

맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

2013. 11.

연구위원

최순영



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

글로벌 투자은행으로 발전하기를 희망하는 국내 증권회사들은 골드만삭스, 모건스탠리 등 미국계 투자은행을 벤치마킹 대상으로 삼고 있다. 실제로 상당수 국내 증권회사들은 글로벌 투자은행의 사업모델과 시스템을 모방하고 일부의 경우 글로벌 투자은행 출신 인재들을 영입하기도 했다. 그러나 이러한 노력들에 비해 국내 증권회사들과 글로벌 투자은행들 간의 차이는 여전히 좁혀지지 않고 있다. 물론 100년 전통을 자랑하는 선진 투자은행을 따라잡기란 쉽지 않은 일이다. 이것이 국내 증권회사의 역량 제고와 해외시장 진출을 위한 새로운 시각과 전략이 요구되는 이유다.

현재 국내 증권회사들이 가지고 있는 고민은 예외적인 경우가 아니다. 실제로 세계 투자은행의 역사를 살펴보면 비 미국계 금융회사가 글로벌 투자은행 반열에 오른 경우는 극히 드물다. 전문성, 명성과 실적이 핵심 요소인 투자은행 업계에서 후발주자로 시장에서 입지를 확보하기란 매우 어려운 게 현실이다. 맥쿼리 그룹은 비 미국계 금융회사 중에서 10년 안팎의 해외진출을 통해 글로벌 투자은행으로 도약한 몇 안 되는 경우에 속한다. 특히, 유럽의 도이치뱅크, 크레디트스위스, UBS 등 인수·합병 중심의 성장과는 달리 맥쿼리는 차별화된 사업모델과 유기적 성장을 통해 해외진출에 성공한 경우라는 점에서 의미를 가진다.

본 보고서는 맥쿼리 그룹의 성장과정을 살펴보고, 특히 맥쿼리가 ‘무엇을 했나?’와 함께 ‘왜 했나?’에 초점을 두었다. 즉, 맥쿼리가 인프라펀드를 통해 고도성장을 이뤘다는 사실만을 보는 게 아니라, 어떠한 상황으로 인해 인프라펀드를 개발하게 되었는지, 당시 맥쿼리가 가지고 있던 고민들이 무엇이었던지 등을 함께 살펴본다. 이는 단순히 맥쿼리의 사업모델을 분석하는 경우와 달리 해당 사업모델이 개발될 수 있었던 중요한 의사결정과

배경을 이해함으로써 우리나라 증권회사의 경영전략 수립에 보다 도움이 되는 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

보고서 작성을 위해 애쓴 윤지아 선임연구원, 이수련 연구조원께
도 감사의 말씀을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개
인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2013년 11월

자본시장연구원

김형태

목 차

Executive Summary	viii
Abstract	xiv
I. 서론	3
II. 맥쿼리 그룹의 성장 과정	7
1. 호주시장에서의 성장	7
2. 본격적인 해외진출	15
3. 글로벌 금융위기 이후 행보	24
4. 사업 현황 및 성과	28
III. 맥쿼리의 인프라펀드 사업모델	41
1. 인프라펀드의 구조	41
2. 인프라펀드 모델의 지속가능성	46
3. '맥쿼리 모델'에 대한 평가	48
IV. 맥쿼리 그룹의 성공 요인	53
1. 투자은행(IB) 정체성	53
2. '틀 속의 자유(freedom within boundaries)'	54
3. 차별화와 틈새시장	56
4. 철저한 리스크관리	57

5. 유연한 사업 진출 및 철수	59
V. 시사점	63
참고문헌	69

표 목 차

<표 II-1> 호주 분류별 금융회사 수	10
<표 II-2> 맥쿼리 그룹의 인프라펀드 사업 연혁	18
<표 II-2> 맥쿼리 그룹의 인프라펀드 사업 연혁(계속)	19
<표 II-3> 한국 맥쿼리 그룹 연혁	23
<표 II-4> 글로벌 금융위기 이후 맥쿼리 북남미 주요 M&A	26
<표 II-5> 맥쿼리 사업부문별 주요 업무	31
<표 II-6> 맥쿼리 그룹 지역별 인력 현황	33

그림 목 차

<그림 II-1> 맥쿼리 그룹 조직도	29
<그림 II-2> 맥쿼리 그룹 사업부문별 이익 기여도(FY2012)	32
<그림 II-3> 맥쿼리 그룹 지역별 영업이익 비중(FY2012)	33
<그림 II-4> 맥쿼리 수익(operating income) 추이	34
<그림 II-5> 맥쿼리 총자산(assets) 추이	35
<그림 II-6> 맥쿼리 운용자산(AUM) 추이	36
<그림 II-7> 맥쿼리 그룹 순이익(profits) 추이	37
<그림 II-8> 맥쿼리 그룹 자기자본이익률(ROE) 추이	38
<그림 III-1> 맥쿼리 인프라펀드 사업모델 예시	45

약 어 표

APRA	Australian Prudential Regulation Authority
ASX	Australian Stock Exchange
AUM	Asset Under Management
DCM	Debt Capital Market
HMG	Hill Motorway Group
ITA	Infrastructure Trust of Australia Group
MAG	Macquarie Airports Group
MApp	Macquarie Airports
MIG	Macquarie Infrastructure Group
MRG	Minimum Revenue Guarantee
RMG	Risk Management Group
RTA	New South Wales Roads and Traffic Authority

《 Executive Summary 》

I. 맥쿼리 그룹의 성장 과정

□ 1969년 작은 무역은행으로 출범, 빠르게 시장 입지 구축

- 1969년 영국 머천트뱅크 Hill Samuel & Co.의 호주지사 (Hill Samuel Australia)로 출범, 모회사의 자금력 및 금융 기법을 활용해 빠른 성장
- 1984년 상업은행 인가 획득, 맥쿼리 은행(Macquarie Bank)으로 재출범

□ 1980년대 1차 해외진출 실패, 차별화된 사업모델의 필요성 인식

- 호주 금융시장의 협소한 규모 및 경쟁심화로 성장한계에 봉착
- 해외진출을 통해 새로운 활로를 찾아보지만 성과는 미미
- 내부적으로 '절박함의 문화'가 형성, 신사업 발굴에 총력

□ 1994년 인프라펀드 발굴, 호주 금융시장에서 고성장

- '90년대 초반 퇴직연금제도(Superannuation) 개혁 및 사회 간접자본시설(SOC) 민영화로 인프라펀드의 발전 토대 마련

— '94년 자문사(advisory) 역할로 참여하게 된 고속도로 건설 프로젝트에서 인프라펀드 사업모델을 개발

□ 1999년 호주뱅크스트러스트(Bankers Trust Australia) 투자 은행 부문 인수로 호주 최대 투자은행 등극

□ 2000년대 인프라펀드를 중심으로 2차 해외진출에 성공

— 2000년대 유럽, 북미 및 아시아 지역 인프라산업의 본격적 민영화

— 호주시장에서 축적된 인프라펀드의 경험을 바탕으로 글로벌 시장에서 선발자 우위(first mover advantage) 확보

□ 인프라펀드를 통해 인접(adjacent) 사업 및 산업으로 진출

— 인프라펀드를 캡티브(captive) 고객으로 투자은행 서비스 제공

— 인프라펀드와 연관된 산업(에너지, 건설, 부동산 등)으로 진출

□ 2004년 ING 아시아 주식부문 인수로 아시아에서는 종합서비스(full service) 투자은행으로 변모

— 호주 및 아시아에서는 종합서비스 투자은행을 영위, 미국 및 유럽에서는 여전히 틈새시장 플레이어(niche market player)

□ 2007년 해외사업 성공에 힘입어 금융지주회사 체계로 전환

- 투자은행(IB) 업무 중심의 해외사업의 빠른 성장으로 호주 금융감독국(APRA)의 상업은행 건전성 규제를 준수하기 어려워짐에 따라 금융지주회사 체계로 전환

□ 2008년 글로벌 금융위기 이후 사업모델의 변화 움직임

- 지속적인 사업 다각화를 통해 인프라펀드 의존도 축소
- 2009년 북미 지역을 중심으로 에너지 트레이딩 플랫폼, 전통 자산운용 및 투자은행 사업 강화

II. 맥쿼리 그룹의 성공 요인

□ 맥쿼리 문화는 ‘틀 속의 자유(Freedom within Boundaries)’로 표현되며, 이는 자율적인 사업 방식과 철저한 리스크관리의 결합을 의미

- 모든 사업은 철저하게 bottom-up 방식으로 이루어지며, 맥쿼리는 “그룹 차원의 장기 전략을 새우지 않음”(존 워커)
- 임직원이 기업가정신을 발휘할 수 있도록 최대한의 권한과 책임이 주어지며, 모든 사업은 임직원이 직접 개발 및 추진
- 철저한 성과 위주의 보수체계로 임직원에게 인센티브를 제공하며, 이로 인해 ‘백만장자 공장(millionaires factory)’이라는 별명을 얻음

- 반면, 여기에는 철저한 리스크관리가 수반되며 모든 사업은 독립 부서인 리스크관리그룹(RMG)을 통해 승인 및 투자자본 한도가 부여

□ 해외진출은 차별화된 사업모델과 틈새시장을 공략하는 전략

- 이러한 사업 전략은 1980년대 차별화 없이 해외진출에 나섰다 실패한 경험과 2000년대 인프라펀드를 통해 이룬 성공의 교훈에 기반

□ 해외진출 초기에는 사업의 규모를 한정하고, 성과에 따라 사업을 확대 또는 철수하는 유연한 전략을 구사

- 맥쿼리는 대형 인수·합병(M&A)을 지양하고, 소수의 인력과 전략적 제휴(Alliance) 또는 합작사(JV) 설립을 통해 해외진출
- 부진한 사업의 경우 빠르게 철수, 제한된 초기 투자로 매몰 비용(sunk cost) 딜레마가 없으며 '실패의 교훈'을 중요시함

III. 시사점

□ 맥쿼리 사례는 해외시장에서 경쟁하기 위해서는 차별화된 사업모델을 우선적으로 찾아야 함을 보여줌

- 국내 금융투자회사들 또한 글로벌 투자은행을 단순히 벤치마킹하는 방식을 벗어나 자사의 차별화된 역량을 다각도에서 찾아볼 필요가 있음

□ 맥쿼리 사례는 또한 해외진출에 있어 실패의 교훈, 인내심의 중요성을 보여줌

— 1980년대 맥쿼리의 1차 해외진출 시도는 성과보다 당시 맥쿼리가 가지고 있던 역량의 한계를 보여주는 계기. 맥쿼리는 이 실패의 경험을 위기의식 고취 및 차별화된 사업 발굴의 동기부여로 활용하여 15년 후 2차 해외진출에 성공

□ 40여년의 변천과정 속에서도 맥쿼리는 투자은행으로서의 명확한 정체성을 유지

— ‘틀 속의 자유(freedom within boundaries)’로 표현되는 맥쿼리의 기업문화는 글로벌시장에서 성공하기 위해 갖추어야 할 기업가정신과 신속한 의사결정을 가능하게 함

□ 맥쿼리의 최고경영진은 30~40년 근속근무하고 명확한 승계 계획에 따라 CEO 자리를 이어오고 있으며, 이는 국내 금융 투자회사 최고경영자의 잦은 교체와 대조되는 모습

— 맥쿼리의 역대 CEO 데이비드 클라크, 알란 모스 및 니콜라스 무어는 40여년간 맥쿼리에 재직하면서 전문성이 검증되고 회사의 발전에 기여한 인물들

□ 무엇보다 맥쿼리는 공정하고 자율적인 경쟁환경을 통한 금융산업의 발전 가능성을 보여주는 사례

— 맥쿼리의 인프라펀드 개발 및 이를 통한 글로벌 플레이어로의 도약은 치열한 경쟁환경 속에서 생존을 위한 필사적인 노력의 결과물이며, 그 뒷면에는 환경 변화에 적응하지 못하고 도산한 수많은 호주의 금융회사들이 존재

« **Abstract** »

**Macquarie Group Case Study:
Implication for Korean Securities Firms**

The story of Macquarie Group, which through successful overseas expansion grew within a span of ten years from a local champion Australian investment bank to a significant global player is of interest to many Korean securities firms with similar overseas aspirations.

Macquarie Group's origin dates back to 1964 when it began as Hill Samuel Australia (HSA) a subsidiary of the British merchant bank Hill Samuel & Co. In 1984, on the back of Australia's financial market deregulation, HSA earned a commercial banking license, was spun off from its parent and renamed Macquarie Bank Ltd. In the next 10 years, Macquarie Bank quickly became one of the top investment banks in Australia.

In the 1980s Macquarie Banks' leaders sensed early that the pressures of rising competition and Australia's limited financial market necessitated overseas expansion in order to sustain growth. However, due to a lack of distinguished strengths vis-a-vis global competitors, Macquarie Banks initial overseas expansion in the 1980s was met with limited success. This prompted a "culture of desperation" to build within the firm and Macquarie began to look aggressively for new business opportunities in all directions.

In the early 1990s Australia began to privatize its infrastructure industry, as the government budget could not meet the ever growing infrastructure needs of Australia. Also, in 1992, Australia undertook a major reform of the retirement policy, introducing the compulsory "Superannuation Guarantee". Both regulatory changes lay the ground work for what turned out to be the competitive edge Macquarie was seeking. In 1994 Macquarie was working on a deal for the New South Wales Roads and Traffic Authority on an toll road building project, the M2 Motorway. When the project ran into financing problems, Macquaries' executives decided to invest their own capital and take over the project, creating the first infrastructure fund, the Hills Motorway Group (HMG). The success of HMG, way beyond initial expectation, enabled Macquarie to achieve annual growth in excess of 20% annually in Australia, and more importantly a platform of a second attempt at overseas expansion starting in 1999.

