



KCMI

Korea Capital
Market Institute

미국 증권회사의 특화·전문화 전략:
부티크IB 사례 중심으로

최순영

최순영 (Soon Young Choi)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Financial Services Industry
- Investment Banking
- Wealth Management

미국 증권회사의 특화·전문화 전략: 부티크IB 사례 중심으로

2015. 5.

연구위원

최 순 영



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

국내 증권산업은 경쟁구도의 변화가 절실한 시점에 도달해 있다. 여전히 국내 증권사들은 규모와 상관없이 위탁매매 사업에 의존하는 천편 일률적인 사업구조를 가지고 있으며, 이로 인해 증권사간의 차별화는 물론 과잉 경쟁으로 인한 수익성 악화의 늪에서 벗어나지 못하고 있는 현실이다. 또한, 이러한 다양성의 부재는 국내 증권산업의 발전을 저해하는 요인으로 작용하고 있으며, 급격히 변화하는 국내 경제 및 자본시장 환경에 걸맞은 새로운 역할의 증권사 출현을 방해하고 있다.

이러한 상황을 타개하기 위해 오랜 기간 제시되어온 해결책 중 하나는 특화·전문화된 증권사의 활성화다. 다양한 증권사들이 고유의 전문성을 가지고 각자 차별화된 시장과 사업모델을 가지고 활동하게 될 경우 지금의 출혈경쟁을 탈피하고 시장의 저변을 확대할 뿐만 아니라 한국 경제의 재도약을 지원해주는 증권산업의 가치를 제고할 수 있을 것으로 기대된다. 그러나 아직까지 국내에서 진정하게 특화·전문화된 증권사를 찾아보기는 어려운 현실이다.

국내의 상황과는 달리 미국 시장의 경우 대형 투자은행과 부티크IB가 성공적으로 공존하는 구도를 가지고 있다. 미국의 부티크IB는 대형 투자은행과는 서로 다른 사업모델 및 고객층을 대상으로 활발하게 활동하고 있으며, 미국 경제와 기업의 균형된 발전에도 크게 기여하고 있다. 특히, 미국의 부티크IB는 벤처회사 및 중소기업 고객을 대상으로 자문을 비롯한 다양한 투자은행 서비스를 제공해줌으로써 대형 투자은행이 취급하지 않는 시장에서 중요한 역할을 하고 있다.

본 보고서는 미국 부티크IB의 출현 및 활성화 배경을 살펴보고, 부티크IB가 가진 특징과 사업모델을 분석해보자 한다. 부티크IB가 출현하고

활성화된 배경에는 미국 시장에서의 외생적인 환경변화와 특유의 시장 구조가 있어 단순히 부티크IB의 사업모델을 모방하여 국내 증권사에 적용할 수는 없는 측면이 있다. 그러나 대형 투자은행에 비해 부티크IB가 가진 차별화된 전문성과 고객에 대한 가치 제공은 향후 국내 경제 및 금융산업의 변화에 따른 증권사의 역할과 모습에 비추어볼 때 의미 있는 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

끝으로 본 보고서의 작성을 위해 노고를 아끼지 않은 최순영 연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한, 지정 논평을 맡아주신 본 연구원의 노희진 선임연구위원, 사내 세미나에 유익한 논평을 해 주신 여러 연구위원들에게도 감사드린다. 그리고 원고 정리에 수고를 아끼지 않은 윤지아 선임연구위원, 김규림 선임연구위원, 이수련 연구조원에게 감사를 전한다. 마지막으로 이 보고서의 모든 내용은 연구진 개인의 의견이며 자본시장 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2015년 5월

자본시장연구원

원장 신인석

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xii
I. 서론	3
II. 미국 부테크IB 현황	7
1. 부테크IB의 정의 및 특징	7
2. 부테크IB의 사업모델	14
III. 미국 부테크IB의 발전 과정	27
1. 부테크IB의 태동기	27
2. 부테크IB의 본격적 출현	31
3. 부테크IB의 격변기	35
IV. 주요 부테크IB 사례	45
1. Lazard	45
2. Greenhill & Co.	53
3. Evercore	59
4. Stifel Financial	66
5. Jefferies	72
6. Piper Jaffray	78

7. JMP Group	84
8. FBR & Co.	89
V. 결론 및 시사점	99
참고문헌	107

표 목 차

<표 II-1> 미국 분류별 주요 투자은행	8
<표 II-2> FINRA 및 NYSE 등록 회사 수 추이	9
<표 II-3> NYSE 회원사 총 수익 및 순위별 비중	9
<표 II-4> NYSE 회원사 총 자산 및 순위별 비중	10
<표 II-5> 부티크IB의 주요 업무	15
<표 II-6> 분류별 부티크IB	20
<표 IV-1> Lazard의 재무정보	50
<표 IV-2> Greenhill & Co.의 재무정보	57
<표 IV-3> Evercore의 재무정보	64
<표 IV-4> Stifel Financial의 재무정보	70
<표 IV-5> Jefferies의 재무정보	76
<표 IV-6> Piper Jaffray의 재무정보	82
<표 IV-7> JMP Group의 재무정보	87
<표 IV-8> FBR & Co.의 재무정보	94

그림 목 차

<그림 II-1> 미국 및 한국 증권사의 자기자본 규모	11
<그림 IV-1> Lazard의 수익구조	51
<그림 IV-2> Lazard 투자은행부문의 지역별 수익 비중	52
<그림 IV-3> Lazard 자산관리부문의 지역별 수익 비중	52
<그림 IV-4> Greenhill & Co.의 수익구조	58
<그림 IV-5> Evercore의 수익구조	65
<그림 IV-6> Stifel Financial의 수익구조	71
<그림 IV-7> Jefferies Group의 수익구조	77
<그림 IV-8> Piper Jaffray의 수익구조	83
<그림 IV-9> JMP Group의 수익구조	88
<그림 IV-10> FBR & Co.의 수익구조	95

약어 표

AUM	Asset Under Management
CDO	Collateralized Debt Obligation
CLO	Collateralized Loan Obligation
FBR	Freedman, Billings, Ramsey
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FRB	Federal Reserve Board
GAO	Government Accountability Office
GCP	Greenhill Capital Partners
GLB	Gramm-Leach-Bliley Act
GP	General Partner
IB	Investment Bank
IDS	Investor Diversified Services
IFA	Independent Financial Advisor
IPO	Initial Public Offering
JLC	Johnston, Lemon & Co.
KBW	Keefe, Bruyette & Woods
KKR	Kohlberg, Kravis & Roberts
LAM	Lazard Asset Management
LBO	Leveraged Buyout

약어 표

LMWW	Legg Mason Wood Walker
LP	Limited Partner
MBS	Mortgage Backed Securities
MLP	Master Limited Partnership
M&A	Merger & Acquisition
NYSE	New York Stock Exchange
PE	Private Equity
S&L	Savings & Loans

《 Executive Summary 》

국내 증권산업의 발전을 위한 특화·전문화 증권사의 출현 및 활성화는 오랜 기간 풀지 못하고 있는 과제다. 국내 상황과는 달리 미국의 경우 종합서비스 사업모델의 대형 투자은행과 함께 다양한 특화·전문화 부티크IB가 활발하게 활동하고 있다. 이 보고서는 미국 부티크IB의 발전 과정과 함께 이들의 사업모델 및 차별화 요인을 분석하여 국내 증권산업에 대한 시사점을 찾아본다.

미국 부티크IB 출현의 토대는 1970년대 미국 투자은행업계의 구조적인 변화로부터 마련되었다. IT기술의 발전, 규제완화 등의 요인으로 인해 유가증권 인수 수익기반이 빠르게 악화되기 시작하자 주요 투자은행들은 대형화 및 사업다각화로 대응했다. 이 과정에서 트레이딩과 투자은행 사업부문 간의 불균형이 심화되기 시작하고, 사업다각화의 일환으로 M&A 자문이 새로운 사업으로 발전하면서 미래 부티크IB 설립자들이 경험과 평판을 쌓을 수 있는 기회를 제공해주었다.

1980년대 역대 최대 머저웨이브(merger wave)가 형성되면서 M&A 자문시장은 폭발적으로 늘어났다. 당시 머저웨이브는 대형 투자은행이 대상으로 하는 Fortune 500대 기업뿐만 아니라 일명 '미들마켓(middle-market)'으로 불리는 중소기업시장에서도 활발하게 이루어졌다. 대형 투자은행의 변모로 소외되고 회의를 느꼈던 투자은행 부문의 우수 인재들이 충분한 수요기반이 마련됨에 따라 대형 투자은행을 떠나 부티크IB를 설립하면서 미국 시장에서 부티크IB 산업이 본격적으로 형성되었다.

미국 시장에서 부티크IB와 대형 투자은행이 공존할 수 있는 이유는 서로 다른 사업모델과 시장에서 경쟁하기 때문이다.

첫째, 부테크IB는 고객에게 차별화된 자문 서비스를 제공한다. 특히, 대형 투자은행에서 오랜 기간 축적한 경험과 네트워크를 보유한 부테크IB 파트너에 대한 접근성과 전문성이 부테크IB의 경쟁력이다.

둘째, 대부분의 부테크IB는 대형 투자은행과는 차별화된 고객층을 공략한다. 부테크IB의 주요 고객층은 중소기업으로 Fortune 500대 기업을 대상으로 하는 대형 투자은행과 고객층이 겹치지 않는다. 미국의 경우 충분한 미들마켓이 존재한다는 점이 부테크IB가 활동할 수 있는 이유이기도 하다.

셋째, 모든 주요 산업을 다루는 대형 투자은행과 달리 부테크IB는 특정 산업을 선택하여 집중하고, 해당 산업에 있어서는 대형 투자은행 못지않은 전문성을 보유하고 있다. 또한, 동일한 산업에 있어서도 부테크IB는 대형 투자은행이 다루지 않는 세그먼트, 특히 중소형주에 집중하면서 차별화한다. 따라서 대형 투자은행과 부테크IB는 산업의 커버리지를 완성시켜주는 상호보완적 역할을 하기도 한다.

부테크IB는 금융산업과 더불어 미국 경제 발전에 중요한 역할을 수행한다. 우선, 부테크IB는 미국 경제의 중추적 역할을 하는 중소기업의 투자은행업무 수요를 충족해준다. 또한, 부테크IB는 대형 투자은행에 대한 견제 역할을 해준다. 2000년대 엔론(Enron) 사태 및 2008년 글로벌 금융위기는 대형 투자은행의 도덕적해이(moral hazard) 문제를 극명하게 보여주는 계기였다. 부테크IB는 복잡한 사업구조로부터 비롯되는 이해상충 문제로부터 자유롭고, 이에 따른 독립적이고 객관적인 자문을 주요 가치로 내세운다. 최근 주주 등 미국 기업의 주요 이해관계자들은 부테크IB의 독립성에 대한 가치를 인정하고 기업의 중요한 의사결정에 있어서 대형 투자은행과 함께 부테크IB를 참여시키는 경우가 늘어나고 있다.

미국의 부테크IB 사례는 금융산업의 완성도와 건전한 발전을 위해 다양한 역할과 사업모델을 가진 금융회사의 필요성을 보여준다. 그러나 미국과 한국 시장의 환경 차이를 감안할 경우 미국 부테크IB를 단순히 모방한 특화·전문화 사업모델이 국내 상황에 적합하다고 볼 수는 없다. 국내 증권산업에 대한 시사점은 미국의 대형 투자은행과 부테크IB가 공존할 수 있는 요인에서 찾아봐야 한다.

첫째, 국내에서도 대형 증권사와 중소형 증권사 간의 이원화된 시장구조가 필요하다. 이를 위해서는 중소형 증권사의 국내 미들마켓의 개척도 필요하지만, 대형 증권사의 역량 강화를 통해 글로벌사들이 잠식하고 있는 국내 투자은행시장을 탈환해야 중소형과 대형 증권사 간의 차별화된 수요 기반이 마련될 수 있다. 둘째, 국내 대형사와 중소형사는 서로 다른 역량에 기반해 사업을 발전시켜야 한다. 대형사는 자본력을 활용하고, 중소형사는 인적자원을 중심으로 하는 사업을 키워나가야 한다. 셋째, 한국 경제가 성숙단계에 진입하면서 증가하는 한계기업의 구조조정 및 신성장동력 확보를 위한 벤처 및 중소기업 육성에 있어 중소형 증권사가 새로운 사업기회와 역할을 찾아야 한다.

무엇보다 장기적인 안목과 인내심이 필요하다. 미국 투자은행산업은 변화가 없던 오랜 기간을 거친 이후 적절한 시장 환경이 마련되면서 부테크IB가 출현하고 활성화되었다. 한국 경제의 구조적인 저성장 기조 진입은 향후 특화·전문화 증권사의 필요성을 증가시킬 것으로 예상되며, 국내 증권사는 이러한 환경변화를 직시하고 사업모델의 변화를 준비해야 할 시점이다.

« **Abstract** »

US Boutique Investment Banks' Specialization Strategy

This report looks at the background and development of US boutique investment banks. The US investment banking industry is characterized by the co-existence of large, global investment banks along with specialized boutique investment banks, who compete in separate markets for the most part, but also compete directly with each other in some instances.

Boutique investment banks comprise an important part of the US investment banking industry as well as contribute to the growth of the economy by providing investment banking services to small and medium sized enterprises, or the so called 'middle-market' corporations. Boutique investment banks, who are advise based and relationship driven, also provide an alternative to large, full-service investment banks who have over time become capital-driven businesses. Also, continued instances of moral hazard problems of the full service banking model highlight the value of boutique investment banks' simpler business model and independence.

The emergence of boutique investment banks in the US is closely related to both the change in the regulatory as well as other market environment factors, along with the change in culture and business models of large investment banks. The most significant and influential factor that created a market for advice

driven boutique investment banks was the merger wave of the 1980s, the largest ever in history at that time. The sufficiency of demand for merger advice, particularly among small-to-medium sized firms provided the needed market for boutique investment banks to flourish. But, also, the regulatory changes and advancement in IT that drove large investment banks towards a capital-driven business model, and a shift in culture within the banks, provided the impetus for talent within the investment banking units to go off and start their own boutique investment banks.

Boutique investment banks have carved out a market, where mostly they avoid direct competition with large investment banks. They do this by focusing on low-capital, advice driven business, serving the 'middle-market' customer segments and while concentrating on a limited number of core industries. Thus, US boutique investment banks have developed a successful segmentation strategy.

By looking at the factors of development and particulars of the business models of US boutique investment banks, implications for the industry structure and specialization strategy for Korean securities companies are provided.

I. 서론

I. 서론

국내 증권산업은 어려운 상황에 처해 있다. 위탁매매 의존도가 높은 사업구조를 가진 국내 증권회사들은 지난 수년간 이익의 정체와 수익성 하락의 늪에서 벗어나지 못하고 있다. 이러한 어려움의 배경에는 개인 투자자들의 지속적인 주식거래 감소, 증권회사의 천편일률적인 사업모델, 그리고 이에 따른 과잉 경쟁이 존재한다. 따라서 현재 국내 증권사들의 사업모델 전환을 통한 증권산업의 경쟁구도 변화가 이루어지지 않는다면 현재의 상황은 더욱 악화될 가능성이 높다.

국내 증권산업의 문제점에 대한 해결책으로 자주 제시되는 처방은 중소형 증권사를 중심으로 한 특화·전문화다. 그러나 특화·전문화의 필요성에 대한 인식과 이를 유도하기 위한 다양한 노력에도 불구하고 아직까지 국내에서 의미 있는 수준의 특화·전문화 증권사들이 출현했다고 보기는 힘들다. 1990년대 초반 등장한 온라인 증권사를 제외하고는 다른 유형의 특화·전문화 증권사를 아직까지 찾아보기는 어렵다. 그리고 국내 위탁매매 시장의 지속적인 감소로 인해 최근 국내 온라인 증권사들도 사업 다각화를 위해 여타 사업부문을 강화하는 추세다.

이러한 국내 상황과는 대조적으로 금융산업이 가장 발달된 미국시장의 경우 국내 증권사와 유사한 종합서비스(full-service) 투자은행과 더불어 다양한 특화·전문화 금융회사들이 활발하게 활동하고 있다. 미국의 특화·전문화 금융회사에는 위탁매매 전문 할인업자(discount broker), 프라이빗에쿼티(private equity), 헤지펀드(hedge fund), 부티크 IB(boutique investment bank) 등 다양한 유형들이 있다. 이들 금융회사는 특정 업무와 더불어 특정 산업, 지역 및 고객층에 집중하는 형태의 특화·전문화를 취하고 있다.

4 미국 증권회사의 특화·전문화 전략

미국의 다양한 특화·전문화 금융회사 중에서 본 보고서는 부테크IB를 소개하고자 한다. 여기에는 두 가지 이유가 있다. 첫째, 국내 증권사의 구조적인 문제점을 해결하는데 있어 위탁매매 외의 사업모델의 발전이 필요하며, 특히 투자은행업무(investment banking) 분야가 하나의 중요한 축이 되어야 할 것이다. M&A 자문, 기업구조조정 등 투자은행업무를 중심으로 하는 미국 부테크IB에 대한 이해는 국내 증권회사에게 시사점을 줄 수 있을 것으로 생각된다. 둘째, 할인업자, 프라이빗에쿼티, 헤지펀드 등 앞서 소개한 다른 유형의 특화·전문화 금융회사에 대해서는 이미 국내에서도 상당히 많은 자료가 있는 반면 미국 부테크IB에 대한 조사나 문헌은 접하기 쉽지가 않다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. II장에서는 부테크IB의 개념과 함께 부테크IB의 사업모델을 소개한다. III장에서는 미국 부테크IB가 출현 및 활성화된 배경을 추적해보고 IV장에서는 미국의 주요 부테크IB의 사례를 정리한다. V장에서는 미국 부테크IB의 사례를 통한 국내 증권사의 특화·전문화 전략에 대한 시사점을 제시한다.

II. 미국 부티크IB 현황

1. 부티크IB의 정의 및 특징
2. 부티크IB의 사업모델

II. 미국 부티크IB 현황

1. 부티크IB의 정의 및 특징

가. 부티크IB의 규모

부티크IB(boutique investment bank)에 대한 일관된 정의는 없으나, 일반적으로 제한된 규모와 사업범위를 가진 일종의 특화·전문화 투자은행을 의미하며, 여기서 규모와 사업범위는 상대적인 개념으로 그 비교 대상은 종합서비스(full-service)를 영위하는 대형 투자은행으로 볼 수 있다. 다음으로는 부티크IB의 각각의 측면에 대해서 살펴본다.

미국 금융시장에서 대형 투자은행으로 분류할 수 있는 금융회사는 20~25개 정도가 있으며, 이 중 시장에서 위상이 가장 높은 8~10개사는 벌지브래킷(bulge bracket) 투자은행으로 분류된다. 벌지브래킷 투자은행에는 Goldman Sachs, Morgan Stanley와 같은 글로벌 투자은행들이 있으며, 이들의 영업범위는 미국 전역뿐만 아니라 세계 주요 시장을 포함한다. 벌지브래킷 다음으로는 BNP Paribas, Nomura 등 10~15개 금융회사들이 대형 투자은행에 속하며, 이들의 경우 종합서비스 사업모델을 가지고 있지만 미국에서는 대도시 중심으로만 사업을 영위하며 대부분의 경우 미국 시장에 진출한 유럽 및 일본계 금융회사들이다. 부티크IB는 대형 투자은행에 속하지 않는 나머지 투자은행을 통칭하는 개념이며, Evercore Partners, Greenhill & Co. 등 미국 시장에서는 수백에서 수천 개의 부티크IB들이 있다.¹⁾

1) 대부분 부티크IB의 경우 비상장, 파트너십 형태로 운영되고 있어 공시의무가 제한적이다. 이 때문에 미국 부티크IB의 정확한 규모나 숫자를 파악하는데 있어서 어려움이 있다.

<표 II-1> 미국 분류별 주요 투자은행

대형 종합서비스 투자은행 별지브래킷		부티크IB
<ul style="list-style-type: none"> • Bank of America • Barclays • Citigroup • Credit Suisse • Deutsche Bank • Goldman Sachs • J.P. Morgan • Morgan Stanley • UBS 	<ul style="list-style-type: none"> • BNP Paribas • CIBC • HSBC • Macquarie • Mizuho • MUFG • Nomura • RBS • Societe Generale • Standard Chartered • Sumimoto Mitsui • Wells Fargo 	<ul style="list-style-type: none"> • Broadpoint Gleacher • Evercore Partners • Greenhill & Co. • Houlihan Lokey • Jefferies • Keefe, Bruyette & Woods • Lazard • Moelis & Co. • Perella Weinberg • Rothschild • William Blair

자료: Stowell(2010)에서 재인용

대형 투자은행과 부티크IB는 인력, 수익, 자산 등 규모적인 측면에서 절대적인 차이를 보이고 있다. 2012년 현재 미국 증권산업의 자율규제기구인 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)에 브로커-딜러(broker-dealer) 인가를 받고 등록되어 있는 회사 수는 4,289개에 달하며, 이 중에는 임직원 32,400명의 Goldman Sachs와 같은 별지브래킷 투자은행부터 임직원 1명의 Paul J. Taubman과 같은 초소형 부티크IB 등 다양한 분류가 포함되어 있다.

FINRA 등록 브로커-딜러에 속하면서 시장의 위상이 높은 증권사로는 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE) 회원사들이 있다. 2012년 현재 NYSE 회원 증권사 수는 190개에 달한다.2)

2) SIFMA(2013)

<표 II-2> FINRA 및 NYSE 등록 회사 수 추이

(단위: 개)

	1990	1995	2000	2005	2010	2012
FINRA	5,827	5,451	5,579	5,111	4,578	4,289
NYSE	329	310	271	217	207	190

자료: SIFMA(2013)

미국 증권산업에서 상위 25개사, 즉 대형 투자은행의 시장 지배력은 압도적이다. 2012년 FINRA 회원사의 총 영업수익은 2,569억달러이며, NYSE 회원사의 총 수익은 1,619억달러로 190개 NYSE 회원사들이 미국 증권산업 전체 수익의 63.0%를 차지한다. 동 기간 NYSE 회원사 중 상위 25개사의 총 수익은 1,349억달러로 이는 미국 증권산업 전체 수익의 52.5%, NYSE 회원사 수익의 83.3%를 차지한다. 따라서 NYSE 회원사 중 상위 25개 이하에 속하는 부테크IB의 시장 점유율은 매우 낮은 수준이다. NYSE 회원사 중에서 상위 25개에 속하지 않는 165개사의 단순평균 수익은 1.6억 달러, 단순평균 시장점유율은 0.1%에 불과하다.

<표 II-3> NYSE 회원사 총 수익 및 순위별 비중

	1~10위	11~25위	25위 이하	총 수익 (10억달러)
1990	56.9%	21.1%	22.0%	54.0
1995	51.2%	24.0%	24.8%	96.3
2000	50.8%	26.3%	23.0%	245.2
2005	68.2%	17.0%	14.8%	229.8
2010	62.6%	21.9%	15.5%	159.8
2012	60.2%	23.1%	16.8%	161.9

자료: SIFMA(2013)

대형 투자은행과 부티크IB 간의 차이는 자산 규모에서 더욱 크게 나타난다. 2012년 현재 NYSE 회원사의 총 자산은 2,803억달러이며, 이 중 상위 25개사가 차지하는 비중은 91.4%에 달한다. 반면, 상위 25위 이하 NYSE 회원사의 총 자산 비중은 8.6%에 불과하며 소수의 대형사로 자본이 집중되어 있음을 볼 수 있다.

