Comparing the Performance and Management Style of Retirement Pension Funds before and after the Private Pension Activation Plan^{*}

Young Kyu Park, *Professor, Sungkyunkwan University*

Inwook Song, *Adjunct Professor, Sungkyunkwan University*

Jacyoon Choi^{**}, *Ph.D. Candidate, Sungkyunkwan University*

〈Abstract〉

We analyzed and compared the performance and management style of retirement pension funds before and after the private pension activation plan (PPAP). First, we found that retirement-pension funds showed better performance than public funds before the PPAP. However, after the PPAP, the retirement-pension market size increased and the difference in performance disappeared. Second, we found that the difference between top and bottom performance group in the retirement pension fund becomes more significant after the PPAP. Third, we found that various investment strategies such as small-medium size stock investment and sector investment are offered in the retirement-pension fund only to result in the inferior performance. Finally, when we compared the management style, the retirement-pension funds showed a smaller value factor compared to public funds for the period after the PPAP. Therefore, we argue that the fund selection has become a more significant factor in determining the retirement fund performance after the PPAP. However, considering that the average retirement-pension holders' financial knowledge is rather low, the expansion of fund choices may adversely affect the pension holder's performance. Therefore, a retirement-pension provider's role as fund selection authority has become more critical, and it is necessary to establish an institutional device that can manage, supervise, and monitor their activities.

Keywords: Retirement Pension; Public Fund; Private Pension Activation Plan; Excess Return; Management Style

JEL Classification: G10, G20

* This research was supported by New Scholars Grant Program from the Korean Securities Association and Mirae Asset in 2020.

** Corresponding Author. Address: Sungkyunkwan University, 25-2 Sungkyunkwan-ro, Jongno-gu, Seoul, Korea, 03063; E-mail: ky_1128@naver.com; Tel: +82-2-760-0144; Fax: +82-2-760-0145.

Received: March 8, 2021; Revised: June 9, 2021 & July 9, 2021; Accepted: July 20, 2021

사적연금 활성화 대책에 따른 퇴직연금펀드 성과 및 운용스타일 변화*

박 영 규 (성균관대학교 교수)

송 인 옥 (성균관대학교 겸임교수)

최 재 윤 (성균관대학교 박사과정)**

〈요약〉

본 연구는 퇴직연금펀드와 공모펀드 간의 성과와 운용스타일을 비교 분석하였다. 특히, 제도변화(사적연금 활성화 대책)에 따른 퇴직연금펀드의 성과 및 운용스타일의 변화를 살펴보았다. 분석결과 첫째, 사적연금 활성화 대책 이전에는 퇴직연금펀드가 공모펀드 대비 우수한 성과를 보였으나, 대책 이후에는 공모펀드와 퇴직연금펀드 간의 성과차이가 없어졌다. 둘째, 펀드 간 성과차이를 보면, 사적연금 활성화 대책 이후 펀드 간 성과차이가 크게 나타났다. 셋째, 사적연금 활성화 대책 이후 중소형주식과 섹터주식과 같은 다양한 투자전략이 추가되었으나, 동일 유형의 공모펀드보다 성과가 저조한 것으로 나타났다. 마지막으로 운용스타일을 비교해 본 결과, 사적연금 활성화 대책 이후에는 가치요인이 공모펀드보다 더 낮아지는 모습을 보인다. 이상의 결과를 종합해 보면, 사적연금 활성화 대책 이후 퇴직연금 가입자의 펀드 선택이 성과를 결정짓는 주요 요인으로 자리 잡았다고 할 수 있다. 단, 퇴직연금 가입자의 금융지식이 평균적으로 높지 않다는 점을 고려했을 때, 펀드 선택의 복잡성 확대는 가입자의 성과에 악영향을 미칠 가능성이 높다. 이를 위해 펀드선정 권한이 있는 퇴직연금사업자의 역할이 매우 중요하며, 이를 관리·감독·모니터링 할 수 있는 제도적 장치 마련이 필요하다.

핵심 단어 : 퇴직연금, 공모펀드, 사적연금활성화, 초과수익률, 운용스타일

JEL 분류기호: G10, G20

* 본 연구는 2020년 한국증권학회-미래에셋자산운용 신진학자 연구지원사업의 연구지원을 받아 수행되었습니다.

** 연락담당 저자. 주소: 서울특별시 종로구 성균관로 25-2 성균관대학교, 03063;
E-mail: ky_1128@naver.com; Tel: 02-760-0144; Fax: 02-760-0145.

1. 서론

2014년 8월에 발표된 사적연금 활성화 대책 이후 노후소득 보장체계에서 퇴직연금의 역할이 중요해지고 있다. 노후소득 보장체계의 기본인 국민연금의 경우, 1999년 4월이 되어서야 전 국민이 가입할 수 있는 제도가 되어 가입자들의 평균 가입기간은 약 20년에 불과하다. 이는 특수직역연금 가입자들의 가입기간인 약 30년보다 짧다. 국민연금 가입기간 뿐만 아니라 국민연금 가입자들의 소득대체율 역시 계속 낮아져 특수직역연금보다 소득보장수준이 미흡할 수밖에 없었다. 정부는 2005년 근로자퇴직연금보장법을 도입하여 퇴직연금을 통해 부족한 노후소득을 보전하기를 기대하였으나 사업장의 퇴직연금 도입률은 2014년 기준 16.3%에 불과하였다. 정부는 저조한 퇴직연금 도입률과 불충분한 노후소득을 고려하여 8월 27일 2016년부터 사업장 규모별로 단계적으로 시행하여 2022년까지 전체 사업장이 퇴직연금을 의무적으로 가입하는 것을 주요 정책으로 하는 ‘사적연금 활성화 대책’을 발표하였다. 2016년부터 사업장 규모별로 단계적으로 시행하여 2022년까지 전체 사업장이 퇴직연금을 의무적으로 가입하는 것이 주요 정책이다. 이에 퇴직연금 운용규모는 빠르게 증가하였고, 고용노동부에 따르면 2019년 기준 퇴직연금 운용규모는 221조 원으로 2014년 107조 원 대비 약 2배 증가하였다.

자산운용시 안정성과 수익성을 균형있게 추구할 수 있도록 자산운용규제를 완화하였다. 2014년 8월 27일에 발표된 사적연금 활성화 대책은 퇴직연금제도 의무도입과 함께 퇴직연금 자산운용시 안정성과 수익성을 균형 있게 추구할 수 있도록 자산운용규제도 완화하였다. 2014년 기준으로 퇴직연금의 DC·IRP형에 대해서는 개별자산별 세부 투자한도를 설정하며, DB형에 비해 엄격한 규제를 적용하였으나 2015년 이후 총 위험자산 투자한도는 기존 40%에서 DB형과 동일하게 70%로 상향조정되었으며, 개별자산에 대한 투자한도는 폐지하였다. 일부 위험도가 큰 운용방법에 대해서는 예외적으로 투자를 금지하는 negative 규제로 전환하였다.

이와 같은 사적연금 활성화 대책은 퇴직연금사업자에게 영향을 주어 퇴직연금펀드의 성과와 운용스타일에 영향을 줄 수 있다. 퇴직연금 의무화로 인해 퇴직연금 시장규모가 빠르게 증가함에 따라 퇴직연금사업자들이 영업적 측면에서 가입자들이 선호하는 펀드들을 퇴직연금펀드로 편입하려는 유인이 생기며, 이러한 무분별한 라인업(line-up)은 장기적으로 운용성과에도 악화시킬 수 있다(Lee and Song, 2019). 가입자들은 이전보다 투자옵션이 많아져 투자기회가 다양해지는 장점이 있으나, 펀드의 운용스타일, 비용, 회전율 등 금융지식수준이 낮은 투자자들은 펀드를 편향적으로 선택할 가능성이 높아지고 이러한 펀드선택은 투자자의 수익률에도 영향을 줄 수 있다(Bailey et al., 2011). 사적연금 활성화 대책 전에 퇴직연금펀드에 가입한 투자자들 보다는 퇴직연금이 의무화되면서 퇴직연금펀드를 가입한 투자자들이 상대적으로 금융지식이 낮을 가능성이 높은 반면 퇴직연금사업자의 무분별한 라인업과 퇴직연금 가입자의 낮은 금융지식으로 인해 퇴직연금펀드는 이전보다 고위험의 테마주 중심의 투자로 변질될 수 있다. 이로 인해 장기적으로 퇴직연금펀드의 성과가 악화되어 퇴직연금 가입자와 국가재정에 부정적 영향을 줄 수 있다.

퇴직연금펀드는 공모펀드와 투자의 목적이 상이하기 때문에, 일반적인 공모펀드와는 다른 운용스타일이 요구된다. 공모펀드의 경우 투자자들이 요구하는 목표수익률을 달성하지 못하면

자금이 유출될 수 있기 때문에 단기수익률을 고려할 수밖에 없다. 반면, 퇴직연금펀드는 정부정책으로 인해 장기간 투자가 가능하므로 은퇴시점에 노후자산이 극대화할 수 있는 운용전략이 필요하다. 퇴직연금과 유사한 연기금의 연구결과에서는 가치주 중심의 투자를 통해 장기적인 수익률을 높인다고 밝혔다(Coggin et al., 1993; Cheong et al., 2015).

본 연구는 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과와 운용스타일을 비교하여 퇴직연금펀드운용에 시사점을 제공하는 것이 목적이다. 우선, 퇴직연금펀드와 공모펀드의 위험조정수익률이 통계적으로 유의미한 차이가 있는지를 확인하였다. 일반적으로 퇴직연금펀드는 공모펀드 중에서 우수한 펀드를 선별하여 편입하기 때문에, 퇴직연금펀드가 공모펀드보다 위험조정수익률이 높을 것으로 예상된다. 둘째, 퇴직연금펀드 위험조정수익률이 공모펀드보다 우수하다면, 이러한 성과의 우월성이 사적연금 활성화 대책 이후에도 유지되는지 확인하였다. 사적연금 활성화 대책이 퇴직연금펀드의 선정에 영향을 주었다면, 공모펀드와의 위험조정수익률 차이도 변화가 있을 수 있기 때문이다. 셋째, 공모펀드와 퇴직연금펀드의 운용스타일을 비교해 봄으로써 운용목표에 따른 스타일의 차이를 확인하였다. 운용스타일은 장기적인 운용성과에 영향을 줄 수 있으므로 중요한 요소라고 여겨지고 있다(Kang et al., 2011). Cheong et al.(2015)에서는 연기금 위탁펀드와 공모펀드 간의 운용스타일을 비교하면서, 연기금 위탁펀드가 공모펀드에 비해 장기적 목표에 맞게 가치주 중심의 투자를 하고 있었고 단기적인 운용은 지양함을 밝혔다. 퇴직연금펀드도 연기금펀드와 유사한 목표를 갖고 있기 때문에, 퇴직연금펀드도 가치주 중심의 투자를 지향할 것으로 예상된다.

