

공 · 사적 연금자산의 축적과 운용

연구위원 남재우 (KCMI)



I. 공적연금

II. 퇴직연금

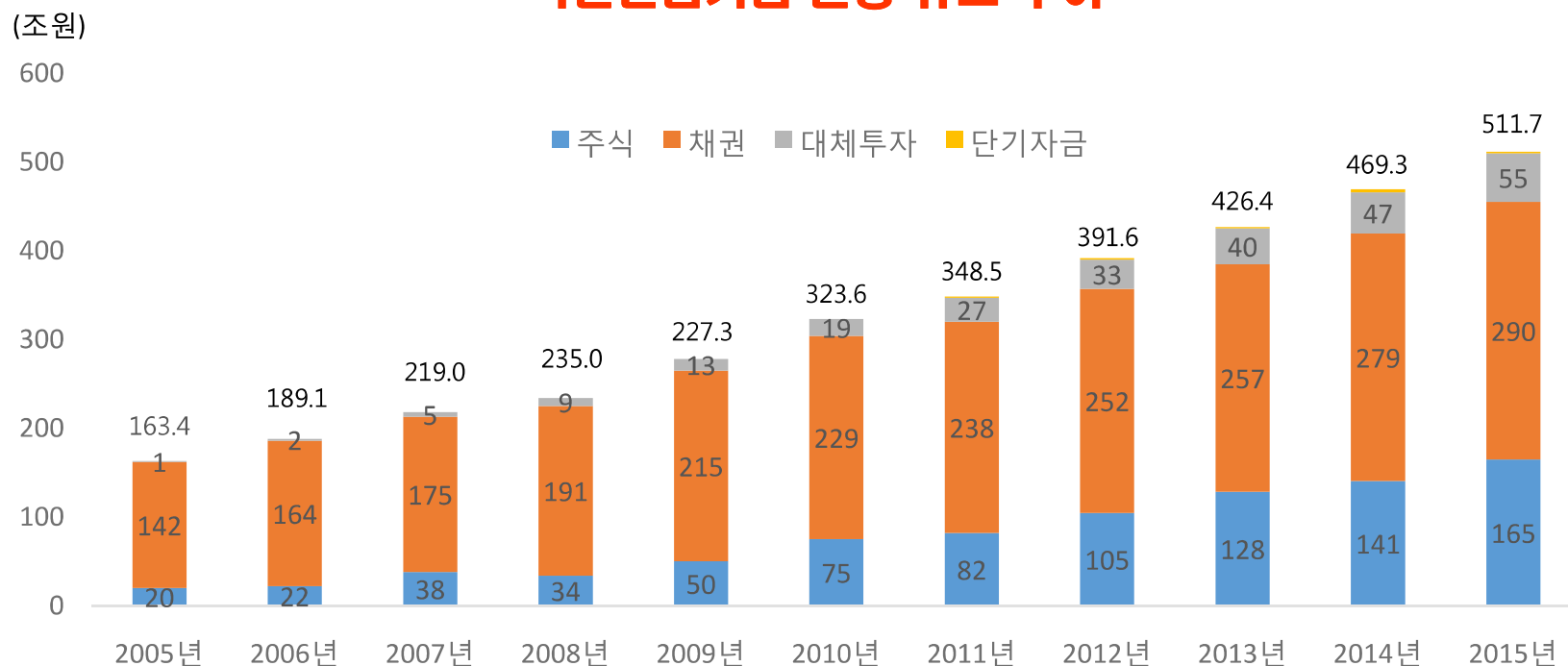
III. 개인연금

국민연금 - 기금 운용 규모

❖ 2015년 말 기준 512조원 규모로 최근 10년 동안 3.1배 증가

- 채권 비중 축소(87%→57%) / 주식(12%→32%) 및 대체투자(1%→11%) 비중 확대
- 운용인력(272명) 및 해외사무소(3개소) 확대 (2015년 말 기준)

