



# 퇴직급여 부채와 기업재무

---

2019.11.25.월

연구위원 권민경, 박혜진

# 목 차

---

1

연구의 배경 및 목적

2

퇴직급여 부채와 기업의 적립부담

3

퇴직급여 적립률과 기업 신용위험

4

결론 및 시사점

# 1

## 연구의 배경 및 목적

# 연구의 배경

- 최근 퇴직급여 부채의 급속한 증가추세
  - ▶ 2018년말 사외적립금 규모 190조원, 전년 대비 12.8% 증가 (금융감독원)
- 국내 기업은 퇴직급여 재정관리에 대한 관심이 높지 않음
  - ▶ (원인) 선진국 대비 짧은 퇴직연금제도 도입 역사, 기존 퇴직금제도와 유사성 등으로 퇴직급여 부채가 전체 기업재무에서 차지하는 비중이 상대적으로 낮기 때문
- 해외 주요 선진국은 퇴직급여부채가 기업재무에 미치는 영향에 대해 활발히 연구
  - ▶ (예) 퇴직급여 재정상태가 기업의 신용위험, 자본조달비용, 투자 지출 등 기업재무 전반에 미치는 광범위한 효과에 대해 주목, 관련 연구가 활발히 진행
- 향후, 기업재무에서 퇴직급여 재정관리의 중요성 증가 가능성
  - ▶ 저성장, 저금리, 고령화, 새로운 회계기준 도입 등 환경 변화
  - ▶ 퇴직급여 부채의 규모 및 변동성 증가 예상

# 연구의 목적

- (주요 목적) 기업재무 관점에서 퇴직급여 재정관리의 중요성 고찰
- 상장기업의 퇴직급여 부채 규모 및 기업의 적립부담
  - › 국내 상장기업의 퇴직급여 부채 규모 현황
  - › 사외적립자산 운용수익률 저하에 따른 기업의 적립부담금 증가분 추정
- 퇴직급여 사외적립률이 기업 신용위험에 미치는 영향 분석
  - › 국내 상장기업의 퇴직급여 적립률 현황
  - › 퇴직급여 적립률이 높은 기업과 낮은 기업 간 특성 비교
  - › 퇴직급여 적립률이 기업 신용위험에 미치는 영향 분석

# 2

## 퇴직급여 부채와 기업의 적립부담

# 분석자료

## ○ (출처)사업보고서 내 개별재무제표의 퇴직급여 관련 주석사항

› 금융감독원 오픈API\*를 활용해 웹 스크레이핑 방식으로 수집

- 확정급여 미도입 기업, 표기 오류 기업, 주석 기재양식 다른 기업은 제외

\* 오픈 API (Application Programming Interface) : 웹사이트에서 보유한 기능을 누구나 이용할 수 있도록 공개한 프로그래밍 인터페이스

