



모험자본 회수시장의 현황 및 과제

자본시장연구원
선임연구위원 김준석

목 차

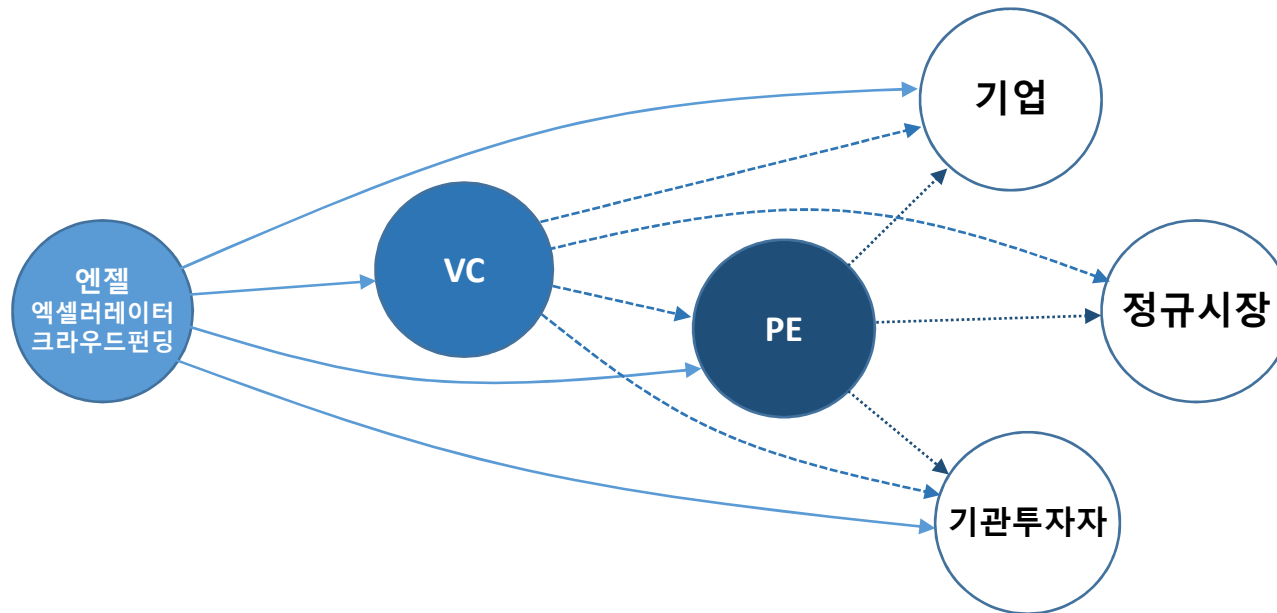
1 모험자본 회수시장 개요

2 IPO, M&A, 세컨더리 시장 현황

3 모험자본 회수시장 진단과 과제

회수시장 개요

- 모험자본 회수시장: 모험자본 순환체계의 핵심
 - › 엔젤과 벤처투자자 재투자, 전문성유지의 전제조건
 - › 모험자본 투자의 성과평가 기회 제공
 - › 모험자본 투자자 저변(투자기간, 위험감수능력)에 영향
 - › 성공적인 회수는 재창업, 엔젤투자 활성화의 기반



회수시장 개요

모험자본 회수경로

회수경로	시장유형	거래대상	거래상대방	거래방식
IPO	공적(public)	투자지분	일반,전문투자자	경매
M&A	사적(private)	투자지분	기업	협상
세컨더리	사적(private)	투자지분	일반,전문투자자	협상, 경매, 시장조성
		출자지분	전문투자자	협상

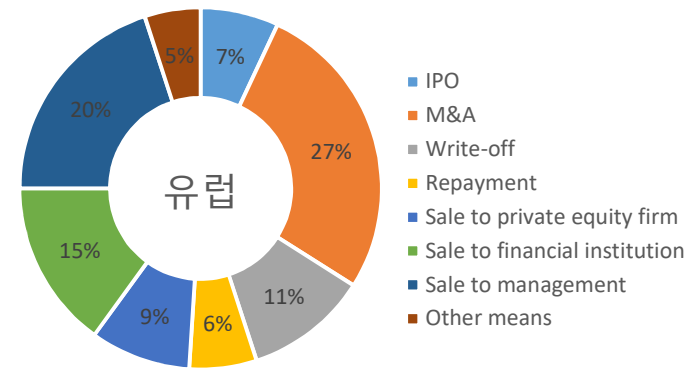
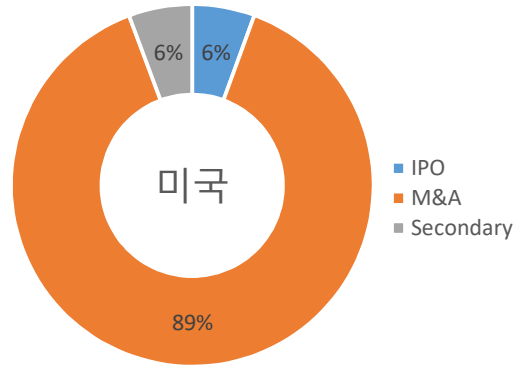
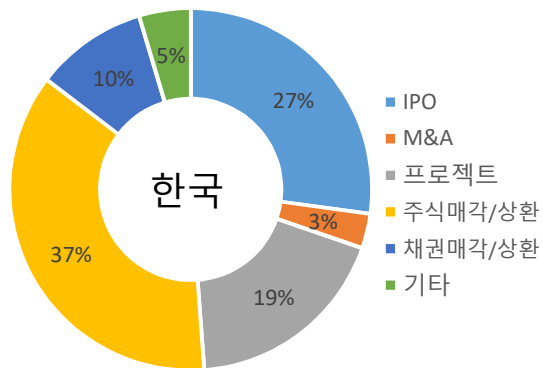
모험자본 회수경로별 장단점

회수경로	장점	단점
IPO	<ul style="list-style-type: none"> 시장가치 평가 상장 프리미엄 경영권 유지 	<ul style="list-style-type: none"> 전매제한(lock-up) (시장위험 노출) 상장요건 충족 상장 및 상장유지비용(공시, 지배구조) 시장가치평가 수준에 영향
M&A	<ul style="list-style-type: none"> 즉각적 회수 경영권 프리미엄 회수시점 선택 	<ul style="list-style-type: none"> 경영권 이전 시너지를 고려한 상대적 가치평가 탐색, 협상 기업기밀의 누설
세컨더리	<ul style="list-style-type: none"> 즉각적인 회수 조기회수, 부분회수 가능 회수시점 선택 	<ul style="list-style-type: none"> 할인된 가격 탐색, 협상

회수현황: VC

- 국내 VC의 회수경로는 주식매·각상환과 IPO의 비중이 높고 M&A의 비중이 현저히 낮음(3%)
 - ▶ 미국은 M&A 비중이 압도적(89%)이며, 유럽은 다양한 회수경로를 활용

회수경로별 비중 - vc

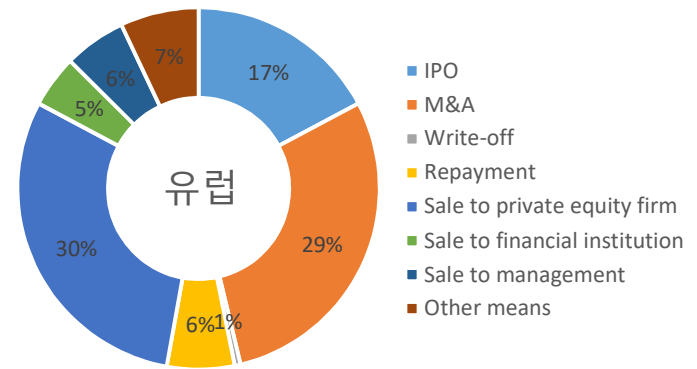
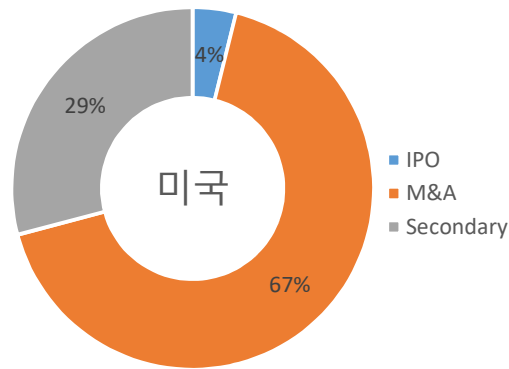
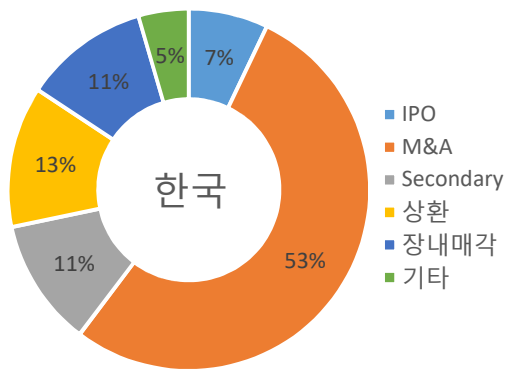


