

재무적 투자자(FI), 그들은 누구인가?

오영일 수석연구원, 산업연구센터 (youngil@posri.re.kr)

목차

1. 대표적 재무적 투자자
2. 재무적 투자자의 투자 방식
3. 재무적 투자자의 주요 투자 대상과 투자 성향
4. 기업의 재무적 투자자 활용 방안

Executive Summary

- **배당과 이자 수익을 추구하던 재무적 투자자(FI)들의 대체투자*에 대한 관심이 최근 급격히 높아지고 있어 기업의 투자사업에 활용할 여지가 커지고 있음**
 - 저금리 상황이 지속되자 채권 위주의 안정적 투자를 추구하던 FI들이 상대적으로 수익률이 높은 해외 대체투자로 관심 전환(유망 프로젝트 발굴에 주력)
 - * 대체투자(AI: Alternative Investment)란 주식, 채권 등 전통적 금융 상품이 아닌 부동산, 인프라, 자원 등 실물 자산을 대상으로 한 투자를 말함
 - 대표적 FI: 연기금, 공제회, 금융기관(보험사 등), 다자개발은행, 국부펀드 등
- **FI들은 리스크 분산을 위해 단독투자보다는 타 FI, SI(전략적 투자자)들과의 공동투자를, 직접 투자보다는 펀드를 통한 간접 투자 방식을 선호**
 - 프로젝트에 따라 차이가 있지만 프로젝트 총사업비의 40~70%에 해당하는 금액을 3~7개 FI가 각각 100억~500억 원 내외씩 투자하는 방식이 일반적
 - 펀드를 Vehicle로 사용하는 주요 원인은 다양한 이해를 갖고 있는 FI들을 하나로 묶을 수 있고, 펀드 자체가 하나의 신규 법인(Clean company)이라 미확인 리스크를 사전에 차단할 수 있기 때문
- **국내 주요 FI들의 해외 대체투자에 대한 기대 수익률은 연 6% 이상, 투자 기간은 3~5년**
 - 조달 금리가 낮은 다자개발은행, ECA(수출공여기관)의 기대 수익률은 연 3% 이상, 투자 기간은 10년 이상도 가능(단, 심사조건은 상대적으로 더 까다로운 편)
- **효과적인 FI 활용을 위해서는 IB와의 전략적 파트너십 관계 구축 등이 필요함**
 - 사업주가 직접 FI들을 접촉하는 것보다 다양한 FI들을 접촉하고 투자 의향을 타진하며 금융 투자 구조를 만드는 IB의 전문성을 활용하는 것이 바람직
 - 공동 투자를 선호하는 FI 투자 패턴 고려 시 전략적 파트너십 관계에 있는 IB를 통해 국민연금 등과 같은 킹 핀(King pin)을 우선 공략하는 것이 효과적

1. 대표적 재무적 투자자(FI: Financial Investor)

□ FI는 주로 배당과 이자를 통해 수익을 추구하는 투자자

○ 경영권 확보를 통해 사업에 직접 관여하는 전략적 투자자(SI: Strategic Investor)와 구분

- 경영권 확보가 목적이 아니기 때문에 투자 방식도 지분(Equity) 투자보다 대부(Loan) 투자를 선호
- FI가 지분 투자를 하는 경우도 있지만 일정 기간 투자 후 자산 매각을 통한 자본이득(Capital gain)과 투자 기간 중의 배당 수익이 목적이자 경영권 확보 그 자체가 목적은 아님

○ 2015년 말 기준 국내 FI들의 운용 자산은 약 1,500조 원 내외로 추산¹

□ 대표적 FI로는 연기금, 공제회, 금융기관, 다자개발은행(MDB), 수출공여기관(ECA), 국부펀드, PEF 등이 있음

○ 연기금과 공제회: 국민·사학·공무원 연금 및 교직원·군인·경찰·과학기술인 공제회 등

- 국민·사학·공무원 연금 등 국내 3대 연기금은 각각의 자산규모와 재정 상태에 따라 투자 성향에 차이가 있으나 기본적으로 보수적 투자 성향을 갖고 있음
- 공제회는 연기금에 비해 기금 조달 금리가 높아(4% 이상의 높은 회원 급여율 구조) 부동산 분야 등 매우 공격적인 투자 성향을 보임²

