

# 테 마 진 단

## ◆ 인출보증옵션부 변액연금 활성화 필요성

송윤아 부연구위원

### 1. 서론

국내의 경우 연금개시시점의 투자수익 보증에 초점이 맞춰진 GMAB옵션이 변액연금 시장의 성장을 주도하는 한편, 유동성 있는 소득흐름을 보증하는 인출보증옵션의 판매는 부진함. 반면, 미국의 경우 2006년 기준 인출보증옵션부 변액연금 수입보험료가 총수입보험료의 약 50%를 차지함. 이에 본고에서는 인출보증옵션의 작동 메커니즘 및 특징을 알아보고 향후 인출보증옵션의 국내 활성화 필요성을 검토하고자 함.

- 국내의 경우 연금개시시점의 투자수익 보증에 초점이 맞춰진 GMAB옵션이 변액연금시장의 성장을 주도하는 반면, 유동성 있는 소득흐름을 보증하는 인출보증옵션의 공급은 활성화되지 못하고 있는 실정임.
- 변액연금을 비롯한 연금시장이 미성숙한 상황에서, 계약자들은 변액연금가입을 통해 향후 연금을 안정적으로 지급받는다라는 개념보다는 투자수익을 향유한다는 개념을 가지고 있음.
- 즉, 초기 국내 변액연금시장에서는 연금지급방식의 조건보다는 변액보험펀드의 수익률이 더욱 중요한 판매요인으로 작용하였기 때문에, 보험회사입장에서는 연금개시시점의 최저투자적립금을 보증하는 GMAB옵션부 변액연금을 주로 공급한 것으로 판단됨.
- 2008년 12월 기준, 국내에서는 GMAB옵션의 공급이 주를 이루고, 3개 생보사가 인출보증옵션부 변액연금상품을 판매하고 있음.

- 국내시장에서 GMAB옵션의 약진과 인출보증옵션의 부진은 연금시장이 성숙한 미국 시장에서의 성과와 대조적인 현상으로서, 미국에서는 인출보증옵션이 변액연금시장의 성장을 견인하고 있음.
- 2008년 1월에 발표된 Milliman 3rd Annual GLB Survey (19개 보험사 참여)에 따르면, 미국의 경우 2006년 GMWB와 GLWB옵션부 변액연금 수입보험료가 각각 변액연금 총수입보험료의 21.8%와 27.6%를 차지하는 등 인출보증옵션이 부가된 변액연금 수입보험료가 총수입보험료의 약 50%를 차지함.
- 미국의 경우 2006년 보증옵션별 변액연금 계약자의 선택률을 살펴보면, 인출보증옵션이 37%로 가장 높으며, GMIB옵션이 23%, GMAB옵션이 5%로 가장 낮음.

**<표 1> 보증유형별 계약자 선택률 (미국)**

(단위: %)

	2004년	2005년	2006년	2007년 상반기
GMWB/GLWB	24	29	37	40
GMIB	25	24	23	22
GMAB	7	7	5	4

주 : 미국 변액연금시장의 65%를 차지하는 20개 보험사들이 해당 조사에 참여하였으며, 그 중 14개사는 상위 20위 안에 포함되어 있음.

자료 : Third Annual Milliman Survey on Variable Annuity GLB Market Dynamics (2007)

- 급속한 고령화, 자조노력을 통한 노후대비 증가와 상속동기 약화, 그리고 타금융권 역과의 연금시장 경쟁심화 등 국내 여건이 미국 인출보증옵션부 변액연금시장의 수급에 영향을 미치는 여건들과 비슷해지는 양상을 보이는 바, 국내에서도 향후 인출보증옵션부 변액보험의 수요증가와 공급의 필요성이 예상되고 있음.
- 따라서 본고에서는 인출보증옵션의 작동 메커니즘 및 특징을 소개하고, 향후 인출보증옵션의 국내 활성화 필요성을 구체적으로 검토하고자 함.

## 2. 최저생존보증옵션과 인출보증옵션

인출보증옵션은 확정기간 또는 생존기간 동안 계약 시 설정된 지급률을 보증하여 결국 기납입보험료 이상을 계약자에게 지급하는 것을 약정함. 이러한 작동 메커니즘에 내재된 인출보증옵션만의 장점은 ① 계약자가 인출하는 빈도와 속도(pace)를 다양하게 설정할 수 있어 현금유동성을 위해 상품을 포기할 필요가 없다는 것과, ② 거치기간이 없거나 짧아서, 미래가 아닌 현재의 소득보장 수요가 큰 고령인구 계층에게 적합하다는 것임.