The privatization of the infrastructure industry came first in Australia in the early 1990s, and was later taken on in Europe, Americas, and Asia in the early 2000s. As such, global investment banks did not have an opportunity, as Macquarie did, to develop an infrastructure fund business until later. Macquarie used accumulated experience in the home market as a first mover advantage to successfully expand and carve out a niche in the global infrastructure fund market.

In 2004, the acquisition of the ING's Asian cash equities business gave Macquarie the product and sales platform, along with its infrastructure fund business to become a full service investment bank. The Korean business, which began in earnest in 2000, became one of the major profit centers for Macquarie. And in 2005, Macquarie's overseas revenues exceeded for the first time its Australian revenues.

Macquarie's successful overseas expansion is attested by its conversion to a holding company structure in 2007, as its investment banking overseas revenue grew so much it became difficult to meet Australia's prudential regulations if remaining as a commercial bank.

Also, despite the slowdown in growth of listed infrastructure funds, due to a changed financial environment following the 2008 global financial crisis, Macquarie has fared far better than many of the global investment bank competitors.

Macquarie's transformation is an ongoing one as it has begun to expand its Americas' business along energy trading platform and traditional asset management. The overseas expansion strategy of Macquarie is one different from those such as UBS and others who have relied on M&A as the main expansion vehicle. As such Macquarie's strategy as well as the motivation behind those decisions offers meaningful insights for Korea's securities firms as they contemplate their own foreign expansion plans.

1. 서론

I. 서론

- 글로벌 투자은행으로 발전하기 위한 국내 증권회사의 많은 노력에도 불구하고 아직까지 국내 증권회사와 글로벌 투자은행간의 역량에는 큰 격차가 존재
 - 국내 증권회사들은 여전히 위탁매매 수익에 의존하는 천편일률적인 사업모델을 탈피하지 못하고 있으며 관계적 투자은행업무, 트레이딩, 금융공학 등 높은 전문성과 리스크관리가 요구되는 분야의 역량은 글로벌 투자은행에 비해 매우 낮은 수준
 - 또한, 수익의 50% 이상을 해외에서 창출하는 글로벌 투자은행들과 달리 국내 증권회사들의 해외수익 비중은 대부분의 경우 10%에도 못 미치는 수준

- 외국의 금융회사들 중에서도 미국을 제외할 경우 글로벌 투자은행시장의 상위권 반열에 오른 경우는 흔치 않으며, 유럽의 UBS, 크레디트스위스, 도이치뱅크와 호주의 맥쿼리 정도가 그 사례라 할 수 있음
 - 이들 모두 1990년대 중·후반까지는 자국 시장에서만 활동하는 ‘로컬 챔피언(local champion)’이었으나 불과 10년~15년 사이 ‘글로벌 플레이어(global player)’로 도약
 - 유럽의 금융회사들은 상업은행(CB) 중심의 유니버설뱅크에서 투자은행(IB) 부문을 강화하여 해외진출에 성공
 - 맥쿼리는 호주의 선두 투자은행에서 인프라펀드를 개발해 투자은행(IB) 및 자산관리(AM) 부문을 강화하여 해외진출에 성공

4 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

- 맥쿼리의 글로벌시장 진출은 사업모델 및 방식에 있어 유럽 금융회사들과 대조되며, 국내 금융회사의 해외진출 전략에 있어 또 다른 접근 방법을 제시
 - 유럽 금융회사들의 해외진출은 주로 부족한 투자은행(IB) 역량을 인수·합병(M&A)을 통해 확보한 비유기적 성장(inorganic growth) 전략
 - 반면 맥쿼리의 경우 글로벌 플레이어들과 동일한 시장 및 사업부문에서의 직접적 경쟁을 피하고, 자체적으로 키운 차별화된 사업모델과 틈새시장 공략을 통한 유기적 성장(organic growth) 전략

- 또한, 본격적인 해외진출 이전 맥쿼리 및 호주 금융시장의 상황이 현재 국내 금융회사들이 처해 있는 환경과 유사성을 지니고 있다는 점에서 맥쿼리 사례에 대한 관심을 가질 필요
 - 1990년대 중반까지 맥쿼리는 국내 영업에 치중하고 있었으며, 호주의 금융시장 또한 영국이나 미국 등 전통적인 금융강국과 달리 선진화되지 못한 상황
 - 당시 상업은행 기능이 미미했던 맥쿼리의 경우 자기자본 규모가 낮았고, 이로 인해 해외진출을 위한 인수합병 능력 또한 제한적

- 본고에서는 맥쿼리의 성장과정을 살펴보고, 주요 성공요인을 도출하여 국내 증권회사 역량 제고에 대한 시사점을 제시하고자 함

II. 맥쿼리 그룹의 성장 과정

1. 호주시장에서의 성장
2. 본격적인 해외진출
3. 글로벌 금융위기 이후 행보
4. 사업 현황 및 성과

II. 맥쿼리 그룹의 성장 과정

1. 호주시장에서의 성장

가. 유년기: 호주의 작은 무역은행

- 맥쿼리의 모태는 1969년 호주의 작은 무역은행(trading bank)으로 출범한 Hill Samuel Australia
 - 영국 머천트뱅크(merchant bank) Hill Samuel & Co.는 빠르게 성장하는 호주 금융시장의 기회를 포착, 호주에 작은 지사 Hill Samuel Australia를 설립
 - 하버드 MBA 출신 데이비드 클라크(Davis S. Clarke)¹⁾와 마크 존슨(Mark R.G. Johnson)²⁾을 영입하고, 3명의 직원으로 사업 출범
 - 당시 호주 금융산업은 개인고객 대상의 소매은행(savings bank)과 기업금융 대상의 무역은행(trading bank)으로 분류, 외자계 금융회사는 무역은행 인가만 허용

- Hill Samuel Australia는 모회사의 자금력과 금융기법을 기반으로 호주시장에서 빠르게 입지를 확보

1) 데이비드 클라크는 1971년~1977년 Hill Samuel Australia의 공동 사장으로 근무했으며, 1977년~2007년에는 맥쿼리 그룹의 회장으로 재직

2) 마크 존슨은 1971년~1977년 Hill Samuel Australia의 공동 사장, 1977년~1980년에는 영국 Hill Samuel & Co.의 상무이사, 1984년부터는 맥쿼리 그룹의 이사회 이사로 재직

8 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

- 호주 기업금융시장에 자금 공급이 부족한 상황에서 Hill Samuel Australia는 모회사의 자금력을 동원해 단기간에 시장점유율을 확보
- 1980년 모회사의 선진 금융기법을 활용하여 호주시장에 현금관리 신탁(cash management trust) 상품을 소개, 선풍적인 인기를 얻음

□ 1980년대 초 호주 금융산업의 규제개혁이 예고됨에 따라 Hill Samuel Australia는 사업전략 전환의 필요성을 인식

- 1983년 호주 정부는 국내 금융시장의 발전을 위해 소매은행과 무역은행 간의 장벽을 철폐하고 유니버설뱅크의 허용을 포함한 대대적 금융개혁 정책을 실행
 - 이러한 금융개혁은 1979년 실시된 Campbell Committee의 조사에 따른 권장사항으로, 업계에 이미 널리 알려진 내용
- Hill Samuel Australia의 경영진은 다가올 금융산업 판도 변화에 무역은행으로 남아있을 경우 생존 자체가 어려울 것이므로, 유니버설뱅크 전환이 필수적이라고 판단
- 유니버설뱅크 인가 획득을 위해 호주 금융당국과 긴밀하게 협상, 인가 획득을 위한 조건에 대해 합의
 - 유니버설뱅크 인가 획득 준비를 주도한 인물은 알란 모스 (Allan E. Moss)³⁾

3) 알란 모스는 하버드대 MBA 수석 졸업생 출신으로 1977년 Hill Samuel Australia에 영입, 1984년 리스크관리본부 설립 및 담당, 1993년~2008년 맥쿼리 그룹 사장으로 재직

- 1985년 유니버설뱅크 인가를 획득, 모회사로부터 독립된 맥쿼리 은행 (Macquarie Bank)⁴⁾으로 재출범
 - 당시 호주 은행법(Banking Law)상 유니버설뱅크로 전환하기 위해서는 단일 주주의 의결권주(voting share)가 10% 미만으로 제한되어 있어 호주 금융당국과 인가 획득을 위한 조건으로 Hill Samuel & Co.의 지분처분을 사전 합의
 - Hill Samuel & Co. 경영진은 성장성 없는 무역은행의 지배적 지분보다 유니버설뱅크의 소액지분이 유리하다고 판단, Hill Samuel Australia의 독립을 승인
 - Hill Samuel Australia는 경영자매수(LBO)를 통해 모회사 지분 인수
 - 1985년 2월 28일 유니버설뱅크 인가를 획득하고 사명을 맥쿼리 은행(Macquarie Bank Limited)으로 변경
 - 맥쿼리 은행은 호주 내 두 번째 민영 투자은행으로 설립

- 유니버설뱅크로 전환한 후에도 맥쿼리 은행은 상업은행(commercial banking)보다 투자은행(investment banking) 부문에 주력, 1980년대를 거쳐 호주 상위권 투자은행으로 부상
 - 주력사업은 인수·합병(M&A) 자문, 주식·채권 인수, 주식 및 금 거래, 외환 관리 및 선물 브로커리지
 - 맥쿼리 은행은 호주뱅크스트러스트(Bankers Trust Australia)와 함께 호주 투자은행시장을 주도

4) 맥쿼리 은행의 사명은 호주 최초의 은행을 설립하고 최초 통화인 '홀리 달러 (Holey Dollar)'를 도입한 라클란 맥쿼리(Lachlan Macquarie) 총독의 이름에서 유래

10 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

— 지금도 맥쿼리 그룹의 상업은행 부문의 위상은 높지 않으며, 2013년 현재 호주 내에서도 상위권 상업은행⁵⁾에 속하지 않음

□ 1990년대에 접어들면서 호주 금융시장의 경쟁은 심화되기 시작, 맥쿼리 은행은 성장의 한계에 봉착

— 1983년 단행된 금융개혁의 효과가 나타나기 시작하면서 호주 금융산업 내의 구조조정 및 경쟁이 격화

— 금리 자율화 등으로 인해 은행들의 마진 감소, 이를 극복하기 위해 비용절감, 인수·합병 및 업종 간의 영업 침범

— 금융산업의 시장경계화로 주택 및 신용 협동조합, 할부금융회사 등의 수가 줄어들고 상업은행, 투자은행, 펀드회사 등의 금융회사 수가 증가

<표 II-1> 호주 분류별 금융회사 수

(단위: 개)

	1980년	1995년
은행(Banks)	19	43
주택 및 신용 협동조합 (Building Societies & Credit Unions)	765	321
할부금융사(Finance Companies)	117	103
머천트뱅크(Merchant Banks)	59	83
부동산대출기관(Mortgage Originators)	0	26
펀드회사(Fund Managers)	35	93

자료: Westpac Banking Corporation(2010)

5) Commonwealth Bank, Westpac Banking Corp., Australia and New Zealand(ANZ) Banking Group, National Australia

- 변화하는 금융환경 속에서 맥쿼리 은행의 경영진은 새로운 사업 및 시장의 개척 없이는 성장을 유지할 수 없다고 판단, 그러나 역량 부족으로 해외진출 등의 방법은 현실적으로 어려운 상황
 - 맥쿼리 은행은 호주 내에서의 확고한 입지를 확보했지만, 호주 금융시장의 규모적 한계로 인해 미래 성장성에 대한 한계를 느끼기 시작
 - 해외진출을 포함한 새로운 사업전략 설계를 위해 외부 컨설팅을 받았으나, 컨설팅 진단은 맥쿼리 은행의 역량 부족으로 해외시장에서는 경쟁력이 없으며, 호주 시장으로 사업을 국한할 것을 권유
 - 실제로 1983년 뉴질랜드 사무소 개설을 통한 최초 해외진출 이후 1989년 독일 뮌헨 사무소 개설로 유럽시장 진출을 시도했으나 그 성과는 미미한 수준
 - 존 워커(John Walker) 현 한국맥쿼리그룹 회장은 당시 맥쿼리 은행의 상황을 '절박함의 문화(culture of desperation)'로 표현, 맥쿼리 은행은 이때부터 새로운 사업기회를 공격적으로 찾아 나서기 시작

나. 새로운 사업의 개척: 인프라펀드

- 위기상황에 대한 해결책은 우연하게 찾아왔으며, 이는 1990년대 초반 호주 사회간접자본시설의 민영화와 퇴직연금제도(Superannuation)의 개혁에 배경을 두고 있음
 - 1990년대 초 호주 정부는 사회간접자본시설(SOC) 건설에 필요한 자원부족 문제를 해결하기 위해 인프라자산을 민간 기업에 매각하거나 임대하는 민영화 정책을 추진

12 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

- 1994년 호주 정부는 인프라부문의 효율화 제고 방안 마련을 위해 경제계획자문위원회(Economic Planning Advisory Commission) 산하 태스크포스(TF)를 구성, 1995년 인프라산업의 민간부문 참여도를 높이는 계획 발표
- 인프라산업의 민영화와 더불어 민간부문의 참여를 장려하기 위해 결합증권(stapled-securities)⁶⁾ 조세 특례 등 세제혜택 제공
 - 인프라펀드는 통상 결합증권 발행을 통해 운용되며, 결합증권 조세 특례 조항에 의해 배당 소득과 채무 변제 금액은 비과세 항목에 포함되며 이자소득만 과세 대상
 - 또한, 호주 정부의 승인을 받은 인프라 프로젝트 개발을 위해 발행된 채권 소득에 대해서는 자본이득세를 면제해 주는 호주 개발채권프로그램(Develop Australia Bond Program)을 도입
- 1992년 호주 정부는 근로자에 대한 연금 가입을 의무화하는 퇴직연금제도(Superannuation)를 도입, 이는 인프라펀드와 같은 장기적·안정적 투자자산에 대한 수요 기반을 마련
 - Superannuation은 근로자 임금 5%(이후 9%로 상향 조정)의 퇴직연금에 납입을 의무화하고 퇴직연금 저축액에는 최저 15% 세율 적용
 - 퇴직연금 자산은 정부가 아닌 민간 자산운용사를 통해 운용되도록 설계되어있으며, 이로 인해 호주의 펀드시장 규모가 급속도로 확대

6) 결합증권(stapled-securities)은 두 개의 상이한 증권을 하나로 결합하여 두 증권을 불가분의 상태로 만들어 거래하는 것으로, 채권과 주식의 결합, 또는 두 개 이상의 신탁증권의 결합 등에 이용됨. 결합증권은 주로 호주에서 REITs와 인프라펀드에 보편적으로 사용되며, 이는 호주의 조세제도에 따른 세제혜택이 주된 이유로 분석됨. 반면, 호주 외 지역에서의 결합증권 사용은 드물며, 일부 지역은 결합증권의 사용을 금지하고 있음. 결합증권 및 관련 호주 조세제도에 대한 내용은 Davis(2012)를 참조.

