



KCMI

Korea Capital
Market Institute

시장 메커니즘을 활용한 기업구조조정의 시도: 일본의 경험과 시사점

현 석 | 이형기

시장 메커니즘을 활용한
기업구조조정 의 시도:
일본의 경험과 시사점

2017. 7.

연구위원 현 석
금융투자협회 이 형 기



序 言

1997년 외환위기 당시 단기 유동성 부족으로 우량기업들의 도산이 우려되었고 금융시장도 정상적으로 기능하지 못하였다. 과도한 기업 퇴출이 우려되는 상황 가운데 정부 중심의 신속한 구조조정은 과도한 기업 채무 조정과 금융시장의 안정에 기여하였다. 그러나 외환위기 이후 20년이 지난 2017년, 당시와는 달리 저성장, 저물가 등을 특징으로 하는 뉴노멀시대 하의 우리 기업들은 협소한 내수시장과 과잉공급 문제를 해소하기 위해서 글로벌 관점에서 기업구조조정과 산업재편을 이루어야 할 시점이다. 그런데 대우조선해양 사태에서 보듯이 정부나 정책금융기관이 주도하는 구조조정방식은 이미 한계에 부딪혀 어려움을 겪고 있다.

최근 4차 산업혁명으로 인한 급격한 산업구조의 변화, 대외경제의 불확실성, 글로벌 과잉공급에 탄력적으로 대응하지 못하면서 우리 산업의 경쟁력이 저하되고 있다. 경쟁력을 상실한 산업과 한계기업에 대한 구조조정이 신속하게 이뤄지지 않으면 향후 부담해야 할 구조조정 비용이 증가할 것이며 기업 생산성과 산업 경쟁력은 더욱 떨어질 것이다. 따라서 새 정부가 시급히 해결해야 할 정책 과제 중 하나가 구조조정이다. 이런 문제를 인식하고 기존 구조조정방식의 한계를 극복하기 위해서 자본시장의 역할이 강조되는 시장친화적 구조조정에 대한 관심이 높아지고 있으나 기대되고 있는 사모펀드나 투자은행의 역할은 미흡하다.

그렇다면 어떻게 시장친화적 구조조정을 활성화할 것인가? 본 보고서는 제기된 질문에 대한 답변을 찾기 위해 한국 경제의 산업구조와 발전경로가 유사한 일본의 경험을 분석하고자 한다. 일본은 버블붕괴 이후 구조조정이 진행되어 왔지만 일본의 구조조정은 초기 더딘 상황 판단과 미진한 대응이 문제를 악화시켰다는 비판을 받았다. 그러나 흥미로운 점은 일본은 정부와 주거래은행 중심의 구조조정이 한계에 봉착했을 때 시장 메커니즘과 민간 전문가들을 활용하는 등 시장중심의 구조조정을 시도하였다는 것이다.

이런 시도 가운데 핵심적인 역할을 수행한 것은 바로 산업재생기구이다. 관민합작의 구조조정펀드인 산업재생기구를 활용하여 정부와 은행 중심의 구조조정에서 탈피하여 시장 메커니즘을 활용한 구조조정 방식으로 전환하였다. 이런 산업재생기구의 경험을 토대로 관민재생펀드와 사모펀드가 구조조정시장에서 활동하게 되었다. 이후 주거래은행들이 부실채권 문제로 구조조정에 여력이 없는 틈새를 노려 일본 증권사들은 투자은행 업무의 경험을 살려서 구조조정시장에 진입하였다. 일본의 이런 경험은 향후 한국 구조조정방식에 대해 시사점을 제공할 것으로 생각한다.

보고서 작성을 위해서 수고한 현석 연구위원과 금융투자협회 이형기 박사에게 감사드린다. 특히 보고서 작성을 위해서 도움을 주신 마츠오 준스케(松尾順介) 교수와 다카기 신지로(高木新二郎) 변호사를 비롯하여 인터뷰에 응해주신 일본 구조조정 전문가들에게 감사드린다. 현지 조사를 지원해주신 금융투자협회 황영기 회장께도 깊은 감사를 전한다. 그리고 지정 논평을 맡은 최순영 연구위원과 연구조정위원들께도 감사드린다. 아울러 자료 조사와 원고 정리를 위해서 수고한 여밀림 연구원과 이수련, 김지희, 박지민 연구조원에게 감사를 전한다. 본 보고서가 앞으로 진행될 구조조정과 이를 효율적으로 지원할 정부의 역할과 정책금융의 활용방안, 그리고 자본시장을 통한 구조조정 활성화에 도움이 되기를 기대한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진의 개인 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝힌다.

2017년 7월
자본시장연구원
원장 안동현

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xiii
I. 연구 배경	3
II. 한국과 일본의 기업구조조정 제도	9
1. 한국의 기업구조조정 제도	10
2. 일본의 기업구조조정 제도	20
3. 한일 기업구조조정 비교와 시사점	34
III. 공적부문의 역할: 산업재생기구와 정부계·관민펀드	41
1. 산업재생기구: 정부계 재생펀드	41
2. 산업재생기구의 지원 결과와 평가	49
3. 정부계·관민펀드에 의한 사업재생지원	58
IV. 민간부문의 역할: 증권사 사업재생 비즈니스와 재생펀드	77
1. 증권사의 사업재생 비즈니스	77
2. 사모펀드(PEF)에 의한 사업재생	88
3. 시장 메커니즘을 활용한 구조조정에 대한 시사점	101
V. 정책적 시사점	105
참고문헌	111
부록	117

표 목 차

<표 II-1> 국내 기업구조조정 기구의 역사 및 현황	13
<표 II-2> 채권단 자율의 기업구조조정 체계	17
<표 II-3> 재무구조 평가제도와 기업 상시평가제도 비교	18
<표 II-4> 정리회수기구와 산업재생기구 비교	26
<표 II-5> 사업재생 관련 금융지원기법의 개요	28
<표 II-6> 법적정리와 사적정리 비교	33
<표 III-1> 주요 지원대상기업의 지원 전후의 실적	54
<표 III-2> 재정투융자와 산업투자의 상품성 비교	66
<표 III-3> 관민펀드와 민간펀드의 주요 차이점	66
<표 III-4> 관민펀드의 투자현황	68
<표 IV-1> 다이와증권 SMBCPI의 기업재생펀드	81
<표 IV-2> 증권회사의 투자자회사	82
<표 IV-3> 노무라홀딩스의 투자잔액	84
<표 IV-4> 다이와증권 SMBC Principal Investment	85
<표 IV-5> 펀드 관련 주요 법률개정의 현황	91
<표 IV-6> 주요 Buyout펀드의 투자규모	99
<부록 표-1> 사업재생과 도산법 등 관련법제 개정과의 관계	119
<부록 표-2> 개정산업재생법의 주요내용	121
<부록 표-3> 독점금지법개정의 주요내용	122
<부록 표-4> 상법 개정의 주요내용	123
<부록 표-5> 산업재생기구와 세법과의 관계 내용	125
<부록 표-6> 메가뱅크의 자본에 대한 이연법인세 자산의존도	131

그림 목 차

<그림 II-1> 구조조정 추진 체계	15
<그림 II-2> 주요은행 부실채권 잔액 추이	22
<그림 II-3> 정리회수기구(RCC)의 사업재생 추진체계	24
<그림 II-4> 부실채권처리 기업재생의 포인트	25
<그림 II-5> 일본의 기업재생제도	32
<그림 III-1> 산업재생기구의 조직도	42
<그림 III-2> 산업재생기구 산업재생지원프로세스의 개요	47
<그림 III-3> 주요 지원대상기업의 추가추이	52
<그림 III-4> 산업재생기구 활동진반에 관한 평가	57
<그림 III-5> 지역경제 활성화기구의 지원체계	61
<그림 IV-1> Japan Rising Fund 개요	79
<그림 IV-2> 일본기업이 관여하는 M&A의 금액·건수	86
<그림 IV-3> 일본 M&A시장: 금융기관별 점유율	87
<그림 IV-4> 5개 대형증권의 M&A수수료 등	87
<그림 IV-5> 기업 성장단계별 성장자금공급의 필요성	89
<그림 IV-6> Equity형 재생펀드의 구조 (예)	95
<그림 IV-7> Debt형 재생펀드의 구조 (예)	95
<그림 IV-8> 지역관 기업재생펀드 설립 사례	97
<그림 IV-9> Buyout Fund 안건 수의 추이	98
<그림 IV-10> 구조조정방식의 전환	101
<그림 V-1> 한국형 산업재생기구 (안)	107
<부록 그림-1> 금융기관의 기업재생에 제도적인 구조의 이용 상황	126
<부록 그림-2> 금융재생프로그램	130
<부록 그림-3> 지역밀착형 금융의 기능강화추진에 관한 액션프로그램	133
<부록 그림-4> 금융개혁프로그램	134
<부록 그림-5> 미즈호금융그룹의 기업재생 프로젝트	135
<부록 그림-6> 일본 Mirai Capital펀드의 구조	137

약어표

ADR	Alternative Dispute Resolution
CRC	Corporate Restructuring Company
CRF	Corporate Restructuring Fund
CR-REITs	Corporate Restructuring Real Estate Investment Trusts
CRV	Corporate Restructuring Vehicle
DCF	Discounted Cash Flow
DD	Due Diligence
DDS	Debt Debt Swap
DES	Debt Equity Swap
DIP	Debtor In Possession
EBO	Employee Buy-Out
FA	Financial Advisor
IB	Investment Banking
IRCJ	Industrial Revitalization Corporation of Japan
KPI	Key Performance Indicator
LBO	Leveraged Buy-Out
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
IRCJ	Industrial Revitalization Corporation of Japan
JAL	Japan Airlines
JBIC	Japan Bank for International Cooperation
JRCP	Japan Recovery Capital Partners Limited Partnership
NPF	Nomura Principal Finance

PEF	Private Equity Fund
PFI	Private Finance Initiative
PI	Principal Investment
RCC	Resolution and Collection Corporation
REVIC	Regional Economy Vitalization Corporation of Japan
TMA	Turnaround Manager Association
UAMCO	United Asset Management Company
WEF	World Economic Forum

《 Executive Summary 》

1997년 외환위기를 계기로 국내 구조조정에 대한 법제도가 정비되기 시작하였고 정부중심으로 신속하게 대규모 구조조정이 진행되었다. 외환위기 당시에는 구조조정시장과 관련 법제도가 정비되어 있지 않았기 때문에 기업 과잉채무와 은행 부실문제를 처리하기 위하여 정부와 은행중심의 구조조정이 전개되었다. 그리고 2007년 글로벌 금융위기 이후 불확실한 대외여건으로 부실한 한계기업이 증가하고 있어 기업구조조정의 필요성이 다시 높아지고 있다.

그러나 외환위기 이후 20년이 지났음에도 불구하고 여전히 정부와 정책금융기관을 통한 구조조정 방식에서 크게 벗어나지 못하고 있다. 최근 정부의 조선·해운의 구조조정 과정에서 드러난 문제점과 정치적 이슈 등으로 기존 구조조정 방식은 한계점에 도달했다. 이런 문제점 때문에 많은 국내 연구들은 정부와 정책금융기관 중심의 구조조정 방식에서 벗어나 시장 메커니즘을 활용한 구조조정이 활성화되어야 한다고 지적하고 있다.

시장친화적 구조조정에서 역할이 기대되고 있는 국내 사모펀드는 빠르게 성장하고 있으나 구조조정 과정에서의 역할은 아직 초기 단계이며 특히, 수조원에서 수십조원에 이르는 대규모 자금과 정상화까지 장시간이 소요되는 조선업과 같은 중후장대 산업의 경우, 국내 사모펀드의 역할은 더욱 제한적이다. 본 보고서에서는 이런 문제점을 인식하고 시장 메커니즘을 활용하면서도 시장실패를 보완하기 위한 구조조정 방식에 대해서 고찰해보고자 한다. 특히, 한국 경제의 산업구조와 발전경로가 유사한 일본의 구조조정 경험을 분석하여 국내 구조조정 방향에 대한 시사점을 도출하고자 한다.

한국과 일본의 구조조정은 자발적인 노력보다는 외부적인 요인에 의해 시작되었다. 한국의 구조조정은 1997년 외환위기 극복의 일환

으로 시작되었다. 그리고 일본은 버블붕괴 이후 2000년대 누적된 부실채권과 부실기업 처리로 시작되었다. 이런 양국 구조조정의 공통적인 배경으로는 고도 경제성장기에 수익성보다는 매출 등의 외형적 확장을 중시하는 경영과 이에 따른 과잉 투자(공급), 경영자들의 기업경영 실패, 관치금융이나 주거대출은행에 따른 부채 거버넌스의 부재 등을 지적할 수 있다.

그리고 한국과 일본의 구조조정 법제도 환경은 유사하다고 볼 수 있다. 예를 들면 일본의 산업활력법과 산업경쟁력강화법 등을 참고로 하여 구조적인 과잉공급 산업에 대한 선제적인 구조조정을 위해 국내에도 기업활력법을 도입하였다. 이렇게 법제도 환경과 경험은 유사하지만 구조조정 방식에서는 차이점을 보이고 있다. 한국은 PEF 등 시장친화적 구조조정을 시도하고 있으나 여전히 정부와 정책금융기관 중심의 구조조정이 진행되고 있다. 반면에 일본은 공적자금 투입에 대한 비판적 여론 그리고 은행들의 대규모 부실채권으로 인하여 정부와 은행 중심이 아닌 시장 메커니즘을 활용한 구조조정을 시도하였다.

구체적으로 일본은 1990년대 버블이 붕괴된 이후 누적된 부실채권 처리를 위해서 구조조정이 시작되었다. 그러나 부실채권 처리 과정에서 많은 기업들이 정리되자 일본 기업과 산업의 경쟁력 저하를 우려하는 목소리가 커졌다. 따라서 일본 정부는 2003년 4월 부실채권 처리와 기업·산업재생이라는 두 가지 정책목표를 달성하기 위해서 산업재생기구법에 근거하여 정부계 펀드인 산업재생기구(Industrial Revitalization Corporation of Japan: IRCJ)를 설립하였다.

일본 정부는 산업재생기구를 활용하여 위험자금을 공급하고 민간 자본과 전문지식, 노하우 등을 활용한 시장친화적 구조조정 방식으로 전환하였다. 특히 법적정리와 사적정리의 중간적 역할을 수행한 산업재생기구는 일본 구조조정시장 형성에 크게 기여하였다. 사업

재생을 위한 주식회사로 민간방식의 조직·운영하면서 특별법으로 설립된 공적기관으로서의 역할도 수행하였다. 이런 산업재생기구의 기능을 활용하여 한국의 구조조정 방식과는 달리 정부의 직접적 관여나 채권은행에만 의지하지 않고 채무조정과 사업재생이 가능하였다. 그리고 일본 증권사들은 투자은행 업무 경험을 살려서 펀드 조성과 자기자본투자의 형태로 구조조정시장에 진입하였고 민간자본을 활용한 관민재생펀드와 PEF들도 활성화되었다.

한국과 일본의 구조조정 경험 및 제도 비교를 통해, 시장친화적 구조조정이 이뤄지기 위해서는 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있다. 첫째, 정부와 은행 중심의 구조조정시장에서 벗어나야 한다. 둘째, 사적정리의 이점을 최대한 살리고 구조조정의 복잡한 이해당사자간의 합의를 원활하게 이끌어 낼 수 있는 일본의 산업재생기구와 같은 중립적 주체가 필요하다. 셋째, 정부는 큰 틀에서 일본 「금융재생 프로그램」과 같은 산업재생에 관한 원칙 수립이나 구조조정 관련 법제도 등을 정비해야 한다.

시장친화적 구조조정을 활성화하기 위해서는 정부 개입을 최소화하고 구조조정채권을 시장가격에 거래하며 기업 존속가치를 제고하는 방향으로 가야할 것이다. 그러나 현재 구조조정의 문제점과 자본시장의 한계를 고려한다면 정부와 채권단 중심의 구조조정에서 시장친화적 구조조정으로 전환하기 위해서는 일본의 산업재생기구와 같이 시장 메커니즘을 활용한 관민협력 구조조정펀드(기구) 설립을 검토해 볼 필요가 있다.

이런 기구의 설립을 통하여 구조조정 과정에서 발생하는 공적이익(정책목표)과 사적이익(수익추구)이 양립가능하고 국민에게 설명이 가능한 기업구조조정을 진행해야 한다. 또한 구조조정의 충격이 특정 지역에 쏠리는 경우, 해당 지역 정치인의 압력을 배제하고 원활한 구조조정 진행과 지역경제 회생을 위해서 지역경제활성화기구(가칭)

설립도 필요할 것이다. 이런 기구를 설립하여 현재 정책금융기관에 집중된 구조조정의 부담을 정부계 펀드나 관민펀드로 이전하여 정부가 일정 부분의 리스크를 부담하고 민간 자본과 전문성을 활용하여 금융자원의 효율성을 제고하는 것이 바람직하다.

구조조정 초기나 위기 시에는 시장실패를 보완하고 높은 위험을 감수할 수 있는 정부나 정책금융기관 중심의 구조조정방식이 신속하고 효율적이다. 그러나 고도화된 산업구조와 불확실한 대내외 환경 하에서 정부실패의 문제점이 드러나고 있기 때문에 향후 정부가 위험자본을 제공하고 민간의 전문성 및 자금을 활용하는 정부계 펀드나 관민펀드의 도입이 바람직하다. 이런 정부계 펀드와 관민펀드를 통하여 경험과 노하우를 축적하여 구조조정시장 발전을 선도하고 민간 플레이어들을 육성한다면 사모펀드와 투자은행 중심의 시장친화적(시장중심) 구조조정으로 전환될 수 있을 것으로 기대한다.

— « Abstract » —

**Attempt at Corporate Restructuring Using Market Mechanisms
: Experiences in Japan and its Implications for Korea**

In the wake of the 1997 Asian financial crisis, an overhaul on Korea's legal framework governing corporate restructuring began, while massive, government-led restructuring was carried out expeditiously. Without an established legal framework and a restructuring market, the government and banks took initiatives in addressing excessive debt in the private sector and distress in the banking sector. More recently, the need for corporate restructuring has been rising again as the number of distressed firms has increased amid external uncertainties since the 2007 global financial crisis.

Although two decades passed after the 1997 Asian financial crisis, Korea's corporate restructuring is still carried out by the existing method via the government and public financial institutions. The existing method, however, reached its limit given the problems exposed by the government-led restructuring of shipbuilding and shipping industries, and other political issues. Thus far, many studies point to those problems, arguing that Korea should break away from the existing restructuring method largely led by the government and public financial institutions, and facilitate restructuring based on the market mechanism.

However, despite the rapid growth of Korea's private equity funds expected to play a greater role in market-based restructuring, their capabilities fall short of restructuring heavy industries such as shipbuilding that requires a vast amount of capital ranging from a couple of trillion won to dozens of trillion won, and a long period of time until business normalization. Against the backdrop, this study analyzes Japan's business rehabilitation (restructuring) case that taps into the market mechanism, and draw out meaningful implications for Korea's directions for restructuring. Based on those implications, I seek to suggest a restructuring structure for the government that is suitable for addressing market failure while capitalizing on the market mechanism.

Restructuring in Korea and Japan was initiated by external factors, rather than voluntary efforts. Korea's restructuring first began as part of efforts to overcome the 1997 Asian financial crisis. In Japan, restructuring kicked off to handle distressed debt and distressed firms that snowballed in the 2000s after the bubble burst. The two countries share some common backgrounds, for example, business management prioritizing growth over profitability in the period of high economic growth, the resultant investment (supply) glut, management failures, the absence of debt governance due to heavy reliance on government-led financing and the main bank, etc.

Also common between the two countries is the legal and institutional framework governing restructuring. For example,

Korea enacted the Special Act on the Corporate Revitalization, modelling after Japan's Industrial Revitalization Act and the Industrial Competitiveness Enhancement Act. Despite the two countries' similar experience and legal and institutional environment, they differ in terms of the restructuring method. Although Korea shifts toward market-friendly restructuring using private equity funds, etc., its restructuring still relies heavily on the government and public financial institutions. By contrast, Japan capitalizes on the market mechanism for restructuring due to the prevailing criticism on the use of public funds, as well as large-scale distressed debt in banks.

More concretely, Japan began its corporate restructuring efforts to deal with distressed debt accumulated after the bubble burst in the 1990s. However, after its public fund injection during the process faced severe criticism, Japan turned to market-friendly restructuring using private sector capital and expertise, moving away from government-led restructuring. In line with this, Japan temporarily operated the Industrial Revitalization Corporation of Japan (IRCJ) that served to plug the gap between reorganization and workout regimes by efficiently handling restructuring agenda that had long remained unsolved.

Through IRCJ, Japan provided risk capital and shifted its restructuring method toward a market-friendly one that fully takes advantage of private sector capital, expertise, know-how, etc. Especially, IRCJ worked in the middle of

reorganization and workout regimes to contribute greatly to forming Japan's restructuring market. Organized and established as a private corporation for rehabilitation under the special law, IRCJ also served as a public organization. By using the function of such an industrial rehabilitation body, Japan carried out debt rescheduling and business rehabilitation without direct government intervention and heavy reliance on the creditor banks. And Japanese securities firms brought their investment banking experience to enter the restructuring market either by establishing funds or via principal investment, which helped facilitate public-private rehabilitation funds and private equity funds based on private sector capital.

A comparative look at the two countries' restructuring experience and regimes reveals the following preconditions to market-friendly restructuring. First, it is necessary to shift away from restructuring oriented by the government and banks. Second, a neutral body such as Japan's IRCJ is critical in fully taking advantage of workout and helping complex stakeholders involved in restructuring to reach consensus. Third, the government should overhaul the restructuring-related legal and institutional framework, and build a bigger frame of principles on industrial rehabilitation, e.g., Japan's Financial Revival Program.

For facilitating market-friendly restructuring, the overall direction should shift toward minimizing government intervention; trading restructuring debt at market prices; and

improving the going concern value. However, under the current limits faced by Korea's restructuring and the capital markets, it is worth considering forming a public-private restructuring fund (body) based on the market mechanism, such as Japan's IRCJ, which helps transform the center of restructuring from the government and creditors to market forces.

Establishing such a body enables public interests (policy goals) and private interests (profit seeking) to coexist during the course of restructuring, and makes restructuring more convincible in the eye of the public. If the shocks of restructuring cluster in certain areas, a regional economic revitalization body will be helpful to exclude pressure from regional politicians and revive the regional economy. A desirable picture is establishing a body via which the burden of restructuring on public financial institutions is transferred to public-private funds, so that the government shares part of risks and improve efficiency of financial resources by tapping into private sector capital and expertise.

At the early stage of restructuring or during a crisis, restructuring is more efficient and speedy if led by the government or public financial institutions that are capable of taking on higher risks and addressing market failure. However, today's rapidly changing environment exposes problems arising from government failure. A desirable structure is a government-based fund where the government provides risk capital and uses private sector expertise and

capital, or a public-private fund. If those two funds help accumulate experience and know-how, take initiatives in developing the restructuring market, and nurture private sector players, this will certainly usher in a market-friendly (market-oriented) restructuring regime where private equity funds and investment banks take the central role.

1. 연구 배경

I. 연구 배경

1997년 외환위기를 계기로 구조조정에 대한 국내 법제도가 정비되고 대규모 구조조정이 진행되었다. 무리하게 사업을 확장했던 국내 기업들이 부실화됨에 따라 기업구조조정이 필요하게 되었다. 당시 구조조정시장과 관련 법제도 등이 정비되지 않았기 때문에 기업 과잉채무와 은행 부실 문제를 해결하기 위해서 정부 중심의 신속한 구조조정이 전개되었다. 그리고 2007년 글로벌 금융위기 이후 불확실한 대외여건으로 부실기업이 증가하고 있어 기업구조조정의 필요성이 다시 높아지고 있다. 그러나 외환위기 이후 20년이 지났음에도 불구하고 여전히 정부와 정책금융기관을 통한 구조조정 방식에서 크게 벗어나지 못하고 있다.¹⁾

조선·해운과 같이 막대한 자금이 필요하거나 국가 경제에 필요한 기간산업의 경우, 시장실패를 보완하기 위해서 정부의 개입이 필요한 측면도 있다. 그러나 최근 정부의 조선·해운의 구조조정 과정에서 드러난 문제점과 정치적 이슈 등으로 기존 구조조정 방식은 한계점에 도달했다. 우리 경제를 이끌어 온 중후장대의 기간산업과 수출산업은 글로벌 경기 둔화와 4차 산업혁명²⁾ 등 급변하는 대내외 경제환경으로 인해 경쟁력이 저하되고 있다. 경쟁력을 상실한 산업과 한계기업에 대한 구조조정이 신속하게 이뤄지지 않으면 제한된 자원과 인력 낭비로 인하여 생산성과 국제 경쟁력은 더욱 떨어지는 악순환에 빠질 수 밖에 없다.

정부 중심의 구조조정 하에서는, 기업이 경영에 실패하였다 하더라도 기업 경영자는 정부의 금융지원을 기대하며 외형 확장이나 방만 경영 등의 도덕적 해이에 빠지기 쉽다. 이런 경우, 기업경영 실패에 대한 책임을

1) 김상조(2016)에 따르면 산업은행이 채권을 보유한 99개 구조조정 기업 분석 결과, 산업은행이 주채권은행인 경우가 59개사이고 수출입은행, 기업은행까지 포함하면 83개사로서 구조조정 부담이 정책금융기관에 집중되어 있다.

2) 4차 산업혁명은 2016년 1월 세계경제포럼(World Economic Forum: WEF)의 화두로 떠올랐다. 이는 기계의 지능화를 통해 생산성이 고도로 향상되어서 산업구조의 근간이 변하는 것을 의미한다.

4 시장 메커니즘을 활용한 기업구조조정의 시도: 일본의 경험과 시사점

국민이 일차적으로 지고 그 다음 순서로 은행, 주주들이 책임을 진다. 그러나 시장중심 구조조정의 경우, 시장의 원리에 따라 주주, 은행, 국민의 순서로 기업경영 실패의 책임을 지게 된다. 이런 문제점 때문에 많은 국내 연구들은 정부와 정책금융기관 중심의 구조조정 방식에서 벗어나 시장 메커니즘을 활용한 시장친화적 기업구조조정이 활성화되어야 한다고 지적하고 있다.³⁾

관심이 높아지고 있는 시장친화적 구조조정에 관한 명확한 정의는 없으나, 일반적으로 정의한다면 구조조정 과정에서 정부 개입을 최소화하고 구조조정채권을 시장가격에 거래하며 기업 존속가치를 제고하는 구조조정이라고 할 수 있다. 단순히 말하자면 시장친화적 구조조정에서는 구조조정의 핵심 플레이어가 정부와 정책금융기관 중심에서 사모펀드(Private Equity Fund: PEF)와 투자은행(Investment Bank: IB)으로 바뀌는 것이다. 국내 사모펀드의 규모는 빠르게 성장하고 있으나 수조원에서 수십조원에 이르는 막대한 자금과 정상화까지 장시간 소요되는 조선업과 같은 중후장대 산업의 구조조정에서 사모펀드의 역할은 아직 제한적이다.⁴⁾

이런 구조조정의 문제점과 자본시장의 한계를 인식하면서 한국 경제의 산업구조와 발전경로가 유사한 일본의 사례를 분석하여 시사점을 찾고자 한다. 일본의 구조조정은 초기 더딘 상황 판단과 미진한 대응이 문제를 악화시켰다는 비판을 받았다. 그러나 흥미로운 점은 일본은 정부와 주거래 은행 중심의 구조조정이 한계에 봉착했을 때 시장 메커니즘을 통하여 구조조정채권을 시장가격으로 거래하고 민간 전문가들을 활용하는 등 구조조정에 시장 메커니즘을 도입하고자 노력한 것이다.

일본은 부실채권 처리과정에서 공적자금 투입에 대한 비판이 높아지면서

3) 많은 국내 문헌들이 시장중심(시장친화적) 기업구조조정의 필요성과 방안을 제시하고 있다. 박원석 외(2001), 이병근·이창용(2006), 김형태·빈기범(2012), 조항래·박상진(2013), 이병기 외(2014), 구자현(2015), 정삼영(2015), 박상인(2016), 김재훈·오정택(2016) 등.

4) 왜냐하면 사모펀드의 주요 출자자인 연기금들이 안정적이고 수익이 확실한 투자를 원하기 때문에 고위험, 불확실성, 장기 투자기간 등의 구조조정 안전에 투자하는 것을 기피하고 있다.

시장원리에 따라서 1997년에 야마이치증권, 타쿠쇼쿠은행, 그리고 1998년에 일본채권신용은행, 장기신용은행이 연이어 도산하였고 장기신용은행은 미국계 사모펀드(PEF) 리플우드에 인수되었다. 이를 계기로 정부중심보다는 시장을 활용하는 구조조정 방식으로 전환하게 되었다.

1990년대 초반 버블이 붕괴된 이후 은행들의 부실채권이 급증하면서 이를 처리하는 것이 일본정부의 최우선 과제였다. 이에 따라 일본정부는 2002년 「금융재생프로그램」을 발표하여 부실채권 처리를 가속화하였다. 그러나 은행들이 대규모 부실채권을 처리하는 과정에서 많은 기업들이 정리되면서 일본 기업과 산업의 경쟁력 저하를 우려하는 목소리가 커졌다. 따라서 일본 정부는 2003년 4월 부실채권 처리와 기업·산업재생이라는 두 가지 정책목표를 달성하기 위해서 산업재생기구법에 근거하여 정부계펀드인 산업재생기구(Industrial Revitalization Corporation of Japan: IRCJ)를 설립하였다. 또한 이런 일련의 과정에서 사업재생에 대한 인식 변화와 구조조정에 대한 이해도 제고 등으로 시장을 활용한 구조조정이 활성화되면서 구조조정이 상시적으로 진행되고 있다.

본 보고서에서는 일본의 사업재생(구조조정)에 대한 사례를 고찰하여 국내 구조조정 방향에 대한 시사점을 도출하고자 한다.⁵⁾ 무엇보다도 구조조정 과정에서 시장 메커니즘을 활용하면서도 시장실패를 보완할 수 있는 적합한 구조조정 방식을 고찰해보고자 한다. II장에서는 한국과 일본의 구조조정이 본격적으로 시작된 계기와 구조조정 제도와 현황을 비교·분석한다. III장에서는 1990년대 버블붕괴 이후 일본의 기업·사업재생, 산업재판관련 제도와 정책변화, 산업재생기구, 정부계·관민펀드 등 정부와 민간의 역할 분담에 대한 사례를 분석하여 구조조정 방식에 대한 시사점을 찾고자 한다. IV장에서는 시장친화적 구조조정방안, 즉 대형증권사의 사업재생 비즈니스와 PEF의 기능과 역할을 분석한다. 그리고 마지막 V장에서는 우리나라에 적합한 기업구조조정의 방향과 민간중심의 구조조정 비즈니스 가능성을 모색하고자 한다.

5) 일본에서는 구조조정보다는 특정사업부문을 회생·재건한다는 의미를 강조하기 위해서 재생(rehabilitation)이란 용어를 보편적으로 사용하고 있다.

II. 한국과 일본의 기업구조조정 제도

1. 한국의 기업구조조정 제도
2. 일본의 기업구조조정 제도
3. 한일 기업구조조정 비교와 시사점

II. 한국과 일본의 기업구조조정 제도

일본은 한국보다 앞서 장기불황을 겪으면서 오랜 기간 구조조정이 진행되어 왔다. 이지평(2000)은 일본의 구조조정은 초기 더딘 상황 판단과 미진한 대응이 문제를 악화시켰다고 지적한다. 그러나 흥미로운 점은 일본은 정부와 주거래은행 중심의 구조조정이 한계에 봉착했을 때 시장 메커니즘을 통하여 구조조정채권을 시장가격으로 거래하고 민간 전문가들을 활용하는 등 구조조정에 시장 메커니즘을 도입하고자 노력하였다.

구체적으로 보면 일본은 1999년 10월 「산업활력특별조치법」(일명 산업재생법)과 2002년 10월 긴급경제대책의 구조개혁의 구체화를 위한 종합정책의 하나인 금융·산업의 조기재생 조치로서 2003년 4월 동법을 개정하는 등 산업재생관련법을 제정하였다. 그리고 부실채권 처리 촉진과 기업재생 지원을 위한 제3의 중간기구로서 산업재생기구(IRCJ)를 주식회사로서 설립하였다. 이를 계기로 구조조정시장이 형성되고 민간 중심의 구조조정시장이 활성화되었다. 또한 2014년 1월부터는 아베노믹스의 일환으로서 기업구조조정과 산업재편을 지원하기 위해 「산업경쟁력강화법」을 시행하고 있다.

본 장에서는 한국과 일본의 기업구조조정 제도와 현황의 유사점과 차이점을 비교·분석하여 기존 구조조정 방식의 문제점을 고찰하고 일본의 경험에서 시사점을 도출하고자 한다.

1. 한국의 기업구조조정 제도⁶⁾

1997년 외환위기를 겪으면서 구조조정의 필요성이 대두되었다. 이에 따라 1998년 ‘기업구조조정 촉진을 위한 금융기관 협약’(약칭 ‘기업구조조정협약’ 일명 ‘워크아웃협약’)이 도입되었다. 그리고 부실기업의 구조조정 촉진을 위한 기업구조조정기구를 설립할 수 있는 법제도를 마련하였다. 외환위기 이후에 도입된 다양한 구조조정기구는 신속한 위기 극복을 위한 단기적인 목적은 달성하였으나 복수의 기구들이 파편적으로 존재하여 사후적인 구조조정에는 실효성이 크지 않아 상시적·사전적 구조조정에는 한계가 있었다.

