

외주 CIO의 보수체제와 운용효율성에 대한 연구*

윤선중(동국대학교)**, 이상기(숭실대학교)***

<요 약>

본 연구는 국내 공적 연기금이 채택하고 있는 외주 CIO 선정 및 운용 과정에서 발생하는 여러 문제점 중에서 운용보수구조에 의해 발생하는 문제점을 이론적으로 고찰하고 바람직한 운용보수구조를 제안하는 것을 목적으로 한다. 본 연구의 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 외주 CIO는 선정만 될 수 있다면 운용과정에서 소요되는 비용이 고정보수보다 작기만 하면 항상 이익을 볼 가능성이 크다. 둘째, 기금의 이익은 고정운용보수율을 감소시킬수록 기대이익이 증가한다. 그리고 성과연동보수비율과 하위운용사의 보수증가에 따라 개선되는 성과에 대한 계수의 값이 같을 때 기금의 이익이 극대화된다. 셋째, 성과연동보수 없이 고정비율보수를 받는 경우 외주 CIO는 기금의 성과와 관계없이 항상 이익을 확보할 수 있으며 하위운용사의 운용보수가 낮을수록 이익이 증가한다. 그러나 이러한 외주 CIO의 수익구조는 궁극적으로 기금의 전체수익이 감소하는 결과를 가져올 수 있다. 넷째, 국내 공적 연기금의 외주 CIO 선정 시 고정비율운용보수를 채택하고 있는데 이는 외주 CIO가 운용역량이 낮은 하위운용사에게 기금을 재위탁할 유인이 발생하여 기금의 전체수익이 낮아질 개연성이 크기 때문에 성과연동보수의 도입이 필요하다.

외주 CIO는 전통적 위탁자산운용과 유사성도 갖고 있지만 종합자산운용서비스를 제공하고 하위운용사와 2차대리인 관계에 형성한다는 측면에서 차이를 보인다. 본 연구는 이러한 차이점을 모형에 반영하여 기초연구를 수행함으로써 기존 문헌에 기여할 것으로 기대한다.

주제어: 외주 CIO, 최적 운용보수, 대리인 관계, 성과연계 보수체제

* 이 논문은 2018년도 한국과생상품학회의 학술연구지원사업(미래에셋자산운용 후원)의 지원을 받아 연구되었음.

** (제1저자) 동국대학교 경영학과 부교수, 주소: 200-715 서울특별시 중구 필동로 1길 30 동국대학교, Tel: 02-2260-3236, E-mail: sunyoan@dongguk.edu

*** (교신저자) 숭실대학교 경영학과 조교수, 주소: 06978 서울특별시 동작구 상도로 369 숭실대학교, Tel: 02-828-7331, Email: sanglee@ssu.ac.kr

I. 서론

국내 자산운용시장은 공적 연기금 및 퇴직 연금의 규모 확대에 인하여 운용의 패러다임이 변화되고 있다. 그동안 공적 연기금 및 퇴직연금은 안정적인 운용을 최우선으로 함에 따라 채권 등 안전자산에 대한 투자 비중을 높은 수준으로 유지해 왔다. 그러나 저금리 및 저성장의 경제 환경이 기금의 수익률 하락 압력으로 작용하면서, 연기금 등은 점진적으로 위험자산의 투자 비중을 증가시키고 있으며, 내부적으로는 금융시장 및 자산운용에 대한 전문지식을 보유한 인력의 확보에 힘쓰고 있다. 그럼에도 최근의 금융환경 변화는 연기금의 위험자산 투자에 큰 걸림돌로 작용하고 있다. 과거에 볼 수 없었던 다양한 금융상품 및 투자수단이 개발되는 등 금융시장의 복잡도가 증가하고 있으며, 위험자산의 확대에 따른 리스크 관리 및 자산배분 등의 중요성은 더욱 증가하게 되었다. 공적 연기금의 특성상, 정부 및 공공기관에 의해 관리됨에 따라 연기금 내부에 금융 전문지식을 보유한 인력을 충분히 고용할 수 없을 뿐만 아니라, 자산관리를 담당할 수 있는 신규인력을 단기간에 확충하기도 어렵다. 1) 더구나 공공의 목적을 위해 조성된 기금에 대한 위험관리 실패에 따른 손실이 발생했을 경우 부작용이 매우 크다는 점에서 내부인력으로서의 비효율적이며 보수적인 투자전략을 유지할 수밖에 없었다. 이러한 이유로 2000년대 이후 여러 공적연기금들은 외주 CIO (Outsourced Chief Investment Officer)에 대한 수요를 지속적으로 증가시키고 있다.²⁾

외주 CIO란, 투자자의 투자자금을 종목선택(picking) 및 투자시점선택(market timing) 등을 통해 수익률을 제고하는 전통적 역할뿐만 아니라 기금의 자산배분전략 혹은 기금의 성격에 따라서는 자산부채종합관리에 이르는 맞춤형 자산관리서비스를 제공하는 외주서비스공급자를 지칭한다. 국내 공적연기금이 채택하는 외주 CIO에서는 자산배분전략 및 전체적 운용을 책임지면서, 하위 자산운용사를 선정하여 자금운용을 위탁하는 형태를 가진다.³⁾

1) 외주 CIO제도를 채택하기 이전, 공적 연기금 등은 자산운용 담당인력의 전문성 결여로 인하여 과도하게 많은 운용자금을 정기예금 등 단기로 운용하였으며, 채권, 주식 등의 직접 투자가 매우 미진하였다.

2) 2001년 연기금투자자의 주간운용사 제도가 도입된 이후 최근에는 운용규모 수 조원을 상회하는 대형공적기금들이 독자적으로 외주 CIO(전담운용사)를 선정해 자산운용을 일임하고 있다. 대표적인 예로 주택도시기금, 고용보험기금, 산업재해보험기금, 방폐기금 등이 외주 CIO를 채택하고 있다.

3) 국내 OCIO를 이용한 외부위탁운용기관은 전술적 자산배분, 개별자산운용사 풀 구성 및 관리, 여유자금의 배정 및 관리, 단기자금의 운용 및 유동성 관리, 투자자금의 계정 처리 및 관리, 포괄적 자문서비스 등을 제공한다. 연기금의 관리주체(정부 혹은

외주 CIO의 활용은 다음과 같은 긍정적 효과를 기대할 수 있게 한다. 첫째, 내부 인프라의 확충 없이 자금의 규모변화에 대응할 수 있다. 공적 연기금의 특성상 단기간에 인력의 구성변화가 어렵기 때문에 외부 CIO의 인력을 활용할 경우 탄력적 대응이 가능하다. 둘째, 금융시장의 복잡도가 증가하는 상황에서 위험자산에 대한 투자비중이 확대됨과 동시에 위험관리의 전문성이 요구되기 때문에, 전문 금융기관의 인프라 활용이 가능하다. 이 밖에 외부 CIO의 역량을 활용해 자산운용, 리스크관리, 성과평가의 효율성 및 체계성을 강화할 수도 있다.

그러나 국내 공적 연기금이 채택하는 외주 CIO 제도는 운용기관의 선정 및 운용 과정에서 다음의 문제점을 보유하고 있다. 첫째, 국내 대부분의 공적 연기금의 외주 CIO 선정은 4년을 주기로 이루어진다. 정해진 자금운용계획에 따라 운용만을 수행하는 위탁운용의 경우 4년의 운용기간이 적정할 수 있으나, 외주 CIO는 전통적 관점의 자산운용에 기금의 성격에 따른 맞춤형 자산관리 서비스를 제공하는 차이점이 있다. 4년의 기간은 이러한 서비스를 제공하기 위한 시스템 개발에 부족한 시간이다. 또한 ‘공적’ 연기금의 특성상 모든 잠재적 경쟁자에 동일선상의 경쟁을 제공해야 하는 명분으로 시스템의 보유 유무와 무관한 방식으로 재선정이 이루어지기 때문에 외주 CIO의 투자유인이 낮아질 수 있다. 즉, 4년 이후 탈락할 수 있는 가능성으로 인하여 1차 선정 이후 인프라투자에 적극적 태도를 보이지 않을 수 있으며, 결국 연기금의 운용 성과에 부정적 영향을 미치게 된다. 선정 이전에는 맞춤형 시스템을 갖추고 전담인력을 고용하겠다고 공언하지만 일단 선정이 되고 난 이후에는 투자비용을 최소화하고자 하는 유인이 발생하게 되는 것이다.