## ○ (대상) 2014~2018년 기간 동안 12월 결산 상장법인 (\* 2014년 이후 퇴직급여부채 주석 기재사항 강화)

› 자본총계 기준, 94%(총 6,011조원 중 5,626조원)를 커버하는 기업-연도별 관측치 6,363개

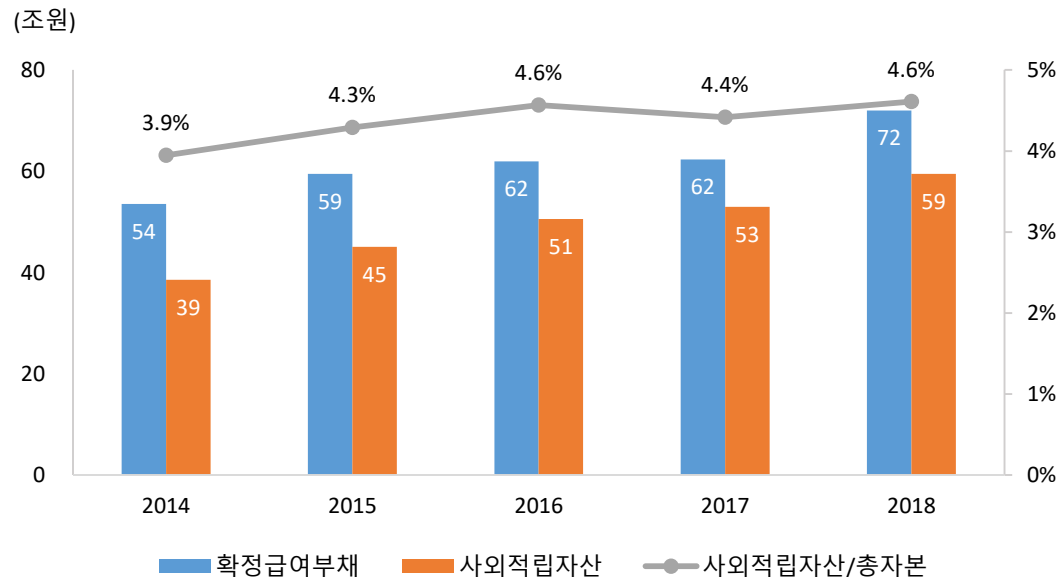
분석대상 규모

연도	기업 수(개)		자본총계(조원)	
	전체	분석대상	전체	분석대상
2014	1,660	1,136	1,051	977
2015	1,778	1,237	1,119	1,051
2016	1,857	1,274	1,182	1,108
2017	1,924	1,330	1,283	1,200
2018	1,995	1,386	1,375	1,290
계	9,214	<b>6,363 (69%)</b>	6,011	<b>5,626 (94%)</b>

# 확정급여부채 및 사외적립자산 현황

- 확정급여부채와 사외적립자산의 규모 및 총자본 대비 비중은 증가 추세
  - › 2018년 기준 확정급여부채 **72조원**, 사외적립자산 **59조원** → 순부채 13조원
    - 집계기간 중 확정급여부채와 사외적립자산은 각각 **연평균 8%, 11%씩 증가**
  - › 총자본 대비 사외적립자산 비중은 4.6%를 기록

확정급여부채 및 사외적립자산 규모의 연도별 추이





# 기업의 부담 요인 및 실제 지출 금액

○ 최근 5년 동안 매년 확정급여부채 변동에 따라 누적된 기업 부담 금액은 총 49.8조원

‣ (구성) 당기근무원가(80%)+이자비용(18%)+운용수익(-9%)+기타(11%)=100%

⇒ 운용수익이 이자비용을 크게 하회(|-9%| < 18%)

‣ 실제 지출액(사외적립+직접지급)은 54.2조원이며, 차액(4.4조원)은 부족분 해소에 사용

확정급여부채 관련 기업의 부담 금액 및 실제 지출 금액

(단위: 조원)

연도	부담 요인 (A)					실제 지출 (B)			부족분 적립 (B-A)
	당기원가	이자비용	(운용수익)	기타*	합계	사외적립	직접지급	합계	
2014	7.4	1.9	-0.8	3.9	12.4	10.7	2.3	13.0	0.7
2015	8.2	1.8	-0.9	2.0	11.0	8.0	4.0	12.0	1.0
2016	8.3	1.7	-0.8	-2.0	7.1	9.0	1.4	10.3	3.2
2017	7.7	1.7	-0.8	-1.8	6.8	7.3	1.5	8.9	2.1
2018	7.9	2.0	-0.9	3.4	12.5	8.1	1.8	9.9	-2.6
합계	39.6 (80%)	9.0 <b>(18%)</b>	-4.3 <b>(-9%)</b>	5.4 (11%)	<b>49.8</b> (100%)	43.2 (80%)	11.0 (20%)	<b>54.2</b> (100%)	<b>4.4</b>

주: 당기근무원가= 당해 근무용역에 따라 발생하는 확정급여채무의 증가액, 이자비용=확정급여부채\*할인율, 운용수익=사외적립자산의 운영에 따른 수익, 기타 요인은 임금상승률/할인율 변화, 전입/전출, 합병 등 다양한 원인에 의해 발생

# 부족분 적립 및 운용수익률 제고 필요성

## ● 기업의 퇴직급여 사외 적립 부담 완화 방법:

- ▶ 더 많은 적립금 납입을 통한 '과소적립 해소'
- ▶ 적립금 '운용수익률 제고' ('운용수익률 ≥ 할인율'인 경우, 운용수익이 이자비용을 상쇄)

