



퇴직연금(DC형과 개인형 IRP)의 원리 금보장형 편중 원인파 시사점

최장훈 연구위원

- 우리나라의 퇴직연금 적립금 규모는 매년 증가하고 있으나, 퇴직연금의 수익률은 매우 낮아 노후보장 수단으로 미흡하다는 우려가 있음
 - 퇴직연금 수익률이 낮은 이유는 실적배당형 상품보다 원리금보장형 상품이 선호되기 때문이라는 지적이 있음
 - 본고에서는 원리금보장형 상품이 선호되는 원인에 대하여 살펴보고자 함
- 원리금보장형 상품이 선호되는 원인을 살펴보기 위해 원리금보장형 상품과 실적배당형 상품의 수익률과 수익률의 변동성을 비교함
 - 일반적으로 가입자는 수익률이 높은 상품을 선택하고, 수익률의 위험(변동성)이 큰 상품은 선택하지 않으려는 경향이 있음
 - 원리금보장형 상품과 실적배당형 상품의 위험수준을 같도록 조정한 후, 각각에 대해 무위험수익률(CD 수익률)을 초과하는 초과수익률(Sharpe Ratio)을 비교함
- 원리금보장형 상품의 선호도가 높은 원인은 실적배당형 상품의 수익률이 원리금보장형 상품보다 더 높지만, 수익률의 리스크인 편차가 커서 체감수익률은 오히려 낮기 때문임
 - 위험을 조정한 수익률(Sharpe Ratio)을 비교해 보면, 원리금보장형 상품이 실적배당형 상품보다 DC형과 개인형 IRP의 경우 각각 3배와 2배 더 높은 것으로 나타남
- 원리금보장형 퇴직연금의 수익률이 매우 낮으므로 수익률과 안정성을 높이기 위한 노력과 제도적 보완이 필요함
 - 적극적인 투자를 하되 수익률의 변동성을 줄이기 위해서는 투자포트폴리오를 다변화하고 최저보증이율과 같은 제도적 보완이 필요함
 - 퇴직연금 사업자들 간 경쟁을 유도하기 위해 사업자 등급제를 시행하여 퇴직연금에 대한 신뢰성을 제고할 필요가 있음

1. 검토배경



- 우리나라는 고령화와 기대수명의 증가로 노후대비의 필요성이 높아지고 있으나, 국민연금의 재정불안정과 낮은 소득대체율로 인해 퇴직연금의 역할이 중요해지고 있음
 - 빠른 고령화 속도와 경제성장률 하락 추세로 인해 국민연금 재정이 예상보다 악화될 것으로 우려되고 있음¹⁾
 - 국민연금의 40년 가입 시 소득대체율²⁾은 2017년 45%에서 2028년 40%로 인하될 예정임
 - 하지만 2017년 기준, 실제 가입기간이 20년 미만으로 실질 소득대체율은 24%에 불과한 것으로 나타남³⁾
 - 이는 2016년 기준 OECD 국가 평균 소득대체율인 52.9%보다 낮은 수준임⁴⁾
 - 퇴직연금은 모든 근로자를 대상으로 하는 준공적연금의 역할을 하므로 안정적인 연금급여의 확보가 노후대비에 매우 중요함
- 우리나라의 퇴직연금의 적립금 규모는 매년 증가하고 있으나, 퇴직연금의 수익률이 낮아 노후보장 수단으로 미흡하다는 우려가 제기되고 있음
 - 퇴직연금의 수익률은 2016년 1.58%, 2017년 1.88%으로 2017년의 경우에는 소비자 물가상승률인 1.9%보다도 낮은 수준으로 나타남
- 퇴직연금의 수익률이 낮은 이유가 원리금보장형 상품이 선호되기 때문이라는 지적이 있으므로, 이런 현상이 나타나고 있는 원인에 대해 살펴볼 필요가 있음
 - 퇴직연금 적립액 대비 원리금보장형 상품의 적립액 비중은 80~90% 수준에 달하고 있음
- 본고에서는 DC형과 개인형 IRP 퇴직연금의 적립금 및 수익률 현황과 원리금보장형 상품의 선호도가 높은 원인을 살펴보고 시사점을 찾아보고자 함

