

- 업계 모두 기대하며 준비한
헤지펀드 시리즈 II

Prime Brokerage

증권/보험 담당 서보익
Tel. 368-6875
seoboick@eugenefn.com
yahoo ID: seoboick

발간 취지 - 상대방을 알면 이해가 쉬워 진다
- 헤지펀드의 파트너, Prime Broker 분석

- 1) **Prime Brokerage 수익성 전망**
- 헤지펀드 AUM의 2.6% 이상 고마진 유지
- 2) **한국의 헤지펀드 시장 전망**
- Top down부터 Bottom up까지 잠재시장 추정
- 20조원 이상의 시장 잠재력 확보
- 3) **Prime Brokerage 산업의 현황**
- Prime Broker의 역사와 산업의 구조
- 4) **Prime Broker 사례 분석**
- 대형 Prime Broker에서 Mini Prime Broker까지
특화된 경쟁력을 갖춘 Prime Broker 소개

Summary

2011년 상반기에 이어, 해가 지나기 전에 헤지펀드 시리즈 2가 완성되었다.

시리즈 2는 헤지펀드의 거래상대방인 Prime Brokerage 산업의 특성을 이해함으로써, 헤지펀드 산업 전체에 대한 식견을 넓히려는 의도로 작성되었다. 아울러 도입 초기라는 점에서 한국의 헤지펀드 시장 규모를 다양한 방법으로 접근하는 고민도 함께 넣었다.

물론 업계 종사자들은 헤지펀드 운용 전략과 성공 가능성에 관심이 깊다. 이에 당연히 당사는 헤지펀드 운용전략을 소개하는 자료도 준비 중이다. 헤지펀드 시리즈 3는 long-short equity 전략의 기본인 Pair Trading부터 시작될 예정이다.

한국 Prime Brokerage 수익성은 헤지펀드 AUM 대비 2.6% 이상(성장 초기 3.0~3.7%, 성장 이후 2.6~3.0%)의 마진을 예상한다. 이는 글로벌 Prime Broker가 얻고 있는 2010년의 마진 1.7%(과거 5년 평균은 2.9%)보다 높은 수준이다. 아울러 글로벌 Prime Brokerage 산업은 진입장벽이 낮아지고, 내부 경쟁이 심화되며, 영업 환경이 악화되는 사이클에 있다. 그러나 한국의 Prime Broker는 라이선스로서 과점적 지위와 함께 높은 수익성을 유지할 전망이다.

리포트 후반에서는 Prime Brokerage 산업이 가장 발전한 미국에서의 역사와 현황, 그리고 대형 Prime Broker에서 Mimi Prime Broker로 이어지는 영업 전략과 기업별 경쟁력을 소개하였다. 이를 통해 비슷한 사이즈의 한국 증권사가 Prime Broker로 정착하기 위해 요구되는 사안을 함께 고민할 수 있는 계기를 마련하고자 한다.

업계 모두가 기대하며 준비한 헤지펀드 산업인 만큼, 건전한 정착과 성공을 기대하며 헤지펀드 리포트의 시리즈를 이어갈 예정이다.

증권/보험 담당 서보익
Tel. 368-6875
seoboick@eugenefn.com

Contents

Summary	3
I. Prime Brokerage 수익성 전망	8
1. 가장 궁금한 것은, 산업의 수익성	
II. 한국의 헤지펀드	18
1. 시장 규모 추정 결과	
2. Top-down 추정	
3. Proxy 상품으로 추정	
4. Bottom-up 추정	
III. Prime Brokerage 산업 동향	44
1. Prime Brokerage 란?	
2. Prime Brokerage 의 과거	
3. Prime Broker 의 역할	
4. Prime Broker 의 특징	
IV. Prime Brokerage 산업 현황	52
1. 산업 현황	
2. 경쟁도 분석	
3. 비즈니스 전략	
4. Mini Prime Broker 역할 강화	
5. 위험 관리	
V. 미국 Prime Broker 소개	60
1. 대형 Prime Broker	
2. Mini Prime Broker	

도표목차

도표1.	글로벌 Prime Brokerage의 평균 마진 추정.....	9	도표37.	글로벌 뮤추얼펀드와 헤지펀드 자산 규모.....	30
도표2.	2006년 Prime Brokerage 수익 추정.....	10	도표38.	글로벌 뮤추얼펀드와 헤지펀드 자산 배분 비율.....	30
도표3.	2006년 Prime Brokerage 마진 추정.....	10	도표39.	글로벌 자산 배분 비율을 적용한 한국의 헤지펀드	
도표4.	2007년 Prime Brokerage 수익 추정.....	10		시장 규모 추정.....	31
도표5.	2007년 Prime Brokerage 마진 추정.....	10	도표40.	한국 헤지펀드 자산 규모 추정: 21 ~ 24조원.....	31
도표6.	2010년 Prime Brokerage 수익 추정.....	11	도표41.	한국 자문형 랩: 도입 1년 후 평균 6.8조원 성장.....	32
도표7.	2010년 Prime Brokerage 마진 추정.....	11	도표42.	한국 자문형 랩의 계좌당 평균금액.....	32
도표8.	글로벌 헤지펀드 활동에서 발생하는 부수 수익 구성비.....	12	도표43.	삼성증권 투자일임계약 금액별 분포 현황.....	33
도표9.	순수 Prime Brokerage의 주요 수익 구성비(%).....	12	도표44.	대우증권 투자일임계약 금액별 분포 현황.....	33
도표10.	한국 Prime Brokerage의 헤지펀드 대비 예상 마진.....	13	도표45.	한국의 소득 수준별 보유자산 비교(2010년).....	34
도표11.	헤지펀드 AUM 대비 종합금융투자사업자의 ROE 개선도.....	13	도표46.	한국의 소득수준 상위 1%(17만 가구)의 여유자금 투자 계획.....	35
도표12.	한국의 헤지펀드 설정액에 따른 Prime Broker의		도표47.	가계의 금융자산 보유 금액.....	35
	수익력 시나리오 분석.....	14	도표48.	한국형 헤지펀드 운용 체계 구분.....	36
도표13.	한국 주식형 및 주식혼합형 펀드의 연간 회전을 추정.....	15	도표49.	국민연금 금융부문 운용자산의 2% 투자 → 6.8조원 여력.....	37
도표14.	글로벌 헤지펀드의 레버리지 활용도: 평균 60%.....	16	도표50.	글로벌 연기금의 2010년 평균 자산배분 비중: 헤지펀드 2.9%.....	37
도표15.	글로벌 헤지펀드의 운용전략별 레버리지 활용도.....	16	도표51.	국민연금 2014년 운용 계획.....	38
도표16.	아시아 헤지펀드 전략별 비중 추이: long-short equity →		도표52.	국민연금 2012년 운용 계획.....	38
	다양화.....	17	도표53.	생명보험사의 운용자산 보유 현황.....	39
도표17.	글로벌 헤지펀드의 롱-숏 포지션: long bias.....	17	도표54.	손해보험사의 운용자산 보유 현황.....	39
도표18.	한국 헤지펀드 시장 규모 추정.....	19	도표55.	보험사 운용자산의 0.5%를 헤지펀드에 투자 → 2조원.....	40
도표19.	전세계 금융자산과 헤지펀드 비교.....	20	도표56.	국내 증권사의 자산 규모: 240조원.....	41
도표20.	전세계 금융자산 대비 헤지펀드의 자산 배분 비중.....	20	도표57.	국내 증권사의 자산 구성비.....	41
도표21.	2010년 개인 및 법인(금융기관 + 비금융법인)의		도표58.	국내 증권사의 유가증권 구성비.....	41
	금융자산: 8,524조원.....	21	도표59.	국내 증권사 자산의 2% 투자 → 4.8조원.....	42
도표22.	Top-down 추정: 적격투자자 제한적 투자 시 23조원,		도표60.	국내 은행의 유가증권 규모: 263조원.....	43
	최대 가능액 70조원.....	21	도표61.	국내 은행 유가증권의 1% 투자 → 2.6조원.....	43
도표23.	금융법인의 금융자산 보유 구성비.....	22	도표62.	1994년 Prime Broker 비조치의견서(No-Action Letter).....	46
도표24.	비금융법인의 금융자산 보유 구성비.....	22	도표63.	헤지펀드 관련 주요 서비스 제공자.....	47
도표25.	개인의 금융자산 보유 구성비.....	22	도표64.	Prime Broker의 주된 역할.....	48
도표26.	한국형 헤지펀드 도입 초기: 대체 금융상품으로부터의		도표65.	Prime Broker와 집행 브로커의 관계.....	49
	자금 이전 시나리오.....	23	도표66.	Prime Broker의 서비스 중요도(복수 응답).....	50
도표27.	아시아 헤지펀드의 성장.....	24	도표67.	헤지펀드가 활용하는 Prime Broker의 평균 개수.....	50
도표28.	홍콩 헤지펀드의 성장.....	24	도표68.	글로벌 Prime Broker 순위(비중).....	51
도표29.	현행 사모펀드 체제의 유형별 특성.....	25	도표69.	2010년 Prime Broker 순위.....	51
도표30.	글로벌 PEF 시장의 자산 규모.....	26	도표70.	Prime Broker와 헤지펀드의 업무 관계.....	52
도표31.	글로벌 PEF 대비 헤지펀드 비중: 80~100% 범위.....	26	도표71.	최근(글로벌 금융위기 이후) Prime Brokerage 산업의 트렌드.....	53
도표32.	한국 PEF 시장의 운용자산 규모.....	27	도표72.	글로벌 Prime Brokerage 산업의 경쟁도 분석.....	54
도표33.	한국 PEF 시장의 투자자 비중.....	27	도표73.	Prime Broker의 전략 목표.....	56
도표34.	한국 PEF 자산 규모와 비교한 헤지펀드 시장 추정.....	28	도표74.	Prime Brokerage Service 시장 구조.....	57
도표35.	한국 PEF의 평균 차입비율.....	29	도표75.	Mini Prime Broker의 역할 강화.....	58
도표36.	글로벌 PEF의 평균 레버리지 비율.....	29			

도표76.	1990년대 골드만 삭스의 3대 영업구조	60	도표116.	Investment Technology: 수익성.....	77
도표77.	2000년대 골드만 삭스의 4대 영업구조: 기관영업 중심으로 사업구조 재편	60	도표117.	Investment Technology: 수정 판관비율	77
도표78.	골드만 삭스의 Institutional Client Services 수익	61	도표118.	Investment Technology Balance Sheet(2010)	78
도표79.	골드만 삭스의 보유자산	62	도표119.	Investment Technology: ROE PBR	78
도표80.	Pershing 주요 사항.....	63	도표120.	Investment Technology: 평균 PE 15.2X	78
도표81.	Pershing Balance Sheet(2010)	64			
도표82.	Interactive Brokers 주요 사항.....	65			
도표83.	Interactive Brokers: 부채비율.....	66			
도표84.	Interactive Brokers: 수익성.....	66			
도표85.	Interactive Brokers: 순영업수익 구성.....	66			
도표86.	Interactive Brokers: 2대 비즈니스 수익	66			
도표87.	자본 대비 차입(borrowed) 증권 비율	67			
도표88.	자본 대비 대여(lending) 증권 비율.....	67			
도표89.	자본 대비 고객 신용공여 비중	67			
도표90.	고객 증권자산 대비 연간 수수료수익 비율	67			
도표91.	Interactive Brokers Balance Sheet(2010)	68			
도표92.	Interactive Brokers: ROE PBR	68			
도표93.	Interactive Brokers: 평균 PE 15.2X	68			
도표94.	Penson 주요 사항.....	69			
도표95.	Penson: 주요 수익 구성	70			
도표96.	Penson: 수익성.....	70			
도표97.	Penson: 자본 대비 차입-대여증권 비중	70			
도표98.	Penson: 자본 대비 미수금-미지급금 비중.....	70			
도표99.	Penson Balance Sheet(2010)	71			
도표100.	Penson: ROE PBR	71			
도표101.	Penson: 평균 PE 20.6X	71			
도표102.	Jefferies 주요 사항.....	72			
도표103.	Jefferies 주요 수익 구성	73			
도표104.	Jefferies 수익성.....	73			
도표105.	Jefferies 자본 대비 차입-대여증권 비중	73			
도표106.	Jefferies 자본 대비 미수금-미지급금 비중.....	73			
도표107.	Jefferies Balance Sheet(2010)	74			
도표108.	Jefferies: ROE PBR	74			
도표109.	Jefferies: 평균 PE 16.4X	74			
도표110.	Investment Technology 주요 사항.....	75			
도표111.	Investment Technology: 주요 수익 구성.....	76			
도표112.	Investment Technology: 거래량과 거래수수료	76			
도표113.	Investment Technology: 평균 거래 수수료율	76			
도표114.	Investment Technology: 부채비율	77			
도표115.	Investment Technology: 자본 대비 미수금-미지급금 비중.....	77			



헤지펀드

증권/보험 담당 서보익
Tel. 368-6875

<제 1 장>

Prime Brokerage 수익성 전망



I. Prime Brokerage 수익성

1. 가장 궁금한 것은, 산업의 수익성

가장 큰 관심사는 Prime Brokerage 산업의 수익성이다. 과연 이 산업의 수익성은 높은가? 결론은 그렇다.

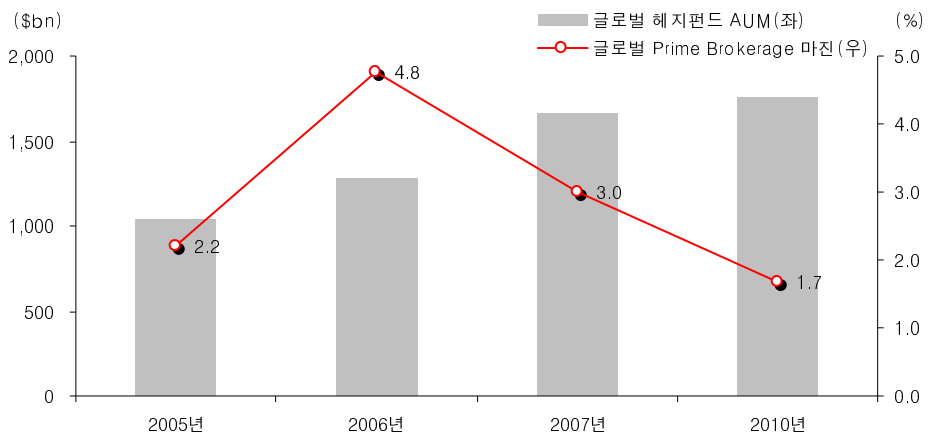
그런데 Prime Brokerage 산업에서도 수익성의 개선-악화 사이클은 있다. 특히 Prime Brokerage가 가장 발달한 미국에서는 2008년 글로벌 금융위기 이후 Prime Brokerage 산업의 수익성이 악화되고 있다. 이는 '성장 → 높은 수익성(기회) → 시장 진입 → 경쟁 → 수익성 악화'의 사이클에서 수익성이 악화되는 산업의 사이클에 있음을 의미한다.

아울러 헤지펀드 산업의 수익률 성과가 만족스럽지 못하고, 규제가 강화되는 등 글로벌 금융위기 및 유럽 재정위기를 겪으면서 헤지펀드의 영업 환경 또한 녹록치 않다.

당사 추정에 의하면, 지난 5년 간 글로벌 Prime Brokerage 산업의 마진은 헤지펀드 AUM 대비 4.8%~1.7%로 분석되었다. 특히 2010년 1.7%로 가장 낮은 수치를 기록한 것은 글로벌 금융위기 이후 레버리지 및 공매도 제한, 헤지펀드 수익률 악화, 매매 회전을 축소 등 규제 강화 및 시장리스크 확대, 그리고 산업 내 경쟁 심화에 따른 결과로 해석된다. 경상적으로는 헤지펀드 AUM 대비 평균 2.9%의 마진으로 추정한다.

반면 한국의 경우 Prime Brokerage 수익성은 헤지펀드 AUM 대비 3.0% 이상의 마진을 예상하고, 과점적 지위가 지속되며 높은 수익성도 유지될 전망이다.

도표 1 글로벌 Prime Brokerage의 평균 마진 추정

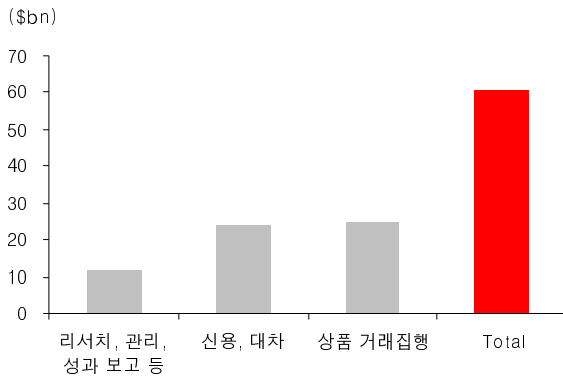


자료: prime brokerage guide, IFSL estimates based on McKinsey analysis, Financial Times data, 유진투자증권 추정



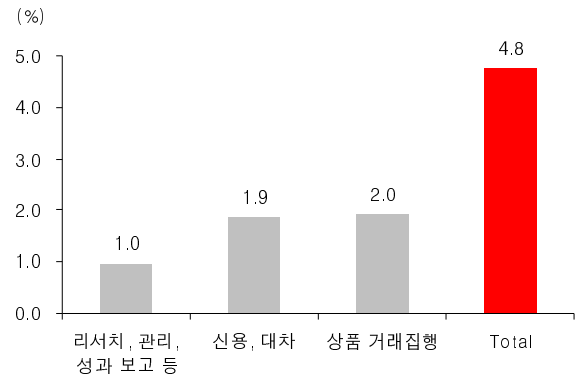
2006년 Prime Brokerage 수익성은 헤지펀드 AUM 대비 4.8%의 고마진을 기록한 것으로 추산된다. 이는 헤지펀드 수익률이 양호한 투자영업환경 호조 속에서 레버리지 및 회전을 활용도가 높고, 신생 경쟁사 또는 디스카운트 채널의 진입 효과가 적은 가운데 대형 Prime Broker의 시장 지배력이 강화된 영향으로 해석된다.

도표 2 2006년 Prime Brokerage 수익 추정



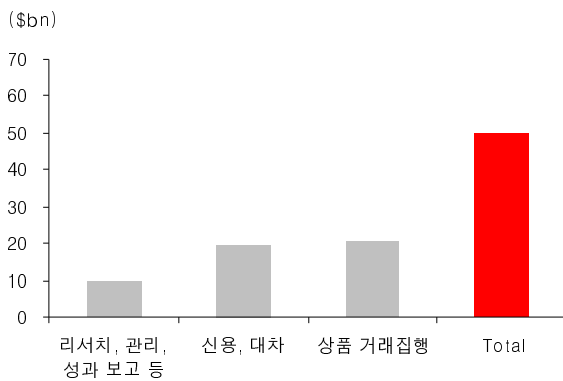
자료: IFSL, prime brokerage guide, BCG, Celent, 유진투자증권 추정

도표 3 2006년 Prime Brokerage 마진 추정



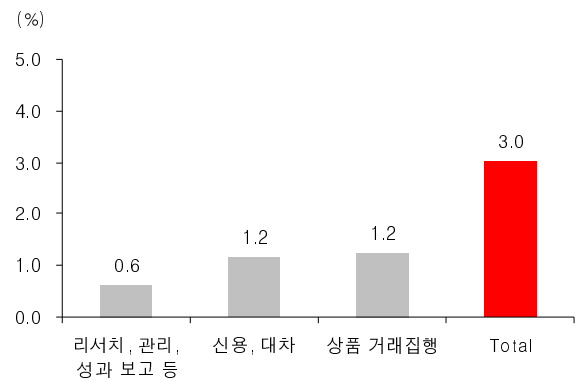
자료: IFSL, prime brokerage guide, BCG, Celent, 유진투자증권 추정

도표 4 2007년 Prime Brokerage 수익 추정



자료: IFSL, prime brokerage guide, BCG, Celent, 유진투자증권 추정

도표 5 2007년 Prime Brokerage 마진 추정



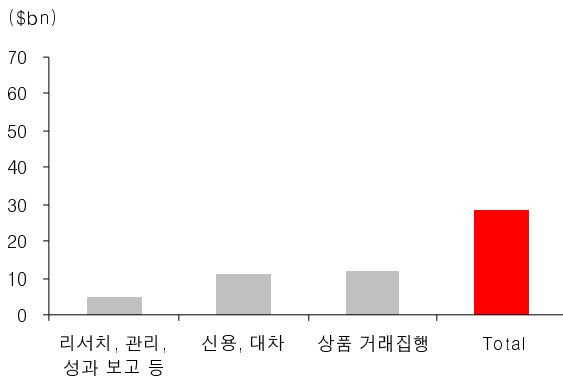
자료: IFSL, prime brokerage guide, BCG, Celent, 유진투자증권 추정



반면 글로벌 금융위기로 대형 투자은행의 안정성도 신뢰하기 어렵다는 인식이 확산되었고, 헤지펀드는 거래 상대방의 리스크를 축소시키기 위해 위험을 분산하려는 트렌드가 형성되었다. Prime Broker의 집중도를 낮추고 동시에 별도의 수탁기관을 마련하고, 레버리지 등 운용상의 과도한 리스크도 축소시켰다. 이에 따라 Prime Broker의 마진은 유니버설 뱅크, 미니 Prime Broker, 수탁기관 등으로 분산되었을 뿐만 아니라, 리스크 관리 상의 레버리지 축소, 매매 회전을 하락에 따른 수익 감소가 불가피했다.

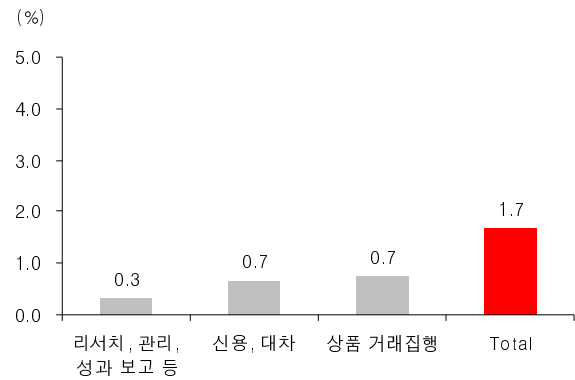
아울러 산업의 진입 장벽이 낮아지고, 새로 진입한 Prime Broker의 경쟁력이 기존 과점화된 시장 구조를 위협하면서 수수료 인하 경쟁이 심화되었다. 또한 중소형 Mini Prime Broker의 맞춤형 틈새시장 공략과 디스카운트 채널도 산업의 수익성 하락의 원인으로 작용했다.

도표 6 2010년 Prime Brokerage 수익 추정



자료: IFSL, prime brokerage guide, BCG, Celent, 유진투자증권 추정

도표 7 2010년 Prime Brokerage 마진 추정



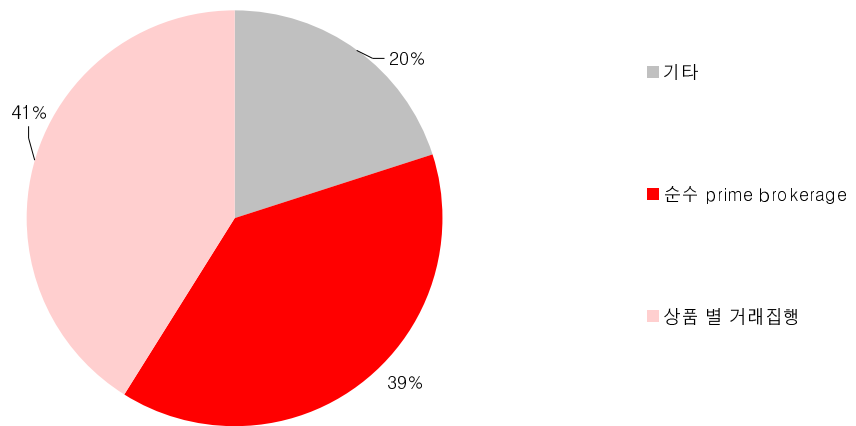
자료: IFSL, prime brokerage guide, BCG, Celent, 유진투자증권 추정



일반적으로 Prime Broker의 주된 역할은 대차, 거래 약정, 금전 대여 등을 들 수 있다. 아울러 Prime Broker의 수익 대부분은 헤지펀드의 전략 수행에 필요한 서비스의 대가로 지급되는 수수료와 이자수익으로 구성된다.