둘째, 국내 외주 CIO 시장의 수요공급의 불균형으로 인하여 자금의 공급자(연기금)가 주도적 위치를 차지함에 따라 운용보수가 비현실적으로 낮은 수준으로 결정되고 있다. 2016년 Outsourced-Chief Investment Officer Survey가 조사한 통계⁴⁾에 따르면 2016년 기준 전세계 외주 CIO들이 서비스 제공에 대한 대가로 받는 보수가 평균적으로 위탁자산규모의 30~100bp 수준으로 추정되었으나, 국내에서 공적연기금의 외주 CIO가 받는 평균보수율은 약 3.7~5.8bp 사이에서 결정되고 있다. 이러한 사실을 국내 외주 CIO 시장의 규모 및 경쟁 확대 과정에서 발생하는 일시적 현상으로 해석할 수도 있으나, 투입 원가에 미치지 못하는 보수 수준으로 가격경쟁이 지속될 경우, 외주 CIO 시장은 기금의 성격에 맞는 종합자산관리서비스를 제공하는 역량 확보에 부정적 영향을

공공기관)은 기금운용관리의 효율성을 위하여, OCIO 및 실무위원회와의 협의를 통해 자금운용에 대한 기본 지침을 제공한다.

4) 2016년 1월 중에 총 188개의 연기금을 대상으로 실시한 설문조사

미칠 것이다. 실제로 낮은 보수율로 인하여 외주 CIO로 채택된 운용기관은 운용기관 고유의 맞춤형 서비스를 개발하고 이를 자산운용에 활용하는 경우를 찾아보기 어렵다.

마지막으로 국내 공적연기금은 투명하고 공정한 외주 CIO 선정을 위해 선정프로세스의 상당 과정을 조달청에 위탁하고 있으며, 운용보수의 수준 역시 조달청의 가격산정 방식에 의존한다. 그러나 운용보수구조 및 수준을 결정하는 조달청의 방식은 제조업 등에 적용되는 단일가격체계(기금 규모대비 %)를 그대로 준용하고 있다. 금융업에서는 자금위탁에 대한 운용보수는 고정비용(fixed cost), 자산규모에 비례하는 변동보수(variable cost), 체차식 구조, 선형 성과보수(linear performance-based cost), 비선형 성과보수(non-linear performance-based cost) 등으로 이루어진다. 물론, 외주 CIO가 전통적 위탁 자산운용(delegated portfolio management)보다 다양한 서비스를 제공한다는 차이점이 존재하기는 하지만, 최적의 보수체계를 결정하는데 고려하는 대리인 문제, 정보획득 비용의 고려 등에서 상당한 공통점을 공유한다. 따라서 조달청 방식의 단일보수 체계는 대리인문제를 심화시켜 최적의 포트폴리오 구성을 저해할 수 있다. 이상의 문제점은 갓 태동하기 시작한 국내의 외주 CIO 시장의 발전을 저해하고 질을 하락시키는 원인으로 작용할 수 있다.

본 연구는 앞서 설명한 세 가지 문제점 중 세 번째 운용보수구조에 의해 발생하는 문제점을 이론적으로 고찰하고 바람직한 운용보수구조를 제안하는 것을 목적으로 한다. 조달청 방식에 의해 결정되는 단일가격 체계는 대리인문제를 심화시킴으로써 기금의 최적 포트폴리오 및 운용성과에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 앞서 전통적 위탁자산운용(delegated portfolio management)의 운용보수 구조에 대한 연구들이 존재한다. 그러나 전통적 자산위탁운용과 외주 CIO는 다음의 차이점을 가진다. 첫째, 외주 CIO는 전통적 자산위탁운용에 비해 종합자산운용서비스를 제공한다. 직접적으로 관찰 가능한 운용성과 이외에 기금에 필요한 전략적 자산운용 및 기술적 자산운용 등의 종합서비스를 제공한다. 이러한 서비스는 기금담당자에 의해 외주 CIO의 객관적 노력의 크기를 파악하기 어렵게 만들 수 있다. 사전에 설정한 벤치마크 대비 운용성과는 투명하게 확인할 수 있으나, 기타 서비스에 대한 벤치마크 및 기준의 설정이 불가능하다. 따라서 기금의 운용에 대한 노력에 비해 기타 업무에 대한 자원을 투자하지 않는다고 하더라도 이를 파악하기 어렵다. 둘째, 외주 CIO는 개별자산운용사 풀을 관리하고 자금을 재분배하기 때문에 2단계 대리인 관계를 형성하게 된다. 연기금과 외주 CIO가 1차 대리인 관계를 가지고 있을 뿐만 아니라, 성과보수가 존재할 경우 외주 CIO와 개별자산운용사 역시 대리인

관계가 존재한다. 이러한 환경에서 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 운용보수 구조에 대한 논의가 필요할 것이다.

연구의 구조는 다음과 같이 추진한다. 첫째, 해외 외주 CIO 시장과 국내 CIO 시장의 차이점을 분석한다. 특히, 운용보수의 수준 및 구조를 중심으로 그 차이 및 효과에 대해서 살펴본다. 이후, 외주 CIO의 보수체계에 대한 이론 모형을 설정한다. 전통적 위탁자산운용 모형을 외주 CIO 모형으로 확장함으로써 최적의 보수체계에 대해 분석한다. 현재 공적 연기금이 외주 CIO 채택에서 규격화된 방법을 통해 단순 수수료 구조를 채택하고 있으나, 현 제도 하에서 어떻게 외주 CIO의 대리인 문제가 발생하는지 분석한다. 특히, 보수구조에서 체차식, 선형 성과보수, 비선형 성과보수를 도입했을 때 발생할 수 있는 효과를 집중 분석한다. 이후, 앞서 언급한 한계점을 해결하기 위한 대안을 제시한다. 연구자가 고려하는 수수료 구조는 비선형 성과보수의 도입 및 기금의 규모에 대한 체차식 구조 등을 고려하려 한다. 앞서 몇몇 공적 연기금에서는 기금 규모의 동적 변화에 따른 체차식 구조의 수수료 체계를 도입한 바가 있다. 그러나 현행 외주 CIO 선정 방법에서는 이를 유지하는 것이 한계가 있다.

본 연구는 다음의 측면에서 그 중요성을 강조할 수 있다. 본 연구의 대상인 외주 CIO 시장은 금융위기 이후 글로벌 자산운용회사들이 부가가치가 높은 종합자산관리서비스 업무를 개시함에 따라 새롭게 태동하고 있는 신규 시장에 해당한다. 아직 국내 외주 CIO는 공적 연기금 등에서만 주로 채택되고 있으나, 향후 퇴직연금 등의 시장으로 확대될 것으로 예상되고 있어 성장 잠재력은 매우 크다고 할 수 있다. 다만, 공적 연기금의 특성으로 선정방식의 비효율성이 지적되고, 비금융업에 적합한 운용보수 구조를 채택하는 등 많은 문제점이 제기되고 있는 것이 사실이다. 특히 국내 외주 CIO의 경우 기본적으로 재간접 펀드(fund of funds)의 형태를 가지므로 이중 수수료 구조로 인한 고비용 구조를 가질 수 있기 때문에, 운용보수 산정의 효율성 문제는 매우 중요한 문제일 수 있다.

