

대출금출자전환(Debt-Equity Swap)의 활성화 방안

1998. 7

김 형 태

한국증권연구원

<編輯者 註>

본 연구는 대출금출자전환(Debt-Equity Swap)의 문제점을 분석하고 그 활성화 방안을 제시하는데 그 목적이 있습니다.

대출금출자전환은, 금융기관의 부실채권을 정리하고 동시에 기업의 재무구조를 개선한다는 점에서 현재 진행중인 구조조정 과정에서 큰 역할을 하리라 기대됩니다. 본 연구에서 상세히 다루지 못한 출자전환의 가격결정모형과 다른 구조조정 메카니즘과의 관련성에 대해서는 추가적인 연구가 요구됩니다. 따라서 향후 추가적인 연구의 필요성이 대두되는 시점에서 개선과 보완을 할 예정입니다.

독자 여러분의 많은 지적과 의견을 부탁드립니다.

<연락처> 수신인 : 김 형 태

E-mail : kimht@ksri.org

Tel : 3771-0670, 0671

Fax : 3771-0678

목 차

I. 대출금 출자전환의 의의	1
1. 대출금 출자전환의 의의	1
2. 대출금출자전환 활성화의 중요성	3
3. 대출금출자전환의 기본원칙	4
4. 현행 대출금출자전환제도의 문제점	5
5. 현황	7
II. 국제간의 대출금출자전환	9
1. 의의와 특징	9
2. 국제간 대출금출자전환의 구조	10
3. 국제간 대출금출자전환의 장단점	12
III. 국내간 대출금출자전환제도	14
1. 의의와 특징	14
2. 국내간 대출금출자전환의 구조	14
3. 국내간 대출금출자전환의 장단점	16
가. 은행입장	16
나. 기업입장	18
다. 지급보증기관(예; 증권회사) 입장	18
라. 기타 대출기관(생보사, 중금사) 입장	21

IV. 출자전환 관련 주요 Issue들	22
1. 출자전환 대상기업의 선정	22
가. 출자전환의 목적과 대상기업의 선정기준	22
나. 출자대상기업의 선정기준	23
다. 출자전환 주체은행의 선정기준	25
2. 출자전환이 BIS비율에 미치는 영향	25
가. BIS비율의 정의	25
나. 출자전환과 BIS비율	26
3. 감사와 주주지분의 소각	28
V. 출자전환 교환비율의 결정	30
1. 유인일치(incentive compatibility) 조건	30
2. 대출금출자전환계약의 시행절차	30
3. 은행의 계약체결 조건	31
4. 기업의 계약체결 조건	32
5. 교환지분비율의 결정	32
VI. 대출금출자전환모형의 변형과 확장	36
1. 대출금출자전환의 일반모형	36
2. 부채의 전환사채(CB)로의 전환	38
3. 부채의 변제요구부주식(puttable equity)으로의 전환	39
4. 부채의 전환주식(convertible stock)으로의 전환	41
5. 주식과 옵션부부채의 교환	42

VII. 대출금출자전환의 활성화 방안	43
참고문헌	48
<부록 I> 국제간 출자전환 프로그램의 검토사항	49
<부록 II> '97년 이후에 부도가 발생한 상장기업의 영업이익·경상이익	56

표 목 차

<표 III-1> 은행의 부실채권 현황(98. 3 현재)	16
<표 III-2> 증권회사의 지급보증과 부실채권규모	19

그 림 목 차

<그림 II-1> 국제간 대출금출자전환의 구조	11
<그림 III-1> 국내간 대출금출자전환의 구조	15
<그림 III-2> 지급보증부채의 출자전환	19
<그림 VI-1> 옵션부주식과 옵션부부채의 교환	37
<그림 VII-1> 대출금출자전환과 기업재무구조개선 메카니즘	45

< 요약 >

본 연구는 **대출금출자전환(Debt-Equity Swap)**의 제반 문제점을 분석하고 그 활성화 방안을 제시함을 목적으로 한다.

먼저 대출금출자전환의 기본원칙을 설정하고 이를 바탕으로 현행 출자전환의 문제점을 분석한다. 출자전환은 국제간 출자전환과 국내간 출자전환으로 구분하고, 은행, 기업, 지급 보증기관 등의 입장에서 각각 출자전환의 장·단점을 분석한다.

출자전환과 관련된 주요 Issue들로 출자전환대상기업의 선정기준, 출자전환이 BIS비율에 미치는 영향, 감자와 주주지분의 소각문제, 출자전환 교환비율의 결정문제 등을 다루었다. 특히 출자전환 대상기업의 선정기준으로는, **영업이익과 경상이익**을 이용하는 방법과 **경제적 부가가치(EVA)**를 이용하는 방법을 제시하였다. BIS비율과 관련해서는, 출자전환이 **은행의 BIS비율**을 증대시킬 조건과 **증권사의 영업용순자본비율**을 증대시킬 조건을 분석하였다.

출자전환의 교환비율결정은, **은행의 유인일치(incentive compatibility)조건**과 **기업의 유인일치조건**을 동시에 만족한다는 전제하에 양자간의 협상력에 의해 결정됨을 보였다. 또한 교환비율결정에 영향을 미치는 요인들을 분석하였다.

일반적인 출자전환모형을 **옵션부주식**과 **옵션부부채**의 교환으로 정의하고 이를 바탕으로 출자전환모형의 변형과 확장을 시도한다. 주식과 부채에 첨가되는 옵션의 성격에 따라 다양한 출자전환모형을 설계(design)할 수 있음을 보인다.

출자전환의 활성화 방안으로는 다음을 제시한다.

첫째, **변제요구부주식(puttable equity)**이나 **전환주식(convertible equity)**을 이용하여 은행의 과도한 위험노출을 축소

둘째, 은행의 **동일기업 주식보유한도**를 상향조정

셋째, 은행의 출자전환된 주식의 매각을 지원

- **변제요구부주식**의 활용
- **공동판매옵션(right of cosale)** 이용
- **기업구조조정기금이 출자전환된 주식 매입**

넷째, 은행이외의 다른 채권자들의 출자전환 참여유도

다섯째, 합리적인 **출자전환 대상기업 선정기준**의 설정을 통한 대출금출자전환의 남용방지

여섯째, 기업 대주주등의 경영권을 보호

- 보통주가 아닌 **우선주**로의 전환 활성화
- 은행이 일정기간 경영후 주식을 매각할 때 기업에게 **우선매입권** 부여

일곱째, **대주주지분의 우선소각과 감자요건의 완화**

I. 대출금 출자전환의 의의

1. 대출금 출자전환의 의의

○ 의의

- 은행이 보유하고 있는 특정 기업의 대출채권을 그 기업 주식으로 전환하는 계약(Debt-Equity Swap)
- 은행은 채권자에서 주주로 전환되어 변제의 우선순위가 낮아지고 기업의 입장에서는 부채비율이 감소되어 자본구조가 개선됨
- 대출기업이 과도한 부채로 인해 재무적 곤경을 겪고 있는 경우 이를 경감시켜주기 위한 방편의 하나로 이용됨

○ 국제간 출자전환과 국내기관간 출자전환

- 원래 대출금출자자전환은 선진국 금융기관이 개발도상국기업에 빌려준 대출금을 대상으로 개발되었고 이용되어 왔음(국제간 대출금출자전환)
- 현재 우리나라에서 논의되고 있는 대출금출자전환은 국내금융기관과 국내기업을 대상으로 한다는 점에서 약간의 차이가 존재(국내기관간 대출금출자전환)



○ 전환사채와의 비교

— 공통점

- 채권이 주식으로 전환

— 차이점

- 전환채권의 주식전환은 기업의 가치가 증대될 때 발생하나 대출금의 출자전환은 기업이 곤경에 처해 있을 때 발생
- 전환사채의 전환권은 옵션으로서 발행시에 그 가격, 전환시기, 전환조건 등이 결정되나 대출금출자전환은 그 안에 옵션이 내재되어 있지 않음
- 전환사채의 전환권행사는 확실하게 이익을 보장하지만 대출금출자전환은 그 이익이 기업의 정상화 여부에 의존하므로 매우 불확실.

○ 부채탕감 또는 부채감면과의 비교

— 공통점

- 기업의 부채비율 감소

— 차이점

- 부채만 감소하지 주식이 증가하지 않음
- 은행은 계속 채권자 지위 유지

○ 단기부채-장기부채 전환과의 비교

— 공통점

- 기업의 부채관련 자금부담 경감

— 차이점

- 원금상환이 연장될 뿐이지 부채비율 자체가 감소하지 않음
- 단기부채비율이 감소
- 은행은 채권자지위 계속 유지

2. 대출금출자전환 활성화의 중요성

○ 구조조정을 의한 정부의 자금지원부담 감소

— 금융감독원 추정에 의하면 98년말 부실채권규모는 125조원에 이르고
금융구조조정비용은 81조로 추정됨

- 인수한 부실채권매각손 16조, 정리금융기관 대지급 15조, 은행증자
지원금 10조, 재정에서 투입되는 이자비용 40조

— 성업공사 등에 의한 부실채권 인수는 결국 국민 부담

— 벌처펀드 등 외국기업에의 헐값 판매로 인한 국부유출 방지

○ 기업의 구조조정과 금융기관의 구조조정 동시수행 가능

— 기업의 부채부담 감소

— 금융기관의 부실채권정리 가능

○ 정부의 직접개입 없이 기업과 금융기관간의 자율적 계약에 의한
구조조정 가능

3. 대출금출자전환의 기본원칙

○ 은행과 기업의 자율적 판단 존중

- 부채의 주식전환은, 은행의 부실화를 초래할 수 있고 기업소유주의 경영권상실을 초래할 수 있는 중대한 계약이므로 계약당사자인 은행과 기업이 자율적 판단에 의해 수행되어야 함
- 은행의 유인일치(incentive compatability)조건과 기업의 유인일치조건이 동시에 만족되어야 함
- 정부는 계약체결과정에 개입하지 말고 출자전환의 활성화를 위한 여건조성에 주력해야 함

○ 기업부실의 은행이전 방지

- 은행의 입장에서 볼 때 대출금의 출자전환은 지극히 위험이 높은 계약임
- 주식보유기업이 정상화되지 못할 경우 주식은 무용지물이 되고 은행까지 부실화됨
- 은행이 부담하는 위험이 감소될 수 있는 방안이 마련되어야 함

