



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

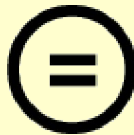
다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학박사 학위논문

초저금리 시대 장수리스크 감소를 위한
은퇴자산 투자대안과 배당투자
활성화에 대한 연구

A Study on the Investment Alternatives of the Retirement
Assets and Dividend Investment Revitalization
for Longevity Risk Reduction in Ultra-low Interest Era



2015년 8월

한국해양대학교 대학원

해운경영학과

장 지 태

본 논문을 장지태의 경영학박사 학위논문으로
인준함.

위원장 신 한 원 ⑩

위 원 신 용 준 ⑩

위 원 이 재 민 ⑩

위 원 이 명 철 ⑩

위 원 이 기 환 ⑩



2015 年 6 月

한 국 해 양 대 학 교 대 학 원
해 운 경 영 학 과

< 목 차 >

Abstract	vii
제1장 서론	1
제1절 연구의 배경 및 목적	1
제2절 연구의 방법과 논문의 구성	7
제2장 이론적 배경	9
제1절 고령화 쇼크와 장수리스크	9
1. 인구 구조 고령화 쇼크	9
2. 장수리스크의 의미	20
제2절 노후 준비와 은퇴자금 관리	27
1. 우리나라 노후 준비 실태	27
2. 은퇴 준비와 자산, 소비	45
3. 은퇴자산 배분과 주식 활용	48
제3절 초저금리 리스크와 가계자산 포트폴리오 불균형	50
1. 초저금리 리스크 장기화 추세	50
2. 가계자산 포트폴리오 불균형	56
제4절 은퇴자산 관리를 위한 주식투자와 배당투자	62
1. 주식투자 현황	62
2. 배당이론과 배당투자	66
3. 정부의 배당 확대 유도 정책	74
제3장 연구 설계와 투자대안 중요도 평가	85
제1절 연구 설계	85
1. AHP 기법의 의미	85
2. 투자대안 중요도(우선순위) 평가 절차	88

3. 투자대안 중요도(우선순위) 평가 계층구조	90
4. 자료의 수집과 표본	91
제2절 장수리스크 감소를 위한 투자대안 중요도(우선순위) 분석 결과	92
1. 1계층 투자대안 중요도(우선순위) 평가 결과	93
2. 2계층 투자대안 중요도(우선순위) 평가 결과	94
3. 3계층 투자대안 중요도(우선순위) 평가 결과	95
제3절 전문가 그룹별 투자대안 중요도(우선순위) 분석비교	101
1. 집단별 투자대안 중요도(우선순위) 평가 결과	101
2. 연령별 투자대안 중요도(우선순위) 평가 결과	111
제4절 장수리스크 감소 대책에 대한 추가 조사 결과	119
1. 장수리스크 감소를 위한 개인 차원의 노력 방안	119
2. 장수리스크 감소를 위한 정부 차원의 노력 방안	120
3. 장수리스크 감소를 위한 고배당주	121

제4장 장수리스크 감소를 위한 노후자산 관리 대응방안 :

배당투자를 중심으로	122
제1절 가계자산 포트폴리오 변화	122
제2절 주식 투자 확대	126
제3절 기업 배당의 활성화	128
1. 기업 배당정책의 변화	128
2. 기업 배당 활성화의 기대효과	130
3. 기업 배당 활성화의 과제	132
제4절 배당투자 활성화	135
1. 초저금리 시대와 장수리스크 가중	135
2. 배당주 투자 활성화	138
3. 배당주 펀드 ‘쏠림 현상’	142
4. 장수리스크 감소 대안	146

제5장 결론	151
제1절 연구 결과의 요약	151
제2절 연구의 한계점과 향후 연구방향	159
참고문헌	161
<국내문헌>	161
<외국문헌>	169
<홈페이지>	172
<보도자료>	172
부록 : 설문지	174



< 표 목차 >

<표 2-1> 기대수명(출생 시 기대여명) 추이	9
<표 2-2> 80세 시대와 100세 시대의 차이	12
<표 2-3> 연령대별 장수리스크 및 은퇴기간	24
<표 2-4> 노후 준비방법 (가구주, 2013년)	30
<표 2-5> 가구별 은퇴준비지수 분포	32
<표 2-6> 부모 부양에 대한 견해	35
<표 2-7> 다층노후소득보장체계 구조	37
<표 2-8> 은퇴 부부 생활비	43
<표 2-9> 가구주 연령대별 자산 점유율 및 구성비	57
<표 2-10> 주요국 가계자산 구성 비교	58
<표 2-11> 우리나라 가계 금융자산 구성	58
<표 2-12> 주요국 가계 금융자산 구성 비교	59
<표 2-13> 주요국 투자주체별 주식시장 비중 비교	62
<표 2-14> 총인구, 경제활동인구 및 주식투자인구 비교	63
<표 2-15> 개인투자자 연령대별 1인당 평균 보유금액	64
<표 2-16> 개인투자자 연령대별 투자자수 분포	65
<표 2-17> 우리나라 배당족진 세법 개정 주요 내용	75
<표 2-18> 한국거래소 개발 신배당지수 개요	81
<표 3-1> AHP 분석을 위한 표본의 구성 현황	92
<표 3-2> 장수리스크 감소를 위한 투자대안 1계층 중요도 분석결과	93
<표 3-3> 금융자산 투자 하위항목의 중요도 분석결과	94
<표 3-4> 실물자산 투자 하위항목의 중요도 분석결과	95
<표 3-5> 예·적금 하위항목의 중요도 분석결과	95
<표 3-6> 주식 하위항목의 중요도 분석결과	96
<표 3-7> 보험 및 연금 하위항목의 중요도 분석결과	97
<표 3-8> 부동산 하위항목의 중요도 분석결과	97

<표 3-9> 동산 하위항목의 중요도 분석결과	98
<표 3-10> 장수리스크 감소를 위한 투자대안 종합 중요도 분석결과	100
<표 3-11> 1계층 집단별 투자대안 중요도 비교분석	101
<표 3-12> 집단별 ‘금융자산’ 하위항목의 중요도 비교분석	103
<표 3-13> 집단별 ‘실물자산’ 하위항목의 중요도 비교분석	105
<표 3-14> 집단별 ‘예·적금’ 하위항목의 중요도 비교분석	106
<표 3-15> 집단별 ‘주식’ 하위항목의 중요도 비교분석	106
<표 3-16> 집단별 ‘보험 및 연금’ 하위항목의 중요도 비교분석	107
<표 3-17> 집단별 ‘부동산’ 하위항목의 중요도 비교분석	107
<표 3-18> 집단별 ‘동산’ 하위항목의 중요도 비교분석	108
<표 3-19> 집단별 3계층 투자대안 전체 항목별 중요도 비교분석	108
<표 3-20> 1계층 연령별 투자대안 중요도 비교분석	111
<표 3-21> 연령별 ‘금융자산’ 하위항목의 중요도 비교분석	113
<표 3-22> 연령별 ‘실물자산’ 하위항목의 중요도 비교분석	114
<표 3-23> 연령별 ‘예·적금’ 하위항목의 중요도 비교분석	115
<표 3-24> 연령별 ‘주식’ 하위항목의 중요도 비교분석	115
<표 3-25> 연령별 ‘보험 및 연금’ 하위항목의 중요도 비교분석	116
<표 3-26> 연령별 ‘부동산’ 하위항목의 중요도 비교분석	116
<표 3-27> 연령별 ‘동산’ 하위항목의 중요도 비교분석	117
<표 3-28> 연령별 3계층 투자대안 전체 항목별 중요도 비교분석	117
<표 4-1> 퇴직연금 운용방법별 적립금 현황	124
<표 4-2> 배당주에 투자하는 방법	141
<표 4-3> 국내 펀드 유형별 평균 수익률 및 순자산액	144

〈 그림 목차 〉

〈그림 2-1〉 고령인구 추이	15
〈그림 2-2〉 실제 노년부양비와 공식 노년부양비 차이	16
〈그림 2-3〉 2011년 저출산·고령화에 대한 국민인식 조사	18
〈그림 2-4〉 장수 리스크 산정 개요	22
〈그림 2-5〉 부모 생활비 주 제공자(가구주)	36
〈그림 2-6〉 한국은행 기준금리 변화 추이	52
〈그림 2-7〉 점점 떨어지는 우리나라 배당수익률	71
〈그림 2-8〉 한국거래소 개발 신배당지수 구성도	81
〈그림 2-9〉 신배당지수 개발의 기대효과	83
〈그림 3-1〉 연구 방법 및 절차	89
〈그림 3-2〉 장수리스크 감소를 위한 투자대안 계층구조	91
〈그림 3-3〉 장수리스크 감소를 위한 투자대안 1계층 중요도 분석결과	93
〈그림 3-4〉 금융자산 투자 하위항목의 중요도 분석결과	94
〈그림 3-5〉 실물자산 투자 하위항목의 중요도 분석결과	95
〈그림 3-6〉 예·적금 하위항목의 중요도 분석결과	96
〈그림 3-7〉 주식 하위항목의 중요도 분석결과	96
〈그림 3-8〉 보험 및 연금 하위항목의 중요도 분석결과	97
〈그림 3-9〉 부동산 하위항목의 중요도 분석결과	98
〈그림 3-10〉 동산 하위항목의 중요도 분석결과	98
〈그림 3-11〉 장수리스크 감소를 위한 투자대안 종합 중요도 분석결과	100
〈그림 3-12〉 1계층 집단별 투자대안 중요도 비교분석	102
〈그림 3-13〉 집단별 ‘금융자산’ 하위항목의 중요도 비교분석	104
〈그림 3-14〉 집단별 ‘실물자산’ 하위항목의 중요도 비교분석	105
〈그림 3-15〉 집단별 3계층 투자대안 전체 항목별 중요도 비교분석	109
〈그림 3-16〉 1계층 연령별 투자대안 중요도 비교분석	112
〈그림 3-17〉 연령별 ‘금융자산’ 하위항목의 중요도 비교분석	113
〈그림 3-18〉 연령별 ‘실물자산’ 하위항목의 중요도 비교분석	114
〈그림 3-19〉 연령별 3계층 투자대안 전체 항목별 중요도 비교분석	118

**A Study on the Investment Alternatives of the Retirement
Assets and Dividend Investment Revitalization
for Longevity Risk Reduction in Ultra-low Interest Era**

Jang, Ji-Tae

*Department of Shipping Management
Graduate School of
Korea Maritime and Ocean University*

Abstract

This study is motivated by the intensified longevity risk in the unprecedented ultra-low interest era, and seeks the priorities within the expert groups among the investment alternatives on an individual level by the AHP (Analytic Hierarchy Process) analysis method.

Primarily relying on interview investigations, the survey gathered 100 responses from the expert groups and effectively used 50 of them in its analysis. The expert groups consist of four groups whose career duties are highly relevant to financial and real assets, such as bank financial institutions (central, commercial, savings banks), non-bank financial institutions (stock exchanges, securities firms, insurance companies), relevant research institutions (retirement planning institutions, professors in related fields) and real estate specialists.

The study draws twelve investment alternatives on three levels for the sake of reducing the longevity risk. On Level 1, it sets financial asset investments and real asset investments. On Level 2, it puts

savings and installment savings, stocks, insurances and pensions under financial asset investments, and real estates and movable assets under real asset investments. On Level 3, bank and non-bank savings and installment savings are put under savings and installment savings, stock investments for high dividend income and those for high capital gains under stock investments, insurance products and personal pensions under insurances and pensions, housings, lands and commercial properties under real estates, while jewels, cars and others are put under movable assets.

In regards to these twelve alternatives on three levels, the study initiates the survey that targets four expert groups, such as bank financial institutions, non-bank financial institutions, relevant research institutions and real estate specialists, in order to draw the priorities within the groups among the investment alternatives for reducing the longevity risk in the ultra-low interest rate.

Upon close analysis of priorities among the investment alternatives, the study finds that on Level 1, the priority of financial asset investments marks 0.656 and that of movable asset investments marks 0.344. This result reflects the tendency within the expert groups to increase the significance of financial assets that can easily generate cash flow, in order to reduce the intensified longevity risk in the ultra-low interest and aging era.

Among the alternatives on Level 2, the priority of insurances and pensions marks 0.502, stocks 0.262, savings and installment savings 0.236 among financial asset investments, while the priority of real estates marks 0.706 and movable assets 0.294 among real asset investments.

On Level 3, among financial asset investment alternatives, the priority of bank savings and installment savings marks 0.652, and non-bank savings and installment savings 0.348 among savings and installment savings, while the priority of stock investments for high

dividend income marks 0.613 and those for high capital gains 0.387 among stock investments. That of personal (private) pensions marks 0.763 and insurances 0.237 among insurances and pensions. Again on Level 3, among real asset investment alternatives, the priority of commercial properties marks 0.409, housings 0.386 and lands 0.206 under real estates category, and the priority of jewels marks 0.523, others 0.264 and cars 0.213 under movable assets category.

Looking into comprehensive priorities of twelve investment alternatives on three levels for reducing the longevity risk, personal (private) pensions rank first (0.251), stock investments for high dividend income rank second (0.105), bank savings and installment savings rank third (0.101), commercial properties rank 4th (0.099), housings rank 5th (0.094) and insurance products rank 6th (0.067). Furthermore, stock investments for high capital gains rank 7th (0.067), non-bank savings and installment savings rank 8th (0.054), jewels rank 9th (0.053), lands rank 10th (0.050), others rank 11th(0.027) and cars rank 12th(0.021).

The result of this study can be summarized as follows.

First, on Level 1, the expert groups have valued financial assets nearly twice more than real assets in terms of setting priorities in the investment alternatives for reducing longevity risk in the ultra-low interest and aging era.

Second, on Level 2, their preferred options among financial assets, in order of priority, were: insurances and pensions, stocks, savings and installment savings. Their preferred options among real assets, in order of priority, were: real estates and movable assets.

Third, on Level 3, the first priority among financial assets was personal pensions. As the national system for providing old-age income security is deficient, the expert groups have emphasized the importance of preparing personal pensions on an individual level. The second and third were stock investments for high dividend income,

and bank savings and installment savings, while the 7th and 8th were stock investments for high capital gains, and non-bank savings and installment savings. As the interest rates stay at 1-2% per year with the standard annual rate at the level of 1%, the expert groups placed emphasis on stock dividend investment with higher stability and durability in reducing longevity risk, while increasing the significance of stocks with higher profit rates, which are considered risk assets.

Furthermore, in response to the open ended questions in the additional survey, the expert groups proposed that in order to raise the rate of return in the ultra-low interest rate era, individuals cannot avoid at least partially investing their incomes in high dividend stocks, again considered risk assets. Among those, experts said that indirect investment for dividend fund with comparatively high stability and durability is more desirable than direct investment.

The expert groups also proposed an idea that in addition to executing policies that encourage the expansion of dividends on a government level to support the individuals' effort to reduce the longevity risk, the government ought to take the lead in reforming the tax system by means such as expanding the membership and reinforcing the security level of the national pension plan, tax credit deduction and non-taxable income expansion, long-term financial product development and long-term investment benefit expansion, tax credit deduction for retirement savings and incentives for investing in assets with intermediate risk and profits, such as stock fund.

This notes that in order to reduce the longevity risk, in addition to retirement preparation on an individual level, it is vital to have supporting policies on a government level so that individuals can seek stability in their later years. Such policies include invigoration of dividend, introduction of individual savings accounts (ISA) and the reformation of tax system to provide incentives for long-term possession of stocks.

Furthermore, this study is differentiated from previous studies in the following aspects.

First, based on the survey of the expert groups (Level 1) by AHP method, the study suggests that we ought to change the household asset portfolios so that the significance of financial assets with the capacity to generate cash flow is higher than that of real assets in order to reduce the longevity risk now aggravated in the aging and ultra-low interest rate era.

Second, based on the survey of the expert groups (Level 2) by AHP method, the study proposes that in order to prevent old-age poverty due to the longevity risk and enhance the durability of retirement wealth, it is necessary to invest a part of individual assets in stocks with high risk and high return, along with insurances and pensions, and to deviate from the distribution of retirement wealth focused on savings and installment savings with almost zero interest rates.

Third, based on the survey of the expert groups (Level 3) by AHP method and the additional survey with open ended questions, the study finds that in terms of stock investment, we ought to raise the importance of investment with high dividend incomes, contrary to the tradition of focusing on investment with high capital gain. It further finds that in terms of stock dividend investment, it is advantageous to encourage indirect investment in dividend fund with higher stability and durability than direct investment with higher risk.

Fourth, through the continued research, the study proposes that the leading alternative to secure the life after retirement and reduce the longevity risk is the long-term investment in dividend fund. It further emphasizes that in order to encourage the long-term investment in dividend fund, it is necessary to increase the dividend of globally low-ranked domestic businesses, and that the government ought to actively execute supporting policies, such as tax system reformation, financial product development and non-taxable income expansion.

제1장 서론

제1절 연구의 배경 및 목적

고령화 현상이 지구촌의 절박한 과제가 되고 있다. 정치·경제·사회적 시스템이 불안정하고 발전 단계가 아주 낮은 일부 국가들을 제외하면 인구 구조의 고령화는 세계적인 추세가 되고 있다. 고령화 현상은 수명 연장에 따라 노인 인구가 빠르게 늘어나는 반면 출산율 하락으로 젊은 인구가 줄어드는 사회현상이다. 고령화 현상은 미국, 일본, 프랑스, 독일 등 선진국은 물론 터키, 브라질, 중국, 인도네시아 등 중진국과 개발도상국에서도 나타나고 있다(송양민·우재룡, 2014).

유엔(UN)은 2009년 ‘세계 인구 고령화(World Population Ageing)’라는 보고서에서 평균수명 80세가 넘는 국가가 늘고 있다며 ‘호모 헉드레드(Homo Hundred) 시대’라고 처음 표현했다. 인류의 조상을 호모 사피엔스(Homo-sapiens·생각하는 인간)로 부르는 것에 비유하여 100세 장수가 보편화하고 있다는 점을 상징적으로 나타낸 것이다(전국투자자교육협의회, 2013).

고령화의 원인은 의학기술의 발달과 의료 서비스 확충, 소득 증대에 기인한 충분한 음식 섭취와 헬스케어 확대 등에 힘입은 기대수명(Life expectancy at birth)¹⁾의 연장, 출산율 저하로 인한 유년인구의 지속적 감소, 베이비붐 세대(baby boom generation)²⁾의 고령인구 편입 등으로 분석된다.

1) 그 해 태어난 0세 아이가 평균적으로 생존할 것으로 예상되는 기간. 병이나 사고로 일찍 숨지는 사람까지 포함한 평균값이기 때문에 무사히 어른이 되는 사람의 기대수명은 이보다 훨씬 길다.

2) 베이비붐 세대는 나라별로 연령대가 다르다. 미국의 경우 제2차 세계대전 이후인 1946~1965년에 태어난 2억 6천여만 명이 베이비부머로 불린다. 한국은 6·25전쟁 이후인 1955~ 1963년에 태어난 세대를 지칭하는데 695만(통계청 ‘베이비부머 및 에코세대의 인구·사회적 특성분석’)~743만(안전행정부 ‘2012년 주민등록인구’) 명에 이른다. 이들의 정년을 55세로 가정할 경우 이미 2010년부터 은퇴가 시작됐고, 2020년 이후 고령인구로 편입된다(이상호·유경현·이상현, 2011).

고령화가 세계적인 현상이지만 우리나라는 유난히 그 속도가 빨라 심각성을 더한다. 통계청에 따르면 우리나라는 2000년 이미 고령화사회(aging society·65세 이상 고령인구 비율 7%)에 진입하였으며, 2018년엔 고령사회(aged society·고령인구 비율 14%), 2026년엔 초고령사회(super-aged society·고령인구 비율 20%)로 접어들 것으로 예상된다. 우리나라가 고령화사회에서 고령사회에 도달하는데 걸리는 기간은 18년, 고령사회에서 초고령사회로 전환하는 데는 8년이 소요되는 셈이다. 고령화사회에서 고령사회로 전환하는데 프랑스 115년, 미국 73년, 이탈리아 61년, 영국 47년, 독일 40년, 일본이 24년 걸린데 비하면 우리나라 고령화 속도가 얼마나 빠른지 알 수 있다.

전 세계적인 고령화는 정치적, 사회적, 경제적, 문화적, 가정적으로 심대한 영향을 미치고 있다. 세계보건기구(WHO)는 고령화 파동이 가족, 일상생활, 고용정책, 의료보험, 연금제도, 재정, 산업 등 경제·사회 전 분야에 영향을 미칠 것이란 분석을 내놓았다(박동석·김대환·이연선, 2003).

김태유(2013)는 한국사회의 고령화에 대한 대표적인 변화로 다음과 같이 들고 있다. 첫째, 성장잠재력 기반과 경제 활력이 약화될 수 있다. 둘째, 저축과 투자가 감소하면서 경제성장률이 저하될 수 있다. 셋째, 사회적 부양비율이 늘어나면서 공공부채(debt)와 재정적자(deficit)가 증가할 수 있다. 넷째, 내수가 위축되고 자산가격이 하락하면서 디플레이션(deflation) 현상과 가계의 부(wealth) 감소 문제가 나타날 수 있다.

이상호 등(2011)은 거시경제 측면에서 고령화가 소비, 저축, 노동공급 등에 변화를 초래하고 나아가 생산성 또는 성장잠재력에 부정적인 영향을 초래할 뿐만 아니라 자산수요 및 금융산업 전반에도 큰 영향을 미칠 것으로 예상하였다.

고령화와 관련, 먼저 국가와 지방자치단체 등 공공부문의 책임과 대응책 모색이 요구된다. 노인 인구의 일자리 창출과 확대를 위한 사회적 시스템 마련, 노후 보장에 불충분한 기초연금과 국민연금의 개혁, 노인 질병 예방과 치료 시스템 보완 및 강화, 저출산 현상을 막기 위한 출산 장

려책과 육아 대책, 여성인력 활용 확대, 생산인구 유입을 위한 이민정책 변화, 고령층의 원활한 자산 운용을 위한 금융 시스템의 지속적 개혁 등이 공공부문의 책임과 역할이다.

고령화에 대한 공공부문의 책임과 역할도 중요하지만, 궁극적 책임은 결국 개인에게 귀착된다. 고령화는 노인 계층의 노후 생활에 직접적인 영향을 미친다. 뿐만 아니라 은퇴를 앞둔 중장년층의 인생 2막 준비에도 큰 변화를 초래하고 있다. 고령화로 인한 개인의 위험은 ‘장수리스크(longevity risk)’가 대표적이다.

장수리스크는 인구 구조의 변화에 기인하는 기대사망률과 실제사망률 간의 차이에서 발생하는 체계적 위험이다(McCrory, 1986; MacMinn et al. 2006). 즉, 개인들이 ‘예상했던 것보다 더 오래 살게 되어 더 많은 추가 비용을 발생시키는 위험’이다. 장수리스크는 ‘수명’과 ‘비용’을 연결시킨 개념으로 은퇴자산의 고갈 리스크(risk of retirement ruin) 혹은 부족 리스크로 정의될 수 있다(여운경, 2014).

수명은 갈수록 늘어나는데 노인 계층의 은퇴자산 축적 및 소득 창출 능력은 날로 떨어져 장수가 가난으로 직결되는 비중이 커지고 있다. 우리나라의 노인 빈곤 수준은 이미 세계 최고 수준이다. 장수가 축복이 아니라 재앙으로 받아들이는 노인 계층이 늘고 있는 것이다. 기준금리 1%대의 초저금리 추세는 고령화의 재앙적 측면을 가중시키고 있다.

우리나라에 저금리 시대가 본격화된 것은 1997년 12월 발생한 IMF(국제통화기금) 외환위기 탓이 크다고 볼 수 있다. 1970~1980년대의 고도 성장과 함께 1990년대 후반까지 10% 내외의 예금금리를 유지할 수 있었다. ‘원금 보장에 월 1%의 금리’라는 꿈같은 시절이 있었던 것이다. 이때까지만 해도 은행 적금과 예금을 통해 목돈을 마련하고, 그 돈으로 주택 구입과 자녀 학자금에 충당했다. 주택 구입에 따른 대출금도 은퇴 전에 대부분 갚고 퇴직금과 다른 예금들을 모아 노후 생활자금으로도 사용했다. 은퇴자산관리의 모범답안이었다(김진영, 2013).

외환위기 이후 IMF의 권고로 부족한 외화의 유입을 위하여 고금리 정

책을 사용함에 따라 1998년 한때 1년 만기 은행예금 금리가 17%까지 상승하기도 했지만 이내 우리 경제의 성장속도 둔화에 따른 자금수요의 축소 등으로 고금리 시대는 막을 내렸다(곽재혁, 2009).

2000년대 초반 저축성 예금 금리가 연 3~4%로 하락, 외환위기 이전의 고금리 대비 3분의 1 토막이 났다. 2008년 미국에서 비롯된 글로벌 금융위기 이후 우리나라는 경기 부양을 위해 정책금리를 낮게 유지했다.

최근에는 한국은행의 기준금리가 사상 초유의 1%대로 떨어지면서 은행의 예금·대출 금리도 사상 최저를 기록하고 있다. 시중은행과 저축은행 정기예금 금리는 연 1~2%대로 떨어지고, 물가상승률(2014년 1.3%)을 감안하면 사실상 제로(0) 금리 내지 마이너스 금리에 도달했다.

우리나라 가계의 금융자산 운용은 안정성 위주여서 은행 예금과 현금에 편중돼 있다. 그런 만큼 예금이자 위주로 생활자금을 마련하고 있는 고령의 은퇴자들이 초저금리 시대를 맞아 노후 은퇴생활 지속성에 심각한 타격을 받고 있다.

이런 초저금리 상황은 장기화 될 가능성이 높은 만큼 이제 가계 재무 전략을 바꿔야 할 것이다. 하지만 우리나라 가계의 은행 예금 편중은 지나칠 정도이다. 우리투자증권³⁾ 100세시대연구소는 “금리가 낮아졌음에도 여전히 수익률이 가장 낮은 현금·예금 비중이 45.4%나 돼 주요 선진국 중 일본 다음으로 많다. 반면 노후 준비를 위한 연금·보험 비중은 27.4%로 주요 선진국 중 가장 낮다. 금융투자상품 비중이 가장 높은 국가는 미국으로 그 비중이 무려 54.1%에 달했다. 미국인들의 자산에서 현금·예금이 차지하는 비중은 14.6%에 불과했다”고 지적하였다(매일경제신문 2014.10.09).

대부분의 선진국이 초저금리 환경에 대비해 현금·예금자산 비중을 줄이고 주식 채권 등 금융투자상품 비중을 늘리는 한편 고령화에 대비해 연금·보험 비중도 늘리고 있는 점을 감안, 우리나라도 가계 자산의 포트폴리오 다양화를 적극 도모해야 할 시점이다.

3) 우리투자증권은 2014년 12월 31일 NH농협증권과 합병등기로 NH투자증권으로 공식 출범했다.

이 같은 측면들을 고려한 본 연구의 필요성은 다음과 같이 요약된다.

첫째, 고령화에 따른 장수리스크가 초저금리 고착화 시대를 맞아 더욱 가중되고 있는 만큼 수익률이 너무 낮은 은행 예금·적금 일변도인 가계 은퇴자산 배분의 다양화가 필요하다.

둘째, 은퇴자산의 수익률 제고를 위해서는 상대적으로 위험도가 높은 주식 편입 비중을 높일 필요가 있다. 일반적으로 고령층일수록 위험회피도가 높고 안정 자산 선호현상이 높다. 그러나 사실상 제로 금리 시대에는 은퇴자산의 지속 가능한 인출전략의 유지 및 인출금액의 증대를 도모하려면 어느 정도 위험을 감수하고 주식 편입 비중을 높여 나가야 할 것이다.

셋째, 우리나라 가계의 전반적인 안전자산 선호 및 은퇴자산의 지속가능성을 감안하면 주식 중에서도 상대적으로 안정성이 높은 배당주 투자를 확대할 필요가 있다. 배당주 투자를 활성화하기 위해서는 세계 꼴찌 수준인 국내 기업들의 배당률을 높여야 할 것이다. 기업이 배당을 결정하는 요인은 다양하고, 관련 학설이나 선행연구도 많은 편이지만 현금흐름(cash flow)의 중요성에 착안, 장수리스크 감소의 주요 수단으로서 배당투자 활성화 문제를 제기한 연구는 찾기 힘든 실정이다.

넷째, 장수리스크를 개인에게만 떠맡기지 말고 정부 역시 적극적인 역할을 해야 할 것이다. 시장경제 체제에서 배당의 주체는 기업이지만, 기업의 주인은 주주들이다. 상장기업의 주주들은 일반 국민이 대다수인 만큼 배당이 늘면 국민의 소득 증대로 이어진다. 국민의 소득 증대는 소비 확대로 이어지고, 이는 내수 경기 및 국가 경제 활성화와도 직결된다. 한국은행은 배당수익률 1%포인트 상승으로 늘어난 8조원의 돈을 개인들이 모두 소비하면 연간 경제성장률을 0.6%포인트 끌어올릴 수 있는 것으로 추산한다(조선일보 2014.02.04).

그 뿐만 아니라 자본시장의 지속적인 발전을 위해서도 개인 주주들의 안정적인 주식 수요 기반이 필요하다. 이런 측면에서 최근 정부가 기업의 배당 확대를 유도하기 위해 세제 개편 등을 적극 도모하고 있어 주목

을 끌고 있다. 하지만 장수리스크와 정부의 역할에 초점을 맞춘 선행 연구도 거의 없는 실정이다.

고령화가 글로벌 추세인데 초저금리 또한 세계적으로 장기화하고 있다. 이런 상황에서 원금 보장에 연연하여 은행 예금에만 의존하는 은퇴 자산 축적 및 은퇴자금 운용은 된서리를 맞고 있다.

국민연금, 개인연금과 더불어 노후 대비 3대 축의 하나인 퇴직연금의 2014년 연평균 수익률은 2.9%였다. 각종 수수료(0.7% 안팎)와 물가상승률(2014년 1.3%)을 감안하면 실질 수익률은 1%대에 그치고 있다. ‘퇴직연금=노후 안전판’이 무색한 실정이다. 그 이유는 초저금리 시대에도 불구하고 국내 퇴직연금의 대부분이 안전자산인 은행 예금 같은 원리금보장상품에 투자되고 있기 때문이다.

이런 점을 감안한 본 연구의 목적은 다음과 같다.

첫째, 고령화가 가속화하면서 100세 인생 시대를 열고 있는 만큼 고령화로 인하여 장수리스크가 가중되는 현실 및 노후준비 실태 파악이다.

둘째, 국내외 경제의 초저금리가 고착화 되고 있는 상황에서 장수리스크에 대비하여 금융자산 측면의 대응, 즉 개인들의 은퇴자산 축적 및 은퇴자금 포트폴리오가 어떻게 변화해야 하는가를 전문가들의 의견조사를 통해 파악한다.

셋째, 장수리스크 대응책의 일환으로 위험자산인 주식투자 비중 확대가 필요하다는 전문가들의 지적이 잇따르고 있는 상황에서 국내 주식투자 현황과 G20 꼴찌 수준인 배당 현실과 이론을 고찰한다. 그리고 전문가 조사를 통해 장수리스크를 감소하기 위해 배당투자가 바람직한지를 실증적으로 분석한다.

넷째, 고령화와 초저금리 상황에서 정부 차원의 배당 확대를 유도하는 세제 개편, 연기금의 주주권 강화, 한국거래소의 신(新)배당지수 발표 등 배당 활성화 정책을 살펴보고 중위험·중수익의 배당주 직접투자 및 배당주펀드 간접투자 활성화가 노후생활 안정과 장수리스크 감소에 미치는 효과를 분석한다.

제2절 연구의 방법과 논문의 구성

이 연구는 급속히 진행되고 있는 고령화와 초저금리 시대 고착화 상황에서 기대수명 연장으로 인한 장수리스크를 감소시키기 위한 은퇴자산 투자대안과 배당투자 활성화 방안을 파악하고자 한다.

이를 위해 은퇴 준비와 은퇴생활비의 적정성과 충분성, 은퇴자산의 축적과 소비 및 주식을 일부 포함하는 운용 포트폴리오 전략과 함께 장수리스크, 배당투자와 관련한 각종 문헌과 언론 보도 자료, 국내외 선행연구 자료들을 조사·연구하였다. 이를 토대로 이 연구에서 설정한 주요 투자대안들의 수많은 요인들을 각 특성별로 분류하여 정리하였다.

분석 방법으로는, AHP(Analytic Hierarchy Process : 계층분석적 의사결정방법) 기법을 사용하여 개인 차원에서 제한된 보유자산으로 장수리스크를 가장 효과적으로 감소시킬 수 있는 투자대안을 분석하였다.

AHP는 1970년대 초반 T. L. Saaty에 의해 개발됐으며, 의사결정의 계층구조를 형성하고 있는 요인 간의 상대적 중요도를 측정하는 쌍대비교(pairwise comparison)에 의한 판단을 통하여 평가자의 지식, 경험 및 직관을 포착하고자 하는 의사결정방법론이다. AHP는 이론의 단순성 및 명확성, 적용의 간편성 및 범용성이라는 특징으로 말미암아 여러 의사결정 분야에서 널리 응용되고 있다(조근태·조용곤·강현수, 2003).

100세 시대 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 선정과 관련하여 개인의 보유자산 투자대안 선정을 위해 투자대안을 3계층 12개로 구조화하였다. 12개 항목 중 ‘보험 및 연금’의 연금 부분은 국가의 사회보장체계 일환으로 강제성이 강한 국민연금과 퇴직연금을 제외하고 개인연금으로 단순화하였다. 본 연구가 개인 차원의 장수리스크 감소를 위한 투자대안을 찾는데 목적을 두고 있기 때문이다.

실증적 분석을 위해 AHP 기법에 따라 작성된 설문지를 제작하여 제1, 제2 금융권(은행, 저축은행, 증권사, 보험사 등) 및 관련 연구기관과 학계의 전문가 집단에게 배포하여 조사를 실시하였다. 이어 불성실한 답변을

한 설문지는 제거한 후 입력된 데이터를 바탕으로 AHP 전용 소프트웨어 패키지인 EC2000을 사용하여 검증을 하였다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다.

제1장에서는 본 연구에 대한 연구의 배경과 문제 제기, 목적을 밝히고 연구의 방법과 논문의 구성을 기술하였다.

제2장에서는 고령화와 장수리스크, 초저금리, 주식투자 현황, 배당 현실과 이론, 배당주 투자와 배당주펀드 투자, 정부의 배당 활성화 정책 등에 대한 선행연구의 문헌적 고찰과 각종 자료에 대한 이론적 분석을 실시하고 초저금리 시대 장수리스크 감소를 위한 대안을 모색하였다.

제3장은 실증분석 설계 및 결과 부문으로서 장수리스크 감소를 위한 개인차원에서 다양한 투자대안을 계층구조화 하여 전문가 집단을 대상으로 설문조사를 실시한 뒤 유효한 응답에 대하여 계층화분석방법인 AHP 분석을 수행하고 1계층, 2계층, 3계층의 전체적인 투자대안 중요도(우선순위)를 먼저 제시한 뒤 집단별, 연령별로 추가 구분하여 투자대안 중요도 선정 결과를 비교, 분석하였다.

제4장은 제3장의 실증분석 결과를 토대로 장수리스크 감소를 위한 노후자산 관리 대응방안을 추가 연구하여 가계자산 포트폴리오 변화와 주식 투자 확대, 기업 배당의 활성화, 배당투자 활성화 등의 대안과 과제를 제시하였다.

제5장은 결론으로서 본 연구의 결과를 전체적으로 요약하고 이론적 실무적 시사점과 연구의 한계점에 대해 살펴본 후 본 연구의 결과를 바탕으로 향후 연구과제를 제시하였다.

제2장 이론적 배경

제1절 고령화 쇼크와 장수리스크

1. 인구 구조 고령화 쇼크

통계청이 5년마다 발표하는 장래인구추계 자료를 보면, 우리나라의 인구 구조 고령화 상황은 매우 심각하다. 통계청은 2000년 기대수명이 ‘2010년 78.8세→2020년 80.7세→2030년 81.5세’로 예측했다. 5년 뒤 2005년에는 ‘2010년 79.60세(남자 76.15, 여자 82.88)→2020년 81.45세(남자 78.04, 여자 84.68)→2030년 83.13세(남자 79.79, 여자 86.27)’로 늘어났다.

<표 2-1> 기대수명(출생 시 기대여명) 추이

(단위 : 년)

	1970	1980	1990	2000	2010	2003	2012	2013	'13-'03	'13-'12
남녀전체	61.9	65.7	71.3	76.0	80.8	77.4	81.4	81.9	4.5	0.5
남자(A)	58.7	61.8	67.3	72.3	77.2	73.9	77.9	78.5	4.7	0.6
여자(B)	65.6	70.0	75.5	79.6	84.1	80.8	84.6	85.1	4.2	0.4
차이(B-A)	6.9	8.3	8.2	7.3	6.9	6.9	6.7	6.5	-0.4	-0.1

자료 : 통계청 ‘2013년 생명표’.

그러나 2009년 12월 통계청이 발표한 ‘2008년 생명표’에 따르면, 2008년 출생아의 기대수명은 남자 76.54세, 여자 83.29세로 평균 80.08세이다. 한국은 이미 2008년부터 평균수명 80세가 넘어 UN이 말한 호모 헨드레드 시대에 살고 있는 셈이다. 통계청이 2000년 예측에서 2020년에 돌파할 것이라던 ‘80세의 벽’을 이미 2008년에 뛰어넘은 것이다. 기대수명은 남녀 모두 꾸준히 늘고 있다. <표 2-1>에서 나타나듯이 ‘2013년 생명표’는 기대수명이 남자 78.51세, 여자 85.06세로 평균 81.94세에 이른다.

1) 한국인 기대수명 예측 변화

인구통계 전문가인 고려대 통계학과 박유성 교수와 통계연구소 김성용 연구원의 2010년 연구 결과는 더욱 충격적이다. 박 교수팀은 한국연구재단 지원을 받아 통계청의 출생자·사망자·사망원인 통계(1997년 1월~2007년 12월)를 토대로, 의학 발달을 감안한 새로운 기대수명을 계산해 보았다. 그 결과 한국인의 수명이 통계청 예측보다 훨씬 빨리, 더 길게 연장돼 보통 사람도 상당한 확률로 100세에 근접하는 '100세 시대'가 코앞에 다가온 것으로 나타났다(조선일보 2011.01.03).⁴⁾

박 교수팀의 연구 결과는 통계청이 그동안 발표한 예측치보다 기대수명이 20년가량이나 연장된 것이다. 통계청은 출생, 사망 및 국제이동을 종합적으로 분석하여 '현재시점'에서 기대수명을 예측하지만, 박 교수팀은 의학 발달 속도에 가속도가 붙어 사망패턴이 빠르게 변하고 있는 점을 반영해 2030년이란 '미래시점'을 기준으로 기대수명이 어떻게 변하는지 예측하였다.

박 교수팀의 연구에 따르면, 해방둥이 세대인 1945년생은 현재 살아있는 남성 5명 중 1명(23.4%)과 여성 3명 중 1명(32.3%)이 101세 생일상을 받는 것으로 나타났다. 베이비부머 세대의 대표 격인 1958년 개띠의 경우 남성 43.6%, 여성 48.0%가 97세까지 생존한다. 2011년 만 40세가 된 1971년생 남성은 현재 살아있는 사람 절반(47.3%)이 94세 생일상을 받고, 같은 해 태어난 여성은 더 높은 비율(48.9%)로 96세 생일상을 받는 것으로 나타났다. 2011년 만 30세가 된 1981년생은 현재 살아있는 남

4) 박유성·김성용 팀은 조선일보의 '100세 쇼크 축복인가 재앙인가' 기획시리즈에 '신기대수명 예측 연구팀'으로 참여했다. 박 교수팀은 통계청이 작성한 월별 출생자·사망자·사망원인 집계(1997년 1월~2007년 12월)를 기초 자료로 활용, 이 기간 동안 나이와 성별에 따라 사망원인과 사망시기가 어떻게 달라지는지 변화의 패턴을 파악했다. 이 같은 변화가 20년간 누적될 경우, 2030년에는 기대수명이 어떻게 될지 따져 동태적인 변화상이 반영되는 새 기대수명을 계산해냈다. 첨단 통계 기법인 베이시안(Bayesian) 기법과 시계열 기법을 활용해 모든 과정을 컴퓨터로 시뮬레이션했다.

성 절반(48.6%)과 여성 절반(49.3%)이 각각 92세, 95세를 넘기는 것으로 나타났다.

박 교수팀의 연구 결과에 따르면, 현재 살아있는 50대 이하 한국인은 세대를 막론하고 절반 가까이가 90세를 훌쩍 넘어 100세를 바라보는 나이까지 생존하고, 그보다 윗세대 역시 과거에는 상상할 수 없었던 비율로 100세에 도달할 가능성이 크다는 것이다.

또한 국무총리 산하의 연구기관인 경제·인문사회연구회는 가장 많은 사람이 사망한 나이인 최빈사망연령이 90대가 되는 시점을 ‘100세 시대’로 정의하고 있다. 기대수명이 유아와 청년 사망률에 따라 달라질 수 있는 반면 최빈사망연령은 성인 사망률에 의해서만 결정되므로 100세 시대에 더 부합하는 정보를 제공한다고 보는 것이다. 한국인의 최빈사망연령은 여성의 경우 2008년 현재 85세인데, 통계청의 사망통계가 90세까지만 잡혀 분산 정보가 없는 상태이므로 향후 수명 연장을 직접 추론하기에는 어려움이 따른다. 하지만 남녀를 합친 최빈사망연령의 추이를 살펴보면 1990년도 초반 이후 매년 1년씩 꾸준히 증가하는 추세를 나타내고 있어 2020년이 되기 전에 90세를 넘어서 100세 시대에 진입할 것으로 전망된다(경제·인문사회연구회, 2011).

박 교수팀의 연구 결과와 최빈사망연령 증가 추세가 의미하는 바는 많은 사람들이 자신이 생각하는 나이보다 훨씬 더 오래 살게 되고, 그만큼 노후생활자금이 더 많이 들어 장수리스크가 커진다는 것이다. 따라서 국가, 지방자치단체, 시장, 기업, 개인 모두 100세 시대가 재앙이 되지 않고 축복이 되도록 철저한 대비에 나서야 한다.

둘 중 한 명이 90세를 넘어 100세까지 사는 인구 구조 고령화 쇼크에 대비하려면 국가나 사회, 개인 모두 지금까지 익숙했던 기존 제도나 시스템, 사고방식을 벗어나야 될 것이다.

2) 80세 시대와 100세 시대, 무엇이 달라지는가?

한국은 향후 100세 시대로 진입 가능성이 매우 높음에도 불구하고 아직 사회의 모든 제도와 시스템, 국민 인식은 여전히 '80세 시대'에 머물러 있다. 연금, 복지, 보건, 국가재정은 물론 교육, 취업, 정년제도, 개인의 재테크와 인생플랜이 모두 '60세에 은퇴해서 80세까지 사는' 것을 전제로 짜여 있는 것이다. 그리고 20대 초중반까지 배운 지식으로 50대까지 일하고 60대 이후엔 할 일이 없어 막막해지는 80세 시대의 모습을 근간으로 하고 있다.

<표 2-2>에서 보듯이, 이제는 80세 시대의 패러다임을 '평생 동안 끊임없이 배우고, 가능한 한 오랫동안 건강하게 일하는' 100세 시대 패러다임으로 전환해야 장수가 축복이 되는, 행복한 100세 시대를 맞을 수 있을 것이다. 결국 현재 우리 국가, 사회, 개인이 어떻게 준비하고 대응하느냐에 따라 '100세 쇼크'는 축복이 될 수도, 재앙이 될 수도 있다.

<표 2-2> 80세 시대와 100세 시대의 차이

구 분	80세 시대	100세 시대
주요 목표 대상	취약 노인, 베이비 붐 세대	전 국민, 특히 장년 중심
정책 영역	취약 노인의 건강, 주거, 소득 영역으로 확대	정부 주도형을 넘어선 사회적 협약
인식	사회적 부담, 대체의 대상, 보편적·시혜적 복지, 국가 책임 강조	사회적 지원, 재출발 부양부감을 국가, 개인, 사회가 나눔
정책 대응 방식	방어적 소극적 대응, 혜택 축소를 통한 복지공급 조절	적극적 대응, 교육, 근로 등 고령자 참여를 통한 복지 수요 조절

자료 : 경제·인문사회연구회(2011), p.49.

2010년 정부가 발표한 저출산 고령화 제2차 기본계획(2011-2015) 역시 기본적으로 80세 시대 패러다임을 기초로 하고 있다. 80세 시대의 주요

목표 대상은 노인, 그중에서도 취약 노인부터 베이비붐 세대인 데 반해 100세 시대는 전 국민, 그중에서는 장년층을 주요 목표 대상으로 해야 한다. 80세 시대의 주요 정책 영역은 취약 노인의 건강, 주거, 소득 영역에 그치고 있다면 100세 시대는 정부 주도형 특정 정책 영역에서 벗어나 정부, 국민, 사회가 공동으로 참여하는 분야를 총망라한다. 결국 80세 시대에서 100세 시대로 넘어가려면 국가, 사회, 개인 모두에게 인식의 대전환이 수반되어야 할 것이다.

80세 시대에서 노인 문제에 대한 인식의 핵심은 정부가 노인에 대해 시혜적 측면에서 의무감을 갖고 뭔가 해줘야 한다는 생각이라는 점에서 노인을 사회적 부담으로 인식한다. 그러나 100세 시대의 노인은 더 이상 국가의 일방적 시혜 대상이 아닌 사회적 자원으로 간주되어야 한다. 또 노인에 대한 부담 역시 정부만이 아니라 사회, 개인이 자신의 능력 안에서 공동으로 책임지도록 해야 할 것이다(경제·인문사회연구회, 2011).

3) 저출산과 고령화로 인한 노년부양 부담 증가

(1) 합계출산율 세계 최저

우리나라의 빠른 고령화와 관련하여 기대수명 연장과 함께 저출산 문제도 갈수록 심각한 양상이다. 합계출산율(total fertility ratio)⁵⁾이 세계 최저 수준이다.

통계청의 2014년 출생·사망통계(잠정)에 따르면 출생아 수는 43만 5천 3백 명으로 전년(43만 6천 5백 명)보다 1천 2백 명(0.3%) 감소했다. 이 수치는 통계를 작성한 1970년 이래 2005년(43만 5천명)에 이어 두 번째로 낮은 것이다. 조(粗)출생률(인구 1천 명당 출생아 수)은 8.6명으로 2013년과 같은 수준이었으나, 이 수치는 1970년 이래 가장 낮은 수치다. 2005년 1.08명으로 사상 최저치를 기록한 합계출산율은 2012년엔 그나마 ‘초저출산’ 기준선인 1.30명에

5) 합계출산율은 출산 가능한 가임여성의 나이인 15~49세를 기준으로, 한 여성이 평생 동안 낳을 것으로 예상되는 평균 출생아 수를 나타낸다.

겨우 머물렀으나 2013년에는 1.19명으로 0.11명 감소, 다시 초저출산 국가로 떨어졌다. 2014년의 합계출산율은 1.21명으로 전년(1.19명)보다 0.02명 증가했으나, 증가 폭이 너무 미미했다. 2012년 기준 OECD 평균 합계출산율은 1.71명이다. 한국의 출산율은 OECD 34개국 중 가장 낮다. 한국은 현재의 인구 수준을 유지하기 위해 필요한 출산율인 인구대체출산율 2.1명을 1984년부터 하회하고 있다.

이삼식·이지혜(2011)의 연구에 따르면, 우리나라의 초저출산 현상의 가장 중요한 인구학적 원인은 25~29세 여성의 출산율 급락이다. 연구팀은 초저출산을 벗어나려면 만혼화 현상을 억제하여 25~29세와 30~34세 연령층의 유배우율(배우자가 있는 여성의 비율)을 높이거나 적어도 감소하지 못하도록 막는 효과적인 정책들이 필요하다고 지적했다. 결혼의 용이성을 제고하여 유배우율을 높이기 위한 중요한 정책과제로 취업준비단축 지원, 일-결혼 양립 지원, 결혼을 앞둔 예비부부나 신혼부부에 대한 주거지원 강화를 들 수 있다.

1990년대까지 한국 경제는 풍부한 노동력 공급을 통해 인구 보너스(demographic bonus) 시대를 향유했다. 2000년대 들어 급격한 저출산 및 고령화 심화로 한국 경제는 근로세대의 노인 부양 부담이 가중되면서 인구 변화가 경제에 악영향을 미치는 인구 오너스(demographic onus·무거운 짐) 시대에 직면했다(삼성경제연구소, 2011).

우리나라가 ‘세계에서 가장 늙은 나라’가 될 것인지, 아니면 ‘젊고 활기찬 국가’가 될 것인지 여부는 정부 차원에서 얼마나 선제적으로 정책대응을 성공시키느냐에 따라 좌우될 것이다(저출산·고령사회위원회, 2013).

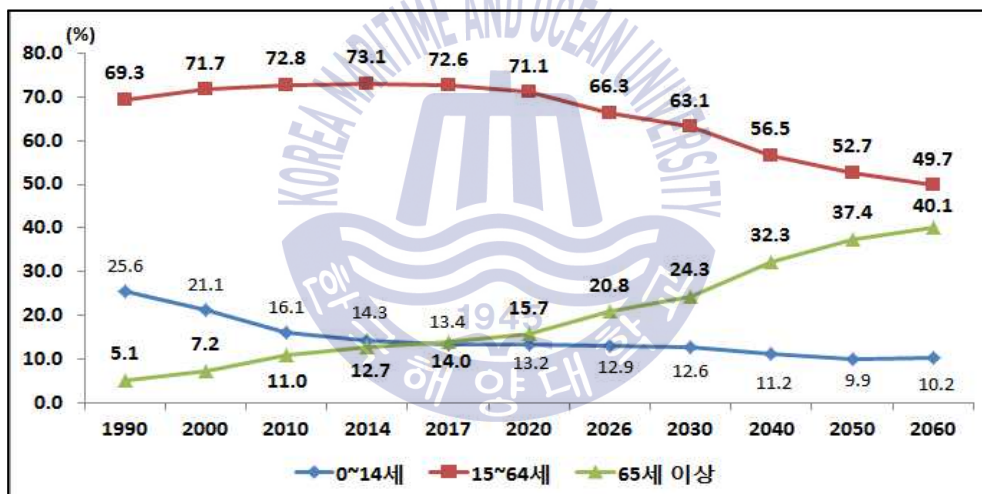
(2) 급속한 고령화로 노년부양비 급증

일반적으로 고령화 정도를 나타내는 주요 지표로는 ①65세 이상 인구 비중 ②노인부양비(Old-age Dependency Ratio) ③노령화지수(Aging Index)를 들 수 있다. 이 중에서 가장 간편하게 고령화 진행정도를 판단

할 수 있다는 점 때문에 총인구 중 65세 이상 노인인구의 비중(65세 이상 노인인구/총인구 × 100)이 가장 널리 사용된다(남상호·문석웅·유진영, 2013).

<그림 2-1>에서 보듯이, 통계청(2011)의 ‘장래인구추계: 2010년~2060년’와 통계청(2014)의 ‘2014 고령자 통계’에 따르면 우리나라의 65세 이상 인구(비중)는 1960년 73만 명(2.9%)에서 지속적으로 늘어나 1990년 219만 5천 명(5.1%), 2010년 545만 명(11%), 2030년 1,269만 명(24.3%), 2060년 1,762만 명(40.1%) 수준으로 증가할 전망이다. 2014년 현재는 638만 6천 명(12.7%)이다. 특히 85세 이상 인구는 2010년 37만 명(0.7%)에서 2060년 448만 명(10.2%)으로 10배 이상 증가할 것으로 예상된다.

<그림 2-1> 고령인구 추이



자료: 통계청(2011).

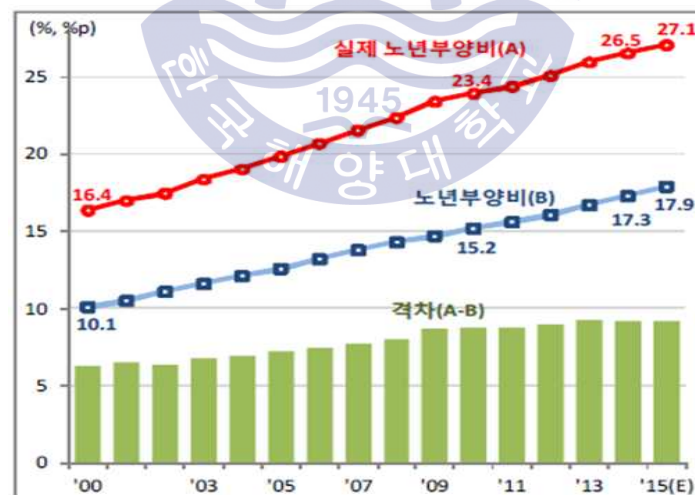
노년부양비는 생산가능인구(15~64세) 100명이 부담해야 하는 65세 이상 노인 인구의 수(65세이상 인구/15~64세 인구 × 100)이다. 생산가능 인구는 2015년 3,695만 명으로 전체 인구의 73%를 차지하고 있으며, 2016년 3,704만 명을 정점으로 줄어들어 2020년 71.1%, 2030년 63.1%, 2040년 56.5%, 2050년 52.7%, 2060년 49.7%로 떨어질 전망이다.

노년부양비는 2010년 현재 15.2명에서 베이비붐 세대의 고령인구 진입 및 기대수명 증가로 인하여 2030년 38.6명, 2040년 57.2명, 2050년 71명, 2060년 80.6명 수준으로 급증할 전망이다.

우리나라는 저출산 고령화 현상이 지속됨에 따라 유소년부양비(0~14세 인구/15~64세 인구 × 100)는 감소하고, 노년부양비는 가파르게 증가하고 있다. 2016년까지는 노년 부양비가 유소년 부양비를 하회하다가 2017년부터 빠른 속도로 초과하게 된다. 이에 따라 유소년부양비와 노년부양비를 합친 총부양비도 2060년대까지 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

저출산·고령화의 심각성을 더하는 것은, <그림 2-2>에서 나타나듯이, 실질적으로 부양능력이 있는 생산가능인구의 감소로 공식 노년부양비와 실제 노년부양비가 차이가 난다는 점이다. 공식 노년부양비는 고용 여부와 상관없이 고령인구(65세 이상)를 생산가능인구(15~64세)로 나눈 값이다.

<그림 2-2> 실제 노년부양비와 공식 노년부양비 차이



주: '14, '15년 고용률은 현대경제연구원 전망치.
자료: 현대경제연구원이 통계청 자료 이용 추정.

그러나 실제 노년층을 부양하는 계층은 생산가능인구 중에서도 가치분 소득이 있는 취업자들이다. 따라서 실제 노년부양비는 ‘고령인구/(생산가능인구×고용률)×100’으로 계산해야 한다. 특히 15~19세, 20~24세 인구는 대부분 중등 및 대학 교육과정에 있어 고용률이 매우 낮다.

