

이슈보고서 24-22

ISSUE
REPORT

국내 PEF의 가치제고와 투자성과 분석: 제도 도입 20년의 평가

박용린

국내 PEF의 가치제고와 투자성과 분석: 제도 도입 20년의 평가

저자 박용린*

PEF(Private Equity Fund)는 2004년 제도 도입 이후 2023년말 기준 결성규모 136.4조원의 주요 투자기구로 성장하였다. 그 과정에서 PEF는 기업가치를 제고하는 한편 자본시장을 통한 기업구조조정의 주요 수단으로 자리매김하는 등 국내 기업과 자본시장에 중요한 역할을 수행하였다. 본 보고서는 제도 도입 이후 20년이 경과한 현 시점에서 회수 완료된 231개의 개별 투자 건을 바탕으로 시장구조 변화, 가치제고 활동 및 투자수익률 관점에서 국내 PEF를 분석·평가하고자 하였다.

국내 PEF 시장은 독립계 중심으로 신규 운용사가 급증하는 등 양적 성장과 더불어 시장집중도가 감소하는 한편 섹터 전문화 등 운용의 다양성이 증가하였다. 또한 선도 운용사와 기타 운용사 간 분화가 이루어지며 전체 기간으로 보았을 때 해외와 유사한 수준의 자금모집 점유율을 나타내는 것으로 분석된다.

PEF 수익의 원천인 가치제고 활동 관련하여 135개 투자 건을 대상으로 투자와 회수 시점 간 기업가치의 변화를 분석한 결과 PEF가 투자한 이후 기업가치 증가의 73.3%는 매출액 증가에, 36.2%는 가치평가배수의 증가에 기인하고 있는 반면 이익률 감소로 인해 기업가치를 9.5% 감소시킨 것으로 분석되었다. 이는 해외와 비교하여 국내 PEF가 성장성에 과도하게 의존하는 반면 수익성 개선은 미흡한 것으로 풀이되나 전반적인 가치제고는 제도 도입 이후 꾸준히 개선되는 추세인 것으로 분석된다.

개별 PEF 투자의 초과성과지표를 분석한 결과 국내 PEF 투자는 평균적으로 주식시장 대비 높은 초과수익률을 기록하였으나 분석표본의 선택편의를 감안하면 해외 평균보다 낮을 가능성도 상존한다. 다만 가치제고에서와 같이 국내 PEF의 초과수익률은 제도 도입 이후 개선되는 추세이며 독립계 운용사의 초과수익률이 우수하다.

향후 국내 PEF는 가치제고 역량을 지속적으로 배양해 나가야하며 특히 피투자기업의 수익성 개선 노력이 필요하다. 또한 해외 PE 대비 양호한 초과수익률을 기록한 것으로 분석되지만 제한된 표본에 근거하고 있는 만큼 국내 PEF 성과의 엄밀한 분석을 위해서는 펀드 자료의 접근성 강화 등 시장참여자 공동의 개선 노력이 필요하다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

금융산업실 선임연구위원 박용린 (yrrpark@kcmi.re.kr)

** 발행: 2024년 10월 28일

I. 서론

올해는 2004년 12월 6일 간접투자자산운용업법 개정으로 국내에 PEF(Private Equity Fund) 제도가 도입된 후 20년이 되는 해이다.⁰¹ PEF는 제도 도입 초기 사모투자전문회사에서 2015년 10월 사모펀드 제도 개편으로 경영참여형 사모펀드로⁰², 2021년 10월 또 한 차례의 사모펀드 제도 개편으로 기관전용사모펀드로⁰³⁰⁴, 명칭과 실질의 변화가 있었다. PEF는 도입 이후 우리나라 자본시장에 많은 영향을 끼친 것으로 평가되며, 특히 M&A 시장은 재무적 투자자인 PE가 주도하는 시장으로 변모하여 M&A를 통한 기업구조조정 시장의 형성에 일조한 바 있다(박용린, 2020). 이러한 배경에서 그간 PEF의 성과(performance)를 평가하고 향후 과제를 도출해 보는 것은 의미있는 일일 것이다.

PEF는 장기 자금을 기업에 투자한 후 재무성과와 지배구조를 개선하고 그 과정에서 창출된 수익이 출자자에게 환류될 수 있도록 함으로써 자본시장 선순환 구조에서 중요한 역할을 하며 PEF 운용사는 그 과정의 핵심 주체이다.⁰⁵ 따라서 PEF의 성과를 평가함에 있어서 기본이 되는 것은 피투자기업 측면에서는 PE의 가치제고(value creation)가 유의미한 수준인지, 출자자 측면에서는 PEF가 충분한 수익을 창출하고 있는지, 그리고 PEF 시장구조의 변화가 바람직한 방향으로 이루어져 왔는지에 대한 정량적 분석이다.

PE의 성과에 관한 국내외 연구는 세 방향으로 진행되어 왔다. 첫째, PE가 피투자기업의 재무성과, 고용 또는 생산성에 미친 영향을 분석하는 연구이다(Kaplan, 1989; Davis et al., 2008; Boucly et al., 2011; Bernstein et al., 2016; Koo, 2016; 박용린, 2020 등). 둘째, PEF의 수익률 성과와 결

01 PEF는 엄밀하게는 PE(Private Equity) 투자 방식으로 운용되는 펀드이나 국내에서는 PE와 PEF를 혼용하여 사용하는 경향이 있다. 본 보고서에서도 PEF는 특별히 펀드를 지칭하지 않는 경우 PE와 동일한 의미로 사용한다.

02 복잡다기한 사모펀드 규율체계 정비를 위해 사모펀드를 전문투자형(헤지펀드)과 경영참여형(PEF)으로 단순화하고 운용사의 등록제 전환, 펀드설립 사후보고, 운용 자율성을 확대하는 한편 최소 출자액을 3억원으로 낮추었다(금융위원회, 2013).

03 사모펀드 시장의 신뢰 제고를 위해 사모펀드 분류 기준을 펀드 운용목적에서 투자자 범위로 변경하여 전문투자형과 경영참여형 사모펀드에서 일반사모펀드와 기관전용사모펀드로 재편하고 운용규제를 일원화하는 한편 일반사모펀드에 대한 투자자 보호장치를 강화하였다(금융위원회, 2020).

04 기관전용사모펀드는 역사적 배경으로 인하여 PEF와 중복도가 매우 높지만 PE 투자 방식을 사용하지 않는 기관전용사모펀드도 있으므로 PEF와 일치하는 개념은 아니다.

05 특히 PEF 출자 비중이 높은 연기금의 속성 상 PEF는 대표적인 대체투자 수단 중 하나로서 국민 노후와 재산 증식에 기여하는 바도 크다.

정요인을 분석하는 유형의 연구이다(Kaplan & Schoar, 2005; Harris et al., 2014; Phalippou, 2014; Kaplan & Sensoy, 2015; Korteweg & Sorensen, 2017 등). 셋째, 개별 투자 건의 수익률과 가치제고(value creation)를 분석하는 유형의 연구이다(Acharya et al., 2013; Lopez-de-Silanes et al., 2015 등).

PEF의 성과분석을 위하여 궁극적으로 필요한 것은 펀드 단위 자료, 즉 포트폴리오 기업의 내역과 출자자 수익률 자료인데 해외의 경우 상업 데이터베이스 기반의 양호한 자료 접근성으로 인하여 펀드 단위의 성과, 즉 출자자 관점의 수익률에 대하여 다양한 연구가 이루어져 왔다. 반면 우리나라는 펀드 단위의 성과 자료의 접근성이 낮아 불가피하게 언론에 공개된 일부 피투자기업의 재무성과를 분석하는 방식으로 연구가 이루어질 수 밖에 없는 한계가 있다. 본 보고서는 이러한 제약 조건 하에 회수가 이루어진 개별 투자 건에 대하여 국내 PEF의 가치제고와 투자성과를 정량적으로 평가하고자 한다.

구체적으로 본 보고서는 제도 도입 직후인 2005년 4월부터 2023년 12월까지 회수가 완료되었고 재무제표가 존재하는 231건의 PEF 투자를 대상으로 다음과 같은 분석을 수행한다. 먼저 분석표본 중 135건에 대하여 PEF 투자 시점과 회수 시점의 기업가치(Enterprise Value: EV) 변화를 매출액 변화, 현금흐름이익률(EBITDA 이익률) 변화 및 기업가치 배수(EV/EBITDA) 변화로 분해하여 기업가치 변화의 원천을 분석하고 이를 투자 유형 및 운용사 유형별로 비교하여 PEF의 가치제고 방식에 대한 시사점을 얻고자 한다. 다음으로 231건의 전체 표본에 대하여 내부수익률(Internal Rate of Return: IRR)과 주식시장 대비 성과지표(‘초과성과지표’) 산출을 통해 투자성과를 측정한다. 이 때 재무제표에 나타난 배당, 유상감자 등 투자 후 중간 현금흐름을 반영하여 최대한 정확한 수익률과 초과성과지표를 산출하도록 노력하였다. 추가로 이렇게 산출된 내부수익률과 초과성과지표를 운용사 유형 · 업력 · 운용규모의 운용사 특징변수와 투자규모 및 보유기간의 투자 특성변수로 회귀분석한다.

