

국내 사모펀드(PEF)의 전략적 특성이 기업성장에 미치는 영향에 관한 연구

김철중* · 이재석** · 이상명***

국문요약(Korean Abstract): 최근 국내에서도 사모펀드가 기업성장에 중요한 역할을 하고 있다는 주장이 나오면서도 실질적으로 검증할 수 있는 자료가 미비한 상황이다. 우리나라 사모펀드는 도입 10년 이제 막 투자회수가 본격화 되면서 성장기에 진입했다. 정부도 M&A 시장을 활성화시키기 위한 일념으로 사모펀드 활성화를 위한 규제완화를 제시하고 있는 가운데 앞으로 사모펀드 시장의 경쟁 심화를 통한 질적 성장이 기대되는 시점이다. 그러나 실질적으로 국내 사모펀드가 기업성장에 영향을 끼치는지 사모펀드의 어떠한 특성 및 전략이 영향을 끼칠 수 있는지에 대해 실질적인 데이터를 통한 분석은 미비한 상황이다. 이에 본 논문은 재무적 투자자로서 사모펀드가 기업의 성장에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자, 사모펀드의 운용심사역을 대상으로 80개의 설문조사를 실시하여, 사모펀드의 투자기업에 대한 진입전략 및 운영전략과 투자기업의 성과에 대해 파악하였다. 사모펀드의 진입전략은 투자할 시의 인수전략인 단독으로 투자하는지 다른 투자자(FI 또는 SI)와 공동으로 투자하는지에 따라 기업성장에 차이가 있을 것이라는 가설을 세웠고, 경영권 확보를 하는지 안하는지 여부에 따라서도 투자기업의 성과에 차이가 있을 것이라는 가설을 세웠다. 두 가지 가설에 대해서는 평균 차이검증을 통해 분석하였으며, 그 결과 경영권 확보여부에 따라 재무적 및 비재무적 성과는 차이가 있는 것으로 나타났고, 인수전략에 따라서는 재무적 성과만 차이가 있는 것으로 나타났다. 또한 운영전략을 사모펀드 운영기관인 GP에 따라 공격형, 방어형, 분석형으로 구분하여 측정하였는데 요인분석 결과 방어형과 분석형이 복합적으로 나타나는 것을 발견하여, 공격형과 분석적 방어형을 독립변수로 하고 기업 성과를 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. 그 결과 공격형 운영전략은 재무적 및 비재무적 성과 모두 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 논문의 결과는 사모펀드의 운용실태를 알아보고 사모펀드의 투자가 기업성과 향상에 도움이 되는지를 알아보기 위한 실증연구 조사로도 중요한 의미를 가지며, 특히 향후 사모펀드와 기업성과의 관계에 관한 연구 분야뿐 아니라 나아가서는 사모펀드가 기업성장에 좋은 파트너가 될 수 있는지에 대한 연구에도 시사점을 제공한다.

[주제어] 사모펀드, PEF, 투자전략, 재무적 투자자, M&A, 기업성과

* 한양대학교 박사과정(cjkim@sunp.co.kr, 제1저자)

** 한양대학교 경영학박사(jackielee@hanyang.ac.kr, 공동저자)

*** 한양대학교 경영대학 부교수(sanglee@hanyang.ac.kr, 교신저자)

The Effects of Strategy of Private Equity Fund (PEF) on Performance

Chester Kim* · Jae-Seok Lee** · Sang-Myung Lee***

Abstract: Recently, there is a general consensus in Korea that Private Equity Fund plays a considerably important role on corporate performance. However, there is currently inadequate data to support the argument. After 10 years since its introduction, the PEF in Korea has now entered the growth phase, starting the investment exit. While the Korean government is relaxing regulations in order to vitalize the M&A market, qualitative growth in the PEF market is expected through intensifying competition. However, there is currently inadequate evaluation through substantive data analysis about whether domestic PEF has effects on corporate performance, and if so, what type of characteristics and strategy of PEF can have effects on corporate performance. Therefore, this study has conducted a survey on 71 fund managers and was able to verify that takeover strategy and ownership in entry strategy and aggressive strategy in operations strategy have a correlation with the corporate performance. The result of this study has significance as an empirical analysis to investigate the operation state of PEF which provides implication to the study on the correlation between PEF and corporate performance in the future.

[Keywords] PEF, Private Equity Fund, Investment Strategy, FI, Financial Investor, M&A, Corporate Performance

* Ph.D. Candidate, Hanyang University (cjkim@sunp.co.kr, First Author)

** Ph.D. Hanyang University (jackielee@hanyang.ac.kr, Co-Author)

*** Associate Professor, Hanyang University (sanglee@hanyang.ac.kr, Corresponding Author)

I. 서론

국내 사모펀드(Private Equity Fund) 시장은 2004년 사모펀드 제도가 도입된 이래로 비약적으로 성장하여, 출자 약정액이 2004년 4,000억 원에서 2014년 52조 원으로 130배 이상 성장하였다. 이러한 규모의 성장과 함께 기업경영 및 자본시장에서의 영향력도 확장되어, 재무적 투자자(Strategic Investor)로서 우리나라 기업성장에 중요한 역할을 하고 있다. 특히, 최근 2~3년간 웅진코웨이, 네파, ADT캡스 등 굵직굵직한 인수합병 매물들을 사모펀드가 인수하면서 국내 금융시장에서 사모펀드의 위상은 점점 높아지고 있다. 국내 금융시장의 선진화와 세계화, 외국계 사모펀드의 국내 진출, 대내외 기업환경의 변화 등은 사모펀드가 경영 참여형 투자자로서 부실기업의 구조조정뿐 아니라 기업 성장의 동반자로서도 중요한 역할을 수행하도록 하고 있다.

우리나라의 사모펀드는 도입된 지 10년으로 이제 막 투자회수가 본격화 되는 성장기에 진입하였다. 그러나 다른 선진 국가들과 비교했을 때 아직 한참 뒤쳐져 있는 것이 사실이다. 자본시장연구원(윤지아, 2014)에서 발표한 세계 각국의 2013년 PE 침투율(GDP 대비 PE 투자액 비중)을 보면 이스라엘 1.62%, 미국 1.02%, 영국 0.89%로 선진국에서는 사모펀드가 자국 금융시장의 한 축이 되어 기업의 재무적 파트너로서 국가 경제에 활발히 기여하고 있는데 반해 우리나라는 0.28%로 선진국에 비해서는 현저하게 낮은 수준이다. 하지만 우리나라 사모펀드의 짧은 역사와 IMF를 겪으면서 생긴 거부감 등으로 사모펀드가 성장할 수 있는 여건이 그리 좋지 못했던 것을 고려하면 앞으로

로 더욱 성장할 수 있는 여지는 충분하다고 할 수 있다. 2015년 4월 Bain & Company (2015)는 국내 사모펀드 투자 규모가 사상 처음으로 약 10조 원을 돌파했다고 발표하였다. 이러한 국내 사모펀드의 성장에도 불구하고 사모펀드에 대한 국내 연구는 부족한 실정이다.

해외에서는 사모펀드와 기업성장의 연관성에 관한 연구가 많이 시행되어 사모펀드가 기업성과와 운영성과를 개선하고, 영업이익을 향상시켰으며, 투자 후 급격한 성장을 이루었다는 많은 연구들이 있다(Bergström, Grubb, and Jonsson, 2007; Boucly, Sraer, and Thesmar, 2009; Cressy, Munari, and Malipiero, 2011). 하지만 국내에서는 사모펀드에 관한 연구는 물론, 사모펀드와 기업성과의 관계에 관한 연구는 매우 부족한 실정이다.

이러한 배경에서 본 연구는 아직까지 국내에서는 부족한 사모펀드의 투자유형과 전략을 파악하고 투자기업의 성과와의 연관성을 분석하기 위해, 사모펀드의 운용사인 무한책임사원(GP; General Partner)의 운용심사역들에 대한 설문을 통해 사모펀드에 대한 실증 분석을 실시하였다.

이를 통해서 국내 사모펀드의 특성을 파악하고, 사모펀드의 운영전략이 기업성과에 미치는 영향에 대해서 연구하고자 한다.

본 논문은 해외 연구들이 사모펀드 중에서 차입인수 형태의 투자를 주 타깃으로 조사한 것에 비해 전체 사모펀드를 대상으로 조사했다는 데 의의가 있으며, 투자기업의 성과를 주로 정량적인 방법으로 수행한 연구들과 달리 실질적으로 기업을 운영 및 관리하는 의사결정권자의 입장에서 판단했다는 것에 다른 해외 연구들과의 차별점을 제시할 수 있다.

II. 이론적 배경

2.1 사모펀드의 개념 및 특징

기업의 자금조달 방법에는 투자와 융자가 있다. 투자에서 특히, 금융투자는 금융투자자들에게 회사의 지분을 부여하고 투자를 유치하는 방법으로 크게 전략적 투자자(Strategic Investor; SI)와 재무적 투자자(Financial Investor; FI)로 구분된다. 전략적 투자자는 장기적인 계획을 갖고 산업체의 생산과정에 참여하는 생산자본으로 이들의 1차 목표는 금융수익이 아닌 생산수익, 즉 잉여가치 창출에 있다. 한편, 재무적 투자자는 투자형태에 따라서 기업의 경영에 적극적으로 참여하는지 여부에 따라 구분된다. 이 중 사모펀드는 장기적인 투자를 통해 기업가치 상승을 통한 수익을 창출하는 것으로 재무적 투자자로 분류할 수 있다.

사모펀드는 소수의 투자자들로부터 사모 방식으로 자금을 비공개적으로 모집하고, 공개시장이 아닌 곳에서 투자대상을 물색하여 협상의 과정을 거쳐 투자하여 장외매각, 주식공개(IPO)를 통해 투자한 자금을 회수하는 펀드라고 정의할 수 있다(법령제정실무작업반, 2006). 적극적 투자자로서 사모펀드는 재무적 투자자 가운데 매우 공격적이며 헤지펀드와 달리 전략적 투자자의 기업 경영에 가장 직접적인 영향력을 행사하는 투자자이다(김동규·심영섭, 2011). 물론 관리하는 포트폴리오 형태에 따라 기업 경영에 크게 간섭하지 않고 경영진의 의사결정을 따르는 경우도 있지만, 적극적인 경영 참여로 새로운 형태의 ‘주주와 대리인’ 관계를 만들기도 한다(Jensen, 1986). Grossman and Hart(1980)에 따르면 대리인

문제를 해결하는 메커니즘으로서 대주주의 모니터링 역할을 제시하며, 대주주는 소액주주와 달리 적극적으로 경영자를 감시할 유인을 가지고 있고, 경영자의 의사결정에 대한 견제를 함으로써 기업가치를 향상시킬 수 있다고 하였다. 박경서·이은정(2006)도 기업의 경영의사결정이 합리적으로 이루어지기 위해서는 의사결정자인 경영자가 특정인의 이익이나 사적 혜택을 추구하지 못하도록 경영과정을 감시하는 지배구조 개선 장치가 필요하며 외국인 대주주의 존재가 장기적으로 지배구조의 개선을 유도함을 밝혔다.

