



KCMI

Korea Capital
Market Institute

금융중개의 발전과 사모펀드의 역할

송홍선

송홍선 (Hong-Sun Song)

선임연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Asset Management
- Pension
- Banking
- Corporate Governance

금융중개의 발전과 사모펀드의 역할

2015. 9.

선임연구위원 송 홍 선



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

글로벌 금융위기 이후 훼손된 성장동력을 확충하기 위한 각국 정부의 정책은 모험자본의 육성으로 모아졌다. 문제는 어떤 모험자본을 육성할 것인가인데, 명확히 관찰되는 흐름이 바로 사모펀드이다.

금융위기 전만 해도 규제받지 않는 투기자본 정도로 취급받던 사모펀드가 역설적이게도 금융위기를 계기로 재평가를 받고 있다. 투자시장에서도 메인스트림이 되고 있고, 제도 영역에서도 미국의 도드-프랭크법, 유럽의 AIFMD 등을 통해 사모펀드가 금융제도의 틀 속으로 포섭되는 양상이다.

이러한 환경 변화는 재정에 의존하지 않고 시장 스스로 모험자본을 공급할 수 있는 유력한 주체가 사모펀드일 수 있다는 가능성을 각국 정부나 국제기구가 새롭게 인식한 것과 무관하지 않다. 그런데 정작 사모펀드를 금융제도의 틀 속에서 어떻게 이해할 수 있고 실제 사모펀드의 모험자본 공급의 효과가 어떠한지에 대한 연구는 체계적으로 이루어지고 있지는 않다.

이런 문제의식 아래 본 보고서는 사모펀드를 금융중개이론의 관점에서 해석하고, 사모펀드가 가지는 금융중개기능상의 장점이 모험자본을 공급하는데 효과적일 수 있다는 해석을 시도한다. 사모펀드는 시장금융과 관계금융 성격을 동시에 내포하고 있기 때문에 정보비대칭이 큰 장기프로젝트에 대해서도 모험자본을 공급하는 것이 가능하다는 것이다.

본 보고서는 또한 해외 문헌연구와 국내 데이터를 통해 사모펀드가 투자한 포트폴리오기업의 투자, 고용, 수익 등의 성과를 살펴봄으로써 사모펀드의 금융중개 효율성을 확인하고 있다. 이를 통해 국내 사모펀드가 모험자본을 보다 효과적으로 공급하기 위해서는 앞으로 어떤 제도 개선이 필요한지에 대하여 검토하고 있다.

평소 사모펀드제도에 관심을 가지고 본 보고서를 작성하신 본 연구원의 송홍선 선임연구위원에게 감사의 뜻을 전한다. 또한 원내 세미나에서 훌륭한 논평을 해주신 박용린 연구위원, 남재우 연구위원에게도 감사드린다. 그리고 원고 정리와 편집에 도움을 주신 공경신 선임연구위원, 신지원 연구조원에게 고마움을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 모든 내용은 필진 개인의 견해이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2015년 9월

자본시장연구원

원장 신인석

목 차

Executive Summary	viii
Abstract	xii
I. 서론	3
1. 연구목적	3
2. 연구 범위와 방법	5
II. 금융중개의 발전과 사모펀드 금융중개	9
1. 금융중개의 발전 추이와 특징	9
2. 금융중개이론과 펀드 금융중개	22
III. 사모펀드의 경제적 역할	43
1. 사모펀드와 국민경제 위험자본	43
2. 사모펀드 성과에 대한 문헌연구	46
3. 국내 사모펀드의 성과 분석	55
IV. 요약 및 결론	73
참고문헌	79

표 목 차

<표 II-1> 금융상품 분류(1)	14
<표 II-2> 금융상품 분류(2)	14
<표 II-3> 미국 가계의 금융자산 보유 구성	16
<표 II-4> 미국 기업부문의 부채 구성(금융회사 제외)	18
<표 II-5> 글로벌 상위 금융회사의 규모 비교(2012)	19
<표 II-6> 글로벌 상위 자산운용회사의 비등록 고객자산 비중	33
<표 II-7> 사모펀드 계약 특성	38
<표 III-1> 사모펀드 투자기업의 전반적 경영성과	49
<표 III-2> 사모펀드 투자의 실물투자 효과	62
<표 III-3> 사모펀드 투자의 기업 수익성 효과	63
<표 III-4> 사모펀드 투자의 기업 배당 효과	64
<표 III-5> 사모펀드 투자의 기업 부채비율 효과	64
<표 III-6> 사모펀드 투자의 고용(명) 효과	66
<표 III-7> 사모펀드 투자의 근속연수 효과	66
<표 III-8> 사모펀드 투자의 인건비 효과	66
<표 III-9> 사모펀드 투자의 기업 생산성 효과	67
<표 III-10> 사모펀드 투자에 대한 자본시장평가(PBR)	68

그림 목 차

<그림 II-1> DC플랜 펀드비중	17
<그림 II-2> 미국의 펀드투자 경로	17
<그림 II-3> 미국 주요 금융중개기관의 구성 변화	19
<그림 II-4> 미국 등록자산운용사(RIA) 운용자산 규모 분해	20
<그림 II-5> 글로벌 사모펀드 현황	32
<그림 III-1> 사모펀드의 경제적 기능	46
<그림 III-2> 국내 사모펀드 현황	56
<그림 III-3> 국내 공사모 주식자금 조달 추이	57
<그림 III-4> 사모펀드 투자기업의 업종 분포	59

약 어 표

AUM	Asset under Management
CD	Certificate of Deposit
CMA	Cash Management Account
DB	Defined Benefit
DC	Defined Contribution
ELS	Equity-Linked Securities
FRB	Federal Reserve Board
GP	General Partnership
GSAM	Goldman Sachs Asset Management
HSBC	The Hongkong and Shanghai Banking Corporation
ICBC	Industrial and Commercial Bank of China
ICI	Investment Company Institute
ICT	Information Communication Technology
IPO	Initial Public Offering
IRA	Individual Retirement Account
LBO	Leveraged Buy-Out
LLC	Limited Liability Company

LLP	Limited Liability Partnership
LP	Limited Partnership
M&A	Mergers & Acquisitions
MBI	Management Buy-Ins
MMF	Money Market Fund
OFR	Office of Financial Research
P&I	Pensions & Investments
PBR	Price Book-value Ratio
PEF	Private Equity Fund
PIMCO	Pacific Investment Management Company
PPM	Private Placement Memorandum
R&D	Research and Development
RIA	Registered Investment Advisor
ROE	Return On Equity
SEC	Securities and Exchange Commission
SOC	Social Overhead Capital
SSGA	State Street Global Advisors
UBS	Union Bank of Switzerland

《 Executive Summary 》

본 보고서는 사모펀드를 새로운 금융중개방식으로 개념화하고, 사모펀드가 실물경제 관점에서 모험자본을 효율적으로 공급하는 금융중개수단인가에 대하여 사모펀드 투자기업의 경제적 성과(수익, 투자, 고용, 부도확률 등)를 통해 확인하는데 목적이 있다.

사모펀드를 금융중개관점에서 해석하는 이유는 실물경제에 모험자본을 공급하는 금융중개의 본질적 기능 수행에 있어 사모펀드가 어떤 경제적 효율이 있는가를 살펴보기 위함이다. 그간의 금융중개의 진화역사는 한마디로 시장성금융 증가, 간접금융 구성변화, 자산운용회사 같은 간접(agent-based) 금융중개기관의 발전으로 요약할 수 있다. 시장성 중개 중에서는 주식, 채권 등 전통수단보다 펀드, 연금 등의 빠른 성장이 주목할 만하며, 간접금융에서도 예금, 대출 등 전통적 간접금융보다 펀드, 연금 등 새로운 간접금융이 빠르게 증가하고 있다. 펀드, 연금 등 '시장성 간접금융'의 성장은 또한 간접 금융중개기관의 성장을 견인하고 있다. 펀드와 연금은 은행, 증권 등 전통 금융중개기관에서 겸영하지 않고, 독립적인 자산운용회사나 연금수탁법인이 고객자산을 전문적으로 관리하고 있으며, 해당 회사의 고유계정과는 절연되어 관리되고 있다. 이는 대리인문제를 해결하고 금융안정과 관련하여서도 고객자산을 대차대조표 위험에서 분리하는 효과가 있다. 이러한 차이는 건전성규제와 감독, 영업행위규제와 관련하여 간접 금융기관에 대하여 상당히 다른 접근을 요구한다.

사모펀드는 간접금융이라는 점에서 뮤추얼펀드와 공통점을 갖고 있지만, 시장성금융과 관계금융의 중간적 성격을 갖는다는 점에서

특이점이 있다. 투자 및 계약 단계에서는 증권에 투자한다는 점에서 시장성금융 성격을 갖는 동시에, 투자자산의 사후관리 및 위험관리단계에서는 사모증권의 성격을 갖기 때문에 대출계약처럼 투자자와 투자대상기업간에 관계특수적인(relation-specific) 조정이 가능한 관계금융 특성을 갖는다. 또한 회수단계에서는 다시 IPO, 인수합병, 세컨더리시장 등 시장거래를 통해 투자자금을 회수한다는 점에서 대출과 달리 시장성금융의 장점이 부각된다.

사모펀드는 조직 관점에서도 공동투자, 성과보수, 환수(clawback), 실사(due diligence) 등과 같이 대리인문제와 정보비대칭 문제를 해결할 수 있는 수단들을 가지고 있다. 다만, 예금이나 뮤추얼펀드와 달리 유동성보험기능은 제공하지 못하는 단점은 있다.

이상을 종합해 볼 때 사모펀드 금융중개는 시장성 금융중개와 관계금융의 금융중개 장점을 동시에 내포하고 있으며 이런 점에서 사모펀드 금융중개는 시장성금융과 관계금융의 중간적 성격을 갖는 '하이브리드' 금융중개에 해당한다고 볼 수 있다. 이러한 특성으로 인해 사모펀드 금융중개는 사모펀드에 대한 규제가 강화되어 기존의 규제차익이 해소되더라도 새로운 금융중개방식으로 지속적으로 성장할 수 있을 것으로 판단된다.

사모펀드는 실물경제 관점에 보면 모험자본의 공급과 직결된다. 사모펀드는 투자기간이 장기이고 투자대상이 성장자본의 비상장주식, 중장기프로젝트의 지분 등 실물경제가 필요로 하는 모험자본을 공급한다. 글로벌 금융위기 이후 사모펀드를 다시 주목하는 이유도 성장의 위기를 맞은 글로벌 경제에 새로운 모험자본을 공급하는 핵심 주체가 사모펀드일 수 있다는 가능성에서 출발하였다.

사모펀드의 경제적 성과에 대한 연구는 1990년대 미국과 유럽에서 이루어지다가 글로벌 금융위기 이후 다시 활기를 띠는 모습이다. 대체적인 연구 결과는 사모펀드가 혁신투자과 수익성, 기업의 업무프로세스 효율 등에 긍정적이라는 것이다. 고용 성과에 대해서도 어느 정도 긍정적이다. 사모펀드 투자 이후 고용의 감소가 미미하게 관찰이 되고 있지만, 기존 고용의 감소와 새로운 고용의 창출이라는 전체 노동시장 동학의 관점에서 보면 사모펀드가 고용에 미치는 영향은 긍정적이라는 것이다. 다시말해, 고용창출(job creation)과 고용감소(job loss)를 함께 고려하면 순고용감소는 매우 미미한 것으로 나타났다. 더구나 사모펀드 투자 이후 기업의 사업구조조정과 업무혁신과정에서 새로운 고용기회가 생겨나고 낡은 일자리는 사라지는 노동시장과 작업장 내에서의 동학(dynamics)을 생각하면 전체적으로 긍정적으로 볼 수 있다.

본 보고서가 우리나라 사모펀드가 투자한 상장기업을 대상으로 경제적 성과를 간단히 살펴본 바에 따르면, 국내 사모펀드가 투자한 이후 투자기업의 실물투자는 다소 회복되고 부채비율은 하락하였으며 고용은 줄고 생산성은 높아지는 모습이 평균적으로 관찰된다. 비록 이 같은 추세가 통계적으로 유의하지는 않아 경제적 의미를 적극적으로 찾기는 어려우나, 사모펀드 도입 10년을 평가할 때, 사모펀드가 기업 성장에 부정적이었다고 단정하기는 어렵다는 것이다.

우리나라 사모펀드가 선진국의 사모펀드처럼 기업의 장기성장을 추구하며 자금을 공급하는 금융중개기능을 수행하기 위해서는 사모펀드에 대한 활성화정책과 건전성정책이 함께 추구될 필요가 있다. 두 가지 정책 목표가 상충보다 조화되기 위해서는 규제의 철학을 역동성을 저해하는 직접규제에서 역동성은 담보하되 그 속에서

건전성을 추구하는 간접규제로 바꾸어야 한다. 다행히 2014년 사모펀드개편방안은 이러한 방향에서 진행되고 있으며 그런 점에서 과거 다른 어느 정책보다 건전하고 시장 활력에 도움이 되는 것으로 평가된다.

다만, 건전성과 관련한 추가적인 쟁점은 사모펀드의 투기성과 단기투자성을 제도로 규율하는 것이 옳은가 이다. 논리적으로는 8~10년 동안 장기투자 하는 사모펀드의 투자기간을 제도적으로 제한하는 것이 논리적으로 모순된 것은 아니다. 환경면에서도 외환위기 직후 외국계 사모펀드의 고배당과 유상감자 등 구조조정기업에 대한 가치훼손 경험이나, 글로벌 금융위기 이후 유럽사모펀드 제도의 움직임을 감안하면 직접규제가 설득력 있을 수 있다. 그러나 제도의 적용면에서 볼 때 직접규제는 단기자본과 장기자본의 식별 어려움 등으로 장기모험자본의 활력에 영향을 줄 수 있다는 점이다. 단기투자를 막기 위한 자산수탈(asset stripping)이나 자산회수(asset flipping)를 어느 수준에서 어떤 방식으로 규율할 것인가에 대해서는 시장상황을 모니터링하면서 좀 더 진지하게 검토할 필요가 있어 보인다.

아울러 사모펀드 자산의 가치평가와 검증체계를 정비하고, 사모펀드 투자대상별 벤치마크지수를 개발하여 시장의 투명성과 예측가능성을 높일 수 있는 방향으로 인프라를 정비하는 것도 중요한 과제로 남아있다. 사모펀드는 비유동자산을 장기보유하여 유동성프리미엄을 취하는 투자전략을 갖고 있기 때문에 투자대상의 만기와 사모펀드 투자자의 투자시계 불일치에 따른 유동성 수요를 충족할 수 있도록 중간회수시장을 조성하는 것도 중요한 제도 개선 과제이다.

« Abstract »

The role of private equity in the evolving financial system

This study aims to conceptualize private equity as a new financial intermediary channel, and to confirm the efficiency of private equity's financial intermediary role through economic performance achieved by portfolio companies.

To better observe what kind of economic efficiency private equity creates by serving the innate function of financial intermediation that provides venture capital to the real economy, this study views private equity from the standpoint of financial intermediation. In a broad sense, private equity takes the form of indirect finance and has some things in common with mutual funds. But its singularity is derived from its position, lying in between relationship banking and market finance. Private equity carries a market finance aspect by investing in securities, while its post-investment management that enables relation-specific adjustments between investors and portfolio companies works like a loan agreement in relationship banking. Such "hybrid" financial intermediation contains the merits of both market finance and relationship banking, and thus serves to enhance the efficiency of financial intermediation.

From the perspective of the real economy, private equity is directly connected to the provision of venture capital. Private equity

provides the real economy with much-needed venture capital that invests in non-listed shares of growth capital and shares of mid-to long-term projects over long investment horizons. Therefore, an analysis on financial performance of the portfolio companies in which private equity firms invest will provide a glimpse on whether private equity raises corporate values, provides capital to the real economy, and serves to play a financial intermediary role efficiently or not.

The existing literature on the economic impacts of private equity proves that private equity is positive for profitability of innovative investments, efficiency of business processes, etc. Also, it is not negative for employment: Although a slight decline in employment is observed after private equity participation, its overall impact on employment is positive from the perspective of the labor market dynamics where new jobs replace existing jobs.

This study examines economic performance of listed companies invested by Korea's private equity funds (Korean PEFs). After the participation of Korean PEFs, the portfolio companies showed some changes: On average, their investments increased, debt ratios fell, employment shrank, and productivity rose. Although those trends are statistically insignificant and thereby have little economic significance, it is hard to conclude that Korean PEFs' ten years of history was all bad for corporate growth.

For Korean PEFs to pursue long-term growth of portfolio companies just as private equity firms do in developed countries,

Korea needs policies to implement prudential frameworks and facilitate PEFs. In order to strike a balance between the two somewhat conflicting policies, Korea's regulatory philosophy should shift away from direct regulation that undermines dynamics toward indirect regulation that pursues prudential frameworks without compromising dynamics. Fortunately, Korea's plan to reform PEFs in 2014 appears to be in line with the direction, and thus viewed as more helpful to shape a sound, active market than any other policies released in the past.

An overhaul of market infrastructure is the last remaining challenge. More specifically, improvements are necessary, e.g., improving valuation and verification schemes for private equity assets, and developing a private equity benchmark index for higher market transparency and predictability. Given Korean PEFs' investment strategy of holding illiquid assets for a long period to reap liquidity premiums, another policy action necessary is to establish a secondary market that meets the liquidity demand arising from the mismatch between portfolio firms' maturity and PEFs' investment horizon.

I. 서론

1. 연구목적
2. 연구 범위와 방법

I. 서론

1. 연구목적

본 보고서는 금융중개이론의 관점에서 사모펀드를 개념화하고, 사모펀드가 수행하는 금융중개기능이 실물경제에 미치는 영향을 연구하는데 목적이 있다. 이 같은 연구 방향 설정은 사모펀드에 대한 두 가지 문제의식과 관련된다.

첫째, 사모펀드를 투자상품 단위에서 좁게 이해할 경우 사모펀드에 대한 평가는 투기나 투자냐 하는 관점에 머물 수밖에 없다. 사모펀드는 실물경제의 금융적 필요를 충족하는 과정에서 고안된 자금조달수단이자 투자수단이기 때문에 사모펀드를 이해하기 위해서는 금융중개의 관점에서 그 본질과 가능성을 이해하는 것이 필수적이다. 그렇게 되어야 사모펀드를 금융제도와 실물경제의 관점에서 제대로 이해할 수 있으며 올바른 규제의 관점을 정립할 수 있다.

2000년대 들어 사모펀드가 급성장하고 있지만 실물경제에 대한 모험자본의 공급이라는 순기능보다 사모펀드의 행태적 관점(규제차익과 투기)에 주목하며 비판적인 평가가 주류를 이루고 있다. 규제차익을 추구하는 '그림자금융'이라거나 기업의 장기가치보다 단기차익을 추구하는 투기자본이라는 평가가 그것이다. 이런 흐름의 극단은 글로벌 금융위기 이후 금융위기의 책임론으로 이어지기도 하였다.