김광석(2014)의 연구에 따르면 2000년 이후 노년인구 증감률은 3.7%~5.4% 수준이지만 15~64세 취업자의 증감률은 2000년 4.0%에서 하락하여 이후 2.0% 미만으로 떨어지고 있다. 노년인구의 증가 속도에 비해 실제 부양 가능한 생산가능인구의 증가속도가 떨어져 부양부담이 가중되고 있는 것이다. 취업자 기준의 ‘실제 노년부양비’는 2000년 16.4%에서 2014년 26.5%로 상승했다. 반면에 ‘공식 노년부양비’는 같은 기간 10.1%에서 17.3%로 올라 격차가 확대되고 있다.

OECD(2013)는 한국의 노년부양비가 향후 50년 간 350% 이상 증가해 OECD 회원국 중 가장 높은 증가폭을 기록할 것이며, 2062년께에는 가장 고령화된 사회가 될 것으로 예측하였다.

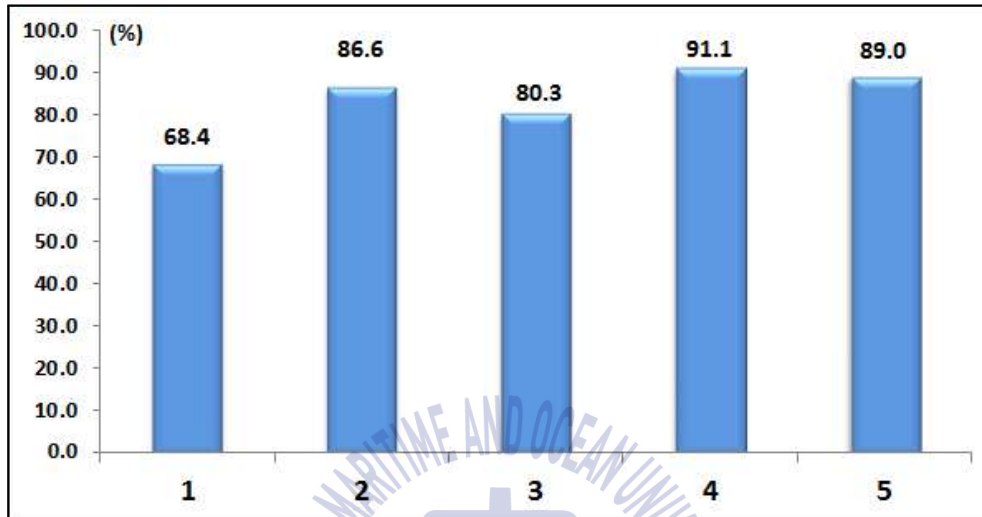
14세까지 유소년인구 1백 명당 고령인구를 의미하는 노령화지수(65세 이상 인구/0~14세 인구 × 100)는 2010년 68.4명에서 증가하여, 2017년 104.1명으로 유소년보다 고령자 수가 많아지고 2030년 193명, 2060년 394명까지 급격히 증가할 것으로 예상된다. 2014년 현재 노령화지수는 88.7명이다.

WHO는 활동적 고령화(Active Ageing)를 위해서는 전 세대에 걸친 교육 및 일자리를 만들고 세대 간 단결(Intergenerational Solidarity)의 필요성을 강조하였다. 그러나 급속한 고령화로 인한 노년부양비의 급증은 노인 부양을 떠맡아야 하는 젊은 세대와 노인 세대 간 이해 충돌을 심화시킬 우려가 높다. 뿐만 아니라 100세 시대가 현실화할수록 노인 세대에 대한 연금 지급 확대에 의한 국가 재정의 악화도 가속화하게 된다.

실제 저출산·고령화 현상에 대한 국민들의 걱정도 상당한 수준에 달하고 있다. 보건복지부의 ‘2011년 저출산·고령화에 대한 국민인식 조사’에 따르면, <그림 2-3>과 같이, 저출산 현상은 조사대상 국민의 86.6%, 고

령화 현상은 91.1%가 심각하다고 인식하고 있으며, 저출산 및 고령화가 본인에게 영향을 미칠 것이라는 응답은 각각 80.3%, 89%로 나타났다.

<그림 2-3> 2011년 저출산·고령화에 대한 국민인식 조사



- 주: 1) 저출산·고령화에 관심있다(68.4 %).
 2) 저출산 현상 심각하다(86.6 %).
 3) 저출산 현상 본인에게 영향을 미칠 것이다(80.3 %).
 4) 고령화 현상 심각하다(91.1 %).
 5) 고령화 현상 본인에게 영향을 미칠 것이다(89.0 %).

자료: 보건복지부(2012).

만 19세 이상 남녀 2천명을 면접한 이 조사에서 저출산의 원인으로서는 자녀 양육비·교육비 부담(60.2%), 소득 및 고용불안정(23.9%), 가치관 변화(7.5%), 일·가정 양립 어려움(7.2%) 등이 꼽혔다. 또한 저출산·고령화로 인해 세금증가(33.5%), 노동력 부족(25.9%), 노후불안(15.3%) 및 국가 경쟁력 약화(14.1%) 등의 문제점이 나타날 것으로 예상했다.

4) 노인 빈곤율 OECD 1위

우리나라 고령화 현상이 심각성을 더하는 것은 노인 빈곤 실태가 OECD 최고 수준이라는 점이다. 통계청의 ‘2014 고령자 통계’에 따르면

균등화 처분가능소득기준⁶⁾ 2013년 65세 이상 인구의 지니계수⁷⁾는 0.420으로 전체 지니계수 0.302보다 0.118p 높았다. 또 균등화 가처분소득 기준 2013년 65세 이상 인구의 상대적 빈곤율⁸⁾은 48.1%로 전체 상대적 빈곤율 14.6%에 비해 3.3배 높았다. 우리나라의 노인 빈곤율이 2012년, 2013년 연속으로 48.0%였다는 조사 결과도 있다(임완섭, 2015).

이러한 노인 빈곤율은 OECD 회원국 평균(2012년 11%)보다 4배 이상 높다. 아무리 ‘노인 빈곤율 1위국’이라고는 하지만 50%에 육박하는 우리나라의 노인 빈곤율은 비정상적이라고 할 수 있다. 한국 다음으로 노인이 가난한 나라는 오스트레일리아로 30.2%였다. 노인복지제도가 탄탄한 유럽의 네덜란드와 룩셈부르크는 노인 빈곤율이 각각 1.5%, 2.8%에 그쳤다.

노인 빈곤율을 생애주기별로 살펴보면 문제의 원인이 좀 더 뚜렷해진다. 김광석(2014)이 2012년 OECD자료를 분석한 연구 보고서⁹⁾에 따르면 한국의 생애주기별 평균 빈곤율은 41~50세는 8.9%로 OECD 평균 빈곤율(9.5%)보다 낮았으나, 51~65세는 17.3%(OECD 9.9%), 66~75세는 45.6%(OECD 11%)로 중년에서 장년, 노년으로 갈수록 OECD 평균 빈곤율보다 훨씬 높고 격차가 컸다. 다른 OECD 회원국들은 생애주기상 고령화 되면서 빈곤율이 완만하게 상승한 반면 한국은 중년에서 장년으로, 그리고 다시 노년으로 넘어가면서 빈곤율이 급격히 치솟는다는 뜻이다.

OECD(2013)는 한국의 노인 빈곤 수준이 매우 높은 주된 이유가 공적 연금시스템인 국민연금이 1988년에야 도입되었고, 1999년에야 전 국민으

6) 통계청에 따르면 처분가능소득은 경상소득에서 비소비지출(세금, 공적연금 및 사회보험료, 가구 간 이전지출, 비영리단체로 이전 및 지급이자)을 제외한다. 그러나 균등화 가처분소득은 시장소득에서 공적이전소득을 더하고 공적지출(세금, 공적연금 및 사회보험료)만을 제한한다. 이유는 균등화 가처분소득에서는 정부효과를 정부지원(공적이전소득), 세금 등(공적지출)으로 구분해 살펴보는 것이 주요 목적이기 때문이다. 빈곤율 등 소득분배지표는 OECD 기준에 따라 균등화 가처분소득에 의해 작성된다.

7) 소득불평등도 지표로 0에서 1사이 값을 가지며 1에 가까울수록 불평등도가 높다.

8) 소득수준이 빈곤선(중위소득의 50%에 해당하는 소득) 미만인 인구의 비율.

9) 이 보고서는 한국의 경우 50대 이전에는 안정적인 소득에 기반하여 중산층의 삶을 살지만, 50대 이후 고용안정성이 떨어지고 노후에 대한 준비가 부족해 취약계층으로 전락하는 경향이 나타난다고 지적하였다.

로 확대되었기 때문으로 보았다. 노인들이 가난하다 보니 은퇴연령도 OECD에서 거의 최고수준이다. 한국의 노동시장 유효 은퇴연령¹⁰⁾은 남성 71.1세, 여성 69.8세로 OECD 회원국 중 각각 멕시코(72.3세), 칠레(70.4세)에 이어 두 번째로 높다. 공적연금시스템의 역사가 상대적으로 길지 않아 현재 연금지출이 GDP 1% 미만에 불과하지만 향후 50년 동안 GDP의 6% 이상으로 증가할 것으로 예상된다.

한국 남성의 경우 유효 은퇴연령이 정년퇴직 등으로 연금을 받기 시작하는 공식 은퇴연령(60세)과는 11.1세 차이가 나 OECD 회원국 중 격차가 가장 컸다. 한국인은 직장을 다니는 중에도 노동시간이 꽤 많은 편인데, 직장을 그만 둔 이후에도 다른 나라에 비해 더 오랫동안 일을 해야 생계를 유지할 수 있다는 의미다. 반면 대부분의 유럽 선진국들은 조기 은퇴해 삶의 여유를 누리고 있다. 실제로 국내 60세 이상 경제활동참가율은 꾸준히 높아지고 있다. 2013년 60세 이상 남성의 경제활동참가율은 52.2%로 10년 전인 2003년(48.6%)보다 3.6%포인트 상승했다. 여성은 같은 기간 27.8%에서 29.0%로 1.2%포인트 올랐다(부산일보 2014.06.03).

2013년 우리나라의 65세 이상 노인 고용률이 30.9%로 OECD 조사 대상 35개국 중 두 번째로 높았다. 전체 평균(13.1%)의 2배 수준을 웃돈다. 그만큼 한국 노인들이 가난한 셈이다(조선일보 2014.10.23).¹¹⁾

2. 장수리스크의 의미

1) 장수리스크 정의

오래 사는 장수(長壽)는 축복이자 위험(리스크)이다. 금전적으로 노후 대비가 충분하고, 건강한 몸으로 사회적 네트워크를 유지하면서 행복하

10) 유효 은퇴연령은 노동시장에서 완전히 빠져 경제활동을 더는 하지 않는 나이로 실질적인 은퇴 시점을 뜻한다.

11) 노인 고용률 1위는 아이슬란드(34.2%)이지만, 이 나라는 법정 퇴직연령이 65세이고 연금을 67세부터 받을 수 있어 오래 일하는 비율이 높고, 노인 빈곤율도 3%밖에 안 된다.

게 산다면 장수는 분명 축복이다. 하지만 100세 시대가 도래하는 현실을 뻔히 보면서도 금전적인 노후 준비가 부실하고, 몸이 건강하지 못하여 병원신세를 자주 진다든가 사회적 네트워크가 단절되면 장수는 위험을 넘어 재앙이 될 수도 있다.

장수리스크(longevity risk)는 수명 예상의 불확실성으로 인해 발생하는 위험으로 볼 수 있다. 즉, 은퇴 이후 은퇴자가 예상했던 기간보다 더 오래 생존하거나, 그로 인한 예상치 않은 의료비용 지출 확대 등으로 연금소득 및 금융자산보다 소비지출 규모가 더 커지고 장기화될 가능성 내지 위험을 장수리스크로 정의할 수 있다.

McCrory(1986), MacMinn et al.(2006) 등은 장수 리스크를 인구 구조가 변화함에 따라 발생하는 기대사망률과 실제사망률 간의 차이에서 비롯되는 체계적 위험으로 정의했다. 장수 리스크는 ‘수명’과 ‘비용’을 연결시킨 개념이다. 학문적으로는 은퇴자산의 고갈 리스크(risk of retirement ruin) 혹은 부족 리스크로 간단히 정의될 수 있다(여윤경, 2014). 연금 수급과 관련한 정의도 있다. Cairns et al.(2006)은 장수리스크를 연금 수급 기간 중 장기간에 걸쳐 연금수령자의 예측사망률이 실제사망률보다 높게 나타날 경우 발생할 위험으로 정의한다.

오진호·박승빈(2014)은 최근 우리나라에서도 학계와 보험업계 등에서 장수리스크에 대한 연구가 진행되고 있지만 개인들이 노후준비에 실제 활용하기에는 무리가 있으며 보험사의 재무구조 개선 목적의 연구이거나 확률적 사망률 모형을 비교하여 측정한 연구들이 많다고 하였다(강중철 외 2인, 2006; 김석영 외 2인, 2007; 김세중, 2012; 김대환 외 2인, 2012).

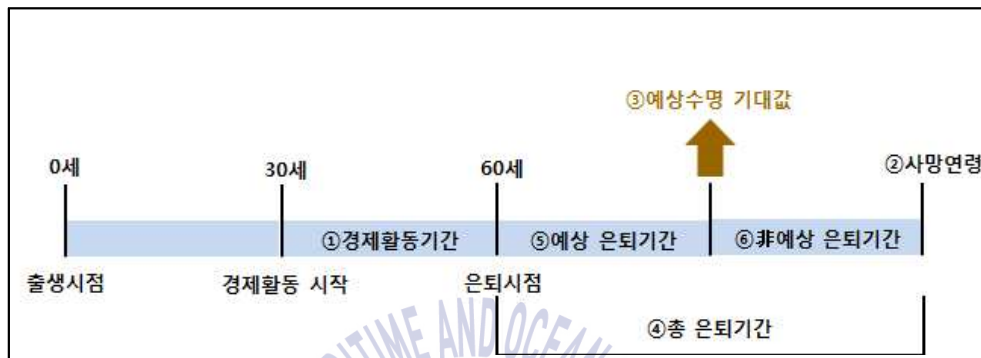
그 대안으로 장수리스크의 계량화 연구도 나오고 있다. 미래에셋퇴직연금연구소는 2009년 3월 은퇴에 초점을 두고 장수리스크를 계산해서 수치화한 특별 보고서 ‘장수리스크의 산정과 국제비교’를 발표하였다.¹²⁾

이 보고서에서는 은퇴에 초점을 두어 장수리스크를 ‘예상한 은퇴기간 대비 예상하지 못한 은퇴기간의 비율’로 측정하였다. 따라서 <그림 2-4>

12) 미래에셋퇴직연금연구소 특별 보고서(김미선·신세라·전용우, 2009). 이 보고서에서 산출된 결과물을 ‘미래에셋 장수리스크지수’로 부르고 있다.

에서처럼 ‘장수리스크 = 非예상 은퇴기간/예상 은퇴기간’으로 나타낼 수 있다. 분석과정에서 필요한 변수는 ①경제활동기간 ②사망연령 ③예상수명 기대값 ④총 은퇴기간 ⑤예상 은퇴기간 ⑥非예상 은퇴기간 등이다. 경제활동기간은 30~59세, 은퇴시점은 60세로 설정하였다.

<그림 2-4> 장수 리스크 산정 개요



자료: 미래에셋퇴직연금연구소.

여기서 ‘예상한 은퇴기간’은 개인이 경제활동기간 중에 예상하는 자신의 은퇴기간을 의미한다. 은퇴시점부터 예상수명까지의 기간을 ‘예상 은퇴기간’으로 가정하였다. ‘예상치 못한 은퇴기간’은 평균수명의 증가로 인해, 개인이 자신의 예상수명을 넘어서 더 살게 되는 기간을 의미한다. 예상치 못한 은퇴기간은 개인의 평균수명에 대한 인식보다 실제 수명 증가 속도가 더 빨라서 나타나는 현상이다.

장수리스크 계산식은 다음과 같다.

$$\text{장수리스크} = \frac{\text{非예상 은퇴기간}}{\text{예상 은퇴기간}}$$

- 예상 은퇴기간 = 예상수명 기대값 - 은퇴연령(60세)
- 非예상 은퇴기간 = 사망연령 - 예상수명 기대값
= 총 은퇴기간 - 예상 은퇴기간

장수리스크 산출결과 우리나라 전체의 장수리스크는 2005년 기준 0.87로, 동일 방식으로 산출한 미국 0.37, 일본 0.35, 영국 0.33에 비해 현저히

높은 수준으로 나타났다. 장수리스크가 0.87이라는 것은 사람들이 예상한 은퇴기간보다 실제 은퇴기간이 평균 87% 가량 더 길어진다는 것을 의미한다.¹³⁾

우리나라의 장수리스크가 선진국에 비해 높다는 것은 평균수명의 빠른 증가로 그만큼 예상치 못한 은퇴기간이 길어, 가뜩이나 사회복지 및 연금체계 등이 취약한 우리나라의 전반적인 은퇴준비 수준이 다른 나라에 비해 상당히 취약할 수 있다는 것을 시사한다.

실제 우리나라는 학업기간 연장, 지나친 사교육비 부담에다 조기퇴직, 비정규직 증가 등 근로기간의 추세적 증가는 없는 가운데 기대수명의 증가는 결국 예상하지 못하고 준비가 없는 은퇴기간의 증가를 초래하고 있다(박종한, 2012).

장수리스크를 연령대별로 세분화해서 살펴보면 <표 2-3>에서처럼 연령대가 높을수록 증가하고, 연령대가 낮을수록 감소하는 것으로 나타났다. 1946년생은 장수리스크가 무려 2.27인데 반해 1960년생은 0.83, 1974년생은 0.41이었다.

고(高)연령층은 급격한 수명 증가 현상을 경험한 세대로, 수명에 대한 개인의 인식이 실제 수명 증가 속도를 따라잡지 못해 전체 은퇴기간에서 예상치 못한 은퇴기간이 차지하는 비율이 높았다.

반면 저(低)연령층은 수명 증가 속도가 점차 안정화되는 단계에 있는 세대이므로, 은퇴기간을 상대적으로 비교적 정확히 예측할 수 있어 장수리스크가 낮았다. 다만, 은퇴기간이 고연령층에 비해 장기화 된다는 점에 유의해야 할 것이다.

13) 미래에셋퇴직연금연구소는 2009년 ‘장수리스크의 산정과 국제비교’ 발표에 이어 2011년 12월 통계청의 ‘2010년 생명표’, ‘장래인구추계 : 2010~2060’의 통계치를 반영하여 장수리스크를 새롭게 추정한 ‘다양한 장수리스크의 산정과 국제비교’를 2012년 5월 29일 발표했다. 산출 결과 우리나라 전체의 장수리스크는 0.74로 2005년 0.87보다 0.13정도 감소했다. 이는 젊은 층으로 갈수록 은퇴 전 예상수명이 실제수명에 근접하여 수명예측의 정확도가 올라가고 있음을 나타낸다. 동일 방식으로 산출한 미국의 장수리스크는 0.32, 일본은 0.29, 영국은 0.33이었다. 선진국에 비해 우리나라의 장수리스크가 높은 이유는 1990년 처음으로 평균수명이 70대에 들어선 한국과 달리 1970~80년대에 70대에 진입했던 일본·미국·영국의 평균수명은 현재 70대 후반~80대 초반 정도까지 완만하게 증가해 왔기 때문이다.

<표 2-3> 연령대별 장수리스크 및 은퇴기간

출생연도	1946	1948	1950	1952	1954	1956	1958	1960	1962	1964	1966	1968	1970	1972	1974
장수리스크	2.27	2.01	1.63	1.48	1.23	1.09	0.94	0.83	0.74	0.68	0.59	0.56	0.48	0.43	0.41
은퇴 기간 (년)	총	22.3	23.2	23.1	23.9	23.9	24.7	25.4	25.4	26.1	26.0	26.7	26.6	26.7	27.3
	예상	6.8	7.7	8.8	9.6	10.7	11.8	12.7	13.9	14.6	15.5	16.3	17.1	18.0	18.6
	非 예상	15.5	15.5	14.3	14.3	13.2	12.9	12.0	11.5	10.8	10.6	9.7	9.6	8.6	8.0

자료: 미래에셋퇴직연금연구소(2009).

2) 장수리스크 종류

장수리스크에 대한 정의와 구분은 연구의 목적과 개인, 사적연금 사업자, 공적연금 기관 등 경제 주체에 따라 서로 차이를 보이고 있다. Blake et al.(2006)의 연구에서는 장수리스크는 투자리스크, 금리리스크, 인플레이션 리스크 등 재무위험과는 구별되는 개념으로 보고 있다. 다국적 보험회사들을 멤버로 2004년 결성된 CRO Forum(2010)의 연구에서는 장수리스크를 개인이 예상했던 것보다 오래 살게 될 리스크로 규정하고 변동성 리스크(volatility risk), 사망률 수준 리스크(mortality level risk), 사망률 추세 리스크(mortality trend risk)로 구분하고 있다(김대환·류건식·김동점 2012).¹⁴⁾

MacMinn et al.(2006)은 장수리스크를 개별장수리스크(individual longevity risk)와 총장수리스크(aggregate longevity risk)로 나누고 있다. 개별장수리스크는 연금수령자가 실제 평균수명이 연장됨에 따라 노후생활에 필요한 연금재원보다 자신이 적립한 연금자산의 규모가 작을 때 발생할 수 있는 리스크이다. 즉, 연금수령자의 노후생활 관련 연금리스크(annuity risk)를 의미한다. 총장수리스크는 특정 연금수령 집단 전

14) 변동성 리스크는 개인이 예상했던 것보다 더 일찍 또는 늦게 사망할 확률적 리스크, 사망률 수준 리스크는 주어진 인구집단에 대한 현재 수준의 사망률 오측, 사망률 추세 리스크는 기대수명이 추세적으로 증가하여 미래 사망률에 대한 오측 리스크로 정의한다.

체의 실제 평균수명이 증가할 경우 연금 사업자가 직면하게 되는 리스크를 뜻한다.

新美隆宏(2013)은 장수리스크는 ‘개인생활의 장수리스크’와 ‘연금제도의 장수리스크’로 구분된다. ‘개인생활의 장수리스크’는 앞으로 몇 년 살 수 있는지, 언제까지 일을 할 수 있을지 등의 예측이 불가능하여 생활자금 부족 등의 리스크가 발생할 가능성을 의미한다. ‘연금제도의 장수리스크’는 공적연금의 경우 종신휘 연금지급을 약속하고 있어 연금지급을 언제까지 계속할 것인지 예측이 불가능하고, 가정 이상으로 오래 사는 장수화(長壽化) 현상이 발생할 경우 연금제도의 재정이 악화되는 등의 리스크 발생 가능성을 의미한다(KB금융지주경영연구소, 2013).

미래에셋퇴직연금연구소는 장수리스크 외에 최빈사망연령을 활용한 최빈장수리스크, 건강수명을 활용한 유병(有病)장수리스크, 예상수명기대값 산정방식을 달리한 신(新)장수리스크를 따로 설정하고 각 장수리스크의 활용도를 소개했다(미래에셋퇴직연금연구소, 2012).

3) 장수리스크 연구의 시사점

우리나라는 선진국에 비해 장수리스크가 과도하게 높은 수준인데도 사회적으로 통용되는 장수리스크는 단지 ‘오래 사는 위험’이라는 추상적 개념 수준에서 벗어나지 못하고 있다. 개인이나 가계들의 대책도 대체로 막연한 불안감 수준에 머물러 있다.

사람들은 일반적으로 은퇴준비를 할 때 현재의 평균수명을 기준으로 자신의 은퇴기간을 예상하는 경향이 있다. 그러나 평균수명의 지속적인 증가로 인해 현재 알고 있는 평균수명은 실제 수명에 비해 과소 추정된 값일 가능성이 높다. 이경희·김세중(2010)의 조사에 의하면 10명 중 6명이 평균수명 이상으로 생존할 확률을 과소 추정하고 있는데다, 자신이 평균적인 기대여명 이상 생존할 확률이 50%에 달한다는 점을 간과하는 경향이 있는 것으로 나타났다.

따라서 평균수명에 기초하여 은퇴계획을 세운 경우 그 이상으로 생존하여 사망 이전에 자산이 고갈될 가능성, 즉 장수리스크에 직면하게 될 수 있고 그런 가능성은 증가하고 있는 것이다(여운경, 2014). 이런 점으로 미뤄 수명에 대한 근본적인 인식 전환이 요구되고 있다. 현재의 평균수명 증가추이를 고려하여 장래의 은퇴기간을 예측하고, 이를 기반으로 한 은퇴계획의 수립이 필요하다.

여운경(2014)은 장수리스크를 크게 세 가지 요소, 즉 은퇴자산 포트폴리오(금융자산과 연금소득, 거주주택 이외 실물자산, 거주주택자산 등)의 수익률(rate of return) 요소, 사망률(mortality rate) 요소, 자산의 인출방식(initial wealth/withdrawal level) 요소에 의해서 통제되거나 관리된다고 보았다. 여기서 사망률은 통제가 불가능한 불확실한 변수이다. 여운경은 자산의 수익률 역시 그런 변수로 보았다. 하지만 은퇴자산의 포트폴리오 수익률은 금리나 부동산 가격처럼 개인이 통제할 수 없는 불확실성과 개인의 포트폴리오 선택과 재량권에 의한 확실성이 병존한다고 볼 수 있다.

이러한 점에서 장수리스크 대응책은 개인·기업·국가 간에 역할을 구분해 체계적으로 강구하는 게 중요하다. 정부는 장수리스크의 심각성에 대한 인식 제고 캠페인과 교육 등을 통해 국민적 공감대를 확산하고 노후자금을 마련할 수 있는 공적연금과 퇴직연금, 개인연금 등 사회적 인프라 구축에 적극 나서야 할 것이다. 또한 고령자의 근로소득 발생을 위한 일자리 창출 노력도 필요하다. 기업은 퇴직연금과 같은 기업 차원의 근로자복지제도 활용을 통해 장수리스크를 분담하는 노력이 요구된다. 개인은 은퇴준비를 위한 자조노력을 더욱 강화할 필요가 있다. 우리나라는 선진국에 비해 고령자를 위한 제도적 기반이 상당히 취약하기 때문이다(미래에셋퇴직연금연구소, 2009).

더욱이 선진국인 일본에서마저 현역세대 감소, 은퇴세대 증가, 평균수명의 증가 등으로 인해 공적연금의 지급액 감소 조치가 취해지고 있다. 일본의 기업연금(한국 퇴직연금)도 기업의 부담을 덜기 위해 종신연금

대신 지급기한이 정해져 있는 유기(有期)연금을 늘리고 있다. 공적연금과 기업연금이란 제도와 시스템이 담당해야 할 장수리스크마저 개인에게 이전시키고 있는 것이다(KB금융지주경영연구소, 2013). 미국의 경우도 베이비붐 세대의 은퇴로 근로 활동인구가 줄어들고, 은퇴인구가 많이 늘어나면서 공적인 사회보장시스템의 파산 위험이 커지고 있다는 우려가 나오고 있다(켈리 라이트, 2013).

이런 경향은 고령화 추세가 훨씬 빠른 우리나라에서는 더 빠르게 확산될 가능성이 높다. 개인들은 경제적인 은퇴준비를 더 빨리 시작하고, 더 철저하게 해야 하는 것이다. 여기에는 배우자를 먼저 보내고 홀로 사는 독거(獨居)위험¹⁵⁾에 대한 대비도 포함돼야 한다. 아울러 장수리스크 대비에는 건강, 일, 사회적 관계(네트워크) 같은 비(非)경제적, 비재무적 대비도 수반돼야 할 것이다.

제2절 노후 준비와 은퇴자금 관리

1. 우리나라 노후 준비 실태

1) 부실한 노후 준비 실태

100세 시대로 상징되는 고령화 현상은 준비가 미흡할 경우 장수가 축복이 아니라 재앙이 되기 쉽다. 수명은 늘어나는데, 은퇴 연령은 예전 그 대로이거나 오히려 짧아지는 바람에 노후생활이 길어지고 있기 때문이다. 게다가 대다수 가계가 자녀의 교육 및 양육 부담이 커서 정작 자신들의 노후를 제대로 준비하지 못한 채 은퇴를 맞고 있는데다 사회의식마저 빠르게 변화하면서 부모 부양에 대한 책임감이 갈수록 줄어들고 있다

15) 한국인의 노후준비 상태가 전반적으로 부실하지만, 특히 여성들이 그 정도가 더 심하다. 여성은 남성보다 평균 6~7년 더 산다. 여기에 결혼할 때 남편과 아내의 나이 차이가 대개 2~3세 정도 나는 경우가 많은 점을 감안하면, 부인은 일반적으로 남편과 사별한 후 10년 정도 홀로 살게 된다. 배우자가 혼자 된 뒤 쓰는 생활비는 부부가 함께 쓰던 생활비의 대략 60~70%가 들어간다(송양민·우재룡, 2014).

(이지영, 2011).

우리나라는 노인의 빈곤율과 자살률이 OECD 국가 중에서도 가장 높은 수준이다. 국내에서도 노인들은 다른 연령대에 비해 빈곤율과 자살률¹⁶⁾이 높다. 이에 따라 노인들은 상대적으로 낮은 수준의 삶을 영위하고 있다(정경희, 2013).

기초연금을 비롯하여 국가 차원의 노인 복지 정책이 확대되고 있지만, 노후생활 책임은 개개인의 몫이 훨씬 크다. 평균수명의 증대는 준비해야 할 노년기가 길어짐을 의미한다. 더 이상 노년기를 어떻게든 버티면 될 단기간의 잉여적인 기간이 아니라 무엇을 어떻게 하면서 생활해야 할 것인가, 어떻게 하면 노후를 불행하지 않고 행복하게 보낼 것인가 여부가 삶의 중요한 단계가 된 것이다.

이러한 인식은 베이비부머는 50대가 주축이며 2010년을 계기로 은퇴가 시작되는 등 본격적인 노년기를 앞두게 됨에 따라 더욱 구체적이고 현실적인 사회문제화 되고 있다(방하남, 2012).

보다 안정적이고 행복한 노후생활을 위해서는 재무, 건강, 여가, 대인관계¹⁷⁾ 등이 잘 어우러져야 한다. 이런 요소들이 어긋나면 만족스러운 은퇴가 되기 어렵다. 그중에서도 은퇴 이후의 위험 가운데 가장 큰 위험은 무엇보다 살아 있는 동안 돈이 먼저 떨어지는 노년무전(老年無錢)이다. 즉, 경제적인 장수리스크인 것이다.

경제적인 이유로 은퇴 이후 생활이나 활동이 위축되면 삶의 만족도가 떨어질 수밖에 없다. 은퇴에 있어 경제적 안정은 중요한 생활자원으로 기본적 욕구 충족은 물론 건강 유지, 여가활동 증진, 노인의 지위 유지에

16) 한국 노인 자살률은 인구 10만 명당 1990년 14.3명에서 2005년 80.3명까지 15년간 매년 급증하다 2010년 81.9명으로 사상 최악을 기록했다. 1990년에서 2010년까지 20년간 무려 5.7배나 높아졌다. 이후 다행히 79.7명(2011년)→69.8명(2012년)→64.2명(2013년)으로 3년째 떨어졌다(조선일보 2014.10.03). 그런데도 여전히 세계 최고 수준이다. 특히 남자 노인 자살률은 2013년 102.3명이나 된다(조선일보 2015.01.29).

17) 보건복지부는 2012년 ‘노후준비지표(Readiness Index)’를 개발하였다. 노년기 삶의 질에 영향을 미치는 주요 요소들을 고려, 대인관계(10개)·건강(12개)·재무(13개)·여가(6개) 등 네 가지 주요영역으로 분류하였다. 괄호 안은 영역별 하위 구성 지표 수로 모두 41개이다.

기여함으로써 결국 성공적인 은퇴생활을 영위하는데 가장 큰 영향력을 미친다(최성재·장인협, 2010; 허균석, 2013).

우리나라의 많은 은퇴자들이 하루의 대부분을 집에서 보내는 것도 국민연금 등 매월 얻는 현금 수입이 생활비만 겨우 충당할 수 있을 뿐 다른 여가활동을 할 엄두를 내지 못하기 때문이다(송양민·우재룡, 2014).

실제 우리나라는 개개인의 노후준비 정도가 낮은 실정이다. 보건복지부가 전국의 만 35세 이상 64세 이하 성인남녀 3,070명을 대상으로 조사한 2012년도 ‘노후준비지표 개발 및 국민실태조사’ 결과에 의하면, 한국인의 노후준비 총 점수는 100점 만점에 58.8점으로 매우 낮다. 영역별로는 건강 75점, 대인관계 61.1점, 재무 47.1점, 여가영역 46.1점이다. 건강·대인관계 영역이 상대적으로 높고, 재무·여가영역은 낮은 편이다.

우리나라 국민의 노후준비 평균수준은 ‘보통’이며, 학력이 높고 가구원수가 많을수록 노후준비 수준이 높은 경향을 보였다. 40대, 기혼, 상용근로자, 자녀가 있는 경우 노후준비 점수가 상대적으로 높았다. 이 가운데 재무(소득/자산) 영역은 남성(49.8점), 40대(49.9점), 기혼(48.8점), 화이트칼라(56.4점), 상용근로자(55.2점), 자녀 있음(47.5점)에서 상대적으로 높았다.¹⁸⁾

65세 이상 노인들의 노후준비 상태는 더 열악했다. 통계청의 ‘2014 고령자 통계’에 따르면, 다음의 <표 2-4>에서 나타나듯이, 2013년 ‘노후를 위한 준비를 하고(되어) 있다’고 응답한 65세 이상 가구주는 44.9%에 불과하였다. 주된 노후준비 방법으로는 ‘국민연금’이 37.2%로 가장 많고, 다음은 ‘예금·적금·저축성보험(23.7%)’, ‘부동산 운용(13.9%)’ 순이다. 성별로 보면, 남자 가구주의 노후 준비율은 57.3%인 반면 여자 가구주는 25.7%에 불과하다.

18) 보건복지사회부의 저출산·고령사회위원회 제1차 회의 보도자료(2013.01.25). 이 소정 남서울대 교수는 국민이 스스로 준비하는 노후를 위한 ‘노후준비지표(Readiness Index) 개발 및 국민실태조사’ 결과 보고를 통해, 2012년 1년간 정부와 민간이 합동으로 개발한 노후준비지표의 주요 내용과 우리 국민들의 노후준비 현황에 대한 결과를 발표했다.

<표 2-4> 노후 준비방법 (가구주, 2013년)

(단위 : %)

	준비하고 (되어)있음	소계	국민 연금	기타공적 연금2)	사적 연금3)	퇴직금	예금, 적금, 저축성보험	부동산 운 용	주식 채권 등	기 타
전 체1)	72.9	100.0	52.5	7.8	11.3	4.6	17.4	5.3	0.6	0.4
65세 이상	44.9	100.0	37.2	12.6	4.9	5.1	23.7	13.9	0.2	2.5
남 자	57.3	100.0	38.0	13.4	5.0	5.9	22.6	13.4	0.1	1.5
여 자	25.7	100.0	34.4	9.8	4.7	2.2	27.4	15.4	0.2	5.9

주: 1) 조사대상이 19세 이상 가구주임.

2) 공무원, 군인, 사학연금.

3) 은행, 보험회사 등을 통한 개인연금.

자료: 통계청, 「사회조사」 각년도.

우리 사회의 거대 인구집단인 베이비붐 세대(1955-1963년 출생)의 은퇴 준비도 상당히 미흡한 수준으로 나타나고 있다. 700만 명 안팎인 베이비부머들의 대량 은퇴는 2010년을 기점으로 본격화하고 있다. 이로 인한 노동력 규모 감소, 자산시장의 수급 악화, 국가재정 악화, 경제성장의 탄력 저하 등과 같은 사회경제적 과급효과에 대한 논의가 사회적 이슈로 떠오르고 있다.

또한 우리나라 전체 인구의 14.5%를 차지하는 베이비붐 세대의 대량 은퇴는 소비 형태와 주거 선호의 변화 및 은퇴 후 경제적 생활 등과 같은 다양한 맥락에서 관심의 대상이 되고 있다(이지영, 2011).

이러한 거시경제적 측면 외에도 베이비부머 연령집단에 대해 관심을 갖는 이유는 미국과 일본의 베이비붐 세대에 비해 노후 대비 수준이 떨어져 은퇴 이후 빈곤층으로 전락할 위험이 상대적으로 크기 때문이다(석상훈, 2011).

한경혜 외 5인(2011)의 조사¹⁹⁾에 따르면, 우리나라 베이비부머들은 은

19) 한경혜 · 최현자 · 은기수 · 이정화 · 주소현 · 김주현 등은 2010년부터 한국의 베이비부머들에 대한 최초의 대규모 패널연구를 시작하였다. 2010년 1차년도 조사에서는 도시 거주 베이비부머 4,668명을 대상으로 가족, 일, 은퇴, 재무, 건강, 라이프스타일, 가치관 등 7가지 영역에 대한 설문지를 만들어 5월 24일~9월 6일까지 개인별

퇴 이후의 생활비를 충당하기 위해 개인적으로 준비해야 하는 저축이나 투자가 상당히 미흡하거나(30.3%), 아직 시작조차 못하거나(15.8%), 계획이 없다고(10.6%) 응답한 사람들이 전체의 56.7%나 돼 은퇴 준비에 있어 개인의 몫이 큰 한국의 상황에 비추어 볼 때 조금은 암울한 미래가 예견되었다. 실제 한경혜 외(2013)의 2년 뒤 조사에서 은퇴 이후의 생활비 충당을 위한 저축 및 투자가 상당히 미흡하거나(41.9%), 아직 시작조차 못하거나(16.9%), 계획이 없다고(9%) 응답한 베이비부머들이 무려 전체의 67.8%, 3분의 2 정도를 차지하였다. 2년 전에 비해 은퇴 이후 생활비 마련을 위한 준비 상황이 11.1%포인트나 악화되었다. 베이비부머들이 나이가 들수록 빈곤층으로 떨어질 확률이 높아지고 있다는 걸 시사하고 있다.

베이비부머들의 은퇴 이후 생활비 마련에 대한 조사 결과도 비관적인 측면이 많다. 한경혜 외 1차년도 조사에서 베이비부머들은 은퇴 후 생활비의 29.3%는 공적연금으로, 4.6%는 퇴직연금으로, 나머지 66.1%는 개인적인 준비를 통해 충당할 것으로 예상하였다. 생활비에 대한 개인적인 준비(은퇴저축)의 중요성이 미국의 베이비부머에 비해 매우 크다는 사실이 나타나고 있다.

하지만 아날로그 시대에서 디지털 시대로 전환하는 경제·산업 구조적 추세와 함께 세계적 경기 침체의 장기화로 안정적인 수입이 보장되는 노년층의 일자리는 갈수록 줄고 있다. 베이비부머들의 은퇴준비가 생각보다 쉽지 않은 게 현실이다.

석상훈(2011)의 연구에 따르면 우리나라 고령 은퇴자들은 대부분의 경우 생애 주된 일자리에서의 퇴직시점(연령)이 빠른 편이어서 최종적으로 노동시장에서 은퇴하기 전까지 여러 경로와 형태로 재취업을 할 수밖에

방문조사를 하였다. 2차년도 조사는 1차년도 패널 4,668명 중 이탈한 1,393명을 제외한 3,275명을 대상으로 2년간의 변화 양상을 파악하였다. 조사 영역은 가족, 일, 은퇴, 재무, 건강, 라이프스타일, 가치관 및 태도, 거주지 8가지였고, 조사 기간은 2012년 7월 16일~11월 13일까지였다. 연구 보고서인 ‘한국 베이비부머 패널 연구-베이비부머 삶의 변화와 지속성, 2010~2012’는 2013년에 발간되었다. 2년마다 진행되는 이 패널 연구는 우리나라 베이비부머에 대한 본격적인 전향적 종단연구(prospective longitudinal study)로 주목받고 있다.

없게 되고, 재취업을 하더라도 대부분 임금 및 근로조건이 악화된 일자리로 하게 되는 것으로 나타났다. 따라서 노후에 대한 경제적 준비가 충분하지 못한 베이비붐 세대에게 다가올 은퇴 이후의 삶은 과거 세대보다도 고단할 수 있으며 이는 개인적으로나 사회적으로 심각한 문제를 야기할 수 있다.

보험업계와 학계에서는 가계의 재무적, 비재무적 측면의 은퇴준비 상황을 종합적으로 고찰한 은퇴준비지수, 노후준비지수 개발에도 나서고 있다.

삼성생명 은퇴연구소가 발표한 ‘삼성생명 은퇴지수 2014’에서도 한국인의 종합은퇴준비지수는 100점 만점에 56.7점으로 ‘주의’ 수준인 것으로 나타났다. <표 2-5>에서 나타나듯이, 응답자 별로 보면 ‘주의’에 해당하는 가구가 전체의 62%로 대다수를 차지했으며, ‘양호’에 해당하는 가구가 11%, ‘위험’에 해당하는 가구는 27%인 것으로 조사되었다.

<표 2-5> 가구별 은퇴준비지수 분포

위험(0~50점 미만)	주의(50~70점 미만)	양호(70~100점)
평균 43.3점	평균 59.3점	평균 74.9점
27%(481가구)	62%(1,109가구)	11%(192가구)

자료: 삼성생명 은퇴연구소(2014).

삼성생명 은퇴연구소는 서울 및 5대 광역시에 거주하는 1,782 가구를 대상으로 재무, 건강, 활동, 관계 등 4가지 영역의 은퇴준비 정도를 조사한 후 각 영역별 가중치를 적용해 ‘종합은퇴준비지수’를 산출했다. 또한 은퇴준비지수에 따라 0~49점은 ‘위험’, 50~69점은 ‘주의’, 70~100점은 ‘양호’ 등급을 부여하였다.²⁰⁾

4가지 영역별 준비상태를 보면, ①관계 63점, ②건강 58.1점, ③활동

20) 삼성생명은 ‘삼성생명 은퇴지수 2014’를 발표하였다(2014.02.06). 삼성생명 은퇴연구소는 ‘서울대학교 노년·은퇴 설계 지원 센터’와 함께 2012년에 처음으로 ‘은퇴준비지수’를 개발하였다. ‘삼성생명 은퇴지수 2014’는 개인에서 가구 단위로 평가영역을 확장하는 등 2012년 발표된 은퇴지수를 개선하였다.

54.3점, ④재무 51.4점 순으로 나타나 4개 영역 모두 ‘주의’ 수준이었고, 가장 미흡한 분야는 ‘재무 영역’이었다. 재무 영역에서는 응답 가구의 절반 이상인 50.5%가 노후를 대비한 경제적인 준비가 취약한 ‘위험’ 수준이었다. 공적 연금 가입 60%, 퇴직연금과 개인연금 가입 40%에 불과할 정도였다. 또 응답 가구의 27.8%가 ‘주의’ 단계였고, 5가구 중 1가구 꼴인 21.7%만이 ‘양호’ 단계였다.

KB금융지주경영연구소가 매년 발표하고 있는 한국 비은퇴 가구의 KB 노후준비지수는 2014년 평균 50.5로 2013년의 50.3과 비슷한 수준을 보였다. 은퇴 후 경제생활에 대한 준비를 나타내는 재무준비지수는 41.7로 전년에 비해 1.4p 증가한 반면, 비재무준비지수는 63.7로 전년비 소폭 하락했다. 2014년 재무준비지수의 분포를 살펴보면, 90 이상에 22.3%, 10 미만에 34.2%가 집중했다. 이 같은 수치는 2013년에 비해 각각 2.6%p, 3.2%p 늘어난 것으로 재무적 준비도의 양극화가 더욱 심화된 것으로 분석됐다(노현곤·김희규, 2014).

최현자·주소현·김민정·김정현·조혜진(2012)이 여가, 일, 가족 및 친구, 주거, 마음의 안정, 재무, 건강 등 7가지 세부영역을 바탕으로 개발한 은퇴준비종합지수에서도 비슷한 결과가 나왔다. 우리나라 가계의 은퇴준비종합지수는 100점 만점에 58.3점으로 나타났다. 은퇴준비가 가장 낮은 가계는 22.7점인데 반해 가장 잘하고 있는 가계가 87.5점에 그쳐 전반적으로 노후준비가 부족함을 시사한다.

노인들의 사회적 고립 문제도 심각하다. 통계청의 ‘한국의 사회 동향 2014’에 따르면 65세 이상 노인 100명 중 약 15명은 ‘거의 고립’ 상태(14.8%)이며, 11명은 사회활동(취업, 단체참여, 봉사활동)이나 사회적 지원(일상적·재정적·심리적 지원)이 없는 완전 ‘고립’ 상태(11.1%)이다. 65세 이상 노인의 74%(‘거의 고립 안됨’ 50.9%, ‘고립 안됨’ 23.1%)는 사회활동을 하거나, 사회적 지원을 받고 있다. 고(高)연령일수록, 미혼 또는 이혼 집단에서 노인의 사회적 고립 비율이 높은 편이다. 노인의 사회적 고립(‘고립’+‘거의 고립’) 비율은 85세 이상에서 39.0%, 75~84세 31.8%,

65~74세 21.6% 수준이다. 또 미혼자 집단은 55.7%, 이혼자 집단은 47.8% 수준이다.²¹⁾

일본은 노인들의 ‘고독사(孤獨死)’가 국가적 사회문제가 되고 있다. 가난한 노인들이 혼자 살다 굶어죽거나 자살하는 사례가 늘고 있기 때문이다. 일본의 주요 언론들은 고독사가 부각된 2010년부터 ‘무연사회(無緣社會)’의 심각성을 집중적으로 부각시켰다. 무연(無緣)은 사람과의 관계나 네트워크가 끊긴 상태를 이른다. 가족·친척 같은 혈연(血緣)이나 지역사회나 고향 같은 지연(地緣)이 단절된 개념이다. 고독사를 발견한 뒤 어렵게 유족을 찾아도 유골 인수를 거부하는 사례도 적지 않다고 한다(전영수, 2011).

우리나라도 독거노인 수가 빠르게 늘면서 무연사회와 고독사 위험이 커지고 있다. 통계청의 ‘2014 고령자 통계’에 따르면 2014년 가구의 연령이 65세 이상이면서 혼자 사는 가구, 즉 한국의 독거노인은 131만7천 명으로 전체 가구의 7.1%를 차지하였고, 2035년에는 15.4%로 2배 이상 증가할 전망이다. 고령자일수록 사회적 고립 비율이 높은 만큼 정부 차원의 보다 안정적인 노후소득보장체계 구축이 요구된다.

2) 노후소득보장 체계

(1) 부모 부양 의식 감소

은퇴 이후 경제적 안정의 핵심인 생활비 마련의 주체는 본인, 가족, 정부·사회로 크게 나뉘 볼 수 있다. 우리나라 국민의 부모 혹은 노인세대 부양에 대한 의식변화를 보면 많은 변화가 발생하고 있다. 먼저 두드러진 변화는 가족 중심의 부양책임에서 가족과 정부·사회가 함께 노인들에

21) 통계청의 보도자료(2014.12.18)에 의하면 통계청은 이 조사에서 노인(만 65세 이상)의 사회적 고립 정도 분석 때 사회활동(3개 : 취업, 단체참여, 봉사활동) 여부와 사회적 지원(3개 : 가사일 부탁 가능, 돈 빌릴 사람 있음, 이야기 상대 있음) 등 6개 변수를 활용했다. (출처 : 통계청, 「사회조사」, 2013).

대한 부양책임을 가져야 한다는 측면으로 이동하고 있다는 점이다.

<표 2-6>에서 나타나듯이 노부모에 대한 부양책임을 가족에게 있다는 생각은 1998년 89.9%에 달했으나, 2002년 70.7%로 하락했으며, 2008년 40.7%로 뚝 떨어졌다. 이후에도 2012년 33.2%, 2014년 31.7%로 하락세가 이어지고 있다.

반면 ‘가족과 정부·사회’ 혹은 전적으로 ‘정부·사회’가 노인세대 부양을 책임져야 한다는 의식은 2002년 19.5%에서 2008년 47.4%로 크게 올랐고, 2012년 52.9%, 2014년 51.7%로 과반이 넘고 있다. 노인 스스로 자신의 노후문제를 해결해야 한다는 의식도 1998년 8.1%에서 2002년 9.6%, 2008년 11.9%, 2012년 13.9%, 2104년 16.6% 등으로 계속 오르고 있다.

<표 2-6> 부모 부양에 대한 견해

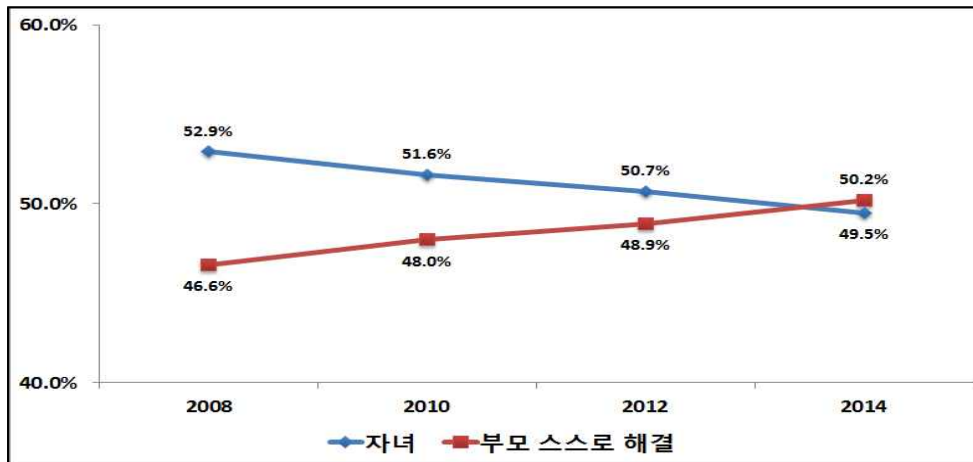
구 분	계	스스로 해결	가족	가족과 정부·사회	정부·사회	기타
2014	100	16.6	31.7	47.3	4.4	0.0
2012	100	13.9	33.2	48.7	4.2	0.0
2008	100	11.9	40.7	43.6	3.8	0.0
2002	100	9.6	70.7	18.2	1.3	0.2
1998	100	8.1	89.9	-	2.0	46.3

자료: 통계청의 ‘2014 사회조사 결과’와 김태완(2014)을 재구성하여 작성.²²⁾

다음의 <그림 2-5>에서 보듯, 통계청의 ‘2014 사회조사 결과’는 부모의 생활비를 ‘부모 스스로 해결’해야 한다는 비율이 절반을 넘어 50.2%를 기록하고 있다. 가구주 부모의 생활비를 아들, 딸 등의 ‘자녀’가 제공하는 비율은 49.5%에 그쳤다. ‘부모 스스로 해결’ 비율은 2008년 46.6%, 2010년 48.0%, 2012년 48.9%, 2014년 50.2%로 계속 늘어나고 있다. 이런 측면에서도 장수리스크가 갈수록 커지고 있음을 알 수 있다.

22) 통계청 자료는 가족, 교육, 보건, 안전, 환경 부문에 대하여 전국 17,664 표본가구 내 상주하는 만 13세 이상 가구원 약 37,000명을 대상으로 2014년 5월 15~5월 30일(16일) 동안 조사된 내용을 집계한 것이다.

<그림 2-5> 부모 생활비 주 제공자(가구주)



자료: 통계청.

윤석명(2013)이 소개한 동아시아 6개국의 노인부양에 대한 설문조사²³⁾ 결과는 매우 충격적이다. 한국의 경우 은퇴자의 노후생활에 누가 가장 큰 책임이 있는냐는 질문에 대해 응답자의 53%가 은퇴자 자신이 책임져야 한다고 답하고 있다. 정부가 책임져야 한다는 응답은 31%였고, 자녀가 책임져야 한다는 응답은 단 5%에 불과하였다. 동아시아 6개국 중 은퇴자 자신이 노후를 책임져야 한다는 응답률이 가장 높고, 정부가 책임져야 한다는 응답률이 가장 낮은 나라가 바로 한국이다.

(2) 다층 노후소득보장체계

노인부양을 위한 우리 정부·사회의 사회보장제도는 여전히 미흡하여 은퇴 후 급속한 삶의 질 하락 우려가 증대되고 있다(최현자·주소현·김민정·김정현, 2009). 세계은행(IBRD)과 경제협력개발기구(OECD)에서 권고하는 3층 노후소득보장제도는 개인 및 가계의 생활수준을 안정시키기 위한 대표적인 보장수단이다. <표 2-7>에서 1층(기본생활) 보장제도는 국

23) CSIS(Center for Strategic & International Studies)의 2012년 조사결과. 중국, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르, 한국, 대만의 20세 이상 주생계부양자 7,103명 조사.

가가 주체가 되어 시행하는 사회보장으로 국민연금 같은 공적연금이다. 2층(안정생활) 보장제도는 기업 주도의 보장수단으로 퇴직금과 퇴직연금으로 구성돼 있다. 3층(여유생활) 보장제도는 개인적 차원의 자기보장수단으로 개인자산 및 개인연금 등으로 구성돼 있다. 공무원연금, 사립학교 교직원연금, 군인연금 등 특수직역연금은 1층과 2층 보장제도 기능을 수행한다. 최근엔 주택금융이 활성화 되면서 4층 보장제도로 부각되고 있다(한국경제신문 2015.03.04).

<표 2-7> 다층 노후소득보장체계 구조

		근로소득자	자영업자	공무원/사학/군인
사적연금	3층	개인연금		
	2층	퇴직연금(퇴직금)	'17년부터 가입 가능	준공적연금
공적연금	1층	국민연금		(특수직역연금)
(빈곤층)	0층	기초노령연금/기초연금 (기초생보)		

자료 : 기획재정부 '사적연금 활성화 대책' (2014.08.27).

세계은행은 1994년 '노년 위기의 모면(The Averting Old-age Crisis)'이라는 보고서를 통해 3층 연금 체계를 본격적으로 알리기 시작했다. 특히 각국에서 시행하는 공적연금의 취약성을 해소하기 위해서는 사적연금(퇴직·개인연금)을 발전시켜 공·사연금 다층체계(Multi-pillar System)를 구축해야 한다고 역설했다. 노후준비를 위한 3층 보장체계는, 필요 노후자금의 70~80%를 연금으로 준비할 때 국민연금과 같은 공적연금을 기본으로 노후자금의 30~40%를 준비하고, 20~30%는 퇴직연금으로, 나머지 10~20%는 개인연금으로 준비하는 것을 말한다(국민연금공단, 2011).

국민연금은 특수직역을 제외한 일반국민을 대상으로 하고, 특수직역연금은 공무원, 군인, 사립학교교직원, 별정우체국직원을 적용대상으로 하고 있다. 특수직역연금은 1960년 공무원연금을 시초로 하여 1963년에 군인, 1975년에 사립학교 교직원, 1992년 별정우체국직원연금에게까지 영역

을 넓혀왔고, 국민연금 역시 1988년 도입 이후부터 현재까지 그 대상을 확대하여 왔다(강성호·이지은, 2010).

1994년에 개인연금제도가 도입되었고, 2005년 퇴직연금제도와 2007년 주택연금제도가 차례로 도입되면서 우리나라도 외형적으로는 선진국과 같은 다층 노후보장체계가 구비되었다(이지영, 2011). 여기에 2008년 1월부터 만 70세 이상 노인을 대상으로 기초노령연금이 시행되다 2014년 7월부터 기초연금제도로 확대 개편되었다. 기초연금은 만 65세 이상 노인 중 가구의 소득이 하위 70%인 사람에게 최대 월 20만 원까지 지급한다.