실제로 사모펀드의 대다수는 주로 비상장기업에 장기적으로 투자하여 해당 기업의 재무적 투명성 및 경영 효율성을 확보하고 기업 가치의 재평가를 통해 수익을 올리며, 경영진과 종업원이 참여하는 기업지배구조 개선을 통해 기업가치를 상승시킨 후 투자자금을 회수하는 출구전략을 주로 실행한다(Kascserer and Diller, 2004). 헤지펀드와 사모펀드에 관한 연구들을 보면 Gillian and Starks(2007)는 헤지펀드의 경우 주가상승과 운용성과에는 긍정적인 기여를 했으나 장기적인 기업의 가치 창출에 도움이 된다고 보기는 어렵다고 주장하였다. Kahan and Rock(2006)은 헤지펀드가 합병을 유도하거나 환매, 현금 배당에 대한 압력을 통해 주주이익에 기여하는 반면, 사모펀드는 타깃기업을 인수하거나 기업운영문제에 대한 전략을 제시함으로써 주주 이익에 기여하는 경향이 있음을 제시하였다. 또한 Partnoy and Thomas(2007)는 헤지펀드와 사모펀드에 대한 연구에서 헤지펀드는 성과가 나타나지 않을 경우 투자자금을 회수하지만 사모펀드는 비교적 장기간 투자함으

로써 대리인 비용을 감소시키는 전략을 보다 용이하게 전개할 수 있다고 주장하였다. 하지만 Klein and Zur(2006)는 헤지펀드의 주주행동주의가 기업의 정책을 바꾸고 대리인 비용을 감소시킴으로써 기업가치를 증가시킨다고 주장하기도 하였다.

이러한 사모펀드는 투자대상기업의 기업가치 제고를 통하여 투자금 및 투자성과를 회수하는 것을 목적으로 조성된 펀드이다. 따라서 기업가치를 향상하는 것이 사모펀드의 주요 목적이라고 할 수 있다. 사모펀드는 이러한 주요 목적을 달성하기 위하여 채무 변제를 위한 인원감축, 비용절감, 부실자산매각 등 다양한 방법을 활용하여 기업가치 제고활동을 수행하고 있다. 이와 함께 사모펀드는 기업공개(IPO), 배당전략, 유상감자전략, M&A 전략, 재매각전략 등을 통해 투자자금을 회수하는 방법도 수행하게 된다.

2.2 국내 사모펀드의 발전과정

우리나라의 사모펀드제도와 사모증권투자회사제도는 1998년 9월에 개정된 제7차 증권투자신탁업법과 같은 시기에 제정된 증권투자회사법을 통해 도입되었다. 이후 2000년 7월 사모펀드의 운용대상으로 주식 투자를 허용하였고, 2001년 3월 사모 M&A 펀드를 도입하여 펀드가 기업지배를 통해 기업가치를 제고한 후 수익을 주주에게 배분하는 것을 허용하였다. 2003년 8월 증권투자신탁업법과 증권투자회사법의 폐지 및 통합으로 ‘간접투자자산운용법(간투법)’을 제정하면서 사모펀드와 사모펀드 운용투자회사로 혼용되어 사용되던 사모펀드에 대해서 사모펀드 운용회사는 ‘사모투자

전문회사’로 법적으로 명확히 규정하고 반드시 이 명칭을 사용하도록 함으로써 명확히 정의되고 있지 않던 사모펀드를 명확히 규정하였다. 간투법은 사모펀드의 순기능과 해외사모펀드에 대항할 수 있는 국내 토종 자본 육성의 필요성에 따라 1998년 외환위기 이후 국내에 진출해있는 해외사모펀드를 견제하고, 국내 자본을 활용한 기업인수·합병을 통해 구조조정 시장을 활성화시키는 것이 목적이다. 간투법은 사모투자전문회사를 “회사의 재산을 주식 또는 지분 등에 투자하여 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등의 방법으로 투자의 가치를 높여 그 수익을 사원에 배분하는 것을 목적으로 설립된 상법에 의한 합자회사”라고 정의하고 있다. 이에 따라 우리나라 최초의 사모투자전문회사인 미래에셋 1호와 우리 제1호가 만들어졌고, 2005년 국민연금이 H&Q와 신한PE를 위탁운용사로 선정, 3,500억 원을 투자하였으며, 보고펀드와 MBK 파트너스가 만들어지면서 사모펀드가 본격적으로 등장하게 되었다. 2009년 2월 재정경제부(현 기획재정부)는 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안’(자본시장법)을 발표하여 사모펀드에 대한 규제를 완화하였다. 이에 따라 사모투자전문회사는 집합투자기구로 분류되어 “경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사로서 지분증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구”로 정의되면서 비록 투자대상 회사의 주식·출자지분을 10% 이상 보유하거나, 이사 임명 등 실질적 경영참여가 가능한 투자이어야 한다는 단서 조항은 그대로 유지되어 경영참여 목적의 투자라는 운용제한은 남았지

만, 상호출자제한기업집단 계열금융회사의 출자한도를 사모투자전문회사 전체 지분의 30%로 확대하고(기존 10%), 투자목적 회사의 주주 및 사원에 대한 제한도 완화하는 등 기존보다는 완화된 규정이 적용되기 시작하였다.

자본시장법은 기업인수(Buyout)를 목적으로 하는 사모투자전문회사에 대한 규정 외에도 기업재무안정을 목적으로 하는 기업재무안정 사모투자전문회사에 대해서도 별도로 규정하고 있다.¹⁾ 이는 자본시장을 통한 민간자금이 기업의 재무안정 지원에 활용될 수 있도록 하기 위한 것으로(이승진, 2010), 투자 목적과 운용전략에 대한 규제를 받지 않아 기업인수 사모투자전문회사를 넘어 메자닌(Mezzanine), 또는 부실채권에 대한 사모투자전문회사의 역할까지도 수행이 가능하다. 다만 투자대상과 범위는 부실징후기업, 채권금융기관과 재무구조개선 약정을 체결한 기업 등 구조조정대상기업으로 제한하고 있다.

사모투자전문회사의 형태는 자본시장법 규정에 따르면 상법상 합자회사이다.²⁾ 우리나라가 사모투자전문회사의 법적형태를 합자회사로 한정된 가장 주된 이유는 미국 사모펀드 구조의 대부분을 차지하는 Limited Partnership 형태를 모방하여 가장 유사한 구조를 선택한 것으로 보인다(윤희웅 · 이진국, 2005). 또한 합자 형태는 펀드를 운용하는 GP와 단순 투자자인 LP와의 관계에서 발생할 수 있는 주인-대리인 문제³⁾

(박정훈, 2004)를 효과적으로 해결할 수 있기 때문이기도 하다(정우영, 2006). 합자회사 형태는 운용자인 무한책임사원도 사모펀드에 직접 투자하여 목표를 초과하는 성과에 대해 추가 수익을 얻을 수 있는 구조이므로 투자자와 운용자의 목표가 어느 정도 일치한다는 점에서 대리인 문제를 감소시킬 수 있다(Spangler, 2008).

자본시장법은 상법의 규정을 준용하여 무한책임사원과 유한책임사원의 이원적 조직 형태인 합자회사 규정을 적용하고 있지만 별도의 예외 규정도 두고 있는데⁴⁾ 사모투자전문회사의 경우 1인 이상의 무한책임사원(GP)과 1인 이상의 유한책임사원(LP), 그리고 총 49명 이하의 사원으로 규정하고 있다.⁵⁾ 사모펀드의 업무에 있어서 GP와 LP의 역할을 보면, GP는 자본시장법에 의해

용자는 잠재적인 문제는 경시하고 긍정적인 측면만을 부각할 유인이 있다는 것이다. 도덕적 해이의 문제는 운용자가 자신에게 유리한 행동을 취해 투자자에게 손해를 끼칠 수 있다는 것이다.

4) 대표적인 예로 상법상 합자회사는 무한책임사원으로 개인만을 인정하는 것에 반해, 자본시장법에서는 금융기관, 증권회사, 구조조정회사(CRC; Corporate Restructuring Company), 자산운용회사 및 투자자문회사 등의 회사도 무한책임사원으로 참여할 수 있도록 허용하고 있는 점이 있다.

5) 사원의 총수를 계산함에 있어서는 다른 집합기구가 사모투자전문회사의 지분을 10% 이상 취득하는 경우 그 다른 집합투자기구의 투자자수를 합하여 계산하며 전문투자자 중 대통령령으로 정하는 자는 사원의 총수에서 제외된다(자본시장법 제269조). 시행령에 제외되는 자는 국가, 한국은행, 금융기관 및 이에 준하는 외국금융기관, 기타기관(예금보험공사 및 정리금융기관, 한국자산관리공사, 한국주택공사, 한국정책금융공사 금융투자협회, 한국예탁결제원, 한국거래소, 금융감독원, 집합투자기구, 신용보증기금, 신기술보증기금), 연기금 및 공제법인, 외국 정부, 조약에 따라 설립된 국제기구, 외국 중앙은행, 외국 금융회사와 외국기관이다.

- 1) 자본시장법 제278조의 3.
- 2) 자본시장법 제9조 18항 4호.
- 3) 본인-대리인 문제의 대표적인 예로서는 역선택과 도덕적 해이가 있다. 역선택의 문제는 운용자가 투자대상을 선택할 때 통상적으로 운용자는 투자자보다 많은 정보를 가지게 되는 이 때 운

사모펀드의 업무를 집행할 권리와 의무를 지닌다.6) GP는 펀드의 운용목표를 설정하고, 본인의 과거 투자 경력 및 투자전략을 가지고 LP를 모집하는데, 자금 모집은 주로 금융기관, 연기금, 은행, 정책금융공사, 대학운용기금 등 주요투자자를 모집한 후 나머지 LP를 모집하는 형태로 진행된다. 일부 LP는 사모펀드에 대한 지분투자자와 별도로 기업인수를 통해 공동투자를 하기도 한다. 모집 이후 GP는 주기적인 사원총회를 통하여 사모투자전문회사 및 사모투자전문회사가 출자한 투자목적회사의 재무제표 등을 사원에게 제공하고, 그 운영 및 재산에 관한 사항을 설명해야 한다.7)

2.3 국내 사모펀드의 현황

이러한 지속적인 제도 마련에 힘입어 우리나라의 사모펀드는 제도도입 이후 매년 지속적으로 성장하여 2014년 말 총 277개, 출자약정액은 총 51.2조 원으로 도입 초기였던 2004년 15개, 약정액 0.4조 원에서 약 130배까지 성장하였다. 2007년까지만 해도 등록된 사모펀드가 44개에 불과하였으나 기관투자자들의 사모펀드에 대한 출자 확대와 전문운용자들의 사모펀드 재설립으로 그 수가 급증하였다. 이러한 성장은 국내 사모펀드시장의 전문인력 부족과 고위험 투자에 익숙하지 않은 문화를 감안할 때 짧은 기간 동안 놀라운 성장을 이룬 것이다.

2014년에는 신규자금 9.8조 원이 유입되어 지난 10년 중 최대 규모의 신규자금이 모집되었으며, 투자규모는 4.9조 원으로

2013년보다는 다소 감소하였지만 이는 2014년에 있었던 몇몇 빅딜 위주의 M&A로 인해 거래 건수가 적었기 때문으로 파악된다. 미국발 글로벌 금융위기와 유럽 재정위기가 일어난 2009년과 2012년을 제외하면 국내 사모펀드의 투자규모는 지속적으로 증가하여 지난 10년간 총 누적 투자규모 46조 1,000억 원, 투자대상 기업은 총 690개사에 달하고 있다.