<표 II-4> NYSE 회원사 총 자산 및 순위별 비중

	1~10위	11~25위	25위 이하	총 자산 (10억달러)
1990	63.6%	15.9%	20.5%	35.8
1995	59.3%	18.1%	22.6%	64.3
2000	53.8%	23.1%	23.2%	141.5
2005	63.6%	20.9%	15.5%	189.6
2010	71.4%	20.8%	7.8%	280.8
2012	68.3%	23.1%	8.6%	280.3

자료: SIFMA(2013)

자기자본 규모 측면에서 비교하면 부티크IB는 대형 투자은행 1~10% 수준에 불과하다. 2013년 기준 일부 부티크IB의 자기자본 규모를 살펴보면 Jefferies는 34.4억달러, Lazard는 6.9억달러, Greenhill & Co.는 2.5억달러 수준이다. 반면 같은 연도 Goldman Sachs는 784.7억달러, Morgan Stanley는 690.3억달러의 자기자본을 가지고 있다.

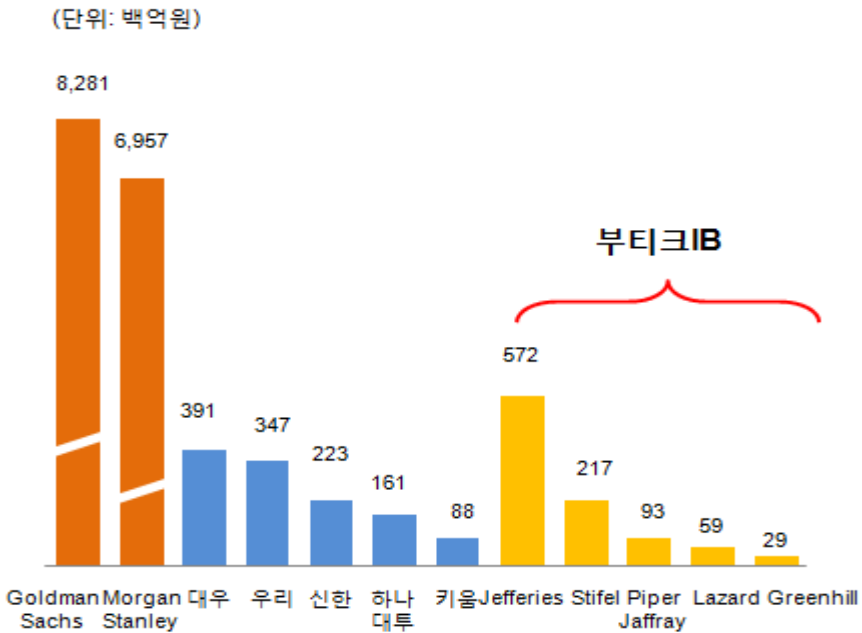
국내 증권사와 비교해보면, 미국 부티크IB의 자기자본 규모는 국내 중소형사 수준에 속한다.³⁾ 원화로 환산해 비교해 보면 Jefferies의 경우 5.7조원 수준으로 3조원 가량의 국내 대형사 자기자본 수준을 상회하지만,

3) 본 보고서에서는 미국과 한국 간 비교의 편의성을 위해 '투자은행'과 '증권사'를 동일한 의미로 사용한다.

Lazard, Greenhill & Co.는 각각 5,900억원과 2,900억원으로 키움증권의 8,800억원보다 낮은 수준의 자기자본을 가지고 있다.

미국 대형 투자은행의 자기자본 규모는 부티크IB의 100배 이상에 달하는 반면, 국내 대형사와 중소형사의 자기자본 차이는 10배 미만이다. 이러한 차이는 미국 부티크IB의 경우 자본력보다 인적자원 중심의 사업에 집중하는 반면 국내 증권사의 경우 규모에 크게 상관없이 종합서비스 사업을 영위하고 있기 때문에 높은 고정비용과 자기자본 요건이 요구되는 것에서 비롯된다.

<그림 II-1> 미국 및 한국 증권사의 자기자본 규모(2013년 기준)



주 : 2013년말 환율(1,055.40원/1달러) 사용

자료: 각사 10-K, 금융감독원 금융통계정보시스템

나. 부티크IB의 사업범위

부티크IB는 대형 투자은행에 비해 제한된 사업범위를 가지고 있다. 일반적으로 부티크IB는 취급하는 업무, 대상 고객층, 활동지역 및 다루는 산업의 측면에 있어서 상대적으로 대형 투자은행에 비해 제한적이다.

앞서 설명한 측면의 조합에 따라 부티크IB 중에서도 다양한 유형과 사업모델이 있지만 보편적으로 부티크IB는 투자은행업무, 특히 자본력보다는 관계기반의 자문 중심 사업을 영위하는 특징을 가지고 있다. 여기서 용어의 혼동을 피하기 위해 '투자은행(Investment Bank: IB)'과 '투자은행업무(investment banking)'를 구분할 필요가 있다. 투자은행은 기업과 투자자 사이에서 유가증권을 포함한 다양한 자산흐름을 중개하는 금융회사⁴⁾로 정의할 수 있으며, 투자은행업무는 이들 투자은행들이 영위하는 다양한 업무 중 일부를 차지한다.

전통적 개념의 투자은행업무는 기업상장(Initial Public Offering: IPO)을 포함한 유가증권의 인수(underwriting) 및 분매(distribution)와 M&A 및 구조조정 등에 대한 금융자문(financial advisory)을 포함한다. 과거 투자은행은 유가증권의 인수와 중개가 주요 업무였으나, 현대적 투자은행의 경우 이러한 투자은행업무와 더불어 자기매매(proprietary trading), 자기자본투자(principal investment), 기업신용공여(corporate credit provision), 프라임브로커리지(prime brokerage), 자산관리(wealth management) 등 다양한 업무를 영위하는 종합서비스 사업모델로 발전했다.⁵⁾

4) 이현진 외(2004)

5) 이렇게 추가된 업무들은 투자은행업무를 수행하는 과정에서 부수적으로 제공되는 서비스로 처음에는 시작했으나, 점차 자체적인 사업으로 발전해왔으며, 자기매매 등 일부 업무의 경우 전통적 투자은행업무보다 높은 수익 비중을 차지하게 되기도 했다.

부티크IB는 투자은행업무 중심, 특히 M&A 자문이 주력 사업인 경우가 보편적이며, 이러한 측면에서 대형 투자은행의 과거 모습에 가깝다고 볼 수 있다. 투자은행업무와 더불어 트레이딩 및 자산관리 사업도 영위하는 부티크IB들이 많이 있지만, 대부분 주요 수익은 투자은행부문에서 발생한다.

일반적으로 부티크IB의 특징은 자본력이 크게 요구되지 않고 고객과의 관계 및 전문성이 핵심 경쟁력인 업무를 중심으로 사업한다. 반면, 부티크IB는 자기매매, 자기자본투자 등 자본력이 핵심 경쟁력인 사업에 대해서는 대부분 취급하지 않거나 기존 업무와 연계하여 제한적으로만 영위한다. 이러한 측면에서 부티크IB는 자본력을 기반으로 다양한 업무간의 시너지를 통해 수익 극대화를 추구하는 대형 투자은행과 대조되는 사업모델을 가지고 있다.

대형 투자은행이 취급하는 다양한 업무 중 일부에만 집중하는 특화·전문화 금융회사에 부티크IB만 있는 것은 아니다. 온라인 브로커리지는 위탁매매에, 프라이빗에쿼티는 자기자본투자에, 헤지펀드는 자기매매에 특화된 금융회사로 볼 수 있다. 실제로, 부티크IB와 마찬가지로 다수의 초기 프라이빗에쿼티 및 헤지펀드는 대형 투자은행에서 해당 업무를 담당하던 전문 인력들이 독립해서 설립한 회사들이다. 반면, 프라이빗에쿼티 및 헤지펀드는 자본력을 기반으로 하는 사업이라는 점에서 관계력 기반의 부티크IB와는 차이가 있다. 다음으로는 부티크IB의 사업모델에 대해서 보다 자세하게 살펴본다.

2. 부테크IB의 사업모델

가. 영위업무

미국의 부테크IB의 가장 중요한 특징은 관계기반 사업에 집중한다는 점이며, 이는 점진적으로 자본력기반 사업으로 변모해온 대형 투자은행과 대조되는 모습이다. <표 II-5>에서 일부 부테크IB가 취급하는 업무를 살펴보면 모든 경우 투자은행업무에 속하는 기업자문을 기본적으로 영위하고 있다. 그 다음으로 개별 부테크IB에 따라 트레이딩 및 자산관리 사업을 같이 하는 경우도 많이 있음을 볼 수 있다.

부테크IB가 영위하는 업무에 있어서도 대형 투자은행과는 달리 자기자본의 필요성이 높은 부분은 가급적 취급하지 않는다. 예컨대 <표 II-5>에서 볼 수 있듯이 투자은행업무에 있어서도 유가증권 인수 업무는 수행하지 않는 부테크IB들이 많다. 이는 유가증권 인수를 위해서도 어느 정도의 자기자본 투입이 필요하기 때문이다. 또한, 유가증권 인수를 취급하는 부테크IB도 대부분 재무자문 및 인수 설계 서비스를 제공하고, 실질적인 인수 및 유통은 관계를 갖고 있는 대형 투자은행을 활용한다.

부테크IB의 트레이딩 업무의 경우에도 자기매매는 제한적으로만 한다. 대부분 부테크IB가 하는 자기매매는 투자은행업무와 연계하여 고객기업의 유가증권에 일부 투자하는 경우다. 또한, 자산관리의 경우에도 영업망, 인프라 등 높은 비용이 수반되는 개인 고객을 대상으로 사업 하는 경우는 드물고 주로 기관투자자를 대상으로만 사업을 한다.

<표 II-5> 부티크IB의 주요 업무

부티크IB	Primary Market			Secondary Market				
	기업 자문	자본조달		리서치	트레이딩		자산관리	
		기업 여신	인수 주선		고객	자기	기관	개 인
Jefferies Group	▲		▲	▲	▲	▲	▲	
Stifel Financial	▲			▲	▲	▲	▲	▲
Piper Jaffray	▲				▲		▲	
Lazard	▲			▲	▲	▲	▲	
Greenhill & Co.	▲							
Evercore	▲		▲				▲	
FBR & Co.	▲		▲	▲	▲	▲	▲	
JMP Group	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	

자료: 각사 10K 보고서

부티크IB는 재무자문, 특히 M&A 자문을 통해 주요 수익을 창출하는데, M&A 딜과 관련해서도 자본력의 중요성은 높지 않다. 즉, M&A 딜에 있어서 부티크IB는 주로 자문만을 통해 수익을 얻지만 대형 투자은행은 자문과 더불어 해당 딜에 필요한 기업신용공여 등 자본조달을 제공해줌으로써 추가적 수익을 얻으려 한다.

미국 부티크IB가 순수 자문에만 주력할 수 있는 이유는 미국 금융시장이 고도화된 생태계를 갖추고 있기 때문이다. 예를 들어 M&A 딜의 경우 실행 이전 단계에서는 전략, 인수 대상 기업의 분석, 적정 가격 및 재무구조의 설계 등이 주요 업무이지만, 실제로 딜을 성사시키기 위해서는 자본조달이 필요하다. 이러한 경우 부티크IB는 상업은행이나 대형 투자은행과 연계하여 고객에게 자본을 공급해줄 수 있는 환경이 마련되어 있다.

또 다른 예로 고객에게 올바른 자문을 해주기 위해서 리서치가 필요한 경우가 있다. 일부 부티크IB는 자체적으로 리서치 기능을 수행하지만,

Greenhill & Co.와 같은 부티크IB는 리서치를 수행하지 않는다. 이 경우 부티크IB는 대형 투자은행 또는 리서치 전문 회사들의 보고서를 활용할 수 있는데 이는 고객이 부티크IB의 전문성을 인정하는 문화가 발달되어 있기 때문이다. 즉, 고객 입장에서는 어느 회사가 리서치를 제공했느냐가 중요한 것이 아니라 그 리서치를 활용해 도움이 되는 전략적 시사점을 도출하는 것을 부티크IB 본연의 역할로 받아들이기 때문이다.

나. 자문중심

부티크IB의 주요 수익은 자문에서 발생한다. 자문 서비스의 가치를 결정하는 가장 중요한 요인은 부티크IB 파트너의 전문성과 네트워크이며, 대부분 부티크IB 파트너들은 10~20년간 대형 투자은행에서 근무하면서 특정 분야에 대한 전문성을 쌓아온 우수한 인재들이다. 또한, 부티크IB 설립자 및 파트너의 경우 상당수가 Fortune 500대 기업의 이사 및 주요 협회의 협회장 등으로 활동하고 있다. 반면 부티크IB가 가진 단점은 파트너에 대한 의존도가 높기 때문에 한두 명의 주요 파트너가 이직할 경우 고객과 수익이 큰 타격을 입는, 소위 '키맨리스크(key man risk)'에 노출되어 있다는 점이다.

부티크IB가 제공하는 기업자문 서비스는 질적인 측면에서 대형 투자은행과는 차이가 있다. 고객 관리에 있어 부티크IB는 파트너의 참여도가 높다. 부티크IB의 파트너는 고객 기업 CEO의 전략적 동반자 역할을 해주며, 특정 딜과 관련된 사항이 아니더라도 상시적으로 만나서 자문을 해준다. 반면, 대형 투자은행 파트너의 경우 접근성이 상대적으로 떨어지며, 일상적인 업무는 주니어 뱅커들이 수행하는 게 보편적이다.

부티크IB 파트너의 정보력과 네트워크는 부티크IB의 주고객인 중소기업 입장에서 매우 유용할 수 있다. 특히, 중소기업의 경우 사내 전략,

재무 등의 기능과 인적자원이 제한적이기 때문에 부티크IB는 고객 기업의 부족한 역량을 보완해주는 역할을 해주기도 한다. 반면, 대형 투자은행이 대상으로 하는 대기업 고객의 경우 대부분 자체적으로 다양한 기능과 우수한 인력을 보유하고 있기 때문에 이러한 분야에 대한 전문성은 상대적으로 그 필요성이 덜하다.

부티크IB 파트너와 고객 기업 CEO 간의 전문성 차이도 부티크IB가 제공하는 자문의 가치를 결정하는 중요한 요인이다. 일반적으로 중소기업 CEO의 경우 부티크IB 파트너에 비해 업계에 대한 정보력 및 네트워크가 뒤처질 가능성이 높다. 고객 기업의 CEO는 부티크IB 파트너와의 긴밀한 관계를 통해 기업 경영에 필요한 정보 및 전략에 대한 각종 조언을 얻을 수 있다. 반면, 미국 대기업 CEO의 경우 대부분 부티크IB 파트너 못지않은 경력, 정보력 및 네트워크를 보유하고 있기 때문에 부티크IB 파트너가 가진 전문성에 대한 가치는 상대적으로 떨어질 수 있다.

파트너에 대한 접근성과 수시로 제공해주는 자문은 부티크IB의 차별성이자 수익 모델이다. 고객으로부터 얻는 수수료에 있어서 대형 투자은행과 부티크IB 간에는 중요한 차이가 있다. 부티크IB는 순수 자문에서 주요 수수료를 얻으며, 자본력이 제한적인 관계로 자문 외로 딜과 연계된 수수료를 취득할 방법이 많지 않다. 반면, 대형 투자은행은 자문과 더불어 다양한 추가 서비스를 제공해주면서 하나의 딜에서 여러 가지 수수료를 얻을 수 있다. 이 때문에 일반적으로 부티크IB의 자문 수수료율은 대형 투자은행에 비해 높으며, 부티크IB 자문 수수료에는 파트너에 대한 접근성과 각종 자문에 대한 가치가 포함되어 있다.

수수료 체계에 있어서도 부티크IB와 대형 투자은행 간에 차이가 있다. 일반적으로 대형 투자은행은 고객의 딜이 성사될 경우 대부분의 수수료를 받는 형식의 계약을 하는 반면 자문 중심의 부티크IB는 딜의 성사 여부와 상관없이 고객이 수수료를 지불하는 계약을 맺는 경우가 있다. 이는 부티크IB는 딜의 성사보다 딜의 진행 과정에서 제공하는 관련

자문을 주요 서비스로 간주하기 때문이다. 일부 부테크IB는 고객이 일정 수준의 연간 수수료를 지불하면 특정 딜에 상관없이 자문을 제공해주는 계약을 하는 경우도 있다.

부테크IB가 제시하는 또 하나의 중요한 가치는 독립성이다. 부테크IB는 자문에 주력하고 단순한 사업구조를 갖추고 있기 때문에 여러 사업을 동시에 영위하는 종합서비스 사업모델에서 발생할 수 있는 이해상충 문제로부터 보다 자유로운 측면을 지니고 있다. 투자은행의 사업부문간 이해상충 문제는 오래전부터 제기되어온 사항이지만, 2000년대 초반 엔론(Enron) 등 미국 대기업을 분식회계 사태와 2008년 글로벌 금융위기로 인해 극명하게 드러나기도 했다. 이로 인해 기업의 주요 이해관계자들도 부테크IB가 내세우는 독립성의 가치에 대해 인정하기 시작했다. 최근 부테크IB의 주요 업무 중 하나는 '공정성 보증의견(fairness opinion)⁶⁾의 제출이다. 과거 대형 투자은행이 독점하던 대기업 고객의 경우에도 주주들, 특히 기관투자자들이 자신들이 투자한 기업이 M&A 등 주요 의사결정을 내릴 때 대형 투자은행과 함께 부테크IB가 참여하기를 요구하는 경우가 늘어나고 있다. 기업의 경영진과 이사회 또한 주요 딜에 있어서 부테크IB의 참여를 환영하는 추세이며, 이는 경영진과 이사회가 주주 및 금융당국 등 외부의 주요 이해관계자들에게 자신들이 부도덕적인 행위를 하지 않는다는 시그널을 보내기 위해서다.⁷⁾

6) 공정성 보증의견은 기업매수와 관련하여 매수기업의 주식에 대하여 지불한 가격이 공정한가의 여부에 관한 분석결과를 전문기관이 매수 또는 매도 기업의 경영진에게 제출하는 의견이다.

7) Morrison(2007)

다. 고객층 및 활동지역

미국 시장에서 대형 투자은행과 부티크IB가 공존할 수 있는 이유는 일반적으로 서로 다른 고객층을 대상으로 사업을 하기 때문이다. 특히, 대부분 부티크IB의 경우 미국의 중소기업시장, 일명 ‘미들마켓(middle-market)’에 주력하고 있다.

대부분 부티크IB는 연매출 3천만~10억달러 수준의 중소기업을 주요 고객으로 대상으로 하고 있다. 이와 대조적으로 대형 투자은행의 주력 고객층은 Fortune 100대 기업들이고, 유망한 벤처기업 등 특별한 경우를 제외하고는 Fortune 500대 이하의 기업은 대상 고객으로 삼지 않는다. 2013년 기준 Fortune 500의 매출 기준 1위 기업 Walmart의 연매출은 4,763억달러, 500위 기업인 United Rentals Inc.의 연매출은 49.6억달러 수준이다. 따라서 부티크IB와 대형 투자은행의 주요 고객층은 이원화되어 있으며, 이로 인해 서로 간의 직접적인 경쟁은 드물다.

모든 부티크IB가 미들마켓에서만 경쟁하지는 않으며, 부티크IB를 대상 고객층에 따라 세부적으로 분류하기도 한다. Lazard, Greenhill & Co.와 같은 일부 부티크IB는 대형 투자은행과 동일한 Fortune 100대 기업을 주요 고객층으로 겨냥하며 이들의 경우 ‘엘리트 부티크(elite boutique)’로 불린다. 반면, 전체 부티크IB 중에서 엘리트 부티크에 속하는 경우는 소수에 불과하다. 중소기업을 주로 대상으로 하는 부티크IB를 ‘미들마켓 부티크(middle-market boutique)’로 분류하며 이들의 경우 보통 다수의 주(州)에 걸쳐서 영업하는 특징을 가지고 있다. ‘리저널 부티크(regional boutique)’는 부티크IB 중에서도 고객 기업의 규모가 가장 작은 편에 속하며, 지역적 활동범위가 1개 도시 또는 주(州)에 국한되어 있다.

<표 II-6> 분류별 부티크IB

분류	부티크IB	고객층 및 특징
Elite boutique	<ul style="list-style-type: none"> • Lazard • Greenhill & Co. • Evercore • Gleacher & Co. • Perella Weinberg • Sagent 	<ul style="list-style-type: none"> • Fortune 100대 기업 • 대형 투자은행과 직접 경쟁
Middle-market boutique	<ul style="list-style-type: none"> • Piper Jaffray • Jefferies • FBR & Co. • Houlihan Lokey 	<ul style="list-style-type: none"> • 연매출 3천만~10억달러 달러의 중소기업 • 딜 규모 5천만~5억달러
Regional boutique	<ul style="list-style-type: none"> • Aramar Capital • Boston Capital Advisors • Blackwater Capital Group • The Coleman Group 	<ul style="list-style-type: none"> • 소규모 인력으로 1개 도시 또는 주 단위로 제한된 영업

자료: Equity-Research.com

부티크IB는 전국적인 영업기반을 두고 있지 않기 때문에 고객 또한 특정 지역의 기업들로 국한되어 있다. 영업범위의 지리적 제한이 단점으로 작용할 수 있지만, 이는 부티크IB 간의 자연스러운 진입장벽을 만들어주고, 지역밀착형 사업전략을 가능하게도 한다. 미네소타주에 설립된 Piper Jaffray의 경우 3M, Greyhound Corporation, The Pillsbury Company 등 해당 지역에 본사를 둔 기업들과 성장 초기 단계부터 밀접한 관계를 형성하면서 이들 기업들의 상장을 주관했다. 또한, Piper Jaffray는 미네소타의 주정부, 공공기관 등을 주요 고객으로 두면서 이들의 지방채 발행을 독점하고 있다. Piper Jaffray는 주정부 및 지방자치단체 고객을 대상으로 하는 사업에 특화하기 위해 공공기관 재무자문 전문 인력들을 채용하기도 한다.

고객층의 특성은 부테크IB가 제공하는 서비스와 사업방식에도 영향을 미친다. 부테크IB의 주요 고객층인 중소기업 중에서는 가업으로 운영되는 경우도 많으며 이들 기업의 경우 가업승계, 상속전략 등 일반적으로 대형 투자은행이 다루지 않는 서비스에 대한 수요가 있으며 부테크IB는 이러한 분야에 대한 전문성을 지니고 있다.

또한, 부테크IB가 참여하는 M&A 딜 규모는 고객 기업의 규모에 따라 결정되며 부테크IB가 취급하는 M&A 딜은 주로 1~3억달러 수준이며, 5,000만달러 미만 딜에도 적극적으로 참여한다. M&A는 딜 규모와 상관없이 기업실사 등 기본적으로 수행해야 하는 업무들이 있으며, 이에 수반되는 고정비용이 발생하기 때문에 부테크IB는 소규모 M&A 딜의 채산성을 맞추기 위해서 상대적으로 높은 수수료를 받는다. 일반적으로 M&A 딜의 경우 대형 투자은행의 수수료는 딜 규모의 1.0% 수준인 반면, 부테크IB의 수수료는 1.0~2.5% 수준이다.⁸⁾

라. 산업 선택과 집중

모든 주요 산업을 포괄하는 대형 투자은행과 달리 부테크IB는 주로 5~10개 산업에만 선택적으로 집중한다. Keefe Bruyette & Woods는 금융산업, Cowen & Co.는 헬스케어, Qatalyst Partners⁹⁾는 IT 등 특정 부테크IB는 특정 산업에 대한 높은 전문성과 평판을 가지고 있다.