그럼에도 불구하고, 정부 혹은 공공기관에 의해 관리되는 공적 연기금의 경우, 기존의 원칙(선정, 보수율 등)을 변경하기 위해서는 명확하고 공신력 있는 근거가 제시되어야만 이를 개선할 여지가 생긴다. 과거의 제도에서 이론적 혹은 실증적인 문제점이 발견될 시에만 이를 개선한 새로운 방법이 채택될 수 있는 것이다. 그러나 외주 CIO 시장은 아직 걸음마 단계로 이러한 역할을 할 수 있는 공신력 있는 연구가 전무하다고 할 수 있다. 그 결과 약 16년이 지난 국내 외주 CIO 시장은 선정 방식 및 보수산출 방식에서 거의 변화가 관찰되지 않고 있다.

따라서 본 연구는 이러한 외주 CIO의 환경 하에서 중요한 문제점을 유발할 수 있는 운용보수율에 대한 이론 연구를 수행함으로써 외주 CIO 시장의 보수율 구조 문제를 보여주고, 이를 개선함으로써 기금운용의 효율성을 향상시킬 수 있을 것으로 기대한다. 기금의 효율성은 대리인 문제를 완화하고, 결국 기금의 운용성과를 향상시킬 수 있을 것이다.

II. 이론적 배경

외주 CIO 시장이 가장 활성화된 미국의 경우, 재단, 연기금, 투자운용사가 활발히 활동하면서 관련 시장의 규모가 성장하고, 종합자산관리서비스라는 고유의 고부가가치산업으로 전환되고 있다. 미국에서 외주 CIO 시장이 최초로 도입된 것은 1960년대로 추산된다. 1960년대 말 포드재단을 시작으로 자산의 외부아웃소싱 운용에 대한 시각 변화가 나타났다. 물론, 1950년대 이전에도 자산관리 접근 방식에 전문성을 부여할 필요성이 있다는 시각이 나타나기는 하였으나, 1960~1970년대에 들어서 외주 CIO(자산 위탁총괄운용)의 형태가 본격적으로 활성화되기 시작하였다. 몇몇 survey 자료들을 보면 미국의 경우 2013년을 전후로 규모면에서 외주 CIO 시장이 급성장하는 모습이 관찰되고 있으며, 과거 위험 회피적이며 규정을 중시하는 자산운용 방식에서 전문가와의 협력을 통해 높은 수준의 효율성을 추구하는 포트폴리오 운용방식으로 전환되고 있다.

국내의 경우에서도 해외투자에 대한 요구, 수익률 개선, 그리고 투자환경의 변화 등으로 인한 투자복잡성이 증가함에 따라 공적 연기금을 중심으로 외주 CIO에 대한 수요 증가 및 시장확대가 이루어지고 있다. 현재 기획재정부에서 관리하는 연기금 투자금이 약 20조 원, 민간연기금투자금이 약 1조 원, 국토부 주택도시기금이 약 40조 원, 고용노동부 산업재해보험기금 및 고용보험기금이 약 20조 원가량으로 추산된다.

국내외 외주 CIO에 대한 시장 규모 증가에도 불구하고 관련 연구를 찾아보기 어렵다. 앞서 소개한 위탁자산운용에 대한 대리인 모형 혹은 효율적 운용보수의 구조에 대한 연구는 외주 CIO 시장에 대한 적용을 위해서 도입된 모형은 아니었다. 다만, 전통적 위탁자산운용 방식과 외주 CIO 방식이 공통점을 가지고 있기 때문에 위탁자산운용 모형을 외주 CIO 시장에 맞게 수정·개선하고 이 모형을 이용해 학술적, 실무적 함의를 찾고자 한다. 이러한 작업을 위해 위탁자산운용에 대한 대리인 모형 또는 최적보수구조에 대한 선행연구의 검토가 필요하다.

위탁자산의 투자자(자금 위탁자)와 포트폴리오 매니저(자금운용대리인) 간에 발생하는 대리인 문제에 대하여 어떻게 최선의 계약을 설계할 수 있느냐 하는 문제는 학계, 규제 당국, 그리고 투자 커뮤니티의 오랜 관심대상이었다. 이들의 주요 관심은 포트폴리오 매니저가 정보를 모으는데 더 큰 노력을 기울이고 적절한 위험을 갖는 포트폴리오를 구성하도록 유인할 수 있는 최적의 보수구조를 찾는 것이었다. 이러한 연구로는 Holmstrom and Milgrom(1987),

Ou-Yang(2003), Li and Tiwari(2009), Cuoco and Kaniel(2011), Buffa, Vayanos, and Woolley(2014), 그리고 Sato(2016) 등의 연구가 있다.

Ou-Yang(2003)은 개인투자자와 포트폴리오 매니저 간의 대리인 관계에 대하여 연구하였는데 포트폴리오 매니저가 운용하는 총자산의 일정비율로 고정 보수를 받고, 벤치마크에 상대적인 초과수익률에 따라 보너스 또는 패널티를 받는 것이 최적의 해라고 주장한다. 그리고 벤치마크의 경우 시간의 경과에 따라 각 자산에 투자한 주식수가 일정한 패시브(passive) 인덱스보다 시간에 따라 투자된 주식의 수가 달라질 수 있는 위험자산이 포함된 액티브(active) 인덱스가 더 적절하다고 주장한다. 그리고 Buffa, Vayanos, and Woolley(2014)는 펀드매니저의 계약과 균형자산가격에 대하여 연구하였는데 대리인 관계 때문에 투자자는 성과와 시장지수에 대한 벤치마크 성과에 더 민감해진다고 한다. 이것은 매니저가 지수로부터 벗어나려고 하지 않아 오히려 가격왜곡을 악화시킨다고 한다.

반면에 Li and Tiwari(2009)는 투자자가 포트폴리오 매니저의 노력과 위험 선택과 관련하여 도덕적 해이(moral hazard)에 직면하는 상황을 고려하여 최적의 비선형 자산운용계약을 분석하였는데, 벤치마크가 적정하게 선택되었을 때 옵션형태(option-type)의 인센티브 이용이 포트폴리오 매니저의 노력을 증가시키게 한다는 결과를 얻었다. 반면에 벤치마크가 낮게 선택되는 경우에는 옵션형태의 인센티브가 오히려 매니저의 노력 유인을 낮춘다는 것을 발견하였다. 따라서 적절한 벤치마크의 선택과 함께 옵션형태의 인센티브를 제공하는 것이 항상 최선이라고 주장한다. 이 연구는 위탁자산운용 계약에서 성과에 근거한 보수체계를 설계할 때 벤치마크의 선택이 매우 중요하다고 강조한다.

Cuoco and Kaniel(2011)는 기존의 연구에 다른 문제를 고려함으로써 위 문헌들을 보완하였다. 이들은 위탁자산운용의 내용과 운용계약의 모수(parameter)가 외생적(exogenous)으로 주어지는 것이 아니라 모두 내생적(endogenous)으로 결정될 때 포트폴리오 매니저의 행동이 어떻게 균형가격에 영향을 미치는지 연구하였다. 연구 결과 대칭적 성과보수(symmetric fulcrum performance fee)⁵⁾는 벤치마크에 포함된 자산 가격에 양(+)의 영향을 주고 샤프비율에 음(-)의 영향을 줌으로써 위탁자산의 배분을 왜곡하고, 비대칭적 성과보수(asymmetric performance fee)는 펀드의 초과 실적의 변동이 시간에 따라 확률적(stochastic)으로 등락을 거듭하기 때문에 균형가격과 샤프비율에

5) fulcrum fee는 고정수수료 하에서 벤치마크에 성과보수를 연동하는 구조이다. 예를 들어 고정수수료를 지정하고 S&P500 수익률 대비 초과손익에 대하여 성과보수를 책정하여 초과수익이 발생하면 고정보수와 성과보수를 더하여 지급하고 초과손실이 발생하면 고정수수료에서 성과보수를 차감하여 지급한다.

