

OCIO의 퇴직연금 운용 전략의 부차적 피해와 금융시장 불안정성

송수영*

〈요 약〉

영란은행의 양적완화 정책의 일환인 자산매입정책을 연장하도록 만든 영국 국채시장의 혼동은 그 원인이 정부 정책의 실패와 높은 수익을 추구하는 퇴직연금 운용 전략의 합작품이다. 특히 파생상품과 결합된 투자전략은 한국에서 현재 진행되고 있는 연금 개혁과 기금형 퇴직연금의 확대에 주의해야 할 시사점을 제공하고 있다. 퇴직연금시장의 확대는 OCIO 시장의 확대와 그 사업의 확장을 가져오는 희소식이다. 확정기여형 퇴직연금 시장에서 활동하는 OCIO들은 상호 경쟁을 통한 지분의 확대를 위해서, 그리고 성과와 연계된 보상을 위해서 높은 수익률을 추구하는 투자 전략을 활용할 것이다. 이럴 경우 파생상품을 결합한 구조화된 투자전략이 많이 활용될 것이며 경제변수의 변동에 금융체계가 취약해지게 된다. 한국에서 지방정부의 채무지급보증 불이행이 채권시장 전체에 영향을 미쳐 중앙정부의 개입을 초래한 것과 같이 중앙은행의 개입까지 불러온 영국 국채시장의 혼란과 그 과정에서 한국의 퇴직연금 시장의 규제에 대한 교훈을 얻을 수 있다.

주제어 : OCIO, 국채수익률, LDIs 투자전략, 금융불안정성

I. 서 론: 퇴직연금의 수익성 제고와 OCIO의 참여 동기

위탁 투자 담당 이사(Outsourced Chief Investment Officer) 제도는 자산운용을 총괄하는 최고투자책임자(CIO)의 역할을 외부에 위탁(아웃소싱)하는 것을 말한다.

2014년 한국투자증권이 국내 증권사 최초로 시장에 진입한 이후 내부에 전문 운용인력이 부족한 공적연기금이 도입을 늘리면서 2022년 6월 말 기준, 약 120조 원 수준으로 성장하였다. 현재 OCIO의 주 활동 무대는 연기금 위주로 시장이 형성되어 있고, 고용노동부의 산재보험기금과 고용보험기금, 국토교통부의 주택도시기금, 기획재정부의 연기금투자폴 등이 해당된다. 그러나 2022년 4월에 기금형 퇴직연금 제도가 도입되어 운용되면 연기금

논문접수일 : 2022년 11월 24일 논문수정일 : 2022년 12월 12일 논문재확정일 : 2022년 12월 15일
본고는 송수영 교수가 작성한 논문과 보고서의 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* 교신저자, 중앙대학교 경영경제 대학 경영학부 교수, E-mail: sosong61@cau.ac.kr

위주였던 OCIO 시장이 일반법인과 대학기금 등으로 확대되고 퇴직연금 제도를 운용하고 싶어도 제한적으로 참여하였던 중소기업 등 일반 산업계가 참여하게 되면 현재 100조 원대 규모인 시장이 1,000조 원대로 성장하리라 예측된다.

한국에서 기존에 허용되고 있었던 퇴직연금 제도는 2005년부터 도입된 소위 ‘계약형 퇴직연금제도’로 주로 확정급여(Defined Benefit)형과 확정기여(Defined Contribution)형의 틀 속에서 운용되고 있었다. 그러나 대부분 확정급여형이 아니면 종업원들의 자발적 참여가 없어서 보장된 수익률을 성취하는 정도에서 퇴직연금 사업자가 운용을 해왔었다. 즉 사용자(기업)가 직접 퇴직연금 사업자(금융기관)와 계약하고 투자 의사 결정이 사용자와 근로자(연금가입자)가 주도하게 되니 원리금이 보장되고 보장된 수익만을 확보하는 안정 위주의 계약과 운용행태가 지속되었다. 이런 지배구조가 발생하고 지속되는 원인은 확정급여의 보장에 대하여 사용자(기업)가 책임져야하기 때문이다.

