

OCIO 사업 발전을 위한 핵심요인에 관한 연구*

- OCIO 서비스에 대한 인식을 중심으로 -

박 래 수 (숙명여자대학교)†

신 중 철 (서울시립대학교)‡

국내외적으로 활용도가 높아지고 있는 포괄적 위탁운용 (OCIO, outsourced chief investment officer)에 대해 국내의 활용 역사를 살펴보고, 기관투자자와 잠재적인 OCIO 서비스 업자를 대상으로 OCIO에 대한 인식조사를 실시했다. 국내의 기관투자자와 잠재적인 OCIO사업자들은 직접적으로 수익률 제고를 가장 중요한 목표로 인식하고 있었다. 이는 리스크 관리와 내부자원 부족 문제를 가장 중요한 요소로 인식하고 있는 해외의 기관투자자들의 인식과 다른 점이다. 국내에는 다양한 형태로 OCIO를 이용하고 있는데, OCIO 활용의 목적과 프로세스를 마련하는 데에 기금 자신의 장단점과 제약 요소를 충분히 고려해야 할 것이다. 또한 OCIO 사업자들은 모든 분야의 서비스를 충족시키려 하기 보다는 자신의 전문분야를 개발하고 집중할 필요성도 제기된다.

핵심 단어: OCIO(outsourced chief investment officer), 포괄적 위탁운용, 잠재적인 OCIO 서비스업자

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

† 숙명여자대학교 경영대학 교수

‡ 서울시립대학교 경영대학 경영학부 시간강사, KG제로인 고문.

1. 서론

포괄적 자산운용(comprehensive asset management agreement)이라고 불리기도 하는 외부최고책임자 (OCIO, outsourced chief investment officer) 모형은 2007년의 세계적인 금융위기를 겪으면서 보다 본격적으로 그 규모가 확대되고 있다. 제한된 컨설팅만을 받던 미국의 대형 기금들이 금융시장의 불안정성과 다양한 상품에 대한 이해와 관리에 한계를 느끼면서 기존의 컨설팅 업체들에게 좀더 포괄적으로 업무를 위임하면서 OCIO 서비스업이 탄생하였다.

금융위기를 겪으면서 미국의 기업연금, 공적연금, 기금과 재단, 개인퇴직연금 등을 관리하는 주체들이 모두 OCIO 형태의 운용서비스를 받기 시작했다. CIO 매거진의 서베이 (2018)에 응답자 중에는 기업연금이 가장 높은 비율로 OCIO를 활용(43%)하고 있었으며, 기금이나 재단이 그 다음(32%)이었다. 이에 비해 공적연금이나 개인연금의 경우에는 OCIO를 활용하는 비율이 낮았는데 이는 이들 자금을 운용하는 주체들이 상당한 인력과 운용체계를 갖추고 있기 때문으로 보인다.

국내에서는 OCIO형태의 운용체계가 처음으로 나타난 것이 기획재정부에서 주관하는 연기금 투자풀(www.investpool.go.kr)이다. 연기금투자풀은 자금운용에 전문성이 부족한 중소형 기금들을 첫 대상으로 했다는 점에서 OCIO의 형태라고 볼 수 있으나, 다양한 유형의 여러 기금을 대상으로 했기 때문에 포괄적인 서비스를 제공하기에는 한계를 갖고 있었다. 그런 이유로 기금의 규모가 컸던 국민주택기금¹⁾은 연기금투자풀이 출범한지 1년 만에 Wrap을 기반으로 한 별도의 체계를 구축하기도 했다.

국민주택기금의 Wrap에는 다섯 개의 Wrap운용사가 참여하는 구조로 특정 Wrap 운용사로 부터 포괄적인 서비스를 받는 구조는 아니었으며 Wrap운용사 간에 서로 경쟁하는 체제였다. 2013년에는 산업재해보상기금과 고용안정기금이 각각 한 개의 운용사를 둔 OCIO형태를 채택함으로써 본격적인 포괄적인 일임운용인 OCIO체제가 나타나기 시작했다. 2014년에는 주택도시개발기금이 2-5개의 Wrap운용사가 있던 체계에서 2개의 주간사만을 두는 OCIO체제로 그 틀을 변경하였고, 2018년에 주간사를 새로이 선정하면서 2개 주간사간의 역할을 합리적으로 조정하기 위한 고민을 하고 있다.

그 외에도 방사능폐기물관리기금이 2018년에 OCIO형태의 운용체계를 마련하였으며, 한국거래소가 OCIO도입을 위한 연구를 진행하고 있기도 하다. 위탁하는 기관이 다소 많다는 점에서 전형적인 OCIO는 아니지만, 토지주택공사나 강원랜드 등이 보다 포괄적인 역할을 할 수 있게 하는 운용체계를 이용하고 있기도 한다.

우리나라의 OCIO 서비스업자의 본질적 유형은 증권사와 자산운용사로 나뉘어 있어서, 미국의 경우와 많이 다르다. Chestnut Advisory Group (2018)은 OCIO사업자의 유형을 컨설턴트 기반의 OCIO, 운용사 기반의 OCIO, 기타 유형의 OCIO로 구별하였다. 국내에는 OCIO를 전문으로 하는 기업도 나타나지 않았으며, 컨설팅에서 출발한 OCIO도 나타나지 않았다. 특이

1) 2018년 현재는 주택도시개발기금으로 명칭이 변경되었으며 기금의 목적사업도 도시개발사업까지 포함하고 있다.

한 것은 증권사로서 OCIO서비스를 제공하는 회사들이 많이 있는데 이는 증권사들이 고객을 직접 접촉하면서 서비스를 해왔다는 장점이 있기 때문에 자연스러운 현상으로 보인다. 이에 비해 자산운용사들은 전체 조직과 고객서비스 조직이 작기 때문에 상대적인 약점이 있었다.

미국을 중심으로 한 기관투자자들을 대상으로 한 서베이 (CIO 매거진 2018, CIO 매거진 2017, CIO 매거진 2016)에 의하면, 그들은 내부 자원의 부족, 리스크 관리, 수탁자로서의 감시역할을 더 중시한 반면 우리나라에서의 조사에서는 수익률 제고와 리스크 관리를 가장 중요한 요소로 보았으며 인력부족과 수탁자로서의 역할의 중요성은 상대적으로 낮게 보았다.

우리나라의 각종 제도는 다소 획일적으로 마련되는 경향이 있다. Chestnut Advisory Group (2018)은 운용사에 기반을 둔 OCIO가 자신의 상품을 중심으로 OCIO 업무를 수행하려는 것을 경계해야 한다고 조언하고 있는데, 우리나라에서는 원칙적으로 자신의 상품을 이용하지 못하게 하고 있으며 예외적인 경우에만 허용하고 있다. 그러나 이런 획일적인 업무 규제는 보다 효율적으로 업무를 수행하는 데에 방해가 될 수도 있다.

금융감독원(2018)에 의하면 2017년말 기준으로 퇴직연금 적립금은 총 168.4조원에 달하며 전년에 비하면 21.4조원이 증가하였다. 이러한 증가추세는 상당기간 지속될 것으로 보인다. 그러나 이들 중 88.1%인 148.3조원이 금융권에서 원리금을 보장하는 상품이며, 8.4%인 14.2조원 만이 실적형 상품으로 운용되고 있다 (나머지는 대기성 자금). 그러나 기금형 퇴직연금의 도입이 논의되고 있고, 확정기여형과 IRP형이 증가하고 있고, 해외의 사례에서도 기업연금 분야에서 OCIO의 비중이 높은 점을 감안하면 이들 분야에서 OCIO의 기회가 확대될 것으로 기대된다.

따라서 OCIO서비스업자로서는 이런 상황변화와 잠재적인 고객의 니즈에 부응하기 위한 노력이 필요하며, 현재의 기금이나 향후에 기금을 운용하게 될 자산보유자들은 어떤 방식으로 자금을 관리하는 것이 효율적일 것인지 또 기금 운용의 지배구조를 어떻게 구축할 것인지를 심도 있게 검토할 필요가 있다. 여기에는 당연히 OCIO 체제도 고려의 대상이 되어야 할 것이다.

이 논문의 이 후의 구성은 다음과 같다. 제2절에는 OCIO의 이해가 있으며, 제3절에는 우리나라의 OCIO 역사와 아웃소싱 유형을 다뤘다. 제4절에서는 OCIO에 대한 기존 연구를 살펴보고, 제5절에서는 우리나라 기관투자자와 잠재적 OCIO 서비스업자들의 인식조사결과를 다루었다. 그리고 제5장에는 이러한 조사 연구에서 의미하는 바와 향후에 기관투자자나 OCIO서비스업자들이 유의해야 할 사항을 정리하였다. 그리고 부록에는 우리나라 기관투자자와 잠재적 OCIO사업자의 인식조사를 위한 설문지를 실었다.

2. OCIO에 대한 이해

2.1 OCIO의 역사²⁾

1970년대 초부터 나타났던 투자컨설팅회사와 외부조달 최고투자책임자(OCIO)의 가장 큰 차이는 투자에서 자신의 판단으로 할 수 있는 업무의 범위이다. 투자컨설팅 또는 단순 자문은 투자에 대한 재량권이 없이 투자자에게 투자결정을 위한 추천업무만 하며, 실제로 실행여부에 대해서는 투자자 자신이 결정하는 데 반해 외부조달투자책임자는 상당한 재량권을 갖고 투자 결정을 한다.

1970년대 초에 처음으로 나타난 투자컨설팅회사의 고객은 IBM 연금, 하바드 대학 기금, 포드 재단 같은 대형연금이나 기금의 기관 고객들이었다. 이들은 이미 내부에 투자능력을 갖추고 있었고 뛰어난 전문가들로 구성된 투자위원회도 구성되어 있었다. 투자컨설팅 회사들은 자산배분과 운용사 선정을 위한 “추천(recommendation)”을 원했던 고객들의 요구에 국한해서 업무를 수행해 왔다. 컨설팅회사는 그 이후 수 십 년 동안 자신의 재량권이 없이 투자 조언만을 제공하는 업무에 국한되었으며, 할 일은 투자자가 “직접” 결정해왔다.

시간이 지나 보다 작은 규모의 연금이나 기금, 가계자산관리에서도 투자컨설팅회사의 업무는 여전히 재량권 없는 추천의 업무에 머물러 있었다. 이들 소규모 자금을 운용하는 조직은 대형 연기금 조직과 달리 내부의 투자 능력이 부족하고 수준 높은 투자위원회 구성이 어렵고 자산의 규모도 작다는 한계를 가지고 있었다. 이런 경우 투자에 대한 직접적 결정권한이 없는 단순 자문업무로는 유효한 투자성과를 내기에는 한계가 있을 가능성이 크지만, 1980~90년대에 걸친 길고도 강력한 강세 시장으로 인해 그 한계가 드러나지 않았다.

21세기에 들어서면서 기술주들의 폭락에 많은 투자자들이 대비하지 못하면서 기존 방식의 문제가 드러나기 시작했다. 이 투자자들은 급등하는 성장주와 기술주를 줄이는 리밸런싱이 필요하다는 자문회사의 조언을 무시하곤 했는데, 2000~2002년에 이들 주식이 폭락하면서 이 포트폴리오들은 큰 피해를 입었다. 이 시점에 고객들은 자문사들이 재량권을 갖고 운용하는 것이 장점을 가질 수도 있다는 생각을 하게 되었다.