부테크IB가 선택 및 집중하는 산업은 주로 설립자 및 주요 파트너의 경력 및 전문성에 따라 결정된다. 이와 더불어 부테크IB들이 집중하는 산업을 살펴볼 경우 주로 금융, IT, 헬스케어 등 변화의 속도가 빠르고

8) Deloitte(2012)

9) Qatalyst Partners는 Morgan Stanley 출신 IT산업 전문가 Frank Quattrone이 2008년 설립한 부테크IB다.

높은 전문성이 요구되는 고성장 산업들이라는 특징을 가지고 있다. 고성장 산업에는 성장 초기 단계의 기업들이 많이 속해있고, IPO 및 M&A에 대한 수요가 높은 측면도 부티크IB가 해당 산업을 선호하는 이유이기도 하다.

대형 투자은행과 부티크IB 모두 동일한 산업을 커버리지 하는 경우에도 해당 산업 내에서 대형 투자은행은 대기업 또는 대형주(large cap)에 주력하는 반면, 부티크IB는 중소기업 또는 중소형주(small-to-mid cap)에 주력한다. 즉, 부티크IB는 특정 산업 내에서도 일정한 세그먼트에 집중하는 세분화전략을 취한다.

산업세분화는 부티크IB의 전반적인 사업과 밀접한 관계를 지닌다. 우선 투자은행업무의 경우 부티크IB의 주요 고객은 집중하는 산업과 산업 내 세그먼트에 속하는 기업들이다. 부티크IB의 브로커리지 및 자산관리 사업도 산업 세그먼트에 대한 특화·전문화를 통해 이루어진다. 부티크IB의 브로커리지 및 자산관리 사업의 경우 대부분 기관투자자 및 일부 고액 자산가를 주요 고객으로 삼고 있다. 고액 자산가의 경우 주로 부티크IB가 영업하는 특정 지역에 국한되어 있는 반면, 기관투자자는 해당 지역에 주력하지만 타 지역의 기관투자자도 포함된다. 부티크IB가 주력 영업지역 외의 기관투자자를 공략할 수 있는 이유는 특정 산업과 세그먼트에 집중하면서 전문성을 보유하고 있기 때문이다. 예를 들어 캘리포니아에 있는 연기금은 투자포트폴리오의 분산을 위해 미네소타주 지방채에 일부 투자하고자 할 수 있으며, 이 경우 Piper Jaffray와 같은 부티크IB가 투자자문을 제공해줄 수 있다.

부티크IB가 사업을 확대하는 방식에 있어서 새로운 업무의 추가와 더불어 집중하는 산업을 넓혀가는 전략이 보편적이며, 이 경우 기존에 집중하던 산업과 연계성이 높은 산업을 택한다. 저축대부조합(savings and loan association)에 특화된 리서치를 제공하는 부티크IB로 출범한

JMP Group은 이후 지방은행, 전반적 은행산업, 비은행 금융기관, 부동산 순으로 산업의 범위를 확대해 나아갔다. 반면, 부티크IB는 제한된 인적자원으로 인해 기존 산업과 연계되지 않은 산업을 추가하기 위해서는 해당 산업에 대한 전문성을 지닌 뱅커를 새롭게 영입해야만 하는 부담이 있기 때문에 주력하는 산업의 확대에는 일정 수준 한계가 있다.

III. 미국 부티크IB의 발전 과정

1. 부티크IB의 태동기
2. 부티크IB의 본격적 출현
3. 부티크IB의 격변기

III. 미국 부테크IB의 발전 과정

1. 부테크IB의 태동기

가. 투자은행의 변모

미국 시장에서 부테크IB가 출현하게 된 배경을 이해하기 위해서는 미국의 투자은행이 어떻게 변화해왔는지를 살펴봐야한다. 부테크IB의 출현은 대형 투자은행의 변모 과정과 밀접한 관계를 가지고 있으며, 상당수 부테크IB가 출현하게 된 원인을 제공해줬다.

투자은행은 유가증권을 발행하는 기업(issuer)과 유가증권을 구매하는 투자자(investor) 사이에서 거래를 중개하는 금융기관을 의미하며, 자금의 공급자와 수요자를 간접적으로 연계시켜 주는 상업은행과 그 역할이 구분된다. 1933년 미국 대공황 이후 상업은행과 투자은행의 겸업을 원칙적으로 금지하는 글래스-스티걸법(Glass-Steagal Act)의 제정은 각각 금융기관의 업무 범위와 역할을 구분하는 계기가 되었다.

1930년대에서 1960년대 사이 투자은행의 주요 업무에는 큰 변화가 없었다고 해도 과언이 아닐 것이다. 이 당시 투자은행은 크게 두 가지 유형으로 나누어졌다. Morgan Stanley와 같이 기업 고객을 대상으로 유가증권의 인수를 중심으로 사업하는 투자은행과 Merrill Lynch와 같이 개인 고객 대상의 위탁매매를 중심으로 사업하는 투자은행들이 있었다. 1970년까지만 하더라도 Morgan Stanley는 60%의 수익을 유가증권 인수에서 얻었고, Merrill Lynch는 70%의 수익을 위탁매매에서 얻었다.¹⁰⁾

이러한 단순한 사업모델만으로도 당시 투자은행들은 충분한 수익을

10) Morrison(2007)

보장받을 수 있었는데, 그 이유는 경쟁을 제한하는 업계의 관행과 높은 수준의 유가증권 인수 및 위탁매매 수수료 때문이었다. 1960년대까지만 하더라도 미국 투자은행업계에는 일종의 담합과 계급 시스템이 존재했으며 당시 7~8개 소수의 벌지브래킷 투자은행들은 미국의 주요 대기업 고객을 독점하고, 자신들만 참여할 수 있는 신디케이트(syndicate)를 형성하여 유가증권 인수 시장을 장악하고 있었다. 이와 함께 투자은행들은 각자의 고객만을 상대로 영업하고, 서로의 고객을 두고 경쟁하지 않는 ‘신사협정(gentleman banker’s code)’이 관행적으로 이루어지던 시대였다.¹¹⁾

당시 투자은행의 핵심 역량은 관계와 평판이었다. 유가증권 인수 수익은 투자은행이 가지고 있는 발행기업 및 투자자와의 관계에 따라 결정되었다. 지금과 달리 신규 발행되는 유가증권의 가격은 기업분석, 이론적 금융공학 모델 등으로 산출되기 보다는 뱅커의 판단과 각 회사가 가지고 있는 투자자 기반의 수요예측(book building)을 통해서만 이루어졌다. 따라서 투자은행 뱅커의 주요 역할은 고객인 발행기업 및 투자자를 관리하고 투자은행의 평판을 유지하는 것이었다.¹²⁾

1970년대에 들어 미국 투자은행업의 양호한 사업 환경은 IT기술 및 금융공학의 발전으로 인해 무너지기 시작했다. 유가증권 가격의 산출은 PC, 스프레드시트 및 금융공학 이론¹³⁾을 통해 이루어지기 시작했으며, 과거와 같은 개인 뱅커의 판단과 투자자 기반의 중요성은 점차 줄어들었다. 유가증권 발행 기업들 또한 투자은행의 자문 역할보다는 트레이딩

11) Morrison(2007)에 따르면 투자은행의 고객들 또한 이러한 과점 행위를 받아들이고 투자은행간 경쟁을 붙이지 않았다.

12) Morgan Stanley의 경우 자사가 인수한 유가증권을 매입한 투자자가 이후 만족하지 못할 경우 전액을 다시 사들이기도 했다.

13) 가장 대표적으로 1973년 발표된 Black-Scholes-Merton의 옵션가격 결정 모델이 있었다.

역량을 중요시하게 여기게 되었고 Morgan Stanley는 1971년 처음으로 기존 사업에 브로커리지 및 리서치 기능을 추가했다. 나아가 이러한 환경 변화는 업계의 유가증권 인수 수수료의 지속적인 하방 압력으로 작용하면서 투자은행들의 수익성 악화로 이어졌다.

이 당시 투자은행들은 감소하는 유가증권 인수 수익을 대체하기 위한 새로운 사업을 모색하기 시작했으며 이러한 고민으로부터 나온 해답이 자문 서비스의 수익화였다. 1970년대 초반까지만 하더라도 투자은행은 고객에게 제공하는 여러 자문에 대해 수수료를 받지 않았으며, M&A 및 구조조정 등에 대한 자문은 향후 유가증권 인수 참여 기회를 위한 고객관리 차원에서 무상으로 제공되었다.

1972년 Morgan Stanley는 대형 투자은행으로는 최초로 M&A 자문 사업부서를 설립하고 당시 파트너였던 Robert Greenhill과 Bill Sword가 신설 부서를 담당했다. Bear Stearns에서는 Jerome Kohlberg Jr.와 Henry Kravis가 차입매수(Leveraged Buyout: LBO) 방식을 통해 비상장 기업을 인수하고 되파는 프라이빗에쿼티 사업을 시작했다. 그 당시만 해도 M&A 자문, 자기자본투자 등의 사업은 투자은행의 주요 수익원으로 자리 잡지 못했지만 Greenhill, Kohlberg, Kravis 등 미래 부티크IB 설립자들이 해당 분야에서 경험과 전문성을 쌓을 수 있는 기회를 제공해주었다. 이미 1975년 Kohlberg와 Kravis는 Bear Stearns를 떠나 지인 George Roberts와 함께 프라이빗에쿼티 전문회사인 Kohlberg, Kravis & Roberts(KKR)를 설립했고, KKR의 성공은 이후 부티크IB를 포함한 특화·전문화 금융회사의 모범사례가 되었다.

나. IT전문 부테크IB의 출현

1970년대 IT기술의 발전은 벤처기업을 대상으로 IT산업에 특화·전문화된 부테크IB의 출현을 야기했다. 이전에 벤처 및 중소기업들은 주로 뉴욕, 보스턴, 필라델피아 등 미국 동부지역에 집중되어 있었으나, 1960년대 초반에 들어 미국 벤처 생태계는 동부에서 서부 지역으로, 특히 Stanford, UC Berkley 등 우수 대학들과 인접하고 수많은 IT 벤처기업들이 포진된 캘리포니아주의 실리콘밸리로 이전하기 시작했다.

반도체와 개인PC 산업이 급속히 발전하던 1960년대에서 1970년대 사이에 실리콘밸리에서는 벤처기업의 성장을 지원해주고 이들에게 투자은행업무를 제공해주는 IT전문 부테크IB들이 등장하기 시작했다. 그 당시 대표적인 IT전문 부테크IB에는 샌프란시스코에 기반을 둔 Hambrecht & Quist, Robertson Stephens, Alex Brown, Montgomery Securities를 손꼽을 수 있다. 이들 부테크IB들은 Microsoft, Oracle Systems, Apple Computer, Genentech 등 미국의 대표적인 1세대 IT 및 바이오 벤처기업들의 상장을 주관하기도 했다.

IT전문 부테크IB의 출현 배경을 살펴보면 당시 주요 투자은행들이 IT 분야에 대한 관심이나 전문성도 부족하고, 보다 근본적으로 벤처기업을 주요 고객으로 대상하지 않았기 때문이다. Hambrecht & Quist는 미국 화학회사 DuPont의 금융부문에서 근무하던 William Hambrecht가 설립한 부테크IB다. Hambrecht는 DuPont에서 미국 서부지역에 있는 벤처기업들과의 제휴 및 인수 업무를 담당하기 위해 1965년 샌프란시스코로 발령이 났다. 3년간 벤처기업과 일하면서 축적한 경험을 바탕으로 Hambrecht는 지인 George Quist와 함께 1968년 벤처기업을 대상으로 유가증권 인수, 마케팅 및 리서치를 제공하는 부테크IB Hambrecht & Quist를 설립했다.

Stanford Robertson은 1965년 미국 중대형 증권사 Smith Barney의 샌프란시스코 사무소에서 근무하던 당시 실리콘밸리의 주요 IT 벤처기업들과 네트워크를 구축하고 이들의 IPO를 추진하려 노력했다. 그러나 백만달러 미만의 딜에는 참여하지 않는다는 Smith Barney의 내부 방침으로 인해 그의 노력은 매번 무산되었다. 1972년 Robertson은 Smith Barney를 퇴사하고 지인 Robert Coleman 및 Ken Siebert와 함께 IT 전문 부테크IB Robertson Coleman Siebert를 설립했다. 또한 설립 첫째 유망한 트레이더 Thomas Weisel을 파트너로 영입하여 IT기업의 주식 트레이딩을 전문적으로 하는 사업을 키워나갔다. 1970~1980년대 사이 Robertson Coleman Siebert의 트레이딩 사업은 당시 대형 투자은행의 서부지역 사무소의 매출을 능가하는 수준이었다. 그러나 투자은행업무를 지향하던 설립자들과 트레이딩 사업의 공격적인 확대를 주장하던 Weisel 간의 갈등이 깊어지면서 결국 Weisel은 설립자들의 지분을 인수하고 사명을 Montgomery Securities로 변경했다. Robertson, Coleman 및 Siebert는 1978년 IT와 헬스케어 산업에 집중하는 부테크IB Robertson Stephens를 설립했다.

2. 부테크IB의 본격적 출현

미국 시장에서 부테크IB가 본격적으로 출현하기 시작한 것은 1980년대에 들어서였으며, 여기에는 두 가지 중요한 요인들이 작용했다. 첫째, 벌지브래킷을 중심으로 투자은행들의 대형화 및 자본집약형 사업모델이 정착하기 시작했다. 둘째, 역대 최대 머저웨이브(merger wave)가 형성되면서 M&A 자문시장이 폭발적으로 늘어났다. 이 두 가지 현상들은 서로 결합되어 M&A 자문 중심의 부테크IB 시장을 마련해주었다.

1980년대 들어 주요 투자은행들은 대형화에 나서기 시작했다.¹⁴⁾ 자기 자본 확충을 위해 Bear Stearns, Morgan Stanley 등 주요 투자은행들은 기존 파트너십(partnership) 구조를 포기하고 주식시장 상장¹⁵⁾을 택했으며, 그 결과 1980년 6.0억달러 수준이었던 상위 10개 투자은행의 평균 자기자본 규모는 2000년 200억달러 수준으로 급증했다.¹⁶⁾

선도 투자은행의 주식시장 상장은 사업모델 및 기업문화의 변화를 야기했으며, 수익 증대에 대한 주주들의 압박과 더불어 기존 파트너들 또한 새롭게 확보된 자본력을 레버리지하여 보다 공격적인 사업에 나서기 시작하면서 트레이딩, 자기매매 및 자기자본투자 등의 사업이 확대되는 반면 전통적인 관계중심의 투자은행업무는 상대적으로 그 중요성이 감소하기 시작했다.¹⁷⁾ 대형 투자은행의 사업모델 변화는 기업문화에도 영향을 미치기 시작했으며, 수익의 균형이 투자은행에서 트레이딩 부문으로 기울어지면서 트레이딩부문 담당자들이 회장, CEO 등 주요 보직을 차지하게 되었다. 반면, 이로 인해 투자은행부문 인재들의 소외감과 박탈감은 더욱 늘어나고만 있었다.

이러한 상황에서 1980년대 미국은 역대 최대 머저웨이를 맞이했다.¹⁸⁾ 1980년대 초반 미국 경제는 반독점법 및 금융규제 완화, IT기술의

14) 1982년 일괄등록제(shelf registration) 도입 및 미국 기업들의 해외진출 지원을 위한 대거 유가증권 발행이 투자은행의 자본확충을 필요하게 했다.

15) Bear Stearns 및 Morgan Stanley는 각각 1985년, 1986년 상장했다.

16) Morrison(2007)

17) 자기매매, 자기자본투자 등의 사업은 투입되는 자본을 증가시키는 만큼 그에 비례하여 수익을 증가시킬 수 있지만, 투자은행업무의 경우 고객 수요를 자위적으로 증가시키기가 어려운 만큼 수익의 확장성에 한계가 있다.

18) M&A 시장의 이론가 Marty Lipton에 따르면 미국은 총 6차례의 머저웨이를 경험했으며, 1974년에서 1989년 사이 발생한 머저웨이는 제 4차에 속한다. Lipton은 미국의 역대 머저웨이를 1차(1893~1904년), 2차(1919~1929년), 3차(1955~1969년), 4차(1974~1989년), 5차(1993~2000년), 6차(2002~2007년)로 구분한다.

발전 등의 요인으로 모든 주요 산업의 기업들이 대대적인 구조조정을 단행했다.¹⁹⁾

미국의 투자은행 관점에서 1980년대 머저웨이브는 큰 의미를 가진다. 그 이전의 머저웨이브는 우호적 M&A가 대부분이었으며, 투자은행보다 법률사무소 및 회계사무소가 주도하는 시장이었다. 반면, 1980년대 머저웨이브는 LBO 기법의 발달, 정크본드 시장의 형성, 기업사냥꾼들의 부상 등으로 적대적 M&A가 증가하고, 투자은행이 M&A를 주도하는 시장으로 바뀌었다. 1976년에서 1990년 사이 총 2.6조달러 규모, 35,000건의 M&A 딜이 성사되었으며, 이중 172건은 성공적인 적대적 M&A였다.²⁰⁾

따라서 1980년대 머저웨이브는 부테크IB가 출현할 수 있는 충분한 토양을 마련해줬다. 우선 역대 최대 건수의 M&A 딜들은 대형 투자은행들이 소화할 수 있는 수준 이상이었으며 부테크IB는 넘쳐나는 M&A 수요를 일부 충당시키는 역할을 했다. 또한, 1980년대 머저웨이브는 Fortune 500대 기업에만 국한되지 않고, 대형 투자은행들이 취급하지 않는 중소기업들 사이에서도 활발하게 이루어졌기 때문에 이들 기업들에게 M&A자문 등 각종 투자은행업무를 제공해줄 수 있는 부테크IB에 대한 수요가 충분하게 형성되었다.

1980년대 미국 머저웨이브에 편승해 성장한 부테크IB로 Blackstone Group과 Lazard가 대표적 사례이다. Blackstone Group은 현재 세계 최대 프라이빗에쿼티로 부상했지만, 1985년 Lehman Brothers에서 근무하던 Peter G. Peterson과 Stephen A. Schwarzman이 4천만달러의 자본금으로 회사를 설립할 당시에는 M&A 자문 전문 부테크IB로 출범했었다. Blackstone Group은 Peterson과 Schwarzman의 우수한 평판과 네트워크로 설립 초기부터 M&A 자문 시장에서 빠른 성공을 거두었지만, 이후

19) 박용린 외(2011)

20) Morrison(2007)

주력 사업을 바이아웃 펀드(buyout fund)로 전환하고 이 분야에서 주된 성장을 이루었다. 현재 상대적으로 회사 내 작은 수익 비중을 차지하지만 Blackstone Group은 여전히 M&A 자문 사업을 유지하고 있다. 한때 대형 투자은행의 사업다각화에 밀려 시장위상이 급격히 하락했던 M&A 자문 전문 부티크IB Lazard도 1980년대 머저웨이브에 힘입어 미국 시장에서 M&A 분야 최대 투자은행으로 재등극했다.

1980년대 머저웨이브는 규제완화로 인해 은행산업에서도 활발히 이루어졌다. 은행 간의 M&A로 인해 1980년 14,422개에 달하던 미국의 은행 수는 1992년 12,363개로 12년 사이 약 15% 감소했다. M&A는 대형은행뿐만 아니라 소규모 지방은행들 사이에서도 적극적으로 이루어졌으며, 특히 중소형 및 지방은행에 특화된 부티크IB가 출현할 수 있는 토대를 마련해줬다. Keefe, Bruyette & Woods(KBW)²¹⁾, FBR & Co. 등 은행산업, 특히 지방은행과 같은 중소형주에 전문성을 지닌 부티크IB들이 이 기간 출현했다.

1980년대는 미국 부티크IB의 본격적인 출현과 번성의 시기였다. 미국 전역으로 역대 최대 머저웨이브에 편승한 M&A 자문 전문 부티크IB들이 꾸준하게 출현하고, 서부지역에는 반도체 및 바이오 붐에 힘입어 IT 전문 부티크IB들 또한 빠르게 성장했다. 또한, 미국 자본시장의 장기 호황으로 대형 투자은행 및 부티크IB 모두 충분한 수익 기회를 얻으면서 서로 간의 경쟁 없이 동반 성장할 수 있는 시기였다.

21) KBW는 2013년 부티크IB Stifel Financial에 의해 인수되었다.

3. 부테크IB의 격변기

가. 겸업화 시대의 도래

1990년대에 들어 미국 투자은행들은 새로운 위기들을 직면하게 되었으며 그 중 가장 큰 위협은 상업은행의 투자은행업 진출이었다. 그리고 상업은행과 투자은행 간의 경쟁이 본격화되는 과정에서 다수의 우수 부테크IB들이 상업은행에 인수되고, 일부 부테크IB는 대형 투자은행과 직접적으로 경쟁하는 상황들이 발생했다.

미국 상업은행의 투자은행업 진출은 두 금융업권 간의 상이한 행보에 배경을 두고 있다. 특히 1980년대 남미 채무위기, 기업의 직접금융 활용 증가 등으로 인한 상업은행의 수익성 악화와는 대조적으로 투자은행들은 세계 자본시장의 장기호황으로 빠르게 성장하고 유럽, 남미 및 아시아 지역으로의 해외진출에도 적극적으로 나서기 시작했다.²²⁾

이러한 상황에서 유럽의 유니버설뱅크(universal bank)들이 미국 시장에 본격적으로 진출함에 따라 은행권에서는 상업은행의 투자은행업무의 겸업을 금지하는 글래스-스티글법(Glass-Steagle Act)²³⁾의 철회를 주장하는 목소리가 높아져갔다. 결국, 상업은행들의 요구에 부응하여 1987년 연방준비이사회(Federal Reserve Board: FRB)는 계열사를 통한 상업은행의 투자은행업무 취급 비중 규제를 지속적으로 완화해주었다.²⁴⁾

22) 1981년에서 1999년 사이 세계 신규 주식발행, 채권발행 및 M&A 시장은 각각 연평균 19%, 25%, 25%의 높은 증가율을 보였다.

23) Stowell(2010)

24) FRB는 글래스-스티글법의 제20조에 대한 우호적인 해석을 통해 상업은행의 투자은행업 영위를 허가하고, 상업은행은 '제20조 자회사(section 20 subsidiary)'를 통해 유가증권 인수 업무 중심의 투자은행업무 영위를 하기 시작했다. FRB는 상업은행 자회사가 투자은행 관련 업무를 하더라도

그리고 마침내 1999년에는 금융서비스현대화법(Financial Services Modernization Act), 일명 Gramm-Leach-Bliley(GLB)법²⁵⁾의 제정으로 미국 상업은행과 투자은행의 겸업이 전면 허용되었다.

미국 상업은행들은 투자은행업무를 하기 위해 부테크IB의 인수에 적극적으로 나섰다. 1997년에서 1999년 사이 샌프란시스코에 있던 IT전문 부테크IB Alex Brown, Montgomery Securities, Robertson Stephens 및 Hambrecht & Quist는 각각 상업은행인 Bankers Trust, Nationsbank, BankAmerica 및 Chase Manhattan Bank에 의해 인수되었다.²⁶⁾ 또한, 스위스 SBC Warburg의 Dillon Read 인수, 네덜란드 ING Baring의 Furman Selz 인수, 프랑스 Societe Generale의 Cowen & Co. 인수를 비롯해서 유럽의 유니버설뱅크들도 미국시장 진출을 위해 우수 부테크IB들을 인수했다. 안타깝게도 상업은행과 부테크IB의 결합은 좋은 결과를 보지 못했다. 피인수 부테크IB는 상업은행에 인수되면서 인력, 문화, 사업 방식 등 모든 주요 측면에서 과거의 모습이 희석되는 결과를 초래했다.