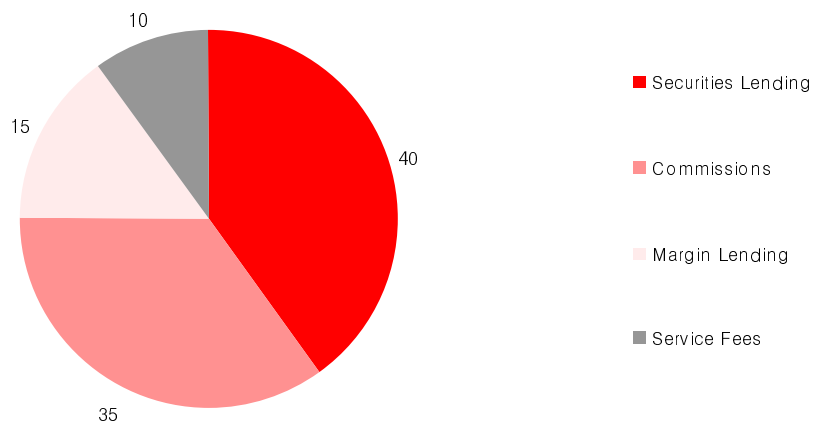
한편 당사가 추정한 Prime Brokerage의 수익성 전망은 Market Making(시장 조성) 또는 부수적인 수익 창출을 제외하고, 데이터로 접근 가능한 부분만을 분석 대상으로 삼았다. 그 외 부분은 향후 Prime Broker가 확장시킬 추가 사업 영역으로 여지를 남기는 셈이다.

도표 8 글로벌 헤지펀드 활동에서 발생하는 부수 수익 구성비



자료: IFSL estimates based on McKinsey analysis, Financial Times data

도표 9 순수 Prime Brokerage의 주요 수익 구성비(%)



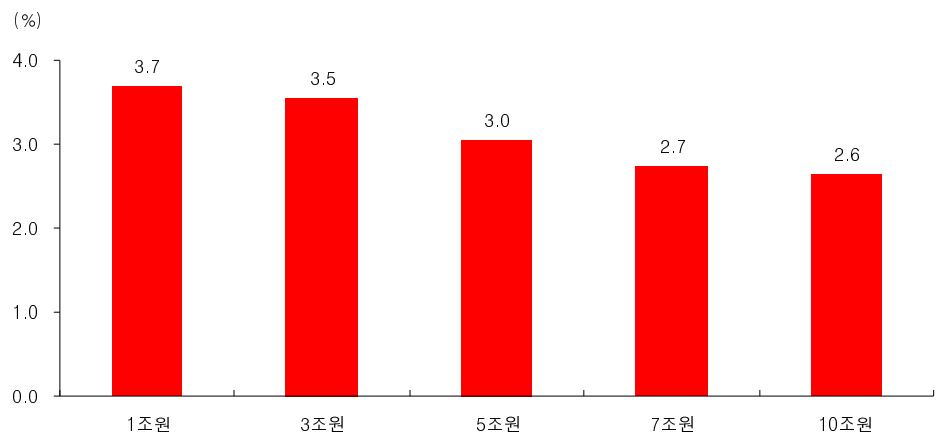
자료: BCG



한국 Prime Brokerage 산업의 수익성은 헤지펀드 AUM(Asset Under Management: 운용자산) 대비 도입 초기 3.0~3.7%, 성장기 이후 2.6~3.0%로 전망한다. 이는 앞서 추산한 글로벌 헤지펀드 AUM 대비 Prime Brokerage 산업의 수익성 평균 2.9%의 예상 마진을 소폭 상회하는 수준이다.

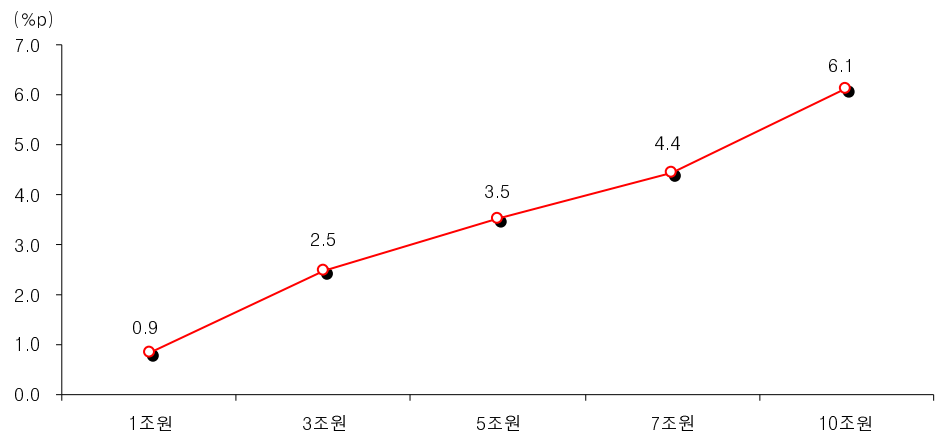
아울러 헤지펀드 AUM(Asset Under Management: 운용자산) 5조원을 증권사 Prime Brokerage와 계약할 경우, 증권사 ROE는 3.5%p 개선될 전망이다. 헤지펀드 AUM 10조원의 경우 증권사 ROE 개선도는 6.1%p에 이른다.

도표 10 한국 Prime Brokerage의 헤지펀드 대비 예상 마진



자료: 유진투자증권

도표 11 헤지펀드 AUM 대비 종합금융투자사업자의 ROE 개선도



자료: 유진투자증권



상기 추정의 약식 테이블로 가정을 요약하면 다음과 같다.

도표 12 한국의 헤지펀드 설정액에 따른 Prime Broker의 수익력 시나리오 분석

한국의 헤지펀드 설정액	1조원	3조원	5조원	7조원	10조원
(주요 가정)					
연간 회전율(배)	10	9	8	7	7
차입비율(%)	30	30	30	30	30
Exposure					
Long	125	125	125	125	125
Short	25	25	25	25	25
매매 수수료율(bp)					
이자미진(%)	6.0	6.0	6.0	1.5	1.5
스왑, 대차수수료율(%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
(수익 추정)					
매매수수료(십억원)	15.6	42.1	62.4	76.4	109.2
AUM 대비 (%)	(1.6)	(1.4)	(1.2)	(1.1)	(1.1)
차입이자(십억원)	18.0	54.0	63.0	72.0	85.5
AUM 대비 (%)	(1.8)	(1.8)	(1.3)	(1.0)	(0.9)
스왑, 대차수수료(십억원)	3.4	10.1	16.9	23.6	33.7
AUM 대비 (%)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
소계(십억원)	37.0	106.2	142.3	172.0	228.4
판매수수료(십억원)					
	0.0	0.0	10.0	20.0	35.0
총계(십억원)	37.0	106.2	152.3	192.0	263.4
설정액 대비 PB 마진(%)	3.7	3.5	2.8	2.5	2.3
설정액 대비 총 마진(%)	3.7	3.5	3.0	2.7	2.6

자료: 유진투자증권

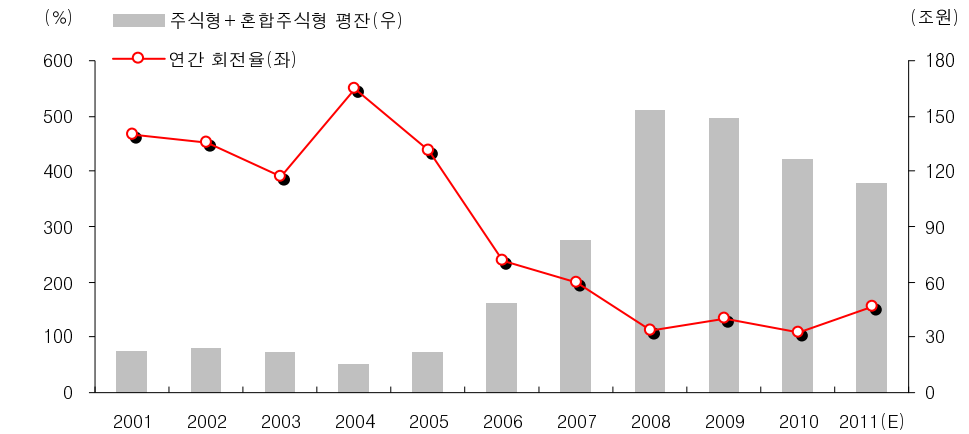


회전율: 운용규모가 작은 헤지펀드 초기 10회전 → 이후 7회전으로 하향

한국 주식형 및 혼합주식형 펀드의 연간 회전율(성장 초기 4~5회전)

롱숏 중심의 헤지펀드 운용전략 → 현재 자문형 랩의 active 회전율(7회전)을 상회할 것으로 판단

도표 13 한국 주식형 및 주식혼합형 펀드의 연간 회전율 추정



자료: 유진투자증권



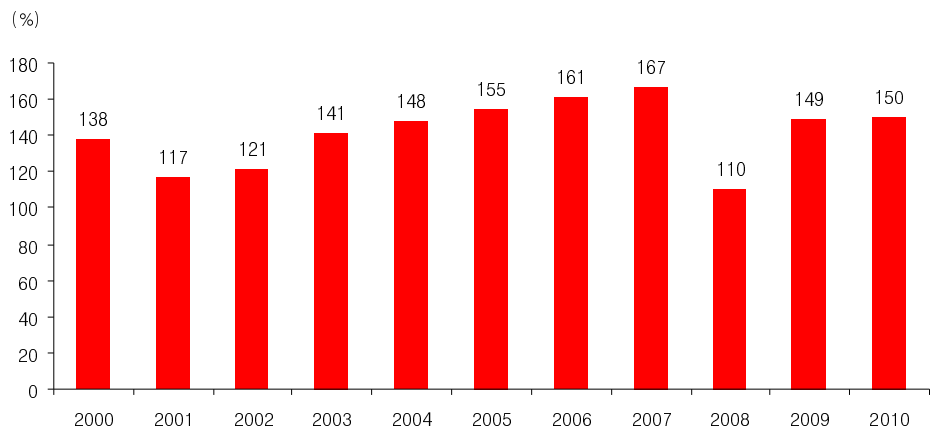
차입비율: 글로벌 헤지펀드의 레버리지 활용도는 평균 60%

레버리지 규제 및 위험관리 강화로 레버리지 활용도는 축소되는 추세

헤지펀드 초기에 주로 활용할 long-short equity 전략은 레버리지 활용도가 높지 않음

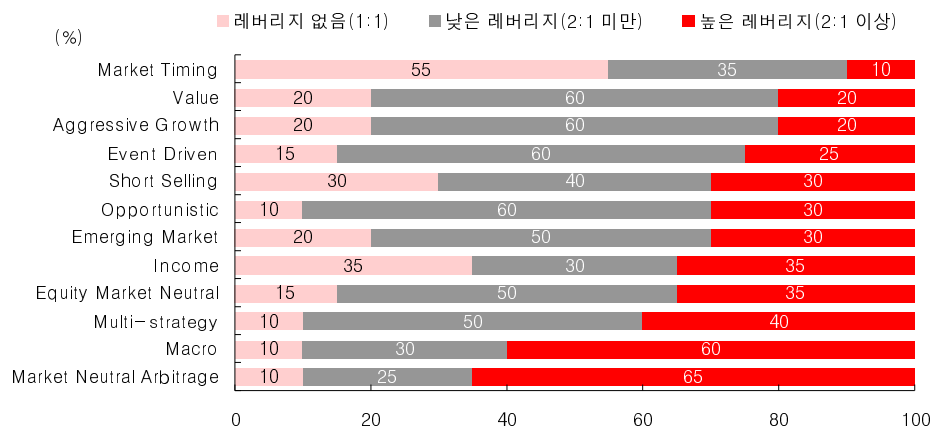
→ 보수적으로 레버리지 활용도 30% 가정

도표 14 글로벌 헤지펀드의 레버리지 활용도: 평균 60%



자료: Hennessee Group LLC, Financial Services Authority,
주: 레버리지는 운용자산(AUM) 대비 market exposure

도표 15 글로벌 헤지펀드의 운용전략별 레버리지 활용도



자료: Van Hedge Fund Advisors

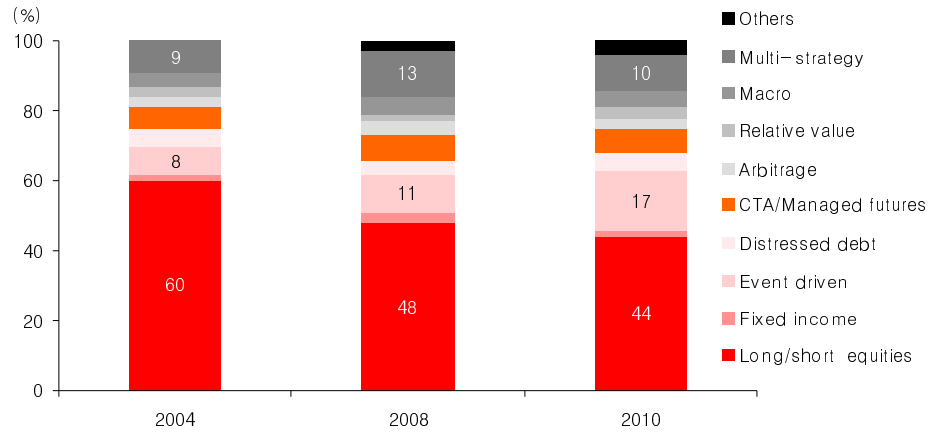


운용 전략: 운용 초기 Long bias(상승 방향으로 편중)가 크게 나타날 전망

운용전략도 long-short equity 중심에서 다양화

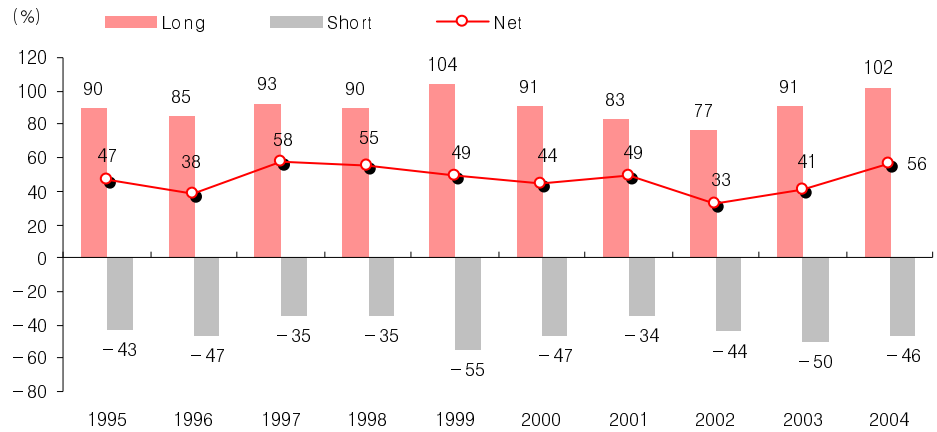
→ 125-25의 보수적 가정으로 접근

도표 16 아시아 헤지펀드 전략별 비중 추이: long-short equity → 다양화



자료: 유진투자증권

도표 17 글로벌 헤지펀드의 롱-숏 포지션: long bias



자료: Hennessee

헤지펀드

증권/보험 담당 서보익
Tel. 368-6875

<제 2 장>

한국의 헤지펀드



II. 한국형 헤지펀드 시장 전망

1. 시장 규모 추정 결과

한국형 헤지펀드 시장을 Top-down, Proxy 상품 비교, Bottom-up 방식으로 다양하게 추정한 결과, 공통 영역으로 집중된 규모는 21조원에서 24조원 규모다. 헤지펀드 상품 고유의 특성과, 기존 상품과의 차별성, 운용역의 경력과 제도적 완성도, 그리고 금융자산 내에서의 자산 배분 비중 등 고려할 사항이 많으나, 최대한 접근 가능한 다양한 방법으로 시장 규모를 전망한다.

도표 18 한국 헤지펀드 시장 규모 추정

	내용	추정
<Top-down>		
글로벌 금융자산 배분 비중	헤지펀드: 글로벌 금융자산의 0.8% ~ 1.5%	적격투자자 제한적 투자(0.5%) → 23조원 금융기관, 개인 적극 투자(1.0%) → 46조원
대체 투자상품에서 이전	투자자문/일임/랩/PEF 등 대체투자안으로부터 이전	5% 이전 → 21조원 10% 이전 → 42조원
<Proxy 상품 활용>		
글로벌 PEF 자산배분 비중	글로벌 PEF 대비 헤지펀드 비중 80~100% 범위	80% 적용 → 21조원 100% 적용 → 27조원
글로벌 펀드 자산배분 비중	글로벌 펀드 대비 헤지펀드 비중 7.8%	2010년 기준 → 21조원 2007년 기준 → 24조원
공통 범위		21 ~ 24조원
<Bottom-up>		
개인	고액자산가의 투자여력 판단	직접, 재간접 투자 수요 확인
연기금(국민연금)	금융부문 운용자산의 2%	6.8조원 여력
보험사	운용자산의 0.5% 투자	2.0조원 여력
증권사	자산의 2% 투자	4.8조원 여력
은행	유가증권의 1% 투자	2.6조원 여력

자료: 유진투자증권

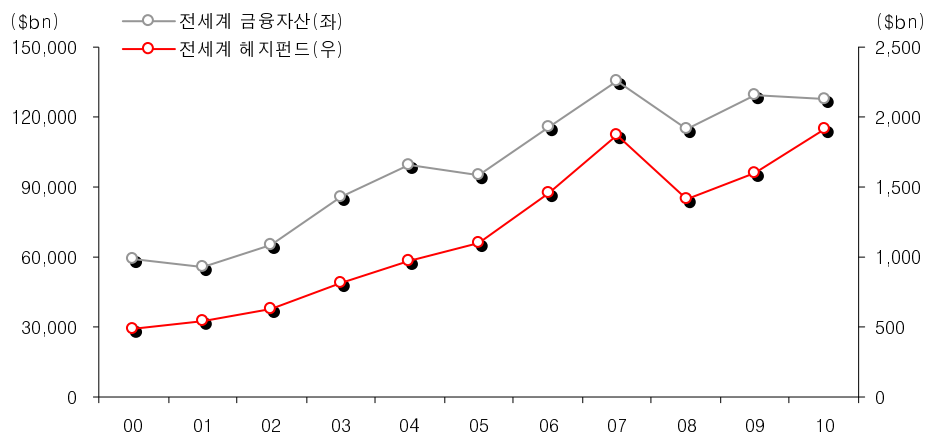


2. Top-down 추정

글로벌 금융자산의 배분 비중 활용

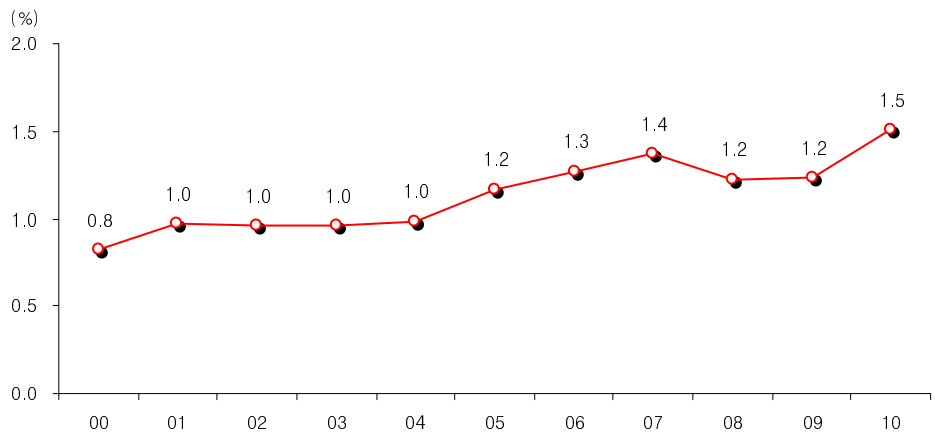
전세계 금융자산 중 헤지펀드의 비중을 확인하고, 이를 한국에 적용시키는 Top-down 방식으로 한국의 헤지펀드 시장규모를 추정하면 다음과 같다. 헤지펀드는 전체 금융자산 대비 0.8~1.5%의 배분 비중을 보이고 있으며, 대체투자의 활용도가 높아지면서 그 비중은 추세적으로 상승하고 있다.

도표 19 전세계 금융자산과 헤지펀드 비교



자료: National Central Banks and Statistical Offices, UN, Allianz SE, IFSL

도표 20 전세계 금융자산 대비 헤지펀드의 자산 배분 비중

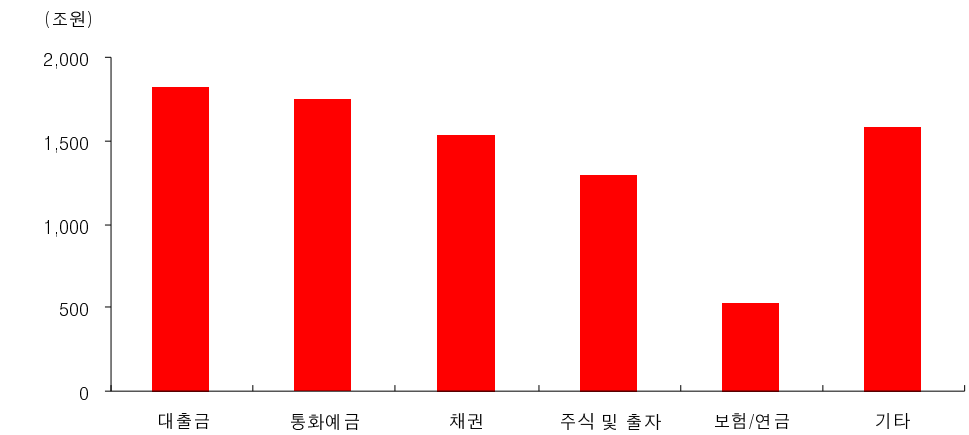


자료: National Central Banks and Statistical Offices, UN, Allianz SE, IFSL



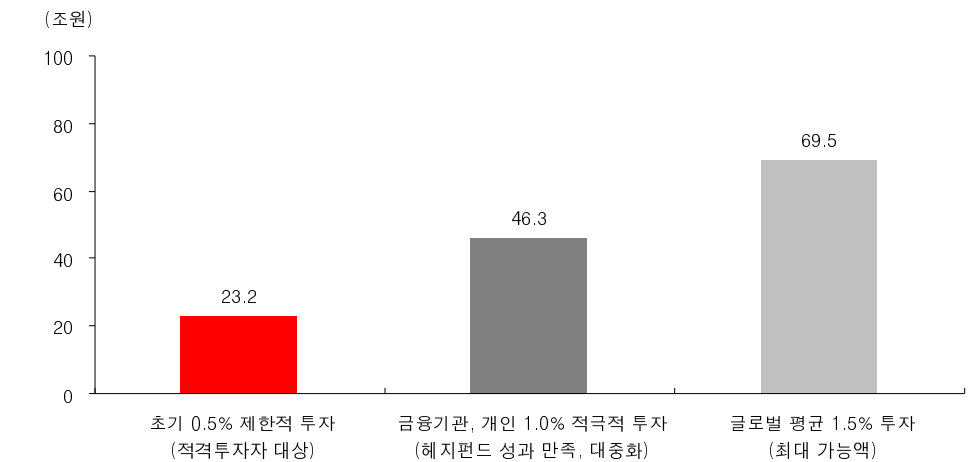
2010년 한국의 개인과 법인(금융기관과 비금융법인 포함, 정부 제외)의 금융자산은 8,524조원으로 집계되었다. 이를 글로벌 헤지펀드의 배분 비중으로 단순 적용시키면 최대 1.5% 배분 시 70조원의 시장 형성이 가능하다. 다만 한국형 헤지펀드는 아직 운용성과에 대한 평가가 없고, 적격투자자 및 고액자산가를 투자자 대상으로 한정하기 때문에 글로벌 자산 배분 비중의 단순 적용은 어렵다. 이에 따라 글로벌 헤지펀드가 활성화되기 이전의 자산 배분 비중(0.5%)을 보수적인 투자 비중으로 적용할 경우, 한국형 헤지펀드는 23조원의 시장 형성이 가능할 전망이다.

