

행동경제학과 투자자보호

2021. 3.

선임연구위원	이 석 훈
연구위원	강 소 현
선임연구위원	김 준 석



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

최근 금융시장의 성장으로 투자가 대중화되면서 이전보다 많은 일반인들이 복잡한 금융상품에 투자하고 있다. 금융시장의 관점에서 볼 때 이러한 현상은 환영할 만한 일이지만 동시에 투자자들이 금융상품에 대한 이해보다는 과거성과나 투자능력에 대한 과잉확신 등에 기대어 선택하는 행태적 편의도 부각되고 있다. 행태적 편의는 개인의 합리성에서 벗어난 행동을 체계적으로 유발하는 심리적 기제로 투자자들의 의사결정을 취약하게 만드는 요인으로 평가받고 있다. 최근 금융투자상품의 불완전판매나 투자손실에 따른 분쟁 등이 꾸준히 증가하고 있는데, 그 원인으로는 금융기관의 이해상충이 있겠지만 투자자들의 금융이해력 부족이나 행태적 편의에서도 찾아볼 수 있다. 비록 금융소비자보호법이 제정되었지만 금융당국은 이러한 현실을 바탕으로 투자자보호정책을 모색하려는 노력이 필요할 것으로 본다.

본 보고서는 국내 펀드 및 파생결합증권, DC형 퇴직연금 부문에서 투자자들의 비합리적인 행태에 대한 이해를 넓히고 행동경제학을 기반으로 한 투자자보호정책을 논의하고 있다. 펀드 및 파생결합증권의 투자자보호에 대한 연구에서는 투자자들의 금융이해력 부족이나 행태적 편의로 인한 취약한 의사결정을 근거로 투자자보호정책의 방향을 새롭게 제시하고 있다. 그리고 DC형 퇴직연금에 대한 연구에서는 DC형 가입자들이 해외와 달리 연금자산의 대부분을 예·적금으로 운용하는 원인을 행태적 편의에서 검토해 보고 이를 해결하는 방안으로 디폴트옵션 등의 행동경제학적 접근방식을 제안하고 있다. 본 보고서는 국내 자본시장 내 투자자보호에 대한 이슈를 처음으로 행동경제학적인 관점에서 보고 있다는 점에서 의의를 가진다. 특히 최근 금융당국이 투자자보호에 관련한 정책을 개발하는데 본 연구에서 검토한 행동경제학적 접근방식과 합의가 도움이 될 것으로 기대해 본다.

본 보고서의 작성에는 많은 전문가들의 도움이 있었다. 본 연구원과 한국금융소비자학회가 공동으로 주최한 ‘행태경제학과 금융소비자보호 세미나’에서 개진된 여러 의견과 초청세미나를 통해 주소현 교수님과

최승재 교수님으로부터 받은 고견은 본 총서를 완성하는데 커다란 밑거름이 되었다. 이 자리를 빌려 두 교수님과 세미나 참석자분들께 감사의 마음을 전한다. 행동경제학이라는 새로운 분야에 대한 시도로 어려움이 많았음에도 총서를 완성하는데 각고에 노력을 기울여준 이석훈 선임연구위원, 강소현 연구위원, 김준석 선임연구위원 모두께 이 자리를 통해 깊이 감사드린다. 저자들이 총서작업을 수행하는데 물심양면으로 도움을 준 한아름 연구원, 여밀림 선임연구원, 정지수 연구원, 윤지아 선임연구원 그리고 이수련 연구조원에게도 고마운 마음을 전하고자 한다. 마지막으로 본 총서의 내용은 연구진 개인의 학자적 견해이며, 자본시장연구원의 공식입장으로 작성된 것이 아님을 밝혀둔다.

2021년 3월
자본시장연구원
원장 박영석

목 차

Executive Summary	xi
Abstract	xvii
I. 서론	3
1. 연구의 배경	3
2. 행동경제학적 관점에서의 투자자보호	5
II. 공모펀드시장 투자자보호	19
1. 펀드시장 현황 및 제도 동향	19
2. 국내 펀드 투자자 및 운용사 행태적 특성	24
3. 펀드 투자자보호를 위한 행동경제학적 접근 방법	42
4. 국내 펀드 투자자보호 제도와 행동경제학적 개선 방안	51
III. 파생결합증권 투자자보호	67
1. 파생결합증권시장 현황	68
2. 파생결합증권의 문제점	79
3. 파생결합증권 투자자의 행태적 편익	90
4. 파생결합증권 설계·판매와 행태적 편익	99
5. 파생결합증권 투자자보호	102
6. 요약 및 정책적 시사점	114

IV. 퇴직연금과 투자자보호	121
1. 우리나라 DC·IRP형 퇴직연금의 개관	122
2. DC형 가입자의 행태적 편의	127
3. DC형 연금플랜의 국가 간 비교와 함의	135
4. 주요국 퇴직연금 정책의 행동경제학 적용 사례	142
5. DC형 가입자에 대한 행동경제학적 접근: 선택설계	154
6. 정책제언	161
 참고문헌	 169

표 목 차

<표 I-1> 소비자 특성별 금융이해력 비교	8
<표 I-2> 행태적 편익의 개념	9
<표 I-3> 이익/손실의 확률적 차이에 따른 위험에 대한 태도	10
<표 II-1> 금융이해도 금융지식 유형별 특성	44
<표 II-2> 투자자 행태편향과 행동경제학적 금융교육 접근 방법	47
<표 II-3> 투자자 행태편향과 공시에 미치는 영향	49
<표 II-4> 해외 운용사 factsheet와 국내 월간자산운용보고서 비교 ...	57
<표 III-1> 파생결합증권 과대평가 관련 연구	85
<표 III-2> 증권사 총자산 대비 파생결합증권 미상환잔액	89
<표 III-3> 유럽 상장 파생결합증권 현황	112
<표 IV-1> DC형 퇴직연금 운용자산의 유형별 비중	124
<표 IV-2> DC형 퇴직연금 투자운용 규제의 변천	125
<표 IV-3> DC형 가입자의 투자 관심 및 의사결정의 방식	132
<표 IV-4> 퇴직연금사업자별 평균 연금상품 개수 및 순자산 현황	134
<표 IV-5> 연평균 개인별 퇴직연금 운용상품의 변경 횟수	135
<표 IV-6> 각 국가별 DC형 연금플랜 투자옵션의 특징과 디폴트옵션 ..	140

그림 목 차

<그림 I-1> 국가별 금융이해력지수 비교	7
<그림 I-2> 투자자의 비합리적 선택요인과 투자자보호 방안	14
<그림 II-1> 펀드 설정액 및 순자산액 추이	20
<그림 II-2> 펀드 투자자 투자 결정 사유	26
<그림 II-3> 투자자 특성별 투자 결정 사유	27
<그림 II-4> 펀드 투자자의 판매직원에 대한 기대 역할	28
<그림 II-5> 펀드 가입 채널별 판매사 이용 현황	29
<그림 II-6> 펀드 가입자의 펀드 관련 사항 이해도	30
<그림 II-7> 투자자 특성별 운용보고서 수령 및 확인 여부	32
<그림 II-8> 운용보고서 확인한 투자자 중 투자자 특성별 운용보고서 이해 정도	32
<그림 II-9> 펀드 투자자의 가입 펀드 정보 확인 빈도	33
<그림 II-10> 비대면 판매채널 투자설명서 확인 여부 및 사유	35
<그림 II-11> 독립투자자문업자 제도 이용 기피 사유	60
<그림 III-1> 파생결합증권 수익구조	71
<그림 III-2> 파생결합증권 발행규모	72
<그림 III-3> 파생결합증권 미상환잔액	72
<그림 III-4> 파생결합증권 공모발행 비중	73
<그림 III-5> 파생결합증권 기초자산 수 분포	74
<그림 III-6> 파생결합증권 기초자산 유형별 분포	76
<그림 III-7> 파생결합증권 만기 분포	77
<그림 III-8> 파생결합증권 수익구조 사례	80
<그림 III-9> 파생결합증권 상환조건 수 추이	81
<그림 III-10> 파생결합증권 수익률 분포	83
<그림 III-11> ELS 투자자의 ELS 주요개념 해도	103
<그림 III-12> 파생결합증권 투자계기	103

<그림 III-13> 파생결합증권 투자자 연령대별 구성	104
<그림 III-14> 펀드 투자자 연령대별 투자동기	104
<그림 IV-1> 국가별 DC형 연금가입자의 운용자산 구성	141
<그림 IV-2> Vanguard DC형 플랜의 운용자산 구성의 추이	144
<그림 IV-3> 계층형 라인업 형태의 투자메뉴	146
<그림 IV-4> NEST에 참여한 고용주 현황	149
<그림 IV-5> PPM 신규 가입자들의 자발적인 펀드 선택 비율	152

약어 표

AFPs	Administradoras de Fondos de Pensiones
ASIC	Australian Securities and Investments Commission
BIT	Behavioral Insight Team
DB	Defined Benefit
DC	Defined Contribution
DLB	Derivatives Linked Bond
DLF	Derivatives Linked Fund
DLS	Derivatives Linked Securities
DLT	Derivatives Linked Trust
ELB	Equity Linked Bond
ELF	Equity Linked Fund
ELS	Equity Linked Securities
ELT	Equity Linked Trust
ELW	Equity Linked Warrant
ETF	Exchange Traded Fund
ETN	Exchange Traded Note
EU	European Union
EUSIPA	European Structured Investment Products Association
Euwax	European Warrant Exchange
FCA	Financial Conduct Authority
FICC	Fixed Income, Currency and Commodity
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
IFA	Independent Financial Adviser
INFE	International Network on Financial Education
IOPS	International Organization of Pension Supervisors
IOSCO	International Organization of Securities Commissions

IRP	Individual Retirement Pension
KID	Key Information Document
KIKO	Knock-In Knock-Out
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
MiFIR	Markets in Financial Instruments Repealing Directive
MMF	Money Market Funds
NEST	National Employment Savings Trust
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PPM	Premium Pension System
PRIIPs	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products
QDIA	Qualified Default Investment Alternatives
RDF	Retirement Date Fund
REITs	Real Estate Investment Trusts
SBST	Social and Behavioral Science Team
SEC	Securities and Exchange Commission
SFC	Securities and Futures Commission
SPP	Sistema Privado de Pensiones
TDA	Tax Deferred Account
TDF	Target Date Fund

《 Executive Summary 》

가계의 금융자산이 증가하면서, 점점 더 많은 일반인들이 금융서비스를 일반 소비재와 같이 일상적으로 접하고 있다. 더불어 고령층을 비롯하여 금융에 대한 이해가 취약한 이들의 금융서비스 수요도 크게 증가하고 있다. 최근 금융투자상품의 대중화, 복잡한 금융상품의 등장, DC형 퇴직연금의 성장 등의 구조적인 변화로 인해 투자자의 금융이해력(financial literacy) 부족이나 행태적 편의(behavioral bias)로 인해 불거지는 투자자보호의 문제들이 부각되고 있다. 여기서 행태적 편의는 전통경제학이 가정하는 합리성에서 벗어난 행동을 체계적으로 유발하는 심리적 기제를 말한다. 따라서 의사결정자의 합리성을 전제로 한 투자자보호정책은 금융소비자의 행태적 편의의 정도에 따라서는 효과적이지 못할 수 있다. 이는 각국이 투자자보호정책 수립에 있어 행동경제학적 통찰력을 주목하고 있는 이유이기도 하다.

현재의 투자자보호정책이 암묵적으로 투자자의 취약한 의사결정을 고려하고 있지만 행동경제학적 통찰력은 여전히 기존 체계를 보완할 수 있는 이점들을 가지고 있다. 첫째, 금융당국이 특정한 금융서비스에서 나타나는 투자자의 행태적 편의를 이해하고 식별할 수 있을 때 해당 금융서비스와 관련한 제도나 정책을 보다 효과적으로 개선할 수 있다. 영국은 일부 투자자보호정책을 평가하는데 있어서 행동경제학적인 실험연구들을 활용하고 있다(FCA, 2013). 둘째, 행동경제학적 접근방식의 정부개입은 덜 엄격하면서도 융통성이 있으며 효과 측면에서도 뛰어나다(FCA, 2013). 투자자보호정책은 대체로 투자자의 선택권을 일정부분 제약해야 하지만, 행동경제학에서 제시하는 넛지(nudge)나 선택설계(choice architecture)와 같은 자유주의적인 개입은 투자자의 선택권을 여전히 보장하면서도 의도한 정책효과를 추구할 수 있다. 셋째, 행동경제학적 접근방식은 기존 투자자보호정책을 대체하는 것이 아니라 보완적인 정책적 도구로 활용될 수 있다. 넛지나 선택설계 등은 투자자의 합리적인 행동변화를 꾀하는 정책 도구들로서 기존의 정책이나 제도와 병행할 수 있다. 마지막으로 투자자의 편향적 특성에 대한 이해를 기반으로 한 넛지 방식의 정책은 낮은 비용으로 높은 효과를 추구할 수

있다. 최근 몇몇 정부는 이메일 등을 활용한 넋지를 통해 저렴한 비용으로 효과적인 행동변화를 유도하였고 단기간 내 정책효과를 평가할 수 있는 장점도 확인하였다.

최근 우리나라 금융당국도 행동경제학적 통찰력을 투자자보호정책에 적용하려는 움직임을 보이고 있다. 다만 현재는 금융당국이 행동경제학적인 관점에서 국내 현실에 적합한 정책수립에 활용할 수 있는 연구를 찾아보기 어렵다. 이에 본 연구는 자본시장에서 금융투자상품을 선택하는 투자자들의 행태적 편이의 가능성을 살펴보고 이를 바탕으로 한 투자자보호 방안을 논의하고자 한다.

1. 펀드시장

국내 펀드시장을 행태적 관점에서 이해하기 위해 국내 펀드 투자자의 특성을 살펴본 결과 펀드 투자자의 투자판단 능력과 정보 분석력은 아직 충분한 수준에 도달하지 못한 상황인 것으로 파악된다. 펀드 투자자의 1/3 이상이 보수, 수수료, 투자자산 등 펀드 관련 핵심정보를 이해하지 못하고 판매사나 지인의 추천에 의존하여 펀드 가입을 결정했다. 이는 결국 펀드 운용상황에 대한 낮은 관심과 불충분한 이해로 이어졌다. 60% 가량의 투자자가 운용보고서를 읽지 않았고 읽어본 투자자 중 1/4은 이해하지 못한 것으로 나타났으며 운용인력 변동과 같은 주요 정보에 관심을 기울이지 않았다.

한편 펀드 판매 및 운용역 또한 다양한 행태적 특성을 보였는데, 자신의 고용안정성에 미치는 영향이나 인센티브의 성과연동성, 펀드 내 개인 보유 지분 등 다양한 사적 이해가 동인으로 작용했다. 계열사 펀드 판매 솔림 현상은 50% 규제로 전반적으로는 감소하였으나 일부 운용사의 경우 여전히 개선되지 않는 것으로 나타났다. 또한 펀드매니저의 사적 동기는 위험선 호도와 운용전략에 영향을 미쳐 결국 펀드의 위험수준과 수익을 변화시켰다. 국내 펀드 투자자가 판매사에 대한 의존도가 높고 운용에 대한 관심도가 낮은 상황임을 감안해 보았을 때 이해상충의 우려가 높다.

우선 펀드 투자자의 타인 의존도를 완화하고 독립적 판단능력을 기르기 위하여 펀드 투자자의 금융이해력을 제고할 수 있는 효율적 금융교육이 필요하다. 금융이해도는 연령, 성별, 교육수준, 소득수준 등 금융 피교육자의 사회경제적 특성에 따라 상이하게 나타난다. 또한 금융교육은 자기과신 정도, 현재선호 여부, 정보 인지 정도 등 행태적 특성에 영향을 받는다. 효과적인 금융교육을 위하여 사전에 교육대상자의 특성과 행태를 분석하고 적절한 금융 교육 참여 유인책과 특성에 따라 세분화된 실효성 있는 목표를 제시해야 한다.

투자자의 공시에 대한 접근도와 이해도를 제고하기 위하여 펀드 관련 공시에 대한 개선이 필요하다. 특히 자산운용보고서의 경우 투자자와 관심도와 활용도가 낮아 공시 내용 및 형태의 변화가 요구된다. 투자자에게 제공되어야 할 핵심정보에 대한 가이드라인을 마련하고 투자자가 정보를 쉽게 이해하고 투자판단에 적용할 수 있도록 공시 형태를 설계해야 한다. 또한 투자자 이해도 증진 효과에 대한 사후적 평가가 수반되어야 한다.

마지막으로 판매사 및 운용사와 투자자 간 이해상충 가능성을 낮추기 위한 제도개선이 요구된다. 펀드 판매 과정에서 발생하는 이해상충 문제로부터 금융소비자를 보호하기 위해서는 전문성과 중립성을 갖춘 전문가문업의 육성이 필요하다. 또한 운용과정에서 발생하는 이해상충 문제를 완화하기 위해 펀드매니저에 대한 보상체계를 비롯하여 펀드 운용성공에 영향을 미치는 운용팀 구성원, 사모펀드 운용실적, 본인 및 직계가족 보유현황 등의 항목으로 공시 대상을 확대해 나가고 허위공시에 대한 제재가 이루어져야 한다.

2. 파생결합증권

파생결합증권에 대한 투자의사결정 과정에서 행태적 편이가 나타나는 근본 원인은 상품의 복잡성이다. 수익구조가 복잡하고 위험-수익 특성을 파악하기 어렵기 때문에 의사결정과정을 단순화하고자 하는 투자자는 과거 수익률에 의존하거나 익숙한 기초자산이나 익숙한 발행회사의 상품이 안전할 것이라 믿는다. 높은 쿠폰수익률에 현혹되거나, 투자위험을 간과하거나,

투자결정에 지나친 확신을 갖기도 한다. 금융회사는 수익극대화를 위해 투자자의 행태적 편의를 활용하여 수익구조를 설계하고 마케팅 전략을 수립할 유인을 갖는다. 행태적 편의로 발생하는 과잉수요가 파생결합증권의 과대평가로 이어진다면 이는 투자성과 하락으로 귀결될 수밖에 없다. 투자자의 고령화가 진전될수록 파생결합증권에 대한 행태적 투자자의사결정 문제는 부각될 가능성이 높다.

투자자의 행태적 편의가 투자자의사결정에 영향을 미칠 때 자기책임원칙에 입각한 기존 투자자보호 체계는 한계를 드러낼 수밖에 없다. 투자자의 자기책임원칙은 금융상품에 대한 이해를 바탕으로 한 합리적 의사결정을 전제로 관철될 수 있기 때문이다. 행태적 편의에 따른 투자로 부정적인 결과가 나타났을 때 투자자들은 자기책임원칙을 수용하기보다는 금융기관의 기회주의적 행위를 의심하기 쉽다. 따라서 파생결합증권과 같이 복잡한 금융상품에 대한 투자자보호와 신뢰성 확보를 위해서는 자기책임원칙이 보다 유효하게 수용될 수 있도록 행태적 편의를 교정하거나 영향력을 줄일 수 있는 정책수단이 강구될 필요가 있다. 금융상품 복잡성에 따른 투자자의 행태적 편의를 완화하고 금융기관의 잠재적 착취로부터 투자자를 보호하는 주요 정책수단은 한국에도 이미 도입되어 있다. 다만 규제의 실효성을 강화하기 위해서는 추가적인 제도 개선 논의가 필요한 것으로 보인다.

먼저 투자자 적합성 원칙의 적용에 있어 일관성을 확보해야 한다. 파생결합증권을 비롯한 모든 금융투자상품 수익구조의 위험도와 복잡성을 객관적인 기준으로 분류하여 체계적이고 일관된 적합성 기준을 마련할 필요가 있다. 위험도가 높을수록 손실감내 능력이 높아야 하고 복잡도가 높을수록 상품이해도가 높아야 한다. 파생결합증권에 대한 투자자의 행태적 편의가 정보제공 확대를 통해 해소되기 어렵다면 부적합한 투자자를 배제할 수 있도록 적합성 원칙을 적극적으로 활용할 필요가 있다. 둘째, 파생결합증권 위험등급체계와 정보제공 형식을 개선할 필요가 있다. 현재 파생결합증권 위험등급산정은 판매회사에 위임되어 있어 동일한 특성의 상품이라도 등급이 다를 수 있고 위험수준의 차이가 큰 상품이라도 위험등급이 동일할 수 있다. 위험등급의 정보유용성을 높이기 위해 객관적인 평가방법과

세분화된 등급체계를 도입할 필요가 있다. 또한 파생결합증권과 같이 복잡한 금융상품의 경우 어떤 정보를 어떤 방식으로 제시하느냐에 따라 투자자 선택이 달라질 수 있으므로, 투자자 이해도를 높이는 동시에 행태적 편의를 최소화할 수 있는 정보제공 형식이 고안되어야 한다. 이를 위해서는 투자자 행태에 대한 면밀한 실험연구가 필수적이다. 셋째, 투자자의 행태적 편의를 유발하는 금융회사의 판매행위를 근절해야 한다. 파생결합증권을 예금으로 인식하도록 하고 기대수익률을 과장하거나 판매성과를 강조하는 등의 판매 관행을 차단하기 위해서는, 선취수수료 체계를 성과연동형 자문보수 체계로 전환하고 불완전판매에 대한 과징금 제도를 도입할 필요가 있다. 마지막으로, 파생결합증권의 상장을 유도해야 한다. 이미 한국거래소에는 일부 파생결합증권이 상장되어 거래되고 있으나 활성화되어 있는 상황은 아니다. 상장을 통해 상품투명성 제고, 비교가능성 제고, 거래비용 절감, 유동성 확대 등 다양한 이점을 누릴 수 있는 만큼 상장상품화를 유도할 수 있는 방안을 마련할 필요가 있다.

3. 퇴직연금

우리나라 DC형 퇴직연금 가입자들은 원리금보장형 상품 위주로 연금 자산을 운용하고 있는데, 이는 주식 비중을 높게 두는 해외 DC형 연금자산의 운용 현황과는 크게 다른 모습이다. 그 원인으로, 첫 번째는 DC형 가입자들이 연금자산을 안전하게 관리하기를 선호하기 때문일 수 있다. 두 번째는 퇴직연금 제도가 도입된 지 오래지 않아 우리나라 DC형 가입자들이 퇴직연금 운용에 대한 금융이해가 부족하기 때문일 수 있다. 세 번째는 우리나라 DC형 가입자들이 행태적 편의로 인해 원리금보장형 상품을 선택하거나, 선택한 후 이를 유지하고 있기 때문일 수 있다. 예를 들면, DC형 가입자들은 기존 퇴직금 제도로부터 굳어진 생각 즉 고정관념으로 인해 퇴직연금의 자산을 투자해야 할 자산이라기보다는 안전하게 관리해야 하는 자산으로 인식하는 심리회계를 가질 수 있다. 이외에도 퇴직연금 도입 초기 대부분의 DC형 가입자들이 원리금보장형 상품을 선택한 것이 이후의 신규 DC형 가입자로

하여금 일종의 표준상품으로 인식하게 만들었을 가능성 즉 동료효과, 투자에 대한 명확한 선호의 부재와 판매직원의 투자상품에 대한 전문성 부족 등으로 DC형 가입자들이 손쉽게 이해할 수 있는 안전자산을 선택할 가능성, 원리금보장형 상품을 선택한 이후 포트폴리오를 조정하지 않는 지연 및 타성의 행태, 주식 등의 위험자산에 대해 단기적인 위험요인에 자주 인지함으로써 이러한 자산에 대한 투자위험을 과도히 높게 평가하는 근시안적인 손실회피의 경향 등의 행태적 편의를 들 수 있다.

본 연구에서 분석한 국가들은 DC형 연금플랜을 위해 대체로 디폴트옵션 제도를 운영하고 있었으며, 신규 DC형 가입자들의 디폴트옵션 선택 비율도 높은 특징을 보이고 있었다. 추세적으로는 디폴트옵션으로 설정되는 펀드의 유형이 보수적인 펀드에서 밸런스형 펀드 또는 TDF로 변화되고 있다. 해외 국가들의 DC형 연금자산의 운용 현황을 보면, 대체로 주식의 비중이 가장 높았고 그 다음으로 채권, 밸런스형 펀드, 부동산, 예금 등의 순이었다. 미국의 2006년 연금보호법이나 영국의 2008년 연금법, 스웨덴의 프리미엄 연금 정책 등은 DC형 가입자의 합리적인 의사결정을 전적으로 존중하고 이들의 선택에 전적으로 의존했던 기존의 연금정책을 수정한 대표적인 사례가 된다. 이와 같은 정책들은 1990~2000년대 행동경제학의 실증연구를 기반으로 하여 기존 정책에 자동가입제도, 디폴트옵션, 기여율의 자동상승제도 등의 선택설계들을 추가하는 것이었다. 이러한 선택설계는 금융이해가 부족하거나 행태적 편의로 인한 의사결정을 지원해주고 있는데 초점을 두고 있지만 명확한 선호를 가진 DC형 가입자들의 자유로운 선택을 보장하고 있다.

본 연구는 우리나라 퇴직연금 제도에 선택설계를 도입함으로써 금융이해가 부족하거나 명확한 선호를 가지지 못하여 선택에 어려움을 겪는 DC형 가입자들에 대해 암묵적인 가이드를 제공할 것을 제안하고 있다. 구체적으로는 디폴트옵션의 도입, 계층형 라인업 형태의 투자메뉴의 활성화, 재가입제도에 대한 검토, NEST 모형의 중소기업 지원방안, 효과적인 연금정보 전달방식의 고안과 디지털 넛지 등을 제시하였다.

« Abstract »

Behavioral Economics and Investor Protection

As households' financial assets increase, more people are routinely exposed to the financial services, such as general consumer goods. In addition, the demand for financial services of the elderly and those with lower financial literacy has been increasing significantly. Recently, several structural changes such as the popularization of financial investment products, the emergence of complex financial instruments, and the growth of retirement pensions have highlighted problems of investor protection due to lack of the customers' financial literacy or behavioral bias. Behavioral bias refers to a psychological mechanism that systematically triggers human behavior deviated from the rationality assumed by traditional economics. Thus, to the extent of behavioral bias, investor protection policies based on the premise of human's rationality may not be effective. This is also the reason why countries are paying attention to the behavioral insights in establishing investor protection policies.

Recently, the Korea's financial authority has also been moving to apply behavioral insights to the investor protection policies. However, any research has not helped the financial authority to establish the policies suitable for our reality from a behavioral perspective. Therefore, our study takes the first step by focusing on the behavioral bias of investors choosing financial investment instruments in the capital market and discusses how to protect them from a behavioral perspective.

We look at the behavioral characteristics of Korean fund

investors from a behavioral perspective. It is found that the financial literacy and the acquired information of fund investors are not sufficient. First of all, efficient financial education is needed to enhance fund investors' financial understanding in order to lower the fund investors' dependence on others and induce the rational decision based on their preferences. For effective financial education, the behavioral characteristics of persons subject to education should be analyzed in advance and effective goals subdivided according to their incentives and characteristics for participation in financial education be presented. Improvements to fund-related disclosures are also needed to enhance investors' access to and understanding of disclosures. Guidelines for key information to be provided to investors should be drawn up and forms of disclosure should be designed so that investors can easily understand the information and fully consider it for their investment decision. Finally, improvements are required to reduce the likelihood of conflicts of interest between financial institutions and investors.

The fundamental cause of behavioral bias in the decision-making process of investment in derivative linked securities is the complexity of the product. In particular, financial institutions have the incentive to design revenue structures and establish marketing strategies by utilizing investors' behavioral bias to maximize profits. Therefore, to ensure investor protection and reliability for complex financial instruments such as derivative linked securities, a policy instrument needs to be devised to correct behavioral bias or reduce its influence so that the principle of self-responsibility can be accepted more effectively. Major policy measures have already been introduced in Korea. Nevertheless, to strengthen the

effectiveness of the regulations, further discussions on improving the system seem to be needed. First, it is necessary to ensure consistency in the application of investor conformity principles. Second, it is necessary to improve the risk rating system for derivative linked securities and the format of information provision. Third, the sales activities of financial institutions that cause investors' behavioral bias should be eradicated. Finally, the listing of derivative linked securities should be induced.

Korea's DC retirement pension members put their pension assets mainly on the deposit or saving products, which is far different from the current structure of overseas DC pension assets, which places a high share of stocks. This may be due to DC plan members' preference for safe management of pension assets. However, there seem to be more significant factors behind that. The first may be due to the lack of financial understanding of the retirement pension savings by Korean DC plan members since the retirement pension system was introduced not long ago. Secondly, it may be because Korean DC plan members choose or select the deposit products due to behavioral bias such as psychological accounting, peer effects, procrastination, and myopic loss avoidance. In response, we propose to introduce choice architecture for DC plan members who lack financial understanding or have no clear preference. Specifically, the introduction of default options, re-enrollment, tiered investment line-up, the institution supporting for small and medium-sized enterprises such as UK's NEST model, and effective pension information disclosure methods were proposed.

1. 서론

1. 연구의 배경

2. 행동경제학적 관점에서의 투자자보호

I. 서론

1. 연구의 배경

지난 30년 사이 우리나라 가계의 총 금융자산은 실질기준 389조원에서 3,634조원으로 10배 가까이 성장하였다(통계청, 2019. 12. 17). 가계의 금융자산이 증가하면서, 점점 더 많은 일반인들이 예·적금 및 대출 외에도 보험, 증권 등의 금융서비스를 일반 소비재와 같이 일상적으로 접하고 있다. 더불어 고령층을 비롯하여 금융에 대한 이해가 취약한 이들의 금융서비스 수요도 크게 증가하고 있다. 이러한 변화로 인해 금융소비자의 금융이해력(financial literacy) 부족이나 행태적 편의(behavioral bias)로 인해 불거지는 금융소비자보호의 문제들이 부각되고 있다. 여기서 행태적 편의는 개인의 심리나 경험, 인지적 한계 그리고 선택 환경에 영향을 받는 의사결정의 관찰로부터 발견된 개념으로 전통경제학이 가정하는 합리성에서 벗어난 행동을 체계적으로 유발하는 심리적 기제를 말한다. 따라서 의사결정자의 합리성을 전제로 한 금융소비자보호 정책은 금융소비자의 행태적 편의의 정도에 따라서는 효과적이지 못할 수 있다. 이는 최근 각국이 금융소비자보호 정책 수립에 있어 행동경제학적 통찰력을 주목하고 있는 이유이기도 하다. 행태적 편의가 금융서비스 전반에 걸쳐 금융소비자의 합리적인 선택을 저해하고 있지만, 본 연구는 자본시장에서 금융투자상품을 선택하는 투자자의 행태적 편의에 중점을 두고 행동경제학적인 관점에서 이들을 보호하는 방안을 논의하고자 한다.

가계의 금융자산이 증가하면서 금융투자상품과 관련하여 몇 가지 구조적인 변화가 진행되고 있다. 첫째, 금융투자상품의 투자가 대중화되고 있다. 이는 금융자산이 축적되면서 일반인들의 금융서비스 수요가 예·적금에서 펀드, 파생결합증권, 신탁, MMF(Money Market Fund) 등 손실위험이 따르는 금융투자상품으로 다양화되고 있기 때문이다. 둘째, 복잡한 금융상품들이 등장하고 있다. 대표적으로 파생결합증권을 들 수 있는데 이 상품은

2020년 6월 기준 미상환잔액이 107조원으로 저금리 기조에서 수익률을 제고하려는 투자자의 수요에 힘입어 크게 성장하고 있다. 셋째, 개인의 의사결정에 전적으로 의존하는 DC(Defined Contribution)형 퇴직연금의 성장이다. 2010년 말 8조원이었던 DC·IRP(Individual Retirement Pension)형의 적립금은 2019년말 83조원으로 가파른 성장률을 보이고 있다.

금융투자상품의 대중화, 복잡한 금융상품의 등장, DC형 퇴직연금의 성장 등의 구조적인 변화는 금융이해의 부족이나 행태적 편의로 인한 투자자보호 문제를 가중시키고 있다. 펀드 투자자들은 펀드상품 관련 핵심정보를 제대로 살펴보지 않거나 이해하지 못하고 있으며 이들 중 상당수는 판매사나 지인의 추천에 의존하고 있다. 복잡한 금융상품의 경우, 투자자들이 상품에 대한 이해보다는 과거의 성과나 친숙성, 투자능력에 대한 과잉확신 등에 기대기 쉬울 뿐 아니라, 금융기관은 이러한 행태적 편의를 활용하여 영업 전략을 수립할 수 있다. 연금자산의 운용은 은퇴시기, 소득 지속성, 경제 성장, 인플레이션 등에 대한 종합적인 검토가 뒷받침되어야 하는 복잡한 의사결정의 과정인 반면, DC형 퇴직연금 가입자는 자신들의 금융이해 수준이나 투자 관심과 무관하게 복잡한 연금자산의 운용에 관한 의사결정을 요구받고 있다. 이에 따라 DC형 가입자의 선택과 관련한 다양한 행태적 편의도 매우 큰 것으로 평가되고 있다. 이러한 이유로, 행동경제학적 통찰력을 적용하여 기존의 투자자보호제도를 보완해야 한다는 요구가 높아지고 있으며 몇몇 정부는 여러 행동경제학적 접근방식을 이용하여 투자자보호 제도를 적극 개선하거나 보완하려고 시도하고 있다(FCA, 2013).

해외 주요국에서는 인간의 행태적 편의 문제를 인식하고 금융소비자보호를 비롯하여 여러 정부정책에 행동경제학적인 통찰력을 적용하려는 움직임이 활발하다. OECD의 조사결과에 따르면 행동경제학 관련 정책연구 기관¹⁾이 2018년 기준 202개 존재하며 최근에는 400개까지 증가한 것으로 보고하고 있다. 대표적인 기관으로 영국의 BIT(Behavioral Insight Team)를 들 수 있으며, 영국의 FCA(Financial Conduct Authority)는 행동경제학을

1) 연구기관 대부분이 정부 산하에 있거나 국제기구이며, 사설 연구기관 또한 정부와 협력 하에 연구를 진행하고 있다.

구성하여 금융소비자들이 정책적 개입에 어떻게 반응하는지를 검증하고 있다. 미국은 2015년 오바마정부의 행정명령에 따라 연방정부의 정책에 행동경제학을 반영하고 있고 백악관에 SBST(Social and Behavioral Science Team)을 설치하였다. 한편 OECD(Organisation for Economic Co-operation and Development), World Bank, IOSCO(International Organization of Securities Commissions), IOPS(International Organization of Pension Supervisors) 등의 국제기구들도 최근 행동경제학을 적용한 정책들의 국가 간 비교나 사례들에 대해서 활발하게 연구하고 있다.

최근에 우리나라 금융당국도 행동경제학적 통찰력을 투자자보호정책에 적용하려는 움직임을 보이고 있다.²⁾ 다만 현재는 금융당국이 행동경제학적인 관점에서 국내 현실에 적합한 정책수립에 활용할 수 있는 연구를 찾아보기 어렵다. 이에 본 연구는 자본시장 내 투자자들의 행태적 편이의 가능성을 살펴보고 이를 바탕으로 한 투자자보호방안을 논의하고자 한다. 이하의 서론에서는 국내 금융소비자의 금융이해도와 행태적 편이에 대한 개념 그리고 행동경제학적 관점에서의 투자자보호 필요성을 간략히 제시하기로 한다.

2. 행동경제학적 관점에서의 투자자보호

가. 국내 금융소비자의 금융이해도

금융이해력은 건전한 금융의사결정과 금융복지(financial welfare)를 위해 필요한 금융지식, 금융행위, 금융태도 등을 말한다(OECD/INFE, 2020). 보다 넓은 범주로는 지식, 기능, 태도 및 행동 등을 포함하여 금융시장에서 금융소비자 개인적 특성과 환경적 요인 간의 상호작용을 통해

2) 금융감독원 보도자료(2019.1.8), 금융위원회 보도자료(2019.4.18) 참조

금융에 대한 전반적인 이해도와 행동양식 및 의식수준, 즉 금융역량(financial capacity)을 갖추는 것을 의미한다(Gill & Bhattacharya, 2015).

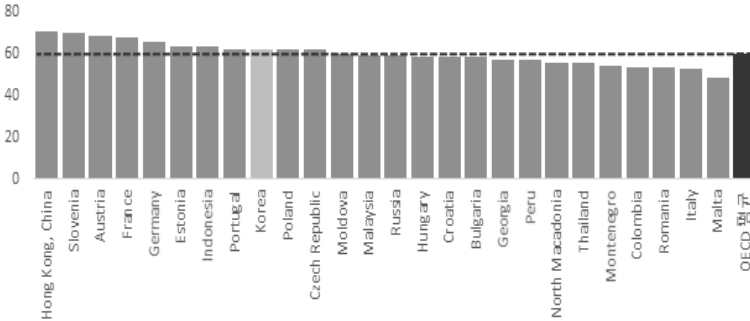
OECD 산하 INFE(International Network on Financial Education)는 주기적으로 OECD 회원국을 대상으로 금융이해력을 조사하여 발표한다. OECD/INFE는 국제비교가 가능하도록 서베이 기준을 제시하여 다수의 국가가 이를 기반으로 각국의 금융이해력 정도를 측정하고 금융교육 방향과 목적을 설정하고 있다. 금융이해력은 금융지식, 금융태도, 금융행위의 3가지 범주로 구분하여 측정하고 각 점수를 종합하여 금융이해력지수(OECD/INFE Financial Literacy Index)를 산출한다. 국내에서도 한국은행과 금융감독원 주도로 금융이해력지수 측정에 참여하고 있다.

2018년도에 시행된 금융이해력 조사 결과에 따르면 우리나라 성인의 금융이해력지수는 62.1점인 것으로 나타났다. 이는 26개 조사대상국 중 9위에 해당하며 평균인 60.5점과 유사한 수준이다.³⁾ 부문별로 살펴보면 금융지식(financial knowledge, 65.7점), 금융태도(financial attitude, 61.3점), 금융행위(financial behavior, 59.9점) 순으로 나타났다. 금융지식은 소비자가 금융상품이나 서비스를 비교하고 적절한 정보에 입각한 금융의사결정을 내리는데 도움이 되는 기본지식을 측정하며, 금융태도는 소비와 저축, 현재와 미래, 돈의 존재가치 등에 대한 선호도를 나타낸다. 또한 금융행위는 재무계획과 관리, 정보에 입각한 금융상품 선택 등 금융과 관련한 소비자의 행위를 측정한다. 평균적으로 국내 투자자는 금융의사결정을 위한 기초지식 습득에 비해 금융 관련 행위가 부족한 것으로 나타났다.

3) OECD/INFE(2020), 금융감독원(2019. 1. 29)

<그림 1-1> 국가별 금융이해력지수 비교

(단위: %)



자료: OECD(2020), 금융감독원(2019. 1. 29) 재구성

<표 1-1>은 금융이해 측면에서 취약 집단을 살펴보기 위하여 투자자 특성별로 금융이해력을 비교한 것이다. 우선 국내 남성 금융소비자의 금융이해력이 62.4점이고 여성 금융소비자는 61.9점으로 성별에 따른 유의한 차이는 찾아볼 수 없었다. 그러나 연령별, 소득별로 금융이해력 수준에 차이가 존재했다. 60세 이상 장년층의 금융이해력이 58.1점으로 가장 낮았으며 청년층이 61.4점으로 장년층에 비해 높고 중년층이 63.8점으로 가장 금융이해력이 우수했다. 금융이해력 항목별로 청년층은 금융지식은 풍부한 편이었으나 실제 금융상품에 투자하고 관리하는 금융행위에서 상대적으로 저조한 점수를 받았다. 한편 장년층은 금융태도는 우수하나 금융지식이 부족하고 적극적 금융행위가 이루어지고 있지 않은 것으로 나타났다. 또한 소득수준별 비교에서 월평균 250만원 미만의 저소득 계층의 금융이해도가 58점으로 고소득 계층(65.6점)에 대비 큰 차이를 보였다.

<표 I -1> 소비자 특성별 금융이해력 비교

구분		금융이해력	금융지식	금융태도	금융행위	
성별	한국	남자	62.4	67.1	60.0	60.0
		여자	61.9	64.3	62.0	60.0
	OECD 평균	남자	60.5	64.3	60.0	58.9
		여자	59.5	60.0	60.0	58.9
연령	한국	청년(18~29)	61.4	68.6*	58.0*	57.8*
		중년(30~59)	63.8*	67.1*	62.0*	62.2*
		장년(60~)	58.1*	58.6*	64.0*	54.4*
	OECD 평균	청년(18~29)	58.1*	61.4	58.0*	56.7*
		중년(30~59)	61.4*	64.3*	60.0	61.1*
		장년(60~)	58.1*	58.6*	62.0	56.7*
소득별 ¹⁾	한국	월420만원~	65.6	-	-	-
		월250만원~	62.8	-	-	-
		~월250만	58.0	-	-	-

주 : 1) 세전 총 가구소득 기준, 유의수준 측정에서 제외

2) *은 해당그룹과 타 그룹 평균 간 5% 유의수준에서 차이가 존재함을 의미

3) OECD 가이드라인에 따라 금융지식(7점), 금융태도(5점), 금융행위(9점)의 배점 하에 총 21점 만점으로 측정된 결과를 각 항목별 100점으로 환산
자료: OECD(2020), 금융감독원(2019. 1. 29) 재구성

우리나라 성인들의 금융이해력은 다른 계층에 비해 금융 취약계층인 저소득층과 고령층에서 금융이해도가 낮은 것으로 나타났다. 이들 계층의 금융소비가 점차 확대되고 보편화되고 있다는 점에서 이들의 금융이해력을 개선하려는 정책적 노력은 점점 중요해지고 있다.

나. 행태적 편익

행태적 편익은 전통경제학의 엄격한 합리성 모델로부터 종종 무의식적이며 체계적으로 벗어난 행동의 특성을 가리킨다(Lefevre & Chapman, 2017). FCA(2013)는 이러한 행태적 편익이 의사결정의 어떠한 요소에 영향을 미치는가에 따라 분류하고 있다(<표 I -2>). FCA는 행태적 편익을

감정 및 심리학적 경험에 영향을 받은 선호, 또는 암묵적이고 신뢰할 수 없는 경험법칙에 의해 형성되는 믿음, 또는 신뢰할 수 없는 간단한 의사결정의 과정에서 비롯되고 있다고 구분한 것이다. 여기서는 FCA(2013)에서 정의된 행태적 편이의 개념을 간략히 소개하고자 한다.

<표 1-2> 행태적 편이의 개념

분류	행태적 편이의 개념
선호	현재편향 (present bias) 준거의존성 및 손실회피 (reference dependence and loss aversion) 후회회피편향(regret aversion bias)
신념	과잉확신 (overconfidence) 과외삽 (over-extrapolation) 투영편향 (projection bias)
의사결정 과정	심리회계 및 좁은 범주화 (mental accounting and narrow bracketing) 프레이밍과 현저성, 제한된 주의 (framing, salience and limited attention) 의사결정의 어림법칙 (decision-making rules of thumb) 설득과 사회적 영향 (persuasion and social influence)

첫 번째로 투자자의 선호는 투자자의 행태에 영향을 미친다. 전통경제학에서는 투자자의 효용을 평가하는 시점이나 사건의 종류와 무관하게 시간할인율이나 사건에 대한 확률이 결정된다고 가정한다. 그러나 투자자는 심리적 영향으로 현재를 미래에 비해 더 중시하거나 손실을 이익보다 큰 비중을 두어 전통경제학에서 예상하는 결과와 다른 수요행태가 나타난다. 투자자의 선호에 따른 대표적인 편의로 현재편향과 손실회피, 후회회피 편향이 있다.

현재편향(present bias)은 미래보다 현재를 중시하여 미래에 발생할 불확실한 손익은 과소평가하고 현재의 손익을 과대평가하는 심리를 말한다. 현재에 대한 비합리적 선호로 인해 노후 대비를 위한 저축과 같이 미래의 효용을 높이는 선택이 과소하게 일어나거나 현재에 즉각적인 보상이 주어지지

않는 결정을 미루는 일이 발생한다.

준거의존성 및 손실회피(reference dependence and loss aversion)는 투자자들이 기준점으로부터 상대적인 변화를 비교하는 방식으로 의사결정을 수행하면서 발생하는 편의를 말한다. 특정한 상품에 대한 개인의 선호는 기준점에 따라 영향을 받는다. 사람들은 종종 손실에 대한 두려움 때문에 이익이 크더라도 손실을 기피하는 선호를 보인다. <표 1-3>에서와 같이, 사람들은 자신이 처한 상황으로부터 이익 또는 손실 여부와 일어날 개연성에 따라 위험에 대한 태도가 달라지기도 한다.

<표 1-3> 이익/손실의 확률적 차이에 따른 위험에 대한 태도

	이 익	손 실
높은 확률	이익의 가능성이 높을 때 확실한 이익을 추구하는 경향성	손실의 가능성이 높을 때 오히려 위험을 추구하는 경향성
낮은 확률	낮은 가능성이지만 큰 이익이 기대되는 경우 위험을 추구하는 경향성	손실의 확률이 낮더라도 손실의 두려움으로 위험을 회피하는 경향성

후회회피성향(regret aversion bias)은 후회를 두려워하여 이를 회피하는 방향으로 의사결정을 하는 특성을 의미한다. 특히 좋지 않은 결과가 발생했을 때 그 결정이 관행을 벗어나지 않은 것일수록 덜 후회하는 성향을 보인다. 투자자는 자신에게 익숙하지 않은 종목에 투자하여 손실이 발생할 경우 자신의 결정을 더 크게 후회한다. 따라서 투자자들은 잘 알지 못하는 종목에 더 큰 위험프리미엄을 요구하게 된다.

두 번째로 투자자의 의사결정을 개인의 신념에 영향을 받아 전통경제학에서 예측하는 결과와 다른 결론이 도출된다. 신념에 영향을 받아 발생하는 편의에는 과신, 과외삽, 투영편향 등이 있다.

과신(overconfidence)은 자신이 가진 정보의 정확성이나 예측 부정확성을 과소평가하고 자신의 능력을 과대평가하는 경향을 말한다. 과신성향을

가진 투자자는 다른 투자자가 알지 못하는 정보나 지식을 가지고 있다고 생각하여 미래에 높은 수익을 얻을 수 있는 결정을 할 수 있다고 기대한다. 실제 성공적 결과가 도출될 경우 자신의 능력에 따른 결과라 판단하며 투자실패가 발생하더라도 자신의 능력부족이나 잘못된 판단이 아닌 불운으로 치부해버린다.

과외삽(over-extrapolation) 일부 관찰한 결과가 대표성을 띠고 미래의 패턴이나 추세를 예측할 수 있다는 믿음에 의해 발생하는 오류이다. 결과적으로 미래에 대한 불확실성을 과소평가한다. 투자자들은 과거 수익률이 미래에도 지속될 것이라고 잘못된 믿음에 따라 과거에 수익률이 높았던 종목을 선택한다.

투영편향(projection bias)은 현재의 감정, 태도, 선호에 대한 변화의 가능성을 과소평가하는 행태적 특성이다. 투영편향은 현재의 감정이나 태도, 선호가 지속될 것으로 기대한 것에서 비롯된다. 그러나 기대가 어긋날 경우, 잘못된 선택으로 판명되고 큰 비용을 지불한다. 예컨대, 사람들은 나이가 들어 충분히 저축하지 못하게 되었을 때 자신의 선호와 상황이 어떻게 변할지에 대해 과소평가할 수 있다.

마지막으로 투자자의 선호나 심리 이외에 의사결정 과정이 행태적 편의를 유발하기도 한다.

심리회계 및 좁은 분류(mental accounting and narrow bracketing)는 투자자들의 의사결정 시 관련된 사항들을 통합하여 판단하지 않고 분리하여 건별로 의사결정하는 성향을 말한다. 사람들은 돈이나 자산을 관리할 때 마음속에서 목적에 따라 별도의 회계장부를 만들어 다르게 취급한다. 본질적으로 동일한 돈이라 할지라도 그 돈이 속해 있는 심리계정에 따라 가치 및 위험성을 다르게 인지한다.

프레이밍과 현저성, 제한된 주의(framing, salience and limited attention)는 정보나 상황이 주어지는 프레임에 따라 본질적으로 동일한 선택 상황에 대해서 다르게 반응하는 편향이다. 프레임은 특정 정보를 두드러지게 하고 다른 사실에 대해서는 주의를 제한하기 때문에 손실회피,

준거의존, 후회 등 특정한 행태적 편의를 촉발한다.

의사결정의 어림법칙(decision-making rules of thumb)에 따라 투자자들은 복잡한 의사결정 상황이 주어졌을 때 경험적 접근법(heuristics)을 채택하여 단순화한다. 경험적 접근법에 따라 가장 친숙한 항목을 선택하거나, 모호한 것을 피하고 간단명료한 방식을 택하며, 가장 관심을 끄는 항목을 선택한다.

설득과 사회적 영향(persuasion and social influence)은 사회적 상호작용이 선택에 영향을 미칠 수 있음을 강조한다. 투자자들은 자신의 상황에 적용되는지를 적절히 고려하지 않고 주변 사람들의 선택이나 행동을 따르거나 모방한다. 투자자는 다른 투자자의 행동과 선택을 모방하여 동일자산을 매매하려는 군집행동(herding)을 보인다.

이상에서와 같이, 사람들은 합리적인 의사결정으로부터 벗어난 행태적 편의로 인해 종종 자신이 진정으로 원하는 것을 선택하지 않을 수 있다. 이러한 점에서 정책당국은 행태적 편이의 정도에 따라 행동경제학의 통찰력을 정책에 적용할 필요가 있다. 다음 절에서는 금융소비자들의 의사결정에 있어서 행태적 편이가 왜 우려할만한 요인인지와 금융소비자보호 정책의 가능성과 함의를 제시한다.

다. 행동경제학적 관점에서 투자자보호의 필요성과 방안

전통적으로 투자자보호정책은 금융회사의 이해상충적인 영업행위나 정보 비대칭에 따른 투자자들의 비합리적인 의사결정을 최소화하는 데 중점을 두고 있다. 이는 금융회사가 고객의 이익에 반하는 이해상충적인 영업행위를 하거나 금융거래에 앞서 투자자가 충분한 정보를 제공받지 못하는 경우 합리적인 투자자들이라도 자신의 선호에 바탕을 둔 최적의 금융상품을 선택하지 못할 수 있기 때문이다. 그런데 최근 투자자 저변이 확대되고 복잡한 금융상품들이 등장하면서, 이러한 이슈 외에도 투자자들의 금융이해

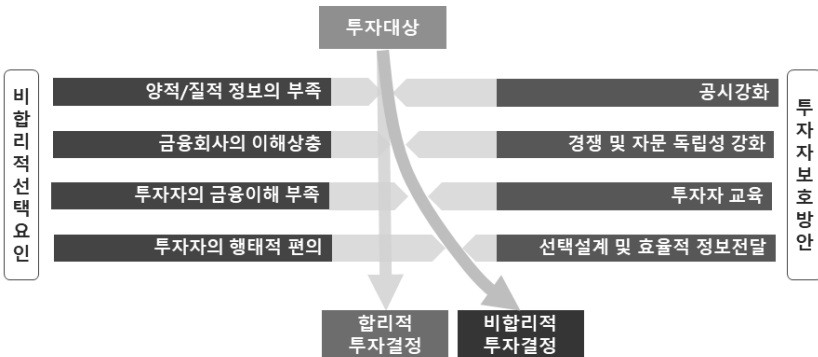
부족이나 행태적 편이가 투자자의 비합리적인 의사결정을 심화시키는 요인으로 대두되고 있다. 이에 각국의 정책당국은 투자자보호를 위한 방안으로 투자자교육이나 이들의 행태를 교정할 수 있는 방안에 대해 주목하기 시작하였다.

