

OCIO에 관한 이론연구 검토

류두진* · 박대현**

〈요 약〉

본 소고는 국내 OCIO(outsourced chief investment officer) 시장을 경제학적으로 분석한 최신이론연구 다섯 편을 세 가지 주제로 분류하여 요약하고 정리한다. 첫 번째 주제는 OCIO 시장의 대리인 문제이다. 대리인 문제는 위탁자산운용의 오랜 연구 주제로, 위탁자산운용의 일종인 OCIO 서비스에서도 대리인 문제가 존재할 수 있다. 두 번째 주제는 OCIO 시장에서의 경쟁이다. 국내 OCIO 시장에서는 규모가 큰 공적기금이 조달경매 방식으로 OCIO를 선정하다 보니 공급자 측의 경쟁이 과열되고 있다는 평가를 받는다. 마지막 주제는 OCIO의 선정방식이다. 국내 OCIO 시장이 성장함에 따라 시장의 주된 수요층이 대형 공적기금에서 중소형 기금으로 바뀔 것으로 전망된다. 이에 따라 조달청 방식으로 주로 이뤄지는 대형 공적기금의 선정방식이 중소형 기금에 적절한지를 검토할 필요가 있다.

주제어 : OCIO, 경쟁, 경제학 이론, 대리인 문제, 선정

I. 서 론

금융시장의 복잡성이 증가하고, 국내외 금융시장이 불안정해짐에 따라 기금과 투자자의 OCIO(outsourced chief investment officer) 서비스에 관한 관심이 늘어나고 있다. OCIO 서비스는 위탁자산운용(delegated portfolio management)의 한 형태로, 자산소유자(asset owner)가 자산운용자(asset manager)에게 자산을 위탁하여 관리하는 서비스를 말한다. OCIO 서비스는 전략적 자산 배분에 관한 권한까지 포괄적으로 위임된다는 점에서 전통적 자산 배분에 국한된 기존 위탁자산운용과 차이가 있다. 또한, 위임되는 권한이 넓어 전통적인 위탁자산운용보다는 종합적인 자산관리 서비스를 제공할 수 있다. 금융시장의 복잡성과 불안정성이 증가함에 따라 자산운용을 위한 내부자원이 부족한 자산소유자가 스스로 자산을 운용하는 데 한계가 있다. 이에 따라 자산을 종합적이고 전문적으로 운용해주는 OCIO에

논문접수일 : 2022년 11월 10일 논문수정일 : 2022년 12월 5일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일

본고는 류두진 교수가 작성한 논문과 보고서의 내용을 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* 교신저자, 성균관대학교 경제학과 교수, E-mail: sharpjin@skku.edu

** 공동저자, 성균관대학교 경제학과 박사과정, E-mail: pdh829@skku.edu

대한 수요가 증가하는 것으로 보인다. 세계적으로 OCIO에 대한 수요는 2016년을 기점으로 급격하게 증가하고 있다. 기존 연구와 자료에 따르면, 2021년에는 세계 OCIO 산업의 규모가 2016년에 비해 90% 정도 증가했다. 이러한 대내외의 흐름에 따라 국내 OCIO 시장도 급격하게 증가하고 있다. 역시, 기존 연구에 따르면 2021년 기준 국내 OCIO 시장의 규모는 106조 원으로 추정되며, 추후 1,000조 원까지 크게 성장할 수 있을 것으로 전망된다. 국내 OCIO 시장의 경우, 2001년에 공적 연기금 투자펀에서 OCIO를 처음으로 도입한 후, 주로 대형 공적기금이 OCIO 서비스를 사용해왔다. 그러나 2019년 이후로는 대학 기금 등 민간기금에서도 OCIO 서비스를 사용하기 시작했으며, 2022년 근로자퇴직급여 보장법이 개정되면서 민간기업의 퇴직연금 적립금도 OCIO 시장에 유입될 것으로 전망된다. 중소기업퇴직연금 기금의 경우, 2022년 7월 삼성자산운용을 첫 OCIO로 선정했다. 이처럼 국내 OCIO 시장이 성장함에 따라 이에 대한 운용업계의 관심이 증가하고 있다. 운용사뿐만 아니라 증권사도 OCIO 전담 조직을 신설하면서 OCIO 시장에 대한 진입을 적극적으로 시도하고 있다.