도표 21 2010년 개인 및 법인(금융기관 + 비금융법인)의 금융자산: 8,524조원



자료: 한국은행
주: 정부 부문은 제외

도표 22 Top-down 추정: 적격투자자 제한적 투자 시 23조원, 최대 가능액 70조원



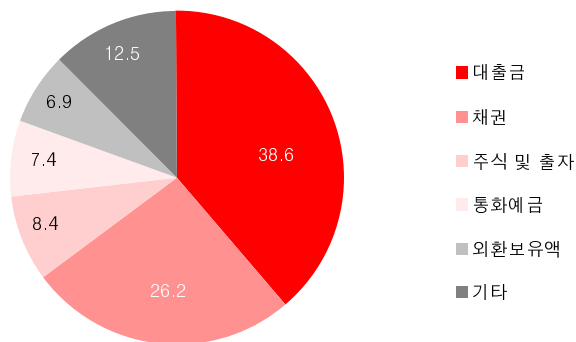
자료: 한국은행
주: 정부 부문은 제외



한편 적격투자자는 한국형 헤지펀드 도입 초기의 시장 규모를 결정할 주체가 된다. 금융기관은 헤지펀드와 같은 대체투자안을 판단하고 결정함에 적극적이므로 헤지펀드 도입 초기의 수요를 기대할 수 있다. 비금융법인의 경우에도 금융자산 중 현금 예금 비중이 25.6%로 높아, 대체 투자안으로서의 헤지펀드 수요 창출이 가능하다.

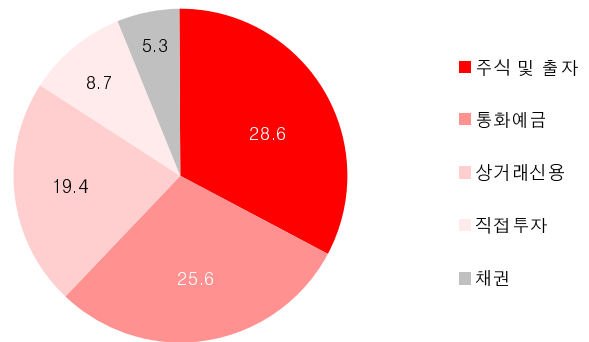
아울러 5억원 이상의 개인투자자가 헤지펀드 초기 시장을 주도하기는 쉽지 않으나, 향후 1억원 이상의 펀드 오브 헤지펀드, 그리고 UCITS 및 공모형 통속 펀드 등 헤지펀드 투자전략을 추구하는 공모펀드의 확산을 통해 헤지펀드의 대중화가 이루어질 것으로 기대된다.

도표 23 금융법인의 금융자산 보유 구성비



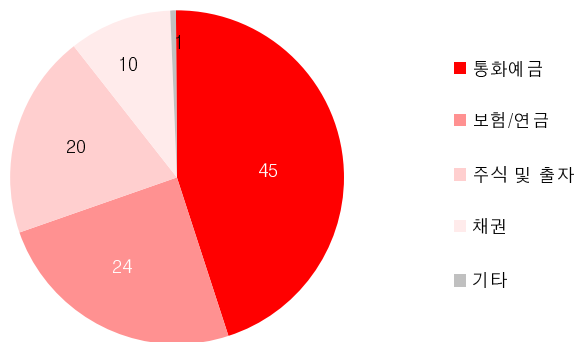
자료: 한국은행

도표 24 비금융법인의 금융자산 보유 구성비



자료: 한국은행

도표 25 개인의 금융자산 보유 구성비



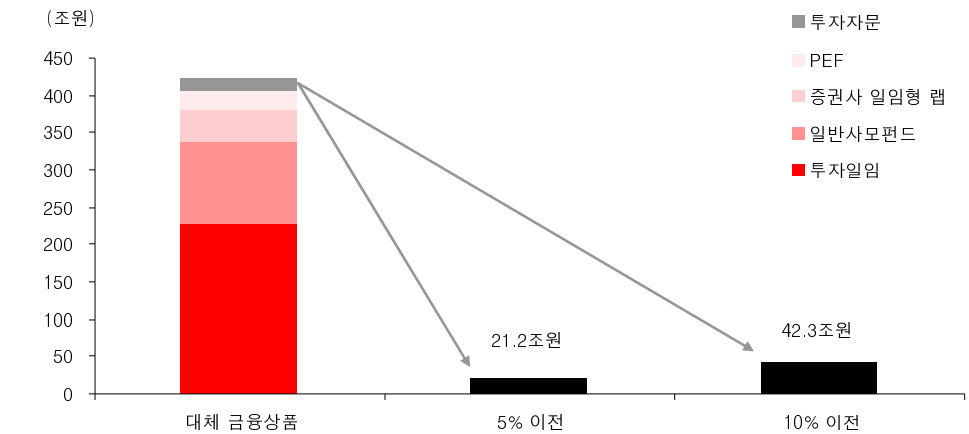
자료: 한국은행



대체(Alternative) 투자상품에서의 자금 이전

헤지펀드 도입 초기(도입 후 3년)에는 일차적으로 기존 대체 금융상품으로부터의 자금 이전을 예상할 수 있다. 헤지펀드 도입 초기의 시장 규모를 시나리오로 접근하면 대체 금융상품으로부터 5%의 자금이 이전할 경우 21조원, 10% 자금 이전 시 42조원의 시장 형성도 가능하다.

도표 26 한국형 헤지펀드 도입 초기: 대체 금융상품으로부터의 자금 이전 시나리오



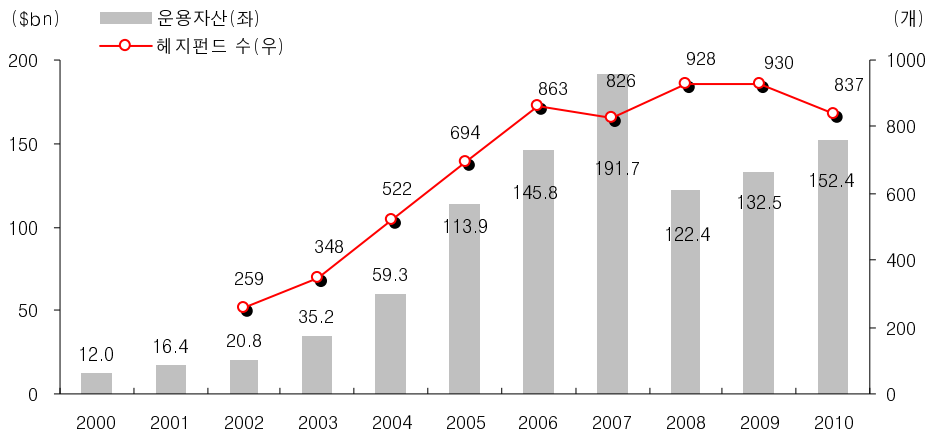
자료: 유진투자증권



아시아 헤지펀드의 성장

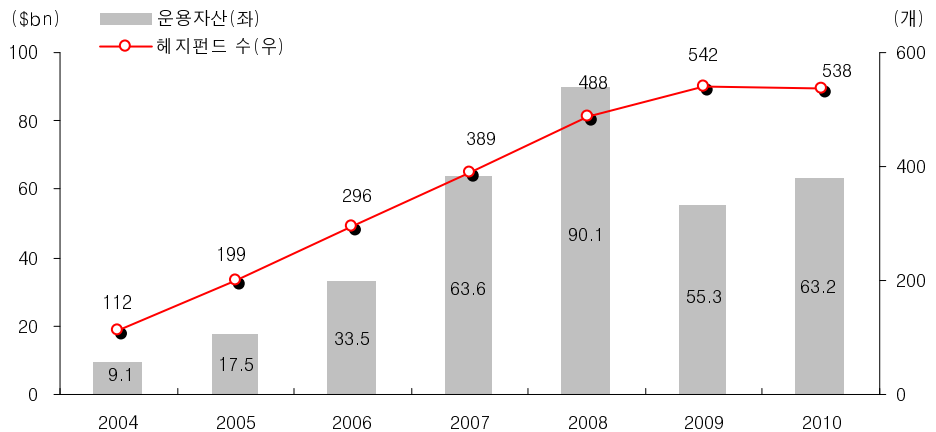
헤지펀드 관련 규제를 완화하고, 현실적으로 헤지펀드를 운용하기 쉽도록 보완해 간다면 아시아 헤지펀드 시장은 투자 매력에 높은 시장 중 하나다. 한국보다도 먼저 헤지펀드 시장이 형성된 아시아 시장이 단기간에 글로벌 헤지펀드 시장의 10% MS를 확보한 점은 헤지펀드를 준비하는 입장에서 시사하는 바가 크다.

도표 27 아시아 헤지펀드의 성장



자료: Eurekahedge

도표 28 홍콩 헤지펀드의 성장



자료: Eurekahedge



3. Proxy 상품으로 추정

PEF 비교

자본시장통합법에서 사모펀드는 ①사모집합투자기구, ②적격투자자대상 사모집합투자기구, ③사모투자전문회사(기업재무안정 사모투자전문회사 포함) 세 유형으로 규정한다(아래의 현행 사모펀드 체제의 유형별 특성 정리 참고).

한편 헤지펀드 육성 안에 따르면 사모펀드를 ①일반 사모펀드, ②전문사모펀드, ③사모투자전문회사(PEF) 세 부류로 유지하되, 전문사모펀드와 PEF를 한국형 헤지펀드로 육성할 계획이다. 따라서 한국형 헤지펀드의 운용 성격과 투자자 유형이 유사한 PEF 시장을 통해 헤지펀드 시장 전망을 접근할 수도 있을 것이다.

도표 29 현행 사모펀드 체제의 유형별 특성

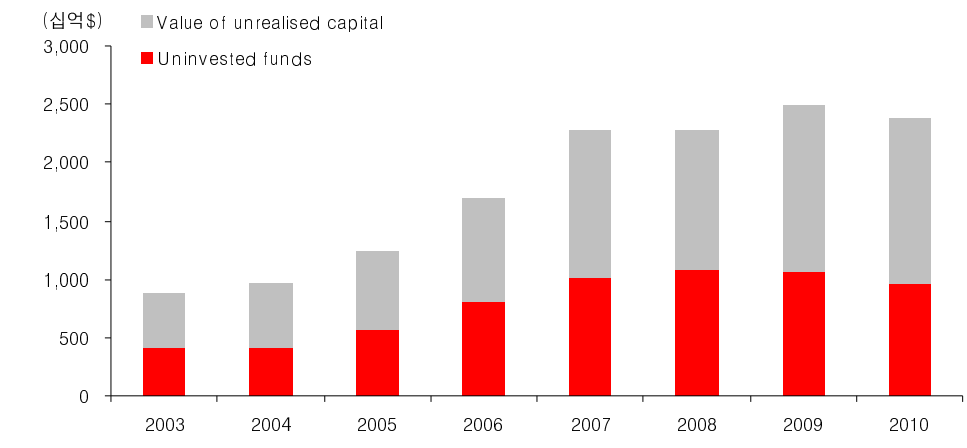
구 분	사모펀드		
	사모집합투자기구	적격투자자대상 사모집합투자기구	사모투자전문회사(PEF)
	(일반 사모펀드)	(전문 사모펀드)	(PEF)
법적 형태	투자신탁, 투자회사, 조합 등	투자신탁, 투자회사, 조합 등	합자회사
등록 의무	있음	없음(사후 보고)	있음
투자자	49인 이하 일반 + 전문투자자	적격 투자자	49인 이하의 개인 10억원, 법인 20억원 이상 투자자
판매방식	판매자격, 판매대리인 필요	판매자격, 판매대리인 필요	판매자격, 판매대리인 불필요
운용자	집합투자업자 인가	집합투자업자 인가	자격 규제 없음
차입 규제	차입 제한	재산총액 400% 한도 허용	SPC 경우 자기자본 200% 허용
파생상품	위험평가액 기준 펀드재산의 400% 이내	위험평가액 기준 펀드재산의 100% 이내	불가(위험회피 헷징 목적은 가능)
자산 보관	신탁업자에 위탁 의무	신탁업자에 위탁 의무	신탁업자에 위탁 의무 없음

자료: 자본시장연구원, 유진투자증권



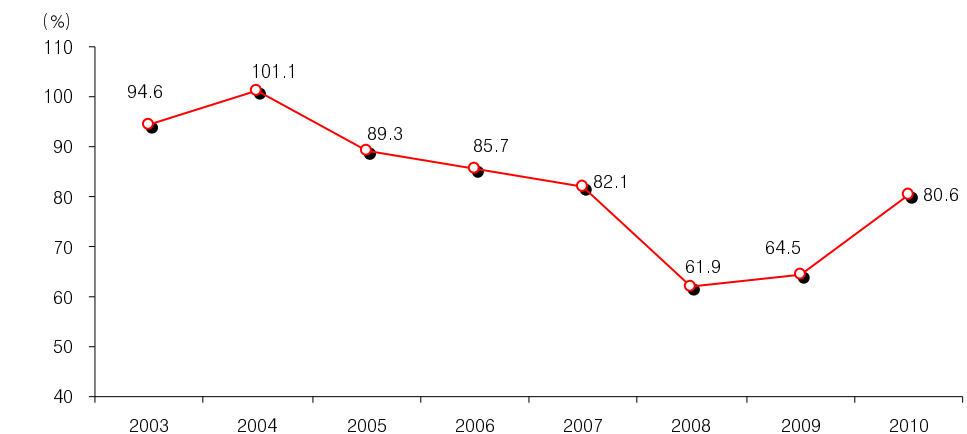
글로벌 PEF 시장의 운용자산 규모는 2조 3,790억 달러로 집계된다. 이는 글로벌 헤지펀드 자산규모 2조 달러와 유사한 수준이다(헤지펀드는 공식적으로 집계되지 않는 자산도 상당 부분 존재하기 때문). 글로벌 금융위기 당시 헤지펀드는 일시적으로 위축된 반면 PEF는 위기에 오히려 자금이 집중된 특성 때문에, PEF 대비 헤지펀드 비중이 낮아진 시기도 있었으나, 평균적으로 공식 집계를 통해 추산된 헤지펀드 자산 규모는 PEF의 80~100% 범위를 형성한다.

도표 30 글로벌 PEF 시장의 자산 규모



자료: Preqin, TheCityUK

도표 31 글로벌 PEF 대비 헤지펀드 비중: 80~100% 범위

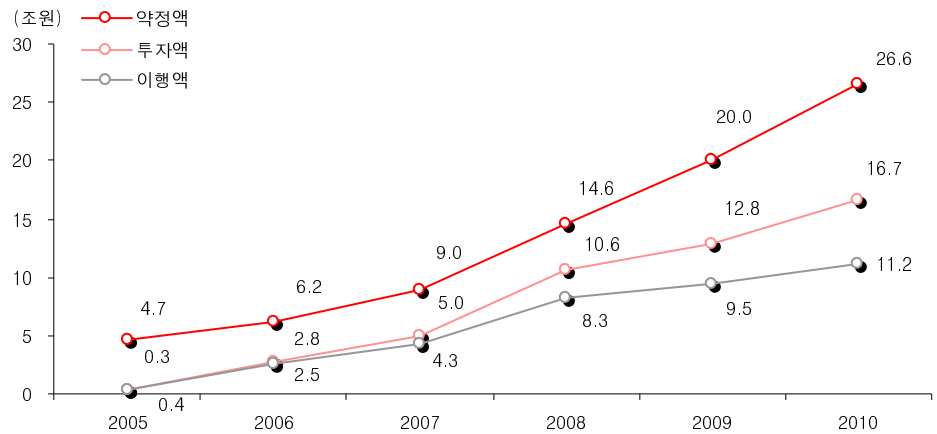


자료: Preqin, TheCityUK



한편 한국의 PEF는 2005년 이후 본격화되어, 2010년 현재 운용자산 규모는 6년 만에 26.6조원으로 성장하였다. 주로 금융회사와 연기금, 일반 법인을 주된 투자자로 형성하고 있으나, 10억원 이상을 투자해야 하는 개인투자자의 비중도 10%를 상회한다. 한국 금융상품의 스펙트럼 상 대체투자의 수요가 상당히 존재함을 확인할 수 있다.

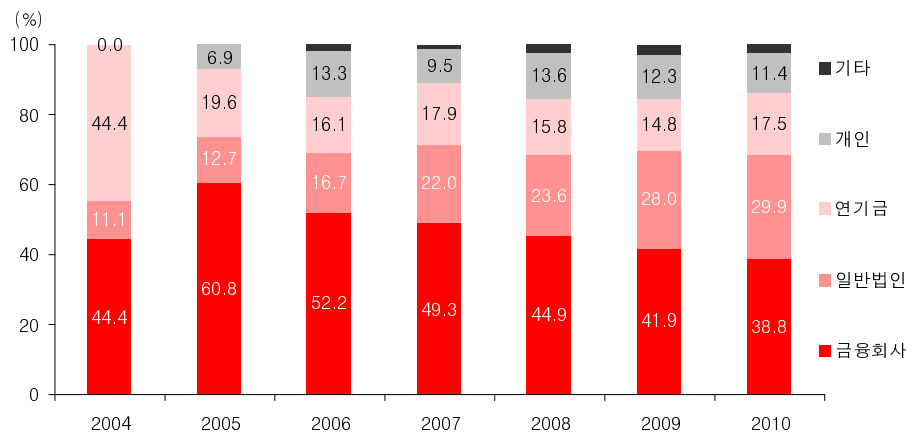
도표 32 한국 PEF 시장의 운용자산 규모



자료: 금감원

주: 출자약정액은 PEF설립시 PEF의 사원이 투자하기로 약정한 금액
출자이행액은 PEF의 사원이 약정한 금액 내에서 실제 출자한 금액
투자금액은 PEF 사원의 출자금액과 차입금액을 합하여 투자대상물에 투자한 금액

도표 33 한국 PEF 시장의 투자자 비중

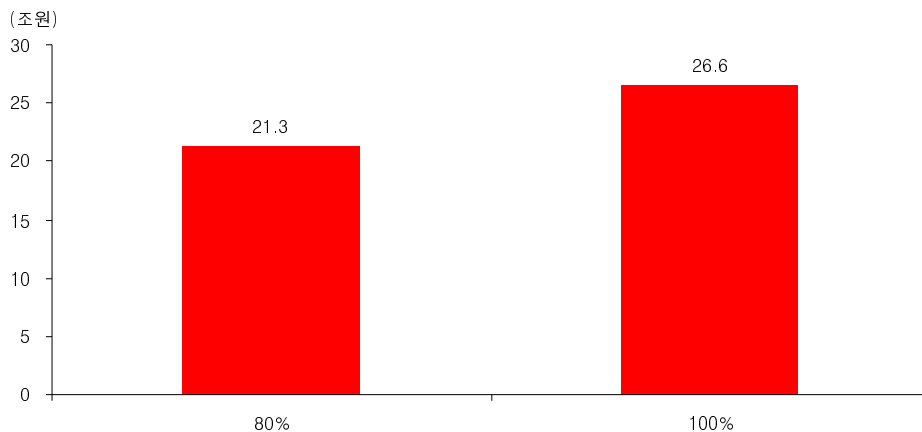


자료: 금감원



한국 PEF 시장 규모와 글로벌 자산배분 비중을 조합하여 추정하면, 한국의 2010년 PEF 시장 규모 대비 헤지펀드는 21조원에서 27조원의 시장 규모를 형성할 수 있다. 아울러 PEF를 포함한 대체투자 금융상품에 대한 전반적인 수요가 증가할 경우, PEF 및 헤지펀드 시장 규모는 현재의 추정액보다 높은 성장도 가능하다.

도표 34 한국 PEF 자산 규모와 비교한 헤지펀드 시장 추정



자료: 유진투자증권



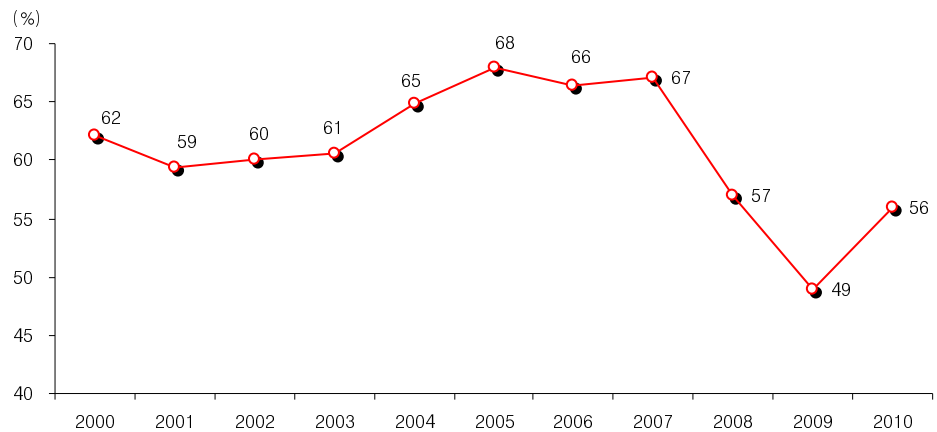
참고로 헤지펀드와 유사한 성격인 PEF의 레버리지 비율은 한국 평균 49%로 집계된다. 아울러 글로벌 PEF의 평균 레버리지율은 60%를 상회했으나, 글로벌 금융위기 이후 차입 비용의 상승, 규제 강화 등의 이유로 레버리지 활용도가 낮아져 2010년 기준 56%에 이른다. 글로벌 헤지펀드의 레버리지 비율 또한 평균 60%를 형성하는 가운데, 한국형 헤지펀드의 레버리지를 예상할 경우 proxy로 활용할 만 하다.

도표 35 한국 PEF의 평균 차입비율

(단위: 조원)	출자은행액(A)	투자액(B)	차입금(C=B-A)*	차입비율(C/A)
2007년	4.3	5.0	0.7	16.3%
2008년	8.3	10.6	2.3	27.7%
2009년	9.5	12.8	3.3	34.7%
2010년	11.2	16.7	5.5	49.1%

자료: 금감원

도표 36 글로벌 PEF의 평균 레버리지 비율



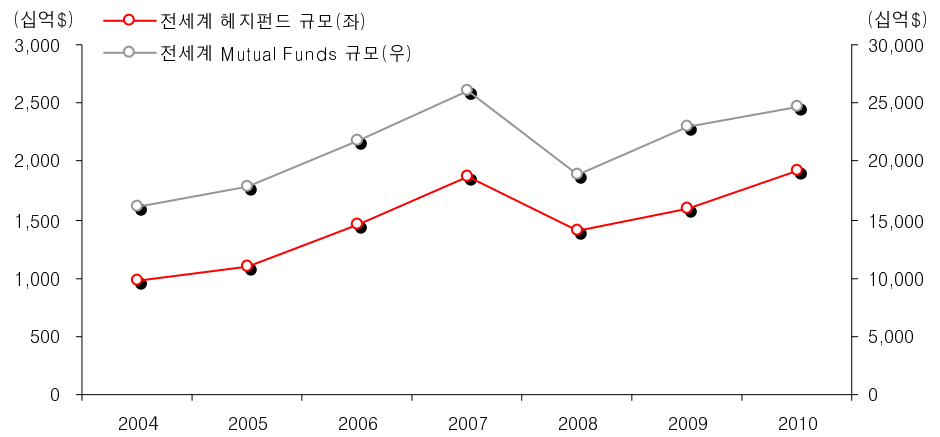
자료: Preqin, TheCityUK



펀드 비교

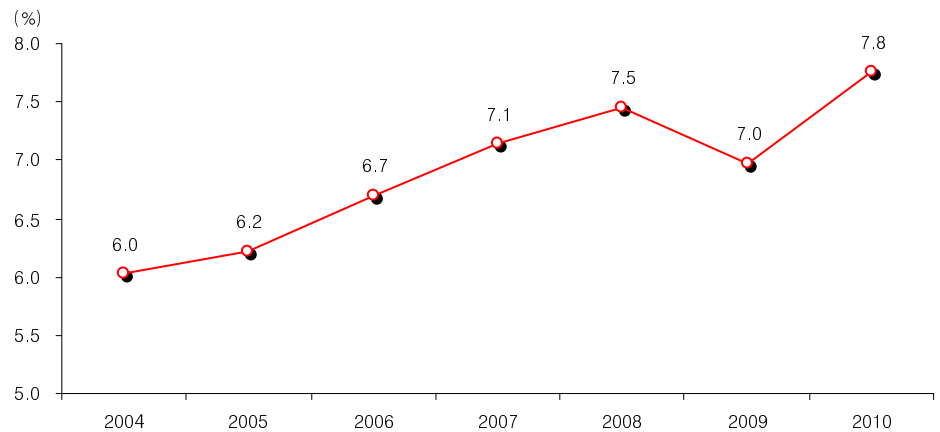
글로벌 자산배분 비중을 적용하는 가운데, 뮤추얼 펀드 대비 헤지펀드의 자산 비중은 2010년 7.8%에 이르며 추세적으로 비중이 확대되고 있다.