## ● 최근 5년 동안 운용수익률은 할인율을 크게 하회\*

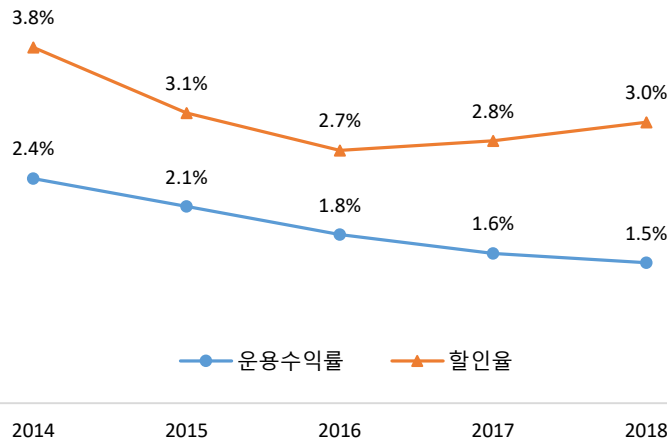
- ▶ 2017~2018년도 할인율 상승에도 불구하고 수익률은 지속 하락
- ▶ 특히, 작은 기업일수록 운용수익률이 저조

\* 운용수익률과 할인율의 추정

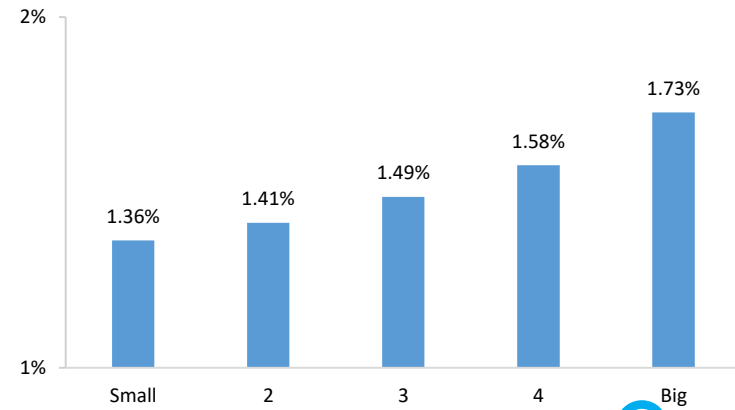
$$\text{운용수익률} = \frac{\text{이자수익} + \text{재측정}}{\text{기초/기말 사외적립의 평균}}$$

$$\text{할인율} = \frac{\text{이자비용}}{\text{기초/기말 확정급여부채의 평균}}$$

운용수익률과 할인율 추이



기업의 자산규모에 따른 운용수익률 비교



주: 연도별 운용수익률 중간값의 5개년 평균

# 운용수익률 차이에 따른 기업 부담금 변화

## ○ 운용수익률 제고의 경제적 효과 시뮬레이션:

### › 과거 5개년 연간 수익률 **1%p** 증가 시, 총 **2.5조원** 절감

- 누적 운용수익 4.3→6.7조원 증가, 누적 부담금 49.8→47.3조원 감소 ⇒ 총 2.5조원 절감

### › 향후 5개년 연간 수익률 **1%p** 증가 시, 총 **3.7조원** 절감

- 누적 운용수익 7.3→11조원 증가, 누적 부담금 63.3→59.6조원 감소 ⇒ 총 3.7조원 절감

과거 5개년 시뮬레이션 결과

(단위: 조원)

수익률	누적 운용수익	누적 기업 부담금
-2%p	-0.3	54.4
-1%p	1.9	52.1
<b>현행</b>	<b>4.3</b>	<b>49.8</b>
<b>+1%p</b>	<b>6.7</b>	<b>47.3</b>
+2%p	9.3	44.7

향후 5개년 시뮬레이션 결과

(단위: 조원)

수익률	누적 운용수익	누적 기업 부담금
1%	3.7	67.0
<b>2% (가정)</b>	<b>7.3</b>	<b>63.3</b>
<b>3%</b>	<b>11.0</b>	<b>59.6</b>
4%	14.7	56.0
5%	18.3	52.3