해당 자회사 수익이 모회사 수익의 5%를 넘지 않을 경우 글래스-스티글법 제20조를 위해하지 않는다는 우호적인 해석을 내려주었다. 또한, 제20조 자회사의 수익 비중 한도는 초기 5%에서 1989년 10%, 1997년 25%로 완화되었다.

25) GLB법(Gramm-Leach-Bliley Act)은 글래스-스티글법에서 상업은행의 투자은행업무를 금지하는 제20조 및 제32조를 폐지하였다. 반면, 글래스-스티글법 제16조 및 제21조의 금지규정은 유지됨에 따라 상업은행의 직접적인 주식인수 등 증권업무 행위는 여전히 제약을 두고, 지주회사 방식의 상업은행 및 투자은행 겸업이 법제화되었다. 이와 함께 은행과 보험업을 분리하는 은행지주회사법(Bank Holding Company Act)의 개정도 이루어져 은행업과 보험업의 겸업도 허용되었다.

26) 1997년 NationsBank에 Montgomery Securities를 매각하고 나서 Thomas Weisel은 자신의 이름을 딴 새로운 부테크IB Thomas Weisel Partners를 설립했다.

투자은행업무를 본격적으로 개시한 상업은행들은 중소기업시장을 잠식하면서 부테크IB의 새로운 경쟁대상이 되기도 했다. 대형 투자은행과 달리 상업은행들은 이미 중소기업을 주요 고객으로 대상하고 있었으며, 자본력과 유통채널의 경쟁우위를 활용해서 이들 기업들에게 대출과 더불어 자본조달, 유가증권 인수 등 다양한 서비스를 제공하면서 부테크IB의 사업을 위협해나갔다.

반면, 상업은행의 투자은행업무 진출은 간접적으로 새로운 부테크IB가 출현하는 요인으로 작용하기도 했다. GLB법 제정 이전에 미국 자본시장을 독식하던 대형 투자은행들은 새로운 경쟁자들이 시장에 진입하면서, 특히 유가증권 인수 시장에서 경쟁이 심화되고 수익성이 악화되기 시작했다.²⁷⁾ 위기에 처한 대형 투자은행들은 자본력을 기반으로 수익을 확대하는 전략을 취했다. 대형 투자은행들은 레버리지를 높이고 자기매매, 특히 외환 및 파생상품 투자를 확대하고 헤지펀드 등 자기자본투자에 적극적으로 나서면서 이미 1980년대부터 기울어지기 시작한 투자은행과 트레이딩 부문 간의 수익 불균형이 악화되고, 장기적 관계중심에서 단기적 자본력중심의 기업문화가 고착화되면서 내부적 분열이 심화되었다.²⁸⁾ 그 결과 투자은행부문의 인재들이 회사를 떠나 부테크IB에 합류하거나 설립하는 상황이 늘어나기 시작했으며, 대표적으로 Morgan Stanley와 Smith Barney에서 CEO로 있었던 Robert Greenhill이 1996년 부테크IB Greenhill & Co.를 설립하였다.²⁹⁾

27) Morrison(2007)은 1990년대 유가증권 인수 수수료의 하락세는 상업은행의 투자은행업무 진출시기와 일치한다는 결과를 보여준다.

28) 이당시 대형 투자은행들은 프라임브로커리지(prime brokerage), 다자간매매체결회사(alternative trading system) 및 고빈도매매(high frequency trading) 사업을 위한 인프라 구축에 막대한 자본을 투입하면서 새로운 수익 기반을 마련하기 시작했다.

29) Cole(2008)에 따르면 Greenhill이 부테크IB를 설립한 이유는 관계중심 투자은행 본연의 모습을 되살리기 위한 것이라고 설명한다.

나. 자본시장의 기관투자자화

미국 자본시장의 기관투자자화도 부테크IB가 활성화될 수 있는 환경을 마련해주었으며, 부테크IB가 브로커리지 및 자산관리 사업에 진출하는데 중요한 요인으로 작용했다.³⁰⁾ 기관투자자들의 운용자산이 빠르게 늘어나면서 투자포트폴리오 다변화의 필요성이 높아짐에 따라 부테크IB가 제공하는 브로커리지 및 자산관리 사업에 대한 수요도 생기기 시작했다.

부테크IB의 브로커리지 및 자산관리 사업은 금융, IT, 바이오 등 특정 산업과 해당 산업 내에서도 중소형주, 대체투자 등의 분야에 집중하면서 기관투자자에게 대형 투자는행과는 차별화된 투자자문을 제공해줬다. 수요기반이 충분해짐에 따라 기관투자자 고객에게 초점을 맞춘 부테크IB도 출현하기 시작했다. 일례로 2000년 설립된 JMP Group은 투자은행업 무는 영위하지 않고 기관투자자 고객을 대상으로 리서치와 브로커리지에 특화·전문화하는 부테크IB로 출범했다.

다. 닷컴(dot-com) 버블과 붕괴

다수의 부테크IB는 닷컴 버블의 형성 및 붕괴와 괴를 같이 했다. 1995년에서 2000년 사이 인터넷 스타트업 기업을 중심으로 형성된 IT붐은 부테크IB에게 매력적인 시장을 제공해줬다.³¹⁾ 고도의 전문성이 요구

30) SIFMA(2013)에 따르면 시가총액 기준 기관투자자의 주식시장 비중은 1985년 45.8%에서 1996년 50.3%로 증가하고, 2007년에는 61.3%에 달한다.

31) 1999년에서 2000년 사이 미국 IPO 시장에서 나스닥(Nasdaq)이 차지하는 비중은 91%에 달했으며, 1999년 나스닥 IPO 수는 397개로 역대 최고치를 기록했다.

되고 작은 규모의 벤처회사로 구성된 고객층 등 IT산업의 특징은 제한된 산업에 집중하고 전략적 자문을 중심으로 하는 부테크IB의 사업모델과 궁합이 매우 잘 맞아떨어졌다. 1990년대 IT붐에는 대형 투자은행들도 적극적으로 참여했지만, 무수히 많은 인터넷 스타트업 기업들의 출현은 부테크IB에게도 충분한 기회를 마련해줬고, Evercore, JMP Group 등 여러 부테크IB들이 IT산업에 뛰어들면서 단기간에 고수익을 달성했다. BancAmerica에 인수되었던 Robertson Stephens는 1999년에서 2000년 불과 1년 사이에 74개 인터넷 기업, 5.5조달러 규모의 IPO를 주관했으며, Thomas Weisel의 경우 당시 수익의 80%가 IT산업 관련 투자은행업무에서 발생했다.³²⁾

2000년대 초반 닷컴 버블의 갑작스러운 붕괴는 부테크IB에게도 큰 충격을 가져다주었다.³³⁾ 닷컴 버블에 편승해 빠르게 성장하면서 인력, 자본금 등을 비례적으로 키웠던 부테크IB들은 IT버블의 붕괴로 인해 갑작스러운 위기에 처하면서, 상당수가 구조조정에 들어가거나 청산을 해야만 했다. 닷컴붐의 절정 때 인력이 950명에 달했던 Robert Stephens는 2002년에 청산되었고,³⁴⁾ Thomas Weisel Partners도 대대적인 구조조정을 단행했으나 닷컴 버블 붕괴의 여파를 이겨내지 못하고 결국 2010년 Stifel Financial에 매각되었다.

반면, 닷컴 버블의 붕괴가 일부 부테크IB에게는 새로운 사업기회를 제공해주기도 했으며, 부도위기에 처한 인터넷 기업들을 정리하는 작업은 Houlihan Lokey, Dresdner Kleinwort, Blackstone Group 등 구조조정 및

32) Craig(2011)

33) 나스닥(Nasdaq) 지수는 2000년 3월 10일 5,048포인트로 사상 최고치를 경신한 이후 급격히 하락하기 시작하면서 2002년 10월 10일 1,108 포인트를 기록했고, 나스닥 IPO 수도 2000년 301개에서 2001년 47개로 급감했다.

34) 2013년 Robert Stephens는 자산관리 전문 부테크IB로 다시 문을 열었다. 새로운 Robert Stephens의 설립자는 과거 회사에서 자산관리 사업을 담당하던 Joseph Piazza였다.

파산 전문 부티크IB들이 독점했다. Morrison(2007)에 따르면 1990년대 말 미국 구조조정 시장은 이들 소수의 부티크IB들이 장악하고 있었으며, 그 이유는 구조조정 업무의 특성상 자기자본이 크게 요구되지 않는 반면 중개기관이 가지고 있는 관계와 신뢰에 기반한 긴밀한 협상력이 주요 성공 요인이기 때문에 부티크IB가 경쟁우위를 가진다고 설명한다.

라. 대형 투자은행의 이해상충

2000년대 초반 미국 유수 기업들의 분식회계 스캔들과 2008년 글로벌 금융위기는 대형 투자은행의 이해상충 문제를 부각시키고, 부티크IB가 가진 독립성의 가치를 재조명해줌으로서 부티크IB의 활성화에 한몫을 했다. 우선 2001년 Enron, WorldCom, Tyco, Global Crossing 등 미국 상위 기업들의 잇따른 회계조작 및 부정행위 사태가 터지면서 이들을 자문한 회계법인 및 투자은행들의 이해상충 문제가 대두되었다. Enron 사태를 조사한 미국회계감사원(Government Accountability Office: GAO)은 Citigroup 및 J.P. Morgan과 같은 상업은행과 더불어 Merrill Lynch 등 전통적인 투자은행들이 Enron의 불법적인 회계조작을 인지하면서도 자금조달을 지원했고, 이를 위해 투자자들에게 허위 재무보고서에 기반한 투자권유를 했을 뿐만 아니라 일부 투자은행의 경우 자사 애널리스트에게 Enron에 유리한 리서치 보고서를 발간하도록 압력을 행사했다고 지적했다. 나아가, GAO 보고서는 대형 투자은행들이 트레이딩부문 수익을 높이기 위해 투자은행부문의 고객들을 속이고 회생시키는 부도덕한 행위를 서슴지 않았다고 비판했다.³⁵⁾

종합서비스 사업을 영위하는 대형 투자은행의 잠재적 이해상충 문제는 2008년 글로벌 금융위기를 통해서도 극명하게 드러났다. 민주당

35) GAO(2003)

칼 레빈(Carl Levin) 의원과 공화당 톰 코번(Tom Coburn) 의원의 주도 하에 금융위기의 원인을 2년간 조사한 미국 상원 소위원회의 일명 ‘레빈-코번(Levin-Coburn)’³⁶⁾ 조사보고서에 따르면 금융위기 과정에서 대형 투자은행, 특히 Goldman Sachs와 Deutsche Bank의 이해상충 문제가 심각했던 것으로 나타났다. 레빈-코번 보고서에 따르면 골드만삭스의 경우 2006년에서 2007년 사이 1,000억달러 가량의 부동산담보증권(Residential Mortgage Backed Securities: RMBS)과 부채담보부증권(Collateralized Debt Obligation: CDO)을 개인 및 기관투자자들에게 판매했으며, 2007년부터 해당 구조화상품과 관련된 주택담보대출의 부도율이 높아지는 상황을 감지하면서도 이러한 사실을 알려주지 않아 투자자들에게 막대한 손실을 안겨줬다. 반면 골드만삭스는 이 와중에 자기매매를 통해 부동산시장에 대한 139억달러 매도포지션(short position)을 취해 370억달러의 이익을 얻은 것으로 밝혀졌다.

2000년대 초반 각종 회계부정 사태와 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국 기업들은 주요 경영 및 투자 결정을 할 경우 부티크IB를 참여시키기 시작했다. 특히 대형 투자은행을 대표 주관사로 선정하는 경우에도 견제적인 역할과 독립적인 의견을 제공해주는 목적으로 부티크IB를 공동으로 활용하는 경우가 늘어나는 추세다.

마. 글로벌 금융위기

2008년 글로벌 금융위기는 대형 투자은행의 몰락을 초래했지만 부티크 IB에게는 다양한 반사이익을 제공해주었다. 일부 부티크IB들은 Bear Stearns 및 Merrill Lynch의 인수, Lehman Brothers의 파산, Goldman Sachs 및 Morgan Stanley의 은행지주회사 전환과정에서 발생한 투자은행

36) Levin and Coburn(2011)

서비스의 공백을 틈타 새로운 시장을 잠식했다. 특히 Lazard, Moelis & Co. 등 엘리트 부티크들은 벌지브래킷 투자은행의 고객을 공략하면서 중소기업에서 Fortune 500대 기업으로 고객 기반을 확대하는데 성공했다.

또한, 대형 투자은행의 위기는 부티크IB에게 우수한 인재를 영입할 수 있는 기회를 제공해주었다. 벌지브래킷 투자은행들이 파산 및 인수되는 과정에서 이들 회사 뱅커들이 자발적으로 또는 해고되어서 부티크IB로 이직하는 경우가 늘어났다. 특히 파트너급 인재 영입의 경우 금융위기 이후 제정된 도드 프랭크 법(Dodd-Frank Act)에 포함되어 있는 임원 보수에 대한 규정이 부티크IB에 유리하게 작용하고 있다. 임원 보수에 대한 각종 규제가 강화되고, 고액 연봉 뱅커들에 대한 언론의 눈초리가 매서워지면서, 벌지브래킷 투자은행의 파트너급 뱅커들이 규제 대상에서 제외된 부티크IB로 행보를 돌리고 있다.

글로벌 금융위기 이후 투자은행업무에 있어서 자본조달의 중요성이 줄어들든 현상도 부티크IB에게 유리하게 작용하고 있으며, 여기에는 세 가지 원인을 들 수 있다. 첫째, 경기 침체로 평균적인 딜 규모가 감소함에 따라 자본조달의 필요성이 줄어들고 있다. 둘째, 미국 등 주요 국가들의 초저금리 통화정책으로 인해 자본조달의 비용이 낮아졌다. 셋째, 기업들의 이익 잉여금이 늘어나면서 외부 자본조달의 의존도가 줄어들었다.

그러나 부티크IB가 글로벌 금융위기로 얻은 기회가 얼마나 유지될지는 의문이다. 생존한 대형 투자은행들은 강화된 규제환경 속에서 레버리지 및 자본력 기반 사업을 축소하고, 장기 고객관계 중심의 투자은행 사업을 강조하고 있기 때문에 향후 대형 투자은행과 부티크IB 간의 직접적인 경쟁이 보다 심화될 가능성이 있다.

IV. 주요 부티크IB 사례

1. Lazard
2. Greenhill & Co.
3. Evercore
4. Stifel Financial
5. Jefferies Group
6. Piper Jaffray
7. JMP Group
8. FBR & Co.

IV. 주요 부티크IB 사례

1. Lazard

가. 개요

Lazard는 투자은행 및 자산관리 사업에 우수한 경쟁력을 지닌 부티크IB다. 특히, M&A 자문 업무에 있어서 Lazard는 대형 투자은행과 직접 경쟁하는 엘리트 부티크에 속한다. 160년 이상의 오랜 역사와 전통을 가진 Lazard는 한때 M&A 자문 분야에서 벌지브래킷 투자은행에 버금가는 위상을 지녔다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 Lazard는 주요국 정부의 자본조달을 자문하는 사업에도 진출하여 우수한 성과를 보이고 있으며, 해당 분야의 사업을 확대하기 위해 Sovereign Advisory Group 사업부문을 신설했다.

2013년 현재 Lazard의 총수익은 19.9억달러, 순이익은 1.7억달러 수준이다. 수익의 구성은 투자은행부문이 49%, 자산관리부문이 52%를 차지하는 균형적 구조를 가지고 있다. Lazard는 북남미, 유럽, 아시아 및 중동 지역의 27개국에서 사업하고 있으며, 2,523명의 임직원을 두고 있다.

나. 성장과정

Lazard는 프랑스에서 미국 뉴올리언스로 이민 온 Alexandre Lazard와 Simon Lazard 형제가 1848년 설립한 포목점 Lazard Freres에 뿌리를 두고 있다. 1849년 뉴올리언스의 대화재로 사업을 잃어버린 Lazard 형제는

당시 골드러시가 한창이던 샌프란시스코로 이주하여 무역사업을 시작하고, 이후 주택담보대출, 귀중품 운반 등 다양한 사업을 시도했다. 1876년 Lazard Freres의 사업은 전업 금융서비스로 전환하고 그해 뉴욕, 런던 및 파리에 사무소를 개설했다.

20세기에 들어 Lazard는 급성장하기 시작했으며 그 중심에는 Andre Meyer 사장이 있었다.³⁷⁾ Meyer의 우수한 인적 네트워크와 탁월한 딜링사 능력에 힘입어 Lazard는 1960년대 M&A 자문 분야에서 미국 최고의 투자은행으로 등극하고 1990년대 초반까지도 그 위상을 유지했다.³⁸⁾

Meyer는 Lazard에서 절대적 권력을 행사했으며, 그가 사망하기 2년 전인 1977년에 들어서야 Lazard의 경영권을 Micheal David-Weill에게 넘겨주었다.³⁹⁾ David-Weill의 주도 하에 Lazard의 이익은 1970년대 500만달러 수준에서 1990년대 5억달러 수준으로 20년 사이 100배 가량 증가했다.

1990년대 말에 들어 미국 투자은행업계에서 종합서비스화 및 대형화의 바람이 불기 시작하면서 Lazard는 위기를 직면하게 되었다. David-Weill은 기업자문에 주력하는 Lazard의 전통적 사업모델을 고수하고 사업다각화를 거부했으며, 자본조달 능력을 앞세운 경쟁사들이 M&A 자문 시장에서 Lazard의 점유율을 잠식해나갔다. 내부적으로는 David-Weill과 주요 임직원간의 갈등이 심화되면서 핵심 인력들이 Lazard를 이탈하기 시작했으며, 특히 주요 파트너이자 최대 딜메이커인 Felix Rohatyn⁴⁰⁾이 1997년

37) Meyer는 미국의 대통령 및 유럽의 왕들이 그의 조언을 구할 만큼 막강한 인적 네트워크를 보유하기로 유명한 인물이었다.

38) 당시 Meyer는 Jackie Kennedy, David Rockefeller와도 친분이 있던 것으로 알려졌다.

39) David-Weill은 Lazard의 설립자 Lazard 형제의 조카였으며, 그의 아버지도 Lazard에서 근무하면서 파리 사무소를 총괄했다.

40) Felix Rohatyn은 Meyer가 회장일 당시인 1961년 Lazard에 입사했으며, Lazard의 주요 M&A 딜들을 성사시켰다. 특히, Rohatyn은 1975년 부도

Clinton 정부의 프랑스 대사로 임명되어 은퇴함에 따라 Lazard의 위상은 급격하게 하락했다.

Rohatyn의 은퇴로 곤경에 처해진 David-Weill은 위기상황을 타개하고자 M&A업계의 거물인 Bruce Wasserstein을 2001년 신임 CEO로 영입했다.⁴¹⁾ David-Weill은 Wasserstein이 Lazard를 부활시킬 것으로 기대했지만, Wasserstein의 계획은 Lazard의 소유권을 인수하는 것이었다. Wasserstein은 David-Weill을 설득시켜 2005년 Lazard를 주식시장에 상장시키고, 상장자금으로 David-Weill을 포함한 주요 파트너들의⁴²⁾ 지분을 인수했다. 이로 인해 150년 전통 Lazard 가문의 시대는 막을 내렸다.

Lazard는 Wasserstein의 주도하에 제2의 전성시대를 맞이하게 되었다. 한때 업계 퇴출까지도 거론되었던 Lazard는 다시 M&A 자문 시장에서 상위권 반열에 진입하는데 성공했다. 2006년 Lazard의 영업수익은 7.6억달러로 전년대비 28% 증가하고, 영업이익은 1.6억달러로 전년대비 72% 증가했다. Wasserstein은 또한 업계의 우수 인재를 영입하고 Lazard의 자산관리 사업부문을 확대하는데 성공했다.

승승장구하던 Lazard는 2009년 Wasserstein의 갑작스러운 사망으로 새로운 위기를 직면하게 되었다. Lazard의 견고한 인재풀에도 불구하고 Wasserstein의 존재가 Lazard의 성공과 직결되었기 때문에 그의 공백이 미칠 영향에 대한 우려는 매우 높았다. Lazard는 Wasserstein의 후임자로 21년간 Lazard에 종사한 Kenneth M. Jacobs를 신임 회장 및 CEO로

위기에 처한 뉴욕시의 재무개선을 성공적으로 이끌어낸 인물로도 유명하다.

41) Bruce Wasserstein은 First Boston에서 근무할 당시 막강한 M&A 사업부를 이끌었다. 1988년 Joseph Parella와 함께 First Boston을 퇴사하고 부티크IB Wasserstein Perella & Co.를 설립했다. Wasserstein은 1980년대 미국의 적대적 M&A시장을 개척한 인물로 손꼽힌다.

42) Lazard는 David-Weill을 포함한 프랑스 출신 초기 파트너들(Antoine Bernheim, Andr Meyer, Jean Guyot)의 후손들이 지배적 지분을 가지고 있었다.

임명했으며, 업계의 우려와는 달리 Lazard의 성장은 Wasserstein의 사망 이후에도 유지되고 있다.

다. 사업구조

Lazard의 주요 사업부문은 Financial Advisory와 Asset Management로 나누어진다. Lazard는 두 사업부문 간의 균형과 더불어, 지역, 산업 및 투자전략의 다변화를 통해 안정적인 수익구조를 추구한다.

1) Financial Advisory 사업부문

Financial Advisory 사업부문은 M&A 자문, 구조조정, 재무개선 및 자본조달 업무에 주력한다. M&A 자문은 인수 대상 기업 및 자산 발굴, 기업 가치분석 및 인수자금 설계가 주요 업무다. 또한, 주식공개매수(tender offer)의 경우 딜러-매니저(dealer-manager) 역할을 수행하기도 한다. 부실기업 고객의 경우 재무개선, 자산매각, 구조조정 등에 대한 자문을 제공해준다. 기업 자본조달의 경우 Lazard는 직접적인 자본조달보다는 자본조달의 설계, 사모발행, 신용평가사 관리 등의 서비스만을 제공한다.

과거 Financial Advisory 사업부문에서 증권인수 및 트레이딩 업무를 해왔으나 2005년부터는 해당 업무들을 Lazard의 전 파트너들이 설립한 LFCM Holdings와 LAZ-MD로 이전하고 Lazard는 현재 중개 수수료만을 받는다.

Financial Advisory 사업부문은 금융기관 등 7개 산업에 집중하고 있다: 1) 금융기관, 2) 부동산, 3) 보건의료 및 생명과학, 4) 공업, 5) 에너지

및 인프라, 6) 도매 및 소매업, 7) 방송 및 정보통신.

2) Asset Management 사업부문

Asset Management 사업부문은 주식, 채권, 대체투자 및 프라이빗에쿼티에 주력하고 자산관리 사업의 주요 고객은 기업, 공공기관, 국가, 금융기관 및 고액자산가를 포함한다. 2013년 현재 Asset Management 사업부문의 AUM은 1,870억달러 수준이며, 투자자산은 주식(82%), 채권(14%), 대체투자(3%), 프라이빗에쿼티(1%)로 구성되어 있다.

Asset Management 사업부문은 4개의 펀드(Lazard Asset Management(LAM), Lazard Freres Gestion, The Edgewater Funds, Lazard Australia Private Equity)로 구성되어 이 중 주요 수익은 Lazard Asset Management와 Lazard Freres Gestion에서 발생한다. 두 펀드의 AUM은 1,680억달러 수준으로 전체 AUM의 89.8%를 차지한다. 2005년부터 대체투자와 프라이빗에쿼티 사업을 육성하기 시작했으며, 이를 위해 The Edgewater Funds와 Lazard Australia Private Equity를 설립했다.

