

OPINION

선임연구위원
송흥선

퇴직연금 디폴트옵션과 수익률 개선 과제*

수익률 제고를 통한 노후소득재원의 확충이라는 한국형 디폴트옵션의 도입 목적을 달성하기 위해서는 도입 의무화와 적격승인제도 등을 통해 제도 확산과 유효경쟁을 유도하되, 원리금보장상품 허용과 근로자의 디폴트옵션 직접선택(DIY) 등 장기수익률에 부정적인 요인을 최대한 보완하는 노력이 필요해 보인다. 부정적 요인들은 고질적인 무관심과 원리금보장상품 선택 편의를 고정화할 수 있는 만큼, 선진국의 디폴트옵션제도와 달리, 가입자 생애 설계 교육이 더욱 중요해졌다. 아울러, 디폴트옵션 TDF의 위험등급산정방식을 합리적으로 조정하여 MZ세대들이 투자성향과 관계없이 은퇴까지 장기보유할 수 있게 하고, 이직과 관계없이 포트폴리오를 계속 보유할 수 있도록 이전제도를 정비할 필요가 있다. 또한 디폴트옵션상품의 수익률 경쟁이 촉진될 수 있도록 동태적 적격성 심사기준을 마련하여 연금사업자들이 영업행위 준거로 활용하도록 하고, 호주 방식의 디폴트옵션 별도 공시체계를 마련하여 가입자에 의한 시장규율을 강화할 필요가 있다.

퇴직연금 디폴트옵션이 도입됐다. 2014년부터 추진되어 오던 디폴트옵션 제도가 시행됨에 따라 시장의 기대가 커지고 있다. 그렇지만 수익률 제고를 통한 노후소득재원의 확충이란 도입 목적의 달성 가능성에 대한 우려의 시선이 있는 것도 사실이다. 디폴트옵션제도의 한국적 요소(이하 한국형 디폴트옵션)에 대한 우려 때문일 것이다. 앞으로 제도 운영 과정에서 기대 요인은 시장 활성화로 연결하고 우려 요인은 완화하여 ‘수익률 제고를 통한 노후소득재원 확충’이라는 제도개선의 취지가 살아날 수 있도록 해야 할 것이다.¹⁾ 이에 본 고에서는 수익률 제고라는 정책 목적의 달성 가능성 면에서 한국형 디폴트옵션의 주요 제도적 구성요소를 평가한 후 앞으로 보완해야 할 과제가 어떤 것인지 살펴보기로 한다.

수익률에 부정적 요소: 원리금보장상품 허용과 대표상품화

주지하듯이 한국형 디폴트옵션의 가장 큰 특징은 원리금보장상품 허용과 근로자의 디폴트옵션 상품 직접 선택(대표상품화)이다. 그 외 태생적인 계약형 지배구조, 도입의무화, 적격 디폴트옵션상품 승인제도 등도 수익률 관점에서 주목해야 할 특징이다. 먼저, 논란이 많았던 원리금보장상품 허용은 수익

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 2021년 1월 통과한 근로자퇴직급여보장법 개정안에는 디폴트옵션 도입 목적이 ‘수익률 제고를 통한 노후소득재원 확충’임을 언급하고 있다. 그리고 낮은 수익률 원인을 ‘근로자의 관심 부족으로 인해 원리금보장상품 중심으로 연금자산이 운용’되는 것에서 찾고 있다.

를 개선에 부정적 요인임은 명백하다. 우리나라가 선관주의 의무(duty of care)만 규정한 계약형 퇴직 연금제도가 아니고 엄격한 신인의무(fiduciary duty)가 존재하는 기금형 제도였다면 원리금보장상품 허용은 불가능했을 것이다. 장기운용에서 원리금보장상품 단품은 신인의무와 충돌할 개연성이 높기 때문이다. 실제, 미국 의회 문건을 보면 원리금보장상품이 디폴트옵션 상품으로 부적합함을 언급하고 있으며, 미국 노동부 도입 문건에도 “디폴트옵션은 연금자산의 장기가치 목표에 부합하도록 상품 설계”가 되어야 함을 명시하고 있다. 이에 따라 미국은 2006년 이전 시장 자율로 운영하던 원리금보장상품인 Stable Value Fund를 법 시행 이후 신규 설정을 금지하는 대신 가입자가 투자결정을 하는 기간(운용지시 기간) 120일 동안만 원리금보장상품 운용을 허용했다. 이상의 사례를 참고할 때 우리나라도 원리금보장상품 허용으로 인한 부정적 수익률 효과를 완화하거나 상쇄할 수 있는 제도적 보완이 필요해 보인다. 정부가 디폴트옵션상품 승인 대상의 하나로 펀드와 원리금보장상품을 혼합한 일종의 모델포트폴리오를 허용한 것은 원리금보장상품 단품을 디폴트옵션으로 선택하는 행태적 편의를 완화하기 위한 노력의 일환으로 평가할 만하다.

