

브릿지증권의 차입형 자본재편

박 찬 희*

박 동 석**

차입형 자본재편(Leveraged Recapitalization: LR)은 부채 발행을 통해 얻은 현금으로 기업의 채무구조를 재조정하는 작업이다. 조달된 현금을 주주에게 돌려주는 특별배당으로 지급하여 회사 규모를 조정하는데 쓰이기도 하고, 자사주 매입 및 유상감자를 통해 적대적 인수합병에 대한 방어를 피하는데도 쓰인다. 높아진 부채비율 때문에 재무적 위험이 커지고, 채무 상환을 위해 단기적 사업에 집중하여 투자결정이 왜곡될 수 있다는 비판도 있다. 나아가 LR이 사업 구조조정과 함께 이루어지는 경우 주주와 채권자, 종업원 등 이해 관계자들 사이에 득실이 엇갈리는 경우도 있다. 브릿지증권의 사례는 차입형 자본재편이 이루어지는 과정과 이에 따라 다양한 이해 관계의 대립이 어떻게 나타나는지를 보여 준다. 본 사례 연구는 “자사주 매입과 소각, 유상감자와 자산매각에 이르는 일련의 과정에서 누가 어떤 이득과 손실을 보는가?”, “이 과정은 법률적으로 타당한가?”, “사회 경제적 측면에서 제기되는 비판은 어떤 의미를 갖고 있는가?” 등의 이슈에 대해 생각해볼 기회를 제공한다. 나아가 기업채무와 경영전략이 어떻게 연결되며, 사회-경제적 환경 속에서 어떻게 실천되는가를 보여 준다. 또한, 경영 행위에 대한 윤리적 판단이 단순히 ‘착한 일’과 ‘사회 봉사’ 차원의 문제가 아니라 기업의 소유-지배구조와 경영자의 역할이라는 높은 수준의 의제와 맞닿아 있음을 보여 준다.

주제어: 차입형 자본재편, 구조조정, 주주가치, 이해관계자 가치, 사회적 책임

1. 브릿지증권의 차입형 자본재편 (Leveraged Recapitalization)

브릿지증권은 2004년 5월 24일 이사회를 열어 총 발행 주식의 67.63%인 1억5,000만 주에 대해 주당 1,000원의 유상감자를 결의한다. 자본금 총액을 1,500억 원 감소시키는 규모였다. 유상감자에 대해 경영진이 밝힌 배경은 ‘대주주의 요청’이었다. 브릿지증권의 지분 70%를 보유한 BIH는 이 유상감자를 통해 1,350억 원 가량의 현금을 챙기면서 경영권은 그대로 유지할 수 있었다. BIH는 1999년 회사가 리젠트증권이던 당시 금융권 최초

로 70%의 고배당으로 약 200억 원을 회수한 이래 2002년 11월부터 2003년까지 3차례의 유상감자 등을 통해 600억 원 가량을 회수한 바 있다. 그리고 이 유상감자까지 포함하면 총 2,000억 원 가량을 회수하게 된다. 이는 투자 원금 2,200억 원과 비슷한 규모다.

2004년 5월의 유상감자에 이어 브릿지증권의 매각 방침이 시장에 알려지자 노조는 즉각 반발했다. 강승균 브릿지증권 노조 부위원장은 “그 동안 고배당과 상장폐지, 유상감자 등을 추진하면서 회사의 이미지를 떨어뜨렸으며, 고객마저 떠나가게 했다”며 선진 금융기법의 전수는커녕 대주주의 이익 극대화에만 몰두했다고 비판했다. 실제로 브릿지증권

논문접수일: 2010. 05. 27. 게재확정일: 2010. 09. 13.

* 중앙대학교 경영대학 교수, 제 1 연구자(cparkdba@cau.ac.kr)

** 중앙대학교 경영대학 박사과정, 토마토TV 보도국장(dspark95@etomato.com), 제 2 연구자

은 2002년 합병 이후 영업점과 직원 수가 급격히 줄어들었다. 영업점 수는 합병 당시 40개에서 29개로, 직원 수는 840여명에서 550여명으로 감소했다. 또 자기자본은 합병 당시 약 4,600억 원에서 3,700억 원으로 감소했다.

브릿지증권의 사례는 차입형 자본재편이 이루어지는 과정과 이에 따른 다양한 이해 관계의 대립을 보여 준다. 자사주 매입과 소각, 유상감자와 자산 매각에 이르는 일련의 과정에서 누가 어떤 이득과 손실을 보는가? 이 과정은 법률적으로 타당한가? 사회 경제적 측면에서 제기되는 비판은 어떤 의미를 갖고 있는가? 본 연구는 기업재무와 경영전략이 어떻게 연결되며, 나아가 사회-경제적 환경 속에서 어떻게 실천되는가를 보여 준다. 또한, 경영행위에 대한 윤리적 판단이 기업의 소유-지배구조와 경영자의 역할이라는 높은 수준의 의제와 맞닿아 있음을 보여 준다.

II. 브릿지증권의 설립과 경과

2.1 Bridge Investment Holdings Limited(BIH)

BIH는 영국계 투자펀드 아이리젠트(iRegent)와 미국계 위스콘신주 투자위원회(SWIB)¹⁾ 등이 참여해 설립된 명목회사(Paper Company)²⁾로, 본사는 말레이시아 조세회피 지역인 라부안(Labuan)

에 있다. BIH는 한국의 브릿지증권 등의 회사들을 소유·지배하기 위한 목적으로 만들어졌다. 영국에 본사를 두고 있는 리젠트그룹은 아시아 투자를 전담하기 위해 1990년 투자펀드인 아이리젠트를 설립하고 1997년 5월 홍콩 증시에 상장했다. 한국에서는 1998년 3월, BIH의 전신인 Korea Online Limited(KOL)를 설립하여 대유증권을 5,000만 달러에 인수하면서 알려지기 시작했다. 2000년 10월에는 SWIB와 공동으로 9,800만 달러를 투자해 일은증권 주식 272만4,000주³⁾를 439억 원에 사들였다. KOL은 이후에도 각종 금융회사들을 인수하고 설립하여 리젠트증권, 일은증권, 리젠트증권, 리젠트자산운용, 리젠트화재 등 5개 회사를 보유하게 된다. <표 1>은 이상의 경과를 정리해 보여준다.

KOL은 2000년 말 기준으로 약 9억 달러의 자본금을 보유했으며, 이중 최대 주주인 아이리젠트그룹이 지분의 40%를 차지하고 있었다. 이밖에 SWIB가 26.7%, MCI코리아⁴⁾가 13.3%를 각각 보유했다. <그림 1>은 KOL의 지배관계를 보여 준다. 이후 KOL의 최대주주였던 아이리젠트그룹과 MCI코리아는 2000년 '진승현게이트'에 연루된다.⁵⁾ 그 사이 미국계 투자회사인 W.L.로스앤컴퍼니가 아이리젠트그룹이 보유하고 있던 KOL 주식 40% 전량을 매입할 것이라는 계획을 발표했다. W.L.로스앤컴퍼니측은 KOL 지분 인수와 함께 리젠트증권 등 KOL 계열 금융사들의 유동성 문제 해결과 영업기반 강화를 적극 지원할 것이라는 입장을 표

1) 미국 위스콘신주 교사와 공무원이 주축이 된 사회 공공적 연금(Wisconsin Retirement System)

2) 명목회사란 실체가 없는 이름뿐인 회사를 말한다. 즉, 사업장과 같은 물리적 실체 없이 서류상으로만 존재하는 회사를 뜻한다. 조세회피의 수단으로 조세 피난처에 설립하는 경우가 종종 있다.

3) 일은증권의 전체 지분 중 19.63%에 해당

4) 진승현씨가 부회장을 역임했던 금융지주회사

5) 진승현 MCI코리아 부회장이 자신이 대주주로 있는 열린금고와 한스증권, 리젠트증권 등에서 2,300억 원을 불법 대출받고 아이리젠트그룹과 짐 멜론(Jim Mellon) KOL 회장, 고창관 리젠트증권 사장과 공모해 리젠트증권의 주가를 조작했다는 혐의를 받은 사건이었다. 검찰은 KOL의 유상증자에 대비해 리젠트증권의 주가를 띄우기로 공모했다는 혐의로 짐 멜론 회장을 기소했으나 짐 멜론은 소환에 불응하고 출국했다. 윌버 로스(Wilbur Ross)는 로스차일드에서 24년 일하며 회장까지 지낸 인물로, 1998년 로스차일드 구조조정 펀드 대표로 한국에 진출, 현대그룹 금융계열사들과 한라그룹, 태평양생명 등의 구조조정에 관여했다.

〈표 1〉 BIH의 브릿지증권 인수합병일지

1998년 2월	아이리젠트 그룹 KOL(BIH 전신) 설립, 1억7000만 달러 출자
1998년 3월	대유증권 지분 매입 시작, 초기 투자금 약692억 원. 합작경영체제
1998년 5월	대유리젠트증권으로 사명 변경. 대유증권 지분 21.5%(149억 원) 추가 매입(최대주주로 부상)
1999년 12월	경수증권 4,500만 달러에 인수
2000년 3월	해동화재 인수
2000년 5월	리젠트증권으로 사명 변경
2000년 8월	리젠트자산운용 설립
2000년 10월	일은증권 지분 48.8%(1,093억 원) 확보. 이 가운데 439억 원은 리젠트증권 출자
2000년 11월	대유통상 보유 대유증권 나머지 지분 520억 원에 매수, 절대적 지분(68.2%) 확보. 단독경영체제 돌입
2002년 1월	일은증권 흡수합병, 브릿지증권으로 사명 변경

명했다. 윌버 로스(Wilbur Ross) W.L.로스앤컴퍼니 사장은 KOL의 지분을 인수하고 자신이 KOL 이사회 의장을 맡기도 했다. 그러나 리젠트그룹은 진승현게이트로 촉발된 국민적 관심과 검찰 수사를 뒤로 하고 SWIB와 함께 KOL에 대한 지배권을 다시 확보하게 된다. BIH는 이때 변경된 KOL의 새 사명(社名)이다. 지분구조는 SWIB와 리젠트그룹 계열의 RPCA(L) Limited, RPG(L) Ltd, SWKOL (Labuan) Limited, KoreaOnline (Labuan) Limited⁶⁾ 등으로 재편됐다. 〈그림 1〉은 KOL의 지배구조와 자회사 및 인수합병 현황을 이후의 경과와 함께 보여준다.

2.2 외환위기와 외국 자본의 한국 진출

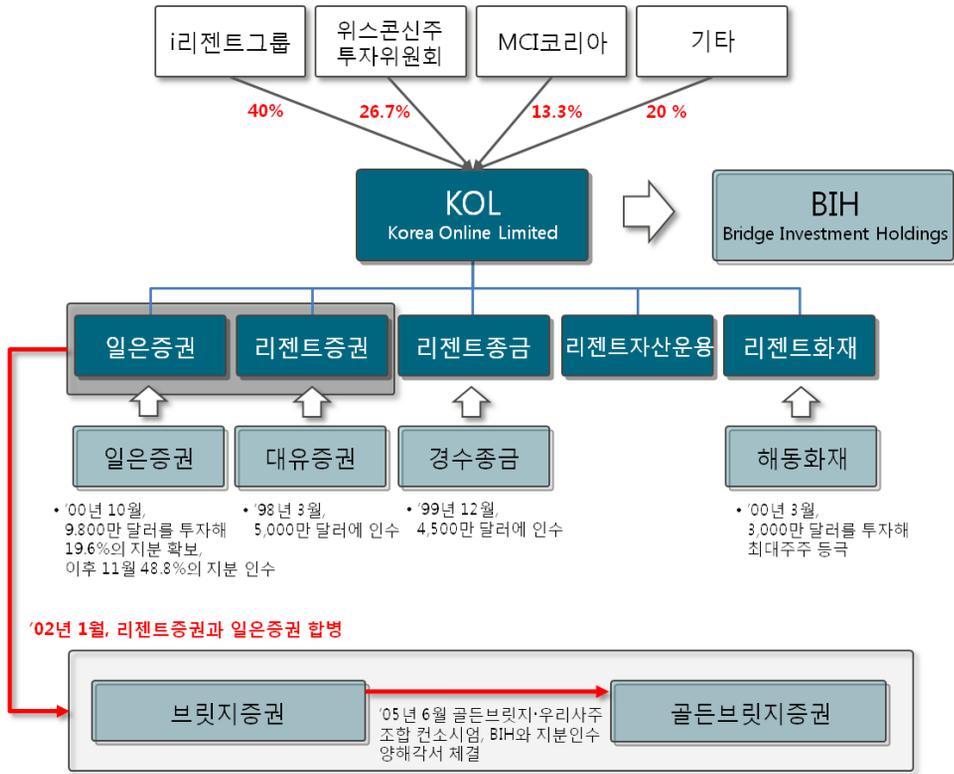
BIH의 한국 금융시장 진출은 외환위기에 따른 금융 회사들의 부실과 이를 해결하기 위한 적극적 외국인 투자 유치를 배경으로 한다. 1992년 자본금

의 10% 한도로 허용했던 외국인 주식투자는 1998년 전면 자유화했다. 특히 금융·보험업에 대한 외국인 직접투자는 1997년 이후 급증하여, 1996년 말 11.9%에 불과했던 외국인 주식투자 비중은 1998년 19.6%로 높아진 데 이어 2004년에는 42%에 달했다. 2005년 시가총액 대비 외국인 투자비중은 약 39.7%로 영국 32.6%, 대만 31.3%, 일본 23.7%, 미국 12.6%에 비해 상대적으로 높은 수치이다. 알리안츠그룹, 칼라일그룹, 골드만삭스, 뉴브릿지캐피탈, 론스타등 세계 굴지의 자본이 잇달아 하나은행, 한미은행, 국민은행, 외환은행, 제일은행에 투자한 것도 이 무렵이다.