### 가. 최저생존보증옵션

- 변액연금에 부가된 최저생존보증옵션은 보증급부 및 연금지급방식 등에 따라 GMAB옵션, GMIB옵션, 인출보증옵션 등으로 구분될 수 있음.
- GMIB(Guaranteed Minimum Income Benefit)옵션은 연금화를 조건으로 기납입보험료에 약정이율이 부리된 금액의 지급을 보증함.
- GMAB(Guaranteed Minimum Accumulation Benefit)옵션은 연금개시시점에 통상 기납입보험료의 70%~130%에 해당하는 최저적립금의 지급을 보증함.
  - 보증비율은 납입기간 · 최소거치기간 · 주식편입비율 등에 따라 차등화됨.
- 인출보증옵션(이하 WB보증옵션이라 칭함)은 최저보증연금기간동안 연최대지급률을 보증하여 적어도 기납입보험료를 계약자에게 지급하는 것을 약정함.
  - 인출보증옵션은 약정된 지급률이 확정기간동안 지급되는 GMWB(Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit)와, 생존기간 동안 지급되는 GLWB(Guaranteed Lifetime Withdrawal Benefit)로 대별되며, 본고에서는 필요시 두 옵션을 포괄적으로 WB보증옵션이라 표현함.

### 나. 인출보증옵션 작동 메커니즘

- 변액연금의 WB보증옵션은 확정기간 또는 생존기간 동안 계약 시 설정된 지급률을 보증하며, 연금개시 후 특별계정에서 운용되어 계약자에게 연금을 지급함과 동시에 초

과 투자수익기회를 제공함.

- 예를 들면, GMWB옵션은 14.28년 동안 연7%의 최대지급률을 통해 기납입보험료 이상의 반환을 보증함.
  - 지급률은 연금개시 후 연금기준금액(benefit base)대비 지급되는 생존연금액의 비율로서, 연금액은 연금지급시점의 연금기준금액에 지급률을 곱하여 계산됨.
  - 총연금액 = 연금기준금액 x 지급률(7%) x 최저보증연금기간(14.28년)
- 일반적으로 GLWB는 연금개시나이에 따라 지급률을 차등화한 연금연액을 종신토록 지급할 것을 보증함.

**<표 2> GLWB옵션 지급률 예**

(단위: %)

연금 개시 나이	45~49세	50~54세	55~59세	60~64세	65~69세	70~74세	75~79세	80세 이상
지급률	3.5%	3.75%	4.0%	4.25%	4.5%	4.75%	5.0%	5.5%

- WB보증옵션을 선택한 계약자는 특별계정의 적립금이 0으로 떨어지더라도, 최저보증연금기간동안 연간 최소한의 소득을 보장 받음.
- <표 3>은 GMWB의 작동 메커니즘과 최저인출보증의 특징을 간단한 예를 통해 보여줌(보여주고 있음).
  - 계산의 편의를 위해, KOSPI지수에 연동된 펀드투자금액이 1,000,000원, 계약자가 구입한 WB보증옵션은 특별계정의 투자실적에 상관없이 매해 특별계정투입보험료의 7%씩, 14.28년 동안 인출할 수 있는 권리를 보증한다고 가정함.
  - 그 결과에 따르면, 프로그램 인출(systematic withdrawal plan)에 의해 연금액을 지급받는 계약자는 2005년 이후 더 이상 연금액을 수령할 수 없으나, GMWB옵션을 선택한 계약자는 지급기간 만료시까지 280,000원(70,000원 x 4년)의 금액을 더 지급받을 수 있음.

- 투자수익률이 좋으면 보험회사는 계약자의 적립금으로부터 인출금액을 충당하지만, <표 3>에서 보는 바와 같이 투자수익률이 좋지 않아 특별계정적립금이 최저보증연금기간 만료 전에 고갈되었을 시, 인출금액은 보험회사의 부담으로 남음.

&lt;표 3&gt; GMWB옵션의 예

(단위: 원)

연도	연투자수익률 (KOSPI)	인출 전 금액	인출 후 금액	프로그램 인출	GMWB
1994	0.186	1,186,087	1,116,087	70,000	70,000
1995	-0.141	959,185	889,185	70,000	70,000
1996	-0.262	655,826	585,826	70,000	70,000
1997	-0.422	338,523	268,523	70,000	70,000
1998	0.495	401,356	331,356	70,000	70,000
1999	0.828	605,656	535,656	70,000	70,000
2000	-0.509	262,923	192,923	70,000	70,000
2001	0.375	265,210	195,210	70,000	70,000
2002	-0.095	176,595	106,595	70,000	70,000
2003	0.292	137,706	67,706	70,000	70,000
2004	0.105	74,823	4,823	70,000	70,000
2005	0.540	7,425	-62,575	7,425	70,000
2006	0.040	0	-132,575	0	70,000
2007	0.323	0	-202,575	0	70,000
2008	-0.408	0	-272,575	0	70,000

주 : 1) 인출 전 금액 = 펀드투자금액 x (1 + 당해 연투자수익률).

2) 인출 후 금액 = 펀드투자금액 x (1 + 당해 연투자수익률) - GMWB.

- 이러한 작동 메커니즘에 내재된 WB보증옵션만의 장점은 현금유동성과 짧은 거치기간에 있음.