Oxera 보고서(2013)는 금융상품의 복잡성, 정보비대칭, 금융회사의 이해상충적인 영업 등의 금융서비스 특성으로 인해 금융소비자의 행태적 편이가 여타 부문보다 심하고 이로 인하여 비합리적인 의사결정이 빈번하게 나타난다고 보고하고 있다. 예를 들면, 투자자들은 금융이해력이 부족하여 투자상품에 대한 정보를 면밀히 분석하지 못하거나 그러한 상품의 특성을 제대로 이해하지 못할 수 있다. 그 결과, 투자 결정을 미루거나 또는 휴리스틱에 의존한 의사결정 즉 과잉확신, 확증편향, 손실회피 등의 편향이 두드러지질 수 있다. 정보가 충분하더라도 투자자들은 투자상품의 위험요인에 대해 심리적 경험에 근거를 두거나 신뢰할 수 없는 경험법칙에 의해 형성된 믿음을 기초로 선택할 수 있다. 생애 전반에 걸친 장기투자 선택에서는 행태적 편이가 더 심화될 수 있다. 먼 미래의 불확실한 수익과 손실을 판단해야 하는 경우 투자자들은 현재편향 등의 심리적 영향으로 인해 현재에 지나치게 큰 비중을 두거나 의사결정 자체를 미루는 행태를 보이기도 한다. 결국 투자자의 합리성이나 자기책임원칙에만 입각한 투자자보호체계는 투자자들의 금융이해력 및 행태적 편이의 수준에 따라서 기대보다 미약한 정책효과를 보일 가능성이 크다. 사실 현재의 투자자보호정책은 행동경제학적 분석을 바탕으로 설계된 것은 아니지만 일정부분 투자자의사결정에 있어서 취약한 투자자들을 염두에 두고 있다(최승재, 2008).

그럼에도 불구하고 행동경제학적 통찰력의 적용이나 행동경제학적 접근 방식은 기존 투자자보호정책을 보완할 수 있는 여러 이점들을 가지고 있다. 첫째, 금융당국이 특정한 금융서비스에서 나타나는 투자자의 행태적 편이를 이해하고 식별할 수 있을 때 해당 금융서비스와 관련한 제도나 정책을 보다 효과적으로 개선할 수 있다. 영국은 행동경제학적인 실험연구들을 통해 일부 투자자보호정책을 평가하고 개선하고 있다(FCA, 2013). 둘째, 행동경제학적 접근방식의 정부개입은 덜 엄격하면서도 융통성이 있으며 효과

측면에서도 뛰어나다(FCA, 2013). 투자자보호정책은 대체로 투자자의 선택권을 일정부분 제약해야 하지만, 행동경제학에서 제시하는 넛지(nudge)나 선택설계(choice architecture)와 같은 자유주의적인 개입은 투자자의 선택권을 여전히 보장하면서도 의도한 정책효과를 추구할 수 있다. 셋째, 행동경제학적 접근방식은 기존 투자자보호정책을 대체하는 것이 아니라 보완적인 정책적 도구로 활용될 수 있다. 넛지나 선택설계 등은 투자자의 합리적인 행동변화를 꾀하는 정책 도구들로서 기존의 정책이나 제도와 병행할 수 있다. 마지막으로 투자자의 편향적 특성에 대한 이해를 기반으로 한 넛지 방식의 정책은 낮은 비용으로 높은 효과를 추구할 수 있다. 이를테면, 이메일 등을 활용한 넛지가 저렴한 비용으로 행동변화를 유도할 수 있을 뿐 아니라 단기간 내 정책효과를 평가할 수 있는 장점이 있음을 밝혀졌다.

<그림 1-2> 투자자의 비합리적 선택요인과 투자자보호 방안



<그림 1-2>는 4가지의 비합리적 선택요인과 직접적으로 이에 대응되는 투자자보호방안을 제시하고 있다. 각각의 투자자보호방안은 대응되는 비합리적 선택요인에 가장 효과적이겠지만 대응되지 않은 비합리적 선택요인도 간접적으로 완화시켜 줄 수 있다. 예를 들면 특정한 금융회사의 이해상충적인 영업행위는 때때로 행태적 편의를 심화시킬 수 있다. 따라서 이해

상충 규제는 부수적으로 투자자의 행태적 편의를 줄일 수 있는 방안이 될 수 있다. 즉 행태적 편의를 직접적으로 완화하는 방안 뿐 아니라 행태적 편의를 고려한 기존 규제의 개선도 행동경제학적 차원의 투자자보호방안이 될 수 있다. 이러한 관점에서, 본 연구는 펀드, 파생결합증권, 퇴직연금 부문별 행동경제학을 기반으로 한 투자자보호정책을 논의하고 있다.

본 연구의 II장 펀드 부문에서는 투자자의 펀드 선택과 운용의 각 단계별로 행태적 편의를 식별하고 이를 완화할 수 있는 방안을 제시하고 있다. 먼저, 펀드 투자자의 지나친 타인 의존도를 낮추고 합리적 의사결정을 위하여 행동경제학의 통찰력을 적용한 효과적인 금융교육 방안과 펀드공시 효율성 강화 방안을 제안한다. 그리고 펀드판매·운용사와 투자자 간 이해상충으로부터 투자자를 보호하는 방안으로 상품 자문의 독립성 및 운용역 공시 강화를 제시하고 있다. III장의 파생결합증권 부문에서는 상품의 복잡성에 따른 행태적 편의와 이를 이용한 금융기관들의 영업 전략으로 인하여 자기책임원칙에 입각한 투자자보호정책의 한계를 지적하고, 행태적 편의를 교정하거나 영향력을 줄일 수 있는 정책수단을 논의하고 있다. 여기에는 투자자 적합성, 상품이해도의 제고와 같이 부적합한 투자자의 배제나 행태적 편의를 직접적으로 해소하는 방안 뿐 아니라, 상품 개입, 영업 규제, 상장상품화 등에서의 개선방안을 제안하고 있다. IV장의 DC형 퇴직연금 부문에서는 DC형 가입자들이 금융이해나 투자에 대한 관심 부족, 그리고 투자옵션 선택과정에서의 행태적 편의를 직접적으로 완화하거나 행동변화를 이끄는 데 있어 성공적이었던 평가와 함께 넷지 또는 선택설계를 제안하고 있다. 구체적으로는 디폴트옵션을 비롯하여 계층형 라인업 형태의 투자메뉴, 재가입제도, 디지털 넷지 등이다.

II. 공모펀드시장 투자자보호

1. 펀드시장 현황 및 제도 동향
2. 국내 펀드 투자자 및 운용사 행태적 특성
3. 펀드 투자자보호를 위한 행동경제학적 접근 방법
4. 국내 펀드 투자자보호 제도와 행동경제학적 개선 방안

II. 공모펀드시장 투자자보호

1. 펀드시장 현황 및 제도 동향

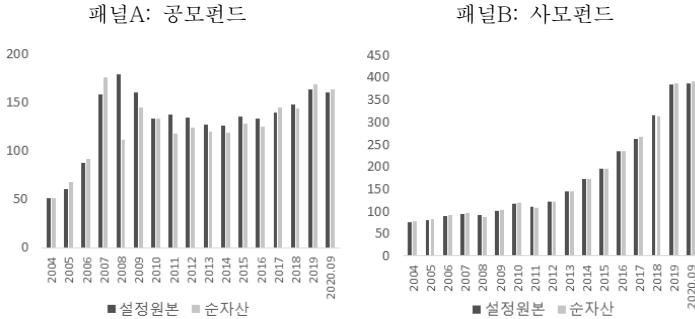
가. 펀드시장 현황

한국은 전 세계에서 가장 빠른 속도로 인구고령화가 진행되고 있다. 2000년에 이미 전체 인구에서 65세 이상 노인 인구가 차지하는 비율이 7.2%로 UN이 정의한 고령화 사회에 포함됐으며, 2017년에는 전체 인구 중 65세 이상이 14.2%, 711만명에 달해 고령사회로 진입했다. 급속한 고령화 진행은 금리와 성장률에도 영향을 미친다. 고령화로 경제활동인구가 감소하면 소득 및 소비여력이 감소하고 경제성장은 둔화된다. 국내 시장은 경제 저성장이 고착화되면서 장기적인 저금리 기조가 관측되고 있다.

인구고령화 및 저금리시대 도래와 함께 금융소비자들의 안정적 자산관리와 수익성 제고를 위하여 자산운용산업의 중요성이 높아지고 있다. 그러나 대표적인 간접투자상품인 공모펀드시장은 오랜 침체 상황에서 벗어나지 못하고 있다. 또한 사모시장은 빠른 성장세 이면에 시장 신뢰성 훼손에 대한 우려가 존재한다.

<그림 II-1> 펀드 설정액 및 순자산액 추이

(단위: %)



주 : 단기금융상품 제외
 자료: 금융투자협회

2004년 간접투자자산 운용업법 도입 이후 시장 활성화를 위한 제도적 지원이 지속적으로 추진되었으나 공모시장은 2008년을 정점으로 회복이 지연되고 있다. 공모시장 설정액은 2004년 50.5조원에서 2008년 179조원까지 급격하게 증가하였으나 이후 정체가 지속되어 2020년 9월말 기준 160조원에 불과하다. 순자산 기준으로 2019년말 공모시장 규모는 163조원인 것으로 나타나는데 이는 2007년 176조원에도 미치지 못한다. 2020년 들어 주식시장에 개인투자자의 참여가 급격하게 증가하고 증시 활황이 지속되었음에도 공모펀드시장은 전년에 비해 축소되었다. 증시가 오랜 정체기에서 벗어나 상승세를 보이자 투자자들은 펀드를 통한 간접투자보다는 직접투자를 증가시켰다. 그 결과 투자자의 활발한 증시 참여에도 불구하고 2020년 3분기까지 공모펀드 설정액은 전년말 대비 3.6조원이 감소하였다.

반면 사모펀드시장은 2010년대 들어 순유입이 지속되면서 시장이 급격하게 성장했다. 2011년말 110조원에서 2019년말 384조원으로 연평균 성장률이 16.9%에 달한다. 그러나 매년 높은 성장률을 보였던 사모시장은 2020년 들어 성장세가 둔화되었다. 3분기말 설정액 기준으로 전년말 대비

0.8% 성장하는데 그쳤으며 펀드 수는 2019년 1만 1천개에서 2020년 9월 1만개로 감소하였다. 라임자산운용이나 옵티머스자산운용 등 대규모 상환·환매 연기 사태가 연이어 발생하면서 투자자보호 문제가 대두되고 있다. 대부분의 펀드가 위험한 운용형태나 투자구조를 가지고 있지 않으나 일부 부실펀드 사태는 사모펀드시장 전체에 대한 불신과 부실한 관리감독에 대한 우려를 확산시켰다.

투자불안감 확산에 따른 사모시장 위축 우려에도 공모시장과 사모시장은 여전히 상당한 규모 차이를 보이고 있다. 설정원본 기준 2013년 사모시장과 공모시장 규모가 역전된 이래 양 시장 간의 격차는 지속적으로 커지고 있다. 2020년 3분기말 설정액 기준 사모시장은 공모시장의 2.4배 규모이다.

나. 공모펀드시장 제도 동향

공모펀드시장이 활발하게 운영되던 2000년대 말 이후 시장 부진이 장기화되면서 원인분석과 시장 활력 회복을 위한 다양한 시도가 이루어졌다.

2015년 7월에는 자산운용업계의 불건전, 불합리 업무관행을 개선하고 펀드시장 신뢰 회복을 위한 제도 개선 대책이 마련되었다. 2015년 4월말 기준 전체 펀드 수의 36.9%를 차지하는 소규모펀드를 정리하고 시장의 펀드투자위험등급을 종전 5단계에서 6단계로 세분화하여 실제 수익률 변동성을 반영하도록 개편하였다. 펀드 판매회사의 펀드 판매 선정 프로세스가 공정하게 이루어지도록 개선하고 경쟁 강화를 위하여 동일 펀드의 경우 판매회사 변경을 손쉽게 할 수 있도록 이동절차를 간소화하였다. 또한 펀드 투자자에게 유용성이 낮은 수시공시 항목을 대폭 간소화하여 투자자의 주의 집중도를 높이고 자산운용사의 공시부담을 완화하기 위한 규제 개선이 추진되었다. 소규모펀드 정리 및 발생억제를 위한 노력은 2020년 현재까지 이어지고 있으며 소규모펀드 정리가 미흡한 자산운용사에 공모추가형 신규 펀드 설정을 제한하는 등의 규제가 적용되고 있다.

2016년 4월에는 자산운용사 책임성 강화와 시장경쟁 강화의 두 가지 측면에서 개선 방안이 마련되었다. 자산운용사 책임성 강화를 위해 성과보수 수취가능요건 완화를 통한 성과보수공모펀드 활성화 방안이 도입되었다. 성과보수는 펀드의 수익에 상응하게 운용사의 보수가 책정되므로 소비자는 펀드 손실 시 비용 지불 부담이 감소하고 운용사는 펀드 운용에 따라 추가적인 수익을 얻을 기회가 확대된다. 제도 개선 이전까지 성과보수를 받는 공모펀드가 부재한 상황이었기 때문에 일부 요건을 완화하여 시장 형성을 유도하였다. 또한 공모펀드에 대한 운용사의 관심을 제고하기 위하여 운용사는 의무적으로 자사 공모펀드에 투자하도록 하여 펀드 성과를 공유하고 펀드 판매 서비스 수준에 따라 판매수수료와 보수를 차별화하여 수취하도록 했다. 시장경쟁 강화 측면에서는 펀드공시시스템을 투자자들이 손쉽게 활용할 수 있도록 이용자 매뉴얼을 마련하고 자문사 전용 펀드정보시스템을 마련하도록 하였다. 투자자가 수익률과 펀드 비용 등을 용이하게 비교하도록 비교공시사이트인 펀드다모아를 개설하여 운용사간 수익률 경쟁과 판매사간 저비용 경쟁을 촉진하였다.

성과보수공모펀드는 시장에서 큰 관심을 받지 못하고 있다. 2020년 2월까지 출시된 성과보수펀드는 총 14개에 불과하며 이중 12개는 2017년 이전 출시된 상품이다. 펀드를 환매하고 재투자를 통해 수수료를 받는 판매사의 입장에서 성과보수펀드 권유의 유인이 떨어지고 운용사 입장에서는 목표수익률 달성 전에 투자자가 환매할 경우 손해가 발생하며 투자자는 성과보수펀드에 대한 충분한 이해가 이루어지지 않아 시장에서 외면 받고 있다.

2017년 4월에 마련된 개선 방안은 펀드시장의 다변화와 경쟁력 제고에 주력하였다. 온라인 채널 펀드 판매 활성화를 위하여 온라인 펀드 판매의 투자비용 절감효과를 제고하고 투자자보호를 강화하기 위한 제도적 개선이 이루어졌다. 공모 개방형 증권펀드를 신규 설정하는 경우 온라인 전용펀드를 함께 설정하도록 하며 경쟁력 있는 펀드의 경우 펀드슈퍼마켓 입점을 유도하는 등 투자자의 투자비용 절감 및 투자자 선택권 확보를 위해 온라인 전용펀드 설정 및 판매를 적극 권장하고자 하였다. 또한 온라인 펀드 판매사 간 경쟁강화를 위해 비용 비교공시사이트를 개설하고 온라인

펀드 판매사 평가제를 시행하여 온라인 판매 서비스 품질을 향상시키고자 하였다. 투자자보호를 위한 제도적 기반 또한 마련되었다. 온라인을 통한 펀드 가입 시에도 적합성 원칙이 적용되는 관행을 정립하고 펀드 추천이나 광고 시 객관적이고 중립적인 정보를 제공하고 계열사 펀드 해당여부를 표시하도록 의무화하였으며 온라인 펀드 관련 투자자 교육을 개시하였다.

계열사 간 과도한 거래집중을 방지하기 위하여 2013년 이후 계열사 펀드 판매를 50%로 제한해 왔다. 그러나 일부 판매사에서 여전히 높은 계열사 쏠림 현상이 관측되어 2022년 25%를 목표로 매년 5%씩 단계적으로 축소해가는 방안을 추진 중이다.

2017년 12월에 마련된 자산운용시장 발전 방안은 이전의 제도와 차별화된다. 패러다임이 투자자 중심으로 전환되어 투자자의 투자판단을 돕고 정보 전달력을 높이기 위한 제도 마련이 주를 이루었다. 특히 공모시장과 관련해서 투자자 입장에서 우수한 펀드를 선택할 수 있는 시장 여건을 조성하기 위해 공시 내용 및 방법, 펀드 표기방법 개선 등 다양한 방안이 마련되었다. 투자판단에 필요한 핵심정보를 투자자가 이해하기 쉽게 제공하기 위하여 간이투자설명서를 표준화하고 핵심정보를 판매과정에서 반드시 설명하도록 하였다. 투자설명서에는 운용사나 펀드매니저 관련 공시를 포함하고 투자비용은 단일가격으로 제시하도록 하였다. 판매사가 펀드를 추천하거나 배제할 경우 그 기준과 사유를 함께 공시하도록 하였다. 투자자가 이해하기 쉽도록 펀드 클래스 명칭을 정비하고 펀드투자 이후 일정 기간이 경과하면 온라인이나 클린 클래스 등 자문비용이 없는 저렴한 클래스로 전환하는 방안도 도입되었다.

2020년에는 판매사 경쟁 제고의 측면에서 공모펀드 경쟁력 제고방안을 준비 중이다. 판매채널 다양화와 채널 간 경쟁을 강화하여 펀드 수수료를 낮추고 투자자의 선택 폭을 넓힐 수 있도록 제도 개선을 추진할 계획이다.

2. 국내 펀드 투자자 및 운용사 행태적 특성

공모펀드시장 침체상황을 개선하고자 2010년도 중반 이후 시장 신뢰도 회복과 시장 다변화 및 상품 다양화, 공시제도 개선 등 공모시장과 자산운용시장 발전을 위한 다양한 방안이 추진되었다. 펀드시장 활성화를 위한 다양한 제도가 시도되었음에도 불구하고 시장은 쉽게 활력을 찾지 못하고 있다.

정책의도와 투자자의 행태 개선효과 간의 괴리는 국내시장에만 국한된 현상은 아니다. 각국 정부는 투자자에게 다양한 정보를 제공하거나 세제 등 인센티브 제공을 통해 투자자의 행동변화를 유도하고 제도 및 규제를 도입하여 투자자를 보호하고 있다. 하지만 정책효과는 예상과 다르게 나타나는 경우가 빈번하게 발생한다.

의도와 효과 간에 차이를 유발하는 원인은 다양하나 행동경제학은 투자자를 바라보는 관점에서 근원적인 차이가 있다고 주장한다. 전통경제학에서는 모든 인간이 주어진 정보 하에서 최선의 판단을 내린다는 합리적 경제인의 가정에서 출발하며 일반적으로 정책이나 제도는 합리적 인간을 전제로 만들어진다. 그러나 현실에서의 인간은 전통적 이론에서의 가정과 괴리를 보인다. 행동경제학은 전통경제학과 달리 인간의 감정과 환경이 의사결정에 영향을 미친다는 점에 주목한다. 인간은 여러 사회적, 인지적, 감정적 이유에 따라 다른 선택과 행동을 보인다. 그 결과 현실에서는 전통경제학에서 비합리적이거나 여겨지는 특이 행동특성이 빈번하게 발현된다.

행동재무학은 인간의 합리성을 가정한 전통적 모형의 예측에서 벗어난 이러한 투자자의 심리적 편향을 규정하고 설명하고자 한다. 전통적인 경제학에서 전제하고 있는 합리적인 의사결정주체와는 달리 현실에서의 의사결정은 투자자의 심리와 인지적 한계, 사회환경의 영향을 받기 때문에 정책의도와 다른 결과가 도출되거나 정책효과가 기대에 미치지 못하는 결과가 나타나게 된다.

행동경제학적 관점에서 펀드시장 개선 방안을 도출하기 위해서는 우선 펀드시장에서 관측되는 행태적 양상에 대한 이해가 필요하다. 본 장에서는

펀드시장 참여자인 투자자와 판매자 및 운용자의 관점에서 나타나는 행태 특성과 그 원인을 살펴보도록 한다.

가. 국내 펀드 투자자 특성 조사 결과

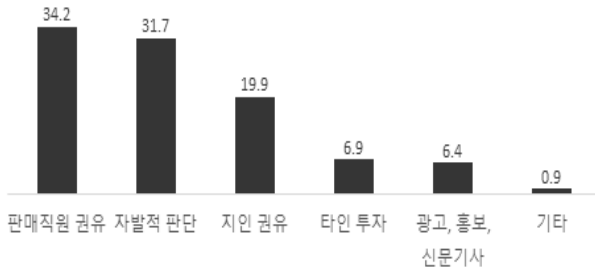
한국금융투자자보호재단은 2007년부터 매년 정기적으로 펀드 투자자 특성에 대한 조사를 실시하고 있다. 펀드 투자자의 투자실태, 투자 성향 및 자산 현황 등 펀드 투자자 관련 항목을 평가하고 그 결과를 발표한다. 2019년 한국금융투자보호재단의 조사 결과를 바탕으로 펀드 투자자의 특성을 살펴보면 다음과 같다.

1) 펀드 가입 시 높은 타인 의존도

펀드 가입을 위한 의사결정 단계에서 국내 펀드 투자자는 펀드 판매업자나 주변 사람에 크게 의존하는 것으로 나타났다. <그림 II-2>는 펀드 투자자의 투자결정 사유를 나타낸다. 응답자의 34.2%는 은행이나 증권회사 판매직원들의 적극적 권유에 따라 펀드상품에 가입하였으며 주위사람의 권유에 의한 선택도 19.9%를 차지했다. 결국 판매사나 주위의 조언에 따라 펀드투자를 결정하는 경우가 전체의 절반 이상을 차지했다.

<그림 II-2> 펀드 투자자 투자 결정 사유

(단위: %)

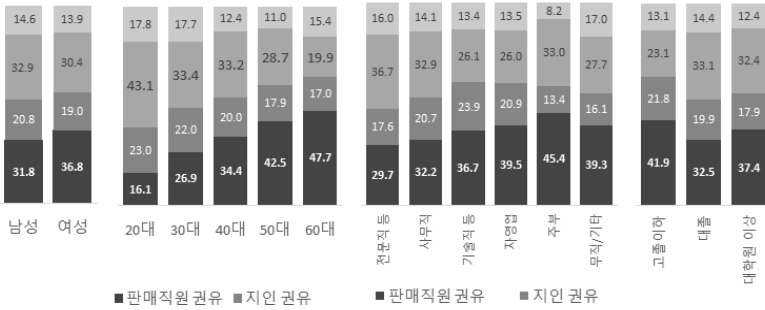


펀드 가입 시 가입할 펀드를 먼저 선택한 후 판매사를 정하는 비율은 38.2%에 불과하며 나머지 61.8%는 판매사를 방문하여 펀드를 선택했다. 이는 판매사 결정이 펀드상품 가입 결정이나 펀드상품 선택에 중요한 영향을 미친다는 것을 의미한다. 투자 결정주체로서 펀드에 대한 정보를 수집하고 주어진 정보를 비교분석한 후에 합리적인 투자결정을 내리는 과정이 결여되어 있으며 대부분의 과정을 판매사에 위탁하여 결정한다.

특히 투자자보호 관점에서 금융 취약계층의 경우 판매사 의존비율이 더 높았다. <그림 II-3>에 따르면 판매직원 권유에 따른 펀드 가입 비율이 연령에 따라 증가하는 것으로 나타났는데, 20대 16.1%에 비해 60대는 47.7%로 3배 가량 높았다. 무직 또는 주부, 비전문직 투자자나 저학령층에서도 판매직원 의존도가 높게 나타났다.

<그림 II-3> 투자자 특성별 투자 결정 사유

(단위: %)



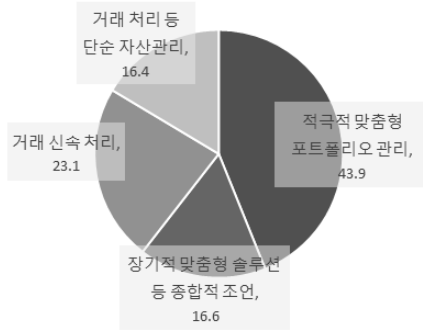
주 : ‘전문직 등’은 전문직, 관리직, 경영직을 포함하며, ‘기술직 등’은 기술, 노무, 판매직을 포함

자료: 한국금융투자자보호재단(2020)

펀드 투자자들이 판매사에 직접방문하여 펀드 가입을 하는 이유는 판매직원이 펀드에 대한 설명이나 정보를 제공해 주는 단편적 역할을 넘어서 적극적 자산관리와 종합적 조언을 제공할 것이라 기대하기 때문이다. <그림 II-4>에서와 같이 투자자의 개별적 상황에 맞는 포트폴리오 구성 상품을 추천하고 보유자산을 지속적으로 변경하여 적합한 포트폴리오를 구성해주고(43.9%) 개인적 상황을 종합적으로 고려한 장기투자 솔루션(16.6%)을 제공받기를 희망했다.

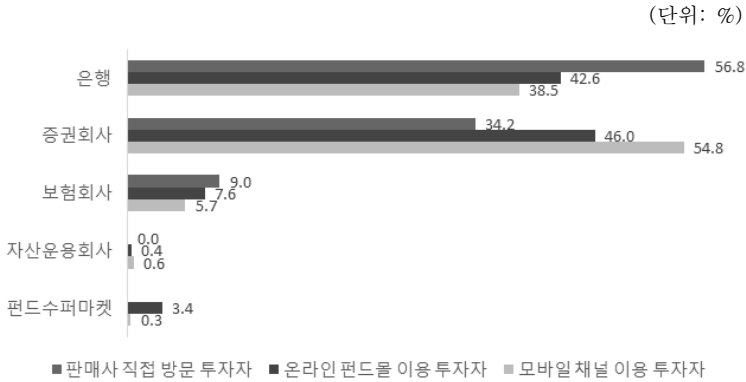
<그림 II-4> 펀드 투자자의 판매직원에 대한 기대 역할

(단위: %)



맞춤형 종합적 자산관리 서비스에 대한 투자자의 수요가 높은 반면 전문 자산관리 서비스 활용도는 낮았다. <그림 II-5>는 펀드 가입 채널별 판매사 이용 현황을 나타내는데, 판매사를 직접방문하여 펀드에 가입한 투자자 중 자산운용사를 선택한 투자자는 전무했다. 접근이 용이하고 추가적인 비용부담이 없는 은행이나 증권사 등 기존의 판매채널을 통해 펀드 구매 시 자산관리 서비스가 복합적으로 제공되기를 기대했다. 직접방문 뿐만 아니라 온라인이나 모바일 채널을 통해 펀드에 가입한 투자자의 경우에도 자산운용사 활용 비율은 1% 미만으로 극소수였다.

<그림 II-5> 펀드 가입 채널별 판매사 이용 현황

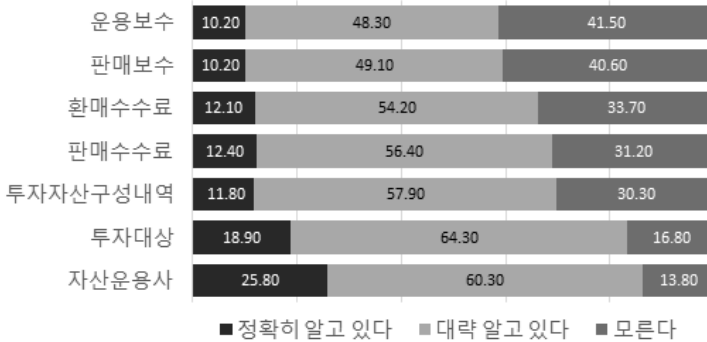


자료: 한국금융투자자보호재단(2020)

펀드투자 시 판매사에 의존하는 성향은 항상 바람직한 방향으로 귀결되는 것은 아니다. 투자자에게 적합하지 않은 상품을 권유하는 비중이 상당부분 차지했다. 판매사를 직접방문해 투자자 성향 진단을 통해 펀드 가입을 한 경우 판매직원이 투자자의 성향 결과에 맞는 상품만 권유했다고 응답한 경우는 70%였다. 나머지는 투자자의 성향 결과와 관계없이 상품을 권유하거나 권유하려는 상품에 맞도록 투자자의 성향 결과를 조정하도록 유도했다는 응답이 각각 17%와 13%였다. 2019년 이전에 투자자 성향 결과와 불일치하는 상품을 권유한 비중이 38.6%였던 것에 비하여 최근에는 감소하였으나 여전히 10명 중 3명의 비율로 자신의 성향 결과에 맞지 않는 상품을 권유받는 불합리한 관행이 지속되고 있다.

<그림 II-6> 펀드 가입자의 펀드 관련 사항 이해도

(단위: %)



자료: 한국금융투자자보호재단(2020)

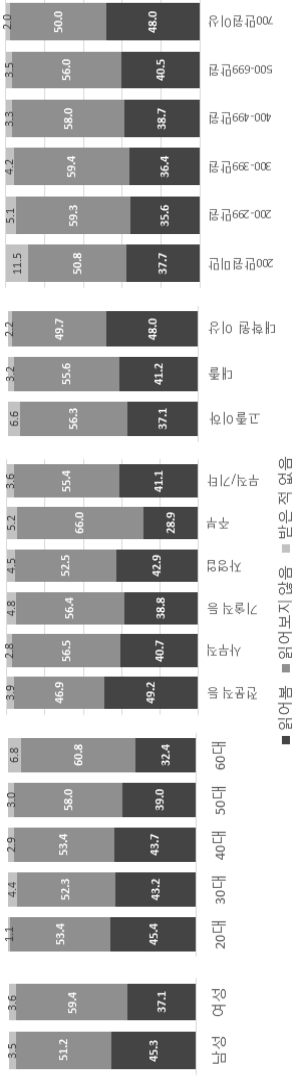
또한 타인의 권유나 추천에 따라 펀드 구매를 한 결과 펀드 관련 정보에 대한 이해 수준이 높지 않고 관심도가 낮았다. <그림 II-6>에 따르면 최근 가입한 펀드 내용 중 펀드 순수익률을 결정하는 보수나 수수료에 대해 이해하지 못했다고 답변한 투자자가 1/3 이상을 차지했다. 본인이 가입한 펀드의 투자대상이나 투자자산 구성내역을 모른다고 응답한 투자자 역시 각각 16.8%와 30.3%에 달했다. 보수와 수수료, 투자항목 등의 정보는 펀드 공시를 통해 제공되는 기본적인 사항일 뿐만 아니라 펀드 특성 및 수익률을 결정하는 핵심 요소이다. 그러나 일반적인 기대와 달리 투자자들의 인지도와 이해도는 낮은 수준이었다.

2) 운용 정보에 대한 관심 및 이해도 저조

상당수의 펀드 가입자들은 펀드 가입 후 운용상황에 대해 크게 관심을 기울이지 않았다. 가입한 펀드의 운용보고서를 읽어봤다고 응답한 비율이 절반에 못 미치는 41.4%였으며 받았지만 읽어보지 않은 투자자가 55.1%, 아예 받아보지 못했다는 투자자도 3.5% 존재했다. <그림 II-7>은 투자자 특성별로 운영보고서 확인 정도를 나타낸다. 남성(45.3%)보다는 여성(37.1%), 20대(45.4%)보다는 60대(32.4%), 전문/관리/경영직(49.2%) 대비 주부(28.9%)나 기술/노무/판매직(38.8%), 대학원 이상의 학력 소지자(48.0%)에 비해 고졸 이하 학력 소지자(37.1%)가 운용보고서에 대한 관심도가 낮았다. 월 가구소득의 경우 소득이 낮을수록 운용보고서를 읽은 투자자 비중이 낮은 것으로 나타났는데 특히 월 가구소득 200만원 이하 투자자 중 11.5%는 운용보고서를 받아본 적이 없다고 응답해 펀드투자 후 관리가 제대로 이루어지지 않고 있는 것으로 파악된다.

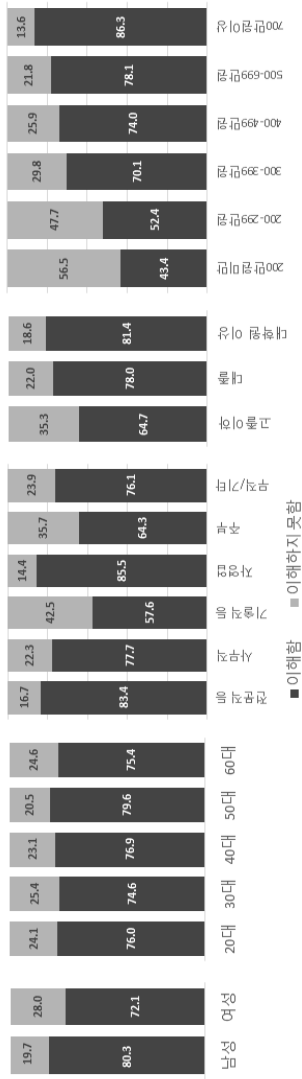
운용보고서를 읽어봤다고 하더라도 투자자가 모두 이해한 것은 아니다. <그림 II-8>에 따르면 대부분의 투자자 특성변수에서 투자자의 운용보고서에 대한 관심이 낮을수록 이해도 또한 낮은 것으로 나타났다. 주부, 기술/노무/판매직, 고졸 이하 등의 특성을 가지는 투자자 중 운용보고서를 거의 이해하지 못하거나 전혀 이해하지 못했다고 대답한 비율이 다른 그룹에 비하여 높았다. 60대 투자자의 경우 운용보고서를 읽어본 비율이 낮을 뿐만 아니라 읽은 투자자 중에서도 이해하지 못한 투자자 비중이 다른 연령대에 비해 가장 높았다. 한편 20대의 경우 운용보고서에 대한 관심도는 높으나 투자경험 부족 등의 원인으로 이해도는 60대와 유사한 수준으로 나타났다. 투자자 특성별로 정보 취득 유인과 교육방법이 달라져야 하는 이유이다.

<그림 II-7> 투자자 특성별 운용보고서 수령 및 확인 여부



자료: 한국금융투자자보호재단(2020)

<그림 II-8> 운용보고서 확인한 투자자 중 투자자 특성별 운용보고서 이해 정도

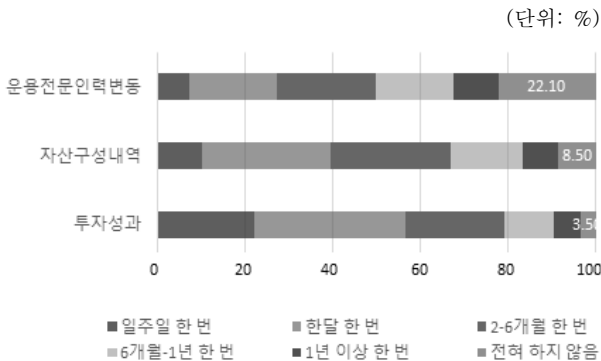


자료: 한국금융투자자보호재단(2020)

운용보고서 확인 후 이해가 용이했던 투자자 중 72.4%는 투자 시 운용보고서가 도움이 되었다고 응답했다. 그러나 나머지 27.6%의 투자자는 이해를 했어도 활용방법을 모르거나(45.5%), 어렵고 복잡해서 이해하기 힘들다(27.3%)는 의견이었다. 운용보고서 이해가 용이하지 않은 원인으로 모든 그룹의 투자자가 내용이나 용어가 어렵다(45%)는 이유를 가장 많이 선택했으며 그 다음으로 표, 그래프, 그림 등의 자료가 어렵다(16.6%)는 지적이 잇따랐다. 다수의 투자자가 운용보고서 이해가 투자에 도움이 된다고 응답한 것으로 보아 운용보고서를 이해하고 적절히 활용할 수 있도록 투자자의 관점에서 운용보고서 표현과 구성을 변경하고 활용방안에 대한 교육이 필요하다.

펀드매니저의 운용철학과 시장분석 및 종목선별 능력은 펀드의 수익률에 직접적인 영향을 미친다. 그러나 <그림 II-9>에서와 같이 투자자들은 펀드매니저 관련 정보에 대한 관심도가 낮은 것으로 나타났다. 판매사를 직접방문한 투자자의 경우 펀드매니저에 대한 설명을 들은 투자자는 20.7%였다. 이는 투자위험(56.8%), 판매 수수료 및 총 보수(50.5%), 투자실적(46.8%) 등 다른 10가지 항목 중 가장 낮은 비율이었다.

<그림 II-9> 펀드 투자자의 가입 펀드 정보 확인 빈도



자료: 한국금융투자자보호재단(2020)

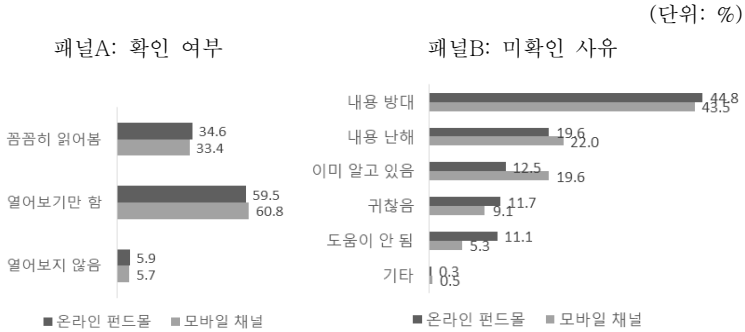
또한 가입한 펀드 정보 확인 빈도에 대한 설문에서도 운용전문 인력 변동 여부에 대해 관심을 가지지 않는 투자자가 많은 비중을 차지한다. <그림 II-9>에 나타난 바와 같이 1년 이상에 한 번의 빈도로 확인한다는 투자자가 10.5%를 차지했으며 아예 확인하지 않는다는 펀드 투자자도 22.1%였다.

3) 다양한 판매채널 활용 확대와 정보이해 한계

판매채널 다변화를 위한 다양한 제도적 지원 결과 2019년 직접방문이 아닌 인터넷 및 모바일 채널을 통한 펀드 가입이 증가하였다. 2019년 이전 펀드 가입자의 절반 이상이 은행이나 증권사 직접방문을 통하여 이루어졌으나 2019년에는 인터넷 사이트와 직접방문이 각각 36%의 동일한 비중을 보였으며 모바일 채널이 28%를 차지했다.

그러나 비대면 펀드구매는 펀드에 대한 충분한 정보습득과 이해에 제약이 존재한다. 투자판단의 기초가 되는 투자설명서나 약관을 확인한 투자자 비율이 1/3에 불과하며 나머지 다수의 투자자가 파일이나 사이트를 열어보기만 하거나 아예 열어보지 않은 것으로 나타났다. 투자자가 스스로 투자설명서를 이해하고 파악하기에 내용이 방대하고 어려우며 인터넷 사이트나 모바일 이용 중 질의 또한 쉽지 않은 것이 그 원인으로 파악된다.

<그림 II-10> 비대면 판매채널 투자설명서 확인 여부 및 사유



자료: 한국금융투자자보호재단(2020)

펀드 판매사를 직접방문하여 펀드에 가입하는 것에 비해 온라인 펀드몰이나 모바일 채널을 이용할 경우 접근이 용이하고 수수료가 저렴해서 투자자들의 이용이 증가하고 있다. 그러나 비대면 펀드 가입자들이 올바른 투자 판단을 내리기에 정보 습득 의지와 이해도가 충분하지 않을 가능성이 높다.

나. 펀드 투자자의 행태적 편의

펀드 투자자는 수수료와 수익률 측면에서 전통적인 합리적 인간의 관점으로 설명되지 않는 특성을 보인다. 기존 연구에 따르면 펀드투자 결정 시 높은 보수의 펀드에 투자하는 비합리적인 행태가 관측된다. Gruber(1996)는 수수료가 높음에도 불구하고 인덱스 펀드보다 성과가 저조한 액티브 펀드에 투자자의 자금유입이 지속된다는 점을 지적하였다. Barber, Odean & Zheng(2005)의 연구에서 또한 투자자가 보수나 수수료를 합리적으로 비교하지 않아 고비용 펀드를 보유했다. 투자자는 선취판매수수료나 보수와 같이 눈에 띄게 드러나는 비용에는 민감하게 반응하나 운용보수와 같이

두드러지지 않은 비용에는 둔감했다. S&P 인덱스 펀드를 대상으로 분석한 Elton, Gruber & Busse(2004)의 연구 결과에 따르면 사실상 동일한 특성의 펀드임에도 보수 및 수수료로 인해 연수익률이 2% 이상 차이가 존재했다. 또한 성과가 뒤떨어지는 인덱스 펀드임에도 현금흐름이 지속적으로 유입되는 비합리적 현상이 관측되었다.

기존 연구결과에 의하면 일반적으로 펀드의 성과는 미래에 지속되지 않기 때문에 과거 수익률을 바탕으로 투자판단을 한 경우 투자자는 기대한 수익을 얻지 못한다. Soe & Frank(2012)는 1,000여개의 공모펀드를 대상으로 과거성과를 이용한 투자전략의 효과를 살펴본 결과 성공적이지 않다는 결론을 도출했다. 2007년 3월부터 5년 동안 펀드의 약 5%만이 5년 연속 12개월 동안 평균 이상의 성과가 유지됐다.

펀드의 과거성과가 미래 수익률을 보장하지 않음에도 불구하고 펀드 투자자는 과거성과가 우수한 펀드를 선호했다. Chevalier & Ellison(1997), Sirri & Tufano(2002), Sapp & Tiwari(2004) 등 다수의 연구에서 과거 성과가 높았던 펀드에 자금이 유입됐다. Ivković & Weisbenner(2009)는 펀드 자금유입과 유출을 구분하여 분석하였는데, 두 경우 모두 과거성과에 민감한 것으로 나타났다. 신규 자금유입은 상대적 성과에 영향을 받는 반면, 자금 유출은 펀드의 절대성과와 연관성을 보였다.

행동경제학 관점에서 펀드 투자자가 보이는 비합리적인 선택의 원인은 다양하다. 우선 투자자가 주어진 정보를 잘못 해석하는 인지오류가 발생할 수 있다. 과거 수익이 미래에도 지속될 수 있다는 믿음에 따라 과거 수익률이 높았던 종목에 자금유입이 증가하는 현상은 과외삽(excess extrapolation)의 관점에서 설명가능하다. 즉, 미래 수익률의 불확실성을 과소평가하고 과거 수익률 분포가 향후에도 유지되는 패턴을 가지고 있다고 잘못 판단한 결과이다.

투자자는 미래 발생할 사건을 과소평가하거나 과대평가하여 확률분포를 잘못 추정하기도 한다. Akbas & Genc(2020)은 월별 펀드 수익률 분포와 투자자의 투자선호 관계를 분석한 결과, 투자자들이 과거 실현 수익률 중

극단적으로 높게 나타난 수익률에 너무 높은 가중치를 둔다는 점을 발견하였다. 과거에 이례적으로 관측된 고수익이 미래에 높은 확률로 실현될 수 있다고 수익률 분포를 왜곡하여 해석한 결과 투자자는 그릇된 투자결정을 내린다.

기준점 편향(anchoring bias)은 특정 기준점이나 특정 요소에 생각이 사로잡혀 그 기준을 중심으로 다른 정보를 왜곡하여 받아들이는 현상이다. 펀드 투자자는 불확실한 미래수익을 예측하기 위해 과거 수익에 의존하여 펀드를 판단한다. 펀드 위험성, 비용, 펀드매니저 실적 및 특성과 같이 펀드 성과에 영향을 미치는 다른 요인들을 충분히 고려하지 않는다.

과잉확신(overconfidence) 또한 자신의 능력에 대한 과대평가로 인해 객관적 정보를 정확하게 해석하지 못하거나 예측의 불확실성을 과소평가해 나타나는 현상이다. 개별 종목 투자에서 투자자는 자신의 선택능력을 과신하여 패시브 펀드를 추구하기보다 액티브 투자를 선호하거나 지나친 자신감으로 활발하게 거래한 결과 도리어 투자성과가 더 낮아지는 현상을 보인다. 펀드투자는 간접투자이기 때문에 직접투자를 선호하는 투자자에 비하여 자기과신 정도가 낮다고 볼 수 있다. 그러나 펀드 선택에서도 자기과신 성향은 나타난다. Bailey, Kumar & Ng(2011)의 연구결과에 따르면 자기과신 성향이 강한 투자자가 선택한 펀드는 강한 추세 추종 성향을 보이며 비용이 높고 회전율이 높은 펀드를 선택한 결과 투자성과가 저조했다.

정보처리에 오류가 없더라도 행태적 편의에 의해 비합리적 결과가 도출된다. 투자자에게 제대로 된 정보가 주어진다고 하더라도 항상 합리적인 의사결정을 내리는 것은 아니다. 투자자는 자신이 보유한 신념이나 선호에 따라 일관성 없는 선택을 하거나 최선의 결과를 선택하지 않기도 한다(김종길·오철웅, 2011).

액자편향(framing effects)은 동일한 사안이라 할지라도 설명하거나 제시하는 방법에 따라 의사결정이 달라지는 것으로, 펀드 투자자는 펀드 과거수익률이나 펀드 비용을 제시하는 방식에 따라 영향을 받는다.

군중심리(herd behavior)는 다수의 지배적 의견에 따라 행동하고 개인의

판단이나 개별적으로 수집한 정보를 무시하는 집단적 동조현상이다. Grinblatt, Titman & Wermers(1995)는 개별 종목에서 활발하게 연구되던 투자자의 동조현상을 펀드로 확대하여 펀드 투자자 또한 과거 승자를 매수하는 모멘텀 특성과 집단 선택에 의존하는 경향이 있음을 보였다. 특히 펀드 투자자의 군중심리는 정보제공 환경이 열악하고 공시의 질이 낮을 때 강화된다(Deng, Hung & Qiao, 2018).

친숙성 편향(familiarity bias)은 자신이 가장 많이 알고 있고 익숙한 것을 선호하는 행동특성이다. 자국과 지리적으로 근접한 종목에 친숙함을 느끼는 성향이 강할수록 쉽게 고비용 펀드에 투자하는 경향을 보였다(Bailey, Kumar & Ng, 2011). 또한 Solomon, Soltes & Sosyura(2014)는 펀드의 과거성적을 추종하는 투자자의 행태를 언론노출에 따라 구분하여 분석하였다. 주요 언론에서 다루지 않은 펀드는 추가 유입이 나타나지 않은 반면 언론에 많이 소개되어 투자자들이 친숙하게 느끼는 펀드에는 투자가 증가하여 과거성적을 추종하는 펀드 투자자의 행태를 강화시켰다.

국내 펀드 투자자의 투자행태에 대한 연구는 해외에 비해 상대적으로 부족한 편이다. 일부 연구에서 비합리적인 행태가 관측되는데, 펀드 투자자의 과거 수익률 추종 행태로 수익률과 펀드 현금흐름 간에 정의 관계가 존재했다(고광수·하연정, 2010; 권경민·김누리, 2015). 또한 투자자가 자신의 자금흐름 계획에 부적합한 보수와 수수료 구조를 가진 펀드를 선택할 가능성이 컸다(김명애·전용호·반주일, 2015). 자기과신 등 투자자 편향이 금융상품 구성이나 거래빈도에 영향을 미쳐 행동편향을 고려한 투자권유 필요성이 강조되었다(김아름·양혜경, 2019; 나혜림·조혜진·최현자, 2014).

다. 펀드 운용사의 행태적 특성

투자자 뿐만 아니라 펀드 운용역 또한 합리적 투자자 가정 하의 이론적 결과와 현실 간의 괴리를 유발하는 요인이다. 펀드매니저의 개인적 동기와 특성에 의해 다양한 행태가 나타나며 펀드의 위험도와 수익률에 영향을 미친다

(Cuthbertson, Nitzsche & O'Sullivan, 2016).

펀드매니저의 고용안정성은 펀드매니저의 행태에 영향을 미치는 요인 중 하나이다. 펀드실적이 저하될 경우 펀드매니저의 고용 지속여부는 부정적 영향을 받기 때문에 펀드매니저가 자신의 행태를 변화시킬 유인이 존재한다. 펀드매니저가 자신이 운영하는 펀드 성과가 부진하여 경력에 문제가 발생할 수 있다고 판단할 경우 가시적 성과 개선을 위하여 펀드구성을 변화시킬 가능성이 있다.

과거에 우수한 성과를 보인 펀드매니저가 공격적인 투자를 하는 경향을 보이는 동시에 동료에 비하여 성과가 저조한 펀드매니저의 경우에도 위험도가 높은 투자를 확대하는 양상을 보였다(Hu, Kale, Pagani & Subramanian, 2011). 즉, 매니저의 상대적 위험선호와 성과 간에 U-shape이 존재한다. 이러한 특성이 나타나는 원인은 펀드매니저의 고용안정성에 대한 우려에서 찾을 수 있다. 과거 우수한 성과를 거둔 펀드매니저는 고용불안이 낮기 때문에 추가적인 수익 실현을 위하여 위험도가 높은 투자를 확대하는 등 과감한 선택을 할 여력이 존재한다. 펀드매니저의 과거 탁월한 성과가 매니저의 우수한 정보력과 운용능력에 의한 것이라면 위험도가 높은 투자 확대를 통해 수익성은 더 높아질 것이다. 그러나 문제는 과거 우수한 성과를 보인 펀드매니저뿐만 아니라 성과가 부진한 펀드매니저도 위험선호적인 성향을 보인다는 것이다. 부진한 성과를 개선하기 위하여 펀드매니저는 수익성이 높은 투자대상을 확대하고자 한다. 수익성이 지속적으로 낮을 경우 자신의 인센티브나 고용안정성이 저하될 우려가 있기 때문에 수익성이 높은 종목이 위험수준 또한 높음에도 공격적 투자를 늘린다. 결국 과거 저조한 성과를 보인 매니저는 정보력 또는 운용능력이 부족할 뿐만 아니라 과거의 부진한 성과로 인하여 위험한 투자를 더 늘릴 가능성이 존재한다.

인센티브 체계 또한 펀드매니저의 위험성향에 영향을 미치는 요인이다(Carpenter, 2000). 펀드매니저의 인센티브가 성과를 기반으로 결정될 경우 펀드매니저는 자신의 이익을 위하여 수익성을 높이려는 유인을 갖는다. 투자자의 관점에서 성과기반 인센티브 구조는 고정비용을 낮추는 동시에 펀드매니저의 적극적 수익추구로 알파 수익률을 창출할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 그러나 성과

기반 인센티브 구조의 펀드매니저는 고정 수수료 구조의 펀드매니저에 비하여 더 높은 위험을 부담하는 성향을 보이는 것으로 나타났다(Elton, Gruber & Blake, 2003). 높은 인센티브를 부과하는 펀드의 수익률이 높았으나 이는 적극적인 위험감내 전략에 기인한 것으로 고수익이 지속적으로 유지될 것이라 기대하기 어렵다(Massa & Patgiri, 2009).

펀드매니저는 연봉협상, 펀드 실적보고 또는 공시 기간에 일시적으로 투자수익률을 올리기 위한 목적으로 실적이 좋은 주식을 집중적으로 매수하고 실적이 저조한 종목을 매도하여 포트폴리오의 수익률을 끌어올리는 행태적 특성을 보인다. 즉 윈도드레싱(window dressing) 가능성이 있다. 실제 많은 연구에서 펀드매니저가 실적을 과대포장하기 위하여 불필요한 거래를 일으키는 것으로 분석됐다. 대표적인 윈도드레싱은 실적이 좋은 종목을 매수하고 실적이 저조한 종목을 매도하여 펀드 수익률을 조정하는 방법이다(Lakonishok et al., 1991; Sias & Starks, 1997; He, Ng & Wang, 2004; Ng & Wang, 2004; Meier & Schaumberg, 2004; Agarwal et al., 2014). 펀드 위험도를 의도적으로 낮추기 위하여 고위험 종목을 축소하거나(Musto, 1997; Morey & O'Neal, 2006) 보유한 종목의 주가를 끌어올리기 위하여 추가 매수하기도 한다(Carhart et al., 2002; Agarwal, Daniel & Naik, 2011; Hu et al., 2014). 펀드 운용목적에서 벗어난 종목이라 할지라도 실적을 포장하기 위하여 매수한 뒤 이후 매각하거나(Meier & Schaumberg, 2004) 언론에서 관심이 집중된 종목을 매수하는 행태를 보이기도 했다.(Solomon, Soltis & Sosyura, 2014).

