

# 구조조정시장: 자본시장의 프론티어

2001.2

연구위원 김 형 태

연 구 원 이 현 진

한 국 증 권 연 구 원

Korea Securities Research Institute



## Keywords

---

구조조정시장, 구조조정기구, 기업구조조정전문회사(CRC), 기업구조조정증권투자회사(CRF), 기업구조조정투자회사(CRV), 한국자산관리공사(KAMCO), 재무구조조정, 자산구조조정, 자산유동화, 출자전환, 부실채권, 정크본드, M&A, 주식교환, 기업분할, 지주회사, 부동산투자회사(REITs), 구조조정부동산펀드, 회사정리제도, 기업퇴출제도



## 序 言

1997년 외환위기는 한국경제에 축적된 구조적 모순을 가시화 시켰으며 이는 대기업을 비롯한 기업의 연쇄부도와 금융기관의 부실 및 도산으로 이어졌다. 이에 따라 기업 및 금융기관의 회생 및 경쟁력 제고를 위해 구조조정의 필요성이 대두되었고 우리나라는 신속하고 효율적인 구조조정을 위해 매진해 왔다.

그 결과 부실기업의 신속한 정리 외에 금융부문내 가시화된 부실요인을 제거하고 금융·자본시장의 정상화 및 시장기능 작동을 위한 제도 정비 등을 통해 시장시스템의 기본틀이 마련되었다. 또한, 정부는 기업 부실에 대한 예방적 감시체제 및 시장친화적 기업구조조정제도 구축 등 기업·금융부문에서 자발적인 구조조정이 이루어질수 있는 시스템의 구축을 지속적으로 추진하고 있다.

구조조정의 효율적 추진을 위해서는 구조조정기구와 인프라를 견실히 구축할 필요가 있다. 1997년 외환위기 이후 다양한 구조조정 관련기구 및 인프라 구축을 위해 관련 제도를 개편하거나 신설하는 등의 노력이 이루어져왔다. 그동안 구조조정의 추진을 위해 약 110조원의 공적자금이 투입되었는 바, 최근 정부는 공적자금이 경제회생에 있어 최대효과를 거둘수 있도록 공적자금관리위원회를 설치하고 자원배분의 효율화와 비용 최소화, 투명한 집행에 중점을 뒀 운영할 계획이다. 이러한 공적자금의 효율적 사용을 위해서는 효율적 구조조정시장이 전제되어야 할 것이다.

또한 구조조정업무는 핵심적 투자은행 업무중의 하나인데, 그동안 우리나라의 구조조정시장은 외국계 투자은행들에 의해 독점되어 국내기관은 구조조정분야에서는 그 입지를 구축하지 못하고 있는 실정이다. 따라서 국내기관이 독자적으로 구조조정을 수행할 수 있는 능력을 배양하고

이를 사업기회로 연결할 수 있는 구조조정 시장의 활성화가 필요한 시점이다. 또한 국내 금융산업의 선진화를 위해서도 투자은행 업무의 강화를 통한 구조조정시장의 활성화가 요구된다. 따라서, 현 시점에서 그간 구조조정 시장의 현황과 문제점을 분석하고 그 개선방안을 모색하는 일은 시의적절하며 중요한 의미를 갖는다.

본 연구에서는 우리나라 구조조정시장을 구조조정기구, 구조조정수단 그리고 기업퇴출제도로 구분하여 현황과 문제점을 분석하였다. 더 나아가 구조조정시장을 통합적 시각으로 분석하고 이를 통해 구조조정시장의 활성화를 위한 다각적 방안을 제시하고 있다. 본 보고서가 구조조정과 관련된 정책을 결정하거나 감독을 수행하는 정부, 구조조정시장에의 다양한 참여자, 증권사 등 구조조정업무를 사업기회로 활용하려는 금융기관들에게 도움을 제공할 수 있으리라 생각한다. 본 보고서가 향후 우리나라 구조조정시장의 발전과 정책수립에 기여할 수 있기를 기대한다.

마지막으로 본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 김형태 박사, 이현진 연구원에게 감사를 표하고자 한다. 끝으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2001년 2월

한국증권연구원

원장 최운열

# 목 차

---

---

|                                      |            |
|--------------------------------------|------------|
| <b>I. 서론</b> .....                   | <b>3</b>   |
| 1. 구조조정시장의 중요성 .....                 | 3          |
| 2. 구조조정시장의 구성요인 .....                | 4          |
| 3. 투자은행 기능과 구조조정시장 .....             | 8          |
| 4. 연구의 주제와 구성 .....                  | 8          |
| <br>                                 |            |
| <b>II. 구조조정기구의 분석과 평가</b> .....      | <b>13</b>  |
| 1. 기업구조조정전문회사(CRC)의 기능분석과 평가 .....   | 14         |
| 2. 기업구조조정증권투자회사(CRF)의 기능분석과 평가 ..... | 22         |
| 3. 기업구조조정투자회사(CRV)의 기능분석과 평가 .....   | 34         |
| 4. 한국자산관리공사(KAMCO)의 기능분석과 평가 .....   | 43         |
| 5. 구조조정기구의 비교분석과 연계성분석 .....         | 62         |
| <br>                                 |            |
| <b>III. 재무구조조정수단의 분석과 개선방안</b> ..... | <b>71</b>  |
| 1. 재무구조조정수단의 의의 .....                | 71         |
| 2. 자산유동화와 재무구조조정 .....               | 72         |
| 3. 출자전환과 재무구조조정 .....                | 87         |
| 4. 고수익채권(정크본드)과 재무구조조정 .....         | 105        |
| <br>                                 |            |
| <b>IV. 자산구조조정수단의 분석과 개선방안</b> .....  | <b>123</b> |
| 1. 자산구조조정수단의 의의 .....                | 123        |
| 2. M&A와 자산구조조정 .....                 | 124        |
| 3. 기업분할과 자산구조조정 .....                | 138        |

|                                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| 4. 지주회사제도와 자산구조조정 .....             | 147        |
| 5. 부동산투자회사(REITs)와 구조조정부동산펀드 .....  | 156        |
| <b>V. 기업퇴출제도의 분석과 개선방안 .....</b>    | <b>171</b> |
| 1. 기업퇴출제도의 경제적 기능 .....             | 171        |
| 2. 기업퇴출제도의 비교분석 .....               | 175        |
| 3. 기업퇴출제도의 개선방안 .....               | 190        |
| <b>VI. 결 론: 구조조정시장의 활성화방안 .....</b> | <b>203</b> |
| 1. 구조조정기구의 효율성 제고방안 .....           | 203        |
| 2. 재무구조조정의 효율성 제고방안 .....           | 206        |
| 3. 자산구조조정의 효율성 제고방안 .....           | 208        |
| 4. 기업 퇴출제도의 개선방안 .....              | 208        |
| 5. 부실채권시장의 활성화방안 .....              | 210        |
| 6. 증권사의 구조조정기구 활용방안 .....           | 212        |
| <b>참 고 문 헌 .....</b>                | <b>217</b> |

## 표 목 차

---



---

|  |    |
|--|----|
| <표 II-1> 기업구조조정전문회사 현황 .....                     | 17 |
| <표 II-2> 기업구조조정전문회사 인수합병 및 매입현황 .....            | 20 |
| <표 II-3> 기업구조조정증권투자회사 투자실적 .....                 | 28 |
| <표 II-4> 기업구조조정증권투자사의 규모별, 상장여부별 투자현황 ..         | 29 |
| <표 II-5> 부채기금의 투자유가증권 .....                      | 30 |
| <표 II-6> 혼합기금의 투자유가증권 .....                      | 30 |
| <표 II-7> 기업구조조정증권투자사의 부채비율개선 여부 .....            | 32 |
| <표 II-8> 기업구조조정증권투자회사별 현황 .....                  | 32 |
| <표 II-9> 각국별 공적 구조조정기구의 특성: 신속한 자산처분 목적 ..       | 46 |
| <표 II-10> 각국별 공적 구조조정기구의 특성: 구조조정을 통한 가치상승 목적 .. | 48 |
| <표 II-11> 부실채권의 분류 및 매각방법 .....                  | 50 |
| <표 II-12> 부실채권 정리현황 .....                        | 51 |
| <표 II-13> KAMCO의 ABS 발행실적 .....                  | 52 |
| <표 II-14> 완전매각방식을 사용한 국제입찰 .....                 | 53 |
| <표 II-15> 금융기관과 KAMCO의 워크아웃 업무 비교 .....          | 58 |
| <표 II-16> 각 구조조정기구의 자금조달 매입, 구조조정 및 매각업무 비교 .... | 64 |
| <표 II-17> 구조조정기구의 활용가능 구조조정 수단 .....             | 67 |
| <표 III-1> 연도별 ABS발행 현황 .....                     | 78 |
| <표 III-2> 연도별 ABS사채가 회사채 시장에서 차지하는 비중 .....      | 79 |
| <표 III-3> 2000년중 종류별·발행방식별 ABS 발행현황 .....        | 80 |
| <표 III-4> 유동화자산별 발행현황 .....                      | 81 |
| <표 III-5> CBO 발행현황 .....                         | 82 |
| <표 III-6> 발행주체별 발행현황 .....                       | 83 |

|   |     |
|---|-----|
| <표 III-7> 신용등급별 회사채 발행 현황 .....           | 107 |
| <표 III-8> 고수익채권 발행용도(미국) .....            | 110 |
| <표 III-9> 투기등급채권 스프레드 변동추이(한국) .....      | 111 |
| <표 III-10> 미국내 고수익채권 주간사 순위 .....         | 115 |
| <표 IV-1> 기업분할과 분할합병에 대한 거래소의 상장규정 .....   | 143 |
| <표 IV-2> 상장 및 등록기업 분할 사례 .....            | 144 |
| <표 IV-3> 부동산투자회사, 뮤추얼펀드, 일반주식회사의 비교 ..... | 157 |
| <표 IV-4> 구조조정지원을 위한 부동산펀드의 비교 .....       | 167 |
| <표 V-1> 기업개선작업 선정 및 진행상황 .....            | 176 |
| <표 V-2> 채무조정계획 및 실적 .....                 | 177 |
| <표 V-3> 자구계획 및 실적 .....                   | 178 |
| <표 V-4> 회사정리제도, 화의제도, 기업개선제도의 비교 .....    | 184 |

## 그림 목 차

---



---

|  |     |
|--|-----|
| <그림 I-1> 구조조정시장의 구성요인 .....                  | 5   |
| <그림 I-2> 구조조정기구와 수단의 도입시기 .....              | 7   |
| <그림 II-1> 기업구조조정전문회사의 구조조정 메카니즘 .....        | 16  |
| <그림 II-2> 기업구조조정증권투자회사의 재무구조개선 메카니즘 .....    | 26  |
| <그림 II-3> 기업구조조정투자회사의 구조 .....               | 36  |
| <그림 II-4> 기업구조조정투자회사의 구조조정 메카니즘 .....        | 41  |
| <그림 II-5> KAMCO의 우리나라 구조조정시장에서의 위치 .....     | 44  |
| <그림 II-6> 지분참여방식 매각구조 .....                  | 54  |
| <그림 II-7> 잔존이익 배분의 구조 .....                  | 55  |
| <그림 II-8> 각 구조조정기구의 연계성 .....                | 66  |
| <그림 III-1> 발행시장 CBO(primary CBO)의 발행구조 ..... | 77  |
| <그림 III-2> ABS사채가 회사채 시장에서 차지하는 비중 .....     | 79  |
| <그림 III-3> 공모 ABS사채에서 CBO가 차지하는 비중 .....     | 82  |
| <그림 III-4> 출자전환이 채권자 이익에 미치는 영향 .....        | 91  |
| <그림 III-5> 출자전환이 주주이익에 미치는 영향 .....          | 93  |
| <그림 III-6> 고수익채권의 발행 현황(한국) .....            | 107 |
| <그림 III-7> 투기등급채권의 primary CBO편입비율 .....     | 108 |
| <그림 III-8> 고수익채권의 발행 현황(미국) .....            | 109 |
| <그림 IV-1> 위탁형 REITs의 구조 .....                | 158 |
| <그림 IV-2> 자기관리형 REITs의 구조 .....              | 159 |
| <그림 IV-3> 부동산투자회사법(안)상의 REITs의 구조 .....      | 160 |
| <그림 V-1> 회사정리제도의 절차와 소요기간 .....              | 180 |
| <그림 V-2> 화의제도의 절차와 소요기간 .....                | 182 |
| <그림 V-3> 한국과 미국의 정리계획안 인가절차 비교 .....         | 192 |
| <그림 VI-1> 증권사의 구조조정기구 활용 .....               | 213 |

## 약 어 표

---

ABCP: Asset Backed Commercial Paper  
ABFRN: Asset Backed Floating Rate Note  
ABS: Asset Backed Securities  
AMC: Asset Management Company  
CBO: Collateralized Bond Obligation  
CLO: Collateralized Loan Obligation  
CRC: Corporate Restructuring Company  
CRF: Corporate Restructuring Fund  
CRV: Corporate Restructuring Vehicle  
CVR: Contingent Value Right  
DES: Debt Equity Swap  
EBO: Employee Buy-Out  
HYB: High Yield Bond  
KAMCO: Korea Asset Management Company  
LBO: Leveraged Buy Out  
LPT: Listed Property Trusts  
MBB: Mortgage Backed Bond  
MBO: Management Buy-Out

MBS: Mortgage Backed Securities

NPL: Non-Performing Loan

PB: Prepackaged Bankruptcy

QIB: Qualified Institutional Buyer

REITs: Real Estate Investment Trusts

RPC: Residual Participation Certificate

RRS: Residual Retention Scheme

RTC: Resolution Trust Corporation

SPC: Special Purpose Company



# 1. 서론

---

1. 구조조정시장의 중요성
2. 구조조정시장의 구성요인
3. 투자은행 기능과 구조조정시장
4. 연구의 주제와 구성



# I. 서론

## 1. 구조조정시장의 중요성

1997년 경제위기 이후 한국의 자본시장은 엄청난 변화를 경험하였다. 금융시장에서 자본시장이 차지하는 비중이 급증하였고 새로운 상품들과 제도들이 도입되었다. 특히 경제위기를 극복하기 위한 정부의 구조조정 추진과정에서 구조조정관련 기구들과 구조조정수단들이 자본시장의 틀 속에 편입되었다. 시장의 위계(market hierarchy)란 관점에서 보면 자본시장이란 틀 속에 구조조정시장이란 하부시장이 형성된 것이다.

그렇다면 구조조정시장은 왜 중요한가? 구조조정시장의 중요성을 이해하기 위해서는 먼저 구조조정의 의미를 명확히 이해할 필요가 있다. 기업구조조정이란 기업의 환부를 파악하여 수술하고 치료하는 과정을 의미한다. 수술의 목표가 병자의 환부를 정확하게 파악하고 치료하여 신속한 건강회복을 도모하는 데에 있는 것처럼 기업구조조정의 목표도 부실화된 기업을 치료하여 신속하게 기업을 회생시키는 것이다. 특히 오늘날과 같이 기술개발의 속도가 빠르고 기업간 경쟁이 격화되고 있는 상황에서는 어떠한 기업도 부실화의 가능성을 배제할 수 없다. 물론 사전적(ex-ante) 예측을 통한 예방이 중요하지만 모든 불확실한 요소를 사전에 예측하여 관리하는 것은 사실상 불가능하다 해도 과언이 아니다.

따라서 예상치 못한 기업부실에 대해서는 사후적(ex-post)으로 구조조정을 수행할 수 있는 메카니즘이 필요하다. 구조조정시장은 바로 이 같은 기능을 수행하는 시장이다. 또한 국가경제적 차원에서 생명공학 등과 같이 투자위험이 높은 첨단산업을 육성함에 있어서도 구조조정시장은 중요한 역할을 수행한다. 왜냐하면 효율적인 구조조정시장이 존재하면

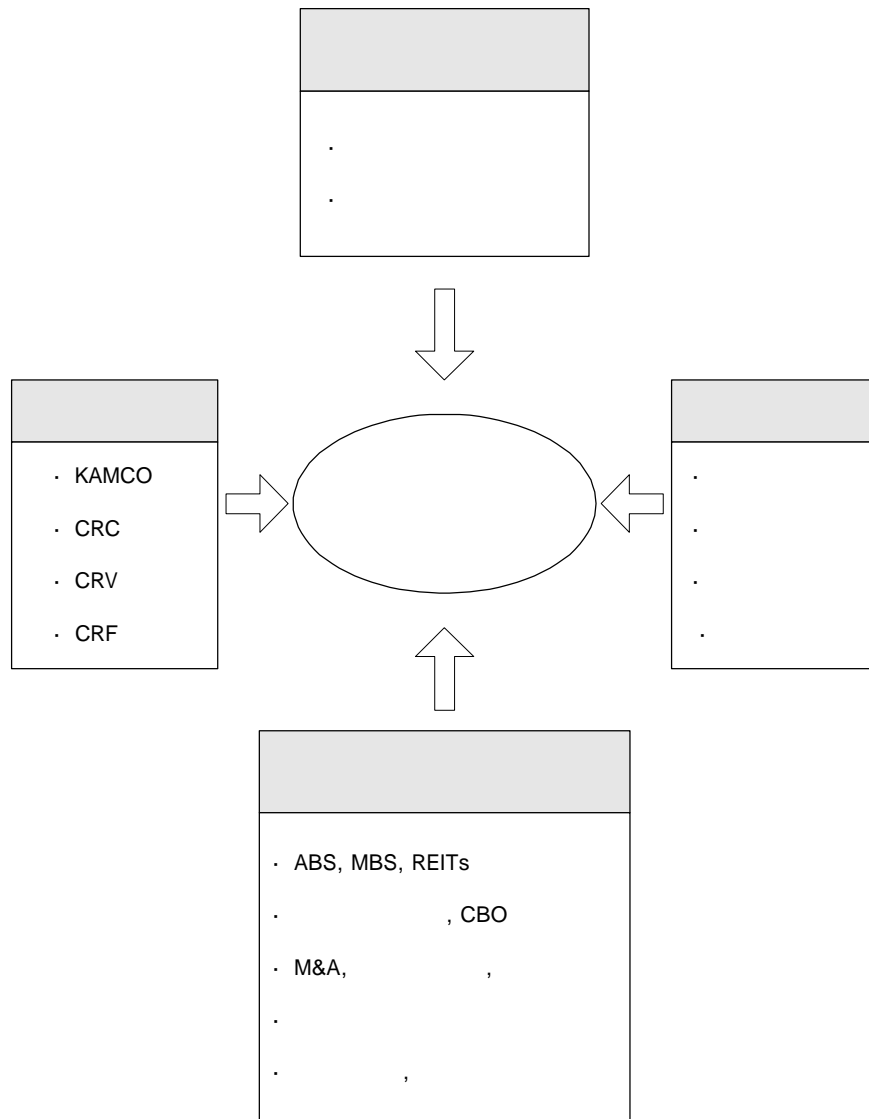
#### 4 자본시장의 프론티어: 구조조정시장

사전적으로 위험이 높은 산업에 과감히 투자할 수 있기 때문이다. 그러므로 한 국가 구조조정시장의 효율성 정도는 그 나라 경제시스템 전체의 경쟁력을 결정하는 가장 중요한 인프라 중의 하나로 인식되고 있다.

### 2. 구조조정시장의 구성요인

구조조정시장의 구성요인을 게임이론적 시각에서 살펴보자. 첫째, 구조조정시장에서 구조조정을 수행하는 주체로서의 구조조정기구(restructuring vehicles)가 존재한다. 이들은 구조조정 게임의 경기자(players)라고 할 수 있다. 구조조정기구에 따라 수행하는 기능이 다르고 효용함수가 다르다. 구조조정기구는 기업구조조정전문회사 등과 같이 기업구조조정업무에만 특화된 기구와 증권사, 종금사 등과 같이 다른 업무와 함께 구조조정업무도 함께 수행하는 금융기관으로 구분된다. 구조조정기구들은 대규모기업, 벤처기업, 금융기관, 공기업 등을 구조조정 대상기업으로 하여 다양한 구조조정수단을 활용하여 구조조정을 수행한다. 둘째, 구조조정기구들이 구조조정을 수행하는 과정에서 활용하는 구조조정수단(restructuring devices)이 존재한다. 이는 구조조정시장에 참가하는 경기자가 사용하는 전략(strategy)이다. 구조조정기구에 따라 주로 사용하는 구체적 구조조정수단에 차이가 존재하지만 종류에 관계없이 모든 구조조정기구들이 자금조달전략(financing strategy), 매입전략(purchasing strategy), 경영정상화전략(restructuring strategy), 그리고 매각전략(exit strategy)을 필요로 한다. 셋째, 게임이 체계적으로 수행되기 위해서는 게임의 규칙이 필요하다. 구조조정시장에서 게임의 규칙을 설정하는 주체는 재경부, 산자부, 금감위 등의 정책당국이다. 정부입장에서는 구조조정을 통해 달성하고자 하는 정책목표가 존재한다. 정책당국이 달성하고자 하는 정책목표는 게임의 균형(equilibrium)으로 표현될 수 있다.

<그림 1-1> 구조조정시장의 구성요인

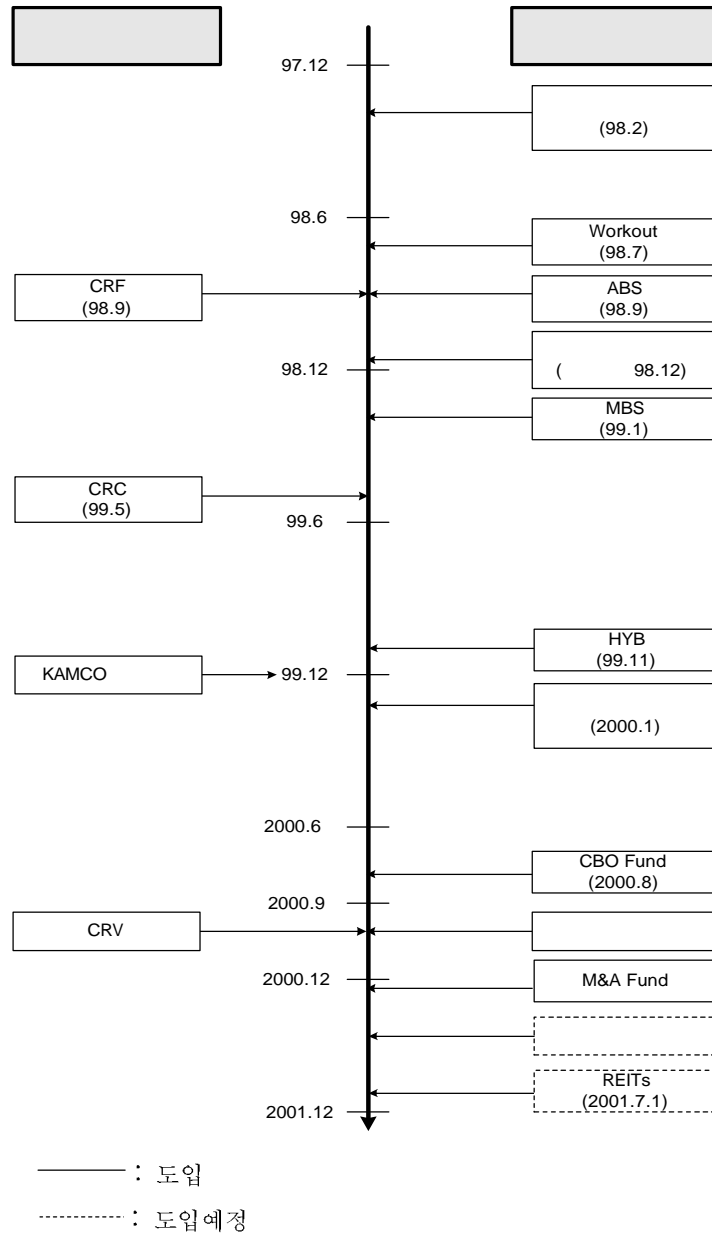


## 6 자본시장의 프론티어: 구조조정시장

구조조정시장에서 정부의 역할은, 새로운 제도의 도입과 기존제도의 개선을 통해 게임의 규칙을 조정함으로써 원하는 정책목표가 게임의 균형이 되도록 유도하는 것이다. 즉 구조조정시장에서 정부의 역할은 경기자 자체가 아니라 게임규칙의 설정자임을 인식해야 한다.

우리나라에서 구조조정시장의 형성과정에 대한 개관을 통해 구조조정시장의 구성요인을 살펴보자. 1997년말 처음 우리경제가 중병선고를 받았을 당시에는 부실화된 기업들이 입원할 병원조차 마땅치 않았다. 설령 병원에 입원했다 하더라도 기업을 수술할 수술장비가 부족했다. 이런 상황에서 가장 긴급한 과제는 구조조정 인프라를 구축하는 일이었다. 지난 2년간의 구조조정을 한마디로 표현하면 구조조정의 인프라를 구축한 시기였다. 구조조정인프라는 구조조정을 수행하는 주체로서의 구조조정 전문기구와 구조조정수단으로 구분할 수 있다. 구조조정전문기구로는 한국판 벌처펀드인 기업구조조정전문회사(CRC), 자금압박을 받고 있는 중소기업·중견기업을 지원하는 기업구조조정증권투자회사(CRF), 현재 설립추진중인 워크아웃기업을 대상으로 하는 기업구조조정투자회사(CRV), 법률개정을 통해 기능이 확대된 한국자산관리공사(KAMCO) 등이 대표적인 예이다. 구조조정수단으로는 자산유동화(ABS), 고수익채권펀드, 후순위채권펀드, 주택저당채권유동화(MBS), 입법추진중인 부동산투자회사(REITs)와 구조조정부동산펀드, M&A활성화를 위한 M&A펀드, 신속한 기업퇴출을 위한 「회사정리법」과 「화의법」의 개정, 기업분할을 활성화하기 위한 「상법」 개정, 금융기관 구조조정을 위한 금융지주회사제도와 「상법」상 지주회사제도 등이 대표적인 예이다. 우리나라 구조조정시장을 단순히 구조조정기구와 구조조정수단의 제도화라는 측면에서 평가한다면 선진국에 결코 뒤지지 않는다고 판단된다. 이상의 내용을 그림으로 요약하면 다음 <그림 I-2>와 같다.

<그림 1-2> 구조조정기구와 수단의 도입시기



### 3. 투자은행 기능과 구조조정시장

이제 구조조정을 시장의 차원이 아닌 기능 또는 업무의 차원에서 조명해보자. 구조조정기능은 투자은행(investment bank)이 수행하는 대표적인 기능 중의 하나이다. 물론 투자은행의 핵심적 기능은 증권을 발행하는 기업과 투자자 사이에서 양자간의 상이한 요구를 동시에 만족시킴으로서 자금조달을 원활히 할 수 있도록 증권을 인수하고 중개하는 기능이다. 최근 선진투자은행의 투자은행 업무를 보면 증권의 인수나 투자가 단순히 증권투자로부터의 시세차익 획득을 목적으로 하는 것이 아니라 경영권 획득을 통한 기업구조조정으로 까지 확대되고 있는 추세이다. 급변하는 자본시장환경하에서 환골탈태를 모색하고 있는 우리나라 증권사, 특히 대형증권사나 중형증권사들은 투자은행을 추구해야 할 하나의 변화방향으로 고려하고 있다. 따라서 투자은행의 핵심기능 중의 하나인 기업구조조정업무는 투자은행을 지향하는 증권사들이 관심을 기울여야 할 업무분야이다. 구조조정시장의 형성과 관련제도의 도입으로 인해 국내 증권사들도 기업구조조정이란 투자은행업무를 수행할 수 있는 기반이 마련되었다.

### 4. 연구의 주제와 구성

본 연구에서는 우리나라 구조조정시장의 현황분석을 바탕으로 그 문제점을 도출하고 개선방안을 제시하고자 한다. 특히 본 연구에서는 구조조정시장을 자본시장의 틀 속에서 이해하도록 한다. 왜냐하면 구조조정업무는 선진투자은행의 핵심업무일 뿐 아니라 구조조정수단의 대부분이 자본시장을 매개로 하기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 구조조정시장

을 뉴밀레니엄 시대의 새로운 자본시장 또는 자본시장의 프론티어로 파악한다. 그런데 구조조정시장은 다양한 하부시장을 포함하는 다차원적이고 추상적인 개념이다.<sup>1)</sup> 따라서 이를 통합적이고 체계적인 틀 속에서 분석할 수 있는 시각이 필요하다. 왜냐하면 구조조정시장에 대한 통합적 시각이 전제되어야 구조조정시장에 대한 정확한 문제점 분석과 체계적 개선방안이 제시될 수 있기 때문이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 기업구조조정전문회사(CRC), 기업구조조정증권투자회사(CRF), 기업구조조정투자회사(CRV) 그리고 한국자산관리공사(KAMCO) 등 구조조정기구의 현황을 분석하고 개선방안을 제시한다. 제Ⅲ장에서는 자산유동화, 출자전환, 고수익채권 등 각종 재무구조조정수단을 분석하고 그 활성화 방안을 모색한다. 제Ⅳ장에서는 M&A, 기업분할, 지주회사, 부동산투자회사(REITs)와 구조조정 부동산펀드를 활용한 자산구조조정방법에 대하여 논의한다. 제Ⅴ장에서는 워크아웃제도, 회사정리제도, 화의제도 등 기업퇴출제도를 비교분석하고 그 개선방안을 제시한다. 금융기관에 대한 퇴출제도는 적기시정조치를 중심으로 논의한다. 제Ⅵ장에서는 종합적인 관점에서 구조조정시장의 활성화 방안과 증권사의 활용방안을 제시한다.

---

1) 본 연구에서는 구조조정시장을 다차원적이고 추상적 의미의 시장개념으로 파악한다. 다차원적이란 의미는 구조조정시장 내에 M&A 및 기업분할시장, 부실채권시장, 정크본드시장 등 다양한 시장들을 포함한다는 의미이다. 추상적이란 의미는 증권거래소 등과 같은 구체적 시장을 반드시 전제로 하지는 않는다는 의미이다.



## II. 구조조정기구의 분석과 평가

---

1. 기업구조조정전문회사(CRC)의 기능분석과 평가
2. 기업구조조정증권투자회사(CRF)의 기능분석과 평가
3. 기업구조조정투자회사(CRV)의 기능분석과 평가
4. 한국자산관리공사(KAMCO)의 기능분석과 평가
5. 구조조정기구의 비교분석과 연계성분석



## II. 구조조정기구의 분석과 평가

구조조정기구는 구조조정업무에만 특화된 구조조정전문기구들과 투자은행과 같이 다른 금융업무도 수행하면서 구조조정업무도 수행하는 기관으로 구분할 수 있다. 투자은행의 구조조정업무에 대해서는 장을 달리하여 설명하도록 하고 본장에서는 구조조정업무에만 특화된 구조조정기구들에 대해 논의하도록 한다. 구조조정전문기구는 다시 공적인 구조조정기구와 민간 구조조정기구로 구분할 수 있다. 우리나라의 경우 공적 구조조정기구의 대표적 예가 한국자산관리공사(KAMCO)이다. 민간 구조조정기구로는 기업구조조정전문회사(corporate restructuring company: CRC), 기업구조조정증권투자회사(corporate restructuring fund: CRF) 그리고 기업구조조정투자회사(corporate restructuring vehicle: CRV) 등이 존재한다. 이하에서는 비교분석을 통해 각 구조조정기구의 특성과 핵심기능을 파악한다. 또한 각 구조조정기구들에 대한 현황분석을 바탕으로 그 문제점을 지적하고 아울러 그 개선방안을 모색하도록 한다. 먼저 각 기구별로 그 현황, 문제점 그리고 개선방안을 개별적으로 논하고 이후에 결론부분에서 통합적인 관점에서의 문제점과 개선방안을 제시하도록 한다.

## 1. 기업구조조정전문회사(CRC)의 기능분석과 평가

### 가. 기업구조조정전문회사의 의의와 기능

기업구조조정전문회사(corporate restructuring corporate: CRC)는 한국판 벌처펀드(vulture fund)이다. 벌처(vulture)란 동물의 시체를 먹고사는 독수리류를 의미한다. 즉 벌처펀드란 부실기업의 자산과 증권 그리고 이를 통한 기업구조조정에 특화된 펀드이다.

우리나라 「산업발전법」 제14조에 의하면, 기업구조조정전문회사란 '구조조정대상기업에 대한 인수와 인수한 기업의 정상화 및 매각을 전업으로 영위하는 회사'를 의미한다. 이제 기업구조조정전문회사의 개념을 명확히 이해하기 위해서 구조조정대상기업, 기업인수 그리고 기업정상화 및 매각의 개념을 보다 깊이 분석해 보도록 한다.

인수의 개념은 두 가지 차원에서 분석할 수 있다. 첫째, 인수란 단순한 중개와 대비되는 기업으로서 기업구조조정전문회사가 스스로 위험부담의 주체가 됨을 의미한다. 즉 구조조정대상기업과 관련된 고위험을 부담하고 이에 대응하는 고수익을 추구하는 것이다. 둘째, 인수란 기업에 대한 경영권획득을 의미한다. 따라서 경영권획득이 아닌 단순한 시세차익 목적의 투자 또는 포트폴리오 분산투자목적의 투자는 인수가 아니다. 이 같은 시세차익 목적 또는 분산투자 목적으로 투자를 수행하는 펀드는 진정한 의미의 벌처펀드가 아니다. 특히 기업구조조정전문회사의 벤치마크인 미국의 벌처펀드는 부실채권을 인수하고 이를 출자전환(debt-equity swap)함으로써 경영권을 획득하는 것이 일반적이다.

인수의 대상이 되는 기업은 일반기업이 아닌 구조조정대상기업이다. 「산업발전법」 제14조 4항과 시행령 제11조에서는 구조조정대상기업을

넓게 규정하고 있다. 즉 구조조정 필요성이 있는 기업이 최대한 포함되도록 규정되어 있다. 그러나 별처펀드인 기업구조조정전문회사의 핵심적 인수대상기업은 「회사정리법」과 「화의법」의 적용을 받는 부실기업이다.

기업구조조정전문회사는 인수한 부실기업을 정상화시켜 기업가치를 증대시키는 기능을 수행한다. 즉 기업구조조정전문회사의 궁극적 목표는 기업정상화를 통한 기업가치증대이어야지 기업가치의 증대가 수반되지 않는 단순한 시세차익 획득이나 본드메일(bondmail) 등은 기업구조조정전문회사의 궁극적 목적이 될 수 없다.<sup>2)</sup> 미국의 경우 별처펀드는 기업구조조정전문가로서 정보효과(information effect)와 경영권효과(control effect)를 통해 기업가치를 증대시킨다. 정보효과란 정보불균형이 심한 부실기업시장에서 별처펀드의 인수사실 자체가 기업의 회생가능성에 대해 긍정적 정보를 제공하는 효과를 의미한다. 경영권효과란 별처펀드가 기업회생전문가라는 인식에 근거하여 별처펀드가 경영권을 획득한 기업의 주가가 상승하는 효과를 의미한다.

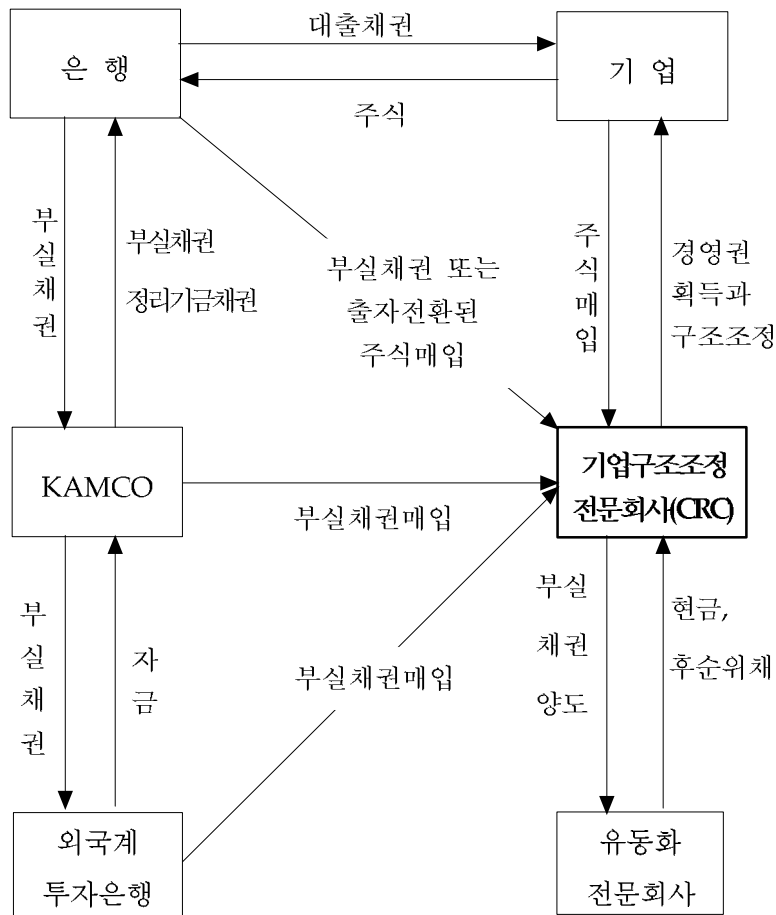
### 나. 기업구조조정전문회사의 구조조정 메카니즘

기업구조조정전문회사의 구조조정 메카니즘을 매입전략과 매각전략으로 구분하여 살펴보자. 첫째, 매입전략의 경우, CRC는 부실채권을 직접 은행으로부터 또는 KAMCO로부터 매입할 수 있다. 그러나, 기업구조조정전문회사의 미미한 자본금 규모로 인해 대규모 부실채권을 은행이나 KAMCO로부터 구입하는 경우는 드물고, KAMCO로부터 부실채권을 매입한 외국계 투자은행으로부터 재매입하는 경우가 대부분이다. 또

2) 본드메일이란 다른 사람이 제안한 기업회생계획안의 통과를 저지할 수 있을 정도의 채권을 확보한 후 이에 반대하지 않는 대가로 정상적 분배액 보다 많은 보상을 받으려는 전략을 의미한다.

한, CRC는 주식을 기업으로부터 직접 매입할 수 있고 은행으로부터는 출자전환된 주식을 매입할 수 있다. 그밖에, CRC는 구조조정대상기업이 매각하는 부동산 등의 자산을 매입할 수 있다. 둘째, 매각전략의 경우, CRC는 매입한 기업을 성공적으로 구조조정한 후 주식매각을 통해 이익을 향유한다. 또한, CRC는 「자산유동화에관한법률」상 자산보유자로서 매입한 부실채권이나 부동산을 유동화를 통해 매각할 수 있다.

<그림 II-1> 기업구조조정전문회사의 구조조정 메카니즘



## 다. 기업구조조정전문회사의 현황 분석

### 1) 설립현황

기업구조조정전문회사는 1998.4.14일 제4차 경제대책조정회의시 '금융·기업구조조정 촉진방안'에서 그 도입이 확정되었고 1999.5월 「산업발전법」 상에 도입되면서 본격적으로 설립되었다. 1999.6월 설립·등록하고 활동하기 시작한 기업구조조정전문회사는 2000.10월말 현재 총 51개에 이른다. 영업범위별로는 순수회사가 43개, 겸업회사가 8개를 차지하고 있고, 겸업회사는 창업투자회사 5개사와 신기술사업자 3개사로 구성되어 있다. 1999년에 19개, 2000년에 32개의 기업구조조정전문회사가 설립되어 꾸준히 증가하고 있다. 이중 납입자본금 100억원 이상의 대규모 기업구조조정전문회사는 9개사에 불과하며 대부분의 기업구조조정전문회사가 30~50억원 규모로 설립되었다. 주주구성별로는 거래소에 상장된 기업구조조정전문회사 14개사, 코스닥에 등록된 기업구조조정전문회사 6개사, 비상장 및 기타 기업구조조정전문회사 31개사로 비상장 기업구조조정전문회사가 높은 비중을 차지하고 있다.

<표 II-1> 기업구조조정전문회사 현황

(2000.10월말 현재)

| 구분   | 등록연도 |     | 납입자본금  |        | 영업범위별 |    | 주주구성별 |     |     |
|------|------|-----|--------|--------|-------|----|-------|-----|-----|
|      | '99  | '00 | 100억이상 | 100억미만 | 순수    | 겸업 | 거래소   | 코스닥 | 비상장 |
| 회사개수 | 19   | 32  | 9      | 42     | 43    | 8  | 14    | 6   | 31  |

자료: 산업자원부 자료

2000년 하반기 이후 기업구조조정에 대한 관심이 고조됨에 따라 우수 전문인력을 보유하고 견실한 영업구조를 확보한 기업구조조정전문회사의 등록이 점차 증가하고 있다. 특정산업분야의 구조조정에 특화된 기업구조조정전문회사가 설립되어 해당업계에 대한 전문적인 지식과 풍부한 경험을 바탕으로 대상기업의 실질적인 구조조정을 지원하고 있다.<sup>3)</sup> 또한, 최근 외국계 자본과 합작으로 설립되는 기업구조조정전문회사가 증가하고 있어 이를 통한 외자유치와 기업구조조정이 활성화될 것으로 기대된다.<sup>4)</sup>

기업구조조정전문회사는 자금조달의 원활화를 위해 기업구조조정조합을 결성할 수 있다. 즉, 기업구조조정조합은 주로 재무구조가 취약한 부실중소기업을 상대로 투자활동을 하는 기업구조조정전문회사가 금융기관이나 개인들로부터 투자자금을 마련, 결성한 펀드를 의미한다. 기업구조조정조합의 등록 및 감독권한은 「산업발전법」을 개정(2000.1.12)하면서 산업자원부에서 금융감독위원회로 이관되었다. 이는 기업구조조정조합 출자자의 보호를 강화하고 금융감독의 전문성과 감독체계의 통일성을 확보하기 위함이다. 기업구조조정조합은 납입출자금이 10억원 이상이고 기업구조조정전문회사의 출자지분이 출자금 총액의 5%이상이어야 등록이 가능하다. 기업구조조정전문회사의 출자부담은 「산업발전법」시행령 개정시 기존 10%에서 5%로 완화되었는데 이는 기업구조조정전문회사의 과도한 출자부담으로 인한 펀드조성의 어려움을 해소하기 위한 차원에서 이루어졌다. 기업구조조정조합은 2000.10월말 현재 총 12개 조합이 등록되어 있고 기금총액은 5,108억원에 이른다.<sup>5)</sup> 이중 KTB 네트

3) 1999년 말 호텔과 요식업을 전문으로 하는 썬앤문과 부동산에 투자에 특화된 국민기업구조조정전문회사가 등록한데 이어 2000년 들어서는 자동차 부문에 특화된 인베스터유나이티드가 등록하여 활동하고 있다.

4) KAMCO가 10억달러 규모의 외국계 자본과 합작으로 초대형 CRC를 설립한데 이어, 한국산업은행이 외국계자본인 론스타와 합작으로 KDB론스타를 설립하였다.

워크는 5개의 조합을 결성하여 활동하고 있어 기업구조조정에 두각을 나타내고 있다.<sup>6)</sup>

## 2) 투자현황

2000.9월말 현재 기업구조조정전문회사는 부실기업 538개사에 1조 2,634억원을 투자하였다. 기업구조조정전문회사는 주로 경영권취득, 채권매입, 기타 포트폴리오투자 등의 방법으로 부실기업에 투자한다. 이중 채권매입을 통해 374개사에 8,750억원을 투자하였고 채권매입을 통한 투자액은 전체 투자액중 69.2%의 높은 비중을 차지하고 있다.<sup>7)</sup> 기업구조조정전문회사가 직접적으로 경영권을 인수한 금액도 총 25개사 1,577억 원에 이른다. 경영권취득은 주식취득과 영업 및 자산매입 등을 통해 이루어지는데 각각 20개사에 1,170억원(9.3%), 5개사에 407억원(3.2%)을 투자하였다. 이와 같이 경영권 인수에 의한 기업구조조정전문회사의 투자증가는 향후 기업구조조정전문회사의 전문적 노하우를 활용한 부실기업의 경영정상화를 확대시킬 것으로 예상된다.

기업구조조정전문회사제도는 정부가 추진중인 4대부문 12대 개혁과제 중 “상시적 기업구조조정 시스템 구축”에도 기여할 것으로 기대된다. 또한, 기업구조조정전문회사가 최근 도입된 기업구조조정투자회사의 발기인이나 자산관리회사로 참여할 수 있도록 함으로써 두 구조조정기구의 보완적인 발전이 가능하다고 예상된다.

- 
- 5) 2000년 1월에 등록한 QCP 구조조정펀드 1호는 결성 6개월만에 해산하였다.
  - 6) KTB네트워크사는 (주)세진에 총 183억원을 투자함으로써 상장업체중 최초로 화의채무 230억원을 전액 변제하여 화의질차를 종결하였다.
  - 7) 특히 KAMCO계열의 기업구조조정전문회사는 340개사에 6,298억원을 투자하여 전체 채권매입액중에서 72.0%를 차지하며 두각을 나타내고 있다. 이외에도 잼코(662억원), 한국벤처(334억원), 썬앤문(102억원) 등도 부실채권매입을 통한 투자를 활발히 진행하고 있다.

<표 II-2> 기업구조조정전문회사 인수합병 및 매입현황

(2000.9월말 현재, 단위 : 억원)

| 투자방법         | 경영권 취득               |                   | 채권매입                   | 기타<br>포트폴리오투자          | 계                        |
|--------------|----------------------|-------------------|------------------------|------------------------|--------------------------|
|              | 주식취득                 | 영업·자산<br>매입       |                        |                        |                          |
| 투자금액<br>(비율) | 1,170(20사)<br>(9.3%) | 407(5사)<br>(3.2%) | 8,750(374사)<br>(69.2%) | 2,307(139사)<br>(18.3%) | 12,634(538사)<br>(100.0%) |
|              | 1,577(25사) (12.5%)   |                   |                        |                        |                          |

주 1) 조합의 투자실적을 포함하였음.

2) 채권매입은 시세차익 목적의 채권매입을 의미함

자료: 산업자원부 자료

#### 다. 기업구조조정전문회사에 대한 평가

구조조정기구를 평가하기 위해서는 합리적인 평가기준이 전제되어야 한다. 분석의 목적에 따라 다양한 평가기준을 생각할 수 있다. 본 연구에서는, 각 구조조정기구들이 얼마나 설립목적에 충실하게 구조조정업무를 수행하였는가 즉 '목적적합성'을 기준으로 구조조정기구를 평가하도록 한다.

목적에 적합한 기능을 수행하였다 하더라도 그 기능을 얼마나 효율적으로 수행하였는가 즉 구조조정대상기업의 회생여부 및 정상화정도가 평가기준이 될 수 있다. 이를 '구조조정의 효율성'이라고 부르도록 한다. 구조조정의 효율성을 평가하기 위해서는 구조조정업무가 완료된 기업에 대한 자료가 충분히 존재해야 한다. 그런데 현재 구조조정이 진행중인 경우가 대다수이고 완료된 기업이 충분치 않기 때문에 본연구에서는 '구조조정의 효율성'이란 기준의 적용을 제외하였다.

벌처펀드의 본질적 기능은 부실기업의 경영권을 획득하고 구조조정

하여 부실기업을 회생시키는 것이다. 이 같은 관점에서 볼 때 단기적 시세차익의 추구나 포르트폴리오 분산투자는 기업구조조정전문회사의 진정한 목적이 아니다. <표 II-2>를 보면 경영권획득 목적의 투자는 투자금액기준으로 12.5%, 기업건수기준으로 5% 정도에 불과한 실정이다. 따라서 기업구조조정전문회사는 진정한 의미의 벌처펀드 기능을 수행하였다고 평가하기 힘들다. 또한 벌처펀드의 가장 대표적 특성중의 하나는 부실채권투자를 통해 경영권을 획득한다는 것이다. 그런데 기업구조조정전문회사의 경우에는 경영권획득 목적의 투자라 하더라도 그 대부분이 주식취득이나 자산매입을 통해 이루어졌다. 부실채권투자를 통한 경영권획득이 미미한 이유는 현존하는 기업구조조정전문회사의 규모가 영세하기 때문이다. 벌처펀드는 특정기업 부실채권에 대해 주도적인 출자전환을 수행할 수 있을 정도(예:총채권의 2/3)의 부실채권을 취득한다. 그런데 우리나라의 경우 벤처캐피탈 계열의 기업구조조정전문회사를 제외하고는 자본금규모가 30억 정도인 경우가 대부분이다. 이 같은 규모의 자본금으로는 대규모 부실채권을 매입하기 불가능하다. M&A등을 통해 구조조정전문회사의 규모를 확대해야 하는 이유가 여기에 있다. 기업구조조정기업구조조정전문회사에 대한 구조조정이 필요한 것이다.

## 2. 기업구조조정증권투자회사(CRF)의 기능분석과 평가

### 가. 기업구조조정증권투자회사의 의의

기업구조조정증권투자회사(corporate restructuring fund: CRF)는 구조조정펀드(restructuring fund)의 일종이다. 구조조정펀드는 재무구조조정을 주목적으로 하는 구조조정펀드와 M&A펀드 등과 같이 기업인수를 주목적으로 하는 구조조정펀드로 구분할 수 있다. 우리나라 「증권투자회사법」 상에 도입된 구조조정펀드는 재무구조조정펀드이다.

우리나라 「증권투자회사법」 제76조에 의하면 다음의 세가지 조건을 만족하는 증권투자회사를 기업구조조정증권투자회사로 정의하고 있다. 첫째, 자산 중 대통령령이 정하는 비율(50%) 이상을, 「독점규제및공정거래에관한법률」에 의한 대규모기업집단에 속하지 아니하는 기업이 발행하는 유가증권으로서 대통령령이 정하는 유가증권에 투자하여야 한다.<sup>8)</sup> 둘째, 회사의 존속기간이 3년 이상이어야 한다. 셋째, 폐쇄형 증권투자회사이어야 한다. 첫 번째 조건은 기업구조조정증권투자회사의 투자대상기업과 투자대상자산을 규정하는 조건이다. 투자대상기업의 측면에서 보면 주로 대규모기업집단 보다는 중소기업을 주요 투자대상으로 한다. 투자대상자산의 측면에서 보면 기업구조조정증권투자회사의 투자대상은 유가증권 특히 발행시장에서 취득한 유가증권이다. 따라서 「증권거래법」상 유가증권으로 지정되지 않은 부실대출금(non-performing loan), 새로운 개념의 증권, 부동산 등은 투자대상이 될 수 없다. 이는 기업구조조정증

---

8) 대통령령이 정하는 유가증권이란, 발행시장에서 취득한 주식, 회사채등의 유가증권을 의미한다. 그러나 금융기관이 출자전환을 통해 보유하고 있는 유가증권중 취득후 6개월이 경과되지 않은 것은 발행시장 취득으로 인정되어 기업구조조정 증권투자회사의 투자대상이 된다.

권투자회사가 「증권투자회사법」의 적용을 받기 때문에 발생하는 당연한 귀결이다. 이와 같이 부실대출금을 매입할 수 없다는 점에서 기업구조조정전문회사(CRC)나 기업구조조정투자회사(CRV)와 다르다.

「증권투자회사법」에는 기업구조조정증권투자회사가 갖추어야 할 최소요건만을 규정하고 있다. 각 기업구조조정증권투자회사의 구체적 특성은 투자설명서나 정관에 반영된다. 산업은행 등이 주축이 되어 금융기관출자를 통해 설립된 기업구조조정증권투자회사는 구조조정기금이라고도 불리운다. 이 펀드는 기업의 재무구조개선을 전문으로 하는 재무구조조정펀드라는 일반적 특성 외에 특히 사업전망은 밝으나 과도한 부채사용이나 단기부채 의존으로 인해 일시적 자금부족을 겪고 있는 중소·중견기업을 지원하기 위한 펀드라는 특성을 갖는다.

기업구조조정증권투자회사는 회사형투자신탁의 주체로서 「상법」상의 주식회사이나 명목회사(paper company)이다. 따라서 자산운용회사, 판매회사, 자산보관회사, 일반사무수탁회사 등과 위탁계약을 체결하여 업무를 수행한다. 투자대상기업이나 투자대상유가증권 등의 선정은 기업구조조정증권투자회사와 자산운용계약을 체결한 자산운용회사(asset management company)가 수행한다. 자산운용회사는 「증권투자회사법」, 자산운용위탁계약서(investment management agreement), 기업구조조정증권투자회사의 정관에 규정된 자산운용의 기본방향 그리고 이사회 결의에 의거하여 투자대상기업을 선정하고 재무구조의 조정기능을 수행한다. 자산운용회사에 대해서는 투자대상기업의 구조조정계획서를 징구·심사·사후관리 하도록 의무화하고 적절한 기술, 생산, 마케팅, 재무, 새로운 사업기회 등에 관한 전문적 서비스를 제공하도록 한다. 부채기금의 경우 재무약정서에 반기 혹은 분기별 보고서, 신규부채 발생시 서면동의, 과거보다 많은 배당제공시 사전 서면동의 조기상환 규정 등을 포함시킨다. 혼합기금의 경우는 주주권 행사를 통해 투자대상기업을 사

후관리한다. 기업구조조정증권투자회사가 투자대상기업에 대해 보유하는 의결권은 보관회사를 통해 행사한다. 기업구조조정증권투자회사는 주주로서 취할 수 있는 모든 권리를 적절히 행사하여야 하며 필요한 경우 경영진교체 등 적극적인 권리행사를 해야한다.