도표 37 글로벌 뮤추얼펀드와 헤지펀드 자산 규모



자료: IFSL

도표 38 글로벌 뮤추얼펀드와 헤지펀드 자산 배분 비율

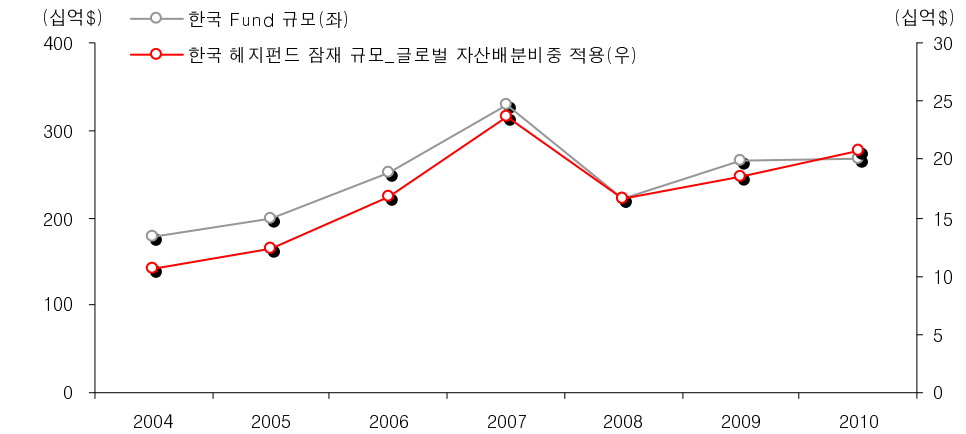


자료: IFSL



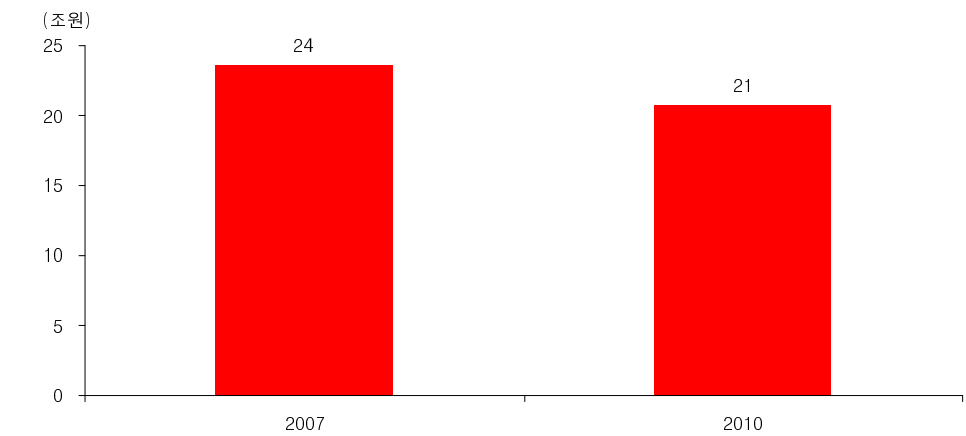
펀드 대비 글로벌 자산배분 비중을 한국의 헤지펀드 시장 규모에 적용하면, 2007년 기준 24조원, 2010년 기준 21조원의 헤지펀드 시장 규모가 추정 가능하다.

도표 39 글로벌 자산 배분 비율을 적용한 한국의 헤지펀드 시장 규모 추정



자료: 유진투자증권

도표 40 한국 헤지펀드 자산 규모 추정: 21 ~ 24조원



자료: 유진투자증권

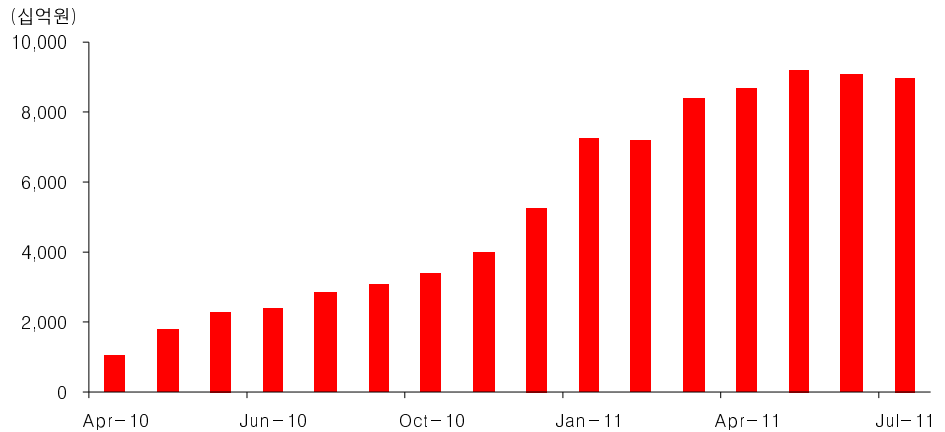


자문형 랩 비교

자문형 랩은 고액자산가 개인을 주된 투자자로 구성하기 때문에, 한국형 헤지펀드 출범 초기에 개인투자자의 참여 가능성을 가능하게 활용할 만 하다. 다만 5억원 이상의 직접 투자보다는 1억원 이상의 재간접 형식을 주로 활용할 가능성이 높고, 헤지펀드 출범 이후 운용 성과에 대한 양호한 평가가 이루어져야 자문형 랩과 같은 성공 사례를 이어갈 수 있을 것으로 판단한다.

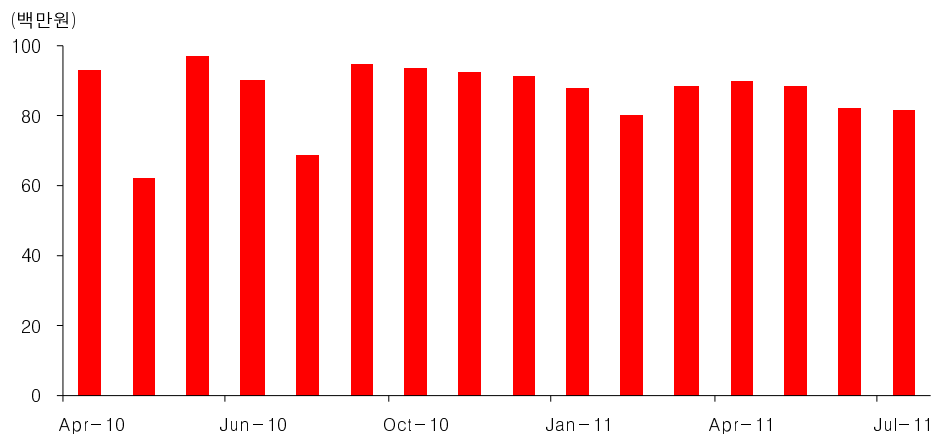
자문형 랩이 주목받은 2010년 도입 이후 1년 간 평균 6.8조원의 운용자산이 성장한 점을 보면, 한국형 헤지펀드의 운용성과가 인정받을 경우 초기 시장이 형성될 가능성은 높게 볼 수 있다.

도표 41 한국 자문형 랩: 도입 1년 후 평균 6.8조원 성장



자료: 유진투자증권

도표 42 한국 자문형 랩의 계좌당 평가금액



자료: 유진투자증권



도표 43 삼성증권 투자일임계약 금액별 분포 현황

구분	계약금액(백만원)			비율
	일반투자자	전문투자자	계	
1억원 미만	848,455	201	848,656	17.9
1~3억원	1,483,605	124	1,483,729	31.3
3~5억원	435,012	2,065	437,077	9.2
5~10억원	408,486	9,363	417,848	8.8
10~50억원	542,820	23,634	566,455	11.9
50~100억원	155,917	36,953	192,870	4.1
100억원 이상	267,336	528,678	796,014	16.8
합계	4,141,631	601,018	4,742,650	0

자료: 삼성증권

도표 44 대우증권 투자일임계약 금액별 분포 현황

구분	계약금액(백만원)			비율
	일반투자자	전문투자자	계	
1억원 미만	1,169,863	12,041	1,181,905	8.4
1~3억원	642,850	31,880	674,730	4.8
3~5억원	328,042	34,761	362,803	2.6
5~10억원	334,985	47,921	382,906	2.7
10~50억원	227,324	322,382	549,707	3.9
50~100억원	19,502	341,499	361,001	2.6
100억원 이상	30,048	10,463,860	10,493,908	74.9
합계	2,752,615	11,254,345	14,006,960	0

자료: 대우증권



4. Bottom-up 추정

투자자의 투자 여력: 개인

뮤추얼 펀드, 적립식 펀드, CMA 등 금융상품의 대중화가 진전을 이룬 가운데, 최근 인기를 얻는 금융상품은 자문형 랩 어카운트였다. 이는 자산관리 시장이 점차 투자자의 니즈를 고려한 맞춤형으로 진화하는 과정에서, 고액자산가의 니즈를 충족할 금융상품이 주목받으며 향후 헤지펀드의 발전 가능성을 긍정적으로 볼 수 있다.

한국 1,700만 가구의 소득 수준별 보유자산 보유 현황 통계를 살펴보면, 헤지펀드의 주요 고객이 될 상위 1%에 해당하는 가구의 자산 구성은 부동산이 80%로 압도적이다. 특히 다른 소득 수준 대비 거주주택 외의 부동산 보유 비중이 전체 자산의 58%로 높은 반면, 금융자산은 17%에 불과하다. 고액자산가의 니즈에 맞는 금융상품이 충분하지 못한 원인이 클 것으로 해석되는 부분이다.

도표 45 한국의 소득 수준별 보유자산 비교(2010년)

하위 20%			상위 20%			상위 1%		
항목(단위: 백만원)	금액	비중	항목(단위: 백만원)	금액	비중	항목(단위: 백만원)	금액	비중
자산	110	-	자산	620	-	자산	2,077	-
부채	9	-	부채	105	-	부채	389	-
순자산	101	-	순자산	515	-	순자산	1,688	-
경상소득	7	-	경상소득	88	-	경상소득	240	-
자산 세부(단위: 백만원)	금액	비중	자산 세부(단위: 백만원)	금액	비중	자산 세부(단위: 백만원)	금액	비중
금융자산	17	16%	금융자산	130	21%	금융자산	348	17%
저축	11	10%	저축	103	17%	저축	287	14%
적립식	4	4%	적립식	57	9%	적립식	-	-
목돈	6	5%	목돈	37	6%	목돈	-	-
기타	1	1%	기타	9	1%	기타	-	-
전월세 보증금	7	6%	전월세 보증금	27	4%	전월세 보증금	61	3%
실물자산	92	84%	실물자산	490	79%	실물자산	1,728	83%
부동산	91	83%	부동산	471	76%	부동산	1,664	80%
거주주택	56	51%	거주주택	229	37%	거주주택	457	22%
거주주택 이외	35	32%	거주주택 이외	235	38%	거주주택 이외	1,205	58%
자동차	1	1%	자동차	13	2%	자동차	-	-
기타	0	0%	기타	6	1%	기타	-	-

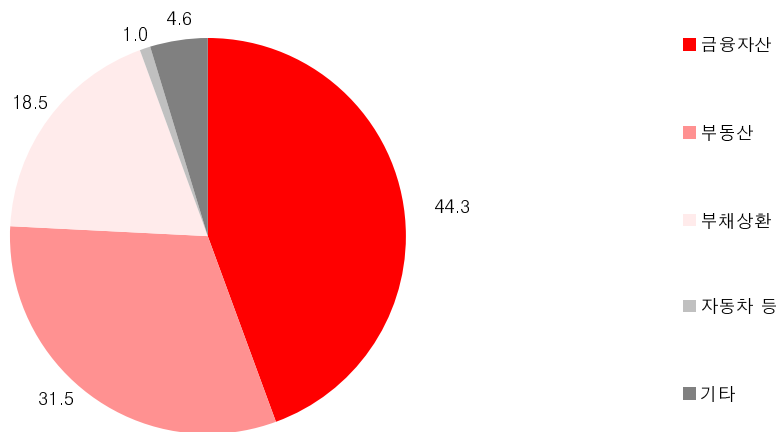
자료: 통계청, 매일경제, 유진투자증권
주: 비중은 자산 대비 항목별 %



한국의 소득수준 상위 1% 17만 가구의 여유자금 투자계획은 금융자산이 44%로 나타나, 부동산 투자보다 금융자산 투자를 선호하는 것으로 나타났다. 특히 헤지펀드의 주요 고객이 될 상위 1%에 해당하는 가구의 자산 구성은 부동산이 80%로 압도적이다. 이는 거주주택 외의 부동산 보유 비중이 전체 자산의 58%로 높은 반면, 금융자산은 17%에 불과한 수치다. 고액자산가의 니즈에 맞는 금융상품이 충분하지 못한 원인이 클 것으로 해석되는 부분이다.

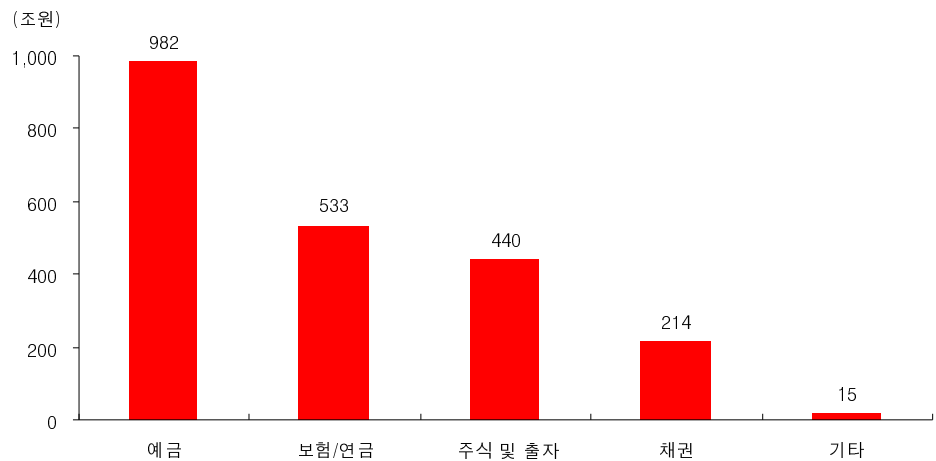
한국 가계의 금융자산은 예금 45%, 보험 연금 24%, 주식 출자 20%, 채권 10% 등으로 대체투자의 비중은 찾기 어렵다. 금융상품의 스펙트럼이 제한적임을 확인할 수 있다.

도표 46 한국의 소득수준 상위 1%(17만 가구)의 여유자금 투자 계획



자료: 통계청

도표 47 가계의 금융자산 보유 금액



자료: 한국은행 2010

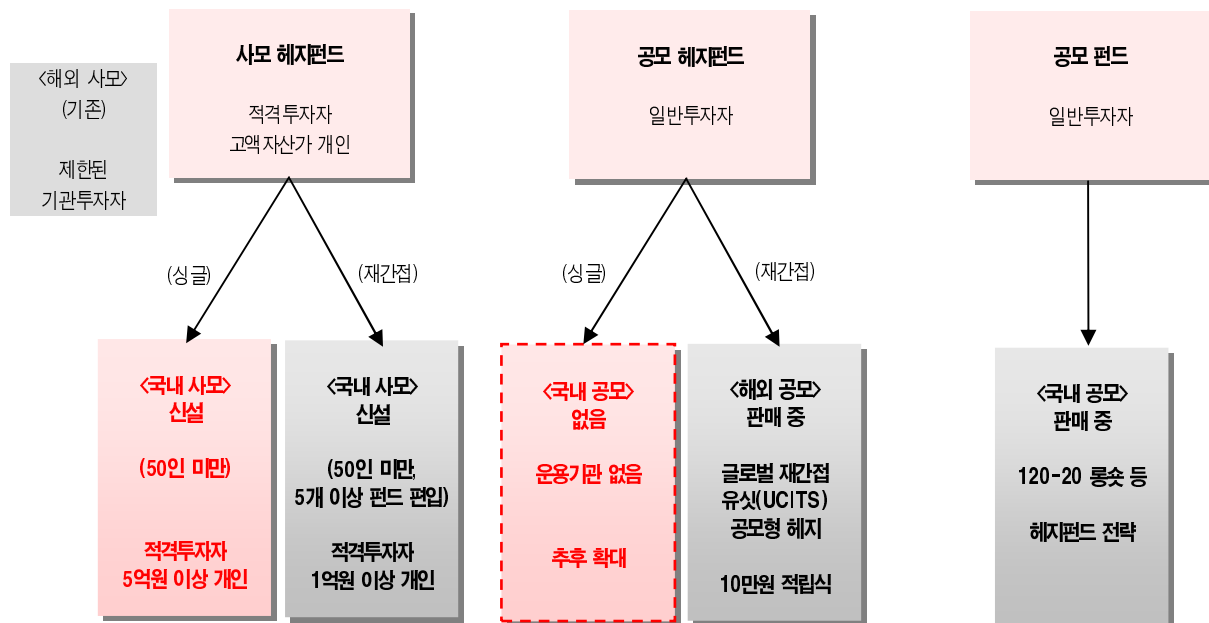


한국형 헤지펀드는 현재의 사모펀드 체계를 발전시킨 것으로, 개인투자자의 대중화를 도모하기 위해서는 공모 헤지펀드 시장을 활성화할 필요가 있다.

일차적으로 사모 헤지펀드를 개방한 것은 적격투자자 및 개인 5억원 이상의 직접(싱글) 투자, 개인 1억원 이상의 재간접 투자에 국한된다. 반면 공모 헤지펀드는 해외 재간접 투자로 시장을 형성 중이다. 특히 공모형 헤지 또는 UCITS(유럽위원회에서 제정한 일종의 공모펀드 약관, 파생상품 투자나 레버리지 비율을 100% 이내로 제한을 하여 과도한 리스크 사용을 제한하며 헤지펀드 전략을 응용) 등의 판매가 활성화되고 있다.

향후 해외 공모펀드 중심으로 시장이 편중되기 이전에 국내 공모형 헤지펀드 시장도 제도 개선을 통해 활성화될 전망이며, 이로써 개인투자자의 헤지펀드 투자도 본격 활성화될 수 있을 것으로 예상된다.

도표 48 한국형 헤지펀드 운용 체계 구분



자료: 유진투자증권

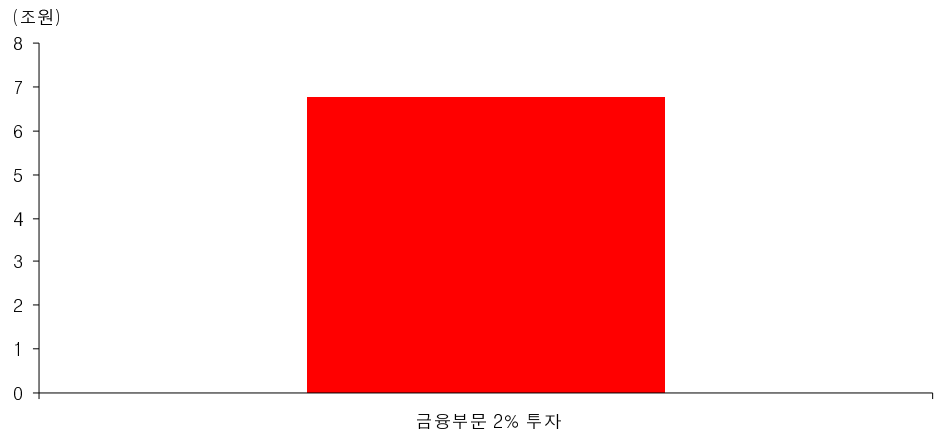


투자자의 투자 여력: 연기금

글로벌 연기금 (CalPERS, APG, CalSTRS, CPPIB, Future Fund, GIC, NPRF, NZFS, OMERS, PGGM 등)의 헤지펀드 투자 비중은 평균 2.9%에 이른다. 한편 국민연금의 예를 들면, 2010년 대체투자 비중을 2104년 10% 이상으로 확대할 계획이며, 2012년 운용계획 상 대체투자는 2011년 대비 8.4조원 확대할 계획이다.

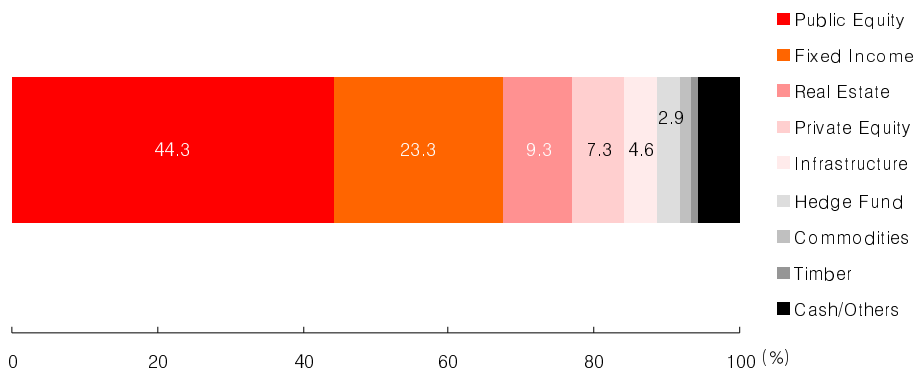
헤지펀드의 운용 경험과 대외적 평판에 관한 판단이 앞서야 하겠으나, 글로벌 평균 2.9%보다 보수적인 2.0%의 헤지펀드 투자비중을 가정하면 국민연금의 헤지펀드 투자 여력은 6.8조원으로 추산된다. 이는 2011년 8월 국민연금의 PEF 투자액 7.0조원에 준하는 수준이다.

