

財 務 管 理 論 叢

THE KOREAN JOURNAL OF
FINANCIAL STUDIES

第24 第1號
Vol. XXIV No.1

2022年 12月
Dec. 2022

韓 國 財 務 管 理 學 會

The Korean Financial Management Association

인사말

존경하는 (사)한국재무관리학회 회원 여러분!

반갑습니다!

제법 계절의 역할을 한다고 쌀쌀함이 우리의 뇌리(腦裏)를 치고 있고 만물이 얼어붙는 이때를 거슬러, 재무관리논총을 재발간하게 되어 매우 기쁘게 생각하며, 류두진 편집위원장님과 수고하신 모든 분에게 감사의 말씀을 보냅니다.

주지하시다시피 우리 학회는 한국연구재단 등재학술지이자 국내 저명학술지인 ‘재무관리연구’의 자매지인 ‘재무관리논총’을 발간해 왔습니다. 즉, 재무관리논총은 이론 모형과 실증분석(설문조사 포함)은 물론 사례분석, 정책 제안 그리고 자본시장 상품과 실무에 관한 연구 등을 통하여 증권 및 금융산업의 발전과 학계의 지식향상, 정보공유, 산학협력 활성화에 기여하는 것을 목적으로 하여 발간해 왔습니다. 또한 재무관리논총은 기업재무, 자본시장론, 투자론, 파생상품론, 국제재무관리, 보험론, 위험관리, 금융기관론 등 재무학과 관련된 다양한 분야를 대상으로 하고 있습니다.

그러나 아쉽게도 재무관리논총은 2018년에 23권 1호를 발간한 이후로, 발간이 잠정 중단되어 오늘에 이르고 있습니다.

이에 문제의 심각성을 인식하고, 학회 발전의 차원에서 재무관리논총을 재발간하게 되었습니다. 즉, 금번에 류두진 교수님을 편집위원장으로 모시고, 재무관리논총을 발전적으로 개편하여 재발간을 하게 되었습니다. 또한, 재무관리논총의 편집간사로 양희진 교수님(동국대 WISE)을 모시고, 편집위원으로는 강형구 교수님(한양대), 김태현 교수님(중앙대), 김형준 교수님(영남대), 남현정 박사님(동아대), 배광일 교수님(전남대), 빈기범 교수님(명지대), 서병기 교수님(UNIST), 석상익 교수님(울산대), 안세룡 교수님(부경대), 장호규 교수님(충남대), 최형석 교수님(이화여대), 홍정의 교수님(한동대), 그리고 Robert Webb 교수님(University of Virginia)을 모시게 되었습니다. 편집위원 여러분의 헌신과 수고에 감사의 말씀을 드립니다.

또한 재무관리논총의 투고유형을 여섯 가지로 새롭게 세분화하였고, 논문 작성 언어는 한국어 및 영어 모두 가능하게 하였으며, 투고료와 게재료는 무료(전액 학회에서 부담)로 하였습니다. 나아가 학술논문의 일정한 형식을 갖춘 우수한 게재논문에 대해서는 재무관리논총 편집위원회의 의결을 거쳐 소정의 원고료도 지급할 예정입니다.

따라서 학회 회원 여러분의 많은 관심과 성원은 물론이고, 대학과 연구소에 계신 교수님과 박사님들, 실무에 계신 다양한 연구자와 직원분들의 많은 관심과 논문 투고를 부탁드립니다. 여러분의 많은 관심과 성원으로 재무관리논총은 무궁한 발전을 할 것으로 기대됩니다.

다사다난했던 임인년(壬寅年)도 이제 한 달이 남지 않아 제구포신(除舊布新)의 때가 다가오고 있습니다. 존경하는 (사)한국재무관리학회 회원 여러분! 올 한해 남은 기간 건강하고 행복하게 마무리 잘하시고, 지략에 뛰어난 검은 토끼의 해인 다가올 계묘년(癸卯年)에는 더욱 건강하시고 하시는 일마다 일취월장(日就月將)하고 만사형통(萬事亨通)하시기를 기원합니다.

감사합니다.

2022년 12월
(사)한국재무관리학회
회장 김 무 성 배상

한국재무관리학회 회장 김무성

편집사

역사와 전통의 우리 한국재무관리학회가 발간하는 재무관리논총의 편집위원장에 임명되어 영광과 기쁨으로 생각합니다. 이제 무거운 책임감을 느끼고, 재무관리논총을 최소 연 2회 발간할 예정이며, 매 권/호 마다 현재 자본시장에서 가장 주목받는 대주제를 제시하며 원고를 모집하겠습니다.

우리 한국재무관리학회는 “국내 OCIO 시장의 발전 방안”을 대주제로 올해 여름 하계심포지엄을 성황리에 개최하였습니다. 전임회장이신 전상경 교수님(한양대)의 사회로 KB증권, 미래에셋자산운용, 삼성자산운용, 신한금융투자, 한국투자증권을 비롯한 다양한 업계의 임원께서 적극적으로 참여하여 의미 있는 패널토론 시간을 가졌습니다.

이에 이번 2022년 12월 발간호는 우리나라 자본시장과 OCIO 산업에 대하여 학계의 저명한 교수님과 언론 및 업계의 의견을 고루 담고자 노력하였습니다. 한양대학교 강창모 교수님은 “국제 주식시장에서의 모멘텀 붕괴 현상이 OCIO 운용에 주는 시사점”을, 한양대학교 강형구 교수님은 “OCIO와 비시장전략”을 신한투자증권 김범준 본부장은 “OCIO 시장의 건전한 발전을 위한 제언”을 국민대학교 류두원 교수님은 “한국 OCIO 시장 발전을 위한 제언”을, 성균관대학교 류두진 교수님은 “OCIO에 관한 이론연구 검토”를, 부산대학교 박희진 교수님은 “퇴직연금과 OCIO”를, 명지대학교 빈기범 교수님은 “자산 수익률에 대한 경험적 확률분포를 이용한 포트폴리오 운용 방안”을, 중앙대학교 송수영 교수님은 “OCIO의 퇴직연금 운용 전략의 부차적 피해와 금융시장 불안정성”을, 한국경제 신민경 기자는 “전문가들이 인식하는 OCIO 시장 현황과 개선방안”을, 동국대학교 WISE 캠퍼스 양희진 교수님은 “OCIO 시장의 과점 문제”를, NH투자증권 이수석 본부장은 “미증유의 복합 위기가 OCIO에게 주는 시사점”을, 이데일리 이은정 기자는 “OCIO를 둘러싼 자산운용업 현황과 양극화 현상 현황”을, 충남대학교 장호규 교수님은 “OCIO 대체투자에서 주의해야 할 수익률 조작”을, KAIST 경영대학 조훈 교수님은 “국내 OCIO 현황과 주요 현안”을, 이화여자대학교 최형석 교수님은 “OCIO 시장은 벌써 레드 오션인가?”를 각각 귀한 시간을 할애하여 원고를 작성하여 보내주셨습니다.

이번 재무관리논총의 재발간을 시작하기 위해 많은 분이 도움을 주셨습니다. 우리 학회의 김무성 회장님, 전상경 전임회장님, 신용재 차기회장님께서 진두지휘를 해주셨습니다. 원고의 모집과 수정, 논고 심사, 학술 편집과 교열을 담당하신 양희진 편집간사님, 그리고

한국과 미국, 서울과 부산, 그리고 대구, 경주와 울산을 오가며 편집위원 회의를 통하여 아이디어를 주시고 치열하게 논의했던 14분의 편집위원님께 감사드립니다. 새로운 금융의 제도, 질서, 혁신, 규제, 정책과 관련하여, 금융의 미래(The Future of Finance)에 대하여 대담해주시고 여러 조언을 해주신 노벨경제학상 수상자 Myron Scholes 교수님께 감사드립니다. 해외 및 미국의 OCIO와 금융정책과 관련하여 여러 조언과 감수를 해주신 Robert Webb 교수님께 감사드립니다. 논고의 정리와 자료수집을 도와준 SKKU Finance Lab.의 연구원들께도 감사의 말씀을 전합니다.

올해부터 재무관리논총이 학계와 업계 그리고 정책입안자 모두에게 널리 읽히고 활용되도록 투고유형을 아래와 같이 세분화하였습니다.

- 1) 일반학술연구
- 2) Short Communication (Letter지 형식의 짧은 원고)
- 3) 실무정책연구 (엄밀한 학술분석 보다는 실무정책적 함의가 강한 연구)
- 4) 문헌조사연구 (Literature Review를 체계적으로 정리하는 연구)
- 5) 사례연구 (Case Study)
- 6) 연구노트 (교육자료, 강의노트, 발표자료, Conference Proceeding 형태)

재무관리논총에 논문 투고시 위 6가지 유형 중 한 가지를 선택하시고, KCI 유사도 검사 혹은 이에 준하는 표절검사결과를 함께 제출(중복/표절 비율 3% 이하를 원칙으로 함)하시면 됩니다. 논문 작성 언어는 한국어 및 영어 모두 가능합니다. 투고료와 게재료는 무료(전액 학회에서 부담)이며, 학술논문의 일정한 형식을 갖춘 우수한 게재논문에 대해서는 재무관리논총 편집위원회의 의결을 거쳐 원고료를 지급할 예정입니다. 학교와 연구소에 계신 교수님과 박사님뿐 아니라, 실무에 계신 다양한 연구자와 임직원의 논문 투고를 부탁드립니다. 투고논문은 수시로 접수하며 구체적인 편집방침 및 논문 작성요령은 한국재무관리학회 홈페이지 www.kfma.org에서 보실 수 있습니다.

2022년 12월

재무관리논총 편집위원장 류두진 배상

財 務 管 理 論 叢

財務管理論叢(ISSN 1226-1467)은 韓國財務管理學會의 공식적인 學會誌이며, 매년 1회 이상 발간된다. 財務管理論叢에 게재되는 논문은 기업의 재무관리, 자본시장론, 투자론, 파생상품론, 국제재무관리, 금융기관론, 보험론 등 재무분야 전반과 이에 관련된 이론과 실무에 관한 연구로 한다. 財務管理論叢에 게재된 모든 논문의 저작권은 한국재무관리학회에 귀속된다.

원고의 작성과 투고는 韓國財務管理學會 홈페이지 <http://www.kfma.org>에 공지되어 있는 투고 및 원고작성 요령에 따라야 하며, 본 학회의 회원은 연중 어느 때라도 원고를 제출할 수 있다.

회원의 자격은 韓國財務管理學會의 회칙 제2장 제5조에 규정되어 있으며, 회원은 학회 입회원서를 작성 제출하여야 한다.

『財務管理論叢』 편 집 위 원 회

위 원 장	류 두 진	(성 균 관 대)
편집간사	양 희 진	(동국대 MSE)
위 원	강 형 구	(한 양 대)
	김 태 현	(중 앙 대)
	김 형 준	(영 남 대)
	남 현 정	(동 아 대)
	배 광 일	(전 남 대)
	빈 기 범	(명 지 대)
	서 병 기	(U N I S T)
	석 상 익	(울 산 대)
	안 세 룡	(부 경 대)
	장 호 규	(충 남 대)
	최 형 석	(이 화 여 대)
	홍 정 의	(한 동 대)
	Robert Webb	(U. of Virginia)

목 차

〈연구논문〉

- 국제 주식시장에서의 모멘텀 붕괴 현상이
OCIO 운용에 주는 시사점 강창모 · 김동현 · 김준용..... 1
- OCIO와 비시장전략 강형구..... 5
- OCIO 시장의 건전한 발전을 위한 제언 김범준..... 19
- 한국 OCIO 시장 발전을 위한 제언 류두원..... 23
- OCIO에 관한 이론연구 검토 류두진 · 박대현..... 27
- 퇴직연금과 OCIO 박희진..... 35
- 자산 수익률에 대한 경험적 확률분포를 이용한
포트폴리오 운용 방안 빈기범..... 39
- OCIO의 퇴직연금 운용 전략의 부차적 피해와
금융시장 불안정성 송수영..... 45
- 전문가들이 인식하는 OCIO 시장 현황과 개선방안 신민경..... 53
- OCIO 시장의 과점 문제 양희진..... 63
- 미증유의 복합 위기가
OCIO에게 주는 시사점 이수석 · 유익선..... 67
- OCIO를 둘러싼 자산운용업 현황과
양극화 현상 현황 이은정..... 71
- OCIO 대체투자에서 주의해야 할 수익률 조작 장호규..... 77
- 국내 OCIO 현황과 주요 현안 조 훈..... 81
- OCIO 시장은 벌써 레드 오션인가? 최형석..... 91

〈부 록〉

한국재무관리학회 임원 명단

「재무관리논총」 기고 및 원고작성 방법

국제 주식시장에서의 모멘텀 붕괴 현상이 OCIO 운용에 주는 시사점

강창모* · 김동현** · 김준용***

〈요 약〉

본 소고는 핵심적인 팩터 투자 전략으로 활용되어온 모멘텀(momentum) 투자의 수익률이 단기간에 급격히 하락하는 소위 모멘텀 붕괴(momentum crash) 현상에 대한 최근 연구를 검토하고, 이러한 연구 결과들이 OCIO(outsourced chief investment officer) 운용에 주는 함의를 논의한다. 모멘텀 붕괴 현상은 세계 주요 주식시장에서 관찰되며, 여러 국가에서 동시에 발생하는 모습을 보인다. 국가 간 동기화된 모멘텀 붕괴 현상은 국제 금융 시장의 불안정성으로 인한 투자자들의 안전자산 선호, 그리고 이에 따른 부실기업의 주가 변화와 유의한 관계를 갖고 있다. 투자자들의 안전자산 선호가 나타나는 시기에 부실기업의 주가수익률은 상대적으로 더욱 낮은 반면 시장이 반등하면 부실기업의 주가는 더욱 빠른 속도로 회복된다. 결국 해당 기간 이들을 매도 포지션으로 두고 있는 재무안정성(quality) 팩터 및 모멘텀 팩터의 수익률이 여러 국가에서 동시에 크게 하락하는 것으로 나타났다. OCIO 운용 기관은 시간에 따라 변화하는 주식시장의 팩터들 간의 상관관계 및 국가 간 팩터 수익률의 상관관계를 바탕으로 팩터 투자 포트폴리오에 대한 동적 조정(dynamic adjustments)을 검토할 필요가 있다.

주제어 : OCIO, 모멘텀전략, 모멘텀붕괴, 팩터 투자

모멘텀(momentum) 전략은 과거에 상대적으로 수익률이 높았던 자산을 사고 수익률이 낮았던 자산을 파는 투자 전략이다. Jegadeesh and Titman(1993)의 연구에서 모멘텀 전략이 미국 주식시장에서 유의한 성과를 올려왔음을 보인 이후, 많은 후속 연구들은 다른 국가들의 주식시장 및 채권, 외환, 상품, ETF 등 다양한 자산시장에서 모멘텀 전략이 성과에 대한 통계적 증거를 제시했다. 특히 Chabot, Ghysels, and Jegannathan(2009)의 연구에서는 빅토리아 시대까지 확장한 주식시장 데이터를 통해 모멘텀 전략이 유의한 성과를 거두어

논문접수일 : 2022년 11월 17일 논문수정일 : 2022년 12월 5일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일

본고는 강창모 교수가 작성한 논문과 보고서의 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* 교신저자, 한양대학교 파이낸스경영학과 부교수, E-mail: cmkang@hanyang.ac.kr

** 공동저자, 중앙대학교 경영학부 부교수, E-mail: donghyunkim@cau.ac.kr

*** 공동저자, University of North Carolina at Pembroke 조교수, E-mail: junyong.kim@uncp.edu

왔음을 보여 장기적인 투자 전략으로서의 가치를 확인했다. 이러한 학술연구에 근거하여 자산운용업계에서도 모멘텀 전략을 대표적인 팩터 투자 전략으로 활용하고 있다.

모멘텀 전략의 투자 위험과 관련하여 Daniel and Moskowitz(2016)의 연구에서는 장기적인 성과에도 불구하고 특정 시기에 수익률이 급락하는 소위 모멘텀 붕괴(momentum crash) 현상이 다양한 자산시장에서 관찰된다는 점을 밝히며, 이를 고려한 포트폴리오 동적 조정(dynamic adjustments)을 통해 모멘텀 전략의 성과를 더욱 높일 수 있음을 보였다. 만약 개별 자산시장의 모멘텀 붕괴 현상이 상호 독립적으로 발생한다면 OCIO 운용기관을 포함한 기관투자자들은 여러 자산시장에서 모멘텀 투자함으로써 수익률 붕괴 위험을 분산시킬 수 있을 것이다. 또한 다양한 투자 전략을 사용하는 대형 연기금의 경우 모멘텀 붕괴 현상이 전체 포트폴리오에 미치는 영향을 정확히 파악하기 위해서는 이 현상의 원인을 찾아 다른 투자 전략 성과에 어떠한 영향을 미치는지 이해해야 한다.

이와 관련해 Kang, Kim, and Kim(2022)의 연구에서는 1990년 1월부터 2015년 7월까지 23개 선진국 주식시장과 21개 신흥국 주식시장의 모멘텀 전략 성과를 분석한 결과 모멘텀 붕괴 현상이 국가 간에 동기화(synchronization)되어 있음을 발견했다. 미국 주식시장에서 모멘텀 월간 수익률을 기준으로 표본 기간을 10등분한 경우 하위 10%에 해당하는 기간 동안 다른 국가들의 모멘텀 전략 역시 평균 -5.16%의 유의한 음의 수익률을 보이지만, 다른 기간 그룹들에서는 유의한 음의 수익률이 나타나지 않았다. 미국의 모멘텀 전략 수익률이 하위 3개 그룹에서 각각 -12.36%, -4.49%, -2.08%를 보였다는 점을 고려할 때, 모멘텀 수익률의 국가 간 상관관계가 높다기보다는 모멘텀 붕괴 현상의 동기화가 발생함을 알 수 있다.

모멘텀 붕괴 현상의 원인과 관련하여 Daniel and Moskowitz(2016)는 시장이 장기간의 약세장에서 벗어나 회복이 시작되는 시점에 모멘텀 붕괴가 많이 발생하며, 이는 Merton(1974)의 모형에서 부도위험이 높은 주식은 외가격 옵션과 같은 성격을 갖고 있어 약세장에서 시장 베타가 높아지는 결과와 일치한다는 점을 밝혔다. 즉, 시장 베타가 높아진 부실기업은 약세장에서 특히 낮은 성과를 보여 모멘텀 전략에서 매도 포지션에 큰 비중을 차지하게 되는데, 시장이 반등하게 되면 오히려 더 높은 수익률을 보이므로 결국 모멘텀 수익률 붕괴로 이어지게 된다는 논리이다. Eisdorfer and Misirli(2020)는 기업별 부도위험을 Merton(1974)의 모형에 기반하여 측정하는 Bharath and Shumway(2008)의 방식을 따라 기업의 재무안정성(quality) 팩터 전략을 구성하고 성과를 분석한 결과 장기간 약세장에서 시장이 반등할 때 재무안정성 팩터의 수익률 역시 붕괴하는 것을 보여 위의 논리를 뒷받침하는 실증 결과를 제시했다. 이상의 연구를 고려할 때 만약 세계 금융시장에서

부도위험이 높은 부실기업의 위와 같은 주가수익률 패턴이 국가 간 동시성을 갖는다면 이는 모멘텀 붕괴 현상의 동기화로 이어질 수 있다.

Kang, Kim, and Kim(2022)은 모멘텀 붕괴 현상이 세계 주식시장에서 동기화되는 시점에 투자자들의 안전자산 선호(flight-to-quality) 현상 역시 국제 금융시장에서 동기화되어 발생한다는 점을 지적한다. 투자자들의 안전자산 선호 현상은 금융시장 불안정성이 높아지는 시기에 주로 발생한다. Baele, Bekaert, Inghenbrecht, and Wei(2020)는 각 국가별로 주식시장과 채권시장 일간수익률을 사용해 안전자산 선호 현상이 발생한 거래일을 구분했다. 또한 미국시장에서 안전자산 선호 현상을 보인 날의 상당수에서 표본 대상 국가 과반 이상이 안전자산 선호 현상을 보인다는 점을 발견하여, 미국시장에서의 안전자산 선호 현상 발생 여부를 세계 금융시장의 안전자산 선호 현상에 대한 대리변수(proxy variable)로 제안했다.

이에 근거하여 Kang, Kim, and Kim(2022)은 미국 금융시장에서 안전자산 선호 현상이 발생한 기간 동안 23개 선진국 간 모멘텀 수익률 상관관계를 살펴본 결과 다른 기간 0.095에 불과한 평균 상관관계가 해당 기간에는 0.329로 증가하는 것을 발견했다. 또한 해당 기간 주식시장이 반등하는 시점에 미국을 제외한 19개 국가에서 모멘텀 전략은 음의 수익률을 보였으며, 동 기간 과반 이상의 주식시장이 장기간 약세장을 겪은 상황에서 반등하는 경우에는 미국을 제외한 국가들의 평균 모멘텀 월간 수익률이 -4%로 더욱 낮은 것으로 나타났다. 국제적 동시성을 갖는 모멘텀 붕괴 현상은 재무안정성 팩터 수익률과 밀접한 관련을 갖는다. 해당 기간 미국의 재무안정성 팩터 월간 수익률은 -2.57%, 다른 선진국 시장의 평균 월간 수익률은 -2.72%로 나타났다. 반면 모멘텀 전략의 매수 포지션 주식과 매도 포지션 주식의 평균 부도확률 차이는 안전자산 선호 현상이 나타나지 않는 기간 1.74%p에서 해당 현상이 발생하는 기간에는 12.47%p로 그리고 시장 회복기에는 14.44%p로 증가하여 부실기업이 모멘텀 전략의 매도 포지션 내 비중이 대폭 상승함을 알 수 있다. 모멘텀 전략의 기준이 되는 과거 11개월 수익률과 재무안정성 전략의 기준이 되는 부도확률의 상관관계 절대값 역시 세계 금융시장에서 안전자산 선호 현상이 나타나는 시기에는 0.47로 다른 기간 0.21에 비해 월등히 높아진다.

이상의 연구 결과를 정리하면 다음과 같다. 첫째, 모멘텀 붕괴 현상은 선진국과 신흥국 주식시장 모두에서 공통적으로 발생하는 현상으로 국가 간에 강한 동시성을 갖는다. 둘째, 여러 국가에서 동시에 발생하는 모멘텀 붕괴 현상은 국제 금융시장의 투자자들이 안전자산 선호를 보이는 시장 불안정성이 높은 시기에 주로 관찰되며, 특히 장기간의 약세장에서 벗어나 회복기에 접어들 때 집중된다. 셋째, 위의 시기에 모멘텀 성과와 재무안정성 팩터 성과 사이의 상관관계가 특히 높아지며 재무안정성 팩터 역시 낮은 성과를

보여, 해당 기간 부도위험이 높은 부실기업의 주가수익률 패턴이 주요한 원인이 됨을 시사한다.

OCIO 운용기관은 다양한 팩터 투자 상품을 통해 비교적 낮은 수수료에 분산 투자 효과를 거두면서 수익률 및 투자위험을 관리할 수 있다. 그러나 각 팩터 포트폴리오의 변동성에 집중하여 포트폴리오 위험을 관리하는 경우 자칫 모멘텀 붕괴와 같은 꼬리 위험(tail risk)을 간과하게 된다. 개별 주식시장에 대한 팩터 투자가 가능한 상황에서 해외 주식시장에의 분산 투자를 통해 꼬리 위험을 관리하고자 할 수 있으나, 위의 연구 결과는 모멘텀 붕괴 현상은 여러 나라에서 동시성을 갖고 발생하여 국제 분산 투자를 통해 해결하기 어려움을 보여준다. 또한 모멘텀과 재무안정성 팩터의 수익률 붕괴가 함께 관찰되는 것과 같이 특정 팩터들의 꼬리위험은 높은 상관관계를 가지고 있다. 향후 OCIO 운용기관은 이러한 요인들의 가변성을 종합적으로 고려하여 팩터 투자 포트폴리오에 대한 동적 조정 전략을 수립함으로써 더욱 안정적인 위험관리를 해 나갈 것으로 기대한다.

참 고 문 헌

- Baele, L., G. Bekaert, K. Inghelbrecht, and M. Wei, "Flights to Safety," *Review of Financial Studies* 33, (2020), 689-746.
- Bharath, S. T. and T. Shumway, "Forecasting Default with the Merton Distance to Default Model," *Review of Financial Studies* 21, (2008), 1339-1369.
- Chabot, B., E. Ghysels, and R. Jegannathan, "Momentum Cycles and Limits to Arbitrage - Evidence from Victorian England and Post-Depression US Stock Markets," *NBER Working Paper* 15591, 2009.
- Daniel, K. and T. J. Moskowitz, "Momentum Crashes," *Journal of Financial Economics* 122, (2016), 221-247
- Eisdorfer, A. and E. U. Misirli, "Distressed Stocks in Distressed Times," *Management Science* 66, (2020), 2452-2473.
- Jegadeesh, N. and S. Titman, "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency," *Journal of Finance* 48, (1993), 65-91.
- Kang, C. M., D. Kim, and J. Kim, "Globally Synchronized Mometum Crashes and Flight to Quality," *Working Paper*, 2022.
- Merton, R. C., (1974), "On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates," *Journal of Finance* 29, (1974), 449-470.

OCIO와 비시장전략

강형구*

OCIO가 지금까지의 성과를 계승하고 발전시키기 위해서는 통합전략(Bach and Allen, 2010; Baron, 1995b, 1995a)이 필요하다고 생각된다. 특히 개별 기업 간 출혈 경쟁이 아니라 시장을 키우고, 생산적인 경쟁이 되도록 시장을 디자인하여 생태계 전체를 풍부하게 발전시킬 수 있도록 해야 한다.

통합전략이란 “시장전략, 비시장전략, 그리고 윤리경영 및 CSR을 복합적으로 그리고 체계적으로 구사”하는 것을 말한다.¹⁾ 여기서 시장전략은 비용우위(cost leadership)나 차별화(differentiation)를 추구하여 시장점유율과 이익을 늘리려는 계획이나 행위를 의미한다. 비시장전략은 “시장 외적인 요소, 시장을 둘러싼 요소를 활용하는 행위나 계획”(Moon, 2014)이며 시장의 구조, 규칙, 규모 등에 영향을 주는 이해관계자 관리가 핵심이다. 윤리경영, CSR 등은 학자에 따라 비시장전략에 포함될 수도 있고 아닐 수도 있다. 실무적으로 통합전략은 전략기획실, 홍보부서, 대관부서, 사회책임부서 등을 시너지가 발생하도록 관리하는 체계라고 볼 수 있다. 그렇다면 OCIO 업계는 ‘과연 전략, 홍보, 대관, 사회책임을 포괄하며 전략적인 의사결정과 행위를 하는 통합전략을 구사하고 있는가? 이걸 제일 잘하는 OCIO 플레이어는 누구인가? 이거 못해서 힘들어하고 있는 OCIO 플레이어는 누구인가?’