더 복잡한 영향을 준다는 것을 발견하였다. 그리고 Sato(2016)는 최적보수계약을 갖는 위탁자산운용을 포함하는 자산-시장(asset-market) 균형모형을 제안하였는데 펀드매니저와 투자자는 보수계약을 통해 포트폴리오의 위험을 공유하는 동안 펀드의 투자운곽을 결정하는데 전략적으로 소통하고 균형에서 투자 결정과 보수일정, 그리고 주가는 서로 피드백 관계임을 확인하였다.

일반적으로 Agent(이하 A)가 위험중립적(risk-neutral)이라면, Pricipal(이하 P)는 운용성과에 비례하는 일정한 수익을 취하고 나머지를 A가 취할 경우 최선의 노력을 기울일 수 있다. 그러나 이 경우 A의 수익은 경제요인에 의해 크게 변동할 수 있으며, 현실적으로 A가 위험회피적이라면 A의 노력(위험자산 투자)과 낮은 수익에 대한 보험 사이의 트레이드오프 관계가 존재하게 된다. 이 경우, P의 관점에서 가장 효율적 보수 구조는 A가 control할 수 없는 벤치마크를 설정하고 벤치마크와의 차이를 이용해 성과보수를 지급하는 것이다. 여기서 차이는 순수하게 A의 노력에 의해 결정되기 때문에 대리인문제의 완화가 가능하다 (Stracca, 2006). Holmstrom and Milgrom(1987) 역시 고정된 운용보수 이외에 벤치마크와의 스프레드로 정의된 성과물을 공유하는 계약이 최적의 계약임을 보인 바 있다. 여기서 성과물은 P와 A의 위험회피정도를 반영해야 할 뿐만 아니라 A가 비용을 투입하여 정보를 획득하려는 유인을 만들어 낼 수 있도록 설계되어야 한다.

이상에서 설명한 일반적인 위탁운용계약과 달리 실제 운용계약은 복잡한 형태를 가지기도 한다. 예를 들면, 많은 펜션펀드는 자산관리사(corporate treasurers)에 의해 관리되며, 종종 제3의 운용사에게 실질적 운용을 위탁하게 된다. 따라서 1차 자산관리사와 하위 운용사 사이의 새로운 대리인 관계를 형성한다. Lakonishok et al.(1992)는 자산관리사가 자산할당(asset allocation) 이외의 비경제적 이유로 의사결정을 내릴 수 있음을 지적하였다.

Ⅲ. 모형

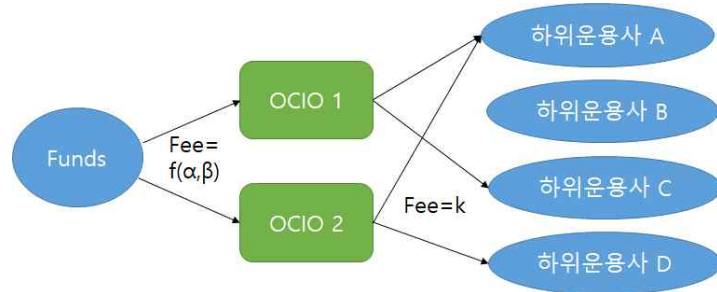
본 장은 외주 CIO의 운용보수의 구조에 따라, 펀드(기금), 기금의 외주 CIO 그리고 하위운용사의 의사결정에 대해 분석을 수행한다. 현재까지 국내 대부분의 외주 CIO는 운용보수로 운용자산의 고정비율(단일요율)을 보수로 수취하고 있다. 구체적으로, 외주 CIO 서비스를 제공하고자 하는 금융기관은 연구 및 운용능력과 운용보수 수준을 기준으로 입찰에 참가해 경쟁하고 펀드(기금)에 의해 외주 CIO로 선정되는 과정을 거친다. 외주 CIO로 선정될 경우 일부 자금을 금융기관이 자체적으로 운용할 수도 있지만, 대부분의 자금은 하위운용사에게 재위탁하는 계약을 체결하게 된다. 따라서 외주 CIO의 의사결정은 일반적인 자금위탁과정에서 자금의 위탁자와 운용자 사이에서 발생하는 대리인문제와 달리 2단계 위탁과정의 모습으로 나타난다.

본 연구에서는 외주 CIO의 운용보수의 구조에 따라 각 의사결정 주체가 이익극대화의 의사결정을 내릴 경우, 펀드 운용에 어떠한 영향을 미치는지 이론 모형을 통해 보이고자 한다. 따라서 Sappington(1991), Salanie(1996)에서 소개된 정보비대칭 혹은 일반적인 대리인문제보다는 위탁자산 운용계약 관계에서 나타나는 운용보수의 구조 문제에 집중하여 모형을 설정한다.

1. 모형의 설정

본 연구에서 가정하는 경제환경은 <그림 1>과 같다. 모형에서는 자금을 위탁하는 기금(fund)와 기금의 외주 CIO가 되기 위해 경쟁하는 복수의 금융기관이 존재한다. OCIO로 특정 금융기관이 선정될 경우, OCIO는 복수의 하위운용사에 기금의 운용을 재위탁하여 기금 운용의 수익률을 극대화한다. 이때 외주 CIO는 전문금융기관으로써 금융시장 및 경제환경에 대한 전문적 지식을 보유하고, 따라서 외주 CIO는 하위운용사의 운용능력에 대한 정보를 보유하고 있다고 가정한다. 즉, 하위운용사의 운용능력에 대한 완벽한 정보를 보유하고, 하위운용사는 운용능력에 따라 차등화된 운용수수료를 수취한다. 이때 하위운용사는 고정운용보수 k 를 수취하게 된다.

<그림 1> 외주 CIO의 자금위탁 관계



자금을 위탁하는 기금(fund), 외주 CIO는 위험회피적이거나 위험중립적일 수 있다. 각 기관이 위험회피적이라면 효용함수를 이용한 최적화과정을 통해 의사결정을 수행하게 되지만, 본 연구에서는 모형의 단순화를 위하여 두 기관의 효용체계가 위험중립적(risk-neutral)이라고 가정하고, 따라서 수익의 극대화를 위한 의사결정을 수행하게 된다.

기금과 OCIO 사이의 위탁운용계약에서 고려될 수 있는 운용보수는 다음의 특성을 반영할 수 있다. 1)고정비용, 2)운용자산의 크기에 비례하는 고정운용보수, 3)벤치마크와의 비교를 통한 성과운용보수, 4)옵션형태의 보너스 인센티브지수가 고려될 수 있다.⁶⁾ 본 연구 모형은 국내 OCIO 시장에서 주로 활용되는 2)고정운용보수의 문제점을 지적하기 위함으므로 2)‘고정운용보수’와 3)‘벤치마크와의 비교를 통한 성과운용보수’를 모형에 반영한다.