도표 49 국민연금 금융부문 운용자산의 2% 투자 → 6.8조원 여력



자료: 유진투자증권

도표 50 글로벌 연기금의 2010년 평균 자산배분 비중: 헤지펀드 2.9%



자료: 유진투자증권



도표 51 국민연금 2014년 운용 계획

구분	2010년 운용계획		2014년 운용계획
국내주식	16.60%	±5.0	20%이상
국내채권	67.80%	±8.0	60%미만
해외주식	5.10%	±1.5	10%이상
해외채권	4.10%	±1.5	10%미만
대체투자	6.40%	±2.0	10%이상
기금예상규모	약 302조원		약 432조원

자료: 국민연금

도표 52 국민연금 2012년 운용 계획

구분(억원)	2012년 말(A)		2011년 말(B)		A-B
	금액(A)	비중	금액(B)	비중	
금융부문	3,964,389	99.9	3,594,306	99.9	370,083
주식	1,086,887	27.4	884,199	24.6	202,688
국내	765,221	19.3	646,975	18	118,246
해외	321,666	8.1	237,224	6.6	84,442
채권	2,512,869	63.3	2,429,751	67.5	83,118
국내	2,350,503	59.2	2,282,384	63.4	68,118
해외	162,367	4.1	147,367	4.1	15,000
대체투자	364,633	9.2	280,356	7.8	84,277
복지부문	913	0.02	1,074	0.03	△161
기타부문	3,238	0.1	2,717	0.1	521
총 적립금	3,968,540	100	3,598,097	100	370,443

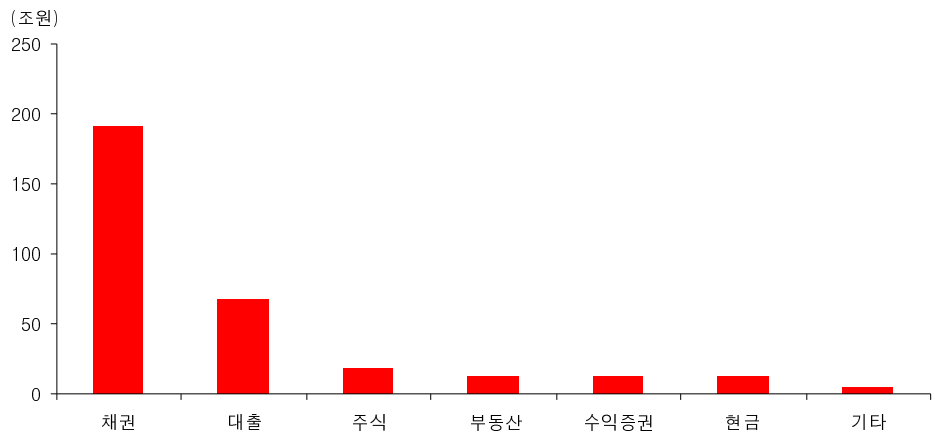
자료: 국민연금



투자자의 투자 여력: 보험사

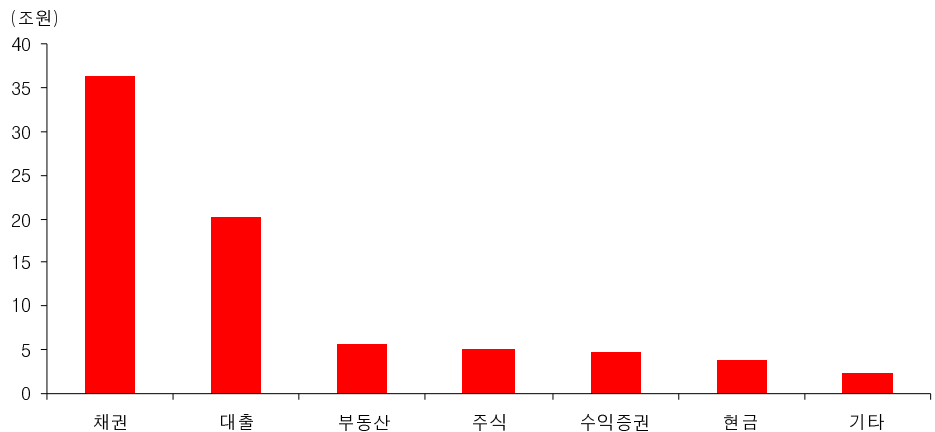
보험사 운용자산은 부채의 만기를 고려하며 안정적으로 운용하는 특성이 있다. 다만 한국 생명보험사의 운용자산은 주식 및 수익증권 비중이 평균 9.9%, 손해보험사는 12.6%로 높아 KOSPI 등락에 따른 운용수익률의 변동성이 크게 나타나는 단점이 있다. 따라서 헤지펀드와 같이 절대수익률을 추구하는 금융자산의 편입에 대한 수요도 클 것으로 판단한다.

도표 53 생명보험사의 운용자산 보유 현황



자료: 유진투자증권
주: 2011. 07 기준

도표 54 손해보험사의 운용자산 보유 현황

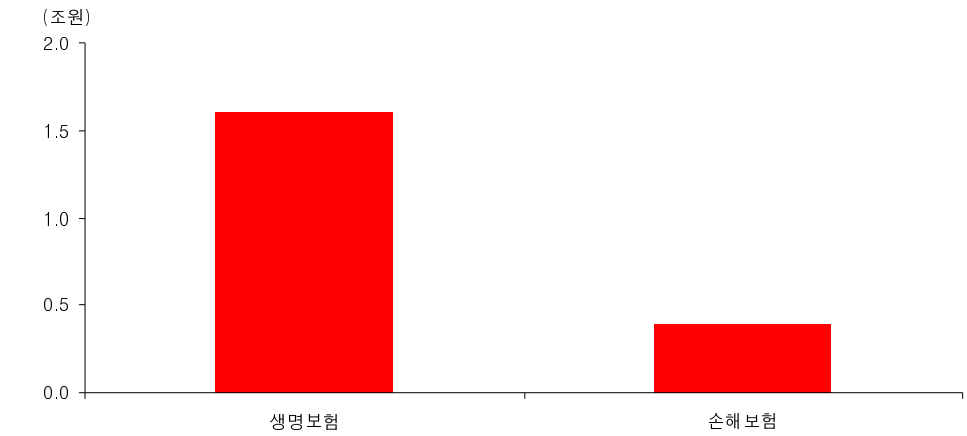


자료: 유진투자증권
주: 2011. 08 기준



자산 운용의 안정성 및 레버리지 활용성 등을 감안하여, 헤지펀드가 보험사 운용자산의 0.5%를 구성할 경우 2조원의 투자액이 가능하다.

도표 55 보험사 운용자산의 0.5%를 헤지펀드에 투자 → 2조원



자료: 유진투자증권

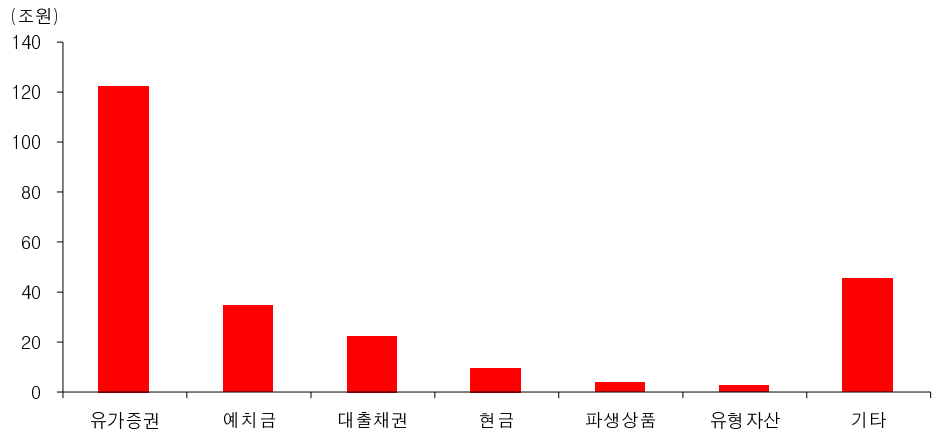


투자자의 투자 여력: 증권사

국내 금융기관 중 가장 적극적으로 헤지펀드에 투자할 대상은 증권사다. 이는 PI투자뿐만 아니라 마케팅 차원에서도 요구되기 때문이다. 즉 헤지펀드 판매사로서 리테일 영업으로 연결하기 위해서는, 증권사 PI투자를 통해 헤지펀드 성과 및 운용전략을 먼저 확인하고 경험을 축적하는 과정이 필요하다.

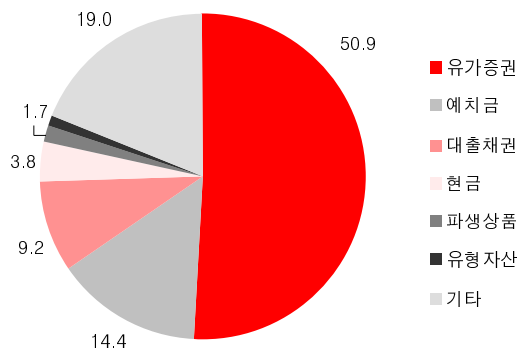
증권사 자산 규모는 2011년 6월 기준 240조원이나, 채권, 대출 등 이자부자산으로 자산의 66%가 배분될 만큼 운용 포트폴리오가 편중되어 있다. 증권사 스스로 자산관리 포트폴리오에서 이자이익 중심으로 편식한 결과다.

도표 56 국내 증권사의 자산 규모: 240조원



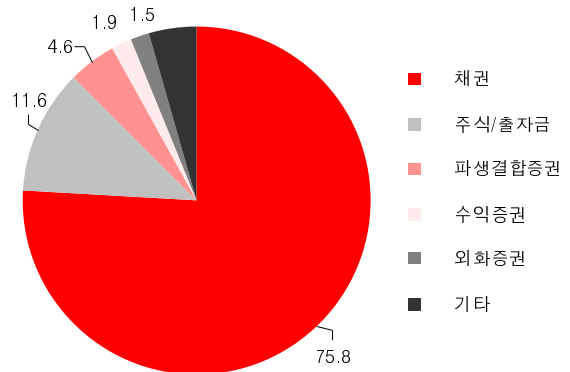
자료: 유진투자증권
주: 2011년 06월 기준

도표 57 국내 증권사의 자산 구성비



자료: 유진투자증권

도표 58 국내 증권사의 유가증권 구성비

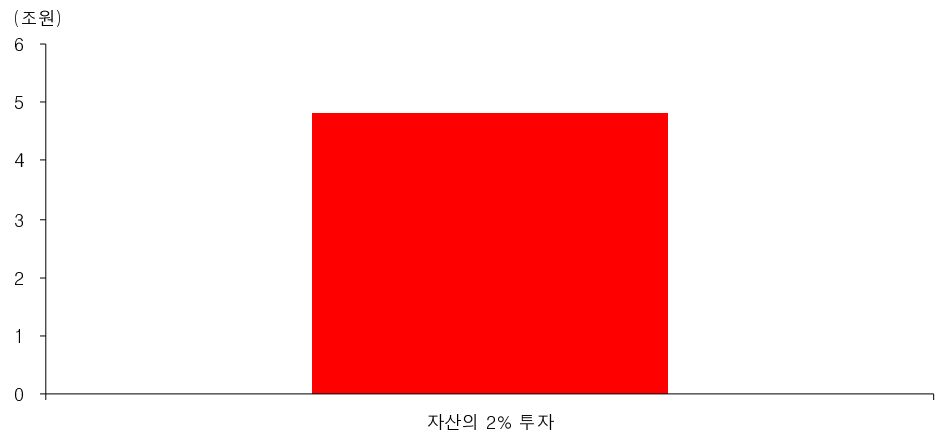


자료: 유진투자증권



국내 증권사가 자산의 2%를 헤지펀드에 투자할 경우, 4.8조원의 헤지펀드 투자가 가능할 전망이다. 특히 Prime Brokerage 라이선스를 받지 못한 자기자본 1조원 이상의 증권사는 헤지펀드 운용 라이선스를 활용할 가능성이 높으며, 이 경우 재간접 헤지펀드를 리테일 마케팅과 연계하는 과정에서 자기자본 투자에도 적극적으로 나설 전망이다.

도표 59 국내 증권사 자산의 2% 투자 → 4.8조원



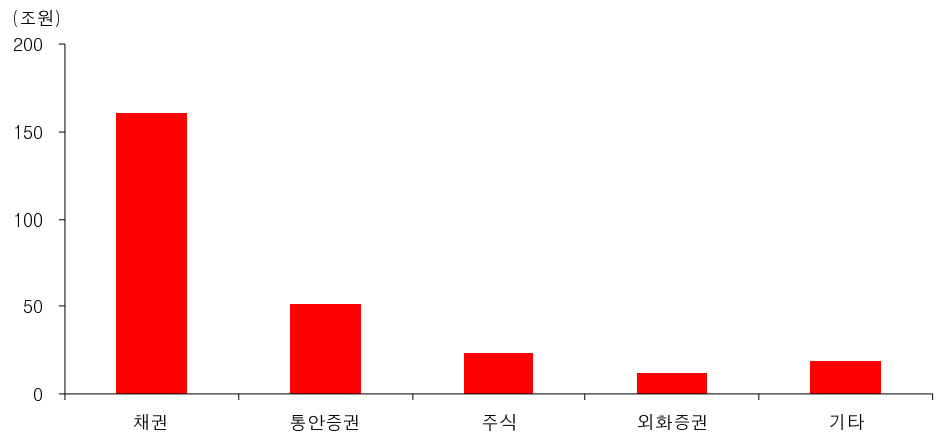
자료: 유진투자증권



투자자의 투자 여력: 은행

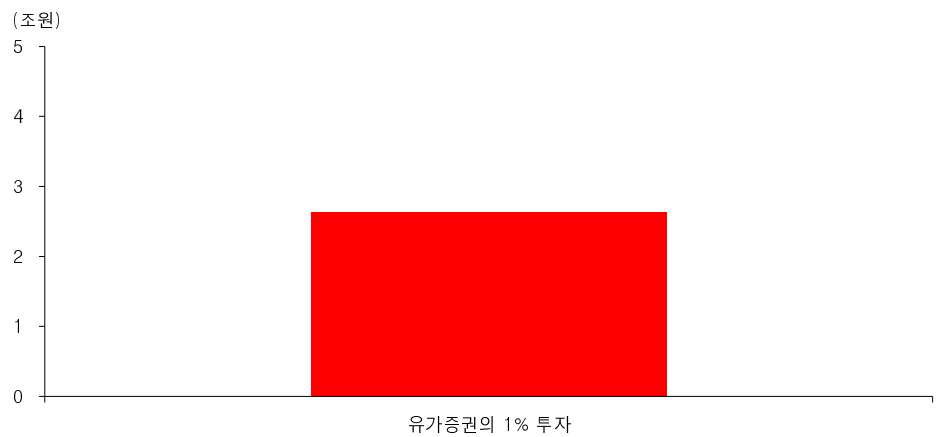
국내 은행의 유가증권 보유 규모는 263조원으로, 채권과 통안증권이 주를 이룬다. 국내 PEF 등 대체투자에 가장 적극적인 은행이 유가증권의 1%를 헤지펀드에 투자할 경우, 2.6조원의 헤지펀드 투자가 가능할 전망이다.

도표 60 국내 은행의 유가증권 규모: 263조원



자료: 유진투자증권
주: 2011년 06월 기준, 은행 계정

도표 61 국내 은행 유가증권의 1% 투자 → 2.6조원



자료: 유진투자증권

헤지펀드

증권/보험 담당 서보익
Tel. 368-6875

<제 3 장>

Prime Brokerage 산업 동향



III. Prime Brokerage 개념 정리

1. Prime Brokerage란?

Prime Brokerage는 궁극적으로 헤지펀드가 본연의 역할을 충실히 할 수 있도록 필요한 모든 서비스를 제공한다. 헤지펀드에 필요한 서비스를 제공하는 기관은 많으나, 유가증권 대여, 자금의 대출, 청산 및 결제, 펀드 관리 등 핵심 업무뿐만 아니라 사무실 제공 등 행정 지원에 이르는 다양한 편의를 제공하는 것은 Prime Broker의 주된 역할이다.

Prime Brokerage 산업이 가장 발전한 미국 사례에서도 Prime Broker의 개념은 증권 관련 실정법에서도 규정하고 있지 않다. 아마도 헤지펀드와 마찬가지로 Prime Broker도 자생적으로 출현했기 때문인 듯 하다. 다만 1994년 미국 증권거래위원회(SEC: Securities Exchange Commission)가 발표한 ‘No-Action Letter’ 에서 다음과 같이 정의하고 있다.

Prime Broker는 적극적 시장참여자인 개인투자자와 기관투자자를 위하여 증권거래의 청산과 결제를 용이하게 하기 위해 종합서비스회사에 의해 개발된 시스템이다(Prime brokerage is a system developed by full-service firms to facilitate the clearance and settlement of securities trades for substantial retail and institutional investors who are active market participants).



2. Prime Brokerage의 과거

Prime Brokerage의 개념은 1994년 미국 SEC의 시장규제부서(Division of Market Regulation)에서 발행한 ‘No-Action Letter’에 의해 공식적으로 나타난다. ‘No-Action Letter’는 브로커 - 딜러 산업에 관한 4년 간의 논의 끝에 Prime Broker 위원회, SEC, 뉴욕증권거래소 등에 의해 제출되었다. 1994. 1. 25 제출되어 1995. 12. 31까지 유효했으나, 지속 연장되며 1997. 12. 30 영구적으로 전환되었다.

1994년 ‘No-Action Letter’ 이전에는 일반적인 Prime Broker의 개념으로 1970년대 후반 Furman Selz에 의해 시작되었다. 이후 모건스탠리, 베어스틴스, 메릴린치, 리만 브라더스, 골드만삭스 등 투자은행에 의해 발전되었고, 최초로 해외 진출한 Prime Broker는 1980년대 후반 런던에 위치한 메릴린치 인터내셔널 뱅크였다. 한편 2011년 현재 미국의 Prime Broker 협회에 알려진 Prime Broker는 800개 이상이다.

도표 62 1994년 Prime Broker 비조치의견서(No-Action Letter)

★ No-Action Letter 개념

- * 비조치의견서: 금융회사 등이 특정 행위를 시행하기 이전에 그 행위가 금융감독법규에 위반되는지 여부를 금융감독당국에 사전 심사를 청구. 금융감독당국은 이를 심사하여 금융감독법규에 근거한 제재 등 조치를 취할지 여부를 회신함으로써 법적 불안정성을 제거하고 불이익을 사전에 예방하는 제도

청구인이 문의한 해당 행위에 대해 법 집행 행위나 규제 조치를 취하지 않겠다는 문구가 청구인에게 보내는 답장에 기재되어 있다는 데에서 명칭이 유래됨

★ 1994 Prime Broker No-Action Letter의 주요 내용

- Regulation T, 신용규제, 고객확인, 공매도, 투자자 보호, 순자본 규정 등 16개 조건을 부과
미국에서 Prime Broker로 활동하기 위해서는 동 조항을 준수해야 함

- * Prime Broker로 활동하고자 하는 의도를 DEA(Designated Examining Authority)에 신고할 것
- * Prime Broker로 활동하고자 하는 브로커는 150만 달러 이상의 순자본을 보유할 것
- * 헤지펀드 위탁 주문을 받은 증권사는 100만 달러 이상의 순자본 보유할 것
- * Prime Broker 업무 개시 전 계약 참여자는 Prime Broker의 의무와 책임을 규정한 계약을 체결할 것
- * Prime Broker는 헤지펀드를 인식할 수 있도록 분리된 기록을 유지할 것
- * Prime Broker는 헤지펀드의 거래를 체결할 책임을 질 것 등

- No-Action Letter 외의 Prime Broker 규제

- * Prime Broker가 파산할 경우, 투자자를 보호하기 위함이 규제의 중요한 이유
- * Prime Broker는 SEC에 브로커로 등록, 증권산업규제기구(FINRA)의 규제를 받음
- * 증권거래법의 신용공여 및 공매도, 증권투자자보호법(SIPA) 등의 규제를 받음



3. Prime Broker의 역할

Prime Broker 서비스는 헤지펀드가 필요로 하는 full-service trading, 주식 대차, 자금 대여 등을 제공한다. Prime Broker 외에도 헤지펀드를 지원하는 서비스 제공자는 다양하나, 헤지펀드의 운용에 실질적으로 서비스를 지원하는 주된 거래상대방은 Prime Broker라 할 수 있다. Prime Broker는 다양한 업무를 풀 서비스로 지원하거나 외부 아웃소싱, 또는 특정 서비스에 특화하기도 한다.

도표 63 헤지펀드 관련 주요 서비스 제공자



자료: Mark Berman



도표 64 Prime Broker의 주된 역할

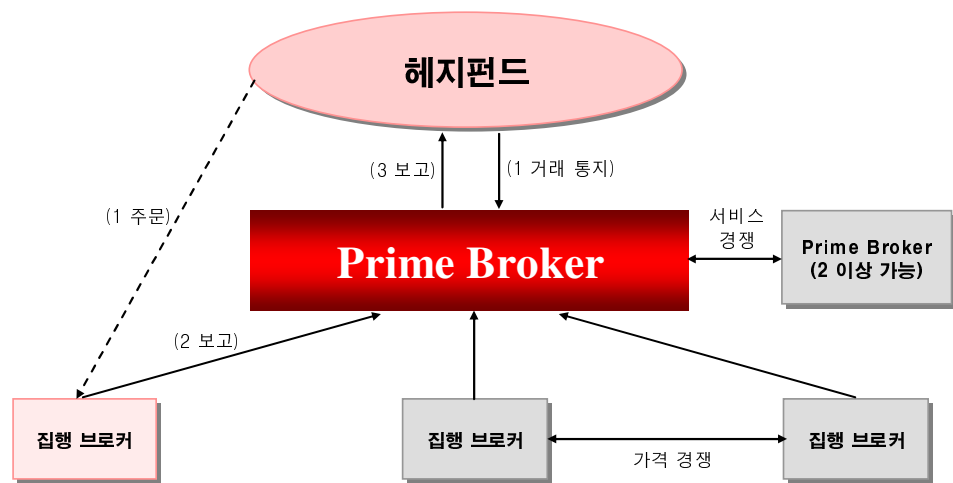
특성	내용
주식 대여	<ul style="list-style-type: none"> - 헤지펀드의 공매도를 위한 주식 대여 - 대차 네트워크를 유지하며 중재(주식 보유한 기관 및 개인투자자, 타사 브로커-딜러 등) - 주식 대여를 통한 수수료 수입 발생
레버리지 제공	<ul style="list-style-type: none"> - 헤지펀드 전략 수행을 위한 레버리지 제공 - 헤지펀드는 담보를 제공하고 증거금을 대출, Prime Broker는 이자 수익을 얻음(가장 큰 수익의 원천)
청산 결제	<ul style="list-style-type: none"> - 헤지펀드 매니저가 여러 집행 브로커와 체결한 거래를 결제
보관 및 보고	<ul style="list-style-type: none"> - 펀드 자산의 보관 - 거래 포지션 및 성과에 대한 통합 보고(손익 현황, 평가 가치, 보유 규모, 수지 현황 등)
위험 관리	<ul style="list-style-type: none"> - 위험관리 시스템으로 헤지펀드 위험을 관리/보고 - 증권의 가격 결정, VaR, 유동성, 투명성 등 분석
자본 조달	<ul style="list-style-type: none"> - 헤지펀드에 투자자 주선
초기 지원	<ul style="list-style-type: none"> - 초기 투자자금 공급, 사무실 등 업무 공간 제공, 법률/회계/사무/행정 지원

자료: 유진투자증권



한편 헤지펀드는 Prime Broker 외에도 거래를 돕는 집행 브로커를 활용한다. 헤지펀드가 집행 브로커를 사용하는 이유는 주로 거래 수수료비용이 낮기 때문이다. 이 경우에도 Prime Broker는 헤지펀드의 거래를 청산, 결제하기 위해 집행 브로커의 거래를 보고받는다. 또한 헤지펀드가 Prime Broker에게 계좌를 개설하면 관련된 집행 브로커에게 계좌가 통지되며, 거래가 Prime Broker에게 양도될 수 있음도 통지된다. 집행 브로커의 보고는 Prime Broker의 청산, 결제를 위해 신속하고 정확해야 하며, 이 때문에 집행 브로커의 데이터베이스에서 Prime Broker로 직접 이송되도록 시스템이 강화되고 있다.

도표 65 Prime Broker와 집행 브로커의 관계



자료: 유진투자증권



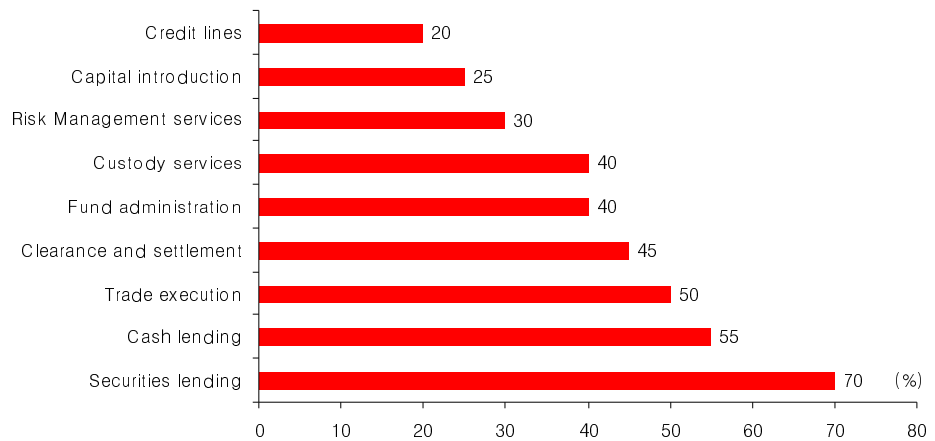
4. Prime Broker의 특징

가. 서비스 선호도와 활용

헤지펀드가 Prime Broker의 서비스 중 중요하게 여기는 역할을 조사한 결과, 공모도에 필요한 주식 대차와 레버리지를 위한 신용공여 및 차입 등 파이낸싱 역할을 가장 선호한 것으로 나타난다. 글로벌 금융위기 이후에는 거래의 투명성, 담보 활용도, 수탁기관, 파산 리스크 등 안정성에 관한 선호도가 높아졌다.