자료: KVCA, NVCA-PitchBook, Invest Europe
주: 2016년 금액 기준

회수현황: PE

- 국내 PE의 회수경로는 VC와 달리 M&A의 비중이 상대적으로 높음(53%)
 - ▶ 미국은 M&A 중심이며, 유럽은 세컨더리의 비중이 상대적으로 높음

회수경로별 비중 - PE

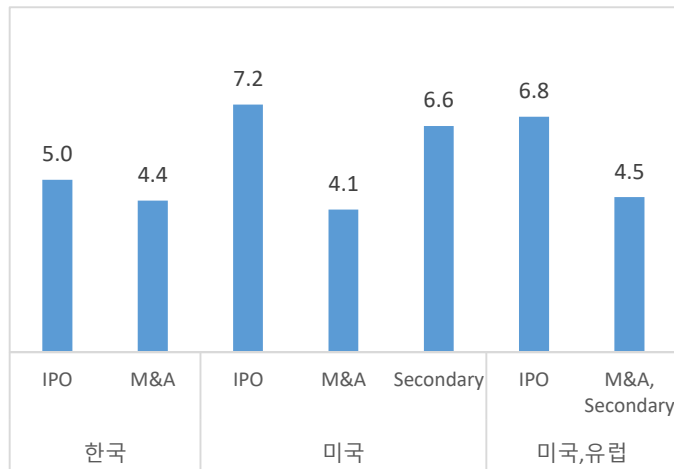


자료: KCMI, NVCA-PitchBook, Invest Europe
주: 미국과 유럽은 2016년 금액 기준, 한국은 2005-2014년 금액 기준

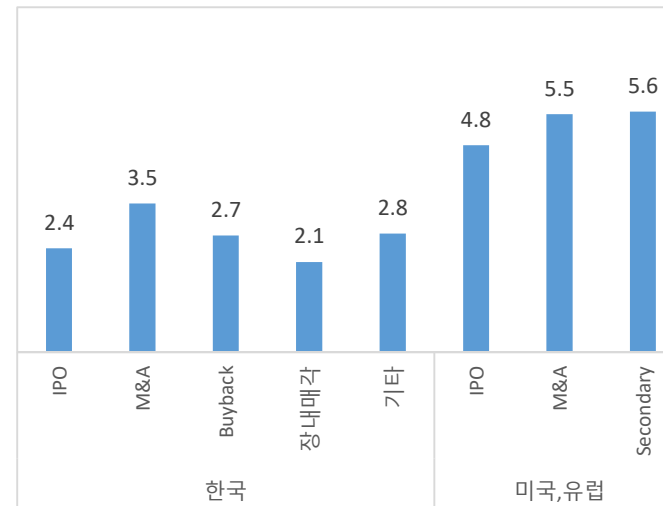
회수현황: 소요기간

- 한국 VC의 투자기간은 약 5년으로 미·국유럽과 대체로 유사한 수준이며, PE의 투자기간은 3년 내외로 미국·유럽의 5-6년에 비해 짧음
 - › M&A 회수의 경우 4-5년으로 미·국유럽과 유사한 수준이나, IPO 회수의 경우 2년 정도 짧은 것으로 나타남

VC 회수소요기간



PE 회수소요기간



자료: KCMI, NVCA-PitchBook

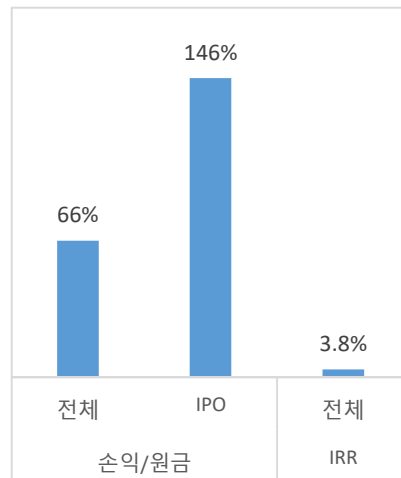
주1): VC의 경우, 미국과 유럽은 2012-2016년, 한국은 2012-2015년 기준이며, PE의 경우 미국과 유럽은 2012-2016년, 한국은 2005-2014년 기준

주2): 회수소요기간은 최초투자시점을 기준으로 산정

회수현황: 회수수익률

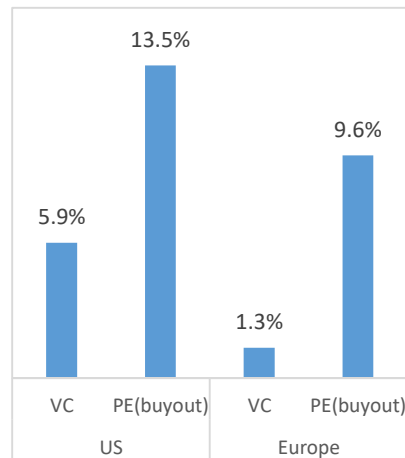
- 국내 VC의 회수수익률(IRR)은 3.8% 수준이며, 회수유형 중에서는 IPO회수의 수익률이 가장 높은 것으로 추정
 - ▶ 외국의 경우 VC에 비해 PE의 수익률이 높고, IPO를 통한 회수가 M&A를 통한 회수에 비해 수익률이 높게 나타남

국내 VC 수익률



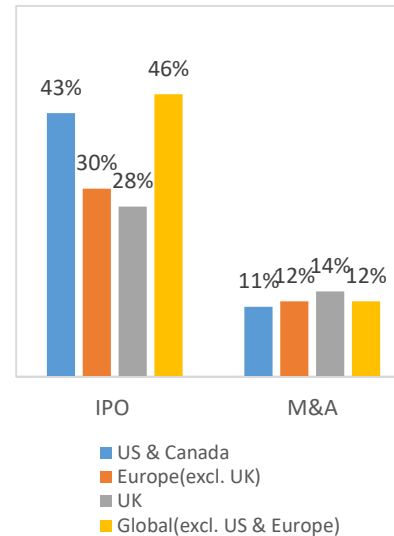
자료: KVCA
주: 손익/원금은 2012-2016년 평균, IRR은 해산조합 전체 대상

VC & PE 5-year IRR



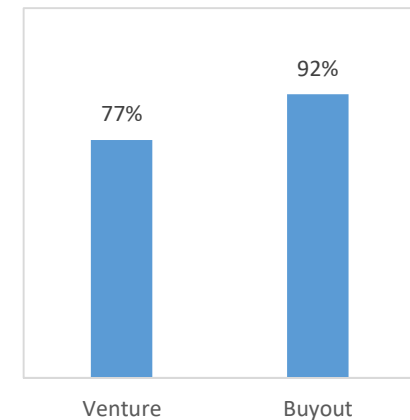
자료: Invest Europe
주: 1980-2013년 설립 VC 기준

VC 회수유형별 IRR



자료: Buchner et al. (2017)*
주: 1971-2009년 VC투자, 국내거래기준

세컨더리 거래가격 (%NAV)