투자자들은 윈도드레싱으로 인해 단기적으로 왜곡된 실적을 펀드매니저의 우수한 능력으로 잘못 해석하여 펀드가입을 늘릴 가능성이 존재한다. 윈도드레싱 이후 자금유입이 증가하는 양상이 관측되는데 일시적으로 개선된 수익에 투자자가 오도될 우려가 있다.

펀드매니저는 유사 펀드와의 상대적 비교에서 과도한 실적 저하를 보이지 않기 위하여 비슷한 형태의 매매를 하는 동반매매를 보이기도 한다(Lakonishok, Shleifer & Vishny, 1992). 펀드매니저의 동반매매는 펀드 퍼포먼스에 실질적 영향을 미친다. 동반매매 특성을 보이는 펀드의 수익이

그렇지 않은 펀드에 비해 수익률이 낮은 것으로 나타났다(Jiang & Verardo 2013). 동반매매를 하는 펀드 중에서 선도펀드와 추종펀드를 나누어 수익성을 분석한 결과, 선도펀드만이 상대적 수익성이 높았으며 추종펀드들의 수익성은 저조했다(Koch, 2015).

펀드 내 자기 개인 지분이 있을 경우 이는 펀드매니저의 행태에 영향을 미친다. Khorana, Servaes & Wedge(2007)의 조사결과 뮤추얼펀드 매니저의 거의 절반은 자신이 관리하는 펀드에 개인 지분을 보유하고 있었다. 대부분 5% 미만으로 낮은 수준임에도 매니저의 지분이 1bp 증가할 때마다 펀드의 위험조정 성과가 3bp 높아지는 것으로 나타났다.

한편 펀드 투자자의 행태는 자신의 이익을 추구하거나 펀드 투자자들을 유인하는 등 명백한 목적에 의해서만 나타나는 것은 아니다. 펀드매니저 또한 제한적 합리성을 가진 인간이기 때문에 심리적 요인과 환경의 영향으로 비합리적인 행태를 보인다.

펀드매니저는 자신이 잘 알고 있는 분야, 친숙한 분야에 집중해서 투자하는 행태를 친숙성 편향(familiarity bias) 또는 자국 편향(home bias)을 보인다. 친숙성 편향은 기본적으로 특정지역이나 특정분야에 정보우위를 가지고 있을 것이라는 기대를 기반으로 나타난다. 그러나 Pool, Stoffman & Yonker(2012)는 펀드매니저가 해당 주식에 대해 더 많은 지식과 배타적인 우월한 정보를 보유하고 있기 때문이 아니라 단지 익숙하기 때문이라고 주장한다. 친숙성 편향을 가진 펀드매니저는 자신에게 익숙한 종목에 대한 투자 비중을 늘리거나 충분한 포트폴리오 다각화가 이루어지지 않을 가능성이 있으며 결과적으로 기대한 성과를 거두지 못할 수 있다. 또한 강한 친숙편향을 가지고 있는 펀드매니저가 운용하던 펀드를 다른 매니저로 교체할 경우 펀드의 특성 자체가 달라질 가능성이 있다.

주식시장에서는 투자자가 손실이 발생한 주식을 너무 오랫동안 보유하거나 이익이 발생한 주식을 너무 빨리 매도하는 행태가 빈번하게 관측된다. 이는 처분효과(disposition effect)라 부르며 전망이론(prospect theory)의 인지적 특징 중 하나이다. 처분효과는 손실을 회복하기 위한 추가상승의 기회가 다시

발생할 것이라는 평균으로의 회귀에 대한 기대에서 발현한다. 개별종목에서 만큼 일반적으로 관측되지는 않으나 펀드매니저의 행태에서 또한 처분효과가 관측된다는 연구 결과가 존재한다(Jin & Scherbina, 2011).

펀드매니저는 자신의 운용능력에 대해 지나치게 과신할 경우 개인투자자와 마찬가지로 빈번하게 거래하는 양상을 보인다. 그러나 개인투자자와 마찬가지로 잦은 거래는 수익 창출로 이어지지 않는다. Puetz & Ruenzi(2011)는 펀드의 거래빈도와 펀드 성과를 비교하였는데, 거래회전율이 높은 펀드의 성과가 낮은 펀드에 비하여 저조한 것으로 나타났다.

펀드매니저 나이, 출신 대학 수준, MBA, CFA 등 자격증 보유여부, 업력 등 개인적 특성 또한 펀드 성과에 영향을 미친다. Golec(1996)의 연구에서는 연령이 낮고, 운용경력이 길수록, 또한 MBA를 보유하고 있는 경우 성과가 높은 것으로 나타났다. Chevailier & Ellison(1999)은 MBA 학위 보유여부와 상관없이 SAT 점수와 성과와의 상관관계를 분석하였는데 SAT 점수가 높을수록 성과가 양호했다. 또한 Switzer & Huang(2007)은 CFA 자격이 초과성과와 관련이 있다는 결론을 내리고 있고, Dincer et al.(2013)의 연구에서는 CFA 자격을 보유하는 경우 포트폴리오 위험을 감소시킨다는 주장이 있다.

3. 펀드 투자자보호를 위한 행동경제학적 접근 방법

본 절에서는 투자자의 비합리적 선택요인을 파악하고 보완하여 행동개선을 효과적으로 유도하기 위하여 행동경제학적 관점에서 금융이해력, 금융교육, 공시설계에 대한 접근법을 살펴본다.

가. 금융이해력과 행태적 영향

금융이해력은 성별, 연령, 학력, 소득 등 사회경제적 요인에 영향을 받는다. 문헌연구에 따르면 청년기에는 금융이해력 수준이 낮지만 중장년기를 거치면서 향상되는 것으로 나타났다. 그러나 고령층에 이르러서는 인지능력 저하 등의 이유로 인하여 금융이해력이 감소하는 양상이 관측되었다(Jappelli, 2010; Lusardi, Mitchell & Curto, 2010, 2014; Lusardi & Mitchell, 2007; Agarwal, Driscoll, Gabaix & Laibson, 2010; 김자봉·김정한, 2017). 금융이해력은 성별에 따라서도 달라진다(Fonseca, Mullen, Zamarro & Zissimopolous, 2012). 남성의 금융이해력 수준이 여성에 비하여 높은 것으로 나타났는데, 한 가정 내에서 남성 주도의 의사결정이 내려지고 여성의 경우 금융지식 취득기회 자체가 낮기 때문이라는 결과가 있다(Fonseca, Mullen, Zamarro & Zissimopolous, 2012). 학력수준 또한 금융이해력에 영향을 미친다. 고졸의 학력을 가진 투자자에 비하여 대졸의 금융이해력이 높았다(Lusardi & Mitchell, 2007; Lusardi, Mitchell & Curto, 2010). 또한 소득과 금융지식간의 관계에 대한 연구 결과에 따르면 소득과 금융지식 간에는 양의 상관관계가 존재하는데 이는 자산이 많을수록 관리의 필요성이 높아져 금융지식을 많이 습득하려는 유인이 있다고 보았다(Bernheim, 1998; Monticone, 2010).

금융이해력은 쉽게 구분 가능한 투자자의 사회경제적 특징뿐만 아니라 투자자 내면의 심리나 환경요인에 따른 행태적 특성에 따라서도 영향을 받는다. 금융이해력 측정은 객관적 평가와 주관적 평가로 구분된다. 주관적 평가는 투자자가 어떤 대상에 대해 스스로 알고 있다고 인식하는 정도로서 주관적 자기평가 방식에 따라 이루어진다. 객관적 평가는 관련 분야에 대한 지식 관련 측정문항을 통해 투자자가 실제로 이해하고 있는 수준을 평가한다. 투자자가 스스로 평가한 주관적 수준과 객관적 지표로 측정된 금융이해력 수준 간에는 차이가 존재하는데 이를 지식오보정(knowledge mis-calibration)이라 한다(Alba & Hutchinson, 2000; 이태준·김부열·손혜림, 2017). 제한적 합리성을 가진 투자자는 지식오보정으로 인해 편향적 인식을 갖게 되며

그 결과 의사결정에서 잘못된 판단을 내리기도 한다(Alba & Hutchinson, 2000; Pillai & Hofacker, 2007).

<표 II-1> 금융이해도 금융지식 유형별 특성

금융이해도 (객관적, 주관적)	지식 오보정 정도	유형 구분	특성
(저, 저)	저	보완 필요 유형	<ul style="list-style-type: none"> • 낮은 금융지식으로 금융행위 최소화
(저, 고)	고	자기과신유형	<ul style="list-style-type: none"> • 내재된 기억정보나 개인적 경험에 의존 • 정보탐색 부족 • 정보 해석 및 유추과정의 오류 • 과거 경험 과잉 의존
(고, 저)	고	과소평가 유형	<ul style="list-style-type: none"> • 합리적 정보에 대한 낮은 관심 • 타인의 권유나 자문에 지나친 의존
(고, 고)	저	바람직한 유형	<ul style="list-style-type: none"> • 합리적 분석과 바람직한 의사결정

자료: 이태준 · 김부열 · 손혜립(2017) 외

객관적 지식과 주관적 금융이해력의 차이, 즉 지식오보정을 기준으로 투자자를 네 가지 유형으로 구분할 수 있다. 우선 객관적, 주관적 평가 모두에서 높은 수준의 이해력을 보유한 투자자 그룹은 정책적인 개선과 교육이 크게 요구되지 않는 바람직한 유형이다. 자신이 보유한 지식과 판단력을 기반으로 의사결정을 내릴 경우 바람직한 결과가 도출될 가능성이 크다. 객관적 이해도는 낮으나 주관적 금융이해력이 강한 그룹은 자기과신 성향이 나타난다. 주어진 정보를 객관적으로 분석하기 보다는 자신의 판단에 근거하여 무모한 투자결정을 내리고 손해를 겪게 될 가능성이 있다. 이와 반대로 보유한 금융지식에 비하여 주관적 평가가 낮은 그룹은 자신에 대한 과소평가 경향을 가지고 있다. 과소평가 그룹의 경우 자신의 가치판단 능력에 대한 불안감으로 타인의 의존도가 높게 나타난다. 마지막으로 객관적, 주관적 평가 모두에서 금융이해도가 낮은 그룹은 정책적 보완과 교육이 이루어져야 하는 유형이다.

나. 효과적인 금융교육을 위한 행동경제학 활용

투자자의 금융행동은 행태편향이라는 심리적 요인의 영향을 받아 비합리적인 행태가 나타나기도 한다. 그러나 비합리적인 행동에도 일종의 메커니즘과 규칙성이 존재한다. 금융교육에 있어서 이러한 양상을 고려하여 교육방안을 설계할 경우 투자자가 편향을 극복하도록 도와 행동변화를 이끌어내고 저비용의 효과적인 교육을 제공하는 데 기여할 수 있다.

행동경제학적 관점에서 금융교육은 적절한 개입을 통하여 대상의 행동을 바람직한 방향으로 변화시키는 것이다. OECD(2018)는 투자자 교육과 금융이해력 분야에서 행동경제학을 활용한 141개의 연구 결과물을 검토하여 행동경제학적 통찰력을 이용한 효과적인 접근방법을 제안하였다.

행동경제학은 적절한 개입을 통해 비합리적 선택의 직접적 원인인 편향이 제거되거나 편향의 영향이 완화(debiasing)되기를 기대한다. 탈편향 방법은 개입하는 대상을 기준으로 두 가지로 나뉘는데, 투자자에 직접 관여하여 행동개선을 유도하는 방식과 투자자가 직면한 선택 환경에 개입하여 행동편향을 완화시키는 방법으로 구분된다.

투자자에 직접 개입하여 편향을 완화시키는 전통적인 방법으로 투자자 교육이 있다. 투자자 교육은 규칙과 원리를 학습하여 의사결정 과정과 결과가 개선되도록 돕는 것이다. 예를 들어 투자자에게 분산투자의 개념과 중요성을 교육하고, 위험대비 기대수익률을 계량적으로 분석하는 방법론을 학습시켜 편향을 피할 수 있도록 교육한다. 일부 편향의 경우 투자자의 행동변화를 유발하기 위해서는 투자자 스스로 자신의 편향과 휴리스틱을 인지하는 것이 중요한데, 이러한 투자자의 인지적 취약점을 교육 전에 분석하여 맞춤형 교육 프로그램을 제공하는 경우 교육효과를 높일 수 있다.

또 다른 방식은 대상을 둘러싼 환경에 개입하여 더 나은 분석과 선택을 유도하는 것이다. 경제적 인센티브 또는 비경제적 인센티브를 명시적으로 제시하는 것이 보편적으로 활용되는 환경 조성 방법이다. 보조금, 벌금, 보너스 같은 금전적 혜택을 제공하여 행동변화를 유도하는 것 등 전통적인

형태의 인센티브를 제시하는 것이다. 비경제적인 인센티브로는 행동에 따른 책임소재를 명확히 하거나 공시 등을 통해 새로운 정보를 제공하고 사회적 규범화하는 등의 방법이 있다. 마지막으로 환경설계(choice architecture)를 통해 미묘하고 정교한 방식으로 선택을 유도할 수 있다. 일명 넛지 방식을 활용하는 것이다. 투자자는 행태편의에 취약하기 때문에 편의를 개선하려고 유도하기 보다는 투자자가 의식하지 않고도 바람직한 결과를 선택하도록 환경을 설계하는 것이다. 퇴직연금 선택의 문제에서 이상적인 저축률과 자산배분요건을 디폴트로 제시하는 방법이 대표적이다(Madrian & Shea, 2001).

효과적인 금융교육을 위해서는 펀드 투자자의 행태적 편향성에 대해 파악해야 한다. 표면적으로 동일한 양상이 관측된다 하더라도 그 원인은 다를 수 있다. 예를 들어, 현재선호 성향의 투자자, 인지적 과부화 상태의 투자자, 자기과신 성향의 투자자는 모두 금융교육에 대한 관심이 낮고 소극적인 모습을 보인다. 그러나 그 원인은 각각 다르다. 현재선호 성향의 투자자는 미래의 가치보다 현재의 가치를 더 높이 평가하므로 장기적인 계획이나 성과개선을 위한 금융교육의 필요성을 낮게 인식하여 참여하지 않을 가능성이 있다. 또한 자신이 보유한 정보처리 능력에 비해 과도한 정보가 제공될 경우 투자자는 인지적인 과부화 상태로 인해 금융교육과 같은 추가적 정보 습득을 거부할 수 있다. 자기과신 성향이 높은 투자자의 경우에도 금융교육의 필요성을 낮게 인식할 가능성이 높다. 그러나 앞의 두 사례와 달리 자신의 판단력을 과신하고 외부로부터의 조언이나 교육이 없어도 좋은 결정을 내릴 수 있다고 생각하기 때문에 교육참여를 기피한다(OECD, 2016).

이처럼 투자자의 행태편향에 따라 금융교육에 대한 투자자의 인식이 다르기 때문에 학습필요성을 환기하고 촉진하는 방안 또한 이를 고려하여 마련되어야 한다. 현재선호가 강한 투자자는 금융교육에 대한 접근성을 높일 필요가 있다. 금융교육 등록이나 참여에 따른 거래비용을 줄이고 등록 관련 서류를 최소화하여 접근성을 높여야 한다. 또한 금융교육의 장점을 부각하여 설명하는 방식을 통해 현재시점 뿐만 아니라 미래시점에서의 성공과

실패를 올바르게 예측할 수 있도록 교육내용이 구성될 필요가 있다. 자기과신 성향의 투자자는 자신의 금융이해도를 객관적으로 평가할 수 있도록 금융교육 전에 퀴즈 등을 통해 지나친 자기확신을 자각하도록 한다. 자기과신에 대한 명시적 경고문을 제시하는 것만으로도 투자자의 편향을 효과적으로 감소시킬 수 있다. 한편 주어진 시간 내에 처리할 수 있는 수준에 비해 지나치게 많은 정보가 주어질 경우 금융교육을 통한 학습의욕이 낮을 가능성이 있다. 이 경우에는 학습 주제나 내용, 학습량이 투자자에 지나친 부담을 주지않을 정도로 조정하고 투자자 스스로 학습 수준을 선택할 수 있도록 하여 과부하를 억제하는 것이 도움이 된다.

<표 II -2> 투자자 행태편향과 행동경제학적 금융교육 접근 방법

행태편향	금융행동	주요 투자자 특성 및 금융교육 영향	행태적 접근 방법
인지적 과부하	금융상품 선택 지연 및 회피	추가적 금융정보 취득 부담	교육의 양적 질적 부담 조정
자기과신	자신의 투자능력을 과신하여 빈번한 매매	자신의 금융이해력을 과신 금융교육 필요성 인식 낮음 여성에 비하여 남성의 과신성향이 높음	자기과신 스스로 인지 평가시점 다변화
현재선호	미래가치보다 현재가치 높게 평가	당면한 부담을 회피하기 위해 주요 행동 지연 금융교육 필요성 인식 낮음 학생 및 청년층	금융교육을 통해 즉시 얻을 수 있는 혜택을 교육 금융교육 접근성 제고
손실회피	손절 기피	고령층	잘못된 선택으로 인한 손실 가능성 및 대응방안 교육
프레이밍	금융상품신청서 표기 방법이 의사결정에 영향	메시지 제시 방법 행동에 영향	효과적 교육 정보제공 방식 도입

성별, 연령, 학력, 소득 등 사회경제적 요인에 따라 금융이해력에 차이가 존재하므로 금융교육은 교육대상의 이러한 특성을 고려하여 내용과 전달방식을 차별화해야 한다. 예를 들어 현재선호 경향이 강한 학생 및 청년층에 대한 교육은 금융교육을 통해 즉시 얻을 수 있는 혜택을 교육하는 것이 효과적이다. 반면 위험기피도가 높은 고령층에 대한 금융교육은 잘못된 선택으로 인한 손실 가능성을 파악하고 대응하는 방안에 대한 구체적 교육이 이루어져야 한다.

또한 금융교육은 교육 시행의 적시성을 고려하여 이루어져야 한다 (IOSCO, 2019). 금융소비자는 청소년층, 중장년층, 고령층 등 생애주기별로 상이한 금융과제에 당면해 있어 수요에 맞춘 정기적 금융교육이 필요하다. 또한 사회초년생, 은퇴 예정자 등 생애 주요 전환기에 필요한 교육이 적시에 이루어질 경우 교육효과를 높일 수 있다.

다. 정보의 질적 개선

전통경제학에서는 정보가 주어지면 충분한 비용-편익 분석과 위험 평가를 통해 투자자가 자신의 자산가치 또는 효용을 극대화하는 선택을 내린다고 가정한다. 따라서 이러한 관점에서는 투자자에게 접근 가능한 정보가 충분히 제공되어 있는지가 합리적 의사결정을 위한 적절한 환경 조성 여부를 판단하는 주요한 기준이 된다.

그러나 행동경제학에서는 충분한 정보가 항상 옳은 결론으로 이어지는 것은 아니다. 그 원인에는 투자자의 잠재적 행동 패턴이 존재한다(OECD, 2018). 첫째, 투자자들에게 정보가 주어졌을 때 모든 정보에 충분한 시간과 관심을 가지고 분석할 수는 없으며 실제로는 제한된 시간 내에 제한된 집중력을 보인다는 사실이다. 예컨대 주어진 공시 내용 중 빈약한 부분이 있다고 판단할지라도 추가적 노력을 들여 해당 정보를 찾아내기 보다는 주어진 정보 하에서 결론을 내리고 만다. 둘째, 투자이사판단은 그 자체로 복잡하고 어려운 과정이라는 점이다. 올바른 투자결정을 위해서는 예상

수익률과 위험을 분석하고 복잡한 보수구조를 검토하여 유사한 상품군 사이에서 최선의 선택을 이끌어내야 한다. 이상적으로는 투자자가 인지적 한계를 느끼는 상황에 직면했는지라도 자신의 합리적 의사결정 능력치를 최대한 발현하여 고차원적 분석을 통해 최적의 결론을 도출하기를 기대한다. 그러나 실제로는 이와 반대로 복잡한 문제 상황에서 벗어나기 위해 투자결정을 미루거나 경험 또는 직관에 따라 휴리스틱에 의존한 선택을 내리게 된다. 셋째, 객관적 정보가 투자자 내면에 존재하는 휴리스틱과 편향의 영향을 받아 특정 정보의 가치에 대하여 잘못된 판단을 내리거나 비합리적인 선택을 하게 된다. 예를 들어, 현재 수수료에 작은 차이가 있더라도 복리계산으로 인하여 향후에는 순수익에 큰 차이를 보일 것이라는 점을 간과하거나 펀드를 선택할 때 수수료나 미래 수익률보다는 과거 실적에 치중하여 잘못된 판단을 내리기도 한다.

<표 II-3> 투자자 행태편향과 공시에 미치는 영향

구분	영향
현재편향	미래에 발생할 수 있는 위험에 대한 정보 경시
준거의존, 손실회피	상품 정보가 제공되는 형식에 영향을 받음
자기과신	객관적으로 제공되는 통계적 정보 무시
부주의편향	공시의 핵심항목으로 표시되지 않은 경우 간과
가용성편향	위험평가를 위한 통계정보를 무시하고 개인적 경험에 근거하여 추정
경험기반 의사결정	과거 수익률을 기반으로 미래수익률을 예측할 수 있다고 착각

자료: Oxera(2013) 수정

객관적인 정보의 양과 주관적인 정보의 양은 다르다. 객관적 정보의 양은 말 그대로 투자자가 얼마나 이해하고 받아들였는지와 무관하게 정보 자체로 존재하는 정도이다. 그러나 실제 중요한 것은 주관적인 정보의 양이다. 객관적으로 존재하는 모든 정보가 투자자에게 실질적 의미가 있는

정보는 아니다. 투자자는 많은 정보가 제공되더라도 그 중 일부에 의존하여 의사결정을 내린다. 객관적으로 존재하는 정보 중 투자자가 충분히 이해하여 투자판단에 활용한 정보만이 투자자에게 실제 유용한 정보이다.

행동경제학적 관점에서 정보의 양이 과도한 것도 문제이지만 과소한 것도 문제이다. 과도한 정보가 주어지면 투자자의 인지적 과부하를 일으켜 금융정보 취득을 기피하고 투자자의 부주의 편향으로 핵심정보 파악을 방해할 우려가 있기 때문에 행태적 관점에서 축약된 정보를 제공하는 방안들이 실행되고 있다. 그러나 복잡한 내용을 간략하게 축소하는 과정에서 지나친 축약이 이루어질 경우 내용이 더 복잡하고 어렵게 느껴질 수 있다. 차트나 그래프, 등급화와 같은 방식으로 간소화된 정보는 투자자의 행동 편향으로 인해 의도와 다른 방식으로 해석되거나 잘못 활용될 수 있다 (Dolan, Hallsworth, Halpern, King & Vlaev, 2010; IOSCO, 2019).

금융상품 투자 시 제공되는 간이보고서가 축약된 정보의 대표적인 예이다. 펀드 결정 시 20~30페이지에 달하는 투자설명서를 파악해야 하는 투자자의 부담을 완화하고자 1~2페이지의 간이투자설명서를 제공하고 있다. Beshears, Choi, Laibson & Madrian(2009)은 SEC의 공모펀드 간이투자설명서가 투자자의 선택에 미치는 영향을 분석하였다. 간략한 정보제공이 투자자의 선택을 혁신적으로 개선할 것이라는 기대와는 달리 더 높은 수수료의 펀드를 선택하는 투자자의 행태는 여전히 존재했다.

행동경제학은 정보양의 적정 정도뿐만 아니라 정보가 투자자에게 전달되는 형식과 방법, 즉 공시설계(disclosure design)에 주목한다(IOSCO, 2019). 공시설계는 투자자의 인식과 투자판단에 상당한 영향을 미친다. 심리적 요인에 의한 편향과 제한적 합리성을 가진 투자자는 동일한 내용의 공시라 할지라도 정보가 어떠한 형식으로 제공되는지에 따라 다른 판단을 내린다.

IOSCO(2019)는 공시효과를 제고하기 위한 공시설계 연구들을 종합한 결과 주요사항을 세 가지로 요약했다. 우선 전달력을 높이려면 가장 중요한 정보는 투자자의 관심이 집중될 수 있는 위치에 배치해야 한다. 중요도에 상관없이 많은 정보를 투자자에게 제공하는 것은 긍정적인 측면보다

정보량에 투자자가 압도되어 부정적 결과가 도출될 여지가 크다. 주요정보를 눈에 잘 띄는 위치에 배치하여 투자자가 직관적으로 정보를 파악할 수 있도록 유도해야 한다. 둘째, 공시는 가급적 이해하기 쉬운 평이한 언어로 쓰여져야 한다. 셋째, 공시에 설명과 함께 그림, 표 등 디자인적 요소들을 가미하여 투자자의 이해를 높여야 한다. 예를 들면, 펀드 투자자들이 상품의 주요 속성을 쉽게 비교할 수 있도록, 위험등급, 수익률, 수수료 수준 등을 등급화하여 그림으로 표시하여 보여준다. 특히 주식의 수익성과 위험과 같이 본질적으로 분리해서 평가하기 어려운 항목들을 도식화하여 제시함으로써 투자자들의 이해 수준을 높일 수 있다.

실제로 수수료를 표시하는 단위에 따라 상품에 대한 투자자의 이해도가 달라졌다. 백분율이 일상에서 널리 통용됨에도 불구하고 투자에 소요되는 비용을 백분율로 표시했을 때보다 절대금액으로 제시했을 때 더 효과적인 것으로 나타났다(Hastings & Tejada-Ashton, 2008), 또한 펀드의 과거성과를 표현하는 방식에 따라 투자자의 펀드 선택과 위험에 대한 인식이 달라졌다(Diacon & Hasseldine, 2007), FCA(2018)는 비용 관련 정보를 제공하는 방식에 대한 실험 결과 정보제공 형태에 따라 펀드 투자자의 선택이 달라진다는 결론을 도출하였다.

4. 국내 펀드 투자자보호 제도와 행동경제학적 개선 방안

투자자의 펀드 투자결정과 운용사의 운용과정에서 다양한 행태적 편이의 의해 비합리적 선택이 나타난다. 과도한 정보가 주어지거나 투자자가 쉽게 파악하기 힘든 형태로 정보가 생성되면 투자자는 선택을 기피하거나 비합리적인 투자결정을 내릴 가능성이 높다. 투자대상상품에 대한 분석능력의 한계로 국내 투자자는 펀드 결정 시 판매사에 대한 의존도가 높은 것으로 나타났다. 투자자는 판매업자가 종합적 자산관리와 장기적 관점에서 포트폴리오 구성 서비스를 제공할 것이라 기대하지만 판매사는 고객과의 이해

상충과 행태적 편의로 인해 항상 투자자를 올바른 선택으로 유도하는 것은 아니다. 계열사 상품 위주로 상품을 제안하거나 개인의 인센티브 유인 등으로 투자자에게 적합하지 않은 상품 추천이 일어나기도 한다. 또한 펀드매니저는 자신의 고용안정성이나 인센티브를 높이기 위해 펀드 구조나 위험수준을 왜곡할 유인이 있으며 의도하지 않더라도 친숙성 편향, 자기 과신, 처분효과 등 제한적 합리성을 가진 인간으로서 행태적 편이가 나타난다.

이처럼 정보가 생성되고 판매자의 해석과 설명을 거쳐 투자자가 주어진 정보를 이해하고 최종적으로 투자에 대한 의사결정을 내린 후 운용사의 운용에 이르기까지 다양한 변곡점이 존재한다. 투자자의 펀드 선택과 운용의 각 단계별로 발생하는 행태적 편이를 완화할 수 있는 방안 마련이 필요하다. 펀드 투자자의 지나친 타인 의존도를 낮추기 위하여 펀드 투자자의 금융이해력을 제고할 수 있는 효과적 금융교육이 필요하다. 또한 투자자의 합리적 의사결정을 위하여 효율적 공시 방안에 대한 고찰이 이루어져야 한다. 펀드 판매·운용사와 투자자 간 이해상충으로부터 투자자를 보호하기 위하여 상품자문의 독립성을 강화하고 운용역 관련 공시를 강화할 필요가 있다.

가. 금융이해력 제고를 위한 금융교육 방안

금융교육은 글로벌 금융위기 이후 투자자보호 차원에서 전 세계적으로 활발하게 진행되고 있다. 국내에서도 2015년에는 금융교육 실태조사를 실시하였으며 2017년 새로운 금융교육 방안이 마련되었다. 공급자 중심에서 수요자 중심으로 전환하고 단순한 금융지식 전달에서 투자자의 건전한 금융행동과 금융태도를 갖추는 방향으로 변화되었다. 청소년, 대학생, 고령층, 저소득층 등을 교육대상으로 구분하고 금융유관기관, 금융업권, 공익재단 및 비영리단체 등을 통해 다양한 교육과 관련 인프라를 제공하려 노력하여 왔다. 그러나 2019년 금융교육 실태조사를 통해 금융교육 현황을 평가한 결과 민간 중심 금융교육이 양적 성장을 이루었으나 교육의 체계성과

효율성이 부족한 것으로 평가되었다.

평가 결과를 기반으로 2020년 5월 금융교육 개선 기본방향이 마련되었다. 교육콘텐츠의 체계적 관리와 개발을 위해 금융이해력 지도를 설계하고 콘텐츠가 금융환경 변화와 이슈를 반영할 수 있도록 콘텐츠 개발 기본방향을 마련하며 콘텐츠 인증제를 통해 콘텐츠 신뢰성을 제고할 수 있도록 계획하였다. 또한 온라인 콘텐츠 몰을 구축하여 전달채널을 체계화하고 콘텐츠 접근성이 강화될 수 있도록 금융교육 공간을 제공하고 TV, 유튜브 등 전달채널 다변화를 추구한다. 균질적인 교육이 이루어질 수 있도록 금융교육 강사를 체계적으로 관리 및 교육하고 청소년의 금융교육을 강화하기 위해 자기주도형 체험형 교육을 활성화하고 정규교육으로 편입할 계획을 가지고 있다.

최근 「금융소비자 보호에 관한 법률(이하 금소법)」 제정으로 금융교육 협의회가 법제화되어 금융교육에 대한 심의·의결권이 부여됨으로써 정부 주도의 체계적이고 강화된 금융교육이 이루어질 것으로 예상되고 있다. 금소법을 통해 금융교육을 위한 관련 기관의 법적 근거가 마련되고 금융교육 프로그램 개발, 금융역량 조사 및 정책 반영 의무 등 국가적 차원의 지원이 체계화되고 있다.

현재 금융교육을 위한 법적 제도적 기본적 형태는 갖추어진 상황으로 금융교육을 효율적으로 시행할 방안을 모색해 나갈 필요가 있다. 행태적 특성을 고려하여 금융교육 강화 방안을 제시하면 다음과 같다.

금융이해도는 연령, 성별, 교육수준, 소득수준 등 금융 피교육자의 사회경제적 특성에 따라 달라진다. 일반적으로 고령층, 여성, 저소득층, 낮은 교육수준의 특징을 가진 투자자의 이해도가 낮은 것으로 평가되며 금융교육 효과에도 영향을 미친다. 또한 행태적 특성에 따라서도 금융교육 참여 유인과 투자자가 필요로 하는 교육내용이 달라진다. 현재선호 성향이 높은 청년층에 제공되는 교육과 손실회피의 안정적 수익추구 경향을 보이는 고령층 대상의 교육은 달라야 한다. 또한 자기과신에 의한 교육기피와 정보과잉으로 인한 추가적 정보 취득 회피는 표면적으로 보이는 행태는 유사

하지만 접근법을 달리해야 한다.

효과적인 금융교육을 위하여 교육 시행 전에 교육대상자의 성별, 연령, 학력, 소득 등에 대한 기본조사와 더불어 자기과신 정도, 현재선호 여부, 정보 인지 정도 등에 대한 행태적 특성 파악이 필요하다. 그 결과에 따라 적정한 금융교육 참여 유인책을 제시하고 적합한 학습 수준 및 학습 내용을 제공하여 금융교육의 효과를 높일 필요가 있다.

또한 효과적이고 통일성 있는 금융교육을 위해 금융교육 대상을 확대하고 연령별로 특성을 세분화하고 연령대에 맞는 실효성 있는 목표를 설정해야 한다. 현재에도 금융교육의 중요성이 강조되고 생애주기별로 다양한 금융교육이 이루어지고 있다. 그러나 다양한 금융교육 수행기관이 각각의 교육 목표와 교육 내용을 설정하여 교육을 제공하고 있어 전체적인 틀에서 필요한 교육 중 어느 정도의 교육이 이루어지고 있는지 평가하기 어렵다.

일본은 금융청, 금융홍보중앙위원회, 문부과학성 등을 중심으로 2015년 금융이해력을 제고하기 위한 핵심 과제를 설정하고 각 연령대별 세분하여 금융소비자 특성과 핵심 교육내용을 정리하여 금융이해력 지도(financial literacy map)를 작성하였다. 금융이해력 지도는 7개의 범주로 구성되어 있는데, 가계예산관리(family budget management), 생애설계(life planning), 금융거래 기초지식(knowledge of the basics of financial transactions), 금융 기초지식(common to all categories of finance), 보험상품(insurance products), 대출/신용(loans/credit), 자산증식상품(wealth-building products), 외부전문지식 활용 방법(appropriate use of outside expertise)으로 구성되어 있다. 일본의 금융이해력 지도는 각 부문별로 교육대상자의 연령을 세분하고 있다. 초등학생은 1-2학년, 3-4학년, 5-6학년의 세 그룹으로 세분되며 중학생, 고등학생, 대학생으로 구분된다. 이후 청년, 중년, 장년으로 구분하였다. 각 연령대별 특성을 규정하고 금융교육의 목표와 교육 내용을 구체적으로 제시하였다. 특히 학생의 연령에 따른 구분을 세분화하고 구체적 교육내용을 제시하여 일선 학교에서의 교육이 원활하게 진행될 수 있도록 지원하였다.

연령대에 따라 교육내용을 단순히 기초화하거나 심화하여 제공하는 것은 부적절하며 각 연령대에서 필요로 하는 교육 목표를 세우고 이에 맞게 내용을 구체적으로 제시해야 한다. 금융이해력 지도는 현재의 교육 대상 구분인 청소년, 청년, 중고령층 기준을 보다 세분화하고 연령별로 금융상황, 행태적 특성을 반영하여 실효성 있는 목표를 설정해야 한다.

나. 펀드공시 효율성 강화

2017년에 마련된 펀드공시 관련 개선 방안은 행동경제학적 관점에서 긍정적으로 평가할 수 있는 여러 요소를 포함하고 있다. 투자자가 펀드투자 비용을 쉽게 파악할 수 있도록 1천만원을 기준으로 비용을 제시하도록 하였으며 동종 펀드 및 온라인 펀드 투자비용과 비교 또한 용이해졌다. 이미 Hastings & Tejada-Ashton(2008) 등의 연구를 통해 펀드비용을 제시하는 방식에 따라 투자자의 투자판단을 바람직한 방향으로 개선할 수 있다는 결론이 도출된 바 있다. 또한 동종 유형의 펀드 평균 총보수비용과 펀드의 창구 매수와 온라인 매수 비용도 함께 제공해 비교판단을 위한 준거기준을 제시함으로써 투자자의 투자판단을 돕도록 변경하였다. 펀드 명칭 표기방법에 대한 개선 또한 투자자의 직관적 이해를 도와 행태적 관점에서 투자자의 투자판단에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대된다.

특히 2019년 10월부터 간이투자설명서를 개편하여 중요 정보만 기재하고 투자자의 관심이 쉽게 집중될 수 있도록 주요정보를 상단에 배치하는 등 공시 설계의 관점에서 변화가 이루어졌다. 새로운 형태의 간이투자설명서는 상품에 대한 투자자의 이해도를 제고하여 투자자의 합리적 가치판단의 기반이 될 것으로 기대된다. 단, 단순화된 형태의 설명이 항상 투자자의 올바른 선택을 유도하는 것은 아니므로 향후 개선된 간이투자설명서 효과에 대한 검증이 필요하다.

한편 펀드상품 운용보고서 관련해서는 여전히 투자자의 접근도와 이해도가 낮은 상태로 이에 대한 보완책 마련이 필요하다. 한국금융투자자보호재단

(2020. 1. 30)에 따르면 펀드 운용보고서를 읽어본 투자자는 41.4%로 절반에도 못 미쳤으며 읽어본 투자자 중에서도 23.2%는 내용을 이해하지 못한 것으로 나타났다. 전반적으로 펀드 운용정보에 대한 관심과 이해도가 저조한 상황이다.

반주일(2017)은 자산운용보고서의 실효성을 강화하기 위하여 해외 자산운용사가 발행하는 factsheet를 참고할 필요가 있다고 주장한다. factsheet는 대개 2장 내외로 작성되며 운용사가 필수적인 내용을 최소화하여 규제하고 나머지 내용은 운용사가 자체적으로 결정하도록 허용한다. 쉽고 간결하게 정보를 제공하기 때문에 투자자의 활용도와 이해도가 높은 것으로 알려져 있다. factsheet는 관련 지식이 부족하고 이해도가 낮은 금융투자자들이 펀드 운용과 관련된 최소한의 정보를 습득하여 외부 전문가에 수동적으로 의존하지 않고 자신이 보유한 상품에 대해 파악할 수 있게 하기 위한 목적하에 제공된다. 펀드 보수와 수수료, 펀드위험 요인에 대한 평가, 장기적 관점에서의 수익률이 주된 내용을 이루며 짧은 내용과 간단한 형식을 이용하여 전달력을 높인다. 국내에서도 투자설명서의 경우 factsheet의 형식으로 이미 간이투자설명서를 도입하고 이를 표준화하여 활용되고 있다.

<표 II-4> 해외 운용사 factsheet와 국내 월간자산운용보고서 비교

국가	미국	영국	독일	호주	한국
운용사	SSGA	BlackRock	Allianz	Macquarie	KB
투자목적	0	0	0	0	0
벤치마크	0	0	0	0	0
투자프로세스	0	X	0	X	
투자위험/시장분석	주요위험요인 상세 설명	주요위험요인 일반적 설명	주요위험요인 일반적 설명 수익률성과표 수익률그래프 투자금성과그래프 Lipper 랭킹	시장위험요인 설명, 향후 전망 수익률성과표	시장위험요인 설명, 향후 전망 수익률성과표 수익률그래프
과거성과	수익률성과표 수익률그래프	수익률성과표 Morningstar 랭킹		수익률성과표	
포트폴리오 정보	상위10종목, 업종구성, 업종구성 시가총액규모별 투자비중	상위10종목, 업종구성, 업종구성 시가총액규모별 투자비중	상위10종목, 업종구성	비중확대 5종목, 성과기여 상위 3종목 및 설명	자산구성, 업종구성 상위10종목
특성값	배당수익률, PER, PBR, 보유종목 수, 가중평균시가총액	PER, PBR, 보유종목 수, 가중평균시가총액	PER, PBR, 보유종목 수, 가중평균시가총액, 유동성비중, 작극좌투자비중	X	X
보수 및 수수료	0	0	0	0	X
위험조정 성과평가 통계량	X	알파, 베타, 변동성, 샤프지수	베타, 샤프지수, 소티노지수, 트레이너지수, 변동성	X	X

주 : 주식형 펀드 기준
 자료: 반주일(2017), 저자 수정·보완

일부 국내 자산운용사는 factsheet와 유사한 형태의 월간운용보고서를 발행하고 있다. 운용상황 파악에 대한 투자자의 부담을 경감하고자 자산 운용사는 1~4 페이지 분량의 월간운용보고서를 발행하고 있다. 그러나 월간 운용보고서에 대한 투자자 이해도 증진 효과에 대한 조사는 진행된 바 없어 영향력을 파악하기 어렵다. 또한 월간운용보고서는 운용사에 따라 상이한 형식을 취하고 있으며 포함하고 있는 내용도 각기 다르다. 가입상품의 운용 상황에 대한 투자자의 관심을 높이고 이해도를 개선하기 위하여 간략한 형식의 투자운용보고서에 대한 가이드라인 마련이 필요하다. 월간운용보고서에 포함되어야 할 핵심 기재사항을 규정하여 투자자가 핵심정보를 쉽게 접할 수 있도록 하는 것이 바람직하다. 펀드별 특성이 상이하며 운용상 파악해야 할 정보가 다르므로 핵심정보 이외의 사항은 운용사가 자율적으로 정하도록 한다. 또한 투자자에게 정보를 효과적으로 전달할 수 있는 공시 설계방안에 대한 연구가 필요하다.

다. 펀드 판매·운용사와 투자자 간 이해상충 완화 방안

1) 전문상품자문업 활성화를 통한 판매자의 상품권유 중립성 강화

다수의 투자자들은 펀드 가입 시 펀드 판매사의 설명과 투자권유에 의존하여 상품 구매를 결정한다. 투자자는 전문가에 대한 신뢰를 기반으로 포트폴리오 관리를 위탁한다. 매니저에 대한 무비판적 신뢰로 인해 투자자는 투자 위험을 과소평가하고 펀드매니저가 부과한 수수료를 합당한 것으로 받아들일 우려가 있다(Gennaioli, Shleifer & Vishny, 2015). 매니저에 대한 비합리적인 신뢰는 투자자로 하여금 편향된 기대를 가지게 하고 매니저는 자신의 이익을 위해 이를 악용할 유인이 있다.

또한 투자자는 펀드 판매사를 통해 고객 맞춤형 자산관리와 장기적 관점에서의 조언을 얻을 것으로 기대한다. 그러나 금융상품 판매사가 개별 고객의 특성을 감안한 자산관리 자문을 제공하기에는 시간적, 비용적 제약이

존재하며 종합적 관점에서 자문을 제공하기에는 전문성이 부족할 가능성이 있다. 실제로는 종합자산관리서비스의 관점에서 펀드 판매가 이루어지기 보다는 단발성 서비스의 형태에 가깝다.

펀드 투자자의 높은 기대와는 달리 투자자가 인지하지 못하는 사이 판매업자가 자사 또는 계열사 상품을 중심으로 자문하는 등 이해가 상충되는 상황이 발생한다. 금융당국은 지난 2013년 대형 판매사의 계열사 펀드 밀어주기를 방지하기 위해 계열사 펀드 판매를 50%로 제한하는 규제방안을 도입하였다. 그러나 2017년 조사 결과 일부 판매사에서 계열사 펀드 집중도가 여전히 높은 것으로 나타났다. 펀드 자산운용시장 발전 방안을 통해 계열사 펀드 집중도를 2022년까지 25%로 단계적으로 낮추는 강제적 규제를 시행 중이다.

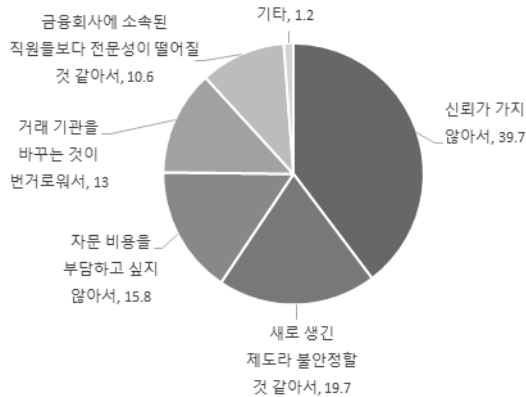
투자자보호를 위해서는 판매 규제 강화와 함께 전문성과 중립성을 갖춘 전문상품자문업의 육성이 필요하다. 2017년에는 개인에 대한 자문서비스를 활성화하기 위하여 독립투자자문업자(Independent Financial Adviser: IFA) 제도를 도입하였다. 또한 2021년 시행 예정인 금소법에서는 금융상품자문업을 신설하여 종합자문을 위해 법적 근거를 마련하였다. 금소법에서 규정하고 있는 금융상품자문업자는 엄격한 독립성을 요구하고 있다. 원칙적으로 독립금융상품자문업자는 제조·판매회사로부터 수수료나 수당 등 경제적 이익을 취할 수 없으며 그 외 부수적 이익도 수취가 금지된다. 금융상품 제조·판매회사와 계열관계가 없어야 하고 임직원 지위를 겸직하거나 파견하는 것 또한 허용되지 않는다. 시장에서 유사투자자문업자의 활동이 활발해져 불법행위가 확산되고 이로 인한 금융투자 관련 소비자피해가 우려되는 상황에서 독립투자자문업이나 독립금융상품자문업과 같은 독립적 자문업의 중요성이 강조되고 있다.

그러나 현재 독립자문업은 시장형성이 원활하게 이뤄지지 않고 있다. 2017년 5월 IFA제도 도입으로 기존 펀드 판매채널의 이해상충문제를 완화하고 자산관리시장이 대중화되어 금융시장에 대한 투자자의 신뢰도와 참여도가 높아질 것으로 기대했다. 3년이 경과한 현재 IFA 등록은 전무한

상황으로 시장형성에 어려움을 겪고 있다. 한국금융투자자보호재단(2019)은 투자자의 관점에서 IFA 비활성화 원인을 조사하였다. 그 결과 이용의향이 있는 투자자가 전체 응답자의 52.7%였으며 이용할 의사가 없는 투자자가 47.3%로 나타났다. 제도 이용을 원하지 않는 이유는 비용부담보다는 자문업자에 대한 신뢰도가 낮은 것이 원인인 것으로 나타났다. 은행이나 증권사 등 기존 판매채널에서 받는 비용 수준(68.4%)이나 그 이상(17.4%)을 지불할 의사가 있는 투자자가 전체의 4/5 이상으로 자문비용 지불을 원하지 않는 투자자는 일부(15.8%)에 불과했다. 반면 낮은 신뢰도(39.7%), 신규 도입 제도의 불안정성에 대한 우려(19.7%), 자문업자 전문성 불신(10.6%) 등 독립투자자문업자의 신뢰성과 관련된 사항이 높은 비중을 차지했다.

<그림 II-11> 독립투자자문업자 제도 이용 기피 사유

(단위: %)



자료: 한국금융투자자보호재단(2019)

도입 3년을 맞은 독립투자자문업이나 금소법 제정으로 법제화를 앞둔 금융상품자문업이 국내 자문시장에서 자리를 잡기 위해서는 투자자의 신뢰를 구축하기 위한 단계적 노력이 필요하다. 투자자문 및 금융상품에 요구되는 역량을 정의하고 역량을 충족시키는 교육과정과 적정 수준의 자격

기준 및 자격시험을 시행해야 한다. 영국, 호주, 뉴질랜드는 감독당국 또는 민관합동기구가 금융상품자문에 요구되는 역량을 규정하고 관련 교육 프로그램을 운영 중이며 싱가포르의 금융 관련 직업교육 및 재교육 프로그램을 제공하는 국가인증교육기관을 설치하여 관련 자격기준 제공 및 자격시험을 시행하고 있다(한국 FP학회, 2019). 또한 자문업자에 대한 사후 교육을 통하여 전문성을 유지하고 투자자보호를 위한 윤리적 기반을 갖추 수 있도록 프로그램을 마련할 필요가 있다. 지속적으로 변화하는 금융환경과 새롭게 등장하는 금융상품에 대한 충분한 지식을 함양할 수 있도록 금융상품자문업 수행 과정에서의 지속적 교육이 필요하다.

투자자의 전문적 자산운용사 활용도와 접근성을 높이기 위해 통합자문 플랫폼을 구축하고 활용방안에 대한 구체적 교육이 필요하다. 코스콤을 중심으로 다양한 펀드투자 자문사와 판매사를 한 곳에서 비교할 수 있는 통합자문 플랫폼 구축이 진행 중이다. 자문 플랫폼을 통해 펀드 판매와 투자자문을 분리하여 전문성을 제고하고 이해상충을 완화하는 동시에 자문사간 비교가 용이해짐으로써 경쟁을 통한 서비스의 질 향상을 유도할 수 있는 환경이 조성될 것으로 기대된다.

독립적 자문업이 활발하게 이루어지고 있는 영국의 경우 통합자문 플랫폼과 유사한 목적으로 자문업자에 관한 정보제공 사이트가 운영되고 있다. Unbiased는 약 2만7천 이상의 공인재무상담사, 모기지브로커, 회계에 대한 정보를 무상으로 제공한다. Unbiased는 각 자문사별로 자문비용, 자문 영역, 자문사의 보유자격 등 전문성 입증 자료, 주고객층, 연락방법 등을 상세하게 제시하고 있다. 투자자의 이해를 돕기 위해 Unbiased는 자문업자 선택 및 자문서비스 이용 시 고려해야 할 사항을 체크리스트 형식으로 제공한다. 국내에서도 통합자문 플랫폼 구축과 함께 자문업 이용 시 고려해야 할 자문서비스 내용, 자문업자 관련 주요 사항, 자문 프로세스 등과 관련하여 활용 가이드 교육이 필요하다.

또한 투자자문이나 상품자문에 대한 조사 결과에 의하면 투자자는 기존 판매채널에 지불했던 비용 정도를 제공할 의사가 있다고 밝혔다. 그러나 기존 판매채널의 수수료 구조에 대해 명확한 공시가 이루어지고 있지 않아

자문서비스에 얼마의 비용이 책정되고 있는지 인지하지 못하고 있다. 판매 채널에서 계약체결, 유지관리, 자문서비스에 대한 대가가 결합되어 제시되고 있어 자문서비스 단독으로 비용확인이 불가능하다. 판매수수료를 단계별로 구분하여 투자자에게 공시함으로써 독립적 자문업자와 비용 경쟁을 위한 근거를 마련하고 자문 활성화를 위한 경쟁 환경 조성을 유도할 필요가 있다.

2) 이해상충 완화를 위한 펀드매니저 공시 강화

펀드매니저 관련 공시는 지난 2010년부터 금융투자협회를 통해 자율 규제 방식으로 제공되고 있다. 그러나 공시범위가 협소하고 허위공시 등에 대한 제재근거가 부족한 상황이다. 공시범위는 투자운용인력의 경력, 운용성과 등에 한정되어 펀드 투자자가 합리적이고 객관적인 투자의사결정을 내리는데 제한적이었다. 펀드평가사들은 펀드매니저들에 관한 다양한 정보를 확보하고 있지만 대부분의 투자자들에게 이런 정보는 공개되지 않고 있다. 또한 펀드매니저 관련 공시는 자율규제 사항으로 허위 또는 부실 공시에 대한 제재가 이루어지기 힘들었다.

펀드매니저 정보공시에 대한 규제 필요성은 지속적으로 지적되어 왔다. 김재철·송홍선·남재우(2014)는 운용사의 운용 능력을 합리적으로 비교할 수 있도록 성과공시의 필요성을 강조하며 펀드매니저 공시와 관련된 사항을 자율규제 방식이 아닌 법규를 통한 규제 필요성을 주장하였다. 한병석·강형구(2017)는 운용인력 전체의 역할, 비교지수, 학력과 자격은 물론 투자자와의 이해상충 문제를 해결하기 위해 펀드매니저의 보상구조와 개인투자 내역을 공개해야 할 필요가 있다고 주장하였다.