- 현금유동성: WB보증옵션을 구입한 계약자는 인출하는 빈도와 속도(pace)를 다양하게 설정할 수 있어 현금유동성을 위해 상품을 포기할 필요가 없음.
- 계약자는 인출시기를 미룰 수 있는데, 이 경우 연금기준금액 또는, 차년도 지급률이 증가함.
  - 계약자는 당해 지급률을 초과하여 인출할 수 있는데 이 경우 연금기준금액 또

는 차년도 지급률이 감소함.

○ 짧은 거치기간: 거치기간이 없거나 짧아서 미래가 아닌 현재의 소득보장 수요가 큰 고령인구계층에게 적합한 상품임.

- WB보증옵션의 경우, 거치기간이 두 가지 형태로 존재하는데 하나는 거치기간에 대해 별도의 보너스가 주어지는 명시적 거치기간, 다른 하나는 계약자가 첫 인출을 미룰시 연금기준금액을 인상하거나, 차년도 지급률을 인상하는 식의 묵시적 거치기간임.

#### 다. 인출보증옵션에 내재된 리스크

□ Milevsky and Salisbury (2005)에 따르면, 이론적으로 WB보증옵션부 변액연금자산이 부족해질 가능성은 ① 투자수익의 변동성이 증가할수록, ② 투자의 기대수익률이 감소할수록, ③ 경과기간이 길수록, ④ 초기투자원금이 감소할수록, ⑤ 지급률이 증가할수록 증가함 .

○ Milevsky and Salisbury(2005)의 시뮬레이션 결과에 의하면, 최저보증연금기간 동안 총지급금액과 총보증금액이 일치한다(즉, 인출률이 100%)고 가정할 때, 투자의 연기대수익률이 12%이고 투자수익의 연변동성이 25%이면, 14.28년 안에 연금자산이 부족해질 가능성은 15.5%임.

- 주식과 채권의 혼합형투자펀드라면, 최저보증연금기간 내에 연금자산이 부족해질 가능성은 15.5%보다는 낮을 것임.

**<표 4> 14.28년 내에 연금자산이 부족해질 가능성**

(단위: %)

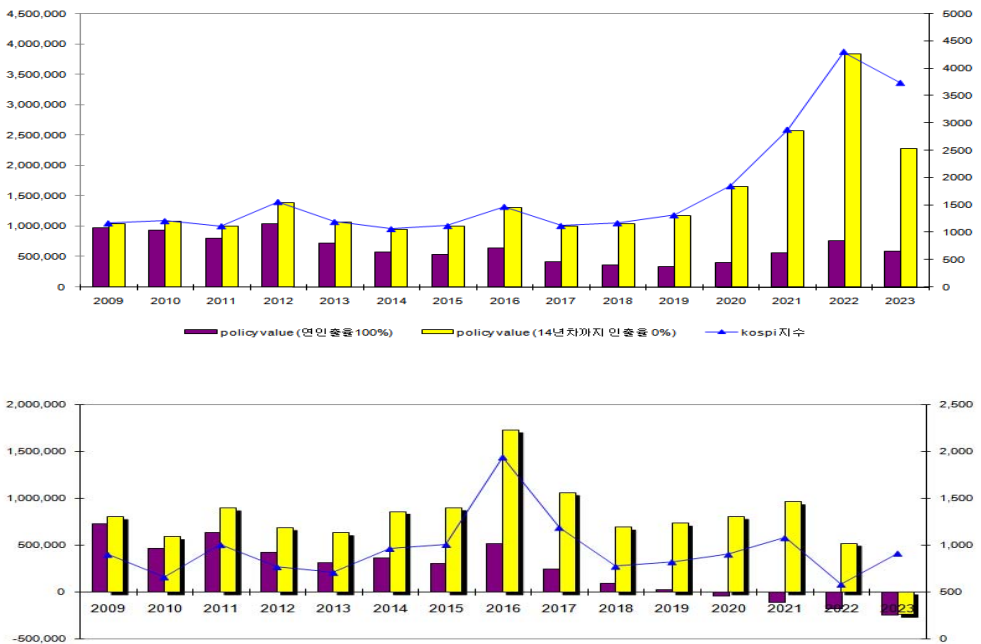
	$\mu = 4\%$	$\mu = 6\%$	$\mu = 8\%$	$\mu = 10\%$	$\mu = 12\%$
$\sigma = 10\%$	19.0	7.00	1.70	0.30	0.04
$\sigma = 15\%$	31.4	18.5	9.30	4.10	1.60
$\sigma = 18\%$	37.8	25.5	15.5	8.60	4.40
$\sigma = 25\%$	49.9	39.6	30.5	22.2	15.5

주 :  $\mu$ =평균투자수익률,  $\sigma$ =투자수익의 변동성  
 자료 : Milevsky and Salisbury (2005)