본 연구는 퇴직연금 제도에 중요한 변곡점이라 할 수 있는 사적연금 활성화 대책을 중심으로 퇴직연금펀드의 성과와 운용스타일을 분석했다는 점에서 의의가 있다. 사적연금 활성화 대책 이후 퇴직연금 시장으로 대규모 자금이 유입되어 관련 펀드가 급격히 성장함으로써 발생하는 규모의 불경제로 퇴직연금펀드의 성과가 악화될 수 있다. 또 한편으로는 퇴직연금 활성화 대책이 발표된 이후에 퇴직연금사업자들의 퇴직연금 적립금 유치 경쟁이 치열해지면서 퇴직연금펀드의 운용스타일이 변화될 소지도 있다. 결과적으로 퇴직연금사업자들이 퇴직연금펀드의 목적에 맞게 펀드를 설계하는 것이 아니라 퇴직연금 가입자들의 선호에 맞게 퇴직연금펀드를 설계하여 퇴직연금 가입자들을 유치하는 전략에 집중하는 문제점이 야기될 수 있는 것이다. 만약, 퇴직연금펀드의 라인업이 퇴직연금사업자들의 이익 추구를 위해 마케팅에 집중할 경우, 퇴직연금 가입자들의 노후소득이 낮아져 사회적 비용을 초래한다. 따라서 퇴직연금펀드의 성과와 운용스타일의 변화를 분석하여 퇴직연금펀드운용에 시사점을 주는 것은 학문적으로 뿐만 아니라 국민경제적으로 매우 중요하다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제 1장에서는 퇴직연금펀드와 공모펀드 간의 성과 및 운용스타일의 차이를 살펴보는 목적을 알아보았다. 제 2장에서는 선행연구를 고찰하여 기존 연구와는 다른 본 연구의 차별점과 시사점을 살펴본다. 제 3장은 공모펀드와 퇴직연금펀드의 자료를 살펴보고 연구방법론을 설정한다. 제 4장에서는 실증분석을 통해 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과 및 운용스타일의 차이가 있는지를 통계적으로 검증하고, 마지막 장에서는 연구결과를 요약하고 본 연구의 시사점을 제시한다.

2. 선행연구

고용노동부에 따르면, 퇴직연금의 적립금규모는 2019년 기준 221조 원으로 연기금에 이어 두 번째로 큰 운용규모를 가진 중요한 자산이다. 퇴직연금제도의 중요성이 증대됨에 따라 퇴직연금펀드에 대한 연구도 최근 활발히 이루어지고 있다. Kim and Lee(2019)는 퇴직연금 실적배당형 상품자료를 이용하여 운용성과와 총비용부담률의 관계가 기간에 따라 상관관계가 다르게 나타남을 보였다. 국내 퇴직연금의 보수체계는 운용성과와 관계없이 부과되고 있음을 지적하며, 퇴직연금의 보수체계를 운용성과와 연계하여 퇴직연금 운용성과를 극대화하는 방안을 제시하였다. Kim et al.(2020)은 퇴직연금펀드의 수익률이 퇴직연금사업자의 적립금 운용역량에 따라서 달라질 수 있음을 보여주었다. 원리금비보장형 상품의 경우, 퇴직연금사업자의 적립금 운용역량과 운용성과가 양의 상관관계를 보여주었다. 반면 원리금보장형 상품의 경우, 운용성과가 퇴직연금사업자의 개별특징보다는 퇴직연금펀드의 산업종류와 밀접한 관계가 있음을 보여주었다. Kim et al.(2019)은 퇴직연금사업자가 계열운용사 펀드를 우선적으로 라인업할 가능성이 높음을 보여줌으로써 퇴직연금 가입자 입장에서는 장기성과, 판매보수 등이 상대적으로 불리한 상품들에 가입할 수 있음을 보여주었다. 장기성과를 개선시키기 위해서 금융당국은 퇴직연금 사업자의 계열사 펀드 라인업에 대해 감독할 필요성을 역설하였다.

해외연구에서도 연금자산의 운용성과에 대한 연구가 활발히 진행되고 있다. Broeders and Haan(2019)은 네덜란드 시계열자료를 이용하여 분석했을 때에 자산배분이 연금자산의 성과를 결정하는 가장 큰 요인으로 펀드성과의 39%를 설명한다고 하였다. 그 외 연금펀드의 성과는 벤치마크정책 11%, 마켓타이밍전략 9%, 주식선정 16%를 설명하는 것으로 나타났다. 벤치마크 정책은 투자위험과 운용스타일의 선호와 밀접한 관계가 있기 때문에 운용스타일은 연금펀드 성과에 많은 영향을 줄 수 있음을 보여주었다. Bauer et al.(2007)은 연금펀드와 공모펀드 간의 성과가 차이가 있음을 실증적으로 분석하였다. 연금펀드의 성과는 벤치마크 성과와 유사하였지만 공모펀드의 성과는 벤치마크보다 저조하게 나타났다. 하지만 운용보수, 투자위험, 운용스타일은 펀드의 성과차이를 설명할 수 없었다. Gregory and Tonks(2006)는 신탁을 제외한 개인연금의 성과를 살펴본 결과, 1980~1990년 동안에는 초과수익률이 음이었으나 1990~2000년 동안에는 초과수익률이 양인 것으로 나타났다. 중소형주식의 성장주 포트폴리오 펀드의 성과가 시기에 따라서 성과가 달라질 수 있음을 의미한다. Shen et al.(2019)은 중국의 사회보장기금을 전국사회보장기금이사회가 투자하는 직접투자보다 연기금 위탁펀드의 성과가 더 우수하게 나타남을 보여주었다. 연기금 위탁펀드는 직접투자보다 모멘텀을 더 추구하였고 성장주 위주의 포트폴리오를 구성한 것으로 나타났다.

일반적으로 연기금 위탁펀드의 운용성과는 공모펀드보다 우수한 것으로 나타났으며 그 원인으로 벤치마크정책으로 인해 차이가 생기는 것으로 보았다. 우리나라 퇴직연금펀드는 성과와 연계되지 않는 운용보수체계와 운용계열사 펀드 중심의 라인업 문제 등으로 인해 퇴직연금펀드의 운용성과가 악화될 수 있음을 지적하였다. 하지만 연금펀드의 투자위험과 운용스타일이 연금펀드의 운용성과에 영향을 줄 수 있는지는 논쟁의 여지가 있다. 연금가입자는 투자위험과

운용스타일을 고려하여 펀드를 선택하고 펀드의 벤치마크는 운용스타일에 따라서 달라질 수 있다. 펀드의 벤치마크는 펀드성과와 밀접한 관계가 있으므로 펀드의 운용스타일도 펀드성과와 상관관계가 높을 수 있다. 반면 Bauer et al.(2007)은 펀드의 운용스타일과 투자위험 등이 펀드성과와 상관관계가 없다고 주장하였다. 또한 연기금 위탁펀드의 운용스타일은 전국사회보장기금이사회의 직접투자보다 모멘텀을 더 추구하였고 성장주 위주의 포트폴리오를 구성하였지만 운용성과는 연기금 위탁펀드가 더 우수하였다(Shen et al., 2019).

본 연구는 기존연구에서 다루지 않은 퇴직연금펀드의 운용스타일과 성과 간의 상관관계를 분석하고 사적연금활성화 대책 전후로 퇴직연금펀드 운용스타일의 변화와 성과 등을 관찰한다는 점에서 기존연구와 차별화를 갖는다. 특히, 퇴직연금 의무화와 함께 사적연금 운용규제가 완화되는 사적연금 활성화 대책은 퇴직연금의 운용성과와 운용스타일의 변화에 영향을 미치고, 이는 연금사업자에게 연금펀드운용에 대한 시사점을 줄 수 있을 것이다.

3. 연구자료 및 방법

3.1 연구자료

본 연구에서 사용한 국내주식형 공모펀드와 퇴직연금펀드 자료는 한국펀드평가로부터 제공받았으며, 분석기간은 2010년 1월부터 2019년 12월까지로 설정하였다. 분석 대상 주식형 펀드는 실제 투자가 가능한 클래스 펀드 및 일반펀드¹⁾를 대상으로 하며, 생존편향(survivorship bias)을 통제하기 위해 상환펀드²⁾라도 운용 중인 시점까지는 분석대상으로 포함하였다. 한국펀드평가에서는 일정한 조건에 따라 평가를 제외하고 있는데, 본 연구에서도 동일한 조건을 적용하였다. 운용펀드와 모펀드는 연구대상에서 제외한다. 이미 연구 대상에 클래스 펀드와 자펀드가 포함되어 있기 때문에, 운용·모펀드까지 연구대상으로 포함시킬 경우 동일한 펀드가 중복되는 문제가 있다. 두 번째로 10억 미만의 소규모 펀드는 정상적인 포트폴리오를 구축하기가 힘들며, 현금흐름으로 인해 수익률이 왜곡될 수 있기 때문에 연구대상에서 제외한다. 마지막으로 운용재량권이 없거나 부실자산을 보유하여 정상적인 운용이 불가능한 경우에도 연구대상에서 제외한다.

본 연구는 액티브 주식형³⁾ 펀드를 대상으로 한다. 인덱스 펀드의 경우, 시장지수를 추종하는

1) 클래스 펀드: 동일한 펀드인 판매방식, 수수료 및 보수 부과방식이 상이한 펀드를 의미한다. 일반 펀드: 판매방식 및 비용부과방식에 따라 다수의 클래스를 설정하지 않은 펀드를 의미한다.

