

퇴직연금 디폴트옵션과 금융소비자보호

송홍선¹⁾

I. 서론

수익률 제고와 연금시장의 활성화 관점에서 최근 도입한 우리나라 퇴직연금 디폴트옵션제도를 평가한 연구는 제법 있다. 그런데 금융리스크 관점에서 디폴트옵션제도 도입의 면면을 검토하고 금융감독 관련 시사점을 연구한 사례를 찾기는 드물다. 제도의 활성화와 제도로 인해 새롭게 생겨나는 리스크요인을 동시에 검토하는 것은 제도에 대한 균형적 이해와 발전을 위해 반드시 필요한 과정이다. 이에 본 보고서는 금융소비자보호를 위한 연금감독정책 관점에서 최근 우리나라가 도입한 ‘한국형’ 디폴트옵션제도를 평가하고, 시사점을 도출하는 연구를 시도한다. 이를 위해 본 보고서는 우리나라 디폴트옵션제도가 다른 나라와 구별되는 특징이 무엇인지 살펴본 후, 디폴트옵션 상품 설계(승인)단계, 디폴트옵션 상품의 사전 지정과 자동투자단계, 디폴트옵션 성과 공시 단계, 그리고 제도 도입이 경쟁구조에 미치는 영향 등으로 나누어 리스크요인과 감독 고려 사항 등을 살펴보기로 한다.

II. 디폴트옵션제도의 도입 배경

1. 낮은 수익률

연금제도의 존재 목적은 노후소득보장이다. 인적자본으로부터 근로소득 흐름이 영구적으로 단절되는 은퇴 이후에도 근로기간 동안 누렸던 소득/소비 흐름이 연속될 수 있도록 국가적으로 고안된 소득안전망이 바로 연금제도이다. 그리고 노후에도 얼마만큼의 소득흐름이 생성되는가를 보여주는 지표가 소득대체율이다. 연금 운용수익률이 중요한 이유는 소득대체율이 운

* 본고의 내용은 집필자 개인 의견으로 예금보험공사의 공식 견해와는 무관합니다.

1) 자본시장연구원

용수익률과 일정한 관련성을 갖기 때문이다. 다만, 공적연금과 사적연금, 사적연금 중에서 DB형과 DC형에 따라 운용수익률이 소득대체율에 미치는 영향은 직접적일 수도 있고 간접적일 수도 있다. 공적연금은 정부가 사전적으로 정한 목표소득대체율에 따라 결정된다. 국민연금의 경우 소득대체율을 정부가 40%로 정해놓았기 때문에 운용수익률이 목표소득대체율에는 영향을 미치지 않는다. 다만, 낮은 수익률 등으로 연금이 고갈되는 등 재정안정이 훼손되면 소득대체율이 조정될 가능성이 있는바, 간접적으로 영향을 미칠 수 있다. <표 1>에서 보듯이 국민연금은 기금운용을 전문화하며 과거 11년 동안 5.99%의 낮지 않은 운용수익률을 기록 중이다. 국민연금과 달리 DC형 퇴직연금은 운용수익률이 노후소득(소득대체율)에 직접 영향을 주는 핵심 변수이다. 운용수익률이 낮으면 노후소득 수준도 그 만큼 낮아진다. DC형 퇴직연금에서 운용수익률의 제고를 강조하는 이유이다. 우리나라 퇴직연금 수익률의 과거 11년 평균은 2.65%로 매우 낮은 수준이다. 미국이나 호주 퇴직연금이 7~8%의 연평균 운용수익률을 올리는 것과 비교하면 큰 차이를 보이고 있다. 이처럼 근로자가 납부한 보험료 한 단위가 창출하는 운용수익률의 차이가 4~5%p에 달하는 상황은 우리나라 퇴직연금제도가 얼마나 비효율적으로 운영되고 있는지, 결과적으로 근로자의 노후소득에 얼마나 큰 기회손실을 만들어 내고 있는지를 잘 보여준다. 디폴트옵션제도는 이처럼 낮은 퇴직연금 수익률을 높이기 위한 목적으로 도입되었다. 그렇다면, 디폴트옵션의 어떤 원리가 운용수익률의 제고로 이어지는지 다음 절에서 해외 사례를 통해 살펴보고자 한다.

<표 1> 우리나라 퇴직연금 운용수익률 추이

(단위: %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	평균
국민연금	2.31	6.99	4.19	5.25	4.57	4.69	7.28	-0.92	11.31	9.7	10.57	5.99
퇴직연금	4.09	4.65	3.73	3.04	2.15	1.58	1.88	1.01	2.25	2.58	2.00	2.65
미국 퇴직연금	2.6	11.1	14.9	7.8	0.3	7.2	14.8	-3.3	18.4	-	-	8.20
호주 퇴직연금	7.9	0.4	13.9	11.7	8.9	2.9	9.1	8.5	7.1	-0.9	16.8	7.85

주: 연간 수익률, 평균수익률은 11년 단순 평균 수익률.
 자료: 각 연금 홈페이지

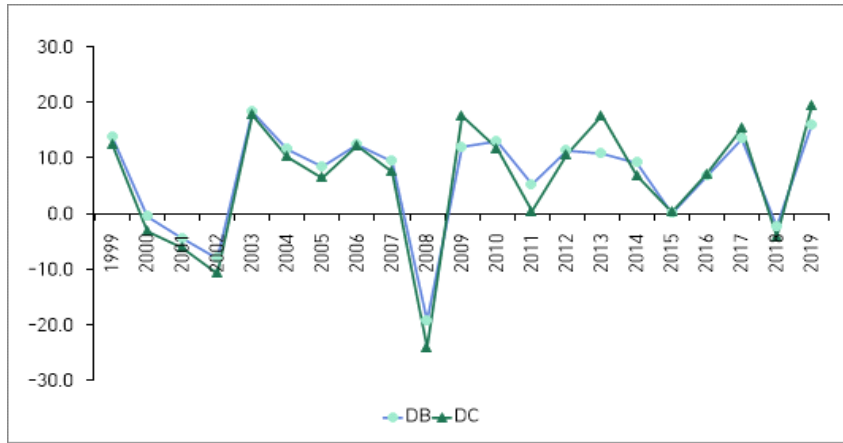
2. DC형 퇴직연금 개혁의 글로벌 솔루션: 디폴트옵션

전 세계적인 고령화와 저금리, 저성장으로 공적연금이 재정위기에 직면하자 노후소득보장체계를 DC형 퇴직연금 등 다층연금(multi-pillar) 구조로 전환하는 연금제도 개혁이 1990년대 이후 주된 흐름으로 나타나고 있다. 그렇지만 노후안전망 관점에서 보면 DC형 퇴직연금은 그 자체로 많은 한계가 있다. 가장 큰 문제점은 금융과 투자에 대한 이해도가 높지 않은 근로자들에게 스스로 자산을 운용해서 스스로 노후 소득을 마련하라는 것이다. 투자의 전문성과 투자 경험이 부족할뿐더러, 근로활동으로 인해 금융시장에 대한 일상적 지속적 모니터링이 어려운 여건 속에서 근로자들이 좋은 운용성과를 내기는 어렵다. 이 같은 문제점은 금융시장이 혼란에 빠지는 위기 과정에서 보다 극명하게 나타난다. 실제 2008년 글로벌 금융위기 동안 미국 401(k) 연금자산은 일년만에 연금자산의 1/4이 사라지는 큰 손실을 경험하였다. 디폴트옵션제도에 대한 도입 논의가 이루어진 것도 IT 버블 붕괴를 겪으며 DC형 연금에 대한 신뢰가 약화되면서 부터이다. 디폴트옵션제도는 근로자가 연금자산을 직접 운용하지 않고 전문가가 대신 운용하는 제도이다. 일정한 요건이 충족될 때 근로자의 운용지시권을 연금사업자에게 이전할 수 있도록 함으로써 DC형 연금의 운용 전문성을 높이는 것을 목적으로 하고 있다. 미국이 2007년 처음으로 디폴트옵션제도를 도입한 이후 영국이 2012년, 호주가 2013년, 일본이 2018년에 도입하는 등 주요 연금 선진국으로 디폴트옵션제도가 확산되었다.