비시장관련 카카오모빌리티 사례는 시사점이 크다. 카카오는 모빌리티 분야의 선두 주자가 아니었다. 우버와 타다와 같은 강력한 경쟁자들이 존재했다. 그러나 카카오가 모빌리티 분야에 지배적인 플랫폼이 되었다. 그리고 그 이유는 가격이 저렴하거나 제품에 차별성이 있어서, 즉 시장전략 때문이 아니었다. 바로 비시장전략 때문이었다. 소비자들은 오히려 타다나 우버의 퇴출에 부정적이었다. 해당 사업들도 잘되고 있었다. 그런데 카카오 모빌리티는 모빌리티 분야의 강력한 이해관계자들 예를 들어서 택시기사나 정부 등과

논문접수일 : 2022년 11월 29일 논문수정일 : 2022년 12월 12일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일
본고는 강형구 교수가 작성한 논문과 보고서의 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* 교신저자, 한양대학교 파이낸스경영학과 경제학과 교수, E-mail: hyoungkang@hanyanga.c.kr

1) 비시장전략 관련 DBR 151호 문정빈 고려대학교수의 글을 추천한다.

https://dbr.donga.com/article/view/1101/article_no/6387/ac/a_view

단기적 이해를 같이하면서 해당 이해관계자들에 의하여 경쟁자들을 제거할 수 있었고 그 결과 지배적인 플랫폼이 되었다. 이해관계자들은 카카오 모빌리티의 이익과 본인들의 이익이 부합한다는 기대로 기꺼이 카카오 모빌리티가 독점적 플랫폼이 되는 것에 협력한 셈이다. 이러한 측면에서 카카오 모빌리티가 지배적 플랫폼이 된 이후 이해관계자들과의 관계에서 처한 어려움도 이해할 수 있다.

카카오 모빌리티의 강력한 경쟁자들을 대신 제거해주고 카카오 모빌리티가 독점적 플랫폼이 되는 과정에서 이해관계자들이 당연히 카카오 모빌리티에게 기대한 것이 있었을 것이고, 그걸 카카오 모빌리티가 모를 리가 없고, 그래서 정부에서도 카카오 모빌리티에게 택시 산업 재편의 논의 과정에서 주도권을 주었고, 카카오 모빌리티는 그걸 잘 활용했다. 이 모든 과정은 이해관계자들간 합리적 행위의 결과이니 일종의 사회계약(social contract)가 형성된 것이라고 봐야 한다(<https://www.bloter.net/newsView/blt202109150041>).

테크 | 카카오 | 골목상권 | 네이버 | 플랫폼 | 카카오모빌리티 | 상생 | 김범수 | 카카오페이

[카카오 확장 제동]고개 숙인 '공룡' 플랫폼, '네이버'의 길 vs '일방적' 상생안

발행일 2021-09-15 20:40:28



(사진=카카오)

그런데 이제 카카오 모빌리티가 IPO를 앞두고 아마도 주가를 띄우기 위하여 자사 브랜드 블루T택시 서비스를 공격적으로 확대하고, 스마트콜로 사실상 택시비 인상의 효과를 가져오고, 택시기사들에게 별도로 일종의 입장료인 “프로멤버십” 요금을 받기로 했다.

이는 이해관계자들 입장에서는 사회계약에 대한 위반, the breach of the social contract라고 당연히 간주하게 될 것이고 당연히 강하게 저항할 것이다. 카카오 모빌리티는 이 과정에서 가장 소중한 전략적 자산이라고 할 수 있는 기존 이해관계자들과의 사이에서 축적한 암묵적 신뢰, 이해와 같은 사회적 자본에 심각한 손실이 발생할 것이다. 이해관계자들이 카카오 모빌리티가 선을 넘었다고 생각하고 경쟁자들에게 향했던 칼끝을 카카오에 돌린다면 이제 카카오는 어떻게 대응해야 하는가?

이 시점에서 금융을 생각해볼 필요가 있다. 금융은 모빌리티처럼 규제 산업이고, 모빌리티보다 더욱 강력한 이해관계자들이 버티고 있다. 따라서 모빌리티 분야와 마찬가지로, 어찌면 더 심하게, 제대로 된 비시장전략이 없으면 금융에서 성공이 불가능하다. 핀테크, 테크핀 기업들의 현재 상황은 이를 너무나도 잘 보여주고 있다. OCIO도 금융이니 OCIO 산업이 발전하고 OCIO에서 성공하려면 비시장전략이 중요할 수밖에 없다. OCIO 산업을 둘러싼 이해관계자들이 누군지 파악하고 비시장전략과 시장전략을 잘 결합하는 통합전략이 있어야 성공할 수 있다.

그렇다면 우리는 다음과 같은 질문들에 대한 답을 심각하게 고민해야 한다. OCIO 산업의 이해관계자들은 누구인가? 그들의 이해는 무엇인가? 그들은 어떻게 조직화되어 있고 어떤 비시장전략을 사용하고 있는가? OCIO 업계는 타다에 가까운가 아니면 카카오에 가까운가? OCIO 업계의 성공적인 비시장전략은 어떠한 요소들을 갖추고 있어야 하는가? 이해관계자들을 원하는 전략적 방향으로 움직이게 하려면 무엇을 해야 하는가? 지금 OCIO 업계가 지금까지의 성공을 유지하고 여기서 한 단계 더 발전하기 위해서는 우리 모두 같이 비시장전략을 고민해야 할 중요한 시기라고 판단한다.

다시 카카오 모빌리티 사례로 돌아와 보자. 사회적 계약 위반인지 아닌지 논란은 있고, 카카오 모빌리티도 이에 대한 나름의 대응 논리가 있겠으나, 카카오 모빌리티가 비시장도전(nonmarket challenges) 특히 정당성 위기(legitimacy crisis)에 처한 것이 확실하다. 여기에서 카카오 모빌리티의 대응을 살펴보는 것은 OCIO 시사점이 많다.

첫째, 카카오는 상황이 심상치 않다고 판단한 것이 틀림없고, 그 결과 김범수 이사회 의장이 등장할 수밖에 없었다. 둘째, 추가요금을 내면 택시배차 확률을 높여주는 서비스인 ‘스마트호출’을 폐지했다. 셋째, 택시 기사들이 사실상 가입할 수밖에 없는 ‘프로멤버십’ 요금을 月 9만 9,000원에서 3만 9,000원으로 인하하기로 했다. 넷째, 대리운전 중개 수수료 조정, 꽃·간식·샐러드 배달 등 O2O 사업 철수 등을 약속했다. 다섯째, 가맹택시 사업자와의 상생협의회 구성하기로 했다. 그리고 돈을 내기로 했다. 소상공인 지원 등을 명분으로 5년간 3천억 원 규모의 기금을 조성하겠다고 약속했다.

비시장전략 관점에서, 이해관계자 관점에서 카카오의 소위 상생방안을 평가하면 어떨까? 카카오 모빌리티가 카카오T블루와 같은 자사브랜드 택시를 어떻게 할 것인지 논의가 없다. 스마트 호출의 경우 택시 요금 인상은 택시업계의 이해와도 맞아떨어지므로 향후 소비자들의 부담을 증가시키는 방향으로 타협이 이루어질 여지가 많다. 일종의 고객정치 개념인데 나중에 설명한다. 게다가 카카오는 프로멤버십은 계속 진행할 예정이고 이를 통해 카카오 플랫폼의 지배력은 더욱 확대될 것이다.

개인적으로 이해관계자들과 공유가치를 창출하는 새롭고 혁신적인 비즈니스 모형을 제시하지 못한 점이 아쉽다. 즉 혁신이나 비즈니스 모델 변화가 아닌 다른 방향으로 비시장도전을 타개하려는 시도인데 이는 카카오의 역량을 고려할 때 아쉽다.

네이버의 경우 비슷한 비시장도전을 겪은 후 스마트스토어라는 방식으로 전자상거래 시장에서 이해관계자들과 공유가치를 창출하고, 지금은 쿠팡과 아마존 등에 강력한 도전을 받고 있지만 전자상거래 시장에서 리더다. 스마트스토어는 소상공인들이 네이버 블로그에서 물건을 파는 것이라고 생각하면 쉽다. 네이버는 플랫폼만 제공한다. 그 결과 디지털 역량이 부족하고, 관련 인프라 투자가 힘든 소상공인들도 전자상거래를 쉽게 할 수 있었다. 네이버는 DT(digital transformation) 역량이 없는 중소기업들의 전자상거래 OCIO 역할을 한 셈이다. 여기서 “i”는 information도 investment도 될 수 있다. 전자상거래에서의 네이버는 비시장전략에 관한 세계적인 성공사례라고 생각한다. 네이버 파이낸셜을 통한 금융산업에의 진출도 카카오페이와 카카오뱅크와 매우 비교가 된다. 이에 대한 논의는 시간상 생략한다.

카카오와 네이버의 비시장전략 사례는 OCIO업계에 엄청난 시사점을 준다. 바로 비시장도전을 극복하는 비시장전략의 중요한 수단 중의 하나가 혁신이라는 점이다. 여기서 혁신은 새로운 기술일 수도 있고, 이해관계자와의 갈등을 뛰어넘고 오히려 역이용하는 비즈니스 모델 혁신일 수도 있다. 그렇다면 OCIO 업계가 처한 비시장도전을 극복하기 위한 혁신전략은 무엇인가? 물론 혁신전략 수립을 위해서는 OCIO 업계의 비시장도전과 비시장전략을 먼저 고민해야 함은 물론이다.

비시장전략이 무엇인지 다시 정리해보자. 기업이 있고, 그 기업을 둘러싸고 있는 기업의 시장환경이 있고, 시장환경을 둘러싸고 있는 비시장환경이 있다(https://db.donga.com/article/view/1101/article_no/6387/ac/a_view). 기업의 시장환경은 고객, 경쟁업체, 공급업체 등이다. 기업의 비시장환경은 다양하며 이익단체, 정부, NGO, 언론, 시민을 포함한다. 비시장전략은 기업의 비시장환경 요소들과의 전략적인 관계로 지속가능한 경쟁우위를 달성하고자 하는 노력이다(Bach and Allen, 2010).



비시장전략은 네 가지로 보통 이해된다. 첫째, Political Strategy(정치전략)는 대관부서를 통한 공식적 영역이나 NGO 시민 단체 등 사적영역을 타겟으로 한다. 둘째, Legal Strategy(법률전략)은 경쟁자, 사업 장벽에 대한 소송이 좋은 사례다. OCIO 업계 경쟁이 치열한데 소송은 별로 없는 것 같아 다행이다. 셋째, Media Strategy(언론전략)는 자명하다. 넷째, Sustainability Strategy(지속가능성전략)는 환경적, 운영적 지속가능성을 추구하는데 비시장전략과 별개로 취급되기도 한다(Moon, 2014).

이제 퇴직연금을 사례로 비시장전략을 적용해보기로 하자. 왜 퇴직연금 OCIO는 이상적인 형태로 실현되지 않는가? 이걸 이해관계자들의 저항으로 애당초 불가능한 것인가? 아니면 OCIO 업계가 문제를 제대로 접근하지 못하고 있는 건 아닌가?

퇴직연금 시장에서 OCIO가 적극적으로 도입되거나 적어도 연금수혜자들에게 올바른 형태로 디자인되어야 함은 논리적으로나 윤리적으로 매우 명확하다. 그런데 퇴직연금 도입으로 발생하는 이익은 다수가 조금씩 누리고, 비용은 현재 퇴직연금 시장을 장악하고 있는 기관들에 집중되어 있다. 혜택을 보는 다수가 개개인 입장에서 작은 이익이므로 조직화되기 어렵고, 비용을 부담하는 소수는 소수니까 조직화되어 변화를 반대하기는 매우 쉽고 당연하다. 이러한 상황을 타개하는 고전적 정치전략이 “창업형 정치”다. 즉 창업형 선도자가 등장해서 이슈를 제기하고 다수의 동의를 구하는 것이다. 여기에서 당연히

사적인 정치영역에서의 활동이 중요할 수밖에 없고, 이를 통해서 공식적인 정치영역에서 영향을 미칠 수 있다. 기후변화, 환경, 사회운동 등 많은 영역에서 창업형 선도자들의 성공사례를 많이 볼 수 있으니 OCIO 이해관계자들은 이를 참고해야 할 것이다.

결국 OCIO 생태계의 발전을 위해서는 옹호그룹(advocacy group)을 만들거나, 관련 협회 등에 대관업무를 담당하는 조직을 만들거나, 금융소비자들의 이해를 대변하는 NGO 등과 연합하고 그 과정에서 창업형 선도자들을 지원하고 양성하는 활동을 해야 한다. 금융과 핀테크에 관심이 있는 학생들도 많이 있다. 퇴직연금처럼 중요하고 훌륭한 금융 관련 명분을 실현하기 위하여 조직을 만들고 운동을 하는 것도 일종의 창업이다. 틀림없이 이에 관심이 있는 잠재적 창업가가 많이 있을 것이다. OCIO 업계는 이들이 활동할 공간을 만들어주고 지원하기만 하면 된다.

한편 OCIO가 퇴직연금 시장을 장악하기 위해서는 조직 내에서의 지지도 확보해야 한다. 그러나 금융계열사들과의 관계 등 조직 내의 저항도 만만치 않을 것이다. 굳이 퇴직연금이 아니더라도 OCIO라는 업의 특성상 조직 내 다른 부서나 다른 계열사의 비시장 도전을 받을 수밖에 없다. 이를 어떻게 극복할 것인가?

기업들은 보통 강력한 상대방과 협상을 해야만 하는 이해관계자 정치나 사회적 논란이 점화되는 창업형 정치보다는 조용히 진행되는 고객정치가 되도록 이슈를 프레임 하기를 원하게 된다. 바로 퇴직연금의 OCIO화를 반대하는 기관들은 고객정치를 추구하고 있다고 볼 수 있고 이는 지금까지 꽤 성공적이었던 것으로 보인다. 앞서 말했듯이 OCIO 업계는 창업형 정치로 대항해야 하는데 OCIO업계에서 이에 대한 인식 자체가 있는지도 확신이 없다. 퇴직연금 문제가 왜 조용조용 넘어가는지, 어떻게 고객정치가 되고 있는지 스테디를 해야 한다.

비시장전략에서 빼놓을 수 없는 것이 정책옹호집단(advocacy group)이다. OCIO 산업의 성장에 관심이 있다면 빨리 센터, 협회, 학회, 연구원 등 뭐라도 좋으니 OCIO에 특화된 옹호집단을 만들어야 한다. 그래서 옹호집단을 개방형 플랫폼으로 운영하면서 비시장전략 나아가서 통합전략의 요소로 만들어야 한다. 옹호집단의 대표적인 예가 협회인데 OCIO는 그 중요성과 성장가능성, 향후 글로벌화의 가능성까지 고려할 때 협회 또는 이에 준하는 기관이 필요하다. OCIO가 advocacy group이 필요한 이유는 다음과 같다.

첫째, 무임승차자의 문제 해결이다. OCIO 생태계를 발전시키려는 노력에 free riding problem은 당연히 중요한 문제가 된다. 예를 들어보자. 어느 한 기업이 OCIO 산업의 발전을 위해 노력했다고 하자. 여기에는 당연히 비용이 들어간다. 그런데 노력과 비용은 해당 기업이 혼자 부담하지만, 그 결과로 발생하는 혜택은 OCIO의 경쟁자는 물론 시장이

좋아지면서 전에는 관심이 없다가 새로 관심이 생겨서 진입하는 잠재적 경쟁자까지 누리게 된다. 더욱이 그 착한 기업이 OCIO 생태계 발전을 위해 노력하는 동안 경쟁기업은 자기에겐만 좋은 전략을 취하면서 그 착한 기업을 도태시킬 수도 있다. OCIO의 엘리트들이 이 시나리오를 예상하지 못할 리가 없다. 결국 균형에서 OCIO 산업과 생태계를 발전시키려는 노력은 과소 공급되고 모두가 만족스럽지 않게 된다. 이러한 무임승차자 문제 해결을 위한 대표적 솔루션이 바로 조정을 위한 협력 메커니즘(coordination mechanism)이고 비시장전략에서는 정책옹호집단이 그 역할을 한다. 기업들은 옹호집단에 회비 등을 내고 옹호집단은 특정 기업의 이익을 위한 활동이 아닌 산업과 생태계 전체의 발전을 위한 활동과 연구를 하고, 특히 과학적인 연구와 스토리텔링을 기반으로 국회, 중앙정부, 지자체를 설득하기 시작해야 한다. 그러면 모두가 행복해진다. OCIO업계에서는 당장 준비위원회나 TF라도 발족하는 것을 추천한다. 어차피 사적인 비공식적인 모임이 있다. 이를 회비를 걷고 모임을 정례화하면서 진행하면 된다.

둘째, 선택적 편익의 제공이다. 정책옹호집단을 만들어 회원들만을 위한 차별화된 프로그램을 운영할 수 있다. 골프멤버십, 교육프로그램 등이 그 예다. OCIO의 경우 잡서치와 인력확보에 옹호집단을 활용할 수 있다. OCIO 선정 변경시마다 인원이 쉽게 이동할 수 있도록 정보공유 등을 해야 한다. 그래야 회사도 평소 고정비를 줄일 수 있다. 특히, 기금, 공제회, 등에 OCIO 업계 출신들을 보낼 수 있도록 정보를 공유하고 같이 노력할 수 있다. 익명게시판을 만들어 스트레스를 해소하면서 정보를 공유할 수 있을지도 모른다.

셋째, OCIO 옹호집단의 가장 중요한 장점은 도덕적 가치와 인증, 그리고 이로부터 발생하는 연대감이다. 단기 이익을 강조하기 쉬운 기업에서는 도덕적, 윤리, 지속가능성, 사회적 가치 등 고차원적인 목표를 추구하기 힘들다. 그런데 고차원적인 목표를 추구하는 것은 OCIO 생태계 자체의 발전에 중요하다. 그리고 수많은 학술연구에 의하면 어떤 조직의 고차원적인 목표는 해당 조직에 근무하는 사람들에게 만족도, 충성도, 성취감, 자신감을 늘리고 유능한 인재를 끌어올 수 있는 좋은 수단이다. OCIO 옹호집단이 높은 목표 추구하면서 OCIO 종사자들에게 자부심과 연대감을 주면서 사회에 기여해야 한다.

여기서 사회적 가치, 공공의 이익, 지속가능성 등을 추구한다는 인센티브는 비시장전략의 가장 중요한 요소인 명분과도 관련되어 있다. 앞서 비시장전략에서 최근 혁신이 중요하다고 했는데, 명분은 더 고전적이기도 하면서 비시장전략 그 자체라고 할 만큼 중요하다. 명분이 있어야 비시장전략은 물론 궁극적으로 통합전략이 가능하다. 어떤 명분을 가지고 있느냐 그 자체가 경쟁력이다.

삼국지의 영웅들은 왜 천자를 데리고 있으려고 했을까? 천자를 데리고 있으면 비용이 많이 든다. 나름 황궁을 위엄있게 운영해야하고 천자한테 딸린 많은 식구를 먹여 살려야 한다. 천자가 권력의 경쟁자가 되지 않도록 지속적으로 천자와 그 수족들을 모니터링해야 한다. 그럼에도 불구하고 천자를 데리고 있어야 ‘불충한’ 제후들을 호령할 명분을 갖는다. 그리고 마음에 들지 않는 제후들은 불충하다고 정의해주기만 하면 된다. 황제를 섬기려 하는 훌륭한 인재들을 지속적으로 흡수할 수 있는 건 덤이다.

국내는 물론 글로벌 이해관계자들을 설득하는데도 명분이 필요하다. 예를 들어 OCIO에 대하여 사람들이 잘 모르고 사회적 인식도 불확실한 상황에서 선부른 마케팅은 오히려 역풍을 불러올 수 있다. 마케팅을 하는데도 명분이 필요하다. 능력이 있고 새로운 OCIO 인재의 채용도 마찬가지다. 사회적 인식이 뚜렷하지 않은 조직에서 근무하고 싶은 인재는 없을 것이다. 그리고 공무원들을 만나서 시장진입을 허용해달라, 규제를 풀어달라고 할 때도 설득 논리가 필요하다. 어렵고 힘들니까 규제를 풀어달라고 하는 방식으로 접근하는 이익집단들이 많다. 그러나 이렇게 하면 설득이 되기 힘들고, 상대가 오히려 압박처럼 느낄 수 있다. 좋은 명분을 갖추면 오히려 당당하게 혜택을 요구할 수 있다. 보조금, 세금, 각종 규제에서부터 눈에 보이지 않는 도움까지 요청할 수 있다. 일부 시민단체, NGO 등이 기업이나 기관들을 찾아와서 당당하게 돈을 요구할 수 있는 이유는 좋은 목적에 돈을 쓰겠다는 명분이 있기 때문이다. 안 도와주면 나쁜 사람이 될 수 있기 때문이다.

그렇다면 명분을 축적해서 이해관계자들을 설득할 방법은 무엇인가? 다행히도 이에 관해서 학술적인 성과는 많이 축적되어 있다. 그중에서 OCIO 업계에서 적용할 수 있는 제일 쉬운 방법은 아마도 행동강령 혹은 자율규제 코드(Code of conduct)를 활용하는 것이다. 지금도 규제 때문에 사업이 힘든데 또 코드를 만들어서 기업의 활동을 옥죄겠느냐는 질문이 나올 수 있다. 그래서 코드는 자율규제의 형태를 띠어야 한다. 즉 코드 참여는 완전 자유이어야 한다. 코드 참여를 원하지 않으면 코드를 채택하지 않으면 된다. 코드를 채택하면 무엇을 해야 하는가? 코드를 채택한다고 꼭 코드를 준수해야 하는 것도 아니다. 코드 참여를 결정하면 코드를 준수하는 게 기본인데 어쩔 수 없는 상황이면 왜 코드를 준수할 수 없는지 투명하게 설명하면 된다. 즉 준수 혹은 설명(Comply or Explain)의 의무만 지키면 된다.

그러면 코드의 내용은 무엇이 되어야 할까? 코드의 내용은 금융의 윤리와 사회적 책임을 중심으로 하는 것을 권한다. 이에 대한 사례도 많다. 아래 영국과 국내의 스튜어드십 코드 사례를 보면 된다.

예: UK stewardship code

Institutional investors should...

1. publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.
2. have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed.
3. monitor their investee companies.
4. establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value.
5. be willing to act collectively with other investors where appropriate.
6. have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.
7. report periodically on their stewardship and voting activities.

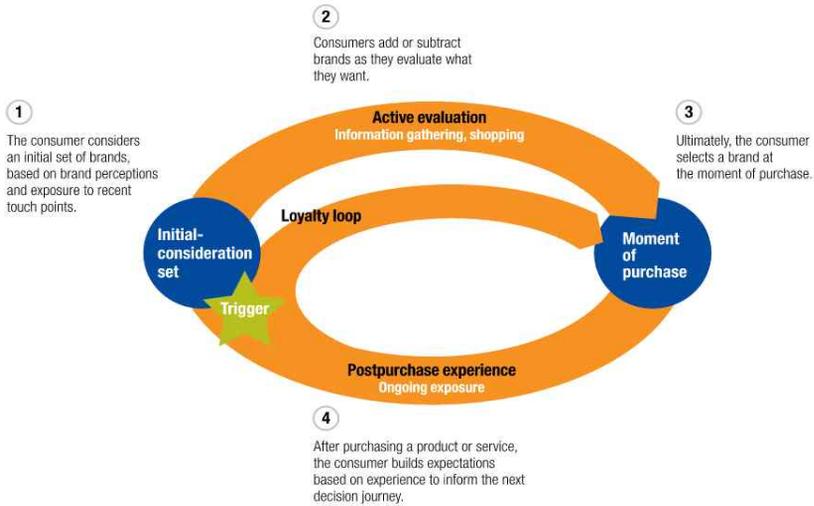
예 2: 대한민국 스튜어드십코드

1. 수탁자 책임 정책 제정 · 공개
2. 이해상충 방지 정책 제정 · 공개
3. 투자대상회사에 대한 지속적인 점검 · 감시
4. 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련
5. 의결권 정책 제정 · 공개, 의결권 행사내역과 그 사유 공개
6. 의결권 행사, 수탁자 책임 이행 활동 보고 · 공개
7. 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량 · 전문성 확보

코드를 채택한 기관들에게는 강력한 혜택을 부여하고 요구할 명분이 생긴다. 퇴직연금, 공공기관 OCIO 활용, 글로벌 진출, 혁신적 실험에 대한 허락, 조직 내에서 더 많은 예산과 인원, 현 OCIO 제도의 문제점 개선, OCIO 선정절차 개선, 갑질 철폐 등을 당당하게 요구할 수 있다. 무엇보다 OCIO 특화 코드를 채택한 OCIO 업계 종사자들의 자부심과 그 브랜드 가치가 올라간다. OCIO에 대한 애정을 가진 학계, 정계, 관계 등도 마찬가지로 혜택을 누릴 수 있다.

다음은 비시장전략의 중요한 수단이면서도 이제는 국가의 운명이 달려 있는 혁신에 대해서 논해보자. 혁신적인 사업계획, 대한민국의 혁신에 어떻게 기여할 수 있는지에 대한 비전이 없다면 OCIO 비시장전략은 실패할 수밖에 없다. OCIO가 추구해야할 혁신의 프레임워크로는 CDJ (consumer decision journey)다(Van Bommel et al., 2014). 사실

CDJ는 디지털 시대 마케팅의 중요한 프레임워크이기도 하다. 그런데 금융에서 OCIO보다 CDJ가 더 중요한 업종은 없다. CDJ가 무엇인지 잠시 살펴보도록 하자.



<https://www.mckinsey.com/business-functions/marketing-and-sales/our-insights/the-consumer-decision-journey>

2009년에 McKinsey는 마케팅에서 고전적인 갈때기 접근방법이 사실상 죽었다고 선언했다. 대신 CDJ (consumer decision journey)를 제안했다. CDJ는 고객이 구매 결정을 내리기 전에 브랜드와 제품에 대해 정보를 확보하고 공유하기 위해 어떻게 테크놀로지를 사용하는지 흥미롭게 묘사한다. CDJ는 4단계로 이루어진 순환 여정이다. 초기 고려 사항; 적극적인 평가 또는 잠재적 구매를 조사하는 과정; 소비자 브랜드 구매; 구매 후 경험으로 이루어진다. McKinsey는 2015년에는 CDJ에 대한 보고서를 다시 내면서 소비자 의사결정이 더욱 가속화되고 기술의 영향이 점점 더 커진다는 점을 강조했다.

그런데 OCIO가 항상 수행하는 것이 CDJ고, 그러니 OCIO의 비시장전략도 CDJ가 될 것이다. 예를 들어 기관투자자와 잠재적 평가위원들을 설득하기 위해서 얼마나 큰 노력을 하고 있는가? OCIO 선정되면 진짜 일은 또 그때부터다. 선정 후 관리와 기금의 로열티 확보가 정말 중요한 일이다. 비시장전략을 고려한 통합전략을 수행하면 이해관계자들 전반에 대한 CDJ가 매우 중요하다.

그런데 OCIO에서 쌓은 CDJ 역량은 조직이 속한 금융기관 전체 입장에서 매우 중요한 자산이다. CDJ처럼 고객의 의사결정에 대하여 전체적인 조망 holistic view가 점점 더

중요해지고 있기 때문이다. 게다가 핀테크 등 금융 혁신의 상당 부분도 바로 CDJ 관점에서 이루어지고 있고, 또 CDJ 관점에서 제대로 이해할 수 있기 때문이다. 금융 CDJ를 예를 들어보자.

소비자가 금융상품에 관심 형성 → 금융상품 관련 인터넷 검색 → 관련 정보 습득 → 유튜브나 인스타그램에서 금융 관련 광고 노출 → 광고 클릭 → 관련 상품 탐색 → 라이브 채팅을 통한 Q&A → 다른 웹사이트에서 소비자 리뷰 숙독 → 웹서핑 과정에서 수시로 금융 광고에 노출 → 이메일로 프로모션 배달 → 금융 상품 주문 → 경험 → 경험에 만족 → 페이스북과 인스타그램에 경험 공유 → 관심있는 지인들이 답글.

여기에는 모조리 인공지능으로 대표되는 혁신 기술이 숨어있다.

