

# 벌처펀드(Vulture Fund)의 투자전략 분석

1998. 6.

연구위원 김형태  
연구위원 박용서

한국증권연구원

## 序 言

IMF 사태 이후 우리나라의 경제 전반은 근본적인 구조조정의 과정을 앞두고 있다. 대기업을 비롯한 기업의 연쇄부도와 금융기관의 부실화 및 도산은 구조조정을 더 이상 미룰 수 없는 불가피한 과정으로 인식시켰다.

이러한 과정의 일환으로 금년 6월 18일에는 퇴출기업 55개사의 명단이 발표된데 이어 조만간 공기업 민영화 방안이 추진될 뿐 아니라 금융기관의 퇴출 및 합병도 추진될 예정이다.

이처럼 기업과 금융기관의 구조조정을 수행하려는 목적은 경제의 생산성과 경쟁력을 강화시키고자 함인데, 그 과정에서 핵심이 되는 것이 바로 부실채권의 처리 문제이다. 기업과 금융기관을 연결시키는 고리가 되는 대출금의 상환과 관련하여 문제가 발생할 경우 이를 부실채권이라고 한다. 기업이 부실화되면 부실채권이 늘어나게 되고 그렇게 되면 이는 금융기관의 부실화로 이어진다. 따라서 부실채권을 효율적이고 신속히 처리할 수 있으면 기업과 금융기관간 부실의 악순환을 단절시킬 수 있다. 또한 원활한 자금순환으로 경제회복에도 많은 도움이 될 것이다.

이러한 구조조정의 추진방법 뿐 아니라 구조조정을 위한 재원의 마련은 기본적으로 당사자인 기업과 금융기관에 의해 자율적인 경제논리에 따라 이루어지는 것이 바람직하다. 그러나 주식시장의 장기적인 침체와 부동산 경기의 하락으로 인해 증자나 자구노력에 의한 재원조달이 쉽지 않아 재정부담이 구조조정의 커다란 걸림돌로 부각되고 있다.

이러한 시점에서 투자유치를 통해 외자를 도입함으로써 부실채권 문제를 처리하는 방법이 하나의 현실적인 대안으로 논의되고 있다. 그중 대표적인 것이 벌처펀드를 도입하여 활성화시키는 방안이다.

벌처펀드란 독자적인 투자전략 하에 부실기업의 정상화 및 부실증

권에 특화하여 투자하는 매우 전문화된 투자기관이다. 이는 부실기업의 평가, 파산관련 법제 등에 대한 전문지식을 바탕으로 부실기업의 증권을 대상으로 매우 세련되고 복잡한 투자기법을 구사하고 있다.

별처펀드가 적절히 도입될 경우 시장메카니즘에 기반하여 부실기업을 자연스럽게 퇴출 내지 회생시키는데 도움이 되겠지만, 별처펀드에 대한 정확한 이해없이 도입했을 경우 부작용으로 인해 국부만 유출시키게 될 수도 있다.

본 보고서는 별처펀드가 구사하는 다양한 투자전략을 투자목적, 투자시점, 투자대상 등 몇 가지 중요한 기준에 따라 체계화함으로써 별처펀드에 대한 이해의 폭을 크게 넓히고 있다. 그리고 이러한 투자전략이 어떠한 목적과 조건하에서 수행되고 있는지 대표적인 별처펀드를 대상으로 사례를 통해 분석하고 있다. 또한 별처펀드가 국내에 도입될 경우 실행가능한 투자전략과 기대되는 전략의 특성에 대해 파산관련 법제를 중심으로 비교정리하였다.

최근 아시아 지역의 경우 경제위기로 일본, 태국, 말레이시아 등에서 기업체가 헐값으로 별처펀드에 매도되고 있다고 보도되고 있다. 또한 우리나라에도 40여개의 별처펀드가 상륙하여 투자기회를 엿보고 있다고 한다. 이러한 시점에서 별처펀드에 대한 본 보고서의 상세한 분석이 별처펀드의 도입으로 인한 부작용을 최소화하고 그것이 갖는 장점을 최대화하는데 많은 도움이 되기를 기대한다.

마지막으로 본 연구보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본원의 김형태 박사, 박용서 연구원에게 감사의 말씀을 드린다. 그리고 본 연구보고서에 실린 내용은 전적으로 연구진들의 개인의견이며 본 연구원의 공식견해가 아님을 밝혀둔다.

1998년 6월  
한국증권연구원  
원장 최운열

# 목 차

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>I. 서 론</b> .....              | <b>3</b>  |
| <b>II. 별처펀드의 의의</b> .....        | <b>13</b> |
| 1. 별처펀드의 뜻과 특징 .....             | 13        |
| 2. 유사개념과의 비교 .....               | 14        |
| 3. 별처펀드의 경제적 효과 .....            | 18        |
| 4. 별처펀드의 현황 .....                | 23        |
| <b>III. 별처펀드의 투자전략</b> .....     | <b>31</b> |
| 1. 투자목적에 따른 분류 .....             | 31        |
| 2. 경영권 획득방법에 따른 분류 .....         | 50        |
| 3. 투자시점에 따른 분류 .....             | 55        |
| 4. 투자대상증권에 따른 분류 .....           | 64        |
| <b>IV. 별처펀드가 부담하는 위험</b> .....   | <b>71</b> |
| 1. 법적 제도적 위험 .....               | 71        |
| 2. 청구권 이전에 수반된 위험 .....          | 72        |
| 3. 보유기간(holding period) 위험 ..... | 72        |
| 4. 부실증권의 특성으로 인한 위험 .....        | 74        |
| 5. 유동성 위험 .....                  | 75        |

|  |            |
|--|------------|
| <b>V. 벌처펀드의 투자수익률 결정모형</b> .....                 | <b>79</b>  |
| 1. 투자수익률 결정의 예 .....                             | 79         |
| 2. 투자수익률 결정모형 .....                              | 82         |
| 3. 투자수익률의 결정요인 .....                             | 89         |
| <b>VI. 우리나라에서 기대되는 벌처펀드의 투자전략</b> .....          | <b>97</b>  |
| 1. 한국과 미국의 파산법 비교 .....                          | 97         |
| 2. 벌처펀드입장에서의 Chapter 11과 회사정리법 비교 .....          | 106        |
| 3. 청구권의 분배와 실행가능전략 .....                         | 111        |
| 4. 벌처펀드의 전략구사 여건 .....                           | 116        |
| <b>VII. 벌처펀드에 대한 정책적 고려사항</b> .....              | <b>119</b> |
| 1. 벌처펀드 도입의 활성화 방안 .....                         | 119        |
| 2. 벌처펀드의 투자전략별 활성화 방안 .....                      | 127        |
| <b>VIII. 결 론</b> .....                           | <b>133</b> |
| <b>참고문헌</b> .....                                | <b>139</b> |
| <부록 I> 벌처펀드가 부채청구권을 매수하여<br>경영권을 장악한 부실기업들 ..... | 145        |
| <부록 II> 사적 채무조정 사례 .....                         | 150        |

## 표 목 차

|   |     |
|---|-----|
| <표 II-1> 헷지펀드의 수와 규모 .....                                  | 16  |
| <표 II-2> 투자전략별 헤지펀드의 수익률 .....                              | 17  |
| <표 II-3> 금융권 불건전 여신 현황 .....                                | 25  |
| <표 III-1> 부실채권의 가격 .....                                    | 41  |
| <표 III-2> 지표별 월간수익률의 상관관계(1987~1992) .....                  | 48  |
| <표 III-3> A-M지수와 S&P 500 지수 및 여타 지수의 비교 ..                  | 49  |
| <표 III-4> 회생직후 기업의 주가변화 .....                               | 63  |
| <표 III-5> 파산신청 이후 주식의 특징(1984~1993) .....                   | 67  |
| <표 V-1> 각 청구권조의 청구권재분배<br>[기존청구권의 권리 축소만 가능한 경우] .....      | 85  |
| <표 V-2> 각 청구권조의 청구권재분배<br>[다양한 청구권으로의 전환이 가능한 경우] .....     | 85  |
| <표 V-3> 각 청구권조의 상환율과 청구권가치<br>[기존청구권의 권리 축소만 가능한 경우] .....  | 86  |
| <표 V-4> 각 청구권조의 상환율과 청구권가치<br>[다양한 청구권으로의 전환이 가능한 경우] ..... | 87  |
| <표 V-5> 기업재조직방법과 상환율 .....                                  | 91  |
| <표 V-6> 부도채권의 우선순위별 평균상환율 .....                             | 92  |
| <표 VI-1> 회사정리법과 Chapter 11의 비교 .....                        | 97  |
| <표 VI-2> Chapter 11에서의 청구권 재분배 .....                        | 112 |
| <표 VI-3> 청구권 재분배 .....                                      | 115 |

## 그림 목 차

|   |     |
|---|-----|
| <그림 I-1> 연구의 구성체계 .....                   | 9   |
| <그림 III-1> 부도전후의 수익률 추이 (1977~1988) ..... | 56  |
| <그림 VI-1> 청구권재분배와 B/S .....               | 113 |
| <그림 VI-2> 청구권재분배와 B/S .....               | 115 |

# I. 서 론

---

## I. 서론

현재 우리나라는 경제전반에 걸쳐서 구조조정의 열풍에 휩싸여 있다. 물론 우리의 자발적 의지에 의해 시작된 구조조정은 아니라 하더라도 일단 시작한 이상 신속하고 효율적인 구조조정이 이루어져야 할 것이다.

정부가 추진하고 있는 구조조정의 기본방향은 다음과 같다. 첫째, 금융산업의 구조조정과 기업구조조정을 동시에 추진하되, 금융산업구조조정을 단기내에 완료하여 정상화된 금융기관이 기업구조조정을 선도한다는 것이다. 둘째, 종합적이고 체계적인 구조개혁 프로그램을 수립하고 그 필요재원은 정부부분과 해외부분에서 충당한다. 셋째, 구조조정이 지연될수록 금융기관의 부실채권과 부실기업이 급증하게 되므로 최대한 신속히 추진하여 사회적 비용을 최소화한다.

기업과 금융기관 구조조정의 핵심은 부실기업과 부실채권이다. 부실기업과 부실채권은 동전의 양면과 같다. 즉 기업이 부실화되면 그 기업에 대출된 대출금은 부실채권이 된다. 부실채권이 누적되면 이를 보유하고 있는 금융기관도 부실화된다. 금융기관이 부실화되면 BIS 등 금융기관 자신의 재무건전성 유지에 민감해지고 대출을 기피 또는 축소하게 된다. 은행이 대출을 기피하면 우량기업도 자금조달상의 어려움 때문에 부실화된다. 기업과 금융기관 구조조정의 핵심문제는, 부실채권 처리를 통해 이 같은 악순환의 고리를 단절시키는 것이다.

부실채권을 어떻게 처리하느냐 하는 문제는 누가 부실채권처리와 관련된 비용을 부담하게 되느냐 하는 문제와 직결된다. 정부자금의 직접적인 투입은 곧 국민부담의 증대를 의미한다. 따라서 합리적인 방법은, 성업공사의 부실채권정리기금을 통한 부실채권매입과 같은 정부의

직접지원은 일정수준으로 제한하고 시장메카니즘을 통한 부실채권처리를 도모하는 것이다.

시장메카니즘을 통한 부실채권의 처리방안으로는, 자산의 증권화(Asset Securitization), 대출금의 출자전환(Debt-Equity Swap), 벌처펀드(Vulture Fund)의 활용 등을 들 수 있다. 이중 자산의 증권화는, 여러개의 다양한 대출채권이나 부동산을 통합하고 표준화하여 자산의 유동성을 증대시키는 데 그 목적이 있다. 그러므로 부실채권의 직접적인 처리방안으로는, 대출금 출자전환과 벌처펀드의 부실채권매입을 생각할 수 있다. 대출금의 출자전환은 금융기관과 기업간의 자율적 청구권재조정을 기반으로 한다. 이는 기업의 부실화를 금융기관이 어느 정도 분담할 여유가 있는 경우에 적용가능하다. 따라서 대출금출자전환을 통해 처리할 수 있는 부실채권에는 한계가 있다.

다른 하나의 방법은 외국의 자본을 유치하여 부실채권을 정리하는 것이다. 특히 부실기업의 정상화와 부실증권투자에 전문적인 노하우를 보유하고 있는 투자자라면 가장 바람직한 투자자가 될 것이다. 부실증권투자에 전문성을 갖고 있는 벌처펀드(Vulture Fund)가 바로 이 같은 역할을 수행할 수 있다.

따라서 우리가 직면하고 있는 문제는 벌처펀드를 도입할 것인가 말 것인가의 문제가 아니라 도입하되 얼마나 효율적으로 도입할 것인가의 문제이다. 효율적인 도입이란 기업의 가치증대에 도움을 주는 벌처펀드는 최대한 활성화하고 그렇지 못한 벌처펀드는 최대한 억제하는 것이다. 즉 벌처펀드의 긍정적인 효과는 최대한 살리고 부정적인 효과는 최소화하는 것이다. 특히 벌처펀드의 전문적이고 정교한 투자전략에 적절히 대응하지 못할 경우에는 기업이 헐값에 팔리고 기업의 정상화가 오히려 지연될 수 있다. 구조조정을 위해 도입한 벌처펀드가 오히려

국부의 유출을 심화시키는 부작용을 초래할 수 있다.

이 같은 부작용을 최소화할 수 있는 최적의 대응방안을 마련하기 위해서는 벌처펀드에 대한 분석이 선행되어야 한다. 특히 벌처펀드가 어떤 상황에서 어떤 투자전략을 구사하는지에 대한 분석은 필수적이다. ‘적을 알고 나를 알면 백전백승’이란 고사성어와 같이 벌처펀드의 투자전략을 알아야 국부의 유출이라는 부작용을 최소화하고 벌처펀드를 구조조정에 최대한 이용할 수 있을 것이다. 벌처펀드는 우리의 대응 여부에 따라 천사가 될 수도 악마가 될 수도 있다.

본 연구는 이상과 같은 목적을 가지고 수행되었다. 먼저 벌처펀드가 구사하는 다양한 투자전략을 몇 가지 기준에 따라 체계화하였다. 벌처펀드의 투자전략은, 투자목적, 경영권획득방법, 투자시점 그리고 투자대상 등의 기준에 따라 구분하여 볼 수 있다. 또한 벌처펀드의 각 투자전략들이 어떠한 목적을 가지고 어떠한 조건하에서 사용되는가를 분석한다. 특정한 투자전략을 구사하는 대표적인 벌처펀드들도 예시하였다.

투자목적에 따른 전략으로는, 경영권획득전략, Bondmail전략, 시세차익획득전략, 포트폴리오 분산투자전략 등이 있다.<sup>1)</sup> 특히 경영권획득전략은, 기업의 가치를 증대시키고 이를 통해 다른 청구권자들에게도 이익을 제공한다는 의미에서 최대한 활성화되어야 한다. 이에 반해 Bondmail전략은 기업의 정상화와 구조조정을 지연시켜 다른 청구권자들에게 손실을 야기시킨다는 점에서 최대한 억제되어야 한다. 벌처펀

1) Bondmail전략이란 다른 사람이 제안한 기업회생계획안을 저지할 수 있을 정도(blocking position)의 발행부채를 확보한 후 기업회생계획안에 반대하지 않는 대가로 정상적으로 분배받아야 하는 액수보다 많은 보상(recovery)을 제공받으려는 전략이다. 이와 같은 점에서 Bondmail전략은, M&A에서의 Greenmail전략과 유사하다. 차이점은, Greenmail전략은 주식매입을 통해 이루어지나 Bondmail전략은 채권매입을 통해 이루어진다는 점이다. 자세한 내용은 제Ⅲ장 ‘벌처펀드의 투자전략’을 참조바람.

드의 경영권 획득방법에 따른 전략분류로는, 자산의 구입을 통한 경영권 획득전략, 기업회생안을 통한 경영권 획득전략, 기업발행증권 즉 청구권 매입을 통한 경영권 획득전략, 일정기간 경영 후 경영권 획득전략 등이 있다. 투자시점에 따른 분류에는 파산절차 개시이전에 투자하는 전략, 파산절차 계류 중에 투자하는 전략, 파산절차 종결 후에 투자하는 전략 등이 있다. 위험부담의 관점에서 보면, 파산절차 개시이전에 투자하는 전략의 위험부담이 가장 크고 파산절차 종결 후에 투자하는 전략의 위험부담이 가장 작다. 그러나 공식적인 파산절차의 적용을 받는 기업에 투자할 경우 다양한 형태의 투자이점이 존재하기 때문에, 대개의 경우 벌처펀드는 파산절차 계류 중에 투자하는 전략을 이용한다. 투자대상에 따른 분류에는 우선순위채권, 일반채권, 후순위채권 등 채권에 투자하는 전략과 주식에 투자하는 전략이 있다.

벌처펀드는 부실증권에 대한 전문적인 평가와 분석능력을 바탕으로 부실증권에 투자하여 높은 수익을 올리는 투자자이다. 이 같은 높은 수익의 달성은 부실증권과 관련된 높은 위험을 부담함으로써 가능하다. 벌처펀드가 부담하는 위험 중 법적 제도적 위험, 청구권이전에 수반된 위험, 보유기간 위험, 부실증권의 특성으로 인한 위험 그리고 유동성 위험에 대해 구체적으로 분석하였다.

본 연구에서는 벌처펀드가 목표로 설정한 투자수익률을 달성하는데 어떠한 요인들이 영향을 미치는가, 즉 벌처펀드의 투자수익률 결정요인을 분석하였다. 벌처펀드 입장에서는 기존의 청구권을 저렴하게 매입할수록, 새로 분배받은 청구권의 가치가 클수록 높은 투자수익률을 올릴 수 있다. 전자를 결정하는 것이 할인비율(discounted rate)이고 후자를 결정하는 것이 상환율(recovery rate)이다. 또한 상환율은 청구권의 우선순위(priority), 분배대상가치(plan value), 보유기간(holding period) 그리고 기업회생방법(forms of reorganization)에 의해 영향을 받는다.

## I. 서론

파산관련법은, 별처펀드가 그 안에서 투자전략을 구사하는 활동의 장으로서 가장 중요한 투자환경이다. 별처펀드 도입시 실행가능한 투자전략과 기대되는 전략을 살펴보기 위해 미국의 기업회생법률인 Chapter11과 우리나라의 회사정리법을 비교하여 본다.

앞에서 언급한 바와 같이 별처펀드의 투자전략분석이 중요한 이유는 별처펀드를 효율적으로 도입하여 기업과 금융기관의 구조조정에 활용하기 위해서이다. 기본적인 원칙은 다음과 같다.

첫째, 기업의 구조조정과 정상화를 통해 기업가치증대에 공헌할 수 있는 별처펀드 즉 경영권획득을 목적으로 하는 별처펀드는 최대한 활성화할 수 있는 환경이 마련되어야 한다. 구체적인 정책방안을, 채권자측면, 성업공사측면, 파산관련제도측면에서 제시하였다. 기업구조조정기금과 구조조정전문회사의 공헌 가능성에 대해서도 언급하였다.

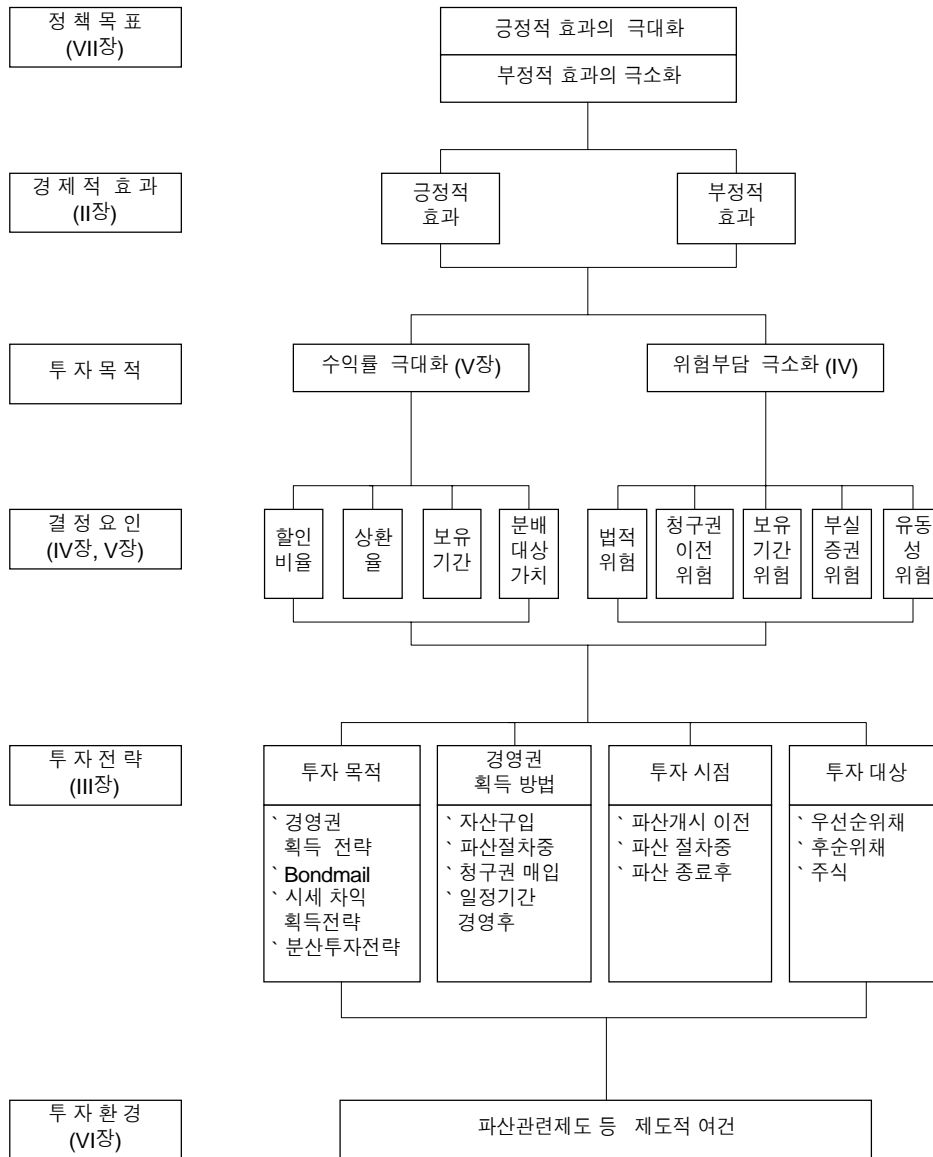
둘째, 기업의 정상화를 지연시키고 기업가치를 하락시키는 별처펀드 즉 Bondmail을 목적으로 하는 별처펀드는 최대한 억제할 수 있는 제도적 정비가 필요하다. 구체적 대응방안으로, 不同意가 있는 경우의 법원의 인가권, 정리채권자 등의 분류규정, 강제수용(cram-down)규정 등에 대해 설명하였다.

셋째, 시세차익을 목적으로 하는 별처펀드의 투자도 최대한 활성화하여야 한다. 이를 위해서는 부실채권의 수요기반 확충과 이를 통한 유동성 증대 등의 제도적 정비가 필요하다. 기업구조조정기금의 활용과 구조조정전문회사의 설립이 수요기반 확충에 큰 도움을 주리라 판단된다. 또한 미국의 A-M Index와 같은 부실증권 Index가 존재하면 투자의 지표로서 부실증권투자에 도움을 주리라 기대된다.

이 연구의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 별처펀드의 의의, 특

징, 효과 및 현황을 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 별처펀드의 투자전략을 분석한다. 제Ⅳ장에서는 별처펀드가 부담하는 위험에 대해 살펴본다. 제Ⅴ장에서는 별처펀드의 수익률 결정요인을 분석한다. 제Ⅵ장에서는, 별처펀드가 우리나라 부실증권에 투자할 경우 기대되는 투자전략을 예상하여 분석해 본다. 제Ⅶ장에서는 별처펀드 도입의 활성화와 관련된 정책적 고려사항을 제시한다. 결론은 마지막 제Ⅷ장에서 논의된다.

<그림 1-1> 연구의 구성체계





## II. 벌처펀드의 의의

---

1. 벌처펀드의 뜻과 특징
2. 유사개념과의 비교
3. 벌처펀드의 경제적 효과
4. 벌처펀드의 현황



## II. 벌처펀드의 의의

### 1. 벌처펀드의 뜻과 특징

#### 가. 정의

벌처(vulture)란 ‘동물의 시체를 먹고사는 독수리류’를 의미한다. 벌처펀드(vulture fund)란 죽어가는 기업 즉 부실기업에 전문적으로 투자하는 투자기관을 의미한다. 벌처펀드는 부실기업의 자산을 직접 매입하는 경우도 있으나 대개의 경우는 부실기업이 발행한 증권 즉 부실증권(distressed securities)에 투자한다.

벌처펀드의 투자대상이 되는 부실기업이란 공식적인 법정관리를 신청한 부실기업만을 의미하는 것은 아니다. 아직 법정관리를 신청하지는 않았지만 재무적 곤경에 처해있는 기업과 법정관리를 갖 벗어난 기업(orphan company)도 포함된다.

벌처라는 단어에 표현되어 있는 바와 같이 전통적으로 벌처펀드에 대한 일반대중의 시각은 부정적이었다. 그러나 최근에 와서 벌처펀드의 다양한 경제적 기능과 역할이 부각되면서 그 부정적 시각도 급속히 변화하고 있다.

#### 나. 벌처펀드의 투자목적

벌처펀드의 투자목적은 기업의 경영권획득, Bondmail, 시세차익획득 그리고 포트폴리오 분산투자 등 크게 네 가지로 구분할 수 있다.

경영권획득을 목표로 하는 벌처펀드는 우선 특정한 종류의 채권에 투자하여 최소한 총액면의 2/3이상을 확보한다. 이를 바탕으로 부채의 주식전환을 포함하는 기업회생안을 제안하고 가결시킨다.<sup>2)</sup> 기업회생안을 통해 대다수의 주식을 보유하게 되면 기업의 경영권을 획득하게 되고 효율적 경영을 통해 기업의 가치를 증대시킨다.

Bondmail을 목적으로 하는 벌처펀드는 기업회생안의 가결을 저지할 수 있을 정도의 채권액, 즉 특정채권 총액면의 1/3에 투자한다. 기업회생안의 지지를 대상으로 기업회생안 제안자측과 협상을 도모한다. 즉, 벌처펀드는 기업회생안 제안자측에게 기업회생안 통과에 협조하는 것을 조건부로 보상을 요구하기도 하고 또는 원래의 채권매입가격 보다 훨씬 높은 가격으로의 판매를 협상하기도 한다.

시세차익을 목적으로 하는 벌처펀드는 부실기업에 대한 정확한 가치평가 능력을 전제로 과소평가된 증권에 투자한다. 일반적으로 파산기업은 과소평가되는 경우가 많기 때문에 부실기업평가에 전문적인 지식과 경험이 있으면 초과수익의 획득이 가능하다.

포트폴리오의 분산투자를 목표로 하는 벌처펀드는 부실기업채권과 다른 증권들과의 상관관계가 낮다는 사실을 이용한다. 이들은 초과수익획득이 아닌 위험분산을 위해 부실채권에 투자한다.

## 2. 유사개념과의 비교

벌처펀드의 의미를 보다 명확히 하기 위해서는 M&A, 벤처캐피탈,

---

2) 본 연구에서는 기업회생안을, 우리나라 회사정리법상의 회사정리계획안과 미국 Chapter11에서의 기업재조직안(reorganization)을 모두 포함하는 일반적인 개념으로 사용하였다.

## II. 벌처펀드의 의의

헷지펀드, 회사형 투자신탁 등과 비교하는 것이 바람직하다.

### 1) M&A와의 비교

벌처펀드와 M&A의 공통점은 기업인수와 경영권 획득을 도모한다는 것이다. 그러나 양자는 기업의 경영권을 획득하는 방법에서 차이가 난다. 즉 M&A의 경우에는 비효율적 기업을 대상으로 주식매집을 통해 경영권을 획득한다. 이에 반해 벌처펀드의 경우에는 재무적 곤경에 처한 부실기업을 대상으로 하여 우선 채권에 투자하고 청구권의 재분배 과정에서 주식으로 전환하여 경영권을 획득한다.

