

사모펀드 ESG 공시는 펀드레이징을 촉진하는가?

2023년 11월 17일(금)

부산대학교 경영대학
박희진

연구배경 및 목적

- 글로벌 사모주식(Private Equity Funds) AUM은 2020년 말 \$4.4조를 넘어섰으며, 2025년에는 거의 두 배(\$9조)로 성장할 것으로 예상(Joyce, 2020)
- ESG 실사 등을 통해 투자 의사 결정에 ESG를 적극적으로 반영하는 투자자들도 증가하였으며, 임팩트 투자 전략을 추구하는 사모펀드들도 계속해서 증가하는 추세
- 글로벌 사모주식시장의 급속한 성장과 ESG에 관한 투자자의 관심에도 불구하고 사모펀드의 ESG 관련 정보공개는 그동안 매우 제한적 (공시 의무에서 제외)
- 최근 사모펀드의 ESG 정보 제공과 공시에 대한 논의가 학문 영역 뿐만 아니라 정책 영역에서도 전 세계적으로 활발히 이루어짐
 - 2021년 3월 10일부터 발효된 EU의 **지속가능 금융공시규제(Sustainable Finance Disclosure Regulation: SFDR)**는 EU 내의 사모펀드를 포함한 모든 펀드는 투자 자산의 지속가능성 위험 (Sustainability risks) 및 해당 투자가 사회와 지구에 미치는 영향에 대한 정보를 웹사이트에 의무적으로 공시하도록 함
 - 2022년 5월 SEC는 그린워싱 방지를 위해서 펀드가 자산의 80%이상을 펀드이름과 일치하는 방식으로 투자하도록 하고 이를 공시하도록 하는 **“Names Rule”**을 발표

연구배경 및 목적

- 사모시장의 급속한 성장과 ESG에 대한 투자자의 적극적인 관심에도 불구하고, 사모펀드를 대상으로 한 ESG 공시 관련 연구는 제한적
- 소수의 연구가 사모펀드의 ESG 공시가 결과적으로 ESG 활동으로 이어지는지 혹은 ESG 공시를 결정하는 요인이 무엇인지를 검증
 - Abraham et al. (2022)은 GP의 과거 웹사이트에 사용된 ESG 관련 용어를 자발적인 ESG 공시의 척도로 이용하여, GP의 자발적 ESG 공시 수준이 높을수록 ESG를 고려한 투자 전략을 추구하고 ESG 활동(activity) 수준이 높다고 주장
 - Ceccarelli et al. (2023)은 UN PRI의 Reporting & Assessment (R&A) score를 ESG 공시의 척도로 이용하여, ESG 공시 수준이 높은 GP일수록 뮤추얼펀드로부터 자금 유입을 더 많이 받는다는 사실을 발견
 - Boni et al. (2022)는 Preqin의 ESG Transparency database를 이용하여 규모가 더 크고, 더 오래되고, 최근 펀드레이징을 하고, 유럽에 본사를 둔 GP일수록 ESG 공시 수준이 높다는 것을 발견
 - Campbell et al. (2023)은 사모펀드 브로셔를 이용하여 환경관련공시 수준이 높을수록 GP가 신규펀드를 조성할 가능성이 낮다는 것을 발견
- 본 연구는 ESG 공시가 사모 시장에 미치는 다양한 영향 중, 특히 펀드레이징에 초점을 두고 분석을 한다는 점에서 선행연구와 차이

선행연구

ESG 공시 효과 및 결정요인

- Dhaliwal et al. (2011)은 자발적인 ESG 공시는 기업의 자본비용을 감소시키며, Matsumura et al. (2014)과 Grewal et al. (2019)은 주식시장에서 반영되는 온실가스배출정보 공시효과를 입증
- Christensen et al. (2021)은 여러 선행연구들을 토대로 자본비용, 자산가격(주가), 의사결정, 유동성 등 여러 측면에서 ESG 공시 효과를 확인
- 최근 ESG 공시관련 연구는 공시는 LP 와 GP 간의 정보비대칭 문제를 해소하는 수단이 됨을 입증함
 - Abraham et al. (2022), Ceccarelli et al. (2023), Boni et al. (2022), Campbell et al. (2023)