국민연금기금 운용 규모 추이



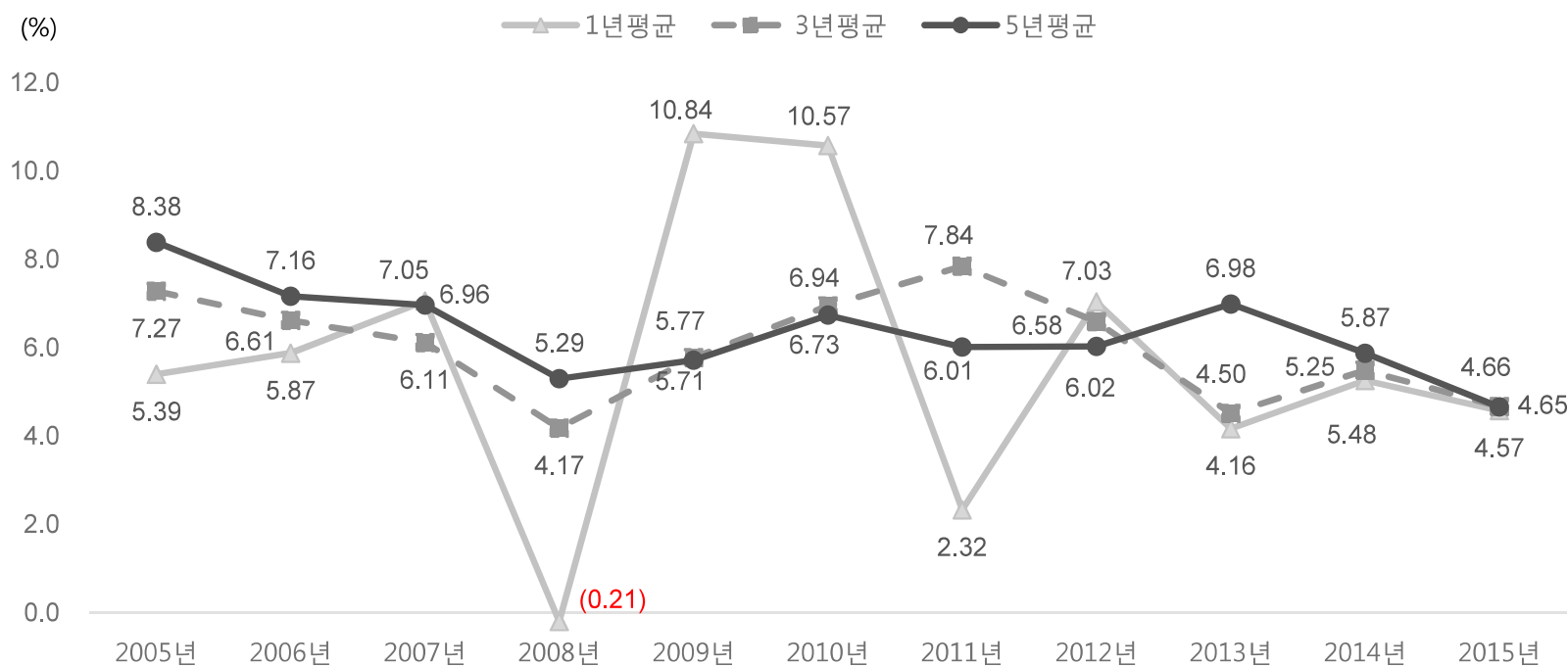
자료: 국민연금공단

국민연금 - 운용 수익률

❖ 저성장 · 저금리 기조 하에서, 위험자산(주식 및 대체) 비중의 확대에도 불구하고 기금의 장기수익률은 4% 수준으로 하향 수렴하는 추세

➤ 위험자산 비중 확대에 따른 단기(1년) 수익률의 변동성 증가

국민연금 운용수익률 추이



(2.0)

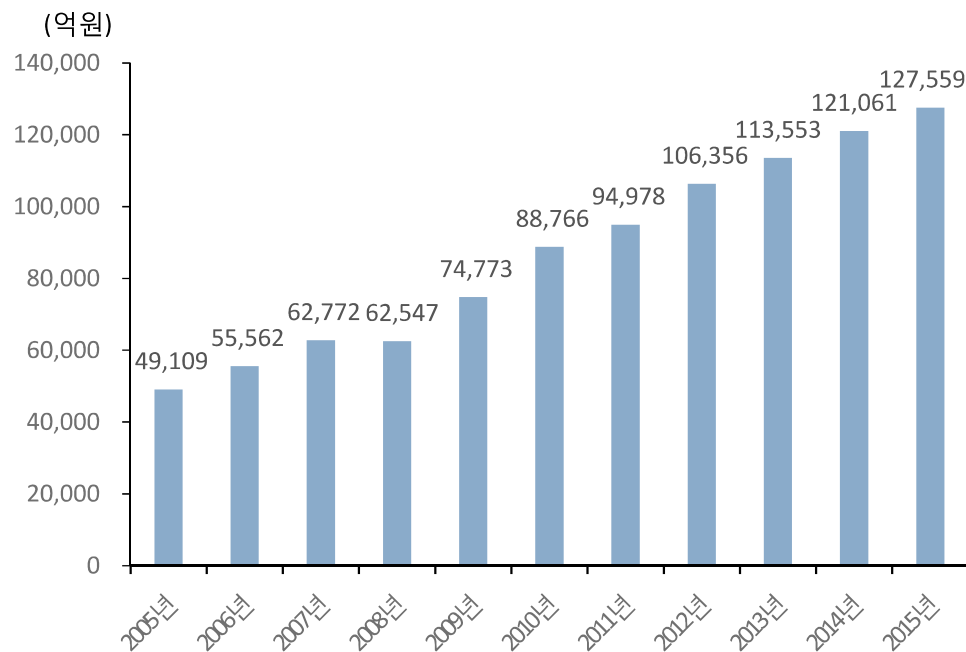
자료: 국민연금공단

주요 연금의 기금운용 규모 현황

❖ 기타 공적연금인 사학연금기금은 지속적으로 확대되는 추세인 반면, 제도 성숙기에 이른 공무원연금은 정책 변화에 따라 증감되고 있음

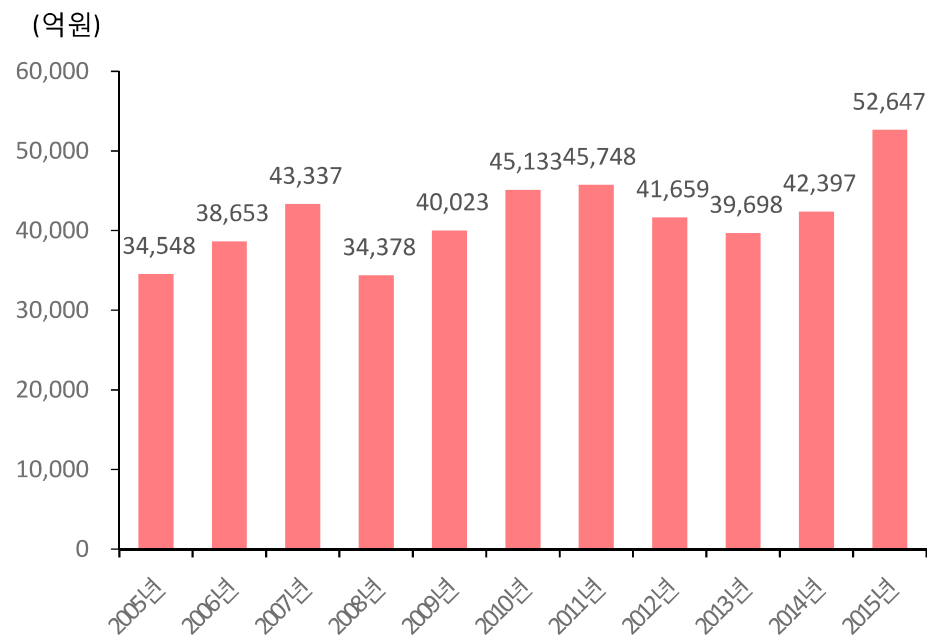
➤ 2015년 말 기준 사학연금은 12조 8천억원, 공무원연금은 5조 3천억원 수준임