- WB보증옵션부 변액연금은 자산시장상황 악화에 따른 보증위험의 완충(buffer) 기간이 없거나 짧아서, 투자수익의 변동성이 클 경우 한 번의 충격으로 보험회사가 심각한 위험에 노출될 수 있음.
- WB보증옵션의 경우, 자산시장의 상황이 보험회사의 현재 현금흐름에 즉각적으로 영향을 미치는 반면에, GMIB옵션이나 GMAB옵션의 경우 일반적으로 5~15년 정도의 거치기간이 있어서 보험회사가 직면한 현재 자산시장의 위험이 최소 5년 이상 완충됨.
- WB보증옵션에 내재된 이러한 위험 때문에 WB보증옵션 제공시 첫 인출시기가 미뤄질수록 높은 지급률을 보증하거나, 현재의 지급률을 차년도에 사용할 수 있도록 유보(save) 할 수 있게 하는 등, 인출을 늦추어 사실상 거치기간을 확보하는 유도장치를 마련함.
- 계약자의 첫 인출시점 (또는 인출률)이 WB보증옵션의 연금자산부족 가능성에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보기 위한 시뮬레이션 결과에 따르면, 계약자의 인출률이 낮을수록 자산시장상황에 상관없이 WB보증옵션의 연금자산부족 가능성이 낮아짐.
- 1980년 1월부터 2008년 12월까지의 기간 동안 KOSPI 월말종가지수 데이터에 근거하여 산출된 연기대수익률(12.95%)과 연변동성(29.9%)을 이용하여 1,000개의 KOSPI 지수 변동 시나리오를 생성한 후, 두 개의 주가지수변동 시나리오를 무작위로 선택함.
- 선택된 주가지수변동 시나리오에 근거하여 2009년 01월 이후 15년 동안 연최대 지급률을 특별계정투입보험료의 7%로 하여 특별계정적립금을 산출하였으며, <그림 1>은 시뮬레이션 결과를 나타낸 것임.
- 시뮬레이션 결과, 주가의 잦은 등락은 보험회사의 최저보증연금기간 종료 전에 연금자산이 부족해질 가능성을 높임.
- 첫 번째 시나리오에서는 첫 인출이 2023년 15년차에 이뤄졌을 경우 인출 후 특별계정에 남는 적립금이, 매해 인출률이 100%인 경우에 비해, 1,683,041원 더 많음.
- 두 번째 시나리오에서는 첫 인출이 2023년 15년차에 이뤄졌을 경우 인출 후 특별계정에 남는 적립금이 -237,864원이며, 매해 100% 인출이 이뤄졌을 경우, 적립금은 -249,475원으로 인출이 미뤄질수록 보험회사의 손실이 작아짐.

- 인출률이 최저보증연금기간 종료 후 특별계정적립금 수준에 미치는 영향은 곧 거치기간이 특별계정운용에 미치는 영향을 간접적으로 드러내는 것으로서, 보증 옵션공급자 입장에서 GMWB옵션이 5~15년의 거치기간이 있는 GMAB옵션보다 위험할 수 있음을 시사함.

<그림 1> 인출률과 연금자산부족가능성



주 : 짙은 색의 막대는 매해 계약자가 7%씩 인출할 경우 특별계정적립금을 나타내며, 옅은 색의 막대는 계약자가 최저보증연금기간의 마지막 해에 첫 인출을 할 경우 특별계정적립금을 나타냄.

## 라. 타 최저생존보증옵션과의 비교

### 1) GMIB옵션과 WB보증옵션 비교

- GMIB옵션은 연금화(annuitization)를 조건으로 확정기간(통상 20년)동안 또는 종신토록



일정수준의 연금연액을 보증하는 것으로서, GMIB옵션을 선택한 계약자는 자신의 적립금을 적어도 가입 시 특정된 최저이율에 따른 수입으로 전환할 수 있도록 보장받음.