외주 CIO가 기금으로부터 자금을 위탁받아 관리함에 따라 얻게 되는 운용보수의 비율은 아래와 같다.

$$f(\alpha, \beta) = \alpha + \beta \cdot \left[r(k, \tilde{r}_T) \right]^\theta \tag{1}$$

6) 일반적인 보수형태는 아래와 같다. 여기서 x 는 운용의 성과이며, x_{BL} 은 선형 성과 운용보수의 벤치마크이고, x_{B0} 는 옵션타입 보너스의 기준 벤치마크이다.

$$f(x) = F + c_1 x + c_2 (x - x_{BL}) + \lambda \max(x - x_{B0}, 0)$$

벤치마크와 관련하여, Li and Tiwari(2009)는 유사한 보수형태에 대한 벤치마크를 설정할 때, x_{BL} 은 운용자산의 w_{BL} 만큼을 지수(주식)에 $1 - w_{BL}$ 만큼을 채권(무위험자산)에 투자했을 경우의 포트폴리오의 가치에 해당한다고 가정하였다. 유사하게 x_{B0} 는 w_{B0} 만큼을 지수에, $1 - x_{B0}$ 만큼을 채권(무위험자산)에 투자했을 때 예상되는 포트폴리오의 가치에 해당한다.

여기서 α 는 고정비율 운용보수, β 는 성과연동보수의 비율이다. 그리고 θ 는 운용보수의 볼록성(convexity)를 결정하는 기호로 1보다 큰 값을 가질 경우, convex 운용수수료를 의미하며, 1보다 작을 경우 concave 운용보수구조를 의미한다. 본 연구에서는 θ 를 1로 가정함으로써 성과에 완전히 비례하는 수수료를 가정하였다. k 는 OCIO가 하위운용사에게 지불하는 재위탁운용보수이며, \tilde{r}_I 는 운용자산의 기준 지수이다. OCIO가 하위운용사의 운용역량에 대한 정보를 보유하기 때문에 k 의 크기는 하위운용사의 역량에 비례한다.

외주 CIO의 운용성과 $\widetilde{r}(k, \tilde{r}_I)$ 는 다음과 같이 정의 될 수 있다.

$$\widetilde{r}(k, \tilde{r}_I) = \begin{cases} k^\gamma \cdot \tilde{r}_I & \text{---- (a)} \\ \psi k^\gamma & \text{---- (b)} \end{cases} \quad (2)$$

OCIO는 운용보수에 따라 우수한 하위운용사를 선택할 수 있으며, 그에 따라 벤치마크보다 우수한 운용성과를 얻을 수 있다고 가정한다. 여기서 운용성과는 벤치마크 인덱스에 하위운용사에게 지불하는 운용보수의 함수를 더하거나 곱한 형태로 결정된다고 가정한다. γ 는 하위운용사 수수료에 의해 증가하는 성과에 대한 비례값을 의미한다. 운용성과에 대한 비례가 1보다 크다고 가정하는 것은 비현실적이기 때문에 $\gamma < 1$ 로 가정하였다. 식 (2)의 (a)는 하위운용사가 벤치마크기준지수의 수익률 보다 보수/운용역량(k)에 따라 비례하는 수익률을 생산하는 것을 가정하며, (b)는 벤치마크기준지수보다 ψk^γ 만큼 더 초과수익률을 생산하는 것을 의미한다. 즉, (a)는 일종의 시장의 민감도를 조절함으로써 초과수익을 기대하는 것이라면 (b)시장의 초과 수익률(알파)을 생산하는 역량을 가지는 것을 가정한 것이다. 다만, 최종 의사결정과정에서는 외주 CIO와 기금이 기대수익의 극대화를 추구하기 때문에, 최종식의 질적 차이는 존재하지 않는다. 따라서 아래의 분석은 (a)의 가정을 기준으로 전개하도록 하며, 만약 (b)의 가정 하에서는 $\mu (= E(r_I))$ 와 ψ 사이의 관계식에 소폭 조정이 발생한다.

만약, 외주 CIO에 대한 운용보수가 전체 운용자산의 고정비율로 지급될 경우라면 $\beta = 0$ 과 같으며, 이러한 조건은 현재 국내 외주 CIO제도를 채택하는 대부분의 기금에서 사용하고 있는 보수체계에 해당한다.

2. 외주 CIO의 이익극대화

위 가정 하에서 외주 CIO의 후보 금융기관들은 서로 경쟁함과 동시에 이익의 극대화를 위한 의사결정을 실행한다. 여기서 금융기관은 위험중립적이라고 가정하며, 외주 CIO에 선정된 금융기관의 이익극대화 조건은 아래와 같다.

$$\begin{aligned} \operatorname{argmax}_k \Pi_{OCIO} &= F_0(\alpha + \beta r(\cdot)) - F_0 k & (3) \\ &= F_0(\alpha + \beta k^\gamma \tilde{r}_I) - F_0 k \\ &= F_0(\alpha - k) + F_0(\beta k^\gamma \tilde{r}_I) \end{aligned}$$

여기서 외주 CIO가 하위운용사에게 지불하는 비용 이외에 고정비용이 존재할 수 있으나 본 모형에서는 k 에 포함되어 있다고 가정하였다.

예상과 같이, 기금과 외주 CIO 사이의 고정비용 운용보수와 성과연동 운용보수에 대한 수익의 민감도를 보면 아래와 같다.

$$\frac{\partial E(\Pi_{OCIO})}{\partial \alpha} = F_0 > 0 \quad (4)$$

$$\frac{\partial E(\Pi_{OCIO})}{\partial \beta} = F_0 \mu_{r_I} k^\gamma > 0 \quad (5)$$

여기서 $\mu_{r_I} = E(r_I) > r_f > 0$ 을 만족한다. 운용자산을 위탁하는 기금에게 수취하는 고정 운용보수(α)와 성과연동수수료(β)의 민감도가 높을수록, 이익이 증가하는 것을 확인할 수 있다. 그러나 하위운용사에게 지불하는 운용보수 k 를 결정하는 것은 단순하지 않다. 낮은 하위운용사에 대한 보수는 하위운용사의 낮은 운용역량을 의미하기 때문에, 운용자산의 초과수익률을 낮추어 결과적으로 성과연동보수를 감소시킨다. 최적의 조건을 만족시키는 하위운용사 운용보수는 아래의 조건을 만족시키는 수준에서 결정되며, 이 값이 불가능할 경우에는 구석해(corner solution) 선택한다.

$$\frac{\partial E(\Pi_{OCIO})}{\partial k} = F_0(\mu_{r_f} \beta \gamma k^{\gamma-1} - 1) = 0 \quad (6)$$

이 관계 하에서 외주 CIO가 최대의 이익을 얻을 수 있는 하위운용사 운용보수율은 아래와 같이 결정된다.

$$k = (\mu_r \beta \gamma)^{\frac{1}{1-\gamma}} \quad (7)$$

만약, 위 k 값이 0보다 낮을 경우, 구석해(corner solution)에 해당하며 하위 운용사 운용보수는 벤치마크 지수의 수익률이 높을수록, 변동보수율 비율 β 가 증가할수록, 그리고 운용사의 역량에 대한 수익률의 민감도 γ 가 1에 가까울수록 높은 하위운용보수를 지불하고 우수한 하위운용사에게 운용을 위탁하게 된다.

외주 CIO가 식 (7)의 조건에 따라 하위운용사를 결정할 경우 예상되는 기대이익은 아래와 같이 정리된다.

$$\begin{aligned} E(\Pi_{OCIO}) &= F_0 \left(\alpha - (\mu\beta\gamma)^{\frac{1}{1-\gamma}} + \mu\beta(\mu\beta\gamma)^{\frac{\gamma}{1-\gamma}} \right) \\ &= F_0 \left(\alpha + (\mu\beta)^{\frac{1}{1-\gamma}} \left(\gamma^{\frac{\gamma}{1-\gamma}} - \gamma^{\frac{1}{1-\gamma}} \right) \right) \end{aligned} \quad (8)$$

식 (8)에 따르면, 최적의 의사결정을 수행할 경우 외주 CIO의 수익은 항상 0보다 크게 결정됨을 알 수 있다. 다만, r_I 의 수익률이 음으로 하락할 경우, 충분한 고정보수가 보장되지 않는다면 수익이 감소할 수 있는 불확실성이 존재하기도 한다.⁷⁾ 즉, 외주 CIO는 선정만 될 수 있다면, 운용과정에서 소요되는 비용이 α 보다 작기만 하면 항상 이익을 볼 가능성이 크다. 여기서 ‘가능성이 크다’라고 언급하는 이유는 외주 CIO의 선정과정에서 금융기관 사이에 가격경쟁이 이루어질 경우, α 가 극단적으로 낮아졌을 가능성($\alpha < 0$)을 고려한 것이다.