1) 조선비즈(2018. 3. 30), “국민연금 재정계산 결과 5월 이후 공개...기금 고갈시기 빨라진다”

2) 소득대체율은 국민연금 가입자의 평균소득 수준인 자의 전체 가입기간의 평균소득 대비 연금액 수준을 의미함

3) 보건복지부(2017. 11. 6), 「2017년 국민연금 소득대체율 현황」

4) OECD (2018), “Gross pension replacement rates”

- DB형 퇴직연금의 경우 원리금보장형 상품에 대한 선택권은 근로자와 관계없으므로, DB형 퇴직연금을 제외한 DC형 퇴직연금과 개인형 IRP에 대해서 그 원인을 살펴보고자 함⁵⁾

2. 퇴직연금(DC형과 개인형 IRP) 적립금운용 현황 및 특징 : 원리금보장형 vs 실적배당형



- 국내 퇴직연금의 규모는 지속적으로 늘어나고 있으나, 그 유형은 원리금보장형 상품 위주(80% 이상)로 구성되어 있음

- 우리나라 DC형과 개인형 IRP의 퇴직연금 적립금 규모는 2015년 36조 원, 2016년 46조 원, 그리고 2017년 56조 원으로 해마다 10조 원씩 늘어나고 있음(〈표 1〉 참조)
- DC형과 개인형 IRP 퇴직연금의 총 적립금 중에서 원리금보장형이 차지하는 비중이 2015년, 2016년, 그리고 2017년 각각 81.2%, 82.7%, 81.5% 수준임
- 2016년 기준으로 원리금보장형 상품은 예·적금(47.7% 비중), 금리확정·연동형 보험상품(42.9%), 원리금보장형ELB⁶⁾(7.9%) 순으로 운용되고 있음⁷⁾
 - 실적배당형 상품은 채권형·채권혼합형(84.7%)에 대부분 투자되며, 주식형은 8.1% 수준임

〈표 1〉 DC형과 개인형 IRP형 퇴직연금의 적립금 규모

(단위: 조 원, %)

구분		DC형	개인형 IRP	전체
2017. 12	전체	41(100.0)	15(100.0)	56(100.0)
	원리금보장	34(82.7)	12(78.3)	46(81.5)
	실적배당	7(17.3)	3(21.7)	10(18.5)
2016. 12	전체	34(100.0)	12(100.0)	46(100.0)
	원리금보장	28(82.9)	10(82.2)	38(82.7)
	실적배당	6(7.1)	2(17.8)	8(17.3)
2015. 12	전체	27(100.0)	10(100.0)	36(100.0)
	원리금보장	21(80.2)	8(83.6)	30(81.2)
	실적배당	5(19.8)	2(16.4)	6(8.8)

주: 괄호 안은 적립금 비중(%)

자료: 금융감독원

5) DB형의 전체 적립금 대비 원리금보장형 비중은 DC형과 개인형 IRP의 경우보다 더 높음
 6) 원리금보장형 ELS상품
 7) 이상우(2017), 『보험연구원 고령화리뷰 국내동향 제10호』

■ 이에 비해 미국, 영국, 그리고 호주의 퇴직연금에는 예·적금 및 채권 비율은 우리나라보다 낮은 반면, 주식 비율은 우리나라보다 높게 분포되어 있는 것으로 나타남(〈표 2〉 참조)⁸⁾

- 세 국가 모두 퇴직연금 적립액 중 40%이상을 국내외 주식에 투자하고 있으며, 주식투자 비중이 채권투자 비중보다 높음
- 영국과 호주에서는 해외 주식투자 비중이 국내 주식투자 비중보다 더 높음
- 세 국가 모두 퇴직연금 적립액 중 예·적금의 비율은 매우 낮음

〈표 2〉 미국, 영국, 호주의 퇴직연금 자산 포트폴리오(2016년 기준)

(단위: %)