펀드레이징 결정요인

- 선행연구에 따르면 시장의 요인과 GP의 특성요인이 펀드레이징에 영향을 미침
 - 시장의 규제(Cumming & Zambelli, 2013), 주식시장 성과(Huson et al., 2009), GP의 평판과 투자 경험, 과거 성과, IPO 경험(Gompers, 1996; Gompers & Lerner, 1998; Cumming et al., 2005), GP의 투자단계, 위치, 특정 산업이나 섹터에 대한 전문성(Gejadzea et al., 2017)
 - 사모펀드의 중간성과(Interim performance)가 후속펀드(Follow-on funds)의 펀드레이징에 영향을 미침(Chung et al., 2012; Hochberg et al., 2014; Barber & Yasuda, 2017)와 더불어, GP의 성과목표 달성 여부가 GP의 새로운 펀드레이징에 영향을 미침(Lerner et al., 2007)

연구가설 1

- GP의 ESG 공시는 LP와 GP간의 정보비대칭을 해소하여 보다 효율적인 자본배분에 기여할 수 있음
- LP 입장에서 장기 & 비유동적인 사모펀드에서 ESG 요소는 적극적으로 관리해야 할 위험요인
- 전 세계적으로 상장기업들의 ESG 공시 의무화 추세를 고려한다면, 포트폴리오 기업 경영에 적극적으로 관여하는 사모투자자에게 ESG는 기회요인
- GP가 ESG 요소를 적극적으로 관리하고 있다는 신호는 LP에게 우호적인 인상을 줄 수 있으며, 지속가능한 투자에 초점을 맞추고 있는 글로벌 LP로부터 더욱 많은 자금을 배분 받을 가능성을 높일 수 있을 것임
- 반면, GP의 ESG공시는 정보비대칭을 줄이기보다는 규제를 준수하거나 소송비용을 줄이기 위한 동기가 더 클 수도 있음
- LP는 GP의 투자활동에 대한 내부정보에 접근할 수는 있는 "Accredited investor", 즉 Sophisticated한 투자자이므로 스스로 원하는 정보를 GP로부터 얻으면서 정보비대칭을 해소할 수 있음 (이로 인해 SEC가 제한된 공시규정을 적용)

→ ***GP의 ESG 공시수준은 펀드레이징에 영향을 미치지 않을 것이다.***

연구가설 2

- 자본시장에서 자산소유자는 책임투자를 선도해왔으며, GP는 ESG 투자에 자산을 할당하려는 투자자들의 요구에 부응하기 위해 후행적으로 따라왔음(Preqin, 노정희, 2022)
- Ceccarelli et al.(2023)에 따르면 뮤추얼펀드 투자자들은 우수한 ESG 관행을 공시한 기관투자자들에게 더 많은 자산을 배분하고, UN PRI의 ESG 점수가 높은 PRI 서명기관일수록 ESG 성과가 좋은 기업에 투자하는 경향이 있음을 발견
- 따라서 실질적으로 책임투자를 이행하는 LP들이 ESG에 적극적인 GP에게 더 많은 투자를 할 수 있음
- 반면, 가설1과 같은 논리로, LP는 GP의 투자활동에 대한 내부정보에 접근할 수는 있는 "Accredited investor", 즉 Sophisticated한 투자자이므로 스스로 원하는 정보를 GP로부터 얻으면서 정보비대칭을 해소할 수 있음

→ GP의 ESG 공시수준과 펀드레이징 관계는, LP의 ESG 공시수준에 따라서 차이가 없을 것이다.