2) 상환펀드: 주식의 상장폐지와 같이 판매가 중단된 후 자금을 전액 상환한 펀드를 의미한다.

3) 공모펀드 중 국내 주식형 액티브를 분류하는 방법은 금융투자협회의 펀드분류코드와 집합투자기구평가회사의 유형분류가 있다. 금융투자협회의 펀드분류코드 중 1차 코드인 『자본시장법에 근거한 집합투자기구』는 운용사에서 지정한 유형으로 운용목적이 명확하게 반영되어 있다고 볼 수 있으나, 운용사마다 다른 기준으로 유형이 분류될 수 있다. 반면, 집합투자기구평가회사의 유형분류는 펀드 약관 및 투자설명서에 근거한 유형분류로 모든 운용사에 동일한 기준을 적용하기 때문에 연구목적상 더 적합하다고 판단된다. 집합투자기구평가회사의 유형분류는 일반적으로 대·중·소로 이루어져 있다. 중·소 유형의 세부유형의 경우 집합투자기구평가회사마다 상이할 수 있으나, 대유형 단위인 주식형, 주식혼합형, 채권혼합형, 채권형은 연구에 영향을 미칠 정도의 차이를 보이지 않는다.

전략으로 운용스타일과 초과성과를 분석하고자 하는 본 연구에 적합한 전략이 아니다. 액티브 주식형은 다시 일반주식, 배당주식, 중소형주식, 섹터주식의 세부 유형으로 분류하여 추가 분석을 수행하며, 이때의 유형분류 기준은 자료제공처인 한국펀드평가의 유형분류 기준을 준용한다.⁴⁾ 벤치마크는 KOSPI 수익률이며, 무위험 수익률은 한국은행에서 제공하는 통안증권 3개월 수익률을 사용하였다.

〈표 1〉 공모펀드와 퇴직연금의 펀드 특성 비교

이 표는 본 분석에 포함된 공모 주식펀드와 퇴직연금 주식펀드의 순자산(펀드규모), 펀드 수, 펀드연령 등이 제시되어 있다. 각 연도별 펀드규모와 펀드 수, 펀드연령은 각 연도 말 기준으로 산출된 값이다. 순자산은 퇴직연금펀드의 평균 순자산(NAV, 억원)이며, 펀드연령은 펀드 설정 이후 월 단위 운용기간을 의미한다.

연도	공모 주식펀드			퇴직연금 주식펀드		
	순자산	펀드 수	펀드연령	순자산	펀드 수	펀드연령
2010	910	592	66.5	232	47	44.6
2011	824	616	63.6	328	49	53.4
2012	772	612	69.1	245	55	58.2
2013	704	587	75.3	171	54	67.9
2014	615	618	79.7	156	60	71.7
2015	602	610	88.5	769	90	64.9
2016	552	538	97.2	582	96	75.9
2017	553	534	104.1	780	174	80.8
2018	437	552	109.5	628	238	87.3
2019	409	545	120.5	747	246	98.8
전체	700	576	82.2	587	153	75.7

〈표 1〉은 공모펀드와 퇴직연금펀드의 연도별 현황을 보여준다. 공모펀드의 경우 펀드 수가 2010년 592개에서 2019년 545개로 감소한 반면, 퇴직연금펀드는 2010년 47개에서 2019년 246개로 증가하였다. 평균 펀드규모도 펀드 수와 유사하게 변화하였다. 공모펀드의 평균 펀드규모는 2010년 910억 원에서 2019년 409억 원으로 감소하는 동안 퇴직연금펀드의 평균 펀드규모는 2010년 232억 원에서 2019년 747억 원으로 증가하였다. 펀드연령은 공모펀드와 퇴직연금펀드 모두 증가하는 추이를 보였다.

사적연금 활성화 대책 전후 시점인 2014년과 2015년을 비교해 보면, 퇴직연금펀드의 평균 운용규모가 2014년 156억 원에서 2015년 769억 원으로 증가하였으며, 펀드 수도 2014년 60개에서 2015년 90개로 증가하였다. 반면, 펀드연령은 2014년 71.7개월에서 2015년 64.9개월로 감소하였다. 동 기간 공모펀드의 펀드연령이 79.7개월에서 88.5개월로 증가한 것과 상반된 결과이다. 이는 새롭게 출시된 펀드가 공모펀드보다는 퇴직연금펀드로 설정되는 경우가 많아졌고, 기존에 공모펀드에 있던 펀드도 퇴직연금펀드로 편입되는 경우가 많아졌음을 의미한다. 이를 종합해

4) 유형분류 기준은 한국펀드평가 홈페이지에서 확인이 가능하다(<https://www.kfr.co.kr/fnd/fnd400000>).

보면, 2015년 이전까지는 성과가 검증된 대형펀드 중심으로 퇴직연금펀드가 출시되던 것이, 사적연금 활성화 대책 이후로는 성과가 검증되지 않은 신규펀드들이 퇴직연금펀드로 출시되고 있음을 의미한다.

<그림 1> 공모펀드와 퇴직연금펀드의 추이 비교

이 그림은 공모펀드와 퇴직연금펀드의 펀드비용, 펀드 수, 펀드연령, 순자산 추이를 나타낸다. 2010년부터 2019년까지의 자료를 이용하였으며, 김정색 수직선은 2014년 9월 기준(사적연금 활성화 대책 2014년 8월 27일)이다. 첫 번째 행의 그림들은 펀드비용과 펀드연령의 추이를 보여주고 있으며, 펀드비용의 단위는 연 %이고 펀드연령은 개월이다. 두 번째 행의 그림들은 펀드 수와 순자산의 추이를 보여주고 있으며, 공모펀드와 퇴직연금펀드 간의 차이를 고려하여 자연로그를 취하고 추이를 비교하였다.

<그림 1>은 <표 1>를 도식화하여 쉽게 비교할 수 있도록 보여준다. 공모펀드의 펀드비용은 2010년 2%에서 꾸준히 감소하는 추이를 보여준다. 반면, 퇴직연금펀드의 펀드비용은 2012년에 크게 감소하였다가 2013년부터 다시 증가하고, 2017년 말에는 다시 감소하는 등 오르락내리락하는 모습을 보여준다. 펀드연령의 경우 공모펀드는 꾸준히 증가함을 알 수 있다. 퇴직연금펀드의 경우 2014년 9월 이후 감소하다가 2016년부터 공모펀드와 유사한 속도로 증가하고 있다. 공모펀드의 펀드 수는 10년 동안 큰 변화 없이 정체되어 있지만, 퇴직연금펀드의 펀드 수는 2014년 9월을 기점으로 크게 증가하고 있다. 공모펀드의 평균 순자산(펀드규모)은 2014년 8월까지 정체된 모습을 보이고 있으나 2014년 9월 이후 감소하는 추이를 보이고 있다. 퇴직연금펀드의 순자산은 2014년 9월 이후 크게 증가하여 2017년 말에는 공모펀드의 순자산을 앞지르기 시작했다. 퇴직연금펀드는 펀드비용을 제외한 펀드연령, 펀드 수, 순자산 등에서 2014년 9월 전후로 크게 변화하였음을 보여준다.

〈그림 2〉 투자유형별 공모펀드와 퇴직연금펀드의 추이 비교

이 그림은 공모펀드와 퇴직연금펀드의 투자유형별 순자산의 추이를 나타낸다. 펀드는 투자유형별로 분류할 수 있으며, 일반주식, 배당주식, 중소형주식, 섹터주식, 기타주식 등이 있다. 자료는 2010년부터 2019년까지 사용하였으며, 검정색 수직선은 2014년 9월 기준(사적연금 활성화 대책 2014년 8월 27일)이다. 공모펀드와 퇴직연금펀드의 순자산의 차이가 커서 자연로그를 취하여 추이변화를 비교하였다.

〈그림 2〉는 투자유형별로 구분하여 퇴직연금펀드 순자산이 공모펀드에 비해 어떻게 변화하였는지를 보여준다. 퇴직연금펀드의 순자산 추이를 살펴보면, 모든 투자유형의 순자산은 2014년 9월 이후 모두 증가하는 것으로 나타났다. 일반주식의 경우 퇴직연금펀드의 순자산은 지속적으로 증가하는 추이를 보이다가 2014년 9월 이후 빠르게 증가하고 있음을 보여준다. 반면, 공모펀드의 순자산은 10년 동안 완만히 감소한 것으로 나타났다. 중소형주식의 경우에도 퇴직연금펀드의 순자산은 지속적으로 증가하고 있으며 2014년 9월 이후 급증하는 것으로 나타났다. 반면, 공모펀드의 순자산은 10년 동안 큰 변동은 없는 것으로 나타났다. 섹터주식의 경우에서도 공모펀드의 순자산이 증가하였으며 퇴직연금펀드의 순자산도 2015년에 편입된 이후 꾸준히 증가하였다. 배당형주식의 경우에는 공모펀드의 순자산은 감소하는 추이를 보이는 반면, 퇴직연금펀드의 순자산은 증가하는 추이를 보인다. 하지만 앞의 중소형주나 섹터주식과는 달리 2014년 8월을 기점으로 특별한 차별성이 보이지는 않는다.

〈표 2〉는 공모펀드와 퇴직연금펀드의 투자유형별 순자산규모를 보여준다. 일반주식의 경우 퇴직연금펀드의 평균 순자산규모는 2015년에 가장 컸으며 펀드 수가 많아지면서 순자산규모도 작아졌다. 반면, 공모펀드의 평균 순자산규모는 2010년부터 2019년까지 꾸준히 감소하였고,

펀드 수도 감소하여 총 순자산규모도 감소하였다. 배당주식과 중소형주식의 경우, 공모펀드의 펀드 수는 약 2~4배까지 증가하였지만 평균 순자산규모는 유사한 것으로 나타났다. 퇴직연금 펀드는 펀드 수와 순자산규모가 모두 증가하였다. 퇴직연금펀드의 중소형주식은 2012년에 펀드규모가 약 3억 원인 펀드 한 개만이 존재하였는데, 2019년에는 펀드 수가 50개이며 평균 운용규모도 800억 원에 이른다. 섹터주식의 경우, 공모펀드의 펀드규모는 지난 10년 간 증가하였지만 펀드 수는 2015년을 기점으로 감소하였다. 반대로 퇴직연금펀드의 섹터주식은 2015년을 기점으로 2개의 펀드가 출시되었고 펀드규모가 가파르게 성장하여 평균 펀드규모는 약 550억 원이 되었고 펀드 수도 9개로 증가하였다.