우리나라는 다층 노후소득보장체계의 틀은 갖추었으나 제도의 미성숙 등으로 인해 한계가 드러나고 있다. 국민연금의 경우, 납부예외자 등 제도 적용의 사각지대 문제가 노출되고 있는데다 소득대체율²⁴⁾이 갈수록 낮아지고 있다. 국민연금 급여의 소득대체율은 가입기간 40년을 전제로 할 때, 1988~98년은 70%, 1999년~2007년 60%, 2008년부터는 50%에서 매년 0.5%씩 낮아져 2028년까지는 40% 수준에 맞추도록 설계돼 있다. 퇴직연금의 경우, 근로여건이 좋은 사업장 종사자 위주로 적용이 이루어지고 있으며, 개인연금은 가입자 대다수가 중산층 이상 고소득층이라는 문제가 있다(윤석명, 2012).

국민연금은 가입자가 2천만 명이 넘고, 누적 수급자가 400만 명을 넘어섰지만 ‘안정적인 노후생활 보장’과는 거리가 멀다. 2014년 10월말 기준으로 국민연금을 받고 있는 이는 355만여 명, 가입자는 2,117만여 명에 이른다. 하지만 국민연금 급여 가운데 대표적이라 할 수 있는 ‘노령연금’은 연금 보험료를 10년 이상 내면 만 61세부터 평생 매달 받을 수 있는 연금인데, 2014년 10월말 기준으로 월평균 수급액이 33만 원선에 그쳤다. 취업을 하지 못하거나 비정규직이라 국민연금 가입자 신분을 제대로 유지하지 못한 이들이 많은 것이 주된 원인이다. 더욱이 국민연금 수급 개시 연령은 2013년부터 5년에 1세씩 단계적으로 높아지고 있어 1969년생

24) 소득대체율은 연금의 급여수준을 논의할 때 가장 많이 사용되는 지표이다. OECD 정의에 의하면, 연금급여를 가입자의 재평가된 생애평균소득으로 나눈 값을 총소득대체율이라고 하며, 통상 이를 소득대체율로 사용한다.

이후 출생자부터는 만 65세가 돼야 노령연금을 받게 된다(한겨레신문 2014.12.23).

선진국의 경우 퇴직연금(Corporate Pension)은 급속한 저출산·고령화에 따라 재정이 부실해지는 공적연금(1층 노후소득보장제도)을 보완하는 2층 노후소득보장제도로 매우 중요한 역할을 하고 있다. 퇴직연금은 기업의 사회적 책임을 토대로 국가가 적정한 규제와 인센티브를 통하여 그 발전을 도모하는 준공적연금제도라는 측면에서 순수한 사적연금제도인 개인연금(3층 노후소득보장제도)과는 차이가 있다(류건식 외, 2009).

그러나 영세 사업장을 비롯하여 퇴직연금제도 가입이 여전히 저조하고, 무엇보다 원금 보장에 치중하다 보니 수익률이 너무 낮다. 2014년 전체 퇴직연금의 연간 수익률은 2.9%로, 각종 수수료를 빼면 실질 수익률은 연 1%대에 불과하다. 2014년 물가상승률이 1.3%였던 점을 감안하면 돈이 전혀 불어나지 않은 셈이다. 퇴직연금의 대체재라 할 수 있는 국민연금의 2014년 연간 수익률 5.25%보다 더 낮다.

정부는 2015년 7월 9일부터 확정기여형(DC형) 퇴직연금의 위험자산 보유 제한 비율을 당초 40%에서 확정급여형(DB형)과 동일하게 70%로 높였다. 이로써 퇴직연금 운용사가 저위험·저수익 전략 대신 중위험·중수익 전략을 쓰기가 용이해졌다. 금융회사 자산 운용 능력에 따라 손해가 발생할 수 있는데도 정부가 제도를 바꾼 이유는 안정성에만 매달리다가는 국민 노후생활 피해는 물론 결과적으로 기초연금 등의 확대에 의한 국가재정마저 큰 타격을 받을 수 있다는 우려 때문이다. 퇴직연금을 운용할 때 지금보다 일정 수준 이상 주식 같은 위험자산 투자 비중 확대가 불가피하다는 것이 정부 판단이다(금융위원회, 2015).

실제 호주의 퇴직연금은 2013년 평균 수익률이 17.5%에 달했다. 이 같이 높은 수익률이 가능했던 것은 퇴직연금의 대부분(95%)이 DC형인 데다 전체 자산의 약 30% 정도를 호주 주식 등 위험자산에 투자한 덕분이었다(매경이코노미 제1772호, 2014).

근로자들의 노후소득 보장을 위해 2005년 도입된 퇴직연금의 적립금은

2014년 말 기준 107조 658억원으로 집계되었다. 2013년 말(84조 2,996억원)에 비해 22조 768억원(27%) 증가한 수치이다. 퇴직연금제도 도입 사업장은 2013년보다 2만 1천개소, 1.2%p 늘어난 27만 5천개소였으나 도입률은 아직 16.3%로 매우 낮은 수준이다. 대기업은 도입률이 높은 반면, 수급권이 취약한 영세사업장의 도입률이 상대적으로 매우 저조하기 때문이다. 가입근로자는 535만 3천명(가입률 51.6%)으로 2013년 대비 50만 1천명(+4.8%p) 증가한 것으로 나타났다(고용노동부·금융감독원, 2015).

고용노동부는 퇴직금과 퇴직연금으로 이원화되어 있는 퇴직급여제도를 점진적으로 퇴직연금으로 일원화할 계획이다. 기업의 퇴직연금 도입 확대를 유도하기 위해 근로자퇴직급여보장법을 개정, 2016년부터 기업규모(상시근로자 기준)에 따라 단계적으로 도입 의무화를 추진하여 2022년에는 전면 의무화를 달성할 방침이다.²⁵⁾

개인연금 가입자는 2012년 말 기준으로 약 850만 명으로 이는 20~60세 인구(약 3천만명)의 약 30%에 해당한다. 개인연금은 세액공제 혜택이 가능한 세제적격 연금저축(신탁·펀드·보험)과 세액공제가 없고 10년 이상 유지시 보험차익이 비과세되는 세제비적격 연금(즉시·변액·일반)이 해당된다. 개인연금의 적립금은 2012년 말 기준 약 216조 원으로 전체 공적·사적 연금 적립금의 약 32%를 차지하고 있다.

우리나라는 자영업자의 비중²⁶⁾이 높아 개인연금이 퇴직연금 대신 노후보장 수단의 역할을 할 필요가 있다. 하지만 개인연금은 공적연금 보완 수단으로서의 사적연금시장이 활성화되지 못해 노후소득 보장 기능이 미흡하다. 특히 연금저축의 10년 후 가입 유지율이 52.4%로 개인연금을 실제 노후자금으로 활용하는 비율이 매우 낮은 실정이다.

우리나라 사적연금(퇴직연금+개인연금)의 소득대체율은 약 20%(보험

25) 퇴직연금 도입 의무화 일정 : 사업장의 상시 근로자수가 300인 이상은 2016년 1월 1일, 300인 미만~100인은 2017년 1월 1일, 100인 미만~30인은 2018년 1월 1일, 30인 미만~10인은 2019년 1월 1일, 10인 미만 사업장은 2022년 1월 1일부터 의무화 된다.

26) 총 근로자 중 자영업자 비중 : OECD 16%, EU 17%, 미국 7%, 영국 14%, 일본 12%, 한국 28%.

연구원 추정)로 OECD 등 국제기구 권고비율인 40%에 못 미치고 있다. GDP 대비 사적연금 자산비중도 4.5%로 OECD 평균 33.9%와 큰 차이가 난다(금융위원회, 2013).

신승희·이항석(2014)의 연구에 따르면, 생애소득대체율 산출 결과 우리나라 3대 연금에 각각 20년 가입한 경우는 남자가 총 38.3%(국민연금 19.3%, 퇴직연금 9.1%, 개인연금 9.9%), 여자는 총 41.1%(국민연금 25.7%, 퇴직연금 7.4%, 개인연금 8.0%)에 불과하였다. 남자와 여자 간의 생애소득대체율 차이는 남녀 간 소득수준 차이와 여자가 남자보다 더 오래 사는 기대수명 차이 때문이다. 각 연금에 40년 가입을 한 경우 생애 소득대체율은 남자 77.4%, 여자 79.2%로 높게 나타났다.

그러나 현실적인 근로상황을 고려하였을 때 40년간 3대 연금에 모두가 가입하는 것이 쉽지 않다. 의무가입인 국민연금, 퇴직연금의 40년 가입만을 고려한 경우 남자의 생애소득대체율은 57.7%, 여자의 생애소득대체율은 64.3%로 낮아진다. 20년간 국민연금, 퇴직연금의 가입만을 고려한 경우에는 남자의 생애소득대체율은 28.4%, 여자의 생애소득대체율은 33.1% 수준에 불과하다(할인을 3% 가정). 따라서 은퇴 설계 시 개인의 소득수준, 가입기간 등을 고려하여 적극적으로 추가적인 개인연금의 가입을 통해 생애소득대체율을 제고시킬 필요가 있는 것으로 나타났다.²⁷⁾

통계청의 ‘2014년 고령자 통계’ 조사에서는 고령층(55~79세) 인구 중 연금 수령자가 45.7%(519만 8천명)로 나타났다. 성별로는 남자가 50.1%, 여자는 41.8%가 연금을 수령하였다. 월평균 연금 수령액은 42만원이었다. 남자는 60만원, 여자는 이보다 훨씬 적은 23만원을 수령하였다. 연금 수령액은 ‘10만~25만원 미만’이 39.3%로 가장 높았고, ‘150만원 이상’ 수령자의 비율은 남자가 12.3%, 여자가 2.6%를 차지하였다.

27) 신승희·이항석은 기존의 소득대체율이라는 개념이 생존 기간의 불확실성을 반영하지 못한다는 점을 고려해 생애소득대체율 지표를 개발해 생존기간에 따라 소득대체율이 어떻게 변하는지 분석하였다. 생애소득대체율은 은퇴 전 소득 대비 은퇴 후 소득을 생존기간의 확률에 따라 가중치를 부여해 평균을 낸 지표를 말한다. 국민연금과 퇴직연금의 보험료율은 현행 9%와 8.3%를 적용했으며 개인연금 보험료율은 분석자료가 따로 없어 국민연금과 같은 9%로 가정했다. 대상자는 2014년 신규가입자며 수급연령은 60세로 잡았다.

최근엔 안정적인 노후생활 보장을 위해 주택연금을 활용하는 고령자도 늘고 있다. 주택금융은 만 60세 이상(부부 공동으로 주택 소유 시 연장자가 만 60세 이상)의 고령자가 9억원 이하의 소유주택을 담보로 맡기고 평생 혹은 일정한 기간 동안 매월 연금방식으로 노후생활자금을 지급받는 국가 보증의 금융상품(역모기지론)이다. 주택연금은 가입 당시 주택가격을 기준으로 매월 받는 연금이 정해진다.

60세 이전에는 신한은행 등 시중은행 역모기지론에 가입했다가 60세 이후 주택금융공사 주택연금으로 갈아타는 ‘가교형 주택연금’도 있다. 한국주택금융공사에 따르면, 2015년 2월까지 누적 가입자가 2만 3,565명, 가입자 평균연령은 72세, 평균주택가격은 2억 7,800만원이고, 평균 월 수령액은 98만원이다.

3) 노후생활비 적정성

개인의 은퇴에서 중요하게 고려되어야 할 것은 은퇴 후 기대여명까지 필요로 하는 충분한 자금을 축적하여 원하는 경제적 생활수준을 안정적으로 유지할 수 있는지의 문제이다(최현자·김민정A·김민정B·이지영, 2012). 여윤경(2005)은 은퇴준비의 적정성을 은퇴 이후의 재정적 자원과 재정적 요구를 비교하는 것으로 정의하기도 하였다. 노후를 위해 활용가능한 자원이 얼마만큼 있으며 노후를 위해 얼마만큼의 자원이 필요한가를 결정하는 것이 노후자금의 적정성을 평가하기 위해서 필수적이다.

은퇴 이후의 재정적 요구, 즉 은퇴자금을 파악하려면 우선 은퇴 후 생활비를 산정해야 한다. 생활비와 개념이 비슷한 생계비는 측정방법에 따라 객관적 생계비와 주관적 생계비로 구분할 수 있다. 객관적 생계비는 사회의 많은 사람들이 동의하는 객관적 기준에 의해 결정되는 생계비이며, 주관적 생계비는 생활수준에 대한 사회 구성원의 주관적 판단과 인식에 기초하여 측정하는 생계비이다(박태규, 1991; 김경자, 2000; 황재한, 2003; 허균석, 2013).

생계비와 관련한 객관적 기준으로는 국민이 생활을 유지하기 위해 필요한 최소한의 비용인 최저생계비가 대표적이다. 최저생계비는 보건복지부가 물가상승률 등을 고려하여 4인 가구 기준금액의 인상률을 우선적으로 정하며, 이 금액에 가구균등화지수(OECD 기준)를 곱하여 최저생계비를 조정한다. 2014년의 최저생계비는 4인 가구 월 163만 820원, 3인 가구 132만 9,118원, 2인 가구 102만 7,417원, 1인 가구 60만 3,403원이었다.

객관적인 은퇴생활비는 정확한 산정이 사실상 어렵다. 조사기관마다 결과도 다르다. 통계청의 최근 조사 자료인 ‘2014년 가계 금융·복지 조사 결과’²⁸⁾에 따르면, <표 2-8>과 같이, 은퇴 부부의 월평균 최소 생활비는 168만원, 적정 생활비는 246만 원으로 나타나고 있다. 은퇴 후 자산관리 는 매월 필요한 현금흐름 중심이 되어야 하는 만큼 적정 은퇴생활비는 은퇴자금 설계에 가이드 역할을 할 수 있을 것이다.

<표 2-8> 은퇴 부부 생활비

(단위: %, 세, 만원)

구 분	비 은퇴 가구 비율	예상 은퇴 연령	최소 생활비	적정 생활비
2012년	84.9	65.9	158	229
2013년	86.0	66.2	168	247
2014년	86.0	66.2	168	246

자료 : 통계청(2014) ‘2013년 및 2014년 가계 금융·복지 조사 결과’를 재구성했음.

통계청의 ‘2014 고령자 통계’에서는 2013년 가구주 연령이 60세 이상인 가구의 월평균 소득은 269만원, 소비지출은 160만원이다. 소비지출의 항목별로는 ‘식료품·비주류음료’가 20.1%로 가장 많고, ‘주거·수도·광열

28) 통계청이 금융감독원 및 한국은행과 공동으로 전국의 2만 표본가구를 대상으로 2012년에 이어 세 번째 실시한 2014년 가계금융·복지조사 결과. 항목별 조사 기준 시점 및 대상기간은 △자산, 부채, 가구구성 : 2014. 3. 31 현재 △소득, 지출, 원리금상환액 : 2013. 1. 1.~12. 31(1년간). 조사 목적은 가구특성별 자산과 부채의 규모 등 가계의 재무건전성을 파악하고, 경제적 삶(well-being)의 수준, 변화, 지속기간 등을 미시적으로 파악하기 위함이다.

(15.2%)', '보건(11.1%)', '음식·숙박(11.1%)' 순으로 나타났다.

보건복지부와 한국보건사회연구원(2012)이 전국 60세 이상 노인 11,542명을 표본 조사한 '2011년 노인실태조사' 결과 2010년 기준 월평균 소비지출은 141만 3천원으로, 지역별로는 도시 동(洞) 지역은 155만 6천원, 농촌지역인 읍·면 지역은 110만 9천원으로 도시지역이 약 40만원 정도 더 지출하였다. 성별로는 남자가 여자보다 소비지출이 약 20만원 정도 많으며, 연령별로는 60대 후반 노인의 소비지출이 157만 9천원으로 가장 많고, 다음으로는 80대 후반으로 150만 5천원으로 조사되었다. 반면, 70대 후반과 80대 초반 노인들은 상대적으로 적은 소비지출을 보여주고 있는데 각각 126만 6천원, 128만 5천원이다. 결혼 상태별로는 배우자가 있는 노인인 경우 151만 5천원, 배우자가 없는 경우 120만원이었다.

가구 형태별로는 자녀와 동거하고 있는 노인의 소비지출이 230만 3천원으로 가장 많은 반면, 노인이 혼자 사는 경우 63만 4천원으로 가장 적다. 교육 수준별로는 교육 수준이 높을수록 소비지출 또한 많은 것으로 나타났다. 전문대학 이상인 경우 241만 5천원으로 가장 많았고, 다음은 중·고등학교 160만 7천원, 초등학교 131만 4천원, 무학(글자 해독) 118만 2천원, 무학(글자 모름) 107만 8천원 순이다. 이러한 인구사회학적인 요소에 따라 은퇴생활비의 상대적 크기가 달라질 수 있다.

한편 주관적 은퇴생활비는 은퇴생활수준에 대해 사회 구성원들이 희망하는 기대치에 상응한 필요비용이 개인마다 다를 수 있다는 측면에서 설문조사나 면접조사 등을 통해 파악되고 있다.

국민연금연구원은 국민노후보장패널조사(KReIS)에서 가계의 소득과 소비를 조사하는 동시에 주관적으로 생각하는 노후생활비를 조사하고 있다. 부부와 개인의 2가지 차원으로 조사된 노후생활비는 객관적 생활비인 가계소비지출비용과 함께 가구유형에 따른 노후필요자금 추정에 활용될 수 있으며, 조사대상자들의 경제적 복지 측정을 위해 최소생활비와 적정생활비로 나누어 응답받도록 하였다.

국민연금연구원의 2013년도 KReIS에서는 전체적으로 노후에 최저 생

활을 유지하는 데 필요로 하는 최소 생활비로 부부 기준으로는 약 160만원, 개인 기준으로 약 99만원 가량 드는 것으로 응답하였다. 표준적인 생활을 유지하는 데 필요로 하는 적정 생활비로 부부 기준 약 225만원, 개인 기준 약 142만원 가량 필요로 하는 것으로 나타났으며, 연령·학력·취업형태·거주지역 등 사회인구학적 특성에 따라 차이를 보였다.²⁹⁾

NH투자증권 100세시대연구소에 따르면, 60대 부부가 은퇴 직전의 생활 패턴을 유지하는 데 월 285만원이 필요한 것으로 조사됐다. 이는 2014년 통계청이 조사한 60세 이상 월평균 생활비 208만원보다 37%(77만원) 많고, 국민연금연구원 등이 파악한 은퇴 후 적정 생활비 190만원 보다는 50% 더 많은 금액이다(조선일보, 2015.02.03).³⁰⁾

김대근(2014)의 미래에셋은퇴연구소 조사에서는 60대 부부와 50대 부부가 중산층 이상의 생활을 하는데 부족함이 없는 적정 은퇴생활비가 각각 258만원과 298만원으로 나타났다.

2. 은퇴 준비와 자산, 소비

1) 은퇴 준비

은퇴와 관련된 선행연구는 다방면에서 진행돼 왔다. 은퇴자·은퇴·은퇴기간에 대한 정의부터 살펴보면, 여운경(2002)은 은퇴자를 특정 연령대 이상(55세, 60세, 65세 등)으로 정의했고, 윤재호·김현정(2010)은 은퇴를 노동시장 관련 지표 중 임금수준이나 노동시간을 기준으로 두 지표 중

29) 국민연금연구원은 우리나라 중·고령층의 노후준비 및 노후생활을 지속적으로 파악하여 노후소득보장과 관련된 정책을 위한 체계적인 자료를 구축하고자, 만 50세 이상 가구원을 가진 전국 5,000여 가구와 그 가구에 속하는 만 50세 이상 개인 8,600여 명을 추출하여 2005년부터 격년으로 국민노후보장패널조사(KReIS)를 실시하고 있다. 제5차 조사(2013년도)에서는 표본가구의 가계경제상황, 경제활동상태, 사회보장적용실태, 노후생활, 삶의 질 등 국민의 노후와 관련된 전반적인 주제들을 포괄적으로 조사했다.

30) NH투자증권 100세시대연구소는 은퇴 직전인 50대의 월평균 생활비인 354만원을 기준으로 각종 감소 요인은 빼고 증가 요인은 더해 60대 부부의 적정 생활비를 285만원으로 추산하였다.

하나가 일정수준 이하로 급격히 축소되는 시점으로 정의했으며, 석상훈·장선구(2009)는 은퇴기간을 노동시장에서 가장 오랫동안 근무했던 주 직장을 그만두는 시점 이후로 정의했다(유경현, 2012).

가계 차원의 은퇴 준비와 관련한 선행연구는 은퇴 준비의 걱정성 또는 충분성 연구(문숙재·여윤경, 2001; 여윤경·김진호, 2007; 주소현, 2008; 이지영·최현자, 2009; 최현자 외, 2009; 강성호 외, 2009; 백은영, 2012; 허윤석, 2013; 권혁성·신기철, 2013 등)가 많은 편이다.

은퇴준비지수와 관련된 국내 연구는 비교적 최근에 진행돼 왔다. 우리나라의 은퇴준비지수는 피델리티자산운용과 서울대학교 노년·은퇴설계지원센터가 공동개발한 은퇴준비지수(2008, 2010)가 처음 나왔으며, 메트라이프 재단과 서울대학교 노화고령사회연구소의 통합은퇴준비지수(2012), 보건복지부와 국민연금관리공단의 노후준비지표(2012), 경제수명지수 산정(최현자 외, 2009; 최현자 외, 2012 등) 등이 있다. 해외에는 MetLife Mature Market Institute의 은퇴준비지수(Retirement Readiness Index), Employee Benefit Research Institute의 은퇴확신지수(Retirement Confidence Index), 보스턴대학의 은퇴위험지수가 매년 발표되고 있다.

은퇴생활비는 개인의 현재 지출에 가정을 적용하여 추정하는 객관적 방법과 응답자가 희망하는 생활수준에 따라 최소생활비와 걱정생활비를 주관적으로 응답한 값을 분석하는 방법으로 많은 연구가 진행돼 왔다(박태규, 1991; 김정자, 2000; 황재한, 2003; 이지영·최현자, 2009; 이지영, 2011; 최현자 외, 2012; 한경혜 외 2011, 2013 등).

2) 은퇴자산

장수리스크 해소의 관건은 자산의 충분성이다. 즉, 은퇴 후 기대여명까지 필요로 하는 자금을 충분히 축적할 수 있는지 여부이다. 은퇴자산의 충분성에 대해서는 은퇴자산의 추정과 은퇴 소비수준의 예측, 은퇴자산의 걱정성 평가 등을 위해 다양한 방법으로 연구가 되어 왔다(여윤경,

1999; 문숙재·여윤경, 2001; 여윤경, 2005; 여윤경·김진호, 2007; 이지영·최현자, 2009; 최현자 외, 2009; 강성호 외, 2009; 김민정·이희숙, 2010).

은퇴자 가계의 은퇴준비자금의 충분성은 주로 소득대체율에 초점을 맞춘 연구들이 많다(원종욱, 2000; 양세정·성영애, 2001; 석재은, 2003; 안중범·전승훈, 2005; 김지경, 2005; 백은영, 2008; 김민정·이희숙, 2010; 한정림·이항석, 2013; 신승희 외, 2014; 김현수 외, 2014 등).

은퇴 전의 소득과 비교하는 소득대체율은 70% 정도 수준(백은영, 2008), 66% 수준(안중범·전승훈, 2005)을 비롯하여 대체로 60~85%를 적용하고 있다(허균석, 2013).

최근에는 은퇴자산의 근간을 이루는 공적연금 자산의 충분성에 대한 연구도 이루어지고 있다. 강성호·전승훈·임병인(2009)의 분석결과 공적연금인 국민연금과 사적연금인 퇴직연금을 합치면 은퇴 후 소비수준 예상액의 약 60%를 충족하는 것으로 나타났다. 은퇴 후 적정 소득대체율을 70%로 설정했을 때, 국민연금의 평균 소득대체율은 40% 수준에 머물고 있어 큰 격차가 존재한다(KDB산업은행, 2012).

3) 은퇴소비

장수리스크, 즉 은퇴자산의 고갈 리스크와 관련된 연구는 우선 개인이 스스로 자산을 투자하고 인출 규모를 결정하여 소비하는 자가연금전략(self-annuitization/ phased withdrawal plans) 중에서 최적 전략을 탐색하는 연구들이 진행돼 왔다. 다양한 은퇴자산의 인출 방식에 따라 고갈 리스크가 달라질 수 있는 만큼 자가연금전략은 자신이 보유한 자산보다 더 오래 생존하게 될 장수리스크를 고려해야 할 것이다.

여윤경(2014)에 따르면 자가연금전략 관련 연구들은 은퇴자산의 수익률을 최대치로 유지하거나 자산의 고갈 가능성을 감소시키는 최적 포트폴리오 구성전략을 도출하는 연구(Albrecht and Maurer, 2002; Chen and Milevsky, 2003; Hari et al., 2008)와 사망 전에 은퇴자산이 고갈되지 않

도록 유지하는 지속 가능한 인출전략에 대한 연구(Bengen, 2001; Blake et al., 2003; Horneff et al., 2008 Kaplan, 2006; Milevsky and Robinson, 2005; Spitzer, 2008; 김민정, 2010; 김혜경·여윤경, 2011; 여윤경, 2014 등)로 구분된다.

3. 은퇴자산 배분과 주식 활용

은퇴 이후 장수 리스크를 감소시키기 위해서는 위험자산인 주식을 일정 부분 편입할 필요가 있다는 연구 결과들도 많이 나오고 있다.

Bengen(1994)은 은퇴자가 자산의 고갈을 경험하지 않으면서 해마다 인출할 수 있는 금액을 추정하기 위해서 과거기간 동안의 수익률 자료를 기초로 주식과 채권으로 구성된 다양한 포트폴리오로부터 인출이 이루어질 때 포트폴리오가 고갈되지 않게 하는 초기인출률을 제시하였다. 이때 Bengen은 은퇴자가 사망할 때까지 포트폴리오가 지속되어야 한다는 맥락에서 ‘포트폴리오 수명(portfolio life)’의 개념을 이용하였는데, 초기연구에서는 최대 50년을 지속할 수 있는 방법으로써 50~75%의 주식을 포함하는 포트폴리오로부터 4%의 인출률을 적용할 것을 제안하였다. 이후 계속적인 연구를 통해 30년을 지속할 수 있는 가능성을 100%(실패 가능성 0%)로 설정할 때 주식 63%를 포함하는 포트폴리오에 4.15% 인출률을 적용할 것을 제안하고 이를 ‘SAFEMAX’로 명명하였다. 포트폴리오 수명을 유지하기 위한 인출비율로 Bengen이 제시한 ‘SAFEMAX’는 ‘지속가능한 초기인출률(Sustainable Initial Withdrawal Rate)’ 등의 용어로 현재까지 많은 연구자들에 의해 검증되거나 새로운 인출률을 제안하기 위한 기준으로 활용되고 있다(김민정, 2010 재인용).

Chen and Milevsky(2003)는 금융시장 리스크와 장수리스크 두 가지를 동시에 고려하여 은퇴기간 동안의 최적 자산배분에 대해 연구하였다. 자산배분은 무위험자산 대 위험자산으로, 상품배분은 전통자산 대 연금자산으로 구분하였다. 이러한 분석 결과 무위험자산과 위험자산 간의 배분

은 단지 투자자의 위험회피도에 의해서만 결정되고, 주관적인 생존율 등에는 유의한 영향을 받지 않는 것으로 나타났다. 이를 통해 Chen and Milevsky는 위험자산과 무위험자산 간의 적절한 배분이 은퇴설계의 첫걸음이라고 주장하였다.

Kaplan(2006)은 연금 이외에 주식, 채권, 예금에 투자하여 투자자가 일정 금액을 자산에서 인출한다고 가정하고 시뮬레이션 분석을 통해 자산 가치가 0이 되는 가장 높은 인출률을 도출하였다. 그 결과 자산의 70%를 연금 구입에 사용하고, 나머지 30% 중 70%를 주식에 투자할 경우 자산이 소진되지 않고 성공적으로 유지할 확률이 94.75%로 가장 높게 나타났다(여운경, 2014 재인용).

김민정(2010)은 몬테카를로 시뮬레이션 방법을 적용하여 노후자금 고갈 가능성에 대한 허용수준별(0%, 5%, 10%)로 지속가능한 최대 초기인출률(MaxSIWR·Maximum Safe Initial Withdrawal Rate)과 그때의 포트폴리오 구성을 제시하고, 초과 지출로 인한 고갈 가능성의 변화를 조사하였다. 그 결과 노후자금 고갈 가능성의 허용수준이 0%, 5%, 10%인 경우 최대 초기인출률은 각각 4.2%, 4.6%, 4.9%로 증가하였고, 주식 비중도 0%, 10~30%, 20~40%로 늘어났다. 즉, 은퇴기간이 끝나기 전에 노후자금이 고갈될 가능성을 더 많이 허용할수록 은퇴기간 동안 유지할 수 있는 구매력이 높아지고, 높아지는 구매력을 지속시키기 위해서는 상대적으로 수익률이 높은 주식 같은 위험자산을 더 많이 보유해야 함을 보여주었다.

여운경(2014)은 고정비율 인출방식, 인출비율을 인출기간의 최대값(T)에 따라 조정하는 방식, 기대수명을 역동적으로 고려하는 방식 등 3가지로 장수 리스크를 측정하였다. 그 결과 포트폴리오 변화에 따른 평균 부족액은 세 가지 인출 방식 모두에서 채권 비중을 줄이고 주식 비중을 증가시킬 때 감소하는 것으로 나타났다.

제3절 초저금리 리스크와 가계자산 포트폴리오 불균형

1. 초저금리 리스크 장기화 추세

1) 선진국 마이너스 금리 시대

우리나라가 저성장 시대로 진입하면서 자산관리의 어려움이 가중되고 있다. 고성장 시대에는 도시화, 산업화 및 인구 증가가 이어졌다. 금리(金利)도 높아 안정적인 저축만으로도 자산을 어렵지 않게 불려 나갈 수 있었다. 하지만 저성장 시대에는 저금리가 일반화된다. 저축만으로는 자산 증식이 어려워진다. 기대수명이 갈수록 늘어나는 만큼 은퇴자들의 노후생활자금 수단을 저축에만 의존하기가 불가능에 가까워진 것이다.

한국 경제는 1997년 ‘국제통화기금(IMF) 외환 위기’ 이후부터 구조적으로 저금리 경제로 접어들었다. 국민경제 전체적으로 보면 투자는 자금 수요이고, 저축은 자금 공급이다. 1990년에서 1997년까지는 저축보다 투자가 많았고 자금이 부족해서 고금리 경제였다. 그러나 1997년 위기 이후 경제 각 부문에서 구조조정이 이루어지고, 특히 기업부문에서 투자가 줄어들었다. 1998년부터는 저축률이 투자율보다 많아졌고, 한국 경제에서 자금 공급이 수요를 초과, 구조적으로 금리가 낮아지기 시작하였다.

여기다가 2008년 미국에서 시작된 글로벌 금융위기는 우리 금리를 한 단계 더 낮췄다. 선진국 가계를 포함한 민간부문의 부실이 경제위기로 이어졌다. 선진국 정부들은 경기 부양을 위해 재정지출을 늘렸을 뿐만 아니라 금리 인하와 더불어 과감하게 돈을 많이 풀었다. 선진국의 금리 하락은 우리 금리를 더 떨어뜨리는 데 일조하였다(김영익, 2014).

2014년부터 미국이 양적완화(quantitative easing) 정책³¹⁾의 변화로 통

31) 정책 금리가 제로(0)에 가까운 초저금리 상태에서 경기부양을 위해 중앙은행이 시중에 돈을 푸는 정책으로, 정부의 국채나 여타 다양한 금융자산의 매입을 통해 시장에 유동성을 공급하는 것이다. 이는 중앙은행이 기준금리를 조절하여 간접적으로 유동성을 조절하던 기존 방식과 달리, 국채나 다른 자산을 사들이는 직접적인 방법으로

화 공급 규모를 줄여가고 있다. 하지만, 선진국뿐만 아니라 중국 등 이머징마켓 경제도 잠재 수준 이하로 성장하면서 물가가 안정될 것이기 때문에 미국을 제외한 세계 각국의 중앙은행들이 통화정책을 긴축적으로 운용할 가능성은 낮다. 다시 말해, 각국 정부가 의도적으로 장기간 초저금리 정책을 고착화 시킬 가능성이 높은 것이다.

일본은 이미 거의 제로(0) 금리 수준에 도달해 있다. 일본은 1990년대 들어서 복합불황에 빠지면서 1991년 6%였던 기준금리를 1995년까지 9차례에 걸쳐 0.5% 수준으로 인하했고, 2008년 12월 19일 기준금리를 0.1%까지 낮췄다. 실제 일본 대형은행들은 1년 이자가 보통 세후 0.02%이다. 100만원을 맡기면 1년 이자가 200원이라는 뜻이다(김진영, 2013).

미국은 2007년까지 정책 금리를 5.25%로 유지하다가 2008년 12월 16일 제로 금리 정책을 선언한 후 현재 0%~0.25%의 기준금리를 유지하고 있다. 유럽중앙은행(ECB)도 2008년 글로벌 금융위기 전에 4%가 넘는 기준금리를 2014년 9월 4일 0.15%에서 0.05%로, 하루짜리 예금금리를 마이너스 0.10%에서 마이너스 0.20%로 각각 인하했다. 이번 금리 인하로 사상 최저수준을 또다시 경신하게 됐다. 영국은 2009년 3월 5일 기준금리를 0.50%로 낮췄다.

이러한 주요 선진국 중앙은행들의 양적완화 정책으로 ‘제로 금리’에 머물던 선진국 국채는 ‘마이너스 금리’ 시대로 접어들었다. 마이너스 금리는 투자자들이 만기 시 이자를 챙기지 못하고 오히려 매입가보다 낮은 금액으로 원금을 상환 받게 되는 상태이다. 예전에도 생각지도 못했던 ‘ZINY(zero-yield to negative-yield, 제로 금리·마이너스 금리) 현상’³²⁾이 펼쳐지고 있는 것이다.

국제금융센터와 블룸버그에 따르면 2015년 1월 말 기준으로 24개 선진국의 국채 발행잔액 33조 달러 가운데 10개국의 4조 달러(12%)가 마이너스 금리

시장에 통화량 자체를 늘리는 통화정책이다. 양적 완화 정책을 점진적으로 축소하는 것을 테이퍼링(tapering)이라고 한다.(시사상식사전, 박문각, 2014.11)

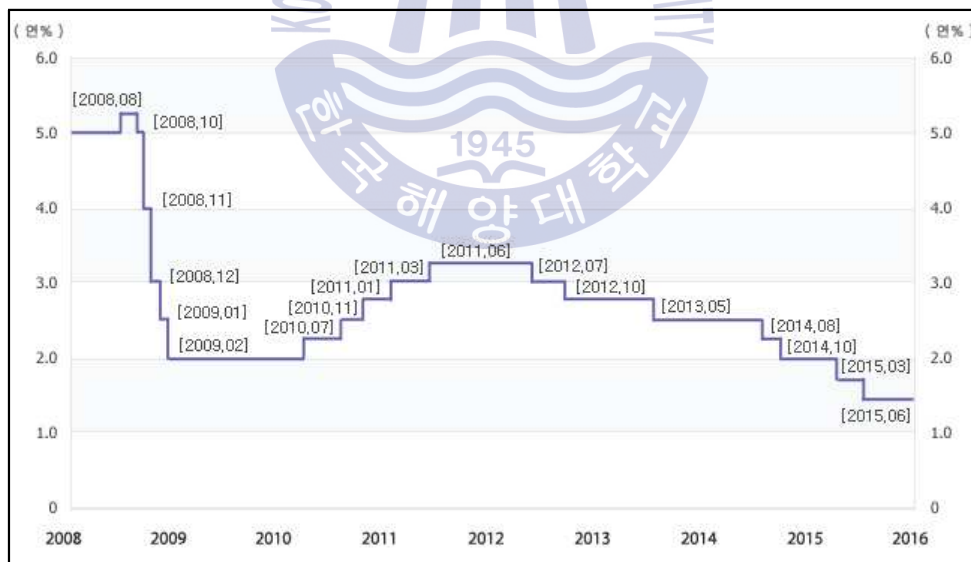
32) 글로벌 투자은행 JP모건이 만들어낸 신조어. 채권을 매입하는 투자자가 이자를 받기느커녕 채권 발행자에게 수수료를 얹어줘야 하는 비정상적인 상황이 이어지면서 ‘ZINY’가 시장에서 통용되기 시작했다.

너스 금리 상태인 것으로 집계되었다. 국채 금리가 0%대이거나 마이너스 금리를 나타냈다가 회복한 5개국을 더하면 마이너스 금리 국가가 15 개국에 이른다. 마이너스 금리 국가는 독일, 스위스, 벨기에 등 대부분 유럽 국가이지만, 일본도 단기물 중심으로 마이너스 금리를 보이고 있다. 제로 금리는 주요 선진국의 양적완화가 수년간 이어지면서 시장에 유동성이 넘친 데 따른 결과물이다.

2) 한국도 초저금리 시대 진입

한국은행의 기준금리가 사상 처음 연 1%대로 떨어졌다. <그림 2-6>에서 보듯이, 한국은행은 2015년 3월 12일 금융통화위원회 본회의를 열어 기준금리를 종전 연 2.00%에서 1.75%로 내린 데 이어 6월 11일 다시 연 1.75%에서 1.50%로 하향 조정하여 통화정책을 운용하기로 했다.

<그림 2-6> 한국은행 기준금리 변화 추이



주: 2008년 2월까지의 콜금리 목표.

자료: 한국은행.

한국은행은 2014년 8월과 10월에 기준금리를 0.25%포인트씩 내린 데 이어 2015년 들어 3월과 6월 두 차례에 걸쳐 각각 0.25%포인트씩 더 내렸다. 한국은행의 잇단 금리 인하는 2015년 들어 경기 회복 속도가 미흡한 데다 5월 하순에 시작된 중동호흡기증후군(메르스) 사태로 인한 경제의 타격이 예상보다 심각하여 앞으로 경기가 추가 하락할 수 있다는 위기감에 따른 것으로 분석된다.

역사상 최초의 1%대 기준금리는 엄혹한 국내외 경제상황을 반영한 것이다. 국내적으로는 사실상 마이너스 수준인 물가가 큰 영향을 미쳤다. 통계청이 2015년 3월 3일 발표한 2월 소비자물가는 2014년 같은 달보다 0.52% 올랐다. 2014년 12월과 2015년 1월 각각 0.8%에 이어 3개월째 0%대 상승으로, 절대적인 수준으로 보면 0.3%를 기록한 1999년 7월 이후 15년7개월 만에 최저치이다. 담배값을 2천원 올린 데 따른 물가 인상 효과(0.58%포인트)를 빼면 마이너스를 기록했을 것이라는 의미이다(연합뉴스 2015.03.12).

수출 촉진과 경제 회복을 위해 완화적인 통화정책을 펴는 나라들이 늘면서 이른바 ‘통화전쟁’이 전 세계로 확산된 점도 잇단 금리 인하의 배경으로 꼽힌다. 2014년 10월 일본³³⁾이 추가 양적완화를 개시한데 이어 2015년 유럽중앙은행(ECB)³⁴⁾도 양적완화에 나섰고 중국, 인도, 덴마크, 폴란드, 인도네시아, 호주, 터키, 캐나다, 태국 등 많은 나라가 기준금리를 내려 결과적으로 자국의 통화가치를 낮췄다. 덴마크, 스위스, 노르웨이 등은 기준금리를 마이너스로 낮추는 극단적인 방법까지 동원하면서 대응하고 있다. 현재 세계적으로 33개국이 금리 인하나 양적 완화 등 환율 전쟁에 뛰어들어 상태다(조선일보 2015.03.12).

33) 구로다 하루히코 일본중앙은행(BOJ) 총재는 2014년 10월 시중에 푸는 돈을 10조~20조엔(한화 100조~200조원) 더 늘리는 추가 양적 완화를 개시하였다. 달러화 대비 엔화 가치를 더 낮추어서 경제 회복의 활로를 찾겠다는 의도였다(조선일보 2015.03.12).

34) 유로존(19개국)은 일본의 2차 양적 완화라는 선제 조치로 가뜩이나 침체된 유럽의 수출 경기가 타격을 입을 가능성이 커졌다고 판단하였다. 유럽중앙은행(ECB)이 2015년 3월 9일(유럽시각) 내놓은 대응책은 1조1,400억 유로(약 1,400조원) 규모의 양적 완화였다(조선일보 2015.03.12).

한국은행의 기준금리 인하는 시차를 두고 은행 예·적금 금리를 끌어내릴 것이다. 한국은행이 발표한 2015년 5월중 예금은행의 가중평균금리는 신규취급액기준 저축성수신금리의 경우 연 1.75%로 전월대비 3bp 하락하였고 대출금리는 연 3.56%로 전월대비 20bp 상승하였다. 순수저축성예금이 3bp 하락하였고, 시장형 금융상품은 전월과 같았다. 대출금리와 저축성수신금리의 차(差)는 1.81%p로 전월대비 23bp 확대되었다. 2015년 5월말 잔액기준 총수신금리는 연 1.65%로 전월대비 6bp 하락했으며, 총대출금리도 연 3.88%로 전월대비 6bp 떨어졌다.

초저금리가 심화하면서 시중은행의 정기예금 금리가 1%대로 속속 떨어져 사상 최저치 기록을 계속 경신하고 있다. 상대적으로 금리를 더 높여 쳐주는 저축은행의 정기예금 금리도 1~2%대로 떨어졌다. 더불어 가계의 저축률³⁵⁾이 떨어지고, 은퇴 생활자들의 자금 운영이 매우 어려워지는 등 부작용도 커지고 있다.

2015년 6월 30일 전국은행연합회 공시에 따르면 17개 시중·지방·특수은행의 1년 만기 정기예금 상품 금리(연이율)은 1.10~1.85%이다. 2015년 2월 초순께 연이율 2%의 마지노선이 붕괴되기 시작했고, 3월말까지만 해도 1.4~1.95%였는데 추가 기준금리 인하로 6월 말에는 1년 만기 정기예금 금리가 1%마저 위협받고 있는 실정이다(전국은행연합회 홈페이지).

저축은행도 마찬가지이다. 2015년 7월 2일 저축은행중앙회 공시에 따르면, 저축은행의 1년 만기 정기예금 상품의 연이율은 1.80~2.45%로, 평균금리는 2.13%를 기록하였다. 이는 저축은행중앙회가 지난 2011년 예금금리를 처음 비교 공시한 이후 가장 낮은 수준이다. 2013년 12월 31일

35) 2014년 10월 28일(저축의 날) 한국은행에 따르면 2013년 가계저축률은 4.5%로 1년 전 3.4%보다 1.1%포인트 높아졌다. 일시적으로 높아지긴 했지만, 가계저축률은 2001년 이후 5%를 넘는 경우가 2004년(8.4%)과 2005년(6.5%) 두 차례뿐일 정도로 하향 추세다. 서울올림픽이 열렸던 1988년 24.7%로 정점을 찍었던 가계저축률은 1990년대 평균 16.1%를 기록하며 하락세를 이어가 2001년(4.8%)부터는 경제협력개발기구(OECD) 평균치(2011년 5.3%)를 밑돌았다. 현대경제연구원 김천구 선임연구원은 ‘가계저축률 급락과 과급 영향’ 보고서에서 “가계저축률이 1%포인트 하락할 때 투자는 0.25%포인트, 경제성장률은 0.19%포인트 각각 하락한다”는 전망을 내놨다(연합뉴스 2014.10.28).

기준 평균금리는 2.68%였다. 2013년 12월 31일 기준 평균금리는 2.68%였다(저축은행중앙회 홈페이지).

1~2%대 명목금리에 물가상승률(2014년 1.3%, 한국은행 2015년 0.9% 예상³⁶⁾)과 이자 세금(15.4%)을 빼면 실질 금리는 제로(0) 내지 마이너스 금리가 된다. 우리나라도 사실상 ‘제로 금리 시대’ 내지 ‘마이너스 금리 시대’가 이미 열리고 있고, 초저금리 리스크가 심화되고 있는 것이다.

은행 예금금리에 이어 한국은행 기준금리마저 1%대로 진입하면서 한국 경제는 금리 1%대의 블랙홀로 빠져들고 있다. 금리 1%대 시대는 한국 경제가 한 번도 가보지 못한, 대한민국 자본주의 역사상 최초의 길이다. 초저금리는 이제 거스를 수 없는 현실이 됐다. 은행 예금금리 1%대와 대출금리 2%대는 뉴노멀(New Normal)³⁷⁾이 된 것이다(김광기·서명수·김태윤·장원석, 2015).

1% 금리는 우리 생활에 가공할 위력을 미친다. 장바구니 물가와 아파트 전·월세 값에 직·간접적 영향을 끼친다. 부동산과 주식, 원자재 등 자산의 가격도 금리에 따라 춤을 추기 예사이다. 금리는 금융시장에서 개별 자산의 가치를 좌지우지하는 핵심변수라는 뜻이다.³⁸⁾

초저금리는 자산관리에 적격탄을 날린다. 김경록(2015)은 초저금리 국면에 접어들면 자산의 증식속도가 가속적으로 낮아진다고 하였다. 금리가 5%일 때 원금이 두 배가 되려면 약 14년이 걸린다. 하지만 금리가 하락하여 4%가 되면 18년, 3%일 때는 24년, 그리고 2% 금리에서는 36년, 1% 금리에서는 70년이 걸린다. 금리가 0.5%이면 그 시간이 139년이 되며, 금리가 0.1%가 되면 원금이 두 배 되는데 걸리는 시간은 무려 693년이 된다는 것이다.

우리나라는 2000년대 중반까지만 해도 5%대 금리 시대를 살면서 1990

36) 한국은행은 2015년 4월 9일 올해 GDP 성장률 전망치를 3.4%에서 3.1%로 하향 조정하면서 소비자물가 상승률 전망치도 당초 1.9%에서 0%대인 0.9%로 낮췄다.

37) 시대 변화에 따라 새롭게 부상하는 표준으로, 위기 이후 5~10년간 세계 경제를 특징 짓는 현상. 저성장, 저소비, 높은 실업률, 고위험, 규제 강화, 미국 경제 역할 축소 등이 2008년 세계 경제위기 이후의 뉴노멀로 논의되고 있다(시사경제용어사전).

38) 미국의 세계적 투자가인 워런 버핏 버크셔해서웨이 회장은 “금리는 만물을 끌어당기는 중력과 같다”고 규정했다.

년대 말 10%대 금리 시절에 비해 크게 낮아진 금리를 탓했다. 그런데 지금은 2%선마저 무너지고 1%대 금리 시대가 열리고 있다(김광기 외, 2015). 한국에서 금리 1% 시대를 살게 될 줄 아무도 예상하지 못했겠지만, 은퇴자든 예비 은퇴자든 현실을 냉철하게 직시하고 다소 위험을 무릅쓰더라도 주식이나 펀드, 채권 등의 투자 비중을 늘려가는 방향으로 가계 자산의 구조, 즉 포트폴리오를 다변화해야 장수리스크를 줄여 나갈 수 있게 됐다.

2. 가계자산 포트폴리오 불균형

1) 실물자산 대(對) 금융자산 비중 불균형

우리나라 가계의 자산은 부동산을 중심으로 한 실물자산 비중이 너무 높고, 금융자산이 상대적으로 훨씬 적은 구조가 지속되고 있다. 이 같은 자산 구조는 초저금리 시대를 맞아 자산 증식은 물론 이자소득에 의한 노후생활자금 마련을 어렵게 하고 있다.

연 1%대 초저금리는 은퇴자들에게 공포 그 자체가 되고 있다. 은퇴에 대비해 연금과 저축을 설계했는데도, 금리가 너무 내린 탓에 안락한 노후는커녕 기본적인 생활 유지도 힘들어졌다는 하소연도 쏟아진다(한국경제신문 2014.09.17). 고령화와 더불어 초저금리 시대의 장기화가 예상되고 있는 만큼 우리나라 가계의 자산 포트폴리오에 대한 변화 필요성이 커지고 있는 것이다.

통계청의 ‘2014년 가계금융·복지조사 결과’에 따르면, 2014년 3월말 현재 가구의 평균 자산은 3억 3,364만원으로 전년대비 2.1% 증가하였다. 가구당 평균 부채는 5,994만원으로 전년대비 2.3% 증가하였고, 가구의 자산에서 부채를 뺀 순자산은 2억 7,370만원으로 전년대비 2.0% 늘었다. 2013년 가구의 평균 소득은 4,676만원이고, 평균 지출은 3,151만원으로 1,525만원의 흑자를 기록하였다.

우리나라 가계의 자산 구조는 실물자산, 그중에서도 부동산 비중이 너무 높다. <표 2-9>에서 보듯이, 2014년 3월 현재 가계 자산은 금융자산 26.8%(8,931만원)와 실물자산 73.2%(2억 4,433만원)로 구성돼 있다. 전체 자산 중 부동산의 비중이 전년대비 0.3%p 증가한 67.8%로 나타났다. 가구주 연령대별 자산 보유액은 50대(50~59세)인 가구가 4억 3,025만원으로 가장 많고, 다음은 60세 이상이 3억 3,660만원, 40대는 3억 3,072만원의 자산을 보유했다. 연령대가 높아질수록 실물자산 비중이 높았다. 특히 60세 이상인 가구는 자산의 82.4%가 실물자산으로 구성돼 있다. 다음은 50대가 74.1%, 40대가 69%, 30대가 61%, 30세 미만이 37.2% 순이었다. 특히 은퇴를 했거나 은퇴를 앞두고 있는 50대 이상의 경우 전체 자산 중 부동산 비중이 70~80%에 이르고 있다.

<표 2-9> 가구주 연령대별 자산 점유율 및 구성비

(단위 : 만원, %)

구분		자산		금융자산	실물자산				
		점유율	구성비		부동산	거주주택	기타		
전체	33,364			100.0				8,931	24,433
가구주 연령 대별	30세미만	8,788	0.7	5,517	3,271	37.2	2,634	1,986	637
	30~39세	23,115	12.3	9,016	14,099	61.0	12,575	8,212	1,524
	40~49세	33,072	26.2	10,262	22,810	69.0	20,801	12,165	2,009
	50~59세	43,025	32.5	11,159	31,866	74.1	29,247	14,573	2,618
	60세이상	33,660	28.4	5,935	27,724	82.4	26,553	14,078	1,171

자료: 통계청, '2014년 가계금융·복지조사 결과'를 재가공.

이러한 사실은 한국인의 돈줄이 여전히 부동산에 묶여 있음을 보여준다. 금융투자협회에 따르면 미국, 일본, 영국, 호주 등 주요 선진국과 국제 비교를 해도 우리나라 가계자산은 금융자산 비중이 낮고, 부동산 등

비(非)금융자산, 즉 실물자산의 비중이 과도하게 높은 것으로 나타났다. <표 2-10>을 보면 미국, 일본, 영국, 호주 4개국의 금융자산 비중은 39~70% 수준이다. 구체적인 실물자산 비중을 보면 미국 29.3%, 일본 39.9%, 영국 50.4%, 호주 60.4% 등으로 나타났다.

<표 2-10> 주요국 가계자산 구성 비교

(단위: %)

구분	한국	미국	일본	영국	호주
비금융자산	75.1	29.3	39.9	50.4	60.4
금융자산	24.9	70.7	60.1	49.6	39.6

기준시점: 한국('12년), 미국('13년), 일본('12년), 영국('12년), 호주('13.2Q).

자료: 각국 중앙은행.

우리나라는 가계 보유자산에서 금융자산이 차지하는 비중이 낮는데다 그나마 금융자산도 안정성 위주로 운용하는 바람에 저금리 시대에 노후 생활자금 마련 등에 큰 타격을 받고 있다. 아래 <표 2-11>의 한국은행 '2013년 중 자금순환동향' 자료에 따르면 2013년 말 기준으로 가계 금융자산에서 현금·예금 비중이 45.5%로 가장 높고 주식(16.7%)·채권(5.3%)·펀드(3.0%) 등 금융투자상품은 25%로 상대적으로 비중이 낮았다.

<표 2-11> 우리나라 가계 금융자산 구성

(단위: %)

연말	현금·예금	금융투자상품				보험·연금	기타
		주식	채권	펀드	소계		
2003	52.8	16.3	4.3	3.6	24.2	21.6	1.4
2007	42.5	21.4	3.0	9.7	34.1	22.7	0.7
2009	45.0	18.7	4.6	6.7	29.9	24.3	0.8
2011	46.4	18.2	5.4	3.7	27.2	25.6	0.7
2012	45.4	17.2	5.8	3.5	26.5	27.4	0.7
2013	45.5	16.7	5.3	3.0	25.0	28.9	0.7

자료: 한국은행, '2013년 중 자금순환동향'(2014.03.17).

미국의 경우 세계 금융위기에도 불구하고 가계자산에서 금융자산의 비중은 꾸준한 상승세를 보이며 2013년 말 현재 70.7%를 차지하였다. <표 2-12>를 보면, 미국의 가계 금융자산에서 현금·예금의 비중은 12.7%에 불과한 반면 금융투자상품의 비중은 53.3%로 절반이상을 차지하고 있다. 특히 주식의 비중은 33.2%로 매우 높은 수준을 나타내고 있다. 2000년 10.4%까지 하락했던 현금·예금 비중은 이후 소폭 증가 추세를 보이고 있다. 영국 및 호주의 경우에도 보험 연금을 통한 주식 펀드 투자를 감안하면 가계의 실제 금융투자상품 비중은 우리나라보다 높을 것으로 추정된다.

<표 2-12> 주요국 가계 금융자산 구성 비교(2013년말 기준)

(단위: %)

국가 (전년대비 증감)	한국	미국	일본	영국	호주
현금·예금	45.5(+0.1)	12.7(-0.9)	53.1(-1.1)	27.8(-1.1)	22.0(-0.4)
금융투자상품	25.0(-1.5)	53.3(+2.2)	16.1(+2.8)	12.5(0.0)	17.2(-0.3)
(주식)	16.7(-0.5)	33.2(+2.2)	9.5(+2.3)	9.7(+0.2)	15.9(+0.1)
(채권)	5.3(-0.5)	8.0(-1.3)	1.8(-0.3)	0.7(-0.1)	0.1(-0.1)
(펀드)	3.0(-0.5)	12.1(+1.3)	4.8(+0.8)	2.1(-0.1)	1.2(-0.3)
보험·연금	28.9(+1.5)	31.3(-1.1)	26.7(-0.9)	56.3(+1.1)	57.7(+0.9)
기타	0.7(0.0)	2.7(-0.2)	4.1(0.0)	3.4(0.0)	3.1(-0.3)

자료: 각국 중앙은행, 금융투자협회(2014) 자료 재인용.