- 검색결과: 구글의 랭킹 시스템
- 검색광고: 알고리즘에 의해 자동으로 생성되는 광고주들의 경매 결과
- 방문 웹사이트 내용: 소비자의 프로파일에 의한 맞춤형 콘텐츠(website morphing)
- Q&A: 챗봇
- 소비자 리뷰: 리뷰평가 알고리즘에 의한 강조 콘텐츠 등장
- 광고: 타겟팅 엔진 + real-time bidding (RTB)
- 쿠폰: 개인화된 가격 (가격차별화) (pricing engine)
- SNS Posting: Social listening engine에 의한 수집 → 감성분석과 피드백

우리는 여기에서 중요한 시사점을 얻을 수 있다. OCIO의 혁신은 이해관계자들을 설득할 수 있는 비시장전략의 무기이면서, 각자 금융기관 내에서 혁신을 실험하고 확산시키는 역할도 할 수 있는 것이다. 즉 OCIO는 금융기관 DT의 침병이 될 수 있다. 좀 더 직관적으로 생각해보자. OCIO 서비스를 제공하며 상대하는 (흔히 자산보유자라고 불리우는) 고객들은 그 어느 고객들보다도 그 규모와 요구가 차원이 다르다. 이들에게 제대로 된 서비스를 제공하기 위해서는 전사적인 역량이 필요하고, 디지털 전환 등 가장 앞서있는 금융서비스를 찾거나 개발해야 한다. 그 OCIO의 CDJ 과정에서 금융기관들은 역량을 쌓고 이를 다시 다른 고객들과 서비스 개발에 확산시킬 수 있는 것이다.

만약 OCIO 조직이 금융기관에서 DT의 침병이 된다면 OCIO 직원들은 승진도 빠르고, 조직의 지원과 관심도 더 많이 받고, OCIO 업계를 떠나더라도 갈 곳이 많을 것이고, 핀테크 생태계, 스타트업, VC에도 기여하고 국가경제를 위해서 할 일도 많아질 것이다.

실제 사례가 있다. 바로 BNY Mellon의 마일스톤그룹 인수다. 마일스톤 그룹은 B2B

핀테크 회사인데 OCIO에 대한 pControl이라는 유명한 솔루션을 가지고 있다. OCIO는 포트폴리오 전략에 대한 전문 지식 뿐만 아니라, 행정 역량, 정보처리 등에 관한 후선(back office, middle office) 분야의 능력이 매우 중요하다. 현재 OCIO는 아무나 할 수 없는 비즈니스가 되고 있다. 특히 많은 기관과 이해관계자를 상대하고 요구를 충족하고 이해를 조정하는 통합전략을 위해서는 디지털 역량이 필수다. 그래서 OCIO에 진출하는 기관들은 디지털 기술에도 많은 투자를 하고 있다. 그리고 여기에서 마일스톤그룹의 pControl같은 솔루션이 큰 도움이 된다.

BNY Mellon의 마일스톤 그룹 인수는 시사하는 바가 매우 크다. 디지털 전환에 있어서 기관 고객들과 B2B 핀테크 기술의 중요성이다. 리테일 고객들에 비하여 기관 고객들은 그 규모가 크고, 요구사항이 까다롭고, 전문성도 높다. 따라서 기관 고객들을 위한 경쟁에서 디지털화 될 수 있는 서비스나 아이디어가 이미 개발되고 실험되고 있을 가능성이 크다. 이를 BNY Mellon 리테일 고객 서비스를 포함한 전사적 업무로 확장시키면 자연스럽게 디지털 전환을 달성할 수 있다.

이러한 관점에서 OCIO가 메타버스나 XR (VR+AR) 쪽에도 관심을 가지고 조적을 설득해서 예산을 받아서 선제적으로 실험을 해볼 수 있다. 그 외에도 OCIO가 이해관계자들 사이에서 혁신의 선도자가 될 수 있는 길은 많다.

시장충격모형을 도입하여 기관투자자들이 돈을 아껴줘야 한다. 연 5천 억씩 연기금 국부가 빠져나가고 있는데 이걸 OCIO 입장에서는 엄청난 사업기회다. 물론 여기에 여러 이해관계가 겹쳐있어 이를 사업화하려면 비시장역량이 중요할 것이다.

가장 과학적으로 할 수 있는 전술적 자산운용을 가장 과학적이지 않게 하는 현상도 타개해야 한다. Anomalies라는 개념을 도입하면 이를 쉽게 해결할 수 있고 이미 논문으로도 잘 나와 있다(Han et al., 2020). 위험관리를 넘어서 불확실성 관리를 선도해야 한다. COVID-19는 시작에 불과하다. 기후변화, 양극화, 미중기술경쟁 등 전통적인 위험관리 모형으로는 감당할 수 없는 불확실성이 즐비하다. 이에 대해서 OCIO가 상대해야 할 기관들과 이해관계자들은 아직 아무런 솔루션이 없다. 이는 OCIO에게 기회다. 채권의 전술적 자산운용도 학술적 성과와 무관하게 이루어지고 있는데 Affine Term Structure Model을 도입하여 이를 해결해줄 수 있다(Jang et al., 2021). 파편화되어 있는 VC 생태계, 관련 정부기관들끼리도 경쟁하는 VC 생태계는 OCIO가 “대한민국의 혁신금융생태계에 기여하겠다는 명분과 비시장전략”을 가지고 진입할 수 있는 좋은 시장이다. 새로운 공공기관을 만들거나 법을 크게 바꾸거나 하지 않아도 할 수 있다.

논의를 정리해보자. OCIO 생태계 발전을 위한 비시장전략의 목표와 구현을 마이클 포터의 5 forces 모형으로 이해할 수 있다. 이를 통해서 OCIO 2.0 시대를 열고 세계시장에도 진출할 수 있다고 생각한다. 아래 포터 5 forces를 하나씩 살펴보고 각 대응전략을 보자(Porter, 1985).

- Buyer (investors): OCIO의 성과를 전파 → 공동 미디어 전략과 옹호집단.
- Industry rivalry: 비생산적인 경쟁 지양 → Code of conduct와 금융윤리 선도. 혁신경쟁.
- Substitutes: OCIO 친화적인 제도, 규제, 설득논리 생성 → 옹호집단 + 창업정치
- Suppliers: 내부의 협력, 종사자들의 의욕 증가 및 인재 유인 → OCIO as a Platform
- Entrants: 혁신과 디지털전환 선도 → 글로벌 OCIO

결론적으로 OCIO의 중요성은 갈수록 증가하고 있으나 이에 대한 인식은 생각보다 빠르게 변하고 있지 않다. OCIO 제도가 성숙되어 가면서 금융기관들은 시장에서 어떻게 경쟁자와 경쟁할 것인가에 대해서 각자 전략과 노하우를 쌓아 나가고 있다. 하지만 우리는 OCIO 생태계와 시장을 어떻게 확대할 것인지에 대한 생태계 차원의 고민이 부족하다. 이와 함께 정부, 언론, 대중 등 이해관계자들과 어떻게 전략적으로 관계를 맺고 공동이익을 추구할 수 있을지에 대한 전략이 빠져 있다. 이러한 전략을 찾으려는 노력 자체도 체계적으로 진행되고 있지 않은 것으로 판단된다. 본 연구는 이러한 학계와 실무의 연구 공백을 채우는 것을 목적으로 한다(fill that important gap in the literature). 본 연구는 비시장전략(non-market strategy)이라는 관점을 채택하는 것을 제안한다. 그리고 비시장전략 관점에서

어떻게 OCIO를 경영유행(Abrahamson, 1991, 1996)으로 발전시키고 이를 통하여 관련 생태계와 이해관계자들에게 가치를 창출할 수 있을지를 제안한다.

참 고 문 헌

- Abrahamson, E., “Managerial fads and fashions: The diffusion and rejection of innovations,” *Academy of Management Review*, 16(3), (1991), 586-612.
- Abrahamson, E., “Management fashion,” *Academy of Management Review*, 21(1), (1996), 254-285.
- Bach, D. and D. Allen, “What every CEO needs to know about nonmarket strategy,” *MIT Sloan Management Review*, 51(3), (2010), 41.
- Baron, D. P., “Integrated strategy: Market and nonmarket components,” *California Management Review*, 37(2), (1995a), 47-65.
- Baron, D. P., “The nonmarket strategy system,” *MIT Sloan Management Review*, 37(1), (1995b), 73.
- Han, M., D.-H. Lee, and H.-G. Kang, “Market anomalies in the Korean stock market,” *Journal of Derivatives and Quantitative Studies: Seonmul Yeongu*, 28(2), (2020), 3-50.
- Jang, G.-Y., H.-G. Kang, and D.-J. Lee, “An Extension of the Five-factor Affine Term Structure Model: Predicting Future Bond Returns,” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(6), (2021), 659-689.
- Moon, J. J., “[DBR] 시장 · 비시장 전략은 하나다”, 동아비즈니스리뷰, 2014, https://dbr.dongga.com/article/view/1101/article_no/6387.
- Porter, M. E., *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance* (Illustrated Edition), Free Press, 1985.
- Van Bommel, E., D. Edelman, and K. Ungerman, “Digitizing the consumer decision journey,” *McKinsey Quarterly*, June 2014.

OCIO 시장의 건전한 발전을 위한 제언

김범준*

국내 OCIO 시장은 초기 대형 연기금 중심으로 시장이 형성되었고, 이후 공공기관, 중소형 연기금, 일반법인 등 다양한 주체들이 OCIO를 도입하면서 성장세를 지속하고 있다. 더불어 향후 기금형 퇴직연금, 법인 여유자금, HNW 등 민간영역으로의 확대도 기대된다. OCIO 서비스는 말 그대로 CIO 기능을 아웃소싱한다는 의미로서 고객맞춤형 자산운용서비스라 할 수 있다. 운용목표수립을 위한 자문 및 컨설팅, 자산배분 및 전략, 자산운용, 성과평가 및 위험관리 등 OCIO는 금융회사의 자산운용 관련 모든 역량이 집결된 서비스이다. 따라서 OCIO 사업을 영위하기 위해서는 자산운용 전 과정을 수행하기 위한 인적자원 및 시스템 등 대규모 투자가 필수적이며, 이를 제대로 활용하기 위한 업무프로세스 구축 및 운영에도 충분한 시간이 필요한 것이 사실이다. 그럼에도 불구하고 향후 자산운용시장에서 맞춤형 서비스에 대한 요구가 크게 확대될 것으로 예상된다는 점에서 당사를 포함한 다수의 금융회사들이 OCIO 사업에 뛰어들고 있다. 그러나 국내 OCIO 시장이 커지면서 여러 문제점도 나타나고 있는 것이 사실이며, 이러한 문제점들은 국내 OCIO 시장의 건전한 발전을 저해하는 요인이 되고 있다. 이에 OCIO업계에서 종사하는 일원으로서 OCIO 시장의 참여자들을 수요기관, 경쟁업체, 학계 포함 이해관계자로 구분하여 드리고 싶은 말씀을 전하고자 한다.

가장 먼저 수요기관에 드리고 싶은 말씀이다. 국내 OCIO 시장은 공적 연기금을 중심으로 초기 시장이 형성되면서 이후 공적 연기금의 선정 프로세스가 시장의 표준으로 자리잡았다. 공적 연기금들은 정량평가, 정성평가, 가격평가의 절차를 거쳐 OCIO 사업자를 선정하는 것이 일반적이며, 이후 OCIO를 도입한 공공기관, 대학법인, 일반법인 등이 이러한 절차를 준용하고 있다. 이러한 계약 절차는 국가계약법 및 기획재정부 계약예규에 근거한 평가방식으로서 공적 연기금 및 공공기관은 이를 따를 수밖에 없기 때문에 평가방식을

논문접수일 : 2022년 11월 29일 논문수정일 : 2022년 12월 12일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일
본고는 김범준 본부장의 토론자료와 기고문의 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* 교신저자, 신한투자증권 OCIO본부 본부장, E-mail: bjkim@shinhan.com

변경하는 것은 어렵다고 생각하지만 공정한 평가가 이루어지고 있는지를 살펴볼 필요는 있다고 생각한다. 먼저 정량평가 항목이 OCIO 사업 역량을 적정하게 측정할 수 있는가에 대해 의문이 있는 것이 사실이다. 수요기관의 위탁자금을 운용할 전담조직 또는 OCIO 조직의 운용성과 및 역량이 중요한데도 전사인력, 랩잔고, 펀드판매잔고와 같이 회사의 규모와 연계된 지표들을 주요 평가지표로 활용하고 있다는 점에서 OCIO 사업 역량을 더욱 정확하게 측정할 수 있는 지표들에 대한 고민이 필요하다. 이에 업계와 학계가 공동으로 연구해서 가이드라인을 만들기 위해 노력할 필요가 있을 것으로 생각한다. 다음으로 정성평가의 경우에는 전문가의 주관적인 판단 영역이라는 점에서 평가자의 의사를 존중하지만 업계의 발전을 위해 판단 근거에 대한 정보가 보다 폭넓게 공개될 필요가 있다고 생각한다. 현재는 정성평가 점수만 공개되고 있어 업계 입장에서 상대적으로 어떤 부분이 부족한지 또는 어떤 부분은 우수했는지 등에 대한 정보를 확인하기 어려운 것이 사실이다. 따라서 정성평가를 담당하시는 평가위원께서 점수 부여 근거를 작성해주시고 이것이 참여 업체에 피드백 된다면 업계 전체적인 OCIO 역량 강화에 큰 도움이 될 것이라 생각한다. 물론 평가하신 분들의 익명성도 보장되어야 할 것이므로, 익명으로라도 관련 정보가 공개되었으면 하는 바람이다. 마지막으로 가격평가의 경우 조달청 방식을 따르지 않는 경우는 입찰 방식의 평가는 지양하거나 수요기관이 가격을 지정하는 방식이 적절하다고 생각한다. OCIO 시장의 경쟁이 격화되다 보니 중소형 OCIO 입찰에 대해서도 원가에도 미치지 못하는 보수율을 제시하는 경우가 빈번하게 나타나고 있다. 이에 조달청 방식을 따르지 않는 경우의 보수율에 대해서는 수요기관이 기준보수율을 제시하는 방식으로 가이드라인이 필요할 것으로 생각한다.

다음은 경쟁업체에 드리고 싶은 말씀이다. 현재 OCIO 업계는 내실을 기하기 보다는 외형적 성장만을 추구하는 것처럼 보인다. 최근에는 대형 공적 연기금 입찰 기회가 많지 않고 이조차 증권사 및 운용사 중 업권을 특정하여 선정하는 사례도 많아 OCIO 참여기회가 많지 않다 보니 업계에서 이에 대한 대안으로 일반고객으로 OCIO 서비스를 확장하여 자금을 유치하고 트랙 레코드를 쌓아보려는 움직임도 있는 것으로 보인다. 문제는 OCIO 라는 이름으로 자금을 유치했으면서도 전담조직이나 인력도 제대로 갖추지 않고 단순히 자산배분안을 담은 랩이나 펀드를 딜리버리하고 마는 경우가 많다는 것이다. 일반고객들이 제대로 된 OCIO 서비스를 받지 못하고 OCIO 서비스를 랩이나 펀드와 동일하게 인식하게 되면 향후 OCIO 시장이 크게 확대될 것으로 기대했던 업계의 희망도 물거품이 될 수 있다. OCIO는 자산운용과 관련된 포괄적인 서비스를 고객맞춤형으로 제공하는 서비스라는 점에서 업계 전체적으로 OCIO 서비스 역량을 강화하고 OCIO 시장의 경쟁에 있어

외형보다는 역량을 중심으로 경쟁하는 문화가 형성되기를 바란다.

마지막으로 학계 및 이해관계자 분들께 드리고 싶은 말씀이다. 학계 및 이해관계자 분들께서는 기금의 자산운용위원회, 리스크관리위원회, 성과평가위원회 등에 위원으로 참여하고 계시고, OCIO 선정위원으로 활동하시거나 OCIO 시장의 발전을 위한 다양한 연구 활동도 병행하고 계신다. 따라서 누구보다 기금과 OCIO에 대해 잘 알고 계시며, 국내 OCIO 시장의 문제점과 개선방향에 대해서도 잘 알고 계신다고 생각한다. 업계도 OCIO 생태계의 건전한 발전을 위해 노력하고 있지만 공정한 기회 확대와 본질적인 역량 확보는 업계만의 노력으로는 한계가 있는 것이 사실이다. 이에 학계 및 이해관계자 분들께서 OCIO 생태계의 건전한 발전을 위해 업계와 기금 모두에게 개선과 질책의 목소리를 더 내주실 것을 부탁드립니다. 국내 OCIO 시장의 다양한 문제점들에 대해 현실에서 개선이 쉽지 않기 때문에 관련 사항에 대해 가장 잘 알고 계시는 학계 및 이해관계자 분들이 보다 적극적으로 의견을 개진해 주실 것을 다시 한 번 부탁드립니다. 업계도 이를 바탕으로 OCIO 시장의 건전한 발전에 기여할 수 있도록 최선의 노력을 다하겠다는 말씀을 드린다.

한국 OCIO 시장 발전을 위한 제언

류두원*

현대 사회에서 개인의 자산을 누가 관리하는지를 결정하는 것은 개인이 결정할 일이며, 특별한 상황이 아니면 개인이 자산관리자를 정하는 것에 대하여 외부에서 가타부타할 문제는 아니라고 할 수 있다. 그러나 정부기관이나 공공기관의 경우에는 이와는 전혀 다른 차원의 문제이다. 최근에 많은 기관이 OCIO(outsourced chief investment officer: OCIO)¹⁾ 즉, 외부 전문기관에 자산운용을 맡기고 있다. 예를 들어, 고용노동부의 경우 고용보험기금은 한국투자증권, 산재보험기금은 삼성자산운용으로 주간운용사를 선정하여 기금을 관리하고 있으며, 2021년도 기준 고용보험기금은 5조 8,188억 원, 산재보험기금은 22조 3,654억 원에 달하는 엄청난 규모의 금액이다.²⁾ 고용노동부에 따르면, 고용보험기금과 산재보험기금의 기존 자산운용체계는 11개사에 달하는 증권사에 자금을 분산하여 위탁 운영하였으나, 효율적 자산운용 등을 위하여 현재의 전담자산운용제도를 도입하게 되었다고 설명하고 있다. 적절한 변화라고 볼 수 있으나, 하나의 주간OCIO가 관리하기에는 너무 큰 규모의 기금이라는 생각이 든다. 물론, 주간 OCIO가 하위 OCIO를 선정하여 기금을 운용하는 형태로 이루어지기는 하지만, 적어도 두 개 이상을 선정하여 경쟁력을 재고시키는 한편, 위험관리의 입장에서 유리할 것으로 보인다.

문제는 2022년 8월 기준 국내 OCIO 시장의 규모는 130조로 추산되는데,³⁾ 소수의 OCIO가 시장을 장악하고 있다는 데 있다. 이와 같은 과점 시장 형태가 지속되면 시장 경쟁이 저하되어 OCIO 시장 전체의 발전에 제동이 걸릴 것으로 우려된다. 그러므로, 현재 상황에서는 일시적으로 정부 부처, 공기업 등이 OCIO를 이용할 때에 다음과 같은 몇 가지 규정을 두어야 할 것을 제안한다.

첫째, 기금 규모에 따라 최소 선정에서는 여러 개의 주간OCIO를 선정하고, 중간보고

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

* 교신저자, 국민대학교 교양대학 조교수, E-mail: lyucreon@kookmin.ac.kr

1) 본 논고에서는 서술과 가독성을 위하여 OCIO 시장에 참여하는 증권사, 자산운용사 등을 모두 OCIO로 칭합니다.

2) 고용노동부 홈페이지 정보공개

3) 남재우(2022) 자본시장연구원 이슈보고서 22-22 'OCIO 시장 성장 가능성과 완전위임 확대 필요성.'

(점검)를 통하여 실적이 가장 좋지 않은 OCIO를 우수한 잠재력을 갖춘 OCIO가 대체하도록 하거나, 가장 우수한 OCIO로 축소 운영할 수 있도록 하는 규정이 필요하다. 둘째, 기간에 따라 새롭게 조성된 기금은 새로운 선정과정을 거쳐서 새로운 주간OCIO를 선정하여 운용되도록 하여야 한다. 셋째, 계열사 등 특수관계에 있는 OCIO들은 앞에서 제시한 제한을 받게 해야 한다. 그렇지 않은 경우, OCIO가 계열사를 운용하여 제한이 유명무실해질 수 있기 때문이다. 넷째, 전체 기금의 특정 비율을 중소 OCIO가 운용하도록 배정할 것을 의무화할 필요가 있다. 정부 부처 기금의 특성상 적은 비율이라고 하더라도 엄청나게 큰 자금이므로, 이러한 자금들을 중소 OCIO에게 운용될 수 있도록 하여, 시장 효율성을 제고시킬 수 있을 것으로 보인다.

실제 규정을 정하는 데 있어서 필요한 정확한 수치와 비율 등은 심도 있는 논의와 각 전문가의 의견을 취합하고, 업계와 정부기관의 협조와 협의를 통하여 정해져야 할 것이지만, 이해를 돕기 위해 간단하고 구체적인 예시를 제시한다. (1) 최초 선정시 각 기금의 규모에 따라 다음과 같은 제한을 따른다. 1조 이하: 1개 이상의 주간OCIO, 1조 초과 10조 이하: 최소 2개의 주간OCIO, 10조 초과: 최소 3개 이상의 주간OCIO. 또한 복수의 주간OCIO를 선정하는 경우 중간보고를 통하여 경우에 따라, 기준에 미치지 못하는 OCIO를 제외시키고 새로운 OCIO를 선정할 수 있다. (2) 새롭게 조성된 기금은 새로운 주간OCIO를 선정해야 하며, 5년 단위로 진행한다. 단, 기존의 기금을 담당했던 우수 주간OCIO의 경우에는 새롭게 조성된 기금 일부의 주간OCIO를 겸할 수 있으며, 기존 기금을 운용하다가 기준에 미달하여 제외된 OCIO는 운용기금 규모의 제한을 받는다. 셋째, 특수 관계에 있는 OCIO는 (1), (2)의 제한을 받는다. 편법을 사용하여 (1), (2)의 제한을 회피하지 못하게 하기 위함이다. (4) 1조를 초과하는 기금이 OCIO를 통해 운용되는 경우, 0.1% 이상의 금액을 소규모 OCIO 10개 이상이 운용하도록 해야 한다(선정된 주간OCIO가 지정 가능).

기금관리주체나 기금사업 주관 부처는 당연히 경험이 많고 대규모 자금을 안정적으로 관리해본 주간OCIO를 선정하기를 원할 것이다. 마치, 기업에서 신입보다는 경력직을 선호하는 것이 바로 가용한 인력이기 때문에 합리적이라고 하고, 환자가 병원에서 경험이 부족한 수련의에게 진료를 받기보다는 교수에게 진료를 받기를 원하듯이 말이다. 그런데 이러한 합리적인 선택과 선호는 모두 다 경력직만을 원하다 보니, 신입 인력이 경험을 쌓을 수가 없어서 버리게 되어 우리나라에서 큰 사회문제로 다가오게 되었다. 그러다 보니 경험을 쌓을 수 있도록 해준다는 대학생 인턴이라는 핑계로 급여도 주지 않고 노동력을 착취하면서 기회를 주었다는 것에 고마워해야 하고, 그나마도 여러 인맥과 정보를 총동원하여 취업을 위한 인턴선발 전쟁을 하는 안타까운 현실이다.

앞서 언급한 바와 같이 공적기금은 규모도 그 성격도, 개인의 자금과는 다르며, 개인이나 특정 집단의 사적이익을 극대화하기 위한 도구로 이용되어서는 아니 된다. 또한, 최근의 ESG(environmental, social, governance) 투자의 흐름에 맞게, 자금의 안정적인 관리를 위한 운영은 대형 OCIO에 맡김과 동시에 소규모 OCIO를 자리 잡을 수 있도록 하는 것이 중요하다. OCIO 시장 전체의 파이를 키워나갈 수 있도록 하는 적절한 규정을 위한 논의가 지속적으로 이루어지고 제시된다면, 국내 OCIO 시장이 올바르게 성장하여 장기적으로 대형OCIO와 신진OCIO, 그리고 새롭게 자본시장에 뛰어드는 후발주자들까지 모두에게 이익이 될 수 있으며, 사회전체에 긍정적인 영향을 주는 제도로 자리 잡을 것으로 보인다. 국내 OCIO 시장은 규모나 기간을 고려하면, 아직은 초기단계이기 때문에 시장이 왜곡되지 않도록 소규모 신진 OCIO의 진입장벽을 낮추고 보호하는 정책을 시행하고, 시장이 성장하는 속도와 규모에 따라서 지속적으로 규정을 완화하는 정책을 시행하는 것이 필요함을 제안하는 바이다.

OCIO에 관한 이론연구 검토

류두진* · 박대현**

〈요 약〉

본 소고는 국내 OCIO(outsourced chief investment officer) 시장을 경제학적으로 분석한 최신이론연구 다섯 편을 세 가지 대주제로 분류하여 요약하고 정리한다. 첫 번째 주제는 OCIO 시장의 대리인 문제이다. 대리인 문제는 위탁자산운용의 오랜 연구주제로, 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. 서론

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 투자풀에서 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 운용성과가 해외에 비해 낮다는 점을 지적하고, 낮은 수익성과가 국내 OCIO 시장에 대리인 문제라고 말한다. 그러나 OCIO의 수익성과에 과도한 인센티브(incentive)를 부여하면, 위탁자인 기금의 의도와 다르게 위험한 투자를 할 가능성이 있다. 이에 따라 이들은 OCIO의 대리인 문제를 수익성과와 위험관리성과에서 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 위험관리성과와 무관하게 OCIO와 재계약하게 된다.

분석 결과, 계약기간을 늘려주는 방식으로 OCIO의 수익성과를 늘려주고, 그에 따라 인센티브가 증가했을 때, 그에 맞는 수준으로 기금의 전문성이 확보되지 않으면 대리인 문제가 발생할 수 있다. 이러한 결과는 OCIO의 수익성과를 높이기 위해 인센티브를 제공하는 것이 위험관리성과의 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 기대효용을 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 통한 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.

퇴직연금과 OCIO

박희진*

〈요 약〉

자본시장의 변동성과 불확실성 증가로 OCIO 시장에 대한 수요가 증가하고 있다. 또한 최근의 ‘근로자퇴직급여보장법’ 개정으로 적립금운용위원회 구성과 적립금운용계획서 작성이 의무화되고, ‘중소기업퇴직연금기금제도’가 도입되면서, OCIO 서비스의 퇴직연금 시장 도입에 관한 관심이 증대하고 있다. OCIO 도입을 통해 퇴직연금 수탁자는 전문적이고 체계적인 자산운용 체계를 구축할 수 있으며, 효과적인 위험관리를 실행하는 동시에 부족한 내부자원 문제와 수탁자 위험(fiduciary risk)을 완화할 수 있을 것이다.

주제어 : OCIO, 퇴직연금, 수탁자책임

저성장으로 인한 기대수익률의 저하, 자본시장의 변동성과 불확실성 증가, 투자 실행 및 관리의 복잡성, 부족한 내부자원 등으로 Outsourced Chief Investment Officer(OCIO)에 대한 관심이 증가하고 있다. Pensions & Investments¹⁾에 따르면 2022년 3월 말 기준 글로벌 OCIO 시장의 규모는 약 \$2.66조로 추산되며, 이는 2017년에 비해서 86.1% 증가한 수치이다.²⁾ 특히, COVID-19 위기는 전통적인 컨설팅 패러다임에서는 복잡하고 빠른 투자환경 변화에 대처하기 어려움을 깨닫는 계기를 제공했다. 예를 들어, 자산배분 변경을 승인하기 위해서 분기별 투자위원회 등을 개최해야 하는 전통적인 위탁 운용에 따른 의사결정 방식으로는 COVID-19 이후 더욱 커진 변동성을 대처하는 데 한계가 있다는 사실을 인지하게 된 것이다. 또한 OCIO는 포트폴리오 변동성뿐만 아니라 유동성과 리포팅까지 포함하는 포괄적인 총체적인 위험관리가 가능하다는 점도 OCIO 수요가 증가하는 이유로 들 수 있다.