2015년 발표된 자산운용산업 규제 합리화 방안에는 펀드매니저 공시에 대한 법적 근거를 마련할 필요성이 제기되었다. 2017년 12월 자산운용시장 발전 방안에는 표준 간이투자설명서에 운용사나 펀드매니저의 과거 수익률을 반영하는 계획이 포함되었다. 2020년 6월에는 투자운용인력 공시 근거를 포함한 자본시장법 개정안이 국무회의를 통과하였다.⁴⁾ 투자자의 투자판단을 지원하기 위해 자율규제로 운영 중인 펀드매니저 공시의 법적

근거를 마련하고, 공시범위를 펀드매니저 보상체계까지 확대하는 방안을 포함하고 있다(안 제91조).

펀드매니저 정보공시의 법규화는 투자자의 합리적인 의사결정과 시장에 대한 신뢰도 제고를 위해서 펀드운용역에 대한 정확하고 투명한 정보가 제공될 기반이 갖춘다는 측면에서 중요한 의미를 갖는다. 기존에는 펀드매니저의 과거성과에 의존해 투자자의사결정이 제한적으로 이루어졌으나 공시 강화 조치로 펀드매니저와 관련된 정성적 정보를 고려하여 보다 합리적인 선택을 내리는 데 기여할 것으로 기대된다. 단, 투자자의 인지능력에 비하여 과도한 정보가 주어질 경우 투자자는 선택을 지연하거나 새로운 정보를 습득하는 것을 기피할 가능성이 있다. 따라서 투자자가 주어진 정보를 쉽게 습득하고 가치판단을 내릴 수 있도록 효율적 정보전달을 위한 공시설계에 대한 고민이 필요하다.

또한 도입 추진 중인 펀드매니저에 대한 보상체계를 비롯하여 펀드매니저의 운용성과와 이해상충 가능성에 영향을 미치는 다양한 항목으로 공시 대상을 확대할 필요가 있다. 미국은 2004년 SEC(Securities and Exchange Commission) 규정에 의해 펀드매니저 공시 관련 항목을 대폭 확대하여 다양한 항목에 대한 공개를 의무화하고 있다. 펀드매니저 인적사항, 직위, 재직기간 등을 비롯하여 운용책임자 이외에도 팀 구성원 5명까지 공개하여 성과 책임을 분명하게 파악할 수 있도록 하였다. 또한 펀드 운용과 관련된 이해상충의 가능성을 제도적으로 억제하기 위하여 이해상충 관련 문제를 투자설명서 부속서에 공개하고 펀드매니저 보상지급 형태와 성과측정 방법을 공개하도록 하였다. 펀드매니저 자신을 포함하여 직계가족이 보유한 해당 펀드 및 다른 펀드 또한 공시 대상에 포함하였다(한병석·강형구, 2017). 국내 펀드매니저에 대한 공시범위 또한 보상체계를 비롯하여 운용팀 구성원, 사모펀드 운용 현황, 본인 및 직계가족 보유현황 등으로 확대할 필요가 있다.

4) 금융위원회(2020. 6. 30)

III. 파생결합증권 투자자보호

1. 파생결합증권시장 현황
2. 파생결합증권의 문제점
3. 파생결합증권 투자자의 행태적 편倚
4. 파생결합증권 설계·판매와 행태적 편倚
5. 파생결합증권 투자자보호
6. 요약 및 정책적 시사점

Ⅲ. 파생결합증권 투자자보호

전통적인 자산·지주의 수익구조에 파생상품의 수익구조가 결합된 파생결합증권은 은행예금보다는 기대수익률이 높고 주식에 비해서는 투자위험이 낮은 금융투자상품으로 금리하락 기조에서 투자자들의 큰 호응을 얻어 왔다. 국내에서 2003년부터 발행되기 시작한 파생결합증권은 발행규모가 꾸준히 증가하여 2020년 6월까지 누적 발행금액은 약 1,000조원에 이른다. 2020년 6월 기준 미상환잔액은 107조원으로 주식형 펀드의 순자산총액보다 큰 수준이다.

파생결합증권은 금융공학(financial engineering)을 바탕으로 새로운 수익구조를 구현하고 잠재 투자수요를 발굴했다는 점에서 금융혁신의 대표적인 성과로 평가되는 반면, 파생상품이 내재된 상품 특유의 복잡성으로 인해 투자자들이 위험-수익 특성을 이해하기 어렵고 따라서 비합리적인 투자나 투자자보호 문제가 발생할 가능성이 높다는 우려가 제기된다. 파생결합증권과 같이 복잡한 금융상품에 대한 투자의사결정은 상품에 대한 충분한 이해를 바탕으로 하기보다는 눈에 띄는 특성, 과거의 성과, 친숙성, 투자능력에 대한 과신에 기대기 쉬우며, 금융기관은 투자자의 이러한 행태적 편향(behavioral biases)을 파생결합증권을 설계하고 판매하는 과정에 반영해 수익극대화에 활용할 수 있기 때문이다. 따라서 복잡한 금융투자상품에 대해서는 한층 강화된 투자자보호정책이 강구될 필요가 있으며, 여기에는 투자자 행태적 편향의 특징과 영향에 대한 분석, 그리고 행태적 편향을 교정 또는 최소화할 수 있는 투자자보호 방안에 대한 연구가 뒷받침되어야 한다.

저금리 기조가 지속될 것으로 전망되는 만큼 파생결합증권에 대한 투자수요는 계속 이어질 것으로 보인다. 파생결합증권의 복잡성과 여기서 비롯된 투자자의 행태적 편향을 고려한 투자자보호 체계의 도입은 파생결합증권시장의 신뢰성 확보를 위해서 반드시 필요한 과제라 할 수 있다. 나아가, 이는 금융상품 및 서비스의 지속적인 혁신을 위해서도 중요한 과제다. 금융

혁신이 투자자 또는 금융소비자에 대한 착취로 이어지거나 혁신의 과실이 전적으로 금융기관의 몫으로 돌아간다면 금융혁신의 정당성을 확보하기 어렵기 때문이다.

본고는 파생결합증권 투자의사결정 과정에서 나타나는 투자자의 다양한 행태적 편의를 기존의 이론적, 실증적 연구를 통해 검토하고, 파생결합증권과 같이 복잡한 금융상품에 적용되는 투자자보호정책을 해외 사례를 바탕으로 정리한다. 이를 통해 한국의 파생결합증권 투자자보호 체계의 문제점을 파악하고 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

1. 파생결합증권시장 현황

파생결합증권은 ‘기초자산의 가격, 이자율, 지표, 단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정해진 방법에 따라 수익구조가 결정되는 증권’을 말한다.⁵⁾ 국내에서 파생결합증권은 ELS(Equity Linked Securities), ELB(Equity Linked Bond), DLS(Derivatives Linked Securities), DLB(Derivatives Linked Bond), ELW(Equity Linked Warrant), ETN(Exchange Traded Note) 등 여섯 가지 유형으로 구분된다. ELS와 ELB는 개별주식 또는 주가지수를 기초자산으로 하는 상품으로 ELS는 원금비보장형, ELB는 원금보장형 상품이며, DLS와 DLB는 금리, 통화, 실물상품(commodity), 신용위험 등을 기초자산으로 하는 상품으로 DLS는 원금비보장형, DLB는 원금보장형 상품이다. 이들 네 가지 파생결합증권은 비상장상품으로 증권사, 은행 등 금융기관을 통해 판매된다. ELW는 개별주식, 주가지수 등 기초자산을 사전에 정해진 가격으로 미래 특정시점에 사거나 팔 권리를 나타내는 상장상품이다. 옵션과 수익구조가 동일하나 증권의 형태로 거래되기 때문에 원금 이상의 손실이 발생하지

5) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제4조 제7항

않고 증거금이 요구되지 않는다는 점에서 옵션과 차이가 있다. ETN은 기초자산 가격의 변동과 연계되어 수익률이 결정되는 상품으로 ELS, ELB, DLS, DLB와 유사한데, 상장상품이기 때문에 수익구조가 비교적 단순하고 투자자의 접근성과 환금성이 높다는 차이가 있다.

본고에서는 여섯 가지 파생결합증권 중에서 ELS, ELB, DLS, DLB를 중심으로 논의를 진행하도록 한다. ELW와 ETN은 수익구조가 비교적 단순한 상장상품이고 시장규모가 상대적으로 작아 투자자보호 이슈가 크지 않기 때문이다. 한편, 원금보장형 상품인 ELB와 DLB는 법상 채무증권, 즉 파생결합사채⁶⁾로 규정되나 시장관행을 따라 파생결합증권으로 지칭하도록 한다. 본 절의 이후에서는 파생결합증권의 수익구조, 발행현황, 상품 특성을 차례로 살펴보고 파생결합증권의 성장배경을 검토해 보도록 한다.

가. 파생결합증권 수익구조

파생결합증권은 매우 다양한 수익구조를 가진다. 기본적으로 기초자산 가격 변화에 따라 수익률이 결정되는데, 기초자산 가격변화에 단순히 비례하는 것이 아니라 비연속적으로 변동하는 것이 가장 큰 특징이다. 이는 파생결합증권이라는 명칭이 말해주듯이 수익구조에 파생상품, 특히 옵션의 수익구조가 내재되어 있기 때문으로 이해할 수 있다.

국내 파생결합증권에서 주로 활용되고 있는 수익구조를 살펴보자. <그림 III-1>의 A와 B는 원금손실이 가능한 수익구조이다. A의 경우, 만기시 기초자산 수익률이 특정 수익률을 상회할 경우 고정수익률, 즉 쿠폰(coupon)수익률을 제공하고, 하회할 경우 기초자산 수익률에 비례하여 손실이 발생하는 구조다. 이 수익구조를 기본으로 하되, 복수의 기초자산을 이용하고 만기 이전의 정해진 시점에 기초자산 수익률이 일정 조건을 충족할 때 조기상환되도록 설계된 구조가 국내 ELS와 DLS 수익구조의 큰

6) 상법 제469조 제2항 제3호

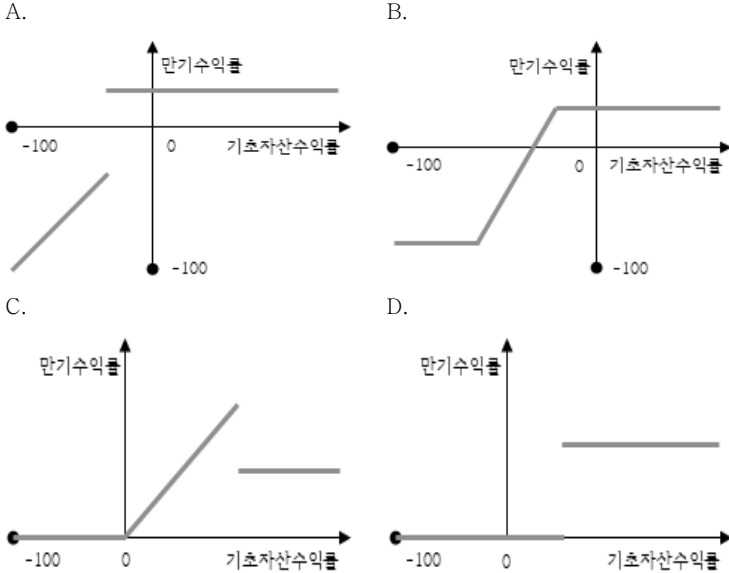
비중을 차지한다. B의 경우, 만기시 기초자산 수익률이 특정 수익률을 상회할 때 쿠폰수익률을 지급하는 것은 A와 동일하나 최저수익률을 제한한 구조다. 손실위험이 상대적으로 작기 때문에 쿠폰수익률은 A에 비해 낮게 책정된다.

C와 D는 원금이 보장되는 수익구조이다. C의 경우, 만기시 기초자산 수익률이 특정 수익률보다 높을 때 쿠폰수익률을 제공하고, 특정 수익률보다 낮을 때는 기초자산 수익률에 비례하는 수익률을 제공한다. 기초자산 수익률이 0% 미만일 경우에는 원금을 지급한다. D는 기초자산 수익률이 특정 수익률보다 높을 때 쿠폰수익률을 제공하고 특정 수익률보다 낮을 때 원금을 지급하는 구조다. A와 마찬가지로 복수의 기초자산을 활용하거나 조기상환조건이 부여되는 경우가 흔하다.

네 가지 경우 모두에서 쿠폰수익률은 예금금리보다 높게 책정된다. 기초자산 수익률 변화에 따라 손실이 발생하거나 쿠폰수익률을 확보하지 못할 위험을 감수하기 때문에 이에 대한 보상이 제공되는 것이며, 파생결합 증권의 상품성을 구성하는 핵심 요소라 할 수 있다.

<그림 III-1> 파생결합증권 수익구조

(단위: %)

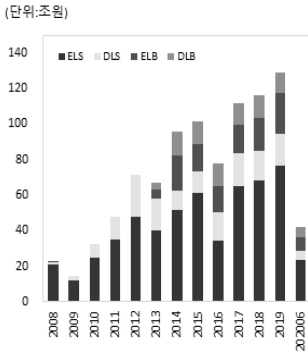


나. 파생결합증권 발행현황

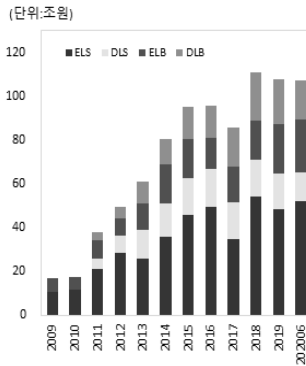
국내에서 2003년부터 발행되기 시작한 파생결합증권의 발행규모는 2008년 22조원, 2009년 15조원 수준에 불과했으나 이후 지속적으로 증가하여 2019년에는 129조원 수준에 이르고 있다(<그림 III-2>). 2020년 6월까지 누적 발행금액은 약 1,000조원에 달한다. 유형별 비중을 살펴보면, 2019년 신규발행액 기준으로 ELS와 ELB가 각각 59%, 18%, DLS와 DLB가 각각 14%, 9%이다. 기초자산이 개별주식 또는 주가지수인 상품(ELS 및 ELB)의 비중이 높고(77%), 원금비보장형 상품(ELS 및 DLS)의 비중이 높다(73%).

미상환잔액의 추세도 발행추세와 유사하다(<그림 III-3>). 2009년 17조원 수준에서 2019년 108조원으로 10년간 6배 이상 성장한 것으로 나타난다. 2019년 기준 미상환잔액은 주식형 펀드의 순자산총액보다 약 19조원 가량 큰 규모다.

<그림 III-2>
파생결합증권 발행규모



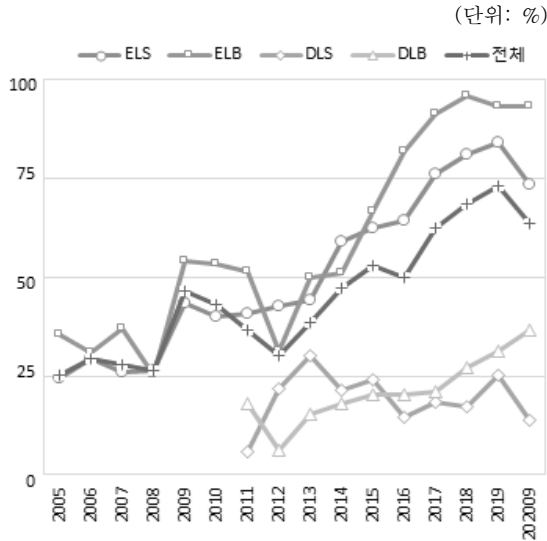
<그림 III-3>
파생결합증권 미상환잔액



자료: 한국예탁결제원, 금융투자협회

파생결합증권의 성장은 공모발행 증가가 주도한 것으로 나타난다. 파생결합증권의 공모발행 비중은 2005-2008년 25~30%에서 2019년 73%까지 큰 폭으로 증가하였다(<그림 III-4>). 유형별로 구분해 보면 2019년 기준으로 발행규모가 가장 큰 ELS의 공모비중이 84%, 발행규모가 두 번째로 큰 ELB의 공모비중이 93%에 이른다. 파생결합증권의 발행규모와 공모비중 증가추세는 파생결합증권이 대중적인 금융투자상품으로 정착하고 있음을 보여준다.

<그림 III-4> 파생결합증권 공모발행 비중



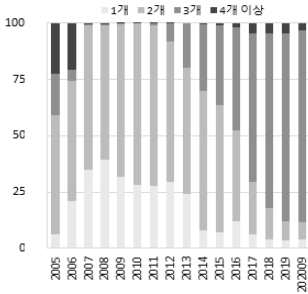
자료: 금융투자협회, 자본시장연구원 가공

국내 파생결합증권의 주요 상품특성을 간략히 살펴보자. 먼저 기초자산 수의 분포를 살펴보면, 원금비보장형 상품에서 기초자산 수가 증가하는 추세가 나타난다(<그림 III-4>). ELS의 경우 2007~2011년에는 1개 혹은 2개의 기초자산을 이용하는 상품이 대부분이었으나, 이후 3개 이상의 기초자산을 이용하는 상품이 증가하기 시작해 2019년에는 전체 ELS의 86%가 3개 이상의 기초자산을 이용하고 있다. DLS에서도 유사한 변화가 관찰된다. DLS의 기초자산 수는 ELS에 비해 상대적으로 적은 가운데, 2013년 이후 3개 이상의 기초자산을 사용하는 상품의 비중이 증가한 것으로 나타난다. 원금보장형상품의 경우에는 기초자산이 1개인 상품이 대부분이며 추세적인 변화는 관찰되지 않는다. 2019년 기준으로 ELB의 89%, DLB의 87%가 단 1개의 기초자산을 활용하고 있다.

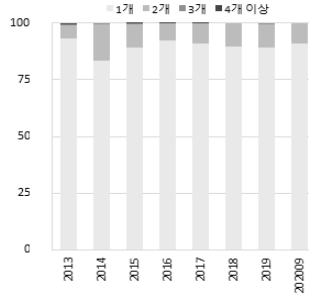
<그림 III-5> 파생결합증권 기초자산 수 분포

(단위: %)

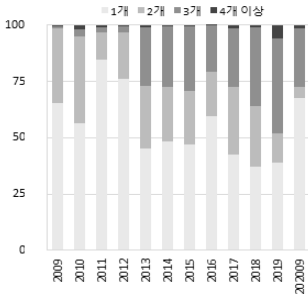
A. ELS



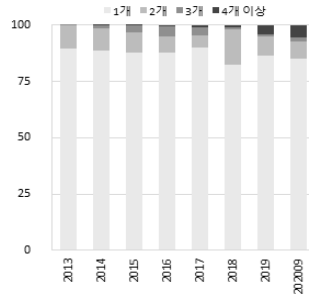
B. ELB



C. DLS



D. DLB



자료: 한국예탁결제원, 자본시장연구원 가공

기초자산의 유형은 ELS의 경우 주가지수가 대부분이다(<그림 III-5>). 개별주식만을 기초자산으로 활용하는 상품이 2007-2011년 50% 안팎을 차지하기도 했으나 2015년 이후에는 4% 수준에 불과하고 주가지수를 활용하는 상품이 96%를 차지한다. 아울러 2015년 이후에는 해외 기초자산을 활용하는 경우가 92%에 이른다. 기초자산이 주가지수인 경우 대부분 해외지수를 포함하는 것으로 보인다. ELB에서는 오히려 개별주식을 기초자산으로 활용하는 상품이 증가하는 추세로, 2019년 기준 50%를 차지한다.

해외 기초자산을 활용하는 비중도 높지 않아, 2019년 7% 수준이다.

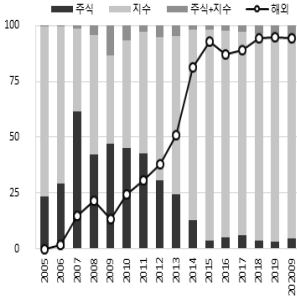
DLS의 경우 기초자산이 다양화되는 추세다. FICC(Fixed Income, Currency, and Commodity)와 신용위험(credit risk)이 대부분을 차지하고 있었으나 ETF(Exchange Traded Fund) 및 ETF지수 또는 여러 유형의 기초자산을 동시에 활용하는 상품(결합)의 비중이 점차 증가하고 있다. DLB의 경우에는 대부분 기초자산이 FICC로 나타난다.

파생결합증권의 발행만기는 ELS와 DLS의 경우 3년 만기의 비중이 가장 크다. 특히 2014년 이후 발행된 ELS는 3년 만기상품이 93%를 차지한다. 반면 ELB와 DLB는 1년 만기의 비중이 크다. 다만 DLB의 경우 만기가 3년을 초과하는 상품이 5~15% 가량 발행되고 있는 것이 특징적이다. 실질만기는 모든 상품에서 발행만기에 비해 짧다. ELS, DLS의 경우 각각 평균 11개월, 10개월, ELB, DLB의 경우 각각 15개월, 10개월 수준이다. 이는 발행만기가 긴 상품에 조기상환조건이 포함되는 경우가 많고, 또한 발행만기 이전에 조기상환되는 경우가 많기 때문인 것으로 보인다.

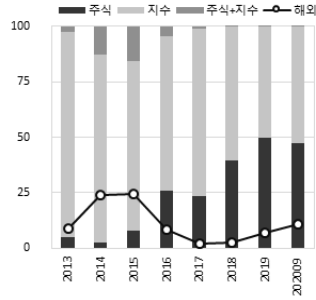
<그림 III-6> 파생결합증권 기초자산 유형별 분포

(단위: %)

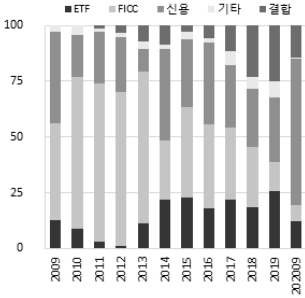
A. ELS



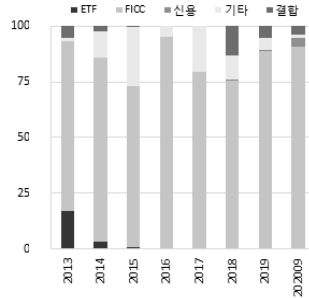
B. ELB



C. DLS



D. DLB

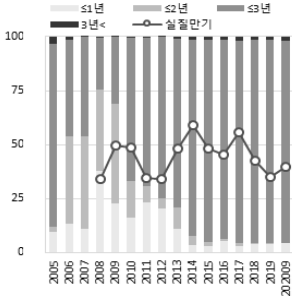


자료: 한국예탁결제원, 자본시장연구원 가공

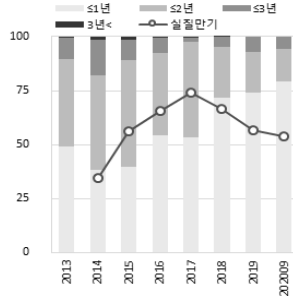
<그림 III-7> 파생결합증권 만기 분포

(단위: %, 상품 수)

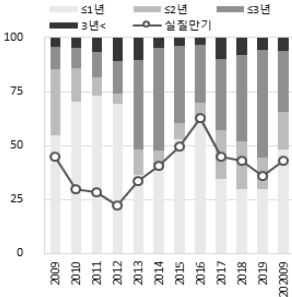
A. ELS



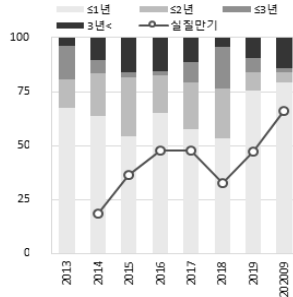
B. ELB



C. DLS



D. DLB



자료: 한국예탁결제원, 자본시장연구원 가공

다. 파생결합증권 성장배경

앞서 살펴본 바와 같이 국내 파생결합증권시장은 2010년 이후 급격하게 성장하였다. 파생결합증권이 투자자들의 큰 호응을 얻게 된 배경은 크게 세 가지로 정리할 수 있다. 첫째, 금융시장의 불완전성(incompleteness)이다.

기관투자자를 제외한 일반적인 투자자들은 해외자산, 파생상품, 실물상품 등에 직접투자하기 어렵고 투자한다 하더라도 높은 거래비용이 수반된다. 파생결합증권은 이러한 자산을 기초자산으로 활용함으로써 일반투자자가 이러한 자산을 이용하여 투자 포트폴리오를 구축할 수 있는 기회를 제공한다. 또한 주식, 채권 등 전통적인 자산만으로는 구현할 수 없는 다양한 수익구조를 제공함으로써 투자자가 원하는 수익구조를 선택할 수 있는 기회를 제공한다.⁷⁾

둘째, 파생결합증권 고유의 위험-수익 특성이다. 은행 예금금리는 지속적으로 하락하고 주식은 투자위험이 높은 상황에서, 예금금리보다는 수익률이 높고 주식보다는 투자위험이 낮은 상품에 대한 수요가 존재한다. 파생결합증권은 주식투자보다는 상대적으로 낮은 위험을 감수하는 대신 예금금리보다 높은 쿠폰수익률을 제공함으로써 투자자의 수요를 충족시키고 있는 것으로 평가된다. 특히 한국은 예금금리가 빠르게 하락해 온데다 주식시장은 글로벌 금융위기 이후 장기적으로 부진한 양상을 보여왔기 때문에 해외지수, FICC와 같은 기초자산을 활용한 파생결합증권에 대한 수요가 급속히 증가한 것으로 분석된다.

셋째, 높은 접근성과 짧은 실질만기이다. 파생결합증권은 펀드 ELF(Equity Linked Fund), DLF(Derivatives Linked Fund)나 신탁 ELT(Equity Linked Trust), DLT(Derivatives Linked Trust)의 형태로 은행이 판매할 수 있는데⁸⁾, 금융위원회 통계에 따르면 2020년 3월 기준으로 전체 ELS 미상환잔액의 82%, 개인투자자 미상환잔액의 88%가 은행을 통해 판매된 것으로 나타난다.⁹⁾ 은행 지점의 높은 접근성은 국내 투자자, 특히 개인투자자의 파생결합증권 투자확대에 큰 역할을 한 것으로 평가된다. 또한 파생결합증권의 실질만기가 10~11개월에 불과하여 수익을 단기에 실현하고 시장변화에

7) 완전시장에서는 기존자산으로 모든 수익구조를 비용없이 복제할 수 있으므로 파생결합증권이 추가적인 효용을 제공하지 못한다.

8) 법상 은행은 파생결합증권을 판매할 수 없으므로 파생결합증권에 투자하는 펀드나 신탁의 형태로 판매한다.

9) 금융위원회(2020. 7. 30)

따라 포트폴리오를 재구축할 수 있다는 점도 파생결합증권이 다른 만기형 투자상품에 비해 유리한 점이다. 발행회사와 판매회사 입장에서든 짧은 투자주기는 수수료 수입을 증대시키는 요인이 된다. 따라서 파생결합증권의 짧은 실질만기는 파생결합증권 발행규모 확대의 한 요인으로 평가할 수 있다.

2. 파생결합증권의 문제점

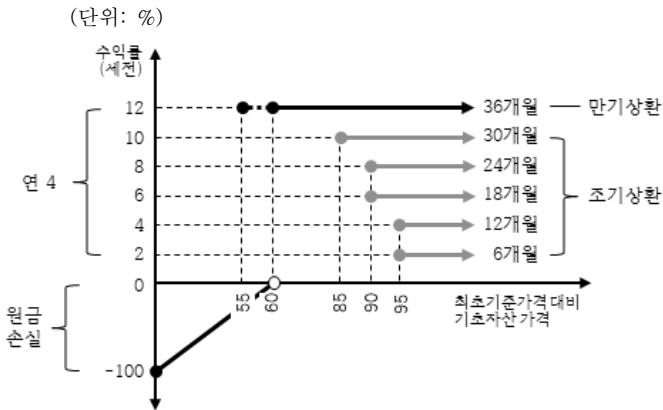
가. 수익구조의 복잡성

파생결합증권의 가장 대표적인 문제점으로 지적되는 사안은 수익구조의 복잡성이다. 사례를 통해 살펴보자. <그림 III-8>은 국내에서 실제 발행되고 있는 파생결합증권의 수익구조이다. 이 증권은 세 개의 주가지수 X, Y, Z를 기초자산으로 하고 만기는 3년이며 특정 조건이 충족될 경우 자동으로 조기상환된다. 발행 후 6개월마다 조기상환 여부를 확정하는데, 6개월, 12개월, 18개월, 24개월, 30개월이 경과된 각 시점에, 세 지수가 모두 발행당시 확정된 기준지수의 95%, 95%, 90%, 85%, 60% 이상일 경우 연 4%에 해당하는 수익을 지급하고 조기상환된다. 30개월 경과시점까지 조기상환되지 않으면 36개월 시점에 만기상환되는데, 만기평가일에 세 지수가 모두 최초 기준지수의 60% 이상일 경우 또는 만기평가일까지 세 지수가 모두 최초 기준지수의 55% 이상으로 유지된 경우 4%의 수익을 지급하고, 이 두 가지 경우에 해당하지 않는다면¹⁰⁾ 최초 기준지수 대비 만기평가일 지수가 가장 낮은 지수의 (만기평가일 지수/최초기준지수-1)로 수익률이 확정된다. 예를 들어 이 상품에 1,000만원을 투자했다고 할 때,

10) 세 지수 중 하나라도 만기평가일까지 최초 기준지수의 55% 미만인 적이 있었고 동시에 세 지수 중 하나라도 만기평가일에 최초 기준지수의 60% 미만일 경우

6개월 후 조기상환조건을 충족하면 수익금은 20만원(=1,000만원×4%×0.5년), 12개월 후 조기상환조건을 충족하면 수익금은 40만원(=1,000만원×4%×1년)이 된다. 조기상환이 되지 않아 만기상환에 이르렀을 때, 주가지수 Y가 최초 기준지수의 40%를 기록한 적이 있었고, 주가지수 X, Y, Z의 만기평가일 지수가 각각 최초 기준지수의 50%, 60%, 120%라면 수익금은 -500만원 (=1,000만원×[min(50%, 60%, 120%)-1])이 된다.

<그림 III-8> 파생결합증권 수익구조 사례



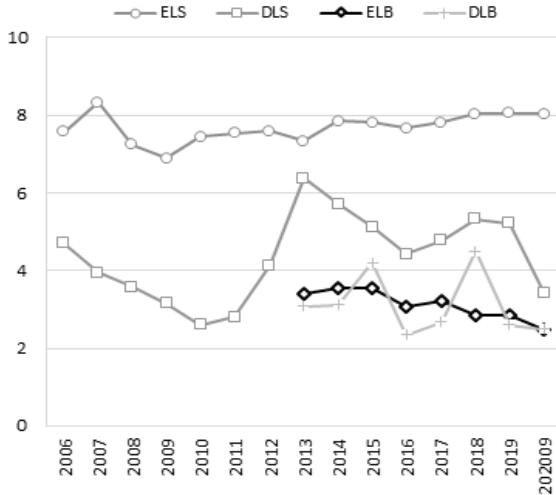
이상의 사례와 같이 경우의 수가 8개(조기상환 조건 5개, 만기상환 조건 3개)인 파생결합증권 수익구조는 예외적으로 복잡한 수익구조가 아니라 국내에서 흔히 찾아볼 수 있는 파생결합증권의 수익구조이다. 2019년 발행된 국내 파생결합증권의 평균 상환조건 수는 ELS, DLS가 각각 8.1개, 5.2개, ELB, DLB가 각각 2.8개, 2.6개로 원금비보장형 상품일수록 상환조건 수가 많은 것으로 나타나며, ELS의 경우 증가하는 추세를 보인다 (<그림 III-9>). 앞서 <그림 III-5>와 <그림 III-6>에서 확인한 바와 같이 원금비보장형 파생결합증권의 기초자산의 수가 증가하고 유형이 다양화되고

있다는 점을 함께 고려하면, 국내 원금비보장형 파생결합증권의 복잡성은 점차 증가하고 있다고 평가할 수 있다.

파생결합증권의 복잡한 수익구조를 일반적인 투자자가 정확히 이해하기는 어려우며, 투자위험이 어떤 속성을 가지고 있는지, 투자위험에 상응하는 수익을 제공하고 있는지 판단하는 것은 더 어려운 문제다. 파생결합증권을 판매하는 금융회사의 담당자가 파생결합증권의 복잡성을 정확히 이해하고 있는가에 대해서도 의문이 제기된다.

<그림 III-9> 파생결합증권 상환조건 수 추이

(단위: %)



자료: 한국예탁결제원, 자본시장연구원 가공

나. 꼬리위험(tail risk)

원금비보장형 파생결합증권의 일반적인 수익구조가 높은 꼬리위험을 내재하고 있다는 점도 문제로 지적된다. 앞서 살펴본 사례에서, 기초자산 X, Y, Z의 조기상환 평가시점 혹은 만기상환 평가시점의 지수가 모두 미리 정해진 수준 이상이거나 만기상환 평가시점까지 미리 정해진 수준 이상을 유지하면 연 4%의 수익률을 제공하지만, 만기평가일까지 어느 하나의 지수라도 최초 기준지수의 55%를 하회한 적이 있고 만기평가일에 어느 하나의 지수라도 최초 기준지수의 60%에 미달하면 -40% 이하의 수익률이 확정된다. 즉, 손실이 발생할 확률은 낮지만 손실이 발생할 경우 손실의 규모가 매우 큰 특징을 갖는다. 이러한 꼬리위험은 수익률 분포가 음(-)의 왜도를 갖는 특성으로 나타난다.

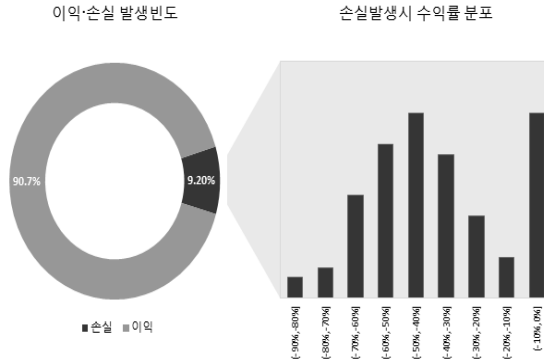
이효섭(2016)의 분석에 따르면, 2003~2015년에 상환된 원금비보장형 ELS에서 손실이 확정된 상품은 전체의 9.2%인데, 이들의 평균 실현수익률은 약 -40%로 나타난다(<그림 III-10>). 수익률 구간을 10% 단위로 나눠보면, 수익률이 -10% 이하 범위에서 수익률 분포는 -50~-40%를 중심으로 정규 분포와 유사한 형태를 띤다.¹¹⁾

이와 같이 독특한 수익률 분포는 투자자가 정확하게 이해하기 어려울 뿐만 아니라 큰 손실이 발생할 가능성을 내포하기 때문에 투자의사결정에 있어 주의가 필요한 특성이다. 통상 파생결합증권이 주식보다 투자위험이 낮은 투자상품, 소위 중위험-중수익 상품으로 인식되고 있으나 손실구간에 진입할 경우 주식보다 투자위험이 높을 수 있다는 것이다. 다만 손실구간에 진입할 가능성이 높지 않기 때문에 투자의사결정과 판매과정에서 간과되기 쉽다.

11) 손실이 확정된 상품 중에서 실현수익률이 -10~0%인 비중이 약 20% 정도인데, 이는 원금비보장형 상품 중 최저수익률이 -10%로 제한된 수익구조를 갖는 상품이 포함되기 때문에 나타난 결과이다.

<그림 III-10> 파생결합증권 수익률 분포

(단위: %)



자료: 이효섭(2016)

다. 발행가격 과대평가

파생결합증권의 발행가격 과대평가 문제는 Henderson & Pearson(2011)의 연구를 계기로 널리 알려지게 되었다. 이들은 2001~2005년 미국시장에서 판매된 64개의 소매구조화상품(structured retail products)¹²⁾의 공정가치(fair value)와 기대수익률을 계산하였는데, 공정가치는 발행가격에 비해 8.6~8.8% 낮은 것으로 나타났고 기대수익률은 음(-)인 것을 확인하였다. 이러한 상품에 대한 투자는 합리적인 투자로 보기 어렵다는 점에서 파생결합증권과 같은 금융혁신(financial innovation)이 과연 금융시장의 불완전성을 제거하여 투자자의 효용을 증가시키는 역할을 수행하고 있는가에 대해 의문을 제기하고 있다. 파생결합증권의 이익발생 확률을 과대평가하고 손실발생 확률을 과소평가하는 투자자의 인지적 편향을 발행회사가 착취하고 있을 가능성이 존재한다는 것이다.

12) 해외에서는 파생결합증권을 소매구조화상품으로 지칭한다.

Henderson & Pearson(2011) 이외에도 파생결합증권의 공정가치를 계산한 연구들은 다수 존재한다(<표 III-1>). 분석대상 상품의 유형, 시장, 시기에 따라 정도의 차이가 있으나 과대평가가 일관되게 관찰되고 있으며, 다수의 연구에서 발행가격이 과도하게 높게 책정되었을 가능성을 언급하고 있다(Burth et al., 2001; Szymanowska et al., 2009; Wallmeier & Diethelm, 2009; Baule & Tallau, 2011; Jørgensen et al., 2011; ESMA, 2013; Pereira da Silva & Silva, 2013; Shin, 2019; Vokata, 2018). 파생결합증권 발행가격의 과대평가는 투자자 스스로 구현할 수 없는 구조화 서비스에 대한 보상, 헤지비용 등으로 정당화될 수 있다고 보는 견해(Wilkens et al., 2003; Stoimenov & Wilkens, 2005), 또는 공정가치 평가모형에 따라 달라지므로 단정할 수 없다는 견해(Albuquerque et al., 2015)도 있으나, 실현수익률이 위험조정 기대수익률이나 심지어 무위험이 자율에 미치지 못하고(ESMA, 2013; Deng et al., 2015; Célérier & Vallée, 2017; Vokata, 2018; Shin, 2019), 상품이 복잡할수록 과대평가가 크고 실현수익률이 낮다는 점에서(Pereira da Silva & Silva, 2013; Jørgensen et al., 2011; Liu & Choi, 2013; Célérier & Vallée, 2017; Chesney et al., 2019) 금융회사가 복잡한 파생결합증권에 대한 투자자의 제한된 이해나 행태적 편의를 이용하여 과도한 수익을 창출하고 있다고 보는 견해가 우세하다.

<표 III-1> 파생결합증권 과대평가 관련 연구

(단위: 국가, 연도, %)

연구문헌	분석시장	분석기간	과대평가
Burth et al.(2001)	스위스	1999	1.9
Wilkens et al.(2003)	독일	2001	3.0~4.2
Stoimenov & Wilkens(2005)	독일	2002	3.9
Hernandez et al.(2007)	미국, 유럽 6개국	1998-2007	4.7
Baule et al.(2008)	독일	2004	0.8-2.4
Szymanowska et al.(2009)	네덜란드	1999-2002	5.7
Wallmeier & Diethelm(2009)	스위스	2007	3.4
Baule & Tallau(2011)	독일	2006-2008	3.6
Baule(2011)	독일	2006-2007	0.4
Bernard et al.(2011)	미국	2008	6.5
Jørgensen et al.(2011)	덴마크	1998-2009	6.2
Henderson & Pearson(2011)	미국	2001-2005	8.6-8.8
Liu & Choi(2013)	한국	2006-2010	9.6-9.9
ESMA(2013)	유럽연합 13개국	2008-2011	4.6
Pereira da Silva & Silva(2013)	포르투갈	2009-2011	4.9*
지현준 외(2014)	한국	2003-2006	5.6
Deng et al.(2014)	미국	2009-2013	6.2
Albuquerque et al.(2015)	미국	2009-2013	0.2~2.8
Bauer et al.(2016)	독일	2015	-1.7~1.4*
Anmann et al.(2017)	스위스	2005-2010	1.5
Chesney et al.(2019)	스위스	2008-2017	2.9-3.0
Shin(2019)	미국	2001-2016	2.5*
Vokata(2018)	미국	2006-2015	4.2-4.5

주: *연율화된 값임

라. 불완전판매

투자자보호와 가장 직접적으로 연관된 파생결합증권의 문제점은 불완전판매의 발생이다. 국내외적으로 파생결합증권의 불완전판매로 사회적 이슈가 된 사례는 많이 찾아볼 수 있다.

국내 사례로 가장 대표적인 것은 2019년 일어난 DLF 사태를 들 수 있다. 2019년 8월 초, 해외금리(영국, 미국, 독일)를 기초자산으로 하는 DLF의 미상환잔액 8,224억원 중 약 7,239억원이 손실구간에 진입하면서 투자자 민원이 이어지고 불완전판매 가능성이 제기되었다. 해당 DLF는 사모펀드 형태로 판매되었는데, 판매금액의 약 90%가 개인투자자에게, 그 중 절반이 60대 이상 고령층에게 판매된 것으로 파악되었다. 금융당국의 조사결과, 판매 은행들은 정기예금 선호고객을 목표고객으로 설정하고, 투자원금의 전액손실 가능성 등 투자위험을 명확히 설명하지 않았으며, 투자자가 투자결정을 내린 이후 투자자 적합성에 대한 근거서류를 임의로 작성한 것으로 드러났다. 또한 은행 내 상품선정위원회의 심의·승인과정과 상품의 위험·수익구조 검증 절차를 생략하는 등 내부통제도 부실했던 것으로 확인되었다. 금융감독원 금융분쟁조정위원회는 해당 파생결합증권 투자손실에 대해 40~80%의 배상을 결정하고, 금융위원회는 해당 상품을 판매한 2개 은행에 대해 (일부)업무정지 6개월과 과태료 부과를 의결하였다. 이밖에도 2008년 KIKO(knock-in knock-out) 사건과 파워인컴펀드 사건도 유사한 사례로 볼 수 있다. 파생상품이 내재된 복잡한 금융상품을 투자경험과 이해가 부족한 투자자들에게 안전한 상품으로 판매하여 막대한 손실이 발생한 사례로, 법원에서 최종적으로 불완전판매가 인정되어 배상이 이루어졌다.

해외 사례로는 2008년 Lehman Brothers의 파산으로 다수의 신용위험 연계 파생결합증권에서 투자자 손실이 발생한 사건이 대표적이다.¹³⁾ 이 상품들은 기업 신용위험을 기초자산으로 하여, 신용사건(파산 또는 채무 불이행)이 발생하지 않으면 원금과 약정된 쿠폰수익률을 제공하는 대신 신용사건이 발생하면 손실이 발생하는 구조로 설계되어 있다. 일정한 조건이 충족될 때 만기 이전에 조기상환되며 이 때 담보자산의 가치에 따라

13) 흔히 Minibond 사건으로 알려져 있는데, 이 때 문제가 된 상품은 Minibond Notes, Jubilee Series 3 LinkEarner Notes, Pinnacle Series 9 and 10 Notes, High Notes 5 등이다. Lehman Brothers의 신용위험을 기초자산으로 이용하거나 Lehman Brothers가 담보자산 운용에 개입하고 있는 상품이다.

손실이 발생할 수 있다. 홍콩에서 약 44,000명의 투자자가 총 200억 홍콩 달러를, 싱가포르에서 약 10,000명의 투자자가 총 5억 싱가포르달러를 투자한 상황에서 Lehman Brothers의 파산으로 큰 손실이 발생하자 양국에서 불완전판매를 주장하는 투자자 시위가 발생하였다. 금융당국의 조사결과 해당 상품이 부적합한 투자자에게 부적절한 방식으로 판매되었다는 사실이 확인되었으며, 판매사는 투자금액의 전액 또는 일부를 보상하기로 합의하였다. 이후 싱가포르 금융당국은 해당 상품의 불완전판매에 연루된 10개 금융회사에 대해 6개월~2년의 파생결합증권 판매중단 조치를 취하였다.

파생결합증권 등 복잡한 금융상품의 불완전판매와 관련하여, 미국 SEC는 2015년 UBS AG에 800만달러, 2016년 Merrill Lynch와 UBS Financial Services에 각각 1,000만달러, 600만달러, 2018년 Wells Fargo에 400만달러의 과징금(penalty)을 부과하였으며¹⁴⁾, 영국 FCA는 2011년 Credit Suisse에 595만파운드, 2012년 Santander UK에 150만 파운드, 2014년 Credit Suisse에 240만파운드의 과징금을 부과한 바 있다. 프랑스 AMF(Autorité des Marchés Financiers)도 2017년 Natixis에 3,500만유로의 과징금을 부과하였다.

각 사례에 대한 각국 금융당국의 조사결과를 종합해 보면, 이러한 불완전판매는 대부분 상품특성에 대한 이해도가 낮은 소매투자자에게 상품의 위험과 비용을 정확히 알리지 않고 높은 쿠폰수익률이나 낮은 손실 가능성을 강조하는 방식으로 이루어진다. 불완전판매는 투자자의 투자손실, 금융회사의 배상금·과징금 등 금전적 비용과 금융상품과 금융시장에 대한 투자자 신뢰 저하, 금융회사의 명성 훼손 등 비금전적 비용을 유발한다. 결국 파생결합증권 등 복잡한 금융상품에 대한 불완전판매의 반복적인 발생은 자연스럽게 이들 상품에 대한 투자자보호 강화 논의로 이어지고 있다.

14) SEC의 과징금과 별개로, 미국 FINRA는 파생결합증권 불완전판매와 관련하여, 2011년 Santander Securities에 200만달러, 2011년 UBS Financial Services에 250만달러, 2015년 Royal Bank of Canada에 140만달러, 2016년 Merrill Lynch에 500만달러의 벌금(fine)을 부과한 바 있다.

마. 발행회사 건전성 및 시스템리스크

마지막으로 제시하고자 하는 파생결합증권의 문제점은 발행회사 건전성 및 시스템리스크에 대한 영향이다. 파생결합증권은 기본적으로 발행회사의 신용으로 발행한 채권이므로 발행규모와 헤지자산 운용성과는 발행회사의 건전성에 영향을 주는 요인으로 작용한다. 파생결합증권이 발행회사 건전성에 영향을 주는 경로는 크게 세 가지로 구분해 볼 수 있다.¹⁵⁾ 첫 번째는 레버리지 경로이다. 파생결합증권을 많이 발행할수록 부채비율은 높아지며, 헤지목적으로 보유한 채권을 담보로 자금을 조달할 경우 부채비율은 추가로 증가한다.¹⁶⁾ 두 번째는 수익성 경로이다. 파생결합증권 부채의 평가금액이 헤지자산의 평가금액을 상회할 경우 평가손실이 발생할 수 있으며, 금융시장 충격 또는 헤지역량 부족 등으로 헤지가 효과적으로 이루어지지 않을 경우 손실 가능성은 증가한다. 세 번째는 유동성 경로이다. 파생결합증권 발행회사는 다양한 자산과 파생상품을 이용한 헤지거래를 수행하고 정해진 시점에 상환자금을 확보해야 하는데, 일시적으로 자금이 부족하거나 보유자산의 유동성이 부족할 경우 상환실패, 결제실패에 처할 가능성이 있다.¹⁷⁾

더 큰 문제는 파생결합증권 발행회사의 건전성 위험은 다른 금융기관으로 급속히 전이되어 시스템리스크를 유발할 수 있다는 점이다. 금융회사는 속성상 복잡한 채권·채무관계로 얽여 있기 때문에 한 회사의 부실화에 따른 채무 불이행은 계약관계를 따라 연쇄적인 채무 불이행으로 이어지고 금융기관 전체의 부실화로 확산될 수 있다. 파생결합증권에 대한 상환이 지연 또는 중단될 경우에는 타 발생사의 파생결합증권에 대한 환매가 증가하는,

15) 이효섭(2017)

16) 국내 발행회사는 헤지목적으로 보유한 채권을 담보로 RP매도를 수행하는 경우가 많은 것으로 알려져 있다.

17) 발행회사가 자체 헤지가 아닌 백투백(back-to-back) 헤지를 선택하는 경우, 두 번째와 세 번째 경로는 해당되지 않는다. 대신 헤지 수행기관에 대한 거래상대방 위험(counterparty risk)에 노출된다.

뱅크런(bank run)과 유사한 상황도 발생할 수 있다.

또한 파생결합증권 발행회사의 헤지거래는 금융시장 변동성을 확대시킬 수 있다. 예를 들어 <그림 III-8>에서 소개한 수익구조의 녹인 스텝다운(knock-in step-down)형 상품의 경우, 기초자산 가격이 녹인 수준 이하로 하락하게 되면 헤지목적으로 보유해야 할 기초자산 규모가 급격하게 감소하여 기초자산에 대한 대량 매도가 일어난다.¹⁸⁾ 이는 기초자산 가격의 추가적인 하락을 유발하고 동일한 유형의 상품의 연쇄적인 녹인을 불러올 수 있다. 동시에 기초자산 가격 하락으로 파생상품 헤지 포지션에서 손실이 누적되고 마진콜이 발생하면 발행회사는 단기금융시장과 보유채권매도를 통해 자금조달을 시도하게 되는데, 결국 단기금융시장과 채권시장으로 위험이 전이되는 결과가 나타난다. 기초자산이 해외자산일 경우에는 외환시장에도 영향을 미칠 수 있다.

한국은 파생결합증권이 증권사 업무에서 차지하는 비중이 높아 파생결합증권이 증권사 건전성과 시스템리스크에 미치는 영향이 클 것으로 평가된다. <표 III-2>에 따르면 2019년말 국내 증권사 총자산 대비 파생결합증권 미상환잔액은 23.8%에 이른다. 2014년말 31.4%를 기록한 이후 낮아지는 추세이나 자체 헤지 비중은 오히려 증가하는 추세가 나타나고 있어 증권사 건전성에 미치는 영향이 감소했다고 보기는 어렵다.

<표 III-2> 증권사 총자산 대비 파생결합증권 미상환잔액
(단위: %)

	2010	2012	2014	2016	2018	2019
파생결합증권(A)	22.4	51.6	84.2	101.3	111.7	108.4
총자산(B)	160.0	211.4	267.8	335.3	413.6	455.5
A/B	14.0%	24.4%	31.4%	30.2%	27.0%	23.8%
자체 헤지 비중	30%	35%	45%	49%	52%	56%

자료: 금융위원회, 한국기업평가

18) 이와 관련한 구체적인 논의는 임현철·최영수(2015)를 참조하기 바란다.

파생결합증권이 금융시장 변동성에 미치는 영향은 동일유형 상품의 발행규모가 클수록, 기초자산과 헤지자산의 시장 유동성이 부족할수록 더 크게 나타난다. 국내 파생결합증권의 경우 기초자산과 상품구조의 유사성이 높고 저유동성·저신용등급 채권을 헤지자산으로 보유하는 비중이 증가하고 있어 잠재적인 위험요인으로 지적되고 있는 상황이다.

파생결합증권의 발행과 헤지에 따른 발행회사 건전성 악화, 시스템리스크 및 금융시장 변동성 확대 가능성은 파생결합증권 투자위험을 증가시키는 요인이나, 발행시점에 관찰하거나 예측하기 어렵기 때문에 발행회사는 위험수준을 과소평가하고 투자자가 위험요인으로 인지하지 못할 가능성이 크다. 따라서 규제당국의 상시적 관리가 무엇보다 중요한 사안이다.

3. 파생결합증권 투자자의 행태적 편익

파생결합증권에 대한 행동경제학적 관점은 파생결합증권에 대한 높은 투자수요가 전통적인 포트폴리오 이론으로 설명하기 어렵다는 사실에서 출발하였다. 발행가격이 과대평가되어 있고 수익률이 예금금리에도 미치지 못하는 상품에 합리적인 투자자가 투자할 이유가 없기 때문이다. 만약 파생결합증권 수익률이 시장수익률과 음(-)의 상관관계를 갖는다면(즉, 한계효용과 양(+))의 상관관계를 갖는다면) 전통적 관점에서도 파생결합증권 투자가 정당화될 여지가 있으나, 파생결합증권의 수익구조는 시장수익률과 양(+))의 상관관계를 가지도록 설계된 경우가 많다. 파생결합증권 투자 수요의 원천을 규명하기 위해서는 전통적 포트폴리오 관점에서 벗어날 필요가 있었으며, 투자자의 제한적 합리성 또는 행태적 특성이 수요의 원천으로 조명되기 시작하였다. 본 절에서는 투자자의 행태적 편익이 파생결합증권 투자의사결정에 미치는 영향을 이론적, 실증적 연구를 토대로 검토해 보고자 한다.