- 계약자의 투자금액이 1,000,000원이고 GMIB옵션이 3%복리를 보증한다고 가정하고, 10년 후 연금 개시시점에 투자실적이 좋지 않아서 적립금이 500,000원이 되었다면, GMIB옵션을 선택한 계약자는 적립금과 보증금액 중 큰 금액을 수령할 수 있는데, 이 경우에는 보증금액 1,343,916원을 연금으로 수령함.
- 대개 계약시점의 시중이자율보다 낮은 할인율이 적용되기 때문에, 계약시점에서 보증금액은 보험회사가 충분히 감당할 수 있는 수준임.
- WB보증옵션과 GMIB옵션은 안정적 소득흐름을 보장한다는 점에서 유사하나, WB보증옵션은 GMIB에 비해서 높은 현금유동성과 짧은 거치기간으로 인해 고령의 가입자에게 유리할 뿐만 아니라 리스크관리 측면에서 보험회사에게 유리함.
- GMIB옵션의 경우, 연금개시 후 정기적으로 지급받는 연금연액이 계약시점 투자금액의 미래가치를 평가하여 이미 결정된 것으로, WB보증옵션에 비교하여 현금유동성이 낮다는 단점을 지님.
  - 최근에는 WB보증옵션의 현금유동성과 경쟁하기 위해, 연금기준금액에 영향을 미치지 않도록 매해 GMIB옵션에 부리된 이자율만큼만 인출할 수 있도록 하는 dollar-for-dollar withdrawal이 GMIB옵션에 추가됨.
  - GMIB옵션은 일반적으로 7~10년 정도의 거치기간이 있는 반면, WB보증옵션의 경우 통상 거치기간이 없으며, 있더라도 5년 이하로 GMIB옵션보다 짧으며 거치기간 보너스가 별도로 주어짐.
- GMIB옵션은 연금개시 전 특별계정에서 운용되고 연금개시 후 통상 일반계정에 예치되어 있는 반면, WB보증옵션은 연금개시 후 특별계정에서 운용되어 연금개시 후에도 계약자에게 초과수익기회를 제공함.
- Lombardo(2008)에 따르면 GMIB옵션이 WB보증옵션에 비해서 금리리스크에 더 많이 노출되어 있으며, 저금리와 저투자수익률에 보다 민감하게 반응함 .
  - 동 자료에 의하면, WB보증옵션의 헷지실효성은 75%인 반면에, GMIB옵션의 헷지실효성은 55%임.

- GMIB옵션은 투자환경이 ‘아주’ 좋지 않을 때, 계약자에게 중요한 의미를 갖는데, 이로써 계약자는 퇴직 후 최소한의 생활수준을 유지할 수 있음.

## 2) GMAB옵션과 WB 보증옵션 비교

- WB보증옵션은 사후적으로 미래의 소비측면을 강조하는 반면, GMAB옵션은 투자수익 향유와 투자의 안정성 등 투자측면을 강조하여 뮤추얼 펀드와 같은 타 금융투자상품과 차별화하는 데에 판매포인트(selling point)를 두며 WB보증옵션에 비하여 최소거치기간이 길다는 점에서 고령의 가입자에게는 불리함.
- GMAB옵션은 연금개시 전 적립금에 대해 특정금액을 보증하는 것이며, WB보증옵션과 GMIB옵션은 적립금을 소득흐름으로 전환시키는 유동화단계에서 최저소득을 보증하는 것임.
- GMAB옵션은 보험료 납입 후 최소 5~15년의 거치기간이 존재함.

<표 5> 최저생존보증옵션 비교

	WB보증	GMIB	GMAB
보증의 본질	납입보험료의 일정비율을 확정기간 또는 생존기간 동안 부분인출(partial withdrawal)을 통해 지급하는 것을 보증	연금화를 조건으로 확정기간 동안 또는 종신토록 계약 시의 약정이율이 부리된 보증금부를 분할지급할 것을 보증	연금개시시점의 최저투자적립금 보증
보증의 목적	최저소득흐름보장	최저소득흐름보장	최저투자적립금보장
연금개시 전	특별계정	특별계정	특별계정
연금개시 후	특별계정	일반계정	일반계정(예외 있음)
자산통제	지속적 자산통제가능	연금개시 전 자산통제가능	연금개시 전 자산통제가능
유동성	인출의 빈도와 속도 조절가능	계약 시 정해진 연금연액만을 수령	-
거치기간	0~5년	7~10년	5~15년
보증비용	적립금의 40~85bps	적립금의 50~85bps	적립금의 25~50bps
헷징수단	파생상품	재보험	파생상품

주 : 미국에서 통상 판매되고 있는 상품에 근거하여 작성됨.  
 자료 : Gilbert et al.(2007), Lombardo et al.(2008), Milliman(2006).

### 3. 인출보증옵션 활성화 필요성

인출보증옵션부 변액연금의 활발한 공급이 필요한 이유는 ① 고령화 추세, ② 자조노력을 통한 노후준비를 요하는 사회분위기 형성과 전략적 상속동기 약화 추세, ③ 투자보다는 소비 측면을 강조한 판매포인트 설정필요 등으로 요약할 수 있음.

□ 2008년 12월 기준, 국내에서는 최저사망보증(GMDB: Guaranteed Minimum Death Benefit)과 GMAB옵션의 혼합형이 주로 공급되고 있으며, 3개 생보사가 WB보증옵션의 변액연금을 판매하고 있는데 WB보증옵션의 실제 판매량이 그다지 높지 않은 것으로 확인됨.

○ 국내에서 판매되고 있는 GMAB옵션부 변액연금상품의 일부는 연금수령방법(분할수령 또는 일시금 수령)을 계약자의 선택사항으로 두지 않은 채 분할수령을 조건으로 함.

#### 가. 인구구성의 변화: 고령화 추세

□ 고령자일수록 미래가 아닌 현재의 소득보장 수요가 높기 때문에 연금개시 전 장기의 거치기간을 요하는 GMAB 또는 GMIB옵션보다는 WB보증옵션을 선호함.