○ 금융기관: 보험사, 제2금융권³

- 제1금융권인 생보사, 손보사들은 상대적으로 보수적 투자 성향을 보임

¹ FI의 자산 규모에 대한 공식 통계는 없으나 2014년 OECD에서 발표한 2012년 한국 기관투자자 투자 규모 1조1,000억 달러를 기준으로 매년 5%씩 자산 증가를 가정한 수치(한국경제, 2014년 11월 12일)

² 부동산, 골프장 등 10% 이상의 고수익을 추구하다 보니 투자 손실이 나는 경우도 빈번

³ 상업은행은 투자보다 대출을 통해 수익을 창출하기 때문에 전형적인 FI로 보기는 어려우며, 투자은행(IB) 역시 자기자본투자(PI: Principal Investment)보다 금융조달 및 투자자문에 절대적 비중을 두고 있어 전형적 FI로 분류하지 않음

- 제1금융권 대비 조달 금리가 높은 저축은행, 캐피탈, 신탁 등은 상대적으로 고금리 투자 상품을 선호
- 국제기구 성격의 다자개발은행(MDB: Multilateral Development Bank), 수출입은행 등과 같은 수출공여기관(ECA: Export Credit Agency)
 - AIIB, ADB, IBRD, IFC 등 MDB의 연간 투자 규모는 약 U\$1,300억 수준으로 해당국 경제산업 발전을 위한 정부 차관 형식으로 투자 진행
 - 우리나라 수출입은행을 통해 제공되는 경제개발협력자금(EDCF)이나 각국 정부산하 금융기관에서 제공하는 공여성 자금도 FI에 포함될 수 있음
- 외환보유고 등 국가 자산을 활용해 정부가 직접 운용하는 국부펀드(Sovereign Wealth Fund)
 - 초기 국부펀드는 FI 투자 패턴을 견지했으나 최근에는 SI 성격의 투자도 병행
 - 대표적 국부펀드로는 사우디의 PIF, 중국의 CIC, 싱가포르의 Temasek, UAE의 아부다비투자청, 우리나라의 한국투자공사(KIC) 등이 있음
- 최근 몇 년 사이 급성장세를 보이고 있는 PEF(Private Equity Fund)⁴
 - 국내 PEF 약정액 규모는 국내 공제회들의 운용자산보다 조금 더 큰 약 60조원
 - PEF는 주로 M&A, 구조조정 참여를 목적으로 설립되기 때문에 FI 중 유일하게 경영권 획득을 목표로 투자 활동을 하고 있음