인수합병 형태의 투자가 늘고 특히 사모펀드(Private Equity Fund: PEF)의 역할이 두드러진 것도 외환위기 이후이다.⁷⁾ 소수의 투자자로부터 모집한 자금을 주식과 채권 등에 운용하는 사모펀드는 비공개적으로 운영되며 투자자에 대해 투자기간 내에 이익을 배분하는 것을 주요 목표로 삼는

6) RPG(L) Ltd, SWKOL (Labuan) Limited, KoreaOnline (Labuan) Limited 등은 BIH의 자회사이기도 하며, RPCA(L) Limited의 경우 Regent Pacific Group Limited의 100% 자회사이다. BIH의 자회사들과 RPCA(L)은 이후 BIH가 브릿지증권 유상감자를 진행한 후 지분 비율대로 보상을 받게 된다.

7) 외환은행을 인수한 론스타 펀드, SK그룹 경영진과 다투었던 소비핀자산운용, KT&G의 경영진과 대립했던 스틸파트너즈 등이 대표적이다. 본 사례의 BIH도 마찬가지다. 실제 투자와 운영은 여러 개의 펀드들을 설립, 연결해서 이루어지는 경우가 많다.



(참고: KOL 지분을 현황은 2000년 말 기준이며, 열은 회색 상자로 처리된 내용은 2000년을 기점으로 전과 후의 인수 합병 사항을 나타낸다)

〈그림 1〉 KOL의 지배구조·자회사 및 인수합병 현황

다. 이 같은 사모펀드의 속성은 국내 경영 관행과 일부 충돌하기도 했는데, 언론과 시민단체도 ‘국익’의 측면에서 사모펀드의 주장과 행태를 비판하기도 했다. 외국계 사모펀드들이 투자대상 기업의 장기적 가치보다 단기차익 실현에 치중한다는 비판, 구조조정 과정에서 종업원의 이익이 무시된다는 비판 등이다. 외국계 사모펀드의 고배당, 유상감자, 자산매각 등의 기법이 국내에는 생소했던 점도 원인이다.⁸⁾

BIH의 한국 진출은 이런 배경에서 이루어졌다. 지난 1998년 3월, BIH의 전신인 KOL은 섬유 기업인 대유통상으로부터 대유증권 지분을 주당 8,000원의 가격에 매입하여 대주주 지위를 확보한 뒤 일은증권의 지분을 매입하여 흡수 합병했다. 이어 BIH는 종합금융그룹을 표방하며 증권사, 보험사도 인수했는데, 일련의 과정은 KOL의 회장직을 맡고 있는 짐 멜론 리젠트퍼시픽그룹 회장이 주도했고, 고창곤 대유리젠트증권 사장과 스위스출신의 로빈

8) 사모펀드의 구성과 운영은 국내에서도 활성화 되어, 금융감독원에 등록된 국내 사모펀드는 지난 2004년 12월 27일에 등록된 미래에셋파트너스1호를 시작으로 2009년 5월말 기준 84개까지 늘어났다. 출자 약정액은 15조 7,882억 원으로 16조원에 육박한다. 해외에 설정된 펀드를 포함하면 그 규모는 더 클 것으로 전망된다.

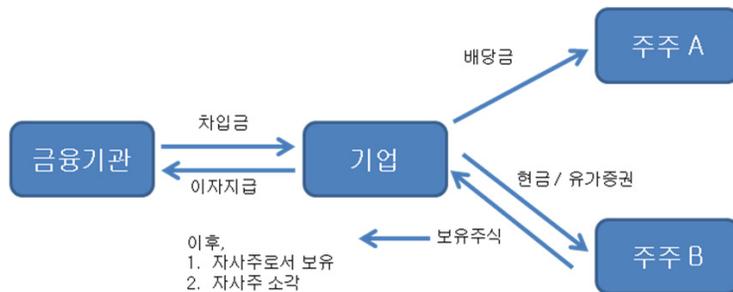
윌리(Robin Wiley) KOL사장이 추진했다. 리젠트퍼시픽그룹은 한국 진출 2년여 만에 자산운용을 포함한 증권과 종합금융, 보험, 인터넷금융(아이리젠트닷컴) 등 4개 분야의 사업영역을 구축하고 BIH를 나스닥(NASDAQ)에 상장하겠다는 계획을 발표했다. 그러나 BIH가 추진한 일은증권을 통한 1,200억 원 상당의 계열사 자금지원 계획이 일부 경영진들과 노동조합의 반대로 실패한데다, KOL의 대주주 짐 멜론 회장이 리젠트증권 주가조작 사건에 휘말려 시장의 신뢰를 잃기 시작했다. 이에 따라 리젠트증권에서는 예금인출 사태가 발생했고, 결국 2000년 12월 문을 닫는다. 리젠트화재, 리젠트자산운용도 같은 운명을 맞이했다. 이후 KOL은 BIH로 사명을 변경하고 리젠트증권과 일은증권 합병에 주력, 2001년 12월 자금 지원에 반대했던 일은증권의 경영진들을 대거 교체하고 46만 주의 자사주를 매입하며 경영권을 확보했다.

2.3 브릿지증권 출범과 차입형 자본재편 (Leveraged Recapitalization)

2002년 1월 23일, 리젠트증권은 일은증권과 흡

수합병 후 브릿지증권으로 사명을 변경한다. 합병 결과 자산총계 6,637억 원(업계 13위), 자기자본 4,400억 원(8위), 시가총액 3,100억 원(9위), 지점 수 40개, 직원 수 779명, 주식약정 점유율 1.67% 등 업계 10위권 규모의 증권회사가 되었다. 특히 재무구조가 크게 개선되어, 영업용 순자본비율⁹⁾은 783%로 업계 4위권, 부채비율은 50% 미만으로 업계 5위 수준이 되었다.

BIH가 브릿지증권을 통해 투자금을 회수하는 과정은 전형적인 차입형 자본재편(leveraged recapitalization)의 방식이다.¹⁰⁾ 차입형 자본재편은 부채 발행을 통해 얻은 현금으로 기업의 재무구조를 재조정하는 작업이다.¹¹⁾ 조달된 현금을 주주에게 특별배당으로 지급하여 회사 규모를 조정기 위한 목적으로 활용되기도 하고,¹²⁾ 자사주 매입 및 유상감자를 통해 적대적 인수합병에 대한 방어를 피하는데도 쓰인다.(Downes, John, 2003) <그림 2>는 이를 간략히 정리해 보여 준다. 높아진 부채비율 때문에 재무적 위험이 높아지고 채무 상환을 위한 단기적 사업에 집중해 투자결정의 왜곡이 발생할 수 있다. 이 결과 장기 전략적 포커스를 잃게 되는 경우도 있다. (U.C.Peyer et A.Shivdasani, 2001) 특



<그림 2> 차입형 재무재편 (Leveraged Recapitalization)의 구조

9) 증권사의 유동성 자기자본(영업용 순자본)을 총위험액으로 나눠 얻어진 비율
 10) 차입형 자본재편(LR)과 차입매수(LBO: Leveraged Buyout)의 개념상의 차이에 대해서는 Appendix 1을 참고할 것
 11) 고동수(2008), "적대적 M&A와 경영권방어제도" p.47
 12) 이 경우 차입특별배당(leveraged cash-out)이라 부르기도 한다.

히 사업 구조조정이 동시에 진행되는 경우 주주와 채권자, 종업원 등 이해 관계자들 사이에 득실이 엇갈릴 수도 있다.

차입형 재무재편을 통해 재무구조가 변하면 부채의 압박으로 효과적 투자를 못할 수도 있지만, 반대로 방만한 투자와 비용지출을 막는 효과도 있다. (M.Singh et S.Faircloth, 2005) 자사주 소각을 통한 감자(減資)는 자기자본 이익률을 개선하면서 특정 주주의 지배력을 높이는 효과도 있다. 투자자에 대한 현금 배분의 전형적 수단으로 쓰이기도 하는데, 이는 성장성이 떨어진 기업의 구조조정 수단으로서도 유용하다. (S.Gilson, 2010)

III. 브릿지증권의 차입형 재무재편 (Leveraged Recapitalization) 과정

3.1 자사주 매입과 소각, 상장폐지 추진

2002년 4월, 피터 에버링턴(Peter Everington) 브릿지증권 사장은 올해 안으로 증권사 추가 인수를 마무리해 탄탄한 재무구조에 걸맞은 영업력을 확보할 것이라는 계획을 밝힌다. BIH는 이처럼 M&A 전략을 추진함과 동시에 한편으로는 자사주 매입과 소각 작업을 진행했다. 그 결과 대주주 지분율은 2002년 49.7%에서 2004년 5월 70.9%로 높아지고 2005년에는 78.3%까지 상승했다. 자사주로 보유한 9.9%의 지분까지 포함하면 BIH는

사실상 80% 이상의 지분을 확보하게 된 것이다.¹³⁾

자사주 매입과 소각을 통해 지분율을 확대해 가던 BIH는 2002년 7월, 원활한 M&A를 목적으로 증권거래소에 상장폐지를 신청한다. 그러나 BIH의 상장폐지 시도는 개인주주들과 노조의 반발에 부딪혀 무산되었는데,¹⁴⁾ BIH는 개인 주주들의 주식매수 청구에 대하여 자사주 매입 방식으로 지분을 사들여 그 대부분을 2003년 5월과 6월에 거쳐 무상 소각했다. 그 결과 브릿지증권의 자본은 크게 줄어들었고, 대주주인 BIH의 지분 비율은 더욱 높아졌다.

BIH는 2004년 또 한 번 브릿지증권의 상장폐지를 유도한다. 대주주와 자사주의 지분이 90%가 넘어 거래량이 증권 거래소의 요건을 만족시키지 못하고 있다는 것이 근거였다.¹⁵⁾ 그러나 시장에서는 외국인들이 상장기업을 사들여 기업공개를 취소한 뒤 자유롭게 차익을 거두려 한다는 비판이 제기되었다. BIH는 브릿지증권 상장폐지로 인한 소액주주들의 피해를 최소화한다는 명분으로 주식 매입에 나섰는데, 증권거래법 규정을 준용한 가격에 18%의 프리미엄을 더하여 주식 매입가격으로 2,000원을 제시했다.¹⁶⁾ 이에 대하여 브릿지증권 노조는 우리사주조합을 통해 지분을 매입하며 BIH의 상장폐지 추진에 반기를 들었다. 결국 브릿지증권은 2002년 12월 20일 임시 주주총회에서 상장폐지 철회를 전격 결정한다.

3.2 3차례의 유상감자와 자산매각

BIH는 지난 2002년 11월부터 2003년 8월까지

13) 대주주가 자사주를 매입해 소각하면 주식수 감소로 주당 순이익을 높여 주식 가치가 높아질 수 있다. 자사주 매입에는 세금이 붙지 않는 점도 있다. 총 주식수가 줄어들어 대주주의 지배권을 높이고 이익배당도 늘일 수 있다.

14) 브릿지증권 개인주주들은 우리사주조합의 도움으로 거래량을 늘여 상장폐지를 막았다.

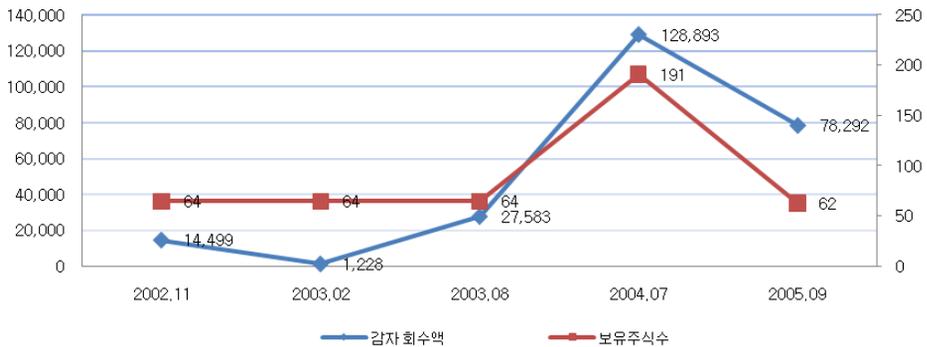
15) 증권거래소는 월 평균 거래량이 전체 주식의 1% 이하이거나 소액주주의 지분 비율이 10% 미만일 경우 상장을 폐지한다.