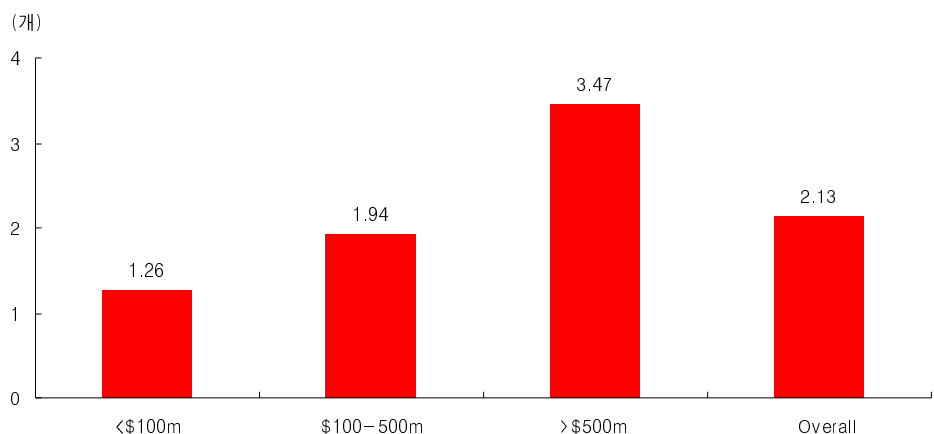
또한 다양한 전략 수행을 위해 헤지펀드는 평균 2개의 Prime Broker를 활용하나, 운용자산 500만\$ 이상 헤지펀드는 3개 이상도 사용하는 것으로 나타난다.

도표 66 Prime Broker의 서비스 중요도(복수 응답)



자료: Banking Supervision Committee, ECB

도표 67 헤지펀드가 활용하는 Prime Broker의 평균 개수



자료: Global Custodian



나. 대표적인 Prime Broker

매년 글로벌 Prime Broker의 순위 변화는 있으나, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley 등 대형 투자은행으로 서비스의 집중도가 높아지는 추세다. 2009년 기준 상위 3개 Prime Broker가 전체 시장의 51.4%를 차지할 만큼 대형 Prime Broker의 역할이 크다.

도표 68 **글로벌 Prime Broker 순위(비중)**

(단위: %)	2009	2008
Goldman Sachs	19.1	18.5
JP Morgan	18.8	-
Morgan Stanley	13.5	20.0
UBS	6.9	7.8
Deutsche Bank	6.6	5.9
Citigroup	5.5	4.2
Others	29.6	43.6

자료: EurekaHedge

도표 69 **2010년 Prime Broker 순위**

Prime Broker	Percentage of Assets under Management	Percentage of Balances	Percentage of Responses Received
Goldman Sachs	13.20	15.42	13.03
Morgan Stanley	11.51	12.35	11.42
Credit Suisse	10.59	7.12	9.26
Deutsche Bank	10.12	8.70	9.65
BAML	9.48	4.21	8.58
J.P. Morgan	9.43	7.82	7.94
Citi	6.52	6.69	6.58
UBS	6.48	5.04	5.58
Barclays Capital	5.00	2.55	4.13
BNP Paribas	3.18	3.70	3.48
Newedge	2.71	3.24	3.23
Jefferies	1.90	5.26	2.81
Fidelity Prime	1.67	0.95	1.55
Pershing	1.46	1.03	1.23
TD Securities	1.27	2.34	1.58
Scotia Capital	1.13	1.72	1.39
CIBC	0.73	1.84	1.58
BMO Capital Markets	0.68	1.07	0.84
RBC Capital Markets	0.37	0.55	0.52
Other Providers	2.56	8.39	5.65

자료: Global Custodian Prime Brokerage Survey 2011

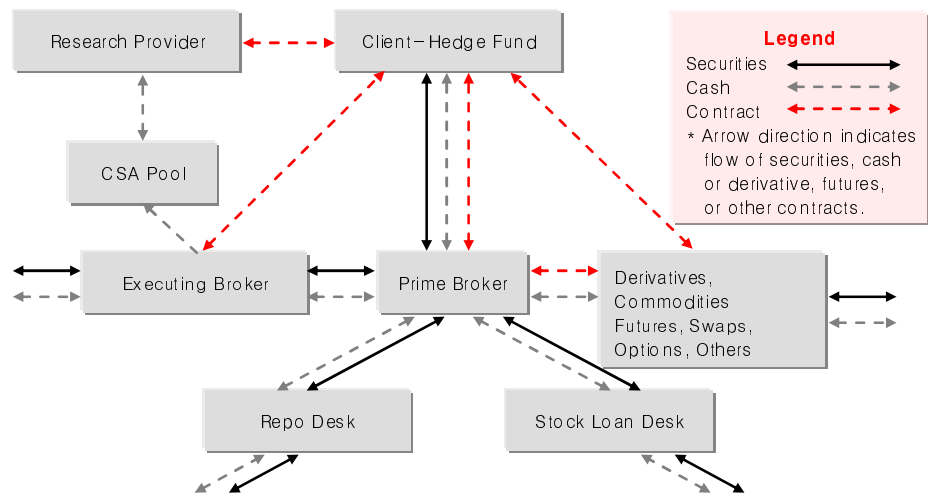


IV. Prime Brokerage 산업 현황

1. 산업 현황

Prime Broker 서비스는 헤지펀드가 필요로 하는 full-service trading, 주식 대차, 자금 대여 등을 제공한다. Prime Broker와 헤지펀드는 일종의 파트너십으로, 주로 계약을 통해 관계가 형성된다. 헤지펀드와 Prime Broker의 주요 업무 흐름도를 요약하면 다음 그림과 같다.

도표 70 Prime Broker와 헤지펀드의 업무 관계

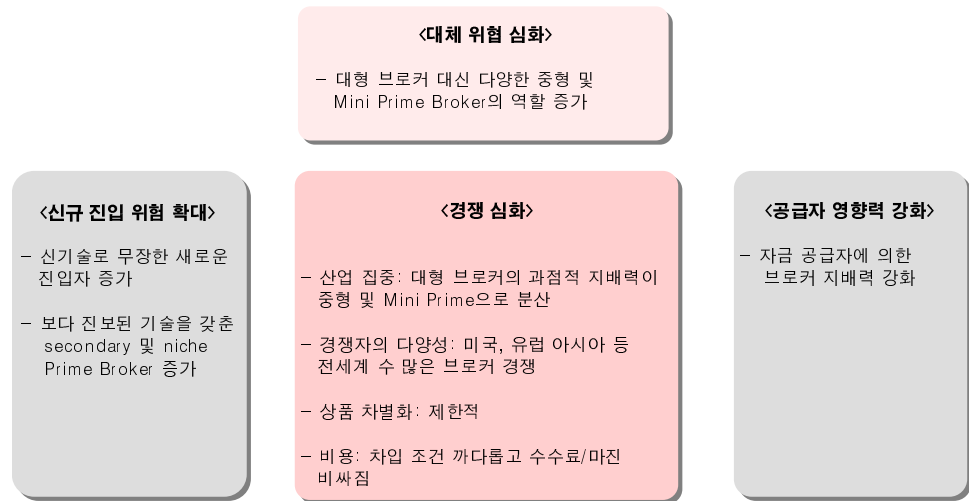


자료: J. S. Akman, 유진투자증권



글로벌 금융위기를 경험한 후, 헤지펀드 및 Prime Brokerage 산업은 큰 변화를 경험하고 있다. 특히 산업의 리스크 관리가 중시되면서, 헤지펀드는 다양한 Prime Broker를 활용하여 거래상대방 리스크를 분산시키고 서비스 범위를 확대시키려는 수요가 증가하고 있다. 투자자의 입장에서 헤지펀드-Prime Broker-수탁 기관 등 리스크 분산을 중시한다. 그 가운데 대형 Prime Broker에 편중된 서비스 지배력이 중소형의 다양한 브로커로 확대되고, 산업의 경쟁도 심화되고 있다.

도표 71 최근(글로벌 금융위기 이후) Prime Brokerage 산업의 트렌드



자료: J. S. Akman, 유진투자증권



2. 경쟁도 분석

글로벌 Prime Brokerage 산업의 경쟁 구도는 글로벌 금융위기 이후 더욱 심화되고 있다. 산업의 진입장벽은 높지 않고, 대체 가능한 경쟁자가 많으며, 투자자 및 헤지펀드의 협상력도 강화되는 추세다. 항목별 내용을 정리하면 다음과 같다.

도표 72 글로벌 Prime Brokerage 산업의 경쟁도 분석

요인	내용
경쟁(Competition)	<ul style="list-style-type: none"> * 산업의 집중도: 과점적 지위에 새로운 경쟁적 요인 발생 * 경쟁자의 다양화 * 제한적인 상품, 전략이 차별화 * 낮은 진입 장벽 * 비용 상승, financing 환경 악화
진입 위험(Threat of Entry)	<ul style="list-style-type: none"> * 높은 범위의 경제(Economy of Scale) * 대형사의 비용 절감 우위 * 진입 초기 자금력 필요 * 제한적인 판매채널 * 법적, 제도적 규제 강화
대체재 위험(Threat of Substitute)	<ul style="list-style-type: none"> * 대체재에 대한 구매자의 성향: 다양화 요구 * 가격 및 성과의 비교가능성이 높아짐 * 대형 vs 중소형 Prime Broker의 활용도가 다양해짐
공급자 협상력(Supplier Power) : 투자자, 정부 등 자금 제공자	<ul style="list-style-type: none"> * 가격 민감도 <ul style="list-style-type: none"> - 자금 제공의 비용 상승 - 자금 제공자의 차별화는 낮으나, 공급자 간 경쟁 요인도 낮음 * Bargaining Power <ul style="list-style-type: none"> - 평판 및 법적 고려 요인 작용, 투자자의 영향력 강화 - Prime Broker의 복잡한 구조를 이해하기는 제한적
구매자 협상력(Buyer Power) : 헤지펀드 등	<ul style="list-style-type: none"> * 가격 민감도 <ul style="list-style-type: none"> - 구매자의 가격 협상력 강화(lock-up, financing rate, fees) - Prime 간 경쟁 심화로 상품 차별화 * Bargaining Power <ul style="list-style-type: none"> - 이전 비용(스위칭 코스트): 법적 비용, 포트폴리오 전환 등 - Prime 에 대한 제한적 정보

자료: J. S. Aikman, 유진투자증권



경쟁(Competition)

Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bear Stearns 등 대형 투자은행이 Prime Brokerage 산업을 주도한 시대는 지나고 있다. 새로운 top tier 투자은행의 출현과 중소형 Prime Broker가 독자적인 경쟁력을 갖추고 있기 때문이다. 기존의 과점적 시장 점유율은 분산되고, Prime Brokerage 시장의 경쟁은 더욱 심화되었다.

진입 위협(Threat of Entry)

Prime Brokerage 시장의 신규 진입 위협은 높다. 시장 진입을 위해서는 일정 수준의 자금 조달이 필요하나, Bank of New York Mellon의 Pershing이나 또는 Shoreline Capital Group 등 신생 기업으로써 성공 사례를 보여 줌으로써 시장 진입 장벽은 낮아졌다. 또한 위험 관리 능력을 갖춘 가운데 차입 마진도 합리적인 Prime Broker에게 담보 제공이 집중되고 있다.

공급자와 구매자의 협상력(Supplier and Buyer Power)

Prime Brokerage 시장에서 대형 헤지펀드의 협상력은 당연히 강하다. 그러나 투자자, 정부 등 자금 공급자의 협상력이 점차 강화되고 있으며, 특히 레버리지의 활용과 성과 보수, 준법 감시 등에서 제한을 가하는 등 직접적인 영향력을 행사한다.

따라서 공급자(투자자)와 구매자(헤지펀드) 간 협상력의 균형을 찾는 과정에서 Prime Broker는 투명성과 준법 감시 등의 규제가 강화되는 추세다. 특히 정부 및 공공기관의 투자가 확대되면서 헤지펀드와 함께 Prime Broker의 규제 강화는 당분간 지속될 전망이다.

대체재 위협(Threat of Substitute)

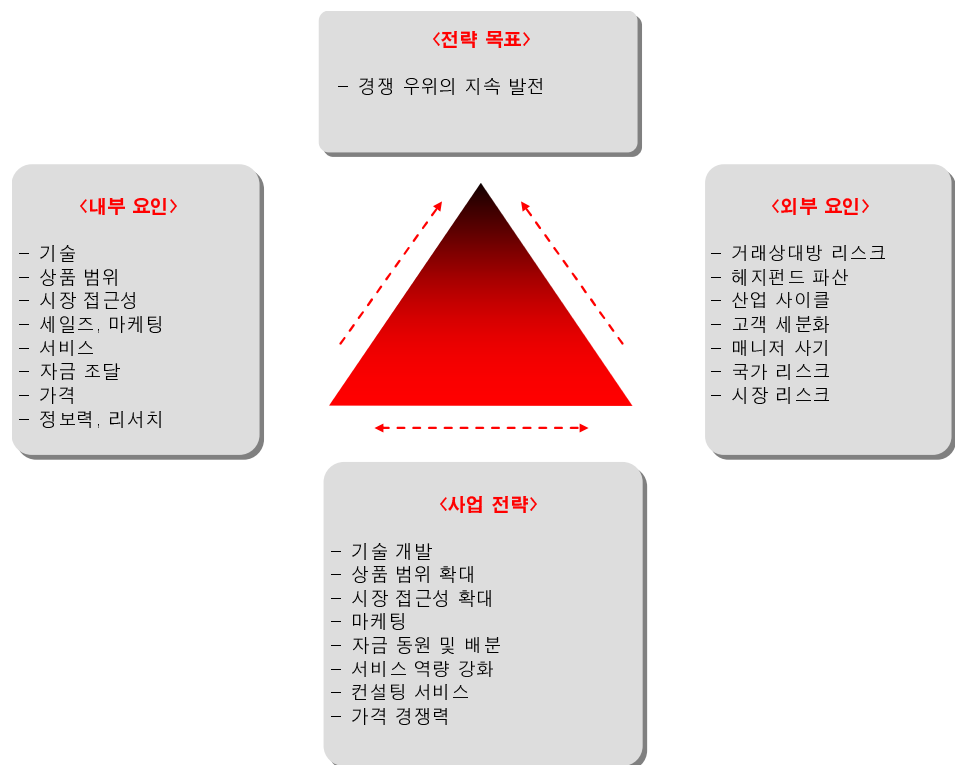
헤지펀드 입장에서 Prime Broker를 변경하는 비용은 크지 않으며, 이미 수 많은 대체재가 시장에 존재한다. 특히 헤지펀드는 거래 상대방 리스크를 최소화하기 위해 Prime Broker를 다양화하고 분산시킬 유인이 컸다. 신규로 시장에 진입한 Prime Broker는 보다 유리한 조건으로 헤지펀드의 거래 상대방으로 계약하고자 하며, 이로 인한 가격 인하 경쟁은 이미 진행 중이다.



3. 비즈니스 전략

Prime Brokerage 산업의 경쟁이 심화됨에 따라, Prime Broker는 내부 외부 환경 변화에 맞춘 비즈니스 전략을 통해 경쟁 우위를 유지, 발전시키고자 한다. 특히 글로벌 금융위기 이후 내부 외부 환경의 변화가 컸던 만큼, 비즈니스 전략의 변화 또한 빠르게 진행되고 있다. 비즈니스 전략에 요구되는 내부 외부 요인을 도식화하면 아래와 같다.

도표 73 Prime Broker의 전략 목표



자료: J. S. Akman



4. Mini Prime Broker 역할 강화

Mini Prime Broker는 ①소형 독립 Prime Broker와, ②대형 투자은행 또는 유니버설 은행과 계열 관계에 있는 소형 종합서비스 Prime Broker로 구분된다. 이 중 소형 독립 Prime Broker는 주로 대형 Prime Broker와 연계된 서비스를 지원하거나, 또는 소규모 헤지펀드(이들은 보다 차별화된 운용 전략 및 서비스를 요구함)를 위한 틈새 시장을 지원한다.

도표 74 Prime Brokerage Service 시장 구조



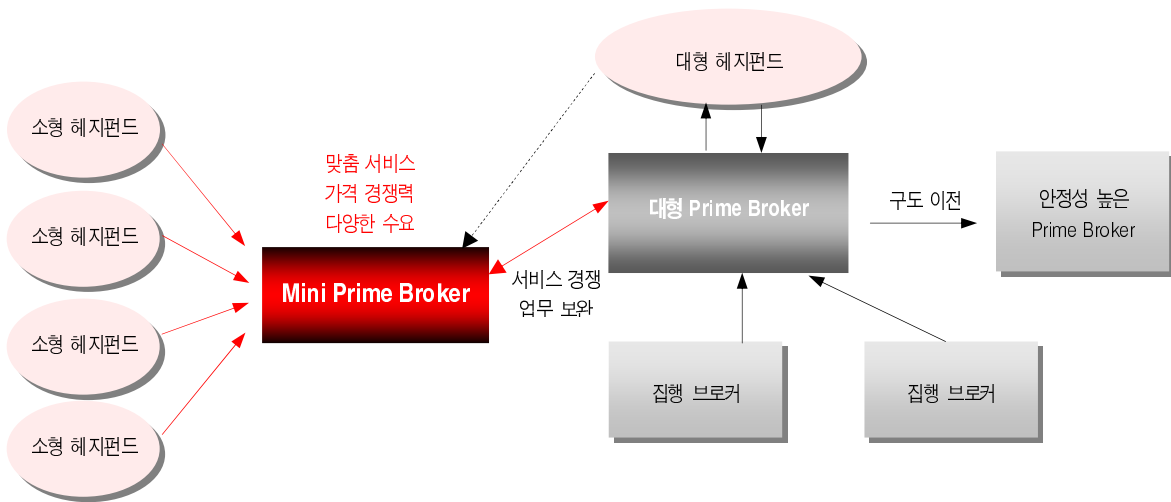
자료: Mark Berman



Mini Prime Broker는 대형 Prime Broker와 서비스의 경쟁 관계일 뿐 아니라, 상호 보완적 역할을 수행한다. 다만 Mini Prime Broker는 대형 헤지펀드의 차별화된 수요를 충족하거나(대차 상품의 차별화 또는 합리적인 수수료 제공 등), 또는 대형 Prime Broker로부터 충분한 서비스를 제공받기 어려운 소형 헤지펀드를 타겟으로 역할을 강화한다.

한국형 헤지펀드가 출시될 경우 한국 증권사는 미국의 중형 또는 Mini Prime Broker의 자본력(자기자본 5조원 미만)과 유사할 것으로, 대형화를 통한 협상력 및 상품 경쟁력을 추구하기보다는 개별 헤지펀드의 니즈를 충족시키는 Mini Prime Broker의 비즈니스 전략을 참고할 필요가 있을 것이다.

도표 75 Mini Prime Broker의 역할 강화



자료: 유진투자증권



5. 위험 관리

베어 스티스, 리만 브라더스 사태를 경험한 이후, Prime Brokerage 업계에서는 패러다임 전환이 진행되고 있다. 특히 헤지펀드는 Prime Broker의 안정성(size, 재무 건전성, 신용도, 파산 위험, 투명성, 법적 안정성, 자산 안정성 등)을 중시하는 방향으로 계약 및 자산을 이전시키는 추세가 강하다. 헤지펀드는 거래 상대방 리스크 관리, 투명성, 규제 강화를 위해 새로운 Prime Broker를 찾게 되었다.

예를 들면 금융위기 이전 Bull Market에서는 거래 안정성 및 자산 건전성보다는 레버리지 활용도가 높은 Prime Broker를 선호했다. 그러나 Prime Broker의 파산과 수탁 기관의 중요성을 체험한 후, 안정성 높은 수탁 기관(BONY Mellon, State Street, Northern Trust 등)으로 자산을 이전하는 등의 변화가 나타났다. 이와 더불어 Shoreline Trading Group이 Morgan Stanley나 Goldman Sachs보다 높은 순위를 차지할 만큼 신규 진입자의 진입도 가능했다.

이러한 패러다임 전환은 독과점적으로 집중된 산업의 시장 점유율의 변화를 가져 올 기회로 작용한다. Morgan Stanley나 Goldman Sachs 등 기존의 과점적 지위를 누린 투자은행에서 안정성 높은 유니버설 은행으로 산업의 집중도가 분산되고, Mini Prime Broker의 활용도 또한 증가하고 있다. 기존의 1~2개 Prime Broker를 활용하던 헤지펀드는 이제 국내, 해외 Prime Broker로 다양화하며 위험 분산을 도모하고 있다.

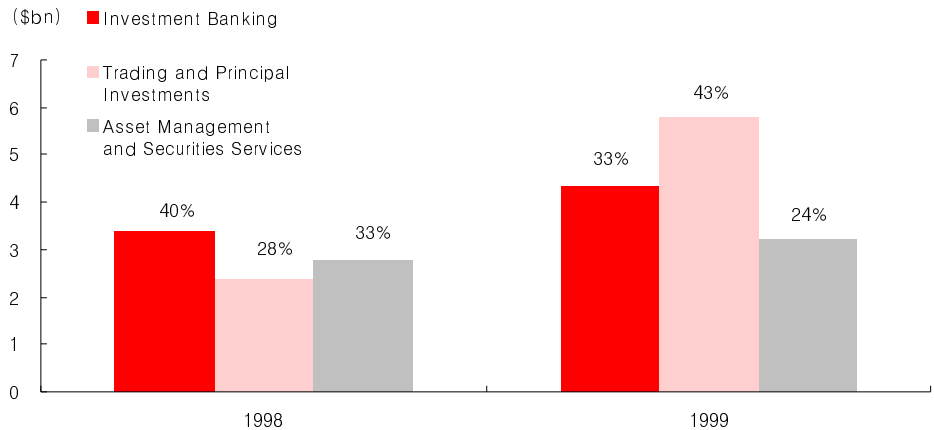


V. 미국 Prime Broker 소개

1. 대형 Prime Broker

글로벌 Prime Brokerage 산업에서 2009년 19.1%의 MS로 선두인 골드만 삭스는 2000년대 후반 사업구조를 기존 3대 영역(Investment Banking; Asset Management and Securities Services; Trading and Principal Investments)에서 4대 영역(Investment Banking; Institutional Client Services; Investing & Lending; Investment Management)으로 재편하였다. 4대 영역 중 기관 고객 서비스(Institutional Client Services)는 2009년 78%, 2010년 56%의 핵심 영업으로 부상했다.

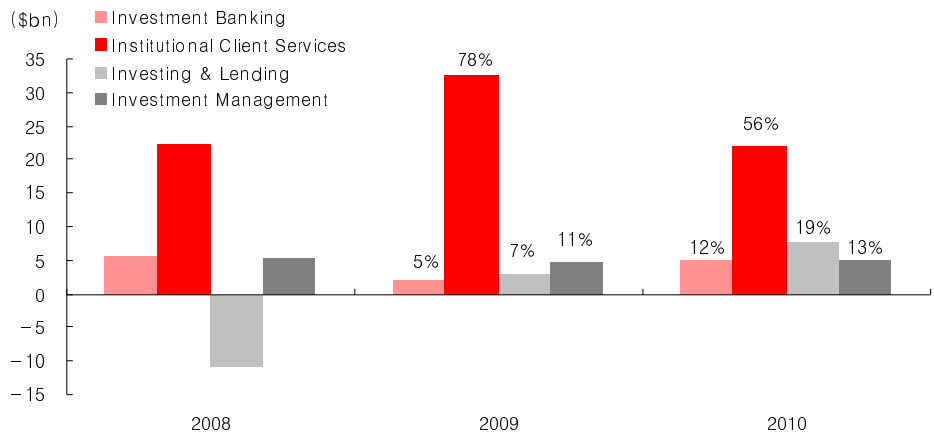
도표 76 1990년대 골드만 삭스의 3대 영업구조



자료: 골드만 삭스



도표 77 2000년대 골드만 삭스의 4대 영업구조: 기관영업 중심으로 사업구조 재편



자료: 골드만 삭스



기관 고객 서비스는 기관투자자에게 금융상품 판매, 자금 대출, 리스크 관리 등 One-stop-shop을 제공한다. 특히 주식, 채권, 파생, 외환, 실물자산 등 모든 상품 영역에서 시장 조성자(market making) 역할로써 유동성을 공급한다. 수수료수익 뿐만 아니라 이자수익, 그리고 시장 조성 과정에서 리스크를 부담하는 대신 상당한 수익도 창출한다. 당연히 헤지펀드는 기관 영업의 중요한 고객이다.