# 3

## 퇴직급여 적립률과 기업 신용위험

# 분석자료

- (대상) 2011~2018년 기간 동안 상장기업 중 결산월이 12월인 제조업 기업
  - › 2011년 한국채택국제회계기준(K-IFRS) 도입으로 퇴직급여 부채 평가방식이 변화
    - 과거 K-GAAP에서는 퇴직급여 부채를 '청산가치적립방식'에 따라 산정
    - K-IFRS에서는 **보험수리적 가정\***을 바탕으로 한 '**예측단위적립방식**'에 따라 산정
  - › 법인세차감전이익이 음(-)인 기업 제외 (유효법인세율\*\* 측정 시 왜곡 가능성)
    - 최종적으로, 총 16,168개의 기업-연도 불균형 패널
- (출처) DataGuide, 각사 사업보고서(연결재무제표)
  - › 신용위험에 대한 분석으로, 연결자회사의 위험 고려
- 주요 변수:
  - › **적립률** = (사외적립자산/퇴직급여채무)\*100
  - › **신용등급** = 국내 신용평가3사\*\*\*에서 제시하는 회사채 신용등급 중 가장 보수적인 등급
    - 분석을 위해 신용평가등급을 점수로 전환
    - AAA등급에 1점 부여, 한 단계 낮아질수록 1점을 가산, 가장 낮은 D등급은 22점 부여 ([부록참조](#))
    - 즉, 등급이 높아질수록 점수는 낮아짐