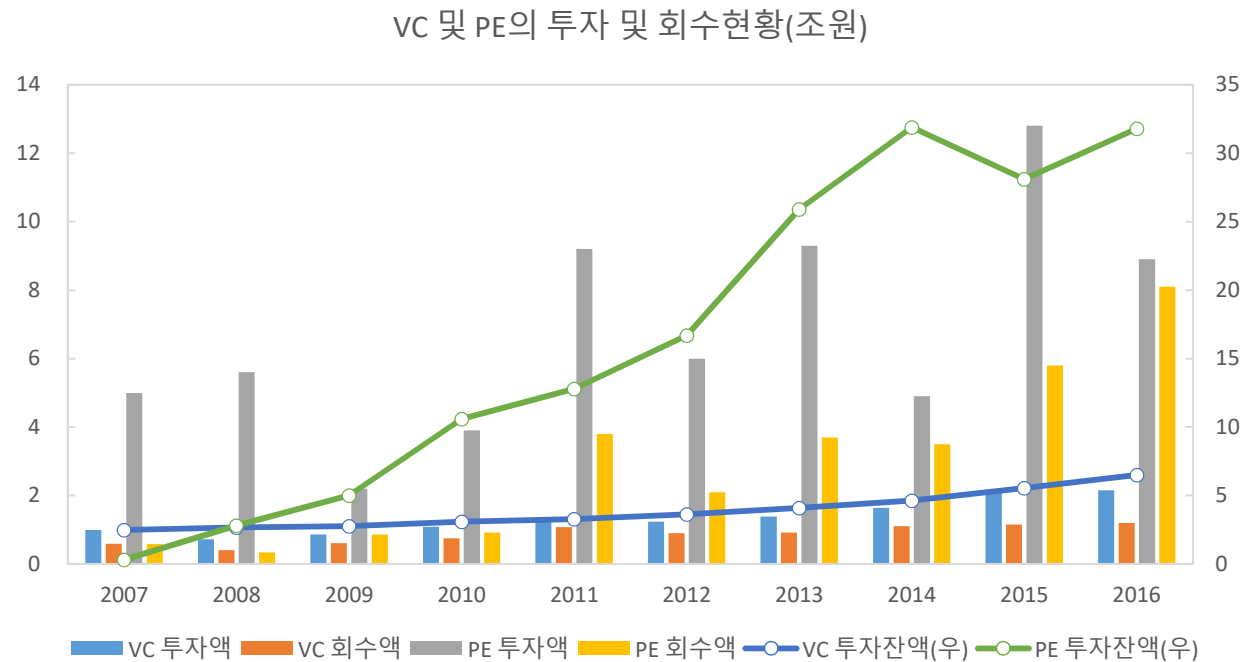


자료: Greenhill Cogent
주: 2012-2016년 평균, 미국 기준

*Buchner, Espenlaub, Khurshed, and Mohamed, 2017, Cross-border venture capital investments: The impact of foreignness on returns, Journal of International Business Studies, forthcoming

회수현황: 회수수요

- 국내 VC 및 PE의 회수수요는 지속적으로 증가할 것으로 전망
 - › VC 및 PE의 신규투자액 모두 증가추세를 보이며, PE의 성장세가 급격
 - › 2016년 기준 VC 투자잔액은 6조 5천억원, PE 투자잔액은 31조 8천억원 수준



자료: KVCA, 금융감독원

목 차

1

모험자본 회수시장 개요

2

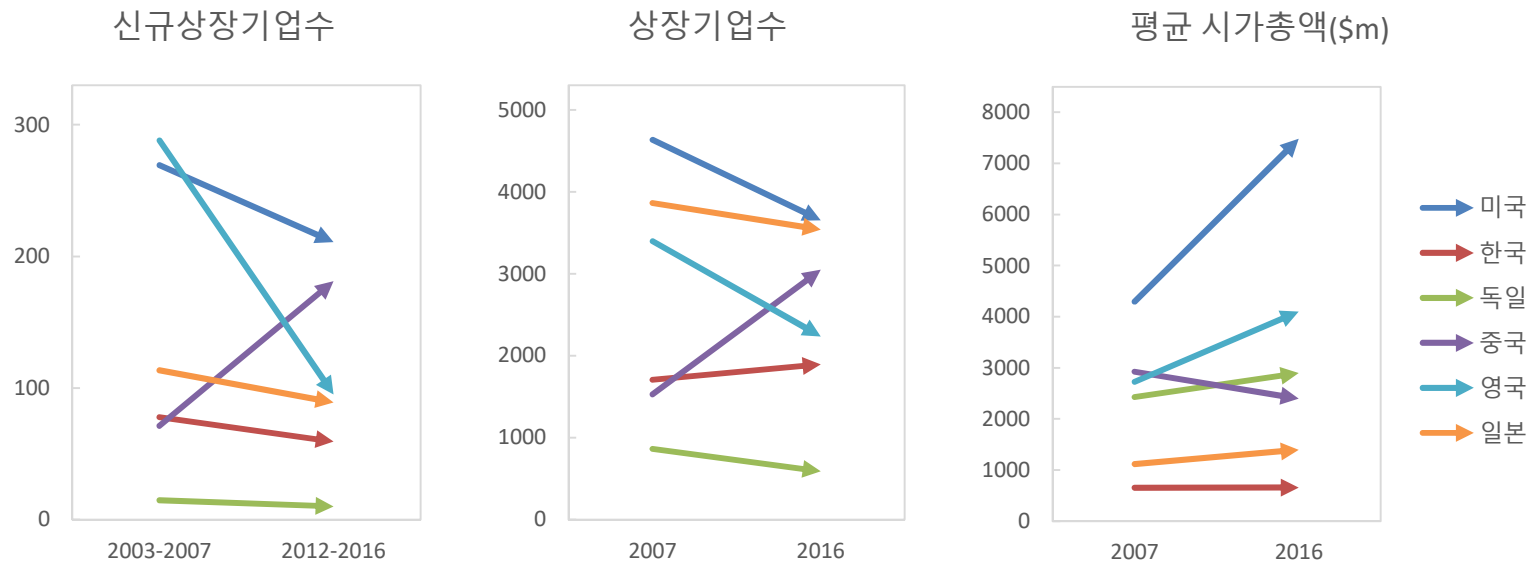
IPO, M&A, 세컨더리 시장 현황

3

모험자본 회수시장 진단과 과제

IPO 시장 현황(1)

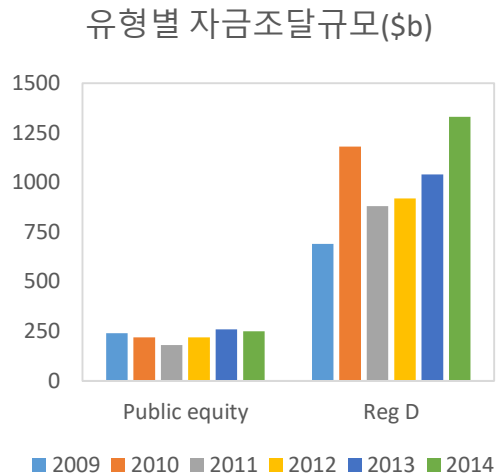
- 주요 선진시장의 신규상장기업수와 상장기업수는 감소추세
 - › 동시에, 상장기업의 평균 시가총액은 증가
 - › 반면, 중국 등 신흥시장의 신규상장기업수와 상장기업수는 증가



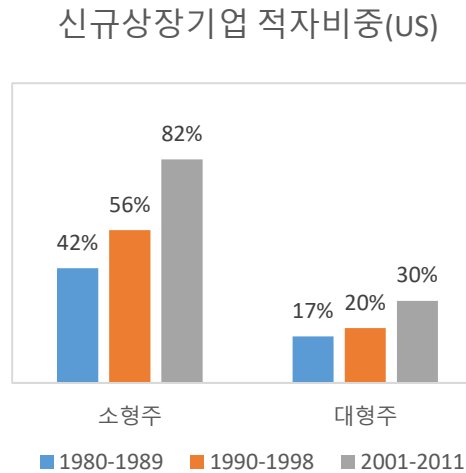
자료: WFE, FESE, 각국 주요 거래소

IPO 시장 현황(2)

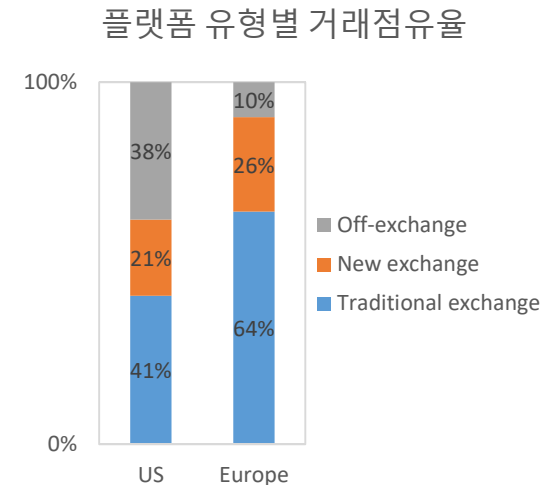
- 주요 선진시장의 IPO 감소 및 상장기업 대형화는 사적자본시장 확대, 시장규제 변화, 제·품기술 사이클 단축, 중소기업 수익성 악화 등의 영향
 - › VC·PE 투자영역 확대, CVC 확대, 기관투자자의 비상장기업 투자수요
 - › 사모, 소액공모 관련 규제 완화로 비상장기업의 자금조달 여건 개선
 - › MiFID, Reg NMS 도입에 따른 거래플랫폼 다양·화경쟁 및 중소형주 소외
 - › 중소기업 수익성 악화, R&D 대체 및 상품화 기간 단축을 위한 M&A 확산
 - › 상장기업 규제 부담, 상장에 따른 실적검증



자료: SEC



자료: Ritter(2012)