법제도에 의한 구조조정은 2001년 「기업구조조정촉진법」이 제정되어 워크아웃 중심으로 진행되어 왔다. 그리고 2006년에는 통합도산법이 제정되어 화의법, 도산법, 회사정리법 등 분산되어 있던 법이 통합·정리되었다. 사적정리로는 채권단 자율협약이 시행되었고 중소기업 대상의 패스트트랙 등의 프리워크아웃제도가 도입되어 한시적으로 운영되었다. 이와 같이 한국의 구조조정 방식은 워크아웃과 법적정리로 크게 나뉘 볼 수 있다.

가. 1997년 외환위기 직후 구조조정의 시작

1997년 외환위기 당시에는 우리나라에 구조조정시장이 존재하지 않았다고 해도 과언이 아니다. 이는 과거 정부 중심과 수출 중심의 경제개발의 고도 경제성장 과정에서는 기업 도산이나 구조조정의 필요성이 그다지 높지 않았기 때문이다. 그러나 고도 성장기에 수익성이나 효율성 보다는 외형적 확장을 중요시 여기던 기업들이 1997년 외환위기를 계기로 어려움을 겪게 되어 자금을 제공하던 금융기관과 함께 부실화되었다.

6) 기업구조조정 추진방향 및 추진체계, 금융위원회(2008)와 이은석(2011)을 바탕으로 정리하였다.

외환위기 이후 1998년 ‘기업구조조정 촉진을 위한 금융기관 협약’을 도입하였다.⁷⁾ 그리고 금융기관의 부실채권을 해소하고 부실기업의 구조조정 촉진을 위해서 기업 구조조정기구를 설립할 수 있는 법제도에 대한 근거를 마련하였다. 구체적으로 <표 II-1>를 보면 1998년 9월 「증권투자회사법」이 제정되어 유동성이 부족한 중소기업에 대한 자금지원을 목적으로 기업구조조정증권투자회사(Corporate Restructuring Fund: CRF)제도가 도입되었다. 그리고 1999년 2월에는 「산업발전법」이 제정되어 시장 메커니즘을 활용한 기업구조조정을 촉진하기 위해서 기업구조조정전문회사(Corporate Restructuring Company: CRC)제도가 도입되었다. 그리고 2000년 10월에는 「기업구조조정투자회사법」 제정을 통해 워크아웃기업의 구조조정을 효율적으로 추진하기 위한 기업구조조정투자회사(Corporate Restructuring Vehicle: CRV)제도가 도입되었다.

그리고 2001년 3월에는 「증권투자회사법」의 개정을 통해 기업인수 증권투자회사(사모M&A펀드)제도가 도입되고 2001년 4월에는 기업구조조정을 지원하기 위하여 「부동산투자회사법」 제정을 통해 기업구조조정 부동산투자회사(Corporate Restructuring Real Estate Investment Trusts: CR-REITs)제도가 도입되었다. 2004년 10월에는 「간접투자자산 운용업법」(현재 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」)이 개정되어 PEF 제도가 도입되었다. PEF는 기존의 기업구조조정기구들과 달리 자금 조성 및 투자·운영 전반에 대해 비교적 포괄적인 자율권이 부여되었다.

그러나 외환위기 이후 도입된 다양한 기업구조조정 기구는 외환위기 극복을 위한 단기적인 필요성과 목적 달성만을 위해서 설계되어 각각의 목적에 따라 투자대상, 투자방법, 운영주체의 자격 등이 제한되어 일반적이고 상시적인 구조조정 기구로 정착하는 데는 한계가 있었다. CRF는 외환위기 이후 중소기업의 단기부채를 장기채부채로 차환하는 재무구조를 조정하는데 그쳤고 CRC는 구조조정 대상기업이 「산업발전법」에서 정한

7) 이 협약에 따라 워크아웃을 추진하는 과정에서 채권금융기관 간의 자율적·합리적 이해조정 관행의 부족, 일부 금융기관의 무임승차 문제, 부실기업 판정기준 미비 등의 문제점이 부각되었다.

법정관리나 워크아웃 기업으로 제한되어 있다는 한계가 있다. CRV는 금융기관의 부실채권을 정리하는 가교 역할을 수행하였으나 기업구조조정의 핵심적인 역할을 담당하기에는 부족하였다. CR-REITs는 부동산업투자자회사법에 따른 부동산업투자자회사의 특수한 형태로서 기업구조조정을 위한 부동산 투자에 특화되는 한계가 있었다. 외환위기 직후 도입된 대부분 기업구조조정 기구는 폐지되었으나 산업발전법상의 기업구조조개선 PEF는 존속되고 있다.

다양한 기업구조조정 기구 가운데 현재 PEF와 가장 유사한 형태의 기업구조조정 기구는 CRC의 기업구조조정조합이었다. 기업구조조정조합은 기업구조조정전문회사와 일반 투자자들이 출자하여 구조조정 대상기업에 투자하여 해당 기업의 구조조정을 유도하고 기업 가치를 제고하여 매각한 후에 수익을 얻는 것을 목적으로 하는 민법상의 조합이었다. 일반 투자자들로부터 자금을 조달하여 고위험의 구조조정 대상기업에 투자하는 구조는 외국계 벌처펀드나 2004년에 도입된 PEF와 유사한 형태라 할 수 있다. 그러나 김형태 외(2012)는 당시 구조조정은 외국계 금융기관이나 외국계 PEF 등이 중심적인 역할을 하였고 제도운영도 외국계 금융기관에 의해서 이뤄졌다고 지적하고 있다.

<표 II-1> 국내 기업구조조정 기구의 역사 및 현황

	기업 구조조정 증권 투자회사	기업구조조정 조합	기업 구조조정 투자회사	기업 구조조정 부동산투자회사	기업인수 증권 투자회사	사모투자전문회사
별칭	CRF	CR조합	CRV	CR-REITs	사모 M&A 펀드	PEF
근거법률	증권투자회사법 → 간접투자자산운용업법	산업발전법	기업구조조정 투자회사법	부동산 투자회사법	증권투자회사법 →간접투자 자산 운용	간접투자자산운 용→자본시장법
도입시기 소관부처 회사형태	1998년 금융위원회 주식회사	1999년 지식경제부 조합	2000년 금융위원회 주식회사	2001년 국토해양부 주식회사	2001년 금융위원회 주식회사	2004년 금융위원회 합자회사
운영자	자산운용회사	기업구조조정 전문회사(CRC)	자산관리회사, 자산관리회사 자격을 취득한 CRC	자산관리회사	원칙적으로 자산 운용회사, 기타 법 과 시행령에 따라 자격이 인정된 자	제한 없음
투자수단	신규 발행 주식 및 채권, 출자전환된 주식	구조조정대상 기업의 주식, 채권, CR, BW, 영업 양수, 자산매입	채권금융기관의 출자전환 된 주식 또는 부채	기업구조정용 부동산, 재무구조개선용 부동산	타기업 계열회사로 편입	원칙적으로 지분 10%이상 또는 경영에 영향력 행사 가능 투자
현존여부	자본시장법 시행과 함께 폐지	2009년 5월 일몰 기업 구조개선 사모 투자전 문회사 새로 시행 예정	한시법, 사실상 폐지	시행 중	자본시장법 시행 으로 폐지	시행 중

자료: 김형태 외(2012)

나. 한국의 구조조정제도

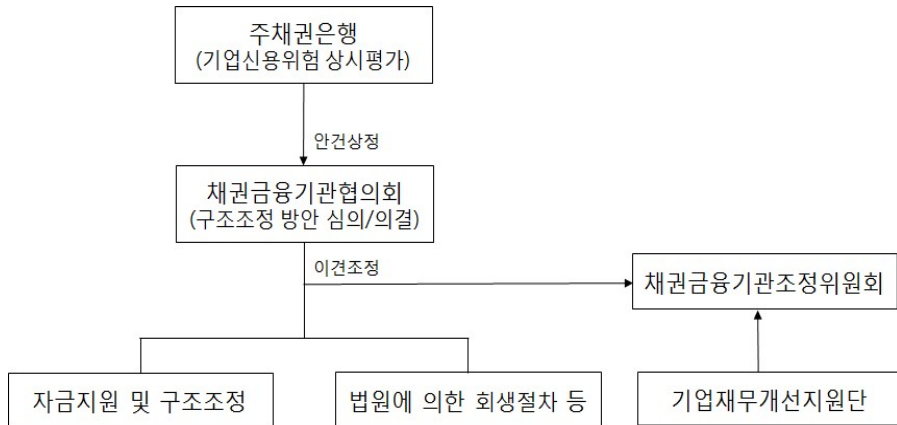
1) 구조조정 추진 체계

우리나라의 기업구조조정은 채권금융기관이 자율적으로 추진하는 것을 원칙으로 하며 <그림 II-1>과 같이 기업재무개선지원단, 채권금융기관협의회, 채권금융기관 조정위원회, 정부 간 역할을 분담한다. 기업재무개선지원단은 기업구조조정 업무를 효율적으로 지원하기 위하여 금융위원회(이하 금융위)와 금융감독원(이하 금감원)이 합동으로 설치한 조직으로 단장은 금융감독원장이 겸임하고 있다. 채권금융기관협의회는 주채권은행이 대상 기업별로 채권금융기관협의회를 구성하여 구조조정 방안을 협의·의결하는 기구이다.

채권은행은 상시 신용평가를 통해 거래기업을 정상(A), 일시적 유동성 부족(B), 부실징후(C), 부실(D)의 4등급으로 구분한다. 주채권은행은 일시적 유동성 부족 기업(B) 및 부실징후기업(C)에 대해 경영정상화 계획 이행 약정을 체결하고 자구노력, 출자전환, 채무재조정 등 금융지원과 구조조정 방안을 마련한다. 이후에 채권금융기관협의회와 워크아웃 방안을 논의하여 최종적으로 결정하며 부실(D)의 경우 통합도산법에 의한 기업회생절차 또는 퇴출 등의 조치들이 취해진다.⁸⁾

8) 2016년 대기업의 신용위험 정기평가 결과 32곳이 구조조정대상으로 선정되었으며 이 중 19곳은 법정관리 등 퇴출수순을 밟게 되었다. 그러나 대형 조선3사(대우조선해양, 현대중공업, 삼성중공업)는 구조조정 대상에서 빠져 선정기준에 대한 논란이 있었다.

<그림 II-1> 구조조정 추진 체계



자료: 김동환 외(2016)

만약 채권금융기관협의회에서 이견이 있는 경우 「기업구조조정촉진법」에 따라 채권금융기관 조정위원회가 이를 조정하는 역할을 한다. 또한 채권금융기관이 일시적 유동성 부족 기업에 대한 금융지원을 요청할 경우 조정위원회는 조정 의견을 제시할 수 있다. 마지막으로 정부는 원활한 기업구조조정 추진을 위한 법적·제도적 기반을 조성하고 필요 사항에 대한 정책적 지원을 총괄하는 역할을 수행한다.

2) 법원 중심 기업회생절차⁹⁾ - 법정관리

기업회생절차란 부도를 냈거나 부도위기에 몰린 기업(신용등급 D등급)의 계속기업가치가 기업청산가치보다 크고, 장래 회생가능성이 있다고 인정되는 경우 법원이 제 3자를 지정하여 경영정상화가 이루어 질 때까지 자금을

9) 대법원·고등법원·지방법원 이외에 전문법원으로서 특허법원·가정법원·행정법원이 있고, 최근 도산전문 법원인 회생법원을 추가로 설립되었다. 회생법원의 설립으로 기업구조조정 또는 도산 절차에서 보다 공정하고 효율적인 재판이 가능해지고 유관기관과의 협력체계 구축을 통해 제도가 개선될 것으로 기대된다.

비롯한 기업활동 전반을 대신 관리하게 하는 절차이다. 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률(이하 통합도산법)」에 근거를 두고 법원 관리하에 채권자, 주주 등 관계인의 이해를 조정하여 기업회생을 추진한다.

통합도산법은 기존의 회사정리법, 화의법, 파산법을 통합하여 2006년 제정된 법으로 기업회생절차의 단일화, 개인회생제도 이용 활성화 및 국제도산절차의 신설 등을 주요 내용으로 하고 있다. 2007년 법 시행 이후 1~2년간은 국내외의 경제 상황이 좋아지면서 통합도산법 적용을 받는 기업 사건이 전무하였으나 2008년 글로벌 금융위기 이후 많은 기업들이 회생 절차를 신청하였다.

3) 채권단 중심 기업구조조정 - 워크아웃

<그림 II-1>에서 보는 것과 같이, 우리나라의 경우 대기업은 자율적 구조조정 방법과 절차를 담은 「기업구조조정촉진법」에 의해, 중소기업은 ‘채권은행협의회 운영협약’을 통해 채권금융기관이 자율적으로 구조조정을 추진하고 있다. 다만 기업구조조정 추진 과정에서 채권금융기관간 이견이 있을 경우 ‘채권금융기관 조정위원회’가 이를 조정하는 역할을 수행한다.

일반적으로 워크아웃으로 알려져 있는 채권단 중심의 기업구조조정 제도는 신용공여액의 규모에 따라 적용되는 법규가 다르다. 신용공여액이 500억원 이상인 기업에 대해서는 「기업구조조정촉진법(이하 기촉법)」이 적용되고, 신용공여액이 500억원 미만인 경우에는 ‘채권은행협의회 운영협약’(이하 채권은행협약)에 따라 워크아웃이 추진된다. 이와 같은 개별 기업에 대한 워크아웃과는 별도로 금융권 전체 신용공여액의 0.075% 이상인 대기업그룹에 해당하는 주채무계열에 대해서는 주채권은행이 정기적으로 재무구조 평가를 실시하여 재무구조가 취약할 경우 재무구조 개선 약정을 체결하여 재무구조 개선을 유도하고 있다.

<표 II-2> 채권단 자율의 기업구조조정 체계

	대기업	중소기업	중소기업 금융지원
대상 기업	채권금융기관 신용공여액 500억원 이상	채권금융기관 신용공여액 500억원 미만	신용위험평가 A, B등급의 중소기업
근거	기업구조조정 촉진법	채권은행협약	중기 Fast-Track 프로그램 공동운영 지침
이건조정 기구	채권금융기관 조정위원회	채권은행 조정위원회	채권은행 조정위원회

자료: 김동환 외(2016)

가) 대기업

대기업에 대한 구조조정 방식은 <표 II-2>처럼 신용공여액 500억원 이상의 개별 대기업에 대한 구조조정과 주채무계열제도를 통한 대기업그룹의 재무구조 개선으로 구분된다. 우리나라의 채권단 중심 기업구조조정 제도는 대기업에 대한 채권단 자율협약 형식으로 운영되다가 기존 워크아웃 협약의 문제점을 보완하기 위해 채권금융기관의 기업구조조정 참여를 강제하는 것을 주요 내용으로 하는 「기업구조조정촉진법(이하 기촉법)」이 2001년 제정되었다.

기촉법은 기업구조조정이 신속하고 원활하게 추진될 수 있도록 필요한 사항을 규정함으로써 시장 기능에 의한 상시적인 기업구조조정 촉진을 위해 제정되었으며 대상기업은 총 신용공여액 500억원 이상인 기업이다. 제정 당시 기업구조조정이 시장관행으로 정착된 후에는 시장자율로 구조조정이 이루어지도록 2005년말까지만 효력이 있는 한시법으로 제정되었으나 만료 시점에서 예상과 달리 기업구조조정 체제가 자리잡지 못해 2007년 제2차 기촉법이 시행되었다. 이후 현재까지 4차례 제정되어 현재 5차 기촉법(2016년 3월~2018년 6월)이 시행 중에 있다.

채권단 중심의 기업구조조정제도에서 워크아웃은 개별 기업에 대한 구조조정을 담당하고 있지만 우리나라의 경우 대기업그룹이 경제에서 차지하는

비중이 높아 대기업그룹에 대한 별도의 구조조정 체계를 가지고 있다. 주채무계열제도란 「은행업감독규정」 제79조에 따라 금융기관으로부터의 신용공여잔액이 전년말 현재 금융기관 전체 신용공여잔액 대비 0.075%¹⁰⁾ 이상인 계열기업집단 및 그 소속기업을 주채무계열로 선정하고 이를 각 금융기관에 통보하도록 하고 있다.¹¹⁾

<표 II-3> 재무구조 평가제도와 기업 상시평가제도 비교

	개별기업 워크아웃 제도	주채무계열 재무구조개선 제도
근거	「기업구조조정촉진법」	은행업감독규정
목적	부실징후 기업에 대한 구조조정 유도(채권 금융기관 공동관리)	재무구조개선이 필요한 계열에 대해 사전적·예방적 구조조정 유도
대상	금융권 총 신용공여 500억원 이상 기업 중 부실징후기업에 해당하나 경영정상화가 가능한 기업	재무구조평가 결과 재무구조개선이 필요하다고 판단되는 주채무계열
조치	경영정상화계획 이행약정 체결 - 채무재조정, 감자 및 출자전환, 신규자금지원, 자산매각 등 자구계획 이행	재무구조개선 약정 체결 - 유상증자, 자산매각 등 자구계획 이행

자료: 김동환 외(2016)

나) 중소기업

글로벌 금융위기 이전까지 중소기업에 대한 구조조정은 중소기업 회생을

- 10) 본래 주채무계열 편입 기준은 전체 신용공여 잔액 대비 0.1% 였으나 2014년 3월 부터 편입기준이 0.075%로 하향조정되어 편입대상이 확대되었다. 이는 동양계열 등 금융권 차입을 회사채·CP 등 시장성 차입으로 전환하여 주채무계열에서 제외된 대기업 그룹이 부실화되는 등의 문제점이 노출되어 기업 부실을 선제적으로 예방 하기 위한 것이다(김동환, 2016).
- 11) 「은행업감독규정」 제82조에서는 주채권은행이 주채무계열 및 그 소속기업체의 경영을 지도하여 재무구조개선을 유도하도록 하며, 담당할 주채무계열 또는 그 소속기업체의 경영이 악화되어 여신 부실화가 우려되는 경우 기타 채권은행과 채권은행협의회를 구성하여 처리대책을 수립하여 추진하도록 하고 있다.

지원하고 중소기업대출 부실 가능성에 선제적으로 대응하기 위한 중소기업 워크아웃제도를 통해 진행되어 왔다. 그러나 이 제도를 통한 구조조정은 신규여신이나 이자감면 등 적극적인 지원보다는 대출만기 연장 등의 소극적인 방식이 주를 이루고 있었다. 글로벌 금융위기로 중소기업대출의 부실화 가능성이 높아지면서 2010년 이후 상시적 신용위험 평가시스템을 통해 중소기업 구조조정이 이루어지고 있다.

또한 중소기업에는 구조조정과 함께 다양한 지원 정책이 시행되고 있다. 일시적인 신용경색을 완화시켜 자금 사정을 개선시켜주는 중소기업 패스트 트랙 프로그램, 신용보증기관의 신용보증지원 확대, 국내은행의 중소기업 대출에 대한 만기연장 등의 금융지원조치들이 이에 해당된다.

4) 공급과잉업종에 대한 선제적 사업재편

그동안 기업구조조정은 부실기업에 대한 사후적 구조조정만을 지원하였으나 2016년 8월 시행된 「기업활력제고특별법(이하 기업활력법)」을 통해 구조적 공급과잉으로 어려움을 겪고 있는 기업에 선제적이고 자율적인 구조조정이 가능하게 되었다. 기업활력법은 일본의 산업활력법과 산업경쟁력 강화법 상의 제도를 참고로 하여 정상적인 기업(신용등급 A, B 등급)을 대상으로 선제적이고 자발적인 사업재편을 지원할 수 있도록 한시적으로 제정되었다.

기업활력법의 지원을 받으려는 기업은 사업재편계획을 작성하여 주무부처장에게 제출하여야 하고 주무부처장은 산업통상자원부 산하 사업재편계획심의위원회의 심의를 거쳐 사업재편을 통해 생산성 및 재무건전성 향상 목표를 달성할 수 있다고 판단되는 경우 최종적으로 사업재편계획을 승인한다. 2016년 12월 기준으로 11개 기업이 사업재편심의위원회로부터 기업활력법 적용 대상으로 승인을 받았다.¹²⁾

12) 현대제철, 동국제강, 엘지화학 등 대기업 3곳, 중견·중소기업이 각각 4곳이다.

5) 기업구조조정 전문회사: 연합자산관리(UAMCO)

2008년 글로벌 금융위기 이후 부실채권의 발생 규모가 급격히 증가하자 2009년 농협중앙회, 신한은행, 우리은행, 하나은행, 기업은행, 국민은행 등 6개 은행을 중심으로 민간배드뱅크인 연합자산관리(United Asset Management Company: UAMCO)를 설립하였다. 당초 2014년까지 존속할 계획이었으나 시장중심의 상시적 구조조정시장을 활성화한다는 정책적 취지를 갖고 2015년 구조조정 전문회사로 확대·개편되었다. 주요사업은 부실채권, 구조조정기업 채권 인수와 매각, 기업채무안정 PEF운용, 부동산 PF 구조조정 지원 등이다. 채권은행 중심의 구조조정이 한계에 직면하자 민간 중심의 구조조정을 활성화하기 위해서 UAMCO에 구조조정 기능을 부여하였다. 그러나 농협은행, 우리은행, 기업은행, 신한은행, 국민은행, 산업은행, 수출입은행 7개 은행이 UAMCO의 지분 100%를 소유하고 있기 때문에 UAMCO가 대주주인 은행들의 이해관계를 우선시하고 있다는 비판을 받고 있다.¹³⁾

2. 일본의 기업구조조정 제도

일본의 경우, 1990년대 버블붕괴 이후 누적된 대규모 부실채권과 부실기업 처리로 구조조정이 시작되었다. 그러나 부실채권 처리과정에서 막대한 공적자금이 투입되고 이에 대한 비판이 높아져 정부중심의 구조조정 방식보다는 민간의 자본과 전문성을 활용한 소위 시장친화적 구조조정 방식을 선택하게 되었다.

일본의 법적정리에는 경영진 교체와 대기업 대상 등을 원칙으로 하는

13) 채권은행의 이해관계 조정을 용이하게 하기 위해서 복수 은행들의 부실채권을 한곳에 집중시켜 구조조정 컨트롤타워를 구축하고자 했다. 그러나 당초 의도와는 달리 은행들의 부실채권을 자회사인 UAMCO에 옮기는 수준에 그치고 시중은행의 퇴직 임원을 투자기업에 보내는 행태를 보이고 있다는 비판을 받고 있다.

회사갱생법과 경영진 승계와 중소기업 대상을 원칙으로 하는 민사재생법에 따른 구조조정 절차가 있다. 이런 법적정리에서는 모든 채권자가 대상이며 정리안건이 공표되기 때문에 사업가치의 손실이나 풍문에 의한 피해가 발생하기 쉽다. 이런 문제점을 해소하고 사적정리의 이점을 살리기 위해서 사적정리와 법적정리의 틈새를 보완하는 제3의 중간기구로서 산업재생 기구를 한시적으로 운영하였다. 버블붕괴 이후 일본 기업구조조정의 시작과 이후의 변화에 대해서 살펴보고 시사점을 찾고자 한다.

가. 버블붕괴 이후 기업구조조정의 시작

1980년대 버블시기에 부동산 담보 위주의 대량 대출은 1990년대 초반 버블이 붕괴된 이후에 부동산 가치의 하락과 경기침체로 인하여 부실화되었다. 구체적으로 보면 1991년 이후 주요은행의 부실채권 처리누계액은 90조엔 규모로, 대부분은 영업순이익¹⁴⁾과 주식매각이익으로 보충하고 부족분은 증자와 공적자금(약 10.8조엔)으로 조달하였다. 이렇게 부실채권이 급증하고 은행 경영을 압박하면서 일본경제는 소위 잃어버린 10년이 시작되었다.

일본 금융기관은 버블붕괴 이후 약 10년간 약 90조엔에 달하는 거액의 부실채권을 처리했지만 부실채권 문제는 쉽게 해소되지 않아 금융시스템의 불안정한 상황이 지속되었다.¹⁵⁾ 부실채권의 신규 발생이 여전히 높은 수준을 보이는 한편, 금융기관의 주요 수익원인 대출마진이 대폭 줄어들고 자산 가격의 하락으로 금융기관이 보유하는 평가이익이 줄어들면서 어려운 상황은 지속되었다.

이런 배경 하에 2002년 10월 금융시스템 안정화와 부실채권문제 해결을

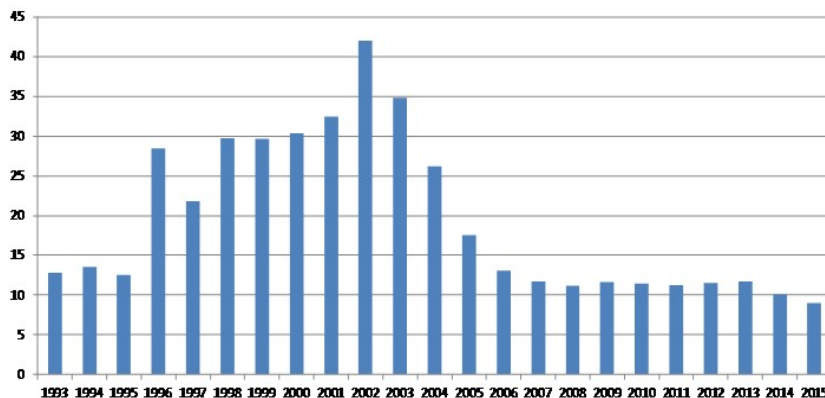
14) 대출관련수익, 투신판매수수료, 결제관련수수료 등 수수료수익과 국채 등 유가증권관련수익(은행의 자산·부채관리에 수반된 것)에서 이들과 관련된 비용과 경비를 공제한 본업의 이익

15) 부실채권 처리가 장기화된 주된 요인은 주거대출은행에 대한 높은 의존도, 은행의 리스크 집중, 계열 기업간의 상호 지원 등을 꼽을 수 있다.

위한 「금융재생프로그램」을 책정하여 부실채권처리를 가속화하였다. 주요 은행은 「금융재생프로그램」의 부실채권 삭감목표에 따라 <그림 II-2>에서 보듯이 2002년 3월 부실채권비율 8.4%를 3년간 4.0% 수준의 절반 이하로 축소하였다. 지방금융기관은 주요은행과 다른 특성을 지닌 2003년 5월 「관계금융(relationship banking)의 기능강화에 관한 액션프로그램」과 2005년 3월 이를 승계한 「지역밀착형 금융기능강화 추진에 관한 액션프로그램」에 의한 부실채권처리 등으로 인해서 금융시스템이 점진적으로 안정되는 모습을 보였다.

<그림 II-2> 주요은행 부실채권 잔액 추이

(단위: 조엔)



자료: 일본금융청(FSA)

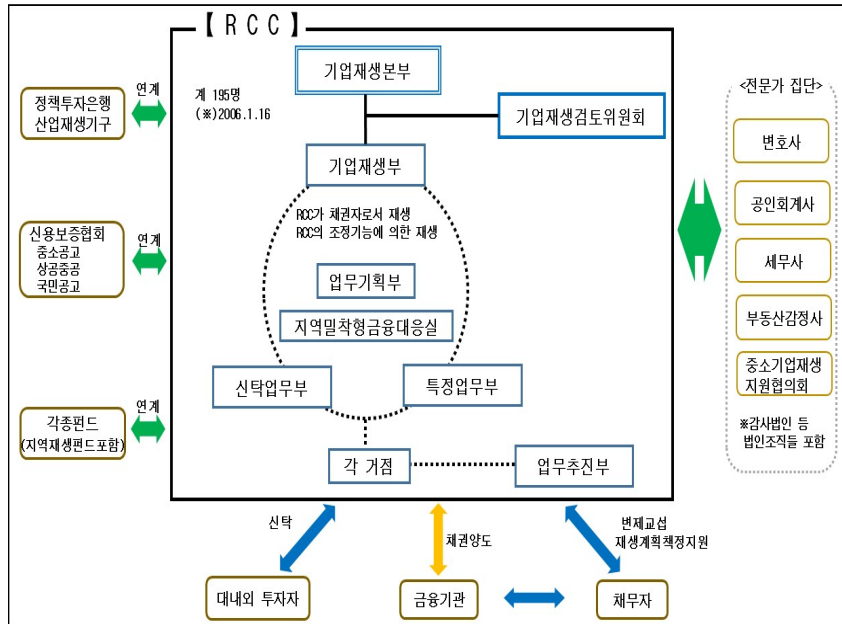
1) 정리회수기구 설립

정리회수기구(Resolution and Collection Corporation: RCC)는 1999년 4월 주택금융채권관리기구와 금융기관의 파산처리기관인 정리회수은행의 합병으로 출범된 예금보험기구의 100% 자회사이다. 재생지원 대상에는 특별한 업종과 규모의 제한은 없고 채권자의 합리성에 일치하는 경우, 즉 사업청산가치보다 사업계속가치가 크다고 판단되는 경우에 한해 실시한다.

주요업무는 건전한 금융기관의 부실채권매입과 파산금융기관의 채권매입 및 회수를 하는 과정에서 재생가능성이 있는 채무자에 대해서는 채권자로서 사업재생에 임하고 채권자가 아닌 중립적인 조정자 역할로서 신탁기능을 이용하여 채권관리회수, 부실채권의 증권화, 기업구조 조정펀드의 조성 등을 통해 사업재생에 관여한다.

정리회수기구의 사업재생 추진체제는 <그림 II-3>과 같다. 추진절차는 금융기관으로부터 채무자 기업으로부터 재생계획의 검증을 의뢰받은 후 다음과 같은 업무를 수행한다. 채권형은 기존 보유채권이나 매입채권 중 회수 극대화의 관점에서 사업재생에 상응하는 안건을 선정하고 사업재생 검토위원회가 재생계획착수여부를 결정한다. 이후 재생수단은 사적정리에 제한하지 않고 법적정리도 적용된다. 조정형은 주요 채권자의 하나인 금융기관의 위탁을 받아 공정하고 중립적인 입장에서 채무자 기업의 재생가능성을 심사하고 사업재생검토위원회가 재생계획 착수여부를 결정한다. 이후 채권자간의 조정이나 재생계획안건의 책정지원과 검증을 실시한다.

<그림 II-3> 정리회수기구(RCC)의 사업재생 추진체제



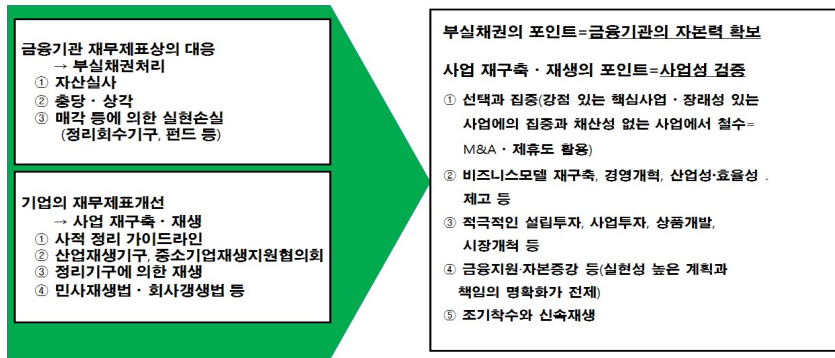
자료: 内閣府(2006)

2) 산업재생기구 설립

2002년 일본 정부는 부실채권의 처리 가속화를 위한 「금융재생프로그램」을 발표, 주요 은행의 부실채권 금액을 2005년 3월까지 반으로 줄인다는 목표를 갖고 출발하였다. 「금융재생프로그램」을 구체적으로 보면 ① 부실기업의 조기 재생을 실행하고, 이를 통해 산업 전체의 경쟁력 강화에 기여, ② 부실채권을 신속하게 처리하고 원활한 금융증개 기능 회복, ③ 일본의 사업재생시장 구축을 위해 산업과 금융이 일체가 되어 기업·산업재생을 정부가 강력하게 추진하였다.

부실채권처리와 사업재생은 <그림 II-4>와 같이 금융기관의 재무제표상의 대응과 기업의 재무제표 개선의 두 가지 관점이 매우 중요하였다. 일본 정부는 금융기관의 자본력 확보와 기업의 사업성 검증을 위한 중요 포인트로서 금융시스템 안정화와 사업재생지원 체제 강화를 양측으로 진행하였다.

<그림 II-4> 부실채권처리 기업재생의 포인트



자료: 각종 자료에서 작성

그러나 RCC를 통해서 은행들의 대규모 부실채권을 처리하는 과정에서 많은 기업들이 정리되면서 일본 기업과 산업의 경쟁력 저하를 우려하는 목소리가 커졌다. 따라서 부실채권 처리 촉진과 기업재생 지원을 위해서 2003년 「산업재생기구법」에 근거하여 산업재생기구(IRCJ)를 설립하였다. 일본 정부는 산업재생기구를 통해 산업·금융이 일체가 되어 부실기업의 조기재생 지원과 이를 통한 산업 전체의 경쟁력 강화에 기여하는 산업재생을 강력하게 추진해 나갔다.

일본은 부실채권 처리와 사업재생의 필요성이 높아져 가는 가운데 정리 회수기구, 산업재생기구와 같은 공적기관의 설립과 함께 기업구조조정에 관한 법제도도 정비하였다. <표 II-4>에서 보는 것처럼, RCC의 본래 목적은 부실채권처리를 위해서 설립되었으나 2001년부터 기업재생업무도 시작했으며 재생보다는 회수 극대화를 위한 부실채권 처리에 치중하였다. 반면에 산업재생기구라는 공적기구의 역할로 인해 사업재생을 위한 위험

자금 공급과 다양한 기능 그리고 민간운영방식을 통해 사업재생시장 형성에 기여하였다. 산업재생기구에 대해서는 다음 장에서 상세하게 살펴보기로 한다.