국 가	예·적금	국내 주식	해외 주식	국내 채권	해외채권	부동산	기타	합계
미국	2	28	14	39	1	2	14	100
영국	2	16	29	31	5	8	9	100
호주	10	21	24	19	7	9	10	100

자료: UBS(2017)

■ 국내 퇴직연금의 수익률은 원리금보장형 상품의 경우, 2015년 2%대에서 2017년 1%대로 약간씩 하락하고 있는 추세인데 비해 실적배당형 상품의 경우는 연도별로 변동이 큰 것으로 나타남(〈표 3〉 참조)

- 원리금보장형의 경우 2015년 2.26%, 2016년 1.79%, 그리고 2017년 1.52%로 하락하는 추세를 보임
- 실적배당형의 경우 2015년에는 원리금보장형보다 약간 낮았고, 2016년에는 마이너스 수익률로 떨어졌으며, 2017년에는 다시 큰 폭으로 오름
- 이로 인해 퇴직연금 수익률은 2015년 2.16%, 2016년 1.35%, 그리고 2017년 2.48%로 U자형 추세를 보임

8) UBS(2017), "A long-term perspective"

〈표 3〉 DC형과 개인형 IRP형 퇴직연금의 연간수익률

(단위: %)

구분		DC형	개인형 IRP	전체
2017. 1 ~	전체	2.58	2.21	2.48
	원리금보장	1.64	1.19	1.52
2017. 12	실적배당	7.10	6.64	6.95
2016. 1 ~	전체	1.44	1.08	1.35
	원리금보장	1.91	1.45	1.79
2016. 12	실적배당	-0.52	-0.56	-0.53
2015. 1 ~	전체	2.40	1.50	2.16
	원리금보장	2.41	1.86	2.26
2015. 12	실적배당	2.35	1.25	2.09

주: 전체 수익률은 DB수익률을 제외한 DC형과 개인형 IRP의 수익률만 고려하여 산출 된 것임

자료: 금융감독원

■ 미국, 영국, 호주의 퇴직연금 수익률은 평균적으로 우리나라보다 높은 것으로 나타남(〈표 4〉 참조)

- 2012년부터 2016년까지 한국의 5년 평균 수익률은 3.2%로 미국의 5.6%, 영국의 7.1%, 그리고 호주의 8.4%보다 낮음

〈표 4〉 미국, 영국, 호주의 퇴직연금 수익률

(단위: %)

연도	미국	영국	호주	한국
2012	7.0	11.8	10.7	4.8
2013	12.9	7.5	12.4	3.8
2014	4.4	5.7	7.4	3.2
2015	-0.4	3.2	4.7	2.6
2016	4.1	-	6.6	1.4
평균	5.6	7.1	8.4	3.2

주: 2016년 미국 수익률은 개인연금이 포함된 수익률임

자료: SuperGuide; OECD(2016, 2017), "Pension Markets in Focus" ; 금융감독원(2016)

■ 2017년 기준으로 원리금보장형 퇴직연금의 수익률이 실적배당형의 수익률보다 낮음에도 불구하고 원리금보장형에 대한 선호현상은 과거와 크게 변하지 않고 있어 그 원인을 살펴볼 필요가 있음

- 원리금보장형 퇴직연금의 수익률이 2016년에는 더 높았으나, 2017년에는 실적배당형 상품이 높아짐
- 하지만, 동기간 전체 퇴직연금 적립금에서 원리금보장형이 차지하는 비중은 82.7%에서 81.5%로 크게 변하지 않음

3. 원리금보장형 퇴직연금(DC형과 개인형 IRP) 선호 원인



■ 원리금보장형 퇴직연금이 선호되는 원인으로 우리나라 퇴직연금 가입자의 손실회피성향이나 낮은 투자지식 등과 같은 정성적인 측면도 있으나 본고에서는 정량적인 측면에서 원인을 살펴보고자 함