보고서의 구성은 다음과 같다. II 장에서는 2005년부터 2023년까지 국내 PEF 시장 현황과 시장 구조의 변화를 간략히 살펴본다. III장에서는 2023년까지 회수 완료된 국내 PEF 투자 건에 대하여 투자 및 회수시점의 기업가치 변화와 그 원천을 분석한다. IV장에서는 동 자료를 바탕으로 내부수익률과 초과성과지표를 산출하고 그 특징을 분석한다. V 장에서는 분석 결과를 요약하고 시사점을 제시한다.

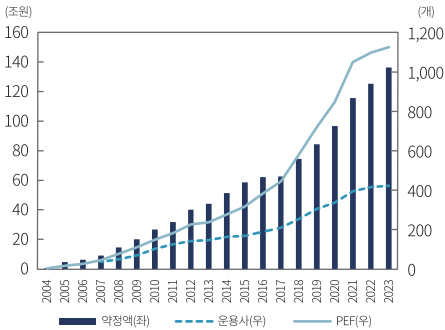
II. 국내 PEF 시장 규모 및 구조

국내 PEF 시장은 2004년말 총 0.4조원 규모로 2개의 펀드가 결성되기 시작한 이후 등록 PEF 결성 규모와 PEF 수가 지속적으로 증가하여 2023년말 기준 136.4조원, 1,126개로 급성장하였는데 이는 2005~2023년의 19년간 연평균 기준으로 각각 20.6%, 27.1%에 해당하는 성장률이다. 운용사 수도 급증하여 2007년말 35개에서 2023년말 422개로 연평균 16.8% 증가하였다(<그림 II -1>). PEF 수의 평균 증가율이 PEF 결성규모의 평균 증가율보다 높은 것은 PEF의 평균 규모가 점차 감소하였음을 시사한다. 이는 후술하는 바와 같이 PEF 시장의 성장과 더불어 다수 신규 운용사가 프로젝트 펀드 결성을 통하여 PEF 시장에 진입한 것에 기인한다.

한편 국내 PEF 시장은 전반적인 자본시장 상황에 영향을 받으면서 성장하였다. 2004년 제도 도입 이후 2012년까지 PEF 결성규모, PEF 수 및 운용사 수는 연평균 각각 34.8%, 38.7%, 32.1% 증가한 반면 2013~2015년까지는 연평균 각각 13.5%, 5.8%, 11.8% 증가에 그쳤다.⁰⁶ 이후 2021년까지 PEF 시장의 성장세가 다시 가속화되어 성장률은 각각 12.0%, 22.2%, 15.4%를 기록하였다. 이 시기 PEF 결성규모나 운용사 수의 증가보다 PEF 수가 더 가파르게 증가한 것은 신규 운용사들이 대거 시장에 진입하였으며 이들이 주로 프로젝트 펀드 위주로 PEF를 결성하였기 때문이다. 2010년의 경우 결성규모 3,000억원 이상의 대형 PEF 비중은 16.4%, 1,000~3,000억원의 중형 PEF 비중은 46.1%, 1,000억원 미만 소형 PEF의 비중은 34.5%였으나 2021년 동 비중은 각각 5.3%, 15.0%, 79.7%로 변모한 것을 확인할 수 있다(<그림 II -2>). 마지막으로 2022~2023년말까지는 인플레이션 대응을 위해 국내외 기준금리가 인상되고 주가가 하락함에 따라 PEF 결성규모, PEF 수 및 운용사 수가 각각 연평균 8.6%, 3.6%, 3.5% 증가에 그치고 있다.

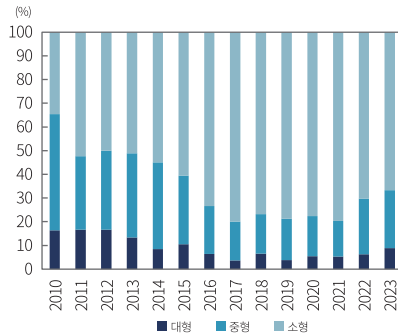
06 이는 2011년 S&P에 의해 AAA에서 AA+로 미국 신용등급이 강등되고 그리스, 이탈리아 등 유로존 재정위기가 부각되는 등 국내외 경제와 금융시장이 부정적인 영향을 받던 시기이다.

<그림 II-1> 국내 PEF 약정액 및 운용사 수



자료: 금융감독원

<그림 II-2> PEF의 규모별 비중(펀드 수 기준)

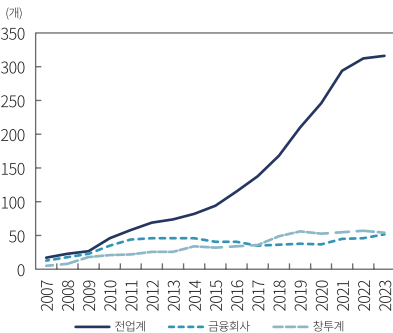


자료: 금융감독원

국내 PEF 운용사 유형을 금융감독원 분류 기준을 사용하여 살펴보면 국내 PEF 운용사는 크게 전업계, 금융회사 및 창투계로 나뉜다. 금융회사 관련 운용사는 금융기관 또는 금융그룹 계열 운용사이며 창투계는 VC 운용사(벤처투자회사 또는 신기술사업금융회사)를 의미한다. 전업계는 금융회사 계열 또는 창투계를 제외한 운용사이다.⁰⁷

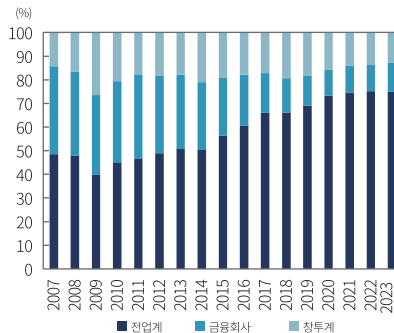
운용사 수의 증가를 살펴보면 전업계와 창투계 운용사 수의 증가가 가파르게 나타나고 있다(<그림 II-3>). 2007년 전업계, 금융회사, 창투계의 비중은 각각 48.6%, 37.1%, 14.3%였으나 2023년 동 비중은 74.9%, 12.3%, 12.8%로 전업계가 전체 운용사의 약 75%를 차지하게 되었다(<그림 II-4>). 이는 금융회사가 수적으로 급속히 증가하기 어려운 속성을 가지고 있기 때문이기도 하겠으나 근본적으로 신규 전업계 운용사의 진입 또는 기존 전업계 운용인력의 운용사 신설 등

<그림 II-3> 유형별 PEF 운용사 수



자료: 금융감독원

<그림 II-4> 유형별 PEF 운용사 비중



자료: 금융감독원

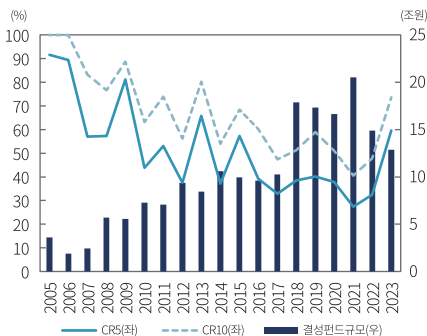
07 본 보고서의 실증분석에서 사용될 독립계 운용사는 이러한 분류 기준에서 전업계와 비금융회사 계열 창투계 운용사를 지칭하는 용어로 사용한다.

으로 인한 전업계 운용사 수의 급격한 증가가 원인이라고 할 수 있다. 2023년말 기준 전업계 운용사는 316개에 이르고 있다. 앞서 언급하였듯이 프로젝트 펀드 비중이 증가한 2016~2021년은 전업계 운용사 수가 급격히 증가한 시기와 대략적으로 일치한다(<그림 II-4>).