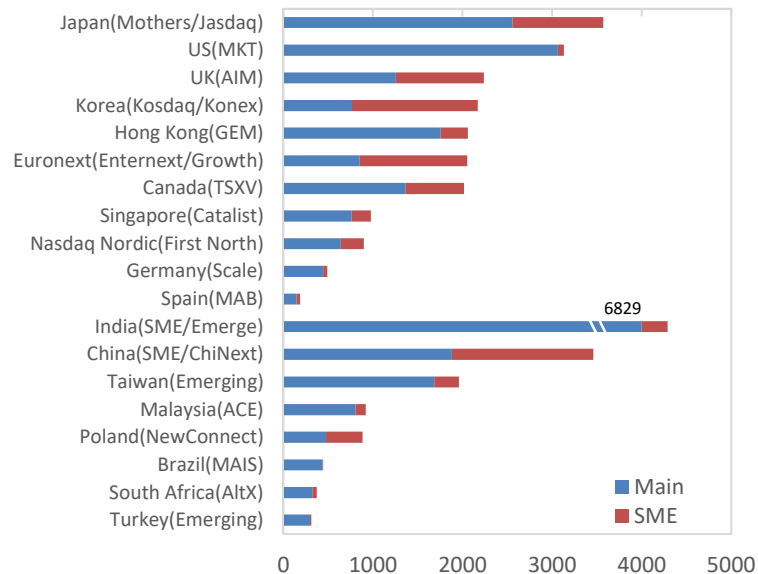


자료: CBOE, 2017년 10월 거래대금 기준

IPO 시장 현황(3)

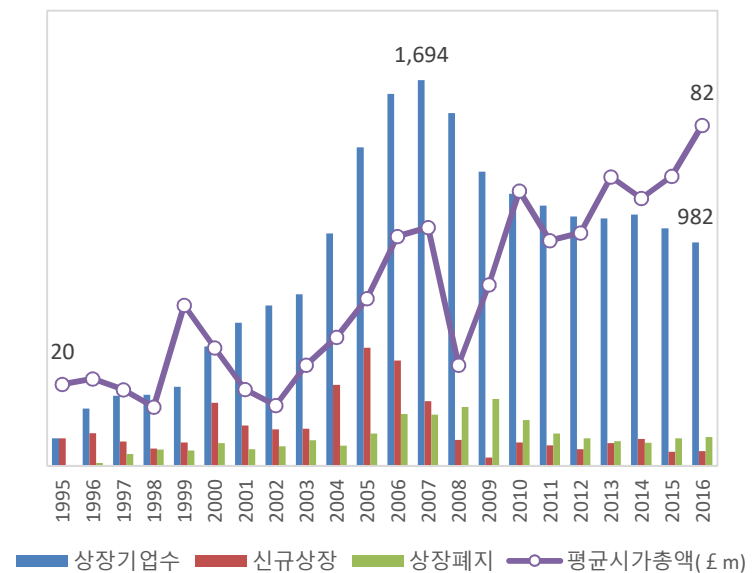
- 대부분의 국가에서 중·소벤처기업을 위한 별도의 시장을 구성하여 운영
 - ▶ 정보비대칭, 투자자보호, 높은 변동성, 유동성 부족 등으로 고전하는 경우가 많으며, 관련된 규제강화 및 시장제도도입은 상장기업의 비용요인으로 작용
 - ▶ 유명무실하거나 중견기업 중심으로 변화

주시장과 신시장 상장기업수



자료: 각 거래소, 최근자료 기준

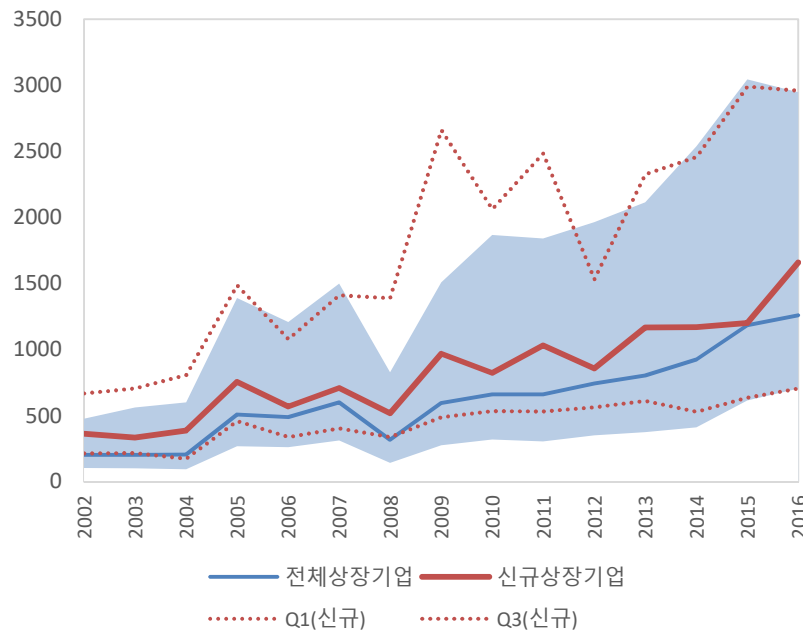
영국 AIM의 상장기업수 변화



IPO 시장 현황(4)

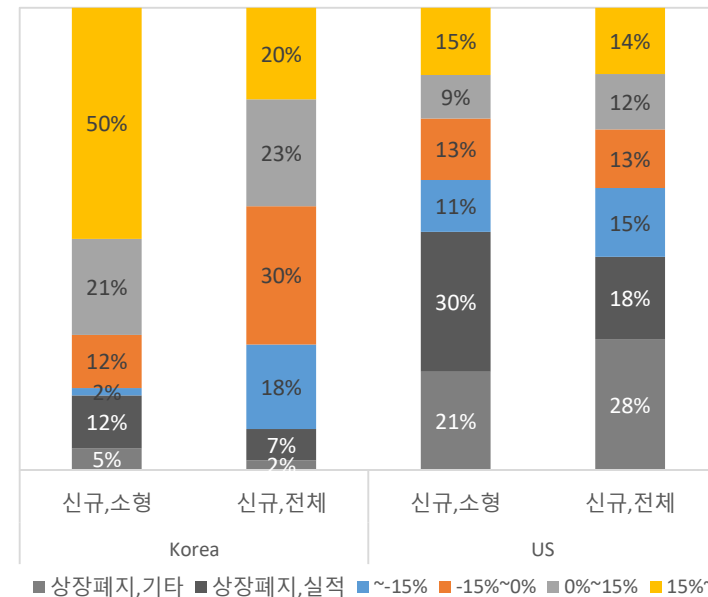
- 한국 신규상장기업 규모는 기존상장기업에 비해 크고, 점차 대형화되고 있는 가운데, 소형 신규상장기업이 높은 성장세를 보인 것으로 관찰됨
 - ▶ 소형 신규상장기업(하위 20%) 중 상장 후 5년간 시가총액이 연15% 이상 성장하는 비율은 50%

신규상장기업 규모 분포



자료: KCMi

신규상장기업 성과(시가총액성장률)



자료: KCMi, 1996-2016년 기준

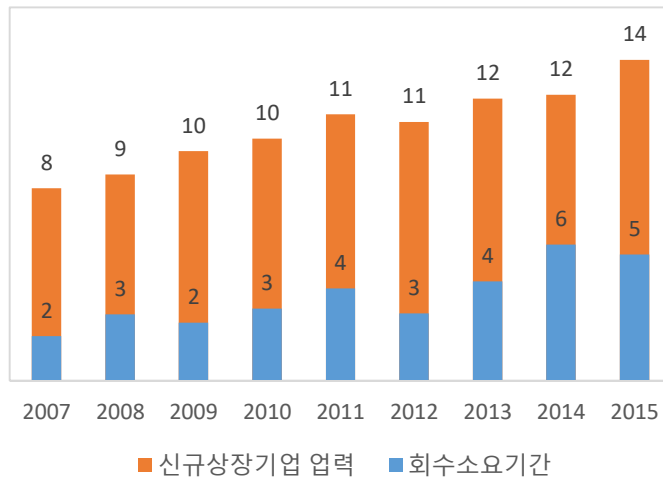
주1: 상장 후 5년간 연평균 시가총액 성장률

주2: 소형은 기존 상장기업 규모 기준 하위 20%에 해당하는 경우

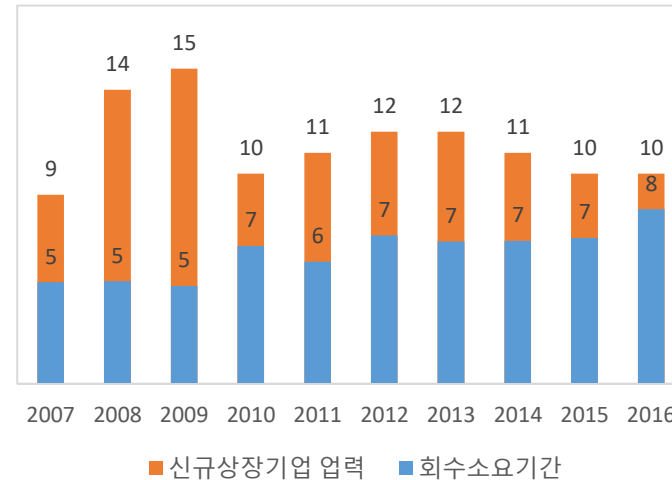
IPO 시장 현황(5)

