

국내 사모펀드의 회수전략에 대한 연구

주저자: 여상은 (이화여자대학교 박사과정)*

공저자: 변진호 (이화여자대학교 교수)

< 요약 >

본 연구의 목적은 국내 사모펀드의 회수(Exit) 의사결정에 영향을 미치는 요소들에 대하여 살펴보는 것이다. 2014~2024 국내 사모펀드의 거래 자료를 수집하고, 운용사의 특성과 자본 시장의 상황 및 투자대상 기업의 재무정보를 함께 분석하였다. 연구 결과, 사모펀드운용사가 느끼는 매도압박(Sell_Pressure)이 크고 운용자산 규모(AUM)가 작으며, IT나 헬스케어 등 하이테크 산업에 속한 경우 IPO가능성이 높았으며, 시장금리가 낮을수록 M&A나 Secondary를 통한 회수가능성이 높았다. 또한 거래 시차가 짧고 대상기업의 자산성장성이 클수록 매도수익율이 높게 나타났다. 특히 사모펀드 간의거래인 Secondary에서 매도압박이 클수록 거래 수익율이 낮고, 매수압박이 클수록 거래수익율이 높게 나타났다. 본 연구는 사모펀드 운용사가 거래 시점에 느끼는 압박을 계량화하여 향후 연구에서 활용할 수 있는 계기를 마련하였으며, 국내 Secondary거래의 수익률을 별도 분석하였다는 점에서 의의를 지닌다.

주제어 : 사모펀드, 운용사, M&A, 세컨더리, 회수(Exit)

*연락담당저자. 주소: 서울시 서대문구 이화여대길 52, 이화여자대학교 경영대학, 03760;

이메일: yeo.sangeun@gmail.com

1. 서론

사모펀드 운용사(GP)는 크게 세 가지 활동을 한다. 첫째, 금융기관, 연기금 공제회 등 기관투자자들로부터 자금을 모아서 펀드(PEF)를 조성하는 것이다. 둘째, 투자대상기업을 발굴하고 이를 인수하는 것이다. 셋째, 보유 기업을 매각하고 펀드 투자금을 회수(Exit)하는 것이다. 이 중에서도 투자대상 기업의 가치를 높여 매각하고 투자금을 회수하는 과정은 사모펀드 운용사가 자본시장에서 지속적으로 영업할 수 있는 기반이 되므로 매우 중요한 과정이라 할 수 있다. 국내에서 사모펀드는 한때 ‘기업사냥꾼으로 불리며 비난을 받아왔으나, 최근 들어 자본력과 정보력을 활용하여 기업을 인수하고, 구조조정 및 기업가치 증대 역할을 하는 긍정적인 면이 부각되고 있다¹. 그러나 사모펀드보유 기업의 주식시장 상장이나, 외부 매각 후 투자금 회수과정에 대해서는 많이 알려져 있지 않다.

Jensen (1989)은 Havard Business Review에 게재한 “Eclipse of the Public Corporation”에서 상장기업에 비해 사모펀드 인수기업이 가지는 장점을 다음과 같이 설명했다. “*사모펀드는 종종 차입인수(Leverage Buyout) 방식을 활용하는데, 차입금의 증가는 기업의 과도한 현금보유를 제한하고 대리인문제를 완화할 수 있다. 또한 사모펀드 인수 후 비상장기업으로 전환한 기업들은 주식시장의 단기적인 주가상승 압박에서 벗어나 장기적인 성과향상을 추구할 수 있다.*” 이어 Jensen(1989)은 향후에는 기업지배구조에서 사모펀드의 적극적인 경영참여가 크게 증가할 것으로 전망하였다. 실제로 사모펀드 시장은 1991년 100억달러 규모(Kaplan and Schoar 2005)에서 2023년말 1조달러 규모까지 약 100배 성장하였으며, 2023년 글로벌 M&A시장에서 사모펀드가 차지하는 비중은 30%에 달하는 것으로 나타났다.²

사모펀드 시장의 괄목할 만한 성장 및 자본시장에서 차지하는 중요성에도 불구하고, 사모펀드에 대한 연구는 활발하게 진행되지 못하였다. 이는 사모펀드의 투자형태가 매수인과 매도인간의 개인적인 계약으로 진행되어 당사자 이외에 그 내용을 알기가 어려우며(Kaplan and Schoar 2005), 투자대상 기업 중 주식시장에 상장되지 않은 기업들이 많아 상장기업 대비

¹ “사모펀드산업 새로운 투자지평에 대응하라” 한국경제신문 2022년 4월 29일
(<https://marketinsight.hankyung.com/article/202204291183r>)

² Bain & Company ‘Global Private Equity Report 2024’

관련 정보가 충분하지 않기 때문이다. 사모펀드 운용사의 투자 및 회수성과면에서도, 펀드 투자자를 대상으로 한 마케팅자료를 제외하면 공개적으로 취득할 수 있는 정보가 많지 않다. 이처럼 정보 수집이 제한된 상황에서 사모펀드 투자에 대한 연구는 아래와 같이 진행되어 왔다.

첫번째로, 사모펀드의 투자대상 기업에 대한 분석이다. 선행연구들은 (Kaplan 1989b; Kaplan and Strömberg 2009; Boucly, Sraer and Thesmar 2011; Guo, Hotchkiss and Song 2011; Harris, Jenkinson and Kaplan 2014) 사모펀드 투자대상 기업의 수익성, 성장성 및 현금흐름 등 재무성과의 개선 및 성장전략에 대하여 연구하였는데, 대체로 사모펀드의 인수 이후 투자대상 기업의 성과가 개선되고 성장성이 제고되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

사모펀드 관련 연구의 두번째 흐름은 사모펀드의 투자성과에 대한 연구들이다. 선행연구들(Kaplan and Schoar 2005; Harris, Jenkinson and Kaplan 2014; Phalippou and Gottschalg 2009)은 주로 유료로 제공되는 데이터서비스를 사용하여, 사모펀드의 인수금액과 매각금액, 배당 등의 중간회수 정보를 파악한 것으로 나타난다. 예를 들어, Kaplan and Schoar (2005)와 Harris, Jenkinson and Kaplan(2014)에서는 사모펀드의 수익율이 S&P 500을 상회하는 것으로 나타났으나, Phalippou and Gottschalg (2009)에서는 사모펀드가 S&P 500 대비 부진한 성과를 기록하는 것으로 나타났다. 사모펀드의 수익성에 대한 연구들은 분석에 사용한 데이터베이스의 종류가 다르고, 분석 기준에 차이가 발생하여 연구의 결과들도 일치하지 않는다.

세번째는 사모펀드가 투자대상 기업을 매각하고 투자금을 회수하는 방식에 대한 연구들(Giot and Schwienbacher 2007; Kaplan and Strömberg 2009; Guo, Hotchkiss and Song 2011; Axelson, Jenkinson, Strömberg and Weisbach 2013; Wang 2012; Bonini 2015)이다. Kaplan and Strömberg (2009)는 사모펀드의 세가지 회수 방식 중 M&A와 Secondary의 비중이 높고, IPO의 비중이 상대적으로 낮게 나타났으며, 사모펀드 운용사는 주식시장이 저평가된 시점에 활발하게 인수에 나서는 것으로 분석하였다. Guo, Hotchkiss and Song(2011)은 금리가 높은 상황에서 사모펀드가 기업가치 평가에 높은 할인율을 적용하여 저렴한 가격에 인수를 추진하는 것으로 보았으나, Axelson, Jenkinson, Strömberg and Weisbach (2013)에서는 저 금리 시기에 LBO거래가 활발한 것으로 나타났다. Giot and Schwienbacher (2007)은 투자대상 기업의 업종이 IPO와 가장 큰 관련이 있는 것으로 보았으며, Wang(2012)과 Bonini(2015)는 주식시장의 유동성이 부족하고, 금리

가 낮은 상황에서 Secondary거래가 빈번한 것으로 연구하였다.

사모펀드의 투자 활동에 대한 연구들은 주로 해외 시장 위주로 진행되어 왔기에 국내 시장에서 실증분석을 통해 이를 비교 및 확인해 볼 필요성이 존재한다. 국내에서 사모펀드에 대한 연구는 매우 적은 수로 존재한다. 법제적인 측면에서의 연구를 제외하면 국내에서 사모펀드를 주제로 삼은 연구는 60여건에 불과한데, M&A거래에서 인수자로서 사모펀드의 역할을 살펴보거나, 투자대상 기업의 재무제표를 분석대상으로 삼은 연구들 (김성태,조영석 2009; 이양복 2018;이상은, 김문겸 2021;박용린 2020; 박용린 2024)이다. 사모펀드 수익율 측정방법에 대한 연구들도 일부 존재하나 (이원흠 2017; 배기범,이준서 2019, 배기범,이준서 2020) 회수방법 또는 수익율을 결정요인에 대한 체계적인 분석은 이루어지지 못하고 있다.

본 연구는 국내 자본 시장에서 사모펀드 운용사의 투자금 회수과정에 대하여 다음과 같이 분석을 실시하였다. 먼저 거래 시점에 사모펀드 운용사가 느끼는 거래에 대한 압박을 지수화 하고(Pressure Index), 거래압박이 회수방식을 결정하는데 영향을 미치는지 분석하였으며, 사모펀드 운용사의 운용자산 규모(AUM)와 거래 시차(duration)를 함께 살펴보았다. 특히 사모펀드 간의 거래인 Secondary에서는 거래압박(Pressure Index)를 매도 측과 매수 측으로 구분하여 회수 수익율과 비교분석을 실시하였다. 차입인수(Leverage Buyout)를 빈번하게 사용하는 사모펀드 거래의 특성을 고려하여 시장금리를 변수로 설정하여 함께 분석하였으며, 사모펀드 인수기간 중 투자대상 기업의 재무지표도 활용하였다.

본 연구의 분석결과 국내 자본시장에서 사모펀드 운용사가 투자대상 기업을 매각하고 투자금을 회수할 때 가장 큰 영향을 미치는 요소는 운용사가 느끼는 거래에 대한 압박(Sell Pressure)과 운용자산규모 및 보유기간인 것으로 나타났다. 또한 사모펀드 거래대금의 상당 부분을 차입으로 조달하는 LBO의 특성상, 저금리 상황에서 M&A나 Secondary가 빈번한 것으로 나타났다. 투자대상 기업의 특성과 관련하여, IT와 헬스케어 업종에서 IPO를 통한 회수를 선택할 확률이 높았으며, 투자대상 기업의 차입금 규모와 ROA가 회수방식 결정과 관련이 있었다. Secondary 거래에서는 매도인이 느끼는 압박(Sell Pressure)이 클수록 회수 수익율이 낮고, 매수인이 느끼는 압박(Buy Pressure)이 클수록 회수 수익율이 높게 나타났다. 본 연구는 국내 사모펀드 시장에서 특정 회수방식을 결정하는 요소를 분석하고, 수익율과의 관계를 종합적으로 분석한 연구로서, 사모펀드에 대한 투자자들의 이해를 높이고 건전한 발전을

도모하기 위한 시사점을 제시할 수 있는 것으로 생각된다.

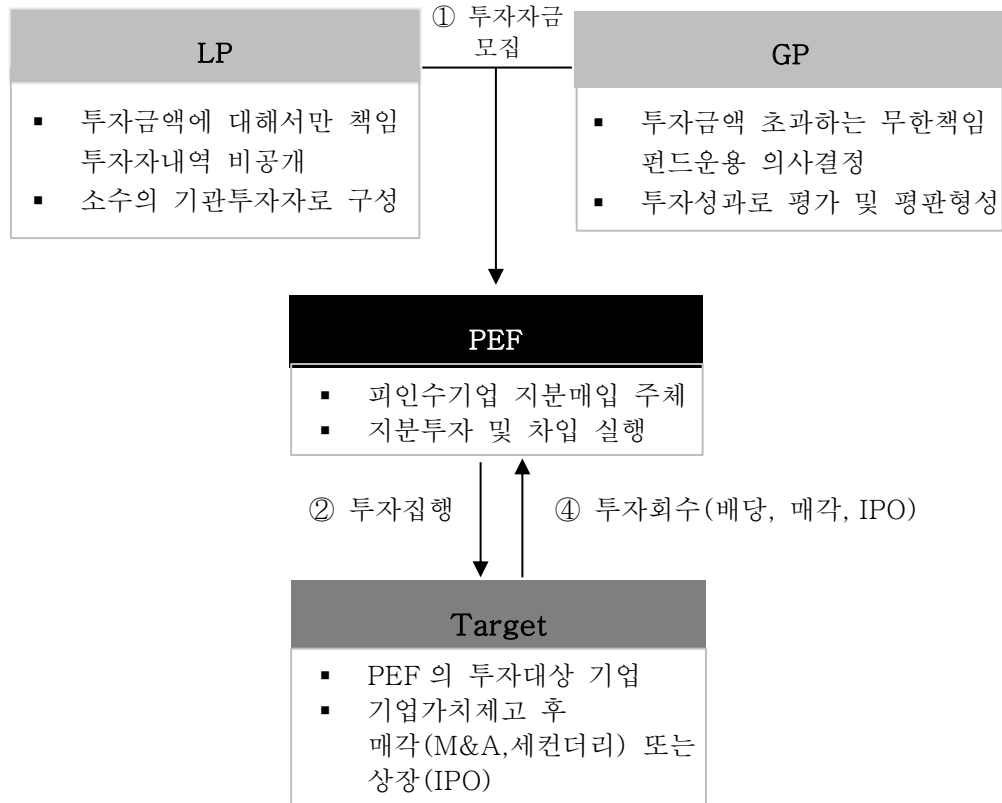
본 연구의 구성은 다음과 같다. 2절에서는 국내 사모펀드 시장의 현황과 사모펀드에 대한 선행연구를 바탕으로 연구의 배경을 제시한다. 3절에서는 선행연구를 바탕으로 연구모형과 가설을 설정하고, 연구방법을 제시한다. 이어 4절에서는 다양한 실증분석 결과를 살펴 보며, 결론인 5절에서는 본 연구의 요약과 함께 시사점 과 한계점을 함께 논의하기로 한다.

