

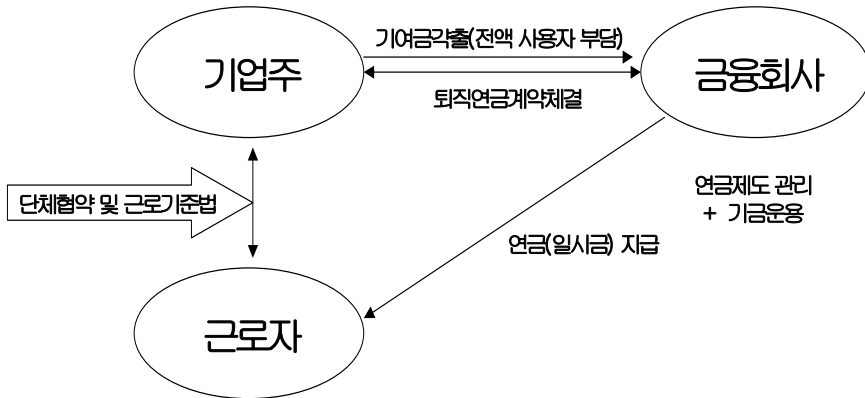
## II. 퇴직연금 리스크에 관한 이론적 고찰

### 1. 퇴직연금제도의 운용체계와 구조

#### 가. 계약형 퇴직연금제도 지배구조

퇴직연금제도 지배구조는 크게 계약형 퇴직연금제도 지배구조, 기금형 퇴직연금제도 지배구조, 회사형 퇴직연금제도 지배구조로 분류된다. 앞으로 도입예정인 퇴직연금제도의 운용체계는 확정급여형 및 확정기여형 퇴직연금제도의 운용체계이며 운용구조는 계약형 퇴직연금제도 지배구조를 지향하고 있다. 계약형 퇴직연금제도 지배구조는 연금제도에 대한 관리 및 기금운용 등을 일괄하여 금융회사에 위탁하는 형태이다.

<그림 II-1> 계약형 퇴직연금제도 지배구조



자료: 신기철, 「기업연금도입이 금융시장에 미칠 영향」, 『증권예탁지』, 2003. 4., p. 25.

<그림 II-1>에서 보는 바와 같이 노사 간의 단체협약 또는 관련법에 의하여 연금제도 설치에 관한 합의가 이루어지면 사용자와 금융회사와의 연금계약에 따라 금융회사에 연금제도에 대한 관리 및 기금운용을 일괄하여 위탁하게 된다.<sup>12)</sup> 계약형 퇴직연금제도 지배구조는 금융회사가 연금제도에 관한 제도설계(컨설팅), 연금관리 및 기금운용 등의 전 과정을 일괄하여 수탁하는 형태로 근로자의 숫자가 적은 중소기업에 적합한 형태라고 볼 수 있다. 우리나라의 경우에는 미국이나 영국과 같은 신탁의 개념이 익숙치 않기 때문에 제도 도입초기에는 대규모 기업도 이 형태를 취할 것으로 예상된다.<sup>13)</sup>

## 나. 기금형 퇴직연금제도 지배구조

### 1) 확정급여형 퇴직연금제도 지배구조

확정급여형 퇴직연금제도 지배구조하에서 제도설계 및 운영은 대규모 기업의 경우 자가관리를 하기도 하며, 은행, 보험회사, 신탁회사 및 연금컨설턴트 등 외부 전문기관에 위탁운영하기도 한다.<sup>14)</sup> 기금운용 및 관리는 크게 보험형과 신탁형 및 자가관리형이 있다(<그림 II-2>참조).

