 금융회사의 근로자 퇴직급여계좌에 연간 임금총액의 1/12(=8.33%) 이상을 납입하는 것으로 기업의 책임은 사실상 종료되고, 이후 근로자가 퇴직 시 받게 될 연금액은 적립금 운용결과에 따라 변동된다. 즉, DC형 퇴직연금에서는 근로자가 적립금 투자결과에 대한 책임을 진다고 볼 수 있다. 근로자의 관점에서 생각해 보면, DB형은 매년 임금상승률과 같은 DC형에 가입한 것으로 해석할 수 있고, 따라서 현재 DC형에서의 퇴직자산의 투자수익률이 임금상승률보다 낮다면 DC형보다 DB형에 가입하는 게 유리하다고 볼 수 있다.⁰⁴

마지막으로 위와 같이 회사 단위로 가입되는 DB형과 DC형 퇴직연금 이외에도, 근로자 개인이 직접 금융기관과 퇴직금 전용 계좌를 개설할 수 있는 개인형 퇴직연금(Individual Retirement Pension: IRP)이 있다. 개인형 IRP에 가입한 근로자는 이직 시 그동안 조성된 퇴직급여를 IRP계좌 안에서 누적 및 통산할 수 있고, 이미 DB형 또는 DC형 퇴직연금에 가입한 경우에도 연 1,800만원 한도 내에서 여유자금을 추가로 납입하여 운용할 수 있다.

2. DB형 퇴직연금의 최소적립비율과 회계처리

전술한 바와 같이 DB형 퇴직연금을 도입한 기업은 근로자 퇴직 시 약정한 금액을 지급해야 하므로 이에 대한 지급능력을 확보하기 위해 미리 충분한 자산을 보유하는 것이 중요하다.⁰⁵ 이를 위해 근퇴법 제16조에서는 DB형 퇴직연금제도를 도입한 기업에 대해 기준책임준비금⁰⁶ 대비 사외적립자산의 최소 비율을 정하여 매년 그 이상의 적립률 수준을 유지할 것을 요구하고 있다. 이러한 DB형 퇴직연금 채무에 대한 사외적립의무는 점차 강화되고 있는데, 2012년까지 최소적립

04 단, 이러한 DB형과 DC형 퇴직연금의 비교는 우리나라와 같이 DB형 퇴직연금의 퇴직급여가 일시불로 지급되는 경우에만 적용될 수 있으며, 외국의 전통적인 DB형 퇴직연금과 같이 연금(annuity)으로 지급되는 경우에는 두 연금의 수익률을 직접 비교하기는 어렵다(홍원규, 2015).

05 Ippolito(1985)에 따르면 퇴직급여는 기업이 근로자들이 과거 근무기간 동안 제공한 용역에 대한 보상으로서 퇴직 후 일시금 또는 연금의 형태로 받을 수 있도록 기업과 근로자 사이에 체결한 장기적인 암묵적 계약(long-term implicit contract)이다. 이러한 관점에 따르면 퇴직급여채무는 기업이 근로자에게 지급해야하는 일종의 암묵적 부채라고 볼 수 있다.

06 근퇴법 제16조에 따르면 기준책임준비금은 다음 중 더 큰 금액을 의미한다. ① 매 사업연도 말일 현재를 기준으로 산정한 가입자의 예상 퇴직 시점까지의 가입 기간에 대한 급여에 드는 비용 예상액의 현재가치에서 장래 근무 기간분에 대하여 발생하는 부담금 수입 예상액의 현재가치를 뺀 금액으로 고용노동부령으로 정하는 방법에 따라 산정한 금액 ② 가입자와 가입자였던 사람의 해당 사업연도 말일까지의 가입 기간에 대한 급여에 드는 비용 예상액을 고용노동부령으로 정하는 방법에 따라 산정한 금액

비율은 60%였으나 2012년 근퇴법 개정을 기점으로 단계적으로 상승하여 2019년 현재는 90%이며, 2021년부터는 100%로 상향조정될 예정이다.⁰⁷

<표 II-1> DB형 퇴직연금의 기간별 최소적립비율

기간	최소적립비율
2012~2013년	60%
2014~2015년	70%
2016~2018년	80%
2019~2020년	90%
2021년 이후	100%

여기서 적립금 부족의 판단 기준이 되는 퇴직급여채무(pension liabilities)와 연금자산(pension assets)에 대한 정보는 기업의 재무제표에 공시된다. 여기서 연금자산은 퇴직급여 지급을 위해 외부에 적합한 자산을 의미하며, 이를 일반기업회계기준(Korean Generally Accepted Accounting Principles: K-GAAP)에서는 ‘퇴직연금운용자산’, 한국채택국제회계기준(Korean International Financial Reporting Standards: K-IFRS)에서는 ‘사외적립자산’으로 지칭하며 근퇴법에서는 이를 공정가치(시장가치)로 평가하도록 하고 있다.⁰⁸ 한편, 현재 국내 회계기준에서 사외적립자산은 일반 자산과 달리 퇴직급여 지급을 위해서만 사용할 수 있기 때문에 대차대조표의 자산으로 인식하지 않고 퇴직급여채무에서 차감하도록 규정하고 있다.⁰⁹ 그리고 사외적립자산에 납입한 기여금에 대해서는 퇴직금 추계액 범위 내에서 전액 손금으로 인정하고 있다.¹⁰

다음으로, 퇴직급여채무는 예측급여채무(Projected Benefit Obligation: PBO)라고 불리며 미래 급여 수준에 대한 예상치를 바탕으로 최종적으로 지급하게 될 퇴직급여를 추정한 후, 그 추정된 퇴직급여채무 중에서 측정일까지의 근무 기간에 해당하는 급여분의 현재가치로 정의된다. 이러한 퇴직급여채무 산출 방식은 2011년 K-IFRS 도입에 따른 결과이다. 이전의 K-GAAP에서는 ‘청산가치적립방식’에 따라 퇴직급여채무를 작성 기간 말 모든 직원이 퇴직할 경우 지급해야 할 금액으로 측정하였던 반면, K-IFRS 도입 이후에는 퇴직률, 사망률, 승급률, 임금상승률 등에 대한 가정을 기초로 한 ‘예측단위적립방식(Projected Unit Credit Methods: PUCM)’이라는 다소 복잡

07 근퇴법 시행령 제5조

08 사외적립금은 매 사업연도 말 직전 12개월간 시가평균 금액을 기준으로 산정한다(근퇴법 시행규칙 제6조).