금융위기의 전개과정을 보면 이런 책임론에도 일정 정도 진실이 있음을 부정하기 힘든 것은 사실이나, 중요한 점은 글로벌 금융위기 책임론이 사모펀드 무용론으로 전개되기 보다는 사모펀드를 적극적으로 활용해야 한다는 문제의식을 전제로 사모펀드에 대한 규제의 틀을 바꾸는

4 금융중개의 발전과 사모펀드의 역할

방식으로 책임론이 해소되었다는 점이다. 다시 말해, 사모펀드 규제체계의 변화가 사모펀드를 위축시키는 규제가 아니라는 점이다. 오히려 사모펀드를 글로벌 경제에 모험자본을 공급하는 새로운 기업금융으로 적극적으로 평가하는 가운데, 그 모험성을 실물경제에 적극 활용하기 위한 규제의 틀을 새로 정립한 것이다. 이런 논의는 사모펀드가 발전한 영미 국가에서 추진한 금융개혁 프로그램의 중요한 부분을 구성하고 있다.

사모펀드에 대한 금융중개론 접근은 사모펀드가 왜 모험자본 공급의 대안이 될 수 있는가에 대한 경제적 논거를 검토하는 의미가 있다. 요는 사모펀드의 경우 다른 금융중개수단보다 모험자본을 공급하는데 보다 효율적인 계약구조와 지배구조를 갖고 있다는 것이다. 이런 문제의식 아래 본 보고서에서는 그간의 금융중개의 발전 과정을 몇 가지 개념을 통해 이해하고 사모펀드가 어떤 금융중개적 특성을 갖고 있는지 살펴보기로 한다.

둘째, 사모펀드가 다른 금융수단보다 모험자본을 공급하는데 효율적인 금융중개수단인지 실제 실물경제의 성과를 통해 확인할 필요가 있다는 것이다. 금융중개의 효율성은 금융자원을 실물경제에 합리적으로 배분함으로써 실물자원의 배분 효율성을 담보해야 한다. 사모펀드가 투자한 기업의 경제적 성과를 살펴보는 방식으로 사모펀드의 효율성을 검증하기로 한다.

사모펀드의 실물경제 성과에 대한 연구는 사모펀드의 모험성과 투기성이 다시 조명 받은 글로벌 금융위기 이후 다시 활발해지고 있다. 본 보고서에서는 사모펀드에 대한 기존의 문헌들을 통해 사모펀드가 기업의 성장기반을 강화하는 장기경영을 하는지 아니면 단기적인 성장 과실을 위해 단기경영과 체리피킹(cherry-picking)을 추구하는지를 살펴볼 것이다.

또한 본 연구는 국내 사모펀드의 현황과 개별 사모펀드 데이터를 이용하여 경제적 성과를 살펴볼 것이다. 다만, 국내 사모펀드 데이터는 서

구와 달리 엄밀한 실증분석을 할 정도로 폭넓은 데이터베이스가 존재하지 않기 때문에 제한된 샘플로 간단한 통계분석을 수행하여 실물경제 성과를 통해 사모펀드 금융중개의 효과를 간접적으로 살펴볼 것이다. 이를 통해 국내 사모펀드가 향후 위험자본을 공급하는 새로운 채널로 발전하기 위해 필요한 정책적 시사점에 대해 간략히 살펴볼 것이다.

2. 연구 범위와 방법

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 금융중개의 역사적 진화 과정을 살펴보고, 간접금융 대 직접금융, 시장성금융 대 관계금융, 대리인 금융기관 대 주인 금융기관의 분류기준에 따라 진화 과정을 평가할 것이다. 그 과정에서 뮤추얼펀드와 사모펀드 등 펀드 일반의 금융중개 특성과 사모펀드의 금융중개적 특수성을 구별해 낼 것이다. 이와 함께 사모펀드가 1990년대 이후 금융중개 기능을 적극적으로 수행하는 현실을 기존 금융중개이론을 통해 해석하고 사모펀드의 금융중개 효율성 원천에 대해 살펴볼 것이다.

3장에서는 사모펀드의 금융중개 효율성을 사모펀드 투자기업의 경제적 성과 측면에서 살펴볼 것이다. 우선 해외에서 1980년대 후반 이후 진행된 연구 사례와 연구 결과를 기업 투자, 수익성, 생존확률, 고용 등의 관점에서 서베이 할 것이다. 그 후 국내 사모펀드 데이터를 이용하여 사모펀드의 경제적 성과를 살펴볼 것이다.

4장에서는 보고서의 연구결과를 토대로 사모펀드를 건전하게 발전시키고 실물경제의 위험자본 공급 채널을 새롭게 구축한다는 관점에서 정책적 시사점을 도출할 것이다.

II. 금융중개의 발전과 사모펀드 금융중개

1. 금융중개의 발전 추이와 특징
2. 금융중개이론과 펀드 금융중개

II. 금융중개의 발전과 사모펀드 금융중개

1. 금융중개의 발전 추이와 특징

가. 금융중개의 개념과 분류

금융중개는 전통적인 경제학 교과서에 처럼 은행 금융중개로 좁게 정의할 수도 있지만, 본 보고서에서는 흑자지출단위와 적자지출단위 간에 이루어지는 잉여자금의 거래를 포괄하여 넓게 정의한다. 경제주체의 생애소득흐름과 생애소비흐름이 횡단면적으로나 시계열적으로 동질적이지 않는 한, 모든 경제주체는 당기의 순소득기준으로 적자지출단위와 흑자지출단위로 구분될 수 있으며, 이러한 재무포지션의 차이가 자금의 수요와 공급을 유발하며 금융중개가 발생한다.

그런데 흑자지출단위와 적자지출단위간 금융중개는 다양한 방식으로 분류될 수 있다. 본 보고서에서는 자산변환 여부에 따라 직접금융과 간접금융, 불완전계약 조정양식에 따라 시장성금융과 관계금융, 금융중개기관의 위험 부담 여부에 따라 중개인(agent-based) 금융중개와 주인(principal-based) 중개 등으로 분류하여 금융중개의 발전 과정을 개념화하기로 한다.

1) 직접금융 v.s 간접금융

금융중개를 자산변환(asset transformation) 여부를 기준으로 분류하면 직접금융과 간접금융으로 나눌 수 있다.¹⁾ 자산변환이란 금융중개기

1) 경제학 교과서를 보면 간접금융만을 금융중개로 이해하기도 한다. 그러나

관이 흑자지출단위와 적자지출단위간 자금거래를 하고자 할 때 발생하는 선호 불일치 문제를 완화하기 위하여 대상 자산의 만기(maturity)와 위험(risk), 유동성(liquidity) 등 자산의 속성을 변환하여 새로운 증권을 발행함으로써 당사자 간의 금융중개를 촉진하는 기능이다.

직접금융(direct financing)은 적자지출단위가 발행한 증권을 흑자지출단위가 아무런 조건의 변경 없이 취득하는 금융중개 방식으로 자산변환 기능을 수반하지 않는 것이 일반적이다. 주식, 채권 등을 통한 자금거래가 여기에 해당한다.

반면 간접금융(intermediated financing)은 금융중개기관이 적극적으로 자산변환기능을 수행함으로써 적자지출단위가 발행한 증권과 흑자지출단위가 취득하는 증권이 만기나 위험, 유동성 면에서 이질적인 금융중개방식을 말한다. 그런데 자산변환을 할 경우 자산변환으로 인해 위험이 발생할 수 있으며 그 위험은 금융중개기관이 부담하게 된다. 은행의 예금과 대출이 대표적인 간접금융이며, 펀드나 연금, ELS 등 파생결합증권, 주식예탁증권 등도 간접금융에 해당한다.

2) 관계금융 v.s 시장성금융

현실적으로 존재하는 모든 금융계약은 불완전계약에 해당한다. 불완전시장을 가정할 때 금융계약은 모든 경우의 수를 고려한 조건부 계약이 이루어질 수 없고 설사 가능하더라도 경제적으로 바람직하지 않을 수 있다. 이처럼 금융계약이 미래의 불확실성을 모두 명시하지 못한 상태에서 계약조건으로 명시하지 않은 상황이 현재화될 경우, 당사자들은 기존의 계약을 어떻게, 어떤 원칙에 따라 재조정할 것인가, 즉, 권리관계

현실경제에서 시장성거래라고 하더라도 중개기관에 의한 단순중개(주선) 없이 당사자가 직접 거래를 하는 경우는 찾기 어렵다. 법적으로 중개는 단순중개와 대리중개를 포함한다.

를 어떻게 정렬할 것인가 하는 지배구조 문제가 핵심적인 쟁점이 된다. 불완전 계약에 따른 위험과 통제권의 조정양식을 기준으로 금융중개는 시장성금융(*arm's length contract*)과 관계금융(*relationship contract*)으로 구분할 수 있다. 관계금융에 해당하는 대출 등 관계적 계약과 시장성금융에 해당하는 주식, 회사채 등 시장성 계약은 이런 점에서 서로 다른 계약 특성을 갖는다.

Williamson(1996)은 주식과 부채를 단순히 금전적 권리를 단순히 표창한 금융상품으로 이해하지 않고, 금융계약을 지배구조라고 이해한다. 주식(*equity*)은 현금흐름에 대한 잔여청구권(*residual claimants*)과 이사회 혹은 주주총회 등을 통해 잔여통제권(*residual control*)을 행사하는 재량적 지배(*discretionary governance*)를 특징으로 한다. 반면 부채(*debt*)는 원리금이 사전적으로 확정되고 채무불이행 시에만 조건부 지배권(*contingent control*)을 행사할 수 있는 규칙에 기반한 지배(*rule governance*)를 특징으로 한다.

은행 부채계약은 은행과 기업간의 쌍무적 계약이므로 위험과 통제권의 배분 역시 당사자간에 협상(*voice*)을 통해 관계특수적(*relation-specific*)으로 조정되는 특징이 있다. 반면 회사채와 같은 공적부채는 기업과 외부의 다수투자자간의 계약이기 때문에 관계특수적 조정은 오히려 비효율적이다. 공적부채계약의 경우 공모주식과 같이 가격 시그널이 위험과 통제권 조정의 중요한 수단이 된다. 따라서 불확실성과 기회주의로 인한 사후적 조정이 어떤 방식으로 이루어지느냐에 따라 은행부채계약은 관계적 계약, 주식과 회사채 계약은 시장성 계약으로 분류될 수 있다.

관계적 계약은 당사자간의 관계특수적 조정에 의해 기회주의를 완화하는 것이 효율적이기 때문에 당사자간에 장기거래가 가능하고 금융계약을 표준화할 필요성은 약해진다. 또한 주주로부터 은행 채권자로 위험이 전가(*shifting*)되기 때문에 은행의 모니터링이 중요해진다. 반면 시장성 계

약은 기업과 다수의 외부투자자간의 계약이기 때문에 계약의 표준화 정도가 높고, 위험은 다수의 투자자에게 분산되며 통제권은 경영자에게 위임되기 때문에 다수 투자자의 규율장치인 가격시그널이 중요하게 된다.

3) 대리인(agent) v.s 주인(principal)

금융중개기관이 중개대상이 되는 자산의 위험을 부담하느냐에 따라 대리인중개(agent-based intermediary)와 주인중개(principal-based intermediary)로 구분할 수 있다. 은행, 증권, 보험 등 전통적인 금융중개기관은 주인중개기관에 해당한다. 이들 중개기관의 경우 가령 흑자지출단위의 금융계약은 중개기관 재무제표상의 부채로 인식되고, 적자지출단위가 발행한 증권은 중개기관의 자산으로 인식되며 금융중개기관의 자산부채를 구성하게 된다. 결국, 주인중개기관의 경우 고객자산을 레버리지로 활용하여 금융서비스를 제공하는 금융기관(leveraged financial institution)을 금융중개 관점에서 재해석한 것이다.

반면 대리인중개는 고객자산이 중개기관의 자산 혹은 부채와는 무관한 금융중개를 의미한다. 펀드나 연금의 경우 이를 취급하는 금융중개기관의 자산 혹은 부채와 무관하며, 법적으로는 도산격리가 가능한 신탁계약의 형태를 취한다. 때문에 대리인중개기관은 고객자산을 레버리지를 활용하여 금융서비스를 제공하는 주인금융기관과는 구별되며, 자산운용회사, 투자일임 및 투자자문회사, 금융회사 신탁계정, 연기금 등이 여기에 해당한다.

이 같은 금융중개기관 구분이 가지는 경제적 의미는 고객자산을 관리하는 과정에서 나타나는 대리인문제(agent problem)의 수준과 양상이 두 중개기관 간에는 구별되며, 금융규제도 서로 다른 접근방식을 요구한다는 것이다. 주인금융중개기관의 경우 자기자본규제와 재무건전성 규제가

고객자산을 보호하는 중요한 규제수단이라면 대리인 금융중개기관의 경우 자본규제나 건전성 규제보다는 신인의무를 위한 지배구조와 운용규제 등이 중요한 규제수단이다. 따라서 어떤 금융중개기관이 금융중개시장에서 지배적인 지위를 갖느냐에 따라 금융규제의 원칙과 수단 등이 크게 달라질 수 있다.

4) 주요 금융상품별 금융중개 특성

지금까지의 금융중개 분류를 토대로 주요 금융상품의 금융중개 성격을 분류하면 다음과 같다. 자산변환 기능을 수반하지 않는 주식과 채권을 제외하면 대부분의 금융상품들은 간접금융에 해당한다. 간접금융상품으로는 예금과 대출 외에 뮤추얼펀드가 포함된다는 것을 주목할 필요가 있다. 뮤추얼펀드는 주식이나 채권 등 적자지출단위가 발행한 증권의 만기, 위험, 유동성을 모두 변환한 간접금융상품이다.

또 하나 주목할 점은 사모펀드이다. 사모펀드는 뮤추얼펀드처럼 만기와 위험을 변환한 펀드이지만, 유동성 면에서 뮤추얼펀드와는 다른 특성을 가지고, 시장성금융과 관계금융의 특성을 모두 내포한다는 점에서 하이브리드 금융중개로 분류할 수 있다.²⁾

한편 금융중개기관의 성격까지 포함하여 금융상품의 중개 특성을 분류하면 <표 II-2>와 같다. 관계금융인 예금, 대출과 시장성금융인 ELS, CMA 등은 계약 성격에서는 차이가 있지만, 주인중개기관에 의해 중개된다는 점에서는 동일하다. 전자는 은행, 후자는 증권회사에서 거래된다. 한편 대리인중개기관은 관계금융과는 무관하며 주로 시장성금융과 관련이 있다. 간접금융 중에서 펀드, 연금, 일임, 신탁이 여기에 해당하며 직접금융인 주식과 채권을 인수가 아닌 위탁매매를 위해 중개하는 증권

2) 하이브리드 금융중개의 특성에 대해서는 뒤에서 자세히 살펴보기로 한다.

회사가 여기에 해당한다. 마지막으로 하이브리드금융으로 분류한 사모펀드 역시 공모펀드와 마찬가지로 신탁, 파트너쉽 등의 형태를 취하며 대리인 금융중개기관에서 중개된다.

<표 II-1> 금융상품 분류(1)

	관계금융	시장성금융	하이브리드금융
간접금융	예금, 대출 등	뮤추얼펀드, ELS, CD	사모펀드
직접금융	-	주식, 채권	-

<표 II-2> 금융상품 분류(2)

	관계금융	시장성금융	하이브리드금융
Principal-based 금융중개	예금, 대출	ELS, CMA, CD 등	-
Agent-based 금융중개	-	간접금융(뮤추얼펀드, 연금, 일임, 신탁 등), 직접금융(주식, 채권)	사모펀드

나. 금융중개의 역사적 발전 추이

금융중개의 진화는 흑자지출단위가 어떤 저축수단을 선택하는가, 적자지출단위가 어떤 자금조달수단을 선택하는가를 통해 파악할 수 있으며, 또한 금융중개기관의 경쟁 관점에서도 살펴볼 수 있다. 금융중개의 진화적 특징을 살펴보기 위해 본 보고서는 금융시장과 산업, 그리고 금융상품에서 가장 혁신적이고 역동성이 높은 미국의 금융중개시스템을 살펴볼 것이다. 금융제도의 경로의존성이 나라별로 금융중개 진화의 다양성을 만들어 내고 있지만, 본 보고서의 연구 대상인 사모펀드시장의

실체를 금융중개 관점에서 파악하기 위해서는 미국 금융제도가 가장 적합한 연구대상일 수 있기 때문이다.

1) 흑자지출단위의 금융저축 구성 추이

흑자지출단위인 가계의 자금공급채널의 역사적 추이부터 살펴보자 (<표 II-3> 참조). 전통적인 금융중개수단인 예금은 1970년대만 하여도 미국 가계의 가장 보편적인 저축수단이였다. 전체 금융자산의 21.6%가 예금을 통해 중개가 이루어졌다. 그러나 1990년대부터 예금금리 규제와 저금리의 대안으로 시장성 조달수단들이 급격히 증가하면서 금융의 탈중개화(disintermediation)가 급속히 진행되었다. 1995년 이후부터 예금 비중은 가계 금융자산의 15% 수준으로 하락하였으며 지금까지 지속되고 있다.

대신 주식과 간접투자수단인 뮤추얼펀드, 연금 등 투자상품들이 가계 금융자산에서 중요한 지위를 갖게 되었다. 주식 비중은 주식시장 사이클에 크게 영향을 받았다. 1975년의 주식 보유 비중은 13.7%에 불과하였으나 IT 버블기인 2000년에는 23.7%까지 높아졌다. 지난 글로벌 금융위기로 다시 10%대 중반까지 낮아지기도 하였다. 2013년에는 다시 20%로 증가하는 모습이다. 이에 반해 시장성 저축수단이라는 공통점에도 불구하고 뮤추얼펀드와 연금은 1970년대 이후 지속적으로 증가하는 모습을 보이고 있다. 뮤추얼펀드 비중은 1975년 0.9%에서 2013년 10.4%로 높아졌으며, 연금 비중은 1975년 24.3%에서 2013년 29.4%로 보유 비중이 증가하였다.

<표 II-3> 미국 가계의 금융자산 보유 구성

(단위: %)

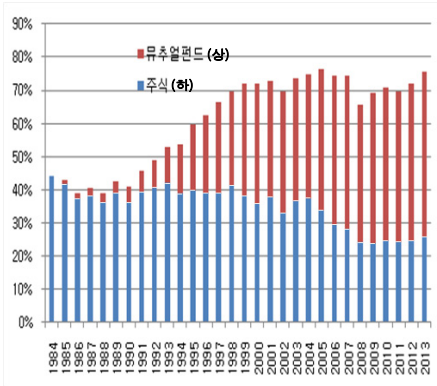
	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013
예금	21.6	21.2	24.4	22.2	15.1	13.0	13.5	15.0	14.4
채권	7.5	7.1	8.9	10.9	10.5	7.5	9.1	10.8	8.2
주식	13.7	13.9	11.4	12.4	19.5	23.7	17.7	16.7	20.0
뮤추얼펀드	0.9	0.7	2.0	3.2	5.5	7.9	7.8	8.5	10.4
Security credit	0.1	0.3	0.5	0.4	0.6	1.3	1.3	1.3	1.2
보험	3.9	3.0	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3	2.1	1.9
연금	24.3	22.9	26.2	27.8	29.5	28.7	28.6	31.1	29.4
출자지분	26.9	29.9	23.0	19.1	15.4	14.5	18.2	12.8	13.2
기타자산	1.0	1.1	1.3	1.6	1.4	1.1	1.3	1.5	1.3
총금융자산	100	100	100	100	100	100	100	100	100

자료: FRB

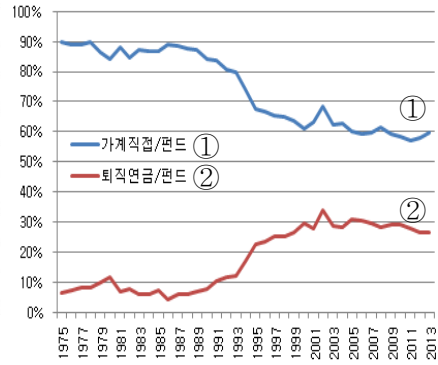
그런데 2013년 펀드 보유 비중 10.4%는 가계가 뮤추얼펀드에 직접 투자한 비중이다. 퇴직연금 등을 통해 간접적으로 보유하고 있는 뮤추얼펀드까지 합산하면 미국 가계의 뮤추얼펀드 보유 비중은 훨씬 높다. 그림 <그림 II-1>에 따르면 DC플랜의 경우 2013년 플랜 자산의 75%가 주식과 펀드이며, 그 중에서도 주식은 비중이 빠르게 줄어들고 있는 반면 펀드 비중은 빠른 속도로 지속적으로 높아지고 있다. 그 결과, <그림 II-2>에서 보듯이 가계가 펀드를 직접 보유하는 비중은 가계가 보유한 전체 펀드잔액의 60%까지 하락하는 가운데 퇴직연금을 통해 보유한 펀드 비중은 가계 전체 보유액의 30% 수준까지 상승하였다.