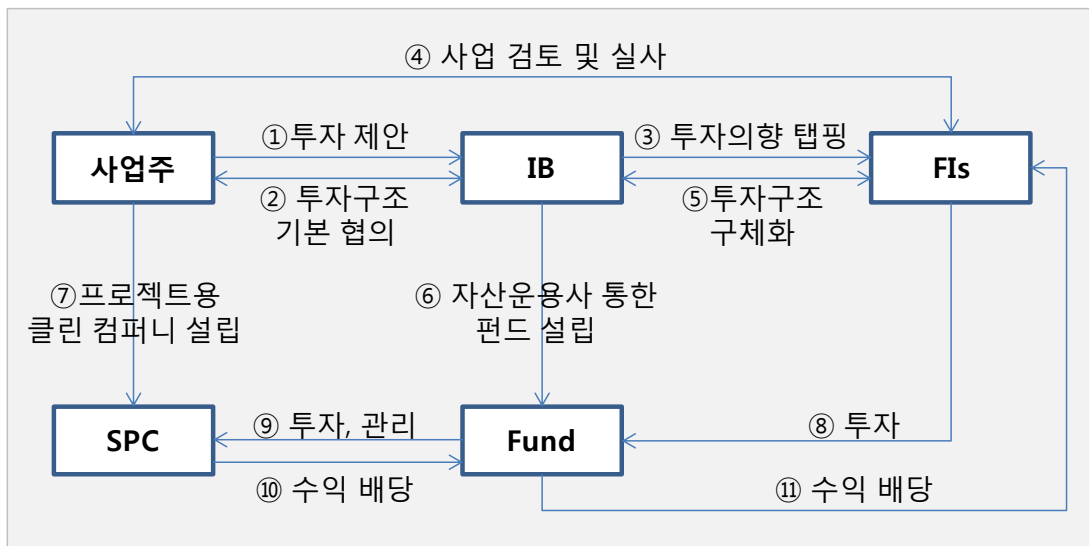
2. 재무적 투자자의 투자 방식

□ 리스크 분산을 위해 단독투자보다는 타 FI, SI들과의 공동투자를 선호하며, 프로젝트에 직접 투자하기보다는 펀드를 통한 간접 투자 방식이 보편적

⁴ 연기금, 공제회 등 주요 FI가 PEF의 주요 출자자라는 점에서 PEF를 또 다른 FI 집단으로 분류하는 것은 적절치 않을 수 있음. 다만, 투자 대상과 방식이 일반적인 FI들과 다르기 때문에 본 보고서에서는 별도의 FI로 구분하여 설명함

- 프로젝트의 규모와 성격에 따라 차이가 있지만 프로젝트 총사업비의 40~70%에 해당하는 금액을 3~7개 FI가 각각 100억~500억 원 내외씩 투자하는 방식이 일반적
 - 동일 프로젝트에 공동 투자한 FI 내에서도 대부/지분 투자, 상환 순위, 콜/풋옵션 부여 여부 등에 따라 배당률과 이자율의 차이가 있음
- 타 FI, SI 등 다수의 공동 투자자가 존재하기 때문에 이들의 이해를 하나로 묶기에 가장 효율적인 펀드를 Vehicle로 주로 사용
 - 펀드는 그 자체가 독립된 법인(투자집합기구)이기 때문에 신규 펀드를 설립하여 투자를 한다는 것은 우발 채무 등 미확인 리스크가 없는 신규 법인, 즉 Clean company를 설립한다는 의미
 - 펀드를 설립, 운용함에 따라 펀드 설정액의 0.2~1.5% 수준의 운용 보수 (Management fee, 자산운용사 몫)와 0.2~1.0% 내외의 판매 수수료(Sales charge, 증권사 몫)가 금융 비용으로 발생(FI, SI 등 투자자가 지불)

<그림 1> FI들의 투자 참여 흐름도



*주: 전형적인 투자 흐름에 대한 이해를 돕기 위해 단순화시킨 그림으로 실제 프로젝트에서는 이보다 훨씬 다양화, 복잡화 될 수 있음

□ 대부분의 FI들은 IB를 통해 투자 관련 논의를 진행

- IB를 통해 업무를 진행하는 이유는 자본조달이 IB의 고유 업무 영역일 뿐 아니라 FI들의 투자 선호도, 니즈, 관련 규정 등에 대해 가장 잘 이해하고 있는 집단이 IB이기 때문
 - FI들은 투자 검토를 하는 과정 중 타 FI들의 움직임, 의견 등에 매우 민감한데 이러한 정보를 IB를 통해 해결
 - FI들간의 상이한 의견을 조율해 하나의 투자 구조로 만드는 작업에 가장 특화된 집단이 IB임