OCIO에 대한 실무적인 관심에 비해 국내 OCIO 시장에 대한 이론적인 접근은 부족한 상황이다. 비교적 최근에 등장한 신흥 시장이면서 최근 금융시장의 상황이 급격하게 변화함에 따라 빠르게 성장하는 시장이므로, OCIO 시장에 대한 이론적인 고찰을 통해 향후 시장 상황을 예측하고 바람직한 성장 방향을 고안하는 것은 OCIO 시장의 발전에 있어 중요하다. 이에 따라 본 소고에서는 국내 OCIO 시장에 관한 이론연구를 검토하고 향후 연구 방향에 대해 논의한다.

본 소고의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 국내 OCIO 시장에 대한 이론연구 논문 다섯 편을 세 개의 대주제로 분류하여 정리한다. 제Ⅲ장에서는 기존 연구 내용을 바탕으로 향후 국내 OCIO 시장에 관한 연구 방향을 논의하고 결론을 제시한다.

Ⅱ. OCIO 이론연구

본 장에서는 재무금융분야 국내 5대 등재학술지(KCI)인, 금융공학연구, 금융연구, 재무연구, 한국증권학회지, 한국과생상품학회지에 게재된, 국내 OCIO 시장을 경제학 이론으로 분석한 논문 최신 논문 다섯 편을 세부 주제별로 정리하고 검토한다.

첫 번째 연구주제는 OCIO의 대리인 문제이다. 대리인 문제는 위탁자산운용 관련 연구에서 중요하게 다뤄지는 연구주제이다. OCIO 서비스도 위탁자산운용의 한 종류이기 때문에 이에 대한 분석이 필요하다. 특히, OCIO 서비스는 전통적인 위탁자산운용보다 자산운용자

에게 위임되는 권한의 범위가 넓어 대리인 문제가 더욱 중요하다.

두 번째 연구주제는 OCIO 시장의 경쟁이다. 국내 OCIO 시장은 아직 초기 단계로 평가받고 있으며, 수요자의 대부분이 대형 공적 기금이다. 대형 공적 기금은 조달청 방식으로 OCIO를 선정한다. 조달청 방식은 조달경매의 형태를 띠며, 공급자 측의 경쟁이 과열되는 양상을 보인다.

세 번째 연구주제는 OCIO의 선정방식이다. 기금이 자신에게 적합한 OCIO를 탐색하고 선정하는 과정은 시장 효율성 측면에서 중요하다. 국내 OCIO 시장은 대형 기금의 조달경매 방식으로 주로 OCIO를 선정하고 있다. 그러나 시장의 동력은 중소형 기금의 유입이므로 중소형 기금의 OCIO 선정방식을 검토할 필요가 있다.

1. OCIO의 대리인 문제

박대현, 류두진(2020)은 OCIO의 대리인 문제를 OCIO 계약 기간과 전문성을 중심으로 분석한다. 이들은 국내 OCIO의 운용성고가 해외에 비해 낮다는 점을 지적하고, 낮은 수익성고와 국내 OCIO 시장에 대리인 문제라고 말한다. 그러나 OCIO의 수익성고에 과도한 인센티브(incentive)를 부여하면, 위탁자인 기금의 의도와 다르게 위험한 투자를 할 가능성이 있다. 이에 따라 이들은 OCIO의 대리인 문제를 수익성고와 위험관리성고에서 모두 발생할 수 있다는 점을 반영하여 OCIO의 대리인 문제 모형을 구성한다.

모형에서 계약기간이 늘어남에 따라 OCIO는 기간에 제약받지 않고 투자할 수 있어 수익성이 증가한다. 계약기간 동안 기금은 수탁자인 OCIO의 위험관리를 감시해야 하는데, 기간이 늘어날수록 기금의 모니터링 부담은 늘어난다. 기금은 OCIO가 위험관리에 소홀할 경우, 재계약에서 낮게 평가하는 방식으로 보복을 할 수 있는데, 만약 기금이 OCIO의 위험관리를 모니터링 할 수 있는 정도의 전문성을 갖추지 못한다면 기금은 위험관리성고와 무관하게 OCIO와 재계약하게 된다.