사학연금 기금운용 규모 추이



자료: 사학연금공단

공무원연금 기금운용 규모 추이



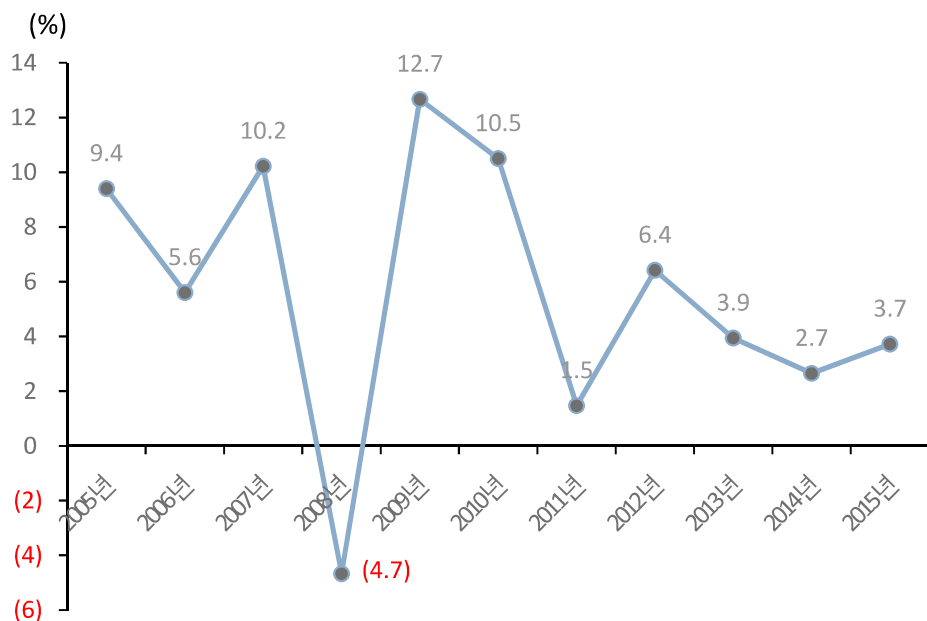
자료: 공무원연금관리공단

주요 연기금의 기금 운용수익률 현황

❖ 자산배분 및 그에 따른 포트폴리오 구성의 유사성으로 인하여 두 공적연
기금의 과거 수익성과는 매우 유사한 추이를 보이고 있음

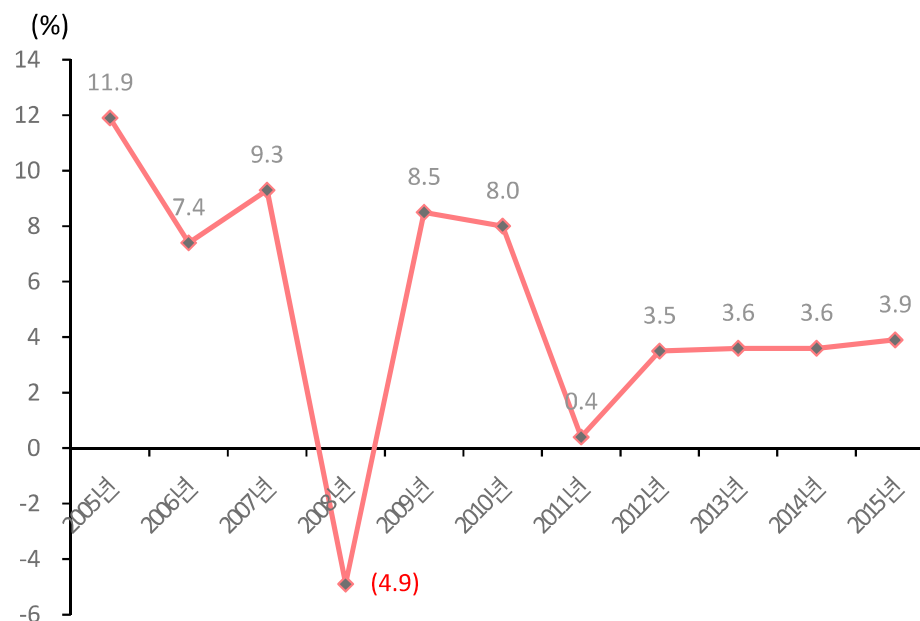
➤ 위험자산 비중의 적극적인 확대로 인하여 두 연기금 모두 금융위기에 음의 수익 발생

사학연금 연간 운용수익률 추이



자료: 사학연금공단

공무원연금 연간 운용수익률 추이



자료: 공무원연금관리공단

공적연금 기금 운용의 문제점

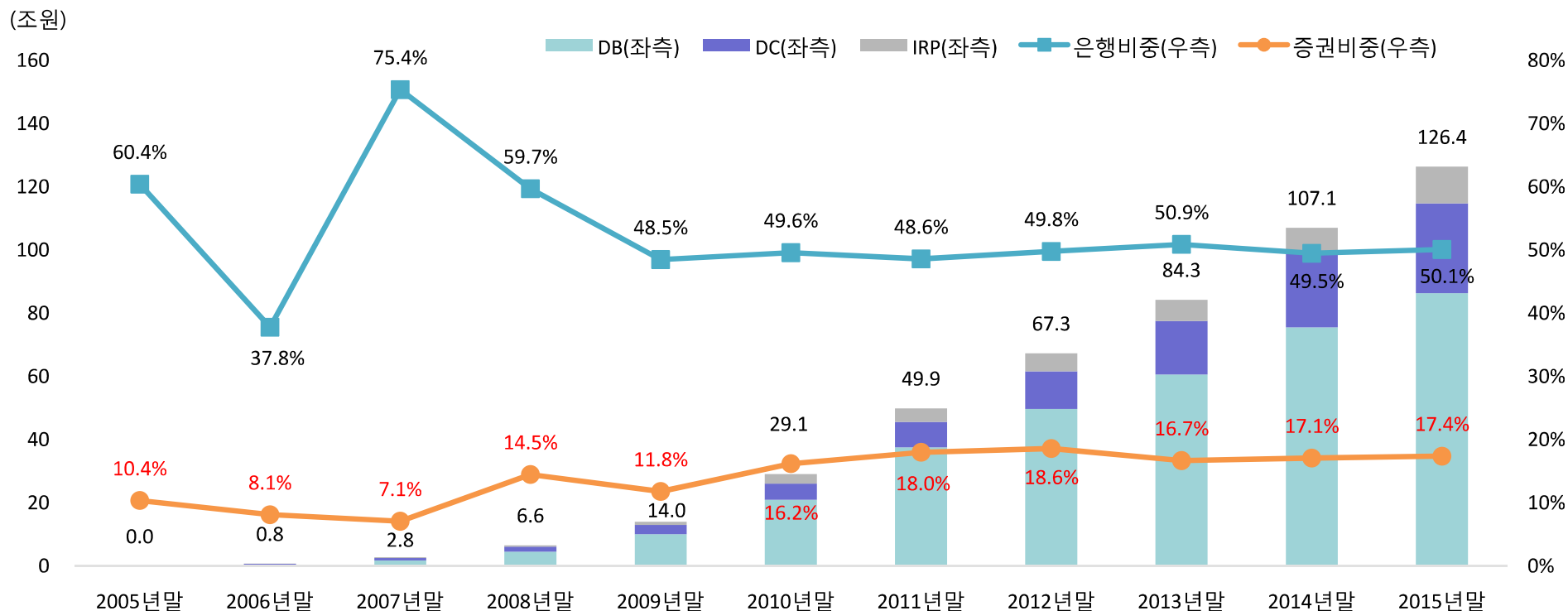
- ❖ 2015년 말 현재 국민연금의 운용 규모는 **512조원**으로 **세계 3위**의 거대 기금으로 성장하였으나, 운용수익률은 지속적으로 하락하는 추세임
 - 외부 환경적 요인 : 저성장 · 저금리 기조, 위기의 상시화, 알파 창출의 어려움 등
 - 내부적 요인 : 지배구조 이슈, 운용인력의 충분성 및 전문성 부족 등
- ❖ **[지배구조]** 의사결정기구의 전문성 및 집행조직의 독립성 강화 요구
 - [의사결정기구] 기금운용위원회의 구성을 가입자 대표에서 전문가 집단으로 전환
 - [실무집행조직] 공단 산하 부서인 현행 기금운용본부를 별도 법인으로 공사화
- ❖ **[투자다변화]** 채권 비중 축소 / 해외투자 및 대체투자 비중 확대
 - 해외투자 비중 현행 24% → 30% 이상으로 확대 (2020년)
 - 해외사무소(뉴욕, 런던, 싱가포르)의 실질적 운용 역량 강화 (현지 채용 확대)
- ❖ **[초과수익 창출]** 적극적인 액티브위험 관리 및 패시브운용의 강화
 - Risk Budgeting 체계 개편 및 Style drift 관리 (벤치마크 복제율)