□ 막대한 자금력을 바탕으로 자신들에게 불리한 조항은 철저히 배제시키고 투자에 대한 다양한 안전 장치를 사업주에게 요구

- 일정 기간 후 Exit할 수 있는 조항은 거의 필수이며 투자 실적에 관계없이 투자 기간 중 배당을 확보할 수 있는 구조도 요구
 - 선순위 포지션, 우선변제권, 풋옵션(Put-option), 바이백(Buy-back) 등 Exit에 유리한 조항 삽입
 - 운용 기간 중 손실을 내면 곤란한 펀드의 성격 상 사업 실적에 관계 없이 일정 금액에 대한 강제 배당이나 이익 발생시 우선 배당 조항도 삽입
 - 건설 관련 국내 프로젝트 파이낸싱의 경우, 사업성(미래현금흐름)만 보고 투자하는 사례는 거의 없으며 담보나 모사의 지급 보증 등을 제공해야 함
- 하지만 사업성이 뛰어날 것으로 보이는 프로젝트의 경우에는 리스크를 감수하고 투자하기도 함
 - Exit 조건만 확보하고 초기부터 지분 투자에 참여
 - 초기에는 대부 투자로 참여하고 일정 시점 후 대부를 지분으로 전환할 지 여부를 선택할 권리(CB, BW)가 주어지는 메자닌(Mezzanine) 방식으로 투자

3. 재무적 투자자의 주요 투자 대상과 투자 성향⁵

□ 연기금, 보험사, 국부펀드들은 상대적으로 안전 자산으로 분류되는 국내 채권을 선호

○ 고수익보다는 안정적 수익을 추구하며 장기 투자보다는 2~3년 내외의 단기 투자를 선호

- 국내 연기금들의 목표 수익률은 4.5~5.5% 수준(전체 운용자금)

· 채권, 주식 투자로 2.0~3.5%, 대체투자 6.0~8.0% 수익 목표⁶

- FI의 큰 손인 연기금들은 대부분 국정감사 대상 기관이기 때문에 무리한 고수익 추구로 투자 손실 발생 시 엄청난 책임 문제에 직면

○ 국민연금, 사학연금의 투자 포트폴리오 중 국내 채권 비중은 40% 이상(국민연금 53.0%, 사학연금 43.5%)인 반면, 대체투자 비중은 낮음

- 국민연금, 사학연금의 대체투자 비중은 각각 11.0%, 14.0%에 불과⁷

□ 평균 4% 이상의 높은 조달금리 구조를 갖고 있는 공제회는 주식, 채권보다 수익률이 높은 부동산 등 대체투자 비중이 높은 편

○ 대부분의 공제회들은 전체 운용 자산의 40% 이상을 대체투자로 구성

- 해외 대체투자에 대해서도 매우 적극적. 교직원 공제회의 경우 전체 대체투자 중 해외 비중이 38.4%를 차지

- 주식, 채권 투자도 국내보다는 수익률이 높은 해외로 관심 전환 중

⁵ 투자 포트폴리오 비중은 각 기관별 홈페이지 공시 자료 인용

⁶ 대체투자(AI: Alternative Investment)란 주식, 채권 등 전통적 금융 상품이 아닌 부동산, 인프라, 자원 등 실물 자산을 대상으로 한 투자를 지칭함

⁷ 최근에는 글로벌 저금리로 5% 내외의 수익률 달성이 쉽지 않지만 불과 몇 년 전만해도 우량 회사 채, 우량주 위주의 투자만으로도 목표치 달성에 큰 어려움이 없었기 때문에 굳이 상대적으로 리스크가 큰 대체투자에 관심을 두지 않았음

○ 해외 대체투자의 대부분은 연 수익률 8%대 이상의 부동산에 집중

〈표 1〉 국내 주요 FI들의 운용 자산 규모와 대체투자 비중

기관	운용 자산(조 원)	대체투자 비중(%)
국민연금	567	12
KIC	118	13
교직원공제회	29	40
사학연금	15	18
군인공제회	10	69
지방행정공제회	9	50
공무원연금	6	19
과학기술공제회	4	42