가. 이론적 논의

파생결합증권 투자수요에 대한 이론적 분석에서 가정하고 있는 투자자의 행태적 특성은 크게 세 가지로 구분할 수 있다. 첫째는 전망이론(prospect theory)의 관점이다. 전망이론에서는 투자자가 이익에서 얻는 만족보다 동일한 규모의 손실에서 얻는 고통이 더 크고, 따라서 손실의 고통을 회피하기 위해 확실한 손실보다는 불확실한 손실을 선호하는 경향, 즉 위험추구 현상이 나타난다고 본다. 둘째는 부정확한 믿음이다. 특정한 상황이 발생할 확률을 잘못 평가하거나 혹은 주관적으로 평가한다는 것으로, 본인이 투자한 상품의 수익률이 높을 것이라고 믿는 과잉확신(overconfidence)이 대표적인 예다. 셋째는 심리회계(mental accounting)이다. 투자자는 포트폴리오 전체에 대한 의사결정을 내리기보다 하위 포트폴리오로 구분하여 각각의 투자목적을 설정하고 이에 따라 의사결정을 최적화한다는 것이다. 예를 들어 전체 자금을 노후자금과 여유자금으로 구분하고 노후자금은 안전한 예금에 가입하고 여유자금은 위험자산에 투자하는 식이다.

이상과 같은 투자자의 행태적 특성을 가정하여 파생결합증권 투자수요를 이론적으로 분석한 연구들을 검토해 보자. Hens & Rieger(2014)는 파생결합증권을 만기까지 보유하는 경우와 무위험자산과 기초자산으로 구성된 포트폴리오를 같은 기간 보유하는 경우를 가정하고, 투자자 효용을 최대화하는 파생결합증권의 최적 수익구조와 무위험자산과 기초자산으로 구성된 최적 포트폴리오를 각각 도출하였다. 그 결과, 전통적인 위험회피 효용함수를 가진 합리적인 투자자를 가정할 때 최적 파생결합증권은 무위험자산과 기초자산으로 구성된 최적 포트폴리오에 비해 투자자 효용을 거의 증가시키지 못하는 반면, 전망이론에 기반한 효용함수 또는 부정확한 믿음(특히, 과잉확신)을 가진 행태적 투자자를 가정할 때 최적 파생결합증권은 투자자 효용을 증가시킨다는 것을 확인하였다. 즉 파생결합증권에 대한 투자수요는 투자자의 행태적 특성을 통해 설명할 수 있다는 결론이다.

Das & Statman(2013)은 심리회계 이론을 바탕으로 파생결합증권의 효용성이 존재함을 보였다. 이들은 투자자의 전체 포트폴리오를 하위 포트폴리오로 구분하고 각 하위 포트폴리오별 투자목표 즉, 임계(하한) 수익률과 임계 수익률의 허용확률을 설정하였다. 예를 들어 임계 수익률 -5%, 허용확률 10%라면, 수익률이 -5% 이하가 될 확률이 10%를 넘지 않아야 한다는 제약조건이 적용되는 것이다. 세 개의 자산(각각 저위험, 중위험, 고위험 자산), 옵션, 파생결합증권¹⁹⁾이 존재하는 상황에서, 수익률이 극대화되는 최적 포트폴리오를 도출한 결과, 하위 포트폴리오의 투자목표에 따라 파생결합증권이 최적 포트폴리오에 포함될 수 있음을 확인하였다. 손실을 최소화하고자 하는 하위 포트폴리오(예를 들어 노후자금)에는 풋 옵션 성격을 가진 상품이, 이익을 극대화하고자 하는 하위 포트폴리오(예를 들어 여유자금)에는 콜옵션 성격을 가진 상품이 최적 포트폴리오에 포함된다. 아울러 파생결합증권을 통한 효용의 증가는 일정 수준의 과대평가를 상쇄할 정도로 큰 것으로 나타난다. 이러한 분석결과는 심리회계에 기반한 투자 의사결정 방식에 의해 파생결합증권 투자수요가 유발될 수 있음을 보여준다.

Breuer & Perst(2007)는 전망이론을 기초로 주관적 확률평가²⁰⁾와 심리회계 특성을 반영한 가치함수를 이용하여 역전환사채(reverse convertible)형 파생결합증권의 효용성을 평가하였다. 역전환사채형 파생결합증권, 이 증권의 기초자산, 무위험자산 각각에 단독으로 투자하는 경우를 비교한 결과, 투자자의 행태적 의사결정을 가정할 때 기초자산의 기대수익률을 보통 수준으로 평가하고 기초자산 수익률의 변동성을 과소평가하는 경우 역전환사채형 파생결합증권이 유용한 것으로 나타났다. 아울러 투자자의 손실회피 특성보다는 심리회계 특성이나 주관적 확률평가에 대한 자신감 수준이

19) 여기서 고려하는 파생결합증권은 collar, capital guaranteed notes, barrier-m note 등 세 가지이다.

20) 전망이론에 주관적 확률평가가 반영된 이론을 누적전망이론(cumulative prospect theory)이라 한다(Tversky & Kahneman, 1992). 특정한 결과가 발생할 확률을 주관적으로 평가하는데, 발생확률이 낮은 극단적인 결과에 대해 높은 가중치가 부여되며 손실과 이익에 대해 서로 다른 가중치가 적용된다.

역전환사채형 파생결합증권의 유용성에 많은 영향을 주는 것으로 분석되었다. 다만 합리적인 투자자를 가정할 경우에도 파생결합증권의 효용성이 인정되는 것으로 나타났다.

강병진(2016)은 전통적 기대효용이론, 전망이론, 안전우선이론(safety first theory) 등 세 가지 이론을 바탕으로, 무위험자산, 주식, 이 주식을 기초자산으로 하는 역전환사채형 조기상환 ELS로 구성된 최적 포트폴리오를 도출하였다. 여기서 안전우선이론은 임계 수익률과 임계 수익률 허용확률에 대한 제약조건 하에서 기대수익률을 최대화하는 것으로 앞서 Das & Statman(2013)이 이용한 모형과 동일하다. 제약조건 변화에 따른 최적 포트폴리오의 구성변화를 추적함으로써 심리계정 관점의 분석을 시도하고 있다. 분석결과, 역전환사채형 조기상환 ELS는 전통적인 기대효용이론이나 전망이론을 적용할 경우 최적 포트폴리오에 포함되지 않는 반면 안전우선이론을 적용할 경우 최적 포트폴리오에 포함되는 것으로 나타났다. 역전환사채형 조기상환 ELS는 심외가격(deep out of the money) 풋 옵션을 매도하는 수익구조를 갖기 때문에 손실의 크기보다 손실의 빈도를 중요하게 인식하는 안전우선이론에서 유용성이 부각되는 것으로 평가하고 있으며, 임계 수익률 허용확률이 높을수록 최적 투자비중이 증가한다는 점에서 고위험·고수익 또는 중위험·중수익 심리계정에서 주요 투자수단으로 선택되는 것으로 분석하고 있다. 이 연구는 한국에서 가장 대중적인 ELS을 대상으로 한국시장에서 관찰된 주식과 ELS의 위험-수익 특성을 근거로 분석한 결과라는 점에서 의의가 있다.

나. 실증적 논의

이론연구와 마찬가지로 파생결합증권 투자자의 행태적 편의에 대한 실증연구들도 파생결합증권에 대한 높은 투자수요의 원천을 규명하는 데 초점이 맞춰져 있다. 이들 연구들은 파생결합증권 투자자가 기대수익을 과대평가하고 투자위험을 과소평가하는 경향을 보이며, 과잉확신, 대표성 편의,

친숙성 편향 등 행태적 편이가 이러한 경향의 배경인 것으로 분석하고 있다.

1) 기대수익 과대평가

파생결합증권의 기대수익을 과대평가하는 경향을 포괄적으로 보여준 연구로 Hunt et al.(2015)을 들 수 있다. Hunt et al.(2015)은 384명의 영국 투자자들을 대상으로 파생결합증권에 대한 이해도와 예상성과의 정확성을 조사하였다. 향후 5년간 FTSE100의 예상수익률과 FTSE100을 기초자산으로 하는 다섯 가지 파생결합증권의 예상수익률을 조사하여 분석한 결과, 응답자들이 예상한 파생결합증권의 수익률은 FTSE100에 대한 응답자의 예상수익률을 바탕으로 이론적으로 계산한 수익률에 비해 평균 연 1.9%, 상품설계 단계에서 이론적으로 계산한 수익률에 비해 평균 연 2.2% 높은 것으로 나타났다. 또한 다섯 가지 파생결합증권이 모두 은행예금에 비해 기대수익률이 낮음에도 불구하고 응답자들은 이를 정확히 인식하지 못하는 것으로 드러났다. 응답자들은 기초자산 가격과 파생결합증권 가치의 관계를 정확히 파악하지 못할 뿐만 아니라 파생결합증권 수익률에 대해 과도한 기대를 가지고 있다는 결과다.

파생결합증권의 기대수익률에 대한 과대평가는 국내 투자자에게서도 관찰된다. 국내 ELS 투자자의 투자행동 특성을 조사한 박주현·차경욱(2017)에 따르면, 원금보장형 상품에 대한 기대수익률은 평균 13.83%, 원금비보장형 상품에 대한 기대수익률은 28.76%에 이르는 것으로 나타난다. 차경욱(2017)의 설문조사에서도 원금보장형, 원금비보장형 ELS에 대한 기대수익률이 각각 11.41%, 19.01%, 원금보장형, 원금비보장형 DLS에 대한 기대수익률이 각각 11.86%, 17.22%로 보고되고 있다. 두 연구가 이루어진 2015년 당시 정기예금 금리가 1.8% 수준이었음을 고려할 때 파생결합증권에 대한 응답자의 기대수익률은 대단히 높은 수치다. 근본 원인이 무엇인지에 대한 분석은 이루어지지 않았으나 투자자들은 파생결합증권을 과도하게 과대평가하고 있다고 볼 수 있다.

2) 투자위험 과소평가

파생결합증권 투자위험을 과소평가하는 경향은 특히 파생결합증권의 기초자산이 복수일 때를 가정한 연구에서 실증적으로 확인된다. Rieger(2012)는 51명의 응답자를 대상으로, 복수의 기초자산 중 어느 하나라도 주어진 수익률 조건을 충족하지 못할 때, 즉 배리어를 하회할 때 손실이 발생하는 파생결합증권의 위험에 대한 인식을 조사하였다. 기초자산이 추가될수록 기초자산 중 어느 하나라도 배리어를 하회할 확률은 증가함에도 불구하고, 응답자들은 기초자산이 3개인 경우의 확률을 기초자산이 1개인 경우와 비슷하게 혹은 낮게 평가하였다. 응답자들은 기초자산간 수익률 상관관계를 비교적 정확하게 평가하고 있음에도 불구하고 이 정보를 파생결합증권 투자위험 평가에 전혀 활용하지 못한다는 것이다. 저자는 이러한 투자위험 과소평가를 결합오류(conjunction fallacy)에 의한 현상으로 해석하고 있다. 3개의 기초자산 중에 평소 투자위험이 낮다고 인식하는 기초자산이 포함되어 있다면, 기초자산이 3개인 상품이 익숙하지 않은 1개의 기초자산을 이용하는 상품보다 안전하다고 믿는 편향이 발생한다는 것이다.

Kunz et al.(2017)은 배리어-역전환사채형 파생결합증권의 위험에 대한 투자자의 인식을 분석하였다. 244명의 응답자들에게 기초자산의 수를 제외한 모든 특성이 동일한 5개의 가상 상품을 제시하고, 손실이 발생할 확률을 평가하도록 하였다. 수익률 변동성이 높은 기초자산에 수익률 변동성이 낮은 기초자산이 추가된 경우, 이론적 특성과 반대로 손실발생 확률이 낮아진다고 평가하는 것으로 나타났다. 투자경험이 많은 응답자에서도 동일한 경향이 관찰되었다. 수익률 변동성이 높은 기초자산에 수익률 변동성이 높은 기초자산을 추가한 경우 또는 수익률 변동성이 낮은 기초자산에 수익률 변동성이 낮은 기초자산을 추가한 경우에는 평가오류가 발견되지 않았다. 이들은 이러한 편향을 ‘dieter’s paradox’로 설명하고 있다. ‘Dieter’s paradox’는 평가대상을 단순하게 유형화하고 서로 상반되는 유형의 조합을 보상으로 평가한다는 것으로, 건강에 나쁜 음식(예를 들어 햄버거)에 건강에 좋은 음식(예를 들어 샐러드)을 곁들이면 건강에 나쁜 음식만 먹는 것에 비해 칼로리 섭취가 줄어든다고 믿는 오류를 말한다.

배리어-역전환사채형 파생결합증권에 상대적으로 안전한 기초자산이 추가 될 때에도 동일한 편향이 작동한다. 예를 들어, 배리어를 하회할 확률이 30%인 기초자산 A에 배리어를 하회할 확률이 10%인 기초자산 B를 추가 하면, 두 기초자산 중 어느 하나라도 배리어를 하회할 확률은 30% 이상 임에도²¹⁾, 투자자들은 $20\% = (30\% + 10\%) / 2$ 로 인식한다는 것이다.

Chesney et al.(2019)도 유사한 연구결과를 보고하고 있다. 125명의 응답자들을 대상으로 기초자산이 1개 또는 2개인 가상의 배리어-역전환 사채를 제시하고 기초자산이 배리어를 하회할 확률과 이들 상품에 대해 지불하고자 하는 가격(willingness-to-pay)을 산정하도록 하였다. 응답자들은 기초자산이 2개인 경우 배리어를 하회할 확률을 과소평가하며 이에 비례 하여 파생결합증권의 가치를 과대평가하는 것으로 나타났다. 기초자산이 1개인 경우에는 배리어를 하회할 확률을 오히려 과대평가한다는 점에서, 기초자산이 복수일 때 기초자산간 상관관계에 따른 투자위험 증가를 인식 하지 못하는 것으로 보인다.

이상의 세 연구에 따르면, 손실위험이 내재된 배리어-역전환사채형 파생결합증권에 대한 투자수요는 특히 기초자산이 여러 개인 상품의 경우 투자위험을 과소평가하는 투자자의 행태적 편의가 원인일 수 있음을 시사 한다.

3) 과잉확신

과잉확신은 자신의 능력을 과대평가하거나 어떤 것을 정확하게 예측할 수 있다고 믿는 성향을 말한다. 불충분한 정보를 가진 투자자가 자신의 투자 의사결정과 관련된 추가적인 정보를 자신에 유리한 방향으로 해석하는 현상을 의미하기도 한다. 과잉확신을 갖는 투자자는 과도한 위험을 감수 하고 빈번하게 거래하는 경향이 있는데, 결과적으로 이러한 경향은 투자

21) 두 기초자산 수익률의 상관관계가 -1, 0, 1일 경우, 배리어를 하회할 확률은 각각 40%, 37%, 30%가 된다.

손실로 귀결된다. 시장전체의 상승에 따른 투자성과를 자신의 능력으로 오인하기 쉽기 때문이다.

파생결합증권 투자의사결정에 있어서도 과잉확신의 영향이 관찰된다. Abreu & Mendes(2018)는 포르투갈의 파생결합증권 투자자 자료를 바탕으로 과잉확신이나 도박성향이 투자의사결정에 미치는 영향을 분석하였다. 금융지식에 대한 스스로의 평가가 객관적인 설문평가에 비해 높은 투자자, 즉 과잉확신이 높은 투자자일수록 파생결합증권에 투자할 확률이 크고, 복잡성이 높은 상품에 투자하는 경향도 높은 것으로 나타난다. 한편, 금융시장과 상품에 대한 정보를 얻기 위해 어떤 자료도 활용하지 않는 투자자, 즉 도박성향이 높은 투자자도 과잉확신이 높은 투자자와 동일하게 파생결합증권에 투자하는 경향이 높은 것으로 관찰된다.

앞서 검토한 Chesney et al.(2019)도 과잉확신 수준이 파생결합증권 가치의 과대평가에 미치는 영향에 대한 분석을 시도하였다. 응답자의 과잉확신 수준이 높을수록 과대평가 정도가 크고, 기초자산이 1개인 경우보다 기초자산이 2개인 경우 과잉확신이 과대평가에 미치는 영향이 현저한 것으로 나타난다. 보다 복잡한 상품에 대한 투자의사결정을 내릴 때 행태적 편의가 강하게 작동하는 것으로 이해할 수 있다.

4) 대표성 편의

대표성 편의(representativeness bias)는 한 가지 특성이 전체 특성을 대표한다고 간주하는 경향을 의미한다. 예를 들어, 특정한 자산의 미래수익률을 예측한다고 할 때 미래수익률에 영향을 주는 다양한 요인들을 고려하기 보다는 과거수익률을 단순히 외삽(extrapolation)하여 예측하는 식이다. 예측을 위한 정보처리를 단순화하는 과정에서 가장 눈에 띄는 정보인 과거수익률에 의존하기 때문에 나타나는 현상이다.

Shin(2019)은 2001년부터 2016년까지 미국시장에서 발행된 7만개 이상의 파생결합증권 자료를 분석하여, 유사한 상품의 과거 수익률이 높을수록 판매량이

증가하는 것을 확인하였다. 또한 이 현상은 복잡한 상품일수록 더 뚜렷한 것으로 나타났다. 반면 새로 발행된 파생결합증권의 수익률은 유사한 상품의 과거 수익률과 상관관계가 없는 것으로 확인되었다. 즉 투자자들은 과거의 수익률이 미래의 수익률과 관련이 없음에도 불구하고, 과거의 수익률이 높다는 이유로 투자의사결정을 내리고 있다는 의미이다.

Bergstresser(2008)도 1995년부터 2008년까지 전 세계에서 발행된 약 100만개의 파생결합증권을 분석하여, 기초자산의 최근 성과가 좋을수록 파생결합증권의 발행이 증가한다는 결과를 보고하고 있다. 기초자산 성과를 추종하는 투자행태는 대표성 편이의 존재를 시사하며 Shin(2019)의 결과와 일관된 결과다.

파생결합증권 투자의사결정 과정에서 나타나는 대표성 편이를 간접적으로 보여주는 연구도 있다. Szymanowska et al.(2009)은 네덜란드의 역전환 사채형 파생결합증권의 공정가치 대비 과대평가를 측정하고 결정요인을 분석하였는데, 기초자산의 최근 성과가 좋을수록 파생결합증권의 과대평가가 증가하는 것을 확인하였다. 투자자가 기초자산의 최근 성과를 근거로 파생결합증권의 기대성과를 평가하고, 이로 인해 파생결합증권의 과대평가를 수용한다고 설명하고 있다.

5) 친숙성 편향

친숙성 편향(familiarity bias)은 여러 가지 선택지 중에 더 우월한 대안이 있음에도 익숙한 것을 선택하는 경향을 의미한다. 이 역시 의사결정과정을 단순화하는 과정에서 비교와 분석을 생략하고 경험과 기억에 의존하기 때문에 나타나는 현상이다. 국제적인 분산투자가 바람직함에도 자국의 자산에 투자가 집중되는 모국투자편향(home bias)이 친숙성 편향의 대표적인 예다.

Entrop et al.(2016)은 Euwax(European Warrant Exchange)에 상장된 파생결합증권(discount certificate)의 2004년부터 2008년까지 거래자료를 바탕으로 투자의사결정의 영향요인을 분석하였다. 분석결과, 투자자들은 투자의사결정에 있어 친숙성을 주요 기준으로 삼는 것으로 나타났다. 과거에

투자했던 상품이나 과거에 투자했던 발행회사의 상품에 다시 투자하는 경향이 뚜렷하며, 보다 유리한 상품을 선택할 기회를 포기함으로써 투자성과를 하락시키는 요인이 되는 것으로 분석되고 있다.

4. 파생결합증권 설계·판매와 행태적 편의

금융기관이 단순히 위험-수익 특성에 대한 투자자들의 다양한 수요를 충족시키기 위해 금융투자상품을 제조하고 판매하는 것은 아니다. 투자위험에 상응하는 수익률을 제공하는 금융투자상품의 경제적 본질만을 고려한다면 새로운 금융투자상품의 지속적인 등장을 충분히 설명하기 어렵다. 수익극대화를 추구하는 금융기관의 관점에서는, 투자자의 수요를 충족하는 동시에 투자자에 대한 협상력, 경쟁자에 대한 비교우위를 확보할 수 있을 때 새로운 금융투자상품을 제공할 유인이 존재한다.

파생결합증권 수익구조의 복잡성은 이러한 금융회사의 유인이 반영된 결과물로 이해할 수 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 투자자, 특히 개인투자자는 다양한 행태적 편의를 갖는다. 확실한 손실을 회피하거나 심리계정을 설정하고 투자 의사결정을 내린다. 과거 수익률이 앞으로도 지속될 것으로 믿거나, 자신의 의사결정을 과신하거나, 또는 친숙함이나 눈에 띄는 특징에 의존한다. 이러한 행태적 편의는 많은 경우 금융투자상품에 대한 경험과 이해도가 낮은 투자자가 금융투자상품의 복잡성에 대응하여 의사결정 과정을 단순화하는 것과 관련이 있다. 금융투자상품의 복잡성이 투자자의 행태적 편의를 유발하고, 투자자의 행태적 편의가 기대이익의 과대평가 혹은 투자위험의 과소평가로 이어진다면 해당 상품에 대한 과잉투자, 발행가격의 과대평가가 가능해지는 것이다. 요컨대 파생결합증권의 복잡성은 수익극대화를 위한 금융기관의 전략적 선택으로 이해할 수 있다 (Gabaix & Laibson, 2006; Carlin, 2009).

파생결합증권의 수익구조가 복잡할수록, 투자위험이 높을수록, 또는 쿠폰 수익률이 높을수록 발행가격의 과대평가가 크다는 결과는 다수의 연구에서 실증적으로 확인된다(Célérier & Vallée, 2017; Wallmeier & Dithelm, 2009; Jørgensen et al., 2011; Pereira da Silva & Silva, 2013; Vokata, 2018; Chesney et al., 2019; Szymanowska et al., 2009; Liu & Choi, 2013; Ammann et al., 2017). 또한 복잡한 상품일수록 과거성과에 따라 판매량이 증가하는 외삽 현상이 현저한 것으로 나타난다(Shin, 2019). 파생결합증권의 실현수익률이 위험조정 기대수익률이나 무위험이자율에 미치지 못한다는 연구결과를 고려할 때(ESMA, 2013; Deng et al., 2015; Célérier & Vallée, 2017; Vokata, 2018; Shin, 2019) 파생결합증권의 과대평가는 과도하며 구조화 서비스에 대한 보상이나 헤지비용 등으로 정당화되기 어렵다. 결국 높은 쿠폰수익률이나 과거성과에 대한 의존, 기초자산 상관관계 위험에 대한 평가오류와 같은 투자자의 행태적 편의를 고려하지 않고는 복잡한 파생결합증권에 대한 투자수요를 설명할 수 없으며 파생결합증권의 복잡성은 금융회사의 전략적 선택일 가능성을 배제할 수 없다.

금융회사는 파생결합증권의 수익구조뿐만 아니라 발행시점도 전략적으로 선택하는 것으로 나타난다. 기초자산의 최근 수익률이 높을수록 또는 거래량이 많을수록 파생결합증권의 발행이 증가하는 것으로 관찰되는데(Bergstresser, 2008; Henderson & Pearson, 2011; Albuquerque et al., 2015), 이는 파생결합증권의 발행시점 선택이 투자자의 대표성 편이나 주목성(attention)를 고려하고 있다는 것을 시사한다.

발행회사가 투자자에 대한 정보우위를 활용하여 발행가격을 과대평가한다는 연구도 존재한다. Ammann et al.(2017)은 파생결합증권 기초자산의 내재변동성(implied volatility)이 역사적 변동성(historical volatility)보다 높을수록 발행가격 과대평가가 크다는 결과를 제시하고 있다. 분석대상 상품은 내재변동성이 높을수록 파생결합증권의 가치가 낮아지는 특성을 갖는데 내재변동성에 대한 정보를 확보할 수 없는 투자자는 역사적 변동성을 기준으로 파생결합증권의 가치를 평가하기 때문에 발행가격의

과대평가를 수용하게 된다는 것이다. 이 현상은 소매투자자 비중이 큰 상품에서 뚜렷하게 나타나며 발행회사는 내재변동성과 역사적 변동성의 차이가 큰 기초자산을 선택한다는 결과도 제시되고 있다.²²⁾

파생결합증권의 판매과정에서도 투자자의 행태적 편익과 부족한 이해도를 기회주의적으로 활용하는 행태가 실증적으로 관찰된다. Egan(2019)은 2008년부터 2012년까지 미국에서 발행된 1년 만기 역전환사채의 소매판매 자료를 통해, 다른 조건이 동일하다면 투자자는 판매회사의 수수료²³⁾가 높은 상품에 투자하기 쉽고 이러한 상품은 투자성고가 저조하다는 분석결과를 제시하고 있다. 정보비대칭이 존재하는 상황에서 판매회사의 수익극대화 유인은 투자자의 이익을 침해한다는 결과다. Célérier & Vallée(2017)는 2002년부터 2010년까지 유럽 16개국에서 발행된 약 55,000개의 파생결합증권의 소매판매 자료를 분석하여 금융이해도가 상대적으로 낮은 저소득층을 주 고객으로 둔 은행(savings bank) 또는 위험도가 높은 은행일수록 복잡성이 높은 상품을 판매하는 경향이 높다는 것을 발견하였다.

Célérier & Vallée(2017)는 파생결합증권의 쿠폰수익률을 강조하고 긍정적인 인상을 형성하려는 상품명 결정 관행을 지적하고 있으며, Bernard et al.(2011)은 파생결합증권 투자설명서(prospectus)에 포함된 투자성과 시나리오를 분석하여 과도하게 낙관적인 시나리오가 포함되어 있음을 확인하였다. Bergstresser(2008)와 Szymanowska et al.(2009)은 특정 금융기관이 발행한 파생결합증권에서 발행가격의 과대평가가 높게 나타난다는 결과를 제시하고 있는데, Szymanowska et al.(2009)은 해당 금융기관의

22) 이 연구에서는 기대배당(expected dividend)이 역사적 배당(historical dividend)보다 클수록 발행가격 과대평가가 크다는 결과도 제시하고 있다. 분석대상 상품은 기초자산 매수포지션을 포함하고 있으나 배당을 받을 수 없으므로 기대배당이 클수록 가치가 낮아지는 특성을 갖는다. 기대배당에 대한 정보를 확보할 수 없는 투자자는 역사적 배당에 근거하여 증권의 가치를 평가하기 때문에 발행가격의 과대평가를 수용하게 된다는 것이다.

23) 판매회사는 발행회사로부터 수수료를 수취하므로 투자자는 수수료의 크기에 무차별하다.

마케팅 전략과 관련이 있을 것으로 추정하고 있다.

한편, 금융기관은 투자자의 행태적 편의로부터 이익을 극대화할 수 있으나, 금융기관 간 경쟁, 명성위험, 소송위험을 고려한다면 지속가능한 전략이 되기는 어렵다. 상품의 복잡성을 증가시켜 지속적인 비교우위를 추구한다면 여기에는 운영위험, 건전성위험이 따른다. 파생결합증권의 복잡성은 점차 높아지고 있음에도 불구하고, 발행가격의 과대평가가 감소하고 있다는 실증분석 결과도 제시되고 있는데(Shin, 2019; Jørgensen et al., 2011), 금융기관 사이의 경쟁강화, 상품투명성과 비교가능성에 대한 규제강화의 영향으로 보인다. 미국시장에 비해 유럽시장에서 파생결합증권의 과대평가가 작게 나타나는 것도 같은 이유로 설명할 수 있다(Vokata, 2018).

5. 파생결합증권 투자자보호

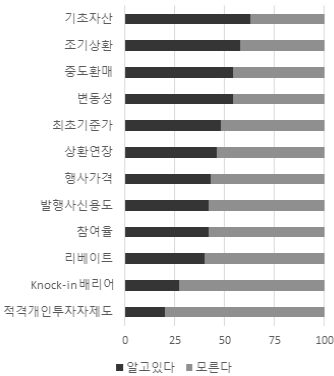
가. 파생결합증권 투자자보호의 필요성

파생결합증권 투자자보호의 중요성이 보다 강조될 필요가 있는 이유는 크게 세 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 파생결합증권에 대한 국내 투자자의 이해도가 낮고 투자 의사결정에 있어 외부요인의 영향이 크다는 것이다. 박주현·차경욱(2017)의 ELS 투자자의 ELS 이해도 조사에 따르면, ELS와 관련된 12가지 주요 개념에 대해 알고 있다고 응답한 비율은 평균 45% 수준에 불과한 것으로 나타났다. 기초자산, 조기상환, 증도환매와 같은 기초적인 개념을 모른다고 응답한 비율이 각각 37%, 42%, 46%에 이르며, 낙인 배리어의 개념을 모른다고 응답한 비율은 73%에 달한다(<그림 III-11>). 또한 한국금융투자자보호재단의 설문조사²⁴⁾에 따르면 파생결합

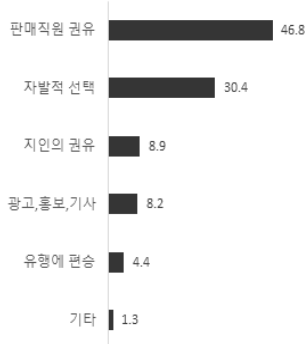
24) 한국금융투자자보호재단 보도자료(2020. 1. 30)

증권 투자계기로 판매직원의 권유를 꼽은 비율이 46.8%, 광고·홍보·신문 기사, 주위사람의 권유, 유행에 편승 등을 꼽은 비율이 21.5%로 나타난다. 자발적 선택이라고 응답한 비율은 30.4%에 불과하다(그림 III-12)». 즉, 국내 투자자들은 파생결합증권에 대한 기본개념을 숙지하지 못한 상황에서 외부적 요인에 의존하여 투자하고 있는 상황으로, 상품특성에 대한 이해를 바탕으로 투자여건과 투자목적에 부합하는 파생결합증권에 투자하기보다는 금융기관의 이익에 기여하는 파생결합증권에 투자하게 될 가능성이 높음을 시사한다.

<그림 III-11>
ELS 투자자의 ELS 주요개념 해도
 (단위:%)



<그림 III-12>
파생결합증권 투자계기
 (단위:%)



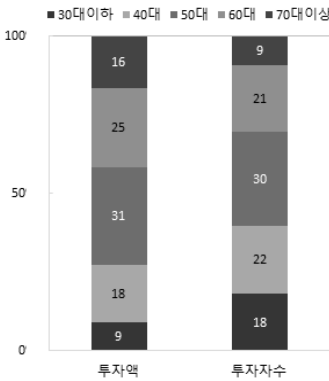
자료: 금융감독원(2018), 박주현·차경옥(2017), 한국투자자보호재단(2020. 1. 30),

둘째, 파생결합증권 투자자에서 고령투자자의 비중이 높다는 점이다. 금융감독원²⁵⁾의 통계에 따르면 60대 이상 투자자의 파생결합증권 투자액 비중은 41%, 투자자수 비중은 30%에 이른다. 투자자수 비중에 비해 투자액

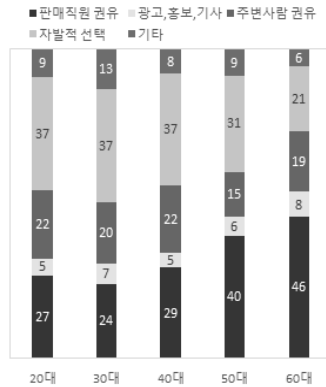
25) 금융감독원 보도자료(2018. 12. 18)

비중이 높은 만큼 1인당 투자규모도 다른 연령대에 비해 크다. 고령투자자는 투자의사결정에 있어 자발적 선택보다는 판매직원의 권유에 더 많은 영향을 받는 것으로 나타난다. 한국금융투자자보호재단의 펀드 투자자 조사에 따르면, 자발적 선택으로 펀드에 투자했다고 응답한 비율은 20-40대의 경우 37%인데 비해, 50대는 31%, 60대는 21%에 불과하다. 반면, 판매직원 권유로 펀드에 투자했다고 응답한 비율은 30대 24%에서 연령대가 높아질수록 증가하여 60대에서는 46%로 나타난다. 펀드 투자자를 대상으로 조사한 결과이나 파생결합증권 투자자를 대상으로 조사하더라도 결과에 큰 차이는 없을 것으로 보인다. 파생결합증권과 연관된 투자자보호 문제가 발생할 경우 그 피해는 근로소득 비중이 낮은 고령자에 집중될 수 있다는 것을 의미한다.

<그림 III-13>
파생결합증권 투자자 연령대별 구성
(단위:%)



<그림 III-14>
펀드 투자자 연령대별 투자동기
(단위:%)



자료: 한국투자자보호재단(2019)

셋째, 국내 파생결합증권의 복잡성이 증가하고 있다는 점이다. 앞서 살펴본 바와 같이, 원금비보장형 상품에서 기초자산의 수와 상환조건의 수가 점차

증가하고 있으며, 해외 기초자산을 사용하는 비중 역시 점차 높아지고 있다. 파생결합증권의 상품특성에 대한 이해는 매우 높은 수준의 지식을 요구하므로, 파생결합증권이 복잡할수록 투자자의 자발적 판단보다는 판매자의 권유, 과거의 성과, 근거 없는 확신, 또는 쿠폰수익률과 같은 눈에 띄는 특성에 의존한 행태적 투자의사결정을 내리기 쉽다. 고령투자자의 비중이 높을 때 파생결합증권 복잡성이 야기하는 문제는 더 크다.

이와 같이 파생결합증권 투자자보호 강화의 필요성이 점증하는 상황에서 요구되는 투자자보호정책은 무엇인가. 주요국의 파생결합증권 투자자보호 수단을 종합해 보면, 투자자 적합성 강화, 상품이해도 제고, 상품 제조 및 판매에 대한 개입, 상장상품화, 이해상충 해소 등 다섯 가지로 정리할 수 있다. 각각에 대한 구체적인 내용을 살펴보자.

나. 파생결합증권 투자자보호: 투자자 적합성

파생결합증권 투자자보호 수준을 제고하기 위해 활용되고 있는 첫 번째 수단은 투자자 적합성(suitability) 평가 강화다. 투자자 적합성 평가는 금융투자상품 전반에 공통적으로 적용되는 투자자보호 수단으로 설명의무와 함께 금융투자상품 불완전판매 방지 규정의 중요한 축을 이룬다. 금융투자상품을 추천하는 금융기관이 투자자의 연령, 투자경험, 위험회피도, 소득·부채·투자 상황, 투자 필요성과 목적, 투자기간 등을 종합적으로 고려하여 적합성을 평가하고, 금융상품과 금융시장에 대한 이해도가 낮고 투자경험이 적은 투자자, 부채가 많은 투자자, 안전자산을 선호하는 투자자에게 위험도가 높은 상품에 대한 투자를 권유하지 않도록 제한하는 것이다.

파생결합증권 투자자에 대한 적합성 평가는 다양한 투자자 요인을 객관화하여 환기시켜 줌으로써 무분별한 투자를 제한할 수 있다. Chang et al.(2015)의 분석에 따르면 파생결합증권 투자과정에서 적합성 평가를 거치지 않을 경우 투자비중이 증가하고, 그 영향은 투자규모가 작거나 투자자의 금융이해도가 낮을 때 더 뚜렷한 것으로 나타난다. 이 결과는 적합성 평가가

파생결합증권의 투자위험을 과소평가 혹은 간과하는 투자자의 편의를 제거하는 효과를 가짐을 시사한다.

IOSCO는 2013년 복잡한 금융상품을 판매할 때 준수해야 할 9가지 원칙을 담은 보고서를 발표한 바 있다. 여기에 포함된 투자자 적합성 관련 원칙에 따르면, 금융회사는 상품의 복잡성과 위험도를 고려하여 일반투자자와 전문투자자를 구분하는 기준과 절차를 마련하여 적용해야 한다. 여기서 핵심은 고객이 금융상품의 위험을 이해하고 독립적으로 투자결정을 내릴 수 있는 능력을 갖추었는지를 파악하는 것이므로, 투자자의 특성과 거래의 성격을 함께 고려해야 하며 전문성을 갖춘 기관투자자라고 해서 적합한 투자자로 임의로 분류해서는 안된다고 강조하고 있다.

미국의 경우, 파생결합증권, 레버리지·인버스 ETF, 비상장 REITs(Real Estate Investment Trust), 변동성을 기초자산으로 하는 상장상품 등을 복잡금융상품(complex products)으로 규정하고 강화된 적합성 요건을 적용하도록 한다. 복잡금융상품, 특히 파생상품이 내재된 금융투자상품을 추천하는 금융기관은 옵션 거래계좌 개설에 요구되는 수준의 적합성 요건을 적용하도록 권고된다(FINRA Regulatory Notice 12-3). 통상적으로 옵션 거래계좌를 개설하려는 투자자는 적합성 평가에 필요한 정보를 제공하고 평가를 통과해야 하며, 일정수준의 투자경험을 보유하거나 투자지식에 대한 테스트를 거쳐야 한다. 또한 옵션거래전략을 위험도에 따라 4-5단계로 구분하고 위험도가 낮은 거래전략부터 단계적으로 허용된다.

홍콩은 2019년 복잡금융상품에 대한 적합성 원칙을 강화하였다. 복잡 금융상품에 대한 투자의 권유나 추천을 하는 경우 투자자 적합성을 평가하도록 되어 있었으나, 복잡금융상품의 모든 거래에 대해 투자자 적합성을 평가하도록 적용 조건을 확대하였다. 이로써 판매사/중개인이 복잡금융상품의 거래를 단순히 집행(execution-only)하는 경우라도 투자자 적합성을 평가하고 상품에 대한 주요정보를 제공하며 투자위험성을 경고해야 할 의무를 갖는다.

한편, 벨기에는 2011년 복잡한 금융상품²⁶⁾은 소매투자자에게 적합하지

않다는 판단 아래 판매회사가 이들 상품에 대한 소매판매를 자발적으로 중단하도록 하였으며, 노르웨이는 2008년 파생결합증권의 판매를 전문적인 투자자로 제한하였다.

다. 파생결합증권 투자자보호: 상품이해도

파생결합증권 투자자보호를 위한 두 번째 수단은 상품이해도 제도다. 파생결합증권의 구조와 특성에 대한 정보를 이해하기 쉽고 비교가능한 형태로 제공함으로써 투자 의사결정의 왜곡과 금융기관의 남용적 행위로부터 투자자를 보호하고자 하는 것이 목표다.

상품이해도와 관련된 대표적인 규정으로 2018년 도입된 EU의 PRIIPs(Packaged Retail and Insurance-based Investment Products)에 대한 KID(Key Information Document) 제공의무를 들 수 있다. PRIIPs는 상환액이 참조가치나 기초자산의 성과에 연동되는 금융투자상품 또는 시장상황에 직간접적으로 연동되어 상환액이 결정되는 보험기반 투자상품을 의미하며, 파생결합증권, 장내외 파생상품 등이 여기에 해당된다. PRIIPs 제조회사는 상품의 핵심특성을 소개하는 A4 기준 최대 3페이지의 KID를 마련하여 게시하고, 자문인 또는 판매자는 이를 투자자에게 제공해야 할 의무를 갖는다. KID에는 상품명과 제조자, 적합한 투자자 유형, 위험-수익 특성, 투자비용, 민원제기 방법에 대한 정보가 반드시 포함되어야 하며, 위험-수익 특성에는 위험지표, 최대손실, 성과 시나리오에 대한 내용이 포함되어야 한다. 아울러 KID는 투자경험이 전혀 없는 투자자도 이해할 수 있어야 하고, 상품 간 비교가 가능하도록 표준화된 방식으로 작성되어야 한다. 정보제공의 확대를 통해 상품이해도를 제고한다는 전통적인 시각에서 벗어나, 의사결정에 핵심적인

26) 복잡한 금융상품은 다음의 기준에 따라 분류한다.

- ① 기초자산의 가치에 대한 접근과 관찰이 어려운 경우
- ② 투자전략이 복잡한 경우
- ③ 수익구조가 복잡한 경우
- ④ 신용위험과 시장가치에 대한 투명성이 낮은 경우

정보를 선별하여 이해하기 쉽고, 눈에 띄며, 인지적 편향을 바로잡을 수 있는 방식으로 제공하고자 하는 것이 핵심이다. 이를 위해 유럽집행위원회와 규제당국은 KID 이해도에 대한 소비자 서베이 및 테스트를 진행하여 그 결과를 KID의 내용과 정보제공 형식의 개선에 반영하고 있다.²⁷⁾ 한편, 홍콩의 핵심투자설명서(Product Key Fact), 한국의 핵심설명서도 KID와 동일한 목적으로 도입되어 있다.

상품이해도를 제고하기 위한 또 다른 주요 수단으로 과생결합증권에 대한 위험등급체계를 들 수 있다. 위험등급은 과생결합증권의 위험-수익 특성에 대한 단순하고 객관적인 지표를 제공함으로써 투자자의 직관적인 이해를 돕고 상품 간 비교가능성을 제고할 수 있다. 또한 투자자 적합성 평가를 위한 하나의 기준으로도 활용된다. EU에서는 KID에 7등급으로 구분한 위험지표(risk indicator)를 포함하도록 하고 있으며, 독일, 스위스, 한국 등에서도 유사한 방식의 위험등급체계를 도입하여 활용하고 있다. 다만, 평가모형과 모수의 선택에 따라 다른 등급이 산정될 수 있고 동일한 등급의 상품이라도 다양한 수익률 분포가 존재할 수 있기 때문에, 현재의 체계에서는 과생결합증권 위험-수익 특성의 복잡성에 대한 정보를 제공하기에는 한계가 있다는 지적이 제기되고 있다(Cao & Rieger, 2013).

투자자의 행태적 편의와 관련하여, 과생결합증권에 대해 어떤 정보를 어떤 방식으로 제공해야 하느냐에 대한 논의는 조금 더 주목할 필요가 있다. 투자 의사결정이 정보의 유형과 제공방식에 영향을 받는다고 할 때 복잡성이 높아 행태적 편의에 취약한 금융상품일수록 정보의 선택과 제공형식에 대해 보다 정교한 설계가 요구되기 때문이다. Rieger(2012)는 배리어 구조를 활용하는 과생결합증권에 대한 투자자의 행태적 편의를 개선하기 위해서는 배리어를 하회할 확률을 투자자에게 제공할 필요가 있다고 주장하고 있으며, Anic & Wallmeier(2019)는 실험을 통해 단순히 수익구조 다이어그램을 제공하는 현재의 정보제공 방식에서 벗어나 투자성과의 확률적

27) KID에 대한 소비자 서비스 및 테스트는 2015년과 2019년 두 차례 진행되었다.

분포와 위험조정 비교 포트폴리오를 함께 제공할 때 파생결합증권의 위험-수익 특성에 대한 이해도가 제고되고 투자자의사결정이 개선됨을 보여주었다. Hunt et al.(2015)은 기초자산 가격 시나리오별 예상성과 정보보다는 이론모형에 근거한 예상수익률의 확률분포 정보가 투자자의 파생결합증권 성과예측의 정확성을 높이는데 유리하다는 실험결과를 제시하고 있다.

라. 파생결합증권 투자자보호: 상품개입

세 번째 투자자보호 강화수단은 상품개입(product intervention)이다. 영국 FCA(Financial Conduct Authority)는 2012년 투자자보호, 경쟁환경 조성, 시장 신뢰성 확보의 측면에서 필요하다고 인정되는 경우, 금융상품의 제조, 판매에 사전적, 사후적으로 개입(intervention)할 수 있도록 하는 규정을 도입하였다. 상품의 복잡성이 증가함에 따라 투자자의 행태적 편익을 이를 활용하려는 금융기관의 착취적 시도가 발생하기 쉽다고 할 때, 설명의무나 공시규제와 같은 전통적인 투자자보호 수단만으로는 투자자보호가 충분히 달성되기 어렵고 상품의 설계와 마케팅에 대해서도 보다 적극적인 개입이 필요하다는 것이 도입의 배경이다.

이 규정에 따르면 규제당국은 특정한 상품특성의 포함·제외·변경, 판촉자료의 수정, 상품의 판매·마케팅의 제한, 특정 투자자 또는 모든 투자자에 대한 판매·마케팅의 금지를 명령할 수 있다. 특히, 신속한 조치가 필요한 경우 공청회와 같은 의견수렴 절차 없이 사전적으로 개입할 수 있고, 위법행위가 확인되지 않은 사안에 대해서도 발동할 수 있다는 점에서 예방적이고 또한 강력한 규제수단으로 평가된다.

영국의 상품개입 규정은 2018년 MiFID II/MiFIR를 통해 모든 EU 회원국으로 확대되었으며, 호주도 동일한 규정을 2019년 도입하였다. EU의 MiFIR 관련 규정에 따르면 상품개입 결정에 있어, 상품 복잡성, 상품의 혁신 수준, 상품의 레버리지, 투자자 유형 등을 고려하도록 되어 있으며, 호주 ASIC(Australian Securities and Investments Commission)의 상품

개입권한 관련 Regulatory Guide에서도 상품개입 여부를 결정하기 위해 상품의 복잡성과 불투명성, 투자자의 혼동 또는 오해 가능성을 고려한다고 밝히고 있다. 즉 파생결합증권과 같은 복잡한 금융상품이 주요 개입 대상임을 분명히 하고 있다.²⁸⁾

홍콩은 Lehman minibond 사태를 계기로 2011년 비전문 투자자에 대한 비상장 구조화상품의 제공 및 이와 관련된 광고, 권유, 서류에 대해 SFC(Securities and Futures Commission)의 사전 승인(authorization)을 받도록 하는 규정을 도입하였다. 승인을 위해서는 발행회사의 자격과 의무, 보증인(guarantor)의 자격, 서류와 광고, 상품구조에 대한 요구사항을 충족해야 한다. 이는 규제권한의 행사방식에서 상품개입과 차이가 있으나 금융상품의 제조·판매에 대한 규제당국의 보다 적극적인 개입을 의미한다는 점에서는 유사하다.

2014년 영국 FCA는 이 규정에 근거하여 조건부자본증권(contingent convertible bond)의 소매투자자에 대한 판매를 1년간 중지한 바 있다. 해당 증권은 발행 금융회사의 자기자본비율이 일정수준 이하로 떨어지면 채권에서 주식으로 전환되는 구조로, 주식으로 전환될 경우 투자위험이 증가하기 때문에 채권에 비해 금리가 높다. 금융기관의 입장에서는 위기시 재무 건전성 제고에 도움이 되고 투자자 입장에서는 고금리를 제공하는 상품이기 때문에 발행규모가 빠르게 증가하는 상황이었다. FCA는 조건부 자본증권이 소매투자자의 투자수요를 충족하기 위해 설계된 것이 아니고, 발행 금융기관의 자기자본 수준의 변화에 불투명성이 존재하며, 수익구조가 복잡하고 투자위험이 높으므로 일반투자자에게 적합하지 않다고 판단하고 판매중단 조치를 취하였다.

금융상품에 대한 상품개입은 식품·의약품 등의 분야에서 활용되어 온 규제방식을 원용한 것이다. 식품·의약품의 독성이나 위험성에 대한 평가는 객관성을 확보할 수 있고 이에 따라 규제의 정당성을 확보할 수 있으나, 금융상품에 대해서는 독성이나 위험성에 준하는 개념을 설정하기 어렵고 설정하더라도 객관성에 대한 의문이 존재한다. 이러한 우려에 대해, 영국은

28) 물론 단순한 금융상품이 대상에서 제외되는 것은 아니다.

상품개입의 효력을 12개월로 제한하고 상품개입 조치의 내용과 근거를 공개하고 있으며, 호주도 조치근거의 공개와 함께 발동 이전에 반드시 이해관계자의 의견을 수렴하는 절차를 거치도록 하고 있다. EU에서는 상품개입 조치 후 적어도 3개월마다 재검토하며 재검토 후 갱신결정이 이루어지지 않을 경우 조치가 해제되는 것으로 규정하고 있다.

마. 파생결합증권 투자자보호: 상장상품화

네 번째 파생결합증권 투자자보호 수단은 상장상품화이다. 파생결합증권의 상장이 갖는 의미는 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 파생결합증권이 단순화·표준화되고 비교가능성이 제고된다. 정규거래소에서는 상장상품의 효율적 관리와 유동성 제고를 위해 상품을 단순화·표준화할 필요성이 크다. 복잡한 수익구조보다는 직관적이고 유형화된 수익구조로 수렴할 가능성이 높으며 일관된 거래방식과 표준화된 정보 및 용어가 활용된다. 따라서 상품에 대한 이해도와 상품 간 비교가능성이 제고될 수 있으며 보다 정보에 근거한 투자사결정을 기대할 수 있다. 둘째, 가격의 발견이다. 경쟁매매를 통해 시장가격이 형성되거나 시장조성자에 의해 공정가치에 근거한 호가가 제시되므로, 투자자는 파생결합증권의 가격을 쉽게 파악하고 시장상황 변화에 따라 포트폴리오를 신속하게 조정할 수 있다. 또한 상장상품의 거래수수료와 호가스프레드는 통상 비상장상품의 환매수수료보다 낮기 때문에 거래비용이 절감된다. 셋째, 시장지변이 확대된다. 정규거래소를 통하여 투자자는 다양한 상품에 접근할 수 있으며 발행회사는 넓은 투자자 기반을 활용할 기회를 얻을 수 있다. 정규거래소에 집약되는 상품정보, 공시정보, 거래정보, 가격정보를 파생결합증권시장에 대한 평가 및 분석에 활용할 수 있으며, 정규거래소의 정교한 규제체계는 거래의 안정성과 상품의 신뢰성을 부여한다.

파생결합증권의 상장은 유럽지역에서 가장 활성화되어 있다. EUSIPA (European Structured Investment Products Association)의 2019년

통계에 따르면 유럽 8개국의 상장 파생결합증권은 180만개에 이르며 연간 거래대금은 1,095억유로(약 140조원)에 달한다(<표 III-3> 참조). 유럽시장 전체의 파생결합증권 발행규모는 꾸준히 감소하고 있음에도 상장상품 수는 2012년 이후 매년 약 9%의 성장률을 보이고 있다. 이는 유럽 주요거래소의 파생결합증권 상장수수료가 최대 400유로 수준으로 매우 저렴하고 신청 당일 상장할 수 있을 정도로 상장절차가 간소하기 때문으로 평가된다.

<표 III-3> 유럽 상장 파생결합증권 현황

(단위: 백만유로, 상품 수)

	발행금액(백만유로)	거래대금(백만유로)	상장상품 수
오스트리아	14,900	709	7,622
벨기에	15,578	3,400	2,360
프랑스	n/a	4,294	52,161
독일	65,556	36,243	1,657,305
이탈리아	n/a	29,748	11,717
네덜란드	n/a	4,654	24,151
스웨덴	n/a	14,345	16,247
스위스	184,215	16,140	41,546
전체	280,249	109,533	1,813,109

자료: EUSIPA. 발행금액과 상장상품 수는 2019년 4분기 기준, 거래대금은 2019년 연간 기준

바. 파생결합증권 투자자보호: 이해상충 해소

파생결합증권의 판매자가 판매과정에서 투자자의 행태적 편의를 유발하거나 묵과할 가능성은 근본적으로 판매자의 수익 혹은 보상체계가 투자자의 투자성과보다는 판매성과에 연동되어 있다는 것과 밀접한 연관이 있다. 금융상품 소비자와 판매자 사이의 이해상충 문제는 파생결합증권뿐만 아니라 금융상품 전반에서 오랫동안 지적되어 온 사안으로, 이해상충에 따른 소비자의 피해를 줄이기 위해 금융상품 판매 수수료 체계에 대한 규제는 지속적으로 강화되어 왔다. 판매에 대한 수수료(commission)는 자문료 방식으로 전환되고 있으며 비용구조에 대한 공시가 강화되는 추세이다.