○ 변제의 우선순위 유지

- 변제의 우선순위는 최대한 유지되어야 하고 변제의 우선순위 하락시 이에 대한 보상이 필요함

○ 부실기업 경영주에 대한 책임추궁

- 자산손실분 만큼 대주주 소유지분을 먼저 소각
- 회사정리법에서도 부실경영에 중대한 책임이 있을 경우 대주주와 특수관계인 보유주식의 2/3 이상을 소각하도록 규정(회사정리법 제221조 제4항)

○ 정부지원의 효율화

- 정부는 출자전환 대상기업의 선정이나 구체적인 전환조건 등의 결정에 관여하지 말고 출자전환의 활성화를 위한 제도개선에 노력해야 함
- 은행의 출자전환을 활성화하려면,
 - 사전적으로 부실여신 충당금요건을 강화하여 부채의 계속보유를 불리하게 만들고
 - 사후적으로는 성업공사나 기업구조조정기금을 통해 전환된 주식의 매입을 지원

○ 경쟁가능기업판단과 전환조건 결정의 객관성

- 특혜소지 불식

4. 현행 대출금출자전환제도의 문제점

- 은행의 위험부담이 지극히 높아 은행부실화의 가능성 존재
 - 기업의 정상화 가능성 불확실
 - 변제의 우선순위 하락

○ 전환된 주식의 재판매 곤란

- 은행이 출자전환된 주식의 재판매를 원할 경우 이를 매입할 주체가 부족

○ 은행과 은행 이외의 대출기관(종금사, 생보사 등)과의 이해상충

○ 지분비율감소로 인한 대주주의 경영권상실 우려와 출자전환 주저

○ 출자전환조건 결정모형의 부재

○ 은행의 일반기업에 대한 출자한도

- 은행법에 의하면 다른 기업 지분의 15%까지 투자가능.
 - 15%를 초과할 경우 금융감독위원회의 승인을 받아야 함.
- 출자 총금액은 자기자본의 20%를 초과하지 못함.

○ 은행의 유가증권투자액은 자기자본의 100%까지 가능 (은행법 38조)

- 현 규정을 지킬 경우 추가로 주식보유가 가능한 은행이 한미은행, 보람은행에 불과하며 나머지 은행은 출자전환이 불가능.
- 금융감독위원회는 조만간 이를 자기자본의 200%로 늘릴 계획임

5. 현황

○ 과거의 예

- 1980년 산업은행이 한국중공업에 대한 대출금 중 170억원을 출자전환
- 1987년 산업은행이 대우중공업 대출금 중 200억원 출자전환
- 1990년 산업은행이 기아자동차 회생을 위해 대출금의 출자전환을 시도했으나 IMF의 은행부실화 초래가능성 주장 때문에 포기

○ 한신공영의 경우

- 1997년 6월 부도를 내고 12월부터 법정관리가 개시됨.
- 1998년 6월, 주거래은행인 서울은행을 중심으로 한 채권은행단은 출자전환이 포함된 정리계획안에 동의함. 이는 법원의 인가결정을 받음.
 - 이에 따라 담보채권 5,290억원 중 15%인 794억원을 출자전환하기로 함.
 - 나머지는 5년거치 5년 균등분할 상환하며, 이자는 상한 8.75%와 하한 6% 이내에서 시중은행 프라임레이트를 적용기로 함.
- 구사주의 주식이 전량 무상소각되고 일반주식도 1/10로 병합됨에 따라 전체자본금이 87억원으로 축소됨.
 - 이에 따라 경영권이 출자은행에게 귀속하게 됨.
 - 서울은행은 645억원을 출자전환하게 되어 최대주주로 부상하게 됨.

○ IMF에서 적극 추천

○ 정부의 지원

- 금융감독위원회는 기업들의 상호 빚보증, 지급보증을 해소하기 위해 채무기업이나 빚보증기업이 빚보증액과 주식, CB, 매출채권 등을 상계할 수 있는 방안을 추진
- 상계비율은 채무기업과 빚보증기업의 신용도나 재무상태 전망 등에 의존

○ 동아건설

- 서울은행 등 동아건설 주요 채권은행은 동아건설에 6000억원의 협조 용자를 제공하고 대출금의 상당부분을 자본금으로 전환키로 결정(동아건설은 2000억원의 대출금 출자전환 요청)

○ 해태전자

- 부채 1000억 전환사채로의 전환 추진 중

II. 국제간의 대출금출자전환

1. 의의와 특징

○ 의의

- 채무국이 외채의 전부 또는 일부를 내국기업에 대한 출자로 전환시키는 재무계약
- 위험의 측면에서 보면, 부채소유로 인한 지급불능위험이 외국기업의 주식보유로 인한 주가변동위험과 환위험으로 대체됨

○ 특징

- 달러표시 부채가 채무국 현지화폐표시 주식으로 전환됨
- 부채는 액면가의 10%~12% 할인된 가격으로 상환됨
- 부채상환액은 현물환율에 따라 현지통화로 전환되고 이 금액이 현지기업의 주식매입에 사용됨
- 현지기업에 대한 직접투자는 최소한 일정년도 이상 유지되어야 함. 그 기간내에는 주식매각이나 이익금의 본국송환이 금지됨

2. 국제간 대출금출자전환의 구조

○ 사례

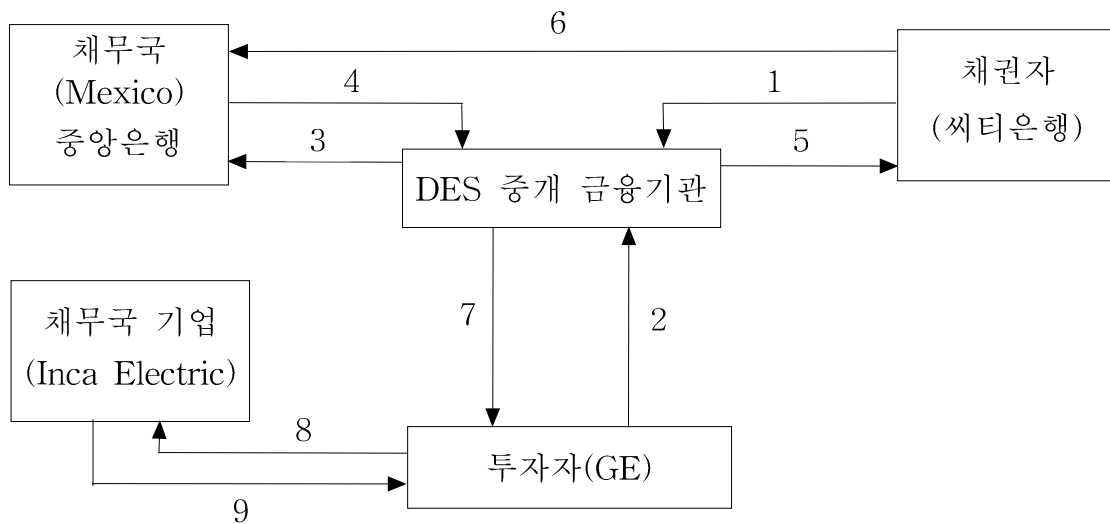
- 멕시코는 미국의 씨티은행으로부터 \$100 million을 조달하였음
- 씨티은행은, 멕시코의 경제현황을 고려할 때, 가까운 장래에 이 금액을 회수할 가능성이 작다고 판단
- 씨티은행은 대출금출자전환을 통해 부실채권을 정리하려 함

○ 대출금출자전환의 절차

- 씨티은행은 \$100 million의 대출채권을 적절한 가격, 예를 들어 \$55million에 판매하려 함
- 미국회사인 General Electric(GE)은 중남미 시장의 거점확보를 위해 인건비가 저렴한 멕시코에 직접투자를 추진하고 있음
- GE는 사업계획서와 자금조달계획서를 멕시코 정부에 제출하고 멕시코 정부로부터 승인을 받으면 씨티은행으로부터 멕시코에 대한 대출채권을 유통가격인 \$55million에 구입
- GE는 구입한 대출채권 \$55million의 상환을 멕시코 정부에 요구
- 멕시코 정부(주로 중앙은행)는 그 부채를 매입하고, 미리 협상된 금액을 현지통화 즉 멕시코화로 GE에게 상환함
 - 대개의 경우 적용되는 상환할인율은 10%임. 즉 액면가의 90%를 상환받음
- GE는 \$90million에 해당되는 멕시코화를 받게됨

- 실제로는 이 같은 스왑거래는 전문적인 금융기관에 의해 수행되고 액면가의 2%에 해당되는 금액이 수수료로 부과됨
- 고로 GE는 \$55million에 구입한 대출채권을 처분하여 \$88million에 상당하는 멕시코화를 획득
 - 스왑거래를 통하지 않았을 경우에 비해 60% 더 많은 멕시코화를 획득할 수 있음
- GE는 취득한 멕시코 현지통화로 기존회사인 Inca Electric의 주식을 매입하거나 새로운 회사를 설립함
- 이상의 내용을 그림을 통해 요약하면 다음 <그림 II-1>과 같음

<그림 II-1> 국제간 대출금출자전환의 구조



1. 씨티은행이 \$100 million 상당의 멕시코 대출채권을 액면의 55%가격에 판매하기 원함

2. 투자자 GE는, 멕시코에 투자하기 위해 멕시코 대출채권을 할인된 가격에 구입하기 원함
3. 투자자 또는 DES 중개 금융기관은, 멕시코 중앙은행에 부채상환 요구
4. 부채액면의 10%정도 할인후, 액면의 90% 가격에 해당하는 금액을 멕시코 통화로 상환
5. 씨티은행은 \$55를 상환받음(수수료 1%제외)
6. 씨티은행은 멕시코 부실채권 정리
7. GE는 부채액면의 90% 해당되는 금액을 받음(수수료 2%제외)
8. 7에서 받은 금액으로 Inca 기업의 주식에 투자
9. Inca Electric의 주식획득

3. 국제간 대출금출자전환의 장단점

○ 채무자 입장에서의 장점

- 외채의 감소를 통한 외채상환부담의 감소
- 경제성장을 위한 외국의 직접투자 활성화
- 자원의 배분을 의한 효율적 시장메카니즘 제공
- 투자증대와 실업감소를 위한 환경조성에 촉매제 역할
- 국가채무의 dedollarization