○ 미국의 경우 WB보증옵션을 선택하는 계약자들은 주로 60대 초반으로, 타 최저보증옵션을 선택한 계약자에 비해서 계약자 평균연령이 높은 경향이 있는데, 이는 WB보증옵션의 짧은 거치기간과 높은 현금유동성에 기인함.

**<표 6> 최저보증옵션별 계약자와 계약 특성 (미국)**

	GLWB	GMWB	GMIB	GMAB
계약자평균연령	62세	61세	58세	56세
평균가입금액	\$114,085	\$108,875	\$119,035	\$84,747
평균보증비용	63bps	53bps	66bps	43bps

자료 : Drinkwater (2009).

□ 급속한 고령화 추세에 따른 잠재적 수요 확대요인을 반영하여, 고령자들을 판매 목

표대상으로 설정하여 거치기간이 짧고 현금유동성이 높은 일시납 WB보증유선부 변액연금의 활발한 공급이 필요함.

- 통계청 장래인구추계결과(2005)에 따르면, 지난 2000년 65세 이상 인구비율이 7.2%에 이르러 고령화 사회에 들어섰으며, 2018년에는 65세 이상 인구비율이 14%인 고령사회에 진입하고, 2026년에는 20.8%가 되어 초고령사회에 도달할 것으로 전망되고 있음.
- 전체적으로 60세 이상 고령자들의 보험가입률이 저조한 가운데, 종목별로 살펴볼 때도 고령자들은 연금과 같은 저축성보험보다는 건강보험이나 상해보험과 같은 보장성보험에 더 많이 가입했으나 고령화가 빠른 속도로 진행됨을 감안할 때, 연금상품의 판매 목표대상을 수정하고 고령자들의 니즈를 충족시킬 수 있는 연금상품을 소개할 필요가 있음.
- 2007년 기준 연금보험 전체신계약건수 대비 60세 이상 고령자들의 신계약건수가 차지하는 비중은 2.65%로, 고령자들의 연금보험 가입현황이 저조한 것으로 보건대, 기존의 연금보험상품들이 60세 이상 고령자들의 수요를 제대로 충족시키지 못한 것으로 판단됨.

**<표 7> 60세 이상 고령자의 연금보험과 변액보험 가입현황**

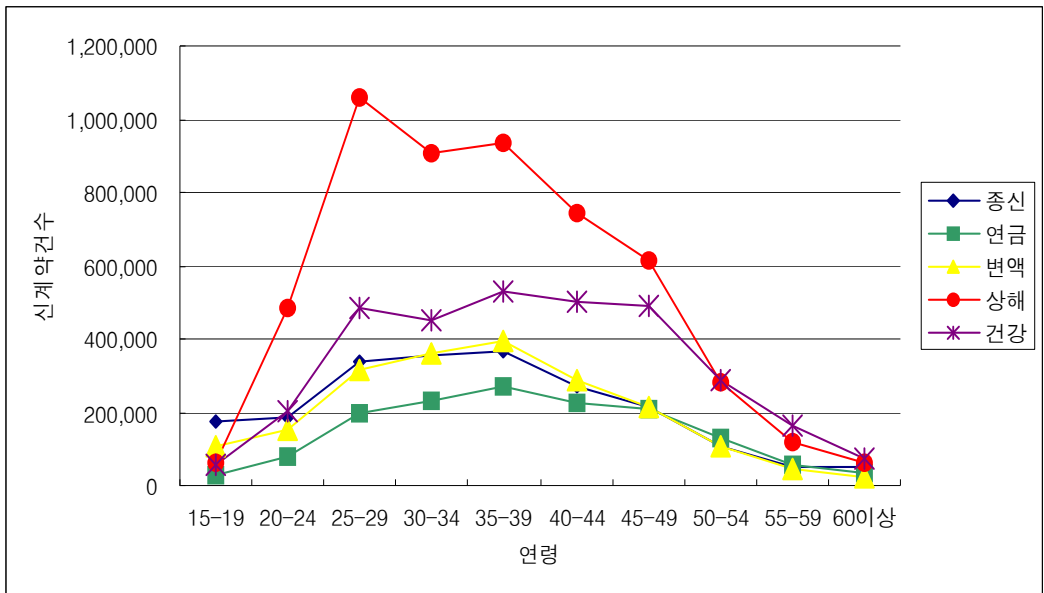
(단위: 건)

	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년
연금보험	19,076 (2.65%)*	16,657 (2.51%)	17,083 (1.94%)	22,813 (1.66%)	31,858 (2.17%)
변액보험	1,028	3,548	8,398	14,134	21,640

주 : 1) 변액보험은 변액연금, 변액유니버설, 변액종신을 포함함.