재량권을 가진 자문을 찾던 꾸준한 추세가 서브프라임 모기지 사태로 나타난 2007년 중반부터 2009년 초까지의 비극적인 시장 상황을 겪은 후에는 자연스런 흐름이 되었다. 그리고 낮은 수익률과 높은 변동성으로 표현되는 새로운 정상 투자환경 속에서 외부조달 최고투자책임자 모형은 일상적인 추세가 되었다.

2.2 외부조달 최고투자책임자 모형이 나타난 유인

모든 투자자들이 직면하는 핵심 문제는 올바른 자산 구성을 선택하고 실행하는 것, 좋은 지

2) 이 절은 Greycourt & Co., Inc.의 백서(2010)의 내용을 바탕으로 하였다.

배구조와 정책 실행력을 도입하는 것, 능력 있는 운용역을 고용하고 성과와 위험을 모니터링 하는 것이다. 이런 업무가 1980년대와 90년대에는 다들만해 보였는데, 21세기에 들어와서는 이런 업무가 위압적이고 복잡하게 바뀌었다. Greycourt Co., Inc.(2010)는 환경적인 요인들로 다음과 같은 것을 들고 있다.

- 훨씬 더 변동이 심하고 어려워진 자본시장
- 단기적인 미래에는 수익률이 더 낮아질 것이라는 인식과 이에 따라 조그만 투자 실패조차도 피해야 한다는 급박함
- 고객의 관점에서 제한된 투자자원과 인상되는 비용
- 전통적인 자산의 영역에 속하지 않았던, 기존의 포트폴리오와 상관관계가 낮은 자산을 추가하려는 욕구
- 동종 최상의 운용자를 이용하기 어려움
- 금융활동에 대해 더 강해진 검사와 규제에 따라 수탁자 의무를 수행하기 어려움
- 최선의 포트폴리오를 구성하기 위해 엄청나게 많은 금융상품을 선별하는데 들어가는 과도한 업무

Wallick and Wimmer(2014)는 변화가 심하고 어려운 환경 요소로, 수탁자로서의 부담 강조, 잠재적으로 낮을 수익률이 예상되는 환경, 복잡한 상품과 상품 제공자들을 들고 있다. 이러한 환경변화에 따라 내부적인 요인이 결들여져서 OCIO를 선택하는 것으로 나타난다. Wallick and Wimmer (2014)는 Chatham partners의 2013년 조사자료를 인용해서 비영리 단체들이 OCIO를 사용하는 공통적인 이유로는 다음의 세 가지를 들고 있는데, 기본적으로 자금을 운용하는 모든 조직에 해당할 것으로 판단된다.

1. 내부의 투자 역량의 부족
2. 포트폴리오 리스크 관리에 대한 우려
3. 포트폴리오 성과에 대한 우려

한편, Greycourt & Co., Inc.의 백서(Greycourt & Co., Inc., 2010)에 의하면, OCIO 모형이 기존의 재량권 없는 자문 모형(traditional non-discretionary advisory model)에 비해 가지는 장점을 기회비용의 감소, 보다 정교한 포트폴리오의 설계, 투자 집합의 확장, 주된 업무 또는 관심사항에 집중, 수탁자의 감독 제고, 지적자본 전체의 활용, 실사 의무의 경감을 들고 있다.

이에 비해 OCIO에서 나타날 수 있는 단점으로는 자금에 대한 통제 포기, 능력이 부족한 OCIO를 선택할 가능성, 개방형 구조에 따른 장점의 희생, 투자에 대한 교육 기회 감소, 능력이 부족한 OCIO를 택한 경우 수탁자로서의 감시 약화, 그리고 비용의 증가를 들고 있다.

2.3 전통적인 컨설팅과 외부조달 최고투자책임자의 차이

외부조달 최고투자책임자는 고객의 동의를 구하지 않고 재량을 갖고 고객의 포트폴리오를 관리한다는 것을 의미한다. 기본적으로는 기존에 재량권을 갖지 않았던 개방구조의 회사이지

<표 1> 외부로부터 투자 전문성을 얻는 가장 일반적인 방법

업무 유형		전통적인 컨설팅	OCIO
포트폴리오	재량권을 갖고 포트폴리오 변경을 실행		●
	위원회에 포트폴리오 변경 추천서를 제공	●	
	운용사 조사 및 실사 업무 수행	●	●
	자산배분과 포트폴리오 재조정을 관리	●	●
범위	고유의 리서치와 선도적인 이론에의 접근 허용	●	●
	특정 프로젝트나 특정 운용목적에 국한해서 고용	●	
	의뢰비에 따라 위원회의 확장 구성원으로 활동	●	●
	공동 수탁자로서의 역할		●
위원회	투자위원회 지배를 지원, 모범기준과 교육을 제공		●
	투자정책에 대한 상담과 생성에 대한 지원	●	●
	포트폴리오 보고와 데이터 지원	●	●

출처: Wallick and Wimmer(2014)

만, 고객의 수요에 따라서 재량권을 갖고 운용하는 서비스를 제공하고 있다. 이들 회사들은 기존의 고객에게 추천하기 위해 갖고 있던 동일한 기능 -- 자산배분, 운용사 선정, 성과보고 기술 -- 을 갖고 있으며, 다만 이들 능력을 재량을 갖고 사용하고 있다는 점에서 차이가 난다.

전통적인 컨설팅 업무와 외부조달 최고투자책임자는 유사한 업무를 여전히 수행한다. 외부조달 최고투자책임자는 운용에 재량권을 가졌다는 점 이외에 투자위원회의 지배를 지원하고, 모범 기준과 교육을 제시하며 공동수탁자로서의 업무를 수행한다. 이에 비해 전통적인 컨설팅은 특정 프로젝트나 투자 계약에 대해서도 역할을 수행하지만, 외부조달 최고투자책임자는 투자자의 전체 목적을 달성하기 위한 역할을 수행한다는 점에서 차이가 있다. <표 1>은 전통적인 컨설팅 모형과 외부조달 최고투자책임자의 역할의 차이를 나타내고 있다.

3. 우리나라의 OCIO 역사와 아웃소싱 유형

3.1 우리나라 OCIO 형태의 아웃소싱 출현

3.1.1 기관투자자를 중심으로 일임형태의 위탁운용 출현

우리나라에서 기존의 펀드형태가 아닌 일임형으로 자금의 위탁을 맡기기 시작한 것은 2001년에 국민연금이 최초이다.

원칙적으로 펀드는 판매사를 통해서 매입해야 하며 운용사가 정한 신탁약관과 운용방식에 따라 운용되는 구조이다. 따라서 국민연금 자체의 자산배분이나 운용목적에 따른 지침을 운용사에 주기 어렵고 판매사에게 판매보수를 지급해야하는 한계를 극복하기 위해 기존의 자산운용사와 투자자문사에게 일임계약을 통해 위탁하는 방식을 택했다.³⁾

이를 계기로 펀드를 통해 위탁운용을 하고 있던 많은 투자자들이 판매사를 배제하고 운용기관과 직접 일임계약을 통한 위탁이 확대되기 시작했다. 이 과정을 통해 판매사의 역할이 축소되기 시작했으며 투자자관점에서는 전체 위탁운용에 따른 보수를 낮추는 계기가 되었다.

처음에 연기금투자품에는 주간운용사가 한 개 뿐이었지만, 10년이 지나면서 주간운용사간의 경쟁체제를 도입하는 것이 투자자들에게 도움이 될 것이라는 판단에 따라 주간운용사가 두 개인 복수 운용체제를 도입하였으며, 두 개의 주간 운용사는 연기금투자품의 대상이 되는 투자자들을 대상으로 자금을 위탁받기 위한 경쟁을 하여야 한다.

3.1.2 OCIO형태의 태동

OCIO형태의 위탁운용이 출현한 것은 기획재정부가 주도한 연기금투자품(www.investpool.go.kr)이 처음이다. 연기금투자품은 실질적으로 전문 운용자가 거의 없었던 공적 기금을 대상으로 운용의 전문성을 제공하고자 만들어졌다. 연기금투자품은 주간운용사를 두고 투자자가 주간운용사에 자금을 맡기면 주간운용사(primary manager)가 보조운용사(sub-manager)에게 자금을 배분하는 구조였다.⁴⁾ 주간사와 보조운용사를 선정하고 보조운용사에 대한 자금배분 권한을 갖는다는 면에서는 OCIO의 형태를 띠고 있기도 하였다.

그러나 투자자의 투자목적에 맞게 자산배분 의사결정에 참여하거나 그에 따라 유형별 자금 규모를 결정하는 등의 역할은 제한적으로만 수행하고 있기 때문에 일반적으로 알려진 OCIO라고 하기에는 매우 부족하다. 주간운용사가 투자자에게 자문역할을 수행할 별도의 자문기관을

3) 법률적으로 허용되지 않았음에도 불구하고 기존에 많은 기관투자자들이 자신만의 목적에 맞는 자신만의 펀드("단독 사모펀드"라고 불렀음)를 운용사에게 설정하고 운용지침을 운용사에게 주며, 판매사는 형식적으로 중간자 역할을 하는 경우가 많이 있었다.

4) 처음에는 투자자-판매사-주간운용사-보조운용사의 구조를 갖고 있었으며, 나중에 판매사가 배제되고 투자자-주간운용사-보조운용사의 구조로 바뀌었다. 또한 사무관리회사, 수탁회사, 평가회사가 보조기관으로 참여하고 있다.

선정하여 역할을 담당하도록 하기도 했으나 그 역할이 순수한 자문역할에 그치는 등 제한적이였다.

또한 연기금투자자는 50 여개의 공적 연기금을 대상으로 하고 있고, 복수의 주간사가 있음에 따라, 근본적으로 투자자의 목적에 맞는 맞춤형 운용과 포괄적인 자문을 수행하는 데에는 한계를 갖고 있다.

3.1.3 여러 주간사를 둔 위탁운용

많은 투자자를 대상으로 하는 연기금투자자의 한계를 인식하고 자신의 자금만을 맡아서 운용하는 위탁운용의 형태가 2003년에 국토부의 주택기금에서 나타났다. 주택기금은 5개의 증권사를 대상으로 기금을 포괄적으로 일임위탁⁵⁾하였으며, 기금을 위탁받은 랩운용사들은 실제로 자금을 펀드로 운용할 자산운용사를 선정하고 자산운용사의 펀드에 자금을 배분하고 조정하는 역할을 하였다.

주택기금은 랩운용사에게 위탁된 전체 자금을 대한 전략적 자산배분을 제시하였고 자산군별 벤치마크와 운용지침도 제시하였으나, 랩운용사들은 일정한 범위 내에서 전술적 자산배분을 할 수도 있었다. 전략적 자산배분은 기금운용위원회에서 결정하였고 랩 운용사가 운용할 때 지켜야 하는 여러 가지 지침등이 제시되었으나, 연기금투자자보다는 주간사의 역할이 많이 확대되었다.

전략적인 주요 의사결정과 세부적인 지침이 기금운용위원회에서 결정되고 그 결정이 랩운용사를 제약하기도 하였으며, 또한 여러 랩운용사가 있었다는 점에서 랩운용사가 전략적인 의사결정에 깊게 관여하기 힘든 구조였다.