16) 당시 브릿지증권의 장부상 순자산가치는 5,000원을 상회하고 소액주주의 지분을 소각할 경우 7,000원에 육박하고 있었을 뿐 아니라, 그 자산의 대부분이 현금 등의 유동성 자산으로서 소액주주가 퇴출된 후 배당이나 청산으로 대주주가 소액주주에 비해 수 배의 이익을 볼 있었기에 가격의 적정성에 문제가 제기됐다. 법원과 학계에서도 당시의 시장가격보다 높다고 해서 꼭 적정한 것은 아니라는 견해가 지배적이었다.

세 차례의 유상감자를 실시한다. 감자를 실시하면 자본금이 줄어드는 대신 회사의 재무구조는 개선되는 효과가 있다. 일은증권을 흡수합병한 2002년 1월, 1,164억 원이었던 브릿지증권의 자본금은 세 차례의 유상감자로 2003년 8월 688억 원으로 감소했다. BIH는 이 기간 동안 투자금 중 약 433억 원을 회수한다.

BIH는 2004년 4월, 브릿지증권의 을지로와 여의도 사옥을 매각한다. 당시 을지로 사옥의 감정가격은 540억 원이었고 여의도 사옥의 감정가격은 230억 원이었다. 총 770억 원 규모의 자산이었지만 BIH는 약 714억 원으로 (장부가액 646억 원)

두 사옥을 GE캐피탈의 100% 출자법인인 GE부동산에 매각한다. 이를 두고 시장에서는 처분가액 산정방식에 대한 논란이 제기됐다. 브릿지증권은 공시 자료를 통해 장부 가액을 기준으로 처분가액을 산정했다고 설명했다. BIH 이사회 측은 자산매각이 유동성 확보 차원이라고 강조했다. 하지만 4달 뒤 1,500억 원에 달하는 유상감자를 결정함으로써 유동성 확보 목적이 아닌, 유상감자를 위한 현금 확보 목적이었다는 비판에 직면한다. 또한 브릿지증권 노조는 매각이 공개입찰이 아닌 양해각서 체결을 통해 이루어졌다는 점을 언급하며 GE캐피탈과의 결탁 의혹을 제기했다.¹⁷⁾



주: 무상증자로 주식수증가
 단위: (좌) 감자회수액 - 백만원, (우) 보유주식수 - 백만

〈그림 3〉 유상감자를 통한 BIH의 투자금 회수액

일시	보유자	보유 주식수	감자 비율(%)	주당 감자 지급액	감자 회수액
2002-11	리젠트퍼시픽그룹 외	64,403,823	11.2566	2,000	14,499,320,793
2003-02	리젠트퍼시픽그룹 외	64,403,823	0.95362	2,000	1,228,340,704
2003-08	리젠트퍼시픽그룹 외	64,403,823	21.4138	2,000	27,582,649,064
2004-08	리젠트퍼시픽그룹 외	190,563,924	67.6377	1,000	128,892,991,766
2005-09	리젠트퍼시픽그룹 외	62,341,329	37.1558	3,380	78,292,343,740

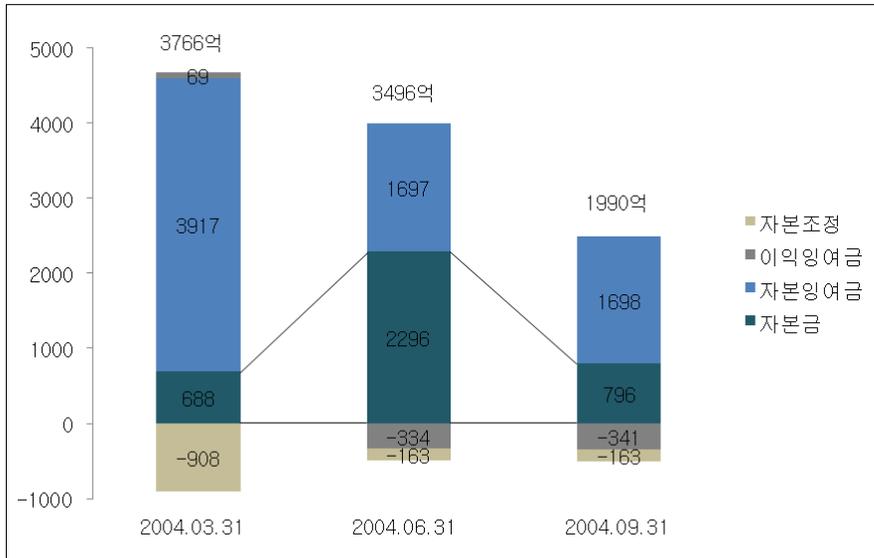
17) 공개입찰은 일반 공고를 통해 여러 사람을 경쟁적으로 참가시킨 후 가장 유리한 조건을 제시하는 측과 계약을 체결하는 방식이다. 양해각서를 통하는 경우 정식 계약에 앞서 쌍방의 의견을 미리 조율하고 확인하는데, 각서가 법적 구속력은 없고 공시 의무도 없다.

3.3 무상증자와 유상감자 (2004년 6월~8월)

2004년 4월, BIH는 브릿지증권 노조와의 대립 속에 무상증자를 진행한다.¹⁸⁾ 당시 노조는 100%의 무상증자를 예상했는데, 브릿지증권은 주주총회를 통해 노조의 예측보다도 큰 290%의 무상증자를 결의하고 2003년 말 688억 원이던 자본금을 2004년 5월 2,296억 원으로 증가시켰다. 이와 함께 2004년 8월 발행 주식의 67.3%에 해당하는 1억 5,000만 주에 대해 주당 1,000원의 유상감자를 결의한다. 1,500억 원의 유상감자를 통해 BIH는 1,100억 원 이상을 회수한다. 감자를 통해 브릿지증권의 자본금은 2,296억 원에서 다시 796억 원으로 감소했다. 시장에서는 지난 2000년 진승현

게이트에 연루되었던 제임스 멜론 리젠트퍼시픽그룹¹⁹⁾ 전 회장이 유상감자를 통해 약 100억 원 이상의 배당금을 받을 것이라는 소문이 나돌았다.²⁰⁾ 이에 따라 주가 조작 혐의를 받고 있는 인물이 검찰의 소환에 응하기는커녕 사내 유보금만 빼 간다는 비난이 제기되었다. 이에 대해 제이미 깁슨(Jamie Gibson) 리젠트퍼시픽그룹 대표는 다음과 같은 입장을 나타냈다.

“우리는 BIH로부터 받은 투자 수익의 90% 이상을 배당할 의도를 갖고 있다고 천명해왔다. 이번 유상감자 계획은 BIH 이사회가 브릿지증권이 필요 이상의 자기자본을 가지고 있다고 판단해 요청한 것으로 알고 있다. BIH는 향후 브릿지증권의 청산을 고려하고 있지 않으며 가격이 적정하다면 제 3자에게 지분을



〈그림 4〉 2004년 자본금 변동 현황

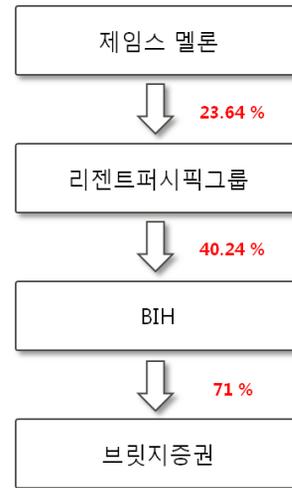
18) BIH가 계획한 무상증자는 법정준비금을 자본에 전입하고 증가된 자본금에 해당하는 만큼의 신주를 발행, 주주에게 지분율에 비례해 무상으로 교부하는 방식이다. 주주는 주식대금을 납부할 필요가 없이 해당 기업 주식을 얻게 된다. 이에 대해서 향후 유상감자를 통한 현금 회수를 위해서 자본금을 확충하려는 것이라는 해석이 제기되었다.

19) 리젠트그룹은 진승현게이트 이후 리젠트퍼시픽그룹으로 사명을 변경했다.

20) 리젠트퍼시픽그룹은 2004년 8월 당시 BIH의 지분 40.2%를 보유하고 있었기 때문에 약 540억 원에 대한 이익 배분권을 갖게 된다. 리젠트퍼시픽그룹이 이 중 90%를 배당할 경우, 지분 23.6%를 보유하고 있는 짐 멜론 전 회장은 100억 원 이상의 배당금을 받을 수 있다. 짐 멜론 전회장은 주가조작 사건에 연루된 이후 영국에 머물러, 배당금의 정확한 액수는 확인되지 않고 있다.

매각하기를 원하고 있다.”²¹⁾

그러나 브릿지증권은 지난 2003년 375억 원의 유상감자를 실시하면서 향후 1년 6개월간은 유상감자를 하지 않겠다고 공시한 터였다. 증권거래소는 이 사실을 들어 브릿지증권을 불성실 공시법인으로 지정한다. 그러나 이에 대해 금융감독원은 현행법상 대주주가 불공정 거래를 했다고 해서 대주주 자격을 박탈할 수도 없으며, 기소 당했다고 해서 재산권을 침해할 수도 없다는 입장을 표명한다. 일각에서는 비난 여론이 제기되었지만 브릿지증권의 주가는 유상감자에 대한 기대감으로 오히려 상승했다.



〈그림 5〉 브릿지증권 지분 구조 (2004년 6월 기준)

3.4 차입형 매수(Leveraged Buy Out)

2003년 3월 기준으로 4,062억 원이었던 브릿지증권의 자본총계는 2004년 3월 3,766억 원으로, 그리고 2005년 3월 1,920억 원으로 지속적으로 감소한다. 리젠트종금 등의 부실 책임과 관련해 대주주인 BIH가 부실 금융기관 대주주로 지정되면서 2004년에는 랩 어카운트 장외 파생상품이나 자산운용사 설립 등 금융감독원의 인허가가 필요한 신규 사업이 전면 중단된다. 이러한 상황에서 BIH는 브릿지증권의 청산 가능성을 염두에 두고 매각 상대를 물색하게 된다. BIH는 약 78%에 달하는 브릿지증권의 보유 지분을 처분하기 위해 2004년 12월부터 리딩투자증권을 배타적 우선협상 대상으로 선정해 매각협상에 들어간다. 2005년 2월 리딩투자증권은 브릿지증권 지분을 약 1,310억 원에 사들이기로 BIH와 계약을 체결했다.

리딩투자증권은 브릿지증권을 인수하면서 브릿지증권이 막대한 자기자본에도 불구하고 취약한 수익

구조를 나타내면서 대주주의 경영의지 상실과 직원들의 업무 의욕 저하로 존폐의 위기에 직면해 있다고 평가했다. 이에 따라 브릿지증권을 인수하여 수익 구조를 확충하고 건실한 증권사로 회생시키겠다는 의지를 강조하였다. 그러나 인수 방식 및 인수 가격 산정과 관련하여 시장에서는 다시 한 번 논란이 일어났다. 리딩투자증권은 계약금 20억 원만 먼저 지불한 뒤 187억 원은 인수권을 담보로 은행에서 빌리고 나머지 1,103억 원은 인수 후 브릿지증권의 보유 자산을 팔아 갚기로 계약하였다. 자신이 보유한 20억 원의 65.5배에 해당하는 레버리지(leverage)를 발생시켜 인수합병을 진행하려 한 시도였다. 시민단체인 투기자본감시센터와 전국증권산업노조는 2005년 5월 BIH 등 브릿지증권 이사회가 결의한 합병결의안에 대해 효력정지 가처분신청과 함께 브릿지증권 이사들을 배임혐의로 서울중앙지검에 고발했다. LBO 방식의 외상매각과 관련해 합병비율이 부당하게 산정됐다는 게 이유였다. 2005년 5월 27일 금융감독위원회는 리딩투자

21) “주가조작 외국인 브릿지 돈방석” 한겨레, 2004년 6월 1일자

〈표 2〉 브릿지증권과 리딩투자증권 주요 현황 (2005년 5월 기준)

	브릿지증권	리딩투자증권
설립일 (상장일)	1954.08.30 (1988.08.25)	2000.03.17 (비상장)
CEO	Anthony Butler	박대혁
주요 주주	BIH 78.29% RPGL Ltd. 28.57% SWKOL 27.42% KOL Ltd. 14.10% SWIB 7.79% RPCAL 0.42% 소액주주 11.84% 자사주 9.87%	박대혁 31.03% ㈜한국단자 9.96% 이금화 8.66% 이승수 6.49% 소액주주 43.86%
사업 영역	증권업무 전반	증권거래 중개 및 매매
임직원 수	200	82
본사 및 지점 수	9	1

(단위: 십억 원)	FY 2002	FY 2003	12/2004	FY 2002	FY 2003	12/2004
자본금 (capital)	102.4	68.8	79.6	23.1	23.1	23.1
shareholders' equity	406.3	376.6	198.5	22.4	19.5	22.7
순이익 (net income)	-21.7	2.7	-35.5	-4.2	-2.8	3.1

(참고) 증권사들의 회계연도는 3월말을 기점으로 함

증권과의 합병을 허가하지 않기로 최종 결정한다. 금융감독 당국이 금융기관의 인수합병을 허가하지 않은 첫 사례였다. 금융감독위원회는 “리딩투자증권이 LBO 방식에 의해 브릿지증권을 인수할 경우 차입금을 변제하기 위해 합병 후 존속회사의 현금 화할 수 있는 자산 대부분을 처분해야 하고 그럴 경우 합병 후 존속회사는 사실상 정상적 영업을 기대하기 어렵다”라며 합병불허 결정의 배경을 설명했다.

