

## 연금시장리뷰 34호

DC플랜 향상 방안 - 보다 효율적인 포트폴리오 구축하기

- 본 자료는 기관 및 개인투자자를 위해 작성한 현대증권과 현대경제연구원이 공동 발행하는 보고서로 퇴직연금 관련 이슈 및 경제 주요 현안에 대한 설명 자료입니다.
- 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.
- 타워스 왓슨 : 정승혜 수석 (02-3458-2932, andy.jung@towerswatson.com)

## □ DC 플랜 향상 방안<sup>1</sup> - 보다 효율적인 포트폴리오 구축하기<sup>2</sup>

우리 나라 퇴직연금은 DB, DC 플랜 별 투자계약 규정에 따라 운용되고 있다. DC 플랜의 경우 위험자산에 대한 노출은 총 포트폴리오의 40%로 제한한다. 아예 투자를 할 수 없는 투자대상도 있다. 이와 같은 규제 때문에 현재 우리 나라 DC 가입자의 포트폴리오는 주로 원리금보장형상품이나 채권혼합형펀드 또는 변액보험 상품으로 구성되어 있다. 따라서 DC의 경우 현실적으로 수익을 창출할 수 있는 드라이버는 채권혼합형 구성 자산인 국내채권과 국내주식이다. (해외자산으로 운용되는 펀드도 있으나 그 규모가 매우 작다.) 그러나, *Towers Watson Korea Pension Report 2010 Annual Report* 에 따르면 2010년 12월말 현재 국내 DC 포트폴리오 자산 중 약 70%가 원리금보장형 상품에 집중되어 있는 것으로 나타났다. 바꿔 말하면, 현재 국내 DC 포트폴리오는 수익창출 자산에 대한 투자 비중이 30% 수준으로 상당히 제한되어 있다는 것이다. 이와는 달리, 해외의 경우 DB와 DC 모두 대부분수익 창출 자산에 투자되어 있다. *Towers Watson Global Pension Asset Study* 에서 지난 2010년 말 기준으로 퇴직연금을 운영하는 퇴직연금 대규모 7개국을 대상으로 연구결과를 보고했다. DB와 DC를 합쳐 집계한 통계에서 퇴직연금 포트폴리오는 주식 47%, 채권 33%, 현금자산 1%, 기타(property 및 기타 대체자산) 19%로 자산배분이 되어 있다. 과거에는 개인의 자산축적시기에는 주식에 자산을 전부 투자하는 'all-equity'가 인기를 끌었다. 그러나, 지난 글로벌 금융위기를 비롯해 금융시장에 위기가 닥쳤을 때 늘 과도한 위험에 노출된다는 점이 지적되어 왔다. 이러한 포트폴리오는 주식위험프리미엄에 대해 상당히 의존적인 것으로, 은퇴자금 성격을 감안하면 감내해야 하는 위험수준이 과도하다. 이러한 포트폴리오는 종종 액티브 운용과 함께 이뤄지고, 퇴직연금 수탁자(수탁자, fiduciary)에게 막대한 거버넌스 부담을 지우게 된다. 때로는 가입자의 가치를 창출한다기 보다는 오히려 가치를 갉아먹는 결과를 초래하기도 한다.

성공적인 투자를 하기 위해서는 수익과 위험에 대한 고려가 선행되어야 한다. 타워스 왓슨은 all-equity 펀드에서 벗어난 분산성장포트폴리오를 제안하고자 한다. 이것은 all-equity 펀드보다 기대수익률은 조금 낮추면서도 위험수준을 상당수준 낮출 수 있는 전략이다. 이 글에서는 이것을 액티브와 패시브 운용을 적절하게 사용함으로써 실현할 수 있는 방안도 고려하고 있다. 어떠한 운용방법을 사용할 것이냐 하는 것은 거버넌스 수준과도 밀접하게 연결되어 있다. 액티브 매니저를 사용하기에 앞서 액티브 매니저를 사용할만한 충분한 거버넌스 리소스 뿐만 아니라 매니저의 스킬에 대한 투자신념을 갖고 있어야 한다. 만약, 이러한 투자신념을 실행할 수 있는 거버넌스가 확보되어 있지 않다면, 패시브 전략을 고려할 수 있다. 이를 통해 낮은 비용, 낮은 거버넌스 형태만 갖고서도 다양한 수익 창출 드라이버를 제공할 수 있도록 하는 것이다. 비유동자산투자의 경우에는 매일매일 일어나는 거래와 투자 환경 속에서 가치를 창출하기가 매우 어렵기 때문이다. 따라서 이러한 대체투자상품에 직접 투자하는 것 대신에 이러한 상품을 모사(replication)한 전략을 사용하는 것이 DC 스킴에는 보다 현실적인 대안이 될 수 있다.