- 신규상장기업 대형화와 함께 한국 VC의 IPO 회수소요기간은 점차 장기화
 - › 결과적으로 VC의 최초 투자시점이 지연
 - › 미국의 경우도 IPO 회수소요기간이 증가추세이나 신규상장기업의 업력은 한국에 비해 짧은 상황

신규상장기업 업력 - 한국



신규상장기업 업력 - 미국



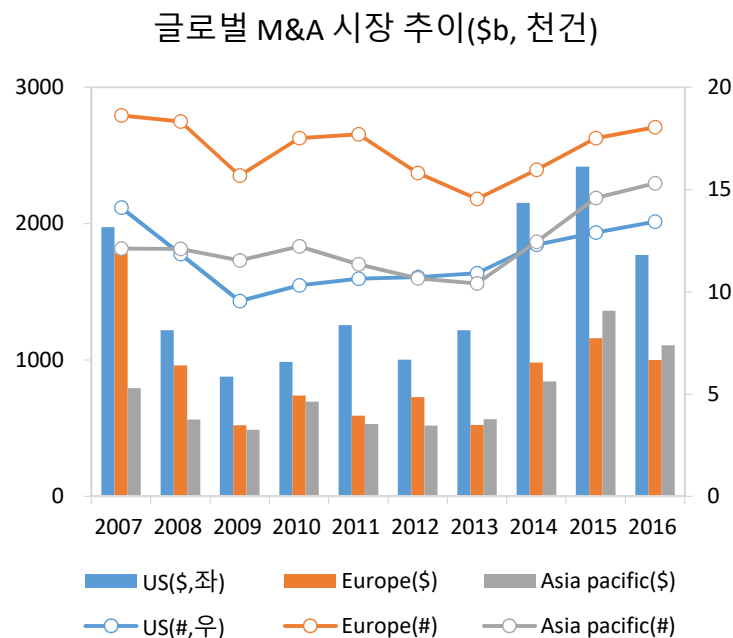
자료: KCMI, NVCA-PitchBook, Ritter(2017)

주1: 신규상장기업 업력 중간값 기준, 한국의 경우 코스닥시장 기준

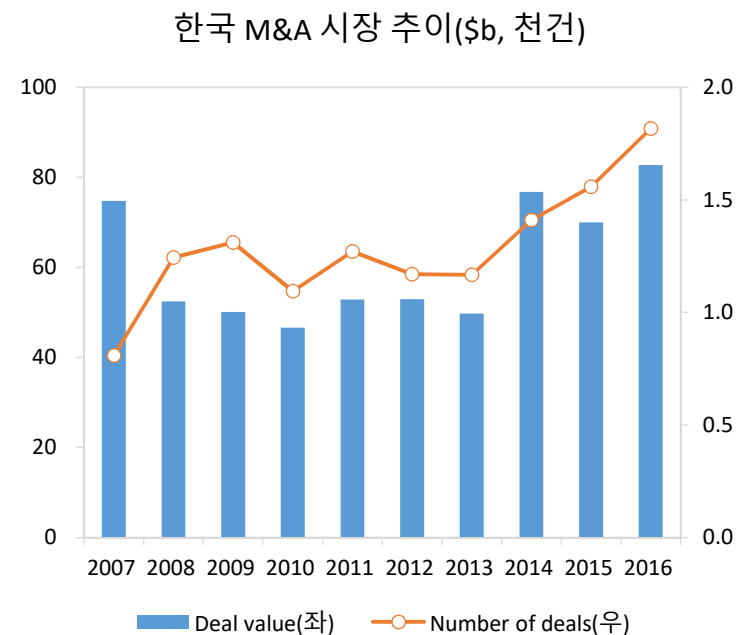
주2: 회수소요기간은 최초투자시점을 기준으로 산정

M&A 시장 현황(1)

- 국내 M&A 거래규모는 연간 1,500건, 약 80조 수준으로 최근 상승추세
 - › 글로벌 M&A 거래규모도 최근 증가하고 있으며, 특히 중국을 중심으로 아시아지역의 성장이 두드러짐



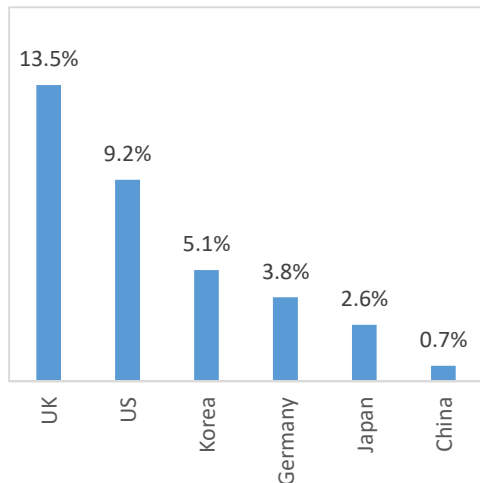
자료: IMAA



M&A 시장 현황(2)

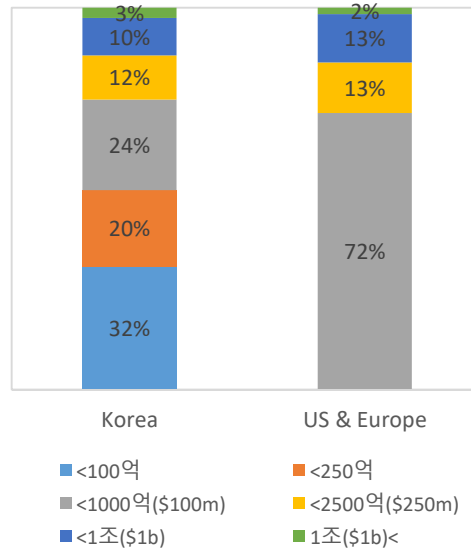
- 국내 GDP 대비 M&A 거래규모는 비교적 큰 수준이며, 거래규모별 비중과 cross-border 거래 비중은 글로벌 M&A 분포와 유사
 - ▶ 국내 M&A 중 100억원 이하 거래의 비중은 32%

M&A거래규모/GDP



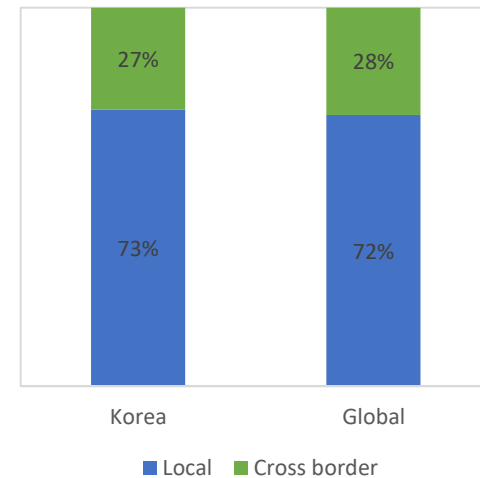
자료: IMAA, World Bank, 2007-2016년 기준

거래규모별 비중



자료: Bloomberg, PitchBook, KCMI, 2013-2016년 건수 기준

Cross-border 비중

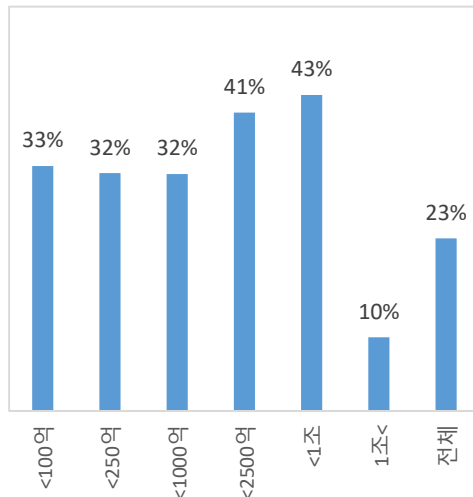


자료: Bloomberg, IMAA, KCMI, 2012-2016년 건수 기준

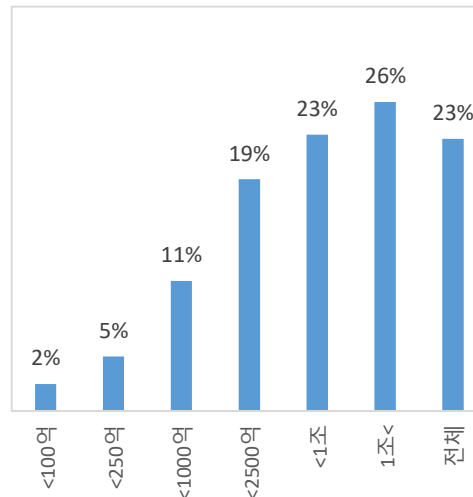
M&A 시장 현황(3)