### 2) Venture Capital과의 비교

벌처펀드와 벤처캐피탈의 공통점은 위험이 높은 투자안에 투자한다는 것이다. 그러나 양자는 위험의 성격이 다르다. 벤처의 경우에는 첨단기술 보유기업을 대상으로 미래수익의 실현가능성에 투자한다. 벤처의 투자대상기업은 성공하였을 경우 높은 수익이 보장되거나 성공확률이 높지 않아 미래 현금흐름이 지극히 불확실하다. 이에 비해 벌처펀드는 부실기업을 대상으로 미래 회생가능성에 투자한다. 따라서 벌처펀드가 부담하는 위험은 기업의 정상화 가능성에 대한 위험이다

### 3) 헷지펀드와의 비교

미국에서 발달한 헷지펀드는 100명 미만의 소수 투자자로 부터 자금을 조달하여 다양한 투자기법으로 증권이나 파생금융상품에 투자하

는 私募투자파트너쉽(private investment partnership)을 의미한다. 특히 역외헷지펀드(Offshore hedge funds)는 조세피난처(tax haven)에서 헷징기법을 이용하여 위험을 회피하기 위해 설립된 것이 대부분이다. 미국국적 이외의 투자자를 대상으로 할 경우 법적 제한은 없으나 미국국적의 투자자를 투자대상으로 할 경우 미국 SEC의 규제대상이 된다. 私募형식이기 때문에 미국 증권관리위원회의 등록 및 공시의무가 면제된다. 그러나 대신 광고 등은 엄격히 금지되고 있다.

헷지펀드는 발생초기에는 시장위험을 최소화하는 안정적 투자를 중시하였으나 최근에는 고수익/고위험을 추구하는 성향이 두드러지고 있다. 투자대상도 증권, 통화, 파생금융상품 등 금융자산에 그치지 않고 원유, 금 등 실물자산으로까지 확대되고 있다.

시장규모를 살펴보면 '95년말 자산규모가 3,000억달러인데 이 시장에서의 평균적 레버리지비율이 15배 정도이므로 최대투자금액은 4조달러를 초과하는 규모이다. 다음의 <표 II-1>은 헷지펀드의 수와 자산규모의 증가추세를 나타낸다.

<표 II-1> 헷지펀드의 수와 규모

|      | 1988  | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 펀드 수 | 1,370 | 1,650 | 1,980 | 2,370 | 3,050 | 3,420 | 4,100 | 4,700 |
| 자산규모 | 550   | 700   | 800   | 1,150 | 1,500 | 2,200 | 2,300 | 3,000 |

\* 자료 : The Economist, 1996. 12. 14 (단위 : 억달러)

헷지펀드는 다양한 투자전략을 수행하는데 각 투자전략별 수익률은

II. 벌처펀드의 의의

다음 <표 II-2>와 같다

<표 II-2> 투자전략별 헤지펀드의 수익률

| 투자전략                              | 연평균<br>수익률(%) |
|-----------------------------------|---------------|
| Aggressive Growth                 | 16.4          |
| Distressed Securities             | 21.4          |
| Emerging Markets                  | 28.8          |
| Fund of Funds                     | 10.2          |
| Income                            | 11.2          |
| Macro                             | 15.3          |
| Market Neutral Arbitrage          | 11.6          |
| Market Neutral-Securities Hedging | 17.4          |
| Market Timing                     | 19.0          |
| Opportunistic                     | 19.1          |
| Special Situations                | 16.2          |
| Short Selling                     | 3.4           |
| Several Strategies                | 15.6          |
| Value                             | 14.5          |
| VAN U.S. Hedge Fund Index         | 15.3          |
| S&P 500                           | 8.7           |

\* 자료 : Van Hedge Fund Advisors.  
 (Pension Management(1995.8)에서 재인용)  
 \* 기간 : 1990~1994

벌처펀드와 헷지펀드의 공통점은 펀드형태를 취하고 고수익/고위험 전략을 추구한다는 점이다. 또한 파트너쉽(partnership) 형태가 주류를 이루고 있다는 점도 공통점이다.

이제 차이점을 살펴보자. 헷지펀드의 투자대상은 부실증권을 포함하여 주식, 채권, 통화, 파생금융상품, 실물자산 등 매우 다양하다. 또한 헷지펀드의 투자전략도 <표 11-2>에서 보는 바와 같이 다양하다. 이와는 달리 벌처펀드는 부실기업의 주식, 채권에 특화하여 투자한다.

#### 4) 회사형투신(Mutual Fund)와의 비교

벌처펀드와 회사형투신의 공통점은 양자가 모두 펀드형태의 투자기관이라는 점이다. 차이점은 뮤추얼펀드가 벌처펀드보다 광의의 개념이다. 즉 회사형투신(Mutual Fund)은 헷지펀드, 공격적 펀드 등 투자대상이 다양하고 전체펀드의 일부분으로 벌처펀드를 포함하고 있는 경우도 있다. 이에 반해 벌처펀드는 부실기업증권투자에 특화된 펀드이다.

### 3. 벌처펀드의 경제적 효과

#### 가. 벌처펀드의 긍정적 효과

##### 1) 기업가치의 증대

벌처펀드가 특정한 증권을 매입하면 기업의 가치 즉 주가를 상승시키는 효과가 있다. 기업가치증대효과는 비대칭정보하에서의 정보효과와 부실기업의 대리인문제와 관련된 경영권효과로 구분된다.

##### ① 정보효과(information effect)

벌처펀드는 부실증권 투자에 전문적인 분석능력과 정보를 갖고 있

## II. 벌처펀드의 의의

는 투자자이다. 따라서 일반투자자의 입장에서 볼 때 벌처의 투자행태는 신호전달(signalling)의 역할을 한다. 즉 벌처가 후순위채권을 구입한다는 것은 벌처가 기업의 전망을 충분히 낙관적으로 보아서 후순위채권에 투자해도 상환받을 수 있다고 판단했기 때문이라고 일반투자자들은 해석한다. 벌처의 후순위채권구입을 시장은 위와 같이 긍정적으로 해석하기 때문에 주가에 (+)효과를 준다.

만일 벌처가 우선순위채권을 구입하면, 기업의 전망이 나쁘니까 구지 안전한 우선순위채권을 확보하려한다고 시장이 해석한다. 이 같은 해석에 의하면 벌처의 우선순위채권 구입은 주가를 하락시키는 효과를 초래한다.

### ② 경영권효과(control effect)

앞에서 설명한 정보효과에 의하면 벌처펀드가 구입하는 증권의 종류에 따라 주가가 증가하기도 하고 감소하기도 한다. 이와는 달리 경영권효과에 의하면 벌처가 기업경영에 직접 참가하는 경우에는 벌처가 구입하는 청구권의 종류에 관계없이 주가가 상승한다.

부실기업일수록 대리인문제가 심각하고 경영자감시가 곤란한 것이 일반적 현상이다. 벌처가 경영권을 획득하게 되면 부실기업의 경영자를 감시하고 또는 스스로 경영에 참가함으로써 기업의 가치를 증대시킬 수 있다.

Hotchkiss와 Mooradian의 실증분석(1997)에 의하면 미국의 경우 약 30%의 경우 벌처가 이사로 취임하고 약 10% 경우는 최고경영자로서 기업을 직접 경영한다. 또한 벌처의 경영권획득은 주가를 상승시키는 효과가 있음이 확인되었다.<sup>3)</sup>

## 2) HOLDOUT 문제의 감소

부실기업 발행채권을 다수의 소액채권자가 보유하고 있을 경우에는, 기존채권자들에게 새로운 청구권으로의 교환을 제안함으로써 부채의 재구성을 시도할 경우 실패할 가능성이 크다. 왜냐하면 소액채권자들은 그들의 양보결정이 기업재구성에 아무런 영향을 미치지 못한다고 생각하고 또 기존채권을 계속 보유하고 있으면 청구권재구성이 순조롭게 완료될 경우 아무런 양보없이 보다 유리한 상황을 받을 수 있기 때문이다.

고로 다수의 채권자가 존재할 경우 사적인 부채재조정 또는 청구권 재조정 협상은 실패할 가능성이 높아지게 된다. 따라서 청구권재조정을 통한 기업의 정상화가 어렵게 된다.

벌처펀드는 대규모 투자를 원칙으로 한다. 즉 소규모채권을 매집하여 대규모 블록을 형성함으로써 위와 같은 HOLDOUT문제를 해결할 수 있고 이를 통해 기업회생을 원활히 하는데 도움을 준다.

## 3) 자본구조 선택의 유연성

벌처는 부실기업의 증권을 할인된 가격으로 구입하기 때문에 채권 전액을 상환받으려 하지 않는다. 즉 액면가의 아주 작은 비율만 상환받아도 충분히 높은 투자수익획득이 가능하다.

그러나 은행 등의 금융기관은 전액상환을 고집하며 상환양보나 기업의 주식획득을 기피하여 기업회생을 어렵게 하는 경향이 있다. 이 같

---

3) Hotchkiss, E. S. and R. M. Mooradian, "Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, pp.401-432.

## II. 별처펀드의 의의

은 은행의 경직성은 파산절차가 종결된 후에도 회생기업에게 큰 부담으로 작용하여 다시 청구권재조정을 하도록 만드는 경우가 많다.

별처의 존재는 기업으로 하여금 최적자본구조 선택에 유연성을 부여함으로써 기업회생이나 구조조정을 수월하게 수행할 수 있게 하는 역할을 수행한다.

### 4) 부실채권의 정리

은행의 입장에서는 별처펀드에게 부실채권을 매각함으로써 대출채권의 질을 향상시키고 BIS기준 등 은행의 건전성 기준을 충족시킬 수 있다.

### 5) 위험부담기능

별처펀드는 부실증권에 투자함으로써 일반투자자가 부담하기 힘든 높은 위험을 부담하고 고수익을 추구하는 투자자이다. 별처펀드는 회사정리절차와 부실기업평가에 대해 전문적 지식과 경험을 보유하고 경험을 있다. 부실기업의 평가와 회사정리절차의 이해를 통한 적절한 투자전략의 수립은 일반투자자의 입장에서는 거의 불가능할 정도로 복잡하다. 별처는 정교한 투자전략을 통해 부실증권에 투자함으로써 이와 관련된 위험을 부담하는 경제적 기능을 수행한다.

### 6) 변제우선순위(Absolute Priority Rule: APR) 유지가능

APR의 위배정도는 공식적인 회사정리절차에서 보다 사적인 정리절차에서 크다. 즉 사적인 정리절차에서 채권자들은 주주들에게 보다 많

이 양보한다. 그 이유는 채권자의 입장에서 볼 때 주주에게 양보를 해서라도 공식적인 회사정리절차를 피하는 것이 유리하기 때문이다. 공식적인 파산법의 적용을 받게 되면 파산비용이 증대되고 장기간이 소요된다. 즉 사적인 정리절차의 상환율이 공식적 정리절차의 상환율 보다 훨씬 높고 따라서 주주들의 지연옵션(delay option)의 가치도 높기 때문이다.

만일 벌처펀드가 존재하면 채권자는 부실채권을 직접 벌처펀드에게 판매할 수 있다. 채권자의 입장에서는 부실채권처리와 관련하여 사적인 정리절차와 공식적인 회사정리절차 외에 새로운 옵션이 존재하게 된다. 이로 인해 채권자의 협상력이 증대되어 주주들에게 양보를 적게 해도 된다. 결국 변제우선순위의 유지가능성이 높아진다.

## 나. 벌처펀드의 부정적 효과

벌처펀드가 Bondmail전략을 추구할 경우, 기업가치의 증대 없이 다른 청구권자들의 분배액을 감소시킴으로써 벌처펀드 자신의 이익을 추구한다. Bondmail전략을 사용하는 벌처펀드는 거부권행사를 통해 기업 회생안의 통과를 지연시킨다. 이는 부실기업의 신속한 정상화와 구조조정을 방해하는 요인이 된다. 또한 벌처의 경영권획득전략으로 인해 기존경영자가 기업회생의 의지와 능력이 있음에도 불구하고 퇴출당하는 경우도 있다.

기업정상화에 도움을 주는 벌처펀드라 하더라도 벌처펀드는 2~3년이란 비교적 단기간의 투자수익 극대화를 추구한다. 고로 기업회생안을 장기적 안목이 아니라 기업의 매도가격을 높이는 방향으로 세우려는 유인을 가질 수 있다. 이로 인해 벌처펀드의 경영권획득과 행사를

## II. 벌처펀드의 의의

통해 기업이 회생되었다 하더라도 오래 지속되지 못하고 재차 부실화될 가능성이 존재한다.

우리나라의 경우에는 경제전반의 구조조정을 위해 외국의 벌처펀드를 도입하여 활용하고자 한다. 국내의 벌처펀드가 존재하지 않는 상황에서 전문적인 외국 벌처펀드에 의한 독점적 폐해가 우려되기도 한다. 개별기업측면에서는, 벌처펀드와의 협상경험이 전무하기 때문에 협상과정에서 지나치게 헐값으로 기업자산이나 증권이 판매될 수 있다. 산업측면에서는 특정산업이 벌처펀드에 의해 지배당할 수 있다. 국가전체적인 차원에서는 국부의 유출과 외교적, 경제적 협상력의 상실이 우려된다.

### 4. 벌처펀드의 현황

#### 가. 미국의 벌처펀드 현황

##### 1) 발달배경

미국경제는 80년대 들어 심각한 경기불황에 빠져들었다. 이로 인해 부실화된 기업의 수가 증가하였고 기업의 부도 또한 급증하였다. 이는 심각한 사회적 문제를 야기시켰는데, 이러한 현상을 적극적인 투자의 기회로 생각하는 일군의 투자자들이 나타나게 되었다. 이들은 부실기업의 가치를 정확히 평가하는 분석력과 복잡한 파산절차에 능숙한 전문성 등을 무기로 활동영역을 확장하였다. 이같은 활동을 바탕으로 부실기업의 증권을 거래하는 유통시장도 아울러 형성·발달하게 되었다. 부실기업의 증권에 전문적으로 투자하는 투자자들을 벌처펀드라 일컫

는다.

부실증권 유통시장의 발달정도를 알아보기 위하여 부실채권의 규모를 살펴보기로 하자. '94년 6월 기준으로 미국내의 부실채권 규모는 장부가적으로 2,000억 달러에 이르는 것으로 조사되었다. 그 내역을 보면 은행채 750억 달러, 부동산채 780억 달러, 소비자채 30억 달러 등이다. 이를 시장가치로 환산한 규모는 1,430억 달러이다. 이 금액 모두가 시장에서 거래되는 것은 아니지만 이는 부실증권 시장의 잠재적 공급기반을 나타내는 척도로서는 유용성이 있다.

이들 부실채권을 보유하고 있는 대표적인 기관으로는 은행, 보험회사, 정리신탁공사(RTC), 연방예금보험공사(FDIC), 기타 신용금융기관(credit corporations) 및 벌처펀드 등이 있다.

## 2) 최근의 추세

'90년대 이후 최근 수년간 미국 경제는 안정적인 성장을 지속하여 오고 있다. 이에 따라 그 동안 꾸준히 증가했던 부실증권에 대한 시장 규모는 정체 또는 축소경향을 보이고 있다. 이에 반해 부실증권에 투자하는 기법이 일반화되면서 이에 투자하려는 기관의 수는 늘어나게 되었다. 이처럼 부실증권의 공급은 한정되어 있는데 비해 수요는 증가함으로써 고수익 투자를 대표하던 부실증권에 대한 수익률은 '90년대 초반보다 크게 하락하였다.

또한 부실증권에 대한 투자가 일반화되기 전에는 부실증권투자로부터 초과수익률을 달성하는데 시장의 비효율성이 상당부분 기여했던 것도 사실이다. 그러나 오늘날에는 경쟁이 치열해지고 부실증권시장에 대한 정보도 널리 확산됨에 따라 부실증권 시장이 효율적 시장에 근접

## II. 벌처펀드의 의의

하게 되었다. 따라서 진입장벽에 의한 초과수익의 달성은 점차로 어렵게 되었고 투자위험은 상대적으로 커졌다. 이에 따라 한때 명성을 떨쳤던 Leon Black 같은 벌처투자자도 큰 손실을 입고 시장에서 퇴출되는 경우가 발생하였다.

미국 국내경제의 성장세로 인해 미국내 부실증권의 시장규모가 축소됨에 따라 벌처펀드들은 새롭게 캐나다, 유럽, 남미 등으로 투자지역을 확대하였다. 최근 들어서는 특히 경제위기를 극복하기 위한 구조조정을 실시하고 있는 아시아 지역으로 눈길을 돌리고 있는 실정이다.

### 나. 우리나라의 벌처펀드 현황

<표 II-3> 금융권 불건전 여신 현황 (단위 : 억원, %)

|    | 총여신       | 요주의 이하① | 비율   | 고정 이하②  | 비율   |
|----|-----------|---------|------|---------|------|
| 은행 | 3,754,364 | 559,326 | 14.9 | 226,427 | 6.0  |
| 증권 | 105,886   | 17,582  | 16.6 | 17,582  | 16.6 |
| 보험 | 481,379   | 11,081  | 2.3  | 11,081  | 2.3  |
| 종금 | 387,870   | 22,639  | 5.8  | 15,077  | 3.9  |
| 리스 | 383,301   | 67,320  | 17.5 | 50,900  | 13.2 |
| 합계 | 5,112,800 | 677,948 | 13.2 | 321,067 | 6.3  |

※ ① 요주의+고정+회수의문+추정손실, ② 고정+회수의문+추정손실+증권 및 종금계수는 98년 1월말 기준, 증권 및 보험의 경우 요주의 분류를 따로 집계하지 않음.

오늘날 우리경제는 경제정상화의 관건으로서 금융권 및 기업의 부실채권처리를 통한 구조조정이 핵심이슈로 떠오르고 있다. 금융감독위원회의 공식적인 발표에 의하면 '98년 3월 현재 금융권 불건전 여신현황은, 요주의이하가 68조원에 이르고, 고정 이하가 32조원을 초과한다. 그 구체적인 내용은 위의 <표 II-1>과 같다.

이러한 부실채권을 처리하는데는 막대한 재원이 소요될 것으로 보인다. 따라서 정부에서도 외국자본을 유치하기 위한 방안을 다각도로 마련하고 있으나 대체로 주식투자가 주류를 이루고 있고 그것도 아직까지 큰 효과를 보지 못하고 있는 실정이다.

이는 부실채권을 처리하기 위한 유통시장이 제대로 발달되지 않아 부실채권을 거래해 본 경험이 부족하기 때문이다. 그로 인해 국내기업과 외국자본이 협상을 하더라도 산정가격에 현격한 차이를 보임으로써 거래가 성사되지 않고 있다.

하지만 다수의 별처펀드가 국내에 들어와 특히 국내 은행과 종금사 보유의 부실채권을 중심으로 매입의사를 타진하고 있는 것으로 알려졌다. 투자은행인 DLJ(Donaldson Lufkin & Jenrette), 카길 인베스트먼트와 베어스턴스(Bear Stearns) 등 유명 기관이 설립한 별처펀드가 투자를 모색하고 있다. 또한 성사된 건수는 아직 없으나 30여개가 넘는 중소형 사적펀드(private fund)도 투자대상을 물색하고 있다.

대표적인 예로, 미국 투자은행 DLJ가 세운 별처펀드는 4월초 한일은행에 대해 부실채권 매입의사를 표명했다. 보람은행은 부실자산 관리를 전담하는 '배드뱅크(bad bank)'를 설립할 계획인데, 해외 별처펀드 전문회사(즉 펀드운용회사)와 제휴하는 방안을 모색하고 있다. 또한 국내소재기업에 대한 투자는 아니지만, 97년 12월말 상업은행이 미국 투자은행인 메릴린치에게 삼미 아트라스 캐나다 현지법인의 외화부실

## II. 벌처펀드의 의의

채권을 2,068만달러에 매각하였다.

그리고 미국의 로스차일드 회사(Rothchild Inc.)는 한라그룹에 10억 달러의 브리지론을 제공하기로 하였다. 그렇지만 브리지론을 제공하기에 앞서 우선 경영안정을 위해 한라중공업과 만도기계에 각각 2,000만 달러의 긴급 운영자금을 제공하는 계약을 체결하였다. 로스차일드社は 4개 회사(한라시멘트, 만도기계, 한라중공업, 한라건설) 채권단과의 부채탕감협상이 마무리되면 브리지론으로 부채를 갚을 예정이다. 계획대로 진행될 경우 한라그룹의 주요계열사는 늦어도 올해말에는 법정관리나 회의에서 벗어날 것으로 알려졌다. 이후 로스차일드社は 투자원금과 수수료를 챙기기 위해 이들 4개 기업의 자산이나 지분을 외국기업에게 매각하는 수순을 밟을 것으로 보인다.



### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

---

1. 투자목적에 따른 분류
2. 경영권획득방법에 따른 분류
3. 투자시점에 따른 분류
4. 투자대상증권에 따른 분류



### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

벌처펀드의 투자전략은 여러 가지 기준에 따라 구분하여 볼 수 있다. 본 연구에서는 벌처펀드의 투자목적, 경영권획득방법, 투자시점 그리고 투자대상을 기준으로 벌처펀드의 투자전략을 구분해 보기로 한다. 투자목적에 따른 전략으로는, 경영권획득전략, Bondmail전략, 시세차익획득전략, 포오프폴리오 분산투자전략 등이 있다. 벌처펀드의 경영권획득방법에는 자산의 구입을 통한 경영권획득전략, 기업회생안을 통한 경영권획득전략, 기업발행증권 즉 청구권매입을 통한 경영권획득전략, 일정기간 경영후 경영권획득전략 등이 있다. 투자시점에 따른 분류에는 파산절차 개시이전에 투자하는 전략, 파산절차 계류 중에 투자하는 전략, 파산절차 종결 후에 투자하는 전략 등이 있다. 투자대상에 따른 분류에는 우선순위채권, 일반채권, 후순위채권 등 채권에 투자하는 전략과 주식에 투자하는 전략이 있다.

#### 1. 투자목적에 따른 분류

투자목적에 따른 벌처펀드의 투자전략을 분석하기 위해서는 파산관런법제에 대한 이해가 중요한 전제가 된다. 구체적인 투자전략을 살펴 보기에 앞서 기업회생안의 통과를 위해 필요한 의결권에 대한 규정을 살펴보도록 한다.

미국의 파산법제중 기업회생을 다루는 Chapter11에서는 기업회생안이 각 청구권 조(class)의 의결을 거쳐 통과되도록 요구하고 있다. 구체적인 내용을 보면 각 청구권조마다 총액면의 2/3이상, 총채권자수의 1/2 이상의 찬성을 필요로 한다. 따라서 특정 청구권조 총액면의 2/3만

보유하면 자신이 제시한 기업회생안을 통과시킬 수 있다. 반대로 특정 청구권조 총액면의 1/3만 보유하면, 자신이 제시한 기업회생안을 가결시킬 수는 없어도 다른 사람이 제시한 기업회생안을 저지할 수 있다.

우리나라 회사정리법의 경우는 정리계획안 통과를 위해 정리채권자 의결권 총액의 2/3 이상, 주주 의결권 총액의 과반수 이상의 찬성을 요구한다. 정리담보권의 경우에는 그 조건이 더욱 까다로워서 정리담보권 기한의 유예를 정하는 계획안인 경우에는 의결권 총액의 3/4이상, 위 사항 이외의 권리변경에 관계된 계획안인 경우에는 의결권 총액의 4/5 이상, 그리고 청산을 내용으로 하는 계획안인 경우에는 정리담보권자 전원의 동의를 필요로 한다.

## 가. 경영권 획득 전략

### 1) 의의

경영권 획득전략이란 기업의 경영권을 행사할 수 있을 정도의 충분한 주식을 획득하려는 전략이다. 대개의 경우 벌쳐펀드는 부실기업주식을 직접 구입하는 것이 아니라 부실기업채권을 대량으로 구입하여 기업회생안에서 청구권재분배를 통해 주식으로 전환함으로써 원하는 만큼의 주식을 확보하는 전략을 구사한다.

경영권 획득 후 구조조정과 효율적인 기업경영을 통해 기업가치를 증대시킴으로써 이같은 기업가치 증대로부터 발생하는 이익을 향유하려는 전략이다.

부실기업의 회생여부는 매우 불확실하기 때문에 이러한 전략은 위

### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

험도가 매우 높다고 할 수 있다. 대신에 기업을 성공적으로 회생시켰을 경우 기대할 수 있는 수익은 상당히 클 것이다. 벌처펀드는 부실기업의 평가, 부실기업의 구조조정 그리고 부실기업 정상화에 전문적인 노하우를 지니고 있기 때문에 기업을 회생시킬 가능성이 높다. Hotchkiss와 Mooradian(1997)의 실증분석 결과에 의하면 벌처펀드가 경영권을 획득하여 기업경영에 직접 관여하게 되면 주가가 상승한다.<sup>4)</sup> 시장의 투자자들이 벌처펀드의 기업회생에 대한 전문적 능력을 인정한다는 의미이다.

경영권 획득전략이 갖는 중요한 의미는 벌처펀드에 의한 경영권 획득이 그 기업의 가치를 증대시킨다는 것이다. 벌처펀드의 효율적 경영을 통해 기업가치가 증대되면, 벌처펀드 뿐만 아니라 채권자, 주주 등 다른 청구권자들도 이익을 볼 수 있다. 고로 벌처펀드의 경영권 획득전략은, 모든 청구권자들의 이익을 함께 증진시킨다는 의미에서, 다른 청구권자들의 이익을 침해하면서 벌처펀드만의 이익을 도모하는 Bondmail 전략과 큰 차이가 있다.

#### 2) 경영권 행사방법

벌처펀드가 부실기업의 경영권을 획득하여 행사하는 방법은 정상적인 기업을 대상으로 한 경영권 쟁탈이나 경영권의 행사와는 구분되는 점이 많다. 경영권 행사방법을, 공식적인 기업회생제도인 Chapter 11하에서의 방법과 그 외의 방법으로 구분하여 설명하도록 한다.

---

4) Hotchkiss, E. S. and R. M. Mooradian, "Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, pp.401-432.

#### 가) 기업회생법률(Chapter 11)내에서의 방법

기업이 공식적인 기업회생절차인 Chapter 11의 적용을 받을 경우, 기존의 경영진은 기업의 부실경영에 대해 명백한 책임이 존재하지 않는 한 경영권을 계속 유지하는 것이 일반적이다. 물론 법적 절차에 의해 일정한 제약이 가해지기는 한다. Chapter 11에서 별처펀드가 경영권을 장악하여 구조조정을 통한 기업의 재편(reorganization)과정을 주도적으로 추진하거나 또는 그 과정에 영향력을 행사하는 방식으로는 다음과 같은 것이 있다.

첫째, 별처펀드 스스로 기업재조직안을 제출하는 방법이 있다. 기업재조직안은 현재의 부실화된 기업을 기존 주식의 전부 또는 일부 소각·병합, 채무의 조정 및 변제방법 강구, 사업부문의 정리·통합, 새로운 경영계획의 작성 등을 통해 사실상의 새로운 정상기업으로 재탄생시키기 위한 계획안이다. Chapter 11에 의하면 처음 120일 동안에는 기존 경영진에 의해서만 기업회생안 제출이 하지만 그 이후에는 기업의 경영진 외에 채권자, 주주 등이 기업회생안을 법원에 제출할 자격이 있다. 따라서 별처펀드가 기업회생안을 작성, 제출하여 동의를 받으려면 우선 그 기업의 채권자이거나 주주일 필요가 있다. 그리고 별처펀드가 제안한 기업회생안이 가결되기 위해서는 특정조 채권총액의 2/3이상을 보유해야 한다.

둘째, 부채청구권을 구입하는 방법이 있다. 기업이 부도가 났더라도 그 기업의 주식이나 채권은 정상기업과 마찬가지로 유통시장에서 계속 거래될 수 있다. 법적회생절차를 밟고 있는 기업에서는 채권자가 주주보다 많은 권한을 보유하게 되는데 이는 주식의 경우 기업청산시 변제 우선순위가 최하위이기 때문이다.

따라서 충분한 양의 부채를 확보한 투자자는 부채를 주식으로 전환

### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

할 수 있도록 하는 기업회생계획을 수립, 제안함으로써 회생기업의 경영권을 행사할 수 있을 정도의 지분확보를 꾀할 수 있다. 특히 기존 주주의 보유지분이 회생계획 하에서 축소되거나 소각될 경우 부채를 매입한 투자자의 경영지배권 확보는 더욱 용이해질 것이다.

셋째, 부실징후가 보이거나 부실화된 기업의 주식을 직접 구입하는 방법이다. 그런데 부실화된 기업의 주식은 매우 위험이 높은 투자대상이다. 즉 기업이 정상화에 실패하고 청산될 경우 벌처펀드는 큰 손실을 감수해야 한다. 벌처펀드의 주식투자를 통한 경영권획득은 간혹 이용될 뿐 일반적인 방법이 아니다.