주: 2016년 말 기준 목표

자료: 한국경제, 2016년 5월 19일

□ 경영권 획득을 전제로 M&A, 구조조정에 참여한 후 매각 차익을 노리는 PEF는 업무 특성상 매우 공격적인 투자 패턴을 보일 수 밖에 없음

○ 두산, 금호, 한진, STX 등 굵직한 국내 대기업 M&A, 구조조정에서 막강 파워를 보이고 있는 PEF의 목표 수익률은 15% 이상

- 개별 PEF 당 5,000억 원 이상의 자금을 동원하는 대형 PEF는 상대적으로 고수익을 거두지만 그렇지 못한 중소형 PEF의 수익률은 5~8% 내외
- 국내 대형 PEF로는 IMM PE, 스틱 인베스트먼트, 스카이 레이크 인베스트먼트 등을 꼽을 수 있는데, 이들은 사전에 투자 대상을 정해 놓지 않는 블라인드(Blind) 펀드로 1조원 이상의 투자를 유치할 만큼 뛰어난 운용 실력을 인정 받고 있음

□ MDB, ECA 자금은 기관 설립 목적의 특징상 대체투자가 대부분

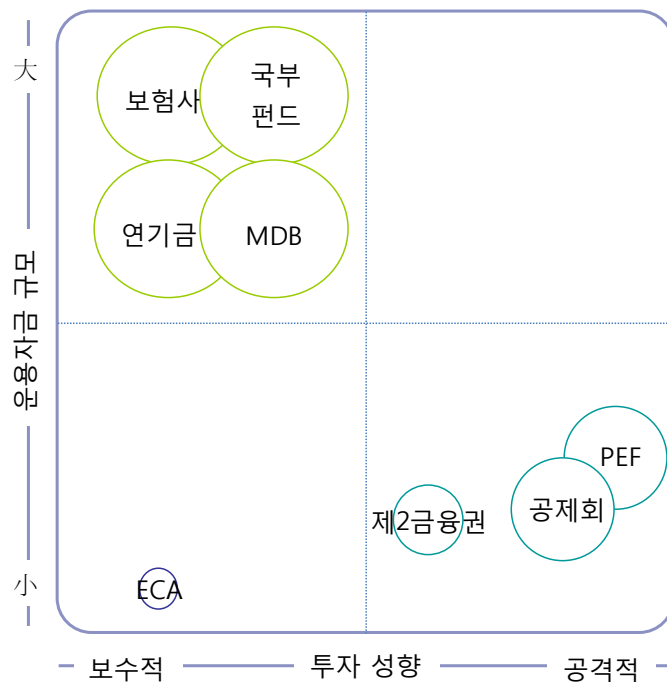
○ MDB 운용 자금 중 제도 개선(법, 제도, 인권, 평등 등)과 사회 인프라(교육, 의료 등)를 제외한 나머지 대부분은 도로, 발전소, 항만, IT, 농업 등 실물 경제에 투자

- 최근 신설된 AIIB는 인프라 분야만 집중 투자할 예정이며, ADB(아시아 개발은행)도 타 MDB 대비 실물 분야 투자 비중이 높은 편
- IBRD 등 세계은행 그룹은 제도 개선, 사회 인프라 분야의 비중이 상대적으로 높고(25~35%), EBRD는 금융 부분에 대한 투자가 많은 편(35~40%)

○ MDB, ECA의 기대 수익률은 상대적으로 매우 낮은 편

- 대부분의 MDB들은 신용등급이 AAA이라 이들이 발행하는 채권금리보다 조금 더 높은 수준의 수익성만 확보되면 되는 구조(eg. 2.0% 내외 수준)
- 단 MDB 중 Private sector 투자만 하는 IFC는 사업장 소재국의 외환 금리 수준의 수익률을 추구
- 우리나라 EDCF 자금도 최근 개발 프로젝트 투자 비중이 80%선으로 높아지고 개별 프로젝트에 1,000억 원 이상 투자되기도 하나 운용 자산이 그리 크지 않고(1조5,000억 원) 공공성이라는 자금 목적에 부합해야 한다는 한계가 있음⁸