〈표 2〉 투자유형별 공모펀드와 퇴직연금펀드의 순자산규모 비교

이 표는 공모펀드와 퇴직연금펀드의 순자산규모를 연도별로 비교한 것이다. 각 연도별 자산규모는 연도 12월 기준 펀드의 평균 자산규모(억원)를 나타내며, ()는 펀드 수를 나타낸다. 공모펀드는 운용펀드 중에서 대표적인 공모펀드(클래스펀드)이며, 퇴직연금펀드는 운용펀드 중에서 대표적인 퇴직연금펀드(클래스펀드)를 의미한다. 운용규모가 10억 원 미만일 경우, 정상적인 포트폴리오를 구축하기에는 어렵다고 판단하여 제외하였다.

연도	공모펀드				퇴직연금펀드			
	일반주식	배당주식	중소형주식	섹터주식	일반주식	배당주식	중소형주식	섹터주식
2010	919 (443)	888 (33)	574 (13)	89.7 (26)	282 (23)	6.95 (4)		
2011	853 (457)	598 (31)	672 (18)	79.3 (25)	377 (26)	11.9 (4)		
2012	787 (465)	528 (31)	698 (20)	180 (12)	280 (34)	13.3 (4)	3.06 (1)	
2013	699 (440)	892 (30)	700 (26)	164 (13)	206 (33)	12.5 (5)	7.35 (1)	
2014	566 (443)	1320 (42)	508 (36)	173 (12)	181 (36)	80.8 (6)	16.2 (1)	
2015	528 (431)	1160 (47)	891 (41)	383 (14)	914 (51)	204 (10)	1070 (8)	12.1 (2)
2016	470 (372)	943 (54)	754 (39)	306 (12)	623 (53)	414 (13)	814 (8)	560 (3)
2017	425 (360)	988 (57)	799 (44)	737 (8)	583 (99)	767 (30)	1500 (26)	974 (6)
2018	344 (356)	830 (58)	523 (59)	660 (7)	478 (131)	824 (30)	998 (47)	646 (7)
2019	324 (349)	832 (57)	443 (60)	574 (8)	442 (136)	2290 (30)	806 (50)	553 (9)

3.2 연구방법

국내주식형 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과를 비교하기 위해 CAPM 모형(Jensen, 1968), 3요인 모형(Fama and French, 1993), 4요인 모형(Carhart, 1997)을 통해 산출된

위험조정성과를 사용한다. 지난 3년간의 자료를 통해 베타를 추정한 후, 위험조정성과를 추정한다. 먼저, 펀드의 성과평가로 주로 사용되고 있는 CAPM 모형(Jensen's Alpha)은 아래와 같이 산출한다.

$$\alpha_{i,t} = (R_{i,t} - R_{f,t}) - \beta_i (R_{Mkt,t} - R_{f,t}) \quad (1)$$

$\alpha_{i,t}$: t시점의 펀드 i의 Jensen's Alpha

$R_{i,t}$: t시점의 펀드 i의 단순수익률(Raw Return, 월간수익률)

$R_{f,t}$: t시점의 무위험수익률(통안증권 3개월 만기수익률)

$R_{Mkt,t}$: t시점의 시장수익률⁵⁾

β_i : 펀드 i의 CAPM 베타

또한 3요인 모형과 4요인 모형을 이용한 위험조정성과의 측정모형은 다음과 같다.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{i,t} + \beta_i (R_{Mkt,t} - R_{f,t}) + s_i SMB_t + h_i HML_t + e_{i,t} \quad (2)$$

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{i,t} + \beta_i (R_{Mkt,t} - R_{f,t}) + s_i SMB_t + h_i HML_t + m_i UMD_t + e_{i,t} \quad (3)$$

$\alpha_{i,t}$: t시점의 펀드 i의 위험조정수익률(3요인 모형, 4요인 모형)

$R_{i,t}$: t시점의 펀드 i의 단순수익률(Raw Return, 월간수익률)

$R_{f,t}$: t시점의 무위험수익률(통안증권 3개월 만기수익률)

SMB_t : t시점의 Fama-French의 규모요인

HML_t : t시점의 Fama-French의 가치요인

UMD_t : t시점의 Carhart의 모멘텀요인

SMB_t 는 규모요인으로 t시점의 시장규모가 작은 기업들과 큰 기업들의 수익률 차이를 보여준다. HML_t 는 가치요인으로 t시점의 장부 대비 시장가치가 작은 기업들과 큰 기업들의 수익률 차이이다. 본 연구에서는 Fama-French의 3요인을 다음과 같이 구성하였다. 먼저, KOSPI 및 KOSDAQ 시장에 상장된 주식을 대상으로 시가총액 기준으로 상위 50%와 하위 50%로 포트폴리오를 구성한다. 그 다음 장부가 대비 시장가 비율 기준으로 상위 30%인 주식과 하위 30%인 주식으로 이루어진 포트폴리오를 구성하였다. 규모요인은 시가총액 기준 하위 50%의 포트폴리오 수익률에서 상위 50%의 포트폴리오 수익률을 차감하여, 규모요인의 수익률 시계열을 산출하였다. 가치요인은 장부가 대비 시장가 비율 기준 상위 30%의 포트폴리오 수익률에서 하위 30%의 포트폴리오 수익률을 차감하여, 가치요인의 수익률 시계열을 산출하였다. 마지막으로 Carhart 4요인의 모멘텀요인(UMD_t)은 $t-12$ 시점부터 $t-2$ 시점까지의 과거 11개월 동안의 월별 단순수익률을 합산하였다. 과거 수익률 기준으로 상위 30%의 포트폴리오 수익률에서 하위 30%의 포트폴리오 수익률을 차감하여 모멘텀요인을 산출하였다.

5) KOSPI와 KOSDAQ 수익률을 각 시장의 시가총액 비중으로 가중평균하여 계산하였다.

이렇게 도출된 공모펀드와 퇴직연금펀드의 초과성과가 사적연금 활성화 대책 전후로 차이가 나타나지는 t-test를 분석한다.⁶⁾ 사적연금 활성화 대책 이후 펀드 수가 급격히 증가하였으며, 이에 성과가 검증되지 않은 다수의 펀드가 퇴직연금펀드로 편입되었으리라 예상된다. 이에 사적연금 활성화 대책 이후 퇴직연금펀드의 성과는 하락할 것으로 예상된다.

다음으로 공모펀드와 퇴직연금펀드의 운용스타일 분석을 위해 아래의 회귀모형으로 분석한다.

$$b_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t}^{retire} + \sum_{t_1} \beta_{t_1} year_{t_1} + \sum_{t_2} \beta_{t_2} month_{t_2} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$b_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t}^{regulation} + \sum_{t_1} \beta_{t_1} year_{t_1} + \sum_{t_2} \beta_{t_2} month_{t_2} + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

여기서 $b_{i,t}$ 는 과거 36개월의 자료를 이용하여 산출한 베타를 의미한다. 베타는 앞의 모형에서 도출된 CAPM 시장요인과 Fama-French의 시장, 규모, 가치요인, Carhart 모형의 시장, 규모, 가치, 모멘텀요인이다. $D_{i,t}^{retire}$ 는 더미변수로 퇴직연금펀드일 경우 1이고 공모펀드일 경우에는 0의 값을 가진다. 각 연도별, 월별 더미를 추가하여 시간효과를 통제하였다. 이를 통해 퇴직연금펀드와 공모펀드 간에 운용스타일을 비교하였다. 추가적으로 사적연금 활성화 대책에 따른 운용스타일 변화를 확인하기 위해 식 (5)의 회귀모형으로 분석한다. 사적연금 활성화 대책이 있었던 2014년 8월을 기준으로 더미변수($D_{i,t}^{regulation}$ 은 2014년 9월 이후에는 1이고 2014년 8월 이전에는 0인 값을 가진 더미변수)를 설정하여, 대책 이후 퇴직연금펀드의 운용스타일이 변화하였는지 살펴본다.

4. 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과 비교 분석

4.1 사적연금 활성화 대책 이후 퇴직연금 운용변화

2014년 8월 27일에 발표된 사적연금 활성화 대책은 다음과 같은 내용을 포함하고 있다. 기존 퇴직금과 퇴직연금으로 이원화되어 있는 퇴직급여제도를 점진적으로 퇴직연금으로 일원화 하도록 의무화 하였으며, 근로자들이 퇴직급여제도에 가입할 수 있도록 인센티브를 강화하고 추가납입을 확대하였다. 자산운용 측면에서는 DB형과 DC, IRP형 퇴직연금의 자산운용 차별을 없애는 자산운용 관련 규제 합리화를 시행하였다. 이 외 기금형 퇴직연금제도 도입,⁷⁾ 계약형

6) 특정 사건이 운용형태에 영향을 미쳤는지를 분석하는 방법은 t-test와 이중차분(Difference in Differences, DID) 방법론이 있다. 사적연금 활성화 대책은 2015년 퇴직연금 자산운용 규제 완화와 함께 퇴직연금 의무가입이 단계적으로 시행되며, 제도의 성숙에 따라 운용스타일의 큰 차이가 나타난다. <표 2>를 살펴보면, 2015년부터 중소형주식과 섹터주식이 성장하기 시작했으며, 2018년에 들어서야 자산운용 방식의 변화가 감소하는 성숙기에 진입하였다. 캘리포니아 연기금의 주주행동주의 기준이 변화에 따라 성과가 어떻게 달라졌는지를 분석한 Smith(1996) 연구에서도 t-test로 분석을 수행한 점을 고려하여, 본 연구에서도 t-test로 분석을 수행하였다.

7) 기금형 퇴직연금제도는 2017년 3월 규제개혁위원회에서 도입을 불허하여 아직까지도 도입되고 있지 않다.