우리나라 가계의 자금 운용도 지나치게 안정 지향적이다. 통계청의 ‘2014 가계 금융·복지 조사’를 보면, 2014년 3월말 기준 우리나라 가구주는 여유자금 운용 방법으로 ‘저축과 금융자산 투자’에 47.0%, ‘부동산구입’은 23.4%, ‘부채 상환’ 23.4%의 순으로 선호하는 것으로 나타났다. 금융자산 투자의 주된 목적은 ‘노후 대책’이 53.3%로 가장 많았고, 다음은 ‘주택관련(주택구입과 전·월세 보증금 마련)’ 17.6%, ‘부채 상환’ 9.2%, ‘자녀교육비 마련’ 7.4%, ‘결혼자금 마련’ 4.4% 순으로 나타났다.

금융자산 투자 시 선호하는 운용 방법은 ‘은행 예금’이 72.2%로 가장 많았고, 다음은 ‘비은행금융기관 예금’ 12.3%, ‘저축은행 예금’ 7.1% 순이었다. 주식(직접투자)은 1.7%, 수익증권(간접투자)은 1.8%에 그쳤다. 금융자산을 투자할 경우 우선 고려하는 사항은 ‘안전성’ 75.1%, ‘수익성’ 12.4%, ‘접근성(이용의 편리성)’ 6.8%, ‘현금화 가능성’ 5.4%의 순으로 나타났다.

2) 부동산 불패 신화 균열

우리나라는 소득 수준에 관계없이 금융자산보다 실물자산을 더 선호하는 경향이 강하다. 베이비붐 세대를 중심으로 저축을 했던 주식 투자를 했던 젊은 시절부터 돈을 모았고, 목돈이 모이면 대부분 집을 샀다. 돈이 모자라면 담보대출을 끼고 이자비용을 내면서까지 집을 샀다. 이렇게 마련한 아파트는 일시적인 하락기도 있었지만 장기적으로 값이 오름세를 보였다. 노후 준비도 값이 나가는 펜션은 아파트 한 채만 있으면 거뜰히 해결할 수 있었다. 이런 추세 속에 30년 넘게 ‘부동산 불패 신화’가 다져졌다. 그런 30여 년 동안 우리나라 제테크의 1등 공신은 부동산이었다(김진영, 2013).

그러나 2008년 미국에서 비롯된 글로벌 금융위기로 인해 우리나라 경제도 침체 상태에 빠졌고 ‘부동산 불패 신화’도 큰 균열이 생기고 말았다. LG경제연구원이 집계한 결과 2000~2007년 전국 주택매매가격은 연평균 6.6%(아파트는 9.3%) 증가해 같은 기간 소비자물가 상승률(3.1%)을 훨씬 웃돌았다.

반면 글로벌 금융위기 이후(2008~2013년) 전국 주택매매가격은 연평균 2%(아파트는 2.6%) 증가로 둔화되었다. 같은 기간 소비자물가 상승률이 3%였음을 고려하면 실질 매매가격은 더 크게 하락한 것으로 볼 수 있다. 이 과정에서 60세 이상 가구의 부동산 평가액(실질가격)은 2006년 2억7천만 원에서 2012년 2억 원으로 감소하였다. 주택 가격 하락과 함께

거래마저 크게 줄어 ‘깡통 주택’과 ‘하우스 푸어(House Poor)’가 속출하였다.³⁹⁾

50대 이상의 보유자산 중 70~80%가 부동산에 치우친 가계자산 구조는 부동산 가격이 하락할 경우 가계 부실이 급격히 늘어날 여지가 크기 때문에 국가 경제 차원에서도 잠재적인 위협요인이라는 전문가들의 지적이 많다(연합뉴스 2014.04.07). 실제 고령화가 빠르게 진행되면서 주택가격이 장기적으로 더 하락할 가능성이 크다. 중고령자가 은퇴 후 병원 치료비를 마련하기 위해서나 적정 소비수준을 유지하려고 주택을 처분하고 싶어 할 가능성이 높아지고, 따라서 주택 가격이 급락할 수 있는 것이다.

장기적으로 인구 감소 시대가 예상되는 만큼 은퇴자나 예비 은퇴자는 부동산 자산을 늘리는 것은 금물이고, 보유 부동산을 단계적으로 매각하거나 규모를 줄여나가는 게 유리하다. 그 대신 노후자금을 안정적으로 마련할 수 있는 금융자산, 그중에서도 연금자산을 계속 늘려나가도록 해야 할 것이다.

부동산을 활용한 연금으로는 주택연금이다. 고령자들은 대부분 자신의 집에서 살기를 원하는 만큼 주택연금 상품을 이용해 안정적인 현금을 창출하여 노후 소득으로 사용하는 게 바람직하다는 의견이 많다. 즉, 노후소득보장제도에서 1층 국민연금, 2층 퇴직연금, 3층 개인연금에 이어 주택연금을 4층 노후소득보장 장치로 활용하면 노후자금을 보다 안정적으로 마련할 수 있다는 것이다.

2014년부터 정부가 부동산 경기 부양정책을 펴면서 아파트값이 다소 오르고 있으나 2008년 글로벌 경제위기 이후 경제 침체가 이어진데다 인구 감소와 고령화가 겹치면서 우리나라 부동산은 대세 하락기에 접어들었다는 주장도 나온다(선대인, 2013). 그런 만큼 부동산 위주의 가계자산 포트폴리오를 주식 편입 비중을 늘리는 방식 등으로 다변화할 필요성이 커지고 있는 셈이다.

39) 깡통주택은 집을 팔아도 대출금이나 전·월세 보증금을 빼고 나면 주인은 한 푼도 건지지 못하거나 오히려 돈을 더 보태야 하는 집을 말한다. 하우스 푸어는 무리하게 대출을 받아서 집을 샀다가 대출이자와 빚에 갇혀 힘겹게 사는 사람들을 지칭한다.

제4절 은퇴자산 관리를 위한 주식투자와 배당투자

1. 주식투자 현황

우리나라 주식시장은 세계 증시에서 차지하는 비중에 비해 개인투자자 비중이 매우 낮다.⁴⁰⁾ <표 2-13>에서 알 수 있듯이, 2013년 말 기준으로 외국인 및 일반법인의 비중은 각각 35.2%, 24.4%로 1, 2위를 차지하고 있는 반면 개인은 19.7%, 기관투자자는 17.1%로 낮게 나타났다(금융투자협회, 2015).

<표 2-13> 주요국 투자주체별 주식시장 비중 비교(2013년 말 기준)

(단위 : %)

구분	한국	미국	일본
기관	17.1	47.1	21.4
개인	19.7	37.0	18.8
외국인	35.2	15.3	31.0
일반법인	24.4	0	22.7
정부 및 정부관리기업	3.6	0.6	6.4

자료: 한국거래소(KRX), 미국 연방준비제도이사회(FRB), 일본은행(BOJ).

외국인 투자 비중은 2003년 40.1%에 달했으나 점차 감소하여 글로벌 금융위기가 발생한 2008년 말 28%까지 하락했다가 이후 다시 증가하여 2013년 말 현재 35.2%이다. 미국(15.3%)과 일본(31%)보다도 외국인 투자 비중이 높다. 일반법인의 주식시장 비중은 지속적인 증가 추세를 보이며 2008년 말 29%를 기록하였으며, 2011년 30%까지 상승했으나 소폭 감소하여 2013년 말 현재 24.4%를 차지했다. 기관투자자의 주식시장 비중은 2008년 글로벌 금융위기 이후 다시 증가하고 있으나 2013년 말 현

40) 한국거래소에 따르면 2014년 말 현재 세계증시에서 차지하는 우리나라의 시가총액(코스피, 코스닥 합계/달러환산 기준) 비중은 1.91%(1조 2,127억 달러)로 시가총액 순위 14위를 기록하였다.

재 미국(47.1%)에 비해 약 3분의 1 수준이며, 일본(21.4%)보다도 낮다. 개인의 주식시장 비중은 글로벌 금융위기 이후 2009년 말 기준 31%까지 상승했으나 이후 지속적인 감소세를 나타내며 2013년 말 현재 19.7%를 기록하고 있다. 이는 미국(37.0%)에 비해 2분의 1 수준이다.

한국과 미국, 일본을 비교한 결과 한국과 일본은 외국인 및 일반법인, 미국의 경우 기관투자자 및 개인의 주식시장 비중이 더 높은 것으로 나타났다.

<표 2-14> 총인구, 경제활동인구 및 주식투자인구 비교

(단위: 천 명, %)

연도	주식투자자		경제활동인구		총인구 ¹⁾	
		개인(A)	(B)	(A)/(B)	(C)	(A)/(C)
2002	3,974	3,949	22,877	17.3%	47,622	8.3%
2003	3,937	3,910	22,966	17.0%	47,859	8.2%
2004	3,763	3,735	23,394	16.0%	48,039	7.8%
2005	3,537	3,507	23,526	14.9%	48,138	7.3%
2006	3,613	3,579	23,773	15.1%	48,598	9.1%
2007	4,441	4,404	23,993	18.4%	48,598	9.1%
2008	4,627	4,591	24,347	18.9%	48,949	9.5%
2009	4,665	4,619	24,394	18.9%	49,182	9.4%
2010	4,787	4,740	24,538	19.3%	49,410	9.6%
2011	5,284	5,233	24,880	21.0%	49,779	10.5%
2012	5,015	4,961	25,139	19.7%	49,968	9.9%
2013	5,076	5,020	25,736	19.5%	50,146	10.0%

주: 2012년과 2013년 총인구는 통계청에서 발표한 추계치임.

자료 : 한국거래소(2014).

위의 <표 2-14>에 보듯이, 한국거래소가 주주수와 주주별 보유수량 등을 전수 조사한 ‘2013년도 주식투자 인구 및 주식 보유 현황’(펀드 등 간접투자분 제외)에 따르면, 2013년도 말 기준으로 우리나라 증권시장에 상장된 종목은 모두 1,932개(유가증권시장: 918, 코스닥: 1,014)이고, 주식

투자자 수는 총 508만 명으로 2012년 502만 명에 비해 6만 명 늘었다.

주식투자자가 소폭 증가한 것은 KOSPI(평균)가 2011년 1983, 2012년 1930, 2013년 1985 등으로 증시가 안정세를 보인데다 경제활동인구가 전년비 약 60만 명 늘어났기 때문으로 추정된다. 인구 대비 주식투자자는 경제활동인구의 19.5%, 총인구의 10%로 2012년과 비슷한 수준이었다.

2013년 주식시장에 참여하는 개인투자자의 현황을 보면, 평균연령은 47.8세로, 2012년(48.6세)보다 0.8세 낮아졌다. 유가증권시장 48.6세, 코스닥시장 45.8세로 코스닥시장이 2.8세 낮아 상대적으로 젊은 층이 코스닥시장을 선호하는 경향을 보였다. 보유 종목과 규모는 1인당 평균 3.2 종목과 5,800만원을 보유했다. 시장별 평균 보유단가는 유가증권시장(17,503원)이 코스닥시장(4,692원)의 3.7배이고, 평균 보유금액은 유가증권시장(5천4백만원)이 코스닥시장(2천8백만원)의 1.9배였다.

<표 2-15> 개인투자자 연령대별 1인당 평균 보유금액

(단위: 백만 원)

구분	20代 미만	20代	30代	40代	50代	60代 이상
'12년	14.7	17.3	28.7	51.2	73.0	101.8
'13년	14.5	18.4	26.8	48.7	70.4	104.4
증감율	△1.4%	6.4%	△6.6%	△4.9%	△3.6%	2.6%

자료: 한국거래소(2014).

고령층(50대 이상)의 투자자수 비중은 2012년 45.9%에서 2013년 43.4%로 줄었으나, 1인당 평균 보유규모는 60대 이상이 가장 큰 현상이 이어지고 있다. <표 2-15>를 보면, 개인투자자 1인당 평균 보유규모는 20대가 1.8천만 원, 30대가 2.7천만 원, 40대가 4.9천만 원, 50대가 7천만 원, 60대 이상이 10.4천만 원인 것을 알 수 있다.

또 <표 2-16>을 보면, 20~30대가 2012년 125만 명에서 2013년 134만 명으로 9만 명 늘어나는 등 젊은 층과 중년층 중심으로 대부분의 연령대에서 투자자가 증가하였다. 그러나 55세 이상 고령층은 2012년 160만 명

에서 2013년 149만 명으로 11만 명 줄었다. 연령대별 개인투자자 비중은 20미만 1.8%, 20대 5.6%, 30대 21.2%, 40대 28.1%, 50대 24.6%, 60대 이상 18.8%였다.

<표 2-16> 개인투자자 연령대별 투자자수 분포

(단위: 만 명)

구분	20미만	20代	30代	40代	50代	60이상	합계
'12년	8	26	99	134	123	104	495
'13년 (비중)	9(+1) (1.8%)	28(+2) (5.6%)	106(+7) (21.2%)	141(+7) (28.1%)	123(0) (24.6%)	94(△10) (18.8%)	501(+6) (100.0%)

자료: 한국거래소(2014).

고령층의 증시 이탈은 노후대비 등으로 주식시장에 직접 투자하기보다는 퇴직연금 및 보험 등의 자산으로 이동했기 때문인 것으로 분석되었다. 이는 주식시장 활성화를 도모하려면 퇴직연금 등 간접자산의 주식시장 참여 활성화가 중요함을 시사한다.

일반적으로 고령층은 안전자산을 선호해 주식 펀드 같은 위험자산 투자를 기피하는 경향이 강하다. 김재철·남재우·장지혜(2014)의 '가계의 주식 및 펀드 시장 참여에 대한 연구'에서도 그런 결과가 보여진다. 가구주의 연령대를 24세 이하, 25~34세, 35~44세, 45~54세, 55~64세, 65세 이상으로 분류하여 조사한 결과 2007년부터 2010년까지는 24세 이하 참여율이 매우 낮다가 25~34세부터 참여율이 올라가서 35~44세에 정점에 도달했고, 대체로 1차 퇴직시기가 시작되는 55세 이후 연령대가 되면서 참여율이 급격하게 떨어졌다.

그러나 2011년 조사에서는 상당한 변화가 보였다. 퇴직 직전 연령대인 45~54세의 참여율은 큰 변화가 없었으나 주식시장 참여율이 가장 높았던 연령대인 35~44세의 참여율은 크게 떨어졌다. 그 결과 2011년의 경우 가구주 연령대별 주식시장 참여율은 45~54세가 10.8%, 35~44세가 10.7%로 미세한 차이나마 1, 2위 연령대가 바뀌었다. 이러한 현상은 저금리 가속화에 따른 전·월세 보증금 상승, 내 집 마련을 위한 대출금 확

대 등이 결혼 및 자녀 양육에 따른 주택 수요가 왕성한 35~44세에 큰 영향을 미쳤을 것으로 추정된다.

우리나라 가계의 연령대별 주식 및 펀드 시장 참여율을 다른 나라와 비교해 보면 몇 가지 특징이 나타난다. 우선, 우리나라는 참여율이 정점에 이르는 시기가 다른 나라에 비해 10년 이상 빠르다. 미국이나 영국, 유로지역 등은 참여율이 정점에 이르는 연령대가 40대 중반~50대 중후반이거나, 심지어는 60대 초반으로 나타나기도 하였다. 또 다른 나라들은 퇴직 이후인 60대가 넘어도 주식 및 펀드 시장 참여율이 상당한 수준인 반면 우리나라는 그렇지 않았다. 김재철 외 2인은 이런 현상에 대해 1차 퇴직시기가 빠른 우리나라의 고용구조, 노후보장체계가 아직 완전히 정착되지 않은 데 따른 퇴직자산의 부족 등을 원인으로 분석하였다.

그러나 김재철 외 2인의 연구에서 2007~2011년 주식시장과 펀드시장에서 이탈하지 않고 계속 참여한 45~54세와 55~64세 연령대는 경제 환경 변화 등에 크게 영향을 받지 않고 직접투자 및 간접투자를 지속하고 있는 것으로 나타났다. 한국거래소의 현황 조사 자료에서도 2013년 주식시장에 참여한 50세 이상 고령층은 투자자수 비중과 평균 보유규모가 젊은 층이나 중년층보다 더 컸다.

이로 미뤄 우리나라 가계는 일반적으로 퇴직시기가 되면 위험자산 투자를 크게 줄이고 있으나, 어느 정도 위험을 감수하고 주식시장에 참여하고 있는 고령층의 경우 이탈자가 일부 있지만 대다수는 직접 및 간접 투자를 꾸준히 하면서 노후생활을 하고 있다고 파악된다.

2. 배당이론과 배당투자

1) 배당의 의미

기업의 재무활동과 관련된 배당(dividend)은 기업이 주주들에게 자본을 제공한 대가(代價)로 배분하는 이익이다. 배당정책(dividend policy)은 기

업이 벌어들인 이익을 주주에게 줄 배당금과 회사에 남겨둘 유보이익으로 나누는 결정을 말한다. 배당정책에는 경영자가 배당 결정을 할 때 기준이 되는 구체적인 실행 절차로 배당 크기(주당배당금, 배당수익률, 배당성향), 배당형태(현금배당, 주식배당), 배당시기(분기·중간·결산 배당) 등에 대한 의사결정이 포함된다(김성민, 「상장협연구」, 2014).

자사주 매입(stock repurchase)은 배당 지급의 대안적 수단으로 간주된다. 자사주 매입은 기업이 현금배당을 지급하는 대신 배당을 할 현금으로 자사 주식을 매입하는 것으로, 주주에게 현금을 지급하는 효과를 갖게 되므로 일종의 배당정책으로 볼 수 있는 것이다. 자사주 매입은 발행된 주식 수를 줄임으로써 다음에 주주들에게 더 많은 주당 이익과 배당을 가져다 줄 수 있다(박정식·박종원·조재호, 2011).

배당과 자사주 매입은 기업이 잉여현금흐름을 주주에게 환원하는 방법이다. 일반적으로 일시적인 이익의 변동은 자사주 매입에 연동되는 반면, 배당의 결정은 이익의 항상적인(permanent) 증가 및 감소와 연결된다. 이는 배당의 경직성, 특히 하방 경직성에 기인한다(남재우, 2014).

배당수준을 나타내는 지표로는 배당수익률(dividend yeild), 배당성향(dividend payout ratio), 주당배당금(dividend per share), 배당률(dividend rate)이 있다. 배당수익률은 주식 1주당 배당금을 주식가격으로 나눈 값이고, 배당성향은 당해 연도의 법인세 차감 후 순이익 중에서 배당금이 차지하는 비율이다. 주당배당금은 1주당 배당금액이고, 배당률은 우리나라와 같이 액면가 제도가 있는 나라의 독특한 표현방법으로 1주당 배당금을 액면가로 나눈 비율이다.

배당의 유형으로는 현금배당(cash dividend), 주식배당(stock dividend), 청산배당(liquidating dividend)이 있다. 현금배당은 배당을 현금으로 지급하는 형태로 가장 흔하다. 주식배당은 배당을 그 회사의 주식으로 지급하는 형태이다. 청산배당은 기업의 청산과정에서 채권자 지분을 지급하고 남은 재산을 주주들에게 나눠 주는 것을 말한다. 청산배당은 기업의 정상적인 영업성과를 배분하는 것이 아니므로, 현금배당과 주식배당

이 일반적이다.

배당은 기업의 중요한 재무적 의사결정 중 하나다. 기업의 수익성과 현금 흐름, 성장성과 투자 기회, 경영 환경의 불확실성, 마지막으로 대리인 문제까지 다양한 요인이 배당 수준에 영향을 미칠 수 있다. 수익성이 높고 현금 보유량이 많을수록, 성장성이 낮고 투자 기회가 적을수록, 그리고 경영 환경이 우호적일수록 배당이 증가하는 경향을 보인다. 또 대리인 문제가 덜 발생할수록 배당을 하려는 유인이 증가한다(매일경제신문 2014.03.12).

2) 배당이론

배당정책에 관한 주요 이론에는 배당무관론(Irrelevance Theory of Dividend), 잔여배당이론(Residual Theory of Dividend), 수명주기이론(Life-Cycle Theory), 배당신호이론(Dividend Signaling Theory), 대리인이론(Agency Theory), 케이터링이론(Catering Theory), 유동성이론(Liquidity Theory), 고객효과이론(Clientele Effect Theory) 등 다양한 이론이 제시되고 있다(강소현·김준석·양진영, 2013). 이론의 갈래는 배당 정책이 기업가치와 무관한가, 기업가치를 증대시키는가 아니면 훼손시키는가 여부로 나뉜다.

Miller와 Modigliani(MM·1961)는 자본시장이 완전하다는 가정 하에서 배당정책은 기업가치와 관계가 없다는 배당무관론을 주장하였다. MM이 가정한 완전자본시장은 자금을 외부에서 얼마든지 조달할 수 있고, 세금과 거래비용이 없으며, 시장의 정보가 누구에게나 완전하게 전달된다는 내용을 포함한다(박정식 외 2인, 2011).

그러나 현실적으로 자본시장이 완전할 수 없다. MM(1961)도 이런 점을 반영하여 잔여배당이론을 주장하였다. 이 이론은 기업이 주가의 최대화 달성을 위해 배당가능이익에서 수익성이 높은 투자 안을 집행하는 데 필요한 부분과 최적 자본구조를 유지하는데 필요한 부분을 먼저 유보시

키고, 나머지 잔여이익으로 배당을 지급한다는 것이다.

수명주기이론은 기업의 연환과 관련된 이론이다. 즉, 투자기회가 많은 설립 초기단계나 매출이 급증하는 성장기에 있는 기업은 배당을 적게 하고, 기업이 성숙단계에 접어들어 매출이 정체 상태에 들어가 투자기회가 줄어들수록 배당을 증가시킨다는 이론이다. DeAngelo et al.(2006)이 Fama와 French(2001), Grullon et al.(2002)의 이론을 결합하여 수명주기 이론을 확립하였다(김성신, 2013).

배당신호이론은 경영자가 기업 내부의 배타적인 정보를 알고 있는 정보비대칭 하에서 기업의 미래 가치에 대한 정보를 시장에 전달하기 위한 수단으로서 배당을 지급한다는 배당의 정보효과와 연관되어 있는 이론으로 Bhattacharya(1979)가 주장했다.

대리인이론은 기업의 소유와 경영의 분리에서 파생된 이론이다. 경영진이 잉여현금흐름을 수익성이 낮은 투자에 집행하거나 지배주주 또는 경영진의 사적이익에 이용하지 않도록, 즉 대리인문제를 완화하는 방안으로 주주들이 배당지급을 요구한다는 것이다.

Jenson과 Meckling(1976)이 주주를 배타적 경영권을 행사하는 내부 경영자와 외부 주주 등 두 가지 유형으로 나누면서 처음으로 제기하였고, Rozeff(1982)가 경영성과를 감시하는 수단으로 배당을 사용할 수 있다고 한데 이어 Easterbrook(1984)이 경영자의 안이한 태도와 위험회피적 성향으로 인해 발생하는 대리인 비용을 추가하였다(김인수, 2010).

케이터링이론은 시장에서 배당 지급 기업의 가치를 배당 미지급 기업의 가치보다 높게 평가할 때 시장 참가자들의 배당 요구를 경영자들이 수용하여 적극적으로 배당한다는 이론이다. Baker와 Wurgler(2004)가 행동재무이론을 기초로 주장하였다.

유동성이론은 주식의 유동성이 낮은 기업일수록 자본이득의 실현에 높은 거래비용이 수반되므로 자본이득보다는 배당금 지급을 선호하게 된다는 이론으로 Banerjee et al.(2007)이 주장하였다.

고객효과이론은 투자자들이 각기 자신의 특정한 선호를 만족시킬 수

있는 배당성향을 가진 주식에 투자한다는 배당의 고객효과를 정립한 이론이다. 예를 들어, 노후생활자금을 마련하기 위해 정기적으로 현금 창출이 필요한 고령층 주주들은 배당성향이 높은 주식에 투자하며, 미래의 주가 상승을 더 기대하는 투자자들은 배당성향이 낮은 주식에 투자한다. 또 소득이 많아 높은 한계세율을 부담하는 주주들은 배당성향이 낮은 주식에 투자하며, 한계세율이 낮은 투자자들은 배당성향이 높은 주식에 투자한다. 이러한 배당의 고객효과는 기업으로 하여금 배당정책의 변경을 어렵게 만든다는 점에서 중요한 의미를 갖는다. 즉, 특정기업에 투자하고 있는 주주들은 그 기업이 시행하고 있는 현재 배당정책을 선호해서 투자를 했다고 볼 수 있다. 따라서 기업이 배당정책을 변화시키게 되면 주주들이 주식을 매각할 수 있고, 그럴 경우 기업의 안정적인 경영을 위해서 필요한 안정 주주를 확보하는 데 실패할 수도 있다(박정식 외, 2011).

Pettit(1977)는 1964~1970년 미국의 대규모 증권사가 관리한 914개 개인 투자자 보유계좌의 포트폴리오를 대상으로 배당과 투자자의 선호도 간의 관계를 결정하는 요인을 분석한 결과, 개인의 배당 결정에 가장 크게 영향을 미치는 요인은 나이 및 배당과 자본 이득 간의 세율 차이였고, 배당의 고객효과가 중요하게 작용한다는 점을 입증하였다. 즉, 투자자의 나이가 많고 소득이 낮을수록 고배당 주식을 선호하고, 한계배당소득세율과 한계자본소득세율의 차이가 작을수록, 그리고 투자자 계좌에 보유하고 있는 포트폴리오의 위험이 작을수록 배당지급 수준이 높은 주식을 선호한다는 사실을 파악하였다(김인수, 2010).

3) 배당 후진국 한국

배당주 투자가 늘어나면서 배당 확대에 대한 요구도 커지고 있고, 정부도 민간 상장기업의 배당 촉진에 적극 나서고 있어 한국 기업들도 최근 점차 배당을 늘리고 있다. 그러나 세계 각국과 비교하면 국내 주식시장의 배당수익률은 여전히 ‘최하위’ 수준이다. 한국 기업들이 돈을 벌어

쌓아두기만 하고 소액주주 등 주주에 대한 배당에는 인색하다는 현실을 대변하고 있다.

<그림 2-7>에서 보듯이, 한국 유가증권시장 배당수익률은 2000년 2.27%에서 2001년 1.75%, 2002년 2.36%, 2003년 2.18%를 거쳐 2004년 2.38%로 정점을 기록한 뒤 2005년 1.54%, 2006년 1.47%, 2007년 1.15%, 2008년 1.26%, 2009년 1.13%, 2010년 1.23%, 2011년 1.21%로 줄곧 1%대에 머물다가 2012년 1.03%까지 떨어졌다(강소현 외 2인, 2013).

조선일보가 NH투자증권에 의뢰해 주요 20개국(G20) 회원국 가운데 사우디아라비아를 제외한 MCSI(모건스탠리가 발표하는 세계 주가지수)에 편입된 19개국의 배당수익률을 조사한 결과, 2013년 말 기준 우리나라 유가증권시장 상장기업의 배당수익률은 1.1%로 19개국 중 18위였다. 배당수익률이 가장 높은 호주(4.4%)나 러시아(4.3%)는 물론 경제구조가 성숙기에 접어들어 기업의 활력이 떨어지고 있는 미국(1.9%), 일본(1.6%)의 배당수익률에도 못 미쳤다. 중국의 배당수익률은 3.3%로 우리의 3배였다(조선일보 2014.02.04).

<그림 2-7> 점점 떨어지는 우리나라 배당수익률



주: 유가증권시장 상장기업 대상.

자료: 조선일보(2014. 02. 04) 기사, 자본시장연구원 자료 재가공.

다른 조사에서도 비슷한 결과가 나타났다. 비스포크(Bespoke) 투자그룹에 따르면 2014년 7월 기준 주요 20개국 주식시장의 평균 배당수익률을 비교한 결과 우리나라는 1.11%로 가장 낮았다. 배당수익률이 가장 높은 국가는 스페인(4.67%)이었고, 영국(4.64%), 브라질(4.29%), 호주(4.28%) 등도 상위권을 차지하였다. 홍콩(3.86%), 스웨덴(3.73%), 싱가포르(3.29%) 등도 높은 편이었다. 신흥국 시장으로 분류되는 중국(3.18%), 러시아(2.8%), 멕시코(1.71%), 인도(1.50%) 등도 한국을 훨씬 앞질렀다. 선진국 시장으로 분류되는 미국(1.90%), 일본(1.56%) 등은 하위권에 이름을 올렸다. 20개국 평균치는 3.02%로, 우리나라 배당수익률의 3배에 가까웠다(연합뉴스 2014.12.24).

업종 대표주들의 비교에서도 한국 기업들의 배당수익률은 매우 낮았다. 한국경제신문이 한화자산운용에 의뢰해 2015년 3월 1일 기준으로 최근 1년간 한국·중국·미국 등 3국의 주요 업종 대표주 배당수익률을 조사한 결과 음식료, 주류 업종을 제외한 전 업종에서 중국 주식들의 배당수익률이 가장 높았다.

주요 업종별로 살펴보면 백화점주 중에서는 롯데쇼핑의 배당수익률이 0.8%인 데 비해 미국 콜스는 2.44%, 중국 다상그룹은 2.64%였다. 은행주의 경우 중국 공상은행(5.73%)이 미국 웰스파고(2.55%)와 신한금융지주(2.25%)의 배당수익률을 압도하였다. 한국·중국·미국의 대표 정보기술(IT)·가전주 중에서는 중국 칭다오하이얼의 배당수익률(2.24%)이 미국 휴렛팩커드(1.84%), 한국 삼성전자(1.41%)와 LG전자(0.66%)보다 높았다(한국경제신문 2015.03.06).

우리나라 상장기업들의 배당성향도 세계적으로 꼴지 수준이다. 글로벌 금융정보 제공업체인 블룸버그(Bloomberg)에 따르면 2015년 5월 31일 기준으로 한국 기업들의 배당성향은 평균 16.75%로 조사 대상인 51개 나라 중 가장 낮았다. 1위인 체코(72.87%)와는 50%포인트 이상 차이가 났다. 2위는 호주(70.91%)였고, 3위 핀란드(69.07%), 4위 뉴질랜드(65.49%), 5위 영국(63.36%), 6위 포르투갈(63.26%)이 그 뒤를 이었다.

이탈리아(51.61%·18위), 프랑스(50.49%·20위), 브라질(44.84%·32위), 독일(38.92%·37위), 미국(35.87%·42위) 등도 한국보다 20~35%포인트 가량 더 높았다. 아시아에서도 대만(47.69%·24위), 태국(46.05%·28위), 인도네시아(37.42%·39위), 중국(31.57%·43위), 일본(27.96%·47위)의 배당성향이 한국보다 10~30%포인트 가량 높았다.

한국 기업들의 배당수익률과 배당성향이 세계 꼴찌 수준으로 떨어진 근본 원인은 기업들이 배당에 인색하기 때문이다. ‘잔물 배당’의 이유로는 성장성 둔화와 불확실성 증가에 따라 배당정책을 보수적으로 잡고 투자자금 확보를 위해 유보금 축적을 선호하는 기업들이 많은 데다 상장사 가운데 소유와 지배가 동시에 이뤄지는 기업들이 많아 배당에 소극적이기 때문으로 분석된다. 여기에다 기관투자자들이 지금까지 기업에 배당을 적극적으로 요구하지 않았던 소극적인 자세도 영향을 미쳤다.(연합뉴스 2015.06.02).

한국 기업들의 배당수익률과 배당성향이 매우 낮은 탓에 국내 주식시장에는 단기 차익을 노리는 단타성 투자자들만 넘치고, 수년에 걸쳐 기업가치 상승과 배당수익을 기대하는 중장기 투자자들은 줄고 있다.

배당수익률과 배당성향을 높이면 장기적인 시야를 가진 외국인 투자자를 유치하는 동시에, 개인들의 주식투자 수요를 늘리는 효과도 기대할 수 있다. 투자할 곳이 여의치 않은 우리 기업들이 과감하게 배당을 늘려 한국 경제를 저수익·저성장의 함정에서 끌어내야 한다는 지적도 나온다.

과거 우리 경제가 고성장 하던 시기에는 이익을 기업에 유보시켜 투자를 하는 것이 경제 전체로 봐서 득이 됐지만 내수(內需) 시장이 포화된 지금은 기업들이 투자할 곳이 크게 줄어든 만큼 차라리 주주들에게 배당으로 이득을 돌려줘 자본시장에 활기를 불어넣고 소비를 살려야 한다는 것이다.

NH투자증권에 따르면 한국의 배당수익률이 1%포인트 올라가면 약 13조원의 돈이 주식 투자자들에게 돌아가고, 이 가운데 외국인에게 돌아가는 몫(34%)을 빼면 약 8조원이 국내 투자자에게 지급된다. 배당을 1%포

인트 늘리면 국내 경제에 매년 8조원짜리 경기부양책을 쓰는 것과 같은 효과가 생기는 셈이다. 배당이 늘어나면 개인들은 소비를 늘리고 이것이 다시 성장률을 끌어올린다. 한국은행은 개인들이 배당으로 늘어난 8조원의 돈을 모두 소비하면 연간 경제성장률을 0.6%포인트 끌어올릴 수 있는 것으로 추산한다(조선일보 2014.02.04).

3. 정부의 배당 확대 유도 정책

기업소득을 가계소득으로 돌리기 위한 정부의 해법 중 하나가 배당 확대이다. ‘기업 소득→ 배당 확대→ 가계소득 증대→ 내수 활성화 및 경제 회복’의 구조이다. 문제는 한국 기업의 배당성향이 매우 낮다는 것이다. 실제 2001~2005년 기간 21.3%였던 배당성향은 2006~2010년 20.5%, 2011~2013년 19.5%로 하락 추세를 보이고 있다. 정부는 지나치게 낮은 한국 기업의 배당을 국제 수준에 맞게 늘려야 한다는 입장이다(이코노미스트 1263호, 2014). 정부가 기업의 배당 확대를 유도하기 위해 내놓은 정책은 △세제 △연기금 △시장 제도 등 세 축으로 구성된다.

1) 배당소득 증대세제와 기업소득 환류세제

정부는 2014년 7월 ‘가계소득 증대세제’ 3대 패키지를 추진했고, 2014년 12월 2일 관련 법안들이 국회를 통과함으로써 2015년부터 본격 시행하게 됐다. 기획재정부의 ‘2014년도 세법개정안(8개) 본회의 통과’ 자료에 따르면, 정부가 3대 패키지를 추진한 목적은 두 가지였다.

첫째, 기업의 투자·배당·임금 증대를 유도하여 기업소득이 가계로 흐르게 함으로써 내수·소비를 진작하고 경기 활성화를 유도한다. 둘째, 투자·배당·임금 증가에 대한 정부의 정책의지를 시장에 전달함으로써 기업의 의사결정에 영향을 미치는 시그널링 효과(Signaling Effect·신호효과)를 기대한다.

3대 패키지는 배당소득 증대세제, 기업소득 환류세제, 근로소득 증대세제⁴¹⁾를 말한다. 이 가운데 <표 2-17>에서 제시한 배당소득 증대세제와 기업소득 환류세제가 기업의 배당 확대를 직접 유도하여 가계의 소득을 늘리고 경제를 살리자는 것이다.

<표 2-17> 우리나라 배당촉진 세법 개정 주요 내용

구분	배당소득 증대	기업소득 환류
도입 취지	배당촉진과 주식시장 활성화	기업·가계소득 간 선순환 유도
적용 방식	배당소득에 대한 세율 인하	사내유보금에 대한 추가 과세
적용 대상	고배당 성향 상장기업의 개인주주	자기자본 500억 원 초과 법인 (중소기업 제외)
세제 변화	- 고배당 주식 배당소득 원천징수 세율 인하(14%→9%) - 금융소득 종합과세 대상자는 선택적 분리과세(25%) 허용	- 당기소득 중 일정비율 이상을 배당, 임금증가, 투자에 활용하지 않으면 10% 과세 - 업종별 특성에 따라 과세방식 선택 가능
시행 시기	2015년 사업연도부터 3년간 한시 적용	

자료: 기획재정부·한국투자증권 온퇴설계연구소(2014).

배당소득 증대세제는 배당성향과 배당수익률이 각각 시장 평균보다 20% 높고 총배당금이 10%이상 증가하거나, 배당성향과 배당수익률이 시장 평균의 50% 이상이면서 총배당금이 30% 넘게 늘어난 상장기업의 주주에 적용되는 세제이다.

2015년부터 이런 상장기업의 주주가 받는 배당소득의 원천징수세율이 현행 14%에서 9%로 인하된다. 금융소득 종합과세 대상자(금융소득 연 2,000만원 이상)는 소득세 최고세율 38%(배당세액공제를 적용할 경우 최고세액은 약 31%)의 종합과세 대신 세율 25%의 분리과세를 선택할 수 있다. 다만 국내에 거주하지 않는 외국인 투자자나 법인 및 기관투자자는 적용 대상이 아니다(기획재정부, 2014).

41) 근로소득 증대세제는 직전 3년간 평균보다 임금을 인상한 기업은 임금 증가분의 10%(대기업은 5%)에 대해 법인세 공제를 받는 것으로, 임원이나 고액연봉자의 임금 상승은 세제 혜택 대상이 아니다.

기업소득 환류세제는 일정 규모 이상의 기업이 소득의 일정 규모를 투자나 임금 증가, 배당에 쓰지 않을 경우 페널티 성격의 추가 세금을 부담하도록 한 것이다.

대상 기업은 당기 소득의 일정 비율(60~80%)에서 투자 및 임금 증가분, 배당액을 더한 값을 뺀 금액의 10%를 세금으로 내거나, 당기 소득의 일정 비율(20~40%)에서 임금 증가분과 배당액을 뺀 금액의 10%를 세금으로 내는 방식 중에서 하나를 고를 수 있다. 자기자본 500억원 초과 법인(중소기업 제외)과 상호출자제한기업집단 소속 기업이 기업소득 환류세제의 대상 기업이다.

증권업계에서는 배당 촉진을 유도하는 정책 추진이 장기적인 관점에서 한국 증시의 가치를 견인할 초석이 될 것이고, 배당 확대는 자기자본이익률(ROE) 상승과 함께 외국계 자금의 한국시장 유입을 유도할 것으로 기대하고 있다.

하지만 일각에서는 배당 확대 효과가 외국인과 대주주에게 집중될 수 있다는 우려도 제기하고 있다. 2013년 말 기준으로 외국인 및 일반법인의 비중은 각각 35.2%, 24.4%로 1, 2위를 차지하고 있다. 반면 개인은 19.7%, 기관투자자는 17.1%로 낮게 나타났다.

배당정책에 대한 외국인 투자자의 영향력은 보유지분율이 아니라 투자기간이라는 연구 결과가 있다. 김성민·장용원(2012)은 외국인 투자자를 장기 외국인 투자자 그룹과 단기 외국인 투자자 그룹으로 구분하여 분석한 결과 장기 외국인 투자자 그룹에서는 그들의 보유지분율과 배당수준 간에 유의적인 정(+)의 관계가 나타난 반면 단기 외국인 투자자 그룹에서는 보유지분율과 배당수준 간에 유의적인 관계가 발견되지 않았다.

정부가 2017년까지 한시적으로 시행되는 기업소득 환류세제에 자사주 매입이 포함된 점도 증권가에서는 주목하고 있다. 기획재정부가 2015년 2월 16일 발표한 기업소득 환류세제와 관련된 '2014년 개정세법 시행규칙'에 자사주를 매입한 후 1개월 안에 소각할 경우 자사주 취득금액을 배당의 범위로 인정하는 내용이 담겼다. 증시 활성화 효과와 주주이익

환원 제고 차원에서 그런 조치를 취하였다. 이에 따라 2015년 주주이익 환원에 대한 기업들의 관심이 배당과 자사주 매입을 아우르는 방식으로 확대될 수 있다는 기대감이 퍼지고 있다.

2) 연기금 주주권 강화 정책

정부는 2014년 12월 2일 국무회의에서 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’(자본시장법) 시행령 개정안을 통과시켰다. 그중에 연기금의 배당 관련 주주권 행사를 제약해온 요인을 해소하는 내용이 포함되었다. 종전에는 연기금이 기업의 배당정책에 사실상의 영향력을 미칠 경우 ‘경영참여 목적’으로 간주되어 지분변동공시 특례, 단기매매차익 반환 예외 등을 적용 받지 못하였다.

이에 따라 연기금이 배당과 관련하여 주주 제안, 이사회에 대한 사실상 영향력 행사 등 주주권을 적극적으로 행사하지 못하였다. 정부의 이번 조치로 시행령이 공포된 2015년 3월 3일부터는 연기금이 기업의 배당 결정에 사실상의 영향력을 미치더라도 ‘경영참여 목적’이 아닌 것으로 간주된다(금융위원회, 2014).

정부가 연기금의 배당 관련 주주권 행사의 제약을 풀어준 것은 다른 나라에 비해 배당수익률이 현저히 낮은 우리나라 기업들의 배당 확대를 유도해온 정책의 일환으로 분석된다. 즉, 정부의 영향력이 미치는 연기금의 지분을 활용한 우회 압박 전술이다. 연기금이 상장기업의 주식을 대부분 들고 있는 만큼 배당 요구를 강하게 하면 그만큼 배당성향도 높아질 수 있다(머니투데이 2014.07.24).

연기금 입장에서라도 배당을 받아 수익률을 높일 수 있다는 장점이 있다. 그런 만큼 앞으로 연기금이 기업의 배당정책에 적극 개입함으로써 기업의 배당에 대한 연기금의 영향력이 강화될 가능성이 높다.

국민연금만 해도 2013년 말 기준으로 삼성전자 7.7%, 현대차 7.6%, SK하이닉스 9.3%, 포스코 7.5%, 현대모비스 7.5%, 신한금융지주 8.8%,

NAVER 8.0%, LG화학 9.1%, KB금융지주 10.0%, 기아차 6.7% 등 주요 대기업의 지분을 대거 보유하고 있다. 5% 이상 지분을 들고 있는 상장 기업만 해도 260개사에 이른다. 2015년 3월 현재 국민연금이 국내 주식 시장 전체에서 차지하는 비중은 6.8%나 된다.

하지만 국민연금의 국내 주식 투자 성적은 별로 좋지 않다. 국민연금기금운용본부에 따르면, 2014년 말 기준으로 국민연금의 적립금 규모는 470조원에 이르고, 그중 83조 9천억원을 국내 주식시장에 투자하고 있다. 2011~2013년 3년 평균 수익률이 1.3%, 2013년 2.9%에 이어 2014년엔 -5.5%(잠정)로 손실을 기록하였다.

반면 국민연금의 해외 주식 투자 성적은 좋은 편이다. 2011~2013년 3년 평균 수익률이 10.1%, 2013년 21.3%로 고수익을 거둔 데 이어 2014년에도 9.4%를 기록하였다. 국민연금으로서는 국내기업 주식 투자에서 배당이 갖는 중요성이 커질 수밖에 없는 양상이다.

국민연금은 그동안 기업들의 배당정책에 소극적이었다. 국민연금은 2014년 정기주총에서 재무제표와 배당승인 안건 132건 가운데 겨우 2건에 대해서만 반대의견을 냈다. 전체의 1.52%에 불과했다. 그에 반해 국민연금과 기금 규모가 비슷한 네덜란드공적연금(ABP)은 국내 기업들의 정기주총에서 국민연금이 반대한 2건을 포함해 모두 115건에 반대 의결권을 행사했다. 반대의사를 표시한 비율이 87.12%나 된다(비즈니스포스트 2015.03.01).

연기금의 적극적인 주주권 행사에 대해 반대 목소리도 나오고 있다. 신정순(2014)은 배당정책이 기업의 고유적 재무의사결정인데 연기금의 배당 확대 요구는 기업에게 큰 부담을 주고, 지나친 경영간섭이 될 수 있다는 주장을 폈다.

우리나라 기업들은 아직 제조업의 후발주자로서 글로벌 기업과의 경쟁에서 살아남기 위해서는 이익의 상당 부분을 주주들에게 배당하기보다는 기술개발이나 신규 투자를 위한 자본으로 활용해야 한다는 주장도 있다. 국내 기업의 저배당정책은 수출 의존도가 높은 우리나라 경제에서 형성

된 독특한 기업문화라는 것이다(전삼현, 2014).

일반적으로 성장 단계인 신흥국의 기업은 수익률이 높은 미래 투자 기회가 풍부하여 설비 투자를 확대하고 배당을 축소하는 경향이 강하다. 대신 높은 성장성에 기반한 빠른 주가상승으로 주주이익을 보전하게 된다. 이에 비해 저성장 국면에 이미 진입하여 높은 자본이익(capital gain)을 기대하기 어려운 선진국 시장은 배당 확대를 통해 주주가치 제고를 도모하게 된다.

하지만 국내 기업의 경우 우리 경제가 이미 전반적인 저성장 기조에 진입했는데도 불구하고 배당 확대와 같은 주주가치 제고를 위한 기업의 노력이 미미한 수준인 것으로 관측된다(남재우, 2014).

김성민(2014)은 한국증권학회 심포지엄에서 기업이 과도한 현금을 보유하게 된다면 지배주주와 외부주주 간의 대리인 문제를 야기할 수 있다고 지적, 자기자본이익률(ROE)⁴²⁾이 자기자본비용률⁴³⁾보다 낮다면 무리하게 재투자하기보다는 주주에게 배당으로 지급해 주주가 스스로 더 나은 투자 기회에 나설 수 있게 해야 한다고 주장하였다.

초저금리, 고령화, 기관화(institutionalization) 추세를 고려할 때 앞으로 배당에 대한 요구는 점차 높아질 것이다. 특히 고령화가 급속도로 진행되고 저금리 기조가 장기화되면서 배당소득에 대한 의존도가 점차 높아질 것으로 예상된다.

실제 연금·기금, 보험회사 등 배당을 선호하는 장기기관투자자의 주식 투자 비중이 점차 확대되고 있으며, 개인투자자의 평균보유기간도 증가하는 추세이다. 기관투자자의 역할이 강화되고 기업지배구조의 중요성이 갈수록 강조되면서 잉여현금흐름에 따른 대리인 비용을 최소화하기 위한 배당 요구도 높아질 것으로 전망된다. 경영투명성, 기업지배구조가 취약할 경우 잉여현금이 과잉투자 또는 사적이익으로 남용될 가능성이 증가하기 때문이다(강소현·김준석·양진영, 2013).

42) 기업의 이익창출능력(당기순이익÷자기자본×100).

43) 기업이 조달한 자기자본의 가치를 유지하기 위해 최소한으로 요구되는 수익률.

3) 신배당지수 개발의 의의와 기대효과

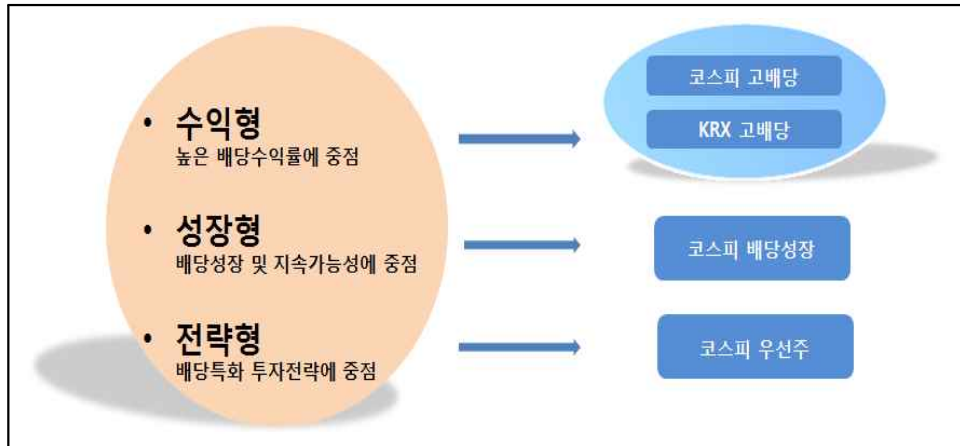
한국거래소는 국내 상장기업들의 배당성향과 배당수익률이 외국 기업에 비해 상당히 낮은 점을 감안하여 상장기업들의 배당을 촉진하기 위해 상품성 있는 새로운 배당지수 개발에 나섰다. 한국거래소는 2014년 10월 21일 ‘신(新)배당지수 발표 및 배당활성화 세미나’를 열고, 새로 개발한 4개 배당지수의 산출기준과 각 지수의 구성종목을 발표하였다.

신배당지수 이전의 기존 배당지수는 한국배당주가지수(KODI), 코스피 200 고배당지수가 존재하였다. 하지만 기존 두 배당지수의 종목 선정기준과 지수 산출방식에 다양성이 부족하고, 편입된 종목들도 대형주에 편중돼 KOSPI 200 지수와 차별성이 미흡하였다. 배당수익률도 2013년 기준 KODI 2.3%, 코스피 200 고배당지수 2.0%로 상품성이 떨어져 연계상품(ETF, 인덱스 펀드, 액티브 펀드 등) 개발도 부진하였고, 기관투자자나 개인투자자의 관심을 불러일으키지 못하였다(우리투자증권, 2014).

한국거래소는 시중금리 이상의 배당수익률(약 3%)을 실현한다면 투자수요는 충분하다고 판단, 투자자 유형별 투자전략을 반영하는 차별화된 맞춤형 배당지수 개발에 나섰다.

<그림 2-8>과 <표 2-18>에서 보듯이, 한국거래소가 새로 개발해 2014년 10월 27일부터 산출하기 시작한 배당지수는 3개 유형의 4가지 지수로 배당수익형(2종), 배당성장형(1종), 배당전략형(1종) 등이다. 배당수익형은 높은 배당수익률에 집중하여 주로 우량 중소형 종목을 편입한, 개인투자자의 투자 목적에 부합하는 지수로 코스피 고배당지수(50종목)와 KRX 고배당지수(50종목)로 분류된다. 배당성장형은 코스피 배당성장지수(50종목)로 중대형 배당성장주를 주로 편입하여 장기적으로 자본이득과 배당수익을 동시에 추구하기 위한 지수인데, 기관투자자의 투자 목적에 부합하는 지수이다. 배당전략형은 코스피 우선주지수(20종목)로 우량 우선주 중심의 안정적인 배당수익과 자본이득을 동시에 추구하기 위한 지수인데, 전략적 투자자의 투자 목적에 부합하는 지수이다.

<그림 2-8> 한국거래소 개발 신배당지수 구성도



<표 2-18> 한국거래소 개발 신배당지수 개요

구분	고배당지수		배당성장지수	배당전략지수
	코스피 고배당	KRX 고배당	코스피 배당성장	코스피 우선주
종목수	50	50	50	20
종목 선정	- 시가총액 상위 80% - 거래대금 상위 80% - 3년 연속 배당 실현 - 3년 평균 배당성장 90%미만(코스닥70%) - 3년 연속 순이익 실현 - 배당수익률 順		- 시가총액 상위 50% - 거래대금 상위 70% - 7년 연속 배당 실현 - 최근 주당배당금 성장 - 5년 평균 배당성장 60% 미만 - 5년 연속 순이익 실현 - 이익성장률 順	- 시가총액 500억원 이상 - 거래대금 1억원 이상 - 3년 연속 배당 실현 - 시가총액 順
산출기준	배당수익률 가중		시가총액 가중	
해외 벤치마크	- S&P Div - Opportunity - STOXX Select Div.		- S&P Div Aristocrat - NASDAQ Achievers	- S&P preferred - NASDAQ preferred

자료: 한국거래소(2014).

새로 개발된 신배당지수 4종 모두 과거 5년간 주가수익률이 기존 배당지수인 KODI와 코스피 200 고배당지수보다 매우 우수한 것으로 나타났다. 특히 개인투자자의 투자에 적합한 코스피 고배당지수와 KRX 고배당지수의 과거 5년간 주가수익률은 각각 102%와 95%로 KODI 24%, 코스피 200 고배당지수 43%보다 2~4배 높았다. 기관투자자의 투자에 부합하는 지수인 배당성장지수는 과거 5년간 장기 주가수익률이 154%(연 평균 30%)로 같은 기간 코스피200 주가수익률 43%(연 평균 8%) 대비 3.6배나 우수한 것으로 분석되었다. 전략적 투자자의 투자에 적합한 코스피 우선주지수(20종목)도 과거 5년간 장기 주가수익률이 132%로 높았다.

신배당지수 4종의 과거 5년간 평균 배당수익률은 3.63%로 코스피 200 고배당지수 1.34%보다 2.7배 수준이었다. 코스피 고배당지수와 KRX 고배당지수가 각각 4.26%와 4.85%로 현재의 저금리 환경에서는 상품성이 충분한 것으로 평가됐다. 코스피 배당성장지수는 5년 평균 배당수익률 1.6%로 상대적으로 낮았으나 코스피 200 고배당지수보다는 높았다. 코스피 우선주지수의 5년 평균 배당수익률은 3.8%로 상당히 높은 편이었다.

신배당지수 4종의 5년간 주가수익률과 배당수익률이 높게 나타난 것은 노후생활 대비를 위해 배당주에 장기투자 할 경우 안정적인 현금 흐름(시세차익 + 배당소득)을 창출할 수 있다는 것을 시사한다. 신배당지수에 포함된 종목들에 대해서는 단기적 시각보다는 중장기적인 관점에서 관심을 가질 필요가 있다.

정상호 한국거래소 인덱스관리팀장은 “국내 증시에서 배당주가 하나의 테마로 인기를 끌기 시작한 게 2013년부터인데 신배당지수에 포함된 종목 중 대다수가 그때부터 주가가 많이 상승해 2015년 들어서는 오히려 주가가 주춤한 경우가 많다”며 “배당지수의 특성상 단기 성과보다는 3~5년 정도 길게 보고 투자가치를 평가하는 것이 바람직하다”고 하였다(조선일보 2015.03.08).

신배당지수는 기존 배당지수보다 신뢰도를 높여 ETF, 배당주 펀드 등 다양한 배당투자 상품의 등장을 촉진하고 배당주에 대한 접근성을 강화

시켜 개인, 기관투자자 등의 관심 제고로 주식시장에 장기 안정적 배당투자를 활성화하는 효과가 기대된다.

고배당 종목의 주가 재평가에 의한 주가 상승 및 유동성 증가 효과와 함께 지수편입 효과로 인한 배당 확대와 자사주 매입 등 상장기업의 선진 배당문화 정착, 주주 친화 경영도 촉진시킬 전망이다.

결국, 신배당지수 개발은 배당지수 선진화를 도모하여 상장기업의 배당을 확대하고, 개인 및 기관투자자와 외국인 투자자의 배당투자를 활성화하며, 고배당주에 대한 재평가를 유도하여 자본시장을 활성화시키는 선순환 구조를 정착시키는 효과를 기대하게 한다.

<그림 2 -9> 신배당지수 개발의 기대효과



자료: 한국거래소(2014).

우선, 배당 수익의 중요성이 강조되면서 앞으로 신배당지수를 활용한 ETF 등 다양한 연계상품이 개발될 것으로 전망된다. 미국의 사례를 감안하면, 신배당지수를 활용한 상품의 잠재적 가능성은 상당히 커 보인다. 다만 신배당지수가 배당수익률에 초점을 맞추다보니 중소형주가 다수 포함됐고, 이들 중소형주는 유동성이 낮아 ETF로 상품화하기 쉽지 않다는 지적도 나오는 만큼 앞으로 보완대책이 요구된다(이데일리 2015.03.23).

미국에서 배당은 전통적인 채권 수익률과 비교할 때 높은 수익률을 제공하는 동시에, 지수의 하방경직성을 강화시키는 요인이자, 인플레이션에 대한 보호 수단으로 간주된다. 이에 따라 지속 가능한 배당 수익의 중요성이 강조되면서 오래 전부터 다양한 배당지수들이 개발되었고, 이를 활용한 관련 상품(ETF, 인덱스 펀드, 액티브 펀드 등)이 활성화되어 있다.