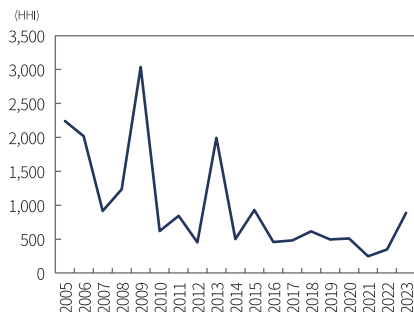
운용사 수의 증가에 따라 국내 PEF 시장의 시장집중도는 하락 추세를 나타내고 있다. 국내 PEF 시장에서 초기 시장에 진입한 운용사 중 일부는 성공적인 트랙레코드를 확보하여 후속 PEF 결성과 자금모집에서 우위를 점할 수 있게 되었음에도 불구하고 당해 결성규모 기준 상위 5대 및 10대 운용사의 합산 결성규모인 CR5와 CR10은 2005년 91.6%와 100.0%에서 2021년 27.4%와 40.5%까지 추세적으로 하락한 후 2023년 59.6%와 73.6%까지 다시 증가하고 있다(<그림 II-5>). 최근 2년간 CR5와 CR10이 상승한 것은 2022년 국내 기준금리 인상의 여파로 선도 운용사를 제외한 일반 운용사의 자금모집이 어려워졌기 때문이다. 한편 이러한 결과는 시장집중도를 HHI(Herfindahl Hirschman Index)를 통해 살펴보았을 때도 확인된다(<그림 II-6>).

연도별 시장집중도의 하락에도 불구하고 2004년 이후 2023년말까지 운용사별 누적 PEF 결성규모의 Gini 계수는 0.79로서 제도 도입 후 20년 전체 기간의 시장구조는 소수 운용사에 의한 시장 점유율 집중이 나타난 것으로 분석된다.⁰⁸ Lietz & Chvanov(2024)에 의하면 해외 PE 자금모집의 Gini 계수는 2003~2007년간 0.75, 2008~2012년간 0.77, 2013~2017년간 0.80, 2018~2022년간 0.83로서 해외 PE 시장에서는 선도 운용사에 의한 자금모집의 집중도가 강화되어 왔다. 한편 국내 PEF 자금모집의 Gini 계수는 동 기간 각각 0.54, 0.65, 0.68, 0.73로서 해외 PE와 유사하게 증가 추세가 관찰되는 가운데 현재 국내 PEF 시장은 해외 PE 대비 후발 시장으로서 2000년대 초반의 해외 시장구조와 유사한 시장구조를 가지고 있음을 알 수 있다.

<그림 II-5> 연도별 결성펀드 규모 기준 CR5 및 CR10

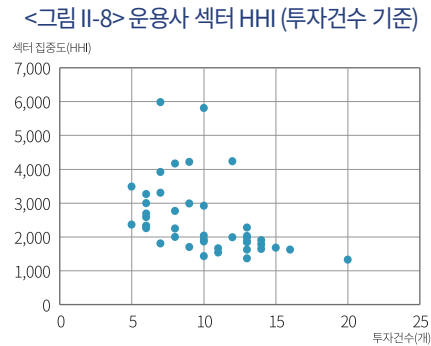
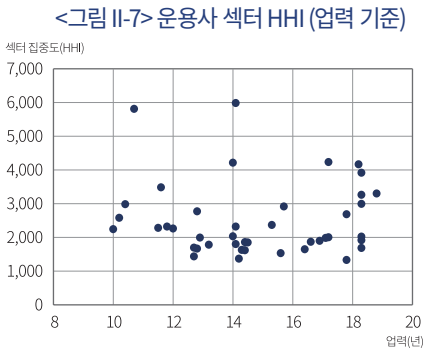


<그림 II-6> 연도별 결성펀드 규모 기준 HHI



08 Gini 계수는 통상 소득 또는 부의 평등도를 측정하는 지표로서 사용되는데 0(균등 분포)에서 1(독점 분포)까지의 값을 가진다. Gini 계수는 상대적인 수치로서 특별한 기준점은 없으나 OECD에 의하면 2013년 세계 소득 관련 Gini 계수는 0.65이다.

한편 지난 20년간 PEF 운용사들은 섹터 전문화와 관련하여 다양한 전략을 채택한 것으로 분석된다. 먼저 섹터 전문화의 지표로서 5개 이상의 투자 자료 입수가 가능한 운용사에 대하여 개별 운용사별 전체 투자건수 중에 동일 섹터 투자 건수를 기준으로 섹터 HHI를 정의한다. 통상 업력이 운용경험과 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는다고 보면 업력이 긴 운용사들의 경우에도 섹터 HHI 지수가 다양한 분포를 나타내고 있는 것을 확인할 수 있다(<그림 II-7>).⁰⁹ 또한 투자건수 기준으로 운용사의 섹터 HHI를 살펴볼 경우에는 투자건수 5~12개인 운용사를 중심으로 섹터 HHI가 넓게 분산되어 있어 이들 운용사의 일부는 섹터 전문화 전략을 채택해온 것을 확인할 수 있다(<그림 II-8>).



III. 국내 PEF의 가치제고 분석

III장에서는 회수 완료된 PEF 투자에 대하여 투자 시점과 회수 시점 기업가치(EV) 변화를 분해하는 방식(이른바 ‘Dupont 분해’)을 활용하여 PEF 수익률의 원천이라고 알려져 있는 가치제고의 원천을 분석한다.

1. 분석방법 및 표본

PEF의 성과분석과 관련하여 국내는 펀드 단위의 수익률에 대한 접근성이 낮으므로 PEF의 투자 성과를 분석하기 위해 펀드 단위보다는 개별 투자 건의 가치제고 원천을 분석한다. 먼저 PEF의

⁰⁹ 업력은 첫 PEF 등록일부터 2023년말까지의 기간으로 산출하였다.

가치제고는 내재가치 제고(operational engineering) 역량(Acharya et al., 2013)과 마켓타이밍(market timing) 역량으로 구분된다. 이 때 기업가치는 지분(equity)과 차입금(debt) 가치를 모두 고려한 EV(Enterprise Value)를 사용한다.¹⁰¹¹

투자 시점의 기업가치 대비 회수 시점의 기업가치는 다음 식(1)과 같이 분해된다. 즉 투자 시점과 회수 시점 사이의 기업가치 비율은 매출액 비율, 현금흐름이익률(EBITDA이익률) 비율 및 가치평가배수(EV/EBITDA배수) 비율의 곱으로 나타낼 수 있다. 식(1)의 양변에 자연로그를 취하면 기업가치 변화는 매출액 변화, EBITDA이익률 변화 및 가치평가배수 변화로 분해된다. 이는 각각 성장성, 수익성, 가치평가배수(multiple)를 나타내는 것으로 해석할 수 있다.

$$\frac{EV_{exit}}{EV_{entry}} = \frac{Sales_{exit}}{Sales_{entry}} \times \frac{(EBITDA/Sales)_{exit}}{(EBITDA/Sales)_{entry}} \times \frac{(EV/EBITDA)_{exit}}{(EV/EBITDA)_{entry}} \quad \text{식(1)}$$

$$\ln(EV_{exit}) - \ln(EV_{entry}) = \ln(Sales_{exit}) - \ln(Sales_{entry}) + \ln((EBITDA/Sales)_{exit}) - \ln((EBITDA/Sales)_{entry}) + \ln((EV/EBITDA)_{exit}) - \ln((EV/EBITDA)_{entry}) \quad \text{식(2)}$$

즉, 기업가치 변화 = (성장성 요인 + 수익성 요인) + 가치평가 요인

= operational engineering + multiple expansion¹²

가치제고 분해를 위해 투자시점, 투자규모, 투자 지분율, 회수시점, 회수규모 등 투자와 회수에 관한 상세 자료가 입수 가능하고 관련 시점의 재무제표가 존재하는 161건의 투자를 먼저 선정하였다.¹³ 추가로 식(2)의 분석을 위해 관련 EBITDA가 음(-)인 경우, 극단치 제거를 위해 매출액이나 EBITDA가 작은 양수인 경우, 기업구조조정 관련 투자인 26건의 투자를 제외하여 최종적으로 135건을 대상으로 분석하였다. <그림 III-1>은 분석표본의 (로그)기업가치 변화, (로그)매출액 변화, (로그)이익률 변화, (로그)가치평가배수 변화의 분포를 나타낸 그림이다.

