

kiri Weekly

2016.5.30. 제386호

포커스

타겟데이트 펀드의 역할과 의미

이슈 분석

ISA 판매 현황 분석

일본 마이너스 정책금리의 평가와 시사점

글로벌 이슈

중국 생명보험회사의 지급여력 현황

EC의 제3국에 대한 Solvency II 동등성 평가

금융시장 주요지표

kiri 보험연구원
Korea Insurance Research Institute

포커스와 이슈 분석은 연구자 개인의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.
서울시 영등포구 국제금융로 6길 38 (여의도동 35-4) 8층 보험연구원 (문의 : 변철성 수석담당역 / 02-3775-9115)



타겟데이트 펀드의 역할과 의미

전성주 연구위원

요약

- 최근 대표상품제도 도입에 관한 논의가 진행되면서 생애주기 변화에 맞춰 연금자산을 자동으로 운용해주는 타겟데이트 펀드(TDF)에 대한 관심이 높아지고 있음.
 - 2015년 12월 금융위원회는 「연금자산의 효율적 관리 방안」을 발표하여 개인에게 특화된 연금자산 운용전략을 시행해주는 대표상품제도를 도입하고 이를 자동투자옵션에 포함시키는 방안을 제시함.
 - 대표상품의 하나로 지정될 TDF는 연금가입자의 은퇴시점을 기준으로 생애주기 변화에 맞춰 위험자산(주식)과 안전자산(채권)의 편입비율을 자동적으로 조정해줌.

- TDF는 개인의 은퇴시점에 맞춰 원하는 투자실적을 얻기 위해 생애주기에 따라 주식, 채권, 현금 등의 다양한 투자자산에 대해 자동적으로 최적의 자산배분을 시행해줌.
 - 특히, TDF의 자산배분은 초기에 위험자산에 높은 비중을 투자하다가 시간이 경과하면서 이를 줄이고 안전자산의 비중을 높여나가는 글라이드 패스(Glide Path) 전략을 구사함.
 - 많은 학술적 연구에 따르면, TDF의 자산배분전략은 노후소득을 위한 은퇴자산 마련에 중요한 역할을 하는 것으로 평가됨.

- 2007년 적격디폴트 투자상품제도를 도입한 미국에서는 TDF를 통해 운영되는 자산규모가 연평균 26.8%의 성장률을 기록하며 2015년 약 7조 6,300억 달러 규모로 성장함.
 - TDF 운용자산의 절반이 은퇴를 앞둔 51~65세 근로자들을 대상으로 한 펀드로 운용되고 있으나, 개인 자산 내 TDF 활용도는 20대의 젊은 근로자들이 자산의 35%를 TDF로 운용할 정도로 활용도가 높음.
 - 그러나 디폴트 상품인 TDF가 2008년 금융위기 때 다른 뮤추얼 펀드와 유사한 손해를 입는 등의 문제점이 발생하여 2010년 디폴트 투자상품에 대한 공시를 강화하는 제도를 도입함.

- 우리나라에 대표상품제도가 도입될 경우 최적의 연금자산 운용을 위한 TDF의 역할이 확대될 것으로 예상되며, 가입자들이 손실 발생 가능성을 잘 인지하도록 공시제도 및 모니터링 시스템을 갖출 필요가 있음.
 - 대표상품에 대해 투자전략, 수익률, 위험지수, 수수료 등 비교 가능한 정보를 제공하도록 공시 규정을 마련하고 사업자는 TDF에 관한 연금운용지침서를 마련하여 이에 맞게 운영되도록 모니터링 해야 함.

1. 검토 배경



■ 최근 대표상품제도 도입에 관한 논의가 진행되면서 생애주기 변화에 맞춰 연금자산을 자동으로 운용해주는 타겟데이트 펀드(TDF: Target-Date Fund)에 대한 관심이 높아지고 있음.