퇴직연금 구조 보완, 개인연금 상품 다양화 및 사적연금의 장기보유를 위한 일시 목돈수요 대응방안을 포함하고 있다. 이 중 퇴직연금 시장에 가장 직접적으로 영향을 준 대책은 퇴직연금 일원화와 자산운용 관련 규제 합리화이다. 퇴직금이 퇴직연금으로 일원화됨에 따라 퇴직연금 시장의 급격한 성장이 이루어졌으며, 자산운용 규제 합리화를 통해 퇴직연금사업자들은 높은 기대수익률의 상품(높은 위험자산)을 퇴직연금 가입자들에게 판매할 수 있게 되었다. 이러한 변화는 퇴직연금 상품의 운용성과와 운용스타일의 변화에 영향을 주는 정책적 변화라고 하겠다.

〈표 3〉 제도유형별 퇴직연금 실적배당형 적립금 비중

이 표는 제도유형별 퇴직연금 실적배당형 적립금 비중을 나타낸다. 전체 적립금은 퇴직연금 적립금 전체규모이며, 실적배당 적립금은 퇴직연금 적립금 중 실적배당형 운용규모이다. 실적배당 적립금 비중은 전체 적립금에서 각 제도별 실적배당형 적립금 비중을 의미한다. 해당 자료는 저자가 고용노동부의 “연도별 퇴직연금 적립금 운용현황”을 가공하여 작성하였다.

연도	전체 적립금 (조 원)	실적배당 적립금 (조 원)	실적배당 적립금 비중 (%)				
			전체	DB	DC	IRP 특례	개인형 IRP
2010	29.1	1.9	6.5	1.2	4.5	0.2	0.5
2011	49.9	2.7	5.4	0.9	3.8	0.1	0.5
2012	67.3	3.4	5.1	0.7	3.8	0.1	0.5
2013	84.3	4.6	5.5	0.9	3.9	0.1	0.6
2014	107.1	6.2	5.8	1.0	4.0	0.1	0.8
2015	125.0	8.6	6.9	1.2	4.3	0.1	1.4
2016	147.0	10.0	6.8	1.4	3.8	0.0	1.5
2017	168.4	14.3	8.5	2.3	4.1	0.0	2.0
2018	190.0	18.4	9.7	3.1	4.1	0.0	2.5
2019	221.2	23.0	10.4	3.4		4.1	2.9

〈표 3〉은 퇴직연금 실적배당형 상품의 적립금 비중을 보여준다. 2014년 이전에는 전체 적립금 중에 DB형 실적배당형 적립금 비중은 1% 정도였다. 2015년 이후 DB형의 실적배당형 적립금 비중이 빠르게 증가하여 2019년에는 전체 적립금 중에 3.4%가 되었다. DC/IRP 특례의 실적배당형 적립금 비중은 2010년부터 2019년까지 10년 동안 큰 변화가 없어 보인다. 개인형 IRP의 경우 2013년 이전에는 전체 적립금 중에 개인형 IRP의 실적배당형 적립금 비중은 약 0.5%이다. 사적연금 활성화 대책이 발표된 2014년부터는 개인형 IRP의 실적배당형 적립금 비중이 빠르게 증가하여 2014년 0.8%에서 2019년 2.9%로 증가하였다. 전체적으로 실적배당형 적립금 비중을 살펴보면 2010년 6.5%에서 2013년 5.5%까지 감소하였다가 2014년부터 증가하기 시작하여 2019년에는 10.4%가 되었다.

퇴직연금제도가 의무화되면서 적립금도 빠르게 증가하였다. 2010년 퇴직연금 적립금은 29.1조 원에서 2013년 84.3조 원으로 증가하였다. 2014년 8월 사적연금 활성화 대책을 발표한 이후 증가속도는 더 빨라져 2014년 107.1조 원으로 약 20조 원이 증가하였고, 2019년에는 221.2조 원으로 2배 이상 커졌다. 2014년부터 2019년 6년간 136.9조 원이 증가하여 연평균 약 23조

원칙 증가한 것으로 나타났다. 퇴직연금 시장의 확대와 실적배당형 투자 비중이 높아지면서 퇴직연금펀드 시장은 이전보다 빠르게 성장할 수 있었다. 퇴직연금사업자는 퇴직연금 가입자들이 늘어나며 이전보다 수익성이 크게 증가하였다. 퇴직연금펀드가 우수한 성과를 달성하여 퇴직연금 가입자들도 기대하는 혹은 기대 이상의 자산을 축적한다면 모두가 만족하는 결과일 것이다. 그러나 퇴직연금펀드의 성과가 저조하다면, 가입자는 퇴직연금펀드 시장을 떠나게 되고 펀드 시장도 침체를 보일 수밖에 없다. 이미 공모펀드가 이러한 전철을 밟았기 때문에, 퇴직연금펀드 시장에 대한 선순환 구조에 대한 고민이 필요하다. 이러한 선순환 고리는 결국 퇴직연금펀드의 성과가 핵심요인이기 때문에, 퇴직연금펀드의 성과와 운용스타일에 대한 면밀한 분석이 필요하다.

4.2 공모펀드와 퇴직연금펀드 성과 분석

<표 4>는 공모펀드와 퇴직연금펀드의 위험조정성과를 비교한 표이다. 사적연금 활성화 대책이 발표된 2014년 9월 기준으로 공모펀드와 퇴직연금펀드의 위험조정수익률을 비교하여 활성화 대책의 효과를 확인해 보고자 한다. Panel A의 켄센알파를 보면, 사적연금 활성화 대책 이전(2014년 8월 이전)의 공모펀드 알파는 0.06%로 이후 기간(0.02%) 대비 소폭 높은 수준이다. 퇴직연금펀드 또한 2014년 8월 이전 0.23%로 이후 기간(0.06%) 대비 소폭 높은 수준이다. 동일 기간에 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과차이를 보면, 2014년 8월 이전에는 퇴직연금펀드가 0.17%p 높은 초과수익률을 거두었으며, 그 차이가 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 수치이다.

<표 4> 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과 비교

이 표는 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과를 2014년 9월 전후로 비교한 결과이다. 성과는 운용보수를 차감한 성과를 의미한다. 3년(36개월) 이상 운용된 펀드를 기준으로 위험조정수익률을 산출하였다. Jensen's alpha는 CAPM 모형에서의 초과수익률을 의미하며, Fama-French 3-factor alpha는 Fama-French 3요인에서의 초과수익률, Carhart 4-factor alpha는 Carhart 4-factor 모형에서의 초과수익률을 의미한다. ***, **, * 표시는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

구분	공모펀드		퇴직연금펀드		차이 (A-C)	차이 (B-D)	차이 (C-D)
	2014.8월 이전(A)	2014.9월 이후(B)	2014.8월 이전(C)	2014.9월 이후(D)			
Panel A: Jensen's Alpha							
평균	0.060%	0.022%	0.231%	0.058%	-0.171%***	-0.036%	0.173%**
표본수	8,043	24,419	765	2,543			
표준편차	1.655%	2.277%	1.352%	1.944%			
Panel B: Fama-French 3-factor Alpha							
평균	0.058%	0.022%	0.229%	0.057%	-0.171%***	-0.036%	0.171%**
표본수	8,043	24,419	765	2,543			
표준편차	1.646%	2.282%	1.344%	1.946%			
Panel C: Carhart 4-factor Alpha							
평균	0.058%	0.017%	0.229%	0.052%	-0.171%***	-0.035%	0.177%**
표본수	8,043	24,419	765	2,543			
표준편차	1.651%	2.272%	1.346%	1.931%			

2014년 8월 이후기간에도 퇴직연금펀드가 0.04%p 높은 초과수익률을 거두는 것으로 나타나지만, 통계적으로 유의미한 수치는 아니다. 퇴직연금펀드 간의 비교를 해 보면, 2014년 8월 이전이 이후 기간보다 0.17%p 높은 초과수익률을 거두었으며, 통계적으로 유의미한 차이를 보인다. 즉, 사적연금 활성화 대책 이전에는 퇴직연금펀드가 공모펀드 대비 높은 초과수익률을 거두었을 뿐 아니라, 이후기간 대비로도 높은 성과를 거두었음을 확인할 수 있다. 이는 젠센알파 뿐 아니라 규모요인과 가치요인, 모멘텀요인까지 반영하더라도 동일한 결과가 도출된다. 성과 뿐 아니라 변동성의 측면에서도 보아도 2014년 8월 이전의 퇴직연금펀드의 표준편차는 1.35%로 동일기간의 공모펀드나, 이후기간의 퇴직연금펀드 대비로도 낮은 변동성을 보인다.

<표 4>의 분석을 세부 성과그룹으로 구분하여 분석한 결과를 <표 5>에 제시하였다. Panel

<표 5> 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과분위별 성과 비교

이 표는 성과분위별로 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과를 2014년 9월 전후로 비교한 결과이다. 성과는 운용보수를 차감한 성과를 의미한다. 3년(36개월) 이상 운용된 펀드를 기준으로 위험조정수익률을 산출하였다. Jensen's alpha는 CAPM 모형에서의 초과수익률을 의미하며, Fama-French 3-factor alpha는 Fama-French 3요인에서의 초과수익률, Carhart 4-factor alpha는 Carhart 4-factor 모형에서의 초과수익률을 의미한다. 공모펀드와 퇴직연금펀드 전체에 대하여 초과수익률을 비교하였고, 성과분위별 (상위 20%를 1분위, 하위 20%를 5분위)로 분류한 후 각 분위에 속하는 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과를 집계하고 성과 차이를 분석하였다. ***, **, * 표시는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