박대혁 리딩투자증권 사장은 일련의 과정에 대해서 “브릿지증권 노조가 시민단체와 연합해 반대운동을 전방위로 펼쳐 부정적 여론을 확산시켰다”며 “그 결과 합병 후 회사의 재무건전성이 훼손된다는 이유로 감독당국이 합병 승인을 불허했다”고 분석

했다. 그러면서 “결국 브릿지증권은 증권회사가 아닌 일반 금융회사에 의해 인수되고 더 많은 유상감자를 통해 외국자본에 자금을 유출시키는 결과만을 가져왔으며, 현재도 그저 그런 소형증권사로 남아 있게 됐다”고 평가했다.

IV. 차입형 자본재편, 그 이후

4.1 마지막, 5번째 유상감자

리딩투자증권으로의 매각이 무산된 후 BIH는 국내 자본인 골든브릿지와 매각 협상을 벌이게 된

다.²²⁾ 골든브릿지와외의 인수 협상 과정에서 BIH는 2005년 9월 마지막으로 총 1,000억 원의 유상감자를 실시한다. 가격 협상을 통해 골든브릿지는 BIH의 브릿지증권 보유 지분 78%에 대한 인수계약을 체결하면서, 추가 유상감자 후 잔액지급 방식으로 인수금을 지급하기로 합의했다. 강성두 골든브릿지투자증권 대표이사는 브릿지증권과의 인수협상 과정을 다음과 같이 회고한다.

“당시 청산을 위한 주주총회가 예정됐던 6월 25일 이틀 전, 그러니까 6월23일 을지로 브릿지증권 본사 강당 조합원총회에 골든브릿지가 옵저버 자격으로 참석해 인수안을 설명하자 150여명 참석자들이 대부분 찬성했습니다. 우리는 브릿지증권이 요구한 1,250억 원을 한꺼번에 줄 형편이 못됐습니다. 그래서 BIH가 또 한차례 유상감자로 800억 정도를 회수하게 하는 대신 종업원지주제(ESOP)을 제안하고 나머지 돈은 2~3년에 걸쳐 주겠다고 했어요. BIH가 종합증권사 최저 자본금 수준인 500억 원만 남기고 나머지 800억 원을 빼가는 조건이었습니다. 또 한차례의 유상감자는 브릿지증권 인수의 최대 아킬레스 건이었지만 ‘노사 공동인수’라는 명분으로 덮을 수 있었습니다.”

결국 BIH는 강제 유상소각을 통해 약 877억 원을 회수하게 되었다. 유상소각 후 자본금은 796억 원에서 500억 원으로 감소하게 된다. 결국 골든브릿지가 인수 잔금을 완납하면서 BIH는 마지막으로 1,250억 원을 회수하게 된다.

4.2 종업원지주제 (Employee Stock Ownership Plan, ESOP)

브릿지증권은 골든브릿지로 인수되는 과정에서 노조와의 협력을 강조하며 종업원 지주제를 도입했

다. 골든브릿지와 우리사주조합 컨소시엄이 BIH와 지분인수 양해각서를 체결하는 방식이었다. 컨소시엄이 브릿지증권을 인수하는 과정에서 브릿지증권 임직원들은 전원 퇴사 후 재입사하는 절차를 거치면서 명예퇴직금 일부를 출자했다. 노조는 회사의 지급 보증으로 마련한 차입금을 우리사주조합에 출연해 약 10%의 지분을 확보했다. 이상준 골든브릿지 대표이사는 국내 토종자본이 우리사주조합과 힘을 합쳐 회사를 인수한 첫번째 사례이며 차입형 우리사주제도를 활용해 민주적인 소유지배구조를 정착시킬 수 있도록 노력할 것임을 강조했다. 이에 대해 김필수 브릿지증권 노조 수석부위원장은 회사를 살리기 위해 적합한 인수 대상자를 찾던 중 사회적 책임을 바탕으로 한 투자 의지를 가진 골든브릿지 측과 만날 수 있었고 이를 계기로 3년여의 어려움을 딛고 새로운 도약을 준비하겠다는 의지를 표명했다.

2007년 10월 (주)브릿지증권은 (주)골든브릿지투자증권으로 상호를 변경했다. 이후 2009년 3월말 현재 본점 포함 12개의 국내 지점과 베트남 호치민에 1개의 해외사무소를 운영하고 있다. 또한 경영진은 브릿지증권 노조와 우리사주조합 방식에 합의하면서 약속한 대로 2008년부터 2010년 현재까지 약 40억 원을 출연하고 있으며 2010년 말까지 추가로 10억 원을 출연할 계획을 가지고 있다.

V. 쟁점과 시사점

브릿지증권의 사례는 외환위기 이후의 금융 구조조정 과정에 대한 쟁점들을 담고 있다. BIH의 행

22) 골든브릿지는 골든브릿지자산운용과 골든브릿지구조조정 등의 자회사를 거느린 금융지주 회사다. 2001년 기업구조조정 시장에 나타난 골든브릿지는 자본금 10억으로 출발, 고위험, 고수익 투자 전략을 통해 5년 만에 증권사와 자산운용사, 할부 금융사 등을 거느린 종합금융그룹으로 성장한 회사다.

위들은 과연 법적으로 잘못된 것인가? 국가 경제적으로 부정적인 이른바 ‘국부(國富)유출’에 해당되는가? BIH와 브릿지증권은 무엇을 얻고 또 잃었는가? 브릿지증권의 이해 관계자들 사이의 득실은 어떻게 볼 수 있을까? 몇 가지 쟁점들을 중심으로 생각해 보자.

5.1 법적 논란

BIH의 고배당, 유상감자, 자산매각은 과연 합법적인가? BIH는 1998년부터 한국에서 철수한 2005년까지 7년 동안 법적 논란에 휘말렸다. 2000년 짐 멜론 리첸트퍼시픽 그룹 회장은 ‘진승현게이트’ 관련 주가조작 혐의로 검찰의 소환을 받아야 했다. 2005년에는 시민단체가 리딩투자증권과의 합병결의안 효력정지 가처분신청과 함께 브릿지증권 이사들을 업무상 배임혐의로 고발했다.

BIH의 투자의 위법성 판단은 두 가지 측면을 고려해야 한다. 첫째, BIH가 수 차례의 유상증자를 통해서 자신들만의 이익을 추구하고 회사, 주주들의 이익을 현격히 침해했는지, 즉 배임행위 여부를 가려야 한다. 둘째, BIH가 국내에서 거두어들인 투자 수익에 대한 세금을 대한민국 정부에 납부하지 않은 것이 불법인지 고려해 보아야 한다. BIH가 실시한 일련의 고배당, 유상감자, 무상증자, 자산매각은 모두 합법적으로 이루어졌다는 것이 법률자문의 결과이다. 고배당과 유상감자, 무상증자는 주주가치 제고를 위해, 자산매각은 핵심 사업에 주력하기 위한 수단으로 활용될 수 있다. BIH가 국내법상 불법적 행위는 향후 1년6개월 동안 유상감자를 하지 않겠다는 공시를 위반해 불성실 공시법인으로 지정된 것이 유일하다.

기존의 국제조세조정법은 비거주자인 외국인 등이 국내에서 배당 이자 주식양도 차익 등 투자 수익이 발생하면 우선적으로 국제조세 조약을 적용(제 29조), 해당 조약에 따라 세금을 내도록 했다. 하지만 BIH는 이중 과세 방지 협약 때문에 막대한 시세차익을 비과세로 모두 가져갔다. 정부는 외국 투기 자본의 심각성이 두드러지자 말레이시아의 조세협약 개정에 나섰다. 그러나 조세협약 개정을 한다 한들, BIH가 한국에 세금을 납부한다는 것은 사실상 불가능하다. 말레이시아령인 라부안의 경우 조세피난처이긴 하지만 이미 말레이시아와 조세협약이 체결되어 있기 때문이다. 이중 과세 방지 협약을 개정해 BIH와 같은 외국자본이 한국에서 거둔 투자 수익에 과세하자는 논의가 있다. 일단, 소급 적용은 불가능하고, 한국이 외국자본에 갖는 투자처로서의 매력에 떨어지는 점 또한 현실이다.²³⁾

브릿지증권 사례에 대한 비판에는 ‘국제 투기자본의 먹튀’ ‘기업 약탈’ 등의 말들이 나온다.²⁴⁾ 외환 위기의 과정에서 기업들을 억울하게 생각되는 조건에 팔아야 했던 사정, 차입형 자본재편(LR)이라는 당시로서는 새로운 방식에 대한 당혹감과 거부감이 담겨 있다. 그러나, 실정법의 현실은 이런 정서와 달랐다. 사모펀드의 본질적 성격에 대한 생소함도 있다. BIH는 재무적 투자를 하는 사모펀드다. 계속적으로 사업을 영위하기 위하여 투자하는 전략적 투자자가 아니다. 대유증권 지분 인수, 일은증권 합병 등 일련의 행위는 일정 기간 내에 매각차익이 목적이다. 사모펀드는 보통 청산 기간을 두고 그 안에 투자자들에게 약정된 투자 수익률과 원금을 돌려주어야 한다. 사업 포트폴리오 구축과 매각, 경영 전략도 투자 수익 확보에 맞춘다. 유럽계 사모펀드에서 일하는 금융 전문가의 말이다.

23) 홍콩도 조세피난처의 자금이 주식, 부동산 등의 자산에 투자해 올린 소득에 대해 17.5%의 소득세를 부과하는 것을 추진했으나 국제자금의 탈(脫) 홍콩화를 부추긴다는 여론에 밀려 의회에 올라가기도 전에 폐지됐었던 경험을 갖고 있다.

24) 이정환(2004), “알고 보면 치떨리는 외국계 투기자본의 기업약탈”, 월간 말 2004년6월호: p114-121

“BIH의 투자 수익 확보는 사모펀드 입장에서 당연한 일입니다. 펀드에 설정된 기간에 투자 수익을 확보하려면 장기적 관점의 경영과 다를 수도 있지만, 이것도 시장의 기업가치가 장기적 관점을 반영하지 못함을 증명해야 하니 어렵습니다. 우리는 장기투자라고 주장하는 펀드도 있는데, 거짓말입니다. 펀드 설정 계약을 공개하라고 해보세요. 국내 사모펀드가 해도 비슷할 수 밖에 없습니다. 이런 문제들이 바람직하지 않다면 처음부터 사모펀드에 매각하지 않았어야 합니다. 재무적 투자자인지 전략적 투자자인지 밝히려는 것도 말이 안됩니다. 전략적 투자자가 증명서가 있는 것도 아니고, 투자 기한을 못박아도 따로 해외에서 사고 팔면 그만입니다.”

브릿지증권을 인수한 골든브릿지 이상준 대표도 비슷한 맥락에서 언급한다.

“사실 BIH의 입장도 이해가 됩니다. BIH는 투자자들에게 돈을 끌어 모아 만든 사모펀드입니다. 펀드의 만기가 끝났으면 원금과 투자이익을 돌려주는 건 당연한 것입니다. 투자했다가 이익 챙겨서 빠져 나가겠다는데 그걸 막을 방법이 없습니다.”