#### 나) 기업회생법률 외에서의 방법

벌처펀드가 기업회생법률 외에서 경영권을 획득하려할 경우에는 기업회생안을 통한 채권의 주식전환을 활용할 수 없기 때문에 위임장 경쟁(proxy contest) 등을 통해 직접 주식을 구입하게 된다. 또한 기존 경영진으로 하여금 주주에게 우호적인 기업회생안을 제안하도록 하기 위해 특별주주총회(special stockholder's meeting)의 소집을 요구할 수 있다.

### 3) 최적투자전략

벌처펀드의 투자목적이, 기업회생안을 통해 회생된 기업의 최대주주가 됨으로써 경영권을 획득하는 것이라면 벌처펀드는 어떠한 투자대상에 투자하는 것이 최대의 이익을 얻을 수 있겠는가?

보상이 가능한 청구권 중 가장 후순위의 청구권에 투자하는 것이

최적전략이다. 왜냐하면 청구권의 변제우선순위가 낮을수록 할인비율(discounted rate)이 크기 때문에 벌처펀드는 저렴한 가격으로 매입할 수 있기 때문이다. 예를 들어 후순위채권의 경우 액면가의 1/10 선에서 거래되기도 한다.

그렇다고 지나치게 후순위의 채권을 매입하는 것은 합리적인 투자 전략이 아니다. 왜냐하면 미래의 기업가치가 불확실한 상황에서, 변제의 우선순위가 너무 낮으면 전혀 분배받지 못할 가능성이 있기 때문이다. 보상이 가능한 가장 후순위의 청구권을 구입하기 위해서는 부실기업의 가치를 정확히 평가할 수 있는 능력이 전제되어야 함은 물론이다.

#### 4) 예

경영권획득을 목표로 투자하는 대표적인 벌처펀드 중의 하나가 Zell/Chilmark펀드이다. Zell/Chilmark펀드의 펀드매니저인 Sam Zell과 David Schulte는 부실기업의 채권에 투자하여 기업회생안을 통해 이를 주식으로 전환함으로써 경영권을 획득하는 전략을 사용한다. 이들은 Carter Hawley Hale Stores가 Chapter11하에서 파산절차를 밟고 있을 때 공개매수를 통해 채권을 대량 매입한 후 기업회생안을 통해 주식으로 전환함으로써 총주식의 73%를 소유하게 되었다.

### 나. Bondmail 전략

#### 1) 정의

Bondmail전략이란 다른 사람이 제안한 기업회생계획안을 저지할 수 있을 정도(blocking position)의 발행부채를 확보한 후 회생계획안에 반

### Ⅲ. 별처펀드의 투자전략

대하지 않는 대가로 정상적으로 분배받아야 하는 액수보다 많은 보상(recovery)을 제공받으려는 전략이다. 기업회생안 제안자의 관점에서 볼 때, 각 채권자조별로 채권액의 1/3이상을 보유하고 있는 채권자의 거부권 행사는 자신의 회생계획안을 통과시키는데 장애요인이 된다. 이럴 경우 다시 새롭게 회생계획안을 작성하여 채권자나 주주 등의 의결권자들을 재설득하는 것은 시간과 비용이 많이 든다. 기업회생안의 재작성보다는 계획안을 부결시킬 정도의 의결권을 확보하고 있는 채권자들과 직접 협상하여 그에게 일정한 혜택을 줌으로써 계획안을 가결시키는 것이 오히려 비용이 적게 들 수 있을 것이다.

이와 같은 기업회생안 제안자의 입장을 이용하는 전략이 바로 별처펀드의 Bondmail전략이다. 특정인이 제안한 기업회생안을 반대하지 않는 대가로 별처펀드가 원래 받아야 하는 것보다 높은 수익을 보장받는 전략이다. Bondmail전략은, 기업가치의 크기는 일정한 상태에서 별처펀드 자신의 분배몫만을 증대시키고자 하는 전략이므로 결국 다른 청구권자들의 청구권가치를 감소시키는 결과를 가져오게 된다. 따라서 별처펀드가 Bondmail전략을 추구할 경우, 필연적으로 다른 채권자들과 심각한 갈등을 유발시킬 소지를 갖게 된다. 이 같은 측면에서 볼 때 Bondmail전략은 기업가치증가를 통해 다른 청구권자들에게도 이익을 가져다 주는 경영권획득전략과 구분된다.

#### 2) Bondmail전략 실행상의 제약

Bondmail 전략의 성공여부는 다음과 같은 여러 가지 요인에 의해 영향을 받게 된다.

첫째, 불공정한 보상여부에 대한 법원의 판단에 의해 영향을 받는

다. 벌처펀드가 특정한 회생계획안에 대해 반대하지 않는 대가로 일정한 혜택을 부여받았다 하더라도 그 혜택의 정도가 타 채권자가 받는 보상과 비교하여 상당히 불공정할 경우 법원은 그 계획안에 대해 거부권을 행사할 수 있다. 또한 이로 인해 피해를 보았다고 생각하는 여타 채권자들이 소송을 제기할 수도 있다.

둘째, 청구권의 동일성여부에 의해 영향을 받는다. 앞에서 언급했듯이 의결권은 채권자를 동일성 여부에 따라 여러 개의 組로 분류한 후 각 조별로 행사된다. 따라서 보유하고 있는 채권이 어느 조로 분류되느냐에 따라 거부권을 행사할 수 있는 위치가 될 수도 있고 그렇지 못할 수도 있다. 이러한 組의 분류는 기업회생계획안에 의거하여 정해진다. 그런데 미국의 경우 일정기간동안은 독점기간을 부여받은 기존 경영진에 의해 회생계획안이 제출된다. 따라서 기존 경영진은 벌처펀드에 불리하도록 채권자 조의 분류를 조정(gerrymandering)할 소지가 있다.

우리나라 회사정리법의 경우에는, 법원이 채권자 組의 분류를 하도록 되어 있다(회사정리법 제159조). 즉, 정리채권자 등의 분류는 정리담보권자, 우선권이 있는 정리채권자, 일반채권자, 후순위 정리채권자, 일반채권자, 우선주주, 주주 등으로 구분된다. 법원은 권리의 성격과 이해관계를 고려하여 2개 이상의 조의 자를 1개의 조로 통합하거나 1개의 조의 자를 2개 이상의 조로 나누어 분류할 수 있다.<sup>5)</sup>

셋째, 강제수용(cram-down)조항에 의해 제약을 받는다. 강제수용규정이란, 법원이 판단할 때 특정 기업회생안이 합리적인 경우에는 비록 채권총액의 1/3이상 보유자가 반대하더라도 그 기업회생안을 강제로 통과시키는 규정이다. 즉 반대하는 채권자는 법원이 승인한 기업회생

---

5) 회사정리법 159조 2항. 단, 정리채권자, 정리담보권자와 주주는 각각 다른 조로 하여야 한다.

### Ⅲ. 별처펀드의 투자전략

안을 자신의 의지에 관계없이 수용해야 한다. 이때 합리적인 기업회생안이 갖추어야 할 조건은, 그 계획안에 반대하는 청구권자에게 최소한 기업청산시에 받을 수 있는 금액 이상을 보장하고 있어야 한다는 것이다.

우리나라 회사정리법에는 不同意의 조가 있는 경우에도 다음의 방법에 의한 조치를 취한 후에 법원이 계획인가를 할 수 있는 규정(234조 1항)이 있다.<sup>6)</sup>

- 정리담보권자에 관하여 그 담보권의 목적인 재산을 그 권리를 존속하게 하면서 신회사에 이전하거나 타인에게 양도하거나 회사에 보유하는 방법
- 정리담보권자에 관하여는 그 권리의 목적인 재산, 정리담보권자에 관하여는 그 채권의 변제에 충당될 회사의 재산, 주주에 관하여는 잔여재산의 분배에 충당될 회사의 재산을 법원이 정하는 공정한 거래가격(담보권의 목적인 재산에 관하여는 그 권리로 인한 부담이 없는 것으로 평가한다) 이상의 가액으로 매각하고 그 賣得金에서 매각의 비용을 공제한 잔금으로 변제하거나 분배하거나 공탁하는 방법
- 법원이 정하는 그 권리의 공정한 거래가액을 권리자에게 지급하는 방법
- 기타 앞의 각 호에 준하여 공정하게 권리자를 보호하는 방법

---

6) 또한 우리나라 회사정리법의 경우에는 관계인 집회에서 정리계획안이 가결되지 않은 경우에도 다음의 조건이 만족되는 경우에는 법원의 직권으로 회의를 속행할 수 있다(제206조).

- 정리채권자조 의결권의 1/2
- 정리담보권자조 의결권의 1/3
- 주주 의결권의 1/3

#### 4) 예

Bondmail 전략을 활용하는 대표적인 벌처펀드로는 Leon Black, Stanford Phelps, Carl Icahn, Talton Embry (Magten Investment), Apollo Advisor 그리고 지금 없어지기는 했지만 Goldman Sachs의 Waterstreet Corporate Recovery Fund 등이 있다. Gillett Holdings사의 파산시에는 Apollo Advisor는 선순위채권의 1/3 이상을 보유하고 Carl Icahn은 후순위채권의 1/3 이상을 보유함으로써 각각 Bondmail 전략을 구사하였다.

### 다. 저평가된 기업의 청구권 매입전략

#### 1) 의의

기업의 가치가 과소평가되어 있는 부실기업을 발굴하여 그 기업의 채권 또는 주식을 매입한 후 가격이 회복되었을 때 되파는 전략이다. 부실채권의 거래가 활발한 미국의 경우 부실채권은 <표 III-1>에서 보듯이 평균적으로 액면가의 30%선에서 거래되며, 후순위채권의 경우 할 인율은 더욱 큰 것으로 나타났다.

부실기업의 가치가 하락하는 것은 일견 당연하다고 할 수 있다. 그렇지만 일시적인 요인에 의해 어려움을 겪는 기업이나 부도후 회생한 기업들의 경우에도 그에 대한 부정적인 시각 때문에 과도하게 저가평가되는 경우가 있다. 이러한 기업에 투자했을 경우 큰 이익을 기대할 수 있을 것이다.

### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

<표 III-1> 부실채권의 가격

| 채 권       | 액면가 대비 가격*(%) |
|-----------|---------------|
| 우선순위보증채권  | 54.6          |
| 우선순위무보증채권 | 40.6          |
| 우선순위열등채권  | 31.3          |
| 열등채권      | 30.1          |
| 후순위열등채권   | 23.0          |
| 평 균       | 34.2          |

\* 액면가 대비 부도가 발생한 월말의 기준가격 ('77-91년)

\*\* 자료 : Salomon Brothers study (1991. 4. 18). Gilson, S. C., "Investing in Distressed Situations : A Market Survey", *Financial Analysts Journal* (1995. 11/12)에서 재인용

이같은 시세차익을 목적으로 한 투자전략을 수행하기 위해서는 부실기업증권에 대한 정확한 평가능력이 전제되어야 한다. 즉 부실기업에 대한 세심한 분석, 발행채권의 계약내용에 대한 정밀한 조사 그리고 파산절차 진행과정에 대한 정확한 분석능력이 요구되기 때문에 지극히 전문적인 투자영역이라고 하겠다. 미국의 경우 최근에 시세차익을 목적으로 한 전문적인 투자자의 수가 증가함에 따라 초과수익률 획득이 점차로 어려워지고 있다. 부실증권시장도 효율적 시장에 근접해 가고 있기는 하나 벌처펀드는 여전히 초과수익을 올리고 있다.

이하에서는 벌처펀드 초과수익획득의 근거가 되는 부실증권의 특징, 부실증권가격이 급락하는 이유 그리고 부실증권의 과소평가원인을 살펴해보도록 한다.

## 2) 부실증권의 특징

첫째, 부실기업발행채권은 이자율변동 보다 기업가치의 변화에 크게 의존한다는 의미에서 채권보다 주식에 가깝다. 부실기업은 사적인 청구권재조정이나 공식적인 파산절차의 결과에 따라 정상화될 수도 있고 청산될 수도 있다. 어떠한 방식으로 기업회생을 도모하던지 간에 정상화에 실패할 경우 채권자는 보유채권 전액을 상환받을 수는 없게 된다. 얼마만큼 상환받는가는 기업의 가치에 의존한다. 특히 후순위채권일수록 기업가치변화에 크게 의존한다. 기업가치변화에 따라 후순위채권자가 상환받을 가능성이 크게 영향을 받기 때문이다.

Blume(1991)에 의하면 부실채권은 투자적격채권과 중소기업주식의 성격을 모두 갖고 있다.<sup>7)</sup> 부실채권(우량채권)과 미재무성채권과의 상관계수는 0.67(0.95)이고 부실채권(우량채권)과 중소기업주식과의 상관계수는 0.53(0.2)이다. Cornell과 Green(1991)은 부실채권이 이자율변동 보다 주식시장의 움직임에 더 민감하다는 실증결과를 얻었다.<sup>8)</sup>

둘째, 부실증권의 시장가격은 잘못결정(mispricing)되었을 가능성이 높다. 이는 부실증권시장이 비효율적임을 의미한다. 예를 들어 Continental 항공사의 경우 주주들에게 아무런 분배도 하지 않는 기업회생안이 가결되었음에도 불구하고 AMEX에서 계속 1.5달러에 거래되었다(WSJ, 1992). 즉 이 주식은 과대평가 되었다. 이와는 반대로 부실증권은 과소평가되어 있는 경우가 많은데 이에 대해서는 아래에서 자세히 설명하기로 한다. 미국의 경우 파산기업의 증권은 조직화된 증권거래소에서

---

7) Blume. M. E "The Risk and Return of Low-grade Bond: An Update", *Financial Analysts Journal*, 1991, Sep-Oct, 85-89

8) Cornell. B and K. Green, "The Investment Performance of Low-grade Bond Funds" *Journal of Finance*, 46, 29-48

활발히 거래된다.<sup>9)</sup>

셋째, 부실증권은 관심을 갖는 분석가의 수가 적다. 왜냐하면 근본적으로 부실증권에 대한 수요가 부족하기 때문이다. 부실증권은 그 가치평가, 정보분석, 투자전략수립이 복잡해 일반투자자가 접근하기 힘든 투자대상이다. 수요가 존재한다 할지라도 부실증권에 대한 정보획득이 곤란하고 복잡한 파산절차 등에 대한 전문적 분석능력이 요구된다

넷째, 부실증권은 앞에서 언급한 이유들 때문에 유동성이 낮고 거래비용이 높다.

### 3) 부실증권가격이 급락(overreaction)하는 이유

#### ① 과다공급

기업이 파산발표를 하면 발행증권의 가격은 급락한다. 파산이란 사건이 주가에 부정적인 영향을 주어 주가가 하락하는 것은 당연하지만 그 정도가 과다하다는 것이다. 즉 시장은 파산이란 사건에 과대하게 반응한다는 것이다.

부실증권가격이 급락하는 이유는 부실증권의 과다공급에 있다. 과다공급이 발생하는 이유를 개인투자자 측면, 기관투자자 측면 그리고 펀드매니저 측면에서 살펴보기로 한다. 개인투자자 입장에서는 복잡한 파산절차를 이해하기 힘들고 위험회피적인 경향이 있기 때문에 부실증권을 판매하려 한다. 금융기관 입장에서는 규정상의 제약(charter restriction)으로 인해 부실증권을 처분하려 한다. 대개의 경우 BB이하

---

9) NYSE나 AMEX에서는 부실증권을 회사명 뒤에 "vj"를 덧붙여 표현하고 NASDAQ에서는 "Q"로 표시한다.

는 투자할 수 없도록 규정하고 있다. 펀드매니저의 입장에서는 미래에 계속 주가가 하락할 경우 자신의 성과에 부정적인 영향을 미칠 것이기 때문에 부실증권을 매각하려 한다.

전문적인 투자자(rational speculator)는 일반투자자들의 positive feedback trading을 이용하기 위해 과도하게 주식을 매각하여 주가하락을 유도할 수 있다.

## ② 수요부족

부실증권의 공급이 과다한데 비해 부실증권에 대한 수요는 부족한 것이 일반적이다. 그 이유는 앞서도 언급한 바와 같이 기업가치평가나 투자전략수립에 전문적인 노하우 없이 부실증권에 투자하기 힘들기 때문이다. 이 같은 수요와 공급의 불균형 때문에 부실증권투자는 초과수익의 기회가 존재한다. 전문적인 지식과 경험을 바탕으로 높은 위험을 부담하며 높은 수익을 추구하는 투자자가 바로 벌처펀드이다. 예를 들어 벌처펀드인 Dickstein Limited Partners는 1986년부터 1996년까지 연평균 40%의 수익률을 획득했다.

## 4) 부실증권의 과소평가(mispricing) 원인

앞에서는 기업의 부실화관련 정보가 시장에 전달될 경우 시장이 과민반응(overreaction)을 보여 주가가 급락함을 보였다. 투자자의 입장에서 보면 주가가 지나치게 하락하여 과소평가(underpricing)되었다는 것은 초과수익의 기회가 존재함을 의미한다. 부실증권은 그 가격이 급락할 뿐만 아니라 과소평가된 가격이 신속하게 진정한 가치(true value)

### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

로 복귀하지 않는 특징을 갖고 있다. 즉 일정기간 동안 초과수익률을 얻을 수 있다. 고로 부실증권의 가격행태는 효율적 시장가설의 관점에서 보면 이례적인(anomaly) 현상중의 하나이다. 이하에서는 부실증권의 이례적인 가격행태를 설명하는 이론들을 살펴보기로 한다.

첫째, 효율적 시장가설(EMH)의 틀 속에서는 이례적인(anomaly) 현상중의 하나로 간주되어 적절한 설명이 불가능하다.

둘째, 부실증권이 초과수익률을 보이는 이유는 비합리적 투자자(irrational investor)와 관련하여 심리적 요인이나 정보에 근거하지 않은 투자행위(noise trading)가 존재하기 때문이란 주장이다. 투자자들의 비합리적인 행동은 Black(1986), Shleifer and Summers(1990)등에 의해 그 중요성이 강조되었다. 비합리적인 노이즈투자자들은 부정확한 정보에 근거하여 거래를 행하기 때문에 가격을 균형에서 이탈시킨다. 물론 차익거래자(arbitraders)가 그 이탈정도를 감소시키기는 하지만 완전히 제거하지는 못한다. 차익거래자가 완벽한 차익거래를 수행할 수 없기 때문인데 그 이유는 아래에서 자세히 설명하기로 한다.<sup>10)</sup>

부실증권시장이 효율적이냐 비효율적이냐 하는 문제는 파산제도와 관련하여 중요한 의미를 갖는다. 부실증권시장이 효율적이면 부실기업의 퇴출, 회생결정과 관련하여 정부나 법원의 역할이 감소된다. 또한 시장메카니즘에 근거한 파산제도의 설계와 적용이 가능하게 된다.

셋째, 부실증권이 초과수익률을 보이는 이유는 부실증권 특유의 위험 또는 불확실성 존재하기 때문이다. 특히 복잡한 파산절차와 관련하여 다음에 대한 불확실성 존재한다.

---

10) 차익거래자가 차익거래를 수행하는 과정에서 직면하게되는 제약요인들에 대해서는 다음 논문을 참조바람. Shleifer, A and Vishny, "The Limits of Arbitrage" *Journal of Finance*, March 1997, 35-55

- 법원의 최종결정
- 파산절차에 소요되는 시간
- 기업회생계획안의 질
- 기업회생안의 성공적 실행여부

넷째, 완벽한 차익거래(perfect arbitrage)의 수행이 곤란하기 때문이다. 저평가된 부실증권의 가격을 진정한 가격으로 복원하기 위한 차익거래수행을 어렵게 하는 요인들은 다음과 같다.

- 정확한 정보획득 곤란
- 다양한 불확실성으로 인해 정확한 기업가치평가 곤란
- 거래량 부족과 유동성 부족
- 공매가능 주식의 공급 부족
- 합리적 투기자들이 positive feedback trader들을 이용하기 위해 오히려 주가변동을 조장

다섯째, 부실증권이 높은 수익률을 보이는 이유는 그 가격이 잘못 결정되어서가 아니라 다음과 같은 요인에 대한 프리미엄이 고려되었기 때문이다.

- 높은 가격변동성
- 낮은 유동성
- 높은 거래비용
- 정보의 부족과 획득 곤란
- 부실기업평가를 위한 전문적인 know-how

## 라. 포트폴리오의 분산투자전략

### 1) 의의

이제까지 설명한 벌처펀드의 투자전략, 즉 경영권획득전략, Bondmail 전략, 저평가된 청구권 매입을 통한 시세차익 획득전략은 각기 특색이 다르고 기대하는 수익률도 일정치 않지만 벌처펀드가 초과수익률을 기대하고 투자를 행하는 전략이라는 점에서는 동일하다.

그러나 벌처펀드의 부실채권에 대한 투자가 반드시 초과수익을 기대하고 이루어지는 것은 아니다. 이하에서 논의할 분산투자전략이란, 부실증권 투자를 통해 벌처펀드가 보유한 전체 포트폴리오의 위험을 감소시키고자 하는 전략이다. 부실증권투자가 전체포트폴리오의 위험을 감소시킬 수 있는 이유는 부실증권수익률과 다른 증권수익률간의 상관관계가 낮다는 부실증권수익률의 특성에 근거한다. 실제로 벌처펀드를 비롯한 다수의 기관투자자들이 포트폴리오 다각화 전략의 일환으로 부실채권에 투자하고 있다.

### 2) 부실증권지수

부실증권투자가 일반화됨에 따라 부실증권평가와 거래를 용이하게 하기 위해 부실증권지수가 고안되었다. 대표적인 지수가 ‘A-M 부실채권지수’(Altman-Merrill Lynch & Co. Index of Defaulted Debt)이다. 이는 부실채권의 가중시장가치(market-value-weighted index)를 지수화한 것이다. A-M 부실채권지수에서 의미하는 부실증권이란 공식적인 파산절차의 적용을 받는 경우와 그렇지 않는 경우를 모두 포함한다. 부도시점부터 시작하여 공식적인 파산절차신청, 기업회생안의 제안과 의

결, 기업회생안의 실행을 통한 기업정상화 내지 청산시점까지의 과정 중 어느 한 시점에 해당되는 기업의 채권을 의미한다. 부도가 났으나 공식적인 파산절차에 들어가지 않고 사적인 조정을 통해 회생하여 거래가 재개된 기업의 증권도 포함된다.

A-M지수를 살펴보면 몇 가지 특성을 발견할 수 있다. <표 III-3>에서 보듯이 A-M지수는 고수익증권지수와는 상관관계가 높으나 S&P 500지수와는 상관관계가 낮은 것으로 나타나고 있다. A-M지수와 S&P 500지수와는 상관관계가 낮다는 말은 일반증권에 대한 투자를 통해서 분산시킬 수 없는 위험, 즉 체계적 위험을 부실채권투자를 통해 감소시킬 수 있다는 의미이다. 그리고 A-M지수와 고수익증권지수간에 상관관계가 높기 때문에, 부실채권투자를 통해 위험분산 효과 뿐 아니라 고수익까지도 기대할 수 있다는 의미가 된다.

그러나 부실채권투자가 항상 고수익을 보장하는 것은 아니다. <표 III-3>를 보면 A-M지수의 변동성은 고수익증권지수의 변동성 보다 크다는 것을 알 수 있다. 즉 부실채권투자자는 높은 수익을 추구하는 과정에서 그만큼 큰 위험을 부담해야 한다는 것이다.

<표 III-2> 지표별 월간수익률의 상관관계 (1987-1992)

|                  | A-M Index | S&P 500 | High Yield Index |
|------------------|-----------|---------|------------------|
| A-M Index        | 100%      | 32.8%   | 59.5%            |
| S&P 500          |           | 100%    | 45.1%            |
| High Yield Index |           |         | 100%             |

\* 자료 : Altman, E. I. "Defaulted Bonds : Demand, Supply and Performance, 1987-1992," *Financial Analysts Journal* (1993. June)

### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

<표 III-3> A-M지수와 S&P500 지수 및 여타 지수의 비교

|   | 1988 | 1989  | 1990  | 1991  | 1992 | 1993 | 1994  | 1995  |
|---|------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| A-M Index **                              | 26.5 | -22.8 | -17.1 | 43.1  | 15.4 | 30.9 | 3.5   | 13.2  |
| Aggressive Growth                         | 17.8 | 31.8  | 2.6   | 46.1  | 16.6 | 23.8 | 0.1   | 22.1  |
| Emerging Markets                          | 40.6 | 5.0   | -4.9  | 29.3  | 22.7 | 84.4 | -4.1  | 0.3   |
| Fund of Funds                             | 17.0 | 20.6  | 12.4  | 12.5  | 11.3 | 24.3 | -3.3  | 5.9   |
| Income                                    | 11.0 | 10.8  | 11.8  | 25.3  | 14.8 | 21.4 | -0.6  | 6.1   |
| Macro                                     | 34.9 | 36.9  | 7.1   | 40.8  | 17.0 | 47.5 | -13.8 | -2.7  |
| Market Neutral<br>-Arbitrage              | 31.8 | 14.0  | 9.1   | 17.7  | 14.8 | 18.6 | 2.5   | 10.9  |
| Market Neutral<br>-Securities Hedging     | 18.9 | 17.8  | 18.5  | 22.5  | 15.3 | 22.1 | 4.3   | 8.5   |
| Market Timing                             | 23.9 | 25.8  | 15.7  | 45.6  | 12.1 | 20.4 | -1.9  | 3.9   |
| Opportunistic                             | 21.8 | 32.6  | 3.6   | 47.2  | 27.1 | 31.4 | 2.6   | 12.5  |
| Several Strategies                        | 25.0 | 23.9  | 4.2   | 31.8  | 18.5 | 24.3 | 0.1   | 15.5  |
| Short Selling                             | 15.5 | 23.7  | 38.4  | -19.8 | 7.8  | -6.8 | 14.1  | -17.6 |
| Special Situations                        | 40.7 | 17.5  | 11.5  | 28.8  | 18.4 | 29.0 | 3.2   | 13.4  |
| Value                                     | 22.7 | 22.2  | 0.7   | 30.5  | 15.4 | 28.3 | 2.5   | 16.7  |
| VAN Global Hedge<br>Fund Index            | 25.0 | 24.9  | 7.1   | 29.4  | 17.0 | 29.0 | 0.4   | 10.3  |
| MSCI World Equity                         | 23.3 | 16.6  | -17.0 | 18.3  | -5.2 | 22.5 | 5.1   | 13.4  |
| S&P 500                                   | 16.5 | 31.6  | -3.1  | 30.3  | 7.6  | 10.0 | 1.4   | 24.1  |
| Morningstar Average<br>Equity Mutual Fund | 14.6 | 25.3  | -6.9  | 32.0  | 6.6  | 19.4 | -2.2  | 18.5  |
| Lehman Brothers<br>Aggregate Bond Index   | 7.9  | 14.5  | 10.3  | 14.6  | 7.4  | 9.8  | -2.9  | 11.2  |

\* 자료 : VAN Hedge Fund Advisors

\*\* 1992년까지는 A-M Index, 1993년부터는 VAN Distressed Securities Index임.

### 3) 예

부실증권을 이용한 분산투자전략을 구사하는 대표적인 벌처펀드로는 Trust Company of the West, Foothill, T. Rowe Price, Cargill 등이 있다. 1994년 현재 이들 벌처펀드들은 100억불 이상의 부실채권을 보유하고 있다.

## 2. 경영권획득방법에 따른 분류

### 가. 자산구입을 통한 경영권획득

#### 1) 특징

파산절차상에서 자산을 인수하는 가장 기본적인 방법은 파산법 제 363조에 의거하여 자산을 직접 구매하는 것이다. 특히 현금을 보유하고 있는 투자자는 그 유동성 때문에 협상과정에서 유리한 위치를 차지할 수 있다. 또한 투자자가 기업전체가 아닌 특정자산에 대해 관심을 가지고 있을 경우에는 직접 해당자산을 구입하는 것이 기업에 대한 청구권을 구입하는 전략 보다 효율적이다.

자산구입을 통한 경영권획득은 청구권구입이나 기업회생안을 통한 경영권획득 보다 신속하게 경영권을 취득할 수 있다. 따라서 자산구입을 통한 경영권획득은 신속한 경영권획득을 전략적 목표로 하는 경우에 특히 유용하다.

#### 2) 절차

파산법 제363조에 의한 자산구매절차는 매우 간단하다. 자산매각사

### Ⅲ. 별첨펀드의 투자전략

실과 매각조건을 채권자를 비롯한 모든 이해관계자들에게 최소한 20일 이상 告知해야 한다. 경우에 따라서는 단순한 고지 이외에 법원이 자산 매각자인 파산관리인이나 경영자에게 적절한 판매노력을 요구할 수 있다.