구분	공모펀드		퇴직연금펀드		차이 (A-C)	차이 (B-D)	차이 (C-D)
	2014.8월 이전(A)	2014.9월 이후(B)	2014.8월 이전(C)	2014.9월 이후(D)			
Panel A: Jensen's Alpha							
1분위	2.683%	2.852%	2.363%	2.618%	0.321%**	0.235%***	-0.255%**
2분위	0.907%	0.897%	0.900%	0.928%	0.006%	-0.031%**	-0.028%
3분위	-0.014%	-0.017%	0.006%	-0.008%	-0.020%	-0.009%	0.014%
4분위	-0.902%	-0.898%	-0.892%	-0.876%	-0.010%	-0.02%	-0.016%
5분위	-2.253%	-2.691%	-2.044%	-2.535%	-0.209%	-0.16%**	0.492%***
Panel B: Fama-French 3-factor Alpha							
1분위	2.681%	2.850%	2.372%	2.621%	0.309%**	0.229%**	-0.249%**
2분위	0.906%	0.900%	0.907%	0.935%	0.000%	-0.035%**	-0.027%
3분위	-0.016%	-0.011%	-0.008%	-0.012%	-0.008%	0.000%	0.004%
4분위	-0.896%	-0.876%	-0.898%	-0.882%	0.003%	-0.014%	-0.016%
5분위	-2.238%	-2.701%	-2.011%	-2.569%	-0.227%*	-0.132%*	0.558%***
Panel C: Carhart 4-factor Alpha							
1분위	2.669%	2.838%	2.336%	2.608%	0.333%**	0.230%***	-0.272%**
2분위	0.895%	0.888%	0.889%	0.922%	0.006%	-0.035%***	-0.033%
3분위	-0.023%	-0.015%	-0.010%	-0.019%	-0.013%	0.004%	0.009%
4분위	-0.896%	-0.892%	-0.897%	-0.889%	0.002%	0.003%	-0.008%
5분위	-2.238%	-2.699%	-2.014%	-2.561%	-0.224%*	-0.131%*	0.547%***

Comparing Retirement Pension Funds Performance before and after the PPAP

A의 쟁센알파를 보면, 성과가 가장 우수한 1분위 그룹에서는 2014년 8월 퇴직연금펀드가 동기간의 공모펀드 대비 성과가 0.32%p 낮은 것으로 나타난다. 동일 퇴직연금펀드 내에서도 2014년 8월 이후 기간 대비로도 0.26%p 낮은 성과를 거둔 것으로 나타난다. 이는 <표 4>의 결과와 상반되는 것이다. 반면, 성과가 저조한 4, 5분위 그룹에서는 2014년 8월 이전의 퇴직연금펀드가 동기간의 공모펀드나 이후기간의 퇴직연금펀드 대비 높은 성과를 거두며, 1분위 결과와 정반대의 결과를 보여준다. 이러한 결과는 Panel A뿐 아니라, Panel B와 C에서도 동일하게 나타난다. 이를 <표 4>의 결과와 함께 종합적으로 판단해 보면, 2014년 8월 이전의 퇴직연금펀드의 성과는 평균적으로 높은 성과를 보이며 양 극단에 치우치지 않고 좁은 분포를 보인다는 것을 의미한다. 반면, 2014년 9월 이후에는 평균적인 성과가 이전 기간대비 소폭 낮아졌으며, 펀드 간 성과차이도 커졌음을 의미한다. 우수한 펀드선정 능력을 가진 경우, 펀드 간 성과차이가 명확한 구간에서 더 높은 수익률을 거둘 수 있다. 하지만 퇴직연금 가입자의 평균적인 금융지식이 높지 않다는 점을 상기시켜 볼 때, 가입자의 펀드 선택에 따른 성과 차이가 크게 나타나는 것은 가입자 측면에서 유리한 것이라 보기 어렵다.

사적연금 활성화 대책 이후 퇴직연금펀드 간의 성과차이가 커진 것은 퇴직연금펀드의 고위험-

〈표 6〉 공모펀드와 퇴직연금펀드의 투자유형별 성과 비교

이 표는 투자유형별로 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과를 2014년 9월 전후로 비교한 결과이다. 성과는 운용보수를 차감한 성과를 의미한다. 3년(36개월) 이상 운용된 펀드를 기준으로 위험조정수익률을 산출하였다. Jensen's alpha는 CAPM 모형에서의 초과수익률을 의미하며, Fama-French 3-factor alpha는 Fama-French 3요인에서의 초과수익률, Carhart 4-factor alpha는 Carhart 4-factor 모형에서의 초과수익률을 의미한다. 투자유형별로 분류한 후 공모펀드와 퇴직연금펀드의 성과를 집계하고 성과 차이를 분석하였다. ***, **, * 표시는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

구분	공모펀드		퇴직연금펀드		차이 (A-C)	차이 (B-D)	차이 (C-D)
	2014.8월 이전(A)	2014.9월 이후(B)	2014.8월 이전(C)	2014.9월 이후(D)			
Panel A: Jensen's Alpha							
일반주식	0.021%	0.000%	0.167%	0.035%	-0.146%**	-0.036%	0.132%*
배당주식	0.539%	0.069%	0.491%	0.202%	0.048%	-0.132%	0.289%*
중소형주식		0.219%		-0.228%		0.447%	
섹터주식		0.261%		-0.098%		0.359%	
Panel B: Fama-French 3-factor Alpha							
일반주식	0.020%	0.000%	0.166%	0.037%	-0.146%**	-0.0363%	0.129%
배당주식	0.536%	0.072%	0.488%	0.204%	0.048%	-0.133%	0.283%*
중소형주식		0.211%		-0.277%		0.488%	
섹터주식		0.245%		-0.146%		0.390%	
Panel C: Carhart 4-factor Alpha							
일반주식	0.020%	0.005%	0.166%	0.0299%	-0.146%**	-0.035%	0.14%*
배당주식	0.536%	0.063%	0.488%	0.194%	0.048%	-0.131%	0.29%*
중소형주식		0.189%		-0.265%		0.454%	
섹터주식		0.228%		-0.064%		0.292%	

고수익 추구가 하나의 요인이 될 수 있다. 2015년 이후 퇴직연금펀드는 자산운용 규제가 완화되어 고위험의 주식 비중이 확대할 수 있게 되었다. 이에 과거 퇴직연금펀드는 배당전략 중심이었으나 대책 이후 중소형주식이나 섹터주식과 같은 고위험-고수익 투자전략의 비중이 커졌다. <그림 2>를 보면, 공모펀드의 시장규모가 퇴직연금펀드의 시장규모보다 큼에도 불구하고 퇴직연금펀드의 중소형주식과 섹터주식의 펀드 수와 평균 펀드규모는 공모펀드와 유사한 수준이다. 물론, 중소형주식이나 섹터주식의 경우, 장기적으로 위험에 대한 프리미엄을 추구할 수 있다는 측면에서 장기투자 성격의 퇴직연금펀드에 부합한다고 볼 수 있다. 하지만 단기적으로 급격하게 증가한 펀드 수와 짧은 펀드연령을 보면, 퇴직연금 시장 확대라는 시장변화에 영업적 의사결정 하에서 적정한 펀드선정 절차가 이행되었는지 의심을 하지 않을 수 없다. 이를 확인하기 위해 투자유형별로 사적연금 활성화 대책 전후의 공모펀드와의 성과를 분석한 것을 <표 6>에 제시하였다.

일반주식과 배당주식의 경우, 공모펀드와 퇴직연금펀드 모두 2014년 9월 이후 성과가 하락하는 모습을 보인다. 2014년 8월 이전에는 퇴직연금펀드가 공모펀드 대비 0.146%의 우수한 성과(A-C)를 거둔 것으로 보이고 있으며 이는 통계적으로 유의하게 나타났다. 그러나 사적연금 활성화 대책 이후에는 퇴직연금펀드의 초과수익률이 공모펀드의 초과수익률과 비교해 단지 0.036%가 높을 뿐이며 통계적으로도 유의하지 않았다. 반면, 중소형주식과 섹터주식은 2014년 8월 이전에는 성과가 집계될 정도로 충분한 표본이 없다가, 2014년 9월 이후에 성과가 집계된다. 앞서 주장한 바와 같이 사적연금 활성화 대책에 따른 위험자산 확대가 중소형주식과 섹터주식의 투자로 연결됐다는 주장을 지지하는 결과라 하겠다. Panel A의 공모펀드의 중소형주와 섹터주식의 성과를 보면, 각각 0.22%와 0.26%로 일반주식(0.00%)과 배당주식(0.07%) 대비 높은 성과를 달성하였다. 하지만 퇴직연금펀드의 중소형주와 섹터주식은 일반주식과 배당주식 대비 저조한 성과를 보인다. 동일기간의 공모펀드와 퇴직연금펀드 간의 성과차이(B-D)를 보면, 중소형주식은 공모펀드 대비 0.45%p, 섹터주식은 0.36%p 저조한 성과를 거두었다. 물론, 중소형주와 섹터주식은 펀드 간 성과차이가 매우 크기 때문에 통계적으로 유의미한 수치는 아니나, 제센알과 기준으로 월 평균 0.45%p와 0.36%p는 실무적으로 매우 중요한 차이라 하겠다. 수치 뿐 아니라 공모펀드는 일반주식 대비 중소형주와 섹터주식이 높은 수익률을 거둔 반면, 퇴직연금펀드는 그 반대의 방향성을 보이는 것은 중소형주와 섹터주식 중 퇴직연금펀드로 선정된 프로세스가 과연 적정했는지 의심하지 않을 수 없다. 앞서서도 밝힌 바와 같이 사적연금 활성화 대책 이후 가입자의 금융지식이 평균적으로 낮아졌다고 가정한다면, 펀드 간 성과차이가 크게 발생하는 것은 가입자의 선택에 어려움으로 이어질 수밖에 없다. 또한 퇴직연금 장기투자 속성을 고려한다면, 적절치 못한 선택은 장기적·누적적으로 가입자의 성과에 악영향을 미칠 수밖에 없다.

4.3 공모펀드와 퇴직연금펀드의 운용스타일 비교 분석

퇴직연금펀드는 퇴직연금 가입자들이 노후를 대비할 수 있는 충분한 노후자산을 만들어 주는 것이 그 목적이다. 따라서 퇴직연금펀드는 장기적인 운용스타일을 고수하여 퇴직연금 가입자들의 이익을 극대화할 필요가 있다. 펀드의 운용스타일은 수익률에 직접적으로 영향을 미치며, 운용스타일의 지속성이 높은 펀드일수록 위험조정수익률이 높다는 것도 실증적으로 분석되었다

(Sharpe, 1992; Brown et al., 2009). 퇴직연금펀드는 단기적인 성과를 달성해야 하는 공모펀드와는 다른 운용스타일을 갖출 필요가 있다. 공모펀드는 자금이 유출되지 않도록 단기적인 성과에 집중하는 반면, 퇴직연금펀드는 정부가 의무적으로 가입하도록 강제하고 있으므로 장기적인 투자전략을 구축할 수 있다. 연기금펀드의 운용스타일을 분석한 Cheong et al.(2015)에서는 연기금펀드가 공모펀드에 비해 장기적 목표에 맞게 가치주 중심의 투자를 하고 있었고, 단기적인 운용은 지양한다고 밝혔다. 퇴직연금펀드는 연금펀드와 유사한 투자기간과 목표를 가지기 때문에 유사한 결과가 나타날 것으로 예상된다. 이에 Cheong et al.(2015)의 분석방법을 활용하여 퇴직연금펀드의 운용스타일을 공모펀드와 비교하고, 사적연금 활성화 대책에 따른 변화도 확인하였다. 그 결과를 <표 7>에 제시하였다.