## 나. 기업구조조정증권투자회사의 기능과 구조조정 메카니즘

### 1) 재무구조조정의 파급효과(ripple effect)

기업구조조정증권투자회사는 자산이나 영업의 측면에는 문제가 없으나 과도한 부채사용이나 과도한 단기부채로 인하여 자금압박을 받고 있는 기업에 투자한다. 대개의 경우 혼합기금(mixed fund 또는 balanced fund)의 형태 즉 부채와 주식투자를 동시에 수행한다.

기업구조조정증권투자회사의 전형적인 구조조정 절차는 다음과 같다. 첫째, 투자대상회사의 미래 현금흐름에 대한 예측을 바탕으로 최적의 재무구조를 설정한다. 둘째, 최적의 재무구조를 달성하기 위해 다양한 기법을 활용한다. 즉 부채 만기구조 조정, 회사채 인수, 전환사채나 신주인수권부사채의 인수, 옵션부사채 인수, 유상증자 지원, 부채-주식교환(debt-equity swap), 증권설계 등의 기법을 사용하여 자금을 공급한다. 셋째, 투자대상회사는 조달된 자금으로 단기부채를 장기부채로 전환하거나 부채를 상환함으로써 부채비율을 낮춘다. 넷째, 기업의 재무구조개선을 통해 주가가 상승함으로써 주식이나 전환사채 등에 투자한 기업구조조정증권투자회사는 이익을 향유할 수 있게 된다.

기업의 부채상환은 두 가지 효과를 가져온다. 하나는 이자비용 등의 감소로 기업의 현금흐름을 개선하는 효과이고 다른 하나는 부채를 상환받은 금융기관의 부실채권이 감소되는 효과이다. 전자의 효과는 기업가치 즉 주가의 증대를 가져오고 후자의 효과는 금융기관의 자산을 건전화시키는 기

능을 수행한다. 특히 우리나라 기업구조조정증권투자회사의 경우에는 그 투자대상에 출자전환된 주식이 포함되어 있기 때문에 기업구조조정증권투자회사는 출자전환을 활성화하는 기능도 수행한다. 기업구조조정증권투자회사는 투자대상기업의 주가상승으로 인한 시세차익을 획득하게 된다. 기업구조조정증권투자회사가 고수익을 달성하게 되면 펀드의 매력성이 증가하여 국내외 투자자들이 기업구조조정증권투자회사에 대한 투자가 확대되어 펀드 규모가 증가한다. 기업구조조정증권투자회사는 확대된 펀드로 보다 많은 기업에 투자할 수 있게되어 위에서 설명한 효과가 경제전반에 파급되게 된다. 결론적으로, 기업구조조정증권투자회사의 재무구조 조정기능은 투자대상기업의 가치상승, 금융기관의 건전성 증대, 기업구조조정증권투자회사의 활성화를 통한 자본시장의 수요확대라는 경제적 효과를 가져올 수 있다.

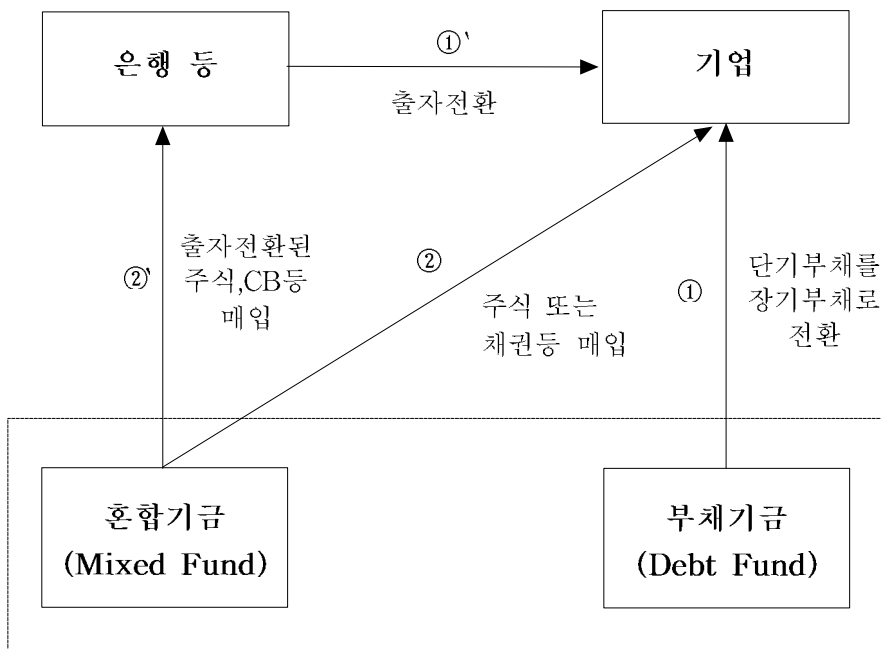
## 2) 기업감시(monitoring) 기능

기업구조조정증권투자회사는 투자대상기업의 재무구조를 조정하고 개선하는 과정에서 투자대상기업을 감시하는 기능을 수행한다. 소액투자자의 경우에는 비용과 시간을 들여 투자기업을 감시할 유인이 없다. 은행은 일종의 채권자이기 때문에 기업을 감시한다 하더라도 주주의 입장을 대변하기 곤란하다. 계약형투신의 경우에는 투신이 고유계정과 신탁계정을 동시에 보유하고 다수의 펀드를 동시에 운용하기 때문에 특정투자기업의 가치가 하락한다 하더라도 펀드간의 이체를 통해 수익을 보장하는 것이 관례이다. 따라서 투자기업을 감시할 유인이 크지 않다. 이에 반해 기업구조조정증권투자회사는 회사형투신이기 때문에 투자기업의 가치가 직접 기업구조조정증권투자회사의 가치로 연결된다. 구체적으로는 사외이사의 파견을 통해 대주주의 전횡을 견제할 수 있다. 더욱이 기업구조조정증권투자회사는 일반 회사형투신과는 달리 특정기업에 대한 투자지분에 제한이 없다. 따라서 투자기업을 감시할 유인이 존재할 정도로 충분히 큰 지분을 보유할 수 있다.

### 3) 구조조정 메카니즘

기업구조조정증권투자회사 구조조정 메카니즘의 특징은 부채기금과 혼합기금간의 연계를 통한 기업 재무구조의 개선이다. 부채기금은 유동성부족을 겪고 있는 기업의 단기부채를 장기부채로 전환해주는 역할을 한다. 혼합기금은 부채기금이 투자한 기업의 주식 또는 전환사채 등에 투자한다. 또한, 혼합기금은 은행이 출자전환한 주식을 매입하는 기능도 수행한다. 즉, 부채기금이 악성단기부채를 장기부채로 전환하여 유동성위험을 축소시키면 이 기업들을 대상으로 혼합기금이 부채비율의 감소 등 재무구조개선작업을 수행하게 된다.

<그림 II-2> 기업구조조정증권투자회사의 재무구조개선 메카니즘



출처 : 김형태·박용서, “한국의 구조조정 관련기구 : 그 기능과 연계성,” 연구 보고서 98-08, 한국증권연구원, 1998.10.

## 다. 기업구조조정증권투자회사의 현황분석

### 1) 설립현황

IMF 이후 성장성은 있으나 일시적으로 자금압박을 받고 있는 기업의 구조조정을 지원하기 위해 1998년 9월 산업은행을 비롯한 22개 금융기관이 총 1조 6천억원을 출자하여 총 4개의 기업구조조정증권투자회사를 설립하였다. 아리랑구조조정기금, 무궁화구조조정기금, 한강구조조정기금 등 혼합기금 3개와 부채기금인 서울부채조정기금으로 구성된다. 기업구조조정증권투자회사의 자산운용사는 Schroders(서울부채조정기금), SSGA(아리랑구조조정기금), SSGA(무궁화구조조정기금), Scudder Kemper(한강기금)이다. 현재 4개 기업구조조정증권투자회사중 한강구조조정기금만이 상장되어 거래되고 있다. 한강구조조정기금은 2000.12.31일 현재 1주당 순자산가치가 4,715원에 달하나 시가는 2,695원에 불과해 할인율이 43%에 달한다.

4개 기업구조조정증권투자회사의 3기 결산결과, 연평균수익률이 5.46%로 2기 수익률에 비해 22.76% 감소하였으나 비교적 양호한 편으로 나타났다. 기금중 아리랑구조조정기금이 연평균수익률 10.55%로 가장 높은 투자성적을 올렸으며, 다음으로 서울부채조정기금(7.79%), 무궁화구조조정기금(2.18%), 한강구조조정기금(1.21%)순으로 나타났다.

<표 II-3> 기업구조조정증권투자회사 투자실적

(2000.12월말 현재)

| 기금명               | 서울부채           | 아리랑               | 무궁화              | 한강                |       |
|-------------------|----------------|-------------------|------------------|-------------------|-------|
| 운용회사              | Schroders      | SSGA              | SSGA             | Scudder<br>Kemper |       |
| 발행주식수<br>(분할후)    | 120,000천주      | 66,680천주          | 66,660천주         | 126,660천주         |       |
| 투자<br>실적          | 금액(억원)         | 6,145             | 4,588            | 3,190             | 5,122 |
|                   | 집행률(%)         | 102.4             | 137.6            | 95.7              | 73.2  |
| 순자산액(억원)          | 6,469          | 3,131             | 3,130            | 5,973             |       |
| 주당NAV(원)          | 5,474          | 4,696             | 4,695            | 4,715             |       |
| 연평균수익률(%)<br>(3기) | 7.79<br>(9.32) | 10.55<br>(△48.23) | 2.18<br>(△20.57) | 1.21<br>(△28.44)  |       |

자료: 한국산업은행

## 2) 투자현황

### 가) 투자대상기업

우리나라 4개 기업구조조정증권투자회사는 2000.12월말 현재 총 1조 9,045억원을 투자하고 있다. 투자대상기업 규모면에서는 아리랑구조조정기금과 한강구조조정기금은 중소기업에 대한 투자비중이 각각 63.0%와 72.4%에 달해 당초 설립목적에 부합하고 있는 반면, 서울부채조정기금과 무궁화구조조정기금은 30대계열, 중견기업, 중소기업에 모두 비슷한 비율로 투자하고 있는 것으로 나타났다. 투자대상기업의 상장여부 별로는 아리랑구조조정기금과 한강구조조정기금은 비교적 비상장기업에 대한 투자비율이 높은 편이나 코스닥기업에 대한 투자도 상당한 수준에 이른다. 서울부채조정기금과 무궁화구조조정기금은 거래소 상장기업에 대해 각각 48.3%, 41.3%를 투자하고 있으며 비상장기업에 대한 투자비율은 상대적으로 낮은 편이다.

<표 II-4> 기업구조조정증권투자사의 규모별, 상장여부별 투자현황

(2000.12월말 현재, 단위 : 억원, %)

| 구분       | 규모              |                 |                  | 상장              |                 |                  | 계                 |
|----------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|-------------------|
|          | 30대계열           | 중견              | 중소               | 상장              | 코스닥             | 비상장              |                   |
| 서울<br>부채 | 1,693<br>(27.6) | 1,770<br>(28.8) | 2,682<br>(43.6)  | 2,970<br>(48.3) | 2,088<br>(34.0) | 1,087<br>(17.7)  | 6,145<br>(100.0)  |
| 아리랑      | 872<br>(19.0)   | 825<br>(18.0)   | 2,892<br>(63.0)  | 1,289<br>(28.1) | 1,559<br>(34.0) | 1,740<br>(37.9)  | 4,588<br>(100.0)  |
| 무궁화      | 917<br>(28.7)   | 1,243<br>(39.0) | 1,030<br>(32.3)  | 1,318<br>(41.3) | 925<br>(29.0)   | 947<br>(29.7)    | 3,190<br>(100.0)  |
| 한강       | 260<br>(5.1)    | 1,156<br>(22.5) | 3,706<br>(72.4)  | 1,124<br>(21.9) | 2,149<br>(42.0) | 1,849<br>(36.1)  | 5,122<br>(100.0)  |
| 계        | 3,741<br>(19.7) | 4,994<br>(26.2) | 10,310<br>(54.1) | 6,701<br>(35.2) | 6,721<br>(35.3) | 5,623<br>(29.35) | 19,045<br>(100.0) |

자료: 한국산업은행

나) 투자대상자산

현재 운용중인 기업구조조정증권투자회사 중 부채기금의 주된 기능은 부채의 만기교환(maturity swap)이다. 잔존만기가 1년 이하인 금융기관 차입금이나 회사채를 장기채권(2~3년)으로 교환하여 기업의 단기적인 자금압박을 감소시켜 주는 것이다. 만기교환의 대상이 되는 부채는 대부분 은행차입금이지만 그 외에 회사채, 전환사채, 신주인수권부사채 등 다양한 형태의 부채가 모두 포함된다. 또한 부채기금이라 할지라도 전환사채 등의 권리행사에 따른 주식의 보유는 인정된다. 서울부채조정기금은 일반 회사채에 대한 투자비중이 54.4%로 가장 높고 전환사채와

신주인수권부사채에도 각각 22.1%, 20.6% 투자하였다. 주식에 대한 투자 비율은 2.9%에 불과하다.

혼합기금의 경우에는 주식, 채권, 전환사채, 신주인수권부사채 등 발행시장에서 취득한 유가증권은 모두 투자대상에 포함된다. 또한 금융기관이 대출을 출자로 전환함에 따라 보유하게 되는 유가증권도 투자대상에 포함된다. 이는 금융기관과 기업간의 자발적인 대출금출자전환을 활성화하기 위한 정책적 고려이다.<sup>9)</sup>

**<표 II-5> 부채기금의 투자유가증권**

(2000.12월말 현재, 단위 : 억원, %)

| 구분 | 주식  | 전환사채  | 신주인수권부사채 | 일반회사채 | 계     |
|----|-----|-------|----------|-------|-------|
| 금액 | 175 | 1,360 | 1,265    | 3,345 | 6,145 |
| 비율 | 2.9 | 22.1  | 20.6     | 54.4  | 100.0 |

자료: 한국산업은행

**<표 II-6> 혼합기금의 투자유가증권**

(2000.12월말 현재, 단위 : 억원, %)

| 구분 | 주식    | 전환사채  | 신주인수권부사채 | 일반회사채 | 계      |
|----|-------|-------|----------|-------|--------|
| 금액 | 6,965 | 3,466 | 270      | 2,199 | 12,900 |
| 비율 | 54.0  | 26.9  | 2.1      | 17.0  | 100.0  |

자료: 한국산업은행

9) 대출금출자전환(Debt-Equity Swap)과 관련된 Issue들과 그 활성화 방안에 대해서는 다음을 참조바란다: 김형태, “대출금출자전환의 활성화 방안,” Issue Paper 98-07, 한국증권연구원, 1998.7.

## 라. 기업구조조정증권투자회사에 대한 평가

우리나라 「증권투자회사법」상 기업구조조정증권투자회사의 요건은 투자대상기업 요건, 투자대상자산 요건, 존속기간 요건, 폐쇄형펀드 요건 등으로 구분할 수 있다. 투자대상기업에 대해서는 기업규모를 기준으로 제약을 가할 뿐 기업의 부실화정도에 대해서는 아무런 제한을 두지 않고 있다. 투자대상자산은 발행시장에서의 유가증권으로 제한하고 있다. 즉 「증권거래법」상 유가증권이 아닌 자산에 대해서는 투자할 수 없으며 유가증권이라도 유통시장에서 취득할 수는 없다. 그러나 투자대상기업에 대한 10% 취득한도 규정을 적용받지 않기 때문에 주식 등의 투자를 통해 경영권획득도 가능하다. 존속기간이 3년 이상으로 규정한 것은 기업구조조정과 기업의 정상화에 소요되는 기간을 고려한 것이다. 구조조정펀드의 성격상 환매가 불가능한 폐쇄형펀드의 형태를 갖는 것은 당연하다.

산업은행 등 금융기관이 출자하여 설립된 기업구조조정증권투자회사는 재무구조조정 특히 단기부채비율의 축소를 주목적으로 한다. 처음 설립된 기업구조조정증권투자회사는 IMF이후 기업의 사업성이나 영업능력에는 문제가 없으나 과도한 부채사용 특히 높은 단기부채 비중으로 인해 재무적 곤경(financial distress)을 겪고 있는 중소·중견기업을 지원하기 위해 설립되었다. 따라서, 기업구조조정증권투자회사를 평가하기 위해서는 '목적적합성' 즉 이 같은 설립목적에 얼마나 충실했는가를 검토해 보아야 한다.

부채기금은 단기부채를 장기부채로 전환해 주는 것이 주요기능이므로 부채비율 자체의 감소정도 보다는 단기부채의 감소정도를 평가기준으로 하는 것이 합리적이다. <표 II-7>을 보면 부채기금이 투자한 기업들의 부채비율 자체는 감소하지 않았다. 그러나 <표 II-8>을 보면 투자

대상기업의 단기부채비중은 76.75%에서 28.63%로 급격히 감소되었고 단기부채비중의 급격한 감소로 인해 유동비율은 급증하였다. 혼합기금의 경우에는 주식관련 투자를 주로 하기 때문에 부채기금에 비해 단기부채 감소효과나 유동성 증대효과는 작은 편이지만 부채비율 자체를 감소시키는 기능을 수행하였다. 따라서 혼합기금에 대한 평가는 단기부채비율의 감소효과보다는 부채비율의 감소정도 그리고 재무구조개선을 통한 기업가치 증대정도를 기준으로 수행하는 것이 합리적이다.

<표 II-7> 기업구조조정증권투자회사의 부채비율개선 여부

(단위 : 억원)

| 구분   | 총 투자  |       | 평균부채비율 |      | 단기부채비율 |     |
|------|-------|-------|--------|------|--------|-----|
|      | 금액    | 건수(개) | 투자전    | 투자후  | 투자전    | 투자후 |
| 부채조정 | 5,041 | 36    | 587%   | 587% | 68%    | 41% |
| 주식투자 | 910   | 11    | 238%   | 158% | 62%    | 51% |
| 계    | 5,951 | 47    | 481%   | 457% | 67%    | 44% |

자료: 한국산업은행

<표 II-8> 기업구조조정증권투자회사별 현황

| 기금별  |      | 단기부채비중(%) |       |        | 유동비율(%) |        |       |
|------|------|-----------|-------|--------|---------|--------|-------|
|      |      | 투자전       | 투자후   | 변화율    | 투자전     | 투자후    | 변화율   |
| 부채기금 | 서울부채 | 76.75     | 28.63 | -62.70 | 77.13   | 137.00 | 78.62 |
|      | 한강   | 59.15     | 43.08 | -27.17 | 125.23  | 163.00 | 30.16 |
| 혼합기금 | 아리랑  | 69.50     | 52.20 | -24.89 | 154.60  | 271.90 | 75.87 |
|      | 무궁화  | 74.67     | 52.00 | -30.36 | 114.00  | 187.67 | 64.62 |

자료: 한국산업은행

이상의 분석을 종합하면 기존 기업구조조정증권투자회사의 경우에는 단기적 자금압박을 받고 있는 중소·중견기업의 유동성지원이라는 설립 목적을 충실히 수행하였다고 판단된다. 다만 현재 운영중인 기업구조조정증권투자회사는 하나에 불과한 바, 앞으로는 다양한 구조조정증권투자회사가 설립되어 다양한 구조조정기능을 수행할 수 있도록 정책적 유도가 필요하다. 특히 투자대상 측면에서 보면 현행법상 투자대상이 중소·중견기업 위주로 되어 있는 바, 이를 대규모 기업의 비중이 확대되도록 조정할 필요가 있다. 중소·중견기업 등에 대한 투자는 벤처캐피탈 등이 수행하여 기능이 중복되는 문제점이 존재한다. 또한 투자대상유가증권 측면에서 보면 발행시장에서만 유가증권취득이 가능하다는 규정을 유통 시장에서도 유가증권취득이 가능하도록 개정할 필요가 있다. 정크본드의 수요기반으로서의 역할도 수행할 수 있으리라 판단된다. 기업구조조정증권투자회사가 금융기법과 금융상품을 활용하여 위험을 헤지하고 고수익을 추구할 수 있는 기반을 조성해 주어야 한다.

### 3. 기업구조조정투자회사(CRV)의 기능분석과 평가

#### 가. 기업구조조정투자회사의 의의

워크아웃을 통한 기업구조조정과정에서 가장 큰 문제점중의 하나로 지적된 것은 채권금융기관간의 이해상충 문제이다. 워크아웃 대상으로 선정된 기업에 대해 출자전환 등 부채조정을 수행함에 있어서 채권자들간의 이해관계가 첨예하게 대립하였다. 채무기업과 채권금융기관간의 이해상충 보다 오히려 채권금융기관간의 의견대립이 효율적 워크아웃을 저해하는 요인으로 작용하였다. 이 같은 문제를 홀드아웃(holdout)문제라고 하는데, 어떤 금융기관도 워크아웃을 주도할 만큼의 충분한 채권액을 보유하지 못한 경우 그리고 채권금융기관의 수가 많을수록 문제의 발생가능성이 높다.

워크아웃을 성공적으로 수행하기 위해서는 몇 가지 조건이 충족되어야 한다. 첫째는 합리적인 기준에 의해 희생가능성이 있는 기업만을 워크아웃 대상기업으로 선정해야 한다. 둘째는 선정된 기업에 대해서는 신속하고 전폭적인 지원이 필요하다. 셋째, 워크아웃 기업에 대한 구조조정은 구조조정에 전문적인 능력과 경험이 있는 기관에 의해 수행되는 것이 합리적이다. 첫 번째 조건이 충족되기 위해서는 부실기업평가능력을 보유한 민간전문기구를 활용하는 것이 효율적이다. 둘째 조건을 만족시키기 위해서는 다수의 금융기관이 분산보유하고 있는 워크아웃기업의 채권을 하나의 기관에 집중시킬 필요가 있다. 왜냐하면 기업에게 전폭적인 지원을 제공하기 위해서는 금융기관간에 합의가 선행되어야 하는데 다수의 금융기관이 채권을 보유할수록 신속한 의견조정과 의견일치의 가능성이 줄어들기 때문이다. 세 번째 조건을 만족시키기 위해서는 은행이 직접 구조조정을 수행하는 것보다 부실채권을 전문기관에 이전시켜

그 관리를 전담케 하는 것이 효율적이다. 왜냐하면 우리나라 은행들은 구조조정의 경험이 부족하기 때문에 단기적으로 본체에서 기업구조조정 업무를 수행하는 것이 어렵다고 판단되기 때문이다. 또한 부실채권을 장부에서 제거함으로써 BIS비율 등 재무건전성을 제고할 수도 있다.

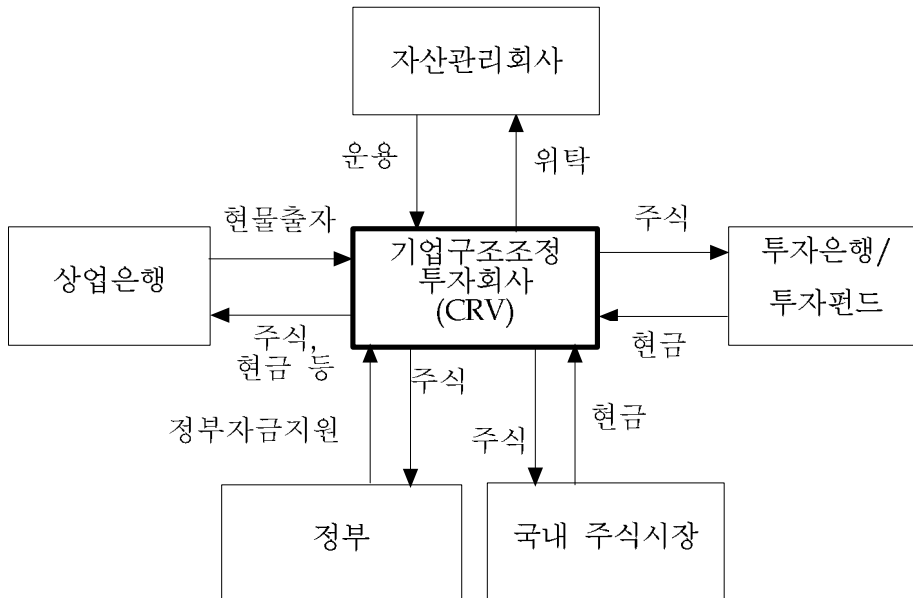
이상의 조건을 만족시키기 위해 설립한 것이 바로 기업구조조정투자회사(corporate restructuring vehicles: CRV)이다. 즉 채권금융기관과 기업구조조정위원회에 의해 주도되었던 워크아웃을 시장메카니즘에 입각하여 보다 효율적으로 수행하도록 하기 위해 제도화한 것이 기업구조조정투자회사이다. 구체적으로 기업구조조정투자회사란, 약정체결기업의 경영정상화를 도모하는 것을 목적으로 약정체결기업에 투자하거나 약정체결자산을 매입하는 등의 방법으로 자산을 운영하여 그 수익을 주주에게 배분하는 회사로 「기업구조조정투자회사법」<sup>10)</sup>에 의해 설립된 회사를 의미한다. 여기서 약정체결기업이란, 재무상태가 악화되었으나 회생가능성이 있는 기업으로서 채권금융기관과의 협상과 조정의 과정을 통하여 기업개선계획을 마련하고 기업개선을 위한 약정을 체결하여 경영정상화를 도모하는 기업을 의미한다.

즉, 기업구조조정투자회사는 재무상태가 악화되었으나 회생가능성이 있는 기업의 경영을 정상화하고 이들 기업에 대한 금융기관의 부실채권을 효율적으로 정리하기 위하여 설립되었다. 기업구조조정투자회사는 채권은행으로부터 인수한 워크아웃 기업의 출자전환 주식 등을 전문적 노하우로 채권은행보다 더 효율적으로 관리하고 워크아웃 기업의 구조조정을 수행하는 것을 목적으로 한다.

10) 워크아웃 기업에 대한 정리작업을 6년안에 마무리하되 미진한 부분은 구조조정기업구조조정전문회사가 담당토록 하는 차원에서 「기업구조조정투자회사법」을 공포일로부터 6년간 한시적으로 운용하기로 하였다.

은행은 보유중인 워크아웃 기업의 자산을 CRV에 매각하거나 현물출자하고, CRV는 은행에 그 대가로 현금이나 주식을 부여하며 전문인력과 전문기술을 사용함으로써 은행보다 더 효율적인 방법으로 구조조정을 수행한다. CRV는 워크아웃 기업의 부실자산을 결집시켜 전문적 관리를 위해 자산관리회사에 위탁한다. 이로 인해 홀드아웃(holdout) 문제없이 워크아웃기업의 구조조정이 가능하다. 또한, 은행입장에서는 부실채권이 주식으로 전환되므로 대손충당금 적립부담이 없어지고 워크아웃 기업은 전문경영인에 의해 운영되기 때문에 부실기업의 구조조정이 가속화될 것이다.

<그림 II-3> 기업구조조정투자회사의 구조



## 나. 기업구조조정투자회사의 기능과 구조조정 메카니즘

### 1) 업무

기업구조조정투자회사는 발기설립방식으로 자본금 5억원 이상인 주식회사로 설립한다. 존립기간은 5년 이내이며 존립기간의 연장이 필요할 경우 1년 범위내에서 기간을 연장할 수 있다. 기업구조조정투자회사에 대한 등록 및 감독 권한은 금융감독위원회에 주어진다. 기업구조조정투자회사는 금융기관이 보유한 워크아웃 기업의 부실자산을 결집시켜 자산운용업무를 자산관리회사에 위탁하고 자산관리회사(asset management company: AMC)<sup>11)</sup>는 위탁받은 자산을 고유자산과 분리하여 관리한다. 또한, 자산보관업무는 신탁회사나 신탁업을 영위하는 금융기관인 자산보관회사에 위탁한다. 일반사무에 관해서는 채권금융기관 중 일반사무수탁 회사를 선정하여 발행주식의 명의개서, 주식의 발행, 기업구조조정투자회사의 운영 등의 사무를 위탁한다.

기업구조조정투자회사는 약정체결기업의 효율적 경영정상화를 위해 다음과 같은 업무를 수행한다.

첫째, 기업구조조정투자회사가 보유하는 자산의 관리·운용 및 처분업무를 담당하고 자산관리회사에 이에 관한 업무를 위탁한다. 자산은 약정체결기업이 발행하는 유가증권 및 이에 수반되는 담보권 기타 권리의 매

11) 자산관리회사는 상법상 주식회사로, 자기자본금은 20억원이상이어야 하며 4인이상의 자산운용 전문인력을 갖추어야 한다. 또한, 건전한 자산운영을 위해 자산이 부채를 초과하고 있어야 한다. 기업구조조정투자회사법 또는 다른 법령에 의하거나 금융감독위원회의 승인을 얻은 경우를 제외하고는 자산관리회사의 겸업은 제한된다. 기업구조조정투자회사법상 자산관리회사는 그 투자대상에 약정체결기업 발행 유가증권 외에 부실채권, 채권에 수반된 담보물 등이 포함되기 때문에 투자대상이 유가증권에 국한되는 증권투자회사법상 자산운용사와 구분된다.

매, 채권금융기관이 약정체결기업에 대해 보유하는 대출채권 및 이에 수반되는 담보권 기타 권리의 매매, 자산총액을 초과하지 않는 범위안에서 약정체결기업에 대한 자금의 대여 및 지급의 보증, 대통령령이 정하는 금융기관에의 예치 등의 방법으로 운용해야 한다. 또한, 기업구조조정투자회사는 자산총액의 50%이상을 구조조정대상기업이 발행한 유가증권의 매매, 구조조정대상기업에 대한 대출 및 지급보증 등에 운용해야 한다.

둘째, 자금을 차입하고 사채를 발행한다. 기업구조조정투자회사는 자기자본의 2배를 초과하지 않는 범위안에서 자금을 차입할 수 있다. 또한, 「상법」 제470조의 규정에도 불구하고 자본금과 적립금의 합계액의 10배를 초과하지 않는 범위안에서 사채를 발행할 수 있다. 사채발행 한도계산시, 기업구조조정투자회사가 채권금융기관으로부터 약정체결자산을 양도받고 대가를 지급하기 위해 발행하는 사채는 포함하지 않는다.

셋째, 자산관리 운용 및 처분, 자금의 차입 및 사채의 발행업무수행에 필요한 계약 등을 체결하며 이에 부수되는 업무를 담당한다. 그밖에 약정체결기업의 경영정상화에 필요한 업무를 수행한다.

## 2) 특성

기업구조조정투자회사는 기업구조조정전문회사와 기업구조조정증권투자회사의 장점을 모아 설립한 기구이지만, 워크아웃 기업의 경영정상화를 위한 기구라는 점에서 일반적인 뮤추얼 펀드와 차이가 나며 별도의 자산관리회사를 갖는 명목회사라는 점에서 회사실체를 가지는 기업구조조정전문회사와 구별된다. 일반회사인 기업구조조정전문회사는 기업들의 주식을 직접 매입하는 데 따른 자금부담으로 워크아웃 기업의 정리작업에 나서지 못하고 있지만 기업구조조정투자회사는 채권은행들을 주주로 두기 때문에 자금부담이 없어 워크아웃에 더 적극적일 수 있다.

### 3) 특례

기업구조조정투자회사는 기업구조조정을 원활히 수행하고 업무를 촉진하기 위해 다음과 같은 특례를 인정받는다.

첫째, 채권금융기관이 CRV에 양도한 자산을 금감위에 등록할 경우 자산양도에 대한 절차상 특례를 인정하여 자산의 결집을 용이하도록 한다. 양도자산 등록시 채권양도의 대항요건에 대한 특례, 근저당권에 대한 담보된 채권의 확정, 등기없이 질권·저당권 취득 특례 등이 이에 해당한다.

둘째, 채권금융기관이 CRV에 출자하는 경우 출자한도제한, 재산운용제한 및 투자제한 등의 규정이 적용되지 않는다. 즉, 「은행법」 37조의 의결권 있는 발행주식의 15% 이상의 주식소유금지, 「보험업법」 19조의 재산운용의 건전성에 대한 제한, 「종합금융회사에관한법률」 17조의 자기자본을 초과하여 유가증권에의 투자 금지 등의 조항에 적용을 받지 않는다.

셋째, CRV에 대해서는 「독점규제및공정거래에관한법률」 제8조2(지주회사의 행위제한)조항에도 불구하고 지주회사에 대한 특례가 인정된다. 즉, 부채비율 제한(100%이내), 자회사에 대한 최소지분비율 제한(50%이상) 규정의 적용을 받지 않는다. 또한, CRV에 대해서는 「금융지주회사법」을 적용하지 않는다.

넷째, CRV가 금융기관의 자회사일 경우, 자회사에 대한 신용공여한도를 산출하는데 있어서 기업구조조정투자회사를 금융기관의 자회사로 간주하지 않는다.

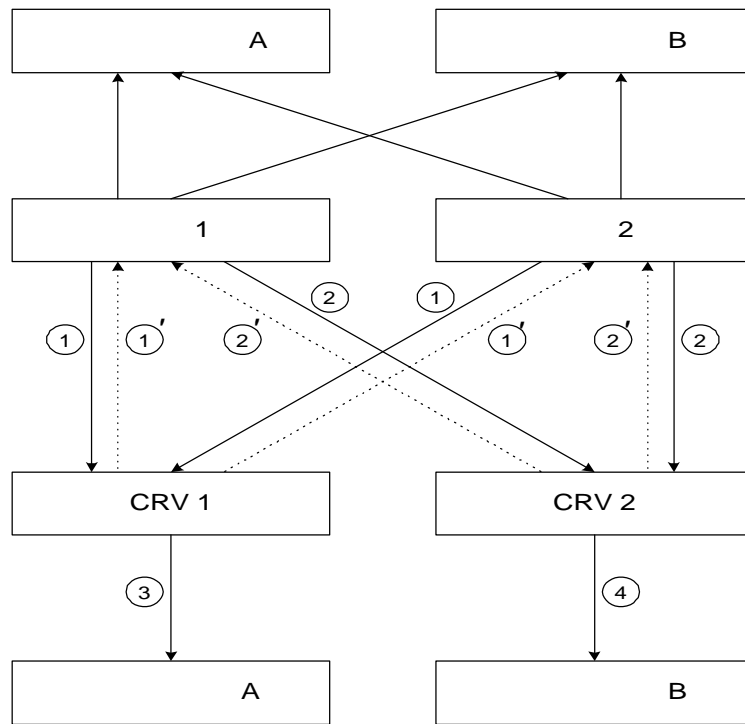
다섯째, CRV를 「자산유동화에관한법률」상 자산보유자로 지정하고 CRV가 직접 자산을 유동화할 수 있도록 해 약정체결기업의 경영정상화를 위한 필요자금 조달이 가능하도록 한다.

여섯째, 채권금융기관이 기업구조조정투자회사에 출자 또는 양도한 주식 및 채권에 대한 회계처리시, 별도의 회계처리기준을 정할 수 있다.

#### 4) 구조조정 메카니즘

워크아웃 과정에서는 다양한 이해집단간에 다양한 차원에서의 이해상충이 발생한다. 과거 추진되었던 워크아웃의 사례를 분석해 보면, 워크아웃 대상기업과 채권금융기관 전체사이의 이해상충 외에 채권금융기관간 내에서 각 채권금융기관들간의 이해상충이 심각하였다. 오히려 채권금융기관간의 이해상충이 효율적인 워크아웃을 저해하는 가장 큰 요인으로 작용하였다. 이같은 문제를 해결하기 위해서는 다양한 채권금융기관이 보유하고 있는 특정한 워크아웃 기업 채권을 하나의 금융기관에 집중시킬 필요가 있다. 이를 통해, 다수의 채권자가 존재하므로써 발생하는 홀드아웃(holdout) 문제를 배제하고 효율적인 워크아웃을 추진할 수 있는 것이다. <그림 II-4>를 통해 CRV의 구조조정 메카니즘을 구체적으로 설명해보자. 워크아웃기업 A는 전자업종에 속한 기업으로 은행1과 은행2가 각각 55%, 45%의 대출채권을 보유하고 있다고 가정하자. 워크아웃기업 B는 건설업종에 속하는 기업으로 역시 은행1과 은행2가 각각 48%, 52%의 대출채권을 보유하고 있다고 가정하자. 어떠한 기업의 경우에도 최대 채권자가 채권총액의 2/3이상을 보유하고 있지 못하기 때문에, 워크아웃 수행과정에서 다른 은행과의 의견조종이 필요하다. 은행간 의견이 일치하지 않을 경우, 신속하고 효율적인 워크아웃 진행은 불가능하다. 이 경우, 기업A에 대한 대출채권은 모두 CRV1에 집중시키고, 기업B에 대한 대출채권은 CRV2에 집중시키면 채권은행간의 갈등요인을 제거하고 워크아웃을 효율적으로 진행할 수 있다. 즉, CRV1은 기업A를, CRV2는 기업B를 전문적으로 구조조정할 수 있게 된다.

<그림 II-4> 기업구조조정투자회사의 구조조정 메카니즘



- ① : 워크아웃기업 A 관련 현물출자 또는 매각
- ② : 워크아웃기업 B 관련 현물출자 또는 매각
- ①', ②' : 현금 또는 유가증권
- ③ : CRV 1이 기업A 구조조정
- ④ : CRV 2가 기업B 구조조정

## 라. 기업구조조정투자회사의 설립추진 현황

워크아웃기업의 6개 채권금융기관인 산업·서울·외환·조흥·한빛은행 및 KAMCO는 CRV의 효율적 설립을 통한 약정체결기업의 경영정상화 추진과 채권금융기관 자산의 건전성 제고를 목적으로 채권금융기관간의 “기업구조조정투자회사 설립을 위한 채권금융기관협약(CRV 설립협약)”의 체결을 추진하기로 하였다. 또한 CRV협약의 효율적 운용과 CRV설립의 원활화를 위해 CRV설립추진위원회와 CRV채권금융기관협의회 등의 기구가 설립되어 CRV설립을 추진중이다. CRV설립추진위원회는 협약에 가입한 채권금융기관중 산업·서울·외환·조흥·한빛은행, KAMCO, 서울보증보험, 한국투자신탁증권 및 동양종금의 대표자로 구성하며 CRV공동협약안 제정·개정·폐지, CRV설립추진 관련 자문 및 이견조정, CRV설립추진반의 추진사항 결정, CRV 설립타당성 검토 및 협의회에 대한 권고, 설립관련 monitoring 및 협의회 위임 업무수행 등의 역할을 담당한다. 위원회는 설립추진반을 구성 및 운영할 수 있으며 설립추진반은 설립추진사항을 지원한다. CRV 채권금융기관협의회는 CRV를 설립하는 약정체결기업별 채권금융기관으로 구성되며 CRV 설립추진, CRV설립 대상기업 추천의뢰 등의 업무를 수행한다. 현재 CRV의 설립은 대우계열사를 대상으로 한 KAMCO의 CRV와 그 밖의 약정체결기업을 대상으로 한 은행권의 CRV로 양분되어 추진되고 있다.

## 4. 한국자산관리공사(KAMCO)의 기능분석과 평가

### 가. KAMCO의 의의와 기능

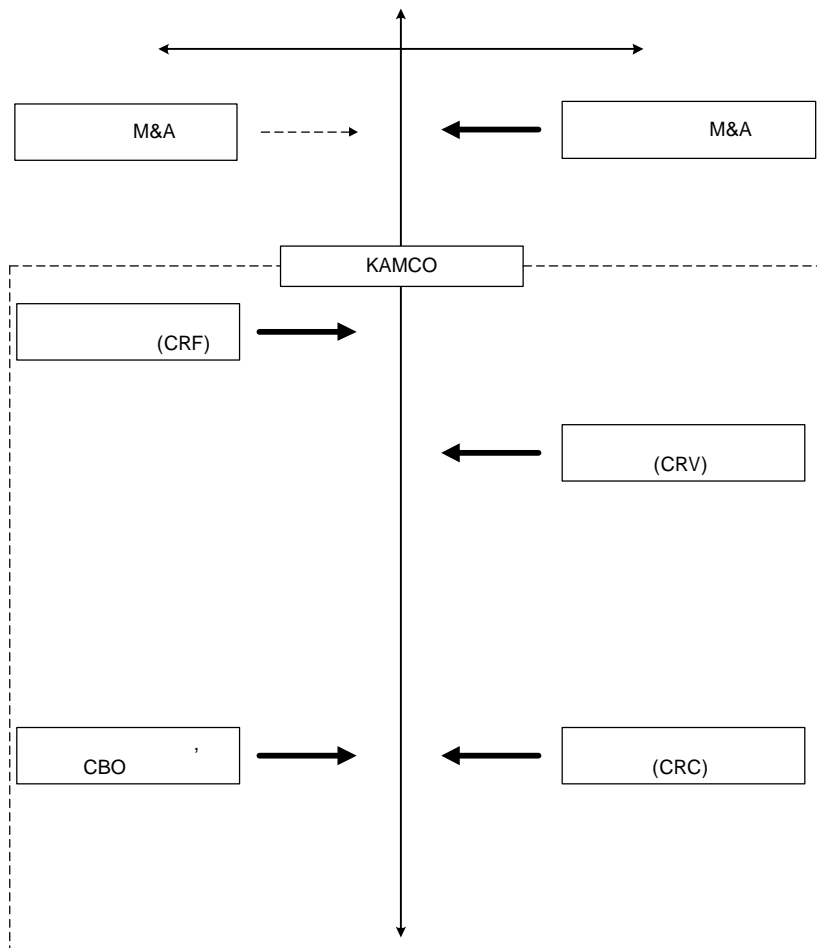
한국자산관리공사(Korea Asset Management Company: KAMCO)는 금융기관이 보유한 부실자산의 정리촉진과 부실징후기업의 경영정상화를 효율적으로 지원하기 위해 설립된 공적인 구조조정전문 자산관리회사(asset management company)이다. 구조조정기구라는 측면에서 보면 민간 구조조정기구들과의 비교를 통해 그 구조조정기능의 특성과 우리나라 구조조정시장에서의 위치를 체계적으로 파악할 수 있다. 또한 공적인 자산관리회사라는 측면에서 보면 외국의 유사한 공적 자산관리회사와의 비교를 통해 그 특성을 명확히 파악할 수 있다.

KAMCO의 기능은 크게 부실자산 정리기능과 부실징후기업의 경영정상화지원기능으로 구분할 수 있다. 전자의 경우는 금융기관으로 부터의 부실채권매입과 매각에 관련된 기능이다. 후자의 경우는 구조조정을 통한 기업회생지원 기능이다. KAMCO의 기능변화와 업무영역의 확장과정을 보면 한마디로 단순한 부실채권전담기구로부터 구조조정전문기구로의 변화과정이라고 볼 수 있다. 구조조정이란 측면에서 보면, 부실한 기업이나 부실채권과 같은 부실자산을 주 투자대상으로 한다는 점에서 별처펀드적인 성격이 강하다. 다만 민간 별처펀드가 아니라 공적인 별처펀드라는 특성이 있다. 이 같은 맥락에서 KAMCO는 외국계투자은행과 합작으로 기업구조조정전문회사(CRC)를 자회사로 두고 있다. KAMCO는 완전히 부실화된 기업뿐만 아니라 부실징후기업에 대한 워크아웃기능을 수행하고 있기 때문에 워크아웃기업의 구조조정에 특화된 기업구조조정투자회사(CRV)와 유사한 기능을 수행한다. KAMCO는 외국계투자은행과 합작으로 기업구조조정투자회사의 설립을 추진중이다. 이상의

44 자본시장의 프론티어: 구조조정시장

내용을 바탕으로 우리나라 구조조정시장에서 KAMCO가 수행하는 기능을 정리하면 다음 <그림 II-5>와 같다.

<그림 II-5> KAMCO의 우리나라 구조조정시장에서의 위치



KAMCO의 또 다른 특징은 공적인 자산관리회사라는 점이다. 공적인 자산관리회사로서 KAMCO의 특성을 분석하기 위해서는 다른 국가들의 공적인 자산관리회사와의 비교가 필요하다. 각국의 공적 자산관리회사를 그들이 추구하는 목표에 따라 구분하면, 크게 회수율(recovery rate) 극대화를 목표로 하는 자산관리회사와 부실채권의 신속한 정리(disposition)를 목표로 하는 자산관리회사로 구분할 수 있다. 물론 양자의 목표가 상호 배타적인(mutually exclusive)개념은 아니다. 즉 신속한 회수가 이루어지면 이를 재투자하여 부실정리의 규모를 확대할 수 있고 궁극적으로 회수율 증대도 달성할 수 있다. 그러나 두 가지 목적에 따른 구분은 범세계적으로 통용되는 기준인 만큼 편의상 양자로 구분하여 논의를 전개하도록 한다.

신속한 자산정리를 주목적으로 하였던 공적 자산관리회사 중 대표적인 기구는 1989년에 설립되어 1995년까지 존재하였던 RTC(Resolution Trust Corporation)가 대표적이다. 그밖에 멕시코의 FOBAPROA, 스페인의 DGF(Deposit Guarantee Fund), 필리핀의 APT(Asset Privatization Trust), 일본의 RCC(Resolution & Collection Corporation) 등이 이 범주에 속한다. 구조조정을 통한 가치상승을 목적으로 하였던 공적 자산관리회사로는 스웨덴의 Securum과 Retriva, 핀란드의 Arsenal 그리고 말레이시아의 Danaharta가 대표적이다. 각국의 공적 자산관리회사의 주목적과 특성을 비교·분석하면 다음의 <표 III-9>과 <표 III-10>과 같다. KAMCO의 경우에는 1997년말 경제위기 이후 금융권 전반에 걸친 부실자산을 신속히 제거하는 것이 목적이었기 때문에 신속한 자산정리에 보다 많은 비중이 주어졌다. 그러나 최근에는 다양한 매각기법을 통한 회수율 증대가 부실채권매각정책의 주요이슈가 되고 있다.

46 자본시장의 프론티어: 구조조정시장

표vv

표





### 나. KAMCO의 부실채권정리 메카니즘과 그 현황

KAMCO의 부실채권 정리과정은 부실채권매입과 부실채권매각으로 구분할 수 있다. KAMCO는 금융기관 등으로부터 부실채권을 매입하여 매입한 부실채권을 다양한 방법으로 매각하고 있다. 부실채권정리의 핵심은 매입이 아닌 매각에 있는 바, 이하에서는 부실채권정리 메카니즘을 중심으로 논의를 전개하기로 한다. 부실채권매입과 관련해서는 부실채권 매입을 위한 자금조달방식에 대해 간략히 논의하도록 한다.

KAMCO는 금융기관이 보유하고 있는 부실채권 등의 효율적 정리를 위하여 산하에 부실채권정리기금을 운용하고 있다. 기금의 재원은 금융기관의 출연금, KAMCO로부터의 전입금, 부실채권정리기금채권 발행으로 조성된 자금, 한국은행으로부터의 차입금 및 기타 차입금, 기금운용 수익 및 그 외의 수입금 등으로 조성된다. KAMCO는 자금을 조달하기 위하여 기금의 부담으로 부실채권정리기금 채권을 발행할 수 있는데 이에 대해서는 정부가 원리금 상환에 대한 보증을 할 수 있다. 채권의 만기는 원금 5년, 이자 2년이며, 기타 채권 발행에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정하도록 하고 있다. 2000.12월말 현재, 기금규모는 21.6조 원이며, 이는 금융기관 출연 5,734억원, 산업은행 용자 5,000억원, 기금채권 발행 20조5000억원으로 구성된다. 기금채권 발행액중에서 47,740억원이 상환되었다. 부실채권매입 가용재원은 기금채권 환수 1,129억원, 원화 및 외화 보유현금 5,578억원으로 총 6,707억원이다.

이제 KAMCO의 부실채권정리방식에 대해 구체적으로 논의해보자. KAMCO는 각 부실채권을 담보유무와 법정관리 및 화의인가여부에 따라 분류하여 각 특성에 맞는 매각방법을 적용하고 있다.

&lt;표 II-11&gt; 부실채권의 분류 및 매각방법

| 대분류  | 소분류    | 분류기준               | 매각방법                    |
|------|--------|--------------------|-------------------------|
| 일반채권 | 담보부채권  | 담보유무               | 경매, 공매, 유동화, 기업회생, 자진변제 |
|      | 무담보부채권 |                    | 자진변제, 재산조사, 발견재산        |
| 특별채권 | 인가채권   | 법정관리 및<br>화의 인가 여부 | 유동화, 인가계획 상환            |
|      | 미인가채권  |                    | 정리상황 조사·관리              |

KAMCO의 부실채권 매각방식은 집합매각방식과 개별매각방식으로 구분된다. 집합매각방식은 조건이 유사한 부실채권을 집합한 후, 이를 기초로 증권을 발행함으로써 부실채권을 매각하는 방식이다. 집합매각방식은 매각과정에 참여하는 기관의 기능 및 구조적 특성에 따라 ABS발행방식, 완전매각(outright sale)방식, 지분참여(equity partnership)방식, 잔존이익배분(residual retention scheme)방식, CRC와 CRV를 활용하는 방식 등으로 구분된다. 개별매각방식은 법원경매 및 KAMCO공매, 자진변제 또는 법적조치 등을 통하여 채권을 회수하는 방식이다.

KAMCO의 부실채권 정리실적을 개관해 보면, 2000.12월말 현재, 금융기관으로부터 매입한 부실채권 86.9조원 중에서 46.9조원을 21.7조원에 정리하였다. 정리방식별로는 환매·해제<sup>12)</sup>가 32.0%로 가장 높은 비중을 차지하였으며 국제입찰(12.9%), ABS발행(15.6%)도 주요정리방식으로 사용되었다. 98년과 99년도 초반에는 부실채권 투자수요확대 및 채권시장의 활성화를 위해 주로 국제 공개입찰방식을 사용하였다. 이후 국내경기가 회복되고 이자율이 안정화추세에 들어서면서 국내채권시장에서 ABS를 발행하게 되었다.

12) KAMCO와 채권매각금융기관간의 채권양도·양수계약상의 사유에 따라 발생하며 계약내용은 당사자간의 공정한 입장에서 정해진다.

<표 II-12> 부실채권 정리현황

(2000.12월말 현재, 단위: 억원,%)

| 구분        | 채권액           | 매입액(A)       | 매각액(B)       | (B/A) |
|-----------|---------------|--------------|--------------|-------|
| 국제입찰      | 60,272(12.9)  | 13,031(6.8)  | 15,975(7.4)  | 122.6 |
| ABS발행     | 72,882(15.6)  | 38,571(20.1) | 37,801(17.5) | 98.0  |
| 채권개별매각    | 6,263(1.3)    | 2,029(1.1)   | 2,671(1.2)   | 131.6 |
| AMC       | 17,099(3.6)   | 4,486(2.3)   | 6,780(3.1)   | 151.1 |
| CRC       | 17,993(3.8)   | 4,058(2.1)   | 7,424(3.4)   | 182.9 |
| 법원경매·공사공매 | 78,885(16.8)  | 23,719(12.3) | 28,610(13.2) | 120.6 |
| 환매·해제     | 149,858(32.0) | 80,912(42.1) | 80,912(37.4) | 100.0 |
| 기타        | 65,575(14.0)  | 25,429(13.2) | 36,450(16.8) | 143.3 |
| 합계        | 468,827(100)  | 192,235      | 216,623(100) | 112.7 |

자료: KAMCO

### 1) ABS발행

ABS발행방식은 부실채권을 유동화전문회사에 양도한후 SPC가 동 자산을 담보로 증권을 발행해 조달한 자금을 회수하는 자산정리방식으로, 99.6월 이후 2000.12월까지 13차에 걸쳐 총 4.3조원 규모의 ABS를 발행하였다. <표II-13>은 KAMCO의 ABS 발행내역을 설명하고 있다.