- 금융위원회는 2015년 12월 「연금자산의 효율적 관리 방안」을 발표하면서 대표상품제도를 도입하여 이를 자동투자옵션에 포함시키는 방안을 제시함.
 - 대표상품이란 개인의 경제상황과 투자성향, 연령 등을 감안하여 연금자산 운용전략이 내재된 상품이나 펀드를 의미함.
 - 대표상품이 자동투자옵션에 포함될 경우 연금가입자가 별도로 운용방법을 지정하지 않았을 때 사전에 지정된 대표상품을 통해 연금자산이 자동적으로 운용됨.
- 이 제도가 도입될 경우 대표상품의 하나로 지정될 TDF는 연금가입자의 은퇴시점을 기준으로 하여 생애주기 변화에 맞춰 위험자산(주식)과 안전자산(채권)의 편입비율을 자동적으로 조정해줌.

■ 미국은 2000년 중반 미국의 대표상품제도인 적격디폴트 투자상품제도(QDIA)¹⁾ 도입을 통해 최적의 연금자산 운용수단으로 TDF를 활발하게 활용하고 있음.

- TDF는 1993년 바클레이즈 글로벌(Barclays Global Investors)과 웰스파고(Wells Fargo), 피델리티(Fidelity)에 의해 최초로 도입됨.
- 미국에서는 2007년 QDIA 도입 이후 근로자 은퇴자산 운용수단으로 TDF 활용도가 크게 높아졌음.
 - 미국의 DC형 퇴직연금 플랜인 401(k) 자산운용에서 TDF가 차지하는 비중이 2006년 말 5%에서 2013년 말 15%로 증가함.
- 2014년 말 현재 약 7,030억 달러 규모의 자산이 TDF를 통해 운용되고 있으며, 이 중 89%가 IRA 나 DC형 퇴직연금 등 퇴직계좌의 자금으로 구성되어 있음.²⁾

■ 본고에서는 미국 사례를 연구하여 대표상품으로서의 TDF 도입이 근로자의 은퇴자산 운용 최적화에 어떻게 활용될 수 있는지 시사점을 도출하고자 함.

1) QDIA(Qualified Default Investment Alternative)란 원금을 보존하면서 장기적으로 안정적인 수익률을 추구하는 투자 펀드 혹은 포트폴리오 모델을 의미하며 미국의 노동부가 정한 규정을 만족하는 펀드를 의미함.

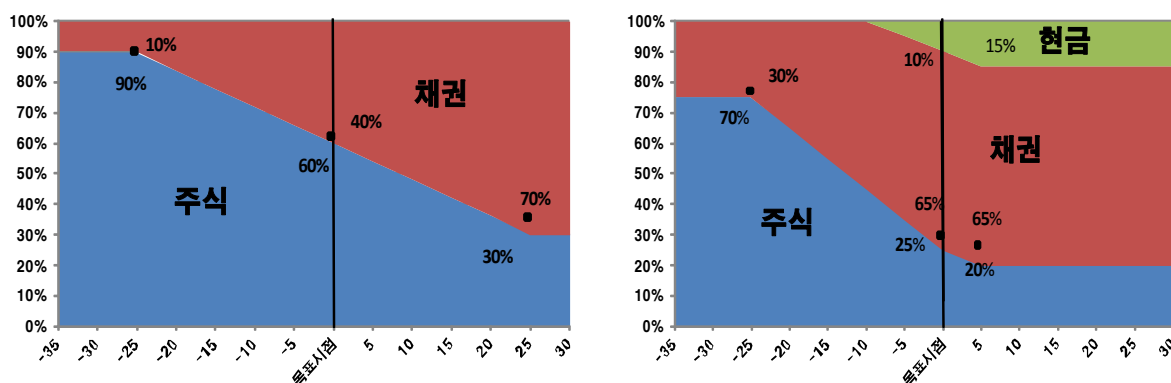
2) 2015 Investment Company Fact Book(ICI) 참조.