센센모형을 보면, 2014년 8월 이전에는 퇴직연금펀드의 시장요인(베타)이 공모펀드 대비 0.0535 낮게 나타나며 통계적으로도 유의미한 수준이었다. 이는 퇴직연금펀드가 공모펀드 보다

<표 7> 공모펀드와 퇴직연금펀드의 베타 비교

이 표는 펀드 베타를 종속변수로, 퇴직연금펀드와 공모펀드를 더미변수(퇴직연금펀드 1, 공모펀드 0)로 하여 패널회귀분석을 한 결과이다. 성과는 운용보수를 차감한 성과를 의미한다. 공모펀드 대비 퇴직연금펀드의 운용스타일을 2014년 9월 전후로 구분한 후 분석하였다. 베타 추정을 위해 지난 3년 자료를 사용하였고, 2014년 8월 이전은 2013년 1월~2014년 8월 자료로 분석하였으며 2014년 9월 이후는 2014년 9월~2019년 12월 자료로 분석하였다. 마지막으로 퇴직연금펀드를 2014년 9월 전후로 베타변화를 추정하였으며, 2014년 9월 이후를 1, 2014년 8월 이전을 0인 더미변수를 패널회귀분석을 하였다. 월별, 연도별 시간더미를 추가하여 시간효과를 통제하였다. 추정에 사용된 월별 펀드의 전체 표본 수는 35,770개이고, 공모펀드의 표본 수는 32,462개, 퇴직연금펀드의 표본 수는 3,308개이다. 괄호() 안은 t-value를 나타내며, ***, **, * 표시는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

모형	베타요인	공모펀드와 퇴직연금펀드 비교				퇴직연금펀드	
		2014년 8월 이전		2014년 9월 이후		2014년 9월 전후	
		계수	adj R ²	계수	adj R ²	계수	adj R ²
Jensen	시장요인	-0.0535*** (-3.35)	0.060	-0.0290* (-1.75)	0.122	-0.0289*** (-3.48)	0.174
Fama-French	시장요인	-0.0519*** (-3.35)	0.039	-0.0389** (-2.36)	0.125	-0.0360*** (-4.55)	0.168
	가치요인	0.0088 (0.37)	0.016	-0.0564*** (-2.80)	0.055	-0.1451*** (-17.63)	0.260
	규모요인	0.0067 (0.31)	0.105	0.0173 (1.29)	0.036	-0.0096* (-1.75)	0.083
Carhart	시장요인	-0.0518*** (-3.35)	0.039	-0.0370** (-2.27)	0.098	-0.0355*** (-4.67)	0.113
	가치요인	0.0112 (0.48)	0.023	-0.0562*** (-3.10)	0.083	-0.1152*** (-14.06)	0.327
	규모요인	0.0072 (0.34)	0.115	0.0120 (0.79)	0.043	-0.0080 (-1.34)	0.156
	모멘텀요인	0.0109 (0.46)	0.022	-0.0014 (-0.07)	0.052	0.0131 (1.34)	0.181

시장변화에 따른 민감도가 낮았음을 의미한다. 이러한 결과는 2014년 9월 이후에도 동일하게 나타난다. 9월 이후 기간에도 퇴직연금펀드가 공모펀드 대비 시장민감도가 0.0290 낮게 나타나며 이 역시 유의미한 수준이다. 퇴직연금펀드 기준으로 기간에 따른 차이를 살펴보면, 2014년 9월 이후 퇴직연금펀드가 이전의 퇴직연금펀드 대비 시장민감도가 0.0289 낮아진 것으로 나타난다. 이를 종합해 보면, 퇴직연금펀드는 공모펀드 대비 시장민감도가 평균적으로 낮으며, 사적연금 활성화 대책 이후 시장민감도는 더욱 낮아진 것으로 보인다.

시장요인 외 가치, 규모, 모멘텀의 운용전략에 따른 민감도 변화는 Carhart 모형에서 확인할 수 있다. 가치요인은 2014년 8월 이전에는 공모펀드와 퇴직연금펀드 간의 차이가 없었으나, 2014년 9월 이후에는 공모펀드보다 퇴직연금펀드의 가치요인 민감도가 0.0562(99% 유의도) 낮아진다. 시점에 따른 퇴직연금펀드의 변화를 살펴보면, 8월 이전 기간 대비 9월 이후 기간에 가치요인의 민감도가 0.1152 (99% 유의도) 낮아진다. 규모요인과 모멘텀요인은 공모펀드와 비교하든, 시점별로 비교하든 유의미한 차이가 나타나지 않는다.

퇴직연금펀드에 대한 요인별 민감도를 시계열로 나타낸 <그림 3>을 보면, 규모요인과

<그림 3> 요인별 민감도 추이

이 그림은 공모펀드와 퇴직연금펀드의 요인별 베타의 추이를 나타낸다. 자료는 2010년부터 2019년까지 사용하였으며, 검정색 수직선은 2014년 9월 기준(사적연금 활성화 대책 2014년 8월 27일)이다. 첫 번째 행의 그림들은 Fama-French 3-factor 중에서 규모요인과 가치요인의 베타의 추이를 보여주고 있으며, 두 번째 행의 그림은 Carhart 4-factor 중에서 모멘텀요인의 베타 추이를 보여주고 있다.

모멘텀요인은 사적연금 활성화 대책 이후 시점별로 등락을 보인다. 하지만 가치요인의 경우, 사적연금 활성화 대책 이후 꾸준히 하락하는 모습을 보이며, <표 7>의 결과를 명확히 보여준다. 특히, 퇴직연금펀드의 가치요인은 2018년부터 공모펀드보다 빠르게 감소하고 있었다. 이 시기는 퇴직연금펀드의 중소형주식과 섹터주식이 2014년 9월부터 빠르게 성장하다가 2018년이 되어서야 성숙단계에 진입한 시기와 유사하다(<표 2> 참조). 이를 종합해 보면, 2014년 8월 이전에는 퇴직연금펀드가 공모펀드 대비 시장민감도가 낮았다는 것 외에는 운용스타일의 큰 차이가 없었다. 하지만 사적연금 활성화 대책 이후 가치요인의 감소폭이 두드러지게 나타나고 있다. Cheong et al.(2015)은 장기적 목표에는 가치주 투자가 적정하다고 밝혔으나, 사적연금 활성화 대책 이후 퇴직연금펀드는 이와 반대되는 방향으로 운용스타일 변화가 발견되었다는 점은 시사하는 바가 크다고 하겠다.

5. 결론

본 연구는 퇴직연금펀드와 공모펀드 간의 성과와 운용스타일을 비교 분석하였다. 특히, 퇴직연금 제도의 주요 변곡점이라고 할 수 있는 사적연금 활성화 대책을 중심으로 제도변화에 따른 퇴직연금펀드의 성과 및 운용스타일 변화도 함께 살펴보았다. 연구의 분석결과를 요약해 보면 다음과 같다. 첫째, 사적연금 활성화 대책이 있었던 2014년 8월 이전에는 퇴직연금펀드가 공모펀드 대비 우수한 성과를 보였으나, 대책 이후에는 공모펀드와 퇴직연금펀드 간의 성과차이가 없어졌다. 둘째, 펀드 간 성과차이를 보면, 2014년 8월 이전에는 펀드 간 성과차이가 적었던 반면, 9월 이후에는 펀드 간 성과차이가 크게 나타났다. 퇴직연금펀드 간의 성과편차가 커짐에 따라 퇴직연금 가입자의 펀드 선택이 가입자의 성과의 주요 요인으로 부각됨을 의미한다. 하지만 퇴직연금 가입자의 금융지식이 평균적으로 높지 않다는 점을 고려했을 때, 펀드 선택의 복잡성 확대는 가입자의 성과에 악영향을 미칠 가능성이 높아진다고 할 수 있다. 셋째, 세부 투자유형으로 나누어 살펴보면, 사적연금 활성화 대책 이후 중소형주식과 섹터주식과 같은 다양한 투자전략이 추가되었으나, 새로운 투자유형들의 성과는 동일 유형의 공모펀드보다 저조한 것으로 나타났다. 투자전략의 추가는 선택의 다양성 확대라는 긍정적 측면이 있으나, 퇴직연금펀드로 새로운 유형을 추가하는 과정에서 우수한 펀드를 선정하는 프로세스가 적절히 이루어졌는지에 대해서는 의심이 될 만한 요소라 하겠다. 마지막으로 운용스타일을 비교해 본 결과, 사적연금 활성화 대책 이전에는 공모펀드 대비 시장민감도가 작다는 것 외에는 특별한 차별성이 없었다. 하지만 사적연금 활성화 대책 이후에는 선행연구(Cheong et al., 2015)에서 장기투자에 적합하다고 한 가치요인이 공모펀드보다 더 낮아지는 모습을 보이는 점이 문제점으로 발견되었다.