<sup>1</sup> DC 플랜 향상 방안은 4번에 걸쳐 게재하였으며, 본 호가 최종호임

<sup>2</sup> 본 자료는 타워스 왓슨 투자컨설팅 Thinking Ahead Group(TAG)이 DC 플랜 향상이라는 주제로 발간한 "Investing for growth: creating more efficient portfolios"를 바탕으로 정리한 것임

## I. Introduction

- 우리 나라 퇴직연금은 DB, DC 플랜 별 투자계약 규정에 따라 운용되고 있음. DC 플랜의 경우 위험자산에 대한 노출은 총 포트폴리오의 40%로 제한됨. 아예 투자를 할 수 없는 투자대상도 있음
  - 주식직접투자, 주식형펀드, 주식혼합형펀드, 후순위채권, 하이일드채권, 대체투자 또는 부동산 등에는 투자가 허용되지 않음. 해외 채권이나 역외채권펀드는 총 포트폴리오의 30%를 넘을 수 없음
  
- 이와 같은 규제 때문에 현재 DC 가입자의 포트폴리오는 주로 원리금보장형상품이나 채권혼합형펀드 또는 변액보험 상품으로 구성되어 있음
  - 따라서 DC의 경우 현실적으로 수익을 창출할 수 있는 드라이버는 채권혼합형 구성 자산인 국내채권과 국내주식임. (해외주식으로 운용되는 펀드도 있으나, 소규모임)
  
- Towers Watson Korea Pension Report 2010 Annual Report 에 따르면 2010 년 12 월말 현재 국내 DC 플랜 포트폴리오 자산 중 약 70%가 원리금보장형 상품에 집중되어 있는 것으로 나타났음
  - 원리금보장형 상품 중 70% 이상이 단기상품인 은행예적금으로 구성되어 있음. 바꿔말하면, 현재 국내 DC 포트폴리오는 수익창출기회가 상당히 제한적이라는 것임
  
- 이와는 달리, 해외의 경우 DB DC 모두 많은 부분이 주식, 채권, 대체투자 등 수익 창출 자산에 투자되어 있음. Towers Watson 은 Global Pension Asset Study 에서 지난 2010 년 말 기준으로 퇴직연금을 운영하는 7 개 퇴직연금 자산규모가 큰 7 개국을 대상으로 조사한 결과를 보고한 바 있음
  - DB 와 DC 구분을 하지 않은 통계에서 퇴직연금 포트폴리오는 주식 47%, 채권 33%, 현금자산 1%, 기타(property 및 기타 대체자산) 19%로 자산배분이 되어 있음
  
- DC 가입자는 역사적으로 은퇴플랜의 축적 단계 (accumulation phase)에 있는 동안에는 상당부분을 주식시장에 투자해 왔음
  
- 이것은 주식위험프리미엄에 대해 상당히 의존적인 것으로, 종종 액티브 운용과 함께 이뤄짐. 이러한 전략은 분산효익 부족과 수탁자에게 막대한 거버넌스 부담을 지우게 됨. 때로는 가입자의 가치를 창출한다기 보다는 오히려 가치를 갉아먹는 결과를 초래하기도 함

- 이 글에서는 DC 가입자가 은퇴저축 기간 동안 합리적인 위험 프레임워크 안에서 성장을 추구할 수 있는 투자 포트폴리오를 고안하는 방법에 대해서 논의해보고자 함
- 더 분산된 접근방법이 대부분의 DC 플랜이 채택한 all-equity 포트폴리오보다 더 효율적인 솔루션을 제공할 수 있는지 고려해 보고자 함
  - 또한 이러한 포트폴리오를 운용할 때 액티브 매니저 또는 패시브 매니저를 사용함으로써 얻을 수 있는 상대적인 장점과 시사점을 도출하고자 함. 이 주제는 주어진 거버넌스 예산 및 가입자의 위험감내도에 근거를 두고 있음