그렇다면 실제로 디폴트옵션제도가 연금시장의 변화를 이끌었는지에 대하여 경험이 가장 많이 축적된 미국의 사례를 통해 종합해 보면 디폴트옵션제도가 연금시장에 미친 영향은 세 가지로 정리된다. 우선, 운용수익률의 개선이다. <그림 1>은 미국의 DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 연평균 수익률의 장기 추이를 나타내는데, 미국 노동부가 제공하는 전체 시계열(1999~2019년) 기하평균수익률을 보면 실제 DB형이 5.9%로 DC형의 5.2%보다 높다. 그런데 연금투자자보호법에서 디폴트옵션제도를 도입한 2006년 이후에는 DC형과 DB형의 수익률은 역전된다. 금융위기 기간을 제외한 2010년부터 2019년까지 평균수익률은 DB형이 8.3%, DC형이 8.4%로 역전되었으며, 2015년부터 2019년까지 최근 5년의 경우 DB형이 6.7%, DC형이 7.4%로 수익률 격차가 확대되었다.

〈그림 1〉 미국의 DC형과 DB형 퇴직연금 수익률 추이

(단위: %)



주 : 가입자 100인 이상 퇴직연금 기준임
 자료: 미국 노동부

둘째, 디폴트옵션제도는 근로자에게 쉬운 자산관리의 시대를 열어주었다. 자산관리는 오랫동안 위험자산에 투자할 자본력과 금융이해도가 높은 고액자산가의 전유물이었다. 그런데 일정 기간 근로자가 직접 운용지시를 하지 않으면 연금사업자가 운용전문가로서 미리 지정된 상품으로 대신 운용하는 디폴트옵션제도가 도입되면서, 근로자의 금융시장에 대한 이해도와 투자 전문성 등 역량의 중요성이 약해졌다. 금융이해도가 낮거나 생업으로 바빠 연금자산을 운용할 여건이 되지 못하는 근로자들도 자신의 연금자산을 보다 전문적으로 운용할 수 있는 쉬운 자산관리의 시대가 열린 것이다. 더구나 디폴트옵션 상품이 대부분 나이에 따라 자동적으로 자산배분이 조절되는 TDF 상품이 주류를 이루기 때문에 어느 정도의 맞춤형 자산관리가 개별 근로자 단위에서 가능하게 된 것이다. 퇴직연금 디폴트옵션으로 다수의 일반 근로자들이 자산관리의 서비스를 받는 자산관리의 대중화가 어느 정도 실현되고 있는 것이다.

셋째, 디폴트옵션 이후 장기투자 속성에 맞게 연금자산배분이 개선되었다. 특히, 연금운용에서 위험자산 비중이 높아지고, TDF 등 운용상품의 단순화로 운용수수료가 하락했다. 위험자산 비중의 증가는 은퇴 시점까지 장기 투자하는 연금상품의 특성으로 볼 때 포트폴리오 위험이 증가한다고 볼 수도 없다. 미국 401(K) 연금 적립금 중에서 디폴트옵션을 TDF로 운용하는 근로자들의 평균적인 주식편입 비중은 2021년 66%로 나타났다. 디폴트옵션을 활용하지 않는 근로자의 주식편입비중 60%에 비해 꽤 높게 나타났다. 특히, TDF 디폴트옵션을 적극적으로 활용하는 20~30대 MZ세대 근로자의 경우 주식비중이 84~86%로 디폴트옵션을 활용하

지 않는 MZ세대의 주식 편입비중 56~63%보다 20%p 이상 높게 나타났다(EBRI, 2021). 디폴트옵션이 장기투자시계를 가진 젊은 근로자들에게 연금자산을 보다 적극적으로 운용하는 수단으로 활용되고 있고, 이것이 DC형 연금의 장기 수익률을 높이고 선순환이 형성되고 있는 것이다. 디폴트옵션이 연금시장에 이상의 세 가지 지각변동을 가져오면서, 디폴트옵션제도는 DC형 연금개혁의 아이콘으로 평가되고 있다.

Ⅲ. 우리나라 디폴트옵션의 제도 특성과 현황

1. 디폴트옵션 비교제도분석²⁾

우리나라는 2014년 정부의 사적연금 활성화 대책에서 디폴트옵션제도 도입 의지를 처음 밝힌 이후 오랜 논의를 거쳐 2021년에 디폴트옵션제도가 비로소 도입되었다. 오랜 기간 선진국 사례 연구와 논의를 거치는 과정에서 우리나라 디폴트옵션제도는 선진국 제도에서는 찾기 힘든 독특한 요소들이 가미되었다. 여기서는 주요국과의 제도 비교를 통해 한국형 디폴트옵션 제도가 어떤 특징을 가지고 있고, 그것이 근로자, 정부(감독자), 연금사업자 관점에서 갖는 함의에 대해 살펴보려고 한다.

〈표 2〉는 주요 선진국의 퇴직연금 디폴트옵션제도의 기본구조를 요약한 것이다. 주요국의 디폴트옵션제도 차이는 제도 의무화 여부, 디폴트옵션 임의 해지 여부, 투자위험에 대한 연금사업자의 면책 여부, 디폴트옵션 상품 유형 등으로 나누어 살펴볼 수 있다. 우선, 퇴직연금 도입 시 디폴트옵션의 도입이 의무화된 나라는 호주와 영국이다. 호주는 퇴직연금제도가 의무이고 디폴트옵션도입도 일부 유형(SMSF) 등을 제외하면 모두 의무화 되었으며, 영국도 일정 요건 이상의 사업자에게는 해당 사업장 근로자의 디폴트옵션 가입을 의무화했다.

2) 이 절은 송홍선(2021a)를 토대로 보완 서술하였다.

〈표 2〉 주요국 퇴직연금의 디폴트옵션제도

	도입	Opt-out	면책규정	디폴트요건
호주	의무	허용	없음. 분쟁	투자상품
영국	의무	허용	없음. 분쟁	투자상품
미국	임의	허용	있음	투자상품
일본	임의	허용	없음. 분쟁	투자상품, 원리금보장
한국	의무	허용	없음.	투자상품, 원리금보장

자료: 송홍선(2021a)

미국은 자동가입(auto enrollment)제도³⁾를 도입한 회사에 대해서만 디폴트옵션제도를 의무화하고 있으나, 전체적으로는 임의 가입에 가깝다. 일본은 완전한 임의 가입제도를 택하고 있다. 우리나라의 퇴직연금제도 가입은 임의 가입이지만 DC형 연금제도를 운영하는 사용자의 경우 의무적으로 디폴트옵션제도를 도입해야 한다. 임의가입이나 의무가입이냐는 제도의 확산과 관련하여 중요한 차이를 만들어 낸다. 제도 확산과 관련하여 또 하나 중요한 이슈는 면책규정의 존재 여부이다. 디폴트옵션은 근로자가 응당 행사해야 할 적립금 운용지시권을 연금사업자(서구의 경우 수탁자조직)가 대신 재량적으로 행사하는 제도이기 때문에 투자손실 등이 발생할 경우 투자자분쟁이 불가피할 수 있다. 이때 투자손실이 발생하더라도 연금사업자에게 손실책임을 묻지 않겠다는 것이 면책규정이다. 미국은 가입 의무화 국가가 아님에도 면책규정을 도입하여 디폴트옵션을 활성화한 나라이다. 이와 비교할 때 영국이나 호주는 면책규정이 없어 투자자 손실과 관련한 분쟁 가능성이 항상 잠재해 있으나, 제도 도입을 의무화한 덕분에 디폴트옵션제도가 발전한 나라들이다. 일본은 디폴트옵션을 도입했지만 근로자의 참여율이나 자산배분 개선도 면에서 좋은 평가를 받기 힘든 나라이다. 일본은 임의 가입제도인데도 면책규정도 없어 디폴트옵션제도가 확산할 모멘텀이 존재하지 않는다. 더구나, 호주, 영국, 미국과 달리 디폴트옵션 상품으로 예금, 보험 같은 원리금보장상품을 포함하고 있다. 그래서 일본은 디폴트옵션제도 도입율이 30%, 디폴트옵션제도를 도입한 회사들 중에서 원리금보장상품을 디폴트옵션으로 지정한 회사가 75%에 이르고 있다. 원리금보장상품 중심의 퇴직연금시장 운용 행태가 디폴트옵션 도입 이후에도 변하지 않고 있다.