3.1.4 포괄적인 자문을 위한 자문사의 출현

운용사와 펀드에 대한 전문적인 분석과 정보수집을 행하는 펀드평가사⁶⁾들이 자산의 운용 컨설팅에 많은 관심을 갖고 있었다. 그러나 펀드평가회사는 펀드를 추천하거나 재간접펀드형태로 운용하는 것이 불가능했기 때문에, 이런 업무를 수행할 수 있는 별도의 자문회사를 설립하기도 했다.

이런 특수한 형태의 자문회사들은 펀드추천과 재간접펀드형태로 자금운용을 하는 등 보다 포괄적으로 자금운용업무에 관여하기도 하였다. 그러나 근본적으로 인력과 자본 관점에서 소규모라는 한계로 인해 대형 기관투자자들이 포괄적인 자금위탁을 추진하는 과정에서는 소외되었다.

5) 법률적으로는 일임계약에 의한 것으로 증권회사들은 일임운용서비스를 랩(wrap)서비스라는 이름으로 판매하였다.

6) 1999년부터 펀드정보의 투명성에 대한 필요성을 인식하고, 펀드평가회사라는 유형의 회사들이 나타났다. 처음에 이들 회사들은 법적 뒷받침이 없었으나, 자산운용업법이 만들어지면서 간접투자기구평가회사라는 형태로 자산운용과 관련된 회사로 정의되었으며, 자본시장법에서는 집합투자기구평가회사라는 이름으로 규정되어 있다.

3.1.5 보다 진전된 OCIO의 출현

기금의 거의 대부분 자금을 주간운용사에게 위탁하고 위탁받은 주간운용사가 자산배분과 보조운용사의 선정 및 자금배분에서 보다 확대된 권한을 행사할 수 있는 구조가 노동부에서 관리하고 있는 산업재해보상기금과 고용보험기금에서 나타났다. 두 기금은 각각 하나의 주간사에게 자금을 포괄적으로 위탁하는 방식의 운용을 2013년부터 시행하고 있다. 실제로 노동부의 한 부서에서 관리하고 있는 두 기금의 주간사는 각각 선정되었는데, 하나의 기금에는 증권회사가 다른 하나의 기금에는 자산운용회사가 주간사로 선정되었다.

2014년에는 국토부의 국민주택기금이 기존 wrap구조에서 2~5개의 주간사를 두고 있었던 데서 대폭 개편하여, 주간사를 두 개만 두는 형태로 위탁구조를 개편하였다. 주간사의 수가 줄어들었으므로 주간운용사가 포괄적인 서비스를 행할 수 있는 가능성이 높아졌다. 또한 두 개의 운용사중 하나는 증권회사, 또다른 하나는 자산운용사를 선정함으로써 이원적인 성격을 띠게 되었다. 서로 다른 형태의 주간사를 둠으로써 두 기관의 능력을 어떻게 효과적으로 활용해야 하는지에 대한 문제를 남겨두고 있다.

2018년에는 방사능폐기관리기금이 포괄적 위탁운용형태로 자금을 위탁하기로 결정하고 자산운용사를 주간운용사로 선정하기도 하였다.

다른 한편으로는 토지주택공사가 오래 전부터 여러 증권사를 대상으로 포괄적인 위탁운용 방식으로 운용하고 있으며, 강원랜드도 비슷한 형태로 운용하고 있다. 또한 한국거래소도 이런 형태로 자금을 운용하기 위한 연구를 계속하고 있는 것으로 나타나기도 했다. 그러나 이런 기업들의 자금운용은 그 운용기간이 길지 않고 매우 안정적인 자금운용을 하고 있다는 점에서 기존의 대형이고 장기적인 운용을 전제로 하는 운용형태와 다르다는 특징을 지닌다.

3.2 우리나라 아웃소싱의 유형

3.2.1 전통적인 위탁운용

가장 일반적으로 외부 운용사에게 운용을 위탁하는 형태로 운용사가 지켜야 할 운용지침(mandate)을 운용을 위탁하는 자금소유자가 지정한다. 운용지침의 내용에는 벤치마크, 투자대상 자산군과 자산군별 비중, 허용되는 위험수준, 섹터 또는 종목의 보유 한도 등이 포함된다. 대체로 운용대상인 자산군의 범위가 좁아서 한 가지 자산군인 경우가 많다.

최근에는 여러 자산군에 투자하며 자산군별 비중에도 상당한 자율성이 인정되는 혼합형 펀드(multi-asset fund)가 나타나는 등 운용의 폭이 넓어진 형태도 있으나, 기본적으로 자금소유자가 가진 전체자금의 규모에 비해서 위탁된 규모가 작고, 자금소유자의 목적이나 목표와 직접 관련되지 않고 운용전략 중의 하나가 위탁되는 형태를 띠는 것이 일반적이다.

3.2.2 투자풀 형태 (pooled fund, commingled fund)

주로 공모펀드에 투자하는 투자자들보다는 규모가 크지만 초대형 투자자들이 아닌 경우, 규모의 경제에 따른 운용 효율성과 수수료 등에 대한 협상력을 높이기 위해 여러 투자자들이 하나의 자금풀(fund pool)을 만들어 운용사에 위탁하는 구조이다.

자금풀이 하나로 형성시키기 위해 특정 운용자 또는 판매사에 자금 풀이 만들어지고 그 운용자나 판매사가 보조 운용사에게 자금을 배분하는 형태를 따므로 형식적으로는 외주 최고투자책임자 형태이다. 그러나 자금소유자의 투자목적이나 행태가 다름에 따라 외주 최고책임자가 자금소유자별 필요성에 충분히 대응하기 어려운 문제가 발생한다.

국내에서 이런 운용구조로는 2002년에 최초로 기획재정부에서 주관하는 연기금투자풀이 만들어졌으며, 2012년에는 증권금융이 주관하여 **민간연기금투자풀을 출범시켰다.** 그러나 대규모 자금을 소유한 투자자의 경우에는 독립적인 고유의 서비스를 이런 구조에서 이탈하여 자신만의 외주 최고투자책임자 형태를 만들고 있기도 하다.

기획재정부의 연기금투자풀은 참여하는 기관의 특성이 상당히 다름에도 불구하고 하나의 풀 형태로 운용하는 것으로 자금 소유자의 입장에서 적절하지 않게 느껴지는 면이 많이 있을 것이며, 따라서 진정한 외주 최고투자책임자로 보기 어렵다.

대표적인 투자풀의 해외 사례는 미국의 주정부 산하의 자치단체나 공조직의 자금을 풀의 형태로 운용하는 것을 볼 수 있다. 일반적으로 지방정부투자풀(LGIP, local government investment pools) 또는 지방정부투자신탁(LGIT, local government investment trust)로 불리는데 상당히 많은 주에서 실행하고 있다. 자금의 속성상 단기자금풀이 대부분이며, 일부에서는 퇴직금계정을 운용하는 장기투자펀드도 일부 있는 것으로 파악된다. 지방정부가 주관하고 있는 투자풀에 대해서 S&P Global Ratings에서는 1994년부터 신용평가를 하고 있다. 여기에서 평가하고 있는 대상의 수는 60여개에 달하는 것으로 나타났다. (https://www.spratings.com/en_US/products/-/product-detail/local-government-investment-pools)

S&P Global Ratings에서 이 기금들을 평가하는 사항은 원금안정성 등급, 펀드 신용 등급, 펀드의 변동성 등급으로 구성되어 있다.

3.2.3 독자적인 외주 최고투자책임자 (separate account)

수 십 조원의 자금을 보유한 대형기관투자자들을 중심으로 자신만의 자산을 포괄적으로 맡아 운용해줄 운용사를 선정해서 맡기는 경우가 생겨났는데, 이들이 진정한 의미의 외주 최고투자책임자로 볼 수 있다.

고용노동부의 고용보험기금과 산업재해보장기금이 가장 먼저 시작하였으며, 국토해양부의 주택도시개발기금이 그 다음으로 이런 유형의 운용구조를 마련하였다. 고용노동부는 각각의 기금에 하나의 최고투자책임자를 선정하였으나, 국토해양부는 2개의 최고투자책임자를 선정하였고 실제로는 연기금투자풀에도 자금을 맡기고 있기 때문에 3개의 최고투자책임자를 두고 있

<표 2> 위탁운용구조별 특징과 장단점

이 표는 대표적인 위탁운용구조별로 그 특징과 장단점을 요약한 것이다. 대표적인 위탁운용구조는 이미 우리나라에서 활용되고 있는 구조를 선정하였다.

위탁운용구조		특징	장단점
전통적인 위탁운용		<ul style="list-style-type: none"> • 특정 유형의 상품을 운용사에 위탁 • 특정 투자자만을 위한 계정으로 운용되기도 함 	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자 고유의 니즈를 반영하기 용이함 • 운용규모가 작은 투자자는 이용하기 어려움
투자풀		<ul style="list-style-type: none"> • 여러 투자자의 자금으로 하나의 풀(pool)을 만들어서 운용 • 일반적인 펀드와 달리 투자자가 제한된 형태 	<ul style="list-style-type: none"> • 투자규모가 커짐에 따라 규모의 경제를 누릴 수 있음 • 특정 투자자의 니즈를 반영하는 데에 한계가 있음
외주 최고 투자책임자	단수 CIO	<ul style="list-style-type: none"> • 특정 투자자를 위한 포괄적인 서비스 (전략, 운용집행, 리스크관리, 교육 등) • 특정투자자가 하나의 외주최고투자책임자를 선정 	<ul style="list-style-type: none"> • 복수의 외주 CIO에 대한 평가 및 조정을 위해 별도의 자원이 소요되지 않음 • 최선의 외주 CIO일 때의 리스크가 커짐
	복수 CIO	<ul style="list-style-type: none"> • 특정 투자자를 위한 포괄적인 서비스 (전략, 운용집행, 리스크관리, 교육 등) • 특정투자자가 여러 외주최고투자책임자를 선정 	<ul style="list-style-type: none"> • 외주 CIO간에 선의의 경쟁을 유도할 수 있음 • 외주 CIO간의 역할 구분이 명확하지 않아 이를 조정하기 위한 노력이 필요함

는 것으로 볼 수도 있다.

복수의 최고투자책임자를 두고 있는 경우에는 최고수준에서 전략적 의사결정을 할 때 각각의 최고투자책임자들이 어떤 식으로 역할을 해야 하는지를 결정해야 하는 문제가 있다. 싱가포르 투자청처럼 자산군별로 다른 운용조직을 만든다면 역할이 명확히 구분되지만, 동일한 운용 형태를 갖는 경우에는 역할의 모호성이 존재한다. 이를 조정하기 위해서는 전략적 판단에 대해 권한을 가진 별도의 조직이 필요할 수도 있다.

강원랜드와 토지주택공사는 오래 전부터 여러 판매사와 운용사를 대상으로 제한적으로 권한을 행사할 수 있는 투자책임자를 선정하여 활용하고 있다. 2018년에는 방사능폐기물관리기금이 포괄적인 위탁운용을 위한 최고투자책임자를 선정하였으며, 한국거래소에서도 비슷한 형태의 위탁운용을 위한 검토를 시작한 것으로 알려져 있다.