09 기업회계기준서 제1019호 ‘종업원급여’ 문단 102

10 법인세법 시행령 제44조의2(퇴직보험료 등의 손금불산입)

한 보험수리적 방식에 따라 퇴직급여채무를 산출하게 되었다. 그러나 두 회계기준 모두 퇴직급여채무를 기업이 종업원에게 지급해야 할 부채로 인식하고 이에 대한 지급능력을 확보하기 위해 기업에게 충분한 적립금을 미리 확보할 것을 강조하는 점에서는 본질적으로 큰 차이는 없다고 볼 수 있다.¹¹

<참고> 예측단위적립방식(PUCM)에 따른 퇴직급여채무(PBO) 산출 예시

(가정) 최초 급여=300만 원, 임금상승률=5%, 할인율=5%, 예상 총 근무 기간=5년, 퇴직급여채무의 측정 시점=근무시작 1차연도

- ① 예상 최종 퇴직급여 계산: $5 \times [300 \times (1+0.05)^4] = 1,823$ 만원
- ② 최종 퇴직급여를 종업원의 총 근무기간에 걸쳐 정액 배분하여 기간별 귀속급여액 계산:
 $1,823 \text{만원} \div 5 \text{년} = 365 \text{만원}$
- ③ 기간별 귀속급여액을 할인하여 당기근무원가 계산: N차연도 당기근무원가 = $365 \text{만원} \div (1+0.05)^{5-N}$
- ④ ‘전기말 확정급여채무 × 할인율 = 이자원가’ 계산
- ⑤ ‘전기말 확정급여채무 + 당기근무원가 + 이자원가 = 기말확정급여채무’ 계산
- ⑥ 측정 시점 기준 퇴직급여채무(PBO) = 300만원 산출

	1차연도	2차연도	3차연도	4차연도	5차연도
② 귀속급여액	365	365	365	365	365
③ 당기근무원가	300	315	331	347	365
④ 이자원가		15	31	50	69
⑤ 기말 확정급여채무	300	630	992	1,389	1,823

※ 임금상승률, 이자율 변화에 따른 퇴직급여채무(1차연도 PBO)의 변화

		임금상승률				
		1%	3%	5%	7%	9%
이자율	1%	300	324	350	378	407
	3%	277	300	324	349	376
	5%	257	278	300	324	348
	7%	238	258	278	300	323
	9%	221	239	258	279	300

11 김재철·홍원구(2013), 홍원구(2015), 최종서·노정희(2017), 기업회계기준서 제1019호 ‘종업원급여’ 문단 55-152

마지막으로 위와 같이 산출된 퇴직급여부채와 사외적립자산은 다음과 같이 재무제표에 표시된다. 만일 퇴직급여채무가 사외적립자산의 공정가치를 초과하는 경우는 퇴직급여채무에서 사외적립자산의 공정가치를 차감한 금액을 비유동부채인 ‘순확정급여부채(또는 비유동종업원급여충당부채)’로 계상한다. 반대로 사외적립자산이 퇴직급여부채를 초과하는 경우는 그 초과분을 일정 한도 내에서 비유동자산 항목의 ‘순확정급여자산(또는 확정급여자산)’으로 계상한다. 따라서 퇴직급여채무가 증가하면 부채가 증가하여 부채비율이 늘어나게 되고, 사외적립자산이 증가하면 부채가 감소(또는 자산이 증가)하여 부채비율이 줄어들게 된다.¹²

<표 II-2> DB형 퇴직연금의 퇴직급여부채와 사외적립자산의 회계 처리

(1) 퇴직급여부채가 사외적립자산보다 많은 경우

재무상태표

차변		대변	
계정명	금액	계정명	금액
		비유동부채	
		비유동종업원급여충당부채	A-B
		확정급여부채	A
		(사외적립자산)	B

(2) 퇴직급여부채가 사외적립자산보다 작은 경우 (C=연금자산의 자산 인식 상한)

재무상태표

차변		대변	
계정명	금액	계정명	금액
비유동자산		비유동부채	
기타자산		비유동종업원급여충당부채	A-(B-C)
확정급여자산	C	확정급여부채	A
		(사외적립자산)	B-C

12 본고의 주 관심은 DB형 퇴직연금이기 때문에 DC형 퇴직연금의 회계 처리에 대하여는 별도의 구체적인 언급을 하지 않는다. 다만, DB형과 비교해서 DC형의 회계 처리의 주요 특징을 간략히 살펴보면, DC형의 경우 적립금이 모두 손금으로 인정되는 것은 DB형과 같으나 손익적립금이 즉시 손익계산서 상의 비용으로 처리된다는 점이 DB형과 다르다. 따라서 DC형에서 적립금은 손익계산서 상의 퇴직급여 항목에 계상되지만, DB형에서 적립금은 손익계산서 상의 비용으로 인식되지 않는다. 이에 관한 보다 상세한 설명은 이명곤·인창열(2019)을 참고하기 바란다.