- 1994년 맥쿼리 은행은 투자은행 자문(advisory) 서비스 제공을 위해 참여하게 된 하나의 프로젝트를 통해 인프라펀드 사업을 개척하게 됨
 - 1994년 뉴사우스웨일즈교통부(New South Wales Roads and Traffic Authority: RTA)의 시드니 신규 유료도로 M2 Motorway⁷⁾ 건설 프로젝트의 투자자문사로 선정
 - 그러나 프로젝트의 자금조달이 원활하지 않자 맥쿼리 은행은 애초 계획과는 달리 보다 깊게 프로젝트에 참여하게 되고, 자사의 자본을 직접 투입해서 M2 Motorway의 건설 및 운용을 직접 주관하는 결단을 내리게 됨
 - 이를 위해 맥쿼리 은행은 Hill Motorway Group(HMG) 컨소시엄을 설립하고 RTA로부터 40년간 M2 Motorway의 운영권을 보장 받고 이후에는 RTA로 자산을 이전하는 조건의 계약을 체결
 - Hills Motorway Group은 결합증권 형태로 1994년 호주증권거래소(Australian Stock Exchange: ASX)에 성공적으로 상장하면서 호주 최초의 상장 유료도로가 됨
 - HMG는 기대 이상의 가격에 상장, 맥쿼리 은행은 투자한 자본대비 상당한 수익을 달성

- 인프라펀드를 통해 맥쿼리 은행은 갈망하던 새로운 사업 영역을 찾게 됨
 - 최초 인프라펀드의 기대 이상의 성공으로 맥쿼리 은행 경영진은 더 많은 인프라 프로젝트 기회를 찾는데 주력하기로 결정
 - 1996년 호주 내에서 본격적으로 인프라펀드 사업을 추진하기 위해 Infrastructure Trust of Australia Group(ITA) 자회사를 설립, 유료

7) M2 Motorway는 시드니의 북쪽 해안과 북서쪽 지방을 연결하는 21Km의 유료도로로 1997년 준공

14 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

도로, 공항 등 다양한 인프라자산을 매입

— 특히 인프라펀드 사업을 주도한 인물은 1980년 맥쿼리 은행에 입사한 프로젝트 및 구조화금융 부문 담당 니콜라스 무어(Nicholas W. Moore)였음

- 니콜라스 무어는 1998년 맥쿼리 은행의 인프라펀드 부문 사장, 2008년에는 맥쿼리 그룹 사장으로 승진

□ 인프라펀드로 연이어 성공을 거둔 맥쿼리 은행은 1996년 호주증권거래소(ASX)에 상장, 1999년 호주뱅크스트러스트(Bankers Trust Australia)의 투자은행 사업부문 인수로 호주 시장에서의 확고한 입지를 구축

— 파트너십(partnership) 형태로는 사업 확장의 속도를 뒷받침하기 어려움에 따라 1996년 파트너십에서 상장회사로 전환

— 1999년 매물로 나온 호주뱅크스트러스트 투자은행 부문 인수를 통해 기존 맥쿼리의 투자은행 사업을 강화

- 1998년 뱅커스트러스트(Bankers Trust)를 인수한 도이치은행(Deutsche Bank)은 호주 사업 등 일부 자산을 매각하기로 결정
- 1999년 호주뱅크스트러스트는 BT Financial Group에 매각되었으며, 이중 투자은행(IB) 사업부문은 다시 맥쿼리 은행에 재매각
- 호주뱅크스트러스트 인수를 통해 맥쿼리 은행은 기존 투자은행 사업의 강화와 더불어 채권자본시장(Debt Capital Market: DCM), 농작물 트레이딩 등 새로운 사업부문에서 선도적 입지를 구축하고, 호주뱅크스트러스트의 우수한 기업고객 기반을 승계

2. 본격적인 해외진출

가. 유럽 및 미국 시장 진출

- 2000년대 들어 세계 각국의 인프라산업이 민영화되기 시작함에 따라 맥쿼리 은행은 호주 국내에서 축적된 인프라펀드 역량을 바탕으로 해외진출에 적극적으로 나서기 시작
 - 인프라산업의 민영화는 1990년대 초 호주에서 먼저 이루어졌으며, 이후 2000년대 초·중반부터 유럽, 아시아 및 미국 지역도 순차적으로 민영화가 이루어지기 시작
 - 인프라산업의 민영화를 먼저 접할 수 있었던 맥쿼리는 인프라펀드라는 독보적 역량을 통해 선발자 우위(first mover advantage)를 가짐
 - 2000년대 초 맥쿼리 은행이 인프라펀드 사업을 통해 해외진출을 추진할 당시 골드만삭스, 모건스탠리 등 글로벌 플레이어들은 리츠(REITs) 등 다른 자산에 대한 프로젝트 파이낸싱(PF) 역량은 우수했으나, 인프라자산에 대한 PF 역량은 전무했던 시기
 - “맥쿼리 경영진이 인프라펀드 사업을 통해 해외진출에 나서기로 한 것은 당연한 결정이었다. 호주 금융시장은 그때 당시(그리고 지금도 마찬가지로) 미국이나 유럽 시장처럼 IPO나 M&A를 통해 큰 투자은행 수입을 얻을 수 있는 기회가 없었다.”⁸⁾

8) Solomon (2009)

16 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

- 해외진출이 본격화됨에 따라 맥쿼리 은행은 대표 인프라펀드인 Infrastructure Trust of Australia Group(ITA)에서 “호주(Australia)”를 빼고 Macquarie Infrastructure Group(MIG)로 명칭 변경

- 1999년 영국의 고속도로 민영화가 우선적으로 진행됨에 따라 맥쿼리 은행은 영국을 필두로 유럽시장 개척
 - 1999년 영국의 M1/A1 유료도로 자산 매입
 - 2000년 독일의 Warner강 터널 인수
 - 2000년 영국 M1 고속도로 인수
 - 2002년 스페인 유료도로 인수 등

- 2002년부터 미국의 고속도로 민영화가 진행됨에 따라 맥쿼리 은행은 본격적으로 미국 시장에 진출
 - 초기 미국의 고속도로 민영화는 신규(greenfield) 건설된 고속도로만 가능했으나, 2005년부터는 기존(brownfield) 고속도로도 민영화하기 시작
 - 2002년 미국 캘리포니아 남부 지역의 South Bay Expressway(2007년 준공)의 건설 및 운영권 인수
 - 2005년 기존 유료도로 Chicago Skyway의 운영권 인수 등

- 해외진출과 동시에 인프라자산을 공항, 항만 등 인접(adjacent) 범위로 확대
 - 고속도로 인프라펀드를 통해 축적된 경험을 유사한 성격의 인프라 산업으로 확장

- 2000년 공항 인프라 산업에 대한 전문성을 확보하기 위해 영국의 부티크 컨설팅회사 The Portland Group 인수
- 2001년 공항 인프라자산 전문의 비상장 Macquarie Airports Group(MAG) 설립
- 2002년 공항 인프라자산 인프라펀드 Macquarie Airports(MAp) 설립 및 상장
 - 2002년 Sydney Airport Corp. 인수

<표 II-2> 맥쿼리 그룹의 인프라펀드 사업 연혁

연도	주요 사업 연혁
1990	<ul style="list-style-type: none"> • 민영화 및 인수에 관한 third party clients 자문 시작
1994	<ul style="list-style-type: none"> • Hills Motorway Group IPO <ul style="list-style-type: none"> - 호주 최초의 상장된 유료도로 • Infrastructure funds management group 설립
1996	<ul style="list-style-type: none"> • Infrastructure Trust of Australia IPO <ul style="list-style-type: none"> - 호주 최초의 상장된 infrastructure fund • Macquarie Infrastructure Group IPO • South Africa Infrastructure Fund 개시 <ul style="list-style-type: none"> - Macquarie 최초의 private infrastructure fund
2000	<ul style="list-style-type: none"> • Midland Expressway의 자문사 <ul style="list-style-type: none"> - 영국 최초의 유료도로 • Macquarie Global Infrastructure Fund I 개시
2002	<ul style="list-style-type: none"> • Sydney Airports Corporation 인수 <ul style="list-style-type: none"> - 세계 최대 규모의 공항 매각 • Macquarie Airports IPO • Macquarie Korea Infrastructure Fund 개시
2003	<ul style="list-style-type: none"> • Macquarie Global Infrastructure Fund II 개시 • Macquarie Essential Assets Partnership 개시 <ul style="list-style-type: none"> - Macquarie 최초의 북미 infrastructure fund
2004	<ul style="list-style-type: none"> • Chicago Skyway concession <ul style="list-style-type: none"> - 미국 주간 고속도로(interstate highway)의 최초의 PPP (Polluter Pays Principle 오염자 비용 부담의 원칙) • Macquarie Infrastructure Company의 NYSE IPO • Macquarie Power & Infrastructure Income Fund의 TSX IPO • African Infrastructure Investment Fund 개시 • Macquarie European Infrastructure Fund 개시 <ul style="list-style-type: none"> - Macquarie 최초의 유럽 infrastructure fund
2005	<ul style="list-style-type: none"> • Macquarie International Infrastructure Fund 개시 • Macquarie Korea Opportunities Fund 개시
2006	<ul style="list-style-type: none"> • Indiana Toll Road concession <ul style="list-style-type: none"> - 미국 유료도로의 최대 규모 민영화 • Kagiso Infrastructure Empowerment Fund 개시 • Macquarie European Infrastructure Fund II 개시 • Macquarie Infrastructure Partners I 개시 • Macquarie Infrastructure Partners I에 대한 책임 계약자 정책 (Responsible Contractor Policy) 채택 • Thames Water 인수 <ul style="list-style-type: none"> - Macquarie 최대 규모의 유럽 infrastructure 거래

<표 II-2> 맥쿼리 그룹의 인프라펀드 사업 연혁(계속)

2007	<ul style="list-style-type: none"> • Macquarie Global Infrastructure Fund III 개시
2008	<ul style="list-style-type: none"> • BAA refinancing - 공항의 대규모 차환 • ADCB Macquarie Infrastructure Fund Limited 개시 - Macquarie 최초의 Middle Eastern infrastructure fund • Macquarie European Infrastructure Fund III 개시 • Macquarie Infrastructure Partners II 개시 • Macquarie Infrastructure Partners II에 대한 책임 계약자 정책 (Responsible Contractor Policy) 채택 • Hired dedicated labour relations director in the US
2009	<ul style="list-style-type: none"> • Puget Energy 인수 - Macquarie 최대 규모의 북미 infrastructure 거래 • Advisor on I - 595 Project - 미국 유료도로 중 최소보증금 구조(availability payment structure)를 도입한 최초의 PPP • Macquarie SBI Infrastructure Fund 개시 - Macquarie 최초의 인도 infrastructure fund • Macquarie Renaissance Infrastructure Fund 개시 - Macquarie 최초의 러시아 infrastructure fund
2010	<ul style="list-style-type: none"> • Macquarie Mexican Infrastructure Fund 개시 • Delaware Investments 인수, 이후 첫 번째로 Delaware Macquarie Global Infrastructure Fund 출시 • 독일 Thyssengas의 공개 인수(Announced acquisition) • 최초의 Indian infrastructure assets 인수
2011	<ul style="list-style-type: none"> • 체코 České Radiokomunikace 인수의 financial close 도달 • SBI Macquarie Infrastructure Trust, final close • Macquarie Mexican Infrastructure Fund의 Marena Renovables(wind energy) 지분 인수 • GMR Airports에 대한 financial close 도달 • Macquarie Essential Assets Partnership은 최종 두 가지 자산에 대한 투자철회(주식매각)를 완료. 성공적으로 펀드를 마감 • 러시아 GSR Energy Investments 인수의 financial close 도달
2012	<ul style="list-style-type: none"> • 미국 WCA Waste and Elizabeth River Tunnels과 Leaf River에 대한 US investment의 financial close 도달 • 러시아 Russian Towers와 OGC-5 인수에 대한 Macquarie Renaissance Infrastructure Fund의 financial close 도달 • Open Grid Europe 인수 • Infrastructure fund 개시를 위한 Philippine Investment와의 제휴 • Macquarie Mexico REIT 개시 • Korea Private Concession Fund 개시
2013	<ul style="list-style-type: none"> • Macquarie Everbright Greater China Infrastructure Fund의 Final close