퇴직연금 현황 - 적립금의 축적

❖ 2015년 말 기준 퇴직연금 적립금 규모 : 126조 4,000억원

- 퇴직연금 적립금 규모(조원): 0.8('06.12)→49.9('11.12)→126.4('15.12)
- 제도 도입 이후 권역별 시장점유율은 점차 고정되는 양상

퇴직연금 적립금 증가 추세 및 구성 현황



자료: 금융감독원

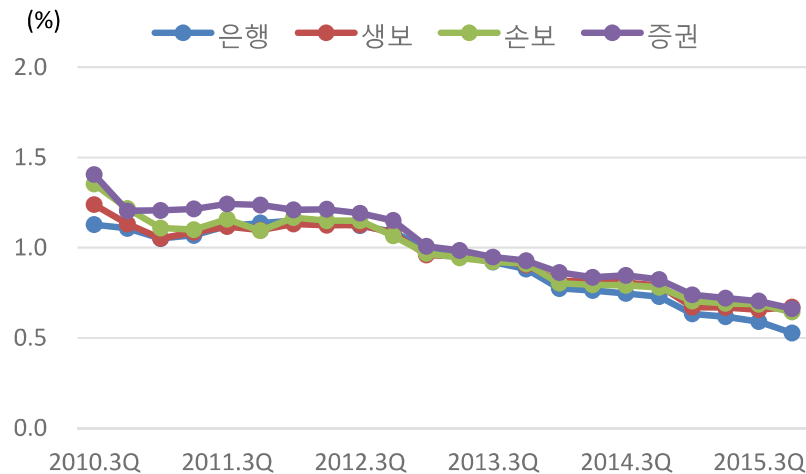
퇴직연금 현황 - 운용 수익률(원리금보장)

❖ 원리금보장형의 평균 수익률은 DB형 2.76%(2014년) → 2.19%(2015년), DC형 2.81% → 2.21% 로 지속적으로 하락하고 있음

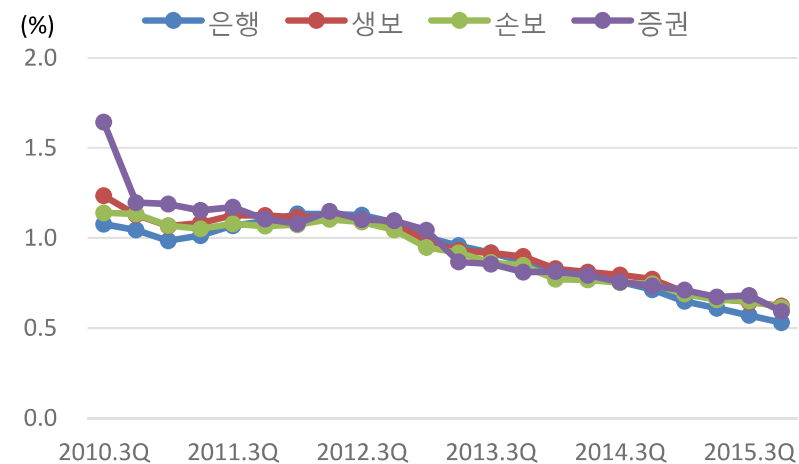
- 전체 적립금의 89%(113조원)가 원리금보장형에 집중
- 전체 원리금보장형의 77%가 1년 이하 만기 상품으로 운용

원리금보장형 퇴직연금의 수익률 추이 [분기별]

[DB형]



[DC형]



주 : 금융투자협회 공시자료를 이용하여 재계산함

자료: 금융투자협회

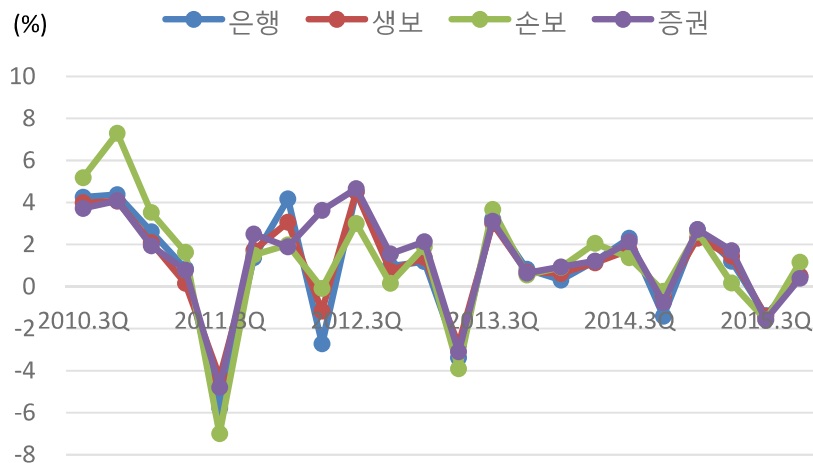
퇴직연금 현황 - 운용 수익률(실적배당)