○ 채권금융기관 입장에서의 장점

— 부실채권정리

○ 투자자입장에서의 장점

— 해외직접투자를 원하는 국가의 통화를 저렴하게 구입가능

— 해외직접투자 용이

○ 채무자 입장에서의 단점

— 경제주권의 상실가능성

— 인플레이션 유발 가능성

- 채무국 정부는 부채상환을 위해 자금이 필요한데 대개는 화폐발행
이나 국공채발행을 통해 자금조달
- 화폐발행을 통해 자금을 조달할 경우에는 인플레이션 유발가능
- 국공채발행을 통해 자금을 조달할 경우에는 국내이자율을 상승시
키는 요인으로 작용하여 기업의 자금조달 비용을 상승시킴

Ⅲ. 국내간 대출금출자전환제도

1. 의의와 특징

○ 의의

- 은행 등 금융기관이 기업에게 제공한 대출금을 주식, 즉 출자로 전환시키는 재무계약
- 위험의 측면에서 보면, 부채소유로 인한 지급불능위험이 주식보유로 인한 주가변동위험으로 대체됨

○ 특징

- 대출금출자전환은, 은행의 유인일치조건과 기업의 유인일치조건이 만족되어야 실행가능함
 - 구체적인 출자전환조건, 즉 부채와 주식간의 교환비율은 은행과 기업의 협상력에 의해 결정됨
- 국제간 대출금출자전환과는 달리 환위험은 존재하지 않음

2. 국내간 대출금출자전환의 구조

○ 은행이 경영권행사를 원하는 경우

- 은행이 출자전환된 기업의 경영권 행사를 원할 경우에는 전환된 주식을 재판매하지 않고 일정기간 계속 보유함

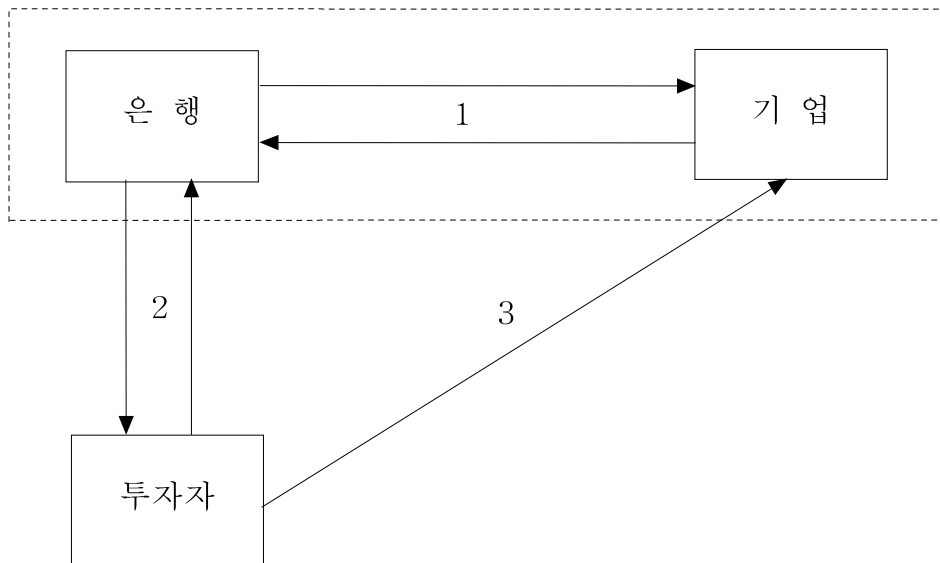
— 결정된 교환비율에 따라 대출금과 주식을 교환하면 계약종결. 즉 <그림 Ⅲ-1>에서 '1'의 관계만 성립.

○ 은행이 전환된 주식의 재판매를 원하는 경우

— 은행이 전환된 주식의 재판매를 원하는 경우에는 취득한 주식을 투자자에게 매각함.

— 은행으로부터 주식을 취득한 투자자는 출자전환된 기업에 대해 지분을 획득

<그림 Ⅲ-1> 국내간 대출금출자전환의 구조



1. 결정된 교환비율에 따라 대출금과 주식을 교환함
2. 은행은 취득한 주식을 투자자에게 매각
3. 투자자가 기업에 대한 지분을 획득함

3. 국내간 대출금출자전환의 장단점

가. 은행입장

○ 장점

— 부실채권정리가능

<표 III-1> 은행의 부실채권 현황(98. 3 현재)

<단위 : 억원, %>

은행명	총여신	무수익여신	무수익 여신비율	부실여신	부실 여신비율	BIS비율
조 흥	365,687	31,124	8.5	12,698	3.5	6.5
상 업	288,232	17,655	6.1	5,550	1.9	7.62
제 일	247,132	33,712	13.6	16,602	6.7	-2.7
한 일	365,931	17,099	4.7	6,634	1.8	6.9
서 울	223,435	29,064	13.0	16,582	7.4	0.97
외 환	395,580	28,311	7.2	7,968	2.0	6.79
6대시은	1,885,997	156,965	8.3	66,034	3.5	
국 민	278,858	12,562	4.5	3,205	1.1	9.78
주 택	302,478	8,449	2.8	3,219	1.1	10.29
신 한	262,085	14,763	5.6	6,215	2.4	10.29
한 미	97,332	4,161	4.3	2,153	2.2	8.57
동 화	71,992	7,990	11.1	4,273	5.9	5.34
동 남	50,869	3,717	7.3	1,364	2.7	4.54
대 동	49,278	7,250	14.7	3,811	7.7	2.98
하 나	104,439	3,227	3.1	925	0.9	9.29
보 람	90,061	3,595	4.0	2,007	2.2	9.32
평 화	50,549	3,153	6.2	1,588	3.1	5.45
시중은행	3,243,938	225,832	7.0	94,794	2.9	
지방은행	406,769	54,605	13.4	29,197	7.2	
일반은행	3,650,707	280,437	7.7	123,991	3.4	

※ 자료 : 은행감독원

— BIS기준 충족 용이

- 부실채권보유시 - 고정 분류여신의 20%, 회수의문 분류여신의 75%, 추정손실 분류여신의 100%을 여신평가액에서 차감
- 주식으로 보유시 - 상장주식의 경우는 기준일전 1개월 평균종가로 평가

— 출자전환이 BIS비율에 미치는 영향에 대한 구체적 논의는 제 IV장 참조 바람

— 기업의 주주로서 기업의 정상화에 적극 참여, 기업감독기능 강화

○ 단점

— 담보권 등 채권자로서의 권한행사 불가능

- 변제의 우선순위하락

— 지극히 위험이 높은 계약

- 기업이 정상화되지 못하고 청산될 경우 주식은 무용지물
- 은행의 부실화 초래 가능성

— 부실대출을 은폐하기 위한 수단으로 이용가능

— 출자기업 선정의 공정성 문제

나. 기업입장

○ 장점

- 부채의 주식전환으로 부채비율 감소

○ 단점

- 지분감소로 지배권상실 가능성
- 사전적으로 방만한 경영을 조장할 가능성(도덕적 해이)

다. 지급보증기관(예; 증권회사) 입장

○ 방법

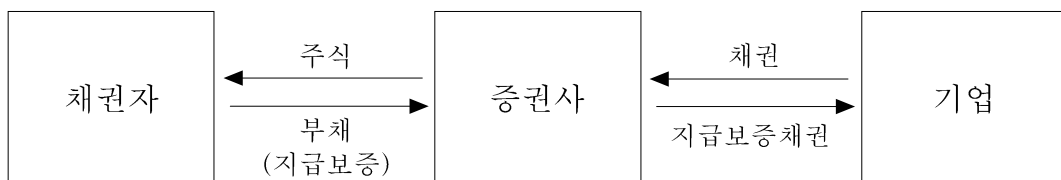
- 채권발행기업이 채권-주식전환의 주체가 되는 경우
- 증권회사가 채권-주식전환의 주체가 되는 경우
 - 증권사가 보유하고 있는 채권발행사의 주식으로 교환
 - 교환사채(Exchangeable Bond)와의 비교
 - 증권사 자신의 주식으로 교환
- 지급보증한 채권은 증권회사에게 일종의 채무임
 - 이 채무를 증권회사의 주식으로 교환해 주는 것은 이론적으로 타당함.

○ 출자전환의 구조

- 채권자가 증권회사에서 지급보증한 채권의 상환을 요구할 경우

- 증권회사는 기업에 대해서는 채권자이나 지급보증한 기업의 채권자에 대해서는 채무자가 됨.
- 채권자는 증권회사의 지급보증채무를 주식으로 전환가능
 - 증권회사가 보유하고 있는 지급보증기업의 주식
 - 증권회사가 보유하고 있는 다른 기업의 주식
 - 증권회사의 주식

<그림 III-2> 지급보증부채의 출자전환



○ 장점

- 증권사 입장에서는, 지급보증으로 인한 대지급금 증대와 이로 인한 수익성 악화와 부채부담을 경감시킬 수 있음
- 증권회사의 지급보증과 부실채권규모는 다음과 같음

<표 III-2> 증권회사의 지급보증과 부실채권규모

	회사채지급보증액	부실채권액 (대지급구상채권)
97년 9월	8조 1400억	1조 1890억
98년 1월	8조 1670억	1조 8800억

— 영업용순자본비율이 증대하여 증권사의 재무건전성이 증대됨

- 「증권사채무건전성 감독규정」에 의하면 채무보증위험은 ‘거래상대방위험’의 하나로서, 대지급기간 중 지급보증에 대해서는 8%, 계열사 지급보증에 대해서는 100%의 위험상당치가 적용됨
- 회사채지급보증액을 증권사가 보유하고 있는 회사채발행기업의 주식과 교환하면 위와 같은 위험액을 계산치 않아도 됨. 영업용순자본비율 계산에서 주식의 감소는 분모와 분자에 동시에 영향을 미침
 - (교환된 주식액 × 15%) 만큼 분모의 위험액을 감소시키고 교환된 주식액 만큼 분자의 자기자본을 감소시킴
 - 출자의 목적으로 소유하거나 시장성이 없는 주식의 경우에는 원래 자기자본에서의 차감항목이므로, 이 같은 주식의 감소는 분자에 영향을 미치지 않음
- 영업용순자본비율의 증가여부는, 자기자본 감소로 인한 분자의 감소와 채무보증감소, 주식감소로 인한 분모의 위험액감소의 상대적 크기에 따라 결정됨