우리나라는 일본처럼 원리금보장상품을 포함하고 있지만, 의무가입을 택하며 제도 확산의

3) 미국의 퇴직연금제도는 의무가 아닌 선택이다. 그리고 기업이 DC형 연금을 도입하더라도 회사의 모든 근로자가 연금에 가입하는 것도 아니다. 그렇다 보니 회사 내에서도 근로자별로 노후안전망에 상당한 차이가 있었다. 자동가입제도는 이 문제를 해결하기 위해 도입된 제도로, DC형 제도를 도입한 회사가 자동가입제도를 택하게 되면, 해당 회사의 근로자들은 자신의 의지와 관계없이 임금의 일부분을 연금 보험료로 강제로 납입하도록 하는 제도가 자동가입제도이다.

모멘텀을 확보하고 있다는 점이 일본과 비교된다. 초저금리와 근로자들의 원리금보장상품 운용으로 연금소득 대체율 제고에 어려움을 겪고 있고, 이를 해소하기 위해서 디폴트옵션제도를 도입한 취지에 비추어볼 때 원리금보장상품을 편입한 일본의 길을 택한 것은 장기 수익률 제고를 통한 노후소득안정이란 도입 취지를 고려할 때 이해하기 힘든 것이 사실이다.

한편 우리나라 디폴트옵션제도에는 <표 2>에서 언급하지 않은 매우 특이한 또 다른 특징이 있다. 바로 여러 가지의 디폴트옵션 상품 중에서 근로자가 직접 선택해야 한다는 것이다. <표 3>에서 보듯이 디폴트옵션은 전통적인 DC형 연금의 운용지시권에 변화를 주는 것이 핵심이다. 그런데 선진국은 본인이 직접 연금운용을 지시할 수 있는 권한, 즉, 운용지시권(지배구조)을 일정한 조건 아래 연금사업자에게 위임하는 반면, 우리나라는 디폴트옵션의 운용지시권을 여전히 근로자가 보유하고 있다. 즉, 연금사업자가 디폴트옵션 상품을 선택하지 않고, 근로자가 특정 디폴트옵션 상품을 선택한다는 것이다. 제도 가입 시점에 미리 자기가 운용할 디폴트옵션을 선택한다(운용지시한다)는 의미가 추가되었을 뿐, 기존과 똑같이 본인이 직접 운용지시를 한다는 지배구조의 본질은 바뀌지 않은 것이다. 이것은 전세계 디폴트옵션제도 운영 국가 중에서 한국에서 유일하게 관찰되는 제도적 특징이다.

디폴트옵션에 대한 직접 운용지시권(DIY; Do-It-Yourself)으로 인해 한국형 디폴트옵션제도는 선진국과 달리 금융리스크 관점에서 추가적으로 고려해야할 리스크요인은 사실상 없다. 기존 전통 DC와 동일하게 자기책임 하의 운용지시가 이루어지고 있기 때문에, 연금사업자가 근로자의 명시적인 동의 없이 재량적으로 연금자산을 운용함에 따른 손실책임 논란은 처음부터 존재하지 않는다. 굳이 감독관점에서 고려할 점이 있다면, 디폴트옵션제도에 적용되는 일반 DC형과 다른 규정들에 대한 준법(compliance) 리스크 정도를 생각할 수 있다. 결국, 우리나라 디폴트옵션제도는 서구에서 이슈가 되는 손실책임 관련 리스크가 존재하지 않기 때문에, 제도 자체와 관련한 금융감독 관점의 추가 고려 요인이나 함의는 제한적이라고 요약할 수 있다.

<표 3> 우리나라 디폴트옵션의 운용지시권

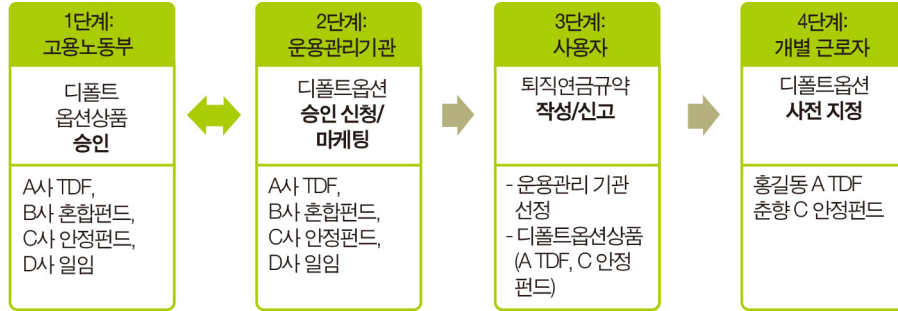
	구분	운용지시	지배구조	가입자 편익
선진국 DC	전통 DC	DIY (직접운용)	조건부 이중지배구조 (DIY 않은 조건 하에 지시권이전)	쉬운 자산관리, 운용지시위임 여부 선택권
	디폴트 옵션	수탁자 (위임운용)		
한국 DC	전통 DC	DIY	조건부 단일지배구조 (‘순서적’ 직접운용)	-
	디폴트 옵션	DIY		대표상품화 (선택지 단순화)

자료: 송홍선(2022b)

2. 한국형 디폴트옵션의 운영 프로세스

〈그림 2〉는 우리나라 디폴트옵션제도의 운영 프로세스를 보여주고 있으며 크게 4단계로 구분할 수 있다. 첫 번째 단계는 정부의 디폴트옵션 상품 승인단계이다. 우리나라는 요건을 갖춘 디폴트옵션을 정부가 심사를 통해 최종적으로 승인해 주는 사전 승인제도를 택하고 있다. 호주 방식을 참고한 것으로 미국이나 영국, 일본이 원칙(principle)중심으로 요건을 정부가 제시하고 시장자율적으로 요건을 충족한 상품을 공급하는 경우와 차이가 있다. 그만큼 디폴트 옵션 상품 설계단계부터 신뢰를 높이는 측면은 있으나, 정부가 승인한 만큼 위기 시 부담이 될 수는 있다. 두 번째 단계는 연금사업자(운용관리기관)가 정부에 심사를 신청할 디폴트옵션 상품을 설계(제조)하는 단계로, 순서적으로는 정부의 승인 이전에 상품 설계가 이루어질 것이다. 연금사업자는 승인받은 디폴트옵션상품을 가지고 DC형 연금 사업장의 사용자와 근로자를 상대로 디폴트옵션 상품의 지정을 권유하게 된다. 그리고 세 번째 단계는 사용자가 근로자와 협의하여 어떤 연금사업자의 어떤 디폴트옵션 상품을 회사의 디폴트옵션 상품으로 지정할 것 인지를 결정하는 단계이다. 우리나라는 연금사업자가 최대 10개 이내의 디폴트옵션 상품을 사용자와 협의하여 지정하게 된다. 마지막 네 번째 단계는 사용자가 근로자 대표와 협의하여 선정한 복수의 디폴트옵션 상품들을 개별 가입자에게 제시하고, 근로자 본인이 어떤 디폴트옵션 상품을 택할지 결정하는 단계이다. 근로자 본인이 최종적으로 자기책임 아래 디폴트옵션으로 지정할 상품을 선택하는 것이다. 이 네 번째 단계는 우리나라 디폴트옵션제도에만 존재하는 독특한 절차로, 다른 나라의 경우 세 번째 단계가 마지막 단계가 된다. 결국, 프로세스로 보면 우리나라 디폴트옵션제도는 정부가 디폴트옵션을 승인하는 첫 번째 단계와 근로자가 자기책임으로 디폴트옵션을 지정하는 네 번째 단계가 존재한다는 것이 특이한 프로세스 상의 특징이라고 할 수 있다.