<표 II-4> 정리회수기구와 산업재생기구 비교

		정리회수기구(RCC)	산업재생기구
주요대상		- 사업규모/업종 불문 - 지원대상 기업명 비공개	- 대기업 - 지원대상 기업명 공개
기능	채권매입	○	○
	출자		○
	융자		○
	인재파견		○
	자문 등	○	○
목적		2001년부터 기업재생업무 시작 채권회수 극대화를 위한 부실채권 처리	2003년 설립 부실채권 처리와 기업(사업)재생을 통한 기업가치 제고
형태		예금보험기구 100% 출자의 주식회사	예금보험기구가 대주주(98.5%)인 주식회사

자료: 각종 자료에서 정리

3) 재생금융기법과 플레이어의 다양화

사업재생기법인 조직재편방법으로는 합병, 영업양도, 회사분할 등의 규정이 유연화 되었다. 그리고 금융지원기법으로 <표 II-5>에서 보듯이 Debt Equity Swap(이하 DES), Debt Debt Swap(이하 DDS), Debtor in Possession(이하 DIP)금융 등 사업재생에 기여하는 새로운 기법들도 활발하게 활용되었다.

DES란 기업 재무구조를 개선하는 금융기법 중 하나로서 금융기관이 기업에 대출한 금액의 일부 또는 전부를 해당기업의 주식으로 전환하는 것을 말한다. DES는 주식을 직접 취득하는 것과 금융기관의 대출채권과 기업이

발행하는 전환사채를 교환해 일정기간이 지난 후 주식으로 교환하는 방식 등이 있다. 자금 제공자에게는 채무자구분의 상위전환으로 인수부담을 경감시키고 배당과 의결권주식을 획득하여 경영에 관여할 수 있다. 기업입장에서는 원금상환과 금리부담은 소멸되어 자금사정이 개선된다.

대출채권을 상환조건부 주식으로 전환하는 상환조건부 DES의 경우, 자금제공자는 채무자구분에서 상위로 전환되어 총담금 부담이 경감가능하다. 그리고 주식의 유통성이 낮은 중소기업 재생에도 이용가능하다. 기업에게는 실질적으로 원금상환이 유예되고 금리부담도 소멸되어 자금사정이 개선된다.

DDS란 기존의 부채를 다른 조건(변제 시기와 순위)의 부채, 즉 후순위 채권으로 전환하는 방법이다. 자금제공자는 채무자구분이 상위로 전환되고 총담금 부담도 경감이 가능하다. 계약설정에 의한 경영 감시를 강화할 수 있어 비교적 용이하게 실시 가능하다. 기업입장에서는 원금상환유예로 자금사정이 개선되고 채무면제이익이 발생하지 않을 뿐만 아니라 과세도 부과되지 않는다.

<표 II-5> 사업재생 관련 금융지원기법의 개요

		DES	상환조건부 DES ¹⁾	DDS	DIP 파이낸스 ²⁾
개요		대출채권을 주식으로 전환	대출채권을 상환조건부 주식으로 전환	대출채권을 자본적 후순위로 전환	법적정리절차의 계획인가 전에 제공하는 연결용자
장점	제공자	<ul style="list-style-type: none"> 채무자구분의 상위전환으로 인수부담경감가능 배당과 자본이득 취득가능, 주주 입장에서 경영에 관여 	<ul style="list-style-type: none"> 채무자구분의 상위전환 총담금 부담 경감가능 주식의 유통성이 낮은 중소기업재생에도 이용가능 	<ul style="list-style-type: none"> 채무자구분 상위전환, 총담금부담 경감가능 계약설정에 의한 경영감시강화가능 비교적 용이하게 실시가능 	<ul style="list-style-type: none"> (대출자가 기존채권자)재생 가능성을 높여 회수극대화 비교적 위험이 낮아 상대적으로 높은 수익을 얻을 수 있음 (cf.공익채권으로 우선변제대상)
	채무자	<ul style="list-style-type: none"> 원금상환소멸 금리부담소멸로 자금사정개선 채무면제이익이 발생하지 않을 뿐만 아니라 과세도 부과되지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> 실질적으로 원금상환유예(일정기간 경과후 상환) 금리부담소멸로 자금사정개선 채무면제이익이 발생하지 않을 뿐만 아니라 과세도 부과되지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> 원금상환유예로 자금사정 개선 채무면제이익이 발생하지 않을 뿐만 아니라 과세도 부과되지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> 절차중 운전자금 확보로 사업 가치 유지가능
유의점		<ul style="list-style-type: none"> 주식유통성이 낮은 중소기업의 재생에는 이용곤란 일부 금융기관과 기업에 일부 채권자 주식보유에 대한 거부감 있음 (의결권 주식) 5%를 저축가능성 존재 	<ul style="list-style-type: none"> 채무자 측에 강제상환조건이 있는 경우 재생이 성공하더라도 자본이득을 얻을 수 없음 (무의결권 주식의 경우) 채무자에게 도덕적해이가 발생할 우려 있음 	<ul style="list-style-type: none"> 후순위대출을 자본으로 간주 할 수 있는 경우는 요주의 대상 중소기업등에 한정 조건변경연장에 불과하며 과감한 구조조정이 방지될 우려 있음 	

주 : 1) 상환조건부주식이란 회사의 매수 또는 이익 상각이 예정되어 있는 종류주식을 의미, 채무초과가 해소되어 배당가능해진 후에 배당재원으로 상환

2) 사적 정리 절차에 제공되는 신규대출은 'Pre-DIP Financing'으로 명칭됨

자료: 内閣府 (2006)

위와 같이 사업재생수단의 다양화가 진전되는 가운데 사업재생 플레이어의 다양화도 진전되었다. 기존 주거래은행시스템 하에서의 사업재생은 시급한 재무구조조정만을 조치해놓고 경기 회복만을 기다리는 소극적인 구조조정이 적지 않았다. 그러나 경기침체가 장기화되고 디플레이션이 진행되면서 단순한 재무구조조정이 아닌 근본적인 사업구조조정과 산업재편이 중요해졌다.

따라서 기존의 주요 구조조정 주체였던 주거래은행 등 금융기관이나 변호사뿐만 아니라, 비즈니스컨설턴트, 금융자문업자(Financial Advisor: FA)등의 외부지원 전문가도 깊이 사업재생에 관여하게 되었다. 특히 경영자로서 내부에서 사업재생에 종사하는 기업회생경영자(turnaround manager)라는 새로운 직업이 탄생하면서 Turnaround Manager Association(이하 TMA)도 설립되었다.

나. 일본의 기업재생제도

일본의 기업재생제도 현황은 <그림 II-5>와 같이 정리할 수 있다. 2000년대에 들어서는 청산형 절차(파산, 특별청산)와 재건형 절차(민사재생, 회사갱생)로 구성된 도산 4법을 정비하였다. 2001년 제정된 민사재생법의 경우, 경영난에 빠진 기업의 조기재건을 목적으로 제정하였으며, 파산전의 적용신청과 기존경영자의 지속적인 운영이 가능하다. 회사갱생법은 경영난에 빠진 기업이 사업을 계속하면서 재건을 도모한다는 재건형 기능으로서 법원의 판단이 필요하며, 관재인 하에 갱생계획에 따라 재건을 추진한다. 신청에서 인가까지 기간단축을 목적으로 2003년에는 법원의 갱생절차 개시 인가조건이 완화되고 법원의 재건계획 제출기간도 단축되었다. 이로 인해 2008년 이후 법적정리가 증가하고 있는 추세이다.

재건형 절차로서는 회사갱생법에 DIP제도를 도입한 이후 일본항공(Japan Airlines: JAL)이 2010년 회사갱생절차를 신청한 뒤 2012년에 경영정상화에 성공하여 재상장하였다. 민사재생의 경우 절차를 간소화하여

중소기업의 효율적 회생을 위한 것이며, 회사개생은 관재인이 선임되는 등 엄격한 절차로 상장회사 등의 대규모 주식회사를 대상으로 하였다.

일본의 법적정리와 사적정리는 <표 II-6>와 같이 정리된다. 법적정리는 모든 채권자가 대상이고 정리안건이 공표되기 때문에 사업가치의 손실이나 풍문에 의한 피해발생 우려가 있는 반면, 사적정리는 채권자와 채무자의 협의에 따른 절차로서 적은 비용으로 신속하게 진행되나 당사자 전원의 합의가 이뤄지지 않으면 사업재생 진행이 어렵다. 1990년대 이후 사적정리의 단점을 극복하고 구조조정 절차를 공정하고 신속하게 처리하기 위해 절차를 명확하게 하고 당사자 간의 이해관계를 조정하는 산업재생 기구와 같은 제3의 기관이 정비되는 등 사적정리의 틀이 점진적으로 정립되었다.

2001년에 책정된 사적정리 가이드라인은 법적정리절차 전단계로서 신속한 재건과 공정한 실시를 목적으로 한 것이며 채권자의 채권포기 기준으로서의 법률은 아니다. 채권포기 등을 포함하는 재건계획에 의거 재생을 도모하지만, 주거래은행의 채권포기 안이 비주거래은행에서 받아들여지지 않는 사례도 있어 실적은 많지 않다. 이와 같이 사적정리 가이드라인의 요건이 엄격하여 이용이 저조하였으며, 주거래은행을 대신하여 중립적인 입장에서 채권자와 채무자 간의 이해관계를 조정할 수 있는 제3의 기관으로 2003년 「산업재생기구」를 설립하였다.

경제침체로 많은 중소기업이 경영난에 직면함에 따라서 2003년 2월 중소기업대상 재생지원기구로써 각 지역에 중소기업재생지원협의회를 설립하였다. 그리고 2008년에는 사업재생 Alternative Dispute Resolution(이하 ADR)도 정비하였고 지역경제 재건을 주된 목적으로 대기업, 중소기업 등 광범위한 기업을 대상으로 하는 기업재생지원기구¹⁶⁾ 등을 설립하였다.

1990년초 버블붕괴로 인한 부실채권 처리로 구조조정에 대한 정부개입은 한계를 나타냈으며 시장 메커니즘을 활용하는 정책으로 선회하게 된다.

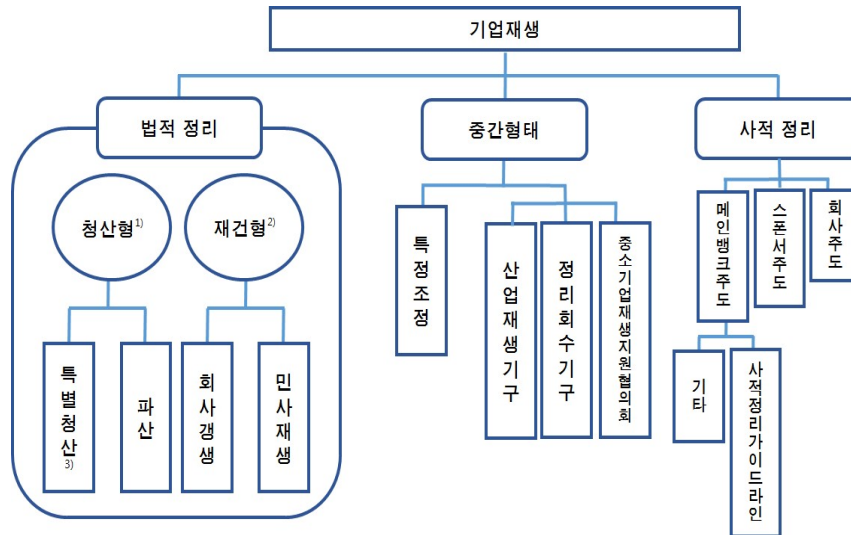
16) 2009년 10월 이후 지역경제활성화지원기구(Regional Economy Vitalization Corporation of Japan: REVIC)로 확대·개편되었다.

이를 배경으로 일본 정부는 1999년 기업들의 자율적인 상시 구조조정을 지원하기 위한 목적으로 「산업활력재생 특별조치법(이하 산활법)」을 제정했다. 산활법은 부실기업, 정상기업 구분하지 않고 필요한 기업이 스스로 구조조정을 추진토록 하는데 특징이 있다. 장기불황 극복 대책으로 재정 지출보다는 기업 구조조정이 강조되면서 이 법이 만들어졌다.¹⁷⁾

한편 2014년 1월부터는 아베노믹스의 일환으로 「산업경쟁력강화법」을 시행하고 있다. 이는 사업재편 촉진제도로서 기업의 선제적이고 상시적인 구조조정을 통합 지원하여 기업의 수익성 향상과 경쟁력 강화 등에 기여하고 있다. 2014년 6월 정유산업 구조 재편에 「산업경쟁력강화법」 50조를 처음으로 적용하여 정부가 직접 나서 과잉 설비의 실태를 공표하는 등 기업이 보다 적극적으로 구조조정에 착수할 수 있도록 유도하고 있다. 그러나 정부의 과잉개입으로 정부계 구조조정이란 비판도 제기되고 있다. 일본 정부는 공급과잉 구조를 해소하는 데 도움이 되면 통합되는 해당 기업에 세제 및 금융상 혜택을 주고 있어서 기업들도 자발적 구조조정으로 보조를 맞추고 있다.

17) 법제정 당시에는 구조조정이 필요한 기업에만 적용되다 2003년에는 설비투자, 2007년에는 기술개발, 2009년에는 저탄소·에너지 절감 분야로 확대되었다. 동법 제정 이후 10년 동안 총 542건의 사업재편이 승인되었다.

<그림 II-5> 일본의 기업재생제도



주 : 1) 청산형은 회사의 전 재산을 처분하여 부채변제에 충당하고 회사를 소멸시키는 방법
 2) 재건형은 재생·재건계획에 부실자산부문의 매각 및 인원삭감을 진행하는 방법
 3) 특별청산은 해산 후, 회사에서 채무초과 등 절차진행이 현저하게 곤란한 경우에 법원 하에서 청산업무를 진행하는 방법

자료: 각종자료에서 정리

<표 II-6> 법적정리와 사적정리 비교

명칭	법적정리		사적정리	
	민사재생법	회사갱생법	사적가이드라인	산업재생기구
신청자	기업 또는 일정조건하에 있는 채무자	기업 또는 일정이상의 권리를 가진 거액 채권자 대주주	주거래은행과 채무자	주거래은행과 채무자
적용 이후 경영자	기존경영자가 지속하여 운영	관재인 (경영책임이 없는 이사는 관재인 취임 가능)	경영진은 원칙적으로 교체 (다만, 경영악화에 책임이 없는 경우 지속하여 경영)	경영재건에 필요하다고 판단되는 경우 기존 경영진이 지속하여 경영
적용 · 인가 요건	채권자 집회의 재생결의와 법원 인가	채권자 집회의 재생결의와 법원인가	채권자 금융기관과의 합의	산업재생위원회의 지원 결정
은행자기실사 (평가)	파산우려기관 이하	파산우려기관 이하	요주의기관 이하	요관리기관 중심
목적, 특징 재생방법 등	경영난에 빠진 기업의 조기재건을 목적으로 제정, 파산전의 적용신청과 기존 경영자의 지속적인 운영 가능	경영난에 빠진 기업이 사업을 계속하면서 재건을 도모한다는 재건 기능과 법원의 판단이 필요하며, 관재인 하에 갱생계획에 따라 재건을 추진, 신청에서 인가까지 기간단축을 목적으로 2003년에 법원의 갱생절차개시 인가조건이 완화되고 법원의 재건계획 제출기간도 단축	법적정리절차 전의 단계로서 신속한 재건과 공정한 실시를 목적으로 한 것임. 채권자의 채권포기기준으로 법률이 아님. 채권포기 등을 포함하는 재건계획에 의거한 재생을 도모하지만, 주거래은행의 채권포기안비주거래은행에서 받아들여지지 않는 사례도 있는 등 실적은 많지 않음	주거래은행이 책정한 재건 계획이 재생기구의 기준을 충족하는 것으로 판단되는 경우 재생지원을 결정하고 다른 채권자로부터 채권을 매입. 채권자 수가 감소하기 때문에 재생하기 쉬워지는 장점이 있음. 재생계획이 진전되면 3년 이내에 채권을 매각
비교	2001.4.1시행	2003.4.1부터 재생 절차 간소화	2001.9.19 채택	2003.4.16 발족

자료: 內閣府(2006)

3. 한일 기업구조조정 비교와 시사점¹⁸⁾

한국과 일본의 구조조정 관련 법제도 환경은 매우 유사하며 양국 모두 법적 근거에 의한 구조조정을 정비하였다. 그러나 법원을 통한 구조조정은 시간이 오래 걸리기 때문에 구조조정 실효성은 낮아진다. 이런 문제점을 해결하기 위해서 사적정리의 이점을 살리면서 이해당사자간의 합의를 원활하게 이끌어 내기 위한 법제도를 정비하였다. 한국과 일본의 비교를 통하여 시장실패와 정부실패를 보완하기 위해서 시장 메커니즘을 활용하는 구조조정에 대한 시사점을 찾고자 한다.

가. 비교 분석

한국의 구조조정은 1997년 외환위기 극복의 일환으로 시작되었다. 그리고 일본은 버블붕괴 이후 2000년대 누적된 부실채권과 부실기업 처리로 시작되었다. 일견 양국의 구조조정은 다른 것 같지만 자발적인 노력 보다는 외적 요인에 의해 시작되었다고 할 수 있다. 그리고 양국의 공통적인 원인으로서는 고도 성장기에 수익성보다는 매출 등의 외형적 확장을 중시하는 경영과 이에 따른 과잉 투자(공급), 경영자들의 기업경영 실패, 관치금융이나 주거래은행에 따른 부채 거버넌스의 부재 등을 지적할 수 있다. 최근에는 일본 산업활력법과 산업경쟁력강화법 등을 참고로 하여 국내에도 기업활력법이 도입되어 구조적인 과잉공급 산업에 대해 선제적인 구조조정이 진행되고 있다.

이렇듯이 한국과 일본의 구조조정 법제도 환경은 유사하나, 앞서 살펴본 대로 구조조정 방식에서는 차이점을 보이고 있다. 한국은 PEF 등 시장친화적 구조조정을 시도하고 있으나 여전히 정부와 정책금융기관 중심의 구조조정이 진행되고 있다. 반면에 일본은 공적자금 투입에 대한

18) 양원근(2014) 참고

비판적 여론 그리고 대규모 은행들의 부실채권으로 인하여 시장 메커니즘을 활용한 구조조정을 시도하였다.

1997년 외환위기 당시 한국에는 구조조정시장이 발달되어 있지 않았고 관련 법제도 또한 정비되어 있지 않았다. 따라서 급박한 금융위기 가운데 기업의 과잉채무와 은행의 부실문제로 금융시스템이 붕괴될 우려가 있었기 때문에 정부 중심의 신속한 구조조정이 전개되었다. 외환위기 이후 정부는 시장친화적인 구조조정을 위해서 다양한 기업구조조정 기구를 도입하였다. 그러나 외환위기 극복을 위한 단기적인 필요성과 목적 달성만을 위해서 설계되었고 각각의 기구는 목적에 따라 투자대상, 투자방법, 운영주체의 자격 등이 제한되어 일반적이고 상시적인 구조조정 기구로 정착하는 데는 한계가 있었다.

일본은 1990년대 버블이 붕괴된 이후 누적된 부실채권 처리를 위해서 구조조정이 시작되었다. 그러나 부실채권 처리과정에서 막대한 공적자금이 투입되고 이에 대한 비판이 높아져 정부중심의 구조조정 방식보다는 민간의 자본과 전문성을 활용한 소위 시장친화적 구조조정 방식을 선택하게 되었다. 일본은 사적정리와 법적정리의 중간 영역에서 방치되어 왔던 재생 안전을 효율적으로 처리하고 사적정리와 법적정리의 틈새를 보완하는 제3의 중간기구로서 산업재생기구를 한시적으로 운영하였다.

나. 시사점

최근 조선·해운산업의 구조조정 과정에서 노출된 정부와 정책금융기관 주도 구조조정 방식의 한계로 인하여 시장친화적 구조조정의 필요성이 높아지고 있다. 구조조정 과정에서 사모펀드 등 자본시장이 일정한 역할을 해줄 것을 기대하고 있으나 아직은 제한적이다. 기존 구조조정 방식에서 시장친화적 구조조정방식으로 전환해줄 연결고리가 필요하다. 앞서 본대로 일본은 구조조정 관련 법제도를 정비하면서 정부와 주거래은행 중심의 구조조정 한계를 극복하기 위해서 제3의 독립적 기구로서 산업재생기구를

설립하였다. 이에 대해서는 III장에서 보다 구체적으로 살펴보겠지만 일본 산업재생기구는 초기 구조조정시장 형성에 기여하였고 다양한 구조조정 관련 금융기법이 정착되었다. 또한 이를 계기로 증권사와 PEF 등의 다양한 민간 플레이어와 재생관련 인재들이 양성되었다. 양국 비교를 통하여 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있다.

첫째, 시장친화적 구조조정이 이뤄지기 위해서는 정부와 정책금융기관 중심의 구조조정시장에서 벗어나야 한다. 김상조(2016)에 따르면 구조조정의 부담이 산업은행, 수출입은행 등 정책금융기관들에 주로 집중되어 있다. 1997년 외환위기 이후 구조조정은 산업은행 중심의 채권단 중심으로 진행되어 왔다. 그러나 외환위기 이후 적절한 시기에 구조조정 시장에서 빠져나오지 못하고 산업은행의 대기업 관련 대출 비중은 전체 여신의 70%까지 늘어나는 등 시장을 통한 구조조정 여건이 마련되지 못하고 있다. 시장실패를 우려하여 정책금융기관이 구조조정의 중심이 되어있으나 최근 대우조선해양 사태를 보면 정책금융의 한계가 여실히 드러나고 있어 구조조정 방식의 문제를 보여주고 있다.

이는 산업구조가 고도화되고 금융·자본시장이 발전하면서 정책금융기관 중심의 구조조정 방식은 한계에 봉착해 있기 때문이다. 1997년 외환위기 당시에는 부실기업의 재무구조조정만으로도 충분한 환경이었다. 그러나 지금은 글로벌 경제의 불확실성과 4차 산업혁명 등 산업구조의 근본적인 변화에 대응하고 산업경쟁력을 강화하기 위해서는 단순한 재무구조조정뿐만 아니라 사업구조조정도 함께 이루어져야 하기 때문에 은행의 전문성에는 한계가 있다.¹⁹⁾ 또한 기업들이 회사채 발행 등 자본시장에서의 차입을 확대하면서 다양한 이해당사자간의 합의를 이끌어 내어 구조조정에 대한 공감대를 형성하는 것도 불가하기 때문에 과거와 같이 은행의 중심적인 역할을 기대하기는 어렵다.

둘째, 사적정리의 이점을 최대한 살리고 구조조정의 복잡한 이해당사자간의

19) 채권단은은행은 개별 기업의 재무현황에 대해서는 잘 알고 있지만 산업 이해도는 낮아 미래 가치보다는 상황 수습이나 회수가치를 우선하여 구조조정을 추진하기 쉽다. 그 결과 구조조정 방향이 처분, 매각에 국한되어 부실기업의 상당수 우량 계열사가 우선적으로 정리될 수 있다.

합의를 원활하게 이끌어 낼 수 있는 일본의 산업재생기구와 같은 중립적 주체가 필요하다. 한국의 경우, 워크아웃 시 채권은행간 이견을 조율하기가 어렵기 때문에 암묵적으로 정부가 개입할 개연성이 높다. 이병기 외(2014)는 이해조정 과정에서 정부나 감독기관이 중심적인 역할을 하는 경우, 시장에 의한 자율적 구조조정보다는 부실기업 선정에 감독기관이 관여할 소지가 크고 채권단의 재산권 행사를 제약할 우려가 있기 때문에 관치 금융 문제가 발생한다고 지적하고 있다.

이런 경우, 구조조정의 투명성과 원칙이 확보되지 않으며 구조조정 대상 기업이 연명되어 금융자원과 세금이 낭비되고 생산성은 저하되어 기업의 존속가치는 더욱 낮아져 구조조정의 기회를 놓치기 쉽다. 따라서 산업재생기구처럼 채권자 이해관계를 신속하게 조정하면서 구조조정 과정에서 의사결정의 독립성과 자율성을 확보하는 제3의 기구가 필요하다. 그리고 단순한 재무구조조정에서 벗어나서 과감하게 사업구조를 조정하기 위해서는 민간의 자본, 전문성, 경험 등을 활용하는 것이 중요하다.

셋째, 정부는 큰 틀에서 일본 「금융재생프로그램」과 같은 산업재생에 관한 원칙 수립이나 구조조정 관련 법제도 등을 정비해야 한다. 그리고 구조조정 이후 성장 동력과 산업 경쟁력을 강화하고 구조조정에 따른 실업 증가 등의 문제를 해결하는 것이 정부의 역할이다. 따라서 구조조정 과정에서 직접적인 정부의 관여보다 산업재생기구와 같은 중립적인 제3의 기구를 통하여 위험자금을 공급하고 실질적인 구조조정은 민간 전문가의 경험과 노하우를 활용하는 것이 중요하다.

일본정부는 산업과 금융의 일체적인 접근으로 부실채권 처리와 사업재생을 위해서 산업재생기구를 통해서 위험자금을 공급하여 초기에 사업재생시장을 형성하고자 노력하였다. 그리고 단순한 재무구조조정에서 벗어나 본격적인 사업재생 모델을 제시하였다. 시장친화적 구조조정이 진행되면서 구조조정 과정에서 주거래은행에 대한 지나친 의존 관습도 개선되었다. 일본 주거래은행들이 부실채권문제로 구조조정의 여력이 없을 때 정부와 은행 중심의 구조조정 방식에서 벗어나서 민간 플레이어의 전문성과 경험을 활용하는 시장친화적 구조조정 방식으로 전환하였다.

Ⅲ. 공적부문의 역할: 산업재생기구와 정부계 · 관민펀드

1. 산업재생기구: 정부계 재생펀드
2. 산업재생기구의 지원결과와 평가
3. 정부계 · 관민펀드에 의한 사업재생지원

Ⅲ. 공적부문의 역할: 산업재생기구와 정부계·관민펀드

일본 정부는 2002년 부실채권 처리와 산업재생을 위해서 「금융재생 프로그램」을 발표하였다. 동 프로그램은 산업재생기구를 통해 산업과 금융의 양측으로 부실기업의 조기재생 지원과 이를 통한 산업 전체의 경쟁력 강화에 기여하였다. 산업재생기구는 정부계 펀드로서 정부가 위험자금을 공급하지만 실질적인 기구의 운영과 사업재생의 지원 결정은 민간 전문가의 경험과 노하우를 활용하여 이루어졌다. 본 장에서는 구조조정에 시장 메커니즘을 활용하고자 설립된 정부계 펀드인 산업재생기구와 이후에 민간 투자를 촉진하기 위해서 설립된 관민펀드에 대해서도 살펴보고자 한다.

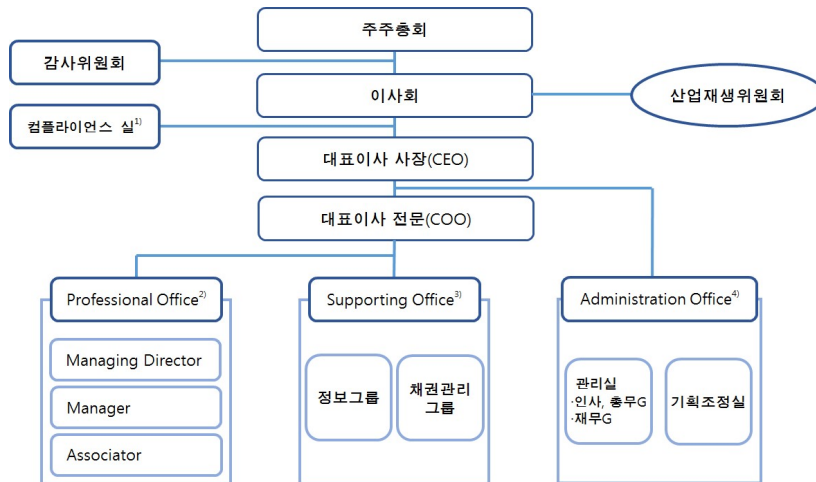
1. 산업재생기구: 정부계 재생펀드

가. 산업재생기구 개요

일본 정부는 적극적으로 부실채권 처리를 촉진하는 동시에 사업재생을 지원하기 위해서 2003년 4월에 산업재생기구를 설립하였다. 산업재생기구는 일본 예금보험기구를 주요 주주로하는 한시적인 주식회사(일몰조항)로 설립되었으며 2007년 3월 업무가 종료되었으며 6월 해산되었다. 산업재생기구는 정리회수기구와 함께 예금보험기구의 100% 자회사이며 예금보험기구 497억 5,700만엔과 농림중앙금고가 출자한 7억 5,000만엔을 합하여 505억 700만엔의 자본금으로 구성되어 있다. 예금보험기구가 출자한 497억 5,700만엔은 산업재생기구의 출자 목적으로 금융기관이 예금보험기구에 각출한 자금이다.

산업재생기구의 조직은 <그림 III-1>과 같다. 산업재생기구의 임직원은 자금을 각출한 은행과의 이해상충문제를 회피하기 위해서 은행에서 파견을 받지 않고 투자은행, 법률사무소, 회계사무소, 민간 연구소 등에서 공개 채용하였다. 산업재생기구의 조직 중에서 가장 중요한 역할은 재생지원과 채권매입을 결정하는 산업재생위원회가 담당하고 있다. 산업재생위원회는 비상임이사 6명과 집행임원으로 구성되어 있다. 위원은 이사회 결의에 따라 정하고 그 선정과 해임결의는 주무장관의 인가가 필요하다. 그리고 민간의 전문성과 경험을 활용하면서도 기구의 공공성을 고려하여 정부는 임원 선임 승인, 예산 및 자금조달의 인가, 산업재생기구의 차입에 대한 10조엔 한도의 보증 인증에 한정하여 업무를 수행하였다.

<그림 III-1> 산업재생기구의 조직도



- 주 : 1) 법무·사무 리스크 관리에 대한 감시, 지도, 상담 등 컴플라이언스에 관한 업무를 수행
 2) 실사, 기업재생계획, 채권매입, 모니터링, 채권·지분의 처분 등 개별안건의 재생지원에 관한 업무를 수행
 3) 정보시스템(정보그룹), 채권관리 및 회수(채권관리그룹)의 업무를 수행
 4) 산업재생기구의 인사, 총무, 재무에 관한 업무(관리실) 및 경영기획, 종합조정(기획조정실)등의 업무를 수행

자료: 内閣府(2006)

나. 산업재생 프로세스

1) 산업재생 프로세스의 특징

산업재생의 프로세스의 특징은 원칙적으로 핵심 사업을 재생하기 위해 어떤 계획이 최선인가라는 관점에서 사업재생 계획을 작성하며, 다음과 같은 특징들이 있다. 첫째, 채권포기만을 금융기관 등에 요구하는 단순한 재무구조조정이 아니라 사업의 재구축과 새로운 재생전략을 충분히 수립하여 사업가치, 기업가치를 최대한 높이는데 우선적으로 중점을 둔다. 그리고 제고된 기업가치를 전제로 금융지원을 실시한다. 둘째, 금융지원 실시 후에는 사업경영의 재구축, 재생에 대해서도 주거래은행과 협력하여 모니터링과 지원을 실시한다. 셋째, 산업재생기구는 높은 수익을 우선시하지 않고 중립적인 조정자로 시장의 중재역할을 충실히 수행한다. 기구의 수익은 개별안건 보다는 전체적인 포트폴리오를 통하여 존속기간 동안 이익도 손실도 발생하지 않는 것을 전제로 한다. 마지막으로, 사업가치를 훼손하지 않는 사적정리의 장점과 중립적 제3자 개입의 법정관리의 장점을 살리는 것을 목표로 하고 있다.

산업재생기구는 지원을 신청한 기업과 주거래은행이 함께 해당기업의 재생 여부를 파악하여 지원을 실시하며 산업재생기구를 통한 사업재생 특징은 다음과 같이 정리해 볼 수 있다. 첫째, 기존 재생비즈니스 모델을 전환하고, 사업구조조정을 계획한 후, 재무구조조정을 실시하는 점이다. 기존의 주거래은행 중심의 부채포기(탕감)는 재무구조조정위주이며, 사업모델의 전환이 부족한 경우가 많았다. 둘째, 자산을 시가로 평가하고, 부채를 미래 현금흐름 기반의 상환 가능액으로 평가하는 점이다. Discounted Cash Flow(이하 DCF)법을 전제로 한 기업가치 평가에서 채무상환 가능액을 초과한 부분에 대해서 부채포기를 요구하는 점에서 출자자가 위험을 감수하기 쉽게 되었다. 셋째, 주거래은행 이하 모두 안분방식(pro-rata)으로 손실을 분담하는 점이다.

주거래은행에 과도한 부담을 요구하지 않고 교섭을 기구에 맡길 수 있는 것은 주거래은행이 기구에 지원을 요청하는 인센티브가 되었다. 파산하는 기업의 경우, 과도한 부채상황에서는 경영자가 경영을 잘하려는 인센티브를 잃어버리게 된다. 따라서 기업을 살리기 위해 채무를 면제하는 방향으로 채무자와 채권자가 협조하는 것이 좋다고 하더라도, 채무면제 금액을 교섭을 통해 합리적으로 결정하는 것은 쉽지 않다. 이러한 상황에서 제3자로서 투명하고 공정하게 산출된 부채포기 등을 교섭하고 협조를 이끌어내는 것이 기구의 중요한 역할이다.