2. 사모펀드 현황 및 관련 선행연구

2.1. 사모펀드의 투자활동

사모펀드(PEF)운용사들은 투자자들로부터 모집한 자금으로 투자대상 기업의 경영권 지분을 인수하고, 대상 기업의 가치를 제고하기 위한 활동들을 하며, 이후 보유기업을 매각하여 투자금을 회수하는 일을 한다. 투자자들로부터 투자금을 모집하는 활동과, 투자대상 기업의 지분을 인수하는 활동은 동시에 이루어지는 경우가 많으며, 많은 경우 은행 등 차입금융기관과의 협상도 함께 진행된다. (Kaplan and Strömberg 2009). 사모펀드 운용사는 인수한 기업의 가치를 높이기 위하여 사업전략을 제시하고, 재무구조를 개선하며, 기존 경영진의 교체 를 포함한 지배구조를 개편하기도 한다. 이는 투자대상 기업의 재무성과, 지배구조 및 운영 성과를 높여 기업가치를 극대화하고 성공적인 매각을 통해 투자금을 회수를 하는 것이 사 모펀드의 가장 큰 목적 중의 하나이기 때문이다(Boucly, Sraer and Thesmar 2011; Gompers, Kaplan and Mukharlyamov 2016). 사모펀드 운용사는 사모펀드의 무한책임사원(General Partner)으 로 펀드의 주요 의사결정 사항들을 책임지게 되며, 펀드의 유한책임사원(Limited Partner)인 기관투자자들은 주로 금융기관과 공공기관 연기금 등으로 구성되는데, 사모펀드에 투자한 금액을 한도로 책임을 진다. (Gompers and Lerner 2000) 사모펀드는 주로 10년이내의 만기가 정해진 폐쇄형 펀드로 설정되어 추가입금이나 중도출금이 어려운 특징이 있다. (Metrick and Yasuda 2007) 사모펀드 운용사들은 매 3~4년마다 자금을 모집하는데, 기존 투자대상 기업을 적절한 시점에 매각하여 우수한 수익을 기록하는 것은 운용사의 평판을 높여주고, 향후 자금조달에 도움을 주기에 매우 중요한 단계이다. (Phalippou 2009; Gompers, Kaplan and Mukharlyamove 2016)

<그림 1 사모펀드 투자구조>



- ① 투자자금 모집: 투자자(LP)와 출자약정 체결하며 GP도 일부 출자
- ② 투자집행: 투자대상 선정하여 기업 인수 (차입, 공동투자 등 활용)
- ③ 기업가치제고: 구조조정, 경영혁신 통한 경영효율화, 현금흐름 창출
- ④ 투자회수: 매각, 상장을 통해 이익실현 하여 투자자에 배분

출처: 삼일PwC 경영연구소

사모펀드는 투자대상 기업의 경영에 적극적으로 참여하기에, 사업의 현황과 향후 성장전망에 대한 상세한 정보를 보유하게 된다. 그러나 사모펀드 보유기업들이 주식시장에 상장되어 있지 않은 경우가 많으므로, 시장의 투자자 혹은 투자대상기업의 잠재매수자들은 회사에 대한 제한적인 정보만을 가지게 된다. 사모펀드의 경영권 지분 매매가격은 매도인과 매수인의 협상에 의해 결정되고, 시장에서 인정되는 공정가치가 존재하지 않는 경우가 많다. 거래

조건은 협상에 따라 다양하게 설정할 수 있으며, 개별 투자대상 기업의 특성이 상이하기에 가치평가의 난이도도 상장기업에 비해 높은 편이다. 정보비대칭과 유동성이 떨어지는 특성으로 인해, 거래 상대방을 찾기 위한 탐색비용과 채무자문 및 법률자문을 위한 부대비용이 추가로 소요되면, 투자에 따른 기대수익율은 높아질 수 밖에 없다. (Amihud and Mendelson 1986). 사모펀드 운용사들은 사모펀드 거래에서 나타나는 정보비대칭 상황을 활용하여, 거래에 경쟁입찰을 도입하고 투자대상기업의 가치평가에서 유리한 회수 방식을 고려하게 된다. (Kaplan and Schoar 2005; Kaplan & Strömberg 2009; Jenkinson and Sousa 2015)

사모펀드는 투자대상 기업을 주식시장에 상장하는 IPO 또는 제 3자에게 매각하는 방식으로 투자금을 주로 회수한다. 제 3자매각은 매수인이 전략적 투자자인지, 재무적 투자자인지에 따라 다시 M&A와 Secondary로 구분할 수 있다. 선행연구(Degeorge, Martin and Phalippou 2016, Kaplan & Strömberg 2009)에 따르면, 사모펀드 거래에서 회수 방식으로는 M&A가 가장 빈번하게 나타나며, 그 다음으로 Secondary를 통한 회수 비중이 높게 나타났다. 사모펀드 간의 M&A거래인 Secondary는 1980년대에는 전체 거래비중의 약 13%를 차지하였으나, 2008년 금융위기 이후 30%이상으로 그 비중이 크게 증가한 것으로 나타난다. (Wang 2012)

2.2. 국내 사모펀드 현황

국내에서는 1997년 외환위기 이후 외국계 사모펀드 운용사들의 국내기업 투자과정에서 사모펀드라는 용어가 처음 사용되기 시작하였다. 2004년 舊 간접투자자산운용업법에서 M&A등 구조조정 촉진과 투자수단 다양화를 목적으로 한 사모투자전문회사 제도가 도입되었으며, 2011년 자본시장법의 시행 이후 여러 차례 관련 법령이 개정되었다. 현행 자본시장법상 사모펀드는 기관투자자 및 전문투자자를 대상으로 자금을 모집하는 기관전용사모펀드와 투자금 3억원 이상의 개인투자자와 전문투자자를 대상으로 하는 일반사모펀드로 구분된다. 일반사모펀드는 개인투자자들의 참여로 인해 투자자보호를 위한 운용감시 및 비유동성 자산 투자비율 제한 등의 제도가 있으나, 기관전용사모펀드는 특별한 투자자보호 제도가 마련되어 있지 않다. 다만, 폐쇄형 펀드의 특성상 자금의 입출입이 자유롭지 않으므로, 자본시

장법에 펀드의 설정기한을 최대 15년으로 지정하여 투자자들의 회수가능성을 높였다.³ 실무에서 사모펀드는 일반투자자 대상의 집합투자기구인 일반사모펀드를 포함하여 폭넓게 사용되고 있다. 그러나 본 연구에서는 국내 자본시장법상 기관전용사모펀드로서, 주로 ‘비상장지분형 증권’에 장기간 투자하는 펀드(김형태, 빈기범 2012)만을 분석의 대상으로 삼기로 한다. 국내 사모펀드 시장은 2004년말 2개 펀드로 시작하여, 2023년말 기준 1,126개 펀드와 약정규모 136.4조원으로 성장하였으며, 사모펀드를 운용하는 운용사(GP)의 숫자도 2023년말 442사까지 증가하였다. 운용사(GP)를 규모별로 살펴보면, 운용자산 1조원 이상의 대형GP 35사가 전체 약정액의 약 61%를 차지하며, 이들 중 2조원 이상의 초대형 9개사의 운용규모 합계는 50조원이다. <표 1>은 2022년말 기준 운용자산 2조원 이상의 국내 사모펀드의 현황이다.

<표 1> 한국의 주요 사모펀드 운용사

No.	회사명	설립	펀드 수(개)	약정금액(조)	비고
1	한앤컴퍼니	2010	17	11	
2	MBK파트너스	2005	11	10.7	
3-1	IMM PE	2006	24	5.5	
3-2	IMM 인베스트먼트	1999	21	5.2	
4	스틱인베스트먼트	1999	12	4.4	‘22년말기준
5	산업은행	1954	9	3.0	
6	SKS PE	2005	14	2.9	
7	한국투자 PE	2010	15	2.8	
8	VIG파트너스	2005	19	2.3	
9	JKL파트너스	2001	6	2.2	
합 계			148개	50조	

출처: 삼일PwC경영연구원

2023년 1년간 국내에서 진행된 M&A거래 규모는 총 32조원 가량이며, 그 중 사모펀드가 참여한 거래는 8조원 가량이다. 그러나 국내 M&A거래를 거래 금액 기준으로 분류시 상위 20위까지 거래 중에서 사모펀드가 참여한 비중은 85%에 달하여, 국내 M&A시장에서 사모펀드의 영향력이 매우 크다고 할 수 있다. 자본시장연구원의 박용린(2020)과 박용린(2024) 연구에 따르면 국내 사모펀드의 회수 방법 중에서 M&A가 가장 빈번하게 나타나며, 그 다

³ 자본시장법 제249조의11 및 시행령 제21조의 14

음으로 Secondary와 IPO의 순서로 나타났다. 지난 20여년간 국내사모펀드 시장이 괄목할만한 성장을 하였음에도 아직까지 충분한 연구가 이루어지지 않은 상황에서, 국내 사모펀드의 회수방식에 대하여 살펴보는 본 연구가 중요한 의의를 지닐 수 있다고 본다.

2.3. 선행연구

2.3.1. 사모펀드 운용사의 거래압박 (Pressure Index)

Ahlers, Hack, Kellermanns and Wright (2016)는 176명의 사모펀드 종사자들을 대상으로 한 연구에서, 사모펀드가 포트폴리오를 매각할 때 정보비대칭성이 큰 거래의 특성상 충분한 자본력과 자원을 갖춘 당사자가 협상에 유리하다고 언급하였다. 매도인은 잠재 매수인간의 경쟁을 유도하여 협상력을 극대화하고, 가격을 높이거나 원하는 방향으로 계약을 수정하는 전략을 사용할 수 있다. 사모펀드 운용사가 업력이 오래되고 운용자산 규모가 크며, M&A 거래 경험이 풍부할수록, 기존 투자수익율이 높거나 충분한 운용자산을 보유하여 매각에 대한 시간압박이 덜할수록 및 투자대상 기업이 속한 산업에 대한 이해가 높을수록 시간압박에서 자유로울 수록, 투자대상기업이 속한 산업에 대한 이해가 높을수록 더 큰 협상력을 지니게 된다. (Ahlers, Hack, Kellermanns and Wright 2016)

해외 연구 중에서 Arcot, Fluck, Gaspar and Hege (2015)와 Jelic,Zhou and Ahmad(2021)는 사모펀드 운용사의 거래에 대한 압박을 지수화 하여 분석에 사용하였다. 예를 들어, 운용사가 대형 금융그룹 계열사에 속하거나 업력이 오래되고, 시장내 평판이 좋은 경우 그렇지 않은 운용사에 비해 자금조달에 유리할 수 있다는 것이다. Kaplan and Schoar(2005)는 시장내에 안정적으로 자리잡은(established) 사모펀드 운용사일수록 후속펀드의 결성가능성이 높고, 투자성과의 변동성이 적은 것으로 연구하였다. Demiroglu and James (2010)는 미국의 180여개 LBO사례를 분석하였는데, 평판이 좋은 사모펀드 일수록 은행들이 신용스프레드를 좁게 설정하고, 만기는 길게 유지하는 등 더 유리한 차입조건을 적용 받는 것으로 나타났다. 평판 외에도, 최근에 투자 실적이 우수한 사모펀드 운용사는 보유자산 매도에 대한 압박이 덜할 수 있다. 사모펀드는 정해진 만기내에 보유자산을 매각하고 이익을 배분하여야 하는데(Metrick and Yasuda 2007), 만기가 가까울수록 매도인은 거래에 대한 부담을 느끼고 빠른 회수를 추진하게 된다. Arcot, Fluck, Gaspar and Hege(2015)연구에서는 매도인이 시간에 대한 압박을 크게 느

필수록 다른 사모펀드에 매각하는 Secondary를 선호하는 것으로 나타났는데, 이는 IPO나 전략적 투자자 대상 M&A거래에 비해 Secondary가 절차면에서 용이하기 때문으로 분석하였다.