신규 설립된 사모펀드에는 국내 기관투자자들의 보장성 투자의 선호로 프로젝트사모펀드8)가 차지하는 비중이 지속적으로 증가하고 있는 반면, 블라인드사모펀드9)는 모험자본 성격이 강한 펀드에 대한 회피성향으로 일부 대형펀드를 제외하고는 점진적으로 퇴색하고 있다. 아직까지 연기금 등 기관투자자들의 출자 비중이 높은 국내 사모펀드시장은 보장형 프로젝트사모펀드 선호 추세가 한동안 계속될 전망이다.

사모펀드투자시장 또한 제도도입 초기 연기금과 금융기관이 대부분의 출자금을 담당(시장의 80%)하던 폐쇄적인 구조에서 고수익 및 투자대상 다양화 목적의 개인 및 일반법인들의 투자 증가로 그 저변은 지속적으로 확대되고 있다. 한편, 연기금은 2014년 전체 출자약정액의 51%를 출자하여 지속적인 투자자 저변 확대 추세 속에서도 주요 유한책임사원(LP)로서의 영향력을 행사하고 있다. 2005년 14개사에 불과했던 GP의 수 또한 2014년 총 162개사로 증가했다. 사모펀드 도입 초기에는 정책 금융기관들과

8) 특정기업을 투자대상으로 사전에 정하고 설립되는 사모펀드.

9) 사모펀드 설립시 구체적 투자대상을 정하지 않고 GP의 운용전략 능력을 기초로 LP를 확보한 후 투자대상을 선정.

6) 상법 제273조.

7) 자본시장법 제272조 제8항.

외국에서 운용경험을 쌓은 전문인력들이 전문운용사를 설립하면서 사모펀드 운용을 주도하였으나, 그 이후 기관투자자들의 출자 확대와 사모펀드의 용이한 설립으로 투자경험이 적은 신규 운용자들의 대거 진입으로 GP의 수도 급증하였다. 또한 전문운용사의 인력들의 전문성 제고와 독립적인 신설 전문운용사 설립으로 2012년부터 사모펀드들의 투자 실적이 가시화되고 GP별로 운용능력의 차별화가 진행되고 있으며, 전문운용사의 수가 지속적으로 급증하고 있다. 이처럼 독립계 전문운용사의 설립으로 2015년 1월 기준, 1조 원 이상의 자금을 보유한 사모펀드 운용사가 15곳으로 집계되어 3년 사이 그 수가 두 배 이상 증가한 것으로 나타났다(박동휘, 2015).

사모펀드의 산업별 투자현황을 보면 대체적으로 업종별로 고르게 분포되어 있다. 건수기준으로는 IT/인터넷, 금융, 건설 등의 순으로 나타나고 있는데 IT산업의 경우, 주로 성장형 기업으로 소규모 소수지분 투자가 집중적으로 이루어지고 있다. 반면 금액기준으로는 건설과 미디어가 가장 큰 비중을 차지하고 있는 것으로 파악되었다.

사모펀드가 도입된 이후 이루어진 다양한 국내 사모펀드 운용 사례를 살펴보면, 운용 GP에 따라 다양한 특성을 보이는 것을 알 수 있다. 실제로 국내 토종 펀드인 MBK 파트너스는 경영권 인수를 목적으로 하는 바이아웃 전략을 통해 2012년 5월에 웅진코웨이를, 2013년 12월에는 네과의 경영권을 인수하며 실적 향상을 이뤄내고 있다. 외국계 어피니티에쿼티파트너스(Affinity Equity Partners) 역시 바이아웃 전략을 통해 수익을 창출하는 사모투자전문회사로, 2009년 KKR(Kohlberg Kravis Roberts)과 함께 OB맥주를

인수한 후 2014년 매수가격의 3배의 금액으로 매도하면서 큰 이익을 남겼다. 한편 스틱인베스트먼트는 벤처와 중소기업에 주로 투자함으로써 기업공개나 M&A 혹은 주가상승에 의한 신탁재산의 성장을 통해 수익을 창출하는 전략을 취하는데, 지난 2010년 MDS테크놀로지를 인수한 후 주식차익으로 273억 원, 배당으로 27억 원의 추가수익을 실현하였다.

GP의 투자전략의 차이 외에도 주력하여 투자하는 회사의 업종에 따른 차이도 나타나고 있다. 예를 들면, 스카이레이크인베스트먼트는 상대적으로 작은 규모의 IT기업 혹은 기술특화기업들을 주로 인수하고, 한앤컴퍼니는 시멘트, 물류, 운송 관련 회사들에 주로 투자하며, 맥쿼리PE는 에너지 및 인프라 산업에 주로 투자하여 수익을 창출한다.

한편으로는 LP 유치나 투자대상선정에 있어서 지역색을 갖고 있는 펀드를 조성하는 GP들도 있는데, 대표적인 예로 중국계 사모펀드인 린드먼아시아인베스트먼트와 사우디아라비아에 역외펀드를 운영하는 이스트브릿지파트너스를 들 수 있다. 린드먼은 2009년 한·중 협력투자조합을 결성하여 중국 진출 관련 중소기업들에게 특화된 투자를 하고 있다.

Bain & Company(2014)의 Global Private Equity Report 2014에 따르면 전 세계적으로 2013년 한 해 동안의 사모펀드 모집액은 세계 금융위기 이후 최고치를 기록하였다. 결성 펀드 수는 902개에 총 4,610억 달러를 모집하였는데 이는 2012년 대비 21% 증가한 수치이다. 이러한 사모펀드 모집액의 증가는 저금리가 지속되고 있는 현재 상황에서 LP들이 여러 투자대안 중 사모펀드를

선호한다는 것을 나타내고 있다. 지역별로는 북미의 모집액이 33% 증가하였고, 서유럽의 경우 LP 출자액이 매년 48% 증가하고 있다. 하지만 아시아와 기타 지역은 LP 출자액이 급감하였는데, 이는 중국 및 인도의 성장률 둔화에 따른 투자자들의 선진시장 선호 추세에 기인한 것으로 보인다.

박근혜 정부는 출범과 동시에 ‘창조경제’를 최대 정책목표로 삼고 2014년 2월 25일 ‘경제혁신 3개년 계획’을 발표하였고, 3대 추진전략으로 ‘기초가 튼튼한 경제’, ‘역동적인 혁신경제’, ‘내수·수출 균형경제’를 선정하였다. 이 중 ‘역동적인 혁신경제’를 실현하기 위한 세부방안으로 ‘사모펀드 제도 개편 방안’을 2013년 12월 4일에, ‘M&A 활성화 방안’을 2014년 3월 6일에 발표하였다. 이를 통해 밝힌 정부의 목표는 M&A 활성화를 통해 기업 구조조정을 원활히 하고, 중소·중견기업들에게 장기 모험자본을 제공함으로써 건강한 기업금융 생태계를 조성한다는 것이다.

이러한 국내 사모펀드의 현황과 정부의 시책들을 볼 때, 사모펀드가 성장기에 들어선 지금이 규제완화를 통해 사모펀드 수의 증가뿐만 아니라 해외 사모펀드들의 적극적인 진입에 따른 선의의 경쟁을 유도함으로써 사모펀드의 질적 성장을 더욱 기대할 수 있는 시점이라고 할 것이다.

2.4 사모펀드와 경영성과

사모펀드 투자는 광범위의 M&A에 포함된다. 따라서 먼저 M&A와 관련된 이론들을 볼 필요가 있다. M&A가 기업 성과 향상에 도움이 된다는 연구들에는 M&A동기이론들 중에서 효율성 측면에서 다양한 시너지

효과를 창출하고(Jensen and Ruback, 1983), 주주들과 전문경영인의 상충 문제를 해결하고 대리인 비용을 절감시킨다(Shleifer and Vishny, 1989)는 연구들이 수행되었다. 이러한 M&A 관련 연구들은 주로 효율성이론, 대리인이론, 시장지배력이론, 세금효과이론 등의 관점에서 접근이 가능하다.

효율성이론은 M&A를 통해 기업이 시너지효과(Synergy Effect)를 발생시켜 사회적 이익(Social Benefit)을 증대시킬 수 있다고 주장한다. 즉, 2개의 기업이 결합하여 생성된 기업이 생산, R&D, 마케팅 등의 분야에서 보완작용과 상승작용을 통하여 규모의 경제 및 범위의 경제, 새로운 기술의 습득 등으로 개별기업이 갖는 각각의 가치를 합한 것 이상의 가치를 창출할 수 있다는 것이다. 이러한 시너지효과는 크게 영업적 시너지와 재무적 시너지로 구분한다. 영업적 시너지(Operating Synergy)란 수평적, 수직적 합병을 포함하는 개념으로 수평적 합병에 있어서의 영업시너지의 원천은 규모의 경제로 대표된다. 재무적 시너지(Financial Synergy)는 M&A로 인하여 현금흐름의 변동성이 감소할 경우 얻을 수 있는 것으로 M&A로 인해 기업의 대규모화에 따르는 공신력의 향상 및 위험분산효과에 힘입어 사채와 신주발행, 은행차입에 소요되는 자본비용을 줄일 수 있다. 또한, M&A로 기업규모가 증가할 경우 부채의 수용능력 또한 커지게 되는데 이는 파산위험을 줄이면서 부채조달을 늘릴 수 있도록 한다. 이와 같은 자본비용의 절감효과와 부채조달의 이점이 재무시너지 효과라고 할 수 있다.

대리인 이론은 Jensen and Meckling(1976)에 의해 제기된 이론으로 기업의 소유와 경영이 분리되어 있을 경우 주주의 목표는 주

가 또는 기업가치의 극대화인 반면, 주주의 대리인인 경영자의 목표는 일반적으로 성장과 매출의 극대화 또는 경영자 자신의 직위의 안정, 지배욕 등과 같은 이기적 목표를 추구하거나 소극적으로 일하는 불성실 경영행위를 함으로써 발생하는 주주와 경영자간의 이해관계 상충을 말한다. 이러한 대리인비용을 줄이기 위한 방법으로 M&A를 활용할 경우, 기업인수 위협을 통해 일반주주들의 경영진에 대한 감독기능을 대신하게 되어 대리인 비용을 낮추고 기업가치가 정상적으로 평가될 수 있도록 할 수 있다. Lewellen, Loderer, and Rosenfeld(1985)는 기업인수회사 191개를 누적초과수익률이 (+)의 값을 가지는 기업과 (-)의 값을 가지는 집단으로 구분하여 M&A로 인한 대리인 비용 절감효과를 분석한 결과, 내부자 지분율이 높은 기업은 타 기업을 흡수하는 외적 성장으로서 주주의 이익을 증가시키는 것을 확인하기도 하였다.

시장지배력이론은 M&A를 통해 기업의 규모가 커지게 되면 기업이 가용한 자원의 집중력 역시 증가하여 시장점유율 확대를 통한 시장지배력이 발생하게 된다고 주장하였다. 이는 주로 수평적인 합병에 대한 설명이론에 적합하며, 시장지배력을 통해 얻은 이득을 부속적 판매수익 증가효과로 표현하기도 한다. 그러나 시장점유율의 확대가 M&A가 아닌 자체적인 확장을 통해서도 가능하다는 점에서 한계가 있으며, 또한 규모의 경제에 대한 분명한 이론적 도전일 뿐만 아니라 불공정한 집중화 현상을 초래한다는 점에서 많은 비판을 받고 있다(전혜경, 2000).