- 국내 M&A 거래 중 자산매각이 차지하는 비중은 23%로 외국에 비해 다소 높게 나타나며, PE거래는 주로 대형거래에 집중
 - › 소규모 M&A 중 33%가 자산매각이며, VC·PE거래는 4%에 불과
 - › 한편, 전체 PE거래 비중은 23%로 글로벌 비중과 유사한 수준

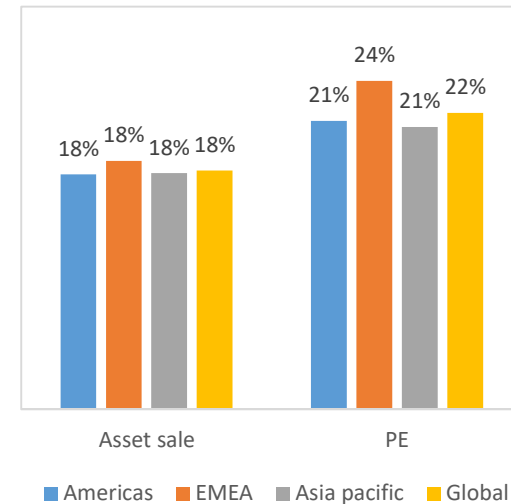
자산매각 비중



VC·PE거래 비중



자산매각 및 VC·PE거래 비중

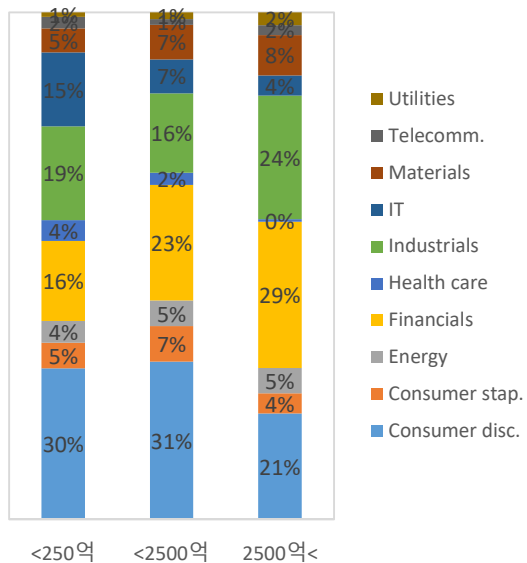


자료: Bloomberg, 2012-2016년 금액기준

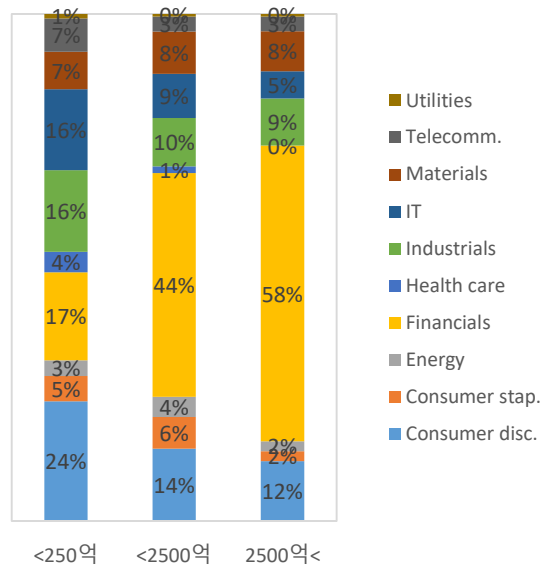
M&A 시장 현황(4)

- 소규모 M&A는 상대적으로 IT, 소비재 섹터의 비중이 높고 대규모 M&A는 금융, 산업재 섹터의 비중이 높은 것으로 나타남
 - ▶ 전체 M&A의 42%가 동일섹터 기업간 발생하며, 금융, 내구재, IT 섹터에서 섹터 내 M&A가 활발

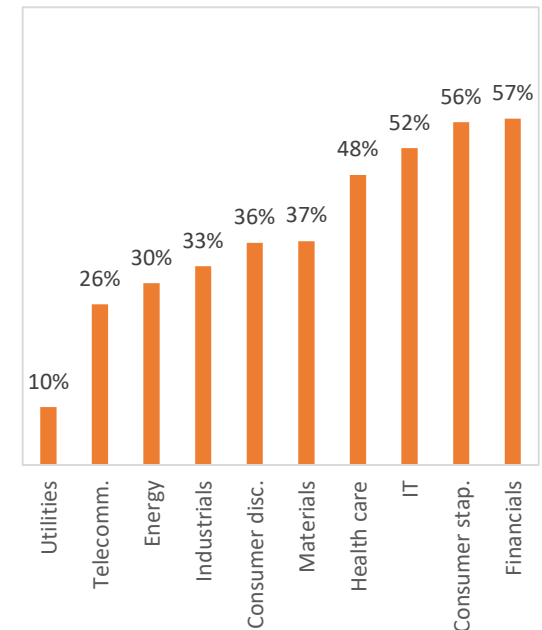
피인수기업 섹터 비중



인수기업 섹터 비중



동일섹터 거래 비중

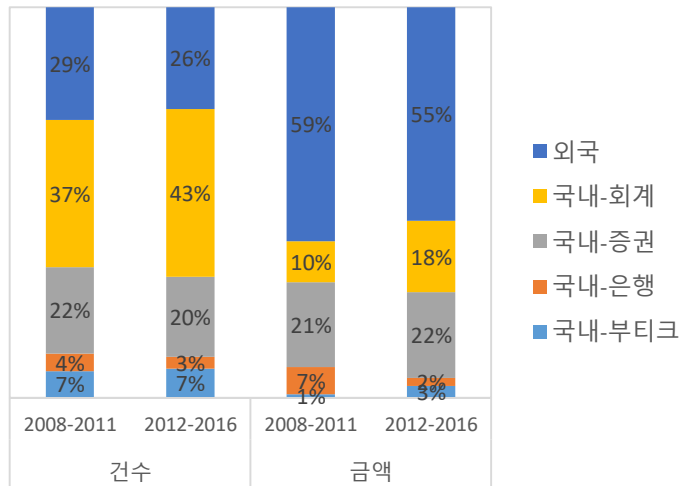


자료: Bloomberg, 2012-2016년 건수기준
 주: Financials에는 부동산관련, 지주회사가 포함

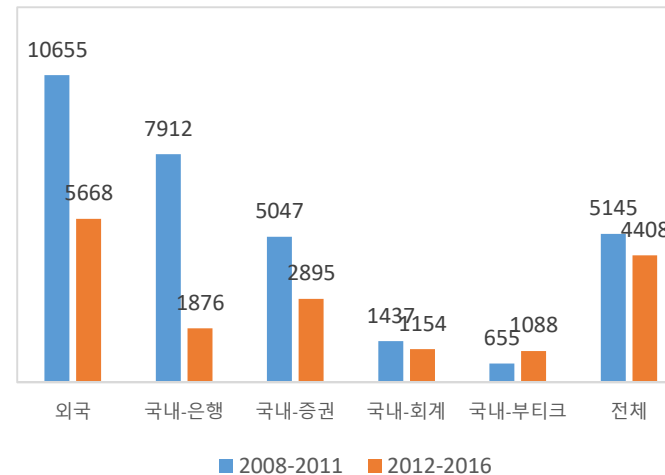
M&A 시장 현황(5)

- M&A 금융자문에서 외국사의 점유율이 감소하고 있으며, 금융자문사 유형별 건당 평균 거래규모의 격차가 감소
 - › 자문사 유형 중 국내 부티크의 거래규모가 유일하게 증가

금융자문사 유형별 점유율



금융자문사 유형별 평균 거래규모(억원)

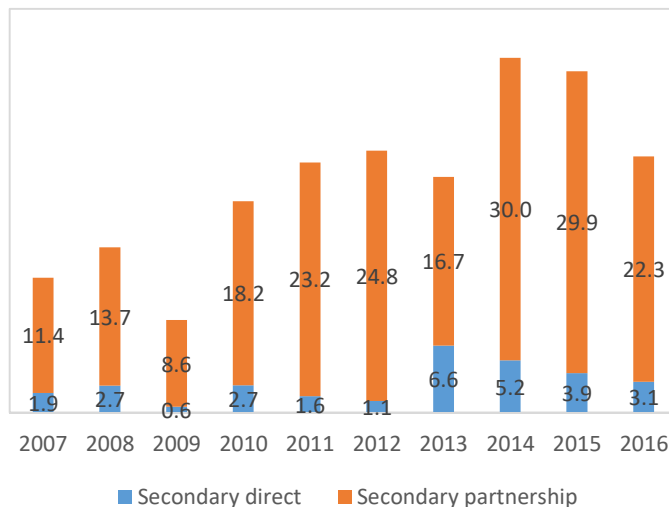


자료: 더벨, KCM

세컨더리 시장 현황(1)