결국, 미국 가계부문은 지난 40년 동안 예금을 통한 저축은 줄이고, 펀드를 통한 투자성 저축은 크게 늘렸다. 그리고 이러한 펀드시장의 급속 성장 이면에서는 펀드에 대한 직접 투자 못지않게 퇴직연금을 통한 간접 투자가 중요한 역할을 하였다.

<그림 II-1> DC플랜 펀드 비중



<그림 II-2> 미국의 펀드투자 경로



자료: FRB

2) 적자지출단위의 자금조달 추이

다음으로 적자지출단위의 자금조달의 장기적 추이를 통해 공급측면에서 금융중개의 구조변화 가능성을 살펴보자. <표 II-4>는 대표적인 적자지출단위인 미국 기업부문의 부채구성의 역사적 변화를 살펴본 것이다. 2013년 현재 기업부문의 전체 부채는 15.8조달러인데, 여기서 주목할 항목은 이 중에서 시장성 조달인 채권 비중과 예금수취기관으로부터 대출 비중의 변동이다. 1975년에는 채권보다 대출을 통한 조달비중이 근소하게 높은 것이 확인되나, 1990년대 중반이 되면서 채권조달 비중이 더 높게 되는 조달구조의 변화가 관찰된다. 이후 채권 비중은 지속적으로 증가하고, 대출 비중은 지속적으로 감소하면서, 2013년 기준으로 채권 비중은 전체의 45%로 1975년 대비 약 두 배 가까이 증가한 반면, 대출 비중은 전체의 14.6%로 1975년 대비 1/2로 감소한 것이 확인된다. 전통적인 은행의 중개 비중이 감소하고, 자본시장 중개수단의 역할이 증가한 것이 확인된다.

<표 II-4> 미국 기업부문의 부채 구성(금융회사 제외)

(단위: %)

	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013
채권	24.7	21.7	23.4	26.2	29.9	29.2	31.3	40.6	45.0
대출	27.7	23.7	25.9	28.3	21.7	20.3	20.4	15.7	14.6
무역신용	16.2	17.7	14.5	13.2	14.6	16.0	15.2	13.2	12.5
Taxes payable	2.0	2.2	1.2	0.8	0.7	0.8	0.8	0.3	0.3
기타부채	29.3	34.7	35.0	31.5	33.1	33.6	32.3	30.1	27.6
총부채	100	100	100	100	100	100	100	100	100

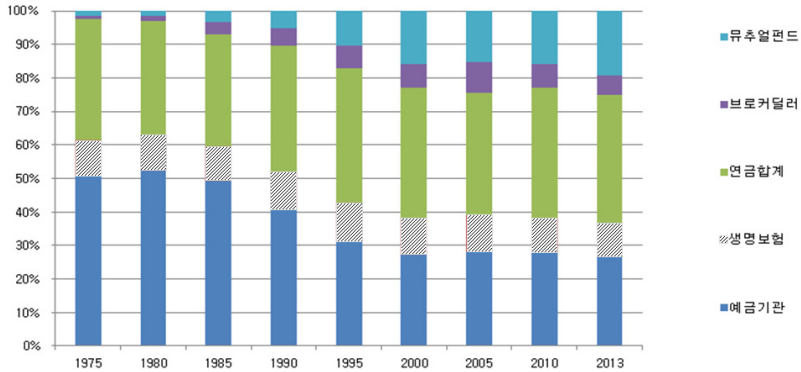
자료: FRB

3) 금융중개기관의 경쟁 추이

금융중개기관은 나라마다 구성과 기능이 다양하지만, 은행, 증권, 보험, 연금, 자산운용 등 핵심 중개기관의 경우 그 본질업무에 있어서는 나라를 불문하고 공통점이 많다. 때문에 미국의 핵심 금융중개기관을 중심으로 살펴더라도 금융중개기관의 경쟁 동학을 이해하는데 큰 무리가 없어 보인다.

자료가 허락하는 1975년부터 장기시계열로 살펴보면 총자산 기준 예금기관 비중은 50%에서 2013년 27%로 절반 정도 줄어들었다. 반면 뮤추얼펀드 스폰서 비중은 거의 제로에서 20%로 급증했다. 브로커딜러의 비중도 절대치는 작지만 2013년 5%로 높아졌다. 연금 스폰서의 비중은 30% 후반으로 1975년이나 지금이나 큰 차이가 없었다. 물론 연금의 내부 구성은 DB가 줄고 DC와 IRA가 크게 증가하는 큰 변화를 겪었다. 이러한 구조변화는 한마디로 주인금융중개기관이 쇠퇴하고 대리인증개기관의 성장이라 볼 수 있다.

<그림 II-3> 미국 주요 금융중개기관의 구성변화



주 : 총자산 기준
 자료: FRB

개별 금융회사 분포를 통해서도 대리인 금융중개기관의 성장을 확인할 수 있다. 특히, 글로벌 금융위기로 전통적인 상업은행그룹이나 투자은행그룹이 위축되는 가운데 자산운용그룹들은 빠르게 성장하고 있다. 실제 글로벌 상위 금융회사의 자산규모를 보면 전통적인 은행그룹의 총자산(고유자산) 보다 자산운용그룹의 운용자산이 더 큰 것이 확인된다.

<표 II-5> 글로벌 상위 금융회사의 규모 비교(2012)

(단위: 조달러)

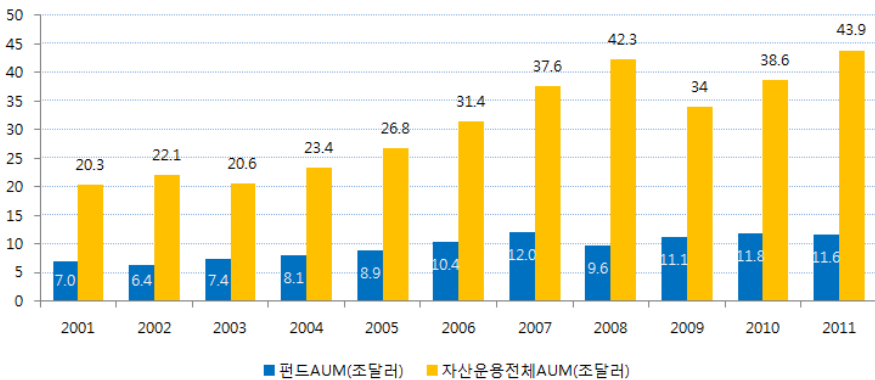
순위	은행	국적	총자산	운용회사	국적	운용자산
1	ICBC	중국	2.8	BlackRock	미국	3.8
2	Mitsubishi UFJ	일본	2.7	Vanguard	미국	2.2
3	HSBC Holding	영국	2.7	SSGA	미국	2.1
4	Deutsche Bank	독일	2.6	Fidelity	미국	1.9
5	Credit Agricole	프랑스	2.6	PIMCO ¹⁾	미국	1.6
28	Goldman Sachs	미국	0.9(0.8)			
38	Morgan Stanley	미국	0.8			

자료: The Banker誌(2013년 7월), 자산운용회사 각사 연차보고서(2012년 기준)

다만, 뮤추얼펀드 스폰서는 좀 더 자세히 살펴볼 필요가 있다. 뮤추얼펀드 스폰서는 나라마다 차이는 있지만 대개 투자자문업자로 등록해야 한다. 미국의 등록투자자문업자(Registered Investment Advisor: RIA)는 2012년 11,000개 정도 되는데, 도드-프랭크법 이후 등록 허들이 높아지며 숫자는 줄어들었다. 그런데 특이한 점은 등록 투자자문업자 중에서 뮤추얼펀드 수탁고는 예상과 달리 2011년 11.6조달러로 전체 43조달러의 40%에 못 미치는 수준이다. 나머지 수탁고의 대부분은 연기금 등 기관투자자의 일임자산이고, 또 다른 일부는 사모펀드로 추정된다. 2013년 현재 사모펀드는 PEF와 헤지펀드를 합쳐 약 3조달러 정도 되는 것으로 추정된다.³⁾

RIA의 자산구성으로 볼 때 미국 FRB의 공식통계에는 별도 분류되어 있지 않지만, 뮤추얼펀드와는 구별되는 사모펀드시장의 빠른 성장은 금융중개의 발전이란 관점에서 주목해야할 흐름으로 판단된다.

<그림 II-4> 미국 등록자산운용사(RIA) 운용자산 규모 분해



자료: ICI, SEC

3) 전체 등록투자자문업자 중 뮤추얼펀드 운용업자는 12% 정도이며, PEF는 운용중인 투자자산과 미출자약정(dry power) 기준이며, 헤지펀드는 순자산 기준이다.

4) 금융중개 진화에 대한 해석

금융중개의 발전에 대한 지금까지의 역사적 과정을 본 보고서에서 분류한 금융중개의 유형으로 다시 정리하면, 지난 40년간의 금융중개 발전은 첫째, 시장성 금융중개의 급성장, 둘째, 대리인증개기관의 발전, 셋째, 직접금융의 성장과 간접금융의 구성변화로 요약된다.

우선, 시장성 금융중개의 성장이다. 2013년 미국 가계의 자산구성 중 관계금융은 예금의 14%에 불과하고 시장성금융(주식, 채권, 펀드, 연금) 비중은 68%나 된다. 1975년 각각 22%, 46%과 비교하면 시장성금융이 급증했음을 확인할 수 있다. 적자지출단위인 기업자금지달에서도 관계금융(금융기관 차입)에서 시장성금융(채권) 조달로 중심이 이동한 것을 앞서 확인했다.

다음으로 직접금융의 성장과 간접금융의 구성변화이다. 직접금융은 주식과 채권의 비중을 의미하는데, 1975년 21%에서 2013년 28%로 증가했다. 즉 직접금융이 예상보다 크게 증가한 것은 아니라고 볼 수 있다. 대신 간접금융에 상당한 구성변화가 확인된다. 은행을 통한 간접금융인 예금비중은 1975년 21%에서 2013년 14%로 줄어드는 대신 뮤추얼펀드와 연금 같은 간접금융 비중이 동기간 25%에서 40%로 더 급속하게 성장한 것이다. 결국, 시장성금융의 증가가 직접금융보다는 간접금융 방식으로 성장했다고 할 수 있다.

그 결과 뮤추얼펀드, 연금 등을 중개하는 대리인 금융중개기관도 급속하게 성장하였다. 뮤추얼펀드, 연기금 등 대리인 중개기관의 비중은 2013년 기준으로 <그림 II-3>에서 알 수 있듯이 47%를 차지하고 있다. 대리인 중개기관은 고객자산이 중개기관의 부채를 구성하지 않는다는 점에서 매우 새로운 금융중개방식이다. 금융중개와 금융중개기관의 대차대조표가 절연되는 금융중개시스템의 성장은 금융중개 자체의 효율성 측면에서 가지는 경제적 함의 외에도, 금융시스템의 안정성에도 다른 함

의를 갖는다. 왜냐하면 2008년과 같은 대차대조표 금융위기는 주인금융중개기관과 관련된 것으로, 대리인 금융중개기관과는 무관한 위기의 양태이다. 다시 말해, 금융중개기관의 중요한 기능인 자산변환기능이 금융중개기관의 재무위험과 절연됨으로써 금융중개의 양상이 금융시스템의 전염위험과 분리되는 금융중개적 특징을 제공한다.

2. 금융중개이론과 펀드 금융중개

그렇다면 금융중개이론은 이 같은 금융중개의 진화를 어떻게 설명하고 있는가? 결론적으로 금융중개이론은 금융중개의 역사적 발전 특성을 충분히 설명하지 못하고 있는 것처럼 보인다. 가장 큰 이유는 그간의 금융중개이론은 넓은 의미의 금융중개기능⁴⁾에 관심을 가지기보다 특정 금융중개, 즉, 은행 금융중개기관의 존재 이유를 설명하는데 연구의 초점을 맞추어왔기 때문이다. 경제이론은 전통적으로 흑자지출단위가 예금의 형태로 저축을 하고, 적자지출단위가 대출의 형태로 자금을 차입하는 은행을 통한 간접금융으로 좁게 정의하여 왔다.⁵⁾ 그렇다 보니 흑자지출단

4) 금융중개기능은 브로커리지(brokerage)와 자산변환(asset transformation)을 내포한다. 브로커리지기능은 흑자지출단위와 적자지출단위간의 거래매개기능으로 당사자간 거래비용을 낮추고 정보비용(information cost)을 낮추는 순기능을 수행한다. 자산변환기능은 흑자지출단위가 직접 적자지출단위가 발행한 증권을 매입할 때보다 모니터링비용을 줄여주고 유동성을 높여주는 순기능을 한다.

5) Matthews and Thompson(2008)은 다음 4가지 기준을 만족하는 부채와 자산을 보유한 금융회사를 금융중개회사로 규정하고 있다. 첫째, 금융회사의 주된 부채 구성이 포트폴리오 성과와 연동되지 않고 원리금이 확정된 예금이어야 하며, 둘째, 예금의 만기는 금융회사가 보유한 자산보다 단기(short term)이어야 하며, 셋째, 부채의 상당 부분이 수표발행이 가능(chequable)이어야 하며, 넷째, 자산과 부채는 양도가능하지 않아야 한다(not transferable).

위와 적자지출단위간의 금융거래를 금융중개로 이해하고 금융중개의 발전 경로와 다양성을 설명하려는 노력은 상대적으로 부족했다.

가. 은행 금융중개이론

그간의 금융중개이론은 예금과 대출서비스를 하는 은행이 왜 존재하고 발전하는가를 설명하는데 초점을 맞추어 왔다. 완전정보를 가정하는 아로-드브루(Arrow-Debreu) 세계에서는 시장거래(arm's length contract)를 대체하는 은행 금융중개(relational contract)의 존재와 발전은 설명되어야 할 대상이었다.

지금까지 은행 금융중개이론으로는 Benston and Smith(1976)의 거래비용(transaction costs)이론, Diamond and Dybvig(1984)의 유동성보험이론(liquidity insurance), 그리고 정보비대칭이론인데, 여기에는 Leland and Pyle(1977)의 정보생산집합체(information-sharing coalitions), Diamond(1984)의 위임감시이론(delegated monitoring) 등이 있다. 특히 위임감시이론은 은행 중개의 본질적 기능으로써 은행을 다른 금융중개 기관과 구별하는 중요한 속성으로 이해하고 있다(Fama, 1985; Nakamura, 1993).

거래비용이론(transaction costs)은 거래비용을 구성하는 탐색비용, 집행비용 등에 있어서 시장보다 은행이 비용 효율적이기 때문에 직접금융보다 은행을 통한 간접금융이 존재한다는 것이다. 현실적으로 지점 등 은행의 판매채널은 탐색비용을 줄여주며, 대출계약 등의 표준화와 규모의 경제를 통해 은행은 시장거래에 비해 상당한 비용을 절감할 수 있다는 것이다.

유동성보험이론은 불완전정보 아래서 소비자들은 미래의 예상치 못한 유동성 필요에 대비할 필요가 있으며 은행은 이와 관련하여 중요한 경제적 기능을 수행한다는 것이다. 즉, 소비자들은 미래의 예상치 못한 현금 수요에 대비하기 위하여 유동성 풀(pool)을 유지해야 하는데, 이때 예상치 못한 충격이 경제주체간에 완전 상관되어 있지 않는 한 개별적으로 유동성 풀을 구성하는 것보다 은행이 유동성 풀을 구성하는 것이 비용 효율적이게 된다. 바로 이런 유동성 풀을 제공하는 은행의 기능을 Diamond and Dybvig(1983)는 유동성보험으로 정의하였다.

정보비대칭이론은 투자프로젝트의 위험 속성에 대해 자금공급자보다 차입자가 더 많은 정보를 가지고 있다는 가정 위에서 출발한다. 이는 경제적으로 도덕적 해이(moral hazard)와 역선택(adverse selection)을 야기하며 금융중개의 비효율을 야기한다. 은행은 이같은 정보비대칭 문제를 완화하는데 있어 다음 세 가지 수단을 활용한다.

첫째, 고객과의 장기계약을 통해 정보비대칭 문제를 완화한다. 장기계약은 단기계약에 비해 고객과의 신뢰가 있어야 유지 가능하며 은행과 고객간의 관계금융을 가능하게 하여 정보비대칭을 완화해 준다는 것이다. 실제로 일본이나 독일의 주거은행제도는 고객과의 장기계약을 가능하게 하며 전후 자본주의 황금기의 일본과 독일의 고투자와 고성장을 가능하게 하였다는 여러 연구결과들을 확인할 수 있다.

둘째, 쌍무적 계약을 통해 시장이 생산할 수 없는 사적 정보를 생산함으로써 정보비대칭을 완화한다. 시장에서 개별적으로 거래되는 투자프로젝트와 관련된 정보의 가치는 정보의 평균적인 질만을 반영하기 때문에 더 좋은 정보를 개별 대출자들이 찾더라도 비용 효율적이지 않게 된다. 이런 역선택 문제를 완화할 수 있는 곳이 은행이다. 은행은 장기적인 계약에 따라 해당 투자대상에 장기 대출을 하기 때문에 은행이 탐색한 정보는 모두 사적 정보로서 투자프로젝트의 성과와 직결된다. 때문에

시장 거래와 달리 좋은 정보를 수집한 유인이 있으며 그 결과로 은행은 역선택 문제를 보다 효과적으로 통제할 수 있다는 것이다. 이것이 정보 생산집합체로서 은행의 기능이다.

셋째, 감시효율성을 통해 정보비대칭을 완화한다. Diamond(1984)에 따르면 은행 금융중개는 자본시장이 제공할 수 없는 위임감시기능을 제공한다. 차입자의 생산함수와 노력 등에 대해 정보적으로 열위에 있기 때문에 차입자에 대한 감시는 대출자가 직접 하는 것보다 은행이 그 기능을 특화하고 개별 대출자들이 은행에 그 기능을 위임하는 것이 효율적이라는 것이다. 은행이 정보생산기술을 축적하고 개별 대출자를 대신하여 감시함으로써 차입자의 기회주의를 효율적으로 차단할 수 있다는 것이다.⁶⁾

불완전계약이론은 계약의 불완전성으로 인해 발생하는 계약의 재조정과정에서 은행 중개가 효율적이라는 것이다. 은행 계약은 당사자간의 장기계약이자 쌍무적인 계약이기 때문에, 계약과 관련한 예상치 않은 사건이 발생할 경우 계약의 조정이 관계특수적(relation specific)으로 조정될 수 있으며 이로 인해 시장거래와 비교할 때 조정비용이 적게 든다는 장점이 있다.