❖ 실적배당형 상품의 운용수익률은 비교적 큰 변동성을 보이고 있으나, 점차 하향평준화로 수렴하는 추세

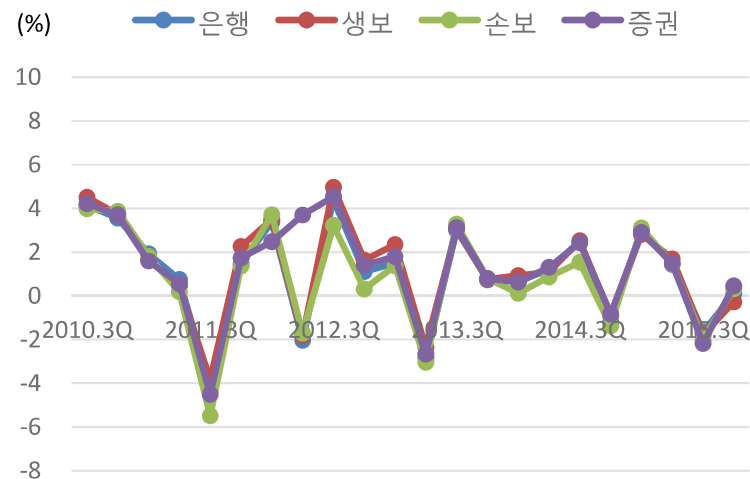
- 실적배당형 상품에 있어서도 DB형과 DC형 간에 유의한 차이는 존재하지 않으며, 권역별 수익률 격차도 크지 않은 것으로 관측됨

실적배당형 퇴직연금의 수익률 추이 (분기별)

[DB형]



[DC형]



주 : 금융투자협회 공시자료를 이용하여 재계산함

자료: 금융투자협회

현행 퇴직연금 제도의 문제점

- ❖ 2016년 3월말 현재 퇴직연금 적립금 규모가 **126.5조원**으로 급성장하였으나, 이러한 양적 성장에도 불구하고 연금 자산의 운용 측면에서는 비합리적인 운용 방식과 그에 따른 **저조한 수익성과**가 계속되고 있음
 - 장기투자 관점에서 **적절한 위험수익구조**를 갖는 투자 포트폴리오를 구성하는 것이 중요하나, 원리금보장상품으로 집중된 **극단적으로 보수적인 투자**가 일반화
- ❖ **[지배구조]** 현행 계약형 지배구조 하에서, 적립금 운용의 합리화를 적극적으로 도모할 주체(사용자, 근로자, 퇴직연금사업자)가 부재함
- ❖ **[디폴트옵션]** 다수의 DC 가입자가 운용 역량의 부족 및 무관심 등으로 인하여 정상적인 운용지시를 내리지 못하고 있는 상황
- ❖ **[연금화]** 빈번한 중도인출 및 일시금 지급 선호로 인하여, 퇴직연금 본연의 기능인 노후소득보장 강화를 기대하기 어려움

주요이슈(1) - 지배구조

❖ 우리 퇴직연금제도는 도입의 편리성을 이유로 계약형 지배구조로 설계된 반면, 호주나 영국 등의 국가에서는 기금형 지배구조를 채택하고 있으며, 일본 등에서는 계약형과 기금형의 복수 지배구조 체계임

➤ 계약형 지배구조 : 사용자(기업)가 직접 퇴직연금사업자(금융회사)와 계약하는 방식

- 단점 : 근로자의 수급권 보호 취약

퇴직연금사업자에게 과도한 의존

의사결정 과정에 근로자의 참여 미비

- 장점 : 운용과정의 단순함과 그에 따른 비용 절감

➤ 기금형 지배구조 : 노·사·외부전문가로 구성된 이사회를 통한 위탁운용

- 단점 : 시스템 구축 및 인력 확보 등에 추가적인 비용 소요

관리 감독의 어려움으로 인한 금융업자의 도덕적 해이 확대 가능성

- 장점 : 독립된 수탁법인을 통한 근로자 수급권 강화

근로자 참여 및 이해관계를 반영한 의사결정 가능

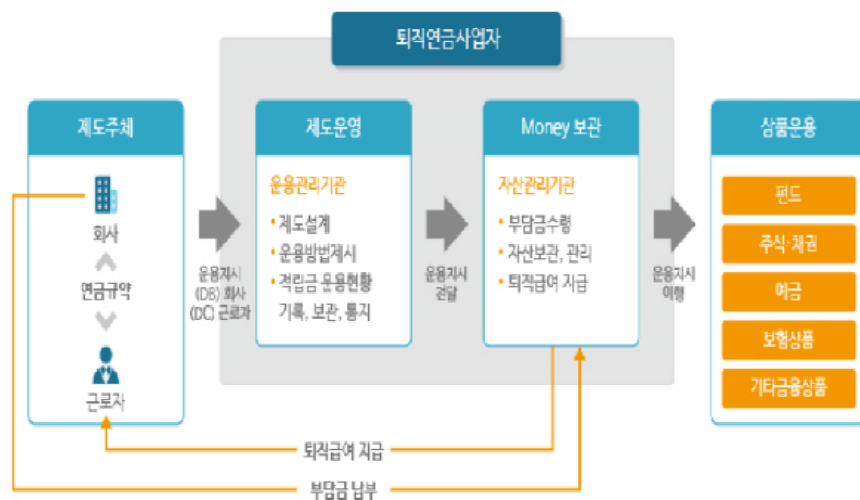
금융 전문가 참여로 장기투자에 부합하는 적극적인 자산운용 가능

주요이슈(1) - 기금형 퇴직연금제도

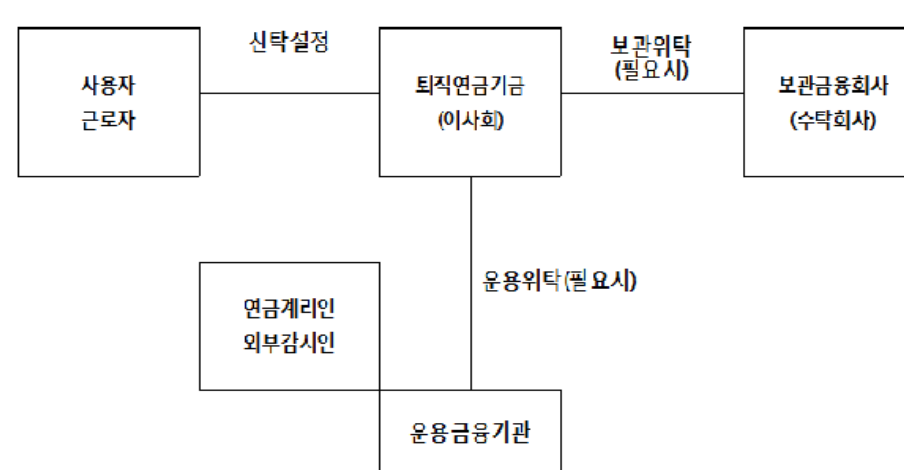
- ❖ 퇴직연금제도에서 지배구조 설계의 핵심은
이해관계자 간의 **이해관계 정렬(interest alignment)**
 - 연금의 궁극적인 주인은 근로자이며, 연금의 목적은 노후소득보장임을 강조

