

한국 자본시장의 패러다임 변화와 PEF:
현재와 미래

- 「국내 PEF 시장 현황과 발전 방향」 기초연설 -

2016. 3. 11

신 인 석
자본시장연구원장

오늘 기조연설은 세 가지 소주제로 구성되어 있다. 먼저 PEF산업의 성공조건 또는 발전조건이 무엇인지를 미국의 경험을 바탕으로 일반론 차원에서 간단히 이야기한다. 다음으로 이를 준거로 할 때 우리나라 PEF생태계의 현재가 어떠한지를 평가한 뒤, 마지막으로 우리나라 PEF생태계의 미래 또는 발전방향을 언급하도록 하겠다.

1. PEF산업의 발전조건

PEF는 기본적으로는 집합투자기구인 '펀드'의 일종이다. 모든 펀드에 있어 공통된 성공조건은 투자자에게 초과수익을 돌려주는 것이다. 여러 종류의 펀드그룹이 있는 가운데 각 그룹을 상호구별해주는 근본적인 차이점은 초과수익의 달성전략이다. 다른 펀드그룹과 구별되는 PEF의 초과수익 달성전략은 경영참여를 통해 기업가치의 직접적인 제고를 추구한다는 것이다.

PEF가 경영참여를 통해 기업가치를 제고하는 방법으로는 세 가지가 알려져 있다. 첫째로는 사업 구조조정(operational restructuring)을 통한 경쟁력 개선이다. 구체적인 방법이 무엇이 되었든 기업의 영업이익, 즉 기업 본연의 현금흐름 창출능력을 제고하는 방법이다. 두 번째 방법은 지배구조 구조조정(governance restructuring)이다. 주식옵션 도입 등 경영진 보상체계를 바꾸어서 주주가치 제고에 초점을 둔 경영을 유도하는 방법이다. 세 번째로는 재무구조 구조조정(financial restructuring)을 통해 주주에게 돌아오는 현금흐름을 개선하는 방법이다. 부채를 늘려 '잉여현금흐름(free cash-flow) 문제'와 같은 경영진의 대리인 문제를 해소한다든지, 자금조달 수단 간 차이가 있는 세제의 특성을 활용한다든지 등의 방법이 활용된다.

PEF가 이러한 경영참여전략을 통해 초과수익을 얻어내려면 당연히 다음의 두 가지 조건이 충족되어야 한다.

- (1) 구조조정이 필요한 기업이 다수 존재하여야 한다
- (2) PEF가 이를 감당할 수 있는 역량이 있어야 한다.

(1)에 대해

이 조건은 국민경제적으로 산업구조조정이 필요한 시기가 PEF가 성장하기에는 적기라는 것을 의미한다. 바꿔 말하면 PEF의 기능에 대한 국민경제적 수요기는 산업구조조정의 시대이다. 미국의 경제역사에서 PEF의 성장기를 찾아보면 1890년대, 1920년대, 1980년대, 그리고 21세기 현재 등의 네 기간이라고 할 수 있다. 이 시기는 모두 실물경제 측면에서는 ‘M&A의 시대’, ‘구조조정의 시대’로 불린 때이고, 금융경제 측면에서는 M&A와 구조조정을 주도한 자본시장의 리더가 경제계를 풍미하면서 ‘금융자본주의(financial capitalism)의 시대’로 불린 때이다.

물론 이 자본시장의 리더 역할은 1890년대와 1920년대에는 JP Morgan과 같은 투자은행이 담당하였고, PEF가 그 역할을 분담하기 시작한 것은 1980년대 이후의 일이다. 그러나 이 것은 실체의 차이가 아니라 규제환경의 차이를 반영한 외형의 차이일 뿐이다. 즉 1930년대 자본시장 규제가 시작되기 이전에는 투자은행과 PEF는 동일체이었기에 구분이 불가능하였다. 이를 감안하면 산업혁명 이후 미국 경제사에서는 항상 구조조정의 시대와 ‘금융자본주의의 시대’가 일치하였으며, 산업 구조조정이라는 국민경제적 과제를 담당하며 PEF는 번영하였다고 하겠다.