나. 금융중개의 발전과 금융중개이론의 대응

앞서 설명대로 지난 40년간 금융중개는 은행 중개의 약화, 시장성 금융발전, 간접금융의 구성변화, 전통 금융중개기관의 약화 등으로 특징지어진다. 이런 변화에 대한 금융중개이론의 대응에 대해 간단히 살펴보자.

6) 위임감시이론은 Diamond(1984) 뿐만 아니라 Townsend(1976)에 의해서도 이론화되었다.

1) 은행 금융중개의 약화

전통적인 금융중개이론은 은행을 통한 간접금융이 자본시장을 통한 직접금융보다 더 많은 장점을 가진 것으로 이해하거나(Allen, 1993) 적어도 두 대안적인 자금조달방식이 경합적이고 대체적인 관계(Allen and Santomero, 1996)에 있는 것으로 인식했다. 그런데 1990년대 이후 금융의 탈중개화와 증권화가 급속하게 이루어지면서 은행 중심의 전통적인 금융중개이론은 설명력이 약화되었다.

먼저 은행 금융중개의 약화를 설명하는 논의는 두 가지 흐름이 있다. 하나는 은행 금융중개의 비효율성을 지적하는 연구이다. 은행과 기업간 쌍무계약과 관계특수적 조정이 공정한 거래관계에서는 은행 금융중개의 장점으로 작용할 수 있다. 그렇지만 은행이 차입자에 대해 독점적인 지위를 교섭과정에서 악용할 경우 은행 금융중개는 기업의 경영을 제약하며 기업 수익성을 악화시키고 나아가 은행 금융 중개의 효율성을 약화시킨다는 것이다. 실제로 Rajan(1992)과 Houston and James(1996)는 은행과 기업간의 폐쇄적인 정보흐름이 은행의 정보독점(information monopoly)과 억류(hold-up)문제를 야기함으로써 기업의 성과가 악화될 수 있다고 주장하고 있다. 이들은 1990년대 일본 주거대출은행제도의 비효율은 이 같은 억류이론으로 설명하고 있다.

두 번째 흐름은 정보통신 발달과 규제완화로 거래비용 자체가 감소하고 인터넷 등에 의한 정보탐색비용의 하락으로 정보비대칭성이 완화됨에 따라 은행 탈중개화가 진행되고 있다는 설명이다. 대신 정보통신기술(Information Communication Technology: ICT) 발달은 금융중개의 표준화와 양도가능성을 촉진하며 시장성금융을 확대하는 상품화(commoditizing) 경향과, 개별옵션이나 사모펀드, 투자자일임 등과 같이 공개시장에서 표준상품화 되지 않고 특정 목적의 상품을 개발하는 금융상품의 맞춤화(customizing) 경향을 동시에 강화하고 있다는 것이다.

결국 ICT 혁명은 단순히 거래비용과 정보비용을 낮추는 데 그치지 않고, 흑자지출단위와 적자지출단위의 금융중개 방식을 새롭게 구성함으로써 새로운 방식의 금융중개를 끊임없이 창조한다는 것이다. 이 과정에서 전통적인 은행 중개는 약화될 수밖에 없다는 것이다(Scholtens and Wensveen, 2003).

2) 시장성 금융중개의 발전

1990년대 들어 시장성금융의 발전을 설명하는 한 가지 흐름은 정보문제를 완화하려는 차입자의 전략에 주목하는 것이다. Diamond(1991)는 차입자가 평판자본(reputational capital)을 축적할수록 차입자의 투자프로젝트에 대한 정보적 우위를 기회주의적으로 활용하지 않는다는 것을 자금공급자도 인지하게 되어 정보비대칭 문제가 완화될 수 있다고 보았다. 그리고 Holmstrom and Tirole(1997)은 차입자가 자기자본을 축적함으로써 정보문제를 줄일 수 있으며 이를 통해 시장자금조달을 증가시킬 수 있다는 것이다.

시장성금융의 증가에 대한 보다 깊은 연구는 1980년대 M&A 붐을 계기로 자본시장을 재평가하는 논의 속에서 찾을 수 있다. 자본시장의 경제적 기능을 적극적으로 평가하기 시작한 것이다.

첫째, 자본시장은 경영자 규율효과(managerial discipline)를 통해 금융중개의 효율을 제고한다는 것이다. Jensen(1993)은 생산성 분석을 통해 1980년대 이후의 인수합병이 경영자 자본주의로 인해 낮아진 기업의 경영효율을 자본시장을 통해 제고한 대표적인 사례로 평가한다. 이는 기업 인수합병에 대해 새로운 가치를 창출하지 못하고 기존의 부를 단순 이전(value redistribution)하는 행위라거나(Shleifer and Summer, 1988), 경영자의 잘못된 판단과 오만의 결과라는 가설(hubris hypothesis)(Roll,

1986)과는 명확하게 다른 입장이다. 경영자규율효과는 인수합병을 대리인문제로 인해 발생한 내부통제의 비효율을 제거할 수 있는 외부통제장치이자 대안적인 지배구조(governance system)라는 점을 강조한 것이다(Jensen, 1986).

둘째, 가격의 정보제공(informativeness)효과이다. 시장실패와 완전한 정보효율성을 가정한 기존의 자본시장이론에서는 가격의 정보효과가 기업의 수익성 향상으로 이어질 수 없었다. 그러나 Allen(1993)은 자본시장은 가격시그널이 아니면 경영자가 얻을 수 없는 추가적인 정보를 제공한다고 적극적으로 평가하고 있다. Holmstrom and Tirole(1993)도 자본시장 가격이 기업의 현재 및 미래 재무정보에서 얻을 수 없는 추가적인 정보를 제공함으로써 기업의 성과를 높인다고 주장하고 있다. Allen and Gale(1998)은 투자자들의 이질적인(heterogeneous) 기대를 가정하고 불확실성이 높고 혁신기술과 관련된 투자일수록 시장자금조달이 은행자금조달보다 기업성과를 높이는데 우월함을 보이고 있다.

이것이 가능한 것은 위험투자 프로젝트가 공시되면 다수의 투자자들이 이에 대해 평가(valuation)하고 그것을 가격에 반영하여 경영자에게 다시 영향을 미치는 피드백이 시장에서는 작동하기 때문이다. 가격발견을 매개로 한 경영자와 투자자간 정보루프(information loop)는 시장금융에 고유한 기능이다(Boot and Thakor, 1997).

3) 새로운 간접금융의 발달: 뮤추얼펀드

금융중개가 진화하면서 전통적인 간접금융은 약화되고 있지만, 새로운 형태의 간접금융이 크게 성장하고 있다. 다시 말해, 은행을 통한 예금 대출 중개는 약화되고 있지만 뮤추얼펀드, 연기금을 통한 간접 금융중개가 빠르게 성장하고 있다. 이처럼 미국에서 연금은 1970년대부터 늘

은 비중을 차지하고 있었고, 뮤추얼펀드는 1990년대부터 크게 성장하며 가계부문의 주요한 금융중개 수단이 되고있음에도, 금융중개의 관점에서 뮤추얼펀드와 연금에 대해 체계적으로 연구한 경우는 찾기 어렵다.

뮤추얼펀드는 투자자문회사가, 연금은 연금수탁회사가 신탁계약 방식으로 신인의무(fiduciary duty)에 따라 고객(펀드투자자와 연금가입자) 자산을 운용, 관리한다는 점에서 공통적이다. 금융중개 관점에서 보면 대리인중개기관의 성장, 관계성 금융중개가 아닌 시장성 금융중개의 성장, 나아가 시장성 금융중개의 직접금융이 아닌 간접금융의 성장이란 의미를 갖는다. 그렇다면 뮤추얼펀드와 연금과 같은 금융중개의 성장을 금융중개의 효율성 관점에서 어떻게 설명할 수 있는가? 전통적인 은행 중개이론의 논리를 중심으로 살펴보기로 하자.

먼저, 거래비용 효율성이다. 시장성 간접금융은 뮤추얼펀드든 연금이든 고객의 자산을 풀링(pooling)해서 집합적으로 운용하는 것이 특징이다. 때문에 개별 투자단위의 자산을 개별적으로 운용하는 경우에 비해 규모의 경제성 효과가 크다는 점에서 은행 예금과는 거래비용 효율성 면에서 동일하며, 주식, 채권 등 시장성 직접금융 중개에 비해서는 거래비용 면에서 효율적이다. 또한 뮤추얼펀드와 연금의 경우 포트폴리오를 운용하는 투자자문업자 혹은 연금수탁자가 보수(fee)를 바탕으로 보상을 받기 때문에, 수수료(commission)에 의존하는 시장성 직접금융중개에 비해 수익변동성이 적으며 운용자산 규모 증가에 따른 슬라이딩 보수 구조가 거래비용 면에서 효율적이다.

두 번째, 정보비대칭 문제이다. 뮤추얼펀드와 연금의 투자기업 혹은 프로젝트에 대한 정보비대칭 완화 방식은 정보생산기술과 분산투자 측면에서 설명할 수 있다. 정보생산기술 면에서는 전문적인 금융지식과 경험을 가진 포트폴리오 매니저가 고객으로부터 자산운용 권한을 위임받아 운용을 하기 때문에 은행의 대출심사기능과 동일한 차원에서 투자대

상 주식 혹은 채권에 대한 전문적인 평가능력과 실사(due diligence)등을 통해 사전적인 정보비대칭으로부터 오는 투자 불확실성을 상당 정도 완화할 수 있다. 나아가 연금과 뮤추얼펀드의 분산투자원칙은 개별기업위험(idiosyncratic risk)을 효과적으로 통제하는 투자기법으로서 투자대상에 대한 정보비대칭성을 통제하는데 주요한 역할을 한다.

세 번째, 유동성보험기능이다. 유동성보험기능은 미래소비의 예상치 못한 변동을 커버하기 위해 예비적인 동기에 따라 유동성자산을 보유해야 하나, 개별 경제주체가 개별적으로 동 자산을 보유하는 것보다, 은행을 이용할 경우 대수의 법칙과 규모의 경제로 인해 유동성보험기능이 보다 효율적으로 작동할 수 있다는 것이다. 그런데 이러한 기능은 뮤추얼펀드의 경우 유동성자산에 투자하는 MMF가 주로 수행하며, 실제 미국의 MMF자산규모가 예금자산보다 더 큰 규모로 존재하는 것으로 보아, 뮤추얼펀드의 유동성보험기능은 효율적인 것으로 판단된다.⁷⁾

이러한 분석의 정책적 목적은 사모펀드를 단순히 규제차익의 관점에서 이해하는 것은 그 경제적 순기능을 제대로 평가하는 않은 것이며, 금융위기 이후 사모펀드에 대한 규제가 전 세계적으로 강화되더라도 새로운 금융중개 방식으로서 사모펀드의 효율성으로 인해 사모펀드는 금융시스템의 주류적인 중개방식으로 성장할 가능성이 있다는 것을 보이려 함이다.

7) 예금 규모 MMF 규모. 다만, 금융위기 이후 단기자산운용시장의 유동성위기 가능성 차단을 위해 전 세계적으로 MMF에 대한 운용규제를 크게 강화하였다.

다. 사모펀드의 출현과 하이브리드 금융중개

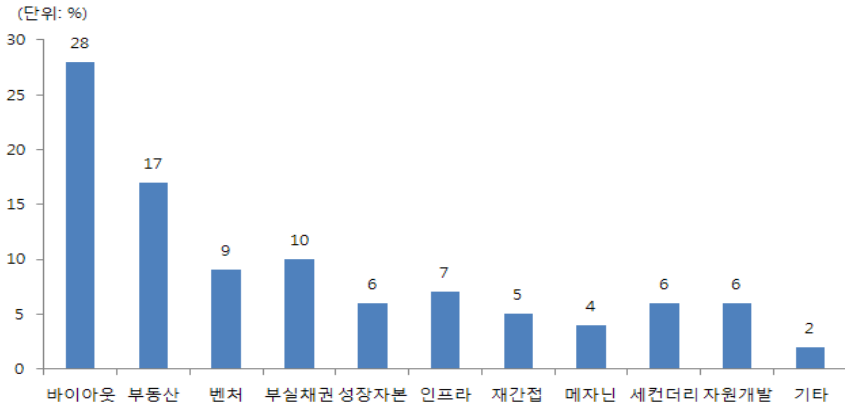
1) 사모펀드의 성장

사모펀드는 통상 모집 매출이 아닌 방식으로 자금을 모집한다는 자금모집상의 특성과 비상장기업이나 유동성이 낮은 장기투자프로젝트 등에 주로 투자한다는 투자대상의 특성을 동시에 충족하는 경우를 지칭한다. 사모펀드는 대부분의 나라에서 금융당국에 등록하지 않고 규제되지 않은 일부 전문투자자시장으로 인식되어 오다가, 2000년대 들어 급격하게 성장하며 시장의 관심도 증가하게 되었다. 특히, 글로벌 금융위기를 겪으면서 금융위기의 배후에는 헤지펀드와 PEF 등의 사모펀드가 있다는 인식이 확산되며 전 세계적으로 사모펀드에 대한 규제가 강화되는 계기가 되었다.

사모펀드는 투자대상 혹은 투자전략을 기준으로 다양한 형태로 존재한다. 2012년 자금모집액 기준으로 글로벌 사모펀드시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 바이아웃펀드이다.⁸⁾ 전체 모집액의 28%를 차지하고 있다. 다음으로 부동산사모펀드, 부실채권사모펀드, 벤처캐피탈, 성장자본, 인프라투자 등의 순으로 글로벌 사모펀드시장은 형성되어 있다. 그런데 이 같은 사모펀드의 투자대상을 보면 공통적으로 위험투자라는 점과 실물경제에 직접 위험자본을 공급한다는 특성을 확인할 수 있다.

8) 우리나라 자본시장법은 사모펀드를 바이아웃펀드로 좁게 정의하고 있으며 그것을 PEF라고 통칭하고 있다.

<그림 II-5> 글로벌 사모펀드 현황



주 : 1) 2012년말 기준
 2) 자금모집액 기준
 자료: Preqin

사모펀드 운용회사는 공모펀드 운용회사와 공모펀드를 운용하지 않은 SEC 비등록 운용회사들이 시장에서 함께 경쟁하고 있다. 출자약정액 기준 PEF 글로벌 상위운용사는 TPG, The Carlyle Group, Blackstone, Kohlberg Kravis Roberts, Warburg Pincus 등 전문 사모펀드 운용사들이 글로벌 시장을 지배하고 있다. 그렇지만 공모펀드를 운용하는 등록투자자문회사들도 사모펀드를 포함한 비등록 펀드 비중이 매우 높다. 특히, 블랙록, SSGA, GSAM, UBS 등 전체 수탁고 기준 글로벌 상위 운용회사들이 비등록 고객자산(일임자산 포함)을 상당히 많이 운용하고 있는 것으로 나타났다. 실제 블랙록은 글로벌 상위 재간접헤지펀드 운용사로 평판이 높으며, GSAM은 뮤추얼펀드 개인고객보다는 기관투자자를 대상으로 한 사모펀드를 주로 취급한다.

<표 II-6> 글로벌 상위 자산운용회사의 비등록 고객자산 비중

(단위: 십억달러)

	전 세계 AUM	등록 AUM(%) ¹⁾	비등록 AUM(%) ¹⁾
BlackRock	3,791.6	55.8	44.2
Vanguard	2,215.2	95.9	4.1
SSGA	2,086.2	29.2	70.8
Fidelity	1,888.3	76.1	23.9
PIMCO	1,624.3	64.9	35.1
J.P. Morgan	1,426.4	52.0	48.0
Capital Research	1,045.6	100.0	0.0
GSAM	854.0	39.6	60.4
Franklin	781.8	79.0	21.0
UBS	634.2	1.9	98.1

주 : 1) 2012년말 기준
 2) 전 세계 AUM 대비 비중
 자료: P&I, OFR

2) 사모펀드의 개념과 구조

사모펀드의 구조를 이해하기 위해서는 사모펀드를 운영하는 운용회사(management company)의 법적 성격, 지배구조, 보수지급방식, 기타 계약조항을 이해할 필요가 있다. 사모펀드 역시 투자자의 투자자금을 대신 운용하는 법적인 수탁자이기 때문에 신인의무가 중요하나, 금융위기 이전까지는 뮤추얼펀드 운용회사와 달리 규제당국이 직접 규제하지는 않았다. 사적 계약의 사적 자치원리에 따라 투자자 간에 책임구조가 완결되도록 하였다. 전문투자자 중심의 사모펀드시장 특성상 이러한 사적 자치의 원리는 큰 무리 없이 작동하였으나, 금융위기로 시스템리스크에 대한 규제가 도입되면서 일정 규모 이상(1억달러) 사모펀드 운용회사는 감독당국에 등록하고 사적계약의 주요 내용을 보고하게 되었다.⁹⁾

9) 다만, 벤처펀드의 경우 연방당국에 보고의무가 여전히 면제된다.

사모펀드 운용회사의 법적 형태는 나라마다 차이가 있지만 대체로 limited partnerships 혹은 LLCs 같은 조직을 취한다. 회사(corporation)도 가능하지만, 파트너쉽이나 LLP는 이중과세를 피할 수 있는 세제상 도관(passthrough entity)으로 간주하기 때문이다. LLC는 여기에 더해 회사 구성원에 대해 유한책임원칙이 적용된다.

사모펀드는 투자자 모집에서 공모가 아닐 뿐 아니라 대개 포트폴리오기업 혹은 프로젝트에 대한 투자도 사모방식으로 이루어지는 것이 일반적이다. 크게 벤처캐피탈(venture capital)과 바이아웃펀드(buy-out fund)가 있으며, 그 외에도 부동산, 메자닌, 인프라펀드 등 다양하다. 스타트업(start-up) 기업에 투자하는 벤처캐피탈의 경우 신생조직을 운영하고 조직을 확장하는 경영능력이 중요하며, 바이오나 소프트웨어 등 신성장 혁신투자프로젝트가 주된 투자대상이다. 바이아웃펀드는 성숙 기업이나 비효율, 저평가기업 등의 경영권을 인수하는 펀드로 기업도산과 회생 등 구조조정 관련 전문능력이 중요하다.

사모펀드 역시 집합투자기구이기 때문에 투자자에 해당하는 LP는 투자자로서 자금을 위탁하고, 투자전문가인 GP가 투자자금의 운용을 전적으로 책임을 지는 구조이다. 때문에 뮤추얼펀드와 마찬가지로 이들간의 이해관계를 유인부합적으로 정렬하는 것이 중요하다. 이를 위해 사모펀드는 크게 두 가지 수단을 활용한다. 하나는 보수체계이고 다른 하나는 공동투자이다. 물론 사모펀드조성약정(PPM)¹⁰⁾에는 이해관계 정렬을 위한 다양한 요건들이 부가된다.