\* 보험수리적 가정에는 인구통계적(이직률, 조기퇴직률, 사망률 등) 및 재무적 가정(할인율, 임금상승률 등) 이 포함

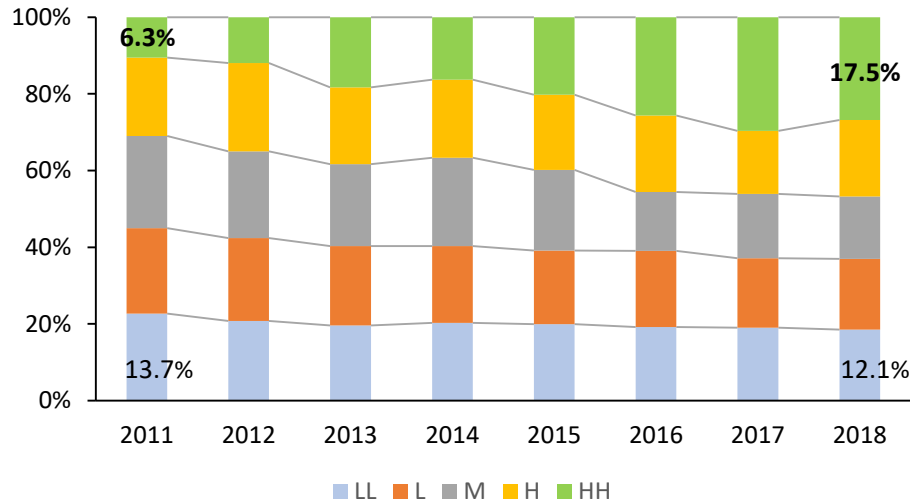
\*\* 유효법인세율=법인세비용/법인세차감전이익

\*\*\* 한국신용평가, NICE신용평가, 한국자산평가

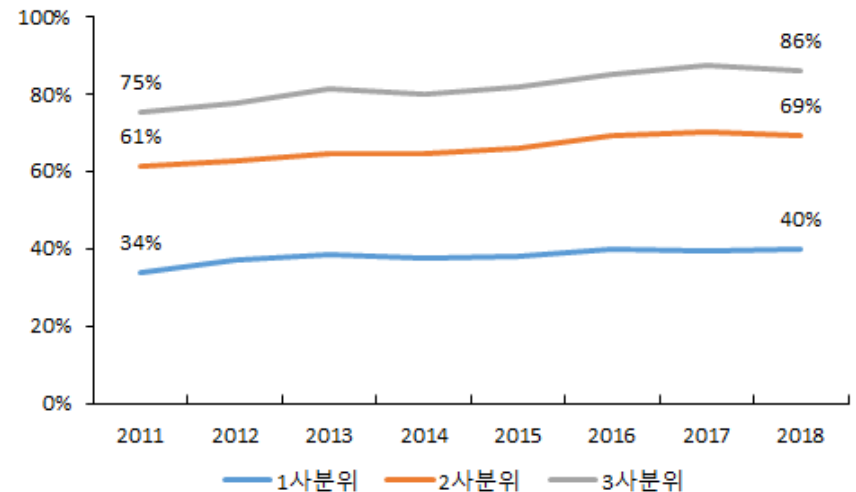
# 상장기업의 퇴직급여 적립률 현황

- 분석기간 동안 국내 상장사의 퇴직급여 적립률은 점차 개선되는 추세
  - ▶ 적립률 85%이상 상위(HH)그룹 비중 2011년 **6.3%** → 2018년 **17.5%**로 상승
    - 적립률 30%미만 하위(LL)그룹 비중 13.7% → 12.1%로 소폭 하락
  - ▶ 적립률 중간값 2011년 **61%** → 2018년 **69%**로 증가
    - 1사분위(34%→40%), 3사분위(75%→86%)도 모두 증가

퇴직급여 적립률 그룹 비중의 연도별 추이



퇴직급여 적립률의 연도별 추이



주: 좌측은 전체 표본을 대상으로 적립률 절대값에 따라 동일 크기의 5개 그룹(LL, L, M, H, HH)으로 분류한 뒤 연도별 상대 비중을 표시(각 그룹별 평균 적립률은 LL 14%, L 45%, M 65%, H 79%, HH 92%), 우측은 연도별 표본을 대상으로 1사분위(25%), 2사분위(50%), 3사분위(75%) 값을 표시

# <참고> DB형 퇴직연금의 최소적립비율

- 기업은 미래 퇴직급여 지급능력 확보를 위해 충분한 자산을 미리 적립할 필요
  - › 근퇴법 제16조: DB를 도입한 기업에 대해 기준책임준비금 대비 사외적립자산의 최소비율을 정하여 그 이상 적립하도록 의무화
- DB형 퇴직연금 부채에 대한 사외적립의무는 지속적으로 강화되는 추세
  - › 2019년 현재 최소적립비율 90%, 2021년부터 100%로 상향 예정

DB 퇴직연금의 기간별 최소적립비율

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

# 적립률이 높은 기업과 낮은 기업의 특징

- 규모가 크고, 수익성이 높고, 법인세율이 높은 기업에서 퇴직급여 적립률이 높음
  - ▶ 수익성이 좋고, 재무상태가 건전한 기업에서 적립금 납입이 잘 이뤄지고 있음
  - ▶ 세금 절감 목적의 사외적립금 납입 유인이 존재
    - 단, 이는 집단 간 평균 비교이므로, 엄밀한 분석을 위해서는 다른 변수들을 통제할 필요([부록 참고](#))

퇴직급여 적립률 그룹별 기업특성 비교

분류	기업특성	적립률 그룹별 평균값					설명
		LL(낮음)	L	M	H	HH(높음)	
규모	총자산(억원)	11,783	19,867	17,776	18,375	31,346	• 규모가 클수록 적립률이 높음
수익성	ROA	0.006	0.021	0.036	0.048	0.051	• 수익성이 높을수록 적립률이 높음
	ROE	-0.163	-0.073	-0.010	0.019	0.047	
유동성	현금흐름비율	0.001	0.024	0.044	0.060	0.065	• 현금흐름이 좋을수록 적립률이 높음
건전성	부채비율	2.411	2.092	1.423	1.076	0.918	• 재무상태가 좋을수록 적립률이 높음
	신용등급	10.89	10.57	9.29	7.37	6.23	
성장성	Tobin's Q	1.825	1.803	1.438	1.464	1.445	• 성장성이 높을수록 적립률이 낮음
세금	유효법인세율(%)	15.63	17.21	20.42	22.37	22.42	• 세율이 높을수록 적립률이 높음

주: ROA=영업이익/총자산, ROE=영업이익/자기자본, 현금흐름비율=영업활동현금흐름/총자산, 부채비율=총부채/총자산, Tobin's Q=(부채+시가총액)/총자산, 신용등급=국내 신용평가사3사에서 제시하는 회사채 신용등급 중 가장 보수적인 등급을 점수화(AAA등급에 1점, 등급이 한 단계씩 하락할수록 1점씩 가산), 유효법인세율=(법인세비용/법인세차감전이익)\*100



# 퇴직급여 적립률과 기업 신용위험 분석 개요

## ○ 연구 질문:

› 퇴직급여 적립률이 기업 신용위험에 미치는 영향

- "퇴직급여 적립률이 낮은 기업일수록 회사채 신용등급이 하락하는가?"