확정급여형 퇴직연금제도 지배구조 하에서는 미래의 연금지급액을 추정하여 필요한 책임준비금을 적립하는 제도로서 관련되는 연금수리 및 회계처리에 대한 투명성 및 엄격한 감독이 매우 중요하다. 따라서 미국, 영국 공히 연금계리인 및 외부감사인의 선임이 강제된다. 특히 영

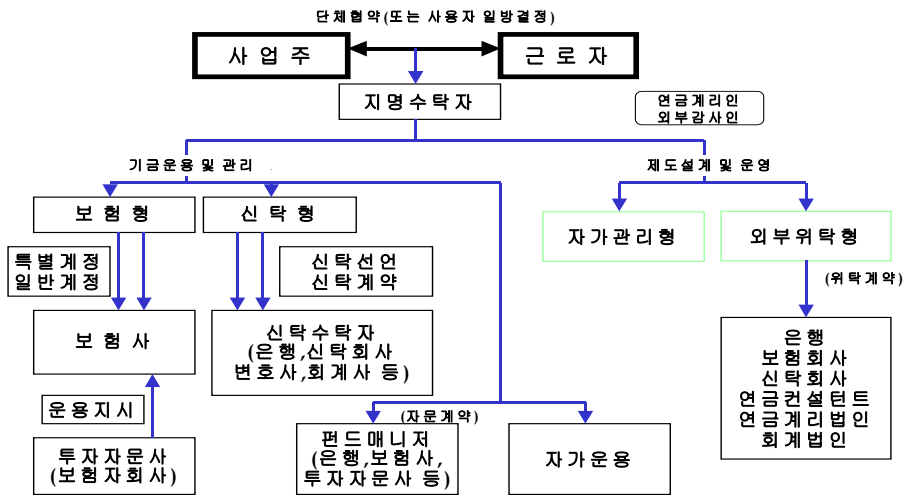
12) 취급하는 금융회사가 보험회사이면 보험형, 신탁회사이면 신탁형이 된다.

13) 신기철, 「기업연금도입이 금융시장에 미칠 영향」, 『증권예탁지』, 2003.4., p.25.

14) 류건식, 「퇴직연금제도의 규제 및 감독방안」, 『보험개발원 주최 퇴직연금도입관련 정책세미나 자료』, 2003.10., p. 95.

국에서는 연금계리인은 1995년 연금법 48조에 의해 연금감시자 (whistle blower)로서 의무를 부담하도록 되어 있다.<sup>15)</sup> 미국, 영국식 확정급여형 퇴직연금제도 지배구조의 특징은 기업연금과 관련된 다양한 전문가들이 제도설계 및 기금운용에 참여하게 된다는 것이다.

<그림 II-2> 기금형 퇴직연금제도 지배구조(확정급여형)



자료: 류건식, 「퇴직연금제도의 규제 및 감독방안」, 『보험개발원 주최 퇴직연금 도입관련 정책세미나 자료』, 2003. 10., p. 95.

## 2) 확정기여형 퇴직연금제도 지배구조

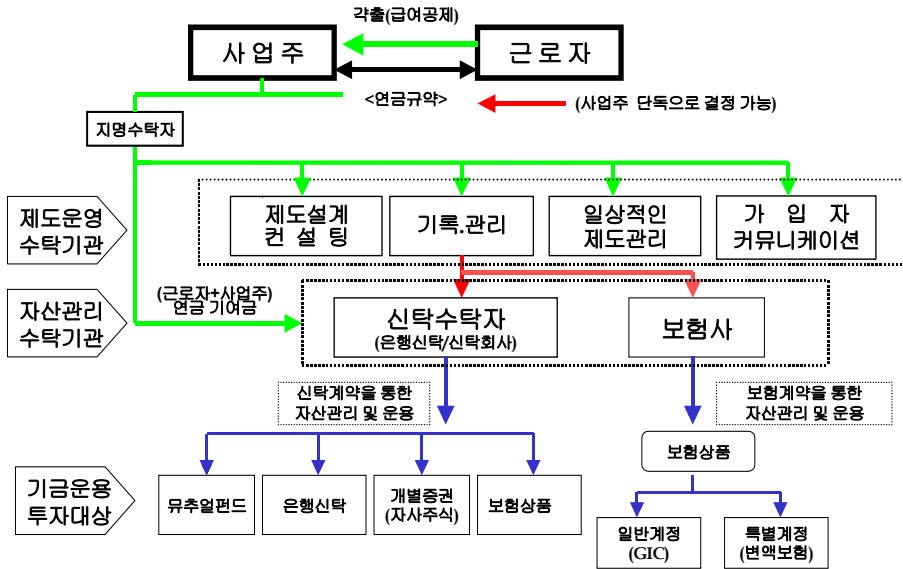
확정기여형 퇴직연금제도 지배구조에서 지명수탁자<sup>16)</sup>는 아래 <그림