라. 수익구조

2013년 Lazard의 총자산은 30.1억달러, 자기자본은 6.3억달러, ROE는 26.2% 수준이다. 동기간 Lazard의 총수익은 19.9억달러, 순이익은 1.7억달러 수준을 기록했다. 총수익은 2003~2013년 사이 연평균 11.2%의 안정적인 성장률을 기록하고 있다.

<표 IV-1> Lazard의 재무정보

(단위: 백만달러)

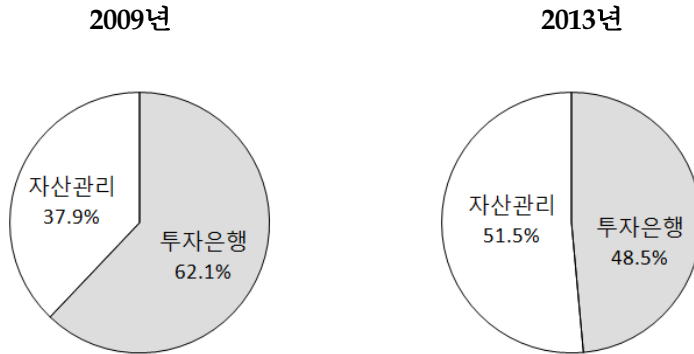
	2009	2010	2011	2012	2013
총자산	3,148	3,423	3,082	2,987	3,011
총자기자본	523	796	867	652	630
총수익	1,531	1,905	1,830	1,912	1,985
영업이익(손실)	-182	244	236	124	217
순이익(손실)	-188	194	191	92	165
ROA	-6.0%	5.7%	6.2%	3.1%	5.5%
ROE	-35.9%	24.4%	22.0%	14.1%	26.2%
EPS(Diluted, 달러)	0.45	0.5	0.61	1.16	1.00

주 : ROA(순이익/총자산), ROE(순이익/총자기자본)

자료: Lazard 10K 보고서

사업별 총수익을 살펴보면 2013년 투자은행(Finacial Advisory) 사업 부문이 49%, 자산관리(Asset Management) 사업부문이 52%를 차지하면서 처음으로 자산관리가 투자은행 사업부문 수익을 상회했다. 자산관리 사업부문의 수익 비중은 2003년 33.3%에서 꾸준히 증가하는 추세를 보이고 있으며, 이는 자산관리 사업의 강화를 강조해온 Wasserstein의 사업전략의 결과물로 볼 수 있다.

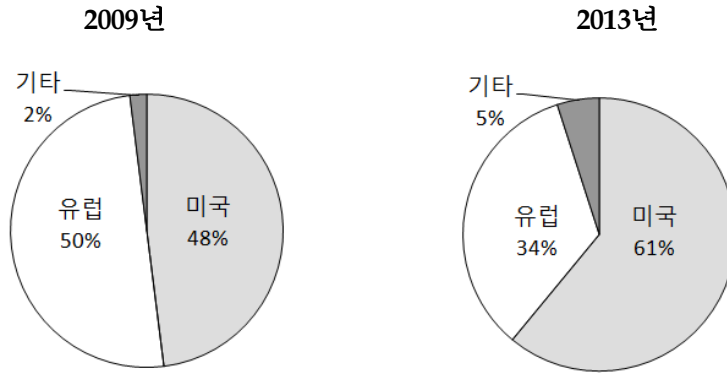
<그림 IV-1> Lazard의 수익구조



자료: Lazard 10K 보고서

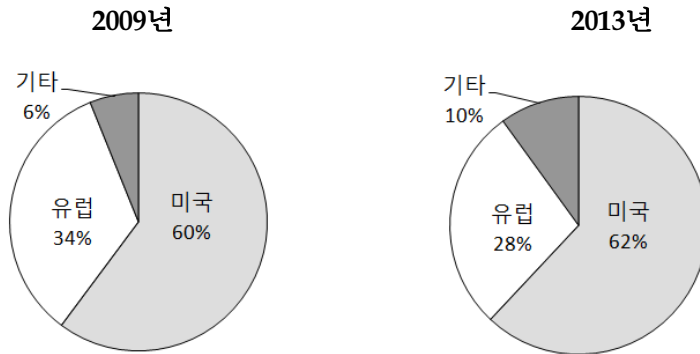
지역별로 살펴보면 Lazard의 수익 중 61%가 미국, 31%가 유럽, 8%가 기타 지역에서 발생했다. Lazard는 출범 당시부터 유럽, 특히 프랑스에 견고한 사업기반을 두고 있었으나, 최근에는 주요 수익이 미국시장에서 주로 발생하고 있다. 2000년대 이후 남미 및 아시아 지역의 사업기반을 다져가고 있으며, 미국 및 유럽을 제외한 지역의 수익 비중이 증가하는 추세를 보이고 있다.

<그림 IV-2> Lazard 투자은행부문의 지역별 수익 비중



자료: 10-K 보고서

<그림 IV-3> Lazard 자산관리부문의 지역별 수익 비중



자료: 10-K 보고서

2. Greenhill & Co.

가. 개요

Greenhill & Co.는 투자은행업무만을 영위하는 부테크IB다. 특히, Greenhill & Co.는 자문서비스만을 제공하고 유가증권 인수, 리서치, 트레이딩, 자기매매, 자산관리 등의 사업은 일체 취급하지 않는다. Greenhill & Co.의 투자은행업무는 M&A 자문, 구조조정 및 자본조달 설계에 초점을 두고 있으며, 대형 투자은행과 직접 경쟁하는 엘리트 부테크에 속한다.

2013년 현재 Greenhill & Co.의 총수익은 2.9억달러, 순이익은 4,700만달러 수준이며 수익은 99.9%가 투자은행업무에서 발생하고 있다. Greenhill & Co.는 북남미, 유럽, 호주 및 일본 지역에서 사업을 영위하고 있으며, 305명의 임직원을 두고 있다.

나. 성장과정

Greenhill & Co.는 1996년 Robert F. Greenhill이 설립한 M&A 자문 전문 부테크IB로 출범했다. Greenhill은 Morgan Stanley와 Smith Barney에서 사장을 지냈으며 M&A 자문 분야의 원로에 속한다.

Greenhill은 1962년 하버드대학에서 MBA를 마치고 Morgan Stanley에 입사하여 이후 1970년 파트너로 승진했다. 1972년 Morgan Stanley는 유가증권 인수 사업의 수익 감소에 대응하기 위해 투자은행계 최초로 M&A 사업부서를 설립했고, Greenhill이 신설 사업부서를 담당했다. Greenhill은 탁월한 딜메이커로 Morgan Stanley의 M&A 사업을 번창시

켰으며 그 공로를 인정받아 1991년에 CEO로 임명되었다. 1993년 Morgan Stanley의 신임 회장 Richard Fisher가 자신의 제자인 John Mack을 새 CEO로 임명하자 Greenhill은 Morgan Stanley를 떠나 Smith Barney의 회장 및 CEO로 합류했다. 그러나 Smith Barney에서도 Greenhill은 내부 권력 투쟁에 시달렸으며, 1996년 Smith Barney를 떠나서 Greenhill & Co.를 설립했다.⁴³⁾

Greenhill은 대형 투자은행의 자본집약적 변모를 비판하고, Greenhill & Co.의 설립을 통해 자신의 경영철학인 장기 관계중심 사업, 특히 M&A 자문에 주력하는 투자은행의 모습을 실현하고자 했다. Greenhill은 부테크IB의 가능성을 James D. Wolfensohn Inc.에서 찾았다. 1995년 설립된 James D. Wolfensohn Inc.는 100명 이하의 소수 인력을 가지고 순수 M&A 자문에만 주력하는 부테크IB로서 설립 첫해부터 괄목할만한 딜들과 수익을 달성했다.⁴⁴⁾

Greenhill은 Tim George, Scott Bok 등 Morgan Stanley M&A 사업 부문의 주요 인재들을 성공적으로 영입하면서 우수한 네트워크를 기반으로 빠른 성장을 달성했다. Greenhill & Co.의 총수익은 설립 이듬해인 1997년 3,690만달러에서 2003년에는 1.27억달러 수준으로 급증했으며, 이 중 95.8%가 M&A 자문에서 발생했다. 2004년 Greenhill & Co.는 사업을 확장하기 위해 주식시장에 상장했으며, 당시 회사 인력은 파트너 22명을 포함한 107명에 달했다.

Greenhill & Co.는 부테크IB임에도 불구하고 해외진출에도 적극적으로

43) Cole(2008)

44) James D. Wolfensohn Inc.는 1980년 Salomon Brothers 고위임원 출신 James Wolfensohn이 설립한 M&A 자문 전문 부테크IB로, 당시 미국 연방 준비이사회 의장 Paul Volker도 주요 파트너였다. 1995년 Wolfensohn이 세계은행(World Bank) 총재로 임명되면서 자신의 지분을 처분했고, 이후 James D. Wolfensohn Inc.는 Bankers Trust에 인수되었다.

나섰다. 1998년 런던, 2000년 프랑크푸르트, 2008년 도쿄 사무소를 설립 하면서 해외사업의 발판을 마련했다. 또한, 북미 사업의 확장을 위해 시카고, 로스엔젤리스, 샌프란시스코, 휴스턴 및 토론토 사무소를 2008년에서 2009년 사이 개설했다. 2010년에는 호주의 M&A 자문회사 Caliburn 을 인수하였고, 2012년 스톡홀름, 2013년 상파울루 사무소를 개설했다.

Greenhill & Co.는 점진적으로 업무의 범위를 늘려나갔으나 여전히 그 범위는 투자은행업무로 국한되었다. 2000년부터 구조조정 업무를 강화하고, 2008년부터는 프라이빗에쿼티 및 REITs(Real Estate Investment Trusts)를 주요 고객으로 겨냥한 자본조달설계 업무를 개시했다. 반면, 투자은행업무 외의 한차례 사업다각화 시도에서는 저조한 성과를 거둔 경험이 있다. 2000년 Greenhill & Co.는 머천트뱅크(merchant banking) 사업 진출을 위해 Greenhill Capital Partners(CGP)를 설립하고, 자기자본을 투입해 당시 유망하게 여겨지던 위성통신회사 Iridium Communication에 투자했다. 2005년 머천트뱅크 사업의 수익비중은 36%까지 차지하기도 했으나, 이후 Iridium Communication의 기술 및 사업성에 대한 심각한 문제가 드러나면서 큰 투자손실을 봤다. 결국 2010년 Greenhill & Co.는 GCP를 매각하고 머천트뱅크 사업으로부터 전면 철수했다. 현재 Greenhill & Co.는 순수 투자은행업무에만 집중하고 있으며 트레이딩, 자산관리 등 기타 사업은 전혀 영위하지 않는다.

다. 사업구조

Greenhill & Co.는 투자은행업무만 영위하며 이중에서도 M&A 자문과 구조조정 업무에 주력한다. 대부분의 부티크IB와 달리 Greenhill & Co.는 리서치, 트레이딩, 자산관리 등의 타 업무도 영위하지 않고 있으며, 투자은행업무에만 집중하는 독립적 증권사라는 점을 주요 마케팅

포인트로 활용하고 있다.

지배구조는 미국 모회사 Greenhill & Co. 아래 Greenhill & Co., International(유럽), Greenhill & Co. Australia(호주), Greenhill & Co. Canada(캐나다), Greenhill & Co. Japan Ltd.(일본) 자회사들로 구성되어 있다.

Greenhill & Co.는 설립 당시 음식료 산업에 전문화하였으나, 2002년 이후 보험, 에너지 산업 등으로 확장하면서 현재 통신을 포함한 9개 산업에 집중하고 있다: 1) 통신, 2) 소비재, 3) 에너지 및 인프라, 4) 금융서비스, 5) 산업재, 6) 의료, 7) 금속 및 광산, 8) 부동산, 오락 및 숙박, 9) 기술.

라. 수익구조

2013년 Greenhill & Co.의 총자산은 3.53억달러, 총수익은 2.87억달러, ROE는 16.8% 수준이다. 총수익은 1997년에서 2013년 사이 연평균 14%의 높은 성장률을 달성하고 있으며, 2008년 글로벌 금융위기 이후에도 안정적인 추세를 보이고 있다.

<표 IV-2> Greenhill & Co.의 재무정보

(단위: 백만달러)

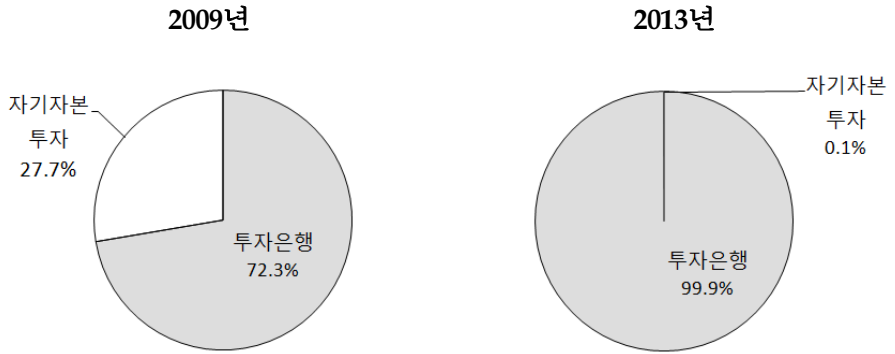
	2009	2010	2011	2012	2013
총자산	328	509	461	387	353
총자기자본	234	373	348	304	278
총수익	299	278	294	285	287
세전이익(손실)	114	59	69	71	71
순이익(손실)	71	39	45	42	47
ROA	21.7%	7.7%	9.7%	10.9%	13.2%
ROE	30.4%	10.6%	12.8%	13.9%	16.8%
EPS(Diluted, 달러)	2.39	1.12	1.44	1.38	1.55

주 : ROA(순이익/총자산), ROE(순이익/총자기자본)
 자료: 10K 보고서

Greenhill & Co.의 수익은 99.9%가 투자은행업무에서 발생하고 있다. 투자은행업무 외의 수익은 회계상 남아 있는 머천트뱅크 사업과 연계된 자산의 처분으로부터 발생하는 것이며, 2013년 Iridium Communication 지분의 완전 처분으로 향후 수익은 모두 투자은행업무에서 발생할 것으로 예상된다.⁴⁵⁾

45) 머천트뱅크 사업은 2010년 철수했으나, 당시 GCP의 매각에 풋백옵션(put back option)이 포함되어 있어서 Greenhill이 일부 자산을 재매각해야 했기 때문에 남아 있었다.

<그림 IV-4> Greenhill & Co.의 수익구조



자료: 10K 보고서

3. Evercore

가. 개요

Evercore는 국경간 M&A 자문에 경쟁력을 가진 부티크IB다. Evercore는 작은 규모에도 불구하고 설립자 Roger Altman 및 파트너들이 우수한 네트워크를 보유하고 있어 다국적기업들 간의 M&A에 적극 참여하고, 대형 투자은행과 직접 경쟁하는 엘리트 부티크에 속한다.

투자은행과 더불어 자산관리 사업부문도 Evercore의 주요 수익원으로 자리 잡고 있으며, 자산관리 사업부문은 2009년 업계의 슈퍼스타 Ralph Schlosstein을 성공적으로 영입하여 빠르게 성장하고 있다.

2013년 현재 Evercore의 총수익은 7.8억달러, 순이익은 7,200만달러 수준이다. 수익구조는 투자은행 사업부문이 85.5%, 자산관리 사업부문이 12.3%를 차지하고 있다. Evercore는 미국, 영국, 멕시코, 브라질, 홍콩 및 싱가포르에 사무소를 두고 있으며 중국, 일본, 인도, 한국 및 아르헨티나에서 주요 금융회사와 전략적 제휴를 맺고 있다. 임직원 수는 1,300명 수준이다.

나. 성장과정

Evercore는 1996년 미국 재무부 차관 출신 Roger Altman이 설립한 M&A자문 및 재무자문 전문 부티크IB다. 미국 시카고대학교 MBA 출신인 Altman은 졸업 후 1969년 Lehman Brothers에 입사, 1974년 28세의 나이에 Lehman Brothers의 역대 최연소 파트너로 승진했다.⁴⁶⁾

1977년 Altman은 Jimmy Carter 행정부의 재무부 차관보로 임명되어 Lehman Brothers를 떠났다가 1981년 Ronald Reagan이 대통령으로 당선됨에 따라 다시 Lehman Brothers로 돌아와서 투자은행부문의 담당을 맡았다.⁴⁷⁾ Altman이 돌아왔을 때는 Lehman Brothers가 내부적으로 큰 변화를 겪고 있던 시기였다. 우선 당시 회장이었던 Peter G. Peterson과 트레이딩부문 담당 Lewis G. Glucksman 간에 회장직을 두고 쟁탈전이 벌어졌으며, 결과적으로 Glucksman이 회장직에 임명됨에 따라 1985년 Peterson은 Lehman Brothers를 떠나 부티크IB Blackstone Group을 설립한다. 또한 1984년 Lehman Brothers가 American Express와 합병하면서 두 회사 간의 문화적 충돌이 갈수록 심각해졌다.⁴⁸⁾ 결국 1987년 Altman은 Lehman Brothers를 떠나 자신의 멘토였던 Peterson이 설립한 Blackstone Group의 부회장 및 M&A부문 담당으로 합류했다. 1993년 Blackstone Group에 재직할 당시 Altman은 다시 Clinton 정부의 재무부 차관으로 임명되어 그 역할을 수행하다가 화이트워터(Whitewater) 스캔들⁴⁹⁾에 연루되어 1994년 사임하였다.

46) Uchitelle(1994)

47) Warshaw(2004)에 따르면 Altman은 재무부 차관보 당시의 경험과 네트워크를 활용해 Chrysler Corporation을 Lehman Brothers의 주요 고객으로 유치하는데 성공하기도 했다.

48) Lehman Brothers와 American Express의 합병은 사업적 및 문화적 시너지를 발휘하지 못한 것으로 평가되며, 결국 1994년 American Express는 Lehman Brothers를 다시 분사(spin-off) 시켰다.

49) 화이트워터 스캔들은 Clinton 대통령이 Arkansas 주지사 시절 화이트워터 부동산개발 회사의 지역 토지개발을 둘러싼 사기의혹이었다. 미 법무부가 이 사건을 조사하고 있다는 것을 알게 된 Altman이 그 정보를 Clinton 부부의 법률고문인 Bernard Nussbaum에게 알려준 사실이 드러나 이해상충, 위증 등의 문제가 제기되었고, 결국 Altman은 이에 대한 책임을 지고 재무부 차관직을 사임하였다.

이후 Altman은 Blackstone Group으로 돌아가지 않고 1996년 지인 David Offensend 및 Austin Beutner와 함께 신설 부테크IB Evercore를 설립했다.⁵⁰⁾ 당시 Evercore의 총 인원 수는 9명이었으며, 이들 모두 Lehman Brothers 및 Blackstone Group 출신들이었다.⁵¹⁾

Evercore의 사업모델은 Altman이 Lehman Brothers와 Blackstone Group에서 쌓아온 경험에 따라 M&A 자문과 구조조정 업무에 초점 두었고, Blackstone Group을 벤치마킹하여 LBO 시장에 주력하면서 빠른 시일에 성과를 거두었다.⁵²⁾ Evercore는 일반적으로 중소기업 고객층에 집중하는 부테크IB와 달리 Fortune 100대 기업을 겨냥하여 대형 투자는 행과 직접 경쟁하는 전략을 택했다. 이러한 전략은 Altman의 네트워크와 평판이 충분히 뒷받침되었기 때문에 가능했다. 특히, Evercore는 설립 초기에 미국 자동차회사 크라이슬러의 파산과정을 담당하면서 큰 수익을 올렸으며, 이는 Altman이 재무부 차관으로 재직할 당시 미국 정부의 크라이슬러 구제금융 업무를 담당하면서 쌓았던 네트워크에 기반한 달이었다.

2006년 Evercore는 사업 다각화를 위해 자산관리 사업에 진출했으나, 초기 성과는 매우 미흡한 수준이었다. 그러나 2009년 세계 최대 자산관리 회사 BlackRock의 부회장 Ralph Schlosstein⁵³⁾을 자산관리 사업 담당으로 영입하면서 Evercore의 자산관리 사업은 본격적인 성장궤도에 진입하고, 자산관리 사업의 수익 비중은 2008년 4.4%에서 2010년 19.3%로 급증했다. 2009년 Altman은 자신의 후임자로 Schlosstein을 CEO로 임명

50) Beutner와 Offensend는 각각 Lehman Brothers와 Blackstone Group에 재직할 당시 Altman과 친분을 쌓았다.

51) Businessweek(1997)

52) Businessweek(1997)

53) Lehman Brothers 출신 Schlosstein은 Laurence D. Fink와 함께 1988년 자산관리 전문 회사 BlackRock을 설립했다.

하면서 자산관리 사업을 투자은행 사업과 더불어 Evercore의 핵심 사업으로 키우겠다는 강한 의지를 표명했다.⁵⁴⁾

Evercore는 2010년 리서치 및 브로커리지 업무로 사업범위를 확대했다. 브로커리지 사업은 기관투자자 고객을 대상으로 하고 있으며, 초기에는 3개 산업에만 집중하다가 최근에는 12개 산업으로 확장했다. Evercore는 리서치 및 브로커리지 사업을 통해 투자은행과 자산관리 사업을 연계하는 전략을 사용한다. 트레이딩 사업으로 투자은행 딜에서 발생하는 유가증권 인수 물량을 자산관리 사업의 기관투자자 고객을 통해 유통하는 방식이다. 반면, 고객과의 이해상충 방지 및 위험관리 차원에서 자기매매 및 기업신용공여 등의 사업은 하지 않는다.

Evercore는 미국 시장에서의 성공을 기반으로 해외진출에도 적극적으로 나서왔으며, 특히 아시아와 유럽 시장에 큰 관심을 두었다. 2009년에는 빠르게 성장하는 중국시장을 겨냥하여 중국 최대 증권사인 Citic Securities Co.와 함께 현지 M&A 자문 및 투자 전문 합작사를 설립하고, 2011년에는 영국에서 주요 경쟁사인 Lexicon Partner를 인수하면서 유럽지역 사업을 대폭 강화해나가고 있다.⁵⁵⁾

다. 사업구조

Evercore의 주요 사업부문은 Investment Banking(투자은행)과 Investment Management(자산관리)로 구성되어 있다.

54) Berman(2009)

55) Chan(2009)

1) Investment Banking 사업부문

Investment Banking 사업부문은 세부적으로 Advisory와 Institutional Equities 부문으로 나누어진다. Advisory 부문은 M&A 자문, 구조조정, 재무자문, 유가증권 인수 및 자본조달 설계 업무를 포함한다. Advisory 부문에서는 다국적기업을 주요 고객으로 공략하고 있으며, 2013년 기준 총 358개의 상장 및 비상장 기업을 고객으로 두고 있다. 특히, Evercore는 복잡한 딜 구조를 가진 국경간 M&A 분야에서 높은 전문성을 자사의 차별성으로 내세우고 있다.

Institutional Equities 부문은 주식 리서치 및 트레이딩업무를 포함하며 주로 미국 기관투자자를 대상으로 특정 산업군에 대한 리서치 및 트레이딩 서비스를 제공하고 있다. 현재 리서치 및 브로커리지 업무는 12개 산업에 집중하고 있다: 1) 소비재, 2) 에너지, 3) 금융, 4) 글로벌 자동차, 5) 헬스케어, 6) 건축, 7) 공업재, 8) 미디어, 9) 부동산, 10) 기술, 11) 통신, 12) 교통

2) Investment Management 사업부문

Investment Management 사업부문은 세부적으로 Institutional Asset Management, Wealth Management 및 Private Equity로 나누어진다.

