

III. 이론적 측면

1. 지급보증기구의 필요성과 문제²⁾

가. 필요성

퇴직연금 지급보증제도의 필요성은 정보의 비대칭성 및 분산(diversification)의 어려움으로 인해 발생할 수 있는 시장실패의 가능성에서 찾을 수 있다(Bodie and Merton(1993)). 이론적으로 퇴직연금은 근로자가 기업으로부터 현재 받을 임금 중의 일부를 미래에 받기로 하는 이연임금(deferred wages)으로 볼 수 있기에, 현재의 임금수준과 미래 퇴직소득 간에는 교환관계(trade-off)가 존재한다(Pesando(1996), p.287). 그런데 퇴직 후 연금수령의 대가로 근로자가 현 임금 중의 일부를 기꺼이 포기하느냐는 기업이 연금지급 약속을 미래에 얼마나 제대로 이행할 수 있느냐는 생존 가능성과 밀접히 연계되어 있다. 따라서 기업의 파산확률이 적을수록 기업은 퇴직연금 지급의 대가로 현재 시점에서 근로자로부터 임금에 대한 양보를 더 많이 받아낼 수 있다. 다시 말하면, 모든 정보를 공유하는 완전경쟁시장에 있어 만약 기업의 파산 가능성이 높고 퇴직연금제도의 적립상태가 부실하다면 근로자들은 기업의 연금 지급이 불투명하다고 보기 때문에 현재 임금협상 시 양보를 하고자 하지 않을 것이다.

그러나 현실적으로 근로자들은 충분한 정보를 가지고 있지 못하기 때문에 즉, 근로자와 고용주간 정보의 비대칭성 문제가 발생하기 때문에 제대로 결정을 내리기 어렵다. 근로자들은 임금 협상 시 자신들이 추정할 것보다 더 큰 파산 가능성에 노출될 수 있는바, 그 예로 최근 영국

2) 이순재 외(2005), pp.92-95.

의 여러 기업의 근로자들이 퇴직연금 급여를 받지 못하는 일이 발생한 것을 들 수 있다. 따라서 근로자들은 만약 기업 상태가 매우 심각하다고 인식하는 경우 직장을 옮기거나 더 많은 임금을 요구하게 되는데, 이는 결과적으로 기업 파산을 더욱 촉진시킬 수도 있다. 따라서 퇴직연금지급보증제도는 기업 파산에 대비하는 추가적 보장을 근로자에게 제공함으로써 정보의 비대칭성 문제에 대해 보상하고, 동시에 시장실패 문제를 교정할 수 있게 한다는 것이다. 이는 마치 금융권에 예금보험제도가 있어서 대량예금인출사태(bank run)를 예방하고자 하는 것과 유사하다고도 볼 수 있다.

정보의 비대칭성 문제를 차치하더라도, 시장실패는 분산이 여의치 않을 경우 여전히 발생할 수 있다. 근로자는 경제적 측면에서 특정 기업에 자신의 모든 것이 걸려 있기 때문에 그 기업이 파산할 경우 치명적인 영향을 받는다. 이런 맥락에서 Bodie and Merton(1993)은 근로자를 자신의 부(富)의 상당 부분을 기업이 발행한 장기채권의 형태로 보유한 채권투자자와 유사한 것으로 본다. 투자이론에서 제시하는 것과 같이 근로자가 자신의 리스크를 제대로 분산시킬만한 충분한 자산을 갖기는 통상적으로 어려우며, 또한 퇴직연금자산의 리스크를 헤지(hedge)하는데 적절한 전문성을 갖고 있지도 않다. 특히 연금제도에 강제적으로 가입해야 한다거나 한 직장에 평생 근무하는 경우 분산은 더욱 어렵다. 퇴직연금 리스크를 분산시킬 수 없음에도 불구하고, 근로자들은 자신들의 퇴직연금급부에 대해 리스크를 가능한 한 줄이려고 한다. 따라서 Bodie(1996)는 설사 근로자가 기업의 파산리스크를 정확히 판단할 수 있는 정보를 가지고 있더라도, 향후 예상되는 임금을 증가시키기 위해 연금지급불능 위험을 의식적으로 감수할 근로자는 찾아보기 어려울 것이라고 주장한다.