연구기여

- 지속가능성을 고려한 투자의사결정을 하기 위해서는 투자 대상의 ESG 정보공개는 투자자에게 필수적이거나, 공시 의무가 없는 사모펀드의 ESG 관련 정보공개는 매우 한정적
 - BlackRock의 CEO Larry Pink는 2021년 11월 26차 유엔기후변화협약 당사국총회(Conference of the Parties: COP26)에서 사모펀드 시장에서의 ESG 정보 부재에 관해, **"이는 오염자산이 숨을 수 있는 일종의 지하세계를 제공해주는 셈이라고 비판한 바 있음**
- 사모투자(PE) 펀드의 경제적 중요성이 커짐에 따라 업계에 더 많은 규제가 필요한지 여부에 대한 논쟁이 심화되고 있습니다. 업계에 더 많은 규제가 필요한지에 대한 논쟁이 심화되고 있음
- 사모펀드에서 공시가 자본형성(capital formation)에 어떤 영향을 미치는지는 중요한 주제임에도 불구하고 그동안 많이 다루어 지지 않았음
 - Gaver et al. (2023)은 재무공시(financial reporting)가 새로운 펀드 형성(new fund formation)에 영향을 미친다는 증거를 찾지 못함
 - Jiang et al. (2023)는 GP의 위법행위공시(misconduct disclosure)은 GP의 펀드레이징 능력을 감소시킨다는 것 것을 발견함
- 이런 배경에서 본 연구에서는 성공적인 펀드레이징을 위해서 ESG 정보 제공과 공시가 효과적인 역할을 할 수 있는지를 검증하여 GP를 비롯한 사모 시장의 이해관계자들에게 유의미한 시사점을 제공할 것으로 기대

변수측정

ESG 공시수준

지표1: Preqin의 ESG transparency

- Preqin의 ESG transparency는 2020년부터 ESG 관련 주요 이니셔티브나 기관들이 제공하는 ESG 지표에 근거해서 중복성, 대표성, 사모시장과의 관련성, 측정가능성 등을 고려하여 산출
- GP의 ESG transparency는 37개의 지표로 구성되며, LP는 12개의 지표로 구성되는데, 핵심 ESG 사안에 대한 외부 공시 비중을 의미
- ESG transparency 점수가 높을수록 해당 기관이 주요한 ESG 사안에 대해 보다 투명하게 공시하고 있다고 해석

$$\text{Preqin's ESG Transparency} = \frac{\text{ESG core data disclosed}}{\text{Total ESG score data points}}$$

지표2: UNPRI의 Reporting & Assessment Survey Score

- UN PRI는 2014년부터 매년 Reporting & Assessment Survey를 실시하여 서명기관의 책임투자 원칙 구현 정도를 평가한 후 점수를 부여
- 값이 높을수록 평가대상기관이 UN PRI의 책임투자 관행을 보다 적절하게 구현하고 있다고 해석

변수측정

GP의 펀드레이징

Preqin의 fundraising database(final-closed between 2020 & 2022)

- GP가 펀드레이징을 보다 짧은 기간에 완료하고, 더 많은 금액을 모집할수록 동일 빈티지 내 다른 경쟁펀드 대비 투자대상 선점에서 있어 우위를 차지한다고 볼 수 있음
- 따라서 본 연구에서는 펀드레이징이 완료되는 데 걸리는 시간이 짧을수록, 목표금액 대비 모집금액이 클수록 펀드레이징 수준이 높은 것으로 간주
- 펀드가 타겟으로 하는 지역, 전략, 펀드규모를 기준으로 펀드들의 그룹을 나눈 후, 해당 그룹의 평균적인 펀드레이징 수준을 조정한 상대적인 펀드레이징 수준도 고려

$$FR1 = \ln(\# \text{ of days to final close}) * (-1)$$

$$= \ln(\text{final fundraising closing date} - \text{fundraising launch date}) * (-1)$$

$$FR2 = \ln(\# \text{ of days to final close} / \text{final closing fund size in million USD}) * (-1)$$

$$= \ln\{(\text{final fundraising closing date} - \text{fundraising launch date}) / \text{final fundraising closing size in million USD}\} * (-1)$$

$$FR3 = FR1 - (\text{Average of FR1 by asset class, industry, year, fund strategy, fund size})$$

$$FR4 = FR2 - (\text{Average of FR2 by asset class, industry, year, fund strategy, fund size})$$