미국의 대표적인 배당지수로는 Dow Jones U.S. Select Dividend Index, S&P High Yield Dividend Aristocrats Index, FTSE High Dividend Yield Index 등이 있다.

이를 활용한 배당 ETF도 활성화되어 있다. Vanguard Dividend Appreciation ETF, iShares Select Dividend ETF, SPDR S&P Dividend ETF는 시가총액이 100억 달러를 넘는 초대형 ETF이다(우리투자증권, 2014).

제3장 연구 설계와 투자대안 중요도 평가

이 논문의 제2장에서는 국내외의 다양한 문헌과 각종 자료의 고찰을 통해 초저금리, 고령화 현상으로 심화되고 있는 장수리스크의 의미 및 노후준비 실태, 가계자산 포트폴리오의 불균형, 배당투자 등 장수리스크로 야기되는 최근의 이슈들에 대해 논하였다.

장수리스크 문제에 관한 개인과 사회적 차원의 관심이 날로 높아지고 있으며 장수리스크 감소를 위한 방안들이 다양한 분야에서 진행되고 있다. 하지만 장수리스크 감소를 위해 개인 차원에서 보유자산을 활용한 여러 가지 투자대안에 대한 현명한 선택, 즉 우선순위(중요도) 선정을 위한 선행연구가 거의 없는 것이 현재의 상황이다.

이러한 점을 고려하여 이 논문에서는 제2장 선행 연구를 통하여 개인 차원에서 쉽게 접근할 수 있는 다양한 투자대안을 계층·구조화하여, 전문가 집단으로부터 장수리스크 감소를 위한 투자대안들 간의 우선순위(중요도)를 도출하고, 그 의미를 논의하고자 한다. 아울러 전문가 집단의 주관식 형태의 추가적인 장수리스크 감소 대책도 살펴본다.

분석방법으로는 계층화된 여러 대안 간의 우선순위(중요도)를 평가하기 위한 계층화분석방법인 AHP(Analytic Hierarchy Process) 분석을 이용하였다.

제1절 연구 설계

1. AHP(Analytic Hierarchy Process) 기법의 의미

AHP 분석은 수많은 대안들을 다수의 목표에 견주어 평가하는 기법으로 Saaty에 의해 1970년대 초반에 개발되었다. AHP는 의사결정의 계층 구조를 형성하고 있는 요인 간의 상대적 중요도(우선순위)를 측정하는 쌍대비교(pairwise comparison)에 의한 판단을 통하여 평가자의 지식, 경

험 및 직관을 포착하고자 하는 의사결정방법론이다. AHP는 이론의 단순성 및 명확성, 적용의 간편성 및 범용성이라는 특징으로 말미암아 여러 의사결정분야에서 널리 응용되고 있다(조근태·조용곤·강현수, 2003).

여러 분야에 이용되고 있는 AHP 기법에 대해 소개하고 있는 연구가 다수 존재하나 본 논문에서는 이성근과 윤석민(1994)의 저서와 이재민 등(2013)의 연구를 활용하여 AHP 기법을 다음과 같이 요약, 정리하였다.

다양한 목표들 사이의 중요도(우선순위)를 계층적으로 나누어 파악함으로써 각 대안들의 중요도(우선순위)를 평가하게 하는 AHP 분석은 연관된 상하 계층의 분해적 관계 파악과 독립된 동 계층 내에서의 중요도 분석 결과를 동시에 제공함으로써 복잡한 의사결정 과제에 매우 큰 유연성과 적응성을 제공한다.

이러한 AHP 기법을 적용하는 데는 4가지 전제조건(공리)이 있다. 첫째, 역수성(reciprocal)이다. 이는 제시된 두 대안간 이원비교가 가능해야 하며 중요성의 정도는 반드시 역조건의 만족되어야 한다. 예를 들어 A가 B보다 k 배 중요하다면 B는 A보다 $\frac{1}{k}$ 배 중요시 되어야 한다는 것이다. 둘째, 동질성(homogeneity)이다. 중요성은 한정된 범위 내에서 정해진 척도를 통해 표현되어야 한다. 셋째, 독립성(independency)이다. 상대적 중요도를 평가하는 요인들 간에 특성이나 내용 측면에서 서로 관련성이 없어야 한다. 넷째, 기대성(expectations)이다. 이는 계층구조가 의사결정의 목표에 관한 사항을 완전히 포함하고 있다고 가정하는 것이다.

AHP 기법에서 계층이란 시스템의 한 형태로서 이를 구성하는 각 특성에 따라 분할된 하위집합을 형성하며 하나의 집합이 분할된 집합에 영향을 주는 것이다. 이때 각 집합들을 단계(level)라고 부르며 각 단계는 요소(element)들로 구성되는데, 이들은 상호 독립적이어야 한다. 문제를 분석하여 계층과 계층 내 요소들의 개념화가 이루어지고 정립된 개념을 이용해 질문을 구성하게 된다.

질문의 명확성을 위해 각 요소들에 대한 질문 수정과정을 반복적으로 수행하여 계층과 계층의 분해에 의한 이원비교가 보다 원활히 이루어질

수 있는 것이다.

이렇게 이원비교가 가능한 문제가 구성되면 이를 쌍대 비교하여 각 요소 또는 전체 계층의 중요도 평가를 진행하게 된다.

중요도를 산정하는 과정을 살펴보면 다음과 같다.

우선 n 개의 요소들을 각각 $A_1, A_2, \dots, A_n$ 이라 하고 각 요소들의 중요도를 $w_1, w_2, \dots, w_n$ 이라 하여 이원비교로 다음의 행렬 A 로 표현한다.

$$A = \begin{matrix} & \begin{matrix} A_1 & A_2 & & A_n \end{matrix} \\ \begin{matrix} A_1 \\ A_2 \\ \vdots \\ A_n \end{matrix} & \begin{bmatrix} w_1/w_1 & w_1/w_2 & \cdots & w_1/w_n \\ w_2/w_1 & w_2/w_2 & \cdots & w_2/w_n \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ w_n/w_1 & w_n/w_2 & \cdots & w_n/w_n \end{bmatrix} \end{matrix}$$

이원비교에 의해 행렬 $A=(a_{ij})$ 가 이루어지며, a_{ij} 는 w_i/w_j 의 추정치로 표현되며 이는 주대각선의 원들이 모두 1이 되는 역수행렬이다. 이 행렬 A 에 상대적 중요도를 나타내는 열벡터 W^T 를 곱한 결과는 $AW=nW$ 와 같이 표현된다.

만일 A 행렬을 알고 있다면 $(A-nI)W=0$ 으로부터 행렬 A 의 고유치가 산출되는 과정에서 가중치 벡터 W 를 유도할 수 있다. 행렬 A 의 2행 이하는 1행에 비례하므로 행렬 A 의 rank는 1이 된다. 따라서 고유치는 1개만이 0이 아닌 n 이 되고 나머지는 모두 0이 된다. 그러므로 처음의 표에서 얻은 상대적인 중요도는 결국 “요소 i 는 요소 j 에 비해 몇 배나 중요하다”를 의미하게 된다.

일반적인 경우 비교 행렬 A 는 위와 같은 이상적인 평가에 근접하므로 $\lambda_{\max}$ 는 n 에 근접하게 된다. 따라서 비교행렬 A 를 만들었을 때 이로부터 $\lambda_{\max}$ 와 그에 대한 고유벡터를 구해서 $\sum_{i=1}^n w_i = 1$ 이 되도록 표준화하면 n 개의 요소들에 대한 가중치, 혹은 선호도(성취도)가 된다.

$$AW = \lambda_{\max} W$$

여기서 A 는 비교행렬이고 W 는 가중치 벡터이며 각 대안의 선호도(성취도)에 각 평가 기준의 가중치를 곱해 대안별로 모두 합산하면 각 대안의 종합 평가치가 된다.

이러한 AHP 분석의 장·단점은 다음과 같다.

AHP 분석의 경우 복잡하고 비구조적인 의사결정 문제를 계층화하여 보다 정확하고 편리하게 제 문제를 이해할 수 있는 장점이 있다. 이는 각 계층별 또는 전체 계층구조의 해석을 통해 문제에 대한 종합적 또는 인과적 현상을 과학적으로 판단 가능케 한다.

더불어 정성적 평가요소도 그 중요도를 체계적으로 계량화 할 수 있고, 평가자의 응답 일관성 여부를 확인하여 분석 대안 결과에 합리성을 부여하고 있는 장점도 있다.

그럼에도 불구하고 계층 구조 설정에 있어서 어떠한 이론적 근거가 존재하는 것이 아니기 때문에 계층 구조 설계에 연구자의 자의성과 주관성 개입 가능성 등의 방법론적인 한계가 지적되고 있다.

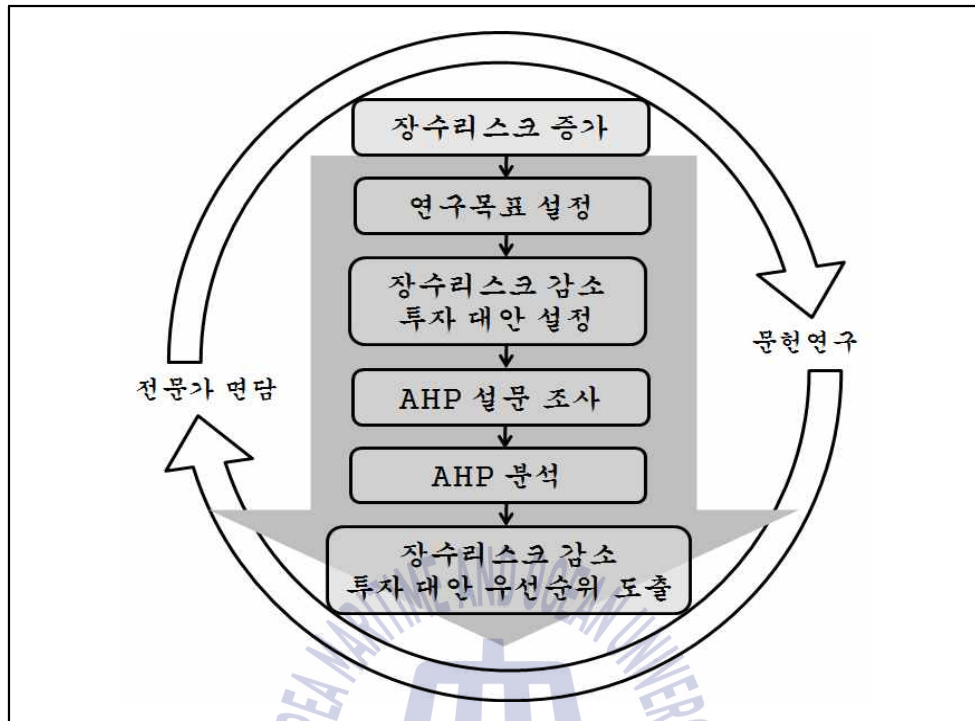
2. 투자대안 중요도(우선순위) 평가 절차

이에 이 연구에서는 위에 언급된 AHP 기법의 장단점을 고려하여 장점은 크게 활용하고 단점을 가급적 제거하려는 노력을 기울여 이 논문의 연구 과제를 해결하고자 한다.

100세 시대 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 선정과 관련하여 개인의 보유자산을 활용하는 투자대안 선정을 위해 투자대안을 3계층 12개로 구조화했다.

이 논문의 분석방법 및 절차를 도식화하여 제시하면 다음의 <그림 3-1>과 같다.

<그림 3-1> 연구 방법 및 절차



우선 이 논문에서는 세계에서 가장 빠른 속도로 진행되는 고령화로 인하여 개인이 예상한 것보다 훨씬 더 오래 사는 현실로부터 야기되는 장수리스크를 감소하기 위해 개인차원에서 접근할 수 있는 투자대안의 우선순위를 도출하는 의사결정을 1차적인 연구 목표로 설정하였다.

연구 목표를 해결하기 위해 첫 단계로 개인차원에서 장수리스크 감소를 위해 진행할 수 있는 여러 투자대안의 계층구조를 설정하였다. 3계층으로 설정된 투자대안 구조를 설문지로 변환하여 예비조사를 거쳐 최종 설문지를 완성하였다.

그리고 투자대안 선정에 대한 응답을 제공할 전문가 집단으로는 금융 관련 공공기관 및 금융기관 소속 전문가, 은퇴설계연구소 연구원, 부동산 전문가, 관련 전공 교수 집단이 선정되었다. 계층구조 설정과 전문가 집단 선정은 다양한 국내외 문헌연구와 관련 산·학·연·관 전문가들과의 논

의과정을 거쳐 순차적으로 진행되었다.

이후 선정된 전문가 집단으로부터 최종 설문지가 회수되었으며 오류와 결측이 있는 설문은 제거하여 일관성지수를 점검한 후 최종 분석 설문을 선별하여 이를 대상으로 AHP 분석을 실시하였다.

장수리스크 감소를 위한 개인차원의 투자대안 우선순위 선정을 위한 AHP 분석은 먼저 전체 전문가 집단의 중요도 평가 결과를 제시하고 이어 집단별, 연령별로 구분하여 진행하였다.

AHP 실증분석은 입력된 데이터를 바탕으로 AHP 전용 소프트웨어 패키지인 Expert Choice 2000을 사용하여 검증을 하였다. 이 프로그램에서는 일관성 지수의 값이 0(零)인 경우 응답자가 완전한 일관성을 유지하면서 응답하였음을 의미한다. 반면 일관성 지수 값이 높을수록 응답자가 일관성을 유지하지 못하면서 설문하였다는 것을 보여준다.

3. 투자대안 중요도(우선순위) 평가 계층구조

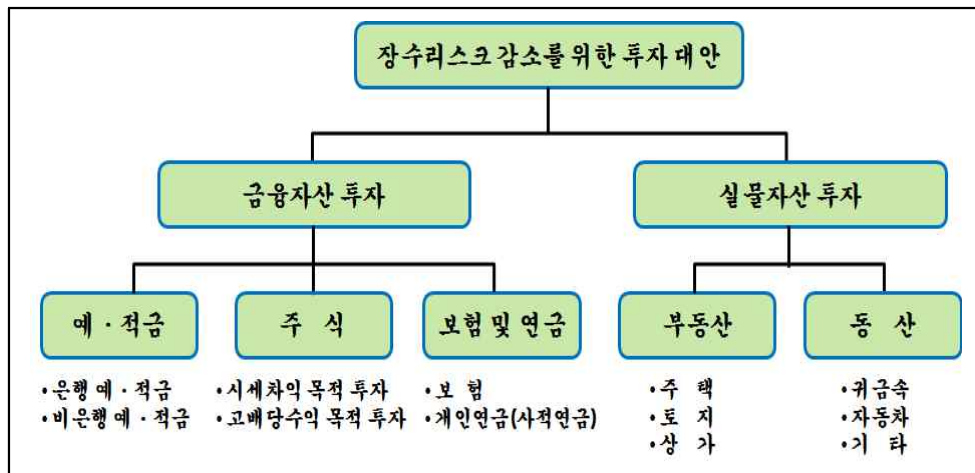
이 연구에서는 탑다운(top-down) 방식에 따라 대분류된 대안을 중분류로 구분하고 이를 다시 소분류로 구분하는 과정을 거쳐 투자대안의 중요도(우선순위)를 평가하기 위한 계층구조를 완성하였다.

실증분석을 위한 계층설계 과정은 다양한 경로로부터의 조사연구와 문헌연구, 관련 분야 산·학·연·관 전문가들과의 면담에 의해 반복적으로 수정, 보완 과정을 거쳐 진행되었다.

12개 항목 중 ‘보험 및 연금’의 연금 부분은 국가의 사회보장체계 일환으로 강제성이 강한 국민연금과 퇴직연금을 제외하고 개인연금으로 단순화하였다. 이 연구가 국가나 사회의 고령화 대책을 모색하는 게 아니라 개인차원의 장수리스크 감소를 위한 투자대안을 찾는데 목적을 두고 있기 때문이다.

이런 과정을 거쳐 최종적으로 설계된 장수리스크 감소를 위한 투자대안 계층구조는 <그림 3-2>와 같다.

<그림 3-2> 장수리스크 감소를 위한 투자대안 계층구조



이 논문에서는 개인차원의 장수리스크 감소를 위한 투자대안으로 1계층에는 금융자산 투자와 실물자산 투자를 선정하였다. 금융자산 투자와 관련한 2계층에는 예·적금, 주식, 보험 및 연금 요소로 구성하였다. 예·적금을 위한 3계층에는 은행 예·적금과 비(非)은행 예·적금으로 구분하였고, 주식을 위한 3계층에는 시세차익 목적 투자와 고배당 수익 목적 투자로 나눴다. 또한 보험 및 연금을 위한 하위계층에는 보험상품과 개인연금(사적연금)으로 구성하였다.

실물자산 투자와 관련한 2계층에는 부동산과 동산에 대한 투자대안을 설정하였다. 부동산을 위한 3계층 투자대안에는 주택, 토지, 상가를 설정하였고 동산에는 귀금속, 자동차, 기타 대안을 하위계층으로 선정하였다.

4. 자료의 수집과 표본

개인차원의 장수리스크 감소를 위한 투자대안 선정을 위한 전문가 집단에는 은행 금융기관(중앙은행, 일반은행, 저축은행), 비은행 금융기관(증권거래소, 증권사, 보험사)의 전문가, 장수리스크 연구를 주로 하는 은퇴설계연구소 소속 연구원 및 관련 전공 교수, 그리고 부동산 전문가 등

모두 4개 집단으로 구성하였다.

이 연구를 위해 1차 설문지를 작성하여 10명의 전문가를 대상으로 연구문제와 설문 평가방법에 대해 설명한 후 예비조사를 실시하였다. 이를 통해 본 설문 결과가 연구 문제 해결을 위해 보다 신뢰성과 타당성 있게 측정될 수 있도록 일부 설문항목을 수정, 보완하여 최종 설문지를 완성하였다.

최종 설문은 2015년 3월 한 달 동안 주로 면접조사에 의해 진행되었으며 전문가 집단을 대상으로 총 100부의 설문을 회수하였다. 회수 설문 중 오류 및 결측치가 존재하거나 설문의 일관성 지수가 0.15 이상인 설문은 제거하고 총 50부의 설문을 이 논문을 위한 분석에 이용하였다.

AHP 분석을 위한 표본의 기초자료는 <표 3-1>과 같다.

<표 3-1> AHP 분석을 위한 표본의 구성 현황

구 분	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가	합계(비중)
20대	1	3	1	-	5(10%)
30대	7	7	3	1	18(36%)
40대	5	8	4	2	19(38%)
50대	3	-	2	2	7(14%)
60대	-	-	1	-	1(2%)
합계(비중)	16(32%)	18(36%)	11(22%)	5(10%)	50(100%)

제2절 장수리스크 감소를 위한 투자대안 중요도(우선순위) 분석 결과

전문가 집단 전체가 생각하는 장수리스크 감소를 위한 투자대안을 3계층으로 구분하여 그 중요도(우선순위) 분석을 수행하였다. 총 50개의 설문 결과가 분석에 이용되었으며 그 결과는 다음과 같다.

1. 1계층 투자대안 중요도(우선순위) 평가 결과

계층 1의 평가 항목인 금융자산 투자와 실물자산 투자에 대한 상대적 중요도를 분석한 결과는 <표 3-2> 및 <그림 3-3>과 같다.

<표 3-2> 장수리스크 감소를 위한 투자대안 1계층 중요도 분석결과

대표속성요소	일관성 비율	요소의 우선순위
금융자산 투자	0.00	0.656
실물자산 투자		0.344

<그림 3-3> 장수리스크 감소를 위한 투자대안 1계층 중요도 분석결과



1계층 우선순위 선정에서 전체 전문가 집단은 보유자산의 포트폴리오 구성을 금융자산 투자에 0.656, 실물자산 투자에 0.344로 선택하여 금융자산 투자에 보다 높은 중요도를 두고 있다.

반면 통계청의 ‘2014년 가계금융·복지조사 결과’를 보면, 2014년 3월 현재 우리나라의 가계자산은 금융자산 26.8%와 실물자산 73.2%로 구성되어 있다. 거의 반대 양상에 가깝다.

장수리스크를 줄이기 위한 전문가 집단의 투자대안 우선순위 선정 결과를 분석·제시한 이 논문이 우리나라 가계와 개인의 노후 준비 및 장수리스크 대비 측면에서 많은 시사점을 주고 있다고 간주할 수 있다.

2. 2계층 투자대안 중요도(우선순위) 평가 결과

2계층 항목들 중 금융자산 투자에서는 <표 3-3>과 <그림 3-4>와 같이 예·적금이 0.236, 주식이 0.262, 보험 및 연금이 0.502로 나타나 금융자산 투자의 세부항목 중 가장 우선적으로 고려해야 하는 항목으로 보험 및 연금이 선택되고 있다.

보험 및 연금이 가장 높은 비중으로 선택되고 있는 것은 국민연금과 퇴직연금 같은 공적·준공적 연금의 노후보장이 크게 미흡한 점을 감안, 개인 스스로 보험 및 연금에 가입하여 장수리스크를 줄여 나가야 한다는 판단 때문으로 분석된다.

<표 3-3> 금융자산 투자 하위항목의 중요도 분석결과

대표속성요소	일관성 비율	요소의 우선순위
예·적금	0.00	0.236
주식		0.262
보험 및 연금		0.502

<그림 3-4> 금융자산 투자 하위항목의 중요도 분석결과



2계층 항목 중 실물자산 투자에서는 <표 3-4> 및 <그림 3-5>와 같이 부동산이 0.706, 동산이 0.294로 실물자산 투자의 하위항목 중에는 부동산이 동산 항목에 비해 우선적으로 고려해야 하는 항목으로 나타났다.

<표 3-4> 실물자산 투자 하위항목의 중요도 분석결과

대표속성요소	일관성 비율	요소의 우선순위
부동산	0.00	0.706
동산		0.294

<그림 3-5> 실물자산 투자 하위항목의 중요도 분석결과



3. 3계층 투자대안 중요도(우선순위) 평가 결과

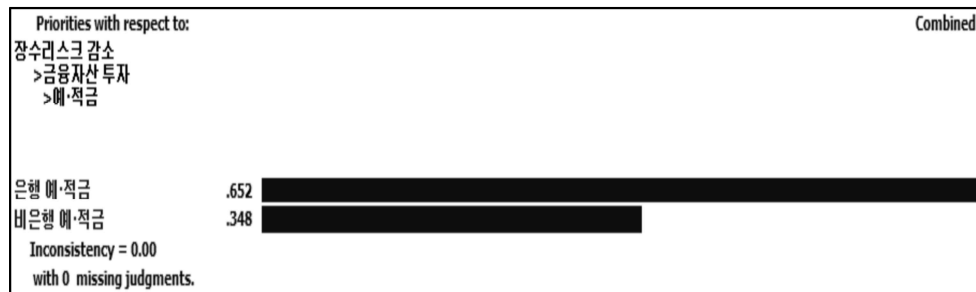
금융자산 투자대안을 위한 3계층 항목들 중 예·적금에서는 <표 3-5> 및 <그림 3-6>과 같이 은행 예·적금이 0.652, 비은행 예·적금이 0.348로 선택돼 예·적금 투자대안의 세부항목 중에는 비은행 예·적금에 비해 은행 예·적금이 보다 우선적으로 고려해야 하는 항목으로 나타났다.

이는 예·적금의 경우 일반은행이나 저축은행의 예·적금이 일반적이고, 증권사나 보험사의 경우 주식·채권·보험 같은 금융투자상품 기능이 강한 탓으로 분석된다.

<표 3-5> 예·적금 하위항목의 중요도 분석결과

대표속성요소	일관성 비율	요소의 우선순위
은행 예·적금	0.00	0.652
비은행 예·적금		0.348

<그림 3-6> 예·적금 하위항목의 중요도 분석결과



금융자산 투자대안을 위한 3계층 항목들 중 주식에서는 <표 3-6> 및 <그림 3-7>과 같이 시세차익 목적 투자가 0.387, 고배당 수익 목적 투자는 0.613으로 선택돼 고배당 수익 목적 투자를 시세차익 목적 투자보다 우선적으로 고려해야 하는 항목으로 나타났다.

<표 3-6> 주식 하위항목의 중요도 분석결과

대표속성요소	일관성 비율	요소의 우선순위
시세차익 목적 투자	0.00	0.387
고배당 수익 목적 투자		0.613

<그림 3-7> 주식 하위항목의 중요도 분석결과



금융자산 투자대안을 위한 3계층 항목들 중 보험 및 연금에서는 <표 3-7> 및 <그림 3-8>과 같이 보험은 0.237, 개인연금(사적연금)은 0.763

으로 개인연금(사적연금)이 보험에 비해 우선적으로 고려되는 항목으로 나타났다. 이는 우리나라의 노후소득보장체계가 미흡하여 개인연금을 중시한 것으로 분석된다.

<표 3-7> 보험 및 연금 하위항목의 중요도 분석결과

대표속성요소	일관성 비율	요소의 우선순위
보험	0.00	0.237
개인연금(사적연금)		0.763

<그림 3-8> 보험 및 연금 하위항목의 중요도 분석결과

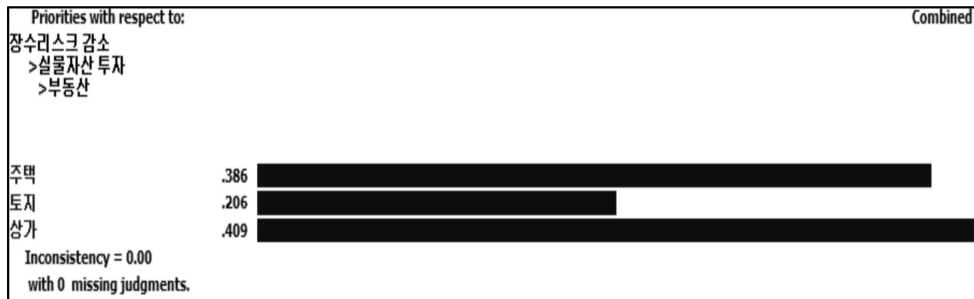


실물자산 투자대안을 위한 3계층 항목 중 부동산 항목에서는 <표 3-8> 및 <그림 3-9>와 같이 주택이 0.386, 토지가 0.206, 상가가 0.409로 나타나 상가 비중이 가장 높았다. 장수리스크 감소를 위해 주택의 시세차익보다 상가 같은 수익형 부동산의 안정적인 현금 흐름(cash flow)을 중시한 것으로 분석된다.

<표 3-8> 부동산 하위항목의 중요도 분석결과

대표속성요소	일관성 비율	요소의 우선순위
주 택	0.00	0.386
토 지		0.206
상 가		0.409

<그림 3-9> 부동산 하위항목의 중요도 분석결과

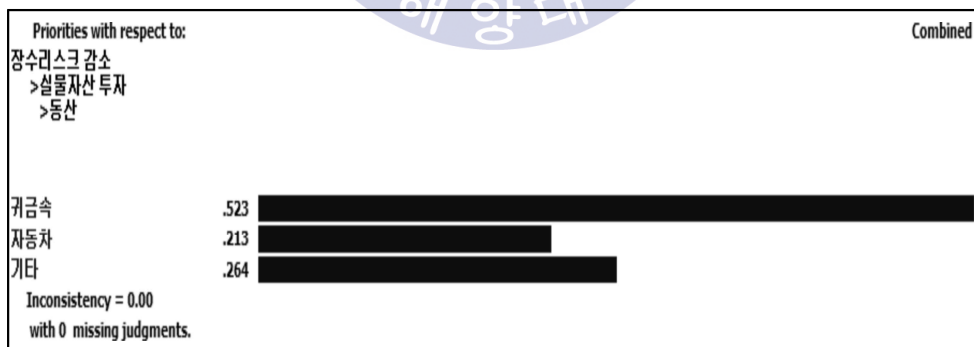


실물자산 투자대안을 위한 3계층 항목 중 동산 항목에서는 <표 3-9> 및 <그림 3-10>과 같이 귀금속이 0.523, 자동차가 0.213, 기타가 0.264로 귀금속이 가장 우선적으로 고려되는 항목으로 나타났다.

<표 3-9> 동산 하위항목의 중요도 분석결과

대표속성요소	일관성 비율	요소의 우선순위
귀금속	0.00	0.523
자동차		0.213
기 타		0.264

<그림 3-10> 동산 하위항목의 중요도 분석결과

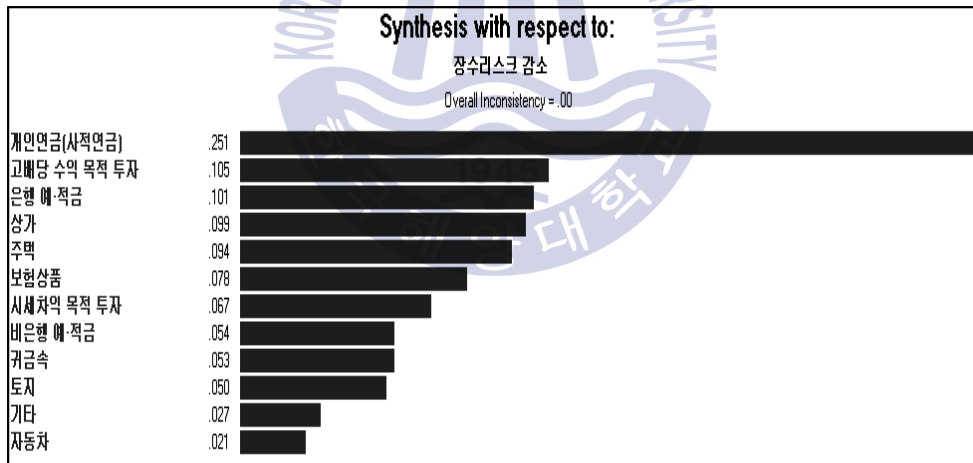


장수리스크 감소를 위한 투자 대안 우선순위(중요도) 도출을 위한 세 부항목의 종합 중요도는 <표 3-10> 및 <그림 3-11>과 같이 나타났다.

<표 3-10> 장수리스크 감소를 위한 투자대안 종합 중요도 분석결과

1계층 요소	중요도	2계층 요소	중요도		세부항목(3계층) 요소	중요도		순위
			Local	Global		Local	Global	
금융 자산 투자	0.656	예·적금	0.236	0.155	은행 예·적금	0.652	0.101	3
					비은행 예·적금	0.348	0.054	8
		주식	0.262	0.172	시세차익 목적 투자	0.387	0.067	7
					고배당수익 목적 투자	0.613	0.105	2
		보험 및 연금	0.502	0.330	보험상품	0.237	0.078	6
					개인연금(사적연금)	0.763	0.251	1
실물 자산 투자	0.344	부동산	0.706	0.243	주 택	0.386	0.094	5
					토 지	0.206	0.050	10
					상 가	0.409	0.099	4
		동산	0.294	0.101	귀금속	0.523	0.053	9
					자동차	0.213	0.021	12
					기 타	0.264	0.027	11

<그림 3-11> 장수리스크 감소를 위한 투자대안 종합 중요도 분석결과



개인연금(사적연금)이 0.251로 가장 높게 나타났고, 그 다음으로는 고배당수익 목적 투자 주식이 0.105, 은행 예·적금이 0.101, 상가가 0.099, 주택이 0.094 순으로 나타났다. 보험상품이 0.078으로 6위로 나타났으며, 시세차익 목적 주식이 0.067로 7위로 나타났다. 또한, 비은행 예·적금이

0.054, 귀금속이 0.053, 토지가 0.050, 기타가 0.027, 자동차가 0.021 순으로 나타났다.

개인연금(1층)은 3계층 투자대안 우선순위 중 1순위로 나온 것은 우리나라의 3계층 노후소득보장체계가 미흡한 탓으로 분석된다. 먼저 국민연금(1층) 소득대체율이 매우 낮다. 2014년 10월말 기준으로 대표적인 국민연금 급여인 ‘노령연금’은 평균 수급액이 33만원선에 불과하다. 1인 수령자가 많고, 부부가 같이 받는다 하더라도 평균 50만~60만 정도로 추정돼 통계청의 ‘2014년 가계 금융·복지 조사 결과’에서 밝혀진 은퇴 부부의 월 평균 최소 생활비 168만원, 적정 생활비 246만원에 크게 모자란다.

퇴직연금(2층)은 2014년 말 도입률이 16.3%에 불과한데다 원금 보장 상품 위주로 가입하여 수익률이 매우 낮은 편이고, 자영업자도 가입할 수 있는 개인연금은 가입자가 갈수록 늘고 있으나 10년 후 가입 유지율이 52.4%에 그칠 정도로 노후소득 보장 기능이 아직 미흡하다. 전문가 집단들은 이런 현실을 감안하여 개인 차원의 장수리스크 감소 방안으로 개인연금 가입을 중시한 것으로 분석된다.

고배당 수익 목적 투자 주식이 2순위 중요도를 보인 것은 기준금리 1%대의 초저금리 시대를 맞아 가계 은퇴자산의 일정 부분을 위험자산에 배분하되 상대적으로 안정적인 배당주 투자를 중시한 판단으로 분석된다. 지금까지 개인 투자자들의 시세 차익 목적과 고배당 수익 목적 투자 비중 등에 대한 선행연구는 거의 전무한 실정이다. 하지만 전체 주식형 펀드 대비 배당주 펀드 비중으로 시세 차익 대(對) 고배당 수익 투자 비율을 유추해 볼 수 있다. 펀드평가업체 KG제로인에 따르면, 전체 주식형 펀드 중 배당주 펀드 비중은 2013년 말 7.49%, 2014년 말 17.19%로 나타났다. 개인 투자자들의 주식 투자는 시세 차익 목적이 고배당 목적보다 4배 이상에 이른다고 유추해 볼 수 있다. 그런데도 전문가 집단들이 초저금리-고령화 시대 장수리스크를 줄이기 위한 투자대안으로 고배당 목적의 주식 투자에 훨씬 더 비중을 둔 것이다.

제3절 전문가 그룹별 투자대안 중요도(우선순위) 분석 비교

본 절에서는 장수리스크 감소를 위한 투자대안 선정과 관련하여 전문가 그룹을 집단별, 연령별로 구분하여 보다 세부적으로 각 계층의 투자대안 중요도 선정 결과를 비교, 분석하고자 한다. 먼저 전문가 집단을 은행금융기관, 비은행 금융기관, 관련 연구기관, 부동산 전문가 집단으로 구분하여 집단별 투자대안 중요도 선정 결과를 분석할 것이다. 추가적으로 전문가 집단을 30대 이하, 40대, 50대 이상의 3개의 그룹으로 구분하여 연령별 전문가 집단의 장수리스크 감소를 위한 투자대안 중요도 선정 결과도 살펴보고자 한다.

1. 집단별 투자대안 중요도(우선순위) 평가 결과

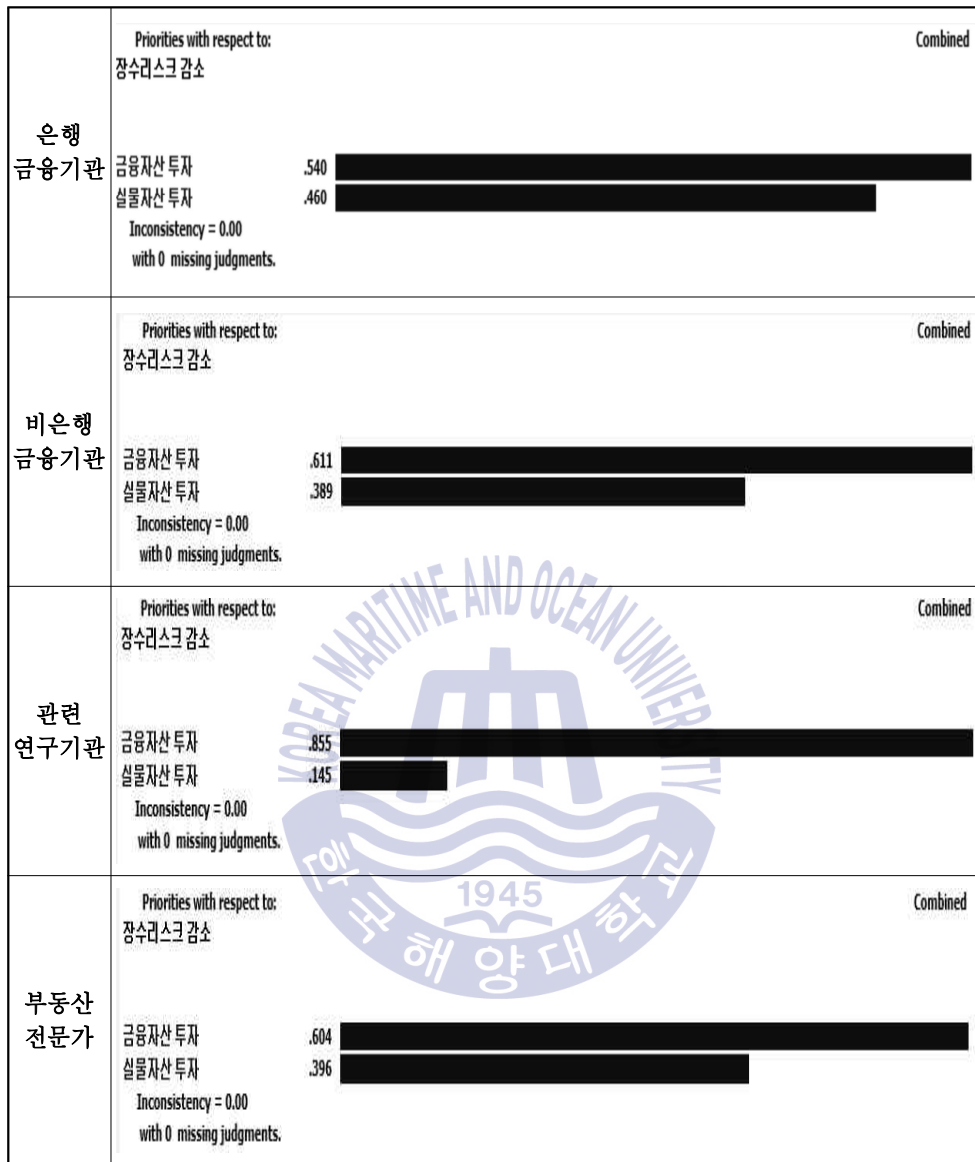
1) 1계층 집단별 투자대안 평가 결과

계층 1의 평가 요소인 금융자산과 실물자산에 대한 상대적 중요도를 은행 금융기관, 비은행 금융기관, 관련 연구기관, 부동산 전문가 집단으로 구분하여 비교, 분석하였다. <표 3-11> 및 <그림 3-12>와 같이 장수리스크 감소를 위한 1계층의 투자대안의 경우 모든 전문가 집단에서 실물자산에 비해 금융자산이 더 중요한 것으로 평가하고 있다.

<표 3-11> 1계층 집단별 투자대안 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도				우선순위			
	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가
금융자산	0.540	0.611	0.855	0.604	1	1	1	1
실물자산	0.460	0.389	0.145	0.396	2	2	2	2

<그림 3-12> 1계층 집단별 투자대안 중요도 비교분석



은행 금융기관에서는 금융자산 투자가 0.540, 실물자산 투자가 0.460으로 나타났으며 비은행 금융기관에서는 금융자산 투자가 0.611, 실물자산 투자가 0.389으로 나타났다.

관련 연구기관의 경우 금융자산 투자가 0.855로, 실물자산 투자 0.145보다 월등히 높았다. 이 집단은 장수리스크에 대한 연구를 많이 하고 관

런 전문지식도 풍부해 초저금리 추세가 강화되는 현실을 감안하여 장수리스크를 줄이려면 현금 흐름(cash flow) 창출이 용이한 금융자산을 대폭 늘려야 한다고 판단한 것으로 분석된다.

부동산 전문가 집단에서는 금융자산 투자가 0.604, 실물자산 투자에 0.396의 중요도를 보이고 있다. 부동산 전문가 집단이 실물자산보다 금융자산을 더 중시한 것은 특이한 결과이다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 부동산 불패 신화가 깨지면서 ‘깡통 주택’과 ‘하우스 푸어(House Poor)’가 속출한데다 초저금리 시대를 맞아 장수리스크 감소를 위해서는 현금 유동성 확보가 중요하다고 판단한 것으로 분석된다.

2) 2계층 집단별 투자대안 평가 결과

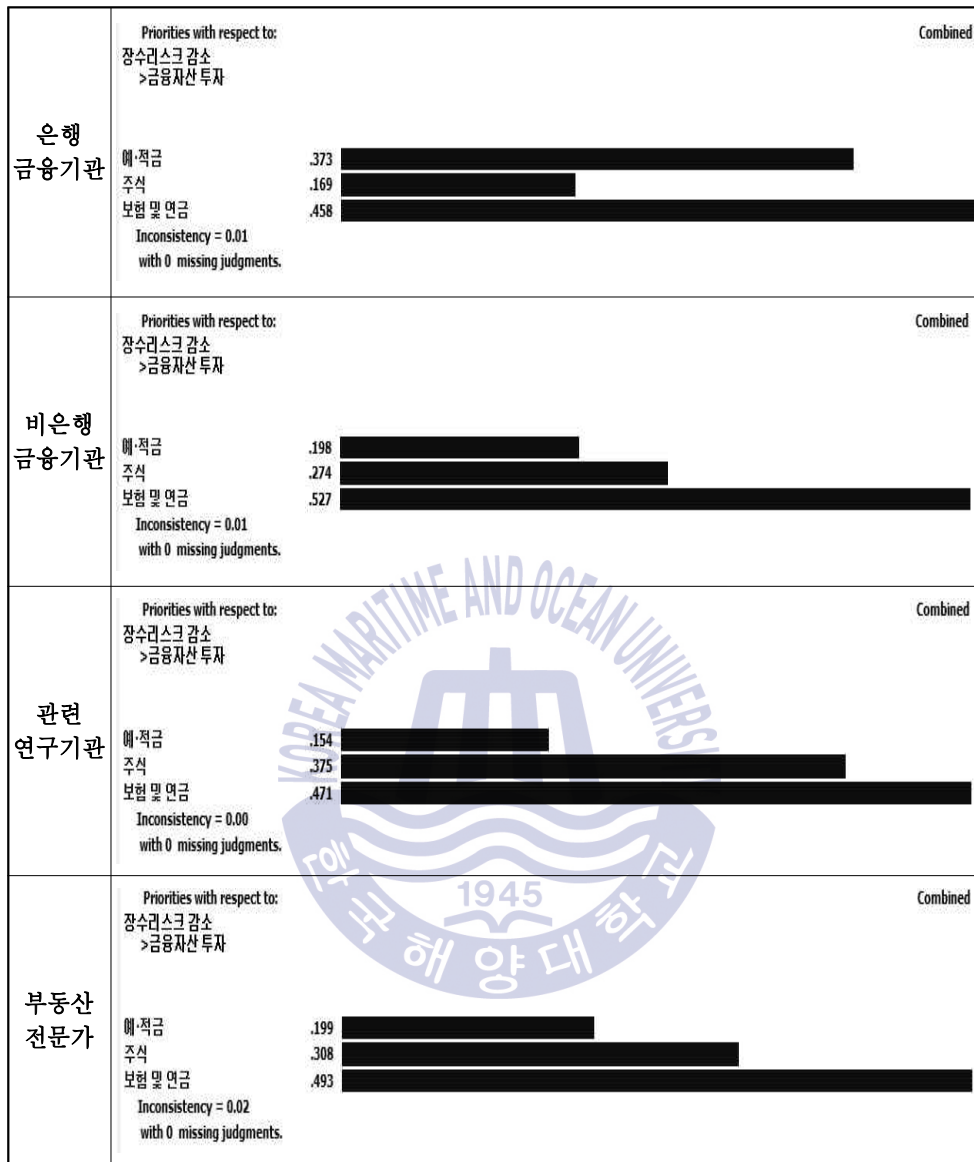
다음으로는 집단별 2계층의 투자대안들에 대한 중요도와 우선순위를 평가하여 비교, 분석하였다.

첫 번째로 1계층의 금융자산 투자의 하위항목들의 중요도 및 우선순위를 평가하였다. 평가 결과, <표 3-12> 및 <그림 3-13>과 같이 모든 전문가 집단에서 1순위에 보험 및 연금이 나타났다. 은행 금융기관의 경우 2순위에 예·적금, 3순위에 주식이 나타났으나 나머지(비은행 금융기관, 관련 연구기관, 부동산 전문가) 전문가 집단에서는 2순위에 주식, 3순위에 예·적금이 나타났다.

<표 3-12> 집단별 ‘금융자산’ 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도				우선순위			
	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가
예·적금	0.373	0.198	0.154	0.199	2	3	3	3
주식	0.169	0.274	0.375	0.308	3	2	2	2
보험 및 연금	0.458	0.527	0.471	0.493	1	1	1	1

<그림 3-13> 집단별 ‘금융자산’ 하위항목의 중요도 비교분석

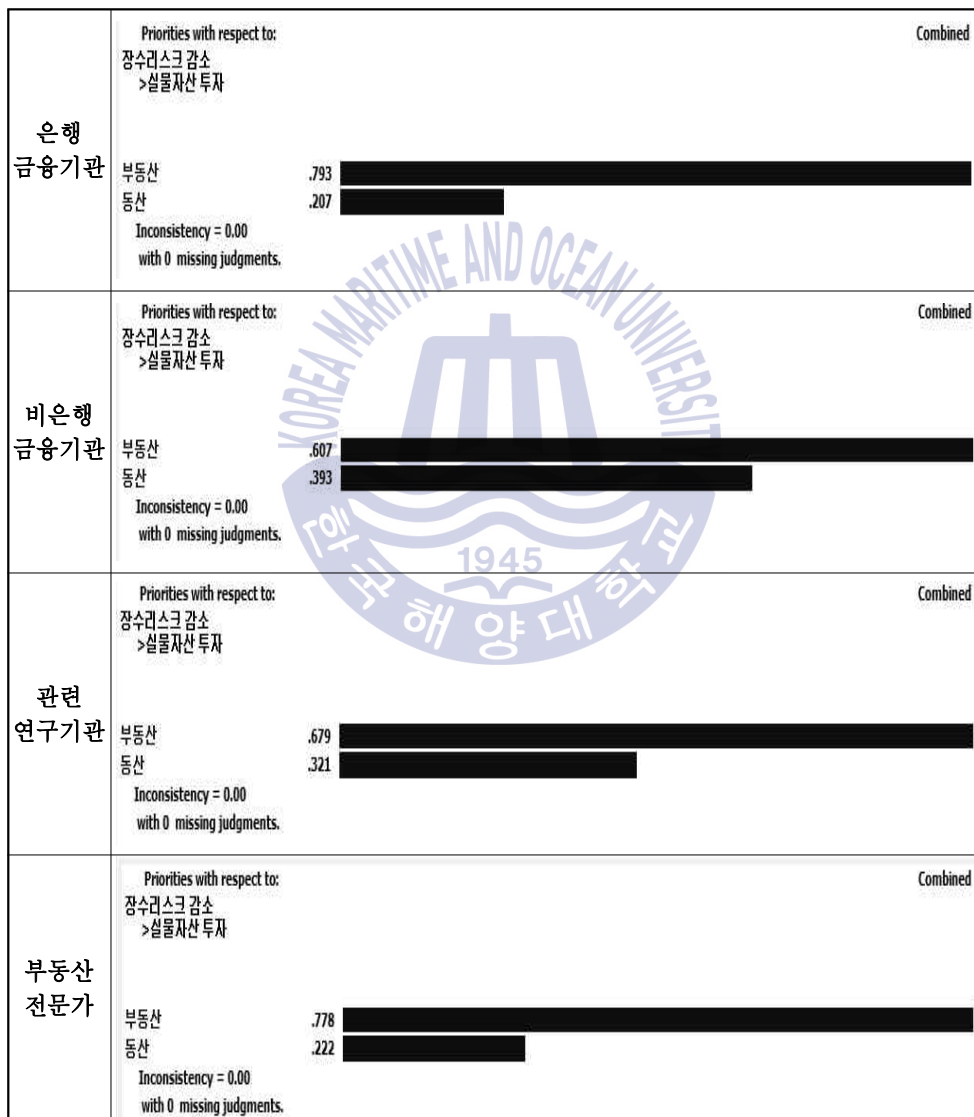


두 번째로 1계층의 실물자산 투자의 하위 항목들의 중요도 및 우선순위를 평가하였다. 평가결과, <표 3-13> 및 <그림 3-14>와 같이 모든 전문가 집단에서 동산에 비해 부동산의 중요도가 높은 것으로 평가되었다.

<표 3-13> 집단별 '실물자산' 의 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도				우선순위			
	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가
부동산	0.793	0.607	0.679	0.778	1	1	1	1
동산	0.207	0.393	0.321	0.222	2	2	2	2

<그림 3-14> 집단별 '실물자산' 의 하위항목 중요도 비교분석



3) 3계층 집단별 투자대안 평가 결과

다음으로 3계층의 투자대안에 대한 중요도와 우선순위를 평가하여 비교, 분석하였다.

첫 번째로 2계층의 예·적금의 하위항목에 대한 우선순위를 평가하였다. 그 결과 <표 3-14>와 같이 모든 전문가 집단에서 비은행 예·적금에 비해 은행 예·적금이 상대적으로 더 중요한 것으로 분석되었다.

<표 3-14> 집단별 '예·적금' 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도				우선순위			
	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가
은행 예·적금	0.711	0.664	0.525	0.672	1	1	1	1
비은행 예·적금	0.289	0.336	0.475	0.328	2	2	2	2

두 번째로 2계층의 주식의 하위항목에 대한 우선순위 평가 결과, <표 3-15>와 같이 은행 금융기관은 시세차익 목적 투자 주식이 고배당 수익 목적 주식보다 중요한 것으로 평가되었다. 하지만 비은행 금융기관, 관련 연구기관, 부동산 전문가 집단에서는 시세차익 목적 투자 주식보다는 고배당 수익 목적 투자 주식의 중요도가 훨씬 더 높게 나타났다.

<표 3-15> 집단별 '주식' 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도				우선순위			
	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가
시세차익 목적 투자	0.604	0.298	0.296	0.280	1	2	2	2
고배당수익 목적 투자	0.396	0.702	0.704	0.720	2	1	1	1

세 번째로 2계층의 보험 및 연금의 하위 항목에 대한 우선순위 분석 결과 <표 3-16>과 같이 모든 전문가 집단에서 보험상품보다 개인연금이 큰 차이로 중요도가 높게 나타나고 있다.

<표 3-16> 집단별 '보험 및 연금' 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도				우선순위			
	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가
보험상품	0.341	0.233	0.169	0.146	2	2	2	2
개인연금 (사적연금)	0.659	0.767	0.831	0.854	1	1	1	1

네 번째로 2계층의 부동산의 하위 항목에 대한 우선순위를 평가하였다. <표 3-17>과 같이 은행 금융기관은 1순위 토지(0.357), 2순위 주택(0.350), 3순위 상가(0.293)순으로 그 중요도를 나타내고 있다. 하지만 비은행 금융기관과 관련 연구기관 및 부동산 전문가 집단에서는 1순위 상가, 2순위 주택, 3순위 토지 순으로 중요도가 나타났다.

<표 3-17> 집단별 '부동산' 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도				우선순위			
	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가
주 택	0.350	0.396	0.378	0.378	2	2	2	2
토 지	0.357	0.156	0.167	0.114	1	3	3	3
상 가	0.293	0.448	0.455	0.508	3	1	1	1

다섯 번째로 2계층의 동산의 하위 항목에 대한 우선순위를 평가하였다. <표 3-18>과 같이 모든 전문가 집단에서 1순위에 귀금속, 2순위에 기타, 3순위에 자동차를 나타냈다.

<표 3-18> 집단별 '동산' 하위항목의 중요도 비교분석

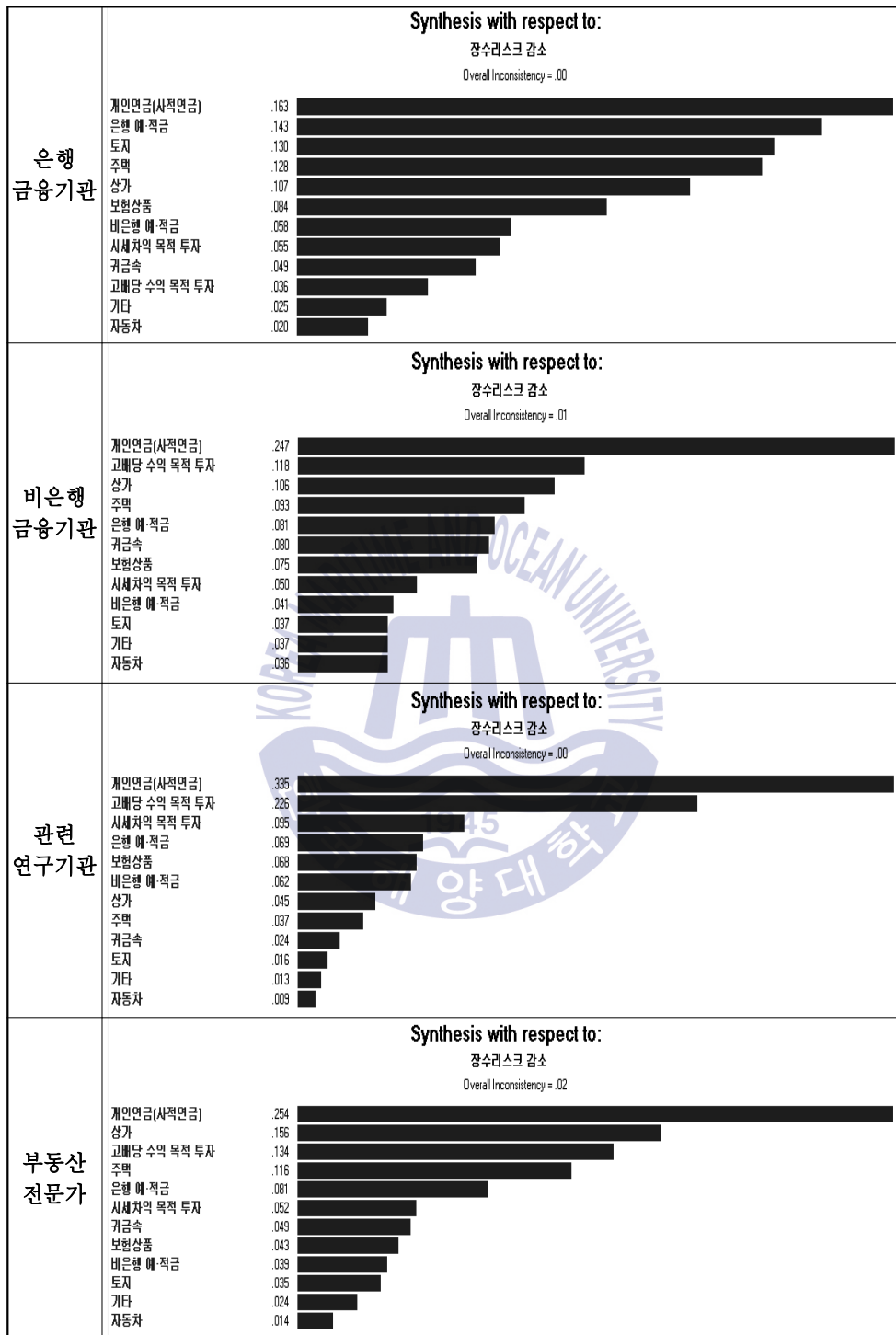
구 분	상대적 중요도				우선순위			
	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가
귀금속	0.521	0.521	0.511	0.560	1	1	1	1
자동차	0.213	0.236	0.201	0.163	3	3	3	3
기 타	0.266	0.243	0.288	0.277	2	2	2	2

여섯 번째로는 지금까지의 분석된 결과를 토대로 3계층의 전체 항목들에 대한 상대적 중요도와 우선순위를 <표 3-19> 및 <그림 3-15>와 같이 비교, 분석하였다.