GP는 사모펀드 전반의 운영과 투자 결정권을 가지며, 해당 포트폴리오기업의 경영에 대한 자문기능과 모니터링기능을 동시에 수행한다. 따라서 금융지식은 물론 투자전문성과 해당 포트폴리오기업이 속한 산업에 대한 전문성, 조직 경영능력 등과 같은 다양한 전문성이 요구된다. GP는

10) Private Placement Memorandum

그 대가로 기본보수(management fee) 외에 성과보수(carried interest)를 수취하게 된다.¹¹⁾

사모펀드의 수익 배분은 이익이 실현되었을 때 비로소 가능하다.¹²⁾ 바이아웃펀드의 경우 GP는 미리 정한 요구수익률(hurdle rate)을 충족하여 LP 들에게 preferred return을 모두 지급하지 전에는 수익 배분에 참여하지 않는 것이 일반적이다. 요구수익률을 초과 달성한 후에 초과수익에 대해 GP와 LP가 다시 나누는 구조이다. 이때 적용하는 기본적인 배분규칙은 총이익을 GP와 LP 간에 80 대 20으로 나누는 것이다. 그런데 총이익을 80 대 20을 나누는 구체적인 방식은 GP에게 catch-up이 주어졌느냐에 따라 다르다.

우선 가장 일반적인 방법은 GP가 총이익 80 대 20 요건을 만족할 때까지 초과수익을 먼저 수취하는 것이다.¹³⁾ 이렇게 하여 20% 요건을 충족한 후에도 초과이익이 있으면 다시 LP에게 배분된다. 또 다른 방식은 catch-up제도가 있는 경우로, 허들수익률을 달성하지 않더라도 수익이 발생하여 LP에 수익을 배분할 때 20% 범위 내에서 그 일부를 GP에게 배분을 하는 방법이다. 이렇게 되면 모든 이익이 실현되어 허들을 달성한 후에는 전체 80 대 20을 만족하는 수준으로 GP와 LP가 각각 배분받게 된다.¹⁴⁾

11) 2012년 서베이에 따르면 기본보수는 바이아웃의 경우 중위값이 통상 출자약정(committed capital)의 2%였으며, 벤처캐피탈의 경우 중위값이 2.5% 수준이다.

12) 이런 점에서 미실현이익을 분배하는 헤지펀드와 근본적으로 구별된다.

13) 이를 disappearing preferred return이라고 한다.

14) 한편 GP는 실제 복수의 자연인을 구성되거나 직원을 고용하고 있기 때문에 이들 내부의 배분도 인센티브 측면에서 중요하다. 서베이에 따르면 성과보수의 50%는 일반적으로 직원에게 배분되고 스폰서에게 나머지 50%가 배분되는 구조이다.

사모펀드는 또한 성과보수를 일정 요건 아래 환수(clawback)할 수 있는 제도를 두고 있다. 이는 예상치 못한 손실 등으로 GP가 예정된 보수를 초과하여 배분받은 경우 세후기준으로 초과분을 환수하는 제도이다. 다만, GP는 사모펀드 지분 외에 다른 자산을 보유하지 않는 법적으로는 SPC가 대부분이기 때문에 LP들은 이점을 감안하여 clawback 요건을 비교적 엄격하게 요구하고 있다. 가령, GP들은 보수를 직원들에게 바로 배분하는 것이 관례이기 때문에 현실적으로 배분된 보수를 직원에게서 다시 환수하기가 어려울 수 있다. 이런 점을 감안하여 일부 PPM은 성과 보수 일부분을 신탁(escrowing)하거나 임시환수(interim clawback)하는 등의 안전장치를 두기도 한다.

두 번째는 공동투자(co-investment) 조항이다. 공동투자는 뮤추얼펀드와는 상당히 다른 제도인데, GP가 사펀드 조성액의 일정 비율만큼을 운용회사 자산 혹은 개인 재산으로 사모펀드에 공동투자하도록 하는 조항이다. 나라마다 차이가 있으나 공통투자 규모는 출자약정액의 1% 정도 되는 것으로 알려져 있다. 공동투자는 딜소싱 과정에서 역선택 문제나 사후관리 과정에서 도덕적 해이를 억제하기 위한 사모펀드의 이해상충 완화 수단이라고 할 수 있다.

그 외에도 PPM에는 GP의 재량권을 제한하는 의미 있는 조항들이 포함된다. 투자기간, 회수자금 재사용(recycling) 제한, LP 자문위원회 구성, 특정 투자자의 특정 투자와 관련된 배제 관련 조항, LP 지분의 양도 제한, 환매 금지, 투자전략과 투자지역, 투자대상 산업, 건당 투자규모, ESG 등에 관한 사항, 파생상품이나 차입에 관한 사항, 투자자군별(가령, 비과세 투자자나 외국인투자자)을 위한 별도 하위펀드 설정이나 SPC 설립 등에 관한 조항들이 계약서에 포괄적으로 명기되어 사모펀드 조성단계에서 LP의 이해관계를 반영하게 된다.

3) 사모펀드 금융중개의 효율성 원천

가) 계약 특성

사모펀드의 운영구조를 금융중개의 관점에서 살펴보면 몇 가지 독특한 점이 관찰된다. 사모펀드의 설립과 운영, 청산 등 사모펀드 라이프사이클을 계약구조 측면에서 보면 집합투자기구(collective investment scheme)라는 공모펀드와의 공통점도 있지만 몇 가지 다른 특징이 있다.

우선, 사모펀드는 시장성금융과 관계금융의 성격을 부분적으로 모두 내포하고 있다. 사모펀드 계약주체는 관계금융과 같이 적자지출단위와 사모펀드 투자자간의 쌍무적이고 비익명적인 당사자들이다. 그렇기 때문에 사모펀드는 은행의 대출처럼 표준적이지 않은 특성이 있다. 다양한 특약을 고려할 수 있고 계약기간이나 권리행사방식을 자유롭게 정할 수 있다. 그렇지만, 시장성 중개처럼 상당한 표준화를 추구할 수밖에 없다. 자금을 모집할 때는 쌍무적이지만, 자금을 회수할 때는 IPO, M&A, 세컨더리펀드 등 어느 정도 표준화된 회수방식을 취하기 때문이다. 은행 대출처럼 만기가 되어서 당사자로부터 회수하는 방법 외의 다른 방법은 쉽지 않기 때문이다.¹⁵⁾

정보흐름은 쌍무계약 특성상 쌍무적이어서 예상치 못하게 계약을 조정할 경우 당사자간의 관계특수적 조정이 가능하다. 다시 말해, 위험의 조정방식은 시장성 중개처럼 시장 매각 방식이 아니라, 상호 협의(voice)를 통해 권리관계를 재조정할 수 있다. 그러나 회수단계에서는 다양한 시장 매각 방식을 활용할 수 있으므로, 조정양식은 은행 대출 같은 순수 관계금융보다 다양할 수 있다.

결국, 사모펀드는 회수이전단계까지는 당사자간의 관계특수적 조정(voice)이 가능하고, 회수단계에서는 다양한 시장 매각 방안을 이용하여

15) 대출채권 유동화는 세컨더리시장과 유사하나, 기업대출의 유동화를 일반화된 회수방식으로 보기는 어렵다.

회수(exit)하는 장점이 있다고 볼 수 있다. 그렇다 보니 위험관리도 모집과 투자 후 사후관리단계에서는 부채재조정 등의 관계특수적 조정(시점간 위험관리)을 통해 이루어지고, 회수단계에서는 매각이라는 횡단면 위험관리 방식으로 이루어진다.

이 같은 사모펀드의 계약 특성을 감안할 때, 사모펀드는 시장성 계약 특성과 관계적 계약 특성을 동시에 내포하는 하이브리드 금융중개로 분류하는 것이 바람직해 보인다.

<표 II-7> 사모펀드 계약 특성

	시장성 금융	관계금융	사모펀드
중개특성	표준적	비표준적	준 표준적
계약주체	익명적 계약	쌍무적 계약	쌍무적 계약
정보흐름	개방적	폐쇄적	폐쇄적
조정양식	가격(exit)	관계특수적 조정(voice)	voice & exit
위험관리	횡단면 위험관리	시점간 위험관리	횡단면 & 시점간

나) 조직구조

사모펀드의 조직 및 운영구조는 금융중개 효율성을 높일 수 있는 방식으로 구성되어 있다. 사모펀드 금융중개의 첫 번째 효율성 원천은 대리인문제의 효과적인 통제이다. 자본시장법은 공모펀드는 펀드투자자와 펀드매니저(그리고 그 회사)가 분리되어 있고, 공모펀드 투자자는 운용 과정에 일절 개입하지 못하도록 규정하고 있다. 그렇다 보니 펀드투자자가 펀드매니저의 기회주의를 통제할 수 있는 직접적인 수단은 존재하지 않게 되며, 수탁회사나 자산운용회사 지배구조를 통해 간접적으로 규율하게 된다. 그러나 사모펀드의 경우 사모펀드 GP로 하여금 투자금액의 일정 비율을 공동투자(co-investment)하도록 함으로써 GP의 신인의무를

금전적으로 강제하고 있다. 또한 사모펀드는 GP와 LP의 이해관계를 성과보수(carried interest)를 통해서도 정렬하고 있다. 공모펀드의 경우 시소방식(fulcrum) 이외의 성과보수를 엄격히 제한함으로써 결과적으로 성과보수가 활성화되지 못하는 경우와 달리, 사모펀드는 성과보수가 매우 일반화되어 GP의 대리인문제를 모니터링하는 수단으로 활용되고 있다.

사모펀드 금융중개의 두 번째 효율성 원천은 정보비대칭 문제를 효과적으로 통제할 수 있다는 점이다. 사모펀드는 펀드매니저의 전문성과 쌍무적 계약 특성 등이 정보비대칭성을 완화하는 역할을 한다. 투자전문가와 투자대상 산업전문가 등으로 구성된 사모펀드 GP는 은행 대출심사와 마찬가지로 조사와 실사(due diligence)를 거쳐 투자대상기업을 선정하여 투자 이후에는 기업 지배구조에 직접 참여함으로써 정보비대칭 문제를 해결한다. 또한 사모펀드는 투자대상기업과 쌍무적인 투자계약을 맺기 때문에 투자대상기업에 대한 사적 정보를 광범위하게 생산할 수 있게 된다. 이는 은행의 위임감시(delegated monitoring)기능이 사모펀드에도 동일하게 나타날 수 있음을 의미한다. 다만, 사모펀드는 공모펀드와 달리 분산투자원칙이 중요한 투자원칙은 아니기 때문에 분산투자를 통해 개별위험을 제거함으로써 우회적으로 정보비대칭 문제를 완화할 수는 없다. 마지막으로 거래비용 면에서도 공모펀드와 마찬가지로 모집된 투자자금을 집합적으로 운용하는 것이 가능하기 때문에 은행 금융중개와 마찬가지로 규모의 경제로 인해 거래비용을 줄이는 이점이 있다.

그러나 사모펀드는 공모펀드와 달리 유동성보험기능은 존재하지 않는다. 사모펀드는 기본적으로 투자기간이 정해져 있고 환매가 제한되는 폐쇄형 펀드이기 때문에 MMF와 같은 유동성보험의 기능을 기대할 수는 없다.

III. 사모펀드의 경제적 역할

1. 사모펀드와 국민경제 위협자본
2. 사모펀드 성과에 대한 문헌연구
3. 국내 사모펀드의 성과 분석

III. 사모펀드의 경제적 역할

1. 사모펀드와 국민경제 위험자본

2장에서는 사모펀드를 새로운 금융중개방식으로 정의하고, 그 금융중개적 특성과 효율성에 대해 살펴보았다. 그런데 국민경제 관점에서 볼 때 금융중개시스템의 본질적 기능은 금융자원의 합리적 배분을 통해 궁극적으로 실물경제가 필요로 하는 자본을 효율적으로 공급하는데 있다. 그 중에서도 위험자본의 공급은 자본시장이 핵심적인 공급채널이며 지금까지는 주로 증권회사가 그 기능을 수행하여 왔다. 증권회사는 적자지출단위가 발행한 증권을 인수(underwriting)하여 흑자지출단위에게 중개하는 매매중개기능이 본질업무인 금융회사이다.

그러나 많은 나라에서 주식시장을 통한 기업 위험자본 순조달이 규모나 비중 면에서 점차 줄어들고 있다. 엔론 회계부정 이후 강화된 상장요건 아래서 IPO의 실익을 따지며 공개를 기피하는 경우까지 발생하고 있다. 그렇다 보니 주식시장은 기업에게 위험자본을 직접 공급하는 발행시장 역할보다 가치평가와 유동성제공 등의 기능들이 오히려 커지고 있다. 주식시장의 본질이 가치평가인지 자금조달인지 정체성이 불분명해진 것이다.

증권업 중심의 위험자본 공급이 둔화되면서 사모펀드가 새로운 금융중개방식이자 위험자본 공급채널로서 비중이 확대되고 있다. 일종의 비전통적인 위험자본 공급채널이지만, 투자대상에 대해 사모방식으로 투자를 하는 것이 사모펀드라는 개념 정의로 비추어 볼 때 사모펀드를 통한 위험자본 공급은 사모펀드의 본질적인 속성이다. 유통시장에서 증권회사의 매매중개에 의존하는 기존의 위험자본 공급체계와는 근본적으로 다른 중개방식인 것이다.

사모펀드가 위험자본을 기업에게 직접 공급한다는 점, 증권회사와는 다른 독립적인 공급채널이라는 점에서 사모펀드의 성장은 금융중개시스템상의 위험자본 공급체계의 구조적인 변화를 의미한다. 그리고 2장에서 언급한 사모펀드의 금융중개 효율성이 발휘되는 시장 환경이 조성될수록, 그리고 글로벌 저성장을 극복하기 위한 혁신적인 산업생태계가 정책적으로 강조될수록 사모펀드를 통한 위험자본 공급채널은 확대될 수밖에 없을 것이다.

사모펀드는 사적 당사자간의 위험자본 거래방식이기 때문에 근본적인 속성이 표준화가 아니라 맞춤형이다. 그렇다 보니 사모펀드의 위험자본 공급은 기업성장단계별로, 그리고 산업정책 목적에 맞게 설계되고 구조화될 수 있다. 기업성장단계와 관련하여서는 창업단계에서는 벤처캐피탈이 기업 설립단계부터 사업위험과 사업기회를 공유하는 방식으로 벤처기업들에 대한 위험자본을 공급하고 있다. 성장단계에서는 메짜닌 등 성장성을 담보로 하는 증권에 투자하거나, 신규사업 등에 공동투자하는 방식의 성장자본들이 기업사이드에 위험자본을 공급하고 있다. 성숙단계에서는 바이아웃, 성장자본, 재무안정, 구조조정 관련 사모펀드가 적극적으로 활동하며 성숙기업의 지배구조와 사업구조에 활력을 제고한다.

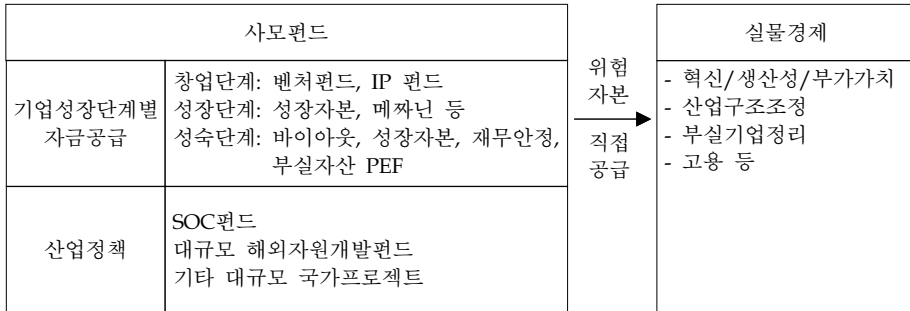
산업정책과 관련된 사모펀드도 중요하다. 국가적으로 장기적인 개발 및 투자프로젝트의 경우 불확실성과 투자시계의 제한으로 위험자본 조달에 어려움을 겪는 시장실패가 발생할 수 있다. 특정 산업의 지원수단으로 직접 재정이 보조금을 주는 방식이 WTO체제에서 어려워지자 많은 나라에서 펀드를 조성하여 산업정책을 간접 지원하고 있다. 국가 산업정책을 위한 사모펀드는 해외에서도 확인되고 있으며, 우리나라도 14개의 산업정책 목적의 사모펀드제도가 도입되어 운영 중에 있다.

그렇다면 새로운 위험자본 공급채널로 주목받고 있는 사모펀드가 기업부문의 성장과 부가가치, 나아가 고용 등을 촉진하며 국민경제에 긍정

적인 금융중개기능을 수행하고 있는가? 여기에 대한 논쟁은 사실 지난 2008년 금융위기를 전후하여 다시한번 주목을 받은 적이 있다. 금융위기 이전의 사모펀드는 금융규제체계 밖에 있는 '비제도'적 공간에 있었기 때문에 감독의 감시망을 벗어난 시장 교란자라는 인식이 강했다. 2000년대 들어 빠른 성장도 저금리, 저성장, 규제완화 속에서 규제차익(regulatory arbitrage)이 현실적인 성장 동력이었음을 부정할 수는 없다.

다만, 그러한 규제차익에 기반한 성장이 사모펀드의 경제적 순기능 자체를 부정하는 방향으로 이해되어서는 곤란하다. 2장에서 언급한 사모펀드의 금융중개 효율성을 고려할 때, 규제차익은 성장의 속도를 결정하는 요인이지만 사모펀드 존재의 경제적 합리성이나 당위성과는 무관하기 때문이다. 글로벌 금융위기는 이런 점에서 벤처펀드와 바이아웃펀드, 헤지펀드 등 사모펀드 전반에 관한 규제당국의 인식 전환에 중요한 계기가 되었다. 사모펀드는 새로운 금융중개방식으로서 금융과 실물의 중요한 연결망이 될 수 있다는 것이다. 실증적으로도 사모펀드의 경제적 성과에 관한 긍정적인 연구결과들이 새롭게 조명 받고, 더 많은 이론적, 실증적 논쟁이 확산되는 계기가 되고 있다. 다음 절에서는 지금까지 사모펀드와 관련된 기존 해외 문헌들을 실물경제적 성과의 관점에서 서베이하기로 한다.

<그림 III-1> 사모펀드의 경제적 기능



2. 사모펀드 성과에 대한 문헌연구

2장에서는 이론적인 관점에서 사모펀드 금융중개의 효율성에 대해 검토하였다. 그렇다면 사모펀드의 중개 효율성이 실증적으로 확인되고 있는지에 대하여 선행연구들을 서베이하면서 살펴보기로 하자. 사모펀드의 금융중개 효율성은 크게 두 가지 관점에서 살펴볼 수 있다.

하나는 사모펀드가 투자한 기업(포트폴리오기업)의 경제적 성과를 평가하는 방법이다. 이 방법은 사모펀드로부터 위험자본을 공급받는 기업, 나아가 실물경제의 성과를 통해 금융중개의 효율성을 평가할 수 있는 장점이 있다. 주로 사모펀드 투자기업의 재무데이터를 통해 분석을 수행하나, 사모펀드가 공개기업에 투자한 경우라면, 사모펀드 투자 전후의 투자대상기업의 주가 정보를 이용하여 사모펀드의 투자 시점과 IPO 시점간 가치를 비교할 수는 있을 것이다. 다른 하나는 사모펀드를 조성한 투자자의 관점에서 투자성과를 평가하는 방법이다. 사모펀드의 투자수익률(IRR)을 직접 계산하는 것이다. 그런데 이 방법은 데이터 제약이 매우 심하다. 왜냐하면 사모펀드는 공모펀드와 달리 수익률이나 펀드의 포트

폴리오를 외부에 공시하거나 감독당국에 자세히 보고할 의무가 없기 때문이다.