2) \*(60세 이상 고령자의 연금보험 신계약건수)/(연금보험 전체 신계약건수)

&lt;그림 2&gt; 연령별 주요종목의 신계약건수 (2007)



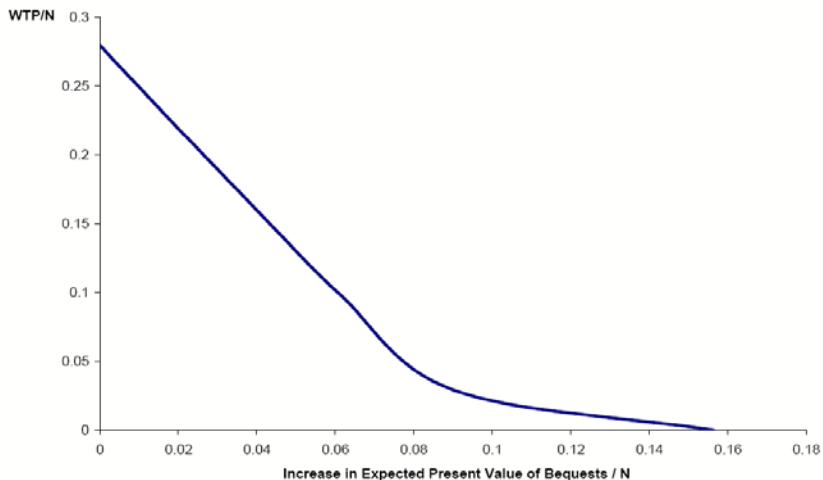
#### 나. 사회적 인식의 변화: 상속동기 약화추세

- 자조노력을 통한 노후대비를 요하는 사회분위기 형성과 전략적 상속동기(strategic bequest motive) 약화는 유동성이 높은 자산과 연금에 대한 수요 증가를 유발하는데, 이는 WB보증읍선부 변액연금의 수요 증가를 의미함.
- 장수리스크 등을 헛지하고 지속적인 생애 소득흐름을 보장하는 연금의 장점에도 불구하고, 자산에 대한 통제력 상실, 낮은 현금유동성, 상속동기 등은 연금시장의 성장을 저해하는 요인으로 지적되어 왔음.
- 특히, 노후에 잦은 질병으로 인한 막대한 의료비 지출 등 예기치 않은 미래의 지출 (consumption shock)에 대한 우려는 유동성이 없는 연금에 대한 수요를 더욱 감소시킴.
- 이에, 높은 현금유동성과 소득흐름을 보장하는 연금은 고령자의 수요를 충족시킬 수 있는 이상적인 연금상품임.
- 상속동기는 크게 이타적 상속동기(altruistic bequest motive)와 전략적 상속동기

로 분류할 수 있는데, 스스로 노후를 준비해야 하는 입장에서는 전략적 상속동기가 사라지거나 줄어들어 연금에 대한 수요가 증가함.

- 이타적 상속동기가설: Tomes(1981)는 상속이 이타적인 부모의 무조건적 행위임을 주장함.
- 전략적 상속동기가설: Bernheim et al.(1985)은 노부모가 소유한 상속가능한 재산의 규모와 자녀들이 부모에게 쏟는 정성(attention)사이에 양(+)의 관계가 성립한다는 것을 데이터를 통해 보여줌으로써, 상속이 잠재적 상속인의 행동에 영향을 끼치기 위한 전략적 행위임을 주장함.
- 전략적 상속동기가설에 따르면, 상속대신 연금을 구입하면 노후에 자식의 관심과 정성을 기대할 수 없기 때문에 매력적인 연금상품이 판매된다고 할지라도 전략적 상속동기를 가진 노인들의 연금구입가능성은 낮음.

<그림 3> 상속동기와 연금수요



주 : X축은 상속동기의 강도를 나타내며, Y축은 연금으로 인한 후생증진을 나타냄.

자료 : Lockwood (2009).

□ 국내에서도 자조노력을 통한 노후대비가 늘어남에 따라 전략적 상속동기가 약화되는 추세에 있는 바, WB보증읍선부 변액연금의 활발한 공급이 필요함.

- 「2004년도 전국노인 생활실태 및 복지욕구 조사」에 따르면 60세 이상 응답자의 88.5%가 자녀들에게 대접을 받기 위해서는 재산소유가 필요하다는 의견을 보였는데, 이는 노부모의 상속가능한 형태의 재산소유가 자식의 노부모에 대한 태도에 영향을 미친다는 전략적 상속동기의 존재를 간접적으로 드러냄.
- 또한 동 조사에 따르면 60세 이상 응답자의 4.7%가 자신을 수발·간호한 자식에게 재산을 상속할 것이라는 의견을 보였는데, 이는 우리 사회에 이타적 상속동기 뿐만 아니라 전략적 상속동기가 존재함을 입증함.