Preqin의 ESG transparency

$$Fundraising_i = \alpha_0 + \alpha_1 GP's\ ESG\ Disclosure_i + \sum_{i=2}^n \alpha_i control\ variables_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$Fundraising_i = \alpha_0 + \alpha_1 GP's\ ESG\ Disclosure_i + \alpha_2 LP's\ ESG\ Disclosure_i + \alpha_3 GP's\ ESG\ Disclosure_i \times LP's\ ESG\ Disclosure_i + \sum_{i=4}^n \alpha_i control\ variables_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

UNPRI의 Reporting & Assessment Survey Score

$$Fundraising_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GP's\ ESG\ Disclosure_{i,t} + \sum_{i=2}^n \alpha_i control\ variables_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Fundraising_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GP's\ ESG\ Disclosure_{i,t} + \alpha_2 LP's\ ESG\ Disclosure_{i,t} + \alpha_3 GP's\ ESG\ Disclosure_{i,t} \times LP's\ ESG\ Disclosure_{i,t} + \sum_{i=4}^n \alpha_i control\ variables_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

표본구성

	Obs.
Total number of the private capital funds that closed their fundraising from 2020 to 2022	15,548
(less) Funds of GPs without ESG transparency information	(1,013)
(less) Natural resources private capital funds	(110)
(less) Real estate private capital funds	(1,963)
(less) Infra structure private capital funds	(503)
(less) Private debt funds	(827)
(less) Multi private capital funds	(57)
(less) Funds without information about fundraising launch date	(9,106)
(less) Funds without GP characteristics variables	(1,577)
Final dataset to examine the relationship between GP ESG and fundraising	392
(less) Funds of LPs without ESG transparency information	(136)
Final dataset to examine the relationship between GP-LP ESG and fundraising	256

기술통계

	N	mean	sd	p1	p25	p50	p75	p99
FR1	394	-6.04	0.94	-7.37	-6.69	-6.31	-5.56	-1.95
FR2	394	-0.16	1.84	-4.47	-1.38	-0.28	1.08	4.01
FR3	394	-0.09	0.77	-1.61	-0.58	-0.15	0.20	2.86
FR4	394	0.05	1.09	-2.14	-0.58	0.00	0.49	3.20
ESG_GP	394	0.48	0.29	0.03	0.19	0.50	0.70	0.97
ESG_LP	257	0.31	0.25	0.00	0.11	0.29	0.45	1.00
RET	394	1.79	0.69	0.76	1.45	1.60	1.95	5.06
AGE	392	26.13	16.26	2.00	16.00	23.00	34.00	84.00
GP_SIZE	394	7.82	2.55	1.00	7.00	9.00	10.00	10.00
LISTED	394	0.07	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
WOMEN	394	0.05	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
MINORITY	394	0.02	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
VINTAGE	394	2020	1	2017	2019	2020	2021	2022
Fund SIZE	394	5.88	1.53	2.12	4.95	5.80	6.85	9.56
T BILL	394	0.53	1.08	0.00	0.03	0.07	0.17	4.26
S&P500	394	0.83	5.45	-12.51	-2.77	2.22	4.36	10.75