계약 단계부터 사용자는 연금가입자인 근로자와 정보를 공유하고 투명하게 의사결정을 한다고 해도 여전히 문제가 남는다. 의사결정 주체가 되는 연금가입자(근로자)들이 연금 운용과 금융시장에 대한 정보비대칭이 아주 심하여 과도한 위험회피적인 의사결정에 경도될 가능성이 크면서 동시에 정보처리능력의 부족을 드러내지 않기 위하여 과도하게 비용을 줄이는 의사결정을 하게 될 가능성이 높다(Orszag and Stiglitz, 2001). 그래서 확정급여형 퇴직연금에 참여한 사업자(금융기관)는 비용을 최소화하기 위해서도 원금과 보장된 수익률을 달성하는 선에서 안정적인 운용을 하는 데 그치고 만다. 그러나 2008년 경제 대침체(Great Recession) 이후로 이런 상황이 뒤바뀌었다. 경제 성장률의 하락으로 인하여 안정적 자산의 수익률이 급감하여 기존에 확정된 수익률을 성취하기 매우 어렵게 되었다. 그래서 연금개혁이라는 명분하에 확정급여형 퇴직연금이 반강제적으로 확정기여형으로 대부분 전환되고 있다. 확정기여형으로 전환을 하면서 동시에 운용전문가가 보다 적극적으로 참여하여 수익률을 제고하고 위험을 헷지하는 방안으로 계약형 퇴직연금에서 기금형 퇴직연금제도로 변환이 같이 이뤄지고 있다.

기금형 퇴직연금제도가 도입되면 안정성에만 치우쳤다는 지적을 받던 퇴직연금이 이제 수익성 추구에도 나설 수 있게 된다. 특히 국내 OCIO(outsourced chief investment officer)들의 적극적 참여와 함께 운용시장의 확대가 기대된다. 금융투자 업계에서는 기금형 퇴직연금 도입과 함께 확정기여형 퇴직연금에 OCIO의 참여가 늘어나면 2032년까지 1,000조 원 규모로 시장이 성장할 것으로 전망한다. 별도로 독립된 비영리재단법인 형태의 수탁법인을 설립한 뒤 기금운용을 노·사·외부 전문가 3자로 구성된 기금운용위원회를 통해 시행한다. 그동안 자산운용에 전문성이 부족한 근로자와 사용자(기업)가 운용 지시를

했지만, 기금형 퇴직연금 체계에서는 외부 전문가가 참여함으로써 관리·운용의 전문성 강화가 가능하다. 특히 협회나 공단, 지역 등을 중심으로 한 중소기업들의 연합형 기금 도입이 가능해질 것으로 예상된다. 몇몇 기업이 모여 큰손이 될 수 있다는 얘기다. 예를 들어 ‘여수산업단지 퇴직기금’이나 ‘LG 협력사 연합연금’ 등이 출범할 수 있다. 기업 규모가 작을수록 퇴직연금을 도입할 여력이 부족한데, 기금 형태로 적립금을 조성하면 OCIO 제도를 통해 금융투자회사가 운용할 수 있게 된다.

그러나 확정기여형으로 전환이 이뤄지고 기금형 퇴직 연금제도가 정착되어도 여전히 남는 문제가 있다. 기존의 확정급여형에서 고용주, 미래근로자, 납세자, 미래 소비자 등 국민과 정부가 부담을 나누어지고 사회보험으로서 역할도 하던 퇴직연금이 수익성의 추구에 필연적으로 동반되는 위험 분담의 문제(Scharfstein, 2018)에 직면하게 된다. 즉 거시경제 충격(인플레이, 실업 등)과 정치적 변동, 연금관리, 투자 결정, 연금수령가치 변동의 위험에 대하여 연금가입자가 부담하게 된다. 따라서 미래의 수혜가 보장되지 않는 위험을 정부가 분담하여 근로자의 확정기여형 퇴직연금제도에 자발적 참여를 유도하려는 시도가 일찍부터 있었다. 유럽의 일부 국가(스웨덴, 이탈리아, 폴란드, 라트비아)들은 1990년대부터 정부가 최소수익보장을 하고, 실제 발생시 기여금 대리 납부를 보장하는 명목 확정 기여 (Notional Defined Contribution) 형 퇴직연금제도를 도입하여 운용하고 있다. 한국에서도 고려해 볼 만한 제도로 생각된다. 현 논문에서는 OCIO의 참여도가 높아지고 수익률 향상을 추구할 때 위험을 헛지하는 수단으로서 파생상품을 활용하는 경우에 동반되는 위험에 대하여 경종을 울리고자 이 글을 작성한다.