산업재생기구의 대상 업종에는 산업재생법상으로도 제한이 없다. 과잉 공급 업종에도, 핵심 사업 자체에 기술력 등의 강점이 있어 재생 가능성이 있다면 지원 대상이 된다.²⁰⁾ 신청 금융기관의 역할에 대해서는 산업재생기구 설립 취지에서도 알 수 있듯이, 신청 은행과 공동으로 업무를 실시하고 있고, 주거래은행(main bank) 시스템을 전제로 한다. 따라서 신청 금융기관은 평상시 주거래 금융기관으로서의 역할(필요한 운전자금 공급, 관계 금융기관과의 조정, 관계 금융기관 설명회에서 설명 등)을 공유하면서 업무를 진행하게 된다. 그리고 기업실사 비용의 부담은 산업재생기구가 일단 전액을 대체 지불한 후, 해당 안건이 지원결정까지 이르게 된 경우에는 그때까지 걸린 실사비용의 절반을 대상사업자(부담 상한선은 1억엔)에게 상환을 요구한다.

2) 산업재생 지원 프로세스

<그림 III-2>와 같이 산업재생 지원 프로세스는 산업재생기구가 해당 사업자와 주거래은행 등 금융기관으로부터 지원신청을 받아 업무를 수행한다. 기구는 해당 사업의 재생계획안을 조정하고 결정한 후에 비주거래금융기관이 보유하는 사업재생대상 대출채권을 할인가격으로 매입하여 채권을 집중한다. 또한 스폰서가 미정인 기업이나 기타 이유가 있는 경우, 필요에 따라서 대상

20) 건설업에 대해서는 국토교통성의 기준과 동일한 가산기준으로 할 만한 것(「건설업에 관한 기준」)이 설정되어 있다.

사업자에 대한 출자도 가능하다. 산업재생기구의 사업재생 프로세스는 사전 상담에서부터 시작하여 크게 지원결정, 매입결정, 처분결정의 순서로 진행된다.

가) 지원결정 조건

지원을 결정하는 조건은 주거래은행과 함께 신청해온 대상 사업자(핵심 사업)의 회생 가능성이 있다고 판단되어 주식회사 산업재생기구법과 주무부처 고시에 규정되어 있는 재무건전화 기준이나 생산성향상 기준 등의 요건을 충족시키는 것이다.²¹⁾ 그리고 판단의 전제가 되는 사업재생계획은 신청 사업자와 금융기관에서 공동 신청하지만 내용에 대해서는 사전상담 단계부터 산업재생기구의 직원과 함께 핵심 사업을 중심으로 사업전략의 재구축, 재무구조조정에 대해서 현실적이고 구체적인 논의를 토대로 작성한 것이다. 산업재생기구는 지원결정 이후, 경제적 합리성에 의거한 계획을 토대로 금융기관 간 조정에 중립적 입장으로 이해당사자의 합의가 얻어지면 매입결정을 내린다.

기구의 재생 프로세스 자체에는 일반 사업재생과 크게 다르지는 않지만, 경영상의 중요 문제를 미루지 않고 선택과 집중 그리고 핵심 사업의 개혁 과제를 즉각 실행하는 본격적인 사업 턴어라운드 계획을 책정한다는 기본 자세에 입각하고 있다. 단순한 B/S조정, 재무구조조정, 경제 환경이 호전되기만을 기다리는 것이 아니라, 어디까지나 시장 환경의 현실을 감안하여 전략적 발상으로 계획을 가다듬어 간다. 이런 과정에서 필요한 인적자원 투입, 출자·용자 채무보증이라는 금융수단을 지원하고 나아가서는 기구에 결집된 각 분야 전문가의 노하우를 단기에 집중적·종합적으로 제공하는 것이 기구의 강점이자 특징이라 할 수 있다.

21) 구체적인 지원 요건은 사업재생계획안이 ① 생산성 향상, ② 재무건전성 제고, ③ 고용에 대한 배려, ④ 과잉공급구조 해소, ⑤ 기타(④회수 가치 > 청산가치, ⑥채권처분 가능성) 요건 등을 충족해야 한다.

나) 매입결정 이후의 경영개혁 지원과 모니터링 등

매입결정의 안전에 대해서는 스폰서와 외부 경영자 초빙 등과 함께 기구에서도 사업 턴어라운드를 위해 필요에 따라서 기구 직원을 파견 상주하는 등 경영개혁을 적극적으로 지원하고 있다. 또한 모니터링과 거버넌스 컨트롤에 대해서는 일반 사업 재생과 크게 다르지 않지만, 기구의 출자 여부나 채권자에 따라 입장이 다르다. 구체적인 모니터링 항목은 기구의 입장이나 지원대상 기업의 업무 특성에 맞추어 다음 항목 중에서 필요한 것을 선택하여 실시하도록 하고 있다.

① 실적추이:

- 전사적 기초정보 (매월 결산·시산표 등에 근거한 B/S, P/L, 자금사정 보고, 경영상 중요한 결정, 과제보고, 계약서 열람 등)
- 사업 부문별 정보 (매출, 영업이익 등의 계획·실적·예정, 주요 거래처와의 거래 실적, 실적선행지표 등)

② 사업재생계획의 진척상황 보고

- 로드맵, 계획달성을 위한 과제, 리스크, 사업·재무·조직면의 개선 진척상황 등

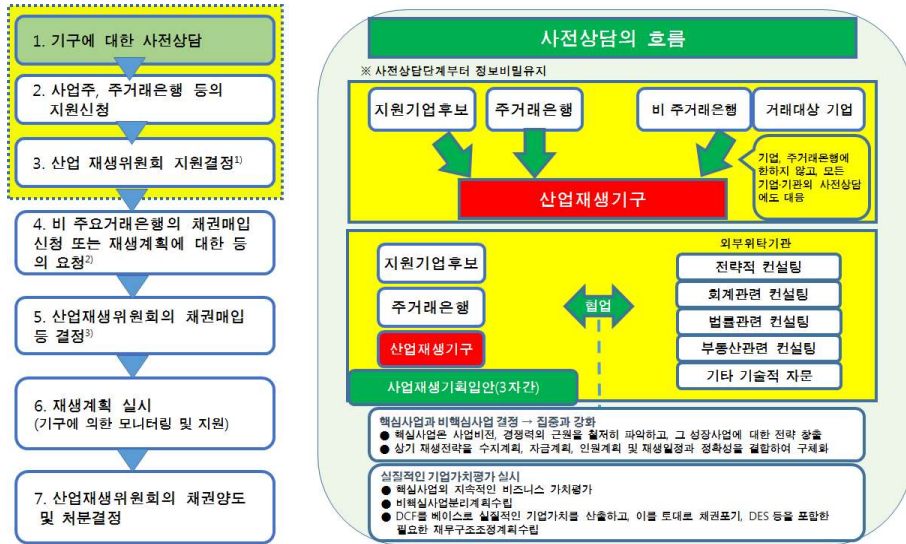
③ 재무제한조항(covenant)의 준수상황 등의 보고

④ 기구 임직원의 지원·관여 형태(운영위원회, 이사회 등 참석자·빈도·형태 등)

다) 처분결정

기구는 매입결정에서 3년 이내에 채권 등을 양도하여 업무를 종료시키도록 법률상 규정하고 있다. 그 범위 내에서 사업의 재편·재구축의 진척 상황, 시장상황 등을 감안하면서 적절하다고 생각하는 시점에 채권과 주식을 양도한다.

<그림 III-2> 산업재생기구 산업재생지원프로세스의 개요



주 : 1) 산업재생위원회가 결정한 때에는 기구가 그 개요를 공표
 2) 필요에 따라 요청 및 일시정지를 요청
 3) 매입 등의 결정으로부터 3년 이내에 처분

자료: 内閣府(2006)

다. 산업재생기구의 주요 기능

사업재생은 경영이 어려워진 기업을 재생하는 것을 의미하며, 사업재생이 성공하기 위한 필요한 기능이 있다. 산업재생기구가 사적정리의 틀 안에서 수행한 주요 기능을 살펴보고자 한다.

1) 기업실사(Due Diligence: DD): 사업재생 가능성 검증이 중요

먼저 재생계획의 기초를 만들기 위해 다양한 각도에서 어려움에 처한 기업의 회생가능성, 위험 크기에 대한 상세한 기업실사를 실시한다. 주거래 은행, 기업, 출자자는 기업실사의 결과, 회생계획의 수립 여부를 판단하게 된다. 기업실사는 일반적으로 상당한 비용이 들며, 2~3개월의 기간이 소요된다. 그리고 재무구조조정뿐만 아니라 대상 기업이 가지고 있는 유용한 경영자원에 주목한 사업구조조정 측면에서의 기업실사를 실시하는 것이 중요하다.

2) 사업재생계획 책정: 기업가치 산정과 채권가격의 결정이 중요

실사결과에 따라 재생이 가능하다고 판단된 경우, 사업재생계획을 고려할 수 있다. 재무적인 구조조정이 우선이 아니라 사업재생 방법을 먼저 고려할 수 있다. 다음으로 사업수익(현금흐름) 예산을 전제로 한 기업가치를 산출하고 이에 따라 재무구조조정을 실시한다. 부채탕감 등 필요한 금융지원 금액을 산정하고 필요에 따라서는 DES 또는 DDS 등으로 적절한 자본부채구성을 검토한다. 산업재생기구가 참여하는 경우는 DCF법의 채무상환능력을 전제로 한 기업가치의 산정에 따라 부담능력을 초과하는 부분은 금융지원을 통한 재무구조조정을 실시한다. 민간이나 공적기구에 의한 새로운 출·용자가 수반되는 사업재생계획을 수립한다.

3) 기업 주주·채권자 간의 이해관계 조정: 교섭 성공이 중요

사업재생계획에서는 일반적으로 기존 주주의 책임을 다하기 위해 감자 등을 실시하는 것 외에 주거래은행과 비주거래은행 모두 부채탕감 등을 실시하여 손실을 부담하고 재생을 지원한다. 다수의 채권자가 존재하는 경우, 정부기관 및 외국계 은행이 채권자 중에 존재하는 경우, 담보권리 관계 등이 복잡한 경우 등은 이러한 합의를 성립시키기 어렵고, 교섭하는 것도 쉽지 않다.

산업재생기구는 중립적 입장에서 채권자를 조정하여 주거래은행 중심이 되지 않도록 조정자로서의 역할을 한다. 따라서 많은 경우 주거래은행과 비주거래은행이 같은 비율(안분방식)로 손실을 분담한다.

4) 출·용자에 따른 위험부담 모니터링: 위험부담 존재가 중요

재생계획에 부응하고 재생을 위한 설비투자가 필요한 경우 기업이나 펀드 등 자본 제공자가 재생단계 초기부터 자금을 지원한다. 또한 자금 지원이 필요한 경우 주거래은행이 DIP금융을 실시한다. 산업재생기구는 기존 비주거래은행 등 채권자로부터 채권 매입요청이 있을 경우에는 이에 따라 매입, 해당 기업에 대출을 계속한다. 또한 재생을 위해서 불가피하거나 민간 스폰서가 없는 경우에는 출자를 할 수 있다.

5) 기업경영자원 양도처, 자본제공자의 개척: 자본제공자의 개척이 중요

기업 내외를 불문하고 뛰어난 기업회생경영자(turnaround manager)를 찾고 그 경영자가 재생을 중심한다. 재생펀드가 민간이라면 최대한 조기에 낮은 가격으로 자본제공자를 발굴하고, 사업 양도처도 가능한 한 조기에 높은 가격으로 매각할 수 있는 대상을 찾아낸다. 산업재생기구는 기업회생경영자 등의 경험에 의한 인적지원도 가능하며 조기 재생실현에 따라 스폰서를 찾기 쉽도록 모니터링 할 수 있는 능력을 갖추고 있다. 즉 다양한 정보가 모여 사람, 사업, 자금 등 경영자원의 기업 간 시장의 역할을 한다.

2. 산업재생기구의 지원 결과와 평가

산업재생기구는 초기 사업재생시장 형성과 사업재생모델 수립에 기여한

것으로 평가받고 있다. 또한 주거래은행(main bank)에 대한 지나친 의존 관행을 개선하였고 도산이나 파산이라는 구조조정의 부정적인 이미지에서 사업재생이라는 긍정적인 인식으로 전환하였다. 이런 긍정적인 효과 외에도, 공적기구로서 ① 중립적인 입장에서 이해당사자 간의 조정기능과 ② 위험부담기능을 효과적으로 수행하였다. 특히 위험부담기능은 산업재생기구 설립 당시에는 위험을 감수하는 투자자의 부재, 재생전문가와 구조조정시장 부재 등 시장 형성의 초기 단계에서 발생한 시장실패를 보완하였고 산업재생기구 활동 종료 후에도 마중물 역할을 하고 있다.

가. 산업재생기구의 지원 결과

산업재생기구가 설립 이후 2005년 3월말까지 실시한 지원 대상 기업 수는 총 41개사이며, 지원대상기업의 차입금총액은 4조엔을 초과하였다. 재생기구 설립 당시 2003년 전국은행의 부실채권규모는 35조 3,000억엔으로 부실채권 전체의 약 10% 정도가 산업재생기구의 지원 대상이었다. 그러나 산업재생기구의 대상채권은 요관리채권²²⁾으로서, 단순히 말하면 위험채권은 아니다. 사실상 14.5조엔에 달하는 위험채권이 일본 경제를 위협하고 있었다. 산업재생기구의 채권매입금액(9,400억엔)을 위험채권과 요관리채권을 합한 금액(27.5조엔(13조엔+ 14.5조원))으로 나누어 보면, 산업재생기구의 기여도는 3.4% 정도로 계산된다.

그러나 지원안건은 당초 제시된 목표인 100건과 10조엔에 미치지 못하고 100건 이상의 상담안건 사례 중 실제로 조건이 충족되어 지원까지 이루어진 사업은 41건에 불과하였다. 산업재생기구의 지원 대상 수는 구체적으로 2003년 11월 안건 제1호인 큐슈산업교통을 시작으로 2005년 3월말까지 총41건의 기업을 지원했다. 기업규모별로는 가네보 등 대기업 20건, 중소기업 21건으로 거의 동일한 수준이다. 지원결정 사업자의 업종별 동향을 보면, 제조업이 9개사, 나머지는 모두 비제조업이다.

22) 원금과 이자를 3개월 이상 연체하거나 대출조건을 당초보다 완화·적용받는 채권

지원신청은 사업자와 금융기관의 공동신청이 원칙이며, 이를 신청한 은행은 대부분 주거래은행이었다. 주거래은행이 19건으로 (구)UFJ은행, 미즈이스미토모은행 등이 적극적으로 활용하였으며 지방은행 20건(아시카가는행 안건 11건), 제2지방은행 1건, 기타 대상사업자가 모회사와 연명으로 신청한 경우 1건 등으로 나타났다. 차입금 총액기준으로 보면, 주거래은행 신청이 95%로 압도적이었으며 지방은행은 초기에 소극적이었으나 이후 적극적으로 신청하였다. 지원방식내용은 채권포기와 DES의 쌍방을 실시한 안건이 전체지원안건 수의 43.5%, 채권포기만을 실시한 안건비율이 43.5%, DES만을 실시한 안건비율이 13.0%, 채권포기도 DES도 실시하지 안건은 1건도 없었다.

지원대상사업자에 대한 산업재생기구의 금융지원액은 1조 4,311억엔, 누적 순이익은 222억엔으로 흑자를 기록하였다. 이런 산업재생기구의 성과는 당시 경제상황이나 직원들의 노력에 의한 것도 있지만, 2004년경부터 거시경제 변화에 따라 지원기업의 경영환경이 호전된 점도 일정 부분 기여하였다. 또한 당시 어려움에 빠진 기업들이 과잉채무를 축소하고 선택과 집중을 통해 사업모델을 전환하여 경영이 호전되는 기업들도 많았다.

기구 지원을 받은 주요 기업들의 주가 추이를 보면 <그림 III-3>에서 보듯이 지원결정 전에 주가가 상승하는 사례도 나타난다. 이는 엄격한 비밀유지준수가 요구되지만 기구 관여 사실이 종종 보도되었는데 이런 주가상승은 기구의 관여가 일종의 신용보완으로 작용했다고 판단할 수 있다. 또한 기구 지원을 받은 기업들은 비핵심사업의 매각과 핵심사업의 강화의 구조조정을 통하여 단기적으로 매출액 수익율, ROA, ROE 향상과 부채 경감 노력이 반영되었다고 볼 수도 있다.

그러나 100년 이상의 역사를 자랑하던 가네보는 분식회계 문제로 2005년 6월 상장폐지되었다. 그 과정에 기구가 보유의 가네보화장품 주식 2,630억엔은 스폰서인 가오(花王)에 매각하여 손실은 발생하지 않았다. 당시 많은 기업들이 어려움에 빠진 원인은 ① 일본경제의 급속한 환경 변화에 대한 대응 지연, 즉 수익성보다는 고도성장의 환상에 근거하여 매출을 중시하는 경영, ② 버블기의 과잉 투자(공급), ③ 경영자의 기업경영 실패, ④ 주거래은행에 의한 거버넌스의 부재 등이다. 지원을 받은 41개사의 대부분이 핵심사업부분에 재생 가능성이 높은 기업이었다고 할 수 있다.

<그림 III-3> 주요 지원대상기업의 주가추이



다이아건설, 다이코(부동산)



다이호공업(제조업)

<그림 III-3> 주요 지원대상기업의 주가추이 (계속)

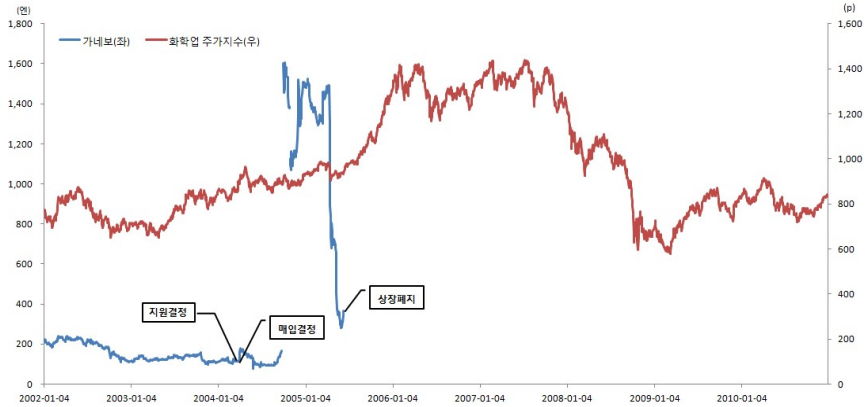


미사와(건설업)



다이에(소매업)

<그림 III-3> 주요 지원대상기업의 주가추이 (계속)



가네보(화학공업)

자료: 블룸버그(Bloomberg)

<표 III-1> 주요 지원대상기업의 지원 전후의 실적

(단위: %)

	ROE		ROA		매출액 경상이익율		이자채무비율	
	2002년	2006년	2002년	2006년	2002년	2006년	2002년	2006년
다이아건설	1.2	11.6	0.0	3.0	1.5	2.2	283.0	24.7
다이코	n.a	35.0	-42.4	8.0	8.0	2.5	1067.2	164.1
다이호	-50.8	44.4	-1.4	6.5	-2.7	5.5	15.2	3.5
미사와	-34.7	513.9	-2.3	55.8	3.4	3.8	558.2	58.7
다이에	n.a	366.8	-13.0	30.8	0.1	1.5	2139.4	821.7

자료: 翁百合(2010)

나. 산업재생기구의 평가

산업재생기구에 대한 평가에는 긍정적인 면과 부정적인 면이 모두 존재한다. 그럼에도 불구하고 부정적인 견해보다는 긍정적인 견해가 높다. 지원 대상기업 수는 41개사로 적지만, 긍정적인 견해는 초기 사업재생시장 형성과 사업재생모델 수립에 기여했다는 것이다. 또한 주거래은행에 대한 지나친 의존 등의 관습도 개선한 것이다. 그리고 기업재생은 도산이나 파산이라는 부정적인 이미지에서 사업재생이라는 긍정적인 인식으로 전환하였다.

산업재생기구가 종료된 후에도 사적정리에 의한 사업재생시장이 형성되어 자본시장을 통한 사업재생이 활성화되었다. 일본 M&A시장과 사모펀드가 활성화될 수 있는 기본적 토대를 마련하였다. 그러나 사업재생은 본래 민간 영역으로서 공적기관이 사적시장에 원칙적으로 관여하는 것은 바람직하지 않다는 부정적인 견해도 있다.

1) 산업재생기구의 사적시장 관여에 대한 평가

산업재생기구는 채무자와 채권자와의 조정기관으로서 채무형(DDS)재생펀드와 주식형(DES)재생펀드의 기법을 모두 활용하고 있다. 일반적으로 기업재생펀드는 DES형이며, 채권포기(부채탕감) 등에 의해 기존 채권에 대한 손실을 부담하지 않는다. DDS형도 원채권자인 금융기관에서 할인된 가격으로 채권을 구입하며 기존 채권 손실은 원채권자인 금융기관이 부담한다는 것이 기본 생각이다. 산업재생기구는 주거래은행 이외의 금융기관 채권을 조정하는 기능으로서 매입하였다. 이는 채무자와 채권자, 채권자간의 조정비용을 절감하는 데 큰 역할을 하였다. 이런 역할은 민간의 조직 형태 이면서 공적 기능을 보유했다는 점과 주거래은행에만 의존했던 기존 관습에서 탈피했다는 것이 큰 성과이다.

사업재생펀드가 채권자간의 이해관계를 조정하는 것이 쉽지 않지만 재생

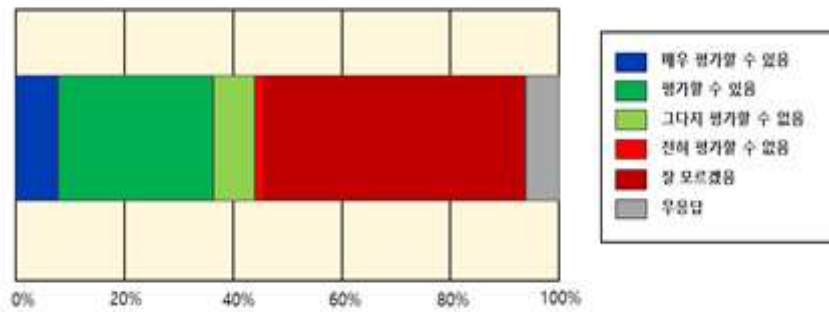
관리자로서의 역할을 수행하면서 법정관리보다 사적정리를 선택하는 데 큰 역할을 했다. 이런 역할이 조정비용을 낮추는데 기여하였고, 산업재생기구의 독특한 기능이었다. 산업재생기구의 재생기능은 기존에는 없었던 개념으로서 사적정리와 법적정리의 각각의 한계와 문제점을 다양한 각도에서 분석하고 장점을 활용했다고 할 수 있다. 대상기업 중에는 다이에, 가네보, 다이쿄, 마츠야텐키, 미즈이광산 등의 대기업들은 지명도는 높았지만 장기간 우려대상 기업들에게 일정한 방향성을 제시한 것은 경제회복의 신호를 부여한 심리적 효과도 크다. 또한 산업재생 의식을 일본경제에 심어준 의의도 크다고 평가할 수 있다.

해외에도 부실채권을 처리하는 기관이 존재한다. 각국 경제환경에 따라 차이는 존재하지만, 산업재생기구는 일본 독자적인 사업재생모델이라고 할 수 있다. 산업재생기구를 산업정책이라는 거시경제적 관점에서 본다면, 실질적 성과는 불충분했다고 평가할 수도 있다. 그러나 이는 실험적인 정책으로 도입한 것으로서 이를 통해 기업재생에 대한 새로운 개념과 기능이 도입되고 새로운 사회시스템과 시장이 형성된다면 나름대로의 가치가 있다고 평가할 수 있다. 일본에서는 산업재생기구를 통한 산업재생과 기업재생에 대한 사회적 인식은 매우 높아졌다고 평가할 수 있기 때문이다. 공공성을 가진 기관이 사적시장에 관여한 경우, 연성예산제약(soft budget constraint)문제가 발생할 우려가 있으나 이런 폐해를 산업재생기구가 채택한 제도와 기법을 통해 최소화했다는 점에서 정책적 함의가 있다고 할 수 있다.

2) 산업재생기구 활동 전반에 관한 평가

산업재생기구에 대한 평가는 수량적인 측면 뿐 아니라, 사업재생시장에 자금을 지원하고 동시에 당사자간의 이해관계를 원활하게 해결하고 합리적인 사업재생모델을 제시한 것으로 평가받고 있다. 이런 긍정적인 평가에 반해서 산업재생기구가 사업재생시장의 민간영역을 침범하여 민간사업을 압박하였다는 비판도 있다. 그러나 산업재생기구의 활동에 관한 평가에 따르면 <그림 III-4>에서, 긍정적인 의견이 부정적 의견보다 높은 것으로 나타났다.

<그림 Ⅲ-4> 산업재생기구 활동전반에 관한 평가



자료: 内閣府(2006)

이전 주거래은행제도 하의 사적정리 가이드라인에 의한 사적정리에는 권리 변경의 대상인 채권자 전원(100%)의 동의가 필요하기 때문에 사업 재생이 신속히 진행되지 못하다는 문제점이 지적되어 왔다. 그러나 산업 재생기구는 사적정리와 법적정리의 영역에서 방치되어 왔던 재생 안전을 처리함으로써 사적정리와 법적정리의 틈새를 보완하였다. 특히 합리적인 사업재생계획을 책정하여 민간 채권자뿐만 아니라 공적 채권자에 대해서도 강력한 조정력을 발휘하여 채권자간 이해관계를 신속하게 조정하였다.

기존 재생방식과는 다른 특징은 다음과 같다. 첫째, 주식회사의 민간 형태이지만 공정하고 중립적인 공적인 특성을 보유하는 점, 둘째, 민간펀드 처럼 출자하고 직접 리스크를 부담하는 점, 셋째, 기업실사(due diligences)나 사업재생계획 등 당사자들이 납득할만한 방안 제시, 넷째, 지원결정 후 3개월 이내에 지원이 실행되지 않으면 지원이 철회되고 법정관리로 전환하는 심리적인 압박 등이다.

사업범위를 보면 대기업에서 지방중소기업에 이르기까지 다양한 규모나 업종에 걸친 사업자 지원 이외에, 단순한 재무구조조정에서 벗어나 과감한 사업과 산업구조조정을 요구하는 사업재생모델을 제시했다. 이러한 평가에 대해서는 민간사업 영역을 압박했다는 부정적 비판도 있으나, 초기에 사업재생 시장 형성과 시장 플레이어들에게 큰 영향을 주었다는 점에는 공감하고 있다.

인재육성의 측면에서 본다면, 당시 존재하지 않았던 사업재생 관련 인재육성에도 상당히 기여한 것으로 평가된다. 산업재생기구 내부 직원의 능력향상뿐만 아니라, 외부위탁을 통해서도 재생사업 전문가를 육성하였다. 또한 산업재생기구에 안건을 제출했던 금융기관은 산업재생기구와 함께 사업재생을 지원하여 단기간에 많은 사업재생 노하우를 축적할 수 있었던 것으로 평가를 받고 있다.

산업재생기구는 공적인 특성에도 불구하고 한시적 조직으로 운영하는 일몰(sunset)방식을 도입한 것도 높이 평가할 수 있다. 일몰제를 도입함으로써 민간사업과의 마찰을 최소화하고자 노력했다. 그러나 정부의 높은 출자 비율이나 인선 관여는 오히려 민간형태의 주식회사 거버넌스가 제대로 작동하는데 걸림돌이 되었다는 지적도 있다. 한편으로는 관민 중간형 기구의 지원자체가 기업의 도덕적 해이를 유발한다는 지적도 있어 명확한 지원 기준이 필요했다고 지적하기도 한다.

3. 정부계 · 관민펀드에 의한 사업재생지원

산업재생기구 이후 일본 정부는 시장실패와 정부실패를 보완하기 위해서 정책목표에 따라 다양한 관민펀드를 설립하였다. 관민펀드의 엄격한 정의는 없지만 시장실패가 존재하는 영역의 사업에 출자나 용자하기 위하여 법률에 근거하여 정부와 민간기업이 공동출자하여 설립한 주식회사(펀드)라고 할 수 있다. 일본 정부는 관민펀드를 통하여 민간이 감당하기 어려운 위험을 경감할 수 있도록 위험자본을 공급하며 민간 투자를 촉진시키는 노력을 기울이고 있다.

2003년 정부계펀드의 시초라고 할 수 있는 산업재생지원기구 설립을 계기로 2008년 「향후 산업투자의 방향에 대하여」 지침을 제정한 이후에 잇달아 관민펀드가 탄생하였다. 산업재생법 (「산업활력의 재생 및 산업

활동의 혁신에 관한 특별 조치」)에 따라 2009년에 설립된 주식회사 산업혁신기구와 주식회사 기업재생지원기구법에 따라 설립된 기업재생지원기구이다. 전자는 첨단기술과 특허의 사업화 지원을 목적으로 하고, 후자는 유용한 경영자원을 보유하면서 과도한 채무를 지고 있는 중소기업의 사업재생을 지원하는 것을 목적으로 하고 있다.

본 장에서는 사업재생과 관련된 관민펀드인 중소기업지원협의회와 지역경제활성화기구를 중심으로 살펴본 후 일본의 관민펀드 현황과 문제점을 살펴보고자 한다. 이런 일본의 경험과 사례 분석은 앞으로 국내 산업재생기구와 같은 사업재생관련 정부계펀드나 관민펀드를 도입할 경우 민간펀드나 시장과의 마찰을 줄이고 정책목표와 수익성을 모두 추구할 수 있는 관민펀드 설계에 많은 시사점을 제공할 것이다.

가. 기타 사업재생관련 정부계펀드

1) 중소기업지원협의회

중소기업지원협의회는 2003년 4월 개정된 산업활력재생특별조치법에 따라 각 지역의 중소기업재생지원을 위해 경제산업성 장관의 인정을 받은 상공회의소 등에 설치된 기관이다. 산업재생기구와 달리 출자와 융자기능이 없고 외부 자문자의 입장에서 사업재생 업무에 관여하고 있다. 사업재생지원 절차는 ① 사업재생에 관한 상담과 자문 ② 상담결과에 따라 재생계획을 작성해 금융기관과의 협회가 필요하다고 판단되는 경우 외부전문가와 공동으로 채무와 사업을 분석해서 실현성 높은 재생계획 책정을 지원한다.

협의회 설립 이후 2009년 12월말까지 상담기업 수는 약 19,572사이며, 이 중 2차 대응 완료 수는 2,422사, 나머지는 2차 대응 진행 중이다. 업종별로는 제조업 40%, 도소매업 21%, 음식점·숙박 13%, 건설업 12%이며, 기업규모로는 매출액 1~50억엔의 중소기업이 전체 약 90%를 차지하고 있다.

2) 기업재생지원기구

2008년 글로벌 금융위기 이후 경제의 글로벌화에 따른 경쟁심화와 저출산·고령화 등으로 지역경제가 어려움을 겪었다. 이런 지역경제의 어려움을 타개하기 위하여 지방사업재생의 지원확충이 필요하게 되었다. 기업재생지원기구는 지역경제활성화 목적으로 경영부진에 빠진 중소·중견기업 재생을 지원하기 위해서 설립된 한시적인 정부계펀드이다. 2007년 해산된 산업재생법에 근거하여 설립된 산업재생기구의 지방판이라고 할 수 있다. 기업재생지원기구는 정부의 허가법인이면서 사업재생 지원을 목적으로 하는 주식회사로서 설립되었다.

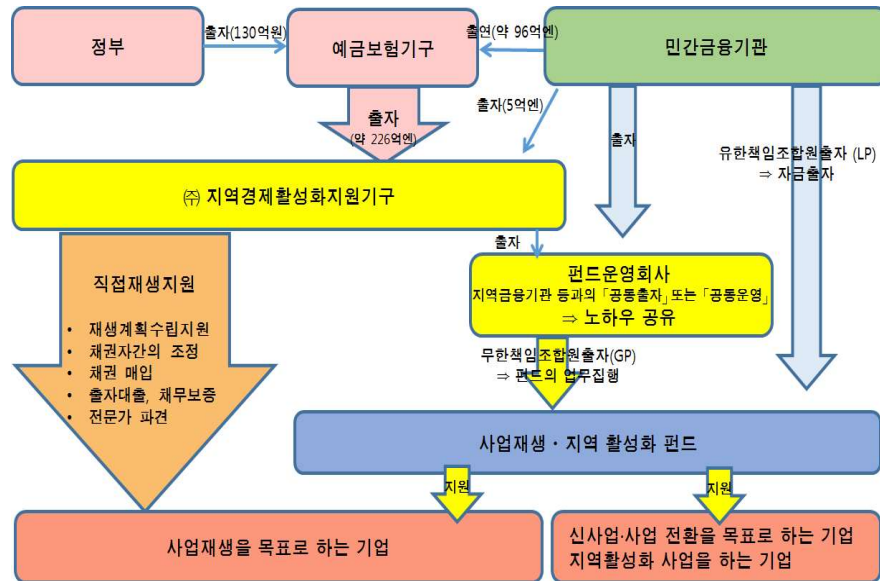
외부 유식자를 포함한 공정하고 중립적인 의사결정을 지원하기 위해서 기업재생지원위원회를 설치하였다. 2013년 3월말까지 지원을 결정하고 결정으로부터 3년 이내에 업무를 종료하였다. 후속기관으로서 지역경제활성화기구가 설립되었다. 자본금은 정부 100억엔, 금융기관 101억엔 총 201억엔 규모이다. 동기구는 재상장한 일본항공(JAL)을 통하여 큰 주식차익을 얻어 투자수익은 3,000억엔 정도였다.

3) 지역경제활성화지원기구(REVIC)

지역경제활성화기구(Regional Economy Vitalization Corporation of Japan: REVIC)는 지방판 산업재생기구이다. 2013년 3월 관민공동 출자의 주식회사로 발족하였다. 2009년 10월 설립된 기업재생지원기구를 개편·강화하여 <그림 III-5>와 같이 중소기업의 사업재편이나 전환 등 근본적인 경영재건을 복합적으로 지원하고 지역경제 활성화를 도모하였다.