퇴직연금 지배구조 개념도

계약형 퇴직연금제도 지배구조



기금형 퇴직연금제도 지배구조



자료: 고용노동부 및 금융위원회

주요이슈(1) - 기금형 도입방안

- ❖ **[근로자 참여 확대]** 이해관계의 정렬이라는 관점에서 노·사의 입장 및 이해관계를 대변하는 수탁법인이 지속적으로 해당 연금을 관리하게 됨에 따라 노·사 중심의 연금 관리 및 운용이 가능토록 함
- ❖ **[지배구조의 선택]** 사용자는 근로자의 동의를 받아 복수의 퇴직연금 지배구조 중에서 기금형 퇴직연금제도를 선택할 수 있으며, 그 경우 민법 및 근퇴법상 절차에 따라 기금을 설립하게 됨
- ❖ **[수탁법인 설립]** 연금자산 신탁에 있어 위탁자인 사용자와 수탁자인 수탁법인 간 계약으로 신탁을 설정하며, 수탁법인의 법적 형태는 비영리재단법인으로 함
- ❖ **[위탁운용]** 제도 운영과 관리감독 체계에 있어서 수탁법인은 기금의 직접운용 또는 위탁운용이 가능하며, 독립적인 계리인에 의한 재정건정성 감독을 강화함
- ❖ **[외부감시인]** 기금형 퇴직연금의 운영 및 관리에 있어 공적 규제가 미치지 못하는 범위를 감시하도록 외부감시인을 설정하여 기금을 관리 감독함

주요이슈(1) - 기금형 관리방안

- ❖ **[수급권 보장]** 수급권 보장을 위하여 근로자는 수탁법인에 대한 1차적인 급여 지급 청구권을 보유하며, 적립금 부족시 사용자에게 대한 2차적 급여 청구권을 행사함
- ❖ **[지배구조 변경]** 기금형제도의 폐지 · 변경 · 전환에 관한 사항은 사용자와 이사회가 결정하며, 기금형에서 계약형 또는 계약형에서 기금형으로의 전환 모두 허용됨
- ❖ **[수탁법인 인가제]** 수탁법인의 자격과 법적형태는 비영리 재단법인으로써, 사용자와 분리된 별도의 신설법인으로 등록(인가)요건을 갖추
- ❖ **[위탁 금융기관 요건]** 수탁법인에 의한 외부 업무 위탁의 범위 및 위탁 금융기관의 요건을 구체적으로 규정화 하여야 함
- ❖ **[외부감사인 제도]** 기금형 지배구조에서 외부 감사인 제도는 공적 규제가 미치지 못하는 범위를 감시하기 위해 보다 강화되어야 함
- ❖ **[배상책임보험]** 수탁자에 의한 기금의 손실 발생 가능성과 이로 인한 근로자의 수급권 보호 강화를 위하여 제3자에 의한 수탁자배상책임보험(fiduciary liability insurance) 제도 도입을 검토할 필요가 있음

주요이슈(2) - 디폴트옵션(default option)

❖ 연금 선진국에서는 다양한 형태의 디폴트 제도가 정의됨

- 제도 - 근로자가 명시적인 거부 의사를 밝히지 않는 한(opt-out), 자동적으로 퇴직연금에 가입되도록 하는 **자동가입[automatic enrollment]** 프로그램
- 기금 - 복수의 기금이 선택 가능할 경우, 입사 후 특정 퇴직연금기금을 선택하지 않을 때 자동 할당되는 **디폴트펀드[default fund]**가 있음
- 상품 - 특정 유형의 상품을 선택하지 않을 경우 퇴직연금기금이 제공하는 **디폴트상품[default option]**의 개념

❖ 디폴트제도가 존재하는 나라에서는 이에 대한 활용 비중이 매우 높음

- 미국 80%, 스웨덴 92% 등 대부분의 확정기여형(DC형) 퇴직연금 가입 근로자는 디폴트 제도를 활용하여 은퇴 자산을 관리하고 있는 것으로 나타남
- 이는 디폴트상품을 전문가에 의해 잘 설계된 **대표상품**으로 인식하며, 따라서 이에 대한 개별 근로자의 **투자자 신뢰**가 매우 높기 때문임

주요이슈[2] - 적격투자대안(QDIA) [미국]

- ❖ 미국은 연금보호법(PPA)(2006년)에서 기금이 설정 가능한 디폴트상품으로 **적격투자대안(QDIA)**을 열거방식(positive screening)으로 지정함
 - 미국의 적격투자대안 (Qualified Default Investment Alternative: QDIA)
 - Target Date Fund(TDF) (or Lifecycle fund)
 - Managed Account
 - Balanced Fund (or Allocation fund)
 - Stable value fund (or Capital Preservation fund)
- ❖ 이는 디폴트옵션의 특성 및 이를 선택하는 근로자의 특성을 감안하여 **투자자 보호** 관점에서 마련된 일종의 **운용제약**으로 이해할 수 있음
 - 우리나라의 경우 디폴트옵션에 관한 별도의 법규나 규정은 없으며, 고용노동부 **표준계약 상에 자동운용상품으로 원리금보장상품**만을 지정하고 있음
 - 표준계약 상의 이러한 자동운용상품의 지정 역시 운용 미지시에 따른 DC 가입자의 투자자보호를 목적으로 하고 있으나, 디폴트옵션의 관점에서는 지나치게 강한 운용제약을 부과하고 있는 것으로 해석할 수 있음

주요이슈[2] - 멀티펀드제도 (칠레)

❖ 칠레의 **멀티펀드(2002년) 제도**는 연령별로 선택가능한 펀드 종류가 사전적으로 설정되며, 생애주기형으로 디폴트상품이 자동 이전되는 구조임

- 위험선호도에 따른 **5단계 펀드**로 제시: 연령 및 성별로 선택 가능한 펀드 규정
- 운용지시를 내리지 않는 가입자를 연령별로 구분해 연령이 낮을수록 주식비중이 높은 펀드 유형 디폴트상품으로 자동 지정되게 됨
- 연령대의 변화에 따라 디폴트상품의 위험자산 비중을 **점진적으로 리밸런싱**함