2. 타겟데이트 펀드의 특징



- TDF는 개인의 은퇴시점에 맞춰 원하는 투자실적을 얻기 위해 생애주기에 따라 주식, 채권, 현금 등 다양한 투자자산에 대해 자동적으로 최적의 자산배분을 수행해줌.
 - TDF는 설정된 미래 예상퇴직시점을 기준으로 다양한 연령의 근로자들에게 최적의 자산배분을 자동적으로 제공해주는 펀드임.
 - TDF는 일반적인 뮤추얼 펀드의 성격을 띠고 있으나, 특정 은퇴시점을 염두에 둔 장기투자자를 위해 자동적으로 자산비중을 재조정해준다는 점에서 차별성이 있음.
- 특히, TDF의 자산배분은 초기에는 위험자산에 높은 비중을 두고 투자하다가 시간이 경과하면 이를 줄이고 안전자산의 비중을 점차 높여나가는 글라이드 패스(Glide Path) 전략을 구사함.
 - 글라이드 패스란 TDF의 자산배분이 시간이 지남에 따라 목표시점의 가장 보수적인 자산배분에 도달할 때까지 어떻게 변화하는지를 보여주는 자산배분 패턴을 의미함.
 - <그림 1>의 예를 보면 초기에는 연금자산의 70~90%를 주식과 같은 위험자산에 투자하다가 목표시점을 지나면 채권이나 현금과 같은 안전자산 비중을 70~80%까지 늘리게 됨.

<그림 1> 타겟데이트 펀드의 글라이드 패스 전략 사례



자료: 미국 SEC(2010).

- 이러한 자산배분 전략을 취하는 이유는 근로자의 연령이 낮을수록 많은 인적자본을 소유하고 있어서 위험자산의 비중을 늘릴 필요가 있기 때문이다.³⁾
 - 인적자본은 매월 이자를 지급하는 채권의 성격을 지니고 있으며, 초기 근로기에는 만기가 장기인 채권을 보유하고 있는 것과 유사함.
 - 따라서, 최적의 자산배분을 위해서는 보유한 인적자본에 상응하도록 위험자산의 보유비율을 높일 필요가 있음.

■ 많은 학술적 연구에 따르면, TDF의 자산배분전략은 노후소득을 위한 은퇴자산 마련에 중요한 역할을 하는 것으로 평가됨.

- Holmer(2009)는 모의실험을 통해 20대에 75~80%의 자산을 주식에 투자하다가 65세에 30~35%의 자산을 주식에 투자하는 전략이 가장 높은 위험조정수익률을 기록함을 보임.⁴⁾
- Pang and Warshawsky(2011)는 TDF와 밸런스 펀드(Balanced Funds)의 기대수익과 위험을 비교하였는데, 은퇴시점에 가까워질수록 TDF가 상대적으로 위험이 적어짐을 발견함.⁵⁾
 - 밸런스 펀드란 투자자의 연령이나 투자기간에 상관없이 위험회피성향에 따라 정해진 자산배분 비율을 지키도록 포트폴리오 재조정을 하는 펀드를 의미함(예: 주식/채권 비율이 6/4인 펀드).
 - 특히, 이들은 TDF의 자산배분 전략인 글라이드 패스의 구체적인 디자인이 은퇴자산의 수준과 변동성을 결정한다는 점을 발견함.
- Yoon(2010)은 TDF의 글라이드 패스 설정 시, 가입자의 연령뿐만 아니라 시장상황, 기대수익률 및 기대위험이 변화함에 따라 글라이드 패스 전략에 대해 동적인 조정을 해줄 필요가 있음을 보임.⁶⁾

3) Viceira(2001), "Optimal Portfolio Choice for Long-Horizon Investors with Nontradable Labor Income", *Journal of Finance*, Vol. 56, No.2, pp. 433~470.

4) Holmer, M.(2009), "Estimating the Accumulation Risks of Life-Cycle Funds", *Policy Simulation Group Working Paper*.

5) Pang, G, and M. Warshawsky(2011), "Target-date and balanced funds: Latest market offerings and risk-return analysis", *Financial Services Review*, No. 20, pp. 21~34.

6) Yoon, Y.(2010), "Glide path and dynamic asset allocation of target date funds", *Journal of Asset Management*, Vol. 11, No. 5, pp. 346~360.