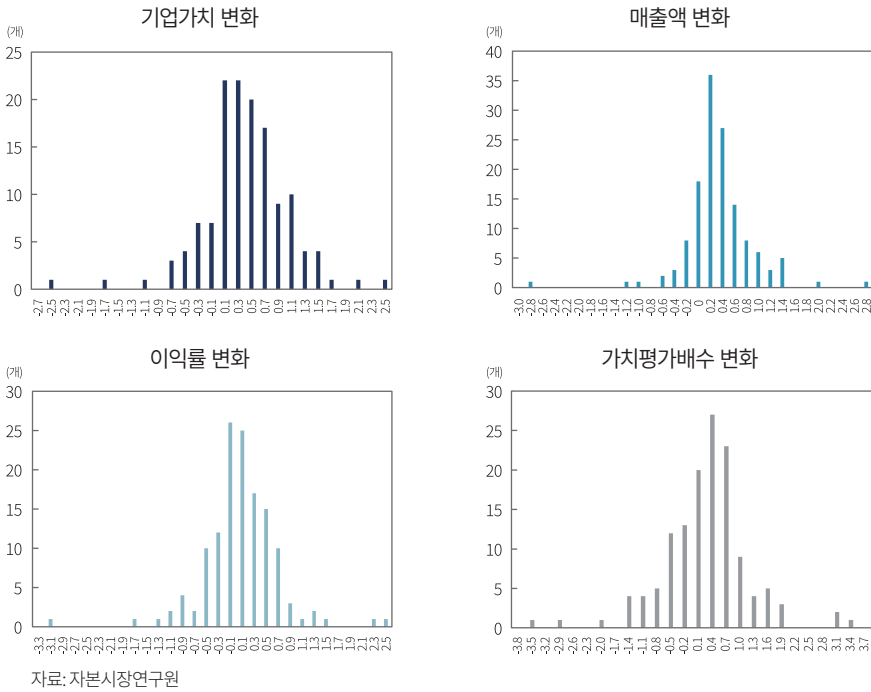
10 기업가치(EV) = 거래금액/거래지분율 + 차입금 - 보유현금으로 계산하였다.

11 또한 개별 투자 건의 투자규모 중 차입금 비중에 대한 자료가 존재하지 않아 자기자본 수익률(equity return)을 산출할 수 없는 현실적인 이유로 작용한다.

12 가치평가 배수의 증가에 의한 기업가치 상승을 multiple expansion이라고 하며 통상 투자 및 회수 시점 선택 능력을 의미하는 마켓타이밍(market timing) 역량으로 해석된다.

13 해당 재무제표는 투자년도 및 회수년도 직전 회계연도 말 재무제표를 사용하였다.

<그림 III-1> 재무지표와 인수 빈도의 관계



2. 분석결과

<표 III-1>은 식(2)의 기업가치 변화를 분해한 결과를 나타낸 표이다. 로그 기업가치 변화의 평균은 0.308로 나타났는데 이는 PEF 투자 시점부터 회수 시점까지 기업가치가 평균적으로 35.0% 높아졌음을 의미한다. 분석표본의 평균 보유기간은 3.8년인데 PEF는 동 기간 의미있는 수준의 기업가치 제고를 이루어낸 것으로 평가된다. 기업가치 변화 0.308은 매출액 변화 0.226, 이익률 변화 -0.029, 기업가치배수 변화 0.112로 구성되는 각각의 비중은 73.3%, -9.5%, 36.2%이며 기업가치 변화와 매출액 변화는 모두 1% 수준에서 유의하였다. 즉 이는 기업가치 변화의 3/4 정도가 매출액의 변화, 즉 성장성 요인에서 도출되며 나머지가 마켓타이밍 역량을 측정하는 기업가치배수의 변화에 기인하는 것임을 의미한다. 한편 이익률 변화는 소폭 음(-)의 값으로 나타나 이익률은 PEF 투자 이후 감소한 것으로 나타났다.¹⁴ 한편 요인별 편차를 살펴보면 매출액 변화(5.563)와 이익률 변화(5.570) 대비 가치평가배수 변화(7.016)가 더 크게 나타나 개별 투자별 또

14 이는 국내 PEF이 피투자기업 재무성과에 미친 영향을 실증분석한 박용린(2020)과 일치하는 결과이다.

는 운용사 간 마켓타이밍 역량의 차이가 가장 크게 나타났다.

이러한 결과를 해외 유사사례와 비교하면 다음과 같다. Bain & Company(2022)는 전세계 PE 바이아웃 가치제고 현황과 관련하여 매출액 변화, 이익률 변화, 가치평가배수 변화가 차지하는 비중이 2010~2015년간은 각각 38%, 14%, 48%, 2016~2021년간은 각각 38%, 6%, 56%임을 보고하고 있다. 이러한 결과를 국내와 비교하면 국내 PEF는 성장성 요인이 기업가치 제고에 기여하는 바가 해외보다 큰 반면 수익성 요인은 해외와 달리 오히려 기업가치를 감소시키는 것으로 나타났다. 또한 가치평가배수가 차지하는 비중도 평균의 경우는 36.2%이지만 중간값 기준으로 환산하면 60%이상을 차지하고 있어 해외 수준과 유사하거나 소폭 높은 것으로 나타난다.

<표 III-1> 기업가치(EV) 변화 분해(Dupont 분해)

		기업가치 변화	매출액 변화	이익률 변화	가치평가 배수 변화
평균	변화값	0.308***	0.226***	-0.029	0.112
	요소별 비중	100.0%	73.3%	-9.5%	36.2%
중간값		0.280	0.176	-0.056	0.183
최대값		2.315	2.626	2.305	3.274
최소값		-2.690	-2.937	-3.266	-3.742
최대값-최소값		5.005	5.563	5.570	7.016

주: 1) 재무제표가 존재하지 않거나 보유기간 1년 미만의 투자, 구조조정 관련 투자, 극단치 발생 투자건을 제외함(N=135). 평균 보유기간은 3.8년임

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

기업가치 변화는 개별 투자의 시기나 유형별로 구분하여 살펴볼 수 있다. <표 III-2>는 그 결과를 나타낸 표이다. 첫째, 표본을 2005~2013년과 2014~2023년으로 구분하였을 경우 기업가치 증가가 전반기보다 후반기에 더 높았으며 이는 10% 수준에서 유의하였다. 뿐만 아니라 가치제고 요인별로 살펴봐도 매출액 증가가 후반기에 두드러졌으며, 이익률 감소도 후반기에 소폭 개선되었다. 다만 가치평가배수도 후반기에 다소 높아졌으나 통계적 유의성은 없었다.

바이아웃과 소수지분 투자를 비교하면 바이아웃의 기업가치 변화가 소수지분 투자보다 높았으며 이는 10% 수준에서 유의하였다. 또한 바이아웃의 매출액 증가와 이익률 개선은 소수지분보다 두드러지게 나타났으나 이의 통계적 유의성은 없었다. 단독 또는 공동투자 간 기업가치 변화와 그 요인 간 차이는 두드러지지 않았다.¹⁵ 한편 회수방식 차이에 따른 차이를 살펴보면 세컨더

15 본 보고서의 공동투자는 복수의 운용사가 공동으로 운용하는 PEF에서 투자가 이루어진 경우(이른바 Co-GP)와 별개의 PEF가 개별 투자 건에 대하여 공동으로 투자하는 경우(이른바 클럽딜)을 모두 포함한다.

리가 기업가치 증가, 매출액 증가, 이익률 개선에서 기업에 매각하는 경우(M&A)보다 다소 양호한 결과를 나타냈으나 통계적 유의성은 없었다.¹⁶ 상장기업보다 비상장기업 투자가 매출액 증

<표 III-2> 유형별 기업가치(EV) 변화 분해

	구분	표본수	기업가치 변화	매출액 변화	이익률 변화	가치평가배수 변화
시기별	2005~2013년	62	0.207	0.160	-0.039	0.087
	2014~2023년	73	0.395	0.282	-0.021	0.133
	차이		0.188*	0.122	0.019	0.047
	t-통계량		1.66	1.20	0.16	0.27
경영권 투자	바이아웃	102	0.374	0.248	0.009	0.116
	소수지분	29	0.117	0.130	-0.176	0.163
	차이		-0.257*	-0.118	-0.185	0.047
	t-통계량		-1.94	-0.83	-1.19	0.20
단독 투자 여부	단독투자	107	0.307	0.218	-0.013	0.103
	공동투자	28	0.312	0.259	-0.092	0.145
	차이		0.005	0.041	-0.079	0.043
	t-통계량		0.04	0.32	-0.66	0.23
회수 방식	M&A	96	0.285	0.219	-0.025	0.091
	세컨더리	37	0.407	0.332	-0.002	0.077
	차이		0.122	0.113	0.023	-0.014
	t-통계량		0.78	0.97	0.21	-0.07
상장 여부	상장	33	0.264	0.167	-0.140	0.237
	비상장	102	0.323	0.245	0.006	0.071
	차이		0.058	0.079	0.146	-0.166
	t-통계량		0.46	0.45	0.81	-0.67
국내 운용사 여부	국내	120	0.280	0.216	-0.038	0.103
	해외	15	0.536	0.311	0.043	0.182
	차이		0.256	0.096	0.081	0.079
	t-통계량		0.99	0.54	0.72	0.28
독립계 운용사 여부	계열	29	0.225	0.195	-0.140	0.169
	독립	96	0.336	0.204	0.000	0.132
	차이		0.111	0.008	0.140	-0.037
	t-통계량		0.91	0.09	1.16	-0.21

주: 1) 보유기간 1년 미만의 투자 건을 대상으로 분석

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

3) 독립계 운용사는 해외 운용사를 포함

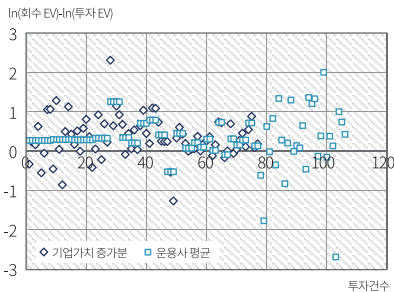
4) 경영권 투자 여부 기준에는 바이아웃과 소수지분 투자 외에 기업과 PE의 공동투자 4건이 포함되어 있음. 또한 회수방식 기준의 경우에도 M&A나 세컨더리가 아닌 기관투자자 블록딜 등을 통한 회수 2건이 포함됨

16 세컨더리가 M&A보다 양호한 결과가 나타난 이유는 PEF 운용사 간 거래가 이루어지는 세컨더리 거래의 속성 상 매각 전 기업가치의 개선이 이루어지지 않을 경우 세컨더리 거래 자체가 이루어지기 어렵기 때문으로 풀이된다.