&lt;표 II-13&gt; KAMCO의 ABS 발행실적

(2000.12월말 현재, 단위: 억원)

| 구 분      | 채권액<br>(A) | 매입액<br>(B) | 매각액<br>(C) | C/A<br>% | C/B<br>% |
|----------|------------|------------|------------|----------|----------|
| 미래형 99-1 | 3,007      | 2,681      | 3,200      | 106.4    | 119.4    |
| 미래형 99-2 | 3,810      | 2,006      | 3,600      | 94.5     | 179.5    |
| 미래형 99-3 | 2,377      | 2,019      | 2,230      | 93.8     | 110.5    |
| 미래형 99-4 | 2,818      | 2,218      | 2,650      | 94.0     | 119.5    |
| 미래형 00-1 | 3,656      | 3,370      | 3,400      | 94.0     | 100.9    |
| 미래형 00-2 | 3,208      | 3,426      | 3,300      | 102.9    | 96.3     |
| 미래형 00-3 | 4,141      | 3,677      | 3,750      | 90.6     | 102.0    |
| 미래형 00-4 | 4,977      | 1,948      | 2,400      | 48.2     | 123.2    |
| 미래형 00-5 | 3,666      | 3,109      | 3,460      | 94.4     | 111.3    |
| 외화 ABS   | 4,400      | 4,442      | 4,688      | 106.6    | 105.5    |
| 미래형 00-6 | 4,035      | 3,372      | 3,780      | 93.7     | 113.1    |
| 미래형 00-7 | 2,216      | 1,821      | 2,180      | 98.4     | 119.7    |
| 미래형 00-8 | 4,330      | 3,440      | 4,040      | 93.3     | 117.4    |
| 평균       | 5,089      | 2,663      | 3,038      | 59.7     | 114.1    |

자료: KAMCO

KAMCO는 국내채권시장을 바탕으로 ABS를 발행해오다 2000.7월 최초로 3억 6천 7백만달러의 외화 ABS를 발행하였다. 이는 아시아에서도 최초로 국제금융시장에서 부실채권을 담보로 외화표시 ABS를 발행한 것이다.<sup>13)</sup> 이는 KAMCO가 국제금융시장에서 부실채권을 처분했다는 점

13) 발행조건은 만기 8.5년, 조달금리 6개월 Libor+2%이다. 매각단위는 10만달러, 발행방법은 공모방식으로 룩셈부르크 증권거래소에 상장하여 매각된다.

이외에도 자체신용이 아닌 부실채권을 담보로 ABS를 성공적으로 발행했다는 점에서 의미가 크다.

2) 완전매각방식(outright sale)

「완전매각」(outright sale)은 부실채권을 투자자들의 기호에 맞게 일정한 금액규모로 재구성하여 투자자들에게 직접적으로 입찰·매각하는 방식이다. 부실채권을 신속하게 매각할 수 있고 개별 매각이 어려운 자산도 자산집합에 포함하여 매각할 수 있는 장점이 있는 반면, 미래에 부실채권의 가격이 상승할 때 이익을 향유할 수 없다는 단점이 있다.

<표 II-14> 완전매각방식을 사용한 국제입찰

(2000.12월말 현재, 단위: 억원)

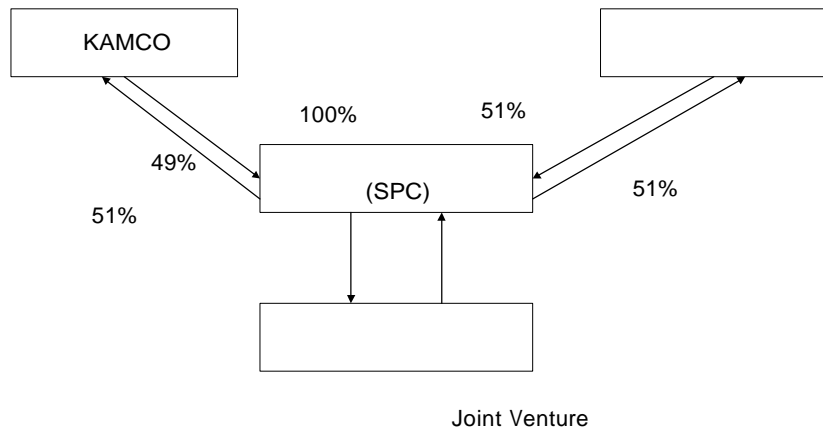
| 구분   | 특별채권                         |   |                                   | 일반채권                  |                                      |
|------|------------------------------|---|-----------------------------------|-----------------------|--------------------------------------|
|      | KAMCO99-1                    | KAMCO99-2                                   | KAMCO2000-1                       | KAMCOSecured NPL 99-1 | KAMCOSecured NPL 99-2                |
| 입찰일  | 1999.5.27                    | 1999.11.10                                  | 2000.7.26                         | 1999.6.22             | 1999.12.8                            |
| 채권액  | 7,719                        | 7,844                                       | 10,975                            | 8,534                 | 9,317                                |
| 회수액  | 1241                         | 1637  | 3228                              | 4236                  | 4085                                 |
| 매입액  | 716                          | 917   | 2289                              | 4442                  | 3535                                 |
| 손익   | 521                          | 720   | 938                               | △206                  | 550                                  |
| 낙찰자  | 골드만삭스, 모건스탠리, Cerberus, 동양증권 | 골드만삭스, 모건스탠리, GE Capital, Cerberus, 동양·중앙증권 | 골드만삭스, 모건스탠리, Cerberus, Lone Star | Lone Star             | 골드만삭스, 모건스탠리, 도이치뱅크, Lone Star, 삼성생명 |
| 매각건수 | 119                          | 148   | 167                               | 3,097                 | 1,674                                |

자료: KAMCO

### 3) 지분참여방식(equity partnership)

「지분참여」(equity partnership)란 부실자산의 현금흐름을 극히 예측하기 어려운 상황에서 미래의 불확실성에 대한 위험을 부실자산 소유자와 수요자인 투자자가 분담하면서 향후 자산가치 상승시 지분에 따라 이익을 공유하는 방식이다. 예를 들어 KAMCO가 특수목적회사를 설립하여 부실채권을 매각하고 투자자는 특수목적회사에 51% 지분을 현금 출자한다. KAMCO는 투자자가 출자한 51% 현금과 49%의 지분증권을 특수목적회사로부터 받게 된다. 지분참여 방식의 장점은 투자자로 참여하는 민간부문 전문가들의 자산관리 능력을 활용하여 자산가치를 극대화할 수 있고 향후 잔존이익 발생시 이익을 향유할 수 있다는 것이다. 그러나 완전매각 방식에 비해 협상에 시간이 소요되고, 단기적 현금유입이 적으며 매각한 부실채권에 대해서 일부 지분을 보유함으로써 지속적 사후관리를 해야 한다는 단점이 있다.

<그림 II-6> 지분참여방식 매각구조

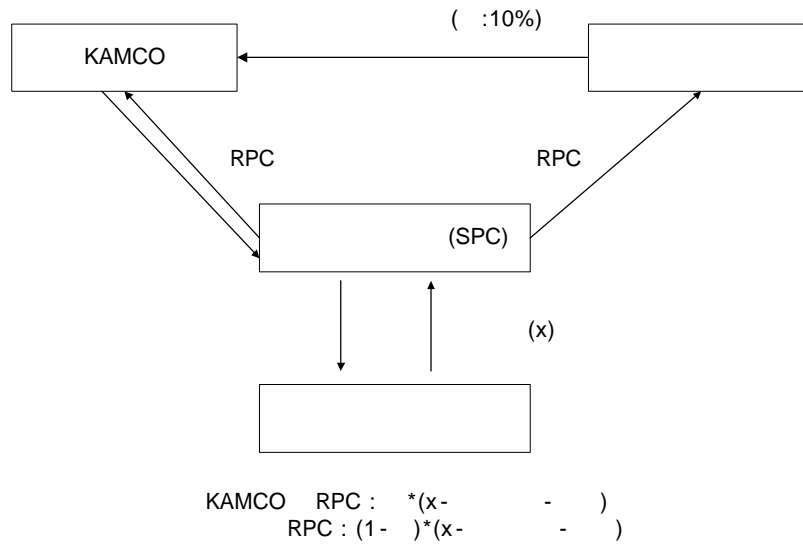


자료: KAMCO 부실채권정리백서, 2000.1

4) 잔존이익배분(residual return scheme)

「잔존이익 배분」(residual retention scheme: RRS)이란 자산관리공사가 자산을 매각한 대가로 매각대금 및 회수대금에 대한 「잔존이익 청구권증서」(residual participation certificate: RPC)를 수수하는 방식이다. 잔존이익청구권증서란 잔존이익, 즉 「최종회수금액 - 최초매각대금 - 최초매각대금 이자」에 대한 청구권증서이다. 예를 들어 KAMCO가 특수목적회사를 설립하여 자산을 매각하고 잔존이익청구권 증서를 받는다. 투자자는 KAMCO 직접 현금을 지급하고 잔존이익청구권증서의 일부를 매입한다. 결과적으로 이 방식은 구조상 전술한 지분참여 방식과 크게 다르지 않으므로 장점 및 단점도 동일하다.

<그림 II-7> 잔존이익 배분의 구조



자료: KAMCO 부실채권정리백서, 2000.1

KAMCO가 잔존이익배분구조를 사용해 국제입찰한 사례를 살펴보자. 특별채권의 경우 1998.9월 2,075억원 규모의 특별채권을 잔존이익배분구조를 사용해 골드만삭스에 매각하였다. 일반채권의 경우 1998.12월 5,646억원 규모의 일반채권을 잔존이익배분구조를 사용해 Lone star에 매각하였다.

### 5) CRC와 CRV의 활용

AMC나 CRC를 이용하는 방식은 합작사에는 공동운영으로 인한 투자이익을 주고 외국의 선진자산관리기업 및 노하우를 습득하여 부실자산 정리효과를 극대화할 수 있는 매각방식이다. AMC인 AEGIS KAMCO Ltd.와 MSK Management Ltd를 통해 3차에 걸쳐 1조 5,420억원의 부실채권을 7,725억원에 매각하였다.

KAMCO는 총 10억달러 규모의 외국계 기업과 합작으로 CRC를 설립하였다. 현재 KAMCO LB Investor(주), KAMCO SG Investors(주), KAMCO JR 삼정(주) 등 3개의 기업구조조정전문회사가 등록되어 있다. KAMCO LB Investor는 KAMCO, 예금보험공사 및 금융기관으로부터 부실채권을 매입한 후 차주의 현금흐름, 재무구조, 지불능력 등을 감안하여 출자전환 등의 방법으로 채권을 회수한다. 2000.5월 KAMCO는 6,103억원의 부실채권을 KAMCO LB Investor에 매각하였다. 또한, 9월 KAMCO SG Investor와 모건스탠리에 부실채권 9,466억원을 4,759억원에 매각하였다.

KAMCO는 IBRD 차관자금 10억불을 한국산업은행으로부터 재전대받아 국내외 투자자와 합작으로 CRV의 설립을 추진중이다. CRV는 부실화의 정도가 상대적으로 작은 워크아웃기업을 구조조정 대상으로 하는 만큼, 단순한 매각에 비해 KAMCO의 회수율 증대에 기여할 수 있으리라 판단된다.

### 다. KAMCO의 부실징후기업 워크아웃 메카니즘과 그 현황

KAMCO가 수행하는 워크아웃은 그 목적, 수단, 채권자간의 이견조정 등에 있어 채권은행들간의 협약에 의해 수행되는 워크아웃과는 차이가 있다. 다음 <표 II-15>은 양자간의 차이를 비교한 표이다.

2000년 3월말 현재 워크아웃 대상기업으로 선정된 업체수는 총 188개이며 채권총액으로는 1천9백억원 정도이다. 매입대금으로 지불된 금액은 약 8백억원으로 평균적으로 장부가기준 42.5%의 가격으로 매입하였다. KAMCO의 기업회생지원 방법상의 특징은 지원절차가 2단계로 구분되어 있다는 것이다. 즉 먼저 1단계로 지원을 하고 일정수준 이상의 성과를 보인 기업에 대해 2단계 지원이 제공된다. 1단계 지원방식으로는 이자감면, 상환유예, 분할상환 등의 채무조정방식, 경매신청보류, 경매취하 등의 담보권실행 유보, 소유권 취득후 매매조건부 위탁경영 등의 방식이 활용되고 있다. 2단계 추가 지원방식으로는 자금대여, 출자전환, 지급보증 등이 사용된다. 지급보증의 규모는 기업당 50억원으로 제한된다. 1년 이내 차입금은 원칙적으로 지급보증대상에서 제외되지만 출자전환된 기업의 경우는 1년 이내 차입금에 대한 지급보증도 가능하다.

출자전환은 대표적인 워크아웃 수단이다. KAMCO가 사용하고 있는 출자전환 대상기업 선정기준은 다음과 같다. 첫째, 채권매입대금의 1/5 이상을 상환하고 공사 또는 외부평가기관의 평가결과 그 타당성이 인정되는 기업이 출자전환 대상기업이 된다. 둘째, 출자전환 후 부채비율이 동업계 평균부채비율 이하가 되고 이자보상배율이 120%로 유지 가능하여야 출자전환대상기업이 될 수 있다. 출자전환의 범위는 잔여채권 범위내로서 선정기업 자본금 총액의 20% 미만으로 한다. 출자전환 지원기간은 최장 5년 이내로 하여 이 기간이 만료되면 기존주주가 환매토록 특약을 부여하고 있다. 출자전환된 주식의 처리와 회수방법으로는 거래소시장 또는 KOSDAQ시장에서 시가로 처분, 제3자에 대한 매각, 기존주주에 대한 매각 등의 방식을 활용하고 있다. 그리고 출자전환된 회사에는 공사직원을 파견하여 관리함을 원칙으로 하고 있다.

<표 II-15> 금융기관과 KAMCO의 워크아웃 업무 비교

| 구 분        | KAMCO의 기업회생 지원업무   | 은행의 기업구조 개선작업   |
|------------|--|---|
| 목적         | 부실기업의 경영정상화 지원과 이를 통한 채권회수의 극대화 (IMF 극복과 일자리창출, 공장설비의 가치존속, 부실채권 회수 극대화 등 공익적 목적)  | 부실정후기업의 기업구조개선작업 추진으로 금융기관의 자산건전성 제고<br>(회생가능기업을 대상으로 기업개선작업 완료 후에는 정상기업에 준하는 재무적 건전성과 수익구조 달성시 매각 등 수단 강구로 채권회수 극대화: 상업적 목적)   |
| 수단         | 1.채무조정: 원리금 상환유예, 이자감면, 채권의 출자전환<br>2.여신지원: 제한적인 자금대여 및 채무보증   | 1.채무 구조조정: 대출의 출자전환, 단기대출의 중장기전환, 이자감면, 원리금상환유예, 채무면제<br>2.재무구조 건실화: 신규 자금지원, 상호지보 해소, 감자, 주력사업 설정, 외자유치  |
| 주체         | KAMCO  | 당해기업의 전 채권금융기관  |
| 범위         | KAMCO 인수채권 범위내   | 전 채권금융기관이 보유하고 있는 대출금, 지급보증, 기타채권   |
| 채권자간의 이견조정 | KAMCO 주도로 선순위채권 정리<br>기타채권의 정리방안 검토<br>(자체 선정위원회 운영)   | -기업구조조정위원회(채권금융기관간의 이견조정)<br>-채권금융기관 협의회<br>(회생가능성 유무, 추진계획 결정, 채권금융기관들의 의사결정)  |
| 효과         | -채무 원리금의 분할상환 조치<br>(매입대금 상환기간동안 이자감면)<br>-담보물에 대한 담보권 실행 유보<br>-매입대금의 30%상환시 불량제제 배제조치  | -채권은행간 손실 및 수익의 분담<br>-채권 금융기관의 당해기업에 대한 채권상환청구, 채권행사, 보증채무 이행청구 유예조치<br>-자금용통 목적의 어음 및 수표 부도시 거래정지 처분 유예 및 불량거래 등록 유예 조치<br>-합의사항 위반시 위약금 부과<br>(채권액의 30% 또는 위반액의 50%) |
| 장단점        | (장 점)<br>-1개 채권기관의 주도로 신속한 의사결정, 절차 진행<br>(단 점)<br>-제3자 대위변제 승인시 기타채권자들에 대한 문제점<br>-채권회수를 위한 지원수단으로 지원방법상의 한계<br>-기존 담보권 원용시 문제점 | (장 점)<br>-다수채권자의 참여로 사적화회의 본래목적 충실하여 채권자들간의 마찰해소 및 기존 담보권 원용 가능<br>-지원수단이 다양하고 정상기업 환원시도 거래 존속 가능<br>(단 점)<br>-다수의 채권금융기관의 합의도출과 이해조정 문제로 신속한 진행의 어려움                   |

## 라. KAMCO에 대한 평가

### 1) 부실채권정리에 대한 평가

부실채권정리의 목표는 신속한 정리를 통한 정리기간의 단축과 회수율 극대화로 대별할 수 있다. 우리나라의 경우 IMF경제위기 이후 금융권 전반에 걸쳐 급속하고 광범위하게 금융부실이 발생하였기 때문에 최대한 신속하게 부실자산을 금융권으로부터 제거하는 것이 부실채권정리의 최우선 목표였다. 즉 회수율 보다는 신속한 정리가 부실채권정리의 정책목표였고 이 과정에서 KAMCO가 주도적 기능을 수행하였다. 정책 목표와의 일관성이란 측면에서 볼 때 1999부터 2000년까지 KAMCO는 부실채권의 신속한 정리를 통해 부실채권정리에 공헌 바가 크다고 평가된다. 다만 2001년부터 시작되는 제2차 구조조정국면에서는 회수율 극대화에 보다 많은 비중이 두어져야 한다.

### 2) 부실정후기업 워크아웃에 대한 평가

#### 가) 워크아웃 대상기업 선정기준의 불명확

KAMCO는 워크아웃 대상기업을 선정할 때 다양한 선정기준을 복합적으로 활용하고 있다. 대상기업 선정기준이 복잡하면 대상기업선정에 투명성을 기하기 힘들기 때문에 궁극적으로는 단일의 평가지표가 필요하다. KAMCO의 경우 워크아웃 대상기업의 선정주체는 경영관리위원회인데 경영관리위원회의 보수성 때문에 적극적인 워크아웃의 수행이 힘든 상황이다. 또한 화의 및 회사정리절차 인가업체는 회생지원기업으로 승인된 것으로 간주한다는 규정도 워크아웃 본연의 취지에 어긋나는 규정이다. 즉 워크아웃은 화의나 회사정리와 같은 법정관리에 들어가기에 앞서 법정관리로 인한 시간과 비용을 절약할 수 있는 제도이다. 법정관

리는 워크아웃이 곤란한 기업 또는 워크아웃에서의 의견조정에 실패한 기업이 신청하는 것이 합리적이다. 따라서 화의 및 회사정리절차 인가업체는 회생지원기업으로 승인된 것으로 간주한다는 규정은 개선되어야 한다.

#### 나) 워크아웃 본연의 목적과의 상치 문제

워크아웃은 계속기업의 가치가 청산가치 보다 큰 기업을 대상으로 기업을 회생시키기 위한 제도이다. 현재 KAMCO가 수행하는 기업회생 업무는 진정한 워크아웃 업무가 아닌 채권회수유보업무에 불과하다. 또한 조기회수원칙의 지나친 강조로 인해 승인여부 판단시점에서, 담보권 실행으로 인한 채권회수가능금액이 회생승인하는 경우의 상환액 보다 클 경우에는 담보권실행을 취하나 유보가 곤란하다.

#### 다) 워크아웃 수행절차상의 문제점

첫째, 채무조정(이자감면, 상환유예, 분할상환 등), 출자전환, 그리고 추가자금지원(자금대여, 지급보증 등)이 최적자본구조 달성을 위한 재무구조조정(financial restructuring)이라는 큰 틀 속에서 통합적으로 운영되지 못하고 있다. 또한 KAMCO가 수행하는 재무구조조정은 채무조정을 통한 담보권실행유보가 주류이기 때문에 적극적으로 기업회생을 지원하는 측면이 부족하다. 둘째, 출자전환 수행시기가 부적절하다. KAMCO의 경우 채권매입대금의 1/5이상을 상환한 기업을 출자전환 대상으로 하기 때문에 사전적인 재무구조조정수단으로서의 기능 수행이 부족하다.

라) 워크아웃 업무의 제한성

첫째, 출자전환, 지급보증, 자금대여 등 Bad Bank업무는 경영관리위원회 의결사항으로서 지극히 한정적으로 운영되고 있어 기업개선이라는 워크아웃 본연의 목적을 달성하지 못하고 있다. 금감위에서도 담보권 실행유보 이외의 추가자금 지원에 대하여 부정적인 시각을 갖고 있다. 둘째, 불량정보적용배제, 자금대여, 출자전환 등의 방법으로 지원할 수 있는 법적근거가 마련되어 있으나 지원자금이 공적자금에 의존하고 있어 KAMCO의 적극적 기업회생작업에 대해 많은 논란이 있는 상황이다.

## 5. 구조조정기구의 비교분석과 연계성분석

### 가. 구조조정기구의 비교분석

구조조정기구는 그 종류에 관계없이 시간의 경과에 따른 업무수행과정에서 자금조달업무, 매입업무, 구조조정 업무 그리고 매각업무를 수행한다. 이하에서는 CRC, CRF, CRV 그리고 KAMCO 등의 구조조정기구를 대상으로 자금조달전략(financing strategy), 매입전략(purchasing strategy), 구조조정전략(restructuring strategy) 그리고 매각전략(exit strategy)을 비교분석 하도록 한다.

첫째, 각 구조조정기구의 자금조달전략을 비교해 보자. CRC의 경우는 자기자본의 10배까지 회사채발행이 가능하다. 또한 투자조합을 결성하여 자금을 조달할 수 있다. CRV의 경우는 자기자본의 10배까지 회사채발행이 가능할 뿐 아니라 자기자본의 2배까지 차입도 가능하다. CRF는 「증권투자회사법」의 적용을 받기 때문에 원칙적으로 차입을 할 수 없다. 따라서 유상증자를 통한 자금조달만이 가능하다.

둘째, 각 구조조정기구의 매입전략을 비교해 보자. CRC의 경우에는 회사정리나 화의상의 부실기업을 대상으로 주식인수, 부실채권매입, 부동산 등 자산매입, 합병, 영업양수 등의 방법을 통해 기업 또는 기업의 자산을 매입한다. CRV는 워크아웃 약정체결기업을 대상으로 이들 기업에 대한 금융기관의 여신, 출자전환된 주식 등을 현물출자 형식으로 매입한다. CRF는 중소중견기업을 주대상으로 부채기금의 경우에는 만기조정, 혼합기금의 경우에는 주식, 전환사채, 신주인수권부사채, 출자전환된 주식등을 매입한다. CRF의 경우는 「증권거래법」상 유가증권이 아닌 부실채권(NPL)을 매입할 수 없다.

셋째, 각 구조조정기구의 경영정상화와 구조조정전략을 비교해보자. CRC의 경우에는 임원교체와 경영진 파견, 기술도입, 인력조정, 재무구조 개선등의 구조조정업무를 수행한다. CRV의 경우는 약정체결기업에 대한 자금대여, 지급보증, 투자, 기타 경영정상화업무를 수행한다. CRF는 투자기업의 경영을 감독하고 재무구조조정 기능을 수행한다.

넷째, 각 구조조정기구의 매각전략을 비교해보자. CRC는 주식매각이나 자산매각을 통해 투자자금을 회수한다. CRV는 약정체결기업이 발행한 유가증권, 대출채권 또는 이에 수반된 담보부동산을 매각하여 자금을 회수한다. CRC와 CRV는 공히 「자산유동화에관한법률」 자산보유자로 지정되어 있기 때문에 자산유동화를 통해 투자자금을 회수할 수 있다. CRF의 경우는 유가증권투자만이 가능하므로 재무구조조정을 통해 정상화된 기업의 주식등을 매각함으로써 투자자금을 회수한다. CRF의 경우는 CRC나 CRV에 비해 매각전략이 제한적이다.

다섯째, 각 구조조정기구의 보수체계(fee structure)를 비교해보자. CRC의 경우 보수는 의뢰수수료(retainer fee)와 성공수수료(success fee)로 구분되는데 의뢰수수료는 5,000만원정도, 성공수수료는 유치한 자금 규모를 기준으로 유치한 자금의 2~3%정도로 결정된다. CRF의 경우, 기본수수료는 연간 0.95%정도이고, 성과보수 기준수익률은 13~15%정도이다. 성과보수의 계산은 기말 순자산가치(NAV)가 과거 계산기간말 최고 NAV에 기준수익률을 곱한 금액을 초과할 경우, 그 초과분의 10%로 결정된다. 성과보수의 한도는 기말 NAV의 2%이고, 성과보수중 50%는 지급을 유보하였다가 다음 기말까지 NAV가 유지될 경우에 지급한다.

<표 II-16> 각 구조조정기구의 자금조달, 매입, 구조조정 및 매각업무 비교

|       | 자금조달전략<br>(financing strategy)  | 매입전략<br>(purchasing strategy)   | 구조조정전략<br>(restructuring strategy)   | 매각전략<br>(exit strategy)   |
|-------|---|---|--|---|
| CRC   | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 자기자본 10배까지 회사채발행 가능</li> <li>· 투자조합결성해 자금조달가능</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 투자대상기업: 회사정리, 화의신청기업 등 부실기업</li> <li>· 투자,주식인수</li> <li>· 영업 또는 자산 매입(부동산 등)</li> <li>· 부실채권 매입(KAMCO, 금융기관)</li> <li>· 합병,영업양수</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 임원교체</li> <li>· 기술도입</li> <li>· 조직 및 인력의 조정</li> <li>· 재무구조 개선</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 주식, 영업, 자산 매각을 통해 자금 회수</li> <li>· 자산유동화를 통한 자금회수</li> </ul>   |
| CRV   | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 자기자본의 10배까지 회사채 발행가능</li> <li>· 자기자본의 2배까지 차입가능</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 투자대상기업: 약정체결기업</li> <li>· 금융기관의 약정체결기업에 대한 여신과 출자전환주식을 현물출자 형식으로 매입</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 자금대여, 지급보증</li> <li>· 경영정상화업무</li> <li>· 약정체결기업에 대한 투자</li> </ul>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 약정체결기업 발행 유가증권과 담보부동산 매매</li> <li>· 대출채권과 담보부동산 매매</li> <li>· 경영정상화를 통한 기업 매각</li> <li>· 자산유동화를 통한 자금회수</li> </ul> |
| CRF   | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 원칙적 차입불가능</li> <li>· 유상증자를 통한 자금조달만 가능</li> </ul>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 투자대상기업: 중소·중견기업</li> <li>· 부채기금:채권 만기 조정</li> <li>· 혼합기금:주식, BW, CB, 출자 전환된 주식 매입</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 재무구조조정</li> <li>· 경영감독</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 주식 등 보유 유가증권 매각</li> </ul>   |
| KAMCO | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 금융기관 출자와 부실채권정리기금채권발행</li> </ul>                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 금감원 자산건전성 분류기준에 의한 고정이하 여신</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 출자전환과 경영진 파견 등 부실 징후기업에 대한 기업개선작업</li> </ul>                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 자산유동화(국제입찰, ABS)</li> <li>· 채권개별매각</li> <li>· AMC·CRC활용</li> <li>· 법원경매·공매</li> <li>· 환매·해제</li> </ul>             |

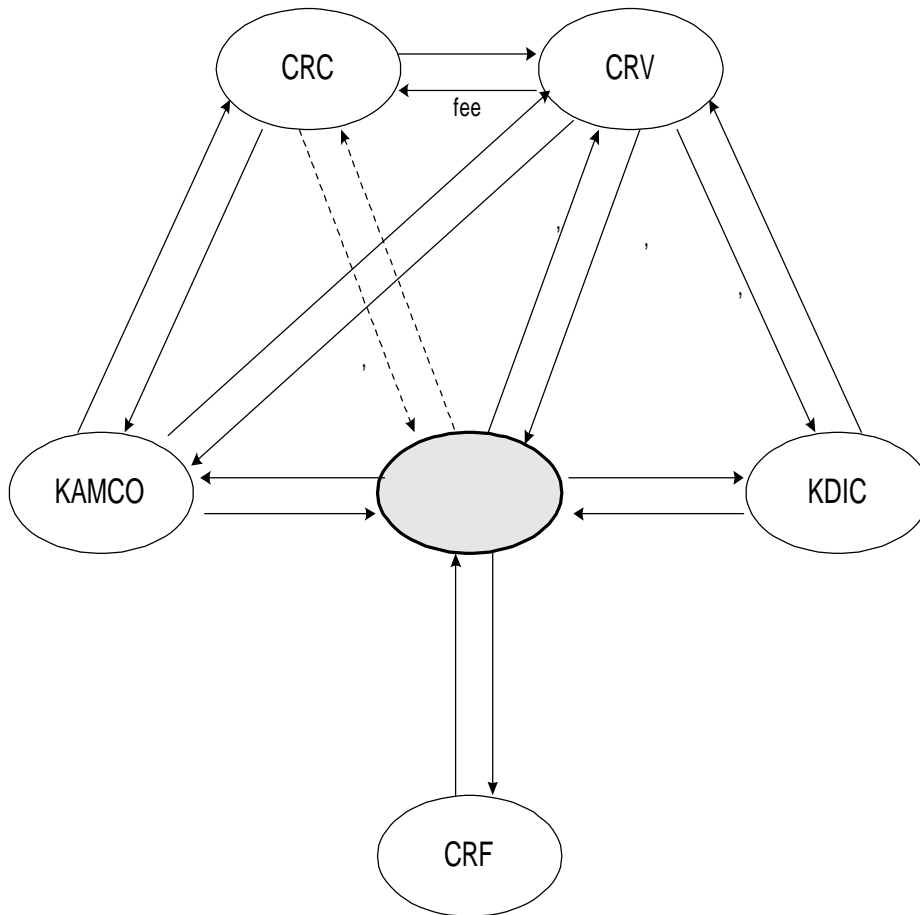
### 나. 구조조정기구의 연계성과 구조조정수단의 활용

금융기관의 부실채권을 매입할 수 있는 구조조정기구는 KAMCO, CRC, CRV이다. KAMCO와 CRC는 부실화의 정도가 심한 부실채권을 주 매입 대상으로 하고 CRV는 부실화의 정도가 약한 워크아웃 채권을 주 매입대상으로 한다는 데에 차이가 존재한다. 현실적으로 민간 CRC는 자본금규모의 영세성으로 인해 부실채권을 금융기관으로부터 직접 매입하지 못하고 KAMCO나 외국계 투자은행으로부터 매입하고 있는 실정이다. 금융기관이 출자전환한 주식을 금융기관으로부터 매입할 수 있는 구조조정기구는 CRV와 CRF이다. 법규정상 금융기관이 보유한 부동산을 직접 매입할 수 있는 기구는 CRC이다. CRV와 KAMCO의 경우는 부실채권에 대한 담보권 행사시 관련 부동산을 취득할 수 있다.

CRC는 「기업구조조정투자회사법」상 자산관리회사가 될 수 있기 때문에 양자간의 연계성을 구축할 수 있다. 또한 KAMCO의 경우에는 자기산하에 합작CRC와 합작CRV를 두고 있기 때문에 양자를 연계하여 활용할 수 있을 것이다. 이상의 내용을 정리하면 <그림 II-8>과 같다.

KAMCO, CRC, CRV, CRF는 다양한 구조조정수단을 활용하여 구조조정 기능을 수행하고 있는 바, 법률상 허용되고 있는 구조조정수단을 정리하면 다음 <표 II-17>과 같다. 구조조정수단의 구체적 내용에 대해서는 제III장과 제IV장에서 구체적으로 논의하도록 한다.

<그림 II-8> 각 구조조정기구의 연계성



<표 II-17> 구조조정기구의 활용가능 구조조정 수단

| 기구<br>수단       | KAMCO                                     | CRC             | CRV             | CRF             |
|----------------|---|-----------------|-----------------|-----------------|
| 출자전환           | ○   | ○               | ○               | △ <sup>1)</sup> |
| 자산유동화          | ○   | ○               | ○               | ×               |
| M&A            | ○   | ○               | ○               | ×               |
| 기업분할           | ○   | ○               | ○               | ×               |
| HYB(Fund)      | ○   | ○               | ○               | ×               |
| CBO(Fund)      | ○   | ×               | ○               | ○               |
| 부동산 매입         | ○   | ○               | ×               | ×               |
| 회사정리법·<br>화의법  | ○   | ○               | ×               | △ <sup>2)</sup> |
| workout        | ○   | ○ <sup>3)</sup> | ○               | △ <sup>4)</sup> |
| 지주회사에<br>대한 특례 | ×   | ○               | ○               | ×               |
| 법제정            | 재정부                                       | 산자부             | 재정부             | 재정부             |
| 감독             | 금감위                                       | 금감위<br>산자부      | 금감위             | 금감위             |
| 근거법            | 금융기관부실자<br>산정리 및 한국<br>자산관리공사의<br>설립에관한법률 | 산업발전법           | 기업구조조정<br>투자회사법 | 증권투자회사법         |

○: 법률상 허용    ×: 법률상 비허용

- 1) CRF가 직접 출자전환을 하지는 못하지만 은행이 출자전환한 주식을 매입가능
- 2) 법률상 회사정리나 화의기업에 대한 투자를 금지하는 조항은 없으나 현재 운용중인 CRF는 prospectus에서 이들 기업에 대한 투자를 금지하고 있음
- 3) CRC는 주채권은행과 금융기관에 대한 부채총액의 50%이상인 자가 협약에 의한 기구에 의해 정상화의 추진이 필요하다고 인정되는 기업에 투자가능한 바, 워크아웃기업에 대한 투자가 가능하다고 해석됨
- 4) 법률상 워크아웃기업에 대한 투자를 금지하는 조항은 없으나 현재 운용중인 CRF는 prospectus에서 이들기업에 대한 투자를 금지하고 있음



### III. 재무구조조정수단의 분석과 개선방안

---

1. 재무구조조정수단의 의의
2. 자산유동화와 재무구조조정
3. 출자전환과 재무구조조정
4. 고수익채권(정크본드)과 재무구조조정



### Ⅲ. 재무구조조정수단의 분석과 개선방안

#### 1. 재무구조조정수단의 의의

구조조정은 크게 자산차원의 구조조정과 재무차원의 구조조정으로 구분할 수 있다. 재무차원의 구조조정이란 구조조정대상기업에 적합한 최적의 재무구조(optimal capital structure)를 설정하고 이를 실행해 가는 과정을 의미한다. 일반적으로는 과도한 부채비율의 축소를 통한 재무구조의 개선을 의미한다. 재무구조조정은 기업부실의 원인이 재무적 측면에 있는 기업에 적합한 구조조정방법이다. 즉 자산의 가치가 부채의 가치를 초과하고 사업전망이나 영업 등에는 문제가 없으나 과도한 부채 사용이나 과도한 단기부채 의존으로 인하여 재무적 곤경에 처한 기업을 의미한다.

재무구조조정수단이란 이와 같은 재무구조조정 과정에서 활용되는 구조조정의 방법 또는 기법을 말한다. 부채비율을 감소시키는 방법은 크게 네 가지로 구분된다. 첫째, 부채의 규모자체를 감소시키는 방법이다. 부채탕감(debt forgiveness), 부채회수(debt buy-back), 증권화 또는 자산유동화(securitization)등이 여기에 속한다. 단기부채비율을 감소시키는 방법으로는 장·단기 부채교환(maturity swap) 등이 있다. 둘째, 자기자본의 증대를 통해 부채비율을 감소시키는 방법이다. 유상증자를 통한 자기자본 확대와 부채비율 감소가 대표적 방법이다. 셋째, 부채와 주식을 동시에 조정하여 부채비율을 감소시키는 방법이다. 출자전환(debt-equity swap)이나 청구권 교환(exchange offer) 등이 여기에 속한다. 마지막으로 부채나 주식과 같은 전통적인 증권에 국한되지 않고 기업의 실정과 목적에 맞는 증권을 맞춤형으로 설계하여 재무구조를 조정할 수 있는데 이를 증권설계(security design)라 한다. 재무적 곤경에 처해 있거나 부실

가능성이 있는 기업을 대상으로 한 증권설계를 특히 재무적 곤경하의 증권설계(security design under financial distress)라 한다.<sup>14)</sup> 재무구조조정이라고 하면 일반적으로 부채비율의 축소를 의미하지만 LBO등 기업인수와 관련되어 발행되는 고수익채권은 오히려 부채비율의 증대를 유발한다.

본 보고서에서는 다양한 재무구조조정 방법 중 특히 자산유동화, 출자전환 그리고 고수익채권에 초점을 맞추어 논의를 전개하도록 한다.

## 2. 자산유동화와 재무구조조정

### 가. 자산유동화와 구조조정

#### 1) 자산유동화의 의의와 특성

자산유동화 또는 증권화(securitization)의 개념은 이론적 차원과 제도적 차원에서 파악할 수 있다. 첫째, 이론적 관점에서의 자산유동화란, 먼저 다수의 자산을 합하여 자산의 집합(pool)을 형성하고 이를 바탕으로 우선순위가 상이한 여러 계층(tranche)의 증권을 발행하는 증권설계(securities design)의 특수한 경우를 의미한다.<sup>15)</sup> 둘째, 제도적 또는 법률적 관점에서의 자산유동화는, 1998년 9월에 국회를 통과한 「자산유동화에 관한 법률」에 근거하여 정의할 수 있다. 「자산유동화에 관한 법률」 제 2조에 의하면, 자산유동화란 유동화전문회사가 자산보유자로부터 또는

14) 재무적곤경하의 기업에 적합한 증권설계방식 중 대표적인 예는 강제전환증권(mandatory convertible)이다. 강제전환증권에 대한 구체적 논의는 다음을 참조바람. 김 형 태, “강제전환증권을 활용한 재무구조 조정방안,” Issue Paper 99-01, 한국증권연구원, 1999.1

15) 증권설계의 관점에서 자산유동화의 특성을 분석한 논문으로는 다음을 참조 바람. 최운열·김형태, “정보민감도증대를 위한 증권설계: 증권화,” 재무연구, 1999. 11.

다른 유동화전문회사로부터 유동화자산 또는 유동화자산을 담보로 발행된 유동화증권을 양도받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고 당해 유동화자산이나 유동화증권의 관리운용처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 원리금 또는 배당금을 지급하는 일련의 행위를 의미한다. 정책적인 관점에서 보면, 자산보유자, 유동화자산 그리고 유동화증권의 범위를 어떻게 조정하느냐 하는 것이 정책적 설계요인이 된다.

증권설계의 관점에서 자산유동화의 특성을 분석해 보자.<sup>16)</sup> 현금흐름 측면에서 보면, 자산유동화는 기존의 현금흐름을 둘 이상의 현금흐름의 합으로 재구성한다는 특성을 갖는다. 위험배분측면에서 보면, 자산유동화를 통해 다양한 계층의 증권이 발행됨으로써 투자자의 위험성향 또는 위험부담능력에 따라 적절한 증권에 투자할 수 있게 된다. 정보불균형측면에서 보면 자산유동화는 정보불균형을 감소시킴으로써 정보불균형 문제가 심각한 기업으로 하여금 보다 저렴한 자본비용으로 자금을 조달할 수 있게 한다. 소유권배분측면에서 보면 유동화자산의 소유권이 자산보유자로부터 유동화전문회사로 이전된다. 정보민감도측면에서 보면, 자산유동화는 증권의 정보민감도를 증대시키는 증권설계방식이다. 규제측면에서 보면, 은행 등의 금융기관은 자산유동화를 통해 부실자산을 처리함으로써 BIS비율 등에 대한 규제조건을 충족시킬 수 있다.

## 2) 구조조정수단으로서의 자산유동화

구조조정 차원에서 보면 자산유동화는 재무차원의 구조조정과 자산차원의 구조조정에 모두 관련된다. 유동화자산의 측면에서 보면 부실자산을 처리하는 수단으로서의 의미를 갖지만 궁극적 목표가 기업의 자금

16) 자산유동화 상품을 비롯한 각종 증권의 분석차원에 대해서는 다음을 참조 바람. 김 형 태, “투자은행의 증권설계와 금융상품 혁신,” 연구보고서, 한국증권연구원, 1999. 10.

조달이나 재무구조개선을 목표로 한다면 재무차원의 구조조정으로 이해할 수 있다. 특히 자산유동화를 통해 자산보유자와 자산간의 신용이 분리된다. 즉 자산의 소유권이 자산보유자로부터 유동화전문회사로 이전되기 때문에 자산보유자의 신용이 불량하더라도 유동화자산의 구조설계와 신용보강에 따라 투자등급이 결정된다. 따라서 구조조정대상기업의 자금조달을 원활히 하여 구조조정을 지원하는 역할을 수행한다. 또한 금융기관으로부터 부실채권이나 자산을 매입한 구조조정기구의 입장에서도 자산유동화는 부실자산을 매각하는 유용한 수단이 된다.

현행 제도상 구조조정과정에서 자산유동화의 역할은 자산보유자와 유동화자산의 개념을 통해 파악할 수 있다. 먼저 자산보유자란 자산유동화를 수행할 수 있는 자를 의미한다. 은행을 비롯한 각종 금융기관외에 KAMCO, 기업구조조정투자회사(CRV), 기업구조조정전문회사(CRC) 등의 구조조정관련기구들이 자산보유자로 지정되어 자산유동화를 구조조정과정에 활용하고 있다. 최근 법개정을 통해 일반기업들도 자산유동화를 활용할 수 있는 자산보유자로 지정되었다. 다음으로 유동화자산이란 자산유동화의 대상이 되는 채권, 부동산, 기타의 재산권을 의미한다. 구조조정과 관련하여 유동화자산이 의미를 갖는 이유는, 금융기관들이 보유하고 있는 부실채권 그리고 구조조정관련기구들이 구조조정과정에서 매입한 부실채권이나 부동산을 매각할 수 있는 수단을 제공해 주기 때문이다. 즉 자산유동화는 금융기관이나 구조조정관련기구들에게 중요한 매각전략(exit strategy)으로서의 의미를 갖는다. 은행의 경우에는 부실대출금, 투자신탁의 경우에는 부실회사채 그리고 KAMCO를 비롯한 구조조정관련기구들의 경우에는 양자가 모두 자산유동화 대상이 된다.

우리나라 「자산유동화에관한법률」상 자산유동화는 유동화자산의 양도(true sale)를 전제로 한다. 즉 소유권의 이전이 수반된다. 미국 등의 경우에는 소유권은 이전되지 않고 총수익스왑(total return swap) 등 신용파생상품을 통해 현금흐름만 이전되어 자산유동화가 수행되는 합성자

산유동화(synthetic securitization)가 각광을 받고 있다. 유동화증권은 유동화자산을 기초로 발행되는 출자증권, 사채, 수익증권 등을 의미한다. 유동화증권이 다양화되면 다양한 투자자의 투자성향을 보다 잘 만족시킬 수 있기 때문에 투자자기반을 확대할 수 있다. 이를 통해 부실채권 등의 유동화자산을 신속하고 효율적으로 매각할 수 있다.

### 3) 자산유동화의 분류

자산유동화의 분류를 위해서는 자산보유자, 유동화자산, 유동화증권, 유동화업무의 수행주체, 소유권이전 여부 등을 기준으로 설정할 수 있다. 자산보유자를 기준으로 은행 등 금융기관, KAMCO와 예금보험공사 산하 정리금융기관 등의 공적인 구조조정기구, 기업구조조정전문회사와 기업구조조정투자회사 등 민간 구조조정기구, 일반기업 등으로 구분가능하다. 유동화자산을 기준으로 대출채권을 기초자산으로 하는 CLO(Collateralized Loan Obligation), 회사채를 기초자산으로 하는 CBO(Collateralized Bond Obligation), 주택저당채권을 기초자산으로 하는 MBS(Mortgage Backed Securities), 부동산 자체를 기초자산으로 하는 자산유동화 등으로 분류할 수 있다. CBO는 다시 발행시장CBO(primary CBO)와 유통시장 CBO(secondary CBO)로 구분된다. 유동화증권을 기준으로 회사채, 출자증권, 수익증권 등으로 구분된다. 유동화회사채의 경우에는 만기에 따라 장기유동화회사채와 단기유동화회사채(Asset Backed Commercial Paper: ABCP)로, 회사채의 이자지급방식에 따라 고정이자부 유동화회사채와 변동이자부 유동화회사채(Asset Backed Floating Rate Note: ABFRN)으로 구분할 수 있다. 소유권이전여부를 기준으로, 유동화자산의 실질적 양도를 전제로 하는 유동화와 실질적 소유권의 이전 없이 계약에 의해 현금흐름만 이전되는 합성유동화(synthetic securitization)로 분류가능하다. 유동화업무의 수행주체로는 유동화전문회사와 「신탁업법」상 신탁회사(신탁업무를 겸영하는 은행 포함)가 존재한다.

## 나. 우리나라 자산유동화 시장의 현황

### 1) 자산유동화시장의 급성장

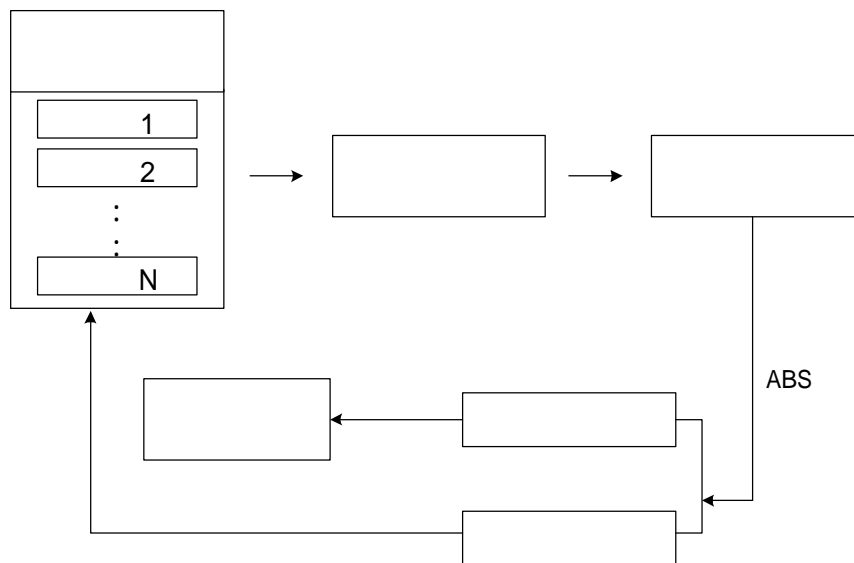
금융기관과 기업의 구조조정을 촉진하고 자금조달을 용이하게 하기 위해 1998년말 도입된 ABS(asset backed securities)시장은 급속한 성장을 거듭하고 있다. ABS시장이 급성장한 이유는 금융구조조정 과정에서 금융기관 등이 부실채권 처리, 재무구조 개선, BIS비율 제고를 위해 자산유동화를 적극 활용하였기 때문이다. 특히 KAMCO는 부실금융기관으로부터 인수한 부실채권을 기초로 ABS를 발행하였고 이로 인해 금융구조조정과정에서 사용된 공적자금의 조기회수가 촉진되었다. 기업구조조정의 핵심은 과도한 부채비율을 감소시키는 것이다. 기업이 부채를 줄이기 위해 회사채 발행을 통한 자금조달을 줄이고 있기 때문에, ABS는 부실화된 국내 채권시장의 대체재가 되고 있다.

자산유동화 중에서도 CBO형태의 자산유동화가 자산유동화시장 급성장의 주요원인이 되었다. 그 이유는 채권시가평가제 도입과 부실투자신탁회사 구조조정을 위한 부실채권 정리의 일환으로 CBO 발행이 증가하였기 때문이다. CBO중 유통시장 CBO는 이미 부실화된 기업을 대상으로 한 부실채권 매각의 성격을 갖는다. 이에 반해 2000년 8월에 처음 도입된 발행시장 CBO(primary CBO)는 회사채 차환발행 및 장기자금조달에 어려움을 겪고 있는 기업들의 자금조달을 원활히 하기 위한 방안으로 도입되었다. 다수의 기업이 신규로 발행하는 회사채를 증권회사가 먼저 총액인수하여 이를 유동화전문회사에 매각하고, 이를 기초로 채권담보부증권인 CBO를 발행하여 인수자금을 회수하는 금융기법이다. 증권회사의 입장에서는 일종의 차익거래를 하는 것이다. <그림 III-1>은 발행시장CBO의 발행구조를 나타낸다. 발행시장 CBO의 도입은 정크본드시장의 활성화에도 도움을 줄 것으로 판단된다. 발행시장 CBO는 2000년 8월

국내최초로 LG투자증권에 의해서 1.5조원 규모로 발행되었으며 이후 12월 현재까지 7조3,073억원이 발행되었다.

벤처기업의 전환사채나 신주인수권부사채 또는 중소기업의 회사채를 대상으로 하는 발행시장 CBO도 발행될 예정이다. '벤처CBO'는 기술신용보증기금이 100% 보증해주며 2001년 내에 총 1조원규모로 발행된다. '중소기업 전용 프라이머리 CBO'는 중소기업진흥공단이 대우증권과 공동으로 발행하며 중소기업 52개사의 사모회사채를 묶어 이를 대상으로 선순위 1천3백억원, 후순위 3백억원으로 나눠 총 1천 6백억원이 발행될 예정이다. 선순위채는 시장에서 매각하고 후순위채는 중소기업진흥공단에서 인수하게 된다.

<그림 III-1> 발행시장 CBO(primary CBO)의 발행구조



## 2) 유동화증권 발행 현황

1998년말 자산유동화제도가 국내에 도입된 이래 2000년 12월말 현재까지의 ABS 발행액은 총 56조1,541억원이다. ABS시장은 2000년중 급성장하여 총발행규모가 49조 3,832억원으로 99년도 연간 ABS 발행총액의 7.3배에 달하며 증가율은 629.3%에 육박한다. 발행증권 종류별로는 유동화전문회사의 회사채 형태로 발행되는 ABS사채가 53조28억원으로 가장 큰 비중(94.4%)을 차지하고 있다. 전체 ABS사채중에서는 공모발행액이 45조4,391억원으로 85.7%를 차지하고 있어 사실상 ABS시장의 주류를 이룬다.

&lt;표 III-1&gt; 연도별 ABS발행 현황

(단위: 억원)

| 대상<br>자산        | 1999년             |                   |                  | 2000년              |                   |                   | 전체발행액              |                   |                   |
|-----------------|-------------------|-------------------|------------------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
|                 | 공 모               | 사 모               | 계                | 공 모                | 사 모               | 계                 | 공모                 | 사모                | 계                 |
| 채권              | 44,447<br>(74.5%) | 15,204<br>(25.5%) | 59,651<br>(100%) | 409,944<br>(87.2%) | 60,433<br>(12.8%) | 470,377<br>(100%) | 454,391<br>(85.7%) | 75,637<br>(14.3%) | 530,028<br>(100%) |
| 기타 <sub>1</sub> | -                 | 8,058             | 8,058            | 12,160             | 11,295            | 23,455            | 12,160             | 19,353            | 31,513            |
| 계               | 44,447<br>(65.6%) | 23,262<br>(34.4%) | 67,709<br>(100%) | 422,104<br>(85.5%) | 71,728<br>(14.5%) | 493,832<br>(100%) | 466,551<br>(83.1%) | 94,990<br>(16.9%) | 561,541<br>(100%) |

1) 기타는 출자증권과 수익증권을 합한 것임

자료: 금융감독원 자료

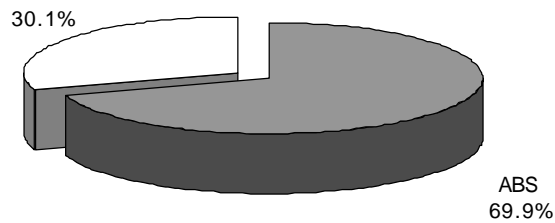
공모 ABS사채 발행규모는 99년에는 4조4,447억원으로 공모 일반회사채 26조2,667억원의 1/6정도에 불과하였다. 그러나, 2000년에는 공모 ABS사채가 40조 9,944억원으로 공모 일반회사채보다 약 2.3배정도 많이 발행되었으며 전체 회사채에서 차지하는 비중도 69.9%에 달한다.

<표 Ⅲ-2> 연도별 ABS사채가 회사채 시장에서 차지하는 비중

| 구 분                 | 1999년           | 2000년           | 증 감                  |
|---------------------|-----------------|-----------------|----------------------|
| 일반회사채 <sup>1)</sup> | 262,267 (85.5%) | 176,684 (30.1%) | △ 85,583<br>(△32.6%) |
| ABS <sup>2)</sup>   | 44,447 (14.5%)  | 409,944 (69.9%) | 365,497 (688.5%)     |
| 회사채                 | 306,714 (100%)  | 586,628 (100%)  | 279,914 ( 91.3%)     |

- 1) 일반회사채는 공모회사채중 ABS발행분을 제외한 수치임
  - 2) ABS채권중 공모로 발행된 ABS사채(SPC의 회사채)
- 자료: 금융감독원 자료

<그림 Ⅲ-2> ABS사채가 회사채 시장에서 차지하는 비중



상환형태별로는 2000년 중 선순위증권이 35조9,545억원, 후순위증권이 13조4,287억원 발행되어 선·후순위의 비중이 72.8%, 27.2%로 후순위의 비중이 99년에 비해 증가하였다. 또한, 99년의 경우 후순위증권이 대부분 사모형태로 발행되었으나 2000년 들어서는 대부분 공모로 발행되

었는데, 이는 후순위 CBO가 거의 대부분 공모로 발행되었고 기타 후순위 ABS사채의 공모발행도 활성화되고 있기 때문이다.