주요업무는 ① 출자·용자 등 사업재생지원 업무, ② 관민펀드 공동출자(사업재생펀드, 지역활성화펀드), ③ 개인보증채권 매입업무, ④ 재생전문가의 지역금융기관 파견 등이다. 펀드투자결정기한은 2018년 3월말까지이며, 기구의 업무완료기한은 2022년 3월말이다.

<그림 III-5> 지역경제활성화기구의 지원체계



자료: 地域經濟活性化支援機構(REVIC) 홈페이지

REVIC의 지원실적은 2013년말 총 33건(중소기업 11건), 출자총액은 3,690억엔이다. 기구는 분기마다 재생지원 결정 건수나 출자총액 등 지원 개요를 사업연도마다 업무실시 상황에 관한 평가를 각각 발표(사업자명 원칙적 비공표, 속성만 공표)하고 있다. 대기업은 재생지원 결정시 사업자명을 포함한 지원개요를 공표하며 개별지원 완료시에는 해당지원에 대한 평가를 공표한다.

다만, 현행 관민펀드에 대해서는 설립에서 수년간의 경과에도 불구하고 잠재수요를 발굴 하지 못해 활성화되지 않은 펀드의 폐지를 요구하는 등 비판적인 시각도 있다. 그러나 REVIC은 지역경제 활성화를 위한 공헌 뿐만 아니라, 민간당사자만으로 재생추진이 어려운 비교적 규모가 작은 중소기업 재생에 지역실정을 감안하여 대응하는 기관으로서 평가를 받고 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

나. 일본의 관민펀드

2016년 기준 14개의 관민펀드가 설립되었으며 펀드의 목적은 역할이 종료된 사업재생뿐만 아니라 연구개발·이노베이션, 지역진흥, 해외진출 촉진 등 다양하다. 대표적인 펀드로서 산업혁신기구, 지역경제활성화지원기구, 해외수요개척지원기구, 환경부동산보급촉진기구, 해외교통·도시개발사업지원기구 등이 있고 펀드 각각의 정책목표가 있지만 일본 경제성장과 고용에 기여하는 것이 주요 목적이다. 2016년 9월말 지원을 결정한 출자안건은 652건, 실제 투융자액은 약 1조 2,627억엔이며 관민펀드가 마중물이 되어 민간에서 투융자한 금액은 약 2조 9,127억엔이다.

이런 관민펀드에 대한 노력이 본격화된 것은 2012년 12월에 출범한 제2차 아베정권부터이다. 정부 출범 이후 2013년 1월에 각의 결정된 「일본경제 재생을 위한 긴급경제대책」에서 성장을 위한 전략으로 지속적인 성장을 위해 정책금융 등에 의한 위험자금을 마중물로 공급하고 민간 투자를 활성화시키고자 다음의 조치가 포함되었다.

- ① 관민 혁신프로그램 (실용화를 위한 관민공동 연구개발 추진)
- ② 벤처기업 등과 첨단기술의 사업화를 위한 위험자금 공급 (산업혁신 기구에 대한 생산업투자자 출자)
- ③ 혁신 강화를 위한 일본정책투자은행의 펀드 창설 (산업투자대출)
- ④ PFI의 추진에 의한 민간 자금을 활용한 인프라 정비 (「민자활용사업 추진기구」의 설립)
- ⑤ 민간주체의 마을 만들기(정비) 지원 (내진·환경 성능을 가지는 양질의 부동산 형성을 위한 관민펀드 창설)
- ⑥ 기업재생지원기구를 근본적으로 개편하고 기업회생 펀드와 지역 활성화 펀드 등에 대한 전문가 파견과 출자 등에 의한 지역재생현장의

강화와 지역활성화에 기여하기 위한 기능 확충을 도모하고, 「지역경제 활성화 지원기구」(가칭) 설립

- ⑦ 농림어업성장산업화펀드의 확충(농림어업성장산업화지원기구에 대한 산업투자출자)
- ⑧ 국제협력은행(JBIC) 출자에 의한 해외진출 지원을 위한 기금 (「해외진출 지원기금(가칭)」)의 창설, JBIC 대한 산업투자출자)
- ⑨ 쿨재팬(Cool Japan)을 구현하는 일본기업의 지원 (산업투자출자를 활용한 새로운 기관을 설립하고 위험자금을 공급)

1) 관민펀드 운영에 관한 가이드라인

이러한 정부 방침에 따라 2013년에는 농림어업성장산업지원기구(A-FIVE), 지역경제활성화지원기구(기업재생 지원기구로부터 개편), 민간자금활용사업추진기구(관민협력 인프라펀드), 해외수요개척지원기구(쿨재팬기구), 내진·환경부동산형성 촉진사업(사단법인 환경부동산보급촉진기구), 경쟁력 강화 펀드(일본 정책투자은행)의 6개의 관민펀드가 설립되었다. 이에 따라 일본 정부는 2013년 6월 「일본재흥전략」에서 국가 관여에 따른 도덕적 해이를 방지하기 위해서 「관민펀드에 의한 공적지원 가이드라인」을 책정하였다. 주요 내용은 다음과 같다.

펀드 설립은 보완성 원칙에 의거하여 시장실패가 존재하는 영역에 한해 최소한 범위에서 실시한다. 또한 외부성(external effect)에 따라 정부 성장 전략의 실현과 지역경제 활성화에 기여, 새로운 산업과 시장을 창출하는 마중물 효과 등 정책적 의의가 존재하는 영역으로 한정한다.

펀드 존속기한(일몰조항)을 마련하고, 개별 투자 안건은 시간축을 설정하여 종료 후에는 적절한 시기에 민간에게 넘기는 것을 전제로 한다. 그리고 투자 결정은 국가가 투명한 지원 기준을 설정하고 민간이 주체가 되어 전문적이고 객관적 관점에 근거한다. 또한 개별 안건에 대해 정치와 행정 개입을 차단하기 위해서 독립적이고 전문적인 제3자 기관에 의한 심사 또는

감시와 견제의 구조를 도입하고 있다.

정책 목적에 따라 펀드마다 포트폴리오가 다르기 때문에 이를 고려하여 투자 전체의 리스크 관리와 수지를 관리한다. 그리고 펀드 전체의 업적 평가는 투자 대상을 통한 일본 경제성장과 고용에 미치는 영향 등 정책 의의에 유의하면서 펀드 설립과 운영 취지를 감안하여 중장기적인 관점에서 종합적으로 실시한다.

관민펀드의 운영 상황에 대해 이른바 종합검사를 실시하고, 설립 준비 중인 관민펀드의 제도 설계에 대해서 효율적인 의견 교환을 위해서 내각 관방부 장관을 단장으로 하여 관계부처의 장관과 민간 전문가로 구성되는 「관민펀드 총괄자문위원회」가 2013년 5월에 설치되었다. 동위원회에서 검토하여 9월에는 「관민펀드의 활용촉진에 관한 관계 각료회의」(내각 관방 장관이 주최하고 관계 장관으로 구성)가 설치되었고 제1차 회의에서 「관민펀드의 운영에 관한 가이드라인」이 책정되었다.

각료회의 하에는 관계부처와 전문가로 구성된 「관민펀드의 활용 추진에 관한 관계 각료회의 간사회」가 설치되어 이러한 지침에 따라 정기적인 검사를 실시하고 있다. 이 가이드라인에 따라 검증을 실시하는 9개의 관민펀드가 특정되었다. 2014년에 해외교통·도시개발사업지원기구, 독립행정법인 과학기술진흥기구가 더해져 <표 III-4>에서 보듯이 2016년 기준으로 관민펀드는 14개 기관이다.

2) 관민펀드의 운영에 관한 향후 과제

관민펀드를 포함한 정책금융의 본연의 모습에 대해서는 재무성 심의회에서 검토가 이루어지고 2014년 6월 재정투융자 분과회에 「재정투융자를 둘러싼 과제와 향후 방향에 대해」가 정리되어 있다. 무엇보다도 관민펀드의 운영에 있어서는 투자수익과 정책목적 모두 추구해야 하며 투자수익과 정책목적의 양면에 대해서, 펀드 개별 투자준칙과 모니터링 지표를 설정할 필요가 있다. 투자수익과 정책목적의 중복영역에서 펀드가 기작동

하기 위해서는 관민펀드가 스스로 지배구조를 확보하고 정책목적에 따라 운영하는 것이 가장 중요하다. 그리고 출자자인 정부가 관민펀드의 운영 상황을 확인할 필요가 있다.

다. 관민펀드의 거버넌스

일본 정부는 계속 설립되고 있는 관민펀드가 공적자금의 낭비라는 비판에 대응하기 위해서 관민펀드의 거버넌스를 강화하기 위한 기구를 도입하였다. 산업투자를 포함한 재정투융자에 대해서는 재정투융자 분과회가 2014년에 발표한 「재정투융자를 둘러싼 과제와 향후의 자세에 대해」가 기본적 사항을 규정하고 있다. 우선, 재정투융자와 산업투자의 상품성 차이는 <표 Ⅲ-2>와 같이 정리할 수 있다.

각 기관에 대한 산업투자의 집행은 개별 안건마다 ① 투자내용, 투자결정과정과 배경, ② 각 투자기업의 재무정보와 회수 예상액에 대해서 사전에 확인하고 펀드 수요에 따라 실행한다. 그 결과, 예산을 하회하는 경우는 다음 년도 이후 재원으로 활용하고 있다. 그리고 개별 안건에 대한 위험감수와 원금 보장의 균형을 취하는 포트폴리오를 구성하여 산업투자의 훼손을 방지하고 일정한 이익을 보장한다. 또한 각 기관에서의 배당이나 이익배분은 조직형태나 투자내용의 특성에 따라 대응한다.

<표 III-2> 재정투융자와 산업투자의 상품성 비교

	상품성	특징/역할
재정 투융자	고정금리 융자	· 상환확실성이 필요 · 재정투융자채권에 의한 시장 조달을 재원으로 하고, 정책목적의 실현에 필요한 범위 내에서 「양적보완」이 요구되는 경우에 효과적인 역할
산업 투자	출자 성과연동형 금리 설정 융자	· 개별 안전에 대한 위험 감수와 전체 원금확보의 균형을 취하는 포트폴리오 관리로부터 출자 훼손을 회피 · 자본성 자금의 공급(equity, mazzanine finance)을 통해 민간금융에 의한 자금 공급(레버리지)을 촉진하는 「질적보완」의 역할을 발휘

자료: 일본 재무성, 財政制度等審議會財政投融资分科회

재정투융자는 위험이 낮은 사업을 대상으로 하는 debt finance라고 볼 수 있다. 한편 산업투자는 위험이 높은 사업을 대상으로 하는 equity finance라고 볼 수 있으며 <표 III-3>에서 보듯이 민간펀드와는 다르다. 위험관리에 대해서는 관민펀드는 공적자금이고, 정책목적의 달성과 출자 훼손의 방지가 요구되고 있다. 단기적으로 국고부담이나 배당의 필요는 없지만 각 기관마다 중장기적인 이익확보의 전망을 검증할 필요가 있다.

<표 III-3> 관민펀드와 민간펀드의 주요 차이점

	관민펀드 (산업 혁신기구의 예)	민간펀드
존속 기간	15년 (법정) (투자회수기간은 원칙 5~7년)	10년 이내 (마지막 3~5년에 회수)
목표	투자안전의 수익성 및 실현가능성을 포함해, 투자 정책목표와 사회적 영향력을 중시	투자안전의 수익성과 실현가능성 검토에 의한 투자수익을 극대화
수익성	투자배율을 중시 (중장기적으로 투자사업의 회수금액을 극대화)	IRR을 중시 (단기 수익을 추구)

자료: 일본 재무성, 財政制度等審議會財政投融资分科회

벤처 지원 등의 분야에서는 산업투자 구조 자체에 평가와 모니터링 기능이 없기 때문에 관민펀드 출자의 입구와 관민펀드에 의한 출자의 출구에서 민간 자금을 최대한 활용하는 것이 중요하다. 충분한 심사 체제 및 위험관리 태세 하에서 민간의 인재·노하우를 활용해 투자 안전의 감정을 실시함으로써 수익성을 확보하는 것도 중요하다.²³⁾

그리고 관민펀드의 거버넌스 향상을 위해서는 아래와 같은 조치가 필요하다. 첫째, 관민펀드가이드라인에 따라 각 펀드의 투자 태세, 투자 결정과정, 경영지원, 투자실적 평가, 운영방침의 재검토 등의 거버넌스를 확보하고 개별 안건에 대한 위험 감수와 전체 펀드에서 원금확보의 균형을 취하는 포트폴리오 관리를 하는 것 등으로부터, 정책목적에 따른 운영을 확보하는 것이 요구되고 있다. 둘째, 출자자로서 국가가 관민펀드에 대해 관민펀드가이드라인에 따라 투자내용 및 투자실행 후 상황 등의 적시에 적절한 보고를 요구하는 등 투자실행 후 모니터링을 실시하고, 관민펀드 스스로에 의한 가이드라인을 포함한 운영상황의 확인을 실시함으로써 산업투자의 훼손을 방지하는 것이 요구되고 있다.²⁴⁾

23) 구체적으로는 민간 사외이사 등으로 구성된 「투자결정위원회」에 의한 투자결정, 정책목적의 달성상황이 사후검증 가능한 지표(Key Performance Indicator: KPI)에 의한 모니터링이 포함되어 있다.

24) 관민펀드 지배구조의 근거가 되는 것이 「관민펀드의 운영에 관한 가이드라인」(2013년 9월 27일, 관민펀드의 활용 추진에 관한 관계각료회의)이다. 이것은 5개의 항목으로 분류한 여러 질문으로 이루어져 있다. 5개의 항목은 아래와 같다.

1. 운영전반(정책목적, 민영 사업보완 등)
2. 투자태세 및 결정과정
 - 2.1 투자태세 2.2 투자정책 2.3 투자결정 과정 2.4 경영지원
 - 2.5 투자실적의 평가 및 공개 2.6 투자 운용방침의 재검토
3. 포트폴리오 관리
4. 민간 출자자의 역할
5. 감독관청 및 출자자인 국가와 각 펀드와의 관계

<표 III-4> 관민펀드의 투자현황

(단위: 억엔, 건)

명칭	감독 관청	설치연월 (준속기간)	설립목적	출용자액		자금조달 당시 정부보증	지원 결정 건수	지원 결정 금액	실제 투용자	유발된 민간 투용자액 (마중물 효과)
				정부	민간					
(주)산업 혁신 기구	경제 산업성	2009년 7월 (15년)	오픈이노베이션 지향을 통한 차세대 산업의 육성을 목표로, 혁신성을 가진 사업에 투자	재투출자: 2,860	140	18,000	101	8,305	6,475	4,447
(특)중소 기업 기본 정비 기구	경제 산업성	2004년 7월 (5년마다 재검토, 차기 2019년도)	창업에서 산업재생, 재해대책의 안전망 (safety net)까지 기업 수명주기와 과제에 맞춘 중소기업 지원	일반회계 출자: 157	-	-	229	3,25	2,152	5,377
(주)지역 경제 활성화 지원 기구	내각부 금융청 총무성 재무성 경제 산업성	2013년 3월 (10년)	사업의 선택과 집중, 사업재편도 포함한 산업재생 지원과 신사업·사업 전환 및 지역활성화 사업에 대한 지원	160 재투출자: 130 일반회계 출자: 30	101	10,000	106	735	218	773

자료: 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議

<표 III-4> 관민펀드의 투자현황 (계속)

(단위: 억엔, 건)

명칭	감독 관청	설치연월 (존속기간)	설립목적	출용자액		자금 조달 당시 정부 보증	지원 결정 건수	지원 결정 금액	실제 투용자	유발된 민간 투용자액 (마중물 효과)
				정부	민간					
(주)농림 어업 성장 산업화 지원 기구	농림 수산성	2013년 1월 (20년)	「농림수산업 활성화」를 진개하기 위해, 6차산업화에 중시하는 농림어업자와 타산업의 협작 사업제도 지원	재투출자: 300	18	350	55	390	64	389
(주)민간 자금 활용 사업 추진 기구	내각부	2013년 10월 (15년)	이용요금 수입으로 자금회수를 실시하는 PFI사업에 민간자금 도입을 촉진하고 인프라 투자시장을 육성	재투출자: 100	100	3,000	14건	281	234	2,374

자료: 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議

<표 III-4> 관민펀드의 투자현황 (계속)

(단위: 억엔, 건)

명칭	감독 관청	설치연월 (존속기간)	설립목적	출용자액		자금 조달 당시 정부 보증	지원 결정 건수	지원 결정 금액	실제 투융자	유발된 민간 투융자액 (마중물 효과)
				정부	민간					
관민 인베이션 프로그램 (도호쿠대학 도쿄대학 교토대학 오사카대학)	문부 과학성	도호쿠대 : 2015년 2월 도쿄대: 2016년 1월 교토대: 2014년 12월 오사카대 : 2014년 12월 (사업개시 이후 15년간)	성장에 따른 부의 창출을 위해 국립대학에 출자 실시, 산학연계에 의한 실용화를 위해 공동 연구개발 추진	일반회계 출자: 1,000 (도호쿠대: 125, 도쿄대: 417, 교토대: 292, 오사카대: 166)	-	-	3	320	56	50
(주)해외 수요 개척 지원 기구	경제 산업성	2013년 11월 (20년)	클래팬의 해외진개를 촉진하기 위해 재팬몰 등 「일본의 매력」의 산업화를 목표로 사업 출자·사업 참여	재투출자: 416	107	310	15	387	287	1,180

자료: 官民ファンドの活用推進に関する関係関係会議

<표 III-4> 관민펀드의 투자현황 (계속)

(단위: 억엔, 건)

명칭	감독 관청	설치연월 (준속기간)	설립목적	출융자액		자금 조달 당시 정부 보증	지원 결정 건수	지원 결정 금액	실제 투융 자	유발된 민간 투융자액 (마중물 효과)
				정부	민간					
지진· 환경· 부동산 형성 촉진사업 (환경 부동산 보급 촉진 기구)	국토 교통성 환경성	기금설치일 2013년 3월 (10년마다 재검토)	노후되고 사용하지 않거나 사용률이 낮은 부동산에 대해 민간자금과 노하우를 활용하여 지진·환경성능을 가진 부동산 시장 형성 (개수·재건축·개발 사업)을 촉진하고 지역재생· 활성화에 이바지하는 지역 구축 및 지구온난화 대책 추진	일반회계 보조: 300	-	-	7	87	61	548
경쟁력 강화펀드 (주)일본 정책투자 은행)	재무성	사업시작일 2013년 3월 (10년)	타 업종간 연계를 통한 신사업 창출, 잠재된 고급기술을 활용한 신사업창출 촉진	재투자출: 1,000	500 (주) 일본정책 투자은행 자기자금)	-	12	1,290	1,264	5,606
특정투자 업무 (주)일본 정책투자 은행)	재무성	사업시작일 2015년 6월 (10년 9개월)	기업의 경쟁력 강화와 지역 활성화 차원에서 민간 금융기관의 자금공급을 촉진하고 기업의 성장을 위한 적극적인 대응 지원	재투자출자: 650	650 (주) 일본정책 투자은행 자기자금)	-	19	1,039	448	4,171

자료: 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議

<표 III-4> 관민펀드의 투자현황 (계속)

(단위: 억엔, 건)

명칭	감독 관청	설치연월 (준속기간)	설립목적	출용자액		자금 조달 당시 정부 보증	지원 결정 건수	지원 결정 금액	실제 투용자	유발된 민간 투용자액 (마중물 효과)
				정부	민간					
(주)해외 교통·도시 개발사업 지원기구	국토 교통성	사업시작일 2014년 10월 (5년마다 근거법의 시행상황 검토)	교통·도시 인프라의 해외수출을 촉진하기 위해 해외고속철도사업에 투자·사업 참여	재투출자: 150	59	434	3	117	88	215
국립연구 개발법인 과학기술 진흥기구	문부 과학성	사업시작일 2014년 4월 (5년마다 재검토차기 2017년도)	기구의 연구개발 성과의 실용화를 지향하는 벤처기업에 출자하고 인적·기술적 지원 실시	일반회계 출자: 25	-	-	7	7	7	55
(주)해외 통신· 방송· 우편사업 지원기구	총무성	2015년 11월 (20년)	통신·방송·우편사업의 해외 진출을 촉진하기 위해 해외에서 지상파 디지털 방송망의 정비사업 등에 출자·사업 참여	재투출자: 19	19	70	-	-	-	

자료: 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議

<표 III-4> 관민펀드의 투자현황 (계속)

(단위: 억엔, 건)

명칭	감독 관청	설치연월 (준속기간)	설립목적	출용자액		자금 조달 당시 정부 보증	지원 결정 건수	지원 결정 금액	실제 투용 자	유발된 민간 투용자 액 (마중물 효과)
				정부	민간					
지역 저탄소 투자 촉진 펀드 (그린· 파이낸 스추진 기구)	환경성	사업 시작일 2013년 6월 (10년마다 재검토)	사업자가 추진하는 저탄소화 프로젝트에 출자하여 저탄소사회, 지역활성화의 실현에 기여	에너지대책 특별회계보조: 93	-	-	23	78	22	617
계				재투출자: 4,625 일반회계출자: 1,212 일반회계보조: 300 에너지대책 특별회계보조: 93 재투대출: 1,000 계: 7,230	544 그 외 1,115 (자자금)	32,164	594	16,291	11,37	25,802

자료: 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議

IV. 민간부문의 역할: 증권사 사업재생 비즈니스와 재생펀드

1. 증권사의 사업재생 비즈니스
2. 사모펀드(PEF)에 의한 사업재생
3. 시장 메커니즘을 활용한 구조조정에 대한 시사점

IV. 민간부문의 역할: 증권사 사업재생 비즈니스와 재생펀드

사업재생관련 관민펀드와 민간펀드들이 설립되고 일본 M&A시장과 사모펀드가 활성화될 수 있는 기본적 토대가 마련되었다. 이런 배경하에 기존 주거래은행들이 차지하던 사업재생시장에 일본의 증권사들이 기존 투자은행(IB)업무를 바탕으로 사업재생 비즈니스를 전개해나가는 계기가 되었다. 본 장에서는 민간의 자본과 전문성을 활용한 사례로서 증권사의 IB업무의 일환으로 사업재생 비즈니스와 사업재생 PEF에 대해서 고찰하고자 한다.

1. 증권사의 사업재생 비즈니스²⁵⁾

노무라, 다이와 등 대형증권사는 산업재생기구 안전 등에 자문을 제공하거나 공동투자 혹은 보유주식 일부를 취득하는 방식 그리고 자체적인 재생펀드조성이나 자기자본투자를 통해 사업재생 비즈니스에 참여하였다. 버블 붕괴 이후 은행들이 부실채권처리로 여력이 없는 상황에서 대형증권사들은 기존 IB업무 경험 등을 살려서 은행들의 거래가 불가능한 틈새시장을 중심으로 공략하였는데 2000년대 초반 노무라, 다이와, 닛코 등 대형증권사들은 리플우드, 칼라일 등 외국계펀드와 경쟁하면서 사업재생시장에서 활동을 시작하였다.

가. 재생자문업무

대형증권사들이 사업재생에 관련된 자문서비스를 제공하여 수수료를 받는 비즈니스모델은 주로 투자은행 업무와의 협력을 통하여 이뤄졌다.

²⁵⁾ 본절의 내용은 마츠오 준스케(松尾順介)교수와의 인터뷰와 토론 그리고 논문(松尾順介2004a, 2004b, 2004c)를 토대로 작성하였다.

노무라증권은 2003년 기업정보부에서 독립하여 100명 규모의 재생프로젝트실을 설치하고 재생계획업무, 금융스킵 재구축업무, 실행지원업무 등을 수행한 이후 안전이 점차 줄어들면서 기업정보부로 재편입되었다. 니이가타 철공소 등 법적절차 안전 및 법적절차회사의 사업부문별 M&A 외에, 법적절차에 이르지 않은 경영부진기업의 재생지원사업도 다수 수행하였다.

다이와증권은 초기 Daiwa Capital Markets으로 50~60명 정도의 사업개발부로 시작한 이후 다이와 SMBC의 principal finance부와 restructuring advisory팀을 거쳐 2001년 은행계, 외자계, 회계법인 등의 진입에 따른 경쟁심화를 겪으며 다이와 SMBC principal investment를 설립하였다. Nikko Cordial 증권은 특별한 조직은 없고 기업정보부에서 M&A업무 전반을 담당하는 80~90명 정도가 업무를 수행한 이후 재생 안전이 감소함에 따라 M&A업무에 주력하였는데 다나카인터내셔널 등 10건의 법적절차안전 이외에 산업재생기구가 지원을 결정한 안전에 대한 지원계획 실행에 따른 주식가치 계산 등의 서비스도 제공하였다. 대형증권 3사의 재생자문업무는 투자은행업무전반과 협력 업무를 수행하고 있는 점과 안전 감소로 기업정보부 혹은 기업제휴부에서 다른 자문업무의 일환으로서 수행하고 있는 점에서 대동소이하다.

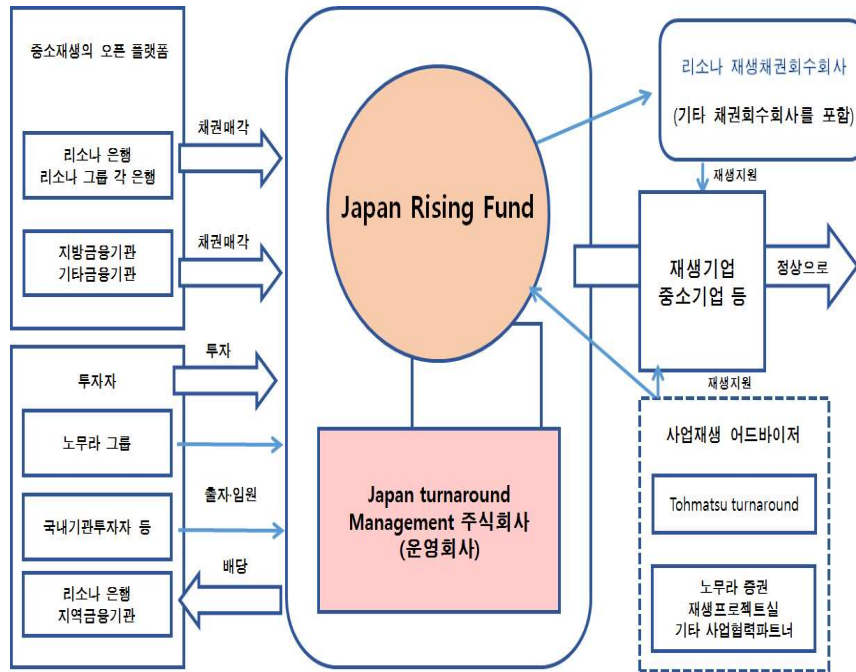
나. 재생펀드조성업무

대형증권사의 펀드업무는 2000년 사업재생관련 펀드조성을 계기로 펀드업무가 주된 업무의 하나로 정착하였다. 2008년 서브프라임문제 및 리먼 사태 이후 자기자본투자는 축소되고 펀드조성 중심으로 전환되거나 펀드 투자대상이 신에너지이나 환경 분야 등으로 이동하였다. 신재생에너지나 환경 분야에 대해서는 이미 다양한 중소형 펀드가 많이 조성되어 있으며, 투자대상 지역시민의 출자나 모집을 통해 운영하는 펀드도 존재한다. 재생펀드조성관련 업무의 특징은 노무라는 자기자본투자의 색채가 강하고, 다이와는 금융기관과의 연계를 통한 활동에 주력하고 있으며, 닛코의 경우 그다지 적극적이지 않는 상황이었다.

1) 노무라증권

노무라증권의 최초 사업재생형 사모펀드는 <그림 IV-1>와 같이 2003년 12월에 설립한 중소기업재생 Japan Rising Fund(투자규모 300억엔)이다. 주요내용은 ① 중소기업대상의 채권규모 100억엔 이하의 안건, ② 리소나은행 사업운영의 투명성을 중시하고 Tohmatsu Turnaround Support 회사에 컨설팅 등 자문위탁, ③ 개방형 플랫폼으로 다른 금융기관도 이용 가능, ④ 리소나은행의 재생서비스와의 연계를 통해 종합적으로 사업재생에 주력, ⑤ 특정 출자자에 편향되지 않도록 최대출자자인 노무라증권의 출자를 펀드의 30%로 제한 등이다.

<그림 IV-1> Japan Rising Fund 개요



자료: 松尾順介 「証券会社の企業再生ビジネス」

Nomura Principal Finance(이하 NPF)의 사업재생펀드는 미사와리조트 및 UFJ은행과 공동으로 설립한 골프장 재생의 Golf Japan Fund이다. 이는 사업재생 전반보다는 골프장 재생에 특화된 것이다. 이들 조성펀드의 특징은 은행과 공동으로 펀드를 조성하여 채권자인 은행과 연계함으로써 안전발굴이 용이하였다. 그리고 단순한 펀드조성뿐만 아니라, 직접출자를 하는 등 자기자본투자의 성격이 강한 것이 특징이다. 현재 상기 2개 펀드는 종료(close)된 상태이며, 국내 재생펀드관련 조성 및 운영은 자기자본 투자업무로 흡수되어 NPF가 담당하고 있다.

2) 다이와증권

다이와증권그룹은 <표 IV-1>에서 보듯이 비교적 초기단계부터 다양한 사업재생펀드를 조성하였다. 당시 다이와증권 SMBC가 2000년 2월에 Japan Recovery Capital Partners Limited Partnership(이하 JRCP)를 설립하였다. 투자대상은 국내의 경영재건 중인 회사 주식이며 주요 자금출자자는 국내 주요금융기관으로 회사갱생법 안전인 닛코전기공업 등에 투자하였다. 다이와증권 SMBC Principal Investment는 Asia Recovery Fund Partnership(아이와-로스차일드), Day Star Fund 등 다수의 사업재생펀드를 조성·운영하였다. 현재 다이와증권그룹의 재생펀드조성은 다이와증권 SMBCPI가 담당하고 있으며, 다른 2사의 대형증권사에 비해 다수의 펀드를 설립·운영하고 있는 것이 특징이다. 또한, 이들 펀드는 금융기관 특히 SMBC은행과의 제휴에 의한 것이 많은 것도 주목할 만하다.

<표 IV-1> 다이와증권 SMBCPI의 기업재생펀드

펀드명	비교
Day Star Fund	<ul style="list-style-type: none"> • (설립일) 2003년 9월 미즈이스미토모 해상화재·미즈이스미토모은행과 공동으로 설립 • (투자규모) 100억엔 • (투자대상) 금융기관으로부터의 채권매입
홋카이도 기업재생펀드	<ul style="list-style-type: none"> • (설립일) 2009년 9월 • (투자규모) 100억엔 • (운용회사) Hokkaido Mother Land capital 주식회사(다이와증권SMBCPI가 56.3%, 기타 도내 민간기업 5개사, 금융기관이 출자) • (투자대상) 홋카이도 지역의 중견·중소기업의 재생지원
Japan Endeavour Fund	<ul style="list-style-type: none"> • (설립일) 2003년 12월에 미즈이스미토모파이낸셜그룹, 골드만삭스, 일본정책투자은행과 공동설립 • (투자대상) 금융기관으로부터의 채권매입
Tokyo Challenge Fund	<ul style="list-style-type: none"> • (설립일) 2004년 10월 • (투자규모) 75억엔(도쿄도 및 도내금융기관이 유한책임조합원, 다이와 증권 SMBCPI가 무한책임조합원) • (투자대상) 도내 중소기업등의 재생지원
토치기현 지역기업 재생펀드	<ul style="list-style-type: none"> • 일본정책투자은행, 토치기현 금융기관과 공동 출자한 중견기업대상의 토치기지역기업재생펀드(2004년8월 설립, 30억엔)와 중소기업기반정비기구도 출자하고 있는 중소기업대상의 토치기중소기업재생펀드(2004년10월 설립, 50억엔) 구성 • 다이와증권 SMBCPI는 양 펀드의 운영회사로서 출자 • (투자대상) 토치기현 지역 내의 중견·중소기업재생지원

자료: 松尾順介 「証券会社の企業再生ビジネス」 에 의거 작성

3) 닛코코디얼(Nikko Cordial)증권그룹

닛코그룹은 Aunt Katariser Investment Partnership, AFJ Japan Integration Fund Exempted Limited Partnership을 설립(2010년 10월)하고 혼마골프에 출자하는 등 PE투자업무, 벤처투자, 펀드조성, 관리업무를 수행하고 있다. Nikko Principal Investment는 지방금융기관의 부실채권매입을 목적으로 2006년 5월, 미즈호증권과 공동으로 사업재생펀드를 설립하였으며, 외부 자금유치보다는 자기자본투자의 색채가 강하다.

다. 자기자본투자(PI)업무

대형증권사의 자기자본투자(Principal Investment: PI)는 자기자본규제 등을 감안하여 자체적으로 투자하기보다는 <표 IV-2>에서 보듯이 자회사 설립을 통해 투자하는 것이 일반적이다. 다만, PI의 경우에는 투자대상이 사업재생에만 특화된 것은 아니고 다수의 재생관련 안건들을 포함하고 있다. 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후, 각 대형증권사의 PI액은 점점 감소하는 추세이다. 이는 투자대상의 감소 영향도 있으나 주로 자기자본규제 강화에 기인한다고 추측되고 있다. 향후 투자동향에 대해서는 불투명하지만, 자기자본규제나 국제회계기준(IFRS)의 영향 등을 고려하면 PI에 대해서는 보다 신중한 태도를 보일 것으로 보인다. 이에 따라 현재 대형증권사들은 글로벌 금융위기 이후 신규자기자본투자보다는 기존 자기자본투자회수에 집중하고 있다.