한국형 디폴트옵션의 또 다른 주요 특징은 근로자가 디폴트옵션을 선택하도록 대표상품화한 것이다. 이는 디폴트옵션제도의 본래 취지(스스로 운용지시가 없을 경우 강제적 운용지시권 전환)와 달리, 기존 DC형 연금의 DIY(Do It Yourself) 운용 지배구조를 디폴트옵션제도에도 그대로 적용한 것이다. 문제는 이것의 수익률 영향인데, 논리적으로는 긍정과 부정 양면 모두 존재하나, 전체적으로는 부정적 측면이 커 보인다. 긍정 요인은 두 가지이다. 하나는 면책효과이다. 투자손실 책임 논란을 한국적으로 해소하는 과정에서 대표상품화 방식이 채택되었기 때문에 면책이 된 연금사업자들은 보다 적극적인 디폴트옵션 혁신 경쟁을 통해 수익률 제고에 기여할 수 있을 것이다. 다른 하나는 규모의 경제 효과이다. 정부 스스로 언급하고 있듯이 대표상품화가 디폴트옵션 승인 정책(승인상품 숫자를 유효경쟁 유도 수준으로 적정하게 관리)과 결합할 경우 규모의 경제를 통해 자산배분효과를 높이는 동시에 혁신적인 수익률 경쟁을 연출할 수 있다는 점이다. 그렇지만, 대표상품화의 부정적 요인이 두 긍정효과를 압도할 가능성이 높다고 판단된다. 바로 가입자의 운용지시 무관심과 소극운용의 부정적 효과이다. 이는 운용지시권의 전환 없는 디폴트옵션제도를 도입했기 때문에 불가피해 보인다. 관성적인 무관심이 반복되지 않도록 제도적 보완이 이루어져야 대표상품화의 두 긍정 요인이 부정 요인을 압도할 수 있을 것으로 보이며, 현재로서는 차선이지만 가입자교육과 TDF 위험등급 산정 방식 조정 외에는 대안이 없어 보인다.

수익률에 긍정적 요소: 도입 의무화와 적격승인제도

이상의 두 가지 특징과 달리, 디폴트옵션 의무화와 적격승인제도는 디폴트옵션 제도의 확산과 수익률 제고에 긍정적으로 기여할 것으로 판단된다. 우선, 디폴트옵션 의무화는 디폴트옵션의 양적 확산을

통한 수익률 경쟁에 긍정적으로 작용할 것이다. 2021년 6월 기준 가입자 606만명이 디폴트옵션 적용 대상으로 퇴직연금 전체 가입자(개인형 IRP 포함 총 950만명)의 약 64%, 그리고 우리나라 상용근로자(1,500만명)의 40%가 디폴트옵션의 적용 대상이다. 적립금으로는 전체 적립금의 42%(124조원), 사업장으로는 40만개 퇴직연금 사업장 중에서 30만개가 대상이 된다. 규모로 보면 디폴트옵션이 연금시장의 지각변동을 일으키기 충분한 수준으로 수익률 경쟁을 촉진하는 시장압력으로 작용할 것이다.

다음으로, 디폴트옵션 적격승인제도 역시 가입자에게 정보비대칭을 줄이며 제도와 상품에 대한 신뢰 형성을 촉진하여 디폴트옵션제도 활성화에 중요한 역할을 할 것으로 기대된다. 특히, 계약형 퇴직연금제도로 인해 연금사업자가 선진국 수준의 신인의무를 부담하지 않는 우리나라의 연금지배구조 아래서는 정부가 일종의 보증효과를 제공하는 적격승인제도의 보완적인 효용성이 작지 않아 보인다. 적격성 승인제도는 크게 정부가 디폴트옵션 상품의 적격성을 어느 정도 보증하여 가입자에게 신뢰를 높이는 사전적 적격성 승인과정과 우수한 운용 성과 테스트를 통해 가입자의 노후재산 형성에 기여도가 높은 디폴트옵션 상품만 계속 승인을 받도록 하는 동태적 적격성 심사제도로 나눌 수 있다. 우리나라는 두 제도를 모두 법으로 정하고 있어 향후 디폴트옵션제도의 신뢰와 수익률 경쟁력을 높이는 데 의미 있는 역할을 할 것으로 판단된다.