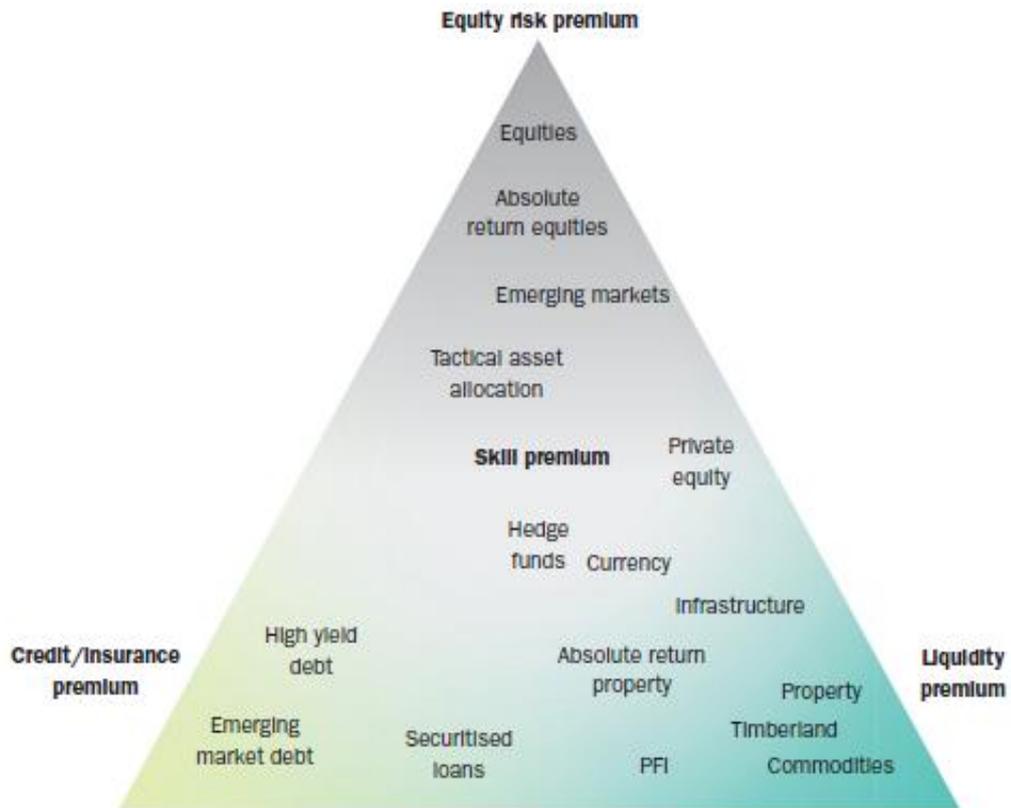
## II. 자산축적 포트폴리오 구축하기

- DC 가입자 라이프사이클 상의 자산축적 단계(accumulation phase)에서 “성장” 포트폴리오를 구성하는 3 가지 단계는 다음과 같음
  - 첫 번째 단계에서는 가입자가 근로기간 동안 성장과 안전자산을 혼합하여 은퇴 후 안착할 수 있는 글라이드 패스(glide-path)를 설계함
  - 두 번째 단계에서는 수익/위험 목표를 설정하고, 성장포트폴리오의 자산배분을 결정함
  - 마지막 단계로, 수탁자는 자산군 내에서, 그리고 액티브 또는 패시브 운용이 적절하게 이뤄지는 선에서 실행 방법을 고려함

## III. 분산효과

- 성공적인 투자를 하기 위해서는 수익과 위험에 대한 고려가 선행되어야 함.
  - 역사적으로 보면, 많은 DC 스킴이 오로지 포트폴리오 전체를 주식에만 투자하는 성장 포트폴리오를 구성했음
  - 이렇게 되면 가입자들은 주식위험에 지나치게 많이 노출이 되고 분산이 제대로 이뤄지지 않은 포트폴리오를 갖게 됨
  - 이러한 포트폴리오는 다른 수익 창출 드라이버 (return drivers)를 첨가시킴으로써 단위 위험당 더 나은 수익을 거둘 수 있는 효율성을 높일 수 있음 (그림 1)
- 위험 패턴이 주식과 상관관계가 높지 않은 자산을 포트폴리오에 첨가시킴으로써 위험을 줄일 수 있음
  - 또한 신용 (credit) 및 비유동성(illiquid) 자산과 같은 대체 수익 창출 드라이버를 포트폴리오에 첨가시킴으로써 분산효과를 노릴 수 있음
  - 이러한 이유로 분산펀드 (Diversified Growth Funds, DGFs)는 인기를 얻어 디폴트 성장펀드와 같은 글로벌 주식형 포트폴리오를 대체하고 있음