<표 IV-2> 증권회사의 투자자회사

회사명	모(母)증권회사	모회사의 출자비율	투자액(억엔)
Nomura Principal Finance	노무라증권	100%	1,040
Daiwa Securities SMBC Principal Investment	다이와증권SMBC	100%	900
Nikko Principal Investment	닛코씨티홀딩스	100%	2,600
Shinko Principal Investment	신코증권	70%	80
Kyokuto Investment	고쿠도증권	40%	500
Aizawa Investment	아이자와증권	100%	50

자료: 각 증권사 자료를 토대로 작성(2005년 3월 기준)

1) 노무라증권

노무라그룹은 PI업무를 수행하는 부문으로서 2007년 7월 Nomura Principal Finance(NPF)를 설립하였다. 재생안전에만 특화된 것은 아니지만, 주로 대형 재생안전의 투자로 주목을 받았다. 주요업무로는 ① 대주주로부터 독립(Management Buy-Out, MBO), ② 전략적 비공개화, ③ 사업승계, 주주구성개편, ④ 자본강화, ⑤ 공동출자, ⑥ 재생스폰서 지원이 있다. 기업가치 향상을 중시하고 적대적 기업매수와 같은 형태를 취하지 않는 점을 강조하였다.

주요 투자안전의 특징은 재생안전에서 MBO안전까지 취급하고 있다. 최근에는 전자보다는 후자를 더 중시하고 투자도 거대화되면서 대형안전 발굴에 집중하고 있다. 2000년에서 2007년까지 노무라그룹 PI투자안전 수는 2000년 10월 Dowa Works, 2001년 7월 CCI, 2002년 2월 UHT 등 약 20여건에 달한다. <표 IV-3>에서 보듯이 노무라그룹의 자기자본 투자액은 2000년 3월 3,016억엔에서 2006년 3월 4,391억엔으로 크게 증가하였다.

<표 IV-3> 노무라홀딩스의 투자잔액

(단위:백만엔)

	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3
Trading자산 및 PE투자	5,926,700	8,609,096	15,600,521	13,697	13,178,220
유가증권 PE투자	5,152,393 270,890	7,837,663 291,774	14,757,597 326,978	12,739,805 365,276	12,158,168 347,394
Gloabal Merchant 부문투자잔액	301,600	375,700	457,600	439,100	543,400
일본	20,100	68,900	108,400	59,900	195,500
유럽(Terra Firma를 제외)	15,900	15,600	23,700	38,800	35,700
Terra Firma	265,700	291,000	325,500	340,400	312,200
수익	840,919	1,099,546	1,126,237	1,792,840	2,049,101
PE투자관련수익	-14,391	13,138	7,744	12,328	47,590
PE투자관련수익	-	-	75,061	88,210	100,126
기타	19,589	41,205	32,316	58,753	67,425
금융비용 이외의 비용	518,865	520,427	594,355	700,050	769,343
PE투자처기업매출원가	94,352	-	44,681	48,802	57,184
기타	-	84,570	87,620	115,447	106,039
계속사업의 세전당기순이익	119,913	172,329	94,732	256,628	175,828
비계속사업의 세전당기순이익	-	-	-	99,413	-

주 : 1) 2005년 3월(기) 이전에는 PE투자대상기업의 매출액 및 매출원가는 구분하지 않고 기타로 합산

2) 2006년 3월(기)의 비계속사업의 세전당기순이익은 주로 밀레니엄 홀딩스의 매각 이익

3) 일본포지션잔액은 Nomura Principal Finance, Nomura Finance Partners 및 Nomura Research & Advisory 등 합계

4) 유럽포지션잔액은 Private Equity Group 및 Nomura Phase Ventures의 합계

자료: 노무라홀딩스의 유가증권보고서 및 결산 설명 자료

이에 따라 노무라그룹은 출구 전략의 착실한 실행과 리스크관리 강화 차원에서 리스크관리부서가 Terra Firma²⁶⁾을 포함한 국내외 사모투자를 일체적으로 관리하며 투자안건단계부터 위험관리를 담당하였다. 또한 미국회계기준의 투자회사 회계 미적용으로 인해 투자기업의 수익에 따라 노무라그룹의 수익이 변동되는 점을 감안하여 2005년 3월(기)부터 PE투자처 기업의 매출액과 매출원가를 별도로 분리하여 공시하고 있다.

26) 유럽 사모펀드관리회사로 노무라와 일임계약을 체결하였다.

2) 다이와그룹

다이와그룹의 경우 1998년부터 부실채권 매매업무를 시작하여, 2001년부터 Daiwa Principal Investment(현 PI Partners)를 중심으로 자기자본 투자를 시작하였다. 주요 업무로는 MBO, MBI(Management Buy-In)를 하는 PE투자, 사업재생, Pre-IPO, Debt투자, 대출/채권매입, 메자닌파이낸싱, 부동산업투자자, 각종 펀드 조성·운영, 배출권 등 환경관련 사업투자 등으로 정리할 수 있다. 다이와증권 SMBCPI의 투자잔액 추이<표 IV-4>를 보면, 2005년 3월말 340억엔에서 2008년 3월말 2,690억엔으로 증가한 후, 2010년 3월말 1,700억엔으로 감소하였다. 이는 NPF와 마찬가지로 실물경제와 제도측면 등의 환경변화로 다이와증권 SMBCPI가 신규투자 없이 출구전략만을 수행하고 있는 이유 등에 기인한 것으로 생각된다.

<표 IV-4> 다이와증권 SMBC Principal Investment

(단위: 백만엔)

	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3
투자잔액	90,000	310,000	156,000	439,000	347,000	170,000
기업투자	34,000	229,000	257,000	269,000	223,000	80,000
금전채권투자	28,000	40,000	61,000	89,000	77,000	53,000
부동산업투자자	15,000	20,000	26,000	77,000	44,000	37,000
기타	11,000	21,000	12,000	-	-	-

자료: 동사 결산 설명자료

3) 자기자본투자(PI)에 대한 평가

松尾順介(2004)는 일본 대형증권사의 사업재생관련 업무는 경기변동 등 외적요인에 영향을 받아 점차 축소되었지만, 그동안 축적된 노하우와 경험을 살려서 증권사의 비즈니스모델로 정착한 것으로 평가하고 있다. 부실기업 감소, 주거은행의 체력회복, 부실채권 처리 등으로 재생 안건 수와 규모는 지속적으로 축소되었다. 그러나 일본 증권사들은 파산재생업무부터 업무효율화까지 다양한 재생안건에서 축적된 노하우와 경험을 살려 경영참여,

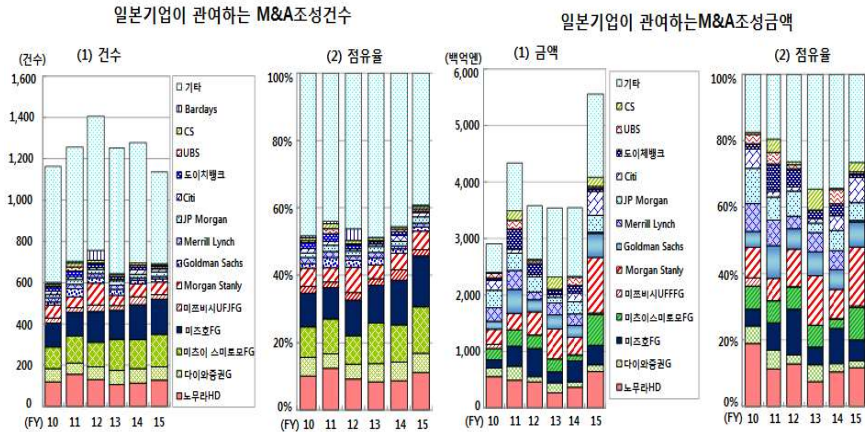
자본주입, 자산정리, 경영 인프라 정비, M&A 등을 수행하였다. 수년간 국내 M&A 리그테이블에서 대형증권 5개사가 조성건수 기준 53.1%, 조성 금액 기준 48%를 차지하고 있는 것도 사업재생업무 관련 실적과 경험 축적의 결과라고 평가할 수 있다.

<그림 IV-2> 일본기업이 관여하는 M&A의 금액·건수



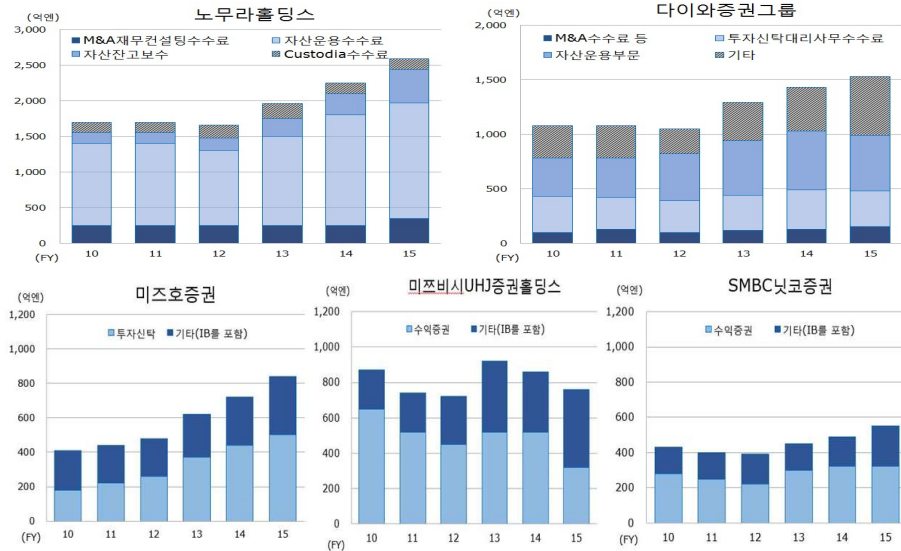
자료: Recoff 「Marri」 에 의거 작성

<그림 IV-3> 일본 M&A시장: 금융기관별 점유율



주 : Morgan Stanley는 미즈비시UFJMS증권, 미즈비시UFJFG는 미즈비시도쿄UFJ은행의 실적
 자료: Thomson Reuters, 미즈호 종합연구소

<그림 IV-4> 5개 대형증권의 M&A수수료 등



자료: 각사 결산자료

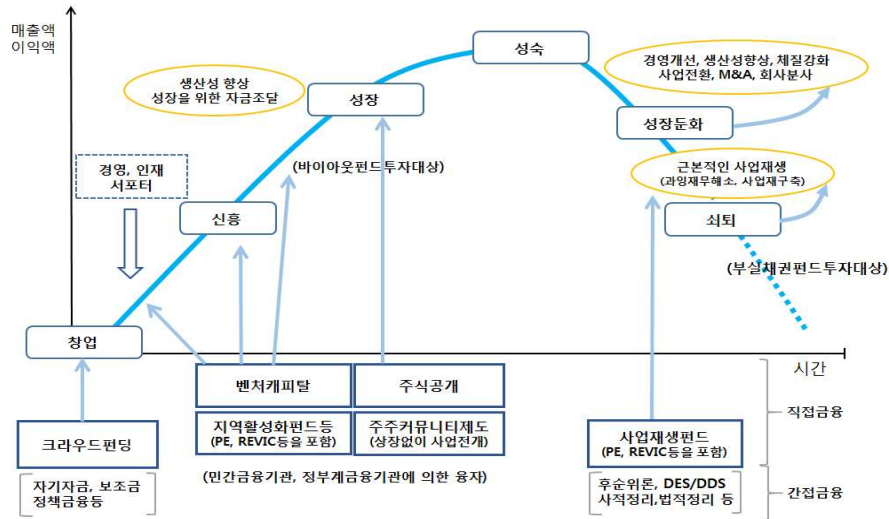
2. 사모펀드(PEF)에 의한 사업재생

버블붕괴 이후 2000년대 주거래은행이 부실채권 처리로 사업재생 업무에 여력이 없었기 때문에 사업재생펀드의 발전을 촉진하게 되었다. 주거래은행은 금융시스템 전체가 취약해지는 과정에서 대출 여력의 저하, 기업자금조달수단의 다양화와 주식상호보유 해소 등으로 임원 파견에 의한 기업과의 인적 연결도 약화되었다. 그 결과 채권자간 조정이 곤란한 사례가 다수 발생하게 되었다.

은행들은 IT 발전 등 기업을 둘러싼 환경변화로 채권자로서 여신심사 등의 과정에서 축적해 온 노하우만으로는 대응이 어렵고 외부전문가의 노하우와 전문지식의 활용도 필요하게 되었다. 금융재생프로그램 적용에 따라 대형은행은 부실채권처리도 가속화되어 펀드를 활용하고자 하는 수요가 증대하였다.

이런 배경 하에 1990년대 은행 등 금융기관의 부실채권에 착안하여 외국계 펀드운영회사가 조성한 부실채권펀드가 파산우려기관이하의 부실채권을 대상으로 하는 투자가 활성화되었다. 이후 일본 정부의 금융과 산업의 일체적인 재생지원정책에 따라 주로 비상장주식을 투자대상으로 하는 PEF(벤처펀드, 바이아웃펀드, 산업재생펀드)가 다수 조성되었다. 기업 성장단계별로 필요한 성장자금을 보면 <그림 IV-5>와 같다. 일본의 PEF는 바이아웃펀드나 산업재생펀드 등이 주를 이루었다. 최근 경제회복 등으로 PEF 투자대상이 사업재생 분야에서 사업재편과 경영개선 등의 분야로 이전되면서 사업재생펀드의 투자액도 전성기의 1/10 정도의 규모로 감소하였다.

<그림 IV-5> 기업 성장단계별 성장자금공급의 필요성



자료: 일본금융청(FSA) 자료와 각종 자료에 의거하여 작성

가. 사모펀드 관련 제도정비 현황

<표 IV-5>를 보면 사모펀드의 법적기구로서 1998년에 「중소기업 등 투자사업 유한책임 조합계약에 관한 법률」이 제정되어 비상장주식을 투자 대상으로 하는 경우 민법특례로서 업무집행조합원 이외의 투자자에 관한 유한책임제가 신설되었다. 또한 은행과 보험회사가 펀드에 투자하는 경우 주식보유제한(은행 5%, 보험 10%, 금융지주회사 15%) 적용을 면제하였다.

2002년, 2003년에는 동법의 일부개정에 의해 투자대상이 점진적으로 확대되고 2004년에는 동법의 명칭이 「투자사업 유한책임 조합계약에 관한 법률(이하 투자사업유한책임조합법)」으로 변경되었다. 이에 따라 중소기업 요건과 미공개요건이 폐지되어 투자대상이 확대되고, 중견기업이나 대기업도 투자대상이 됨과 동시에, 펀드에 의한 용자나 금전채권의 취득이 가능하게 되는 등 자유도가 높아지고 투자기구(vehicle)로서의 기능이 강화되었다.

「투자사업 유한책임조합법」에 근거하여 다양한 펀드가 조성되고 있다.

새로운 투자 상품이 등장함에 따라 예금과 보험 이외의 투자상품을 포괄적으로 규제하는 「금융상품거래법」을 제정하였다. 동 법에서는 새로운 집단투자계획지분이라는 포괄적 규정을 신설하고 이에 해당하는 권리는 ‘의제유가증권’으로 간주하여 동법의 규제대상으로 포섭되었다. 집단투자 계획지분이란 민법상의 조합, 상법상의 익명조합, 투자사업유한책임조합, 유한책임사업조합, 사단법인의 사원권, 기타권리이고 출자·출연한 금전 또는 이와 유사한 것을 투자한 사업에서 나오는 수익배당 또는 재산분배를 받을 수 있는 권리를 말하며, 어떤 형식에 의한 것인지를 판단하지 않는 것으로 규정되어 있다.

또한 전통적인 증권업무뿐만 아니라 각종의 사모펀드의 모집 및 운용 업무 이외에 투자자문, 대리업무에 대해서도 동법상의 등록의무를 부과하였다. 이로 인해, 정부의 긴급경제대책에 따른 산업재생기구 등 제3자 재생기구설립도 사업재생펀드가 대두하는 하나의 계기가 되었다. 그 밖에 사업재생에 관한 노하우를 사업화하는 민간업자의 등장, 투자자의 투자운용 수요의 다양화로 사업재생펀드 관련 환경이 전반적으로 정비되었다. 그리고 금융기관의 대체투자수단의 하나로서 사업재생펀드에 투자하는 사례도 증가하게 되었다.

<표 IV-5> 펀드 관련 주요 법률개정의 현황

연도	주요 법령 및 개정	보충설명	신탁방식	조합방식
1948	증권거래법	미국 연방증권법과 연방증권거래법을 참고로 제정	○	
1951	증권투자신탁법	신탁계약을 이용하여 투자자의 자금을 유가증권에 투자하여 집단적으로 운용하는 시스템(투자법인, 투자신탁)에 대해 규정	○	
1997	금융·증권관계의 규제철폐 등	일정범위 내에서 비상장·비등록주식의 투자신탁권입허용	○	
1998	중소기업등투자사업유한책임조합 계약에 관한 법률(중소벤처펀드법)	· 미공개 중소기업의 출자, 산업활력재생법 인정기업 등 일정 요건을 충족하는 사업재생을 실시하는 기업에 대한 출자나 용자에 한정 · 유한책임조합원의 책임을 출자금의범위내로 한정		○
1998	증권투자신탁 및 증권투자법인에 관한 법률	‘증권투자신탁법’의 명칭 변경 투자법인제도, 사모투자신탁, 운용의 외부위탁 등 도입	○	
2000	투자신탁 및 투자법인에 관한 법률	‘증권투자신탁 및 증권투자법인에 관한 법률’로 명칭 변경 유가증권 이외의 부동산을 포함한 폭넓은 자산도 운용가능	○	
2000	금융상품의 판매 등에 관한 법률 (금융상품판매법)	· 고객보호를 위해 폭넓은 금융상품에 대한 설명의무를 명확화 · 금융상품의 판매·권유에 대한 기능별적인 규정 제정	○	○
2002	중소벤처펀드법의 일부개정	투자대상으로 유한회사, 익명조합을 추가		○
2003	중소벤처펀드법의 일부개정	개정산업활력재생특별조치법 인정기업 등 일정요건을 충족하는 사업재생을 실시하는 기업에 대한 출자허용		○
2004	투자사업유한책임조합계약에 관한 법률(투자사업유한책임조합법)	· 투자대상기관의 중소기업요건과 미공개 요건을 철폐 · 사업자명의 용자, 금전채권취득가능 · 펀드 오브 펀드에 관한 제한 철폐		○
2004	신탁업법 전면개정	· 지적재산권, 담보권 등의 수탁도 허용 · 신탁업의 담당자 확대	○	
2004	증권거래법개정	투자사업유한책임조합계약에 기초한 권리 및 이에 유사한 조합 계약이나 익명조합계약에 기초한 권리는 유가증권으로 간주		○
2005	유한책임사업조합에 관한 법률	· 출자자 전원의 유한책임 · 내부자치 강화 및 구성원 과세 적용		○
2006	금융상품거래법(2007년 시행)	· 유가증권거래, 파생상품거래에 적용 · 신탁수익권, 집단투자계획지분을 유가증권으로 간주 · 민법상의 임의조합이나 상법상의 익명조합도 규제대상	○	○

자료: 商工綜合研究所(2004)

나. 사업재생펀드

사업재생펀드(vulture fund)는 1990년대 후반부터 본격적으로 설립되어 급속히 발전하였다. 1990년대 후반 대형은행이 부실채권을 외자계 펀드 등에 매각하는 움직임이 확산되면서 급성장하였으나 이후 대형은행들의 부실채권 잔액이 감소하면서 시장규모도 축소되었다. 이들 vulture fund는 ① 복수의 채권을 할인가격으로 일괄 매입, ② 차입기업으로부터(회수가능 범위)변제수령, ③ 담보부동산 매각, ④ 채권을 전매하여 비교적 단기간(1개월~1년 정도)에 수익을 창출하는 것이 일반적이었다.²⁷⁾ 이러한 유형의 펀드는 금융기관의 부실채권 처리의 원활화에 일정한 역할을 수행하고 부실채권의 담보부동산 등 경영자원을 확보하는데 기여한 것으로 평가하고 있다.

선행적인 부실채권펀드 사례로는 1997년에 도쿄미즈비시은행이 보유한 부실채권을 일괄 대량매각(bulk-sale)하여 론스타와 골드만삭스가 매입한 것이 최초이다. 이러한 부동산업과 금융업을 결합한 새로운 유형의 비즈니스, 즉 DD와 DCF로 상징되는 미국식 부동산 투자문화는 이후 일본 부동산업계 전체에 커다란 영향을 주었다.

Equity형 사업재생펀드는 부실채권의 대량매각에 대응하는 형태로 출현한 이후 벤처투자, 기타 M&A투자를 했던 펀드운영회사가 재생 안건을 취급하는 경우 이외에, 사업재생만을 전문으로 하는 펀드 등 다양한 형태가 등장하였다. 다만, 부실채권펀드가 청산가치에 주로 착안하고 있는데 반해, 대부분 재생펀드는 직접 관여하면서 3~5년 정도 사업을 재생하여 사업가치의 제고를 추구한다는 점에서 다르다.

2004년 이후 주요은행의 부실채권처리가 일단락되면서 대형증권사 등 투자회사들을 중심으로 지방재생펀드 설립이 증가하였는데 투자대상은 지분(equity)이 아닌 채권(debt)를 대상으로 하는 경우가 대부분이었다.

27) vulture fund란 부실기업을 저가에 인수하여 구조조정을 통한 인력 정리, 부동산 매각 등의 방법을 통해 자산구조를 개선하여 기업을 정상화시키고 재매각하는 펀드를 의미한다.

1) 사업재생펀드의 운영실태

가) 대상기업

<그림 IV-6>의 Equity형 재생펀드는 대기업이나 일정규모 이상인 중견기업(자산규모 20~30억엔 이상)을 주로 대상으로 하며, <그림 IV-7>의 Debt형 재생펀드는 대기업을 주된 투자대상으로 하는 펀드도 있으나, 대체적으로 중견기업 이하의 기업을 대상으로 하는 것이 대부분이다. Equity형의 경우 투자회수를 상장 또는 매각 등 비교적 쉬운 방식으로 제한하고 있다. 다만 중견·중소기업이라도 사업재생 궤도에 오른 단계에서 매수해도 좋다는 스폰서 후보가 나타날 것으로 전망되는 경우 등에는 주식이 투자대상이 되는 경우도 있다.

나) 투자회수 방법

Equity형이 주식전매 또는 상장을 통해 이익을 창출하는데 반해, Debt형은 채권의 변제수령 또는 전매를 통해 이익을 창출한다. 다만, Debt형의 경우 Equity형과 같이 직접적인 경영 참여는 아니지만, 재무제한조건을 통해 미리 정한 경영지표가 하락하면, 계약내용의 재협상을 강요하는 등 대상기업의 지배구조를 강화한 사례도 있다.

다) 투자의 법적기구

Equity형과 Debt형 모두 익명조합, 투자사업 유한책임조합 방식을 이용한다. 다만 해외투자자를 대상으로 자금을 모집하는 경우 케이만군도 기타 해외법제에 따라 설립된 Limited partnership(해외LP)을 대부분 활용한다. 투자자 보호를 위해 Equity형, Debt형 모두 펀드운영회사가 파산하더라도 펀드의 투자대상자산이 도산절차에서 직면하는 일이 없도록 설계하였다. 가령 익명조합의 경우 펀드운영회사는 의결권 없는 출자를 하고 중립적인 직원(변호사, 회계사 등)만이 의결권을 가지는 중간법인을 설립하고 중간

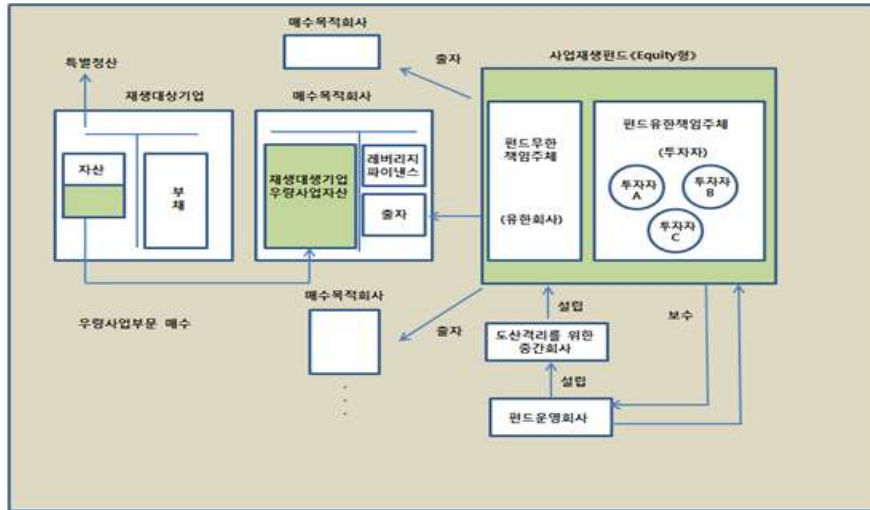
법인이 익명조합출자계약상의 영업자가 되는 유한회사를 설립한다. 중간 법인의 의결권을 보유하는 사원이 펀드운영회사 도산시에도 당해 유한 회사를 해산하는 취지의 의결권을 행사할 의무를 부담하지 않으므로써 도산으로부터 격리시키고 있다.

라) 투자자와 관계

Equity형은 국내외 다양한 기관투자자를 대상으로 하며, Debt형은 지역 금융기관의 출자 이외에 지방자치단체, 지역재생지원협의회 등이 출자하고 있는 경우도 많고 Equity형과 Debt형 모두 사모방식이다. 자금납입방식으로 Equity·Debt형 모두 계약 당시 투자자의 투자범위만을 정해 놓고 투자 발생시 펀드가 투자규모에 비례하여 자금납입을 청구하는 방식(capital call방식)이 대부분이다.

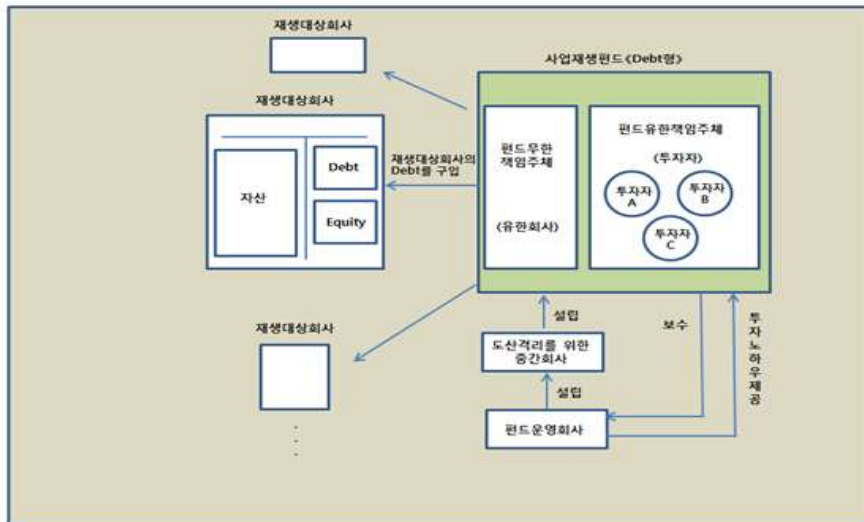
정보공시에서 Equity형은 신규 투자기회 발생시 또는 정기적으로 투자 대상 기업명, 재생계획 등 상세한 자료를 투자자에게 교부하거나 투자위원회에서 투자 안전을 설명한다. Debt형의 경우 기본적으로 Equity형과 동일 하며, 대상기업명 등 민감한 사항의 정보공개를 제한하는 경우도 있다. 투자수익률은 Equity형, Debt형 모두 10~20% 정도가 대부분이고 운영 보수는 성과연동형으로 성공보수에 비용 등을 추가하는 방식이 일반적이다.

<그림 IV-6> Equity형 재생펀드의 구조 (예)



자료: 日本銀行(2005)

<그림 IV-7> Debt형 재생펀드의 구조 (예)



자료: 日本銀行(2005)

2) 사업재생펀드의 선행적 사례

사업재생펀드는 Equity에 착안한 기업매수와 Debt에 착안한 부실채권 투자를 결합한 펀드로서 리플우드와 외국은행들이 조성한 「New LTCB Partners」가 대표적이다. 사업재생펀드는 1999년에서 2000년에 걸쳐 신생은행((구)일본장기신용은행)을 매수한 후 경영개선 등을 통해 2004년에 재상장하고 보유한 신생은행 주식의 약 32%를 매각하여 2,200억엔의 매각 이익을 얻었다. 이후 기업조직재편 및 도산법제 정비에 따른 사업재생관련 사무절차와 비용 삭감 등으로 인해 일본계 재생펀드의 움직임도 활성화되었다.

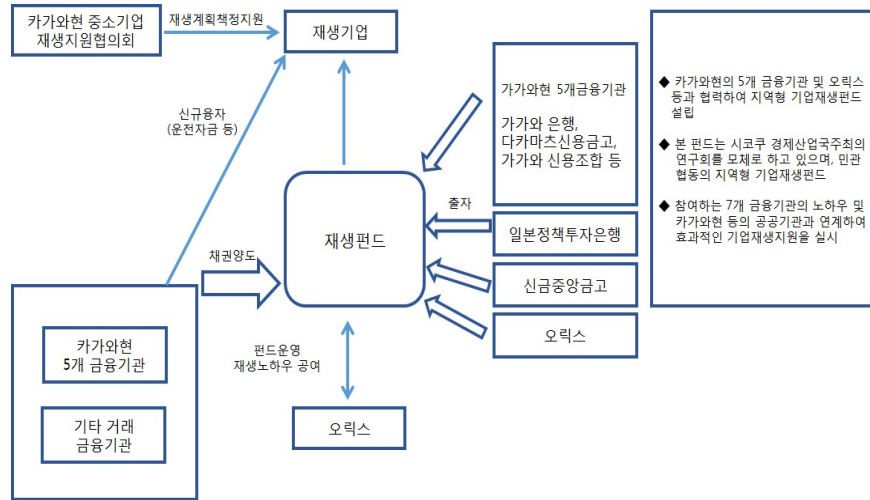
지방중소기업의 재생을 대상으로 한 Renaissance Capital(일본정책투자은행 출자)과 같이 채무투자에 집중하는 형태의 재생펀드도 있으며, 산업재생기구도 부수업무로서 지분투자를 적극적으로 수행하였다.

3) 지방펀드

<그림 IV-8>에서 보듯이 2004년에 지방중견·중소기업의 재생지원 및 지역경제 활성화를 목표로 지방판 사업재생펀드가 설립되었다. 지역재생펀드에 대한 명확한 정의는 없다. 일반적으로 지역금융기관이나 자치단체, 중소기업재생지원협의회 등 관민펀드가 중심이 되어, 해당지역의 중견·중소규모사업자의 재생 및 지역재생을 목적으로 하는 펀드를 의미한다. 당시, 대형은행의 부실채권처리가 일단락되어지는 한편, 지방 금융기관의 부실채권 처리가 지연되면서 대형증권사 등 투자회사의 관심이 지방 안건으로 이동하였다.

지역재생펀드는 채무형으로 투자자의 기대수익률도 낮게 설정되어 있다. 그리고 일반 채무형 사업재생펀드와 달리 비교적 장기간 채권 보유와 경영 지원이 기본적으로 필요하다. 또한 통상적으로 채무형 사업재생펀드가 비용도 많이 들지 않는 점을 감안하여 지역재생지원기구 등 관민펀드와 연계하여 조성된 경우가 많았다.

<그림 IV-8> 지역판 기업재생펀드 설립 사례



자료: 内閣府(2006)

다. 사모펀드: 바이아웃펀드(buyout fund)

바이아웃펀드는 MBO, MBI, LBO등의 기법을 이용해 기업·사업을 매수하고 구조조정 및 경영진 파견을 통해 매수기업을 재생시키는 사모펀드로서 1990년대 후반 이후에 급속히 증가하였다. PEF에는 통상 벤처펀드를 포함하지만, 일본업계에서는 PEF를 벤처펀드를 제외한 바이아웃펀드와 유사한 의미로 사용하고 있다.

바이아웃펀드가 사업재생수단으로서 주목을 받게 된 것은 정부계 일본 정책투자은행 등의 선도적인 바이아웃펀드 투자, 산업활력재생특별조치법, JASDAQ, 마더스 등의 신흥시장개설, MBO기업의 상장전 규제완화 등 제도 개선에 기인하는 바가 크다. 회수대상회사의 경영진이 MBO, EBO(Employee Buy-Out)에 필요한 자금을 차입하는 경우에는 산업기반정비기금의 채무보증 및 신규투자자를 허용하였다.²⁸⁾ 또한 감사역 조사의 간소화, 신주인수권방식의

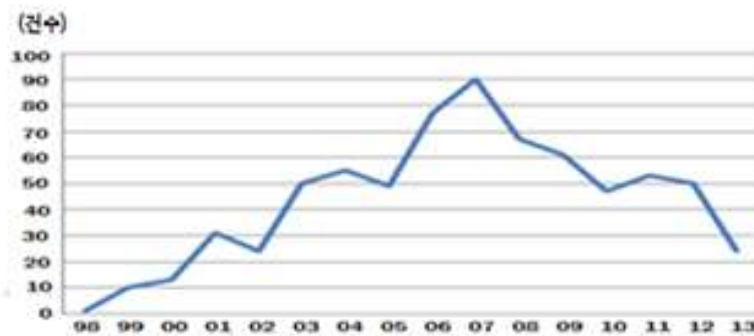
28) 우리사주조합 중심으로 대기업에서 분리된 회사를 인수하는 것을 의미한다.

스톡옵션 부여한도를 발행주식 총수의 1/10에서 1/4로 확대하였다. 그리고 우선주의 발행한도를 1/3에서 1/2로 확대하였다.