결국 한국형 디폴트옵션제도는 원리금보장상품 편입, 대표상품화 등 수익률 관점에서 우려 요인들을 보완하고, 제도의 의무화나 사전적/사후적 적격성 승인제도 등 수익률 개선 요인을 극대화하는 방향으로 제도를 발전시켜 나가야 할 것이다. 이를 위한 주요 과제는 다음과 같다.

가입자 교육의 중요성 커짐

현행 DC형과 마찬가지로 근로자가 디폴트옵션을 직접 선택(DIY)해야 하는 대표상품화와 원리금보장상품 단품의 편입이 허용된 제도 아래서는 근로자의 소극적 운용지시를 극복하기 위한 가입자 교육의 중요성이 더욱 커졌다고 판단된다. 선진국의 경우 근로자가 스스로 운용하지 않으면 수탁자가 대신 운용지시를 하기 때문에 디폴트옵션 도입이 가입자 교육의 중요성을 약화시키는 것과는 정반대 흐름이다. 가입자 교육이 운용지시에 대한 합리적 관심을 유발할 수 있다면, 시장규율로 인해 원리금보장상품의 허용이나 대표상품화에 따른 선택 편의 등 수익률 제고에 부정적인 요소들이 자연스럽게 해소될 수 있는 만큼, 실질적인 가입자 교육의 강화를 위한 사후적 보완이 우선적으로 이루어져야 할 것이다.

가입자 교육은 DC형 연금이나 디폴트옵션제도 자체에 대한 교육보다 연금자산의 운용원칙과 운용원리에 대한 교육이 중요해졌으며, 이를 통해 운용지시에 대한 합리적 관심을 높일 수 있도록 해야 할 것이다. 여기서 운용원칙이란 연금자산은 노후자산 부족 정도에 따라 요구수익률을 정해 운용해야 하

는 일반 원칙, 노후 자금이라는 목적에 맞게 종목 매매보다 장기적인 자산배분이 중요하다는 장기투자의 원칙 등이며 이 원칙들이 가입자가 선택해야 하는 디폴트옵션상품에 어떻게 구현되어 있는지 교육되어야 할 것이다. 가입자교육은 디폴트옵션을 관련 연금규약에 반영하고, 실제 가입자가 디폴트옵션 상품을 선택하는 과정에서 반드시 실시하도록 할 필요가 있다.

TDF 위험등급 산정 방식의 합리화

TDF는 시간이 지남에 따라 위험자산 비중을 자동으로 낮추도록 설계되어 있고, 장기운용 목적의 연금 가입자들이 이러한 자동자산배분의 효익을 보고 투자하는 장기보유 목적의 연금펀드이다. 그렇다면 이 같은 구조의 TDF 위험등급은 어떻게 평가할 것인가. 연령기반의 동태적인 자산배분(glidepath)이 TDF의 본질이기 때문에 위험등급 평가도 기존과는 달라질 필요가 있다. 다시 말해, 특정 시점의 위험자산 비중(위험허용한도)이 아닌 글라이드패스 전체가 하나의 자산배분이라는 점을 고려하여 평가할 필요가 있으며, 그 일환으로 사용되는 것이 위험부담능력에 기초한 평가방식이라고 할 수 있다. 가령, TDF 2050의 경우 초기단계 위험자산 비중이 80% 이상이지만, 위험등급 산정에 가입자의 목표만기시점이 30년 이후로 장기라는 점, 그리고 그 기간동안 자동적으로 위험자산 축소(derisking)가 이루어진다는 점을 고려하는 것이다. 다시말해, 글라이드패스 상의 단계별 구간별 자산배분에 경제적 의미를 부여하기 보다 글라이드패스를 하나의 자산배분(system as a whole)으로 보는 것이 타당하다는 것이다. 그래서 미국, 호주 등은 TDF를 중위험등급의 혼합형(balanced fund)으로 분류한다. 우리나라 감독당국도 위험자산 비중이 최대 80%에서 시작하여 목표만기에 40%까지 하락하는 점 등을 고려하여 TDF를 중위험 등급의 혼합형으로 분류하고 있다.