3. 기금(fund)의 이익극대화

자금을 위탁하는 기금(fund)는 외주 CIO를 선정하는 과정에서 수수료에 대한 협상력을 보유한다. 물론, 국내 공적 연기금의 경우 공공기관(조달청)을 통한 기준을 바탕으로 선정하지만, 기준 가격의 제시 및 최종 선정의 주체는 기금이기 때문에 기금이 이에 대한 절대적 결정권을 가지고 있다고 할 수 있다.

7) 식 (2)의 (a) 조건을 가정하였기 때문에, 하위운용사의 운용역량은 벤치마크 수익률을 증폭시키는 방향으로 작용하게 된다. 따라서 벤치마크 수익률이 음으로 하락할 경우 수수료가 낮아지는 위험에 노출될 수 있다. 그러나 식 (2)의 (b) 조건을 가정할 경우, 항상 초과수익률을 유발하기 때문에 외주 CIO의 이익은 항상 0보다 크다는 조건을 만족한다.

자금을 위탁하는 기금(펀드)의 수익은 기금수익률에 외주 CIO에게 지불하는 운용보수를 차감한 것과 같다.

$$\begin{aligned} \Pi_{fund} &= F_0(1 + r(\widetilde{k}, r_I)) - f(\alpha, \beta) \\ &= F_0(1 + k^\gamma \widetilde{r}_I) - F_0(\alpha + \beta k^\gamma \widetilde{r}_I) \\ &= F_0(1 - \alpha) + F_0 k^\gamma (1 - \beta) \widetilde{r}_I \end{aligned} \quad (9)$$

여기서 기금은 외주 CIO가 이익을 극대화하는 $k = (\mu\beta\gamma)^{\frac{1}{1-\gamma}}$ 를 선택하는 것을 예상하기 때문에 이를 고려하여 의사결정을 수행하게 된다. 그에 따라 정리되는 기금의 최대기대이익은 아래와 같이 표현되고, 이 식을 최대화하는 운용보수를 선택할 것이다.

$$\begin{aligned} \operatorname{argmax}_{\alpha, \beta} E(\Pi_{fund}) &= F_0(1 - \alpha) + F_0 \left(\mu(1 - \beta)(\mu\beta\gamma)^{\frac{\gamma}{1-\gamma}} \right) \\ &= F_0(1 - \alpha) + F_0 \left(\mu^{\frac{1}{1-\gamma}} \gamma^{\frac{\gamma}{1-\gamma}} \right) \left(\beta^{\frac{\gamma}{1-\gamma}} - \beta^{\frac{1}{1-\gamma}} \right) \end{aligned} \quad (10)$$

여기서 예상과 같이 고정운용보수율 α 에 대한 민감도를 보면 항상 음의 값을 가진다. 이는 기금의 입장에서 고정운용보수율을 감소시킬수록 기대이익이 증대되기 때문에 이를 용인할 가능성이 크다는 것이다. 이후 금융기관들 사이에 외주 CIO로 선정되기 위해 가격경쟁을 시행할 경우, 고정운용보수율의 하락을 용인하여 이익을 극대화할 수 있음을 의미한다.

$$\begin{aligned} \frac{\partial E(\Pi_{fund})}{\partial \alpha} &= -F_0 < 0 \\ \frac{\partial E(\Pi_{fund})}{\partial \beta} &= F_0 \left(\mu^{\frac{1}{1-\gamma}} \gamma^{\frac{\gamma}{1-\gamma}} \right) \left(\frac{\gamma}{1-\gamma} \beta^{\frac{2\gamma-1}{1-\gamma}} - \frac{1}{1-\gamma} \beta^{\frac{\gamma}{1-\gamma}} \right) = 0 \end{aligned} \quad (11)$$

그러나 성과보수에 대한 계수 β 에 대해서는 단순히 이를 감소시키는 것이 기금의 이익을 항상 증가시키는 것은 아니다. β 를 감소시킬 경우, 외주 CIO는 이에 따라 하위운용사 선정에서 자신의 이익을 극대화하는 낮은 운용능력의 운용사를 선정할 수 있는 유인이 생긴다. 이는 최종적으로 기금의 수익률을 하락시켜 총 수익이 감소할 수 있다.

식 (11)을 만족시키는 성과운용보수 계수 β 는 아래와 같이 하위운용사의 보수 증가에 따라 개선되는 성과에 대한 계수 γ 와 같은 값일 때 기금의 이익이 극대화된다.

$$\beta = \gamma$$

따라서 이 경우 기금의 최종 손익은 아래와 같이 표현된다.

$$E(\Pi_{fund}) = F_0(1 - \alpha) + F_0 \left(\mu^{\frac{1}{1-\gamma}} \right) \left(\gamma^{\frac{2\gamma}{1-\gamma}} - \gamma^{\frac{1+\gamma}{1-\gamma}} \right) \quad (12)$$

4. 변동 보수가 없는 운용보수체계의 예 : $\beta = 0$

이상의 결과를 통해 우리는 성과연동보수의 도입이 외주 CIO의 수익을 극대화시킬 수 있을 뿐만 아니라 기금의 전체 수익에도 긍정적 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있었다. 그러나 현재까지 국내에서 외주 CIO제도를 채택하는 기금의 대부분은 공적연기금에 해당하며, 선정과정에서 성과연동보수를 도입하지 않았다. 본 장에서는 성과연동보수가 존재하지 않는 경우 ($\beta = 0$), 외주 CIO의 의사결정 및 수익 그리고 그에 따른 기금의 전체 수익률을 살펴본다.

아래 식(13)은 고정비율보수만 존재할 경우, 외주 CIO의 수익을 보여주고 있다.

$$\Pi_{OCIO} = F_0\alpha - F_0k = F_0(\alpha - k) \quad (13)$$

만약, 외주 CIO가 기금으로부터 계약시점 $\alpha > k$ 인 고정비율보수를 약속받았다면, 외주 CIO는 기금의 성과와 관계없이 항상 이익을 확보할 수 있게 된다. 더구나 아래 식(14)에서 보는 바와 같이 하위운용사 선정에서 운용역량이 낮은, 즉, 운용보수가 낮은 하위운용사를 선택함으로써 이익을 극대화 하려할 것이다.

$$\frac{\partial E(\Pi_{OCIO})}{\partial k} = -F_0 < 0 \quad (14)$$

즉, 외주 CIO는 운용보수를 줄 수 있는 가장 열위의 운용사를 선택하는 것이 최적의 의사결정이 된다. 만약 최하의 k 를 k_{LB} 라고 한다면, 아래의 수익을 얻게 된다. 식 (15)는 벤치마크 지수에 따른 기금의 운용성과를 보여주며, 식

(16)은 의사결정에서 기대하는 기대이익에 해당한다.

$$\begin{aligned} \Pi_{fund} &= F_0(1 + r(\overline{k, r_I})) - F_0(\alpha) \\ &= F_0(1 + k_{LB}^{\gamma} \tilde{r}_I) - F_0(\alpha) \\ &= F_0(1 - \alpha) + F_0 k_{LB}^{\gamma} \tilde{r}_I \end{aligned} \quad (15)$$

$$\begin{aligned} E(\Pi_{fund}) &= F_0(1 + k_{LB}^{\gamma} \mu) - F_0(\alpha) \\ &= F_0(1 - \alpha) + F_0 k_{LB}^{\gamma} \mu \end{aligned} \quad (16)$$

이 경우 하위운용사들이 homogenous하여 운용역량이 모두 동일하고, 동일한 운용보수를 받는 극단적 상황을 제외할 경우 기금의 전체수익이 감소하는 결과를 가져올 수 있다.⁸⁾

5. 외주 CIO 사이의 경쟁의 도입

위 분석을 통해 외주 CIO는 기금으로부터 위탁받은 자금을 운용할 때, 하위운용사에 대한 운용보수 k 를 적절히 조정함으로써 이익을 극대화시키는 의사결정을 수행할 것이다. 또한 식 (8)과 같이 외주 CIO의 이익극대화를 통해 수익이 발생된다는 사실이 알려지면, 금융기관들은 외주 CIO로 선택되기 위한 경쟁이 발생하게 된다. <그림 1>은 OCIO1과 OCIO2 등의 금융기관의 경쟁도를 보여주고 있다.