<표 III-3> 2000년 중 종류별 · 발행방식별 ABS 발행현황

| 구분   | 선순위증권(억원) |        |                    | 후순위증권(억원) |        |                    | 총계                 |        |                    |
|------|-----------|--------|--------------------|-----------|--------|--------------------|--------------------|--------|--------------------|
|      | 공모        | 사모     | 소계                 | 공모        | 사모     | 소계                 | 공모                 | 사모     | 계<br>(비율)          |
| 채권   | 307,715   | 35,191 | 342,906            | 102,229   | 25,242 | 127,471            | 409,944            | 60,433 | 470,377<br>(95.3%) |
| 수익증권 | 12,160    | 4,479  | 16,639             | -         | 1,301  | 1,301              | 12,160             | 5,780  | 17,940<br>(3.6%)   |
| 출자증권 | -         | -      | -                  | -         | 5,515  | 5,515              | -                  | 5,515  | 5,515<br>(1.1%)    |
| 총계   | 319,875   | 39,670 | 359,545<br>(72.8%) | 102,229   | 32,058 | 134,287<br>(27.2%) | 422,104<br>(85.5%) | 71,728 | 493,832<br>(100%)  |

주: 수익증권 중에는 한국주택저당채권유동화회사(KoMoCo)가 「주택저당채권유동화회사법(MBS법)」에 따라 발행한 MBS(주택저당증권) 3건(1조2,789억원)이 포함됨

자료: 금융감독원 자료

### 3) 유동화자산별 현황

유동화자산별 현황을 살펴보면, 1999년에는 채권을 기초로 한 ABS 발행규모가 5조6,892억원(84.0%)으로 가장 높은 비중을 차지하였다. 그러나, 2000년에는 CBO발행의 기초자산인 투기등급회사채(junk bond) 및 우량회사채와 주식 등 유가증권을 기초로 발행된 ABS 규모가 28조7,690억원으로 58.3%를 차지하고 있다. 또한, 리스채권, 일반대출채권, 화의·정리채권, 카드매출채권<sup>17)</sup> 등 여신형태의 채권을 기초로 발행된 ABS가 19조4,232억원, 부동산을 기초로 발행된 ABS가 1조1,910억원으로 각각

39.3%, 2.4%를 차지하고 있다. 2000년 ABS시장의 특성은 두가지로 요약된다. 첫 번째 특성은, 발행시장 CBO, 유통시장 CBO 등 CBO 형태의 ABS가 주류를 형성하였다는 것이다. 두 번째 특성은 이전에 비해 유동화 자산이 다양화되고 있다는 것이다.

<표 III-4> 유동화자산별 발행현황

(2000.12월말, 단위: 억원)

| 유 동 화 자 산 |                      | 금 액     | (비 율) |
|-----------|----------------------|---------|-------|
| 유가증권      | 유통회사채(Secondary CBO) | 204,154 | 41.4% |
|           | 인수회사채(Primary CBO)   | 73,073  | 14.8% |
|           | 주 권 등                | 10,463  | 2.1%  |
|           | 소 계                  | 287,690 | 58.3% |
| 대 채 등     | 대출채권(부실·일반)          | 103,118 | 20.9% |
|           | 카드론·리스채권 등           | 55,969  | 11.3% |
|           | 주택저당채권               | 13,788  | 2.8%  |
|           | 분양대금채권               | 9,896   | 2.0%  |
|           | 카드매출채권               | 8,616   | 1.7%  |
|           | 기 타                  | 2,845   | 0.6%  |
|           | 소 계                  | 194,232 | 39.3% |
| 부 동 산     |                      | 11,910  | 2.4%  |
| 총 계       |                      | 493,832 | 100%  |

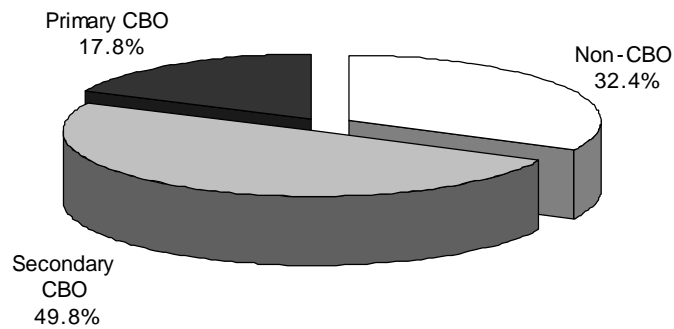
자료: 금융감독원 자료

정크본드를 대상자산으로 하는 CBO의 발행규모는 총 55건 27조7,227 억원으로 전체 ABS사채의 58.9%를 차지하고 있으며 CBO발행액의 99.5%가 공모로(공모 ABS사채중 57.6%) 발행되었다. 이중 primary CBO

17) 2000년 12월, 기업의 ABS를 통한 자금조달을 확대해 나가기 위해 영업활동에서 발행하는 유동자산인 매출채권을 기초로 ABS를 발행할 수 있도록 허용하였다. ABS법상 유동화가능자산은 채권, 부동산, 기타의 재산권으로 포괄 규정되어 있으므로 매출채권을 기초로 ABS를 발행하는 것이 가능하다.

에 있어서 투기등급채권의 편입비율은 평균 30%에 이른다. 일반회사채 형태로의 고수익채권 발행이 불가능한 상황에서 primary CBO제도는 고수익채권 발행의 촉진을 통해 기업의 자금조달에 크게 기여하였다.

<그림 III-3> 공모 ABS사채에서 CBO가 차지하는 비중



<표 III-5> CBO 발행현황

(단위: 억원)

| 구 분           | 발행기관  | 건 수  | 발 행 내 역 |        |         |
|---------------|-------|------|---------|--------|---------|
|               |       |      | 선순위     | 후순위    | 총 계     |
| Secondary CBO | 투신    | 22건  | 102,433 | 77,490 | 179,923 |
|               | 증권    | 3건   | 8,920   | 4,542  | 13,462  |
|               | 은행    | 7건   | 6,590   | 2,919  | 9,509   |
|               | 기타    | 2건   | 725     | 535    | 1,260   |
|               | 소 계   | 34건  | 118,668 | 85,486 | 204,154 |
| Primary CBO   | 증권사 등 | 21건* | 70,109  | 2,964  | 73,073  |
| 총 계           |       | 55건  | 188,777 | 88,450 | 277,227 |

주: P-CBO를 발행한 유동화전문회사(SPC)기준이며, 실제 발행건수는 17건임  
 자료: 금융감독원 자료

4) 자산보유자별 발행현황

자산보유자별로는 1999년에는 KAMCO 등 정부투자기관이 전체ABS 발행액의 50.1%에 해당하는 3조3,891억원 규모의 ABS를 발행해 가장 높은 비중을 차지하였으나, 2000년 들어서는 투신사, 은행, 여전, 증권 등 금융기관이 118건 41조7,426억원을 발행해 ABS발행에 있어 84.5%로 압도적인 비중을 차지하고 있다. 단일기관인 KAMCO는 총 21건 4조8,445억원의 ABS를 발행하여 9.8%를 차지하며 ABS시장을 선도하고 있다.<sup>18)</sup> 일반기업이 ABS를 발행한 경우는 8건 9,278억원으로 1.9%를 차지한다.

<표 III-6> 발행주체별 발행현황

(2000.12월말, 단위 : 억원)

| 구 분        | 발행주체(건수)       | 금 액             |
|------------|----------------|-----------------|
| 금융기관       | 은행 (32건)       | 60,911          |
|            | 투신 (22건)       | 179,923         |
|            | 증권 (25건)       | 87,095          |
|            | 보험 (4건)        | 5,618           |
|            | 여전 (22건)       | 60,796          |
|            | 증권 (5건)        | 5,328           |
|            | 기타 (8건)        | 17,755          |
|            | 소 계 (118건)     | 417,426 (84.5%) |
| 공공법인       | 한국자산관리공사 (21건) | 48,445          |
|            | 예금보험공사 (2건)    | 5,158           |
|            | 기타 (5건)        | 13,525          |
|            | 소 계 (28건)      | 67,128 (13.6%)  |
| 일반법인       | 8건             | 9,278 (1.9%)    |
| 총 계 (154건) |                | 493,832 (100%)  |

자료: 금융감독원 자료

18) 국내시장에서 공모로 발행된 ABS는 8건 2조6,480억원에 달하며, 해외투자자를 대상으로 사모로 발행된 ABS는 13건 2조1,965억원이다.

## 다. 자산유동화의 활성화 방안

### 1) ABS 구조설계를 위한 사전조사의 체계화

ABS도 하나의 금융상품이다. 금융상품은 자금의 수요자와 투자자를 연결하는 기능을 수행한다. 그런데 자금의 수요자인 기업은 신용위험의 정도, 산업적 특성, 자산유동화의 활용목적 등에 있어 다양한 차이가 존재한다. 투자자의 경우에는 위험선호도, 투자규모 등에 있어 차이가 존재한다. 따라서 금융상품설계의 핵심문제는 어떻게 하면 서로 상이한 기업과 투자자의 요구를 동시에 충족시켜줄 수 있는 금융상품을 설계하느냐 하는 것이다. ABS의 경우에도 투자자와 기업의 요구를 보다 잘 충족시켜줄 수 있는 ABS설계를 위해서는 투자자와 기업에 대한 철저한 사전조사가 필요하다. 그런데 투자자의 수요는 환경적 요인에 의해 영향을 받는다. 즉 최근과 같은 경기침체기에서는 신용위험이 증대되고 투자자들은 보다 위험회피적인 성향을 갖게 된다. 이 경우에는 신용보전의 정도를 강화하여 신용위험을 최대한 제거하고 만기도 짧게 하는 방향으로 ABS설계가 이루어져야 한다.

투자자의 특성을 분석함에 있어서는 위험회피정도의 분석과 함께 수요의 집중 또는 분산정도를 파악할 필요가 있다. 시장수요가 소수의 대형투자자로 구성되어 있는 경우에는 ABS보다는 상대거래를 통한 직접매각이 유리하다. 투자자들이 재매각의 용이성 때문에 ABS형태를 원하는 경우에도 발행비용이 저렴한 사모가 공모보다 유리하다. 또한 수요가 집중되어 있으므로 복잡한 구조의 ABS설계는 필요없고 동일만기 또는 동일조건의 단일화된 구조의 ABS만으로 충분하다. 반대로 수요층이 다수의 소매투자자들로 구성되어 있는 경우에는 이들과 개별적으로 상대거래하는 것이 비효율적이기 때문에 ABS를 통한 매각이 효율적이다. 또한 투자자의 특성이 다양한 만큼 다양한 수요를 동시에 만족시킬 수 있는 복합적인 구조설계가 필요하다.

## 2) ABS 구조설계의 다양화

투자자의 특성, 자산의 특성 그리고 경제상황에 적합한 ABS구조가 설계됨으로써 보다 유리한 조건으로의 ABS발행이 가능하고 ABS에 대한 시장수요를 확대할 수 있게 된다. ABS구조를 설계함에 있어서 대표적인 설계요인으로는 기초자산 즉 유동화자산의 구성, 투자자에 대한 발행증권 즉 유동화증권의 설계, 신용보전방식의 설계, 그리고 소유권이전 여부의 결정 등을 들 수 있다.

첫째, 유동화자산을 다양화해야 한다. 구조조정기구들을 포함하여 자산보유자가 확대되는 만큼 이들이 보유하고 있는 다양한 자산을 유동화시키는 노력이 필요하다. 특히 CBO나 CLO등과 같이 유동화자산을 효율적으로 집합화하여 위험을 감소시키고 수익을 증대시킬 수 있는 창의적 상품개발능력이 필요하다.

둘째, 유동화자산이나 투자자의 특성을 반영하여 유동화증권을 설계할 수 있어야 한다. 보다 구체적 유동화증권이 채권인 경우 만기의 결정이나 이자의 지급방식 등이 중요한 설계요인이 된다. 최근과 같이 경기침체기에는 장기채권에 대한 불확실성이 크기 때문에 ABCP 등과 같이 채권만기를 줄이는 방향으로의 설계가 바람직하다. 또한 변동이자부채권을 발행하면 투자자입장에서는 금리변동이 반영된 단기채권을 계속 차환하여 보유하는 것과 동일한 효과를 갖는다. 자산보유자입장에서는 금리변동위험을 회피할 수 있다.

셋째, 신용보전방식을 다양화해야 한다. 신용보전방식에는 내부적 신용보전방식과 외부적 신용보전방식이 있다. 기존의 일률적인 선순위·후순위 구조를 통한 신용보전방식의 틀에서 벗어나 유동화자산이나 자산보유자의 특성에 맞는 다양한 신용보전방식의 활용이 요구된다.

넷째, 소유권의 이전을 수반하지 않는 합성자산유동화(synthetic

securitization)의 활용을 검토해 볼 필요가 있다.

### 3) ABS관련 데이터베이스와 인프라 구축

ABS관련 데이터베이스는 현재 미비한 상태이므로 데이터베이스가 일종의 공공재라는 개념으로 정책적 구축을 추진할 필요가 있다. 모든 데이터를 집합하여 하나의 데이터베이스로 만들고 이를 공유한다면 모든 참가자에게 이익이 될 수 있을 것이다. 최초 데이터베이스는 공동구축하여 공유하고 이후의 유지·추가작업은 각 민간기관들이 개별적으로 작업하여 상호 경쟁하도록 유도하는 것이 바람직하다. 이외에도 유동화 증권의 발행이 보다 바람직한 외부적 신용제고로 이루어질 수 있도록 외부 보증기능의 육성도 필요하다. 유동화 증권에 대한 보증만을 전문으로 하는 모노라인 보험사 등은 시장의 여건이 성숙되면 자생적으로 설립될 수 있겠으나 금융산업의 설계·진입에 있어 아직도 정부가 중요한 역할을 하는 단계이므로 정부의 정책적 고려가 필요하다.

### 3. 출자전환과 재무구조조정

#### 가. 출자전환의 의의와 특성

##### 1) 출자전환의 의의

대출금출자전환 또는 부채-주식 교환(debt-equity swap)이란, 은행 등이 보유하고 있는 특정 기업의 대출채권을 그 기업 주식으로 전환하는 재무계약(financial contract)을 의미한다. 은행은 채권자에서 주주로 전환되어 변제의 우선순위가 낮아지고 기업의 입장에서는 부채비율이 감소되어 자본구조가 개선되는 효과를 얻을 수 있다. 원래는 선진국 금융기관들이 개발도상국의 외채를 경감시켜주는 방법의 하나로 이용되어 왔다. 우리나라의 경우에는 국내 금융기관과 국내 기업간에 적용되어 대출기업이 과도한 부채로 인해 재무적 곤경을 겪고 있는 경우 이를 경감시켜주기 위한 방법의 하나로 이용되고 있다.

대출금출자전환의 유용성은 은행의 입장과 기업의 입장으로 구분하여 살펴볼 수 있다. 첫째, 은행입장에서는 출자전환을 통해 기업이 회생할 경우 부실채권을 보유하고 있을 경우보다 큰 이익을 얻을 수 있다. 즉 대출을 해준 기업이 부실화되어 회사정리절차 등을 밟을 경우 비록 담보채권을 보유하고 있다해도 채권회수에 장기간이 소요되는 등 다양한 파산비용을 부담해야 한다. 출자전환을 통해 은행은 채권자로서 뿐만 아니라 주주로서의 지위를 획득하게 된다. 은행의 입장에서는 기업의 주주로서 기업의 정상화에 적극 참여하여 기업을 회생시킬 유인을 갖게 된다. 단점으로는, 변제의 우선순위(priority)가 하락하여 담보권 등 채권자로서의 권한행사가 불가능하다는 점이다. 주식은 변제의 우선순위가 낮아서 기업이 정상화되지 못하고 청산될 경우 무용지물이 된다. 그러므로 출자전환계약은 은행의 부실화 초래 가능성이 존

재하는 지극히 위험이 높은 계약이다.

둘째, 기업입장에서는 출자전환을 통해 부채비율이 감소하여 자금압박이 경감되고 재무건전성이 증대된다는 장점이 있다. 그러나 대규모 대출금이 출자전환될 경우 기존 대주주의 지분이 감소하여 경영권상실 가능성이 존재한다. 우리나라의 경우 기업이 출자전환을 꺼리는 가장 큰 이유가 바로 경영권 상실 가능성이다. 또한 기업이 금융기관의 출자전환 가능성을 미리 예상하면 사전적(ex-ante)으로 방만한 경영을 조장할 가능성 즉 도덕적 해이(moral hazard)의 가능성이 존재한다.

## 2) 유사개념과의 비교

출자전환은 부채비율을 감소시켜 기업의 재무구조를 개선하는 재무구조 조정방법의 하나이다. 기업재무구조를 조정하는 방안의 하나로서 출자전환의 특징을 이해하기 위해서는 다른 재무구조 조정방법과의 비교를 통해 그 특징을 파악하는 것이 효과적이다.

전환사채와 비교할 때 출자전환은 채권이 주식으로 전환된다는 공통점이 있으나 다음과 같은 차이점이 존재한다. 첫 번째 차이점은, 전환채권의 주식전환은 기업의 가치가 증대될 때 발생하나 대출금의 출자전환은 기업이 곤경에 처해 있을 때 발생한다는 것이다. 두 번째 차이점은, 전환사채의 전환권은 옵션으로서 발행시에 그 가격, 전환시기, 전환조건 등이 결정되나 대출금출자전환은 그 안에 옵션이 내재되어 있지 않는 것이 일반적이다. 세 번째 차이점은, 전환사채의 전환권행사는 확실하게 이익을 보장하지만 대출금출자전환은 그 이익이 기업의 정상화 여부에 의존하므로 매우 불확실하다는 점이다.

출자전환과 부채탕감은 모두 기업의 부채비율을 감소시킨다는 공통점이 있다. 그러나 출자전환과 달리 부채탕감의 경우에는 부채만 감소하지 주식이 증가하지 않고 은행은 계속 채권자 지위를 유지한다. 은

행의 입장에서는 대출채권이라는 자산만 감소할 뿐 이의 대가로 주식이 유입되지 않는다. 이 같은 측면에서 보면 부채탕감은 교환되는 주식이 '0인 출자전환의 극단적 경우라고 볼 수 있다.

출자전환과 장·단기 부채교환은 모두 기업의 부채관련 자금부담을 감소시켜 준다는 공통점이 있다. 그러나 장·단기 부채교환의 경우에는 원금상환이 연장될 뿐이지 부채비율 자체가 감소하지 않는다. 또한 단기부채비율만이 감소되며 은행은 채권자지위를 계속 유지한다는 차이점이 존재한다.

## 나. 출자전환 교환비율의 결정

### 1) 채권자의 계약체결 조건

출자전환 계약의 핵심은 부채와 주식의 교환비율을 결정하는 것이다. 교환비율의 결정요인을 살펴보기에 앞서 채권자와 기업 각각의 출자전환계약 체결유인을 분석해 보자. 출자전환은 은행을 비롯한 금융기관이 직접수행 할 수도 있지만 KAMCO, 기업구조조정전문회사(CRC), 기업구조조정투자회사(CRV) 등의 구조조정전문기구들이 수행할 수도 있다. 출자전환의 주체가 은행 등의 금융기관이든 구조조정전문기구이든 이들은 공히 채권자로서의 지위를 갖고 있다. 채권자의 입장에서 출자전환계약을 체결할 유인이 존재하기 위해서는 주식으로 전환시의 가치가 대출금으로 계속 보유하고 있을 경우의 가치 보다 커야한다. 이 같은 조건을 은행의 유인일치조건(incentive compatibility condition)이라 한다. 채권자가 출자전환을 하지 않고 부채를 계속 보유할 경우에 기업은 화의나 법정관리 등의 절차를 밟게된다. 따라서 부채보유시 현재가치 결정요인으로는 파산비용, 회사정리안의 내용(부채감면, 만기유예, 이자율 감소, 거치기간), BIS비율에 악영향 등을 생각할 수 있다.

채권자가 출자전환하여 주식을 보유할 경우의 기대가치는 기업의 회생가능성에 대한 채권자의 전망과 기업을 효율적으로 구조조정 할 수 있는 채권자의 능력에 크게 의존한다. 즉 기업의 회생가능성이 크다고 판단되면 주식보유 유인이 커질 것이고 회생가능성이 작다고 판단되면 주식보유 유인이 작아질 것이다. 또한 기업을 성공적으로 회생시킬 능력을 갖고 있는 채권자라면 그렇지 못한 채권자에 비해 출자전환할 유인이 커진다. 결국 은행의 입장에서 출자전환계약을 체결할 유인이 존재하기 위해서는 출자전환시의 기대이익이 채권보유시의 기대이익 보다 커야 한다.

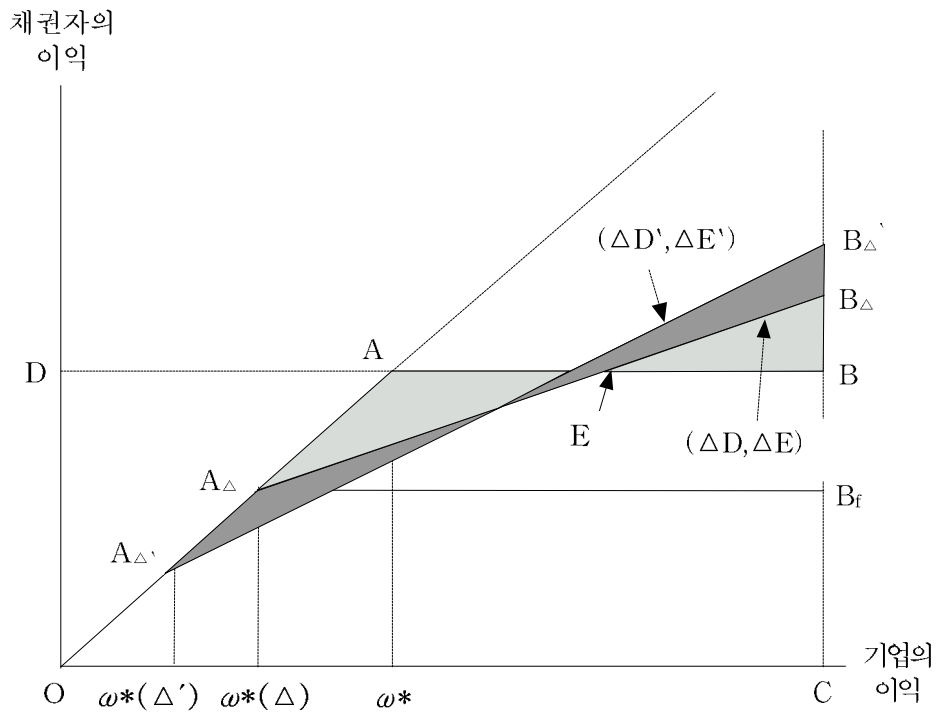
<그림 III-4>를 통해 채권자 입장에서의 출자전환계약 체결조건을 구체적으로 분석해 보자.  $\Delta D$  만큼의 부채가  $\Delta E$  만큼의 주식으로 교환되는 출자전환 계약을  $(\Delta D, \Delta E)$ 로 나타낸다. <그림 III-4>에서 OABC는 출자전환이 이루어지기 이전의 채권자의 이익을 나타낸다.  $OA_{\Delta}B_{\Delta}C$ 는  $A_{\Delta}ABB_{\Delta}$  만큼의 부채탕감(debt forgiveness)이 이루어진 후의 채권자이익이다.

이제 출자전환의 효과에 대해 살펴보자. 먼저  $\Delta D$ 만큼을 스왑한 경우는  $OA_{\Delta}B_{\Delta}C$  이고  $\Delta D$ 보다 큰  $\Delta D'$  만큼을 스왑한 경우는  $OA_{\Delta'}B_{\Delta'}C$ 이다. 보다 많은 부채를 스왑 할수록 기업의 입장에서는 상환해야 할 부채가 감소하므로 상환과 상환불가능을 구분하는 기준이 되는 상태가  $\omega^*(\Delta)$ 에서  $\omega^*(\Delta')$ 로 감소한다. 즉  $\omega^*(\Delta') < \omega^*(\Delta)$ 이다. 채권은행 입장에서는 기업의 이익이 낮은 상태에서의 이익이 감소하므로, 기업이 이익이 높은 상태에서의 이익이 증가하여야 한다. 채권자와 기업이 모두 위험중립적이라고 가정하면 기업이 이익이 낮은 상태에서의 한계효용이나 높은 상태에서의 한계효용이 동일하다.<sup>19)</sup> 즉 모든 상태에서의 한계효용

19) 위험중립적이라는 가정을 완화해도, 이익이 낮은 상태에서의 한계효용이 상대적으로 커진다는 차이외에 분석결과에 근본적 차이를 발생시키지 못한다.

이 일정하다. 고로 다양한  $\Delta D$ 와  $\Delta E$ 의 조합으로부터 채권자에게 동일한 효용을 주는 출자전환 무차별 곡선을 생각할 수 있다. 채권자입장에서 출자전환할 유인이 존재하기 위해서는 삼각형  $AA_\Delta E$ 의 면적이 삼각형  $BB_\Delta E$ 의 면적보다 크다는 조건이 만족되도록 교환비율  $(\Delta D, \Delta E)$ 이 결정되어야 한다.

<그림 III-4> 출자전환이 채권자 이익에 미치는 영향



## 2) 기업의 계약체결 조건

이제 기업이 출자전환계약을 체결할 조건 즉 기업의 유인일치조건을 살펴보자. 기업의 입장에서 볼 때 부채의 주식전환은 부채비율의 감소와 지분율의 감소를 의미한다. 전자는 이익이고 후자는 손실이다. 따라서 기업의 입장에서는 부채비율 감소로부터의 이익이 지분율 감소로부터의 손실보다 커야 출자전환계약을 체결할 유인이 존재한다.

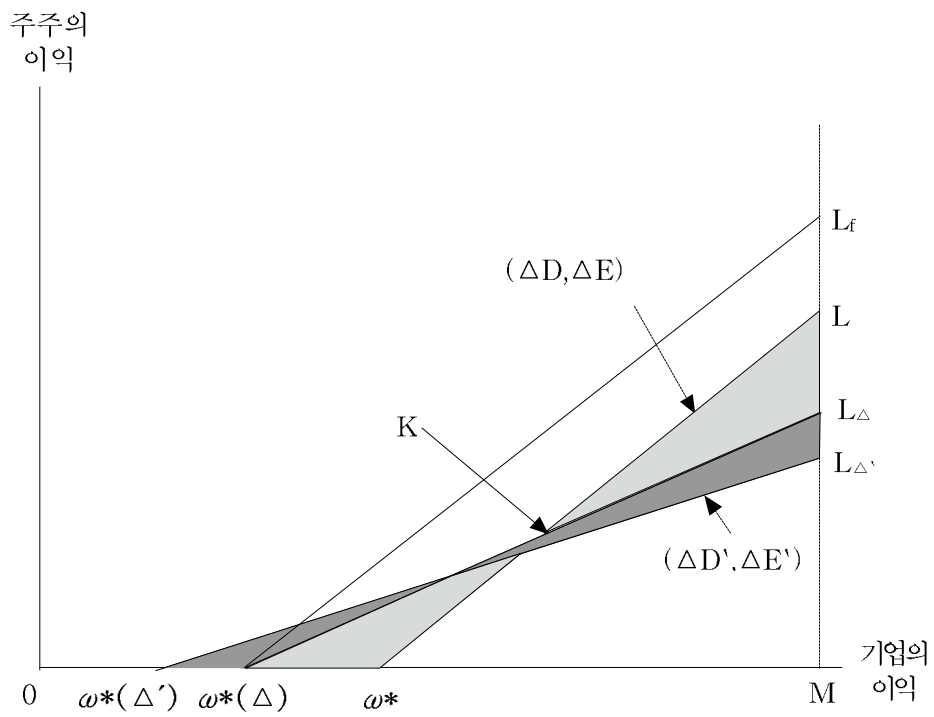
부채비율 감소로부터의 이익으로는 규제조건충족(200%), 기업매각, 인수, 합병 등 기업구조조정 용이하다는 점 등을 생각할 수 있다. 지분율 감소의 손실중 대표적인 것이 경영권 상실이다. 따라서 기업의 입장에서는 전자가 후자 보다 클 때 출자전환계약을 맺을 유인이 존재한다.

<그림 III-5>에서 삼각형  $\omega^*LM$ 은 출자전환이 이루어지기 이전의 주주의 이익을 나타낸다. 주주의 입장에서 출자전환이 유인일치적(incentive compatible)이기 위해서는 출자전환 이후의 기대효용이 이전보다 커야한다. 즉 기업입장에서 출자전환할 유인이 존재하기 위해서는 삼각형  $K\omega^*\omega^*(\Delta)$ 의 면적이 삼각형  $KL L_{\Delta}$ 면적보다 크다는 조건이 만족되도록 교환비율  $(\Delta D, \Delta E)$ 이 결정되어야 한다.

주주가 위험중립적이면 모든 상태에서의 한계효용이 일정해야 하나 주주가 위험회피적인 효용함수를 갖는다고 가정하면 낮은 상태에서의 이익 한 단위 증가에 따른 한계효용이 높은 상태에서의 이익 한 단위 증가에 따른 한계효용보다 크다. 이제 두 개의 출자전환계약  $(\Delta D, \Delta E)$ 와  $(\Delta D', \Delta E')$ 를 비교해 보자. 후자는 보다 많은 부채가 주식으로 교환되어 채무불이행이 시작되는 상태가 감소한다. 즉 전자에 비해 보다 낮은 상태에서도 (+)의 이익이 발생한다. 주주가 위험회피적일 경우에는 상태가 낮을수록 한 단위 이익의 한계효용도 증가한다. 따라서 위의 두 계약이 주주에게 동일한 효용을 준다면,  $\omega^*(\Delta')K\omega^*(\Delta)$ 의 크기가

$KL_{\Delta}L_{\Delta'}$ 보다 작을 것이다. 얼마나 작을 것인가는 주주의 효용함수형태 즉 위험회피도에 따라 달라진다.

<그림 III-5> 출자전환이 주주이익에 미치는 영향



### 3) 교환지분비율의 결정

이제 간단한 모형을 통해 출자전환 교환비율의 결정요인을 분석해보기로 하자. 먼저 모형에 사용될 기호를 정의하면 다음과 같다.

D: 대출채권액

C: 채권보유로 인한 기대비용

C<sub>1</sub>: 파산관련 비용

C<sub>2</sub>: 회사정리안에서 감면, 이자율감소, 만기연장으로 인한 비용

C<sub>3</sub>: 부실채권 대손충당금

V<sub>H</sub>: H상태 발생시 기업의 가치

V<sub>L</sub>: L상태 발생시 기업의 가치

P<sub>H</sub>: 기업가치가 상승하리라고 생각하는 확률

P<sub>L</sub>: 기업가치가 하락하리라고 생각하는 확률

$\alpha$ : 채권의 주식전환을 통해 은행이 보유하는 지분비율

$\beta$ : 기업소유주가 은행에게 제공하려는 최대한의 지분

$1-\beta$ : 기업소유주가 경영권 유지를 위해 보유하고자 하는 최소한의 지분

채권자 입장에서 출자전환을 하지 않고 채권을 계속 보유할 경우의 기대이익을 살펴보자. 채권보유시의 기대이익은 채권액에서 채권보유시의 기대비용을 차감한 금액으로 표시할 수 있다. 채권보유시의 기대비용

으로는 파산관련부담비용, 회사정리안에서 감면·만기연장·이자율감소 등으로 인한 비용, 부실채권 대손충당금 등이 대표적이다. 위의 기호에 의하면 채권보유시의 기대이익은  $D - C$ 로 표현된다.

이제 채권은행이 출자전환할 경우의 기대이익을 분석해보자. 이는 은행이 생각하기에 미래 발생가능한 기업의 가치와 각각의 가치가 발생할 확률에 의존한다. 즉, 은행이 예상하는 기업의 기대가치는  $E(V) = P_H \cdot V_H + P_L \cdot V_L = (V_H - V_L) \cdot P_H + V_L$  이다. 출자전환을 통해 은행이 보유하는 지분비율이  $\alpha$ 일 경우 은행의 기대이익은  $\alpha \cdot E(V) = \alpha [ (V_H - V_L) \cdot P_H + V_L ]$ 이 된다. 따라서 채권을 주식으로 출자전환하기 위해서는 출자전환시의 기대이익이 채권계속 보유시보다 커야 한다는 조건이 만족되어야 한다. 이를 식으로 표현하면 다음과 같다.

$$D - C \leq \alpha [ (V_H - V_L) \cdot P_H + V_L ]$$

$$\leftrightarrow \alpha \geq \frac{D - C}{(V_H - V_L) \cdot P_H + V_L}$$

이상의 논의로부터 출자전환조건  $\alpha$ 에 영향을 미치는 요인으로는 기업의 정상화 가능성에 대한 은행의 기대( $P_H$ ), 정상화되었을 경우의 기업의 가치( $V_H$ ), 정상화되지 못할 경우의 기업의 가치( $V_L$ ), 부실채권보유시의 기대비용( $C$ ) 등이 있다. 특히 채권보유로부터의 기대비용에 비해 채권규모가 일정수준 이상이면 기업과 협상가능한  $\alpha$ 를 도출하기 어렵다. 앞에서는 대출금전액이 출자전환되는 경우를 분석했는데 보다 일반적으로 대출금 중 일부분만 주식으로 전환하는 방법을 생각할 수 있다. 이 경우 은행은 채권자인 동시에 주주가 된다.

다음으로 대출금 주식전환의 실행가능성을 살펴보자.  $0 \leq \alpha \leq 1$ 의 조건으로부터, 다음 조건이 성립하면 은행은 기업주식 100%를 보유한 상태에서도 주식으로 전환할 유인이 없게 된다.

$$P_H < \frac{D - C - V_L}{V_H - V_L}$$

만일  $\beta < \alpha$  이면, 출자전환계약은 성사가 불가능하고  $\alpha \leq \beta$  이면, 출자전환계약은 성사가 가능하다. 최적지분교환율은  $\alpha$ 와  $\beta$ 사이에서 결정되는데 구체적으로 얼마의 지분이 교환되느냐는 기업과 은행의 협상에 의해 결정된다.

기업의 협상력에 대해 살펴보자. 기업의 입장에서는 출자전환 하지 않고 계속 부채를 보유하여 공식적인 파산절차에 들어갔을 경우 경영권이 어떻게 될 것인가가 협상력에 영향을 미친다. 「화의법」에서와 같이 경영권을 계속 보유할 가능성이 높으면 은행과의 출자전환 계약체결시 양보할 유인이 작고 따라서 계약의 성사가 가능성이 감소한다. 「회사정리법」에서와 같이 경영권을 계속 보유할 가능성이 낮으면 은행과의 출자전환 계약체결시 양보할 유인이 크고 따라서 계약의 성사가 가능성이 증대한다.

구체적인 예를 들어보자.  $D = 200$ ,  $C = 100$ ,  $V_H = 1000$ ,  $V_L = 0$ 인 경우에는  $\alpha > \frac{1}{5} P_H$ 의 조건이 만족되어야 출자전환이 발생할 가능성이 존재한다. 극단적으로  $P_H$ 가  $\frac{1}{5}$ 보다 작으면, 즉 기업의 정상화 가능성이 20%이하라고 생각하면 은행은 채권을 주식으로 전환할 유인이 없게 된다.

## 다. 출자전환모형의 변형과 확장

기업재무구조 조정방안의 일환으로서 출자전환을 활성화하기 위해서는 출자전환 모형을 확장하여 현실에의 적용가능성을 높여야 한다. 가장 일반적인 출자전환모형은 옵션부주식과 옵션부채권의 교환이다. 옵션부주식이란 주식에 다양한 형태의 옵션이 첨가된 (주식+옵션)형태의 주식을 의미하고 옵션부채권이란 채권에 다양한 형태의 옵션이 부가된 (채권+옵션)형태의 채권을 의미한다. 주식에 첨가되는 옵션으로는 환매요구옵션, 부채전환옵션, 우선주전환옵션, 재판매옵션 등이 있고 채권에 첨가되는 옵션으로는 주식매입 우선권, 단기부채의 장기전환옵션 등이 있다.

가장 단순한 형태의 출자전환 모형은 아무런 옵션이 첨가되지 않은 주식과 부채를 교환하는 것으로 현재 우리나라에서 주로 사용되는 출자전환이 여기에 속한다. 출자전환의 개념을 보다 넓게 해석하면, 주식 또는 옵션부주식 외에 주식으로 전환가능한 옵션이 첨가된 증권(예: 전환사채)으로의 교환도 포함된다.

주식에 첨가되는 옵션으로는 환매요구옵션, 부채전환옵션, 우선주전환옵션, 재판매옵션 등이 있는데 이 같은 옵션이 첨가된 주식을 각각 변제요구부주식(puttable equity), 부채로의 전환주식(convertible stock), 우선주로의 전환주식, 기업구조조정증권투자회사 등과 같은 특정 투자자가 출자전환된 주식을 매입한다는 옵션이 첨가된 주식이라고 한다.

부채에 첨가되는 옵션으로는 주식매입 우선권과 단기부채의 장기전환옵션이 있다. 주식매입 우선옵션은 일정기간 경과 후 은행이 주식을 매각할 때 그 주식발행 기업에게 우선매입권을 부여하는 것이다. 단기부채의 장기전환옵션의 대표적 예는 기업구조조정증권투자회사 중 부채기금이 출자전환된 기업의 단기부채를 장기부채로 전환하는 경우이다.

### 1) 부채의 전환사채(CB)로의 전환

부채의 전환사채(CB)로의 전환이란 부채를 단순한 주식으로 전환하는 것이 아니라, 주식으로 전환될 수 있는 옵션이 첨가된 채권 즉 전환사채로 전환하는 것이다. 부채의 전환사채(CB)로의 전환의 장점을 살펴보자. 기업입장에서는 부채의 주식전환과 비교할 때, 기업소유주의 입장에서 경영권의 유지가 가능하다는 장점이 있다. 은행입장에서는 전환사채로의 전환이 주식으로의 전환에 비해 위험이 적다. 부채의 전환사채(CB)로의 전환의 단점은 다음과 같다. 기업입장에서는 전환옵션가치에 해당하는 만큼만 부채의 액면 또는 이자율이 감소되므로 부채비율 감소 효과가 미약하다는 점이다. 정부일각에서 구조조정을 성실히 수행하고 있는 기업에 대해 대출금을 전환사채로 교환가능하도록 하여 부채비율을 획기적으로 감소시키겠다는 주장은 비합리적이다. 은행입장에서는 전환사채도 채권이기 때문에 부실채권정리효과가 미약하다는 단점이 있다.

### 2) 부채의 변제요구부주식(puttable equity)으로의 전환

부채의 변제요구부주식(puttable equity)으로의 전환이란 부채를 단순한 주식으로 교환하는 것이 아니라 (주식 + 풋옵션)으로 교환하는 계약을 의미한다. 풋옵션의 소유자, 즉 은행은 주식발행기업에 특정한 사건(예; 부도)이 발생할 경우 보유주식을 일정가격으로 매각할 수 있는 권리를 보유하게 된다.

이제 부채의 변제요구부주식(puttable equity)으로의 전환의 장점을 살펴보자. 기업입장에서는 부채는 감소하고 주식은 증가하여 부채비율이 감소한다. 또한 부채의 주식전환과 필요할 때, 변제요구부옵션의 가치에 해당하는 만큼 은행에 제공하는 주식비율을 낮출 수 있다. 일정기간 동안은 변제요구가 금지되므로 이 기간동안은 현금유출 없고 변제요

구시에는 현금이 필요하나 우량기업주식의 경우에는 옵션이 행사되지 않는다는 장점이 있다. 우량기업일수록 자신의 가치를 신호전달(signal) 하기 위해 부채의 주식전환 대신 부채의 변제요구부주식으로의 전환을 도모할 가능성 높다.

은행입장서 보면 일정기간후 변제를 요구할 수 있는 옵션이 부여되어 있으므로 부채의 주식전환과 비교할 때 위험이 적다. 기업이 정상화되고 미래기대수익이 높은 경우에는 옵션을 행사하지 않음으로써 주주로서의 이익을 향유할 수 있다. 또한 기업이 정상화되지 않을 경우 옵션을 행사하여 현금을 회수할 수 있다.

기업입장에서 부채의 변제요구부주식(puttable equity)으로의 전환의 단점은 주식의 변제요구가 대량으로 이루어질 경우 현금확보가 부담스럽다는 점이다. 은행입장에서는 부채의 주식전환과 비교할 때 큰 단점이 없다.

### 3) 부채의 전환주식(convertible stock)으로의 전환

전환주식이란 다른 종류의 증권으로 전환할 수 있는 전환권이 부여된 증권을 의미한다. 주식보유로부터의 위험을 감소시킨다는 차원에서 생각하면 우선주로의 전환이 가능한 전환주식, 후순위채권으로의 전환이 가능한 전환주식, 일반채권으로의 전환이 가능한 전환주식을 생각할 수 있다. 우리나라 「상법」상 우선주로의 전환이 가능한 전환주식 발행이 가능하다.

은행입장에서 부채의 전환주식(convertible stock)으로의 전환의 장점은 단순한 출자전환에 비해 은행의 위험을 낮출 수 있다는 점이다. 기업입장에서는 주식의 전환요구가 대량으로 이루어질 경우 변제요구부주식의 경우와 달리 현금확보 부담이 없다. 부채의 전환주식(convertible

stock)으로의 전환의 단점은, 제도적으로 부채로의 전환이 가능한 주식 발행이 가능한가의 문제와 부채로 재전환할 경우 기존 채권자들과의 이해상충 문제가 다시 발생한다는 점이다.

#### 4) 주식과 옵션부부채의 교환

주식과 옵션부부채의 교환이란, 대출금의 출자전환시 은행이 일정기간 경과 후 기업주식을 매각할 때 이를 우선적으로 매입할 수 있는 권한 즉 주식우선매입권을 기업의 대주주에게 부여하는 출자전환의 한 형태를 의미한다.

주식과 옵션부부채 교환의 장점은 대주주지분을 먼저 소각하여 감자하는 경우에 대주주의 자발적 협조유도 가능하고 이를 통해 기업의 소유자나 대주주의 출자전환 인센티브를 증대시킬 수 있다는 점이다.

주식과 옵션부부채 교환의 단점은 대주주의 책임추궁이 약화되고 경영권유지의 수단으로 악용될 가능성이 있다는 것이다. 따라서 대주주에 대한 주식우선매입권의 부여는 다음의 경우로 한정되어야 한다. 첫째, 기업부실화에 대한 경영상 중대한 책임이 없는 경우 둘째, 감자과정에서 대주주지분 우선 소각 등 출자전환에 공헌한 경우 셋째, 일정한 프리미엄 이상을 지불하고 매입하려는 경우 등이다.

#### 라. 구조조정기구의 출자전환 활용

기업구조조정전문회사(CRC)의 경우에는 KAMCO나 금융기관이 보유한 부실채권을 매입하고 출자전환을 통해 주식을 취득함으로써 경영권을 행사하도록 「산업발전법」에 규정되어 있다(산업발전법 제14조항). 기업구조조정전문회사가 한국판 벌처펀드라는 점을 고려하면, 부실채권

매입과 이의 출자전환을 통한 경영권획득은 기업구조조정전문회사의 본질적 기능이라고 할 수 있다. 주로 주식인수를 통해 경영권을 획득하고 있으며 부실채권매입과 이의 출자전환을 통한 경영권획득 실적은 미미하다. 기업구조조정증권투자회사(CRF)의 경우에는 직접 출자전환을 수행하지는 않지만 금융기관이 출자전환을 통해 보유하는 주식을 투자대상으로 포함한다. 즉 금융기관의 출자전환을 간접적으로 지원하는 역할을 수행한다. 기업구조조정투자회사(CRV)의 경우에는 금융기관으로부터 부실채권을 이전 받아 이의 관리, 운용 및 처분을 주요업무로 하므로(기업구조조정투자회사법제11조1항) 부실채권의 출자전환도 부실채권관리업무의 일종으로 해석된다. 또한 부실채권관리업무 수행에 필요한 계약을 체결할 수 있다고 규정하고 있는데(기업구조조정투자회사법 제11조3항) 출자전환계약은 이 같은 계약의 대표적인 경우라고 해석된다. 「금융기관 부실자산의효율적처리및한국자산관리공사의설립에관한법률」 제26조 1의 3에 의하면 KAMCO는 부실채권 외에 부실채권의 출자전환에 따른 주식을 매입할 수 있다. 또한 부실징후기업에 대한 구조조정업무수행과 관련하여 출자전환업무를 수행할 수 있다.

## 마. 현행 출자전환제도의 문제점과 개선방안

### 1) 재무구조조정수단의 통합적 활용

출자전환은 구조조정대상기업의 부채비율을 감소시키는 재무구조조정방법중의 하나인바, 다른 수단들과의 통합적 활용이 필요하다.

### 2) 변제요구부주식을 활용한 채권자의 위험축소

은행 등의 출자전환 유인은 출자전환을 하지 않을 경우에 회수할 수

있는 금액에 의해 결정된다. 대부분의 은행대출금은 담보채권으로 변제의 우선순위가 높아서 법정관리를 통해 일정부분을 회수할 수 있다. 「화의법」의 경우에는 은행은 별채권자가 되어 화의의 구속을 받지 않으므로 임의로 별채권행사가 가능하다. 「회사정리법」의 경우 은행은 정리담보권자가 되어 일정기간 담보권행사가 제한되지만 이 기간이 지나치게 길지 않을것으로 예상하면 출자전환을 거부하고 채권을 보유할 가능성이 높다. 즉 출자전환된 주식은 기업이 정상화되어야 그 가치를 향유할 수 있으므로 기업의 회생가능성을 높게 보거나 기업을 회생시킬 구조조정 능력이 뛰어나지 않는 이상 출자전환을 꺼리게 된다. 이 같은 은행의 과도한 위험노출을 축소시키기 위한 방안으로는, 부채를 단순히 주식으로 교환하는 것이 아니라 풋옵션이 첨부된 주식 즉 변제요구부주식(puttable equity) 또는 환매요구부주식으로 교환하는 계약을 생각할 수 있다. 변제요구부주식의 활용시에는 변제를 요구할 수 있는 촉발사건(triggering event)에 대한 사전정의를 중요한 바, 부도나 신용등급의 하락 등을 생각할 수 있다.<sup>20)</sup>

### 3) 주식우선매입권을 활용한 대주주의 자발적 참여 유도

출자전환된 주식비율이 높을 경우 대주주가 경영권을 상실할 가능성이 커진다. 이 경우 대주주는 출자전환이 기업에 유익함을 알면서도 경영권상실을 피하기 위해 출자전환을 반대할 유인이 존재한다. 이에 대한 해결방안은 부실경영에 대한 책임이 미미한 경우와 책임이 큰 경우로 구분하여 생각할 수 있다. 기존 대주주의 기업부실에 대한 책임이 미미할 경우에는, 은행이 출자전환된 주식을 일정기간 후 매각할 때 기존 대

20) 미국 RTC의 경우 자산매각시에 자산매입자에게 일정기간후 일정조건을 만족하면 매입자산을 되팔 수 있는 풋옵션을 부여함으로써 자산매각을 촉진하였다. RTC의 자산을 주식으로 치환하여 생각하면 변제요구부주식이 된다.

주주에게 우선적으로 매각하는 주식우선매입권을 부여할 수 있다. 기존 대주주의 책임이 클 경우에는 책임추궁 차원에서 갑자기 대주주 소유주식을 우선적으로 소각시킬 필요가 있다. 주주평등의 원칙에 위배된다는 문제점이 있으나 「회사정리법」에도 대주주지분의 우선소각에 대한 규정이 있는 만큼 대주주지분을 우선소각하여 소액주주들의 손실을 최소화할 필요가 있다.

#### 4) 구조조정전문기구에 의한 출자전환 활성화

출자전환의 궁극적 목표는, 단순히 부채를 주식으로 전환하여 부채비율을 감소시키는데 있는 것이 아니라 출자전환된 기업을 효율적으로 구조조정하여 그 가치를 증대시키는 것이다. 따라서 출자전환에는 기업구조조정능력이 반드시 수반되어야 하는 바, 우리나라 은행들의 경우에는 이 같은 구조조정능력이나 경험이 부족한 형편이다. 따라서 은행이 직접 부실채권을 출자전환할 것이 아니라 은행은 부실채권을 기업구조조정투자회사(CRV)나 기업구조조정전문회사(CRC) 등에 매각하고 이들 구조조정전문기구가 필요에 따라 대출채권을 출자전환 하는 것이 바람직한 출자전환 방식이라고 판단된다.

#### 5) 채권금융기관간 이해상충의 합리적 조정

과거의 사례를 보면 출자전환의 성공적 수행을 저해하는 가장 큰 요인중의 하나는 채권금융기관간의 이해상충이다. 우선순위의 측면에서 보면 채권의 우선순위가 높을수록 안전한 채권이어서 출자전환의 유인이 작다. 경영권이란 측면에서 보면 생보사나 종금사의 경우 대출금규모가 은행에 비해 작아 출자전환시 일개 소액주주로 변모할 가능성이 크다. 과거 워크아웃에서는 각 채권자의 대출금규모에 비례하여 출자전환하는

방법을 사용하였다. 그러나 이는 채권의 우선순위를 무시한 방법으로 회사정리나 청산시에 채권자가 받을 수 있는 금액을 기준으로 출자전환비율을 결정하는 것이 합리적이다. 출자전환과 관련된 홀드아웃(holdout) 문제를 해결하고 있는 가장 근본적인 방법은 특정한 기업관련 채권을 기업구조조정투자회사 등에 집약하여 기업구조조정투자회사 주도로 통합적인 관점에서 출자전환을 수행하는 것이다.

#### 4. 고수익채권(정크본드)과 재무구조조정<sup>21)</sup>

##### 가. 고수익채권의 의의와 특성

고수익채권은 정크본드 또는 투기등급채권이라고도 불리는 고위험-고수익채권을 의미한다. 구체적으로는 BB이하 등급채권을 의미한다. 고수익채권은 벤처기업 등이 발행하는 고수익채권(original issue), 부실화된 기업이 발행한 고수익채권(fallen angel) 그리고 M&A나 기업분할 등과 관련하여 발행되는 고수익채권으로 구분된다. 이 중 기업구조조정과 관련된 고수익채권은 부실화된 기업이 발행한 고수익채권과 M&A나 기업분할 등과 관련하여 발행되는 고수익채권이다.

고수익채권과 부실채권과의 관계를 살펴보자. 부실채권(distressed debt)은 크게 부실회사채(distressed bond)와 부실여신(distressed loan)으로 구분된다. 전자를 일반적으로 정크본드라고 하고 후자를 무수익여신(non-performing loan : NPL)이라고 한다. 양자는 모두 부채라는 공통점을 갖고 있을 뿐 아니라 채무불이행위험이 높은 자산이라는 공통점을 갖고 있다. 따라서 부실채권시장은 정크본드시장과 무수익여신시장을 모두 포함하는 개념으로 이해하는 것이 바람직하다.

고수익채권은 투자등급채권과는 상이한 몇가지 특성을 보유하고 있다. 이 같은 특성을 이해하는 것은 고수익채권과 기업구조조정과의 연계

---

21) 고수익채권은 자금조달수단이란 측면에서 재무적 차원의 구조조정과 관련된다. 그러나, LBO 등 기업인수와 관련되어 발행되는 고수익채권은 자산 차원의 구조조정 수단으로 이해할 수 있다. 즉, 고수익채권은 재무구조조정수단인 동시에 자산구조조정수단으로서의 성격을 갖는다. 본 보고서에서는 보고서 구성의 편의상 고수익채권을 재무구조조정수단을 논하는 장에서 다루도록 한다.