퇴직연금제도 일원화와 자산운용 규제 합리화로 대표되는 사적연금 활성화 대책은 퇴직연금 시장에 중요한 변화를 제공하였다. 퇴직연금제도 일원화는 퇴직연금 시장의 급격한 성장을 견인하였으며, 자산운용 규제 합리화는 다양한 퇴직연금펀드 출시가 가능하게 한 변화라 하겠다. 즉, 사적연금 활성화 대책은 퇴직연금펀드 시장의 양적, 질적 변화에 영향을 준 대책이라 할 수 있다. 특히, 퇴직연금 시장의 양적 성장 측면에서는 활성화 대책 이전 107조 원이었던 퇴직연금

시장이 2019년 기준 221조 원으로 2배 이상 성장하는 모습을 보인다. 하지만 질적 성장으로도 이어졌는가에 대해서는 논쟁이 있을 수 있다. 중소형주와 섹터주식과 같은 장기 위험프리미엄이 기대되는 투자유형이 추가되어 가입자의 선택의 폭을 넓혔다는 측면에서는 바람직하나 정작 추가된 퇴직연금펀드를 보면, 타 유형 뿐 아니라 동일유형의 공모펀드 대비로도 저조한 성과를 보인 것은 문제점으로 지적된다. 또한 사적연금 활성화 대책 이후 짧아진 펀드연령과 급격히 증가한 펀드 수를 보면, 성과가 검증되지 않은 신규펀드들이 무분별하게 퇴직연금펀드로 설정된 것으로 추정된다. 이는 퇴직연금 시장이 단기간 급격히 성장하다보니, 새로운 유형의 펀드를 편입하는 과정에서 적절한 프로세스가 이행되지 못한 것으로 해석된다.

퇴직연금펀드의 성과는 가입자의 노후소득에 직접적으로 영향을 미친다. 우수한 퇴직연금펀드는 가입자의 노후소득 증가로 이어지며, 이러한 신뢰가 바탕이 되어야만 퇴직연금펀드 시장은 장기적인 성장을 기대할 수 있다. 그러나 단기간의 수익창출을 목적으로 가입자의 신뢰를 상실한다면, 퇴직연금펀드 시장은 공모펀드 시장의 전철을 밟을 수밖에 없다. 이를 방지하기 위해서는 퇴직연금펀드의 선정 및 유지, 폐쇄의 권한을 가진 퇴직연금사업자의 역할이 매우 중요하다. 퇴직연금사업자의 상품제공 및 추천이 가입자의 선택에 영향을 미치며(Bae et al., 2019; Lee and Song, 2019; Benartzi and Thaler, 2001), 사업자의 상품제공 능력이 결과적으로 가입자의 성과로 연결된다(Kim et al., 2020). 현재 퇴직연금사업자들은 가입자의 선택의 폭 확대라는 측면에서 500~600개에 이르는 퇴직연금펀드를 라인업(line-up) 하고 있으나, 다양한 상품은 오히려 선택에 대한 부담이 커지며, 혼란을 초래하여 정보부족하에서 선택하는 결과를 가져오게 된다(Huberman and Jiang, 2006; Iyengar and Lepper, 2000).

이에 정책적으로도 디폴트 옵션을 비롯해 선택을 제한하는 다양한 형태가 고려될 필요가 있다. 퇴직연금사업자들은 장기적으로 성과가 검증된 우수한 펀드를 선택하여 가입자들에게 제시할 필요가 있으며, 이는 퇴직연금펀드의 성과와 운용스타일에 영향을 주게 될 것이다. 그러므로 제도적으로도 퇴직연금사업자의 상품선정 및 관리에 대한 평가와 모니터링이 이루어질 수 있도록 유도할 필요가 있다. 현재 근로복지공단에서 퇴직연금사업자들에 대한 평가를 수행하고 있으나, 법적 근거가 없어 강제성을 가지지 못하고 있다. 이러한 공공 목적의 평가가 정기적·의무적으로 수행되고 평가결과가 퇴직연금사업자의 운용행태 변화를 유도하도록 하는 제도를 마련하는 것이 바람직하다. 평가 외에도 퇴직연금사업자가 선정한 주요 퇴직연금펀드들에 대한 성과를 각 사의 홈페이지 또는 관련 협회, 공공기관(ex. 금융감독원, 근로복지공단)에서 가입자가 손쉽게 확인할 수 있도록 하는 방안도 시행할 것을 제안한다.

본 연구는 퇴직연금 제도에 중요한 변곡점이라 할 수 있는 사적연금 활성화 대책을 중심으로 퇴직연금펀드의 성과와 운용스타일을 분석했다는 점에서 의의가 있다. 다만, 연구의 대상을 주식형 펀드로 한정하고, 실제 실적배당형 중 가장 높은 비중을 차지하고 있는 혼합형 펀드는 분석하지 못하였다. 따라서 사적연금 활성화 대책이 퇴직연금펀드에 미친 영향에 대한 과도한 일반화는 주의할 필요가 있다. 다만, 현재에도 기금형 퇴직연금제도와 디폴트 옵션 등 퇴직연금 제도에 대한 변화요구가 지속적으로 제기되고 있다. 현 퇴직연금 제도는 퇴직연금사업자인 금융기관과 기업(또는 개인)이 퇴직연금 계약을 맺는 계약형 제도이다. 계약형 제도 하에서

가입자의 성과를 결정짓는 주요 요인은 퇴직연금사업자의 역할이다. 하지만 퇴직연금사업자가 가입자의 이익보다는 본인의 이익을 우선시 함으로써 퇴직연금 성과의 저조로 이어진다는 선행연구가 다수 있다(Pool et al., 2016; Kim et al., 2019). 이러한 문제를 개선하기 위해 고용노동부는 퇴직연금 기금형 도입을 추진하고, 계약형에서도 디폴트 옵션(default option)과 DB형의 일임자산운용제도를 도입하려고 시도하고 있다. 물론, 퇴직연금사업자의 업권 간의 이해관계에 붙들려 아직 법안이 통과되지 못하고 있지만, 이러한 변화는 퇴직연금 운용기관에 책임과 권한을 확대하는 방향이다. 결국, 퇴직연금 운용기관을 어떻게 모니터링하고 관리하느냐에 따라 가입자의 성과가 좌우될 수밖에 없으며, 이는 사적연금 활성화 대책과는 또 다른 의미로 퇴직연금 시장에 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 따라서 본 연구를 계기로 제도 변화에 따른 퇴직연금펀드의 변화를 지속적으로 분석하여 정책변화의 명암을 제시해 주는 연구가 지속적으로 이루어지기를 기대한다.

References

- Bae, J., I. Song, and K. Lee, 2019, Menu Effects of Retirement Pension Plans: The Impact of Equity Exposure on Equity Allocation, *Journal of Money & Finance*, Vol. 33 (3), pp. 21-50.
- Bailey, W., A. Kumar, and D. Ng, 2011, Behavioral Biases of Mutual Fund Investors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 102 (1), pp. 1-27.
- Bauer, R., R. Frehen, R. Otten, and H. Lum, The Performance of US Pension Funds, *Working Paper*, 2007, <https://www.netspar.nl/assets/uploads/frehen07045.pdf>.
- Benartzi, S., and R. Thaler, 2001, Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans, *American Economic Review*, Vol. 91 (1), pp. 79-98.
- Broeders, D., and L. De Haan, 2019, Benchmark Selection and Performance, *Journal of pension Economics and Finance*, Vol. 19 (4), pp. 1-21.
- Brown, K. C., W. V. Harlow, and H. Zhang, Staying the Course: The Role of Investment Style Consistency in the Performance of Mutual Funds, *Working Paper*, 2009, <https://faculty.mcombs.utexas.edu/keith.brown/Research/styleconsistent-wp.pdf>.
- Carhart, M. M., 1997, On Persistence in Mutual Fund Performance, *The Journal of Finance*, Vol. 52 (1), pp. 57-82.
- Cheong, M., H. Sung, and J. Kang, 2015, A Comparative Analysis on the Performance, Style, and Performance Persistence Between the Public Equity Funds and the Fiduciary Pension Funds, *The Korean Journal of Financial Management*, Vol. 32 (3), pp. 77-105.
- Coggin, T. D., F. J. Fabozzi, and S. Rahman, 1993, The Investment Performance of US Equity Pension Fund Managers: An Empirical Investigation, *The Journal of Finance*, Vol. 48 (3), pp. 1039-1055.
- Fama, E. F., and K. R. French., 1993, Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, Vol. 33 (1), pp. 3-56.
- Gregory, A., and I. Tonks, Performance of Personal Pension Schemes in the UK, *Working Paper*, 2006, <https://ore.exeter.ac.uk/repository/bitstream/handle/10036/22099/0611.pdf>.
- Huberman, G., and W. Jiang, 2006, Offering vs. Choice in 401(k) Plans: Equity Exposure and Number of Funds, *The Journal of Finance*, Vol. 62 (2), pp. 763-801.
- Iyengar, S., and M. Lepper, 2000, When Choice is Demotivating: Can One Desire Too Much of a Good Thing?, *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 76, pp. 995-1010.
- Jensen, M. C., 1968, The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, *The Journal of Finance*, Vol. 23 (2), pp. 389-416.
- Kang, J., C. Lee, and D. Lee, 2011, Equity Fund Performance Persistence with Investment

- Style: Evidence from Korea, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 47 (3), pp. 111–135.
- Kim, D., and S. Lee, 2019, Analysis of Relationship between Retirement Pension Commission and Rate of Return and Its Policy Implications, *Journal of Pension Studies*, Vol. 9 (1), pp. 17–33.
- Kim, J., J. Bae, and I. Song, 2020, A Study of Connectivity of Retirement Pension Provider's Asset Management Capacity and Rates of Return, *The Journal of Risk Management*, Vol. 31 (2), pp. 33–60.
- Kim, J., K. Lee, and I. Song, 2019, Fund Line-up Behavior of Retirement Pension Service Providers: Focused on Affiliated Funds, *Korea Journal of Financial Studies*, Vol. 48 (2), pp. 157–179.
- Lee, K., and I. Song, 2019, Offering Number and Choice of Investment Options in Defined Contribution Plans, *Korean Journal of Insurance*, Vol. 119, pp. 67–100.
- OECD, 2017, Pensions at a Glance 2017: OECD and G20 Indicators, OECD Publishing, Paris.
- Pool, V. K., C. Sialm, and I. Stefanescu, 2016, It Pays to Set the Menu: Mutual Fund Investment Options in 401(k) Plans, *The Journal of Finance*, Vol. 71 (4), pp. 1779–1812.
- Sharpe, W. F., 1992, Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 18 (2), pp. 7–19.
- Shen, Y., Zhu, K., Wu, F., and Chen, P., 2019, The Stock Investment Performance of Pension Funds in China, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 56 (12), pp. 2732–2748.
- Smith, M. P., 1996, Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, *The Journal of Finance*, Vol. 51 (1), pp. 227–252.