고지를 통해 채권자들은 자산매각에 반대할 수 있고 ‘더 높은 가격 혹은 더 나은 조건’의 매입자를 물색할 수도 있다.

#### 3) 자산경매(auction)와 관련된 문제

파산법 제363조에 의한 자산의 매각은 경매를 통해 이루어져야 한다. 자산의 경매과정에서 파산관리인이나 경영자는 경매가격을 극대화해야 할 신의 성실의 의무를 진다. 법원도 자산매각기업이 ‘더 높은 가격 혹은 더 나은 조건’을 달성할 수 있도록 배려한다.

가격경쟁이 심할수록 자산매입자의 입장에서는 불리하다. 심지어는 단순히 다른 입찰경쟁자를 유인하기 위한 ‘허수아비 입찰자’(stalking horse)로 전략할 수 있다.

파산절차가 아닌 일반적인 경우에는 잠재적인 구매자를 보호하기 위하여 제3자협상금지규정(no-shop clauses), 왕관보석매수옵션(crown jewel option) 등과 같은 기법들을 이용할 수 있으나 파산절차상에서는 이용이 불가능하다.

#### 4) 자산경매(auction)와 관련된 문제의 해결방안

‘허수아비 입찰자’(stalking horse)의 문제를 해결하기 위해서는, 원칙적으로 새로운 가격을 제시할 경우 최소한 일정액 이상의 증가가 있

어야 한다는 규정을 두면된다. 자산의 경매와 관련된 문제를 해결할 수 있는 그 밖의 방법으로는 다음과 같은 방법들이 있다.

- 계약파기 수수료(break-up fee); 자산이 특정 구매의도자에게 매각되지 않았을 경우에 그에게 현금을 지불하여 보상해 주는 제도
- 신고매수호가 수수료(topping fee); 새로운 매수호가 원래의 매수호가를 일정액 이상으로 초과한 경우 보상해 주는 제도
- 비용반환(reimbursement of expenses)

## 5) 별처펀드의 대응

부실기업의 자산을 매입하려는 별처펀드는 거래를 시작하기에 앞서서 위에서 제시된 경매관련문제의 해결방안을 법원으로부터 승인받아야 한다.

## 나. 기업회생안을 통한 경영권 획득

### 1) 특징

부실기업의 경영권획득 측면에서 볼 때 기업회생안은 자산매입의 대체안이 될 수 있다. 승인절차상의 복잡성 때문에 자산매입을 통한 경영권 획득에 비해 신속성이 떨어지기는 하나 자산매입을 통한 경영권 획득에 비해 유연성과 포괄성을 겸비한 경영권 획득 방법이다.

### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

미국 파산법 제1123조는 기업회생안에 반드시 포함되어야 할 강제 규정과 포함시킬 수 있는 임의규정을 열거하고 있다. 자산과 청구권을 다루는 다양한 방법을 제시하고 있기 때문에 벌처펀드는 이를 통해 독창적인 투자전략을 고안할 수 있다.

#### 2) 기업회생안을 통한 경영권 획득방법

##### 가) 경영자가 제안한 기업회생안

처음 120일 동안은 채무자 또는 경영자만이 기업회생안을 제안할 수 있다. 이 같은 독점권을 활용하기 위해 경영자는 최대한 신속하게 기업회생안을 제안하려 한다. 이 과정에서 벌처펀드는 경영자가 제안한 기업회생안을 지지함으로써 우호적인 방법으로 경영권을 획득할 수 있는 기회를 가질 수 있다.

벌처펀드가 우호적인 방법을 통해 경영권을 획득할 수 있느냐의 여부는 소유주나 경영자가 일정부분의 경영권을 양도할 의사가 있느냐에 달려있다. 부실화가 심각할 경우에는 벌처펀드 등 외부투자자에게 일정부분의 지분을 양도하는 것이 오히려 경영권을 계속 유지할 수 있는 유일한 방법이 된다.

벌처펀드의 입장에서 경영자와의 협상을 통한 우호적인 방법에 의한 경영권 획득이 가장 효율적인 방법이다.

##### 나) 채권자가 제안한 기업회생안

경영자가 제안한 기업회생안이 충분한 동의를 얻지 못한 경우에는

채권자가 경영자의 회생안과 경쟁하는 기업회생안을 제안할 수 있다. 별처펀드가 충분한 채권을 보유하고 있는 경우에는 경영권획득을 가능케 하는 기업회생안을 제안하여 가결시킬 수 있다.

#### 다) 강제규정(cram-down)

별처펀드가 제안한 회생안에 반대하는 청구권자들이 존재하는 경우라도 이들에게 청산시에 받을 수 있는 금액 이상을 보장해 줌으로써 그들로 하여금 별처펀드의 기업회생안을 강제적으로 수용하게 할 수 있다.

#### 라) Pot Plan

무담보채권자들의 청구권을 개별적으로 다루는 것이 아니라 이들 전체에 대한 전체 뭉(pot)을 먼저 정해 놓고 이를 비례배분하는 방법이다. 이 같은 안이 승인을 받을 수 있으면 무담보채권자에 대한 지불액을 고정시킴으로서 비용을 절감할 수 있다.

### 다. 청구권 매입을 통한 경영권 획득

#### 1) 특징

별처펀드의 경영권 획득은 주로 채권매입을 통해 이루어진다. 충분한 채권매입이 이루어지면 부채를 주식으로 전환할 수 있도록 기업회생안을 작성, 제안할 수 있다. 별처펀드가 제안한 기업회생안이 선택되어 가결되면 부채의 주식전환을 통해 별처펀드는 기업경영권을 획득할 수

있을 정도의 충분한 주식을 보유할 수 있다.

## 2) 필요조건

청구권매입을 통해 경영권을 획득하기 위해서는 자유로운 청구권의 거래가 전제되어야 한다. 미국의 경우 법원은 청구권의 자유로운 거래가 기업회생의 필수적인 전제조건이라고 판단하고 이를 제도적으로 뒷받침하고 있다.

청구권 소유자, 금액, 분쟁사항 등이 모두 공시의 대상이어서 청구권에 대한 정보획득이 용이하다. 연방파산법 3001(e)에 의해 단순히 청구권 변경사실을 공지함으로써 그 효력이 발생한다. 또한 청구권을 매입하려는 자는 청구권 소유자에게 자유롭게 매입의사를 표시하고 매입할 수 있다. 법원도 이 같은 방식을 일반적으로 인정하고 있다.

### 라) 일정기간 경영후 경영권획득 (Interim Operating Agreement)

파산절차상에서 기업이나 자산을 인수하는 독창적인 방법의 하나가 일정기간경영후 경영권을 획득하는 것이다. 법원의 허가를 받아서 일정기간 경영을 해본 뒤에 기업을 정상화시킬 것인가 혹은 자산을 매각할 것인가를 결정한다.

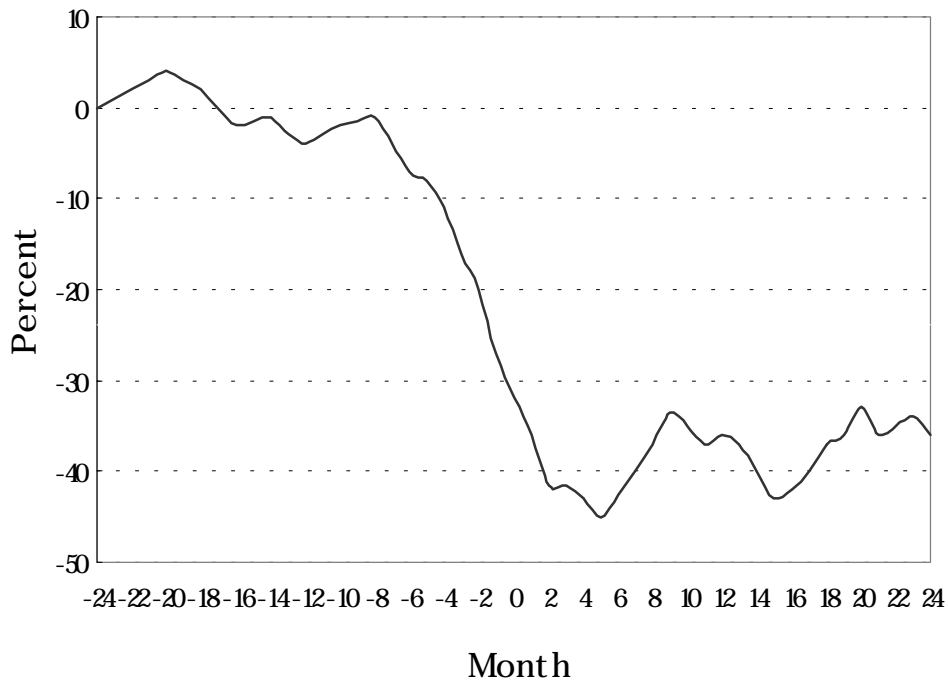
## 3. 투자시점에 따른 분류

별처펀드의 투자시점은 크게 파산절차 개시이전, 파산절차 진행중,

파산절차 종결후의 3가지로 구분할 수 있다. 이하에서는 각 시점별 투자전략의 특징과 장단점을 비교하여 분석해 보기로 한다.

참고로 <그림 III-1>은 부도시점('0')을 기준으로 하여 전후 각 2년씩 총 4년간 부실채권의 수익률 추이를 나타내고 있다. 시장상황에 따른 수익률 변동을 부도에 의한 수익률 변동으로부터 분리시키기 위해 초과수익률의 개념을 사용하였다. 그림에서 보듯이 수익률은 부도가 나기 5개월전 부터 급속도로 하락하기 시작하여 부도후 5개월 후에는 최저치에 도달하고 있음을 알 수 있다.

<그림 III-1> 부도전후의 수익률 추이 (1977-1988)



\* 출처 : Hradsky, G. T. and Robert D. Long, "High-Yield Default Losses and the Return Performance of Bankrupt Debt," *Financial Analysts Journal* (July-August 1989)

### 가. 파산절차 개시이전에 투자

벌처펀드가 파산절차 개시이전에 투자하려는 투자대상기업은 부실 징후를 보이는 기업 또는 부도가 났으나 아직 파산절차를 신청하지 않은 기업이다.

이러한 기업의 특징 중 하나는 이미 기업의 주식, 채권의 가격은 상당히 하락되어 저렴한 가격으로 구입할 수 있다는 점이다. 즉 할인비율(discounted rate)이 높다. 또한 파산법의 적용을 받지 않기 때문에 협상이 신속하게 이루어질 수 있다는 장점도 있다. 일단 파산절차에 들어가면 그 기업의 경영 및 주요 의사결정사항은 법원의 감독 및 다양한 채권자 집단의 영향을 받게 된다. 따라서 파산절차에 들어가지 않고 협상이 원만히 이루어진다면 파산비용을 줄일 수 있고 시간도 단축할 수 있다.

그러나 파산절차개시 이전의 투자는 상당한 불확실성과 위험을 수반하고 있다. 첫째, 경영권획득을 목표로 하는 벌처펀드라면 대량의 주식을 매입해야 하는데 만약 기업이 정상기업으로 회생하지 못할 경우 투자액 전부를 손해볼 수도 있다.

둘째, 공식적인 파산절차 서류 중에 투자하는 경우에 비해 경영권보호가 부족하다. 미국의 chapter11이나 우리나라의 회사정리법 내에서는 재산보전처분(automatic stay)이 이루어지기 때문에 어떠한 청구권자로부터도 기업재산이 보호받을 수 있다. 담보채권을 제외하고는 대부분의 채권에 대한 이자지급도 중단된다. 벌처펀드가 파산절차개시이전에 투자하면 이 같은 보호장치가 없기 때문에 채권자들이 기업의 자산에 대해 구상권을 행사할 수 있다. 벌처펀드의 입장에서는 채권자의 간섭을 배제한 신속한 기업구조조정과 효율적인 경영활동이 어렵게 된

다.

셋째, 기존경영자가 경영권 방어를 위해 별처펀드에 저항할 경우 chapter11과 같은 공식적인 파산절차에서와는 달리 파산관리인, 채권자 등과의 협상을 통한 경영권획득이 곤란하다. 경영권획득에 지나친 시간과 비용이 소요될 경우, 파산절차개시 전 투자전략의 장점인 신속한 협상을 통한 파산비용 절감효과는 상당히 희석화될 수 있다.

넷째, 파산절차 개시이전에 투자하면 사기성양도행위(Fraudulent Conveyance)로 소유권획득이 무효화될 위험이 있다. 미연방파산법 제 548조에서는 파산절차 개시일로부터 소급하여 1년 내에 발생한 재산권이전행위에 대해 이를 무효화시킬 수 있는 근거를 마련해놓고 있다. 즉, 재산권의 이전이 비합리적으로 낮은 금액으로 이루어졌다는 점이 증명될 경우 이를 사기성양도행위(Fraudulent Conveyance)로서 무효화시킬 수 있다는 것이다. 그리고 미국의 판례를 보면 기업의 주요자산을 구매한 사람이 권리는 물론 의무도 승계해야 한다는 입장을 보이고 있다. 별처펀드의 입장에서 보면 별처펀드가 기업을 인수하는 과정에서 피해를 본 기존채권자가 자산매입자인 별처펀드에게 자신의 권리보호를 주장할 수 있도록 허용하고 있다. 따라서 별처펀드가 파산절차 개시이전에 투자할 경우에는 투자대상기업의 채권채무관계에 대한 면밀한 검토가 선행되어야 한다.

## 나. 파산절차 계류 중에 투자

미국의 기업회생법률인 chapter11은 기업을 회생시키는데 주목적이 있기 때문에 채권자보다는 채무자에게 상당한 특혜를 주고 있다. 기업이 파산절차에 들어감으로써 채무자가 얻게 되는 주요한 혜택으로는

### Ⅲ. 별처펀드의 투자전략

다음과 같은 것이 있다.

- 재산보전처분(automatic stay)을 통해 채권자의 권리행사로부터 기업자산을 보호할 수 있으며 정상적인 영업활동도 계속할 수 있다.
- 개시 후 처음 120일 동안은 기존경영자만이 기업회생안을 제출할 수 있다. 법원의 판단에 의해 이 기간이 연장될 수 있다.
- 기존 채권자와 동등한 또는 그 이상의 변제우선권을 부여하고 자금을 차입할 수 있다.
- 파산신청 전 이루어진 기업에 불리한 거래를 정지시킬 수 있으며, 파산신청 당시 무보증채권에 대해서는 이자를 지급하지 않아도 된다.

이상과 같이 Chapter11은 채무자 또는 기존 경영자의 권한을 인정해 주고 기업회생을 용이하게 하는 다양한 규정을 두고 있다. 이로 인해 별처펀드는 파산절차에 계류중인 기업 또는 그 발행증권에 투자하고자 하는 유인을 제공받게 된다. 구체적인 투자이점들은 다음과 같다.

첫째, 파산절차진행 중에 투자할 경우 기대할 수 있는 가장 큰 이점은, 과거의 모든 이해관계자의 권리청구로부터 단절된 새로운 자산에 대한 소유권을 얻을 수 있다는 점이다. 미국 파산법 제363조는 기업회생안에 의해 거래된 자산에 대해 원칙적으로 과거의 모든 권리관계와 이해관계로부터 차단된 새롭고 완전한 소유권을 보장하고 있다.

둘째, 사기성양도행위(Fraudulent Conveyance)로 인한 위험을 제거할 수 있다. 파산절차 개시전에 투자할 경우에는 사기성양도로 인해 투자자산을 상실할 위험이 존재한다(미연방파산법 제548조). 파산법원의 승인하에 거래가 이루어지면 별처펀드는 자신의 행위가 선의(good

faith)였음을 증명할 수 있게 된다.

셋째, 벌처펀드는 기존 경영진이 경영권 방어에 나서더라도 파산관재인이나 채권자협의회, 기타 주주위원회 등 이해당사자와 직접 접촉하여 거래함으로써 경영권 장악을 도모할 수 있다.

넷째, 파산계류중인 기업을 인수하는데 가장 특징적인 방법은 채권을 매입함으로써 경영권을 획득할 수 있다는 점이다. 각 채권의 組별로 채권총액의 2/3 이상을 보유하고 있으면 회생계획안을 다수결로 통과시킬 수 있다. 이때 다수 채권보유자의 경우 스스로 회생계획안을 제출하여 표결에 부치거나 자신에게 유리한 회생계획안을 가결함으로써 자신의 투자수익을 높일 수 있다. 또한 자신의 부채를 주식으로 전환함으로써 회생후 기업의 최대주주로 부상할 수도 있게 된다.

다섯째, 공식적인 파산절차는 그 절차와 소요기간 등이 정형화되어 있기 때문에, 파산절차에 능통한 벌처펀드의 입장에서는 오히려 불확실성이 감소한다.

파산절차진행 중에 투자할 경우 장점만 존재하는 것은 아니다. 투자자인 벌처펀드의 입장에서 볼 때 몇가지 단점들을 열거하면 다음과 같다. 첫째, Chapter 11은 채무자에게 많은 특혜를 제공하고 있지만 채권자에게 다음과 같은 권한 및 권리보호조치를 부여하고 있다. 구체적 내용은 다음과 같다.

- 기업의 즉각적인 청산을 제안할 수 있다.
- 채무자가 기업경영을 감독할 수 있으며 필요할 경우 경영진의 교체를 요구할 수 있다.
- 기존경영자에 의한 독점적 기업회생안 제출기간의 연장에 반대할 수 있다.

### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

- 독자적인 기업회생안을 제출할 수 있다.
- 최소한 청산시 얻을 수 있는 만큼의 보상을 보장받을 수 있다.

둘째, 기업의 운영 및 경영과 관련된 주요사항은 법원의 감독을 받을 뿐 아니라 채권자들로부터도 견제를 받는다. 이처럼 파산법의 적용을 받게 되면 법원이 개입하게 되어 절차가 까다로워지고, 또 다양한 이해관계자들의 동의를 구하여야 하므로 신속한 거래가 이루어지기 어렵다.

참고로 파산절차에 계류중인 기간을 다시 중요 시점별로 세분하여 살펴보도록 하겠다. 관심의 대상이 되는 시점은 회생계획안이 채권자에게 제출된 시점, 채권자들이 회생계획안에 동의한 시점, 그리고 법원에 의해 확정판결을 받은 시점이다. 월스트리트저널의 인덱스(WSJ Index)에 따르면 회생계획안의 제출은 주식가격을 평균 8.8% 상승시켰고, 계획안에 대한 채권자들의 동의는 10.7%의 상승효과가 있었다. 그러나 법원에 의한 확정판결은 주가에 영향을 주지 못하였다. 법원은 청구권자들에 의해 가결된 기업회생안을 승인해 주는 것이 관례이다. 법원의 확정판결이 주가에 영향을 주지 못한다는 것은 시장이 이 같은 사실을 인식하고 있다는 의미이다. 시세차익획득을 목표로 하는 벌처펀드에게는 각 주요시점별 주가변화양상이 중요한 의미를 갖는다.

#### 다. 파산절차 종결직후에 투자

벌처펀드 중에는 기업회생계획에 의거하여 파산절차를 종결하고 갓 회생한 기업에 전문적으로 투자하는 경우도 있다. 특히 파산절차를 종결하고 갓 회생한 기업의 주식을 ‘고아주식’(orphan stock)이라고 한다.

‘고아주식(orphan stock)’에 전문적으로 투자하는 벌처펀드로는 Tower Management Group의 Steven Van Dyke와 Ted Thornton 등이 있다. Van Dyke는 위험부담을 줄이기 위해 부채비율이 너무 높거나 이익흐름이 불확실한 기업에는 투자하지 않는다고 한다.

그렇다면 벌처펀드가 이러한 기업을 투자대상으로 삼는 이유는 무엇인가? 첫째, 불확실성의 감소를 들 수 있다. 이 말은 파산절차를 종결한 기업에 불확실성이 전혀 없다는 의미가 아니라 파산절차진행중인 기업에 비해 불확실성이 감소되었다는 의미이다. 즉, 기업이 완전한 정상궤도에 오를수 있을 것인가 또 완전정상화까지 얼마나 기간이 소요될 것인가에 대해 아직도 불확실성이 존재한다. 그러나 파산절차진행중에 투자하는 경우와는 달리, 복잡한 법절차적 요인 및 채권자들과의 협상과정에서 발생하는 불확실성과 청산의 가능성은 제거되었기 때문에 부실증권투자와 관련된 위험 중 많은 부분을 제거할 수 있다.

둘째, 파산절차를 종결하고 갓 회생한 기업의 주식 즉 고아주식은 다음과 같은 이유 때문에 대체로 저평가되는 경향이 있다. 따라서 고아주식에 대한 정확한 평가만 전제되면 고아주식투자를 통해 높은 초과수익률을 획득할 수 있다.

- 기업회생과정에서 주식을 포함한 다양한 청구권으로의 교환을 통해 원치않는 주식을 보유하게 된 은행, 보험사 등의 금융기관은 주식을 신속히 처분하고자 한다. 즉 고아주식의 초과공급 현상이 발생한다.
- 기업이 회생과정을 통해 회생하였다 하더라도 부도전력은 일정 기간 주가에 부정적인 영향을 미친다.
- 고아주식은 대체로 시가총액이 작아 월가 대형투자금융기관의 관심대상이 되지 못하기 때문에 수요자가 많지 않다.

### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

하지만 갓 회생한 기업 중에서 경영정상화의 가능성이 높은 기업을 선택하는 것은 고도의 전문성이 요구되는 작업이다. 정상기업 주식의 투자에도 상당한 위험이 따르게 마련인데 정상화가능성이 그 보다 낮은 기업들을 대상으로 투자하는 것은 위험이 크기 마련이다. 따라서 고아주식에 대한 투자 역시 전문적인 투자기관에게 적합한 투자영역이라고 할 수 있다.

<표 III-4> 회생직후 기업의 주가변화

| 기업                   | 파산절차<br>종결일 | 회생후<br>주가변화(%)** |
|----------------------|-------------|------------------|
| Bally Grand          | '94.8       | 8                |
| Citicasters          | '93.12      | 93               |
| Harvard Industries   | '92.8       | 141              |
| Rexene               | '92.9       | 271              |
| National Convenience | '93.3       | -47              |
| Spreckles            | '93.9       | -5               |
| Telemundo            | '95.1       | 7                |
| Walter Industries    | '95.3       | 5                |
| Emcor                | '94.12      | -12              |
| Hills Stores         | '93.10      | -5               |

\* 자료 : Tower Investment Group, Inc.

*Forbes* (1995. 4. 24), p.382에서 재인용

\*\* 1995년 4월 기준

이제 고아주식투자와 관련된 문제점을 살펴보도록 하자. 파산절차를 종결하고 회생한 기업은 그 정상화 가능성이 높다고 하더라도 정상화 되는데는 상당한 시일을 요하게 된다. 마치 환자가 병원에서 퇴원하였다 하더라도 완전히 정상을 회복하는데 일정한 기간이 필요한 것과 마

찬가지이다. 기업의 완전정상화가 이루어지기까지 고아주식의 유동성은 매우 낮을 수밖에 없다. 일반적으로 고아주식이 시장성을 회복하여 적절한 가격으로 재판매될 수 있을 때까지 통상 6개월에서 18개월 정도의 보유기간이 필요하다. 따라서 유동성에 제약이 있는 별처펀드에게는 적절한 투자대상이 아니다.

<표 III-4>는 파산절차종결 후 회생한 기업들의 회생후 추가변화를 나타내고 있다. 파산절차종결일이 각기 다르기 때문에 수익률의 단순 비교는 어렵지만, 기업에 따라 추가변화의 방향과 그 정도에 큰 차이가 있음을 알 수 있다.

#### 4. 투자대상증권에 따른 분류

##### 가. 채권(debt)

###### 1) 우선순위채권

별처펀드는 다양한 종류의 채권에 투자한다. 먼저 별처펀드가 우선순위채권에 투자하는 경우를 분석해 보기로 한다. 우선순위채권에 투자할 경우에는 변제의 우선순위가 높기 때문에 상환율(recovery rate) 대신 채권구입시 할인비율(discounted rate)은 상대적으로 작다. 즉 우선순위채권을 엄청나게 저렴한 가격으로 구입할 수는 없다. 따라서 우선순위채권에 투자한 별처펀드가 투자수익률을 증대시키기 위해서는 상환율을 증대시켜야 한다. 상환율의 크기를 결정하는 가장 중요한 요인으로 작용하는 것이 보유기간(holding period) 또는 상환기간이다. 보유기간 또는 상환기간을 단축함으로써 투자액을 조기에 회수하면 투자수익률을 높일 수 있는 것이다.

### Ⅲ. 벌처펀드의 투자전략

이와 같은 관점에서 볼 때, 우선순위채권에 투자한 벌처펀드는 부실 기업에 대한 적극적인 구조조정을 단행하여 빠른 시간 내에 기업의 경영상태를 정상화시키려는 유인이 강하다. 또한 실제로 기업의 정상화와 구조조정에 뛰어난 능력을 갖고 있는 벌처펀드가 우선순위채권에 투자하는 경우가 많다. 우선순위채권을 매입하는 전략을 주로 사용했던 대표적인 벌처펀드가 Fidelity's Capital & Income Fund이다.

#### 2) 후순위채권

벌처펀드가 후순위채권에 투자하는 경우를 살펴보자. 후순위채권은 변제의 우선순위가 낮기 때문에 상환율도 낮다. 낮은 상환율을 주어진 것으로 볼 때 벌처펀드가 수익률을 증대시킬 수 있는 유일한 방법은 채권을 최대한 싼 값으로 구입하는 것이다. 즉 채권구입시의 할인비율이 투자수익률에 결정적 영향을 미친다. 따라서 후순위채권에 투자하는 벌처펀드는 채권보유자로부터 가능한 한 낮은 가격으로 채권을 매입하려 할 것이다.

후순위채권의 투자수익률은 또한 기업회생안에서 결정되는 분배대상가치(plan value)에 민감하게 영향을 받는다. 왜냐하면 우선순위채권에 대해 보상을 완료한 후 여분의 자산이 있는 경우에만 후순위채권도 보상을 받을 수 있기 때문이다.

예를 들어 우선순위채권자, 일반채권자 그리고 후순위채권자 대한 상환금액이 각각 50인 경우를 생각해 보자. 후순위채권 보다 우선순위에 인 청구권들에게 상환해 주어야 할 금액이 100인 경우이다. 만일 분배대상가치가 100이하로 결정되면 후순위채권자는 아무런 보상도 받을 수 없게 된다. 따라서 분배대상가치가 80으로 결정되느냐 120으로 결

정되느냐는, 우선순위채권자에게는 영향을 미치지 못하지만 후순위채권자에게는 엄청난 영향을 미친다. 80으로 결정되면 아무런 보상도 받을 수 없지만 120으로 결정되면 원래청구권의 40%를 상환받을 수 있기 때문이다. 이와 같이 회생계획안에서 분배대상가치가 얼마로 결정되는가는 후순위채권에 투자한 벌처펀드에게는 매우 중요한 사항이다. 그러므로 후순위채권에 투자한 벌처펀드는 기업회생안에서 기업가치를 가능한 크게 평가하려는 유인(incen-tive)을 갖게된다.

후순위채권에 투자한 벌처펀드는 자신의 상환액을 증대시키기 위해, 분배대상가치가 자신의 기대보다 과소하게 결정된 회생계획안에 대해 거부권을 행사하는 Bondmail전략을 사용하기도 한다. 후순위채권에 투자한 벌처펀드가 Bondmail전략을 통해 거부권을 행사하면 기업의 구조조정을 지연시키고 기업가치를 감소시키는 등 기업의 회생에 부정적인 영향을 미치게 된다.

경영권획득을 목적으로 후순위채권에 투자한 벌처펀드라면 분배대상가치를 증대시키고 보다 많은 주식을 배분받으려 노력할 것이다. Bondmail을 목적으로 후순위채권에 투자한 벌처펀드라면 기업정상화지연을 위협수단으로 프리미엄을 획득하려 할 것이다.

## 나. 주식(stock)

파산절차가 진행중일 때에는 기업의 경영권이 주주에게서 채권자에게로 이전된다. 주주의 권리는 상당히 제약을 받는 반면, 채권자가 기업운영 및 회생과정에 중요한 역할을 담당한다. 따라서 벌처펀드도 다양한 전략을 구사할 수 있는 채권에 주로 투자하지만 주식을 투자대상으로 삼는 경우도 있다.