■ 원리금보장형 상품이 선호되는 원인을 살펴보기 위해 원리금보장형 상품과 실적배당형 상품의 수익률과 수익률의 변동성을 비교함

- 일반적으로 가입자는 수익률이 높은 상품을 선택하려 하고 수익률의 위험(변동성)이 큰 상품은 선택하지 않으려는 경향이 있음
- 따라서 두 상품을 비교하기 위해서는 두 상품의 위험수준을 동일하게 조정한 후 수익률을 비교해야 함
- 원리금보장형 상품과 실적배당형 상품의 위험수준을 같도록 조정한 후, 각각에 대해 무위험수익률(CD 수익률)을 초과하는 초과수익률(Sharpe Ratio⁹⁾을 비교함

– $Sharpe\ Ratio = \frac{E(\text{수익률} - \text{무위험 수익률})}{\text{수익률 표준편차}}$ 으로 정의되므로 Sharpe Ratio가 높은 상품이 투자

가치가 더 높다고 볼 수 있음

– 위의 식에서 Sharpe Ratio가 높(낮)기 위해서는 수익률은 높(낮)거나 수익률의 표준편차는 낮(높)아야 함

■ 실적배당형 상품은 원리금보장형 상품보다 시장 수익률이 더 높지만 수익률의 가폭(편차)이 심해 수익률이 보다 안정적인 원리금보장형 상품이 더 선호되는 것으로 보임¹⁰⁾(표 5) 참조

- 실적배당형 상품의 평균 연 수익률은 원리금보장형 상품보다 DC형과 개인형 IRP에서 각각 0.82%p, 0.92%p 더 높은 것으로 나타남
- 연 수익률의 표준편차도 DC형과 개인형 IRP의 경우 각각 7.42%p, 6.58%p만큼 실적배당형 상품이 더 큰 것으로 나타남
- 위험을 조정한 초과 수익률을 비교하면, 원리금보장형 상품이 실적배당형 상품보다 DC형의 경우 3배, 개인형 IRP의 경우 2배 더 높게 나타남

9) Sharpe Ratio는 투자 효율 평가지표로 투자성과를 평가함에 있어 해당 투자의 위험을 조정해 반영하는 방식이며, 초과수익률을 수익률의 표준편차로 나누어 산출함. William F. Sharpe의 이름을 따 명명됨(위키백과)

10) 분석을 위해 사용한 데이터는 2010년 3분기부터 2018년 1분기까지의 금융감독원에서 제공한 자료의 분기별 수익률임

- 초과수익률 계산을 위해 적용한 무위험 수익률은 2010~2017년 시중은행 대표수익률의 평균인 2.40%임

〈표 5〉 퇴직연금 연 수익률 및 표준편차(2010년 3분기 ~ 2018년 1분기 평균)

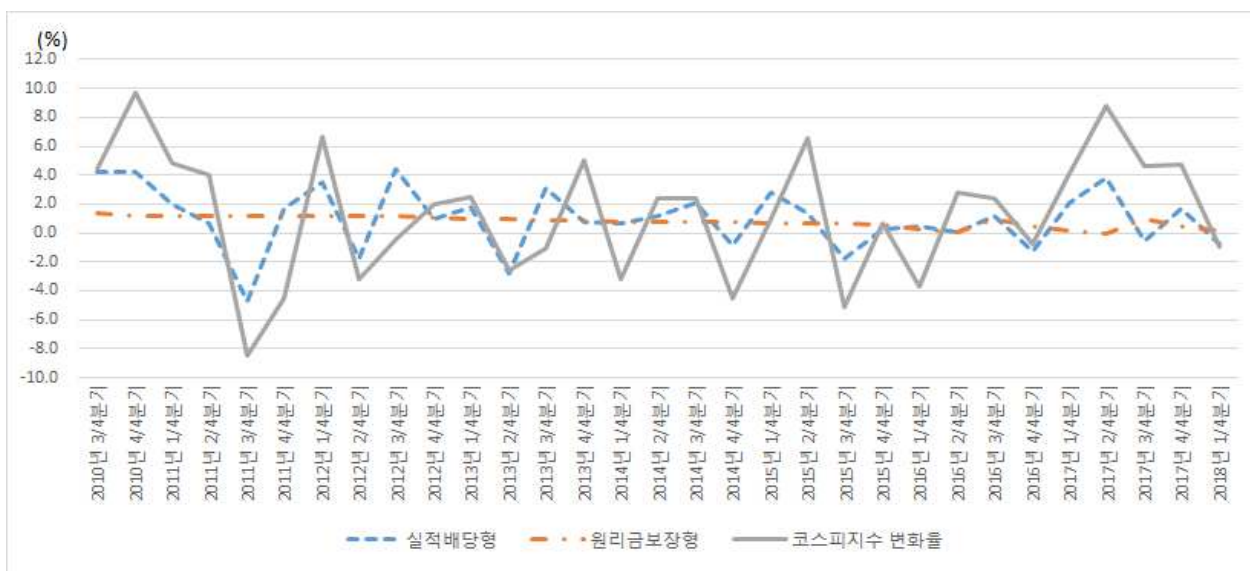
(단위: %)