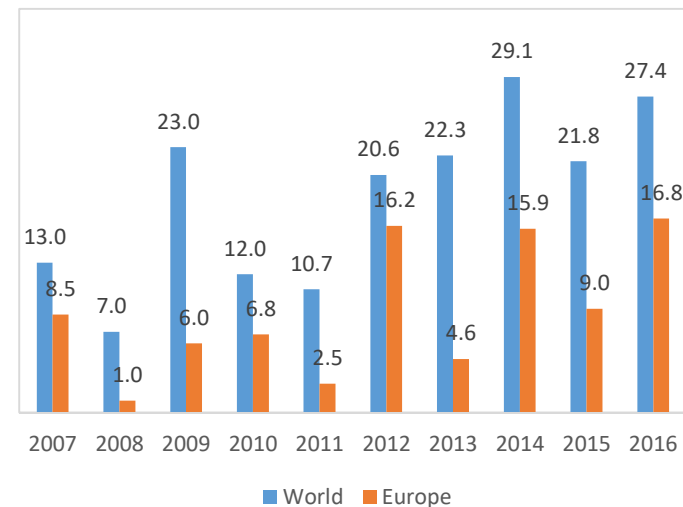
- 글로벌 세컨더리 거래는 최근 감소세에 있으나 장기적으로는 상승추세
 - › 세컨더리 거래규모 증가에도 불구하고 VC·PE 투자금액의 3-5% 수준
 - › 세컨더리 거래의 대부분(85~90%)은 출자지분 거래

세컨더리 시장 거래규모(\$b)



자료: Dow Jones

세컨더리 펀드 자금조성 규모(\$b)

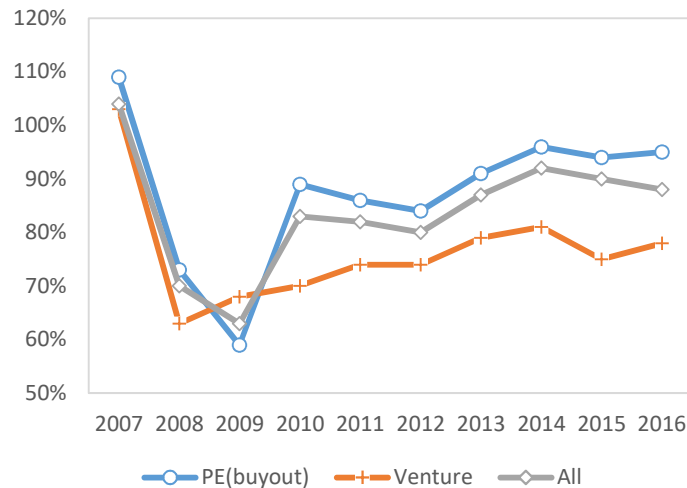


자료: Preqin

세컨더리 시장 현황(2)

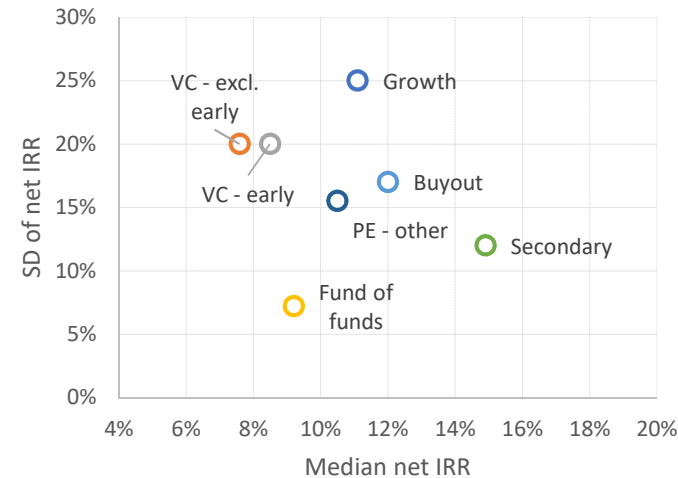
- 세컨더리는 순자산가치 대비 할인되어 거래되며, 다른 VC·PE 전략에 비해 위험 대비 수익률이 높은 것으로 나타남
 - ▶ 세컨더리 투자수요 증가와 함께 할인율이 감소하고 수익률이 하락하는 경향

세컨더리 가격형성(%NAV)



자료: Greenhill, Collier capital

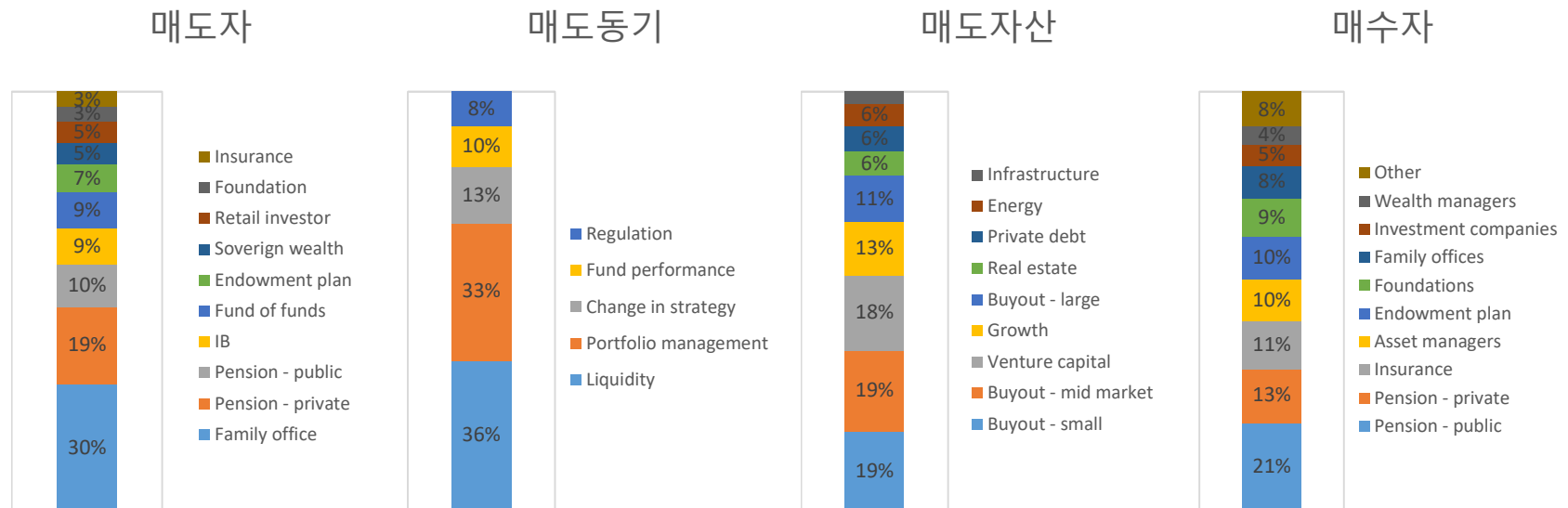
전략별 위험-수익관계



자료: Preqin, Collier capital
주: 2003-2013년 설립 기준

세컨더리 시장 현황(3)

- 세컨더리 시장의 주요 참여자는 family office, 연금, 보험사 등이며, 주요 매도 동기는 유동성 확보와 포트폴리오 조정
 - › 매도자산은 buyout이 49%를 차지하며 VC가 18%
 - › 주로 Family office, IB, 국부펀드는 순매도, 연기금, 보험, 재단이 순매수 주체



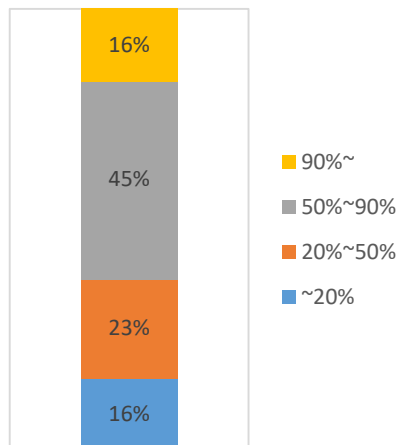
자료: Preqin

Secondary 시장 현황(4)

○ 세컨더리 거래의 절반 이상은 중개업체를 통해 성사

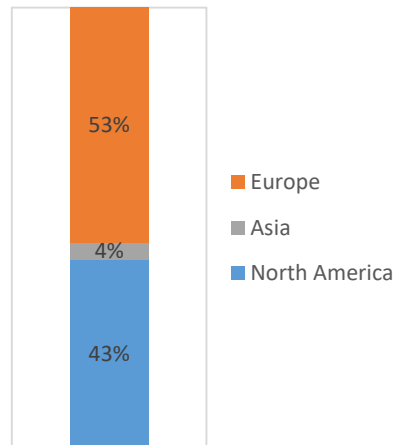
- ▶ 매수·매도자 탐색 뿐만 아니라 구조화, 가치평가, 성과평가, 거래전략자문 등의 서비스를 제공하며, 통상 1%의 수수료를 수취
- ▶ 아시아 지역에서는 VC·PE규모에 비해 세컨더리 중개업무가 미발달한 상황