기업의 퇴직연금의 조달이 내부 총당금 방식에 의해 이루어질 때 이러한 분산 문제는 더욱 심각해진다. 왜냐하면 사외에 분산 투자된 자산에 의해 연금지급부가 보장되지 않기 때문이다. 사실상 이는 연금기금 자

산이 전적으로 기업에 달려 있는 것이기 때문에, 만약 기업이 파산한다면 수급권을 갖는 근로자의 모든 이익은 상실될 위험에 처하게 된다. 이런 이유로 독일이나 스웨덴에서는 연금지급보증제도가 충당금 방식과 같이 내부 조달 형태로 퇴직연금을 운영하는 기업에게 의무화 되어있다.

나. 문제

전술한 필요성에 의해 지급보증제도가 운영된다 할지라도, 이러한 제도는 모럴해저드(moral hazard)와 역선택(adverse selection) 및 체계적 리스크(systematic risk)와 같은 문제점을 파생시킬 수 있다. 특히 모럴해저드는 연금지급보증제도에 대한 주요한 이론적 반대 근거가 될 수 있다. 예컨대 연금지급보증제도가 존재할 경우, 기업이 파산하더라도 퇴직연금급부의 보장이 이루어진다는 것을 알기에 고용주는 제대로 적립을 하지 않거나, 충분한 대응 자산이 없음에도 불구하고 퇴직연금급여의 수준을 대폭 인상시킨다거나, 납입하여야 할 분담금을 낮추거나 또는 연금기금자산을 운용함에 있어 리스크가 높은 투자전략을 추구하는 것과 같은 행동을 취할 동기가 생기게 된다(Bodie(1996)).

최근 Coronado and Liang(2005)은 확일적으로 보험료를 부과하는 PBGC와 탄력적인 적립규제가 존재함으로써 발생하게 되는 모럴해저드가 DB형제도를 갖는 기업의 연금채무에 어느 정도 영향을 주는지를 실증 분석한 바 있다. 즉, 이들은 기업의 파산확률을 산출하여 파산리스크가 높은 기업이 적립수준이 낮은지 또 주식비중이 높은 연금기금의 포트폴리오를 보이는지를 보고자 하였다. 최종 표본은 Fortune 1000 기업 중 468개 기업으로 구성되었고, 분석 결과에 의하면, 파산리스크가 높은 기업일수록 유동성 문제가 적을지라도 연금제도에 납입하는 분담금이 건전 기업에 비해 적은 경향을 보였고, 이것이 결국 과소적립 상태를 가져왔다. 반면 투자 전략에 영향을 주는 모럴해저드에 대한 실증적 증거는 미약한 것으로 보고되고 있다. 즉 파산리스크가 높은 기업이라 하여

고위험자산의 비중이 더 높지는 않았다.³⁾

이러한 결과는 Hsieh et al(1997)과 일치한다. 이들은 적립금 수준이 낮은 연금기금을 갖는 기업이 과다적립된 기업에 비해 리스크가 높은 자산운용전략을 추구하는 가를 조사하고자 하였다. 1989년 DB형을 유지한 176개 기업을 대상으로 실증 분석한 결과, 기업의 연금기금이 과소적립 상태에 있다하여 주식과 같은 리스크가 높은 자산에 많이 투자하지는 않는 것으로 나타났다.

한편 전술한 바와 같이, 취약한 연금재정에도 불구하고 지상근무인력들에 대한 퇴직연금급여를 45% 인상한 유나이티드항공의 경우는 모럴해저드의 전형적 사례이다.