미국 등 글로벌 OCIO 시장은 개인 고액자산가를 중심으로 발달하여 사적 연기금과

논문접수일 : 2022년 11월 28일 논문수정일 : 2022년 12월 5일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일

본고의 일부 내용은 박희진(2022)에서 발췌했다.

* 부산대학교 경영학과 조교수 E-mail: dioripic@pusan.ac.kr

1) 2022년 6월 7일자.

2) Chestnut의 보고서에 의하면 2026년 말까지 OCIO 자산규모는 \$4.15조까지 증가가 예상되는 등 지난 5년간 OCIO 연간성장률은 11%를 상회한다.

대학기금 등으로 확대되어 성장했다. 이에 반해 우리나라의 경우는 공적기금을 필두로 OCIO를 선택하고 있으며, 최근 공공기관, 대학기금, 민간기업 등으로 확산되고 있다. 특히, 향후 OCIO 시장 확대의 기폭제가 될 수 있다는 국내 퇴직연금 규모는 2021년 말 기준 296조 원으로 이 중 58%가 확정급여형(Defined Benefit Plans: DB형)이며, DB형 적립금의 95.2%가 정기예금 등 원리금 보장형 상품에 편중되어 있다.³⁾ 하지만 2022년 4월 14일부터 시행된 ‘근로자 퇴직급여 보장법(근퇴법)’ 개정으로, 상시 근로자 300인 이상 기업은 적립금운용위원회를 구성하고 적립금운용계획서(Investment Policy Statement: 이하 IPS) 작성이 의무화되는 만큼 DB형 퇴직연금 적립금을 OCIO 형태로 운용하는 것을 고려하는 기업들이 증가하고 있다. 더구나 사용자가 외부 수탁법인을 설치하여 신탁을 설정해 적립금 운용하는 기금형 지배구조가 향후 도입된다면 국내 OCIO는 퇴직연금시장을 중심으로 본격적으로 성장할 것으로 예상된다. 특히, 기금형 퇴직연금 도입은 중소형 규모의 운용자급에 대한 OCIO 시장 활성화의 기폭제가 되어서, 대형규모의 공적기금에 대해서 소수의 대형 운용사가 과점하고 있는 국내 OCIO 시장에 큰 변화를 불러일으킬 것으로 기대된다.

또한 2022년 4월부터 시행된 근퇴법 개정안에는 30인 이하 중소기업 사용자와 근로자가 납입한 부담금으로 근로복지공단이 공동의 기금을 조성·운영해 근로자에게 퇴직급여를 지급하는 공적기금인 ‘중소기업퇴직연금기금제도’의 시행이 포함되어 있다. 동기금은 DC형이지만 IPS를 설정하고 운영위원회의 심의·의결에 의해서 pooling에 적립금이 외부 위탁기관에 의해서 운용된다는 점에서 향후 도입이 예상되는 기금형 지배구조의 축소판이라고 볼 수 있다. 즉 ‘중소기업퇴직연금기금’은 국내 OCIO 시장에 처음으로 도입되는 제도인 만큼 동기금의 성공 여부에 따라서 기금형 지배구조 도입 시기가 좌우될 수도 있다는 점에서 상당한 의미가 있다.

해외의 퇴직연금에서 OCIO는 전통적으로 DB형을 중심으로 발전해왔다. 하지만 최근 DC형에서 OCIO 대한 수요가 증가하고 있다. Pension&Investment⁴⁾에 의하면 글로벌 OCIO 시장의 2/3를 차지하는 미국 DC형 연금의 OCIO 운용규모는 2021년 기준으로 연간 54.8% 증가했는데, 이는 미국 전체 DC형 연금자산의 15%를 차지한다. PGIM의 2021년 보고서에 따르면 DC형 사용자가 OCIO를 채택하는 이유는 다양하겠지만, 주로 사용자의 시간적 제약과 한정된 자원 그리고 수탁자의 의무와 책임에 대한 우려이다.

DC형에서 근로자의 최종 연금 가치는 투자옵션의 성과, 연금 서비스 제공자에 지급되는

3) 이는 대다수 기업에서 퇴직연금 적립금 운용을 재무팀이나 인사팀 직원에게 맡기고 있기 때문이다.

4) 2021년 6월 28일자

수수료와 비용, 연금제도가 관리되는 방식 등 수탁자가 통제하는 요소에 의해서 주로 결정된다. 따라서 수탁자는 가입자 최종 연금 가치 향상을 위해서 이런 여러 가지 요소들을 충실하고 신의성실하게 관리해야 하는 수탁자의 의무(fiduciary duties)를 지닌다. 하지만 수탁자 대부분은 이런 DC형 가입자의 정교화 된 니즈를 맞추는 데 필요한 전문인력과 시스템 등 내부자원이 절대적으로 부족하다. 이와 관련해 미국은 2015년 이후 DC형 연금의 수탁자 위반(breach of fiduciary duties)과 관련해서 200건 이상의 소송이 제기되었으며, 2020년에는 한 해 동안 90건의 소송이 발생했다(Chambers, 2021). 소송의 주요 원인으로는 가입자를 위한 적절한 투자옵션 미제공, 과도한 수수료 부과, 부적정한 퇴직연금사업자 선정, 가입자 교육 미실시, 통지 및 보고의무 누락 등을 들 수 있다. 하지만 사실상 수탁자가 DC형 연금에 영향을 미치는 모든 요인을 제대로 통제하고 관리하는 것은 현실적으로 쉽지 않다. 따라서 퇴직연금에서 수탁자는 OCIO 도입을 통해서 전문적이고 체계적인 자산운용 체계 구축과 효과적인 위험관리를 실행하는 동시에 부족한 내부자원 문제와 수탁자 위험(fiduciary risk)을 완화할 수 있을 것이다. 이 밖에도 OCIO는 DC형 투자메뉴 디자인, 연금서비스 제공자 검토, 가입자에 대한 금융교육, 제도 관리 지원과 가입자 커뮤니케이션 등에 대한 서비스 등 자산운용 이외의 다양한 서비스도 제공할 수 있을 것이라 기대한다. 이를 통해 수탁자는 적립금에 대한 자산배분 등 보다 중요한 이슈에 집중해 근로자 최종 연금가치 향상과 노후 소득 마련에 기여할 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- 박희진, *확정기여형 퇴직연금제도와 디폴트옵션(OCIO 자산운용 - OCIO와 퇴직연금)*, 미래에셋자산운용, 2022.
- Chamber, J., *ERISA Litigation in Defined Contribution Plans: Background, History Current Status, and Risk Management Technique*, 2021.
- Chesnut Advisory Grup, *The Widespread Impact of OCIO Growth*, 2021.
- GGIM, *The Evolving Defined Contribution Landscape: The Expanding Role of OCIOs*, 2021.
- Pensions and Investments, *OCIO and mass customization* (Special Report: CIO Outsourcing, June 28), 2021.
- Pensions and Investments, *Volatile markets, growing complexity underscore demand for OCIO* (June 7), 2022.

자산 수익률에 대한 경험적 확률분포를 이용한 포트폴리오 운용 방안

빈기범*

〈요 약〉

자산수익률을 수리적, 통계적으로 모형화하기 위해 정규분포가 종종 사용된다. 각종 확률분포 중 정규분포가 가장 친숙한 탓이다. 하지만, 두터운 꼬리로 잘 알려져 있듯, 정규분포는 자산수익률 또는 증권수익률의 분포로 활용하기에는 꼬리가 과도하게 얇고 이에 자산 또는 증권 가격 변동의 위험을 과소평가한다. 또한, n 개의 자산으로 구성되는 포트폴리오의 수익률이 정규분포를 따르려면, n 개 자산의 확률분포는 n -변량 정규분포여야 하는데, 이러한 다변량 정규분포에 대한 이해가 쉬운 일도 아니다.

본고에서는 관찰한 수익률 데이터를 있는 그대로를 그 확률분포로 보는 방법을 제안한다. 통계학적으로는 비모수적 방법론이다. 그러한 확률분포는 특별한 이름은 없지만 히스토그램으로 그 분포를 편향 없이 나타낼 수 있고, 히스토그램이 곧 그 변수의 확률밀도함수가 된다. 여러 자산 수익률에 대해서도 결합적으로 관찰된 수익률 데이터를 그대로 결합확률분포로 보면 된다. 물론, 3개 이상 변수에 대해서는 그 히스토그램이 시각적으로 그려지지 않는다는.

본고에서는 4개 자산으로 구성되는 포트폴리오를 운용함에 있어 4개 자산에 대한 최적 가중치를 정하는 문제를 다룬다. 이때 4개 자산에 대해서 과거에 관찰된 수익률 데이터를 있는 그대로 결합확률분포로 활용한다. 매 의사결정 시점에 적용하는 최적 가중치 선정의 기준은 표준편차 최소화, 평균수익률 최대화, VaR 최소화, 샤프비율 최대화 등 다양할 수 있다. 이들 여러 가지 기준에 대해서 포트폴리오의 운용을 시뮬레이션하여 결과를 비교한다.

주제어 : 확률분포, 정규분포, 다변량 정규분포, 히스토그램, 포트폴리오 운용

무위험 자산·증권을 제외하면, 어느 자산이나 현재 시점으로부터 미래 특정 시점까지의 수익률은 확률변수(random variable)이다. 사전적으로는 어떤 수익률이 실현될지 알 수

논문접수일 : 2022년 11월 30일 논문수정일 : 2022년 12월 12일 논문에재확정일 : 2022년 12월 15일
본고는 김누리·빈기범(2021)의 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* 명지대학교 경제학과 교수, E-mail: bink1@mju.ac.kr

없고 미래 그 시점까지 가 보아야 수익률이 사후적으로 하나의 값으로 실현된다. 이러한 수익률을 확률변수로 보는 것은 타당하며, 통상 정규분포를 여기에 가져다 쓰는 경우가 많다. 금융경제학에서도 자산 수익률은 종종 정규분포를 이용하여 모형화된다. 기하적 브라운 운동(geometric Brownian motion)이 그 대표적인 사례이다. 정규분포를 전제할 때 자산 또는 포트폴리오 수익률에 대한 이해가 쉬울 수 있고, 변동성, VaR, ES(expected shortfall) 등의 계산도 빠르고 편리할 수 있다. 또한, 무한히 많은 확률분포 중에서 정규분포가 정규라는 용어가 주는 뉘앙스 탓도 있지만 가장 많이 접하는 친근한 확률분포이다. 평균 주변에서 실현될 확률이 높고 거기서 멀어질수록 대칭적으로 확률이 감소하는 정규분포의 특성은 자산 수익률 묘사에도 부합될 수 있다.

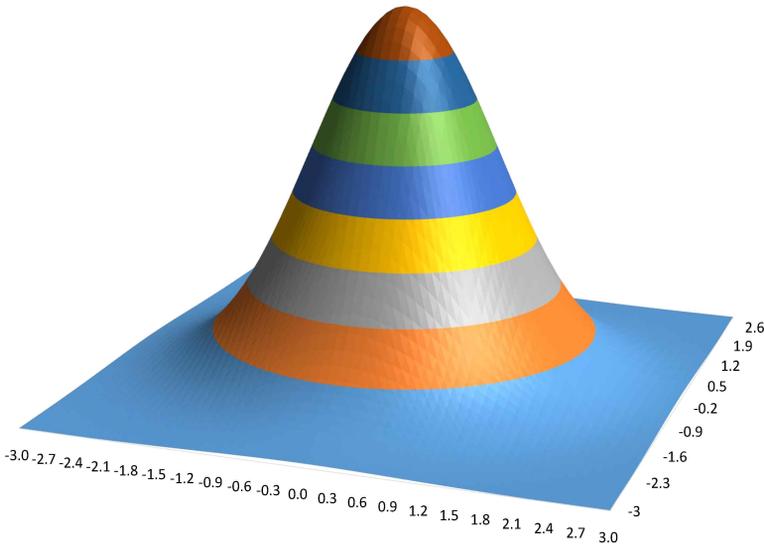
하지만, 자산 수익률을 정규분포로 모형화하는 것은 여러 가지로 단점이 많다. 첫째로, 잘 알려진 대로 자산 수익률 분포의 꼬리는 두껍기 마련인데(fat tail), 정규분포의 꼬리는 극단적으로 얇다. 실제로 정규분포의 꼬리는 통상적으로 이해되는 것 이상으로 얇다. 예를 들어, 정규분포에서는 평균으로부터 3 표준편차 바깥의 확률면적이 0.3%에 불과하다. 즉, 3/1000이다. 그러한 극단적으로 높거나 낮은 수익률은 폭등 또는 폭락을 의미하는데, 정규분포는 그러한 폭등·폭락이 1,000 거래일 중 3일 정도 발생함을 시사한다. 1,000 거래일이면 4년이다. 주식의 경우라면 폭등·폭락이 4년에 겨우 3번 정도의 빈도로 발생하지 않는다. 1년에도 여러 차례 발생한다. 결국 정규분포는 자산 수익률의 꼬리 위험을 크게 과소평가한다. 그 결과 VaR이나 ES도 과소 추정된다.

둘째, 자산 수익률은 그 자산이 무한책임증권이 아닌 한 최악의 수익률은 -100%이다. 이는 자산 구입에 들어간 비용 전액을 모두 날리는 경우이다. -100% 그 이하의 수익률이 나올 수는 없다. 반면, 정규분포는 $-\infty$ 에서부터 ∞ 까지 모든 실수가 가능하다. 다만, 수익률을 로그 수익률로 계산할 경우에는 -100% 이하의 수익률도 가능하다.

셋째, 정규분포는 자주 쓰이지만, 결코 쉽지 않은 확률분포이다. 일단 연속확률분포의 개념부터 쉽지 않다. 확률밀도함수로 그 분포를 묘사하는데 확률밀도가 확률은 아니다. 밀도함수의 식도 간단하지 않다. 미적분을 써야 여러 가지 계산이 가능하다. $-\infty$ 에서부터 ∞ 까지 모든 실수가 가능한 분포이므로 우리가 현실에서 그러한 분포를 갖는 모집단이든 표본이든 관찰할 수 있는 경우는 발생할 수 없다. 연속확률분포는 단지 우리 사고 체계 속의 이론적인 분포일 뿐이다. 나아가, n 개 자산으로 구성된 포트폴리오 수익률이 정규분포를 따르려면, n 개 자산의 수익률은 n -변량 정규분포(n -variate normal distribution)를 따라야 한다. 우리에게 잘 알려져 쉽다고 느끼는 정규분포는 일변량 정규분포일 뿐이다. 포트폴리오 수익률은 일변량이므로 이를 일변량 정규분포로 전제하는 것인데,

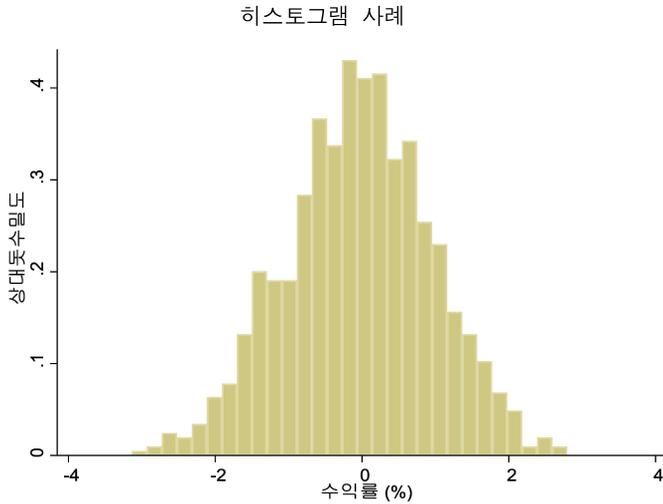
그 이면에는 포트폴리오를 구성하는 n 개 자산 수익률의 결합분포(joint distribution)가 n -변량 정규분포임을 가정하고 있는 것이다. 이 경우, 많은 계산에서 n 중 적분(n -tuple integral)까지 해야 한다.

이변량 정규분포의 밀도함수 그래프 사례



정리하면, 우리가 수익률의 확률분포로 흔히 사용해 오던 정규분포는 쉽지 않은 확률분포일 뿐만 아니라 수익률의 양태를 제대로 묘사하기 어려운 확률분포이다.

그렇다면, 정규분포가 아니며 어떠한 확률분포를 사용해야 하는가? 정규분포든 다른 이름을 가진 분포든 어떤 특정 분포를 사용하려 애쓸 필요가 없다. 우리가 관찰한 자료 그대로 경험적 분포를 특별한 가정이나 전제를 붙이지 말고 최대한 있는 그대로 사용하면 된다. 이를 통계학에서는 흔히 비모수적(non-parametric) 접근법이라 한다. 예를 들어, 수치 50개를 관찰했을 때 그 평균과 분산을 계산한 후, 그 평균과 분산을 갖는 정규분포라면서 애써 정규분포를 끌고 들어올 필요가 없다. 50개 수치의 분포를 (경험적) 히스토그램으로 묘사할 수 있고 그 자체가 아무런 분포나 모형에 대한 가정이 없는 경험적 확률분포를 나타낸다. 실은 히스토그램의 높이가 확률밀도를 나타낸다. 만일, 50개 수치가 양과 음으로 걸쳐 있는 손실(loss)의 수치라면, 이 중 95-백분위수(95-th percentile)가 계산될 수 있고 이것이 95% 신뢰수준 VaR이 된다. 정규분포 가정 없어도 필요한 통계량은 얼마든지 계산할 수 있다.



일변량의 차원을 넘는 다변량에 대해서도 마찬가지다. 예를 들어, 이변량으로서 관찰된 수치들이 있다면 그 분포는 평면 위에서 사각 막대들로 그려지는 히스토그램으로 묘사할 수 있다. 여기에 특별히 이변량 확률분포로서 이름을 갖는 분포를 갖다 붙일 필요가 없다. 그 히스토그램은 그저 이름이 없는 분포이며, 확률분포가 꼭 이름을 가져야 하는 것도 아니다! 한편, 삼변량 이상 넘어가면 우리가 머릿속으로 그려지는 히스토그램에 의존할 수밖에 없다. 시각적으로 편하게 볼 수 있는 방식은 불가할 것이다.

KOPSI200, KIS국채종합총수익지수, S&P500(Hedged to KRW), Barclays Global Aggregate Index(Hedged to KRW)의 4가지 자산군으로 구성되는 포트폴리오를 고려해 보자. 4개 자산군에 대해서 한 달 동안 유지할 가중치를 지금 결정해야 한다고 하자. 추구하는 목표는 다양할 수 있다. 예를 들어, 기대수익률 극대화 전략, 분산 최소화 전략, 샤프 비율 극대화 전략 등이다. 샤프 비율 극대화 전략을 쓴다고 하자. 그렇다면, 어떤 가중치 하에서 포트폴리오 샤프 비율이 최대화될 것인지 고민해야 한다.

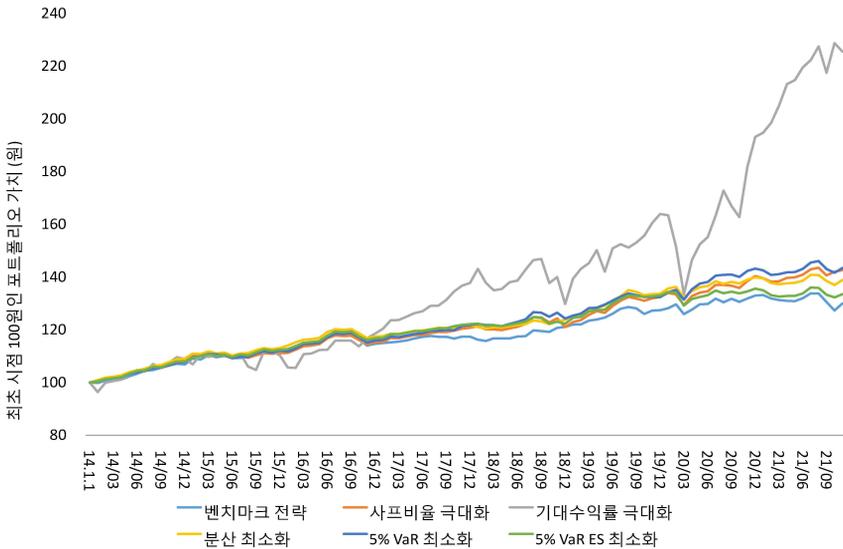
이를 위해, 4개 자산군의 과거 50개월 실현치를 가져오자. 4개 수치 세트가 50개 있는 것이다. 이 자체로 4변량 경험적 분포를 가진 것이다. 4개 자산에 대한 가중치 $(\omega_1, \omega_2, \omega_3, \omega_4)$ 의 대안은 무한히 많다. 우리가 무한을 다룰 수는 없다. 그래서, $(\omega_1, \omega_2, \omega_3, \omega_4)$ 에 대한 1,000개의 세트를 만들어 놓자. 각 세트는 다음과 같이 무작위적으로 만들어진다. u_1, u_2, u_3, u_4 를

구간 $[0,1]$ 에서의 균등분포에서 추출하고, $\omega_i = \frac{u_i}{u_1 + u_2 + u_3 + u_4}$ 로 계산하면 된다. 그러면,

$\omega_1 + \omega_2 + \omega_3 + \omega_4 = 1$ 이 된다.

1,000개의 $(\omega_1, \omega_2, \omega_3, \omega_4)$ 중 첫 번째를 4개 수치로 구성된 50개 수익률에 적용하자. 그러면 50개의 포트폴리오 수익률이 나온다. 이것이 포트폴리오 일변량 수익률의 경험적 분포가 된다. 이로부터 평균, 표준편차 등을 계산하여 샤프비율을 계산한다. 동일한 방식을 반복하면 총 1,000가지의 가중치 세트마다 포트폴리오 수익률의 샤프비율이 나올 것이다. 그중 가장 높은 샤프비율을 갖는 가중치를 선정하고, 그걸 오늘 포트폴리오 가중치로 적용하면 된다. 이처럼, 다변량 결합분포의 경우에도 특별한 분포 가정 없이 있는 그대로 경험적 분포를 사용하면 된다. 소위 역사적 수익률(historical return)을 그대로 사용하는 것이다. 앞서 설명한 이런 과정을 역사적 모의실험(historical simulation)이라 부를 수 있다.

4개 자산군 수익률의 경험적 분포를 이용한 포트폴리오 운용의 결과



상기와 같은 포트폴리오 운용 방식을 2014년 1월 초부터 2021년 10월말까지 총 95개월에 대해서 1개월씩 시간에 따라 이동하면서 모의실험하고 그 투자성적을 산출하고자 한다. 추구하는 전략이 다를 수 있어, 샤프비율 극대화, 평균수익률 극대화, 분산 최소화, 5% VaR 최소화, 5% VaR ES 최소화 각각의 성과를 비교하고자 한다. 이 모의실험에서는 절대 미래를 엿보지 않는다는 전제가 반드시 지켜진다. 초기 100원으로 시작된 포트폴리오의 가치의 변화는 위의 그림과 같다. 평균수익률 극대화 전략의 성과가 두드러지게 높다. 다만, 변동성은 심하다. 다른 전략들의 성과는 서로 유사하다. 한편, 여러 전략 중 사후적으로

샤프비율이 가장 높은 전략은 5% VaR 최소화 전략이다. 샤프비율 극대화 전략이 그 자리를 차지하지 못했다.

정규분포는 우리가 많이 들어서 친근할 뿐 그렇게 쉽게 이해가 되는 분포도 아니다. 게다가, 자산 수익률을 묘사하는데 부적합하다. 그러한 정규분포 사용을 고수할 일이 아니다. 확률분포의 이름이 있어야만 확률분포가 되는 것이 아니다. 이름 없는 분포가 얼마든지 있다. 관찰한 수익률 자료 자체를 그대로 경험적 분포로 받아들여도 필요한 여러 가지 계산이 가능하고 오히려 더 쉽다. 또한, 포트폴리오 운용 전략을 수립하는데도 유용하게 사용될 수 있다.

참 고 문 헌

- 김누리, 빈기범, “중기적 관점에서의 전략적 자산배분수행 방안에 관한 연구”, 국유재산관리기금 제출, 2021.
- 강병진, 김솔, 빈기범, 윤선중, 이상호, “금융기관의 위험관리”, 시그마프레스, 2013.

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 연기금투자펀드 등이 해당된다. 그러나 2022년 4월에 기금형 퇴직연금 제도가 도입되어 운용되면 연기금

논문접수일 : 2022년 11월 24일 논문수정일 : 2022년 12월 12일 논문게재확정일 : 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 헛지하는 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 늘어난다면 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, 실직 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

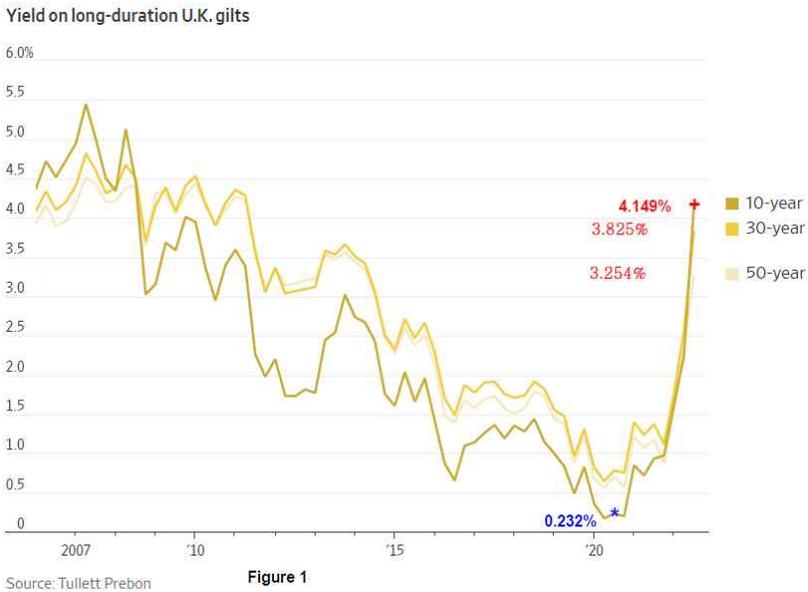
2022년 9월 28일 하루 동안 영국 국채(50년, 30년, 10년 만기)의 수익률(yield)은 유례가 없는 변동폭을 기록한다. 아래의 [Figure 1]에서 보면 10년 만기 국채의 수익률이 2020년 9월30일에 0.232%(*)에서 2022년 9월30일 4.149%(+)까지 치솟는다. 2년간 채권가격의 변동률을 가중평균만기공식¹⁾으로 계산해보면 채권가격의 연평균 변동률은 무려 19.68%에 이른다. 여기에 퇴직연금의 펀드운용전략이 채권수익률의 추가 하락을 초래할 가능성에 영란은행이 개입한다. 즉 양적완화 통화정책으로 자산매입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

전문가들이 인식하는 OCIO 시장 현황과 개선방안

신민경*

〈요 약〉

국내 OCIO 시장은 한 번에 수천억 많게는 수십조 원의 돈이 오가는 '대형 먹거리'다. 이러한 규모에 비해 일부 대형 증권사 및 자산운용사들이 시장을 장악한 상태다. 그럼에도 공적자금을 중심으로 시장이 커지면서 중소형사들은 꾸준히 문을 두드리고 있다. 금융투자업계의 격전지가 된 OCIO 시장의 현주소와 문제점, 해결방안을 짚어본다.

주제어 : OCIO, 운용사, 증권사, 경쟁, 위탁자

I. OCIO 시장의 현황

외부위탁운용관리(OCIO) 시장이 날로 치열해지고 있다. 증권가와 운용가 모두의 격전지로 부상해 업권 내 경쟁뿐만 아니라 업권 간의 경쟁도 거세다. 레드오션임에도 금융투자 업체들이 시장의 성장성을 점치는 이유는 '위탁기관의 활발한 참여' 때문이다. 최근 이들 기업에 돈을 맡기고자 하는 기금·기관들이 눈에 띄게 늘어난 데다 기존 공적기금의 운용자산(AUM) 규모도 꾸준히 증가하고 있다.