2.3.2. 자본시장 상황에 따른 자금조달 용이성

Myers and Majluf(1984)의 자금조달 순위이론(Pecking Order Theory)에 따르면 기업의 경영진과 주주간에는 정보비대칭이 존재하며, 기업의 자금조달 의사결정은 자본시장 상황, 수익성, 상환 능력 등을 고려하여 내부자금 활용과 외부차입 또는 신규주식 발행 등을 결정하는 것으로 나타났다. Shleifer and Vishny (2003)는 주식시장이 기업의 M&A 의사결정에 미치는 영향을 분석하면서, 주가가 고 평가된 시점에 인수에 나서는 기업들이 많다고 주장하였다. 그러나 사모펀드 운용사의 투자 의사결정에 자본시장이 미치는 영향에 대해서는 조금 다른 연구결과들이 나타난다. Kaplan and Strömberg(2009)에서 사모펀드 운용사들은 주식시장이 저평가된 시점에 활발하게 인수활동을 하며, 향후 시장가치 상승을 통해 이익을 극대화하는 시점에 투자대상 기업을 매도하는 것으로 나타났다. 시장금리가 높은 경우 사모펀드 투자자들은 투자대상 기업의 가치평가가 높은 할인율을 적용하여 저렴한 가격에 매수하는 장점이 있는 반면에, 인수에 필요한 자금을 차입할 때 이자비용이 커지는 단점이 발생한다. 반대로 시장의 금리가 낮은 경우, 인수자금 조달에는 유리하나, 투자대상 기업의 가치평가가 할인율이 높아지는 단점이 존재한다. (Guo, Hotchkiss and Song 2011) 이에 국내 자본시장에서 사모펀드 운용사가 투자대상 기업의 회수를 결정할 때, 자본시장의 상황이 어떻게 영향을 미치는지를 살펴볼 필요성이 존재한다.

2.3.3. 투자대상 기업의 특성

Gompers, Kaplan and Mukharlyamove(2016)은 79개 사모펀드 운용사에 근무하는 매니저들을 대상으로 설문조사를 실시하였는데, 펀드매니저들은 투자대상 기업가치를 높이기 위한 방법 중에 비용을 절감하는 것 보다는 성장을 촉진하는 것에 더 많은 관심을 기울이는 것으로 밝혀졌다. Harris, Jenkinson and Kaplan (2014)연구에서 사모펀드가 인수한 기업의 성과가 높아질 수록 결국 회수시 기업가치 평가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. Kaplan(1989b)의 1980년대 미국 사모펀드시장을 대상으로 한 연구에서도, 사모펀드가 인수

한 기업의 영업이익율이 10%이상 상승하고, 자본적 지출은 감소하여 수익성과 현금흐름 면에서 개선효과를 나타냈다. 국내시장을 대상으로 한 선행연구에서 김성태,조영석(2009)는 사모펀드 인수기업의 유동비율과 주가는 양(+의 관계, 순이익율과 주가는 음(-)의 관계인 것으로 분석하였으며, 이상은,김문겸(2021)은 재무적 투자자인수기업의 ROE 하락효과가 전략적투자자 대비 큰 것으로 연구하였다. 사모펀드의 피투자기업과 일반 기업을 비교하여 분석한 자본시장연구원 박용린(2020)연구에서는 부채비율을 제외하면, 두 기업군 사이에 뚜렷한 재무성과의 차이가 나타나지 않는 것으로 나타났다. 즉, 국내 선행연구에서는 사모펀드가 투자 대상기업의 수익성에 마이너스(-)의 영향을 주거나, 큰 차이가 발생하지 않는 것으로 나타나 해외 연구들의 결과와 상이한 내용을 보이고 있다. 투자대상기업이 속한 산업에 따라 회수 의사결정이 달라질 수 있다는 연구들도 존재한다. 벤처캐피탈에 대한 선행연구(Lerner 1994; Giot and Schwienbacher 2007; 이진호, 박영석2018)에서는 빠른 성장성을 보이는 업종이 IPO를 통한 회수를 많이 하는 것으로 나타났다. 이는 성장성이 높은 산업일수록 시장에서 정보비대칭성이 높을 수 있음에도 불구하고, IPO시장이 활황이고 특정업종에 대한 투자자들의 선호가 높을 경우 투자금 회수에 유리하기 때문이다. 사모펀드가 투자대상 기업을 IPO하는 경우에도 벤처캐피탈과 유사한 경향이 나타나는지에 대해서는 추가로 분석해 볼 필요가 있다.

2.3.4. 세컨더리(Secondary) 거래에 대한 연구

Secondary는 사모펀드 운용사가 보유중인 투자대상 기업을 주식시장에 상장하거나 전략적 투자자에게 매각하는 대신 다른 사모펀드 운용사에게 매각하는 거래를 말한다(Wang 2012). 2000년대 이후 글로벌 사모펀드 시장에서는 Secondary를 통한 회수비중이 전체 회수거래의 약 40%까지 증가하였는데, 이는 신규 투자처를 발굴하고자 하는 사모펀드 운용사간의 경쟁이 심화된 것의 영향이다. (Kaplan and Strömberg 2009) 또한 시장의 유동성이 악화되는 상황에서, 펀드 만기가 도래하기 전에 투자금을 회수하여 유동성을 확보하고자 하는 기관투자자들의 필요로 인한 Secondary 거래도 증가하였다(Degeorge, Martin and Phalippou 2016). 국내 사모펀드 시장에서는 2006년 경부터 회수방식의 하나로 Secondary가 등장하였으며, 최근에는 전체 사모펀드 투자금 회수 방식 중 Secondary 비중이 약 30%에 달하는 것으로 파악된다. (박

용린 2020). Wang(2012)은 Secondary 거래가 다른 회수방법에 비해 가지는 장점들을 언급하였는데, 사모펀드가 최초로 대상기업을 인수할 때 이미 재무와 법률 실사를 진행하였고, 투자 기간 중에 기업 운영효율성을 높이기 위한 노력을 하였기에 Secondary거래의 매수인은 기업 안정화를 위한 기간과 비용이 적게 소요될 수 있다고 연구하였다. Wang(2012)는 특히 주식시장의 유동성이 좋지 않거나, 시장 금리가 낮아 차입에 유리한 상황에서 사모펀드 운용사는 회수방식으로 Secondary를 많이 고려한다고 보았다. Secondary의 또 다른 장점으로 매수인과 매도인이 모두 M&A 거래에 대한 전문성을 가지고 있기에 비교적 절차가 수월하게 진행된다는 선행연구들도 존재한다. (Arcot, Fluck, Gaspar and Hege2015; Degeorge, Martin and Phalippou 2016). Secondary 거래시 사모펀드 운용사가 거래에 대하여 느끼는 부담감에 대하여, Degeorge, Martin and Phalippou (2016)는 신규투자처 발굴에 대한 압박(Fundraising Pressure)를 크게 느낄수록 회수 성과가 좋지 않은 것으로 나타났으며, Arcot, Fluck, Gaspar and Hege(2015) 연구에서는 Secondary 거래시 매도인과 매수인이 느끼는 거래의 압박이 기업가치에 영향을 주는 것으로 나타났다. 본 연구에서는 국내 시장에서 Secondary거래 특징을 살펴보고, 매수인과 매도인으로서 사모펀드 운용사가 거래에 대해 느끼는 압박에 대하여 분석을 실시하고자 한다.

2.4. 연구가설 설정

본 연구는 국내 자본시장에서 사모펀드 운용사가 투자대상 기업을 매각하고 투자금을 회수하는 과정에서 특정 회수방법을 선택하는 요인과, 투자수익율과의 관계를 살펴보기 위하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1. 사모펀드 운용사가 특정 회수방법을 선택하는 요인이 존재한다.

가설 1-1. 사모펀드 운용사의 특성은 회수방법 선택에 영향을 미친다.

가설 1-2. 거래시점 자본시장 상황은 회수방법 선택에 영향을 미친다.

가설 1-3. 투자대상 기업의 특성은 회수방법 결정에 영향을 미친다.

가설 2. 사모펀드 운용사가 느끼는 거래압박은 Secondary거래 수익율과 관련이 있다.

가설 2-1. 매도인의 거래압박은 거래 수익율과 음(-)의 관계를 가진다.

가설 2-2. 매수인의 거래압박은 거래 수익율과 양(+)의 관계를 가진다.

3. 연구방법과 연구모형

3.1. 표본 및 연구기간의 설정

3.1.1. 거래압박 지수(Pressure Index) 설정

사모펀드 운용사는 기 설정한 사모펀드의 만기가 도래하기 전에 투자대상 기업을 매각하고 투자금을 회수하여야 한다. 성공적인 회수(Exit)는 사모펀드 운용사에게 경제적인 이득을 가져다 줄 뿐만 아니라, 운용사의 인지도를 높이고 좋은 평판을 쌓을 수 있는 기회이다 (Kaplan and Schoar 2005). 기관투자자 들로부터 투자금을 모집하는 과정은 적게는 6개월에서 길게는 2년까지 소요되는데, 사모펀드 운용사의 규모, 인지도, 과거 투자실적 등이 후속 펀드 조성에 영향을 미친다. (Kaplan and Strömberg 2009) 특히 사모펀드 운용사의 수익구조가 투자대상 기업가치의 극대화 보다는 운용자산 규모와 투자대상 기업의 회수실적과 큰 관련이 있기 때문에 (Metrick and Yasuda 2007), 사모펀드 운용사는 투자자(LP)이익 극대화가 아닌 운용사의 이익을 우선할 수 있으며, 후속투자 모집을 위해 보유자산의 매각하려는 유인이 존재한다.

위와 같은 정보비대칭 상황에서 운용사가 느끼는 거래에 대한 부담감 또는 압박을 측정하기 위해서, Arcot, Fluck, Gaspar and Hege(2015)와 Jelic, Zhou and Ahmad(2021)은 최근 거래와의 시차, 대형금융그룹계열 여부, 유명사모펀드 여부, 펀드모집 빈도, 보유 펀드 개수, 드라이파우더 등의 변수를 활용하였다. 국내 자본시장에서는 개별 사모펀드의 정확한 투자내역을 파악하기가 어려우며, 사모펀드 혹은 사모펀드 운용사의 순위 등을 집계한 공식적인 자료가 존재하지 않는다. 특히 국내에서는 블라인드 펀드보다 프로젝트 펀드의 비중이 높고(박용린 2024), 블라인드 펀드의 미소진 잔액인 드라이파우더 관련 정보가 제공되지 않는다. 이에

본 연구는 해외선행연구에 사용된 변수들을 다음과 국내 실정에 맞게 수정하여 사용하였다. 먼저 독립계유무(Affiliation)로 사모펀드 운용사가 은행이나 증권, 보험 등과 같은 금융회사의 계열인 경우 0, 독립계인 경우 1을 부여하였다. 사모펀드 운용사의 인지도(Reputation)를 평가하기 위해 삼일PWC경영연구소에서 한국의 주요 PEF로 분류한 9개사에 해당하면 0, 그렇지 않은 경우 1로 처리하였다. 소형운용사(Small AUM) 여부를 판단하기 위하여, 금융감독원에서 발표한 기관전용사모펀드 현황에서 집계한 운용자산 규모가 전체 사모펀드 운용사 중 하위 25%인 2천2백억원 미만인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0을 부여하였다. 펀드 기간이 경과할수록 사모펀드 운용사가 느끼는 거래에 대한 압박이 클 것으로 예상하여 지연매도자(Late Seller)변수를 설정하고 직전 거래일로부터 3년이 경과한 경우 1 그렇지 않은 경우 0으로 처리하였다. 마지막으로 인지도가 있는 대형 사모펀드 운용사는 한 번에 큰 규모의 자금 조달이 가능한데 비해, 시장내 입지가 낮은 중소형 운용사는 작은 규모의 펀드를 자주 조달하여야 한다는 점을 감안하여 거래빈도(Frequency) 변수를 설정하였다. 거래빈도는 사모펀드 운용사가 설립이후 만든 펀드의 개수와 총 업력을 비교하여, 빈도가 3년이내면 1, 3년을 초과하면 0을 부여하였다. 위의 5가지 항목을 모두 더한 값이 사모펀드 운용사의 거래압박지수(Pressure Index)이며, 운용사가 매도자인 경우 매도압박(Sell Pressure)으로, 매수자인 경우 매수압박(Buy Pressure)으로 볼 수 있다.