<그림 2> 국내 주요 FI들의 운용 자금 규모와 투자 성향



⁸ www.edcfkorea.go.kr

□ 글로벌 저금리 지속에 따른 운용 수익률 하락으로 공제회 뿐 아니라 국민연금 등 대부분의 FI들의 해외 대체투자에 대한 관심이 최근 급격히 높아지고 있다는 점에 주목할 필요가 있음

○ 보수적 투자 성향을 보이던 대표적 FI인 국민연금도 이제는 수익성 확보를 위해 해외 투자와 대체투자 비중을 높이기로 최근 투자 전략 수정

- 최근 발표한 국민연금의 중기자산배분 계획안에 따르면 현재 약 12%인 대체투자 비중을 2021년에는 14%로 확대할 예정
- 올 초 국민연금은 연 6~7%대 수익률을 목표로 글로벌 의류 브랜드 H&M의 독일 물류센터 인수에 1,500억 원을 투자

○ 실제 최근 주요 FI들의 전체 수익률 중 대체투자 부문의 기여율은 절대적인 상황

- 2015년 국민연금 전체 기금 운용 수익률은 4.5%였지만 대체투자부문 수익률은 12.3%를 기록⁹
- 사학연금의 2015년 전체 기금 운용 수익률은 3.9%에 그쳤지만 대체투자부문 수익률은 7.6%였고 이 중 해외대체투자 수익률은 9.1%¹⁰

4. 기업의 재무적 투자자 활용 방안

□ 대체투자 강화라는 최근 FI의 투자 전략 변화를 고려할 때 FI는 안정적인 수익을, 기업은 FI를 통한경영권 간섭 없는 자원 조달 및 리스크 분산이라는 윈-윈(Win-win) 구조를 기대해 볼 수 있음

○ FI들의 대체투자 대상에 부동산이 많은 것은 사실이나 수익성이 좋은 사업이라면 부동산이 아니라도 충분히 투자 검토 가능

- 최근 글로벌 불황으로 FI 역시 좋은 투자처 발굴이 쉽지 않은 상황이기 때문에 유망 프로젝트만 있다면 유리한 조건으로 FI를 활용할 수 있음

⁹ 헤럴드경제, 2016년 5월 13일

¹⁰ 매일경제, 2016년 4월 21일

〈표 2〉 국내 주요 FI들의 부동산 이외의 대체투자 참여 사례

참여 기관 및 규모	투자 대상	투자 규모	목표 수익률
국민연금	캐나다 철광석 광산	약 5,000억 원	7~8%
국민연금	H&M 독일 물류센터	약 1,500억 원	6~7%
공제회, 보험사 공동 투자	북미, 유럽 인프라	약 2,000억 원	13%
연기금 공동 투자	호주, 뉴질랜드의 전력, 운송, 통신, 에너지	약 1,200억 원	7~8%
KIC	브라질 철광석 광산	약 1,100억 원	7~8%

자료: 언론 기사 종합

- 사업 파트너측 자원 부족으로 사업 진척이 잘 안되는 유망 사업일 경우 한국 FI들을 파트너측 자원 조달원으로 연결시키는 방안도 고려 가능

- 사업 추진 동력 제공 및 사업 완성도 제고 효과

□ FI들의 최소 기대 수익률과 투자 기간, 그리고 FI들 사이의 역학 관계 등을 고려한 FI 공략 전략 필요

- 국내 FI들이 관심을 보일 최소한의 대체투자 수익률은 6% 수준

- 보수적 성향을 보이는 국민연금의 대체투자 기대 수익률은 최소 6% 이상이며 통상 7~9% 수준이면 만족
- 공격적 투자를 선호하는 공제회는 최소 8% 이상의 높은 수익률을 기대