OCIO란 최고투자책임자(CIO)의 역할을 외부에 '아웃소싱'(Outsourcing)한다는 의미다. 연기금과 국가기관, 법인 등이 여유자금을 외부 투자전문가인 증권사나 운용사에 일임해 운용하는 체계인 것이다. 전략적 의사결정 권한의 상당부분이 수탁자인 운용기관에 위임되는 만큼 내부 전문 운용인력이 부족한 위탁자 입장에선 현실적인 대안으로 꼽히고 있다.

금융투자 업계에 따르면 최근 많은 기금·기관들이 OCIO 제도 도입에 나서고 있다. 예탁결제원은 지난 8월 OCIO 도입과 관련한 자문용역을 발주했고 서민금융진흥원은

논문접수일 : 2022년 11월 29일 논문수정일 : 2022년 12월 7일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일

본고는 신민경 기자가 작성한 기사의 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* 환경닷컴 금융부동산부 기자, radio@hankyung.com

지난달부터 첫 위탁운용사 선정에 돌입했다. 지난 6월엔 ‘사랑의열매’로 유명한 사회복지공동모금회가 공동 모금재원에 대한 OCIO를 시작했다. 연초에는 예금보험공사가 OCIO 대열에 합류했다.

OCIO는 결국 자산운용 업무이기 때문에 시장 상황과 궤를 같이한다. 그런데도 지금처럼 시장이 불안정한 시기에 많은 기금·기관들이 OCIO 시장에 발을 들인 이유는 무엇일까.

전문가들은 시황과 관계없이 여윳돈을 운용하는 프로세스에 대한 수요가 커진 영향이라고 분석한다. 대내외 불확실성이 커지는 등 자산운용 여건이 나빠지는 가운데, 보다 적극적인 기금 자산운용을 추진해 수익률을 높이고자 하는 취지다.

한 운용사 OCIO 담당 팀장은 “OCIO는 자산운용을 둘러싼 전체적인 프로세스를 사고파는 개념이라고 보면 편하다”며 “국민의 돈을 잘 운용하기 위해 요구되는 전문인력이나 시스템을 자체적으로 꾸리기 어려운 만큼, 직접 운용이 아닌 외부 위탁을 택하는 것”이라고 설명했다.

위탁자들의 활발한 진입에 운용·증권사들이 적극적으로 시장을 개척해 나가고 있다. 국내 OCIO 시장의 규모는 지난 8월 말 기준 132조 원에 달한다. 시장은 공적기금의 여윳돈 증가에 따라 해마다 꾸준히 확대되고 있다. 132조 원 규모의 시장을 자금별로 구분하면 공적기금이 전체 시장의 85%를 차지하고 있다. 금액으로 보면 약 112조 원인데 운용사와 증권사가 각각 86조 원, 26조 원씩 나눠 갖고 있다.

2019년 당시 자본시장연구원이 집계한 공적기금 규모가 85조 원이었던 점을 감안하면, 3년 사이 32%나 늘어난 셈이다. 공적기금의 목적 자체가 충분한 재정을 투입해 기금의 사업상 충격을 흡수하는 역할인 만큼, 부처별로 기금 규모를 여유있게 유지하는 경향이 있다. 공적연금을 뺀 남은 비중은 조 단위 사내 유보금을 외부에 맡기길 원하는 ‘민간기업’(6%)과 강원랜드·서민금융진흥원 등 ‘공공기관’(5%), ‘퇴직연금’(2%), ‘공제회’(1%), ‘대학기금’(1%) 등이 채우고 있다.

이렇게 커진 시장이지만, 맡고 있는 수탁사는 일부에 그치고 있다. 사실상 미래에셋 자산운용, 삼성자산운용, 신한자산운용, 한국투자신탁운용, 한화자산운용, KB자산운용 등 운용사 6곳과 미래에셋증권, 삼성증권, 신한투자증권, 한국투자증권, KB증권, NH투자증권 등 12곳이 장악하고 있다. 수탁고 점유율은 운용사 72%, 증권사 28%다.

국내 OCIO 시장은 새로운 플레이어들의 진입이 불가능한 상태까지 이르렀다. 자본시장연구원 조사에 따르면 자산운용업만 보면 전체 시장에서 상위 2곳(삼성·미래에셋)의 시장 점유율이 무려 94%에 달했다. 증권업에서의 상위 기업들의 과점률은 79%로 상대적으로 덜하지만, 이 역시도 몇몇 업체에 집중됐다.

기획재정부에서 주관하는 ‘연기금 투자풀’은 우리나라에서 OCIO 형태가 처음으로 도입된

사례로 불린다. 현재 이 돈을 관리하는 주간운용사는 두 곳(삼성 26조 1,470억 원 · 미래 10조 8,489억 원)이다. 삼성자산운용은 제도 도입 시기인 2001년 말부터 줄곧 20년 넘게 주간운용사 지위를 유지했고 미래에셋자산운용은 작년 4월부터 관련 업무를 시작했다. 당초 주간운용사는 삼성자산운용 단독 체제였지만 2013년부터 복수운용 형태로 바뀌었다. 이 시기 한국투자신탁운용이 첫 복수주간사로 낙점돼 8년 동안 자금을 운용했지만, 작년 4월 미래에셋자산운용에 밀려 자리를 내줬다.

연기금투자자들은 자산운용에 전문성이 부족한 중소형 공적기금들에 서비스를 제공했던 점에서 OCIO의 형태라고 볼 수 있지만, 서로 다른 성격의 여러 기금들을 대상으로 했기 때문에 포괄적인 서비스를 제공하기에는 한계를 갖고 있었다. 이런 이유에서 고용노동부의 산재보험기금과 고용보험기금, 국토교통부의 주택도시기금 등은 2015년 7월부터 전담자산운용 체계를 도입했다.

9조 5,000억 원 규모 고용보험기금은 증권사를, 22조 원 규모 산재보험기금은 자산운용사를 운용기관으로 선정하고 있다. 고용보험기금의 전담자산운용기관은 한국투자증권이다. 산재보험기금의 여유자금 운용사는 삼성자산운용이다. 두 운용기관의 고용 · 산재기금 여유자금 위탁계약기간은 모두 내년 6월까지로 재선정이 임박했다. 이들 주간사 지위를 빼앗으려는 기업들이 많은 만큼 내년 재선정 경쟁은 어느 때보다 치열할 전망이다.

주택도시기금의 경우 올 상반기 재선정을 마친 상태다. 직전 2기 전담 운용사였던 미래에셋자산운용과 NH투자증권이 또 한 차례 선정된 것. NH투자증권은 2018년 입찰 당시 1기 전담 운용사였던 한국투자증권을 제치고 선정된 뒤 다시 한 번 자리를 사수하게 됐다. 이렇다 할 경쟁자가 없었던 미래에셋자산운용의 경우 앞선 2014년부터 8년간에 이어 올해부터 다시 4년 동안 기금운용을 전담하고 있다. 이들 2개사는 2026년 6월 말까지 4년간 43조 원가량의 주택도시기금운용을 맡고 있다.

전문가들은 꾸준한 위탁자 참여로 OCIO 시장의 규모가 해마다 확대될 것으로 내다보고 있다. 그간은 공적기금 위주로 시장이 형성돼 왔다면, 앞으로는 민간기업이나 공공기관 자금이 새로 유입될 것이라는 분석이다.

남재우 자본시장연구원 연구위원은 “최근 사모펀드 사태를 계기로 공기업의 여유자금 운용에 관한 기획재정부의 관리 지침(가이드라인)이 제시되는 등 상당한 규모의 공기업 여유자금 운용과 관련해 OCIO의 잠재적 수요가 클 것으로 예상된다”고 했다.

한 운용사 OCIO 담당 팀장은 “대부분의 공적기금들은 OCIO 시장에 진출한 상태이지만 공공기관의 경우 아직 노다지에 가깝다”며 “큰 규모의 자체 자금을 갖고 있는 공공기관이 속속 들어오면 시장에 활력을 줄 것”이라고 말했다.

한편 과점 형태가 굳어진 ‘공적기금 부문’과 최근 존재감을 키우고 있는 ‘공공기관 부문’ 외에도 시장은 여러 유형의 위탁자산으로 그 범위를 넓히고 있다. OCIO 시장에 신규 진입하려는 금융회사들이 틈새시장으로 새 유형의 세부시장을 개척한 결과다. 특히 전문가들이 업계의 미래 주요 먹거리로 꼽는 세부시장은 ‘퇴직연금’이다. 퇴직연금 OCIO는 DB형 퇴직연금 적립금 운용의 일부나 전부를 외부에서 대행하는 것을 뜻한다.

퇴직연금 제도는 증권업의 OCIO 시장에 들어선 직접적인 배경이지만, 아직까지 퇴직연금 적립금의 시장 유입은 미미한 수준이다. 최근 자본시장연구원이 집계한 현재 퇴직연금 DB 적립금의 OCIO 운용 규모는 약 2조 원이다. 작년 말 기준 퇴직연금 DB 적립금 규모는 171조 5,000억 원으로, 이 중 1.2%의 자금이 OCIO 시장으로 유입된 것으로 보인다. 하지만 이마저도 전부 자산운용업의 수탁고여서 증권업의 시장 참여는 전무한 상황이다.

민주영 신영증권 연금컨설팅부 임원은 “계약형 퇴직연금 대비 기금형 퇴직연금의 장점이나 차별화가 부각되지 않고 있는 상황이어서, 유의미한 유입을 포착하기까지는 꽤 오랜 시간이 걸릴 것으로 보인다”고 설명했다.

II. OCIO 시장의 문제점

‘건전한 경쟁구도 부재로 레드오션화된 과점 시장.’

남재우 자본시장연구원 박사는 최근 발간한 보고서 ‘OCIO 시장 성장 가능성과 완전위임 확대 필요성’에서 현재 국내 OCIO 시장의 상태를 이렇게 표현했다. 공적연금투자펀드가 조성된 지 21년이 흐른 만큼 연차만 보면 시장은 성숙 단계에 접어들었다. 하지만 결만 성장했을 뿐 속을 보면 판판이라는 게 업계 전문가들의 진단이다. 대형사들의 과점 체계가 굳어지고 경쟁 구도가 사라지면서 시장엔 ‘레드오션’ 우려까지 불거진다.

전체 시장의 85%를 차지하는 공적기금을 중심으로 업계 안팎에선 다양한 불만이 누적되고 있다. 먼저 일부 기업들의 ‘독과점 문제’가 지적된다. 약자가 뒤처지고 강자가 독식하는 ‘약육강식’의 구도가 일찍이 잡힌 탓에 후발주자들의 진입 허들이 높아졌다는 것이다.

연기금투자펀드와 산재보험기금 등 대형 OCIO를 운용 중인 삼성자산운용은 작년 예금보험공사의 채권자산 위탁운용사로 선정된 데 이어 올 들어선 강원랜드과 중소기업퇴직연금기금의 주간운용사 지위도 따냈다. 미래에셋자산운용은 삼성자산운용과 함께 연기금투자펀드와 예금보험공사의 자금을 맡고 있고 올해 4월 주택도시기금 전담운용업무를 따냈다.

NH투자증권은 증권사들 가운데 압도적인 운용 경력(트랙레코드)을 이어가고 있다.

올해에만 주택도시기금을 비롯해 사회복지공동모금회(사랑의열매), 강원랜드 등 유치에 연달아 성공했다. 한국투자증권은 고용보험기금의 전담 자산운용기관이다.

당장 올해만 봐도 양대 운용사와 NH투자증권이 대부분의 OCIO를 따냈다. 입찰에 나섰다 하면 이번 없이 최종 우선협상대상자로 선정됐다. 특히 양대 운용사는 최근 들어서 ‘신사협정’이라도 맺은 듯 번갈아 응찰하는 모습까지 보였다. 지난 3월 주택도시기금 입찰에 미래에셋운용이 단독 참가하고, 7월 중퇴기금 입찰엔 삼성자산운용이 홀로 응찰한 바 있다. 기존 운용기관이나 유력 운용기관의 단일 지원으로 경쟁 자체가 이뤄지지 않는 사례가 포착되고 있는 것이다.

증권사 OCIO 담당 한 임원은 “증권사들이 OCIO 시장에 뛰어들 주된 배경은 퇴직연금이다. DB와 DC형 시장이 발전해서 국민의 소득대체율을 높여야 하는데, 제한된 한두 사업자만이 서비스를 공급한다면 가입 고객들이나 회사 입장에서선 제한된 선택지를 갖는 셈”이라며 “시장 플레이어들이 많지 않으면 경쟁 상대가 없어 서비스 개선과 개발이 소극적으로 이뤄질 가능성도 크다”고 밝혔다. 그러면서 “독점기업이 사업상 차질을 겪으면 대국민 서비스에 부담이 작용한다”며 “여러 대의명분을 감안해 시장에 참여하고자 하는 후발주자들에게도 기회를 줄 수 있는 환경이 조성돼야 하지 않겠는가”라고 반문했다.

‘낮은 보수율’도 OCIO 시장 성장을 늦추는 요인으로 꼽힌다. 운용보수는 운용대상인 기금의 크기에 따라 결정되는 보수로, 성과보수(초과수익률에 따른 인센티브)가 정착되지 않은 국내에선 사실상 OCIO 운용기관들의 유일한 수입원이다. 우리나라 OCIO 운용 보수율은 대체로 3bp(1bp=0.01%) 안팎이다. 8bp가량으로 유지되는 해외와 비교하면 절반보다도 낮은 수준이다. 운용기관들의 경쟁이 심한 탓에 이런 현상이 나타난 것으로 보인다.

일부 기금이 운용기관 선정 시 ‘엄격한 전담운용체계’를 요구하는 점도 문제로 꼽힌다. 고용·산재기금이나 주택도시기금 등 대형 공적기금은 응찰 기업들로부터 전담조직 구성원을 제출받는다. 정량평가와 정성평가 심사에서 ‘전담 조직의 규모’, ‘전담 인력의 전문성’, ‘조직 내 업무별 분업화’, ‘전담조직의 사내 독립성’ 등을 구체적으로 따지기 때문이다. 자산운용사들 내부에 ‘투자포사업본부’라든가 ‘주택도시기금운용부문’ 등 기금 이름을 딴 부서가 만들어져 있는 것도 기금의 요구에 맞추기 위해서다. 일각에선 대형 기금이 전담 체계를 고집할수록 중소형 기금이 OCIO 제도 도입을 주저하게 될 것이란 의견도 제기된다.

문제는 최근 들어 1조 원 미만의 작은 기금·기관들도 전담 체계를 원한다는 점이다. 제안요청서(RFP)에 직접적으로 언급하지 않더라도 기업들이 알아서 전담조직을 꾸려서 입찰한다. 주간운용사로 선정되기 위해서다. 한 자산운용사의 OCIO 담당 부장은 “위탁사에

인력 현황을 제출하기 전에 ‘경쟁사에서 몇 명 규모로 낸다더라’하는 소식이 들리면 무조건 그보다 많은 인원수를 적어야 승산이 있지 않겠느냐”며 “수천억 원 규모의 중소 OCIO에도 전담인력 12~13명이 달라붙는 지경이 됐다”고 전했다.

남재우 자본시장연구원 연구위원은 “독점적 전담인력은 30명을 웃도는데 운용보수율은 3bp도 채 안 되는 비정상적 시장 상황이 지속되고 있다”며 “운용 역량과 성과를 두고 겨뤄야 하는데 실상은 보수나 투입 인력 같은 외형적 경쟁만 치열해지는 양상”이라고 지적했다.

아울러 ‘운용기관의 위임 범위 확대’도 아직 진행형인 과제다. OCIO 제도를 도입한 대부분의 위탁사들이 운용기관에 전략적 자산배분을 비롯한 상위 의사결정의 역할을 맡기지 못하고 있다. 완전위임이라기보다는 부분위임인 셈이다. 이런 가운데 ‘하위 운용사 선정과 포트폴리오 구축’ 등에 그치고 있는 현 운용기관의 역할을 ‘대부분의 전략적 의사결정’으로 확대하자는 목소리가 나온다. OCIO 역량을 최대치로 발휘해 수익률 제고에 기여하기 위해선 자산배분 권한부터 허용돼야 할 것이라는 게 업계의 주된 의견이다.

Ⅲ. OCIO 시장의 개선방안

외부위탁운용관리(OCIO) 시장은 급격한 성장 때문인지 벌써부터 문제가 만연화되는 분위기다. 비합리적인 보수율, 의무화되다시피 한 전담체계, 독과점 우려 등이다. 시장에서는 기금들이 OCIO 시장에서 불거진 문제들을 해결할 수 있다고 보고 있다. 의사결정 주체인 위탁자의 적극적인 의지가 없는 한 현실적으로 개선되기 어려운 문제라는 지적이다.

기금 입장에서선 업계의 이런 불만이 와닿지 않을 수 있다. 여윳돈을 잘 굴리기 위해 트랙레코드(운용경력)이 풍부한 대형사를 택하는 것은 당연한 것이기 때문이다. 일부 대형사가 시장을 독점한다고 탓할 수는 없다는 것이다. 보수율을 낮춰도 참여 기업들은 여전한 상태다. 때문에 갑자기 보수를 높일 유인도 없는 상황이다.

이러는 사이 시장은 특정 운용사나 증권사로 기금 여윳돈이 쏠리는 현상이 강해지고 있다. 후발주자들의 시장 진입은 갈수록 ‘불가능’에 가까워지고 있다. 기금운용은 당장 국민들이 체감하기는 어렵지만, 직간접적으로 자산에 영향을 미친다. 연기금투자자와 산재보험기금 등이 대표적이다. 기금 대부분이 비슷한 기준으로 뽑다보면 운용방식도 비슷할 수밖에 없다. 최근과 같은 증시 하락장이나 위기 상황에서 방어력을 갖추기 어려울 수 있다.

OCIO 시장을 연구해온 한 전문가는 “위탁자가 시장 성장을 위해 굳이 운용경력이 부족한

기업을 뽑을 유인은 없다”며 “위수탁 관계에선 위탁자 입장이 우선이며 수탁자는 ‘선의의 수탁자’ 의무를 이행하도록 요구된다”고 설명했다.

시장에선 학계·연구계의 도움을 받고 있다. 기금을 설득할 논리를 마련하고 지속적으로 문제를 제기해 시장의 공감대를 얻기 위해서다. 우선 ‘독과점’ 문제를 해결하기 위해서는 기금이 운용기관을 선정할 때 ‘사업자 다양성’ 또한 주요하게 고려해야 한다는 주장이다.

기존 평가항목대로라면 △기업규모가 크고 △전담으로 배치할 수 있는 인원수가 많고 △앞선 OCIO 사업에서 양호한 운용성과를 냈고 △비교적 낮은 운용보수율을 제시한 곳일수록 선정 가능성이 크다. 기금 유치 이력이 적거나 없는 후발주자와 중소형사로선 항목 한 개도 제대로 충족하기 어려운 실정이다.

한 증권사 임원은 “주간사의 역량을 최대한 이끌어내려면 독점 체제를 지양하고 기업들이 서로 건전히 경쟁할 수 있는 환경을 만들어야 한다”며 “기금들이 선두주자와 후발주자를 보다 공평한 선상에서 비교할 수 있는 평가기준을 고민해 줬으면 한다”고 기대했다.

원가에도 못 미치는 ‘운용보수율을 정상화’하는 방안도 대안으로 거론된다. 기금들은 주간운용사 선정 제안요청서에 추정 보수율을 적는데, 이는 기금이 줄 수 있는 최대 보수를 뜻한다. 우선협상대상자로 선정되기 위한 경쟁이 치열한 만큼 보수율 상한에 맞춰 기금에 써내는 기업들은 없었다. 나라장터를 통해 공개입찰을 하는 경우엔 보수율의 60% 밑으로 써내면 보수 점수에서 0점을 받게 된다. 사실상 보수율 하한도 60%까지로 정해졌다는 얘기다. 다만 눈치경쟁을 벌이다 보니 60%가 하한이자 상한이 돼버리는 경우가 많다.

상황이 이렇다보니 업계는 기금이 전향적인 입장에서 태도를 바꾸길 바라고 있다. 보수율에 대한 배점을 낮춘다든지, 기존 60%의 기준을 80% 수준으로 늘린다든지 하는 방안을 기금에게 권해볼 수 있다는 것이다.

운용보수율 정상화와 함께 ‘성과보수체계의 적극 도입’도 해결책으로 꼽힌다. OCIO의 보수는 크게 운용보수와 성과보수로 나뉘는데, 국내에선 성과보수가 거의 지급되지 않고 있다. 인센티브 격인 성과보수는 벤치마크 수익률 대비 달성한 초과수익률 만큼 운용기관에 주어진다. 운용보수만으로는 수익성을 챙기기 어려운 증권사, 운용사들에게 하나의 대안이 될 전망이다.

전담 운용체계를 취하지 않는 것도 기금이 실천할 수 있는 방법이다. 기금별로 전담 인력을 20~40명 배치해 폐쇄적으로 운영되도록 하는 기존의 관행은 규모의 경제를 이루기 어려운 비용 대비 비효율적인 구조라는 평이다. 한 운용사 OCIO 담당 부장은 “각 운용·증권사가 내부에 단순 운용과 하위펀드 선정, 성과평가, 위험관리 등 일반 자산운용 업무를 하는 10명 미만의 인력을 둔 뒤, 나머지 인력들을 각각의 기금에 대한 전담 인력으로

배치해 운용목표 설정, 컨설팅 등을 맡게 하는 방안이 있을 것”이라고 제안했다.

아울러 위탁운용 기간 자체를 늘리자는 의견도 제시됐다. 국내 OCIO가 해외 대비 수익률이 저조한 이유는 짧은 계약기간 때문이라는 이유에서다. 국내 OCIO의 계약 기간은 통상 4년 수준인데, 해외에선 10년 이상 같은 OCIO에 자산운용을 위탁하는 사례가 많다. 기업 입장에서는 계약 기간이 짧으면 손실이 발생했을 때 만회하기 어렵다. 양호한 성과평가를 받기 위해 손실을 회피하는 보수적인 투자를 하게 된다는 분석이다.

류두진 성균관대 교수는 “계약기간이 짧으면 장기간에 걸친 투자 의사 결정이 어려울 수밖에 없다”며 “국내 OCIO 시장에서 수요자인 기금의 인식과 재계약이 잘 이뤄지지 않는 풍토를 개선해 기금과 OCIO 사이에 장기적인 협력 관계가 유지되도록 하는 게 중요하다”고 설명했다.

이같은 운용기관들의 불만을 기금들이 항상 나 몰라라 하는 것은 아니다. 기획재정부는 작년 말까지 6개월간 연구를 진행해 △주간운용사 겸임운용 허용 △완전위탁형 성과보수제 도입 △사업기간 연장제도 도입 등 운용기관 여건 개선을 골자로 한 결론을 내놓기도 했다. 이처럼 위탁자가 연구용역 등을 통해 OCIO 시장 발전을 위한 해법을 모색하기 시작한 것은 긍정적인 대목이다.

한 증권사 관계자는 “운용·증권사들도 결국엔 수익성이 떨어지는 사업에 힘을 줄이기 마련이다. 기금이 기업들에 대한 성의를 보일수록 OCIO 서비스의 질도 동반 상승할 것”이라며 “응당한 대가 지불이 양질의 서비스로 이어지는 ‘선순환 구조’를 만들어내는 것이 시장 성장의 핵심이 될 듯하다”고 밝혔다.

아울러 정부와 업계 스스로도 시장 성장을 위해 적극적인 ‘액션’을 취해야 한다는 이야기도 나온다. 강형구 한양대 교수는 “보수율과 전담체계 등 시장의 케케묵은 불만들이 학회 테이블에서만 논의될 뿐 실질적인 개선으로 이어지진 않고 있다”며 “법정협회인 금융투자협회 산하에 OCIO 관련 기구를 만들어 업계 의견을 즉각 수렴하고 표현할 수 있는 기회를 만드는 게 우선돼야 할 것”이라고 했다.

결은 다르지만 ‘업종별 협회 중심의 OCIO 시스템 구축’을 제안한 목소리도 나왔다. OCIO를 도입하고자 하는 민간기업들을 위한 방안이다. 철강 업종이면 협회, 게임 업종이면 게임산업협회가 OCIO 전반의 업무를 위임 받아 회원사들의 자금 운용과 관리를 도와주자는 얘기다. 신중철 에프앤가이드 고문은 “수많은 기업들이 비용 문제로 OCIO 도입을 망설이고 있는 상황”이라며 “협회 차원에서 내부에 기금을 다룰 수 있는 전문 조직을 두고 산하 기업들의 의사결정을 대리하고 총괄하는 역할을 하는 게 바람직할 것”이라고 말했다.

한편 세부시장인 퇴직연금과 관련해서도 제언이 나온다. DB형 적립금의 원활한 시장

유입을 위해선 퇴직연금 운용 규제 완화가 먼저 이뤄져야 한다는 얘기다. 아직 일임위탁은 퇴직연금 운용 수단으로 허용되지 않은 상태다. 현재까지 OCIO 시장으로 들어온 2조 원 규모 DB 적립금이 모두 사모펀드로 설정돼 있는 것도 이 때문이다.

남재우 자본시장연구원 박사는 “기업들로선 사모단독펀드의 설정이 허용되지 않아 대형 사업장이 단독으로 OCIO 위탁을 추진하기는 어려운 상황”이라면서 “일임위탁 허용 등의 제도적 정비가 필요하다”고 했다.

참 고 문 헌

- 남재우, “국내 OCIO 제도 정착을 위한 개선과제”, 이슈보고서, 2019, 1-22.
- 남재우, “OCIO 시장 성장 가능성과 완전위임 확대 필요성”, 이슈보고서, 2022, 1-20
- 류두진, 박대현, “OCIO의 대리인 문제”, 금융연구, 제34권 제3호, 2020, 33-60.
- 박대현, 류두진, “OCIO 시장에서의 경쟁: 게임이론의 응용”, 한국증권학회지, 제50권 제5호, 2021, 497-520.
- 신중철, 박래수, 정재만, “OCIO 사업발전을 위한 핵심요인에 관한 연구”, 선물연구, 제28권 제1호, 2020, 103-134.
- 이명섭, 박선영, 최형석, “투자폴 성과기반 경쟁체계 수립을 위한 연구”, 한국금융학회 정책연구용역, 2021, 1-171.

OCIO 시장의 과점 문제

양희진*

외부위탁운용관리(outsourced chief investment officer, OCIO)는 기관투자자 등 자산 규모가 큰 자산운용자가 증권사나 자산운용사 등 외부기관에 자산을 위탁해 운용하게 하는 것을 의미한다. 국내에서는 2014년 국토교통부 주택도시기금이 OCIO를 도입한 것을 시작으로 국내 OCIO 규모는 가파르게 성장하고 있다. 자본시장연구원(2022) 보고서¹⁾에 따르면, 2022년 8월 말 국내 OCIO시장 운영규모는 1322조 원으로 추산되었으며, 공격기금이 85%(112.3조 원)를 차지하고 있다. 자산운용의 안정성 및 전문성 강화를 위해 주요 정부 연기금투자자뿐만 아니라 민간기업의 OCIO도입 확대에 대한 기대와 증권사들의 진출로 앞으로 국내 OCIO 시장 규모는 1,000조 원까지 성장할 것이라는 전망도 나오고 있다.