II. 영국 국채의 가격 하락, 퇴직연금의 발작, 그리고 영란은행의 개입

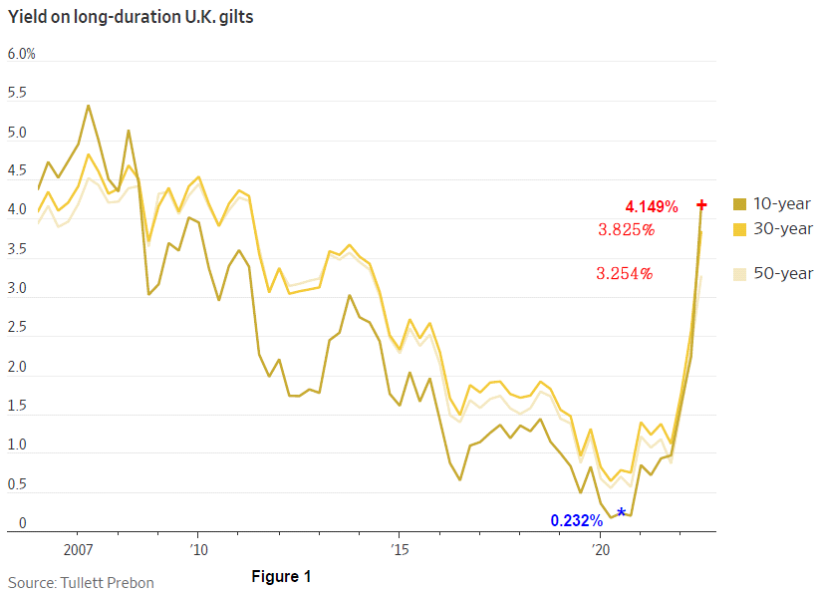
2022년 9월 28일 하루 동안 영국 국채(50년, 30년, 10년 만기)의 수익률(yield)은 유례가 없는 변동폭을 기록한다. 아래의 [Figure 1]에서 보면 10년 만기 국채의 수익률이 2020년 9월30일에 0.232%(*)에서 2022년 9월30일 4.149%(+)까지 치솟는다. 2년간 채권가격의 변동률을 가중평균만기공식¹⁾으로 계산해보면 채권가격의 연평균 변동률은 무려 19.68%에 이른다. 여기에 퇴직연금의 펀드운용전략이 채권수익률의 추가 하락을 초래할 가능성에 영란은행이 개입한다. 즉 양적완화 통화정책으로 자산매입 정책을 연장하여 영란은행이

1) $\frac{\Delta B}{B} = -D(\Delta y)$, B: 채권가격, D: 가중평균만기(duration), y: 금리

채권을 매입한다는 약속으로 진정되었다.

영란은행의 직접 개입을 초래한 영국 국채의 대규모 매각 가능성은 9월 23일 콰르텟 영국 재무상의 소규모 예산(Mini-Budget)에서 시작되었다. 고소득자에 대한 감세와 저소득자 지원에 대한 계획을 발표하면서 미래의 영국 정부 재정의 운용계획이 불확실하게 제시되었다. 이로 인하여 단기 국채 금리의 상승과 하락에 대한 방향성의 예측 불확실성이 증대되었다. 그리고 그 불확실성은 영국 파운드화의 변동에 대한 불확실성을 증대시켜 국제 투자자들이 영국 파운드화를 매각하게 만들어 영국 파운드화의 가치가 단기적으로 추락하게 되었다. 이 기간에 영국 30년 국채의 수익률은 9월 23일 음의 값에서 10월 7일 0.851% 그리고

10월 11일 1.51%로 변동되었다. 핵심 쟁점은 퇴직연금의 기금운용자가 영국 국채의 추가적인 수익률 하락을 초래할 대규모 국채 매각을 영란은행에 알려서 영란은행의 국채 매입 프로그램을 재개하도록 만든 이유일 것이다.



영국의 퇴직연금시장은 금융산업의 관점에서 보면 아주 조용히 운용되는 분야이다. 그러나 운용되는 자금 규모가 워낙 커서 금융시장에 큰 영향을 끼친다. 영국 금리의 변동은 국채 수익률에 변동을 초래하고 국채가격에 영향을 끼쳤다. 특히 영국의 퇴직연금 중에 1조 5천억 달러 규모의 확정급여형 퇴직연금 시장에 영향을 주었다. 인플레이에 연계되어

있는 영국의 퇴직연금은 균형 부채 유지 투자 전략²⁾(LDIs: Liability Driven Investment strategy)을 도입하여 기금운용에 활용하였는데 그 투자전략의 구조적 요소인 파생상품과 연계된 기저자산의 변동이 문제의 진원지가 되었다.