15) 이에 대한 자세한 내용은 이증기, 「퇴직연금의 지배구조」, 『한림법학 FORUM』 제13권, 한림대학교 법학연구소, 2003.12., pp. 99-105 참조

16) 영국의 퇴직연금에서 수탁자의 선임이 강제되듯이 미국의 퇴직연금에서는 지명충실의무자(named fiduciary)의 선임이 강제된다. 미국에서 퇴직연금의 일차적 의무수임인이 수탁자가 아니고 지명충실의무자로 된 이유는

II-3>에서 보는 바와 같이 제도운영 수탁기관과 자산관리 수탁기관을 지정하게 된다.

<그림 II-3> 기금형 퇴직연금제도 지배구조(확정기여형)



자료: 류건식, 「퇴직연금제도의 규제 및 감독방안」, 『보험개발원주최 퇴직연금도입관련 정책세미나 자료』, 2003. 10., p. 97.

제도운영 수탁기관은 제도설계 컨설팅, 기록관리, 일상적인 제도관리 및 가입자 커뮤니케이션 등을 담당하게 되며, 별도의 금융회사나 컨설팅회사에 일괄하여 위탁하거나 보험회사에 전체를 위탁하기도 한다. 확정기여형은 확정급여형과는 달리 근로자가 직접 투자수단을 선택하며, 수요의 변화에 따라 수시로 다른 투자수단을 선택할 수 있도록 되어 있기 때문에 기록관리(record keeping)이나 가입자에 대한 정보교류가 매우 중요하다.

확정기여형 퇴직연금제도 지배구조의 가장 큰 특징은 신탁계약을 통

미국에서는 신탁법이 연방법이 아니라 주법이기에 때문이다.

하여 거의 모든 투자수단에 운용할 수 있다는 점이다. 또한 근로자가 직접 투자수단을 선택할 수 있기 때문에 다양한 간접투자상품의 발전을 가져오는 계기가 되었다. 즉, 금융상품이 직접 확정기여형을 위한 전용 상품이 아니고 신탁계약을 통해 가입하기 때문에 시장원리에 의한 자산 운용산업의 발전을 가져오는 계기가 되었다.

## 2. 퇴직연금제도의 리스크 정의 및 분류

아직까지 정형화된 퇴직연금제도의 리스크 정의 및 유형은 없는 실정인데, 이는 퇴직연금제도가 사용자, 근로자, 수탁기관 등 다양한 이해관계자들로 구성되어 있기 때문이다. 일반적으로 퇴직연금제도의 리스크라 하면 근로자 및 사용자측면에서의 리스크를 의미하고 있다.<sup>17)</sup>

<표 II-1> 위탁자 및 수탁자의 리스크유형

	리스크의 인식	리스크 유형
위탁자	근로자의 수급권 보호문제 발생과 기업주의 추가비용 부담문제 발생	각출부족리스크 자산운용리스크 부채변동리스크 유동성리스크 등
	적절한 리스크관리 부족으로 인한 운용성과의 악화 등	
수탁자	운용상품설정이 비적절성, 과도한 퇴직연금시장진출, 수탁기관의 미설정, 소송문제 발생 등	운용상품설정리스크, 언더라이팅리스크, 소송(법률)리스크, 수탁자재설정리스크 등

17) 따라서 퇴직연금제도의 리스크를 일반적으로 근로자 및 사용자측면에서의 리스크로 간주하여 주로 연기금운용상의 리스크에 초점을 맞추어 왔기 때문에 상대적으로 은행 및 보험회사 등과 같은 수탁자 측면에서의 리스크는 거의 취급되지 않았다고 할 수 있다.