(2)에 대해

PEF가 경영참여를 통해 기업가치를 제고할 수 있는 역량이 있다고 한다면 그 원천은 어디에 연유할까. 반대로 어째서 기업의 기존 경영진과 이해관계자는 PEF의 구조조정 전략을 사용하지 못하는가. 해답은 유인체계에 있다. 구조조정은 기존 이해관계 당사자가 하기 어렵다. 능력이 없어서가 아니라 기존 이해관계로 인해 관계자간의 합의도출이 어렵고 여러 가지 대리인 문제가 발생하기 때문이다. 특히 20세기 후반 산업화와 주식회사 제도의 성숙으로 기업의 일반적인 소유지배구조가 ‘공개기업(public corporation)’으로 변화되면서 이 문제의 심각성이 더욱 강화되었다는 것이 학계의 견해이다. 이에 기업이 경쟁력 상실의 위험에 처했을 때에는 기업의 미래 현금흐름 창출능력 개선에만 자기이해가 연계되어 있는 새로운 제3자를 만들어 내는 것이 필요하다. 그 제3자가 PEF인 셈이다.

PEF역량의 또 다른 원천은 ‘전략적 유연성’이다. 미국의 겨우 PEF는 다른 금융제도와는 달리 지켜야 할 규제로 구속되지도 않고, 이런 행태는 곤란하다는 문화적 틀에 갇혀 있지도 않다. PEF는 초과수익 달성을 위해 각자 자신만의 최선의 전략을 선택할 뿐이다. 그 결과 때로는 사회적인 논란을 야기하기도 하지만 환경변화에 능동적인 변신으로 가장 빠르게 대응하는 모습을 보여준다. 2008년 금융위기 이후 새로운 유형의 사모펀드로 등장한 credit fund, activist hedge fund가 좋은 예이다.

2. 우리나라 PEF의 현재

두 가지 PEF산업의 발전조건을 염두에 둘 때, 우리나라 PEF의 현재는 어떠한가.

(1)에 대해

첫 번째 조건에 관한 한 우리나라 PEF산업의 성장여건은 충분하다. 우리나라 주요산업의 산업구조조정이 현 시점 우리나라 실물경제의 최우선 과제임은 모두가 동의하는 현실이다. 더욱이 2008년 세계금융위기 이후 산업구조조정은 우리나라만이 아니라 세계 주요국의 공통된 과제로 부상하였고, 세계 M&A시장의 규모가 사상 최대를 기록하고 있음에서 이는 증명된다. 우리나라와 세계는 ‘M&A의 시대’, ‘구조조정의 시대’를 맞이하였다.

(2)에 대해

문제는 우리나라 PEF가 이 과제를 감당할 역량을 지니고 있는지에 있다. 우리나라에서 PEF산업의 역사는 10년이다. 과거 다른 금융제도가 그러했듯이 영미의 제도가 이식되어 이제 걸음마를 막 댄 상태이다. 제도 이식으로 위로 부터 육성된 우리나라 금융산업이 영미 대비 갖고 있는 두 가지 특성을 그대로 지니고 있다.

첫째로는 높은 공공부문 의존도이다. 영미에 비해서 PEF에 대한 규제강도가 높을 뿐만 아니라, PEF생태계 자체가 국민연금 등 공공부문의 투자자 참여를 배제하고는 생각하기 어렵다.

둘째로는 ‘칸막이 생태계’ 또는 ‘생태계의 분절’ 현상이다. 금융시스템내 연관 산업과의 결합도가 낮다. 미국의 PEF산업은 투자은행 산업과 뗄 수 없는 관계이다. 1920년대 이전 양자는 동일체에 가까웠고, 1980년대 PEF산업의 부상과 투자은행 업계가 출범시킨 고수익채권 시장의 성장은 동전의 양면관계였다. 우리나라는 아직 금융투자업계와 PEF업계의 유기적인 결합이 부족하며, 이 것이 PEF산업의 공공부문 의존도를 지속시키는 이유이기도 하다.

3. 우리나라 PEF 생태계의 미래 또는 과제

그러므로 자연스레 두 가지 과제가 도출된다.