III. 국내 상장기업 퇴직급여채무의 사외적립 현황

1. 분석표본

본 장에서는 국내 상장기업의 퇴직급여채무의 사외적립 현황을 살펴본다. 분석대상은 2011년부터 2018년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장되었던 기업 중 제조업으로 분류된 12월 결산법인으로 한정하였다. 한편 유효법인세율을 측정하는데 있어 분모인 법인세차감전이익이 음(-)인 경우 측정치가 왜곡될 수 있기 때문에 법인세차감전이익이 음(-)인 기업을 표본에서 제외하였다. 이러한 과정에 따라 총 16,168개의 기업-연도 불균형 패널(unbalanced panel)이 산출되었으며, 분석에 사용된 주요변수에 대한 요약통계량이 <표 III-1>에 제시되어 있다. 한편, 유효법인세율이 음(-) 또는 1보다 큰 경우 해석상의 어려움이 따르므로 선행연구를 따라 0보다 작은 경우는 0, 1보다 큰 경우는 1로 조정하였다.¹³

<표 III-1> 주요변수의 요약통계량

변수	관측수	평균	표준편차	25%	50%	75%
자산(조원)	16,168	1.29	9.17	0.06	0.13	0.37
퇴직급여채무(조원)	12,037	0.05	0.28	0.00	0.01	0.02
사외적립자산(조원)	11,670	0.03	0.24	0.00	0.00	0.01
총자산이익률	15,626	0.04	0.11	0.00	0.04	0.08
영업현금흐름비율	16,137	0.04	0.12	-0.01	0.04	0.09
매출액성장률	11,375	0.06	0.28	-0.04	0.04	0.13
총자산성장률	11,392	0.09	0.21	-0.01	0.05	0.14
부채비율	16,168	0.47	1.28	0.27	0.45	0.61
신용등급	2,456	8.46	6.70	3.00	6.00	14.00
유효법인세율	9,763	0.22	0.18	0.13	0.21	0.26

주 : 총자산이익률=영업이익/총자산, 영업현금흐름비율=영업활동현금흐름/총자산, 매출액성장률=(당기매출액-전기매출액)/전기매출액, 총자산성장률=(당기총자산-전기총자산)/전기총자산, 부채비율=총부채/총자산, 신용등급=국내 신용평가 3사에서 제시하는 회사채 신용등급 중 가장 보수적인 등급을 수치화한 것으로 AAA등급에 1점을 부여하고 등급이 한 단계씩 하락할수록 1점을 가산, 유효법인세율=법인세비용/법인세차감전이익

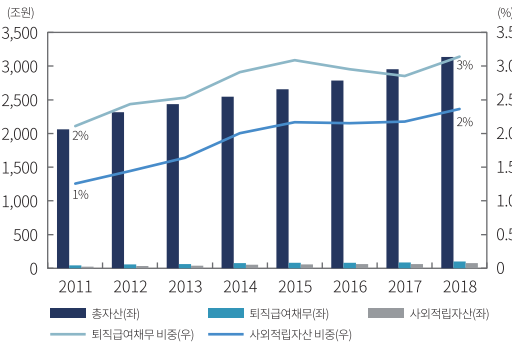
자료: DataGuide

13 최동춘·서정록(2013), 강정연·고종권(2014), 이명곤·인창열(2019)

2. 퇴직급여채무의 사외적립 현황

<그림 III-1>은 연도별 퇴직급여채무와 사외적립자산의 규모 및 전체 자산 대비 상대적 비중을 나타낸 그림이다. 총자산 대비 퇴직급여채무의 비중은 2011년 2%에서 2018년 3%로 증가

<그림 III-1> 퇴직급여채무 및 사외적립자산 비중의 연도별 추이



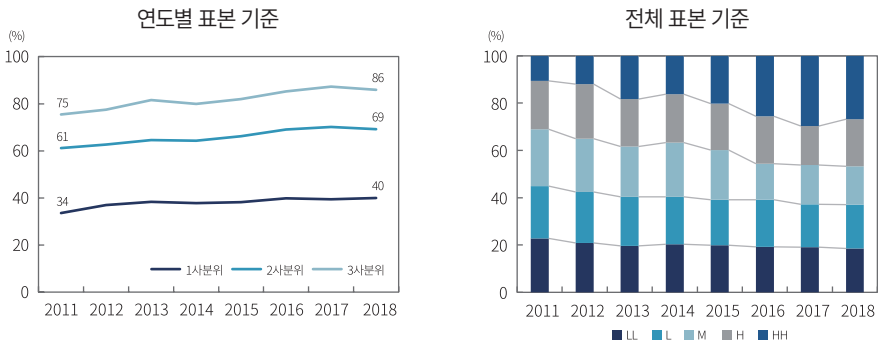
자료: DataGuide

하였으며, 사외적립자산의 비중 또한 2011년 1%에서 2%로 증가한 것으로 나타난다. 분석기간 동안 퇴직급여채무가 기업 재무제표에서 차지하는 비중은 3% 미만에 불과하지만 그 비중은 매년 꾸준히 증가하고 있음을 확인할 수 있다.

다음으로 <그림 III-2>의 좌측 패널은 연도별 표본기업의 퇴직급여 사외적립률(이하 적립률)의 1사분위(25%),

2사분위(중간값), 3사분위(75%) 값을 나타낸다. 각 분위값 모두 지속적으로 상승하는 모습을 나타내고 있어, 전반적으로 적립률이 꾸준히 개선되고 있음을 알 수 있다. 한편, 분석기간 동안 1사분위 값은 6%p(2011년 34%→2018년 40%), 2사분위 값은 8%p(2011년 61%→2018년 69%), 3사분위 값은 11%p(2011년 75%→2018년 86%) 증가하며, 적립률이 높은 그룹과 낮은 그룹 간의 격차는 커진 것으로 나타난다.

<그림 III-2> 퇴직급여 사외적립률의 연도별 추이



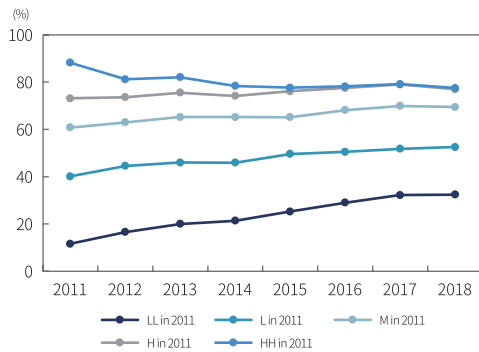
주 : 좌측 패널은 연도별 표본을 대상으로 1사분위, 2사분위, 3사분위 값을 표시, 우측 패널은 전체 표본을 대상으로 적립률의 절대 수준에 따라 동일 크기의 5개 그룹으로 분류

자료: DataGuide

<그림 III-2>의 우측 패널은 연도별 표본이 아닌 전체 표본을 대상으로 적립률을 기준으로 적립률이 낮은 순서부터 LL, L, M, H, HH의 5개 동일 크기의 기업 그룹으로 나눈 뒤, 각 그룹이 차지하는 비중을 연도별로 나타낸 것이다.¹⁴ 최근으로 올수록 적립률이 높은 H, HH 그룹의 상대적비중이 늘어나고 있어 적립률이 점차적으로 개선되고 있음을 확인할 수 있다.