기관 고객 서비스의 세 가지 수익 창출 방식:

- 유동성 큰 대형 시장(U.S. Treasury bills 또는 S&P 500의 시가총액 대형 종목)에서는 합리적인 가격으로 대량의 매매를 주선
- 유동성 작은 시장(중소기업 채권 또는 신흥국 외환 등)에서는 높은 가격으로 거래 집행(거래 상대방 가능)
- 투자목적, 리스크 노출 등에 따라 고객의 니즈에 맞는 상품의 구조화 및 거래 집행

도표 78 골드만 삭스의 Institutional Client Services 수익

(단위: US\$ millions)	2008	2009	2010
Fixed Income, Currency and Commodities Client Execution (거래 집행 및 시장 조성 포함)	9,318	21,883	13,707
Total Equities	13,027	10,836	8,089
Equities client execution (거래 집행 및 시장 조성 포함)	(4,950)	(5,237)	(3,231)
Commissions and fees (거래, 청산 수수료 포함)	(4,826)	(3,680)	(3,426)
Securities services (주식 대차, 신용 공여, 차입, 보관, 결제 포함)	(3,251)	(1,919)	(1,432)
Total net revenues	22,345	32,719	21,796

자료: 골드만 삭스



시장 조성을 위해서는 충분한 자기자본이 요구되며, 거래 상대방으로써 거래를 집행하려면 해당 자산을 보유하고 이에 따른 리스크도 감수해야 한다. 시장 조성은 주식뿐만 아니라 장내/장외 파생, 채권 등 상품 재고 보유 및 상품의 구조화가 요구된다. 아울러 다양한 운용 전략을 수행하는 헤지펀드에 반드시 요구되는 서비스로 간주된다.

도표 79 골드만 삭스의 보유자산

(단위: in US\$ billions)	2008	2009	2010
(자산 종류)			
Alternative investments	146	146	148
Equity	112	146	144
Fixed income	248	315	340
Money markets	273	264	208
Total assets under management	779	871	840
(고객 구분)			
Directly Distributed:			
Institutional	273	297	286
High-net-worth individuals	215	231	229
Third-Party Distributed:			
Institutional, high-net-worth individuals and retail	291	343	325
Total	779	871	840

자료: 골드만 삭스



2. Mini Prime Broker

한국형 헤지펀드가 정착되는 과정에서 Major Prime Broker인 대형 투자은행의 전략을 처음부터 벤치마크 하기는 어려운 부분이 많을 것이다. 그 보다는 자본 규모도 비슷하고, 대형 투자은행 대비 독자적인 경쟁력을 갖춘 Mini Prime Broker를 이해하는 과정도 필요하다.

Pershing

- Prime Brokerage 산업에서 좋은 평판으로 경쟁력을 얻은 Mini Prime Broker의 성공 사례
- Bank of NY Mellon의 수탁자산을 활용한 주식 대차(With \$988.8 billion) 서비스로 경쟁력 확보
- 안전한 수탁회사를 모회사로 지닌 강점이 시장에 어필

도표 80 Pershing 주요 사항

항 목	내 용
회사 개요	<ul style="list-style-type: none"> * 1939 년 설립, 2003 년 Bank of NY 피합병, 2007 년 (BNY + Mellon) 합병 * 2000 년대 이후 청산, 자문, 솔루션 등 인수 합병으로 사업 확장 * 글로벌 금융위기 이후 미국 Prime Broker 중 최우수 등급으로 격상
Reputation	<ul style="list-style-type: none"> * Prime Brokerage: 외부기관(Global Custodian) Survey 에서 최우수 등급의 Reputation 획득 * \$989billion(1,100 조원) Asset Custody 보유
Prime Brokerage 경쟁력	<ul style="list-style-type: none"> * Trading Service: algorithmic trading tools + premier platform * Institutional Research Service: BNY Jaywork, 독립 리서치(계열사) 활용 * Flexible Technology: 맞춤형 솔루션 제공 * BNY Mellon 의 수탁자산을 활용한 주식 대차(\$988.8 billion 대차 풀) 서비스 경쟁력 확보 * Business Consulting: 헤지펀드 설립부터 지원하는 Program 실행
투자자 보호	<ul style="list-style-type: none"> * 계좌의 \$500,000 한도까지 보호(Securities Investor Protection Corporation, SIPC 회원) * SIPC 한도 이상은 \$1 billion 한도까지 Lloyd's of London 보험 가입
재무 상태	<ul style="list-style-type: none"> * 자기자본 17.6 억 달러(2 조원 미만) * 부채비율(부채/자본) 965% * 전체 자산의 59.6% Receivables, 전체 부채의 62.5% Payables

자료: Pershing, 유진투자증권



- Collateralized financing agreements: 환매조건부 매수 또는 매도 증권은 일반적으로 계약 및 이자와 더 붙여 담보(현금 또는 3개월 미만 국채)를 제공. 유가증권 대차의 경우 일반적으로 시장가치 이상의 담보를 제공. 수시로 시장가치 대비 담보 비율을 체크하며, 거래상대방의 파산 시 담보를 유동화할 권리를 확보함. Pershing의 경우 유가증권 대차로 받은 담보가 전체 자산의 15.4%, 자기자본의 164.5%에 해당
- Receivables: 매수자에 의해 회수되어야 하거나 또는 만기까지 회수되지 않은 유가증권. 전체 자산의 59.6%에 해당
- Payables: 매도자에 의해 회수되어야 하거나 또는 만기까지 회수되지 않은 유가증권. 전체 부채의 62.5%에 해당
- Bank loans and lines of credit: \$1billion 규모의 크레딧 라인을 모회사와 체결, \$500million 규모의 크레딧 라인을 Bank of New York Mellon과 체결, \$2.5billion 규모의 크레딧 라인을 타 은행과 체결

도표 81 Pershing Balance Sheet(2010)

(단위: 백만 달러)

자산	금액	부채 및 자본	금액
Cash and cash equivalents	347	Drafts payables	508
Cash and securities segregated for regulatory purposes	3,330	Collateralized financing agreements	
Financial instruments owned(at fair value)	184	Securities loaned	1,922
Collateralized financing agreements		Securities sold under agreements to repurchase	1,270
Securities borrowed	2,895	Payables	
Securities purchased under agreements to resell	462	Customers	9,160
Receivables		Broker-dealers and clearing organizations	1,853
Customers	7,621	Affiliates	711
Broker-dealers and clearing organizations	3,527	Financial instruments sold, but not yet purchased	149
Affiliates	19	Bank loans payables	1,185
Loans to affiliates	50	Account payable, accrued expenses and other	288
Intangible assets	31	Total liabilities	16,992
Others	286	Total equity	1,760
Total assets	18,752	Total liabilities and equity	18,752

자료: Pershing 2010, 유진투자증권



Interactive Brokers

- 최저 수수료를 경쟁력으로 온라인 트레이딩에 특화(시장 조성 및 Brokerage 수수료가 핵심 수익)
- 2008년까지 높은 수익성을 보였으나, ①bid-offer spread(매수 매도 가격 차이)가 축소되고 ②경쟁사의 디스카운트 채널이 확대되며 ③차입 수요가 줄어 이자이익도 감소하는 등 2009년 이후 수익성 악화

도표 82 Interactive Brokers 주요 사항

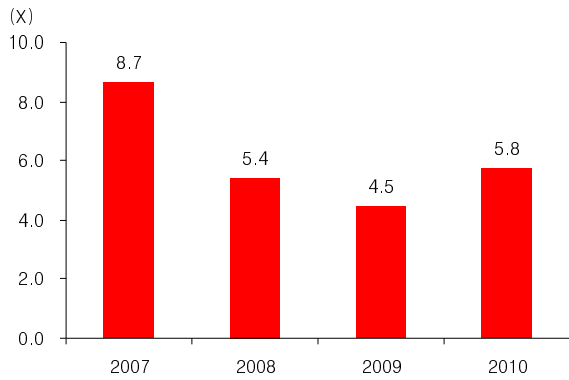
항 목	내 용
회사 개요	<ul style="list-style-type: none"> * 전산화된 market making 으로 온라인 트레이딩에 특화된 mini prime broker * 857명 임직원, 자기자본 \$4.2billion * 1977년 American Stock Exchange 에서 market making 을 시작으로 설립
핵심 사업	<ul style="list-style-type: none"> * Market Making(시장 조성): 전세계 620,000 개의 상장 증권에 bid-offer quotation(매수 매도 호가)를 지속적으로 공급하여 유리한 차익을 거둠 * Electronic Brokerage: 거래의 주문, 체결, 청산을 자동화된 시스템으로 최저 수수료를 제공
경쟁력	<ul style="list-style-type: none"> * 경쟁력을 갖춘 전산화 시스템 * 전세계 상장 증권의 10.2%를 커버하는 범위의 경제 확보 * 특정 증권의 매수-매도 호가를 분석하여, 수 초 내에 형성될 균형점을 예측 → 작은 규모의 거래를 지속 성사시킴으로써 유리한 차익을 실현하는 시장 조성 기능
다양한 고객 집단	<ul style="list-style-type: none"> * 특정 고객이 전체 수수료수익의 2%를 초과하지 않을 만큼 다양한 고객을 형성 * 19 개국, 90 개의 거래소와 연계되어, 다양한 상품 군과 고객 군을 동시에 확보
위험 요인	<ul style="list-style-type: none"> * 디스카운트 브로커가 시장 지배력을 확대(E-trade, Charles Schwab 등) * 대형 투자은행이 온라인 플랫폼으로 공격적 마케팅을 강화 (Goldman Sachs 의 REDiPlus business, Morgan Stanley 의 Passport business 등) * 시장 조성 과정에서 자기자본 투자가 요구되며, 변동성 확대 구간에서 시장리스크 발생

자료: Interactive Brokers, 유진투자증권



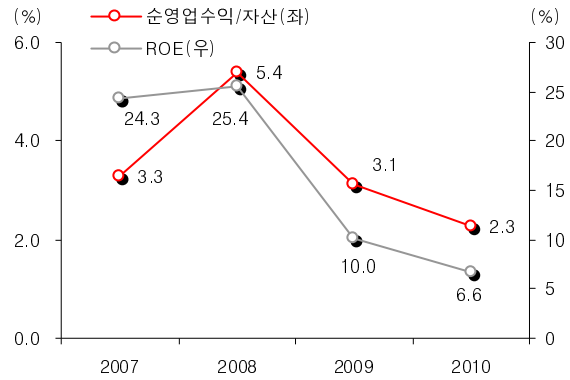
- 2009년 이후 Interactive Brokers 수익 지표 악화
- 시장조성(Market Making) 환경 악화, 레버리지 축소, 이자이익 감소 등의 결과가 지표로 확인

도표 83 Interactive Brokers: 부채비율



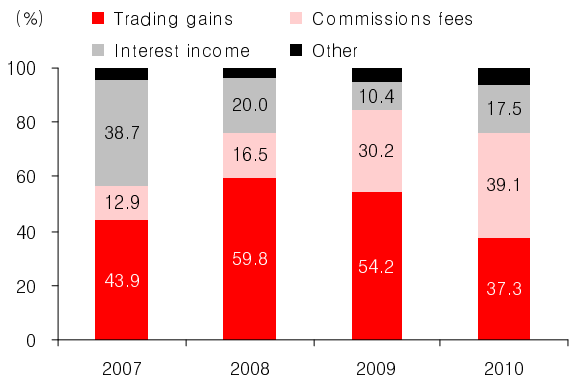
자료: Interactive Brokers, 유진투자증권

도표 84 Interactive Brokers: 수익성



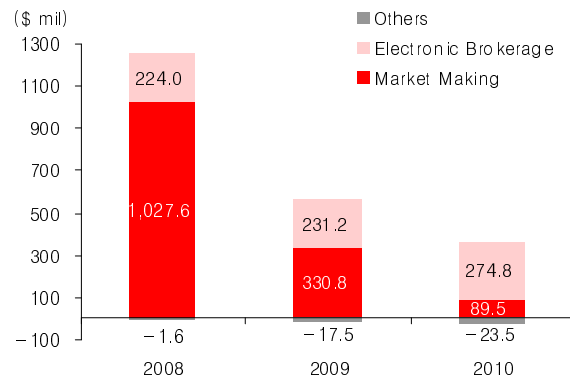
자료: Interactive Brokers, 유진투자증권

도표 85 Interactive Brokers: 순영업수익 구성



자료: Interactive Brokers, 유진투자증권

도표 86 Interactive Brokers: 2대 비즈니스 수익

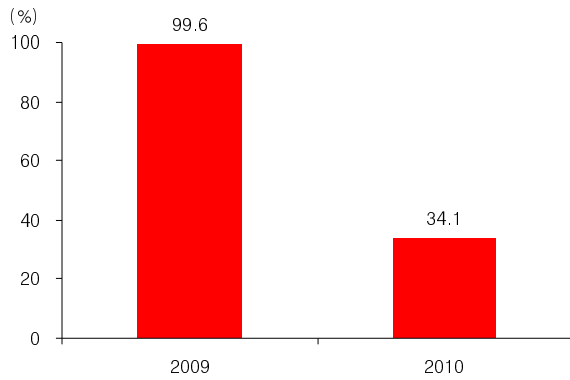


자료: Interactive Brokers, 유진투자증권



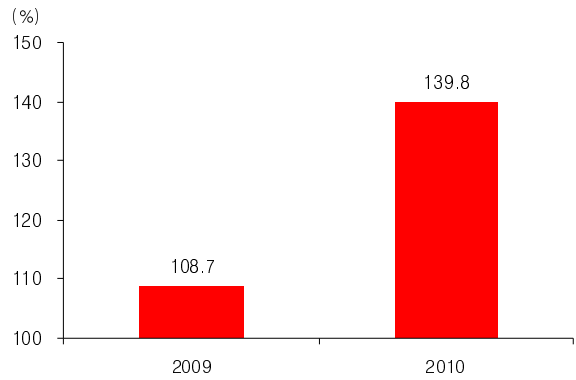
- 자본 대비 차입증권 비율은 하락, 자본 대비 대여증권 비율은 상승
- 고객의 증권자산 보유액 대비 연간 수수료수익 비율은 1.2~1.5%로 추산

도표 87 자본 대비 차입(borrowed)증권 비율



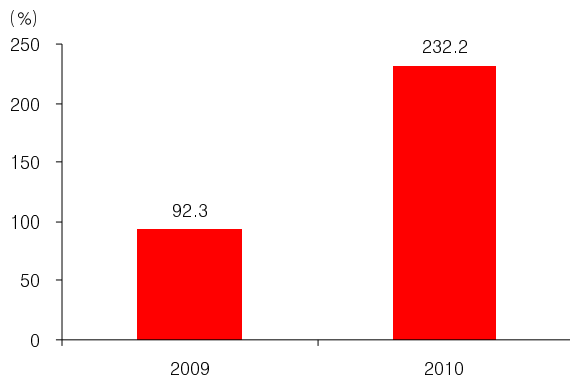
자료: Interactive Brokers, 유진투자증권

도표 88 자본 대비 대여(lending)증권 비율



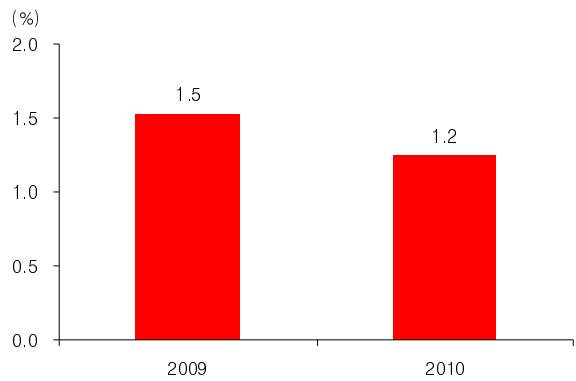
자료: Interactive Brokers, 유진투자증권

도표 89 자본 대비 고객 신용공여 비중



자료: Interactive Brokers, 유진투자증권

도표 90 고객 증권자산 대비 연간 수수료수익 비율



자료: Interactive Brokers, 유진투자증권



- 글로벌 금융위기, 유럽 재정위기를 겪으며 Interactive Brokers PBR은 1.0X 미만으로 하락
- 2007년 상장 이후 평균 PER은 15.2X

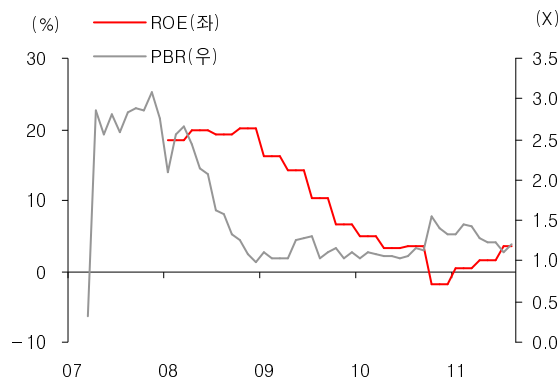
도표 91 Interactive Brokers Balance Sheet(2010)

(단위: 백만 달러)

자산	금액	부채 및 자본	금액
Cash and cash equivalents	1,354	Trading liabilities	6,125
Cash and securities—segregated for regulatory purposes	7,888	- financial instruments sold but not yet purchased, at fair value	1,659
Securities borrowed	3,292	Securities loaned	187
Securities purchased under agreements to resell	336	Short-term borrowings	187
Trading assets, at fair value:		Other payables:	
Financial instruments owned	5,420	Customers	15,060
Financial instruments owned and pledged as collateral	2,001	Brokers, dealers and clearing organizations	248
Other receivables:		Payable to affiliate	284
Customers	6,973	Accounts payable, accrued expenses and other liabilities	409
Brokers, dealers and clearing organizations	732	Interest	7
Receivable from affiliate	1	Senior notes payable	194
Interest	18	Senior secured credit facility	100
Other assets	479	Total Liabilities:	24,278
Total assets	28,498	Equity:	4,220

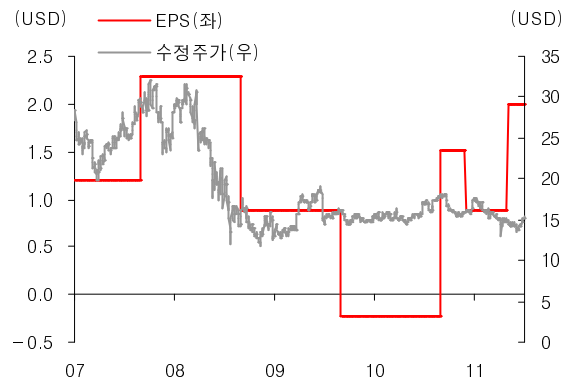
자료: Interactive Brokers 2010, 유진투자증권

도표 92 Interactive Brokers: ROE PBR



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 93 Interactive Brokers: 평균 PE 15.2X



자료: Bloomberg, 유진투자증권



Penson

- 청산(clearing), 결제(settlement) 및 거래 집행(execution)에 특화된 Prime Broker
- 청산(clearing) 부문 미국 No.2, 호주/캐나다/영국 No.1

도표 94 Penson 주요 사항

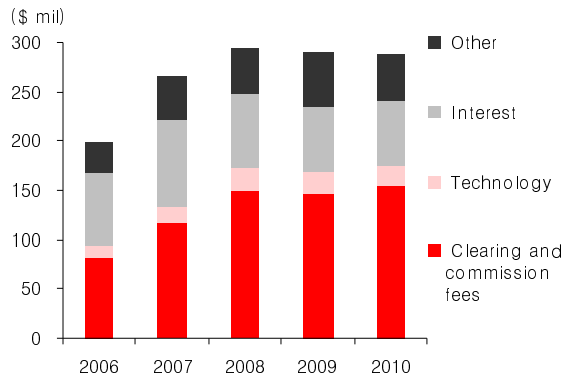
항 목	내 용
회사 개요	<ul style="list-style-type: none"> * 청산, 결제 및 거래 집행에 특화된 mini prime broker, 임직원 985 명, 자기자본 3 천억원 규모 * 청산(clearing) 부문 미국 No.2, 호주/캐나다/영국 No.1 * 1995 년 설립, 전세계 430 개의 거래대행회사 역할
핵심 사업	<ul style="list-style-type: none"> * 거래 집행(execution), 청산(clearing), 결제(settlement), 수탁(custody), Trading Technology * 청산 결제 수수료가 전체 수익의 53%
경쟁력	<ul style="list-style-type: none"> * 범위의 경제와 규모의 경제를 동시 확보 * 최적의 전산 솔루션 * 고객 니즈를 맞춘 서비스의 다양성 * broker-dealer 로부터 차입한 증권을 다른 broker-dealer 에게 대여하는 conduit activities
산업 동향	<ul style="list-style-type: none"> * 아웃소싱 활용도 증가 → 청산 및 결제를 제 3 기관에 맡겨 거래의 투명성을 강화 * 다양한 시장 거래 증가 → 상품간 국가간 거래의 다양화로 청산 결제의 중요성 부각 * 보고 시스템 중시 → 실시간으로 계정 및 마진(margin) 상황을 보고하여 리스크 관리
위험 요인	<ul style="list-style-type: none"> * 대형 투자은행의 인프라 구축 (Goldman Sachs 의 Execution & Clearing L.P, BNY 의 Pershing LLP, Fidelity 의 National Financial Services LLP, JR Obrien & Associates LLC 등) * 상위 고객 의존도가 높음: 상위 10 대 고객이 수익의 26%를 차지 * 단기금리 하락 시 실적 악화: federal funds rate 25bp 하락 시 → 분기 \$1.3million 세전이익 감소 (자금 조달과 신용공여의 마진이 축소되어 이자이익 감소)

자료: Penson, 유진투자증권



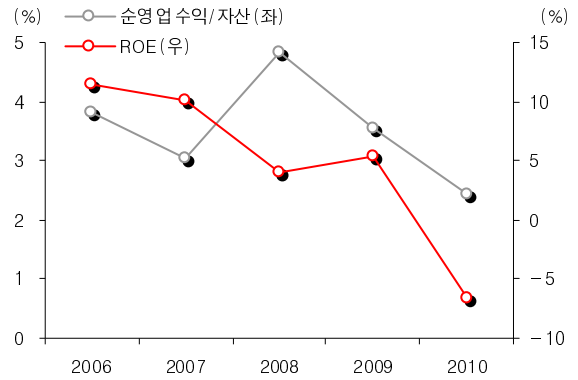
- 2008년 이후 수익 정체 vs 인건비, 전산비, 통신 및 정보처리 비용 증가 → 2010년 적자 전환
- 대차 및 신용공여 증가, 그러나 이자마진 하락으로 이자이익 감소