나. 아시아 시장 진출

- 유럽 및 미국 시장 진출과 동 시기에 아시아 시장에도 진출, 2004년 ING 그룹의 아시아 주식부문 인수를 통해 범아시아 지역 투자은행 및 판매기반 확보
 - 아시아 투자은행 부문 및 기업·기관 판매채널의 강화가 필요했던 상황에서 통상 인수·합병에 조심스러운 맥쿼리 입장에서도 1990년대의 빠른 성장과 1996년 주식시장 상장으로 자본력이 확충된 시점에서 출현한 ING 아시아 주식부문 매물은 매우 매력적인 기회
 - 2004년 ING 아시아 주식부문 인수로 남아시아 지역의 은행 면허 및 기관투자자 대상 판매채널 확보, 아시아 기반의 투자은행(IB) 업무 역량 제고
 - 당시 ING 아시아 주식부문은 아시아 지역 10개국(홍콩, 한국, 일본, 대만, 태국, 싱가포르, 중국, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀) 사업 및 런던, 뉴욕 등의 트레이딩 데스크 포함
 - 맥쿼리 인력의 8%에 해당되는 ING 아시아 임직원 428명 전원 승계
 - ING 아시아와 기존 맥쿼리 아시아 사업부문을 통합, 맥쿼리증권(Macquarie Securities)으로 출범
 - 현재 아시아 지역 주식부문 수익은 호주 주식부문 수익을 상회
 - ING 아시아 사업부문 인수는 매우 성공적으로 평가

- 2000년대 맥쿼리는 유럽 및 미국 지역보다 아시아에서 보다 많은 수익을 창출
 - 2005년 아시아 지역 수익은 전년대비 96% 증가한 4.1억 호주달러 달성, 전체 해외수익 중 가장 큰 비중 차지

- ING 아시아 사업부문 인수에 힘입어 아시아 지역에서는 맥쿼리가 종합 투자은행으로 입지를 구축했으나, 유럽 및 미국 시장 등에서는 아직까지 인프라, 에너지, 부동산 등 특정 분야에 특화·전문화된 포지션

□ 특히 한국 시장 진출은 맥쿼리 은행의 가장 성공적인 사업에 속하며, 호주, 미국 다음으로 이익 기여도가 높음

- 맥쿼리, 특히 당시 투자은행부문 사장 니콜라스 무어는 1990년대 중반부터 한국 시장 진출에 관심을 갖기 시작

- 이 시기에 한국에서는 1994년 「사회간접자본시설에 대한 민간자본유치 촉진법」이 제정됨
- 존 위커 회장에 따르면 당시 맥쿼리의 관심은 직접적인 인프라펀드 사업보다는 인프라산업에 대한 전문성을 바탕으로 자문서비스 제공하는 것이었음

- 초기에는 한국 시장의 현황을 파악하고 네트워크를 구축할 목적의 전략적 제휴 형태로 진출

- 1996년 신한은행과의 업무제휴를 통해 한국 시장에 처음 진출
- 1998년 국민은행과 전략적 제휴,
- 1998년 부동산 및 인프라산업 투자를 위해 신한은행과 합작 회사 설립

- 본격적인 사업의 토대가 마련됨에 따라 2000년 존 위커를 포함한 5명의 직원으로 서울사무소 설립

- 1999년 「사회간접자본시설에 대한 민간자본유치 촉진법」 개정 내용에 '최소운영수입 보장제도(Minimum Revenue Guarantee: MRG)' 등이 마련됨에 따라 본격적인 인프라펀드 사업 개시

22 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

- 맥쿼리는 한국 최초 인프라펀드를 설립하고, 단기간에 국내 민자 사회기반시설(인프라) 시장을 주도
 - 2002년 맥쿼리한국인프라투자회사(MKIF) 설립, 2006년 MKIF는 한국거래소(KRX) 및 런던거래소(LSE)에 동시 상장
 - 2005년 맥쿼리오퍼튜니티즈펀드(MKOF) 설립
- 2004년 서울 사무소를 포함한 ING 아시아 주식부문 인수를 계기로 사업 영역을 점진적으로 확대
 - 2009년 맥쿼리삼천리자산운용 설립
 - 2009년 맥쿼리은행 서울지점 인가 획득, 2010년 영업 시작
- FY2012 맥쿼리 그룹 수익에서 한국 시장은 호주, 미국 다음으로 가장 큰 비중을 차지하며, 아시아 지역에서는 가장 큰 규모

<표 II-3> 한국 맥쿼리 그룹 연혁

연도	주요 사업 연혁
1996	<ul style="list-style-type: none"> • 신한은행과 업무제휴
2000	<ul style="list-style-type: none"> • 5명의 직원으로 맥쿼리 서울 사무소 설립 • 맥쿼리파이낸스코리아, 맥쿼리선물 설립
2001	<ul style="list-style-type: none"> • 신한은행과 맥쿼리의 제휴로 신한맥쿼리금융자문(SMFA) 설립
2002	<ul style="list-style-type: none"> • 맥쿼리한국인프라투자회사(MKIF) 설립
2004	<ul style="list-style-type: none"> • 맥쿼리부동산 한국거래소에 최초 외국계 REIT 상장 • ING 증권의 주식사업 인수(맥쿼리증권 서울지점)
2005	<ul style="list-style-type: none"> • 맥쿼리코리아오피티니티즈펀드(MKOF) 설립
2006	<ul style="list-style-type: none"> • 맥쿼리한국인프라투자회사(MKIF)의 한국거래소 및 런던 증권거래소 동시 상장 • 맥쿼리증권 서울지점에서 맥쿼리증권(주)로 전환
2007	<ul style="list-style-type: none"> • 맥쿼리증권(주) 장외파생상품 경영인가 획득 • 맥쿼리일렉트로닉스 한국시장 진출
2009	<ul style="list-style-type: none"> • 특별자산운용사 본인가 획득, 맥쿼리삼천리자산운용 설립 • 맥쿼리은행 서울지점 설립을 위한 본인가 획득
2010	<ul style="list-style-type: none"> • 맥쿼리은행 서울지점 영업시작 • Physical oil trade business 시작 • 맥쿼리신한인프라스트럭처자산운용은 모든 특별자산집합투자업으로 업무범위 확대
2013	<ul style="list-style-type: none"> • ING자산운용 한국법인 인수

자료: 이희진(2012)

다. 지주회사 체제 전환

- 2007년 지주회사 체제로 전환하면서 맥쿼리 그룹(Macquarie Group)으로 재편성, 지주회사 전환은 성공적인 해외사업의 결과물

24 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

- 2007년 주주총회 승인을 거쳐 순수지주회사(non-operating holding company) 체제로 전환, 맥쿼리 그룹(Macquarie Group)으로 사명 변경
- 주식 브로커리지, 투자은행(IB) 업무, 펀드운용 및 자기매매 등 비상업은행 업무가 주력인 해외사업의 비중이 증가함에 따라 호주 금융감독국(Australian Prudential Regulation Authority: APRA)의 은행 건전성 규제를 준수하기가 어려워짐
 - 맥쿼리 은행에게 특별히 차별적인 높은 익스포져(exposure) 수준을 부여했음에도 불구하고 해외사업이 빠르게 확장됨에 따라 이 기준을 초과하게 됨
- APRA와 긴밀한 커뮤니케이션을 통해 지주회사 전환에 대한 조건 합의

3. 글로벌 금융위기 이후 행보

- 2008년 2월, 예기치 않은 알란 모스의 사장직 은퇴, 니콜라스 무어 사장 체제로 전환
 - 15년간 사장으로 재직하면서 맥쿼리의 고성장을 이끌고, 맥쿼리 기업문화를 승화시킨 알란 무어가 뜻밖에 은퇴 선언
 - 알란 모스가 사장으로 재직하는 동안 맥쿼리 총수익은 30배 증가, 퇴임 발표 당시 맥쿼리 총수익은 18억 호주달러로 전년 대비 23% 상승
 - 알란 모스의 후임자로 맥쿼리 수익의 50%를 기여하는 투자은행부문 담당 니콜라스 무어를 선정

- 알란 모스는 당시 60을 앞둔 나이와 함께, “무엇보다 맥쿼리 그룹의 건전한 상태와 우수한 후계자가 없었다면 은퇴 결정을 하지 않았을 것”이라며 퇴임사유를 발표
- 니콜라스 무어는 이사회 만장일치로 맥쿼리 그룹의 사장직을 승계

□ 니콜라스 무어 사장 시대의 개막과 2008년 글로벌 금융위기가 겹치면서 최근 맥쿼리 그룹의 사업전략의 변화 조짐이 보이기 시작

- 글로벌 금융위기 이전부터 인프라펀드에 대한 의존도가 낮아지고 있으며, 전통적 투자은행 사업부문의 비중이 커지는 추세
 - 글로벌 금융위기로 인한 신용경색, 투자자산에서 안전자산으로의 ‘머니무브(money move)’ 등으로 상장(공모) 인프라펀드 시장 위축
 - 최근 맥쿼리 인프라펀드 사업의 경우에도 상장 인프라펀드 비중을 줄이고, 비상장(사모) 인프라펀드에 집중
- 인프라펀드 사업을 통해 축적된 지식을 바탕으로 인접(adjacent) 에너지 트레이딩 분야로 확대
- 이와 더불어 북미지역 중심으로 전통적인 투자은행 및 자산운용사의 기반을 강화
- 이러한 사업구조의 변화는 맥쿼리의 해외진출이 상당 수준의 결실을 맺음에 따라 발생하는 자연적인 현상이기도 하지만, 글로벌 금융위기 이후 이루어진 적극적인 인수합병을 통해 가속화되는 추세

□ 글로벌 금융위기 이후 맥쿼리는 인수·합병을 통해 미국 시장에서 에너지 트레이딩, 일반 자산운용 사업 및 투자은행 기능을 강화

26 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

- 2009년 이후 24억 미국달러 이상을 투입, 미국 및 캐나다의 주요 회사 인수⁹⁾
 - 에너지 트레이딩 플랫폼: Constellation Energy 천연가스 트레이딩 사업부문 인수(2009), Integrity Energy Services 인수(2010),
 - 자산운용 사업: Blackmont Capital(2009), Delaware Investment 자산운용사 인수(2010)
 - 투자은행(IB) 부문: Fox-Pitt Kelton Cochran Caronia Walker 인수(2009), Sal Oppenheim 주식 및 리서치 부문 인수(2010)
- 미국 지역이 맥쿼리 그룹에서 차지하는 수익 비중은 2009년 8%에서 2011년 30%로 급격히 증가

<표 II-4> 글로벌 금융위기 이후 맥쿼리 북남미 주요 M&A

일 일자	피인수 기업	주력 사업
2009년 10월	Constellation Energy 천연가스 트레이딩 사업부문	천연가스 트레이딩 (Constellation 사업 부문을 기존 Macquarie Cook Energy와 통합)
2009년 10월	Tristone Capital Global	글로벌 에너지 기업
2009년 12월	Blackmont Capital	자산관리
2009년 12월	Fox-Pitt Kelton Cochran Caronia Waller	ECM, 자문(advisory)
2010년 1월	Delaware Investments	자산운용회사
2010년 4월	Integrity Energy Services	도매 전력 공급 마케팅
2010년 4월	Sal Oppenheim	주식, 구조화상품, 리서치 및 세일즈 & 트레이딩

자료: 맥쿼리 연차보고서

9) Koons(2011)

- 일각에서는 맥쿼리의 최근 행보를 인프라펀드를 통한 성장 한계의 결과로 해석하고 있음
 - 맥쿼리에 대해 회의론자들은 인프라펀드 사업의 성장성 둔화를 지적
 - 골드만삭스, 모건스탠리, 뱀콧앤브라운 등 인프라펀드 시장의 경쟁사 속출
 - 글로벌 금융위기 이후 유동성 감소, 레버리지 축소 및 안전 자산 선호 환경
 - 이와 더불어 맥쿼리가 미국 시장 등에서 전통적 투자은행 및 자산관리 사업으로 골드만삭스, 모건스탠리 등 강력한 플레이어들과 경쟁할 수 있을지를 의심

- 그러나 40여년 맥쿼리의 성장 역사에 비춰볼 때 맥쿼리의 최근 행보는 또 다른 변모의 과정으로 볼 수 있으며, 새로운 방향의 결과는 지켜봐야 할 상황
 - 맥쿼리의 최근 행보는 일부 시장 환경 변화에 따른 대응이기도 하지만, 동시에 맥쿼리의 핵심역량 기반 인접(adjacent) 분야로의 사업 확장 전략에 부합
 - 미국 시장의 에너지 트레이딩 플랫폼 구축은 각종 인프라산업 달 경험을 통해 축적된 해당 산업에 대한 전문성에 기반
 - 또한, 미국 시장에서의 입지가 아직 확고하지는 않지만, 투자은행 및 자산운용 역시 맥쿼리가 장기간 영위해왔던 사업
 - 맥쿼리의 이야기는 현재진행형이며 앞으로 맥쿼리가 어떻게 발전할지에 대한 지속적인 관심을 가질 필요가 있음