중개업체 활용 거래비중
(펀드매니저 응답률)



자료: Preqin, 2015년 기준

중개업체 지역별 비중



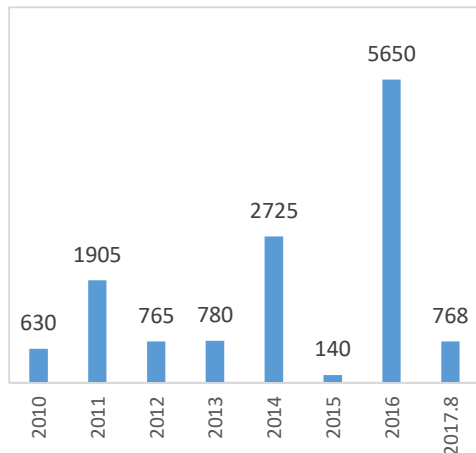
중개업체	국가	거래대금 (\$b)
Cogent Partners	US	103
UBS Investment Bank Private Funds Group	US	40
Campbell Lutyens	UK	30
Credit Suisse Private Fund Group	US	20
Park Hill Group	US	17.5
Setter Capital	Canada	10
Cebile Capital	UK	8
Hedgebay	Switzerland	7
Greenhill & Co.	US	3.9
Axon Partners	Switzerland	2.2

자료: Preqin, 2014년 기준

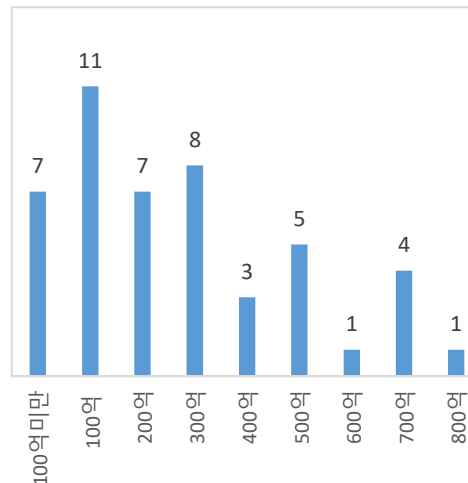
세컨더리 시장 현황(5)

- 국내 세컨더리 펀드의 운용규모는 1조 2천억원 수준
 - › VC 및 PE 운용자산 규모의 1~2%로 글로벌 비중에 비해 작은 상황
 - › 펀드당 평균규모는 300억원이며, 만기는 5년에서 8년

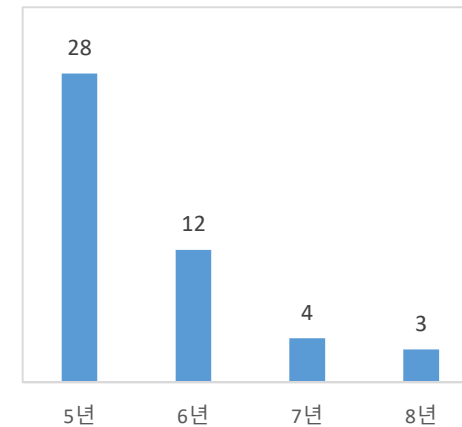
자금조성 규모(억원)



규모별 펀드 수



만기별 펀드 수



자료: KVCA, DIVA

목 차

1

모험자본 회수시장 개요

2

IPO, M&A, 세컨더리 시장 현황

3

모험자본 회수시장 진단과 과제

회수시장 진단과 과제(1)

○ 국내 모험자본 회수의 한계

- › 국내 모험자본 회수의 IPO시장에 대한 의존도가 높은 상황 지속
- › 신규상장기업의 대형화, 업력상승으로 모험자본 회수 소요기간 장기화
- › 모험자본 투자시점이 지연되고, 프로젝트 또는 상환형 투자비중이 높아지며, 성장초기 단계 자본공급을 위축시키는 결과

○ IPO 활성화 가능성

- › 중소기업은 변동성과 정보비대칭성이 크므로 상장활성화와 투자자보호 사이에는 상충 관계 존재, 특히 개인투자자 중심의 코스닥시장에서는 중요한 측면
- › 진입,퇴출이 빈번한 구조는 미국,영국과 같은 기관투자자 중심시장에 적합
- › 미국에 비해 중소기업의 상장비중은 작으나 장기성과가 우수하고 상장폐지 빈도가 낮은 것은 상장심사기능의 결과물일 수 있음, 한편 잠재력을 갖춘 비상장 중소기업이 충분히 많이 존재한다는 의미도 가능
- › 코넥스시장은 유동성이 낮아 회수시장 역할을 기대하기 어려운 상황이며 이는 주식분산을 요구하지 않는 상장요건이 원인

회수시장 진단과 과제(2)

○ M&A 활성화 가능성

- › M&A는 경영실패라는 인식과 경영권 거래에 대한 거부감은 단기간에 해소되기 어려운 사안이며, M&A를 통한 시너지 존재 여부는 불확실
- › M&A 시장규모가 크고 자문업무 분야의 경쟁도도 높아진 것으로 보이나, 성장전략을 위한 M&A보다는 자산매각과 같은 거래의 비중이 높은 상황
- › 중소기업의 기술력은 평가가 어렵고, 회계정보는 신뢰성이 낮으며, 국내 소유경영자의 사적이익이 크므로 평가, 협상비용이 증가
- › 다만, IPO를 통한 회수의 한계, 기술 및 제품사이클 단축과 같은 구조적 변화는 모험자본 관련 M&A를 활성화시키는 요인으로 작용할 수 있음

○ 세컨더리 활성화 가능성

- › 세컨더리 거래는 유동성 확보, 포트폴리오 조정 목적으로 이루어지므로, 기관투자자의 모험자본 투자규모에 비례하여 자연스럽게 증가하는 구조
- › 기관투자자 당사자간 거래이므로 평가와 협상이 상대적으로 용이
- › VC·PE 전략 중 위험 대비 수익률이 높아 글로벌 투자수요가 확대

회수시장 진단과 과제(3)

● 회수시장 활성화 과제(1): 시장주도형 성장

- ▶ 회수시장과 같은 유동성이 부족한 시장에서 필요한 기능은 브로커(broker)가 아니라 시장조성자(market maker)이며, 역량과 평판에 의해 성과가 결정
- ▶ 모험자본 회수시장 활성화와 관련한 다양한 정책적 지원제도는 시장형성 초기에 효과를 발휘할 수 있으나, 규제환경의 불확실성을 높이고, 시장참여자의 자생력을 저하시키며, 평판시장 형성을 방해할 수 있음
- ▶ 장기적으로 각종 지원방안의 실효성을 점검함으로써 시장실패를 보완하지 않는 역차별적 요소는 제거해 나가야 함

● 회수시장 활성화 과제(2): 증권사 역량 강화

- ▶ IPO, M&A, 세컨더리 거래에서 수요자와 공급자를 연결하고 거래과정(평가, 협상 등)을 지원하는 것이 회수시장 활성화의 핵심이며 모두 증권업의 영역
- ▶ 사업구조 및 기술의 복잡성이 증가할수록 공적시장의 일률적,독점적 상장심사보다는 증권사의 신규상장기업 발굴, 검증기능이 강화되어야 함
- ▶ 세컨더리 거래상대방 탐색, 구조화, 가치평가, 협상 등 중개 및 자문업무를 통해 수익을 창출하고 세컨더리 시장의 유동성을 확대
- ▶ 중소기업관련 업무에 대한 전문화가 이루어지고 평판시장이 형성되어야 함

회수시장 진단과 과제(4)

○ 회수시장 활성화 과제(3): 시장구조의 개편

- › 공적시장 영역확대와 투자자보호를 동시에 달성할 수 없다면, 준공적(semi-public) 혹은 준사적(semi-private) 시장을 구성하는 것이 가능한 대안
- › 현재 코스닥과 코넥스의 유동성 및 규제 격차가 지나치게 커 코넥스의 시장기능이 취약한 상황이므로, 코넥스를 유동성을 갖춘 시장으로 전환하고, 코스닥시장과 위계시장(tiered market)으로 구성하는 방안 고려
- › 세컨더리의 거래수요에 대응한 거래 플랫폼이 능동적으로 설립·운영될 수 있도록 다자간매매체결회사의 거래대상, 거래방식, 설립 및 운영에 대한 규제를 개선(접근성, 투명성, 안정성 요건 정립)



Thank You!