$$Pressure\ Index = Affiliation + Reputation + Small\ AUM + Late\ Seller + Frequency$$

3.1.2. 사모펀드 수익성 측정

사모펀드의 성과 관련하여 Kaplan and Schoar(2005)는 LBO와 벤처캐피탈의 성과가 시장수익율인 S&P 500 수익율 초과하며, 운용보수 차감시에는 LBO 및 벤처캐피탈 실적과 S&P 성과가 유사한 것으로 연구하였다. 이에 비해 Phalippou and Gottschalg (2009)에서는 운용보수 차감 후 펀드 수익성은 벤치마크 시장수익 대비 하회하는 것으로 나타났다. Kaplan and Schoar(2005)는 수익성의 측정을 위해 K-S PME(Kaplan & Schoar Public Market Equivalent)지수를 설정하고 인수금액 대비 회수금액의 비율을 측정하였는데, 각 거래금액은 거래시점 기준 벤치마크 수익율로 할인하여 적용한 것이 특징이다. 국내 선행연구에서 이원흠(2017)은 사모

펀드 성과측정 방법으로 수익성지수(PI, Profitability Index)와 K-S PME 그리고 IRR를 제시하였으며, 배기범과 이준서(2019)도 K-S PME를 활용하였다. 벤처캐피탈의 수익성 결정요인에 대한 연구에서 홍민구(2022)는 수익성지표를 Multiple(투자원금 대비 수익성), PME(주식시장 대비 수익성), IRR(펀드수익율)로 구분하여, 개별 펀드의 특성(펀드규모, 운용기간, 투자분야), 운용사 역량 (업력, 운용인력 수, 전문가수)과 비교하였는데, 펀드규모가 아주 작거나 큰 경우의 수익성이 높은 U자형 구조가 나타났으며 운용기간이 짧을수록 높은 수익율을 기록하였다. 사모펀드는 투자대상 기업의 인수를 위해 투자자를 모집하는데, 인수 자금의 상당부분은 외부에서 차입하여(LBO) 조달한다(Kaplan and Strömberg 2009). 즉, 사모펀드 투자의 현금흐름을 정확하게 파악하기 위해서는 인수금액과 회수금액 뿐만 아니라 차입금 규모 및 이자비용을 포함한 각종 거래비용에 대한 정보가 필요하나 사모펀드의 거래의 특성상 정확한 관련정보가 제공되지 않아 현금흐름의 추정에 어려움이 존재한다.

본 연구에서는 사모펀드 투자의 수익성 측정을 위해서 인수금액과 회수금액을 각 거래지분율로 환산하였으며, 할인율은 인수시점 과 회수시점 당시의 KOSPI 6개월 수익율을 사용하였다. 본 연구에서 측정한 현금흐름과 사모펀드의 회수에 따른 수익율은 배당 혹은 감자를 통한 중간회수, 운용사의 관리보수, 이자비용 등의 정보를 고려하지 않은 순수한 인수금액과 회수금액 간의 차이만을 반영한 수치이다.

(1) 내부수익율 (Internal Rate of Return : IRR)

사모펀드는 투자자들로부터 모집한 자금으로 대상기업을 인수하고, 인수 이후 기업경영에 적극적으로 참여하며 기업 가치를 상승시키기 위한 전략수립과 효율화 작업을 진행한다. 이후 적절한 시점에 투자대상 기업을 매각하여 투자자들에게 자금을 돌려주는 과정을 거친다. 이때 최초 투자시점의 인수금액과 매각 시점의 회수금액의 현재가치를 동일하게 만들어주는 수익율이 내부수익율(IRR)이다(배기범, 이준서 2020). IRR은 투자기간 중 현금흐름이 IRR 비율로 재투자 된다는 가정으로 인해 비현실적이라는 비판을 받고 있으나, 간단하고 직관적이라는 측면에서 널리 사용된다. 실제로 사모펀드 매니저들을 대상으로 한 설문조사에서 사모펀드 운용사가 투자자들에게 제시하는 수익율 지표 중 IRR를 압도적으로 많이 사용하는

것으로 나타났다. (Gompers and Lerner 2016) 본 연구에서는 각 사모펀드 거래의 인수액(C_t)과 회수액(D_t)의 차이에 인수일과 회수일 간 시차를 반영하여 IRR을 계산하였다.

$$\frac{\sum_{t=0}^T (D_t - C_t)}{(1 + IRR)^t} = 0$$

(2) 수익성 지수 (Profitability Index: PI)

다음은 각 사모펀드 거래별로 상이한 투자규모 및 거래금액을 비교하기 위하여 인수금액 대비 회수금액의 비율로 수익성지수(PI)를 측정하였다(이원흠 2018). 이때 인수금액과 회수금액은 각 거래의 지분율로 환산하여 사용하였으며, PI가 1보다 클 경우 해당 투자는 성공적인 것으로 평가한다.

$$Profitability\ Index = \frac{PEF\ 회수금액}{PEF\ 인수금액}$$

(3) 공개시장 등가법 (Public Market Equivalent : PME)

사모펀드의 투자성과를 측정하는 방법 중 Kaplan and Schoar(2005)의 K-S PME(Public Market Equivalent)도 인수금액에 대한 회수금액의 비율을 측정을 위해 사용되고 있다. 다만 PME는 PI와는 달리 인수금액과 회수금액을 현재가치로 환산하여 적용한다는 점에서 차이가 존재한다. 본 연구에서는 각 인수시점 및 회수시점의 KOSPI 6개월 수익율을 할인율로 적용하여 PME를 산출하였다.

$$Kaplan\ Schoar\ PME = \frac{PV(PEF\ 회수금액)}{PV(PEF\ 인수금액)} = \frac{\sum_{t=0}^T \frac{D_t}{(1 + R_t)^t}}{\sum_{t=0}^T \frac{C_t}{(1 + R_t)^t}}$$

3.1.3. 기타 변수

이번에는 본 연구의 분석에 사용된 다양한 변수들을 선행연구를 바탕으로 살펴보기로 한

다. 먼저 Industry는 투자대상 기업이 특정업종에 속하는 경우 사모펀드의 회수전략에 변화가 나타나는지를 측정하기 위한 변수이다. 얼마 전까지 국내 IPO시장은 헬스케어 업종과 2차전지등 IT 업종에 대한 쏠림 현상이 벌어졌으며, 미국에서도 2000년대 초반 IT버블을 비롯하여 특정업종에 대한 투자자들의 선호도가 높아지는 시기가 존재하였다. 선행연구에서 (Lerner 1994; Giot and Schwienbacher 2007; 이진호, 박영석2018)은 높은 성장성과 투자자들의 긍정적인 심리가 형성된 업종에서 IPO가 더 자주 발생하는 점을 발견하였다. 본 연구에서는 투자대상 기업이 속한 업종이 회수방법 결정에 영향을 줄 수 있다고 보고, 최근 국내 주식시장에서 투자자 선호가 높았던 IT와 헬스케어 두가지 업종을 더미변수로 설정하여 분석에 사용하였다. 먼저 금융감독원 Dart 에 공시된 각 투자대상 기업의 대표 업종을 수집하고, FnGuide의 상장기업 업종구분을 참고하여, 전체샘플을 소비재, 산업재, IT, 헬스케어 및 유틸리티의 총 5가지 산업군으로 분류하였다. 이어 IT와 헬스케어 두가지 업종을 묶어서 더미변수(Industry)로 처리하였다.

이번에는 사모펀드가 특정회수 방식을 선택하는데 자본시장 상황이 미치는 영향력을 살펴보기 위한 변수들이다. 경기가 좋아지고, 시장의 투자기회가 늘어나면 주가지수가 상승하고 IPO시장에서의 밸류에이션 또한 상승하게 된다. 반대로 주식시장이 저평가 시기에는 저렴한 가격에 기업을 인수할 수 있는 기회가 생기기도 한다. (Kaplan and Strömberg 2009) 이에 국내 주식시장 상황과 사모펀드의 회수방식과의 관계를 살펴보기 위하여 회수일 기준 KOSPI 6개월 수익율을 측정하였다. Myers and Majluf(1984)는 기업의 자금조달 측면에서 차입금은 이자비용이 부담이 되지 않는 특정수준까지는 매력적이나, 그 수준을 넘어서면 차입금 상환에 대한 부담이 덜한 주식발행이 선호된다. 사모펀드투자대상 기업을 인수자금 상당부분 차입을 통해 조달되기에, 금리가 높은 경우 조달비용이 증가하는 단점이 있을 수 있다. 반면에 금리가 높을 경우 투자대상회사의 가치평가에 적용하는 할인율이 높아져 매수자 입장에서 유리한 측면이 존재한다. 선행연구에서 Kaplan and Strömberg (2009)와 Axelson, Jenkinson, Strömberg and Weisbach (2013)는 저금리 시기에 사모펀드의 인수거래가 활발하다고 주장하고 있는 반면에, Guo, Hotchkiss and Song(2011)은 사모펀드가 고금리 시기에 투자대상 기업가치평가가 높은 할인율을 적용 받기위해 적극적으로 인수를 추진한다고 연구하였다. 본 연구에서는 민간부분의 자금조달 비용을 반영한 현실적인 지표로서 거래 시점 AA등급 회사채 3년물 금리를 사용하였다.

사모펀드가 투자대상 기업 재무제표에 미친 영향을 측정하기 위해 선행연구들(Kaplan 1989b, Smith1990, Wang2012)에서와 같이 인수직전 연도(t-1)부터 인수 후 2년경과시(t+2) 까지 총 3년의 관측기간 동안 투자대상 기업의 재무상태 변화를 측정하였다.

<표 2> 주요 변수의 정의

구분	변수명	변수 설명
거래 수익성	IRR	인수금액과 회수금액의 차이 인수일과 회수일간 시차를 감안하여 측정
	PI	인수금액에 대한 회수금액의 비중
	PME	인수금액에 대한 회수금액의 비중 각각 인수일과 회수일의 벤치마크수익율로 할인
거래압박	Sell_Pressure	매도자,매수자가 받는 거래에 대한 압박 PEF가 독립계 =1, 금융계열 = 0 PWC선정 주요PEF =0, 아닌경우 = 1 운용자산 하위 25% =1, 아닌경우 =0
	Buy_Pressure	최근거래 3년경과 =1, 3년이내 =0 거래빈도 3년이내 =1, 3년초과 =0
운용사특성	AUM	사모펀드 운용사의 총 펀드운용자산규모 (자연로그)
거래특성	Duration	인수일과 회수일간 시차 (월)
투자대상기업	Industry	투자대상 회사가 속한 업종 더미변수 IT나 Healthcare =1, 아닌 경우 =0
자본시장	Kospi6	거래일 KOSPI 6개월 수익율 (거래일이 휴일인 경우 직전일 수익율 사용)
	Bond	거래일 AA급 회사채 3년물 금리 (거래일이 휴일인 경우 직전일 금리 사용)
투자대상 기업 재무정보	Ln(Assets)	회수 직전연도 자산총계 (자연로그)
	Leverage	인수 1년전 ~ 2년후 부채비율의 변화 (%)
	Assets_cagr	인수 1년전 ~ 2년후 연평균 총자산증가율 (%)
	Revenue_cagr	인수 1년전 ~ 2년후 연평균 매출액증가율
	EBITDA_margin	인수 1년전 ~ 2년후 매출액대비 EBITDA이익율 변화
	ROA_growth	인수 1년전 ~2년후 ROA 변화
	NWC_change	인수 1년전 ~2년후 순운전자본금액 변화 순운전자본 = 유동자산 - 유동부채

3.2. 연구 모형

3.2.1. 다중로지스틱 회귀분석 (Multinomial Logistic Regression)

본 연구는 국내 사모펀드의 회수방식을 3가지 (IPO, M&A, Secondary)로 분류하였으며, 사모펀드 운용사의 거래압박, 운용자산규모, 거래시차, 금리상황, 대상기업의 업종과 재무지표에 따라 의사결정이 달라지는지 살펴보고자 한다. 각 회수방법의 선택에 특별한 우선순위가 있는 것은 아니므로, 사건발생 확률을 동시에 분석할 수 있는 다중로지스틱회귀분석 (Multinomial Logistic Regression)을 사용한다. (빈기범, 변진호, 정무권 2017)

구체적으로 본 연구에서는 사모펀드가 각 회수대안을 선택할 확률을 추정한다.