〈그림 2〉 국내 디폴트옵션제도 도입안



자료: 송홍선(2021a)

3. 우리나라 디폴트옵션 상품 현황

정부는 지난 11월 2일 연금사업자가 신청한 디폴트옵션 후보 상품 중에서 165개의 디폴트옵션상품을 공식적으로 승인하였다. 2022년 초 디폴트옵션제도가 도입되고, 지난 7월 12일 시행령 제정과 함께 시행된 이후 약 4달 만이다. 총 38개 연금사업자가 220개 후보 상품에 대한 승인을 신청했고, 정부가 상품 심의를 거쳐 최종적으로 165개 상품을 승인한 것이다. 신청기준 유형별로는 초저위험이 38개, 저위험이 60개, 중위험이 62개, 고위험이 60개였으며, 사업자별로 은행이 62개, 보험이 76개, 증권이 82개 상품을 신청하였다. 승인 신청을 한 디폴트옵션 상품들은 원리금보장상품의 경우 금리는 기존 퇴직연금 비교상품보다 높게, 실적배당 펀드상품의 경우 보수를 기존 비교 펀드보다 낮게 설정한 것으로 나타났다. 고용노동부(2022)는 “승인된 상품 중 원리금보장상품의 금리는 11월 기준 평균 5.13%로 기존 퇴직연금 원리금보장상품 평균 금리에 비해 평균 0.2%p 높은 수준이며, 펀드 보수의 경우 기존 퇴직연금의 합성총보수(오프라인클래스)를 기준으로 할 때 약 33% 낮은 수준으로 승인되었다.” 아울러 “불승인 사유는 대체로 과거 운용성과가 저조하거나, 운용성과 대비 보수가 과다한 경우 등이 있었으며, 특히 계열사인 자산운용사의 펀드를 신청한 경우 보다 엄격한 기준으로 심의가 진행되었다.”고 분석하고 있다.

초저위험 상품은 신청한 38개 모두 승인되었다. 크게 단일상품과 포트폴리오상품으로 구성되어 있으며, 단일상품은 대부분이 보험회사의 이율보증형 보험상품(GIC)이었으며, 은행 정기예금이 극소수를 구성했다. 포트폴리오상품은 총 38개 중 20개로 단일상품보다 조금 더 많았다. 즉, 포트폴리오상품과 보험사 이율보증형 보험상품이 초저위험상품의 절대 다수를 구성하는 특성을 보이고 있다. 포트폴리오상품의 경우 편입상품을 주로 2~3개로 구성했으며, 편입

상품의 100%가 은행권 예금으로 구성되어 있었다. 특이하게도 초저위험상품으로 신청이 가능한 증권사 ELB 상품은 전무했다. 최근의 고금리 경쟁과 자산시장 침체 상황이 반영된 것으로 보인다.

저위험상품은 36개가 승인되었다. 60개 상품을 신청하여 36개 상품이 승인되었으며, 불승인율이 평균보다 높았다. 승인상품으로는 포트폴리오상품이 압도적으로 많았고 단일상품으로 혼합형펀드(BF)가 소수를 구성하고 있다. 포트폴리오상품은 주로 예금과 목표만기(Target Date)가 짧은 TDF를 2~3개 혼합하는 구조였으며, 보험사들은 여기에 예금 대신 GIC을 편입하는 구조였다.

중위험 상품은 62개 신청 상품 중 44개가 승인되었다. 저위험상품과 마찬가지로 포트폴리오상품이 압도적으로 많은 가운데, 단일상품의 경우 TDF 상품이 많았다. 포트폴리오상품에는 여전히 예금이나 GIC을 디폴트로 편입하는 가운데 TDF나 BF를 포함하는 구조를 취하고 있다. 고위험상품은 60개 신청한 가운데 47개가 승인되었다. 위험 특성상 단일상품은 주로 TDF, 포트폴리오는 TDF 등 실적배당상품들로 구성하거나, 예금 또는 GIC을 일부 편입하는 가운데 펀드상품들을 편입하는 방식으로 구성되고 있다.

결국, 승인 상품 기준으로 현재의 디폴트옵션 현황을 요약하면, 승인의 공통 철학은 수익률 개선이었으며, 그 수단은 디폴트옵션이 아닌 기존 상품에 비해 금리를 높이거나 수수료를 낮추는 것이었다. 그리고 상품구조는 원리금보장상품과 실적배당상품, 또는 복수의 실적배당상품을 편입한 포트폴리오 상품이 디폴트옵션 상품의 주류를 구성하고 있다. 한마디로 분산투자가 디폴트옵션 상품 구성의 중요한 특징이라고 할 수 있다.

그러나, 몇 가지 점에서 검토는 필요해 보인다. 우선 복수 편입 상품을 통한 분산투자 유도가 과거 수익률이나 벤치마크 등을 통해 실제 편입펀드간 위험분산효과가 실제 존재하고 있는지에 대한 정보를 보도자료를 통해 확인하기는 어려웠다. 분산투자 효과가 백테스팅(backtesting)을 통해 상품별로 실제 비교 확인되고 그 성과가 승인 여부에 영향을 줄 수 있어야 금융소비자보호 관점에서 승인과정이 신뢰를 얻을 수 있을 것이다. 아울러, 이번에 승인된 165개 디폴트옵션 상품 수는 해외 사례나 우리나라 DC/IRP 시장 규모와 비교할 때 과다한 것으로 판단된다. 참고로 호주는 약 80개, 미국은 디폴트옵션시장의 92%를 점유하는 10대 운용사에서 평균 1개~3개 상품, 총 27개 상품이 디폴트옵션 상품으로 유통되고 있다. 시장규모에 비해 과다한 디폴트옵션상품이 수익률, 시장구조와 경쟁도, 소비자보호 등의 면에서 어떤 영향을 미칠 것인지 면밀히 살펴볼 필요가 있다.

IV. ‘한국형’ 디폴트옵션제도의 리스크요인과 감독이슈

1. 디폴트옵션 상품의 설계 및 승인

가. 사전승인제도와 감독리스크

앞서 본대로 우리나라 디폴트옵션은 정부가 디폴트옵션 요건을 제시할 뿐만 아니라, 그 충족 여부를 정성적 판단을 포함한 심사과정을 거쳐 최종적으로 정부가 승인하고 있다. 고용노동부(2022)에 따르면 승인 요건에는 정량요건(금리, 만기, 운용성과, 보수 등) 외에 포트폴리오의 ‘적절성’ 등 정성 요인도 포함되어 있다. 승인에 일정 부분 재량적 판단이 작용할 수 있다는 의미로 해석되는데, 다른 나라 사례로 보면 다소 강한 형태의 사전승인제도라고 판단된다. 재량이 있는 사전 승인제도를 택한 해외 사례를 명시적으로 찾기는 쉽지 않다. 미국은 요건만 제시하고 대형 운용회사들은 신인의무 제약에 따라 해당 상품을 설계하며, 미국의 다른 펀드 상품처럼 사전적으로 심사 승인 과정을 거치지 않는다. 호주는 우리나라와 다소 유사한 승인 절차가 있지만, 2013년 승인 문건을 보면 실제 승인 거절이 얼마나 일어나는지에 대한 정보는 찾기 어려우나, 사전 승인과정을 일종의 요건 준수를 위한 컨설팅 성격으로 접근하고 있다. 더구나 최근 사후 성과검증을 통한 적격성 절차를 도입한 것으로 보아 사전적 승인 절차가 엄격하지는 않은 것으로 판단된다.