도표 95 Penson: 주요 수익 구성



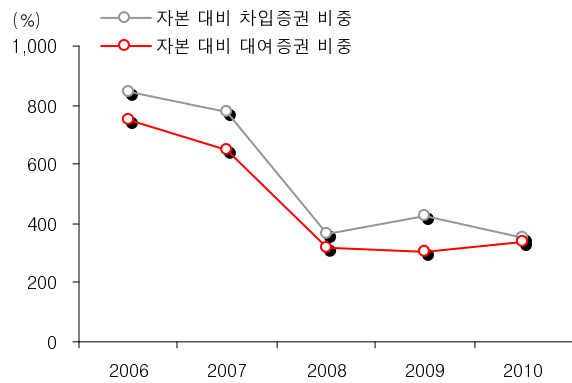
자료: Penson, 유진투자증권

도표 96 Penson: 수익성



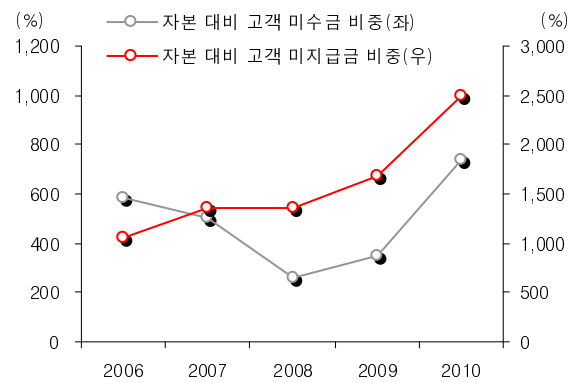
자료: Penson, 유진투자증권

도표 97 Penson: 자본 대비 차입-대여증권 비중



자료: Penson, 유진투자증권

도표 98 Penson: 자본 대비 미수금-미지급금 비중



자료: Penson, 유진투자증권



- 글로벌 금융위기, 유럽 재정위기를 겪으며 ROE 하락, Penson PBR은 1.0X 미만으로 하락
- 2006년 이후 평균 PER 20.6X

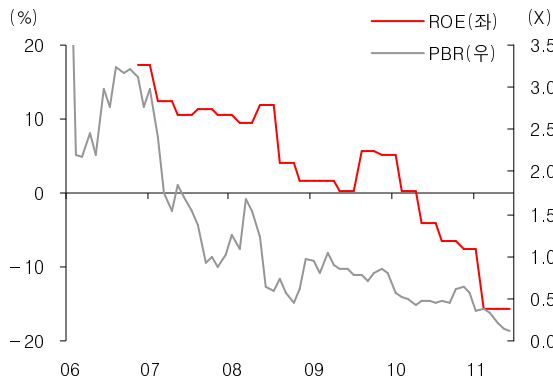
도표 99 Penson Balance Sheet(2010)

(단위: 백만 달러)

자산	금액	부채 및 자본	금액
Cash and cash equivalents	138	Payable to broker-dealers and clearing organizations	128
Cash and securities — segregated under regulations	5,407	Payable to customers	7,498
Receivable from broker-dealers and clearing organizations	257	Payable to correspondents	469
Receivable from customers	2,209	Short-term bank loans	338
Receivable from correspondents	129	Notes payable	259
Securities borrowed	1,050	Securities loaned	1,015
Securities owned, at fair value	201	Securities sold, not yet purchased, at fair value	115
Deposits with clearing organizations	423	Accounts payable, accrued and other liabilities	127
Property and equipment	37	Total liabilities	9,953
Other assets	399	Equity:	301
Total assets	10,254		

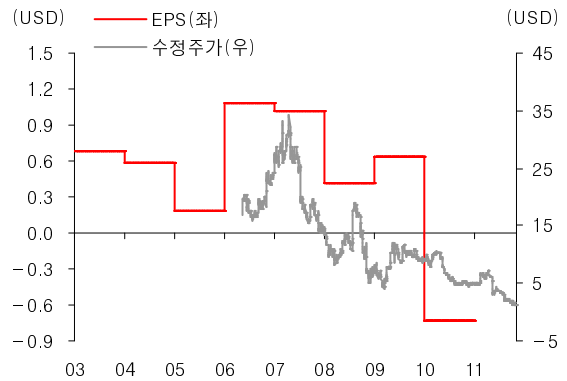
자료: Penson 2010, 유진투자증권

도표 100 Penson: ROE PBR



자료: Penson, 유진투자증권

도표 101 Penson: 평균 PE 20.6X



자료: Penson, 유진투자증권



Jefferies

- IB, 자산관리 등 일반적인 종합 투자은행 비즈니스

도표 102 Jefferies 주요 사항

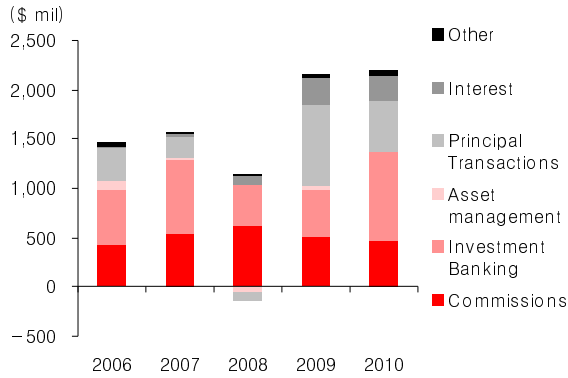
항 목	내 용
회사 개요	<ul style="list-style-type: none"> * 1962 년 설립, 임직원 3,084 명, 자기자본 \$2.5billion 규모 * Capital Market 과 자산관리 두 비즈니스 파트(일반적인 종합 투자은행)
핵심 사업	<ul style="list-style-type: none"> * Capital Market <ul style="list-style-type: none"> - Equity Research & Sales and Trading: 운용 전략, 리스크 관리, 기업 분석(1,200 개 coverage) 등 - 청산, 결제, 신용 공여, 증권 대여 등 일반적인 prime brokerage service - 'matched book' business: 한 거래처에서 빌려서 다른 거래처로 대여 - Investment Banking: 인수 자문, IPO 등 * Asset Management <ul style="list-style-type: none"> - 리테일 펀드 판매
영업 성과	<ul style="list-style-type: none"> * 자산 대비 순영업수익의 수익성 비율 5% 이상, ROE 10% 상회(PI 손실 제외 시) * 2010 년 판관비율(판관비/순영업수익) 81%, 판관비 중 인건비 71%로 비용 부담 * 2010 년 증권 차입 비율: 자기자본의 329%, 증권 대여 비율: 자기자본의 126% * 2010 년 자본 대비 미수금 비율: 163%, 미지급금 비율: 226%
위험 요인	<ul style="list-style-type: none"> * 약세장에서의 수수료 감소 및 spread 축소, 자기매매 손실(2008 년 경험) * 경쟁 요인 다양화: 투자은행 뿐만 아니라 상업은행 경쟁, 신기술 도입

자료: Jefferies, 유진투자증권



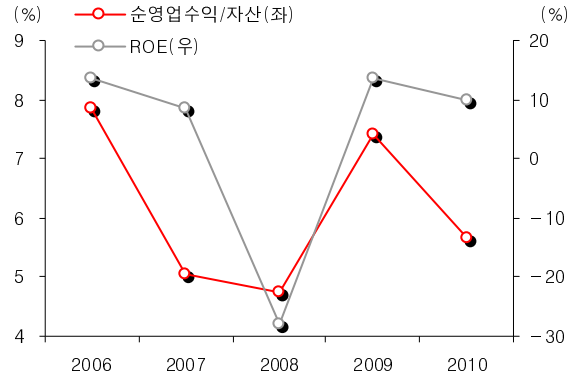
- 일반적인 종합 투자은행의 비즈니스 모델
- 자산 대비 순영업수익의 수익성 비율 5% 이상

도표 103 Jefferies 주요 수익 구성



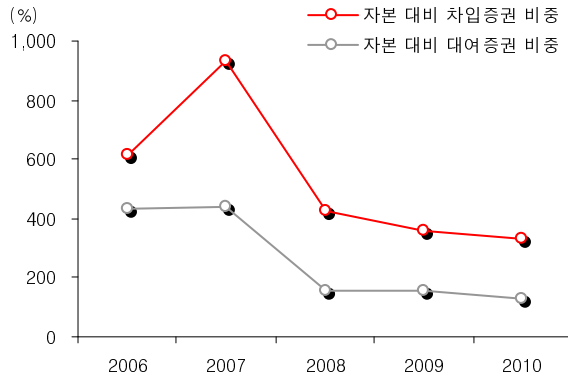
자료: Jefferies, 유진투자증권

도표 104 Jefferies 수익성



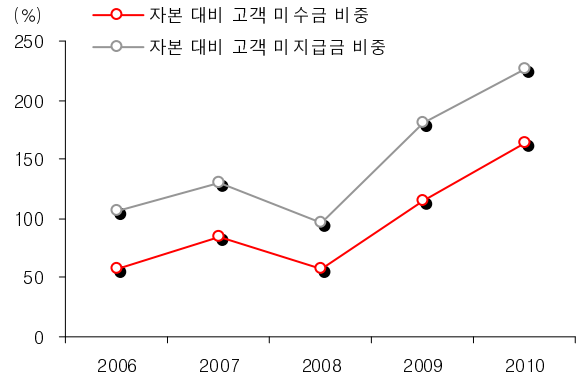
자료: Jefferies, 유진투자증권

도표 105 Jefferies 자본 대비 차입-대여증권 비중



자료: Jefferies, 유진투자증권

도표 106 Jefferies 자본 대비 미수금-미지급금 비중



자료: Jefferies, 유진투자증권



- 글로벌 금융위기, 유럽 재정위기를 겪으며 ROE 하락, PBR 1.0X 미만으로 하락
- 2000년 이후 평균 PER 16.4X

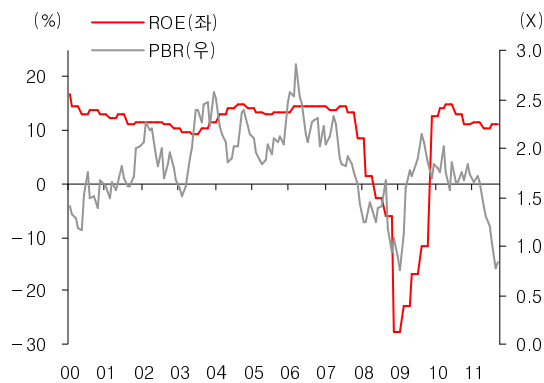
도표 107 Jefferies Balance Sheet(2010)

(단위: 백만 달러)

자산	금액	부채 및 자본	금액
Cash and cash equivalents	2,189	Financial instruments sold, not yet purchased	9,110
Cash and securities for regulatory purposes	1,637	Securities loaned	3,109
Financial instruments owned, at fair value	15,942	Securities sold under agreements to repurchase	10,684
Investments in managed funds	132	Obligation to return securities received as collateral	49
Other investments	220	Payables	0
Securities borrowed	8,153	Brokers, dealers and clearing organizations	1,885
Securities purchased under agreements to resell	3,252	Customers	3,716
Securities received as collateral	49	Accrued expenses and other liabilities	1,143
Receivables:		Long-term debt	3,779
Brokers, dealers and clearing organizations	2,550	Mandatorily redeemable convertible preferred stock	125
Customers	1,328	Mandatorily redeemable preferred interest	316
Fees, interest and other	166	Total liabilities	33,916
Premises and equipment	143	Equity	2,811
Goodwill	365		
Other assets	602		
Total assets	36,727		

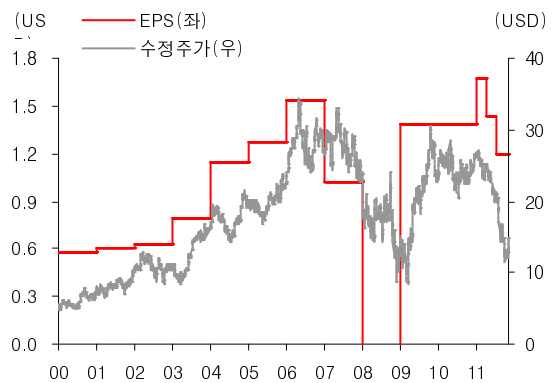
자료: Jefferies 2010, 유진투자증권

도표 108 Jefferies: ROE PBR



자료: Jefferies, 유진투자증권

도표 109 Jefferies: 평균 PE 16.4X



자료: Jefferies, 유진투자증권



Investment Technology

- 포트폴리오 거래 집행 전후의 리서치에 특화 → 데이터 및 솔루션 제공
- 포트폴리오 관리, 컴플라이언스 준수, 리스크 관리, 거래비용 절감 등 실제 운용상의 필요한 서비스 제공

도표 110 Investment Technology 주요 사항

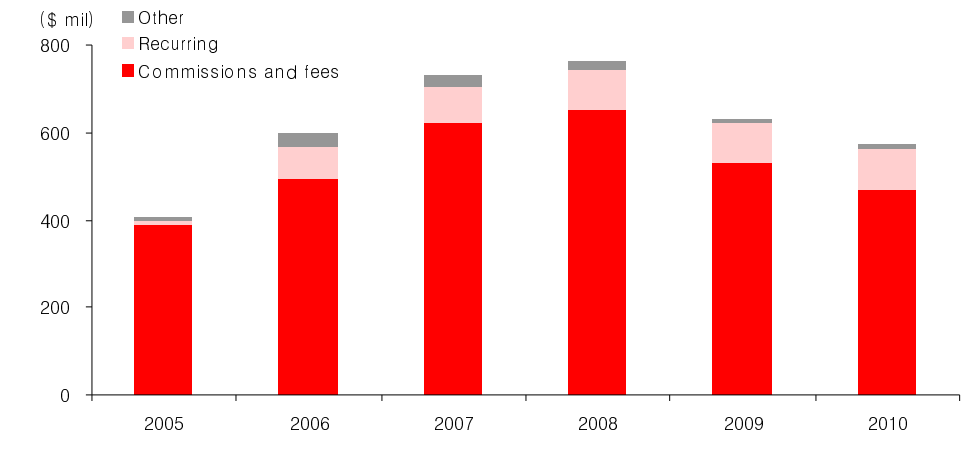
항 목	내 용
회사 개요	<ul style="list-style-type: none"> * 1983 년 설립, 임직원 1,186 명, 자기자본 1 조원 규모 * 리서치 + 법인 영업에 특화된 비즈니스(independent agency research broker) * 리서치, 운용 전략, 리스크 관리, 컴플라이언스, 성과 관리 등 매니저 중심 서비스 제공
핵심 사업	<ul style="list-style-type: none"> * Investment Research: 고객 맞춤형 자료 분석 * Portfolio Management: 포트폴리오 구성 및 최적화에 필요한 의사결정 사항 지원 (글로벌 컴플라이언스 준수, 마켓 타이밍, 세금 효과, 거래 비용 계산, 통-숫 대상 검색 등) * 거래 전 분석: 포트폴리오 및 리스크 분석을 거래 전에 미리 제공하여 예측/리스크 관리/비용 절감에 기여 (pre-trade analysis tool: 예상 거래 및 기회 비용 측정 _ 변동성, 스프레드, 거래 기간, 거래량 등) * Trading 솔루션: 다양한 거래 시장 접근성, 유동성, 익명성 제공 * Post-trade 솔루션: 효율적 청산 결제, 비용 및 성과 분석
경쟁력	<ul style="list-style-type: none"> * 리서치: 거래 전 후 시장 및 포트폴리오 데이터를 고객에 맞게 제공 * 솔루션: 알고리즘, 매매시스템, 리스크 관리 등
산업 동향	<ul style="list-style-type: none"> * 신용공여 증거금 상향 → 자금 조달의 부담 요인 * 경쟁사의 수수료 인하 경향(특히 고마진 영역에서) * 신규 시장 진입자의 공격적 마케팅 * 단순 agency에서 점차 자기자본 투자로 서비스 영역 확대
위험 요인	<ul style="list-style-type: none"> * Active 펀드의 거래량 감소 * 증권 가치의 하락: 북미 지역은 거래량 기준, 그 외 지역은 거래대금 기준으로 수수료를 부과 * 거래 수수료율의 하락: 자동화 거래시스템 확산 및 수수료 경쟁 심화로 수수료율 하락 지속 전망 * 고정비 부담 확대: 수익은 감소 중이나, 인프라 투자는 증가 * 영업권 상각 부담: 2010 영업권 \$468.5million(자기자본의 54% 해당), 실적 악화 요인 * 경쟁사의 기술 진보, 시스템 오류, 시스템 용량 부족 등

자료: Investment Technology, 유진투자증권



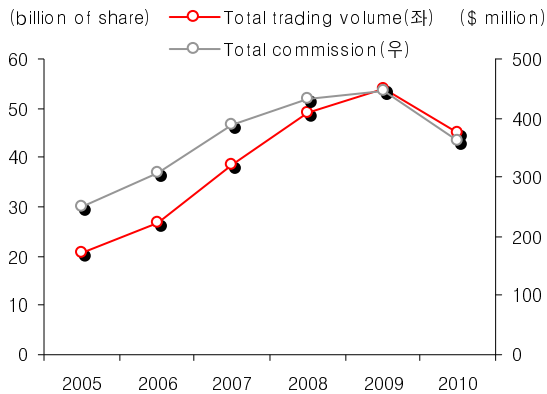
- 전체 수익 중 거래수수료 비중 83%
- 거래량 및 거래 수수료율 하락 + 비용 부담 → ROE 하락
- 주문 거래량의 감소 & 거래 수수료율 하락
(주당 거래 수수료율_average commission rate per share (\$): 2005년 0.0122 → 2010년 0.0081)

도표 111 Investment Technology: 주요 수익 구성



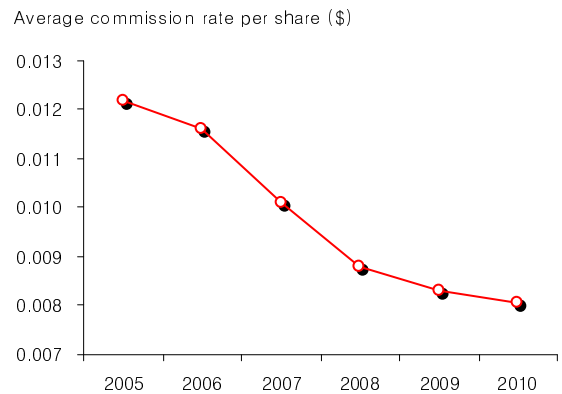
자료: Investment Technology, 유진투자증권

도표 112 Investment Technology: 거래량과 거래수수료



자료: Investment Technology, 유진투자증권

도표 113 Investment Technology: 평균 거래 수수료율

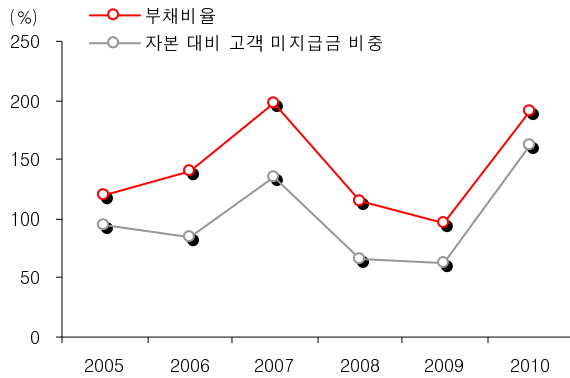


자료: Investment Technology, 유진투자증권



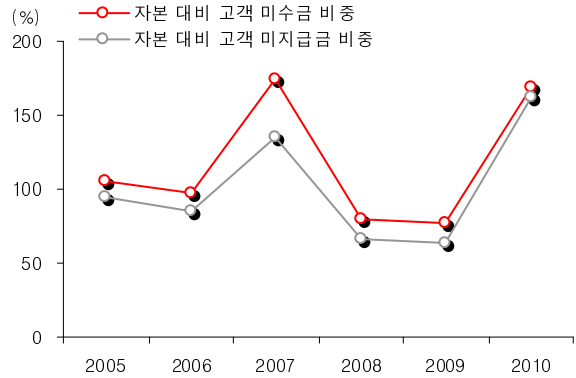
- 대차 서비스 의존도가 낮아 부채비율 250% 미만
- 자금 대여(margin lending)가 부채 및 자산의 대부분
- 수익은 정체되거나 판관비(인건비, 전산운영비 등)는 상승

도표 114 Investment Technology: 부채비율



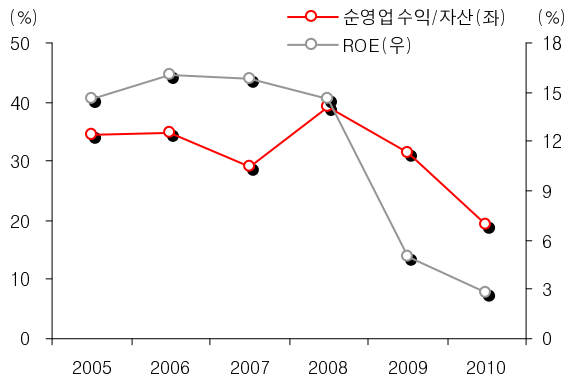
자료: Investment Technology, 유진투자증권

도표 115 Investment Technology: 자본 대비 미수금-미지급금 비중



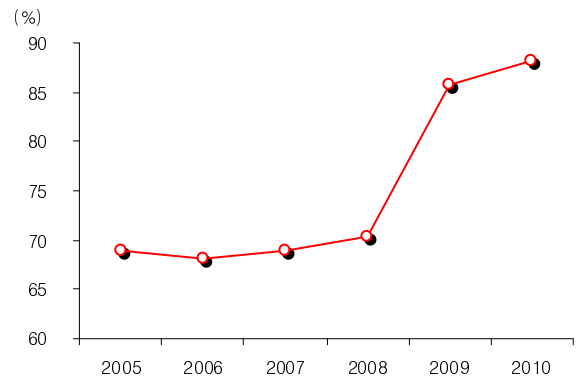
자료: Investment Technology, 유진투자증권

도표 116 Investment Technology: 수익성



자료: Investment Technology, 유진투자증권

도표 117 Investment Technology: 수정 판관비율



자료: Investment Technology, 유진투자증권

주: 수정 판관비율 = 판관비 / 순영업수익



- ROE 하락, PBR 1.0X 미만, ROE - PBR의 상관관계가 높으며 Band도 넓게 분포
- 2000년 이후 평균 PER 15.2X, 주가의 이익모멘텀이 강하게 작용

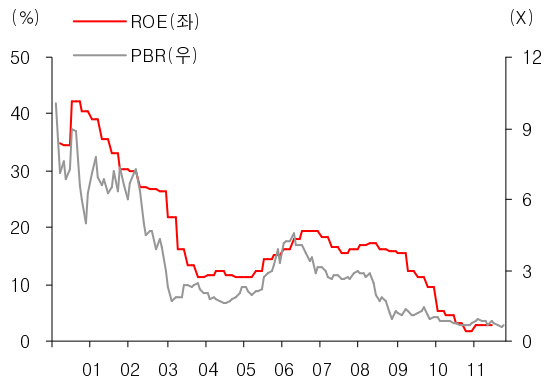
도표 118 Investment Technology Balance Sheet(2010)

(단위: 백만 달러)

자산	금액	부채 및 자본	금액
Cash and cash equivalents	317	Accounts payable and accrued expenses	195
Cash restricted or segregated under regulations and other	68	Short-term bank loans	0
Deposits with clearing organizations	14	Payables	1,411
Securities owned, at fair value	25	Payables to brokers, dealers and clearing organizations	1,139
Receivables	1,471	Payables to customers	272
Receivables from brokers, dealers and clearing organizations	865	Securities sold, not yet purchased, at fair value	19
Receivables from customers	606	Income taxes payable	16
Premises and equipment, net	34	Deferred taxes	19
Capitalized software, net	62	Long term debt	0
Goodwill	468	Total liabilities	1,660
Total assets	2,530	Equity	870

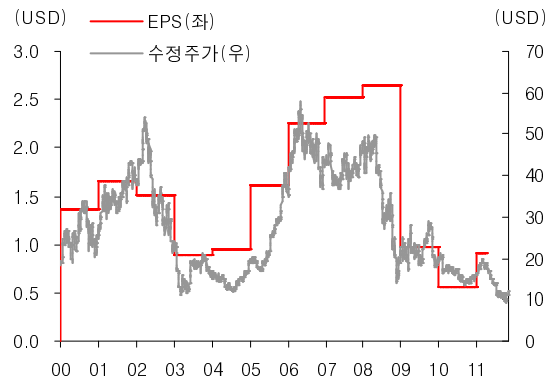
자료: Investment Technology 2010, 유진투자증권

도표 119 Investment Technology: ROE PBR



자료: Investment Technology, 유진투자증권

도표 120 Investment Technology: 평균 PE 15.2X



자료: Investment Technology, 유진투자증권