4. OCIO에 대한 기존 연구

4.1 OCIO에 대한 만족도

내부의 역량의 부족과 외부환경의 어려움 때문에 OCIO를 선택하는 결정을 하였으나, OCIO에서 성과에 대한 만족도 보다는 OCIO 업무 전반에 대해서는 상당히 만족한다고 보고하고 있다. Wallick and Wimmer(2014)가 인용한 Chatham의 2013년 조사자료에 의하면, OCIO의 성과에 대해 아주 만족하는 비율은 19%로 낮은 수준이지만, OCIO에 대해 전반적으로 만족하는 비율은 77%로 나타났다.⁷⁾

이는 OCIO를 성과의 관점에서 채택한다면 실망할 가능성이 높으며, 리스크 관리, 수탁자로서의 감시 등 전반적인 서비스의 향상이라는 관점을 보면 만족할 가능성이 높음을 의미한다. 이런 이유로 OCIO를 순수하게 투자의 관점에서 접근하는 것은 위험하며, OCIO가 제공하는 수탁자로서의 감시, 자원 압박에 대한 완화, 목적에 보다 적합한 포트폴리오 구성이 OCIO의 진정한 가치라고 언급하고 있다. 따라서 전체로서의 포트폴리오 관리, 효과적인 지배, 관리 또는 운용에 대한 부담의 경감에 초점을 맞추는 것이 바람직하다고 조언하고 있다.

CIO 매거진의 서베이에서 (<표 7>의 패널 H)아웃소싱 업체에 대한 만족도에 대한 조사 항목은 2016년과 2017년에만 실시되었는데, 전반적인 서비스에 대한 만족도가 가장 높았으며 투자결과에 대한 만족도는 상대적으로 높지 않았다. 이는 아웃소싱을 선택할 때 투자결과에만 초점을 맞추면 만족도가 높지 않을 수 있음을 암시한다고 볼 수 있다.

Bosse and Klein (2015)도 연금관점에서 OCIO를 어떻게 볼 것인가를 검토하면서, 수익률에만 초점을 맞추면 적절한 투자전략에서 이탈할 가능성이 있다고 말한다. 따라서 더 나은 수익률, 더 나은 리스크 관리, 더 나은 프로세스 뿐만 아니라 핵심 의사결정자의 시간을 자유롭게 함으로써 그 조직의 주요 업무와 책임에 더 많은 시간을 투입할 수 있도록 하는 것이 OCIO를 고려할 때 중요한 고려 요소라고 한다.

4.2 운용의 지배구조 형태⁸⁾

Clark and Urwin (2017)은 기금의 지배구조와 서비스의 형태의 하나로 OCIO 체제를 보았다. 지배구조와 관리 모형에서는 펀드의 지배구조와 운용을 위한 서비스의 차원으로 구분하고, 각각을 내부에서 직접 관장하는 경우와 외부에 위탁하는 경우로 나누어 2×2 모형으로 구분했고, 각각의 특성을 모두 가진 또 다른 형태를 추가했다 <그림 1>.

모형 A는 전적으로 내부에 모든 기능을 갖춘 경우이며, 모형 C는 최고책임자인 CIO를 내부에 두고 실행과 운용의 외부에 위탁하는 형태이다. 이는 이사회나 전문위원회, 최고투자책임자 등이 투자전략을 세우고 실제 운용 업무는 외부에 위탁하는 전통적인 위탁운용구조이다.

7) “아주 만족”하는 수준은 7단계로 구분한 만족도에서 7로 응답한 것을 의미하며, 전반적인 만족은 7단계의 만족도 단계에서 6이나 7로 응답한 것을 의미한다.

8) Clark and Urwin (2017)의 결과를 정리한 것이다.

모형 B는 전략적인 판단을 외부로부터 자문을 통해 결정하고 실제 운용과 집행은 내부에서 하는 형태로 일반적인 형태라고 볼 수는 없다. 자금을 위탁받아 운용하는 운용사의 경우, 운용 방식에 대해서는 자금소유자가 지정하고 그에 따라 운용을 실행한다는 점에서 운용사가 이런 구조를 갖는다고 볼 수 있다. 물론 운용사는 위임에 의한 운용과는 별도로 운용사 자체의 지배구조는 별도로 존재한다.

OCIO는 기금의 전략적 기능과 집행을 외부에서 조달하는 모형 D의 형태이다. 모형 E는 기금의 지배구조와 서비스가 전형적인 모형 A-D와 다른 형태를 보이는 것을 의미한다.

Clark and Urwin (2017)은 OCIO를 채택하는 조직에서 지켜야 할 원칙을 6가지로 제시했다. 높은 경쟁력을 갖춘 투자팀, 효과적인 보상과 인센티브 정책, 수리능력과 논리적 사고 및 위험을 고려할 수 있는 능력이 있는 이사회, 조직의 상대적 장단점을 고려해서 투자철학과 절차를 설정, 실시간으로 기능하는 의사결정 체계, 변화를 적극적으로 수용할 수 있는 경영자의 학습문화와 순응모형을 제시했다.

4.2 OCIO의 주인-대리인 문제⁹⁾

Meckling and Jensen(1976) 이래로 주인-대리인 문제 (principal-agency problem)는 경

<그림 1> 지배 및 경영 모형

이 그림은 기금의 지배구조와 서비스의 형태를 내부에서 직접 하는지 (insource) 또는 외부에 그 기능을 위탁하는지(outsource)에 따라서 나눈 모형이다.

		기금의 지배 구조	
		직접 (insource)	위탁 (outsource)
서비스	직접 (insource)	A	B
	위탁 (outsource)	C	D
		E	

출처: Clark and Urwin (2017)

9) Clark and Urwin (2017)의 결과를 정리한 것이다.

영의 다양한 영역에 적용되어 왔다. Clark and Urwin (2017)은 자금 위탁운용에서 발생할 수 있는 주인-대리인 문제를 다뤘다. 자금운용의 위탁함에 있어서 자금소유자가 갖는 정보와 전문성의 정도에 따라 <그림 2>와 같이 자금소유자의 유형을 2×2로 구분하고, 각각의 형태에서 나타날 수 있는 대리인 주인-문제를 언급했다.

모형 W는 가장 바람직한 형태로 기금 조직이 충분한 정보를 갖고 있으며, 운용에 관한 전문성도 갖춘 형태이다. 지식을 갖춘 컨설턴트들을 활용하고 시장에서 바이사이드와 셀사이드 양쪽의 경험이 있는 핵심직원을 채용한 경우인데 실제로는 많지 않다. 모형 W의 대척점에 있는 모형 Z는 전문성도 낮고 정보도 제한된 경우로 OCIO에 대한 의존도가 과도해 질 수 있다 (be captured by the OCIO manager). 이런 형태의 기금은 감소하고 있는 것으로 나타났다고 한다.

모형 X와 모형 Y가 가장 많은 형태이다. 모형 X는 정보는 제한적이지만 운용의 기능적인 전문성은 높은 조직 형태로, 높은 전문성을 이용해 효과적인 지배체제를 구현할 수 있으며, 부족한 정보는 경험이 풍부한 컨설턴트를 통해 보충할 수도 있는데 많은 조직이 이런 형태이다. 모형 Y는 정보는 풍부하지만 운용에 관한 전문성이 부족한 조직으로, 정보가 많음에도 불구하고 이 정보를 OCIO와의 관계에서 제대로 활용할 수 없기 때문에 실패할 것으로 보인다고 한다.

<그림 2> 정보와 전문성의 정도에 따른 자금 소유자의 유형

이 그림은 자금소유자가 가지는 정보의 양과 업무를 실행할 전문성의 정도에 따라 자금소유자를 구분한 것이다. 정보도 풍부하고 전문성이 높은 자금소유자는 아웃소싱을 행할 이유가 없지만, 정보도 부족하고 전문성도 낮은 경우에는 OCIO서비스업자에 대한 의존도가 과도할 수 있다.

		정보	
		풍부함	제한적임
전문성	높음	W	X
	낮음	Y	Z

출처: Clark and Urwin (2017)

4.3. OCIO 서비스 업자의 형태

Chestnut Advisory Group(2018)은 OCIO 서비스를 제공하는 사업자의 형태를 <표 3>과 같이 그 사업자들이 OCIO를 하기 이전에 했던 주 사업의 성격에 크게 3가지로 구분했다. 컨설턴트로서의 OCIO 제공자, 자산운용사로서의 OCIO 제공자, 기타 OCIO 제공자가 그것이다.

컨설턴트로서의 OCIO는 오래 전부터 기금(endowment or foundation)의 컨설턴트로 활동했던 기관들이 기금의 필요성에 따라 포괄적인 운용 책임을 맡으면서 자연스럽게 OCIO 사업을 영위하게 된 경우이다. 자산운용사로서의 OCIO제공자는 뮤추얼펀드의 운용을 하던 운용사들이 대형 기관투자자의 포괄적인 운용사로서 활동을 하게 된 경우이다.

한편 기타 OCIO제공자는 SEI와 같이 백오피스와 미들오피스에 대한 솔루션을 제공하면서 OCIO 사업을 행하는 기관도 있지만 대부분 OCIO사업이 태동되면서 전적으로 이 사업을 위해 설립된 경우가 대부분이다.

우리나라의 경우에는 증권사와 운용사가 대등하게 OCIO 사업자로서 경쟁하고 있고, 전문적

<표 3> OCIO 서비스업자들의 기반

이 표는 OCIO 서비스업자들을 원래의 사업 영역에 따라 구분한 것이다. 이 자료는 Chestnut Advisory Group(2018)의 자료를 다시 정리한 것으로 원래의 출처는 Charles Skorina & Company이며, 대부분의 회사들이 2017. 6. 30일 현재의 상태를 나타낸다. 운용규모(AUM, asset under management)는 OCIO 서비스를 제공하고 있는 자산의 규모를 의미한다.

패널 A: 컨설턴트 기반의 OCIO		패널 B: 운용사 기반의 OCIO	
컨설턴트	운용규모	운용사	운용규모
Mercer	\$1,910억	Goldman Sachs	\$1,260억
Russell	\$1,240억	BlackRock	\$1,220억
Aon Hewitt	\$1,040억	State Street	\$840억
Willis Towers Watson	\$880억	Northern Trust	\$650억
Alan Biller and Associates	\$380억	Vanguard	\$460억
Callan Associates	\$240억	JP Morgan	\$420억
Cambridge Associates	\$220억	US Trust	\$300억
		Wells Fargo	\$230억
		PNC Bank	\$220억
		Fidelity	\$180억
		Agility	\$80억
패널 B: 기타 OCIO			
회사	운용규모	배경	
SEI	\$880억	백/미들 오피스 서비스, OCIO	
Strategic Investment Group	\$250억	설립이후 OCIO 전업	
Commonfund	\$240억	비영리 단체 OCIO	
Hirtle Callaghan	\$230억	설립이후 OCIO 전업	
Partners capital	\$200억	설립이후 OCIO 전업	
Makena	\$190억	설립이후 OCIO 전업; 집합투자기구 사용	
Investure	\$130억	설립이후 OCIO 전업; 비영리 단체 중심	

인 컨설팅이나 평가사에 기반을 둔 OCIO사업자가 사실상 없다는 점에서 차이점을 보이고 있다. 우리나라 고객의 경우 OCIO 서비스의 전문성 보다는 자본과 인력을 충분히 확보함으로써 조직의 안정성이 확보되고 향후에 필요한 투자를 할 수 있는 자본을 갖춘 곳을 선호하기 때문에 나타나는 현상으로 보인다.