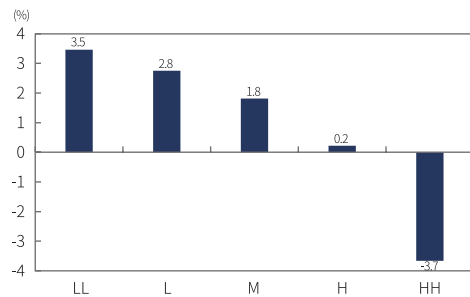
만일 이러한 퇴직급여 적립률이 기업 고유의 특성과 밀접하게 연관되어 있다면, 기업별로 적립률은 강한 지속성을 보일 것으로 예상된다. 이를 살펴보기 위해 표본을 분석 시작 시점인 2011년의 퇴직급여 적립률 수준에 따라 5분위로 나누고, 이들의 연도별 평균 적립률 변화 추이를 <그림 III-3>에 나타내었다. 각 그룹 간 적립률 격차는 다소 감소하나 적립률의 절대 수준은 장기간 지속되는 것으로 나타난다. 즉, 과거에 적립률이 낮은(높은) 기업은 이후에도 장기간 적립률이 낮은(높은) 경향이 있음을 확인할 수 있다.

<그림 III-3> 2011년 적립률 그룹별 평균 적립률의 변화 추이



물론, 현행 최소사외적립비율 규제를 고려하면 어느 해당 연도에 과소적립상태인 기업이 이러한 상태를 지속하기는 어려울 수 있다. 이러한 기업은 장기적으로 적립률 수준이 다른 적립률이 높은 기업과 같이 급격히 높아지진 않을지라도, 우선 단기적으로는 최소사외적립기준을 충족하기 위해 적립률을 올리고자 노력할 가능성이 있다. 이 경우, 연속한 두 시점의 적립률은 음(-)의 상관관계를 보일 것이다. 이를 확인하기 위해 <그림 III-4>에 전체 표본에 대해 연속한 두 연도의 적립률 변화를 비교한 결과, 예상한 바와 같이 전년도 적립률이 낮은(높은) 기업 그룹일수록 그 다음 연도 적립률이 감소(증가)하는 것을 확인할 수 있다.¹⁵

<그림 III-4> 적립률 그룹별 T기 대비 T+1기 적립률의 평균 증감률



14 참고로 각 그룹별 적립률의 평균은 LL 그룹 14%, L 그룹 45%, M 그룹 65%, H 그룹 79%, HH 그룹 92%이다.

15 <그림 III-3>에서 그룹별 적립률 수준은 장기적으로 큰 변화가 없지만 그 격차는 시간이 지남에 따라 감소하는 모습을 보이는 것도 이와 유사한 맥락에서 이해할 수 있을 것이다.

IV. 실증분석

본 장에서는 적립률이 높은 기업군과 낮은 기업군의 재무적 특성을 비교하고, 적립률에 영향을 미치는 요인을 실증적으로 분석한다. 아울러 적립률과 기업의 채권 신용등급 간 관계에 대한 분석을 통해 기업 재무에서 퇴직급여채무 관리의 중요성을 평가한다.

1. 퇴직급여 사외적립률 그룹별 주요 기업특성

실증분석에 들어가기에 앞서 적립률이 높은 기업군과 낮은 기업군의 특성을 파악하기 위해 적립률 수준별로 기업규모, 성장률, 수익성 등 각종 재무적 지표를 비교하여 보기로 한다. 앞 장에서와 동일한 방법으로 전체 표본을 적립률 수준에 따라 LL, L, M, H, HH 그룹으로 분류한 다음, 각 그룹별로 주요 재무 지표의 평균값을 비교한 결과가 <표 IV-1>에 제시되어 있다.

먼저 총자산과 매출액을 기준으로 기업규모를 비교하면, 적립률이 높은 그룹이 낮은 그룹에 비해 더 큰 것으로 나타난다. 마찬가지로 기업규모와 상관관계가 높은 퇴직급여부채와 사외적립자산도 적립률이 높은 그룹일수록 더 큰 것을 확인할 수 있다. 한편, 총자산 대비 퇴직급여부채의 비율은 그룹별 큰 차이를 보이지 않았다. 그리고 적립률이 높은 그룹에서 ROA(총자산이익률), ROE(자기자본이익률), 현금흐름비율이 더 높은 것으로 나타난다. 이는 수익성이 높고 현금흐름이 안정적인 기업일수록 적립금 납입이 잘 이루어져 적립률이 높은 것으로 이해할 수 있다.

성장성 관련 지표 중 Tobin's Q를 비교해 보면 상대적으로 높은 성장성을 가진 기업일수록 적립률이 낮은 것을 확인할 수 있다. 이는 성장기업의 경우 설비투자 및 연구개발 지출이 많아 성숙기업에 비해 상대적으로 현금이 부족한 가능성이 크고, 이로 인해 적립금 납입에 따르는 현금 유출을 감소시킬 유인이 크기 때문으로 해석할 수 있다. 안정성 지표인 부채비율, Z-score, ROA변동성을 살펴보면 적립률이 높은 기업에서 부채비율과 ROA변동성이 낮고, Z-score가 높은 것으로 나타나 재무상태가 좋은 기업일수록 적립률이 높은 것을 확인할 수 있다. 반면, 성장성 지표인 매출액성장률, 총자산성장률과 활동성 지표인 총자산회전율, 기업의 업력, 총자산 대비 퇴직급여채무의 비중 등에서는 그룹 간 유의한 차이가 관찰되지 않았다.