사모펀드에 대한 대부분의 연구는 전자의 방법론에 따라 재무 데이터 혹은 주가자료를 이용하여 사모펀드의 경제적 성과를 실증분석하고 있다. 본 절에서도 전자의 방법론에 따라 연구된 기존 문헌들을 살펴보기로 한다.

가. 투자

사모펀드가 투자한 기업의 투자성과는 실증연구에서 매우 관심이 높은 주제이다. 사모펀드가 기업가치를 파괴하고 장기성장기반을 약화시킨다는 비판적인 논의를 의식한 연구흐름일 것이다. 그래서 포트폴리오기업의 투자성과에 대한 연구는 투자성과 중에서도 혁신투자 성과에 보다 집중된다. 혁신투자 연구와 달리 사모펀드가 포트폴리오기업의 고정자본형성에 미치는 영향에 대한 연구는 많지 않다. 여기에는 기업 단위의 고정투자 데이터를 비공개 포트폴리오기업을 대상으로 확보하기 어려운 것도 중요한 연구 공백의 이유이기도 하다. 고정자본 투자에 대한 연구는 실증분석보다 사례연구(case study)를 통해 주로 확인된다.

혁신투자에 대한 초기 연구는 Mollica and Zingales(2007)가 대표적이다. 그들은 사모펀드가 투자한 23,565개 미국기업을 대상으로 사모펀드 투자와 혁신투자와의 관계를 분석하였는데, 사모펀드 그 중에서도 벤처캐피탈이 투자한 기업들이 혁신투자에 매우 적극적이라는 것을 발견하였다. Popov and Roosenboom(2009)는 특히 데이터를 이용하여 유럽지역에서 사모펀드가 투자한 기업들을 대상으로 실증분석을 수행하였다. 그들은 1991년부터 2004년 동안 특허 수와 특허 인용(citation) 빈도 등의 데이터를 가지고 실증 분석하였다. 그들은 사모펀드가 투자한 기업의

자본지출은 산업전체의 8%인데 비해 혁신투자 비중은 전체의 12%로 더 높다는 사실로부터 사모펀드 투자기업들이 R&D 투자에 더 적극적이라는 결론을 내리고 있다. 산업별로는 바이오업종에서 가장 크게 나타났다.

또한 특허는 실제 경제적으로 가치가 있는 특허권을 많이 개발하고 보유하는 것이 중요한데, 사모펀드가 투자한 기업에서 등록된 특허는 그렇지 않은 기업에서 등록된 특허보다 경제적 가치가 더 높다는 연구결과도 제시되고 있다. Lerner et al. (2011)은 1980년부터 2005년 사이 전세계 495개 LBO 거래를 분석하여 사모펀드가 투자한 기업에서 등록된 특허(patents)가 인용빈도가 높고 경제적으로 더 가치가 있다는 사실을 발견하였다. 사모펀드 투자 전후를 비교하기도 하였는데, 사모펀드 투자 전 해당기업의 특허인용빈도는 사모펀드가 투자하지 않은 기업에서 등록된 특허인용빈도에 비해 1.99배 많았으나, 사모펀드가 투자한 이후에는 그 비율이 2.49배로 통계적으로 의미 있게 증가하였다.

결국, 사모펀드가 투자한 기업들은 사모펀드 투자 후 혁신투자가 증가한다는 것이 대체적인 결론이다. 이는 사모펀드들은 혁신투자의 증대가 기업기치 제고와 높은 회수율에 긍정적이라고 믿기 때문이다. 그래서 보다 혁신적인 투자가 가능하도록 조직을 혁신하고 적극적인 보상체계를 도입하기도 한다. 또한 지배구조를 정비하고 혁신이 효과적으로 이루어질 수 있도록 기업의 업무프로세스를 개선하는 등의 리엔지니어링에 적극적이다.

나. 경영 성과

사모펀드 투자 기업에 대한 성과 연구는 주로 수익성, 생산성, 조직 효율성, 생존확률 등의 관점에서 이루어졌다. 많은 연구 문헌들은 사모펀드 투자기업의 성과에 대하여 긍정적인 연구결과를 제시하고 있다. 여

기에 대한 종합적인 연구로는 영국의 122개 바이아웃 투자를 분석한 Cressy et al.(2007), 1970년부터 2007년까지 17,171개 사모투자 기업을 대상으로 분석한 Kaplan and Strömberg(2009) 등이 있다. Bernstein et al.(2010)도 사모펀드 투자 전후 5년 기간을 분석하여 생산, 부가가치, 임금, 고용 등의 면에서 사모펀드 투자 기업의 긍정적인 성과를 보고하고 있다.

<표 III-1> 사모펀드 투자기업의 전반적 경영성과

	전체 샘플		PEF		Non-PE 기업	
	증가율	표준편차	증가율	표준편차	증가율	표준편차
생산	5.9	8.8	6.2	8.5	5.7	9.1
부가가치	5.6	10.2	5.8	9.8	5.5	10.5
노동비용	5.1	7.5	5.3	7.4	5.0	7.6
고용	0.0	5.0	0.3	4.1	-0.3	5.6
고정자본	7.1	76.6	6.8	27.6	7.5	101.1

주 : OECD STAN 자료 이용했으며, 1986~2007년까지 buy-out PEF가 샘플임
 자료: NBER(2010)

우선, 수익성과 관련하여서는 사모펀드 투자기업은 사모펀드 투자 이후 수익성이 개선되는 것으로 연구되고 있다. Cressy et al.(2007)은 영국의 122개 바이아웃 사례 분석에서 사모펀드 투자 후 3년 동안의 영업수익이 사모펀드가 투자하지 않은 기업에 비해 4.5% 높다는 연구결과를 제시하고 있다. 문제는 이러한 수익성 개선이 장기적으로 지속되는가에 있다. 여기에 대해서는 논란이 있을 수 있는데, 장기 지속성에 대해 비판적인 입장은 사모펀드들은 장기적으로 기업이 유기적으로 성장하는

것에는 관심이 적고 자신들의 투자자금을 회수할 때까지만 수익성이 일시적으로 개선되기를 바란다고 주장한다.

실제 Leslie and Oyer(2008)는 사모펀드 투자기업의 수익성 개선은 해당 기업이 IPO를 하면 수년 내에 사라진다는 사실을 미국 데이터를 사용하여 실증하고 있다. 유럽지역 사모펀드 투자기업을 대상으로 수익성을 연구한 문헌은 찾기 드물다. 이처럼 수익성의 지속성 여부는 논란이 있을 수 있지만, 사모펀드의 수익성 제고 효과를 부정하는 분석은 찾기 어렵다. 이같은 수익성 개선의 원천은 사모펀드 투자 이후 기업의 조직 운영과 마케팅 등에서 전반적인 업무프로세스 개선이 일어나는 것과 관련 있을 수 있다.

사모펀드 투자기업의 생산성을 주목한 연구도 있다. Davis et al.(2009)은 1980년부터 2005년까지 미국기업을 대상으로 사모펀드 투자기업과 그렇지 않은 기업의 생산성 격차를 분석하였다. 사모펀드가 투자한지 2년 후의 생산성을 측정한 결과 사모펀드 투자기업의 생산성이 사모펀드가 투자하지 않은 기업에 비해 5.2%p가 더 높았다.

사모펀드 투자기업의 레버리지도 중요한 실증 대상이다. 사모펀드 투자기업의 수익성 등의 성과개선이 레버리지와 관련이 있을 수 있기 때문이다. 여기에 대해 Kaserer(2011)는 1991년부터 2007년간 322개 유럽지역의 사모펀드 투자 기업의 수익성을 분해하여 레버리지효과의 존재 여부를 실증하였다. 그에 따르면 샘플기업 총수익의 2/3는 사모펀드 투자 이후 기업의 전략적이고 운영적인 프로세스 개선 등에 기인하였다. 레버리지효과는 통계적으로 의미 있는 결과를 보이지 않고 있다. 비록 총수익의 1/3은 사모펀드가 기업을 인수하는 과정에서 늘어난 부채를 인수 이후 줄이는 과정에서 발생했지만, 수익과 레버리지간의 인과관계는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

업무프로세스 개선이 사모펀드 투자기업의 성과 개선을 상당 정도 설명해주는 것으로 확인되고 있다. Bloom et al.(2009)은 유럽, 아시아, 미국의 4,221개 제조기업에 대한 서베이 조사를 통해 사모펀드가 투자한 제조기업들이 성과관리와 업무프로세스의 효율이 높았음을 지적하고 있다. Kaplan and Strömberg(2009)도 실제로 17,171개 기업 데이터를 이용하여 사모펀드 투자 기업들이 그렇지 않은 기업보다 성과보상체계가 잘 갖추어져 있다는 것을 확인했다.

마지막으로 사모펀드가 기업 생존확률(survival rate)에 어떤 영향을 미칠 것인가가 관심일 수 있다. 재무적으로는 사모펀드 인수과정에서 부채비율이 높아졌으면 생존확률에는 부정적일 수 있기 때문이다. 그런데 여기에 대해 직접적으로 연구한 사례는 찾기 드물다. 대신, 사모펀드가 투자한 기업과 비슷한 레버지리를 가진 사모펀드 비투자 기업과의 생존확률 비교 연구들은 보고되고 있다. 가령, Tykvová and Mariela(2012)는 2000년부터 2008년까지 15개 EU국가의 1,842개 바이아웃의 생존확률을 추정한 결과 사모펀드 투자가 특별히 기업의 생존확률을 높였다는 증거를 찾기는 어렵다는 결론 내리고 있다.

그런데 사모펀드가 기업 생존확률에 미치는 영향은 산업, 국가, 투자 방식 등에 따라 달라질 수 있는 것이다. 이와 관련하여 BIS(2008)는 1997년부터 2001년 기간 전 세계 LBO 거래를 대상으로 부도확률(the failure rate)을 분석했는데, 사모펀드 투자기업의 부도확률은 유사한 기업특성의 사모펀드 비투자 공개기업보다 적어도 5% 정도 낮다는 결과를 제시하고 있다. Thomas(2010)도 바이아웃펀드를 대상으로 사모펀드 투자기업의 부도확률이 그렇지 않은 기업보다 최대 50%까지 낮다고 주장하고 있다. 3,200개 유럽기업을 대상으로 실증 분석한 Kaplan and Strömberg(2009)의 연구에서도 사모펀드 투자기업의 부도확률이 공개기업보다 평균적으로 25% 낮은 것으로 추정되었다.

그런데 Hotchkiss et al.(2011)의 연구는 반대의 결과를 제시하고 있다. 그는 전 세계 2,156개 사모펀드 투자기업에 대한 실증분석에서 사모펀드 투자기업이 그렇지 않은 기업에 비해 부도확률이 더 높다는 결과를 제시했다. 다만, 레버리지효과를 통제하면 사모펀드 투자 자체가 부도확률에 미치는 영향은 미미하다는 결과를 제시했다.

다. 고용

사모펀드가 투자한 기업의 고용 성과는 다소 정치적 이슈와 결합되면서 실증적으로도 상당한 논란이 있는 주제이다. 다만, 최근의 연구들은 사모펀드가 고용 유지 혹은 창출에 대해 부정적이지 않다는 것이다. 아래에서는 고용 성과를 만족도, 직업훈련, 고용의 관점에서 지금까지 진행된 실증연구들을 소개한다.

우선, 근로자 만족도(employee satisfaction)를 보면, 사모펀드가 투자한 기업의 근로자들은 근로조건과 업무환경 등에 대한 만족도가 높은 것으로 나타났다. Gospel et al.(2010)은 사모펀드가 투자한 기업의 구조조정 행태와 고용정책에 대해 7개 유럽 국가를 대상으로 조사를 하였다. 고용의 경우 고용 유지나 해고, 배치전환 등과 관련하여 명확한 일방향 결과는 도출되지는 않았다. 그러나 사모펀드가 투자한 기업들은 사모펀드 투자 이후 근로관행의 개선이나 직업훈련(training) 등을 통해 업무 효율 제고 정책이 보다 분명하게 확인되고 있다. 또한 노동조합에 대한 인식이나 가입율에도 부정적인 영향을 미치지 않으며 전체적으로 노사가 협조적인 것으로 판단하고 있다.

Amess and Wright(2007)는 1999년부터 2004년까지 영국의 1,350 바이아웃 사례를 분석하였다. 그들에 따르면 MBI(Management Buy-Ins)¹⁶⁾의

경우 새로운 고용기회를 만들어내지 못하는 반면, MBO(Management Buy-Outs)는 더 많은 고용성장을 창출하며, 작업장 내 위계적 질서나 감독인력이 줄어들고 근로자 재량이 높아진다고 주장하고 있다.

그렇다면 사모펀드 투자는 고용에는 어떤 영향을 미칠까? 여기에 대해서는 매우 실질적인 연구들이 있었다. Kaplan(1989)은 1980년대의 76개 public-to-private LBOs를 이용하여 사모펀드가 투자 직전 회계연도(기말)와 투자가 있는 해의 회계연도(기말)간의 고용추이를 조사하였다. 그 결과, 사모펀드 투자기업은 고용이 산업평균 대비 12% 감소한 것으로 나타났다. Muscarella and Vetsuypens(1990)은 1983년에서 1987년 동안 LBO 데이터를 가지고 IPO에 성공한 72개 기업을 다시 추출하여 고용을 분석하였다. 그 결과, 26개 기업에서 고용은 LBO와 IPO 사이에 평균 0.6% 감소하였다. 이러한 결과는 Compustat 기준 공개기업의 92%에 해당하는 기업들보다 고용 성장률이 낮은 것을 의미한다.

반면 Lichtenberg and Siegel(1990)은 미국 Census Bureau 자료를 이용하여 1981년에서 1986년 사이에 고용 성과를 분석하였다. 바이아웃을 경험한 131개 기업에서 고용 변화를 추적했는데, 바이아웃 이후에 연간 1.2% 정도의 고용 감소가 있었던 것으로 나타났다. 이는 사모펀드에 바이아웃되기 이전에 연평균 1.9%의 고용 감소가 일어난 것에 비하면 오히려 개선된 것이다. 그리고 바이아웃 이후의 고용 감소는 블루칼라 노동자보다 화이트칼라(non-production) 노동자에게 더 많이 일어나는 것으로 나타났다.

고용에 관한 연구는 Davis et al.(2011)에 의해 비교적 최근에 광범위하게 진행되었다. 그들은 LBO가 고용 감소의 원인인지 1980년부터 2005년까지 사모펀드 거래데이터를 사용하여 실증하였다. 3,200개 사모펀드

16) 기존 임원만을 대상으로는 대주주 지분 전량 매각이 어려워 외부투자자에게 지분을 매각하는 인수방식이다.

투자 기업과 150,000개 사업장(establishments)을 대상으로 사모펀드 투자 전후의 고용 성과를 비교하였다. 산업, 규모, 업력, 성장성 등을 기준으로 대상 기업들을 분류하여 분석한 결과, 사모펀드 투자기업은 인수 후 2년 동안 30%, 5년 동안 6%의 고용감소가 확인되었다. 이 같은 고용 감소(job loss)는 형태로는 public-to-private 바이아웃, 업종으로는 서비스 및 소매업에서 집중되었다.

그런데 Davis et al.(2011)은 이들 기업에서 고용감소 못지않은 상당한 고용창출(job creation)을 확인하였다. 바이아웃 이후 사업구조재편과정에서 새로운 사업장이 생겨나고 새로운 고용기회가 만들어진다는 것이다. 때문에 실제 순고용감소(net job losses)는 사모펀드 인수 이전 고용 수준 대비 1%가 되지 않았다는 것을 발견하였다. 이는 사모펀드가 투자한 이후 기업전체로 보면 상당한 고용시장의 구조변화와 동학이 새로 만들어진다는 것을 의미한다. 실제로 사모펀드 투자기업의 총고용변동(창출과 감소)은 통제기업의 총고용변동보다 사모펀드 투자 이후 2년 누적 기준으로 약 13%만큼 높은 것으로 나타났다. 결국, 사모펀드 투자는 노동시장에서의 일자리 혁신(창조적 파괴)을 촉진하는 긍정적인 측면이 있으며, 고용량에 미치는 순효과는 경미하다는 것이다.¹⁷⁾

17) 고용에 관한 보다 긍정적인 연구도 있다. 유럽집행위원회(European Commission)가 2008년부터 2011년 사이에 진행한 VICO 프로젝트이다. 여기서는 사모펀드와 고용에 관련된 심도 있는 사례연구와 계량적 분석을 수행하였는데, 핵심적인 결론은 사모펀드 투자가 실업률과 음의 상관관계가 있다는 사실이다.

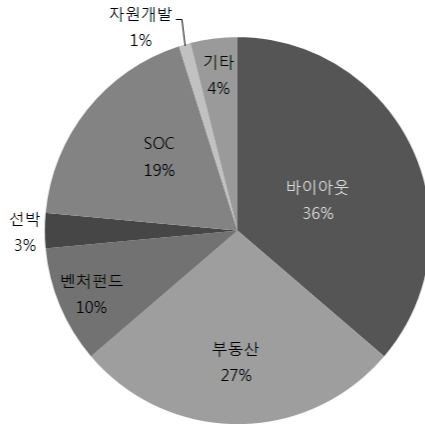
3. 국내 사모펀드의 성과 분석

가. 국내 사모펀드 현황

국내 사모펀드시장을 대체투자성 사모펀드로 한정하여 정의할 경우¹⁸⁾ 그 규모는 2012년 기준 약 100조원 정도로 추정된다. 이 중에서 바이아웃펀드는 약 37%로 비중이 가장 높고, 부동산 26%, SOC 19%, 벤처캐피탈 10% 등으로 나타났다. 사모펀드는 자본시장법상의 부동산펀드와 특별자산펀드, PEF 등이 있고, 개별법 상의 벤처투자조합, 신기술사업자, 부동산투자회사, 선박투자회사 등 14개 종류의 사모펀드가 존재한다. 100조원 정도의 사모펀드 시장은 공모펀드(2012년 기준)의 54% 정도, 전체 국내펀드의 28% 정도를 차지하고 있다. 다른 나라와 비교할 때 반드시 작은 규모라고 할 수는 없는 수준이다. 사모펀드의 주된 투자자인 연기금, 보험 부문의 향후 성장성을 감안할 때 사모펀드시장은 앞으로도 빠르게 증할 것으로 예상된다.

18) 우리나라는 대체투자성 사모펀드 외에 투자자가 1인인 단독사모펀드가 전 통자산인 상장주식과 채권을 기초자산으로 하여 설립되고 있어 본 보고서가 염두에 둔 대체투자성 사모펀드는 구별할 필요가 있다.