또한 증권회사가 OICO 사업자로 활동하고 있는 현상은 기존에 금융상품의 판매사로서 고객들과의 접촉면이 넓고 다양한 서비스를 제공했던 경험에 따라 자연스럽게 OCIO 영역으로 확대하고 있는 것으로 보인다.

4.4 외부조달 최고투자책임자에 대한 인식 변화

Strategic Insight (www.strategic-i.com)의 CIO (Chief Investment Officer) 매거진 (www.ai-cio.com)에서는 2015년부터 2018년까지 매년 초에 외부조달 CIO에 대한 조사를 진행해 왔다. CIO의 조사 (2016, 2017, 2018)에 의하면 자산보유자들은 내부 자원의 부족과 더 나은 위험관리의 필요성 속에서 점점 더 어려워지는 환경을 극복하기 위해서 OCIO와 협력관계를 맺으려하고 있다.

2018년도의 CIO 조사에 의하면(CIO, 2018), 2018년은 내부 자원의 부족과 더 나은 리스크 관리의 필요성이 특히 높아졌다. 2016년은 대형 OCIO회사와 소형 OCIO회사가 차별화되는 분기점이 되었는데, 자산보유자들이 작은 OCIO회사와 함께하는 방식에서 멀어졌기 때문이다. 또한 금융위기 이후에 책임이 핵심 주제가 되어 왔다. 그 결과로 일부 자산보유자들은 책임성을 개선하기 위해 내부 운용조직을 보강하고 있기도 하다.

수탁자로서의 감시업무가 중요하다는 응답자는 2017년에 43%에서 2018년에는 48%로 증가한 반면, 수익률을 제고하는 것이 중요하다는 응답자는 2017년에 28%에서 19%로 현저히 감소했다. 지역별로는 유럽에서 OCIO 도입에 더 적극적인 관심을 드러낸 것으로 나타났다. 즉 유럽에서는 OCIO 서비스를 이미 도입했거나 도입할 계획이 있다고 응답한 사람이 50%였다 (2017년에는 11%). 미국은 2017년에 40%에서 2018년에 42%로 증가하는 데에 그쳤다.

서베이 결과를 <표 4>에 정리했는데, 연도별 응답자가 동일하지 않기 때문에 인식의 변화를 정확히 나타냈다고 볼 수는 없으나 대략적인 추이를 볼 수는 있다. OCIO를 현재 활용하고 있거나 도입할 계획이 있는 투자자의 비율은 연도별로 41~36%로 나타났으며, 오히려 2018년에는 감소한 것으로 나타났다 (패널 A). 이에 비해 OCIO 마케팅을 접해본 비율은 2016년에 29%에서 2018년에는 44%로 증가하고 있는 것으로 나타났다 (패널 B). 이는 OCIO 서비스를 제공하는 기관이 증가하고 경쟁은 더 심해지고 있기 때문으로 보인다.

OCIO에서 재량권의 정도는 65%는 완전한 재량권을 부여하고 35%는 부분적인 재량권을 부여하는 것으로 나타났다 (패널 C). 패널 D에 나타났듯이 아웃소싱비율이 100%인 곳은 2016년에는 54%이던 것이 2018년에는 65%로 증가한 것으로 나타났으며, 점차 아웃소싱 비율이 높아지는 추세를 보였다.

<표 4> 아웃소싱 및 OCIO에 대한 인식

이 표는 북미와 유럽을 대상으로 한 투자자들이 아웃소싱과 OCIO에 대한 인식 변화를 보여 준다. 이 자료는 CIO가 2016~2018년까지 매년 초에 서베이를 통해 발표한 기사를 정리한 것이다. 백분율(%)로 표시한 항목은 응답자 중에서 차지하는 비율이며, 절댓값으로 표시된 항목은 각 항목별로 중요성의 정도를 4단계로 측정한 후 응답자 수로 가중평균한 값이다.

	연 도		
	2018*	2017**	2016***
패널 A: OCIO계획여부			
현재 OCIO 또는 계획	36%	40%	41%
현재도 아니고 계획 없음	64%	60%	59%
패널 B: 최근 1년내 OCIO 마케팅을 접해왔는지 여부			
아니오 (No)	56%	64%	71%
예 (Yes)	44%	36%	29%
패널 C: OCIO 유형 (현재 또는 계획)			
완전 재량	65%	65%	70%
부분 재량	35%	35%	30%
패널 D: 아웃소싱비율			
100%	65%	62%	54%
75~99%	14%	7%	14%
49~75%	11%	7%	5%
25~49%	5%	7%	5%
25% 미만	5%	17%	22%
패널 E: Fee 구조			
Flat	50%	59%	58%
자산규모 연동	50%	41%	39%
기타		2%	2%
성과보수	5%	11%	20%

* CIO Magazine (2018)
 ** CIO Magazine (2017)
 *** CIO Magazine (2016)

OCIO에 따른 보수(패널 E)는 규모에 관계없이 일정 수준의 보수를 받는 것과 규모에 연동되어 보수를 받는 비율이 2018년에는 50:50으로 나타났다. 이는 2016년에 비해 일정한 보수를 받는 비율이 점차 줄고 규모에 연동된 보수의 규모가 늘어난 결과이다. 한편 성과보수를 받는 비율은 급격히 감소해서 2016년에는 20%이던 것이 2018년에는 5%로 나타났다. 정액보수를 받는 비율이 감소하는 것은 일정한 보수를 받던 컨설팅에 기반한 OCIO의 비중이 감소하고 운용사에 기반한 OCIO나 전업 OCIO사들이 증가하면서 나타나는 현상으로 보인다.

아웃소싱을 하는 이유별 중요성은 연도별로 거의 차이가 없이 일관성을 보였다 (패널 F). 내부 자원의 부족을 가장 중요한 요인으로 꼽았으며, 리스크 관리, 추가적인 수탁자 감시 그 다음이었다. 그 다음이 수익률 제고, 신속한 의사결정의 필요성이 그 다음이었으며, 비용절

<표 4> 아웃소싱 및 OCIO에 대한 인식 (계속)

이 표는 북미와 유럽을 대상으로 한 투자자들이 아웃소싱과 OCIO에 대한 인식 변화를 보여 준다. 이 자료는 CIO가 2016~2018년까지 매년 초에 서베이를 통해 발표한 기사를 정리한 것이다. 백분율(%)로 표시한 항목은 응답자 중에서 차지하는 비율이며, 절댓값으로 표시된 항목은 각 항목별로 중요성의 정도를 4단계로 측정한 후 응답자 수로 가중평균한 값이다.

	연도		
	2018*	2017**	2016***
패널 F: 아웃소싱 이유별 중요도			
리스크 관리	3.5	3.3	3.2
비용 절감	2.7	2.8	2.5
내부 자원 부족	3.7	3.6	3.5
추가적인 수탁자 감시	3.3	3.3	3.1
수익률 제고	3.1	3.1	3.0
신속한 결정	3.0	2.8	3.0
전략적 관계	2.7	2.7	2.4
패널 G: 아웃소싱을 고려하지 않는 이유 중요도			
내부에서 리스크 관리를 더 잘함	3.3	3.3	3.3
비용	3.3	3.2	3.2
충분한 내부 인력/전문성	3.4	3.3	3.3
내부 수익률에 만족	3.4	3.4	3.5
내부처리 속도에 만족	3.3	-	-
외부회사와 전략적 관계 불필요	3.0	-	-
추가적인 수탁 감시 불필요	3.0	-	-
패널 H: 아웃소싱 업체에 대한 만족			
전반적인 고객 서비스	-	3.56	3.61
투자결과	-	3.28	3.55
비용	-	3.32	3.52
보조 서비스	-	3.44	3.50
패널 I: 아웃소싱 업체 선정이유			
가격	-	30%	20%
명성	-	15%	40%
최고경영자의 경험	-	93%	30%
고객서비스	-	73%	70%
서비스/영역의 폭	-	78%	20%
수탁 책임 의지	-	75%	20%

* CIO Magazine (2018)

** CIO Magazine (2017)

*** CIO Magazine (2016)

감이나 전략적 관계의 필요성은 그 중요성이 가장 낮은 것으로 나타났다.

아웃소싱을 하지 않는 이유의 항목별 중요성의 차이는 크지 않았지만 (패널 G), 내부수익률에 대한 만족과 내부인력의 충분함과 전문성으로 인해 아웃소싱의 필요성을 느끼지 않는 것이 가장 큰 이유로 들었다.

5. 우리나라의 자산소유자와 잠재적 OCIO 사업자의 인식 조사

국내 연기금 및 금융기관 등의 자산소유자와 자산운용사 또는 증권사 등의 잠재적인 OCIO 사업자들이 OCIO에 대해 어떤 인식을 갖고 있는지 등에 대한 설문조사를 2018년 9월-10월에 실시하였다 (설문 조사 양식은 부록 참조).

설문에 응답한 자산소유자는 16개 기관이며 잠재적인 사업자는 23곳으로 응답자의 자의적인 판단에 의해 응답하였고 거기다가 응답자가 충분하지 않아 평균적인 견해라고 보기는 어렵지만, 처음 시도하는 연구방법으로 이들의 견해와 입장의 차이에 따른 견해의 차이가 어떤지를 살펴보는 것은 상당한 의미가 있다고 생각한다.

5.1 잠재적 사업자의 인식

조사에서 응답한 23개 기관 모두가 OCIO사업을 하고 있었으며 그중 2곳은 자산운용사였고 21기관은 증권회사로 나타났다.

5.1.1 OCIO 경쟁력 요인에 대한 인식

OCIO 사업의 경쟁력이 나오는 항목 6가지에 대해 상대적인 중요성의 순위를 요청하여 얻은 응답자의 응답 결과를 <표 5>에 나타냈다. 자산배분 등의 컨설팅 능력을 가장 중요한 요소로 선정했으며 고객에 대한 다양한 보고서 제공 능력은 가장 낮은 순위를 받았다. 그리고 두 번째로는 리스크관리 능력, OCIO경험, 전통적인 자산운용능력, 대체자산 운용능력의 순으로 나타났다.

중요성에서 1위를 차지한 컨설팅 능력의 중요성, 2위를 차지한 리스크관리 능력과 가장 낮은 순위를 차지한 보고서 제공능력도 대부분의 응답자가 공통된 견해를 가진 것으로 나타났다. 그에 비해 전통적인 자산운용능력이나 대체자산운용능력 그리고 기존의 OCIO에 대한 경험의 중요성은 견해차가 많아서 실제로는 순위를 정하기 어려운 것으로 판단된다.

5.1.2 자산소유자가 OCIO를 선택할 때 중요하게 여길 항목에 대한 인식

자산소유자들이 OCIO를 선택한다면 어떤 항목을 중요하게 여길지에 대한 견해를 묻은 결과

<표 5> OCIO의 경쟁력 요인에 대한 인식

이 표는 OCIO의 사업을 수행함에 있어서 경쟁력이 어떤 요인에서 나타나는지를 각 항목의 순위를 조사한 결과이다. 평균순위는 응답자들이 답한 순위의 합을 응답자 총수로 나눈 값으로 낮을수록 중요하다는 것을 의미한다. 순위 표준편차는 응답자들이 답한 순위의 표준편차로 응답자들의 견해가 일관성을 가지는지를 나타내는 지표이다. 각 응답자의 순위별로 몇 명이 응답했는지는 순위별 분포에 나타냈다.