### Ⅲ. 별처펀드의 투자전략

미국의 경우 부도기업의 주식이 거래소에서 거래되는 것은 가능하다. 그러나 <표 Ⅲ-5>에서 보듯이 NYSE와 AMEX에서 거래되는 211개 기업의 주식 중 26%인 54개 주식의 가치가 소멸되었다. 이는 기업이 Chapter7으로 전환되어 청산되었거나 회생되었더라도 기업재조직안이 기존의 주식을 모두 소거시키는 방향으로 이루어졌기 때문이다. 그리고 주가가치가 (+)로 유지된다 하더라도 주주에게 분배되는 보상이 너무 적은 관계로 64개(30%)의 주식이 기업재조직안이 확정되기 전과 확정일에 상장폐지되었다. NASDAQ에서 거래되는 부도기업 중에는 가치가 소멸된 주식이 56%이고 정보부재인 경우가 26%로서 투자부적격 주식의 비율이 82%에 이른다. NASDAQ에서 거래되는 부도기업은 투자대상으로 적절치 않음을 알 수 있다.

<표 Ⅲ-5> 파산신청 이후 주식의 특징 (1984-1993)

|                   |                   | NYSE와<br>AMEX | NASDAQ  |
|-------------------|-------------------|---------------|---------|
| 가치가 유지된<br>기업의 주식 | 정리계획 확정후<br>계속 거래 | 93(44%)       | 4(6%)   |
|                   | 정리계획 확정시<br>상장폐지  | 4(2%)         | 1(1%)   |
|                   | 정리계획 확정전<br>상장폐지  | 60(28%)       | 6(10%)  |
| 가치가 소멸된 기업의 주식    |                   | 54(26%)       | 35(56%) |
| 알 수 없음(정보의 부재)    |                   | 0             | 16(26%) |
| 합 계               |                   | 211           | 62      |

\* 자료 : Hubbard, J. and Kevin Stephenson, "A Fool and his Money : Buying Bankrupt Stocks", *Journal of Investing*, 1997(Fall), pp.56-59.

\*\* 파산신청후 최소 1개월 이상 거래된 기업을 대상으로 함.

이처럼 파산기업에 대한 주식투자는 위험성이 높다. 그러나 주식이 투자대상으로 전혀 부적합한 것은 아니다. 시장규모는 크지 않지만, 매우 전문화된 소수의 벌처펀드는 법적 파산절차에 들어갔거나 또는 부실징후를 보이고 있는 기업의 보통주를 공매(short-selling)하는 방식으로 높은 수익률을 올리기도 한다. 또한 매매차익을 목적으로 파산종결 후 갓 회생한 고아주식(orphan stock)에 투자하는 벌처펀드도 있다.

## IV. 벌처펀드가 부담하는 위험

---

1. 법적 제도적 위험
2. 청구권 이전에 수반된 위험
3. 보유기간(holding period) 위험
4. 부실증권의 특성으로 인한 위험
5. 유동성 위험



## IV. 벌처펀드가 부담하는 위험

벌처펀드는 부실증권에 대한 전문적인 평가와 분석능력을 바탕으로 부실증권에 투자하여 높은 수익을 올리는 투자자이다. 이 같은 높은 수익의 달성은 부실증권과 관련된 높은 위험을 부담함으로써만이 가능하다. 이 장에서는 벌처펀드가 부실증권에 투자하는 과정에서 어떠한 위험들에 노출되어 있는지를 살펴보도록 한다.<sup>11)</sup>

### 1. 법적 제도적 위험

미국의 기업회생법인 Chapter11은 상당히 신축적이라고 평가받고 있다. 신축적이란 의미는, 소위 “J factor”라고 하는 판사의 주관적 성향이 기업회생절차의 진행이나 결과에 영향을 미칠 수 있는 여지가 크다는 뜻이다. 이 때문에 여러 주에 걸쳐 사업을 하고 있는 기업의 경우에는 자신에게 유리하다고 판단되는 지역을 선정하여 파산신청을 하기도 한다.

기존 경영자가 독점적으로 회생안을 제출할 수 있는 기간을 120일 이상으로 연장하는 문제, 기업회생안 가결과 관련된 강제수용규정(cram-down)등이 법원의 판단에 따라 결정된다. 또한 일상적인 경영활동의 경우 경영진에게 자율권이 주어지나 일상적인 영업행위에서 벗어난 의사결정이라고 간주될 경우 법원은 이에 대한 사전승인권력을 보유하게 된다. 따라서 J factor는 특히 경영권획득이나 Bondmail을 목적으로 하는 벌처펀드에게 중대한 영향을 미치게 된다.

---

11) Gilson, S. C., "Investing in Distressed Situations : A Market Survey," *Financial Analysts Journal*, 1995(Nov/Dec), pp.8-27.

## 2. 청구권 이전에 수반된 위험

별처펀드가 부실기업의 청구권을 매입했을 경우에는 그 청구권에 대한 새로운 완전한 소유자임을 법적으로 인정받기 원한다. 완전한 소유권 확보는, 별처펀드가 청구권에 수반된 권리행사를 하기 위한 기본적인 전제이다. 그러나 완전한 소유권을 획득하는 과정에도 위험이 따른다.

우선 매도자가 동일한 청구권을 여러 사람에게 매도함으로써 복수의 청구권 보유자(multiple holders)를 발생시키는 경우이다. 이는 사기적 거래에 의한 것일 수도 있고 착오에 의해 일어날 수도 있다. 그리고 모회사와 자회사가 동시에 파산신청을 할 경우에는 단일한 파산사건으로 관리된다. 이 경우 상호지급보증 등으로 채무관계가 복잡할 경우에는 동일한 채무에 대해 복수의 채무자(multiple debtors)가 존재할 수 있다.

또한 사기성양도행위(Fraudulent Conveyance)로 인해 법적 제약을 받고 있는 청구권을 인수했거나, 계약상 다른 권리조항이 부속된 청구권을 구입했을 경우에도 청구권 매입자가 피해를 볼 수도 있다. 이러한 경우에 의해 발생하는 청구권 권리행사상의 제약을 피하기 위해서는 청구권의 계약내용 및 파산절차의 진행과정에 대해 면밀한 주의가 요구된다.

## 3. 보유기간(holding period) 위험

별처펀드의 투자수익률을 결정하는 중요한 요인 중 하나가 바로 청구권의 구입에서 상환시까지 소요되는 기간 즉 보유기간(holding

#### IV. 별처펀드가 부담하는 위험

period)이다. 실제로 청구권의 보유기간과 투자수익률의 관계를 보면 보유기간이 증가함에 따라 수익률은 감소한다. 특히 보유기간 처음 2~3년간에는 보유기간이 약간만 증가해도 수익률은 급격히 감소한다.

보유기간이 증가함에 따라 수익률이 감소하는 이유는 기업의 가치가 감소하기 때문이다. 기업의 가치가 감소하는 이유는 직간접적인 파산비용이 증대되기 때문이다. 직접적인 파산비용으로는 변호사비용 등의 파산비용, 관리비용 등이 있다. 예를 들어 미국에서 Chapter11 절차 진행시 변호사 등 파산법률 전문가들에게 지불되는 금액은 수백만 달러에 달할 수 있다. 간접적인 파산비용으로는 고객상실, 공급업자와의 관계상실, 경영자의 경영몰두 불가능 등이 있다.

보유기간의 증대로 인한 기업가치의 감소가 모든 채권자들에게 영향을 미치는 것은 하지만 그 영향의 정도는 채권의 특성에 따라 상이하다. 투자대상에 따른 전략분류에서 설명했듯이 우선순위채권을 구매한 별처펀드의 경우에는 후순위채권에 비해 할인비율이 상대적으로 작기 때문에 보유기간을 단축시키는 것이 투자수익률을 높이는 결정적 요인이 된다.

후순위채권에 투자한 별처펀드는 우선순위채권에 투자한 별처펀드와는 다른 이유에서 보유기간이 중요하다. 미국의 Chapter11이나 우리나라 회사정리법에서는 각종 파산관련비용이 우선순위채권으로 간주되어 다른 채권들 보다 먼저 변제된다. 따라서 보유기간의 증대와 이로 인한 파산비용발생 그리고 이로 인한 기업가치의 감소는 후순위채권의 상환가능성 감소로 이어진다. 변제의 우선순위가 낮을수록 기업가치의 조그마한 감소가 커다란 영향을 미칠 수 있는 것이다. Bondmail 전략을 구사하는 별처펀드의 경우에는 오히려 보유기간 증가로부터 발생하는 위험을 위협수단으로 이익을 얻고자 한다.

#### 4. 부실증권의 특성으로 인한 위험

부실채권을 구입한 투자자는 그 채권과 관련된 권리뿐 아니라 의무도 승계하게 된다. 이 과정에서 벌처펀드는 예상치 못한 위험을 부담하게 되는 경우가 있다.

파산법원은 파산회사의 자산확보를 주임무로 한다. 채무자의 자산을 확보함으로써 잔존자산의 분배시 채권자의 권리를 보호하기 위해서이다. 따라서 법원은 과거의 양도행위로 인해 기업의 자산이 부당히 감소했거나 또는 이로 인해 기업이 파산상태에 이르게 되었을 경우 그러한 거래를 사기성양도행위(Fraudulent Conveyance)로 판정할 수 있다. 이 경우 부당하게 양도된 재산을 회복하기 위한 소송 제기될 수 있는데, 벌처펀드가 파산절차개시 이전에 투자한 경우에는 사기성양도행위로 소송당할 위험이 있다. 만약 소송이 성공을 거둘 경우 벌처펀드가 소유한 청구권의 순위가 하향조정되거나 담보채권을 보유하고 있을 경우 이자를 받지 못하는 등의 피해를 입을 수 있다.

또한 미국의 파산법은 채무자가 파산신청일을 기준으로 90일 이전에 채권자에게 행한 원금의 지급을 무효화할 수 있는 규정을 두고 있다. 지급불능에 처한 기업이 주요 채권자와 부당한 거래를 행하는 것을 막기(Avoidable Preferences) 위해서이다. 이 기간동안 벌처펀드가 부실기업의 채권을 구입하여 원금을 받았을 경우에는 이를 상환해야 한다. 상환이 이루어지지 않을 경우 법원은 벌처펀드가 소유한 청구권을 인정치 않음으로써 권리행사를 막을 수 있다. 파산절차개시 이후에 채권을 매입하면 이 같은 위험을 부담하지 않을 수 있다.

벌처펀드에게 청구권을 매도한 채권자가 이로 인해 다른 채권자에게 피해를 주거나 부당한 이익을 얻었을 경우 채권순위조정(Equitable

#### IV. 별처펀드가 부담하는 위험

Subordination)을 통해 그 청구권의 우선순위가 하향조정될 수 있다. 우선순위가 낮을수록 상환율이 낮기 때문에 청구권 우선순위의 하향조정은 별처펀드의 수익률을 감소시킨다.

부실채권에 투자하는 별처펀드는 위와 같은 위험에 노출되는 것을 피하기 위해 매도자로부터 그에 상응하는 보호장치를 요구하게 된다. 그러나 매도자 측에서는 청구권의 소유권을 넘김으로써 그에 수반된 권리뿐만 아니라 의무로부터도 자유롭고자 하기 때문에 그러한 보장이 이루어지기란 쉽지 않다. 또한 부실채권의 경우 유통시장에서 소유주가 수시로 바뀌기 때문에 그러한 보장도 실질적 의미를 갖지 못한다. 따라서 부실채권에 투자하는 별처펀드는 권리와 의무의 이전과 관련된 위험에 노출되는 것이 일반적이다.

### 5. 유동성 위험

부실채권에 투자한 별처펀드는, 기업이 회생과정을 거쳐 그 가치가 회복되었을 경우 그 청구권을 매도함으로써 최종적인 수익을 향유하게 된다. 그러나 별처펀드는, 기업회생안을 통해 전환되거나 발행된 증권을 원하는 시점에, 원하는 가격으로 판매하지 못할 수 있다. 이 같은 위험을 유동성위험이라 한다. 이하에서는 유동성위험의 발생원인을 살펴보고자 한다.

첫째, 청구권의 구성이 복잡하고 세분화되어 있는 경우, 시가총액의 규모가 작은 경우 등은 유동성이 부족하여 활발한 거래가 이루어지지 못하게 된다. 일반적으로 정크본드의 경우 100만불 이상이 되어야 월가 기관투자자들의 관심을 끌 수 있다.

둘째, 증권매입시 매각기업과 비밀유지협정을 체결한 별처펀드는

증권재판매시에 기업관련정보를 공개할 수 없게 된다. 그런데 기업관련정보를 공시하지 않고 증권을 판매할 경우 증권거래법에 위배된다. 이 같은 경우는 은행대출채권의 경우에 흔히 발생하는데, 별처펀드 입장에서는 기업이 정보를 공시한 이후에 판매하는 수밖에 없다.

셋째, 부실기업에 대한 투자자와 분석사의 관심상실로 유동성이 감소한다. 또한 부실기업의 증권은 거래소에서 거래가 정지되거나 상장폐지되는 경우가 많아서 투자자의 관심을 끌기 힘들다.

넷째, 부실채권도 채권이므로 채권시장이 충분히 발달하지 못했을 경우에는 유동성이 낮게 된다.

이처럼 유동성이 확보되지 못하면 별처펀드는 구매한 증권을 판매하고 싶은 시점에서 판매하지 못함으로써 이익실현에 차질을 빚게 된다. 즉 유동성의 감소는 보유기간을 증대시키고 재판매비용을 증가시켜 별처펀드의 수익률을 감소시키는 위험요인으로 작용한다. 유동성이 있는 증권이면 단순히 판매하면 되지만 부실증권은 유동성이 부족하기 때문에 별처펀드의 입장에서는 적절한 재판매전략의 수립이 중요하다. 특정 기업의 주식을 대량 구입했고 아직 공적으로 거래되지 않는 경우에는 IPO를 이용한다. 스왑(Swap)을 통해 부실증권을 처리하는 방법도 생각해 볼 수 있다.

## V. 벌처펀드의 투자수익률 결정모형

---

1. 투자수익률 결정의 예
2. 투자수익률 결정모형
3. 투자수익률 결정요인



## V. 별처펀드의 투자수익률 결정모형

### 1. 투자수익률 결정의 예

별처펀드의 투자수익률 결정모형과 그 결정요인들을 구체적으로 살펴보기에 앞서 간단한 예를 통해 투자수익률 결정과정을 분석해 보고자 한다.

#### 가. 기업의 자본구조

우선순위채권 100억원, 일반채권 200억원, 후순위채권 100억 그리고 주식으로 구성된 기업을 생각해 보자. 기업 부실화로 인해 우선순위채권의 시장가격은 80억, 일반채권의 시장가격은 100억, 후순위채권의 시장가격은 20억이라고 가정하자. 즉 우선순위채권, 일반채권, 후순위채권의 할인율은 각각 20%, 50%, 80%이다.

#### 나. 별처펀드의 투자

별처펀드는 그 투자목적에 따라 다양한 증권에 투자할 수 있다. 우선순위채권이나 후순위채권과 같이 특정한 채권에만 전문적으로 투자하는 별처펀드도 있고 여러 종류의 채권에 동시에 투자하는 별처펀드도 있다. 여기서는 별처펀드가 기업발행 우선순위채권의 10%, 일반채권의 10%, 후순위채권의 40%를 동시에 보유하고 있다고 가정한다.

#### 다. 기업회생 계획안

별처펀드의 투자수익률은 기업회생안에서 청구권의 재분배가 어떻

게 이루어지고 각 청구권의 상환율(recovery rate)이 어떻게 결정되는  
나에 크게 의존한다.

① 상환율

우선순위채권, 일반채권, 후순위채권의 상환율은 각각 80%, 50%,  
20%라고 가정한다.

② 청구권의 재분배

- 우선순위채권은 [ 감면된 우선순위채권의 100% + 감면된 일반  
채권의 10% + 감면된 후순위채권의 10% + 회생기업주식  
10% ]로 재조정된다.
- 일반채권은 [ 감면된 일반채권의 90% + 감면된 후순위채권의  
20% + 회생기업주식 20% ]로 재조정 된다
- 후순위채권은 [ 감면된 후순위채권의 70% + 회생기업주식  
60% ]로 재조정된다.
- 주주는 회생기업주식의 10%를 분배받는다.
- 별처가 기대하는 회생기업의 가치는 V 이다

**라. 별처펀드의 투자수익률**

1) 별처의 투자금액

① 기존 청구권의 구입가격은 다음과 같다.

- 우선순위채권 투자금액 =  $100억 \times (1-0.2) \times 0.1 = 8억$
- 일반채권 투자금액 =  $200억 \times (1-0.5) \times 0.1 = 10억$

V. 별처펀드의 투자수익률 결정모형

— 후순위채권 투자금액 =  $100 \times (1-0.8) \times 0.4 = 8$ 억

② 따라서 총투자액은 26억이다.

2) 새로 분배받은 청구권의 가치

① 우선순위채권 투자로부터의 수익

$$0.1 \times [ (1-0.2) \times 100 + 0.1(1-0.5) \times 200 + 0.1 \times (1-0.8) \times 100 + 0.1 \times (V-200) ] \\ = 7.2 + 0.01V$$

② 일반채권 투자로부터의 수익

$$0.1 \times [ 0.9 \times (1-0.5) \times 200 + 0.2(1-0.8) \times 100 + 0.2 \times (V-200) ] \\ = 5.4 + 0.02V$$

③ 후순위채권 투자로부터의 수익

$$0.4 \times [ 0.7 \times (1-0.8) \times 100 + 0.6 \times (V-200) ] \\ = 0.24V - 42.4$$

3) 투자수익률

① 투자수익률

$$= \frac{\text{새로 분배받은 청구권의 가치}}{\text{기존 청구권의 구입가격}}$$

$$\begin{aligned}
&= \frac{(7.2\text{억} + 0.01V) + (5.4\text{억} + 0.02V) + (0.24V - 42.4\text{억})}{26\text{억}} \\
&= \frac{0.27V - 29.8\text{억}}{26\text{억}} \\
&= 0.01V - 1.146\text{억}
\end{aligned}$$

## ② 회생기업에 대한 별처펀드의 기대

위의 식으로부터 별처펀드의 투자수익률은 회생기업가치에 대한 별처펀드의 기대에 의해 결정됨을 알 수 있다. 예를 들어 별처펀드의 목표수익률이 40%라면 회생기업가치를 최소한 72억 이상으로 평가해야 투자한다. 경영권획득을 전문으로 하는 별처펀드의 경우에는 경영권획득 후 효율적인 경영을 통해 V에 영향을 미칠 수 있다. 즉 별처펀드가 생각하는 회생기업의 가치는 일반투자자가 기대하는 가치보다 클 수 있다.

## 2. 투자수익률 결정모형

### 가. 기업회생계획안과 청구권 재분배 방법

기업회생안에서의 청구권재분배 방법은 기존청구권 범위내에서만 재조정되는 경우와 기존청구권과는 다른 청구권으로의 전환도 가능한 경우로 구분할 수 있다. 전자의 대표적인 예가 우리나라 회사정리법에서 행하여지는 방법이고 후자의 대표적인 예가 미국의 사적인 청구권 조정이나 파산법 Chapter11의 청구권 재조정 방법이다.

## V. 별처펀드의 투자수익률 결정모형

기존청구권 범위 내에서 권리의 축소란, 채권의 감면, 이자율 감소, 만기 연장 등 기존청구권의 성격은 그대로 유지하면서 권리가 축소된다.

다양한 청구권으로의 청구된 재분배란 기존의 청구권을 (감면된 기존청구권 + 다른 청구권 포트폴리오)의 형태로 전환하는 것이다. 예를 들어, 일반채권을 (감면된 일반채권의 일부 + 감면된 후순위채권의 일부 + 회생기업주식의 일부)의 형태로 전환하는 것이다.

청구권재분배를 위해서는 먼저 분배대상가치(plan value)와 각 청구권자들의 유보가격(reservation price)이 결정되어야 한다. 분배가능가치(plan value)란 분배의 대상이 되는 총가치를 의미한다. 유보가격(reservation price)은 각 청구권자들이 최소한 그 이상 받기 원하는 금액을 말하며 구체적으로는 청산시에 받을 수 있는 금액이다. 각 청구권자들의 유보가격 이상만 되면, 청구권자들의 협상력, 기대의 차이에 의해 구체적인 청구권이 결정된다

청구권의 재분배과정에서는 일반적으로 청구권의 우선순위가 높을수록 상환율이 높고 청구권의 상향조정은 없다.

### 나. 일반 모형

일반적으로  $N$ 개의 상이한 우선순위를 갖는 다양한 청구권들이 존재하는 경우를 생각해 보자. 처음  $N-1$ 개의 청구권은 채권이고 마지막 청구권은 주식이라고 가정한다. 각 청구권은, 자신을 포함한 자기보다 후순위의 어떤 청구권으로도 전환이 가능하다고 가정한다. 먼저 기호를 정의하고 기존청구권의 권리축소만 가능한 경우와 다양한 청구권으로의 전환이 가능한 경우의 청구권재분배 문제를 살펴본다. <표 V-1>

은 다양한 청구권으로의 전환이 가능한 경우의 청구권재분배를 나타내고 <표 V-2>는 기존청구권의 권리축소만 가능한 경우의 청구권재분배를 나타낸다. <표 V-3>은 기존청구권의 권리축소만 가능한 경우 각 청구권조의 상환율과 청구권가치를 보여주고 <표 V-4>는 다양한 청구권으로의 전환이 가능한 경우 각 청구권조의 상환율과 청구권가치를 나타낸다.

① 기호의 정의

- $i$  :  $i$ 번째 우선순위의 기존 청구권 ( $i=1, 2, \dots, N$ )
- $j$  :  $j$ 번째 우선순위의 새로운 청구권 ( $j=1, 2, \dots, N$ )
- $D_i$  :  $i$ 번째 우선순위채권의 액면가
- $r_i$  :  $i$ 번째 우선순위채권의 상환률 ( $r_1 > r_2 > \dots > r_N$ )
- $q_i$  :  $i$ 번째 우선순위채권의 할인율
- $\alpha_i$  :  $i$ 번째 우선순위채권 중  $\alpha$ 별처펀드의 보유비율
- $S(i,j)$  : 기존의  $i$ 청구권자가  $j$ 청구권을 재분배 받을 경우 그 분배액이  $j$ 청구권 전체에서 차지하는 비율 ( $i \leq j$ )
- $V$  : 별처펀드가 기대하는 회생기업의 가치

V. 별처펀드의 투자수익률 결정모형

<표 V-1> 각 청구권조의 청구권재분배(N=4인 경우)  
[기존청구권의 권리 축소만 가능한 경우]

| \<br>새청구권 / 기존청구권 | 우선채권       | 일반채권       | 후순위채권      | 주 식        |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| 우선채권              | $S(1,1)=1$ |            |            |            |
| 일반채권              |            | $S(2,2)=1$ |            |            |
| 후순위채권             |            |            | $S(3,3)=1$ |            |
| 주 식               |            |            |            | $S(4,4)=1$ |
| 합 계               | 1          | 1          | 1          | 1          |

<표 V-2> 각 청구권조의 청구권재분배 (N=4인 경우)  
[다양한 청구권으로의 전환이 가능한 경우]

| \<br>새청구권 / 기존청구권 | 우선채권     | 일반채권     | 후순위채권    | 주 식      |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| 우선채권              | $S(1,1)$ | $S(1,2)$ | $S(1,3)$ | $S(1,4)$ |
| 일반채권              |          | $S(2,2)$ | $S(2,3)$ | $S(2,4)$ |
| 후순위채권             |          |          | $S(3,3)$ | $S(3,4)$ |
| 주 식               |          |          |          | $S(4,4)$ |
| 합 계               | 1        | 1        | 1        | 1        |

<표 V-3> 각 청구권조의 상환율과 청구권가치(N=4인 경우)  
 [기존청구권의 권리 축소만 가능한 경우]

| \<br>새 청구권 | 우선채권     | 일반채권     | 후순위채권    | 주 식                        | 합 계                        |
|------------|----------|----------|----------|----------------------------|----------------------------|
| /<br>기존청구권 |          |          |          |                            |                            |
| 우선채권       | $r_1D_1$ |          |          |                            | $r_1D_1$                   |
| 일반채권       |          | $r_2D_2$ |          |                            | $r_2D_2$                   |
| 후순위채권      |          |          | $r_3D_3$ |                            | $r_3D_3$                   |
| 주 식        |          |          |          | $V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i$ | $V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i$ |
| 합 계        | $r_1D_1$ | $r_2D_2$ | $r_3D_3$ | $V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i$ | $V$                        |

## 다. 별처펀드의 투자수익률

### 1) 일반적인 경우

#### ① 별처펀드의 투자수익률

$$\frac{\sum_{i=1}^{N-1} \alpha_i \cdot \left[ \sum_{j=i}^{N-1} S(i,j) \cdot r_j \cdot D_j + S(i,N) \cdot \left( V - \sum_{i=1}^{N-1} r_i \cdot D_i \right) \right]}{\sum_{i=1}^{N-1} \alpha_i \cdot D_i \cdot (1-q_i)}$$

V. 별처펀드의 투자수익률 결정모형

<표 V-4> 각 청구권조의 상환율과 청구권가치(N=4인 경우)  
[다양한 청구권으로의 전환이 가능한 경우]

| 새 청구권<br>기존 청구권 | 우선채권      | 일반채권            | 후순위채권           | 주 식                                | 합 계   |
|-----------------|-----------|-----------------|-----------------|------------------------------------|---|
| 우선채권            | $r_1 D_1$ | $S(1,2)r_2 D_2$ | $S(1,3)r_3 D_3$ | $S(1,4)(V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i)$ | $\sum_{j=1}^3 S(1,j)r_j D_j + S(1,4)(V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i)$ |
| 일반채권            |           | $S(2,2)r_2 D_2$ | $S(2,3)r_3 D_3$ | $S(2,4)(V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i)$ | $\sum_{j=2}^3 S(2,j)r_j D_j + S(2,4)(V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i)$ |
| 후순위채권           |           |                 | $S(3,3)r_3 D_3$ | $S(3,4)(V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i)$ | $S(3,3)r_3 D_3 + S(3,4)(V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i)$              |
| 주 식             |           |                 |                 | $S(4,4)(V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i)$ | $S(4,4)(V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i)$                              |
| 합 계             | $r_1 D_1$ | $r_2 D_2$       | $r_3 D_3$       | $V - \sum_{i=1}^3 r_i D_i$         | $V$   |

② 별처펀드의 투자금액

위의 식에서 분모인  $\sum_{i=1}^{N-1} \alpha_i \cdot D_i \cdot (1-q_i)$  는 별처펀드의 투자금액을 나타낸다. 별처펀드 입장에서는 할인율( $q_i$ )이 클수록 높은 수익률을 올릴 가능성이 높다.

③ 별처펀드의 청구권 가치

위의 식에서 분자인  $\sum_{i=1}^{N-1} \alpha_i \cdot [ \sum_{j=i}^{N-1} S(i,j) \cdot r_j \cdot D_j + S(i,N) \cdot (V-r_i D_i) ]$  는 투자의 결과 새로이 분배받은 청구권의 가치를 나타낸다. 보유하고 있는 청구권의 상환율이 높고 회생기업가치에 대한 기대가 클수록 기대수익률이 높아진다.

2) 기존청구권내에서의 권한조정만 가능한 경우

① 여러 종류의 청구권에 투자한 경우

$$\frac{\sum_{i=1}^{N-1} \alpha_i \cdot r_i \cdot D_i}{\sum_{i=1}^{N-1} \alpha_i \cdot D_i \cdot (1-q_i)}$$

② 한 종류의 청구권에 투자한 경우

$$\frac{\alpha_i \cdot r_i \cdot D_i}{\alpha_i \cdot D_i \cdot (1-q_i)} = \frac{r_i}{1-q_i}$$

### 3. 투자수익률의 결정요인

#### 가. 할인비율(discounted rate)

별처펀드의 투자수익률은 기존청구권의 가치로 표현되는 구입가격과 새로운 청구권의 가치로 표현되는 투자수익에 의해 표현된다. 할인비율(discounted rate)이란 부실증권을 액면가액에 비해 얼마나 할인된 가격으로 구입했는가를 나타낸다. 할인된 정도를 나타내는 할인비율은 부실증권자체의 특성에 의해 영향을 받기도 하고 별처펀드의 협상력에 의해 영향을 받기도 한다.

부실증권의 할인비율이 높은 이유에 대해서는 제2장 별처펀드의 투자전략중 시세차익획득전략을 논할 때 자세히 설명하였다. 할인비율은 초과공급과 수요부족의 정도에 의해 결정된다. 할인된 가격이 정상가격으로 신속하게 회복되지 못하는 이유에 대해서도 설명하였다. 구체적인 내용은 제2장에서 설명했기 때문에 여기서는 생략하기로 한다.