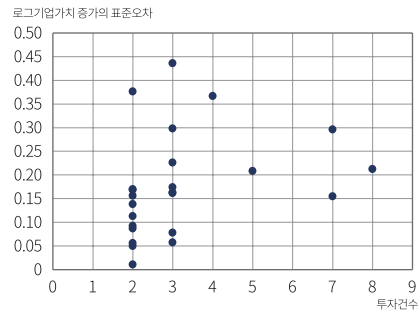
가, 이익률 개선을 통한 기업가치 제고가 좀 더 원활하게 이루어지고 있으며 가치평가배수도 민감하게 변하지 않아 주로 비상장기업에 투자하는 사모펀드의 의의를 잘 나타내주고 있다. 국내와 해외 PE 운용사를 비교하면 해외 운용사가 매출액 증가, 이익률 개선, 가치평가배수 측면 모두에서 국내보다 높은 수준을 기록하며 전체 기업가치 개선도가 국내 운용사 대비 높게 나타나고 있으나 통계적 유의성은 없었다. 마지막으로 독립계 운용사는 전체 기업가치 제고, 매출액 증가, 이익률 개선이 계열 운용사보다 높았으나 통계적 유의성은 없었다.

마지막으로 운용사 간 가치제고 역량의 비교를 위해 x축 기준으로 투자건수가 2건 이상인 운용사 중 가장 많은 운용사부터 개별 투자건의 (로그)기업가치 증가분을 순서대로 나타낸 것이 <그림 III-2>이다. 특징적인 것은 투자건수가 많은 소수 운용사의 경우 평균 기업가치 증가분은 유사한 수준으로 나타나 다수의 투자를 경험한 운용사의 가치제고 역량이 양(+)의 일정 수준으로 수렴하고 있는 것이다. 이는 투자건수 기준으로 분류한 운용사별 (로그)기업가치 증가분의 표준오차(standard error)를 통해서도 살펴볼 수 있다. 투자 경험이 축적되지 않은 운용사들의 경우 (로그)기업가치의 표준오차로 측정되는 가치제고 역량의 일관성(consistency)이 다양한 수준을 나타내고 있으나 투자경험(투자건수)이 축적되면서 가치제고 역량의 일관성이 다소 증가하는 경향이 나타난다(<그림 III-3>).

<그림 III-2> 운용사간 기업가치 증가 비교



<그림 III-3> 운용사 가치제고 비교



IV. 국내 PEF의 투자성과 분석

IV장에서는 2005~2023년간 이루어진 투자 중 회수가 이루어진 231건의 PEF 투자에 대하여 내부수익률과 주식시장 대비 성과지표(‘초과성과지표’)를 산출하여 그 특징을 살펴보고 운용사 특성변수와 투자 특성변수로 회귀분석한다.¹⁷

1. 분석방법 및 표본

먼저 월 기준 투자·회수시점, 투자·회수액, 투자·회수 지분율에 대한 자료를 바탕으로 내부수익률을 산출한다. 이 때 투자로부터 발생하는 보유기간 내 현금흐름을 반영하기 위하여 반기별 또는 분기별 재무제표 상의 배당과 유상감자를 투자시점의 지분율로 곱하여 현금흐름을 산출하였다. 또한 투자시점 취득 지분율과 회수시점 처분 지분율이 상이한 경우 이를 투자시점 취득 지분율로 비례하여 회수액을 조정하였다.¹⁸

$$\text{조정 회수액} = \text{회수액} \times \frac{\text{투자 시점 취득지분율}}{\text{회수 시점 처분지분율}} \quad \text{식(3)}$$

이러한 방식으로 산출한 월 기준 내부수익률은 식(4)를 만족하는 IRR_m 이며 최종적으로 이를 연율한 연간 내부수익률(IRR)을 산출하였다. 이 때 CF_0 은 음(-)으로 표현되는 투자액, CF_T 는 (+)의 조정 회수액, 기타 $CF_1 \sim CF_{T-1}$ 은 배당 또는 유상감자이다(식(4)).¹⁹

$$\sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+IRR_m)^t} = 0, \quad IRR = (1+IRR_m)^{12} - 1 \quad \text{식(4)}$$

17 동 자료는 언론에 공개된 거래 정보를 기반으로 구축된 자료로서 수익률이 좋은 투자만 언론에 공개되고 수익률이 나쁘거나 실패한 투자는 공개되지 않는 선택편의(selection bias) 가능성으로 인하여 전체 PEF 투자 수익률을 과대평가할 가능성을 배제하기 어렵다.

18 이러한 관점에서 본 보고서의 수익률 추정치는 회수 시점 회수 지분율이 투자 지분율보다 작은 63건의 투자에 대하여는 완전한 회수 수익률이라고 할 수 없으나 최소한 의미있는 부분 회수가 이루어졌다는 측면에서는 최종 회수 수익률의 기댓값이라고 할 수 있다.

19 최초 투자 이후 추가 투자가 이루어지며 지분율이 증가할 수 있으나 본 보고서는 이를 별도의 투자로 간주하여 분석하지 않는다.

한편 현금흐름의 발생 시기와 크기에 따라 결정되는 내부수익률은 출자자 관점에서 주식과 같은 타 자산군 수익률과의 직접적인 비교가 어려워 주식시장 수익률 대비 PEF의 초과성과를 직접적으로 산출하기 어렵다. 이러한 문제를 해결하기 위해 PEF 투자에 수반되는 현금흐름을 출자자가 주식시장 수익률로 운용하는 경우를 가정한 성과평가 개념으로 PME(Public Market Equivalent)가 일반적으로 사용되고 있다.²⁰ 본 보고서에서는 가장 많이 사용되고 있는 LN-PME와 KS-PME를 사용하여 초과성과지표를 산출한다. 이하에서는 표기 상 편의성을 위하여 LN-PME와 KS-PME를 각각 PME^{LN} , PME^{KS} 로 표기한다.

먼저 I_t 를 t 시점의 주가지수라고 하자.²¹ PME^{LN} 은 1996년 Long & Nickels(1996)가 제안한 방식으로 다음 식(5)을 만족하는 내부수익률이다. 즉 PME^{LN} 은 PEF의 초기 투자액을 주식시장 지수에 투자하고 배당과 유상감자 등 현금유입이 발생할 때 주식시장 지수에 투자된 금액에서 차감하는 방식으로 회수 시점까지 운용했을 때의 내부수익률이다. 따라서 PEF 투자의 내부수익률이 PME^{LN} 보다 클 경우 PEF 투자는 초과수익률을 창출한다고 할 수 있으며 이에 따라 주식시장 대비 초과수익률(Ex-IRR)을 식(6)과 같이 정의한다.

$$\sum_{t=0}^{T-1} \frac{CF_t}{(1+IRR_m^{LN})^t} + \frac{\sum_{t=0}^T (-CF_t \times \frac{I_T}{I_t})}{(1+IRR_m^{LN})^T} = 0, \quad PME^{LN} = (1+IRR_m^{LN})^{12} - 1 \quad \text{식(5)}$$

$$\text{초과수익률}(Ex-IRR) = IRR - PME^{LN} \quad \text{식(6)}$$

한편 PME^{KS} 는 Kaplan & Schoar(2005)가 2005년 제안한 방식으로 배당 등 투자로부터의 현금흐름 유입액과 투자 등 현금흐름 유출액을 회수 시점까지 주식시장 수익률로 운용한 평가액의 비율이다. 따라서 PME^{KS} 가 1보다 크면 PEF 투자가 주식시장 대비 초과수익률을 창출하였다고 할 수 있다.

$$PME^{KS} = \frac{\sum_{t=0}^T CF_t^+ \times \frac{I_T}{I_t}}{\sum_{t=0}^T CF_t^- \times \frac{I_T}{I_t}}, \quad CF_t^+ = \max(CF_t, 0) \quad CF_t^- = -\min(CF_t, 0) \quad \text{식(7)}$$

20 PME는 통상 PEF, 즉 펀드 단위 수익률 성과평가에 활용되는 지표이나 투자(현금지출)와 배당 및 유상감자(현금유입) 등이 존재하는 개별 투자 건의 분석에도 활용될 수 있다.

21 본 보고서에는 주가지수로 KOSPI 주가지수를 사용한다.