가설1 검증: GP's ESG & Fundraising

Variable characteristics	Independent variable	Dependent variable			
		FR1 (1)	FR2 (2)	FR3 (3)	FR4 (4)
Main	ESG_GP	-0.30 (0.15)	-0.30 (0.15)	-0.24 (0.18)	-0.14 (0.58)
GP Characteristics control	AGE	-0.00 (0.13)	-0.00 (0.13)	-0.00 (0.37)	-0.00 (0.42)
	GP SIZE	0.03** (0.05)	0.03** (0.05)	0.02* (0.08)	-0.01 (0.62)
	RET	0.12*** (0.01)	0.12*** (0.01)	0.11** (0.02)	0.11 (0.15)
	LISTED	0.12 (0.46)	0.12 (0.46)	0.08 (0.60)	0.38 (0.10)
	WOMEN	0.28 (0.36)	0.28 (0.36)	0.52* (0.06)	0.65** (0.05)
	MINORITY	-0.55*** (0.00)	-0.55*** (0.00)	-0.36 (0.18)	-0.25 (0.52)
	Firm Type	YES	YES	YES	YES
	Ownership	YES	YES	YES	YES
	Region	YES	YES	YES	YES
	Fund Characteristics control	VINTAGE	0.57*** (0.00)	0.57*** (0.00)	0.45*** (0.00)
Fund SIZE		-0.04 (0.24)	0.96*** (0.00)	-0.04 (0.31)	0.30*** (0.00)
Strategy		YES	YES	YES	YES
Asset class		YES	YES	YES	YES
Industry		YES	YES	YES	YES
Market Characteristics control	Year	YES	YES	YES	YES
	T-Bill	-0.03 (0.56)	-0.03 (0.56)	0.03 (0.44)	0.05 (0.42)
Market Characteristics control	SP500	-0.01 (0.44)	-0.01 (0.44)	-0.00 (0.63)	-0.00 (0.79)
	Number of Observations	392	392	392	392
	Adj. R2	0.54	0.88	0.41	0.41

가설2 검증: GP and LP's ESG & Fundraising

Variable characteristics	Independent variable	Dependent variable			
		FR1 (1)	FR2 (2)	FR3 (3)	FR4 (4)
Main	ESG_GP	-0.13 (0.70)	-0.13 (0.70)	-0.07 (0.83)	0.04 (0.93)
	ESG_GP_LP	0.47 (0.52)	0.47 (0.52)	0.08 (0.92)	-0.25 (0.79)
	ESG_LP	-0.32 (0.47)	-0.32 (0.47)	-0.03 (0.95)	-0.10 (0.85)
GP Characteristics control	AGE	-0.00 (0.26)	-0.00 (0.26)	-0.00 (0.31)	-0.00 (0.71)
	GP SIZE	0.01 (0.50)	0.01 (0.50)	0.00 (0.89)	-0.05 (0.12)
	RET	0.12** (0.05)	0.12** (0.05)	0.13** (0.03)	0.09 (0.41)
	LISTED	-0.07 (0.66)	-0.07 (0.66)	-0.02 (0.92)	0.23 (0.31)
	WOMEN	-0.01 (0.98)	-0.01 (0.98)	0.27 (0.25)	0.55 (0.10)
	MINORITY	-0.32 (0.25)	-0.32 (0.25)	-0.42 (0.20)	-0.29 (0.58)
	Firm Type Ownership Region	YES YES YES	YES YES YES	YES YES YES	YES YES YES
Fund Characteristics control	VINTAGE	0.54*** (0.00)	0.54*** (0.00)	0.48*** (0.00)	0.49*** (0.00)
	size	0.04 (0.52)	1.04*** (0.00)	0.01 (0.91)	0.57*** (0.00)
	Strategy	YES	YES	YES	YES
	Asset class	YES	YES	YES	YES
	Industry	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	
Market Characteristics control	T-Bill	0.04 (0.51)	0.04 (0.51)	0.09 (0.17)	0.11 (0.31)
	SP500	-0.01 (0.49)	-0.01 (0.49)	-0.01 (0.54)	-0.01 (0.48)
Number of Observations		256	256	256	256
Adj. R2		0.58	0.89	0.45	0.55

향후계획

- UN PRI S&A database를 ESG 공시 proxy로 이용시 Preqin 데이터와 merge하여 최소 5년 이상의 패널데이터 구축하여 분석
- Fundraising 변수를 추가
 - 새로운 펀드를 조성하는지 여부/새로운 펀드의 상대적 규모 등으로 적용
- E, S, G를 구분하여 분석
 - Campbell et al. (2023)을 비롯한 선행연구에서 S, G보다는 E와 관련된 연구결과의 유의성이 높은 경향이 있음

Thank you