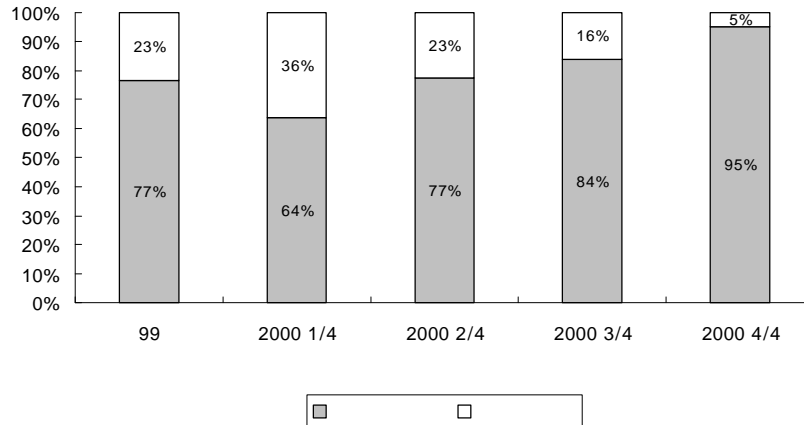
성을 파악하는데 핵심이 된다. 첫째, 고수익채권은 채권과 주식의 성격을 모두 보유한 혼합증권(hybrid security)으로서의 성격을 갖는다. 둘째, 고수익채권은 주식이나 채권과는 독립적인 자산유형(asset class)이다. 셋째, 고수익채권은 채무불이행위험(default risk)에 민감한 증권이다. 넷째, 고수익채권은 재무적인 차원에서의 자산 즉 유가증권적인 성격을 보유함과 동시에 실물자산으로서의 성격도 보유하고 있다.

## 나. 고수익채권시장 현황

### 1) 발행시장 현황

우리나라에서는 1999.11월부터 고수익채권제도가 도입되어 고수익채권펀드의 형태로 활용되고 있다. 이하에서는 고수익채권의 발행현황을 분석해 보기로 한다. 첫째, 전체 회사채 발행액 중 고수익채권이 차지하는 상대적 발행비중이 위축되었다. 2000년도를 기준으로 고수익채권이 회사채 전체에서 차지하는 평균적 비중은 건수기준 24%, 금액기준 20% 정도이다. 고수익채권 비중은 2000년도 3분기에 36%로 정점을 이루고 경기침체와 함께 그 비중이 점차로 감소하여 2000년도 4분기에는 5%정도에 불과하였다. 2000년 8월 이후 CBO를 제외한 고수익채권의 일반 발행은 사실상 중지된 상태이다.

<그림 III-6> 고수익채권의 발행 현황(한국)



자료: 김형태, “투기등급채권시장의 활성화 방안,” 한국증권업협회 주최 심포지엄 발표자료, 2001.2.

<표 III-7> 신용등급별 회사채 발행 현황

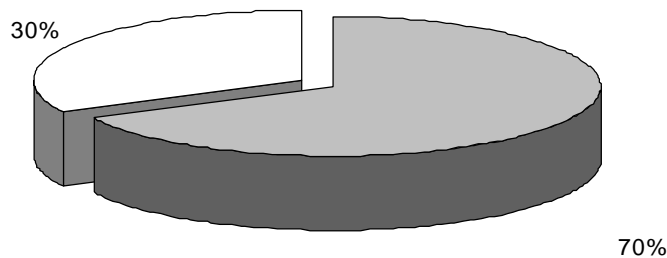
(단위: 건수, 억원, %)

| 신용<br>등급 | 1999      |               | 2000      |               |
|----------|-----------|---------------|-----------|---------------|
|          | 건수        | 금액            | 건수        | 금액            |
| AAA      | 20(3.4)   | 18,120(6.1)   | 247(31.1) | 221,971(39.1) |
| AA       | 52(8.6)   | 40,930(13.7)  | 163(20.5) | 124,568(22.0) |
| A        | 102(16.9) | 65,572(22.0)  | 96(12.1)  | 61,183(10.8)  |
| BBB      | 207(34.3) | 103,449(34.8) | 104(13.1) | 48,747(8.6)   |
| 소계       | 382(63.2) | 228071(76.6)  | 610(76.8) | 456469(80.5)  |
| BB       | 200(33.1) | 63,880(21.5)  | 77(9.7)   | 34,902(6.2)   |
| B이하      | 22(3.7)   | 5,747(1.9)    | 107(13.5) | 75,781(13.3)  |
| 소계       | 222(36.8) | 69627(23.4)   | 184(23.2) | 110683(19.5)  |
| 계        | 604       | 297,698       | 794       | 567,152       |

자료: 증권거래소 채권시장부

둘째, 고수익채권의 주요 발행수단인 primary CBO를 통한 회사채 발행시장은 가격결정과정에서 정상적인 시장원리가 적용되지 못하고 있다. 물론 2000년 8월 이후 일반회사채 형태로의 고수익채권 발행이 불가능한 상황에서 primary CBO제도는 고수익채권 발행의 촉진을 통해 기업의 자금조달에 크게 기여하였다. 그러나 primary CBO를 통해 발행되는 투기채의 발행금리는 약 11-14%로서 신용위험을 제대로 반영하지 못하고 있다. 이는 채권형 펀드가 투기등급 기업에게 비정상적인 혜택을 주는 결과가 발생하여 채권형 펀드의 원활한 조성을 저해하는 요인으로 작용하고 있다.

<그림 III-7> 투기등급채권의 primary CBO편입비율

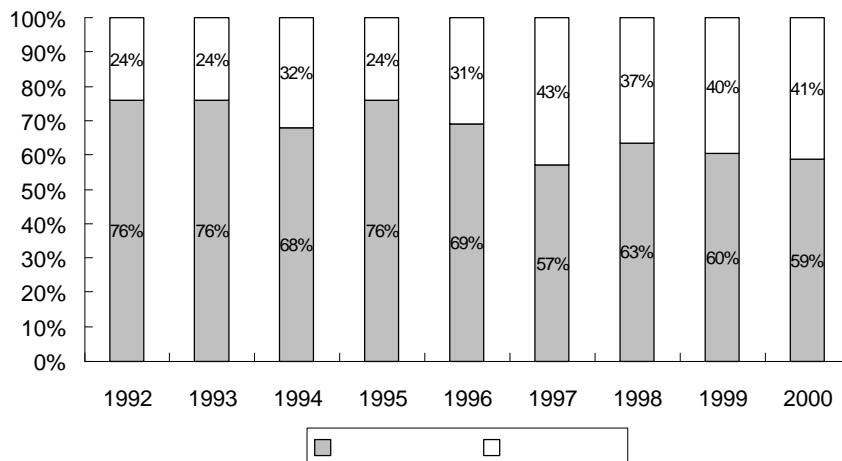


자료: 금융감독원 자료

셋째, 한국의 고수익채권 발행현황을 미국 고수익채권 발행현황과 비교해보자. 미국의 고수익채권 발행현황은 1990년대 초중반기 까지 20%-30%대를 유지하다가 1999년과 2000년에는 40%정도를 차지하였다. 미국의 경우는 경기침체로 인해 채무불이행위험이 커질수록 고수익채권

의 비중이 높아지나 우리나라의 경우에는 오히려 낮아지는 현상 발생한다. 이는 우리나라의 경우는 채무불이행위험이 높아지면 고수익채권발행 자체가 불가능해짐을 의미한다. 이 같은 현상이 발생하는 이유는 기업의 채무불이행위험이 수익률에 제대로 반영되지 못하거나 반영되었다 하더라도 높은 위험을 부담할 투자자가 부족하기 때문이다.

<그림 Ⅲ-8> 고수익채권의 발행 현황(미국)



자료: Moody's Investors Service, "Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1999," January, 2000.

넷째, 고수익채권 발행 용도를 살펴보자. 우리나라의 경우 고수익채권의 주 발행용도는 중소기업의 신규자금조달과 대규모기업의 차환발행이다. 즉 기업인수등과 관련된 고수익채권발행은 거의 전무하여 구조조정등과 연계된 활용이 미흡한 실정이다. 미국의 경우도 차환발행이 많지만 이는 대출금을 회사채로 차환하는 비중이 높고 특히 LBO(Leveraged Buyout)를 비롯한 기업인수를 위한 고수익채권 발행비중이 높다.

&lt;표 III-8&gt; 고수익채권 발행용도(미국)

| 년도   | 기업인수 | LBO | 자본재구입 | 차환  | 기타 |
|------|------|-----|-------|-----|----|
| 1986 | 14%  | 27% | 15%   | 44% | 0% |
| 1987 | 9%   | 36% | 8%    | 45% | 2% |
| 1988 | 12%  | 32% | 6%    | 50% | 0% |
| 1989 | 14%  | 38% | 11%   | 36% | 1% |
| 1990 | 0%   | 0%  | 9%    | 91% | 0% |
| 1991 | 0%   | 3%  | 25%   | 70% | 2% |
| 1992 | 5%   | 6%  | 18%   | 68% | 3% |
| 1993 | 6%   | 2%  | 16%   | 70% | 4% |
| 1994 | 15%  | 2%  | 31%   | 48% | 4% |
| 1995 | 19%  | 0%  | 23%   | 54% | 4% |
| 1996 | 21%  | 2%  | 30%   | 42% | 5% |
| 1997 | 18%  | 3%  | 35%   | 40% | 4% |
| 1998 | 19%  | 7%  | 29%   | 45% | 0% |
| 1999 | 23%  | 4%  | 26%   | 47% | 0% |

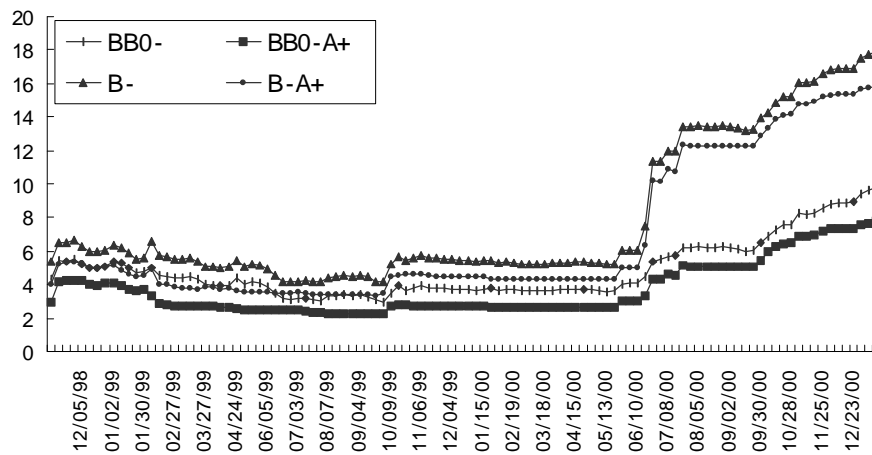
자료: Altman, E. I, "Revisiting the High Yield Bond Market: Mature but Never Dull," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.13 No.1 Spring 2000.

## 2) 스프레드의 변동추이

고수익채권의 스프레드의 변동추이를 살펴보면 2000년 7월부터 국고채수익률이나 A+와 같은 기준금리 대비 고수익채권의 스프레드가 급격히 증대함을 알 수 있다. BB<sub>0</sub>와 국고채수익률간의 스프레드격차(inter-market spread)를 보면, 2000년 1월초에는 3.7%, 2000년 7월에는 5.42%, 2001년 1월에는 9.79% 까지 확대되었다. 고수익채권간에도 BB<sub>0</sub>와 B간의 스프레드격차(intra-market spread)가 크게 확대되었다. BB<sub>0</sub>와 B간의 격차를 보면, 2000년 1월초에는 1.77%, 2000년 7월에는 5.94%, 2001년 1월에는 8.1% 까지 확대되었다. 미국의 경우 1978년부터 1999년 까지의

자료를 분석하면 고수익채권과 미재무성증권의 평균수익률은 각각 12.82%, 8.27%로서 이들간의 평균스프레드는 4.55%이다. 가장 스프레드가 컸던 해는 1991년으로서 스프레드가 10.3% 까지 확대되었다.

<표 III-9> 투기등급채권 스프레드 변동추이(한국)



자료: 한국증권업협회

### 3) 구조조정과의 연계성

고수익채권의 투자자는 높은 채무불이행 위험에 노출되기 때문에 채무불이행 발생후 효율적인 구조조정을 통한 회수율 증대가 매우 중요하다. 미국의 경우 1970~1980년대의 Drexel Burnham Lambert는 고수익채권의 단순한 인수의 차원을 넘어서 채무불이행시 경영권획득을 통한 체계적 기업구조조정을 통해 높은 수익을 획득하였다. 우리나라의 경우 기업분할이나 M&A와 같은 사후적인 구조조정을 염두에 둔 고수익채권 투자는 미미한 상황이다. 기업구조조정전문회사(CRC)의 경우에는 자본

금규모가 영세하여 대규모 고수익채권투자를 행하기 힘들고 주로 주로 부실대출금(non-performing loans: NPL)에 투자하고 있다. 기업구조조정 증권투자회사(CRF)의 경우에는 발행시장에서만 유가증권투자가 가능하며 유통시장에서의 고수익채권투자가 어려운 상황이다.

## 다. 고수익채권시장의 활성화 방안

### 1) 고수익채권전문 공인된 기관투자자 육성

국채전문딜러나 채권전문딜러와 유사하게, 고수익채권의 경우에도 공인된 기관투자자(Qualified Institutional Buyers: QIB)의 지정을 검토해 볼 필요가 있다. QIB란 SEC Rule144a상의 개념으로서 자신의 계산으로 또는 다른 QIB를 위해 기업들이 발행한 유가증권을 최소 1억달러 이상 인수하거나 투자하고 있는 기관들을 의미한다. 벤처기업 등 고수익채권 발행기업과 시장간에는 정보불균형 문제가 심각하여 기업은 높은 조달 비용을 부담해야 하는 바, 공신력과 명성 있는 기관투자자를 통해 이 같은 문제의 해결이 가능하다. 특히 생명공학 등 첨단벤처기업의 경우에는 관련산업과 성공가능성에 대한 정보불균형 문제가 심각하여 지나치게 높은 위험프리미엄 부과되는 문제를 완화할 수 있다.

이제 QIB를 발행시장 CBO와 비교해 보자. 투자자의 입장에서 보면, QIB는 기관자체의 공신력과 명성을 통해 투자위험을 감소시키는 방식인데 반해 발행시장 CBO는 유동화 구조설계를 통해 투자위험을 감소시키는 방식이다. 특히 QIB는 첨단벤처기업 등에 대한 정보불균형으로 인한 위험을 감소시키는 역할을 하는 반면 발행시장 CBO는 특히 경기침체에 채무불이행위험을 감소시키는 기능을 수행한다.

QIB를 Primary Dealer나 채권전문딜러와 비교해보자. Primary

Dealer는 국채를, 채권전문딜러는 일반회사채를 그 대상으로 한다는 점에서 QIB와 다르다. 물론 채권전문딜러의 경우에는 회사채전반을 대상으로 하므로 고수익채권도 포함된다고 할 수 있다. QIB는, Primary Dealer나 채권전문딜러에 비해, 미국 유가증권발행제도의 하나인 SEC Rule144a 상의 기관으로서 발행시장적 측면이 강조된다. QIB의 경우 투자대상의 위험이 높고 신용위험에의 노출이 크기 때문에 사전적(ex-ante)으로는 채무불이행위험의 헤지 능력이 필요하고 사후적(ex-post)으로는 채무불이행시 구조조정 능력이 필요하다. QIB도입을 위해서는 관련 인프라의 구축과 지원이 필요하다. 즉 Primary Dealer는 위험이 없는 국채를 대상으로 하지만 QIB는 채무불이행위험이 높은 고수익채권을 대상으로 하므로 이 제도의 도입을 위해서는 채무불이행위험을 헤지할 수 있는 제도적 지원이 필요하다.

첫째, 채권전문딜러에게 채권관련 장외파생상품을 허용하는 것과 동일한 논리로 QIB에게 신용파생상품을 허용할 필요가 있다. 미국의 경우 고수익채권관련 채무불이행위험을 가장 효과적으로 헤지할 수 있는 방법으로서 신용디폴트스왑의 활용도가 급증하고 있음을 고려할 때 채무불이행위험에의 노출이 큰 QIB에 대해서는 신용파생상품을 우선적으로 허용할 필요가 있다. 둘째, 영업용순자본비율상의 고려가 필요하다. 현행기준에 의하면 고수익채권은 C그룹채권에 속하여 잔존기간이 3개월내이면 8%, 3개월-1년이면 16%, 1년 초과면 30%의 위험가중치가 적용된다. 개정안에서는 BB나 B등급의 고수익채권이 일반채권으로 분류되어 8% 위험가중치가 적용되는 바 QIB의 경우에는 축소된 위험가중치 적용을 통한 지원이 요구된다. 또한 QIB가 신용파생상품이나 기타 방법을 통해 위험을 헤지할 경우 위험가중치를 축소시켜 주는 것이 바람직하다.

공인된 기관투자자(QIB)의 요건을 설정함에 있어서는 미국 QIB요건과 국내 채권전문딜러 요건을 참조하되 우리나라 시장여건과 채무불이행위험이 높은 고수익채권의 특성을 반영하여야 한다. 구체적으로는 채

권전문딜러의 요건을 참조하여 재무건전성 기준, 시장조성 고수익채권의 규모와 고수익채권 매매거래 실적 그리고 업무능력 기준을 생각할 수 있다. 특히 업무능력과 관련하여는 고수익채권의 특성상 신용위험의 측정과 헤지능력 그리고 채무불이행 발생시의 구조조정 능력이 필요하다.

QIB 외에 증권회사의 고수익채권 인수 및 중개기능 활성화가 필요하다. 고수익채권은 고위험을 수반하기 때문에 자기자본의 확대가 필요하다. 미국의 증권사와 비교할 때, 1사당 자기자본규모도 현격히 작지만 전체증권사대비 상위 10% 규모 증권사 자기자본비율도 현저히 작아 인수나 시장조성업무의 효율적 수행이 곤란한 형편이다. 또한 Drexel Burnham Lambert사의 경우에서와 같이 단순한 중개나 인수의 차원을 넘어, 경영권획득을 통한 구조조정을 수행할 수 있는 능력이 부족하다. 고수익채권에 대한 평가와 분석능력을 바탕으로 유가증권투자의 차원을 넘어서 M&A, 기업분할 등 기업구조조정을 수행할 수 있을 때 고수익채권을 통한 기업구조조정이 활성화 될 수 있다. 증권사 자체능력이 부족할 경우에는 기업구조조정전문회사나 M&A 펀드등과의 전략적 제휴를 모색하는 것도 합리적 방안중의 하나이다.

## 2) 고수익채권 수요기반의 확대

첫째, 정크본드 투자에 특화된 기업구조조정증권투자회사의 설립이 필요하다. 경제적 가치는 있으나 유동성 부족을 겪고 있는 기업에 대해서는 유동성지원이 필요하지만 이들에 대한 유동성 지원도 정부가 결정하는 것이 아니라 시장메카니즘에 따라 결정될 수 있도록 유도하는 것이 바람직하다. 산업은행을 통한 인수는 공적 자금적 성격이 강하므로 보다 민간적 성격의 구조조정기금을 활용하는 것이 바람직하다. 유동성 지원을 위해 설립된 기업구조조정증권투자회사(구조조정기금)를 활용하여 자산운용사가 순순히 시장의 원리에 입각하여 투자결정을 내리도록

<표 III-10> 미국내 고수익채권 주간사 순위

(1999년 말 현재, 단위: 백만달러)

| 순위          | 투자은행                           | 액수     | 점유율   | 건수  | 비고(전년순위) |
|-------------|--------------------------------|--------|-------|-----|----------|
| 1           | Donaldson, Lufkin & Jenrette   | 17,452 | 18.3  | 73  | 1        |
| 2           | Salomon Smith Barney           | 13,489 | 14.2  | 62  | 3        |
| 3           | Goldman Sachs & Co.            | 10,725 | 11.3  | 52  | 6        |
| 4           | Chase Manhattan Corp           | 10,300 | 10.8  | 49  | 7        |
| 5           | Morgan Stanley Dean Witter     | 8,735  | 9.2   | 121 | 2        |
| 6           | Merrill Lynch & Co.            | 5,716  | 6.0   | 29  | 4        |
| 7           | CS First Boston                | 5,257  | 5.5   | 30  | 8        |
| 8           | Lehman Brothers                | 4,310  | 4.5   | 27  | 9        |
| 9           | Bear Stearns                   | 4,137  | 4.4   | 24  | 10       |
| 10          | Banc of America Securities LLC | 2,950  | 3.1   | 20  | 12       |
| Top 10 합계   |                                | 83,069 | 87.3  | 487 | 79.7%    |
| 총규모 (산업 전체) |                                | 95,184 | 100.0 | 535 |          |

자료: Thonson Financial Securities Data

하는 것이 합리적이다. 「증권투자회사법」상 기업구조조정증권투자회사 요건중의 하나가 자금의 50% 이상을 30대 재벌 이외의 기업에 투자하는 것인 바, 대기업발행 고수익채권 투자에 한계가 존재한다. 또한 기업구조조정증권투자회사는 발행시장에서의 유가증권 취득만을 허용한 바, 유통시장의 활성화를 위해서는 「증권투자회사법」 시행령 36-2-1을 개정하는 것이 필요하다.

둘째, 구조조정과 연계된 고수익채권 투자의 활성화가 필요하다. 고수익채권은 채무불이행위험이 크므로 채무불이행이 발생했을 경우에는 채권의 다수를 확보하여 구조조정을 선도할 벌처펀드적 투자자가 필요하다. 현행 제도상 「산업발전법」상의 구조조정전문회사(CRC)가 벌처

펀드적 성격을 가지나 그 규모의 영세성으로 인해 대규모 정크본드투자가 어려운 상황이다. 현행 「증권투자회사법」에는 벌처펀드적 성격의 기업구조조정증권투자회사(CRF)를 배제하고 있지 않으므로, 유동성지원을 주목적으로 하는 기존의 구조조정기금 외에 정크본드투자에 특화된 새로운 기업구조조정증권투자회사를 설립할 필요성이 존재한다.

셋째, Primary CBO가 고수익채권을 적절한 가격으로 편입함을 전제로 할 경우, 고수익채권의 편입비중을 자율화시키는 것이 바람직하다. 즉 기업의 신용위험에 근거한 합리적 위험프리미엄이 전제될 경우 채권형 펀드에서 Primary CBO 비중 확대 그리고 Primary CBO에서 고수익채권의 비중 확대를 고려해 볼만하다.

넷째, 헤지펀드 제도의 도입을 검토해 볼 필요가 있다. 외국의 경우를 보면 고수익채권에 대한 주요 투자자는 뮤추얼펀드 외에 위험평가와 위험헤지능력이 뛰어난 헤지펀드이다. 연기금 등 기관투자자는 고수익채권에 직접투자하지 않고 고수익채권에 투자하는 헤지펀드에 투자하는 것이 일반적이다. 우리 나라의 경우에도 고수익채권에 대한 수요기반을 확대하기 위해 헤지펀드 도입을 전향적으로 검토할 필요가 있다.

### 3) 시장메카니즘에 입각한 가격결정

고수익채권의 스프레드 결정에 있어 가장 중요한 요소는 발행기업의 파산확률과 이것이 반영되어 결정되는 채무불이행위험(default risk)이다. 파산확률이 정책당국에 의해 인위적으로 결정되는 상황하에서는 시장참가자들이 위험에 대응되는 합리적 스프레드 획득이 불가능하여 고수익채권에 대한 투자를 꺼리게 된다. 기업의 채무불이행위험이 적절히 반영되어 고수익채권 수익률이 충분히 높게 결정되면 수요자는 자연스럽게 발생할 것이고 자신의 위험에 대응하는 이자를 지급하지 못하는 기업은

시장에서 자연스럽게 퇴출될 것이다. Primary CBO에 의한 회사채 발행 금리는 신용위험에 비해 인위적으로 낮게 책정되어 있는 바, 발행금리가 신용위험을 충분히 보상해 주어야만 고수익을 추구하는 자금이 회사채 시장으로 유입될 수 있다. 고수익채권 발행시장에서 신용위험에 근거한 스프레드가 형성되어야만 부실기업의 퇴출이 원활해지고 효율적 기업구조조정이 가능해 진다.

#### 4) 고수익채권과 구조조정의 연계성 강화

미국의 경우에도 전체 M&A에서 LBO의 비중이 감소하고 있으며 고수익채권을 활용한 LBO도 감소추세이다. 최근에는 M&A과정에서 레버리지를 사용하더라도 LBO와 같이 높은 레버리지를 사용하지 않고 보통 3-4배 정도의 레버리지를 사용하는 것이 일반적이다. 우리나라의 경우에는 고수익채권을 활용한 LBO용에 제약이 많다. 첫째, LBO Loan을 활용하기 위해서는 은행으로부터의 차입이 필요한 데, 우리나라 은행들은 기업인수목적의 대출을 하지 않고 있다. 둘째, LBO과정에서 인수대상기업이 높은 부채비율을 유지할 수 있어야 하는데 부채를 사용하는데 법률적 제약이 존재한다. 즉 기업구조조정전문회사나 기업구조조정투자회사의 회사채 사용한도는 각각 순자산의 10배, 20배로 「상법」에 대한 특례가 인정되고 있으나 「상법」상 순자산액의 4배까지 회사채 사용이 가능하다. 셋째, LBO에서는 인수자가 자신의 지분비율을 크게 증대시킬 수 있어야 하는데, 이를 위한 금융기법의 사용에 제약이 존재한다. LBO에서는 차입한 자금을 통해 자사주를 매입하여 인수자의 지분을 높이는 절차가 필요한데, 현행 「상법」상, 「증권거래법」상, 금감위규정상 자사주 매입·매각의 한도와 그 시기에 제약이 존재한다. 우리나라의 경우에도 M&A펀드 도입시 M&A펀드로 하여금 레버리지를 일으킬 수 있도록 허용하는 것이 국제적 정합성 있는 구조이다. 그러나 정부에서

M&A펀드의 레버리지 사용을 금지하는 이유는 M&A펀드가 증권투자회사나 투자신탁이라는 법률적 형태를 갖고 있기 때문이다. 유한책임회사(limited partnership)형태의 사모M&A펀드를 허용하면 「증권투자회사법」이나 「증권투자신탁업법」의 적용을 받지 않게 되므로 M&A펀드의 레버리지 사용을 허용할 수 있다.

우리나라 현행제도상 고수익채권을 통한 M&A기능은 M&A펀드를 통해 실현할 수 있다. 도입예정인 M&A펀드는 경영권획득형 M&A펀드와 자금지원형 M&A펀드로 구분되는 바, 자금지원형 M&A펀드는 고수익채권 인수를 통해 M&A 지원이 가능하다. 경영권 획득형 M&A펀드란, 펀드 스스로가 M&A주체가 되어 기업의 경영권을 획득하는 펀드를 의미하는데 다수의 고수익채권을 인수하여 출자전환 시킴으로써 경영권을 획득할 수 있다.

##### 5) 고수익채권 관련 인프라의 구축

첫째, 고수익채권 인덱스(high-yield index)의 개발이 필요하다. 고수익채권의 경우 지급불능, 빈번한 환매, 가격결정상의 어려움, 비유동성 등으로 인해 인덱스의 개발이 용이하지 않지만 상품개발과 위험헤지에 커다란 효과가 기대된다.

둘째, 파산지수(bankruptcy index)의 개발이 필요하다. 파산지수가 개발되면 이를 기초로 하는 선물이나 옵션의 개발이 가능하기 때문에 신용위험의 헤지에 활용 가능하다. 파산지수가 개발되면 파산지수에 근거한 선물이나 옵션 등의 특정한 기업에 국한된 특수한 신용위험뿐만 아니라 시장전반에 걸친 체계적 신용위험도 헤지 가능하다.

셋째, 고수익채권 투자관련 위험을 효율적으로 헤지할수 있도록 하기 위해 신용파생상품(credit derivative)의 거래를 활성화할 필요가 있다.

앞에서도 논의한 바와 같이 고수익채권은 주식적 성격과 채권적 성격을 모두 갖고 있는 증권이다. 주식시장과의 상관관계에서 발생하는 위험은 주가지수선물 등을 통해 헤지할 수 있고 채권시장과의 상관관계에서 발생하는 위험은 이자율 파생상품을 통해 헤지할 수 있다. 그러나 고수익채권은 신용위험 또는 채무불이행위험이 높은 증권이기 때문에 채무불이행위험의 헤지가 위험관리의 핵심이슈가 된다. 최근 선진 투자은행에서는 신용디폴트스왑 등 신용파생상품을 통한 고수익채권 위험헤지가 각광을 받고 있다. 우리나라의 경우에도 신용파생상품을 허용하여 채무불이행위험의 효율적 헤지를 가능하게 하고 이를 통해 고수익채권 수요 기반 확대를 모색할 필요가 있다고 생각한다.

넷째, 고수익채권과 다른 자산유형과의 상관관계수 관련정보, 고수익채권의 사망율(mortality rate) 관련정보, 고수익채권관련 기관경과효과(aging effect) 관련정보, 채무불이행율(default rate)과 스프레드와의 상관계수정보 등 고수익채권 투자에 유익한 정보를 증권협회나 채권시가평가기관에서 생산할 수 있어야 한다.



## IV. 자산구조조정수단의 분석과 개선방안

---

1. 자산구조조정수단의 의의
2. M&A와 자산구조조정
3. 기업분할과 자산구조조정
4. 지주회사제도와 자산구조조정
5. 부동산투자회사(REITs)와 구조조정부동산펀드



## IV. 자산구조조정수단의 분석과 개선방안

### 1. 자산구조조정수단의 의의

자산구조조정이란 대차대조표상 자산측면을 대상으로 한 구조조정을 의미한다. 자산은 부동산 등과 같은 구체적 자산일수도 있고 특정 사업부를 의미할 수도 있다. 크게는 자산전체의 집합인 기업자체를 의미하기도 한다. 자산차원의 구조조정은 크게 자산을 확대하는 방향과 축소하는 방향으로 구분된다. 자산을 확대하는 구조조정 방안으로는 M&A, 지주회사제도, 합작투자, 영업양수도 등이 있다. 특히 지주회사제도는 기업결합의 한 형태이지만 그 설립과정에서 기업분할을 수반하기도 한다는 특성을 갖는다.

자산을 축소하는 방안으로 기업분할제도가 있다. 기업분할제도는 사업부주식(target stock), 자회사상장(equity carve-out), 배당형분할(spin-off) 등으로 구분된다. 우리나라 「상법」 상으로는 인적분할과 물적분할이 있다. 기업분할과 합병이 동시에 이루어지는 분할합병은 자산의 축소와 자산의 확대가 동시에 진행되는 자산구조조정 방식이다. 자산의 확대나 축소와 달리 기업간에 사업자체를 교환하는 사업교환도 자산구조조정방안의 하나이다. 그 밖에 부동산매각을 통한 자산구조조정을 지원하는 제도로는 부동산투자회사(REITs)제도와 구조조정부동산펀드 등이 있다.

본 장에서는 M&A, 기업분할제도, 지주회사제도 그리고 부동산매각과 관련된 자산구조조정에 초점을 맞추어 관련제도와 구체적 구조조정 방법에 대해 논의하도록 한다.

## 2. M&A와 자산구조조정

### 가. 구조조정수단으로서의 M&A

일반적으로 M&A란 영업시너지나 재무시너지 등의 창출을 통해 기업가치를 증대시키기 위해 수행되는 합병(merger)과 인수(acquisition) 등을 의미한다. 인수는 자산인수와 주식인수로 구분되는데 자산인수는 「상법」상 영업양수, 주식인수는 「상법」상 주식취득에 대응되는 개념이다. 최근 우리나라에서 논란이 되고 있는 M&A는 M&A중에서 특히 비효율적 기업을 대상으로 한 M&A, 즉 경영권획득을 통해 비효율적 경영자를 퇴출시킴으로써 기업가치의 증대를 도모하는 적대적 M&A이다. 비효율적 기업이란, 비효율적 경영자(inefficient management)의 존재로 인해, 경영진 교체 등의 구조조정이 수행될 경우 기업가치의 추가적 상승이 기대되는 기업을 의미한다. 비효율적 기업의 특수한 경우가 부실(distressed)기업으로서 부실기업은 아니더라도 비효율적 기업일 가능성이 존재한다.

이제 유사개념과의 비교를 통해 M&A의 특성과 기업구조조정과의 관련성을 살펴보자. 첫째, M&A와 기업구조조정을 비교해 보자. 구조조정은 자산차원의 구조조정과 재무차원의 구조조정으로 구분되는데, M&A는 자산의 확대를 추구하는 기업구조조정 방법의 하나로 기업구조조정의 하위개념이다. 우리나라 증권회사의 경우에는 기업재무구조의 조정, 기업분할, 민영화 등 각종 기업구조조정 업무를 투자은행본부 산하의 M&A부서에서 담당하는 경우가 많다. 즉 실질적으로 기업구조조정을 M&A와 유사한 의미로 이해하고 있다. 둘째, M&A와 기업결합을 비교해 보자. M&A는 기업조직개편과 관련된 상법상의 개념인데 반해, 기업결합은 경제력집중을 억제하기 위한 「독점규제및공정거래에관한법률」

상의 개념이다. 기업결합이란 자산총액 또는 매출액의 규모가 일정 수준 이상인 기업이 타회사 주식의 취득 또는 소유, 임원겸직, 합병, 영업양수, 새로운 회사설립에의 참여를 통해 일정한 거래분야에서 경쟁을 실질적으로 제한하게 되는 경우를 의미한다. 기업결합에는 M&A개념에 포함되는 합병, 영업양수, 주식취득 외에 임원겸직 등이 포함되므로 M&A보다는 광의의 개념이고 그 적용대상이 일정규모 이상인 기업에 한정된다는 차원에서는 M&A보다 협의의 개념이다.

### 나. 구조조정기구와 M&A

앞에서 논의한 각종 구조조정기구들은 관련법에 근거하여 다양한 방법으로 기업구조조정업무를 수행한다. 기업구조조정전문회사(CRC)의 경우에는 구조조정대상기업의 인수를 통한 경영정상화가 그 핵심업무인 바, 주식의 인수나 부실채권매입 후 출자전환을 통한 M&A가 주요업무 중의 하나이다. CRC가 직접 해당기업과 합병하는 것은 금지되며 CRC가 기인수한 자회사를 통해 M&A를 수행한다. 그밖에 CRC는 기업간 M&A의 중개업무도 수행할 수 있다.

기업구조조정투자회사(CRV)의 경우에는 「기업구조조정투자회사법」상 CRV의 업무로 M&A가 구체적으로 규정되어 있지는 않다. 그러나 CRV의 주기능이 약정체결기업에 대한 기업구조조정업무인 바, M&A업무는 당연히 수행할 수 있다고 판단된다. 특히 「기업구조조정투자회사법」 제11조에서 CRV의 업무범위에 '기타 약정체결기업의 경영정상화에 필요한 업무'가 포함되어 있는 바 M&A가 이 업무에 포함될 수 있다고 판단된다. 만일 기업의 경영정상화가 기존 기업의 실체유지를 전제로 한다면 M&A중 최소한 분할합병은 포함될 수 있을 것이다.

기업구조조정증권투자회사(CRF)는 「증권투자회사법」상 특례의 적

용으로 기업에 대한 경영권획득에는 문제가 없다. 그러나 재무구조조정을 주목적으로 하는 CRF의 성격상 M&A업무는 수행할 수 없다고 생각된다. CRF의 업무범위는 관련법외에 정관이나 투자설명서상에서 규정되는 데 현재 운용중인 CRF에서는 M&A업무가 규정되어 있지 않다. 또한 CRF의 자산운용사가 유가증권투자 특히 포오프폴리오투자에 전문화된 자산운용사이므로 M&A업무는 적합치 않다고 판단된다.

KAMCO의 경우에는 「금융기관등의효율적정리및한국자산관리공사설립에관한법률」 제26조 3항과 5항에 M&A관련 업무가 규정되어 있다. 즉 부실징후기업에 대한 인수 및 정리업무를 수행할 수 있고 합병 등구조조정을 도모하는 법인의 자산을 관리·인수정리·매매중개 할 수 있다. 또한 KAMCO는 자체적으로 CRC와 CRV를 보유하고 있으므로 이를 통해 앞에서 언급한 M&A관련 업무를 수행할 수 있다.

## 다. M&A시장의 현황과 문제점

이하에서는 현재 우리나라 M&A시장의 문제점을 수요측면, 중개측면, M&A방식 측면, 가치평가 측면, 그리고 제도 및 환경측면에서 살펴보고자 한다.

### 1) 수요측면

기존의 국내 M&A 주체는 전략적 투자자(strategic investor)가 주류를 이루고 있고, M&A 시장형성에 중추적 역할을 할 수 있는 재무적 투자자(financial investor)는 제대로 형성되어 있지 못한 실정이다. 부실기업에 특화된 기업구조조정전문회사 등 일부 특정목적의 재무적 투자자는 존재하나 M&A시장의 활성화에 큰 도움이 되지 못하고 있다. 개별투

자자가 직접 적대적 M&A를 수행하기에는 위험이 너무 높기 때문에 이 들로부터 자금을 모집하여 M&A를 수행하는 주체가 필요함에도 불구하고 적대적 M&A의 Vehicle은 부족한 실정이다. 펀드형태의 투자수단도 법규정상 여러 가지 제약조건이 많아 진정한 의미의 M&A 투자목적 펀드는 존재하지 않고 있다.

M&A활성화를 위한 자금조성과 M&A펀드의 설정은 재경부, 산자부, 금감원 각각에 의해 3원화 되어 개별적으로 추진되고 있다. 재경부는 기업인수형 M&A펀드(take-over type M&A fund)와 자금지원형 M&A펀드(financial-type M&A fund)로 양분화하여 추진중이다. 산자부와 중소기업청은 중소·벤처기업 M&A펀드를 추진하고 있다. 금감원은 주식형사모펀드를 추진하고 있는데 동일종목 투자제한조항이 현행 10%에서 신탁재산의 50%까지 확대되며 수익자수가 100명 미만인 펀드로 기타의 법적 제한조항은 공모펀드와 동일하게 적용된다. 주식형사모펀드는 투자대상이 상장 및 KOSDAQ등록기업에 한정되고, 10%이상의 보유분에 대해 의결권행사가 불가능하며, 환매가 가능하므로 M&A목적의 장기적인 투자에 한계가 있다.

## 2) 중개측면

선진 투자은행들은 중개외에 기업인수 기능까지 수행하는 반면, 우리나라 증권사의 M&A 업무는 중개업무에 국한된다. IMF이후 국내 증권사들의 M&A업무가 위축되었으나 최근 들어 기업구조조정과 관련된 M&A업무와 벤처기업을 대상으로 한 M&A업무를 중심으로 그 활성화가 모색되고 있다. M&A는 투자은행의 핵심적 업무중의 하나로서 투자은행을 지향하는 증권사들이 그 기능확대를 도모하고 있으나 선진 투자은행과 비교할 때 평가능력, 자본력을 바탕으로 한 인수능력, 자금조달방안의 설계능력 등이 부족한 형편이다. 또한, M&A관련 데이터베이스

구축이 미비하여 후보기업 선정작업이 체계적이지 못하다. 그리고, M&A나 기업구조조정업무에 특화된 투자은행이 존재하지 않아 외국계 투자은행에 의해 주도되고 있다. M&A를 주요업무로 삼는 또 다른 중개 기관인 M&A 부띠끄들은 현재 전문인력, 자본금 등 설립요건 차원에서 아무런 규제를 받지 않고 있어서 그 설립과 활동이 자유로운 반면, 역으로 시장의 신뢰를 바탕으로 적극적인 M&A업무를 수행하는데 한계가 있다.

### 3) 주식교환과 M&A방식 측면

우리나라에서는 M&A거래 결제방식이 단순히 현금에 의해 이루어져 왔다. 이는 매수측의 자금조달능력에 따라 M&A거래의 성사가 결정된다는 의미이므로 M&A 활성화에 커다란 제약요소로 작용하였다. 한편, M&A를 위한 과도한 현금유출은 매수측의 재무구조를 악화시켜 M&A의 성과자체를 위협하는 요인으로 작용하기도 한다.

M&A 지불방식은 크게 현금교환형(cash mode)M&A, 주식교환형(stock mode)M&A 그리고 양자의 혼합형으로 구분된다. 주식교환형 M&A는, M&A대상회사나 M&A대상회사의 주주들에게 M&A를 추진하는 매수회사의 주식이 교부되는 방식의 M&A를 의미한다. 주식교환형 M&A와 현금교환형M&A를 비교해보면, 현금교환형M&A의 경우에는 매수회사 주주의 기존 지분비율에 변화가 없지만 주식교환형의 경우에는 지분비율이 감소한다. 양자중 어떠한 방법이 효율적인 M&A방식인가는 일률적으로 결론을 내리기 힘들고 각각의 상황에 따라 달라진다. 매수회사의 주식이 고평가 되어있는 경우, 벤처기업과 같이 M&A를 위한 현금이 부족한 경우에는 주식교환형M&A의 유용성이 높다. 주식교환형중에서 주식-자산교환형M&A의 경우에는 대상기업 이사회 승인이 필요하나 주식-주식교환형M&A의 경우에는 개별주주로부터 주식을 매수하므로

대상기업 이사회 승인이 필요 없기 때문에 적대적 M&A에 보다 적합하다.

광의의 주식교환은 주식스왑(stock swap), 협의의 주식교환(share exchange) 그리고 주식이전(share transfer)으로 구분된다. 주식스왑은 M&A 지불수단으로서의 주식교환을 의미하고, 주식교환과 주식이전은 모자회사 관계의 설정을 위한 주식교환을 의미한다.

주식스왑(stock swap)은 다시 구주와 구주의 교환, 신주와 신주의 교환, 구주와 신주의 교환으로 구분된다. 첫째, 구주와 구주의 교환은 민법상 교환계약으로서 실행에 문제가 없다. 둘째, 상법상 신주가 현물출자 대상이 아니기 때문에 신주-신주교환은 사실상 불가능하다. 물론 각각의 M&A 당해기업이 신주를 발행하고 이를 제3자 배정방식 등을 통해 각각의 상대방 기업에 이전할 수 있으나 이는 진정한 의미의 주식교환이 아니다. 왜냐하면 이 거래는 결과적으로는 주식이 교환되지만 실질적으로는 신주-현금 교환거래와 현금-신주교환거래를 복합적으로 결합한 거래이기 때문이다. 셋째, 구주와 신주의 교환은 현행 상법상 구주를 현물출자 대상으로 하여 신주를 발행할 경우 구주에 대해 공인감정사의 평가 및 법원의 심사를 받도록 규정하고 있기 때문에 상당한 시간이 소요된다. 향후 법원의 심사가 강화될 경우 교환비율 설정에 융통성이 상실되어 M&A 성사 가능성이 감소될 가능성이 있다.

가장 논란이 되고 있는 구주-신주 교환에 대해 보다 구체적으로 살펴보자. 상법에서는 현물출자에 관하여 엄격한 검증절차를 거치도록 규정하고 있다. 즉, 이를 정관에 명시해야 하며 법원이 선임한 감사인의 검사보고서 또는 공인된 감정인에 의한 검사보고서를 작성하여 법원에 보고하여야 한다. 법원은 감정결과가 적합한지를 심사하여 적정한 평가가 아니라고 판단할 경우 이를 변경할 수 있다(상법 제299조의2, 제300조, 제422조). 법인설립시에는 발기인총회에서 선임된 이사가, 증자에 의한

신주발행시에는 이사가 검사인 또는 감정인을 선임하여 출자될 주식의 가치를 평가하게 한 후 이에 관한 보고서를 관할법원에 신고하면 된다. 법원은 평가의 적정성을 판단하여 적정하다면 서면을 발행하고 서면을 가지고 등기를 하면 현물출자가 완성된다.

이제 현행 주식교환에 있어서의 상법과 세법상의 문제점에 대해 살펴보자. 먼저 상법규정상의 문제점은 다음과 같다. 첫째, M&A 당해 기업들간의 자율적인 교환비율을 관철시키기 곤란하다. 주식교환을 통해 전략적 제휴나 M&A를 수행하는 경우에는 시장이 객관적으로 평가하기 힘든 주관적 요소가 평가과정에 포함된다. 즉, 검사인이나 감정인에 의한 평가방법에는 포함되지 않는 주관적인 요인들이 가치평가에 포함된다. 실질적으로 주식교환을 실행하기 위해서는 M&A 당해 기업간의 교환비율과 검사인 또는 감정인에 의한 교환비율이 일치해야 한다는 문제가 존재한다. 만일 양자가 일치하지 않을 경우에는 어려운 협상과정을 거쳐 결정된 교환비율이 감정인의 평가나 법원의 심사과정에서 크게 변경되어 주식교환에 의한 M&A가 실패할 가능성이 커진다. 둘째, 주식교환절차상 상당한 시간이 소요된다. 현물출자절차는 최소한 수 주일이 소요되므로 그 동안 주가가 급변할 경우 교환합의가 파기될 가능성이 존재한다.

다음으로 현행 세법규정상의 문제점을 살펴보자. 「조세특례제한법」 제46조에서는 「독점규제및공정거래에관한법률」상의 기업간 주식교환에 대해 과세특례를 인정한다. 또한 동법 제46조의2에서는 벤처기업의 주식교환에 대한 양도소득세를 감면하고 동법 제47조에서는 기업분할로 신설되는 신설법인의 주식교환에 대한 과세특례를 부여한다. 그러나, 특례로 인정되는 경우 외에는 주식교환으로 인한 양도차익이 과세대상이 된다. 이 같은 문제는 세법상 과세를 위한 주식평가방법(상속증여세법시행령제53조-제57조)이 현물출자시의 평가방법(검사인 또는 감정인의 평

가방법)과 상이할 경우에 발생한다.

#### 4) 가치평가측면

첫째, M&A대상기업이 주권상장법인 경우의 합병가액 결정은 거래가격평균이 자산가치에 미달하는 경우 자산가치로 할 수 있다고 규정하여 자의성 개입 여지가 존재한다. M&A대상기업이 비상장법인 경우의 합병가액 결정은, 자산가치와 수익가치를 1 : 1.5의 비율로 가중평균한 가액과 상대가치를 산술평균 한 가액으로 하도록 되어 있는 바, 상대가치를 포함시키지 않아도 되는 '상대가치를 산출할 수 없는 경우'에 대한 규정이 불명확하여 상대가치 포함여부 결정에 자의성 개입 가능성이 존재한다. 둘째, 일반기업과 달리 벤처기업의 가치는 미래의 성장성에 크게 의존하고 미래의 불확실성이 크므로 기존의 평가모형과는 다른 평가패러다임이 필요하다. 셋째, 새로이 개발되는 다양한 평가방법을 증권거래법이나 금감위규정으로 규정하는 데에는 한계가 존재하므로 최대한 다양한 평가방법을 인정하되 외부평가기관 등을 통해 그 객관성을 검증받도록 하며 그 외부평가기관에 대한 감독을 강화하는 것이 합리적이다. 넷째, 증권거래법과 세법상 기업가치평가방식에 차이가 존재하여 합병비율산정과 세액추정에 혼란이 발생한다. 합병당사자간에 서로에게 유리한 방식으로 기업가치를 산정하여 합병이 무산되는 가장 중요한 요인으로 작용하기도 한다.

#### 5) 제도 및 환경

M&A관련 제도 및 환경측면에서는 다음과 같은 문제점이 존재한다. 첫째, 적대적 M&A에 대한 정서적 거부감이 있다. 적대적 M&A는 경영권을 탈취하는 비도덕적 행위라는 유교적 인식이 M&A수행에 심리적

부담으로 작용한다. 둘째, M&A업무는 투자은행의 핵심업무임에도 불구하고 증권사들의 M&A증개실적이 미미하다. 증권사나 M&A부띠끄 등 M&A 증개기관의 기능분화와 상호보완관계가 미약하다. 셋째, M&A의 본질적 가치가 비효율적 경영자를 교체하여 기업의 가치를 증대시키는데 있는 바, 인수한 기업의 가치를 증대시키기 위해서는 경영능력을 구비한 전문경영자가 요구됨에도 불구하고 전문경영자시장이 존재하지 않는다. 넷째, M&A 시장은 상장기업 뿐만 아니라 비상장·비등록법인을 대상으로 한 시장도 무시할 수 없는 큰 시장임에도 불구하고 이 시장을 대상으로 한 제도적 장치가 부족한 상황이다. 비상장·비등록기업의 경우 창업 대주주들이 기업을 매각하려 해도 매수기반이 제한되어 있어 시장이 활성화되어 있지 못하다. 다섯째, M&A관련 세제 및 회계상의 문제점이 존재한다. M&A와 관련된 세제상 부담요인으로는 소멸법인의 청산소득에 대한 과세문제, 피합병법인의 이월결손금승계부인문제, 합병차익에 대한 과세이연문제, 피합병법인의 세무조정사항 승계불허문제, 합병시 증여의제문제, 비상장·비등록 주식교환시 과도한 증권거래세 문제 등을 들 수 있다.

## 라. M&A시장의 활성화 방안

### 1) M&A펀드와 구조조정펀드를 통한 수요기반 확대

M&A펀드를 사모형태로 설립하는 것은 국제적으로 정합성 있는 방식이지만 투신사나 증권투자회사의 펀드형태를 갖는 것은 문제 발생 소지가 존재하므로 이에 대한 철저한 대비책이 마련되어야 한다. 유가증권 투자를 전문으로 하는 증권투자회사나 증권투자신탁 형태가 아닌 다른 법적형태의 사모M&A펀드를 활성화하는 것이 바람직하다. 「산업발전법」상 기업구조조정전문회사의 경우에서와 같이 투자조합 형태의 사모

펀드도 우리나라에서 설립가능 한 사모펀드 형태의 하나라고 판단된다.

M&A펀드의 성격을 고려할 때, 최소한의 투자규모를 사전에 규정하여 기관투자자나 일정수준 이상의 부를 보유한 개인투자자를 대상으로 하는 것이 국제적으로 정합성 있는 구조이다. 일반투자자에 대하여 M&A펀드의 판매가 허용될 경우 M&A펀드의 위험요인에 대한 구체적 설명조항을 의무적으로 포함시키도록 유도해야한다. Greenmail을 목적으로 하는 M&A의 경우 일반투자자를 보호하기 위해 주식매입후 일정기간동안 매각을 금지시킬 필요가 있다.

M&A펀드의 허용과 함께 다각적 차원에서 공개매수(tender offer)절차를 단축하여 공개매수를 용이하게 하려는 제도개선이 이루어지고 있다. 이에 대응하여 본인과 특별관계자가 보유한 주식수가 총수의 5%이상 되는 경우 공개매수신고서를 제출해야 하는 5% 규칙은 더욱 철저히 준수되어야 한다. M&A펀드의 투자가 활성화될 경우 효율적인 기업이 비효율적 기업에 의해 공격대상이 되는 문제점이 발생할 수 있다. 따라서, M&A펀드의 활성화 지원과 함께 M&A대상기업의 방어책 마련도 지원되는 것이 균형있는 정책방향이라고 판단된다.

사모형 M&A펀드의 경우, 의결권행사를 투신사나 자산운용사 등 제3자에게 위탁하지 않고 투자자가 직접 행사하도록 하여야 한다. 또한, 대규모기업집단이 M&A펀드에 출자하여 기업을 인수한 경우, 동일인이 30%이상 출자한 회사 또는 사실상 지배하는 회사를 통한 기업인수도 동일인의 계열사로 간주하는 법규정을 적용하여 계열사 확장을 통제하여야 할 것이다. 또한, 대규모기업집단이 M&A펀드에 투자한 후 이 펀드를 통해 특정회사를 펀드에 편입할 경우 이를 5년내 매각하는 것을 의무화해야 한다.

## 2) M&A 중개측면

첫째, M&A 중개를 담당하는 핵심적인 기관은 투자은행인 바, 우리나라 증권사 등도 기업에 대한 평가능력, 자금조달의 구조설계 능력, 성사가능성을 높일 수 있는 합병계약의 설계능력, 자본력을 바탕으로 한 인수능력 등을 강화해야 한다. M&A업무를 체계적으로 수행하기 위해서는 M&A 관련 데이터 베이스가 구축되어야 한다. M&A를 비롯한 기업 구조조정 능력은 한 국가경제의 경쟁력을 결정하는 중요한 인프라인 바, 정책적으로 M&A와 기업구조조정업무에 특화된 투자은행을 육성할 필요가 있다고 판단된다.

둘째, 자금력은 부족하지만 순발력이 뛰어난 M&A부띠끄는 소규모 M&A중개에 특화하거나 대규모 거래를 투자은행에 소개하는 기능을 수행하도록 유도할 필요가 있다. 즉 M&A 중개기관간의 상호보완적인 관계설정이 필요하다. M&A부띠끄의 중개활성화를 위해서는 가칭 'M&A 전문회사법'을 도입하여 제도권 금융기관으로 도입 가능성을 검토할 필요가 있다.