5.2 국부유출(國富流出) 논란과 BIH의 투자 성과

BIH는 브릿지증권을 통해서 한국의 국부에 손상을 주었는가? 우선, 민간 기업이나 투자자가 법률적으로 설정된 범위를 넘어서 어디까지 자발적으로 국가 이익을 고려해야 하는가는 ‘윤리’ 또는 ‘사회적 책임’의 문제로서 강제할 수는 없다. 또한, BIH의 투자가 없었을 때 국내 경제에 주었을 효과에 대비해서 분석해야 하는 어려움이 있다.²⁵⁾ 이런 전제적 가정을 일단 접어 두고 BIH의 투자 성과를 생각해보자. 시간의 가치와 자본비용(Cost of capital)을 고려할 때 ‘막대한 투자 수익률’에 대한 평가는

를 달라진다. 더구나 사모펀드의 경우 투자금에 대한 약정 수익률은 (위험을 반영해서) 시중 금리보다 훨씬 높다.²⁶⁾

〈표 3〉은 BIH의 투자수익을 분석한 결과다. BIH는 2004년까지 1,300억 원에 달하는 유상감자에도 불구하고 연 내부수익률이 마이너스였으며, 2005년 유상감자 및 지분 매각 이후에야 비로소 12.4%의 연 내부수익률을 거둘 수 있었다. 실제로 사모펀드를 운영하고 있는 투자 전문가는 BIH의 투자를 투자 수익 면에서 실패한 경우에 가깝다고 평가하기도 한다. 보통 사모펀드들이 투자자금을 모집할 때 투자자들에게 제시하는 목표수익률이 15~25% 선인데, 만약 BIH가 최초 투자 단계에서 낮은 금리의 차입을 하지 않았다면 수익 실현에 실패한 셈이라는 분석이다. 2,200억 원을 투자해서 3,969억 원을 회수했으니 80%가 넘어 보이지만, 실제로는 연 수익률로 연 12.4%인 셈이다. BIH의 자본비용 비율이 얼마인지는 정확히 알 수 없지만, 외환위기 직후 은행 예금 금리가 20%에 달했으니 성공한 투자라고 보기에는 논란의 여지가 있다.

유상감자의 효과를 보자. BIH가 골든브릿지에 77.9%의 지분을 매각한 가격의 주가순자산배율(Price-to-Book Ratio, 이하 PBR)은 1.8배이다. BIH가 지속적으로 유상감자를 하지 않고 본래의 매각연도인 2005년보다 더 이른 시기에 지분을 매각했을 경우를 가정해 보자. 〈표 4〉에서는 1.8배의 PBR배수를 적용하여 보유지분의 매각가격을 산출하고, 각 경우의 내부수익률을 산출해 보았다.

〈표 4〉의 분석에 따르면 BIH가 지속적인 유상감자를 통해 회사의 순자산규모를 감소시키지 않고 일찍 보유지분을 매각했다면 12.4%보다 높은 내부수익률을 기록할 수 있었다는 추론이 가능하다.

25) 이는 외환위기 전후의 외국 자본의 국내기업 인수와 관련해서 늘 제기되는 문제이다.

26) 펀드 설정시의 계약에 따라 다르지만, 펀드에 대한 지분 투자의 경우 (Limited Partnership) 매년 일정 배당에 더하여 연20%가 넘는 수준의 매각차익 배분을 약정하는 경우가 많다.

〈표 3〉 BIH의 투자수익 및 연 내부수익률(IRR)

(단위: 억 원, %)	1999.3	2000.3	2001.3	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
대유증권인수	(1,100)	-	-	-	-	-	-	-
배당수익	-	204	-	-	-	-	-	-
일은증권인수	-	-	(1,100)	-	-	-	-	-
유상감자회수	-	-	-	-	167	276	1,289	783
지분매각대금	-	-	-	-	-	-	-	1,250
IRR	-	-	-	-	(63.4%)	(35.8%)	(3.1%)	12.4%

〈표 4〉 BIH의 보유지분매각 시나리오 및 그에 따른 내부수익률

(단위: 억 원, %)	1999.3	2000.3	2001.3	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	IRR
2002.3에 매각	(1,100)	204	(1,100)	6,445	-	-	-	67.5%
2003.3에 매각	(1,100)	204	(1,100)	-	5,857	-	-	40.2%
2004.3에 매각	(1,100)	204	(1,100)	-	-	5,499	-	27.8%
2005.3에 매각	(1,100)	204	(1,100)	-	-	-	3,984	14.6%

5.3 브릿지증권에 남은 것

BIH는 한국 진출 초기 금융종합그룹을 표방하다 지난 2000년 일은증권을 흡수합병한 이후에는 공격적인 M&A로 몸집불리기에 나설 것을 선언했다. 이러한 확장적 전략의 이면에서 유상감자와 자산매각이 진행되었고 결국 브릿지증권은 골든브릿지에 매각되었다. 이 과정에서 무엇이 남았는지 알아보자. 증권사를 비롯한 금융회사들은 자산에서

부채를 차감한 순자산(총자본)이 직접적인 영업 기반이 되며, 된다. 규모 평가의 중요한 척도이다. 〈표 5〉에서 음영으로 처리된 부분이 BIH가 브릿지증권을 보유하고 있던 기간이다.

회사의 총자본 규모는 연평균 -33.6%의 비율로 지속적으로 감소했다. 이익잉여금 역시 2002년의 약 1,500억 원 규모에서 2005년과 2006년에는 수백억 원대 규모의 결손으로 돌아섰다. 총자산 중 현금 및 요구불예금 등을 비롯한 현금과 예금 계정

〈표 5〉 브릿지증권(현 골든브릿지증권)의 대차대조표 주요계정

(단위: 억 원)	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3
총자산	6,811	5,608	5,231	2,829	1,420	1,677	3,063	2,993
현금과예금	873	496	528	128	58	88	58	127
총부채	2,217	1,546	1,465	909	529	597	1,336	1,283
총자본	4,594	4,063	3,766	1,921	891	1,080	1,727	1,710
이익잉여금	1,543	42	69	(393)	(135)	63	112	138

〈자료 = 금융감독원〉

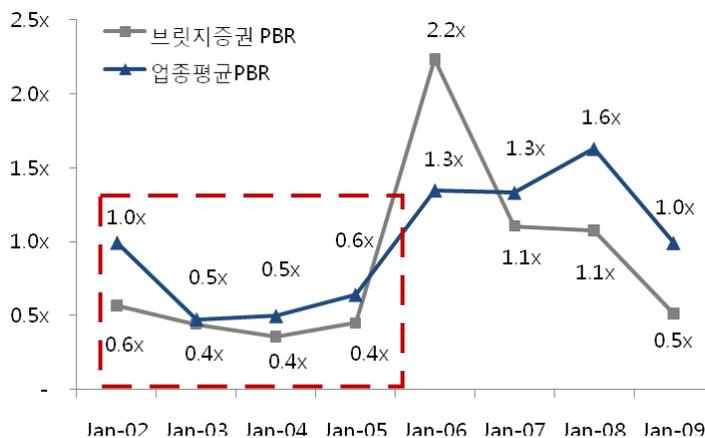
〈표 6〉 브릿지증권 영업이익 및 현금흐름 추이

(단위: 억원, %)	2002. 3.	2003. 3.	2004. 3.	2005. 3.	2006. 3.	2007. 3.	2008. 3.	2009. 3.
영업수익	2,391	1,504	1,599	874	315	315	493	395
(증감률)		(37.1%)	6.3%	(45.3%)	(64.0%)	-	56.5%	(19.9%)
영업이익	212	(46)	(30)	(61)	(22)	55	76	(24)
당기순이익	310	(217)	27	(393)	(135)	34	76	26
기본주당순이익(원)	183	(262)	45	(340)	(244)	130	157	53
영업현금흐름	(893)	64	(176)	357	741	(111)	(479)	444
ROA	4.3%	(3.4%)	(0.5%)	(9.6%)	(6.8%)	236.4%	206.6%	(220.8%)
ROE	n/a	(4.9%)	0.7%	(15.5%)	(10.8%)	6.1%	5.2%	1.6%

잔액 역시 4년 만에 15분의 1수준으로 감소했다. 이와는 상반되게 콜든브릿지 인수 후 3년간은 총자산규모, 총자본규모, 이익잉여금이 지속적으로 증가했다. BIH가 브릿지증권을 경영하는 동안 회사의 영업이익은 4년 만에 2002년 3월의 7분의 1 수준으로 감소했는데, 연 평균 약 40% 정도의 감소율이다. 같은 기간 당기순이익 역시 크게 감소, 총자산순이익률(Return on Assets) 및 자기자본이익률(Return on Equity)역시 마이너스를 기록했다. 지속적인 당기순손실에도 불구하고 영업 현금흐름은 비교적 양호하게 관리된 점이 눈에 띈다. 〈표 6〉

사모펀드는 발생주의 회계에 근거한 주당순이익(Earnings per Share) 보다 실질적인 현금흐름을 중시하기 때문에 영업 현금흐름에 신경을 쓴다. 펀드에 투자한 사람들도 마찬가지이다. 투자대상 회사를 매각하려고 할 때도 이 부분이 중요하다.

BIH로 인해서 브릿지증권은 회사 규모가 줄고 이익률도 나쁜 회사가 되었는가? 쉽게 판단할 수는 없다. 외환위기 이후 많은 증권회사, 중금사들이 도산하는 상황에서 '잘못된 경영'을 판단하기는 어렵다. 이 때문에 시장에서는 회사가 전망이 안 보일 때 유상감자나 회사청산을 통해 주주에게 현



〈그림 6〉 브릿지증권의 PBR 및 증권업종평균 PBR

금을 돌려주는 일을 나쁘게만 볼 수 없다는 평가가 제기된다. 근로자나 사회 일반의 입장에서 다룰 수 있지만, 이것은 기업의 주인이 누구이며 경영자는 누구의 이익을 위해 일하느냐의 문제이기 때문이다.

5.4 시장평가와 BIH의 선택

브릿지증권의 주가는 BIH가 투자한 시기에 KOSPI 지수에 비해 부진한 모습을 보이다가 골드브릿지에 인수된 후부터 거의 유사한 움직임을 보이고 있다. 주당순자산액 비율(Price-book ratio: PBR)은 BIH가 투자한 시기에 업종 평균에 비해 낮았다. 이처럼 PBR이 업종 평균에 비해 낮고 특히 1에 못 미치는 경우, 주주 입장에서는 고배당이나 유상감자를 통해서 현금을 확보하는 편이 합리적일 수도 있기 때문에 BIH의 선택을 무조건 비난할 수는 없다. 브릿지증권이 유상감자를 단행할 수 있었던 것도 영업이익보다 자산이 많았기 때문에 가능했다. 이에 대해 소액주주로서도 반대할 이유가 없었던 것이다. 이처럼 주주가치의 관점에서는 유상감자를 통한 현금회수가 바람직할 수도 있다.

VI. 논의의 종합

브릿지증권의 차입형 자본재편의 사례는 외국계 투자펀드의 행태에 대한 다양한 논점들을 담고 있다. 법률적 타당성에 대한 논란에는 사모펀드의 구조와 속성, 조세조약과 투자유치의 현실이 있다. 외환위기의 과정에서 당시 정부는 외자유치와 구조

조정을 지상 명제로 삼았고, 외국인 투자를 부실 금융기관과 기업의 정상화에 활용하려 했다. 이를 기회로 글로벌 스탠더드에 맞추자는 주장이 자연스럽던 시절이다. 단지 상황이 달라져서 외국계 펀드에 준 기회가 아쉽다면 객관적인 태도는 아니다. '외국계 투자펀드의 막대한 이득', '국부유출' 같은 대중매체의 언급들도 더 엄밀한 분석이 필요하다. '외국계'의 속성인지 '사모펀드'의 속성인지도 생각해 볼 점이다. 사모펀드의 속성이 문제였다면 처음 투자와 기업 인수를 허용할 때 고려했어야 하고, 그 속성을 몰랐다면 무지함을 반성해야 한다.²⁷⁾

브릿지증권의 사례는 외국계 투자펀드를 통한 기업 인수와 투자금 회수의 과정이 단순히 '상장기업 배당률'의 문제만은 아니라는 점을 보여 주기도 한다.²⁸⁾ 유상감자를 중심으로 한 차입형 자본재편의 과정 자체를 이해해야 한다는 뜻이다. 불법성 논란, 국부유출 논란이 있다고 유상감자를 중심으로 한 차입형 자본재편 자체를 제도적으로 막을 수도 없다.

차입형 자본재편이 자본구조 조정에 쓰이는 일반적인 방법인데다, 차입이나 배당 등 일반적 재무정책의 조합이기 때문이다. 그렇다고 외국계 투자자에 대해서만 규제할 수도 없다는 지적이다. 결만 보면 외국계인지 내국인인지도 알 수 없는데다 규제 논의 자체로 자칫 외국인 투자에 폐쇄적이란 인상만 심어줄 수 있어서다.

브릿지증권의 노조는 유상감자, 상장폐지, 리딩투자증권에 대한 차입형 매각에 반대했다. BIH가 추진한 차입형 자본재편 과정이 주주가치(shareholder value) 측면에선 타당할 수 있어도 근로자의 이익에는 반하기 때문이다. 회사의 규모와 보유 현금을

27) 이를 반영하여 2000년대 이후 대형 인수합병에 있어 정부 보유지분의 매각에는 재무적 투자자와 사업 투자자를 구분하는 방식이 이루어지고 있다.