<표 1> 국내 OCIO 운용 현황²⁾

관할기관	기금명	주간운용사	운용규모	선정일자
기획재정부	공적연기금투자자	삼성자산운용	27조 원	2021년 9월
		미래에셋자산운용	9조 원	2021년 1월
국토교통부	주택도시기금	미래에셋자산운용	20조 원	2022년 4월
		NH투자증권	20조 원	
고용노동부	산재보험기금	삼성자산운용	22조 원	2019년 3월
	고용보험기금	한국투자증권	9조 5,000억 원	2019년 3월
	장애인고용촉진및직업재활기금·임금채권보장기금	KB증권	2,000억 원	2021년 8월
한국증권금융	민간연기금투자자	한국투자신탁운용	1조 7,000억 원	2015년 5월
한국원자력환경공단	방사성폐기물관리기금	신한자산운용	1조 3,000억 원	2021년 4월
국민건강보험공단	건강보험공단 대체투자부분	KB자산운용	7,000억 원	2020년 5월
		신한자산운용	7,000억 원	
중소벤처기업진흥공단	내일채움공제사업 성과보상기금	NH투자증권	1조 3,000억 원	2020년 10월
서민금융진흥원		NH투자증권	1,200억	2022년 11월
		미래에셋자산운용	1,200억	

논문접수일 : 2022년 11월 15일 논문수정일 : 2022년 12월 4일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일
 본고는 양희진 교수의 자료와 연구 노트의 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* 동국대학교 WISE캠퍼스 글로벌경제통상학과 조교수, E-mail: yhj427@dongguk.ac.kr

1) OCIO 시장 성장 가능성과 완전위임 확대 필요성(2022, 자본시장연구원 이슈보고서 22-22, 남재우).

2) 공개된 국내 언론보도 내용을 발췌하여 정리함.

<표 1>에서 확인할 수 있듯이 현재 OCIO 시장은 국내 주요 운용사(삼성자산운용, 미래에셋자산운용, 한국투자신탁운용, 한국투자증권, NH투자증권)의 시장 점유율은 95%에 육박한다. 퇴직연금 제도 개편으로 OCIO 시장규모가 앞으로 커질 것 이라는 전망과 함께 주요 자산운용사와 증권사들은 OCIO 전담 사업부를 신설하거나 조직을 개편하는 등 OCIO 시장의 무한 경쟁에 대응하고 있다. 특히 후발 운용사들은 운용 보수율(평균 4~5bp)에 따른 낮은 수익에도 불구하고 트랙레코드를 쌓고 운용 역량을 키워 앞으로의 경쟁에서 주도권을 잡으려고 하지만 주간운용사로 선정되기 위한 입찰 과정에서 기존 운용 경험실적이 상대적으로 부족한 후발 운용사들의 진입장벽³⁾이 높다는 것이 문제로 대두되고 있다. 기획재정부의 연기금투자플 주간운용사는 2013년부터 운용사에 경쟁체제를 도입하는 차원에서 복수 운용제도를 도입하여 운영되고 있지만 낮은 운용보수, 인력 충원부담, 연기금투자플 심사기준⁴⁾ 충족 등의 문제로 중소형 운용사는 물론, 대형 운용사도 부담이 되는 현실이다.⁵⁾ 2022년 9월 근로복지공단 중소기업퇴직연금기금의 전담운용기관으로 미래에셋증권과 삼성자산운용이 선정되어 새롭게 시행되는 중소기업 퇴직연금 OCIO 시장도 국내 대형 운용사간의 경쟁이 되고 있다. 즉, 국내 OCIO 시장의 규모가 거대해지면 여러 문제점이 제기되고 있지만, 위에서 밝힌 바와 같은 과점 형태로 시장이 고착화 되는 것은 큰 문제라고 할 수 있다.

자본시장연구원(2019, 2020)⁶⁾ 보고서는 국내의 OCIO시장에 소수의 대형기금만 참여하고 있는 문제점 해결을 위해 다수의 중소형 자산보유자로 확대하여야 한다고 주장하였으며, 과점시장의 양상을 보이는 것에 대한 우려를 표했다. 현재 기획재정부, 국토교통부, 고용노동부와 같은 정부부처의 거대 공적자금이 특정 자산운용사에서 운용되고 있는 것은 위험관리 측면과 운용의 효율성 측면 모두에서 적절하지 못하다고 할 수 있다. 이와 같은 과점 시장 형태에서 건전한 경쟁구조를 갖도록 공적자금 OCIO와 관련하여 다음과 같은 몇 가지 제도적 개선과 제한이 필요하다.

첫째, 주간운용사 선정방식의 개편이다. 대부분의 공적자금 OCIO는 경쟁입찰 제도를 통해 선정된다. 선정평가 배점 중 70점을 차지하는 정성평가 항목은 운용보수율 적정성, 투자플 펀드 관리능력, 완전위탁형 기금관리 및 지원방안, 투자플 발전 및 기금지원방안으로

3) “1000조로 커진다는데..” OCIO 시장, 높은 진입장벽에 과점 논란, 2022년 9월 28일, 머니투데이.

4) 정량평가(운용자산, 인적자원, 재무안정성 등, 20점), 정성평가(투자플 펀드관리능력 등, 70점), 가격평가(보수율 수준, 10점)

5) “연기금투자플, 기준 맞출 ‘경쟁자’가 없다”, 2021년 10월 5일, 팍스넷뉴스.

6) 국내 OCIO 제도 정착을 위한 개선과제 (2019, 자본시장연구원 이슈보고서 19-05, 남재우), 최근 국내 OCIO 시장 확대에 대한 소고 (2020, 자본시장연구원 자본시장포커스, 2020-21, 남재우).

구성된다. 항목 중, 대형 운용사에게 유리한 한 항목과 배점이 있다면 충분한 논의를 통해 조정하여 해당 공적자금 운용에 대한 정보가 부족한 후발 운용사와 중소형 운용사 간 공정하고 건전한 경쟁을 할 수 있도록 선정방식에 대한 합리적인 개선이 필요하다. 둘째, 운용사가 운용할 수 있는 정부부처, 공기업의 기금을 제한하는 것이다. 적절한 운용규모 수준은 더 심도 있는 논의를 통하여 정해야 할 것으로 보이지만, 이러한 제한을 통하여 특정 운용사나 몇몇 운용사가 독점적인 지위를 누리는 것을 방지할 수 있다. 셋째, 복수운영제도의 확대이다. 하나의 기금을 최소 두 개 이상의 운용사가 운용하여 각 운용사의 운용실적을 비교를 통한 경쟁을 유도하여 효율적인 자산운용이 가능할 것으로 보인다.

앞에서도 언급했듯이 앞으로 국내 OCIO 시장은 공적자금 뿐만 아니라 민간, 대학기금, 퇴직연금 유입도 증가할 것으로 예상되고 있지만, 공적 연기금 OCIO 참여 경험이 있는 운용기관이 퇴직연금 시장에서도 선정이 되고 있다. 이러한 상황이 지속된다면 민간 자금 OCIO시장도 국내 주요 운용사가 선점하게 될 것이다. 물론 규모가 크고 운용 경험이 있는 운용사를 선호할 수는 있지만, 규모와 운용 경험이 곧 운용사 선정으로 이어질 수 있는 공적 연기금 OCIO 제도를 개선을 통해 더 많은 금융기관이 참여하여 트랙레코드를 쌓을 기회를 제공하여 건전한 경쟁이 이루어질 수 있는 환경을 조성할 필요가 있다.

미증유의 복합 위기가 OCIO에게 주는 시사점

이수석* · 유익선**

2020년 Covid-19 확산 이후 그 인과관계를 명확하게 정의하기 어려운 다양한 불확실성 요인이 금융시장에 지속적인 영향을 미치고 있다. 특히 불안정한 국제 정세가 경제 전반에까지 영향을 미쳐 인플레이션 압력을 가중시키는 한편 급격한 통화정책 정상화까지 촉발하면서 경기 침체 공포로 연결되는 연쇄적 복합 위기 양상을 띄고 있다. 글로벌 연기금 및 기관투자자 전문 매체인 Pensions & Investments는 지난 여름 특집기사 『Volatile markets, growing complexity underscore demand for OCIO』를 통해 지금과 같이 금융시장 변동성이 높고, 자금운용의 복잡성이 확대되는 상황이 외부 종합위탁운용인 OCIO 비즈니스가 더욱 성장할 수 있는 기회라고 진단한 바 있다. 실제로 2022년 3월말 기준 글로벌 OCIO 운용규모는 2조 6,600억 달러 규모로 2017년 대비 86.1%, 2021년 말 대비 5.4%로 빠르게 성장하는 중이다. 다수의 Asset owner가 외부 전문가를 통해 수익률 개선을 물론 거버넌스 개선을 이끌어 낼 수 있다고 깨닫고 있다는 점을 가장 근본적인 원인으로 꼽고 있다.

선진국에 비해 뒤늦게 태동해 국가기금 및 공공기관을 중심으로 더디게 성장하는 국내 OCIO 업체를 보면 그 화두에서도 차이가 있다. 해외 OCIO가 최근 리스크 관리와 내부 자원 부족문제의 효율적 해결을 중요시하면서 역량 있는 OCIO 역할을 강조하고 있는 이때 국내에서는 OCIO의 독과점 폐해와 이를 방지할 수 있는 제도적 장치 마련에 관심이 쏠려 있다. 분명 필요한 화두임에 분명하지만 장기적인 관점에서의 제도 정비와 구분해 미증유의 복합위기 상황에서 OCIO의 주요 화두는 국내외를 막론하고 그 결이 크게 다를 수 없다고 본다.

기본적인 OCIO 역량이면서도 현재 더욱 강조되고 있는 사항을 정리해 보면 다음과 같다.

논문접수일 : 2022년 11월 20일 논문수정일 : 2022년 12월 5일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일

본고는 이수석 본부장의 자료와 기고문의 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* NH투자증권 OCIO솔루션본부 본부장, E-mail: sooseogi@nhqv.com

** NH투자증권 OCIO솔루션본부 이사, E-mail: sun.yoo@nhqv.com

1. 시장 변동성 확대 시기 포트폴리오 Downside risk의 측정
2. 매니저 특성에 기반해 과거 성과 기반이 아닌 선도적 자산운용
3. 유연하고 신속한 포트폴리오 변경 이행
4. 투자위원회 및 담당자와의 커뮤니케이션 및 교육
5. 혁신적 OCIO 서비스 제공 경험

특히 인플레이션과 관련해서 고객의 추가적인 요구는 포트폴리오 수익-위험 특성, 인플레이션 노출도, 부채 가치 가정 등에 따른 맞춤형 인플레이션 방어 솔루션이라 할 수 있다. 이를 위해서는 다음과 같은 준비된 분석 프레임워크도 필요하다.

1. 자산-부채 포트폴리오의 인플레이션 순위험을 측정
2. 정량 및 정성적 포트폴리오 목표 및 제약요건 확인
3. 인플레이션 레짐에 기반한 동적 자산배분전략 활용
4. 최적화 및 시나리오 분석 활용해 최적 헤지 및 비용 효율성 달성

실상가상으로 국내는 물론 해외기금도 코로나 사태 이후 재정지출 확대로 사업성 기금의 감소 추세가 이어지고 있다. 이에 따라 재정추계를 정교화하면서 기금사업과 자금운용을 동시에 고려한 목표설정 및 제약조건의 정교화가 더욱 요구되는 시점이다. 이는 복잡한 금융환경에서 리스크관리나 적절한 자산배분 등의 전략적 서비스와 수탁자로서의 감시역할 확충 등에 초점을 맞추는 것이 장기적인 관점을 잃지 않으면서 안정적 성과를 시현할 수 있게 만들기 때문이다. 이에 더해 초과지출 확대가 가능한 비상적 상황까지 고려한다면 투자자산별 및 단계별로 촘촘하게 마련한 유동성 확보 계획까지 포함해야 할 것이다.

이를 종합적으로 고려하면 자산운용은 물론 전반적인 사업위험 고려를 통해 통합위험을 관리하고 자문 및 교육을 통해 Asset owner와 지속가능한 동반자 관계를 형성할 수 있는 OCIO 플랫폼 플레이어로서의 역할이 더욱 강조된다고 할 수 있다. 해외에서도 BlackRock, Goldman Sachs와 같은 자산운용사들과 더불어 MERCER, Wilshire와 같은 자문업에서 출발한 OCIO 사업자들이 중요한 위치를 점하고 있는 이유라고 볼 수 있다.

이러한 현실을 직시할 때 공적기금이 주를 이루고 있는 국내 OCIO 현실을 감안하면 지금과 같은 복합위기 상황은 OCIO의 본질적 역량 강화에 더욱 집중해야 할 시기로 판단되며, 독과점 방지는 장기적 관점의 제도 보완으로 점진적으로 극복하는 것이 바람직하다.

개인적으로 기존 문헌에서 연구된 바와 같이 다기간 모형에서 품질이 아닌 가격 경쟁만 심화되는 결과를 초래하지 않으려면 OCIO 시장의 확대, 규제 완화 및 수익성 제고 등이 수반되어야 한다고 보고 있다. 낮은 보수에서는 효율적이거나 공공성을 위시한 재능기부 또는 추후 사업확장을 고려한 트랙레코드 쌓기 등의 이유로만 다양한 업체들이 OCIO 비즈니스에 헌신할 수밖에 없기 때문이다.

그리고 역량 있는 OCIO의 지속가능성은 주인-대리인 게임에 기반한 단순 미인대회가 아닌 장기적 트랙레코드를 바탕으로 프로세스 및 시스템이 정착되어 있는 공급자의 질적 성장에도 의존할 가능성이 높다. 이는 OCIO사업자의 투자철학 및 운용원칙에서도 일부 확인 가능하이다.

결론적으로 선진국 OCIO와 비교해도 손색없는 역량 있는 OCIO 사업자가 국내에서도 양산될 필요가 있으며, 그렇게 될 때 위부 위탁운용에 대한 필요성과 신뢰도도 더욱 커지면서 OCIO 권한 확대와 함께 OCIO 생태계가 함께 발전할 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- 남재우, “OCIO 시장 성장 가능성과 완전위임 확대 필요성”, 자본시장연구원 이슈보고서 22-22, 2022.
- 류두진, “국내 OCIO 시장의 발전방안: OCIO 시장에서의 경쟁과 균형 및 선정평가 제도”, 2022년 한국재무관리학회 하계 심포지엄 발표자료, 2022.
- 신중철 외 2인, “OCIO 사업발전을 위한 핵심요인에 관한 연구: OCIO 서비스에 대한 인식을 중심으로”, 선물연구, 제28권 제1호, 2020, 103-134.
- Pensions & Investments, “Volatile markets, growing complexity underscore demand for OCIO,” 특집기사, 2022.
- SEI Investments, “Five key areas your OCIO should excel. Hint: Can they withstand a market downturn,” SEI Investments 웹사이트, 2022.

OCIO를 둘러싼 자산운용업 현황과 양극화 현상 현황

이은정*

〈요 약〉

고물가·고금리·고환율 '3고'에 직면한 자산운용사들이 올상이다. 지난해 주식시장 활황에 따른 수혜로 활짝 웃었지만, 올해 반대의 상황에 놓인 처지다. 운용사별 사업 비중에 따라 천차만별이지만, 주가 하락에 따른 수수료 감소, 채권 손실, 프로젝트파이낸싱(PF) 등에 더해 대형·중소형 운용사 간 양극화 현상, 인력 유출 등 문제가 부각되고 있다. 외부위탁운용관리(OCIO) 역시 운용사들의 주요 먹거리로 부상했다. 하지만 OCIO 시장을 독점하고 있는 대형사들과 달리 중소형사들의 경우 금융시장 변동성에 사업 진출에 어려움을 겪고 있는 분위기도 감지돼 시장 상황을 짚어본다.

주제어 : OCIO, 운용사, 펀드, 금융업

I. 금융환경 악화에 따른 운용업계 경영난

글로벌 인플레이션 국면 증시 변동성 확대되고 금리 인상기 고정이율 상품의 매력도가 커지면서 증권형 펀드 순자산 감소와 금융투자상품 자금 유출로 이어지고 있다. 올해 약세장이 지속된 가운데 주식의 경우 주가 하락에 따라서 보수가 줄어들어 국내외 주식형 펀드 비중이 높을수록 보수 타격이 더 클 전망이다.

금융투자협회에 따르면 지난 9월 말 기준 국내 운용사들의 순자산총액(평가액 포함)은 1,444조 6,812억 원이다. 전 분기(1,423조 3,792억 원) 보다 증가했지만, 지난해 말(1,466조 1,845억 원)과 비교하면 줄어든 수준이다. 운용사 한 임원은 “3분기 전체 성적은 (부진했던) 상반기와 비교해 급감하는 등 크게 변화하진 않겠지만, 각 운용사가 주안점으로 두고 있는 사업이 모두 다르기 때문에 천차만별일 것”이라고 말했다.

지난 9월 말 전체 펀드 순자산은 0.2% 늘었지만, 주식형 펀드 순자산은 91조 1,000억

논문접수일 : 2022년 11월 30일 논문수정일 : 2022년 12월 10일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일
본고는 이은정 기자의 자료와 작성 기사의 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* 이테일리 증권시장부 기자, E-mail: lej@edaily.co.kr

원으로 전분기보다 3.9%(3조 7,000억 원) 줄었다. 채권형 펀드 순자산은 1.6%(2조 원) 감소한 121조 3,000억 원, 머니마켓펀드(MMF) 순자산은 2.4%(3조 5,000억 원) 감소한 143조 7,000억 원을 기록했다.

운용사 한 관계자는 “운용사에서 자금 유출이 없더라도 운용 규모에 맞춰서 수수료를 받기 때문에 국내외 주식형 펀드 비중이 높은 회사들이 영향이 있고, 보수가 더 낮은 채권형이나 대체투자 쪽은 손익 감소가 상대적으로 덜한 상황”이라고 말했다.

고유자산 투자 성과에 따라 여타 수익 타격이 상쇄되는 흐름도 나타나고 있다. 신한자산 운용은 3분기 실적에 대해 증시 하락에 따라 순자산에 연동된 보수가 줄었지만, 고유자산 투자 성과가 유지됐다고 쫓았다. 공격적으로 부동산을 투자할 경우에도 리스크가 따를 가능성이 높을 수 있다고 내다봤다. 금융투자업계 한 관계자는 “PF를 많이 한 곳은 내부적으로 매우 큰 부담을 안고 있을 것”이라며 “진행되던 프로젝트가 없어지고 기존 건은 회수가 어려워지는 등 문제가 있어 좋을 땐 크게 성장하지만, 문제가 터지면 타격도 크다”고 전했다.

올해 하반기 운용업계 상황에 대해 일각에서는 상황이 악화되면 일부 부진한 부문에서 ‘펀드런’(대규모 펀드 환매 사태) 가능성을 배제할 수 없다고 봤다. 업계 관계자는 “금리 인상 여파에 채권, 단기자금으로 운용되는 머니마켓펀드(MMF)이나 부동산 쪽은 부실화 우려가 커지고 있다”며 “중소형 자산운용사뿐 아니라 일부 대형사는 큰 성장축인 상장지수 펀드(ETF)와 외부위탁운용관리(OCIO)를 제외한 다른 부문에서는 꽤 큰 어려움을 겪는 분위기”라고 언급했다.

금리인상, 레고랜드 사태 등으로 인한 자금경색 영향권에 있는 상품은 직격탄을 맞을 수 있다는 분석이다. MMF, 채권형에 대한 우려의 목소리가 크다. 금융투자협회에 따르면 지난 3분기까지도 MMF 순자산은 2.4% 감소한 143조 7,000억 원을 기록했다. 금리 인상 등에 따른 고정이율 상품으로 자금이 이동한 영향이다.

운용사 한 관계자는 “전체 운용사 수탁고에서 반을 차지하는 MMF에서 금리 인상 여파로 많이 빠지면서, 비중이 큰 운용사들에 대한 영향이 크게 미치고 있다”고 말했다. 또 다른 관계자는 “MMF의 경우 기업 자금 수요가 하반기에 더 빠지는 경향이 있긴 하고, 금리가 워낙 빨리 올라서 채권형도 손실이 날 수밖에 없는데 자금이 돌지 않으면서 추가 설정도 힘들다”고 말했다.

이효섭 자본시장연구원 선임연구위원은 “MMF가 대부분은 우량단기국채로 들고 있지만, 일부 기업어음(CP)을 들고 있는 경우 아직 100% 시가 평가가 아니라 늦게 반영되고 있고, 부실화 우려와 펀드런 가능성도 배제하긴 어렵다”며 “운용업 입장에서는 위험한 자산군

CP 비중을 낮추고 고객 출금 요청에 대응할 수 있도록 유동성 관리가 필요한 상황”이라고 전했다.

대형 은행이나 보험, 증권 계열사의 힘을 빌릴 수 없는 중소형 운용사의 경우 돈이 돌지 않아 더욱 찬바람이 불고 있다. 특히 부동산 프로젝트 파이낸싱(PF), 건설사 자금경색 관련 리스크로 인해 4분기 관련 악영향이 더욱 부각될 수 있다는 전망이 나온다.

운용사 한 관계자는 “부동산 매각을 하더라도 당초 목표보다 저평가돼 수익이 적게 반영되거나, 새로 펀드를 설정하고 싶어도 금리 인상이 되면서 대출도 여의찮아 못 한다”며 “딜이 진행되다가도 금리 인상 때문에 걸려되거나, 이미 대출을 많이 받아서 한 물건이 저평가되면서 일부 상환해야 하는 등 부작용이 파생되는 현상들이 4분기 더 많이 나타날 걸로 보인다”고 말했다.

II. 운용업 핵심 먹거리로 부상한 OCIO

OCIO는 운용사들의 핵심 성장 먹거리로 부상했다. OCIO는 기관투자자 등 자금을 자산운용사가 위탁받아 운용하는 서비스로, 이를 펀드로 구현한 게 OCIO 펀드다. 지난 4월 근로자퇴직급여보장법 개정안이 시행되고 근로자 300명 이상 기업은 적립금운용 위원회를 의무적으로 구성, 적립금운용계획서(IPS)에 따라 자금을 운용하게 됐다. 이를 고민하는 기업들에게 적절한 대안이 된 것이다. DB형 퇴직연금 수익률은 1%대에 그치지만, OCIO 펀드는 통상 4~5% 수익률을 목표로 한다.

전체 펀드 시장에서 OCIO의 존재감도 부각되고 있다. 운용사 한 대표는 “자산배분 시장을 보면 전통 주식·채권 펀드를 ETF로 대체했고, 4~5년 새 존재감을 키운 타깃데이트 펀드(TDF), OCIO로도 넘어가고 있다”고 언급했다.

대형 운용사(삼성자산운용·미래에셋자산운용)는 이미 OCIO 시장에서 90% 이상의 점유율로 독주하고 있다. 삼성자산운용은 이테일리와의 인터뷰에서 확정급여(DB)형 퇴직연금 규모가 약 170조 원 규모임을 감안할 때 이번 제도 변화와 맞물려 OCIO로 전환될 금액을 최소 50조 원 이상으로 추정했다. 기간을 특정하긴 어렵지만 적어도 DB형의 30~40%가 OCIO로 전환된다면, 전환 규모는 50조 원 이상이 될 것이라는 전망이다.

삼성자산운용 관계자는 “삼성자산운용은 일찍이 퇴직연금 DB 부채 매칭형 사모펀드 전략을 제안했고, 지난해부터 맞춤형 사모펀드 수요가 부각됐다”며 “특히 제도 변화로 이러한 기업들의 수요가 해소될 수 있는 제반이 마련됐다고 본다. 수익률을 높일 수 있는 의사결정권을 제도가 뒷받침해 준 것”이라고 설명했다.

삼성자산운용은 약 20여 년간 연기금 등 공적·민간 자금 OCIO 운용을 이어왔고, 2017년엔 회사 DB적립금을 OCIO 사모펀드로 운용하며 DB 맞춤형 프로세스를 구축했다. 2019년엔 국내 최초 DB 전용 공모펀드를 출시, 올해 들어 제도 변화에 맞춰 이름을 ‘삼성퇴직연금 OCIO솔루션밸런스펀드’로 변경했다. 해당 펀드엔 20개 이상 기업이 가입했고, 각 가입 규모는 백만 원 단위부터 백억 원 단위까지 다양하다.

사모펀드를 하기엔 규모나, 자금은 많지만, 일부만 넣어서 차차 늘려가고 싶다는 수요에 맞춰 공모펀드를 선보인다는 게 회사 입장이다. OCIO는 무엇보다 기업과의 ‘소통’이 중요하다고도 꼽았다. 회사 관계자는 “OCIO 펀드는 일반 펀드가 높은 수익률을 추구하는 것과 달리, 정해진 목표수익률을 달성하기 위해 적정 포트폴리오를 짜고 기업과 소통하는 게 중요하다”며 “가입 규모와 상관없이 매 분기 방문해 컨설팅을 진행한다”고 말했다. 이어 “각 기업의 장기 정책에 맞춰서 가야 하므로, 기업들은 장기적으로 퇴직연금 운용 과정을 함께 할 파트너를 고르는 관점이 필요하다”며 “단기 수익률, 한 매니저의 성과가 중요한 게 아니다. 파트너가 된 운용사도 지속 가능한 운용 조직을 탄탄하게 이어가야 한다”고 부연했다.

대형 운용사는 조직도 전문화하고 있다. 예로 삼성자산운용은 OCIO 컨설팅·마케팅이 통합돼 있는데, 지난 상반기부터 컨설팅 전문 인력만을 별도로 두는 안을 검토했다. 시장도 초기고, 연금 OCIO 담당자도 없는 만큼 시장·전문가가 육성돼야 하는 단계라는 평이다. 향후 OCIO 수요 대응을 위해 인력 규모도 꾸준히 늘리고 있다. 올 들어선 매크로(거시경제) 약화로 시장에 먹구름이 끼며 기업 문의가 많아졌다는 전언이다. OCIO 서비스의 가장 큰 장점은 자금 운용 계획을 보고할 수 있다는 것이라고 꼽기도 했다. 사모펀드는 매월 운용 과정과 수익률을 점검해 보고서를 전달하고, 장이 안 좋아도 장기 목표 수익률에 맞춰 어느 기간 동안 손실을 감안할 수 있는지 같이 소통한다고 전했다. 부채 상황이 달라지기 때문에 매년 리밸런싱을 진행하고 목표에 맞춰 분기마다 재조정을 한다는 설명이다.

Ⅲ. 운용사별 OCIO 양극화 심화

대형 운용사와 달리 중소형 운용사는 OCIO 사업 진출에 난항을 겪고 있다. 경영 환경이 악화되면서 대형사와 중소형사 간의 빈익빈 부익부 현상도 극심해지고 있다. 주요 먹거리로 부상한 OCIO의 경우 대형사들이 독점적인 지위를 이어가는 가운데 중소형사들은 사업 진출에 어려움을 겪고 있는 배경이다. 전체 AUM은 성장세를 이어가고 있지만, 운용업계

의견을 종합하면 ‘대형사 자금 풀림 현상’이 나타나고 있다. 주요 요인은 △계열사 자금 위탁 △운용업계 주요 신사업인 디지털화, 온라인 마케팅, 퇴직연금, 해외투자, 상장지수 펀드(ETF) 등에 필요한 대규모 투자 여력 △안정적인 곳으로의 자금 이동 등으로 꼽힌다.

운용사 한 관계자는 “지주사들이 그룹에 흩어진 운용자금을 모으고 운용 계열사가 이를 위탁받으면서 인력·돈·정보가 집중되는 효과가 나타나고 있다”며 “운용사의 신사업들이 대체로 대규모 투자가 수반돼야 해 투자 여력에 따라 격차도 생겼다”고 말했다. 이어 “라임 옵티머스 사태 이후 현재 하락장이 오면서 불안정한 소형사보다 신뢰가 더 높은 대형사 쪽으로 자금이 이동하는 경향도 보인다”고 덧붙였다.