<표 3-19> 집단별 3계층 투자대안 전체 항목별 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도				우선순위			
	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가	은행 금융기관	비은행 금융기관	관련 연구기관	부동산 전문가
은행 예·적금	0.143	0.081	0.069	0.081	2	5	4	5
비은행 예·적금	0.058	0.041	0.062	0.039	7	9	6	9
시세차익 목적 투자	0.055	0.050	0.095	0.052	8	8	3	6
고배당수익 목적 투자	0.036	0.118	0.226	0.134	10	2	2	3
보험상품	0.084	0.075	0.068	0.043	6	7	5	8
개인연금 (사적연금)	0.163	0.247	0.335	0.254	1	1	1	1
주 택	0.128	0.093	0.037	0.116	4	4	8	4
토 지	0.130	0.037	0.016	0.035	3	10	10	10
상 가	0.107	0.106	0.045	0.156	5	3	7	2
귀금속	0.049	0.080	0.024	0.049	9	6	9	7
자동차	0.020	0.036	0.009	0.014	12	12	12	12
기 타	0.025	0.037	0.013	0.024	11	10	11	11

<그림 3-15> 집단별 3계층 투자대안 전체 항목별 중요도 비교분석



먼저 자산 운용이 대체로 보수적인 은행 금융기관의 경우 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 평가 결과에서도 안정 지향성을 나타냈다. 1순위 개인연금(사적연금)이 0.163, 2순위 은행 예·적금이 0.143이었고, 다음으로 3순위 토지 0.130, 4순위 주택 0.128, 5순위 상가 0.107, 6순위 보험상품 0.084, 7순위 비은행 예·적금 0.058, 8순위 시세차익 목적 투자 주식 0.055, 9순위 귀금속이 0.049로 뒤를 이었다. 10순위로 고배당 수익 목적 투자 주식이 0.036, 11순위로 기타 동산이 0.025, 12순위로 자동차가 0.020을 나타냈다.

비은행 금융기관의 경우 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 평가 결과를 보면, 1순위 개인연금(사적연금)이 0.247, 2순위 고배당 수익 목적 투자 주식이 0.118로 나타났다. 3순위 상가는 0.106, 4순위 주택 0.093, 5순위 은행 예·적금 0.081로 나타났다. 귀금속이 0.080으로 6순위, 보험상품이 0.075로 7순위, 시세차익 목적 투자 주식이 0.050로 8순위, 비은행 예·적금이 0.041로 9순위로 나타났다. 토지와 기타 동산이 0.037로 공동 10순위, 자동차가 0.036으로 12순위를 나타냈다.

관련 연구기관의 경우 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 평가 결과를 보면, 1순위 개인연금(사적연금)이 0.335로 나타났고, 2순위는 고배당 수익 목적 투자 주식이 0.226으로 나타났다. 3순위 시세차익 목적 주식 0.095, 4순위 은행 예·적금 0.069, 5순위 보험상품 0.068로 나타났다. 비은행 예·적금이 0.062로 6순위, 상가가 0.045로 7순위, 주택이 0.037로 8순위, 귀금속이 0.024로 9순위로 나타났다. 10순위로 토지 0.016, 11순위로 기타 동산이 0.013, 12순위로 자동차가 0.009를 나타냈다.

마지막으로 부동산 전문가 집단의 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 평가 결과를 보면, 1순위 개인연금(사적연금)이 0.254로 나타났고, 2순위 상가가 0.156으로 나타났다. 3순위 고배당 수익 목적 투자 주식이 0.134, 4순위 주택 0.116, 5순위 은행 예·적금이 0.081로 나타났다. 시세차익 목적 투자 주식이 0.052로 6순위, 귀금속이 0.049로 7순위, 보험상품이 0.043으로 8순위, 비은행 예·적금이 0.039로 9순위로 나타났다. 토

지가 0.035로 10순위, 기타 동산이 0.024로 11순위, 자동차가 0.014로 12순위를 나타냈다.

2. 연령별 투자대안 중요도(우선순위) 평가 결과

1) 1계층 연령별 투자대안 평가 결과

전문가 집단의 연령별 장수리스크 감소를 위한 1계층의 투자대안 우선순위 선정결과는 아래의 <표 3-20> 및 <그림 3-16>과 같다. 분석 대상으로 한 모든 연령층에서 실물자산에 비해 금융자산이 중요도가 높은 것으로 나타났다.

금융자산과 실물자산의 비중이 30대 이하의 경우 0.601과 0.399, 40대의 경우 0.688과 0.312, 50대 이상의 경우 0.729와 0.271로 나타나고 있다. 이는 나이가 많을수록 실물자산보다 금융자산 투자에 더 큰 비중을 부여하고 있다는 점을 보여준다.

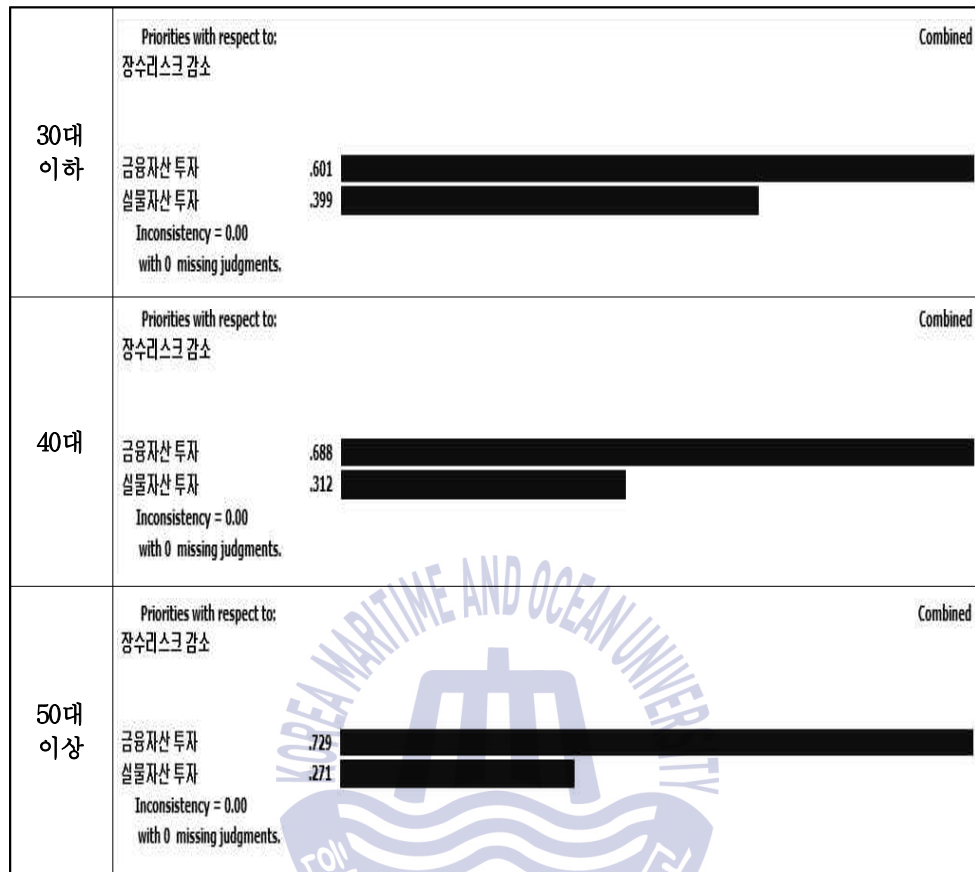
반면 통계청의 '2014년 가계금융·복지조사 결과'를 보면, 2014년 3월 현재 가계 자산은 연령대가 높아질수록 실물자산 비중이 높았다. 60세 이상인 가구는 자산의 82.4%가 실물자산으로 구성되어 있다. 다음은 50대가 74.1%, 40대가 69%, 30대가 61%, 30세 미만이 37.2% 순이었다.

전문가 집단들은 초저금리-고령화 시대 장수리스크 감소를 위해서는 현금 흐름 창출이 용이한 금융자산 비중을 중시한 것으로 분석된다. 이러한 선택은 2013년 말 기준 미국 가계자산의 금융자산 70.7%, 실물자산 29.3%와 비슷하다.

<표 3-20> 1계층 연령별 투자대안 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도			우선순위		
	30대 이하	40대	50대 이상	30대 이하	40대	50대 이상
금융자산	0.601	0.688	0.729	1	1	1
실물자산	0.399	0.312	0.271	2	2	2

<그림 3-16> 1계층 연령별 투자 대안 중요도 비교분석



2) 2계층 연령별 투자대안 평가 결과

다음으로는 연령별 2계층의 투자대안들에 대한 중요도와 우선순위를 평가하여 비교, 분석하였다.

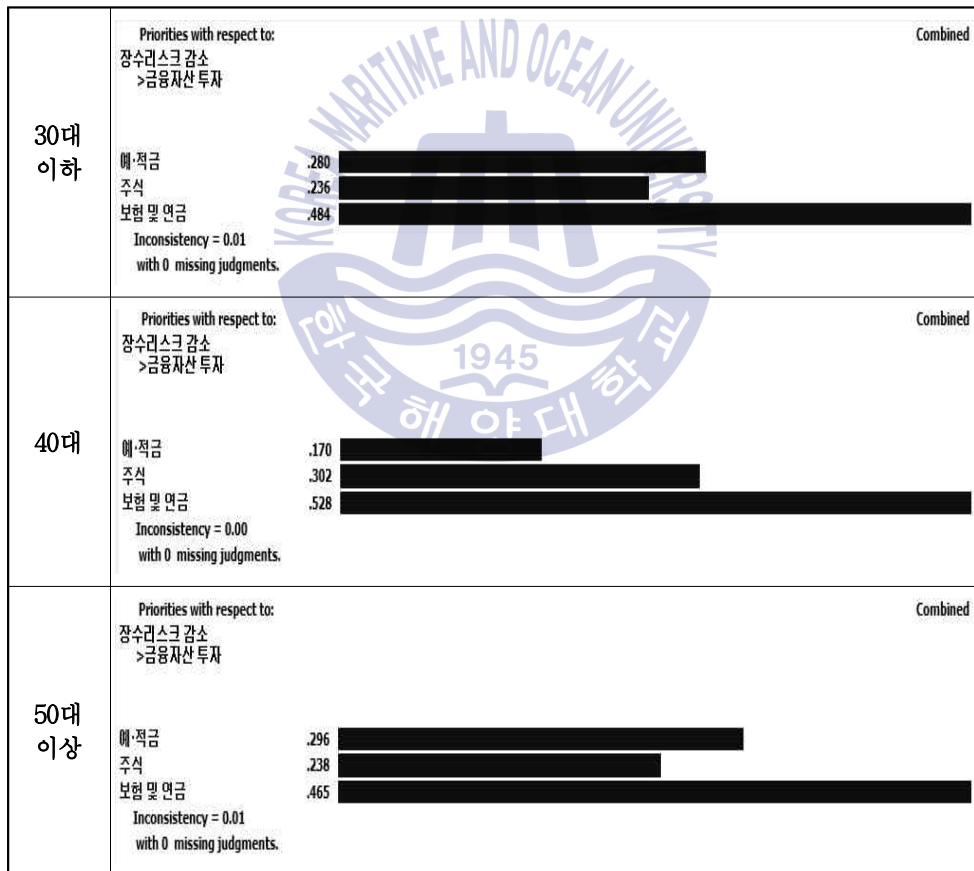
첫 번째로 1계층 금융자산 투자의 하위항목들의 중요도 및 우선순위를 평가하였다. 평가 결과, <표 3-21> 및 <그림 3-17>과 같이 모든 연령별 구분 집단의 1순위에 보험 및 연금이 나타났다. 하지만 30대 이하와 50대 이상의 그룹에서는 2순위에 예·적금, 3순위 주식인 반면, 40대 전문가 그룹에서는 2순위에 주식, 3순위에 예·적금이 나타났다. 전통적인 노

후생활 수단인 예·적금의 비중 저하는 초저금리-고령화 시대 장수리스크 감소 대안으로서 가치가 떨어지기 때문인 것으로 분석된다.

<표 3-21> 연령별 ‘금융자산’ 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도			우선순위		
	30대 이하	40대	50대 이상	30대 이하	40대	50대 이상
예·적금	0.280	0.170	0.296	2	3	2
주식	0.236	0.302	0.238	3	2	3
보험 및 연금	0.484	0.528	0.465	1	1	1

<그림 3-17> 연령별 ‘금융자산’ 하위항목의 중요도 비교분석

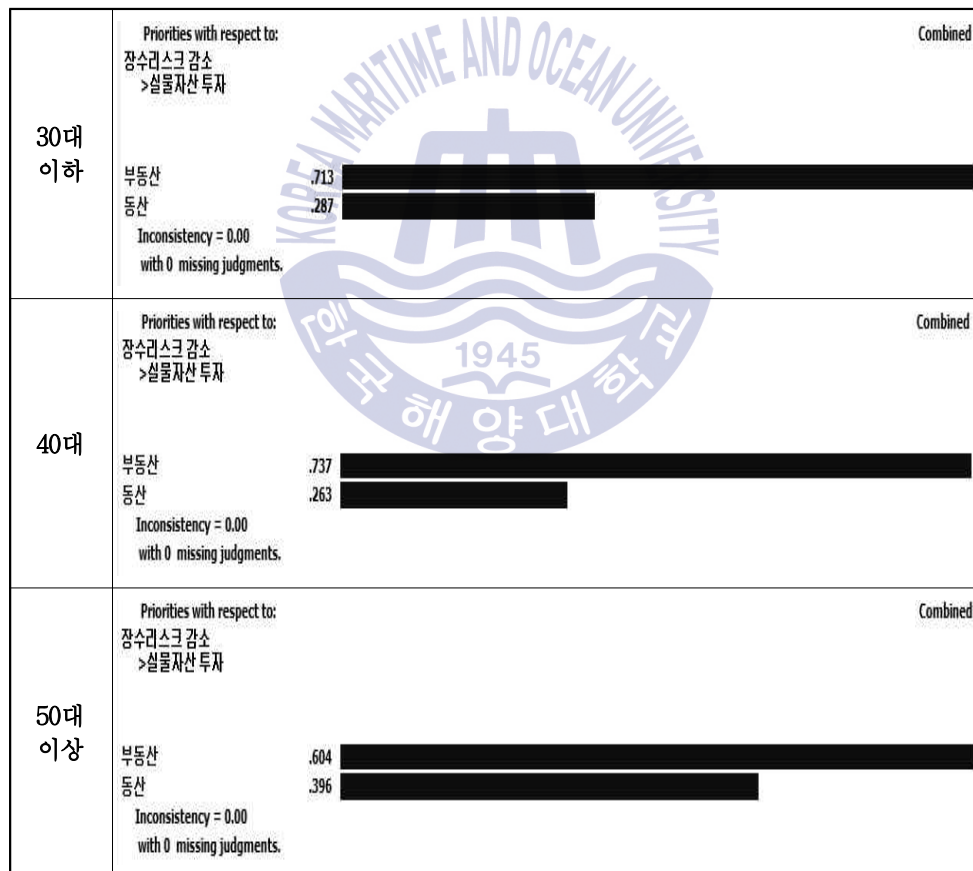


두 번째로 1계층의 실물자산 투자의 하위 항목들의 중요도 및 우선순위를 평가하였다. 평가 결과, <표 3-22> 및 <그림 3-18>과 같이 모든 연령별 전문가 그룹에서 동산에 비해 부동산의 중요도가 더 높았다.

<표 3-22> 연령별 ‘실물자산’ 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도			우선순위		
	30대 이하	40대	50대 이상	30대 이하	40대	50대 이상
부동산	0.713	0.737	0.604	1	1	1
동산	0.287	0.263	0.396	2	2	2

<그림 3-18> 연령별 ‘실물자산’ 하위항목의 중요도 비교분석



3) 3계층 연령별 투자대안 평가 결과

다음으로 연령별 3계층의 투자대안에 대한 중요도와 우선순위를 평가하여 비교, 분석하였다.

첫 번째로 2계층의 예·적금의 하위항목에 대한 우선순위를 평가하였다. 그 결과 <표 3-23>과 같이 모든 연령별 그룹에서 비은행 예·적금에 비해 은행 예·적금이 상대적으로 더 중요한 것으로 나타났다.

<표 3-23> 연령별 ‘예·적금’ 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도			우선순위		
	30대 이하	40대	50대 이상	30대 이하	40대	50대 이상
은행 예·적금	0.674	0.680	0.512	1	1	1
비은행 예·적금	0.326	0.320	0.488	2	2	2

두 번째로 2계층 주식의 하위항목에 대한 우선순위 평가 결과 역시 <표 3-24>와 같이 모든 연령별 그룹에서 고배당 수익 목적 주식이 시세차익 목적 투자 주식에 비해 중요한 것으로 평가되었다. 개인 투자자들이 대부분 시세차익 목적의 주식 투자를 하는 데 반해 전문가 집단들은 장수리스크 감소를 위한 투자대안으로 지속적인 현금 흐름 창출이 가능하고 안정성이 뛰어난 고배당 수익 목적의 주식 투자를 선정하였다.

<표 3-24> 연령별 ‘주식’ 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도			우선순위		
	30대 이하	40대	50대 이상	30대 이하	40대	50대 이상
시세차익 목적 투자	0.410	0.330	0.465	2	2	2
고배당수익 목적 투자	0.590	0.670	0.535	1	1	1

세 번째로 2계층 보험 및 연금의 하위 항목에 대한 우선순위 분석 결과 <표 3-25>와 같이 모든 연령대의 전문가 집단에서 보험상품보다 개인연금이 월등한 비중으로 중요도가 더 크게 나타나고 있다.

<표 3-25> 연령별 ‘보험 및 연금’ 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도			우선순위		
	30대 이하	40대	50대 이상	30대 이하	40대	50대 이상
보험상품	0.271	0.216	0.201	2	2	2
개인연금 (사적연금)	0.729	0.784	0.799	1	1	1

네 번째로 2계층의 부동산의 하위 항목에 대한 우선순위를 평가하였다. <표 3-26>과 같이 30대 이하의 경우 1순위 주택(0.455), 2순위 상가(0.314), 3순위 토지(0.232) 순으로 그 중요도를 나타내고 있다. 하지만 40대 및 50대 이상의 전문가 집단에서는 1순위 상가, 2순위 주택, 3순위 토지 순으로 중요도가 나타났다.

<표 3-26> 연령별 ‘부동산’ 하위항목의 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도			우선순위		
	30대 이하	40대	50대 이상	30대 이하	40대	50대 이상
주 택	0.455	0.297	0.389	1	2	2
토 지	0.232	0.166	0.213	3	3	3
상 가	0.314	0.537	0.398	2	1	1

다섯 번째로 2계층의 동산의 하위 항목에 대한 우선순위를 평가하였다. <표 3-27>과 같이 연령별 구분에 상관없이 모든 전문가 집단에서 1순위에 귀금속, 2순위에 기타, 3순위에 자동차를 나타냈다.

<표 3-27> 연령별 ‘동산’ 하위항목의 중요도 비교분석

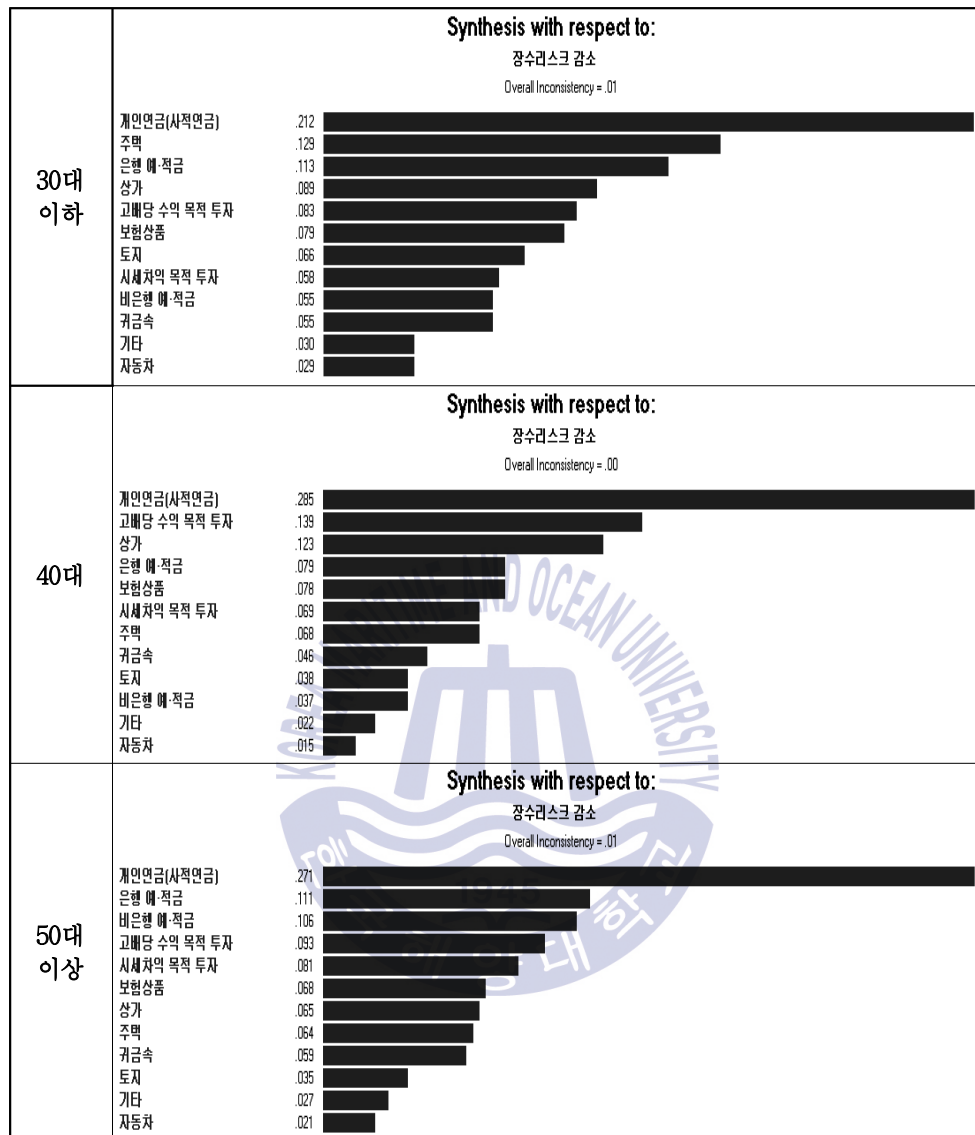
구 분	상대적 중요도			우선순위		
	30대 이하	40대	50대 이상	30대 이하	40대	50대 이상
귀금속	0.481	0.560	0.552	1	1	1
자동차	0.253	0.177	0.196	3	3	3
기 타	0.266	0.263	0.252	2	2	2

여섯 번째로는 지금까지의 분석된 결과를 토대로 연령별 그룹의 3계층 전체 항목들에 대한 상대적 중요도와 우선순위를 <표 3-28> 및 <그림 3-19>와 같이 비교, 분석하였다.

<표 3-28> 연령별 3계층 투자대안 전체 항목별 중요도 비교분석

구 분	상대적 중요도			우선순위		
	30대 이하	40대	50대 이상	30대 이하	40대	50대 이상
은행 예·적금	0.113	0.079	0.111	3	4	2
비은행 예·적금	0.055	0.037	0.106	9	10	3
시세차익 목적 투자	0.058	0.069	0.081	8	6	5
고배당수익 목적 투자	0.083	0.139	0.093	5	2	4
보험상품	0.079	0.078	0.068	6	5	6
개인연금 (사적연금)	0.212	0.285	0.271	1	1	1
주 택	0.129	0.068	0.064	2	7	8
토 지	0.066	0.038	0.035	7	9	10
상 가	0.089	0.123	0.065	4	3	7
귀금속	0.055	0.046	0.059	9	8	9
자동차	0.029	0.015	0.021	12	12	12
기 타	0.030	0.022	0.027	11	11	11

<그림 3-19> 연령별 3계층 투자대안 전체 항목별 중요도 비교분석



먼저 30대 이하 전문가 그룹의 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선 순위 평가 결과를 보면, 1순위 개인연금(사적연금)이 0.212, 2순위 주택이 0.129로 나타났다. 3순위 은행 예·적금이 0.113, 4순위 상가 0.089, 5순위 고배당 수익 목적 투자 주식이 0.083으로 나타났다. 보험상품이 0.079로 6순위, 토지가 0.066으로 7순위, 시세차익 목적 투자 주식이 0.058로 8순

위, 비은행 예·적금과 귀금속이 0.055로 공동 9순위로 나타났다. 11순위로 기타 동산이 0.030, 12순위로 자동차가 0.029를 나타냈다.

다음으로 40대 그룹의 결과를 살펴보면, 1순위 개인연금(사적연금)이 0.285, 2순위 고배당 수익 목적 투자 주식인 0.139로 나타났다. 3순위 상가는 0.123, 4순위 은행 예·적금이 0.079, 5순위 보험상품이 0.078로 나타났다. 시세차익 목적 투자 주식이 0.069로 6순위, 주택이 0.068로 7순위, 귀금속이 0.046로 8순위, 토지가 0.038로 9순위로 나타났다. 10순위로 비은행 예·적금이 0.037, 11순위로 기타 동산이 0.022, 12순위로 자동차가 0.015로 나타났다.

마지막으로 50대 이상 그룹의 경우, 1순위 개인연금(사적연금)이 0.271, 2순위 은행 예·적금이 0.111로 나타났다. 3순위 비은행 예·적금이 0.106, 4순위 고배당 수익 목적 투자 주식이 0.093, 5순위 시세차익 목적 투자 주식이 0.081로 나타났다. 보험상품이 0.068로 6순위, 상가가 0.065로 7순위, 주택이 0.064로 8순위, 귀금속이 0.059로 9순위로 나타났다. 10순위로 토지가 0.035, 11순위로 기타 동산이 0.027, 12순위로 자동차가 0.021을 나타냈다.

제4절 장수리스크 감소 대책에 대한 추가 조사 결과

이 연구에서는 전문가 집단을 상대로 AHP기법 설문제에 더하여 주관식 형태의 추가적인 장수리스크 감소 대책에 대하여 설문하였다. 장수리스크 감소를 위한 개인 및 정부 차원의 노력 방안과 최근 초미의 관심을 끌고 있는 고배당주 투자에 대한 의견을 물었다. 이들 3가지 사항에 대해 정리하면 다음과 같다.

1. 장수리스크 감소를 위한 개인 차원의 노력 방안

초저금리 시대 국민연금 등 공적연금만으로는 장수리스크를 대비하기

에 턱없이 부족한 만큼 젊은 시절부터 사적연금인 개인연금에 가입하고 불입액을 확대하는 노력이 필요하다는 지적이 가장 많았다.

다음으로는 장수리스크가 급전적인 노후 준비 부족에 기인하는 리스크인 만큼 초저금리 시대에 대응하여 수익률을 높이기 위해서는 일정 부분 위험자산 투자가 불가피하고, 그중에서도 고배당주와 우량주 직접 투자 및 적립식 펀드 투자를 늘려야 한다는 의견이 많이 제시되었다.

금융자산과 실물자산의 적정한 분산투자, 부동산보다 금융자산 비중 확대, 부동산 중에서는 상가 건물이나 상업용 및 주거용 오피스텔 등 안정적인 임대수익을 거둘 수 있는 수익형 부동산 투자로 현금 확보 및 안정적인 현금 흐름 창출이 필요하다는 의견도 많았다.

적은 수입이라도 지속적으로 소득을 창출하기 위해서는 정년이 보장된 직장을 구하거나 정년퇴직 후에도 자신의 전문성을 활용하여 지속적으로 노동시장에 참여하고, 개인의 직무역량을 강화하여 지속적인 사회활동을 추구해야 한다는 점도 제시되었다.

이밖에 노후 의료비 경감을 위한 보험 가입 및 지속적인 건강관리, 자신의 노후를 위한 자녀 사교육비 절감, 장수리스크와 주택가격 하락 리스크를 동시에 방어하는 주택연금 적극 활용, 소비 줄이기, 자산 포트폴리오 구성 다변화, 해외자산으로 투자 다변화, 젊어서부터 금융교육 관심, 경제 현상에 대한 이해능력 확대 등 다양한 방안이 제시되었다.

2. 장수리스크 감소를 위한 정부 차원의 노력 방안

정부 차원에서 장수리스크 감소를 위해 노력해야 할 방안으로는 우선 국민연금에 대한 개선 요구가 많았다. 즉, 국민연금의 가입 확대 및 보장 강화, 소득대체율을 올리는 수령액 확대, 투명하고 효과적인 운영과 자산 운용 수익률 제고, 재원 고갈 방지를 위한 연금 개혁 등이 제시되었다.

노인들의 일자리 창출 및 복지 확대, 노령연금 등 공적 부조제도 강화, 정년 연장 및 임금피크제 활성화, 저소득층에 대한 노후준비 인센티브

제공, 100세 시대를 맞아 노후 주거비 부담 경감을 위한 공공임대주택 보급 확대 등 고령화에 따른 정부의 조치를 요구하는 의견이 많았다.

법인세 증가와 부자감세 철회로 복지재원 확충, 배당 관련 세금 낮추기, 개인연금과 퇴직연금 활성화를 위한 세액공제 및 비과세 확대 등 세제 개편, 장기 금융상품 개발 및 장기 투자 시 혜택 확대, 노후 저축 관련 세액공제 확대, 주식 펀드 등 중위험-중수익 자산 투자 장려책 시행 등 세제 및 제도 개편에 대한 요구도 많이 제시되었다.

이밖에 고령화 현상을 막기 위한 출산 장려, 건강보험제도 보완, 민·관 공동 노력으로 장수리스크 대비, 은퇴자산 중 비중이 큰 부동산 가치의 급격한 붕괴를 막기 위한 부동산 시장 활성화, 주택 역모기지 활성화 등 다양한 자산 유동화 방안 등에 대한 의견도 나왔다.

3. 장수리스크 감소를 위한 고배당주

한국 사회의 고령화 진전이 빠르고 저금리 기조가 장기화함에 따라 배당소득에 대한 수요가 꾸준히 증가하고 있고, 고배당주 투자가 장수리스크 감소를 위한 훌륭한 투자대안으로 부상하고 있다. 이와 관련, 우량 배당주에 대한 정보 공유 확대, 관련 ETF나 펀드 수수료 인하로 간접투자 확대 유도, 연기금의 배당주 투자 확대, 소액주주에 대한 차등배당 실시, 해외 대비 낮은 배당률 개선을 위한 시가 대비 적절한 배당 확대, 예금 금리보다 높은 배당 실시 및 배당률 높은 기업에 대한 정책 지원금 혜택 제공, 배당소득 분리과세와 종합소득세 과표 제외 등 고배당에 대한 정부의 강한 의지와 정책 필요 등과 같은 보완점이 많이 제기되었다.

또한 고배당주 및 배당주 펀드도 근본적으로 주식 투자라는 점에서 위험성이 있는 만큼 장기적인 분산투자를 통한 리스크 관리와 여유자금으로 투자하기, 직접투자보다 간접투자 활성화, 무늬만 고배당주 많아 신중한 투자 필요, 배당주 펀드 상품에 대한 정확한 이해 등 위험관리에도 신경을 써야 한다는 의견도 제기되었다.

제4장 장수리스크 감소를 위한 노후자산 관리 대응방안 : 배당투자를 중심으로

이 연구에서는 제3장에서 전문가 집단을 대상으로 한 AHP 분석을 통하여 장수리스크 감소를 위한 개인 차원의 투자 대안 우선순위 선정을 하였고, 추가적으로 전문가 집단을 상대로 주관식 형태의 추가적인 장수리스크 감소 대책에 대하여 설문하였다. 장수리스크 감소를 위한 개인 및 정부 차원의 노력 방안, 최근 관심이 높아진 고배당주 투자에 대한 의견을 묻은 결과 다양한 의견이 제시되었다.

제2장 이론적 배경과 제3장 실증분석의 연구 결과를 토대로 장수리스크 감소를 위한 노후자산 관리 대응방안을 대안과 과제를 중심으로 추가 연구를 통하여 제시하고자 한다.

제1절 가계자산 포트폴리오 변화

이 연구에서 전문가 집단은 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 선정에서 금융자산(0.656) 비중을 실물자산(0.344)보다 2배 가까이 높게 선택했다. 반면 실제 우리나라 가계의 자산 구성은 정반대 양상이다. 실물자산(67.8%)이 금융자산(32.2%)보다 2배 이상 많다.

유경원·이혜은(2010)은 다른 나라에 비해 상대적으로 빠른 인구 구조의 고령화가 저축률 저하로 인한 금융자산 축적 미흡을 확대시키는 요인으로 작용할 것으로 예측하였다. 아울러 이들은 연령이 높아질수록 가계 자산 구성상에 실물자산의 대부분을 차지하는 부동산자산 비중이 높아지고 있음을 감안할 때 주택 수요여건 변화에 따라 유동화가 어려울 경우 노후소비가 문제시 될 수 있다고 지적하였다.

이러한 지적은 이 연구에서 전문가 집단이 장수리스크 감소를 위한 투자대안으로 실물자산보다 금융자산 비중을 높게 선택한 결과와 일맥상통한다고 볼 수 있다.

극심한 경기 침체와 제로(또는 마이너스) 금리까지 묶는 개념으로 통용되는 디플레이션이 우려되는 상황에서 저축률을 높이는 쉽지 않다. 초저금리 현상 등으로 인해 2014년말 1,100조 원을 넘어선 가계 부채는 갈수록 늘 전망이다. 김광기 외(2015)는 정부 차원의 강도 높은 구조 개혁을 통한 디플레이션 방지 대책과 함께 가계도 과잉 부채의 수렁에 빠지지 않도록 항상 주의하면서, 안정적으로 현금 흐름(cash flow)이 나오는 쪽으로 자산 구조를 바꿔 나가야 한다고 지적하였다.

이러한 지적도 이 연구에서 전문가들이 장수리스크 감소를 위한 투자 대안으로 현금 흐름을 쉽게 창출할 수 있는 금융자산을 높게 선택한 결과와 연결된다.

초저금리 시대에 안정적으로 현금 흐름을 창출하려면 예·적금 같은 원리금 보장형에만 의존할 게 아니라 주식이나 펀드 등과 같은 위험자산에도 관심을 쏟아야 할 것이다. 초저금리 현상은 경기 침체는 물론 고령화 영향으로 인해 세계적 추세로 고착화 될 가능성이 높다.

선진국 그룹인 경제협력개발기구(OECD)에 따르면, 65세 이상 고령자 비율이 1% 늘어날 때 국채 금리는 0.13%, 회사채 금리는 0.81% 떨어진다고 한다. 앞으로 고령화는 더욱 심화될 것으로 예상되는 만큼 초저금리는 구조적 현상이 되고 있는 것이다(한국경제매거진 Money 제104호, 2014). 이런 상황에서 계속 원리금 보장형을 고집하면 노후 준비 부담이 커질 수밖에 없다.

미래에셋퇴직연구소(2013)는 저금리 시대와 관련, ‘금리 티핑포인트’ 개념을 제시하였다. 금리가 저금리로 이행할 때 일정범위 이하로 하락하면 일정한 이자소득을 얻기 위해 필요한 원금의 규모에 큰 변화가 생기는데, 이 일정범위에 해당하는 금리 3~4% 구간을 ‘금리 티핑포인트’라 지칭하였다.

금융자산은 이자라는 현금 흐름을 창출하는데, 금리가 티핑포인트 아래로 떨어지면 동일한 현금 흐름을 만들기 위해 필요한 원금이 급속하게 늘어나게 된다. 예를 들면, 은퇴 후 연간 2,000만원의 이자로 생활하고자

하는 경우 금리가 5%일 때는 4억 원의 원금이 필요하지만, 4%일 때는 5억 원, 3%일 때는 약 7억 원, 2%일 때는 10억 원, 1%일 때는 20억 원이 필요하다.

우리나라는 2004년 카드사태와 2008년 글로벌 금융위기 직후 두 차례 ‘금리 티핑포인트’에 빠졌다. 2004년의 경우는 약 2년 만에 빠져나왔으나 2008년의 경우 지금까지 헤어지지 못한 채 금리가 티핑포인트 이하로 줄곧 떨어지고 있다. 티핑포인트 이하 금리는 초저금리로 여겨진다.

근로자들의 노후를 보장하기 위해 도입한 퇴직연금의 수익률은 이미 ‘금리 티핑포인트(3~4%)’ 이하로 떨어져 있다. 2014년말 기준 퇴직연금 적립금은 107조 658억원으로 집계되었다. 퇴직연금제도 유형별로는, 임금상승률이 높고 안정적인 대기업과 공기업이 주로 선호하는 확정급여형(DB)이 전체 적립금의 70.6%인 75.5조원을 차지하였다. 근로자 개인 명의로 적립되는 확정기여형(DC형)의 적립금은 21.7%인 23.3조원에 그치고 있으나 점차 늘어나는 추세이다(고용노동부, 2015).

퇴직연금 적립금 운용현황을 보면, 기업 및 근로자들의 안정지향적·보수적 투자성향이 지배적이다. <표 4-1>을 보면, 정기예금, 금리확정보험 등 원리금 보장상품 적립금이 2014년말 전년대비 20.7조원 증가한 98.7조원으로 전체 적립금 대비 비중이 92.2%에 이른다. 반면 원리금 비(非)보장상품인 실적배당형 상품 적립금은 전년대비 1.5조원 늘긴 했으나 6.1조원으로 비중이 5.8%에 머물고 있다. 대기성 자금 등 기타는 2%였다.

<표 4-1> 퇴직연금 운용방법별 적립금 현황

(단위: 억원, %)

구 분	원리금보장형	실적배당형	기타 (대기성자금 등)
‘13. 12월 (비중)	780,871 (92.6)	46,424 (5.5)	15,701 (1.9)
‘14. 12월 (비중)	987,181 (92.2)	61,609 (5.8)	21,895 (2.0)

자료: 고용노동부(2015.02.12 보도자료).

퇴직연금 적립금의 금융업종별 분포를 보면, 은행(49.5%, 53조원), 보험(32.9%, 35.2조원), 증권(17.1%, 18.3조원), 근로복지공단(0.5%, 0.6조원) 순으로, 자금 운용이 보수적인 은행이 가장 높은 비중을 차지하였다.

2014년 은행, 보험, 증권 등을 포함한 전체 퇴직연금의 연간 수익률은 2.9%에 그쳤다. 원리금 비보장상품의 수익률은 2.5%로 원리금 보장상품 3.2%에 비해 낮았다. 손해를 안 보는 대신 수익률이 낮은 원리금 보장상품보다 초과수익을 기대할 수 있는 원리금 비보장상품의 수익률이 더 낮은 것은 가입자가 빈번하게 이동하지 않는 퇴직연금의 속성을 믿고 금융회사들이 제대로 관리하지 않는 ‘도덕적 해이’가 주된 배경으로 지적된다(머니투데이방송 MTN, 2015.03.05). 2014년 퇴직연금 수익률은 국민연금의 수익률 5.25%보다 훨씬 낮았다.

장수리스크 감소를 위해 퇴직연금의 수익률을 높이려면 원리금 보장상품 비중을 과감히 줄이고, 주식 펀드 등의 비중이 높은 원리금 비보장상품 비중을 늘려야 할 것이다. 정부도 근로자들의 노후 대비를 위해 퇴직연금 상품의 주식 투자 허용한도 확대에 나서고 있다. 금융위원회는 2015년 7월 9일부터 확정기여형(DC)의 주식 편입 한도를 종전 40%에서 70%까지 확대했다. 금융회사들도 퇴직연금 수익률을 높이기 위해 주식 편입 비중을 늘린 다양한 투자상품 개발에 속속 나서고 있다.

초저금리 시대에는 퇴직연금뿐만 아니라 여유 자금의 운용도 주식 같은 위험자산에 대한 투자를 확대해야 할 것이다. 은퇴 자금처럼 아주 긴 기간 동안 준비해야 하는 경우는 특히 그러하다. 장기간은 인플레이션을 통해 은퇴 자금의 구매력을 갉아먹기도 하지만, 위험에 노출된 자금의 회복탄력성을 높여주는 순기능을 가지고 있기 때문이다. 은퇴 자금 관리에서 장기간이 지니고 있는 역기능은 최소화하고, 순기능은 살리고자 한다면 위험자산과 친해져야 할 것이다.

이런 관점에서 볼 때, 통계청의 2014년 가계 금융·복지조사 결과 자료는 심각한 문제점을 드러내고 있다. 금융자산 투자의 주된 목적으로 ‘노후 대책’(53.3%)을 가장 많이 꼽으면서도, 금융자산 투자 시 선호하는 운

용 방법으로 은행과 비은행 금융기관 예금이 91.6%에 달하였다. 반면 주식 투자는 직접투자 1.7%와 간접투자 1.8%를 합쳐 3.5%에 불과하였다. 초저금리 시대에 ‘안정성’만 중시하고, ‘수익성’은 외면한다면 금융자산 투자의 주된 목적인 노후 대책은 힘들어 질 것이다.

이 연구에서 전문가 집단이 선택한 방향으로 우리나라 가계의 자산 포트폴리오를 바꿔야 장수리스크를 감소시켜 나갈 수 있다고 볼 수 있다. 실물자산 비중, 그중에서도 특히 부동산 비중을 줄여 금융자산 비중을 늘리고, 금융자산 중에서도 지나치게 의존도가 높은 은행 예·적금 대신 주식 펀드 등 위험자산 비중을 늘려 지속적인 현금 흐름을 창출해 나가야 장수리스크를 줄일 수 있는 것이다.

제2절 주식 투자 확대

이 연구에서 4개 전문가 집단 중 은행 금융기관 집단을 제외한 비은행 금융기관, 관련 연구기관, 부동산 전문가 집단은 모두 초저금리-고령화 시대 장수리스크 감소를 위해서는 안정적이지만 수익률이 낮은 예·적금보다 위험하지만 수익률이 높은 주식에 더 높은 비중을 두었다. 이러한 실증분석 결과는 최근의 투자 패턴이 변동되고 있다는 다양한 보고들과 상당히 유사한 것으로 여겨진다.

실제 초저금리 시대를 맞아 재테크 전략에도 변화가 일어나고 있다. 예금금리와 대출금리가 연쇄적으로 하락하고, 시중자금의 흐름도 ‘저축’에서 ‘투자’로 옮겨가고 있다. 2015년 3월 12일 기준금리가 1.75%로 떨어진 뒤 본격적인 머니 무브(Money Move·시중 자금이 예금 등 안전자산에서 주식 등 위험자산으로 이동하는 현상)가 일어나기 시작하였다. 증시에선 투자자 예탁금과 신용 거래 용자가 가파르게 늘고 있고, 언제든 지 증시에 유입될 수 있는 MMF(머니마켓펀드)와 CMA(종합자산관리계좌) 잔액도 계속 불어나고 있다. 실제 주문에 참여한 개인 주식 계좌 수도 2015년 2월 162만개에서 3월 189만개로 한 달 만에 16.4% 늘어났

다(조선일보 2015.04.14). 이런 상황에서 3개월 만인 6월 11일 기준금리가 0.25%포인트 또 떨어진 1.50%로 사상 최저 기록을 경신했기 때문이며 무브는 더욱 가속화할 전망이다.

이런 초저금리 시대에는 물가상승률(한국은행 2015년 0.9% 예상), 세금(이자소득세 15.4%) 등을 고려하면 실질금리가 제로 내지 마이너스로 떨어진 만큼 수익이 높은 주식이나 ‘중위험·중수익’ 금융상품에 분산투자해야 한다고 전문가들은 지적한다.

연 5% 안팎의 수익률을 올릴 수 있는 중위험·중수익 금융상품으로는 2014년부터 뭉치돈이 몰리고 있는 주가연계증권(ELS), 주식형펀드보다 규모가 커진 채권형펀드, 정부의 배당확대 정책으로 관심을 끌고 있는 배당주펀드 등이 대표적이다.

주식시장은 변동성이 커서 안정성이 떨어지지만, 초저금리 시대를 맞아 어느 정도 위험을 감수하더라도 자산 포트폴리오에 주식 투자를 포함시켜 ‘예금 금리+알파(α)’를 추구해야 100세 시대 노후생활자금 마련에 대응할 수 있다는 것이 전문가들의 지적이다.

무엇보다 이자수입으로 생활하고 있는 은퇴자들은 초저금리로 가장 큰 고통이 예상된다. 권문혁 슈로더운용 이사는 “일본·대만·싱가포르 등 우리보다 앞서 저금리를 겪고 있는 국가에선 고령자들이 전 세계 자산에 골고루 투자하는 인컴(Income)형 펀드⁴⁴⁾에 가입해서 현금 흐름을 만들고 있다”고 말하였다(조선일보 2015.03.13).

퇴직자금은 무조건 안전해야 한다는 채테크 고정관념도 이제 바뀌어야 한다. 초저금리 시대엔 실적배당형이 아니고서는 은퇴 자산을 만들어갈 수 없는 만큼 원금보장형 상품에만 집착하기보다 실적배당형 상품으로 눈길을 돌려야 한다.

노후를 생각한다면, 젊을수록 주식투자에 적극적인 필요가 있다. 초저

44) 인컴(Income)형 자산은 채권, 배당주, 리츠 등 정기적인 이자소득 또는 배당소득이 가능한 자산에 투자해 ‘시중금리+알파’의 수익을 추구하면서 지속적인 현금흐름 창출이 가능한 투자자산이다. 장기투자를 위해서 자본차익과 배당수익이라는 두 마리 토끼를 얻을 수 있는 배당투자가 인컴형 자산의 대표 주자로 부상하고 있다(한국투자증권 은퇴설계연구소, 2014).

금리에다 부동산 시장마저 얼어붙은 시대에 샐러리맨이 월급을 모아 20년 후, 30년 후 은퇴에 대비하는 것은 불가능에 가깝다. 월급만 갖고는 평생 큰 부자가 되지 못하지만, 월급의 일정 부분을 떼어 주식에 투자한다면 적어도 은퇴 후 재정적인 곤란을 겪지 않을 것이다. 지속적으로 성장하면서 살아남을 기업의 주식을 사서 10년이나 20년을 기다리면 분명히 주가가 엄청나게 올라 있을 것이다. 한국 경제의 장래에 대한 확신이 있다면, 주식투자는 이론적으로 채권이나 은행 예금보다 수익률이 훨씬 좋을 수밖에 없다(존 리, 2012).

제3절 기업 배당의 활성화

1. 기업 배당정책의 변화

한국거래소에 따르면, 2014년도 현금배당을 공시(2014.12.1~2015.2.27)한 12월 결산 상장법인 수는 전년 동기 대비 64개사가 늘어난 총 714개사로, 배당금 총액은 3조 2,031억원이 증가한 14조 1,429억 원으로 나타났다. 2013년 현금배당 공시를 낸 기업이 650개 회사, 배당금이 10조 9,398억 원이었던 점과 비교하면 각각 9.8%, 29.3% 증가하였다. 이 같은 상장기업의 배당증가 추세는 배당에 대한 투자자의 관심 고조와 함께 정부의 배당증대 정책에 부응한 기업의 주주 중시 경영의 정착 의지에 기인한 것으로 분석된다(한국거래소, 2015.03.05).

유가증권시장은 배당을 공시한 법인 수가 총 355개사로 6개사가 증가하였고, 배당금 총액은 13조 3,075억원으로 전년보다 2조 9,831억원 늘었다. 코스닥시장은 배당을 공시한 법인 수가 총 359개사로 58개사가 증가하였고, 배당금 총액은 8,354억원으로 전년보다 2,200억원 늘었다.

2014년 12월 결산법인의 현금배당 특징은 대형법인 배당금이 대폭 증가했다는 점이다. 2013년과 2014년 2년 연속 배당을 결정한 617사(유가증권 319, 코스닥 298) 중 311사(유가증권 150, 코스닥 161)의 배당규모

는 2013년보다 증가하였으며, 특히 대형법인의 배당이 증가하는 모습을 보이고 있다.

유가증권시장은 2013년 대비 배당을 늘린 법인이 대형 45개사, 중형 52개사, 소형 53개사인 데 대형법인 45개사의 배당총액이 8조 8,085억원으로 유가증권시장 배당금 총액의 69.8%를 차지하였다.

코스닥시장은 2013년 대비 배당을 늘린 법인이 대형 33개사, 중형 66개사, 소형 62개사인 데 대형법인 33개사의 배당총액이 3,434억원으로 코스닥시장 배당금 총액의 45.2%를 차지하였다.

매일경제신문이 국내 주요 대기업 그룹의 2014년 배당 현황을 조사한 결과 대부분 기업이 전년보다 10~50% 늘린 것으로 확인되었다. 삼성그룹은 13개 상장사가 3조 9,813억 원을 배당하여 전년(2조 8,132억 원)보다 41.52% 확대하였다. 삼성전자(40.5%) 삼성생명(109.5%) 호텔신라(132.5%) 등 대부분 계열사가 전년보다 배당을 늘렸다. 현대자동차그룹도 8개 계열 상장사 배당금이 1조 7,536억 원에 달해 2013년(1조 1,933억 원)보다 46.95% 증가하였다. 현대자동차(52.9%) 기아자동차(42.5%) 현대모비스(53.8%) 등이 배당을 전년보다 50% 가까이 확대하였다. SK그룹(8개 회사·31.60%) LG그룹(9개 회사·33.82%) 롯데그룹(2개 회사·18.97%) GS그룹(4개 회사·12.49%) 두산그룹(3개 회사·55.94%) 한화그룹(4개 회사·30.17%) 등도 2014년 배당을 전년보다 대폭 늘렸다(매일경제신문 2015.03.05).

2015년 주주총회에서는 권익 보호와 배당 확대 등을 요구하는 주주 목소리가 어느 때보다 컸다. 3월 13일 열린 현대자동차 정기 주총에서는 네덜란드 공무원연금 자산운용회사인 APG의 박유경 아시아지배구조 담당 이사가 외국계 투자자를 대표해 “주주들의 주된 고민을 최대한 해결하고, 글로벌 스탠더드를 충족할 수 있도록 이사회 내부에 ‘거버넌스 위원회(가칭 주주권익보호위원회)’를 정식으로 구성해달라”고 요청하였다. 이에 대해 김충호 현대차 사장은 “소액주주 보호와 주주가치 제고를 위해 적극적으로 검토하겠다”고 답하였다(연합뉴스 2015.03.13).

주주들의 배당 확대 요구가 커지고, 상장기업들이 호응하면서 국내 배당수익률은 앞으로 더 늘어날 전망이다. KB투자증권에 따르면 시가총액 1조원 이상인 대형주 종목 131곳 중에서 2015년 예상 배당수익률이 2% 이상인 종목은 32.8%에 해당하는 43곳으로 집계되었다. 기준금리가 사상 첫 1%대로 떨어진 가운데 주요 기업들의 배당수익률이 은행금리를 웃돌게 되는 셈이다. 정부의 배당 촉진 정책과 기업들의 주주친화 경영 강화로 배당수익률은 향후 더 올라갈 가능성이 높다(연합뉴스 2015.03.17).

한국거래소도 금융투자업계와 공동으로 배당 관련 증권상품 확충에 노력하는 한편 배당정보(배당성향, 배당수익률, 총배당금증가율 등) 확대 등 상장기업의 배당 활성화를 유도하기 위한 지원을 강화할 예정이다. 아울러 유가증권시장 고주가 기업에 대한 액면분할⁴⁵⁾을 적극 유도하여 개인의 투자 접근성을 용이하게 함으로써 대형법인의 배당확대 추세가 가계소득 증대로 연결될 수 있도록 노력할 계획이라고 밝혔다(한국거래소, 2015.03.09).

2. 기업 배당 활성화의 기대효과

기업은 배당 확대로 대개 주가 상승의 효과를 얻는다. 배당이 증가될 때, 기업의 주가는 향후 기업의 이익이 계속 증가할 것이라는 미래 투자 가치를 반영해 상승한다. 반대로 배당이 삭감되면, 주가는 배당금 감소뿐만 아니라 미래이익이 더욱 나빠질지 모른다는 우려가 드러나며 투자자의 매도 공세로 하락하게 된다. 배당수익률이 주가 상승의 촉매제 역할을 한다(켈리 라이트, 2013).

45) 저성장·저금리·고령화 시대에 대비하기 위해 배당확대를 통한 가계소득 증대 정책을 추진 중인 정부의 정책이 선순환 구조를 가지기 위해서는 고액면(액면가 5,000원)을 채택하고 있는 초고가주 기업이 액면분할을 적극적으로 실시해 일반 개인투자자들의 투자 접근성(Affordability)을 높일 필요성이 있다. 한국거래소는 정부가 추진 중인 기업소득의 가계소득 환류를 촉진하고 개인투자자의 초고가주에 대한 투자 접근성을 제고하기 위한 액면분할 활성화를 위해 ① 한국판 다우지수 개발, ② 저유동성 종목 관리를 위한 LP제도 기준 강화, ③ 저유동성 종목에 대한 관리종목 지정기준 강화, ④ 시장조성자(Market Maker) 제도 적용시 저액면종목 우선 적용 등의 방안을 추진할 계획이다.

배당 확대는 증권시장 활성화 효과도 크다. 에이드리언 모왓 JP모건 아시아·신흥시장 수석전략가는 “지금 한국은 금리가 낮고 부동산시장이 침체돼 돈이 증시로 흘러들어갈 수밖에 없는 구조인데도 증시가 침체된 것은 기업 지배구조의 문제, 특히 배당이 지나치게 낮은 탓”이라고 하였다. 그는 “장년층의 여유자금을 증시로 끌어오기 위해서는 주식을 사는데 다른 자산에 투자하는 것에 비해 은퇴준비에 유리하도록 만들어야 한다”며 모범 사례로 호주를 지목하였다.

호주의 경우 기업이 이익 증감에 상관없이 매년 일정한 수준의 배당을 지급해 배당 수익률도 6%에 달할 정도로 높다는 지적이다. 에이드리언 모왓은 “코스피 주가수익비율(PER)이 채 10이 안 되는 반면 호주는 15가 넘는다. 이는 한국이 배당 정책만 선진화해도 코스피가 당장 50%는 상승할 수 있다는 것을 의미한다”고 말하였다(매일경제신문 2014.11.24).

손 코크란 CLSA코리아증권 대표겸 리서치센터장도 “한국 증시가 활력을 되찾기 위한 가장 쉬운 길은 바로 배당성향을 높이는 것이다. 외국인인 한국 증시에 과감한 투자를 하지 않는 것은 한국 기업들의 배당률이 낮고 주주를 우선하지 않는 기업문화가 더 큰 이유”라고 말하였다(한국경제신문 2014.05.02).