28) 재무, 금융 분야의 일련의 연구들은 외국인 지분의 비중에 따라서 더 높은 배당성향이 존재하는가에 대해 논의를 거듭하고 있다. 그러나, 이들 연구들은 상장기업의 배당률을 중심으로 연구하고 있어서 정작 '외국인 투자자의 과도한 투자이득 송출'이라는 원래의 질문에 대해 적절한 분석을 하고 있지 못하는 경우가 많다.

줄이는 정책은 납품업자, 채권자를 비롯한 다른 이해관계자의 이익에도 영향을 줄 수 있다.²⁹⁾ 그러면 BIH의 차입형 자본재편은 어떻게 평가할 수 있을까? 주주가치(shareholder value)를 기업의 목적으로 보고 경영자는 이를 위해 최선을 다해야 하는 존재로 볼 때 주주가치를 위한 행동은 본래 목적에 부합한다. 이해관계자의 가치(stakeholder value)를 기업의 목적으로 보면 주주가치만을 위한 행동은 바람직하지 않다. 물론 이해관계자들 사이의 우선순위는 여전히 과제로 남는다.

현행 법률상 기업의 주인은 주주이고 경영자는 주주이익을 위해 고용된 사람이다. 다른 이해관계자의 이익은 계약으로 담보된다. 이 때문에 유상감자와 현금배당은 법률적으로 문제가 안 된다. 다양한 이해관계자의 이익을 배려하는 것은 경영자의 선의의 책임이지만 법으로 강제할 수는 없다.

주주가치를 기업의 목적으로 보는 것은 재무, 금융 분야의 일반적 견해이기도 하다.³⁰⁾ 그러나 현실의 경영에서는 근로자의 이익과 이를 중요하게 생각하는 정치적, 사회적 현실이 존재한다. 브릿지증권 노조는 골든브릿지와 합의에는 찬성했다. 이 합병엔 우리사주조합을 통한 노조의 지분 참여가 보장되었다. 결국 골든브릿지의 경영진은 브릿지증권 인수합병을 위해 조직화된 근로자의 힘과 이익을 현실적으로 인정했다는 해석이 가능하다. 이 같은 점들을 종합해 볼 때 브릿지증권의 사례는 재무적 의사결정에 더 높은 수준의 전략적 고려가 필요할 수 있으며, 이를 위해서는 경제-사회 전반에 대한 입체적 고려와 판단이 필요하다는 점을 보여 준다.

참고문헌

강희철(2004), 외국계 펀드의 국내 투자현황과 관련 법적 문제, 한국증권법학회.

고동수(2008), 적대적 M&A와 경영권방어제도, 산업연구원.

“론스타, 외환은행 인수 과정 2심서도 ‘헐값 매각 아니다’”, 경향신문. 2009년12월29일자.

“美 시몬스 침대 사모펀드 ‘먹튀’ 대상?” 한국경제. 2009년 10월6일자.

박경서 등(2005), 외국자본 어떻게 보아야 하나, (사)새로운 코리아구상을 위한 연구원.

배성철 등(1998), “Leveraged Recapitalization 실행 기업의 장기성과에 관한 연구,” **보험과 금융연구** Vol.2.

최도성 등(2008), 외국자본과 한국경제 - 무엇이 문제인가, 국가경영전략연구원.

“외환은행 매각시 여론 고려 않겠다”. 동아일보. 2010년5월18일자.

“외환은행 헐값매각 사건..대법원서 결론”. 파이낸셜뉴스. 2010년1월5일자.

이병윤(2005), 외국자본 진출 확대의 영향과 대응 방안, 한국금융연구원.

이정환(2004), “알고보면 치밀리는 외국계 투기자본의 기업약탈.” 월간 말 2004년6월호, 114-121.

정진호, 하종배(2006), “공개매수가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구.” **재무관리연구**, 23, 1-47.

Carroll, A. B. (1989), *Business and Society: Ethics and Stakeholder Management*. Cincinnati, OH: South-Western.

Clarkson, M. B. E. (1991), “Defining, Evaluating, and Managing Corporate Social Performance: A Stakeholder Management Model,”

29) 은행은 채권자로서의 이익에 영향을 줄 수 있는 결정에 있어 채권자의 동의를 얻도록 하는 계약(covenant)을 맺는다. 브릿지증권의 사례에서는 채권자의 반발은 없었다.

30) 이 경우 기업가치는 바로 주주가치가 된다. 이해관계자 모두의 이익을 충족하는 결정은 거의 불가능하다는 현실적 설명이 부가되기도 한다. 사회적 책임을 위한 활동이 기업가치에 긍정적이나 필요하다는 현실론은 실은 결국 원래의 목적이 기업가치임을 밝히는 셈이다.

- in J. E. Post (ed.), *Research in corporate social performance and policy*: 331-358. Greenwich, CT: JAI Press.
- Downes, John: (2003), *Dictionary of Finance and Investment Terms*. Barron's.
- Freeman, R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- Gibbs, P. A. (1993), "Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow," *Strategic Management Journal*, Vol. 14: 51-68.
- Gupta, A. & Rosenthal, L. (1991), "Ownership Structure, Leverage, and Firm Value: The Case of Leveraged Recapitalizations," *Financial Management*, Vol. 20(3): 69-83.
- Handa, P. & Radhakrishnan, A. R. (1991), "An Empirical Investigation of Leveraged Recapitalizations with Cash Payout as Takeover Defense," *Financial Management*, Vol. 20(3): 58-68.
- M. Singh and S. Faircloth,(2005), "The Impact of Corporate Debt on Long Term Investment and Firm Performance", *Applied Economics*, 1466-4283, Vol. 37, Issue 8, Pages 875 - 883
- S. Gilson.(2010). *Creating Value through Corporate Restructuring*, 2nd ed., Wiley Finance.
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- U.C. Peyer and A. Shivdasani,(2001). "Leverage and Internal Capital Markets: Evidence from Leveraged Recapitalizations," *Journal of Financial Economics* Vol. 59, Issue 3, March 2001, Pages 477-515.
- Wruck, K. H. & Barry, B. (1994). *Sealed Air Corporation's Leveraged Recapitalization (A)*. Harvard Business School Publishing.

〈Appendix 1〉 Leveraged Recapitalization과 Leveraged Buyout의 공통점과 차이점

	차입 증가형 자본재편	차입매수
공통점	(1) 설립자 및 주주들의 주요한 투자수익 회수 수단 (2) 대상 기업의 부채-자본비율의 큰 증가를 수반함 (3) 증가한 이자비용 부담으로 인하여 경영진들이 기업 경영, 특히 잉여현금흐름 관리에 대한 부담을 느끼 (4) 특정 주주들의 보유지분 비율을 잠재적으로 높일 수 있으며, 이는 주인-대리인 문제를 해결하는 하나의 수단이 될 수 있음 (5) 차입금의 증가에 따른 채무계약으로 인하여 향후 있을 경영상의 활동에 제한을 받을 수 있음 (6) 일반적으로, 차입에 따른 이자비용 증가로 인해 기업의 세금 부담이 감소	
차이점	(1) 경우에 따라 주주 간 지분비율이 일정하게 유지됨 (2) 보통 기존 주주집단이 그대로 유지되기 때문에 상장된 기업이 비상장기업으로 전환되지 않음 (3) 별도로 기업이 발행한 채권이 주주들에게 지급되지 않는 이상 주주들이 채권자로 전환될 수 없음 (4) 다수의 소액주주들이 여전히 존재하는 경우가 있기 때문에 주주들을 관리하기 위해 상대적으로 더 많은 비용이 소요됨	(1) 대개 대상기업의 주주 간 지분비율이 변경됨 (2) 대개 기존 주주집단에 변화를 가져오기 때문에 많은 경우 상장된 기업이 비상장 기업으로 전환되기도 함 (3) 계약조건에 따라 채권자가 주주가 되는 경우 모니터링 및 대리인 비용을 줄일 수 있음 (4) 통상적으로 경영진들이 기관투자가 및 전문가 등 소수의 주주들만을 의식함

〈Appendix 2〉 브릿지증권 사례 일지

- 1954년 8월	대유증권 설립
- 1988년 9월	대유증권 증권거래소 상장
- 1997년 3월	리젠트퍼시픽 그룹 자본 참여
- 1998년 2월	리젠트퍼시픽 그룹 KOL설립(BIH 전신)
- 1998년 5월	대유리젠트증권으로 상호 변경
- 1998년 12월	리젠트퍼시픽 그룹으로 최대주주 변경
- 2000년 2월	자본금 변경 (735.7억 원 → 661.1억 원)
- 2000년 5월	리젠트증권으로 상호 변경
- 2000년 10월	짐 멜론 전 리젠트퍼시픽 회장 진승현게이트 연루
- 2000년 11월	자본금 변경(661.1억 원 → 771.1억 원)
- 2002년 1월	일은증권 흡수합병, 브릿지증권으로 상호 변경. 자본금 변경(771.1억 원 → 1,164.4억 원)
- 2002년 9월~12월	상장폐지 주총 통과 후 철회 결정
- 2002년 11월	1차 유상감자(1,164.4억 원 → 1,033.4억 원)
- 2003년 2월	2차 유상감자(1,034.4억 원 → 1,023.6억 원)
- 2003년 7월	무상감자(자사주 소각, 1,023.6억 원 → 875.6억 원)
- 2003년 8월	3차 유상감자(875.6억 원 → 688.1억 원)
- 2004년 3월	울지로 사옥 매각
- 2004년 5월	무상증자(688.1억 원 → 2,296.2억 원)
- 2004년 6월	자사주 매각(550만 주)
- 2004년 8월	4차 유상감자(2,296억 원 → 796억 원)
- 2005년 2월	리딩투자증권에 LBO 방식으로 1310억 원에 매각 계약
- 2005년 3월	투기자본감시센터·노조, BIH 경영진 검찰고발.
- 2005년 5월 25일	삼일회계 '의견거절' 제시
- 2005년 5월 27일	금융감독위원회, 리딩-브릿지 합병 불허 결정
- 2005년 6월 1일	정기주총에서 청산 안건 상정
- 2005년 9월	5차 유상감자(796.2억 원 → 500.4억 원)
- 2005년 9월	최대주주 변경(BIH → ㈜골든브릿지)
- 2007년 10월	골든브릿지투자증권으로 상호 변경

〈Appendix 3〉 브릿지증권 유상감자('05년 9월)에 대한 Regent Pacific Group의 발표

The Stock Exchange of Hong Kong Limited takes no responsibility for the contents of this announcement, makes no representation as to its accuracy or completeness and expressly disclaims any liability whatsoever for any loss howsoever arising from or in reliance upon the whole or any part of the contents of this announcement.



REGENT PACIFIC GROUP LIMITED

(Incorporated in the Cayman Islands with limited liability)

(Stock code: 0575)

COMPLETION OF MANDATORY CAPITAL REDUCTION OF BRIDGE SECURITIES CO., LTD

Further to the announcements by the Company on 4 August 2005 and 6 September 2005, the Directors are pleased to announce that they have been informed by BIH that the Mandatory Capital Reduction was completed on 20 September 2005. Consequently, the BIH Subsidiaries and RPCA received the relevant amounts in Korean won on 20 September 2005, details of which are set out in this announcement.

Shareholders and potential shareholders are advised to exercise extreme caution when dealing in the shares of the Company. Further, shareholders and potential shareholders should note that the amounts expressed in this announcement and the announcements and circular referred to herein relating to the potential distributions to be made by the Company are merely indicative and not definitive. Your Directors will consider the amount of the distribution(s) that the Company will make to all shareholders nearer the time the proceeds are paid to BIH shareholders and an appropriate announcement will be made to shareholders in the usual manner. The Directors understand from the BIH directors that they hope that BIH will make the distributions by 31 October 2005.

This announcement is made pursuant to Rule 13.09 of The Rules Governing the Listing of Securities on The Stock Exchange of Hong Kong Limited (the “**Listing Rules**”).

The directors (the “**Directors**” or the “**Board**”) of Regent Pacific Group Limited (the “**Company**” and together with its subsidiaries, the “**Group**”) refer to the announcements made by the Company on 4 August 2005 and 6 September 2005 with respect to a KRW 100 billion mandatory capital reduction (the “**Mandatory Capital Reduction**”) of Bridge Securities Co., Ltd (“**Bridge**”, a 77.75% owned subsidiary of Bridge Investment Holding Limited (“**BIH**”), which is in turn a 40.2% owned associate of the Company), representing approximately 52.1% of Bridge’s net asset value as at 31 March 2005. Pursuant to the Mandatory Capital Reduction, 41.2231177% of Bridge shares will be repurchased by Bridge mandatorily at KRW 3,380 (US\$3.34 or HK\$26.05) per share.