3. 타겟데이트 펀드의 미국 사례



■ 장기로 운용되는 근로자들의 은퇴자산의 합리적·효율적 운용을 촉진하기 위해 미국정부는 2007년 적격디폴트 투자상품제도(QDIA)를 도입함.

- 법정퇴직금제도가 없는 미국에서는 대부분의 근로자들이 노후소득을 위한 퇴직계좌를 설정하는 데 소극적이거나 연금자산을 운용할 때에도 합리적인 의사결정을 내리지 못하는 경우가 많음.
- 2006년 연금보호법 제정을 통해 모든 근로자들에게 개인퇴직계좌를 일괄적으로 설정하도록 하고 이를 원치 않는 근로자에 한하여 해지할 수 있도록 하는 자동가입제도를 도입함.
- 이와 함께 자신의 퇴직연금에 대한 운용지시를 내리지 않는 근로자를 대신하여 사용주가 이들에게 알맞은 최적의 자산운용을 적용할 수 있도록 디폴트 옵션제도를 도입함.

■ 2007년 도입된 QDIA는 디폴트 옵션에 포함될 수 있는 상품의 종류를 다음의 4가지로 제한함.⁷⁾

- 근로자의 연령과 은퇴시점을 고려해 자산배분을 하는 투자상품(예: Target-Date Funds)
- 근로자의 연령과 은퇴시점을 고려한 자산배분을 제공할 수 있도록 기존의 투자옵션에 자산배분을 실행해주는 자산배분서비스(예: Investment Service, Managed Accounts)
- 근로자 그룹의 전체적인 특성을 고려한 투자상품(예: Balanced Funds)
- 퇴직연금제도 가입 후 첫 120일 동안 원금보장을 해줄 수 있는 상품(퇴직연금 자동가입제도에서 탈퇴(opt-out)하고자 하는 근로자를 위해 행정적인 편의를 제공하는 상품)

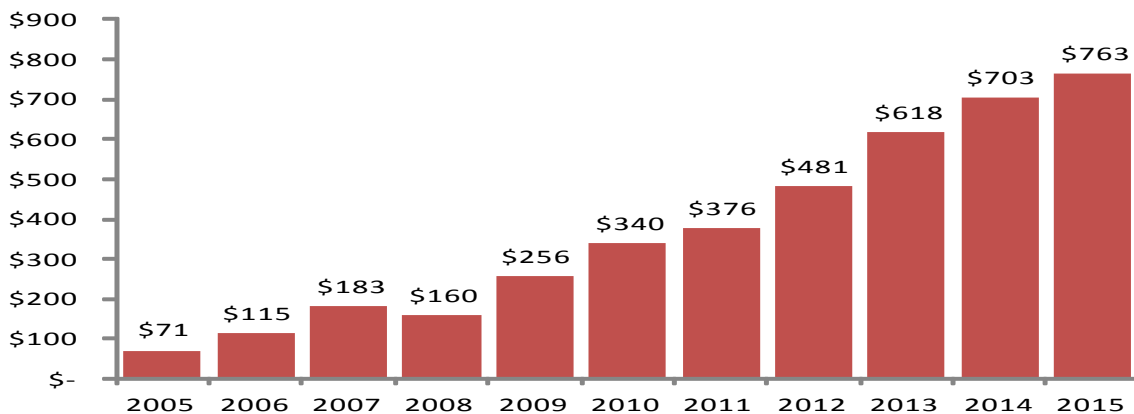
■ TDF를 통해 운영되는 자산규모는 2005년 약 710억 달러에서 2015년 약 7조 6,300억 달러 규모로 성장하여 연평균 26.8%의 성장률을 기록함.

- 이와 함께 2015년에는 TDF 펀드자산의 순유입액이 사상 최대인 690억 달러를 기록함.
 - 특히, 2015년 TDF의 평균 수익률이 유형별로 -1.2%에서 -2.0%를 기록하였음에도 불구하고 TDF에 대한 순유입액이 늘어났다는 점이 특징적임.
- TDF의 성장세는 2006년 연금보험법 제정과 TDF의 QDIA 상품 지정에 따라 사용주들이 DC형 퇴직연금의 디폴트 옵션으로 TDF를 활용하는 경우가 늘어났기 때문임.