○ 단점

- 증권사 자신의 주식을 교환하는 경우 지분율 감소
- 채권자입장에서 원래 채권투자한 기업과 성격이 완전히 다른 증권사의 주식을 지급보증의 대가로 교환받을지 의문

라. 기타 대출기관(생보사, 종금사) 입장

○ 종금사등 제2금융권 대출의 특징

- 은행의 대출은 주로 만기가 장기인 담보대출인데 비해 종금사등의 대출은 단기·신용대출이 주를 이룸
- 종금사등은 기업도산시 확보할 담보가 없기 때문에 최대한 신속히 대출을 회수하려 하기 때문에 출자전환에 반대할 유인 존재
- 다른 한편으로는 기업도산시 확보할 담보가 없기 때문에 출자전환시 기회비용이 작고 따라서 출자전환에 동의할 유인이 담보채권자인 은행보다 큼

○ 은행대출금만 출자전환하는 경우

- 변제의 우선순위가 은행보다 높아지므로 유리

○ 생보사나 종금사도 출자전환하는 경우

- 종금사대출이 전체 대출에서 차지하는 비중이 작기 때문에 출자전환시 경영권획득 불가능
- '97년말 현재 생보사의 여신이 총여신에서 차지하는 비율은 약 14%임

IV. 출자전환 관련 주요 Issue들

1. 출자전환 대상기업의 선정

가. 출자전환의 목적과 대상기업의 선정기준

○ 출자전환 목적과의 정합성

- 출자전환 대상기업의 선정기준은 출자전환의 목적과 정합성을 가져야 함
- 출자전환의 목적은, 대차대조표의 차변, 즉 자산측면에는 문제가 없으나 대차대조표의 대변, 즉 재무적 측면에 문제가 있는 기업을 지원해주는 제도임
 - 영업적 차원에서는 이익을 내고 있으나 과도한 부채로 인한 이자비용 때문에 재무적 곤경에 처한 기업의 재무적 부담을 경감시켜주는 제도

○ 출자전환 대상기업이 갖추어야할 조건

- 기업부실의 원인이 재무적 측면에 있기 때문에 부채비용부담만 어느 정도 줄여주면 회생가능함
 - 기업의 경제적 가치가 (+)이어서 회생가능하고 성장가능함
- 출자전환을 통해 재무적 문제가 해결될 수 있어야 함
 - 즉 출자전환 이후에도 계속 재무적 곤경에 처할 정도로 부채비용

이 과중해서는 안됨

- 고로 부채비율이 과도하게 높은 기업(예: 업계평균 부채비율의 2배 이상인 기업)은 제외

○ 희생가능성의 판단기준

— 당기순이익, 현금흐름, 영업이익과 경상이익, EVA 등

나. 출자대상기업의 선정기준

○ [방안 1] : 다음 두가지 기준을 동시에 만족하는 기업

<기준 1> 경상이익은 (-)이나 영업이익은 (+)인 기업

<기준 2> 출자전환후 경상이익이 (+)가 되는 기업

- 영업활동에는 문제가 없으나 과도한 부채비용으로 일시적인 자금압박을 받고 있는 기업
- 영업이익도 (-)인 기업은 출자대상 기업에서 제외되어야 함
- 영업이익과 경상이익이 모두 (+)인 기업은 물론 출자전환 대상기업이 되나 출자전환의 효과가 가장 큰 기업은 영업이익은 (+)이나 경상이익은 (-)인 기업임
- 보다 엄격한 선정기준으로는 영업이익이 (+)인 기업 대신에 영업이익이 산업평균 영업이익률 이상인 기업을 대상으로 할 수 있음

○ [방안 2] : 다음 두가지 기준을 동시에 만족하는 기업

<기준 1> 경상이익은 (-)이나 영업이익은 (+)인 기업

<기준 2> 출자전환후 EVA가 (+)가 되는 기업

— 출자전환후 회생가능성의 판단기준으로 EVA를 사용하는 방법

— 이론적으로는 [방안 1] 보다 타당하나 EVA계산이 번거로움

○ 선정기준의 적용

— 일반기업의 경우

- 상장기업 768개, 장외기업 341개를 대상으로 영업이익은 (+), 경상이익은 (-)인 기업을 분석한 결과
- 상장기업중 155개(20%), 장외기업중 40개(12%)가 이에 해당
- 상장기업 768개중 EVA가 (+)인 기업은 191개(25%)

— 부도기업의 경우

- <부록 II>는 '97이후에 부도난 71개 상장기업을 대상으로, '92년부터 '97년까지의 경상이익, 영업이익을 나타냄
- A유형은 영업이익과 경상이익이 모두 (+)인 기업을, B유형은 영업이익은 (+)이나 경상이익은 (-)인 기업을, C유형은 영업이익과 경상이익이 모두 (-)인 기업을 나타냄
- [방안 1]이나 [방안 2]의 선정기준을 적용할 경우 출자전환 대상기업은 최대 9개

다. 출자전환 주체은행의 선정기준

- 은행이 부실여신을 은폐하기 위한 수단으로 출자전환을 이용되어서는 안 됨
 - BIS비율 8% 이하인 불량은행에게 허용되어서는 안됨
 - 부실은행일수록 출자전환을 통해 부실채권을 은폐하려는 도덕적해이의 문제가 큼

2. 출자전환이 BIS비율에 미치는 영향

가. BIS비율의 정의

$$\begin{aligned} \text{BIS비율} &= \frac{\text{자기자본}}{\text{위험가중자산}} \times 100 \\ &= \frac{\text{자기자본(Tier1)} + \text{보완자본(Tier2)} - \text{공제항목}}{\sum(\text{대차대조표자산} \times \text{위험가중치}) + \sum(\text{부외항목} \times \text{신용환산율} \times \text{위험가중치})} \times 100 \end{aligned}$$

나. 출자전환과 BIS비율

○ 기호의 정의

D_1 : 대출채권 1(건전여신)

D_2 : 대출채권 2(부실여신)

E : 은행의 자기자본

Δ : 대손충당금

P : 출자전환시의 기업의 주가

T : 기업발행 주식 총수

N : 출자전환으로 은행이 보유한 기업의 주식수

α : 출자전환으로 은행이 보유하는 기업의 지분비율(N/T)

○ 부실화 이전의 BIS비율

$$\text{BIS}^B = \frac{E}{D_1 \times 100\% + D_2 \times 100\%}$$

○ 부실화 이후, 손실실현 이전의 BIS비율

- 대손충당금상각이 비용으로 처리되어 은행의 이익을 감소시키고 자기자본(Tier1)을 감소시킴
- 그러나 대손충당금은 보완자본(Tier2)으로 간주되기 때문에 부실채권에 대한 충당금 자체가 BIS비율에 직접적 영향을 미치지 못함

- 건전여신의 경우에는 1%, 고정여신의 경우에는 2%, 회수의문여신의 경우에는 75%, 추정손실의 경우에는 100%를 총당금으로 적립해야 함

$$\text{BIS}^A = \frac{(E - \Delta) + \Delta}{D_1 \times 100\% + D_2 \times 100\%}$$

Where $\Delta = 0.01 D_2$ (D_2 가 건전여신인 경우)
 $= 0.2 D_2$ (D_2 가 고정여신인 경우)
 $= 0.75 D_2$ (D_2 가 회수의문인 경우)
 $= D_2$ (D_2 가 추정손실인 경우)

○ 손실실현 이후의 BIS비율

- 부실채권관련 손실을 실현하게되면 분모에서 D_2 가 제거되고 분자에서 부실채권 실현손실 D_2 가 차감됨

$$\text{BIS}^R = \frac{E - D_2}{D_1 \times 100\%}$$

○ 출자전환시의 BIS비율

- 부실화이후, 손실실현 이전에 출자전환을 수행하면 다음의 두가지 측면에서 BIS비율에 영향
 - 분모에서 부실채권이 주식으로 대체(위험가중치는 100%로 동일)
 - 분자에 대손충당금환입이 수익으로 인식되어 자기자본 증가

$$BIS^S = \frac{E + \Delta}{D_1 \times 100\% + \alpha \cdot P \cdot T \cdot 100\%}$$

○ 출자전환을 통해 은행의 BIS비율이 증가할 조건

— 부실채권을 출자전환하는 것이 부실채권을 계속 보유하는 것보다 BIS 비율을 증대시키기 위해서는 $BIS^R < BIS^S$ 의 조건이 만족되어야 함

$$\frac{E - D_2}{D_1 + D_2} < \frac{E + \Delta}{D_1 + \alpha \cdot P \cdot T}$$

— 출자전환 당시의 주가가 일정수준 이하이면 이 조건은 항상 성립함

3. 감자와 주주지분의 소각

○ 필요성

— 자본의 잠식이 있는 경우 대주주의 책임을 묻고 은행등의 출자전환 유인을 증대시키기 위해 필요

○ 감자의 방법

— 자본은 발행주식의 액면총액이므로 감자는 액면가를 감소시키거나 발행주식수를 감소시키는 방법으로 실행

— 발행주식수를 감소시키는 방법에는 주식병합과 주식소각이 있음

— 주식소각의 분류

- 임의소각 vs 강제소각 - 임의 소각은 주식의 소각에 동의한 주주의 주식만 소각하지만 강제소각은 주주동의에 관계없이 회사가 일방적으로 소각
- 유상소각 vs 무상소각 - 유상소각은 소각된 주식에 대한 주금을 주주에게 지불하지만 무상소각은 주금의 지불이 없음

○ 대주주지분의 우선소각

- 주주평등의 원칙에 어긋나기는 하나 주식소각시 먼저 대주주지분을 무상소각
 - 회사정리법의 경우, 부실경영에 대한 중대한 책임이 있는 경우에만하여 지배주주 보유주식의 2/3이상을 소각하도록 규정
- 자본잠식의 정도가 심하여 대주주지분 소각후에도 자본잠식이 존재하면 소액주주지분도 소각
- 대주주의 자발적인 감자참여를 유도하기 위해, 일정기간 경과후 은행이 주식을 매각할 때 대주주에게 주식우선매입권을 부여할 수 있음

○ 감자의결의 요건

- 감자는 주주총회 특별결의 사항이기 때문에 출석한 주주 의결권의 2/3이상의 수와 발행주식총수의 1/3이상의 찬성이 요구됨
 - 특별결의 요건에 대한 상법규정은 정관으로도 완화하지 못한다는 것이 통설
- 이 같은 제약적인 감자요건은 출자전환 활성화의 장애요인