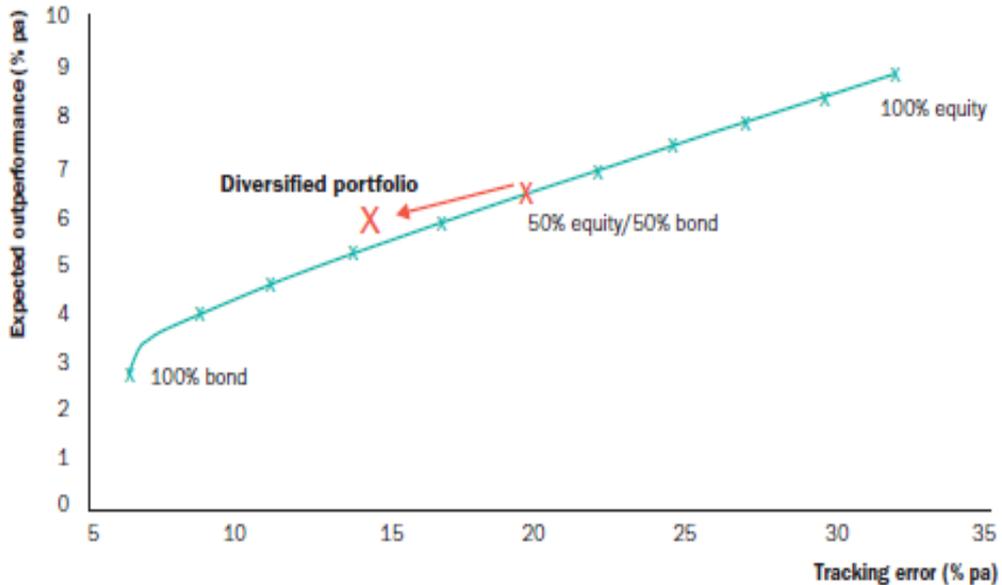
<그림 1> 다양한 수익 드라이버 (return driver)



#### IV. 자산배분 결과 모델링 결과

- 타워스 왓슨 (구 왓슨 와이어트)의 다양한 자산군에 대한 장기 수익률, 변동성, 상관관계 가정을 이용한 모델링을 통해 분산효과를 기술할 수 있음
  - 그림 2 는 주식과 채권 비중이 각각 50%씩 차지하는 포트폴리오를 기준으로 주식과 채권비중을 변화시키면서 환헤징, 이머징 마켓, 인프라스트럭처, 프라이빗 에쿼티 (private equity) 및 프로퍼티(Property)등에 비중을 조금씩 할당한 분산 포트폴리오를 통해 거둘 수 있는 효익을 기술하고 있음
- 투자효율을 측정하는 유용한 방법은 현금대비 성과(performance) 및 추적오차(tracking error)임. 50/50 주식 채권 포트폴리오를 예를 들면 12 개의 각기 다른 자산군으로 구성된 분산성장펀드로 이동시키면, 투자효율이 0.35 에서 0.46 으로 1/3 가량 향상됨
  - 이것은 기대수익률을 조금 낮춤으로써 위험을 상당수준 낮출 수 있게 되는데, 이것이 바로 분산효익임

<그림 2> 분산증가에 따라 개선된 수익-위험 효과



## V. 좋은 분산성장펀드 구축하기

- DC 에서 분산펀드가 충분히 매력적이기 위해서는 단지 주식 포트폴리오에 다른 자산을 섞는 형식적인 수준이 아닌 진정한 분산 효과가 나타나야 함. 특정 자산군 및 투자전략을 채택하고 비중을 둔 타당한 논리가 뒷받침 되어야 함
- 특히, 프라이빗 에퀴티와 같은 일부 대체자산군 투자에 제한을 두는 유동성에 대한 제약 조건이 있음. 거래비용이 통제되는 선에서 합리적인 기간 동안 투자를 실현할 수 있도록 충분한 유동성을 확보하고 있어야 함
- 또한 매니저가 투자자의 이익을 위해 투자할 수 있는 관계를 정립하는 것이 중요함. 잘 고안된 성과보수지급체계 등이 이러한 관계의 중요한 요소가 됨

## VI. 액티브 운용 vs. 패시브 운용

- DC 플랜의 수탁자는 DC 스킴에서 액티브 운용이 패시브 운용보다 적절한 방법이 될 수 있는 조건을 주의 깊게 고려할 필요가 있음
- 성공적인 액티브 운용은 우수한 판단력, 인사이트, 그리고 모델을 필요로 하는데, 이런 것들이 갖춰져 있어야 경쟁우위를 창출하고 유지할 수 있는 능력을 보유하고 있다고 판단할 수 있음