<표 IV-1> 퇴직급여 사외적립률 그룹별 기업 특성 비교

기업 특성	적립률 그룹별 평균값				
	LL	L	M	H	HH
총자산(억원)	11,783	10,867	17,776	18,375	31,346
매출액(억원)	5,966	6,863	17,190	17,064	25,364
업력(년)	30.8	28.5	29.2	30.0	31.9
퇴직급여부채(억원)	300.9	366.4	604.7	498.5	918.0
사외적립자산(억원)	45.3	167.9	400.7	394.6	857.0
퇴직급여부채/자산	0.043	0.043	0.043	0.044	0.043
ROA	0.006	0.021	0.036	0.048	0.051
ROE	-0.163	-0.073	-0.010	0.019	0.047
현금흐름비율	0.001	0.024	0.044	0.060	0.065
매출액성장률	0.047	0.056	0.055	0.064	0.055
총자산성장률	0.055	0.069	0.076	0.082	0.080
총자산회전율	0.866	0.934	0.962	1.010	0.980
부채비율	2.411	2.092	1.423	1.076	0.918
재무적곤경도	-1.961	-1.687	-1.016	-0.454	-0.130
ROA변동성	4.098	4.181	3.620	3.336	2.959
신용등급	10.89	10.57	9.29	7.37	6.23
Tobin's Q	1.825	1.803	1.438	1.464	1.445
유효법인세율(%)	15.63	17.21	20.42	22.37	22.42
직원수(명)	557	578	1080	1009	1667
평균근속년수(년)	7.08	6.91	7.03	7.52	8.17
평균급여액(백만원)	43.9	45.1	47.6	75.3	76.0

주 : ROA=영업이익/총자산, ROE=영업이익/자기자본, 현금흐름비율=영업활동현금흐름/총자산, 매출액성장률=(당기매출액-전기매출액)/전기매출액, 총자산성장률=(당기총자산-전기총자산)/전기총자산, 총자산회전율=매출액/총자산, 부채비율=총부채/총자산, 재무적곤경도는 이인로·김동철(2015)이 제시한 산출식을 이용하여 $-3.9-6.6 \times (\text{총부채}/\text{총자산})+0.39 \times \ln(\text{총자산})+0.53 \times (\text{이익잉여금}/\text{총자산})+4.75 \times (\text{영업활동현금흐름}/\text{총자산})+0.9 \times (\text{매출액}/\text{총자산})$ 으로 계산, ROA변동성=최근 3년 ROA의 표준편차, Tobin's Q=(부채+시가총액)/총자산, 신용등급=국내 신용평가 3사에서 제시하는 회사채 신용등급 중 가장 보수적인 등급을 수치화한 것으로 AAA등급에 1점을 부여하고 등급이 한 단계씩 하락할수록 1점을 가산, 유효법인세율=(법인세비용/법인세차감전이익)*100

자료: DataGuide

유효법인세율의 경우 적립률이 높은 그룹에서 더 높은 것으로 나타난다. 이는 현행 법인세법에서 퇴직급여를 위한 사외적립금은 손금으로 산입할 수 있도록 한 데 따른 영향으로 생각된다. 특히 DB형 퇴직연금을 도입한 기업은 퇴직급여 적립금을 이용하여 회계이익에 미치는 영향을 최소화하면서 법인세비용을 감소시키는 효과를 누릴 수 있다. 법인세비용 부담이 높은 기업일수록 세금 절감을 위해 퇴직급여의 사외적립금을 증가시킬 유인이 더 클 것으로 예상할 수 있다.

마지막으로, 기업의 인적자원관리와 관련된 변수인 직원의 평균근속년수와 직원 1인당 평균급여액을 보면 적립률이 높은 기업에서 근속년수가 길고, 1인당 평균급여액도 높은 것으로 나타난다. 이는 근속년수와 비례해서 퇴직급여가 증가하는 DB형 퇴직연금구조의 영향으로 생각할 수 있다. 퇴직급여 적립이 잘 되어 있는 기업일수록 근로자들이 퇴직급여를 받을 가능성이 높고, 근로자들은 미래 더 많은 퇴직급여를 받기 위해 근로기간을 연장하려는 유인이 커질 것으로 예상할 수 있다. 추가적으로, 기업의 입장에서는 이를 통해 유능한 인력의 유출을 막는 효과(labor retention)를 거두는 효과를 기대할 수 있다.

요약하면, 적립률이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 기업규모가 크고, 수익성이 높고, 직원들의 근속연수 및 급여수준이 높은 특징이 있음을 확인할 수 있다. 단, 이와 같은 결과는 집단 간 평균을 단순 비교한 것이기 때문에 엄밀한 평가를 위해서는 다른 변수들을 통제할 필요가 있다.

이를 고려하여 적립률을 종속변수로 하는 기업고정효과(firm fixed effect) 패널회귀분석을 실시한 결과가 <표 IV-2>에 제시되어 있다. 설명변수에는 이전 분석 결과를 고려하여 기업규모, 업력, 현금흐름비율, 총자산성장률, 유효세율, ROA, ROA변동성, 부채비율, Tobin's Q를 포함하였다. 아울러 연도 및 산업별 효과를 통제하기 위해 연도더미와 산업더미(한국표준산업분류의 중분류 기준)를 포함하였다.

<표 IV-2>을 보면 기업규모, 업력, ROA의 계수가 유의한 양(+)의 값을 보이고 있어, 앞서 논의한 바와 같이 규모가 크고, 수익성이 높은 기업에서의 적립률이 높은 것을 확인할 수 있다. 또한, 예상한 바와 같이 유효세율의 계수가 유의한 양(+)의 값을 보이고 있어 기업들이 퇴직급여 적립금을 세금절감을 위한 수단으로 활용하고 있음을 알 수 있다. 총자산성장률, 부채비율은 모두 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타나, 성장성이 낮고 재무건전성이 높은 기업일수록 적립률이 높은 것을 알 수 있다. 반면, 현금흐름비율, ROA변동성, Tobin's Q의 경우 유의한 결과가 관찰되지 않는다.