정부의 디폴트옵션 문답집은 이같은 TDF 등급 분류를 따르지 않고 있다. 빈티지별로 위험등급을 따로따로 부여하는 방식을 택하고 있다. 가령, TDF 2025는 중위험, TDF 2040은 고위험 등으로 분류하겠다고 한다. 이렇게 되면 운영상에도 곤란한 상황이 발생한다. 빈티지별 TDF 위험등급이 달라지므로 가입자는 투자성향에 부합하는 빈티지만 선택할 수 있다. 가령 30세 가입자 A는 자신의 투자성향(가령 중위험)보다 높은 위험등급의 TDF(가령, TDF2055)는 투자권유 트랙을 따를 경우 선택할 수 없게 된다. 은퇴할 때까지 TDF 2055로 장기 운용하고 싶은 가입자 A는 중위험으로 분류된 TDF 2025나 TDF 2030만 투자할 수 있으며, 만기가 되면 다시 다른 TDF로 갈아타야 한다. 결국, 장기운용해야 할 연금자산을 짧게 끊어서 투자하라고 권하는 제도로 오해될 수 있다. 이 같은 규제는 TDF의 연금상품으로서의 장점과 순기능을 제약할 수 있으며 가입자의 투자시계를 단기화하는 부작용을 야기할 수 있다. 글라이드패스 초기 위험자산 비중으로 위험등급을 분류하는 방식은 무리가 있어 보이며, TDF 속성에 기반한 위험등급 분류가 글로벌 스탠더드임을 강조하고 싶다. TDF 디폴트옵션을 빈티지에 관계없이 중위험으로 분류할 경우, TDF를 선택한 가입자들의 적립금은 연령에 따라 빈티지별 TDF에 자

동으로 투자가 이루어지게 될 것이다. 가입자가 원리금보장, TDF, 혼합형 포트폴리오 중에서 TDF를 사전에 지정하면, 연금사업자가 가입자의 특성(가령 30세 연령)을 감안하여 TDF2050으로 자동 운용 지시하는 방식이다. 이렇게 되면 앞서 대표상품화로 인한 부작용이 상당히 개선될 수 있을 것이다. 다만, 금융소비자보호법상 투자권유규제의 적용 문제가 논란이 될 수 있으나, 엄격한 신인의무가 작동하는 서구 디폴트옵션제도에서도 가능한 방식임을 고려할 때 우리나라 투자권유규제가 상품 속성을 고려하여 유연하고 합리적으로 적용되기를 기대한다.

이직과 관계없이 TDF 장기보유 기능토록 인프라 정비

앞서 TDF 위험등급을 중위험으로 분류하는 방안은 가입자가 목표만기시점까지 해당 TDF를 보유할 때 타당성이 커진다. 우리나라 근로자들의 평균 근속연수는 6년이기 때문에 이직할 때마다 DC형 연금자산을 IRP로 이전해야 한다. 이때 근로자퇴직급여보장법은 이직자가 원할 경우 DC형 계좌에 보유한 디폴트옵션(가령, TDF)을 현금화하지 않고 실물 그대로 IRP로 이전할 수 있도록 하고 있다. 그러나 시장에서는 전산인프라 등의 문제로 실물 이전이 쉽지 않은 것으로 확인되고 있다. 미국은 평균 근속연수가 7년으로 우리나라와 크게 차이가 있지 않으나, 자유로운 실물이전이 가능하여 가입자들은 이직과 상관없이 특정 TDF를 통해 연금자산의 장기운용이 가능하다.

한편, 실물이전이 자유로워져야 앞서 언급한 TDF의 위험등급 분류방식 조정이 설득력을 얻을 수 있다. 가령, 실물이전이 어려운 현재의 상태가 지속된다면, 가입자는 이직할 때마다 TDF를 매매해야 하기 때문에 정부가 TDF 빈티지별로 위험등급을 달리 산정하는 방식이 글로벌 스탠더드가 아님에도 불구하고 현실적인 설득력을 얻을 수 있다. 연금자산의 속성상 장기운용 유도가 수탁자로서 고객최선 이익원칙에 부합하는 만큼, 연금사업자는 실물이전 인프라를 정비하고, 정부 역시 TDF 위험등급 분류를 장기운용을 유도하는 방식으로 조정하기를 권고한다.