세금효과이론은 배당금의 지급 등에 따르는 높은 세율의 소득세를 회피하고 대신

에 세율이 낮은 자본이득세(Capital Gain Tax)를 적용받기위한 수단으로 M&A를 활용한다는 이론이다. 즉, 배당금을 지급하지 않거나 적게 지급할 수 있는 성장기업이 이미 발생한 수익이나 또는 미래의 수익을 자본화하기 위하여 M&A를 실시함으로써 세금 부담이 줄어드는 혜택을 누릴 수 있게 된다는 것이다.

합병기업의 장기적인 성과 분석에서는 주로 장기 누적초과수익률 분석이나 기업 결합이 합병기업의 이윤율, 성장률, 생산성에 어떤 영향을 미치는가에 집중하고 있는데, 대다수의 국내의 연구가 합병공시 시점에서의 합병기업 및 합병대상기업의 주가 변화에 초점을 맞춰 연구를 수행하였다.

Ikeda and Doi(1983)는 1964년부터 1975년까지 합병을 한 49개 합병기업에 대해 합병 후 5년 동안의 자기자본수익률과 총자산수익률의 변화를 분석한 결과 대다수 기업들이 기업 성과가 증가한 것으로 나타났다.

Agrawal, Jaffe, and Mandelker(1992)는 주가 비정상수익률 분석방법을 통해 합병 이후 장기효과를 분석하여 합병 이후 5년 동안 합병기업은 약 10%의 유의적인 부의 비정상수익률을 얻게 된다는 결과를 제시하였다.

Odagiri and Hase(1989)는 1980년부터 1987년까지 243개의 기업인수표본의 합병 전후 각 3년간의 자료를 이용하여 기업성과를 분석하였다. 그 결과 합병 전에 비해 합병 후 기업의 이윤율이 증가하였으나 상대적으로 성장률은 저하된 것으로 나타났다.

Kruse, Park, Park, and Suzuki(2002)는 1969년부터 1992년 사이의 제조업의 합병기업 46개와 합병대상기업 47개를 대상으로 한 연구에서 장기운영성과가 통계적으로 유의하지는 않지만 정(+)의 값을 갖는다는 것

을 발견하였다.

또한 개별기업의 성과와 인력, 혁신의 측면에서 바이아웃 펀드들이 투자하는 기업들의 성과와 생산성이 그렇지 않은 기업들보다 상대적으로 높았다는 연구결과들도 있다. Bergström et al.(2007)은 LBO 투자기업들이 EBITDA 마진과 영업 측면의 성장과 운영성과의 개선을 기록했음을 발견했고, Cressy et al.(2011)은 바이아웃 투자대상기업들의 영업이익이 그렇지 않은 기업에 비해 투자 후 3년간 4.5% 더 높은 것을 확인하였다. Boucly, Sraer, and Thesmar(2008)의 연구에서는 바이아웃 투자기업들이 공모시장의 기업들에 비해 영업, EBITDA, 이익성장률 측면에서 더 나은 성과를 낸 것으로 나타났으며, Guo, Hotchkiss, and Song(2011)는 바이아웃 투자가 경영효율성을 개선했다고 주장하였고, Kaserer(2011)는 322건의 중소형 사모펀드 투자기업의 수익 분석 시 수익 증가와 매출 향상을 분석하기도 하였다.

2.5 기업전략과 경영성과

Chandler(1962)는 전략이란 기업의 기본적인 장기 목표에 대하여 결정하고, 일련의 행동을 채택하며, 목표수행을 위해 필요한 자원을 할당하는 것이라고 하였다. 이후 Ansoff(1965)¹⁰⁾, Andrews(1971)¹¹⁾ 등에 의해 이론이 어느 정도 정립되어 기업경영에

있어서 환경과 조직 그리고 기업의 경영성과 간의 관계에 대한 연구가 활발히 진행되어 왔다(손은호, 2006). 또한 Porter(1985)는 같은 산업 내에서 상대적으로 더 나은 경쟁력을 갖도록 하는 요인에 대한 물음을 통해 경영전략에 대한 논의를 확장시켰다. 이처럼 경영전략 분야에서는 기업이 갖는 경쟁우위(Competitive Advantage)와 지속적인 경쟁우위(Sustained Competitive Advantage)를 점할 수 있도록 하는 것에 대한 연구가 주로 이루어져왔다. 많은 학자들에 의해 형성된 기본적 이론 틀은 '기업은 외부적 위협과 내부적 약점을 약화시키고, 기업의 강점을 살릴 수 있는 전략을 이행함으로써 지속적인 경쟁우위를 점한다는 것'이다(Barney, 1991). 지금까지 전략에 대한 많은 학자들의 연구가 오랫동안 이루어져 왔고, 그만큼 다양한 정의와 유형이 존재하지만, 전략의 다차원적인 성격과 상황과 산업에 따라 달라질 수 있는 속성으로 인해 전략에 대한 통일된 견해는 아직 존재하지 않고 있다(Chaffee, 1985).

Miles and Snow(1978)는 경영전략을 방어형, 공격형, 분석형, 반응형의 네 가지 범주로 구분하였다. 방어형 전략은 조직의 안정성을 중시하여 환경변화에 소극적이고 신중한 태도를 취하며, 새로운 사업기회를 찾아 환경을 분석하거나 진출하는 일이 거의 없이 이미 확보한 세분화된 시장에 제한된 상품과 서비스를 제공함으로써 안정성을 추구한다. 따라서 전략의 목표를 기존 경영활동의 효율성에 두고, 경쟁적인 저렴한 가격이나 고품질 생산과 같은 활동을 통해 경쟁 기업들이 자기의 영역으로 들어오지 못하도록 한다. 방어형 전략을 취하는 기업들은 활동영역 외의 발전이나 추세의

10) Ansoff(1965)는 기업성장의 분석적 관점에서 전략을 '제품과 시장의 범위, 성장벡터, 경쟁우위, 시너지 효과 등에 관한 의사결정을 내리게 하는 규칙'으로 보았다.

11) Andrews(1971)는 전략을 '목표를 정하고 이를 달성하기 위한 방침과 계획을 소급하여 사업의 범위를 정의하는 일련의 의사결정에서 나타나는 패턴'이라고 정의하였다.

변화를 소홀히 하고, 새로운 사업기회를 찾는 일이 거의 없으며, 효율적인 생산과 강한 통제 메커니즘에 의해 기업을 운영한다. 일반적으로 안정적이거나 불확실성 또는 위험이 적은 환경에서 운영되는 산업 내의 기업들이 방어형 전략을 많이 택한다.

공격형 전략은 방어형 전략과는 달리 변화하는 환경에 대한 대응방향을 강구하고, 신제품과 서비스 개발, 그리고 혁신에 우선 순위를 둔다. 따라서 변화하는 고객의 수요와 새로운 제품의 개발 및 시장의 기회를 감지하는 데 중점을 두고 이에 많은 인력을 투입한다. 이를 위해 기업들은 분권화된 통제체제와 수직적 의사소통뿐만 아니라 횡적 의사소통 역시 가능한 조직을 운영한다.

분석형 전략은 방어형과 공격형의 중간 형태로서 방어형과 공격형의 단점을 피하고 장점을 취하면서 기회와 이익을 최대화하고, 다른 한편으로는 위험을 최소화하는 전략이다. 따라서 신제품 개발 및 신시장 개척에서도 기존제품 및 서비스의 효율성을 유지하고 새로운 비즈니스 활동을 추구할 수 있도록 유연성을 유지하기 위해 노력한다. 이 유형의 전략을 취하는 기업은 유연성과 안정성을 모두 추구하기 때문에 이중구조로 구성된 조직을 갖게 된다(Robey, 1991).

반응형 전략은 방어형, 공격형, 분석형 전략을 적절하게 추진하지 못한 상태에 있는 유형으로 외부환경에 대한 통제력이 약하고 외부경쟁에 맞설 능력이 부족하며 내부통제 메커니즘의 효율성 역시 부족하여 체계적인 전략을 추진하지 못하는 불안정한 상태의 전략을 말한다. 따라서 일관된 전략을 취하는 것이 아닌 불규칙적이고 일시적인 전략을 취함으로써 일관성 있는 전략-구조의 연관성을 유지할 능력이 부족하

여 전략으로 보기 어렵다는 것이 학계의 의견이다(Robbins, 1983).

경영전략 연구에서 종속변수로 이용되는 기업의 경영성과는 기업이 추구하는 목표의 달성을 위해 기업이 보유하고 있는 인적, 물적 자원의 역량을 동원하여 얻어지는 결과물의 집합을 의미한다(Mintzberg, 1987). 또한 경영성과는 조직의 목표 달성도, 조직이 필요로 하는 생존능력, 인적자원개발과 구성원의 욕구를 충족시킬 수 있는 조직 능력, 기업의 생산성 또는 수익성 등으로 다양하게 정의 되고 있다(김범중, 1990). 이러한 기업의 경영성과는 학계와 기업 모두에게 중요한 개념으로 인식되었고, 따라서 경영성과의 측정방법과 평가기준에 대한 연구는 오래전부터 이루어져왔다. 이처럼 경영성과는 경영전략 연구에서 핵심적인 종속변수로 사용되고 있으나 본질적으로 쉽게 정의 내릴 수 없는 다차원적인 성격을 지니기 때문에 개념적 정의와 측정방법에 관해서는 많은 논란이 제기되고 있는데, 이는 성과지표 및 기준, 평가 주체자, 성과연구에 적합한 조직의 특성 등이 일치하지 않기 때문이다. 최근에는 기업의 경영성과를 기업이 처한 환경에 따라 기회와 위협, 내부경영자원의 강점과 약점의 전략적 적합성 관계로 경영성과를 측정하려는 경향도 나타나고 있다.

기업의 경영성과는 크게 경제적·재무적 성과와 비재무적 성과로 구분된다. 수익성, 성장성, 생산성, 총매출액 등은 경제적 성과의 대표적인 지표라고 할 수 있고, 구성원들의 사기, 직무만족의 조기몰입 등은 비재무적 성과의 대표적인 지표라고 할 수 있다.

재무성과 지표는 실증분석에서 가장 많이 활용되는 개념으로 대체로 매출 성장,

주당이익, 수익성 등으로 표시되며, 수익성은 판매수익률(ROS; Return on Sales), 투자수익률(ROI; Return on Investment), 자기자본이익률(ROE; Return On Equity), 매출액증감, 이익 증감 등 여러 가지 지표에 의해 측정된다.

Venkatraman(1989)은 성장성과 수익성을 측정지표로 하여 성장성의 측정은 매출액, 시장점유율 증대 등의 개념을 사용하였으며, 수익성의 측정은 투자수익률 등의 개념을 사용하였다. McDougall, Covin, Robinson, and Herron(1994)은 매출액 성장률이나 자산수익률 등으로 성장성과 수익성을 측정하였고, Kirca, Jayachandran, and Bearden(2005)는 경영성과를 시장점유율, 매출, 이익으로 제시하였다. Harris(2001)는 경영성과를 수익 및 원가기반의 성과로 정의하고 주관적 측정과 객관적 측정으로 분류하였다. Han, Kim, and Srivastava(1998)는 경영성과를 판매자 중심의 성과(시장 점유율, 이익, 매출)와 구매자 중심의 성과로 나누어 평가하였다.