<표 IV-2> 퇴직급여 적립률 결정요인 분석결과

	예상	분석결과
기업규모(총자산의 로그값)	+	0.050***
업력(년)	+/-	0.014**
현금흐름비율	+/-	-0.022
총자산성장률	-	-0.045**
유효세율	+	0.021*
ROA	+	0.358***
ROA변동성	-	0.001
부채비율	-	-0.272***
Tobin's Q	-	-0.003
상수		0.054
연도, 산업, 기업 고정효과		Yes
표본수		4,720
R ²		0.144

주 : ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

자료: DataGuide

2. 퇴직급여 사외적립률이 기업 신용등급에 미치는 영향

지금까지는 기업재무 관점에서 어떠한 재무적 특성을 가진 기업이 퇴직급여 적립률이 높은(또는 낮은) 것인지 살펴보았다. 본장에서는 이와 반대로 퇴직급여 적립률이 기업재무, 특히 회사 채 신용등급에 어떠한 영향을 미치는지, 그에 따른 신규자금조달의 제약 가능성은 어떠한지 살펴본다.

가. 퇴직급여 적립률과 기업 신용등급의 관계

선행연구에 따르면 퇴직급여 적립률 수준은 일반적으로 다음의 두 가지 경로로 기업의 신용등급에 영향을 미치는 것으로 알려져 있다.¹⁶ 첫째는, 퇴직급여 지급 재원을 위한 현금의 유출

16 퇴직연금 적립률이 기업 신용등급에 미치는 영향을 분석한 국내 선행연구로는 최중서·노정희(2017), 지승용 외(2017)가 있으며, 이들은 적립률이 신용등급에 미치는 영향은 근퇴법에서 요구하는 최소적립수준에 미달하는 기업군에서만 유의하게 나타남을 보였다. 한편, 퇴직연금채무 수준이 기업 신용등급 및 신용스프레드에 미치는 영향을 분석한 해외 선행연구로는 대표적으로 Cardinale(2007), Mckillop & Pogue(2009)가 있으며, 이들은 퇴직연금채무 수준이 신용등급 및 신용스프레드의 주요한 예측치(predictor)가 될 수 있음을 보였다.

로 인해 기업의 재무적 제약이 높아지고 이로 인해 기업의 신용위험이 증가하게 되는 경로이다. 앞서 언급한 바와 같이 우리나라의 근퇴법은 확정급여형 퇴직연금제도를 채택한 기업에 대해 기준책임준비금 대비 사외적립자산의 최소 비율을 정하여 그 이상을 적립하도록 요구하고 있으며, 만일 최소적립비율에 미치지 못하는 경우 이를 3년 이내에 해소할 것을 권고하고 있다. 따라서 과소적립기업의 경우 최소적립비율을 맞추기 위해 더 많은 현금 유출이 발생하게 되고, 이는 기업의 유동성 부족을 초래할 수 있다.

또한, 적립금 납부로 인한 현금의 유출은 기업 내부의 유동성 리스크를 증가시키는 직접적인 효과 이외에도 미래 신규 투자에 드는 타인자본조달비용을 증가시키는 간접적인 효과가 있을 수 있다. 기업의 자본조달순위론(pecking order theory)에 따르면 기업이 투자에 필요한 자금을 조달할 때 외부에서 차입하는 자금보다 현금과 같은 내부유보자금을 선호하는 경향이 있는데, 이는 내부자금의 조달비용이 상대적으로 더 저렴하기 때문이다.¹⁷ 만일 적립금 납입으로 인해 기업이 내부에 보유한 여유 자금이 감소하게 되면, 기업의 외부자금에 대한 의존도가 더 높아지게 되고, 이는 기업의 외부자금조달비용을 증가시켜 결과적으로 기업이 신규로 발행하는 채권의 신용등급에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

둘째는, 퇴직급여채권이 다른 회사채에 비해 상대적으로 우선변제순위를 가짐으로써 다른 회사채 투자자들의 위험에 대한 노출 정도가 증가하게 되고, 이로 인해 기업의 신용등급이 낮아지게 되는 경로이다. 앞서 언급하였듯이 우리나라의 근퇴법에서는 퇴직금 및 퇴직연금제도의 급여는 담보된 채권을 제외하고는 조세·공과금 및 다른 채권에 우선하여 변제되어야 한다고 규정하고 있다.¹⁸ 만일 퇴직급여 적립률이 낮은 기업에 투자하는 채권투자자들이 이를 사전에 인식하고 자신들이 투자한 채권이 더 높은 채무불이행위험에 노출되어 있다고 생각한다면, 이러한 투자자들의 기대가 회사채 신용등급에 반영되어 해당 기업의 회사채 신용등급이 낮아질 것으로 예상할 수 있다.

17 Myers & Majluf(1984)는 기업이 자금을 조달할 때 가장 조달비용이 적게 드는 방법부터 사용하게 되는데, 이에 따르면 기업은 내부유보자금, 위험이 낮은 부채, 위험이 높은 부채, 주식발행의 순으로 자금을 조달한다.

18 사용자에게 지급의무가 있는 퇴직금, 확정급여형 퇴직연금제도의 급여, 확정급여형 퇴직연금제도의 부담금 중 미납입 부담금 및 미납입 부담금에 대한 지연이자, 개인형 퇴직연금제도의 부담금 중 미납입 부담금 및 미납입 부담금에 대한 지연이자(이하 퇴직급여 등)는 사용자의 총재산에 대하여 질권 또는 저당권에 의하여 담보된 채권 외에는 조세·공과금 및 다른 채권에 대해 우선변제권을 가지며(근퇴법 제12조제1항), 그 중에서도 최종 3년간의 퇴직급여 등은 질권 또는 저당권에 의하여 담보된 채권에 대해서도 우선하는 최우선변제권을 가진다(근퇴법 제12조제2항).