모럴해저드 문제는 여러 장치를 통해 어느 정도 통제할 수 있다. 예컨대 파산이 임박해서 취해진 연금급부의 인상분은 보상에서 제외한다거나 연금기금의 적립부족이 심해지거나 리스크가 높은 투자전략을 활용하면 이를 반영하여 높은 지급보증보험료를 부과하는 조치를 들 수 있다. 그러나 연금지급보증기금에 지급된 보험료가 이러한 모럴해저드로 발생하는 리스크를 제대로 반영치 않는 한 모럴해저드 문제를 제거하는 것은 불가능하다.

역선택의 문제는 리스크에 상응하는 보험료를 부과하지 못할 때 발생한다. 즉, 보험료율을 책정할 때 기업의 파산리스크, 연금플랜의 적립수준, 투자정책 등이 적절히 반영되지 못한다면, 결국 우량한 기업은 자신의 리스크에 비해 높은 보험료를 부담함으로써 부실기업을 보조하는 문제가 생기게 된다. 이러한 상호보조(cross-subsidization)의 정도가 심해지면 부실기업은 계속 잔류하고, 우량기업은 확정급여(DB)형에서 확정기여(DC)형 플랜으로 바꾸는 식으로 해서 지급보증제도에서 이탈하고자 하는 역선택 현상이 나타나게 된다. 이렇게 되면 남아있는 우량기업

3) 주식 투자 비중이 별 차이가 없다는 결과가 PBGC에 상당한 손실을 초래할 가능성이 적다는 얘기는 아니다. 왜냐하면 기업들의 파산이 많을 경우 주식 시장은 통상 침체 상태가 되기 쉽기 때문이다.

의 보험료 부담이 더욱 높아지게 되므로 이들도 동일한 논리로 제도에서 빠져 나가게 되는 악순환이 발생하게 된다. 궁극적으로 연금지급보증기금은 부실한 연금제도만 남게 되고, 이를 일반 납세자가 부담하게 되는 시장실패가 나타나게 된다.⁴⁾ 그러나 심각한 사실은 적정보험료의 산정이 실무적으로 쉽지 않다는데 있다. Hsieh et al. (1994), McCarthy (2003) 등 여러 연구에 의하면 기존의 연금지급보증제도에서 부과하는 보험료 수준은 모든 유형의 리스크를 적절히 반영하여 산정한 보험료가 아니라는 것이다. 통상 퇴직연금 지급보장제도가 캐나다의 온타리오주 처럼 연금제도의 과소적립수준을 반영하지만, 기업의 건전성까지 고려하지는 않는다. 연금기금의 투자정책도 리스크에 영향을 주는 중요한 요인이지만 이를 반영하는 경우를 찾아보기는 어렵다. 또 다른 문제는 모든 리스크를 반영하여 산정할 경우 보험료 수준은 너무 높아질 것이며, 이는 부실기업의 부실을 가속화시켜 오히려 보호하고자 하는 기업의 근로자들의 이익을 침해시킬 수 있다는데 있다. 또한 연금지급제도의 지불능력을 높은 수준으로 제고시키고자 할 경우 그 비용은 과도하게 높다는 것이다. 따라서 오히려 확정급여형 플랜을 운영하는 기업들이 그 부담 때문에 확정급여형 플랜으로 전환할 동기마저 제공하게 된다. 이는 다시 한 번 연금지급보증제도가 보호하고자 하는 수혜자들의 리스크를 높이는 결과를 야기한다.

연금지급보증제도의 보험료가 적절히 산정되기 어려운 또 다른 이유로 연금급부의 보장과 관련된 체계적 리스크를 들 수 있다. 보험제도가 제대로 운영되기 위해서는 후보 대상 리스크의 발생 빈도(frequency)와

4) 물론 이는 미국 PBGC와 같이 궁극적으로 국가가 연금지급보증제도의 최종적인 대부자의 역할을 한다고 가정할 경우 적용된다. 이러한 역선택의 문제는 McGill(1970) 등에 의해 오래 전부터 지적된 것이며, 미국과 관련하여 Bodie and Merton(1993)의 논문과 이에 대한 Lockhart(1993)의 토론에 잘 적시되어 있다. 2005년 미의회에 제출된 연금개혁법안은 PBGC 문제로 인한 공적자금 투입(taxpayer bailout)의 잠재적 필요성을 절감하게 된 것이 주요 요인 중 하나라 할 수 있다.