운용사 경영진들도 난색을 표하고 있다. A 중소형 운용사 경영진은 “회사가 설립된 이래 최악의 한 해가 될 수 있다는 얘기도 있다”고 말했다. B 대형 운용사 경영진 역시 “내년 사업계획을 수립하고 있는데, 비상경영체제에 돌입할 것으로 예상됩니다. 코로나19 발생 때는 직후에 시장이 급격히 회복했지만, 지금은 고금리 등 비우호적인 환경이 내년까지도 이어질 전망이다”이라고 언급했다. 한 운용사 대표는 “시장은 거시경제 악재들을 상당히 선반영해 내년에 큰 폭으로 추가 하락하진 않을 것으로 보지만, 예상하지 못한 돌발 악재만 안 터지길 바랄 뿐”이라고 전했다.

중소형 운용사들은 OCIO에 대해 후발주자로서 성공 가능성이 낮아 진출에 어려움을 겪고 있다. 중소형 운용사 한 관계자는 “OCIO는 대형사가 독점적이고, 디폴트 옵션의 경우 인력·라인업 구축을 위한 비용, 시간을 들이는 것 대비 성공 가능성은 낮아 관련 투자를 멈춘 상태”라며 “ETF도 ‘절끔’ 전환한다고 해서 대형사처럼 규모의 경제를 이루고 수익을 내기 쉽지 않다”고 했다.

내년 비상경영체제를 준비하는 곳들도 눈에 띈다. 비우호적 환경에 공격적 투자는 고민할 수밖에 없다는 설명이다. 한 운용사 임원은 “올해도 판매관리비 등 비용절감은 지속했지만, 결국 인력 비용이 가장 큰데 소수정예 전문가 집단인 만큼 급격히 감축할 수도 없는 노릇이고, 시장 악화에 성과를 내지 못한 인력 유출은 커지는 상황”이라고 말했다. 또 다른 운용사 임원은 “운용자산 변동성은 예상보다 낮아 변수는 고유자산 운용성과”라며 “여러 측면에서 운용사별 차이가 크지만, 리스크관리는 지속 관건”이라고 전했다.

대형사들의 입장에서는 OCIO가 ETF 사업과 함께 그나마 실적 버팀목이 되고 있다는 평이다. 금융업계 한 관계자는 “대형 운용사들은 ETF, 연기금이 받쳐줘서 그나마 유지하고 있는데 공제회, 중소형 기금들이 맡겼던 일임 위탁 운용 규모는 꽤 많이 줄고 있다”고 말했다. 또 다른 관계자는 “운용사들의 비상경영도 눈에 띄는데 인력 감축까진 아니더라도 판매관리비부터 해서 긴축하는 분위기”라고 했다.

OCIO 대체투자에서 주의해야 할 수익률 조작

장호규*

한국에서는 자산규모 10조 원 이상의 일부 대형 공적기금이 주간운용사제도 또는 전담운용체계라는 이름으로 OCIO 제도를 도입하고 있다. OCIO 제도는 2001년부터 공적연기금 투자풀이 주간운용사 제도를 운용하며 최초의 사례로 보고되고 있기도 하며, 2014년 증권사와 운용사로 별도 전담운용체계를 구축한 주택도시기금을 첫 번째 사례로 보고 있기도 하다. 중요한 점은 60개 이상의 공적기금 중 일부가 이미 OCIO 형태로 투자를 실시하고 있으며 추가적으로 거대 공적기금들이 OCIO 투자를 실시할 것으로 예상된다. 구체적으로는 각종 공제회, 대학기금, 사내유보금이나 사내연금을 운용하려는 기업, 퇴직연금 등이 OCIO 투자에 대한 잠재적 수요자들로 대기 중이다.

현재 한국의 OCIO 투자 형태는 금융선진국인 미국과 비교했을 때 약간은 후진적이거나 특수한 모습을 띠는 경우가 많다. OCIO 투자는 GP(general partners)에 투자를 일임하는 형태이므로 실제로는 주식, 채권, 그리고 대체투자를 총망라하는 투자의 형태를 띠게 되는 것이 일반적이다. 그런데 한국에서는 OCIO 투자는 특수한 성격을 가지는 경우가 많다. 특정 산업 분야에 치우친 펀드나, '성장형 OCIO 펀드'라고 명명된 펀드 등이 OCIO 투자 상품으로 등장하고 선택되는 경우가 흔하다. 이러한 펀드들은 소위 말하는 스마트 베타 투자 상품과 동일한 투자상품일 뿐 일반적인 형태의 펀드는 아니다. 코로나 팬데믹 이후 한국에서 블라인드 펀드라는 이름으로 해외 자산운용사에 OCIO 형태로 투자를 위임하는 경우가 많이 등장하고 있다. 그런데, 블라인드 펀드라는 것은 한국에서만 사용하는 용어이고 실제로 해외 자산운용사들은 주식, 채권, 대체투자 등을 모두 적절히 섞어서 펀드로 운용한다. 한국에서는 이러한 펀드를 co-mingled fund라고 부르는데, 사실은 이것이 일반적인 형태의 펀드(fund)라고 할 수 있다. 한국의 기금들은 내부에 운용인력들을 보유한 경우가 많아서 운용인력들이 자신들이 전문성을 보유한 부분에 대해서 OCIO 형태의 투자를 하게 되는 경우가 많은데 이 경우 전문한 특수한 형태의 OCIO 펀드가 널리 선택받는 주된 이유가

논문접수일 : 2022년 11월 29일 논문수정일 : 2022년 12월 8일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일

본고는 장호규 교수가 작성한 논문과 보고서의 일부 내용을 참고하고 준용하였다

* 충남대학교 경제학부, E-mail: jhogyu@gmail.com

된다. 하지만 OCIO 투자는 실상 일임 형태의 투자여서 현재 한국의 OCIO 투자 형태는 글로벌 OCIO 투자 스탠다드와 동떨어진 모습이며, 투자 파편화에 따른 수수료 혹은 운용보수에 대한 과도한 지급이라는 부작용도 발생할 가능성이 높다. 하지만, 이러한 현상은 OCIO 시장이 성숙해지면서 머지않은 미래에 점차적으로 선진 형태로 바뀌게 될 것으로 예상된다.

OCIO 투자의 주된 자산군은 주식과 채권 그리고 대체투자 상품들이다. 주식과 채권은 전통적인 형태로서 늘 선호되는 자산군이다. 하지만, 2000년대 이후 금융시장의 변동성이 확대되고, 시장에 유동성이 크게 증가하면서 투자자들의 관심은 점차적으로 대체투자 쪽으로 확대되었고, 이는 OCIO 투자 형태에서도 마찬가지로 나타난다. 특히 OCIO 운용사도 고객(주로 기금)의 목표 수익률을 맞추기 위해서 부동산, 인프라 등에 대한 투자 비중을 늘리는 것이 불가피해졌다. 그런데 일반적으로 OCIO에서 대체투자를 할 때는 기금이 LP(limited partners)이고 운용사가 GP(general partners)가 되는 경우가 드물다. OCIO 운용사가 1차적으로 대체투자 펀드를 운용하는 다른 자산운용사를 찾아서 그들이 운용하는 펀드에 위탁을 하게 된다. 이 경우 OCIO 운용사가 LP, 그리고 대체투자 펀드를 운용하는 자산운용사가 GP가 되며, 기금은 이때 최종 end 투자자가 된다.

대체투자 펀드 중에서 2010년대 이후 가장 각광받는 형태의 펀드 중 하나는 사모펀드(private equity fund)이다(이하 PE로 통칭). 사모펀드는 여러 가지 특징이 있지만, 그 중 대표적인 것으로 불투명성과 강제 락인(lock-in)이 있다. 사모펀드의 투자가 어떤 식으로 이루어지는지는 일반 퍼블릭 시장에 잘 알려져 있지 않고, 일반 투자자들은 그 정보에 접근하기도 힘들다. 또한, 사모펀드에 가입을 한다고 하더라도 그 기간은 일정기간 이상 고정되기에, 투자자의 경우 개인사정에 따라 유동성 확보를 위해서 사모펀드 지분을 처분하는 것도 쉽지 않다. 그럼에도 불구하고 대체투자 크기가 확대되면서 부동산이나 인프라를 중심으로 한 사모펀드 투자는 확대일로에 있다.

OCIO의 경우에도 수익률 확보를 위해서 일정부분을 대체투자로 돌리게 되는데, 그 와중에 PE에 투자하게 되는 경우가 흔히 발생하게 될 것임이 분명하다. 일반적으로 PE가 중간수익률을 보고할 때는 주로 IRR(internal rate of return) 방법을 사용해서 수익률을 보고한다. PE가 IRR을 계산할 때는 실제 발생한 현금흐름(cash flow)을 이용하지 않고 앞으로 발생할 것으로 예상되는 현금흐름에 기초하여 수익률을 계산한다. 이 경우에는 수익률을 부풀릴 가능성이 언제나 존재한다. 최근 발표된 한 연구(Jackson, Ling, and Naranjo, 2022)에 따르면 일반적으로 PE 펀드매니저(GP)들은 특히 펀드금액을 모을 때(fund raising period), IRR을 이용한 부풀려진 수익률을 보고하는 경우가 많다고 한다.

이 연구는 특히 인과관계 분석(causality analysis)법을 이용하여 PE 펀드매니저들이 의도적으로 수익률을 부풀려서 보고하는 경우가 발생함을 보였다. 더 흥미로운 점은 이렇게 PE 펀드매니저들이 수익률을 부풀리는 경우, 이를 잡아낼(detect) 수 있음에도 불구하고 LP 매니저들은 이를 방치하거나 찬성하는 입장을 보인다는 것이다. 경제학에서 통용되는 모니터링(monitoring) 이론에 따르면 PE 매니저가 수익률을 부풀려 보고하면 투자자인 LP는 모니터링 등의 방식으로 그것을 알아낼 경우 응징(punish)해야 하는 것이 일반적이다. 하지만, 이 경우 LP의 incentive compatibility 조건은 모니터링과 응징에 맞지 않는다. 왜냐하면 LP의 경우에도 엔드 투자자인 기금에게 괜찮은 수준의 수익률을 보고할 수 있어야 기금운용기간 동안의 중간 평가에 도움이 되기 때문이다. 더 나아가 LP 매니저의 계약기간이 PE가 수익률을 보고하는 기간과 겹치게 되면 LP 매니저의 경우 일단 그 기간 동안 괜찮은 수익률을 엔드 투자자에게 보고할 수만 있다면 이후에는 수익률이 어떻게 되든 말든 상관없이 본인의 자리는 지킴과 동시에 추후 더 나은 조건으로 다른 직장으로 옮길 수 있다. 이 경우 LP는 GP의 수익률 조작(return manipulation)을 적당히 묵인하는 행동을 취하게 되는 것이다. 더 문제가 되는 것은 GP의 펀드모금(fund raising)이 끝나고 나면 추후 실제로 실현되는 수익률은 점차적으로 떨어지게 되는 것이 일반적이라는 점이다.

공적기금, 특히 (퇴직)연금 등은 그 성격상 외부에 투자를 위임했을 경우 수익률 보고에 민감할 수밖에 없다. 앞으로 OCIO 투자에 있어서 대체투자가 활발해지고, 부동산이나 인프라 쪽 PE에 투자하는 경우가 발생한다면 LP인 OCIO 운용주관사와 GP인 PE 펀드매니저의 행동에 따라서 엔드 투자자인 기금은 부풀려진 수익률을 보고받게 될 경우가 발생할 가능성이 높아진다. 특히 위에서 서술한 바와 같은 상황이 발생하게 된다면 엔드 투자자인 기금은 궁극적으로 대체투자로부터 고수익을 올릴 수 없을 가능성이 높아지기 때문에 궁극적으로는 전체 기금 수익률이 낮아지게 되는 결과가 발생할 수 있다.

결국, OCIO 투자에서 대체투자자로 위임되는 경우라면 엔드 투자자인 기금이 자체적으로 모니터링 기능을 강화하거나, 아니면 객관적인 제3자에게 위임하여 모니터링 기능을 추가하는 것이 필요하다. OCIO 투자가 활발해질수록 이러한 대리인 문제가 발생할 가능성이 높아질 것에 대비한 장치를 잘 마련해야 할 것이다.

참 고 문 헌

Catering and Return Manipulation in Private Equity, Jackson, Ling, and Naranjo, University of Florida Working Paper, 2022.

국내 OCIO 현황과 주요 현안

조 훈*

국내 OCIO 시장의 규모가 커지고, 기금과 기관들의 OCIO 제도 도입이 활발해지고 있다. 2001년 연기금투자자를 시작으로 최근은 공공기관과 민간기업, 향후 높은 성장 잠재력을 가진 퇴직연금 시장까지 OCIO 제도에 관한 관심이 지속적으로 커지고 있으나 시장의 성장에도 불구하고 OCIO 본연의 취지에 맞지 않는 다양한 제도적 결함, 과열 경쟁으로 인한 낮은 수수료율, 자산보유자의 투자에 대한 인식 부재 같은 문제가 OCIO 성장을 더디게 하고 OCIO 시장을 왜곡시키고 있다.

따라서 본 기고문은 현재 국내 OCIO 시장의 현황과 OCIO 시장이 직면하고 있는 주요 현안과 문제점에 대해 짚어보고, 향후 국내 OCIO 제도가 나아가야 할 방향에 대해 살펴보고자 한다. 각 장은 요점별로 다음과 같이 구성되었다.

- ① OCIO의 정의 : Oustsource Chief Invesment Officer(OCIO)의 정의와 유형에 대해 살펴보고 글로벌 OCIO 제도 도입이유와 수수료 방식에 대한 리서치 결과를 명시하였다.
- ② 국내 OCIO 시장의 현황 : 현재 국내 OCIO 시장을 구성하고 있는 자금의 형태와 규모 등을 알아보고 실행되고 있는 OCIO 제도에 대해 명시하였다.
- ③ 국내 OCIO 시장의 주요 현안 : 국내 OCIO 시장이 가진 문제점을 1) 한국형 OCIO 체제의 문제, 2) 투자기간의 단기화, 3) 투자에 대한 인식 부재 총 3가지 방향으로 접근하여 살펴보았다.
- ④ 결론 및 맺음말 : 앞서 살펴본 문제점에 대한 개선방안을 통해 국내 OCIO 제도의 변화점에 대해 시사하였다.

I. OCIO의 정의

OCIO는 투자관련 업무를 일임받은 외부(Outsourced) 최고투자책임자(Chief Investment

논문접수일 : 2022년 11월 22일 논문수정일 : 2022년 12월 9일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일

본고는 조훈 교수의 연구보고서와 기고문의 내용을 활용하여 작성되었음.

* KAIST 경영대학, E-mail: hooncho@kaist.ac.kr

Officer)를 일컫는 말로, 자산보유자(Asset owner)가 투자 업무의 일부 혹은 전체를 외부 투자업체에 위임하여 해당 기관이 CIO 역할을 수행하는 사업을 말한다. 이는 기존의 외부위탁운용방식과는 다르게 일부 혹은 모든 투자 의사결정 권한이 투자업체에 위임됨으로써 투자의 재량권을 가지고 있다고 볼 수 있다. OCIO의 업무 및 서비스 제공 범위는 투자기관 혹은 자산보유자와의 계약에 따라 상이하며, 이에 따라 <표 1>과 같이 완전위탁형(Full OCIO), 부분위탁형(Partial OCIO), 제한적위탁형(Minimal OCIO)으로 OCIO 유형을 분류할 수 있다.

<표 1> OCIO 유형 분류

분 류	설 명
완전위탁형 (Full OCIO)	자산운용지침(IPS)의 수립, 자산배분, 매니저 선정, 위험관리 등 모든 투자 관련 프로세스를 투자업체에 위임
부분위탁형 (Partial OCIO)	자산운용지침(IPS) 수립, 자산배분은 자산보유자의 위원회(board) 등 별도의 의사결정체계에서 수립하며, 그 외 매니저 선정, 위험관리 등의 과정은 투자업체에 위임
제한적위탁형 (Minimal OCIO)	일부 자산 또는 운용 전략만을 투자업체에 위임

OCIO 제도 도입에 대한 이유는 다양한데, CIO Outsourcing Survey에 따르면 위험관리 방안의 개선, 내부 전문인력 등 자원의 부족, 빠른 의사결정 등이 OCIO 제도 도입의 주요 이유이며, 자체 전문성이 높은 경우 등이 미도입의 이유로 나타났다. 또한 OCIO 제도를 통한 자산운용의 목표는 관리 자산규모가 높을수록 수익률 극대화의 목표보다 위험경감의 목표가 더 높았다.

<표 2> OCIO 제도 도입 이유

	5	4	3	2	1
Better risk management	50%	33%	11%	6%	0%
Lack of internal resources	56%	17%	17%	11%	0%
Additional fiduciary oversight	44%	28%	17%	11%	0%
Faster implementation/decisions	33%	39%	22%	0%	6%
Need to increase returns	11%	50%	33%	0%	6%
Desire for strategic partnership	28%	33%	17%	0%	22%
Cost savings	17%	39%	11%	11%	22%

at all important, 5=Very important

자료: The investment management institute "CIO Outsourcing Survey 2022"¹⁾

OCIO 수수료율 구조는 Flat bp가 많은 비중을 차지하고 이어 Sliding asset based가 높았으며 순수 Performance fee는 사실상 전무하다고 볼 수 있다.

<표 3> OCIO 수수료 구조

	All	<\$500mm	\$500mm-\$5b	>\$5b
Flat basis point fees ONLY	67%	80%	67%	0%
Sliding asset based fees ONLY	28%	10%	33%	100%
Multiple or Other fee structures	6%	10%	0%	0%
Performance fees ONLY	0%	0%	0%	0%

자료: The investment management institute “CIO Outsourcing Survey” 2022.

II. 국내 OCIO 시장의 현황

국내 OCIO 제도는 공적연기금을 중심으로 시작되었으며, 현재는 다수의 공·사적 기관이 OCIO 제도를 도입하고 관심 또한 증가하고 있다. 국내 OCIO 시장은 아래 <표 4>과 같이 공적연기금을 중심으로 실시되고 있으며, 서울대발전기금, 강원랜드 등 공공기관과 대학기금 등도 OCIO 제도를 점차 도입을 실시하고 있다.

<표 4> OCIO 시장 구성

(단위: 억원, %)

	전체	공적 기금	민간 기업	공공 기관	퇴직 연금	공제회	대학 기금	기타
총 수탁 규모	1,322,263	1,123,224	79,932	68,039	20,301	15,236	9,481	6,050
비율	-	84.95	6.05	5.15	1.54	1.15	0.72	0.46

자료: 2022년 8월 말 기준, OCIO시장 성장 가능성과 완전위임 확대 필요성(남재우).

공적연기금은 크게 연기금투자폴, 주택도시기금, 고용·산재보험기금으로 구분할 수 있으며, 최초의 OCIO 제도 형태는 연기금투자폴로 볼 수 있다.

1) The investment management institute, “CIO Outsourcing Survey 2022”에서 명시하고 있는 기관의 특성은 다음과 같다.

기관 유형		지역		운용 규모	
기관 유형	전담인원	지역	전담인원	운용 규모	전담인원
Corporate Pension	5	US	4	<\$500mm	2
Public Pension	3	Canada	2	\$500mm-\$5b	4
E&F/Nonprofit	4	Europe/Pacific/Other	15	>\$5b	8
401(k), 403(b), 457 DC plan	6				
Other	7				

연기금투자자는 공적연기금의 효율적 자산운용 도모 및 기금운용의 안정성 및 수익성 제고를 위하여 2001년 제도가 실시되었다. 제도 초기 약 2조 원에서 현재 약 27조 원 수준으로 성장하였으며 대부분이 사업성기금으로 구성되어 있다. 연기금투자자는 복수 주간운용사를 선정하고 각 주간운용사는 통합펀드에 개별펀드를 자산으로 편입하여 운용하는 재간접투자(Fund of funds)방식으로 운영되고 있는데, 이 같은 운용 형태는 각 개별 기금이 통합펀드의 투자 유형과 규모만 결정하면 되는 형태로 별도의 위탁운용기관 선정절차를 거치지 않아도 되어 자산운용 업무 효율성이 증대되는 효과가 있다. 또한 투자자문과 교육 기능 등이 부가적인 서비스로 진행되어 가장 기본적인 OCIO 형태를 갖추고 있다고 볼 수 있다. 2022년 현재는 연기금투자자 내에서도 ‘완전위탁형’ 제도가 추가로 실시되었는데, 해당 제도는 기존에 연기금투자자가 가지던 한계점과 단점을 보완하고 <표 5>와 같이 전담주간운용사가 기금의 투자 관련 의사결정부터 모든 자산운용 관련 업무의 재량권을 가지고 실시하는 ‘Full-OCIO’ 형태를 갖추고 있다고 볼 수 있다.

<표 5> 연기금투자자 정의 및 완전위탁형 제도와 비교

	자산운용 업무	연기금투자자	완전위탁형
운용 전략 수립	기금별 여유자금 투자정책수립	기금	전담 주간운용사
	적정유동성 추정	기금	전담 주간운용사
	전략적 자산배분	기금	전담 주간운용사
	자산운용지침 개정안 수립	기금	전담 주간운용사
	자산운용지침 개정안 심의	기금별 위원회	투자폴운영위(자산운용소위)
투자 실행	전술적 자산배분	기금	전담 주간운용사
	신규 여유자금 통합펀드별배정	기금	전담 주간운용사
성과 평가 및 위험 관리	운용실적 보고	기금(외부 위탁)	펀드평가사
	운용성과 평가	기금별 위원회	투자폴운영위(성과평가소위)
	운영위험 보고	기금(외부 위탁)	사무관리사
	운영위험 관리	기금별 위원회	투자폴운영위(성과평가소위)
	시장위험 관리	기금(외부 위탁)	전담 주간운용사

자료: 기획재정부 완전위탁형 제도 설명회.

주택도시기금, 고용보험기금·산재보험기금은 앞서 언급한 연기금투자자들과는 다른 방식으로 자산운용사와 증권사 두 개의 금융기관을 OCIO 전담기관으로 선정하여 운영하고 있다. 다만 주택도시기금은 하나의 기금에 두 개의 전담기관을, 고용·산재보험기금 각 기금별 한 개의 전담기관을 선정하여 운용한다는 점에서 그 차이가 있으며, 부분위탁형 OCIO 형식으로 운용된다는 점은 동일하다. 이 밖에도 공적연기금 중에는 방상성폐기물

관리기금이 전담기관과 연기금투자자를 동시에 활용하는 형태로 OCIO 제도를 시행하고 있다.

공적연기금을 제외하고는 대부분 민간기업과 공공기관 등이 OCIO 제도를 활용하고 있으며, 이에 대한 수요는 지속적으로 확대될 것으로 판단된다. 특히 공공기관의 경우 일부 기관에 한정하여 자산운용지침 가이드라인이 제시되는 등 현재 공적연기금과 비슷한 수준의 자산운용체계가 요구되기 시작하면서, OCIO 제도 도입에 대한 긍정적인 검토가 이루어 질 것으로 예상된다. 또한 향후에는 공공기관 뿐만 아니라 각 시·도 지자체 등에서도 이러한 체계 도입이 지속적으로 실시된다고 가정하면 잠재적인 수요가 높을 것으로 예상된다.

민간기업의 경우에는 남재우(2022)에 따르면 최근 금융위기 등을 거치면서 상장기업이 보유하고 있는 사내현금유보금이 증가하였고, 이 같은 유보금의 증장이 운용 필요성에 의해 OCIO 수요가 급증하였다고 밝히고 있다.

Ⅲ. 국내 OCIO 시장의 주요 현안

1. 한국형 OCIO 체제의 문제

위에서 언급하였듯 국내 OCIO 제도는 공적연기금을 시작으로 공공기관, 대학기금 등으로 확장해나갔고, 대부분의 OCIO 체제가 공적연기금과 비슷한 수준으로 형성되었다. 이렇다 보니 공적연기금 OCIO 체제가 한국형 OCIO 체제로 정의되었으며, 공적연기금 OCIO 체제에서 대두되었던 문제점이 그대로 국내 OCIO 체제의 문제점으로 드러나게 된 것이다.

한국형 OCIO 체제의 문제점은 첫째, 혼합된 OCIO 형태로 인한 의사결정 및 자산운용 비효율성이 발생한다는 점이다.

<표 6> 주요 공적연기금 OCIO체계 도입현황

구분	연기금투자자		주택도시기금		산재기금	고용기금	방폐기금
관할 기관	기획재정부		국토교통부		고용노동부		원자력공단
운용 규모	34.2조		44.9조		23.2조	5.9조	3.1조
전담 기관	삼성자산 운용	미래에셋 자산운용	미래에셋 자산운용	NH증권	삼성자산 운용	한국투자 증권	신한자산 운용

자료: 21년 말 기준, 규모는 평잔기준, 기금운용평가보고서(기획재정부).

<표 6>에서 연기금투자품을 제외하고 주택도시기금, 산재, 고용기금의 경우에는 부분위탁형으로 분류되고, 방폐기금의 경우 OCIO 제도와 연기금투자품을 모두 사용하는 제한적위탁형으로 분류할 수 있다. 다만 해당 연기금들은 모든 자산을 위탁하고 있는 완전위탁의 형태를 지닌다. 즉, 현재 한국형 OCIO 체제의 구조는 모든 자산을 위탁하는 완전위탁 형태이지만 업무의 범위 및 권한은 부분위탁 형태를 띠고 있는 혼합된 구조라고 볼 수 있다.

그러나 공적연기금이 OCIO 제도를 선택한 이유는 운용 역량 부족이 주된 원인임에도 불구하고, 전략적 자산배분 등 OCIO 위탁운용기관에서 수행한 높은 수준의 전문 의사결정을 비전문가 집단에서 판단하거나 주관적 판단 의견이 들어간 자산배분안을 위원회에 상정하는 등의 OCIO 제도의 의미가 퇴색되는 행위가 빈번하게 발생하고 있다. 결국 자산보유자가 최종적으로 결과에 대한 책임을 지게 되므로 소극적인 운용으로 이어질 수밖에 없으며, 위탁운용기관은 실질적으로 주요 의사결정에 참여를 하면서도 단순히 자문 혹은 의견 수준으로 결과에 대한 보상은 별도로 발생하지 않기 때문에 중요한 의사결정이 형식적으로 이루어질 수밖에 없다.

한국형 OCIO 문제점 두 번째는 낮은 수수료로 인한 자산운용 효율성 및 서비스의 퀄리티 저하의 문제가 발생한다는 점이다. 앞서 언급한 대로 국내 OCIO 제도는 공적연기금을 시작으로 확장되었기 때문에 수수료에 관련한 부분도 이에 영향을 받았다. 최초 OCIO 제도 형식의 연기금투자품의 경우 경쟁입찰 방식으로 진행되며 선정기준 중 운용보수율 부분이 전체 점수의 10%를 차지하고 있기 때문에 주간운용사를 희망하는 기관에서는 보수율 인하에 대한 압박이 발생할 수밖에 없는 상황이다. 특히 복수주간운용사 제도가 도입되면서 입찰을 희망하는 주간운용사 간의 경쟁적인 보수율의 인하로 현재는 약 2.7bp의 낮은 수준의 보수율로 측정되었다. 이러한 보수율은 대부분의 공적연기금도 비슷한 수준이며, 해당 보수율이 벤치마킹 되면서 다른 OCIO 제도 시행 기관들의 보수율도 낮은 수준에 이르고 있다. 이 같은 상황은 결국 자문 등의 자산운용 서비스의 퀄리티는 낮아지고, 자산군을 다양화하고 수익 극대화를 실현해야 하는 매니저는 성과 창출 요인이 낮아지면서 소극적 운용 전략만을 취하게 만들게 된다. 이러한 이유로 현재 OCIO 위탁운용기관들은 명시적으로는 Active와 Passive 전략 동시추구를 내세우고 있으나 알파 창출을 위한 Active 운용의 유인책이 사실상 존재하지 않기 때문에 결국 대부분의 운용은 BM을 추종하는 Passive 운용을 지향하고, 이를 통해 얻어지는 Excess return을 α 로 정의하는 등의 전략과 관계 없는 잘못된 자산운용 행태를 보여주고 있다.