나. 실증분석

분석을 위해 먼저 회사채 신용등급은 국내 신용평가기관 3사(한국자산평가, NICE신용평가, 한국신용평가)에서 제시하는 신용등급 중 가장 보수적인 수치를 사용하였다. 분석을 위해 평가등급을 점수로 전환하는 과정에서는 가장 높은 평가등급인 AAA에 1점을 부여하고 등급이 한 단계씩 낮아질수록 1점을 가산하는 방식을 택하였다. 즉, 신용등급이 낮아질수록 점수가 높아지는 구조이다. 회사채 신용등급별 점수 및 관측치의 분포는 다음의 <표 IV-3>에 제시되어 있다.

<표 IV-3> 회사채 신용등급의 점수 및 표본 분포

신용등급	점수	관측치
AAA	1	46
AA+, AA, AA-	2, 3, 4	110, 197, 266
A+, A, A-	5, 6, 7	226, 222, 236
BBB+, BBB, BBB-	8, 9, 10	135, 132, 94
BB+, BB, BB-	11, 12, 13	76, 73, 91
B+, B, B-	14, 15, 16	49, 53, 65
CCC+, CCC, CCC-	17, 18, 19	0, 57, 2
CC, C, D	20, 21, 22	6, 7, 30

퇴직급여 적립률과 회사채 신용등급 간의 관계를 개략적으로 파악하기 위해 2011~2018년 동안 회사채 신용등급과 전년도 퇴직급여 적립률을 비교한 결과, 퇴직급여 적립률이 높은 기업일수록 신용등급이 높은 경향이 있는 것으로 나타났다(<그림 IV-1>의 좌측 패널 참조). 그러나 이는 두 변수 간 단순 상관관계를 분석한 것이므로, 더 체계적인 분석을 위해 다음과 같은 기업고정효과(firm fixed effect) 패널회귀분석을 적립률 그룹별로 시행하였다.

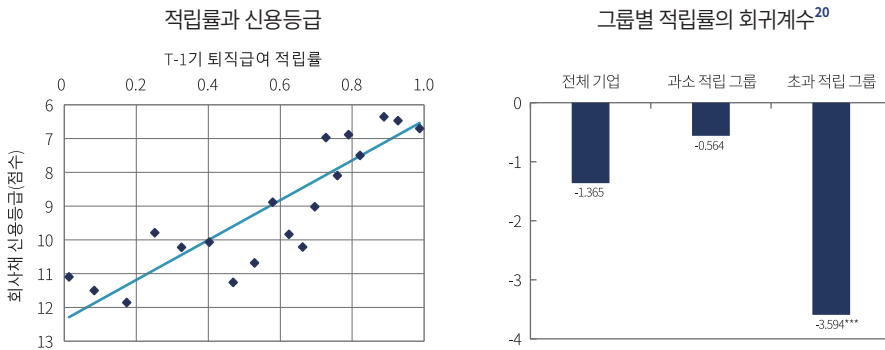
$$CR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FS_{i,t-1} + \beta_2 LV_{i,t-1} + \beta_3 TQ_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + y_t + \alpha_i + \epsilon_{i,t} \quad (식 1)$$

여기서 $CR_{i,t}$ 는 기업 i 의 t 기 회사채 신용등급, $FS_{i,t-1}$ 은 $t-1$ 기의 퇴직급여 적립률, $LV_{i,t-1}$ 은 $t-1$ 기의 부채비율, $TQ_{i,t-1}$ 은 $t-1$ 기의 Tobin's Q, $Size_{i,t-1}$ 은 기업규모(총자산의 자연로그 값), $ROA_{i,t-1}$ 은 $t-1$ 기의 ROA, 그리고 y_t 와 α_i 는 각각 연도더미변수, 기업고정효과를 나타낸다.¹⁹

19 회귀분석에 사용된 설명변수는 기존 선행연구에서 기업 신용등급에 영향을 미치는 것으로 알려진 변수들(부채비율, 수익성, 규모, 성장성 등)를 중심으로 선택하였다.

<그림 IV-1>의 우측 패널은 회귀분석 결과를 나타내고 있다. 전년도 퇴직급여 적립률($FS_{i,t-1}$)의 계수는 초과 적립 그룹에 대하여 유의한 음(-)의 값을 보이고 있어 적립률이 높을수록 신용위험이 낮아지는 것을 확인할 수 있다. 한편, 전체 기업 및 과소 적립 그룹의 경우에도 통계적 유의성은 높지 않으나 예상한 바와 같이 적립률의 계수가 음(-)의 값을 보이고 있다. 결과적으로, 퇴직급여 적립률 수준은 기업의 재무위험에 유의한 영향을 미치는 추가적인 요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다.

<그림 IV-1> 퇴직급여 적립률과 회사채 신용등급



- 주 : 1) 좌측 패널의 각 점은 전체 표본을 적립률 순서에 따라 동일 크기의 20개 그룹으로 나눈 뒤 각 그룹의 적립률과 신용등급의 평균을 표시한 것임
- 2) 과소 및 초과 적립 그룹은 연도별 최소적립율(2011~2013년 60%, 2014~2015년 70%, 2016~2018년 80%)을 기준으로 분류²¹
- 3) 회사채 신용등급 점수(좌측패널 세로축)가 감소할수록, 적립률의 회귀계수(우측패널 세로축)가 감소할수록 신용등급이 상향됨을 의미
- 4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

자료: DataGuide

IV. 결론 및 시사점

본고는 국내 상장기업의 퇴직급여채무 적립률 현황과 적립률 그룹별 재무적 특징을 살펴보고, 퇴직급여채무 적립률이 기업의 신용위험에 미치는 영향을 분석하였다. 주요 분석결과를 요약하

20 전체 기업을 대상으로 한 패널회귀분석에서 적립률을 제외한 다른 변수들의 계수는 부채비율 4.567***, Tobin's Q -0.448***, 기업규모 -1.051***, ROA -7.597**이며, R2는 전체 기업에서 11.3%, 과소 적립 그룹에서 18.7%, 초과 적립 그룹에서 13.3%임