## 3) M&A방식 및 수단측면

첫째, 주식교환을 활용한 M&A를 활성화한다. 현행 상법상 구주-구주 교환은 실행상 문제가 없고 신주-신주교환은 사실상 불가능하며 구주-신주교환은 법원의 심사기능 때문에 그 효율적 활용에 어려움이 존재한다. 구주-신주교환이나 신주-신주교환의 활성화를 저해하는 근본적인 문제가 상법상의 현물출자 관련 규정에 있는바, 증권거래법이나 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」 등에 현물출자에 대한 특례를 인정하고 주식교환제도를 도입할 필요가 있다. 또한, 인수자가 대상기업의 주주들에게 제공하는 인수기업주식에 대한 일종의 풋옵션인 CVR (contingent value right)의 활용을 통해 주식교환시 주가의 변동위험을 최소화하여 M&A

성사가능성을 제고할 수 있다.

둘째, 출자전환을 통한 경영권획득을 활성화한다. 출자전환(debt-equity swap)은 주로 기업구조조정 과정에서 부채비율을 낮추는 수단으로 활용되는데 부채를 주식으로 교환해 주는 주체의 입장에서는 주식보유를 통해 경영권 획득이 가능하다. 벌처펀드의 출자전환을 통한 M&A를 활성화하기 위해서는 은행이 부실채권을 먼저 벌처펀드에 판매하고 구조조정전문가인 벌처펀드가 필요에 따라 대출채권을 출자전환토록 유도하는 것이 보다 합리적인 방안이라고 판단된다. 기업구조조정전문회사를 통한 M&A를 활성화하기 위해서는 채권을 매입한 구조조정전문회사가 기업회생안 의결과정에서 의결권을 행사할 수 있어야 한다.

#### 4) 대상기업 평가측면

특히 벤처기업간 M&A과정에서는 일반기업의 가치평가와는 상이한 평가방식이 필요하다. 그러나, 새로이 개발되는 다양한 평가방법을 증권거래법이나 금감위규정으로 규정하는 데에는 한계가 존재한다. 따라서 최대한 다양한 평가방법을 인정하되 외부평가기관 등을 통해 그 객관성을 검증받도록 하며 그 외부평가기관에 대한 감독을 강화하는 것이 합리적이다. 또한, 증권거래법과 세법간 가치 평가방식을 일치시켜야 한다. 증권거래법상 가치평가방식은 상장법인이 합병계획서를 금융감독원에 제출할 때 준수해야할 방식이고 세법상 방식보다 현실을 잘 반영하고 있으므로 세법상의 평가방법을 개정하여 양자를 일치시키는 것이 바람직하다고 판단된다.

### 5) M&A관련 인식의 전환

M&A의 활성화를 위해 기업, 주주, 정책수립자, 중개기관 입장에서의 인식의 전환이 요구된다. 인수기업의 입장에서는 M&A는 정상적인 경영 전략 또는 성장전략의 일환이라는 인식 제고가 필요하다. 피인수기업이나 매각기업경영자 입장에서는 기업의 경영권 이전이 다른 차원의 경영 성공이라는 인식전환이 필요하다. 주주입장에서는 기업을 보다 효율적으로 운영할 수 있는 경영자에게 경영권이 이전되는 것이 주주의 입장에서도 유익하다는 인식이 필요하다. 또한, 실질적인 M&A의 활성화는 시장의 원리에 따라 주도되는 것이 바람직하므로 정부는 시장메카니즘이 효율적으로 작동하도록 관련제도를 정비하고 공격자나 방어기업 어느 쪽에도 치우치지 않는 균형있는 자세를 견지해야 한다. 중개기관입장에서는 올바른 M&A 관행의 정립을 위한 M&A윤리강령의 제정도 고려해 볼만하다.

### 6) M&A관련 제도의 개선

첫째, 투자자보호를 위한 제도개선이 필요하다. 특히 M&A펀드 등 재무적 투자자의 경우에는 투자자보호 차원에서 1/3이상 취득시 100% 공개매수를 의무화할 필요가 있다. 공개매수자와의 특별관계인 뿐만 아니라 당해 공개매수에 대해 진정한 매수의도가 없는 가공의 공개매수는 금지되어야 한다. 공개매수의 과열로 인한 증권시장의 혼란을 방지하기 위해 경쟁매수자간의 매수가격차이에 대한 한도의 설정문제도 검토할 필요가 있다. 또한, M&A펀드등 공개매수자의 자의적인 공개매수를 금지하고 시장에서 부당한 이익을 목적으로 하는 M&A가 남용되는 것을 방지하기 위해 공개매수철회요건을 강화할 필요가 있다.

둘째, M&A 활성화를 위한 제도 개선이 필요하다. 공개매수 절차의

개선사항으로는 공개매수의 사전신고제에서 사후신고제로의 전환, 공개매수신고서 제출 후 대기기간 단축, 반복공개매수 제한기간의 단축 등이 이루어져야 한다. 또한 의결권대리행사 권유제도를 활성화해야 한다. 집중투표제도는 상법에 도입되었으나 대부분 기업이 정관으로 배제하고 있는 실정이다. 집중투표제도의 활성화를 통해 과반수 이하라도 일정수준 이상을 보유한 주주가 이에 상응하는 이사를 선임할 수 있도록 유도해야 한다.

셋째, M&A 관련 세제의 개선을 통해 M&A시장의 활성화를 도모할 수 있다. 우선, 주식교환시 특히 신주-구주 교환시 발생하는 양도차익에 대한 양도소득세 과세를 완화하여 주식교환을 활성화할 필요가 있다. 또한, 이월결손금승계의 악용소지를 배제하기 위해 비과세요건을 설정하고 이를 만족하는 경우 이월결손금승계를 허용토록 해야 한다. 합병시 발생하는 청산소득과 의제배당소득에 대해 조세특례규정을 적용하여 비과세 또는 과세를 완화할 필요가 있다.

### 3. 기업분할과 자산구조조정

#### 가. 기업분할제도의 의의와 특성

기업분할 또는 회사분할이란 기업의 일부분을 분할시켜 별개의 회사로 이전하는 자산차원의 구조조정을 의미한다. M&A가 기업의 자산규모를 확장하는 방향의 구조조정인데 반해 기업분할은 기업의 규모를 축소하는 구조조정 방법이다. 우리나라의 대규모기업집단과 같이 규모의 경제를 거둘 수 있는 규모이상으로 지나치게 대규모화되어 있거나, 범위의 경제를 거둘 수 있는 범위이상으로 지나치게 다각화되어 있는 기업의 구조조정 수단으로 적합하다. 다각화된 모기업 전체보다는 특정 분야에 전문화된 분할기업이 인수나 투자대상으로서 매력성이 증대된다. 특정분야에 특화된 분할회사는 다각화된 기업에 비해 투자분석가들이 기업가치를 분석하기 용이하기 때문에 주식시장에서 적절한 평가를 받을 수 있다. 또한 객관적 가치부여가 가능하다는 사실은 기업인수나 합병의 성사가능성을 증대시킨다. 회사분할제도와 밀접한 관계에 있는 것이 지주회사제도이다. 회사분할제도 특히 분할합병제도를 활용하여 지주회사를 설립할 수 있고 역으로 지주회사체제로 기업이 결합되면 회사분할이 용이해진다.

#### 나. 기업분할제도의 유형<sup>22)</sup>

##### 1) 일반적 유형분류

##### 가) 사업부주식(target stock)

사업부주식(target stock)이란, 모회사 자신이 발행한 자회사 또는 특

22) 회사분할제도에 관한 상세한 논의는 다음을 참조바람  
김형태·박용서, “주식시장을 활용한 기업분할제도,” 조사보고서 99-02, 한국증권연구원, 1999.3

정사업부문의 현금흐름 내지 이익에 대한 청구권을 나타내는 주식을 의미한다. 대기업들이 인터넷이나 통신관련첨단사업, 생명공학 등 특정사업 분야를 육성하기 위하여 모기업과는 별도로 발행하는 주식이다. 주가가 모회사의 특정 사업부문의 가치와 경영실적에 따라 움직인다고 해서 tracking stock이라 하기도 하며, 인수자금모집시 피인수업체의 이니셜을 따 'A주식', 'B주식'으로 칭하므로 lettered stock, alphabet stock이라고도 불리운다. 우리나라의 경우 상법상 수종의 주식을 발행할 수 있으나 이는 통상 변제의 우선순위가 다른 주식을 의미하는 것으로 해석된다. 따라서 상법상 특정 사업부만을 표창하는 사업부주식을 발행하는 것은 불가능하다. 그러나 구조조정의 활성화를 위해 필요한 경우에는 상법이 아닌 특별법에서는 도입가능하다고 생각된다.

#### 나) 자회사 상장(equity carve-out)

자회사 상장(equity carve-out)이란 자회사 경영상의 자립성을 촉진시키기 위해, 분리시키고자 하는 사업 또는 100% 자회사를 상장시켜 모회사의 지분율을 줄이는 방법을 의미한다. 공개 후 분할회사에 대한 모회사의 지분비율이 과반수를 유지할 경우 자회사형 carve-out이라 하고 과반수가 못될 경우 매각형 carve-out이라 한다.

자회사 공개 및 상장을 위해서는 다음과 같은 과제가 선결되어야 한다. 첫째, 모회사와 독립된 이사회를 설립하고 경영진을 임명해야 한다. 둘째, 필요할 경우 스톡옵션과 종업원지주제 등 인센티브제도를 마련해야 한다. 셋째, 대주주의 경우 해당연도 연결납세를 위해 모회사와 주주계약 및 법인세 지불계약을 체결해야 한다. 넷째, 독립 직후 자회사 경영을 지원하기 위해 본사부문의 지원계약(법무, 경리업무 등을 모회사에 위탁) 및 공동R&D 계약 등을 체결해야 한다. 다섯째, 자회사 신규공개 의 경우, 통상적인 신규공개와 동일한 절차를 거쳐야 한다.

자회사 상장과 배당형 분할 사이의 관계에 대해 살펴보자. 자회사를 공개한 후에도 모회사가 자회사 주식의 80%이상을 보유하고 있는 경우가 많은데 이는 자회사 상장을 행하는 다수의 기업들이 그후 배당형 분할을 하고자 하기 때문이다. 배당형 분할의 비과세적용요건 중 하나가, 모회사가 분할직전 분할대상 자회사의 의결권 중 80%이상 그리고 기타 주식총수의 80% 이상을 보유해야 하는 것이다. 즉, 미국에 있어 자회사 상장은 배당형 분할과 같은 자산구조조정을 수행하기 위한 중간적 단계로서의 의미를 갖는다. 우리나라의 경우 세제 및 기업공개요건 등 제도상의 차이로 인해 이와 동일한 의미를 부여하기는 어렵다.

#### 다) 배당형 분할(spin-off)

배당형 분할이란, 분할하고자 하는 사업부문을 현물출자하여 자회사를 설립하는 방법이다. 이때 모회사의 기존주주가 갖고 있는 모회사에 대한 주식수에는 변화가 없다. 현물출자의 대가로 받은 자회사주식은 모회사 기존주주에게 배당형식으로 분배된다. 자회사 주식의 배정비율은 모회사에 대한 기존 주주의 주식보유비율과 동일하게 적용된다.

미국의 경우 기업분할을 전제로 사업부문을 먼저 자회사 상장시킨 후에 배당형 분할을 하는 경우가 많으며, 이때 모회사는 자회사의 주식을 80%이상 보유하는 것이 일반적이다. 기존 자회사가 이미 존재할 경우에는 우선 자회사 지분의 20%이하를 처분하여 상장시킨 후 분할절차를 밟는 기업도 많다.

배당형 분할과 자회사 상장의 차이점을 살펴보자. 첫째, 배당형 분할의 경우에는 분할기업의 주식이 기존주주들에게만 배분되지만 자회사상장의 경우에는 새로운 주주들에게도 분할기업의 주식이 배분된다. 둘째, 자회사상장의 경우에는 기업에게 현금유입이 있지만 배당형 분할의 경

우에는 즉각적인 현금흐름이 없다. 셋째, 자회사상장의 경우에는 기업분할비용이 많이 들고 SEC로부터 엄격한 공시의무가 부과된다. 일례로 미국의 경우 투자은행 등에 지불하는 수수료는 자회사 상장의 경우가 배당형 분할에 비해 3배정도 많이 소요된다.

## 다. 상법상 기업분할제도

### 1) 단순분할

단순분할이란 기존의 회사가 단순히 몇 개의 회사로 분할되는 경우를 의미한다. 회사분할을 통해 기존의 회사가 소멸하는 경우를 소멸분할, 기존회사의 일부는 분할되고 일부는 존속하는 경우를 존속분할이라고 한다.

### 2) 분할합병

분할합병이란 기존회사의 영업을 분할하는 동시에 이를 다른 회사에 합병시키는 방법이다. 합병제도는 2개 이상의 회사 전체를 단일인격으로 결합하는 것인데 반해 분할합병은 회사의 일부만을 합병한다는 데에 차이가 있다. 우리나라 상법에서는 회사가 분할에 의하여 1개 또는 수 개의 존립중의 회사와 합병 가능(530조의2 2항)하다고 규정하고 있다. 분할합병은 소멸분할합병과 존속분할합병으로 구분할 수 있다. 소멸분할합병은 회사가 자신의 영업을 존속중인 2개 이상의 회사에 출자하고 자신은 소멸하는 방법이고 존속분할합병은 회사가 영업을 일부를 다른 회사에 출자하고 자신은 나머지 영업으로 존속하는 방법이다. 분할합병의 경우에는 흡수분할합병(530조의6 1항)과 신설분할합병(530조의6 2항)이

모두 인정된다. 흡수분할합병이란 회사가 영업의 일부를 다른 기존의 회사에 출자하여 그 다른 회사의 일부로 만드는 식으로 사업을 분할하는 방법이고 신설분할합병은 회사가 자신의 영업의 일부와 다른 기존 회사 영업의 전부 또는 일부를 합하여 새로운 회사를 설립하는 방법이다.

### 3) 인적분할과 물적분할

회사분할은 원래 회사의营业을 분할하고 분할의 결과 신설되는 회사 또는 합병상대방회사의 신주를 기존회사의 주주들에게 귀속시키는 제도 즉 인적분할제도를 의미한다. 분할계획을 정하기에 따라 분할되는 회사의 주주를 새로 생긴 수 개의 회사에 수평적으로 분리 가능하다. 그런데 우리나라 상법은 신설회사 또는 합병상대방회사의 주식을 분할되는 회사의 주주들에게 귀속시키지 않고 분할되는 회사가 그대로 소유하는 물적분할을 허용하고 있다. 물적분할의 경우 기존회사의 주주는 계속 기존회사의 주식만을 보유하게 되고 기존회사의 입장에서는 대차대조표상 자산의 구성이 달라진다. 즉 회사분할을 통해 이전된 고정자산 대신에 분할로 신설된 회사의 주식이나 합병상대회사의 주식을 획득하게 된다. 물적분할은 기존의 모자회사관계를 지주회사로 전환하는 수단으로 활용가능하다.

### 4) 거래소 상장규정과 코스닥 등록규정

기업분할과 분할합병에 대한 거래소의 상장규정을 보면 몇 가지 측면에서 신규상장규정과 차이가 있다. 특히 워크아웃기업의 재상장 경우에는 부채비율이 동종업종부채비율의 1.5배 미만이어야 한다는 규정과 주당자산가치가 액면가를 초과해야 한다는 자산가치 적용이 면제된다.

<표 IV-1> 기업분할과 분할합병에 대한 거래소의 상장규정

| 요건         | 신규상장  | 재상장  |                                     |
|------------|---|--|-------------------------------------|
|            |   | 분할 또는 분할합병 기업  | 위크아웃기업                              |
| 경과연수       | 설립후 3년이상 경과   | 주된영업부문 3년이상지속  |                                     |
| 자본금 및 자기자본 | 자본금 50억원 이상<br>자기자본 100억원 이상<br>상장주식총수:30만주이상   | 자본금 : 50억원이상<br>자기자본 : 100억원이상   |                                     |
| 매출액        | 최근3년평균 150억원이상<br>최근사업연도 200억원이상  | 최근사업연도 200억원이상   |                                     |
| 주식분산       | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 소액주주의 소유주식 수 30%이상</li> <li>· 예비상장심사청구후 모집·매출한주식총수 10%이상</li> <li>· 소액주주 1,000명이상</li> <li>· 최대주주소유주식 70%이하</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 소액주주의 소유주식수 30%이상</li> <li>· 예비상장심사청구후 모집·매출한주식총수 10%이상</li> <li>· 소액주주 1,000명이상</li> <li>· 최대주주소유주식 70%이하</li> </ul>   |                                     |
| 재무내용       | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 부채비율:동업종평균부채비율의 1.5배미만</li> <li>· 경영성과:최근사업연도 자기자본이익률 5%이상, 이익액 25억원 이상(대형법인(자기자본1,000억원이상)은 자기자본이익률 3%이상, 이익액 50억원 이상)</li> <li>· 자본상태:최근사업연도 말에 자본잠식없을 것</li> <li>· 자산가치와 수익가치 : 액면가액의 2배초과</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 부채비율:동업종평균부채비율의 1.5배 미만</li> <li>· 주당 자산가치 : 액면가액 초과</li> </ul>   | 부채비율(1.5배 미만), 자산가치(액면가액초과)요건의 적용배제 |
| 기타         | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 부도발생사실이 있을 경우 예비상장심사청구일로부터 1년전에 사유해소</li> <li>· 소송 등 분쟁 없을 것</li> <li>· 주식양도 제한하지 않을 것</li> <li>· 통일규격주권일 것</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 사외이사선임</li> <li>· 감사위원회 설치</li> <li>· 부도발생사실이 있을 경우 예비상장심사청구일로부터 1년이전에 사유해소</li> <li>· 소송등의 분쟁 없을 것</li> <li>· 주식양도 제한하지 않을 것</li> <li>· 통일규격주권일 것</li> </ul> |                                     |

### 라. 회사분할을 활용한 구조조정 현황

1998년 12월 상법개정을 통해 도입된 회사분할제도는 그 도입초기에는 주로 대규모기업집단을 중심으로 한계기업을 정리하기 위한 수단으로 활용되었다. 그러나 최근에 와서는 부실사업의 정리차원 외에 특정사업에의 전문화를 위한 회사분할, 위험도가 높은 부문을 모기업으로 부터 분리하기 위한 회사분할 그리고 지주회사의 형성을 위한 회사분할 등이 이루어지고 있다. 특히 초기에는 모기업이 분리된 자회사의 지분을 보유하는 물적분할이 주류를 이루었으나 최근에 와서는 보다 완전한 형태의 회사분할인 인적분할도 활성화되고 있다. <표 IV-2>는 거래소 상장기업과 코스닥 등록기업 중 회사분할을 행한 기업을 물적분할과 인적분할로 구분한 표이다.

<표 IV-2> 상장 및 등록기업 분할 사례

| 구분   | 인적분할  | 물적분할   |
|------|---|--|
| 1999 | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 대한전선(알칸대한(주))</li> <li>· 대상(대상사료)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 한화종합화학(한화종합화학)</li> <li>· 퍼시스(바로가구)</li> <li>· 쌍용중공업(쌍용섬유기계)</li> <li>· 한국전력(한국남동발전, 중부발전, 서부발전, 남부발전, 동서발전, 원자력발전)</li> <li>· 동원금속공업(동원파이프)</li> </ul> |
| 2000 | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 대우중공업(대우조선공업, 대우종합기계)</li> <li>· 대우(대우인터내셔널, 대우건설)</li> <li>· 동원산업(동원베스트푸드)</li> <li>· 진양(진양화학)</li> <li>· LG씨아이(엘지화학,엘지생활건강)</li> <li>· 피에스텍(풍성전기)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>· 세원화성(세원바이캡)</li> <li>· 동서산업(동서산업건설)</li> <li>· 기라정보통신(지디텍)</li> <li>· 현대백화점(호텔현대(주))</li> <li>· 제이씨현시스템(엘립넷(주))</li> </ul>                              |

## 마. 회사분할제도의 문제점과 개선방안

### 1) 회사분할시 계열사 편입문제

「공정거래법」에서는 분할회사에 대한 모기업의 출자비율이 20% 이상일 경우 계열사로 간주하고 기업결합신고에 의해 여러 가지 제약이 가해진다. 이로 인해 회사분할이 활성화되지 못하고 있는 실정이다. 그러나, 모기업의 지분출자는 분할회사의 자금부족을 해소하기 위해서는 불가피하다. 현재 중소기업청에 경영권 포기각서를 제출할 경우 계열사 지정에 대한 한시적 유예를 하고 있다. 더 나아가 일정규모 이하의 관계사는 계열사에서 제외하거나 경영권 독립유지시 계열사에서 제외하는 등의 방안의 모색이 요구된다. 예를 들어, 모기업이 분할기업 경영권 불간섭에 대한 각서를 제출하거나 분할기업의 종업원 지분이 50% 이상일 경우에는 「공정거래법」 적용을 유예하는 방안도 고려해 볼 만 하다.

또한, 분할시 기존 대리점에 대한 거래중단 등이 불가피함에 따라 분할기업에 대한 모기업의 지원이 절실하나 이를 내부거래로 간주하고 2% 이내의 과징금을 부과하고 있다. 이에 따라 위장계열사 및 내부거래로 인정되는 것을 우려해 분할을 기피하는 현상이 발생하고 있다. 공정위에서도 1년간은 부당내부거래 조사를 유예하고 있으나 1년내에 독립기업으로의 기반을 확보하는 것은 사실상 불가능하다. 따라서, 분할기업이 안정될수 있는 3년정도 부당지원행위에 대해 예외를 인정해줄 필요가 있다.

분할시 공정거래위원회에 신고절차가 복잡해 시간적 효율성이 저하되고 있다. 따라서, 신고절차를 간소화하거나 분할형태로 계열사를 매각할 경우 신고로 간주하고 계열사에서 제외하는 등의 효율성 제고 방안이 모색되어야 한다.

## 2) 회사분할시 과세와 관련된 문제

분할기업이 사업용 고정자산을 매각할 경우 특별부가세가 부과되고 창업초기의 법인세 감면혜택이 주어지지 않는 등 세금 측면에서의 불이익도 존재한다. 현재는 부동산양도 특별부가세 50%감면혜택이나, 인수기업의 모기업자산 취득세 및 등록세 면제, 부도중소기업 EBO시 과점주주의 취득세와 등록세면제 등의 방안이 존재한다. 이외에 자산양도시 양도세·특별부가세 면제, 비상장회사의 주식처분시 양도소득세 감면, 증여세 감면, 종업원주식투자기금제도 지원 등의 추가적 조치도 고려해 볼만하다. 또한, 적자사업부가 분할될 경우 사업부의 누적 결손금을 분할회사가 활용할 수 없도록 되어있는데 이에 대해서는 이월결손금 승계 인정 등 합병에 준하는 세제혜택이 필요하다.

## 3) 회사분할시 자금조달과 관련된 문제

분할회사의 운영·인수자금은 현재 임직원에게 의해 충당되거나 일부 모기업이 투자하거나 창투사에 의해 충당되고 있는 실정이다. 이는 중소기업구조개선자금 및 경영안정자금 지원대상에 가점을 부여하거나 구조개선자금 및 경영안정자금 지원, 창업자금 지원 등을 통해 해소가능하다. 이외에 추가적으로 은행대출시 우대금리 적용, 중소기업청의 벤처자금 지원, 실업기금에서의 자금지원, 산업은행의 대출 등을 통해 창업 및 운영자금난을 해소하는 방안을 모색해야 할 것이다.

## 4. 지주회사제도와 자산구조조정

### 가. 지주회사제도와 기업구조조정

지주회사란 다른 회사의 주식을 소유함으로써 그 회사를 지배하는 것을 주된 목적으로 하는 회사를 의미한다. 지주회사제도는 기업결합의 한 형태로서 자산차원의 구조조정에 속한다. 기업구조조정은 크게 자산차원의 구조조정과 재무차원의 구조조정으로 구분할 수 있는 바, 자산차원의 구조조정은 합병, 지주회사 설립 등과 같이 기업결합을 통해 기업의 규모를 확대하는 구조조정과 기업분할 등과 같이 기업의 규모를 축소하는 기업구조조정으로 분류할 수 있다. 지주회사제도는 기업결합의 한 형태이지만 그 설립과정에서 기업분할을 수반하기도 한다.

기업구조조정과 관련된 지주회사제도의 특성을 살펴보자. 첫째, 기업결합과 관련된 지주회사제도의 특성을 분석해 보자. 자회사 편입이나 M&A등과 비교할 때 지주회사제도는 상이한 특성을 갖는 회사들을 결합시킬 수 있다는 특성을 갖는다. 역사와 문화 그리고 보수체계 등이 상이한 기업들을 하나의 기업으로 결합하는 것은 심각한 갈등을 유발할 가능성이 있다. 즉 지주회사제도하에서는 조직문화, 보수체계 등이 상이한 기업들을 별도의 기업으로 관리함으로써 이들 기업들이 하나의 조직 내에 포함되어 있을 때 발생할 수 있는 이해상충 가능성을 사전에 예방할 수 있다.

둘째, 기업분할과 관련된 지주회사제도의 특성을 분석해 보자. 일단 지주회사 형태로 기업이 결합되면 기업들이 별도의 법인으로 존재하기 때문에 본체내의 사업부로 존재할 때 보다 특정 기업을 분리하기 용이하다. 따라서 기업분할이나 분할합병을 통한 구조조정을 촉진할 수 있다. 지주회사를 통해 기업결합이 이루어질 경우에는 각 기업은 지주회사

를 통해 간접적으로 연결될 뿐 다른 자매회사(sister company)들과 직접적 관계가 없다. 즉 기업이 결합되었지만 각 자회사들은 독립성을 갖고 운영된다. 특정 부문을 매각할 경우 대부분의 전략적 투자자들은 기업 전체 보다는 특정 사업부문에 대해서만 관심이 있기 때문에 기업매각을 통한 구조조정을 촉진할 수 있다.

셋째, 지주회사제도하에서는 특정 자회사의 부실이 다른 자회사들에게 이전되지 않기 때문에 모회사를 통한 결합에 비해 부실이전 가능성이 감소된다.

## 나. 지주회사 관련제도

### 1) 지주회사 관련제도의 변천과정

우리나라에서 지주회사와 관련된 제도로는 「독점규제및공정거래에관한법률」(이하 공정거래법), 「금융지주회사법」 그리고 「상법」상 기업분할제도와 상법개정(안) 상의 주식교환 및 주식이전제도를 들 수 있다. 1986년 공정거래법 개정에 의해 전면 금지되어 왔던 지주회사제도는, IMF경제위기 이후 기업구조조정 지원을 지원하기 1998년 법개정을 통해 1999년 4월부터 다시 그 설립이 허용되었다. 2001년 1월 다시 법개정이 이루어졌는데 그 기본방향은 지주회사설립을 통한 기업구조조정을 촉진하기 위해 지주회사설립과 관련된 제약들을 완화하는 것이었다.

지주회사 중에서 금융기관을 대상으로 한 금융지주회사제도는 「금융지주회사법」이란 특별법 형태로 2000년 11월에 입법화되었다. 「금융지주회사법」은 지주회사 일반을 규정하는 공정거래법의 특별법적 성격을 갖는다. 지주회사제도와 밀접한 관계에 있는 회사분할제도는 1998년 12월에 상법개정을 통해 도입되었다. 그밖에 현재 추진 중인 상법개정안에서는 금융기관

이 아닌 일반기업의 구조조정을 지원할 목적으로 「금융지주회사법」에서 규정된 바 있는 주식교환제도와 주식이전제도를 규정하고 있다.

## 2) 공정거래법

2001년 1월에 개정된 공정거래법에서 지주회사 관련 규정의 개정방향은 지주회사 설립을 용이하게 하여 지주회사를 통한 구조조정을 활성화하는 것이다. 그 주요내용을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 최저자산기준이 100억원에서 300억원으로 상향조정됨으로써 공정거래법의 적용을 받는 지주회사의 범위가 축소되었다. 따라서 300억원 이하의 자산규모를 갖는 지주회사에 대해서는 공정거래법상 행위제한 의무가 부과되지 않는다. 둘째, 개정 공정거래법에서는 지주회사방식을 통한 기업구조조정을 촉진하기 위해 지주회사의 행위제한의무 유예기간 적용범위를 확대하였다. 공정거래법상 지주회사에 대한 행위제한 의무규정은 제8조의2 제1항에 규정되어 있는 바, 부채비율 제한(100%), 지분비율 제한(상장법인 또는 등록법인 30%), 손회사 금지, 금융자회사와 일반자회사의 동시 소유금지 등이 그것이다. 개정법에서는 과거 현물출자의 경우에만 인정되던 부채비율 제한유예 1년과 지분을 제한유예2년을 상법상 회사분할을 통한 지주회사설립의 경우까지 확대하였다. 따라서 회사분할을 통한 지주회사 설립이 촉진될 수 있는 제도적 여건이 마련되었다. 셋째, 개정 공정거래법에서는 규제를 받는 지주회사의 자회사범위를 보다 명확히 규정하였다. 개정 공정거래법 제2조제1호의3에 의하면, “자회사”란 지주회사에 의하여 대통령령이 정하는 기준에 따라 그 사업내용을 지배받는 국내회사를 말한다. 이때, “대통령령이 정하는 기준”이라 함은 개정공정거래법시행령에 신설된 제2조3항의 기준으로, 지주회사가 단독으로 또는 특수관계인(시행령제11조제1호 및 제2호에 규정)과 합하여 계열회사(공정거래법 제2조제3호의 규정)의 최대출자자가 되는 것을 말한다. 다만,

지주회사가 단독으로 또는 그 자회사 및 시행령 제15조의4의 규정에 의한 회사(당해 자회사의 사업내용과 밀접한 관련이 있는 등 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 회사)와 합하여 소유하는 주식이 특수관계인(시행령 제11조제1호 및 제2호에 규정된 자) 각각이 소유하는 주식보다 적은 경우를 제외한다.<sup>23)</sup>

공정거래법은 구조조정기구들의 구조조정업무를 지원하기 위해 기업 구조조정전문회사나 기업구조조정투자회사에 대해 특례를 적용하고 있다. 기업구조조정전문회사(CRC)가 다수의 기업을 인수할 경우 공정거래법상 지주회사로 인정된다. 그러나, 부채비율제한(100%이내), 자회사에 대한 최소지분비율제한(30%이상)에 대해 특례를 인정한다. 기업구조조정 투자회사가(CRV)가 지주회사의 기능을 수행할 경우도 동일한 특례가 인정된다. 이외에도 손자회사 금지적용도 배제된다.

또한 벤처지주회사 설립을 통한 벤처기업 투자를 촉진하기 위해 벤처 지주회사의 경우에는 지분을 요건을 20%로 축소하였다. 벤처지주회사란 지주회사가 소유하고 있는 「벤처기업육성에관한특별조치법」 제2조1항에 규정되어 있는 벤처기업 주식가액의 합계액이 당해 지주회사가 소유하고 있는 전체 자회사 주식가액 합계액의 50% 이상인 지주회사를 의미한다.

---

23) 자회사에 해당되는 경우는, 출자회사가 단독으로 50%이상 출자한 경우, 출자회사가 단독으로 50%미만을 출자하였으나 최대출자자이고 피출자회사가 계열회사인 경우, 출자회사가 특수관계인과 합하여 50%이상 출자하였고 출자회사가 각 특수관계인과 같거나 많이 보유한 경우, 출자회사가 특수관계인과 합하여 50%미만을 출자하였으나 최대출자자이고 출자회사가 각 특수관계인과 같거나 많이 보유하며 피출자회사가 계열회사인 경우이다. 자회사에 해당되는 않는 경우는 출자회사가 특수관계인과 합해도 최대출자자가 아닌 경우, 출자회사가 특수관계인과 합하여 최대출자자이나 특수관계인이 출자회사보다 발행주식을 많이 보유한 경우, 출자회사가 단독으로 30%미만을 출자하여 최대출자자이나 피출자회사가 계열회사가 아닌 경우이다.

### 3) 금융지주회사

금융지주회사란 주식의 소유를 통하여 금융기관 또는 금융업의 영위와 밀접한 관련이 있는 회사를 지배하는 것을 주된 사업으로 하며 1인 이상의 금융기관을 지배하는 회사를 의미한다. 금융지주회사의 설립근거법인 금융지주회사법은 금융기관의 대형화와 겸업화를 통해 금융기관의 경쟁력을 제고하고 금융기관 구조조정을 촉진하기 위해 2000년 11월에 제정되었다. 금융지주회사제도의 도입이전에 겸업수행이 불가능한 것은 아니었다. 즉 금융기관은 자회사방식을 통해 겸업수행이 가능하였다. 금융지주회사제도의 도입은 겸업을 수행할 수 있는 또 다른 방식을 허용하였음을 의미한다. 금융지주회사 자체의 설립도 현행 공정거래법상 완전히 불가능한 것은 아니다. 그러나 공정거래법에 의해 금융지주회사를 설립하는 데에는 여러 가지 문제점이 존재한다. 예를 들어 은행법상 4% 소유제한으로 인해 은행을 자회사로 하는 자회사의 설립이 불가능하다는 문제, 손자회사의 설립이 어렵다는 문제, 금융기관의 결합형태인 금융지주회사에 대한 금융감독위원회의 효과적 감독을 위한 법률적 근거가 미비하다는 문제 등이 존재한다.

### 4) 상법개정(안)의 주식교환 및 이전제도

금융지주회사법에서는 금융지주회사의 설립을 용이하게 하기 위해 주식교환제도와 주식이전제도를 허용하고 있다. 그런데 주식교환제도는 금융기관에게만 유용한 것이 아니고 일반기업의 경우에도 지주회사 설립, 완전자회사 형성 그리고 M&A 과정에서 활용도가 매우 높은 제도이다. 금융기관이 아닌 일반 기업의 경우에도 지주회사 설립 등을 통한 구조조정을 촉진하기 위해 상법개정안에 주식교환 및 이전제도가 도입되었다. 그 내용은 금융지주회사법상의 규정과 유사하다.

## 다. 지주회사의 설립방식

### 1) 회사분할방식

상법상 회사분할제도 특히 물적분할제도를 통해 지주회사를 설립할 수 있다. 지주회사란 다른 회사의 주식보유를 통해 그 회사를 지배함을 목적으로 하는 바, 주식이 주주들에게 배분되는 인적분할 보다 회사자체가 주식을 보유하는 물적분할이 적합하다. 물적분할에서는 분할회사가 주식을 직접 취득하므로 단순분할에 의하든 분할합병에 의하든 분할회사가 존속할 것을 전제로 한다. 따라서 단순분할의 경우에는 존속분할, 분할합병의 경우에는 존속분할합병만이 지주회사 설립에 활용될 수 있다. 회사분할의 경우에는 권리와 의무의 포괄적 승계를 전제로 하므로 각 자산에 대한 개별적 이전절차가 필요없다는 장점이 있다. 지주회사설립을 목적으로 분할회사의 분리된 자산만으로 회사를 신설하는 경우에는 외부로부터의 자금조달이 필요 없다. 기존회사로부터 자산을 현물출자 받는 신설회사는 법원에 의한 조사절차가 필요하나 회사분할의 경우에는 특례를 인정하여 이를 생략할 수 있도록 하고 있다.

### 2) 영업양도방식

회사분할제도를 활용하는 방식 외에 영업양도방식을 생각할 수 있다. 기존회사가 새로이 설립되는 회사에 현물출자 등의 방법으로 사업부문을 이전하고 그 회사는 지주회사로 전환하는 방법을 의미한다. 앞에서 설명한 회사분할제도와는 달리 자산의 포괄적 이전이 아니므로 각 자산에 대한 개별적 이전절차가 필요하다.

### 3) 기업매수방식

지주회사가 될 회사를 설립하고 그 회사가 다른 회사를 대상으로 기업매수를 실시하는 방식이다. 이 방식으로 지주회사를 설립하면 현물출자 등에 따른 감사인의 조사가 필요없고 기존회사의 법인격이 변경되지 않으므로 권리와 의무의 포괄적 승계가 가능하다는 장점이 존재한다. 지주회사가 될 회사가 기존회사 발행주식총수의 10%(상장 또는 등록회사의 경우에는 5%)이상 획득했을 경우에는 지체없이 그 회사에 통지해야 한다. 상장 또는 등록회사일 경우에는 원칙적으로 공개매수에 의해 주식을 매수해야 한다. 이 경우 시장가격이 상승할 위험이 존재한다. 또한 매수의 성공여부가 전적으로 개별주주들에게 달려있기 때문에 성공여부를 사전에 확정할 수 없고 소수주주가 존재할 가능성이 있다.

### 4) 제3자 신주배정 방식

기존회사의 주주가 기존회사의 주식을 지주회사에 현물출자하는 대가로 지주회사의 주식을 제3자 배정하는 방식이다. 이 방식에 의하면 기존회사의 법인격이 변경되지 않기 때문에 권리와 의무의 승계문제가 발생하지 않고 기존회사의 주주총회결의를 필요로 하지 않는다. 기업매수 방식과 달리 매수자금을 필요로 하지 않는다. 매수의 성공여부가 전적으로 개별주주들에게 달려있기 때문에 성공여부를 사전에 확정할 수 없고 소수주주가 존재할 가능성이 있다는 단점이 존재한다.

### 5) 주식교환방식

우리나라에서는 금융지주회사법상에서 일반기업간의 기업결합이 아닌 금융지주회사 설립과 관련된 주식교환제도를 인정하고 있다. 일반기

업간의 주식교환제도는 상법 개정을 통해 도입될 예정이다.

금융지주회사는 주식교환이나 주식이전을 통해 완전지주회사가 될 수 있다. 먼저 주식교환에 대해 살펴보자. 금융지주회사법 제20조에 의하면 금융지주회사는 주식교환에 의해 다른 회사의 발행주식총수를 소유하는 완전지주회사가 될 수 있다. 주식교환에 의하여 회사의 주주는 당해 회사의 발행주식총수를 금융지주회사에 이전하고 금융지주회사가 발행하는 신주를 배정받음으로써 당해 금융지주회사의 주주가 된다. 완전지주회사가 되는 회사는 신주발행에 갈음하여 자기주식을 완전자회사가 되는 주주에게 이전할 수 있다.

완전지주회사가 되는 회사가 주식교환을 위하여 발행하는 신주의 총수가 완전지주회사 발행주식총수의 5%를 초과하지 않는 경우 당해 완전지주회사가 되는 회사에서는 주주총회의 승인없이 간이주식교환을 할 수 있다. 다만, 완전자회사가 되는 주주에게 지급할 금액이 최근 사업년도 말 대차대조표상 순자산액의 2%를 초과하거나 주식교환에 반대하는 주식이 완전지주회사 발행주식총수의 20%를 초과하는 경우는 간이주식교환이 불가능하다.

이제 주식이전에 대해 살펴보자. 금융기관은 주식이전에 의하여 당해 금융기관의 발행주식총수를 소유하는 완전지주회사를 설립할 수 있다. 주식이전에 의하여 금융기관의 주주는 당해 금융기관의 발행주식총수를 새로이 설립하는 금융지주회사에 이전하고 당해 금융지주회사가 발행하는 신주를 배정받음으로써 당해 금융지주회사의 주주가 된다.

## 라. 지주회사를 통한 구조조정의 활성화 방안

첫째, 지주회사의 설립방식을 다양화한다. 지주회사설립방식에는 회사분할방식, 영업양도방식, 기업매수방식, 제3자 신주배정방식, 주식교환

방식 등이 있다. 각 방식은 나름대로 장점과 단점을 공히 보유하고 있는 바, 기업의 입장에서는 기업의 상황에 적합한 지주회사설립방식을 선택할 수 있어야 한다.

둘째, 현재 금융지주회사법상 주식교환제도를 사용하여 금융지주회사를 설립할 경우 조세특례제한법상 과세이연의 혜택이 주어지는 바, 이 같은 혜택을 공정거래법상 일반지주회사 특히 벤처지주회사에게로 확장할 필요가 있다. 장기적으로는 일정수준 이상의 지분율을 보유를 전제로 연결납세제도의 적용을 검토해 볼 필요가 있다.

셋째, 지주회사제도의 장점과 한계를 명확히 인식해야 한다. 지주회사제도는 다양한 기업결합 형태 중 하나에 불과하다. 기업이 수행하는 사업이 다수라면 이는 본체내에서 다양한 사업부로 할 수도 있고 자회사편입을 통해 수행할 수도 있고 지주회사의 설립을 통해 할 수도 있다. 각 방법에는 장단점이 있는 만큼 기업과 산업의 특성에 적합한 기업결합방식을 선택할 수 있어야 한다. 예를 들어 벤처기업의 경우에는 관련 분야의 급격한 기술발전 속도를 회사자체 능력만으로 할 수 없기 때문에 M&A나 지주회사를 통해 기업을 확장하는 경우가 많다. 또한 현행 공정거래법상으로도 벤처지주회사에 대한 규제요건이 대폭 완화된 만큼 지주회사의 설립을 통한 기업확장전략을 적극 검토해 볼 필요가 있다고 판단된다. 대규모기업집단의 경우에는 지주회사설립을 위해 사업부를 별도의 법인으로 설립할 경우 추가적 법인세부담이 있기 때문에 지주회사설립의 유인이 크지 않다.

## 5. 부동산투자회사(REITs)와 구조조정부동산펀드

### 가. REITs와 구조조정

#### 1) REITs의 의의와 특성

REITs란 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산이나 부동산관련 증권에 투자하고 그 수익을 투자자들에게 배당의 형태로 배분하는 회사형 부동산투자신탁을 의미한다. REITs는 미국적 제도인데 상장되어 유통되는 성격의 부동산펀드라는 측면에서 보면 영국의 자산펀드(property fund), 호주의 LPT(Listed Property Trusts), 독일의 open equity fund, 일본의 SPC(Special Purpose Company) 등이 유사한 부동산펀드이다. 각국이 REITs를 비롯한 부동산 펀드를 도입하는 목적은 크게 두 가지이다. 첫째는 부동산시장의 활성화이고 둘째는 구조조정의 활성화이다. 우리나라 「부동산투자회사법(안)」에서도 부동산투자회사의 도입목적으로 부동산시장의 선진화와 기업 및 금융기관의 부동산매각지원을 통한 구조조정의 촉진을 들고 있다. 본 연구에서는 구조조정의 촉진이란 측면에 초점을 맞추어 논의를 전개하도록 한다.

우리나라에서 설립추진중인 부동산투자회사는 주식회사로 「증권투자회사법」상의 뮤추얼펀드와 「상법」상 일반 주식회사의 중간 영역에 해당하는 회사이나 뮤추얼펀드에 좀 더 유사하다. 뮤추얼펀드와 같이 간접투자기관이나 투자대상이 다르고 한시적인 paper company가 아니다. 일반회사와 같이 영속기업(going concern)이나 업무범위, 상장, 배당, 차입 등에서 다르다. 구체적인 내용은 다음 <표 IV-3>과 같다.

<표 IV-3> 부동산투자회사, 뮤추얼펀드, 일반주식회사의 비교

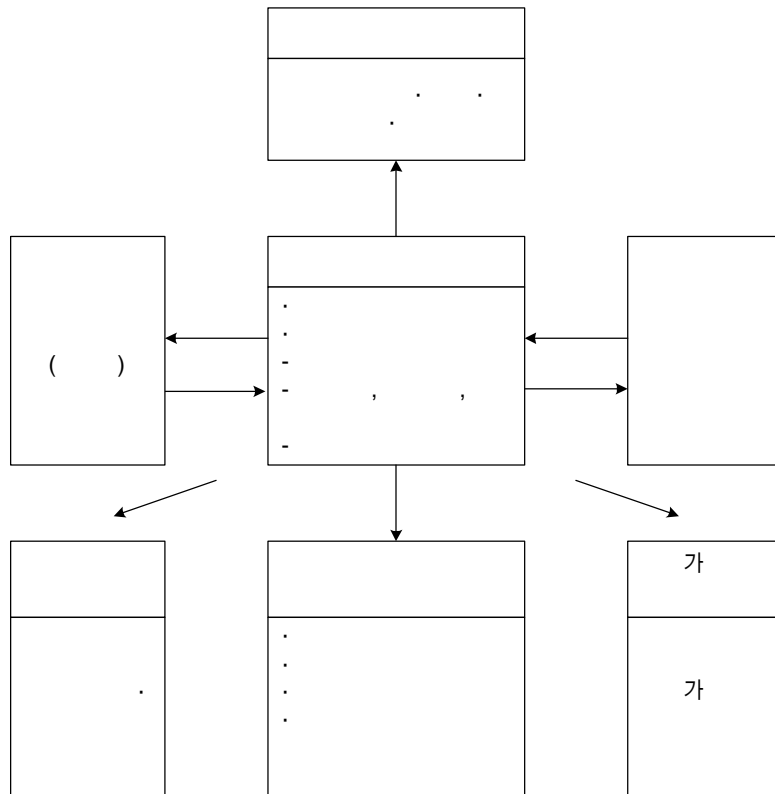
| 구분   | 일반주식회사                       | 부동산투자회사                                 | 뮤추얼펀드                                  |
|------|------------------------------|---|--|
| 설립   | 준칙주의                         | 건교부장관인가                                 | 금감위 등록                                 |
| 자본금  | 5천만원                         | 500억원                                   | 8억원                                    |
| 내부기관 | 상근임직원있음<br>(주총, 이사회, 이사, 감사) | 상근 임직원이 있으나 많은 업무 외부위탁(주총, 이사회 결의사항 강화) | 상근 임직원 없음<br>(주총, 이사회, 운영이사, 감독이사, 감사) |
| 주식분산 | 제한없음                         | 1인당 10%로 제한                             | 제한없음(사모허용)                             |
| 자산운용 | 제한없음                         | 부동산에 투자·운용                              | 유가증권에 투자·운용                            |
| 업무범위 | 제한없음                         | 부동산 자산의 운용과 직접 관련된 업무                   | 유가증권의 투자와 직접 관련된 업무                    |
| 업무위탁 | 제한없음                         | 주총, 이사회 결의사항 외 위탁가능(자산보관의 위탁 의무화)       | 모든 업무의 외부위탁(자산운용, 보관, 판매, 일반사무)        |
| 정보공시 | 결산서류 공시                      | 매분기 투자보고서 공시                            | 매월 영업보고서 공시                            |
| 배당   | 제한없음                         | 90%이상 배당 의무화                            | 90%이상 배당시 법인세 면제                       |
| 차입   | 제한없음                         | 원칙적으로 금지                                | 원칙적으로 금지                               |
| 상장   | 제한없음                         | 상장 의무화                                  | 폐쇄형의 경우 30일내 상장 의무화                    |
| 환매   | 폐쇄형                          | 폐쇄형                                     | 개방형, 폐쇄형                               |
| 존속기한 | 제한없음(영속적)                    | 제한없음(영속적)                               | 일반적으로 존속기한 있음(1년)                      |

자료 : 건설교통부 토지국 자료, 2000.11

## 2) REITs의 구조

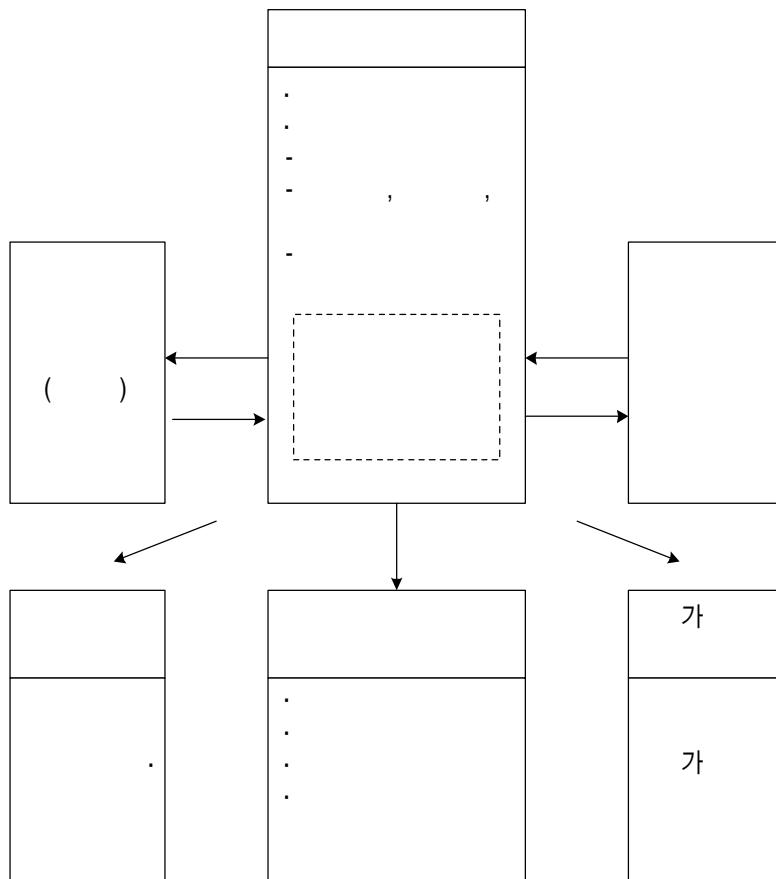
REITs는 부동산투자를 전문으로 하는 회사형 투자신탁 즉 부동산투자회사이다. 따라서 투자대상이 상이할 뿐 증권투자를 전문으로 하는 증권투자회사와 구조가 유사하다. 즉 REITs는 서류상의 회사이므로 자산 운용은 자산운용사에, 판매는 증권사에, 자산의 보관은 수탁회사에, 기타 사무는 일반사무수탁회사에 위탁하는 구조를 갖는다. 구조적인 측면에서 한 가지 큰 차이점은 자산운용의 주체가 외부의 자산운용사가 아닌 부동산투자회사 자체가 되는 경우가 많다는 것이다. 즉 증권투자회사는 서

<그림 IV-1> 위탁형 REITs의 구조

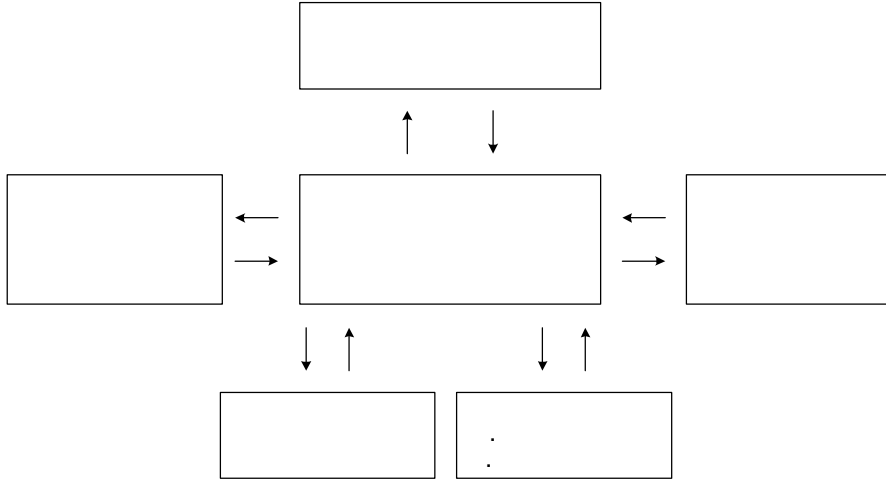


류상의 명목회사이므로 자산운용을 외부의 전문적인 자산운용사에 위탁하는 것이 일반적이다. 부동산투자회사의 경우에는 외부의 자산운용사에 위탁하는 위탁형 REITs와 부동산투자회사 자신이 자산운용인력을 확보하고 자산을 운용하는 자기관리형 REITs로 구분할 수 있다. 미국의 경우 자기관리형 자산운용이 확산되고 있는 추세이다. 우리나라에서 도입 예정인 부동산투자회사법(안)에서도 자기관리형이 근간을 이루고 있다.

<그림 IV-2> 자기관리형 REITs의 구조



<그림 IV-3> 부동산투자회사법(안)상의 REITs의 구조



### 3) 유사개념과의 비교

#### 가) 자산유동화(ABS)와의 비교

「자산유동화에관한법률」상의 정의에 의하면 자산의 유동화란 자산 보유자가 보유하고 있는 유동화자산을 근거로 유동화증권을 발행하는 과정을 의미한다. 이 같은 정의에 입각하여 해석하면, 부동산투자회사(REITs)도 부동산이란 유동화자산을 근거로 주식이란 유동화증권을 발행하는 자산유동화의 일종으로 해석할 수 있다. 그러나 부동산투자회사와 자산유동화간에는 커다란 차이가 존재한다. 첫째, 이론적 관점에서의 정의에 따르면 REITs와 자산유동화는 구분된다. 즉 이론적 관점에서 보면 자산유동화에서는 우선순위가 상이한 다수 계층(tranche)의 유동화증권이 발행된다. 그런데 REITs에서는 부동산을 근거로 주식만이 발행될 뿐이다. 둘째, 자산유동화에서는 자산보유자가 보유하는 유동화자산만이 유동화의 기초자산이 될 수 있는데 반해 REITs에서는 자산보유자란 개

념이 존재하지 않는다. 즉 금융기관 등이 보유한 부동산뿐만 아니라 소유자를 불문하고 REITs의 투자대상이 될 수 있다. 셋째, 자산의 관리 또는 운용의 성격이 상이하다. REITs에서는 부동산 개발 등 적극적 자산운용을 수행하는데 반해 자산유동화에서는 유동화자산을 유지 또는 보전하는 소극적 기능만을 수행한다.