<그림 III-2> 국내 사모펀드 현황



- 주 : 1) 바이아웃은 출자약정액 기준이며 채무안정PEF 포함
 2) 자본시장법상 특별자산펀드와 부동산펀드는 2013년 4월 기준
 3) 개별법상 펀드는 2012년 9월 기준
 4) PEF는 2013년 4월 기준

자료: 금융위원회, 금융감독원, 금융투자협회

급성장하고 있는 사모펀드 중에서 벤처, PEF 등 사모주식에 투자하는 사모펀드만 따로 분류한 후 기업 자금조달 관점에서 살펴보면 우리나라 기업들의 주식자금 조달 행태를 이해하는데 도움이 될 수 있다. <그림 III-3>은 국내 기업의 주식발행 자금조달을 공모와 사모로 구분하여 살펴본 것이다.¹⁹⁾ 주목할 점은 2000년대 들어 주식 공모조달금액의 비중은 추세적으로 줄어드는 가운데, 주식 사모조달은 추세적으로 빠르게 증가하고 있다는 것이다. 특히, 2012년부터는 공모조달보다 사모조달 규모가 더 큰 것으로 나타났으며, 2013년 기준 공모조달은 5.5조원, 사모조달은 11조원으로 추정된다.

19) 주식조달은 크게 외부투자자를 대상으로 공모와 사모방식 조달이 있고, 내부인(특수관계인 등)을 대상으로 한 배정이 있을 수 있다. 여기서 사모조달은 외부투자자를 통해 조달한 주식 금액만을 나타낸다.

<그림 III-3> 국내 공모 주식자금 조달 추이



주 : 공모발행, PEF, 벤처펀드, 신기술사업자의 합계임
 자료: 금융감독원, 여신금융협회 등으로부터 추정

나. 실증분석

1) 데이터

우리나라 사모펀드에 대한 실증 연구는 사실상 전무하다. 벤처캐피탈이나 PEF는 그 숫자나 거래 건수, 투자 규모 면에서 이미 실증 연구를 하기에 충분한 모수가 형성되어 있음에도 불구하고 이들에 대한 데이터 접근이 근본적으로 제약되어 있기 때문이다. 본 보고서는 2011년말에 감독당국에 제출된 PEF 등록정보 중에서 상장기업에 투자한 경우만을 한정하여 데이터를 구성하였다. 국내에 설립된 PEF 중에서 2006~2011년 기간 중에 유가증권시장이나 코스닥시장에 상장된 기업에 투자한 건수는 총 45건이었다. 본 보고서에서는 이 중에서 경제적 성과 분석에 의미가 있는 재무데이터를 확보할 수 있는 43개 기업을 대상으로 통계분석을 진행하고자 한다.

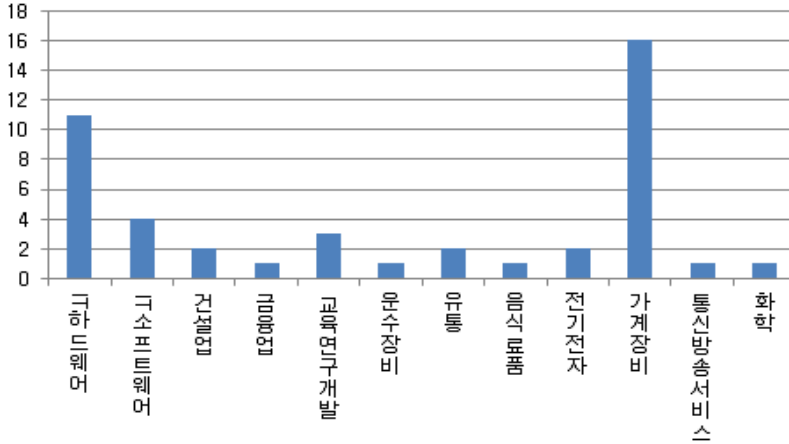
경제적 성과분석은 재무제표의 변화를 추적하는 방식으로 이루어진다. 그래서 사모펀드가 투자한 회계연도($t=0$)를 기준으로 투자 이전 2년($t-2$), 그리고 사모펀드 투자 이후 2년($t+2$) 기간의 재무제표 변화를 살펴볼 것이다. 다만, 원천 정보에서 PEF의 투자유형이 바이아웃인지 단순한 경영권 참여인지, 그리고 규모가 작지만 재무안정 PEF에서 경영권 참여와 무관하게 투자한 것인지에 대해서는 확인할 수 없어서 투자유형을 구분할 수는 없는 한계가 있다. 따라서 실물경제 성과를 평가할 때 경영권을 인수한 바이아웃의 관점에서 통계적 결과를 무리하게 해석하는 것은 바람직하지 않다는 점을 미리 밝혀 둔다.

그렇지만, 재무안정 PEF의 규모로 볼 때 통계분석의 샘플에 포함된 경우는 매우 미미할 것으로 판단되고, PEF가 소수지분을 상장기업에 투자하더라도 이사회 추천 혹은 파견 등의 형태로 사모펀드 투자 이후에 지배구조가 변화하는 효과가 있는 만큼, 통계 분석의 결과를 해석할 때는 어느 정도 지배구조 효과의 관점에서 해석을 시도할 필요는 있다고 판단된다.

사모펀드가 투자한 45개 기업의 특성을 보면, 시가총액 대형주가 9개, 중형주가 19개, 소형주가 17개로 상장기업의 경우 사모펀드가 중소형기업을 중심으로 투자한 것으로 나타났다. 그리고 사모펀드가 투자한 시점은 금융위기 이후에 투자 빈도가 높아진 것으로 나타났다. 2006년에는 1건의 상장기업 투자가 있었으며 2007년에는 2건에 불과하였다. 그러다 글로벌 금융위기가 발생한 2008년에는 8건, 2009년에는 6건으로 늘어나더니, 2010년에는 13건, 2011년에는 15건으로 증가하였다.

<그림 III-4> 사모펀드 투자기업의 업종 분포

(단위: 개사)



자료: 금융감독원

2) 실증분석 방법과 가설

사모펀드 투자기업의 경제적, 재무적 성과에 대한 연구 문헌을 보면 다양한 회귀분석을 통해 실증분석을 수행하는 것이 일반적이나, 사모펀드에 대한 데이터 제약이 있고 대상 샘플이 많지 않았던 사모펀드에 대한 초기 연구 문헌들을 보면 회귀분석보다 검정통계량 분석을 하는 경우가 확인된다.

Kaplan(1989)는 1980년부터 1986년 사이 76개 바이아웃 데이터를 가지고 기업 성과를 분석하는데 주로 사용하는 방법이 t 검정 통계량이다. 그는 사모펀드 투자기업과 통제기업을 비교하며 사모펀드 투자 이벤트 전후의 재무적 성과를 분석하고 있다. Muscarella and Vetsuypens(1990)도 LBO 이후 1983년 이래 상장한 72개 기업을 대상으로 기업 성과를 분석하였다. 그들은 통제기업 없이 72개 샘플의 기업특성을 고려하여 이벤트 전후의 성과를 분석하고 있다.

본 보고서에서도 샘플기업이 43개에 불과한 분석상의 제약을 고려하여, t 검정을 중심으로 투자기업의 재무적 성과를 분석하기로 한다. 앞서 언급한 대로 재무적 성과는 이벤트 전후 2년의 성과를 살펴볼 것이며, 업종위험과 규모위험을 통제하기 위하여 페어샘플링(pair sampling)으로 43개의 통제기업을 선정하여 성과를 비교 분석한다. 통제기업의 선정은 9차 표준산업분류의 중분류를 기준으로 동일 업종을 선정하고, 동일업종 내에서 규모요인을 통제하였다. 규모요인은 총자산을 기준으로 근사치에 있는 기업을 선정한다.

t 검정은 두 가지 방법으로 이루어진다. 우선 사모펀드 투자기업의 투자 전후 2년간 성과에 차이가 있는지, 있다면 통계적으로 의미가 있는지 t 검정을 실시한다. 두 번째, 사모펀드 투자기업과 사모펀드가 투자하지 않은 유가증권과 코스닥 상장기업으로 구성된 통제기업간의 이벤트 전후 분석을 동일한 방법으로 시행한다.

t 검정은 사모펀드와 관련하여 기존 문헌을 참고하여 변수를 선정하되, 사모펀드와 관련하여 국내에서 논란이 될 수 있는 이슈와 관련하여 통계적 검정을 주로 시행하기로 한다. 우선, 사모펀드가 기업의 장기성장기반인 투자를 훼손하는가를 살펴볼 것이다. 실물투자지표를 활용할 것이며, 장기적 기업가치 제고를 위해 중요한 혁신투자와 관련하여서는 R&D 투자를 고려할수 있으나, 재무제표로 의미 있는 샘플 관측치를 확보하기가 어려워 분석에서는 제외하였다. 둘째, 대리인문제를 검정할 것이다. 바이아웃 사모펀드는 지배구조 개선을 통해 대리인문제를 완화하는 역할을 하므로 레버리지, 임원보수 등을 지표를 통해 사모펀드 투자 전후에 변화가 있는지 살펴볼 것이다. 레버리지는 부채의 대리인문제를 유발한다는 점에서, 그리고 임원보수는 대표적인 자기거래라는 점에서 사모펀드의 성과를 판단하는데 도움이 된다. 그런데 이 중에서 임원보수는 통계량 분석을 위한 샘플 확보가 어려워 분석에서는 제외하였다.

그리고 고용과 인건비, 생산성 등에 대해서도 통계량 검정을 했다. 고용과 인건비는 사모펀드가 장기적인 기업 성장보다 투자기간 내에 단기적 기업가치전략을 추구할 경우 고용이나 인건비 등에서 변화가 확인될 것이며, 그 결과는 노동생산성 등으로 나타날 것이다.

3) 주요 통계량 검정 결과

가) 투자

투자는 사모펀드 투자가 기업의 미래성장잠재력과 기업가치를 결정하는 투자에 어떤 영향을 미치는가를 살피기 위한 지표이다. t 검정에 사용되는 투자는 현금흐름표상의 투자현금흐름과 기타 영업활동인 영업양수도에 따른 현금흐름을 더한 값을 기업의 총자산으로 나눈 값을 사용하였다. 앞서 해외 연구의 경우 사모펀드 투자기업이 비상장인 경우 재무제표를 얻기 어려워 투자 성과를 연구한 문헌이 많지 않은데 비해 본 보고서는 상장기업을 샘플로 하고 있어 투자 데이터를 얻는데 상대적으로 용이했다.

사모펀드 투자기업은 사모펀드 투자(이벤트) 이후 투자 감소폭이 줄어든 것으로 나타났으나, 투자 전후의 차이가 통계적으로 유의하지는 않았다. 오히려 통제기업의 투자 감소 속도가 통계적으로 유의하지 않지만, 더 빠르게 줄어들고 있다.

사모펀드 투자 이전의 투자기업과 통제기업의 투자율 차이는 유의수준 5%에서 통계적으로 유의한 반면, 이벤트 이후의 두 기업군간 투자율 차이는 통계적으로 유의하지는 않았다. 이는 투자기업의 투자율이 이벤트 이전에 비하여 회복은 되었지만, 통제기업에 비해 그 회복 속도가 빠르지 않았음을 의미한다. 그렇지만 이러한 차이가 통계적으로 유의하지 않아 사모펀드의 투자 효과로 해석할 수는 없다.

<표 III-2> 사모펀드 투자의 실물투자 효과

	투자 전(A)	투자 후(B)	차이(B-A)
투자기업(C)	-0.062	-0.048	0.014(p=0.318)
통제기업(D)	-0.109	-0.069	0.040(p=0.059)
차이(C-D)	0.047(p=0.022)	0.021(p=0.169)	

주: 1) 투자=(투자현금흐름+영업양수도)/총자산

2) 괄호안은 t 검정의 p 값임

나) 수익성

사모펀드 투자에 따른 수익성 변화를 확인하기 위하여 자기자본순이익률(ROE)의 변화를 살펴보았다. 사모펀드 투자기업은 사모펀드 투자(이벤트) 이후 수익성이 큰 폭으로 하락하였는데, 이는 통제기업의 이벤트 전후 수익성 감소폭에 비해 훨씬 크게 나타났다. 투자기업은 투자 전후 ROE가 19.61%p 하락한 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 반면, 통제기업은 통계적으로 유의하게(유의수준 5%) 13.35%p 하락하였다.

통제기업 ROE와의 상대적 차이도 비록 통계적으로 유의하지는 않지만 사모펀드 투자 이전의 0.71%p에서 투자 이후 6.97%p로 확대되었다. 사모펀드 투자 이후 시점에서 더 심각한 수익성 하락이 나타난 것이다. 그러나 전체적으로 사모펀드의 투자 전후의 ROE 차이는 통계적으로는 의미가 없는 것으로 나타나 경제적인 해석은 쉽지 않은 상황이다.

<표 III-3> 사모펀드 투자의 기업 수익성 효과

(단위: %, %p)

	투자 전(A)	투자 후(B)	차이(B-A)
투자기업(C)	5.19	-14.42	-19.61(p=0.237)
통제기업(D)	5.90	-7.45	-13.35(p=0.015)
차이(C-D)	-0.71(p=0.904)	-6.97(p=0.661)	

주: 수익성=순이익/자기자본

다) 배당

배당은 44개 기업 중에서 PEF 투자 이후 배당을 한 기업이 34개에서 38개로 늘어났다. 사모펀드 투자로 배당정책이 변화하였을 수 있음을 추측해 한다. t 통계량 분석을 위해 적자기업이 배당을 하는 현상을 t 검정에 포함하기 위하여 총자산 대비 배당금 지표를 수정하여 분석하였다. 총자산 대비 배당은 사모펀드 투자시점을 전후하여 투자기업 배당은 줄어든데 비해 통제기업 배당은 증가하였다. 다만, 모두 통계적으로는 유의하지 않았다. 통제기업과의 차이 분석에서도 사모펀드 투자 이전에는 투자기업의 총자산 대비 배당비율이 높았으나, 투자 이후에는 투자기업의 평균 배당비율이 통제기업보다 낮아졌다. 그러나 전체적으로 통계적 유의성은 없어 평균의 차이가 통계적으로나 경제적으로 의미있는 수준은 아니다.

그럼에도 사모펀드 투자에 따른 고배당 논란이 있지만, 이 같은 통계 분석 결과를 볼 때, 적어도 사모펀드가 주로 소수지분을 투자하는 상장기업들에서는 고배당현상이 나타나지 않는다고 할 수는 있다. 어떤 이유에서인지는 확실치 않으나 오히려 배당비율이 줄어들고 있기 때문이다.

<표 III-4> 사모펀드 투자의 기업 배당 효과

(단위: %, %p)

	투자 전	투자 후	차이
투자기업	0.013	0.012	-0.001(p=0.761)
통제기업	0.012	0.014	0.002(p=0.639)
차이	0.001(p=0.694)	-0.002(p=0.695)	

주: 배당=당기 배당액/총자산

라) 레버리지

레버리지는 부채의 대리인문제를 판단하는 지표로서 자기자본 대비 부채로 측정하였다. 사모펀드 투자기업의 평균 레버리지는 투자 이후 2년 동안 27.3%p 감소한 것으로 나타났으나, 통계적으로 유의하지 않았다. 동 기간 통제기업의 레버리지가 14.8%p 증가한 것과 비교하면 큰 대조이다. 통제기업과의 차이 분석에서는 투자 이전에는 투자기업의 레버리지가 통제기업에 비해 52.7%p 높았고 그 차이는 10% 수준에 통계적으로 유의하였다. 그러나 사모펀드 투자 이후에는 투자기업의 레버리지는 낮아지고 통제기업의 레버리지는 높아지면서 차이가 좁혀졌다. 그러나 그 차이가 통계적으로는 유의하지 않게 나타나고 있어 경제적 해석을 시도하는 것은 무리가 있다. 다만, 레버리지가 줄어드는 현상으로부터는 부채의 대리인문제가 통제기업에 비해 빠르게 완화되고 있다는 것으로 해석할 수는 있겠다.

<표 III-5> 사모펀드 투자의 기업 부채비율 효과

(단위: %, %p)

	투자 전(A)	투자 후(B)	차이(B-A)
투자기업(C)	164.0	136.7	-27.3(p=0.347)
통제기업(D)	111.9	126.7	14.8(p=0.458)
차이(C-D)	52.7(p=0.051)	9.9(p=0.631)	

마) 고용

사모펀드 투자가 기업 고용에 미치는 영향을 근로자수, 인건비, 근속연수 등의 측면에서 분석하였다. 투자기업은 사모펀드 투자 이후 고용이 통계적 유의성은 없지만 평균 83.9명 감소한 반면, 통제기업은 51.8명 늘어났다. 통제기업과의 차이분석에서도 사모펀드 투자 이후 투자기업의 고용은 비교적 크게 줄어든 대신, 통제기업은 고용이 오히려 조금 늘어나면서 그 차이가 줄고 있다. 그렇지만 그 차이가 통계적으로 유의하지 않아 경제적으로 적극적으로 해석할 여지는 없어 보인다.

근로자의 근속연수도 투자기업이나 통제기업이나 이벤트 이후 감소하였으며 투자기업이 사모펀드 투자 이후 감소폭이 좀 더 컸다. 통제기업의 효과를 통제한 후에도 투자기업의 근속연수가 사모펀드 투자 이후 상대적으로 빠르게 감소하였다. 비록 근속연수 관련 모든 t 검정이 통계적으로 유의하지는 않지만 근속연수는 줄어들었다.

사모펀드 투자가 기업의 인건비에 미치는 영향은 매출액 대비 인건비 지표를 사용하였다. 투자기업의 경우 사모펀드 투자 이후 동 비율이 소폭 감소한 반면 통제기업은 동 비율이 증가했다. 통제기업과 비교하면, 사모펀드 투자기업은 인건비 비중이 전체적으로 높지 않았으며, 사모펀드 투자 이후 두 기업군간의 격차는 다소 확대되었다. 앞서 투자기업의 경우 고용이 비교적 크게 감소한 것과 관련이 있는 것으로 보인다. 그렇지만 t 검정이 전반적으로 통계적으로 유의하지 않아 인건비 감소가 투자 전후에 차이가 나는 정도가 경제적으로 의미있는 차이라고 해석할 통계적 근거는 미약하다.

<표 III-6> 사모펀드 투자의 고용(명) 효과

(단위: 명)

	투자 전(A)	투자 후(B)	차이(B-A)
투자기업(C)	494.4	410.5	-83.9(p=0.471)
통제기업(D)	493.6	545.4	51.8(p=0.725)
차이(C-D)	0.8(p=0.995)	-134.9(p=0.263)	

<표 III-7> 사모펀드 투자의 근속연수 효과

(단위: 년)

	투자 전(A)	투자 후(B)	차이(B-A)
투자기업(C)	5.58	5.22	-0.36(p=0.494)
통제기업(D)	5.90	5.80	-0.10(p=0.855)
차이(C-D)	-0.32(p=0.588)	-0.58(p=0.206)	

<표 III-8> 사모펀드 투자의 인건비 효과

(단위: %, %p)

	투자 전(A)	투자 후(B)	차이(B-A)
투자기업(C)	0.075	0.074	-0.001(p=0.909)
통제기업(D)	0.085	0.086	-0.001(p=0.934)
차이(C-D)	-0.010(p=0.483)	-0.012(p=0.358)	

주: 인건비=인건비/매출액

바) 생산성

사모펀드 투자의 기업 생산성 효과를 보기 위해 매출액을 직원수로 나누는 1인당 매출액 지표를 t 검정 지표로 사용하였다. 투자기업은 사모펀드 투자 이후 1인당 매출액이 약 9천만원 증가한 가운데 통제기업은 약 1.5억원이 감소하였다. 통제기업과의 차이 분석에서도 투자기업은 사모펀드 투자 이전에는 통제기업에 비해 생산성이 낮았으나, 사모펀드 투

자 이후에는 통제기업에 비해 생산성이 높아졌다. 비록 전체적으로 통계적 유의성은 없으나, 어떤 이유에서인지 투자기업의 생산성은 높아지고 있다. 앞서 언급한 고용 및 인건비 감소와 연결하여 추론하면 기업 생산성의 상승은 자연스러운 현상으로 보인다.