21 예를 들어, 2015년의 적립률이 75%인 기업은 초과 적립 그룹으로 2018년의 적립률이 75%인 기업은 과소 적립 그룹으로 분류됨

면, 첫째, 퇴직급여채무의 최소적립비율이 상향 조정되고 있는 가운데 상장기업의 퇴직급여채무 적립률 수준이 전반적으로 개선되고 있다. 둘째, 퇴직급여채무 적립률이 높은 기업은 기업 규모가 크고, 높은 수익성과 낮은 성장성을 보이며, 직원들의 평균 근속연수 및 급여수준, 법인세율이 더 높은 것으로 나타난다. 셋째, 퇴직급여채무 적립률이 높을수록 기업 신용등급이 상승하는 것으로 나타나, 퇴직급여채무 적립률이 기업의 신용위험에 유의한 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.

우리나라의 경우 다른 선진국에 비해 퇴직연금제도가 도입된 기간이 상대적으로 짧아 아직 퇴직급여부채가 총자산에서 차지하는 비중이 그리 높지 않고, 또한 DB형의 퇴직급여가 연금이 아닌 일시금의 형태로 지급되고 있는 점 등을 고려할 때 과거 선진국에서와 같이 퇴직연금부채가 기업에 심각한 위협으로 작용할 가능성은 현재로서는 높지 않다고 생각할 수도 있다.²² 그러나 급속한 고령화, 저성장·저금리 추세의 지속, 새로운 회계기준 도입에 따른 퇴직급여채무 평가방식의 변화 등 퇴직연금제도를 둘러싼 기타 환경적 변화를 고려할 때 향후 우리나라 기업의 퇴직급여채무 규모와 변동성은 지속적으로 증가할 것으로 예상되며, 장기적으로 우리나라에서도 퇴직연금부채가 기업에 상당한 재정적 부담을 초래할 가능성을 완전히 배제할 수는 없을 것이다.

퇴직급여채무 적립률이 기업의 신용등급에 유의한 영향을 미치고 있다는 본고의 분석결과는 퇴직급여채무에 대한 기업의 인식 제고와 퇴직급여 사외적립금의 운용의 효율화를 위한 노력이 필요함을 시사한다. 개별기업들은 퇴직연금을 과거의 퇴직금과 같이 직원의 퇴직 시 지급하는 상여금 정도로 간주할 것이 아니라 퇴직연금을 중요한 재무활동의 하나로 인식하고 적립금 운용에 더욱 적극적으로 개입할 필요가 있다. 근본적으로 퇴직연금제도의 도입, 퇴직급여채무 적립금의 납입, 적립금 자산에 대한 운용 지시 등 일련의 과정에서 의사결정의 주체는 바로 기업이기 때문이다. 또한, 기업은 근로자의 퇴직연금 위탁자로서 연금자산을 운용하는 금융회사에 대한 관리·감독과 주의의무를 충실히 이행할 필요가 있다. 물론, 기업이 퇴직급여 관리 주체로서 역할에 충실하기 위해서는 적립된 자산이 다양한 상품에 투자할 수 있는 제반 여건이 조성되어 있어야 할 것이며, 이를 위해 자산운용업계는 다양한 관련 상품과 서비스를 개발하는 등의 노력을 기울여야 할 것이다.

22 미국의 2000년대 초반 IT버블 붕괴 이후 주가와 금리가 모두 하락하면서 확정급여형 퇴직연금 가입 비중이 높은 철강·항공·자동차 등 전통적인 제조업 기업들의 퇴직연금 재정이 급속히 악화되었고 이로 인해 일부 기업은 경영위기에 직면하기도 하였다. 대표적인 사례로 GM의 자회사인 델파이(Delphi)는 연매출액의 약 30%에 이르는 연금지급액을 건디지 못하고 2005년에 법원에 파산보호를 신청하였다.

참고문헌

- 강정연 · 고종권, 2014, 기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향, 『회계학연구』 39(1), 147-183.
- 김재철 · 홍원구, 2013, 『인구고령화와 우리나라 자본시장 II: 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환』, 자본시장연구원 연구보고서 13-03.
- 이명곤 · 인창열, 2019, 유효법인세율과 순확정급여부채, 『회계 · 세무와 감사 연구』 61(1), 209-236.
- 이인로 · 김동철, 2015, 회계정보와 시장정보를 이용한 부도예측모형의 평가 연구, 『재무연구』 28(4), 626-666.
- 지승용 · 성주호 · 김영식 · 한동, 2017, 확정급여형(DB) 퇴직연금의 지급능력 위험이 기업 재무위험에 미치는 영향: KOSPI200 기업을 중심으로, 『리스크관리연구』 28(4), 73-93.
- 최종서 · 노정희, 2017, 확정급여형 퇴직급여채무 대비 연금자산의 적립수준이 회사채 신용등급에 미치는 영향, 『한국증권학회지』 46(2), 305-342.
- 최동춘 · 서정록, 2013, 기업지배구조와 조세회피의 관계, 『회계연구』 18(1) 1-27.
- 홍원구, 2015, 『DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 비교: 투자위험을 중심으로』, 자본시장연구원 연구보고서 15-02.
- Cardinale, M., 2007, Corporate pension funding and credit spreads, *Financial Analysts Journal* 63(5), 82-101.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K., 2007, Trade-off and pecking order theories of debt, *Handbook of Empirical Corporate Finance*.
- Ippolito, R.A., 1985, The labor contract and true economic pension liabilities, *The American Economic Review* 75(5), 1031-1043.
- Mckillop, D., Pogue. M., 2009, The influence of pension plan risk on equity risk and credit ratings: A study of FTSE 100 Companies, *Journal of Pension Economics and Finance* 8(4), 405.

Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13(2), 187-221.

Rauh, J.D., 2006, Investment and financing constraint: Evidence from the funding of corporate pension plans, *The Journal of Finance* 61(1), 33-71.