경쟁력 항목	응답자 총수	평균 순위	순위 표준편차	순위별 분포					
				1	2	3	4	5	6
자산배분 등 컨설팅 능력	23	1.30	0.56	9	4	1	0	0	0
대체자산 투자 능력	23	3.91	1.28	1	1	5	5	1	1
다양한 보고서 제공능력	23	5.30	0.93	0	1	0	0	7	6
리스크 관리 능력	23	3.17	0.89	0	2	4	7	1	0
전통적인 자산 운용능력	23	3.78	1.59	0	5	2	1	3	3
OCIO 경험	23	3.35	1.77	4	2	2	1	2	3

를 <표 6>에 나타냈다. 수익률 제고와, 리스크관리, 수탁자로서의 책임감을 높은 순위에 두었으며, 비용절감과 신속한 의사결정의 중요성은 크지 않을 것으로 인식하고 있었다. 수익률 제고는 순위에서 1위일 뿐만 아니라 순위의 표준편차도 가장 작은 값으로 나타나 OCIO를 행하는 가장 큰 이유가 수익률제고에 있을 것으로 생각하고 있었다.

이 항목에 대한 질문은 중요하게 생각하는 정도를 5단계로 선택하게 한 것으로 상대적 순위를 선택하게 한 것은 아니다. 따라서 어떤 항목도 중요치 않음이나 전혀 중요치 않음에 답한 응답자는 없었다.

이 항목에 대한 인식은 투자자들의 인식과 가장 중요한 항목에서는 동일한 인식을 갖는 것으로 나타났다. <표 9>와 <표 10>에 나타낸 기관투자자들의 인식에서도 수익률제고와 리스크 관리 제고를 가장 중요한 요소로 나타났다. 그러나 그 다음의 순위로 OCIO 사업자들은 수탁자로서의 역할과 인력부족 문제를 들었으나, 기관투자자들은 비용절감의 문제가 더 중요한 것으로 인식하고 있었다.

특히 기관투자들은 수탁자로서의 책임감은 중요성이 매우 낮은 것으로 인식하고 있었다. 이는 조사대상의 기관투자자가 직접적인 고객을 대상으로 하는 보험이나 퇴직연금 유형이 아니고 법적으로 정해진 업무를 수행하는 간접적인 성격이기 때문에 나타나는 현상으로 보인다.

5.1.3 OCIO사업자로서의 경쟁력에 대한 자기평가

OCIO사업자로서 경쟁력을 자기평가한 결과를 <표 7>에 나타냈다. 절대적 관점에서 평가한 결과는 <표 7>의 패널 A에 나타냈다. 저렴한 비용의 경쟁력을 가장 낮게 평가하였으며, 자산

<표 6> 자산소유자들의 중요성에 대한 잠재적 OCIO 서비스업자들의 인식

이 표는 OCIO들이 생각하기에 투자자가 OCIO를 선택함에 있어서 어떤 항목을 중요하게 생각할 것인지를 조사한 것을 정리한 것이다. 평균중요성은 중요성의 정도에 따라 1(아주 중요)에서 5(전혀 중요치 않음)까지의 점수를 부여한 후 점수의 평균을 낸 것으로 값이 작을수록 중요하게 생각한다는 것을 의미한다. 중요성 표준편차는 평균중요성을 계산하기 위해 부여한 값의 표준편차로 응답자들의 견해가 일관성을 가지는지를 나타내는 지표이다. 중요성 별로 몇 명이 응답했는지는 중요성의 정도 분포에 나타났다.

경쟁력 항목	응답자 총수	평균 중요성	중요성 표준편차	중요성의 정도 분포				
				아주 중요	중요	보통	중요치 않음	전혀 중요치 않음
수익률 제고	23	1.35	0.49	15	8	0	0	0
리스크관리 제고	23	1.52	0.73	14	6	3	0	0
비용절감	23	2.61	0.66	1	8	13	1	0
내부인력부족	23	1.96	0.56	4	16	3	0	0
신속한 의사결정	23	2.57	0.73	1	10	10	2	0
수탁자로서의 책임감	23	1.70	0.70	10	10	3	0	0

배분 능력을 가장 경쟁력 있는 항목으로 평가하였지만 항목별 차별성이 뚜렷하지 않은 것으로 나타났다.

또한 투자자들이 OCIO를 선정할 때 수익률 제고와 리스크관리 제고를 가장 중요하게 생각할 것으로 판단한 것에 비해 자신의 경쟁력은 해당 항목에서 가장 우수한 경쟁력을 확보하지는 않은 것으로 판단하고 있었다.

OCIO사업자로서 경쟁력에 항목에 대한 상대적인 자기평가 결과는 <표 7>의 패널 B에 나타났다. 절대적 평가가 가지기 쉬운 분별력 저하를 통제하고 절대적인 평가와 상대적인 평가 간에 일관성이 있는지를 확인하기 위한 것이다.

상대적인 경쟁력에 대한 응답은 절대적인 경쟁력에 대한 응답과는 상당히 다른 결과를 보였다. 상대적인 경쟁력은 수익률제고 능력, 자산배분 능력, 리스크 관리 능력이 뛰어나다고 평가했다. 가장 큰 차이는 수익률 제고 능력에 대한 부분이다. 절대적인 평가에서는 수익률 제고 능력에 대해 강함이라고 판단한 응답자가 가장 많아서 4위에 그쳤으나, 상대적인 순위에서는 가장 경쟁력이 높다고 답한 응답자가 가장 많았으며 근소하게나마 자산배분 능력보다도 더 경쟁력을 갖췄다고 응답하였다.

<표 7> 잠재적 OCIO 사업자의 자신의 경쟁력 항목에 대한 인식

이 표는 OCIO 서비스업자들이 경쟁력 항목에 대해 스스로 평가한 결과를 나타낸다. 패널 A는 절대적인 평가를 한 결과이다. 평균경쟁력은 경쟁력의 정도에 따라 1(매우 강함)에서 5(매우 약함)까지의 점수를 부여한 후 점수의 평균을 낸 것으로 값이 작을수록 경쟁력이 있다는 것을 의미한다. 경쟁력 표준편차는 평균경쟁력을 계산하기 위해 부여한 값의 표준편차로 응답자들의 견해가 일관성을 가지는지를 나타내는 지표이다. 패널 B는 항목에 대해 순위로 평가한 결과이다. 평균경쟁력 순위는 경쟁력의 상대적 순위에 따라 1위(가장 강함)부터 5위(가장 약함)까지로 순위를 매긴 후 순위의 평균을 낸 것으로 값이 작을수록 상대적으로 경쟁력이 강하다는 것을 의미한다. 경쟁력 순위 표준편차는 경쟁력의 상대적 순위의 표준편차로 응답자들의 견해가 일관성을 가지는지를 나타내는 지표이다.

패널 A: 경쟁력 항목에 OCIO 서비스업자의 자기 평가 - 절대기준								
경쟁력 항목	응답자 총수	평균 경쟁력	경쟁력 표준편차	경쟁력의 정도 분포				
				매우 강함	강함	보통	약함	매우 약함
수익률 제고	23	1.65	0.57	9	13	1	0	0
리스크 관리	23	1.52	0.67	13	8	2	0	0
저렴한 비용	23	1.87	0.82	9	8	6	0	0
자산배분 능력	23	1.44	0.59	14	8	1	0	0
대체투자 능력	23	1.52	0.73	14	6	3	0	0
운용자 선정	23	1.74	0.70	9	11	3	0	0

패널 B: 경쟁력 항목에 OCIO 서비스업자의 자기 평가 - 상대적 순위									
경쟁력 항목	응답자 총수	평균 경쟁력 순위	경쟁력 순위 표준편차	경쟁력의 순위 분포					
				1	2	3	4	5	6
수익률 제고	23	2.22	1.17	8	7	3	5	0	0
리스크 관리	23	3.00	1.35	3	7	4	5	4	0
저렴한 비용	23	4.78	1.41	1	0	4	3	5	10
자산배분 능력	23	2.30	1.06	5	10	5	2	1	0
대체투자 능력	23	3.83	1.83	5	0	4	4	5	5
운용자 선정	23	4.44	1.59	2	1	3	3	7	7

5.2 OCIO에 대한 자산소유자의 인식

자산소유자인 응답자는 16기관이었다. 그중 1곳은 연금이고 4곳은 금융기관이었으며 나머지는 사업성 기금들이었다. 운용규모로는 대체로 고르게 분포하였으나, 대부분의 기관에서 운용 인력은 모든 기관이 10명 미만이었으며 9개 기관은 3명 이내라고 답하였다. 또한 해당 인력들이 운용을 전담하기 보다는 다른 업무를 겸하고 있는 것이 대부분이었는데, 10개의 기관에서는 운용에 투입하는 업무 비중이 25-50%라고 답했다. 응답자 중 2곳만 OCIO를 이용하고 있었고, 나머지 14곳은 OCIO를 이용하지 않는 기관이었다.

5.2.1 응답자의 특성 및 OCIO의 도입 가능성

자산소유자들이 OCIO를 도입할 의사가 있는지의 여부와 그들의 특성이 일반적인 투자자들과 차이가 있는지를 분석할 결과를 <표 8>에 나타냈다. 현재 OCIO체제를 활용하고 있지 않은 14곳 가운데 3군데는 최근 1년 내에 OCIO를 이용할 것을 권유받은 적이 있었다.

전체적으로는 향후 2년 내에 OCIO체제를 도입할 가능성은 크지 않은 것으로 평가했으나, 최근에 OCIO를 도입하기를 권유받은 기관은 OCIO를 도입할 가능성이 더 높은 것으로 나타났다 (<표 8>의 패널 A). 이것은 OCIO의 도입을 권유받아서라기보다는 그럴 필요성이 큰 기관을 대상으로 OCIO사업자들이 영업을 했기 때문으로 판단된다. 이것은 OCIO를 권유받은 곳의 특성과 OCIO에 대한 관심이 좀더 높은 곳의 특성이 좀더 유사한 것 (<표 8> 패널 B)에서 유추할 수 있다.

<표 8> 기관투자자들의 OCIO도입여부에 대한 인식

이 표는 응답한 기관투자자의 특성을 요약한 표이다. 패널 A는 투자자의 현재 상태별로 향후에 OCIO를 도입할 가능성을 분석한 결과이다. 현재 OCIO를 이용하고 있지 않은 기관을 OCIO를 권유받은 기관과 그렇지 않은 기관으로 구분하였으며, OCIO의 도입 가능성은 25%구간단위로 네 개의 구간으로 구분하였다. 패널B는 응답 기관 전체의 특성과 OCIO가능성이 좀더 높은 기관(향후 2년 내에 OCIO를 도입할 가능성이 25%이상이라고 답한 기관)의 특성 차이를 보여준다. 평균은 응답한 항목번호의 단순평균으로 각 항목의 값이 동일한 구간으로 나누어지지 않았기 때문에 절대적인 값을 나타내지는 않는다. 구체적인 항목별 구간은 부록의 설문지 양식 참조.