Institutional Asset Management는 상품군과 지역별로 나누어져 있으며 미국에서는 Evercore Trust Company, Atalanta Sosnoff Capital, ABS Investment Management, 남미에서는 Evercore Casa de Holdings를 운영하고 있다. Evercore Trust Company는 기관투자자를 대상으로 특화된 투자자문 및 다양한 증권금융 서비스를 제공하고, Atalanta Sosnoff

Capital은 미국 대형주 투자운용, ABS Investment Management는 헤지 모태펀드(hedge funds-of-funds) 투자자문 서비스를 제공하고 있다. Evercore Casa de Holdings는 멕시코 채권투자에 전문화되어 있다.

Wealth Management 부문은 주로 500만달러 이상 투자자산이 있는 고액자산가를 대상으로 투자포트폴리오 자문 및 설계, 펀드매니저 선택, 평가보고 등의 서비스를 제공하고 있다.

Private Equity 부문은 Evercore의 자기자본투자 사업이며, 미국 및 유럽의 중소기업에 주로 투자하고 있다.

라. 수익구조

2013년 Evercore의 총자산은 11.81억달러, 자기자본은 5.63억달러, ROE는 12.8% 수준이다. 2013년 총수익은 7.79억달러로 전년대비 18.4% 증가했으며, 5년 연속 증가세를 유지하고 있다.

<표 IV-3> Evercore의 재무정보

(단위: 백만달러)

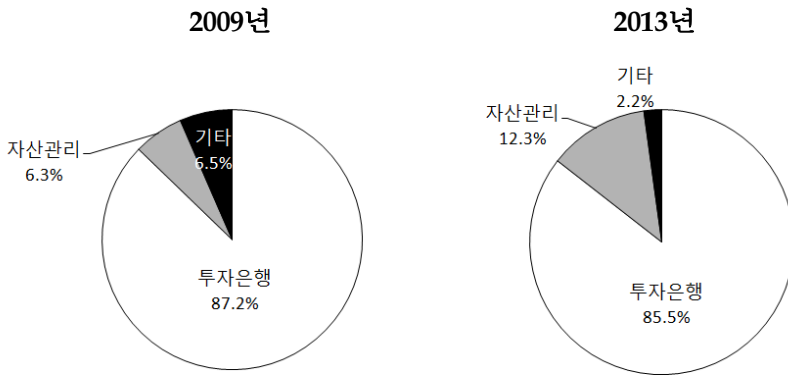
	2009	2010	2011	2012	2013
총자산	891	898	1,044	1,145	1,181
총자기자본	296	367	466	491	563
총수익	337	399	544	658	779
세전이익(손실)	22	36	37	70	139
순이익(손실)	0.2	18	11	39	72
ROA	0.0%	2.0%	1.1%	3.4%	6.1%
ROE	0.1%	4.9%	2.4%	7.9%	12.8%
EPS(Diluted, 달러)	-0.1	0.39	0.23	0.89	1.38

주 : ROA(순이익/총자산), ROE(순이익/총자기자본)

자료: 10K 보고서

사업부문별 수익구조를 살펴보면 수익의 85.6%가 투자은행(Investment Banking), 12.3%가 자산관리(Investment Management), 2.2%가 기타 사업에서 발생하고 있다. 투자은행 사업부문은 2013년 현재 358개 기업 고객을 대상으로 6.57억달러의 영업수익, 1.56억달러의 영업이익을 기록했다. 자산관리 사업부문은 2013년 현재 AUM 136억달러, 영업수익 1.03억 달러, 영업이익 2,100만달러를 달성했다. 자산관리 사업은 Evercore가 직접 영위하는 4개 자회사와 부분적 지분투자를 하고 있는 회사로 나누어 진다.

<그림 IV-5> Evercore의 수익구조



자료: 10K 보고서

4. Stifel Financial

가. 개요

Stifel Financial은 투자은행, 상업은행 및 자산관리 사업을 영위하는 종합서비스 부티크IB다. Stifel Financial의 주요 고객층은 중소기업 및 리테일 고객으로 전형적인 미들마켓 부티크에 속한다. 특히, Stifel Financial은 기업 및 기관투자자만을 대상하는 일반 부티크IB와 달리 리테일 사업도 영위하는 특징을 가지고 있다.

Stifel Financial은 꾸준한 M&A를 통해 사업을 확장해온 사례로 관심을 가질만하다. Stifel Financial은 동종업종과 더불어 타 업종에서의 적극적인 M&A를 통해 규모의 경제 및 범위의 경제를 시도한다.

2013년 현재 Stifel Financial의 총수익은 20.2억달러, 순이익은 1.6억 달러 수준이다. Stifel Financial의 영업범위는 세인트루이스를 중심으로 미국의 중부지역에 집중되어 있으며, 6,200명의 임직원을 두고 있다.

나. 성장과정

Stifel Financial은 Benjamin Altheimer와 Edward Rawlings가 1890년 세인트루이스에 설립한 소규모 증권회사 Altheimer & Rawlings Investment Company에 그 뿌리를 두고 있다. Herman Charles Stifel은 Altheimer & Rawlings Investment Company의 회계담당자로 합류했으며, 1910년 Henry J. Nicolaus와 그의 아들 Louis J. Nicolaus도 회사에 합류했다. Stifel과 Nicolaus는 설립자 Altheimer와 Rawlings로부터 회사를 이어 받고, 1923년 사명을 Stifel, Nicolaus Investment Company로

바꿨다. 1920년에는 Herman C. Stifel의 아들 Arnold G. Stifel이 회사에 합류했으며, Arnold Stifel은 당시 대통령이었던 Herbert Hoover와도 인맥이 있었던 인물이었다.

Stifel, Nicolaus Investment Company는 Emerson Electric, Scullin Steel 등 세인트루이스 지역의 주요 기업들의 유가증권 인수를 독점하면서 빠르게 성장했다. 1930년대 대공황을 견뎌낸 Stifel, Nicolaus Investment Company는 도산한 경쟁사들이 남긴 공백을 틈타 미국 중부 지역을 중심으로 지역적 기반을 빠르게 확대해나갔다.

1958년 NYSE 회원사가 된 Stifel, Nicolaus Investment Company는 이후 적극적인 M&A를 통해 회사를 키워나갔다. Albert, Theis & Sons(1960년), Cruttenden, Podesta & Miller(1962년), Dempsey Tegeler(1970년), Altorfer, Podesta & Woolard(1981년), Bacon Whipple(1982년) 등 Stifel, Nicolaus Investment Company는 1950년대에서 1980년대까지 다수의 소규모 증권회사들을 인수하는데 성공했다.

1983년 Stifel, Nicolaus Investment Company는 지주회사 Stifel Financial을 설립하고 NYSE에 상장했다. 상장 이후 Stifel Financial의 M&A 행보는 지속되었으며 Scherek, Stein & Frane(1985년), Rowland, Simon(1988년), Legg Mason Capital Markets(2005년), Miller Johnson Steichen Kinnard(2006년), Ryan Beck & Co.(2007년) 등 다수의 부테크 IB들을 인수했다.

사업다각화도 M&A를 통해 이루어졌다. 2007년에는 지방은행인 FirstService Bank를 인수하고 Stifel Bank & Trust로 사명을 변경하여 투자은행과 더불어 상업은행도 영위하기 시작했다. 이를 통해, Stifel Financial은 고객에게 증권 서비스와 더불어 다양한 은행 서비스를 제공하는 종합서비스 사업모델을 구축하게 되었다. 2008년에는 Choice Financial Partners Inc.를 설립하여 자산관리 사업에 진출했으며, 동년

자산관리 전문회사 Butler Wick & Company를 인수하고 이듬해에는 UBS의 자산관리 지점 56개를 추가로 인수했다.

2011년에는 지방채 및 회사채 전문회사 Stone & Youngberg LLC를 인수하면서 채권시장 역량을 확보하고, 최근에 들어서는 부티크IB Thomas Weisel Partners(2010년)와 Keefe, Bruyette & Woods(2013년)의 인수를 완결시키면서 투자은행 사업을 강화시켰다.

다. 사업구조

Stifel Financial은 다수의 자회사를 통해 종합금융서비스를 제공하고 있으며, 그룹의 사업구조는 크게 Institutional Group(투자은행)과 Global Wealth Management(자산관리) 부문으로 나누어진다.

1) Institutional Group 사업부문

Institutional Group 사업부문은 브로커리지와 투자은행업무를 포함한다. 브로커리지 사업은 기관투자자 고객을 대상으로 주식 및 채권 위탁 매매 및 리서치를 제공하고 이와 함께 자기매매 업무도 한다.

투자은행업무는 M&A 자문, 자본조달 및 유가증권 인수에 주력하고 있으며, 공모 및 사모 유가증권 인수는 주로 자사의 브로커리지 사업과 연계해서 유통한다. 투자은행업무의 주요 고객층은 중소기업과 공공기관이며, 공공기관 고객을 전담하는 부서를 두고 있다.

Institutional Group 사업부문은 금융서비스 등 12개 산업에 집중하고 있다: 1) 금융서비스, 2) 부동산, 3) 헬스케어, 4) 항공우주 및 방위, 5) 정보

통신, 6) 운수, 7) 에너지, 8) 사업서비스, 9) 소비자서비스, 10), 공업, 11) 기술, 12) 교육.

2) Global Wealth Management 사업부문

Global Wealth Management 사업부문은 리테일 중심으로, 개인 고객을 대상으로 투자권유 및 금융투자상품을 판매한다. 취급하는 금융투자상품에는 자사 펀드와 더불어 타 회사의 펀드도 판매하는 개방형구조를 활용한다. 2013년 현재 미국 45개 주에 316개 지점을 보유하고 있으며, 판매인력은 1,934명의 전속 재무자문사 및 143명의 독립투자자문업자 (Independent Financial Advisor: IFA) 네트워크를 보유하고 있다.

Stifel Financial은 자회사인 Stifel Bank & Trust를 통해 자산관리 사업 고객에게 주식담보대출과 더불어 주택담보대출, 신용대출 등 일반적인 상업은행 서비스도 제공한다. Stifel Bank & Trust의 수익은 글로벌 자산관리 사업으로 귀속된다.

라. 수익구조

2013년 Stifel Financial의 총수익은 20.2억달러로 18년 연속 성장세를 유지하고 있다. 순이익은 1.6억달러 수준으로 총수익 규모에 비해 다소 낮은 편이며, ROE 또한 7.9%로 경쟁 부테크IB에 비해서 낮은 수준에 속한다. 이는 Stifel Financial의 사업모델이 리테일 고객에 초점을 두고 있어서 기업자문에만 주력하고 낮은 자기자본 구조를 가진 다른 부테크IB와는 차이가 있기 때문이다.

<표 IV-4> Stifel Financial의 재무정보

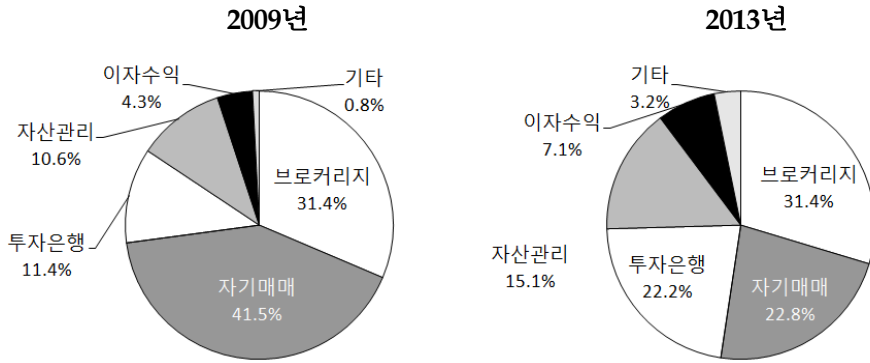
(단위: 백만달러)

	2009	2010	2011	2012	2013
총자산	3,168	4,213	4,952	6,966	9,009
총자기자본	873	1,254	1,302	1,495	2,059
총수익	1,103	1,386	1,418	1,627	2,020
세전이익(손실)	120	-1	138	230	185
순이익(손실)	76	2	84	139	162
ROA	2.4%	0.0%	1.7%	2.0%	1.8%
ROE	8.7%	0.2%	6.5%	9.3%	7.9%
EPS(Diluted, 달러)	1.56	0.03	1.34	2.2	2.2

주 : ROA(순이익/총자산), ROE(순이익/총자기자본)
 자료: 10K 보고서

사업부문별 수익구조를 살펴볼 경우 2013년 현재 Institutional Management 부문에 포함된 브로커리지(31.4%)와 투자은행(22.2%) 수익이 총수익의 51.8%를 차지하고 있다. 다음으로는 자기매매(22.8%)와 자산관리(15.1%) 수익 비중이 높다. 2009년만 하더라도 자기매매(41.5%)와 브로커리지(31.4%) 사업이 가장 큰 비중을 차지했으나, 최근에 들어서는 투자은행과 자산관리 수익 비중이 증가하고 있다. 특히, 자기매매의 경우 2008년 글로벌 금융위기 이후 Stifel Financial이 전략적으로 축소하고 있는 추세이다.

<그림 IV-6> Stifel Financial의 수익구조



자료: 10K 보고서

5. Jefferies

가. 개요

Jefferies는 기관투자자 고객 대상으로 브로커리지 사업에 특화·전문화해 성장한 부티크IB다. 또한, 대부분 부티크IB와 달리 Jefferies는 자기 자본투자에도 적극적이며, 자기매매가 수익에서 큰 비중을 차지한다. 투자은행업무는 2009년에 들어서 본격적으로 개시했으며 최근 빠르게 성장하고 있는 사업부문이다.

2013년 종합금융회사 Leucadia와의 합병 이후 Jefferies는 독립적인 자회사로 운용되고 있다. 반면 기존 Jefferies의 큰 수익비중을 차지하던 자산관리 사업은 Leucadia로 이전되었다. 2013년 Jefferies의 총수익은 37.4억달러, 순이익은 4.0억달러 수준이다. Jefferies Group은 북남미, 유럽, 아시아 및 중동 지역에서 사업을 영위하고 있으며, 3,797명의 임직원을 거느리고 있다.

나. 성장과정

Jefferies는 1962년 Boyd Jefferies가 3만달러의 대출금으로 기관투자자간 상장주식의 장외거래, 일명 '제3시장(third market)' 중개 전문 소규모 증권사로 출범했다. Jefferies는 '제3시장'을 개척한 회사로도 인정받고 있으며, 당시 풍부한 수요에 힘입어 빠른 성장을 달성하여 1967년에는 NYSE 회원사로 등극했다.

1969년 Jefferies는 당시 미국 2위 종합금융서비스 회사 Investor Diversified Services(IDS)에 인수되었으나 처음부터 두 회사는 사업모델과

기업문화 측면에서 상층되는 부분이 많았다. 결국 1973년 Boyd Jefferies는 IDS로부터 회사를 재인수하고 Jefferies는 본연의 모습인 브로커리지 사업을 중심으로 제2의 전성기를 맞이했다. Jefferies는 1970년대 빠르게 성장하면서 사업기반을 로스엔젤리스, 뉴욕, 시카고, 댈러스, 보스턴 및 애틀랜타로 확대했다.

1983년 Jefferies는 NYSE에 성공적으로 상장되고, 런던 사무소 개설을 통해 유럽시장으로 사업을 확대했다. 승승장구하던 Jefferies는 1980년대 중반 설립자 Boyd Jefferies가 SEC로부터 기업사냥꾼 Iven Boesky의 주식파킹(stock parking)⁵⁶⁾을 알선해 준 혐의를 받게되면서 최고의 위기를 맞았다. 이 사건으로 인해 결국 Boyd Jefferies는 1987년 회사를 퇴임하고, Frank Baxter가 신임 회장 및 CEO로 임명되었다.

1990년까지만 해도 Jefferies는 수익의 80%를 여전히 '제3시장' 브로커리지사업, 즉 주식 대량매매(block trading)에서 달성하고 있었다. 신임 회장 Baxter의 주도하에 Jefferies는 '제3시장' 특화회사의 틀을 벗어나기 위한 사업다각화를 추진했다. 우선 1990년 파산한 Drexel Burnham Lambert로부터 60명의 뱅커와 트레이더들을 영입하면서 투자은행업 및 고수익채권 트레이딩 사업을 시작했다. 또한, 1993년에는 원유 및 가스 산업에 특화된 부테크IB Howard Weil 출신 뱅커들을 영입하면서 산업 특화를 시작했다.

2000년 Baxter는 Richard B. Handler에게 회장 및 CEO직을 승계하고, Handler는 Jefferies를 종합서비스 투자은행으로 발전시키는 전략을 추진했다. 우선 2001년 머천트뱅크 사업에 진출했다. 또한, 2001년에서 2012년 사이 Randall & Dewey(에너지 산업), Broadview(IT 산업), Quarterdeck Investment Partners(우주항공 및 방위 산업) 등 특정 산업에 특화·전문화된 10개의 부테크IB의 인수를 성사시켰다.

56) 주식파킹은 실제 소유자를 감추기 위해 남의 명의로 주식을 보유하는 행위이다.

2008년 글로벌 금융위기를 기회 삼아 Jefferies는 주택저당증권(Mortgage Backed Securities: MBS)과 지방채 인수 사업에도 뛰어들었다. Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch 등 주요 대형 투자은행의 파산 및 인수로 인해 발생한 공백을 틈타 Jefferies는 뉴욕 연방준비은행의 채권전문딜러(primary dealer) 자격을 획득했다. 또한, 2009년부터는 미국 시장에서의 경험을 기반으로 유럽으로 시장을 확대해 나아갔으며, 영국, 독일, 네덜란드 및 포르투갈에서도 채권전문딜러 자격을 확보했다.

2009년에는 UBS 투자은행부문의 헬스케어 전문 인력 35명을 영입하면서 단기간에 헬스케어산업 M&A 자문 순위 3위로 등극했다. 2011년에는 Prudential Financial의 상품거래 및 파생상품 사업부문을 인수하면서 해당 분야의 사업을 강화하고, 파산한 파생상품 전문 브로커 MF Global의 자산을 매입하기도 했다.

2012년 11월 12일 Jefferies는 투자전문 종합금융회사 Leucadia와의 합병을 발표했다. Leucadia와의 합병 이후 Jefferies는 독립적인 자회사로 운영되고 있으며, Handler는 Jefferies의 회장 및 CEO직을 유지하면서 Leucadia의 CEO로도 임명되었다.

다. 사업구조

Jefferies의 지배구조는 지주회사 Jefferies Group 산하에 미국 사업을 담당하는 Jefferies LLC와 유럽사업을 담당하는 Jefferies International Ltd.로 구성되어있다. Jefferies의 주요 사업부문은 Capital Markets와 Asset Management로 구분된다. 궁극적으로 Jefferies는 업무 범위 및 산업 커버리지를 확대하여 종합서비스 사업모델 구축을 목표로 하고 있다.

1) Capital Markets 사업부문

Capital Markets 사업부문은 브로커리지 및 투자은행 업무를 주로 수행한다. 브로커리지 업무는 주식 및 채권을 다루고 있으며, 주식은 글로벌 주식, ADR(American Depository Receipts), ETF(Exchange Traded Fund), 폐쇄형펀드, 채권은 투자등급 및 고수익 회사채, 미국 및 유럽 국채, 지방채, MBS 및 자산유동화증권(Asset Backed Securities: ABS) 등을 취급하고 있다. Jefferies LLC는 미국 및 유럽에서 채권전문딜러로 활동하고 있다. 또한, 자회사인 Jefferies Bache는 다양한 외환 및 상품 거래를 제공한다. 브로커리지 업무의 주요 고객은 뮤추얼펀드, 헤지펀드, 연기금, 보험사 등 기관투자자들로 구성되어 있다. 헤지펀드 고객에게는 프라이م브로커리지 서비스도 제공한다.

투자은행업무는 기업자문, 자본조달, 유가증권 인수 및 기업여신 서비스를 제공하고 있다. 투자은행 업무는 중소기업을 주요 고객으로 대상으로 하고 있으며, 일반적 기업자문과 더불어 자본조달을 직접 제공해주기도 한다.

Capital Markets 사업부문은 금융기관 등 10개 산업에 집중하고 있다: 1) 금융기관, 2) 금융서비스, 3) 부동산, 오락 및 숙박, 4) 제조업, 5) 헬스케어, 6) 방송 및 정보통신, 7) 정부재정, 8) 기술, 9) 에너지, 10) 리테일

2) Asset Management 사업부문

Asset Management 사업부문은 연기금, 보험사 등 기관투자자와 개인 고객자산가를 주요 고객으로 삼고 있다. 기관투자자 대상으로는 다양한 자산에 투자하면서 안정적인 절대수익을 추구하는 투자전략을 제공하고 있다. 자산관리 사업부문은 자회사인 CoreCommodity Management를

통해 이루어졌으나, 2013년 Leucadia와의 합병 이후 브랜드의 통일화를 위해 기존 Jefferies & Co.의 자산관리 사업이 Leucadia로 흡수되었다.

개인 대상 자산관리는 고액자산가와 더불어 그들의 가족, 사업 등에 대해서도 재무 자문 및 투자관리 서비스를 제공하고 있다. 개인 고객 대상 자산관리는 자사 및 타사의 다양한 금융투자상품을 제공하는 개방형 구조를 사용한다.

라. 수익구조

2013년 Jefferies & Co.의 총수익은 37.4억달러로 전년대비 4.8% 감소했다. 순이익 또한 4.0억달러를 달성, 전년대비 18.1% 감소했다. 자기자본은 2013년 Leucadia와의 합병을 통해 54.2억달러로 전년대비 43.4% 증가했다. 수익 증가를 동반하지 않은 자기자본의 증가로 인해 ROE는 4.8%의 낮은 수준을 달성, 전년에 비해 절반 수준으로 감소했다.

<표 IV-5> Jefferies의 재무정보

(단위: 백만달러)

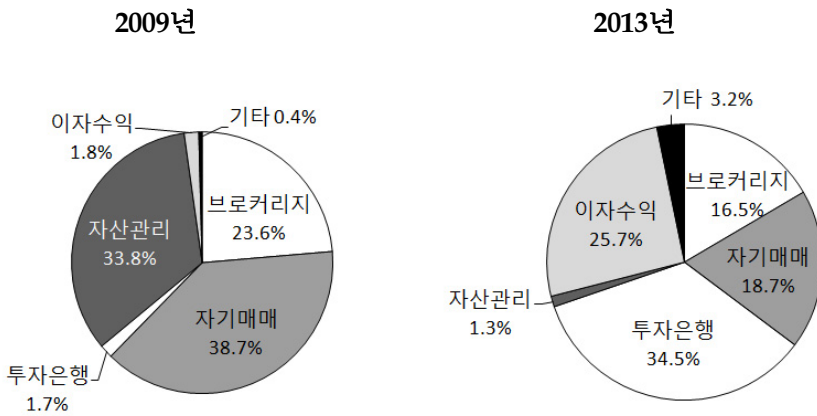
	2009	2010	2011	2012	2013
총자산	28,121	36,727	34,971	36,294	40,177
총자기자본	2,298	2,478	3,224	3,783	5,422
총수익	2,632	2,797	3,558	3,934	3,742
세전이익(손실)	508	397	419	492	403
순이익(손실)	312	240	286	323	258
ROA	1.1%	0.7%	0.8%	0.9%	0.6%
ROE	13.6%	9.7%	8.9%	8.5%	4.8%
EPS(Diluted, 달러)	1.35	1.09	1.28	1.22	N.A

주 : ROA(순이익/총자산), ROE(순이익/총자기자본)

자료: 10K 보고서

Jefferies의 사업별 수익구조를 살펴볼 경우 2013년 현재 투자은행 (34.5%), 자기매매(18.7%), 브로커리지(16.5%)를 포함한 Capital Markets 사업부문에서 주요 수익을 창출하고 있다. 자산관리부문의 경우 2013년 주요 사업의 지배구조 변경으로 총수익 비중이 1.3%로 대폭 감소했다.⁵⁷⁾

<그림 IV-7> Jefferies의 수익구조



자료: 10K 보고서

57) 2013년 11월 Jefferies Group은 주요 자산관리 자회사 CoreCommodity Management의 지배구조를 일반 주식에서 Class B Unit으로 변경하면서, 지배력은 유지하되 CoreCommodity Management의 수익이 Jefferies Group으로 귀속되지 않게 되었다. 향후 CoreCommodity Management의 수익은 Leucadia Asset Management로 귀속된다.