2. PEF 내부수익률 및 초과성과지표의 특징

<표 IV-1>은 1절의 방법론을 바탕으로 산출한 내부수익률(IRR)과 초과성과지표(초과수익률 및 PME^{KS})이며 초과수익률과 PME^{KS} 의 분포를 나타내면 각각 <그림 IV-1>와 <그림 IV-2>과 같다. 231개 투자 건으로 구성된 전체 표본에 대한 IRR 평균은 27.8%, PME^{LN} 의 평균은 4.9%로서 국내 PEF 투자는 연간 22.9%의 초과수익률을 창출하고 있음을 의미한다. 한편 PME^{KS} 는 1.82로서 이는 국내 PEF 투자가 주식시장 벤치마크 대비 보유 기간 동안 82% 높은 수익을 창출하는 것으로 풀이된다. 이러한 결과는 보유기간 1년 이상의 표본으로 분석을 한정하더라도 큰 변화가 없다.²² 이러한 결과는 투자가 성공적일 경우 보유기간이 짧은 경향과 회수 수익률이 우수한 투자의 경우 언론에 공개될 가능성이 높은 선택편의(selection bias)를 고려하더라도 적어도 회수가 이루어진 국내 PEF 투자에 대해서는 성과가 우수함을 의미한다.

이러한 성과를 해외와 비교하기 위해 IRR과 PME^{KS} 의 중간값을 살펴볼 필요가 있다. PE 개별 투자의 성과를 분석한 Lopez-de-Silanes et al.(2015)은 1971~2005년간 전 세계 81개국 254개 PE 운용사의 11,233개 투자 건에 대한 IRR과 PME^{KS} 의 중간값이 각각 16%, 1.15임을 보고하고 있다. 이를 감안하면 국내 PEF의 IRR과 PME^{KS} 의 중간값인 15.3%, 1.35는 절대 수치로는 유사한 수준 또는 우수한 성과라고 볼 수 있으나, Lopez-de-Silanes et al.(2015)은 특정 운용사의 개별 투

<표 IV-1> 투자성과 분석

	전체 표본				보유기간 1년 이상 표본			
	IRR (A)	PME^{LN} (B)	초과수익률 (A-B)	PME^{KS}	IRR (A)	PME^{LN} (B)	초과수익률 (A-B)	PME^{KS}
평균	27.8%***	4.9%***	22.9%***	1.82***	25.4%***	4.7%***	20.7%***	1.84***
t-값	6.56	8.13	5.43	6.93	7.19	7.32	5.85	6.48
중간값	15.3%	3.4%	9.9%	1.35	14.4%	3.4%	10.1%	1.37
표준편차	64.3%	9.2%	64.0%	1.79	50.9%	9.3%	50.9%	1.86
최대값	665.0%	57.9%	651.0%	16.42	427.7%	57.9%	420.5%	16.42
최소값	-62.2%	-26.8%	-93.8%	0.03	-62.2%	-26.8%	-93.8%	0.03
표본 수	231	231	231	231	207	207	207	207

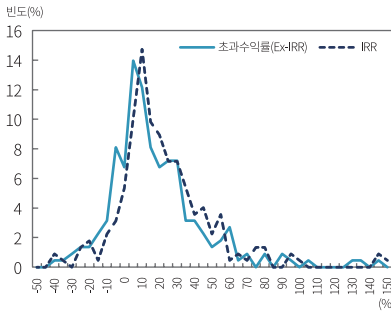
주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

2) 전체 표본과 보유기간 1년 이상 표본의 평균 보유기간은 각각 4.0, 4.4년임

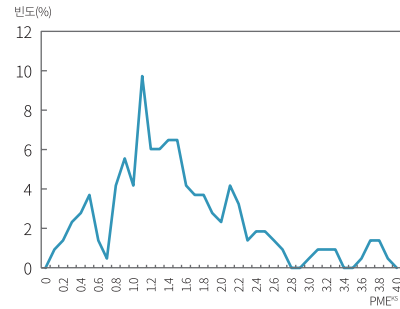
22 PEF 투자는 일반적으로 보유기간이 짧을수록 투자 수익률이 높은 경향이 있는데 이는 성공적인 투자의 경우 펀드 내부수익률 제고를 위해 조기 회수하기 때문이다.

자 전체에 대한 결과인 반면 본 보고서에서 분석된 표본은 언론에 공개된 자료라는 측면에서 선택편의에서 자유롭지 못하므로 해외 분석결과와의 정확한 비교는 어렵다. 다만 공개된 투자 건에 대하여는 국내 PEF가 기회비용이라고 할 수 있는 주식시장 수익률보다 평균적으로 높은 수익률을 기록한 것은 분명하다.

<그림 IV-1> IRR 및 초과수익률

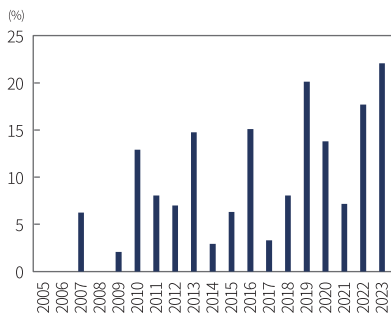


<그림 IV-2> PME^{KS}

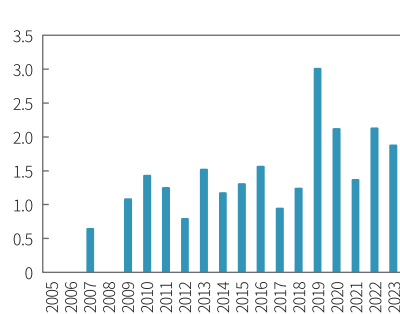


국내 PEF의 투자 역량이 제도 도입 이후 개선되어 왔는지는 분석하기 위해 연도별로 초과수익률과 PME^{KS}를 살펴보면 초과수익률과 PME^{KS} 모두 시간이 경과함에 따라 대체적으로 증가하는 추세를 나타내고 있음을 알 수 있다(<그림 IV-3> 및 <그림 IV-4>). 시간이 경과할수록 투자 건수가 증가하는 표본을 최대한 균등하게 배분하기 위해 2005~2018년(1기)과 2019~2023년(2기)으로 나누어 초과수익률과 PME^{KS}를 살펴보면 1기와 2기의 평균 초과수익률은 각각 9.9%, 15.3%로서 2기가 1기보다 5.4%p 컸으나 통계적 유의성은 없었다. 반면 PME^{KS}의 경우 1기와 2기의 평균은 각각 1.46, 2.10으로서 차이 0.64는 1% 수준에서 유의하다(<표 IV-2>).

<그림 IV-3> 연도별 평균 초과수익률



<그림 IV-4> 연도별 평균 PME^{KS}



한편 <표 IV-2>는 바이아웃과 소수지분 투자, 단독 및 공동투자 여부, 회수방식 및 상장 여부, 국내 운용사 여부 및 독립계 운용사 여부 관점에서도 투자수익률을 비교하고 있다. 먼저 바이아웃과 소수지분 투자로 구분하여 살펴보면 바이아웃과 소수지분 투자의 평균 초과수익률은 각각 14.0%, 9.2%로서 바이아웃이 소수지분 투자보다 4.7%p 크며 PME^{LN}는 바이아웃과 소수지분 투자의 평균은 각각 1.83, 1.73으로서 바이아웃이 소수지분 투자보다 0.10 컸으나 두 경우 모두 통