#### 나. 상환율(recovery rate)

##### 1) 정의

상환율(recovery rate)이란 부실기업이 청산되거나 또는 기업회생안을 통해 청구권이 재분배될 경우, 상환받기로 결정된 새로운 청구권의 가치가 원래 구입한 청구권가치에서 차지하는 비율을 의미한다. 예를 들어 기업회생계획안을 통해 원래 10억의 채권 중 6억만 받기로 합의하였다면 이 채권의 상환율은 60%이다.

상환율을 결정하기 위해서는 우선 기업회생안을 통해 새로이 분배 받은 청구권의 가치가 결정되어야 한다. 청구권의 재분배가 기존 청구권의 권리축소라는 단순한 형태로 이루어질 경우에는 청구권의 가치결정이 용이하다. 그러나 기존의 청구권이 다양한 청구권의 포트폴리오로 전환되는 경우에는 그 가치결정이 매우 복잡해진다.

## 2) 상환율 결정요인

첫째, 상환율은 청구권의 우선순위에 의해 영향을 받는다. 청구권의 우선순위가 높을수록 상환율이 높은 것이 청구권재조정 원칙중의 하나이다. 즉 일반채권의 상환율은 후순위채권의 상환율 보다 높고 우선순위채권의 상환율 보다 낮다. 할인비율은 반대이다. 청구권의 우선순위가 높을수록 청구권 구매시의 할인비율은 작다. 즉 상대적으로 높은 가격으로 구입해야 한다. 청구권의 우선순위가 높을수록 상환율이 높은 것이 원칙이지만 구체적인 상환율은 각 청구권조들간의 협상력에 의해 결정된다.

둘째, 상환율은 분배대상가치(plan value)의 크기에 영향을 받는다. 특히 후순위청구권일수록 분배대상 기업가치가 어떻게 결정되느냐가 상환율에 큰 영향을 미친다. 분배대상가치가 클수록 후순위청구권자가 유리하고 작을수록 우선순위청구권자가 유리하다.<sup>12)</sup>

셋째, 상환율은 기업회생방법(forms of reorganization)에 의해 영향을 받는다. 일반적으로 사적인 정리절차에 의해 청구권을 재분배할 경

---

12) 분배대상가치(Plan Value)를 둘러싼 우선순위채권자와 후순위채권자 간의 갈등과 이의 해결방안에 관한 연구로는 다음을 참조바람. 김형태·박용서, “증권설계를 통한 기업회생제도의 개선방안,” 한국증권연구원, Issue Paper 98-03, 1998. 4.

V. 별처펀드의 투자수익률 결정모형

우, 회사정리법에 의한 공식적인 절차에 비해 높은 상환율 획득이 가능하다. 회사정리법에 의한 상환율이 상대적으로 낮은 이유는 사적인 정리절차에 비해 기업회생율이 낮고 직접파산비용과 간접파산비용이 크기 때문이다.

<표 V-5>은 기업회생방법과 상환율과의 관계에 대한 Frank와 Torous(1994)의 실증분석결과이다.<sup>13)</sup> 사적정리절차에 의한 상환율의 평균은 80.1%이고 공식적인 회사정리절차에 의한 상환율의 평균은 50.9%이다. 사적인 정리절차에서는 각종 채권들의 상환율간에 큰 차이가 없고 우선주부터 상환율이 급감한다. 이에 반해 공식적인 회사정리절차에서는 담보채권이 아니면 우선순위채권부터 극히 낮은 상환율을 보임을 알 수 있다.

<표 V - 5> 기업재조직방법과 상환율

|                 | 담보채권 | 은행채권 | 우선채권 | 후순위채권 | 우선주  | 전체   |
|-----------------|------|------|------|-------|------|------|
| 사적인 정리절차        | -    | 86.6 | 78.5 | 79.6  | 41.1 | 80.1 |
| chap11에 의한 정리절차 | 80.1 | 86.4 | 47.0 | 28.9  | 42.5 | 50.9 |

\* 자료 : Franks, J. R. and W. N. Torous, "Financial Restructuring of Firms in Distress," *Journal of Financial Economics*, Vol.35, 1994.

13) Franks, J. R. and W. N. Torous, "A Comparison of Financial Restructuring in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations," *Journal of Financial Economics*, Vol.35, 1994, pp.349-370.

<표 V-6> 부도채권의 우선순위별 평균상환율

|          | 선순위<br>보증채권 |      | 선순위<br>무보증채권 |      | 선순위<br>열등채권 |      | 열등채권 |      | 할인채권 |      |
|----------|-------------|------|--------------|------|-------------|------|------|------|------|------|
|          | 수           | 상환율  | 수            | 상환율  | 수           | 상환율  | 수    | 상환율  | 수    | 상환율  |
| 1995     | 5           | 44.6 | 9            | 50.5 | 17          | 39.0 | 1    | 20.0 | 1    | 17.5 |
| 1994     | 5           | 48.7 | 8            | 51.1 | 5           | 19.8 | 3    | 37.0 | 1    | 5.0  |
| 1993     | 2           | 55.7 | 7            | 33.4 | 10          | 51.5 | 9    | 28.4 | 4    | 31.7 |
| 1992     | 15          | 59.8 | 8            | 35.6 | 17          | 58.2 | 22   | 49.1 | 5    | 19.8 |
| 1991     | 4           | 44.1 | 69           | 55.8 | 37          | 31.9 | 38   | 24.3 | 9    | 27.9 |
| 1990     | 1           | 32.2 | 31           | 29.0 | 38          | 25.0 | 24   | 18.8 | 11   | 15.6 |
| 1989     | 9           | 82.7 | 16           | 53.7 | 21          | 19.6 | 30   | 24.0 | 0    | -    |
| 1988     | 13          | 67.9 | 19           | 42.0 | 10          | 30.7 | 20   | 35.3 | 0    | -    |
| 1987     | 4           | 90.7 | 17           | 72.0 | 6           | 56.2 | 4    | 35.2 | 0    | -    |
| 총/평균     | 85          | 57.9 | 221          | 47.6 | 177         | 34.4 | 214  | 31.3 | 31   | 21.7 |
| 표준<br>편차 |             | 23.0 |              | 26.7 |             | 25.1 |      | 22.4 |      | 18.3 |

\* 자료 : Altman, E. I. and Vellore M. Kishore, "Almost Everything you Wanted to Know about Recoveries on Defaulted Bonds," *Financial Analysts Journal* (1996. 11/12)

#### 다. 보유기간(holding period)

보유기간이란 청구권을 구매한 시점에서부터 그 청구권에 대한 보상이 이루어질 때까지의 기간을 의미한다.

앞에서도 언급했듯이 부실증권에 대한 투자수익률은 보유기간의 증가에 매우 민감하다. 보유기간이 조금만 증가해도 수익률은 급감한다. 수익률이 감소하는 이유는 기업의 가치가 감소하기 때문이고 기업의 가치가 감소하는 이유는 파산비용이 증대되기 때문이다.

별처펀드가 보유하고 있는 채권의 종류에 따라 보유기간이 수익률에 미치는 영향이 상이하다. 무담보채권의 경우에는 파산시 이자지급이 중단되고, 담보채의 경우도 담보자산의 가치내에서만 이자가 지급되므로 파산절차가 지연되어 보유기간이 길수록 손실이 발생한다.

우선순위채권에 투자한 별처펀드의 경우에는 상대적으로 높은 가격에 채권을 구입했으므로 상환율이 높아야 목표수익률을 달성할 수 있다. 그런데 보유기간이 증가하면 상환율이 감소한다. 후순위채권에 투자한 별처펀드의 경우에는 기업가치의 감소가 직접적으로 상환가능성의 감소로 연결된다. 그런데 보유기간의 증대는 기업가치를 감소시킨다.

#### 라. 기업자산의 가치

기업회생안에서 상환율을 결정하는데 기준이 되는 분배대상가치(plan value)는 그 기업의 진정한 가치(true value)와 일치하지 않는 경우가 많다. 변제의 우선순위가 하위인 청구권을 보유하고 있는 별처펀드의 경우에는 분배대상가치가 클수록 상환가능성이 높아져 유리하다. 반대로 우선순위가 높은 청구권에 투자한 별처펀드의 경우에는 분배대상가치가 작을수록 유리하다. 왜냐하면 분배대상가치가 작을수록 하위 청구권자들을 배제하고 청구권을 독점할 가능성이 높기 때문이다.

Gillet Holding사의 경우를 예로들어 보자. 이 기업의 우선순위채권을 보유하고 있던 Apollo Advisors는 분배대상가치를 최대한 줄임으로써 자신에게 분배될 새로운 청구권을 최대한 늘리려 하였다. 이에 반해 후순위채권을 보유하고 있던 Carl Icahn은 분배대상가치를 최대한 부풀림으로써 가능한 한 많은 청구권을 분배받으려 하였다. 이들 별처펀

드들간의 이해갈등은 오히려 기업정상화의 지연을 초래하였다.

분배대상가치에 대한 상이한 기대와 이로 인한 의견불일치는 청구권자들간의 협상에 있어 커다란 장애물이다. 이는 보유기간(holding period)을 늘리는 주요인이 된다. 따라서 모든 청구권자들이 동의할 수 있는 청구권 분배메카니즘 또는 각 청구권자들의 기대에 의존하지 않는 청구권 분배메카니즘이 설계될 수 있으면 신속한 협상이 가능하다. 신속성 증대는 보유기간을 감소시켜 상환율을 증대시킨다.

## VI. 우리나라에서 기대되는 벌채펀드의 투자전략

---

1. 한국과 미국의 파산법 비교
2. 벌채펀드 입장에서의 Chapter 11과  
회사정리법 비교
3. 청구권의 분배와 실행가능전략
4. 벌채펀드의 전략구사 여건



## VI. 우리나라에서 기대되는 별처펀드의 투자전략

### 1. 한국과 미국의 파산법 비교

<표 VI-1> 회사정리법과 Chapter 11의 비교

| 내용                          | 미국  | 한국                          |
|-----------------------------|---|-----------------------------|
| 권리관계 중지<br>(automatic stay) | 법적정리절차(Chapter 11)를 신청할 경우 효력   | 재산보전처분의 인가시 효력 발생           |
| 경영권의 귀속                     | 현 경영진<br>(Debtor-in-possession)   | 관리인                         |
| 운영자금 조달<br>(DIP finance)    | 자금조달자에게 변제우선권 부여<br>그래도 부족할 경우 담보권도 부여 가능                               | 변제의 우선권 부여                  |
| 정리계획안의 제출                   | DIP에게 독점기간(120일) 부여.<br>독점기간 종료후 이해관계인도 제출 가능                           | 관리인의 경우 의무제출<br>이해관계인은 제출가능 |
| 정리계획안의 의결                   | 일률적으로 이해관계인의 과반수 이상, 채권액의 2/3 이상 동의 필요                                  | 이해관계인별, 사안별로 상이함.           |
| 동의하지 않는<br>組가 있을 경우         | 강제적용(cram-down) 가능  | 법원이 권리보호조항 첨가후<br>직권으로 인가가능 |
| 권리의 분배<br>(distribution)    | 채무의 면제·기한유예, 채무의 신주(인수권)으로의 교환, 채무의 신채무(인수권)으로의 전환, 주식의 신주 또는 채무로의 전환 등 | 좌동                          |
| 증권의 발행                      | 정리계획안에 의거<br>SEC 등록면제 가능  | 정리계획안에 의거<br>증권거래법의 신고의무면제  |

여기서는 한국과 미국의 파산법을 비교하고자 한다. 파산법은 별처펀드가 투자활동을 전개하는 기본적인 활동의 장을 구성하고 있기 때문에 파산법의 특성이 별처펀드의 투자전략 및 투자행태를 결정할 뿐 아니라 별처펀드 자체가 활동할 수 있는지의 여부에도 영향을 미칠 수 있다.

우선 <표 VI-1>은 양국 파산법의 핵심이 되는 회사정리법과 Chapter 11의 주요한 특징을 요약해놓은 것이다.

## 가. 미국의 파산법

### 1) Chapter 11

다음은 미국파산법 중 법적 기업회생절차를 나타내는 Chapter 11의 중요한 사항들을 설명해 놓은 것이다.

#### ① 자동정지조항(automatic stay)

Chapter 11에 대한 신청이 법원에 접수되면 그와 동시에 자동정지조항이 발효되어, 과거 판결의 집행이 중지되고 진행중인 모든 계약관계가 정지될 수 있으며, 채권자도 자산에 대한 선취권을 주장할 수 없게 된다(제362조(a)).

#### ② Debtor-in-possession(DIP)

현 경영진이 부정을 저질렀다거나 경영능력에 문제가 있음이 명백한 경우 관리인(trustee)이 선임되지만, 대개의 경우 현 경영진이 회사의 재건을 담당한다(제1101조).

## VI. 우리나라에서 기대되는 별처펀드의 투자전략

- 이 때의 현 경영진을 의미하는 debtor-in-possession(이하 DIP라고 씀)은 정리절차의 진행 중 영업상 필요한 자산을 계속 보유할 수 있게 된다.
- 단, 정상적인 영업활동과 관련없는 비일상적 행위의 경우 파산법원의 승인을 받아야 한다.

### ③ Debtor-in-possession financing

이는 DIP가 영업의 계속을 위해 필요한 운전자금을 외부로부터 조달할 수 있도록 하는 신축성있는 규정이다(364조). DIP는 일상적 영업활동과 관련된 것일 경우 법원의 허가없이도 무담보채무를 차입할 수 있다. 이때의 무담보채무는 ‘관리비용(administrative expense)’에 해당하는 높은 변제순위가 보장된다.

- 일상적 영업활동을 벗어나는 자금사용 목적의 경우에도 법원의 허가를 얻으면 무담보채무를 차입할 수 있다.
- 위의 방법으로도 자금조달에 어려움을 겪을 경우 법원의 허가를 받아 관리비용보다 우선하는 변제순위(super priority)를 부여하고 차입할 수 있다.
- 그래도 자금조달에 부족함이 있을 경우 기업자산에 대해 담보권을 제공할 수도 있다. 물론 이때는 기존 담보권자에 대한 적절한 보호조치가 행해져야 한다.

### ④ 정리계획안의 독점제출기간(exclusivity period)

자동정지조항이 발효되면 통상 120일간 채무자(debtor-in-possession)에게만 회생계획안을 제출할 수 있는 자격이 부여된다. 채무자는 법원의 허가를 받아 기간을 연장할 수 있다.(1121조) 정해진 기한내에 채무

자의 정리계획안이 가결되지 못할 경우 채권자, 주주 등 다른 이해관계인들도 정리계획안을 제출할 수 있게 된다.

#### ⑤ 기업회생계획안에 대한 표결

주주와 동일한 채권자 등 각 조(class)별로 구성원의 과반수 이상 그리고 발행된 채권액 또는 주식가치의 2/3 이상이 승인하여야 가결된다. 가결된 계획안이 법원에 의해 승인되어 최종적으로 확정(confirm)되면 계획안에 의거하여 파산신고전 채무가 조정(restructuring)됨으로써 새로운 자본구조가 형성될 수 있다.

#### ⑥ 강제적용(cram-down)조항

만약 회생계획안이 장시간 승인되지 않음으로써 기업회생이 지연될 경우 법원은 제안된 이해관계인들이 회생계획안을 수용하도록 강제할 수 있다. 이는 일부 채권자들이 자신의 이익을 위해 회생계획안에 지속적으로 거부권을 행사하는데 일정한 제약을 가한다.

단, 강제적용되는 회생계획안은 이해관계인들에게 공평해야 하고, 또 일부 채권자들이 계획안에 반대할 경우 그들이 기업을 청산시 받게 되는 정도의 보상수준을 그들에게 보장해 주어야 한다.

#### ⑦ 분배(distribution)의 신속성

회생계획안에 의한 분배는 반드시 현금일 필요는 없다. 채무증권(debt securities : 무보증채, 무담보채 등)으로 분배할 수도 있는데, 이는 종종 이자지급이 수반되지 않는다. 이러한 분배의 신속성은 부실기업을 인수한 벌처펀드의 채무를 지연시켜주는 효과를 줄 뿐 아니라, 위험이 큰 현금투자를 최소화하도록 함으로써 레버리지 효과를 높여준다.

## VI. 우리나라에서 기대되는 별처펀드의 투자전략

### ⑧ 증권의 발행

회생계획안에 의거하여 채권자 및 일반투자자를 대상으로 주식을 발행할 수 있으며, 또한 미래에 회생될 기업에 대한 신규공모주의 발행을 통해 기업인수자금을 조달할 수도 있다. 이처럼 회생계획하에서 발행되는 증권은 연방 및 州의 증권법상 요구되는 등록이 면제될 수 있다.

### 2) 사적 정리절차(Workout)

이는 법적 회생절차와 달리 법적 구속을 받지 않고 채무자와 채권자간의 자율적 교섭에 의해 기업재건계획을 작성하는 것이다. 이때 채무자는 법적 회생절차보다 사적인 채무조정협약을 통해 기업을 더 잘 회생시킬 수 있다는 것을 입증할 수 있어야 한다. 사적 정리절차의 장점은 비용절감과 유연성에 있다.

① 법적인 구속력이 없으므로 채권의 권리변경은 채권자의 동의에 의해서만 이루어질 수 있으며, 동의하지 않는 채권자에게 권리변경을 강요할 수는 없다.

— 통상 원금의 감면 또는 유예, 이자율의 하향수정, 채무의 일부 열등화, 채무와 주식의 교환 등의 조치가 이루어진다.

② 역시 채권자들의 동의가 있다면 청구권의 절대적 우선순위에 대한 변경(deviation from absolute priority rule)도 가능하다. 이는 채권자간 권리의 형평성에 많은 비중을 두는 법적 회생절차보다 사적 정리절차가 유연성이 크기 때문이다.

— 장점 : 신속성, 저비용, 유연성

- 단점 : ① 일부의 반대에도 불구하고 다수에 의해 재건계획을 수행하려 할 경우 재건계획에 따른 권리변경을 반대자에게까지 강제할 수 없기 때문에 찬성한 다수만 권리상 피해를 입게 된다.(free rider 문제) ② 채권자가 다종다양할 경우 교섭에 어려움이 크다. 이때는 오히려 Chapter 11을 신청하여 자동정지조항을 발효시키는 것이 유리하다.

### 3) 사전조정파산제도(Prepackaged bankruptcy)

이는 1980년대 후반에 등장한 새로운 형태의 기업회생절차인데 근래에는 부채구조조정 방법중 1/4 정도의 비중을 차지할 정도로 확산되었다. Chapter 11을 신청하기 전 채무자가 채권자와 재건계획에 대해 미리 협의를 함으로써 사적조정절차와 법적조정절차의 장점을 모두 취하려는 방법이다.

연방파산법 1126조(b)는 정보가 적절히 공개되었을 경우 Chapter 11을 신청하기 전에 승인된 재건계획이라도 통상 Chapter 11을 신청한 후에 승인된 재건계획과 동일한 효과를 갖는다고 규정하고 있다.

이는 전형적인 Chapter 11 과정과 달리 시간과 비용을 단축할 수 있다. 사전조정파산의 방법을 사용한 최초의 기업은 Crystal Oil Company이다. 이 회사의 경우 1986년 법적파산절차를 신청한 후 그것이 종결되는데 불과 3개월이 소요되었다. 이러한 신속성과 유연성 외에도 반대채권자에 대해 정리계획을 강제적용시킬 수 있으며, 자동정지조항의 혜택을 볼 수 있다는 장점이 있다.

## 나. 우리나라의 파산제도

### 1) 회사정리법

#### ① 권리관계의 중지

기업이 법정관리를 신청한 후 법원으로부터 재산보전처분을 받을 경우 공익채권을 제외하고는 정리계획에 의거하지 않은 개별적 권리행사가 원칙적으로 금지된다(제112조). 단 중소기업 보호를 위해, 중소기업자가 법정관리를 신청한 기업에 대해 갖고 있는 소액채권을 변제받지 못함으로 인해 사업을 계속하는데 큰 지장이 초래될 경우 그 전부나 일부에 대해서는 변제할 수 있도록 하고 있다.

#### ② 정리계획안의 제출

관리인과 주주를 포함한 이해관계인이 동시에 복수의 정리계획안을 제출할 수 있다. 단, 관리인은 정리계획안을 의무적으로 제출해야 하지만 정리담보권자, 정리채권자, 주주 등 이해관계인의 경우 의무사항은 아니다. 법원은 복수의 정리계획안이 제출된 경우 순서를 정하여 의결에 부친다. 이때 복수의 안이 가결된 경우에는 그 중 어느 하나의 안을 선택하기 위한 투표를 재차 실시토록 한다.

#### ③ 정리계획안에 대한 의결

우리나라의 경우 채권자별, 그리고 정리담보권자의 경우 사안별로 의결정족수가 달리 되어 있다.

- 정리담보권자 : ① 정리담보권 기한의 유예를 정하는 계획안 : 의결권 총액의 3/4이상, ② 위 사항 이외의 권리변경에 관계된

계획안 : 의결권 총액의 4/5 이상, ③ 청산을 내용으로 하는 계획안 : 전원의 동의 필요

- 정리채권자 : 의결권 총액의 2/3 이상
- 주주 : 의결권 총액의 과반수 이상

#### ④ 정리계획안 부결시 법원의 조치

법원은 다음 중 한가지 조치를 반드시 실시하여야 한다.

- 기일의 속행 : 계획안의 일부 변경 또는 관계인간 절충·설득에 의해 가결될 수 있다고 판단될 경우 법원은 다시 결의에 부칠 수 있다. 이때에는 의결권 총액을 기준으로 정리채권자는 과반수 이상, 정리담보권자의 2/3 이상, 주주의 1/3 이상의 동의를 필요하다(206조).
- 동의하지 않는 組가 있을 경우의 인가 : 동의하지 않는 組에 속한 권리자를 위해 일정한 권리보호조항을 마련한 후 법원의 직권으로 계획안의 인가결정을 행할 수 있다(234조).
- 정리절차의 폐지 : 위의 조치 중 어느 하나를 선택하지 않을 경우 법원은 정리절차를 폐지하여야 한다(272조). 이 경우 기업은 청산절차를 밟아야 한다.

#### ⑤ 권리의 소멸 및 변경

정리계획안이 확정되면 회사정리법상 인정된 권리를 제외하고는 기존의 모든 정리채권과 정리담보권에 관한 책임이 면제되고 주주의 권리, 회사재산에 대한 담보권이 소멸된다(제241조).

그리고 정리채권자, 정리담보권자, 주주의 권리는 정리계획안에 의

## VI. 우리나라에서 기대되는 별치펀드의 투자전략

거하여 새롭게 변경된다. 이때 통상 채무의 전부 또는 일부 면제, 채무 기한의 연장 등의 조치가 행해진다.

— 이러한 권리변경 효과는 정리절차가 폐지되더라도 존속된다.

### ⑥ 신증권의 발행

정리계획안에 의거하여 회사는 주식 또는 채권을 발행할 수 있다 (222, 223조).

## 2) 화의법

법원의 감독하에 채무자와 채권자가 협정을 체결하여 채무의 변제 방법을 정하여 파산을 면하고 기업을 회생시키는 제도이다. 그 특징은 다음과 같다.

① 화의가 개시되기 전이라도 법원에 의해 재산보전처분을 받을 수 있다.

② 화의의 효력을 받는 화의채권은 일반채권에 한하며 우선권있는 채권, 별제권, 담보채권을 보유한 채권자는 권리행사를 행할 수 있다.

③ 화의가 가결되는 조건은 법정관리의 경우보다 엄격하여 의결권 있는 총채권액 중 4분의 3이상의 동의가 있어야 한다. 단, 담보채권자와 주주는 의결권이 없다.

## 2. 별처 펀드입장에서의 Chapter 11과 회사정리법 비교

### 가. 청구권의 매매

양국 모두 법정관리가 개시되어도 주식의 유통 및 채권의 명의변경이 이루어질 수 있다. 단,

- 미국의 경우 파산법원은 선의가 아닌 다른 목적으로 정리계획안을 승낙하거나 거부한 당사자를 지정하여 이들의 의결권을 허용치 않을 수 있다.
- 우리나라의 경우도 부당한 이익을 목적으로 청구권을 취득시 법원이 의결권의 행사를 인가하지 않을 수 있다.

최근의 추세에 따르면 이러한 단서조항의 영향은 약화되고 있다. 연방파산규칙 3001조(e)에도 채권자권리의 매매는 당사자간 자유의사에 의한 것이지 법원이 관여할 사항이 아니라고 규정되고 있다.

가장 중요한 차이점은 미국의 경우 부실채권의 유통시장이 활성화되어 있으나 우리나라는 그렇지 못하기 때문에 부실채권의 거래가 제대로 이루어지지 않는다는 점이다.

### 나. 변제의 우선순위

변제의 우선순위에 대한 회사정리법과 Chapter 11의 규정은 기본적으로 유사하다. 가장 중요한 차이는 임금과 세금에 대한 우선순위규정이다. 미국의 Chapter 11에서는 임금과 세금이 담보채권보다 후순위인데 반해 우리나라의 회사정리법에서는 담보채권보다 우선인 공익채

VI. 우리나라에서 기대되는 별처펀드의 투자전략

권으로 분류된다. 회사정리법에 의하면 별처펀드가 담보채권을 구입했다하더라도 임금·세금 등의 공익채권을 변제한 후에야 변제받을 수 있으므로 그만큼 기대상환율이 감소한다.

<표 VI-2> 청구권의 우선순위

| 한 국                    | 미 국                               |
|------------------------|-----------------------------------|
| 0. 공익채권 <sup>14)</sup> | 1. 담보채권                           |
| 1. 정리담보권               | 2. debtor-in-possession financing |
| 2. 우선순위 정리채권           | 3. 우선청구권                          |
| 3. 정리채권                | ① 소송비용 등                          |
| 4. 후순위 정리채권            | ② 임금                              |
| 5. 우선주                 | ③ 종업원 상여금                         |
| 6. 주식                  | ④ 곡물·생업 등에 대한 청구권                 |
|                        | ⑤ 소비자 예치금(consumer deposits)      |
|                        | ⑥ 별거시 부양수당                        |
|                        | ⑦ 세금                              |
|                        | ⑧ FDI와 관련된 무담보청구권                 |
|                        | 4. 일반무담보 청구권                      |
|                        | 5. 우선주                            |
|                        | 6. 주식                             |

14) 회사정리법 208조는 공익채권이 되는 청구권을 다음과 같이 열거하고 있다.

- ① 정리채권자, 정리담보권자와 주주의 공동이익을 위하여 하는 재판상의 비용
- ② 정리절차개시 후 회사의 경영과 재산의 관리 및 처분에 관한 비용
- ③ 정리계획수행에 관한 비용. 단, 정리절차종료 후에 발생한 것 제외.
- ④ 제284조(관리인 등의 보수)와 제286조(대리위원 등의 보상금)의 규정에 의하여 지급하여야 할 보수, 비용 및 보상금

## 다. 파산법제의 유연성

미국의 파산법제는 투자자에게 다양한 투자기회를 제공함으로써 기업이 부실문제를 해결하고 새로운 자본구조를 형성할 수 있도록 되어 있다. 특히 사적 조정절차의 경우 유연성이 커서 손해를 보는 관리자가 동의할 경우 청구권의 절대적 순위마저 종종 변경(deviations from absolute priority)되곤 한다.

## 라. 채권자와 채무자간 교섭의 자율성

미국에서 파산법원은 점차 직접적 개입을 줄이는 대신 공정한 심판관으로서의 역할만 하는데 그치고, DIP와 채권자들이 주가 되어 상호

- 
- ㉔ 회사의 업무와 재산에 관하여 관리인이 권한에 의하여 행한 자금의 차입 및 기타의 행위로 인하여 생긴 청구권
  - ㉕ 사무관리 또는 부당이득으로 정리절차개시 후 회사에 대하여 생긴 청구권
  - ㉖ 제103조(쌍무계약) 제1항의 규정에 의하여 관리인이 채무의 이행을 하는 경우에 상대방이 가진 청구권
  - ㉗ 계속적 공급의무를 부담하는 쌍무계약의 상대방이 정리절차 개시신청 후부터 정리절차 개시전까지의 사이에 행한 공급으로 생긴 청구권
  - ㉘ 정리채권 중 원천징수하는 조세·부가가치세·특별소비세·주세·교통세와 특별 징수의무자가 징수하여 납부하여야 할 지방세로서 정리절차 개시당시 아직 납부기한이 경과하거나 도래하지 아니한 것
  - ㉙ 회사의 근로자의 급료 및 퇴직금
  - ㉚ 정리절차 개시전의 원인으로 생긴 회사 근로자의 임치금과 신원보증금의 반환청구권
  - ㉛ 회사 또는 보전관리인이 정리절차 개시신청 후부터 그 개시전까지 법원의 허가를 얻어 자금의 차입, 자재의 구입, 기타 회사사업의 계속에 불가결한 행위를 함으로 인하여 생긴 청구권
  - ㉜ 회사를 위하여 지출하여야 할 부득이한 비용으로 ㉔ 내지 ㉛항에 열거된 것 이외의 것

## VI. 우리나라에서 기대되는 별처펀드의 투자전략

협약하에 정리계획을 작성·실행할 수 있도록 하는 추세로 나아가고 있다.