6. Piper Jaffray

가. 개요

Piper Jaffray는 미네소타주를 중심으로 투자은행, 브로커리지 및 자산관리 사업을 영위하는 지역밀착형 부티크IB다. Piper Jaffray는 미네소타주에 본사를 두고 있는 중소기업과 더불어 주·지방정부 및 공공기관을 주요 고객으로 삼고 있다.

2013년 현재 Piper Jaffray의 총수익은 5.5억달러, 순이익은 5,000만달러 수준이며, 수익구조는 투자은행(45.2%), 기관 브로커리지(26.7%) 및 자산관리(15.1%) 순이다.

Piper Jaffray는 미네아폴리스 본사를 비롯해 미국 지역내 44개 도시에 사무소를 두고 있으며, 런던 및 취리히 사무소를 통해 유럽 지역의 기관투자자를 대상으로 브로커리지 사업을 하고 있다. 2013년 Piper Jaffray의 임직원 수는 1,055명에 달한다.

나. 성장과정

Piper Jaffray의 모태는 1895년 George B. Lane이 미네아폴리스에 설립한 기업어음 전문 브로커리지 George B. Lane & Co.이며, 1917년 동일업종의 Piper, Jaffray & Co.와 합병하면서 Lane, Piper & Jaffray로 사명을 변경했다.

1920년대에 들어 Lane, Piper & Jaffray는 투자은행 사업에 진출하여 미네소타주 지역 중소기업들의 M&A자문, 자본조달 및 유가증권 인수를 담당했다. 당시 Lane, Piper & Jaffray는 Archer Daniels Midland,

Munsingwear, Greyhound Corporation, The Pillsbury Company, 3M 등 미네소타에 본사를 둔 주요 기업들의 상장을 주도했다.

1929년 대공황으로 파산 위기에 처했다가 살아남은 Piper, Jaffray & Co.는 1931년 파산한 Hopwood & Company를 인수하면서 NYSE 회원사 자격을 확보하고 사명을 Piper, Jaffray & Hopwood로 변경했다. 1930년대에 들어서 Piper, Jaffray & Hopwood는 미국 중남부 지역으로 사업 기반을 서서히 확장해 나갔다.

지역적 확장을 통해 꾸준한 성장을 달성한 Piper, Jaffray & Hopwood는 1971년 NYSE에 성공적으로 상장했다. 1970년대 및 1980년대에는 미국 북서부 지역으로 사업 기반을 확장하고, 뉴욕과 런던 사무소도 개설했다. 또한, 이 기간 지주회사 Piper, Jaffray Inc.(1974년)를 설립하고, Piper Capital Management Inc.(1985년)와 Piper Trust Company(1989년) 자회사를 설립하면서 자산관리 및 신탁 사업에도 진출했다.

1998년에는 미네소타에 본사를 둔 상업은행 U.S. Bancorp가 투자은행업무 진출을 위해 Piper, Jaffray Inc.를 7.3억달러에 인수했다.⁵⁸⁾ 당시 U.S. Bancorp는 미국 15위 상업은행, Piper Jaffray는 미국 11위 브로커리지에 속했으며, 두 금융기관의 지역적 기반이 대부분 겹친다는 점에서 높은 시너지가 기대되었다. 그러나 당시 많은 상업은행과 부테크IB의 결합과 마찬가지로 U.S. Bancorp과의 합병은 기대한 만큼의 시너지를 발휘하지 못했다. 결국 2003년 합병 이후 5년 만에 U.S. Bancorp는 경영자 매수를 통해 Piper Jaffray를 분사시켰다.⁵⁹⁾ 독립된 Piper Jaffray의 회장

58) 이 전해인 1997년에는 Bankers Trust가 Alex Brown을 인수하면서 1990년대 미국 상업은행의 투자은행업무 진출의 본격적 신호탄을 울렸다.

59) 2002년에는 FleetBoston Financial Corp.이 1998년 인수한 Robertson Stephens의 사업 철회를 결정했다. IT 전문 부테크IB Robertson Stephens는 1997년 BankAmerica에 인수되었다. 1998년 BankAmerica가 NationsBank와 합병하면서, 1997년 NationsBank가 인수한 Montgomery Securities와

및 CEO로는 U.S. Bancorp의 부회장 Andrew Duff가 임명되었다.

U.S. Bancorp에 인수된 이후 기존 인력 및 문화가 대부분 희석된 상태의 Piper Jaffray는 분사 이후 사업을 근본적으로 재설정했다. 우선, Piper Jaffray는 미네소타주를 중심으로 지역 밀착형 사업 전략을 추진하기로 결정하고 주요 사업 분야는 자산관리 및 기업자문에 초점을 두었다. 또한, Piper Jaffray는 '7개 초점산업(focus industries)'를 선정하고 해당 산업의 중소형주에 특화하는 전략을 세웠다.

Piper Jaffray는 지역밀착형 전략의 일환으로 미네소타 주정부, 지방정부 및 병원, 학교 등 공공기관을 주요 고객으로 목표하는 Public Finance 사업부문을 설립하고 정부재정 전문가 및 공공기관 출신을 대거 영입했다.

다. 사업구조

Piper Jaffray의 주요 사업부문은 Capital Markets와 Asset Management로 구분된다.

1) Capital Markets 사업부문

Capital Markets 사업부문은 투자은행, 기관 브로커리지, 자기자본투자 및 대체투자 업무를 포함한다. 투자은행업무는 주로 미네소타의 중소기업을 대상으로 M&A자문, 자본조달 및 유가증권 인수 서비스를 제공한다. 특히, 투자은행업무는 '7개 초점산업'에 속해 있는 기업에 집중

Robertson Stephens의 인력간의 마찰이 심해지자 BankAmerica는 Robertson Stephens의 매각을 결정하게 되었다.

하고 있다. '7개 주력산업'에는 다음의 산업들이 있다: 1) 기업서비스, 2) 청정기술, 3) 소비재, 4) 금융기관, 5) 헬스케어, 6) 성장 산업, 7) 미디어, 텔레콤기술.

이와 더불어 Piper Jaffray는 미네소타 주정부 및 지방정부의 재무자문, 지방채 발행 및 이자위험관리 서비스를 제공하고 있다. 공공기관 중에서는 지방정부, 비영리 문화 및 사회복지 기관, 의료 및 교육 기관을 주요 고객으로 삼고 있다.

기관 브로커리지 사업은 주정부 및 지방정부의 연기금 및 비영리단체를 주요 고객으로 주식 및 채권 브로커리지 서비스를 제공한다. 기관 브로커리지 사업의 리서치는 '7개 주력산업'의 중소형주와 더불어 지방채 및 MBS에 주력하고 있으며, 해당 분야에 국한하여 고객 자산과 더불어 자기매매도 하고 있다. 이와 더불어 자기자본투자 및 대체투자 사업의 경우 '7개 주력산업'에 속해 있는 벤처회사 및 중소형기업에 주로 투자하고 있다.

2) Asset Management 사업부문

Asset Management 사업부문은 에너지산업의 중소형주 투자에 특화하고 있으며, 청정기술 분야 리서치 역량에 기반한 투자자문에 주력한다. 특히, Asset Management 사업부문은 에너지산업에 속한 인프라투자 및 매스터합자회사(Master Limited Partnership: MLP)⁶⁰ 사업을 확대하고 있다.

60) MLP(Master Limited Partnership)는 주식과 같이 유통시장에 거래되는 특정 목적의 합작회사로 각각 하나의 무한책임사원(General Partner: GP)와 유한책임사원(Limited Partner: LP)로 구성되어있다. MLP로 인정받기 위해서는 합작회사의 수익의 대부분(90% 이상)이 부동산, 천연자원 및 원자재에서 발생해야 한다.

라. 수익구조

2013년 현재 Piper Jaffray의 총수익은 5.5억달러, 순이익은 5,000만달러 수준이다. 총수익과 순이익은 2011년 각각 4.5억달러, -1.0억달러를 기록한 이후 2년 연속 개선되는 추세를 보이고 있다. 2013년 ROE는 5.7%로 전년과 비슷한 수준을 유지하고 있으며, 2011년 -13.4%에서 크게 개선된 수준이다.

<표 IV-6> Piper Jaffray의 재무정보

(단위: 백만달러)

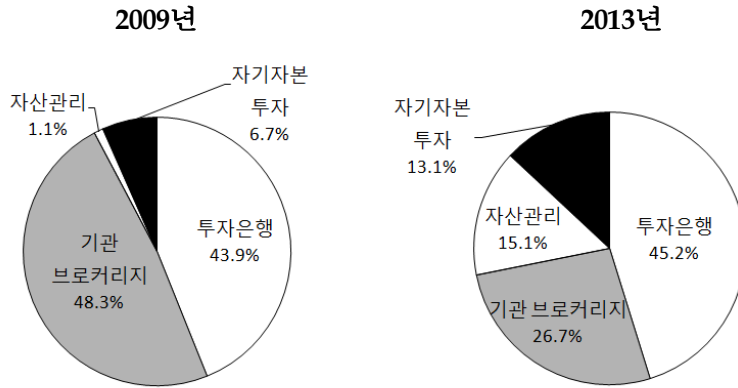
	2009	2010	2011	2012	2013
총자산	1,703	2,034	1,656	2,088	2,318
총자기자본	782	818	751	790	882
총수익	451	503	453	508	550
세전이익(손실)	60	54	-80	69	76
순이익(손실)	30	24	-101	44	50
ROA	1.8%	1.2%	-6.1%	2.1%	2.2%
ROE	3.8%	2.9%	-13.4%	5.6%	5.7%
EPS(Diluted, 달러)	1.55	1.23	-6.51	2.26	2.7

주 : ROA(순이익/총자산), ROE(순이익/총자기자본)

자료: 10K 보고서

사업부문별로 살펴볼 경우 2013년 현재 투자은행(45.2%), 기관 브로커리지(26.7%), 자기자본투자(13.1%)를 포함한 Capital Markets 사업부문에서 대부분의 수익을 달성하고 있다. Asset Management 사업부문의 수익 비중은 15.1% 수준이며, 꾸준한 증가세를 유지하고 있다. Asset Management 사업부문의 AUM은 112억 달러로 전년대비 23.1% 증가했으며, 에너지산업 관련 MLP가 AUM 증가에 주로 기여하고 있다.

<그림 IV-8> Piper Jaffray의 수익구조



자료: 10K 보고서

7. JMP Group

가. 개요

JMP Group은 은행산업 리서치 전문회사로 출범해 성장한 부티크IB다. JMP Group은 투자은행, 브로커리지 및 자산관리 사업을 영위하고 있으며 중소기업 및 기관투자자를 주요 고객으로 대상하는 미들마켓 부티크에 속한다.

JMP Group의 핵심 경쟁력은 우수한 리서치이며, 모든 사업부문은 리서치 기능을 통해 상호 연계되어 있다. JMP Group은 금융서비스, 부동산, 헬스케어 및 기술을 포함한 4개 산업에만 집중하고 있으며, 투자은행, 브로커리지 및 자산관리 사업부문은 해당 산업 내 중소기업 또는 중소형주에 주력한다.

2013년 현재 JMP Group의 총수익은 1.5억달러, 순이익은 1,400만달러 수준이다. JMP Group은 샌프란시스코 본사를 비롯해 뉴욕, 보스턴, 아틀란타, 필라델피아 및 미네아폴리스에 사무소를 두고 있으며 임직원 수는 235명에 달한다.

나. 성장과정

JMP Group은 2000년 Montgomery Securities⁶¹⁾에서 금융서비스 산업 리서치를 담당하던 Joseph A. Jolson과 Carter D. Mack이 설립한 리서치 전문회사로 출범했다. Jolson은 Montgomery Securities에서 15년간

61) 현 Banc of America Securities.

금융서비스 산업 전문 애널리스트로 재직했으며, 이전에는 Fidelity Financial, Donalson, Lufkin & Janrette에서 동일한 업무를 담당했었다. 특히, Jolson은 미국 저축대부조합산업에 대한 우수한 리서치로 1980년에서 1982년 사이 Institutional Investor의 10대 애널리스트로 선정되기도 했다. Carter D. Mack은 Montgomery Securities에서 금융서비스산업 M&A 부문과 이전에는 Merrill Lynch와 Security Pacific의 투자은행 부문에서 경력을 쌓았던 인물이다.

JMP Group은 설립 초기에는 금융서비스 및 부동산 산업의 우수한 리서치를 제공하는 특화·전문화 전략을 취했다. 특히, 해당 산업에 있어서도 대형 투자은행의 커버리지가 상대적으로 소홀한 중소형주 리서치에 중점을 두었다. JMP Group은 투자포트폴리오를 다변화하고자 하는 기관투자자를 주요 고객으로 두고, 차별화된 리서치를 기반으로 투자 전략을 제공하면서 빠른 성공을 이루었다.

자사의 우수한 리서치에 대한 수요를 확인한 JMP Group은 두 가지 측면에서 사업을 확대했다. 우선 리서치와 더불어 투자은행, 브로커리지, 자산유동화 및 자산관리로 업무 범위를 확대했다. 또한 기존 금융서비스와 더불어 부동산, 헬스케어 및 기술로 산업 커버리지를 확대했다. 산업을 확대하면서도 주요 커버리지는 중소형주에 초점을 두었다.

다. 사업구조

JMP Group의 주요 사업은 투자은행, 자산관리 및 자산유동화 부문으로 나누어진다. JMP Group은 3개의 자회사를 통해 각각의 사업을 영위하고 있으며, JMP Securities(브로커리지 및 투자은행), Harvest Capital Strategies(자산관리), JMP Credit Advisors LLC(기업 자산유동화)가 각 사업부문을 담당하는 자회사다.

JMP Securities는 브로커리지 및 투자은행 업무를 담당하는 자회사다. JMP Securities의 브로커리지 사업은 기관투자자를 대상으로 리서치와 투자전략을 제공해 준다. 그러나 위탁매매 업무는 직접 수행하지 않고 타 브로커를 연계해주기만 한다. 자기매매 및 자기자본투자에 있어서 JMP Securities는 매우 보수적이며, 주로 투자은행업무 고객의 자본조달 및 IPO 딜 일부에 자기자본을 투자하는 방식을 취한다.

Harvest Capital Strategies는 JMP Group의 자산관리 사업을 담당하는 자회사다. 자산관리 사업은 앞서 설명한 4개 산업에만 집중하며, 이 중에서도 해당 산업에 속한 중소형주 투자전략을 제공한다. 2013년 현재 Harvest Capital Strategies는 헤지펀드(6개), 모태펀드(1개), 사모펀드(2개) 및 REITs전문 Harvest Capital Credit LLC를 운영하고 있다. 자산관리 사업의 주요 고객은 중소기업 및 기관투자자와 더불어 고액자산 전문투자자를 포함하고 있다.

JMP Credit Advisors LLC는 중소기업의 자산유동화 서비스를 제공하는 전문회사다. 자산유동화는 JMP가 초기 부동산 산업에서 쌓아 온 MBS 전문성을 기반으로 발전시킨 사업이다. JMP Credit Advisors LLC의 주요 고객은 JMP의 리서치 커버리지와 동일 산업 내 중소기업을 대상으로 한다. JMP Credit Advisors LLC는 주로 부채담보부증권(Collateralized Debt Obligation: CDO)과 대출채권담보부증권(Collateralized Loan Obligation: CLO)을 취급하고 있으며, 각각 Cratos CDO Management LLC, Capital Management LLC 자회사를 통해 해당 사업을 영위하고 있다.

라. 수익구조

2013년 현재 JMP Group의 총수익은 1.5억달러로 안정적인 성장세를 유지하고 있다. 같은 해 순이익은 1,400만달러 수준으로 2011년 300만달러 손실을 기록 한 이후 흑자 전환에 성공했다. 반면, ROE는 5.9%로 다소 낮은 수준을 기록하고 있다.

<표 IV-7> JMP Group의 재무정보

(단위: 백만달러)

	2009	2010	2011	2012	2013
총자산	575	639	660	710	1,122
총자기자본	126	142	156	187	237
총수익	149	145	112	101	149
세전이익(손실)	20	21	-4	10	18
순이익(손실)	13.0	12	-3	8	14
ROA	2.3%	1.9%	-0.5%	1.1%	1.2%
ROE	10.3%	8.5%	-1.9%	4.3%	5.9%
EPS(Diluted, 달러)	0.49	0.43	-0.11	0.12	0.16

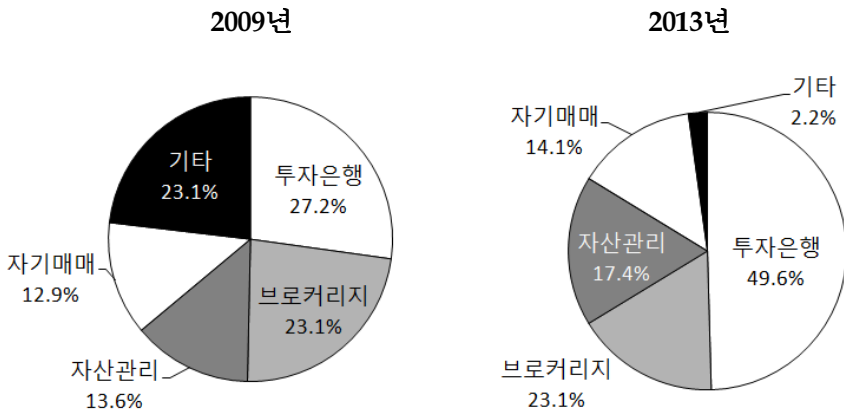
주 : ROA(순이익/총자산), ROE(순이익/총자기자본)

자료: 10K 보고서

주요 사업부문별 수익구조를 살펴볼 경우 2013년 현재 주요 수익은 JMP Securities가 영위하는 투자은행(49.6%), 브로커리지(123.1%) 및 자기매매(14.1%) 사업에서 발생하고 있다. 자산관리 사업의 경우 2013년 현재 총수익의 17.4%를 기록하고 있으며, 과거에 비해 다소 감소했으나 JMP Group의 중요한 수익원으로 자리를 차지하고 있다. <그림 IV-9>에서 '기타'로 표기되는 자산유동화 사업은 2009년만 하더라도 총수익의 23.1%를 차지하는 중요한 수익원이었으나, 글로벌 금융위기 이후 자산유

동화 투자에 대한 수요가 감소함에 따라 2013년 현재에는 불과 2.2%의 수익비중을 차지하고 있다.

<그림 IV-9> JMP Group의 수익구조



자료: 10K 보고서

8. FBR & Co.

가. 개요

FBR & Co.(Freedman Billings Ramsey & Co.)는 내재가치(intrinsic value) 분석기법을 활용한 차별화된 리서치 및 브로커리지 사업을 통해 성장해온 부테크IB다. 현재 FBR & Co.는 중소기업과 기관투자자를 대상으로 투자은행 및 브로커리지 사업을 영위하는 미들마켓 부테크에 속한다.

FBR & Co.는 8개 산업에 집중하면서 해당 산업에 속하는 중소기업을 대상으로 다양한 투자은행업무를 제공하고, 해당 산업에 속하는 중소기업주 중심으로 기관투자자에게 투자자문 및 브로커리지 서비스를 제공하고 있다.

2013년 현재 FBR & Co.의 총수익은 2.6억달러, 순이익은 9,300만달러 수준이다. FBR & Co.는 버지니아주 알링턴 본사를 비롯해 보스턴, 댈러스, 휴스턴, 어바인, 뉴욕 및 샌프란시스코에 사무소를 두고 있으며 임직원 수는 300명에 달한다.

나. 성장과정

FBR & Co.는 1989년 Emanuel J. Friedman, Eric F. Billings 및 W. Russell Ramsey가 설립한 리서치 및 브로커리지 전문 부테크IB로 출범했다. Friedman과 Billings는 브로커리지사 Legg Mason Wood Walker에서 근무하면서 인연을 맺었고, 둘이 이직한 브로커리지사 Johnston, Lemon & Co.에서 Ramsey를 만나게 되었다.⁶²⁾

Friedman은 Johnston, Lemon & Co.에서 연기금을 대상으로 뮤추얼 펀드를 판매하는 기관 브로커리지 사업부서를 담당했으며, 그가 이끌던 부서는 한때 회사 수익의 40% 가량을 창출하기도 했다. 1987년 블랙 먼데이(Black Monday) 이후 Johnston, Lemon & Co.의 재무상황이 악화되면서 마침내 1989년 Friedman은 Billings와 Ramsey를 비롯해서 기관 브로커리지 부서의 핵심인력 25명과 함께 회사를 퇴사하고 신설 부티크IB FBR & Co.를 설립했다.

FBR & Co.의 초기 사업모델은 설립자 Friedman의 경험과 전문성에 영향을 받아 금융산업, 특히 저축대부조합, 지방은행 및 중소형 은행에 집중하는 리서치 및 기관 브로커리지였다. 당시 미국 주식시장은 활황기에 접어들기 시작하면서 우수한 리서치에 대한 수요가 증가하고 있었다. FBR & Co.는 내재가치 기법에 기반한 주가분석을 자사의 차별화된 역량으로 내세웠으며, 미국 은행산업의 대대적 구조조정으로 인해 금융회사들의 주가와 실질 내재가치 간의 괴리가 발생하는 현상을 보여주는 방식을 기관투자자들에 대한 주요 마케팅 전략을 활용했다. 특히, FBR & Co.는 자사의 분석을 통해 1980년대 미국 상업부동산시장의 붕괴 및 이로 인한 S&L(Savings & Loans) 사태를 예측하여 투자자들에게 미리 관련 은행 및 부동산 주식을 매도할 것을 권유하여 막대한 손실을 방지해줬다.

S&L 사태는 FBR & Co.의 명성을 높였을 뿐만 아니라 자기자본투자 사업에 진출하는 계기가 되기도 했다. S&L 사태 이후 FBR & Co.는 일부 은행들의 재무상황이 시장에서 평가되는 것보다 양호하다고 판단하고, 자기 및 고객 자본을 투자해 이들 은행들의 회생작업에 나섰다. 그 첫 사례로 FBR & Co.는 1992년 Ameribanc of Annandale에 구조조정자

62) 1982년 Billings가 이직하자 이듬해 Friedman도 그를 따라 Johnston, Lemon & Co.에 합류했다.

금을 지원했고, 2년 후 First Union Corp.이 Ameribanc of Annandale을 인수함에 따라 FBR & Co.를 포함한 투자자들은 불과 2년 사이에 50%의 수익률을 달성했다.