The Directors are pleased to announce that they have been informed by BIH that the Mandatory Capital

Reduction was completed on 20 September 2005. Consequently, KoreaOnline (Labuan) Limited, RPG (L) Ltd and SWKOL (Labuan) Limited (collectively the “**BIH Subsidiaries**”) received in aggregate KRW 77.75 billion (US\$76.91 million or HK\$599.90 million), before Korean withholding taxes, and RPCA (L) Limited (“**RPCA**”, a wholly owned subsidiary of the Company) received KRW 0.47 billion (US\$0.46 million or HK\$3.59 million), before Korean withholding tax, on 20 September 2005. BIH expects that withholding taxes of approximately KRW 4.73 billion (US\$4.68 million or HK\$36.50 million) and approximately KRW 0.07 billion (US\$0.07 million or HK\$0.55 million) would be levied on the BIH Subsidiaries and RPCA respectively in respect of the Mandatory Capital Reduction. It is therefore expected that the BIH Subsidiaries will retain approximately US\$72.23 million (HK\$563.40 million) and RPCA will retain approximately US\$0.39 million (HK\$3.04 million), net of estimated Korean taxes.

The Directors understand that it is the intention of the BIH directors to distribute the net proceeds received from the Mandatory Capital Reduction to BIH shareholders, after making provision for sufficient working capital, including payment of all trade creditors and outstanding Korean withholding taxes and interests accrued on the late payment of such withholding taxes amounting in aggregate to US\$12.90 million (HK\$100.62 million). On that premise, the Directors expect the Company to receive net proceeds of approximately US\$23.85 million (HK\$186.04 million) from BIH. It is the intention of your Directors that the Company will distribute 90% of the net proceeds received from BIH, subject to the Group retaining sufficient working capital for the next 24 months. Your Directors will consider the amount of the distribution that the Company will make to all shareholders nearer the time the proceeds are paid to BIH shareholders and an appropriate announcement will be made to shareholders in the usual manner.

The Mandatory Capital Reduction and the Share Sale Option Agreement (as referred to in the announcement dated 13 July 2005), in aggregate, constitute a discloseable transaction of the Company under Rule 14.06 of the Listing Rules. A circular containing, inter alia, details of the Mandatory Capital Reduction and the Share Sale Option Agreement was despatched to all shareholders of the Company on 25 July 2005.

Shareholders and potential shareholders are advised to exercise extreme caution when dealing in the shares of the Company. Further, shareholders and potential shareholders should note that the amounts expressed in this announcement and the announcements and circular referred to herein relating to the potential distributions to be made by the Company are merely indicative and not definitive. Your Directors will consider the amount of the distribution(s) that the Company will make to all shareholders nearer the time the proceeds are paid to BIH shareholders and an appropriate announcement will be made to shareholders in the usual manner. The Directors understand from the BIH directors that they hope that BIH will make the distributions by 31 October 2005.

Note: In this announcement, for reference only and unless otherwise specified, the conversion of KRW into US\$ is calculated at the exchange rate of KRW 1,010.90 to US\$1.00 and the conversion of US\$ into HK\$ is calculated at the exchange rate of US\$1.00 to HK\$7.80.

On Behalf of the Board of
Regent Pacific Group Limited
Jamie Gibson
Director

Bridge Securities: Case of Leveraged Recapitalization

Chanhi Park* · Dongseok Park**

Abstract

Leveraged recapitalization (LR) is a corporate financial decision usually involving a substitution of a debt for equity by raising debt. Using that cash, the management buys the company's stock as or provides cash to the shareholders as a means of refinancing or restructuring. There are some downside effects. The debt pressure could lead the management to the short-term cash generation. The restructuring process often incurs a serious conflict of interest among the corporate stakeholders - shareholders, employees, and creditors. This case demonstrates the details of the leveraged recapitalization process and the various conflicts of interest among the stakeholders. The readers are expected to evaluate the impact of the repurchasing of treasury stock, capital reduction, and asset sales from the various perspectives. This study attempts to demonstrate the strategic implication of the corporate finance decisions. The ethical judgment on the case requires the higher level discussions about the 'goal of the firm', and the 'managerial duty' far beyond the business textbook chapters.

Key Words: Leveraged Recapitalization, Restructuring, Shareholder Value, Stakeholder Value, Social Responsibility

* Professor, College of Business Administration, Chung-Ang University

** Ph.D Candidate, College of Business Administration, Chung-Ang University, e-Tomato TV the news director

<Teaching Note>

브릿지증권의 차입형 자본재편

1. 강의지침의 개요

이 사례는 브릿지증권의 차입형 자본재편(Leveraged Recapitalization: LR)의 경과와 이를 둘러싼 이해관계의 대립을 다룬다. 이 사례는 학부 및 대학원 과정의 기업재무(corporate finance) 관련 수업에서 다룰 수 있으며, 이해관계의 대립과 문제해결에 초점을 둘 경우 경영전략(corporate strategy)이나 기업윤리(business ethics) 관련 수업과 연결해서 다룰 수도 있다. 또한 법학 관련 전공의 수업과 토론에도 사용될 수 있다.

2. 주요 학습 과제와 논점들 (discussion points)

학습자는 브릿지증권의 사례를 통해 차입형 재무재편의 내용과 과정을 이해할 수 있다. 특히, 재무관련 과목의 교과서에서 소개된 내용들이 구체적으로 어떻게 쓰일 수 있으며, 어떤 이해 관계의 충돌이 가능한지 보여 준다.

(1) 차입형 자본재편의 개념과 효과

브릿지증권의 사례는 자사주 취득과 소각, 유상

감자, 현금배당 등 다양한 수단들이 등장한다. 교수자(教授者)는 다음의 질문을 통해 토론을 이끌 수 있다. 필요한 경우 관련된 교과서나 논문, 관련 자료를 통해서 추가적 정보를 수집하여 제시하도록 이끌 수도 있다.

- 차입형 자본재편은 어떤 수단들로 구성되어 진행되는가?
- 이는 교과서에 소개된 차입형 자본재편에 대한 설명이나 다른 관련 사례들과 어떤 점에서 비슷하고 또 다른가?
- 차입형 자본재편에 따라서 어떤 재무적 효과가 가능한가? 이 사례에선 어떻게 나타날까?
- 이 사례에서 차입형 재무재편의 목적은 무엇이 있을까?
- 이는 교과서에 소개된 차입형 재무재편의 목적에 대한 설명이나 다른 관련 사례들과 어떤 점에서 비슷하고 또 다른가?
- 사례에서 자사주 매입과 소각의 목적은 무엇이 있을까?

위의 질문들에 대한 답은 기업재무의 이론과 실무를 다룬 책에서 쉽게 얻을 수 있으며, 사례에도 대부분 들어 있다.³¹⁾ 이론 위주의 교과서와 수업 방식을 택한 경우 실무적 내용을 보완하는 기회가 될 수 있다. BIH측의 목적은 사례의 관련자 인터뷰를 통해 추론할 수 있는데, 필요한 경우 학습자

31) Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

로 하여금 관련 기사 검색을 통해 추가적 정보 수집과 판단을 경험하게 만들 수도 있다.

차입형 자본재편을 통해서 주주(shareholder)는 현금성 자산을 확보하여 투자 수익을 거둘 수 있다. 이 과정에서 자사주 매입-소각을 통해 특정 주주의 지분율을 높일 수도 있다. 사모펀드의 경우 기업 공개 혹은 제3자 매각을 통해서 투자 이득을 확보하는데 유용한 수단이 된다. 잉여 현금을 소진하고 추가적인 차입을 통해 당장의 기업의 인수 매력도를 저하시키면 적대적 인수합병에 대한 방어책으로도 쓰일 수 있다(Gibbs, 1993; Gupta & Rosenthal, 1991; Handa & Radhakrishnan, 1991).

차입형 자본재편으로 부채가 증가하면 재무적 압박으로 필요한 투자가 제약되는 부정적 효과(cost of financial distress)와 불필요한 투자 및 지출을 제약하는 긍정적 효과(debt disciplinary pressure)가 함께 나타난다. 자사주 소각 등 減資가 수반되는 경우 자본 규모 감소로 자기자본 이익률(Return on Equity)이 개선되는 효과도 있다. 이자 비용의 증가로 인한 세금 경감 효과(tax-shield effect)도 가능하다. 학습자들은 토론을 통해서 이런 효과들을 직접 검토할 수 있다. 차입형 자본재편의 내용과 과정, 효과를 차입매수(Leveraged Buyout)와 비교해서 설명하는 경우도 있으나, 이 사례에선 다루지 않기로 한다.

자사주 매입 소각의 목적은 두 가지로 볼 수 있다. 주식수가 줄면 같은 이익으로 주당순이익이 늘어 주가 관리에 유리하다. 자사주 매입에는 세금도 붙지 않는다. 또한 주식 수가 줄면 대주주 지분율이 커져 이익 배당의 몫도 커지고 향후 다양한 주주 이익 증대 정책을 추진할 수 있는 의결권 기반도 강화된다.

(2) 차입형 자본재편에 따른 이해관계의 대립

본 사례는 차입형 자본재편에 따른 주주와 채권자, 종업원 사이의 이해 관계의 대립을 보여 준다. 학습자는 다음의 기본적인 질문에 답하면서 이해 관계의 실상을 이해할 수 있다. 교수자는 학습자로 하여금 법률적 타당성, 관련 사례와 정책 동향 등 추가적 정보를 검색해서 논증하도록 지도할 수 있다.

- 자사주 매입과 소각, 유상감자와 자산매각에 이르는 일련의 과정에서 누가 어떤 이득과 손실을 보는가?
- 이 과정은 법률적으로 타당한가?
- 유상감자나 회사 청산을 통해 주주에게 현금을 돌려주는 일은 옳지 못한가? 옳지 못하다면 이를 막기 위한 제도가 필요한가? 가능한가? 어떤 경우에 정당화될 수 있는가?

사례에서도 분석했듯이 BIH의 브릿지증권에 대한 투자는 수익률 면에서 성공적이라 평가하기는 어렵다. 학습자는 이 사례를 통해 사모펀드의 구성과 운영, 투자 수익 확보 전략에 대해 공부할 수 있다. 교수자는 다음의 질문으로 토론을 이끌 수 있다.

- BIH의 브릿지증권 투자는 객관적으로 성공했다고 볼 수 있을까?
- BIH의 투자 수익 확보를 위한 다양한 행위들은 어떻게 평가할 수 있을까?
- IBH의 입장에서 투자 수익 확보를 위한 다른 대안은 어떤 것들이 있을까? 이런 대안들이 실행된 경우 투자 수익률에 대한 판단은 어떻게 달라질 수 있을까?
- BIH의 일련의 행위들에 대해 어떤 비판들이 가능한가? 그 비판은 어떤 근거에서 타당하며, 또 어떤 경우에 부당한가?

투자 수익 확보를 위한 다른 대안은 전략적 창의성이 요구되는 내용이다. 예를 들어 BIH는 브릿지증권 투자 지분을 담보로 다른 투자안을 위한 추가적 재원 조달에 나설 수 있는데, 이때 조달된 재원이 어떻게 쓰이느냐에 따라 종합적 판단이 달라질 수도 있다. 브릿지증권의 매각에 대해서도 생각해 볼 수 있다. 교수자는 다음의 질문으로 토론을 이끌 수 있다. 토론을 위한 정보는 사례에 포함되어 있는데, 특히 외환위기 이후의 금융 여건 변화와 이해 관계자들의 상황 변화가 핵심이다. 교수자는 학습자로 하여금 추가적 정보를 수집하고 분석하도록 하여 스스로 논점을 세우고 관련 판단 근거를 정리하는 훈련을 시킬 수 있다.

- 2005년 BIH가 브릿지증권을 리딩투자증권으로 매각하려다 좌절된 이유는 무엇인가?
- 금융 감독당국이 합병승인을 불허한 이유는 어떻게 해석할 수 있을까?
- 노조의 반대와 시민단체의 연대는 어떤 배경에서 이루어졌는가?
- 2007년 골든브릿지로 합병된 과정은 앞의 리딩투자증권의 경우와 무엇이 어떻게 다른가?
- 2005년 매각 시도와 2007년 합병을 비교할 때 이해 관계자들의 입장은 어떻게 달라졌을까? 이는 매각 및 합병에 어떻게 영향을 주었을까?

이해 관계의 대립이 정치권, 시민단체, 노조의 입장과 움직임을 통해서 쟁점화 되는 과정을 통해 재무 정책이 사회-경제적 환경 속에서 전개되는 언론 홍보(media relations)와 대외협력(external relations)의 과제를 공부할 수 있다. 현실적 이익이 있고 법률적으로 문제가 없더라도 사회적으로 수용되기 어려운 윤리의 문제가 제기될 수도 있다. 교수자는 필요한 경우 역할극(role play)을 통해

서 학습자들이 다양한 입장을 체험해 볼 수 있다. 다음은 이 같은 논의를 위해 마련된 질문들이다.