그러나 퇴직연금제도의 리스크는 <표 II-1>에서 보는 것처럼 근로자 및 사용자 측면, 즉 위탁자 측면에서의 리스크<sup>18)</sup>와 은행 및 보험회사 측면 즉 수탁자 측면에서의 리스크 등으로 구분할 수 있다(<표 II-1>참조).

### 3. 퇴직연금제도의 리스크 특징

#### 가. 위탁자 측면에서의 퇴직연금리스크

위탁자인 근로자 및 사용자측면에서 본 퇴직연금리스크는 크게 연금재원이 부족하여 발생할 리스크(재원부족리스크)와 재원은 존재하지만 지급이 현실적으로 불가능한 리스크(지급불능리스크) 등으로 구분된다. 먼저 재원부족리스크에는 ① 각출부족리스크, ② 자산운용리스크 ③ 부채변동리스크 ④ 자산·부채의 미스매칭리스크 등으로 구분되며, 지급불능리스크는 ① 유동성리스크 ② 경영리스크(operational risk) ③ 법적 리스크(legal risk) 등으로 구분된다. <sup>19)</sup>

##### 1) 재원부족리스크

먼저 재원부족리스크로는 각출부족리스크를 들 수 있다. 각출부족리스크는 본래 필요하게 되는 수준의 각출료가 퇴직연금에 불입되지 않는 리스크를 의미하는데, 각출부족리스크는 사용자가 규약상의 각출료를 지급하지 않는 경우뿐만 아니라 자주 설정된 각출료의 수준이 부적절한

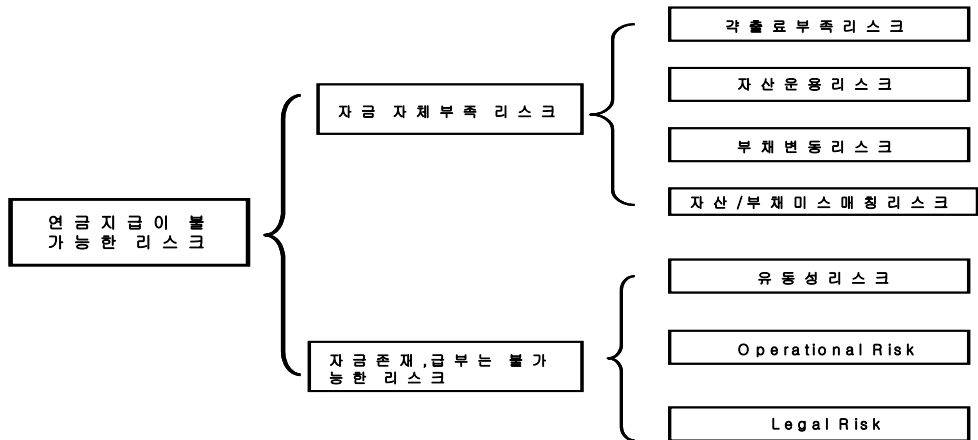
18) 연금기금운용상리스크는 광의로는 근로자 및 기업측면의 리스크라 할 수 있다.

19) 이에 대한 자세한 내용은 「企業年金の資産運用」, 『日本法令』, 富士綜合研究所, 2002년 11월., pp. 163-174 참조

경우에도 발생하게 된다.

두 번째의 재원부족리스크로는 자산운용리스크를 들 수 있다. 자산운용리스크는 연금재정상 상정된 자산운용수익률과 괴리하여 발생된 리스크로, 투자이론에서는 플러스방향, 마이너스방향과 관련없이 예정이율과의 차이를 리스크로 인식하지만 마이너스방향의 리스크로 한정하여 생각하는 것이 일반적이다.<sup>20)</sup>

<그림 II-4> 위탁자의 퇴직연금 리스크



자료 : 「企業年金の資産運用」, 『日本法令』, 富士綜合研究所, 2002년 11월., p.165

세 번째의 재원부족리스크로는 부채변동리스크를 들 수 있다. 연금의 재정검증은 통상 부채와 자산의 갭(gap)을 통해 이루어지는데, 이 경우 부채액의 변동에 의해 리스크가 발생하게 된다. 연금부채는 연금수리계산에 따라 행하여 지지만 이 수리계산은 기초율이라는 전제조건하에서 구하여진 일종의 가상치라 할 수 있다. 따라서 이 기초율과 실제율과의 괴리가 발생하면 부채액이 변동하게 되며, 재원의 과부족은 부채와 자

20) 이 리스크는 일반적으로 예정이율(부담금리)와 자산운용수익률의 차에 의해 발생하는 예정이율리스크(역마진발생)가 이에 해당한다고 할 수 있다.