우리나라가 비교적 강한 형태의 사전 승인제도를 취하는 것은 신인의무 제약이 약한 우리나라 연금시장 환경을 고려할 때 일견 이해가 가는 측면도 있지만, 엄격한 사전 승인제도는 리스크감독 관점에서 보면 양날의 칼이 될 가능성도 염두에 둘 필요가 있다. 디폴트옵션 상품은 정부가 승인한 상품이라는 평판과 신뢰가 가입자 사이에 형성되면 그 만큼 시장 발전에 긍정적일 수는 있다. 그러나 대규모 손실 등 비정상적 운용 환경 아래서는 반대로 사전승인제도가 부담으로 작용할 수 있다는 점이다. 근로자가 디폴트옵션 상품을 선택(4단계)했기 때문에 투자손실책임에서 연금사업자는 자유로워졌으나, 사전 승인제도의 존재는 그 부담이 정부로 이전될 가능성이 열린 셈이다. 리스크감독 측면에서 어느 수준의 사전승인제도가 리스크감독과 디폴트옵션제도 및 디폴트옵션시장의 장기적인 발전에 바람직할지 면밀히 모니터링하면서 바람직한 사전승인제도의 미래상을 만들어 갈 필요가 있겠다. 사전승인제도 외에도 사후 성과를 바탕으로 적격성 심사를 통해 디폴트옵션 상품의 질과, 시장 경쟁을 촉진하는 규율 수단도 근퇴법에 규정되어 있다는 점을 조화롭게 염두에 둘 필요가 있다.

나. 상품구조의 복잡성 관리와 이해상충 관리

해외 사례를 보면 디폴트옵션 상품 설계에서 중요한 가치는 단순성이다. 제도 도입의 취지에 맞게 가입자가 이해하기 쉽고 관리하기 용이하며 투자전략이 단순해야 한다는 것이다. 미국의 디폴트옵션 도입 과정을 리뷰하다 보면 이러한 단순성을 고려하여 디폴트옵션 상품 후보로 제시된 것이 TDF 또는 혼합형 펀드(BF)이다. 앞서 살펴본대로 우리나라도 두 펀드가 디폴트옵션의 주류를 구성하고 있다. TDF가 근로자 관점에서 단순하고 쉬운 이유는 자신의 나이에 따라 선택이 되고, 포트폴리오(자산배분)의 변경도 나이에 따라 자동으로 조절되기 때문이다. 나이를 기준으로 어느 정도 맞춤형 자산관리가 된다는 의미이다. 그래서 가입자가 이해하기가 쉽고, 예측가능성도 높다. 그러면서도 glidepath⁴⁾ 설정은 매우 엄밀하고 과학적으로 이루어진다. 혼합형 펀드는 근로자 수가 적은 소기업에 적합한 상품으로 근로자들의 평균적인 위험성향을 중위험 성향으로 단순화한 디폴트옵션 상품이다. 개별 맞춤형 고려가 약한 혼합형이 아닌 개별 맞춤성을 어느 정도 반영할 수 있는 TDF가 현재 글로벌 디폴트옵션 상품의 주류를 형성하고 있다.

그런데 근로자 입장에서 이같은 단순성에도 불구하고, TDF는 기본적으로 재간접펀드구조를 취하고 있고, 다양한 방식으로 glidepaths를 설계하고 있기 때문에 내부 구조는 단순하지 않다. 이같은 복잡성은 때로 상품 설계자와 근로자간의 이해상충 문제를 야기할 수도 있는데, 대표적인 것이 자사 상품의 과도한 편입과 그로 인한 수익률 저하 가능성이다. 해외를 보면 자사 혹은 계열사가 판매하는 자펀드를 TDF에 편입하는 것과 관련한 한도규제 등 명시적인 편입규제는 존재하지 않는다. 오로지 신인의무에 따라 해당 상품을 수탁자들이 자율 감시하고, 사후적인 수익률로 판단하는 시장규율을 통해 자사 펀드 편입에 따른 이해상충을 관리하고 있다.

신인의무 제약이 크지 않고, 펀드 수익률 공시 규제가 엄격하지 않은 우리나라의 경우 이같은 이해상충 문제를 어떻게 관리할 것인가를 감독당국은 고민할 필요가 있다. 규제규율을 강화한다면 어떤 규제를 통해 이해상충을 관리할 것인지 향후 시장 모니터링 과정에서 검토가 필요할 것이다. 펀드에 도입하고 있는 계열 펀드 편입 규제 등을 쉽게 생각할 수 있지만 글로벌 사례를 보면 쉽게 판단할 문제는 아니다. 시장규율을 활용하는 간접 규제 방식으로는 후술하는 수익률 성과에 기반한 동태적 적격성 심사를 강화하는 것이다. 자사 혹은 계열상품의 편입이 수익률 제고에 저해 요인으로 확인될 경우 퇴출 등의 강력한 조치를 취하는 방안을 생각할 수 있다. 우리나라 퇴직연금제도가 계약형 구조를 이루고 있기 때문에 연금 선진국보다는

4) TDF에서 활용되는 생애주기를 고려한 자산배분 전략으로, 연령에 따라 목표 잔존만기가 짧아지는 것에 대응하여 위험자산 비중을 자동적으로 축소 조절하도록 설계된 위험자산배분경로를 의미. 경로 그래프 모습이 비행하는 모습과 비슷하다고 해서 붙여진 이름

자사 혹은 계열상품 편입에 따른 이해상충 관리의 중요성이 크다는 점은 분명한 만큼, 연금감독 당국이 바람직한 이해상충 위험관리 방안을 제도 운영 과정에서 마련하길 기대한다.

2. 근로자의 디폴트옵션 지정 및 자동투자

디폴트옵션 사전 지정과 관련한 현재 정책의 관심은 디폴트옵션 사전 지정 시점에서 후보가 되는 디폴트옵션 상품에 대한 충분한 고지와 설명, 정보제공 등에 초점이 맞추어져 있다. 그리고 금소법 규정에 따라 설명의무와 적합성 등 투자권유규제를 적용하는 프로세스와 시스템 구축이 진행되고 있다. 그간의 금융투자상품 권유 규제의 경험 등으로 볼 때 사전 지정과 관련한 정책과 절차에서 있어 리스크 요인은 커 보이지 않는다. 더구나, 금소법으로 입증책임의 일부 전환이 이루어짐에 따라 연금사업자들의 주의의무와 준비도 강화될 것으로 보인다.

그런데 근로자가 지정한 디폴트옵션 상품을 자동투자 하는 프로세스, 특히, 투자 권유 절차 등에 관해서는 보다 명시적인 지침이 필요해 보인다. 가입자에게 신규자금이나 만기자금이 생긴 후, 교체 기간(최대 6주)을 거쳐 실제 디폴트옵션으로 자동투자되는 과정에서의 금융소비자보호가 필요할 수 있기 때문이다. 하나의 이슈는 디폴트옵션 상품 이외의 대안 운용 상품에 대한 충분한 제시와 해당 정보 제공에 관한 이슈이다. 우리나라 디폴트옵션은 근로자가 직접 지정하는 일종의 대표상품이기 때문에 가입자들은 디폴트옵션 상품으로 자동투자는 물론 옵트인(opt-in)⁵⁾ 하며 상품 선택이 심화될 가능성이 있다. 이럴 경우에도 연금사업자는 다양한 상품 라인업을 통해 가입자들의 선택권을 보장해야 하며, 관련된 정보를 충분히 제공해야 한다. 특히, 이 과정은 근로자들이 스스로 운용 상품 비교를 하면서 디폴트옵션 이외의 운용 상품을 선택할 수 있도록 교체기간에 집중적으로 이루어져야 한다.

대체 운용 상품의 충분한 라인업과 정보 제공의 중요성은 미국이 이를 디폴트옵션의 면책요건으로 두는 데서 확인할 수 있다. 미국은 면책요건으로 자동투자 되기 이전의 120일 동안 연금사업자가 디폴트옵션 이외의 다양한 투자상품에 대해 충분한 정보를 메일이나 우편으로 반드시 알릴 책임을 두고 있다. 이런 요건과 절차는 디폴트옵션제도의 정의와 정확히 부합한다. 디폴트옵션은 ‘가입자에게 충분한 투자 판단과 운용 지시를 위한 기회와 정보와 기간을 주었음에도 불구하고’, 스스로 운용하지 않을 때, 연금사업자가 디폴트옵션 상품으로 자동 투자하는 제도이며, 이 정의 조항을 만족하는 경우에 한하여 미국은 손실책임을 부과하지 않고 있다.