심도(severity)가 독립적이어야 하며, 그래야 기업의 부실경영이나 사기와 같은 기업특유(firm specific)의 비체계적 리스크가 지급보증제도를 통해 적절히 부보될 수 있다. 그러나 경제의 침체, 금리나 환율의 변동 같은 체계적 리스크는 여러 기업에 동시다발적으로 영향을 미치고, 따라서 지급보증제도라는 보험 장치에 의해 적절히 관리되기 어렵다는 본질적 한계가 있다. 설상가상으로 재무상태가 나빠지면, 기업주는 연금적립을 하지 않게 되기에 파산리스크는 과소적립수준과 밀접한 상관관계를 갖는다. 한편 기업재무구조에서 차지하는 연기금의 비중이 증가함에 따라 이러한 체계적 리스크는 더욱 증가할 수 있다.

체계적 리스크는 연금지급보증제도에 민영방식이 왜 불가능하고, 정부가 지원하는 공영 방식으로 해야만 하는지에 대한 이유가 될 수 있다. 사실 이러한 리스크를 부담하고자하는 민영보험사가 없었기 때문에 미국의 경우 PBGC가 설립된 것으로 알려지고 있다.(Lockart(1993), Bodie(1996)) 이런 맥락에서 Pesando(1996)는 체계적 리스크 때문에 수요가 있다 할지라도, 그 리스크에 상응하는 보험료가 부과되지 않는 한 민간차원에서 지급보증보험이 제공되기 어렵다고 주장한다. 따라서 필요한 정도의 급부 보장을 수익자에게 하기 위해서는 정부의 개입이 필요해진다는 것이다.

그러나 Bodie(1996)는 금융시장에서 파생상품을 비롯한 정교한 리스크 헤지 수단이 갈수록 다양해지는 상황에서 민간부문이 대신 역할을 감당할 수 있다고 주장한다⁵⁾(p.96). 아울러 최근 Ippolito(2004)는 적립수준과 자산운용상의 제한을 반영한 요율 책정이 이루어진다는 전제 하에 민영보험을 강제화 하는 급진적 방안을 제안한 바 있다. 다만 이들의 주장은 이론적 타당성에도 불구하고 오랫동안 자유방임적 정책을 유지해온 영국마저 PBGC 모델을 결국 채택함으로써 일단 설득력이 떨어진다 하겠다.

5) 대신 정부가 할 일은 민영보험사가 적절히 리스크관리를 할 수 있도록 국제 발행과 같이 헤지수단을 시장에 제공하는 것이라고 그는 주장한다.(p.96)

2. 퇴직연금 지급보증 가치 산정에 대한 이론적 접근 방식

가. 옵션가격결정모형

PBGC가 제공하는 지급보장은 스폰서 기업의 입장에서 풋옵션이라는 통찰 하에 블랙-숄즈 옵션가격결정모형을 적용하는 많은 연구가 이루어져 왔다. 즉 PBGC가 야기하는 모럴해저드를 Sharpe(1976)와 Treynor(1977)는 이론적으로 최초로 인식한 가운데, 기업은 부담금(funding)을 감소하고 리스크가 높은 자산에 투자함으로써 풋옵션 가치를 극대화할 수 있음을 이론적으로 보인 바 있다. 이러한 관점은 은행, 보험과 관련하여 존재하는 지급보장기구의 가격결정을 위해 옵션가격결정모형이 응용되어 온 것과 동일하다(Merton(1977) Cummins(1988) 등).