$Pi1$: 사모펀드 i 가 IPO 또는 시장매각을 선택할 확률

$Pi2$: 사모펀드 i 가 M&A를 선택할 확률

$Pi3$: 사모펀드 i 가 Secondary를 선택할 확률

이를 통해 각 회수방법을 선택하게 될 예측확률 및 특정 회수 방법 대비 다른 방법을 선택할 확률이 얼마나 되는지를 측정할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{Exit Type} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Pressure Index} + \beta_2 \text{AUM} + \beta_3 \text{Duration} + \beta_4 \text{Industry} + \beta_5 \text{Kospi6} \\ & + \beta_6 \text{Bond} + \beta_7 \text{LN(Assets)} + \beta_8 \text{Leverage} + \beta_9 \text{Assets}_{cagr} + \beta_{10} \text{Revenue}_{cagr} \\ & + \beta_{11} \text{EBITDAmargin} + \beta_{12} \text{ROA}_{growth} + \beta_{13} \text{NWC}_{change} + \varepsilon \end{aligned}$$

3.2.2. 회귀분석

다음으로 다중로지스틱 회귀분석에서 회수확률에 영향을 준 각 변수들과 회수 수익성 지표 (IRR, PI, PME)간의 관계를 살펴보기 위하여 다음과 같은 회귀식을 설정한다.

$$\begin{aligned}
Profitability = & \beta_0 + \beta_1 Pressure + \beta_2 AUM + \beta_3 Duration + \beta_4 Industry + \beta_5 Kospic \\
& + \beta_6 Bond + \beta_7 LN(Assets) + \beta_8 Leverage + \beta_9 Assets_{cagr} \\
& + \beta_{10} Revenue_{cagr} + \beta_{11} EBITDA_{margin} + \beta_{12} ROA_{growth} \\
& + \beta_{13} NWC_{change} + \varepsilon
\end{aligned}$$

4. 실증분석 결과

4.1. 분석대상 표본

본 연구는 국내 사모펀드 거래사례 와 운용사에 대한 데이터를 다양한 방식으로 수집하였다. 먼저, MergerMarket에서 2012년부터 2021년까지 국내 M&A 사례 총 3,074건을 수집하였다. 이 중 금융업을 제외하고, M&A 매수자가 사모펀드인 742건 만을 추출하였다. 이어 금융감독원 Dart와 NICE평가정보의 밸류서치(ValueSearch)를 활용하여 대상기업 재무제표에서 거래 1년전(T-1)및 거래 2년후(T+2)시점까지 결측치가 없고, 합병, 분할 또는 회생,파산 등이 발생한 경우를 제외한 총 490건을 수집하였다. 이어 490건의 인수거래 중 2024년 상반기까지 회수가 완료된 내역을 금융감독원, 언론기사, Mergermarket 등을 통하여 확인한 총 269건을 분석대상으로 삼는다. 아래 <표 3> 269개 거래표본의 회수방법별 분류이며, <표 4>는 회수 수익율을 나타낸다.

<표 3> 연도별 회수방법별 거래내역

연 도	IPO			M&A			Secondary		
	N	거래액(억)	지분율(%)	N	거래액(억)	지분율(%)	N	거래액(억)	지분율(%)
2014	1	414.6	9.9%				1	700	100%
2015	7	318.6	10.8%	3	1,799	52.3%	1	2,200.0	100%
2016	3	245.6	12.7%	8	3,438	54.0%	6	2,500.0	84.4%
2017	8	545.2	14.8%	7	6,588	78.9%	6	5,953.8	72.50
2018	9	339.4	11.9%	9	3,464	61.8%	5	1,821.8	77.5%
2019	8	417.7	19.0%	9	1,783	37.9%	10	4,600.9	77.8%
2020	7	425.2	9.7%	15	1,312	57.0%	13	3,566.1	72.7%
2021	9	1,221.5	18.4%	21	3,515	57.0%	21	2,116.8	80.0%
2022	6	731.4	32.5%	18	1,372	68.2%	9	4,103.0	75.0%
2023	7	338.2	7.2%	19	2,228	54.3%	6	8,356.3	76.2%
2024	9	2,686.4	26.8%	3	12,565	29.9%	5	8,415.2	73.9%

<표 4> 연도별 회수방법과 수익율

연 도	IPO			M&A			Secondary		
	IRR	PI	PME	IRR	PI	PME	IRR	PI	PME
2014	0.376	1.584	1.615				0.405	1.767	1.513
2015	0.437	1.472	1.472	0.312	1.966	2.116	0.703	2.959	3.366
2016	0.120	1.115	1.115	0.234	2.050	2.049	0.184	1.627	1.753
2017	-0.058	1.737	1.426	0.427	1.804	1.627	0.644	8.140	8.892
2018	-0.012	1.444	1.878	0.136	1.557	2.392	0.849	7.988	6.524
2019	0.048	1.585	1.764	0.061	1.381	2.061	0.384	4.656	3.494
2020	0.163	1.654	1.315	0.506	3.638	6.151	0.302	3.059	2.993
2021	0.007	1.001	0.698	0.099	1.331	1.116	0.472	3.461	3.191
2022	1.180	5.031	7.859	0.175	1.782	2.985	0.384	6.033	3.139
2023	-0.051	0.968	1.060	0.146	1.381	1.399	0.143	3.959	2.605
2024	0.232	2.066	2.185	0.080	1.084	0.801	0.270	2.457	3.162

4.2. 기초 통계량

<표 5>는 각 변수의 기초통계량을 나타낸다.

<표 5> 기초 통계량

		N	평균	표준편차	최소값	최대값	중간값
Sell_Pressure	전체표본	269	2.449	0.743	0	4	2
	IPO	74	2.560	0.725	1	4	3
	M&A	112	2.510	0.815	0	4	3
	세컨더리	83	2.270	0.625	1	4	2
AUM	전체표본	269	9.381	2.471	4.615	16.811	9.190
	IPO	74	8.259	1.659	4.615	13.174	8.392
	M&A	112	9.185	1.404	4.620	12.594	9.438
	세컨더리	83	10.451	3.375	4.868	16.811	9.693
Duration	전체표본	269	44.365	22.801	6.967	126.935	40.161
	IPO	74	39.234	21.719	9.967	101.806	34.629
	M&A	112	48.353	24.038	6.967	126.935	44.193
	세컨더리	83	43.660	21.314	9.193	122.742	39.0645
Industry	전체표본	269	0.327	0.470	0	1	0
	IPO	74	0.469	0.503	0	1	0
	M&A	112	0.265	0.444	0	1	0
	세컨더리	83	0.284	0.453	0	1	0
KOSPI	전체표본	269	0.039	0.128	-0.210	0.389	0.028
	IPO	74	0.047	0.126	-0.176	0.389	0.018
	M&A	112	0.038	0.134	-0.171	0.370	0.019
	세컨더리	83	0.036	0.122	-0.210	0.379	0.035
Bond	전체표본	269	0.027	0.010	0.016	0.055	0.022
	IPO	74	0.028	0.010	0.016	0.054	0.023
	M&A	112	0.029	0.011	0.016	0.055	0.022
	세컨더리	83	0.026	0.009	0.016	0.054	0.022
LN(Asset)	전체표본	269	25.761	1.418	22.446	30.115	25.734
	IPO	74	25.816	1.291	23.288	29.089	25.887
	M&A	112	25.827	1.511	22.446	30.115	25.734
	세컨더리	83	25.623	1.407	23.431	28.912	25.423
Leverage_	전체표본	269	-0.519	0.228	-0.874	1.135	-0.042

change	IPO	74	-0.073	0.260	-0.674	1.135	-0.065
	M&A	112	-0.018	0.215	-0.854	0.492	-0.030
	세컨더리	83	-0.077	0.212	-0.875	0.372	-0.051
Asset_cagr	전체표본	269	0.170	0.247	-0.388	1.486	0.105
	IPO	74	0.176	0.215	-0.115	1.125	0.124
	M&A	112	0.142	0.235	-0.388	1.098	0.092
	세컨더리	83	0.203	0.286	-0.365	1.486	0.109
Revenue_cagr	전체표본	269	0.155	0.252	-0.281	1.658	0.100
	IPO	74	0.161	0.271	-0.281	1.165	0.115
	M&A	112	0.158	0.275	-0.271	1.243	0.084
	세컨더리	83	0.145	0.201	-0.173	0.821	0.101
EBITDA_margin	전체표본	269	0.009	0.597	-2.454	6.723	-0.108
	IPO	74	0.052	1.121	-2.453	6.724	-0.012
	M&A	112	-0.011	0.148	-0.504	0.615	-0.016
	세컨더리	83	-0.001	0.093	-0.383	0.227	-0.001
ROA_growth	전체표본	269	-0.006	0.158	-0.423	1.112	-0.016
	IPO	74	-0.017	0.122	-0.337	0.407	-0.017
	M&A	112	-0.016	0.154	-0.370	1.007	-0.029
	세컨더리	83	0.016	0.188	-0.423	1.112	-0.004
NWC_change	전체표본	269	-0.167	12.027	-148.55	52.197	0.087
	IPO	74	0.618	6.029	-21.901	21.919	0.245
	M&A	112	-1.414	17.372	-148.555	52.197	0.025
	세컨더리	83	0.781	5.720	-16.875	32.129	0.305

4.3. 사모펀드의 회수전략 분석

4.3.1. 세가지 회수방식(IPO, M&A, Secondary) 비교

본 연구는 사모펀드 운용사의 회수방법을 결정하는 중요변수로 거래압박지수 (Pressure Index)를 설정하였다. 거래압박지수는 운용사가 주요 금융그룹이나 대기업의 계열사가 아닐 경우 1, 삼일PWC 분류 한국의 주요 PEF가 아닐 경우 1, 운용자산 규모가 하위 25%인 2,200억원 이하일 경우 1, 직전 거래일로부터 3년이 경과하였을 경우 1, 펀드의 평균 설정주기가 3년이내로 빈번한 경우 1을 부여하였다. 사모펀드의 매도 및 매수거래압박을 지수화한 해외 선행연구들(Arcot, Fluck, Gaspar and Hege 2015; Jelic, Zhou and Ahmad 2021)에서는 블라인드 펀드의 미소진 펀드잔액(Dry powder)을 주요 요소로 포함하였으나, 국내 사모펀드 시장에서 블라인드 펀드의 비중이 적고 개별 펀드의 미소진 잔액에 대한 정보를 수집할 수 없기에 본 연구에서는 이를 제외하였다. <표 6>은 연도별 거래압박지수의 평균을 나타내고 있다.

<표 6> 연도별 거래압박 지수

	IPO	M&A	Secondary	연도별 합계
2014	2.000	-	2.000	1.513
2015	2.429	2.000	2.000	3.366
2016	2.667	2.833	2.400	1.753
2017	2.600	2.857	2.000	8.892
2018	2.625	3.125	2.200	6.524
2019	3.143	2.750	1.889	3.494
2020	2.143	2.417	2.154	2.993
2021	2.714	2.474	2.353	3.191
2022	3.000	2.333	2.556	3.139
2023	2.000	2.222	2.500	2.605
2024	2.556	2.500	2.600	3.162

<표 7>은 IPO, M&A, Secondary 각 회수방법 별로 주요변수에 대한 차이분석을 Anova와 비모수통계 (Kruskal-Wallis)로 진행한 내용이다. 총 16가지 항목중에서 회수방법별 차이가 통계적으로 유의하게 나타나는 항목은 수익성 측정 변수 3가지를 비롯하여, 운용사의 거래 압박, 운용자산 규모, 거래 시차, 거래 시점의 회사채 금리 및 투자대상기업의 업종과 레버리지, ROA변화등이다. 추가로 변수의 정합성을 측정하기 위하여 <표 8>에서 각 변수의 평균차이를 나타내는 T검정, <표 9>에서 각 변수의 분포차이를 살펴보는 KS분석을 실시하였다. T검정과 KS검정은 두 표본을 비교하는 방법이므로, 각 회수방법에 따른 더미변수를 IPO, M&A 및 Secondary에 대하여 설정하고 차이분석을 실시하였다.