칠레 멀티펀드 제도의 성별과 연령에 따른 포트폴리오

| 남자 | ≤35세 | 36세~55세 | ≥56세 | 은퇴자 (Pensioners) |
|-------------------------|-------|---------|-------|---------------------|
| 여자 | ≤35세 | 36세~50세 | ≥51세 | |
| Fund A (주식비중 40~80%) | 선택가능 | 선택가능 | 투자불가 | 투자불가 |
| Fund B (주식비중 25~60%) | 디폴트상품 | 선택가능 | 선택가능 | 투자불가 |
| Fund C (주식비중 15~40%) | 선택가능 | 디폴트상품 | 선택가능 | 선택가능 |
| Fund D (주식비중 5~20%) | 선택가능 | 선택가능 | 디폴트상품 | 디폴트상품 |
| Fund E (주식비중 0%) | 선택가능 | 선택가능 | 선택가능 | 선택가능 |

자료: OECD/IOPS Global Forum on Pensions(2014)

주요이슈(2) - 디폴트제도 도입의 어려움

- ❖ 디폴트 제도의 성공적인 정착을 위해서 가장 중요한 요소는 합리적이고 효과적인 **투자자 보호 체제 구축**임
 - 일반 보험 또는 자산운용 상품의 불완전 판매 문제와 유사한 소송 가능성
 - 상품 선택에 무관심한 근로자의 투자자 성향 파악 및 상품에 대한 설명, 투자자 동의서 징구 등에 대하여 구체적으로 어느 수준까지 강제할 것인가의 문제
- ❖ [계약형 지배구조] 사용자와 사업자 간 계약의 형태로 디폴트상품의 구조가 사전 설정됨으로, 투자 손실이 실질적으로 귀속되는 근로자에 있어 투자자 보호를 위한 **자본시장법상의 설명의무** 등에 배치될 수 있음
 - 디폴트상품의 구조를 사전 설정하기 위해서는 사용자를 가입자의 대리인으로 간주하고, 이를 규약 등에 반영하는 절차 및 이에 따른 **면책 조항** 신설이 필요함
 - 근로자 개인에게는 호주의 투자설명서(Product Disclosure Statement) 작성 및 교부 프로세스와 유사한 형태의 설명의무가 충족되어야 함
 - 기금형 지배구조에서는 디폴트제도 도입을 명문화 함

퇴직연금 제도 개편의 시사점 - 운용역량의 확대

- ❖ 기금형 지배구조 및 디폴트제도를 도입의 목적은 원리금보장상품에 집중되어 있는 **현행 퇴직연금 적립금 운용의 비합리성**을 개선하고자 함임
 - 운용 효율성 제고의 직접적인 효과는 **근로자의 실질적인 수급권 강화**이며, 국내 금융산업과의 **선순환 구조 강화**는 간접적인 외부효과로 정의할 수 있음
 - 퇴직연금 적립금 운용 제도 개편에 대응한 업계의 역량 강화는 크게 **자문(consulting)** 서비스와 **자산운용(asset management)** 부문으로 구분
- ❖ 장기투자에 기반한 자산배분형또는 생애주기형 퇴직연금 운용 상품을 개발하고 이에 대한 **운용실적(track record)**을 축적하려는 노력이 요구됨
 - 개인별 맞춤형 포트폴리오 구축과 상시적인 리밸런싱(rebalancing)을 전제로 함
- ❖ **디폴트옵션** 역시 업계의 운용 역량에 대한 **투자자 신뢰**를 전제로 함
- ❖ **연금(annuity)** 형태의 급여 지급을 강화하는 연금화 정책에 대응하여, **종신보험 및 월지급식 상품**의 개발과 실적 확보가 요구됨

퇴직연금 제도 개편의 시사점 - 자문서비스의 확대

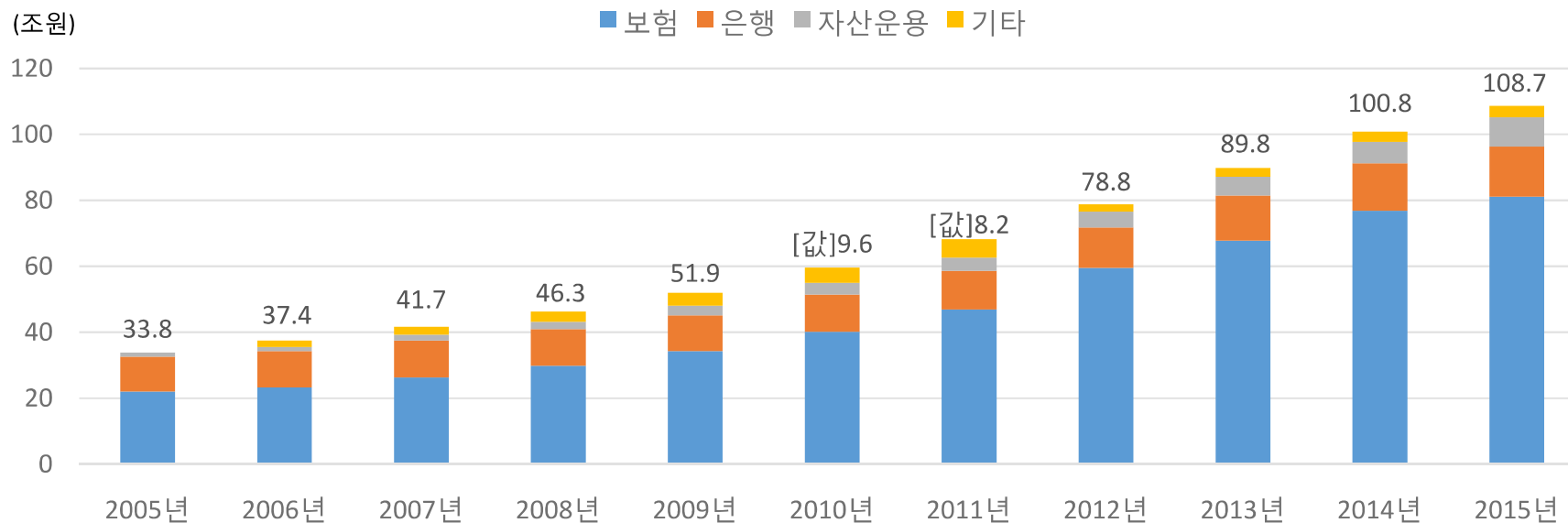
- ❖ 퇴직연금사업자의 가장 중요한 역할 중 하나는 가입자(사업주 및 근로자)에 대한 전반적인 **투자 자문 서비스**이나, 현행 계약형 지배구조 하에서 가장 취약한 부분으로 지적되는 상황임
 - 자산운용의 위탁에 있어, 위탁업무의 범위를 어디까지 둘 것인가에 대해서는 다양한 스펙트럼이 존재하므로, **위탁운용 정책 수립** 전반에 대한 자문 서비스가 필요함
 - 대부분의 경우 전략적자산배분을 포함한 전략 단위의 의사결정은 수탁법인에 두며, 자금의 집행 및 기술적 대응부터 외부로 위탁될 것으로 전망되므로, **ALM에 기반한 전략적자산배분**에 대한 사업자의 자문 서비스가 중요해 짐
 - 기금의 **디폴트상품 선정**에 대한 자문 및 차별화된 상품 개발의 중요성이 강조됨
- ❖ 현행 계약형 지배구조 하에서 형식적인 요식 행사에 머물고 있는 **가입자 교육**에 대한 중요성이 주요 차별화 포인트가 될 것임
- ❖ 신탁계약에 대한 역사가 일천한 국내 상황에서, 가입자-수탁법인-위탁운용사로 연결되는 복잡한 운용 구조 하에서 다양한 법적 분쟁이 발생할 가능성이 높으며, 따라서 이에 대한 **법률 서비스 제공**이 요구됨
 - 신탁 또는 운용위탁 관계에서 발생할 수 있는 제반 문제(사고)를 사전적으로 최소화하기 위해 내부·외부·행정기관의 감시·견제장치가 강화되어야 함