그리고 미국 파산법제는 기업의 청산보다 회생에 유리하도록 구성되어 있어 대부분의 채무자가 기업을 청산시키기 보다 회생시키려고 노력한다.

우리나라의 경우 법정관리를 신청할 경우 법원이 기업을 회생시킬지의 여부를 결정하도록 되어 있고 정리절차의 개시 이후의 진행도 법원의 엄격한 감독을 받게 되어 있어 상대적으로 채권자와 채무자간 자율적인 교섭의 기반이 약한 편이다.

### 마. 경영권의 귀속

미국의 경우 경영진의 부정이나 무능력이 명백한 경우를 제외하고 현 경영진이 경영권을 유지하면서 정리절차에서 주도적 역할을 한다. 이에 대해 채권자측은 채권자협의회를 구성하여 DIP와 함께 정리절차에 중요한 기능을 수행한다.

반면 우리나라에서 법정관리의 경우 개시결정이 있기 전까지는 보전관리인이 회사의 업무와 재산에 대한 관리를 하고, 개시결정이 내려진 후에는 법원에 의해 선임된 관리인이 회사사업의 경영과 재산의 관리 및 처분권을 갖고 정리절차를 주도한다.(제53조)

그렇지만 최근의 법개정을 반영하여 대법원 송무예규는 부실책임이 명백하지 않은 경영진의 경우 공동으로 보전관리인을 선임할 수 있도록 하였다.

## 바. 기업경영의 계속성

미국의 경우 법적 조정절차를 신청함과 동시에 자동정지조항이 발효되지만, 우리나라의 경우는 법원에 의한 재산보전처분 결정이 내려진 이후에야 권리관계의 중지효과가 나타나기 때문에 일정정도 공백기간이 생기게 된다.

이러한 공백기간이 없는 미국의 경우 법적 정리절차를 신청하더라도 바로 기업경영의 계속성이 보장되기 때문에 그만큼 회생가능성을 높일 수 있다.

## 사. 정리계획안의 의결

기업회생안 가결을 위한 기준이 높으면 이를 통과시키기 위해 더 많은 지분을 보유해야 한다. 고로 경영권 장악을 목표로 하는 전략을 구사하기는 어려운 반면, 계획안을 저지하기는 쉬우므로 Bondmail 전략을 구사하는 별처펀드에게는 유리하다.

## 아. 운전자금의 조달

정리절차를 밟는 중 필요한 운전자금을 차입할 경우 양국 모두 상위의 변제권을 부여하지만, 미국의 경우 법원의 허가에 의해 기업재산에 대한 담보권까지 제공할 수 있어서 그만큼 자금을 조달할 수 있는 가능성이 넓다.

이러한 형태로 자금을 조달(DIP finance)할 경우 변제의 가능성이 크고 이율이 상당히 높은 것이 특징이다. DIP 자금조달은 미국에서 파산건수가 급증한 90년대초 붐을 이뤘는데 대표적인 역할을 했던 기관

으로는 케미칼 은행이 있다.

### 3. 청구권의 분배와 실행가능전략

#### 가. Chapter 11에서의 청구권재분배

##### 1) 특징

Chapter11에서는 감면등 기존 청구권의 권리축소 뿐만 아니라 다양한 청구권으로의 전환을 허용하고 있다. 각 청구권은 동일한 종류의 청구권 뿐만 아니라 자기보다 우선순위가 낮은 다양한 청구권들의 포트폴리오로 분배가능하다.

예를 들어 우선채권은 (우선채권 + 일반채권 + 후순위채권 + 주식)의 형태로, 일반채권은 (일반채권 + 후순위채권 + 주식)의 형태로 분배가능하다.

##### 2) 실행가능전략

Chapter11에서는 채권의 주식전환을 통한 경영권 획득이 가능하다. 벌처펀드는 일반적으로 채권에 투자하지만, 기업회생안의 청구권재분배 과정을 통해 주식을 보유할 수 있다. 전환된 주식이 일정 수준 이상이면 회생기업의 경영권을 획득할 수 있다. Chapter11에서는 채권의 주식전환이 가능하기 때문에 벌처펀드입장에서는 다양한 방법을 통해 원하는 양만큼의 주식을 획득할 수 있다. 부실기업의 정상화와 구조조정에 전문적인 능력을 갖고 있는 벌처펀드가 기업의 경영권을 행사하여

효율적 경영을 하면 기업의 가치가 증대된다.

기업의 경영권 획득을 목표로 하는 별처펀드는 후순위채권에 관심이 높다. 왜냐하면 후순위채권은 할이비율이 커서 구입가격이 저렴하고 주식으로의 전환비율이 높기 때문이다.

### 3) Chapter11에서의 청구권배분 예

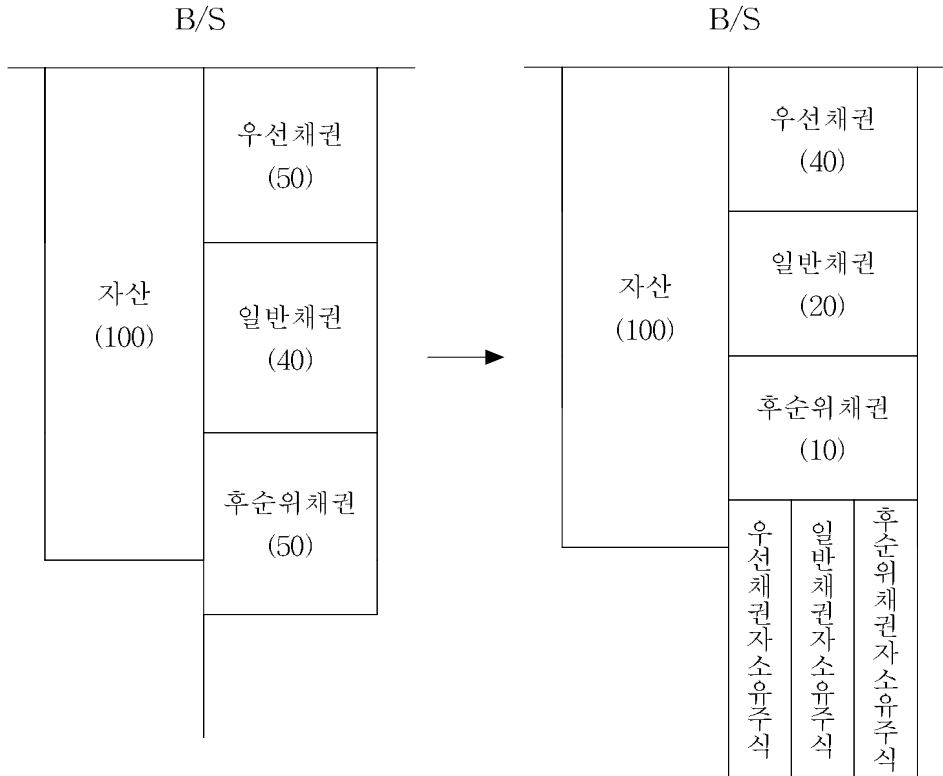
간단한 예를 통해 Chapter11에서의 청구권배분메카니즘을 살펴볼도록 한다. 기존채권이 우선채권 50억, 일반채권 40억, 후순위채권 50억으로 구성되어 있다고 가정하자. 기업회생안에서 우선채권 50억은 [우선채 40억+주식 20%]로, 일반채권 40억은 [일반채 20억+주식 30%]로, 후순위채권 50억은 [후순위채 10억+주식 50%]로 각각 청구권재조정이 이루어졌다고 가정하자. 이를 요약해서 정리하면 다음 <표 VI-2>와 같다. 청구권재분배 이전과 이후의 대차대조표를 비교하면 <그림 VI-2>와 같다.

<표 VI-2> Chapter11에서의 청구권 재분배 (예)

| 기존 청구권    | 정리계획안에 의한<br>청구권 분배 | 상환율, 지분율 |
|-----------|---------------------|----------|
| 우선채권 50억  | 우선채권 40억            | 80%      |
|           | 주식 0.2(X-70)        | 20%      |
| 일반채권 40억  | 일반채권 20억            | 50%      |
|           | 주식 0.3(X-70)        | 30%      |
| 후순위채권 50억 | 후순위채권 10억           | 20%      |
|           | 주식 0.5(X-70)        | 50%      |

VI. 우리나라에서 기대되는 별처펀드의 투자전략

<그림 VI-1> 청구권재분배와 B/S(예)



나. 회사정리법에서 청구권재분배

1) 특징

우리나라 회사정리법에서의 청구권재분배는 채권액면의 감면, 상환기간연장, 이자의 감면, 만기의 연장등의 방법을 통해 이루어진다. 회사정리법상 불가능한 것은 아니지만 Chapter11과 같은 다양한 청구권포트폴리오로의 전환은 이용되지 않고 있다. 회사정리안에서 기존의

채권이 주식으로 전환되는 경우는 없다. 고로 동일한 청구권내에서의 권리축소가 우리나라 청구권재분배의 특징이다.

## 2) 실행가능전략

회사정리법 하에서는 벌처펀드가 Bondmail전략이나 시세차익획득전략을 사용하는 데는 문제가 없으나 경영권획득전략을 추구하는 경우에는 어려움이 존재한다. 왜냐하면 회사정리안에서 채권의 주식전환이 곤란하기 때문에 경영권획득을 목표로 하는 벌처펀드가 다양한 경영권 획득전략을 구사하는 것이 현실적으로 불가능하기 때문이다. 채권의 주식전환을 통한 경영권획득이 불가능한 상황에서 벌처펀드가 경영권을 획득할 수 있는 방법은 주식을 매입하거나 파산절차개시 이전에 기업을 인수하는 것이다. 그러나 이 같은 방법을 통한 경영권획득은 위험이 매우 높기 때문에 벌처펀드는 투자의욕을 상실하게 된다. 부실기업의 입장에서는 벌처펀드를 이용한 기업정상화와 기업가치 증대기회를 상실할 가능성이 높다.

## 3) 회사정리법에서 청구권배분의 예

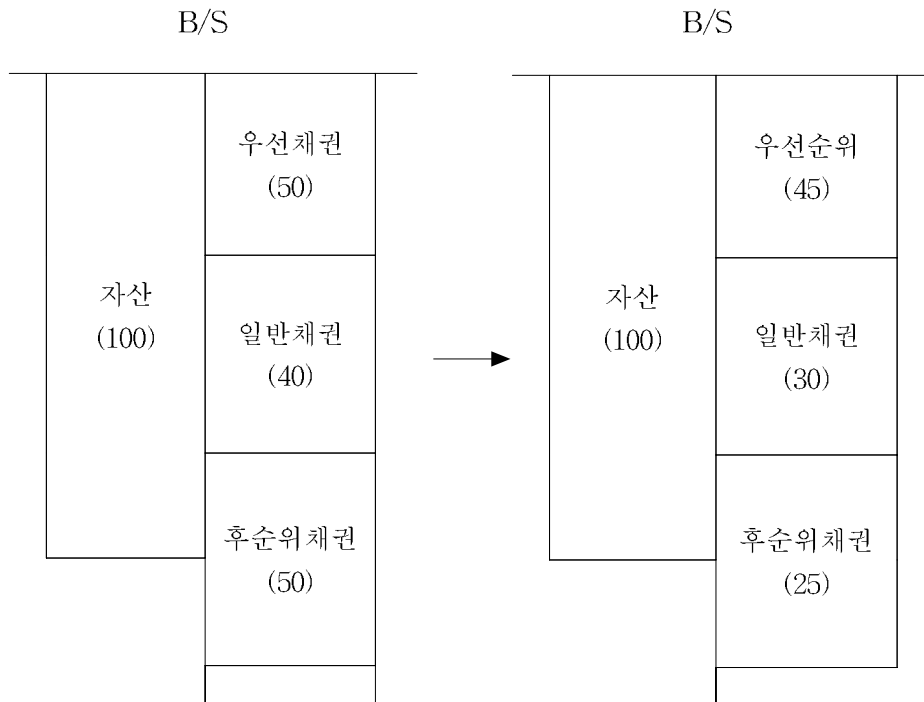
Chapter11에서의 청구권배분예와 동일하게 우선채권 50억, 일반채권 40억, 후순위채권 50억으로 구성된 자본구조를 가정하자. 회사정리안에 의해 각 채권이 45억, 30억, 25억으로 재조정된 경우를 보면 <표 VI-3>과 같다. 청구권재분배 이전과 이후의 대차대조표는 <그림 VI-3>과 같다.

VI. 우리나라에서 기대되는 별처펀드의 투자전략

<표 VI-3> 청구권 재분배 (예)

| 기존 청구권    | 정리계획안에 의한<br>청구권 분배 | 상환율 |
|-----------|---------------------|-----|
| 우선채권 50억  | 우선채권 45억            | 90% |
| 일반채권 40억  | 일반채권 30억            | 75% |
| 후순위채권 50억 | 후순위채권 25억           | 50% |

<그림 VI-2> 청구권재분배와 B/S(예)



#### 4. 벌처펀드의 전략구사 여건

##### 가. 시세차익획득전략(buy and hold)

현재로서는 가장 가능성이 높은 벌처펀드의 투자전략이다. 저평가된 기업이 많기는 하나 부실증권시장의 미발달과 같은 제도적인 요인과 환율, 구조조정 등 경제전반에 걸친 불확실성이 투자저해 요인이다.

##### 나. Bondmail

일반채권의 경우는 거부권행사조건이 Chapter11과 유사하고 담보채권의 경우에는 오히려 거부권행사가 수월하다.

##### 다. 경영권획득전략(control right)

벌처펀드를 기업과 금융기관의 구조조정에 이용하려는 우리나라 입장에서 가장 바람직한 벌처펀드의 전략이다. 그러나 앞에서 설명한 바와 같이 회사정리법 하에서는 벌처펀드가 경영권을 획득하기 어렵다.

## VII. 벌처펀드에 대한 정책적 고려사항

---

1. 벌처펀드 도입의 활성화 방안
2. 벌처펀드의 투자전략별 활성화 방안



## VII. 벌처펀드에 대한 정책적 고려사항

### 1. 벌처펀드 도입의 활성화 방안

#### 가. 채권자 측면

##### 1) 현황과 문제점

첫째, 부실기업의 주채권자인 은행이 채권의 할인판매를 꺼린다.

- 은행은 할인된 가격으로 부실기업채권을 벌처펀드에 판매하는 것이, 현금과 유동성 확보를 통한 BIS비율제고, 회수된 자금을 이용한 새로운 투자기회의 활용 등 은행의 건전성 증진에 유익함에도 불구하고 또 실제로 그 유익함을 알고 있으나 실제로는 판매를 꺼리고 있는 실정이다.
- 왜냐하면, 할인된 가격으로 부실채권을 판매할 경우 손실이 실현되어 현 경영진에게 부담으로 작용하기 때문이다. 이전 경영진의 과실로 인한 부실여신을 현 경영진이 책임지는 것은 불합리하다고 현 경영진 스스로 생각한다. 특히 당해년도 실현이익에 의해 경영자의 보상이 결정되는 경우에 할인판매를 더욱 기피할 것이다.
- 이 같은 은행의 경직성 때문에 벌처펀드가 부실기업채권을 인수하기 불가능하고 회생가능한 기업도 정상화의 기회를 상실하게 된다

## 2) 개선안

개선안의 기본원칙은, 은행 스스로 부실채권을 처리하는 것이 유리하도록 각종 제도를 개선하는 것이다. 즉 은행의 입장에서 부실채권을 처리하는 것이 유인일치적(incentive compatible)이 되도록 은행의 평가체계나 경영자 보상체계를 설계하면 된다. 구체적인 개선방안은 다음과 같다.

첫째, 은행평가시에 현금보유나 유동성에 보다 높은 가중치를 부여하는 평가기준을 설정한다.

둘째, 부실채권에 대해 보다 높은 비율로 대손충당금을 쌓게 한다. 이는 부실채권 보유로 인한 기회비용을 높힘으로써 이를 할인판매할 유인을 증대시키는 방안이다. 예를 들어 다음과 같은 대손충당금 적립기준 강화방안을 생각해 볼 수 있다.

- 추정손실여신 ; 기존의 100%적립 유지
- 회수의문여신 ; 75% → 80%
- 고정여신 ; 20% → 30%

셋째, 공식적인 파산절차에 들어간 경우 부실여신 분류기준을 강화한다. 회사정리제도의 경우, 인가결정이 나면 '회수의문여신'으로 분류되어 75%의 대손충당금을 적립해야 한다. 이에 반해 화의제도의 경우, 인가결정이 나면 '요주의여신'으로 분류되어 대손충당금을 1%만 적립하면 된다. 일단 부도가 난 이상 고정여신으로 분류하여 20% 이상 적립하게 하는 것이 바람직하다.

넷째, 주가와 연계된 은행경영자의 보상체계를 설정한다. 미국의 경

## VII. 벌처펀드에 대한 정책적 고려사항

우 벌처펀드의 부채인수가 부실기업의 주가를 상승시킬 뿐만 아니라 부실채권을 정리한 은행의 주가도 상승시킨다. 이 같은 관계가 한국에도 적용된다는 전제하에서 주가와 연계된 경영자의 보상체계는 경영자의 부실채권 판매유인을 증대시킬 수 있다.

다섯째, 보다 근본적으로는, 은행의 경영자가 주주를 위한 의사결정을 하도록 감시할 유인이 존재하는 대주주 등 은행의 주인이 필요하다. 은행의 경영자를 감시하고 통제할 수 있는 주주가 없는 경우, 은행의 경영자는 자신의 보신에만 관심을 가질 뿐 주주들을 위해 기업가치를 극대화하는 의사결정을 내릴 유인이 없다.

### 나. 성업공사 측면

#### 1) 현황과 문제점

첫째, 부실채권 구입시 합리적 판단기준이 결여되어 있다. 성업공사는 정부의 출자기관으로서 부실채권정리기금을 통해 자신의 의지와 관계없이 자의적, 일괄적 기준에 의해 부실채권을 구입하고 있다. 예를 들어 보증채의 경우는 액면의 70% 가격에 구입하고 무보증채의 경우에는 액면의 5 ~ 20% 가격에 구입한다.

둘째, 부실채권 판매시 합리적 판단기준이 결여되어 있다. 부실채권 판매시 NPV 등의 객관적 기준 없이 구입가격 이상의 가격으로만 판매하려 한다. 구입가격 자체가 적정한 평가모형에 근거하지 않은 임의적인 수치이기 때문에 구입가격 이상으로 판매한다는 기준은 아무런 이론적 근거가 없는 기준이다.

## 2) 개선안

첫째, 부실채권구입과 판매시에 NPV 등의 객관적 기준과 평가모형을 도입한다. 공사자체 내에서의 평가모형 개발이 힘든 경우에는 전문적인 평가기관에 용역을 의뢰하는 방안이 검토될 수 있다.

둘째, 성업공사를 민간베이스스(commercial basis)로 전환한다. 부실채권 매입과 매각을 근본적으로 개선하기 위해서는 성업공사를 민간베이스스로 전환하여 그들 자신의 이익을 위한 의사결정을 가능케 해야 한다. 부실채권구입 의사결정을 자율적으로 할 수 있어야 부실채권판매 결정도 합리적으로 할 수 있다. 역지로 떠맡은 부실채권에 대해 합리적인 판매를 기대할 수 없다.

### 다. 채권시장의 유동성 측면

#### 1) 현황과 문제점

별처펀드가 부실채권을 매입한 경우 그들이 원하는 시점에 적절한 가격으로의 재판매가 곤란하다. 즉 부실채권시장의 유동성이 극히 부족하다. 별처펀드가 과소평가된 채권을 구입하여 시세차익획득(buy and hold)전략을 사용할 경우, 부실채권시장의 유동성이 부족하여 판매하고 싶을 때 판매할 수 없으면 이익을 실현할 수 없다. 이 같은 상황에서는 부실채권을 만기까지 보유하는 수 밖에 없다. 제4장에서 살펴본 바와 같이 유동성 부족은 보유기간을 증대시키고 재판매비용을 증가시켜서 별처펀드의 수익률을 감소시킨다.

이같은 채권시장의 비유동성 때문에, 별처펀드의 입장에서는 투자가치가 있다고 판단되어지는 채권이라 하더라도 쉽게 투자하기 곤란하다.

## 2) 개선안

부실채권시장의 유동성을 증대시킨다. 부실채권의 유동성증대란 곧 부실채권의 수요기반확충을 의미한다. 수요기반 확충방안으로는

첫째, 기업구조조정기금의 투자운용요건으로, 일정한 기준을 만족하는 부실채권에 기업구조조정기금의 일정비율 이상 투자할 것을 규정한다.

둘째, 국내 구조조정전문회사의 설립을 추진한다.

## 라. 파산관련제도상의 문제

### 1) 임금의 우선순위 문제

#### ○ 현황과 문제점

우리나라 회사정리제도에 의하면 임금이 공익채권으로 분류되어 변제우선순위가 담보채권 보다도 높다. 즉 퇴직충당금을 비롯한 모든 임금이 지불된 이후에야 담보채권, 우선채권의 권리행사가 가능하다. 모든 임금전액에 대한 우선권부여는 헌법재판소로부터 위헌판결을 받았다. 미국의 Chapter 11에서는 종업원에 대한 임금이 담보채권과 동등한 우선순위로 분류된다. 이와 비교할 때 임금에 대한 현행 회사정리법의 규정은 별처펀드의 기대상환율을 감소시켜 투자의욕을 감소시킬 가능성이 높다.

#### ○ 개선안

종업원의 생존과 직결된 일정부분만 공익채권으로 인정해 주고 나

머지는 우선순위채권으로 인정한다.

## 2) 청구권재분배 방식과 관련된 문제

### ○ 현황과 문제점

우리나라에서는 청구권의 재분배가 다양한 청구권으로의 전환없이 기존청구권 내에서의 감면이나 만기연장 등 단순한 방식이 주를 이루어 왔다. 법률적인 관점에서 볼 때 다양한 청구권으로의 전환이 적용불가능한 것은 아니다. 다만 기업이나 법원의 입장에서는 이용해 본 경험이 없어 이 같은 복잡한 형태의 계약에 익숙치 않을 뿐이다. 고로 벌처펀드가 이 같은 형태의 계약을 제시한 경우 그 계약조건에 대한 판단 능력 결여로 인해 계약이 성사되기 힘들다. 국내에 진출한 벌처펀드들은 이 문제를 가장 심각한 문제로 생각하고 있다.

### ○ 개선안

기업과 은행들은 청구권의 재분배와 관련된 새로운 계약방식에 익숙해질 필요가 있다. 더 나아가 복잡한 계약조건을 정확히 평가할 수 있는 능력을 배양해야 한다. 일정한 협상의 기준이 설계될 경우 의사소통과 합의점 도출이 용이해져서 벌처펀드와의 계약성사 가능성을 증대시킬 수 있다.

## 마. 기업구조조정기금의 활용

재정경제부는 기관투자자의 육성을 통한 자본시장의 선진화를 도모하기 위해 회사형 투자신탁제도의 도입을 내용으로 하는 「증권투자회

## VII. 별처펀드에 대한 정책적 고려사항

사법안」을 제정하여 1998년 6월 입법예고하였다. 그 내용 중에는 기업의 구조조정을 지원하기 위해 기업구조조정기금의 설립근거가 되는 특례조항이 포함되어 있다.

기업구조조정기금은 폐쇄형 증권투자회사로서 회사의 존립기간이 1년 이상이어야 하고 중소·중견기업이 발행한 유가증권에 일정비율 이상을 투자하여야 한다.

동 기금은 동일종목에 대한 투자 등 투자한도의 제약이 없을 뿐 아니라 각종 세제지원도 받을 것으로 보인다. 이러한 혜택을 부여함과 동시에 외국의 우수한 자산운용회사들이 기금을 직접 운용할 수 있도록 허용함으로써 외국인투자자에게 투자유인을 제공하고 있다. 기업구조조정에 특화된 능력을 갖고 있는 별처펀드를 도입함으로써 구조조정시 소요되는 막대한 자금을 해외민간자금을 통해 충원할 수 있을 뿐 아니라 그들의 전문성을 활용함으로써 효율적이고 신속하게 구조조정을 추진할 수 있으리라 기대된다.

### 바. 구조조정전문회사의 설립

구조조정전문회사란 업종전문화, 재무구조 개선 등 구조조정 차원에서 매각되는 기업과 부도기업, 파산·화의·회사정리 절차 중인 기업, 재무구조 악화기업 등을 인수해 일정기간 경영하면서 기업가치를 높인 뒤 되파는 활동을 하는 기관이다. 정부에서는 이를 금년 하반기에 허용할 방침하에 법안을 마련 중에 있다.

구조조정전문회사는 순수하게 민간 중심으로 운영되도록 상법상 주식회사로 설립토록 하되 세제 및 금융상의 혜택을 주기 위해 등록을 의무화할 방침이다. 단, 자본금, 전문인력, 펀드결성 계획 등 일정 요건

을 갖춘 업체일 경우 자동적으로 받아주고 외국인 및 재벌그룹도 등록할 수 있도록 할 계획이다. 다음은 발표된 시안의 주요내용이다.

- 자본금 10억원 이상
- 자본금의 10배까지 채권발행 가능 (일반 상법상의 한도보다 2배 더 많음)
- 창업투자사에 한해 허용되고 있는 투자조합의 결성을 인정하여 펀드조성을 통해 국내외투자자들로부터 자금을 조달할 수 있도록 함. 이를 위해 구조조정회사에 투자신탁업무를 허용함.
- 필요한 경우 주식투자기금과 부채조정기금 등 기업구조조정 기금으로부터 필요한 자금의 차입가능
- M&A를 통한 경제력집중 가능성을 배제하기 위해 부실기업 인수시 향후 5년 이내 재매각하도록 의무화함
- 대기업의 구조조정을 촉진할 수 있도록 구조조정회사에 지주회사의 자격부여
- 대기업그룹이 구조조정 회사를 만들 경우 여신관리 한도 및 동일계열기업군 여신한도 산정에서 제외 방침
- 부실기업을 사서 되파는 과정에서 생기는 주식양도차익 및 배당소득에 대해 비과세. 또한 구조조정에 실패할 경우의 투자손실준비금을 손금처리할 수 있도록 함.
- 구조조정회사가 해당기업의 경영권을 장악할 정도의 지분(지배주주)을 확보할 수 있으며, 지배주주가 안될 경우 해당기업의 대주주와 경영개선약정을 맺고 구조조정 작업을 할 수 있음.

## VII. 벌처펀드에 대한 정책적 고려사항

위 법안에 의해 구조조정전문회사가 활동할 수 있는 여건이 마련될 경우 부실채권시장의 수요기반 확충을 기대할 수 있다. 부실채권의 수요기반 확충은 부실채권시장의 유동성 증대로 이어져 벌처펀드의 투자 의욕을 증대시킬 것이다.

### 사. 대출금판매(Loan Sale)의 가능성

대법원 예규에 의하면, 채권자와 채무자간에 양도금지에 대한 특약이 없는 한 채권양도가 가능하다. 벌처펀드의 투자전략과 관련하여 중요한 문제는, 채권을 매입한 벌처펀드가 기업회생안 의결과정에서 의결권을 행사할 수 있는지의 문제이다. 금융기관이 부실채권을 벌처펀드에게 판매할 경우, 해지권, 취소권 등 채권자지위의 양도에는 채무자인 기업의 동의를 필요로 하지만 의결권을 포함한 귀속주체변경으로서의 채권양도에는 문제가 없다. 따라서 경영권획득이나 Bondmail을 목적으로 하는 벌처펀드의 경우에 부실채권매입을 통해 원하는 투자전략을 구사할 수 있다.

## 2. 벌처펀드의 투자전략별 활성화 방안

### 1) 경영권획득 전략

첫째, 기업회생안에서 채권의 주식전환 등을 허용하여 벌처펀드의 경영권획득을 가능케 해야한다.