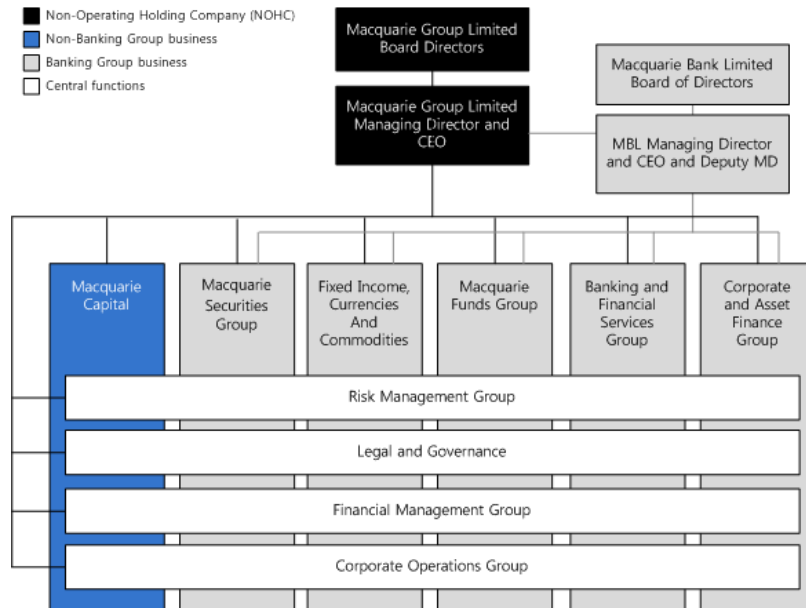
4. 사업 현황 및 성과

가. 사업구조

- 2013년 3월말 현재 맥쿼리 그룹은 13,600명의 근무인력이 세계 28개국에 진출해 있으며 영업이익은 14.1억 호주달러, 당기순이익은 8.5억 호주달러

- 맥쿼리 그룹은 6개 사업부문(group)과 4개의 지원부서로 구성된 매트릭스(matrix) 조직 형태로 운영되고 있음
 - 사업부문은 캐피탈(Capital), 증권(Securities), 채권·외환·원자재(FICC), 펀드(Funds), 금융서비스(Banking and Financial Services) 및 파이낸스(Corporate and Asset Finance)의 6개 그룹으로 구성
 - 지원부서는 리스크관리(Risk Management Group), 법률서비스(Legal & Governance), 재무관리(Financial Management) 및 내부통제(Corporate Operations)의 4개 그룹으로 구성

<그림 II-1> 맥쿼리 그룹 조직도



자료: 연차보고서

- 사업부문은 크게 자산관리(Asset Management)와 투자은행(Investment Banking) 사업의 두 축으로 형성
 - 1) 맥쿼리 펀드 그룹(Macquarie Funds Group)은 인프라펀드를 운영하는 대표적인 사업부문이며, 2013년 3월말 기준 운용자산(AUM) 3,450억 호주달러로 세계 50대 자산운용사에 속함
 - 2) 맥쿼리 파이낸스 그룹(Corporate and Asset Finance Group)은 기업 및 정부를 대상으로 부동산, 비행기, 기차, 건설장비, IT장비 등의 리스 및 트레이딩 업무를 중심으로 하고 있음
 - 3) 맥쿼리 금융서비스 그룹(Banking and Financial Services Group)은 주로 기업 및 고액자산가를 대상으로 현금관리, 자산관리, 중개, 대출 등의 서비스를 제공

30 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

- 4) 맥쿼리 증권 그룹(Macquarie Securities Group)은 기업 및 기관 투자자 고객 중심으로 브로커리지, 파생상품 판매, 재정거래, 대차거래, 자본관리 등
- 5) 맥쿼리 캐피탈(Macquarie Capital)은 인수·합병, 재무자문, 유가증권 인수주선, 기업 상장 등의 업무를 담당
- 6) 맥쿼리 채권·외환·원자재(Fixed Income, Currencies and Commodities)는 기관투자자를 대상으로 FICC 트레이딩, 마케팅, 대차거래, 청산 서비스 등을 제공

<표 II-5> 맥쿼리 사업부문별 주요 업무

그룹	주요 업무
Macquarie Funds	<ul style="list-style-type: none"> • 글로벌 자산운용 서비스 <ul style="list-style-type: none"> - 대체자산운용(기간산업/부동산/농업/에너지) - 유가증권투자운용(채권, 통화/주식/인프라증권/ - 헤지펀드/사모시장/멀티에셋배분/외부매니저) - 펀드 및 주식 관련 - 전략(펀드연계상품/자산보호투자/은퇴 및 연금 - 전략/농업/기간산업 채권투자 전략)
Corporate & Asset Finance	<ul style="list-style-type: none"> • 기업금융, 부동산 및 기타 자산 파이낸싱 <ul style="list-style-type: none"> - 기업 대출 및 유동화 대출 - 부동산 대출 - 리스 - 특화된 자산담보금융 - 생애주기 자산관리 서비스 - 장비거래 및 재판매
Banking and Financial Services	<ul style="list-style-type: none"> • 상업은행 및 자산관리(WM) 서비스 <ul style="list-style-type: none"> - 자산관리(WM) 및 프라이빗 बैं킹(PB) - 현금관리 서비스 - 종합서비스, 온라인 중개 - 경영지원서비스 및 생명보험을 포함한 중간재 - 모기지
Macquarie Securities	<ul style="list-style-type: none"> • 증권 서비스 <ul style="list-style-type: none"> - 기관들의 cash equities - 파생상품 (소매파생상품/차익거래/합성상품/주식대차거래)
Macquarie Capital	<ul style="list-style-type: none"> • 기업 자문 및 자금조달 서비스 <ul style="list-style-type: none"> - 기업금융 및 자문 - 주식 및 채권시장 - 사모펀드 - 자기자본직접투자
Fixed Income, Currencies & Commodities	<ul style="list-style-type: none"> • FICC 개발, 운용, 판매, 구조화, 자금조달, 시장분석 및 전략 서비스 <ul style="list-style-type: none"> - 에너지/금속/농업 - 채권/통화/신용/선물 - 아시아 및 신흥국 시장

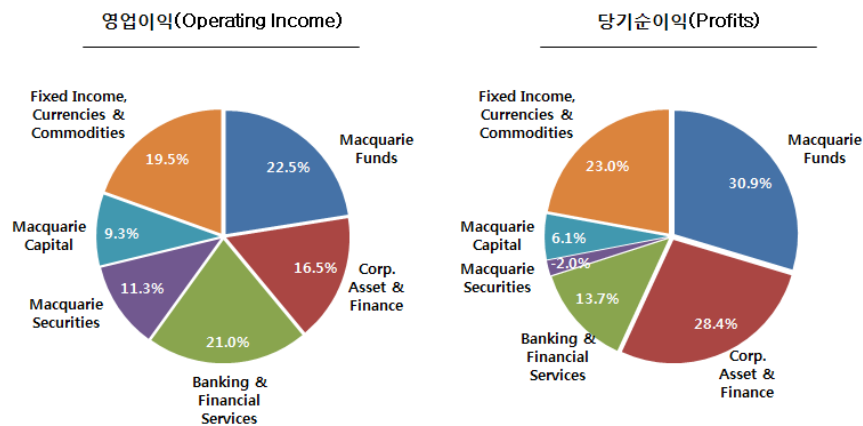
자료: 맥쿼리 연차보고서

32 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

□ 사업부문별 이익 기여도를 살펴볼 경우 매우 균형적인 수익구조를 가지고 있음

- FY2012, 맥쿼리 펀드 그룹이 영업이익의 23%, 당기순이익의 31%로 맥쿼리 그룹 수익의 가장 큰 비중을 차지
- FY2012, 영업이익 기여도 비중은 3개 사업부문(펀드, 금융서비스, FICC)이 20%대, 3개 사업부문(파이낸스, 증권, 캐피탈)이 10%대 수준

<그림 II-2> 맥쿼리 그룹 사업부문별 이익 기여도(FY2012)



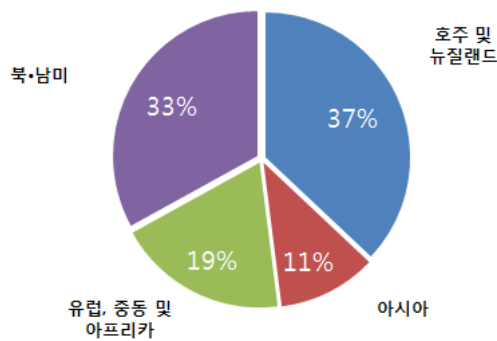
자료: 맥쿼리 연차보고서

□ 지역별로도 FY2012 영업이익의 63%가 해외에서 발생, 매우 균형적인 수익 구조를 가지고 있음

- 1996년 11%에 불과했던 해외수익 비중은 매년 꾸준한 증가세를 유지하면서 2007년 처음으로 해외수익 비중이 55%로 국내수익 비중을 상회
- 지역별로 영업이익은 호주 및 뉴질랜드(37%)와 북·남미(33%) 지역 수익비중이 높으며, 유럽·중동 및 아프리카(19%), 아시아(11%) 순임

— 2009년 미국에서의 주요 인수·합병으로 미국 지역 수익비중이 커지는 추세

<그림 II-3> 맥쿼리 그룹 지역별 영업이익 비중(FY2012)



자료: 맥쿼리 연차보고서

□ 맥쿼리 그룹의 해외진출이 가속화됨에 따라 해외인력 또한 빠르게 증가하여 FY2012 기준 해외인력(55%)이 국내인력(45%)보다 많음

— 해외진출 초기인 2000년대 초반에는 유럽 지역 해외인력 증가가 많았으나, 최근에는 아시아와 특히 북·남미 지역의 인력 확대가 두드러짐

<표 II-6> 맥쿼리 그룹 지역별 인력 현황

(단위: 명)

	호주 및 뉴질랜드	아시아	유럽, 중동 및 아프리카	북·남미	계
FY2002	4,121 (87.1%)	177 (3.7%)	235 (5.0%)	199 (4.2%)	4,732
FY2012	6,124 (44.8%)	3,093 (22.6%)	1,193 (8.7%)	3,253 (23.8%)	13,663

자료: 맥쿼리 연차보고서

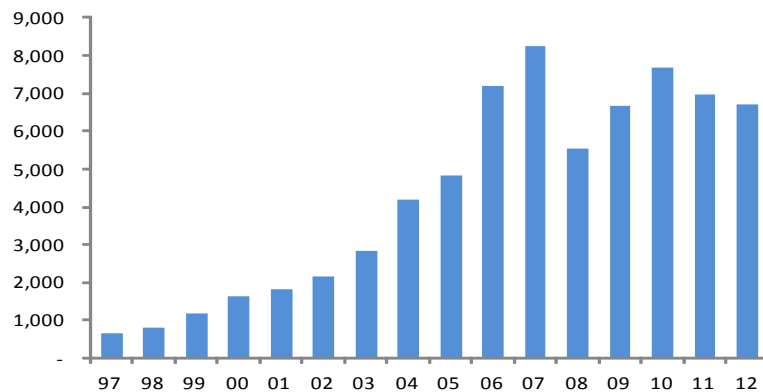
나. 사업성과

□ FY2012 맥쿼리 그룹의 수익(operating income)은 67억 호주달러로
지난 20년간 24배 가량 증가

- 수익은 해외진출의 성과가 본격적으로 나타나기 시작한 2000년대 중반부터 가파르게 증가하다가 최근 글로벌 금융위기로 인해 감소세로 전환
- 본격적 해외진출 이전 1992년~1999년 영업이익 연평균 증가율(CAGR)은 18.9%로 괄목할 만한 수준
- 그러나, 해외진출이 본격적으로 이루어지기 시작한 2000년~2008년 수익 CAGR는 27.4%로 글로벌 플레이어들 중에서도 가장 우수한 수준
- 글로벌 금융위기로 2009년~2013년 수익 CAGR는 4.9% 수준으로 감소

<그림 II-4> 맥쿼리 수익(operating income) 추이

(단위: 백만 호주달러)



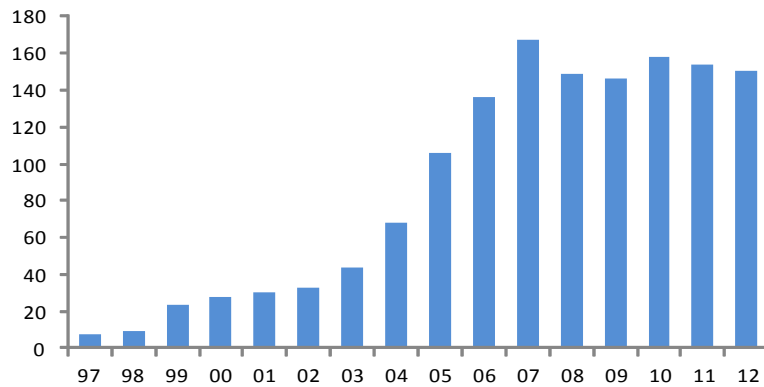
자료: 맥쿼리 연차보고서

□ FY2012 맥쿼리 그룹의 총자산(assets) 규모는 151억 호주달러로 2000년대 본격적 해외진출과 더불어 높은 성장률을 보여 왔음

- 1992년 총자산 규모 79억 달러에서 2008년 1,670억 호주달러로 이 기간 21배 증가
- 반면, 2008년 글로벌 금융위기로 인해 유동성 확보를 위한 일부 자산의 매각 및 가치 재평가로 인해 최근에는 총자산이 감소 추세

<그림 II-5> 맥쿼리 총자산(assets) 추이

(단위: 십억 호주달러)