<표 7> 회수방식 별 차이 분석

	구분	N	평균	표준편차	F (P)	Chi-sq (P)	사후 분석
IRR	IPO	74	0.190	0.801	2.75* (0.065)	17.854*** (0.000)	
	M&A	112	0.206	0.430			
	세컨더리	83	0.409	0.701			
PI	IPO	74	1.752	2.602	10.96*** (0.000)	16.471*** (0.000)	3>1,2
	M&A	112	1.806	1.985			
	세컨더리	83	4.275	5.933			
PME	IPO	74	1.973	3.924	2.16 (0.117)	21.574*** (0.000)	
	M&A	112	2.369	5.663			
	세컨더리	83	3.645	5.148			
Sell_pressure	IPO	74	2.561	0.725	3.28** (0.030)	6.809** (0.017)	
	M&A	112	2.510	0.815			
	세컨더리	83	2.270	0.625			
AUM	IPO	74	8.259	1.659	14.38*** (0.000)	20.017*** (0.000)	3>2,1
	M&A	112	9.185	1.404			
	세컨더리	83	10.450	3.375			
Duration	IPO	74	39.234	21.718	3.27** (0.0399)	7.230** (0.0269)	2>1
	M&A	112	48.353	24.038			
	세컨더리	83	43.660	21.314			
Industry	IPO	74	0.469	0.503	4.31** (0.0145)	8.384** (0.015)	1>2,3
	M&A	112	0.265	0.443			
	세컨더리	83	0.283	0.454			
Kospi6	IPO	74	0.047	0.126	0.15 (0.858)	0.500 (0.778)	
	M&A	112	0.038	0.134			
	세컨더리	83	0.036	0.123			
Bond	IPO	74	0.025	0.007	2.10 (0.125)	4.837* (0.089)	
	M&A	112	0.025	0.008			
	세컨더리	83	0.022	0.008			
LN(총자산)	IPO	74	25.816	1.291	0.50 (0.605)	1.466 (0.480)	
	M&A	112	25.627	1.511			
	세컨더리	83	25.623	1.407			
Leverage_ change	IPO	74	-0.074	0.260	1.83 (0.163)	5.602* (0.060)	
	M&A	112	-0.018	0.215			
	세컨더리	83	-0.077	0.212			
Revenue_cagr	IPO	74	0.161	0.271	0.07 (0.928)	0.887 (0.642)	
	M&A	112	0.157	0.275			
	세컨더리	83	0.145	0.201			
Asset_cagr	IPO	74	0.175	0.215	1.34 (0.263)	2.866 (0.238)	
	M&A	112	0.142	0.235			
	세컨더리	83	0.204	0.287			
EBITDA_ margin	IPO	74	0.052	1.121	0.24 (0.785)	3.392 (0.183)	
	M&A	112	-0.012	0.147			
	세컨더리	83	-0.001	0.093			
ROA_change	IPO	74	-0.016	0.123	1.14 (0.321)	3.055 (0.217)	
	M&A	112	-0.016	0.154			
	세컨더리	83	0.016	0.188			
NWC_change	IPO	74	0.618	6.029	0.90 (0.409)	1.817 (0.403)	
	M&A	112	-1.414	17.372			
	세컨더리	83	0.782	5.720			

*, **, ***는 각각 10% 5% 1%수준에서 유의적임을 나타낸다.

<표 8> 회수방식별 차이분석 (T-test)

	IPO dummy		M&A dummy		Secondary Dummy	
	평균차이	T(P)	평균차이	T(P)	평균차이	T(P)
IRR	-0.104	0.962 (0.338)	-0.009	1.283 (0.200)	0.208	-2.218** (0.028)
PI	-1.116	2.035** (0.016)	-0.991	2.285** (0.023)	1.983	-3.002*** (0.003)
PME	-0.945	1.946* (0.053)	-0.487	0.701 (0.483)	1.435	-2.005** (0.046)
Sell_pressure	0.154	-1.449 (0.149)	0.103	-1.022 (0.308)	-0.260	2.744*** (0.006)
AUM	-1.514	4.970 (1.822)	-0.323	1.064 (0.288)	1.631	-3.911*** (0.000)
Duration	-7.099	2.221** (0.028)	6.779	-2.233** (0.026)	-1.023	0.332 (0.740)
Industry	0.196	-2.779*** (0.006)	-0.106	1.747* (0.082)	-0.063	0.986 (0.325)
Kospi 6	0.001	0.550 (0.583)	-0.003	0.195 (0.845)	-0.005	0.324 (0.746)
Bond	0.001	-0.479 (0.633)	0.001	-0.978 (0.327)	-0.003	1.955* (0.052)
Ln(총자산)	0.076	-0.395 (0.693)	0.153	-0.839 (0.402)	-0.199	1.008 (0.315)
Leverage	-0.030	0.835 (0.406)	0.057	-1.945* (0.053)	-0.036	1.192 (0.234)
Revenue_cagr	0.008	-0.226 (0.719)	0.005	-0.136 (0.892)	-0.013	0.422 (0.673)
Asset_cagr	0.007	-0.213 (0.832)	-0.048	1.517 (0.130)	0.048	-1.283 (0.201)
EBITDA_margin	0.059	-0.429 (0.669)	-0.036	0.534 (0.593)	-0.015	0.265 (0.791)
ROA_change	-0.014	0.723 (0.470)	-0.017	0.853 (0.394)	0.033	-1.363 (0.175)
NWC_change	1.088	-0.851 (0.396)	-2.119	1.163 (0.247)	1.378	-1.079 (0.281)

*, **, ***는 각각 10% 5% 1%수준에서 유의적임을 나타낸다.

<표 9> 회수방식별 분포차이분석 (Kolmogorov-Smirnov test)

	IPO dummy		M&A dummy		Secondary Dummy	
	KS_diff	p-value	KS_diff	p-value	KS_diff	p-value
IRR	0.225**	0.012	0.188**	0.028	0.298***	0.000
PI	0.234***	0.008	0.175*	0.050	0.294***	0.000
PME	0.287***	0.000	0.103	0.535	0.258***	0.002
Sell_pressure	0.122	0.432	0.091	0.690	0.217**	0.013
AUM	0.306***	0.000	0.167	0.102	0.299***	0.000

Duration	0.211**	0.023	0.159*	0.095	0.116	0.454
Industry	0.196**	0.042	0.106	0.497	0.064	0.974
Kospi 6	0.126	0.393	0.120	0.343	0.126	0.352
Bond	0.113	0.535	0.113	0.416	0.167	0.103
Ln(총자산)	0.116	0.487	0.081	0.815	0.140	0.237
Leverage	0.146	0.227	0.166*	0.072	0.153	0.159
Revenue_cagr	0.136	0.303	0.120	0.343	0.059	0.986
Asset_cagr	0.103	0.635	0.144	0.165	0.106	0.559
EBITDA_margin	0.103	0.645	0.114	0.405	0.150	0.176
ROA_change	0.090	0.794	0.157	0.103	0.172*	0.084
NWC_change	0.135	0.311	0.146	0.154	0.159	0.132

*, **, ***는 각각 10% 5% 1%수준에서 유의적임을 나타낸다

<표 10>은 주요변수들의 상관관계를 분석한 표이다. 수익성을 측정하는 세가지 지표(IRR, PI, PME)는 0.700과 0.875의 높은 상관관계를 보여 향후 유사한 결과를 얻을 것으로 예상된다. AUM은 Exit Type과 0.346의 통계적으로 유의한 상관관계를 나타내어, 회수방식과 사모펀드 운용자산규모가 양의 관계를 가짐을 확인할 수 있다. <표 11>는 사모펀드의 회수방법(Exit Type)을 결정하는 요인에 대한 다중로지스틱 회귀분석 결과이다. 거래시점 사모펀드 운용사가 느끼는 매도압박(Sell_Pressure)이 클수록 IPO를 선택할 확률이 높아졌으며, 운용사의 운용자산규모(AUM)가 작을수록 IPO를 통한 회수가능성이, 운용자산(AUM)이 클수록 Secondary를 통한 회수가능성이 유의하게 커졌다. 이는 가설 1-1에서 사모펀드 운용사의 특성 중 거래압박이 회수방식 선택에 영향을 준다는 주장을 지지하는 내용이다. 이어 회사채 금리(Bond)가 낮을 수록 IPO보다는 M&A, M&A보다는 Secondary를 선택할 확률이 커지는 것으로 나타나, 가설 1-2의 자본시장의 상황과 회수방식과의 관련성도 지지되었다. 투자대상 기업의 특성 관련하여 IT와 헬스케어 업종에 속한 기업은 IPO 가능성이 높고, Leverage증가는 M&A를 선택할 확률을 높이는 것으로 나타나 가설 1-3도 지지되었다. <표 12>에서는 데이터를 불균형패널 형태로 변형하여 랜덤효과를 포함한 다중로지스틱 회귀분석을 실시하였는데, 운용자산(AUM)과 투자대상기업의 업종(Industry), Leverage와 ROA에서 회수방식과 관련성이 나타났으나, 거래압박(Sell_Pressure)이나 금리(Bond)의 영향력은 확인하지 못하였다.

<표 10> 상관관계 분석

Variables	IRR	PI	PME	Exit type	Sell_ pressure	AUM	Duration	Bond	Industry	Leverage change	ROA
IRR	1										
PI	0.700*** (0.000)	1									
PME	0.583*** (0.000)	0.875*** (0.000)	1								
Exit type	0.133** (0.039)	0.215*** (0.001)	0.127** (0.049)	1							
Sell_Pressure	0.012 (0.844)	-0.073 (0.258)	0.000 (0.994)	-0.152** (0.018)	1						
AUM	-0.082 (0.233)	-0.063 (0.363)	-0.036 (0.600)	0.346*** (0.000)	-0.041 (0.545)	1					
Duration	-0.238*** (0.000)	-0.027 (0.674)	0.004 (0.945)	0.069 (0.288)	-0.017 (0.785)	0.257*** (0.000)	1				
Bond	-0.003 (0.964)	0.059 (0.365)	0.039 (0.540)	-0.090 (0.166)	-0.069 (0.286)	-0.075 (0.278)	0.178*** (0.005)	1			
Industry	0.048 (0.456)	0.122* (0.061)	0.116* (0.073)	-0.147** (0.023)	0.059 (0.360)	0.110 (0.107)	-0.073 (0.261)	-0.066 (0.308)	1		
Leverage_change	-0.043 (0.500)	0.039 (0.541)	0.069 (0.288)	-0.010 (0.872)	0.014 (0.821)	-0.064 (0.349)	0.027 (0.672)	0.023 (0.721)	0.106 (0.102)	1	
ROA	-0.048 (0.460)	-0.150** (0.021)	-0.121* (0.061)	0.083 (0.202)	0.016 (0.805)	0.025 (0.716)	0.006 (0.922)	-0.028 (0.671)	-0.058 (0.365)	-0.365*** (0.000)	1

<표 11> 다중로지스틱 회귀분석

아래는 사모펀드의 회수방식별 변수와의 관계를 분석한 회귀분석 결과로, *, **, ***는 각각 10% 5% 1%수준에서 유의적임을 의미한다.

$$Exit\ Type = \beta_0 + \beta_1 Pressure + \beta_2 AUM + \beta_3 Duration + \beta_4 Bond + \beta_5 Industry + \beta_6 Leverage_{change} + \beta_7 ROA_{growth} + \varepsilon$$

	IPO와 M&A 비교			IPO와 Secondary 비교			M&A 와 Secondary 비교		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Sell_pressure	-0.327 (0.199)		-0.338 (0.205)	-0.724** (0.010)		-0.729** (0.012)	-0.396* (0.098)		-0.391 (0.108)
AUM	0.214** (0.039)		0.231** (0.033)	0.473*** (0.000)		0.489*** (0.000)	0.259*** (0.003)		0.257*** (0.002)
Duration	0.013 (0.123)		0.011 (0.193)	-0.001 (0.925)		-0.003 (0.779)	-0.014* (0.060)		-0.014** (0.066)
Bond	-2.895 (0.863)		-5.983 (0.728)	-30.847 (0.108)		-31.578 (0.104)	-27.952* (0.097)		-25.594 (0.135)
Industry		-0.968*** (0.005)	-0.831** (0.032)		-0.801** (0.026)	-0.831** (0.032)		0.167 (0.632)	0.251 (0.517)
Leverage_change		1.486* (0.059)	2.170** (0.017)		0.499 (0.540)	2.170** (0.017)		-0.986 (0.193)	-0.762 (0.352)
ROA		0.660 (0.592)	0.708 (0.621)		1.405 (0.250)	0.708 (0.621)		0.745 (0.477)	1.515 (0.268)
Pseudo R2	0.098	0.028	0.125	0.098	0.028	0.125	0.098	0.028	0.125

<표 12> 랜덤효과 포함 다중로지스틱 회귀분석(Multinomial Logistic Regression)