산의 대소관계로 판단되므로, 기초율의 변동이 부채의 증가를 유발하는 결과가 되면, 재원부족이 초래되는 부채변동리스크가 발생하게 된다.

네번째의 재원부족리스크로는 자산·부채의 미스매칭리스크를 들 수 있다. 이 자산·부채의 미스매칭리스크는 자산운용리스크와 부채변동리스크와의 복합요인에서 발생하는 리스크라 할 수 있다. 이 리스크는 연금 ALM관리기법과 밀접하게 관련되어 있다.

## 2) 지급불능리스크

유동성리스크가 첫번째의 지급불능리스크라 할 수 있다. 유동성리스크는 운용자산의 유동성이 결여되어 급부재원에 상당하는 자산의 현금화가 원활하게 이루어지지 않는 경우 지급이 불가능하게 될 가능성이 존재함으로써 발생하게 된다.<sup>21)</sup> 두번째의 지급불능리스크로는 경영리스크(operational risk)를 들 수 있다. 이 리스크는 사무처리에 하자가 존재하여 지급하여야 할 연금이 지급되지 않는 리스크라 할 수 있다. 실무적으로는 대단히 중요한 리스크중의 하나이다.

세번째의 지급불능리스크로는 법적리스크(legal risk)를 들 수 있다. 즉 채권자로서의 순위문제, 또는 지급금지명령 등으로 연금자산이 존재하지만 법적인 요인으로 지급이 금지된 모든 경우를 포함하게 된다. 연금이 신탁자산 등으로 보호되고 있으면 이와 같은 사태를 염려할 필요는 없지만 퇴직급여충당금계정 등 연금자산의 범위가 특정할 수 없는 경우 수급자인 채권자로서의 독립적 지위가 반드시 보호되는 것은 아니기 때문에 법적리스크가 발생될 가능성이 존재하게 된다.

### 나. 수탁자 측면에서의 퇴직연금리스크

---

21) 예를 들어 부동산 등으로 연금재원을 운용하고 있는 경우 유동화를 즉시 행하기 어렵게 되는데, 이 경우 유동성리스크가 발생하게 된다.



### 1) 상품설정리스크

퇴직연금제도 중에서 특히 확정기여형 퇴직연금제도 하에서는 종업원이 직접 운용상품을 선택하도록 되어 있는데, 이 경우 보험회사가 제시하는 원금보장형 상품은 안전성면에서 근로자가 많이 선택할 것으로 예상되지만, 금리하락시 리스크부담을 보험회사가 지게 되는 등 운용상품 설정리스크가 노출되게 된다. 즉 상품설계와 관련된 보험회사의 가장 커다란 리스크는 기금을 수탁하기 위해 지나치게 무리한 기초율을 설정함으로써 발생하는 운용상품설정리스크라 할 수 있다. 실제 미국 등에서는 보험회사의 경우, 타금융기관 운용상품과의 경쟁력 강화와 상품차별성 강화차원에서 확정금리형 상품을 적극적 개발·추진하여 왔다. 그러나 저금리의 지속적인 추세와 더불어 자산운용수익률의 악화 등으로 GIC형 확정금리형 상품 증대는 보험회사에게 운용상품설정리스크(예정이율리스크)의 증대를 가져오는 결과를 초래하게 되었다. 이에 따라 미국 등 선진국에서는 이와 같은 운용상품설정리스크를 효율적으로 대처하기 위해 ① 준거이율에 적합한 GIC형 상품개발 ② 금리시나리오모델 개발 등 금리 예측능력 향상 ③ 연금 지급방식의 다양성 부여 ④ 운용상품의 전략적 제휴 등과 같은 관리방안을 시행하고 있다.