V. 출자전환 교환비율의 결정

1. 유인일치(incentive compatibility)조건

○ 실행가능성

- 출자전환의 교환비율은 먼저 은행과 기업의 유인일치조건으로부터 실행가능성이 결정됨

○ 최적교환비율

- 실행가능영역 내에서 최적교환비율의 결정은 은행과 기업의 상대적 협상력에 의존

2. 대출금출자전환계약의 시행절차

가. 출자전환 대상기업의 선정

나. 기업의 자산실사

다. 자산손실분 만큼 주주지분 소각

라. 총출자전환액과 각 금융기관별 배분액 결정

마. 출자전환방식결정

사. 출자전환조건결정

아. 출자전환

자. 출자전환된 주식매각 또는 출자기업 감독

3. 은행의 계약체결 조건

○ 은행의 유인일치 조건

— 주식으로 전환시의 가치가 대출금으로 계속 보유하고 있을 경우의 가치 보다 커야함

○ 부채 계속보유시의 현재가치 결정요인

- 파산비용
- 회사정리안(부채감면, 만기유예, 이자율 감소, 거치기간)
- BIS비율에 악영향

○ 주식보유시의 현재가치 결정요인

- 기업의 갱생가능성에 대한 은행의 전망

4. 기업의 계약체결 조건

○ 기업의 유인일치 조건

- 기업의 입장에서 볼 때 부채의 주식전환은 부채비율의 감소와 지분율의 감소를 의미
- 부채비율 감소의 이익이 지분율 감소로부터의 손실보다 커야함

○ 부채비율 감소의 이익

- 규제조건충족(200%)
- 기업매각, 인수, 합병 등 기업구조조정 용이

○ 지분율 감소의 손실

- 경영권 상실

○ 경영권을 계속 유지하려는 경우와 경영권을 포기하는 경우

5. 교환지분비율의 결정

○ 기호의 정의

D : 대출채권액

C : 채권보유로 인한 기대비용

C₁ : 파산관련 비용

C_2 : 회사정리안에서 감면, 이자율 감소, 만기 연장으로 인한 비용

C_3 : 부실채권 대손충당금

V^H : H상태 발생시 기업의 가치

V^L : L상태 발생시 기업의 가치

P_H : 기업가치가 상승하리라고 생각하는 확률

P_L : 기업가치가 하락하리라고 생각하는 확률

α : 채권의 주식전환을 통해 은행이 보유하는 지분비율

β : 기업소유주가 은행에게 제공하려는 최대한의 지분

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

○ 채권보유시의 기대이익

= 채권액 - 채권보유시의 기대비용

= 채권액 - [파산관련부담비용 + 회사정리안에서 감면, 만기연장, 이자율감소 등으로 인한비용 + 부실채권 대손충당금]

= D - C

○ 주식전환시의 기대이익

• 은행이 예상하는 기업의 기대가치

$$E(V) = P_H \cdot V^H + P_L \cdot V^L$$

$$= P_H \cdot V^H + (1-P_H) \cdot V^H$$

$$= (V^H - V^L) \cdot P_H + V^L$$

- 은행의 기대이익

$$\alpha \cdot E(V) = \alpha [(V^H - V^L) \cdot P_H + V^L]$$

- 채권을 주식으로 전환할 조건

$$D - C \leq \alpha [(V^H - V^L) \cdot P_H + V^L]$$

$$\leftrightarrow \alpha \geq \frac{D - C}{(V^H - V^L) \cdot P_H + V^L}$$

- 부채의 주식전환조건 α 에 영향을 미치는 요인

- 기업의 정상화 가능성에 대한 은행의 기대(P_H)
- 정상화되었을 경우의 기업의 가치(V^H)
- 부실채권보유시의 기대비용(C)
- (채권규모(D) - 대출금규모)가 너무 크면 기업과 협상가능한 α 를 도출하기 어려움. 대출금 중 일부분만 주식전환하는 방법을 생각할 수 있음. 이 경우 은행은 채권자인 동시에 주주가 됨

- 대출금 주식전환의 실행가능성

- $0 \leq \alpha \leq 1$ 의 조건으로부터, 다음 조건이 성립하면 은행은 기업 주식 100%를 보유한다해도 주식으로 전환할 유인 없음

$$P_H < \frac{D - C - V^L}{V^H - V^L}$$

- 만일 $\beta < \alpha$ 이면, 부채의 주식전환 계약은 성사 불가능

- 만일 $\alpha \leq \beta$ 이면, 부채의 주식전환 계약은 성사가능

○ 최적지분교환율

- α 와 β 사이에서 구체적으로 얼마의 지분이 교환되느냐는 기업과 은행의 협상에 의해 결정됨

○ 기업의 협상력

- 기업의 입장에서는 출자전환 하지 않고 계속 부채를 보유하여 공식적인 파산절차에 들어갔을 경우 경영권이 어떻게 될 것인가가 협상력에 영향을 미침
 - 화의법에서와 같이 경영권을 계속 보유할 가능성이 높으면
 - 은행과의 출자전환 계약체결시 양보할 유인이 작고 따라서 계약의 성사가능성 감소
 - 회사정리법에서와 같이 경영권을 계속 보유할 가능성이 낮으면
 - 은행과의 출자전환 계약체결시 양보할 유인이 크고 따라서 계약의 성사가능성 증대

○ 예

- $D = 200, C = 100, V^H = 1000, V^L = 0$ 인 경우에는 $\alpha > \frac{1}{5}P_H$ 의 조건이 만족되어야 부채의 주식전환이 발생할 가능성이 존재
- 극단적으로 P_H 가 $\frac{1}{5}$ 보다 작으면, 즉 기업의 정상화 가능성이 20%이하라고 생각하면 은행은 채권을 주식으로 전환할 유인 없음

VI. 대출금출자전환모형의 변형과 확장¹⁾

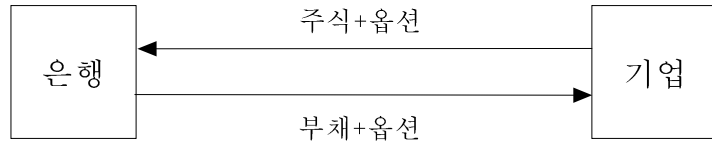
1. 대출금출자전환의 일반모형

○ 모형확장의 체계

- 가장 일반적인 출자전환모형은 옵션부주식과 옵션부채권의 교환임
 - 옵션부주식이란 주식에 다양한 형태의 옵션이 첨가된 (주식+옵션) 형태의 주식을 의미하고 옵션부채권이란 채권에 다양한 형태의 옵션이 부가된 (채권+옵션)형태의 채권을 의미
 - 주식에 첨가되는 옵션으로는 환매요구옵션, 부채전환옵션, 우선주 전환옵션, 재판매옵션등이 있음
 - 채권에 첨가되는 옵션으로는 주식매입 우선권, 단기부채의 장기전환옵션등이 있음
- 가장 단순한 형태의 출자전환 모형은 아무런 옵션이 첨가되지 않은 주식과 부채를 교환하는 것임
- 출자전환의 개념을 보다 넓게 해석하면, 주식 또는 옵션부주식 외에 주식으로 전환가능한 옵션이 첨가된 증권(예: 전환사채)으로의 교환도 포함

1) 여기서는 다양한 출자전환모형의 의의과 장단점을 간략히 설명한다. 구체적인 출자전환의 가격결정모형에 대해서는 김형태, “부채-주식전환의 가격결정모형,” *Mimeo*, 한국증권연구원, 1998.5을 참조 바람.

<그림 VI-1> 옵션부주식과 옵션부부채의 교환



○ 주식에 첨가되는 옵션

- 환매요구옵션 → 변제요구부주식(puttable equity)
- 부채전환옵션 → 부채로의 전환주식(convertible stock)
- 우선주전환옵션 → 우선주로의 전환주식(convertible stock)
- 재판매옵션 → 특정 투자자(구조조정기금 등)가 출자전환된
주식을 매입한다는 조건하에 출자전환

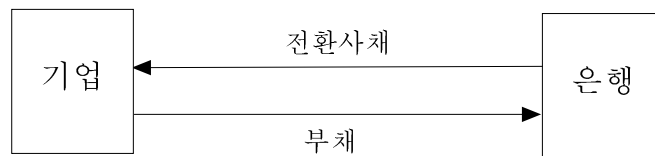
○ 부채에 첨가되는 옵션

- 주식매입 우선권 → 일정기간 경과후 은행이 주식을 매각할 때 기업
에게 우선매입권 부여
- 단기부채의 장기전환옵션 → 구조조정기금(DF)이 출자전환된 기업의
단기부채를 장기부채로 전환

2. 부채의 전환사채(CB)로의 전환

○ 의의

- 부채를 단순한 주식으로 전환하는 것이 아니라, 주식으로 전환될 수 있는 옵션이 첨가된 채권 즉 전환사채로 전환



○ 장점

- 기업입장
 - 부채의 주식전환과 비교할 때, 기업소유주의 입장에서 경영권의 유지가 가능
- 은행입장
 - 전환사채로의 전환이 주식으로의 전환에 비해 위험이 적음

○ 단점

- 기업입장
 - 전환옵션가치에 해당하는 만큼만 부채의 액면 또는 이자율이 감소되므로 부채비율 감소 효과가 미약
 - 정부일각에서 구조조정을 성실히 수행하고 있는 기업에 대해 대출금을 전환사채로 교환가능하도록 하여 부채비율을 획기적으로 감소시키겠다는 주장은 비합리적

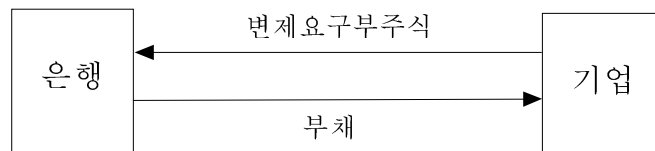
— 은행입장

- 전환사채도 채권이기 때문에 부실채권정리효과 미약

3. 부채의 변제요구부주식(puttable equity)으로의 전환

○ 의의

- 부채를 단순한 주식으로 교환하는 것이 아니라 (주식 + 풋옵션)으로 교환하는 계약
- 풋옵션의 소유자, 즉 은행은 주식발행기업에 특정한 사건(예; 부도)이 발생할 경우 보유주식을 일정가격으로 매각할 수 있는 권리를 보유