대만 증시 강세의 비결도 ‘시중 금리보다 높은 고정적 배당수입’이다. 대만 상장기업들의 배당수익률은 연 3~5%대로 1~2% 수준에 머무는 한국 배당수익률을 훌쩍 뛰어넘는다. 대만은 10여 년 전부터 기업초과이익유보세를 도입하고 투명한 기업 배당정책 공시를 의무화하여 불확실성에 대비한 내부 유보를 강조한 한국과는 다른 길을 걸었다.

마이클 린 대만거래소 소장은 “미국의 최대 연금펀드인 캘퍼스와 TIAA-CREF와 같은 장기자금이 대만을 떠나지 않는 까닭은 세계 3위권의 높은 배당수익이 안정적인 소득을 보장하기 때문”이라고 말하였다(매일경제신문 2014.09.06).

배당 확대는 소득 재분배와 경제성장률 상승효과도 있다. 배당이 늘면 개인과 기관투자자의 소득이 늘고, 그것이 소비 증대로 이어져 경제성장

률을 높이는 선순환 구조를 낳는다는 것이다. 그런 만큼 이익을 많이 내는 기업들이 배당금을 늘릴 필요가 있다. 우리나라가 1997년과 2008년 두 차례 경제위기를 겪는 과정에서 국민총소득(GNI) 중 기업 몫은 증가했으나 개인 몫은 상대적으로 줄었다. 예를 들면, 1990~97년에 국민총소득 중 72%(연평균)를 개인이 가져갔으나, 2008년부터는 63%로 줄었다. 반면에 기업 몫은 같은 기간 15%에서 23%로 늘었다. 이 기간 동안 기업이 상대적으로 부자가 되고 가계는 가난해진 것이다. 2011년 기준으로 OECD의 개인 몫의 평균은 69%로 우리나라보다 높다(김영익, 2013).

3. 기업 배당 활성화의 과제

인구 고령화 가속화와 초저금리 시대 도래로 예금 금리보다 수익률이 높으면서도 안정적인 투자 수단의 중요성이 커지고 있는 만큼 특히 개인 투자자들은 배당 활성화에 큰 기대를 걸고 있다. 배당 활성화는 배당수익률 상승 및 지속적인 배당 실현이 중요한 과제이다.

배당주 직접투자는 물론 배당주펀드 간접투자가 활성화하려면 투자 대상이 늘어나야 하고, 그러려면 무엇보다 대기업들이 배당을 늘려야 할 것이다. 2014년 12월 결산법인 중 대형법인의 배당금이 크게 늘어난 점은 고무적이다. 하지만 국내 대기업들의 배당수익률은 글로벌 경쟁업체들에 비하면 아직 상당히 낮은 편이다. 국내 1, 2위 기업이자 세계적 기업으로 성장한 삼성전자와 현대자동차의 사례가 대표적이다.

삼성전자의 2014년 배당수익률은 보통주 1.49%, 우선주 1.93%였다. 2004년(보통주 2.29%, 우선주 3.47%) 이후 최고치이다. 2004년 이후 배당수익률은 줄곧 1% 안팎 수준에 그쳤다. 2011년과 2012년엔 0.5% 정도로 낮아졌다. 2014년 배당을 확대했음에도 삼성전자의 배당수익률은 애플 IBM 등 다른 글로벌 IT기업들과 비교하면 여전히 낮다. 신한금융투자에 따르면 2014년 미국 애플의 배당수익률은 1.87%, 마이크로소프트는 2.70%였다. IBM과 HP도 각각 2.70%, 2.50%를 기록하였다(조선일보

2015.02.02).

현대자동차는 2014년 배당 확대에도 불구하고 배당수익률이 1.8%로 메르세데스-벤츠 3.3%, 도요타 2.7% 등보다 낮다. 현대차는 결산배당을 2013년보다 54% 늘리고 2015년부터는 중간배당 실시를 검토하기로 하였다. 글로벌 자동차업체 평균 수준에 맞춰 나가기 위해 배당 규모를 꾸준히 확대할 방침이라는 것이다(중앙일보 2015.01.23).

전문가들은 초저금리 시대를 맞아 개인뿐만 아니라 기관 자금의 배당주 투자수요도 갈수록 늘어날 것으로 예상하고 있다. 그러나 늘어나는 수요에 비해 투자대상이 한정돼 있다는 점은 국내 배당주 투자의 한계로 꼽힌다.

국내 대표 배당주펀드인 '신영밸류고배당'을 운용하는 박인희 신영자산운용 주식운용2팀장은 “배당률이 높은 중소형주는 규모 때문에 투자에 한계가 있고, 대형 우량주는 배당수익률이 높지 않은 게 문제”라고 말하였다. 이채원 한국밸류자산운용 부사장도 “국내 배당주펀드의 배당수익률이 해외 배당주펀드에 비해 상대적으로 낮는데, 격차를 줄이기 위해서는 현금이 많은 대형 우량주들이 배당을 늘려야 한다”고 지적하였다(한국경제신문 2014.05.21).

국내 기업의 배당정책 전환을 위해선 고배당주 투자를 ‘특별대우’ 해주는 문화가 정착돼야 한다는 지적도 나온다. 고배당주 투자의 경우 직접 투자에는 배당소득 증대세제 혜택(배당소득세 인하 14%→9%)이 주어지지만 고배당주들을 모아 편입하는 배당주펀드 간접투자의 경우 세제 혜택이 없다. 즉, 배당주펀드에 돈을 맡긴 투자자들은 배당소득에 대한 감세 혜택을 기대할 수 없는 처지이다.

증시 전문가들은 배당성향이 높은 주식에 대한 장기투자로 ‘예금이자율+알파(α)’의 수익을 노리는 배당투자의 정석(定石)이 자리 잡으려면 펀드를 통한 배당주 간접투자에도 똑같이 절세 혜택을 줘야 한다고 주장한다. 즉, 고배당 주식을 ‘투기’ 대상이 아니라 건전한 ‘장기투자’의 대상으로 만들려면 정부가 마련한 배당 활성화 정책을 보완할 필요가 있다는

것이다.

한국거래소와 금융투자협회 등에 따르면 2013년 말 기준 국내 주식투자 인구는 508만 명이고, 펀드 투자자는 약 600만 명으로 펀드 인구가 100만 명가량 더 많다. 게다가 주식 투자자의 60%가 1종목을 평균 6개월 미만 보유하는 데 비해, 펀드는 평균 2년 5개월 이상 갖고 있다. 단기·투기적인 투자 행태를 장기적 안정적으로 전환하고, 배당투자 과급력을 넓히기 위해서라도 펀드 투자에 같은 혜택을 줘야 한다는 목소리가 나오는 이유이다. 특히 정보가 부족한 대다수 일반투자자 입장에서는 전문가를 통한 펀드 간접투자가 유리한 측면이 있기 때문에 세제 혜택을 확대할 필요가 있다는 주장도 나온다(조선일보 2014.11.04).

강소현(2014)은 한국증권학회와 자본시장연구원이 공동 주최한 ‘한국 기업의 현금흐름과 배당 정책’ 심포지엄(2014.06.12)에서 배당주펀드에 세제 혜택을 부여하는 방안을 구체적으로 제시하였다. 일반 투자자들의 배당 관련 상품 투자를 활성화하려면 첫째, 장기 배당주펀드에 배당소득세를 감세하고 둘째, 배당주펀드 분리과세를 해야 한다는 것이다. 배당주펀드 분리과세 방안은 연간 금융소득이 2,000만원을 초과하는 경우 금융소득종합과세제도에 따라 종합소득에 합산하여 적용받아야 하나 배당주펀드에 한하여 분리과세하자는 것이다. 단, 비금융소득종합과세 대상자에게는 배당소득세를 감세 또는 비과세하도록 한다. 이런 방안은 자본이득에 대하여는 면세하고 배당소득에 대해서는 과세하는 현재의 불균형적인 조세 구조를 일부 완화하는 효과를 기대할 수 있다는 것이다.

한편 기획재정부는 배당소득 증대세제는 배당이사결정의 주체가 되는 주주에 대한 배당 인센티브 제고를 통해 배당을 증대시키려는 취지로 도입 추진 중이므로, 직접 투자에 한정하여 적용하고, 배당 지급 때 원천징수 또는 분리과세 신청으로 과세가 종결된다는 입장이다. 펀드에 대한 과세는 직접 투자와는 달리 펀드의 결산 또는 환매시점에 이루어지므로 배당소득 증대세제 적용이 곤란하다는 것이다. ‘배당주펀드’의 경우 소득 공제장기펀드 또는 재형저축으로 가입 때 세제 혜택이 부여되고 있으며

로 별도 세제 혜택을 추가하는 것이 바람직하지 않다는 입장이다(기획재정부, 2014.11.04).

하지만 배당소득 증대세제는 기업의 배당 확대를 유도하여 기업소득이 가계소득으로 이전되도록 하여 내수·소비 진작과 경기 활성화를 도모하는 취지인 만큼 장기투자자가 많은 배당주펀드 투자에도 직접투자자와 같은 혜택을 줄 수 있는 감세나 비과세 같은 방안을 정부가 적극 강구해 나가야 할 것이다.

조세 중립성 강화를 통한 배당선호도 제고도 필요하다. 즉, 자본이득세율과 배당소득세율의 격차를 줄임으로써 조세 중립성을 강화하는 한편 배당선호도를 증가시킬 수 있다. 주식 관련 자본이득은 주식시장 활성화를 이유로 소액주주들에게는 비과세되고 있다. 반면 배당소득은 원천징수 세율이 종전 14%에서 9%로 낮아지긴 하지만 여전히 소액주주들에게도 과세가 되고 있다.

기업의 배당정책과 관련된 정보 비대칭의 해소 노력도 요구된다. 기업들이 배당정책 결정과정과 배경을 투자자에게 지속적으로 정확하게 설명함으로써 정보 비대칭을 해소하고, 배당정책의 예측 가능성을 높이려는 노력이 필요하다. 주주환원정책 합리화를 위한 기관투자자의 역할 강화도 필요하다. 정부가 국민연금 등 연기금의 주주권 강화에 나섰듯이, 기관투자자들 역시 기업의 잉여현금흐름이 과잉투자 또는 사적이익으로 남용되지 않고 주주에게 환원될 수 있도록 적극적으로 노력함으로써 투자 수익률을 높이고 한국 자본시장 질적 수준 제고에 기여하도록 해야 할 것이다(김준석, 2014).

제4절 배당투자 활성화

1. 초저금리 시대와 장수리스크 가중

연 1.50% 기준금리 시대가 열리면서 이자소득에 주로 의존해온 은퇴

자들의 고통이 커지고 있다. 예비 은퇴자를 포함한 투자자들의 고민도 깊어지고 있다. 한국은행이 예상한 2015년 물가상승률(0.9%)와 이자소득세(15.4%)까지 감안하면 2%대 예·적금 금리마저 제로 금리나 다름없는 데, 한국은행의 기준금리 인하는 짧은 시차를 두고 예·적금 금리를 끌어내릴 게 명확하다. 1%대 예금 금리는 사실상 마이너스 금리나 다름없다.

수명은 갈수록 늘어나 100세 인생 시대가 열리고 있는데, 초저금리 시대 도래로 개인의 금전적인 노후 준비는 갈수록 어려워지고 장수리스크(longevity risk)가 가중되고 있다. 이 같은 초저금리로 인하여 예금으로 재테크하는 시대가 끝나고, 이자소득으로 은퇴생활을 하는 것도 사실상 불가능해지고 있다.

통계청 조사에 따르면, 2014년 은퇴 부부의 월평균 최소 생활비가 168만원, 적정 생활비가 246만 원이다. 금리가 1%라면 20억 원을 예금해야 이자소득으로 최소생활비에 맞출 수 있다. 보통의 은퇴자들이 예금 20억 원을 은퇴 전까지 준비하기란 사실상 불가능한 실정이다.

1%대 초저금리 시대에 은퇴용 금융자산을 예금 위주로 운용하면 기대수익률이 너무 낮아진다. 또 은퇴자산이 많더라도 낮은 기대수익률로 운용하면 장수리스크에 빠질 개연성이 높아진다. 신상근 삼성증권 은퇴설계연구소장은 “노후의 안정적인 삶을 위해서는 현재가치를 유지하거나 높일 수 있도록 투자 기대수익률을 높이는 것이 중요하다. 은퇴자산의 최소 기대수익률은 금리에 물가를 더한 수준(정부의 물가안정 목표 2.5~3.5%)을 감안한 연 4.5~5.5% 정도로 잡는 게 좋다”고 조언하였다(한국경제신문 2015.03.04).

결국 초저금리 시대에는 노후 자산관리의 전장(戰場)을 예금에서 투자로 옮겨야 장수리스크를 줄이거나 해소할 수 있다는 것이다. 그동안 우리나라 은퇴자들은 주로 시중은행이나 그보다 금리가 다소 높은 저축은행 예금에 돈을 넣어 놓고 노후 대비용 자금으로 활용해왔다. 하지만 앞으로 저축은행도 1%대 예금 금리를 얻는 데 만족해야 하는 상황이다. 지금부터라도 ‘원금보장’이란 말을 잊고 중위험·중수익 상품에 투자해야

한다는 게 전문가들의 조언이다(매일경제신문 2015.03.14).

퇴직연금 운용에도 적극적인 자세가 요구된다. 우리나라 퇴직연금 중 비중이 절대적인 원금보장형 상품(92.2%)의 수익률이 조만간 연 1%대로 떨어질 전망이 나오고 있는 탓이다(조선일보 2015.03.13). 퇴직연금의 유형별 분류에서 확정급여형(DB)보다 확정기여형(DC) 비중을 높일 필요가 있다. DB는 회사 책임 하에 퇴직연금 수령액 규모가 확정돼 있으며 적립금의 60% 이상을 외부에 예치해야 한다. 반면 DC는 매년 연봉의 12분의 1에 해당하는 금액을 근로자 본인의 별도계좌에 넣어주면 근로자가 자기 책임 하에 운용한다. 초저금리 시대를 맞아 원금 보장 중심의 소극적 운용을 하는 DB보다 근로자 본인이 운용하는 DC가 일정 부분 위험자산인 주식을 편입하여 기대수익률을 높여가야 용이하다.

초저금리 시대는 은퇴자의 고통이 가장 크지만, 은퇴 준비에 대한 젊은 층과 중년층의 고민도 커질 수밖에 없다. 우리나라의 3층 노후소득보장체계상 1층 국민연금과 2층 퇴직연금으로는 은퇴생활자금 마련이 크게 미흡한 만큼 직장인이나 자영업자 모두 가입할 수 있는 3층 개인연금을 통한 노후자금 마련 및 절세 전략이 필수적으로 요구된다.

개인연금(사적연금)은 제3장 실증분석에서 장수리스크 감소를 위한 3계층 투자대안 우선순위 선정 결과 설문에 응한 4개 전문가 집단 전체가 1순위로 선정하기도 하였다.

개인연금은 세액공제가 되는 연금저축(세제적격)과 비과세 혜택이 있는 연금보험(세제비적격)으로 구분된다. 연금저축은 자유롭게 납입 가능한 연금저축신탁(은행)과 연금저축펀드(증권), 일정 기간 정해진 금액을 주기적으로 납입하는 연금저축보험(보험)이 있다. 연금저축계좌는 연간 최대 1,800만원까지 납입이 가능하고 그중 400만원까지는 연말정산 때 세액공제를 받을 수 있다.

퇴직연금 중 개인형 퇴직연금(IRP)은 퇴직IRP와 적립IRP(세제적격)로 구분되는데, 적립IRP는 연금저축 세액공제 한도(연 400만원)와 별도로 퇴직연금에 납입하는 개인 부담금에 대해 연 300만원까지 추가 세액공제

가 2015년부터 가능하다. 연간 1,200만원 한도(연금저축 납입액 합산 1,800만원 한도) 내에서 가입할 수 있다(한국경제신문 2015.03.04).

이로써 2015년부터 급여생활자의 세액공제는 연금저축 400만원과 적립 IRP 300만원을 합친 700만원에 대해 연소득 5,500만원 이하 직장인은 종전 13.2%(12%+지방세 1.2%)에서 16.5%(15%+지방세 1.5% 포함)로 늘어나고, 연소득 5,500만원 초과 직장인은 종전처럼 13.2%를 연말정산을 통해 공제받을 수 있다(조선일보 2015.04.08).

2. 배당주 투자 활성화

주식시장은 늘 기회와 위험이 교차하는 불확실성이 큰 곳이다. 그러나 과도한 욕심을 버리고 인내심을 가지고 몇 가지 원칙을 꾸준히 실천할 수 있다면 리스크를 줄이면서 지속적으로 수익을 올릴 수 있다. 그 대표적인 방법이 바로 중위험·중수익 금융상품의 대표주자 격인 배당주 투자⁴⁶⁾이다. 위험성과 변동성이 큰 주식시장에서 배당주 투자는 상대적으로 안정적인 투자로 간주된다.

실제로도 최근에는 정부에서 배당소득 증대세제, 기업소득 환류세제 및 연기금 의결권 강화 등 배당 확대를 유도하는 정책을 펴고 있는데다, 배당주 투자를 제대로 하면 배당 자체만으로도 웬만한 은행 금리보다 높은 배당수익을 올릴 수 있고 ‘배당을 많이 하는 회사가 주가도 많이 오른다’(시세차익=자본이익)는 인식이 커져 배당주에 눈을 돌리는 사람들이 늘고 있다(조선일보 2014.04.11).

배당주의 경쟁자는 은행 금리이다. 은행 금리가 높으면 굳이 배당금을 노리면서까지 투자할 필요성이 떨어진다. 그러나 최근처럼 세후 금리가 0~1%대로 낮아지면, 안정적인 배당수익률의 상대적 가치가 올라간다.

46) 일각에서는 '배당 투자'와 '배당주 투자'를 구분하기도 한다. 배당 투자는 연말 기준으로 기업이 지급하는 배당금만 노리지만, 배당주 투자는 배당금과 더불어 배당을 착실히 해온 회사의 주식을 사서 시세차익까지 기대하는 투자라는 것이다. 하지만 이 논문에서는 배당 투자와 배당주 투자 모두 배당소득과 시세차익(자본이익)을 도모하는 용어로 사용하고자 한다.

우리나라도 구조적으로 저금리 시대에 접어든 만큼 배당주 투자의 매력
이 장기간 지속될 공산이 클 것이다.

배당주는 시가 대비 배당수익률이 시장평균이나 은행 금리 수준보다
높은 주식이다. 현재 유가증권시장 평균 배당수익률(2013년 1.1%)과 시
중금리(1~2%가량)를 감안할 때 연간 배당수익률이 3% 이상이면 괜
찮은 배당주로 간주될 수 있다.

1%대 기준금리 시대에 대응하기 위한 주요 증권사들의 투자전략에도
배당주 투자를 적극 추천하고 있다. 금리 인하에 따라 단기적으로는 원
화가치 하락으로 수혜를 입을 수출기업에 주목하고, 중장기적으로는 정
부의 적극적인 배당 활성화 정책에 부응할 여력이 있는 배당주를 주목하
라는 것이다. 배당투자를 추천하는 증시 전문가들은 기준금리 인하로 시중
금리가 내리면 배당수익률이 처음으로 시중금리를 따라잡을 수 있을 것
으로 전망하였다(중앙일보 2015.03.17).

개인 투자자에게 배당주 투자의 첫 번째 매력은 변동성이 높은 자본이
득과 달리 ‘꾸준한 정기적 소득’을 제공한다는 점이다. 은퇴자산의 적립
및 인출 시 다양하게 활용할 수 있는 방법이다. 은퇴를 앞둔 사람이라면
평생 동안 노동의 대가로 축적한 연금자산과 금융상품 등으로 노후 생활
을 준비한다. 또한, 은퇴를 하게 되면 자산의 지속적인 축적보다는 그동
안 모아둔 자산을 효율적으로 운용하고 인출하는 방법에 대한 고민이 커
지게 된다. 투자대상에서 발생하는 시세차익은 덤이고, 안정적이고 꾸준
한 현금 흐름의 발생이 더 중요해지는 것이다. 이때 투자자들에게 지속
적인 현금 흐름을 제공하여 은퇴자산의 적립 및 인출단계에서 두루 활용
이 가능한 인컴형 자산의 대표주자가 배당주 투자이다(한국투자증권 은
퇴설계연구소, 2014).

배당은 주가 하락을 방지하는 기능도 한다. 그래서 보수적으로 운용해
야 하는 은퇴자산에 배당주가 제격인 것이다. 배당금을 잘 주는 회사는
대부분 배당금을 일정 수준으로 유지하는 경향이 있다. 제2장에서 살펴
본 배당의 고객효과로 볼 수 있다. 배당금이 일정하게 유지된다면, 주가

가 떨어질 경우 배당수익률이 올라간다. 그러면 높은 배당수익률을 노리는 투자자가 주식을 매수하기 시작한다. 배당금이 주가 하락의 안전판 구실을 하는 셈이다. 과거 미국 주가사상 가장 큰 낙폭을 기록했던 1987년 블랙 먼데이나 9·11테러, 우리나라 외환위기 때도 두 나라의 고배당주는 저배당주보다 덜 떨어졌고, 전체 시장 평균보다 적게 하락하였다.

배당주 투자는 배당수익과 시세차익의 두 마리 토끼를 잡을 수 있다는 점도 매력적이다. 이상진 신영자산운용 대표는 “지난 20여년의 투자 경험 결과 배당을 많이 한 기업의 주가가 공통적으로 많이 올랐다. 배당주에 투자하면 배당 수익 외에 장기적인 시세 차익도 올릴 수 있다”고 설명하였다(조선일보 2014.12.06).

저성장도 배당의 상대적 가치를 높인다고 볼 수 있다. 고성장 시대 기업은 새로운 기회를 찾아 투자를 늘리고 외형을 키워 나간다. 회사에 돈이 생기면 주주에게 배당을 하기보다 신규 투자를 통해 기업 가치를 올리고자 한다. 하지만 패러다임이 바뀌어 저성장 시대가 되면, 과거 같은 성장 방정식이 더는 통하지 않는다. 기업 성장을 통해 보상하는 것 못지 않게 배당금 같은 현실적 수익을 주주에게 돌려줘야 한다(주간동아 제 917호, 2013).

배당주에 투자하는 방법으로는 <표 4-2>처럼 크게 직접투자와 간접투자자로 구분된다. 직접투자는 투자자가 직접 배당주식을 분석하여 매매까지 실행하는 방법으로 배당투자에 대한 신속한 의사 결정을 할 수 있는 반면, 시장이나 종목의 상황변화에 따른 리스크 관리 부분이 취약할 수 있다. 배당주에 직접투자 할 경우에는 일반 주식투자를 할 경우와 비교 시 배당수익률, 배당성향 등 추가적으로 고려해야 할 요소가 있다. 배당주 종목 선정 시에는 배당의 성장 가능성 즉, 배당이 과연 지속 가능한지 여부와 향후에 얼마나 더 배당이 늘어날 수 있는지 등을 종합적으로 고려할 필요가 있다. 우선주(의결권이 없는 대신 보통주보다 많은 배당금을 지급받는 주식) 역시 고배당의 장점을 보유하고 있다.

<표 4-2> 배당주에 투자하는 방법

투자방법	직접투자 (배당주)	직접투자 (배당주 ETF)	간접투자 (펀드, 랩 등)
특징	- 투자자가 직접 배당주식 분석 및 매매	- 종목이 잘 분산된 ETF를 직접 매매	- 다양한 운용 스킬을 통한 분산투자 효과
장점	- 배당주 매매에 대한 신속한 의사결정 가능	- 배당주에 대한 분산효과 제공 - 직접투자와 같이 탄력적인 매매 가능	- 펀드·랩 자체에서 분산투자 및 리스크 관리 제공(리밸런싱 포함) - 소액으로 다양한 배당주에 투자 가능(펀드)
단점	- 리스크 관리 취약 - 보유 배당주에 대한 지속적인 관리가 요구됨	- 국내 상장 배당주 ETF 종류가 다양하지 않음 - 일부 국내 배당주 ETF 유동성 원활하지 않음	- 수수료가 다소 비쌀 수 있음 - 투자자가 원하지 않는 주식에 투자할 가능성

자료: 한국투자증권 은퇴설계연구소.

배당주 직접투자에 따른 종목 선정과 관리가 어렵다면 종목이 잘 분산된 배당주 ETF도 좋은 대안이 될 수 있다. 배당주 ETF는 20~50 종목의 배당주에 대한 분산효과를 제공하는데다 배당주 직접투자와 같이 탄력적인 매매가 가능하다는 장점이 있다. 다만, 국내 거래소에 상장된 배당주 ETF가 얼마 되지 않아 종류가 다양하지 않고 유동성도 높지 않은 점은 유의해야 할 것이다.

해외에 상장된 배당주 ETF는 자산배분 및 포트폴리오 구성의 한 축으로 성장하였으며, 미국에서도 배당에 초점을 맞춘 ETF가 큰 인기를 얻고 있다. 한국거래소에서 신(新)배당지수를 개발해 놓고 있어 향후 배당주 ETF가 국내에서도 활성화될 것으로 예상된다.

펀드나 랩 등을 활용한 간접투자 방법은 분산투자 효과와 전문 금융기관의 다양한 운용 노하우를 적용할 수 있어 안정적인 성향의 투자자에게

보다 적합하다. 즉, 간접투자는 소액으로 다양한 배당주 투자가 가능하고 상품 자체에서 분산투자 및 리스크 관리가 용이한 장점이 있다.

은퇴설계 관점에서도 장기투자를 위해 전문 자산관리자에게 투자자의 자산운용을 일정 부분 맡길 때 우선 고려해 볼 수 있는 것이 배당주펀드 투자이다. 배당주펀드를 연금저축이나 퇴직연금계좌에 편입하여 관리할 경우, 과세를 연금수령 때까지 이연시킬 수 있어 절세 및 복리효과가 발생할 수 있다. 배당 재투자 및 리밸런싱(운용하는 자산의 편입비중을 재조정하는 행위)에 따른 복리효과를 누리기 위해서 배당주펀드가 훌륭한 대안이 될 수 있는 것이다.

진정한 배당주 투자의 효과를 충분히 누리려면 배당을 재투자하면서 장기로 투자하는 것이 좋은 방법이다. 한 해 배당만 생각하면 몇 퍼센트에 지나지 않는 수익이지만, 그 배당을 계속 재투자하면 기대 이상의 복리 투자 효과를 낳게 된다. 배당주 투자의 진정한 매력도 여기에 있다고 볼 수 있다(조선일보 2013.10.11).

상대적으로 낮은 국내 기업들의 배당 수준이 불만족스럽다면, 해외 배당주펀드 투자로 시야를 넓혀 보는 것도 하나의 방법이다. 그동안 국내 기업들의 낮은 배당성향, 낮은 배당수익률은 외국인 투자자 입장에서 한국 주식시장에 대한 할인(Korea Discount)요인의 하나로 평가되어 왔다. 선진국 고배당 기업의 경우 한국보다 높은 배당성향을 유지하고 있어 투자 매력도가 높은 편이다. 따라서 배당주 포트폴리오의 자산배분 관점에서 높은 이익 안정성 및 성장성에다 다양한 배당주 투자 기회를 제공할 수 있는 글로벌 고배당주 펀드 투자를 생각해 볼 수 있다(한국투자증권 은퇴설계연구소, 2014).

3. 배당주펀드 ‘쏠림 현상’

배당주펀드는 안정적인 사업 구조를 바탕으로 시장 입지가 확고하고 배당을 많이 주는 우량기업에 투자하는 펀드로 경기 영향을 상대적으로

덜 받고, 수익률이 높은 고배당주와 우선주를 주로 담는 펀드이다. 배당주펀드는 2013년 말부터 중위험·중수익 상품으로 각광받기 시작하였다. 국내 주식시장이 2010년부터 3년간 박스권에 머문 상황에서 주가 상승 가능성이 제한적이다 보니 배당을 통해 수익을 확보하려는 주식 투자자들의 수요가 크게 증가하면서 배당주펀드가 각광받게 된 것이다(매일경제신문 2014.03.12).

배당주펀드는 2014년에도 큰 인기를 끌었다. 저금리·저성장 기조가 굳어진 가운데 박스권에서 벗어나지 못하는 증시에 실망한 투자자들이 정부의 배당정책 확대 추진에 기대어 배당주펀드로 몰렸기 때문이다.

펀드평가사 KG제로인에 따르면 2014년 전체 국내 주식형 펀드에선 2조 6,473억원이 빠져나가며 지난 2012년 이후 3년 연속 자금 유출이 지속되었다.

그러나 배당주펀드의 경우는 예외였다. 2013년 8,756억 원을 끌어 모았던 배당주 펀드는 2014년 그 3배가 넘는 2조 8,598억 원을 흡수하였다. 이에 따라 배당주펀드 비중은 전체 액티브(active) 주식형 펀드⁴⁷⁾ 중 2013년은 7.49%에 그쳤으나, 2014년에는 17.19%로 늘어났다.

배당주펀드는 수익률도 뛰어난 편이었다. 2013년의 경우 국내 주식형 펀드의 평균 수익률이 1.23%였다. 하지만 <표 4-3>에서 알 수 있듯이, 배당주식펀드는 9.82%로 가장 높은 성과를 기록하였다. 중소형주 강세장에 힘입어 중소형주식펀드가 7.96%로 그 뒤를 이었다.

반면 대형주의 약세로 일반주식펀드와 K200인덱스펀드는 각각 1.53%, 1.15% 상승하는데 그쳤다. 코스피지수는 0.72% 상승했으며, 코스닥지수는 0.74% 올랐다.

2014년에도 배당주식펀드는 4.54% 상승하며 양호한 수익률을 나타냈다. 중소형주 강세에 힘입어 중소형주식펀드가 11.53% 상승하며 주식형

47) 액티브펀드(active fund)는 시장수익률을 초과하는 수익을 올리기 위해 펀드매니저들이 적극적인 운용전략을 펴는 펀드(일반·중소형·배당주 펀드)인 반면 패시브 펀드(passive fund)는 안정적으로 시장수익률을 추구하는 인덱스펀드(코스피200인덱스)이다.

펀드 중 가장 높은 수익률을 달성하였다.

반면에 대형주의 약세로 K200인덱스펀드와 일반주식펀드는 각각 6.64%, 4.38% 하락하며 저조한 성과를 기록하였다. 코스피지수는 4.76% 하락한 반면 코스닥지수는 8.60% 올랐다.

<표 4-3>국내 펀드 유형별 평균 수익률 및 순자산액

(단위 : 연말, 개, 억원, %)

대유형	소유형	펀드 수		순자산액		수익률	
		2014	2013	2014	2013	2014	2013
주식	일반주식	1,480	1,340	246,490	302,275	-4.38	1.53
	중소형주식	162	112	18,267	18,189	11.53	7.96
	배당주식	189	118	54,947	25,952	4.54	9.82
	K200인덱스	257	214	128,850	134,547	-6.64	1.15
주식혼합	일반주식혼합	215	146	27,429	19,970	-1.07	1.64
채권혼합	일반채권혼합	484	417	76,792	65,809	2.35	3.51
절대수익 추구	채권알파	123	101	11,868	5,639	5.27	2.60
	시장중립	107	46	9,187	6,092	1.78	4.72
	공모주하이일드	17	8	6,059	456	14.99	1.36
KOSPI						-4.76	0.72
KOSDAQ						8.60	0.74

주: 1) 순자산액 10억원 이상, 운용기간 2주 이상 국내 주식펀드.

2) 기준일은 2015년 및 2014년 1월 2일.

자료: KG제로인(www.FundDoctor.co.kr).

해외 주식형펀드는 뛰어난 성과에도 2014년 3조 6,498억원이 빠져나가면서 2009년 이후 6년 연속 자금 유출이 지속되었다. 과거 해외 주식형펀드에서 절반 이상의 비중을 차지하는 중국펀드 투자를 통해 크게 손실을 본 경험이 있는 투자자들이 많은데다 해외 주식매매 차익에 대한 과세 시행도 투자자들이 해외 주식형펀드를 꺼리는 요인이 되고 있다.⁴⁸⁾

48) 배당주 펀드를 살 때는 배당수익에 15.4%의 배당소득세가 부과된다. 펀드로 돈을 벌었을 때 펀드에 포함된 기업의 배당을 받아 수익을 올린 부분에 대해서는 배당소득세를 내야 하는 것이다. 한국 주식에 투자하는 배당주 펀드는 주식 매매차익에 대해서는 세금을 내지 않아도 되지만 해외 펀드는 배당소득세와 별도로 주식 매매 차익 가운데 250만 원을 넘는 부분에 대해서는 양도소득세(20%)와 주민세(2%)를 더 내야 한다(조선일보 2014.04.11).

2015년 들어서는 우량 기업에 투자해 정기적인 배당 수익을 얻는 배당주펀드의 인기가 더욱 높아지고 있다. 기준금리 1%대의 초저금리 시대 도래로 인하여 더 이상 은행 예금·적금 수익을 기대하기 어려워진 데다 2015년 6월 15일부터 주식시장 가격제한폭이 $\pm 15\%$ 에서 $\pm 30\%$ 로 확대되면서 변동성이 커진 탓에 위험을 줄이고 고정적인 수익을 추구하는 개인 투자자들의 관심이 배당주펀드에 집중되는 모습이다.

2015년 6월 15일 펀드평가업체 에프앤가이드에 따르면 올해 들어 국내 113개 배당주펀드(설정액 10억원 이상)에 유입된 자금은 모두 1조 5,000 억원으로 나타났다. 한국은행이 기준금리를 기존 2.0%에서 1.75%로 인하한 지난 3월을 기점으로 1조원이 몰렸으며 기준금리 추가 인하설(6월 11일 1.50%로 0.25%포인트 인하)이 돌면서 더욱 늘어났다.

배당주펀드는 필수소비재나 시장 과점 기업 등 경기 흐름에 크게 구애받지 않는 종목 비중이 높아 원금 손실 확률이 낮다는 장점이 있다. 여기에 고정적인 배당금을 지급받아 금리보다 높은 수익을 추구한다. 배당주펀드의 인기 비결은 이러한 안정성이다. 펀드별로 보면 2015년 들어 마이너스 수익률을 기록한 배당주 펀드(최저 수익률 1.48%)가 한 개도 없다. 아울러 전체 수익률이 10.24%로 시중금리는 물론 국내 주식형 펀드 수익률(8.25%)까지 앞서고 있어 더욱 매력적이라는 평가이다.

특히 안정성을 중시한 채권혼합형 배당주펀드는 대세로 자리 잡고 있다. 박인호 KB자산운용 리테일본부 이사는 “수익률 1~2% 차이에 대한 투자자들의 민감도가 달라졌다. 과거 시중금리가 5%인 시절에는 수익률 6% 안팎의 채권혼합형 배당주펀드를 찾지 않았지만 금리가 2% 아래로 떨어지면서 3% 이상 수익률이 보장되는 안정적인 상품에 수요가 몰리는 상황이다”고 설명하였다. 실제로 채권혼합형 배당주펀드 개별 수익률은 최저 3.56%에서 최고 8.57%이다(매일경제신문, 2015.06.16).

배당주펀드 투자는 투자기간이 길어질수록 빛을 발한다. 2014년 5월 20일 에프앤가이드에 따르면 최근 10년간 국내 배당주 펀드의 누적 수익률은 252.8%(2014년 5월 19일 기준)에 이른다. 같은 기간 코스피지수 상

승률(159%)은 물론 전체 주식형 펀드 수익률(197%)을 웃돈다. 개별 종목 투자도 마찬가지이다. 대표적인 고배당주인 KT&G를 10년 전인 2004년 당시 주가인 2만 6,000원에 샀다면, 이날 8만 6,300원으로 3배 이상의 자본차익을 얻는 데다 매년 받은 누적 배당금 2만 6,500원도 챙기게 된다. 누적수익률은 333%에 달한다(한국경제신문 2014.05.21).

2001년 처음으로 고배당 장기증권 저축펀드를 출시하며 국내 시장에 배당주펀드라는 개념을 소개한 베어링자산운용은 자사의 대표 펀드 중 하나인 ‘베어링 고배당 주식형 펀드’가 지난 2002년 4월 설정 이후 2015년 3월말 현재 운용규모 4,065억원, 누적수익률 337%를 기록하고 있다고 밝혔다. 같은 기간 코스피지수 상승률 233%를 크게 초과하였다.

내재가치가 우수하고 배당성향과 배당수익률이 높은 고배당주에 집중 투자하면서도 합리적인 수익을 추구하는 배당주펀드는 상대적으로 변동성이 낮고 안정적인 포트폴리오를 유지하는 추세로 인해 초저금리 시대에 장기적으로 안정적인 수익을 추구하는 투자자들에게 대안이 될 수 있는 것이다(파이낸셜뉴스 2014.04.03).

4. 장수리스크 감소 대안

‘호모 헨드레드’ 시대가 열리면서 장수는 축복이자 위험(리스크)이 되고 있다. 수명이 예상보다 훨씬 길어지는 만큼 은퇴이후 노후생활자금도 종전보다 많이 들게 된다. 이런 상황에서 초저금리 추세가 고착화되면 개인의 노후생활자금을 마련하기가 점점 힘들어진다.

은퇴자산은 안정성을 중시하여 보수적으로 운용하는 게 기본이다. 하지만 명목금리에서 물가상승률을 뺀 실질금리가 사실상 마이너스 금리가 지속된다면 은퇴자산의 일정 부분은 위험자산에 투자할 필요성이 커진다. 특히 노후준비가 부족한 퇴직자나 예비 퇴직자는 정부의 노후보장 대책만 바라보고 있을 수는 없다. 초저금리 시대에 적응하면서 개인적인 대비를 해나가야 할 것이다. 이런 관점에서 중위험·중수익의 배당주 투

자 및 배당주펀드 투자가 은행 금리를 넘어서는 배당 소득과 덤으로 주가 상승에 따른 시세 차익까지 도모할 수 있는 유력한 대안으로 부상하고 있는 것이다. 배당금을 상대적으로 많이 주는, 배당수익률이 높게 나타나는 기업들은 배당금을 해마다 일정 수준으로 유지하는 경향이 있다. 배당주 투자가 은퇴자산 운용에 제격인 것이다.

문제는 배당주 투자 역시 주식 투자라는 점이다. 주식 투자는 변동성과 위험성이 필연적으로 수반된다. 배당주 투자도 변동성과 위험성이 없을 수 없다. 다만 그러한 변동성과 위험성이 주식 투자 중 상대적으로 가장 적은 투자라고 할 수 있다. 그렇더라도 단기적인 시각으로, 공격적인 투자 성향을 보이는 투자자들에게는 부적합하다.

따라서 배당주 투자는 장기적으로 은행 금리보다는 수익률이 높으면서 안정적인 소득을 바라는 은퇴자 및 예비은퇴자들에게 어울리는 투자라고 할 수 있다. 더욱이 우리나라는 은퇴 이후 마땅한 일자리를 찾기 어려운 상황에서 1~2% 금리의 저축에만 노후생활자금을 의존하기 힘든 만큼 배당주 투자는 갈수록 각광받고 그 중요성도 날로 커질 것이다.

배당주 투자의 장기수익률과 안정성을 검증한 국내 논문을 찾기 어려워 주식 투자의 역사가 오래 된 미국의 사례를 살펴보면 다음과 같다.

세계적인 투자전략가인 제레미 시겔(2008)이 배당투자의 수익률과 안정성을 검증한 결과 배당수익률이 높은 기업들이 주식 수익률도 높게 나타났다. 시겔은 1957~2006년 기간 동안 매년 12월 31일을 기준으로 미국 S&P 500지수에 편입된 500개 종목을 배당수익률이 가장 높은 기업부터 가장 낮은 기업까지 5개 그룹으로 분류한 뒤 그 다음해의 수익률을 계산하였다. 그 연구 결과는 배당수익률이 높은 포트폴리오 순서대로 주식 수익률이 높게 나타났다. 배당수익률이 ‘가장 높음’ 그룹은 주식 수익률이 14.22%, ‘높음’ 그룹은 13.11%, ‘보통’ 그룹은 10.55%, ‘낮음’ 그룹은 9.79%, ‘가장 낮음’ 그룹은 9.69%였다. S&P 500 종목 전체의 주식 수익률은 11.13%였다. 만일 개인 투자자가 1957년 12월 말에 S&P 500 인덱스 펀드에 1,000달러를 투자했다면 2006년 말까지 연 수익 11.13%를 올

리면서 총 수익이 17만 6,134달러가 되었을 것이다. 동일하게 배당수익률 ‘가장 높음’ 그룹 100개 기업들에 투자했다면 연 수익 14.22%를 기록하며 총 수익 67만 5,000달러 이상을 얻었을 것이다.

고배당주들은 안정성도 뛰어났다. 시겔의 연구에서 배당수익률이 높은 기업들이 베타 1(S&P 500=1)보다 낮아 안정적인 반면 배당수익률이 낮은 기업들은 1보다 높아 불안정하였다.

미국에는 시장 수익률을 초과해온 배당수익률 전략들이 여러 개 있다 (제레미 시겔, 2008). 우리나라에서도 배당주 투자전략으로 벤치마킹해 볼 가치가 있다. 잘 알려진 것은 ‘다우의 개들(Dogs of the Dow)’ 또는 ‘다우 10(Dow 10)’ 전략으로 불리는 투자법이다. 다우 10 전략은 투자자들이 연말에 다우 지수 30개 종목에서 배당수익률이 높은 10개의 주식을 사서 그 다음해 동안 계속 보유하고, 매년 12월 31일 이를 반복하는 방식이다. 이런 배당수익률이 높은 주식들은 종종 가격이 떨어져서 투자자들의 관심에서 벗어난 종목들이라 ‘다우의 개들’로도 불렸다.

다우 10 전략에서 확장된 또 다른 전략은 S&P 500 지수에서 가장 큰 종목 100개를 뽑아 그중 배당수익률이 높은 10개 기업의 주식을 사는 S&P 10 전략이다.

실제 두 전략은 수익률이 뛰어났다. 1957~2006년 50년 동안 다우 10 전략은 연평균 14.08%, S&P 10 전략은 연평균 15.71%의 수익률을 기록하였다. 다우 10 전략은 다우 30(연평균 11.86%)보다, S&P 10 전략은 S&P 500(연평균 11.13%)보다 초과 수익률을 보였다. 이들 두 전략은 다우 지수나 S&P 500지수보다 베타가 낮아 안정성도 뛰어났다.

배당 투자의 요체는 배당 재투자에 있기 때문에 배당주나 배당주 펀드에 투자할 때는 절대적으로 장기간의 긴 호흡이 필요하다. 배당수익률이 높은 주식에 투자해 얻은 배당금을 재투자할 경우, 복리 효과를 통해 장기적으로 높은 성과를 낼 수 있다. 배당주는 복리의 재투자 효과로 약세 시장에서 보호막 구실까지 한다. 배당수익은 증권시장 하락으로 발생할 수 있는 마이너스 수익을 보완해 준다.

배당주 장기투자의 위력을 보여주는 인물이 바로 1995년 은퇴한 미국 펀드매니저 존 네프이다. 그는 1964년부터 1995년까지 펀드를 운용하면서 수익률 5,600%를 올렸다. 네프의 연평균 수익률은 13.9%였는데, 그의 투자 수익 가운데 40%는 배당금에서 나왔다. 네프는 4~5%의 배당수익률을 올릴 수 있는 주식을 발견하기만 하면, 이미 목표의 절반은 달성했다는 생각을 갖고 있었다고 한다(주간동아 제917호, 2013).

배당소득과 시세차익(자본이득) 도모, 투자리스크와 장수리스크의 감소와 연결되는 배당주 투자의 성패는 고배당 우량 기업을 발굴하여 장기투자하는데 달려 있다. 고배당 우량 기업은 이윤을 꾸준히 분배할 능력이 있다는 점에서 다른 기업에 비해 재무적으로 건전하여 안정성이 높다고 볼 수 있다. 재무 현황이 건전하고 잉여현금 흐름이 강한 기업일수록 주주에게 높은 배당금을 꾸준히 지급할 수 있기 때문이다. 개인 투자자로서 고배당 우량 기업을 찾아내는 일이 어렵게 느껴진다면 애널리스트와 펀드매니저 등 전문가들이 그런 기업을 찾아내는 배당주펀드 투자를 모색하는 게 좋은 방법이다(중앙일보 2012.05.02).

시겔의 연구나 다우 10 전략과 S&P 10 전략, 존 네프 등의 사례를 통하여 배당주 및 배당주펀드 투자로 노후생활 안정과 장수리스크 감소를 도모하려면 배당수익률이 높은 우량주(우량펀드) 선택 및 장기투자가 핵심 관건이라는 점을 잘 알 수 있다.

초저금리 시대에는 개인 스스로 노후를 대비해 장기 저축·투자를 통하여 금융 자산을 축적할 수 있도록 정부에서 제도적으로 인센티브를 부여하는 것도 필요하다. 우리나라보다 먼저 초저금리·초고령화 시대에 돌입한 영국과 일본은 개인종합자산관리계좌(ISA) 제도를 통해 금융자산 축적을 장려하고 있다. 5년 혹은 10년 이상 금융계좌를 유지하면 이자, 배당 양도수익을 비과세하는 혜택을 부여한다.

영국에서는 이 제도가 도입된 2000년 이후 2013년 말까지 국민의 40%가 ISA에 가입하였다. 누적잔액도 4,428억파운드(743조원)에 이른다. 일본은 2014년 1월 영국의 ISA제도를 벤치마킹하여 NISA(소액투자비과

세) 제도를 도입하였다. 투자대상 금융상품을 주식이나 펀드로 한정하여 저축 위주였던 일본 가계의 금융자산 축적 경향을 투자 쪽으로 유도하였다(박영규, 2015). 영국의 ISA는 16세 이상이 투자하면 연간 1만5000파운드(약 2600만원)까지 비과세하고, 일본 NISA는 20세 이상에게 연 100만엔(900여만원)까지 비과세 혜택을 준다. 일본의 누적잔액은 2015년 3월 말 4조4109억엔(약 40조원)으로 전년 말 대비 48% 급증하였다.

정부는 2016년 초부터 ISA 제도를 도입하여 예·적금, 펀드, 주식, 채권 등 다양한 금융상품을 한 곳에 담을 수 있도록 할 방침이다. 연간 한도 범위 내에서 투자금을 ISA에 넣으면 자유롭게 상품 투자 포트폴리오를 짤 수 있고, 수익이 나면 비과세 혜택까지 챙길 수 있게 된다(조선일보 2015.06.26).

주식의 장기 보유를 독려하는 인센티브제도 도입 필요성도 제기되고 있다. 한국경제연구원은 2015년 3월 26일 ‘장기주식보유 인센티브 도입에 대한 회사법적 검토’ 보고서를 통해 “최근 논의되고 있는 정부의 배당활성화 정책은 배당금 증가를 목적으로 하고 있는데, 장기주식보유 인센티브제가 효과적인 보완책이 될 수 있다”고 밝혔다. 장기주식보유 인센티브 제도는, 예컨대 2년 이상 주식을 보유한 주주에게 의결권, 이익배당금, 워런트(warrant) 등에 있어 인센티브를 제공하는 제도이다.

한국경제연구원은 장기주식보유 인센티브제 운용이 가능하도록 회사법이 보다 유연하게 해석·개정될 필요가 있다고 주장하였다. 미국과 영국, 프랑스, 호주, 싱가포르 등 대다수의 국가들은 회사의 자율적 결정에 따라 정관개정을 통해 장기주식보유 인센티브제도를 운용할 수 있도록 허용하고 있다. 반면 우리나라는 회사법상 장기주식보유 인센티브 운용이 불가능한 실정이다.

개인저축계좌(ISA)나 장기주식보유 인센티브제는 초저금리-초고령화가 지속되고 있는 선진국에서 개인들의 금융자산을 은행 예금보다 주식·간접 장기투자 쪽으로 운용하도록 유도하여 안정적인 노후생활을 도모하자는 제도들이다. 그런 만큼 우리나라도 제도 도입을 적극 추진할 필요가 있다.

제5장 결론

제1절 연구 결과의 요약

이 연구는 기준금리 1%대라는 사상 초유의 초저금리 시대를 맞아 장수리스크가 심화되고 있는 점에 착안하여, 전문가 집단을 대상으로 AHP(Analytic Hierarchy Process) 분석 방법에 의한 개인 차원의 투자대안 중요도(우선순위) 선정을 모색하였다.

그동안 국내에서는 장수리스크와 관련한 은퇴 준비 및 은퇴생활비의 적정성, 은퇴자산의 축적과 소비, 주식을 일부 편입한 자산 포트폴리오 및 인출 전략 등에 대한 선행연구와, 배당과 관련한 이론 및 배당 결정요인 등에 선행연구들은 많이 나왔으나 은퇴자산 관리 및 운용 차원에서 배당투자를 장수리스크 감소를 위한 투자대안으로 모색한 연구는 찾아보기 힘들었다.

초저금리-고령화 시대가 이어지면서 장수리스크 감소를 위한 투자대안으로서 배당투자의 가능성이 언론 등을 통해 대두돼 왔음에도 불구하고 배당주 직접투자자와 배당주펀드 간접투자자가 갖는 장수리스크 감소의 실제 기대효과와 한계 등을 실증한 연구가 전무한데다 주식 투자자들이 실제 시세 차익을 도모하는지, 아니면 고배당 수익 목적의 투자를 하는지 구분하여 장기투자를 유도·장려하는 정책 대안을 모색하는 연구마저 선례를 찾기가 쉽지 않았다.

이 연구의 차이점은 일반 대중이 아닌, 전문가 집단을 대상으로 은퇴자산 관리를 염두에 두고 장수리스크 감소를 위한 여러 투자대안의 우선순위에 대해 설문하여 그 의의를 분석하고, 기준금리 인하와 배당소득 증대세제 같은 정책 변화 및 배당투자의 성과 등에 대한 추가적인 조사·연구를 통하여 은퇴 생활자 및 예비은퇴자들이 실제 은퇴자산 관리 및 운용 전략에 참고할 수 있도록 했다는 점이다.

나아가 초저금리 시대 장수리스크를 줄이려면 수익성을 높여 현금 흐름

름(cash flow)을 지속적으로 창출하는 게 중요하고 그런 만큼 적극적인 개인연금 가입과 더불어 가계 자산의 일정 부분을 위험자산에 배분하되 시세차익 목적 투자보다 안정성과 지속성이 높은 고배당 수익 목적 투자가 더 중요하다는 점을 전문가들의 투자대안 우선순위 선정을 통한 실증 분석으로 입증하였다. 아울러 배당투자의 활성화에 따른 기대효과와 과제를 고찰하여 정책적 대안 모색까지 시도한 점도 기존 연구들과의 차이점이라고 할 수 있다.

이 연구는 다양한 문헌연구와 관련 분야 산·학·연·관 전문가들과의 면담에 의해 반복적으로 수정, 보완 과정을 거쳐 장수리스크 감소를 위한 투자대안으로 3계층 12개 항목을 도출하여 AHP분석을 실시하였다.

1계층으로는 금융자산 투자와 실물자산 투자를 설정하였다. 2계층으로는 금융자산 투자 하위에 예·적금, 주식, 보험 및 연금을 두었고, 실물자산 투자 하위에 부동산, 동산을 설정하였다. 3계층에는 예·적금 하위에 은행 예·적금과 비은행 예·적금, 주식 하위에 시세차익 목적 투자 주식과 고배당 수익 목적 투자 주식, 보험 및 연금 하위에 보험상품과 개인연금(사적연금), 부동산 하위에 주택, 토지, 상가를 두었고 동산 하위에 귀금속, 자동차, 기타 등 3개 항목을 설정하였다.

이들 3계층 12개 항목에 대해 은행 금융기관(중앙은행, 일반은행, 저축은행), 비은행 금융기관(증권거래소, 증권사, 보험사), 관련 연구기관(장수리스크 연구를 주로 하는 은퇴설계연구소 소속 연구원 및 관련 전공 교수), 그리고 부동산 전문가 등 4개 전문가 집단을 상대로 초저금리 장수리스크 감소를 위한 투자대안 중요도(우선순위)를 선정하는 결과를 도출하였다.

전체 전문가 집단의 투자대안 중요도(우선순위) 선정을 분석한 결과, 1계층에서는 중요도가 금융자산 투자(0.656), 실물자산 투자(0.344) 순으로 나타났다.

2계층 항목들 중 중요도는 금융자산 투자에서는 보험 및 연금(0.502), 주식(0.262), 예·적금(0.236) 순으로 나타났고, 실물자산 투자에서는 부동

산(0.706), 동산(0.294) 순으로 나타났다.

3계층에서 중요도는 금융자산 투자대안 중 예·적금에서는 은행 예·적금(0.652), 비은행 예·적금(0.348) 순이고, 주식에서는 고배당 수익 목적 투자(0.613), 시세차익 목적 투자(0.387) 순이었으며, 보험 및 연금에서는 개인연금(0.763), 보험(0.237) 순으로 나타났다. 3계층 가운데 실물자산 투자대안의 중요도는 부동산 항목의 경우 상가(0.409), 주택(0.386), 토지(0.206) 순이고, 동산 항목은 귀금속(0.523), 기타(0.264), 자동차(0.213) 순으로 나타났다.

초저금리 시대 장수리스크 감소를 위한 3계층 투자대안 12개 세부항목의 종합 중요도를 살펴보면, 개인연금(사적연금)이 0.251로 1순위를 차지하였고, 2순위가 고배당수익 목적 투자 주식으로 0.105, 3순위가 은행 예·적금으로 0.101, 4순위가 상가로 0.099, 5순위가 주택 0.094, 6순위가 보험상품 0.067로 나타났다. 또 7순위는 시세차익 목적 주식으로 0.067, 8순위는 비은행 예·적금 0.054, 9순위는 귀금속 0.053, 10순위는 토지 0.050, 11순위는 기타 0.027, 12순위는 자동차 0.021로 나타났다.

1계층 중요도 분석 결과 금융자산 투자가 실물자산 투자의 2배 가까운 비중을 보인 것은 초저금리-고령화 시대를 맞아 더욱 가중되고 있는 장수리스크를 감소시키려면 은퇴자산 관리 차원에서 현금 흐름 창출이 쉬운 금융자산 비중을 늘려야 한다고 전문가 집단들이 판단한 것으로 분석된다. 4개 집단별(은행 금융기관, 비은행 금융기관, 관련 연구기관, 부동산 전문가) 및 연령별(30대 이하, 40대, 50대 이상) 분석에서도 금융자산 투자는 실물자산 투자보다 훨씬 높은 중요도를 나타냈다.

특히 집단별 분석에서 부동산 전문가 집단이 실물자산보다 금융자산을 더 중시한 것은 2008년 글로벌 금융위기 이후 부동산 불패 신화가 깨지고 ‘하우스 푸어’가 속출한 데다 초저금리 시대를 맞아 현금 흐름 창출이 용이한 금융자산 확대가 중요하다고 판단한 것으로 분석된다.

또한 연령별 1계층의 투자대안 중요도 선정 결과를 살펴보면 전문가 집단은 30대 이하, 40대, 50대 이상으로 연령이 많을수록 실물자산보다

금융자산 투자를 중시한 반면 통계청의 ‘2014년 가계금융·복지조사 결과’에서는 2014년 3월 현재 가계 자산은 연령대가 높아질수록 실물자산 비중이 더 높았다. 이 같은 결과도 일반 가계가 은퇴자산 관리 측면에서 나이가 들수록 금융자산 비중을 확대해 나가야 한다는 점을 시사한다.