영국 국채인 Gilts는 거의 위험이 없지만 2008년 이후 수익률이 아주 낮았기 때문에 기금의 기본자산으로 매입하여 보유하는 것은 기금의 미래 부채인 은퇴자금 지급이 부족하게 되는 위험(Shortfall)이 증가하는 단점이 있다. 그래서 운용자들이 찾은 해결책은 기저자산으로 Gilts를 설정하고 그에 연결된 이자율 스왑과 파생상품을 매입하는 투자전략이 LDI의 핵심전략이다. 파생상품을 이용하여 가치 변동 위험이 적은 자산을 기저자산(예: Gilts 혹은 Treasury Bond)으로 삼고 부채 이행 자금 부족 위험(shortfall)을 영이 되도록 헷지하는 전략이다. 흥미롭게도 영국의 퇴직연금 운용자 혹은 자문역들은 규제당국에 의해 기금운용에 적극 활용이 되도록 권장되었다고 주장하고 있다. LDI 투자전략의 도입과 확산을 보면 규제 당국이 명시적으로 권장하지는 않았더라도 적어도 묵인 한 것으로 보인다. 그러나 규제당국은 기저자산 가치의 하락은 마진 콜(Margin Call)을 불러오고 투자원금 손실에 대한 증거금 부족을 대비해야 한다고 조언하였다고 주장하고 있다.

LDI투자전략은 1990년대 후반에 출현하였는데, 2008년 이후 활용이 많이 되었는데, 수익 창출구조는 다음과 같다. 기저자산인 채권의 가격을 미래의 부채를 감당하는 수준으로 가격을 결정해 기준으로 삼는다. 채권가격이 증가하면 (시장 금리가 감소하면) 파생상품 발행자인 거래 상대방은 그 차액만큼의 현금을 기금운용자에게 지급한다. 반대로 채권가격이 하락하면(시장금리가 상승하면), 그 차액을 기금 운용자는 파생상품 발행자에게 지급해야 한다. 즉 시장금리의 하락 위험에 대한 대비로서 LDIs를 활용하였지만 시장금리의 급격한 상승 특히 장기채권의 수익률(yield)의 급격한 상승에 대비한 현금 확보는 하지 않은 셈이다.

이런 파생상품에 대한 투자는 레버리지 효과를 일으켜서 즉 적은 돈으로 기저자산인 Gilts에 대한 권리를 보유하고, 그로 인해 자유로워진 기금의 여유 자금을 보다 수익률이 높은 주식, 사모펀드, 부동산 펀드에 투자한 것이다. 영국에서 이 LDI 투자전략에 투입된 금액은 2011년 4천억 파운드에서 2021년 1조 6천억 파운드로 증가하였다. 2008년 이후 지속적으로 하락하던 장기국채 수익률은 2022년 9월 23일 당시 영국 재무상이던 콰르텡의 소규모예산(Mini-Budget)의 발표에서 시작되어 영란은행의 국채 매입과 트러스 총리의 사임으로 이어진 후에야 진정된다.

영국의 국채시장에서 발생한 금융시장의 혼동에서 찾을 수 있는 교훈은 다음과 같다. 먼저

2) Liability Driven Investment strategy는 자산부채관리(ALM) 전략에서 비롯된 것으로 미래의 부채를 고려하여 현재의 투자전략을 결정하는 것을 의미한다. LDIs에 해당하는 한국어를 저자가 조어하였다.

영국의 확정급여형 퇴직연금의 기금 운용자들은 미래의 확정된 부채(퇴직자에게 지급할 연금)를 감당할 현재의 자산을 확보하고 있어야 한다. 금리가 하락하면 미래 부채의 부담은 증가하게 된다. 그래서 기금의 가치가 증가하는 투자 전략을 운용해야 한다. 그러다 보니 미래의 부채를 감당할 기저자산을 매입할 수 있는 권리를 보유한 파생상품에 투자하고 여유자금을 보다 수익률이 높은 자산에 투자를 한 것이다. 이렇게 금리가 낮아질 경우 확정급여형 퇴직연금은 이익률이 높은 자산을 찾아서 투자하는 전략에 보다 많이 의지하게 된다.