금융기관 간의 경쟁은 운용역량에 대한 차별화, 금융기관의 안정성 등을 통해 이루어지기도 하지만, 가장 중요한 요인은 운용보수를 낮춤으로써 이루어질 개연성이 크다. 가격경쟁은 고정운용보수와 변동운용보수를 통해, 경쟁을 할 수 있는데, 실제로 변동운용보수를 이용한 가격경쟁이 이루어지기는 어렵다. 특히, 운용보수 중 성과연동보수에 대한 계수 β 는 식 (11)과 같이 최적화 과정에서 선택되기 때문에, 기금이 그 정보를 알고 있다면, β 의 조정은 외주 CIO가 하위운용사의 능력에 비례하는 k 값을 낮추어 펀드의 운용성과를 낮추는 결과를 가져올 수 있기 때문이다.

따라서 기금이 용인하는 외주 CIO의 가격경쟁은 고정운용보수 α 를 통해 나타나게 된다. 외주 CIO의 후보 금융기관들은 아래의 기대이익이 음으로 하락하지 않는 한, 가격을 낮추어 OCIO에 선정되기 위한 가격경쟁을 지속할 것

8) 고정비율운용보수를 채택한 경우의 기금수익 식 (16)과 성과연동운용보수를 함께 채택한 기금수익의 식 (12)의 직접적인 비교는 불가하다. 이는 성과연동운용보수를 채택할 경우, 기대수익률만큼의 고정비율보수의 수준을 낮게 설정할 것이기 때문이다. 그러나 그 값이 열등할 것이라는 사실은 쉽게 예상할 수 있다.

이다.

$$E(\Pi_{OCIO}) = F_0 \left(\alpha + (\mu\beta)^{\frac{1}{1-\gamma}} \left(\gamma^{\frac{\gamma}{1-\gamma}} - \gamma^{\frac{1}{1-\gamma}} \right) \right) \quad (17)$$

극단적으로 외주 CIO를 지원하는 금융기관은 성과연동보수에서 기대되는 이익이 항상 0보다 크기 때문에, 음의 고정비용(리베이트)을 지불할 수도 있다. 물론, 외주 CIO는 자금의 운용뿐만 아니라 운용과 관련된 제반의 의사결정(전략적, 전술적 자산운용)을 수행해야 하며, 그 과정에서 인력을 확충하고 자산운용과 관련된 연구비용이 발생하게 된다. 위 식에서는 이러한 비용이 고려되지 않았기 때문에, 낮은 수준의 α 는 실질적으로 음의 고정비용을 감내하는 것과 동일하다.

더구나 만약 성과운용보수가 없는 경우라면 이러한 현상이 더욱 극단적으로 나타날 수 있다. 아래와 같이 외주 CIO는 선정 이후 가장 운용능력이 낮은 하위자산운용사를 선정함으로써 운용보수를 절약함으로써 수익을 보전하려 할 것이다.

$$\Pi_{OCIO} = F_0(\alpha - k_{LB}) \quad (18)$$

경쟁이 심화될 경우, 낮아진 α 는 외주 CIO의 수익을 음으로 귀결시킬 수도 있으며, 음의 값이 되지 않는다고 하더라도 더 낮은 k_{LB} 를 유도함에 따라 기금의 수익은 더욱 하락할 수 있다. 이 경우 기금의 기대 수익 또한 매우 낮은 성과를 제공할 수 있다.⁹⁾

더구나 고정비율운용보수($\beta=0$)만을 고려한 식(16)에서 외주 CIO는 어떠한 경우든 항상 가장 낮은 운용능력을 가진 열위의 하위운용사를 선택하는 것이 이익을 극대화하는 것임을 확인하였다. 이러한 의사결정이 기금에 의해 예상될 경우, 기금은 다시 외주 CIO의 고정비율운용보수를 더욱 낮추는 의사결정을 수행할 것이다. 이는 결국, 기금과 외주 CIO 모두에게 최적의 결과를 가져다주지 못하는 열등한 균형상태로 유도될 것이다.

이상의 결과에 의하면, 외주 CIO를 통한 자금위탁과정에서 성과연동보수의 중요성이 매우 크다는 사실을 확인할 수 있다. 성과연동보수가 존재할 경우, 외주 CIO와 기금의 이해관계가 일치하는 것을 알 수 있었다. 또한 성과연동

9) 하위운용사의 운용역량에 대한 분산이 클 경우, 즉 하위운용사별 운용보수 k 의 분산이 클 경우, 외주 CIO가 가장 운용역량이 낮은 운용사를 선택하기 때문에 분산이 높을 경우 기금의 예상성과가 낮아질 것이다.

보수가 존재하지 않을 경우, 외주 CIO에 선택되기 위해 가격경쟁을 하면서 외주 CIO와 기금에게 모두 열등한 성과를 가져오는 균형상태에 이를 수 있는 것을 확인하였다.

IV. 국내 외주 CIO시장의 수수료 체계에 대한 함의

우리는 앞장에서 성과연동보수의 도입이 외주 CIO의 수익을 극대화시킬 뿐만 아니라 기금의 전체수익에 긍정적 영향을 미친다는 것을 모형을 통해 확인할 수 있었다. 그리고 성과연동보수가 존재하지 않고 고정비율운용보수만이 존재할 경우 외주 CIO의 수익이 운용보수가 낮은 하위운용사를 선택함으로써 최적화되기 때문에 결국 기금의 전체수익을 감소시킬 것임을 보였다.

하지만, 현재 국내 주요 공적 연기금은 대부분 외주 CIO 선정 시 성과연동보수를 반영하지 않는 고정비율운용보수를 채택하고 있다. 외주 CIO 입장에서 보면 재위탁보수보다 높은 고정비율보수만 받는다면 기금의 성과와 관계없이 항상 이익을 확보할 수 있기 때문에 낮은 운용보수로 계약을 체결하고 기금으로부터 받는 운용보수보다 더 낮은 하위운용사에 재위탁할 유인이 발생한다. 이러한 유인은 외주 CIO 입찰에 참여하는 후보 금융기관들이 입찰가격을 낮추는 방향으로 가격경쟁을 심화시킬 것이며, 선정된 외주 CIO가 운용역량이 낮은 하위운용사에 기금 운용을 재위탁함으로써 궁극적으로 기금의 수익을 감소시킬 개연성이 매우 크다고 할 수 있다. 국내 공적 연기금의 외주 CIO가 받는 평균보수율이 약 3.7~5.8bp 사이에서 낮게 결정되고 있는 것이 서론에서 언급한 바와 같이 공급자가 계약의 주도적 위치를 차지하는 부분도 있지만, 성과연동보수가 반영되지 못하는 수수료 체계도 원인이 되는 것으로 판단된다.