아래는 사모펀드의 회수방식별 변수와의 관계를 분석한 회귀분석 결과로, *, **, ***는 각각 10% 5% 1%수준에서 유의적임을 의미한다.

$$Exit Type = \beta_0 + \beta_1 Pressure + \beta_2 AUM + \beta_3 Duration + \beta_4 Bond + \beta_5 Industry + \beta_6 Leverage_{change} + \beta_7 ROA_{growth} + \varepsilon$$

	IPO와 M&A 비교			IPO와 Secondary 비교			M&A 와 Secondary 비교		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Sell_pressure	-0.799 (0.258)		-0.687 (0.353)	-1.726 (0.116)		-0.768 (0.965)	-0.926 (0.177)		-8.996 (0.264)
AUM	0.687 (0.189)		0.997** (0.024)	1.280* (0.080)		0.513 (0.967)	0.593 (0.106)		0.803 (0.601)
Duration	-0.013 (0.429)		0.019 (0.476)	-0.010 (0.701)		-0.002 (0.977)	-0.024 (0.202)		-0.121 (0.349)
Bond	21.634 (0.543)		-22.839 (0.660)	-75.141 (0.215)		-33.314 (0.962)	-53.507 (0.196)		-323.56 (0.225)
Industry		-2.173*** (0.002)	-2.393* (0.053)		-2.882** (0.018)	-0.639 (0.976)		8.000*** (0.000)	-7.319* (0.053)
Leverage_change		1.868* (0.056)	6.138** (0.034)		2.646 (0.257)	1.473 (0.960)		-2.303 (0.450)	1.454 (0.905)
ROA		2.297 (0.354)	4.477 (0.321)		3.549 (0.229)	2.347 (0.964)		-17.587*** (0.000)	19.829 (0.193)
Random Effect	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y

이어 <표 13-1> <표13-2>와 <표13-3>은 수익성지표(IRR, PI, PME)와 주요 변수들간 회귀분석을 실시한 표이다. 사모펀드 운용사의 거래압박(Sell_Pressure)와 IPO 수익율의 관계는 대체로 양(+)¹⁾의 유의적인 관계를 나타냈으며, 운용자산(AUM)은 음(-)의 유의적인 관계를 나타냈다. 특히 거래시차를 나타내는 Duration이 대체로 강한 음(-)의 유의적인 관계를 나타내어, 사모펀드가 높은 회수수익율을 기록하기 위하여 신속한 거래를 선호할 가능성을 보여주고 있다. 다중로지스틱 회귀분석에서 IPO의 선택요인으로 작용했던 투자기업의 업종(IT, 헬스케어)는 M&A의 수익성에서 유의한 양(+)²⁾의 관계를 나타낸다. 이는 IT와 헬스케어 업종에서 M&A거래시 IPO보다 더 높은 수익율을 기록할 수 있음을 나타낸다. 그밖에 Leverage의 증가가 M&A의 수익성을 높이며, ROA의 감소가 Secondary의 수익성을 대체로 높이는 것으로 나타나 , 사모펀드의 회수방식 선택이 반드시 회수수익율의 방향과 반드시 일치하지는 않은 결과를 보여주었다.

<표 13-1> IRR

$$Profitability = \beta_0 + \beta_1 Pressure + \beta_2 AUM + \beta_3 Duration + \beta_4 Bond + \beta_5 industry_{dummy} + \beta_6 Leverage_{change} + \beta_7 ROA_{growth} + \varepsilon$$

아래 표는 2014년부터 2024년 상반기까지 국내 사모펀드의 IPO, M&A, Secondary 269건을 대상으로, 종속변수인 회수수익율(IRR)과 각 독립변수간의 관계를 회귀분석한 결과이다. *, **, ***는 각각 10% 5% 1%수준에서 유의적임을 의미한다.

	전체			IPO			M&A			Secondary		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Sell_pressure	0.015		0.012	0.268*		0.317*	0.065		0.027	-0.240**		-0.242*
AUM	-0.005		-0.005	-0.1165*		-0.117*	0.022		0.044*	-0.005		-0.003
Duration	-0.006***		-0.006***	-0.007		-0.005	-0.005***		-0.005***	-0.008**		-0.008*
Bond	2.581		2.590	7.263		3.338	3.536		3.344	7.518		6.218
Industry		0.071	0.056		-0.010	-0.006		0.205**	0.221***		0.079	0.062
Leverage		-0.213	-0.160		-0.600	-0.490		0.108	0.165		-0.050	-0.104
ROA		-0.295	-0.288		-0.842	-1.039		0.250	0.653**		-0.609	-0.555
N	269	269	269	74	74	74	112	112	112	83	83	83
Adj R2	0.057	0.009	0.063	0.108	0.035	0.085	0.115	0.052	0.202	0.064	0.029	0.049

<표 13-2> PI

$$Profitability = \beta_0 + \beta_1 Pressure + \beta_2 AUM + \beta_3 Duration + \beta_4 Bond + \beta_5 industrydummy + \beta_6 Leveragechange + \beta_7 ROAgrowth + \varepsilon$$

아래 표는 2014년부터 2024년 상반기까지 국내 사모펀드의 IPO, M&A, Secondary 269건을 대상으로, 종속변수인 회수수익율(PI)과 각 독립변수간의 관계를 회귀분석한 결과이다. *, **, ***는 각각 10% 5% 1%수준에서 유의적임을 의미한다.

	전체			IPO			M&A			Secondary		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Sell_pressure	-0.411		-0.472	1.051*		1.265**	0.346		0.154	-2.233**		-2.256***
AUM	-0.086		-0.075	-0.330		-0.285	0.245		0.429**	-0.279*		-0.248
Duration	-0.005		-0.001	-0.010		-0.003	-0.008		-0.010	0.006		0.010
Bond	18.441		18.306	38.952		26.213	0.687		1.204	152.692**		125.300*
Industry		0.914*	1.069*		0.253	0.309		1.218*	1.437***		1.870	1.320
Leverage		-0.466	-0.347		-2.468*	-2.548		1.466	2.399**		0.940	-0.184
ROA		-3.605**	-4.137**		-4.929	-5.464*		0.884	3.417*		-7.442**	-7.569**
N	269	269	269	74	74	74	112	112	112	83	83	83
Adj R2	0.010	0.036	0.053	0.052	0.016	0.061	0.039	0.062	0.121	0.117	0.069	0.165

<표 13-3> PME

$$Profitability = \beta_0 + \beta_1 Pressure + \beta_2 AUM + \beta_3 Duration + \beta_4 Bond + \beta_5 industrydummy + \beta_6 Leveragechange + \beta_7 ROAgrowth + \varepsilon$$

아래 표는 2014년부터 2024년 상반기까지 국내 사모펀드의 IPO, M&A, Secondary 269건을 대상으로, 종속변수인 회수수익율(PME)과 각 독립변수간의 관계를 회귀분석한 결과이다. *, **, ***는 각각 10% 5% 1%수준에서 유의적임을 의미한다.

	전체			IPO			M&A			Secondary		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Sell_pressure	0.080		-0.011	1.730**		2.012**	0.871		0.510	-2.562***		-2.123***
AUM	-0.086		-0.053	-0.380		-0.349	0.727		1.193**	-0.241		-0.27
Duration	0.003		0.005	-0.020		-0.010	0.004		0.001	-0.001		0.002
Bond	15.815		15.999	75.676		51.872	-26.127		-25.602	135.388**		109.671*
Industry		1.174*	1.298*		0.027	0.373		2.381*	2.905*		1.768	1.279
Leverage		0.399	0.556		-3.391	-3.563		4.497	7.091**		0.741	-0.282
ROA		-3.491	-4.072		-8.121*	-8.371*		2.534	8.079		-7.067**	-7.139**
N	269	269	269	74	74	74	112	112	112	83	83	83
Adj R2	0.001	0.027	0.032	0.069	0.069	0.089	0.005	0.063	0.071	0.112	0.068	0.159

4.3.2. Secondary 거래 분석

앞서 4.3.1 의 세가지 회수방식에 대한 비교 분석에서 매도인이 느끼는 거래에 대한 압박(Sell_Pressure)이 회수전략에 영향을 준다는 사실이 발견되었다. 여기에서는 Secondary 거래만을 별도로 구분하고, 매도인 뿐만 아니라 매수인이 느끼는 거래에 대한 압박을 측정하였다. Secondary는 사모펀드 투자대상 기업을 다른 사모펀드에 매각하는 거래이므로 매도인과 매수인을 동일한 기준으로 평가가 가능하다. <표 14>는 매수인 거래압박(Buy_Pressure) 변수를 추가하고, 최초로 설정한 각 변수간 상관관계를 분석한 내용이며, <표 15>은 각 거래의 수익율을 IRR, PI, PME의 세가지 종속변수로 하여 실시한 회귀분석이다. 매도압박지수는 거래 수익율에 유의한 음(-)의 영향을, 매수압박지수는 유의한 양(+)의 영향이 나타나 가설 2-1과 가설 2-2를 모두 지지하는 것으로 나타났다. 이는 선행연구(Arcot, Fluck, Gaspar and Hege 2015)의 연구와도 동일한 결과이다. 4.3.1 의 세가지 방식 비교에서는 유의하지 않았던 KOSPI 6개월 수익율이 Secondary에서는 일부 음(-)의 관계가 나타났고, 금리의 영향은 일관된 방향성을 나타내지 않았다. 사모펀드 보유기간 중 투자대상 기업의 자산성장(CAGR)은 통계적으로 유의한 양(+)의 방향, ROA와 순운전자본의 변화는 음(-)의 방향으로 나타나, Secondary거래의 수익성은 자산의 성장과 현금흐름의 감소의 영향을 받는 것으로 생각된다. 선행연구(Bonini 2012; Wang 2012) 및 앞선 4.3.1.의 분석에서 주요 요인이었던 부채비율도 Secondary분석에서는 통계적으로 유의한 결과가 나오지 않았다.

<표 14> 상관관계 분석 (*, **, ***는 각각 10% 5% 1%수준에서 유의적임)

Variables	IRR	PI	PME	Sell_ pressure	Buy_ pressure	AUM	Duration	Industry	KOSPI	Bond	Ln(Asset)	Leverage	Asset- cagr	Revenue_ cagr	EBITDA margin	ROA	NWC
IRR	1																
PI	0.604***	1															
PME	0.716***	0.886***	1														
Sell_Pressure	-0.202*	-0.262**	-0.269**	1													
Buy_Pressure	0.187	0.175	0.174	0.272**	1												
AUM	-0.097	-0.186	-0.201*	0.096	0.103	1											
Duration	-0.236**	0.126	-0.028	-0.051	0.159	0.216*	1										
Industry	0.067	0.120	0.186	-0.033	-0.138	-0.084	0.043	1									
KOSPI	-0.135	-0.375***	-0.155	0.083	0.082	0.068	0.022	-0.165	1								
Bond	0.053	0.137	0.184	0.223*	0.269**	-0.051	-0.017	0.178	-0.251**	1							
Ln(Asset)	0.002	0.114	0.068	0.063	0.335***	0.325***	0.301***	-0.158	0.134	0.191	1						
Leverage	0.045	0.125	0.132	0.013	0.056	-0.089	-0.035	0.087	-0.131	0.188	0.008	1					
Asset_cagr	0.354***	0.489***	0.408***	-0.121	0.129	-0.045	0.208*	0.133	-0.137	0.219*	0.295**	-0.033	1				
Revenue_cagr	0.309***	0.395***	0.381***	-0.126	0.201*	-0.077	0.086	0.041	-0.071	0.053	0.077	0.067	0.698***	1			
EBITDA(%)	-0.012	-0.156	-0.170	-0.108	0.058	0.167	0.016	0.084	0.001	0.113	0.191	-0.044	0.097	0.106	1		
ROA	-0.164	-0.329***	-0.286**	-0.020	0.110	0.026	0.063	-0.105	0.129	-0.104	0.027	-0.340***	-0.063**	-0.069	0.311***	1	
NWC	-0.367***	-0.023	-0.119	-0.058	-0.067	0.022	0.335***	0.068	0.057	0.012	-0.014	-0.039	0.376***	0.357***	-0.040	-0.102	1

<표 15> Secondary 거래 회귀분석 결과

	IRR			PI			PME		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Sell_pressure	-0.339**	-0.326**	-0.250**	-2.934***	-2.765**	-2.358***	-2.764***	-2.918***	-2.646***
Buy_pressure	0.268***	0.293***	0.211**	1.858**	2.081**	1.592**	1.793**	1.806**	1.203*
AUM	-0.007	-0.005	0.009	-0.367*	-0.318*	-0.251	-0.287	-0.243	-1.448
Duration	-0.009**	-0.009**	-0.005	0.031	0.031	0.034	-0.012	-0.013	0.001
Industry		0.160	0.037		1.209	0.691		2.076	1.733
Kospi6		-0.735	0.098		-17.117***	-12.917***		-3.515	0.720
Bond		-2.744	-4.283		4.017	-31.677		65.425	61.327
Ln(Asset)			-0.094*			0.134			-0.017
Leverage			-0.124			-0.916			-0.505
Asset_cagr			1.354***			7.801**			5.155*
Revenue_cagr			0.267			3.066			5.574
EBITDA(%)			-0.307			-9.281			-12.020**
ROA			-0.777**			-9.105***			-6.217**
NWC			-0.071***			-0.273**			0.321***
N	83	83	83	83	83	83	83	83	83
Adj R2	0.147	0.138	0.486	0.132	0.249	0.498	0.133	0.171	0.413

5. 결론

사모펀드 운용사가 언제 어떻게 보유 기업을 매각하고 투자금을 회수할 지에 대한 의사결정은 매우 중요하며, 이의 경제적 효과에 대하여 분석하려는 다양한 노력들이 진행되고 있다. Jenkinson and Sousa(2015)는 투자대상 기업의 재무상태 개선효과 와 주가지수와 금리 등 자본시장 상황이 회수에 영향을 주는 것으로 보았으며, Secondary 거래에 대한 연구에서 Wang(2012)또한 사모펀드 운용사가 주식시장과 채권시장의 동향에 따라 회수전략을 결정한다고 보았다. 또한 Arcot, Fluck, Gaspar and Hege(2015)등은 사모펀드 운용사가 느끼는 자금 조달 압박이 Secondary 거래에서 두드러지는 것으로 연구하였다. 위와 같이 유럽이나 미국시장을 대상으로 한 연구가, 국내 시장에 보편적으로 적용 가능한지에 대해서는 검토가 필요한 상황이다.