FBR & Co.의 명성을 굳혀 준 대표적 사례는 1992년 파산위기에 처한 캘리포니아 지방은행 Glendale Federal의 회생이었다. 당시 Glendale은 부동산 등에 대한 부실대출로 파산위기에 처해있었고, 시가총액은 3,000만달러 수준으로 떨어져 있던 상황이었다. FBR & Co.은 Glendale의 이사회에게 4.5억달러를 투자해 은행을 회생시키는 안을 제시했는데, 당시 자문을 맡고 있던 Goldman Sachs는 Glendale의 회생이 불가능할 것으로 판단하고 이사회에게 FBR & Co.의 안을 받아들이지 말 것을 조언했다. 그러나 이사회가 FBR & Co.의 안을 받아들이자 Goldman Sachs는 Glendale과의 자문관계를 철회했고, FBR & Co.의 주도 하에 Glendale의 회생작업은 성공적으로 이루어졌다. Glendale의 회생 사례를 계기로 FBR은 은행 구조조정 사업에 본격적으로 나서기 시작했고, 1996년 American Bankers는 FBR & Co.을 미국 8위 은행 자문 분야 투자은행으로 선정했다.⁶³⁾

1990년대 중반 FBR & Co.는 Russell의 주도 하에 본격적인 사업다각화에 나서기 시작했다. 우선, 1992년 투자은행 사업부문을 설립하고, 1995년에는 처음으로 M&A 자문 업무를 개시했다. Russell은 FBR & Co.가 워싱턴 D.C. 인근에 본사를 두고 있는 지역적 장점을 살려 미국 국방부(Department of Defence)와 관련된 M&A 사업에 적극 참여하였다. 당시 미국 국방부는 비용감축을 위해 다수의 군사 및 우주항공 관련 사업을 민간 기업에 매각하기 시작했고, FBR & Co.는 이러한 기회에 편승해 여러 M&A 딜을 주관하는데 성공했다. 1996년에는 금융 및 기술 분야의 전문성을 활용하여 미국 최초 인터넷은행 Security First

63) McLean(1997)

Network Bank of Pineville의 IPO를 주관하기도 했다. 또한 FBR & Co.는 금융 이외로 부동산 및 기술 산업으로도 커버리지를 확대해 나갔다. 1994년 부동산 분야 전문가 William Swanson 및 James Locke를 영입해서 FBR & Co.의 부동산 그룹을 설립했고, 당시 경험이 전무 했던 상황에도 불구하고 당해 첫 REITs 딜을 성공적으로 성사시켰다.

1990년대 후반에 들어 FBR & Co.는 은행 및 부동산 산업 중소기업 IPO의 선도 투자은행으로 부상했다. 1997년에는 지주회사 FBR Group을 설립하고 주식시장에 상장했다. 이와 더불어 FBR Funds를 설립하여 자산관리 사업에도 진출했으나, 2012년에는 투자은행 사업에 주력하기 위해 자산관리 사업을 모두 매각했다.

2000년대 들어 Ramsey의 주도하에 FBR & Co.는 IT산업 관련 사업을 확대하는 전략을 펼쳤다. 2000년 영국 벤처캐피탈 전문회사 Dawnay, Day Ladner와의 전략적 제휴를 맺었고, 미국 북서부 지역을 중심으로 벤처캐피탈펀드를 설립했다. 그러나 FBR & Co.의 IT산업 전략은 큰 성과를 거두지 못했고, 2001년 Ramsey는 회사를 떠나고 벤처캐피탈 회사인 Capital Crossover Partners를 설립했다.⁶⁴⁾ 2005년에는 Friedman 또한 갑작스럽게 회사를 떠나서 새로운 부테크IB EJP Capital LLC를 설립했다.⁶⁵⁾ 2012년 FBR & Co.의 마지막 남은 설립자 Billings도 은퇴를 선언하고 1989년부터 유지해왔던 회장 및 사장 자리를 Richard Hendrix에게 넘겨주었다.⁶⁶⁾

64) Ramsey는 FBR & Co.의 이사회 이사직을 유지하고 있으며, FBR & Co.는 Capital Crossover Partners의 주요 투자자다.

65) O'Hara(2005)

66) Switzky(2012)

다. 사업구조

FBR & Co.의 주요 사업부문은 Capital Markets, Institutional Brokerage 및 Principal Investing로 나누어진다. FBR & Co.의 모든 사업은 금융서비스, 부동산, 보험, 소비재, 각종 공업, 에너지 및 천연자원, 헬스케어, 기술 및 정보서비스를 포함한 8개 산업에 집중한다.

Capital Markets 부문은 IPO, M&A 자문, 유가증권 인수, 자본조달 및 자기자본투자 업무를 영위하고 있다. Capital Markets 사업부문의 주요 고객층은 중소기업, 특히 성장 초기단계에 있는 기업에 주력하며 주요 수익은 IPO에서 발생한다. FBR & Co.는 각 사업부문 간의 밀접한 관계를 통해 시너지를 추구하며, 투자은행 업무의 유가증권 인수 등을 브로커리지 부문을 통해 기관투자자에게 제공하는 방식을 사용하고 있다.

Institutional Brokerage 사업부문은 연기금, 뮤추얼펀드, 보험회사, 헤지펀드, 벤처투자회사 및 소규모 은행을 대상으로 리서치 및 브로커리지 서비스를 제공하고 있다. 특히, 브로커리지 사업은 세일즈와 리서치 부서 간의 긴밀한 공조를 강조한다. FBR & Co.의 브로커리지 사업은 집중 산업에 대한 세일즈 인력의 높은 전문성을 경쟁사들과의 주요 차별성으로 내세우고 있다.

Principal Investing 사업부문은 Capital Markets 사업부문과 밀접한 관계를 가지고 있다. 전통적으로 FBR & Co.는 투자은행부문 고객에 국한해서 자기자본을 투자하는 전략을 취해왔으나 최근에 들어서는 제3자 운용 투자펀드, 프라이빗에쿼티 및 회사채에도 투자하기 시작했다.

라. 수익구조

2013년 현재 FBR & Co.의 총수익은 2.6억 달러 수준으로 전년대비 72.2% 증가했다. 2013년 수익 증가는 전반적인 사업 개선에 따른 부분도 있지만, 2012년 자산관리 사업의 매각을 통해 발생한 일회성 수익이 대부분을 차지하는 것으로 파악된다.

2013년 순이익은 9,300만달러 수준이며, 글로벌 금융위기 이후 3년간 적자를 기록하다 회복세를 보이고 있다. 이는 2008년부터 실시한 비용절감 및 인력 구조조정에 따른 수익성 개선을 반영하고 있으며, ROE는 2013년 32.0%로 대폭 증가했다.

<표 IV-8> FBR & Co.의 재무정보

(단위: 백만 달러)

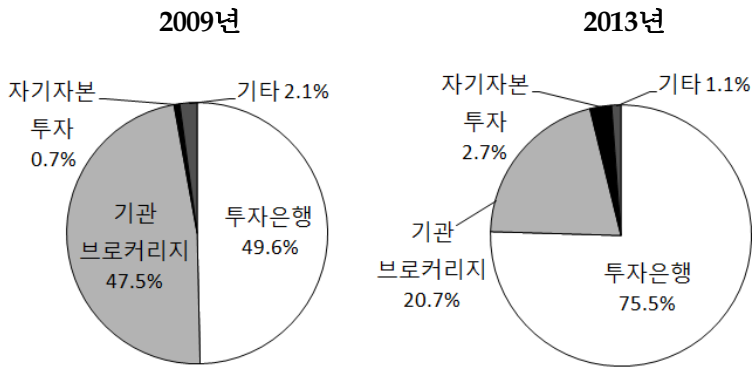
	2009	2010	2011	2012	2013
총자산	556	431	298	333	411
총자기자본	319	291	225	240	291
총수익	279	232	132	151	260
세전이익(손실)	-18	-42	-51	4	57
순이익(손실)	-28	-38	-50	30	93
ROA	-5.0%	-8.8%	-16.8%	9.0%	22.6%
ROE	-8.8%	-13.1%	-22.2%	12.5%	32.0%
EPS(Diluted, 달러)	-1.84	-2.36	-3.26	2.15	7.17

주 : ROA(순이익/총자산), ROE(순이익/총자기자본)
자료: 10K 보고서

2013년 현재 FBR & Co. 수익의 75.5%가 투자은행(Capital Markets) 사업부문(75.5%)에서, 20.7%가 기관 브로커리지(Institutional Brokerage), 2.7%가 자기자본투자(Principal Investing) 사업부문에서 발생하고 있다.

설립 초기에는 브로커리지 부문에서 수익의 대부분을 창출했으나, 2004년 이후부터는 투자은행부문의 수익 중 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

<그림 IV-10> FBR & Co.의 수익구조



자료: 10K 보고서

V. 결론 및 시사점

V. 결론 및 시사점

미국 금융시장에서 부테크IB가 출현하고 활성화된 배경에는 투자는 행산업의 외부적인 요인과 내부적인 요인이 있었다. 외부적인 요인 중에서는 1980년대 형성된 역대 최대 머저웨이브를 손꼽을 수 있으며, 특히 당시 머저웨이브는 대기업 간에만 국한되지 않고 미들마켓, 즉 중소기업들 사이에서도 활발하게 이루어지면서 부테크IB가 본격적으로 활동할 수 있는 수요 기반을 마련해주었다. 1990년대 들어서는 엔론 사태 등이 부테크IB가 가진 독립성의 가치를 부각시켜주는 계기가 되었고, 이는 다시 2008년 글로벌 금융위기를 통해 드러난 대형 투자은행의 심각한 이해상충 문제를 통해 재확인되었다.

그러나 부테크IB의 출현에 있어 외부적 환경의 변화만큼 중요한 요인은 미국 투자은행업의 내부적 변화였다. 특히, IT기술의 발전, 금융규제의 완화 등에 대한 대형 투자은행의 대응은 관계중심에서 자본력중심 사업으로 변모하는 것이었으며, 이는 부테크IB가 대형 투자은행과 차별화할 수 있는 방안을 마련해주었다. 고객 입장에서 장기 고객과의 관계 및 자문중심의 부테크IB 사업모델은 자본력중심의 대형 투자은행과는 다른 가치를 제공해주기 때문이다.

국내 증권사의 특화·전문화와 관련해서 미국 부테크IB의 사업모델을 단순히 모방하는 것은 효과적이지 않을 것이다. 미국의 경제, 금융 및 규제 환경이 국내와 차이가 있는 만큼 미국 부테크IB의 사업모델은 국내 적용성이 떨어지기 때문이다. 미국 부테크IB 사례가 국내 증권사의 특화·전문화에 주는 시사점을 찾기 위해서는 보다 근본적인 차원에서 부테크IB와 대형 투자은행이 가진 차이점에 초점을 둘 필요가 있다. 즉, 부테크IB가 미국 시장에서 차지하는 위치, 수행하는 역할 및 제공하는 가치가 무엇인지를 살펴봐야 한다.

첫째, 일반적으로 미국 부티크IB와 대형 투자은행은 직접적인 경쟁을 피하고 각자 차별화된 고객층을 두고 활동하고 있다. 미국은 중소기업시장, 즉 미들마켓이 충분히 크기 때문에 이와 같은 이원화된 경쟁구도가 가능한 반면, 국내의 경우 현재로서는 이러한 환경이 마련되어 있지 않다. 그렇다면 어떻게 국내 대형 증권사와 중소형 증권사가 자신들만의 시장을 확보할 수 있는가를 생각해봐야 한다.

현재 국내 대형 증권사는 국내 투자은행 시장을 글로벌 투자은행에게 잠식당하고 있다. 국내 대기업의 IPO 및 M&A 딜은 외국계 투자은행이 독식하고 있다고 해도 과언이 아닐 것이다. 국내 대형 증권사는 차지해야 할 시장을 확보하지 못하고 있기 때문에 중소형사의 영역으로 눈을 돌릴 수밖에 없는 현상이 벌어진다. 그 결과 협소한 국내 시장에서 대형 및 중소형 증권사 간의 경쟁은 수수료 경쟁으로밖에 이어질 수 없다. 따라서 이러한 상황을 타개하기 위해서는 국내 대형 증권사가 역량 강화를 통해 글로벌 투자은행과 동일한 시장에서 경쟁하고, 그 외의 시장, 특히 중소기업시장을 중소형 증권사가 확보해야 할 것이다.

국내의 이원화된 시장 구조를 완성하기 위해서는 대형 증권사의 경쟁력 강화와 더불어 중소형 증권사가 국내의 중소기업시장을 개척해야 하는 과정이 필요하다. 미국과 마찬가지로 중소기업시장은 접근하기가 쉽지만은 않다. 대기업에 비해 중소기업은 재무정보 등의 제공, 신뢰 및 투명성이 떨어지기 때문에 국내 중소형 증권사는 이 시장을 개발하기 위해 보다 더 노력해야 한다.

결국 국내 중소형 증권회사의 특화·전문화는 중소형사만 자체적으로 하는 것이 아니라 대형 증권사도 자신들의 역량을 강화해야 이루어질 수 있다. 대형 및 중소형 증권사 모두 서로 다른 방향으로 움직여야지만 서로 간의 격차가 넓어지고 이원화된 시장 구조의 정립이 가능해진다. 대형 증권사의 역량 제고 없이 중소형 증권사만 시장에서 고군

분투 한다면 국내 주요 투자은행 시장은 여전히 글로벌 투자은행의 독무대가 되고 국내 증권산업의 발전은 없을 것이다.

둘째, 미국 부티크IB는 대형 투자은행에 비해 고객에게 차별화된 가치를 제공하고 있다. 대형 투자은행이 고객에게 제공하는 가치는 자본력에 기반한 종합서비스, 저비용 및 실행 능력이다. 반면, 부티크IB는 전문성과 독립성을 갖춘 질 높은 자문을 제공한다. 국내의 경우 대형 증권사는 고객 편의를 위한 종합서비스 제공과 더불어 자본력에 기반으로 한 사업을 강화해야 한다. 특히, 대형 증권사는 금융산업의 시스템 리스크가 허용하는 범위 내에서 점진적으로 트레이딩, 외환 업무, 해외진출 등의 사업을 확대해야 한다.

반면 중소형 증권사는 자본력에 기반한 사업을 줄이고 인적자원 중심의 사업모델로 전환해 나가야 한다. 위탁매매, 상품판매 등 기존 사업은 여전히 자본력이 중요한 경쟁요인이기 때문에 중소형 증권사는 이러한 사업에 대한 의존도를 줄이고 금융공학 등 특정 기술, 대체투자 등 특정 자산 및 중소기업과 같은 특정 시장에 대한 전문성을 키우는 노력을 해야 한다. 또한, 지금과 같이 고객에게 거래 또는 상품의 판매만으로 수익을 얻는 사업 방식에서 기업자문 및 투자자문의 제공을 통한 수수료 기반 서비스를 강화해 나가야 한다.

이와 더불어 국내 자본시장도 빠르게 기관투자자 중심 시장으로 변하고 있다. 아직까지 국내 기관투자자들은 투자포트폴리오의 다변화를 충분하게 하지 않고 있지만, 운용기금의 증가 속도와 기존 투자자산의 수익률 저하는 더 이상 이러한 상황을 유지하기 어렵게 만든다. 국내 증권사들도 이러한 흐름을 감지하고 점진적으로 커버리지가 낮은 자산들에 대한 리서치 등의 전문성을 키워나가며 국내 기관투자자들의 수요 변화에 대비할 필요가 있다.

셋째, 미국 부티크IB의 활성화에는 머저웨이브, 자본시장의 기관투자

자화 등의 금융시장의 환경변화가 중요한 요인으로 작용했다. 국내 상황은 아직 M&A 및 구조조정 시장이 중소형사가 의존할 만큼 크지 못하다. 그러나 이미 변화의 물결이 다가오고 있다. 현재 우리가 직면하고 있는 저성장 기조는 한국 경제가 성장의 변환점에 도달했기 때문이다. 한국 경제의 고성장 시대가 저물고 성숙 단계에 진입하면서 주력 산업의 성장성이 둔화되고 있는 시점이다. 따라서 이제는 주력 산업의 효율성을 높여야 할 상황으로 앞으로는 이를 위한 산업 전반의 구조조정이 이루어지고 기업의 구조 변화와 기업 간의 M&A가 보다 빠르게 진행될 수밖에 없다. 국내 정책당국도 이러한 변화를 인식하고 M&A시장 활성화 등 다양한 지원책을 마련하도록 노력하고 있으며, 국내 증권사들 또한 이러한 변화에 대응하여 M&A, 구조조정 등 투자은행업무 본연의 역량을 강화하여 잠재적 수요에 대비할 필요가 있다.

특히, 한국 경제의 기반이 대기업 및 제조업 중심에서 벤처 및 중소기업, 기술 및 서비스 산업으로 전환하는 현재 시점에서 향후 기대가 실린 IT, 바이오, 융합기술 등 고도의 전문성이 요구되는 분야에 있어서 중소형 증권사의 역할에 대한 기대가 크다. 향후 국내 중소형 증권사는 미래 유망 산업과 관련된 전략적 자문 및 심도 있는 리서치 등을 제공해 주어야 한다.

이러한 역량 있는 특화·전문화 증권사의 출현을 위해서는 증권산업의 진입 및 퇴출과 함께 다양한 업무의 영위가 보다 용이해야 한다. 미국에서 새로운 부테크IB가 출현하고, 부테크IB 간의 이합집산이 활발하게 이루어지는 역동적인 구조를 가진 이유 중 하나는 그만큼 진입과 퇴출이 쉽기 때문이다. 국내의 경우 인력, 시스템 등 기존 중소형 증권사가 부담해야 하는 매몰비용으로 인해 앞서 언급한 변모가 쉽지 않을 수 있다. 따라서 새로운 유형의 특화·전문화 증권사는 어느 정도 새롭게 출현해야 할 필요가 있다. 그리고 이를 돕기 위해서는 업무의 영위를 위한 비용과 산업의 진입장벽을 지금보다 낮춰줄 필요가 있다.

마지막으로 이 모든 것에는 국내 증권사와 금융당국의 장기적인 안목과 인내심이 필요하다. 미국 투자은행업계는 50년간 큰 변화 없이 성장했고, 이후 부티크IB가 출현하고 시장에서 입지를 구축하는데 20여 년간의 시간이 소요되었다. 국내 특화·전문화 증권사의 출현에 대한 증권사의 노력과 금융당국의 정책도 시장의 흐름과 속도를 맞추어 추진되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

박용린 · 안유미, 2011, 『세계 M&A 시장 전망과 시사점』, 자본시장연구원 이슈페이퍼 11-07.

이현진 · 강대일 · 이종은, 2004, 『선진 투자은행의 현황분석 및 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 04-02.

<해외문헌>

Asker, J., Ljungqvist, A., 2010, Competition and the structure of vertical relationships in capital markets, *Journal of Political Economy* 118 (3), 599-647.

Berman, D.K., Evercore's Altman Gives Up CEO Post, *The Wall Street Journal*, 2009 (May 25).

Bianco, A., The Taking of Lazard, *BloombergBusinessweek Magazine*, 2006 (November 5).

Businessweek, Roger Altman Hits The Street Running, 1997 (June 22)

Cheung, J., 2011, 'Boutique' investment banks eye Asia, *Banking*.

Chan, C., Evercore Starts M&A Joint Venture With China's Citic Securities, *Bloomberg.com*, 2009 (March 16).

Chon, G., Das, A., Settlement Chills Use of M&A Tactic, *The Wall Street Journal*, 2011 (October 7).

Cole, B., 2008, *M&A Titans: The Pioneers Who Shaped Wall Street's Mergers and Acquisitions Industry*, Wiley.

Craig, S., Scarred by the Dot-Com Bust, Reinvented for Social Media, NY Times, 2011 (April 7).

Deloitte, 2012, Battle for dominance in the M&A advisory business: Bulge-brackets vs. the boutiques, Deloitte Center for Financial Services.

Endlich, L., 1999, *Goldman Sachs: The Culture of Success*, Touchstone Books.

GAO, 2003, Investment Banks: The Role of Firms and Their Analysts with Enron and Global Crossing, *Report to the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs and the House Committee on Financial Services*.

Hammond, E., Schafer, D., Small proves beautiful at boutique banks, Financial Times, 2011 (March 16).

Kolasinski, A.C., Kothari, S.P., 2008, Investment banking and analyst objectivity: evidence from analysts affiliated with mergers and acquisitions advisors, *Journal of Financial Quantitative Analysis* 43 (4), 817-842..

Levin, C., Coburn, T., 2011, Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse, Majority and Minority Staff Report, United State Senate.

McLean, B., An Un-Wall Street IPO Upstart We're Number Five!, Fortune, 1997 (August 18).

- Moore, M.J., Wall Street's Bulge Brackets May Shrink to 5 Firms, McKinsey Says, Bloomberg.com, 2013 (January 24).
- Morrison, A.D., Wilhelm, Jr., W.J., 2007, *Investment Banking: Institutions, Politics and Law*, Oxford Press.
- O'Hara, T., FBR's Friedman Quitting, The Washington Post, 2005 (April 5).
- Rosenbaum, J., Pearl, J., 2009, *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*, Wiley.
- SIFMA, 2013, Factbook.
- Stowell, D.P., 2010, *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity*, Academic Press.
- Switzky, B.R., Chairman Eric Billings retiring from FBR & Co., Washington Business Journal, 2012 (April 27).
- Uchitelle, L., 1994, Altman's Double Life as a Politician Brings Him to the Edge of Scandal, The New York Times, 1994 (August 2).
- Warshaw, S.A., 2004, *The Clinton Years (Presidential Profiles)*, Checkmark Books.

<웹사이트>

www.bloomberg.com

www.middlemarket.com

<연구총서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-03	주식시장의 구조적 변화: 거래회전을 감소의 원인 분석	강소현, 김준석, 양진영	15.05
15-02	글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향	신보성, 권재현, 김종민, 이효섭, 천창민	15.05
15-01	한국과생상품시장의 현황진단과 발전방향	남길남, 이효섭, 천창민	15.04

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-02	DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 비교 - 투자위험을 중심으로 -	홍원구	15.03
15-01	비과세 종합저축투자계좌 도입에 관한 연구	홍원구, 천창민, 김재철	15.03
14-08	가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구	김재철, 남재우, 장지혜	14.12
14-07	우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 관한 연구	이승호	14.12
14-06	선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석	강현주, 서현덕, 주현수	14.12
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기관간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정운모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재철, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상현	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김규림	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이운재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정운모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김규림	08.03
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이윤재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이윤재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장의파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정운모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이윤재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정운모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12
03-08	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II: 주식발행업무	정운모, 조성훈, 한상범, 박현수, 이종은, 강대일	03.11

<조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-05	미국 증권회사의 특화·전문화 전략: 부티크IB 사례 중심으로	최순영	15.05
15-04	금융투자상품 불완전판매 규제 현황 및 시사점	정윤모, 이효섭	15.03
15-03	영국의 금융 영업행위 규제 및 감독 체계 변화와 시사점	이성복, 이승진	15.03
15-02	미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점	남재우, 박용린, 천창민	15.01
15-01	해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점	박용린, 김종민	15.01
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재철, 빈기범, 박진모, 김란영	09.08
09-01	신흥시장구 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07
08-03	선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점	송홍선, 공경신	08.11
08-02	증권회사의 M&A 사례 및 전략	권세훈, 박희선	08.11
08-01	자본시장을 활용한 공공투자 자금조달에 관한 연구	조성원, 박창욱	08.08

<정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역외 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국채 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 울타리은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재철, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내외 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업체의 대응	김재철, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재철, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 - 역전환채권 구조를 중심으로 -	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리스주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자지주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재철, 빈기범, 신보성 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	추가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 신상품 연구: ETFs, HOLDERS, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤모, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

<Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융 · 재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지 · 환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

<오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드·연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01

조사보고서 15-05

미국 증권회사의 특화·전문화 전략: 부테크IB 사례 중심으로

인 쇄 2015년 05월 26일

발 행 2015년 06월 01일

저 자 최순영

편집인 신인석

발행처 자본시장연구원

주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143

전 화 3771-0600

팩 스 786-7570

인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-131-9-93320

www.kcmi.re.kr

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891319 93320
ISBN 978-89-6089-131-9