자료: 맥쿼리 연차보고서

□ FY2012 맥쿼리 그룹의 운용자산(Asset Under Management: AUM) 규모는 3,470억 호주달러로 지난 20년간 40배 가량 증가

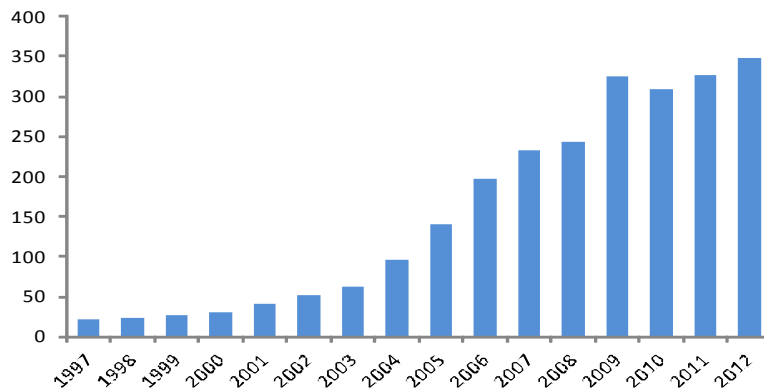
- 1992년 운용자산 규모는 8백만 호주달러, 1992년~2013년 사이 CAGR 20% 달성
- 특히, 2006년 운용자산은 1,400억 호주달러로 전년대비 45% 증가

36 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

- 2007~2008년 글로벌 금융위기로 인해 운용자산의 가치가 일부 하락했으나,
- 2009년에는 Delaware Investments의 인수로 큰 폭 증가

<그림 II-6> 맥쿼리 운용자산(AUM) 추이

(단위: 십억 호주달러)

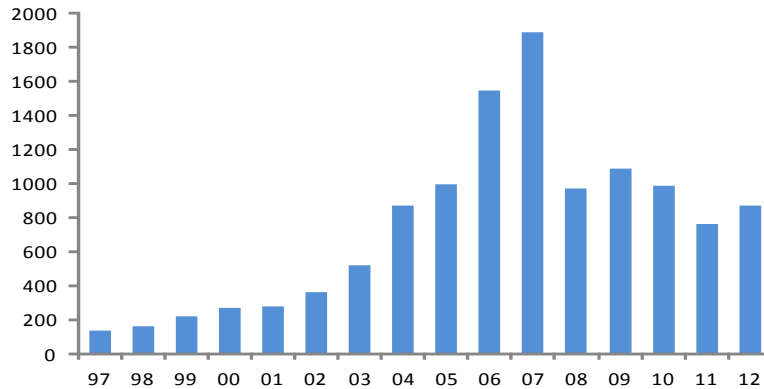


자료: 맥쿼리 연차보고서

- FY2012 맥쿼리 그룹의 순이익(profit after income tax)은 8.5억 호주달러로 지난 10년간 2.5배 이상 증가
 - 순이익 규모는 1998년 1.4억 호주달러에서 2007년 18억 호주달러로 역대 최고치를 기록
 - 글로벌 금융위기로 인해 2008년에는 8.7억 호주달러로 전년 대비 52% 감소했으며, 최근에는 비슷한 수준을 유지
 - 그럼에도 불구하고 맥쿼리 그룹의 순이익은 글로벌 투자은행 대비 양호한 수준이며 이는 맥쿼리 그룹의 균형된 사업 포트폴리오에 기인

<그림 II-7> 맥쿼리 그룹 순이익(profits) 추이

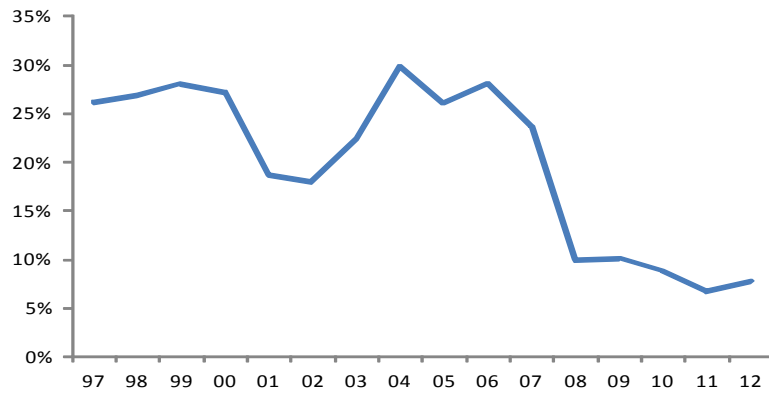
(단위: 백만 호주달러)



자료: 맥쿼리 연차보고서

- 자기자본이익률(ROE)은 글로벌 금융위기 이전 연평균 25%의 높은 수준을 달성, 2008년 이후에는 8% 미만으로 감소
 - 글로벌 금융위기로 맥쿼리 역시 수익성에 큰 타격을 입어 FY2011~FY2012 ROE는 연평균 7.8%로 하락, 과거 10년 연평균 ROE 25.1%에 비해 급감
 - 그러나 맥쿼리의 ROE는 글로벌 경쟁사들을 상회하는 수준으로 상대적으로 양호
 - 뱅크오브아메리카, 바클레이즈, 크레디트 스위스 등을 포함한 글로벌 경쟁사들의 FY2011~FY2012 연평균 ROE는 4.0%, 지난 10년간 ROE는 연평균 10% 수준

<그림 II-8> 맥쿼리 그룹 자기자본이익률(ROE) 추이



자료: 맥쿼리 연차보고서

III. 맥쿼리의 인프라펀드 사업모델

1. 인프라펀드의 구조
2. 인프라펀드 모델의 지속가능성
3. '맥쿼리 모델'에 대한 평가

III. 맥쿼리의 인프라펀드 사업모델

1. 인프라펀드의 구조

- 맥쿼리가 불과 10년 사이 어떻게 글로벌 투자은행 및 자산운용사로 발전했는지를 알기 위해서는 '맥쿼리 모델'로도 불리는 인프라펀드 사업모델의 이해가 필요
 - 인프라펀드는 자산운용 사업 측면뿐만 아니라 맥쿼리의 모든 사업 부문과 밀접한 관계를 가지고 있음
 - “맥쿼리의 접근 방식은 단순히 인프라자산의 운용에서만 수익을 내는 게 아니라 이와 관련된 모든 단계에서 수익을 낼 수 있다는 생각에서 비롯된다. 이 때문에 맥쿼리는 통상 월가 딜보다 3~4배의 수익을 창출할 수 있다.”¹⁰⁾

- 인프라펀드는 사모 및 공모를 통해 모집된 투자자금을 도로, 항만, 공항 등 인프라자산에 투자해 이로부터 발생하는 현금흐름을 해당 형식으로 투자자에게 제공하는 일종의 대체투자 자산운용
 - 표면적으로 인프라펀드는 일반투자자에게도 대형 프로젝트에 대한 투자기회를 제공하는 측면에서 리츠(REITs)와 유사성을 지니고 있음
 - 그러나 자세히 살펴볼 경우 상장된 인프라펀드는 사모펀드(PE)에 더 가깝다고 볼 수 있으며, 실제로 PE와 일부 자산매입에 있어 경쟁하는 관계

10) Way Up Down Under, Business Week, 2005 (OCT 10)

42 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

- 인프라펀드는 인프라자산의 장기 현금흐름 가치로부터 이익을 창출하기 때문에 자산을 장기 또는 영구 보유
 - PE의 경우 자산의 실제 소유자(owner)가 되며, 일정 기간(7년~10년) 이후 자산 매각을 통해 이익을 실현하는 모델임. 또한, PE의 자금조달은 제한된 소수의 투자자들로부터 이루어짐
 - 반면, 인프라펀드는 PE와 달리 인프라자산을 장기간 보유하면서 발생하는 현금흐름(예. 유료도로의 통행료)을 기반으로 투자자들에게 배당

- 인프라자산의 파이낸싱은 800%~900%의 높은 부채비율을 사용, 그러나 결합증권 형태로 구성된 인프라펀드의 특성상 인프라펀드에는 부채의 일부만 반영
 - 하나의 인프라펀드는 통상 2개 이상의 하위 신탁 및 페이퍼컴퍼니가 연결된 결합증권의 구조를 지니며, 각 하위 펀드는 다수의 인프라자산에 부분적 지분만을 투자
 - 통상 하위 신탁은 인프라자산에 대해 비지배적 수준의 지분만을 투자하기 때문에 인프라자산은 자회사가 아닌 투자로 인정¹¹⁾

- 인프라자산과 인프라펀드 간의 현금흐름이 일치하지 않으며, 인프라펀드의 배당은 다양한 파이낸싱 방법을 통해 투자자에게 제공
 - 인프라자산의 특성상 건설 초기에는 현금흐름이 없거나 제한적이고 안정적이지 못함

11) 이로 인해 인프라자산의 부채는 펀드의 부채로 잡히지 않고, 인프라자산 매입을 위해 높은 레버리지를 사용할 수 있음. 또한, 이러한 구조때문에 상장된 인프라펀드의 경우에도 개별 인프라자산만의 거래는 불가능

- 인프라펀드는 평탄한 배당 흐름을 제공해야 하기 때문에, 일부 기간에는 리파이낸싱, 미래현금흐름 구조화 및 매각 등으로 자금을 조달하여 이를 투자자 배당으로도 사용
 - 이 경우 일부 기간에는 인프라펀드 배당이 인프라자산의 잉여 현금흐름뿐만 아니라 수입(revenue)을 상회하는 경우가 발생

- 인프라펀드 가치사슬(value chain)에는 인프라자산을 발굴·매입하는 '자문사(advisor)'와 인프라펀드를 관리하는 '운용사(external manager)'가 있음
 - 자문사(advisor)는 인프라자산의 발굴, 실사 및 재무설계를 담당하고 특수목적회사(SPC) 설립을 통해 인프라자산을 매입
 - 자문사는 인프라자산을 장기간 소유하지 않고 인프라펀드에 매각, 이와 함께 자문, 파이낸싱 등 각종 투자은행(IB) 서비스에 대한 수수료를 받음
 - 인프라펀드의 관리는 운용사(external manager)가 담당하며, 운용계약에는 운용보수(management fee)와 성과보수(performance fee)가 포함됨
 - 운용보수는 인프라펀드 평가가치(enterprise value)에 비례, 1.25% 수준
 - 성과보수는 정해진 벤치마크¹²⁾ 대비 초과수익의 15%에 해당되는 수준

- 맥쿼리의 사업모델을 이해하기 위해 초창기 인프라펀드인 Infrastructure Trust of Australia Group(이하 ITA) 사업모델을 소개

12) 보통 벤치마크는 인프라자산이 해당되는 산업의 인덱스를 사용

44 맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점

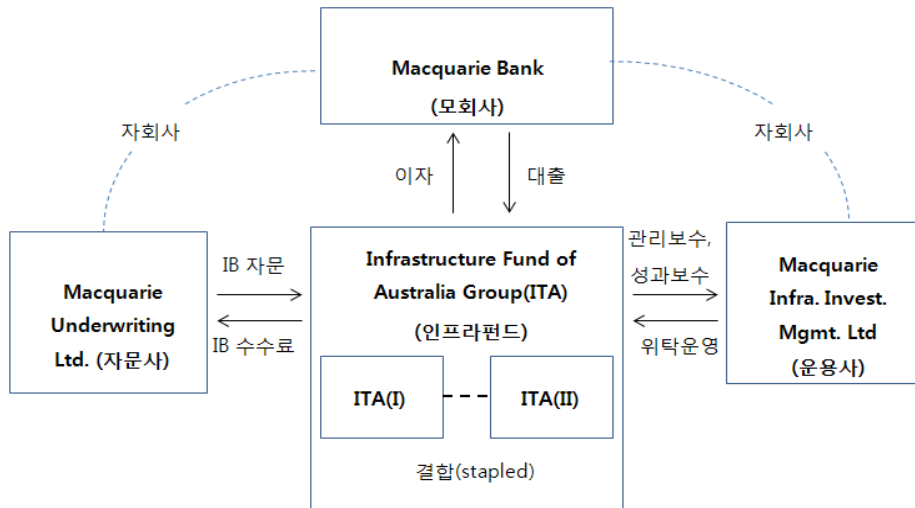
- ITA는 맥쿼리의 최초 상장(1996년 상장) 인프라펀드이며, 향후 맥쿼리가 발전시키는 인프라펀드 사업모델의 표본
- ITA는 두 개의 신탁회사, ITA(I)과 ITA(II)가 결합된(stapled) 형태로 구성
- 1999년 ITA는 현재 맥쿼리 그룹의 대표 인프라펀드인 Macquarie Infrastructure Group(MIG)로 명칭 변경¹³⁾

□ 맥쿼리는 ITA를 통해 단순히 인프라자산을 운용하는 게 아니라 여러 자회사 및 사업부문을 동원해 인프라자산의 발굴에서부터 사후관리까지 총체적인 가치사슬(value chain)을 영위

- Macquarie Bank의 자회사인 Macquarie Underwriting Ltd.(MU)는 ITA의 조성과 IPO를 주관하고 투자은행(IB) 업무 수수료를 취득
 - MU는 ITA가 매입하는 인프라자산에 관한 종합적인 투자은행(IB) 서비스를 제공하고 추가적으로 ITA가 상장할 때 IPO 주관 수수료를 받음
 - 이와 더불어 MU는 ITA의 인프라자산으로부터 발생하는 미래 현금흐름을 구조화하고 이를 시장에 매각하는 서비스도 제공
- Macquarie Bank의 또 다른 자회사인 Macquarie Infrastructure Investment Management Ltd.(MIIM)는 ITA의 운용사로 운용보수 및 성과보수를 받음
- Macquarie Bank는 또한 인프라자산 매입을 위한 일부 대출을 제공해주며 ITA를 통해 대출 이자 수입을 얻음