개인연금 현황 - 적립금의 축적

❖ 2015년 말 현재 세제적격 개인연금은 **109조원 규모**로, 2005년 34조원에 비하여 3배 이상 증가하였으나, 최근 성장세 둔화 양상 **[세제개편]**

- 1994년 제도 도입 이후, 세법 개정에 따라 2001년 이후 신 개인연금제도로 전환
- 40% 소득공제(2000년) → 400만원 소득공제(2013년) → 400만원 세액공제(2014년)

개인연금의 적립금 현황 추이



주 : 세제적격 개인연금의 적립금 현황임

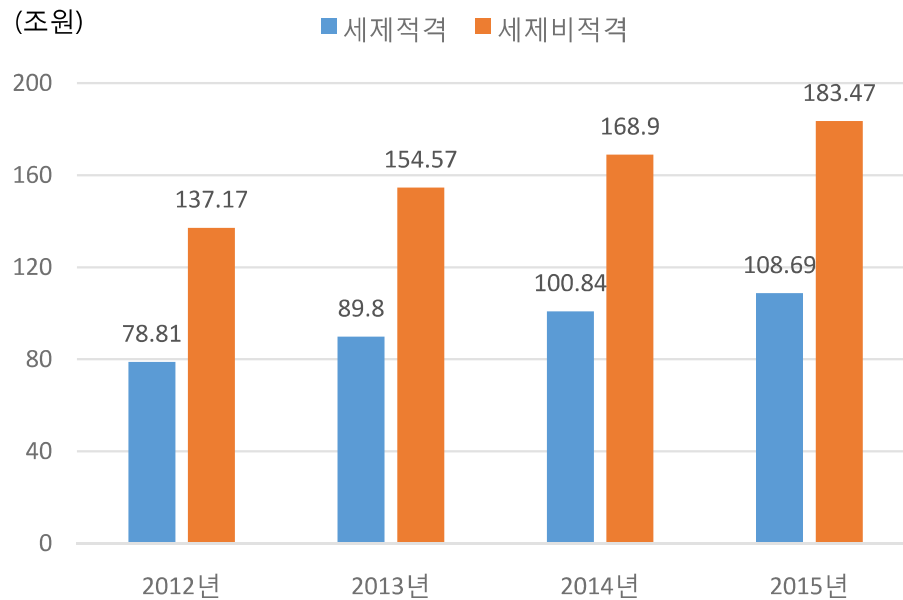
자료: 금융감독원

개인연금 현황 - 적립금의 축적

❖ 2015년 말 기준 전체 개인연금 규모는 292조원에 이릅니다

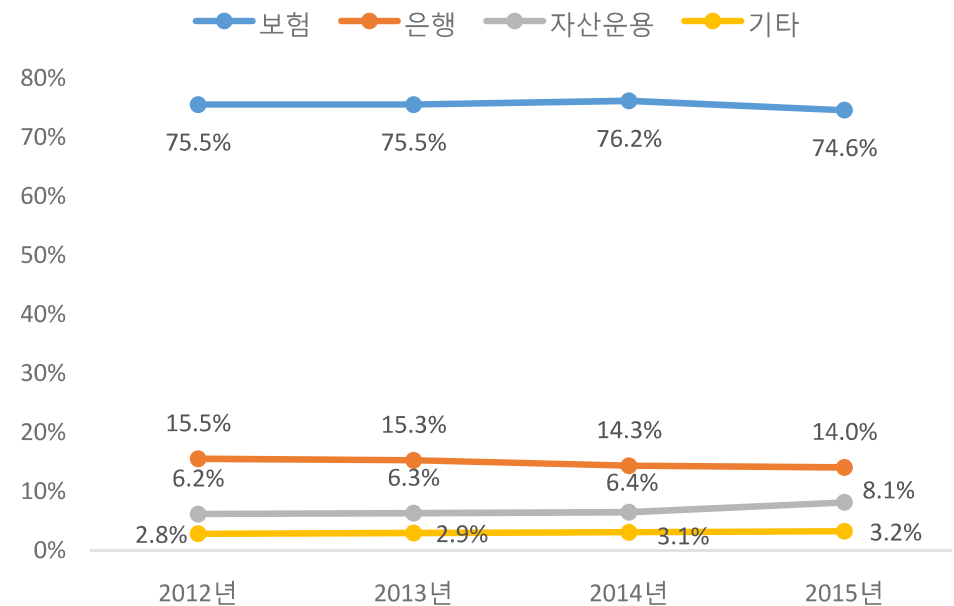
- 지난 4년 동안 세제적격 개인연금은 38%, 비적격 시장은 34% 성장
- 전체 개인연금 시장에서 보험업의 시장 점유율은 75% 수준에서 유지되는 상황임

세제적격 및 비적격 개인연금



자료: 금융감독원

권역별 개인연금 적립금 비중



주 : 세제적격 개인연금의 적립금 비중

자료: 금융감독원

정책적 시사점

- ❖ 세제혜택 강화를 통한 연금 시장 확대의 필요성
- ❖ 연금 세제의 간소화
- ❖ 저소득층 지원을 위한 직접적인 보조금 지급
- ❖ 연금화(annuitization) 강화

End of Presentation