5) DC형과 IRP가입자가 원하면 6주 대기기간 없이 디폴트옵션 상품을 직접 매수하는 것

그런데 우리나라 디폴트옵션제도에는 대체 운용 상품의 라인업과 정보제공에 관한 요건이 규정되어 있지 않다. 그래서 극단적으로는 연금사업자들이 대표상품처럼 운영되는 디폴트옵션 상품 이외의 대체 투자상품을 라인업 최소 규정(3개)으로 한정 공급하더라도 문제를 삼기 어렵게 되어 있다. 그러나 대규모 손실 등 금융분쟁이 발생할 경우, 이런 행위는 연금사업자에게 리스크가 될 것이다. 연금감독당국은 디폴트옵션 상품 외에도 다양한 라인업이 제시되고 있는지, 충분한 정보제공이 이루어지고 있는지 살펴볼 필요가 있다.

3. 수익률 경쟁 촉진 위한 공시규제 강화

가. 비교공시 통한 가입자 시장규율 강화

앞서 디폴트옵션 상품의 사전 승인제도에 대해 언급했지만, 상품의 좋고 나쁨을 사전적으로 판단하는 데는 많은 한계가 있으나, 해당 상품의 수익창출능력 수준과 지속성, 그리고 변동성 등을 파악하는 장기수익률 지표들은 미래 투자를 위한 사전적인 투자판단지표로 활용되고 있다.

장기수익률 지표가 다른 투자상품과 달리 연금상품 선택에서 중요한 또다른 이유는 장기투자 성격과 관련된다. 가입자 관점에서 퇴직연금은 은퇴까지 운용할 수 있는 장기상품이기 때문에 일년 단위의 연간 수익률보다 장기수익률의 다양한 측면들을 공시하는 것이 중요하고, 장기상품이기 때문에 연금사업자나 디폴트옵션 상품에서 수익률 비교를 통해 수익창출능력이 안정된 더 좋은 디폴트옵션 상품을 촉진하는 정책이 노후소득 안정을 위해 중요하다. 그리고 감독당국의 경우 장기적인 수익 성과가 장기 저성과 디폴트옵션 상품의 퇴출 등 경쟁 촉진 정책을 위한 중요한 근거가 될 수 있다.

미국, 호주 등의 감독당국은 금융소비자보호를 위해 디폴트옵션 수익률 공시에 대해 특별한 관심을 갖고 있다. 호주는 다른 나라와 달리 디폴트옵션에 대해서는 다른 일반펀드와는 구별되는 별도의 공시규제를 운영하고 있다. 여기서 공시 원칙은 디폴트옵션상품으로 승인을 받을 때 필요요건으로 지정한 사항들, 특히, 수익률 관련 사항들에 대해 매우 엄격한 공시를 요구하고 있다. 그래서 목표수익률의 합리성과 달성여부, 해당 상품의 위험 변동(최대 손실 발생 가능 횟수) 등을 정기적으로 공시하도록 하고 있으며, 나아가 여러 디폴트옵션상품들의 장기수익률을 가입자가 직접 비교평가 할 수 있도록 별도의 비교공시사이트를 운영하고 있다. <표 4>는 호주의 세 군데 퇴직연금기금(ART, AMP, ANZ)의 디폴트옵션 수익률을 비교공시한 예시이다. 가입자는 자신의 디폴트옵션상품과 다른 디폴트옵션상품의 수익률을 비교함으로써 다른 퇴직연금기금으로 이전(transfer)할지 현재 기금에 머무를지를 결정할 수 있다. 수익률 지

표도 7년, 5년, 3년 수익률을 비교할 수 있으며 수수료 수준도 비교가 가능하다. 가입자가 기금을 자유롭게 선택할 수 있는 호주의 경우 비교공시제도가 디폴트옵션제도의 경쟁력을 유지한 중요한 기제가 되고 있다. 미국은 호주와 같은 별도의 공시규제를 두고 있지는 않으나, 10년 장기수익률과 벤치마크 수익률의 공시를 요구하고 있다. 미국은 모든 일반펀드에 대해 벤치마크가 무엇이고 그 수익률이 무엇인지 비교 공시하도록 되어 있는데, 이것을 디폴트옵션 상품에도 적용한 것이다. 이를 통해 해당 디폴트옵션의 투자전략과 시장수익률 대비 초과수익률 창출 여부 등을 파악함으로써 해당 디폴트옵션의 수익창출능력을 가입자들이 판단할 수 있도록 하고 있다.

〈표 4〉 호주의 수익률 비교공시(예시)

	Australian Retirement trust Qsuper Lifetime	AMP Super Fund Brookfield Australia my super	ANZ Australia Superannuation scheme ANZ staff my super
7년 평균 수익률	2.92~7.57%	5.95%	6.41%
5년 평균 수익률	2.94~8.28%	6.99%	7.24%
3년 평균 수익률	2.57~7.45%	7.22%	6.89%
총보수	\$235~\$405	\$250	\$330
투자전략	자산배분형(TDF)	싱글펀드(밸런스형)	싱글펀드(밸런스형)
자유로운 가입 여부	불가	가능	가능

자료: ATO

우리나라 디폴트옵션상품의 공시 규제는 법 조항으로 볼 때 호주와 같은 별도 공시 규정은 존재하지 않는다. 그리고 사전 승인심사제도를 두고 있지만, 해당 상품의 수익률 성과와 자산 배분을 평가하는 벤치마크 등 근거가 무엇인지는 알려져 있지 않으며, 목표수익률, 손실가능성 등 제도 도입 논의 초기에 고려하던 승인 요건들도 명시적인 규정에서 사라졌다. 그리고 벤치마크 설정 역시 공시 사항에 명시적으로 포함되어 있지 않은 상황이다. 또한 비교공시에 관한 근거도 찾을 수 없는 상황이다. 호주나 미국에 비하면 가입자에게 충분한 정보를 제공할 수 있는 법적 근거가 부족한 상황으로 판단된다. 향후 제도 보완 등을 통해 디폴트옵션제도가 사업자 중심에서 보다 가입자 중심으로 제도 변화를 할 필요가 있어 보이며, 정책당국의 감독 역량이 가입자에 의한 시장규율의 원천인 공시제도 개선에 집중되기를 기대한다.

나. 저성과 상품 퇴출 통한 경쟁 촉진

아울러, 수익률 비교 공시를 기반으로 사업자간 경쟁이 촉진될 수 있도록 퇴출제도 등 경쟁 환경을 조성할 필요가 있다. 디폴트옵션제도의 최대 리스크는 디폴트옵션 도입 이후에도 수익률 제고 등 퇴직연금 가입자의 순편익이 증대하지 않은 상황일 것이다. 앞서 보았듯이 원리금 보상 상품 허용 등 수익률 제고 취지와 상충하는 제도 요소들이 한국형 디폴트옵션제도라는 이름으로 가미가 되어 있는 상황에서, 실제 수익률 제고 성과가 확인되지 않을 경우 '실익 없는 제도 도입'에 대한 제도개선 요구는 커질 수 있다. 때문에 이 같은 제도 도입의 불완전성을 만회하기 위해서라도 수익률 제고를 위한 경쟁촉진정책을 세심하게 정비하는 것이 바람직해 보인다.