### 2) 언더라이팅리스크

수탁기관인 보험회사가 퇴직연금시장에 진출하는 경우 가장 고려하여야 할 사항은 수익과 비용이라 할 수 있는데, 보험회사가 퇴직연금시장 선점만을 고려하여 경쟁력이 없는 부문에 진출하는 경우<sup>22)</sup> 많은 고정비용이 들 수 있는 반면, 수탁수수료(수익)는 경쟁으로 낮아지는 언더라이팅 리스크에 직면할 수 있다. 따라서 수탁기관인 보험회사 측면에

---

22) 일본에서는 재무력, 전문인력, 특화된 서비스 등이 없는 대부분 중소형 보험회사의 경우, 최근 퇴직연금시장에서 퇴출되고 있는 실정이다.

서는 퇴직연금제도를 운영함으로써 발생하는 수입(수수료수입)과 지출(운용비용)을 종합적으로 고려하여 언더라이팅을 신중히 할 필요성이 존재한다고 할 수 있다. 그 이유는 자사의 자금력, 운용능력, 차별화된 서비스 등을 충분히 고려하지 않고 퇴직연금시장 선점차원에서 무리하게 퇴직연금을 수탁하는 경우 지출이 수입을 초과하는 언더라이팅리스크가 발생, 보험회사의 경영악화로 작용할 수 있기 때문이다. 이에 따라 미국 등 선진국에서는 자사에 특화된 분야에 진출하거나 고인프라비용에 대해서는 타금융기관과 전략적 제휴 등을 취하는 방법 등으로 언더라이팅리스크를 관리하고 있다.

### 3) 수탁자재설정리스크<sup>23)</sup>

보험회사 등 수탁기관의 연금자산운용과 관련된 가장 커다란 리스크는 무엇보다도 제시한 목표수익률의 달성여부라고 할 수 있다. 수탁기관이 연금자산을 운용할 때에는 일반적으로 수탁기관 임의로 연금자산의 포트폴리오를 구성하는 것은 아니다. 연금기금이 제시한 연금자산 운용가이드라인에 입각하여 일정한 범위내에서 자율적으로 운용되는 것이 보통이며 경우에 따라서는 감독당국에 의한 규제를 받는 경우도 있다. 그렇다고 하여 수탁기관의 연금자산 운용을 둘러싼 리스크가 사라지는 것은 아니다. 연금기금 측이 제시한 가이드라인에 따라 운용하더라도 리스크는 상존하며, 감독당국에 의한 규제를 받는 경우에도 타수탁기관에 비해 투자수익률이 상대적으로 저조하면 수탁자산을 타수탁기관에 빼앗기거나 차후에 수탁기관으로 설정되지 못하는 리스크에 직면할 수 있다.

운용기관의 평가에 있어서는 주로 정량적인 평가에 의존하고 있지만 정성적인 평가도 매우 중요시되고 있다. 보통은 과거의 운용성과에 운

---

23) 확정급여형(DB형) 퇴직연금제도에서 주된 리스크라 하면 일반적으로 수탁자재설정리스크를 의미한다.

용기관평가의 전부가 결정되는 것처럼 생각되고 있지만 사실은 과거의 수치만으로 판단하는 것은 매우 위험하다. 특히 최근의 운용성과가 우수할수록 유능한 운용기관으로 간주되는 경향이 있다. 그러나 운용기관의 능력차이라기 보다는 시장의 랜덤워크에 의해 발생하는 운·불운에 좌우되는 경우가 더 많다고 할 수 있다. 따라서 수탁기관 재설정시 운용수익률 중심의 정량적 평가보다는 운용철학 등을 중심으로 하는 정성적 평가에 보다 초점을 맞추고 있기 때문에, 최근 외국 보험회사는 정량적 평가중심보다는 정성적 평가중심<sup>24)</sup>으로 수탁자재설정리스크를 관리하고 있는 추세를 보이고 있다.