상품	구분	수익률(①)	표준편차(②)	Sharpe Ratio[=(①-2.40)/②]
DC	원리금보장형	3.11	1.22	0.6
	실적배당형	3.93	8.64	0.2
개인형 IRP	원리금보장형	3.07	1.61	0.4
	실적배당형	3.99	8.19	0.2

주: Sharpe ratio 계산시 CD수익률 - 2010년 ~ 2017년 시중은행 대표수익률 평균인 2.40을 기준수익률 지표로 사용함
 자료: 금융감독원 자료로부터 직접 계산함

- 실적배당형 상품의 수익률이 주가의 영향을 얼마나 받는지 알아보기 위해 수익률과 코스피지수 변화율과의 상관성을 계산한 결과, 상관계수가 0.66으로 높게 나타남(〈그림 1〉 참조)
- 최근 몇 년 동안 우리나라 주식 변동성이 크게 나타나므로 주식에 집중적으로 투자하는 것은 수익률의 변동성을 크게 할 수 있다는 점에서 주의할 필요가 있음

〈그림 1〉 퇴직연금 수익률과 코스피 지수 변화를 추이



주: 데이터 적용 기간 - 2010년 3분기 ~ 2018년 1분기
 자료: 금융감독원

4. 시사점



- 정량적인 분석에 의하면 우리나라 퇴직연금 가입자가 원리금보장형 퇴직연금을 선호하는 원인은 실적배당형 상품의 변동성이 너무 크기 때문으로 볼 수 있음¹¹⁾
 - 수익률은 실적배당형 상품이 더 높지만 위험을 조정한 수익률은 원리금보장형 상품이 더 높게 나타남
- 원리금보장형 퇴직연금 편중 현상은 수익률을 더욱 낮출 수 있으므로 수익률을 높이고 이에 따른 위험(변동성) 증가를 줄이려는 노력이 필요함
 - 최근 원리금보장형 퇴직연금의 수익률은 낮아지고 있는 추세를 보임
- 이를 위해서는 실적배당형 상품과 같이 보다 적극적인 투자를 하되 주식 위주의 투자보다 투자포트폴리오 다변화로 위험을 분산시켜야 하며 최저보증이율과 같은 제도적 보완이 필요함
 - 해외사례에서와 같이 국내투자뿐만 아니라 해외투자도 적극적으로 할 필요가 있음
 - 미국, 영국, 호주의 경우 전체 주식 중 해외 주식 비중이 각각 33%, 64%, 53%에 달함
 - 최저연금적립금보증이 적용될 경우 수익률의 큰 하락을 막을 수 있어 변동성을 줄일 수 있음
 - 퇴직연금 사업자들 간 경쟁을 유도하여 퇴직연금에 대한 신뢰성을 제고할 필요가 있음
 - 예를 들어, 독립된 전문기관에 의한 사업자 등급제를 시행하면 실적을 높이기 위한 사업자들의 자발적 노력이 이루어질 수 있음 [kiri](#)

11) 분석에 이용한 데이터 기간이 짧으므로 데이터가 충분히 축적된 후 재계산해 볼 필요가 있음