2. 투자 기간(Investment Horizon)의 단기화

자산운용 프로세스는 가장 마지막 단계인 'See' 단계에서 자산운용주체의 성과에 관련한 평가를 실시하고, 이를 환류하여 차년도 계획안에 이를 반영하는 단계로 이루어져 있다. 현재 OCIO 제도를 가장 활발하게 이용하고 있는 공적연기금의 경우 기금 자체 자산운용 위원회 혹은 성과평가위원회에서 분기, 연간 단위로 자산운용 성과평가 결과를 심의·의결하고 있으며, 별도로 기획재정부 기금운용평가를 매년 실시하고 있다.

이러한 프로세스 상에서 극도의 안정성을 추구하는 운용행태와 1년 성과에 집중할 수밖에 없는 제도상의 문제가 자산보유자가 단기 성과에 치중하게 만들 수밖에 없다. 한 예로 기금운용평가에서 자산운용의 목표수익률을 장기 재정 목표 달성을 위한 ALM 관점에서 설정하는 것을 권고하고 있으나, 실질적으로 계량지표는 그 해 년도 수익률에 대해 평가를 실시하고 있는 등의 평가내부에서도 그 궤를 달리하는 경향을 보인다. 결국 이러한 제도적인 문제가 비전문가인 자산보유자가 누적 성과가 아닌 단기 성과에 큰 비중을 두게 만들고, 이로 인하여 최종 의사결정권이 자산보유자에게 있는 부분위탁(Partial)형 OCIO 제도 내에서 단기 성과를 효과적으로 낼 수 있는 자산배분을 선택 하게 된다.

덧붙여 국내 OCIO 제도를 실시하는 위탁운용기관의 짧은 계약기간 또한 단기 성과에 집중할 수밖에 없는 상황을 만들어낸다고 볼 수 있다. 최근 들어 OCIO 제도 내에서도 자산배분 시 비중이 확대되고 있는 대체투자 같은 자산군의 경우 투자 기간(Investment Horizon)이 전통적 자산군에 대비해 길다는 특징을 가지고 있음에도 불구하고, 이를 수행하는 위탁운용기관의 계약기간은 최대 4년으로 현재의 계약기간과 평가 주기는 매우 짧다고 볼 수 있다.

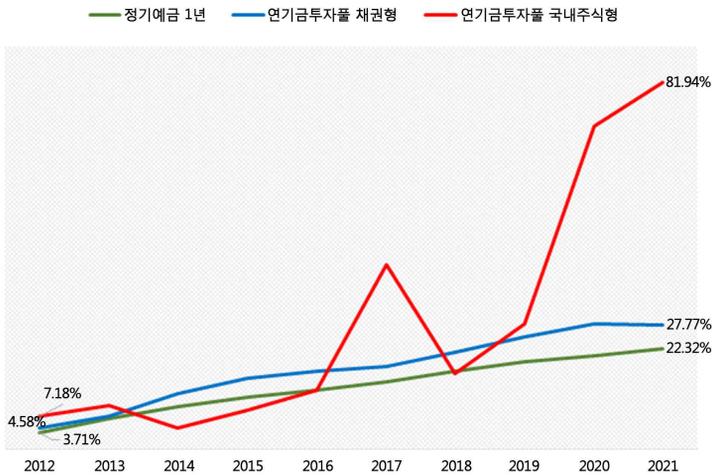
종합하면 장기 누적수익률이 아닌 단년도 수익률을 평가하는 제도상의 제약으로 인하여 OCIO 시장의 성과는 단기에 치중되는 행태를 보이며, 이 같은 행태는 대체투자 등 다양한 자산군에 투자를 어렵게 만들어 결과적으로 자산보유자의 수익률을 저해시키는 원인 중 하나라고 볼 수 있다.

3. 투자에 대한 인식 부재

OCIO 제도를 선택하는 대부분의 자산보유자는 비전문가 집단으로 자산운용에 대한 인식이 부족한 상황이다. 특히 이사회 혹은 위원회, 관련 담당자가 의사결정권이 있는 부분위탁형 OCIO 체제에서는 자산운용에 대한 인식이 부족할수록 투자에 대한 의사결정에 정책적 의사가 개입되는 경우가 높다.

특히 위험과 수익에 대한 관계와 자산보유자의 자산운용 목표와 평가가 서로 상충되어 발생하는 문제가 가장 빈번하게 발생하게 된다. 이는 특히 국내 시장에서 ‘확정금리형’이라고 불리는 예금이 하나의 자산군으로 인식되고 있고 비전문가의 입장에서 해당 상품이 모든 금융상품을 비교할 수 있는 벤치마크(BM)로 각인되어 있기 때문이다. 더불어 자산보유자의 자산운용 목표와 평가는 궁극적으로 자산보유자의 원활한 목적 사업을 위한 재정건전성 확보이며, 원금 손실을 최소화하면서 재정 목표를 실현할 수 있는 수익률에 초점이 맞추어져 있다. 따라서 비전문가 집단에서의 의사결정은 확정금리형 기준으로 진행될 수밖에 없고, 원금 손실의 확률이 낮고 수익률이 고정되거나, 수익률에 대한 불확실성이 최소화될 수 있는 안정성 위주의 투자만 승인될 수밖에 없는 상황이다. 특히 금리인상기에는 이러한 경향이 더욱 강해져 투자론적 인식에서 벗어난 ‘Low Risk, High Return’의 인식이 생겨나게 된다.

[그림 1] 정기예금 금리와 연기금투자채 채권형, 주식형 누적수익률



*10년 연평균수익률: 정기예금(2.04%), 채권형(2.49%), 주식형(7.01%)

그러나 [그림 1]과 같이 중장기 누적 혹은 평균 성과를 비교해보았을 때 위험 자산군이 더 높은 성과를 보여줌에도 불구하고 이러한 인식이 위험을 감내하고(Risk taking) 수익성을 증대시키는 의사결정보다는 무위험수익률에 가까운 극도의 안정성 위주의 투자 의사결정을 실행하게 만든다.

결국 안정성에 치우친 자산운용 행태가 OCIO 제도의 장점을 살리지 못하고 장기적인 관점에서 달성 가능한 수익률의 기회를 박탈하고 있으며, 이는 나아가 국내 OCIO 발전을

저해하는 원인으로 볼 수 있다.

IV. 결론 및 맺음말

투자환경이 다양화되고 고도화된 투자 모델, 다양화된 투자자산 출현하면서 그에 대한 투자자의 지속적인 수요로 인하여 OCIO 모델 도입 증가는 필연적이다. 그러나 이러한 고도화 된 시장상황에 맞추어 자산운용 방식이나 제도, 운용의 인식 등은 그에 미치지 못하는 수준이며, 이는 OCIO 제도 및 발전을 저해하는 원인이 되기도 한다. 특히 이러한 문제는 개별적인 문제이기보다는 각각의 문제점이 다른 문제의 원인이 되는 등 매우 유기적으로 얽여있다는 점이다. 따라서 국내 OCIO의 발전을 위해서는 다음과 같은 개선방안이 다방면으로 동시에 이루어져야 할 것이다.

첫째, 기존의 부분위탁(Partial)에서 완전위탁형(Full) 제도로의 전환과 성과보수의 적극적인 도입으로 자산운용의 의사결정부터 자산군 운용에 대한 적절한 보상과 함께 책임의 의무 또한 지게 하여 위탁운용기관의 자산운용 적극성을 유도할 수 있는 방안을 고려해야 한다. 둘째, 기금운용평가나 OCIO 위탁운용기관 선정 및 성과평가 등을 실시할 경우 해외 연기금과 같이 5년 이상 누적 성과로 평가를 실시하여 중장기 자산운용을 유도하는 것이 필요하다. 셋째, OCIO 위탁운용기관과 자산보유자간 장기적인 관계를 구축하고 운용의 연속성을 위하여 현재 행해지고 있는 매년 특정 주기에 위탁운용기관을 선정하는 행위는 지양하고 위탁운용기관의 계약기간을 장기 투자 기간에 맞추는 것이 필요할 것이다. 마지막으로 OCIO 위탁운용기관 등 전문성을 가진 기관의 주기적인 교육, 자문 등 다양한 방법을 통하여 자산보유자의 투자에 대한 인식 개선이 필요할 것이다.

국내 OCIO 시장은 제도가 도입된 지 20년 이상이 되었고 앞으로 시장은 민간과 퇴직연금 등 다양한 방면에서 좀 더 확대될 것으로 예상된다. 그러나 OCIO 운영방식은 공적연기금 OCIO 제도에서 크게 벗어나지 않고 있으며 그에 대한 한계점 또한 존재하고 있다. 따라서 기존 OCIO 제도를 정비하여 향후 확대될 OCIO 시장에 벤치마킹되는 구조로 변화해야 할 것이다.

참 고 문 헌

기금운용평가단, 2021 회계연도 기금운용평가보고서, 기획재정부, 2021.
 기획재정부, 완전위탁형 운영 매뉴얼, 2011.

남재우, 국내 OCIO 제도 정착을 위한 개선과제, 자본시장연구원, 2019.
남재우, OCIO 시장 성장 가능성과 완전위임 확대 필요성, 자본시장연구원, 2022.
한국금융공학회, 연기금투자플 완전위탁형 제도 도입을 위한 연구, 2021.
Chief Investment Officer, Outsourced Chief Investment Officer Survey, 2022.
Price G. and K. Mawer, Navigating the OCIO landscape, FEG, 2019.
Pruit T., Trends in the Outsourced Chief Investment Officer Market, Investment Management Consultants Association, 2016.

<http://www.mosf.go.kr> /기획재정부
<http://openfiscaldata.go.kr> /기획재정부 열린재정
<http://www.investpool.go.kr> /연기금투자플
<http://ecos.bok.or.kr> /한국은행경제통계시스템
<http://pionline.com> / Pension & Investment

OCIO 시장은 벌써 레드 오션인가?

최형석*

〈요 약〉

본 소고는 도입된 지 20여 년된 국내 OCIO 시장의 성장 가능성과 문제점을 짚어보고 나름의 개선 방안을 제안하고 있다. 현재 국내 OCIO 시장의 운용규모는 132조 원을 넘어섰지만 그동안은 주로 대형 연기금들이 OCIO 모델을 도입한 상태로 아직 보편화되었다고 평가하기는 이르다. 그러다보니 지금까지의 시장 상황은 초기에 과감히 투자한 대형 금융회사 중심으로 과점 체계가 굳어지고 있고 중소형 후발 금융회사가 극복해야 하는 진입장벽도 만만치 않다. 이러한 이유로 벌써부터 국내 OCIO 시장을 레드 오션이라 부를 만큼 여러 문제점들이 발생하고 있으나 저자의 판단으로는 OCIO 서비스의 효용과 가치를 아직 제대로 인식하지 못하고 있기 때문이며 시장이 더욱 성숙해 감에 따라 충분히 해결될 것으로 기대한다.

주제어 : OCIO, 레드오션, 진입장벽, 과점, 적정 보수

I. 서론

공적연기금투자플 조성으로 시작한 우리나라 OCIO(Outsourced Chief Investment Officer) 시장은 올해로 21년째를 맞았으며, 자본시장연구원의 시장조사 결과 올해 8월 말 현재 국내 OCIO 시장의 운용규모(Asset Under Management)는 132조 원을 넘어섰다고 한다(남재우, 2022). 아직은 공적연기금 중심으로 시장이 형성되어 있지만, 최근 기업, 공제회, 재단 등 다양한 유형의 위탁자산으로 범위가 확대되고 있고 앞으로 퇴직연금 적립금 운용까지 OCIO 영역으로 들어오게 되면 전체 규모는 지금의 몇 배로 성장할 것이다. 우리보다 앞서 1980년대부터 OCIO 비즈니스 모형을 받아들인 미국¹⁾을 포함하여 전세계적으로 OCIO 시장은 성장하고 있다. Pension & Investment가 발표한 자료에 따르면 전체 또는 부분적으로 자산운용을 외부에 위임하는 규모는 2022년 3월말 기준 2.66조달러에

논문접수일 : 2022년 11월 30일 논문수정일 : 2022년 12월 11일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일
본고는 최형석 교수가 작성한 논문과 보고서의 일부 내용을 참고하고 준용하였다.

* 이화여자대학교 경영학과 교수, E-mail: hyungsuk.choi@ewha.ac.kr

1) 1988년 Jonathan Hirtle 가 Hirtle Callaghan & Co.를 창업하면서 제안한 비즈니스 모형이 최초의 OCIO 모형으로 받아들여진다(<https://www.hirtlecallaghan.com>).

이르며, 이는 전년대비 5.4%, 2017년에 비해서는 86.1%가 증가한 규모이다(<https://www.pionline.com>)

비록 국내에 OCIO 모델이 도입된지 20년이 넘었지만, 앞으로의 성장이 더욱 기대되는 OCIO 시장을 벌써 레드오션이라는 목소리가 시장 참여자들 사이에서 계속 들려오는 것을 무시할 수는 없다.²⁾ 국내 OCIO 시장의 85%를 차지하는 공적기금의 경우 주기적으로 OCIO를 선정하고 있는데 인력, 시스템, 그리고 실적 등에서 이들 대형 공적기금의 OCIO로 선정된 자산운용사 및 증권사 위주로 이미 과점 체계가 구축되어 후발주자들의 진입 허들이 높아졌다는 우려가 불거지고 있다. 대형사들의 과점 체계가 굳어지고 경쟁 구도가 사라지면 결국에는 연기금 등 위탁자에게 가장 효율적인 서비스를 제공할 인센티브가 줄어들게 되어 사회적 비용이 증가하는 결과를 가져오게 된다.

남재우(2019)에 따르면 국내 OCIO 시장은 역할 및 권한, 자금의 집합에 의한 규모의 경제, 수수료 체계 등 많은 부분에서 해외시장과는 다른 구조로 되어 있다. 이는 우리나라의 OCIO 제도가 대형기금의 집행기능을 전담하는 외부 전담조직이라는 제한적인 역할을 부여받으면서 도입되었기 때문이기도 하다. 이러한 이유로 주요 연기금의 OCIO를 재선정 하면서 운용보수는 점차 줄어들면서도 전담인력과 시스템 등 OCIO 운용기관의 투자에 대한 요구는 더욱 늘어가는 악순환이 계속되고 있으며, 이러한 시장 상황에서 중소형 후발주자들은 선뜻 투자하고 시장에 적극적으로 참가할 엄두를 못 내는 것이다.

본 소고에서는 국내 OCIO 시장을 레드 오션으로 보는 몇 가지 문제점을 제시하고 다년간 여러 위원회와 평가단 업무 경험과 관련 연구를 진행한 저자의 관점에서 이러한 문제점을 해결하는 방안을 제시한다.

II. OCIO 시장에 나타난 문제점

1. 전담조직에 대한 비현실적 요구

국내 OCIO의 첫 모델인 연기금투자플 OCIO는 자산운용에 전문성이 부족한 중소형 공적연기금들에 서비스를 제공하지만, 서로 다른 성격의 여러 기금들을 대상으로 하고 있기 때문에 각 기금들에 특화되고 포괄적인 서비스를 제공하기에는 한계가 있다. 이러한 이유로 산업재해보상보험및예방기금, 고용보험기금, 주택도시기금 등 대형기금들은 전담자산운용 체계를 도입했다. 이들 기금들은 OCIO 선정 시 엄격한 전담자산운용 체계를

2) 한국경제신문 2022.10.28. 「시장 커진지 얼마 됐다고... 벌써 '레드오션'[자본시장 새 먹거리 OCIO 대해부]」.

요구하고 있는데, 대부분 응찰 기업들로부터 전담조직 구성원을 제출받고 정량평가와 정성평가에서 전담 조직의 규모, 전담 인력의 전문성, 전담조직의 사내 독립성 등을 구체적으로 평가한다.

이들 대형 연기금의 경우 운용규모가 수십조 원에 이르기 때문에 전담조직을 구성 하더라도 수지가 맞을 수 있으나, 이들의 사례를 지켜본 중소형 기금 및 기관들도 전담자산운용 체계를 요구하는 상황이다. 전담 인력 10명의 인건비를 연간 10억 원으로 가정하더라도 운용보수 3bp로 이들 인건비를 충당하기 위해서는 운용규모가 3조 3천억 원 이상이 되어야 한다. 전담 인력뿐만 아니라 운용시스템과 데이터 관리 및 리서치 등 추가적인 비용을 고려하면 운용규모 1조 원 미만의 중소형 기금 및 기관들에게 전담자산운용 체계를 제공하는 것은 적자를 감수하고 OCIO 시장을 선점하기 위한 투자로 봐야 하며 중소형 후발주자들이 감수하기에는 너무 큰 부담이 아닐 수 없다.

2. 재선정할수록 줄어드는 운용보수율

해외와 달리 국내 OCIO 시장에서는 초과수익률에 따른 인센티브인 성과보수가 아직 정착되지 않았기 때문에 운용보수는 운용규모에 따라 결정되는 보수가 국내 OCIO 운용기관들의 거의 유일한 수입원이다.³⁾ 국내 주요 연기금 주간운용사 운용보수율은 연기금투자폴 2.92~3.70bp, 고용보험기금은 3.00~3.50bp, 산재보험기금은 2.70bp, 주택도시기금은 2.90~3.10bp, 민간연기금투자폴도 2018년 기준으로 7.70bp로 알려져 있다. 글로벌 OCIO 운용사의 운용보수율이 30~100bp인 점을 고려하면 국내 OCIO 운용사의 운용보수율은 매우 낮은 수준일 뿐만 아니라 OCIO 운용사 간의 경쟁이 심해짐에 따라 재선정 절차를 거치면서 운용보수율이 계속 낮아지는 추세에 있다. 2021년 연기금투자폴 주간운용사(OCIO)에 선정된 미래에셋자산운용은 기존 주간운용사의 운용수수료율이 3.7bp 수준인데 비해 2.9bp를 제시하였다.

일반적으로 기금들은 주간운용사 선정 제안요청서에 추정 보수율을 명시하는데, 이는 기금이 지급할 수 있는 최대 보수를 뜻한다. OCIO 운용사들의 경쟁이 심한 만큼 추정 보수율 상한에 맞춰 운용보수율을 제안하는 업체는 없을 테지만, 현행 나라장터 공개입찰 시스템에서는 추정 보수율의 60% 미만으로 제시하는 경우 해당 항목의 점수를 받지 못하게 되어 있는 점을 고려하여 대부분의 업체에서는 추정 보수율의 60%에 맞추어 운용보수율을 제안하는 상황이다. 주간운용사의 낮은 운용보수는 전문인력 유지, 시스템 및 인프라 등 자산운용에 제반되는 중요한 투자가 제대로 이루어지지 않고 결국은 투자수익률 하락을

3) 고용보험기금 및 산재보험기금은 성과보수체계를 2020년에 도입하였음.

비롯하여 OCIO 서비스 질 저하로 이어질 가능성이 크다.

3. 효율성이 떨어지는 위탁 비중

1970년대 초부터 미국 등 금융선진국에 등장한 투자컨설팅회사 비즈니스 모델이 금융 시장이 더욱 복잡해지고 금융시장을 통한 수익창출 및 리스크관리가 중요해짐에 따라 OCIO 모델로 진화하여 등장하였다(신중철 등, 2020). 투자컨설팅회사는 고객(Asset Owners)들에게 자산배분이나 운용사 선정을 위한 추천 등 별다른 재량권 없이 투자조언을 제공하는데 그치지만 OCIO는 매년 고객의 동의를 구할 필요 없이 재량권을 가지고 하위 운용사와 매니저를 선정하는 등의 운용서비스를 제공한다. 그러다 보니 OCIO는 고객의 자산운용 목적, 중장기 사업계획, 자본구조 및 유동성 현황, 사업지속을 위한 현금흐름의 특징 등 자산운용과 관련하여 고객의 모든 부분을 고려한 최적의 자산운용 전략을 수립하고 이를 직접 실행하는 역할을 담당한다.

OCIO가 고객의 입장에서 산출한 최적의 자산운용 전략을 효율적으로 실행하기 위해서는 고객의 운용자산 전체를 OCIO가 총괄하여 운영하는 것이 바람직하다. 일상적이고 반복적인 사업 집행을 위한 현금성 자금 등 유동성 자산을 고객이 직접 운용하는 것을 제외하고는 OCIO가 수립한 전략적 자산운용 계획에 따라 전체 운용자산을 합리적이고 효율적으로 운용하는 것이 필요하다. 예를 들어 운용규모 10조 원인 기금의 전략적 자산운용 계획에 대하여 OCIO가 최적의 솔루션을 도출하였다 하더라도 OCIO에게 할당된 운용규모가 2조 원에 불과하다면 최적의 솔루션을 달성하는 것은 기대하기 어렵고 OCIO에게 맡겨진 2조 원에 대해서만 전략적 자산운용 계획을 수립하는 것도 결코 바람직하지 않다. 전 세계 주요 OCIO 사업자를 대상으로 설문한 「2022 Outsourced Chief Investment Officer Survey」 결과에 따르면 응답자의 83%가 운용자산의 100%를 OCIO에게 일임하고 있으며, 운용자산의 75% 이상 100% 미만을 일임하는 경우가 11%라고 밝히고 있다.⁴⁾ 이는 고객의 전체 운용자산을 맡아서 OCIO가 운영하는 사례가 드문 우리나라 시장 상황에 시사하는 바가 크다.

Ⅲ. 개선 방안

앞서 제시된 국내 OCIO 시장의 문제점은 OCIO 서비스의 가치를 제대로 평가하고

4) <https://www.ai-cio.com/surveys/2022-outsourced-chief-investment-officer-survey>.

인정하지 못하고 있기 때문이다. 주된 업무가 자산운용이 아닌 연기금 등 위탁자가 운용자산 규모가 증가하고 금융시장이 더욱 복잡해짐에 따라 전략적의사결정을 포함한 자산운용 전반에 관한 업무를 OCIO에게 위임하는 것은 수탁자인 OCIO 운용사의 역량과 전문성을 인정하고 그에 걸맞은 서비스를 기대하기 때문이다. 이러한 업무를 위탁사 내부에서 담당하기에는 너무나 큰 비용과 노력이 요구되며 외부 전문가보다 그 성과 또한 결코 우월하지 못하다는 것을 지난 수십 년간 투자컨설팅 모델에서 OCIO 모델로 전환해온 금융 선진국의 사례에서 충분히 알 수 있다. 그렇기 때문에 OCIO를 통해 최적의 서비스와 운용성과를 얻기 위해서는 합당한 비용을 지불해야 한다. 다만 혹시 모를 OCIO의 대리인 문제가 발생하는 것을 막기 위해서는 적절한 모니터링과 통제장치를 마련하면 된다.

일반적으로 OCIO 선정을 위한 제안서에는 ‘보수의 적정성’을 판단하기 위한 근거를 제시하도록 요구하고 있다. 하지만 주간운용사로 선정되기 위한 경쟁이 치열한 국내 OCIO 시장 상황에서 보수의 적정성은 대부분 개략적으로 언급하면서 ‘덤핑은 아니다’라고 선언하는 수준에 머물고 있다. 금융시장에서 좋은 물건을 싸게 살 수 있는 기회는 매우 제한적이다. 충분한 보수를 지급하지 않으면서 우수한 서비스와 성과를 기대하는 것은 결코 합리적이지 못하며 지속될 수 없다. 주간운용사 선정에 지원한 업체가 제안서에 아무리 좋은 계획과 약속을 적었다 하더라도 그들이 받아 가는 보수가 터무니없이 낮다면 이러한 계획이 실현될 것이라고 장담하기 어려운 것이다. 따라서 제안요청서에는 ‘보수의 적정성’에 관하여 개괄적으로 요구할 것이 아니라 전담인력의 단가와 투입 시간을 포함한 상세한 산출내역서 제출을 요구해야 하며 선정된 이후에도 이러한 산출내역서에서 크게 벗어나지 않는 범위 내에서 OCIO 업무가 진행되는지 모니터링해야 한다.

현행 주요 연기금의 OCIO 재선정 주기는 3년 또는 4년에 머무르고 있는데, 류두진, 박대현(2020)에서 밝힌 바와 같이 OCIO의 대리인 문제를 해결하기 위해서는 계약기간을 보다 늘릴 필요가 있다. OCIO 계약기간을 너무 길게 하면 나태해지는 등의 또 다른 대리인 문제가 발생가능하다는 견해도 있지만, 이는 위탁자의 적극적인 모니터링과 계약을 중도에 해지할 수 있는 사유를 사전에 명확히 함으로써 해결할 수 있다. 계약 기간을 장기로 설정하면 단기뿐만 아니라 중장기 성과에 대한 보수를 다양한 방식으로 설정할 수 있어서 지나친 경쟁으로 인해 점차 낮아지고 있는 운용보수율의 대안으로 충분히 작용할 수 있다. 최근 강조되고 있는 해외투자 및 대체투자의 경우 투자기간이 길고 유동성이 떨어지기 때문에 이러한 분야에 특화된 하위운용사를 효율적으로 관리하기 위해서는 수탁운용사에게 장기간의 투자기간(investment horizon)을 허용해야 한다는 점에 있어서도 현행 4년의 OCIO 재선정 주기는 바람직하지 않다.

IV. 결 론

레드 오션(red ocean)은 블루 오션(blue ocean)의 반대말로 경쟁자가 많아 포화상태가 된 시장을 의미한다(김위찬, 2005). 우리나라보다 OCIO 모델을 먼저 도입한 금융 선진국에서도 여전히 OCIO 시장이 성장하고 있는 상황에서 국내 시장을 레드 오션으로 규정하기에는 선부른 감이 있다. 물론 그동안 국내 OCIO 시장은 공적연기금 대상으로 발전해왔고 시장 규모에 비해 OCIO 도입을 결정한 기관의 수가 많지 않아서 경쟁이 치열하고 초기에 과감히 투자한 대형 금융회사 위주로 과점이 형성되는 등 블루 오션이라고 보기에 어려운 상황이다. 다만, 시장이 계속해서 커진다면 아무리 시장을 선점한 대형 금융회사라 하더라도 추가적인 투자 없이 계속해서 시장을 지배할 수는 없으므로 추가적인 투자가 필요하다는 점에서는 후발 중소형 금융회사에게도 충분한 기회가 주어질 것이다. 여기서 중요한 것은 정당한 수익성이 담보되지 않는다면 선발, 후발을 가릴 것 없이 지속적인 투자를 기대하기 어렵다는 것이다. 지속적인 투자 없이는 OCIO 시장의 지속적인 성장을 기대하기 어렵다. 따라서 OCIO를 하나의 유행처럼 따라하는 것이 아니라 위탁사에게 가장 적합하고 필요한 서비스가 무엇인지 위탁사 스스로가 잘 알고 있어야 하며 그에 걸맞은 보수를 지급하면서 OCIO로부터 최적의 서비스를 제공받으면 본고에서 논한 여러 문제점은 자연스럽게 해결될 것이다.

참 고 문 헌

- 김위찬, 블루오션전략, 교보문고, 2005.
- 남재우, “국내 OCIO 제도 정착을 위한 개선과제”, [KCMI] 이슈보고서, 2019.
- 남재우, “OCIO 시장 성장 가능성과 완전위임 확대 필요성”, [KCMI] 이슈보고서, 2022.
- 류두진, 박대현, “OCIO의 대리인 문제”, 금융연구, 제34권 제3호, 2020, 33-60.
- 신중철, 박래수, 정재만, “OCIO 사업발전을 위한 핵심요인에 관한 연구: OCIO 서비스에 대한 인식을 중심으로”, 선물연구, 제28권 제1호, 2020, 103-134.