○ 장점

— 기업입장

- 부채는 감소하고 주식은 증가하여 부채비율 감소
- 부채의 주식전환과 필요할 때, 변제요구부주식의 가치에 해당하는 만큼 은행에 제공하는 주식비율을 낮출 수 있음

- 일정기간 동안은 변제요구가 금지되므로 이 기간동안은 현금유출 없음
- 변제요구시에는 현금이 필요하나 우량기업주식의 경우에는 옵션이 행사되지 않음.
- 우량기업일수록 자신의 가치를 신호전달(signal)하기 위해 부채의 주식전환 대신 부채의 변제요구부주식으로의 전환을 도모할 가능성 높음

— 은행입장

- 일정기간후 변제를 요구할 수 있는 옵션이 부여되어 있으므로 부채의 주식전환과 비교할 때 위험이 적음
- 기업이 정상화되고 미래기대수익이 높은 경우에는 옵션을 행사하지 않음으로써 주주로서의 이익향유 가능
- 기업이 정상화되지 않을 경우 옵션을 행사하여 현금회수 가능

○ 단점

— 기업입장

- 주식의 변제요구가 대량으로 이루어질 경우 현금확보 부담

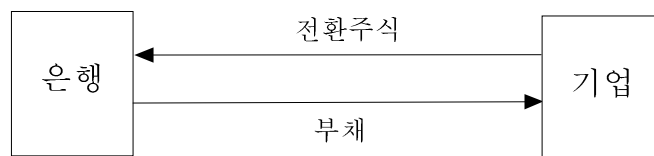
— 은행입장

- 부채의 주식전환과 비교할 때 큰 단점 없음

4. 부채의 전환주식(convertible stock)으로의 전환

○ 의의

- 전환주식이란 다른 종류의 증권으로 전환할 수 있는 전환권이 부여된 증권을 의미.
- 주식보유로부터의 위험을 감소시킨다는 차원에서 생각하면 우선주로의 전환이 가능한 전환주식, 후순위채권으로의 전환이 가능한 전환주식, 일반채권으로의 전환이 가능한 전환주식을 생각할 수 있음
- 상법상 우선주로의 전환이 가능한 전환주식 발행 가능



○ 장점

- 은행입장
 - 단순한 출자전환에 비해 은행의 위험을 낮출 수 있음
- 기업입장
 - 주식의 전환요구가 대량으로 이루어질 경우 변제요구부주식의 경우와 달리 현금확보 부담이 없음

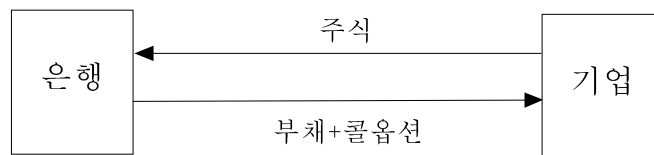
○ 단점

- 전환주식 중 부채로의 전환주식 발행가능성
- 부채로 재전환할 경우 기존 채권자들과의 이해상충 문제

5. 주식과 옵션부채의 교환

○ 의의

- 대출금의 출자전환시, 은행이 일정기간 경과 후 기업주식을 매각할 때 이를 우선적으로 매입할 수 있는 권한 즉 주식우선매입권을 기업의 대주주에게 부여하는 출자전환의 한 형태



○ 장점

- 대주주지분을 먼저 소각하여 감자하는 경우에 대주주의 자발적 협조 유도 가능
- 이를 통해 기업의 소유자나 대주주의 출자전환 인센티브 증대

○ 단점

- 대주주의 책임추궁이 약화되고 경영권유지의 수단으로 악용될 가능성
- 고로 대주주에 대한 주식우선매입권의 부여는 다음의 경우로 한정되어야 함
 - 기업부실화에 대한 경영상 중대한 책임이 없는 경우
 - 감자과정에서 대주주지분 우선 소각등 출자전환에 공헌한 경우
 - 일정한 프리미엄 이상을 지불하고 매입하려는 경우

VII. 대출금출자전환의 활성화 방안

○ 은행의 과도한 위험노출 축소방안

- 변제조건부주식(puttable equity)이나 전환주식(convertible equity)으로의 전환
 - 단순한 대출금주식전환에 비해 은행의 위험부담 축소
 - 은행의 대출금출자전환 계약체결 유인 증대

○ 은행의 동일기업 주식보유한도 완화

- 은행법개정('98. 2. 14)으로 금융감독위원회의 승인만 있으면 은행은 특정기업 발행주식의 20%까지 보유가능함
- 출자전환의 활성화를 위해 은행의 동일기업 주식보유한도를 상향조정(예: 50%)하는 것이 요구됨

○ 은행의 주식매각 지원

- 은행이 출자전환된 주식을 재매각하기 원할 경우 이를 실현할 수 있는 방안이 마련되어야 함
 - 전환된 주식의 잠재적 구매자는, 출자전환기업 자신과 출자전환기업과 직접관련 없는 제3의 투자자로 구분 가능
- 출자전환기업에 재매각하는 방안
 - 변제요구부주식(puttable equity)과 같이 전환된 주식을 기업에게 되팔 수 있는 옵션 취득
 - 특히 출자전환기업이 비상장 또는 비등록기업일 경우에는 주식의 유동성이 작고 대개의 경우 주식발행기업이 유일한 매입자이기 때

문에 이 같은 풋옵션의 확보가 중요

— 제3의 투자자에게 매각하는 방안

- **공동판매권(right of cosale)²⁾**
- **등록요구권(demand registration right)**
- **편승등록권(piggyback registration right)**

— 증권투자회사법안에 의해 설립되는 기업구조조정기금이 출자전환된
주식을 매입

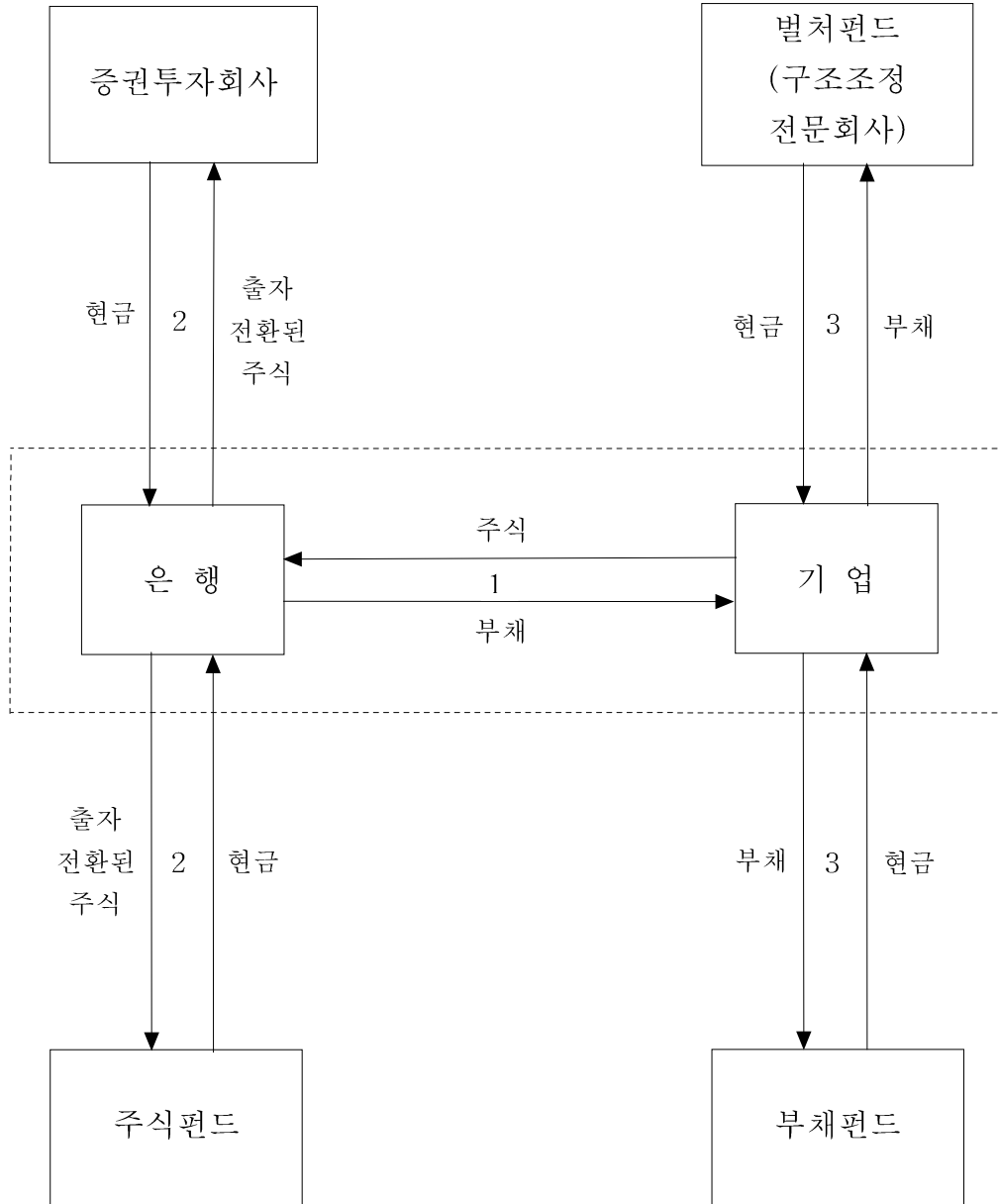
- 기업구조조정기금은 **부채펀드(Debt Fund)**와 **주식펀드(Equity Fund)**로 구분되어 설립·운영될 것으로 예상되는 바, 주식펀드가
기금의 일정부분을 출자전환된 주식매입에 사용할 것을 규정하는
것이 바람직
- 기업구조조정기금에 대한 특례규정에 의해 동일종목 투자한도 등
제한없이 투자가능

— 기업구조조정기금 중 부채펀드가, 대출금을 출자전환시켜 주는 은행에
게 자금을 제공하는 것도 바람직

— 기업구조조정기금 중 부채펀드가, 출자전환되어 회생의 가능성이 높은
기업의 단기부채를 장기부채로 전환하여 유동성 부족을 지원

2) 공동판매권이란 기업의 주주들이 제3자로부터 주식매각제안을 받은 경우 출자전
환되어 은행이 보유하고 있는 주식도 보유비율에 따라 함께 매각할 수 있는 권
한을 의미함. 등록요구권이란 출자전환된 주식의 등록을 요구할 수 있는 권한을
의미. 비공개기업의 경우에는 등록은 곧 기업공개를 의미하는데 대부분의 비공개
기업은 공개요건을 갖추고 있지 못하므로 이 같은 등록요구권은 활용하기 불가
능함.