일정한 조건 하에 상장신청 사업연도에 제3자배당·증자 등에 의한 신주발행을 실시한 경우 및 상장신청사업연도에 전환사채 등의 전환이나 신주인수권부사채의 신수인수권 행사가 이루어지지 않은 경우에도 신규상장을 허용함과 동시에 신규상장의 주식단일종목제도를 폐지하여 MBO 안건에 대한 투자자의 투자수단을 다양화하였다.

특히 1997~1998년에 Schroder Ventures(현 MKS Partners), JAFCO(노무라증권계 벤처캐피털)가 벤처투자에서 투자대상을 확대하는 형태로 바이아웃투자를 시작한 이후 Advantage Partners 등의 전문투자회사도 증가하고 1999년 리플우드(Ripple Wood Holdings)가 일본장기신용은행을 매수하는 등 외자계 PEF가 일본시장에서 활발하게 활동하였다. 그리고 펀드뿐만 아니라 노무라, 다이와, 닛코증권과 오릭스 등의 자기 자본투자도 활성화되었다. 바이아웃펀드는 <그림 IV-9>에서 보듯이 2007년까지 증가하다가 이후 경기 회복과 함께 감소하였다. 주요 바이아웃펀드는 <표 IV-6>과 같다.

<그림 IV-9> Buyout Fund 안건 수의 추이



자료: Buyout fund 연구소

<표 IV-6> 주요 Buyout펀드의 투자규모

외자계	Ripple wood Holdings	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 1995년 설립, 당시 총자산은 4.5억달러(현재 약 100~120억달러) ▶ 일본의 총투자액은 약 4,500억엔 ▶ 투자안건은 신생은행(1,210억엔), 피닉스리조트시가이야(162억엔), 일본콜롬비아(110억엔), 아사히전기(65억엔), 일본텔레콤(2,613억엔), 일본샤쿠리(9,330억엔), 나이루스(N/A) ▶ 중장기전망: ①일본에서는 저출산·고령화 등 인구구조변화에 따라 사기업의 PE에 매각·양도가 증가하여 190억달러까지 이를 것으로 전망, ②일본은 투자기회가 크다고 인식, 세계에서 두번째의 경제대국이며 불황으로 과대평가되고 있음 ▶ 투자정책: 경영참여, 장기적인 이익을 확보 ▶ 매수수법패턴: ①파산이나 채무초과에 빠진 기업을 헐값에 매입하여 증자 (예:(구)일본장기은행), ②해외판로 및 생산거점이 없는 기술력 있는 업체를 인수 (예:나이루스부품, 아사히 전기)
	Carlyle	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 1987년 설립, 당시 운용자산은 약100억엔, 현재 그룹의 운용자산은 189억달러이며, 22개의 펀드를 운영중 ▶ 경영진에는 전 영국총리, 전 미국국무장관이 포함되어 있음. 정재계와의 강력한 관계는 펀드의 특징이며, 가장 빠르게 성장하는 하나의 요인 ▶ 2001년부터 일본에 진출하여 총 투자액은 약1,800억엔, ①투자안건은 에·에스에스(약 95억엔), 키토(약 130억엔), 일본 콜린(50억엔), DDI포켓(약 1,300억엔), 리즈무(약 200억엔), ②일본에서는 통신, 자동차부품, 의료 등 주요 분야를 중심으로 투자 ▶ 중장기계획: ①3~5년내, 투자회수를 목표, ②3년이내, 기타 10개 프로젝트를 설정 ▶ 투자정책: 중간위험, 중간수익
은행계	Mizuho Capital Partners	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Mizuho Corporate Bank과 Mizuho Capital이 각각 50% 출자하여 2000년 설립 ▶ 제1호 펀드는 150억엔, 제2호 펀드는 350억엔(2004.6 현재) ▶ 주요출자기관은 일본고순도화학(38억), 도큐에어카고(91억엔) 등임

자료: Phoenix Capital

<표 IV-6> 주요 Buyout펀드의 투자규모 (계속)

독립계	Nippon Mirai Capital	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 일본 흥업은행출신의 안도가 일본정책투자은행과 민간 6개 (NTT데이터·모리트러스트·카테나등)의 지원을 받아 설립, 펀드 규모는 현재161억엔 ▶ 주요투자안건은 데자쿠,일본자산어드바이저 등 ①2004년 3월, 코우진하우징을 인수해 일본자산어드바이저를 설립 재생펀드가 부동산개발사업을 재생하는 일본에서는 매우 드문 사례 ▶ 기본적 경쟁력(기술, 사람, 상권등)이 있으면서 과도한 채무로 재무수지에 문제가 있는 기업을 대상으로 대차대조표상의 문제를 정리하고 전략적 개선을 통해 기업재생 도모
	Advantage Partners	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 1997년에 일본 최초의 PE펀드를 개시, 제3호 펀드는 총 465억엔 ▶ 주요투자처는 아이크레오 등 ①아이크레오는 에사키에, 야오세이는 라이브 도어에 매각 ▶ 출차처는 50~300억엔을 목표로 하고 있으며, Unison Capital 등을 경쟁상대로 간주 -50억엔의 투자에 150억엔 정도의 부실은행에서 LBO하기 때문에, 총액 200억엔의 구조(스킵)임 ▶ 장기적으로 보유하는 것을 중시하고 있으며, 1사당 평균 보유기간은 7년
	Active Investment Partners	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 미즈이물산과 영국 로스차일드그룹이 1999년에 설립 ▶ 1호 펀드는 100억엔, 2004년에 설정한 2호 펀드는 150억엔 정도 ▶ 주요투자처는 소맷쿠,도큐관광(약 25억엔) 등 ▶ 주로 상장기업에 투자해 상장을 유지하면서 가치향상을 노리는 특수한 PE투자방식계약

자료: Phoenix Capital

3. 시장 메커니즘을 활용한 구조조정에 대한 시사점

1980~1990년대 일본의 구조조정은 정부와 주거래은행 중심으로 진행된 하향식(top-down) 방식이었다. 당시 공적자금을 투입한 부실채권 처리와 구조조정의 실패 결과, 국민의 혈세 낭비에 대한 비판 여론을 의식하여 1990년대 후반에 들어서면서 일본 정부는 시장원리에 따라 공적자금을 투입하지 않고 대형 은행들과 증권사들을 줄지어 도산시켰다. 이후에 일본 정부는 구조조정 관련 법제도와 정책을 정비하고 산업과 금융의 일체화 측면에서 부실채권 처리와 사업재생을 진행하였다.

일본의 구조조정방식의 변천을 보면 <그림 IV-10>에서 보듯이 초기에는 시장실패를 보완하기 위해서 공적자금을 활용하는 정부중심의 방식이었다. 그러나 앞서 살펴 본 대로 공적자금 투입 실패에 대한 여론을 의식하여 정부는 구조조정 관련 법제도를 정비하며 위험자금을 공급하고 민간의 전문성과 노하우를 활용하는 정부계펀드인 산업재생기구를 설립하였다. 산업재생기구를 통하여 구조조정에 필요한 자금을 공급하고 시장 메커니즘을 활용하는 방식을 선택하였다. 부실채권 처리 과정에서 일본 경제를 지탱해오던 주거래은행제도가 붕괴되고 계열사 간의 상호주식 보유관계도 약화되면서 구조조정에서 은행의 역할은 줄어들면서 관민펀드와 민간펀드가 발전하는 계기가 되었다.

<그림 IV-10> 구조조정방식의 전환



구조조정시장이 형성되면서 민간 자본을 활용한 관민펀드를 통한 구조조정 비즈니스가 정착되었고 민간 자본을 활용하기 위한 관민펀드와 PEF가 활성화되었다. 그리고 증권사들도 투자은행업무의 경험을 살려서 자문뿐만 아니라 재생펀드 조성 및 자기자본투자(PI)를 본격화하였다.

V. 정책적 시사점

V. 정책적 시사점

우리나라는 1997년 외환위기 이후 유례없는 구조조정을 경험하고 관련된 법·제도와 정책이 정비되기 시작하였다. 그러나 당시 구조조정은 금융위기 극복의 일환으로서 정부 중심의 하향식(top-down) 구조조정으로 주로 과잉투자와 부실한 재무구조에 대한 구조조정이었다. 그러나 당시 구조조정에 대한 경험은 시장에 충분히 축적되지 못하고 외국계 금융기관의 먹튀 논란 등의 부정적인 인식 때문에 국내 구조조정시장 형성과 발전에는 한계가 있었다.

글로벌 금융위기 이후 우리 경제는 대내외 경제의 불확실성이 높아지면서 또 다시 구조조정의 필요성이 높아지고 있다. 특히 조선, 해운, 철강, 석유화학 등의 중후장대 산업은 지역 경제, 고용 그리고 다른 산업에 미치는 전후방 효과가 크기 때문에 구조조정보다는 정책금융기관을 통해 금융지원 중심으로 진행되어 왔다. 그러나 산업구조의 고도화와 금융시장 환경의 변화로 인해 정부와 정책금융기관 중심의 구조조정 방식은 자금의 효율성을 떨어뜨리고 도덕적 해이를 유발하고 있다. 최근 들어 4차 산업 혁명 등의 급격한 산업구조의 변화로 인해 단순한 재무조정의 재무구조 조정뿐만 아니라 본격적인 사업구조조정이 필요하다.

따라서 이제는 시장실패를 보완하는 정책금융의 역할뿐만 아니라 정부 실패를 보완하는 시장친화적 구조조정방안을 모색해야 한다. 시장친화적 구조조정의 필요성이 높아지면서 사모펀드나 투자은행의 역할에 대한 기대는 높아지고 있으나 제대로 역할을 하기에는 상당한 시간이 걸릴 것으로 예상된다.²⁹⁾ 이런 문제점을 극복하고 시장친화적 기업구조조정을 촉진하기

29) 구조조정의 수단으로 자본시장, 특히 PEF가 주목을 받고 있다. 국내 PEF의 규모는 빠르게 성장하고 있으나 구조조정 과정에서의 역할은 아직 미미하다. 이런 배경에는 여러 가지 이유가 있지만 먼저 조선업과 같은 중후장대 산업은 기업을 정상화하여 이익 창출까지는 적어도 20~30년이 소요되는데 자본시장법상 국내 PEF는 설립일로부터 15년 이내에 청산해야 한다. 또한 자산 규모 5조원 이상 기업을 대기업으로 지정하는 공정거래법도 PEF 활성화에 걸림돌이 되고 있다. 수조원에 달하는 부실기업을 인수하는 경우 대기업 규제를 받게 되기 때문이다.

위해서는 앞서 살펴 본 산업재생기구와 같이 시장 메커니즘을 활용한 관민 협력 구조조정펀드(기구) 설립을 검토해 볼만하다.

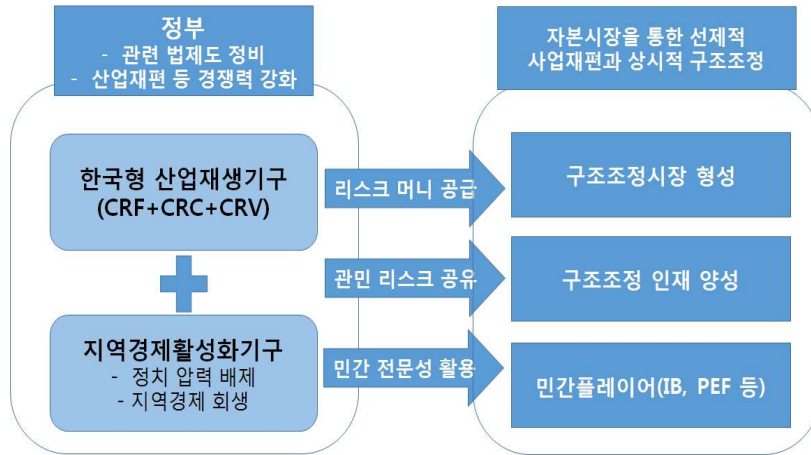
구조조정 과정에서 발생하는 공적이익(정책목표)과 사적이익(수익추구)이 양립가능하고 국민에게 설명이 가능한 기업구조조정을 진행해야 한다. 그렇게 하기 위해서는 <그림 V-1>에서 보듯이 1997년 외환위기에 각각의 목적에 따라 운영되었던 CRF, CRC, CRV의 종합적인 기능을 갖춘 공적 기구가 필요하다.³⁰⁾ 즉 일본의 산업재생기구와 같이 구조조정 대상기업에 제한이 없어야 단순한 자금지원과 경영자문뿐만 아니라 출자 등을 통한 대규모 자금조달, 경영권 인수를 통한 구조조정 등도 가능해야 한다.

그리고 구조조정의 충격이 특정 지역에 쏠리는 경우, 해당 지역 정치인의 압력을 배제하고 원활한 구조조정 진행과 지역경제 회생을 위해서 III장에서 살펴 본 지역경제활성화기구(가칭) 설립도 필요할 것이다. 이런 기구를 설립하여 현재 정책금융기관에 집중된 구조조정의 부담을 정부계 펀드나 관민펀드로 이전하여 정부가 일정 부분의 리스크를 부담하고 민간 자본과 전문성을 활용하여 금융자원의 효율성을 제고하는 것이 바람직하다.

그리고 PEF의 주요 출자자인 연기금들이 안정적이고 수익이 확실한 투자를 원하기 때문에 고위험, 불확실성, 장기 투자기간 등의 구조조정 안건에 투자하는 것을 기피하고 있다.

- 30) CRF, CRC, CRV 3개 제도는 기업구조조정을 촉진하기 위한 도입목적은 동일하나 구조조정방식과 대상기업 등이 상이하며 상시적인 시장중심의 구조조정에는 한계가 있었다. CRF는 유동성문제를 겪고 있는 중소·중견기업만을 대상으로 하였고 업무도 자금지원과 경영자문에 한정되고 기금의 운용은 별도의 자산운용회사에 위탁해야 하는 한계가 있었다. CRC는 모든 부실기업과 부실가능기업을 대상으로 포괄적이었으나 외부투자자의 출자를 통한 자금조달에는 한계가 있었다. CRV는 워크아웃 등 약정체결기업을 대상으로 하였고 법적절차가 진행 중인 기업과 정상적인 기업은 대상에서 제외되었고 기금의 운용은 별도의 자산운용회사에 위탁해야 하는 한계가 있었다.

<그림 V-1> 한국형 산업재생기구 (안)



특히 관민협력 구조조정펀드(기구)가 성공하기 위해서는 다음과 같은 점들을 고려하여야 한다. 첫째, 현재 국내 구조조정시장에서 발생하는 시장실패를 보완하기 위해서는 정부의 위험자금(risk money)을 공급하는 역할이 중요하다. 둘째, 실제 구조조정 안건 발굴과 기업실사는 은행과의 이해상충문제를 회피할 수 있는 민간 구조조정 전문가의 노하우를 활용해야 한다. 셋째, 투자결정의 독립성과 중립성이 보장된 민간 전문가로 구성된 ‘산업재생위원회’ 혹은 ‘투자결정위원회’ 같은 조직이 필요하다. 넷째, 펀드의 모니터링은 사후검증 가능한 지표 등을 설정하여 평가를 실시해야 할 것이다. 마지막으로 주의할 점은 정부계 펀드나 관민펀드가 민간 사업영역을 압박하지 않고 시장과의 마찰을 최소화하기 위해서는 소정의 정책목표가 달성되면 펀드가 해산되도록 일몰조항을 두어 한시적으로만 운영해야 할 것이다.

구조조정 초기나 위기 시에는 시장실패를 보완하고 높은 위험을 감수할 수 있는 정부나 정책금융기관 중심의 구조조정방식이 신속하고 효율적이다. 그러나 급변하는 환경 하에서 정부실패의 문제점이 드러나고 있기 때문에 정부가 위험자본을 제공하고 민간의 전문성 및 자금을 활용하는 정부계

펀드나 관민펀드가 바람직하다. 이런 정부계펀드와 관민펀드를 통하여 경험과 노하우를 축적하여 구조조정시장 발전을 선도하고 민간 플레이어들을 육성한다면 사모펀드와 투자은행 중심의 시장친화적(시장중심) 구조조정으로 전환될 수 있을 것으로 기대한다.³¹⁾

31) 최근 금융당국은 증권사의 자기자본 규모에 맞춰 투자은행업무를 부여하였다. 다양한 자금조달 수단이 제공되고 자본규제도 완화되어 대형 증권사의 경쟁력이 크게 증가할 것으로 기대된다. 그러나 협소한 국내시장, 부진한 경제여건, 투자은행 업무경험의 부족 등으로 수익성 확보는 쉽지 않을 것이다. 따라서 국내 증권사들이 진정한 투자은행으로 도약하기 위해서 증권사들이 구조조정시장에 진출하여 새로운 비즈니스를 개척해야 할 것이다. 국내 경기둔화와 글로벌 경제의 불확실성으로 불황은 장기화될 우려가 있다. 불황기에 구조조정 비즈니스는 증권사들의 새로운 먹거리가 될 것이다. 또한 이런 구조조정 비즈니스로 축적된 노하우와 경험은 국내 증권사들이 투자은행으로 발전해 나가는 토대가 될 것으로 기대한다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 김동환·구정한·이순호·김석기, 2016, 『기업구조조정 제도의 이해-워크아웃과 법정관리』, 한국금융연구원 연구보고서 2016-02.
- 김형태·빈기범, 2012, 자본시장 기반 기업구조조정 제도의 현황 분석 및 정책 개선에 관한 연구, 『한국증권학회지』 제41권 1호, 153-188.
- 김상조, 2016, 『과연 ‘자율협약’은 선제적 구조조정 수단인가?』, 경제개혁리포트 2016-4호.
- 김재훈·오정택, 2016, 『구조조정에 관한 국내외 사례연구』, 국회예산정책처.
- 구자현, 2015, 『상시적 구조조정을 위한 과제: 사모투자펀드 활성화를 중심으로』, 한국개발연구원.
- 박원석·전효찬·박진수, 2001, 『기업구조조정 촉진을 위한 구조조정 금융수단(CRC, CRV, CRF)의 활용방안』, 삼성경제연구소.
- 박상인, 2016, 기업구조조정 정책에 대한 비판적 고찰, 2016년 서울대학교 금융경제연구원-한국은행 경제연구원 공동컨퍼런스 발표자료.
- 양원근, 2014, 기업구조조정 지원체계 혁신방안, 발표자료, 한국금융연구원.
- 이병기·신석훈·김미애·정승영·김수연, 2014, 『시장친화적 기업구조조정 제도 구축방안』, 한국경제연구원.
- 이병근·이창용, 2006, 우리나라 기업구조조정 시장활성화에 관한 연구, 『한국경제연구』 제17권, 79-101.
- 이지평, 2016, 일본기업 구조조정 20년 교훈, LGERI 리포트, LG경제연구원.
- 조항래·박상진, 2013, 『기업구조조정제도 현황 및 개선방향』, 우리금융경영연구소.
- 전국경제인연합회, 2015, 『일본 구조개혁 정책의 국내 시사점-산업재생법을 중심으로』 기업정책이슈 2.
- 정삼영, 2015, PEF를 통한 자본시장 활성화 방안: 미국과 유럽 PEF 산업을 중심으로, 한국재무학회 춘계 정책심포지움.

内閣府, 2006, 「我国の事業再生の実態について」産業再生機構担当室.

松本日彦, 2006, 「中小企業再生支援協議会の経済的評価」関西学院経済学研究 第37号.

田中直毅, 2004, 「産業再生機構の評価と今後の事業再生市場の課題」.21世紀政策研究所.

早期事業再生研究会, 2003, 「早期事業再生研究会報告書」, 経済産業省.

産業再生・雇用対策戦略本部, 2002.12.19, 「企業・産業再生に関する基本方針」. 首相官邸.

高木新二郎, 2003, 「産業再生機構の債権買取り期限後の課題」, (株)産業再生機構・再生委員長.

富山和彦, 2004.9.7, 「産業再生機構が果たしている役割と機構後にむけた課題」, (株)産業再生機構 代表取締役

産業基盤整備基金, 2002, 「事業再構築事例調査・報告書」 「構造改革評価報告書」内、東京商工リサーチ 「全国企業調査状況」.

経済産業省, 2003, 「改正産業活力再生特別措置法における各計画概要」.

経済産業省 経済産業政策局 産業組織課, 2005, 「企業価値研究会報告書」.

安藤圭一, 2004, 「事業再生市場と銀行の役割」三井住友銀行 戦略金融統括部.

重田正義, 2005, 「不良債権処理の経緯」財政金融課国立国会図書館 ISSUE BRIEF November 465.

中里 幸聖, 2014, 「官民ファンドの現状と期待」大和証券 金融資本市場.

深澤映司, 2014, 「公的機関が関与した企業再生支援」レファレンス.

経産省, 2006, 「事業再生制度研究会報告書」事業再生制度研究会.

小林真一郎, 2003, 「産業再生機構と企業再生の課題」UFJ総合研究所 調査レポート 03/42, UFJ総合研究所.

- 上村未緒, 2010, 「日本における企業再生手法の現状と課題～私的整理の支援枠組を中心に」みずほ総合研究所 みずほ政策インサイト.
- 商工総合研究所, 2004, 「中小企業と投資ファンド」調査研究事業報告書.
- 松尾順介, 2009, 「地域再生ファンドとデット・デット・スワップ」証券経済研究 第55号.
- 松尾順介, 2010, 「農林業再生と金融機関・投資ファンド」日本証券経済研究所, 証研レポート第1663号.
- 松尾順介, 2010, 「新しい信託と事業再生」日本証券経済研究所, 証研レポート第1659号.
- 松尾順介, 2006, 「企業再生手法の多様化-DDS・メザニン・信託」日本証券経済研究所, 証研レポート 第1635号.
- 松尾順介, 2004a, 「証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状(1)」日本証券経済研究所, 証研レポート第1623号.
- 松尾順介, 2004b, 「証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状(2)」日本証券経済研究所, 証研レポート 第1624号.
- 松尾順介, 2004c, 「証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務」日本証券経済研究所, 証研レポート 第1625号.
- 坂田和光, 2008, 「企業再編制度の整備の沿革, 国立国会図書館調査及び立法考査局」
- 登淳一郎, 2013, 「産業競争力強化政策としての会社法改正への一考察」法と経済学会 2013年度(第11回)全国大会
- 地域経済活性化支援機構(REVIC) <http://www.revic.co.jp/>
- 財政制度等審議会財政投融资分科会 <http://www.mof.go.jp/>
- 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議 www.cas.go.jp

부 록

부록.

1. 산업재생기구의 기법과 법제도와의 관계

산업재생기구의 특징은 민간 시장경제에서 해결해야 할 기업재생을 정부에서 수행하는 소위 '사적정리의 법적정리화'라는 것이다. 그리고 재생기법이 개정된 법제도와 신설된 법제도 그리고 세제제도와 상호작용하고 있었으며, 산업정책으로도 평가할 수 있다. 따라서 산업재생기구의 기법과 이를 지원하는 법제도의 관계에 대해서 살펴보고자 한다.

가. 개요

1990년대 중반부터 개정된 각종 법제도의 활용과 채권포기 및 채권매입, DES, DDS 등의 다양한 금융기법을 이용하여 산업재생기구가 사업재생을 추진하였다. 특히 조기착수와 신속한 재생지원을 위한 체제정비로서 첫째, 금융지주회사 허용, 합병법제 개선(1997), 주식분할제도 등 조직재편에 관한 법적정비와 더불어 산업재생법 및 민사재생법시행(2000), 사적가이드라인책정(2001), 산업활력재생특별조치법(2003) 등 사업재생에 대한 법적체제의 전반이 재정비되었다. 둘째, 중소기업 투자사업유한책임조합법제정(1998)으로 세제혜택을 향유할 수 있는 일본 사모펀드의 법적근거가 명확하게 되고 산업재생법개정(2003)으로 한정되었던 투자대상기업도 확충되었다. 셋째, 과잉채무의 유력한 해소법인 DES에 관하여 은행의 주식보유를 5%까지로 제한하는 독점금지법의 저축, 채권평가액의 결정방식이나 감사역여부 등 실무적인 문제점과 입법이 상당부분 해결되었다.

이상과 같이 일본경제의 지속적인 성장을 도모하기 위해 사업재생의 현실적인 필요성에 동반하여 조직개편 및 사업재생관련법 등의 일부개정이

이루어졌다. 이는 산업재생기구의 활동지원을 위하여 이들의 법제도가 개정된 것이 아니다. 하지만, 이들 법제도의 정비는 산업재생기구의 활동과 사업영역에 상당한 영향을 미친 것으로 평가되고 있으며, 그 대표적인 것을 열거하면 <부록 표-1> 과 같다.

<부록 표-1> 사업재생과 도산법 등 관련법제 개정과의 관계

연도	도산법	독점금지법	상법	세법	기타
1996	도산법 개선 개시 ¹⁾				
1997		지주회사·합병법제 개선 ²⁾			
1998					- 중소기업등투자사업 유한책임조합법 제정 - SPC법 제정 - 채권양도특례법
1999	민사재생법 제정 ¹⁾		주식이전·교환 제도 ²⁾		
2000	민사재생법 시행 ¹⁾		회사분할 제도 ²⁾		
2001		은행법 주식소유제 5%(보험 10%, 금융지주회사 15%)예외조치	신주예약권 신설 종류주식 개정		사적정리 가이드라인 제정 ¹⁾
2002	회사갱생법 개정 ²⁾			연결납세 제도 ²⁾	금융재생프로그램
2003	파산법 개정 ¹⁾	기업결합심사 신속화	기업 재편에 관한 주주 총회의결 요건완화		개정산업활력재생특례 조치법 ¹⁾
					Relationship banking기능 강화프로그램 (중소기업재생지원협의회)
					산업재생기구법 (산업재생기구설립)
2004					투자회사유한책임조합법시행 (중소기업등투자사업유한 책임조합법개정)
2005			상법의 현대화 법안 결정	법인세법· 기업재생 지원세제 개정	
2006			신회사법 시행		개정신탁법 (사업신탁)

주 : 1) 사업재생관련제도정비

2) 조직재편관련법제도

자료: 각종 자료에서 작성

나. 산업활력재생특별조치법과 사업재생의 관계

산업활력재생특별조치법은 1999년에 시행된 이후 2003년과 2007년에 걸쳐 두 차례에 개정되어 오늘날에 이르고 있다. 그 개정의 취지는 구법의 연속을 강화하고 3개의 새로운 인정제도를 신설한 것이다. <부록 표-2>에서 보듯이 주요 개정내용으로는 ① 사업재구축계획의 연장, ② 복수의 기업이 공급과잉구조에 있는 사업을 통합하고 설비폐기를 실시하는 ‘공동사업재편계획’과 ③ 과잉채무상태에 있는 기업에서 기업재생펀드와 다른 기업이 사업을 인수하고 재생을 도모하는 ‘경영자원재활성화계획’ 및 ④ 연구개발성과를 실증하기 위한 최첨단의 ‘Mother Brand’를 신설하는 ‘사업혁신설비도입계획’(국내 공동화에 대응) 등을 신설하고 각 계획에 대한 각각의 인정 기준을 별도로 설정하는 등 사업재생지원의 효율화와 합리화를 더욱 강화하였다. 또한, 동법의 적용대상기업에 대해서는 상법과 세법상의 특별 조치를 강화하여 사업재생을 촉진하고 있다.

사업재생기구와의 관계와 관련해서는 사업재생법은 사업재생 안건뿐만 아니라 모든 기업이 조세특례 등을 활용하여 사업재생을 추구하는 기업을 대상으로 한다. 사업재생기구는 지원요건으로서 사업재구축계획(3년 이내)의 종료 시점을 조건으로 사업재생법의 생산성기준과 재무건전화기준을 충족하는 기업을 대상으로 하여 인정·지원 기준을 공유하여 효율성을 강화하고 있다. 또한, 정리회수기구(RCC)는 지원대상 범위를 사업재생기구(요관리대상기업)와 달리 파산우려대상기업 이하로 되어 있지만, 그 이외에 지원 조치와 관련하여 상법과 세법상의 특례조치는 없다.

<부록 표-2> 개정산업재생법의 주요내용

항목	주요내용
인정 기준	<ul style="list-style-type: none"> - 사업재구축계획(3년 이내)의 종료 시점의 생산성 기준으로 자기자본이익률(ROE), 총자산이익률(ROA)이 2% 이상 향상, 유형고정자산회전율 5% 향상, 1인당 부가가치 6% 향상, 재무 건전성 기준에서는 부채현금흐름비율 10배 이상으로 확대 - 공동사업재편계획은 생산성 기준을 대상사업부문별로 측정하고, 과잉공급구조의 판정기준(가동률, 가격, 이익률저하 등) 충족 필요 - 경영자원재활성화계획은 제1호 투자, 제품성능 및 생산성 수주량, 투자액 10억엔 - 중소기업대상 사업재생지원 공공기관으로서 중소기업재생지원협의회 설립
상법 특례조치	<ul style="list-style-type: none"> - 주주총회결의를 필요로 하지 않는 「간이조직재편」의 범위확대(=총자산 5%→20% 확대) - 감자정차간소화(=감자와 증자로 회사규모의 축소로 연결되지 않는 경우 주주총회특별결의 불필요, 채권자보호절차 간소화) - 재산가격조사 적용제외(=인증계획에 따라 실시하는 현물출자 등에 대한 법원선임의 감사역 조사 불필요) - 합병대가의 유연화(=금전을 대가로 한 합병, 삼각 합병 등은 신회사법에 제정)
세법 특례조치	<ul style="list-style-type: none"> - 등록·면허세 경감과 결손금의 이월기간 연장의 범위 확대 <ul style="list-style-type: none"> · 조치 대상범위를 「공동사업재편계획」, 「경영자원 재활용계획」으로 확대 · 결손금의 범위는 기존의 설비투자뿐만 아니라 시설 철거 비용과 할증퇴직금 등으로 확대 · 사업혁신설비도입계획의 특별상각률 24%, 사업재구축계획 및 경영자원재활성화계획의 특별상각률 30%를, 공동사업계획재편계획과 함께 추진하는 경우 40%로 확대
기타 특례조치	<ul style="list-style-type: none"> - 금융 등에 대해서는 일본정책투자은행의 초저금리 융자 등의 투융자, 산업기반정비기금에 의한 기관대상채무보증 및 중소기업신용보험 특례허용 - 공정거래위원회는 합병 등 기업결합심사관계의 재생법 안전에 대해서는 특별한 지침(신속한 심사 누계 명시와 심사기간 등을 기재)에 규정한 심사를 신속화

자료: 經濟産業省(2003)

다. 독점금지법과 사업재생의 관계

<부록 표-3>에서 보듯이 독점금지법의 특례조치는 사업재생에 있어 매우 중요하며, 기업의 합리적인 경영개선을 위한 출자(DES)도 이러한 특례 조치에 따라 가능하게 되는 등 사업재생촉진에 대한 공헌은 매우 높았던 것으로 인식되고 있다.

순수지주회사의 설립허용은 1997년 개정독점금지법시행에 의해 그룹 경영조직형태의 선택사항 중 하나로 추가된 이후 현재 100개 이상의 회사가 존재하고 있으며, 이 중 미야자키교통홀딩스가 최초로 산업재생 기구의 지원을 받았다. 독점금지법과 은행법은 은행 등 기업의 합리적인 경영개선을 위한 출자(DES)에 대하여 1년간의 주식보유제한(은행 5%, 보험 회사 10%, 금융지주 15%)의 적용을 면제함과 동시에, 당해 회사가 경영 개선계획 종료 후 지체 없이 처분하도록 규정하고 있다. 이에 따라 채권자는 채권의 증권화가 가능하게 되었다.

<부록 표-3> 독점금지법개정의 주요내용

항목	주요내용
순수지주회사 설립비용	1997년 개정독점금지법 시행에 따라 그룹경영조직형태의 선택방법으로서 추가된 이후, 2001년 연결결산제도 도입으로 그룹 경영조직재편의 중심적인 수단으로 활용
주식보유제한 특례	<ul style="list-style-type: none"> • 은행의 기업 합리적인 경영개선을 위한 출자(DES)는 1년간 주식보유제한(5%)적용 면제, 다만, 내각총리대신의 승인에 따라 1년 이상 보유(50% 초과부분제외)도 가능하며, 당해 회사의 경영개선계획 종료 후 신속히 처리(은행법16조 외 3 제2항, 시행령 17조의 6 제3호) • 보험회사 및 금융지주회사의 기업 합리적인 경영개선을 위한 출자(DES)에 대해서도 1년간 주식보유제한(보험 10%, 금융지주 15%) 적용면제. 다만, 공정거래위원회의 인가에 따라 1년 이상 보유(50% 초과부분은 제외)도 가능하며, 당해회사의 경영개선계획 종료 후 신속히 처리(독점금지법 11조1항 6호) • 이상의 특례조치에 따라 채권자는 채권의 증권화가 가능해짐
기업결합심사 신속화	산업활력재생특별조치법의 대상사업에 대해 시장점유율(HHI기준활용) 규모에 따라 심사기간을 단축하는 등 심사를 한층 더 가속화

자료: 坂田和光(2008)

라. 상법과 사업재생의 관계

사업재생은 인수합병(M&A)을 마지막 수단으로서 활용하는 측면보다는 특히 조직개편과 관련하여 매우 중요하게 활용된다. <부록 표-4>와 같이 1997년부터 2006년까지의 주식교환·이전제도, 회사분할제도 등을 중심으로 하는 상법 개정내용은 기업재편수단 및 사업계승의 수단으로서 인수합병(M&A)이 상당히 중요한 역할을 수행하고 있다. 특히 이러한 상법 개정은 일본 M&A시장을 확대하고, 그 결과 일본 주식시장의 활성화에 기여했으며, 그 중에서도 산업재생기구의 인수합병이 상당한 역할을 수행했다.