**<표 8> 재산상속방식**

모든자녀에게 균등상속	장남에게 가장많이 상속	장남에게만 상속	수발간호한 자녀에게상속	가장마음에 드는자녀에게 상속	경제적사정이 가장나쁜 자녀에게상속	아들에게만 상속	기타
27.1%	11.6%	30.3%	4.7%	3.2%	7.9%	4.8%	10.4%

주 : 향후 재산을 상속할 의향이 있는 60세 이상의 노인들만을 대상으로 조사함.  
 자료 : 한국보건사회연구원, 「2004년도 전국노인 생활실태 및 복지욕구 조사」

- 그러나 노인의 생활비마련 방법에 있어서 본인 및 배우자의 부담이 증가하고 전략적 상속동기의 결과로서 보여지는 자녀들의 정성이 양적·질적 측면에서 불확실해짐에 따라 이타적 상속동기는 물론 전략적 상속동기마저도 약화되고 있는 추세임.

<표 9> 60세 이상 노인의 생활비마련 방법 추이

(단위: %)

연령별	본인 및 배우자 부담		자녀, 친척		정부 및 사회단체	
	2001년	2007년	2001년	2007년	2001년	2007년
60~64세	79.1	83.2	19.0	14.9	1.8	1.9
65~69세	62.1	68.4	34.4	27.5	3.2	4.0
70~79세	35.4	48.2	58.7	45.3	5.7	6.4
80세 이상	14.7	20.0	77.8	73.3	7.6	6.5

자료 : 한국보건사회연구원, 「2002·2008년도 전국노인 생활실태 및 복지욕구 조사」.

#### 다. 변액연금의 판매포인트 조정 필요

- 연금상품이 종신동안 소비를 가능하게 해주는 소비측면으로 표현될 때는 연금상품에 대한 선호도가 높으나 투자측면으로 표현되었을 경우에는 선호도가 낮아진다는 연구결과를 감안할 때, 변액연금시장의 궁극적 확대를 위해서는 투자보다는 소비측면에 판매포인트를 둔 WB보증옵션부 변액연금상품의 활성화가 필요함.
- Brown et al.(2008)은 연금에 대한 수요를 분석하기 위해 연금을 소비측면과 투자측면으로 구분하여 정의함.
  - 소비측면이란 일정한 소비를 가능하게 하는 결과에 중점을 둔 것이며, 투자측면이란 리스크-수익과 같은 매개적 투자결과에 초점을 둔 것임.
- 동 자료에 따르면, 연금지급기간 중 사망가능성은 연금을 위험도가 높고 위험대비 효용이 낮은 금융상품으로 분류시키기 때문에, 투자측면에서 볼 때 연금은 소비자들에게 그다지 매력적인 상품이 아님.
  - Brown et al. (2008)에 소개된 설문조사결과에 의하면, 연금의 소비측면이 부각될 경우 응답자의 72%가 예·적금보다는 연금을 선호한 반면, 연금의 투자측면이 부각될 경우 응답자의 21%만이 연금을 선호함.
- 변액연금이 국내에 소개된 초창기에는 보험회사들의 판매포인트가 소비측면보다는 투자측면에 있었고, 이러한 판매포인트와 가장 부합한 것이 바로 연금개시전 적립금에 대해 특정금액을 보증하는 GMAB옵션이었음.
- 그러나 변액연금시장을 궁극적으로 성장시키기 위해서는 마케팅과 상품설계 시 변액연금의 투자보다는 소비측면을 부각시킬 필요가 있음.



<참고문헌>

- Bernheim, B. Douglas, Shleifer, Andrei, Summer, Lawrence H. (1985), "The Strategic Bequest Motive," The Journal of Political Economy, Vol. 93. No. 6.
- Brown, Jeffrey R. (2007), "Rational and Behavioral Perspectives on the Role of Annuities in Retirement Planning," NBER Working Paper 13534.
- Brown, Jeffrey, Kling, Jeffrey, Mullainathan, Sendhil, Wrobel Marian (2008), "Why Don't People Insure Late Life Consumption? A Framing Explanation of the Under-Annuitization Puzzle," American Economic Review Papers and Proceedings 98:2.
- Drinkwater, Matthew (2009), "Guaranteed Living Benefits Utilization: 2007 Data - Member Report," LIMRA International.
- Gilbert, Charles, Ravindran, K., Reitano, Robert R. (2007), "Results of The Survey on Variable Annuity Hedging Programs for Life Insurance Companies", Society of Actuaries.
- Lockwood, Lee (2009), "Bequest Motives and the Annuity Puzzle", Mimeo.
- Lombardo, Kendrick (2008), "Variable Annuity Policyholder Behavior: Are We Out of the Dark Yet?," Society of Actuaries.
- Milevsky, Moshe A. and Salisbury, Thomas S. (2005), "Financial Valuation of Guaranteed Minimum Withdrawal Benefits," Mathematics and Economics.
- Milliman (2006), "Target Marketing: The Watchwords for Capturing Retirement Income Opportunities," Milliman Research Report.
- Tomes, Nigel (1981), "The Family, Inheritance, and the Intergenerational Transmission of Inequality," Journal of Political Economy Vol. 89.