#### 나) 주택저당채권유동화(MBS)와의 비교

주택저당채권유동화란 주택저당대출을 기초자산으로 하는 자산유동화의 특수한 경우를 의미한다. 따라서 앞에서 언급했던 일반적 자산유동화와 차이가 그대로 적용된다. 특히 주택저당채권유동화에서는 주택저당대출을 기초로 한다는 점에서 부동산 자체를 근거로 하는 REITs와 차이가 존재한다. 발행되는 유동화증권의 관점에서 보면, 주택저당채권유동화에서는 주로 주택저당채권담보부채권(mortgage-backed bond: MBB)이 발행되지만 REITs중에서는 주식이 발행된다. 우리나라 현행법상 수익증권인 주택저당증권의 발행도 가능하나 그 경제적 실질은 채권과 유사하다. REITs에는 주식형 REITs(equity REITs), 주택저당대출형 REITs(mortgage REITs), 혼합형 REITs(hybrid REITs) 등이 존재한다. 이 중 주택저당대출형 REITs는 주택저당대출이나 주택저당대출의 유동화를 통해 발행된 주택저당대출담보부채권에 투자하는 REITs이다.

#### 다) 부동산신탁회사와의 비교

REITs는 부동산개발에 의한 이익을 추구한다는 점에서 기존의 부동산신탁회사와 공통점을 갖지만 다음과 같은 차이가 존재한다. 부동산신탁회사의 경우에는 투자자들이 현금이 아닌 부동산자체를 위탁하고 필요한 자금은 자신의 신용으로 금융기관으로부터 차입하거나 건물의 선

분양을 통해 조달한다. REITs의 경우에는 투자자들이 현금을 투자하고 REITs의 주식이 증권거래소 등에 상장되어 유통되기 때문에 부동산신탁 회사의 가장 큰 문제점인 자금조달 문제를 해결할 수 있다.

#### 라) 계약형 부동산투자신탁과의 비교

계약형부동산신탁이란 신탁겸영은행이 신탁계정을 설정하여 수익증권을 발행하고 모집된 자금으로 부동산관련 투자를 행하며 여기서 발생된 이익을 배분하는 제도이다. 정부는 금융기관이나 기업이 보유하고 있는 부동산처분을 용이하게 하여 금융기관 및 기업 구조조정을 지원하기 위해 1998년 4월 「신탁업법」 개정을 통해 본 제도를 도입했다. 2000년 7월과 9월에 국민은행이 최초로 부동산투자신탁을 성공리에 발행하였다. 계약형 부동산투자신탁과 REITs와의 차이는 전자가 계약형 펀드인데 반해 후자는 회사형 펀드라는 점이다. 이 차이는, 투자대상이 다를 뿐, 계약형투자신탁인 증권투자신탁(또는 은행의 신탁계정)과 회사형 투자신탁인 증권투자회사와간의 차이점과 유사하다.

### 나. 구조조정부동산펀드의 도입방안

#### 1) 구조조정부동산펀드(가칭)의 의의와 특성

구조조정부동산펀드란 대규모기업집단의 부동산매각 등을 지원하여 기업구조조정의 원활화를 도모하는 펀드를 의미한다. 기업구조조정의 지원을 목적으로 한다는 측면에서 구조조정펀드의 일종이고 부동산을 투자대상으로 한다는 측면에서 부동산펀드의 일종으로 이해할 수 있다.

구조조정부동산펀드의 특성은, 대규모기업집단 보유부동산을 매입하

고 이를 다시 lease-back함으로써 기업의 자산매각과 재무구조개선을 지원하는 것이다. 또한 부동산을 매각한 기업에게 일정기간 후 부동산을 다시 매입할 수 있는 권한을 부여하여 자발적 매각을 유도할 수 있다.

## 2) 구조조정부동산펀드 도입의 필요성

첫째, 대규모기업집단 구조조정의 활성화를 위해 대규모기업집단들이 보유하고 있는 부동산의 매각을 지원할 수 있는 메카니즘 또는 투자기반의 구축이 필요하다. 물론 ABS, MBS 등이 이미 제도화되었으나 주로 부실채권의 유동화에 초점이 맞추어져 부동산 자체의 유동화에는 한계가 존재한다. 둘째, 은행으로 하여금 기업의 재무구조 개선과 기업체질 강화를 지원할 수 있는 수단을 제공한다. 채권은행이 기업의 구조조정 특히 부동산매각을 독려함에 있어서 지시만 할 뿐 그 구체적인 실행수단을 제공하지 못하는 문제점을 해결할 수 있는 하나의 수단이다. 셋째, 우량은행의 유동성 활용을 위한 투자대상이 될 수 있다. 현재 우량은행은 저축성예금 등 유동성은 풍부하나 적절한 투자대상을 찾지 못하고 있는 실정인데 새로운 투자대상이 될 수 있다. 넷째, 정부가 추진중인 구조조정정책의 기본방향인 시장메카니즘에 근거한 구조조정의 수행수단을 제공한다. 또한 부동산시장과 자본시장과의 연계를 통해 구조조정 시장을 활성화하고 투자자에게는 새로운 금융상품을 제공할 수 있다.

## 3) 구조조정부동산펀드 설립의 기본방향

첫째, 구조조정부동산펀드 설립의 기본 취지는 기업구조조정의 활성화 지원에 있다. 따라서 기존 구조조정관련펀드의 분석을 통해 기존펀드들과의 기능중첩 없이 새로운 기능을 수행할 수 있어야 한다. 둘째, 부동산이라는 투자대상의 특수성을 반영할 수 있는 펀드의 설계가 이루어

져야 한다. 또한 부동산펀드의 설립시에는 부동산이라는 자산의 특성상 펀드의 신뢰성과 투명성을 보장받을 수 있는 제도적 장치가 전제되어야 한다. 셋째, 특별법 제정시의 시간소요와 논란의 가능성을 배제하기 위해 현행 법제도하에서 가장 합리적인 펀드설계 방안을 모색하는 것이 바람직하다.

#### 4) 구조조정부동산펀드의 설계 방안

##### 가) 구조조정부동산펀드의 설립준거법

펀드설립의 접근방법으로는, 펀드의 목표가 구조조정의 활성화에 있고 동시에 투자대상이 부동산이라는 점을 고려하여, 크게 기존의 구조조정관련펀드를 통한 도입과 부동산투자관련펀드를 통한 도입을 고려할 수 있다.

먼저 기존의 구조조정관련펀드를 통한 구조조정부동산펀드의 도입가능성을 분석해보자. 기존의 구조조정관련펀드로는 기업구조조정증권투자회사(CRF), 기업구조조정전문회사(CRC), 기업구조조정투자회사(CRV) 등이 존재한다. 첫째, CRF는 부동산펀드의 설립형태로 적합치 않다고 판단된다. 즉 CRF는 대규모기업집단 이외의 기업을 주 대상기업으로 하기 때문에 워크아웃 기업등 대규모기업 지원에 한계가 있다. 또한 CRF는 「증권투자회사법」에 근거하여 투자대상이 유가증권으로 제한되어 있는 바, 부동산투자가 불가능하다.

둘째, CRC를 활용한 도입가능성을 살펴보자. CRC는 한국판 벌처펀드로서 주로 「회사정리법」이나 「화의법」상의 기업을 대상으로 부실채권에 투자한다. 현행 「산업발전법」에 의하면 CRC는 구조조정대상기업이 매각하는 영업 또는 자산의 매입이 가능하다. 따라서 부동산이 이 자산의 개념에 속하는 것으로 유권해석 되면 부동산매입은 가능하다.

그러나 현실적으로 대부분의 CRC는 자본금규모가 영세하기 때문에 수천억원 대의 부동산투자는 힘들다고 판단된다. 다만 부동산등의 매입 등에 특화된 대규모 CRC가 설립될 경우 부동산투자는 가능하다.

셋째, CRV를 통한 구조조정부동산펀드의 설립가능성을 분석해 보자. CRV는 약정채결기업을 대상으로 이들 기업이 발행한 유가증권과 이들 기업에 대한 금융기관의 대출채권에 투자한다. CRV법 제19조에 의하면 CRV의 자산운용범위에는, 약정채결기업이 발행한 유가증권 및 이에 수반되는 담보권의 매매 그리고 대출채권과 이에 수반된 담보권의 매매가 포함된다. 따라서 담보권행사과정에서의 부동산취득은 가능하나 직접적인 부동산매입은 불가능하다고 해석된다. 또한 현행 CRV법은 한시법이 기 때문에 부동산펀드 설립준거법으로서 한계가 있다. 그러므로 CRV법을 통해 구조조정부동산펀드를 도입하기 위해서는 CRV법의 개정이 필요하다. 특히 투자대상에 부동산이 포함되어야하며 투자대상인 부동산의 특성상 펀드의 존속기간이 연장되어야 한다.

다음으로 기존의 부동산펀드를 활용한 설립가능성을 분석해 보자. 현행법상 부동산펀드의 설립방법으로는 상법상 주식회사 형태, 민법상 조합의 형태, 「부동산투자신탁업법」상 부동산신탁회사 형태, 신탁겸업은행의 부동산투자신탁 형태, 부동산투자회사법(안)상의 부동산투자회사(REITs) 형태가 가능하다. 구조조정부동산펀드의 경우에는 그 성격상 신뢰성과 투명성의 확보가 용이한 부동산투자회사법(안)상의 부동산투자회사의 형태를 갖는 것이 바람직하다고 판단된다. 구체적으로는 「증권투자회사법」상 증권투자회사의 특수한 형태로 설립된 기업구조조정증권투자회사(기업구조조정기금)를 참조하여 「부동산투자회사법」상 부동산투자회사의 특수한 경우로 구조조정부동산투자회사를 도입하는 것이 효율적이다. 다만 「증권투자회사법」상에는 기업구조조정증권투자회사를 규정하는 별도의 조항(증권투자회사법 제78조)이 있으나 부동산투자회사법(안)에는 구조조정부동산투자회사를 규정하는 별도의 조항이 없기 때

문에 이를 합리적으로 법안에 반영하는 방법에 대한 논의가 필요하다.

현재 정부가 추진중인 구조조정부동산펀드의 설립방안을 보면, 「부동산투자회사법」상 부동산투자회사(REITs) 형태, 「기업구조조정투자회사법」상 기업구조조정투자회사(CRV) 형태, 그리고 「신탁업법」상 은행의 부동산투자신탁 형태를 고려하고 있다. 은행의 부동산투자신탁 경우에는 이미 제도가 존재하고 부동산투자 경험이 있기 때문에 큰 논란의 여지가 없으나 REITs형태와 CRV형태에 장단점에 대해서는 논란이 지속되고 있는 상황이다.

특히 자산운용과 관리를 자기관리형으로 하느냐(REITs의 경우) 아니면 위탁형(CRV의 경우)으로 하느냐가 양자간의 가장 큰 차이점이다. 무엇보다도 REITs형태는 부동산투자에 전문화된 국제적 정합성 있는 법적 형태라는 점에서 장점이 있다. CRV는 워크아웃기업의 구조조정에 특화된 기구이다. 그런데 구조조정부동산펀드에서 부동산매입을 통해 지원하고자 하는 기업들 역시 주로 워크아웃기업이다. 그러므로 CRV법은 부동산투자에 전문화된 법안은 아니지만 구조조정지원이란 측면에서는 통합적 구조조정을 가능하게 한다는 장점이 있다. 그러나 CRV법은 부동산투자에 특화된 법안이 아닌 만큼 CRV의 투자대상에 부동산을 포함시키고 존속기한을 장기화하는 등의 법개정이 필요하다.

<표 IV-4> 구조조정지원을 위한 부동산펀드의 비교

| 구분   | 부동산투자회사<br>(REITs) | 구조조정 부동산펀드<br>(CRV) | 은행 부동산신탁      |
|------|--------------------|---------------------|---------------|
| 근거법  | 부동산투자회사법           | 기업구조조정투자회사법         | 신탁법·신탁업법      |
| 투자형태 | 주식                 | 주식                  | 수익증권          |
| 자본금  | 500억원 이상           | 5억원 이상              | 없음            |
| 자본조달 | 공모                 | 공모                  | 없음            |
| 자산관리 | 자기관리               | 위탁관리                | 은행 또는 위탁관리    |
| 법인형태 | 영속회사               | 한시적 paper company   | 한시적<br>금진신탁상품 |
| 감독   | 건교부 인가<br>건교부 감독   | 금감위 등록<br>금감위 감독    | 금감위 감독        |
| 상장여부 | 상장                 | 상장                  | 비상장           |



## V. 기업퇴출제도의 분석과 개선방안

---

1. 기업퇴출제도의 경제적 기능
2. 기업퇴출제도의 비교분석
3. 기업퇴출제도의 개선방안



## V. 기업퇴출제도의 분석과 개선방안

### 1. 기업퇴출제도의 경제적 기능

#### 가. 기업퇴출제도의 의의

기업퇴출제이란 기업의 회생가능성을 판단하여 회생불능기업은 퇴출시키고 회생가능 기업은 적절한 절차를 거쳐 회생시키는 제도를 의미한다. 기업퇴출제도와 유사한 개념으로 파산관련제도(bankruptcy rule)가 있다. 양자의 관계를 한마디로 표현하면 「회사정리법」, 「화의법」 그리고 「파산법」 등의 파산관련제도는 기업퇴출제도의 부분집합이다. 즉 기업퇴출제도는 파산관련제도 보다 광범위한 제도이다. 파산관련제도 이외에 기업퇴출제도에 속하는 대표적 제도로는 워크아웃제도와 금융기관에 대한 퇴출제도를 들 수 있다. 금융기관의 퇴출은 「회사정리법」 등을 통하지 않고 재무건전성기준 등 각 금융기관관계법령 등에 의해 결정되는 것이 일반적이다. 따라서 본 보고서에서는 기업퇴출제도를 파산관련법외에 워크아웃제도와 금융기관 퇴출제도를 포함하는 개념으로 이해하도록 한다.

모든 기업퇴출제도에는 기업의 퇴출여부를 결정하는 기준 즉 기업의 회생가능성 판단기준과 절차가 포함되어 있다. 따라서 회생되는 기업에 초점을 맞추면 기업회생제도이고 반대로 퇴출되는 기업에 초점을 맞추면 기업퇴출제도가 된다. 기업의 회생과 퇴출은 동전의 양면과 같은 것이다. 그러나 기업퇴출제도를 그 목적에 따라 구체적으로 구분하면 기업의 회생을 목적으로 하는 기업퇴출제도와 기업정리를 목적으로 하는 기업퇴출제도로 구분할 수 있다. 우리나라의 경우 기업회생을 목적으로 하

는 회사정리제도, 화의제도 그리고 워크아웃제도가 존재한다. 미국의 경우 chapter11이 여기에 속한다. 기업의 청산 및 정리를 목적으로 하는 기업퇴출제도로는 「파산법」이 대표적이다. 미국의 경우 chapter7이 여기에 속한다. 앞에서 언급한 바와 같이 본 연구에서는 기업퇴출제도를 파산관련제도를 하위개념으로 포함하는 광의의 개념으로 파악한다. 동시에 기업청산 및 정리제도 보다는 기업회생을 위한 기업퇴출제도에 초점을 맞추어 논의를 전개하도록 한다.

### 나. 기업퇴출제도의 목적

기업퇴출제도의 목적은 사전적(ex-ante) 관점과 사후적(ex-post) 관점에서 살펴볼 수 있다. 사전적 관점이란 파산이 발행하기 이전 즉 기업이 정상적인 경영활동을 수행하는 시점을 의미하고 사후적 관점은 파산이 발생한 이후의 시점을 의미한다.

먼저 사전적 관점에서 기업퇴출제도의 목적을 살펴보자. 사전적인 관점에서 효율적인 기업퇴출제도는 파산발생시 경영자에 대한 강력한 제재와 책임추궁이 수반되는 제도를 의미한다. 사전적 관점에서 기업퇴출제도의 목적은, 파산발생시 부실경영에 대한 철저한 응징을 제도화함으로써 이를 예상한 경영자로 하여금 건실한 경영을 유도하는 것이다. 경영자의 도덕적 해이와 방만한 경영으로 인한 파산가능성을 최소화할 수 있는 제도를 의미한다. 이제 사전적으로 효율적인 기업퇴출제도가 갖추어야 할 조건을 살펴보자. 첫째, 경영자로 하여금 파산의 가능성을 고려하여 건실한 경영을 하도록 유도하기 위해서는 파산발생시 경영자가 감수해야 하는 벌과 손실이 충분히 커야한다. 그렇지 않으면 벌과 손실을 감수하고 방만한 경영을 행할 것이기 때문이다. 둘째, 파산발생시 재협상(renegotiation)의 가능성이 배제되어야 한다.<sup>24)</sup> 재협상의 가능성이 크다고 생각하면 그 만큼 파산시 발생하는 손실을 의식하여 건실한 경영

을 할 유인이 작아지기 때문이다. 따라서 사전적 효율성만을 기준으로 할 경우 가장 효율적인 최적의 파산제도는 파산한 기업은 모두 청산시키는 것이다. 왜냐하면 사후적으로 강력한 책임추궁이 이루어지고 손실의 가능성이 클수록 사전적으로 경영자로 하여금 부실경영을 회피하고 건실경영을 행하게 하는 유인을 제공할 수 있기 때문이다.

다음으로, 사후적 관점에서 기업퇴출제도의 목적을 살펴보자. 사후적으로 효율적인 파산관련제도란, 기업이 이미 파산했음을 전제로 신속한 회생절차를 통해 사후적 기업가치를 극대화할 수 있는 파산제도를 의미한다. 만일 기업파산의 원인이 경영자의 부실경영에만 있다면 사후적 회생지원은 의미가 없다. 그러나 기업은 비효율적인 경영에 의해 파산할 수도 있으나 경영자가 통제할 수 없는 외생적 요인에 의해 또는 일시적인 유동성 부족에 의해 파산할 수도 있다. 신속하고 효율적인 회생절차를 통해 이 같은 기업들을 정상화시키는 것이 기업자체 차원에서뿐만 아니라 국가경제 차원에서도 바람직하다. 우리나라의 경우 기업회생을 지원하는 제도로는 「회사정리법」, 「화의법」 그리고 워크아웃제도가 있다. 사후적 효율성을 증대시키기 위해서는 파산발생시 채무자와 채권자간에 재협상(renegotiation)이 허용되는 제도의 유연성이 요구된다. 사후적 효율성을 구비한 기업퇴출제도를 설계하기 위해서는 두 가지 문제가 해결되어야 한다. 첫째, 회생의 가능성이 있는 기업과 없는 기업을 구분하여 전자를 구제, 정상화시키고 후자를 퇴출시킬 수 있는 합리적 기업퇴출 판단기준이 필요하다. 둘째, 일단 기업을 회생시키기로 결정된 경우 기업의 자산과 청구권을 효율적이고 공정하게 각 청구권자들에게 배분할 수 있는 메카니즘이 필요하다. 왜냐하면 신속한 기업회생을 위해서는 각 청구권자들간의 이해상충을 최소화하는 것이 필수적이기 때문이다. 여기서 효율적 배분이란, 지연비용, 소요비용 등의 파산비용을 최

24) 재협상의 가능성이 배제된 채무계약을 전문용어로는 renegotiation-proof contract라고 한다.

소화하여 기업가치를 극대화시키고 이를 통해 기업갱생의 가능성을 극대화할 수 있는 배분방안을 의미한다. 공정한 배분이란, 기존의 변제우선순위(priority)가 유지되는 배분방안을 의미한다.

이제까지 논의한 사전적 효율성과 사후적 효율성 사이에는 상충관계가 존재한다. 파산관련제도가 냉혹할수록 사전적 효율성은 증대되나 사후적 효율성은 감소된다. 반대로 파산관련제도가 관대할수록 사후적 효율성은 증대되나 사전적 효율성은 감소된다. 어떤 효율성에 중점을 두느냐는 경제발전단계나 경제환경 등을 고려한 정책적 판단사항이다.

#### 다. 구조조정기구와 기업퇴출제도

파산관련제도는 각종 구조조정기구라는 경기자들이 다양한 구조조정 게임을 수행하는 게임의 장이라고 할 수 있다. 벌처펀드인 기업구조조정 전문회사(CRC)와 KAMCO 특별채권의 경우에는 「회사정리법」과 「화의법」상의 기업 또는 이들이 발행한 유가증권을 그 투자대상으로 한다. 워크아웃 대상기업에 특화된 구조조정기구는 기업구조조정투자회사(CRV)이다. KAMCO의 기능 중 부실징후기업에 대한 기업개선업무는 워크아웃의 범주에 속한다. 구조조정기금(CRF)의 경우에는 「증권투자회사법」상 파산관련제도와 관련된 기준이 없다. 따라서 어떠한 기업에도 투자가능하다고 판단되나 기존에 설립된 구조조정기금은 「화의법」이나 「회사정리법」상의 기업을 투자대상에서 제외하고 있다.

## 2. 기업퇴출제도의 비교분석

### 가. 워크아웃제도

#### 1) 의의와 특성

워크아웃이란, 부실의 정도가 심하지 않아서 회생가능성이 큰 것으로 판단되는 기업들을 대상으로 채권금융기관 등이 협상을 통해 그 재무구조의 개선방안을 마련해 나가는 일련의 과정을 의미한다. 즉 부실징후의 초기단계에 있어 치유가 가능한 기업을 구조조정대상으로 한다. 워크아웃의 목적은 기업을 퇴출시키는 것이 아니라 출자전환, 부채탕감, 이자지급유예 등 재무구조개선 등을 통해 기업을 회생시키는 것이다.

워크아웃은 채권금융기관들이 주도하고 구조조정위원회가 조정기능을 수행한다는 측면에서 법원이 주관하는 회사정리제도나 화의제도와 차이가 존재한다. 채권금융기관간의 협약에 근거하여 구조조정이 추진되기 때문에 법적인 구속력이 약하다는 특성이 있다. 예를 들어 회사정리제도나 화의제도와 같은 부인권행사의 법적 근거가 없어 개별채권자들의 변제권 행사를 방지할 수 없다. 구조조정대상기업 측면에서 보면 경제적 회생가능성은 높으나 재무적 곤경에 처한 기업을 대상으로 하는 바, 회사정리제도나 화의제도에 비해 덜 부실화된 기업을 구조조정 대상으로 한다. 따라서 회사정리제도 등 법정관리제도에 비해 회수율이 높다. 미국의 경우를 보면 워크아웃에 의한 상환율 평균이 80.1%이고 우리나라 「회사정리법」에 해당하는 chapter11에 의한 회수율 평균은 50.9%이다.

워크아웃의 절차는 대상기업의 선정, 채권금융기관협의회의 추진여부 결정, 기업실사작업, 기업개선안 확정, 기업개선약정 체결, 사후관리 순으로 이루어진다. 기업, 주관은행, 채권총액의 1/4이상을 보유한 채권금

용기관이 워크아웃을 신청할 수 있다. 기업실사결과 수익가치가 청산가치보다 크고, 채권금융기관이 전환된 유가증권을 매각할 수 있는 가능성이 높을 경우 워크아웃을 개시한다. 기업개선계획안은 채권금융기관협의회에서 총채권액의 3/4이상(채권자조별 3/4이상)의 동의에 의해 확정된다. 사후관리는 주관은행에 의해 이루어진다.

2) 현황

IMF이후 기업구조조정의 필요성이 대두되면서 1998년 6월, 210개 금융기관들이 기업구조조정협약을 체결하고 7월 고합계열을 시작으로 워크아웃이 이루어졌다. 2000년 8월 현재, 워크아웃대상으로 선정된 104개 기업(주채무계열 61개사, 중견 대기업 43개사)중 총 40개 기업이 탈락, 조기종료, 합병 등으로 제외되었고 총 64개사가 기업개선작업을 추진중이다.

<표 V-1> 기업개선작업 선정 및 진행상황

(2000.9월말 현재, 단위: 개)

| 구 분   | 선정 (A) | 제 외 |      |    |      | 현 재   |       |
|-------|--------|-----|------|----|------|-------|-------|
|       |        | 탈락  | 조기종료 | 합병 | 계(B) | (A-B) | MOU체결 |
| 주채무계열 | 61     | 5   | 9    | 12 | 26   | 35    | 33    |
| 중견대기업 | 43     | 3   | 8    | 3  | 14   | 29    | 29    |
| 계     | 104    | 8   | 17   | 15 | 40   | 64    | 62    |

자료: 금융감독원 자료

채무조정 대상채권액 98.6조원중에서 2000년 6월말현재, 이자감면 70.2조원(97.2% 이행)과 출자전환액 3.4조원(21.6% 이행) 등 총 85.6조원의 채무조정이 이루어져 당초 계획의 86.8%가 이행되었다. 또한, 신규자금 4.9조원이 지원되었다.

<표 V-2> 채무조정계획 및 실적

(2000.6월말 현재, 단위: 억원, %)

| 구 분                    |              | 채 무 조 정 4)        |                   |                  |                   |                   | 신규여신5)            |
|------------------------|--------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                        |              | 채무상환유예            |                   | 출자전환2)           | 기 타3)             | 계                 |                   |
|                        |              | 이자감면1)            | 정상금리              |                  |                   |                   |                   |
| 비대<br>우<br>(56개<br>업체) | 계 획          | 189,277           | 47,950            | 72,401           | 10,347            | 319,975           | 10,982            |
|                        | 실 적<br>(이행율) | 171,696<br>(90.7) | 34,627<br>(72.2)  | 28,572<br>(39.5) | 37,591<br>(363.3) | 272,486<br>(85.2) | 11,313<br>(103.0) |
| 대우<br>(12개<br>업체)      | 계 획          | 533,641           | 11,888            | 85,849           | 34,389            | 665,767           | 56,110            |
|                        | 실 적<br>(이행율) | 530,744<br>(99.5) | 11,888<br>(100.0) | 5,666<br>(6.6)   | 35,257<br>(102.5) | 583,555<br>(87.7) | 37,209<br>(66.3)  |
| 계<br>(68개<br>업체)       | 계 획          | 722,918           | 59,838            | 158,250          | 44,736            | 985,742           | 67,092            |
|                        | 실 적<br>(이행율) | 702,440<br>(97.2) | 46,515<br>(77.7)  | 34,238<br>(21.6) | 72,848<br>(162.8) | 856,041<br>(86.8) | 48,522<br>(72.3)  |

- 1) 금리우대 포함
  - 2) 대출금출자전환 및 전환사채 인수
  - 3) 예대상계, 상환, 정상거래 등
  - 4) 채무재조정업체는 채무재조정계획상의 계획 및 실적기준
  - 5) 이행성 지급보증 포함
- 자료: 금융감독원 자료

<표 V-3> 자구계획 및 실적

(2000.6월말 현재, 단위: 억원, %)

| 구 분           |              | 자산매각              |                   | 외자유치             | 계열사 정리          | 유상증자             | 기 타 <sup>1)</sup> | 계                 |
|---------------|--------------|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|------------------|-------------------|-------------------|
|               |              |                   | 부동산               |                  |                 |                  |                   |                   |
| 비대우<br>(56개사) | 계 획          | 27,740            | 23,002            | 3,490            | 7,108           | 4,085            | 3,013             | 45,437            |
|               | 실 적<br>(이행율) | 33,032<br>(119.1) | 28,621<br>(124.4) | 5,700<br>(163.3) | 1,010<br>(14.2) | 5,616<br>(137.5) | 4,969<br>(164.9)  | 50,327<br>(110.8) |
| 대우<br>(12개사)  | 계 획          | 2,204             | 1,223             | -                | 5,383           | -                | 1,271             | 8,858             |
|               | 실 적          | 2,049<br>(93.0)   | 1,294<br>(105.8)  | -<br>(-)         | 754<br>(14.0)   | -<br>(-)         | 1,271<br>(100.0)  | 4,074<br>(46.0)   |
| 계<br>(68개사)   | 계 획          | 29,944            | 24,225            | 3,490            | 12,491          | 4,085            | 4,284             | 54,295            |
|               | 실 적<br>(이행율) | 35,081<br>(117.2) | 29,915<br>(123.5) | 5,700<br>(163.3) | 1,764<br>(14.1) | 5,616<br>(137.5) | 6,239<br>(145.6)  | 54,401<br>(100.2) |

1) 경영개선, 대주주 사채출연 등

2) 채무재조정업체는 채무재조정계획상의 계획 및 실적 기준

자료: 금융감독원 자료

### 나. 회사정리제도

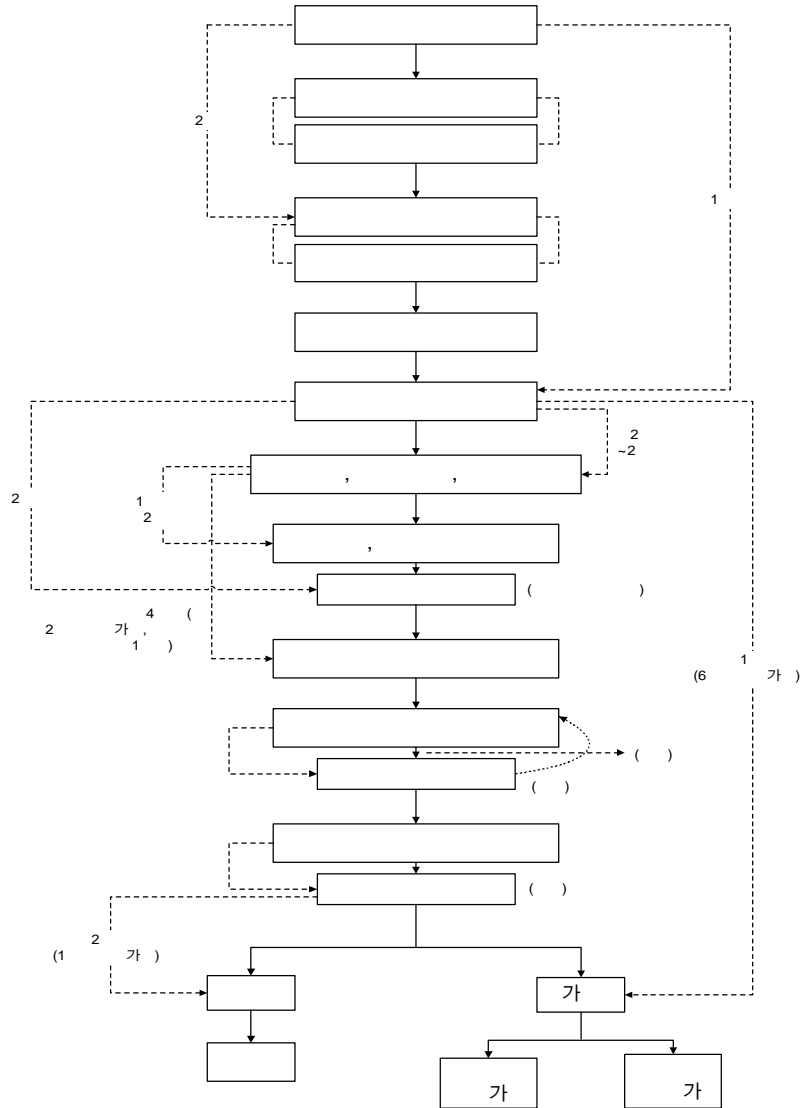
회사정리제도는 재정적 궁핍으로 파탄에 직면하였으나 회생의 가망이 있는 주식회사에 관해 법원의 감독아래 채권자, 주주 및 기타 이해관계인의 이해를 조정하며 사업의 정리재건을 도모하는 제도이다. 회사정리제도는 법원에 의해서 주관되는 법정관리제도라는 점에서 화의제도와 공통점을 갖는다. 그러나 회사정리제도는 대규모기업 또는 채권자의 수가 많고 구성이 복잡한 기업에 적합한 제도로써 중소기업 또는 채권자의 수가 적고 구성이 단순한 경우에 적합한 화의제도와는 다양한 차원에서 차이가 존재한다.

화의제도와 비교를 통해 회사정리제도의 특성을 살펴보자. 목적차원에서 보면 회사정리제도는 경제적으로 회생가치가 있는 주식회사의 재건을 목적으로 하는데 반해 화의제도의 목적은 파산의 예방이다. 회사정리제도의 절차를 보면 조사위원회의 조사 등이 요구되고 전체채권자 집회 외에 각 채권자조의 의결이 필요하다는 점에서 화의제도절차 보다 복잡하다. 회사정리제도의 신청주체는 두 가지 경우로 분류된다. 사업의 계속에 현저한 지장을 초래함이 없이는 변제기에 있는 채무를 변제할 수 없는 경우에는 회사가 신청가능하고, 지급불능, 지급정지, 채무초과 등과 같은 파산의 원인인 사실이 생길 염려가 있는 경우는 10%이상 보유 주주와 10%이상보유채권자가 신청 가능하다. 화의의 경우는 파산의 원인인 사실이 있거나 그러한 사실이 생길 염려가 있을 때 채무자 즉 기업만이 신청 가능하다. 회사정리제도의 개시요건은 계속가치가 청산가치보다 커야한다는 경제적 가치 기준이 적용되는 반면 화의개시요건에는 경제적 기준이 없다. 1998년 개정 이전의 「회사정리법」<sup>25)</sup>에서는 개시신청의 기준으로 “정리의 가망”이라는 모호한 개념이 사용되었으나 이 개념은 객관적 판단기준으로 적절하지 못하여 1998년 개정시 “회사의 청산가치가 회사의 계속가치보다 큰 경우”라는 경제적 가치개념이 도입되었다. 그러나, 최근의 개정안에서는 이러한 경제적 기준도 개시후의 관리인 보고사항으로 전락하고 있다.

회사정리절차개시 결정전에 이해관계자의 신청에 의해 또는 법원의 직권으로 보전처분을 할 수 있다. 회사정리제도에서의 보전처분은 그 효력이 담보권을 포함한 모든 채권에 미친다. 이에 반해 화의의 경우에는

25) 회사정리법은 1962년 제정된 이래, 7차에 걸쳐 개정되었다. 그중 1998년의 6차 개정은 IMF 이후 도산절차의 신속한 처리가 요구되는 바, 파산법·화의법과 동시에 개정되었다. 개정의 주요 내용은 채무의 최장유예기간을 20년에서 10년으로 단축, 개시요건에 경제적 가치 도입, 관리위원회 설치, 자본감소를 통한 M&A 지원 강화 등이다.

<그림 V-1> 회사정리제도의 절차와 소요기간



보전처분시에도 담보권을 포함한 별제권의 행사를 제약할 수 없다. 회사 정리계획안의 확정을 위해서는 각 채권자조별로 의결을 필요로 하여 그 확정절차가 까다롭다. 즉 정리채권자 의결권총액의 2/3, 주주 의결권총액의 1/2, 정리담보권은 의결권 총액의 3/4이상의 동의가 있어야 한다. 이에 비해 화의에서는 채권자협의회출석채권자의 과반수찬성과 총신고 총액의 3/4이상의 동의만을 필요로 한다.

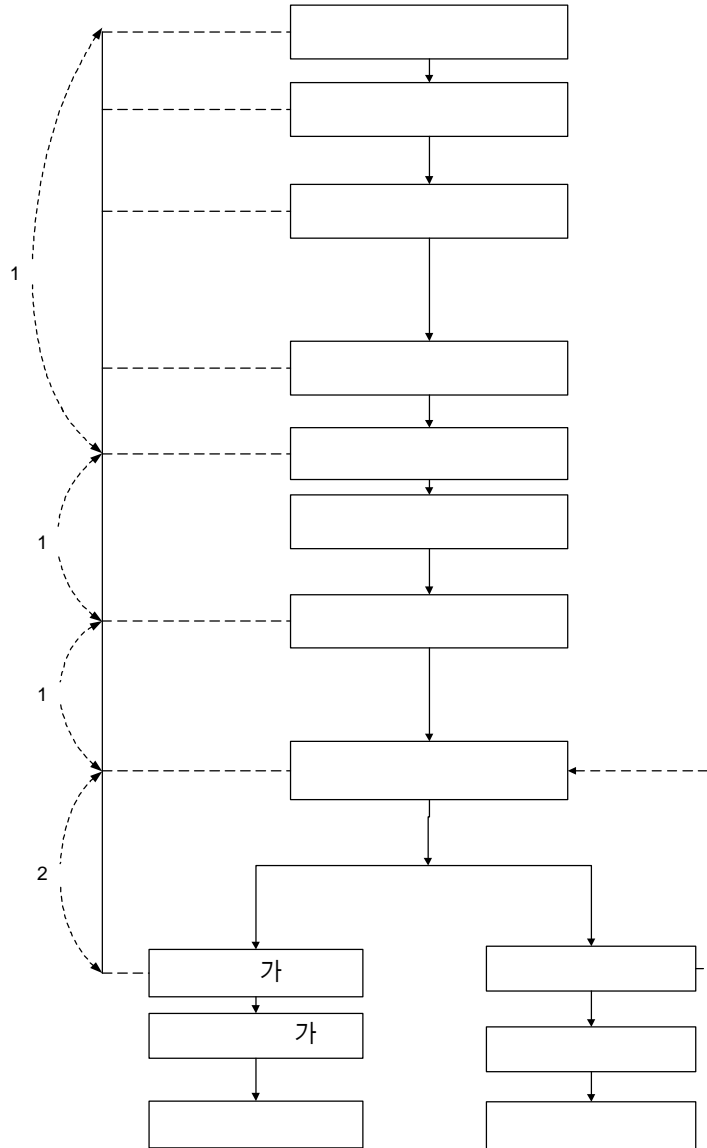
#### 다. 화의제도

화의란 채무자에게 파산원인이 생겨 파산선고를 받게 될 상태에 빠진 경우 법원의 감독하에 채무자는 파산선고를 면하고 동시에 채권자도 파산절차에 비해 유리한 변제를 받을 목적으로 체결하는 계약을 의미한다.<sup>26)</sup> 화의제도는 회사정리제도와 같이 법정관리제도이지만 앞에서의 비교분석에서와 같이 절차상 많은 차이점이 존재한다.

화의제도는 신청, 보전처분, 개시여부결정, 채권자집회의 의결, 화의 조건이행의 절차로 진행된다. 화의제도는 파산의 원인인 사실이 있거나 그런 사실이 생길 염려가 있는 경우에 채무자만 신청 가능하다. 또한 보전처분 시에도 담보권을 포함한 별제권의 행사를 제약할 수 없기 때문에 별제권자의 채권액 비중이 큰 경우에는 화의의 적용이 비효율적이다. 즉 화의제도는 담보채권의 비중이 작고 채권자수가 적어야 유용성이 증대한다. 부인권행사주체는 회사정리제도의 경우 관리인인 반면 화의의 경우 개별채권자가 행사주체가 된다. 변제에 관해서 회사정리제도는 강제집행, 보전처분, 소송이 금지되어 있으나 화의의 경우 강제집행과 보전처분만이 금지되어 있고 소송에 의한 변제이행은 청구가능하다.

26) 우리나라에서는 1997년 6월 (주)동신이 상장회사로서는 처음으로 법원에 화의개시를 신청하였다.

<그림 V-2> 화의제도의 절차와 소요기간



화의제도는 회사정리절차에 비해 채권확정절차가 없고 화의개시요건에 파산의 원인이 발행하는 경우도 포함하며 채무자만이 신청가능하다는 점에서 차이가 있다. 또한, 기업개선작업이 파산의 원인이 발행하기 전을 대상으로 하는 반면, 화의제도는 파산의 원인인 사실이 발생한 후에도 개시 가능하다.

우리나라의 회사정리제도, 화의제도 그리고 워크아웃제도에 대한 비교분석을 정리하면 다음 <표 V-4>와 같다.

#### 라. 금융기관퇴출제도

은행, 증권사, 보험사 등 금융기관의 퇴출제도에 대해서는 금융감독위원회의 금융기관 적기시정조치에서 다루고 있다.<sup>27)</sup> 금융기관의 특성상, 법정관리와 같은 일반기업에 대한 퇴출제도와 상이한 별도의 퇴출제도를 마련하는 것이 합리적이다. 미국의 경우, 우리나라의 「회사정리법」에 해당하는 chapter 11은 모든 자연인, 법인, 그리고 partnership이 이용할 수 있지만 은행 등의 금융기관은 chapter 11의 절차를 신청할 수 없다. 각 금융기관은 해당 감독기관의 주관하에 퇴출절차가 진행된다.

27) 투신운용사에 대해서도 부실화를 예방하고 경영건전화를 유도하기 위해 자기자본 규제비율 및 경영실태평가결과에 따른 적기시정조치제도를 도입(안)을 마련하고 2000.4.1 시행할 예정이다. 순자산비율이 일정수준에 미달할 경우 경영개선권고(평가등급이 1~3등급으로 자본적정성 부분의 평가등급이 4~5등급인 경우), 경영개선요구(평가등급이 4~5등급인 경우), 경영개선명령의 적기시정조치가 이루어진다.

<표 V-4> 회사정리제도, 화의제도, 기업개선제도의 비교

|        | 회사정리제도   | 화의제도                                 | 기업개선작업  |
|--------|--|--------------------------------------|---|
| 주관     | 법원(회사정리법)  | 법원 (화의법)                             | · 채권금융기관(기업구조조정협약)<br>· 기업구조조정위원회가 조정 기능                                    |
| 목적     | 경제적으로 갱생가치가 있는 주식회사의 재건  | 파산의 예방                               | 경제적 회생가능성이 있으나 재무적 곤경에 처한 기업의 회생  |
| 절차     | 신청-보전처분-조사위원회 조사-개시여부결정-정리채권 및 정리담보권확정-정리계획안 제출-정리계획의 수행-정리절차종결  | 신청-보전처분-개시여부 결정-채권자집회의 의결-화의조건이행     | 대상기업신청-채권금융기관협의회의 추진여부 결정-기업실사작업-기업개선안 확정-기업개선약정체결-사후관리                     |
| 대상 기업  | · (1)사업의 계속에 현저한 지장을 초래함이 없는 변제기에 있는 채무를 변제할 수 없을 때<br>· (2)지급불능, 지급정지, 채무초과 등과 같은 파산의 원인인 사실이 생길 염려가 있는 때 | 파산의 원인인 사실이 있거나 그러한 사실이 생길 염려가 있는 경우 | 부실정후의 초기단계에 있어 치유가 가능한 기업   |
| 신청 가능자 | · (1)의 경우는 회사<br>· (2)의 경우는 회사, 주주(10%),채권자(10%)   | 채무자                                  | 기업, 주관은행, 채권총액 1/4이상보유 채권금융기관   |
| 개시 결정  | · 법원이 결정<br>· 신청후 1개월 내  | · 법원이 결정<br>· 신청후 1개월 내              | 채권금융기관 3/4의 동의로 채권금융기관이 결정  |
| 개시 요건  | · 계속가치가 청산가치보다 커야한다는 경제적기준이 개시요건에서 관리인의 보고사항으로 전략  | 경제적 기준 없음                            | · 경제적 기준 적용<br>· 수익가치가 청산가치보다 많이 크고, 채권금융기관이 전환된 유가증권 등을 매각할 수 있는 가능성이 높을 것 |
| 보전 처분  | · 개시전: 이해관계인 신청 또는 법원 직권으로<br>· 개시후: 자동보전처분 (상거래채권 포함)   | 보전처분시에도 담보권을 포함한 별제권의 행사를 제약할 수 없음   | · 개시전: 없음(신청후 10일 이내 결정)<br>· 개시후: 유예기간 미리 설정 (상거래채권에는 적용되지 않음)             |

<표 V-4> 회사정리제도, 화의제도, 기업개선제도의 비교(계속)

|            | 회사정리제도   | 화의제도   | 기업개선작업   |
|------------|--|--|--|
| 부인권 행사 주체  | 관리인  | 개별채권자  | 부인권행사의 법적근거 없음<br>(개별채권자들의 변제권행사 방지불능)                                 |
| 변제우선순위의 변동 | 법원에 의해<br>· 보전처분을 위한 담보 제공 가능<br>· 정리계획 수행을 위한 담보제공 가능                     | 법원에 의해<br>· 보전처분을 위한 담보 제공 가능<br>· 정리계획 수행을 위한 담보제공 가능 | · 채권금융기관의 의사 존중<br>· 출자전환은 무담보채권 위주로                                   |
| 변제금지의 범위   | 강제집행, 보전처분, 소송이 금지됨  | 강제집행과 보전처분만이 금지되어 소송에 의한 변제이행 청구가능                     |  |
| 계획안 마련     | · 보전관리인이 계획안 제출 의무자<br>· 법률에 저촉되는 사항 발견시 중도폐지 가능                           | · 채무자가 화의조건을 법원에 신고<br>· 관리위원회가 심사                     | · 기업실사를 거쳐 주관은행이 마련<br>· 경제적 기준으로 작업 중단가능: 회사정리, 화의, 파산하에서의 기대수익률과의 비교 |
| 계획안 확정     | 채권자조별로 의결 필요<br>-정리채권자 의결권총액의 2/3<br>-주주의결권총액의 1/2<br>-정리담보권 의결권 총액의 3/4이상 | 채권자협의회 출석채권자의 과반수 찬성, 총 신고채권액의 3/4이상 동의                | · 총채권액의 3/4 이상의 동의<br>· 출자전환 적극 활용<br>· 경영권 축소, 감사범위 탄력적               |
| 사후 관리      | · 계획수행의 담당자는 관리인<br>· 법원의 감독권행사  |  | · 계획수행의 담당자는 경영진<br>· 주관은행의 감시권 행사                                     |
| 종결/폐지      | · 성공적인 계획수행시 종결<br>· 인가후 폐지시 정리계획내용유효                                      | · 성공적인 계획수행시 종결<br>· 화의의 폐지와 실효                        | · 성공적인 계획수행시 졸업<br>· 중단시 채무조정의 유효는 보장되지 않음                             |

은행의 경우 경영개선권고는 BIS자기자본비율이 8%미만이거나 경영실태평가 결과 종합평가등급이 3등급 이상으로서 자산건전성 또는 자본적정성 부문의 평가등급을 4등급(취약)이하로 판정받은 경우를 대상으로 한다. 증권사의 경우에는 영업용순자본비율이 150%미만이거나 경영실태평가 결과 종합평가등급이 3등급(보통)이상으로서 자본적정성 부문의 평가등급을 4등급(취약)이하로 판정받은 경우에 경영개선권고를 받는다. 보험사의 경우에는 지급여력비율이 50%이상 100%미만인 경우이거나 경영평가결과 종합평가등급이 3등급(보통)이상으로서 자산건전성 부문의 평가등급이 4등급(취약)이하로 평가받은 보험사가 해당된다.

이제 경영개선요구에 대해 살펴보자. 은행의 경우에는 BIS자기자본비율이 6%미만이거나 경영실태평가결과 종합평가등급을 4등급(취약)이하로 판정받은 경우 또는 경영개선계획을 성실히 이행하지 않은 경우가 이에 해당된다. 증권사의 경우는 영업용순자본비율이 120%미만이거나 경영실태평가 결과 종합평가등급을 4등급(취약)이하로 판정받은 경우, 보험사는 지급여력비율이 0%이상 50%미만이거나 경영실태평가결과 종합평가등급을 4등급(취약)이하로 평가받은 경우에 해당된다.

금융기관에 대한 실질적 퇴출조치인 경영개선명령에 대해 살펴보자. 은행의 경우 「금융산업의구조개선에관한법률」에서 정하는 부실금융기관이거나 BIS자기자본비율이 2%미만인 경우가 이에 해당된다<sup>28)</sup>. 증권사

28) 「금융산업의구조개선에관한법률」에서 “부실금융기관”이란 다음에 해당하는 금융기관을 의미한다.

첫째, 경영상태를 실시한 결과 부채가 자산을 초과하는 금융기관 또는 거액의 금융사고 또는 부실채권의 발생으로 부채가 자산을 초과하여 정상적인 경영이 어려울 것이 명백한 금융기관으로서 금융감독위원회 또는 예금자보호법 제8조의 규정에 의한 운영위원회가 결정한 금융기관. 둘째, 예금자보호법 제2조제4호의 규정에 의한 예금등 채권의 지급 또는 다른 금융기관으로부터의 차입금의 상환이 정지상태에 있는 금융기관. 셋째, 외부로부터의 자금지원 또는 별도의 차입이 없이는 예금등 채권의 지급이나 차

의 경우 부실금융기관이거나 영업용순자본비율이 100%미만일 때, 보험사의 경우는 부실금융기관이거나 지급여력비율이 0%미만일 때 필요한 조치를 이행하여야 한다.

여기서 은행·증권사·보험사에 공통적으로 해당되는 필요한 조치란, 주식의 전부 또는 일부 소각, 임원의 직무집행 정지 및 관리인의 선임, 합병 또는 금융지주회사의 자회사로의 편입, 영업의 전부 또는 일부의 양도, 제3자에 의한 당해 금융기관의 인수, 6개월이내의 영업정지, 계약의 전부 또는 일부의 이전, 영업소의 폐쇄·통합 또는 신설제한, 조직의 축소, 위험자산보유제한 및 자산의 처분, 자회사정리, 임원진교체요구, 영업의 일부 정지, 인력 및 조직운영의 개선, 경비절감, 영업소 관리의 효율화, 고정자산투자, 신규업무영역에의 진출 및 신규출자의 제한, 부실자산의 처분, 자본금의 증액 또는 감액, 이익배당의 제한 등이며 이에 부가하여 은행은 예금금리수준의 제한, 특별대손충당금의 설정, 증권사는 영업용순자본감소행위의 제한, 보험사는 재보험처리, 자기주식의 취득금지 등을 이행하여야한다.

#### 마. 일반기업 퇴출제도와 금융기관 퇴출제도 비교

일반기업의 퇴출제도의 하나인 회사정리절차와 금융기관의 퇴출제도인 적기시정조치를 비교하면 다음과 같다. 금융기관의 특성상 일반기업과는 별도의 기업퇴출제도를 운영하는 것이 국제적 정합성 있는 제도운영방식이다.

---

입금의 상황이 어렵다고 금융감독위원회 또는 예금자보호법 제8조의 규정에 의한 운영위원회가 인정한 금융기관.

첫째, 일반기업을 대상으로 하는 회사정리절차는 사업의 계속에 현저한 지장을 초래함이 없이는 변제기에 있는 채무를 변제할 수 없을 경우 또는 지급불능, 지급정지, 채무초과 등과 같은 파산의 원인인 사실이 생길 염려가 있을 경우 등 채무불이행이 어느 정도 진행된 이후에 그 절차를 개시한다. 그러나 금융기관의 경우는 그 공적인 목적상 파산시 경제에 미치는 파급효과가 극심하므로, 파산발생 이전에 그 가능성이 있는 금융기관에 대해 제재를 가한다. 구체적으로 일반기업의 회사정리절차는 경제적으로 갱생의 가치가 있는 주식회사를 대상으로 한다. 금융기관의 적기시정조치는 은행의 경우 BIS자기자본비율이 8%미만이거나 증권사의 경우 영업용순자본비율이 150%미만인 금융기관은 경영개선권고를 받고, 자기자본비율이 6%미만이거나 영업용순자본비율이 120%미만인 경우는 경영개선요구를 받는다. 또한, 자기자본비율이 2%미만이거나 영업용순자본비율이 100%미만일 경우는 경영개선명령을 받게 된다.

둘째, 「회사정리법」상의 정리계획안과 적기시정조치상의 경영개선계획을 비교해 보자. 일반기업의 경우 사업의 계속에 현저한 지장을 초래함이 없이는 변제기에 있는 채무를 변제할 수 없다고 판단될 경우 제1회의 관계인집회의 기일 또는 그 후 4개월 이내에 정리계획안을 법원에 제출하여야 한다. 금융기관의 경우, 정리계획안과 유사한 개념으로 경영개선권고 또는 경영개선요구를 받은 경우 동조치를 받은 후 2개월 이내에 경영개선계획을 금융감독원장에게 제출해야 한다.