패널 A: OCIO 도입가능성

투자자 구분		응답자 수	향후 2년내 OCIO도입가능성			
			0-25	25-50	50-75	75-100
현재 OCIO 이용자		2	-	-	-	-
현재는 OCIO 이용 않음	OCIO 권유받음	3	1	1	1	0
	OCIO 권유받지 않음	10	9	1	0	0
	무응답	1	-	-	-	-
	소계	14	11	2	1	0

패널 B: 응답 기관 유형별 특성

	전 체			OCIO가능성 있는 기관		OCIO 권유 받은 기관	
	응답자 수	평균	표준편차	응답자 수	평균	응답자 수	평균
운용규모	16	3.13	1.31	3	2.67	3	3.00
운용인력	16	1.44	0.51	3	1.33	3	1.33
운용업무 비중	16	2.44	0.89	3	2.00	3	2.33
위탁운용 비중	16	2.81	1.11	3	3.67	3	3.33

<표 8>의 패널 B에는 OCIO의 도입가능성이 조금 더 높은 기관과 OCIO의 도입을 권유받은 적이 있는 기관의 특성이 다른 기관들과 다른지를 분석할 결과이다. OCIO를 도입할 가능성이 25%이상이라고 답한 기관의 특징으로는 운용규모 작고, 운용인력 수가 적으며, 운용인력이 운용에 집중하는 비중은 낮고 위탁운용의 비중은 더 높은 것으로 나타났다. 결국 OCIO에 대해 좀더 관심을 갖는 기관은 절대적인 인력이 부족한 기관에서 외부의 전문성을 활용하기 위한 목적이 큰 것으로 볼 수 있다.

OCIO를 권유받은 기관은 대체로 OCIO를 좀더 적극적으로 고려하고 있는 기관의 특성과 유사했다. 그러나 규모면에서는 약간 더 컸으며, 운용에 할당하는 업무비중은 좀더 높고 위탁운용비중은 좀더 낮은 것으로 나타났다. 이런 이유는 OCIO 사업자들이 수익성을 감안하여 작은 규모의 기관에는 오히려 적극적인 영업을 하지 않았을 가능성을 암시한다.

5.2.2 투자자 자신의 니즈에 대한 상대 평가

기관투자자들이 투자관리에서 중요하다고 생각하는 분야에 순위로 나타낸 결과를 <표 9>에 요약하였다. 가장 중요한 것으로 생각하는 것은 수익률제고, 리스크관리, 비용절감, 인력부족 등의 순이었다. 수익률 제고가 가장 중요하다고 생각하는 기관이 8곳이었던 데 반해 그 중요성이 가장 낮다고 평가한 기관도 2곳으로 나타났다. 이에 비해 리스크관리는 가장 고른 분포로 2위를 형성하고 있었다. 비용절감과 인력부족의 문제는 유사한 수준으로 중요하다고 평가했다. 수탁자로서의 책임감은 가장 중요하다고 판단하지는 않았지만 2위부터 6위까지 넓게 분포했다.

<표 9> 투자자들 자신의 니즈에 대한 상대적인 평가

이 표는 기관투자자들이 생각하기에 자신의 기관에서 투자와 관련해서 가장 중요하게 느끼는 항목을 상대적인 중요성에 따라 순위를 매긴 것을 분석한 것이다. 평균중요성 순위는 중요성의 상대적 순위에 따라 1위(가장 중요)부터 6위(가장 덜 중요)까지로 순위를 매긴 후 순위의 평균을 낸 것으로 값이 작을수록 상대적으로 더 중요하다는 것을 의미한다. 중요성 순위 표준편차는 중요성의 상대적 순위의 표준편차로 응답자들의 견해가 일관성을 가지는지를 나타내는 지표이다. 중요성 순위별로 몇 명이 응답했는지는 중요성 순위별 분포에 나타났다.

경쟁력 항목	응답자총 수	평균 중요성 순위	중요성 순위 표준편차	중요성 순위별 분포					
				1	2	3	4	5	6
수익률 제고	11	2.00	2.00	8	1	0	0	0	2
리스크 관리	11	2.00	0.77	3	5	3	0	0	0
비용 절감	11	3.55	1.21	0	2	4	3	1	1
인력 부족	11	4.00	1.34	0	2	1	5	1	2
신속한 의사결정	11	5.00	0.77	0	0	1	0	8	2
수탁자로서의 책임감	11	4.45	1.44	0	1	2	3	1	4

신속한 의사결정에 대해서는 그 중요성이 가장 낮은 것으로 판단했다. 자체 운용 조직의 의사결정은 담당부서와 각종 위원회, 최종 책임자의 승인 등 여러 단계를 거침에 따라 나타나는 업무 지연과 이로 인해 투자기회 상실로 이어질 수 있다. 따라서 시장의 변동성이 커지는 경우 중요한 요인이 될 수 있으나 우리나라에서는 그럴 가능성에 대한 중요성을 거의 인정하지 않고 있었다.

5.2.3 투자자 자신의 니즈에 대한 절대 평가

기관투자자들이 투자에서 중요하다고 분야를 절대적인 기준으로 평가한 결과 <표 10>에 나타났다. 절대적인 기준에 의한 평가는 상대적인 관저의 평가와 일관성을 보이는데도 판단할 수 있는 방법이 된다.

<표 10> 투자자들 자신의 니즈에 대한 절대적인 평가

이 표는 기관투자자들이 생각하기에 자신의 기관에서 투자와 관련된 항목을 상대적인 관점에서 평가한 것이다. 평균중요성은 중요성의 정도를 “가장 중요”부터 “전혀 중요치 않음”까지 6단계로 구분하여 각각에 대해 1점부터 6점까지의 점수를 부여한 후 평균을 낸 것으로 값이 작을수록 중요하다는 것을 의미한다. 중요성 표준편차는 중요성에 대한 응답자들의 평가가 일관성을 가지는지를 나타내는 지표이다. 중요성 정도별로 몇 명이 응답했는지는 중요성 정도별 분포에 나타났다.

패널 A. 전체 응답자가 자신의 니즈에 대한 중요성								
경쟁력 항목	총 응답자수	평균 중요성	중요성 표준편차	중요성 정도별 분포				
				가장 중요	중요	보통	중요치 않음	전혀 중요치 않음
수익률 제고	15	1.80	0.77	6	6	3	0	0
리스크 관리	15	1.67	0.82	8	4	3	0	0
비용 절감	15	2.07	0.59	2	10	3	0	0
인력 부족	15	2.13	0.64	2	9	4	0	0
신속한 의사결정	15	2.60	0.91	2	4	7	2	0
수탁자로서의 책임감	15	2.47	1.19	3	6	3	2	1

패널 B. OCIO를 이용자가 OCIO를 통해 기대하는 요소의 중요성								
수익률 제고	3	2.00	0.00	0	3	0	0	0
리스크 관리	3	2.33	1.15	1	0	2	0	0
비용 절감	3	2.33	0.58	0	2	1	0	0
인력 부족	3	2.67	0.58	0	1	2	0	0
신속한 의사결정	3	4.00	0.00	0	0	0	3	0
수탁자로서의 책임감	3	3.67	1.15	0	0	2	0	1

절대적인 관점에서 가장 중요한 것으로 생각하는 것은 리스크 관리, 수익률 제고, 비용절감, 인력부족 등의 순이었다. 상대적인 순위로 중요성을 판단한 것과 절대적인 중요성을 판단한 것은 거의 같은 결과를 보였다.

특히 신속한 의사결정이나 수탁자로서의 책임감에 대해서는 그 중요성이 다른 항목에 비해 많이 낮은 것으로 나타났다. 이미 OCIO를 이용하고 있는 투자자의 경우, OCIO에게 기대하는 역할도 다른 투자자가 투자활동을 함께 있어서 중요하게 생각하는 것과 거의 동일한 결과를 나타냈다.

6. 맺음말

자산 소유자가 OCIO를 활용하는 형태는 다양하다. 운용사 기반의 OCIO를 이용하기도 하고 증권사 기반의 OCIO를 이용하기도 한다. 또한 여러 OCIO를 이용하기도 하며, 운용사 기반의 OCIO와 증권사 기반의 OCIO를 이용하기도 한다. 각각의 구조는 그 나름의 장점과 단점이 있을 수 있다. 각각의 장단점을 충분히 고려하고, 복수의 OCIO를 활용한다면 복수의 OCIO가 시너지 효과를 발휘할 수 있도록 하는 역할 조정이 중요해진다. 그리고 투자자 자신이 갖고 있는 장단점을 고려하여 올바른 투자정책과 프로세스를 구축해야 할 것이다.¹⁰⁾

OCIO가 포괄적인 서비스를 한다고 하더라도 본질적으로 주인-대리인 문제(principal-agent problem)가 발생할 수 있다. Clark and Urwin (2017)이 언급했듯이, 주인-대리인 문제가 발생하는 경우 주인이 정보와 업무의 전문성에서 충분한 능력을 확보하고 있는 투자자는 이런 문제를 효과적으로 해결할 수가 있다. 그리고 OCIO를 활용한다고 하더라도 기금에 대한 궁극적인 책임은 기금관리 주체나 기금운용위원회가 질 수 밖에 없다 (Chestnut Advisory Group, 2018). 그런 이유로 OCIO를 이용하더라도 기금 내부에 전략 등과 관련된 핵심인력의 확충이 일어나고 있고 기금자체의 운용비용도 감소하지 않고 있다. 그럼에도 불구하고 기금관리주체나 기금운용위원회가 내부에 독자적으로 전문성을 확보할 수 없다면, OCIO나 또는 다른 운용 조직과는 별개로 관리주체나 기금운용위원회의 자문에 응할 수 있는 컨설팅 조직을 활용하는 것도 고려해 보아야 한다.¹¹⁾

기금이 OCIO를 활용하는 가장 중요한 목표로 수익률 제고를 삼는 것은 적절하지 않을 수 있다. OCIO에 대한 만족도를 조사한 자료들 (Wallick and Wimmer 2014, CIO 매거진 2016, CIO 매거진 2017)에 의하면 OCIO의 성과에 만족하는 비율은 상대적으로 낮은 반면 OCIO의 전반적인 서비스에 대한 만족도가 더 높은 것에서도 알 수 있다. 수익률 제고를 직접

10) 운용 대상 자산의 종류가 많지 않고 위험구조가 복잡하지 않은 경우에는 운용 전략보다는 운용 실행에 초점을 맞춰 OCIO간의 경쟁체제를 마련하는 것이 수익률 제고에 효과적일 수 있는 반면, 운용 대상 자산의 종류가 많고 위험구조가 복잡한 경우에는 운용에 대한 전략을 일관성 있게 마련하는 데에 더 초점을 맞출 필요가 있을 것이다.

11) 기금관리주체의 전문성을 보충하기 위해서 기금운용위원회 등을 두고 있고, 필요한 경우에는 일시적인 계약이나 태스크포스 등을 활용하고 있으나 상시적으로 전문성을 제공하는 서비스와는 다르다. 국내의 많은 기금들은 평가회사와 계약을 통해 상시적인 자문의 목적으로 활용하기도 하지만 근본적으로 성과평가가 주 업무로 되어 있다는 한계를 가진다. 해외 연금에서 활용하고 있는 일반 연금 컨설턴트라 (general pension consultant)는 역할을 고려해 볼 수 있을 것이다.

적인 목표로 삼게 되면 단기적인 측면을 중시하게 될 가능성이 크기 때문에, 장기적인 관점에서 오�히려 만족할만한 성과를 달성하지 못할 수도 있다. 위험이 커지고 복잡한 금융환경에서 리스크 관리나 적절한 자산배분 등의 전략적인 서비스와 수탁자로서의 감시역할의 확충에 초점을 맞추면 보다 장기적인 관점을 가질 수 있고 이는 장기적인 성과로 나타날 수 있다.