## ○ 퇴직급여 사외적립률이 기업 신용위험에 영향을 미치는 경로:

(1) 추가 적립금 납입에 따른 **미래 현금 유출**로 인한 기업 신용등급 하락 가능성

- 적립률이 낮은 기업일수록 최소적립비율 충족을 위해 더 많은 적립금 납입이 필요하며, 이로 인해 **기업의 현금자산 감소 → 유동성 리스크 증가 → 기업 신용등급 하락**

(2) **다른 무담보채권** 투자자에 대한 **채무불이행 위험 증가**로 인한 기업 신용등급 하락 가능성

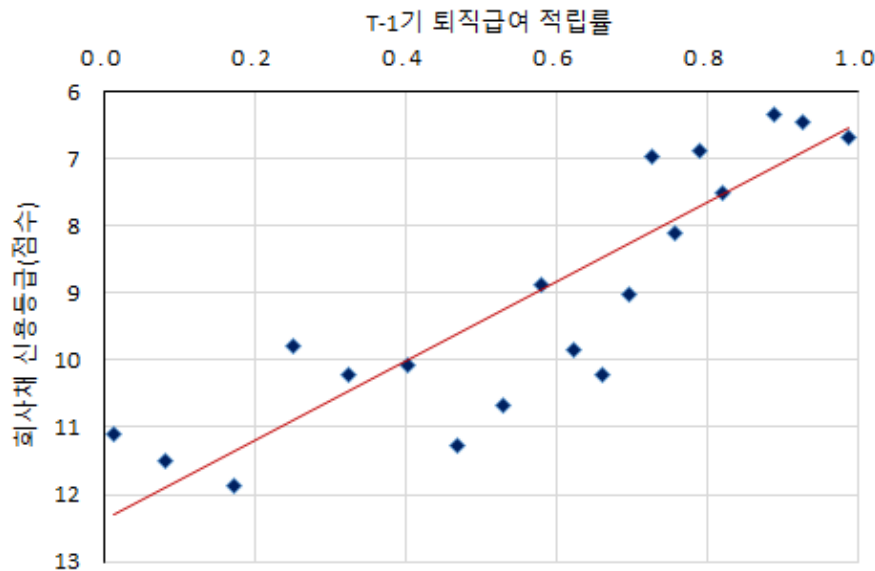
- 기업 파산 시, 퇴직급여채권은 다른 무담보회사채에 비해 우선하여 변제됨(근퇴법 제 12조)
- 퇴직급여 적립률이 낮은 기업에 대한 채권투자자들은 **더 높은 채무불이행 위험에 노출** → 이러한 투자자들의 기대가 회사채 신용등급에 반영 → 기업 신용등급 하락

# 퇴직급여 적립률과 기업 신용위험

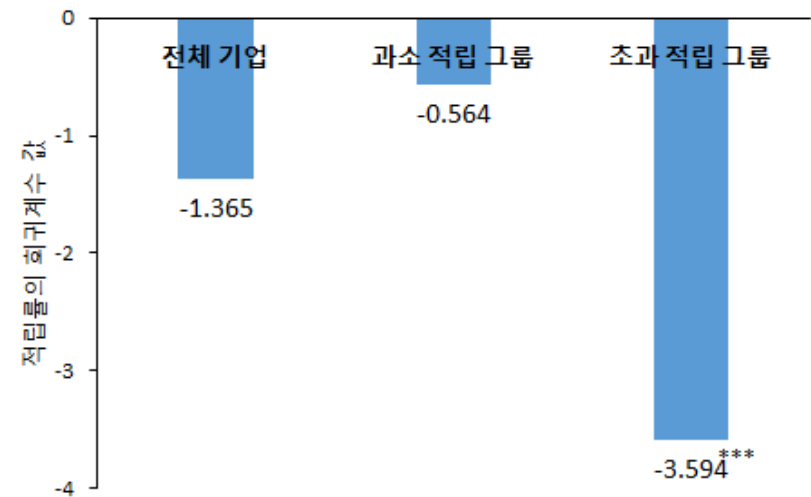
## ○ 퇴직급여 적립률이 기업 회사채 신용등급에 미치는 영향 분석:

- ▶ 기업 신용등급은 기업규모, 부채비율, 수익성, 성장성 등에도 영향을 받음
  - 이를 통제한 기업패널회귀분석을 통해 퇴직급여 적립률과 신용등급 관계를 분석
- ▶ **(결과)** 초과적립그룹에서 **적립률의 계수가 유의한 음(-)의 값(-3.594\*\*\*)**을 보임
  - 즉, **적립률이 높을수록 신용등급이 우수**

T-1기 퇴직급여 적립률과 T기 기업 신용등급의 상관관계



퇴직급여 적립률의 회귀계수 값



주: 좌측의 각 점은 전체 표본에 대해 적립률 순서에 따라 동일 크기의 20개 그룹으로 나눈 다음, 각 그룹의 적립률 및 신용등급 평균을 표시, 우측은 기업고정효과(firm fixed effect) 패널회귀분석의 적립률의 회귀계수 값을 나타냄(다른 설명변수의 회귀계수는 부채비율 4.567\*\*\*, Tobin's Q -0.448\*\*\*, 기업규모 -1.051\*\*\*, ROA -7.597\*\*이며, R2는 전체 기업대상 11.3%, 과소적립그룹대상 18.7%, 초과적립그룹대상 13.3%), 추가적인 내생성 통제를 위해 설명변수는 직전연도 수치를 사용, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%수준에서 통계적으로 유의함을 의미

# 4

## 결론 및 시사점

# 결론 및 시사점

## ○ 퇴직급여부채 재정관리의 중요성 확인

1. 퇴직급여 부채 및 자산 규모가 지속적으로 증가하는 가운데, 적립금 운용수익률 개선을 통한 기업 부담금 절감 노력 필요
  - 향후 5개년 시뮬레이션 결과, 운용수익률 1%p증가 시 기업 부담금 3.7조원 절감
2. 퇴직급여 재정관리는 기업 재무활동의 중요한 요소이며, 개별 기업은 적립금 운용에 보다 관심을 가지고 적극적으로 개입할 필요
  - 퇴직급여 적립률이 높은 기업일수록 신용등급이 우수
3. 관련하여, 자산운용업계는 적립금의 효율적 운용 환경 조성을 위해 다양한 상품을 개발, 제공할 필요



**Thank You!**

# 부록

# 적립률 결정요인 회귀분석 결과

- 규모가 작고, 업력이 짧고, 성장성이 높고, 재무상태가 좋지 않은 기업일수록 적립률이 낮음
    - 한편, 법인세율 계수는 유의한 양(+)의 값을 보여, 세금절감 위한 적립금납입 유인이 존재함을 시사
      - 퇴직급여 사외적립금은 비용으로 처리되지 않으면서 일정한도 내에서 손금 산입이 가능(법인세법 시행령 제442조의2)
- [\(<< 이전 슬라이드로 돌아가기\)](#)

## 퇴직급여 사외적립률 결정요인 회귀분석 결과

	예상	회귀계수 값
기업규모(총자산의 로그 값)	+	<b>0.050***</b>
업력(년)	+ 또는 -	<b>0.014**</b>
현금흐름비율	+ 또는 -	-0.022
총자산성장률	-	<b>-0.045**</b>
유효세율	+	<b>0.021*</b>
ROA	+	<b>0.358***</b>
ROA변동성	-	0.001
부채비율	-	<b>-0.272***</b>
Tobin's Q	-	-0.003

주: 적립률을 종속변수로 하는 기업고정효과모형(firm fixed effect) 패널회귀분석결과, 연도 및 산업더미 포함  
(관측수=4,720, R-squared =0.144)

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

# 회사채 신용등급의 점수 변환표

- 분석을 위해 회사채 평가등급을 다음과 같이 점수로 변환
  - › 가장 높은 등급인 AAA에 1점, 등급이 한 단계씩 낮아질수록 1점 가산

퇴직급여 적립률에 영향을 미치는 요인

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