이처럼 재무적 성과는 오래 전부터 경영성과를 판단하는 기준으로 대부분 기존의 재무제표를 중심으로 한 순이익률, 회계적 이익률, 자기자본이익률 등이었다. 측정이 용이하다는 점에서 유용하였지만, 미래성과에 대한 예측이 부족하다는 점과 과정 측정요인에 대한 충분한 참작 없이 결과에만 초점을 맞춘다는 한계가 있다.

비재무적 경영성과는 객관화되기 어렵고 측정범위가 광범위하다는 점에서 단기 경영성과를 측정하기에 부적합한 것으로 인식되지만, 기업의 장기경영성과를 측정하는 데 있어서는 조직을 중심으로 관련된 모든 이해당사자의 여러 기준에 의해 경영

성과를 측정함으로써 종합적이고 포괄적으로 조직성과를 설명할 수 있다는 장점이 있다(Steers, 1975).

지금까지 경영성과 관련 연구에서 인지도된 대표적인 지표는 활동성, 성장성, 안정성, 수익성, 유동성, 현금흐름, 재무탄력성 등이 있다. 현재로서는 객관적 지표가 기업의 성과 측정에 가장 많이 이용되고 있고, 대부분의 연구에서 수익성을 성과변수로 채택하고 있다(조한국·원성수, 2009).

기업의 성과결정요인으로 전략은 최근 들어 가장 많이 언급되어 오고 있다(McDougall et al., 1994; 최용호·신진교·김승호, 2003). 기업들은 규모의 경제, 경험효과, 생산요소에 대한 저비용 접근성, 기술우위 등을 바탕으로 경쟁기업보다 더 나은 비용우위를 달성하고, 독특한 제품사양을 개발하거나 적시성, 명성 혹은 다른 기업과의 연계 등을 바탕으로 제품차별화를 달성함으로써 경쟁우위를 확보할 수 있다(Porter, 1980; Dess and Davis, 1984; Miles and Snow, 1978).

Miles and Snow(1978)와 Miles(1982)의 연구에서는 분석형을 추구하는 기업이 수익성에 가장 많은 영향을 주는 것으로 나타난 반면, 반응형을 추구하는 기업들은 수익성이 낮게 나타난 것을 볼 수 있었으며, Porter(1980)와 Miller and Friesen(1986)은 비용우위전략, 차별화전략 그리고 집중화전략을 추구하는 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비해 재무성과가 높게 나타났다. Pearce, Freeman, and Robinson(1987)과 Segev(1987)는 기업의 전략적 계획이 성과에 영향을 미친다고 주장하였으며, Woodside, Sullivan, and Trappey(1999)는 전략유형과 마케팅 역량 및 경영성과 간의 관계에 대한 연구에서 전략유형과 경영성과는 약한 연관관계가 있는 것을 확

인하였다. 또한 Baum(1994)은 전략과 성과 모델에서 전략이 성과에 유의한 영향을 미치고 있음을 지적한 바 있다.

국내에서는 김영배(1986)가 제약산업을 대상으로, 이장우(1989)와 이장우·대니 밀러·우성진·손종환(1993)이 54개 제조업체를 대상으로 한 연구에서 전략유형과 경영성과의 관계는 통계적으로 유의적인 차이가 있다고 주장하였으며, 방호열·차영진(1997)은 한국기업의 해외자회사를 대상으로 마케팅차별화, 혁신차별화, 원가주도 및 범위전략으로 나누어 기업의 경영성과에서 차이가 있는지 비교한 결과 통계적으로 유의한 차이가 있음을 밝혔다.

2.6 투자유형과 경영성과

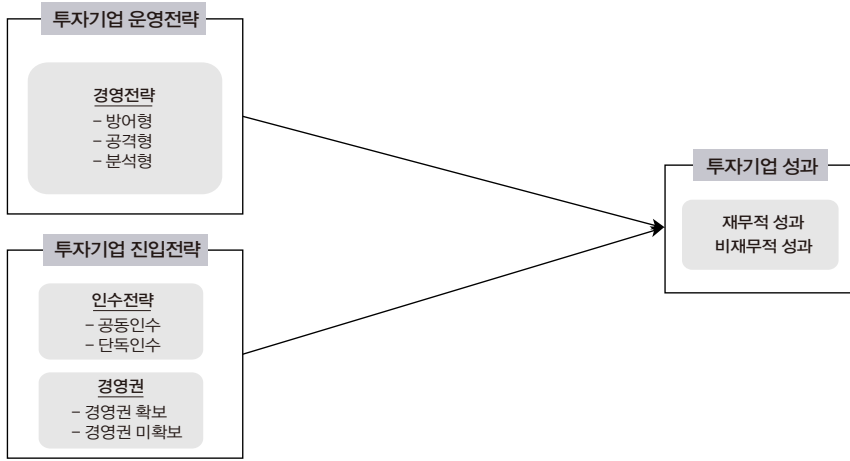
투자유형에 대한 이론적 배경은 진입전략으로 인수방법에 대하여 두 가지 측면에서 볼 수 있다. 먼저 리얼옵션이론으로 리얼옵션이란 기업에 투자를 할 때마다 전략상 선택할 수 있는 모든 대안들을 의미한다. 초기 투자 후 추가적인 투자 여부, R&D 진행 여부 등 무수히 많은 옵션들이 있지만 기업의 최종적인 목표는 기업가치를 높이는 옵션을 선택하는 것이다. 리얼옵션의 개념을 처음 소개한 학자는 Myers(1977)로 그는 기업이 투자 결정을 내릴 때, 전통적인 평가 방식인 NPV가 투자의 실제 가치를 반영하지 않는다고 보고, Black and Scholes의 옵션가격결정모형이 투자에도 응용될 수 있음을 주장하였다.

기업 간 제휴를 리얼옵션의 개념을 이용해 설명한 연구도 있다. Lee(1998)는 기업이 타 기업과의 제휴를 고려할 때 선택할 수 있는 두 가지 옵션이 있다고 주장하였다. 계

약에 의해 거래 관계를 맺는 옵션과 지분 매수를 통해 타 기업과 관계를 맺는 옵션으로 상황에 따라 기업이 첫 번째 옵션을 선택할지 아니면 두 번째 옵션을 선택할지가 다르며, 그 결과는 옵션의 선택에 따라 달라진다고 하였다. 제휴대상 기업의 역량이 높으면 계약 관계를 통해 제휴를 맺는 옵션을 선택하고, 상대 기업의 역량이 낮으면 그 기업의 지분을 매수하는 옵션을 선택했다. 또한 제휴 전, 상대 기업의 자산 및 지적재산권에 대한 정보를 시장으로부터 취득하였을 경우 계약 관계를 통한 제휴를 선호했고, 기업이 자체적으로 도출한 내부 정보가 대부분일 경우에는 지분 매수를 선호했다. 마지막으로 상대 기업의 자산을 취득하려는 경쟁자가 많을 경우에는 지분 매수를 통한 제휴를 선택하는 것으로 나타났다.

기업의 경영전략으로 선택할 수 있는 리얼옵션의 형태는 다양하다. 본 연구에서는 사모펀드를 운영하는 GP들이 기업에 투자를 할 때 고려할 수 있는 리얼옵션에 대하여 GP들의 투자기업 진입전략을 크게 인수전략과 경영권으로 구분하여 파악하였다. 먼저 인수전략은 단독으로 인수하는지 전략적 투자자 또는 재무적 투자자와 함께 인수하는지로 분류하였다. 두 번째 경영권에 관해서는 GP가 투자 대상 기업의 경영권을 확보하는 것과 확보하지 않는 두 가지 옵션으로 분류하여 투자지분율에 따라 경영성과와의 관계를 보고자 한다.

기업의 지배구조란 기업의 다양한 이해집단(경영진, 주주, 종업원, 고객, 기관투자자, 금융기관, 지역사회, 정부) 간의 이해관계 및 지배권을 조정하고 규율하는 제도적 장치와 운영 메커니즘으로 기업 경영 성과와 밀접하게 관련되어 있다. 효율적인 지배



〈그림 1〉 연구모형

구조는 경영성과를 높일 수 있기 때문에 기업 지배구조 형태에 대한 선택은 기업에게 매우 중대한 의사결정 옵션이 된다. 그동안 기업의 지배구조와 경영성과의 상관관계에 대한 연구는 많았지만 그 결과는 일관적이지 않았다. 김연숙·이재춘(2000)은 대주주 1인의 지분율이 29% 이하인 구간에서는 경영자 지분이 증가할 때마다 성과지표인 MBR(시가-장부가 비율)이 하락하고, 29% 이상인 구간에서는 지분이 증가할 때마다 MBR이 상승한다는 결과를 도출하였다. 김우택·장대홍·김경수(1993)는 대주주의 지분율이 20%에 이르기까지는 기업가치 지표인 Tobin's Q(기업의 시장가치/기업 실물자본의 대체비용)가 증가하고, 20~25% 구간에서는 기업가치가 떨어지며, 25% 이상의 구간부터는 다시 기업가치가 증가한다는 것을 확인하였다. 이렇듯 지배구조와 경영성과의 상관관계에 대한 결론은 아직 확정적이지 않지만, 각 기업은 성과와 기업가치를 최대화할 수 있는 효율적인 지배구조를 선택해 나가야함은 분명하다.

최근 사모펀드들은 기업가치를 중심으로 의사결정을 통해 투자한 기업들의 성과와 주가를 높이는 선택을 하고 있다. KKR은 2009년 오비맥주를 인수한 후 전문경영인을 선임하고 설비투자를 한 결과 오비맥주를 업계 1위 기업으로 성장시켰으며, 산업은행 PEF와 H&Q PEF는 2008년 만도를 인수한 후 전문경영진을 선임하여 경영 효율화를 통해 2008년 248억 원이었던 영업이익을 2010년 876억 원으로 증가시키기도 하였다. 이와 같은 사례에서도 사모펀드의 투자가 기업지배구조 개선을 통해 경영성과로 이어진 것을 확인할 수 있다.

III. 연구모형과 가설설정

본 연구의 목적은 사모펀드의 투자 진입 전략과 운영전략이 기업성과에 미치는 영향을 실증을 통해 확인하는 것이다. 이를 위하여 사모펀드를 운용하는 GP의 심사역과 투자기업을 표본으로 실증분석을 위한 연구모형을 설정하였다.

먼저 사모펀드의 특성이 기업성과에 영향을 미치는지를 확인하였다. 또한 GP가 금융계(은행 등), 독립계(산업 등 비금융) 또는 외국계인지에 따라 GP의 관리유형이 다를 것이라는 가정 하에 투자 진입전략 및 운용전략과 투자기업의 경영성과를 확인하고자 하였다. 진입전략은 단독인수와 공동인수로 구분하여 파악하고자 하였으며, 또한 인수 시 투자지분율에 따라서도 경영성과가 달라질 수 있을 것이라고 예상하여 <그림 1>과 같은 연구모형을 제시하였다.