경영권획득을 목적으로 하는 벌처펀드는 먼저 부실채권에 투자한 후 기업회생안에서 주식으로의 전환을 통해 경영권을 획득한다. 따라서 벌처펀드의 경영권획득이 가능하려면 기업회생안에서 채권의 주식

전환이 가능해야 한다. 우리나라의 상법에도 정리채권자, 정리담보권자, 주주에 대한 신주발행이 허용되고 있으나 이 같은 전환형태의 계약에 익숙하지 않은 실정이다.

둘째, 벌처펀드와 협상시 최적의 계약조건을 판단할 수 있는 평가모형이 필요하다. 경영권획득을 목적으로 하는 벌처펀드는, 채권보유시 채권의 만기연장이나 감면 등의 단순한 계약이 아닌 주식을 포함한 다양한 형태의 증권으로 전환될 수 있는 계약을 체결하려한다. 벌처펀드의 투자를 활성화하되 최대한 유리한 계약을 체결하기 위해서는 이 같은 형태의 계약에 익숙해져야 한다. 특히 어떤 조건으로 전환되는 것이 공정한 계약인지에 대한 판단기준이 필요하다.

## 2) Bondmail 전략

미국의 Chapter11과 비교할 때 우리나라 회사정리법에서는 벌처펀드가 거부권을 행사하기가 수월하다. 일반채권의 경우에는 Chapter11과 마찬가지로 의결권 총액의 1/3 이상을 보유하여야 정리계획안에 대한 거부가 가능하다. 그러나 담보채권과 관련해서는, 기간유예의 경우에는 1/4, 기간유예 이외의 방법에 의해 권리에 영향을 미치는 경우에는 1/5 이상만 보유하면 거부권행사가 가능하다. 따라서 벌처펀드의 Bondmail전략구사를 억제할 수 있는 제도적 방안이 필요한데 현재 활용가능한 방안은 다음과 같다.

첫째, 벌처펀드의 거부권행사 때문에 정리계획안의 가결이 지연되는 경우, 不同意가 있는 경우 법원의 인가권(회사정리법 제234조)을 통해 정리계획안을 인가한다.

둘째, 정리채권자 등의 분류규정(회사정리법 159조)을 이용하여 벌

## VII. 벌처펀드에 대한 정책적 고려사항

처펀드의 보유채권액이 거부권행사 기준에 미달하도록 채권자조를 분류한다.

셋째, 벌처펀드가 특정한 회생계획안에 대해 반대하지 않는 대가로 일정한 혜택을 부여받았다 하더라도 그 혜택의 정도가 타 채권자가 받는 보상과 비교하여 상당히 불공정할 경우 법원은 그 계획안에 대해 거부권을 행사할 수 있는 규정을 신설한다. 또한 이로 인해 피해를 보았다고 생각하는 여타 채권자들이 소송을 제기할 수 있는 근거규정도 마련되어야 한다.

### 3) 시세차익획득전략

시세차익획득을 목적으로 하는 벌처펀드의 투자를 활성화하기 위해서는 우선 부실채권시장의 유동성이 확보되어야 한다. 즉 벌처펀드가 재판매하고 싶을 때 재판매할 수 있어야 한다.

유동성을 증대시키기 위해서는 부실채권에 대한 수요기반이 확충되어야 한다. 앞에서 설명한 기업구조조정기금의 활용과 구조조정전문회사의 설립허가는 부실채권의 수요기반 확충에 큰 도움을 주리라 판단된다. 또한 미국의 A-M Index와 같은 부실증권 Index가 존재하면 투자자의 지표로서 부실증권투자에 도움을 주리라 기대된다.



## VIII. 결 론

---



## VIII. 결 론

본 연구에서는, 벌처펀드의 투자전략, 벌처펀드가 부담하는 위험, 벌처펀드의 투자수익률 결정요인을 분석하고 이를 바탕으로 우리나라에서 예상되는 벌처펀드의 투자전략을 살펴보았다.

앞에서 언급한 바와 같이 벌처펀드의 투자전략분석이 중요한 이유는 벌처펀드를 효율적으로 도입하여 기업과 금융기관의 구조조정에 활용하기 위해서이다. 벌처펀드의 도입과 관련된 기본적인 원칙은 다음과 같다.

첫째, 기업의 구조조정과 정상화를 통해 기업가치증대에 공헌할 수 있는 벌처펀드 즉 경영권획득을 목적으로 하는 벌처펀드는 최대한 활성화할 수 있는 환경이 마련되어야 한다.

둘째, 시세차익을 목적으로 하는 벌처펀드의 투자도, 해외자금의 조달이란 측면에서 최대한 활성화하여야 한다.

셋째, 기업의 정상화를 지연시키고 기업가치를 하락시키는 벌처펀드 즉 Bondmail을 목적으로 하는 벌처펀드는 최대한 억제할 수 있는 제도적 정비가 필요하다.

이상과 같은 기본원칙의 관점에서 볼 때, 회사정리법을 비롯한 벌처펀드와 관련된 제반 제도는 문제점을 보유하고 있다.

첫째, 경영권획득전략을 통해 기업가치의 증진을 도모하는 벌처펀드가 실제로 경영권을 획득하기 힘들다.

둘째, 시세차익을 위해 저평가증권에 투자하는 벌처펀드가 원하는

판매시점에 적정한 가격으로 판매하여 투자수익을 실현할 수 없다.

셋째, Bondmail전략을 구사하는 벌처펀드에 대한 대응책이 마련되어 있지 않다.

벌처펀드와 관련된 현행제도상의 문제점에 대해서는 다음과 같은 개선방안을 제시할 수 있다.

첫째, 경영권획득전략을 통해 기업가치의 증진을 도모하는 벌처펀드의 경영권획득을 용이하게 하기 위해서는, 우선 채권매입과 채권의 주식전환을 통한 경영권획득이 가능해야 한다. 이를 위해서는 기존청구권의 범위내에서의 단순한 권한 축소가 아닌, 다양한 청구권포오트폴리오로의 청구권재분배에 익숙해질 필요가 있다. 또한 이 같은 복잡한 계약을 평가하고 분석할 수 있는 능력을 배양해야 한다.

또한 벌처펀드의 경영권획득이 가능하기 위해서는, 채권자인 은행이나 성업공사가 합리적 기준에 입각해 부실채권 판매결정을 내려야 한다. 물론 부당하게 저렴한 가격으로 판매하라는 말은 아니다. 판매가격의 결정기준은, 구입가격이 얼마인가 또는 경영자의 보상에 어떤 영향을 미칠 것인가의 관점에서 결정되어서는 안된다. 부실채권을 판매하는 경우와 판매하지 않았을 경우의 현재가치를 비교하여 판매하는 경우의 현재가치가 더 크면 판매하여야 한다. 즉 벌처펀드와의 협상을 통해 결정된 가격에 판매하는 것이 판매하지 않았을 경우에 비해 은행의 주주에게 유리하다면, 구입가격 보다 저렴한 가격이라도 판매해야 한다. 비록 평가손실의 실현으로 경영자의 보상에 불리한 영향을 미친다 해도 은행의 주주입장에서는 판매가 유리하다.

둘째, 시세차익획득을 목적으로 하는 벌처펀드의 투자를 활성화하기 위해서는 부실채권의 수요기반 확충과 이를 통한 유동성 증대 등의 제도적 정비가 필요하다. 기업구조조정기금의 활용과 구조조정전문회

## VIII. 결 론

사의 설립이 수요기반 확충에 큰 도움을 주리라 판단된다. 또한 미국의 A-M Index와 같은 부실증권 Index가 존재하면 투자의 지표로서 부실증권투자에 도움을 줄 것으로 기대된다.

셋째, Bondmail전략을 구사하는 벌처펀드에 대한 구체적 대응방안으로, 부동의(disagreement)가 있는 경우의 법원의 인가권, 정리채권자 등의 분류규정, 등을 이용할 수 있다. 더 나아가 미국의 Chapter11에서와 같이 벌처펀드가 특정한 기업회생계획안에 대해 반대하지 않는 대가로 일정한 혜택을 부여받았다 하더라도 그 혜택의 정도가 타 채권자가 받는 보상과 비교하여 상당히 불공정할 경우 법원은 그 계획안에 대해 거부권을 행사할 수 있는 규정을 신설하는 방안을 생각할 수 있다.

본 연구에서는 벌처펀드의 투자전략을 분석함으로써, 이들에게 적절히 대응하고 더 나아가 이들을 구조조정과정에 적극적으로 활용할 수 있는 방향을 제시하였다. 현재까지 우리나라에서 벌처펀드의 투자건수가 지극히 미미하기 때문에 실증분석은 불가능하였다. 앞으로 벌처펀드의 투자가 활성화되어 그 건수가 증가하면 우리나라의 데이터를 바탕으로 이 연구의 주장과 예측을 실증분석할 수 있을 것이다.



## 참고문헌

---



## 참 고 문 헌

- 김종년·전효찬·정영식, “구조조정 촉진을 위한 별처펀드 활용,” 삼성경제연구소, CEO Information, 1998. 5. 27.
- 김형태, “대출금출자전환제도(Debt-Equity Swap)의 문제점과 개선방안,” 한국증권연구원, Working Paper, 1998. 6.
- 김형태·박용서, “증권사의 구조조정과 퇴출제도,” 한국증권연구원, Working Paper, 1998. 6.
- 김형태·박용서, “증권설계를 통한 기업갱생제도의 개선방안,” 한국증권연구원, Issue Paper 98-03, 1998. 4.
- Altman, E. I and Vellore M. Kishore, "Almost Everything You Wanted to Know about Recoveries on Defaulted Bonds," *Financial Analysts Journal*, 1996(Nov/Dec), pp.57-64.
- Altman, E. I, "Defaults and Returns on High-Yield bonds through the First Half of 1991," *Financial Analysts Journal*, 1996(Nov/Dec), pp.67-77.
- , "Defaulted Bonds : Demand, Supply and Performance, 1987-1992," *Financial Analysts Journal*, 1993 (May/June), pp.55-60.
- Atlas, R., "The Lone Raider Rides Again," *Institutional Investor*, 1997(June), pp.100-110.

- Berman, P., "Ice Water in your Veins," *Forbes*, 1995.4.24, pp.382-384.
- Bloomenthal, W. J., "Investing in Distressed Securities," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9, No.1, 1996, pp.79-87.
- Brooks, A., "Making a Profit out of a Crisis," *International Securities Lending*, 1995 (Fourth Quarter), pp.26-28.
- , "The Vultures and the Living Dead," *International Securities Lending*, 1995 (Fourth Quarter), pp.23-25.
- Brown, D. T., C. M. James and R. M. Mooradian, "The information content of distressed restructurings involving public and private debt claims," *Journal of Financial Economics*, Vol.33, No.1, 1993, pp.93-118.
- Fabozzi, F. J., *The New High-Yield Debt Market*, HarperBusiness, 1990.
- Franks, J. R. and W. N. Torous, "A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations," *Journal of Financial Economics*, Vol.35, 1994, pp.349-370.
- , "An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization," *The Journal of Finance*, Vol.XIV, No.3, 1989 (July), pp.747-769.
- Gaughan, P. A., *Mergers, Acquisition and Corporate Restructuring*, John Wiley & Sons, 1996.

- Gilson, S. C., "Investing in Distressed Situations : A Market Survey," *Financial Analysts Journal*, 1995(Nov/Dec), pp.8-27.
- Goldberger, L.P. and E. H. L. Tepner, *A Guide for Acquiring Businesses in Bankruptcy*, Anderson Bauman, Tourtellot Vos & Company, 1996.
- Hatges, P., "Vulture Capital in Canada," *Real Estate Report*, 1995-1996(Winter), p.6.
- Healey, T. J. and Donald J. Hardy, "Growth in Alternative Investments," *Financial Analysts Journal*, 1997(Jul/Aug), pp.58-65.
- Hotchkiss, E. S. and R. M. Mooradian, "Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, pp.401-432.
- Hradsky, G. and R. D. Long, "High-Yield Default Losses and the Return Performance of Bankrupt Debt," *Financial Analysts Journal*, 1989(Jul/Aug), pp.38-49.
- Hubbard, J. and K. Stephenson, "A Fool and his Money : Buying Bankrupt Stocks," *Journal of Investing*, 1997(Fall), pp.56-59.
- Jacob, N. L., "Portfolio Management and Non-Traditional Investing," *Trusts & Estates*, 1995(June), pp.14-32.
- Levine, S. N., *Investing in Bankruptcies and Turnarounds*, HarperCollins Publishers Inc., 1991.

- Noe, T. H and Michael J. Rebello, "Feasting on a Corporate Carcass : Bluffing, Bondmail, and Reputation in the Market for Distressed-Firm Debt," *Working Paper*, 1996.
- , "The Role of Debt Purchase in Takeovers : A Tale of Two Retailers," *Working Paper*, 1995.
- Phelan, R. E., R. D. Albergotti and M. L. Hood, *The Tire-Kicker's Guide to Buying and Selling Assets from Financially Distressed Companies*, Haynes and Boone, LLP, 1994.
- Ramaswami, M. and S. E. Moeller, *Investing in Financially Distressed Firms : A Guide to Pre and Post-Bankruptcy Opportunities*, Hardcover, 1990.
- Rehak, J., "When Hard Times Look Good : The Wily Art of Distress Investing," *The Money Report*, 1997.1.11, pp.15-17.
- Russel, P. S., "The Distressed Securities Market : The Performance of Stockholders and Vulture Investors," Ph.D. Dissertation, School of Management, University of Massachusetts Amherst, 1996.
- Schifrin, M., "Reborn and Deleveraged," *Forbes*, 1994.8.15, pp.85-87
- Van, G. P., "Taming Hedge Funds," *Pension Management*, 1995 (Aug), pp.20-24.
- Wirth, G., "Gearing up for a Downturn," *Investment Dealers' Digest*, 1996.9.30, pp.14-20.

## 부 록

---

- I. 벌처펀드가 부실채권을 매입하여 경영권을 장악한 사례
- II. 사적 채무조정 사례



## I. 벌처펀드가 부채청구권을 매수하여 경영권을 장악한 부실기업들\*

○ Allegheny International ('88.2.20 《Ch.11 신청일》 ~ '90.7.12 《기업 회생안 확정일》)

: Japonica Partners/Steinhardt Ventures는 후순위 무담보채(subordinated debentures)에 대해 공개매수(tender offer)를 제외함. '90. 6. 11일 Japonica는 채권보유자인 보험회사로부터 우선순위 무담보 청구권(senior unsecured claims)을 67% 획득함. 이로써 Japonica는 3개 組의 채권(우선순위 은행채(senior bank debt), 우선순위 무담보채(senior unsecured debt), 후순위채)에 있어 기업재조직안의 인가를 부결할 수 있는 지분(blocking position)을 보유하게 됨. Allegheny의 경영진과 Japonica 측은 각각 자신의 기업재조직안을 제출함. 자신의 재조직안이 법원의 확정판결을 받는다는 실패했지만, Japonica는 그 기업에 대한 통제력을 가질 만큼 충분한 청구권을 보유함으로써 결국 그의 general partner가 기업의 CEO와 이사회 의장이 되도록 하는데 성공함.

— '90.4.16 《event day》: 주식 -2.3% (t-statistics -0.123), junior priority bonds 10.7% (t-statistics 2.29)의 초과수익률

— '90.6.11 《event day》: 주식 8.8% (t-statistics 0.58), junior priority bonds 0.9% (t-statistics 0.24)의 초과수익률

○ Anglo Energy ('88. 2. 22 - '88. 4. 7)

: Whitman, Heffernan & Rhein(WHR)의 M. Whitman은 은행담보

---

\* Hotchkiss, E. S. and R. M. Mooradian(1997)의 부록에서 인용

채(secured bank debt)를 이미 거의 전량 매입했으며 '86.11.18일에는 경영권 획득을 시도할 것이라고 밝힘. 본 기업은 담보채무(secured debt)의 과다로 Ch.11 절차에 들어갔다가 '86년 종결되었던 바 있음. Whitman은 경영진을 새로 구성하고 손실을 많이 냈던 유전채굴업의 자산(oil driller's properties)을 매각함. Whitman은 사전조정파산(prepackaged Chapter 11)을 통해 당 기업의 지분 67%를 장악하여 인수함. Whitman은 이사회 의 다수결을 점하고 있고 WHR의 임원이 이사회 의장을 맡고 있음.

— 주식 -12.4% (t-statistics -0.37)의 초과수익률

○ Carter Hawley Hale ('91. 2. 11 - '92. 9. 14)

: '91. 7. 24일 Zell/Chilmark Fund L.P.는 무담보채와 제품공급자의 청구권(supplier claims)을 매수하기 위해 공개매수를 제시함. 덧붙여 Zell은 매장현대화를 실시하기 위해 5,000만달러의 펀드를 조성하는데 동의함. 이후 Zell은 기업의 채권 및 외상청구권(trade claims)의 80%를 매입하는데 성공하여 최대채권자로 부상함. Chapter 11이 종결되었을 때 Zell은 재조직된 기업주식의 73.2%를 보유하여 기업의 이사회 의장(Chairman)이 됨.

— 주식 40% (t-statistics 2.93), same priority bonds 54.5% (t-statistics 5.48)의 초과수익률

○ Charter Co. ('84. 4. 20 - '86. 12. 18)

: '84. 9. 24일 (Carl Lindner가 경영권을 장악하고 있던) American Financial Corp.은 자신이 무담보채를 가장 많이 보유하고 있는 채권자가 되었다고 공표함. 기업재조직안에 의해 Lindner는 청구권의 주식전환, 1,200만달러의 지분납입(equity infusion), 타 채권자를 위

해 1,100만달러를 제공하는 등의 수단으로 다량의 지분(51%)를 받음. 편의점 경영에 전문성이 있던 Lindner는 이사회 의장이 되어 당 기업의 편의점과 아스팔트 사업분야를 경영할 계획임.

— junior priority bonds 0.9% (t-statistics 0.14)의 초과수익률

○ E-H Holdings ('92. 7. 16 - '93. 5. 25)

: '91년 8월 9일 Apollo Investment Fund L.P.는 senior bonds를 획득함. Apollo는 당 기업의 senior bonds와 junior bonds를 각각 24%, 27%로 늘렸는데, Carl Icahn도 또한 junior bonds에 있어 blocking position을 확보하고 있었음. '93년 법원은 Icahn의 안을 기각하고 Apollo에게 경영권을 넘기는 재조직안을 승인함. Apollo는 47%의 주식을 받았고 재조직된 기업 이사회에 3명의 이사를 지명함.

— same priority bonds -0.3% (t-statistics -0.10), junior priority bonds -18.2% (t-statistics -1.78)의 초과수익률

○ Gillett Holdings ('91. 6. 25 - '92. 8. 3)

: 채권자와의 구조조정 협상에 실패한 후 '91. 3. 1일 Fidelity Investments와 또 다른 두 채권자가 비자발적 Ch.11(involuntary Chapter 11)을 신청함. '91. 4. 2일 Apollo Investment fund L.P.는 1,850만달러의 우선순위 제로쿠폰담보채권(senior secured zero coupon bonds)을 매입하여 최대채권자가 됨. Apollo는 Gillett Holdings사와 협력하여 재조직안을 구성하였고 그 안에 의거 4,000만달러의 자본납입을 행하는 대신 52%의 지분을 얻음.

— same priority bonds 9.0% (t-statistics 2.11), junior priority

bonds 30.4% (t-statistics 7.87)의 초과수익률

○ Interco ('91. 1. 24 - '92. 6. 26)

: Apollo Advisors는 '91. 7. 29일 은행채(bank debt)의 30%를 확보함. 투자자들은 Apollo가 경영권 장악에 나서기를 희망함. '92년 1월 Interco는 기업재조직안을 제출하였고 그에 의거 Apollo가 64.2%의 주식지분을 얻음. Apollo는 본 기업의 핵심 경영진에 자기 사람을 포진시키고 있기는 하지만, 실질적인 경영은 13명의 이사중 7인을 보유하고 있는 Apollo의 파트너가 주도하게 됨.

— 주식 -11.1 (t-statistics -0.49)의 초과수익률

○ Jamesway Corp. ('93. 7. 19 - '94. 12. 12)

: '93. 8. 2일 Foothill Group은 senior unsecured debt를 18% 확보함. bankruptcy plan에 따라 Foothill은 보유채권 대신 22.5%의 주식지분을 받았고, Foothill의 간부가 이사회 의 공동의장이 됨.

— low priority bonds 15.4% (t-statistics 2.17)의 초과수익률

○ Marcade Group ('92. 10. 31 - '93. 6. 17)

: '92. 10. 5일 Apollo Advisors L.P.는 당 기업의 senior subordinated debt 73%를 확보했다고 밝힘. Marcade는 그동안 자신의 고수익채무(high yield debt)를 조정하기 위해 채권보유자 및 대부자와 길지만 그리 성공적이지 못했던 논의를 계속해왔었음. Apollo에 의한 매입후 곧 이 회사는 Apollo에게 경영권을 이양하는 사전조정파산(prepackaged Chapter 11 plan)을 신청함. 이는 Apollo에게 750만달러의 자본납입을 요구하는 대신에 재조직된 기업주식

의 48.8%를 할당해 줌.

— 주식 10.9% (t-statistics 1.40)의 초과수익률

○ Reading & Bates

: '89. 10. 11일 Whitman, Heffernan과 Rhein은 은행채의 70%를 별  
 처투자자인 Richard. Loyd와 함께 소유하고 있다고 밝힘. 채권자위  
 원회의 활동적 구성원이었던 Whitman은 Loyd와 협력하여 나머지  
 채권자들과 recapitalization plan에 합의하여 파산신청을 막을 수  
 있었음. Whitman, Heffernan과 Rhein은 자신의 부채를 주식(23%)  
 으로 전환했고 Loyd는 CEO와 이사회 의장이 되었음. 또한 Rhein  
 은 후에 부의장으로 임명됨.

— 주식 -3.2% (t-statistics -0.22)의 초과수익률

○ Revere Copper & Brass ('82. 10. 27 - '85. 7. 29)

: '82. 12. 30일 Bear Stearns는 50%를 넘는 무담보전환사채  
 (convertible debentures)를 확보함. Bear Stearns는 기업재조직안에  
 의해 무담보전환사채를 주식으로 전환하였고, Bear Stearns의 R.D.  
 Smith가 이사로 선출됨. 본 기업은 수익성이 낮은 분야를 폐쇄하고  
 여타 부문을 divest하여 조직을 정비함. '86. 3. 20일 또 다른 투자  
 자집단이 회사를 주당 16달러에 인수하겠다고 제의함. 이에 대해  
 (R.D. Smith와 Revere의 CEO가 경영권을 장악하고 있던)  
 Smith-Vasiliou Management Co.는 주당 23달러를 제시하여 LBO  
 로 기업을 인수함.

— 주식 5.6% (t-statistics 0.70), same priority bonds 1.2%  
 (t-statistics 0.81)의 초과수익률

## II. 사적 채무조정 사례\*

### ○ AM International

: 경영난을 겪던 그래픽장비제조업체인 AM International은 기존 계약사항(covenants)의 불이행(noncompliance)을 피하기 위해 1,030만 달러의 새로운 대출계약(loan pack)을 체결했다고 선언함. 20개 대출은행(bank lenders)과의 회전신용(revolving credit) 협약을 포함하고 있는 이 계약은 은행이 지불연장된 이자를 1,020만주의 보통주에 前 분기의 시장평균가격에 전환할 수 있도록 함. 그러나 보통주에 대한 배당의 지불은 금지함. 협약일에 당기말손실(year-end loss)이 보고됨. '81. 12. 16일 이틀간 예측오차는 15.94%였음. 이 거래는 은행이 junior claims을 취한 은행대출금 조정(bank loan restructuring)으로 분류됨.

### ○ Pengo

: 이 석유회사(oil service company)는 보증채 청구권(secured debt claims)을 1억 4,400만달러 보유하고 있는 개인대부자(private lender)와 구조조정에 합의함. 이 합의에 의해 Pengo는 7,200만달러의 채무를 신규발행된 보통우선주(common preferred stock)와 신주인수권(warrants)으로 교환할 예정임. 나머지 채무는 전환증권(convertible notes)으로 전환될 것임. 또한 여기에는 Pengo의 두 군데 사업부문으로부터의 채무 800만달러를 주식과 신주인수권(warrants)으로 교환할 것이 포함되어 있는데, 이는 앞서 선언된 exchange offer가 성공적으로 완결될 뿐 아니라 주주의 동의도 받

---

\* Brown, D. T., Christopher M. James, and Robert M. Mooradian(1993)의 부록에서 인용

을 것이 전제됨. '86. 7. 3일의 이벤트에 대한 2일간 예측오차는 10.78%임. 이 거래는 대부자가 junior claims를 취한 사적 채무조정으로 분류됨.

○ Mangood

: 이 회사는 senior lender인 케미칼은행과 이자지불액 180만달러를 7년동안 유예하는데 합의함. 그 대가로 이 여행장비제조업체(packaging equipment manufacturer)는 보통주 10만주를 매입할 수 있는 신주인수권을 케미칼은행에 제공함. 이는 1993년에 행사될 수 있음. '86. 7. 21일 이벤트에 대한 2일간 예측오차는 -2.74%임. 이 거래는 변제순위를 하강시킨(priority-reducing) 사적 부채조정으로 분류됨.

○ Quanex

: 이 회사는 대부자와 1억 7,080만달러의 부채조정안에 최종합의를 봄. 이 안은 기업의 무담보은행대출금(unsecured bank loan)이 기업의 전 자산에 대해 담보설정된 term loan으로 대체될 수 있도록 규정하고 있음. '83. 5. 26일 이벤트에 대한 2일간의 예측오차는 -3.87%임. 그리고 이 거래는 대부자가 senior claims을 취한 사적 부채조정으로 분류됨.

○ Allis-Chalmers

: 이 회사는 대출자와 outstanding credit line에 대한 이자와 원금의 지불을 유예하는 안에 원칙적으로 동의함. 그러나 기업의 고정자산과 비유동자산의 일부에 유치권(liens)이 주어져 있다는 것을 제외

하고는 그 안의 내용에 대해 거의 공개하지 않음. 월스트리트저널은 이에 대한 기사에서 다음과 같이 쓰고 있음. “담보신용(highly secured credit)을 제공했다는 것은 은행이, 경영난을 겪던 중장비 제조업체 International Harvester에 대한 경험을 교훈삼아 Allis-Chalmers사의 경우에 조심스럽게 대처하고 있음을 보여주는 것이다.” Allis-Chalmers의 금융자회사에 대한 담보이자(security interest)는 합의사항에 의해 5.1% 지분의 공공채(public debt) 보유자들에게 분배됨. '83. 3. 31일 이벤트에 대한 2일간 예측오차는 -6.60%임. 이 거래는 개인대부자가 secured position을 취한 사적 대부조정(private loan restructuring)으로 분류됨.

○ Alamco

: 이 석유 및 가스업체는 주요 대부자인 피츠버그 국립은행(Pittsburgh National Bank), 담보채 1,100만달러 그리고 보통주 40%를 보증은행채에 대한(outstanding on secured bank loans) 원금과 이자 2,070만달러와 교환키로 합의안을 갱신함. '88. 6. 14일 이벤트에 대한 2일간 예측오차는 47.20%임. 이 거래는 대부자가 junior claims를 취한 사적 부채조정으로 분류됨.

○ Galaxy Oil

: 이 석유 및 가스회사는 은행과 3,100만달러의 부채를 조정하여 부도(default)를 치유함. 이 구조조정안에는 기업이 은행에게 회사의 실질적인 쏠 자산에 대한 유치권(liens)을 담보(security)로 제공하고 은행은 기업에게 신규로 350만달러의 자금을 제공토록 하는 내용이 포함됨. 그리고 1,000만달러의 무담보채에 대해 이자지불을 재개할 수 있도록 허락함. '83. 10. 18일 이벤트에 대한 2일간 예측오

차는 7.96%임. 이 거래는 개인대부자가 secured position를 취한 사적 채무조정(private loan restructuring)으로 분류됨.

○ KDT

: 대부자에 의한 기업부도 선언 이후, 새로운 credit agreement가 주요 대부자와 체결되었다고 발표함. 이 합의사항은 secured되었고 5,860만달러의 은행 및 보험회사 대출을 포함하고 있음. '82. 4. 13 일 이벤트에 대한 2일간 예측오차는 -16.00%임. 이 거래는 개인대부자가 secured position을 취한 사적 부채조정으로 분류됨.

○ Mattel

: 수개월간의 논쟁 끝에 이 회사는 3억 4,900만달러의 국내 은행채무(bank loans)를 조정하기로 1년간 합의(one-year agreement)에 이름. 합의사항에 의해 기존 회전신용(revolving credit)이 single term loan으로 전환됨.