확정기여형으로 바뀐다고 하여도 투자성과에 따른 보상이 OCIO에게 제시되면 보다 높아진 수익률을 만들어내는 자산 혹은 투자전략을 쫓는 경향은 오히려 더욱 강화될 수도 있다. 2022년 11월 14일자 월스트리트저널 기사에 따르면, 영국의 채권시장에서 일부 퇴직연금 기금 운용자들은 기금 포트폴리오를 조정하여 오히려 보유하던 주식을 팔아서 현금을 확보하고, 보유했던 주식을 기저자산(underlying asset)으로 설정한 선물(Future)이나 총수익스왑(Total Return Swap)을 매입하고 있는 전략을 채택하고 있다. 이는 LDI에서 영국국채 나 미국국채를 기저자산으로 설정한 전략보다 위험이 더 증가된 투자위치(position)이다. 이런 전략의 채택에 대한 이유는 해당 파생상품이 기저자산으로 설정된 주식이나 국채들보다 보다 빨리 매각할 수 있어서 현금 확보에 유리하기 때문이라고 한다. 그러나 파생상품과 연계된 투자전략에서 항상 기저자산의 가치가 하락하게 되면 손실보전 증거금을 보충하거나 아니면 일정기간동안 이자금액을 지급하는 계약이 상존하게 된다. 항상 손실보전증거금 부족으로 인한 마진 콜의 위험은 항상 존재하고 기저자산이 채권이든 주식이든 가치가 하락하는 국면에서 파생상품은 그 손실을 증폭하는 역할을 하게 된다.

Ⅲ. 제언과 결어

한국에서 현재 진행된 연금 개혁과 기금형 퇴직연금의 형성과 운용은 분명히 OCIO 서비스를 제공하는 많은 금융기관들에게는 시장의 확대와 사업의 확장을 가져오는 희소식임에 틀림없다.

확정기여형 퇴직연금 시장에 참여하는 OCIO들은 상호 경쟁으로 인하여 높은 수익률을 쫓아서 대체자산 같은 고위험 자산에 대한 투자를 하면서 파생상품을 이용한 위험헷지를 하거나, 아예 저위험 자산에 대한 매입 권리를 확보해 놓는 구조화된 투자 전략을 활용할 것이다. 더구나 OCIO의 보상이 투자 성과에 연계되면 앞서 언급된 사건에서처럼 높은 수익률을 얻기 위해서 위험을 감수하려는 동기가 보다 많아진다. 한국에서 지방정부의 채무지급보증 불이행이 채권시장 전체에 영향을 미쳐 중앙정부의 개입을 초래하였듯이

이에 대한 경계로서 중앙은행의 개입까지 불려온 영국 국채시장의 혼란에서 교훈을 얻을 수 있다.

2020년 영국 규제 당국은 기금운용에서 LDI 투자 전략이 초래할 위험에 대한 질문에 대하여 답하기를, “영란은행이 통화 금융 안정을 성공적으로 수행하리라는 근거를 바탕으로 연금운용전략 안내 지침이 제시되며, 영란은행은 연금기금이나 LDI전략에 대한 규제자가 아니”라고 하였다. 이런 배경에서 퇴직연금 피신탁인 혹은 자문위원들은 LDI 투자전략이 불러올 수 있는 위험을 도외시하고 물가변동과 금리변동에 관련된 위험 헷지에 초점을 맞추고 LDI전략을 추구하게 된다.

2010년에서 14년까지 영국의 지방정부 퇴직연금 피신탁자 겸 자문위원으로 활동한 Jeniffer Churchil은 자신의 경험을 다음과 말하였다. 기금운용 산업 관계자들이 주최한 금융 관련 의무교육과정에 참여하여 주식과 채권에 대한 기초적 안내를 들은 후, 정장을 입은 사람들이 LDI투자 전략은 위험을 줄이는 좋은 방법이며, 지방정부의 근로자와 거주자들에 대한 가장 큰 책임을 다하는 선택이 될 것 이라고 말하였다. 지금 현재, 영란브리스톨 서부 대학(University of the West of England Bristol)에서 정교수로서 경제학을 가르치는 Churchill은 그 당시 자신이 자문을 하였던 그 지방정부 퇴직연금은 LDI전략은 너무 위험하다고 판단하였다고 덧붙였다.

참 고 문 헌

- Orszag, P. R. and J. E. Stiglitz, “Rethinking pension reform: ten myths about social security systems,” published in *New ideas about old age security: Toward sustainable pension systems in the 21st century*. Washington, DC: The World Bank, ISBN 0-8213-4822-1, (2001), 17-56.
- Ostroff, C., J. Eaglesham, and C. Dulaney, “U.K. Regulator Pushed Pensions to Load Up on LDIs,” *Wallstreet Journal* October 4, 2022.
- Rennison, J., “Sleepy Corner of U.K.’s Pension Industry Forced the Bank of England’s Hand,” *Wallstreet Journal* Sep 30, 2022.
- Scharfstein, D. S., “Presidential Address: Pension Policy and the Financial System: Pension Policy and the Financial System,” *Journal of Finance* 73(4) (August 2018), 1463-1512.
- Steinberg, J., “U.K. Pensions Dabble in Stock Derivatives After Bond Blowup,” *Wallstreet Journal* 14, (2022).