분석 결과, 계약기간을 늘려주는 방식으로 OCIO의 수익성고를 늘려주고, 그에 따라 인센티브가 증가했을 때, 그에 맞는 수준으로 기금의 전문성이 확보되지 않으면 대리인 문제가 발생할 수 있다. 이러한 결과는 OCIO의 수익성고를 높이기 위해 인센티브를 제공하는 것이 위험관리성고의 악화로 이어질 수 있음을 시사한다. 이들은 이러한 결과를 바탕으로 OCIO의 위험관리를 모니터링 할 수 있는 기금의 전문성이 중요하다고 주장한다. 기금이 OCIO 서비스를 사용하는 이유는 자산운용에 대한 내부자원이 부족하기 때문이다. 내부자원은 금융시장에 대한 정보와 금융시장에 대한 전문성으로 나뉜다. 정보의 부족은 위탁운용을 통해 보충할 수 있지만, 전문성이 부족하면 OCIO의 대리인 문제를 모니터링하지

못하는 문제가 발생한다. 따라서 OCIO의 운용성과를 평가할 정도의 자산운용에 대한 전문성과 역량은 갖고 있지만, 정보가 부족하여 자산운용이 어려운 기금이 OCIO 서비스를 사용하는 것이 바람직하다.

2. OCIO 시장의 경쟁

박대현, 류두진(2021)은 조달경매 형태의 선정방식을 모형화하여 OCIO 시장의 경쟁을 분석한다. 이들은 개별 기금의 OCIO 선정과정을 다차원 경매모형을 바탕으로 설명한다. 그리고 OCIO가 기금을 운용하는 방식을 두 가지로 나누어 비교한다. 첫 번째 운용방식은 OCIO가 기금을 운용하는 전담조직을 구성하는 방식이다. 이는 국내 OCIO 시장에서 대형 공적기금에서 OCIO 측에 일반적으로 요구하는 운용 형태이다. 대형 공적기금은 OCIO 선정과정에서 전담조직의 규모를 평가 기준에 포함하기 때문에 OCIO 측에서 전담조직을 구성하는 것이 필수적이다. 전담조직을 구성하는 방식은 기금의 규모와 무관하게 일정 수준 이상의 고정비용이 발생한다. 이에 따라 기금의 규모가 일정 수준 이상이 되면 전담조직을 구성하는 형태의 운용방식은 운용비용의 증가를 가져온다. 두 번째 운용방식은 OCIO가 여러 기금을 총괄적으로 운용하는 것이다. 해외 선진 시장의 경우 대체로 OCIO가 기금을 총괄적으로 운용한다. 이는 규모의 경제로 인해 운용 효율성을 높아진다는 점에서 장점이 있다. 반면, 개별 기금의 요구사항을 세밀하게 반영하기 힘들다는 한계도 있다. 모형에서는 비용함수를 다르게 정의하는 방식으로 두 가지 운용방식을 비교한다.

분석 결과는 국내 OCIO 시장이 지금처럼 전담 조직 방식을 선호할 경우, OCIO 시장의 성장이 제한될 수 있음을 시사한다. 전담 조직을 구성하는 방식이 유지될 경우, 규모가 작은 기금은 운용보수가 부담되어 OCIO 서비스를 사용하지 않게 된다. OCIO 시장의 성장이 중소형 기금의 유입으로 이뤄질 것으로 전망되기 때문에 이러한 문제는 OCIO 시장의 성장을 제한한다. 따라서 이들은 OCIO가 기금을 총괄적으로 운용할 수 있도록 제도적인 보완이 이루어질 필요가 있다고 주장한다.

박대현, 류두진(2022)은 다차원 경매모형을 다기간으로 확장한다. 이들은 국내 OCIO 시장의 운용보수가 해외의 경우에 비해 지나치게 낮게 형성되어 있음을 지적한다. 그리고 그 원인이 공급자 측의 경쟁이 과열되었기 때문이라고 주장한다. OCIO 시장은 규모의 경제를 통해 운용 효율성을 개선하기 때문에 구조적으로 과점의 형태를 띠 가능성이 크다. 또한, OCIO 운용 경험이 많은 공급자가 그렇지 않은 공급자보다 효율적인 시스템을 만들어낼 수 있다. 이러한 이유로 추후 큰 규모로 성장한 OCIO 시장을 과점하기 위해서는 시장 초기에 OCIO 계약을 선점하기 위한 경쟁이 치열하게 일어날 수 있다.

이들은 OCIO 서비스를 공급한 경험이 많은 운용사일수록 시스템의 효율성을 개선할 수 있다는 가정을 모형에 반영하여 박대현, 류두진(2021)에서 제안한 다차원 경매모형을 다기간으로 확장한다. 그리고 이들은 효율성 개선 가정이 없는 단기간 모형과 효율성 개선 가정이 있는 다기간 모형의 균형을 비교한다. 두 모형의 균형을 도출하여 비교한 결과, 다기간 모형에서의 운용보수가 낮게 나타남을 확인할 수 있다. 이는 단기간 모형에 비해 다기간 모형에서 경쟁이 과열되고 있음을 보여주며, 그 원인이 효율성 개선을 통해 다음 계약에서 이점을 얻는 것임을 시사한다. 이들은 이러한 결과를 바탕으로 국내 OCIO 시장에서 운용보수가 지나치게 낮게 나타나는 현상을 설명한다.