<표 IV-2> 투자 유형별 초과성과지표 분석

구분		표본수	내부수익률	PME ^{LN}	초과수익률	PME ^{KS}
시기별	2005~2018년	97	13.2%	3.3%	9.9%	1.46
	2019~2023년	110	20.2%	4.9%	15.3%	2.10
	차이		7.0%p**	1.6%p*	5.4%p	0.64***
	t-통계량		2.05	1.79	1.51	2.64
경영권 투자	바이아웃	152	18.5%	14.0%	14.0%	1.83
	소수지분	49	12.3%	9.2%	9.2%	1.73
	차이		-6.3%p	-4.7%p	-4.7%p	-0.10
	t-통계량		-1.58	-1.15	-1.15	-0.30
단독 투자 여부	단독투자	166	16.9%	12.6%	12.6%	1.80
	공동투자	41	16.7%	13.4%	13.4%	1.77
	차이		-0.2%p	0.9%p	0.9%p	-0.03
	t-통계량		-0.03	0.15	0.15	-0.09
회수 방식	M&A	150	15.0%	10.9%	10.9%	1.60
	세컨더리	54	21.3%	17.3%	17.3%	2.33
	차이		6.3%p	6.4%p	6.4%p	0.73**
	t-통계량		1.56	1.50	1.50	2.31
상장 여부	상장	41	13.8%	11.3%	11.3%	1.47
	비상장	166	17.7%	13.1%	13.1%	1.88
	차이		3.9%p	1.8%p	1.8%p	0.40**
	t-통계량		1.04	0.45	0.45	2.00
국내 운용사 여부	국내	184	16.8%	3.9%	12.8%	1.63
	해외	23	17.7%	5.8%	12.0%	3.09
	차이		0.9%p	1.8%p	-0.9%p	1.46*
	t-통계량		0.14	1.00	-0.12	1.70
독립계 운용사 여부	계열	53	9.9%	3.4%	6.5%	1.44
	독립	141	20.9%	4.4%	16.5%	2.00
	차이		11.0%p***	1.0%p	10.0%p***	0.56**
	t-통계량		2.95	1.31	2.64	2.13

주: 1) 보유기간 1년 미만의 투자 건을 대상으로 분석

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

3) 독립계 운용사는 해외 운용사를 포함

계적 유의성을 확보하지 못하였다. 단독 또는 공동투자 여부 기준으로는 초과수익률과 PME는 모두 차이가 크지 않았고 통계적 유의성도 없었다. 회수방식 관련하여는 세컨더리가 M&A 방식 회수보다 초과수익률이 6.4%p 높았으나 통계적 유의성이 없는 반면 PME^{KS}는 세컨더리가 M&A 방식 회수보다 0.73 높았으며 이는 5% 수준에서 유의하였다. 비상장기업 투자가 상장기업 투자보다 초과수익률은 1.8%p 높았으나 통계적 유의성은 없었던 반면 PME^{KS}는 비상장기업 투자가 상장기업 투자보다 0.40 높았는데 이는 5% 수준에서 유의하였다. 해외 운용사는 국내 운용사와 비교하여 초과수익률은 큰 차이가 없었으나 PME^{KS}는 3.09로 국내 1.63보다 1.46 컸으며 이는 10% 수준에서 유의하였다. 마지막으로 독립계 운용사는 계열 운용사보다 IRR, 초과수익률 및 PME^{KS} 모두에서 계열 운용사보다 높은 수준인 것으로 분석되었으며 그 차이는 모두 1% 또는 5% 수준에서 유의하였다.

3. 투자수익률 회귀분석: 운용사 특성 관점

초과수익률과 PME^{KS}는 주식시장 수익률 대비 투자성과를 측정하므로 PEF 운용사 고유의 투자 역량이 반영되어 있는데 PE 투자성과는 운용사 고유의 역량(skill)이 중요한 역할을 하는 것으로 알려져 있다(Kaplan & Schoar, 2005; Korteweg & Sorensen, 2017). 따라서 투자성과에 영향을 미치는 운용사별 특징을 알아보기 위해 초과수익률과 PME^{KS}를 종속변수로, 운용사 특성 및 개별 투자의 특성을 독립변수로 하는 회귀분석을 수행한다. 구체적으로 231건의 투자 건에 대하여 해외 운용사에 의한 투자를 제외하고 설명변수가 존재하는 총 228건에 대하여 회귀분석을 수행한다.²³ 운용사 특성 변수로 독립계 더미변수, 업력, 운용규모를, 개별 투자 특성 변수로 투자규모와 보유기간을 설정한다. 독립계 더미변수는 금융기관이나 금융그룹, 대기업 또는 중견기업 계열사에 속하지 않는 운용사이면 1, 기타의 경우를 0으로 하는 더미변수이다. 업력은 첫 PEF 등록일에서 투자시점까지의 기간이다. 운용규모는 투자시점 전까지의 누적 PEF 결성규모로 정의한다. 투자규모는 인수대금 전체이며 보유기간은 투자시점부터 회수시점까지의 기간이다. 이상의 논의를 바탕으로 회귀분석 식을 설정하면 다음 식(8)과 같으며 <표 IV-3>과 <표 IV-4>는 각각 초과수익률과 PME^{KS}의 회귀분석 결과를 나타낸 표이다.

$$\text{초과수익률}_{jt} \text{ 또는 } PME_{jt}^{KS} = \beta_0 + \beta_1 \text{운용사 유형더미} + \beta_2 \text{운용사 업력}_{jt} + \beta_3 \text{운용사 운용규모}_{jt} + \beta_4 \text{투자규모}_{jt} + \beta_5 \text{보유기간}_{jt} + \beta_6 \text{섹터더미}_j + \beta_7 \text{연도더미}_t + \epsilon_{jt} \quad \text{식(8)}$$

23 공동운용 또는 공동투자의 경우에는 동일 투자 건을 각각의 운용사에 대하여 표본으로 설정하였다.

먼저 <표 IV-3>에서 초과수익률을 살펴보면 회귀분석 (1)~(3)에서 독립계 운용사의 초과수익률이 5% 수준에서 유의하게 비독립계보다 높고(모형 1), 운용사 업력이 짧을수록 10% 수준에서 초과수익률이 높았으나(모형 2)²⁴ 운용규모는 유의하지 않았다(모형 3). 운용사 유형, 업력 및 운용 규모를 모두 포함한 회귀분석에서 운용사 유형만 5% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 나타났다(모형 4). 투자 특성 변수인 투자규모와 보유기간을 포함한 회귀분석에서는 운용사 유형도 유의성을 잃어버렸으나(모형 5), 여기에 섹터더미와 연도더미를 포함할 경우 운용사 유형은 10% 수준의 유의성을 가진 양(+)의 계수로 나타났다(모형 6).

한편 <표 IV-4>에서 PME^{KS}가 종속변수인 경우를 살펴보면 초과수익률의 경우와 유사한 결과가 나타난 가운데 모형 2에서는 <표 IV-3>의 모형 2에서와 달리 운용사 업력 계수의 통계적 유의성이 사라졌으며 반대로 <표 IV-3>의 모형 5와 달리 운용사 유형더미의 계수가 10% 수준의 통계적 유의성이 나타났다. 이러한 결과는 초과수익률과 PME^{KS}가 모두 주식시장 대비 초과성과를 측정하는 지표로서 유사한 특성을 가지고 있음을 시사한다. 또한 <표 IV-3>에서와 같이 다른 운용사 특성으로 설명하기 어려운 운용사 유형이 가장 강한 설명력을 갖는 것을 확인할 수 있다.

<표 IV-3> 회귀분석 결과: 초과수익률

종속변수	초과수익률(Ex-IRR)					
독립변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
운용사 유형	0.163**			0.175**	0.102	0.136*
	2.23			2.12	1.40	1.67
운용사 업력		-0.000*		-0.000		
		-1.69		-1.33		
운용사 운용규모			-0.000	0.000		
			-0.82	0.06		
투자규모					-0.054*	-0.051*
					-1.85	-1.67
보유기간(년)					-0.044***	-0.048***
					-3.07	-2.92
산업더미	N	N	N	N	N	Y
연도더미	N	N	N	N	N	Y
표본수	228	228	194	194	228	228
Adj-R ²	0.017	0.008	-0.002	0.018	0.070	0.055

주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

2) 표본은 국내 운용사 표본만을 대상으로 함

24 우수한 투자성과를 나타낸 운용사 전문인력이 독립하여 신설 운용사를 설립하고 유사한 투자성고가 지속될 경우에 관찰될 수 있는 현상으로 풀이된다.

<표 IV-4> 회귀분석 결과: PME^{KS}

종속변수	PME ^{KS}					
독립변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
운용사 유형	0.394**			0.365**	0.301*	0.296*
	2.41			2.08	1.83	1.67
운용사 업력		-0.000		-0.000		
		-0.49		-0.23		
운용사 운용규모			-0.000	-0.000		
			-0.21	-0.03		
투자규모					-0.158**	-0.143*
					-2.38	-1.94
보유기간(년)					-0.054*	-0.047
					-1.66	-1.31
산업더미	N	N	N	N	N	Y
연도더미	N	N	N	N	N	Y
표본수	228	228	194	194	228	228
Adj-R ²	0.021	-0.003	-0.005	0.007	0.053	0.055

주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

2) 표본은 국내 운용사 표본만을 대상으로 함

V. 결론 및 시사점

본 보고서는 국내 PEF 20년 간의 성과를 시장구조의 변화, 가치제고 활동 그리고 투자성과 측면에서 평가해 보았다. 국내 PEF는 거시경제와 금융시장 상황에 영향을 받으며 2023년말 약정액 136.4조원 규모의 대형 시장으로 성장하였다. 그 과정에서 운용사 트랙레코드가 축적되며 자금 모집 규모 측면에서 선도 운용사와 기타 운용사 간 분화가 일어나는 가운데 독립계 운용사를 중심으로 운용사 수가 급증하고 시장집중도가 추세적으로 하락하는 모습이 나타났다. 한편 특정 섹터에 집중 투자하는 운용사들도 나타나는 등 운용사 투자전략이 다양화되었다.