<그림 VII-1> 대출금출자전환과 기업재무구조개선 메카니즘



1. 대출금출자전환을 통해 은행은 기업의 주식취득
2. 은행은 출자전환된 주식을 주식펀드나 증권투자회사에 판매
3. 부채펀드나 벌처펀드는 출자전환기업의 채권매입

○ 은행이외의 다른 채권자들의 참여유도

- 출자전환의 효과를 극대화하기 위해서는 은행 뿐 아니라 생보사·증권사 등 제2금융권까지 대출금출자전환에 참여해야 함

○ 대출금출자전환의 남용방지

- 부실대출의 은폐나 BIS비율의 충족을 위해 출자전환이 남용되는 것을 방지하기 위해 출자전환 대상기업의 선정, 기업가치의 평가, 출자전환 조건의 결정이 객관적 기준과 모형에 입각하여 이루어져야 함

○ 경영권보호장치

- 보통주가 아닌 **우선주**로의 전환 활성화³⁾
 - 상법상 한도(제370조 제2항) : 발행주식총수의 1/4
 - 증권거래법상의 특례(제191조의 2) : 주식이 외국에서 발행되는 경우 또는 국가기간산업 등 국민경제상 중요한 산업을 영위하는 법인인 경우 발행주식총수의 1/2까지 우선주 발행가능
- 우선주 발행한도를 확대하기 위해서는,
 - 첫째, 증권거래법상의 특례(제191조의 2)를 이용하거나
 - 둘째, 출자전환으로 인해 발행된 우선주는 그 한도의 계산에 산입하지 않는다는 규정 신설

3) 여기서 논의되는 우선주는 구형우선주만을 대상으로 함. 일정기간 동안 높은 배당률을 받고 일정기간 경과 후에 보통주식으로 전환되는 신형 또는 채권형 우선주는 논의에서 제외함. 왜냐하면 출자전환 대상기업은 대개 재무적 곤경에 처해있기 때문에 초기에 높은 배당을 지불해야 하는 채권형우선주는 출자전환의 기본목적에 부합하지 않기 때문.

- 은행이 일정기간 경영후 주식을 매각할 때 기존 대주주에게 **주식우선 매입권** 부여

○ 출자전환전 대주주지분 소각

- 부실경영의 책임추궁 차원에서 출자전환시 대주주소유 주식을 우선 전환
- 이를 통해 대주주의 책임을 물을 수 있고 소액주주들의 손실을 최소화할 수 있음
- 은행의 입장에서도 보다 유리한 교환비율로 계약을 체결할 수 있어서 출자전환의 유인 증가
- 주주평등의 원칙에 위배된다는 문제점이 있으나 회사정리법에도 대주주 지분을 우선 소각하는 규정 있음

○ 출자전환후 외국기업에 매각

- 외자유치의 가장 큰 걸림돌인 과대한 부채비율문제를 해결함으로써 신속한 구조조정 촉진

참 고 문 헌

- 김형태, “부채-주식전환의 가격결정모형,” *Mimeo*, 한국증권연구원, 1998. 5.
- 김형태·박용서, “별처펀드(Vulture Fund)의 투자전략분석,” *연구보고서 98-05*, 한국증권연구원, 1998. 6.
- 김형태·박용서, “증권설계(Security Design)를 통한 기업갱생제도의 개선방안,” *Issue Paper 98-03*, 한국증권연구원, 1998. 4.
- 이용만·오진욱·한정민, “출자전환을 통한 기업부채구조조정의 득실,” *주간경제 471호*, LG경제연구원, 1998. 6.
- Elali, W., "Debt-Equity Swap and the Alleviation of the LDCs Debt Problem," *IJCM* Vol.5, No.4, 1995, pp.49~70
- Helpman, E., "The Simple Analytics of Debt-Equity Swaps," *The American Economic Review*, June 1989, pp.440~451
- Hilton, A., "Debt-Equity Swap," *The CTC Reporter*, No. 30, 1990, pp.9~12
- Quez, I, "The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises," *The Cato Journal*, Vol 16 No.2, pp.1~8

<부록 I> 국제간 출자전환 프로그램의 검토사항

A. 인가의 문제(Issues of Authoritization)

1. 전환자격

정부는 부채-주식전환 프로그램을 비내국인에게도 허용할 것인지 고려해야 함. 그리고 내국인이 비내국인과 동등한 조건하에 프로그램을 이용할 수 있는지 아니면 다른 조치가 필요한지도 결정해야 함.

2. 전환의 종류

대체로 제약이 없음. 그러나 종종 原 채무자(original creditor)만으로 제한하거나 기업내 전환(intra-company swaps)만 허용하기도 함.

3. 전환적격 부채

정부의 부채 일부만으로 전환을 한정하느냐 아니면 공공·민간부채 전체에 대해 전면적으로 허용하느냐의 문제. 핵심 결정요인은 정부가 전환하기 원하는 부채의 액수임.

거의 대부분의 프로그램이 단기채무와 외상매입금(trade credits)을 전환대상에서 제외하고 있음. 필리핀이나 아르헨티나의 경우 부채전환프로그램에 이용될 수 있도록 부채를 정부가 직접 발행하기도 했음.

4. 부채의 주식전환을 통해 자금조달이 가능한 투자대상

일부 국가는 국방 및 통신분야를 제외하고 제한을 두지 않으나, 다른 국가에서는 우선순위가 높은 분야에 투자초점을 맞추기도 함. 이는 주로 수출 관련 분야이지만 관광분야도 우선순위가 높음. 브라질의 경우 국내 저개발부문으로 투자대상을 제한했음.

투자의 우선순위는 각국마다 상이함. 금융서비스분야에 대한 투자를 금지하고 있는 국가가 있는 반면 은행부문으로 투자를 제한하고 있는 나라도 있음. IMF의 개입에 의해 정부가 지원하게 된 민영화 계획과 부채-주식전환 프로그램이 밀접히 연관되기도 함.

5. 전환절차

공식적인 경매절차를 도입할 것인가 아니면 관할기관과 투자자간 직접 협상을 통해 건별로 프로그램을 관리할 것인가의 문제. 그러나 아르헨티나의 경우처럼 서로 혼용도 가능함.

- 경매방법을 선택할 경우의 고려사항.
 - 누가 경매절차를 관리할 것인가
 - 투자자가 직접 입찰에 참가할 수 있도록 할 것인가 아니면 국내중개기관(local intermediaries)을 통해 운영할 것인가
 - 사전적인 적합성 심사절차가 존재하는가, 그렇지 않을 경우 관할기관이 부적절한 투자를 금지시킬 수 있는 권한을 갖어야 하는가

이는 투명성 정도상의 문제임. 채권자와 투자자는 채무국의 투명성 제고

노력을 지원하고자 하지만 동일한 기준이 스스로에게 적용되는 것은 꺼림.

6. 관할기관

주요 기관은 중앙은행, 재무부, 상공부임. 필리핀의 경우 잠재투자자에 대한 승인과정을 투자위원회(Inter-departmental Investment Board)에서 일원화하여 담당했음. 부서간 갈등을 어떻게 조정하는가가 중요함.

7. 주식 또는 주식펀드에 대한 투자허용문제

필리핀, 칠레, 브라질의 경우에는 전환된 내국통화가 특정기업 주식이 아닌 주식펀드(Equity Fund)에 투자되는 것이 허용되었으나 대부분의 국가는 이를 허용하지 않음. 주식펀드는 국내 금융시장의 발전에 기여할 수는 있으나 정책적 우선순위가 높은 투자부문에 자원을 집중할 수 없게 됨.

B. 재무적 문제(Financial Issues)

1. 전환시의 적용환율

통상 공정환율에 가깝지만 사례별 전환프로그램(case-by-case program)의 경우 협상에 의한 할인이 가능할 수 있음. 경매방식(auction-based program)을 이용할 경우 입찰가(bids)는 공정환율로부터 할인되어 평가됨. 이는 일정시점에 이르면 투자자가 부채-주식전환의 방법을 포기하고 자유의

환시장을 통해 전환하도록 만들. 따라서 이는 전환프로그램에 효과적으로 적용될 수 있는 환율에 제약을 가함.

2. 수수료

각국마다 상이하지만 통상 잠재적 투자자는

- (a) 적격부채(eligible debt)를 수집한 대가로 투자은행 또는 브로커에,
- (b) 경매에서 자신을 대표하고 또(그리고) 해당 관할기관과 거래해준데 대해 국내위탁회사(domestic brokerage house)에,
- (c) 그리고 경매에 입찰할 권리를 부여한데 대해 정부에 수수료를 지불해야 함.

3. 현지통화(local currency)의 지불방법

대부분의 프로그램에서 전환시 회수된 부채(retired debt)에 대한 대가로 현지통화를 발행하는 것은 아님. 그 주요 이유는 통화공급에 미치는 영향때문이지만, 그 외에도 양방향거래("round tripping")⁴⁾의 통제, 기금이 승인된 투자처에 사용되는지 여부의 확인 등의 문제가 있음. 어떤 경우에는 국내통화채권(domestic currency bonds)이 발행되기도 하는데, 그 만기구조가 예정된 지출(scheduled outlays)과 일치하거나 국내시장(local market)에서 자유재량에 의해 협상될 수 있음. 그렇지 않으면 멕시코의 경우처럼 투자자에게 국내통화구좌(local currency account)에서 인출할 수 있는 권리를 부여하기도 함. 이 구좌는 멕시코 정부의 통제를 받으며, 인출은 승인된 송장

4) 동일증권을 매입하고 매도하는 것

(invoices)에 대해서만 허용됨. 이 경우 인플레이션과 통화절하로부터 투자자를 보호하기 위한 조치가 필요함.

4. 단일 할인율의 적용문제

브라질의 경매모델에서는 자유지역(free areas)과 투자유인지역(incentivated areas)에서의 프로젝트에 대해 두 가지 종류의 할인율이 요구됨. 필리핀의 사례별 모델(case-by-case model)에서는 복잡한 우선순위 목록에 따라 상이한 할인율이 설정됨.