영국에서는 2012년 말 소매투자자문에 있어 상품제공자(product provider)로부터 수수료를 받을 수 없도록 한 바 있으며, EU는 2018년 발효된 MiFID II를 통해 금융투자업자가 포트폴리오 관리 또는 독립적인 투자자문업무를 수행하는 경우 원칙적으로 고객 이외의 자에게 수수료를 수취할 수 없도록 하고 있다. 호주, 남아프리카 공화국도 유사한 규제를 채택하고 있다. 홍콩과 싱가포르의 수수료를 직접적으로 규제하는 대신 수수료 구조의 투명성을 강화하고 잠재적인 이해상충에 대한 공시를 의무화하는 방식을 채택하고 있다.

파생결합증권의 발행가액이 공정가치 대비 과대평가되어 있다는 다수의 실증연구 결과는 숨겨진 비용의 존재를 강하게 시사한다. 파생결합증권과 같이 복잡한 금융상품에서 명시적으로 공개된 수수료 이외에 추가적인 비용이 발생가격에 내재되어 있다면 일반적인 투자자가 이를 파악하기는 사실상 불가능하다. 구조와 여기서 비롯된 비용구조의 불투명성은 파생결합증권이 더 큰 이해상충 문제에 노출되어 있음을 의미한다.

이에 대한 규제적 대응으로 일부 국가에서는 파생결합증권의 공정가치를 산정하여 공개하도록 하고 있다. 미국 SEC는 2013년부터 소매구조화상품의 추정 공정가치를 투자설명서에 명시하도록 하였으며²⁹⁾, 독일은 2014년부터 자율규제 형식으로 추정 공정가치를 공개하고 있다. 2018년부터 적용되고

있는 유럽의 PRIIPs 규정에는 파생결합증권 등 PRIIPs 상품에 대해 공개되어야 하는 비용의 산출방식이 제시되어 있는데, 총비용은 일회성 비용(one-off costs), 유지비용(ongoing costs), 우발비용(incidental costs)로 구분되며 그 합계는 발행가격(offer price)과 공정가치의 차이와 동일하다. 즉 투자자가 지불하는 비용의 세부내역을 공개함으로써 공정가치에 대한 정보를 제공하고 있다. 다만 공정가치의 평가는 평가모형에 따라, 평가에 활용한 모수의 가정에 따라 평가결과가 달라질 수 있고, 평가방법에 대한 구체적인 정보를 제공하는 것에도 한계가 있기 때문에 공정가치 정보제공의 실효성이 제한적이라는 비판이 존재한다.

6. 요약 및 정책적 시사점

파생결합증권에 대한 투자자의사결정 과정에서 행태적 편이가 나타나는 근본 원인은 상품의 복잡성이다. 수익구조가 복잡하고 위험-수익 특성을 파악하기 어렵기 때문에 의사결정과정을 단순화하고자 하는 투자자는 판매성이나 과거수익률에 의존한다. 높은 쿠폰수익률에 현혹되거나, 투자위험을 간과하거나, 익숙한 발행회사가 발행한 상품이나 익숙한 자산을 기초자산으로 이용하는 상품이 안전할 것이라 믿는다. 스스로의 투자결정에 지나친 확신을 갖기도 한다. 파생결합증권 발행회사와 판매회사는 수익극대화를 위해 투자자의 행태적 편이를 반영하여 수익구조를 설계하고 행태적 편이를 유발하는 마케팅 전략을 수립할 유인을 갖는다. 행태적 편이에 의해 발생하는 과잉수요가 파생결합증권의 과대평가로 이어진다면 이는 투자자의 투자성과 하락으로 귀결될 수밖에 없다. 투자자의 고령화가 진전될수록, 파생결합증권의 복잡성이 증가할수록 파생결합증권에 대한 행태적 투자자의사결정 문제는 부각될 가능성이 높다.

29) 적격투자자(qualified investor)를 대상으로 하는 미등록상품(non-registered products)에 대해서는 적용되지 않는다.

물론 파생결합증권은 전통적인 자산으로 구현할 수 없는 위험-수익 특성을 제공하며 저금리 기조에서 수익률 제고 수요를 충족시켜주는 투자상품으로서 의의가 있다. 또한 금융상품 투자자보호를 위한 규제체계가 이미 존재하고 금융회사는 명성위험과 소송위험을 고려하기 때문에 발행회사와 판매회사의 기회주의적 행태를 확대해석할 필요는 없다. 국내외적으로 파생결합증권에 대해 지속적으로 높은 투자수요가 존재해 왔다는 사실로 볼 때 파생결합증권이 지금까지 투자자에게 효용을 제공해 왔음을 부정하기는 어렵다.

중요한 것은, 금융상품의 복잡성이 증가할수록 자기책임원칙에 입각한 기존 투자자보호 체계는 한계를 드러낼 수밖에 없다는 사실이다. 투자자의 자기책임원칙은 금융상품에 대한 정보를 이해하고 합리적으로 의사결정을 내렸다는 것을 전제로 관철될 수 있기 때문이다. 복잡한 상품에 대해 제공되는 정보량을 증가시킨다고 해서 상품에 대한 이해를 바탕으로 한 투자자의사결정이 이루어지는 것은 아니며, 오히려 정보가 선별되거나 간과되면서 행태적 편의가 개입할 가능성이 증가한다. 행태적 편의에 따른 투자의 결과로 부정적인 결과가 나타났을 때 투자자들은 자기책임원칙을 수용하기보다는 금융기관의 남용적 행위를 의심하기 쉽다. 따라서 파생결합증권과 같이 복잡한 금융상품에 대한 투자자보호와 신뢰성 확보를 위해서는 자기책임원칙이 보다 유효하게 수용될 수 있도록 행태적 편의를 교정하거나 영향력을 줄일 수 있는 정책수단이 강구될 필요가 있다.

앞의 5절에서, 금융상품의 복잡성에 따른 투자자의 행태적 편의를 완화하고 복잡한 금융상품을 이용한 금융기관의 잠재적 착취로부터 투자자를 보호할 수 있는 다섯 가지 수단을 살펴보았다. 이들 정책수단은 대부분 한국시장에도 이미 도입되어 있다. 투자자 적합성과 상품이해도에 대한 내용은 자본시장법상 적합성 원칙과 설명의무에 반영되어 있으며 투자권 유준칙에 구체적인 구현방안이 포함되어 있다. 위험등급체계와 핵심설명서도 활용되고 있다. 최근에는 ‘고난도 금융상품’ 개념도 도입되었다. 파생상품이 내재되어 있는 등의 이유로 투자자가 이해하기 어려운 상품으로서 원금손실 가능비율이 20%를 초과하는 상품으로 정의된다. 고난도 금융상품에

대해서는 판매과정 녹취, 숙려기간 부여, 핵심설명서 교부 등의 추가적인 요건이 적용된다. 상품개입과 관련해서는 자본시장법상 조치명령권이 마련되어 있고, 한국거래소에는 이미 파생결합증권의 한 유형인 ETN이 상장되어 있어 상장상품화의 여건도 갖춰져 있다.

파생결합증권에 대한 국내 투자자보호 체계는 의견상 모든 수단을 채택하고 있는 것으로 보이나, 규제의 실효성을 강화하고 투자자의 행태적 편의를 고려한 규제체계를 확립하기 위해서는 추가적인 제도 개선 논의가 필요한 것으로 보인다. 앞서 검토한 학술적 논의와 투자자보호 수단의 도입논리를 바탕으로 다음과 같은 정책과제를 도출할 수 있다.

먼저 투자자 적합성 원칙의 적용에 있어 규제 공백을 해소하고 일관성을 확보해야 한다. 현재의 규제에 따르면 사모펀드 적격투자자에 대해서는 적합성 원칙의 적용이 면제된다. 따라서 3억원의 투자금액만 보유하면 사모펀드 적격투자자로 분류되어 사모펀드 형식으로 파생결합증권에 투자할 수 있다. 파생결합증권 이해도가 높고 투자여력과 투자목적 가진 투자자라도 적격투자자가 아니라면 적합성 원칙을 적용받는 반면, 파생결합증권에 대한 이해도가 낮은 투자자가 대출을 통해 3억원을 마련하여 투자하면 적합성 원칙이 면제되는 모순이 발생한다. 투자자 적합성을 평가함에 있어서 위험한 투자상품에 대해서는 손실감내 능력이, 복잡한 투자상품에 대해서는 상품이해도가 중요한 측면이다. 미국에서 복잡 금융상품 투자자에 대해 옵션 거래계좌 개설에 준하는 기준, 즉 투자경험 또는 일정한 테스트를 요구하는 것은 상품에 대한 이해도를 확보하기 위한 것이다. 파생결합증권을 비롯한 모든 금융투자상품 수익구조의 위험도와 복잡성을 객관적인 기준으로 분류하여 체계적이고 일관된 적합성 기준을 마련할 필요가 있다. 사모펀드 적격투자자와 같이 투자자보호 규제에서 배제되기 위해서는 가장 높은 수준의 적합성 기준을 충족해야 한다는 것이다. 투자자의 행태적 편이가 정보제공 확대를 통해 해소되기 어려운 문제라고 한다면 부적합한 투자자를 배제할 수 있도록 적합성 원칙을 적극적으로 활용할 필요가 있다.

둘째, 파생결합증권의 상품이해도를 제고하기 위해 위험등급체계와 정보

제공 형식을 개선할 필요가 있다. 현재 파생결합증권 위험등급 산정은 판매회사에 위임되어 있다. 위험등급 산정시 고려해야 할 평가요소는 투자권유준칙에 나열되어 있으나 산정방법에 대한 구체적인 기준이 없고 산정방법을 공개할 의무도 없다. 따라서 동일한 특성의 상품이라도 위험등급이 달라질 수 있고 위험수준의 차이가 큰 상품이라도 동일한 위험등급이 부여될 수 있다. 판매회사가 자사이익에 유리하도록 위험등급을 임의로 조정할 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 위험등급의 정보유용성을 높이기 위해서는 객관적인 평가방법과 세분화된 등급체계를 도입할 필요가 있다. 아울러 투자설명서 등을 통해 파생결합증권에 대한 정보를 제공할 때 투자자의 이해도를 높이는 동시에 행태적 편의를 교정할 수 있는 정보제공 형식을 고안해야 한다. 파생결합증권과 같이 복잡한 금융상품에 대한 정보는 선별적·요약적으로 제공될 수밖에 없는데, 어떤 정보를 어떤 방식으로 제시하느냐에 따라 투자자의 선택이 달라질 수 있으며 금융회사는 이를 기회주의적으로 활용할 수 있기 때문이다. 효과적인 정보제공 방식을 도출하기 위해서는 무엇보다 투자자를 대상으로 한 면밀한 실험연구가 뒷받침되어야 할 것이다.

셋째, 투자자의 행태적 편의를 유발하는 판매회사의 기회주의적 행위를 근절해야 한다. 판매회사는 판매수익 극대화를 위해 파생결합증권을 예금의 대체재로 인식하도록 하거나, 손실가능성을 축소하고 기대수익률을 과장하거나, 혹은 과거 수익률 성과 또는 판매성과를 강조할 수 있다. 투자자의 행태적 편의를 유발하는 이러한 판매행위는 엄격히 제한해야 한다. 근본적으로는, 파생결합증권의 선취수수료 방식을 성과연동형 자문보수 방식으로 전환하고 불완전판매에 대한 과징금 제도를 도입할 필요가 있다. 현재와 같은 선취수수료 체계에서 금융회사는 수수료가 큰 상품, 대개 위험도와 복잡성이 높은 상품에 투자하도록 유도할 유인이 크다. 만약 판매회사의 수익이 투자자의 사후 수익률과 연동되어 있고 불완전판매에 따르는 불이익이 크다면 투자자의 행태적 편의를 활용하거나 유도할 유인은 낮아질 것이다.

넷째, 파생결합증권의 상장상품화를 유도해야 한다. 앞서 언급한 바와

같이 파생결합증권의 한 유형인 ETN이 이미 한국거래소에 상장되어 거래되고 있기 때문에 파생결합증권을 상장상품으로 유도할 여건은 갖춰져 있다. 그러나 ELS·DLS, ELB·DLB에 비해 ETN의 발행규모는 매우 작은 수준이며 거래 역시 활발한 수준은 아니다. 이는 ELS·DLS, ELB·DLB가 은행 지점망을 통해 펀드 또는 신탁의 형태로 판매되고 있어 투자자 접근성이 높고, 수익구조가 ETN에 비해 다양하며, 제조회사 및 판매회사의 수수료 수익이 ETN에 비해 높기 때문으로 평가된다. 그러나 상장상품화를 통해 상품투명성 제고, 상품이해도 제고, 거래비용 절감 등 다양한 이점을 누릴 수 있는 만큼 상장상품화를 유도할 필요가 있다. 상장상품화를 반드시 실시간 거래를 가능하게 하는 것으로 이해할 필요는 없으며 정보 인프라 또는 환매 인프라를 확보하는 것만으로도 긍정적인 효과를 기대할 수 있을 것이다.

마지막으로, 현재의 투자자보호 체계가 향후 확산될 비대면 투자환경에 적합한가에 대한 논의가 필요하다. 온라인 환경에서 투자자는 과잉확신에 빠지기 쉬운 것으로 보고되고 있다. 온라인에서 접할 수 있는 많은 정보는 자신이 풍부한 지식을 보유하고 있다는 착각(illusion of knowledge)을, 주문집행과 포트폴리오 관리의 편의성은 자신의 의사결정이 기대한 성과를 가져온다는 착각(illusion of control)을 일으킬 수 있으며, 이러한 착각은 과잉확신을 강화하여 과도한 거래, 투기적인 거래를 유발한다(Barber & Odean, 2002; Choi et al., 2002). 또한 비대면 환경에서 경쟁하는 금융회사는 노출을 극대화하기 위해 보다 공격적인 유인전략을 이용하기 쉽다. 파생결합증권 투자자의 행태적 편의 문제, 금융회사와 투자자의 이해상충 문제가 비대면 환경에서 배가된다면 어떤 투자자보호 수단을 강구해야 할 것인가. 현재의 금융투자상품 투자자보호 체계는 대면/오프라인 환경을 전제로 설계되었기 때문에 비대면 환경에서는 유효성을 담보하기 어렵다. 규제공백이나 규제차익에 대한 우려도 존재한다. 향후 금융투자상품에 대한 비대면 투자가 증가할 것으로 예상되는 만큼 비대면 환경의 특수성을 고려한 투자자보호 체계 마련을 위한 논의를 본격화할 필요가 있다. 여기에는 비대면 환경에서 나타나는 행태적 특성 변화에 대한 논의가 반드시 포함되어야 한다.

IV. 퇴직연금과 투자자보호

1. 우리나라 DC·IRP형 퇴직연금의 개관
2. DC형 가입자의 행태적 편의
3. DC형 연금플랜의 국가 간 비교와 함의
4. 주요국 퇴직연금 정책의 행동경제학 적용 사례
5. DC형 가입자에 대한 행동경제학적 접근: 선택설계
6. 정책제언

IV. 퇴직연금과 투자자보호

최근 고령화 사회로 진행되면서 퇴직연금은 노후자금을 마련하기 위한 저축수단의 하나로 중요해지고 있다. 퇴직연금의 운용방식은 고용주가 근로자에게 퇴직 시에 퇴직급여를 지급하는 확정급여형(Defined Benefit: DB)과 근로자가 고용주로부터 매년 퇴직급여를 수령하는 확정기여형(Defined Contribution: DC)으로 구분된다. 기업이 연금자산을 관리해주는 DB형의 퇴직연금과는 달리, DC형 퇴직연금은 근로자 개개인이 연금자산을 관리해야 한다. 노후자금 마련이라는 목적에 비추어 볼 때, DC형 퇴직연금에서는 가입자들이 자신에게 최적화된 운용상품들을 선택하는 것이 무엇보다도 중요하다. 그런데 이를 위해서는 가입자들의 충분한 금융이해와 정보의 습득 그리고 합리적인 의사결정을 지원하는 시장환경과 시스템이 뒷받침되어야 한다. 실제로 각국의 정책당국자들은 이러한 부분에서 DC형 퇴직연금 관련 투자자보호정책을 펼치고 있다.

많은 국가들은 초기에 DC형 퇴직연금 가입자(이하 DC형 가입자)들의 합리적인 의사결정을 기대하고 시장 경쟁에 의존하는 투자자보호정책에 치중하였다. 그러나 현실에서는 DC형 가입자들의 금융이해력이나 투자관심이 상당히 부족하였고 행태적 편의로 인한 비합리적인 의사결정들이 상당한 수준이었다. 이에 최근 몇몇 국가들은 기존의 연금정책을 DC형 가입자들의 금융이해력이나 투자관심에 대한 수준 그리고 행태적 편의 등의 현실을 반영한 연금정책으로 수정하였는데, 대표적으로는 미국의 2006년 연금보호법이나 영국의 2008년 연금법, 스웨덴의 프리미엄연금 정책 등을 들 수 있다.

이와 같은 최근의 정책들은 1990~2000년대 행동경제학 문헌의 연구를 기반으로 발전된 것으로 DC형 가입자의 행태적 편의를 교정하거나 개인적으로나 사회적으로 바람직한 의사결정을 유도하는 선택설계(choice architecture) 및 넛지(nudge)에 초점을 두고 있다. 여기서, 선택설계는 디폴트의 설정이나 선택옵션의 단순화 등을 통해 투자관심이 부족하거나

선택이 불분명한 DC형 가입자들의 의사결정에 영향을 줄 수 있는 선택환경의 구성을 말한다. 선택옵션에 대한 선택이 분명한 DC형 가입자에게는 여전히 본인이 원하는 선택을 할 수 있는 기회를 제공하기 때문에, 선택설계는 자유주의적인 개입(libertarian paternalism)방식의 정책이다. 대표적으로는 자동등록, 디폴트옵션, 기여율의 자동상승제도, 계층형 라인업 형태의 투자메뉴, 효과적인 정보 전달방식의 고안 등을 들 수 있다.

우리나라 DC형 가입자들은 원리금보장형 상품 위주로 연금자산을 운용하고 있는데, 이는 주식의 비중을 높게 두는 해외 DC형 연금자산의 운용과는 크게 다른 모습이다. 그 원인이 DC형 가입자들의 투자에 대한 무관심이나 선택의지의 부족 등 행태적 편의로 인한 것이 아닌지 살펴볼 필요가 있다. 최근 정부는 행태적 편의를 교정하는 디폴트옵션 등의 제도를 도입하려고 논의하고 있지만 정작 이러한 디폴트옵션을 행동경제학적 관점에서 깊이 있게 살펴 본 연구가 별로 없다. 또한 앞서 언급한 해외 주요국이 실시한 퇴직연금 정책 경험은 디폴트옵션 외에도 우리나라에 필요한 정책적 시사점을 제공할 수 있을 것이다. 따라서 본 연구는 우리나라 퇴직연금의 현황과 DC형 가입자들의 행태적 편이의 가능성, 행동경제학적인 차원에서 DC형 가입자를 보호하기 위한 해외 정책사례들을 살펴본 후 우리나라 퇴직연금 시장에 필요한 정책들을 고찰해본다.

1. 우리나라 DC·IRP형 퇴직연금의 개관

우리나라는 1961년 근로기준법을 개정하여 퇴직금 제도를 도입하였다. 퇴직금 제도는 근로자의 실업기간 중 생계보장이나 퇴직 후 노후생활보장을 일부 담당하고 있었으나, 장기적 보장의 연금형태가 아닌 일시금형태로의 운영과 기업들의 퇴직금 체불이나 과도한 중간정산 등의 문제점을 가지고 있었다. 정부는 이와 같은 퇴직금 제도를 보완하고 선진국과 같은 다층구조의 연금체계를 마련할 목적으로 2005년 12월 퇴직연금 제도를 도입하였다. 제도 도입 이후 퇴직연금을 도입한 사업장의 수가 꾸준히 성장하면서

2019년 말 기준 가입자 수가 600만 명을 넘었고 적립금도 221조원으로 737조원인 국민연금과 대비하여 30% 수준에 달하고 있다. 퇴직연금 제도가 아직은 성장단계에 있기 때문에 향후에도 적립금과 가입자 수 모두 높은 성장률을 보일 것으로 예상된다.

퇴직연금을 도입한 사업장은 DB형이나 DC형 퇴직연금 중 어느 하나를 채택하거나 또는 둘 모두를 병행할 수 있다. 유형별 퇴직연금 적립금 현황을 비교해보면, DC·IRP형³⁰⁾ 퇴직연금(이후 DC형 퇴직연금)이 2010년말 8조원에서 2019년말 83조원으로, 동기간 21조원에서 138조원으로 증가한 DB형보다 가파르게 성장하였다. 이는 최근 퇴직연금을 도입하는 사업장들이 대체로 DC형을 선호하는 중소기업들이 많았고 일부는 재무적인 부담을 완화하고자 DC형으로 전환하고 있기 때문이다. 일부 근로자들이 임금피크 또는 이직 등의 이유로 DB형에서 DC형으로 전환하고 있는 것도 그 원인으로 보인다. 이러한 점을 고려해 보면 DC형 퇴직연금 적립금이 DB형보다 빠르게 증가하는 추세가 앞으로도 지속될 것으로 전망된다.

<표 IV-1>에서 알 수 있듯이, DC형 퇴직연금 운용자산의 유형별 비중은 지난 10년 사이 큰 변화 없이 유지되고 있다. 구체적으로 분석기간 동안 원리금보장형 상품은 운용자산 전체에서 75~80%의 비중을, 실적배당형 상품은 16~18%의 비중을 보이고 있다. 특히 채권 및 혼합형 펀드가 실적배당형 상품의 대부분을 차지하고 있어, 주식형 펀드는 거의 선택되고 있지 않은 모습이다. 우리나라 DC·IRP형 퇴직연금은 노후자금 마련을 위한 장기저축이라고 하는 유사한 운용목적 가진 국민연금이나 해외 DC형 연금의 운용자산 현황과 비교해 볼 수 있다. 국민연금 운용자산을 보면 2019년 기준 국내외 주식과 채권의 비중이 각각 38.1%와 48.9%이고 대체투자가 12.4%인 것으로 나타나고 있다. 또한 해외 DC형 연금의 경우에서도 주식이 전체 자산 중 40~50%의 비중을 보이고 있고 그 다음으로

30) 우리나라 퇴직연금 제도는 크게 DB형, DC형 그리고 개인형 퇴직연금 제도인 IRP(Individual Retirement Pension)형으로 구분된다. 일반적으로 근로자들은 퇴사할 때 자신 명의의 퇴직계좌인 IRP계좌를 개설하여 퇴직금을 수령하고 이를 55세 이후 연금연령에 따라 연금소득세 혜택을 누릴 수 있다. 또한, 2017년부터는 자영업자, 공무원 등 소득이 있는 모든 국민이 IRP의 가입이 가능하다.

채권이 높은 비중을 차지하고 있다.³¹⁾ 정리하면, 우리나라 DC형 퇴직연금은 국민연금이나 해외 DC형 연금과 유사한 목적을 가지고는 있지만 운용자산에 있어서는 이들과 상당한 차이를 보이고 있다.

<표 IV-1> DC형 퇴직연금 운용자산의 유형별 비중

(단위: %)

구 분	2010년	2013년	2016년	2019년
원리금보장	75.70	80.06	76.50	75.79
대기성자금	5.45	3.54	6.63	5.54
실적배당	18.85	16.39	16.87	18.67
주식형	0.00	0.04	1.28	3.78
채권 및 혼합형	16.86	15.28	15.40	13.81
기타	1.99	1.07	0.19	1.08

주 : 2016년과 2019년의 혼합형은 주식혼합형과 채권혼합형을 합한 수치

DC형 퇴직연금 운용자산은 IRP형 퇴직연금 운용자산도 포함

자료: 금융감독원, '퇴직연금 적립 및 운용현황' 각 년도

우리나라 DC형 퇴직연금의 운용자산이 국민연금이나 해외 DC형 연금과 큰 차이를 이끈 요인 중 하나로는 퇴직연금 제도 도입 초기의 엄격한 운용규제를 들 수 있다. DC·IRP형 가입자(이하 DC형 가입자)는 은퇴자금을 위해 매년 지급되는 퇴직급여를 저축하고 있는 것이기 때문에 장기투자에 적합한 운용전략을 수립해야 한다. 그러나 DC형 퇴직연금의 투자 운용 규제는 2012년 12월까지 주식형 또는 주식이 포함된 혼합형 펀드 등의 투자를 엄격히 제한하였는데, 이는 정부가 연금자산에 적합한 투자 운용의 환경을 마련하기보다는 DC형 가입자의 퇴직자산의 안전한 관리를 중요한 정책과제로 보았기 때문으로 보인다. 결국, 이 시기 DC형 가입자들은 운용규제로 인해 채권형 펀드 또는 원리금보장형 상품 위주로 운용할 수밖에 없었다.

31) 본 장의 3절 DC형 연금플랜의 국가 간 비교와 함의를 참조하길 바란다.

퇴직연금 제도 도입 초기 엄격한 운용규제는 여러 문제점을 나타냈다. 먼저, DC형 가입자들이 다양한 금융상품을 선택할 수 있는 자유를 제한하고 있었으며, 이러한 제한이 장기저축에 적합하지 않을 뿐 아니라 저금리 기조 하에서 과도히 낮은 수익률을 보이는 원리금보장형 상품의 선택을 유도하는 방향으로 나타났다. 이에 정부는 DC형 가입자들이 자신의 선호에 따라 다양한 상품을 선택할 수 있으며 이를 통해 수익률을 제고할 수 있도록 운용규제를 개선하였다(<표 IV-2> 참조). 현재 DC형 가입자들은 운용규제 완화로 실적배당형 상품의 비중을 70%까지 높일 수 있지만, 앞서 현황으로 보여 주었듯이 원리금보장형 상품을 선택하는 비중은 여전히 80%에 달한다. 즉 운용규제의 완화는 DC형 가입자들의 선택권을 확대한 긍정적인 변화로 평가할 수 있지만 원리금비보장형 상품들을 선택하는 등의 행동변화를 크게 이끌어내지 못하는 한계를 보이고 있다.

<표 IV-2> DC형 퇴직연금 투자운용 규제 of 변천

구 분	~2012.12	2012.12 ~ 2015. 7.	2015. 7. ~ 2018. 9.	2018. 9. ~
원리금 비보장자산 총 투자한도	40%	40%	70%	70%1)
지분증권(예: 주식)	금지	금지	금지	금지
채무증권(예: 채권)	국내적격사채	국내적격사채	총한도 (70%)이내 자율운영	총한도 (70%) 이내 자율운영
	30% 이내2)	30% 이내2)		
펀드 (실적배당형보험 포함)	금지	30~40% (일부금지)	금지	금지
파생결합증권	금지	~ △10%3)		
사모펀드	금지	금지	금지	금지
증권예탁증권	금지	금지	금지	금지
파생상품	혜지목적	좌동	좌동	좌동

주 : 1) TDF(Target Date Fund)는 은퇴예상시점까지 남은 기간 등에 따라 위험 자산과 안전자산의 비중을 지속적으로 조정하여 은퇴시점에 안정적인 수익을 보장하는 펀드로 원리금 비보장자산이지만 퇴직연금 자산의 100%까지 투자를 허용

2) 외국의 투자적격 채권

3) 10% 이내 손실 가능한 파생결합증권에 한해 허용

4) DC형 퇴직연금 투자운용 규제는 IRP형 퇴직연금에서도 동일하게 적용

자료: 퇴직연금감독규정, 금융위원회 보도자료

앞서 언급한 운용규제의 완화 외에도, 정부는 퇴직연금 제도를 도입한 이후 지금까지 퇴직연금사업자 간 공정경쟁, 상품 약관, 수익률 및 수수료 공시, 투자자교육 등과 관련하여 제도를 개선하고 있다. 제도가 도입된 초기에는 퇴직연금사업자 간 고금리 과잉경쟁과 불공정 영업행위³²⁾, 자사 또는 계열사 금융상품의 높은 판매비중 등의 문제가 크게 대두되고 있었기 때문에 정부는 공정경쟁 정책에 상당한 노력을 기울였다. 이후 정책당국은 퇴직연금사업자 간 운용수익률과 수수료율 비교를 효과적으로 할 수 있도록 수익률 및 수수료율 공시제도에 더 초점을 두고 제도를 개선하고 있다. 2010년대 초에는 원리금보장형과 실적배당형 상품 간 수익률을 구분한 공시를 비롯하여 수익률의 공시주기를 월 단위로 축소하여 공시정보의 시의성을 확보하는 방안, 퇴직연금 수수료의 적립금 단위 부과방식으로의 통일, 퇴직연금사업자별 수수료 체계 일괄조회시스템의 구축 등이 개선방안으로 제시되었다. 이후에는 사업자별 중장기 누적수익률의 공시를 의무화하거나 표준 포트폴리오 운용수익률을 제공하는 등 공시의 범위를 세분화하고, 권역별로 가중평균수익률을 공시할 경우 수수료율을 공제한 실질수익률을 금감원 홈페이지를 통해 비교 공시하는 등 합리적인 선택을 유도할 수 있는 공시의 개선사항들이 나오고 있다. 요컨대, 정책당국자들은 공정경쟁의 정책이나 수수료 등의 공시 개선을 통해 DC형 가입자들의 합리적인 선택을 지원하려는 정책을 펼쳤던 것으로 생각된다.

32) 금융당국은 금품의 제공, 부당한 부가서비스의 제공, 가입자 비용 대신 부담 등의 특별이익 제공행위나 사업자의 계약체결 강요행위를 명확히 하여 불건전 영업행위에 대한 점검을 강화하였다.

2. DC형 가입자의 행태적 편의

가. DC형 가입자의 행태적 편의에 관한 문헌 연구

DC형 가입자는 자신의 책임 하에 은퇴 시 또는 그 이후까지 연금자산을 관리해야 한다. 그런데 연금자산의 관리에 은퇴 시기, 기대수명과 은퇴 후 연금의 수령방법, 현재의 소득이나 보유자산 등 DC형 가입자 자신의 상황 뿐 아니라 인플레이션, 경기변동, 금융자산의 장기 수익률 및 위험요인 등이 함께 고려된 복잡한 의사결정을 필요로 한다. 비록 이와 같이 연금자산의 관리가 복잡하더라도 전통경제학에서 가정하고 있듯이 금융이해가 충분하고 합리적인 의사결정자라면 DC형 가입자들로부터 최적의 선택을 기대할 수 있다. 그러나 행동경제학의 많은 실증연구들에 따르면 DC형 가입자들은 보다 많은 투자옵션에서 오히려 선택을 꺼리고 있고 투자메뉴에 따라 포트폴리오의 선택이 달라지고 있으며 금융시장의 변화에도 투자 포트폴리오를 잘 조정하지 않는 등 합리성의 가정이 위배되는 현상들이 관측되고 있다. 여기서는 해외 DC형 퇴직연금 가입자의 행태적 편의에 관한 실증적 연구결과들을 구체적으로 소개하고 국내 DC형 가입자의 행태적 편의를 고찰해 보고 관련한 문제점을 제시한다.

1) 선택과부하로 인한 행태적 편의

Iyengar et al.(2004)은 401(k) 플랜에서 제시되는 펀드의 개수가 많아질수록 직원들의 플랜 가입률이 낮아지고 있음을 밝혔다. 이들은 이에 대해 DC형 가입자들이 다수의 옵션들이 제시될수록 잘못 선택할 수 있는 개연성의 증가와 선택에 요구되는 시간과 노력 등의 가중된 부담 때문에 선택 자체를 꺼리게 된 결과라고 보았다. Iyengar & Kamenica(2010)는 DC형 가입자들이 플랜 내 펀드의 개수가 많아질수록 주식형 펀드보다는 MMF나 채권형 펀드 등 간단하고 이해하기 쉬운 자산을 더 선택하는 경향을

보인다고 주장하였다. 또 다른 연구로 Benartzi et al.(2012)은 밸런스형 펀드나 TDF와 같이 윈스톱(one-stop) 포트폴리오 솔루션이 제시될 때 DC형 가입자들의 주식에 대한 투자비중이 높아지고 있음을 보였다.

2) 강한 선호의 부재와 액자편향 효과

전통경제학에서는 위험기피 성향이나 추구하는 투자수익률에 따라 최적의 포트폴리오에 대한 DC형 가입자의 선호가 분명할 것으로 가정한다. 그러나 행동경제학 연구에 따르면, 이러한 가정과는 달리 DC형 가입자들이 투자 포트폴리오에 대해 일관성 있는 선호를 보이지 않는다는 것이다. 대표적으로 DC형 가입자들의 의사결정이 투자상품의 특성보다 제시된 투자 메뉴의 설계에 더 영향을 받고 있는 실험결과를 들 수 있다.

Benartzi & Thaler(2002)는 근로자들을 대상으로 한 포트폴리오를 선택하는 실험연구³³⁾를 수행하였는데, 실험결과 실험참가자 10명 중 8명이 자신이 현재 보유한 포트폴리오보다 중위 참가자의 포트폴리오를 선호하고 있었고 실험참가자 중 오직 21%만이 자신이 현재 보유한 포트폴리오를 선호하고 있음을 밝혔다. Benartzi & Thaler(2002)는 리스크 수준에 따라 A(lowest risk)에서 D(highest risk)까지 구분된 펀드들로부터 다양한 메뉴를 구성하여 액자편향의 효과를 관찰하였다. 실험은 첫 번째 메뉴는 (A, B, C), 두 번째는 (B와 C), 세 번째는 (B, C, D)로 하여 세 메뉴 모두에서 B와 C를 공통으로 제시하는 것이다. 특히 첫 번째 메뉴에서 C는 극단치의 위험수준에 있는 펀드이지만 세 번째 메뉴에서 C는 중간 위험수준에 있는 펀드이다. 실험결과, 첫 번째 메뉴에서는 29%의 실험참가자들이 B보다 C를 선호하고 두 번째와 세 번째 메뉴에서는 각각 39%와 54%의 실험참가자들이 B보다 C를 선호하는 것으로 나타났다. 즉 실험참가자들은

33) 실험 방법은 실험참가자 자신이 현재 보유한 포트폴리오, 참가자 평균 포트폴리오, 중위 참가자의 포트폴리오로부터 기대되는 은퇴소득과 분포를 구한 후, 실험참가자들에게 해당되는 포트폴리오의 라벨 표시 없이 이를 제시하여 다시 선택하도록 요청하는 것이었다.

극단을 회피하고 중간을 선택하는 소박한 휴리스틱스(naive heuristics)를 이용하고 있음을 보여주었다. Brown et al.(2007)은 투자메뉴를 구성하는 특정 자산(주식, 채권, 밸런스형 펀드 등)의 비중이 DC형 가입자의 해당 자산 선택에 유의한 양(+)의 효과가 있음을 보였다. Benartzi & Thaler(2001)는 주식형 펀드가 많은 플랜에서 주식투자의 비중이 더 높다는 점을 확인하였다. 이러한 연구결과는 수탁기구나 고용주 등이 투자메뉴의 변경을 통해 가입자들의 선택을 유도할 수 있음을 시사한다.

3) 지연 및 타성

지연과 타성은 연금가입자들이 금융시장이나 자신의 소득이나 은퇴 시기 등이 변화하여 연금자산의 투자배분을 조정할 필요를 인지하고 있지만 이를 실천하지 않거나 미루는 행태를 말한다. 주식시장이 강세장이었던 1999년 401(k) 플랜에 등록된 근로자들은 이후 3년간 주가가 지속적으로 하락했음에도 불구하고 2003년에도 여전히 신규기여금의 약 70%를 주식에 투자하고 있었지만 동년 상반기에 신규로 등록한 근로자들은 기여금의 48%만을 주식에 배분하고 있는 것으로 나타났다. 이는 연금가입자들이 등록할 당시의 시장 조건에는 민감하게 반응하고 있지만 투자를 선택한 이후에는 주식시장 여건의 급격한 변화에도 민감하게 반응하지 않는 타성의 모습을 보여주고 있는 것이다(Mitchell & Utkus, 2003).

4) 동료효과

동료효과는 개인이 주변 동료의 선택이나 행동을 사회적 준거로 보거나 그들로부터 정보를 습득함으로써 그들의 행동을 따르는 경우를 말한다. Duflo & Saez(2002)는 같은 학과 내 동료들의 TDA(Tax Deferred Annuity)플랜 등록률이 1% 증가할 때 해당 직원의 등록률이 0.15% 높아진다는 점을 밝혔다. 또한 뮤추얼펀드 벤더의 선택에서도 동료 직원들의 결정이 상당한 영향을 주고 있음을 밝혔다. Lu & Tang(2015)은 401(k)

플랜에서 동료 직원들의 주식투자 비중과 성과가 신규 연금가입자의 주식 투자에 상당한 영향을 주고 있다는 실증적 결과를 제시하였다.

5) 근시안적인 손실회피

퇴직연금이 수십 년에 걸친 장기투자임에도 불구하고 DC형 가입자들이 최근의 수익률에 기대어 투자를 결정하면서 과도히 손실회피적인 경향을 보이는데, 행동경제학에서는 이를 근시안적인 손실회피라는 행태적 편이의 결과로 보고 있다. Benartzi & Thaler(1999)는 실험참가자를 대상으로 장기수익률의 분포를 제시한 결과 리스크가 높은 주식형 펀드에 90%까지 투자할 용의가 있음을 확인하였다. 이는 DC형 가입자들이 근시안적인 손실회피라는 행태적 편의로 인해 최적의 위험수준보다는 안정적인 성향의 포트폴리오를 결정할 가능성이 있음을 시사한다.

6) 심리회계

심리회계는 DC형 가입자들이 동일한 기여금이더라도 그 원천이나 계정에 따라 달리 판단하여 상충된 투자결정을 수행하는 것을 말한다. Ameriks & Zeldes(2004)는 DC형 가입자들이 신규 기여금보다는 기존에 투자된 기여금에 대해 포트폴리오를 덜 조정하는 경향이 있다는 실증분석 결과를 제시하였다. Choi et al.(2009)은 DC형 가입자들이 동일한 연금계정 내 기업이 관리하는 기여금의 투자 포트폴리오를 고려하지 않고 자신이 관리하는 기여금에 대한 투자 포트폴리오를 결정하고 있음을 확인하였다.

나. 국내 DC형 가입자의 행태적 편이에 대한 논의

퇴직연금 제도 도입 초기 DC형 가입자들은 엄격한 운용규제로 인해 원리금보장형 상품에 치중할 수밖에 없었다. 제도 도입 초기 원리금보장형

상품은 안전성 뿐 아니라 높은 시장금리³⁴⁾로 인하여 그 자체로 경쟁력이 컸다. 따라서 DC형 가입자들은 자연스럽게 원리금보장형 상품에 대해 높은 선호를 보였고 모든 금융권이 원리금보장형 상품을 중심으로 경쟁하였다. 여기에 은행의 높은 시장점유율은 원리금보장형 상품의 비중을 높인 또 다른 요인이다. 운용규제가 완화되고 시장금리도 낮아졌으며 자사 상품의 판매를 규제하는 경쟁정책 등 현재의 퇴직연금 시장의 환경은 도입 초기와 많이 달라졌다. 그럼에도 불구하고 DC형 가입자들이 원리금보장형 상품 위주로 선택하는 현상은 현재까지 이어지고 있어 더 이상 운용규제나 시장금리의 요인으로 설명하기는 어렵다. 대안적으로 생각해보면 DC형 가입자들이 연금운용에 있어 안전한 자산을 선호하기 때문에 원리금보장형 상품을 선택하고 있는 것일 수 있다. 그러나 우리나라 자본시장의 규모가 상당히 큰 편이며 개인들의 주식시장 참여가 높다는 점에서, 다른 나라들과 다르게 우리나라 DC형 가입자들이 안전자산에 대한 선호가 특별히 높을 것으로 생각되기 어렵다. 후술하는 3절을 참고해보면 우리나라 DC형 가입자들이 원리금보장형 상품을 선택하는 비중은 해외에서는 거의 볼 수 없는 높은 수준이다. 따라서 본 소절에서는 원리금보장형 상품을 위주로 선택하는 중요한 원인의 하나로 행태적 편의의 가능성을 제기해 보고자 한다.

첫 번째는 DC형 가입자의 심리회계로부터 비롯된 것일 수 있다. 우리나라 퇴직연금 제도는 퇴직금 제도가 연금체제로 전환된 것이다. 그런데 퇴직금 제도에서는 근로자들이 퇴직 시에 기업으로부터 안전하게 퇴직금을 받을 것으로 기대하였을 것이다. 이러한 이유로 근로자들은 퇴직연금을 장기투자의 자산으로 생각하기보다는 안전하게 관리해야 한다고 여겼을 것이다. 여기에 퇴직연금 제도 도입 초기 정부 또한 장기에 걸친 투자운용보다는 안전한 관리를 중시한 운용규제를 펼치면서 그러한 인식이 더욱 강화될 수 있다. 즉 우리나라 DC형 가입자들은 퇴직연금 자산을 안전하게 관리해야 할 심리계정에 두었을 가능성이 있다. 이와 같은 심리회계가 작동하고 있다면

34) 시장금리는 2007~2008년에 5~6% 사이에 있었고 2010년대 초반까지도 3% 중반이었다.

DC형 가입자들은 연금자산 운용에 대해 장기적인 성과를 목표로 두기보다는 안전성을 확보할 수 있는 예·적금을 더 선호할 수 있다.

두 번째는 동료효과가 작용한 것일 수 있다. 퇴직연금 제도가 도입된 초기에 DC형 가입자들은 대체로 원리금보장형 상품을 선택하였다. 그 배경에는 도입 초기에 있었던 엄격한 운용규제, 높은 시장금리 그리고 연금 자산의 안전한 관리를 중시한 정책을 들 수 있다. 직장 내 선배 및 동료들 대부분이 원리금보장형 상품을 선택하고 있는 상황에서, 신규 DC형 가입자들은 이러한 상품을 안전하고 더 적합하다고 판단하거나 또는 표준적인 운용전략으로까지 인식할 수 있다.

<표 IV-3> DC형 가입자의 투자 관심 및 의사결정의 방식

(단위: 개, %)

항목	연령			
	20대	30대	40대	50대 이상
(표본 수)	(101)	(232)	(185)	(119)
스스로 정보를 찾고, 의사결정을 통해 투자한다 (자율 탐색/결정형)	11	21	21	21
지인, 가족, 금융기관 직원의 조언이나 도움을 청한다 (타인 탐색/결정형)	24	23	25	28
금융상품 투자에 관심은 있지만 실제 투자로는 이어지지 못한다 (유관심 무투자형)	34	29	32	28
금융상품 투자에 관심이 없다 (무관심형)	35	27	21	24

자료: 2018년 금융투자협회 퇴직연금 운용실태조사 결과보고서

세 번째는 많은 DC형 가입자들이 투자에 대한 관심이 적고 이를 실행하는 역량도 부족한데다 투자상품에 대해 판매직원의 자문 경험이나 전문성에서 제한적인 점을 들 수 있다. 2018년 금융투자협회가 발표한 퇴직연금 운용실태조사에 따르면 자발적으로 투자를 결정하는 비율(자율탐색/

결정형)이 20대에는 11% 밖에 되지 않았고 그 외 연령대에서도 21%로 높지 않았다. 많은 DC형 가입자들이 퇴직연금 투자운용에 관심이 적거나 (무관심형: 20~35%), 관심이 있더라도 적절한 투자를 수행할 수 있는 실행역량이 부족(유관심/무투자형: 30~35%)한 것으로 나타났다. 신규 DC형 가입자인 젊은 연령층에서 이러한 현상이 더 두드러진 것도 주목할 만하다. <표 IV-3>에서는 또한 지인이나 금융기관 직원의 조언을 청하는 비율이 25% 전후로 높다는 점도 확인할 수 있다. 이러한 설문결과들로 미루어 볼 때, 퇴직연금 판매직원의 추천이 DC형 가입자의 투자 의사결정에 상당한 영향을 주었을 것으로 생각된다. 그런데 판매직원들은 펀드운용과 달리 노후자금 마련을 위한 자문이어서 위험이 높은 투자상품을 선뜻 권하기 어려웠을 것이고 DC형 가입자들이 쉽게 이해할 수 있는 안전한 금융상품을 추천하는 것이 부담이 적었을 것이다. 특히 은행과 보험업권의 판매직원들의 경우 소속된 업권 상품에 대해 이해가 높고 전문성이 있기 때문에 자본시장의 투자상품보다는 소속된 업권의 상품을 수월하게 추천할 수 있었을 것으로 판단된다.

네 번째는 선택과부하에 의한 행태적 편³⁵⁾을 들 수 있다. DC형 가입자가 다수의 투자옵션 중에서 선택해야 하는 부담으로 인해 안전하고 확실한 원리금보장형 상품을 선택하였을 가능성이 있다. <표 IV-4>에서 볼 수 있듯이, 2020년 2분기 기준 개별 퇴직연금사업자들이 제공하는 실적배당형 운용상품의 수가 상당히 많다. 퇴직연금사업자별 해외 주식형/주식혼합형 펀드의 개수는 평균 113개이었고 그 외에 국내 채권형/채권혼합형 펀드가 87.9개, 해외 채권/채권혼합형 펀드가 57.1개, 원리금보장형 상품의 개수는 14.5개인 것으로 나타났다. 반면 순자산규모 기준으로는 원리금비보장형 상품이 16조 7,691억원으로 51조 4,780억원인 원리금보장형 상품보다 크게 낮은 것으로 나타났다. 즉 퇴직연금사업자가 제공하는 운용상품 중에서는 원리금비보장형 상품들이 압도적으로 많지만 이러한 상품들이 DC형 가입자들로부터 선택받지 못하고 있는 것이다. 국내 연구로는

35) DC형 가입자들이 선택과부하에 직면하면 자신이 이해하기 쉽고 안전한 상품을 선택하는 경향을 보인다(Iyengar et al., 2004; Iyengar & Kamenica, 2010).

이경희·송인욱(2019)이 DC형 제도를 운영하는 사용자가 라인업한 상품 개수가 가입자의 선택에 미치는 영향을 분석하였다. 이들의 분석결과에 따르면 사용자들은 평균 443개 상품을 라인업하였으며 가입자들은 평균 4.38개의 상품을 선택하고 있었다. 특히, 이들은 사용자가 상품개수를 100개 늘리면 가입자는 단지 0.55개만 활용하고 있다는 연구결과를 통해 투자옵션의 개수를 늘리는 효과가 미미함을 밝혔다.

<표 IV-4> 퇴직연금사업자별 평균 연금상품 개수 및 순자산 현황
(단위: 개, 억원)

구분	상품유형 및 사업자별 평균 상품 제공 개수				상품유형별 순자산 합계
	은행 (13개사)	보험 (5개사)	증권 (15개사)	전체 (33개사)	전체 (33개사)
국내 주식형/주식혼합형	36.4	49.4	59.4	48.8	12,622
해외 주식형/주식혼합형	81.0	99.6	145.1	113.0	30,285
국내 채권형/채권혼합형	79.5	99.4	91.4	87.9	88,272
해외 채권/채권혼합형	40.2	62.6	69.9	57.1	23,428
국내외 기타	18.2	20.6	27.7	22.9	13,083
원리금비보장형 소계	255.3	331.6	393.5	329.7	167,691
원리금보장형	16.5	13.2	12.8	14.5	514,780
합계	271.8	344.8	406.3	344.2	682,471

주 : 연평균 상품 변경 횟수를 기준으로 비중을 산정(2020년 2분기 기준)
자료: 근로복지공단 근로복지연구원 퇴직연금상품 및 금융감독원 퇴직연금 비교 공시

다섯 번째는 DC형 가입자들이 원리금보장형 상품을 선택한 후 ‘지연 및 타성’의 행태적 편의로 인해 이를 거의 조정하지 않았기 때문이다. <표 IV-5>에서 알 수 있듯이, DC형 가입자들은 운용상품을 한번 선택한 후에는 이를 변경하는 경우가 매우 드물다. 연평균 운용상품 변경 횟수가 없거나 1회인 경우가 각각 83%와 10%로, 이 둘을 합하면 93%에 달하고 있다. 운용상품을 변경하지 않은 이유에 대해서는 ‘운용에 특별히 관심이 없어서’가 41%로 가장 높았고 ‘변경절차와 방법을 몰라서’가 22%, ‘현재 운용에 만족해서’는 22%, ‘가입한 지 얼마 되지 않아서’가 13%로 나타났다.

이러한 설문조사 결과는 변경할 뚜렷한 요인이 없어서가 아니라 무관심 또는 절차상의 어려움 등으로 인해 운용상품을 변경하지 않고 있음을 보여주는 것이다. 생각건대, 기존 DC형 가입자들이 대부분 원리금보장형 상품을 선택하고 있어, 이들의 지연 및 타성으로 인해 원리금보장형 상품의 비중이 높아지는 효과가 작지 않을 것으로 판단된다.

<표 IV-5> 연평균 개인별 퇴직연금 운용상품의 변경 횟수

(단위: %)

변경 횟수	미변경	1회	2회	3회	4회 이상
비중	83	10	5	1	1

주 : 연평균 상품 변경 횟수를 기준으로 비중을 산정

자료: 금융투자협회 운용실태조사 결과보고서

마지막으로, DC형 가입자들이 원리금보장형 상품 위주로 선택하고 있는 것은 이들이 근시안적인 손실회피의 경향을 보인 결과일 수 있다. 퇴직연금의 운용이 장기에 걸친 투자이기 때문에 20~40년 기간 동안의 기대수익률과 리스크에 기반하여 운용상품을 평가하는 것이 적절하다. 그러나 DC형 가입자들은 언론이나 뉴스를 통해 주식투자의 손실이나 주식시장의 붕괴 등을 자주 접하고 있어 주식 등의 자산에 대한 장기적인 성과보다도 단기적인 위험요인을 더 인지하게 된다. 즉 DC형 가입자들은 주식형 펀드에 대해 위험을 과도히 높게 평가하는 근시안적인 손실회피의 경향을 보일 수 있다.

3. DC형 연금플랜의 국가 간 비교와 함의

DC형 연금플랜은 1980년대 이후 빠른 성장세를 보이고 있다. 그 요인 중 하나로는 적립방식 연금체제로 전환하는 연금시스템의 개혁을 들 수 있다.

연금시스템 개혁에 의해 7개의 OECD 국가와 22개의 Non OECD 국가들이 DC형 연금시스템을 운영하고 있다(Tapia & Yermo, 2007).³⁶⁾ 이러한 국가들에서는 근로자들의 연금가입이 대체로 의무화되어 있으며 정부가 연금시스템을 직접 운영하고 있다. 반면, 영국이나 미국 등에서는 정부가 연금에 대한 세제혜택을 제공하고 기업들이 적립금 일부를 후원하는 방식을 채택하고 있고 근로자의 자발적인 연금가입에 의존하고 있다. 이러한 국가들에서도 기업들이 DB형에서 DC형으로 전환함에 따라 DC형 연금플랜이 증가하고 있다. 이와 같이 DC형 연금플랜은 운영방식에서 국가별로 다르지만 연금자산의 운용에 대한 의사결정을 연금가입자에게 맡기고 있다는 점에서 동일하다. 따라서 연금자산의 운용 관점에서 DC형 연금플랜의 국가 간 비교는 각 국가들이 연금가입자들의 금융이해 수준이나 행태적 특성을 어떻게 고려하여 개입하고 있는지, 그리고 연금가입자들이 자국의 연금정책에 따라 어떠한 의사결정을 나타내고 있는지를 보여줄 수 있을 것이다.