기업가치 제고가 PEF 수익 창출의 동인인 바, 기업가치 증가의 원천을 분석한 결과 PEF가 투자한 후 증가한 기업가치의 73.3%는 매출액 증가에서, 36.2%는 가치평가배수의 증가에서 나온 것으로 분석되며 이익률은 오히려 감소하여 기업가치를 9.5% 감소시켰다. 기업가치 증가분에서

매출액이 차지하는 비중이 해외에 비해 높은 가운데 해외 운용사는 매출액, 이익률, 가치평가배수 모두 양(+)의 비중으로 기업가치 제고에 기여하고 있다. 시기별로 보면 국내 운용사의 가치제고 역량은 시간에 따라 증가하고 있으며 특히 바이아웃의 가치제고가 두드러진다. 세컨더리 회수 시, 비상장기업 투자 시, 해외 운용사 및 독립계 운용사 투자 시 기업가치 증가가 큰 것으로 분석되었으나 제한된 표본 수로 인해 통계적 유의성은 없었다. 한편 운용사들은 투자경험이 축적되면서 가치제고의 일관성이 다소 증가하는 경향이 관찰되었다.

국내 PEF 투자의 내부수익률과 이를 기초로 한 초과수익률 그리고 PME^{KS}를 추정한 결과 국내 PEF는 주식시장 대비하여 높은 수익률을 기록한 것으로 분석되나 표본의 선택편의를 감안하면 해외 PE보다 낮을 가능성을 배제하기 어렵다. 다만 초과수익률과 PME^{KS}는 시간의 경과와 함께 증가하는 추세를 나타내고 있어 투자역량은 지속적으로 개선되어 온 것으로 분석된다. 가치제고 분석에서와 유사하게 PME^{KS}는 세컨더리를 통한 회수, 비상장기업 투자, 해외 운용사 및 독립계 운용사의 경우가 M&A를 통한 회수, 상장기업 투자, 국내 운용사 및 비독립계 운용사의 경우보다 통계적으로 유의한 수준에서 높았다. 마지막으로 초과수익률 또는 PME^{KS}를 운용사 특성변수로 회귀분석한 결과 운용사 유형, 즉 독립계 운용사 여부의 설명력이 가장 두드러지게 나타났다.

본 보고서의 분석은 국내 PEF 시장의 향후 과제에 대하여 다음과 같은 시사점을 제공한다. 첫째, PEF가 자본시장과 기업에 대하여 갖는 본질적 의의는 기업의 경영개선을 통한 가치의 창출이므로 시장 성숙기에 돌입한 국내 PEF의 입장에서 지속적으로 가치제고 역량을 배양해 나가야 한다. 본 보고서의 실증분석 결과는 국내 PEF가 해외 PE와 비교하여 피투자기업의 성장성에 크게 의존하는 반면 수익성 개선은 잘 이루어지고 있지 않음을 보여주고 있다. 이와 관련하여 국내 PE 시장에 투자하는 해외 운용사는 국내 운용사보다 보다 적극적으로 가치제고 활동을 하고 있는 것으로 분석된다. 가치평가배수가 성장성과 양(+)의 상관관계가 있음을 감안하면 국내 PEF의 성장성 의존도는 다소 높은 수준으로 판단된다. PEF 투자의 진정한 역량은 고성장 기업의 발굴을 통한 투자수익 창출 뿐만 아니라 수익성 개선에도 있는 만큼 성장성과 수익성의 균형을 통해 건전한 가치창출이 이루어질 필요가 있다.

둘째, 국내 PEF의 투자 수익률은 절대적 기준으로는 양호한 수준으로 평가되며 초과수익률이나 PME^{KS}와 같은 초과성과지표를 살펴봐도 해외와 비교 가능한 수준으로 분석된다. 또한 운용경험이 축적되면서 성과지표도 개선되고 있어 투자역량에 있어서는 긍정적인 평가도 가능할 것으로 판단된다. 다만 언론에 공개된 투자 및 회수 정보에 기초하여 분석이 이루어진 만큼 국내 PEF의 투자역량을 온전히 객관적으로 평가하기 위해서는 미공개 투자 건의 성과를 포함한

분석이 필요하다.

셋째, 자산군으로서 PE의 투자성과와 이에 따른 PE의 의미는 최종적으로 운용보수와 비용을 차감한 출자자 수익률에 달려있다. 따라서 개별 투자의 성과분석 뿐만 아니라 펀드 단위의 종합적인 성과분석이 이루어져야 한다. 이는 개별 투자 분석에 따르는 선택편의 문제를 최소화할 수 있는 방법이다. 해외 PE의 경우 펀드 단위 분석이 개별 투자분석보다 보편적이며 이에 따라 관련 연구도 펀드 단위 중심으로 이루어져 왔다. 국내 PE에 대한 종합적이고 객관적인 평가는 바로 이러한 펀드 단위 자료의 공개와 집적을 전제로 한다. 향후 국내 PEF 시장의 발전을 위하여 엄밀한 실증분석이 가능하도록 시장참여자의 자발적 협력을 기초로 한 분석자료의 축적이 필요하다.

참고문헌

금융감독원, 2021. 7. 22, 2020년 PEF(Private Equity Fund) 동향 및 시사점, 보도자료.

금융감독원, 2022. 5. 24, 2021년 기관전용 사모펀드 동향 및 시사점, 보도자료.

금융감독원, 2023. 6. 28, 2022년 기관전용 사모펀드 동향 및 시사점, 보도자료.

금융감독원, 2024. 6. 25, 2023년 기관전용 사모펀드 동향 및 시사점, 보도자료.

금융위원회, 2013. 12. 4, 사모펀드제도 개편방안, 보도자료.

금융위원회, 2020. 4. 27, 「사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안」 발표, 보도자료.

박용린, 2020, 『국내 PEF의 평가와 향후 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-29.

Acharya, V., Gottschalg, O.F., Hahn, M., Kehoe, C., 2013, Corporate governance and value creation: evidence from private equity, *The Review of Economic Studies* 26(2), 368-402.

Bain & Company, 2022, Global Private Equity Report 2022.

Bernstein S., Lerner, J., Sorensen, M., Stromberg, P., 2016, Private equity and industry performance, *Management Science* 63(4), 1198-1213.

Boucly, Q., Sraer, D., Thesmar, D., 2011, Growth LBOs, *Journal of Financial Economics* 102, 432-453.

Davis, S., Haltiwanger, J., Jarmin, Ron., Lerner, J., Miranda, J., 2008, Private Equity and Employment, The Global Impact of Private Equity Report (2008), World Economic Forum.

Harris, R.S., Jenkinson, T., Kaplan, S.N., 2014, Private equity performance: what do we know? *The Journal of Finance* 69(5), 1851-1882.

Kaplan, S.N., 1989, The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics* 24(2), 217-254.

Kaplan, S.N., Schoar, A., 2005, Private equity performance: returns, persistence, and capital flows, *The Journal of Finance* 60(4), 1791-1823.

- Kaplan, S.N., Sensoy, B.A., 2015, Private equity performance: a survey, *Annual Review of Financial Economics* 7, 597-614.
- Korteweg, A., Sorensen, M., 2017, Skill and luck in private equity, *Journal of Financial Economics* 124(3), 535-562.
- Koo, J., 2016, Private equity as an alternative corporate restructuring scheme: does private equity increase the operating performance of PE-backed firms? *KDI Journal of Economic Policy* 38 (2), 21–44.
- Lietz, N.G., Chvanov, P., 2024, Does the Case for Private Equity Still Hold? Harvard Business School working paper 24-066.
- Long, A.M., Nickels, C.J., 1996, A Private Investment Benchmark, working paper.
- Lopez-de-Silanes, F., Phalippou, L., Gottschalg, O.F., 2015, Giants at the gate: investment returns and diseconomies of scale in private equity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50(3), 377-411.
- Phalippou, L., 2014, Performance of buyout funds revisited? *Review of Finance* 18(1), 189-218.
- Phalippou, L., Gottschalg, O.F., 2009, The performance of private equity funds, *The Review of Financial Studies* 22(4), 1747-1776.