따라서 이러한 문제를 해결하기 위하여 모형에서 제시한 바와 같이 고정비율운용보수와 더불어 성과연동보수를 도입함으로써 긍정적 효과를 기대할 수 있다. 성과연동보수를 도입하게 되면 하위운용사의 운용성과 개선이 외주 CIO의 성과운용보수를 증가시키게 되기 때문에 궁극적으로 기금과 외주 CIO 간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있다. 성과연동보수의 도입이 외주 CIO의 운용성과 개선에 대한 동기를 향상시켜 대리인 문제를 완화할 수 있는 적절한 방법으로 평가할 수 있음에도 불구하고 국내에서 외주 CIO 선정 시 도입하는데 현실적인 문제가 있다.

국내 공적 연기금들은 2013년을 전후로 외주 CIO를 선정하는 과정에서 발생하는 불필요한 논란으로 인한 행정력 낭비와 오해의 소지를 원천적으로 차단하기 위해 선정프로세스의 상당 과정을 조달청에 위탁하고 있는데, 운용보수구조 및 수준 역시 조달청 방식에 의존한다. 그런데 조달청 방식은 단일가격체계를 따르고 있기 때문에 최적의 보수체계를 갖기 위하여 수수료 구조를 다변화할 수 없는 한계가 있다. 현재 운용보수의 문제점을 보완하고 기금과

외주 CIO 간의 대리인 문제를 완화하기 위하여 수수료 체계를 다변화할 필요성이 인정되지만 현시점에서 조달청의 선정방식에 큰 결함이 발견되지 않는 한 각각의 수수료 체계를 가지고 외주 CIO를 선정하는 것은 현실적인 한계가 있어 보인다. 다만, 각 연기금별로 외주 CIO 선정 이후 성과연동보수의 도입을 전제로 보수율을 협상할 수 있는 제도적인 보완이 고려될 수 있으며 이러한 보완방법에 대한 더 심도 있는 논의가 진행되어야 할 것이다.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 국내 공적 연기금이 채택하고 있는 외주 CIO 선정 및 운용 과정에서 발생하는 여러 문제점 중에서 운용보수구조에 의해 발생하는 문제점을 이론적으로 고찰하고 바람직한 운용보수구조를 제안하는 것을 목적으로 하였다. 본 연구의 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 외주 CIO는 선정만 될 수 있다면 운용과정에서 소요되는 비용이 고정보수보다 작기만 하면 항상 이익을 볼 가능성이 크다. 단지 벤치마크 지수의 수익률이 음으로 하락할 경우 충분한 고정보수가 보장되지 않는다면 수익이 감소할 수 있는 불확실성이 존재한다. 둘째, 기금의 이익은 고정운용보수율을 감소시킬수록 기대이익이 증가한다. 그리고 성과연동보수비율과 하위운용사의 보수증가에 따라 개선되는 성과에 대한 계수의 값이 같을 때 기금의 이익이 극대화된다. 셋째, 성과연동보수 없이 고정비율보수를 받는 경우 외주 CIO는 기금의 성과와 관계없이 항상 이익을 확보할 수 있으며 하위운용사의 운용보수가 낮을수록 이익이 증가한다. 이러한 외주 CIO의 수익구조는 궁극적으로 기금의 전체수익이 감소하는 결과를 가져올 수 있다. 마지막으로 국내 공적 연기금의 외주 CIO 선정 시 고정비율운용보수를 채택하고 있는데 이는 외주 CIO가 운용역량이 낮은 하위운용사에게 기금을 채위탁할 유인이 발생하여 기금의 전체수익이 낮아질 개연성이 크기 때문에 성과연동보수의 도입이 필요하다.

최근 공적 연기금 및 퇴직연금 시장의 성장으로 인하여 국내 외주 CIO 시장은 크게 팽창할 것을 기대하고 있다. 그럼에도 불구하고 외주 CIO에 대한 이론 및 실증연구는 국내외에서 전무한 실정이다. 이에 대한 이유로 연구자는 다음의 사실을 주목하고 있다. 먼저, 외주 CIO에 대한 실증분석 연구가 전무한 이유는 외주 CIO의 선정 및 운용은 매우 사적인 영역에서 이루어지며, 성과, 보수 등에 대한 대부분의 정보는 확인이 불가능하다. 또한 자금을 위탁하는 기관 및 자금의 성격에 따라 관리방식 및 운용방식이 크게 다르기 때문에 실증분석을 수행하기가 불가능하다.

둘째, 외주 CIO에 대한 이론분석이 적은 이유는 그동안 연구자들은 외주 CIO를 일종의 전통적 자금위탁과정으로 이해하고 외주 CIO의 특수성을 고려하지 않은 것이다. 앞서 소개한 바와 같이 CIO는 전통적 자금위탁 방식과 유사성도 가지고 있으나 2차 대리인 관계에 있을 뿐만 아니라 전통적 방식에 비해 종합관리 서비스를 제공하게 된다. 이러한 차이점을 모형에 반영함으로써 외주 CIO 시장의 효율적 포트폴리오 구성을 위한 기초연구를 수행한다는 점에서 그 기여도 및 창의성을 찾을 수 있다.

본 연구는 하위운용사의 전략적 행동에 대하여 고려하지 못했다는 한계점을 갖는다. 하위운용사의 전략적 행동을 배제하기 위하여 외주 CIO가 하위운용사의 운용능력에 대한 정보를 보유함에 따라 정보비대칭이 존재하지 않는다고 가정하였다. 하지만 외주 CIO가 금융시장의 전문가로 구성되어 있다고 하더라도 하위운용사의 운용역량에 대한 완벽한 정보를 보유할 수는 없으며, 그 결과 정보의 비대칭이 발생할 것은 자명하다. 다만, 하위운용사의 선정은 1회성 선정이 아니라 반복되는 의사결정을 통해 이루어지기 때문에 정보비대칭의 정도는 다소 완화될 것으로 기대할 수 있다. 만일 전년도 성과에 따라 하위자산 운용사의 운용규모가 축소될 경우 다음 해 자산운용을 할 수 없기 때문에 최선의 노력을 기울 것으로 가정하는 것은 자연스러운 예상이기 때문이다.

참고문헌

- Buffa, A., D. Vayanos and P. Woolley, 2014, Asset Management Contracts and Equilibrium Prices, Working Paper, Boston University and London School of Economics.
- Cuoco, D. and R. Kaniel, 2011 Equilibrium prices in the presence of delegated portfolio management, *Journal of Financial Economics* 101, 264-596.
- Holmström, B., 1979. Moral Hazard and Observability, *Bell Journal of Economics* 10, 74-91.
- Holmström, B. and P. Milgrom, 1987, Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives, *Econometrica* 55, 303-328.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1992b, The structure and performance of the money management industry, *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, 339-391.
- Li, W. and A. Tiwari, 2009, Incentive Contracts in Delegated Portfolio Management. *Review of Financial Studies* 22 (11), 4681 - 4714.
- Ou-Yang, O., 2003, Optimal contracts in a continuous-time delegated portfolio management problem, *Review of Financial Studies* 16 (1), 173-208.
- Salanie, B., 1996, *The Economics of Contracts: a Primer*, Cambridge, MIT Press
- Sappington, D., 1991, Incentives in Principal-Agent Relationships, *Journal of Economic Perspectives* 5 (2), 45-66
- Sato, Y., 2016, Delegated portfolio management, optimal fee contracts, and asset prices, *Journal of Economic Theory* 165, 360-389
- Stracca, L., 2006, Delegated Portfolio Management: A Survey of the Theoretical Literature. *Journal of Economic Survey* 20 (5), 823-848.