<표 IV-6>은 국가별 DC형 연금플랜의 운용규제의 현황을 보여주고 있다. 미국의 401(k), 호주와 Superannuation, 뉴질랜드의 Kiwisaver, 스웨덴의 PPM(Premium Pension System), 일본의 퇴직연금 등 DC형 가입자들이 선택할 수 있는 운용상품에 대해 제한을 두고 있지 않다. 영국의 DC형 가입자는 스테이크홀더 연금(Stakeholder pension)과 국민고용저축신탁(National Employment Savings Trust: NEST)³⁷⁾ 중에서 연금을 가입하는데, 스테이크홀더 연금은 운용상품에 대해 아무런 제한이 없지만 NEST는 오직 6개의 펀드만을 제공하고 있어 DC형 가입자의 선택권을 제한하고 있다. 칠레의 AFPs(Administradoras de Fondos de Pensiones)의 경우 초기에는 행정

36) OECD 국가들로는 호주, 덴마크, 헝가리, 멕시코, 폴란드, 슬로바키아, 스웨덴이 있으며 이 외에 Non-OECD 국가들로는 칠레, 페루, 콜롬비아 등 9개의 남미 국가들과 8개의 중앙유럽 및 동유럽 국가들, 뉴질랜드, 홍콩, 인도, 러시아 등을 들 수 있다.

37) NEST는 2008년 연금법(Pension Act 2008)에서 중·저소득층 근로자 및 중소기업들을 위해 마련된 정부주도의 신탁기구이다. 어떠한 기업도 NEST에 참여할 수 있으나 대체로 중소기업들이 NEST에 참여하고 있다.

비용과 연금선택의 복잡성을 줄이기 위하여 1개의 투자옵션만을 두었다. 그러나 2000년대 들어오면서 연금시장의 경쟁을 유도하고 연금가입자들이 위험선호에 부합하는 투자옵션을 선택할 수 있도록 칠레 정부는 AFPs 투자 옵션의 수를 5개로 늘렸다. 페루의 SPP(Sistema Privado de Pensiones)도 2005년 이후부터 투자옵션의 수가 1개에서 3개로 증가하였다.³⁸⁾ 이외에 칠레의 모델을 따라 연금시스템을 개혁한 많은 남미 및 동유럽 국가들도 오직 2~5개의 밸런스형 펀드(balanced fund)들로 투자옵션을 제한하는 운용규제를 채택하고 있다. 다만 이들 국가들의 운용규제는 밸런스형 펀드들로 국한하고 있어 우리나라 퇴직연금 제도 도입 초기 원리금보장형 및 채권형 상품들로 제한했던 운용규제와는 운용상품의 특성에서 차이가 있다.

국가별로 다소 차이는 있으나 디폴트옵션은 대체로 주식과 채권이 혼합된 펀드들로 설정되고 있다. 추세적으로는 MMF 및 채권형 중심의 안정형 또는 보수적인 펀드에서 TDF 및 밸런스형 펀드로 변화하고 있다.³⁹⁾ 미국의 401(k) 플랜 후원자(plan sponsors)인 기업들은 2006년 이전까지 디폴트옵션을 MMF 또는 채권형 등의 펀드로 설정하였으나 연금보호법⁴⁰⁾을 계기로 TDF로 전환하기 시작하여 현재는 대부분 디폴트옵션을 TDF로 설정하고 있다. 스웨덴 PPM의 디폴트옵션은 2000년 도입 당시 PPM 연금가입자들의 평균적인 운용자산의 구성을 따르는 펀드로 이루어졌으나, 2010년 이후 연금가입자 연령에 따라 주식비중이 조정되는 TDF 유형의 세대펀드(generation fund)로 전환되었다. 영국의 NEST는 디폴트옵션으로 TDF를 제공하고 있다. 호주 Superannuation의 경우, 디폴트옵션을 통해 운용되는 자산 중에서 밸런스형 펀드가 70%, TDF가 20%를 차지하고

38) 칠레와 페루 모두 은퇴시기에 가까운 연금가입자들에 대해 위험수준이 높은 투자 옵션을 선택할 수 없도록 제한하고 있다.

39) 연금가입자 연령에 따라 주식과 채권의 비중이 조정되는 TDF는 라이프사이클형 펀드(life-cycle fund)로 일컫고 있으며, 주식과 채권의 비중을 일정하게 유지하는 밸런스형 펀드는 라이프스타일형 펀드(life-style fund)로 일컫고 있다.

40) 연금보호법은 플랜 후원자가 디폴트옵션을 TDF 또는 밸런스형 펀드 등으로 설정할 경우 투자손실에 대한 면책 조항을 두고 있다.

있는데 TDF의 비중이 증가하는 추세를 보이고 있다. 2007년 도입된 뉴질랜드의 Kiwisaver는 현재 디폴트옵션이 보수적인 펀드로 설정되고 있으나, 벨런스형 펀드로 전환할 것이라는 정부의 발표가 최근에 나왔다. 일본 정부는 2008년 원리금보장형으로 국한되었던 디폴트옵션을 일부 투자신탁까지 허용하는 방안을 제시하였는데, 최근까지도 일본 기업들은 원리금보장형 상품(95%) 위주로 디폴트옵션을 설정하고 있는 실정이다.⁴¹⁾ 라틴아메리카 국가들은 대체로 디폴트옵션을 연령에 따라 주식비중이 조정되는 라이프 사이클형 펀드로 설정하고 있다. 칠레의 AFPs는 디폴트옵션을 35세 이하에 대하여 펀드 B로, 이후부터 50세(여성) 또는 55세(남성)까지는 펀드 C로, 그 이상의 연령대에서는 펀드 D로 설정하고 있다(<표 IV-6> 참조). 칠레와 마찬가지로, 페루의 SPP도 디폴트옵션을 60세 이하에 대해서는 펀드 2로, 60~65세는 펀드 1로, 65세 초과 시 펀드 0으로 설정하고 있다(<표 IV-6> 참조).

<표 IV-6>은 신규 연금가입자들의 디폴트옵션 비율을 제시하고 있다. 미국, 호주, 스웨덴, 영국, 페루 등 분석 국가 대부분에서 신규 연금가입자의 디폴트옵션 비율이 80% 이상으로 매우 높은 모습을 보이고 있다. 여타 국가들보다 영국의 NEST와 페루의 SPP에서 이러한 비율이 특히 높은 것으로 나타났다. 그 이유는 영국 NEST의 경우 디폴트옵션과 여타의 5개 투자옵션 간 운용전략의 차이가 크지 않을 뿐 아니라 연금 가입자들 상당수가 중·저소득층 근로자들로 투자에 관심이 적었으며, 이 외에도 디폴트 옵션으로 유도하는 넛지 전략이 있었기 때문으로 보인다. 한편 페루 SPP에서는 모든 신규 연금가입자에게 디폴트옵션이 자동으로 적용된다. 다만 이들이 디폴트옵션을 원하지 않는 경우 SPP에 별도로 요청해야 하는데, 이때 자신이 원하는 펀드로 조정되기까지 2달간 시간이 소요된다. 이와 같은 SPP의 절차가 신규 연금가입자들의 디폴트옵션 비율을 높인 것으로 보인다.

41) 일본의 확정기여연금의 운용에 관한 전문위원회는 2016~2018년에 걸쳐 도입된 연금제도 개정안을 마련하였다. 특히, 전문위원회는 운용상품의 수 제한, 운용상품의 제시방법 및 운용 미지시와 관련한 세부절차, 디폴트상품에 대한 정성적 기준 등의 연금제도 개정안에 행동경제학적 문헌의 연구결과를 반영하였다.

뉴질랜드와 일본은 앞서 언급한 국가들과는 달리 신규 연금가입자들의 디폴트옵션 비율이 상대적으로 낮았다. 뉴질랜드 정부는 디폴트옵션을 연금가입자가 자신에게 적합한 펀드를 찾을 때까지 연금자산을 안전하게 보관할 수 있는 목적으로 두었다. 따라서 뉴질랜드 정부는 디폴트옵션을 보수적인 펀드로 설정하고 있을 뿐 아니라, 디폴트펀드를 제공하는 금융기관으로 하여금 연금가입자에 대해 자문과 교육, 투자선택의 확인 등을 통해 디폴트펀드 대신 자신들이 선호하는 펀드를 선택할 수 있도록 지원하는 역할을 맡겼다. 이러한 이유로 뉴질랜드의 신규 연금가입자의 디폴트옵션 비율이 여타 국가들보다 낮았던 것으로 보인다. 그러나 뉴질랜드 정부는 자신들이 의도했던 것과는 달리 디폴트옵션에 있는 많은 연금가입자들 중 상당수가 지연 및 타성 등으로 인해 오랜 기간 유지하고 있는 점에 대해 우려하고 있다.⁴²⁾ 최근 디폴트옵션을 밸런스형 펀드로 전환하겠다는 정부의 발표도 이러한 이유에서 나왔으며 이는 수익률이 다소 확보될 수 있는 밸런스형 펀드로 전환함으로써 연금가입자들을 보호하려는 방안으로 보인다. 일본은 디폴트옵션을 설정한 기업의 비중이 65%이었으며 이러한 기업들에서도 신규 연금가입자의 디폴트옵션 비중이 15%로 매우 낮았다. 즉 다른 비교 국가들과 달리 일본은 디폴트옵션이 적극적으로 채택되거나 활용되지 못하고 있는 모습이다.

42) 2008년 디폴트옵션에 들어 온 연금가입자들 50% 이상이 5년 이상 디폴트옵션에 여전히 있는 것으로 나타나고 있다(MBIE, 2012).

<표 IV-6> 각 국가별 DC형 연금플랜 투자옵션의 특징과 디폴트옵션

(단위: %)

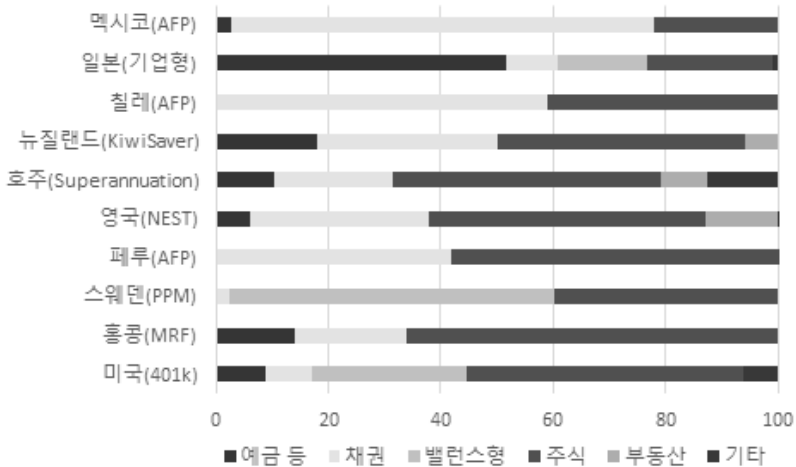
국 가	투자옵션의 특징	디폴트옵션	신규가입자 디폴트옵션 비율
미국	투자옵션에 대한 제한이 없음	라이프사이클형*, 밸런스형, 보수적 등**	80
영국(NEST)	사이아, 울리, 고위험, 저성장, 은퇴직전기펀드, 타겟데이트펀드; 총 6개 유형의 펀드 제공	라이프사이클형	99
일본	투자옵션에 대한 제한이 없음	원금확보형, 투자신탁 등	15
호주(Super-annuation)	투자옵션에 대한 제한이 없음	라이프사이클형, 밸런스형	85
뉴질랜드(KiwiSaver)	투자옵션에 대한 제한이 없음	보수적	37
스웨덴(PPM)	투자옵션에 대한 제한이 없음	라이프사이클형	93
칠레(AFPs)	주식 비중에 따라 A(40~80), B(25~60), C(15~40), D(5~20), E(0), 총 5개 유형의 펀드 제공	라이프사이클형	60
페루(SPP)	펀드 0(예적금 등), 펀드 1(주식: ~10), 펀드 2(~45), 펀드 3(~80); 총 4개 유형의 펀드 제공	라이프사이클형	99

주 : 미국은 TDF, 밸런스형, 보수적인 펀드(120일 이내) 등이 디폴트펀드로 가능하지만 TDF 중심으로 채택되고 있으며, 일본은 라이프사이클형과 보수적 펀드 등이 디폴트펀드 등이 가능한데, 보수적 펀드 중심으로 채택 자료: IOPS(2012), MBIE(2012)

<그림 IV-1>은 DC형 연금가입자들의 운용자산의 구성을 국가별로 비교하고 있다. 일본을 제외하고는 대부분의 국가들에서 주식이 40~50% 수준을 보이며 가장 높았고, 그 다음으로 채권이 30~50%, 밸런스형, 부동산, 예금 등이 나머지를 차지하고 있다. 밸런스형 펀드에서 주식의 비중이 낮지 않기 때문에 이를 포함하면 연금자산에서 주식이 차지하는 비중은 더 높을 것으로 보인다. 뉴질랜드의 경우, 디폴트옵션이 보수적인 펀드임에도 불구하고 주식과 채권의 비중이 각각 44%와 32%로 여타 국가들과 큰 차이를 보이고 있지 않다. 한편 일본은 예금 등의 원리금보장형 상품의 비중이 50%로 다른 비교 국가들보다는 높은 모습을 보이고 있다. 다만 일본은 주식과 채권의 비중이 각각 22.3%와 9.4%, 밸런스형 펀드가 15.8%로 나타나 주식 및 실적배당형 상품의 비중이 우리나라보다 높았다.

<그림 IV-1> 국가별 DC형 연금가입자의 운용자산 구성

(단위: %)



자료: 年金シニアプラン総合研究機構(2019)

4. 주요국 퇴직연금 정책의 행동경제학 적용 사례

가. 미국의 401(k): 디폴트 정책과 다양한 선택설계

미국의 401(k) 플랜은 1980년대 초 도입된 이후 급속하게 성장하였고 현재는 기업들이 보편적으로 채택하는 DC형 퇴직연금이 되었다. 401(k) 플랜은 이를 가입한 근로자들이 퇴직연금 계좌에 세전수익의 일부를 납입하고 여기에 고용주가 기여금액을 매칭하는 방식이다. 특히 고용주의 기여금액과 401(k) 조항에 의거한 세제감면에 따른 401(k)의 가입 혜택은 작지 않다. 다만, 401(k) 가입의 명백한 혜택에도 불구하고 가입 여부, 기여율, 투자운용 모두를 근로자 의사결정에 맡기고 있는 401(k) 플랜의 가입률은 정부 기대에 크게 미치지 못하였다.

이에 1990년대 일부 기업들은 401(k) 플랜의 가입, 기여율 결정, 적립금의 운용을 자동으로 대행해주는 자동가입제도(auto enrollment)를 도입하기 시작하였다.⁴³⁾ 1998년 미국의 국세청도 신규 근로자에 대한 자동가입제도를 허용하는 결정을 명확히 하였고, 이후 일련의 공식적인 결정들을 통해 자동가입을 장려하였다. 그러나 자동가입제도는 근로자의 가입률을 높이고 있었지만 이들의 기여율이나 적립금 운용에 있어서 비효율적인 문제점을 보이고 있었다. 예를 들면, 고용주들은 대체로 자동가입된 근로자에 대해 급여의 3%로 보수적인 기여율을 설정하고 있었는데, 근로자들은 이를 노후자금을 위한 적절한 기여율로 인식하여 유지하는 경향을 보였다.⁴⁴⁾ 고용주들은 자동가입된 근로자를 대신하여 운용한 투자에 대해 책임을 지지 않기 위해 MMF나 채권형 안정가치펀드 등 보수적인 투자옵션을 선택하는 경우가 많았다. 일부 주(州)법은 세전 수익에서 기여금을 공제하기 전 근로자의

43) Choi et al.(2002) 등은 자동가입제도가 401(k) 플랜의 참여율을 크게 높이고 있다는 실증분석 결과를 제시하고 있다.

44) 국세청은 자동가입 시 3%의 기여율로 고착되는 문제점을 해소하고자 2004년 연간 기여한도의 기준이나 근로자 기여율의 자동 상승을 허용하는 서한을 발표하였다.

허락을 요구하고 있었기 때문에, 해당 주(州)의 기업들은 국세청의 결정만으로 자동가입을 시행하기 어려웠다. 이러한 이유로, 2000년대 초중반 자동가입제도를 개선하고 보다 많은 기업들이 채택할 수 있도록 하는 제도나 정책의 필요성이 높아지고 있었다.

2006년 연금보호법은 401(k) 플랜의 자동가입과 관련한 제도를 대폭적으로 개선하였다. 제도 개선은 크게 세 가지로 구분해 볼 수 있다. 첫째, 연금보호법은 자동가입을 간접적으로 제한하고 있는 일부 주(州) 법을 대체할 수 있는 법률(ERISA 514(e))을 추가함으로써 미국 내 모든 기업들이 자동가입제도를 채택할 수 있도록 하였다. 둘째, 연금보호법은 적격자동기여협정을 연금보호법에 포함하여 기여율의 순차적인 인상을 제한하는 기존의 조항을 우회할 수 있도록 하였다. 셋째, 연금보호법은 고용주가 디폴트옵션을 특정한 요건을 충족하는 적격디폴트투자상품(Qualified Default Investment Alternatives: QDIA)⁴⁵으로 설정한 경우에 한해 투자손실과 관련하여 플랜 후원자나 수탁자에게 책임을 부과하지 않는 면책조항을 두었다.

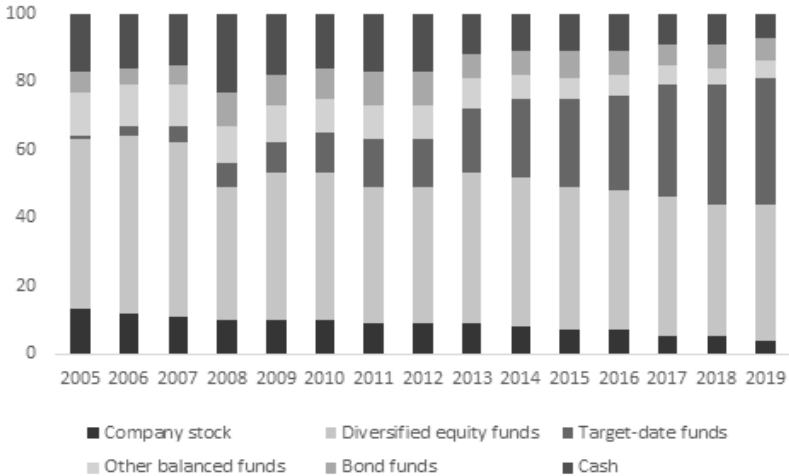
미국의 연금보호법은 행동경제학 문헌의 연구 결과들이 반영된 것으로 잘 알려져 있다. 자동가입제도는 사람들이 여러 옵션들 중에서 특별한 조치를 취할 필요가 없는 옵션을 더 선택하는 경향성을 보인다는 행동경제학적 통찰력이 적용된 것이다. 가입 연환에 따라 기여율이 자동으로 상승하는 자동상승제도는 가입자들의 손실위험을 회피하려는 행태적 편익과 관성을 고려한 넛지 전략이 활용되고 있다(Thaler & Benartzi, 2004). QDIA에 밸런스형 펀드나 TDF 등이 포함된 것은 기업들이 투자에 따른 위험이 있지만 수익을 추구할 수 있는 적격한 상품이라면 큰 부담 없이 디폴트옵션으로 채택할 수 있도록 한 정책적 판단으로 보인다. TDF는 연령에 따라 자동으로 투자 포트폴리오가 재조정되는 펀드로서 가입자들의 투자 관성이나 미루기 등의 행태적 편익이 고려된 상품이다.

연금보호법이 제정된 이후 자동가입제도를 채택하는 기업의 비율이 빠르게

45) QDIA에는 대표적으로 TDF, 밸런스형 펀드, managed account가 있으며, 이 외에 단기 상품인 capital preservation product(MMF 등)가 가입 후 120일 이내에서 운용될 수 있는 상품으로 포함되어 있다.

증가하고 있다. Vanguard(2020)⁴⁶⁾에 따르면 자동가입제도를 채택하고 있는 기업의 비율이 2004년 2%에서, 2008년 20%, 그리고 2019년에는 50%로 나타났다. 2019년 기준 자동가입제도를 채택하고 있는 기업들에서 401(k) 플랜의 가입률은 92%로 그렇지 않은 기업들에서 61%인 401(k) 플랜의 가입률보다 약 30%p 이상 높았다. 기여율 자동상승제도를 채택하고 있는 기업의 비율도 2005년 31%에서 2019년 68%로 큰 폭의 증가를 보였다. 플랜 스폰서가 지정하는 디폴트펀드의 구성을 보면 2005년 TDF가 42%, 밸런스형 펀드가 33%, MMF 및 안정가치펀드가 25%를 차지하고 있었으나, 2019년에는 TDF가 98%, 밸런스형 펀드와 MMF 및 안정가치펀드가 각각 1%를 차지하고 있다(Vanguard, 2014; Vanguard, 2020).

<그림 IV-2> Vanguard DC형 플랜의 운용자산 구성의 추이
(단위:%)



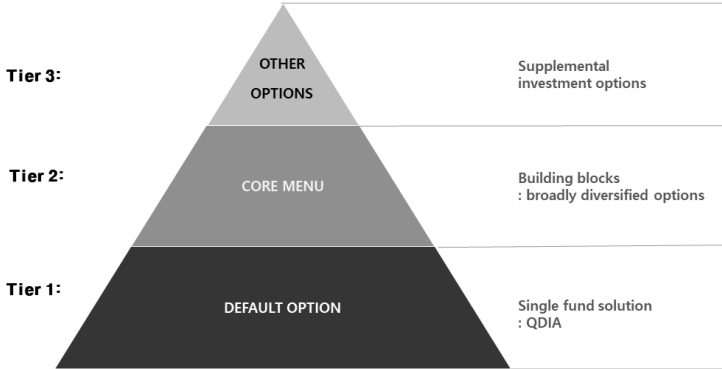
자료: Vanguard(2014, 2020)

46) 여기서의 수치는 Vanguard의 현황이므로 미국 401(k) 플랜을 모집단으로 한 분석결과와는 다를 수 있다. 다만, 401(k) 플랜에서 Vanguard가 차지하는 시장점유율이 높기 때문에 비록 개별 연금제공자의 현황이더라도 대표성을 가지고 있다고 본다.

<그림 IV-2>에서 볼 수 있듯이, TDF의 비중이 2005년에 불과 1%였던 것이 2019년에는 37%로 증가하였고 cash와 밸런스형 펀드를 합한 비중은 30%에서 12%로 감소하였다. 디폴트옵션을 TDF로 설정하는 기업들이 증가한 시기에 DC형 플랜의 운용자산에서 TDF가 차지하는 비중이 크게 증가하고 있는 것이다. 이러한 점에서 볼 때, 면책조항을 통해 기업들이 디폴트펀드를 TDF로 설정할 수 있도록 한 연금보호법이 401(k) 플랜의 운용자산 구성을 변화시킨 주요한 요인으로 생각된다.

Pagliari & Utkus(2018)는 자동가입된 신규 근로자들의 TDF 선택 비율이 2008년 85%에서 2017년 95%로 증가하였지만 자발적으로 가입한 근로자들의 TDF 선택 비율도 동기간 59%에서 81%로 증가하였다고 제시하고 있다. 이와 같이 TDF는 자발적으로 가입한 근로자들의 선택에도 상당한 영향을 주었는데, Pagliario & Utkus(2018)는 그 원인으로 메뉴효과(menu effect)와 단순화된 선택 휴리스틱스(simplified choice heuristics)를 들었다. TDF는 펀드의 특성 상 은퇴 연도별로 수십 개가 제시될 수밖에 없는데 이로 인해 펀드 개수의 기준으로 볼 때 투자메뉴에서 높은 비중을 차지하게 된다. 이러한 투자메뉴의 특성이 TDF의 선택에 긍정적으로 영향을 주었다는 것이다(메뉴효과). 이들은 가입자들이 자신의 은퇴 연도에 따라 맞춤형 방식으로 고안된 다각화된 포트폴리오 상품인 TDF를 선호할 수 있다고 지적하고 있다(단순화된 선택 휴리스틱스).

<그림 IV-3> 계층형 라인업 형태의 투자메뉴



자료: Keim(2018)

최근 연금제공자들 사이에서는 401(k) 플랜 가입자의 지원전략으로 계층형 메뉴 또는 계층형 투자 라인업(tiered menu or tiered investment lineup)을 긍정적으로 평가하고 있다(Chism et al., 2016; Keim, 2018). 계층형 메뉴는 3개의 Tier로 구성되어 있다. Tier 1에서는 디폴트펀드가, Tier 2에서는 다각화된 투자옵션들(빌딩블록이라고도 함)이, Tier 3에서는 모든 투자옵션이 제시된다. 특히 Tier 2는 투자옵션의 수를 최대한 간소화한 메뉴이다. 예를 들면, Tier 2에서 제시되는 빌딩블록은 TDF를 포함하여 광범위하게 분산된 미국의 주식형 펀드, 해외 주식형 펀드, 미국 채권형 펀드, 해외 채권형 펀드, 현금/MMF 등의 펀드들이 해당된다. 특히 플랜 후원자들은 Tier 2를 통해 인덱스 펀드 및 분산펀드 등의 투자옵션을 선별적으로 제공함으로써 근로자들의 선택을 간접적으로 가이드하거나 유도하고 있다. 마지막으로, 플랜 후원자들은 Tier 3에서 다양한 투자옵션을 제공함으로써 근로자들의 자유로운 선택을 보장하고 있다.

재가입제도(re-enrollment)는 최근 DC형 플랜에서 모범적인 관행으로 평가받고 있을 뿐 아니라, 플랜 후원자들 사이에서도 상당한 인기를 얻고

있다. Eickman(2019)은 재가입제도를 투자환기(investment refresh)로 표현하는 것이 적절하다고 보고 있는데, 이유는 재가입제도가 기존 401(k) 플랜 가입자에게 재가입과 관련한 절차가 아니라 현재의 포트폴리오를 조정할지를 묻는 절차이기 때문이다. 다만 재가입제도가 업계에서 일반적으로 통용되는 용어이기 때문에, 본 연구에서는 재가입제도라는 용어로 설명한다. 재가입 제도는 다음과 같은 절차를 말한다. 예를 들면, 플랜 후원자가 투자옵션들을 추가하거나 삭제하는 등 투자메뉴의 구성을 변경하는 경우 이를 기존 401(k) 플랜 가입자에게 통보한다. 이때 기존 가입자들은 이전의 투자운용을 그대로 유지하겠다는 의사를 표시하여 자신의 투자운용 전략을 조정하지 않거나, 새롭게 개편된 투자메뉴에서 자신의 운용상품을 조정할 수 있다. 또한 이들 중에는 아무런 조치를 취하지 않을 수 있는데 재가입제도는 디폴트옵션과 같이 플랜 후원자가 이들의 포트폴리오를 디폴트펀드로 재조정하는 과정을 말한다. 즉 재가입제도는 기존 가입자라고 하더라도 아무런 조치를 취하지 않는 경우 신규 가입자들과 동일하게 이들의 포트폴리오를 플랜 후원자가 지정한 디폴트펀드로 재조정하는 것을 말한다.

미국의 플랜 후원자들은 자신의 근로자들에게 적절한 투자메뉴를 제공해야 하는 신의성실의 의무를 지고 있기 때문에 투자메뉴를 지속적으로 검토하고 조정하고 있다. 연방노동부(department of labor)는 기존 401(k) 플랜 가입자의 포트폴리오가 재가입제도를 통해 디폴트펀드로 전환된 경우에서도 디폴트옵션의 면책조항이 적용될 수 있다고 보고 있다. 즉 재가입제도는 플랜 후원자에 대해 신의성실의 의무와 관련한 법적 책임을 완화시켜 주고 있는 것이다.

지난 20여 년간 미국의 401(k) 플랜 후원자들이 자생적으로 도입하여 발전시킨 자동가입제도, 기여율의 자동상승제도, 계층형 메뉴, 재가입제도는 행동경제학적 통찰력이 반영된 선택설계이며, 근로자들의 401(k) 플랜 가입 뿐 아니라 기여율과 운용자산에도 상당한 영향을 주었다. 다시 말하면, 미국의 401(k) 플랜에 대한 사례는 정책당국과 플랜 후원자가 시도하였던 여러 선택설계들이 근로자들의 행동변화를 이끌어내는데 실효적인 정책도구이었음을 보여주고 있다.

나. 영국의 NEST: 중·저소득층 및 중소기업 퇴직연금 정책

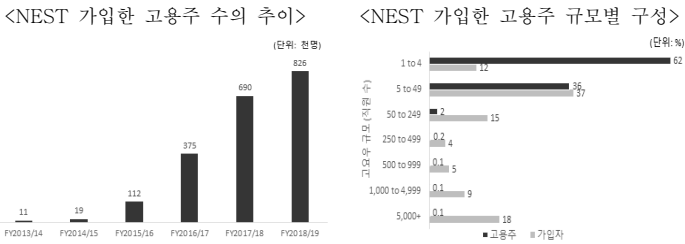
2000년대 초중반 영국의 퇴직연금 가입률은 풀타임 취업자를 기준으로 54%, 파트타임 종사자를 포함하면 민간부문에서 불과 25%에 그치는 등 매우 낮은 모습을 보였다. 이러한 배경에서 2008년 영국은 연금법(Pension Act 2008) 제정을 통해 기업 규모에 따라 단계적으로 퇴직연금 제도의 마련을 의무화하고 자동가입제도를 도입하도록 하였다. 2000년대 초중반 연금위원회가 연금 개혁에 대해 논의하는 과정에서 행동경제학 문헌의 연구결과를 인지하고 이를 연금법에 반영하였는데, 대표적으로 옵트아웃 방식의 자동가입제도⁴⁷⁾와 후술하고 있는 국민고용저축신탁제도(National Employment Savings Trust: NEST)를 들 수 있다.

2000년대 초중반에 상당수의 중소기업들은 적절한 수탁기구를 마련할 수 있는 역량이 부족하였다. 다른 한편으로 연금공급자들은 중·저소득층 근로자를 대상으로 한 연금서비스가 비용 측면에서 경제적이지 않았기 때문에 소규모 저축자금을 적합한 연금상품들을 충분히 제공하지 않았다. NEST는 이와 같이 비효율적인 중소기업 및 중·저소득층 근로자의 연금시장을 지원할 목적으로 2008년 연금법을 통해 도입되었으며 DC형 계좌관리 업무와 연금자산의 운용을 수행하는 정부 주도의 수탁기관이고 이를 설립할 수 있는 제도를 말한다. 사업주들은 이직 근로자들의 DC형 연금플랜을 전환하는 과정에서 사무비용이 작지 않게 들었고 근로자들도 계좌이동과 관련하여 어려움이 컸는데, 중소기업과 중·저소득층 근로자들에서 이직률이 높았다. 영국 정부가 NEST를 단일 수탁기관으로 설립한 데에는, 대규모 시스템을 통해 이들에게 적합한 양질의 연금상품을 제공할 수 있을 뿐 아니라 행정적인 비용을 절감하고 DC형 연금플랜의 이동성(portability)을 향상시켜 중소기업과 중·저소득층 근로자 대상의 연금시장을 확대시킬 수 있다고 보았기 때문이다.

47) 모든 사업주는 일정한 법적 기준을 충족하는 직원이 거부의를 표명하지 않으면 퇴직연금에 자동으로 가입하게 되는 옵트아웃(opt-out) 방식을 채택해야 했다.

NEST는 2011년 설립 이후 규모 면에서 상당한 성장을 보였다. 2019년 3월 82만 6천명의 고용주들과 1,060만명의 근로자들이 NEST를 선택하였으며, 이 중에서 72만3천 명의 고용주들과 420만명의 근로자들이 활동 중인 것으로 나타났다.⁴⁸⁾ NEST 회원 중에는 1~4명의 직원을 보유한 소규모기업이 62%를, 5~49명 직원을 보유한 중소기업이 36%를 차지하고 있다. 비록 250명 이상의 직원을 보유한 대기업들의 NEST 참여 비중이 1%를 밑돌고 있지만 대기업 근로자들의 비중은 36%로 적지 않은 편이다.

<그림 IV-4> NEST에 참여한 고용주 현황



자료: Vanguard(2019)

NEST는 행동경제학적 통찰력이 반영되어 있다. 첫 번째, NEST는 디폴트펀드를 Retirement Date Fund(RDF)로 설정하고 있는데, 이는 행태적 편의가 한층 더 고려된 것이다. RDF는 TDF와 마찬가지로 은퇴시기에 가까울수록 채권 비중을 높이고 있으며, 20대부터 30세까지 연금자산의 기초단계(foundation phase)에서도 투자 위험을 낮춘 운용전략을 제공하고 있다. 이러한 운용전략이 고안된 이유는 젊은 층인 신규 가입자들의 경우 적립된 연금자산이 적어 투자수익률에 따른 혜택이 많지 않아 투자 손실로 인한 연금 탈퇴를 방지하는 것이 더 중요하다고 보았기 때문이다. 여기에 더하여, 신규 가입자들이 연금 가입 초기에 투자손실을 입는 경우 이로 인한

48) NEST 가입자들 중 적지 않은 비중이 비활동인 계좌로 나타나고 있는데, 이는 가입자들 상당수가 중·저소득층으로 이직이나 퇴직이 매우 빈번하기 때문이다.

손실회피적 행태가 더 크게 나타난다는 점이 반영되어 있다.

두 번째, NEST는 디폴트펀드와 자신들이 엄선한 5개 펀드만을 제공하고 있다. 이러한 NEST의 투자메뉴 전략은 가입자들 중 상당수가 중·저소득층 근로자들로 이들의 낮은 금융이해도가 고려된 것이다. 5개의 펀드는 이슬람교 계율에 저촉되지 않는 사이아펀드, SRI펀드, 고위험펀드, 저성장펀드, 은퇴직전펀드(retirement fund)이다. 펀드명과 관련해서, NEST는 고성장펀드 대신에 고위험펀드로, 저위험펀드 대신에 저성장펀드로 명명함으로써 펀드명에 부정적인 인식을 부각하는 일종의 넛지 전략을 취하고 있다. 이를 통해 DC형 가입자들의 디폴트펀드 선택을 유도하고 있다.

NEST는 연금자산이 안전하게 관리되고 있다는 신뢰를 구축하기 위해 가입자들과의 의사소통(communication)을 중시하고 있다. 특히 7개의 황금률(golden rule) 등으로 구성된 의사소통 접근법, 승인된 단어와 구문을 통한 소통과 브랜드 구축에 노력하고 있다. NEST는 이러한 의사소통이 회원들의 NEST 연금 탈퇴를 줄이고 연금에 대한 신뢰와 긍정적인 인식 구축에 상당한 공헌을 하고 있다고 자체적으로 평가하고 있다(Sandbrook & Ravi-Burslem, 2019).

NEST는 회원 가입에서의 옵트아웃 비율, 디폴트펀드의 선택비율 등에서 자신들이 의도한 결과를 얻는데 성공적이었다. 2019년 NEST에 자동가입된 근로자들 중 옵트아웃한 비율이 7%로 매우 낮았으며 NEST 가입자들 중 98% 이상이 디폴트펀드를 선택하고 있었다. NEST 펀드 간 전환비율이 0.99%로 매우 낮아 투자에서의 관성(inertia)이 두드러졌는데, 이는 NEST 가입자들이 중·저소득층의 근로자로 투자 운용에 대한 관심이 낮았던 것이 중요한 요인으로 평가받고 있다.

다. 스웨덴의 PPM: 연금가입자들의 낮은 금융이해력과 관심 수준을 고려한 정책으로 전환

스웨덴의 공적연금은 부과방식인 소득연금(income pension)과 적립방식인 PPM으로 구성되어 있다.⁴⁹⁾ 스웨덴 정부는 DC형 연금방식인 PPM을 통해 신고전학과 경제원칙에 근거를 둔 즉 자유로운 진입과 경쟁 그리고 선택으로 이루어진 공적인 연금시스템을 창출하였다(Cronqvist et al., 2018). 2000년 PPM이 도입될 당시, 유럽연합의 UCITS(Undertakings Collective Investment in Transferable Securities) 지침을 충족하는 어떠한 펀드도 진입할 수 있는 PPM의 펀드플랫폼에는 456개의 펀드들이 경쟁하고 있었으며 연금가입자들은 이러한 펀드플랫폼에서 5개의 펀드까지 자유롭게 선택할 수 있었다.⁵⁰⁾ 스웨덴 정부는 또한 캠페인을 통해 연금가입자들의 자발적인 펀드 선택을 적극적으로 권장하였는데, 이러한 정부의 노력에 힘입어 2000년의 신규 연금가입자 440만명 중 67%가 자발적으로 뮤추얼펀드를 선택하였다. 그러나 스웨덴 정부가 캠페인을 축소한 2000년 이후 신규 연금가입자들의 자발적인 펀드 선택도 급격히 감소하는 모습을 보였다.⁵¹⁾ <그림 IV-5>에서 볼 수 있듯이, 신규 연금가입자들 중에서 자발적으로 펀드를 선택하는 비율은 2003년 9.4%, 2010년 3.0%를 보이며 지난 15년간 꾸준히 감소하였으며, 2016년에는 급기야 1%를 밑도는 수준을 보이고 있다.

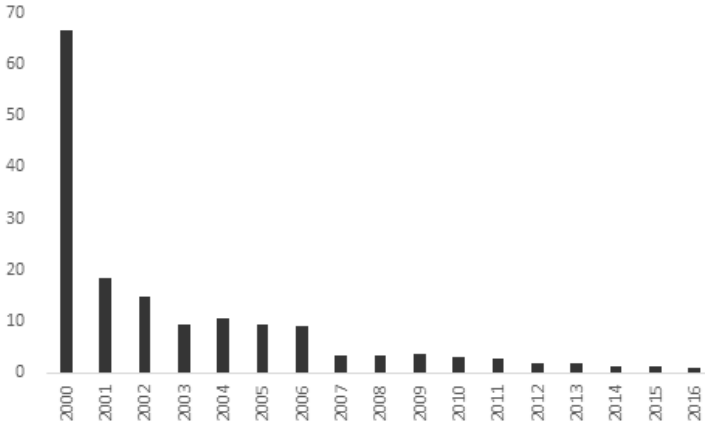
49) 스웨덴의 공적연금은 사업주와 근로자가 급여의 18.5%를 공동으로 기여하고 이 중 16%는 소득연금에, 2.5%는 PPM에 투입되는 구조이다.

50) 연금가입자들이 자발적으로 펀드를 선택하지 않으면 국가가 제공하는 디폴트펀드(Seventh AP Fund, AP7 Såfa)¹⁾로 운용상품이 결정되도록 하였다. PPM 도입 초기의 디폴트펀드는 펀드플랫폼에서 펀드를 선택하고 있는 연금가입자들의 평균적인 운용자산을 벤치마킹하고 있었다.

51) Cronqvist et al.(2018)은 이러한 결과를 캠페인이 디폴트정책보다 강력한 넋칠 수 있다는 함의로 해석하였다.

<그림 IV-5> PPM 신규 가입자들의 자발적인 펀드 선택 비율

(단위: %)



자료: Cronqvist et al.(2018)

스웨덴 정부는 지난 20여 년간 PPM 운영과 관련하여 여러 차례의 조사(inquiry)를 수행하였는데, 무엇보다도 이러한 조사를 통해 연금가입자들의 합리성과 이들의 자발적인 선택을 중시한 PPM의 가정이 이상적이었던 것으로 이들의 금융이해력 및 투자 관심에서의 부족, 행태적 편 의 등에 따른 현실에서의 의사결정과는 부합하지 않다는 것을 인정하게 되었다. 이와 함께 스웨덴 정부는 이러한 조사를 근거로 현실에서의 의사결정에 맞추어 효과적이며 최적인 방식으로 PPM 정책을 전환해 오고 있다.

2004~2005년에 있었던 첫 번째 조사에서는 투자에 관심을 가지고 있으나 정보가 부족한 연금가입자들의 의사결정을 지원하는 시스템의 필요성이 제기되었다. 스웨덴 정부는 이를 받아들여 IT 기반의 의사결정 지원틀(PPM Pilot)을 개발하고 운용펀드의 조정을 유도하고자 표적 우편물을 발송하는 등 정책적 노력을 기울였는데, 이는 큰 성과를 내지 못한 것으로 평가받고 있다. 2004~2005년 조사의 또 다른 제안에 따라 스웨덴 정부는

디폴트펀드를 연령에 따라 주식의 비중이 조정되는 TDF 유형의 세대펀드(generation fund)로 변경하였으며, 펀드플랫폼에 AP7이 관리하는 위험수준이 서로 다른 3개의 포트폴리오를 추가하였다. 이는 연금가입자들이 수백 개의 펀드들로 구성된 펀드플랫폼에서 개별 펀드를 선택하는 옵션들 외에, 3개의 AP7 포트폴리오로부터 단순히 위험수준만을 선택하면 충분한 투자옵션을 추가한 것으로 금융이해력과 투자에 대한 관심이 낮은 연금가입자들에 맞춘 정책이었다.

2012~2013년의 조사에서는 펀드플랫폼 내에 상당한 편차를 보이는 펀드들의 성과, 많은 수의 펀드들, 높은 수수료 등이 심화되고 있다고 평가하였다. 특히 연금가입자들의 낮은 금융이해력과 투자관심의 부족이 이러한 결과의 원인으로 보았다. 이를 해결하는 대안으로 첫 번째는 스스로 선택하기를 원하지 않는 이들을 식별하는 확인선택제도(confirmation choice)를 도입하여 이들에게 투자 선택의 대안으로 디폴트펀드를 강조하는 것이었다. 이와 함께 펀드플랫폼 내 펀드 비용과 위험수준에 대해 제한을 둬으로써 펀드 개수를 자연적으로 감소시키는 방안이었다. 두 번째는 10개 정도의 펀드들로 엄선한 펀드플랫폼을 새롭게 구축하는 방안이었다. 그러나 두 방안 모두 정책에는 반영되지 않았다. 다만 2015년에 스웨덴 연금당국은 연금가입자들의 자발적인 선택을 강조하는 방향에서 디폴트펀드를 강조하는 방향으로 커뮤니케이션의 정책을 공식적으로 선회하게 되었다.

2014~2016년 조사에서는 기존의 펀드플랫폼(own portfolio management model) 내 펀드 선택의 문제로부터 3개 운영모형(own portfolio, standardised risk portfolios, default choice)을 제공하는 문제로 연금가입자 수익률 향상을 위한 해결방식의 초점이 바뀌었다. Own portfolio 플랫폼은 기존의 플랫폼과 동일하며 standardised risk portfolios 플랫폼은 투자메뉴가 간단하여 선택이 손쉬운 방식으로 금융이해력과 투자에 대한 관심 수준이 상대적으로 부족한 연금가입자들을 위한 펀드플랫폼이 된다. 조사단은 연금가입자들이 자신의 금융이해력이나 투자에 대한 관심 수준에 따라 3개 운영모형 중에서 하나를 선택하는 과정의 추가가 이들의 투자수익률을 높일 수 있는 효과적인 방법이라고 보았다. 또 다른 제안은 디폴트옵션을 선택하지 않은

연금가입자들에 대해서는 주기적으로 확인선택을 하도록 하는 절차를 도입함으로써 펀드의 운용전략을 지속적으로 관리하도록 유도하는 방안이다. 확인선택 과정에서 운용전략의 조정이나 유지 등의 의사를 표명하지 않은 이들의 포트폴리오는 일정기간 후 자동으로 디폴트펀드로 전환된다. 2019년 조사에서는 디폴트옵션과 기존의 펀드플랫폼 사이에 제공되는 플랫폼에 관한 개선안들로 2014~2016년 조사단의 제안을 발전시키고 있다. 즉 개선안은 디폴트펀드만을 제공하는 플랫폼, 위험이 다른 AP7 펀드로 구성된 플랫폼, 펀드 카테고리(빌딩블록 펀드)로 구성된 플랫폼, 현재와 같이 다수 펀드로 구성된 플랫폼 등 여러 플랫폼들을 통해 다양한 수준의 금융이해력과 투자관심을 가진 연금가입자들을 커버할 수 있는 적절한 선택환경 마련에 초점을 두고 있다.

정리하면, 지난 20년간 PPM 연금가입자들이 보여주었던 금융이해력과 투자에 대한 관심 그리고 자발적으로 선택하려는 의지는 스웨덴 정부가 애초에 기대하고 가정했던 것에 비해 크게 미치지 못하였다. 이에 따라 스웨덴 정부는 합리성에 근거한 PPM 정책에서 낮은 수준의 금융이해력이나 비합리적인 연금가입자들의 의사결정에 바탕을 둔 정책으로 선회하고 있는 모습이다. 대표적으로는 디폴트옵션을 강조하고 있으며, 계층형 방식의 펀드플랫폼을 마련하고 있다.

5. DC형 가입자에 대한 행동경제학적 접근: 선택설계

Thaler & Sunstein(2009)이 처음으로 소개한 용어인 선택설계(choice architecture)는 의사결정자에게 선택옵션들이 제시되는 방식 또는 디자인이며 의사결정자의 선택에 영향을 줄 수 있다. 선택설계의 대표적인 예로는 선택옵션의 개수, 선택옵션의 특성이 전달되는 방식, 디폴트의 설정 등을 들 수 있다. 정책당국자들은 의사결정자의 선택을 개인적으로나 사회적으로 바람직한 방향으로 이끌어 내려는 목적을 두지만 동시에 이들의

자유로운 선택을 보장하는 방식으로 선택설계를 고안하고 있다. 이러한 점에서, 선택설계는 자유주의적인 개입(libertarian paternalism)방식의 정책도구가 된다.

앞서 논의하였듯이, DC형 퇴직연금 가입자들은 행태적 편의로 인해 합리적이지 않은 선택을 하거나 행동에서도 자발적이지 않은 모습을 빈번하게 보인다. 최근 해외 주요국의 퇴직연금 사례에서 확인하였듯이, 정책당국자들은 이와 같은 DC형 가입자들의 비합리적인 의사결정에 초점을 둔 정책도구로 디폴트옵션을 위시한 다양한 선택설계들을 도입하고 있다. 명확한 선호와 합리성을 가진 DC형 가입자의 선택에 영향을 거의 주지 않으면서도 행태적 편의로 인한 비합리적인 의사결정을 교정해 줄 수 있는 선택설계의 장점은 정책당국자들이 선택설계를 정책도구로서 과감하게 채택할 수 있었던 중요한 요인이라고 생각된다.

가. 디폴트옵션

해외의 많은 정책당국들이 디폴트옵션을 채택하고 있는데, 그 이유는 자유주의적인 개입으로 정책적 부담이 적을 뿐 아니라 정책적 효과가 크기 때문이다. 정책당국자는 디폴트옵션을 통해 DC형 가입자들 중 포트폴리오를 선택하지 않는 가입자들로 하여금 개인적으로나 사회적으로 바람직하다고 판단되는 펀드를 선택하도록 유도하면서도 DC형 가입자들의 자유로운 선택을 여전히 보장할 수 있다. 정책적 효과 측면에서는 신규 DC형 가입자들 중 포트폴리오를 선택하지 않는 이들이 많고 이에 따라 디폴트옵션이 선택되는 비율이 높다는 점을 들 수 있다. 여기서는 선택설계의 관점에서 디폴트옵션의 정책적 효과가 큰 이유를 살펴본다.

디폴트옵션은 대체로 정부의 직·간접적인 규제 하에 과도한 위험에 노출되지 않으면서도 장기투자에 적합하다고 평가된 펀드들이 선정된다.⁵²⁾

52) IOPS(2012)에 따르면, 디폴트옵션 펀드는

① 채권 또는 MMF 등 안전자산으로 구성된 보수적인 펀드

일부 국가⁵³⁾들에서는 정책당국이 디폴트옵션으로 적절한 펀드를 직접 선정하고 있으며 다른 국가⁵⁴⁾들에서는 정부의 제도 및 가이드에 의거하여 기업이 디폴트옵션 펀드를 선정하고 있다. 이와 같이 디폴트옵션은 정부에 의해 직접 검증되거나 가이드되기 때문에 DC형 가입자들이 신뢰할만한 펀드로 받아들여지게 되는 인증효과를 가진다. 그리고 이러한 인증효과를 넘어 디폴트옵션은 DC형 가입자들로 하여금 퇴직연금에 적절한 투자옵션이 무엇인지 알려주는 부수적인 효과를 보일 수 있다. 이를 보면, 미국의 401(k)에서 보면 디폴트옵션 상품으로 널리 채택되고 있는 TDF가 자발적인 선택을 하는 DC형 가입자들 사이에서도 상당한 인기를 얻고 있다.

행동경제학적 관점에서 볼 때, 디폴트옵션은 개인들의 현상유지 선호에 의해 선택되는 측면이 크다. 디폴트옵션은 특정한 펀드를 선택하지 않은 DC형 가입자에게 자동으로 제공되는 방식이다. 이러한 방식에서는 DC형 가입자들이 디폴트옵션을 자신의 현재 상황(status quo)으로 보고 이를 자연스럽게 받아들일 가능성이 높다.⁵⁵⁾ 다른 한편으로 투자경험이 적은 DC형 가입자에게는 퇴직연금의 운용자산을 선택하는 과정이 복잡하고 어렵게 받아들여질 수 있다. 그리고 이러한 이유로 DC형 가입자들은 퇴직연금 운용자산의 선택 자체를 꺼려하거나 미루게 된다. 디폴트옵션은 특별한 조치가 없어도 제공되는 상품으로 선택 자체를 꺼려하거나 미루고 있는 DC형 가입자들을 위한 합리적인 대안으로 작동할 가능성이 높다.

-
- ② 파생상품 등을 이용하여 안정적인 수익률을 보장하는 개런티 펀드
 - ③ 주식과 채권의 비율을 일정하게 유지하는 밸런스형 펀드
 - ④ 가입자 연령을 기준으로 주식과 채권의 비중이 자동으로 조정되는 TDF 등이 대표적이며 디폴트의 목적, 연금가입자들의 위험 선호 및 연령 등의 인구통계학적 특성, 투자목표와 투자위험의 허용수준, 유동성 관리, 투자 다변화, 비용, 금융 시장 및 경제 여건, 지배구조 등에 따라 선정되어야 한다고 보고 있다.

- 53) 남미, 스웨덴의 PPM, 영국의 NEST, 뉴질랜드의 Kiwisaver 등이 해당된다.
- 54) 미국의 401(k) 플랜, 영국의 스테이크홀더 연금, 호주 Superannuation 등이 해당된다.
- 55) 연령에 따라 위험자산을 자동으로 조정해 주고 있는 TDF는 DC형 가입자의 투자에서의 관성이나 지연 및 미루기와 같은 행태적 편이가 고려된 펀드로 알려져 있다. 여기에 더하여, TDF는 생애 전체에 걸친 개인들의 인적 자본의 현금흐름에 대한 특성을 고려한 모던포트폴리오 이론 분석에서도 퇴직연금에 적합한 유형의 라이프사이클형 펀드로 평가받고 있다(Viceira, 2009).

나. 투자메뉴 및 단순화된 운용상품

투자메뉴 내 제시되는 운용상품의 개수 및 특성은 DC형 가입자의 의사 결정에 상당한 영향을 줄 수 있는 요인들이다. 이는 DC형 가입자들 중에는 선택과부하로 인해 선택 자체를 꺼려하거나 자신의 선호에 맞는 상품을 선택하지 못할 수 있다는 연구결과(Iyengar & Kamenica, 2010)나 이들의 자산배분이 투자메뉴에 있는 운용상품의 수나 특성에 따라 달라질 수 있다는 연구결과들(Benartzi & Thaler, 2001; Brown et al., 2007)에서 잘 나타나고 있다. 따라서 투자메뉴는 DC형 가입자들의 합리적인 의사결정을 이끌어내고자 하는 정책당국이 살펴보아야 할 선택설계이다.