- 노조의 입장에서 BIH에 의한 차입형 자본재편으로 어떤 이해 득실이 생길 수 있을까?
- 노조의 입장에서는 이에 대해 어떤 문제 제기가 가능할까?
- 노조는 문제를 제기하고 이익을 확보하기 위해 어떤 전략이 필요할까? 특히 법률적 문제 제기와 언론의 활용은 어떤 방안이 필요하며, 어디까지 효과적일까?
- 금융감독 당국, 국회 등 정부 부문의 입장은 어떻게 될까? 노조, BIH 등 이해 관계자들은 이들 정부 부문에 대해 어떤 전략이 필요할까?
- 신문, 방송 등 미디어의 입장은 어떻게 될까? 언론사들 사이에는 다양한 입장이 있을 수 있고, 동일 언론사 내에도 입장 차이가 있을 수 있다. 이는 BIH, 브릿지증권 노조, 등 이해 관계자들에게 어떤 의미를 갖는가?
- 브릿지증권의 일련의 자본재편 과정을 다양한 이해 관계자들과 주변 집단의 상호 작용 관계로 분석하면 어떤 시사점을 얻을 수 있을까?

해당 사안에 대한 논의는 실정법상의 타당성을 넘어서 다양한 이해 관계자들의 입장이 언론, 정부, 시민사회와 맞물리는 정치적 과정으로 전개되었다. 그 배경에는 외국계 투자펀드의 국내 기업 인수에 대한 정서적 반감이 존재한다. 이 사례는 현실의 재무정책은 이런 정치경제학적(political economic) 현상에 대한 분석과 대응을 필요로 할 수 있음을 보여 준다.

(3) 국부유출 논란과 전략적 의미

금융감독 당국, 행정부를 대표하는 대통령과 참

모 조직, 나아가 국회 등 정치 부문은 국가의 이익을 목표로 한다. 정파적 이해관계가 있어도 국가 이익이라는 명분에 맞추어 주장할 수 밖에 없으며, 다양한 주장은 주로 언론을 통해 이루어진다. 경제 정책에 있어 국가 이익은 궁극적으로 경제 전체의 후생(welfare)을 판단 기준으로 하는데, 다양한 가정이 가능하고 여러 집단의 득실이 엇갈리는 경우 그 우선순위에 대한 고려가 필요하다. 학습자는 다음 질문을 통해서 국가 이익에 대한 다양한 주장에 대해 판단해 볼 기회를 가질 수 있다.

- BIH는 브릿지증권을 통해서 한국의 국부에 손상을 주었는가? 어떤 전체적 가정이 있을 때 '손상'을 주장할 수 있을까?
- 국가 이익을 위해 잘못된 점이 있다면 그 원인은 무엇일까?
- BIH의 투자 전략을 담당할 사람은 한국의 국익을 위해 BIH투자자의 이익을 포기해야 할까?
- 국내에서 형성된 사모 투자펀드라면 다를 수 있을까? 구체적으로 무엇이 어떻게 다를까?
- 국가 이익을 위해 BIH에게 이익을 포기하게 만들려면 어떤 수단이 가능할까? 이때 어떤 부작용이 가능할까?

사례에도 언급되었듯이 민간 기업이나 투자자가 법률적으로 설정된 범위를 넘어서 자발적으로 국가 이익을 고려하게 강제하기는 어렵다. 특히 외국계 사모 투자펀드에 경영권을 허락한 이상 더욱 그렇다. 넓은 의미에서의 '사회적 책임과 봉사'의 일환으로 국가 이익을 고려하는 것을 기대할 수도 있으나 투자펀드의 현실에선 쉽지 않고, 자발적 고려에 대해 반대급부를 제공해야 한다면 결국 국익에 대한 종합 판단이 필요하다. 국가 이익에 주는 영향도 경제 상황과 사업 내용에 대한 가정에 따라 달라진다. 정부는 다양한 수단을 통해 투자펀드가 국

가 이익을 위해 일부 이익을 포기하게 만들 수 있고 국내 펀드의 경우 (향후 사업 전략상) 그 여지는 더 크다. 그러나 한국 정부와 자본시장에 대한 투자자의 신뢰는 떨어질 수 있다.

(4) 주주 가치(shareholder value)와 이해관계자 가치 (stakeholder value)

기업의 목적을 투자자인 주주의 부(wealth)를 위한 기업가치 극대화로 정의할 경우 BIH의 주요 결정들은 합리화될 수도 있다. 다른 이해관계자들의 이익은 법률적으로 보호되는 것으로 판정되고 있다. 그러나, 현실에서는 여기 더해 다양한 이해 관계자에 대한 윤리적, 도덕적 책임이 제기된다. 이른바 이해관계자 가치의 관점이다(Carroll, 1989; Clarkson, 1991; Freeman, 1984). 이 사례에는 이 같은 기업의 목적과 가치에 대한 관점의 문제가 담겨 있다. 학습자들은 다음의 질문에 답하면서 이런 기업 목적과 가치에 대한 판단을 경험할 수 있다.

- BIH에 의해 선임된 브릿지증권의 경영진은 누구의 이익을 위해 일해야 하는가? 이해 관계자들의 이익이 엇갈릴 때 어떤 기준에 따라서 판단해야 할까?
- 특히, 유상감과 특별감자는 근로자에게는 불리할 수 있다. 브릿지증권의 경영진은 어디까지 근로자의 이익을 보호해야 할까?
- 다양한 이해 관계자들의 이익을 법률적 계약을 넘어서 배려하는 것은 어디까지 바람직할까? 이런 배려를 제도적으로 혹은 정책적 개입을 통해 강제할 경우 어떤 일들이 벌어질까?

주주가치를 기업의 목적으로 보는 것은 재무, 금융 분야의 일반적 견해이지만 현실의 경영에서는

근로자의 이익과 이를 중요하게 생각하는 정치적, 사회적 현실이 존재한다. 한계 기업에 대한 청산이 어려운 현실적 이유이고, 기업에 대한 가치관의 차이가 반영되어 있다.³²⁾ 골든브릿지와와의 합병과 우리사주 조합의 지분 설정은 이런 한국적 현실을 담은 해결책이기도 하다.

3. 차입형 자본재편의 국내외 사례

학습자는 차입형 자본재편의 다양한 사례들을 수집, 분석함으로써 사례의 내용을 더 깊이 이해할 수 있다. 해외의 관련 사례로 가장 널리 알려진 것은 Sealed Air사의 경우이다. 1980년대 말 Sealed Air는 5,000만 달러에 육박하는 현금 및 현금성 자산을 보유하고 안정적인 잉여 현금흐름을 창출하고 있었다. 경영진은 풍부한 현금을 바탕으로 다양한 프로젝트에 적극적으로 투자했고, 이에 대해서 시장에서는 주주들에 대한 이득 배분에 소홀하다는 지적이 제기되었다. 이에 경영진은 당시 주당 40달러, 총 3억4,000만 달러에 달하는 금액을 특별 배당을 통하여 주주들에게 지급하기로 결정했고 이를 위해서 총 3억 달러를 상회하는 금액을 조달했다. 배당결의 발표 후 기업의 주가는 소폭 상승한 뒤에 배당 지급 직후 12달러로 떨어졌다. 당해년도 말까지 주가는 12달러에서 점진적으로 상승하여 20달러가 되었으며 이듬해부터 회사가 부채 비율을 다시 낮추기 시작하면서 지속적으로 상승하였다. 당시 Sealed Air의 최고경영자였던 Dermot Dunphy는 그때 이루어졌던 차입형 자본재편을 매우 성공적인 것이었다고 평가했다(Wruck & Barry,

1994).

미국 침대업체 시몬스(Simmons) 사례는 차입형 자본재편의 부정적 측면을 보여 준다. 사모펀드 THL은 2003년 회사를 인수한 뒤 2009년 말까지 차입형 자본재편을 통하여 7700만 달러의 투자 수익을 올렸다. 시몬스 경영진은 2007년에만 3억 달러의 채권을 발행해 이 가운데 2억3,800만 달러를 배당금으로 THL에 지급했는데, 시몬스는 1986년 처음 사모펀드에 인수되면서 2009년 말까지 총 7개의 사모펀드들에 의해서 소유된 바 있다. 이 기간 동안 회사의 부채는 1986년 당시 1억6,400만 달러에서 2009년 말 10억 달러로 6배 이상 증가했다. 업계에서는 사모펀드에 고용된 경영진이 자산매각이나 구조조정을 통해서 사모펀드의 투자 수익을 얻는데 집중하는 과정에서 신규 제품 개발과 마케팅에 충분한 투자가 이루어지지 못했다는 비판을 제기했다. 사모펀드들이 시몬스를 통해서 7억 5,000만 달러의 투자 수익을 얻은 반면, 2009년 한 해에 전체 인력의 4분의 1에 해당하는 1,000명이 해고되었다. THL은 시몬스를 또 다른 사모펀드인 아레스 매니지먼트(Ares Management)와 온타리오주 교직원연금에 매각할 예정인데, THL은 시몬스 매각 작업의 일환으로 2009년 11월 파산보호 신청을 했다. 10억 달러에 달하는 현재의 부채를 4억 5,000만 달러 수준으로 줄이는 부채조정 작업을 원활하게 만들기 위한 작업이라고 해석된다.³³⁾

전략적 투자자에 의해 이루어진 차입형 자본재편의 국내 사례로는 2005년 하이트맥주가 진로를 인수한 후에 시행한 유상감자가 있다. 하이트맥주는 당시 법정관리 상태였던 진로의 채무 1조 원을 떠안는 동시에, 교직원연금공제회, 군인공제회 등과

32) 이해관계자 가치를 폭넓게 인정하는 편이 주주가치에도 보탬이 된다는 주장은 이런 현실을 인정하는 것이지 기업의 목적 자체를 다르게 보는 것은 아니다.

33) “美 시몬스 침대 사모펀드 ‘떡튀’ 대상?” 한국경제, 2009. 10. 06.

함께 컨소시엄을 구성해 2조4,288억 원의 자금을 투입하여 진로를 인수한 후 2006년 3월에 전체 주식 중 23.4%의 유상감자를 실시하여 총 2386억 원의 투자수익을 거두었다. 그러나 이 경우에는 기업공개를 위한 기반 조성 목적도 있었다. 상장 회사였던 진로는 외환위기 때의 부도로 2003년 상장폐지된 상태였다. 하이트맥주는 진로 인수 컨소시엄에 참여한 연기금 등 재무적 투자자들의 투자수익을 보장해 주기 위해서 풋백옵션(Put-back option)을 제공했다. 재무적 투자자들은 진로가 향후 특정 조건을 만족시키지 못하는 경우 자신들의 투자수익을 회수하기 위해서 풋백옵션을 행사할 수 있는데, 이 경우 하이트맥주가 사전에 협의된 가격에 의해서 재무적 투자자들의 보유지분을 다시 매입해 주어야만 한다. 이 때 옵션을 행사하기 위해서 전제된 조항이 2009년에서 2010년까지 진로를 재상장하는 것이었다. 따라서 하이트맥주는 총 1조 6,000억 원 정도로 추산되는 미래에 다가올 풋백 옵션 행사의 부담 때문에 진로를 재상장해야 했는데, 당시 진로의 누적결손금으로 인한 자본잠식이 문제였다. 하이트맥주는 진로의 재무구조를 개선시키기 위해서 먼저 유상감자를 단행하여 그 동안의 자본잠식 부분을 새롭게 장부에 반영해서 이 문제를 해결할 수 있었다.

2000년대 초반, 한국에서는 97년 외환위기 당시 시장에 매물로 나왔던 기업들을 인수했던 사모펀드 등의 외국계 자본들이 투자금을 회수하는 시도가 다수 이루어졌다. 이 당시 제3자 매각(Trade Sale) 등과 함께 많은 차입형 자본재편도 이루어졌다. 지난 1999년 말 만도를 인수한 선세이지는 CCMP 캐피탈³⁴⁾ 및 어피니티에쿼티파트너스³⁵⁾가 공동으

로 설립한 법인이다. 선세이지는 2008년 초 만도를 매각하기까지 총 여섯 차례의 배당을 통해서 약 1,257억 원을 회수한다. 또한 2003년 말에는 자본금의 33.5%에 달하는 유상감자를 통해 추가로 762억 원의 투자수익을 올렸다. 특히 2004에서 2006년까지 액면가 5,000원인 주식에 대해 주당 5,000~7,000원의 현금배당이 이루어진 것에 대해 논란이 일기도 했다. 론스타 펀드에 대한 '외환은행 헐값 매각' 논란은 (그 과정의 세금 납부의 적정성 논란과 더불어) 2010년 현재에도 계속되고 있다.³⁶⁾

34) 당시 JP모건파트너스

35) 당시 UBS캐피탈

36) "외환은행 매각시 여론 고려 않겠다", 동아일보, 2010. 05. 18. "외환은행 헐값매각 사건..대법원서 결론", 파이낸셜뉴스, 2010. 01. 05. "론스타, 외환은행 인수 과정 2심서도 '헐값 매각 아니다'", 경향신문, 2009. 12. 29.