13) 본격적 해외진출에 따라 ITA 인프라 투자가 호주에 국한되지 않아 명칭 변경

<그림 III-1> 맥쿼리 인프라펀드 사업모델 예시



자료: Solomon(2009), 김창록(2008)

- 따라서 맥쿼리는 인프라펀드의 전체 가치사슬을 영위하면서 이익을 극대화할 뿐만 아니라 관련된 투자은행(IB) 및 자산관리(AM)에 대한 역량을 지속적으로 키워나갈 수 있음
 - 인프라자산의 발굴, 가치평가, 인수와 인프라펀드의 상장(IPO) 등 주요 투자은행(IB) 역량 축적
 - 인프라펀드의 미래 현금흐름을 구조화하고 판매하는 업무를 통해 구조화상품(structured products) 역량 강화
 - 맥쿼리 인프라펀드가 해외로 진출함에 따라 외환(currency), 헷징(hedging) 등 FICC 관련 역량 강화
 - 맥쿼리 금융서비스 부문은 인프라자산 매입 과정에서 일부 대출을 제공함에 따라 인프라펀드 자회사를 주요 고객으로 확보

2. 인프라펀드 모델의 지속가능성

- 인프라펀드 모델에 대한 회의가 없는 것은 아니며, 일각에서는 맥쿼리의 현재 사업방식이 지속가능한지에 대한 의문을 제기
 - ‘맥쿼리 모델’에 대한 의문이 보편적이지는 않으나, 미국 헤지펀드 매니저 짐 채노스(Jim Chanos), 전 라자드 파트너 에드워드 찬슬러(Edward Chancellor) 및 리스크메트릭스(RiskMetrics Group)에 의해 제기
 - 이들의 인프라펀드 사업모델에 대한 의구심은 크게 1) 재무적 관점에서의 지속가능성, 2) 지배구조적 측면에서의 이슈로 구분해 볼 수 있음

가. 재무구조의 문제

- 재무구조에 대한 문제제기는 대부분의 인프라자산이 높은 부채비율을 지니고 있으며, 이와 더불어 원금상환은 만기로 이루어져 있는 구조를 지니고 있어 시장위험(market risk) 노출도가 높다는 점
 - 대부분 인프라자산은 800%~900% 수준의 부채비율을 가지고 있으며, 부채 상환은 만기 이전에는 이자만 지불하는 백로디드(back-loaded) 구조를 지니고 있음
 - 반면, 인프라펀드는 여러 인프라자산의 소액지분만 보유하고 있어 이러한 부채 부담은 인프라펀드의 재무제표에 일부만 반영되기 때문에 투자자들의 인식이 미흡
 - 이러한 구조는 과거 고유동성 및 저금리 시기에는 문제가 되지 않지만, 거시적 환경 변화로 금리가 상승하고 리파이낸싱이 어려워지면 문제가 될 것이라는 지적

- 인프라자산과 인프라펀드 간의 현금흐름 불일치 또한 거시적 시장 환경의 변화에 따라 잠재적 문제가 될 수 있다는 지적
 - 인프라자산의 특성상, 특히 건설 단계에는 수입이 없고 비용만 있는 상황으로 인프라펀드의 배당을 제공하기 위한 현금흐름이 불충분
 - 인프라펀드 배당을 수평화하기 위해 사용되는 리파이낸싱, 자산 재평가, 미래현금 구조화 및 매각 등은 일종의 '부채를 갚기 위한 부채'
 - 이러한 방식의 배당 제공은 고금리, 유동성 결여 등의 거시적 환경으로 전환할 경우 지속가능성의 어려움이 있을 수 있음

나. 지배구조의 문제

- 인프라펀드 지배구조의 문제제기는 자문사와 인프라펀드 간의 캡티브(captive) 관계로 인한 인프라자산의 과잉평가
 - 자문사는 인프라자산 매입 후 짧은 기간 내에 같은 계열의 인프라펀드에 다시 인프라자산을 매각하기 때문에, 높은 가격에 인프라자산을 매입해도 큰 부담이 없음
 - 이와 함께, 자문사는 인프라펀드로부터 인프라자산의 가치, 즉 매각 가격에 비례한 투자은행 수수료를 받기 때문에, 오히려 인프라자산을 비싸게 매입할 유인이 있다고 지적
 - 또한, 일각에서는 이러한 캡티브 관계로 인해 자문사의 투자은행 수수료가 일반 딜의 수수료보다 높다고 주장하며, 이 비용은 결국 인프라펀드 투자자에게 귀속
- 인프라펀드 운용사 또한 캡티브한 관계를 가지기 때문에 인프라펀드 투자자에게 불리할 수 있다는 주장

- 운용사와 인프라펀드는 같은 모회사 산하 자회사이며, 이 때문에 운영사 선정이 경쟁적이지 않다는 주장
- 운용보수는 인프라자산의 현금흐름에 기반하지 않고 자산가치에 비례하기 때문에 인프라자산 가치의 평가 및 재평가를 부풀릴 유인이 있음
- 또한, 운용사에게 인프라펀드 이사회 상임이사 임명권이 있는 특별주 (special shares)가 부여되며, 일부 계약은 위탁운영 관계를 폐지할 경우에도 운용보수를 지불해야 하는 등 투자자에게 불리한 조항들이 있음

3. '맥쿼리 모델' 에 대한 평가

- '맥쿼리 모델'에 대한 일차적 의문은 거시적 환경변화 및 투자자의 인식 제고 상황에도 사업모델이 유지될 수 있는지에 대한 질문이며, 이에 대한 답은 긍정적인 것으로 평가됨
 - 물론 앞서 거론된 인프라펀드의 지배구조적 특징들이 인프라펀드 시장의 발전 초기에는 큰 문제가 될 수 있었으나, 인프라펀드 시장의 경쟁사 진출, 투자자들의 경험 및 인식 제고를 통해 상당부분 해소되었다고 볼 수 있음
 - 또한, 재무적 관점의 문제점들도 글로벌 금융위기 이후 인프라펀드 시장이 다소 침체되었으나, 이는 여타 투자자산의 경우도 마찬가지이며 앞서 제기된 수준의 붕괴는 나타나지 않고 있음

- 나아가, '맥쿼리 모델'에 대한 의문은 단순히 인프라펀드 운영 방식의 문제라기 보다는 맥쿼리의 인프라펀드 의존도가 너무 높지 않은가에 대한 의구심이며, 이는 과도한 우려로 판단

- 맥쿼리의 인프라펀드 의존도는 지속적으로 감소해왔으며, 투자은행(IB) 수수료 수입의 경우 과거 인프라펀드 관련 비중이 40%~50% 차지했으나 최근에는 20% 수준으로 감소¹⁴⁾
- 또한, 그동안 인프라펀드와 인접(adjacent)한 사업으로 진출함에 따라 사업 포트폴리오가 다각화
- 무엇보다, 글로벌 금융위기 속에서의 맥쿼리의 상대적 우수한 성과는 맥쿼리의 리스크관리 역량과 현재 사업모델의 지속가능성에 대한 긍정적 평가로 볼 수 있음

14) McLean(2007)

IV. 맥쿼리 그룹의 성공 요인

1. 투자은행(IB) 정체성
2. '틀 속의 자유(freedom within boundaries)'
3. 차별화와 틈새시장
4. 철저한 리스크관리
5. 유연한 사업 진출 및 철수

IV. 맥쿼리 그룹의 성공 요인

1. 투자은행(IB) 정체성

- 맥쿼리는 40여년간의 성장과정을 거치면서도 투자은행(IB)의 일관된 정체성을 유지
 - 맥쿼리의 핵심가치는 임직원이 기업가정신을 최대한 발휘할 수 있는 환경을 만들어주는 것이며, 이는 1969년 Hill Samuel Australia로 출범할 당시부터 형성된 조직 문화
 - 1984년 유니버설뱅크로 전환한 후에도 맥쿼리는 상업은행(CB)보다 투자은행의 정체성을 유지

- 일관된 정체성을 유지할 수 있었던 비결은 30년 이상 회사에 근속 근무하면서 맥쿼리의 문화를 발전시키고 전파시켜온 핵심 경영진
 - 데이비드 클라크는 Hill Samuel Australia의 창립멤버이자 사장 및 회장으로 46년간 재직하면서 맥쿼리의 전통을 지켜온 인물
 - 알란 모스는 맥쿼리에 31년간 재직, 15년간 사장직을 재임하면서 맥쿼리의 철저한 리스크관리 문화를 관철시키고, 맥쿼리의 '틀 속의 자유(freedom within boundaries)'를 완성한 인물
 - 니콜라스 무어는 29년간 맥쿼리에 몸담고 있으며, 맥쿼리의 인프라펀드 및 투자은행 부문을 이끌어온 장본인으로 2008년부터 맥쿼리 그룹 사장으로 재직

- 맥쿼리가 주로 유기적 성장(organic growth)을 통해 발전해왔다는 점도 장기간 일관된 문화가 유지될 수 있었던 이유
 - 맥쿼리는 인수·합병에 매우 조심스러워, 1999년 호주 뱅커스트러스트와 2004년 ING 아시아 사업부문 인수를 제외한 대형 인수합병 경우가 없음
 - 이 때문에 합병후통합(post merger integration) 과정에서 통상 발생할 수 있는 인수회사와 피인수회사 간의 문화적 충돌 문제로부터 자유로웠음

2. '틀 속의 자유(freedom within boundaries)'

- 맥쿼리의 문화는 '틀 속의 자유(freedom within boundaries)'로 표현되며, 이는 철저한 리스크관리 속에 자유로운 기업가정신의 발휘를 의미
 - '틀(boundary)'은 맥쿼리의 철저한 리스크관리를 의미
 - '자유(freedom)'는 개별 임직원에게 부여되는 높은 책임과 권한을 의미
 - 이러한 문화는 'core-satellite'로도 비유되며, 이는 리스크관리(core)의 궤도 내에서 여러 사업(satellite)들이 자유롭게 움직이는 이미지

- '틀 속의 자유'는 단순한 회사 철학이 아니라 맥쿼리의 조직 구조에도 반영
 - 맥쿼리는 회사의 규모가 커졌음에도 불구하고 임직원의 창의성과 기업가정신을 키우기 위해 여러 소규모 사업단위를 유지
 - 또한, 리스크관리, 재무관리 등의 기능들을 제외하고는 매우 수평적이고 분화된(decentralized) 조직구조

- 반면, 리스크관리그룹(Risk Management Group: RMG)은 독립적이고 최고경영자에게 직접 보고하는 체계

□ 또한, '틀 속의 자유'는 맥쿼리의 사업전략임

- 맥쿼리 경영진은 그룹 차원의 장기 전략이나 계획을 수립하지 않음
- 새로운 사업은 최고경영진 또는 전략부서에서 수립되어 개별 사업부서에 지시되는 top-down 방식이 아니라, 개별 사업부서 및 임직원이 자체 발굴하고 추진하는 bottom-up 방식

□ 나아가, '틀 속의 자유'는 맥쿼리의 운영방식임

- 신규사업 및 해외진출은 개별 사업부서 또는 임직원이 사업계획서를 준비하고 이를 경영진이 검토해서 승인하는 방식
- 승인된 사업은 리스크관리 부서를 거쳐 해당 사업이 전체 그룹의 리스크에 미치는 영향을 감안하여 자본을 배분
- 또한, 사업의 추진은 통상 그 사업 아이디어를 계획한 임직원이 직접 담당

□ 이와 더불어, '틀 속의 자유'는 맥쿼리의 성과보상체계임

- 맥쿼리는 임직원의 지속적인 사업 개발을 유인하기 위해 철저한 성과 위주의 보상체계를 활용
- 성공적 사업을 이끈 임직원에게는 그 사업으로 발생하는 수익의 높은 비중을 보상으로 제공, 이 때문에 맥쿼리는 '백만장자 공장 (millionaires factory)'이라는 별명을 얻음

- 맥쿼리 최고경영진은 호주에서 가장 높은 수준의 보수를 받는 것으로 유명하며, 알란 모스의 은퇴 전해인 2007년 연봉은 3,300만 호주달러(367억원), 투자은행부문 담당 니콜라스 무어의 연봉은 3,290만 호주달러(367억원)¹⁵⁾

3. 차별화와 틈새시장

□ 맥쿼리는 차별화된 사업모델과 및 완전경쟁을 피할 수 있는 틈새시장 공략을 추구

- 글로벌 플레이어들이 잠식하고 있는 해외시장에서 성공하기 위해서는 그들과는 차별화된 영역에서 사업해야 한다고 믿음
- 1980년대 차별화된 사업 없이 나선 해외진출이 미진한 성과를 거둔 경험에 교훈을 얻음
- 또한, 2000년대 들어 인프라펀드를 통한 차별화 전략의 대 성공은 이러한 믿음을 증명해주고 더욱 공고하게 만들어줌

□ 맥쿼리는 신규사업 및 해외진출에 대한 5개의 기본원칙이 있음

1) 인접성(adjacency): 신규 사업도 기존 사업과 일정 수준 연관성이 있어야 함

- 신규사업의 성공가능성을 높이기 위해 주로 기존 사업으로부터 파생되는 경우를 선호
- 특히, 기존 고객의 미충족 니즈(unmet needs)를 파악하여 맥쿼리가 가치를 제공할 수 있는 기회들을 탐색