사람들은 엄밀하게 검토해야 하는 선택 문제에 있어 종종 이를 이해하기 쉽고 간소한 방식으로 검토하고 의사를 결정하는 선택 휴리스틱을 가지고 있다. 문제는 엄밀한 의사결정의 부재로 인해 자신이 진정으로 원하는 투자옵션을 선택하지 않을 수 있다는 점이다. 이러한 점에서, 경우에 따라서는 자신이 직접투자를 다각화해야 하는 상황보다는 투자의 다각화가 되어 있는 소수의 투자옵션들 중에서 선택해야 하는 상황이 DC형 가입자로 하여금 그들이 원하는 투자전략을 구현하도록 하는데 효과적일 수 있다. 즉 단순화된 운용상품은 선택 휴리스틱으로 인한 왜곡을 완화해줄 수 있다. 대표적인 상품으로는 TDF나 분산투자 펀드 등이 있다.

계층형 라인업 형태의 투자메뉴는 DC형 가입자들이 자신들의 금융이해력이나 투자관심의 수준에 따라 투자메뉴의 환경을 선택할 수 있다. 대체로 계층형 라인업은 Tier 1에서부터 Tire 3까지로 구성되어 있으며, Tier 1과 Tier 2에는 디폴트옵션과 빌딩블록 형태의 운용상품이, Tier 3에서는 세분화된 투자옵션이 제공된다. 특히 Tier 2는 금융이해가 부족하지만 자발적인 선택을 추구하는 DC형 가입자들에게 적합한 투자메뉴이며 Tier 1의 디폴트옵션과 함께 정부 또는 기업이 자신들이 적합하다고 판단한 투자옵션의 선택을 강조할 수 있기 때문에 일종의 넛지로 활용할 수 있다.

다. 정보전달의 방식과 디지털 너트

DC형 가입자가 합리적인 의사결정자라고 하더라도 정보를 충분히 습득하고 또 이해하고 있어야 적절한 투자 포트폴리오를 선택할 수 있다. 따라서 충분한 정보제공은 정책당국자들이 꾸준히 강조해왔던 정책이기도 하다. 그런데 DC형 가입자들이 정보과부하로 인한 정보습득의 어려움이나 외면 등 역효과를 보이며 정책당국이 정보제공을 통해 기대한 효과가 나타나지 않고 있다. 이러한 이유로 연금보고서 등의 정보를 효과적으로 전달하기 위한 전략이나 디자인이 많은 국가들에서 중요한 정책적 고려사항으로 논의되고 있다. 특히 행동경제학자들은 사람들이 동일한 정보라도 인지적 이해를 높일 뿐 아니라 심리적으로 민감하게 반응할 수 있는 전략을 개발할 필요성을 제기하고 있다(Nicholson et al, 2005). 아래에서는 이와 관련한 여러 논의를 소개한다.

(정보의 형태) 정보는 표준화되고 이해하기 쉬운 방식으로 전달될 필요성이 제기되고 있다. 이를 테면, DC형 가입자들은 일관되지 못한 연금 정보 보다는 표준화된 연금정보에 더 신뢰를 가지며 또 민감하게 반응한다. 사람들은 확률보다는 빈도수를 통해 정보를 더 잘 이해하고 있으며 투자위험을 보여주는 온도계 등에 더 잘 반응하는 모습을 보인다(Driver et al, 2010). 사람들은 정보를 취득하는데 있어서 수용능력의 한계와 제한된 시간을 가지고 있기 때문에 노력과 시간이 상대적으로 적게 드는 정보를 선호한다(De Meza et al., 2008). 최근 영국에서는 연금보고서의 주요정보를 2페이지 이내로 제공하고 부록을 통해 기술적인 내용을 제공하는 계층적 접근법(layered approach)이 논의되고 있다(DWP, 2019).

(정보전달의 타이밍) 연금정보는 DC형 가입자에게 특별히 의미가 있는 순간에 제공될 때 이들의 행동변화에 미치는 효과가 크다. 결혼, 출산, 은퇴 시기에 다가선 특정한 연령 등 DC형 가입자 자신의 삶에서 이벤트로 여겨질 수 있는 시기에 특히 연금정보가 제공될 필요가 있다(Larsson et al, 2008). 운용성과 등을 담은 연금보고서는 연간으로 제공되는 것이 합리적

이라고 평가되고 있다(Larsson et al., 2008).

(수익률 정보와 위험 감수) 여러 연구에 따르면, 장기수익률의 정보는 가급적 덜 빈번한 주기로 받을 때 그리고 투자수익률을 개별 상품별로 받기보다는 운용상품 전체 평균으로 받을 때 실험 참가자들이 투자 위험을 감수하려는 경향이 더 크게 나타났다(Benartzi & Thaler, 1999; Gneezy et al., 2003; Anagol & Gamble, 2009). 이는 실험 참가자들이 투자 수익의 정보를 받는 주기가 너무 짧거나 전달방식에 따라 근시안적인 손실회피를 겪을 수 있음을 의미한다. 연금가입자들은 20~30년의 장기간에 걸친 연금 수익률과 위험을 평가하는 것이 타당하지만 종종 여러 대중매체를 통해 최근 수년간의 투자수익률이나 위험요인을 더 잘 인지하게 된다. 실제로 뉴스나 주변으로부터 투자위험에 대한 소식을 빈번하게 접할 수 있는 DC형 가입자의 자료를 분석한 실증연구에서는 장기수익률의 정보제공 효과가 실험연구에서의 결과와 달리 크지 않았다(Beshears et al., 2011). 이러한 결과는 현재보다 연금보고서의 장기수익률 정보가 DC형 가입자에게 충분히 각인될 수 있는 방식으로 제공될 필요성을 함의한다.

(정보전달의 매체) 기업들이 대체로 퇴직연금 정보를 제공하고 있는데, 관련해서 O'Donoghue & Rabin(1999)은 평일 업무시간 팀 구성원을 대상으로 한 세미나가 효과적이라고 제안하고 있으나 Clark et al.(2006)은 기업 내 세미나를 통해 전달되는 연금정보가 DC형 가입자들에게 영향을 주지만 이들의 행동변화를 이끌어 내지는 못하고 있다고 밝혔다. 최근에는 대시보드를 활용한 감독당국의 정보제공도 점점 중요해지고 있다. 이러한 대시보드는 웹 기반으로 운영되기 때문에 통합된 정보를 제공할 수 있을 뿐 아니라 정보 접근에서도 편리하다. 칠레 등 몇몇 국가들은 대시보드를 통해 DC형 가입자 개개인에 대해 맞춤형 연금전략을 지원하기 위해 상호교류가 가능한 연금산정 도구(interactive pension calculator)를 운영하고 있다.⁵⁶⁾

56) Fuentes et al.(2017)은 일반적인(generalized) 정보가 아닌 가입자 본인의 상황을 반영하는 개인화된(personalized) 정보의 형태로 연금 예상액 등을 제공하는 경우 연금 저축률이 개선되고 있음을 밝혔다.

(디지털 넛지) Benartzi(2017)는 퇴직연금의 저축에 있어서 디지털 넛지의 중요성과 역할을 강조하였다. 그는 디지털 넛지의 장점을 다음의 두 가지로 제시하고 있다. 첫째, 디지털 공간에서는 적절한 넛지 전략을 찾기 위해 여러 다양한 디자인을 손쉽게 시험할 수 있을 뿐 아니라 시험 결과를 며칠 또는 몇 주 내에 구할 수 있다. 둘째, 디지털 넛지는 웹사이트나 앱을 통해 전례 없는 규모로 사람들의 행태적 편의를 교정하는데 지원할 수 있다. Benartzi(2017)가 제시한 3개의 디지털 넛지 사례 연구는 다음과 같다. ① 이메일 프레이밍의 영향력: Benartzi et al.(2017)은 효과적으로 프레이밍된 이메일은 기존의 통상적인 방식의 이메일보다 퇴직연금의 가입을 두 배 이상 높이고 있었을 뿐 아니라, 세금 우대조치나 금융교육과 같은 전통적인 정책보다 약 100배 정도 비용을 절감할 수 있을 것으로 평가하였다. ② 스크린 상에서의 심리회계 영향력: 일(日) 단위의 소액 저축, 저축 규모를 수입에 연동하는 전략 등 로보세이빙 앱(robo-saving app)들이 창출할 수 있는 다양한 서비스들은 향후 소득이 가변적인 근로자들에 대해서도 연금저축을 유도할 수 있을 것으로 보았다. ③ 적시의 모바일 피드백 영향력: 사람들은 필요한 금융정보를 적시에 제공받을 수 있다면 보다 적절한 의사결정을 수행할 수 있다. 특히 이러한 모바일 앱 기능은 불필요한 소비를 약 15.7% 줄이는 방향으로 나타났음을 제시하였다. 또 다른 방향으로서는 빅데이터를 기반으로 개개인에 맞춘 디지털 넛지전략의 진화를 기대하고 있다.

6. 정책제언

가. 행동경제학적 관점에서 디폴트옵션의 도입 필요성

첫째, 본 연구에서 확인한 바와 같이, 여타 국가들에서처럼 우리나라도 많은 DC형 가입자들이 연금자산 투자에 관심이 적거나 이를 실행하는 역량이나 의지력이 부족하다. 더욱이 수백 개 이상의 실적배당형 상품들에서 선택해야 하는 상황에서 이들은 투자결정에 어려움이 많다. DC형 가입자들이 특별한 조치를 취하지 않더라도 운용상품을 자동으로 지정해주는 디폴트옵션 제도는 포트폴리오 선택에 어려움을 가지는 많은 DC형 가입자들에게 도움을 제공할 수 있는 제도가 될 것이다.

둘째, DC형 가입자가 자발적으로 선택한 것이라도 이는 금융이해의 부족이나 행태적 편의로 인해서 단기성 자산인 원리금보장형 상품을 선택한 것일 수 있다. 이를 테면, DC형 가입자들은 퇴직연금을 노후소득을 위한 투자의 대상이라고 생각하기보다는 기존 퇴직금 제도에 대한 생각으로 안전하게 관리하는 것을 더 중요하게 볼 수 있다. 신규 DC형 가입자들은 주변의 지인이나 동료들이 대부분 원리금보장형 상품을 선택하고 있기 때문에 이를 퇴직연금의 표준상품으로 받아들일 수 있다. 그런데 원리금보장형 상품이 해외 DC형 운용자산이나 국민연금 운용자산과는 매우 다른 자산이라는 점으로 미루어 볼 때, 우리나라 DC형 가입자들은 금융이해력의 부족에서든 행태적 편의로 인한 것이든 적절한 퇴직연금 운용상품이 무엇이어서 하는지에 대한 인식이 높지 못한 것이 분명하다. 디폴트옵션은 정부 또는 금융전문가들이 판단하기에 적합하다고 인정한 운용상품이기 때문에 DC형 가입자들에게 해당 상품을 추천하는 효과를 가지고 있을 뿐 아니라 교육적인 효과를 가지고 있다. 즉 디폴트옵션은 적절한 퇴직연금 운용상품에 대한 DC형 가입자들의 인식을 심어주는데 효과적일 것이다.

셋째, 디폴트옵션은 DC형 가입자의 자유로운 선택을 여전히 보장할 수 있다는 장점을 가진다. 즉 DC형 가입자가 안전자산을 선호하여 원리금보장형

상품을 선택하고 있는 경우, 디폴트옵션의 도입은 이들의 선택을 제한하거나 왜곡하지 않는다.

나. 투자메뉴의 설계: 계층형 라인업

우리나라 퇴직연금사업자들은 수백 개 이상의 실적배당형 상품들을 제공하고 있다. 이와 같이 다양한 실적배당형 상품들의 제공은 DC형 가입자들이 자신이 원하는 상품을 충분히 고를 수 있는 기회를 준다는 장점을 가진다. 그러나 DC형 가입자들에 따라서는 많은 실적배당형 상품들로 인해 선택의 어려움이 클 수 있다. 즉 현재의 투자메뉴는 이러한 현실을 고려하지 않고 금융이해력이나 투자관심이 충분히 높은 DC형 가입자들에게 가장 적합한 방식으로 제공되고 있다. 앞서 사례 분석에서 제시하였듯이, 미국의 401(K) 플랜에서 활성화되어 있고 스웨덴의 PPM에서 정책적으로 논의되고 있는 계층형 라인업 형태의 투자메뉴는 DC형 가입자들이 자신의 금융이해력이나 투자관심의 수준에 따라 투자메뉴를 달리 선택할 수 있도록 하고 있다. DC형 가입자들의 금융이해력이나 투자관심의 정도가 다양한 현실에서 이들 수준에 따라 라인업을 달리 제공될 수 있는 투자메뉴는 보다 합리적인 의사결정을 이끌어내는데 효과적일 수 있다. 아직까지 우리나라에서는 DC형 가입자의 선택환경을 개선하려는 정책이나 금융기관들의 시도가 많지 않았던 것으로 생각된다. 향후 기업과 금융기관들은 적절한 계층형 라인업 형태의 투자메뉴를 검토해 보고 이를 가지고 DC형 가입자들에게 다가갈 필요가 있다고 판단된다.

다. 미국의 재가입제도에 대한 검토

미국의 재가입제도는 플랜 후원자가 기존 DC형 가입자에게 포트폴리오의 조정을 검토할 것을 요청하고, 이에 대해 아무런 대응을 하지 않은

즉 투자에 무관심한 이들의 포트폴리오를 디폴트옵션 상품으로 재조정하는 제도를 말한다. 이는 신규 DC형 가입자에게 자동으로 지정되는 디폴트옵션 제도를 기존 DC형 가입자에게도 동일하게 적용하는 것이 된다. 이러한 재가입제도는 최근 플랜 후원자들로부터 상당한 인기를 얻고 있으며 연방 노동부도 긍정적인 평가와 지지를 하고 있는 제도이다.

지난 10년 사이 저금리가 심화되고 운용규제의 완화로 보다 다양한 실적배당형 상품들이 제시되고 있음에도 많은 DC형 가입자들은 여전히 원리금보장형 상품을 유지하고 있다. 이는 DC형 가입자들이 원리금보장형 상품을 선호하고 있기 때문일 수도 있지만 연금자산의 관리에 대해 무관심하거나 관심이 있더라도 지연 및 타성 등으로 인해 자신의 포트폴리오를 재조정하지 않기 때문이다. 재가입제도는 기존의 DC형 가입자들에게 투자 조정의 검토를 요청함으로써 지연 및 타성으로 인한 행태적 편의를 완화해 줄 수 있을 것으로 기대된다. 또한 정부는 이러한 제도를 통해 신규 DC형 가입자들과 마찬가지로 투자에 무관심한 기존 DC형 가입자들의 포트폴리오를 디폴트옵션으로 조정함으로써 이들의 포트폴리오를 정책적으로 바람직한 운용전략의 방향으로 이끌 수 있다. 재가입제도는 디폴트옵션과 마찬가지로 DC형 가입자가 선호하는 운용전략을 유지할 수 있는 기회를 제공하기 때문에 이들의 의사결정을 존중하며 왜곡시키지 않는다.

우리나라 퇴직연금에서 디폴트옵션 제도를 도입하게 된다면 이는 정부 또는 기업들이 추천하고 인증하는 운용상품을 새롭게 제시하는 것을 의미한다. 더욱이 기존 DC형 가입자들이 운용상품을 선택할 당시에는 디폴트 옵션이 존재하지 않았다. 이러한 점에서 디폴트옵션 도입 시 기존 DC형 가입자에게 자신의 운용상품을 다시금 검토하고 조정해 볼 것을 요청하는 재가입제도에 대해 검토해 볼 필요가 있다고 본다.

라. 중소기업 지원방안 - NEST 모형

우리나라 중소기업들 중에는 행정적인 역량의 부족과 운영시스템 구축에 필요한 비용에 대한 부담으로 인해 디폴트옵션이나 정교한 투자메뉴의 설계 등 적절한 선택설계를 제시하기 어려울 수 있다. 근로자들의 이직률이 높은 업종에서는 잦은 이직으로 인하여 디폴트옵션이나 운용상품 조정 등의 절차로 근로자와 기업 모두 행정비용이 적지 않게 발생할 수 있다. 영국의 NEST는 대규모 운용시스템과 통합된 계좌를 통해 운용의 효율성을 높일 뿐 아니라 근로자의 이직에 따른 행정적인 부담도 낮추고 있다. NEST는 또한 중·저소득층 근로자들에 초점을 둔 투자메뉴의 설계나 운용 정책을 두고 있어 공공성을 추구하고 있지만, 퇴직연금의 운용성과를 꾸준히 발표함으로써 금융기관들과도 선의의 경쟁을 하고 있다. NEST 모형의 여러 장점들을 고려해 볼 때, 우리나라 정부도 소규모 기업 또는 중·저소득층 근로자를 위한 방안으로 NEST와 같은 개방형 수탁기구를 검토해 볼 수 있다고 판단된다.

마. 효과적인 연금정보 전달방식의 고안과 디지털 네티지

행동경제학은 정보습득의 과정에서 나타나는 행태적 편의에 관한 연구 결과들을 제공하고 있다. 즉 DC형 가입자의 합리적인 의사결정을 지원하기 위해서는 정보의 단순한 제공을 넘어 효과적인 전달방식을 고안할 필요성을 제기하고 있다. 최근 해외에서는 DC형 가입자가 정보를 효과적으로 인지할 수 있는 연금보고서의 고안이나 대시보드의 활용 등을 주목하고 있다(DWP, 2019). 정책당국은 해외 사례에 대한 연구로부터 연금정보 전달방식과 관련한 구체적인 개선 방안을 도출할 수 있을 것이다. 한편 효과적인 연금정보 전달방식의 고안은 각 국가의 상황에 따라 다를 수 있으므로 실험연구 등의 평가를 통해 검증할 수 있는 정책시스템도 필요할 것으로 생각된다.

정부는 퇴직연금과 관련한 디지털 너지와 관련한 정책을 중요하게 검토하여야 할 것으로 판단된다. 이를 테면, 정부는 자영업자 등에 대해 IRP의 가입을 독려하거나 중요한 연금정보를 전달함에 있어 효과적으로 프레임된 이메일을 활용해 볼 수 있다. 그리고 향후 연금시장의 발전을 촉진하는데 있어서 핀테크 부문의 역할이 클 수 있다는 점에서 관련한 정책적 지원도 부단히 살펴볼 필요가 있다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 고광수·하연정, 2010, 주식형 펀드 투자자의 디스포지션 효과, 『한국증권학회지』 39(4), 517-543.
- 권경민·김누리, 2015, 한국시장에서의 뮤추얼펀드의 성과와 현금흐름 간의 증기적 관계, 『한국 산학기술학회』 16(10), 6534-6542.
- 금융감독원, 2018. 12. 18, ELS 등 파생결합증권 개인투자자 투자현황 및 투자자 보호방안, 보도자료.
- 금융감독원, 2019. 1. 8, 퇴직연금 가입자의 상품 운용 행태 개선을 위한 행동경제학적 연구결과 및 감독정책 반영사례, 보도자료.
- 금융감독원, 2019. 1. 29, 2018 전국민 금융이해력 조사 결과, 보도자료.
- 금융위원회, 2010. 12. 17, 운용규제 개선 등 퇴직연금 활성화 및 공정 경쟁 방안, 보도자료.
- 금융위원회, 2012. 10. 25, 퇴직연금 가입자 보호강화 방안, 보도자료.
- 금융위원회, 2014. 8. 27, 안정적이고 여유로운 노후생활보장을 위한 사적연금 활성화 대책, 보도자료.
- 금융위원회, 2015. 4. 27, 퇴직연금시장 발전을 위한 자산운용제도 개선 방안, 보도자료.
- 금융위원회, 2018. 5. 24, 다양한 퇴직연금 상품 출시와 수익률 제고를 위하여 자산운용 규제를 합리적으로 개선해 나가겠습니다, 보도자료.
- 금융위원회, 2016. 3. 24, 국민 재산의 효율적 운용을 지원하기 위한 금융상품 자문업 활성화 방안, 보도자료.
- 금융위원회, 2019. 4. 18, 소비자 친화적·맞춤형 금융시스템 구축을 위한 금융소비자 보호 종합방안, 보도자료.
- 금융위원회, 2020. 6. 30, 자본시장법 개정안 국무회의 통과, 보도자료.

- 금융연구원, 2015, 『금융소비자 인식 설문조사』, 학술용역보고서.
- 강병진, 2016, 구조화 파생상품의 투자 효용: 자동조기상환형 추가연계 증권, 『재무연구』 29-1, 77-112.
- 김명애 · 전용호 · 반주일, 2015, 멀티클래스 펀드의 자금흐름 특성에 관한 연구, 『재무관리연구』 32(1), 115-145.
- 김아름 · 양혜경, 2019, 자기과신이 금융상품 보유에 미치는 영향, 『Financial Planning Review』 12(2), 79-112.
- 김자봉 · 김정한, 2017, 국내 금융소비자의 금융이해력에 대한 실증분석과 금융교육 정책과제, 『KIF 금융리포트』 2017-05.
- 김재철 · 송홍선 · 남재우, 2014, 『공모펀드 규제체계 개선 방안 연구』, 자본시장연구원 학술용역보고서.
- 김종길 · 오철웅, 2011, 『고급재무관리』, 상경사.
- 나혜림 · 조혜진 · 최현자, 2014, 금융소비자의 펀드투자이해력에 있어서 자기과신과 과소평가의 결정요인 및 펀드투자 행태에 미치는 영향에 관한 연구, 『소비문화연구』 17(3), 203-232.
- 박주현 · 차경욱, 2017, ELS(추가연계증권) 투자행동과 보유유형 분석: 원금보장여부에 따른 보유유형 비교, 『소비자학연구』 28(2), 227-250.
- 반주일 · 김성신 · 권세훈, 2016, KOSPI200 인덱스펀드의 성과특성에 관한 연구, 『한국증권학회지』 45(5), 1035-1074.
- 반주일, 2017, 공모펀드 자산운용보고서 공시체계 개선방안, 『소비자문제 연구』 48(3), 33-56.
- 이경희 · 송인욱, 2019, 사용자의 퇴직연금상품 제공개수가 가입자의 선택에 미치는 영향 분석, 『보험학회지』 19-07, 67-100.
- 이효섭, 2017, 『ELS · DLS 증가에 따른 금융 리스크 진단 및 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 17-04.

- 이효섭, 2016, ELS 투자성과 분석 및 시사점, 『자본시장리뷰』, 봄호.
- 이태준 · 김부열 · 손혜림, 2017, 금융소비자 금융이해력 연구: 펀드투자자의 지식보정을 중심으로, 『소비자문제연구』 48(2), 303-338.
- 임현철 · 최영수, 2015, 『ELS 발행 및 헤지에 따른 주식시장의 영향과 녹-인 효과 연구』, 한국금융공학회 학술발표논문집, 2015(1), 1-29.
- 지현준 · 엄영호 · 장운옥, 2014, ELS 시장의 금융혁신자 이익에 대한 연구, 『재무연구』 27(1), 105-140.
- 차경옥, 2017, 개인투자자의 파생상품, 파생결합증권 투자행태 분석, 『Financial Planning Review』 10-1, 259-290.
- 최승재, 2008, 금융시장에서의 금융소비자의 행동양태를 고려한 투자자보호규범의 설계에 대한 연구 - 소위 '행동경제학'적 관점을 반영하여, 『증권법연구』 9(20), 227-270.
- 통계청, 2019. 12. 17, 2019 가계금융복지조사 결과, 보도자료.
- 한국 FP학회, 2019, 『금융산업 선진화를 위한 금융전문인력 자격제도의 효율적 운영방안: 재무설계 전문자격과의 연계를 중심으로』, 학술용역보고서.
- 한국금융투자자보호재단, 2019, 『2019 펀드투자자 조사결과』 .
- 한국금융투자자보호재단, 2020. 1.30, 2020년 DLF 등 구조화상품 투자 현황 조사결과, 보도자료.
- 한병석 · 강형구, 2017, 투자자 신뢰제고를 위한 펀드매니저 정보공시제도 개선방안, 『법경제학연구』 14(1), 95-115.
- Abreu, M., Mendes, V., 2018, The investor in structured retail products: Advice driven or gambling oriented? *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 17, 1-9.

- Agarwal, V., Daniel, N.D., Naik, N.Y., 2011, Do hedge funds manage their reported returns? *Review of Financial Studies* 24, 3281-3320.
- Agarwal, V., Gay, G.D., Ling, L., 2014, Window dressing in mutual funds, *Review of Financial Studies* 27, 3133 - 3170.
- Agarwal, S., Driscoll, J., Gabaix, X., Laibson, D., 2010, *The Age of Reason: Financial Decisions Over the Life Cycle and Implications or Regulation*, Brookings Papers on Economic Activity, 51-101.
- Ahn, D.H., Choi, Y.M., Kim, Y.S., Liu, W.S., 2010, Engineering for whom? Evidence in retail structured equity products, 한국재무학회 학술대회, 722-771.
- Akbas, F., Genc, E., 2020, Do mutual fund investors overweight the probability of extreme payoffs in the return distribution? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 55(1), 223-261.
- Alba, J.W., Hutchinson, J.W., 2000, Knowledge calibration: What consumers know and what they think they know, *Journal of Consumer Research* 27(2), 123-156.
- Albuquerque, R., Gaspar, R.M., Michel, A., 2015, Investment analysis of autocallable contingent income securities, *Financial Analysts Journal* 71(3), 61-83.
- Ameriks, J., Zeldes, S., 2004, How do household portfolio shares vary with age? Columbia University working paper.
- Ammann, M., Arnold, M., Straumann, S., 2017, Illuminating the dark side of financial innovation: The role of investor information, working paper.

- Anagol, S., Gamble, K., 2009, How segregated framing of portfolio results by asset affects investors' decisions: Evidence from a lab experiment, Yale University working paper.
- Anic, V., Wallmeier, M., 2019, Perceived attractiveness of structured financial products: The role of presentation format and reference instruments, *Journal of Behavioral Finance* 21(1), 78-102.
- Antolin, P., Fuentes, O., 2012, Communicating pension risk to DC plan members: The Chilean case of a pension risk simulator, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No.28.
- Bailey, W., Kumar, A., Ng, D., 2011, Behavioral biases of mutual fund investors, *Journal of Financial Economics* 102(1), 1-27.
- Barber, B. M., Odean, T., 2002, Online investors: Do the slow die first? *The Review of Financial Studies* 15(2), 455-488.
- Barber, B., Odean, T., Zheng, L., 2005, Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual fund flows, *Journal of Business* 78, 2095-2120.
- Bauer, J., Fink, H., Stoller, E., 2016, Are gross margins of structured products priced in a market-consistent way? Evidence from the new issuer estimated value, working paper No.18.
- Baule, R., 2011, The order flow of discount certificates and issuer pricing behavior, *Journal of Banking & Finance* 35(11), 3120-3133.

- Baule, R., Tallau, C., 2011, The pricing of path-dependent structured financial retail products: The case of bonus certificates, *The Journal of Derivatives* 18(4), 54-71.
- Baule, R., Entrop, O., Wilkens, M., 2008, Credit risk and bank margins in structured financial products: Evidence from the german secondary market for discount certificates, *Journal of Futures Markets* 28(4), 376-397.
- Barr, N., Diamond, P., 2020, *Refining the Choice Architecture in the Swedish Premium Pension Response to the Consultation on ETT Bättre Premie Pensions System SOU 2019:44*, Swedish Parliament, Stockholm.
- Benartzi, S., 2017, How Digital Tools and Behavioral Economics Will Save Retirement, *Harvard Business Review*.
- Benartzi, S., Beshears, J., Milkman, K., Sunstein, C., Thaler, R., Shankar, M., Tucker-Ray, W., Congdon, W., Galing, S., 2017, Should governments invest more in nudging? *Psychological Science* 28(8), 1041-1055.
- Benartzi, S., Peleg, E., Thaler, R., 2012, Choice architecture and retirement saving plans, In Shafir, E. (Eds.), *The Behavioral Foundation of Public Policy*, 245-263, Princeton University Press.
- Benartzi, S., Thaler, R., 1999, Risk aversion or myopia? Choices in repeated gambles and retirement investments, *Management Science* 45(3), 364-381.
- Benartzi, S., Thaler, R., 2001, Naive diversification strategies in retirement saving plans, *American Economic Review* 91(1), 79-98.

- Benartzi, S., Thaler, R., 2002, How much is investor autonomy worth? *Journal of Finance* 57(4), 1593-1616.
- Benartzi, S., Thaler, R., 2007, Heuristic biases in retirement savings behavior, *Journal of Economic Perspectives* 21(3), 81-104.
- Bergstresser, D., 2008, *The Retail Market for Structured Notes: Issuance Patterns and Performance 1995-2008*, Harvard Business School, Boston MA.
- Bernard, C., Boyle, P.P., Gornall, W., 2011, Locally capped investment products and the retail investor, *The Journal of Derivatives* 18(4), 72-88.
- Bernheim, B.D., 1998, Financial illiteracy, education, and retirement saving, Living with Defined Contribution Pensions, In Mitchell, O.S., Schieber, S.J. (Eds.), 38-68, Pension Research Council, Philadelphia.
- Beshears, J., Choi, J., Laibson, D., Madrian, B., 2009, The importance of default options for retirement saving outcomes: Evidence from the United States, 5 chapter in Social Security Policy in a Changing Environment.
- Beshears, J., Choi, J.J., Laibson, D., Madrian, B.C., 2009, How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices? NBER working paper No.14859.
- Beshears, J., Choi, J., Laibson, D., Madrian, B., 2011, Can psychological aggregation manipulations affect portfolio risk-taking? Evidence from a framed field experiment, NBER working paper No.16868.

- Bouveret, A., Crisóstomo, R., Gentile, M., Mendes, V., da Silva, P.P., Silva, F., 2013, *Economic report: Retailisation in the EU*, European Securities and Markets Authority.
- Breuer, W., Perst, A., 2007, Retail banking and behavioral financial engineering: The case of structured products, *Journal of Banking & Finance* 31(3), 827-844.
- Brown, J., Liang, N., Weisbenner, S., 2007, Individual account investment options and portfolio choice: Behavioral lessons from 401(k) plans, *Journal of Public Economics* 91(10), 1992-2013.
- Byrne, A., Harrison, D., Blake, D., 2009, *Defined Contribution Pensions: Dealing with the Reluctant Investor*, The Pensions Institute Discussion Paper.
- Butrica, B., Dworak-Fisher, K., Perun, P., 2015, *Pension Plan Structures Before and After the Pension Protection Act of 2006*, Urban Institute, Bureau of Labor Statistic.
- Burth, S., Kraus, T., Wohlwend, H., 2001, The pricing of structured products in the Swiss market, *The Journal of Derivatives* 9(2), 30-40.
- Butrica, B., Dworak-Fisher, K., Perun, P., 2015, *Pension Plan Structures Before and After the Pension Protection Act of 2006*, Urban Institute, U.S. Department of Labor.
- Cao, J., and M.O., Rieger., 2013, Risk classes for structured products: Mathematical aspects and their implications on behavioral investors, *Annals of Finance* 9(2), 167-183.
- Carlin, B.I., 2009, Strategic price complexity in retail financial markets, *Journal of financial Economics* 91(3), 278-287.

- Carhart, M.M., Kaniel, R., Musto, D.K., Reed, A.V., 2002, Leaning for the tape: Evidence of gaming behavior in equity mutual funds, *Journal of Finance* 58, 661-693.
- Carpenter, J., 2000, Does option compensation increase managerial risk appetite? *Journal of Finance* 55, 2311-2331.
- C lerier, C., Vallée, B., 2017, Catering to investors through security design: Headline rate and complexity, *The Quarterly Journal of Economics* 132(3), 1469-1508.
- Chang, E.C., Tang, D.Y., Zhang, M.B., 2015, Suitability checks and household investments in structured products, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50(3), 597-622.
- Chevalier, J., Ellison, G., 1997, Risk taking by mutual funds as a responsive to incentives, *The Journal of Political Economy* 105(6), 1167-1200.
- Chevalier, J., Ellison, G., 1999, Are some mutual fund managers better than others? Cross sectional patterns in behaviour and performance, *Journal of Finance* 54(3), 875-899.
- Chism, F., Mcshane, K., Utkus, S., 2016, *Constructing a Defined Contribution Investment Lineup: Four Best Practices*, Vanguard.
- Choi, J., Laibson, D., Madrian B., Metrick, A., 2002, Defined contribution pensions: Plan rules, participant choices, and the path of least resistance, In Poterba, J.M. (Eds.), *Tax Policy and the Economy* 16, 68-114, MIT Press.
- Choi, J., Laibson, D., Madrian B., 2009, Mental accounting in portfolio choice: Evidence from a flypaper effect, *The American Economic Review* 99(5), 2085-2095.

- Chesney, M., Fattinger, F., Krakow, N.J., 2019, Structured Finance and Correlation Risk, Available at SSRN 3499660.
- Clark, R., D'Ambrosio, M., McDermed, A., Sawant, K., 2006, Retirement plans and saving decisions: The role of information and education, *Journal of Pension Economics and Finance* 5(1), 45-67.
- Committee for the Promotion of Financial Education, 2015, *Financial Literacy Map: Standard Learning Goals for Different Age Groups*.
- Cuthbertson, K., Nitzsche, D., O'Sullivan, N., 2016, A review of behavioural and management effects in mutual fund performance, *International Review of Financial Analysis* 44, 162-176.
- Cronqvist, H., Thaler, R., 2004, Design choices and privatized social-security systems: Learning from the Swedish experience, *American Economic Review* 94(2), 424-428.
- Cronqvist, H., Thaler, R., Yu, F., 2018, When nudges are forever: Inertia in the Swedish premium pension plan, *AEA Papers and Proceedings* 108, 153-158.
- da Silva, P.P., Silva, F., 2013, The hidden costs of structured retail products evidence for the portuguese market, Portuguese Security Exchange Commission working paper.
- Das, S. R., Statman, M. 2013, Options and structured products in behavioral portfolios, *Journal of Economic Dynamics and Control* 37(1), 137-153.

- De Meza, D., Irlenbusch, B., Reyniers, D., 2008, *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, Consumer Research 69, Financial Services Authority.
- Driver, R., Charter, N., Cheung., Latham, M., Lewis, R., Stott, H., 2010, Helping consumers understand investment risk, ABI research paper No.25.
- DWP, 2011, *Guidance for Offering a Default Option for Defined Contribution Automatic Enrolment Pension Schemes*, Department for Work and Pensions.
- DWP, 2019, *Simpler Annual Benefit Statements, Public Consultation*, Department for Work and Pensions.
- DWP, 2020, Automatic enrolment evaluation report 2019, DWP ad hoc research report No.76.
- Deng, G., Dulaney, T., Husson, T., McCann, C.J., 2014, Structured certificates of deposit: Introduction and valuation. *Financial Services Review* 23(3), 219-237.
- Deng, G., Dulaney, T., Husson, T., McCann, C., Yan, M., 2015, Ex post structured-product returns: Index methodology and analysis, *The Journal of Investing* 24(2), 45-58.
- Deng, X., Hung, S., Qiao, Z., 2018, Mutual fund herding and stock price crashes, *Journal of Banking and Finance* 94, 166-184.
- Diacon, S., Hasseldine, J., 2007, Framing effects and risk perception: The effect of prior performance presentation format on investment fund choice, *Journal of Economic Psychology* 28(1), 31-52.

- Dincer, O., Gregory-Allen, R., Shawky, H., 2013, Are you smarter than a CFA'er? Manager qualifications and portfolio performance, working paper.
- Dolan, P., Hallsworth, M., Halpern, D., King, D., Vlaev, I., 2010, *MINDSPACE: Influencing Behaviour For Public Policy*, Institute of Government, London, UK.
- Duflo, E., Saez, E., 2002, Participation and investment decisions in a retirement plan: The Influence of Colleagues' choices, *Journal of Public Economics* 85, 121-148.
- Egan, M., 2019, Brokers versus retail investors: Conflicting interests and dominated products, *Journal of Finance* 74(3), 1217-1260.
- Eickman, M., 2019, *Investment Refresh: Improving Participant Outcomes Through Re-Enrollment*, QPA White Paper Series.
- Elton, E., Gruber, M., Blake, C., 2003, Incentive fees and mutual funds, *Journal of Finance* 58(2), 779-804.
- Elton, E., Gruber, M., Busse, J., 2004, Are investors rational? Choices among index funds, *Journal of Finance* 59(1), 261-288.
- Entrop, O., Fischer, G., McKenzie, M., Wilkens, M., Winkler, C., 2016, How does pricing affect investors' product choice? Evidence from the market for discount certificates, *Journal of Banking & Finance* 68, 195-215.
- ESMA, 2013, Retailisation in the EU, Economic Report No.1.
- FCA, 2013, Applying behavioural economics at the Financial Conduct Authority, *Occasional Paper* No.1.

- FCA, 2018, Now you see it: Drawing attention to charges in the asset management industry, *Occasional Paper* 32.
- FSA, 2011, *Product Intervention*, Discussion Paper DP11/1.
- Fleishman-Mayer, L., Hung, A., Yoong, J., Clift, J., Tassot, C., 2013, *Designing Better Pension Benefits Statements*, Rand Labor & Population.
- Fonseca, R., Mullen, K., Zamorro, G., Zissimopolous, J., 2012, What explains the gender gap in financial literacy? The role of household decision making, *Journal of Consumer Affairs* 46(1), 90-106.
- Fuentes, O., Lafortune, J., Riutort, J., Tessada, J., Villatoro, F., 2017, Personalized information as a tool to Improve pension savings: Results from a randomized control trial in Chile, Documentos de Trabajo 483, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Gabaix, X., Laibson, D., 2006, Shrouded attributes, consumer myopia, and information suppression in competitive markets, *The Quarterly Journal of Economics* 121(2), 505-540.
- Gennaioli, Ni., Shleifer, A., Vishny, R., 2015, Money doctors, *The Journal of Finance* 70(1), 91-114.
- Gill, A., Bhattacharya, R., 2015, Integration of a financial literacy curriculum in a high school economics class: Implications of varying the input mix from an experiment, *Journal of Consumer Affairs* 49(2), 472-487.
- Golec, J, 1996, The effects of mutual fund managers' characteristics on their portfolio performance, risk and fees, *Financial Services Review* 5(2), 133-147.

- Grinblatt, M., Titman, S., Wermers, R., 1995, Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior, *The American Economic Review* 85(5), 1088-1105.
- Gruber, M., 1996, Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds, *Journal of Finance* 51(3), 783-810.
- Gneezy, U., Kapteyn, A., Potters, J., 2003, Evaluation periods and asset prices in a market experiment, *Journal of Finance* 58, 821-837.
- Hastings, J.S., Tejeda-Ashton, L., 2008, Financial literacy, information, and demand elasticity: Survey and experimental evidence from Mexico, NBER working paper No.14538.
- He, J., Ng, L., Wang, Q., 2004, Quarterly trading patterns of financial institutions, *Journal of Business* 77, 493-509.
- Henderson, B.J., Pearson, N.D., 2011, The dark side of financial innovation: A case study of the pricing of a retail financial product, *Journal of Financial Economics* 100(2), 227-247.
- Hens, T., Rieger, M.O., 2014, Can utility optimization explain the demand for structured investment products? *Quantitative Finance* 14(4), 673-681.
- Hernandez, R., Lee, W., Liu, P., 2007, *An Economic Analysis of Reverse Exchangeable Securities—An Option-Pricing Approach*, In 16th Annual Meeting of the European Financial Management Association, Vienna, Austria.
- Hu, G., McLean, R.D., Pontiff, J., Wang, Q., 2014, The year-end trading activities of institutional investors: Evidence from daily

- trades, *Review of Financial Studies* 27, 1593-1614.
- Hu, P., Kale, J., Pagani, M., Subramanian, A., 2011, Fund flows, performance, managerial career concerns, and risk taking, *Management Science* 57(4), 628-646.
- Hunt, S., Stewart, N., Zaliauskas, R., 2015, Two plus two makes five? Survey evidence that investors overvalue structured deposits, FCA *Occasional Paper* 9.
- IOPS, 2012, Supervising default investment funds, IOPS working papers on Effective Pensions Supervision No.18.
- IOSCO, 2013. *Suitability Requirements with Respect to the Distribution of Complex Financial Products*.
- IOSCO/OECD, 2018, *The Application of Behavioural Insights to Financial Literacy and Investor Education Programmes and Initiatives*.
- IOSCO, 2019, *The Application of Behavioural Insights to Retail Investor Protection*.
- Ivković, Z., Weisbenner, S., 2009, Individual investor mutual fund flows, *Journal of Financial Economics* 92(2), 223-237.
- Iyengar, S.S, Huberman, G., Jiang, W., 2004, How much choice is too much? Contributions to 401(k) retirement plans, In Mitchell, O.S., Utkus, S.P. (Eds.), *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance*, 83-96, Oxford University Press.
- Iyengar, S., Kamenica, E., 2010, Choice proliferation, simplicity seeking, and asset allocation, *Journal of Public Economics* 94, 530-539.

- Jappelli, T., 2010, Economic literacy: An international comparison, *The Economic Journal* 120(548), 429-451.
- Jiang, H., Verardo, M., 2013, Does herding behaviour reveal skill? An analysis of mutual fund performance, *Journal of Finance* 73, 2229-2269.
- Jin, L., Scherbina, A., 2011, Inheriting losers, *Review of Financial Studies* 24(3), 786-820.
- Jørgensen, P.L., Nørholm, H., Skovmand, D., 2011, Overpricing and hidden costs of structured products for retail investors: Evidence from the danish market for principal protected notes, Available at SSRN 1863854.
- Kahneman, D., 2013, *Thinking, Fast and Slow*, Farrar, Straus and Giroux.
- Keim, C., 2018, *Constructing More Effective Defined Contribution Investment Lineups*, T.RowePrice.
- Khorana, A., Servaes, H., Wedge, L., 2007, *Portfolio Manager Ownership and Fund*.
- Koch, A., 2015, Herd behavior and mutual fund performance, *Management Science* 63(11), 3849-3873.
- Kunz, A.H., Messner, C., Wallmeier, M., 2017, Investors' risk perceptions of structured financial products with worst-of payout characteristics, *Journal of behavioral and experimental finance* 15, 66-73.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R., 1991, Window dressing by pension fund managers, *American Economic Review* 81, 227-231.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R., 1992, The structure and

- performance of the money management industry, *Brookings Papers on Economic Activity* 23, 339-391.
- Larsson, L., Sunden, A., Settergren, O., 2008, Pension information: The annual statement at a glance, *OECD Journal: General Papers* 3, 131-171.
- Lefevre, A., Chapman, M., 2017, Behavioural economics and financial consumer protection, OECD Working Paper on Finance, Insurance and Private Pensions No.42.
- Liu, W., Choi, W., 2013, Complexity, knowledge asymmetry, and monopolistic competition: The case of retail structured product market, *Korean Journal of Futures and Options* 21(4), 353-381.
- Lu, T., Tang, N., 2015, Social interaction effects and individual portfolio choice: Evidence from 401(k) pension plan investors, University of Pennsylvania Wharton School working paper.
- Lundbergh, S., 2017, Pilot study of possible structural changes for a more secure and more efficient premium pension system, Ministry of Health and Social Affairs, Government Office of Sweden.
- Lusardi, A., Mitchell, O., 2007, Financial literacy and retirement preparedness: Evidence and implications for financial education, *Business Economics* 42(1), 35-44.
- Lusardi, A., Mitchell, O., Curto, V., 2010, Financial literacy among the young, *Journal of Consumer Affairs* 44(2), 358-380.
- Lusardi, A., Mitchell, O., Curto, V., 2014, Financial sophistication in the older population, *Journal of Pension Economics and*

Finance 13(4), 347-366.

Madrian, B., Shea, D., 2001, The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior, *Quarterly Journal of Economics* 116(4), 1149-1187.

Massa, M., Patgiri, R., 2009, Incentives and mutual fund performance: Higher performance or just higher risk taking? *Review of Financial Studies* 22(5), 1777-1815.

MBIE, 2012, *Review of the KiwiSaver Default Provider Arrangements*, Ministry of Business, Innovation & Employment Discussion Paper.

MBIE, 2019, *Review of the KiwiSaver Default Provider Arrangements*, Ministry of Business, Innovation & Employment, Discussion Paper.

Meier, I., Schaumburg, E., 2004, Do funds window dress? Evidence for U.S. domestic equity mutual funds, HEC Montreal and Kellogg School of Management working paper.

Mitchell, O.S., Utkus, S.P., 2003, Lessons from behavioral finance for pension plan design. In Mitchell, O.S., Utkus, S.P. (Eds.), *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioural Finance*, 3-42, Oxford University Press.

Morey, M.R., O'Neal, E., 2006, Window dressing in bond mutual funds, *Journal of Financial Research* 29, 325-347.

Monticone, C., 2010, How much does wealth matter in the acquisition of financial literacy? *Journal of Consumer Affairs* 44(2), 403-422.

Mottola, G., Utkus, S., 2009, *Red, Yellow, and Green: Measuring*

- the Quality of 401(k) Portfolio Choices, in Overcoming the Saving Slump: How to Increase the Effectiveness of Financial Education and Saving Programs*, University of Chicago Press.
- Musto, D.K., 1997, Portfolio disclosure and year-end price shift, *Journal of Finance* 52, 1563-1588.
- Nest insight, 2020, *Pension reforms in the UK: 1997 to 2015*, Nest Corporation.
- Ng, L., Wang, Q., 2004, Institutional trading and the turn-of-the-year effect, *Journal of Financial Economics* 74, 343-366.
- Nicholson, N., Fenton-O’Creevy, M., Soane, E., Willman, P., 2005, Personality and domain-specific risk taking, *Journal of Risk Research* 8, 157-176.
- O’Donoghue, T., Rabin, M., 1999, Procrastination in preparing for retirement, In Aaron, H., (Eds.), *Behavioral Dimensions of Retirement Economics*, Brookings Institute Press & Russell Sage Foundation.
- OECD, 2016, *International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*.
- OECD, 2018, *Effective Approaches to Improve Retirement Incomes in the Context of Behavioural Biases and Low Levels of Financing Knowledge*.
- OECD/INFE, 2020, *OECD/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy*.
- Oxera, 2013, *Behavioural Economics and Its Impact on Competition Policy*, Prepared by the Netherlands Authority

for Consumers and Markets.

Oxera, 2014, *Review of Literature on Product Disclosure*.

Pagliari, C., Utkus, S., 2018, *Choice Architecture and Participant Investment Decisions*, Vanguard Center for Investor Research.

Pereira da Silva, P., Silva, F., 2013, The hidden costs of structured retail products evidence for the portuguese market, Portuguese Security Exchange Commission working paper.

Pillai, K., Hofacker, C., 2007, Calibration of consumer knowledge of the web, *International Journal of Research in Marketing* 24, 254-267.

Pool, V., Stoffman, N., Yonker, S., 2012, No place like home: Familiarity in mutual fund manager portfolio choice, *Review of Financial Studies* 25(8), 2563-2599.

Puetz, A., Ruenzi, S., 2011, Overconfidence among professional investors: Evidence from mutual fund managers, *Journal of Business Finance and Accounting* 38(5-6), 684-712.

Purcell, P., 2004, *Automatic Enrollment in Section 401(k) Plans*, CRS Report for Congress.

Rieger, M.O., 2012, Why do investors buy bad financial products? Probability misestimation and preferences in financial investment decision, *Journal of Behavioral Finance* 13(2), 108-118.

Sandbrook, W., Ravi-Burslem, R., 2019, *Communicating NEST Pensions for "New" DC Savers in the United Kingdom*, Social Protection & Jobs, Discussion paper.

Sapp, T., Tiwari, A., 2004, Does stock return momentum explain

- the smart money effect? *Journal of Finance* 59(6), 2605–2622.
- Shin, D., 2019, Extrapolation and complexity, working paper.
- Sias, R.W., Starks, L.T., 1997, Institutions and individuals at the turn-of-the-year, *Journal of Finance* 52, 1543–1562.
- Sirri, E., Tufano, P., 2002, Costly search and mutual fund flows, *Journal of Finance* 53(5), 1589–1622.
- Soe, A., Frank, L., 2012, *Does Past Performance Persist? S&P Indexes*, S&P Persistence Scorecard.
- Solomon, D.H., Soltes, E.F., Sosyura, D., 2014, Winners in the spotlight: Media coverage of fund holdings as a driver of flows, *Journal of Financial Economics* 113, 53–72.
- Stoimenov, P.A., Wilkens, S., 2005, Are structured products ‘fairly’ priced? An analysis of the German market for equity-linked instruments, *Journal of Banking & Finance* 29(12), 2971–2993.
- Swedish pension agency, 2018, *Annual report of the Swedish pension system 2018*, Orange Report.
- Swedish Government Offices, 2017, *The Pension Group’s Agreement on Long-term Raised and Secure Pensions*, Memorandum.
- Switzer, L., Huang, Y., 2007, How does human capital affect the performance of small and mid-cap mutual funds? *Journal of Intellectual Capital* 8(4), 666–681.
- Szymanowska, M., Horst, J.T., Veld, C., 2009, Reverse convertible bonds analyzed, *Journal of Futures Markets: Futures, Options, and Other Derivative Products* 29(10), 895–919.

- Tapia, W., Yermo, J., 2007, Implications of behavioural economics for mandatory individual account pension systems, OECD working papers on insurance and private pensions No.11.
- Thaler, R., Benartzi, S., 2004, Save more tomorrow (TM): Using behavioral economics to increase employee saving, *Journal of Political Economy* 112(S1), 164-187.
- Thaler, R., Sunstein, C., 2009, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Penguin Books.
- Townsend, W., 2018, Behavioural economics and retirement savings improving KiwiSaver, *Policy Quarterly* 14, 84-91.
- Tversky, A., Kahneman, D., 1992, Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty, *Journal of Risk and uncertainty* 5(4), 297-323.
- Beshears, J., Choi, J.J., Laibson, D., Madrian, B., 2010, *How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices?* Explorations in the Economics of Aging, 75-96.
- Viceira, L., 2007, *The U.S. Retirement Savings Market and the Pension Protection Act of 2006*, Harvard Business School Note 207-130.
- Viceira, L., 2009, *Pension Fund Design in Developing Economies*, OECD/IOPS Global Forum on Private Pensions.
- Vokata, P., 2018, *Engineering Lemons*, In 9th Miami Behavioral Finance Conference.
- Vanguard, 2014, *How America saves 2014*, Vanguard Center for Retirement Research.

- Vanguard, 2019, *How the UK Saves 2019*, Vanguard Center for Retirement Research.
- Vanguard, 2020, *How America saves 2020*, Vanguard Center for Retirement Research.
- Wagstaff, C., 2015, *Mind the Gap: Overcoming the Cognitive Barriers to Saving for Retirement*, Columbia Threadneedle Investment.
- Wallmeier, M., Diethelm, M., 2009, Market pricing of exotic structured products: The case of multi-asset barrier reverse convertibles in Switzerland, *The Journal of Derivatives* 17(2), 59-72.
- Wallmeier, M., 2011, Beyond payoff diagrams: How to present risk and return characteristics of structured products, *Financial Markets and Portfolio Management* 25(3), 313-338
- Wilkens, S., Erner, C., Röder, K., 2003, The pricing of structured products in Germany, *The Journal of Derivatives* 11(1), 55-69.
- World Bank, 2019, *Behavioral Science Around the World: Profiles of 10 Countries*.
- 社会保障審議会企業年金部会, 2017, 確定拠出年金の運用に関する専門委員会報告書.
- 年金シニアプラン総合研究機構, 2019, 海外確定拠出年金の資産運用に関する調査研究, 平成30年度 研究報告書.