첫째, 공공 연기금의 내부 혁신이다. 우리나라 PEF산업과 생태계의 공공부문 의존도는 단기간에 해소되기는 어려운 현실이다. 이 현실이 부작용을 낳지 않도록 하기 위해서는 국민연금 등 공공부문 투자자의 행태가 최대한 효율적인 민간 연기금기금과 유사하도록 유도하는 것이 최선이다. 국민연금의 기금운용 지배구조 혁신의 필요성을 다시 한번 확인하고자 한다.

둘째, 금융투자회사 투자은행 기능의 공동 발전이다. 투자은행과 PEF산업의 기원은 하나이다. 다시 말해 투자은행과 PEF의 DNA는 같다. 19세기말 유가증권 인수를 통해 기업에 자금을 공급하며 미국 투자은행이 성장한다. 초기 ‘인수’는 모두 총액인수였다. 투자은행은 유가증권에 스스로 투자하고 일부를 자신과 장기신뢰관계가 있는 투자자 그룹에게 매각. 반복되는 거래관계를 배경으로 하였고 투자은행은 암묵적으로 하방 위험을 부담하였다. 전형적인 GP, LP의 관계이다. 1920년대 주식시장 초호황기 일반투자자의 자본시장 참여가 본격화되면서, 공모와 펀드의 개념이 등장하였다. 이후 1930년대 일반투자자 보호를 위한 규제가 만들어지면서 법적인 ‘사모’ 개념이 탄생하였고, 점차 PEF와 투자은행의 발전적인 분업 및 분화가 진행된다.

우리나라는 비록 자본시장과 증권업의 역사가 60년이지만, 투자은행과 PEF의 역사는 둘 다 외환위기 이후부터이다. 금융투자업자의 PEF 활동도 좀더 활발해지고, PEF로 시작된 금융투자회사도 나와야 한다. 그 것이 진정한 투자은행과 PEF 기능이 우리나라에서 활성화되는 길일 것으로 예상된다. 규제

정책은 이를 유도하고 뒷받침하는 방향으로 운용되어야 할 것이다.

세째, PEF의 경제적 비교우위는 전략적 유연성에 있다는 점을 인정해 주어야 한다. PEF는 이래야 한다는 규제적, 문화적 틀을 없애고, 또 만들지 말아야 한다. PEF에 대한 통제는 투자성과에 대한 엄격한 시장규율로 단일화하는 것이 바람직하다. 금융시스템의 영역 중 말 그대로 시장원리에 의해서만 작동되는 곳이 있어야 한다.

넷째, ‘객관적 기록’이다. 1980년대 미국 PEF산업의 리더로 KKR이 있었다. 이 KKR의 역사를 1998년 하바드 경영대학원의 George Baker교수가 집필한 바 있다. 세계금융업계의 전설인 로쓰차일드의 역사는 몇 년전 하바드대 역사학교수인 Niall Ferguson이 집필하였다. 두 사람에게 두 금융회사는 무제한의 자료접근을 허용하였다.

PEF의 경제적 기능은 창조적 파괴에 있다. 창조적 파괴가 어려운 이유는 기존 질서, 기존 이해관계자와의 갈등이 내재되어 있기 때문이다. 1900년대 투자은행의 산업 구조조정 활동은 ‘money trust’로 비판되며 반세기이상 정치권과 사회여론의 시비에 시달려야 하였다. 1980년대 LBO 펀드는 ‘기업사냥꾼’으로 폄하되며 건전한 기업가 정신을 위협하는 경제깡패로 묘사되곤 하였다. 이들 비판의 상당 부분은 과한 것이었다. 이해관계자의 반발과 사회의 오해를 이겨낼 수 있는 유일한 방법은 ‘객관적, 과학적 기록’이다. PEF가 과연 투자자에게 이익이 되고 국민경제적 기여가 있는지의 여부는 백 마디 말보다 객관적으로 계산된 투자성과와 제고된 기업가치의 수치가 증명해 주는 것이다.

우리 자본시장연구원이 PEF협의회와 한국의 PEF산업에 대한 체계적인 연구를 시도할 것을 논의한 이유가 여기에 있다. 앞으로도 이 관계가 지속되어서 우리 연구원이 한국 PEF산업 역사의 ‘객관적 기록자’ 역할을 담당하고, 그를 통해 PEF와 금융산업 발전에 기여할 수 있기를 기대한다.