- 국내 FI들이 선호하는 대체투자용 투자 기간은 3~5년이며, MDB나 ECA 같은 경우는 10년 이상의 장기 투자도 마다하지 않음

- 연기금이나 공제회는 회원들에 대한 의무 지급이 연중 계속 발생하기 때문에 일반적으로 운영 자금을 한 프로젝트에 장기간 묶어두기 어려운 구조
- 따라서 FI들의 일반적 투자 기간 이후에 대한 대안을 함께 고려한 협상 전략이 필요(eg. 일정 기간 후 자산유동화 증권 발행을 통한 차환, 풋옵션 등)

- 공동 투자를 선호하는 FI들의 투자 패턴 고려 시 국내 FI 모집을 위해서는 국민연금, 해외 투자자 모집을 위해서는 MDB와 같은 킹 핀(King pin)을 우선 공략하는 것이 효과적

- 국내 FI 중 운용 자산이 가장 큰 국민연금이 움직이면 국내의 여타 FI들은 상대적으로 쉽게 움직이는 경향이 있음
- 해외 투자자들에게는 MDB의 사업 참여가 유사한 역할을 함

□ FI 활용을 위해서는 IB와의 전략적 파트너십 관계 구축이 중요함

○ 전문성을 보유한 기관에 역할을 맡기는 것이 효율적임

- 다양한 FI들을 접촉하고 투자 의향을 타진하며 금융을 활용한 투자 구조를 만드는 업무는 IB들의 전문 영역
- 투자 성향이 상이한 각각의 FI들을 사업자가 직접 접촉하는 것은 비효율적일 뿐 아니라 FI들이 선호하는 방식이 아님

○ 국내 FI 유치를 위해서는 국내 메이저 증권사 중 대체투자에 강점을 보유한 업체가 유리

- 해외 투자자 유치에 역점을 둔다면 국내 진출 글로벌 IB 중 한 곳을 선택하는 것이 유리

○ IB와의 전략적 파트너십 구축은 FI 유치 뿐 아니라 사업 안정성을 높이는 효과도 있음

- 잠재적 FI들이 제기하는 다양한 리스크 가능성에 대한 답변을 준비하는 과정에서 사업 안정성을 제고시키는 효과가 발생

□ IFC를 참여시킬 수 있다면 저개발 신흥국에서의 안정적 사업 추진에 매우 도움이 될 수 있음

○ 국가 리스크 등으로 FI 모집이 어려운 신흥국 사업도 IFC가 참여할 경우 연기금, 공제회는 물론 일반 금융기관들이 오히려 먼저 투자하겠다고 나섬

- IFC의 사업 참여 그 자체가 프로젝트 신뢰도에 대한 일종의 보증 수표
- 단, IFC의 사업 참여 결정까지는 까다로운 사업 검토 과정이 수반되므로 사업 구상 초기부터 IFC의 참여를 염두에 둔 사업 구조화 전략(레버리지 전략 포함)이 필요

- IFC의 경우 사업자와의 직접 대화를 선호하므로 이에 대비한 사전 준비 필요
 - 기본 사업 구도, 해당 산업 전망, 마케팅 전략, 사업 경제성 등에 대한 간략하고 명확한 제안서 준비

이 자료에 나타난 내용은 포스코경영연구원의 공식 견해와는 다를 수 있습니다.

[참고자료]

[홈페이지]

국민연금(www.nps.or.kr)

사학연금(www.tp.or.kr)

교직원공제회(www.ktcu.or.kr)

군인공제회(www.mmaa.or.kr)

한국투자공사(www.kic.kr)

EDCF(www.edcfkorea.go.kr)

[언론]

매일경제, 2016년 4월 21일

한국경제, 2016년 5월 19일 / 2014년 11월 12일

헤럴드경제, 2016년 5월 13일