본 논문은 선행연구를 기반으로 연구모형을 제시하고 다음과 같은 세 개의 연구가설을 설정하였다. 먼저 국내 사모펀드를 운용하는 GP를 크게 세 가지로 구분하면 은행이나 증권사인 금융계, 개인이나 법인 등 산업이나 비금융계로 구성된 독립계, 그리고 해외에서 진출한 외국계로 구분될 수 있다. 이러한 GP는 의사결정권자가 누구인지에 따라 그 성향이 다르다. 금융계는 안정성을 우선으로 투자의사결정을 하고, 투자 후에도 구조조정 등을 통해 보수적인 경영을 하고 있어 이들은 방어형 전략을 추구할 것으로 예상하였다. 독립계도 또한 의사결정권자에 따라 달라지겠지만, 특히 산업계가 대주주인 경우에는 전략적 투자자적 성격을 가지고 투자수익률보다는 사업적 측면의 효과를 우선시하며 보다 적극적으로 투자 및 관리를 진행하고 있어 공격형 전략을 추구할 것이라 예상하였다. 마지막으로 외국계는 대부분 전문적인 사모펀드 조직으로 전문 컨설팅 조직을 보유하고 있어 투자 전부터 직접적인 경영관리를 통해 시장의 확대 및 기업의 성장이라는 명확한 전략을 가지고 있으며, 철저한 분석을 통해 진행되는 분석형 전략을 추구할 것이라고 예상하였다.

본 연구에서는 이러한 실질적 현상 분석을 기반으로 투자기업의 관리전략으로 경영전략의 유형을 선택하였으며, 선행연구를 바탕으로 경영전략과 기업성과에 대한 가설을 도출하였다. 기업에 투자하여 투자수익을 창출하는 것이 주요 목적인 사모펀드의 특성 상, 투자기업의 의사결정자중 하나로 기업전략에 깊이 관여하고 있는바, Miles and Snow(1978)의 전략유형에 따라 경영전략이 기업성과에 영향을 미칠 것이라고 보고 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 투자기업 운영전략(방어형, 공격형, 분석형)에 따라 경영성과는 다를 것이다.

투자기업의 인수전략은 두 가지 관점에서 설정하였다. Hurry(1993)는 일본기업들의 미국진출을 리얼옵션의 관점에서 파악하였다. 1980년대 일본기업들이 미국으로 진출을 할 때 인수전략으로 SI 공동인수옵션을 많이 활용했는데, 해외진출의 초기에는 파트너사와 협력하여 공동으로 투자를 진행하였으며, 투자에 대한 불확실성이 해소되면 제휴를 맺은 미국 파트너사 및 투자 부분에 대한 전체를 인수하는 단독인수옵션을 행사하기도 하였다. 공동인수옵션의 활용은 해외 벤처투자, 바이오테크산업 투자 등 불확실성이 높은 투자에 자주 볼 수 있는데 불확실성이 높은 분야에 대한 초기 투자는 위험성이 높기 때문에 전략적 파트너들간 리스크를 분배하려는 의도에서 전략적 투자자와의 공동인수를 많이 실행한다.

경영권 확보 여부를 옵션으로 활용한 Kogut(1991)은 스위스 엔지니어링 기업 Asea Brown Boverie와 미국 전력회사 Westinghouse

의 합작투자에 대한 사례연구에서 Asea Brown Boverie는 후에 전체를 인수할 수 있는 권리를 가진다는 조건으로 합작투자를 진행한 것을 발견하였다. Cubbin and Leech (1983)는 최대주주가 소유한 지분비율이 기업지배를 위해 필요한 최소한도의 필요 지분비율을 초과하면 그 기업을 소유자지배기업으로, 그렇지 않으면 경영자지배기업으로 분류한 연구에서 기업의 지배구조는 지분율, 전문경영인의 선임 여부, 이사회회의 권한 등에 따라 다양한 형태로 나타난다는 것을 확인하였다.

이러한 기업지배구조는 기업 경영 성과와 밀접하게 관련되어 있다. 효율적인 지배구조는 경영성과를 높일 수 있기 때문에 기업지배구조 형태에 대한 선택은 기업에게 매우 중대한 의사결정 옵션이다. 따라서 투자시 경영권 소유 여부와 투자 진입전략에 따라 경영성과에 영향을 미칠 것이라고 예상하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 투자기업 경영권 확보여부에 따라 경영성과는 다를 것이다.

가설 3: 투자기업 진입전략에 따라 경영성과는 다를 것이다.

IV. 실증 분석

4.1 자료수집 및 표본특성

2014년 말 기준, 등록된 펀드 수는 277개이고, GP는 총 162개사이다. 그러나 공동운용을 하고 있는 곳을 제외하면 조사대상이 되는 GP는 약 100개사 정도이다. 지난 10년간 실질적으로 투자한 기업 수는 총 690개사로 이 중 투자회사의 경영에 직접 참여한

투자비중은 25.7%로 177개사(금융감독원, 2015)에 그친다.

본 연구의 실증을 위하여 2014년 12월 말 기준 금융감독위원회에 GP로 등록되어 있는 사모펀드 운용사인 GP 160개 업체 중 공동 운용사를 제외하고 투자를 실행하고 있는 사모펀드 운용경력 2년 이상의 운용심사역 약 100여 명을 대상으로 투자기업의 투자방법, 경영성과, 투자 후 관리전략에 대해 설문조사를 실시하였다.

국내에 사모펀드가 도입된 지 10년이 지난 지금, 지난 10년간 투자한 기업 수는 690개에 달하지만 투자회사가 경영에 직접 참여한 기업은 177개사에 불과하다. 이 중 실질적으로 투자를 실행하고 있는 운용심사역들은 그리 많지 않고, 이에 대한 통계나 공개된 수치 역시 정확히 조사되고 있지 않은 실정이다. 실제로 본 연구를 위하여 30개 이상의 GP와 접촉하여 실질적인 투자관리를 하고 있는 심사역의 수를 파악한 결과, 많아도 100명 이상이 되지 않는다는 것을 확인할 수 있었다. 이에 본 연구의 설문은 2년 이상의 운용경력을 가진 운용심사역들을 대상으로 전화 및 직접 대면을 통해 설문의 취지 및 연구의 목적을 충분히 설명하고 설문을 실시하였다. 설문지는 투자유형 및 투자기업의 관리유형을 도출하기 위해 GP의 운용심사역들을 대상으로 심층인터뷰를 진행하였고, 운용심사역들의 기존의 경험들을 토대로 관리유형과 전략적 특성을 매칭하여 설문지를 작성하였으며, 또한 경영전략과 경영성과에 대한 선행연구들의 설문문항들을 활용하였다.

설문조사 기간은 2015년 4월 1일부터 5월 15일까지 실시되었으며, 총 100명에게 설문지를 배포하여 80부의 설문지를 회수하였다

〈표 1〉 표본의 특성

구 분		빈도	퍼센트
GP 법인형태	금융계	31	38.8
	비금융계	37	46.3
	외국계	12	15.0
심사역의 최종학력	대학졸업	45	56.3
	대학원 석사졸업	34	42.5
	대학원 박사졸업	1	1.3
심사역의 최종학력 전공	이공계열	16	22.0
	경영/경제계열	52	65.0
	문과 및 사회계열	12	15.0

(회수율 80%). 설문지는 자기평가기입법으로 설문 내용에 응답하도록 실시되었으며, 회수된 설문지 중에서 불성실한 응답을 확인한 결과 회수된 80개의 응답은 유효표본으로 확인되어 분석에 활용되었다.

설문대상의 일반적인 사항은 <표 1>과 같다. GP의 법인형태는 금융계와 비금융계가 비슷한 수준이었으나 외국계(15%)가 비교적 적은 것으로 나타났다. 운용심사역의 최종학력은 대학졸업과 대학원 석사졸업이 비슷한 수준으로 나타났으며, 최종학력의 전공은 경영/경제 전공자가 77.5%로 대부분을 차지하였다.

4.2 가설의 검증

본 연구에서 설정한 가설을 검증하기 위해서 각 변수들에 대한 조작적 정의 및 측정항목은 다음의 <표 2>와 같다.

가설의 검증을 위하여 설정한 변수들에 대해서 요인분석을 활용하여 측정 변수들의 실제 측정결과가 본래 의도한 이론적 개념과 부합되는지를 평가하였다(Hair, Black, Babin, and Anderson, 2010). 요인분석은 최초요인

설정 후 직각회전방식(Varimax)을 이용하였으며, 이러한 요인추출법은 서로 독립적인 요인으로 추출하여 변수를 생성하는 방법으로 회귀분석 등에 활용하기 위해 사용되며(Dillon and Goldstein, 1984), 이는 독립변수간의 독립성을 유지해 주기 때문에 회귀분석의 다중공선성을 제거시킬 수 있다. 요인추출은 주성분분석을 이용하였다. 각 변수의 요인간의 상관관계의 정도를 나타내는 요인적재량(Factor loading)의 수용기준은 보통 ± 0.30 이상이면 유의하고 보수적인 기준으로는 ± 0.40 이상을 적용할 수 있다(강병서·김계수, 1998). 또한 독립변수와 종속변수 모두 아이겐 값(eigenvalue) 1 이상을 기준으로 요인을 선택하였으며, 요인부하량은 0.5 이상인 것을 유의한 것으로 판단하였다. 또한 본 연구에서 설정한 가설의 검증에는 회귀분석과 평균차이분석(T-test)을 활용하였다.

먼저 가설 1을 검증하기 위하여 투자기업 운영전략(방어형, 공격형, 분석형)을 독립변수로, 투자기업의 성과를 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. 독립변수는 공격형이 뚜렷하게 나타났으나 방어형과 분석형은 중복되어 나타나서 분석적 방어

<표 2> 변수의 조작적 정의

변수	구분	조작적 정의	문항수	연구 문헌
인수전략	공동인수 / 단독인수	투자시 전략적 투자자 또는 재무적 투자자와 컨소시엄을 구성하여 인수하는 경우와 단독인수하는 경우	1	-
	경영권확보	투자기업 이사회에 과반수를 확보하여 경영권을 확보하고 있는지 여부	3	-
투자기업 운영전략	방어형	환경변화에 소극적이며 현상유지 및 안정성을 추구하는 전략	5	Miles and Snow (1978)
	공격형	신제품 개발, 혁신 추구, 환경변화에 신속 대응, 새로운 기회포착을 추구하는 전략	5	
	분석형	기회와 이익을 최대화하면서 위험을 최소화하는 전략	5	
경영성과	재무적 성과	매출액, 영업이익, 순이익, 투자수익률, 현금흐름, 매출액증가율, 매출액영업이익률, 부채비율	9	Chandler and Hanks (1993), Kaplan and Norton(1992), Galbraith and Schendel(1983)
	비재무적 성과	시장 점유율, 신상품 개발 및 신시장개척활동, 비용절감, 우수 인력의 확보와 유지, 정치적 문제해결능력	5	

형으로 명명하고 회귀분석을 실시하였다. 그 결과, 회귀식은 유의적인 것으로 확인되었다(모형 2, 재무적 성과 $F = 3.101, p < .05$, 비재무적 성과 $F = 5.419, p < .01$).

투자기업 운영전략 중 공격형과 재무적 성과와의 관계는 유의적인 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다($\beta = 0.251, p < .05$). 비재무적 성과와의 관계도 투자기업 운영 전략 중 공격형과 유의적인 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다($\beta = 0.480, p < .01$). 따라서 공격형 운영전략과 성과는 정(+)의 관계가 있을 것이라는 가설 1은 지지되었다.

가설 2와 가설 3의 검증을 위하여 T-test를 실시하였다. 가설 2의 경영권 확보여부에 있어서는 재무적, 비재무적 성과 모두 차이가 있는 것으로 나타났다. 경영권 확보시 재무적 성과의 평균 4.1053, 비재무적 성과의 평균 3.7544로 경영권 미확보의 평균보

다 높은 것으로 확인되어 재무적, 비재무적 성과 모두 경영권을 확보한 경우가 더욱 유의적인 것을 알 수 있다. 이에 따라 가설 2는 지지되었다.