우리나라의 각종 제도는 모범 기준이 있어서 대체로 여기에 맞춰지는 경향이 있다. Chestnut Advisory Group (2018)은 운용사에 기반을 둔 OCIO가 자신의 상품만을 활용하려는 데에 주의해야 할 요소로 꼽고 있는데 반해, 우리나라에서는 자신의 상품을 활용하지 못하는 규정이 지나치게 획일적으로 적용되고 있다. OCIO 사업자들이 선량한 관리자의 원칙에 입각해서 최선의 수단을 활용할 수 있는 여지를 두는 것이 필요하다. 각 OCIO 서비스 업체들은 자신의 본질적인 업무에서 다른 경쟁사보다 훨씬 뛰어난 능력을 보유한 부분이 있을 수 있기 때문이다.

OCIO 서비스 업체로서는 향후에 전개될 환경에 맞춰 적절한 전문성을 확보하기 위해 인력과 기술에 더욱 투자해서 미리 준비할 필요가 있어 보인다. 고객의 현실 인식에 맞추는 노력이 불가피한 측면이 있지만 거기에 머물러서는 장기적인 흐름을 놓칠 가능성이 크다. 각 기금들은 단기적인 수익률을 가장 중시하더라도 OCIO 서비스업체로서는 여기에 머물지 말고 중장기적인 서비스를 마련하고 개선하는 것을 등한시해서는 안 된다.

우리나라에서 OCIO 서비스업의 양축을 형성하고 있는 증권사나 자산운용사들 대부분은 모든 분야에 서비스를 하는 종합서비스업을 지향하고 있다. 그러나 OCIO와 같은 포괄적인 운용을 서비스하기 위해서는 다양한 성격의 기금을 모두 서비스하기에는 적절하지 않을 수 있다. 연기금투자풀(www.investpool.go.kr)이나 민간연기금투자풀(www.investmentpool.or.kr) 같이 성격이 다른 여러 기금들에게 한꺼번에 서비스하는 경우에는 한계가 있을 밖에 없다. 규모가 작은 기금들에게 서비스하기 위해 투자풀 구조가 필요한 경우라면, 투자풀의 대상 기관의 동질성을 높여서 같은 유형의 서비스로 만족할 수 있는 구조를 고려하는 것이 타당할 것이다.

OCIO의 필요성이 더 커지는 대상은 기업이 주체가 되는 퇴직연금일 수 있다. 기업은 자금 운용에 대한 전문성이 상대적으로 낮을 수밖에 없으므로 OCIO 형태의 포괄적인 서비스를 더욱 필요로 할 것이다. 이러한 현상은 CIO 매거진(2018)의 서베이에서 기업연금이 가장 높은 비율로 OCIO를 이용하고 있는 것에서도 알 수 있다. 그러나 아직까지는 기업연금이 대부분 확정형 상품으로 운용되고 있어서 OCIO 서비스를 필요로 하지 않는 것도 사실이다. 그러나 실적형 상품과 IRP의 비중이 커지고 있고, 기금형 퇴직연금에 대한 논의도 지속되고 있는 것으로 보아 이 분야에 대한 전문성을 미리 확보해두려는 노력도 필요할 것이다.

참고문헌

금융감독원, 2018, 2017년도 퇴직연금 적립 및 운용 현황, 보도자료 (2018. 3. 22),
<http://www.fss.or.kr>

Bosse, P. and E. W. Klein, 2015, *A pension perspective on an OCIO: The right choice for your organization?*, The Vanguard Group.

CIO Magazine, 2018, “2018 Outsourced chief investment officer survey,”
<https://www.ai-cio.com/surveys/2018-outsourced-chief-investment-officer-survey/>

CIO Magazine, “2017, 2017 Outsourced chief investment officer survey,”
<https://www.ai-cio.com/surveys/2018-outsourced-chief-investment-officer-survey/>

CIO Magazine, 2016, “2016 Outsourced chief investment officer survey,”
<https://www.ai-cio.com/surveys/2018-outsourced-chief-investment-officer-survey/>

Chestnut Advisory Group, 2018, *Maximizing the OCIO Growth Opportunity*, January 2018.

Clark, G. L. and R. Urwin, 2017, “The Outsourced Chief Investment Officer Model of Management and the Principal-Agent Problem,” *Journal of Retirement* 4(3), Winter 2017, 28-41.

Greycourt & Co., Inc, 2010, *The Outsourced CIO Model*, White Paper No. 49, Greycourt & Co., Inc.

Kim, Jaechil, 2016, “The Rise of Global OCIO Services and the Implications,” *Capital Market Opinion* (Aug. 02, 2016), KCMI, 1-6.

Meckling, W.H., and M.J. Jensen, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.

Wallick, D. W. and B. R. Wimmer, 2014, *Evaluating the use of an OCIO: A resource for nonprofits*, The Vanguard Group.

OCIO에 대한 인식조사 (자산소유자용)

1. 우선 귀하께서 속해 있는 조직의 특성에 대해 답해 주시기 바랍니다.

가. 귀하의 조직의 형태는 다음 중 어느 것입니까? ()

- ① 연금 ② 사업성기금 ③ 기업여유자금
- ④ 금융기관 ⑤ 기타

나. 보유하고 있는 자산의 규모는 얼마입니까? ()

- ① 1000억원 미만 ② 1000억원 이상 5천억원 미만
- ③ 5000억원 이상 ~ 1조원 미만 ④ 1조원 이상 ~ 5조원 미만
- ⑤ 5조원 이상

다. 운용에 관계하고 있는 총 인원은 몇 명입니까? ()

- ① 3명 이하 ② 4명 이상 ~ 10명 미만
- ③ 10명이상 ~ 20명 미만 ④ 20명 이상

라. 운용에 관계하고 있는 인력의 업무량 중 운용에 투입하는 업무량의 비율은 평균적으로 얼마인가요? ()

- ① 0 ~ 25% ② 25~ 50%
- ③ 50~75% ④ 75~100%

마. 현재 운용에서 외부 위탁운용의 비율은? ()

- ① 0 ~ 25% ② 25~ 50%
- ③ 50~75% ④ 75~100%

바. 현재 OCIO를 이용하고 있나요? ()

- ① 예 ② 아니오

※ “바”의 답이 “① 예”인 경우는 2번으로 가시오.

사. (6의 답변이 아니오인 경우만) 최근 1년 내에 OCIO 서비스 이용을 권유받은 적이 있나요? ()

- ① 예
- ② 아니오

아. (6의 답변이 아니오인 경우만) 향후 2년 내에 OCIO를 이용할 가능성은 얼마인가요? ()

- ① 0 ~ 25%
- ② 25~ 50%
- ③ 50~75%
- ④ 75~100%

2. 투자와 관련된 다음 항목에 대해 현재 귀 조직에서 느끼는 중요성의 상대적인 순위를 표시해 주시기 바랍니다. (1. 가장중요 ~ 6. 가장 덜 중요)

- 가. 수익률 제고 ----- ()
- 나. 리스크 관리 제고 ----- ()
- 다. 비용절감의 필요성 ----- ()
- 라. 내부 인력의 부족 ----- ()
- 마. 신속한 의사결정 ----- ()
- 바. 수탁자로서의 책임감 ----- ()
- 사. 기 타 ()

3. 투자와 관련된 다음 항목에 대해 현재 귀 조직에서 느끼는 중요성은 어느 정도입니까?

항 목	중요하게 생각하는 정도				
	아주중요	중요	보통	중요치않음	전혀중요치않음
가. 수익률 제고	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
나. 리스크 관리 제고	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
다. 비용 절감	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
라. 내부 인력 부족	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
마. 신속한 의사 결정	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
바. 수탁자로서의 책임감	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

4. (현재 OCIO를 이용하는 기관만) OCIO를 통해서 달성하고자 하는 다음 항목의 중요성은 어느 정도입니까?

항 목	중요하게 생각하는 정도				
	아주 중요	중요	보통	중요치 않음	전혀 중요치 않음
가. 수익률 제고	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
나. 리스크 관리 제고	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
다. 비용 절감	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
라. 내부 인력 부족	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
마. 신속한 의사 결정	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
바. 수탁자로서의 책임감	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

성실히 답변해 주셔서 감사합니다.

OCIO에 대한 인식 조사 (OCIO 사업자용)

■ 외주최고투자책임자(OCIO)와 관련하여 여러분 조직의 생각을 가장 정확히 표현해 주시기 바랍니다. ■

1. 우선 귀 기관의 특성에 대해 답해주시기 바랍니다.

가. 귀 기관의 조직의 형태는 어느 것입니까? ()

- ① 증권회사 ② 자산운용사 ③ 투자자문사 ④ 기타 ()

나. 귀 기관에서는 현재 OCIO 사업을 하고 있습니까? ()

- ① 예 ② 아니오

다. (2의 답이 “② 아니오”인 경우만) 귀 기관에서는 조만간(예: 향후 2년 내)에 OCIO 사업을 할 계획이 있습니까? ()

- ① 예 ② 아니오

□ 귀 기관에서 생각하는 OCIO의 경쟁력, 고객이 중요하게 생각하는 OCIO의 능력, 귀 기관의 경쟁력에 대한 질문에 답해 주시기 바랍니다. (2~6)

2. OCIO 사업의 일반적인 경쟁력은 어떤 항목에서 나온다고 생각하십니까?
중요도에 따라 순서를 정하십시오. (1. 가장 중요 ~ 6. 가장 중요하지 않음)

- 가. 자산배분 등 컨설팅 능력 ----- ()
- 나. 대체 투자 자산에 대한 투자 능력 -- ()
- 다. 다양한 목적의 보고서 능력 ----- ()
- 라. 리스크 관리 능력 ----- ()
- 마. 전통적인 자산의 운용능력 ----- ()
- 바. OCIO 경험 ----- ()
- 사. 기 타 ()

3. 자산 소유자들이 OCIO 기관에 자산을 위탁한다면, 자산 소유자들은 다음 항목에 대해 얼마나 중요하게 여길 것으로 생각하십니까?

항 목	중요하게 생각하는 정도				
	아주 중요	중요	보통	중요치 않음	전혀 중요치 않음
가. 수익률 제고	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
나. 리스크 관리 제고	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
다. 비용 절감	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
라. 내부 인력 부족	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
마. 신속한 의사 결정	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
바. 수탁자로서의 책임감	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

4. 다음의 서비스 항목에 대한 귀 기관의 경쟁력은 어느 정도라고 생각하십니까?

항 목	중요하게 생각하는 정도				
	매우 강함	강함	보통	약함	매우 약함
가. 수익률 제고	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
나. 리스크 관리	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
다. 저렴한 비용	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
라. 자산배분 능력	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
마. 대체투자 능력	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
바. 운용자 선정	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

5. 다음의 서비스 항목에 대한 귀 기관의 경쟁력을 상대적인 순서로 표시하십시오? (1. 가장강함 ~ 6. 가장약함)

가. 수익률 제고 ----- ())

나. 리스크 관리 ----- ())

다. 저렴한 비용 ----- ())

라. 자산배분 능력 ----- ())

마. 대체투자 능력 ----- ())

바. 운용자 선정 ----- ())

사. 기 타 ())

성실히 답변해 주셔서 감사합니다.