1980년대 들어 확정급여형 연금제도를 보장하는 PBGC와 같은 연금 지급보장기구가 제공하는 보험의 가치를 실제로 산출하고 이것에 영향을 미치는 변수간의 관계를 살펴 보고자하는 일련의 연구가 이루어져 왔다. Marcus(1987)는 옵션가격결정이론을 적용하여 PBGC가 제공하는 보험의 가치를 최초로 산출하고자 하였다. 하지만 그의 모형은 PBGC의 손실함수(loss function)의 비대칭성을 반영하지 않았다. 비대칭성이란 PBGC는 기업이 파산하고 DB 연금제도가 과소적립 상태일 때 손해를 보지만, DB 제도가 과다 적립 상태일 때 그 잉여분에 대해서는 전혀 권리가 없음을 말한다. 그의 모델에서는 이론적으로 최적해(closed form solution)가 도출되지 않아 수치분석(numerical analysis)을 통해 추정이 이루어졌다.

Pennacchi and Lewis(1994)는 Marcus의 모델이 이러한 비대칭성을 고려하지 않기 때문에 PBGC의 연금보험비용이 과소 추정되는 문제점을 갖는다고 지적한다. 이들은 PBGC의 지급보장을 기업이 소유하는 풋옵션으로 보고, 행사가격은 연금제도 부채의 가격이며, 만기일은 기업파산일이

되는 옵션모형을 세웠다. 이를 통해 Marcus의 모델보다 PBGC의 연금보험비용이 커짐을 보인다.

최근 McCarthy and Neuberger(2005)는 영국에서도 PBGC와 유사한 PPF가 출범함에 따라 옵션이론 체계 하에 스토캐스틱 파산 확률을 평가한다. 이런 모형들의 분석 결과는 기업이 연금제도에 대한 부담금을 줄이고, 연금제도자산의 변동성을 증대시키며, 연금제도부채를 증가시킴으로써 풋옵션의 가치를 증대시킬 수 있음을 보여준다.

나. 리스크이론모형

PBGC의 적정보험료 수준 산출을 위해 옵션가격결정모형을 이용한 많은 연구와는 달리 전통적 리스크 이론의 접근 방식을 활용한 시도가 이루어진 바 있다. Vanderhei(1990)는 전통적인 방식으로, 즉 각년도 발행 빈도와 심도를 곱하여 적정한 보험료 수준을 추정하고자 하였다. 연금제도가 내년에 종료될 확률을 구하기 위해 로지스틱회귀분석을 하였다. 데이터로 1981년~1984년 사이 종료된 연금제도에 관한 정보가 활용되었다. 그리고 그 기간에 종료된 연금제도에 대한 PBGC의 부채, 즉 심도 모형을 추정하기 위해 동일한 데이터를 활용하였다. 그는 고정요율과 변동요율을 분리해서 추정코자 하였고, 연구 결과로 요율구조상 상당한 상호보조(cross-subsidy)가 존재하며, PBGC는 평균적으로 보장 범위 대비 낮은 요율을 부과하고 있음을 제시하였다.

최근 두드러진 연구로 Boyce and Ippolito(2002)를 들 수 있다. 이들은 기존 연구들이 기업의 분담요건 등에 대해 적절히 모델 속에 반영하고 있지 못하다는 방법론 상의 한계를 극복한 점에서 차별성을 갖는다. 즉, 이들은 IRS나 ERISA에서 요구하는 분담규제 등과 같은 제도적 현실을 적절하게 반영하였다. Vanderhei와 유사하게 파산확률을 추정하기 위해 로지스틱회귀분석모형을 사용하였고, 반면 심도를 추정하기 위해

몬테카를로 시뮬레이션 방식을 채택하여 적정 수준을 추정하고자 하였다. 그 결과 그들이 적정 보험료로 산정한 금액은 옵션모형이 제시하는 수준의 1/3 정도 였으며, 부보금액 \$1,000 당 \$24.67를 제시하였다. 그들은 PBGC가 분산이 어려운 시장리스크에 상당히 직면해 있으며, 이러한 시장리스크 수준이 변동보험료에 반영이 되어야 한다는 제안을 한다.