적격성 승인제도를 통한 수익률 경쟁 촉진

적격성 승인제도를 잘 운영하면 디폴트옵션시장의 유효 경쟁체제가 유지되면서 연금자산의 수익률 제고에 매우 중요한 역할을 할 것으로 판단한다. 근퇴법상의 적격성 제도는 사전적으로는 도입 과정에서 상품 승인을 통하는 방식과 사후적으로는 디폴트옵션의 수익률 성과 모니터링을 통해 사후적인 동태적 적격성을 검증하는 방식까지 모두 포함하고 있다. 사전적 적격성 승인제도는 유효경쟁이 작동하는 시장구조와 규모의 경제를 통해 수익률을 제고하는 방향으로 운영될 필요가 있다. 너무 많은 상품 승인은 과다경쟁과 규모의 불경제를, 너무 적은 상품 승인은 과점화와 조직의 불경제를 야기하며 디폴트옵션 상품의 혁신성과 수익률 개선을 제약할 수 있을 것이다. 43개 평가대상 연금사업자가 최

소 7개의 상품 승인을 각각 얻을 수 있는 만큼, 규모의 경제성을 결정하는 예금, 보험, 펀드 등 기초자산에 대한 적격성 심사의 방향이 디폴트옵션 상품시장의 경쟁구조를 결정하는데 핵심적인 역할을 하게 될 것이다. 참고로, 미국 디폴트옵션에서 TDF 비중은 97%이며, TDF 시장은 상위 10개 운용사 27개 TDF가 시장점유율 91.7%를 차지하고 있다. 상위 5개 운용사로 보면 79%라고 하는데²⁾ 이는 유효 경쟁보다는 과점구조에 가까워 보이는데, 마침 작년부터 미국 의회는 이같은 시장구조와 세부 영업행위가 연금 가입자의 후생에 어떤 영향을 미쳤는지 조사를 진행하고 있다.

또한 유효경쟁을 통한 지속적인 수익률 개선을 위해서는 동태적인 적격성 심사가 중요하다고 판단된다. 법 개정안에 3년마다 동태적인 승인심사를 할 수 있는 근거가 마련되었다. 다양한 심사 기준이 있겠지만, 수익률이 연금자산의 실질가치 제고를 통해 노후소득 증식에 기여하는지, 디폴트옵션 상품의 편입 기초자산이 수익률 관점에서 최선의 선택이었는지 등을 심사할 수 있을 것이다. 동태적 승인 심사제도를 운영 중인 호주의 제도와 사례, 연금시장에 미치는 영향에 대한 연구를 통해 동태적 적격성심사 기준을 조속히 마련할 필요가 있으며 연금사업자들이 시장형성 초기부터 동 기준을 참고하여 수익률 제고의 지속가능성을 염두에 두고 디폴트옵션상품을 설계, 운용할 수 있도록 하는 것이 필요해 보인다.

비교공시 통한 가입자 시장규율 강화

디폴트옵션 상품은 정부 승인 과정에서 일반 금융상품보다 엄격한 요건을 통과한 상품이다. 그리고 그 요건들은 가입자가 디폴트옵션 상품을 선택할 때 연금사업자가 제공해야 할 정보이기도 하며, 수익률 등 정량지표들은 주기적으로 성과 공시하게 되어 있다. 정보비대칭 완화를 위한 이같은 체계에도 불구하고 공시제도는 보완할 점이 있어 보인다. 바로 비교공시의 활성화이다. 비교 공시의 대상은 연금사업자별 성과 비교공시는 물론이고, 최종적으로는 가입자 본인이 선택한 디폴트옵션상품과 다른 디폴트옵션상품간의 비교공시가 되어야 할 것이다. 디폴트옵션 공시제도는 미국보다는 호주를 참고할 필요가 있다. 호주는 일반펀드와 구별되는 디폴트옵션만의 별도 공시체계를 가지고 있을 뿐만 아니라, 개별 디폴트옵션상품간 비교공시가 가능한 나라이다. 이같은 탄탄한 공시체계로 인해 호주는 가입자에 의한 시장규율이 잘 작동하는 나라로 평가되며, 이같은 시장규율을 배경으로 2021년에는 동태적 적격성 심사를 통해 80개 디폴트옵션 상품 중 13개에 대해 승인 부적합 판정을 내리는 등 시장규율과 규제규율이 잘 조화된 모습을 보이고 있다. 우리나라도 원리금보장상품 허용 등의 제도적 핸디캡을 생각할 때 시장규율의 실효성을 보다 높이는 방향으로 공시제도를 정비하는 것이 바람직해 보인다.

2) Morningstar, 2022, 2022 Target-Date Strategy Landscape; Vanguard, 2022, How America Saves 2022.