본 연구는 국내 자본시장에서 사모펀드 운용사가 특정 회수전략을 선택하는 요인이 존재하는지를 살펴보고, 아울러 각 요소들이 회수수익율에 미치는 영향에 대하여 연구하였다. 투자대상 기업의 업종과 재무적 특성, 주가지수와 금리 등 자본시장 현황, 인수일과 회수일 간 시차, 사모펀드 운용사의 규모 뿐만 아니라, 거래 압박지수를 국내 상황에 맞게 조정하여 분석에 사용하였다. 개별 M&A거래의 인수가격과 회수가격을 반영하여 수익율의 대용치로 사용하였으며, Secondary 거래에 대하여는 별도의 분석을 실시하였다. 본 연구의 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 사모펀드 운용사의 특정 회수방식을 선택에는 사모펀드 운용사가 거래시점에 느끼는 거래압박을 포함한 운용사의 특성, 자본시장 및 투자대상 기업의 기업의 특성이 골고루 영향을 미치는 것으로 나타났다. 거래에 대한 압박은 Secondary 대비 IPO와 M&A로의 회수가능성을 높였는데, IPO를 선택하는 운용사들이 비교적 작은 규모인 것과 관련이 있었다. 주가지수는 회수방법에 큰 차이를 가져오지 않았으나, 회사채 금리가 낮은 상황에서 M&A와 Secondary를 선택할 가능성이 높아졌기에 국내 사모펀드 시장에서는 투자대상 기업가치에 대한 할인율 보다는 투자금 조달금리의 영향이 더 큰 것으로 나타났다. 투자대상 기업이 IT와 헬스케어 업종인 경우 IPO를 많이 선택하였고, 사모펀드 인수 기간 중 부채비율과 자산규모 증가는 각각 IPO대비 M&A와 Secondary 회수가능성을 높였다.

둘째, 회수 수익율에 각 변수가 미치는 영향력에 대한 회귀분석 결과, 인수와 회수간 시

차가 짧고, 보유기간 중 투자대상 회사의 총자산 성장율이 크며, 순운전자본이 많이 감소할 수록 높은 수익율을 기록하였다. 투자대상 기업의 현금흐름이 줄어든 것은 보유기간 중 배당 등 중간회수의 영향인 것으로 생각된다.

셋째, Secondary를 별도로 분류하여 매도인과 매수인 각각에 대한 거래압박지수에 대한 분석을 실시한 결과, 매도인 거래압박이 클수록 거래의 수익성이 떨어졌으며, 매수인 거래압박이 클수록 거래의 수익성이 좋아지는 것으로 나타났다. 보유기간 중 자산의 성장은 수익율과 양(+)의 관계, ROA와 순운전자본은 수익율과 음(-)의 관계를 나타내 Secondary 거래에서는 투자대상기업의 성장성이 수익성보다 중요한 요소인 것으로 판단된다.

본 연구는 다음과 같은 한계점이 존재한다. 먼저, 국내 시장에서 사모펀드에 대한 정보가 충분하지 않기에 인수 및 회수에 성공한 일부거래만을 연구대상으로 삼을 수 밖에 없었다. 또한 사모펀드가 인수금액의 상당부분을 차입금으로 조달함에도 불구하고, 관련 자료의 부족으로 인수금액과 회수금액 및 수익율 측정에 이를 반영하지 못하였다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 국내 자본 시장에서 중요한 위치를 차지하고 있는 사모펀드의 의미와 역할을 규정하였으며, 다음과 같은 몇 가지 시사점을 지닌다.

첫째, 사모펀드가 국내 자본시장에 도입된 지 20여년이 된 시점에서 그 발전상을 들여다 보고, 해외 선행연구와의 비교를 하였다는 점이다. 특히 사모펀드를 투자대상 기업의 매도자 관점으로 살펴보면, 회수 방식과 전략, 그리고 수익율과의 관계를 체계적으로 분석하였다.

둘째, Arcot, Fluck, Gaspar and Hege(2015)와 Jelic, Zhou and Ahmad(2021)연구에서 사용된 사모펀드 거래압박지수(Pressure Index)를 국내 실정에 맞게 수정하고 활용함으로써, 사모펀드 거래를 협상의 관점에서 살펴볼 수 있는 계기를 마련하였다.

셋째, 사모펀드 회수방식 중 그 비중이 늘어나고 있는 Secondary 거래에 대하여 별도로 분석을 시도하였다. 매도인과 매수인이 느끼는 거래압박을 Sell Pressure 와 Buy Pressure로 측정하고, 이를 거래수익율과 비교한 결과 매도인이 느끼는 압박이 클수록 거래 수익율이 떨어지는 반면, 매수인이 느끼는 압박은 거래수익율과 양(+)의 관계를 나타냈다.

참고문헌

- Sung Yong Kim. (2005). The Amended Indirect Investment Asset Management Business Act: Introduction of Private Equity Fund. Korea Lawyers Association, 54(6), 177-204.
- Sung Tae Kim, & Yeong Suk Cho. (2009). An Economical Return Analysis on the Investment Assets by Private Equity Fund. Korean Journal of Financial Engineering, 8(2), 127-146.
- Hyoung-Tae Kim, & Ki Beom Binh. (2012). Evaluation on Korea's Capital Markets-based Corporate Restructuring Institutions and Policies. Korean Journal of Financial Studies, 41(1), 153-188.
- Kibeum Bae, & Junesuh Yi. (2019). A Study on PEF Performance Evaluation Methodology. The Research Institute of Social Science, 26(2), 115-143.
- Kibeum Bae, & Junesuh Yi. (2020). Performance of Private Equity Funds in Korea. Korean Journal of Financial Studies, 49(2), 163-187.
- Park, Yong Rin. (2020). Evaluation of Korean PEF and future tasks. Korea Capital Market Institute Issue Report, 20-29.
- Park, Yong Rin. (2024). Evaluating 20 Years of Private Equity in Korea: Achievements and Challenges. Korea Capital Market Institute Issue Report, 24-22.
- Ki Beom Binh, Jinho Byun, & Mookwon Jung. (2017). The Choice between M&As and Spinoffs. The Korean Journal of Financial Engineering, 16(3), 93-114.
- Ik Song, Jongwon Park, & Myungsub Choi . (2015). The Performance of Private Equity Funds and Its Diversification Effect. Asian Review of Financial Research, 28(3), 385-416.
- Sang Eun Lee, & Moon-Kyum Kim. (2021). ROE Changes from Mergers and Acquisitions of Korean Small Companies: Strategic Investor vs. Financial Investor. The Korean Journal of Financial Management, 38(2), 289-314.
- Yang Pok Rhee. (2018). A Case Study on Role of PEF(Private Equity Fund) in Cross-border M&A. Journal of CEO and Management Studies, 21(3), 255-273.
- Lee Won Heum. (2017). A Case Study on PEF Performance Evaluation Applying New Methods of NPV and IRR. Korea Association of Business Education, 32(5), 1-20.
- Jinho Lee, & Young S. Park. (2018). What Drives the Venture Capital's Exit Strategy? Korean Journal of Financial Studies, 47(6), 977-996.
- Hong, Min-Goo.(2022). A study on the determinants of profitability of Korean Fund of Funds. KVIC Issue Report, 22-01

- Achleitner, A. K., & Figge, C. (2014). Private equity lemons? Evidence on value creation in secondary buyouts. *European Financial Management*, 20(2), 406-433.
- Ahlers, O., Hack, A., Kellermanns, F., & Wright, M. (2016). Opening the black box: Power in buyout negotiations and the moderating role of private equity specialization. *Journal of Small Business Management*, 54(4), 1171-1192.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Arcot, S., Fluck, Z., Gaspar, J. M., & Hege, U. (2015). Fund managers under pressure: Rationale and determinants of secondary buyouts. *Journal of Financial Economics*, 115(1), 102-135.
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. *The journal of finance*, 68(6), 2223-2267.
- Bain and Company “Global Private Equity Report 2024”
- Boucly, Q., Sraer, D., & Thesmar, D. (2011). Growth Ibos. *Journal of financial economics*, 102(2), 432-453.
- Bonini, S. (2015). Secondary buyouts: Operating performance and investment determinants. *Financial Management*, 44(2), 431-470.
- DeGeorge, F., Martin, J., & Phalippou, L. (2016). On secondary buyouts. *Journal of financial economics*, 120(1), 124-145.
- Demiroglu, C., & James, C. M. (2010). The role of private equity group reputation in LBO financing. *Journal of Financial Economics*, 96(2), 306-330.
- Giot, P., & Schwienbacher, A. (2007). IPOs, trade sales and liquidations: Modelling venture capital exits using survival analysis. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), 679-702.
- Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do?. *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2000). The determinants of corporate venture capital success: Organizational structure, incentives, and complementarities. In *Concentrated corporate ownership* (pp. 17-54). University of Chicago Press.

- Guo, S., Hotchkiss, E. S., & Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value?. *The Journal of Finance*, 66(2), 479-517.
- Hammer, B., Marcotty-Dehm, N., Schweizer, D., & Schwetzler, B. (2022). Pricing and value creation in private equity-backed buy-and-build strategies. *Journal of Corporate Finance*, 77, 102285.
- Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014). Private equity performance: What do we know?. *The Journal of Finance*, 69(5), 1851-1882.
- Jain, B. A., & Kini, O. (2006). Industry clustering of initial public offerings. *Managerial and Decision Economics*, 27(1), 1-20.
- Jelic, R., Zhou, D., & Ahmad, W. (2021). Do stressed PE firms misbehave?. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101798.
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2015). What determines the exit decision for leveraged buyouts?. *Journal of Banking & Finance*, 59, 399-408.
- Jensen, M.C.(1989). "Eclipse of the Public Corporation".*Harvard Business Review*, 67(5):61-74.
- Kaplan, S. (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., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of economic perspectives*, 23(1), 121-146.
- Lerner, J. (1994). Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of financial Economics*, 35(3), 293-316.
- Lowry, M., Officer, M. S., & Schwert, G. W. (2010). The variability of IPO initial returns. *The Journal of Finance*, 65(2), 425-465.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The economics of private equity funds. *The Review of Financial Studies*, 23(6), 2303-2341.
- Myers, S. C. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have*.
- Phalippou, L. (2009). Beware of venturing into private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 147-166.
- Phalippou, Ludovic, and Oliver Gottschalg. "The performance of private equity funds." *The Review of*

- Financial Studies 22, no. 4 (2009): 1747-1776.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.
- Smith, A. J. (1990). Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts. *Journal of financial Economics*, 27(1), 143-164.
- Wang, Y. (2012). Secondary buyouts: Why buy and at what price?. *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1306-1325.
- Yung, C., Çolak, G., & Wang, W. (2008). Cycles in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 192-208. Financial Services Commission (2016). "Plan for Nurturing Mega-Investment Banks in Korea," Press Release, August-02-2016