<표 III-9> 사모펀드 투자의 기업 생산성 효과

(단위: 천원)

	투자 전(A)	투자 후(B)	차이(B-A)
투자기업(C)	658,077	750,788	92,711(p=0.457)
통제기업(D)	796,815	643,052	-153,763(p=0.339)
차이(C-D)	-138,738(p=0.455)	107,736(p=0.310)	

주: 노동 생산성=매출액/직원수

사) 자본시장 평가

사모펀드 투자에 대한 자본시장의 평가를 확인하기 위하여 PBR 지표를 사용하였다. PBR은 사모펀드 투자 이후의 기업 성장성에 대한 시장의 기대를 반영하는 것으로 투자자 관점에서 사모펀드의 성과를 평가하는 지표로 분류될 수 있다.

투자기업의 경우 사모펀드 투자 이후에 PBR이 0.257배 정도 증가한 것을 확인할 수 있으나 통계적으로는 유의미하지 않다. 반면 통제기업은 0.442배 증가하였으며 통계적으로 5%에서 유의한 것으로 나타났다. 그리고 사모펀드 투자 전후의 투자기업과 통제기업의 통계량의 차이를 보면, 투자 이전 기간에는 투자기업이 통제기업에 비해 PBR이 10% 수준에서 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타났다. 사모펀드 투자 이후에는 이 같은 상대적 차이가 줄어들었는데, 통계적으로는 유의하지 않았다.

결국, 투자기업들은 대체로 투자 이전에 PBR이 높은 특징이 있었으나, 투자 이후에는 통제기업과 비교할 때 PBR의 상승속도가 통계적으로는 유의하지 않지만 빠르지 않았다고 할 수 있다. 즉, 통제기업과 비교한 사모펀드 투자의 PBR 성과는 의미 있는 것으로 해석하기 어렵다.

<표 III-10> 사모펀드 투자에 대한 자본시장평가(PBR)

(단위: 배)

	투자 전(A)	투자 후(B)	차이(B-A)
투자기업(C)	1.508	1.765	0.257(p=0.363)
통제기업(D)	1.203	1.645	0.442(p=0.043)
차이(C-D)	0.305(p=0.068)	0.120(p=0.679)	

주: PBR=시가총액/장부가치

아) 종합평가

지금까지 사모펀드가 투자기업의 성과에 미치는 영향에 대하여 t 검정 방법론을 중심으로 투자와 수익성, 배당, 부채비율, 고용, 생산성, 자본시장 가치평가 등의 변수에 대해 통계분석을 수행했다. 통제기업과 비교할 때, 사모펀드 투자기업은 사모펀드 투자 이후 실물투자가 다소 회복은 되었으나 그 속도는 느렸으며, 수익성 개선은 확인되지 않고 있다. 그렇다 보니 배당 역시 미미한 수준에서 이벤트시점 이후 줄어들었으며, 부채비율도 크게 줄어들었으나 통제기업과 비교하면 특별한 것이 아니었다.

반면 고용, 생산성, 자본시장 평가는 사모펀드 투자기업에서 구별되는 특징이 확인된다. 고용의 경우 통제기업에 비해 감소하였고, 일인당 매출액으로 계산한 생산성은 그 결과 크게 늘어났다. PBR로 측정된 자본시장에서의 평가도 개선되는 모습을 보였다.

그런데 이 같은 흐름은 투자 전후의 평균값의 변화를 보여주는 것인데, 문제는 통계적으로 의미 있는 평균의 변화이고 평균의 차이인가 하는 것이다. 이점에서 전체적으로 통계적으로 유의한 차이는 발견되지 않았다. 다시 말해, 이러한 평균의 변화가 통계적으로 의미 있는 변화는 아니며 그렇기 때문에 사모펀드 투자기업에서 나타나는 결과가 사모펀드 투자의 효과라고 해석할 통계적 근거는 없다는 것이다.

그렇다면 이처럼 국내 사모펀드 데이터를 이용한 통계 분석이 앞서 해외 문헌 연구에서 보여준 실증연구와 다른 경제적 결과를 보이는 경제적 이유는 무엇인가?

무엇보다, 통계자료의 한계이다. 표본이 통계분석을 수행하기에 크지 않을 뿐만 아니라, 표본이 사모펀드가 투자한 상장기업으로 한정되어 있다는 것이다. 국내 PEF는 성장성이 있거나 구조조정 중인 비상장기업에 경영참여 목적으로 다수 지분을 투자하여 기업 가치를 제고하는 것이 일반적인 상황에서, 통계 샘플이 상장기업만으로 구성되어 있다는 것은 사실 상당한 샘플링 바이어스가 있을 수 있음을 시사한다. 특히, 비상장기업 투자는 다수지분이 아닌 소수지분 투자가 일반적이어서, 경영참여의 폭이 클 수가 없다.

둘째, 소수 지분 투자라고 하더라도 이사회 등에 적극적으로 참여하는 투자의 형태라면 사모펀드 투자 이후 지배구조 개선 효과 등을 기대할 수 있을 것이다. 그런데 우리나라 사모펀드는 소수지분 투자를 포함하여 옵션부투자가, 특히, 본 보고서의 통계 샘플링 기간에는 높은 비중을 차지하였기 때문에 사모펀드의 지배구조 개선 효과를 통계적으로 확인하는 것이 쉽지 않은 것으로 판단된다.

IV. 요약 및 결론

IV. 요약 및 결론

지금까지 본 보고서에서는 사모펀드를 금융중개 관점에서 이해할 필요성을 제기하고 사모펀드를 기존 금융중개기관과 구별되는 새로운 금융중개방식으로 개념화하였다. 그리고 실물경제 관점에서 사모펀드 금융중개의 효율성을 평가하기 위하여 사모펀드 투자기업의 경제적 성과를 수익, 투자, 고용, 부도확률 등의 관점에서 기존 문헌들을 서베이하고 국내 데이터를 통해 기초통계분석을 수행했다. 이를 통해 실물경제 관점에서 볼 때 위험자본을 공급하는 새로운 채널인 사모펀드의 자원배분 효율성을 평가하고자 하였다. 주요 결론과 정책적 시사점은 다음과 같다.

사모펀드를 금융중개관점에서 해석하는 이유는 실물경제에 모험자본을 공급하는 금융중개의 본질적 기능 수행에 있어 사모펀드가 어떤 경제적 효율이 있는가를 살펴보기 위함이다. 그간의 금융중개의 진화역사는 한마디로 시장성금융 증가, 간접금융 구성변화, 자산운용회사 같은 간접(agent-based) 금융중개기관의 발전으로 요약할 수 있다. 시장성 중개 중에서는 주식, 채권 등 전통수단보다 펀드, 연금 등의 빠른 성장이 주목할 만하며, 간접금융에서도 예금, 대출 등 전통적 간접금융보다 펀드, 연금 등 새로운 간접금융이 빠르게 증가하고 있다. 펀드, 연금 등 '시장성 간접금융'의 성장은 또한 간접 금융중개기관의 성장을 견인하고 있다. 펀드와 연금은 은행, 증권 등 전통 금융중개기관에서 겸영하지 않고, 독립적인 자산운용회사나 연금수탁법인이 고객자산을 전문적으로 관리하고 있으며, 해당 회사의 고유계정과는 절연되어 관리되고 있다. 이는 대리인문제를 해결하고 금융안정과 관련하여서도 고객자산을 대차대조표 위험에서 분리하는 효과가 있다. 이러한 차이는 건전성규제와 감독, 영업행위규제와 관련하여 간접 금융기관에 대하여 상당히 다른 접근을 요구한다.

사모펀드는 간접금융이라는 점에서 뮤추얼펀드와 공통점을 갖고 있지만, 시장성금융과 관계금융의 중간적 성격을 갖는다는 점에서 특이점이 있다. 투자 및 계약 단계에서는 증권에 투자한다는 점에서 시장성금융 성격을 갖는 동시에, 투자자산의 사후관리 및 위험관리단계에서는 사모증권의 성격을 갖기 때문에 대출계약처럼 투자자와 투자대상기업간에 관계특수적인(relation-specific) 조정이 가능한 관계금융 특성을 갖는다. 또한 회수단계에서는 다시 IPO, 인수합병, 세컨더리시장 등 시장거래를 통해 투자자금을 회수한다는 점에서 대출과 달리 시장성금융의 장점이 부각된다.

사모펀드는 조직 관점에서도 공동투자, 성과보수, 환수(clawback), 실사(due diligence) 등과 같이 대리인문제와 정보비대칭 문제를 해결할 수 있는 수단들을 가지고 있다. 다만, 예금이나 뮤추얼펀드와 달리 유동성보험기능은 제공하지 못하는 단점은 있다.

이상을 종합해 볼 때 사모펀드 금융중개는 시장성 금융중개와 관계 금융의 금융중개 장점을 동시에 내포하고 있으며 이런 점에서 사모펀드 금융중개는 시장성금융과 관계금융의 중간적 성격을 갖는 ‘하이브리드’ 금융중개에 해당한다고 볼 수 있다. 이러한 특성으로 인해 사모펀드 금융중개는 사모펀드에 대한 규제가 강화되어 기존의 규제차익이 해소되더라도 새로운 금융중개방식으로 지속적으로 성장할 수 있을 것으로 판단된다.

사모펀드의 발전 가능성은 실물경제 관점에 보면 위험자본을 얼마나 효과적으로 공급해 줄 수 있느냐에 따라 달려있다. 금융위기 이후 사모펀드의 실물경제 효과에 대해 다시 주목하는 이유도 성장의 위기를 맞은 세계경제에 사모펀드가 새로운 위험자본을 공급하는 활력이 될 수 있는가에 대한 질문에서 출발하였다. 사모펀드의 위험자본 금융중개기능이 효율적으로 기능할수록 사모펀드로부터 투자를 받는 기업이 많아지고 그 기업의 성과도 개선될 것으로 기대할 수 있다.

사모펀드의 경제적 성과에 대한 기존 문헌은 1990년대부터 미국과 유럽에서 발표되기 시작하다가 최근 금융위기를 겪으면서 다시 활기를 띠는 모습이다. 대체적인 연구 결과는 사모펀드가 혁신투자과 수익성, 기업의 업무프로세스 효율 등에 긍정적이라는 것이 대부분이다. 그런데 고용에 대해서는 다소 유보적인 것이 사실이다. 사모펀드 투자 이후 고용이 감소하는 현상이 근소하고 미미하지만 관찰되고 있다. 그런데 고용의 감소와 고용의 창출이라는 전체적인 동학의 관점에서 보면 사모펀드가 고용에 미치는 영향은 다르게 볼 수 있다는 연구도 있다. 고용창출(job creation)과 고용감소(job loss)를 전체적으로 고려하면 순고용감소는 매우 미미하다는 것이다. 더구나 사모펀드 투자 이후 기업의 사업구조조정과 업무혁신과정에서 새로운 고용기회가 생겨나고 낡은 일자리는 사라지는 노동시장과 작업장 내에서의 역동성(dynamics)을 생각하면 전체적으로 긍정적으로 볼 여지가 있다는 것이다.

본 보고서가 우리나라 사모펀드가 투자한 상장기업을 대상으로 경제적 성과를 간단히 살펴본 바에 따르면, 국내 사모펀드 투자 이후 투자가 다소간 회복되고 부채비율도 낮아지는 가운데 고용이 줄고 인건비가 감소하며 생산성이 높아지는 모습이 관찰된다. 비록 검점통계량으로 볼 때 통계적으로 그러한 변화가 유의하지 않아 경제적인 의미를 부여하기는 어렵다. 그럼에도 불구하고 사모펀드가 기업의 일시적 성장만 추구하지 않고 장기적인 성장 파트너로서 국내 기업생태계에서 건전하게 발전하기 위해서는 지금의 사모펀드제도를 활력과 건전성 관점에서 동시에 돌아볼 필요성을 제기한다.

국내 사모펀드가 해외의 선진화된 사모펀드처럼 기업의 장기성장 관점에서 바람직한 금융중개수단으로 발전하기 위해서는 활성화정책과 건전성정책이 동시 추구될 필요가 있다. 활성화정책은 이미 PEF 활성화정책과 벤처활성화 정책을 통해 제도화가 준비 중에 있다. 핵심은 운용

자율성을 대폭 확대해주는 대신 책임성을 강화할 수 있도록 감시와 감독을 강화하는 것이었다. 활성화와 관련하여 또 하나 고려할 점은 사모펀드는 비유동자산을 장기보유하며 유동성프리미엄을 취하는 투자전략인 바, 세컨더리마켓 등 중간에 유동성을 회수할 수 있는 시장이 필요하다. 투자대상의 웨임기간과 사모펀드 투자자의 개별적 투자시계가 불일치함에 따른 유동성 수요를 해소할 수 있도록 세컨더리시장을 조성할 필요가 있다는 것이다. LP 지분거래를 위한 법제도 정비, 거래플랫폼 조성의 과제가 놓였다.

건전성정책과 관련하여서는 사모펀드의 투기성, 근시성을 합리적인 수준에서 제도적으로 규제하는 방안을 생각할 수 있다. 외환위기 직후 외국계 사모펀드들이 고배당과 유상감자 등의 형태로 국내 구조조정 기업에 대해 단기투자를 한 경험은 아직까지 사모펀드에 대한 정서적 거부감으로 남아있다. 근시안적이고 과도한 자산수탈(asset stripping)이나 자산회수(asset flipping)를 합리적인 수준에서 규제함으로써 장기 위험자본의 공급자이자 기업 성장의 장기적인 파트너로서 사모펀드가 성장할 수 있도록 제도를 정비할 필요가 있다. 아울러 사모펀드 자산의 가치평가와 검증체계를 정비하고, 사모펀드 투자대상별 벤치마크지수를 개발하여 시장의 투명성과 예측가능성을 높이는 인프라를 정비하는 것도 중요한 과제로 남아있다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 박용린·천창민, 2012, 『해외 선진 PEF의 운영 현황과 시사점-바이아웃(buyout)을 중심으로』, 자본시장연구원 조사보고서 12-03.
- 송홍선·김재철·김종민·남재우·홍원구, 2014, 『연금사회와 자산운용산업의 미래: 2020 자산운용산업 비전과 전망』, 자본시장연구원 연구총서 13-03.
- 송홍선·김종민·천창민, 2012, 『투자자보호를 위한 개별법상 펀드 규제체계 개선 방안』, 학술연구용역.
- 송홍선, 2013, 『경제 활력 제고를 위한 사모펀드제도 개편 방안』, 금융위원회 공청회.
- 송홍선, 2012, 『국내 대체투자펀드 시장 환경과 발전 과제』, 금융투자협회 자산운용회사 사장단 세미나 자료.
- 송홍선·공경신, 2008, 『선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 08-03.

<외국문헌>

- Benston, G., Smith C.W., 1976, A transaction cost approach to the theory of financial intermediation, *Journal of Finance* 31(2), 215 - 231.
- Carey, M., Prowse, S., Rea, J., Udell, G., 1993, *The Economics of the Private Placement Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

- Davis, S.J., Jarmin, R., Lerner, J., Miranda, J., 2011, *Private equity and employment*, U.S. Bureau of the Census.
- Diamond, D.W., 1984, Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies* 51(3), 728-762.
- Diamond, D.W., 2007, Banks and liquidity creation: A simple exposition of the Diamond and Dybvig model, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 93(2), 189-200.
- Diamond, D.W., Dybvig, P., 1983, Bank runs, deposit insurance and liquidity'', *Journal of Political Economy* 91(3), 401-419.
- Fenn, G., Liang, N., Prowse, S., 1995, *The Economics of the Private Equity Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Freixas, X., Rochet, J.C., 1997, *Microeconomics of Banking*, MIT Press.
- Gorton, G., Winton, A., 2002, *Financial Intermediation*, Elsevier Science.
- Greenbaum, S.I., Thakor, A.V., 1995, *Contemporary Financial Intermediation*, Thomson Learning.
- Jensen, M.C., 1989, The Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review* vol. 67(September - October), 61 - 74.
- Kaplan, S.N., 1989, The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics* 24, 217-254.
- Kaplan, S.N., Strömberg, P., 2009, Leverage Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives* 23(1), 121-146.

- King, R., Levine, R., 1993, Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, *The Quarterly Journal of Economics* 108(3), 717-737.
- Kirsch, C.E., 2012, *Investment Adviser Regulation*. Practising Law Institute.
- Leland, H.E., Pyle, D.H., 1977, Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation, *Journal of Finance* 32(2), 371-387.
- Levine, R., 2002, Bank-based or market-based financial systems: which is better?, *Journal of Financial Intermediation* 11(4)(October), 398-428.
- Levine, R., Zervos, S., 1998, Stock markets, banks, and economic growth, *American Economic Review* vol. 88(3)(June), pp. 537-558.
- Lichtenberg, F.R., Siegel, D., 1990, The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior, *Journal of Financial Economics* 27, 165-194.
- Matthews, K., Thompson, J., 2008, *The Economics of Banking*, Wiley.
- Meggison, W.L., Weiss, K.A., 1991, Venture capitalist certification in initial public offerings, *Journal of Finance* 46, 879-903.
- Merton, R.C., 1995, A Functional Perspective of Financial Intermediation, *Financial Management* 24(2). 23-41.
- Muscarella, C.J., Vetsuypens, M.R., 1990, Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs, *Journal of Finance* 45, 1389-1413.

- Persaud, A.N., Counsel, Atkinson, A., 2012, *Private Equity Funds: Legal Analysis of Structural, ERISA, Securities and Other Regulatory Issues*, Practising Law Institute.
- Sahlman, W.A., 1990, The Structure and Governance of Venture Capital Organizations, *Journal of Financial Economics* 27(October), 473-521.
- Scholtens, B., Wensveen, D., 2000, A critique on the theory of financial intermediation, *Journal of Banking and Finance* 24(8), 1243-1251.
- Scholtens, B., Wensveen, D., 2003, *The Theory of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain*, SUERF.
- U.S. Small Business Administration, 1977, *Report of the SBA Task Force on Venture and Equity Capital for Small Business*.
- Venture Economics, 2006, *Investment Benchmarks Report: Buyouts and other Private Equity*.

<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
15-07	금융중개의 발전과 사모펀드의 역할	송홍선	15.09
15-06	아시아자율규제기구(Asian SRO) 설립 논의와 시사점	현석, 황세운	15.07
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 국제시장의 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	신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07
08-03	선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점	송홍선, 공경신	08.11

<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 15-07

금융중개의 발전과 사모펀드의 역할

인 쇄 2015년 09월 09일
발 행 2015년 09월 15일
저 자 송홍선
편집인 신인석
발행처 자본시장연구원
주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143
전 화 3771-0600
팩 스 786-7570
인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-133-3-93320

www.kcmi.re.kr



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

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

값 10,000원



9 788960 891333 93320
ISBN 978-89-6089-133-3