해의 사례를 보면 저성과 상품에 대한 퇴출정책은 크게 시장자율형과 정부개입형 두 가지로 나눌 수 있다. 저성과 디폴트옵션상품의 경우 공시제도를 통해 정보 비대칭성을 해소해 주면 가입자들이 스스로 시장규율에 따라 해당 상품의 선택을 외면하면서 자연스럽게 시장에서 퇴출되는 방식이다. 가입자에 의한 시장규율이라고 할 수 있는데, 미국이 대표적이다. 미국은 사전 승인제도는 두지 않는 대신 사후 성과 공시를 통해 가입자에 의한 시장규율로 저성과를 낸 디폴트옵션상품의 퇴출을 유도하고 있다. 실제 미국의 2003년과 2021년 디폴트옵션 TDF를 운용하는 사업자의 시장 점유율 순위를 보면 약 20년 사이에 큰 지각변동이 있었음을 확인할 수 있다. 2003년에는 액티브 TDF를 운영하던 피델리티 프리미엄 TDF가 전체 시장의 33%를 점유하며 최대 경쟁력을 나타냈고, 티 로우 프라이스 TDF, 웰스파코 DJ Target TDF 등 액티브 펀드들이 시장을 주도하였으나, 20년이 지난 2021년에는 그 자리를 비용이 저렴하고 시장수익률을 추구하는 패시브 TDF들이 대신하고 있다. 뱅가드 Target Retirement Fund, 블랙록 lifepath TDF 등이 그것이다. 아울러 피델리티, 티 로우 프라이스 등도 액티브 대신 패시브 TDF를 출시하여 수수료 경쟁에 가세하고 있다.

미국의 시장규율 중심의 퇴출정책과 대비되는 경우가 호주의 적극적인 개입주의이다. 호주는 사전 승인제도가 명시적으로 존재하기 때문에 그에 대응한 정부 주도의 퇴출제도를 마련하고 있다. 2020년 the FYFY 개혁이 그것인데, 핵심은 경쟁 촉진을 위해 디폴트옵션 관련 사후적인 동태적 적격성 심사(performance test)를 실시하여 저성과 디폴트옵션상품을 퇴출하는 것이다. 이 같은 개혁 배경에는 디폴트옵션의 저성과와 관련이 있다. 2019년 생산성위원회 조사에 따르면 2014~2019년 동안 디폴트옵션 77개 중 21개가 벤치마크 대비 저성과를 시현했으며, 그 대응으로 보다 경쟁적인 시장 환경을 조성할 필요성에 공감하며 제도 개혁을 한 것이다. 2021년 동태적 적격성 심사(performance test) 결과 벤치마크 수익률을 0.5%p

이상 하회한 디폴트옵션상품은 80개 중 13개에 이르렀으며, 해당 상품에 대해서는 부적격 판정(fail)을 내렸다. 부적격 판정이 내려지면 가입자에게 심사 결과를 공개해야 하며, 연속해서 부적격 판정을 받을 경우 신규 가입 제한 등의 사실상 퇴출 조치가 내려지게 된다.

〈표 5〉 호주의 동태적 적격성심사(performance test) 결과(2021)

구 분	상품수 (개)	운용자산 (십억호주달러)	계좌수 (백만좌)
디폴트옵션 (MYSUPER)	80	900	14
적격성테스트 통과(통과율)	67(84%)	844(94%)	13(93%)
적격성테스트 실패(실패율)	13(16%)	56(6%)	1(7%)

주: 2021년 8월 기준
자료: APRA

우리나라는 호주 사례를 참조하여 3년마다 디폴트옵션상품의 성과를 평가하는 제도를 마련하였다. 앞서 사전승인 규제와 함께 사후규제도 함께 하는 구조이다. 그런데 앞서 공시 규제에서 보았듯이 성과 공시와 관련된 지표의 내용이 법 규정으로 보면 모호한 것이 사실이다. 3년 후 평가를 할 때 어떤 점을 평가할 것인지 공시 항목만으로 판단하기는 어렵다는 점이다. 명시적인 디폴트옵션 벤치마크 정책을 통해 운용 능력의 우열을 판단하는 호주와 미국 등의 사례를 참고하여 경쟁 촉진을 위한 실질적인 성과평가시스템을 마련할 필요가 있다.

4. 제도 도입 초기의 이행리스크 관리

제도 도입 과정에서의 이행리스크는 크게 제도 준비와 관련된 예상치 못한 리스크와 제도 도입 이후 머니무브 등 예상치 못한 금융시장 리스크로 나누어 볼 수 있는데, 최근 부각되고 있는 리스크 요인은 고금리 경쟁과 결합된 머니무브 등 예상치 못한 금융시장 리스크 가능성이 있다. 기본적으로 디폴트옵션제도는 수익률 제고가 도입 목적이기 때문에 가입자들이 연금자산을 운용하는 과정에서 금융상품간 갈아타기, 금융회사 혹은 금융업권간 갈아타기를 촉진하는 경향이 있다. 앞서 살펴본 선진국들은 이런 머니무브가 안전자산에서 위험자산으로 일어났으며, 금융시장이 정상상태에서 도입되었기 때문에 머니무브가 점진적이고 예측가능한 속도로 일어났다.

그런데 우리나라의 경우 인플레이션발 글로벌 통화긴축으로 고금리 경쟁과 자산시장 침체가 심화되는 시점과 디폴트옵션 도입 시점이 맞물림에 따라 제도 도입에 따른 머니무브의 민감도가 높아질 수 있는 상황이다. 특히, 위험자산 선호 심리가 크게 약화된 가운데, 퇴직연금의 90%를 차지하는 원리금보장상품 내에서의 급격한 머니무브 가능성이 제기되고 있다. 우리나라 퇴직연금제도는 대체로 연말 연초에 퇴직연금 신규 기여금이 납입될 뿐만 아니라, 기존의 원리금보장상품은 대부분 1년 만기로 계약되고 있어 연말 연초에 걸쳐 대규모 만기가 도래한다. 디폴트옵션제도의 대상이 되는 자금은 DC형과 IRP(기업형, 개인형)로 운용되는 신규자금과 만기자금들이다. 2021년말 DC형과 IRP로 운용되는 원리금보장상품 잔액은 총 84조원이다. 은행 예금이 48.9조원, 저축은행 예금이 15조원, 보험 계약이 15조원이다. 1년전 해당 원리금보장상품의 금리는 대부분 2~3% 수준이었는데, 현재 예금금리는 5%를 넘어서고 있다. 더구나, 고용노동부(2022b)에 따르면 “승인된 상품 중 원리금보장상품의 금리는 2022년 11월 기준 평균 5.13%로 기존 퇴직연금 원리금보장상품 평균 금리에 비해 평균 0.2%p 높은 수준”이라고 한다. 1년 전에 비해 원리금보장상품의 금리가 크게 상승했고, 일반 퇴직연금 상품 대비 디폴트옵션 상품이 더 높은 금리를 제공하고 있어 디폴트옵션 도입으로 인한 머니무브 영향은 작지 않을 것으로 판단된다.

레고랜드발 유동성위기가 진행되는 상황에서 이 같은 머니무브와 관련된 업권과 해당 업권 내 퇴직연금 수신 비중이 높은 금융회사들을 중심으로 유동성 동향에 대한 모니터링을 강화할 필요가 있어 보인다.

〈표 6〉 제도유형별 금융상품별 퇴직연금 상품제공 현황(2021년말)

(단위: 억원, %)

구 분	DB		DC		기업형IRP		개인형IRP		DC+IRP 합계		
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	
원 리 금 보 장	예·적금(은행)	389,394	22.7	349,750	45.8	8,333	71.8	131,423	28.3	489,506	39.5
	예·적금(저축은행)	56,186	3.3	72,716	9.5	757	6.5	80,553	17.3	154,026	12.4
	예·적금(우체국)	903	0.1	4,918	0.6	61	0.5	2,993	0.6	7,971	0.6
	금리확정형 보험	890,670	51.9	97,251	12.7	486	4.2	19,416	4.2	117,153	9.4
	금리연동형 보험	49,171	2.9	29,184	3.8	138	1.2	11,792	2.5	41,114	3.3
	국채	75	0.00	306	0.0	-	-	923	0.2	1,229	0.1
	통안증권	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	기타정부보증채	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	원리금보장형 ELB	216,492	12.6	9,379	1.2	2	0.0	15,151	3.3	24,533	2.0