#### 4) 소송(법률)리스크<sup>25)</sup>

연금자산의 규제완화추세에 따라 근로자의 대리인이라 할 수 있는 수탁기관의 수탁자책임의무가 매우 중요시되고 있다. 따라서 수탁기관이 수탁자책임 위반시 각종 감독제재조치와 더불어 종업원으로부터 법률적 소송까지 제기되고 있는 실정이기 때문에 수탁자인 보험회사 측면에서는 소송리스크가 중요한 리스크라 할 수 있다.

실제 연금운용의 자유화 추이에 따른 수탁자책임의 강화, 그리고 이와 관련된 수탁자책임 위반 소송사태가 미국 및 일본 등에서 빈발하고 있다. 이에 따라 운용기관에게는 자산운용의 전문성, 고도의 기술 이외에 엄격한 책임도 요구받고 있다.<sup>26)</sup> 수탁자 책임소송은 단지 ERISA법

24) 정성적평가는 포트폴리오구축(Portfolio), 운용프로세스(Process), 인재(Personnel), 투자철학(Philosophy) 등을 중시한다는 점에서 4P 평가라 한다.

25) 확정기여형(DC형) 퇴직연금제도에서 주된 리스크라 하면 일반적으로 소송리스크를 의미한다.

26) 수탁자책임위반 소송사태로는 일본방직업후생연금기금소송(모기업이 연금기금이사 제소), 동경실업후생연금기금소송(연금이사가 운용기관제소), Board of Trustee & Callan(연금기금이사회 대 투자컨설턴트) 등을 들 수 있는데 90년대 들어 자산운용관련 소송이 급격하게 증가하고 있다.

에 기초한 소송정도 차원을 넘어서 연금기금의 기관투자자로서 역할(의결권행사여부 등) 등 파생적인 문제로 확산되고 있는 실정이다. 따라서 운용기관 스스로도 소송리스크(법률리스크)에 대응할 수 있도록 컴플라이언스체제가 그 어느 때보다 필요한 것으로 인식, 대응책마련에 부심하고 있다. 이에 운용기관은 법률리스크에 대응할 수 있도록 컴플라이언스체제(법규준수체제) 확립, 종업원에 대한 정보제공 충실, 독자적인 수탁자책임 가이드라인 책정 등을 최대 현안과제로 인식하고 있는 실정이다.

#### 5) 연금운용(역선택)리스크

퇴직연금제도의 운용은 필연적으로 근로자의 니드에 부합한 연금상품의 개발증대로 이어지기 마련이다. 그러나 자칫 역선택으로 인한 장수리스크가 증대할 수 있을 뿐만 아니라 연금상품의 개발은 연금상품중심의 상품개발 위주로 상품포트폴리오를 재편시킬 수 있어, 보험회사측면에서는 연금상품증대에 따른 보험회사의 리스크 증대, 즉 연금운용리스크의 증대를 가져올 수 있다. 미국 HRS(Health and Retirement Survey) 등의 통계에 따르면 확정기여형 플랜으로부터 연금화되는 것은 8%에 지나지 않은 것으로 나타나고 있기 때문에, 종신연금이 원칙인 확정기여형에 대비하여 볼 때 확정기여형의 경우에는 상대적으로 연금운용에 따른 장수리스크가 존재한다고 할 수 있다. 이와 같은 장수리스크는 확정기여형 플랜의 역선택(adverse selection)현상으로 기인한 바 크다고 본다. 즉 개인은 일반적으로 자신이 장수할 것이라고 생각하면 연금에 가입하지만, 장수하지 않을 것으로 생각하면 연금보다는 일시금을 보다 선호하여 연금에 가입하지 않기 때문이다. 실제 역선택현상이 존재하면 연금의 가입자는 장수할 가능성이 높은 사람만으로 구성되어 보험회사는 보험료를 높게 하지 않으면 경영이 성립하지 않게 된다. 이 경우 보통사람에 대해서도 보험료를 높이는 결과를 초래하여 결

국 연금의 이용은 어렵게 될 것이다. 따라서 확정기여형 연금의 경우 영국처럼 제도적으로 적립금의 일정비율을 연금화하는 방안 마련, 즉 강제적인 연금시장(compulsory pension market)으로 전환하여 역선택문제를 완화하는데에 주안점을 두고 있다.