가설 3의 투자기업 인수전략에 따라 투자기업의 성과의 차이를 검증한 결과, 인수 전략과 경영체제에 따라 재무적 성과에 차이가 있는 것을 알 수 있었다. 인수전략에서 단독투자의 재무적 성과는 평균 3.9485, 공동투자는 3.4638로 단독투자 시 재무적 성과의 평균이 더 높은 것으로 나타난 반면, 비재무적 성과는 유의하지 않은 것으로 확인되었다. 따라서 인수전략은 재무적 성과에만 유의한 영향을 주는 것으로 확인되어 가설 3은 일부 지지되었다.

가설의 검증 결과에 대한 세부내용은 <표 3> 및 <표 4>, 그리고 <표 5>에 제시하였다.

〈표 3〉 투자기업 운영전략과 재무적 성과간의 관계

모형 및 통계량	모형 1		모형 2	
	β	t-value	β	t-value
통제, 독립변수				
상수		20.488		1.534
업력	.258	1.959*	.205	1.564
매출액(2014년)	-.157	-1.195	-.120	-.929
공격형			.251	2.223**
분석적 방어형			.181	1.541
F-value	1.954		3.101**	
R ²	.051		.151	

주) * p < .1, ** p < .05, *** p < .01.

〈표 4〉 투자기업 운영전략과 비재무적 성과간의 관계

모형 및 통계량	모형 1		모형 2	
	β	t-value	β	t-value
통제, 독립변수				
상수		29.613		3.231
업력	.076	.565	.065	.525
매출액(2014년)	-.119	-.886	-.026	-.216
공격형			.480	4.474***
분석적 방어형			.035	.310
F-value	.403		5.419***	
R ²	.011		.236	

주) * p < .1, ** p < .05, *** p < .01.

〈표 5〉 투자기업 인수전략 및 경영권과 경영성과와의 관계

구 분		N	재무적 성과		비재무적 성과	
			평균	t-value	평균	t-value
인수전략	단독	55	3.9485	2.462**	3.5576	.049
	공동	23	3.4638		3.5507	
경영권	확보	19	4.1053	1.856*	3.7544	1.791*
	미확보	60	3.7139		3.4944	

주) * p < .1, ** p < .05, *** p < .01.

V. 결 론

5.1 결 론

본 논문은 사모펀드의 투자기업 진입전

략 및 운영전략과 투자기업 성과와의 관계를 실증분석을 통해 검증하였다. 사모펀드는 경영효율성을 추구하고 기업가치를 향상시켜 기업성과를 향상시킨다는 것은 여러 선행연구에서 검증을 통해 주장하였으

나 대부분의 연구가 해외 기업들을 대상으로 진행하였기 때문에 아직 사모펀드 도입 10년에 불과한 국내 상황에 적용시키기에는 다소 무리가 있다. 특히 국내 사모펀드 시장의 현황을 보면, 제도적인 측면과 운용 GP들의 특성, 시장규모 등의 면에서 상황이 많이 다른 것이 현실이다. 이러한 현실에서 국내 사모펀드들의 투자성향 및 투자기업 관리성향, 운용심사역들의 특징들에 대해 실증을 통해 검증하였다는 측면에서 본 연구는 중요한 의의를 가진다.

본 연구의 결과를 정리하면 다음과 같다. 첫째, 사모펀드 운용 GP의 투자운영전략은 공격형과 분석적 방어형으로 구분되며, 공격형 전략을 추구하는 사모펀드가 재무 및 비재무적 성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이는 본래 예상했던 금융계, 비금융계, 외국계가 각기 다른 전략을 추구하여 금융계는 방어적으로, 비금융계는 공격적으로, 그리고 외국계는 분석적으로 투자기업을 운영할 것이라는 가설과 상이한 것으로 보이나, 실질적으로 사모펀드의 투자가 활성화된 것이 최근 5년에 불과하고 지금까지 바이아웃보다는 성장자본 투자(Growth Capital)의 비중이 큰 것을 고려해보면 그 이유를 알 수 있다. 분석형은 시장 환경에 따라 공격적 또는 방어적인데 이는 국내에서는 성장자본투자가 더 많기 때문에 방어형에 가까운 분석형 전략을 추진하고 있는 것으로 판단된다. 외국계의 경우는 단독투자인 경우 대부분이 공격형으로 이 또한 국내의 환경 상 공동 GP가 많기 때문에 방어형 전략을 추진하고 있는 것으로 판단된다.

둘째, 투자기업의 경영권 확보여부에 따라 경영성과에서 차이가 있는 것으로 확인

되었다. 이는 위에서 설명한 바이아웃 투자가 보다 적극적인 운영을 통해 기업가치를 향상시킬 수 있다는 것을 의미하여, 향후 사모펀드시장의 경쟁이 치열해지면서 보다 많은 가치 창출을 위해 바이아웃 투자를 활발히 진행할 수밖에 없을 것으로 전망한다.

셋째, 투자진입전략에 따라 경영성과가 다르다. 본 연구에서는 사모펀드가 단독으로 투자한 경우, 비재무적 성과와 유의한 관계에 있는 것으로 확인되었다. 이는 투자지분율과도 관계가 있는 것으로 단독으로 투자한다는 것은 투자지분율을 많이 가져가는 경우이므로 의사결정과정도 복잡하지 않고 신속하게 이루어질 수 있어 보다 적극적으로 투자기업을 운영하고, 그러한 결과 기업성과를 향상시킬 수 있다는 해석이 가능하다.

5.2 시사점 및 한계

사모펀드는 단어 그대로의 의미인 공개되지 않는, 공개할 필요가 없는 펀드임에도 불구하고 국내에서는 설립 시부터 관련기관에 등록 등의 절차가 까다롭고 등록요건 등에 대한 법규 해석도 어려워 매번 관련기관과의 조율을 통해 등록하고, 등록 후에도 관리감독기관이 깊숙이 개입하여 보고의무 등이 까다로운 것이 현실이다. 물론 최근 법제정을 통해 사모펀드 규제를 완화하겠다는 움직임은 있지만, 현실적으로 아직은 활발한 투자활동을 하기에는 제약요소가 많다. 그렇기 때문에 보수적인 투자를 하거나 해외의 펀드들은 애초부터 국가가 아닌 해외에 사모펀드를 등록하여 투자를 실행하는 경우도 많다. 이처럼 제도나 관리 등의 제약

요소는 사모펀드의 투자형태를 바이아웃이 아닌 성장자본투자가 될 수밖에 없게 하고 있다. 해외 사모펀드의 성장과정을 보면, LBO로 시작하여 멀티플 익스팬션(Multiple Expansion) 전략에서 시장이 성숙됨에 따라 가치창출(Value Creation) 전략으로 이동되고 있는데, 가치창출 전략을 추구하기 위해서는 성장자본이 아닌 바이아웃 투자가 이루어 져야 한다.

국내 사모펀드의 현재 가장 큰 문제점은 시장이 협소하다는 것이다. 사모펀드는 투자 시부터 회수전략을 명확히 해야 하는데, 통상적인 회수전략은 기업공개나 M&A다. 기업공개는 대상이 되는 기업의 규모 등이 한정되어 있기 때문에 활발한 M&A가 가능해야 한다. 국내에서는 M&A를 하기 위한 대상 기업이 한정되어 있어, 사모펀드들은 투자 시부터 전략적 투자자인 향후 잠재적 인수 후보 기업과 긴밀한 관계를 가져가야 한다. 또한 좋은 투자대상은 대부분 입찰방식(Bidding Deal)이 될 수밖에 없고 해외 사모펀드 업계에서는 보기 드물게 거의 모든 안건들을 전략적 투자자와 타 재무적 투자자들과 경쟁을 해야 하는 상황이다. 이러한 시장규모의 한계로 인하여 학연, 지연 등 암묵적인 네트워크를 통해 사전에 관계를 형성한 후 투자를 하게 되는 현상이 발생하게 되는데 사모펀드의 활성화를 위해서는 이러한 환경에 대한 개선이 필요할 것으로 판단된다.

이러한 상황에서 본 논문은 다음과 같은 실무적 및 정책적 시사점을 제공하고 있다.

먼저, 실무적 시사점은 운용사인 GP의 관점에서 사모펀드가 기업에 투자할 때 진입전략에 따라 투자기업 성과가 달라지고 운영전략이 기업성과에 영향을 미친다는

것을 증명하였다. 특히 경영권 확보 여부는 투자기업 재무성과와 관련이 높기 때문에 기업 성장의 좋은 동반자 역할을 하기 위해서는 사모펀드가 바이아웃 위주의 투자형태로 경영권을 확보하는 전략을 구사해야 한다는 것을 제시하고 있다.

이러한 결과를 기업의 관점에서 보면 사모펀드로부터 투자를 받을 시 투자조건을 협상하는데 있어 사모펀드가 어떤 전략을 추구하는지에 따라 기업성과가 차이가 있다는 것을 인지하고 기업 입장에서 유리한 투자조건을 협의할 수 있다는 시사점을 제공한다.

또한 정책적 시사점으로는 자본시장의 관점에서 보면, 최근 사모펀드 활성화 법안 개정이 발의 후 1년 이상이 되었는데도 불구하고 2015년 6월 현재 본회의 상정을 앞두고 계속 연기되고 있다. 본 논문에서도 알 수 있듯이 사모펀드의 투자가 기업성과에 영향을 미치고 있고, 보다 좋은 성과를 내기 위해서는 성장자본 투자가 아닌 바이아웃 투자가 활발해야 하는데, 이를 위해서는 사모펀드의 규제완화 등의 제도적 환경 개선이 시급한 실정이다. 특히 사모펀드 등록수가 급증하면서 이제는 양적 성장보다는 질적 성장을 할 수 있는 환경의 조성이 필요하다고 할 수 있다. 특히, 질적 성장을 가능하게 하기 위해서는 시장 내 선의의 경쟁을 할 수 있는 환경이 조성되어 하며, 더 많은 사모펀드들이 시장에서의 경쟁을 통해 자격미달의 사모펀드는 자연적으로 도태되고 우수한 사모펀드들은 지속될 수 있는 환경이 조성되도록 관련기관에서는 시장진입에 대한 억제보다는 모니터링하고 규제하는 감시관으로서의 역할의 수행이 필요하다고 할 것이다.