2계층 중요도 분석 결과 금융자산 투자에서 예·적금이 3순위로 1순위의 보험 및 연금, 2순위의 주식 등에 밀린 것은, 전문가 집단들은 기준금리 1%대의 초저금리 시대를 맞아 우리나라 은퇴생활자들이 전통적으로 선호해온 예·적금의 이자소득만으로 노후생활을 영위하기가 어렵고, 보험 및 연금, 주식 등 개인차원의 장수리스크 대비 방안이 필요하다는 판단을 한 것으로 분석된다.

이러한 전문가 집단들의 2계층 금융자산 투자대안 중요도 선정 결과는 일반 가계의 자산운용과 차이가 많이 난다. 2013년 말 기준으로 우리나라 가계는 전체 금융자산 중 현금·예금의 비중이 45.5%로 가장 많았고, 그 다음이 보험·연금(28.9%)였고, 주식(16.7%)·채권(5.3%)·펀드(3%) 등 금융투자상품은 25%에 그쳤다.

3계층 12개 항목 중 개인연금의 투자대안 중요도(우선순위)가 1순위를 차지한 것은 우리나라의 3층 노후소득보장체계가 은퇴생활을 보장하기에는 크게 미흡하기 때문으로 분석된다. 국민연금(1층) 소득대체율이 매우 낮아는데다 퇴직연금(2층)도 도입률(2014년 말 16.3%)이 낮고 원금 보장 상품 위주여서 수익률이 매우 낮은 편이다. 따라서 근로자뿐 아니라 자영업자도 가입할 수 있는 개인연금(3층)에 적극 가입하여 장수리스크를 줄여 나가야 한다는 것이 전문가 집단의 판단으로 분석된다.

3계층의 투자대안 중요도 분석 결과 고배당수익 목적 투자 주식이 2순위를 차지한 것은 초저금리-고령화 시대에는 배당주 직접투자과 배당주 펀드 간접투자에 일반 가계도 눈을 돌려야 한다는 점을 시사한다.

특히 집단별 분석에서 은퇴설계연구소가 포함된 관련 연구기관의 경우 장수리스크 감소를 위한 투자대안 중요도 평가에서 고배당 수익 목적 투자 주식은 0.226으로 2순위를 차지하여 1순위 개인연금(사적연금) 0.335

보다는 낮았지만, 3순위 시세차익 목적 주식 0.095, 4순위 은행 예·적금 0.069, 5순위 보험상품 0.068 등과 큰 차이를 보였다.

2계층 주식의 하위종목(3계층) 간 중요도 선정 결과를 보면 전문가 집단들은 고배당 수익 목적 투자(0.613)를 시세차익 목적 투자(0.387)보다 훨씬 중시한 것을 알 수 있다.

우리나라 전체 주식형 펀드 중 배당주펀드 비중이 20% 미만(2013년 7.49%, 2014년 17.19%)인 점으로 미뤄 일반인들은 시세차익 목적 투자가 80% 이상으로 추정되는 데 반해 전문가 집단들은 장수리스크 감소를 위한 투자대안으로 고배당 수익 목적 투자 주식을 시세차익 목적 투자 주식보다 훨씬 높게 평가한 것이다. 우리나라 상장기업들의 배당수익률(2013년 말 기준 1.1%)과 배당성향(2013년 말 기준 21.1%)이 세계 최하위 수준으로 매우 낮아 배당투자가 활성화되지 못하고 있지만, 전문가 집단들은 초저금리-고령화 시대를 맞아 장수리스크를 줄이기 위한 투자대안으로 안정성과 지속성이 뛰어난 고배당 목적의 주식 투자를 높게 평가한 것으로 분석된다.

이상과 같은 분석 결과는 개인들이 초저금리-고령화 시대를 맞아 장수리스크를 감소시키려면 전문가 집단이 제시한 개인연금 및 주식 투자의 중요성을 재인식하고, 주식 투자는 시세차익 목적보다 고배당수익 목적에 더 비중을 뒀야 한다는 점을 시사한다.

또한 전문가 집단은 주관식 형태로 응답한 추가 설문에서 장수리스크가 금전적인 노후 준비 부족에 기인하는 위험인 만큼 초저금리 시대에 대응하여 수익률을 높이기 위해서는 가계 자산의 일정 부분을 위험자산인 고배당주 투자로 배분하고, 그중에서도 직접투자보다 상대적으로 안정성과 지속성이 높은 배당주펀드 간접투자가 바람직하다는 의견을 제시하였다.

그러나 우리나라 가계의 자산 포트폴리오는, 이 논문에서 제시된 전문가 집단의 투자대안 중요도(우선순위) 선정과는 반대로, 부동산 중심의 실물자산 비중이 금융자산보다 2배 이상 많은 실정이다. 이미 급속한 고

평화와 초저금리 고착화가 동시에 진행되고 있는 상황으로 미뤄 향후 중장기적으로 부동산 가격의 하락이 예상되고 그런 만큼 실물자산 비중을 줄이고 현금 창출이 용이한 금융자산 비중을 확대하는 방향으로 자산 포트폴리오를 변화시켜 나가야 할 것이다.

우리나라가 사상 처음 경험하는 기준금리 1%시대에는 전통적인 예·적금 이자소득으로 은퇴생활자금을 마련하기가 갈수록 어려워진다. 기준금리 1%시대는 명목금리에서 물가상승률을 뺀 실질금리가 사실상 마이너스 금리나 다름없는 셈이다. 은퇴생활자는 물론 예비은퇴자의 경우에도 자산의 일정 부분을 위험자산이지만 수익률이 높은 주식 투자에 배분해야 기대수명보다 훨씬 오래 사는 고령화와 장수리스크에 대응해 나갈 수 있는 것이다.

주식 투자가 예·적금 금리보다 수익률이 높지만 위험성이 큰 것도 사실이다. 그런 만큼 ‘시중 금리보다 높은 고정적인 배당소득’ 또는 ‘예금이 자율+알파(α)’를 목적으로 하는 배당 투자를 확대할 필요가 있다. 이런 측면에서 배당수익률과 배당성장 수준이 세계적으로 낮은 편인 국내 상장기업들이 최근 배당소득 증대세제 등 정부의 배당 활성화 정책에 부응하면서 주주친화 경영 강화에 나서고 있는 점은 고무적으로 평가된다. 그러나 배당 확대의 폭과 속도가 더 넓어지고 더 빨라져야 할 것이다.

배당 투자는 개인 투자자들이 고배당 우량 기업을 찾아 투자하는 배당주 직접투자와 배당주 ETF 투자 및 펀드매니저 등 전문가들에게 운용을 맡기는 배당주펀드 간접투자가 있다. 직접투자는 리스크 관리가 쉽지 않은 만큼 배당주펀드 간접투자가 유리한 점이 많다는 것이 전문가들의 분석이다.

중위험-중수익의 대표적인 금융상품인 배당주펀드는 실제 수익률도 뛰어난 편이다. 2013년의 경우 국내 주식형 펀드의 평균 수익률이 1.23%였던 반면 배당주식펀드는 9.82%였다. 2013년 코스피지수는 0.72% 상승하였고, 코스닥지수는 0.74% 올랐다. 2014년에도 배당주식펀드는 4.54% 상승하며 양호한 수익률을 나타냈다. 2014년 코스피지수는 4.76% 하락하였

고, 코스닥지수는 8.60% 올랐다. 2015년에도 배당주펀드는 높은 수익률을 기록하고 있다. 6월 15일 현재 펀드평가업체 에프앤가이드에 따르면 2015년 들어 국내 113개 배당주 펀드(설정액 10억원 이상)는 전체 평균 수익률이 10.24%로 시중금리는 물론 국내 주식형 펀드 수익률(8.25%)보다 앞서고 있다.

배당주펀드 투자는 투자기간이 길어질수록 빛을 발한다. 에프앤가이드에 따르면 최근 10년간 국내 배당주펀드의 누적 수익률은 252.8%(2014년 5월 19일 기준)로 같은 기간 코스피지수 상승률(159%)과 전체 주식형 펀드 수익률(197%)보다 높았다.

증권 역사가 우리나라보다 오래 된 미국의 실증분석 결과(제레미 시겔, 2008)도 배당투자의 장기 수익률 및 안정성이 높은 것으로 드러난 점으로 미뤄 1% 기준금리 시대가 열린 우리나라에서 배당투자의 장수리스크 감소 효과는 갈수록 확대될 것이다. 더욱이 우리나라의 경우 은퇴 이후 장년층이 마땅한 일자리를 찾기 어려운 상황이기 때문에 1~2% 금리의 저축에만 노후생활자금을 의존하기 힘든 만큼 중위험·중수익의 배당주 투자의 중요성은 갈수록 커질 것이다.

배당주 투자가 안정성을 중시해야 하는 은퇴자산 운용에 제격이지만, 배당주 투자도 역시 주식 투자라는 점에서 변동성과 위험성이 수반된다. 따라서 배당주 투자는 단기적인 시각으로, 공격적인 투자 성향을 보이는 투자자들에게는 부적합하다. 대신 배당주 투자는 장기적으로 예·적금 금리보다 수익률이 높으면서 안정적인 고정소득을 바라는 은퇴생활자 및 예비은퇴자들에게 적합한 투자라고 할 수 있다.

배당주 투자 및 배당주펀드 투자는 예·적금 금리를 넘어서는 배당 소득과 덩으로 주가 상승에 따른 시세 차익까지 도모할 수 있지만, 성패는 고배당 우량 기업을 발굴하여 장기 투자하는데 달려 있다. 개인 투자자로서 고배당 우량 기업을 찾아내고 리스크를 관리하기가 어려운 점이 많은 만큼 애널리스트와 펀드매니저 등 전문가들이 운용하는 배당주펀드 간접투자가 유력한 대안으로 떠오르고 있다.

배당주 투자 활성화를 위해서는 아직도 많은 과제가 남아 있다. 전문가 집단은 정부 차원에서 개인들의 장수리스크 감소 노력을 뒷받침하기 위해 배당 확대 촉진 정책을 전개하고 있는 데 더하여 자본이득세율과 배당소득세율 간의 격차 해소, 배당주펀드에 대한 배당소득세 감세 및 분리과세 등과 같은 세제 혜택 등이 적극적으로 추진되어야 한다는 주장을 펴고 있다. 더불어 개인 차원의 노후 대비와 자구 노력에 더하여 개인들이 장기투자자 노후생활의 안정을 도모하도록 개인종합자산관리계좌(ISA) 제도 도입, 주식의 장기 보유를 독려하는 인센티브제도 도입을 위한 세제 개편 등 정부 차원의 지원 정책이 긴요하다고 하겠다.

지금까지 살펴본 이 연구는 선행 연구들과 다음과 같은 점에서 차별성을 갖는다고 볼 수 있다.

첫째, 세계 최고 수준으로 빨리 진행되고 있는 초고령화와 기준금리 1%대 시대의 초저금리 현상이 동시에 진행됨에 따라 더욱 가중되고 있는 장수리스크를 감소시키기 위해서는 현금 흐름(cash flow) 창출이 용이한 금융자산 비중을 실물자산보다 높이는 방향으로 가계자산의 포트폴리오를 변화시켜야 한다는 점을 AHP 기법에 의한 전문가 집단의 설문(1계층)을 토대로 제시하였다.

둘째, 장수리스크로 인한 노후 빈곤을 막고 은퇴자산의 지속성을 제고하기 위해서는 보험 및 연금과 함께 자산의 일정 부분을 위험도가 높지만 수익률이 높은 주식 투자가 필요하고 사실상 제로 금리 수준에 이른 예금·적금 위주의 은퇴자산 운용 및 배분에서 벗어나야 한다는 점을 AHP 기법에 의한 전문가 집단의 설문(2계층)을 토대로 제시하였다.

셋째, 노후소득보장체계상 1층 국민연금과 2층 퇴직연금의 노후보장이 미흡한 만큼 개인차원에서 3층 개인연금을 통한 은퇴자산 관리 및 장수리스크 감소에 나서야 한다는 점과, 주식 투자는 시세차익 위주의 일반적인 투자 관행과는 달리 장수리스크 감소를 위해서는 고배당 수익 투자 비중을 높여야 하고, 배당주 투자는 또한 위험 부담이 큰 직접투자보다 안정성과 지속성이 높은 배당주펀드 간접투자가 유리함을 AHP 기법에

의한 전문가 집단의 설문(3계층)과 주관식 형태의 추가 설문을 통하여 제시하였다.

넷째, 노후생활 안정과 장수리스크 감소의 유력한 대안이 배당주펀드 장기투자란 점을 AHP 기법 조사에 이은 추가 과제 연구를 통해 제시하였다. 배당주펀드 장기투자를 유도하기 위해서는 세계 꼴찌 수준의 국내 기업들의 배당률을 높여야 하고, 그렇게 하려면 정부가 세제 및 제도 개편과 함께 관련 금융상품 개발 및 비과세 확대 등의 정책 지원에 적극 나서야 한다는 점을 강조하였다.

제2절 연구의 한계 및 향후 연구방향

이 연구는 앞서 논의한 바와 같은 시사점과 선행연구와의 차이점을 갖는 의의가 있으나 다음과 같은 한계점도 있다.

AHP 기법 조사가 관련 분야 전문가 집단을 대상으로 진행됨에 따라 60대 이상의 현역 전문가들의 설문 응답 및 회수가 부진하였다. 이에 따라 장수리스크 감소를 위한 연령별 대비에서 30대 이하, 40대, 50대 이상으로 구분하였다. 결과적으로 실제 은퇴생활을 하는 고령자들이 속한 60대 이상 전문가들의 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 선정에 대한 의견 반영이 미흡하였다.

그리고 이 연구에서 장수리스크 감소를 위한 투자대안 중요도(우선순위)에서 가장 높은 비중을 받은 개인연금 문제에 대한 체계적 연구가 미흡하였다. 서구 선진국과 달리 노후소득보장체계 3계층 도입이 늦은 우리나라는 국가 및 사회 차원의 국민연금(1층 공적연금)과 퇴직연금(2층 준공적연금)의 소득대체율이 낮아 개인 차원의 연금(3층 개인연금) 가입이 매우 중요함이 본 연구에서 나타났다. 그러나 개인연금 제도의 장단점과 확대-육성 방안 등에 대한 실증연구가 미진하였다.

다음으로 장수리스크 감소를 위한 투자대안으로서 주식 투자 비중 확대의 필요성을 제시하고 주식 중에서도 상대적으로 안정성과 지속성이

높은 배당주 투자, 그중에서도 배당주펀드 간접투자를 대안으로 제시했으나 개인에게 광범위하게 퍼져 있는 ‘주식은 위험하다’거나 ‘주식은 투기’라는 일반적 관념을 극복하기 위한 배당주펀드의 장기수익률 추이 및 리스크 관리 방안, 수익성과 위험성을 기준으로 한 다른 중위험-중수익 금융상품과의 비교-분석 등에 대한 체계적 연구가 미흡하였다.

따라서 이 연구는 다음과 같은 향후 연구과제를 제시하였다.

먼저 20~50대의 예비 은퇴자에 더하여 이미 노후 준비를 마치고 실제 은퇴생활을 하고 있는 60대 이상 고령자들의 장수리스크 감소를 위한 투자대안 모색에 대한 추가적인 연구가 필요하다.

또한 우리나라의 현실 여건을 감안한 개인 차원의 장수리스크 감소 투자대안 중 가장 중요도가 높은 것으로 이 연구에서 나타난 개인연금의 구체적인 가입 실태와 확대 방안, 선진국 개인연금 제도와의 비교-분석, 정부 정책 수립에 대한 방안 제시 등에 대한 추가적인 연구가 필요하다.

그리고 전통적인 예·적금의 축적 및 인출이 노후 준비와 은퇴자산 운용의 핵심이라는 점에서 벗어나 기준금리 1%대라는 초저금리 시대에 필요한 주식 투자 확대 방안, 중위험-중수익 금융상품들 간의 장기수익률 및 위험성 비교-분석, 배당주 직접투자 및 배당주펀드 간접투자를 장수리스크 감소 투자 대안으로 정착시키기 위한 개인-정부-기업 3자 간 공조체계 구축 방안, 한국거래소의 신배당지수 활성화 방안 등에 대한 추가적인 연구가 필요하다.

참고문헌

<국내문헌>

- 강성호, 전승훈, 임병인, 2009. 은퇴 후 필요소득수준과 국민연금 및 퇴직연금의 자산충분성. *경제학연구*, 57(3), pp.67-100.
- 강소현, 2014. 기업의 배당정책과 투자. *한국 기업의 현금흐름과 배당 정책 세미나*, 한국증권학회.
- 강중철, 이도수, 성주호, 2006. 장수리스크를 고려한 사망률 추정방법에 관한 연구. *리스크 管理研究*, 17(1), pp.153-178.
- 경제·인문사회연구회, 2011. *100세 시대: 어떻게 행복하게 살 것인가?*. 서울:경제·인문사회연구회.
- 국민연금공단, 2011. *노후준비를 위한 3층 보장체제란*. [Online] Available at: <http://news.nps.or.kr/enewspaper/mainview.php>.
- 국민연금연구원, 2010. *국민연금의 노후소득보장 수준연구*. 서울: NPS 국민연금연구원.
- 국민연금연구원, 2015. *중·고령자의 경제생활 및 노후준비 실태*. 서울 : 국민연금공단 국민연금연구원.
- 권혁성, 신기철, 2013. *우리나라 중·고령자 노후준비실태 및 시사점:임금근로자 중심으로. 제4차 국민노후보장패널 학술대회*
- 김경록, 2015. *초저금리가 변화시킬 세상*. [online] Available at: <http://retirement.miraeasset.com>.
- 김경자, 2000. 라이덴 방식에 의한 주관적 생계비와 그 영향요인. *한국 가정관리학회지*, 18(1), pp.43-52.
- 김광기, 서명수, 김태윤, 장원석 2015. *거꾸로 즐기는 1% 금리*. 메디치.
- 김민정, 2010. 은퇴자 가계의 지출수준과 노후자금 고갈 가능성에 관한 연구. *Financial Planning Review*, 3(1), pp.77-108.
- 김민정, 이희숙, 2010. 가족생활주기에 따른 가계 재무구조 분석. *한국*

- 지역사회생활과학회지, 21(1) pp. 53-69.
- 김석영, 최원, 성주호, 2007. 개인종신연금보험의 장수리스크 분석 및 대응방안. *한국보험학회지*, 76, pp.31-59.
- 김성민, 장용원, 2012. 외국인투자자의 투자기간과 기업의 배당정책. *한국증권학회지*, 41(5), pp.781-812.
- 김성민, 2014(a). 배당정책의 변화와 한국 증시. *제17회 자본시장연구원 개원 기념 컨퍼런스*.
- 김성민, 2014(b). 상장기업의 배당정책과 운용 방안. *상장협연구*, 69, pp.77-96.
- 김성민, 2014(c). 한국 기업의 배당 정책: 현황과 과제. *한국증권학회 자본시장연구원 공동 배당정책 심포지엄*.
- 김성신, 2013. 기업은 왜 배당을 지급하는가?: 한국 기업의 자료를 이용한 수명주기이론에 대한 실증분석. *경영학연구*, 42(3), pp.743-766.
- 김세중, 2012. 장수리스크 측정을 위한 확률적 사망률 모형 비교연구. *보험학회지*, 93, pp.213-235.
- 김영익, 2013. 배당금이 높아야 주가가 오른다?. [online] Available at : http://finance.naver.com/research/pro_invest_read.nhn?expert_code=1&nid=860&page=1.
- 김영익, 2014. 저금리 시대 경제주체의 자산운용. [online] Available at: http://finance.naver.com/research/pro_invest_read.nhn?expert_code=1&nid=908&page=1.
- 김인수, 2010. *한국기업의 배당결정요인에 관한 연구: 재벌·비재벌기업, 소유경영·전문경영기업 비교*. 박사학위논문, 창원: 창원대학교.
- 김준석, 2014. 배당합리화를 통한 기업가치 제고. *新 배당지수 발표 및 배당 활성화 세미나*, 한국거래소.
- 김지경, 2005. 성별 은퇴사유와 은퇴 후 소득 비교. *사회보장연구*, 21(2), pp.55-76.

- 김진영, 2013. *우물쭈물하다 이럴 줄 알았다*. 홍익출판사.
- 김태유, 2013. *국가 경제를 이모작하라-은퇴가 없는 나라*. 삼성경제연구소.
- 김태완, 2014. 우리나라 노인빈곤 현황과 기초연금의 필요성. *연금포럼*, 56, pp.4-7.
- 김현수, 최기홍, 2014. 국민연금 연금자산이 개인의 예상소득대체율에 미치는 영향 분석. *보험금융연구*, 77, pp.3-34.
- 김혜경, 여윤경, 2011. 개인의 은퇴자산 부족가능성에 영향을 미치는 요인에 관한 분석적 연구. *금융연구*, 25(2), pp.83-115.
- 남재우, 2014. *기업의 배당 정책 수립과 연기금의 역할*. 자본시장 Weekly, (47).
- 류건식, 이봉주, 김동겸, 2009. 사적연금 소득대체율 추정에 의한 노후 소득보장수준 평가. *한국보험학회지*, 83, pp.93-121.
- 매일경제신문, 2014. *매경이코노미*. (1772).
- 매일경제신문, 2015. *매경이코노미*. (1789).
- 미래에셋자산운용, 2009. 금리에 울고 웃는 우리의 노후. *隱退와 投資*, 3, 서울:미래에셋자산운용.
- 미래에셋은퇴연구소, 2013. 저금리, 티핑포인트 그리고 인적자산. *은퇴리포트*, (3), 서울:미래에셋은퇴연구소.
- 미래에셋은퇴연구소, 2014. 부부 적정 생활비 추정. *은퇴리포트*, (11), 서울:미래에셋은퇴연구소.
- 미래에셋퇴직연금연구소, 2009. 장수리스크의 산정과 국제비교. *Special Report*, (2), 서울:미래에셋퇴직연금연구소.
- 미래에셋퇴직연금연구소, 2012. 다양한 장수리스크의 산정과 국제비교. *Special Report*, (11), 서울:미래에셋퇴직연금연구소.
- 문숙재, 여윤경, 2001. 예비노인의 은퇴와 경제적 복지의 예측. *소비자학연구*, 12(1), pp.115-131.
- 박동석, 김대환, 이연선, 2003. *고령화 쇼크*. 굿인포메이션.
- 박정식, 박종원, 조재호, 2011. *현대재무관리*. 다산출판사.

- KDB산업은행경제연구소, 2012. *고령화와 은퇴자산의 적정성*, 서울: KDB산업은행경제연구소.
- 박태규, 1991. 韓國의 最低生計費 推計에 관한 研究 - 라이덴 方法을 중심으로. *재정논집*, 5(1), pp. 297-387.
- 방하남, 2012. 베이비붐 세대 무엇이 특별한가. *월간노동리뷰*, (91), pp.1-3.
- 백은영, 2008. 은퇴 후 소득 적정성 및 지속성에 영향을 미치는 연구, *사회보장연구*, 24(2), pp.27-51.
- 백은영, 2012. 베이비부머의 은퇴 준비와 준비 유형 결정요인 분석. *사회보장연구*, 27(2), pp.357-383.
- 보건복지부, 2012. *2011년도 노인실태조사 정책보고서*, 세종:보건복지부.
- 보험연구원, 2010. *우리나라 가계의 금융자산 축적 부진의 원인파 시사점*. 서울:보험연구원.
- 보험연구원, 2012(a). *보험회사의 장수리스크 발생원인과 관리방안*. 서울:보험연구원.
- 보험연구원, 2012(b). *은퇴가구의 경제행태 분석*. 서울:보험연구원.
- 삼성경제연구소, 2011. *인구 고령화의 경제적 파장*. (11월).
- 삼성생명, 2014. 삼성생명 은퇴지수 2014를 통해 알아본 한국인의 은퇴지수. *삼성생명 소식*, (02.10).
- 석상훈, 장선구, 2009. 은퇴 전후의 소득 및 소비 비교: 성장곡선모형을 통한 분석. *제10회 한국노동패널 학술대회 논문집*, 한국노동연구원, pp.831-847.
- 석상훈, 2011. 고령은퇴자의 퇴직과정과 은퇴 후 소득 비교. *응용경제*, 13(3), pp.269-295.
- 석재은, 2003. 노령계층의 소득계층별 필요소득수준 연구. *한국인구학회*, 26(1), pp.79-113.
- 선대인, 2013. *선대인, 미친 부동산을 말하다*. 웅진지식하우스.
- 송양민, 우재룡, 2014. *100세 시대 은퇴대사전*. 21세기북스.

- 신승희, 이항석, 2014. 가치분소득기준 생애소득대체율 분석. *리스크 管理研究*, 25(3), pp.113-142.
- 신정순, 2014. 배당정책 관련 연기금의 역할과 과제. *한국경제연구원 주최 대외세미나 주제 발표(11.21)*.
- 안종범, 전승훈, 2005. 은퇴자가구의 적정소득대체율. *한국경제연구*, 15, pp.5-33.
- 양세정, 성영애, 2001. 노인가계의 경제구조 분석. *한국가정관리학회지*, 19(1), pp.173-190.
- NH투자증권, 2014. *새 배당지수 개발로 배당지수 선진화 첫걸음*. 서울:NH투자증권(우리투자증권).
- 여운경, 1999. 가계 은퇴자산의 충분성. *소비자학연구*, 10(4), pp.41-59.
- 여운경, 2002. 목표 소득대체율을 통한 은퇴소비의 추정. *대한가정학회지*, 40(3) pp.83-97.
- 여운경, 2005. 한국 중산층 가계의 노후자금 적정성. *한국노년학*, 25(1), pp.21-36.
- 여운경, 김진호, 2007. 한국가계의 은퇴자산 적정성 판단을 위한 시뮬레이션 분석. *금융연구*, 21(2), pp.1-30.
- 여운경, 2014. 장수 리스크 감소를 위한 은퇴자산의 인출전략에 관한 연구. *산업경제연구*, 27(1), pp.141-172.
- 원종욱, 2000. 국민연금의 적정소득대체율 분석. *보건복지포럼*, 45, pp.32-42.
- 윤석명, 2012. 다층노후소득보장 실태조사 및 시사점. *ISSUE & FOCUS*, 한국보건사회연구원, 162, pp.1-8.
- 윤석명, 2013. 노인 빈곤 및 소득분포 실태와 소득지원 방향. *보건복지포럼*, 206, pp.7-17.
- 이경희, 김세중, 2010. 고령거치연금의 장수리스크 보장가치에 대한 분석. *한국보험학회지*, 87, pp.63-96.

- 이상건, 2013. 배당주 투자 은행 금리보다 ‘짹짹’ . *주간동아*, (917), pp.22-23.
- 이상호, 유경현, 이상현, 2011. 인구 고령화와 가계의 금융자산 선택: 이론 및 실증 분석. *한국경제연구*, 29(3), pp.39-75.
- 이성근, 윤석민, 1994. *AHP기법을 이용한 마케팅의사결정*. 석정.
- 이재민, 양종서, 이기환, 2013. 부산 금융중심지의 선박금융특화를 위한 정책 선호도 분석. *한국항만경제학회지*, 29(4), pp.97-117.
- 이지영, 최현자, 2009. 우리나라 은퇴자의 은퇴자금 충분성과 영향요인: 객관성 충분성과 주관적 인지의 비교를 중심으로. *한국노년학*, 29(1), pp.215-230.
- 이지영, 2011. *베이비부머가계 연금소득의 노후소득보장효과에 관한 연구*. 박사학위논문. 서울:서울대학교.
- 김유경, 2014. 기대감 커진 배당주펀드 - ‘저금리 - 정부 지원 - 증시 침체’ 삼박자 갖춰. *이코노미스트*, (1263).
- 임완섭, 2015. 최근 빈곤 및 불평등 추이와 시사점. *Issue & Focus*, (271), pp.1-8.
- 자본시장연구원, 2014(a). *가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구*. 서울:자본시장연구원
- 자본시장연구원, 2014(b). *국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점*. 서울:자본시장연구원.
- 전국투자자교육협의회, 2013. *은퇴설계 가이드북*. 전국투자자교육협의회.
- 전삼현, 2014. 배당정책 관련 연기금의 역할과 과제. *한국경제연구원 주최 대외세미나 토론문*.
- 전영수, 2011. *은퇴대국의 빈곤보고서*. 맛있는책.
- 정경희, 2013. 고령화 시대의 노년기 준비의 의의와 과제. *보건복지포럼*, 204, pp.6-14.
- 제레미 시겔, 2008. *장기투자 바이블*. 미래에셋증권.
- 조근태, 조용곤, 강현수, 2003. *앞서가는 리더들의 재충분석적 의사결*

정. 동현출판사.

존 리, 2012. *왜 주식인가?*. 이콘.

주소현, 2008. 종업원 재무교육과 은퇴설계. *소비자학연구*, 19(1), pp.73-91.

차병섭, 이영, 2007. 국제비교를 통한 배당성향 결정요인에 대한 실증 분석. *경제학연구*, 55(4), pp.165-186.

최성재, 장인협, 2010. *고령화사회의 노인복지학*. 서울대학교 출판문화원.

최현자, 주소현, 김민정, 김정현, 2009. 한국의 은퇴준비지수에 관한 연구. *소비자학연구*, 20(3), pp.189-214.

최현자 등, 2012. 우리나라 가계의 은퇴준비종합지수 개발 연구. *조사연구*, 13(3), pp.63-87.

최현자, 김민정A, 김민정B, 이지영, 2012. 경제수명지수의 산정을 통한 우리나라 가계의 은퇴준비도 연구. *Financial Planning Review*, 5(4), p.48.

KB금융지주 경영연구소, 2013. *월간 KB골든라이프*. (5월).

KB금융지주 경영연구소, 2014. *이슈리포트 : 2014 한국 비은퇴 가구의 노후준비 실태*. 서울:KB금융지주 경영연구소.

KDB산업은행경제연구소, 2012. *고령화와 은퇴자산의 적정성*, 서울: KDB산업은행경제연구소.

켈리 라이트, 2013. *배당은 거짓말을 하지 않는다*. 리딩리더.

한경혜 등, 2011. 한국의 베이비 부머 연구. *서울대학교 노화·고령사회연구소 & 메트라이프코리아재단 발간 자료집*.

한국경제신문, 2014(a). 오래된 가계의 비밀. (980), *한국경제매거진 Business*.

한국경제신문, 2014(b). Owner Risk Attack. (104), *한국경제매거진 Money*.

한국보건사회연구원, 2013. *인구구조의 장기전망 및 고령화의 경제적 영향 분석*. 서울: 한국보건사회연구원.

한국보건사회연구원, 2014. *초저출산현상 지속의 원인과 정책과제*. 세

- 중:한국보건사회연구원.
- 한국은행, 2010. 은퇴와 가계소비간 관계 분석. *금융경제연구*, (417),
서울:한국은행 금융경제연구원.
- 한국투자증권 은퇴설계연구소, 2014. 투자생활백서 제3편-배당투자의
재조명. *Issue Report*, 7(9월).
- 한정림, 이항석, 2013. 국민, 퇴직, 개인연금의 소득대체율 산출을 위한
연금수리모형. *한국데이터정보과학회지*, 24(6), pp.1385-1400.
- 허균석, 2013. *경제적 은퇴준비 특성과 은퇴생활수준*. 박사학위논문, 전
남:전남대학교.
- 현대경제연구원, 2014. 고령화에 따른 노년부양부담과 시사점. *현안과
과제*, 14(41), 서울:현대경제연구원.
- 황재한, 2003. 한국의 최저생계비 추계에 관한 연구. *한국관세학회지*.
4(3), pp.213-234.



<외국문헌>

- Albrecht, P. & Maurer, R., 2002. Self-Annuity, Consumption Shortfall in Retirement and Asset Allocation: The Annuity Benchmark. *Journal of Pension Economics and Finance*, 1(3), pp.269-288.
- Baker, M. & Wurgler, J., 2004. A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), pp.1125-1165.
- Banerjee, S., Gatchev, V.A. & Spindt, P.A., 2007. Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), pp.369-397.
- Bengen, W.P., 1994. Determining Withdrawal Rates Using Historical Data. *Journal of Financial Planning*, 7(4), pp. 171-180.
- Bengen, W.P., 2001. Conserving Client Portfolios During Retirement, Part IV. *Journal of Financial Planning*, 14(5), pp.110-119.
- Bhattacharya, S., 1979. Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), pp.259-270.
- Blake, D., Cairns, A.J.G. & Dowd, K., 2003. Pensionmetrics 2: Stochastic Pension Plan Design During the Distribution Phase. *Insurance: Mathematics and Economics*, 33(1), pp.29-47.
- Blake, D., Cairns, A.J.G. & Dowd, K., 2006. Living with Mortality: Longevity Bonds and other Mortality-linked Securities. *British Actuarial Journal*, 12(1), pp.153-197.
- Cairns, A.J.G., Blake, D. & Dowd, K., 2006. A Two-Factor

- Model for Stochastic Mortality with Parameter Uncertainty. *The Journal of Risk and Insurance*, 73(4), pp.687–718.
- Chen, P. & Milevsky, M.A., 2003. Merging Asset Allocation and Longevity Insurance: An Optimal Perspective on Payout Annuities. *Journal of Financial Planning*, 16(6), pp.52–62.
- CRO FORUM, 2010. Longevity: *CRO briefing Emerging Risks Initiative – Position Paper*, pp.1–24.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R.M., 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), pp.227–254.
- Easterbrook, F.H., 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), pp.650–659.
- Fama, E.F. & French, K.R., 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), pp.3–43.
- Grullon, G., Michaely, R. & Swaminathan, B., 2002. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?. *Journal of Business*, 75(3), pp.387–424.
- Hari, N., Waegenaere, A.D., Melenberg, B., & Nijman, T.E., 2008. Longevity Risk in Portfolios of Pension Annuities. *Insurance: Mathematics and Economics*, 42(2), pp.505–519.
- Horneff, W.J., Raimond, H. M., Mitchell, O.S. & Dus, I., 2008. Following the Rules: Integrating Asset Allocation and Annuitization in Retirement Portfolios. *Insurance: Mathematics and Economics*, 42(1), pp.396–408.
- Jenson, M.C. & Meckling, W.H., 1976. Theory of the Firm:

- Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305–360.
- Kaplan, P.D., 2006. Asset Allocation with Annuitization for Retirement Income Management. *The Journal of Wealth Management*, 8(4), pp.27–40.
- MacMinn, R., Brockett, P. & Blake, D., 2006. Longevity Risk and Capital Markets. *Journal of Risk and Insurance*, 73(4), pp.551–557.
- McCrary, R.T., 1986. Mortality Risk in Life Annuities. *Transactions of Society of Actuaries*, 36, pp.309–349.
- Miller, M.H. & Modigliani, F., 1961. Dividend policy growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), pp.411–433.
- Milevsky, M.A. & Robinson, C., 2005. A Sustainable Spending Rate without Simulation. *Financial Analysts Journal*, 61(6), pp.89–100.
- OECD, 2013. *Pensions at a Glance 2013: Retirement–Income Systems in OECD and G20 Countries*.
- Pettit, R.R., 1977. Taxes, Transaction Costs and Client Effects of Dividends. *Journal of Financial Economics*, 5(3), pp.419–436.
- Spitzer, J.J., 2008. Retirement Withdrawals: An Analysis of the Benefits of Periodic “Midcourse” Adjustments. *Financial Services Review*, 17(1), pp.17–29.
- 新美 隆宏, 2013. 長生きには備えと支援が不可欠ー 長寿リスクは誰が負うのか. *ジェロントロジージャーナル*, 12(11), ニッセイ基礎研究所.

<홈페이지>

국민연금기금운용본부 홈페이지(<http://fund.nps.or.kr>).

저축은행중앙회 홈페이지(<http://www.fsb.or.kr>).

한국주택금융공사 홈페이지(<http://www.hf.go.kr>).

<보도자료>

고용노동부·금융감독원, 2015. 근로자 노후 책임지는 퇴직연금 적립금 100조원 돌파. 보도자료(02.12).

금융위원회, 2013. 개인연금 활성화 방안. 보도자료(08.06).

금융위원회, 2014. 규제개혁을 위한 자본시장법 시행령 개정안 국무회의 통과. 보도자료(12.02).

금융위원회, 2015. 퇴직연금 자산운용 규제 개혁. 보도자료(07.08).

금융투자협회, 2014. 주요국 가계 금융자산 비교. 보도자료(07.30).

금융투자협회, 2015. 한미일 투자주체별 주식시장 비중 비교. 보도자료(01.21).

기획재정부, 2014(a). 배당소득 증대세제 편드 제외. 보도자료(11.04).

기획재정부, 2014(b). 2014년도 세법개정안(8개) 국회 본회의 통과. 보도자료(12.02).

박영규, 2015. 초저금리 시대, 100세 인생 준비법. 비즈 칼럼, 중앙일보 보도자료 (04.14).

보건복지부, 2012. 2011년 저출산·고령화에 대한 국민인식 조사. 보도자료(01.17).

보건복지부, 2013. 저출산·고령사회위원회 회의. 보도자료(01.25).

통계청, 2011(a). 장래인구추계: 2010년~2060년. 보도자료(12.07).

통계청, 2011(b). 베이비부머 및 에코세대의 인구·사회적 특성분석. 보도자료(08.02).

통계청, 2013. *2013년 가계 금융·복지 조사 결과*. 보도자료 (11.19).

통계청, 2014(a). *2014년 출생·사망통계(잠정)*. 보도자료(02.26).

통계청, 2014(b). *2014년 5월 경제활동인구조사 청년층 및 고령층 부가조사*. 보도자료(07.15).

통계청, 2014(c). *2014 고령자 통계*. 보도자료 (09.29).

통계청, 2014(d). *2014년 가계 금융·복지 조사 결과*. 보도자료 (11.14).

통계청, 2014(e). *2014년 사회조사 결과(가족·교육·보건·안전·환경)*. 보도자료(11.27).

통계청, 2014(f). *한국의 사회 동향*. 보도자료(12.18).

한국거래소, 2014. *2013년도 “주식투자인구 및 주식보유현황” 조사 결과*. 보도자료(06.10.).

한국거래소, 2014. *신배당지수 발표 및 배당활성화 세미나 개최 발표*. 보도자료(12.21).

한국거래소, 2015(a). *세계 증시 시가총액 변동추이*. 보도자료(02.09).

한국거래소, 2015(b). *2014년도 12월 결산법인의 현금배당 공시현황*. 보도자료(03.05).

한국거래소, 2015(c). *초고가주 기업의 특징 및 일반개인투자자에게 지급되는 배당 현황 분석*. 보도자료(03.09).

한국은행, 2015(a). *통화정책 방향*. 보도자료(03.12., 06.11).

한국은행, 2015(b). *2015년 3월중 금융기관 가중평균금리*. 보도자료 (04.29).

[부록: 설문지]

“장수리스크 감소를 위한 투자 대안 우선순위 평가”에 관한 설문조사

안녕하십니까?

저는 현재 한국해양대학교 대학원 해운경영학과 박사과정에 재학 중이며 학위논문으로 "저금리 시대 장수리스크 감소를 위한 배당투자 활성화 효과에 관한 연구"를 진행하고 있습니다. 보다 실효성이 있는 연구결과의 도출을 위해 관련 분야 전문가 여러분을 대상으로 장수리스크 감소를 위한 여러 투자 대안 중 그 우선순위 도출을 위한 설문조사를 실시하고 있습니다.

본 설문의 결과는 제 학위논문뿐만 아니라 향후 장수리스크를 감소시키기 위한 개인의 투자대안 설정 및 정부 정책 제안을 위한 주요 참고자료로 이용될 수 있을 것으로 기대됩니다. 바쁘시더라도 설문에 꼭 참여해주시고 신중한 답변해주시면 대단히 감사하겠습니다.

응답해주신 모든 결과는 통계수치로 변환되어 연구의 목적으로만 사용될 것이며, 응답자의 신상에 관한 부분은 절대 노출이 없을 것임을 약속드립니다.

응답 후에는 우편, 팩스, E-메일 중 가장 편리한 방법으로 피드백 주시면 됩니다.

귀하의 건승을 기원드립니다.

2015년 3월

한국해양대학교 대학원 해운경영학과 박사과정 장지태 배상
(지도교수: 한국해양대학교 해운경영학부 이기환 교수)

※ 응 답 반 송 처

- ▶ 주 소 : (601-738)부산광역시 동구 중앙대로 365 부산일보사 논설위원실,
장지태 수석논설위원
- ▶ 전 화 : 010-5595-1729, Fax : 051) 461-4245
- ▶ E-mail : jjt@busan.com

장수리스크에 대한 이해

오래 사는 장수(長壽)는 축복이자 위험(리스크)이다. 금전적으로 노후 대비가 충분하고, 건강한 몸으로 행복하게 산다면 장수는 축복이다. 하지만 100세 시대(호모 헨드레드)가 도래하는 현실을 뻔히 보면서도 금전적인 노후 준비가 부실하여 늙어서 빈곤에 시달린다면 장수는 위험이나 재앙이 될 것이다.

장수리스크(longevity risk)는 이처럼 수명이 늘어나면서 준비한 노후자금에 부족해 발생하는 위험이다. 즉, 은퇴 이후 은퇴자가 예상했던 기간보다 더 오래 생존하는 바람에 예상치 못했던 생활비와 의료비용 지출 확대 등으로 연금소득 및 금융자산보다 소비지출 규모가 더 커지고 그런 상태가 장기화되는 위험이 장수리스크로 정의된다.

우리나라의 고령화 속도는 세계 최고 수준이다. 통계청의 '2013년 생명표'에 따르면 우리나라의 기대수명은 남자 78.51세, 여자 85.06세로 평균 81.94세에 이른다. 빠른 고령화로 노인 빈곤이 심각한 사회문제가 되고 있다. 우리나라의 65세 이상 노인 빈곤율은 2013년 기준 48.1%로 OECD 회원국 평균보다 4배 이상 높은, 불명예스러운 1위다.

노인 빈곤은 우리나라 가계의 자산 구조와도 관계가 깊다. 2014년 3월 현재 가계 자산은 금융자산 26.8%와 실물자산 73.2%로 구성돼 있다. 특히 은퇴를 했거나 은퇴를 앞두고 있는 50대 이상의 경우 전체 자산 중 부동산 비중이 70~80%에 이르고 있다. 금융자산은 적은데다 그마저 안정성 위주 운용으로 은행 예금에 쏠려 있다. 이 같은 자산 구조는 초저금리 시대를 맞아 자산 증식은 물론 이자소득에 의한 노후생활자금 마련을 갈수록 어렵게 하고 있다.

한국은행은 지난 3월 12일 기준금리를 2.0%에서 1.75%로 0.25%p 인하했다. 사상 최초의 연 1%대 기준금리는 연쇄적으로 예·적금 금리를 끌어내릴 것이다. 100세 시대 도래로 은퇴 후 삶은 연장된 반면 예·적금 이자는 나날이 줄어들고 있다. 이자소득세(15.4%)와 물가상승률(한국은행 2015년 1.9% 예상)까지 고려하면 예금 금리는 사실상 '마이너스'나 다름없다. 은행에 돈을 맡겨두고 있으면 오히려 손해라는 얘기다. 재테크 전문가들은 시급히 자산 현황을 점검하고 재테크 전략을 새롭게 짜라고 조언한다. (매일경제 03.14)

노후보장체계의 1층인 국민연금에 이어 2층인 퇴직자금이 무조건 안전해야 한다는 과거 재테크 고정관념도 버려야 한다. 현재 107조원이 넘는 퇴직연금이 여전히 원금보장형 상품(92.2%)으로만 운용되고 있다. 실적배당형 상품은 전체의 5.8%에 불과하다. 원금보장형 상품 수익은 조만간 연 1%로 떨어질 전망이다. 박범진 삼성증권 연금전략팀 차장은 “저금리 시대엔 실적배당형이 아니더라도 은퇴 자산을 만들어갈 수 없다. 싹튼 좋은 위험자산과 친해져야만 노후를 윤택하게 만들 수 있다”고 말했다. (조선일보 03.13)

초저금리 시대의 장수리스크 감소를 위해서는 중위험·중수익 상품 투자를 늘려야 하고, 그 중에서도 특히 배당주와 배당주 펀드가 투자 대안으로 떠오르고 있다. 정부도 배당소득 증대 세제, 기업소득 환류세제 및 연기금 의결권 강화 등 배당 확대를 유도하는 정책을 적극적으로 펴고 있다. 한국거래소도 2014년 10월 신배당지수 4종을 개발, 배당수익률이 높은 우량 주식에 장기 투자할 경우 배당소득과 시세차익(자본이득)을 도모할 수 있다는 점을 부각시키고 있다.

※ 본 설문은 AHP(Analytic Hierarchy Process : 계층화 분석법) 기법 적용을 위해 설계되었습니다. AHP 기법은 평가에서 고려되는 평가항목들을 계층화한 다음, 평가 항목 간 상대적 중요도를 측정하여 대안들의 우선순위를 종합적으로 판단하는 의사결정 기법입니다. 따라서 모든 대안들의 상대적 중요도가 평가되어야 하며, 대안들의 평가에 일관성이 유지되어야 합니다. 응답의 일관성이 낮은 경우 설문조사를 다시 실시하게 되오니 다음 사항에 유의하셔서 신중하게 응답해 주시기 바랍니다.

1. AHP 설문 응답 시 유의사항

1) 응답 사례

예) 대안 간의 평가기준에서 판단할 때 항목 A가 항목 B보다 매우 중요하다고49) 생각하시면 아래와 같이 “⑦ (매우중요)”에 기입하면 됩니다. 만약 항목 A가 항목 B에 비해 중요와 매우중요 사이의 값이라고 판단할 때에는 “⑥”에 기입하면 됩니다.

평가항목	절대중요	매우중요	중요	약간중요	같다	약간중요	중요	매우중요	절대중요	평가항목
항목 A	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	항목 B

2) 응답 일관도

□ AHP 분석에서는 분석의 부산물로 비일관도지수가 생성됩니다. 비일관도지수가 0.15이상일 경우 응답 결과를 신뢰할 수 없다고 판단되어 재(再)설문하게 됩니다. 응답의 일관성 여부는 다음 예와 같이 판단됩니다.

예)

[일관성이 있는 경우]	[일관성이 없는 경우]
1. A > B : A가 B 보다 중요 2. B > C : B가 C 보다 중요 3. A > C : A가 C 보다 중요	1. A > B : A가 B 보다 중요 2. B > C : B가 C 보다 중요 3. A < C : C가 A 보다 중요

49) 본 설문서의 경우 투자대안의 중요도를 포트폴리오의 비중으로 설정하였으며 쌍대 비교 방법으로 2개의 투자 대안에 대한 중요도를 체크하도록 하고 있습니다. 만약 중요도가 “같다”고 응답하는 경우 항목A와 항목B 투자안에 같은 금액(비중)을 투자해야 한다고 생각하는 경우입니다. 항목B에 비해 항목A에 보다 많은 투자 비중을 요구한다면 그 비중의 크기가 클수록 항목A 부분의 “약간중요” < “중요” < “매우중요” < “절대중요” 순서로 응답을 해야 합니다.

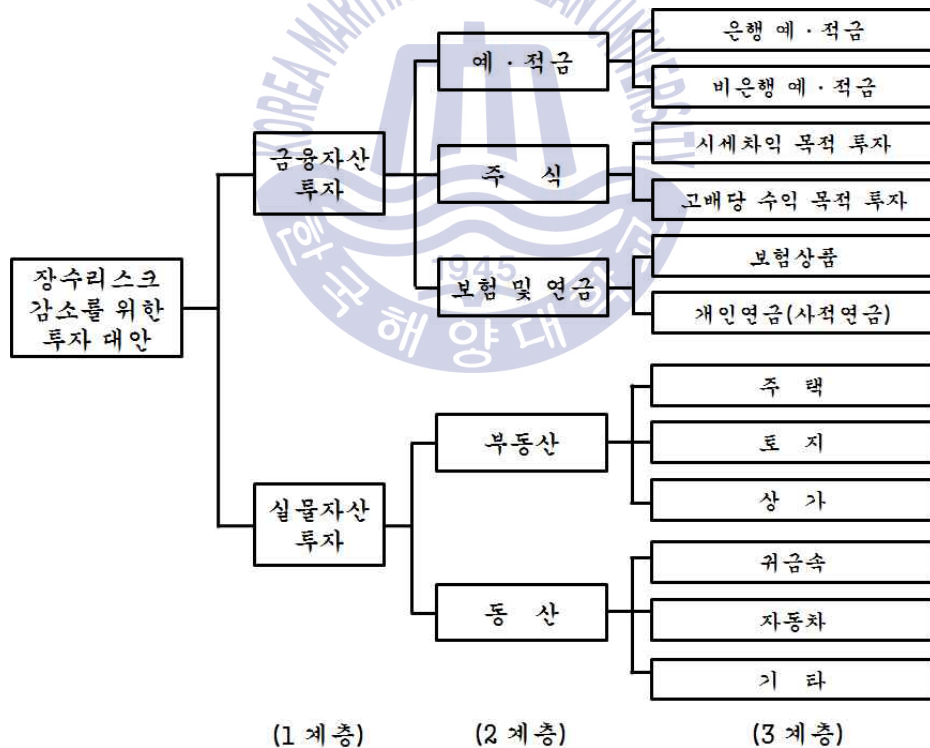
2. 본 설문 의 구조 및 대안 의 선정

※ 본 설문에서는 100세 시대 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 선정과 관련하여 개인의 보유자산 투자대안 선정을 위해 투자대안을 3계층 12개로 구조화하였습니다.

이 투자대안들은 선행조사(산·학·연·관 관련 전문가)와 장수리스크 관련 문헌조사를 통해 수집한 수많은 요인들을 연구진이 각 특성별로 정리한 것입니다.

개인의 차원에서 제한된 보유 자산으로 장수리스크를 감소시키기 위한 투자안(포트폴리오 구성)을 고려할 때 보다 높은 비중으로 선택되어야 하는 투자대안을 본 설문에서 수행하는 중요도(우선순위) 평가로 판정할 수 있을 것으로 기대합니다.

[장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 선정을 위한 AHP 계층구조]

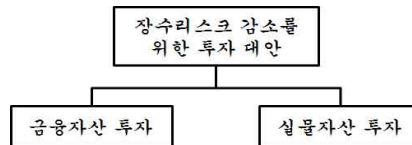


3. 설문조사

□ 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 분석을 위한 1계층 구조

※ 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 분석의 큰 틀을 살펴보기 위해 크게 ① 금융자산 투자, ② 실물자산 투자 대안으로 구성됩니다. 각 대안 간의 상대적 중요도를 신중히 판단하여 [설문1]에 응답해 주십시오.

[장수리스크 감소를 위한 투자 대안 구조]



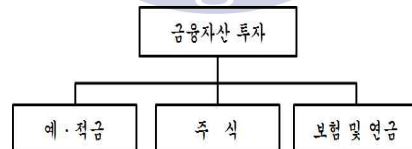
[설문1] 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 분석을 위한 설문

평가항목	절대 중요	매우 중요	중요	약간 중요	같다	약간 중요	중요	매우 중요	절대 중요	평가항목
금융자산 투자	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	실물자산 투자

□ 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 분석을 위한 2계층 구조

※ [설문2]는 금융자산 투자 대안 우선순위에 대해 살펴보기 위한 질문입니다. 각 대안 간의 상대적 중요도를 신중히 판단하여 응답해 주십시오.

[금융자산 투자 대안의 구조]



[설문2] 금융자산 투자 대안

평가항목	절대 중요	매우 중요	중요	약간 중요	같다	약간 중요	중요	매우 중요	절대 중요	평가항목
예·적금	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	주식
예·적금	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	보험 및 연금
주식	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	보험 및 연금

※ [설문3]은 실물자산 투자 대안 우선순위에 대해 살펴보기 위한 질문입니다. 각 대안 간의 상대적 중요도를 신중히 판단하여 응답해 주십시오.

[실물자산 투자 대안의 구조]



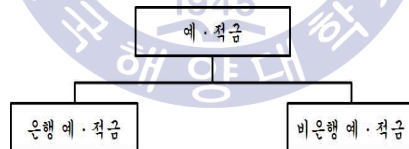
[설문3] 실물자산 투자 대안

평가항목	절대 중요		매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요		절대 중요	평가항목
부 동 산	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	동 산

□ 장수리스크 감소를 위한 투자대안 우선순위 분석을 위한 3계층 구조

※ [설문4]에서 [설문6]은 금융자산 투자 대안을 조금 더 구체화하여 살펴보기 위한 질문입니다. 각 대안 간의 상대적 중요도를 신중히 판단하여 응답해 주십시오.

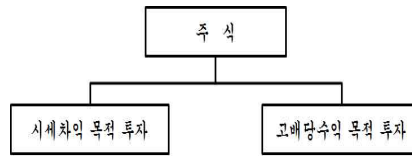
[금융자산(예·적금) 투자 대안 구조]



[설문4] 금융자산의 예·적금 투자 대안

평가항목	절대 중요		매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요		절대 중요	평가항목
은행 예·적금	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	비은행 예·적금

[금융자산(주식) 투자 대안 구조]



[설문5] 금융자산의 주식 투자 대안

평가항목	절대 중요		매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요		절대 중요	평가항목
시세차익 목적 투자	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	고배당수익 목적 투자

[금융자산(보험 및 연금) 투자 대안 구조]



[설문6] 금융자산의 보험 및 연금 투자 대안

평가항목	절대 중요		매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요		절대 중요	평가항목
보 험	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	개인연금(사적연금)

※ 다음 [설문7]과 [설문8]은 실물자산 투자 대안을 조금 더 구체화하여 살펴보기 위한 질문입니다. 각 대안 간의 상대적 중요도를 신중히 판단하여 응답해 주십시오.

[실물자산(부동산) 투자 대안 구조]



[설문7] 실물자산의 부동산 투자 대안

평가항목	절대 중요		매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요		절대 중요	평가항목
주 택	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	토 지
주 택	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	상 가
토 지	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	상 가

[실물자산(동산) 투자 대안 구조]



[설문8] 실물자산의 부동산 투자 대안

평가항목	절대 중요		매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요		절대 중요	평가항목
귀금속	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	자동차
귀금속	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	기타
자동차	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	기타

9]에서는 저금리 시대 장수리스크 감소와 관련한 추가 질문으로 구성되어 있습니다. 각 질문항목에 구체적으로 응답해주시기 바랍니다.

[설문9-1] 저금리 시대 장수리스크 감소와 관련하여 개인 차원의 노력방안으로 어떤 것들이 있을지 자유롭게 기술해 주세요.

[설문9-2] 저금리 시대 장수리스크 감소와 관련하여 정부 차원의 노력방안으로 어떤 것들이 있을지 자유롭게 기술해 주세요.

[설문9-3] 저금리 시대 장수리스크 감소와 관련하여 최신 이슈가 되고 있는 고배당주(or 배당주 펀드) 투자에 대해 어떤 의견이 있으신지 자유롭게 기술해 주세요.



※ 응 답 자

■ 소 속 : _____
■ 부 서 (직 위) : _____
■ 연 락 처 : _____
■ 연 령 : _____

◆ 끝까지 설문에 응해 주셔서 감사합니다. ◆