3. OCIO 선정방식

OCIO 시장의 성장 동력이 중소형 기금의 유입이라는 점을 고려할 때, 이들이 어떤 식으로 OCIO를 선정할지가 중요하다. 박대현, 류두진(2021)에서 검토한 바와 같이 소형 기금이 조달경매 방식을 사용하기는 힘들다. 그러므로 이들은 소형 기금이 투자물에 참여하거나 개별 운용사의 OCIO 펀드에 가입하는 방식으로 OCIO 서비스를 사용할 수 있다고 주장한다. 투자물에 참여하는 방식은 여러 소형 기금이 모여 하나의 대형 기금을 만들고, 그 대형 기금이 조달청 방식을 통해 OCIO를 선정한다. 반면, OCIO 펀드에 가입하는 방식은 개별 운용사가 공개된 가격으로 상품을 판매하는 공개가격 판매방식과 유사하다. 류두진, 박대현(2023)은 경매방식과 공개가격 판매방식을 비교한 기존 연구를 참고하여 소형 기금의 OCIO 선정방식 두 가지를 행위자 기반 모형을 통해 비교·분석한다. 행위자 기반 모형을 개별 기금과 운용사의 이질적인 특성을 반영할 수 있다는 장점이 있으며, 주로 시뮬레이션을 통해 결과를 관찰한다.

모형에는 시장에 일정 개수의 투자물이 존재하고, 기금별로 가입할 수 있는 투자물이 정해져 있는 상황을 가정한다. 개별 기금은 자신에게 배정된 투자물에 가입하는 방법과 개별 운용사가 제공하는 OCIO 펀드에 가입하는 방법 중 자신에게 더 높은 효용을 주는 방법을 선택한다. 개별 기금의 투자물에 대한 가입이 결정되면 투자물이 형성된다. 투자물은 조달청 방식을 통해 OCIO를 선정한다. 운용사는 형성된 투자물의 OCIO 선정 경매에 참여한다. 그리고 자신의 기대이윤이 극대화되도록 가격과 품질을 결정하여 경매에 입찰한다. 운용사는 경매에 참여하는 것과 함께 시장 전체의 OCIO 펀드에 대한 수요를 예측하여 이를 바탕으로 자신의 기대이윤을 극대화하도록 OCIO 펀드 상품의 가격과 품질을 결정한다. 이와 같은 방식으로 개별 객체의 행동이 이루어진다고 가정하고 시뮬레이션을 진행한다. 시장에 존재하는 투자물의 개수를 조절해가며 시뮬레이션한 결과, 시장에 적절한

개수의 투자풀이 존재하는 경우 시장 전체의 효율이 극대화되는 것을 확인할 수 있다. 투자풀이 너무 많아지면 하나의 투자풀의 규모가 작아지므로 운용 효율성을 충분히 개선할 수 없다. 반면, 투자풀이 너무 적을 경우, 투자풀에 배정된 기금의 수가 많아지는데, 이 경우 투자풀은 개별 기금의 선호를 정확하게 반영하기 어려울 수 있다. 이러한 결과를 바탕으로 이들은 투자풀이 소형 기금의 선호를 대변하는 것과 개별 기금이 자신에게 적합한 OCIO를 찾는 것이 시장 효율성 개선을 위한 중요한 과제임을 주장한다.

류두진, 박대현(2022)은 해외 사례를 바탕으로 소형 기금이 OCIO를 선정하는 방식으로 대안을 검토한다. 해외 OCIO 시장의 경우, 국내와 비교하여 OCIO 공급자가 훨씬 많아 기금의 OCIO 탐색 비용이 크다. 이에 따라 개별 기금이 적절한 OCIO를 찾을 수 있도록 보조하는 OCIO 탐색 컨설턴트가 중요한 사업으로 평가받고 있다. 이들은 OCIO 탐색 컨설턴트가 OCIO 시장을 효율적으로 개선할 수 있는지를 탐색 모형을 구성하여 검토한다.