15) Danny(2008)

- 2) **최적 인력 파견(send A-team):** 신규사업의 성공 가능성을 극대화할 수 있는 최우수 인력을 파견, 이는 주로 그 사업 아이디어를 개발한 임직원
 - 과거 A-team을 파견하지 않았던 경우의 실패에서 교훈을 얻음
 - 현지 상황을 가장 잘 알고 우수한 네트워크를 보유한 현지 인력을 최대한 활용
- 3) **독점성·배타성(exclusivity):** 남들이 다하는 분야의 사업은 기피하고, 완전경쟁으로부터 어느 정도의 보호가 있어야 함
 - 사업, 지역 또는 규제 측면에서 일정 수준의 진입장벽이 보장되는 시장
- 4) **역량 확보(competency):** 사업을 추진하기 위한 역량을 보유하고 있거나, 역량이 없을 경우 어렵지 않게 확보할 수 있어야 함
 - 매력적인 사업기회도 역량 확보가 어려운 경우 승인하지 않음
- 5) **지역적 분산(regional diversification):** 그룹의 리스크관리 차원에서 사업의 지역적 분산을 추구
 - 이미 기존 사업들이 집중되어 있는 지역 외의 새로운 사업을 추진할 경우 리스크의 분산효과를 반영하여 사업을 지원

4. 철저한 리스크관리

- 맥쿼리가 자유롭게 다양한 사업기회를 탐험할 수 있었던 이유는 철저한 리스크관리 시스템을 가지고 있기 때문
 - 맥쿼리의 리스크관리그룹(RMG)은 전사 차원의 종합 리스크를 주기적으로 산출 및 모니터링

- 리스크관리그룹은 5개 주요 리스크 측정: 신용(credit), 시장(market), 운영(operational), IT, 규제(regulatory), 평판(reputation)
 - 모든 사업의 위험기반 자본 배분은 리스크관리그룹(RGM)을 통해서 이루어짐
- 리스크의 직접적 관리는 개별 사업부문 및 해당 임직원이 책임지게 되어있음
- 리스크의 산출 및 할당은 본사에서 이루어지지만 해당 리스크의 관리는 사업부문의 책임
 - 이로 인해 모든 임직원들이 리스크관리에 관심을 가지고 그 중요성을 이해
- 리스크관리그룹(RGM)은 1984년 알란 모스가 직접 설립하고 담당하던 부서로, 알란 모스가 맥쿼리 은행 사장으로 재직할 당시 남다른 중요성을 부여
- 맥쿼리의 리스크관리가 철저하게 이루어진 것은 알란 모스가 리스크관리에 대한 높은 전문성을 보유하고 있었기 때문이기도 함
 - 이에 반해, 2008년 글로벌 금융위기는 많은 글로벌 플레이어들이 리스크관리 기능에 소홀하거나 올바른 커뮤니케이션 채널이 구축하지 않고 있다는 사실을 보여줌
 - “모스 사장은 리스크관리를 본인의 가장 중요한 임무로 생각한다고 한다. 그는 항상 시장이 하루에 40%까지 추락한다면 회사에 어떠한 영향을 미칠 것인지를 추정하고, 그런 참사가 발생하더라도 맥쿼리가 생존할 수 있도록 리스크를 관리한다고 한다.” (이코노미스트지 2005년 알란 모스와의 인터뷰¹⁶⁾)

16) London Calling: The heady climb of an unusual investment bank, *The Economist*, 2005 (Oct 13)

5. 유연한 사업 진출 및 철수

- 맥쿼리는 신규사업 및 해외진출 초기에는 사업의 규모를 한정하고, 성과에 따라 사업을 확대
 - 초기에는 사업 아이디어를 개발한 임직원을 포함한 소수의 인력만 투입되며, 사업의 리스크가 높은 관계로 제한된 자본만 할당
 - 사업의 성과가 나타나기 시작하면 그만큼 불확실성이 줄어들어 보다 많은 양의 자본을 투여

- 반면, 사업의 성과가 부진할 경우 빠르게 철수하여 손실의 규모를 제한
 - 일정 기간 이후에도 성과가 미진한 사업에 대해서는 과감하게 철수, 이는 초기 투자자본이 제한적이므로 철수로 인한 부담이 적기 때문이기도 함
 - 또한, 사업 추진이 bottom-up 방식으로 이루어져 본사 또는 특정 경영진의 개인적 이해관계 때문에 사업 철수를 망설이는 경우를 방지

- 맥쿼리가 인수·합병에 보수적인 면도 유연한 사업의 진출 및 철수가 가능케 함
 - 신규사업 및 해외진출에 있어 맥쿼리는 전략적 제휴 또는 합작투자 방식을 선호하기 때문에 초기 투자를 최소화
 - 따라서 투자비용이 높은 사업에 대한 철수를 꺼리게 되는 매몰비용(sunk cost) 딜레마로부터 자유로움

□ 실패에 대한 관대함 또한 신속한 사업 철수가 가능한 이유

- 지속적인 사업 발굴을 장려하기 위해 맥쿼리는 실패한 사업에 대해 해당 임직원에게 불이익이 주지 않음
- 맥쿼리는 '실패의 교훈'의 중요성을 인정하는 문화를 가지고 있음
- “맥쿼리 경영의 핵심은 직원들에게 항상 새로운 사업 아이디어를 발굴하게 하고, 괜찮은 아이디어는 적극 지원하고 성공적이면 큰 보너스를 지급하는 것이다. 또 하나의 중요한 점은 실패의 경우 손실을 제한시키는 것이다. 이렇듯 맥쿼리는 리스크가 높은 대규모 인수를 통해 사업을 확장시키기 보다는 직원들의 혁신과 새로운 기회 발굴을 통해 성장하고자 한다. 이러한 점이 맥쿼리가 성공한 이유로 생각한다.” (알란 모스, 이코노미스트지 2008년 인터뷰¹⁷⁾)

17) For Whom the Toll Swell, *The Economist*, 2008 (April 10)

V. 시사점

V. 시사점

- 호주시장에서만 주로 활동하던 맥쿼리가 10년 안팎의 해외진출을 통해 글로벌 플레이어로 도약한 사례는 해외진출을 도모하는 국내 금융투자회사에 많은 시사점을 제시
 - 1969년 설립된 맥쿼리는 이후 30년간 성장과정을 거쳐 호주의 독보적 투자은행으로 발전했으나 1990년대 말까지만 하더라도 해외 수익 비중 및 글로벌 무대에서의 위상은 미미한 수준이었음
 - 1999년 인프라펀드 통해 본격적인 해외진출에 나선 맥쿼리는 2005년부터 해외수익이 호주 국내 수익을 상회하게 됨
 - 특히, 맥쿼리의 성공적 해외진출이 대형 인수·합병이 아닌 주로 유기적 성장을 통해 이루어졌다는 점은 자본력의 한계를 가지고 있는 국내 금융투자회사 입장에서 관심을 가질만함

- 맥쿼리 사례는 해외시장에서 경쟁하기 위해서는 차별화된 사업모델을 우선적으로 찾아야 함을 보여주고 있음
 - 맥쿼리는 인프라펀드라는 차별화된 사업모델로 해외진출에 성공하였으며, 이후에도 인프라펀드와 연계된 틈새시장을 지속적으로 발굴하여 성장을 유지
 - 맥쿼리는 지리적, 제도적, 경험적, 문화적 측면 등 다양한 각도에서 비교우위를 가질 수 있는 새로운 사업 분야를 모색
 - 국내 금융투자회사들 또한 글로벌 투자은행의 단순한 벤치마킹 방식을 벗어나, 자사의 차별화된 역량을 다각도에서 찾아볼 필요가 있음

- 맥쿼리 사례는 또한 해외진출에 있어 실패의 교훈과 인내심의 중요성을 보여주기도 함
 - 1980년대 1차 해외진출의 미흡한 성과는 당시 맥쿼리가 가지고 있던 역량의 한계를 보여주는 계기였으며, 맥쿼리는 이 경험을 통해 내부적 위기의식을 고취시키고 해외시장에서 경쟁하기 위해서는 차별화된 사업전략이 필요함을 인식하게 됨
 - 결과적으로 초기 해외진출의 실패 경험은 인프라펀드라는 새로운 사업기회의 발굴과 15년 후 성공적인 2차 해외진출의 발판이 됨
 - 국내 금융투자회사 또한 해외진출에 있어 장기적인 안목과 인내심을 가지고 접근하고, 실패의 교훈을 축적하고 생산적으로 활용할 수 있는 시스템을 개발할 필요가 있음

- 40여년의 변천과정 속에서도 맥쿼리는 투자은행으로서의 명확한 정체성을 잃지 않았으며, 이는 맥쿼리가 글로벌 무대에서 성공할 수 있었던 중요한 요인
 - 1984년 상업은행 인가를 획득하고 유니버설뱅크로 전환한 후에도 맥쿼리는 투자은행업무에 주력하면서 도전적이고 신속한 의사결정의 투자은행 문화를 유지
 - 반면, 금융지주회사 산하 다수의 국내 금융투자회사의 경우 상업은행과 투자은행 문화가 혼재되어있어 위험감수(risk taking) 및 신속한 의사결정에 있어 장애요인으로 작용하는 문제를 해결해야 할 필요
 - 또한, 맥쿼리의 기업문화가 글로벌 투자은행의 표준과 큰 차이가 없다는 점도 해외에서 우수한 인재를 영입할 수 있는 중요한 요인으로, 국내 금융투자회사도 해외진출에 앞서 글로벌 시장에서 통용되는 조직 구조, 인사 정책, 성과보상 시스템 등의 준비가 필요

- 맥쿼리가 장기적으로 일관된 정체성과 문화를 유지하고 꾸준한 해외 진출 노력을 해올 수 있었던 배경에는 30~40년 근속근무해 온 핵심 최고경영진이 있었으며, 이는 국내 금융투자회사 최고경영진의 잦은 교체와 대조되는 모습
 - 데이비드 클라크, 알란 모스, 니콜라스 무어 등 역대 맥쿼리 CEO 들은 내부적으로 전문성을 검증받고, 뚜렷한 승계계획에 따라 공백 없이 CEO 자리를 차례대로 이어왔음
 - 특히, 이들은 40여 년간 맥쿼리에 재직하면서 회사의 각종 우여곡절을 경험하고 회사에 대한 남다른 애사심과 인내심을 키우면서 맥쿼리의 발전에 기여한 주요 인물들로 평가됨
 - 이와 대조적으로 국내 금융투자회사 최고경영진의 불필요한 잦은 교체는 해외진출에 대한 단기적 시각과 소극적 태도를 유발하는 장애요인으로 작용

- 무엇보다 맥쿼리는 공정하고 자율적인 경쟁 환경을 통한 새로운 사업의 개발과 금융산업의 발전 가능성을 증명하는 사례로 볼 수 있음
 - 1980년대 호주의 금융개혁, 1990년대 사회간접자본시설 민영화 및 퇴직연금제도(Superannuation) 개혁이 인프라펀드의 개발의 토대를 마련해준 것은 사실이지만, 특정 금융회사 또는 금융상품의 발전이 호주 금융당국의 목표는 아님
 - 맥쿼리의 인프라펀드 개발과 이를 통한 글로벌 플레이어로의 도약은 치열한 경쟁 환경 속에서 생존을 위한 필사적인 노력의 결과물이며, 그 뒷면에는 새로운 사업모델로 전환하지 못하고 도산한 수많은 호주의 금융회사들이 있음
 - 국내 금융정책 또한 금융투자회사에게 답을 구해주기 보다는 금융투자회사가 자율적으로 답을 찾을 수 있는 공정한 경쟁 환경을 마련해줄 필요가 있음

참고문헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

김창록, 2008, 『Investment Banking, 상식의 진화, 금융인의 해안』, 교보문고.

서병호, 2011, 맥쿼리 그룹의 성장과정과 전략적 시사점, 한국금융연구원 『금융 CEO 에센스』.

이희진, 2012, 『맥쿼리 코리아 사례연구』

<해외문헌>

Davis, Kevin, 2012, Stapled Securities: Antipodean Anomaly or Adaptable Innovation?, 2013 Financial Markets & Corporate Governance Conference presentation.

Haigh, Gideon, Who's Afraid of Macquarie Bank?, The Monthly, 2007 (July).

Jefferis, Chris. and Stilwell, Frank, 2006, Private Finance for Public Infrastructure: The Case of Macquarie Bank, *Journal of Australian Political Economy*, No. 58.

John, Danny, Macquarie shares slump after CEO departure, The Sydney Morning Herald, 2008 (February 6).

Koons, Cynthia, Macquarie Struggles with Focus, Wall Street Journal Asia, 2011 (July 5).

McLean, Bethany, Would you buy a bridge from this man?, CNNMoney.com, 2007 (October 2).

RiskMetrics Group, 2008, *Infrastructure Funds: Managing, Financing and Accounting, In Whose Interests?*

Robinson, Gwen, Macquarie eyes US expansion, Financial Times, 2010 (March 11).

Solomon, Lewis, D., 2009, *The Promise and Perils of Infrastructure Privatization: The Macquarie Model*, Palgrave Macmillan.

Westpac Banking Corporation, 2010, *Impact of Deregulation on the Australian Financial System*.

<웹사이트>

CNNMoney.com	http://www.cnnmoney.com/
Economist	http://www.economist.com/
Financial Times	http://ft.com/
The Epoch Times	http://www.theepochtimes.com/
The Monthly	http://www.themonthly.com/
The Sydney Morning Herald	http://www.smh.com.au/
Wall Street Journal Asia	http://www.wsj-asia.com/