논문접수일: 2015년 05월 25일

논문수정일: 2015년 11월 04일

게재확정일: 2015년 11월 04일

참 고 문 헌

- 강병서·김계수(1998), 『한국 SPSS 사회과학 통계분석』, SPSS 아카데미, 서울.
- 금융감독원(2015), “국내 사모투자전문회사(PEF) 도입 10년간의 변화 및 평가,” 2015. 3. 10. 보도자료.
- 김동규·심영섭(2011), “외국계 사모펀드의 국내 방송시장 진출에 관한 탐색적 연구,” 『미디어 경제와 문화』, 제9권, 제1호, pp. 93-134.
- 김범중(1990), “동태적 시장변화에 대한 전략적 대응이 성과에 미치는 영향에 관한 연구,” 고려대학교 박사학위논문.
- 김영배(1986), “전략군 유형에 따른 환경, 조직구조 및 기술혁신 형태: 통합적 상황모형,” 한국과학기술원 박사학위논문.
- 김영숙·이재춘(2000), “기업가치와 기업 소유구조와의 관련성,” 『한국증권학회지』, 제26권, 제1호, pp. 173-197.
- 김우택·장대홍·김경수(1993), “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구,” 『재무연구』, 제6권, pp. 55-75.
- 박경서·이은정(2006), “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향,” 『금융연구』, 제20권, 제2호, pp. 73-113.
- 박동휘, “1조클럽 사모펀드 15개 3년새 2배 이상 증가,” 한국경제, 2015. 03. 02일자.
- 박정훈(2004), “사모투자전문회사의 개념 및 도입배경과 간투법 주요 개정내용 해설,” 『투신』, 제48호, 자산운용협회.
- 방호열·차영진(1997), “한국기업 해외자회사의 성과와 영향요인,” 『경영학연구』, 제26권, 제3호, pp. 597-631.
- 법령제정실무작업반(2006), 『간접투자(펀드) 해설』, 박영사, p. 780.
- 손은호(2006), “호텔기업의 핵심역량과 경쟁전략 간의 적합성이 경영성과에 미치는 영향,” 경기대학교 박사학위논문.
- 윤지아(2014), “국내 및 신흥(EM)시장의 PEF 현황,” 자본시장연구원, 자본시장 WEEKLY 2014-19호.
- 윤희웅·이진국(2005), “사모투자전문회사의 합자회사 형태에 따른 법적 문제점,” BFL 제10호.
- 이승진(2010), 『기업재무안정PEF의 설립 및 운용에 관한 특례』, 자본시장연구원.
- 이장우(1989), “환경변화, 전략유형 및 기업 성과: 비교-정태적 분석,” 『경영학연구』, 제18권, 제2호, pp. 245-274.
- 이장우·대니 밀러·우성진·손종환(1993), “연구논문: 전략-환경 적합과 기업성과: 신기술 및 전통적 기술 배경 아래에서의 상관관계,” 『경영학연구』, 제23권, 제1호, pp. 149-172.
- 전혜경(2000), “기업의 국제경쟁력 강화를 위한 국제화 전략으로서의 M&A 연구,” 중앙대학교 석사학위논문.
- 정우영(2006), “사모투자전문회사에 관한 법적 고찰,” 『법학연구』, 제9권 제1호, pp. 261-310.
- 조한국·원성수(2009), “지역 중소·벤처기업의 성공요인에 관한 실증연구,” 『지역발전연구』, 제9권, 제1호, pp. 161-187.
- 최용호·신진교·김승호(2003), “최고경영자,

- 전략 및 구조요인이 중소기업의 성과에 미치는 영향,” 『중소기업연구』, 제 25권, 제2호, pp. 103-125.
- Agrawal, A., J. F. Jaffe, and G. N. Mandelker (1992), “The post merger performance of acquiring firms: a re examination of an anomaly,” *The Journal of Finance*, Vol.47, No.4, pp. 1605-1621.
- Andrews, K. R.(1971), *The Concept of Corporate Strategy*, Dow Jones-Irwin, Homewood Illinois.
- Ansoff, H. I.(1965), *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*, New York: McGraw-Hill.
- Bain & Company Inc.(2014), *Global Private Equity Report 2014*.
- Bain & Company Inc.(2015), *Asia-Pacific Private Equity Report 2015*.
- Bamey, J.(1991), “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage,” *Journal of Management*, Vol.17, No.1, pp. 99-120.
- Baum, J.(1994). *The Relation of Traits, Competencies, Vision, Motivation, and Strategy to Venture Growth*. Ph.D. Dissertation, University of Maryland.
- Bergström, C., Grubb, M. and Jonsson, S.(2007), “The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation,” *The Journal of Private Equity*, Vol.11, No.1, pp. 22-39.
- Boucly, Q., D. Sraer, and D. Thesmar(2008), “Do leveraged buyouts appropriate worker rents? Evidence from French data,” *Working Paper*, HEC Paris.
- Boucly, Q., D. Sraer, and D. Thesmar(2009), “Leveraged Buyouts-Evidence from French Deals,” *The Global Economic Impact of Private Equity Report*, pp. 47-61.
- Chaffee, E. E.(1985), “Three Models of Strategy,” *The Academy of Management Review*, Vol.10, No.1, pp. 89-98.
- Chandler, A. D.(1962), *Strategy and Structure*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Chandler, G. N. and S. H. Hanks(1993), “Measuring the Performance of Emerging Businesses: A Validation Study,” *Journal of Business Venturing*, Vol.8, No.5, pp. 391-408.
- Cressy, R., F. Munari, and A. Malipiero(2011), “Creative destruction? Evidence that buyouts shed jobs to raise returns,” *Venture Capital*, Vol.13, No.1, pp. 1-22.
- Cubbin, J. and D. Leech(1983), “The Effect of Share holding Dispersion on The Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement,” *The Economic Journal*, Vol.93, No.370, pp. 351-369.
- Dess, G. G. and P. S. Davis(1984), “Porter’s generic strategies as determinants of strategic group membership and organization performance,” *Academy of Management Review*, Vol.27, No.3, pp. 467-488.
- Dillon, W. R. and M. Goldstein(1984), *Multivariable analysis: Methods and applications*, John Wiley and Sons, New York, U.S.A.
- Galbraith, C. and D. Schendel(1983), “An empirical analysis of strategy types,” *Strategic Management Journal*, Vol.4, No.2, pp. 153-173.
- Gillian, S. and Starks(2007), “The Evolution of Shareholder Activism in the United

- States,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.19, pp. 55-73.
- Grossman, S. J. and O. D. Hart(1980), “Takeover Bids, the Free-Rider problem, and the Theory of the Corporation,” *The Bell Journal of Economics*, Vol.11, No.1, pp. 42-64.
- Guo, S., E. S. Hotchkiss, and W. Song(2011), “Do buyouts (still) create value?,” *The Journal of Finance*, Vol.66, No.2, pp. 479-517.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., and Anderson, R. E.(2010), *Multivariate data analysis: A Global Perspective (7th ed.)*, Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
- Han, J. K., N. Kim, and R. K. Srivastava(1998), “Market orientation and organizational performance: is innovation a missing link?,” *The Journal of Marketing*, Vol.62, No.4, pp. 30-45.
- Harris, L. C.(2001), “Market orientation and performance: objective and subjective empirical evidence from UK companies,” *Journal of Management studies*, Vol.38, No.1, pp. 17-43.
- Hurry, D.(1993), “Restructuring in the global economy: The consequences of strategic linkages between Japanese and U.S. firms,” *Strategic Management Journal*, Vol.14, pp. 69-82.
- Ikeda, K. and N. Doi(1983), “The Performance of Merging Firms in Japanese Manufacturing Industry; 1964-1975,” *Journal of Industrial Economics*, Vol.31, pp. 257-266.
- Jensen, M. C.(1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers,” *American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, pp. 305-360.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback(1983), “The market for corporate control: The scientific evidence,” *Journal of Financial Economics*, Vol.11, No.1, pp. 5-50.
- Kahan, M. and E. Rock(2006), “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control,” *Working Paper*, New York University.
- Kaplan, R. S. and D. P. Norton(1992), “the Balanced Scorecard-Measures That Drive Performance,” *Harvard Business Review*, Vol.70, No.1, pp. 71-80.
- Kaserer, C.(2011), *Return Attribution in Mid-Market Buy-Out Transactions-New Evidence from Europe*, Center for Entrepreneurial and Financial Studies.
- Kaserer, C. and C. Diller(2004), “European Private Equity Funds, A Cash Flow Based Performance Analysis,” *CFFS Working Paper*, No.2004-01, Muenchen: Technische Universitaet Muenchen.
- Kirca, A. H., S. Jayachandran, and W. O. Bearden(2005), “Market orientation: A meta-analytic review and assessment of its antecedents and impact on performance,” *Journal of Marketing*, Vol.69, No.2, pp. 24-41.
- Klein, A. and E. Zur(2006), “Hedge Fund

- Activism,” *Working Paper*, New York University.
- Kogut, B.(1991), “Joint ventures and the option to expand and acquire,” *Management Science*, Vol.37, No.1, pp. 19-33.
- Kruse, T. A., H. Y. Park, K. Park, and K. Suzuki (2002), *Post-Merger Corporate Performance in Japan*, Available at SSRN 302341.
- Lee, W. H.(1998), *A Theory of Alliance Governance: A Strategic Option Alternative to Transaction Cost Theory*, Doctoral Dissertation, The Ohio State University.
- Lewellen, W., C. Loderer, and A. Rosenfeld (1985), “Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, No.1, pp. 209-231.
- McDougall, P. P., J. G. Covin, R. B. Robinson, and L. Herron(1994), “The effects of industry growth and strategic breadth on new venture performance and strategy content,” *Strategic Management Journal*, Vol.15, No.7, pp. 537-554.
- Miles, R. E. and C. C. Snow(1978), *Organizational Strategy*, Structure and Process, McGraw-Hill Book Co, New York, U.S.A.
- Miles, R. H.(1982), *Coffin Nails and Corporate Strategies*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, New Jersey, U.S.A.
- Miller, D. and P. H. Friesen(1986), “Porter’s (1980) generic strategies and performance: an empirical examination with American data Part II: performance implications,” *Organization Studies*, Vol.7, No.3, pp. 255-261.
- Mintzberg, H.(1987), “Crafting strategy,” *Harvard Business Review*, July-August, pp. 66-75.
- Myers, S. C.(1977), “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, Vol.5, No.2, pp. 147-175.
- Odagiri, H. and T. Hase(1989), “Are mergers and acquisitions going to be popular in Japan too?: An empirical study,” *International Journal of Industrial Organization*, Vol.7, No.1, pp. 49-72.
- Partnoy, F. S. and R. S. Thomas(2007), *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, Brookings-Nomura Papers on Financial Services, Yasuki Fuchita, Robert E. Litan, eds., Brookings Institutions Press.
- Pearce, J. A., E. B. Freeman, and R. B. Robinson (1987), “The tenuous link between formal strategic planning and financial performance,” *Academy of Management Review*, Vol.12, No.4, pp. 658-675.
- Porter, M. E.(1980), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, New York, U.S.A.
- Porter, M. E.(1985), *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, Free Press, New York, U.S.A.
- Robbins, S. P.(1983), *Organization Theory: Structure, design, and applications*, Prentice-Hall International, INC, p. 213.
- Robey, D.(1991), *Desugning Organizations*, Irwin 3rd ed, p. 298.
- Segev, E.(1987), “Strategy, strategy making, and performance in a business game,” *Strategic Management Journal*, Vol.8, No.6, pp. 565-577.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny(1989), “Management Entrenchment: The Case of Manage-

- ment-specific investment,” *Journal of Financial Economics*, Vol.25, No.1, pp. 123-139.
- Spangler, T.(2008), *The Law of Private Investment Funds*, Oxford press.
- Steers, R.(1975), “Problems in Measurement of Organizational Effectiveness,” *Administrative Science Quarterly*, Vol.20, No.4, pp. 546-558.
- Venkatraman, N.(1989), “The concept of fit in strategy research: toward verbal and statistical correspondence,” *Academy of Management Review*, Vol.14, No.3, pp. 423-444.
- Woodside, A. G., D. P. Sullivan, and R. J. Trappey(1999), “Assessing relationships among strategic types, distinctive marketing competencies, and organizational performance,” *Journal of Business Research*, Vol.45, No.2, pp. 135-146.