셋째, 정리계획안과 경영개선계획의 주요내용을 비교해보자. 정리계획안의 주요내용은 회사의 존속, 영업이나 재산의 양도, 출자 또는 임대, 사업이나 경영의 위임, 정관의 변경, 이사, 대표이사나 감사의 변경, 자본의 감소, 신주나 사채의 발행, 합병, 분할, 분할합병, 해산 또는 신회사의 설립 등이 있다. 이에 반해 적기시정조치상 경영개선계획에는 주식의 전부 또는 일부 소각, 자본금의 증액 또는 감액, 합병 또는 금융지주회

사의 자회사로의 편입, 영업의 전부 또는 일부의 양도, 제3자에 의한 당해 금융기관의 인수, 영업의 일부 정지, 계약의 전부 또는 일부의 이전, 영업소의 폐쇄·통합 또는 신설제한, 조직의 축소, 위험자산보유제한 및 자산의 처분, 자회사정리, 임원의 직무집행 정지 및 관리인의 선임, 임원진교체요구, 인력 및 조직운영의 개선, 경비절감, 영업소 관리의 효율화, 고정자산투자, 신규업무영역에의 진출 및 신규출자의 제한, 부실자산의 처분, 이익배당의 제한 등이 포함된다.

넷째, 정리지계획안과 경영개선계획의 승인요건을 살펴보면 다음과 같다. 정리지계획안의 승인은 채권자조별로 의결이 필요한데 정리지채권자 의결권총액의 2/3, 주주 의결권총액의 1/2, 정리지담보권은 의결권 총액의 3/4이상의 동의가 있어야 한다. 경영개선계획에 대해서는 경영개선권고의 경우 감독원장이, 경영개선요구의 경우 금감위가 제출한 계획에 타당성이 인정될 경우 1개월 이내에 승인한다.

다섯째, 소요기간의 측면에서는 일반기업의 회사정리절차는 정리절차 개시신청부터 인가시까지 총 1년 1개월정도의 기간이 소요된다. 금융기관의 적기시정조치는 경영개선권고의 경우 경영개선계획 승인일로부터 1년 이내에, 경영개선요구의 경우 승인일로부터 1년6개월 이내에 이행하여야 한다.

### 3. 기업퇴출제도의 개선방안

#### 가. 회사정리제도의 개선

##### 1) 사전조정회사정리제도(prepackaged bankruptcy)

사전조정회사정리제도(prepackaged bankruptcy: 이하 PB로 표시)란, 기업이 정리절차 신청 이전에 채권자들과 협의하여 정리계획안을 작성하고 이를 회사정리절차신청시 법원에 제출하면 법원은 이 정리계획안을 회사정리절차에 의한 의사표시로 간주하여 회사정리절차의 신속화를 도모하는 제도이다. 미국의 「연방파산법」 chapter 11에 포함되어 있는 제도이다. 우리나라의 경우에는 워크아웃을 대체할 수 있는 제도로써 기업구조조정제도 정비를 위해 사전조정회사정리제도 도입을 위한 「회사정리법」 개정안이 2000.11월 국회에 제출되었다.

사전조정회사정리제도의 특성은 기존 회사정리제도나 워크아웃제도와 비교를 통해 명확히 이해되어질 수 있다. 기업퇴출제도의 효율성을 증대시키기 위해서는 일단 회생대상기업으로 선정된 기업에 대해 신속하고 전폭적인 지원이 이루어질 수 있어야 한다. 그런데 기업에는 채권자를 비롯한 다양한 청구권자들이 존재하기 때문에 이를 효율적으로 조정하여 동의를 유도해 내는 것이 신속한 구조조정의 핵심이 된다.

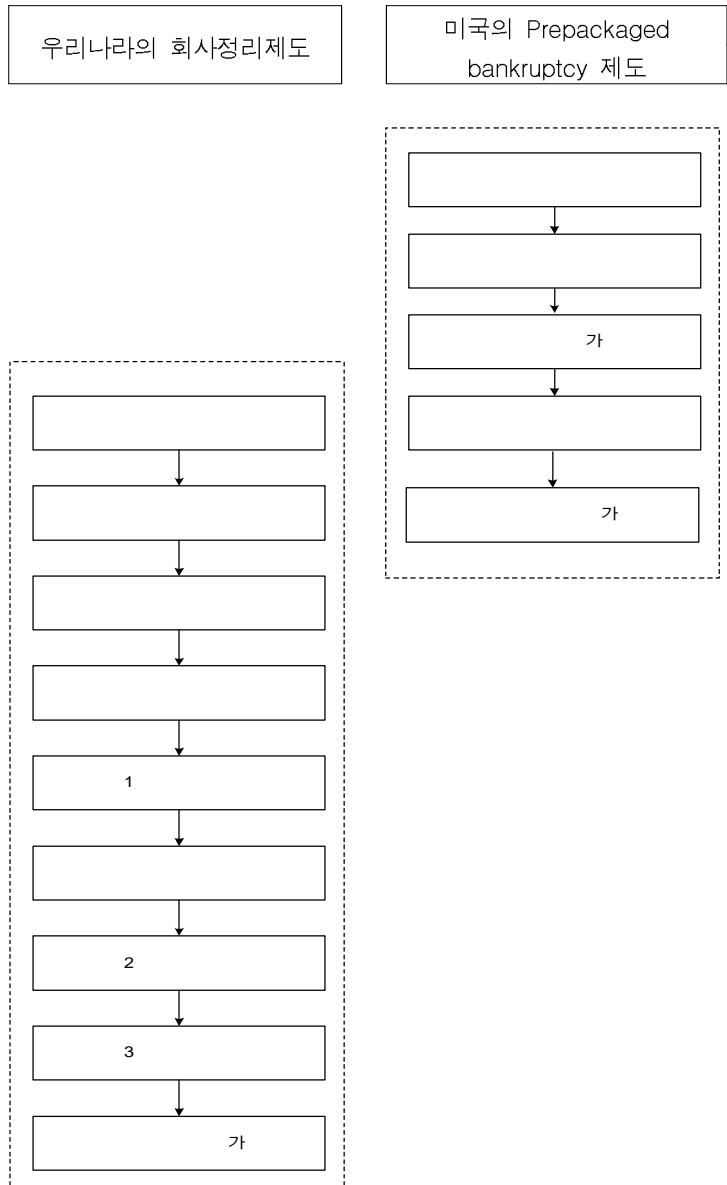
먼저 워크아웃 관점에서 사전조정회사정리제도의 성격을 규명해 보자. 워크아웃의 경우에는, 일단 채권자들간의 의견조정이 이루어지면 법원의 관여를 배제하고 채권자들간의 자발적 참여를 통해 기업회생작업이 진행된다. 따라서 거액의 파산비용이 수반되는 회사정리제도에 비해 시간과 비용이 절약되고 높은 회수율을 획득할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 워크아웃제도는 채권자들간의 자율적 협약에 근거하기 때문에 구속력이

약하여 이해가 상충되는 채권자들간에 확정된 구조조정계획을 이행하지 않아도 법을 통해 강제할 수 없다는 문제점이 존재한다. 따라서 워크아웃 제도에 법적인 근거가 부여되면 보다 강력하게 기업구조조정계획을 실현할 수 있을 것이다. 따라서 워크아웃의 관점에서 보면 사전조정회사정리 제도는 **법적인 구속력이 수반된 워크아웃**이라고 할 수 있다.

이제 회사정리제도 관점에서 사전조정회사정리제도를 살펴보자. 회사정리제도는 정리절차 개시신청에서 정리절차 개시인가가 날 때까지 재산보전절차 등 복잡한 절차가 수반되어 1개월 정도의 기간이 소요된다. 정리절차가 개시된 이후 정리계획안에 대한 인가가 나기까지 3차에 걸친 관계인집회 등 1년(6개월 연장가능) 정도의 기간이 소요된다. 개시신청에서 인가까지 총 1년 1개월 정도의 기간이 소요되는 것이다. 만일 회사정리 신청 이전에 기업과 채권자들간의 의견조정이 완료되고 정리계획안이 확정된다면 장기간에 걸친 회사정리절차 소요기간을 대폭 축소할 수 있을 것이다.<sup>29)</sup> 이 같은 기능을 수행하는 것이 바로 사전조정회사정리제도이다. 따라서 회사정리제도의 관점에서 보면 사전조정회사정리 제도는 **절차의 신속성이 수반된 회사정리제도**라고 할 수 있다. <그림 V-3>은 우리나라의 현행 회사정리제도의 절차와 미국의 사전조정회사정리제도의 절차를 비교한 것이다.

29) 미국의 경우 파산법원이 정리계획안의 인가에 소요하는 기간은 일반적 chapter11의 경우에는 20개월 정도이고 사전조정회사정리제도의 경우에는 3개월 정도이다.

<그림 V-3> 한국과 미국의 정리계획안 인가절차 비교



자료 : 박주일, "Prepackaged Bankruptcy에 관한 연구," 금융 2000.5,6월호

사전조정회사정리제도는 각 청구권자들간의 신뢰를 바탕으로 사전적으로 의견을 조정하고 정리계획안을 작성하기 때문에 채무자인 기업이 적절한 정보를 충분히 공시하여야 한다. 미국의 경우 각조 과반수의 동의와 함께 전체의결권 총액의 2/3 이상의 동의를 얻어야 한다. 사전조정회사정리제도는 정리절차신청 이전에 정리계획안을 가결하여 신청하는 사전투표PB(prevoted PB)와 회사정리절차 신청 이후에 법원의 감독하에 투표가 이루어지는 사후투표PB(postvoted PB)로 구분된다. 우리나라의 「회사정리법」에 사전조정회사정리제도를 도입할 경우에는 사전투표PB와 사후투표PB(postvoted PB)를 동시에 도입하는 것이 바람직하다고 판단된다. 워크아웃을 통한 구조조정안이 확정되었을 경우에는 사전투표PB를 통해 법적 구속력을 강화하고 구조조정안이 확정되지 않았을 경우에는 사후투표PB(postvoted PB)로 전환하여 신속한 의견조정이 이루어지도록 유도하는 것이 바람직하다.

## 2) 옵션을 활용한 회사정리제도

기업의 채무불이행 발생 시에는 기업과 청구권자 전체간의 이해상충뿐만 아니라 청구권자들간의 이해상충이 첨예하게 대립되어 청구권재분배 문제의 효율적 처리여부가 성공적 기업회생의 필수적 전제조건이 된다. 청구권재분배 또는 청구권재조정의 문제를 해결하는 방법으로서 사전적(ex-ante)으로 청구권자동조정증권을 발행하는 방법, 사전조정파산제도(prepackaged bankruptcy)를 통해 미리 청구권을 재조정하여 법정관리에 들어가는 방법, 사후적으로(ex-post)는 벌처펀드와 같이 청구권재분배를 통한 구조조정을 전문으로 하는 기관을 활용하는 방법<sup>30)</sup>이 있다.

30) 벌처펀드(Vulture Fund)에 관한 구체적인 내용은 다음을 참조 바람.

김형태·박용서, “벌처펀드(Vulture Fund)의 투자전략 분석,” 한국증권연구원, 연구보고서 98-05, 1998. 6.

어떠한 방법을 사용하든 특정 청구권자(예: 담보채권자)는 기존 청구권(예: 담보채권)대신에 (기존청구권의 일부+다른 청구권의 포트폴리오)를 분배받게된다.

우리나라 「회사정리법」 상에서는 기존 청구권 범위내에서의 청구권 축소 소가 일반적이지만 새로운 청구권포트폴리오 우선순위가 기존 청구권의 우선순위 보다 낮으면 적용에 아무런 문제가 없다고 판단된다. 기존의 청구권을 우선순위가 보다 높은 청구권으로 교환하는 것은 법률상 문제가 존재하나 우선순위가 낮은 새로운 청구권으로 교환하기 위해서는 기존의 청구권을 포기하는 절차만 필요하다.

기업회생안에서의 청구권재분배(exchange offer)<sup>31)</sup> 방법은 기존청구권 범위내에서만 재조정되는 경우와 기존청구권과는 다른 청구권으로의 전환도 가능한 경우로 구분할 수 있다. 전자의 대표적인 예가 우리나라 「회사정리법」 에서 행하여지는 방법이고 후자의 대표적인 예가 미국의 사적인 청구권조정이나 「파산법」 Chapter11의 청구권 재조정 방법이다.

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

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

현실적으로는 갱생기업의 가치가 불확실하고 따라서 객관적 결정이 곤란하다. 기업가치가 불확실한 경우에는, 기존의 변제우선순위가 유지

---

31) 증권설계를 통한 청구권분배 메카니즘에 대해서는 다음을 참조 바람.

김형태 · 박용서, "증권설계(Security Design)를 통한 기업갱생제도의 개선방안," Issue Paper 98-03, 한국증권연구원, 1998. 4.

되고(공정성), 각 이해관계자들이 기업의 정상화를 위해 자발적으로 노력하며(유인성), 자의적인 의사결정이 배제되는(투명성) 합리적인 청구권 배분을 실현하기 힘들다. 그러나, 기업가치가 불확실한 경우에도 증권설계를 통해 공정성, 유인성, 투명성 있는 청구권 분배 메카니즘의 실현이 가능하다.

이하에서는 Bebchuk(1988)이 처음 제안하였고 Aghion, Hart and Moore(1992)가 보완한 증권설계를 통한 청구권배분 메카니즘을 살펴보자.<sup>32)</sup> 청구권의 종류가 N개이며, i번째 우선순위의 청구권집단은 기업에 대해  $D_i$ 만큼의 청구권을 보유하고 있다고 가정(N번째 청구권자인 주주는 제외)한다. 증권설계의 기본원리는 다음과 같다. 첫째, 최우선순위 청구권자들에게 갱생기업의 주식 100%를 배분한다. 둘째, i번째 우선순위의 청구권집단에게  $(D_1 + \dots + D_{i-1})$ 의 가격에 갱생기업주식 100%를 구입할 수 있는 옵션을 부여한다.

구체적 예를 통해 청구권배분 메카니즘의 작동원리를 분석해 보자. 우선채권, 일반채권, 주식의 세가지 청구권(N = 3 인 경우)이 존재하고 우선채권액과 일반채권액은 각각 1억원이라고 가정한다. 우선채권자들에게는, 우선적으로 변제 받을 수 있는 권한을 부여한다. 일반채권자들에게는, 완전 변제 받지 못할 경우에 우선채권자들로부터 단위당 1억원에 갱생기업 주식을 구입할 수 있는 옵션을 부여한다. 주주들에게는, 우선채권자와 일반채권자라로부터 갱생기업 주식을 단위당 2억원에 구입할 수 있는 옵션을 부여한다.

32) Bebchuk, L. A., "A New approach to corporate reorganizations," Harvard Law Review 101, 1988, pp.775~804.

Aghion, P., O. Hart, and J. Moore, "The economies of bankruptcy reform," Journal of Law, Economics and Organization 8, 1992, pp.523~546.

우선채권자는 갱생기업주식 1단위를 행사가격 '0'에 구입할 수 있는 콜옵션을 보유하고 행사가격 1억에 갱생기업주식을 구입할 수 있는 콜옵션을 공매(short)한다. 일반채권자는 갱생기업주식 1단위를 행사가격 1억에 구입할 수 있는 콜옵션을 보유하고 행사가격 2억에 갱생기업주식을 구입할 수 있는 콜옵션을 공매(short)한다. 주주는 갱생기업주식 1단위를 행사가격 2억에 구입할 수 있는 콜옵션을 보유한다.

위의 증권설계의 결과는  $X$ 값에 따라 다르다. 첫 번째,  $X \leq 1$  인 경우 주주는 주가가 행사가격보다 낮기 때문에 ( $X < 2$ ) 옵션을 행사할 유인이 없다. 일반채권자는 주가가 행사가격보다 낮기 때문에 ( $X \leq 1$ ) 옵션을 행사할 유인이 없다. 우선채권자는 갱생기업 주식 100개가 모두 우선채권자에게 분배된다. 두 번째,  $1 < X \leq 2$  인 경우 주주는 주가가 행사가격보다 낮기 때문에 ( $X \leq 2$ ) 옵션을 행사할 유인이 없다. 일반채권자는 주가가 행사가격보다 높기 때문에 ( $X > 1$ ) 옵션을 행사한다. 즉 일반채권자들은 100억원을 기업에 지불하고 갱생기업의 주식 100개를 분배 받는다.  $100X > 100$  이므로, 100억원으로 우선채권자의 채권을 상환하고  $(100X - 100)$ 억원을 향유 가능하다. 옵션을 행사 않하면 갱생기업 주식이 전액 우선채권자에게 귀속되어 일반채권자가 받는 금액은 0이다. 우선채권자의 입장에서는 일반채권자가 옵션을 행사하므로, 원래 채권액 100억을 모두 상환받을 수 있다. 세 번째,  $X > 2$  인 경우 주주의 입장에서는 주가가 행사가격보다 높기 때문에 ( $X > 2$ ) 옵션을 행사한다. 즉 200억원을 기업에 지불하고 갱생기업의 주식 100주를 모두 배정 받는다.  $100X > 200$ 이므로 200억원으로 우선채권자, 일반채권자의 채권을 각각 100억원씩 모두 상환하고 잔여지분  $(100X - 200)$ 억원을 향유 가능하다. 우선채권자와 일반채권자는 모두 원래 채권액 100억원을 전액 상환 받는다. 네 번째, 주주나 일반채권자 중 일부만 옵션을 행사하는 경우는 발생하기 힘들데 왜냐하면 주가에 대한 비관적 예측으로 인해 옵션행사를 주저하는 사람은, 낙관적 예측으로 인해 옵션행사를 고려하는 사람에

게 옵션을 판매할 수 있기 때문이다.

증권설계의 유인효과(incentive effect)를 보면 우선채권자의 경우, 일반채권자나 주주가 옵션을 행사한다면 100억원 전액을 상환받는다. 일반채권자나 주주가 옵션을 행사하지 않은 경우에는 갱생기업 주식 100%인 100주 모두를 소유한다. 갱생기업 주식의 가격이 우선채권자가 생각하는 주관적 가격보다 낮을 경우에는 시장에 대해 불만을 가질 수 있으나 분배 방식에 대해서는 불만이 있을 수 없다.

일반채권자의 경우, 주주가 옵션을 행사한다면 100억 전액을 상환받는다. 주주가 옵션을 행사하지 않은 경우에는 우선채권자로부터 갱생기업 주식을 구입할 수 있는 옵션을 보유한다. 원래 일반채권자는 우선채권자에게 100억원을 모두 상환한 후에 나머지 금액에 대해 청구권이 있으므로 그들에게 100억원을 지불하고 갱생기업 전체지분을 획득하는 것에 대해 불만이 없다. 물론 시장의 저평가에 대해서는 불만을 가질 수 있으나 분배 방식에 대해서는 불만이 있을 수 없다.

원래 주주는 우선채권자에게 100억원, 일반채권자에게 100억원을 지불한 이후에야 기업에 대해 청구권이 있으므로 단위당 2억원에 행사할 수 있는 옵션은 바로 그와 동일한 가치를 주주에게 보장한다. 우선채권자나 일반채권자와 마찬가지로 시장의 저평가에 대해서는 불만을 가질 수 있으나 분배 방식에 대해서는 불만이 있을 수 없다.

## 나. 기업퇴출제도의 일원화

기업퇴출제도의 효율성을 결정하는 주요한 요소중의 하나는 공정한 퇴출기업 판정과 신속한 기업회생지원이다. 기존의 기업퇴출제도는 워크아웃, 회사정리제도, 화의제도 등으로 다원화되어 있는 바, 부실경영에

책임이 있는 경영자로 하여금 전략적 선택을 할 수 있는 여지를 주고있다. 물론 워크아웃제도는 보다 덜 부실화된 기업을 대상으로 기업회생을 지원한다는 특성이 있으나 워크아웃 대상기업의 회생율이 극히 저조하여 사업회생을 지원하는 제도로서의 의미를 상실하였다. 통합적인 관점에서 신속한 퇴출기업을 판정하고 기업회생을 지원하기 위해서는 워크아웃제도와 화의제도를 회사정리제도에 통합시킬 필요가 있다. 현재 진행 중인 워크아웃기업은 사전조정파산제도를 통해 회사정리제도에 흡수하고 구체적인 구조조정작업은 기업구조조정투자회사(CRV)에 의해 수행되는 것이 바람직하다. 화의제도는 채권자구성이 단순한 중기업을 대상으로 한 제도이므로 「회사정리법」상 특수한 경우로 포함시키면 된다.

#### 다. 경제적 기업퇴출기준의 설정과 활용

기업퇴출기준의 합리적 설정은 기업퇴출제도의 효율성을 결정하는 가장 중요한 요인이다. 1998년 「회사정리법」 개정시 “회사의 청산가치가 회사의 계속가치보다 큰 경우”라는 경제적 가치개념이 도입되었다. 그러나, 최근의 개정안에서는 이러한 경제적 기준도 개시후의 관리인 보고사항으로 전락하고 있다. 기업퇴출은 기업의 경제적 가치가 기준이 되어야 한다. 가치의 계산이 복잡하면 지속적 연구를 통해 평가방법을 개선해야지 경제적 가치기준을 경시하는 관행은 지양되어야 한다.

#### 라. 구조조정기구의 활동영역 확대

앞에서도 언급한 바와 같이 파산관련제도는 각종 구조조정기구라는 경기자들이 다양한 구조조정게임을 수행하는 게임의 장이라고 할 수 있

다. 한국판 벌처펀드인 기업구조조정전문회사는 「회사정리법」과 「화의법」상의 기업 또는 이들이 발행한 유가증권을 그 투자대상으로 한다. 워크아웃 대상기업에 특화된 구조조정기구는 기업구조조정투자회사(CRV)이다. KAMCO는 CRC와 CRV의 성격을 모두 갖고 있다.

기업퇴출제도의 효율성을 증대시키기 위해서는 기업구조조정전문기구들이 효율적으로 기업구조조정을 수행할 수 있도록 기업퇴출제도가 개선되어야 한다. 현행 회사정리안제도에서의 청구권배분 관행을 보면 채권의 주식전환이 곤란하기 때문에 경영권획득을 목표로 하는 기업구조조정전문회사가 다양한 경영권 획득전략을 구사하는 것이 현실적으로 불가능하다. 채권의 주식전환을 통한 경영권획득이 불가능한 상황에서 기업구조조정전문회사와 같은 벌처펀드가 경영권을 획득할 수 있는 방법은 주식을 매입하거나 파산절차개시 이전에 기업을 인수하는 것이다. 그러나 이 같은 방법을 통한 경영권획득은 위험이 매우 높기 때문에 벌처펀드의 투자의욕을 상실하게 만든다. 부실기업의 입장에서는 벌처펀드를 이용한 기업정상화와 기업가치 증대기회를 상실할 가능성이 높다. 따라서 법원의 입장에서도 채권액 감면, 상환기간 연장, 만기 연장 등의 청구권재분배 방식에 국한되지 말고 채권의 주식전환을 포함한 정리계획안을 허용할 수 있는 사과의 전환이 필요하다.

#### 마. 법원보유 정보의 공유와 적시 공시

기업퇴출제도와 관련된 정보중 파산관련제도에 대한 정보는 법원에, 워크아웃 등과 관련된 정보는 금융감독위원회에 집중되어 있다. 부실기업의 경우에는 정상적인 기업에 비해 정보의 비대칭현상(informational asymmetry)이 심하기 때문에 정확한 정보의 공유와 적시공시가 매우 중요하다. 미국의 경우에는 회사정리개시신청, 보전처분결정, 회사정리개

시, 정리계획안 제출과 의결등 각 사안별 정보가 즉시에 공시된다. 이 같은 정보의 정확성과 신속성이 전제되어야 벌처펀드 등이 과감한 투자를 행할 수 있고 파산지수(bankruptcy index)의 개발을 통한 투자위험 헤지와 부실채권시장 발전도 가능한 것이다. 우리나라의 경우에도 법원이 독점하고 있는 정보를 적시에 공시하고 공유할 수 있는 제도적 개선이 요구된다.

워크아웃 대상기업의 구조조정과 금융기관 퇴출의 경우에는 관련정보가 금융감독위원회에 집중되어 있다. 회사정리제도와 마찬가지로 워크아웃제도의 경우에도 각 절차별로 중요한 정보들이 존재한다. 워크아웃과 관련된 중요한 정보가 정확하고 신속하게 시장에 전달되어야 부실기업에 대한 수요기반이 확대되고 비로소 시장메카니즘에 입각한 구조조정이 수행될 수 있는 것이다.

## VI. 결 론: 구조조정시장의 활성화방안

---

1. 구조조정기구의 효율성 제고방안
2. 재무구조조정의 효율성 제고방안
3. 자산구조조정의 효율성 제고방안
4. 기업퇴출제도의 개선방안
5. 부실채권시장의 활성화방안
6. 증권사의 구조조정기구 활용방안



## VI. 결 론: 구조조정시장의 활성화방안

### 1. 구조조정기구의 효율성 제고방안

#### 가. 구조조정기구 관련법의 통합

현행 구조조정기구들은 각각 별도의 설립근거법을 갖고 있다. 공적인 구조조정기구인 KAMCO는 「금융기관부실자산등의효율적처리및한국자산관리공사의설립에관한법률」에 근거하고 있다. 기업구조조정전문회사(CRC)는 「산업발전법」, 기업구조조정투자회사(CRV)는 「기업구조조정투자회사법」, 그리고 기업구조조정증권투자회사(CRF)는 「증권투자회사법」에 근거하고 있다. 그 외에 설립예정인 M&A펀드는 「증권투자회사법」과 「증권투자신탁업법」에 근거한다. KAMCO는 공적 구조조정기구로서 그 성격이 상이한 만큼 이하에서는 민간 구조조정기구들을 대상으로 논의를 전개하도록 한다.

기업구조조정전문회사, 기업구조조정투자회사 그리고 기업구조조정증권투자회사는 그 투자대상 기업과 자산에 차이가 존재하지만 기업구조조정에 특화된 기구라는 점에서는 유사하다. 따라서 이들 기구간의 중복된 기능을 최소화하고 구조조정기구관련 법체계의 효율성을 증대시키기 위해 가칭 '구조조정기구에 관한 통합법' 제정을 고려해 볼 필요가 있다. 정부의 입장에서 보면 '구조조정기구에 관한 통합법'을 통해 구조조정정책이나 감독업무를 보다 효율적으로 수행할 수 있으리라 판단된다.

## 나. 민간기구와 공적기구간의 관계 재정립

현행 구조조정기구는 KAMCO로 대표되는 공적 구조조정기구와 민간기구들로 구분된다. IMF 경제위기 이후 경제전반에 걸친 자산부실화를 신속히 금융권으로부터 제거하기 위해서는 KAMCO와 같은 공적인 기구를 통한 부실채권처리와 구조조정이 합리적 방법이었다. 그러나 IMF 경제위기 이후 기업구조조정전문회사, 기업구조조정투자회사 그리고 기업구조조정증권투자회사 등이 제도화되어 민간차원의 구조조정기구들이 구조조정업무를 수행하고 있는 만큼 KAMCO와의 관계재정립이 필요하다. 현재 자본금 규모나 구조조정 경험면에서 민간기구들의 구조조정능력에 한계가 존재하는 것이 사실이지만 중장기적으로는 공적인 기구의 비중을 축소하고 민간기구의 비중을 확대하는 것이 필요하다. 이를 위해서는 민간 구조조정기구의 경쟁력을 강화해야 한다.

특히 기업구조조정전문회사(CRC)의 경우에는 대부분 자본금규모가 영세하여 벌처펀드 본연의 기능을 수행하지 못하고 도매상이라고 할 수 있는 외국계 투자은행으로부터 부실채권을 배분받는 소매상적인 역할밖에 수행하지 못하고 있다. 기업구조조정전문회사의 경쟁력 강화를 위해서는 M&A등을 통해 자본금규모를 확대하는 것이 급선무이다. 부실채권 매입과 구조조정업무의 고위험-고수익적 특성을 고려할 때 1000억원 이상의 자기자본이 필요하다. 이를 통해 KAMCO의 부실채권매각시 외국계 투자은행과 경쟁할 수 있고 더 나아가 금융기관 부실채권매각시 KAMCO와도 경쟁할 수 있는 것이다.

KAMCO의 입장에서도 현재 산하에 합작투자형태의 기업구조조정전문회사를 설립하여 운영하고 있으며 기업구조조정투자회사의 설립을 추진하고 있는 바, 민간 기업구조조정전문회사나 기업구조조정투자회사와의 경쟁을 통해 체질을 강화할 필요가 있다.

### 다. 구조조정기구의 활성화를 통한 투자은행 기능의 강화

구조조정(resrtucturing)업무는 가장 핵심적인 투자은행업무 중의 하나이다. 우리나라를 비롯하여 전세계적으로 구조조정시장을 석권하고 있는 선진투자은행들의 경우 기업구조조정업무는 가장 수익성이 높은 투자은행업무로 인식되고 있다. 다른 투자은행업무도 그러하듯이 구조조정업무도 부실기업이나 부실채권 등에 대한 평가능력과 구조설계능력을 필요로 한다. 따라서 구조조정분야에 전문지식과 경험을 겸비한 구조조정전문인력이 필요하다. 미국 투자은행의 경우 구조조정업무를 주도하는 인력은 과거 정리신탁공사(Resolution Trust Corporation: RTC)에서 부실채권정리와 기업구조조정업무를 수행한 경험이 있는 전문인력들이다.

구조조정시장의 참가자 현황을 보면 자산유동화의 주간사로서 대형증권사등의 금융기관이 참가하고 있으나 기업인수를 전제로 한 실질적 구조조정은 KAMCO, 기업구조조정전문회사, 기업구조조정투자회사 등이 수행하고 있다. 당분간은 세계를 비롯한 다양한 차원에서 정책적 혜택을 받는 기업구조조정기구들이 구조조정시장의 중심이 되겠지만 중장기적으로는 이들을 투자은행업무를 수행하는 금융기관으로 흡수할 필요가 있다. 급변하는 기술개발과 치열한 범세계적 경쟁하에서 기업의 부실화가능성은 상존하므로 구조조정 기능을 수행할 투자은행을 육성할 필요가 있다. 현재 진행중인 은행간 합병을 통한 은행의 대형화 보다 오히려 구조조정기능을 수행할 대형투자은행의 육성이 절실하다고 판단된다. 「금융지주회사법」을 활용하여 각종 구조조정관련기구들을 자회사로 하는 '구조조정지주회사'의 설립도 고려해 볼만하다.

## 2. 재무구조조정의 효율성 제고방안

첫째, 기업들의 자발적인 재무구조조정을 촉진할 수 있는 인프라를 구축한다. 워크아웃 등의 절차를 밟을 경우에는 기업과 채권자 또는 채권자들간의 이해관계가 첨예하게 대립하는 문제가 발생한다. 따라서 가장 효율적인 구조조정은 당해 기업에 의한 자발적인 기업구조조정이다. 증권시장이 활황인 경우에는 유상증대를 통한 자금조달이 용이하다. 그러나 기업이 구조조정을 필요로 하는 시기는 경기침체기 등 증권시장이 침체되어 있는 경우가 많다. 따라서 정부의 입장에서 상시적인 구조조정 시스템을 구축하기 위해서는 증시침체기에도 기업 스스로 자발적으로 구조조정을 수행할 수 있도록 유도할 수 있는 제도적 기반마련이 필요하다. 부동산매각을 통한 재무구조개선을 지원할 수 있는 부동산투자회사(REITs)제도나 고수익채권시장의 활성화 등이 대표적 예이다.

둘째, CRC나 CRV등 구조조정전문기구를 통한 구조조정을 활성화한다. 예를 들어 출자전환의 경우에도 채권금융기관 자체가 출자전환을 수행하는 것보다 CRC나 CRV등에게 부실채권의 형태로 양도하고 CRC나 CRV가 출자전환을 통해 기업구조조정을 주도하는 것이 합리적이다. 기업구조조정업무는 투자은행업무로서 기업구조조정전문기구들이 시장원리에 입각하여 부실채권을 매각하고 구조조정업무를 수행하는 것이 바람직하다. 구조조정시장이 효율적 시장이 되면 회생가능성이 없는 기업은 시장의 원리에 따라 퇴출될 것이고 회생가능성이 높은 기업은 보다 많은 구조조정기구들이 보다 유리한 조건을 제시할 것이므로 효율적 구조조정이 가능해 진다.

셋째, 구조조정 방법간의 연계성을 증대시킨다. 특히 전략적 투자자 경우에는 투자대상 또는 인수대상기업의 과도한 부채인수를 꺼리게 되어 매각의 장애요인으로 작용한다. 이 경우 채권금융기관이 기업의 부채

를 일정부분 탕감해 주면 기업의 위험이 축소되어 전략적 투자자의 투자가 가능해진다. 구조조정대상 기업은 인수대금을 금융기관에 대한 채무변제에 사용함으로써 금융기관도 이익을 향유할 수 있게된다.

넷째, 재무구조조정절차에 대한 흐름도 구성을 통해 재무구조조정의 통합성과 체계성을 증대시킨다. 가장 중요한 작업은 기업의 회생가능성을 판단하는 것이다. 판단기준은 엄격히 적용하되 일단 선정된 기업은 전폭적으로 지원한다. 재무구조조정방법의 선택기준으로는 재무적 곤경의 원인, 증권시장 상황, 채권자의 구성, 전략적 투자자의 존재여부, 부실화의 정도 등을 생각할 수 있다. 다음으로 재무적 곤경(financial distress)의 원인을 분석한다. 재무적 곤경의 대표적 원인으로는 영업상의 부진, 과도한 단기부채비율, 차환상의 문제, 과도한 부채비율 등으로 구분된다. 영업상 부진으로 인한 재무적 곤경의 경우에는 회생가능성 판단단계에서 배제되어야 한다. 단기부채비중이 과다한 경우에는 장기부채로의 차환이 필요한데 구조조정기구중에서는 기업구조조정증권투자회사의 부채조정기금이 이 같은 역할을 수행한다. 차환상의 문제를 해결하기 위해서는 구조조정대상기업의 특성상 정크본드시장의 활성화가 필수적으로 요구된다. 과도한 부채비율로 인한 재무적 곤경의 경우에는 출자전환, 부채탕감, 유상증자나 자산매각을 통한 현금유입으로 부채비율을 축소시킨다. 증시침체시에는 유상증자를 활용하기 힘들다. 특히 기업과 시장간에 기업의 회생가능성에 대한 정보불균형 정도가 틀릴 경우에는 강제전환증권을 활용하는 것이 바람직하다. 채권자의 구성이 복잡할 경우에는 채권자간의 의견조정이 힘들기 때문에 출자전환, 부채탕감 등 부채조정방식의 적용이 용이하지 않다. 전략적 투자자가 존재하여 특정한 사업부만을 원할 경우에는 기업분할을 통한 매각을 사용한다. 투자자가 과도한 부채부담을 회피할 경우에는 부채탕감이나 출자전환을 통해 부채비율을 감소시킨 후 유상증자하거나 매각하는 것이 합리적이다.

다섯째, 재무구조조정으로 인한 기업의 이익 특히 부채탕감과 관련된

채무면제이익에 대해 법인세 등이 부과되는 바, 이에 대한 과세상의 고려가 필요하다. 즉 채권자들이 기업정상화를 위해 손실을 감수하며 부채를 탕감해 준 만큼, 과세의 측면에서도 기업의 결손금과 채무면제이익을 상계해 주는 방식등을 통해 기업구조조정을 지원해 줄 필요가 있다.

### 3. 자산구조조정의 효율성 제고방안

첫째, 기업의 존속가치를 유지할 수 있는 구조조정방법을 활성화한다. 기업의 본체가 유지될 수 있는 방법을 우선적으로 고려한다. 보유하고 있는 자산이나 영업상 문제는 없으나 비효율적 경영자가 문제라면 이를 교체한다. 경영권 교체를 통한 구조조정을 수행한다. 전체기업의 유지가 곤란한 경우 사업부차원에서의 매각을 고려한다. 사업부매각을 통해 잔여기업의 재무구조를 개선할 수도 있고 부실사업부도 정리할 수 있다. 다음에 부동산 등 자산차원의 매각을 검토한다. 정리대상이 구체적인 법인격을 상실하고 구체적 자산에 근접할수록 회수율이 감소한다.

둘째, 부동산매각을 위한 수요기반을 확대한다. 현행제도상 대규모 부동산의 수요기반이 부족하다. 구조조정부동산펀드, 부동산투자회사, 은행의 부동산신탁 등을 통해 구조조정과정에서 매각되는 부동산을 흡수할 수 있는 수요기반 구축이 필요하다.

### 4. 기업 퇴출제도의 개선방안

첫째, 기업퇴출제도의 통합이 필요하다. 기존의 기업퇴출제도는 워크아웃, 회사정리제도, 화의제도 등으로 다원화되어 있는 바, 워크아웃은 「회사정리법」상 사전조정파산제도로 흡수하고 화의제도도 「회사정리

법」상 중소기업에 대한 특수한 경우로 통합하는 것이 바람직하다.

둘째, 기업퇴출기준 설정시 경제적 가치 기준의 비중을 확대해야 한다. 1998년 「회사정리법」 개정시 “회사의 청산가치가 회사의 계속가치보다 큰 경우”라는 경제적 가치개념이 도입되었다. 그러나, 최근의 개정안에서는 이러한 경제적 기준도 개시후의 관리인 보고사항으로 전락하고 있다. 기업퇴출은 기업의 경제적 가치가 기준이 되어야 한다. 가치의 계산이 복잡하면 지속적 연구를 통해 평가방법을 개선해야지 경제적 가치 기준을 경시하는 관행은 지양되어야 한다. 또한 경제적 가치가 중시되어야 CRC나 CRV 등 구조조정전문기구를 통한 구조조정이 활성화 될 수 있다.

셋째, 기업퇴출제도의 효율성을 증대시키기 위해서는 기업구조조정전문기구들이 효율적으로 기업구조조정을 수행할 수 있도록 기업퇴출제도가 개선되어야 한다. 특히 부실채권의 원활한 매매, 회사정리 단계별 관련정보의 신속한 공시, M&A와 신주발행의 원활화, 그리고 「회사정리법」상 다양한 방식의 청구권재분배 방식의 수용 등이 전제되어야 기업구조조정기구들이 효율적으로 기업구조조정업무를 수행할 수 있게 된다. 법원의 입장에서도 회사정리 등 법정관리과정에서 구조조정기구의 역할이 증대되는 것이 법정관리의 효율성을 증대시킬 수 있다는 인식의 전환이 필요하다.

넷째, 법원과 금감위간의 기능재정립이 필요하다. 현행제도상 일반기업에 대한 법정관리는 법원이 주관하고 금융기관에 대한 퇴출은 금감위가 주도하고 있다. 최근 워크아웃기업의 퇴출과 관련하여 법원과 금감위간에 의견이 상치되어 갈등이 야기되고 있다. 법원은 법적인 논리를, 금감위는 경제적 논리를 근거로 퇴출제도를 운영하므로 양자간에 차이가 존재하기 마련이다. 앞으로는 법원과 금감위간의 커뮤니케이션을 공식화하여 양자의 의견차이를 합리적으로 조정하는 절차가 필요하다. 이 같은

절차가 전제되어야 다양한 기업퇴출제도가 통합적인 관점에서 일관성 있게 운영될 수 있고 신속한 기업퇴출도 가능해진다.

## 5. 부실채권시장의 활성화방안

부실채권시장의 효율성 정도는 파산제도와 관련하여 중요한 의미를 갖는다. 부실채권시장이 효율적이면 부실기업의 퇴출이나 회생과 관련하여 정부나 법원의 역할이 감소된다. 또한 시장메카니즘에 입각한 기업퇴출제도의 설계와 활용이 가능해진다. 부실채권시장의 활성화 방안을 몇 가지 측면에서 살펴보도록 하자.

첫째, 부실채권의 정의를 명확히 하여야 한다. 부실채권에 대한 정의가 명확해야 구체적인 활성화 정책방향을 설정할 수 있기 때문이다. 부실채권(distressed debt)은 크게 부실회사채(distressed bond)와 부실여신(distressed loan)로 구분된다. 전자를 일반적으로 정크본드라고 하고 후자를 무수익여신(non-performing loan)이라고 한다. 양자는 모두 부채라는 공통점을 갖고 있을 뿐 아니라 채무불이행위험이 높은 자산이라는 공통점을 갖고 있다. 따라서 부실채권시장은 정크본드시장과 무수익여신시장을 모두 포함하는 개념으로 이해하는 것이 바람직하다. 특히 미국 투자은행의 조직을 보더라도 이미 채무불이행이 발생한 정크본드와 무수익여신은 별도로 구분하여 관리하는 것이 일반적이다. 결국 부실채권은 채무불이행 발생이전의 정크본드, 채무불이행 발생이전의 무수익여신 그리고 채무불이행발생이후의 정크본드와 무수익여신으로 삼분하여 이해하는 것이 합리적이다.

둘째, 부실채권 평가를 용이하게 할 수 있는 인프라의 구축이 필요하다. 부실채권은 다른 채권에 비해 위험이 높은 자산이다. 동시에 부실채

권은 채무불이행위험이 높기 때문에 재무자산(financial asset)의 성격 외에 실물자산(real asset)으로서의 성격도 보유하고 있다. 예를 들어 담보 부대출채권의 경우를 보면 채무불이행이 발생할 경우에는 담보부동산의 가치가 담보부채권의 가치가 된다. 이 같은 관점에서 볼 때 부실채권 평가에는 많은 실사비용이 수반된다. 실사비용의 증대는 곧 매각가격의 증대를 유발한다. 실사비용이 높을수록 부실채권 매각자와 매입자를 모두 만족시켜줄 수 있는 가격대의 존재가능성이 낮아진다. 그 만큼 거래의 성사가능성이 감소되는 것이다. 따라서 실사비용을 감소시키는 것은 부실채권시장 활성화를 위한 필수요건이 된다. 우리나라의 경우 부실채권 평가와 관련된 각종 자료가 KAMCO, 은행이나 보험사 등의 금융기관, 신용평가기관, 각종 구조조정기구에 산재되어 있고 체계적으로 정리되어 있지 않은 실정이다. 개별기관별로 모든 정보를 수집하고 정리하는 것은 사실상 불가능하고 가능하다 하더라도 사회적 비용이 너무 크다. 따라서 부실채권 관련자료에 공공재의 개념을 도입하여 다양한 기관으로부터 자료를 수집하여 데이터베이스화하고 이를 자료를 제공한 각 기관에 배분하는 방안도 고려해 볼만하다.

셋째, 부실채권시장의 수요기반을 확대해야 한다. 부실채권은 고위험-고수익 상품으로서 투자은행의 투자대상이 된다. 미국의 경우 부실채권 시장을 주도하는 투자자는 대형 투자은행 또는 투자은행계열의 벌처펀드, 구조조정펀드, 헤지펀드와 같은 사모주식형펀드(private equity fund)이다. 현재 우리나라에서는 대형선도은행을 통한 은행산업의 국제경쟁력을 강화하기 위해 주택은행과 국민은행간에 합병절차가 진행되고 있다. 그러나 대형화가 더욱 절실한 분야는 상업은행(commercial bank)이 아니라 구조조정업무와 같은 고위험-고수익업무를 담당하는 투자은행(investment bank)분야이다. 우리나라의 경우에도 대형증권사를 육성하여 기업금융, 기업구조조정 등 투자은행기능을 수행하는 중추적 기관으로 유도할 필요가 있다.

## 6. 증권사의 구조조정기구 활용방안

기업구조조정기구들이 수행하는 구조조정업무는 투자은행의 핵심업무이다. 따라서 투자은행을 지향하는 증권사들은 현행제도하에서 다양한 혜택이 부여되어 있는 구조조정기구들을 활용할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다. 첫째, 기업구조조정전문회사(CRC)의 활용방안을 살펴보자. 「공정거래법」상 대규모기업집단에 속하는 증권사와 그렇지 않은 증권사간에 차이가 있다. 전자의 경우 기업구조조정전문회사가 인수하는 기업들이 자회사로 편입되기 때문에 기업구조조정전문회사를 증권사의 자회사로 하기 힘들다. 그런데 벤처캐피탈은 기업구조조정전문회사를 경영할 수 있기 때문에 증권사의 자회사인 벤처캐피탈이 기업구조조정전문회사 업무를 경영하면 된다. 후자의 경우에는 증권사가 자회사로 기업구조조정전문회사를 설립할 수 있다.

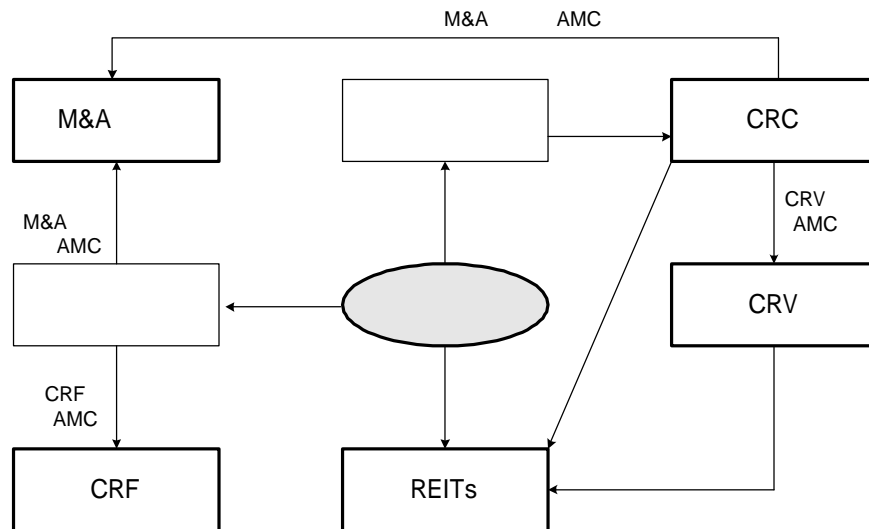
둘째, 기업구조조정투자회사(CRV)의 활용방안을 살펴보자. 「기업구조조정투자회사법」에 의하면 설립발기인 중 2인 이상이 금융기관이어야 한다고 규정하고 있다. 증권사도 「기업구조조정투자회사법」상 금융기관이므로 발기인이 될 수 있다. 그러나 보유하고 있는 부실채권규모가 은행보유 부실채권규모에 비해 현저히 작기 때문에 주도적으로 설립발기인이 되기는 힘들다. 증권사의 입장에서 경쟁력이 있는 분야는 기업구조조정투자회사의 자산운용회사(AMC)로 참여하는 것이다. 직접 증권사가 참여할 수도 있고 증권사의 자회사인 기업구조조정전문회사를 통해 자산관리회사업무를 수행할 수 있다.

셋째, 기업구조조정증권투자회사(CRF)의 활용방안을 살펴보자. 기업구조조정증권투자회사 자체를 설립할 경우에는 증권사의 자회사인 투신운용사를 자산관리회사로 활용하면 된다. 그러나 「증권투자회사법」상 자산관리회사는 유가증권전문 자산관리회사이므로 경영권을 획득한 기업의 구조조

정은 산하 기업구조조정전문회사를 통해 수행하는 것이 바람직하다.

넷째, M&A펀드의 활용방안을 살펴보자. 자금지원형 M&A펀드의 경우에는 증권사의 자회사인 투신운용사를 통해 투자를 하면 된다. 경영권 획득형 M&A펀드의 경우에는 「증권투자회사법」상 사모의 형태로만 인정되므로 증권사차원에서 직접 투자하던지 아니면 자회사인 기업구조조정전문회사를 통해 투자할 수 있다. 직접적인 투자 외에 증권사는 다른 뮤추얼펀드나 수익증권의 경우에서와 같이 M&A펀드의 판매회사로서 역할을 수행할 수 있다. 그러나 대형증권사 등과 같이 투자은행을 지향하는 증권사의 경우에는 증권투자회사와의 전략적 제휴를 통해 경영권획득과 기업구조조정이 수반되는 경영권획득형 M&A펀드에 참여하여 투자은행업무에 대한 경험을 축적하는 것이 바람직하다.

<그림 VI-1> 증권사의 구조조정기구 활용





## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

- 공정거래위원회, 공정거래백서, 1999.
- 김형태, “대출금출자전환(Debt-Equity Swap)의 활성화 방안,” Issue Paper 98-07, 한국증권연구원, 1998.7.
- 김형태, “투자은행의 증권설계와 금융상품 설계,” 연구보고서 99-04, 한국증권연구원, 1999.10.
- 김형태, “투기등급채권시장의 활성화 방안,” 한국증권업협회 주최 심포지엄 발표자료, 2001.2.
- 김형태·노희진, “M&A시장의 활성화방안,” Issue Paper 200-02, 한국증권연구원, 2000.9.
- 김형태·박용서, “고수익채권(정크본드)에 관한 연구,” 연구보고서 98-05, 한국증권연구원, 1999.7.
- 김형태·박용서, “벌처펀드(Vulture Fund)의 투자전략 분석,” 연구보고서 98-05, 한국증권연구원, 1998.6.
- 김형태·박용서, “주식시장을 활용한 기업분할제도,” 조사보고서 99-02, 한국증권연구원, 1999.3.
- 김형태·박용서, “증권설계(Security Design)를 통한 기업갱생제도의 개선방안,” Issue Paper 98-03, 한국증권연구원, 1998. 4.
- 김형태·박용서, “한국의 구조조정 관련기구: 그 기능과 연계성,” 연구보고서 98-08, 한국증권연구원, 1998.10.
- 박원석·박용규, “REITs 도입의 영향과 정책과제,” 삼성경제연구소, 2000.4.

- 박주일, "Prepackaged Bankruptcy에 관한 연구," 금융 2000.5,6월호
- 한국토지신탁, 금융사업팀 공저, "부동산을 움직이는 REITs," 부연사, 2000.6
- 한상범, 김문현, 김란영, 이은정, "종합금융서비스의 시대: 금융지주회사," 조사보고서, 한국증권연구원, 2001.1.
- 홍성웅, "자산디플레이션과 부동산증권화," 한국건설산업연구원, 1998
- Aghion, P., O. Hart, and J. Moore, "The economies of bankruptcy reform," *Journal of Law, Economics and Organization* 8, 1992, pp.523~546.
- Altman, E. I., "Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting & Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy," John Wiley & Sons, Inc., 1993.
- Altman, E. I., "Revisiting the High Yield Bond Market: Mature but Never Dull," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.13 No.1 Spring 2000.
- Amato, J. V., "The High-Yield Bond Market," *The Handbook of Fixed Income Securities*, edited by Frank J. Fabozzi, Irwin/McGraw-Hill, 1997, pp.307~326.
- Bank of America, "Synthetic Securitizations: An investor's perspective," *Risk*, October, 2000.
- Batchvarov, A., G. Rajendra and B. McManus, "Securitising Europe," *Risk*, June, 2000.
- Bebchuk, L. A., "A New approach to corporate reorganizations," *Harvard Law Review* 101, 1998, pp.775~804.

- Bloomenthal W. J., "Investing in Distressed Securities," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9, No.1, 1996, pp.79~87.
- Choi, W. Y., Y. H. Woo and H. T. Kim, "The Corporate Restructuring Market in Korea," paper for presentation at FMA Annual Meeting, Seattle, USA, Nov. 2000.
- DeRosa-Farag, S. and J. Blau, "High Yield as an Asset Class," *High Yield Bonds: Market Structure, Portfolio Management, and Credit Risk Modeling*, edited by Theodore M. Barnhill, Jr., William F. Maxwell, and Mark R. Shenkman, McGraw-Hill, 1998, pp.305~335.
- Fridson, M. S., "Semiannual Seasonality in High-Yield Bond Returns," *Journal of Portfolio Management*, Vol.26, N0.4 Summer 2000.
- Goldberger, L. P. and E. H. L. Tepner, "A Guide for Acquiring Business in Bankruptcy," Anderson Bauman, Tourtellot Vos & Company, 1996.
- Healey, T. J. and D. J. Hardy, "Growth in Altedrnative Investments," *Financial Analysts Journal*, 1997(July/Aug), pp58~65.
- Hotchkiss, E. S. and R. M. Mooradian, "Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, pp.401~432.
- Klingebliel, D., "The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises: Cross Country Experiences," Policy Research Paper 2284, World Bank, 2000.
- Moody's Investors Service, "Historical Default Rates of Corporate

Bond Issuers, 1920-1999," January, 2000.

Moody's Investors Service, "Moody's Approach to Evaluating Distressed Exchanges," July, 2000.

Norman, A. B. and J. D. Hass, "The Advantages and Disadvantages of Public versus Private Issuances of High Yield Debt Securities," High Yield Bonds: Market Structure, Portfolio Management, and Credit Risk Modeling, edited by Theodore M. Barnhill, Jr., William F. Maxwell, and Mark R. Shenkman, McGraw-Hill, 1998.

NPL Forum of Asia Pacific, "International Cooperation in the Management and Global Sales of Asian Non-Performing Loans," Organized by KAMCO, 9-10 November 2000.

Reed, S. F. and A. R. Lajoux, "The art of M&A: A merger acquisition buyout guide," Irwin, 1995.

Salomon Smith Barney, "High Yield Market Overview," October, 2000.

The Bond Market Association, "An Investor's Guide to High Yield Bond," 1999.

Watzinger, H., "Synthetic Securitisations: Cheap and Easy," *Risk*, March 2000.