이들은 기금의 OCIO 탐색 모형을 구성한다. 제한적인 정보를 가지고 있는 기금은 자신의 정보를 최대한 활용하여 기대효율을 극대화하는 방향으로 OCIO 탐색 정도를 결정한다. 하지만 제한된 정보로 인해 개별 기금은 자신에게 적합하지 않은 기금을 선택할 가능성이 있다. 모형에는 두 개의 운용사와 다수의 기금이 존재한다고 가정한다. 그리고 두 운용사에 대한 정보의 보유 정도에 따라 기금을 세 가지 그룹으로 분류한다. 두 그룹은 이전에 OCIO 서비스를 사용한 그룹으로 자신이 OCIO 서비스를 공급받은 운용사에 대한 정보를 알고 있다. 다른 한 그룹은 기존에 OCIO 서비스를 사용하지 않은 기금으로, 두 운용사에 대한 정보를 갖고 있지 않다. 마지막 그룹은 기존에 OCIO 서비스를 사용하지 않던 기금이기 때문에 OCIO 시장에 신규 진입하는 기금이라고 해석할 수 있다. 정보가 가장 적은 신규 진입 그룹은 자신에게 적합하지 않은 OCIO를 선택할 가능성이 가장 크게 나타난다. 또한, 적합한 OCIO를 선택하기 위해서는 두 운용사를 모두 탐색해야 하므로 탐색 비용도 높게 발생한다.

OCIO 탐색 컨설턴트는 기금에 비해 효율적으로 OCIO를 탐색할 수 있으므로, 컨설턴트의 탐색 비용은 기금보다 적다고 가정한다. 이에 따라 기금은 OCIO 탐색 컨설턴트를 통해 OCIO를 탐색하면 비용상의 이점을 얻을 수 있다. 그러나 탐색 비용이 충분히 낮다면 굳이 OCIO 탐색 컨설턴트를 통할 필요가 없다. 운용사에 대한 기존 정보를 가지고 있으면, 탐색은 1회만 하면 되기 때문에 정보를 가진 그룹은 그렇지 않은 그룹보다 탐색 비용이 낮다. 따라서 OCIO 탐색 컨설턴트를 통해 이득을 볼 수 있는 그룹은 정보가 가장 적은 신규 진입 그룹이다. 이러한 결과는 국내 OCIO 시장에 소형 기금의 진입이 늘어날수록 OCIO 탐색 컨설턴트가 효율성을 개선하는 정도가 커짐을 시사한다.

Ⅲ. 결 론

국내 OCIO 시장의 성장이 전망되면서 이론연구에 대한 중요성이 늘어나고 있다. 이에 따라 본 소고에서는 국내 OCIO 시장을 이론적으로 분석한 논문 다섯 편을 세 가지 주제로 나누어 검토한다. 첫 번째로 대리인 문제에 관한 연구는 OCIO를 고용하는 기금도 전문성을 확보할 필요가 있다고 주장한다. 이러한 주장은 OCIO의 성과평가가 불투명하다는 최근의 논의와 연결된다. 이에 따라 OCIO 성과평가의 기준 마련에 대한 논의의 필요성도 증가하고 있다. 두 번째로 OCIO 시장의 경쟁에 관한 연구는 국내 OCIO 시장의 문제점을 경쟁의 관점에서 검토한다. 현재 국내 OCIO 시장은 대형 기금 중심이라는 구조적인 한계를 지적받고 있으며, 경쟁이 과열되는 문제가 발생하고 있다. 이에 대한 해결이 필요하다는 점에서 제도적인 연구가 추가로 진행되어야 한다. 마지막으로 OCIO 선정방식에 관한 연구에서는 추후 OCIO 시장의 주된 수요층으로 자리 잡을 소형 기금의 OCIO 선정에 주목한다. 소형 기금에게는 기존의 대형 기금 방식의 OCIO 선정은 적합하지 않으며, 새로운 대안을 검토할 필요가 있다. 특히, 해외에서 적극적으로 활용되고 있는 OCIO 탐색 컨설턴트를 국내에서도 활용할 방법이 있는지에 대한 검토가 필요하다.

참 고 문 헌

- 류두진, 박대현, “OCIO의 대리인 문제”, 금융연구, 제34권 제3호, 2020, 33-60.
- 류두진, 박대현, “OCIO 시장과 탐색 컨설턴트”, 금융공학연구, 게재합격, 2022.
- 류두진, 박대현, “소형 기금의 OCIO 선정평가에 관한 연구”, *Journal of Derivatives and Quantitative Studies* 선물연구, 수정 후 재심사 중, 2023.
- 박대현, 류두진, “OCIO 시장에서의 경쟁: 게임이론의 응용”, 한국증권학회지, 제50권 제5호, 2021, 497-520.
- 박대현, 류두진, “OCIO 시장의 다기간 동태적 균형 관계”, 재무연구, 제35권 제1호, 2022, 73-88.