7) U.S. Department of Labor(2008), "Regulation Relating to Qualified Default Investment Alternatives in Participant-Directed Individual Account Plans", Fact Sheet 참조.

〈그림 2〉 타겟데이트 펀드의 자산 규모

(단위: 10억 달러)



자료: 미국 Investment Company Institute 통계(2015).

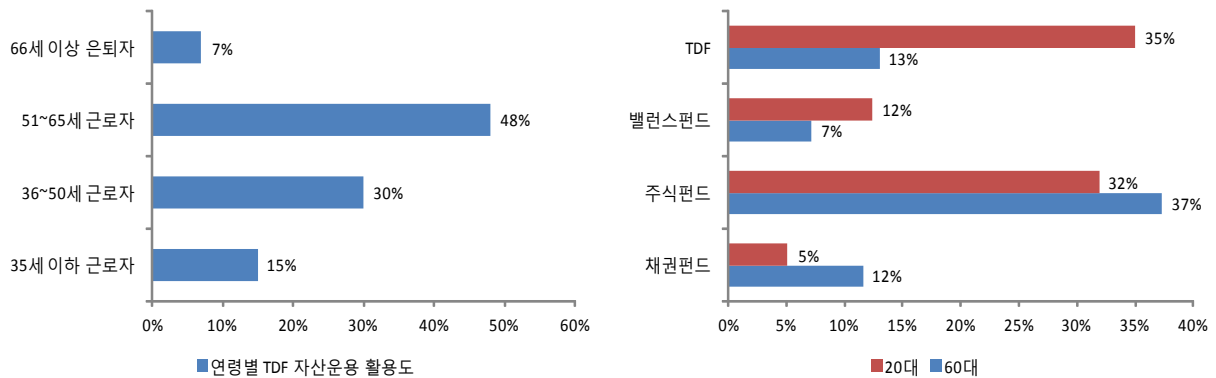
■ TDF 운용자산의 절반이 51~65세 근로자들을 대상으로 한 펀드로 운용되는 것으로 알려져 있으나, 개인 자산 내 TDF 활용도는 은퇴를 앞둔 60대보다는 20대가 훨씬 높은 것으로 알려짐.

- 미국의 자산운용 리서치 회사인 Morningstar에 따르면 TDF 자산의 48%가 2020년, 2025년, 2030년을 목표시점으로 정한 TDF 펀드를 통해 운용되고 있는 것으로 알려짐.
 - 이들 펀드는 약 15년 이내 은퇴를 앞둔 연금자산투자자를 대상으로 한 펀드가 대부분임.
 - 이들 투자자들은 그동안 쌓아온 저축액이 상당하거나 이들이 벌어들일 수 있는 근로소득이 절정에 달해 있기 때문에 운용하는 연금자산의 총액 또한 상당히 큰 것으로 파악됨.
- 그러나 개인은퇴자산 내에서 TDF를 많이 활용하는 연령대는 20대와 같은 젊은 퇴직연금가입자들임.
 - 20대의 경우 운용자산의 35%를 TDF로 운용하는 반면 60대의 경우 운용자산의 13%를 TDF로 운용하는 것으로 알려짐.
- 따라서 은퇴연령이 아직 많이 남아있는 젊은 근로자들에게 TDF는 연금자산운용의 중요한 수단이라고 있음을 알 수 있음.

■ TDF가 퇴직연금 디폴트 상품으로 지정되어 항상 안정적인 수익을 가져다 줄 것으로 여겨졌으나, 2008년 금융위기 때 다른 뮤추얼 펀드와 유사한 손해를 입는 등 문제점이 나타남.

- 2008년 대부분의 펀드가 손실을 입은 가운데 TDF의 손실이 평균 -22.5%에서 -28%의 손실을 기록하는 등 S&P 500 인덱스 펀드의 손실(-37%)과 큰 차이를 보이지 않았음.

〈그림 3〉 연령별 TDF 자산운용 활용도



자료: Morningstar(2016), “2016 Target-Date Fund Landscape”; Investment Company Institute(2015), “2015 Investment Company Fact Book”.