산업재생기구는 1997년부터 2006년까지의 개정된 법제도를 충분히 활용했다고 볼 수 있다. 산업재생기구가 대상으로 한 기업은 41개사에 지나지 않지만, 이러한 상법과 다른 법제도가 크고 작은 기업에 활용되었다. 다만, 신회사법의 시행은 2006년 4월이기 때문에 산업재생기구의 상법 활용은 대부분이 구상법 하에서 지원되었다. 2006년 신회사법에서는 기업조직재편제도를 더욱 유연하게 하여 기업조직재편에 상당한 효과를 발휘하게 되었다.

<부록 표-4> 상법 개정의 주요내용

항목	주요내용
사업재편관련제도정비	주식교환·이전제도신설(1999)
조직재편관련법제도정비	회사분할제도신설(2000), 신회사법(2006): ①대가유연화, ②간이조직재편요건의 완화 약식조직재편허용, ③검사역제도 개선, ④자회사의 모회사주식취득행위 완화 등
기타	스톡옵션주식소각특례신설(1997), 단원주제도·액면주식폐지(2001), 자기주식매수자유화·주식소각특례법폐지(2001), 신주예약권신설·종류주식개정(2001), 주주대표소송제도 제정(2001), 이사책임완화·감사역권한강화·사외이사 법제화(2001)등

자료: 登淳一郎(2013)

마. 세법과 사업재생의 관계

사업재생을 보다 신속하게 수행하기 위해서 다양한 법제도의 개정과 신설 이외에도, 세제상 편의도 제공되어 활발한 사업재생에 기여하였다. 특히 전술한 「산업활력재생특별조치법」과의 관계를 제외하고 채권포기, 사적정리가이드라인, 산업재생기구와의 관계는 다음에 서술하는 바와 같다.

1) 산업재생기구와의 관계

법적정리 및 사적정리에 대해 채무면제과세이연, 채권의 대손상각, 평가손 등의 취급에 채권자의 손금산입을 광범위하게 인정하고 있다. 우선 채권포기와 관련해서는 채권포기는 채권자의 사적판단에 이루어지기 때문에 채권자에게 세제상 편의가 매우 중요한 요소인 점을 감안하여 재건계획의 책정 및 합의과정에 일정한 합리성이 인정되는 경우에 한하여 허용되었던 일정기간의 실질적인 채무면제이익과세의 이연조치가 2005년부터 기업재생 지원세제로 확대되었다.

사적정리에 관한 가이드라인과의 관계에 대해서는 국세청은 동 가이드라인에 의한 재건계획인 경우 원칙적으로 법인세 기본통칙(9-4-2)에 의한 요건인 재건계획의 합리성을 충족하고 있는 것으로 판단하여 채권자 및 채무자에게도 특별조치를 허용하고 있다. 즉 법인세법 제59조, 법인세법 시행령 제117조 4호, 법인세 기본 통달 12-3에서 과거 5년 이내의 청색 신고 결손 이익을 사용해도 부족한 경우에는 과거 5년분뿐만 아니라 이월 결손액전액을 손금산입할 수 있도록 인정하고 있다. 이러한 면제이익을 통해 이월손실을 해소함으로써 사업재생을 촉진할 수 있게 된 점은 그 의미가 적지 않았던 것으로 인식된다.

<부록 표-5>와 같이 산업재생기구와의 관계에 대해서는 산업재생기구의 지원을 받은 자산의 평가액은 세무상 손금으로 계상할 수 있도록 허용하고 있다. 이에 따라 개정산업활력재생조치법에 의해 채권포기를 포함한 계획의

인정을 받은 기업은 자산 평가손을 세무상 손금으로 계상할 수 있다. 이는 산업재생기구의 지원 기준과 개정산업활력재생조치법의 인정 기준이 수치를 기본적으로 공유하고 있는 것에 기인하고 있다는 점에서 산업재생법의 의미는 매우 크다고 할 수 있다.

<부록 표-5> 산업재생기구와 세법과의 관계 내용

-
- ① 산업재생기구가 참여하는 금융기관의 채권포기가 이루어진 경우의 취급에 대해서는 원칙적으로 법인세 기본통칙 9-4-2에 규정된 「합리적인 재건계획에 따른 채권포기」에 해당되며, 채권포기에 따른 손실은 세무상 손금산입인정
 - ② 사업재생계획에 따라 채무감면을 받은 경우에는 원칙적으로 법인세 기본통칙 12-3-1에 해당하며, 채무면제이익의 범위 내에서 과거 결손금의 손금인정
 - ③ 산업재생기구의 지원을 받은 자산의 평가액은 세무상 손금으로 계상할 수 있도록 인정
-

자료: 坂田和光(2008)

2) 도산법과의 관계

국제적으로 도산법의 근본적인 재검토는 최근 흐름이다. 일본에서는 1996년 이후 적극적으로 도산법제 개혁이 추진된 이후 2000년에 화의법에 갈음하여 민사재생법이 시행되고 2003년에는 회사갱생법을 근본적으로 개정됨과 동시에 2004년에는 파산법이 개정되었다. 그리고 2001년에 사적정리기이드라인과 2003년 조기사업재생가이드라인이 제정되었다. 이에 따라 법적정리의 건수가 크게 확대되었다.

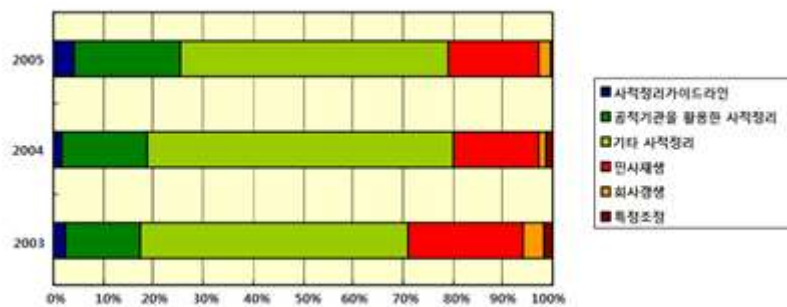
도산법은 산업재생기구와의 직접적인 관계는 적고 민사재생법 및 회사갱생법의 신청을 실시한 이후 산업재생기구에 지원을 의뢰한 기업은 몇 개사에 불과하였지만, 이는 도산법제 정비의 목적과 취지는 충분히 활용되고 있는 것으로 판단하고 있다.

도산 건수의 법적정리비중은 2005년에 54.5%로 사상최대를 기록했으며, 법적정리의 내역도 재건형보다는 청산형이 늘었다. 이에 대한 해석논란의 여지는 있으나, 사업재생의 대처가 한풀 꺾였다는 것보다는 기존에 방치

되어 왔던 것이 파산이나 특별법청산을 포함한 도산법제 정비조치에 기인한 것으로 해석되고 있다.

한편, 사적정리는 법적정리와 달리 채무자 기업과 주요채권자와 협의하여 관계자들 간에 폐쇄적으로 진행되는 절차이기 때문에 그 비중은 반드시 명확하지 않지만, 산업재생기구가 실시한 설문조사 <부록 그림-1>에 따르면 사업재생을 목적으로 하는 사적정리가 법적정리와 비교해도 상당한 건수에 달하는 것으로 판단된다.

<부록 그림-1> 금융기관의 기업재생에 제도적인 구조의 이용 상황



주 : 2005년도는 2005년 4월 1일부터 12월 31일까지
 자료: 内閣府(2006)

이와 같이 미국연방파산법 Chapters11을 모델로 일본에서 1978년 기업 재건 수단으로 도입된 민사재생법을 통해 사적정리가 이루어지고 있다. 일본에서는 전술한 바와 같이 사적정리보다는 법적정리를 선택하는 경향이 높은 실정이지만, 민사재생법의 기존 경영자의 연임을 인정하는 등 기업 재건절차의 간소화가 사적정리의 성립을 용이하도록 한 것이다.

이는 사적정리로 사전에 계획성립에 필요한 채권자의 동의를 받은 이후부터 법적수단을 활용하는 방법이지만, 도산법제를 사업재생에 활용함으로써 조기착수와 신속한 재생을 도모하고 있다. 일본의 산업재생기구의

경우에는 형식적인 조문은 없지만, 2001년의 「사적정리가이드라인」과 2003년 「조기사업재생가이드라인」의 기본적 개념이 포함되어 있으며, 일종의 프리패키지라고 할 수 있다.

3) 도쿄증권거래소 상장규정과의 관계

도쿄증권거래소는 상장폐지기준의 하나로 은행거래정지, 파산·회생 절차·갱생절차 또는 정리, 영업활동정지, 부적당한 합병 등을 규정하고 있다. 따라서 동 기준에 따라 채무가 초과된 경우 상장 폐지될 가능성이 있지만, 사적가이드라인에 의한 재건계획에 따라 2년 후에 채무 초과가 해소될 것으로 전망되는 경우에는 상장폐지를 유예할 수 있도록 하고 있다. 이에 따라 산업재생기구가 재건계획을 인증하는 경우에는 95%의 감자를 실시하더라도 상장은 계속 유지되는 것으로 해석하고 있다.

4) 기업지배구조와 법과의 관계

기업재생의 관점에서 보면 기업의 문제점이 표면화된 경우, 대부분은 기업 지배구조 문제가 내재되어 있다. 이러한 문제해소를 위해서는 내부관리조직 개정이 가장 일반적이지만, 동시에 이는 법제개정 특히 상법의 개정이 관련된다. 이에 따라 2006년도에 개정된 신회사법은 대기업에 대하여 내부통제 시스템의 구축에 관한 기본방침을 결정하도록 의무화하고 있다.

산업재생기구법과 재생기구의 재생기법에 있어 기업지배구조의 측면에서는 두드러진 특징은 없다. 그러나 재건기업의 기존경영자의 지속적인 유지에 대해서는 필요한 경우 연임도 형식상 가능한 것으로 허용되고 있으나, 실제로 대상기업이 주로 소기업이고 특별한 요건을 갖추고 있는 경우 이외에는 교체할 수 있다. 동시에 기타 경영진도 거의 대부분이 교체되고 있다. 이것은 경영자책임으로 취급되고 있다.

종업원의 경우에는 모든 기업에서도 인원 감축은 필수적인 항목으로

되어 있으며, 특히 기업지배구조를 의식하고 있는 측면은 보이지 않는다. 다만, 산업재생기구의 지원을 결정한 후에는 노사 간의 동의를 지원 기준에 요구되고 있으나, 이에 내재된 문제가 표면화되어진 사례는 거의 없다. 또한, 기업매각 등에서는 구조조정에 따른 노동자의 구제조치는 존재하지만, 그다지 효과가 있다고는 할 수 없다.

일본 기업지배구조의 특징으로서 주주형이 아닌 종업원형 구조로서의 견해는 있으나, 기업재생에 관한 법제에는 종업원에 관한 배려는 없다고 할 수 있다. 기업재생에 관한 법제는 도산법, 독점금지법, 상법 등이며, 거기에는 주주나 채권자에 관한 규정은 존재하더라도 종업원에 관한 규정은 존재하지 않기 때문이다. 유일하게 있다고 한다면 부진원인의 추구를 위해 특별위원회설치 등이 만들어지고 거기에 종업원이 참가하고 사회적인 풍토 차원에서 변혁을 지향하는 정도이다.

5) 평가

산업재생기구의 기법과 법제도 사이에 직·간접적으로 일정한 관계를 유지하고 있다. 그리고 이들과 관련된 법제도의 정비를 통한 지원이 없었다면, 산업재편 등 경제성장을 위한 사업재생은 불가능했을 것이다. 사회구조와 경제구조의 급격하게 변화하고 있어 기존의 단순한 경영기법에서는 조기착수는 물론, 신속한 재생도 어렵다. 동시에 법제도 자체가 그 변화에 따라 개선되지 않으면 현실적 대응은 불가능하다. 이러한 의미에서 산업재생기구의 존재가 법의 현실적 대응에 대한 지원을 개선하는데 상당히 기여했다고 볼 수 있다.

2. 금융재생프로그램

2002년 10월 금융시스템 안정과 부실채권문제 해결을 목적으로 「금융재생프로그램」을 책정하였고 이후 부실채권처리가 가속화되었다. 이렇게 일본 정부가 부실채권 처리문제를 정책의 중요과제로 삼은 것은 금융재생프로그램이 처음은 아니며, 2001년 4월 긴급경제대책에 부실채권문제를 기업의 과잉채무 문제와 함께 해결해야 할 구체적인 과제로서 제시된 이후부터이다.

긴급경제대책에서는 부실채권의 공시부문을 보완하여 부실채권의 정의를 명확히 하고 채무자 구분을 4단계로 세분화하여 주요 은행의 파산위험기관 이하 채권에 대하여 신규 발생분을 3년 이내, 기존 발생분 2년 이내에 처리하도록 요구하였다.³²⁾ 또한 2002년 4월에 「강력한 금융시스템 구축을 위한 시책」에서는 구체적인 처리목표로서 원칙 1년 이내에 50%, 2년 이내에 80% 정도까지 일정한 조치를 강구하도록 요구하였다.

상기 이외에 금융과 산업의 일체적 재생을 지원하고 부실채권처리를 가속화하기 위한 금융프로그램 책정하여 운영하였다. 동 프로그램은 고이즈미 내각의 부실채권처리 가속화 방침에 따라 책정된 약 2년 반 동안의 금융행정지침이다. 주요 내용은 새로운 금융시스템, 사업재생, 금융행정의 3가지 기둥으로 구성되었다. 주목적은 주요은행의 부실채권비율을 절반수준으로 낮추고 구조개혁지원을 위한 강력한 금융시스템을 구축하는 것이다. 특히 중요한 정책적 관점은 주요은행에 강한 규제, 중소지역금융기관에는 인센티브를 부여하는 등 차별화 즉 이원적 접근 방식이다.³³⁾

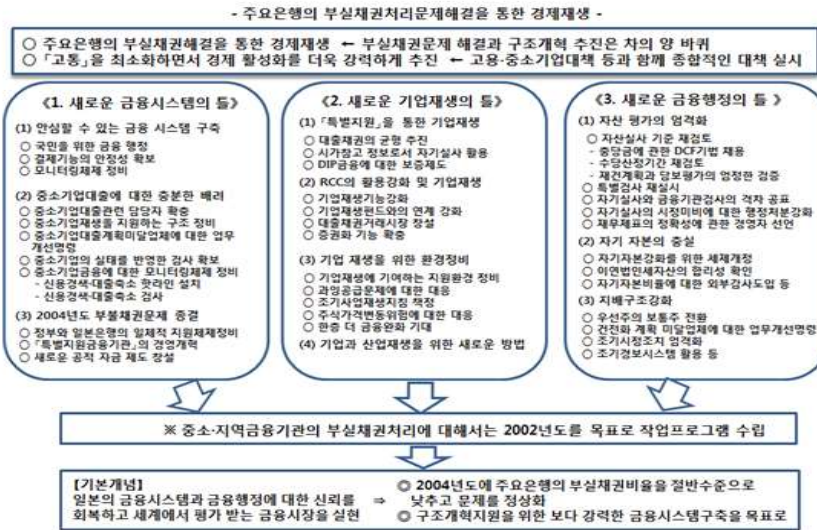
주요은행에 대한 주요 금융행정은 ① 자산실사 엄격화, ② 자기자본 충실화, ③ 지배구조강화 등을 통해 부실채권비율을 절반수준(당시8.4%→4%)으로

32) 금융재생법상 공시대상채권을 정상채권, 요관리채권, 위험채권, 파산갱생채권 및 이에 준하는 채권으로 분류하였다.

33) 주요 은행과 중소·지역금융기관에 대한 금융행정의 차별화는 지역경제실정을 고려한 측면보다는 지역의원의 반발에 따른 것이다.

낮추고자 했던 것이다. 자산실사 엄격화를 위해서 자산실사기준을 시장평가와의 정합성을 위해 DCF법을 도입하였다. 당시 주요은행의 요관리채권(금융채생법에 의한 공시채권) 60%가 이에 해당하며, 약 10조엔 규모로 추정된다. 또한, 정상기관이외의 거액 채무자에 대한 채무자 구분을 통일하고 대손충당금의 산정기간을 1년(정상기관의 채권에 한정) 또는 3년으로 변경하고 이를 위한 특별검사도 실시하였다.

<부록 그림-2> 금융재생프로그램



자료: 일본금융청(FSA)홈페이지

자기자본 충실을 위해서 은행자본의 질을 강화하고 대손충당금에 비과 세상각제도를 도입하여 이연법인세 자산 정보공시를 강화하고 산입기간을 5년에서 3년으로 축소하였다. 그리고 지배구조강화를 위해서는 외부감사 강화, 조기시정조치를 엄격화(3년→1년)하고 정부가 보유한 우선주를 보통주식으로 전환하였다. 특히 우선주의 보통주전환은 금융청의 「공적자금에 의한 자본증가에 대한 거버넌스 강화에 대하여」에 기초하여 제2차 업무

개선명령 후에도 경영개선이 충분히 인정되지 않는 경우, 2기 연속 우선주가 무배당인 경우 또한 수익기조저하와 조기시정조치에 따른 개선조치가 보이지 않을 경우에는 원칙적으로 우선주를 보통주로의 전환권을 행사하였다.

<부록 표-6> 메가뱅크의 자본에 대한 이연법인세 자산의존도

	2002.3	2003.3	2003.9	2004.3	2004.9
미즈호은행	48.6	62.7	41.9	31.8	27.6
미즈이스미토모은행	54.5	88.0	65.5	55.4	59.2
UFJ은행	56.8	89.9	62.5	73.5	66.4
미츠비시도쿄은행	32.3	47.4	30.0	17.4	19.4

자료: 제국데이터뱅크

주요 특징은 자산실사 엄격화에 따른 안전망으로서 은행지원을 위한 공적자금제도신설과 사업재생시스템을 강화하였다. 그리고 은행의 자기자본 지원을 위해서 일본은행특별융자, 공적자금투입, 이사회외 감사관 파견 등 마련하고 이를 위한 2004년부터 2008년까지 한시법으로 「금융기능강화법」을 제정하였다. 그리고 사업재생시스템을 강화하기 위해서 RCC의 사업재생 기능을 강화하고 일본정책투자은행 등 공적금융과의 사업재생펀드를 조성하여 대출채권거래시장으로서 역할을 수행하였다. 또한 금융과 산업의 일체적 재생지원 등을 위한 산업재생기구 창설을 위한 근거를 마련하였다.

또한 금융재생프로그램의 요청에 따라 중소지역금융기관의 부실처리를 위한 「Relationship Banking의 기능강화에 관한 액션프로그램」 및 이를 승계한 <부록 그림-3>의 「지역밀착형금융의 기능강화 추진에 관한 액션프로그램」을 책정하여 운영하였다.³⁴⁾ 주요은행과 다른 별도의 프로그램 책정에 대해서는 시장 메커니즘을 왜곡시킬 수 있다는 비판도 있으나, 부실채권처리보다는 지역경제 재생과 활성화라는 정책적 판단에 의거한 것으로 보인다.

34) 관계금융(relationship banking)에 관한 명확한 정의는 없으며, 장기 지속적인 관계 속에서 차입기업 경영자의 자질과 사업 잠재성 등에 대한 정보를 바탕으로 대출을 실행하는 비즈니스모델이다.

2003년부터 2006년까지 동 프로그램의 운영실적 결과에 따르면, 지역 은행의 경영개선 지원을 통해 채무자의 약 20%(약 7,300업체)의 업황이 개선되고 경영정보와 비즈니스 매칭정보 제공대책도 진전되었다. 또한 약 80%의 지역금융기관이 담보나 보증보다는 신용등급모형을 활용한 용자가 널리 보급되고 DES, DDS 등의 기법과 사업재생펀드를 활용한 사업재생도 꾸준히 증가하였다. 상기 금융재생프로그램 및 지방재생프로그램의 운영 결과 주요 은행의 부실채권비율은 2002년 3월기 8.4%에서 2005년 9월기에 2.4%로 낮아지는 등 「금융재생프로그램」의 목표는 달성되었다.

<부록 그림-3> 지역밀착형 금융의 기능강화추진에 관한 액션프로그램

2005~ 2006년도의 2년간, 지역밀착형 금융을 한층 더 강화
 → 각 금융기관은 2005년 8월까지 「지역밀착형 금융추진계획」을 제출·공표 또한 분기마다 진행상황을 공표

[I. 기본 방향]

1. 지역밀착형금융의 지속적인 추진 2. 지역밀착형 금융의 본질을 감안한 추진 (※) 3. 지역 특성과 이용자니즈 등을 고려한 「선택과 집중」에 의한 추진 4. 정보공개 등의 추진과 규율확립

※ 지역밀착형 금융의 본질 : 금융기관이 장기적인 거래관계를 통해 얻은 정보를 활용하여 대면교섭을 포함한 질 높은 커뮤니케이션을 통해 중소기업의 경영상황 등을 정확히 파악하고 이를 통해 중소기업 등에 대한 금융중개기능을 강화함과 동시에 금융기관 자신의 수익확성을 도모하는 것.

[II. 기본적 대책]

《1. 기업개별 중소기업금융의 원활화》

(1) 영업·신사업지원 기능 등 강화

- 융자심사태세강화 등
- 산학추가연계 강화, 「산업클러스터지원 금융회의」의 효과적인 활용
- 지역의 벤처기업업무와 관련된 외부기관등과의 연계 강화 등

(2) 거래대상 기업에 대한 경영상담·지원기능 강화

- 중소기업에 대한 컨설팅기능, 정보제공기능을 한층 더 강화
- 주요대상재권의 안전채권화 등을 위한 대처강화와 실적공표 등

(3) 사업개별을 위한 적극적 노력

- 지역중소기업을 대상으로 한 사업재생필드조성 활용
- 적절한 재건계획을 수립(DES(채무의 주석화), DDS(부채의 후순위 채권화) 등) 적극적 활용
- 중소기업재생지원 협의회를 더욱 적극적으로 활용
- 외부기관과의 연계 등 금융실무에 관한 전문인력과 노하우 활용
- 벤처재생일자 기업에 대한 온전자금융금(DIP파이낸스)
- 재생기업의 신디케이트론 활용 등에 의한 EXIT금융(재생계획종료에 따른 대출확충)
- 재생지원실적에 대한 정보공개 확대, 재생노하우 공유화를 한층 더 강화
- 인력 풀 설치

(4) 담보·보증에 지나치게 의존하지 않는 대출의 추진 등

- 담보·보증에 지나치게 의존하지 않는 대출 추진
- 기업의 장래성 및 기술력을 정확하게 평가하기 위한 노력 강화
- 부동산 담보·보증에 지나치게 의존하지 않는 대출을 촉진하기 위한 방안확충 (대출 후 업황파악 철저, 재무제한조항활용 등)
- 중소기업 자금조달 방법의 다양화 등
- 사업가치에 주목한 대출기법 (지적재산권담보대출, 저리대출 등)에 대한 대처
- 대출담보부증권(CLO)등 증권화에 관한 적극적인 대책
- 협동조합중앙기관의 대출채권 유동화 대책 등

(5) 고객선택에 대비, 상담고충처리 기능 강화

- 「설명지침」을 바탕으로 한 설명대세정비, 상담고충처리 기능 강화
- 「지역금융 원활화회의」 개최 활용

(6) 인력육성

- 창의·능력·경영지원능력향상 등 기업재생·중소기업금융의 원활화 대책

《2. 경영능력의 강화》

(1) 위험관리태세 충실

- 바젤II 도입에 대비한 리스크 관리 고도화
- 적절한 자기평가 및 상각·충당금의 확보
- 시장위험관리태세 확인

(2) 수익관리태세 정비 및 수익력 향상

- 관리회계를 활용한 성과에 따른 업무 재구축 등

(3) 마케트구조 강화

- 협동조합중앙기관의 지배구조개선
- 이사회, 감사위원회 등의 기능발휘여부 등 확인

(4) 법령준수 (컴플라이언스) 태세 강화

- 영업점에 대한 법령준수여부점검 강화 등
- 적절한 고객정보의 관리·취급 확보

(5) 먼리역 IT 활용

- 비즈니스모델 등의 상황에 따른 IT 전략적 활용

(6) 업종·지역·규모별 특성에 맞는 지원 등

- 자본증강제도의 적극적 활용, 인적 지원 등
- 개별금융기관의 여유자금을 운용해 수익을 환원하는 기능활용 대책 등

(7) 검사·감독태세

- 다각적인 평가를 기반으로 종합적이고 중점적인 검사·감독
- 「금융검사매뉴얼별책(중소기업용자 편)」의 주지 철저 등

《3. 지역이용자의 편의성 제고》

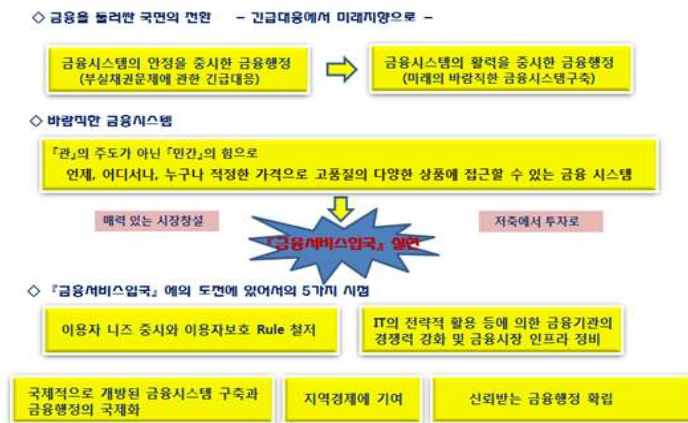
- (1) 지역공헌 등에 관한 정보공개
- (2) 중소기업 금융실태에 관한 데이터 정비
- (3) 지역이용자의 만족도를 증진한 금융기관 경영확립
- (4) 지역재생추진을 위한 각종 시책과의 연계 등
- (5) 이용자 등의 평가에 관한 설문조사

자료: 일본금융청(FSA)

3. 금융개혁프로그램

「금융개혁프로그램」은 상기 「금융재생프로그램」 후속조치로서 2004년부터 2006년까지 2년간의 금융행정지침이다. 금융행정을 부실채권문제의 긴급대응을 중심으로 한 금융시스템의 안정화에서 금융시스템의 활력을 중시한 장래의 바람직한 금융시스템구축을 추구하는 미래지향적인 금융행정으로 금융패러다임을 전환하였다. 특히 금융정책을 관이 아닌 민간을 중심으로 하는 금융서비스입국 실현을 통해 투자자의 선택 폭을 확대하고 은행에 리스크가 과도하게 집중하는 구조적 문제점을 시정하고자 노력하였다. 「금융개혁프로그램」은 <부록 그림-4>에서 보듯 5가지 기둥으로 구성되어 있다. 주된 목적은 민간중심의 금융서비스입국을 통한 금융시스템 안정화를 구축하는 것이다. 구체적으로는 은행의 과도한 리스크 집중방지와 사업재생지원을 위한 대출채권시장 활성화, 조기사업재생대책강화, 고액여신 관리태세, 채무기업의 재건계획 검증, 지역밀착형 금융 기능강화 등이다.

<부록 그림-4> 금융개혁프로그램



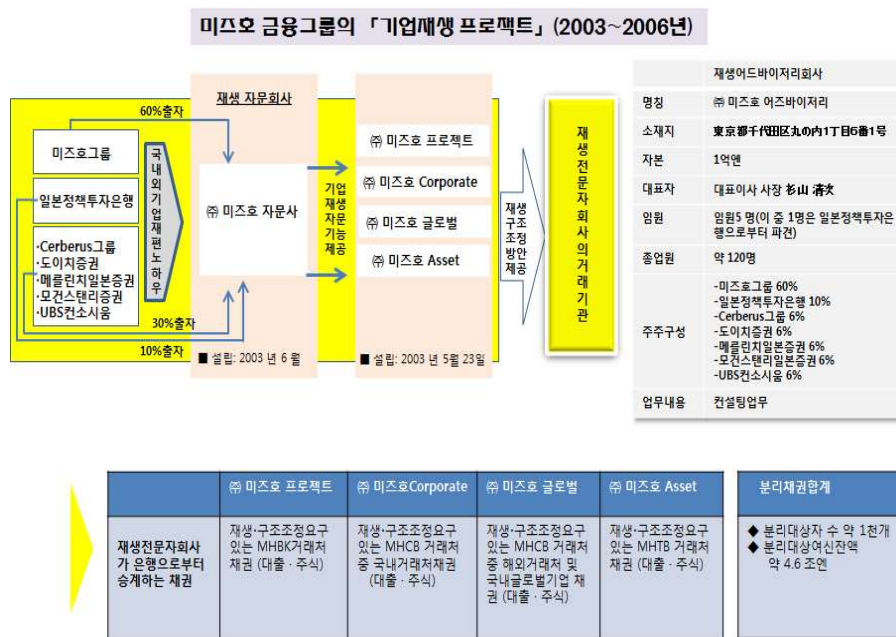
자료: 일본금융청(FSA)홈페이지

4. 은행에 의한 사업재생지원

가. 대형은행

대형은행은 부실채권처리 차원에서 초기단계부터 재생전담부서설치를 통해 거래처기업의 재생지원을 적극적으로 지원하였다. 다만 재생지원 자체는 경제상황에 관계없이 일정한 수요가 예상되는 점을 고려하여 기존 재생전담부서 및 재생전문자회사를 폐지하고 별도 조직으로 통합하는 사례도 있다.

<부록 그림-5> 미즈호금융그룹의 기업재생 프로젝트



자료: 미즈호금융그룹(2003~2006년)

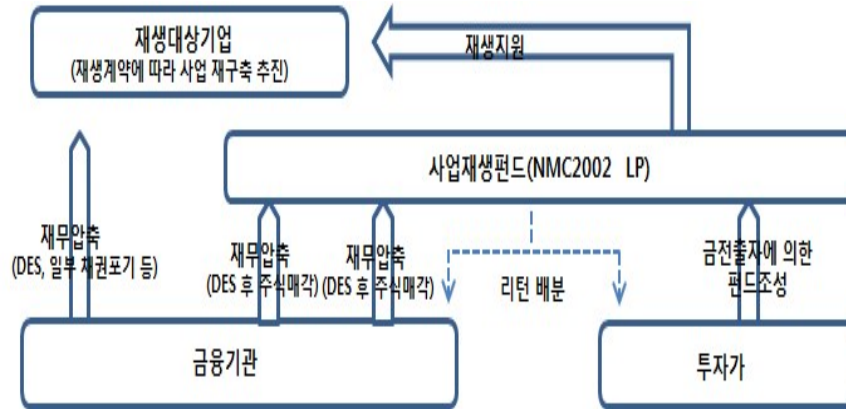
대형은행그룹 내에서 기업매수형 투자비즈니스를 확대하고 선행적인 실적을 거둔 것은 미즈호 Capital Partners의 MBO펀드가 최초이다. 펀드 운용은 미즈호 Corporate Advisory (MizuhoCA)와 연계하여 실시한 것이 특징이다. MizuhoCA는 미즈호그룹 및 투융자기관으로부터 재무개선에 관한 상담을 받은 안건 중에서 펀드투자가 유효한 기업을 선별하거나 투자대상의 재무구조조정을 담당하고 있다. 제1호 펀드 「FBF2000(150억엔)」의 경우 10개사에 투자하여 이 중 JASDAQ에 상장한 일본고순도화학과 영국의 모회사로부터 MBO한 후에 재차 MBO한 Proud Foot Japan의 2건을 통해 투자 수익을 실현하였다.

상기사례 외에도 미즈이스미토모은행 자체의 재생펀드 및 골드만삭스와 다이와증권 SMBC Principal Investment가 공동으로 출자한 SMFG사업 재생회수가 있다. 미즈호CA와 SMFG사업재생회수 모두 일본정책투자은행(DBJ)이 일부 자본과 인재를 출연하여 운영에도 관여하였다.

나. 정부계 금융기관

일본정책투자은행 등 정부계 금융기관도 비교적 초기부터 DIP파이낸스 및 DES, DDS 등 선진적인 금융기법을 활용하는 등 사업재생을 적극적으로 지원하였다. 일본정책투자은행은 「개혁선행프로그램」에 의거하여 2002년부터 DES 등을 통해 경제적 합리성이 높은 재건 계획을 중심으로 사업재생 펀드에 출자하였다. 2004년 12월말까지 출자한 펀드는 일본 Mirai Capital, Japan Recovery Fund, Phoenix Capital Renaissance Fund 등 일부 기업대상 재생펀드를 비롯해 총 27건에 달하였다.

<부록 그림-6> 일본 Mirai Capital펀드의 구조



자료: 일본정책투자은행

또한 일본정책투자은행은 DIP 금융제도를 창설하고 경제·사회적으로 유용한 사업재생을 위해 적극적으로 지원하였다. 이러한 정부계 금융기관의 대응에 대해서는 선진적인 금융기법의 활용을 통해 사업재생시장을 육성했다고 평가하는 의견도 있으나, 정책금융기관이 자본시장을 활용한 사업재생에는 장애가 된다는 일부 비판도 있다.

다. 은행이 사업재생시장에 미친 영향

금융기관의 부실채권처리 및 사업재생지원을 위한 노력은 다음과 같은 효과가 있었다. 사모펀드, 채권회수업자, 기업회생경영자 등 사업재생시장의 플레이어의 다양화를 촉진하였다. 채권관리방법으로서 사업재생금융에 사용되는 계약 조건이 일상거래에서도 활용되고 인적·물적 담보에 과도하게 의존하지 않고 모니터링하는 대출관행 도입 등 금융기관의 용자관행 개선을 촉진하였다.

현 석 (Suk Hyun)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- International Finance
- Capital Markets
- Applied Econometrics
- Flow of Funds Analysis

이형기 (Hyeong Ki Lee)

금융투자협회 박사

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891739

ISBN 978-89-6089-173-9