- 패시브 또는 인덱스 트랙킹은 비용이 훨씬 적게 드는 운용방법이지만 매니저가 강력한 프로세스, 기술, 그리고 투자대상 인덱스에 대한 이해를 명확히 하고 있어야 함
- 액티브 운용은 비용공제 전에는 제로섬 게임임 (zero sum game before costs). 즉, 거래비용이나 수수료를 고려하기 전 기준으로 봤을 때 이 게임에서 이긴 플레이어가 있으면, 진 플레이어가 있기 마련임
- 거래비용 및 높은 수수료가 있다는 것은 대다수의 액티브 매니저가 인덱스보다 낮은 성과를 기록했다는 의미가 됨
- 덧붙이자면, 좋은 액티브 매니저를 선정하는 것은 이 자체로서 충분히 경쟁력이 있는 활동이며, 리서치를 하는 데 시간과 스킬을 필요로 한다는 것임

**<그림 4> 액티브 운용을 사용할 때 요구되는 투자 신념**

수탁자의 투자신념	DC 가입자의 투자신념
스킬은 존재함 (매니저 성과는 무작위적인 것이 아니며, 시장은 완벽하게 효율적인 것은 아님)	스킬은 존재함 (매니저 성과는 무작위적인 것이 아니며, 시장은 완벽하게 효율적인 것은 아님)
스킬은 분석 시스템을 통해 규명될 수 있음	스킬은 분석 시스템을 통해 규명될 수 있음
수탁자는 이 시스템에 접근하여 스킬을 보유하고 있는 매니저를 발견할 수 있음	수탁자는 이 시스템에 접근하여 스킬을 보유하고 있는 매니저를 발견할 수 있음
액티브매니저를 이용함으로써 얻는 효익은 스킬 있는 매니저를 규명하는 데 드는 시간과 노력을 정당화 할 수 있음	액티브 매니저를 이용함으로써 얻는 효익은 추가적인 비용을 정당화 할 수 있음

## VII. 투자신념

- 액티브 매니저를 사용하기에 앞서 액티브 매니저를 사용할만한 충분한 거버넌스 리소스 뿐만 아니라 매니저의 스킬에 대한 투자신념을 갖고 있어야 함.
- 타워스 왓슨은 DC 수탁자와 가입자 모두 액티브 펀드에 투자하기 전에 <그림 4>에 기술된 4 가지 신념을 견지할 필요가 있다고 보고 있음

- 액티브 펀드를 운용하기 위해서는 이러한 신념에 덧붙여 거버넌스가 필요한데, 이것은 DC 에 대한 액티브관리에 높은 장벽이 된다고 생각함. 따라서 DC 를 도입한 대다수의 기업은 패시브관리를 통해 펀드 운용을 할 수 있을 것으로 생각됨
- 이러한 패시브 운용은 분산성장펀드(Diversified Growth Fund, DGF)를 분산성장(베타)펀드 (DG(beta)F)로 변환하는 것이 될 수 있음

#### VIII. DG(beta)F 란 무엇인가?

- DG(beta)Fund 를 통해 낮은 비용, 낮은 거버넌스 형태만 갖고서도 다양한 수익 창출 드라이버를 제공할 수 있도록 함
- 이러한 형태의 전략도 여전히 상당부분을 주식에 할당함. '스킬'은 액티브 매니저 보다는 스마트한 인덱스 상품을 통해 제공될 수 있음 (웰스가중(wealth-weighted) 또는 위험가중(risk-weighted) 인덱스 펀드와 같은 것을 예로 들 수 있음
- DC 상품을 고안할 때는 결과적으로 분산에 대한 제약이 나타나게 됨. 특히, 비유동자산에서 얻는 효익은 매일 일어나는 거래와 투자 환경에서 가치를 창출하기가 어려움
- 만약, 프라이빗 에퀴니, 인프라스트럭처, 그리고 헤지펀드가 DC 상품으로 제공된다면 거버넌스 한계가 반영되어야 함. 따라서 이러한 대체투자상품에 직접 투자하는 것 보다는 이러한 상품을 모사(replication)한 전략을 사용하는 것이 DC 스킴에는 보다 현실적인 대안이 될 수 있음

#### VIV. 결론

- DC 가입자를 위한 성장 펀드는 자산군의 다변화 및 주어진 신념과 거버넌스 하에서 액티브 또는 패시브 전략을 적절하게 사용하는 것을 통해서 성과가 향상될 수 있음
- 분산된 성장 펀드는 현저하게 더 낮은 위험 수준에서 오로지 주식투자만 하는 포트폴리오 보다 더 효율적인 투자임
- 자산축적단계에 있는 가입자는 레버리지를 구사함으로써 DC 성장 펀드를 증강시킬 수 있음. 양질의 DGF 는 비용 및 유동성에 대한 통제를 유지하면서도 진정한 분산투자를 이룰 수 있음

타워스 왓슨 : 정승혜 수석(02-3458-2932, andy.jung@towerswatson.com)