- 이에 따라 TDF의 투자원칙에 대한 일관성 부족, 펀드 운용 및 관리의 투명성 부족 등 여러 가지 문제점들이 지적됨.
 - 똑같은 목표시점을 설정한 TDF들 사이에도 주식편입비율이 적게는 25%, 많게는 75%까지 차이가 나기도 하였음.
 - 2008년 금융위기가 발생하였을 때 많은 투자자들이 보수적으로 운영되는 줄 알았던 TDF에서 큰 손실을 입게 되었음.⁸⁾
 - 이 과정에서 TDF 펀드의 구성과 관리절차 등에 대한 정보가 부족하였기 때문에 투자자들이 연금자산의 손실 위험까지 보장해주는 것으로 오인하는 경우가 많았음.

■ 미국 노동부는 TDF의 특징과 내재된 위험에 대한 투자자의 이해도를 개선시키기 위해 2010년 적격디폴트 투자상품제도(QDIA)에 대한 공시를 강화하는 제도를 도입함.

- 구체적으로 QDIA로 지정된 펀드의 목적과 전략, 과거 성과 및 펀드 수수료, 비용 등을 공시하도록 하였음.
- 또한 QDIA로 지정된 상품이 TDF인 경우 TDF의 자산배분전략, 특히 글라이드 패스에 대해 기술하고 TDF가 대상으로 하는 투자자의 연령대와 손실가능성에 대한 설명의무를 부과함.

8) Arnerich Massena(2011), “Target-Date Funds: Are they hitting the target?”.

4. 정책적 시사점



- 우리나라에도 대표상품제도와 자동투자옵션제도가 도입될 경우 개인이 직접 자산운용지시를 내려야 하는 DC형 퇴직연금에서 최적의 연금자산운용을 위한 TDF의 역할이 확대될 것으로 예상됨.
 - 현재 저금리 상황에서 DC형 퇴직연금의 자산운용이 과도하게 원리금 보장상품 중심(2014년 76.5%)으로 이루어지고 있다는 비판이 있음.
 - 이러한 현상은 현재 DC형 퇴직연금 구조하에서 많은 근로자들이 원리금 보장상품을 디폴트 투자상품으로 인식하고 있을 가능성에서 기인할 수 있음.
 - 제도적으로 대표상품이 지정될 경우 합리적인 은퇴자산 운용을 위해 TDF의 역할이 확대될 수 있을 것으로 예상됨.

- 그러나 TDF가 위험자산의 편입을 통해 운용되기 때문에 손실이 발생할 우려가 있으므로 이러한 점을 잘 인지할 수 있도록 대표상품에 대한 공시제도 및 모니터링 시스템을 갖출 필요가 있음.
 - 현행 자본시장법하에서는 연금가입자가 운용지시를 하지 않았을 경우 연금사업자가 실적배당형 상품을 판매할 수 없음.⁹⁾
 - 현행법하에서는 가입자의 투자성향을 고려한 상품을 제공해야 하며, 투자목적, 재산상황, 투자경험 등의 정보를 파악하여 가입자로부터 서명, 녹취 등의 방법으로 확인을 받아야 함.
 - 따라서, 감독기관에서 적격성을 심사받은 소수의 디폴트 상품이 먼저 가입자에게 제시되는 방법으로 제도가 마련되어야 함.
 - TDF를 포함한 대표상품에 대해 투자전략, 수익률, 위험지수, 수수료 등 대표상품들에 대한 체계적이고 비교 가능한 정보를 제공하도록 공시 규정을 마련할 필요가 있음.
 - 또한 사업자는 TDF 자산 운용에 관한 철학, 원칙, 자산배분방식, 의사결정방식 등을 포함한 연금 운용지침서를 마련하여 TDF가 이와 일관되게 운용되도록 모니터링 해야 함. [kiqi](#)

9) 박희진(2015), 『국내 퇴직연금 디폴트 옵션 도입방안』, 2015년 「퇴직연금 연구센터」 퇴직연금 정책연구 보고서, 고용노동부·근로복지공단.