구 분	DB		DC		기업형IRP		개인형IRP		DC+IRP 합계		
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	
RP	1,620	0.1	5,628	0.7	18	0.2	2,132	0.5	7,778	0.6	
발행어음 및 표지어음	5,741	0.3	195	0.03	-	-	289	0.06	485	0.0	
합 계	1,610,252	93.9	569,329	74.5	9,794	84.4	264,672	56.9	843,795	68.0	
실 적 배 당	실적배당형보험	749	0.0	5,903	0.8	18	0.2	1,667	0.4	7,588	0.6
	집합투자증권	48,512	2.8	146,303	19.2	1,383	11.9	147,878	31.8	295,564	23.8
	직접투자	32,336	1.9	7,272	1.0	14	0.12	9,956	2.1	17,243	1.4
	합 계	81,598	4.8	159,478	20.9	1,415	12.2	159,501	34.3	320,394	25.8
대기성자금	23,435	1.4	35,172	4.6	392	3.4	40,836	8.8	76,399	6.2	
합 계	1,715,284	100.0	763,979	100.0	11,601	100.0	465,009	100.0	1,240,589	100.0	

주: 2021년말 기준
 자료: 고용노동부, 금융감독원(2022)

V. 금융소비자보호정책 시사점

지금까지 우리나라 디폴트옵션제도의 특징과 금융감독 관점에서 디폴트옵션제도의 리스크 요인에 대해 살펴보았다. 결론적으로 우리나라 디폴트옵션제도는 금융리스크 측면에서 다른 나라의 제도에 비해 우려 요인은 크지 않은 것으로 판단된다. 가장 큰 이유는 디폴트옵션 상품을 다른 나라처럼 연금사업자가 임의로 지정하는 것이 아니라, 근로자가 최종단계에서 여러 디폴트옵션 후보 상품 중에 하나를 선정하는 독특한 구조를 갖고 있기 때문이다. 다른 나라와 달리 디폴트옵션 상품에 투자손실이 발생한 경우, 이를 둘러싼 연금사업자와의 손실책임 논란이 원칙적으로 존재하지 않는다. 다만, 근로자가 디폴트옵션상품을 지정할 때 투자권유가 고객최선의 이익에 따라 이루어졌는가 하는 투자권유 분쟁 이슈는 있지만, 금소법에서 입증책임 전환과 투자권유절차 강화, 그간의 공모펀드 판매 경험 등으로 볼 때 의미있는 리스크요인은 아닌 것으로 보인다.

두 번째 이유는 근로자의 디폴트옵션 선택을 투자성향과 위험등급으로 제한하고 있다는 점이다. 어느 나라나 디폴트옵션제도 설계 원칙 중의 하나인 단순성 원칙으로 인해 디폴트옵션 상품은 사업자가 근로자의 투자성향을 반영하여 임의로 지정하지 근로자가 지정하지 않으며, 투자성향을 단순화하여 투자성향과 위험등급을 세분화하는 복잡한 규제를 하지 않는다. 미국의 제도 도입 과정을 살펴 보면 혼합형 펀드(BF)는 근로자 집단의 평균적인 투자성향을 반영하는 상품이며, TDF는 집단적 평균에 더하여 개별적 성향을 나이라는 대표 변수로 치환하여

개별성을 고려한 디폴트옵션 상품인 것을 확인할 수 있다. 우리나라는 투자위험을 세분화함에 따라 낮은 투자성향을 가진 근로자가 선택할 수 있는 디폴트옵션은 리테일에서 펀드를 선택할 때와 마찬가지로 투자제약에 직면한다. 이러한 정책적 접근은 단기투자 시계의 리테일 시장 펀드투자와 장기투자를 정책적으로 유도해야 할 연금제도에서 펀드 투자를 분별하지 않고 있기 때문에 발생하는 혼선이다. 이런 접근을 다른 나라에서는 찾기 어렵지만, 금융감독 관점에서 디폴트옵션제도의 우려요인을 크게 경감시키는 것은 사실이다.

세 번째 이유는 펀드상품에 대한 위험등급 분류가 매우 보수적으로 이루어지고 있다. 송홍선(2022a)에서 언급하였듯이 디폴트옵션 상품의 주류가 될 것으로 예상되는 TDF 상품을 목표기간에 따라 위험등급을 달리하고, 저위험 투자성향의 근로자가 목표기간이 장기인 TDF를 선택하지 못하도록 하고 있다. 이 역시 금융감독 관점에서 디폴트옵션제도의 우려요인을 크게 경감시키고 있다. 물론 이런 접근은 다른 나라에서 사례를 찾아보기 어려운 특이한 접근이다.

이상에서 언급한 것처럼 디폴트옵션제도가 가입자나 금융시스템에 추가적으로 의미 있는 금융리스크 요인을 유발하지 않는다고 하더라도, 수익률 제고를 기대하는 금융소비자 관점에서 볼 때 연금감독당국의 역할은 매우 중요하다. 크게 세 가지를 지적할 수 있다. 하나는 감독당국은 수익률 제고를 달성하는데 가장 유효한 시장구조가 되도록 디폴트옵션 시장의 경쟁 여건을 조성할 필요가 있다. 이를 위해서는 사전적 승인제도와 사후적 적격성 심사가 사업자간 경쟁을 가장 실효적으로 촉진할 수 있도록 균형적인 규제규율을 행사할 필요가 있을 것이다.

둘째, 우리나라 디폴트옵션은 근로자가 사전 지정을 하기 때문에 서구적인 디폴트옵션제도라기보다는 연금사업자가 제시하는 대표상품의 성격이 짙다. 대표상품화가 될 때 가장 주의할 점은 연금사업자들이 디폴트옵션 상품군 이외의 대체운용상품에 대한 공급을 게을리 할 위험이다. 이는 근로자의 선택권을 제한하며, 퇴직연금시장의 질적 발전에 제약이 될 수 있다. 연금사업자가 신의성실에 따라 근로자가 다양한 상품을 선택할 수 있도록 유도할 필요가 있다. 참고로, 미국은 디폴트옵션을 포함하여 평균 20개의 운용상품 라인업이 제시되고 있다.

셋째, 제도 운영 과정을 면밀히 모니터링 하면서 불합리가 확인되는 운영 규정은 과감하게 개선할 필요가 있다. 대표적인 것이 디폴트옵션 상품에 대한 위험등급을 감독당국이 인위적으로 설정하여 근로자의 선택권을 제약하는 위험등급제도와 운용상품을 인위적으로 매칭하는 제도이다. 장기운용상품을 단기시계 투자성향으로 제약하는 것은 디폴트옵션의 취지와 상충될 뿐만 아니라, 제도 도입 취지인 수익률 제고에 체계적으로 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 노후소득안정 관점에서 보면 일본의 사례처럼 잘 못 설계된 디폴트옵션제도가 수익률 제고라는 당초 취지를 달성을 더디게 하는 규제리스크가 미래의 퇴직연금제도 발전에 부담요인이 되지 않도록 상시적인 연금감독이 이루어질 필요가 있겠다.

■ 참고문헌

- [1] 고용노동부, 2022a, 사전지정운용제도(디폴트옵션) FAQ
- [2] 고용노동부, 2022b, 사전지정운용제도(디폴트옵션) 승인 결과
- [3] 고용노동부, 금융감독원, 2022, 2021년도 퇴직연금 적립금 운용현황 통계
- [4] 송홍선, 2021, DC형 퇴직연금의 노후안전망 역할 강화 연구, 자본시장연구원
- [5] 송홍선, 남재우, 2021, 노후소득보장 강화를 위한 퇴직연금제도 개선 방안, 학술연구용역, 자본시장연구원
- [6] 송홍선, 2022a, 디폴트옵션과 수익률 개선 방안, 포커스, 자본시장연구원
- [7] 송홍선, 2022b, 디폴트옵션: 쉬운 자산관리, 돈버는 투자전략, 매경 대토론회 발표자료
- [8] 송홍선, 2022c, 디폴트옵션과 퇴직연금 지각변동, 동아모닝포럼 발표자료.
- [9] EBRI, 2021, Target Date Funds: Evidence Points to Growing Popularity and Appropriate Use by 401(k) Plan Participants, EBRI Brief, No.537