5. 혼합펀드(matching fund)⁵⁾의 요건

공식적인 차환액면초과("new money")⁶⁾ 요건은 없더라도 부채전환으로 인한 수입금(proceeds)이 輸入을 위해 쓰여지도록 허용되지 않을 경우에는 비공식적 요건이 존재할 수 있음. 대체로 투자자들, 특히 은행의 경우 공식적인 차환액면초과 요건에 대해 부정적이지만 일부 프로그램의 경우 이를 성공적으로 사용했던 예가 있음.

6. 적정 세제

다른 외국인투자자나 국내투자자도 받지 못하는 세제혜택이 부채-주식전

5) 만기구조면에서 예금과 동일한 대출 혹은 기타자산을 보유하고 있는 것. 이럼으로써 유동성 위험은 물론 금리 및 환리스크를 상대적으로 낮출 수 있음.

6) 부채차환시 신증권의 액면가격이 구증권의 액면가격을 초과했을 경우의 그 차액. 이는 부채의 차환을 통해 추가로 조달되는 자금이 된다.

환방법을 이용한 외국인 투자에 대해 주어야 하는지는 딜레마임. 배당에 대한 원천과세(withholding taxes)의 문제도 논쟁이 되고 있음. 또한 이는 아르헨티나의 경우처럼, 액면가에 근접한 가격으로 관할기관에 되팔 목적으로 유통시장을 통해 부채를 할인매입했을 경우 이를 자본이득으로 평가해야 할 것인지의 문제와도 연관됨.

어쨌든 투자자, 특히 부외거래를 행한 채권자 은행(creditor bank dealing off its own book)의 경우 그 거래결과 자국(home country)에서 과세(tax exposure)될 수 있음을 명심해야 함.

7. 배당 및 자본의 송금에 대한 제한

일반적으로 기초부채(underlying debt)에 대한 조건과 동일함. 대부분의 경우 부채는 재조정(rescheduled)되므로 자본송금에 대한 제한은 매우 엄격한 편임.

C. 통제문제(Control Issues)

1. 인플레이션에 대한 조치

국제간 출자전환의 가장 큰 문제점은 부채-주식거래가 통화팽창 및 이자율에 미치는 영향임. 이를 해결하는 한가지 방법은 국내증권의 판매를 통해 인플레이션의 영향을 안정화시키는 것임. 그러나 이는 국내투자를 경색시킴으로써 이자율을 크게 상승시킬 수 있음. 또 다른 해결책은 경매쿼터(auction

quota)나 건별 거래금액의 통제, 그리고 인플레이 압력이 클 경우 국공채 매입 중단(shutting off the "tap")을 통해 출자전환액을 면밀히 조절하는 방법이 있음.

그러나 인플레이션 문제를 너무 심각히 생각할 필요는 없음. 우선 대부분의 경우 프로그램의 규모가 통화공급에 비해 그리 크지 않고, 둘째 대다수 국가들에서 부채-주식전환 프로그램에 대해 검토할 때면 이미 월간 인플레이션율이 두자리수에 근접해 있는 경우가 많았고, 셋째 프로그램의 규모가 가장 컸던 칠레의 경우를 보더라도 프로그램이 실행되는 기간동안 인플레이션율은 일관성있게 급격히 하락하였음.

2. 정치적 문제

부채-주식전환 프로그램은 특정 집단으로부터 강한 부정적 반응을 불러일으킬 수 있음. 합의가 도출되지 않을 경우 어떻게 할 것인가는 매우 어려운 문제임. 한가지 방법은 프로그램의 규모를 축소하는 것임. 다른 방법은 IMF나 채권자 은행을 희생양으로 삼는 것임. 좀더 현실적인 방법은 전환프로그램에 국내 투자자(local investors)들이 쉽게 참여할 수 있도록 만들고, 특정 경제부문에 대한 외국투자자의 지분참여를 제한하는 것임.

<부록 II> '97년 이후에 부도가 발생한 상장기업의 영업이익 · 경상이익

부도 상장기업	영업이익						경상이익				
	92년	93년	94년	95년	96년	97년	92년	93년	94년	95년	96년
태영관지공업	-8.6	-13.7	-9.6	-4.5	-28.2	-10.0	-15.1	-20.7	-20.5	-12.5	-3
태흥피혁(주)	22.4	24.9	44.1	53.9	40.3	52.2	7.8	7.1	11.3	13.5	-3
한보철강공업	283.9	99.9	346.7	36.6	-	-	90.1	10.9	151.1	-281.1	-
상아제약	31.3	6.1	80.4	105.2	-	-	5.8	-48.3	9.8	10.6	-
세양선박	17.9	22.4	10.9	20.7	-	-18.7	45.4	33.1	22.3	25.7	-
삼미	244.6	198.3	-27.1	48.5	-100.7	-	-40.7	-94.4	-339.1	-244.3	-36
삼미특수강	181.3	263.8	529.5	784.9	169.0	-315.2	-741.7	-830.7	-726.2	-312.0	-1,24
유성	1.4	40.1	77.3	87.2	83.7	-	-92.2	-35.3	7.8	10.2	
삼립식품	33.3	104.5	118.2	38.5	151.3	-	-114.6	-41.1	5.2	-120.1	-4
한신공영	476.4	549.4	629.2	702.4	922.9	-	69.6	71.1	34.5	-153.5	1
태화쇼핑	-	-	172.3	162.7	-6.3	-7.2	-	-	63.9	48.9	-14
금강피혁	-7.7	25.9	22.4	23.8	30.6	-	-32.5	5.8	4.0	6.6	
태성기공	34.9	19.8	32.2	23.5	10.4	-	14.8	-0.3	10.8	-9.0	-3

한주통산	47.0	19.9	51.8	79.0	52.0	-54.7	12.3	5.7	11.6	23.5	
진로	126.0	293.0	443.3	417.3	379.6	255.5	79.2	232.4	393.3	304.4	29
진로인더스트리즈	-	-	26.8	94.6	101.3	66.0	-	-	-58.8	-31.0	-5
진로종합식품	52.9	81.5	122.0	121.1	160.5	44.9	-49.4	-30.0	-4.1	-22.8	2
대농	556.8	551.1	561.6	696.3	-2,404.6	-209.4	70.8	55.6	69.1	55.1	-3,15
기산	276.1	242.2	350.1	229.2	395.0	161.2	130.2	104.6	114.9	-131.2	-3
기아자동차	841.1	1,613.5	1,180.2	2,445.4	3,256.3	1,764.2	156.6	180.5	-709.3	97.7	13
기아특수강	82.6	-46.8	-213.7	-126.8	39.9	-117.7	31.6	-211.8	-441.2	-709.0	-87
아시아자동차공업	548.5	761.3	1,297.3	1,417.4	1,485.0	480.0	119.7	81.3	40.8	-91.4	-22
기아정기	46.3	63.8	66.2	70.7	72.1	36.1	18.7	30.2	34.5	24.7	1
우성식품	-52.5	-30.3	50.9	-1.8	-16.5	-72.2	-132.1	-120.5	-28.9	-120.5	-18
쌍방울	243.8	194.7	268.6	274.6	279.4	146.8	105.5	62.6	170.4	179.3	10
바로크가구	86.6	81.5	82.3	100.4	104.0	52.0	14.3	13.8	10.4	25.2	2
해태유통	12.7	36.6	63.9	60.4	54.1	58.3	6.3	15.5	20.8	19.1	2
해태전자	177.3	211.8	253.2	222.8	315.6	300.3	-2.1	32.7	54.1	-5.8	7

해태제과(주)	295.5	226.8	461.3	368.5	552.2	656.6	51.8	42.6	104.5	-15.4	119
뉴맥스	36.1	49.8	61.3	80.4	94.6	65.1	16.4	25.1	30.6	35.2	43
태일정밀	111.0	127.0	149.3	183.2	190.1	193.7	32.5	46.8	54.8	76.1	116
중원	11.9	12.3	-16.4	-34.0	-34.3	11.5	3.6	3.8	-27.2	-67.6	-54
핵심텔레텍	-	-	80.4	98.7	118.9	68.8	-	-	32.0	32.9	33
현대금속	34.5	44.7	41.3	56.3	45.3	40.6	9.7	18.8	17.1	24.2	0
동성철강공업	39.9	-3.5	0.3	41.4	48.0	34.9	18.2	-18.0	-26.8	28.0	21
금경	39.9	57.6	77.7	78.7	107.6	49.0	9.0	23.1	41.8	46.2	54
(주)부흥	56.4	62.7	70.9	79.7	109.8	76.0	14.3	17.3	16.2	20.3	30
(주)수산중공업	37.1	38.2	60.7	109.7	122.3	67.0	29.7	13.0	15.8	27.4	40
대선주조	21.3	59.3	76.9	35.7	59.4	53.1	-8.7	39.2	60.9	26.8	60
만도기계	552.1	682.6	978.4	1,139.0	1,339.3	812.5	116.3	115.4	297.8	312.4	366
세프라인	-	-	32.3	37.9	42.8	22.4	-	-	9.7	10.2	10
한라건설	-	-	310.9	511.5	515.8	289.8	-	-	125.8	169.1	154
한라시멘트	281.1	277.0	195.5	397.6	650.1	399.5	-100.1	-204.7	-267.1	-129.6	27

영진약품(주)	172.1	184.8	202.3	194.7	206.7	136.9	17.9	14.5	25.8	26.1	38
경남모직	100.3	67.7	86.7	42.2	-13.5	-69.5	11.8	2.4	21.4	-25.5	-131
삼성제약(주)	105.9	129.6	124.1	149.3	156.0	92.9	24.1	21.6	18.5	18.8	16
산내들인슈	-	-	31.9	50.3	60.5	30.4	-	-	19.7	28.9	30
이지텍	-	-	8.4	-0.7	17.1	17.9	-	-	5.3	-4.8	11
신풍제약	52.3	99.0	103.3	107.8	90.7	19.2	24.6	35.4	32.0	21.0	22
대봉전선	-11.6	4.3	-11.6	4.6	-9.3	11.4	-15.1	0.3	-22.7	-10.3	-32
동성	174.9	154.9	220.6	125.8	-101.2	34.3	39.3	70.0	77.5	-48.9	-283
서광건설산업	80.2	93.5	141.4	161.3	193.5	113.5	31.5	46.9	65.0	31.1	39
효성기계공업	-	-	-2.2	-63.8	144.2	82.2	-	-	-17.8	-67.0	38
천광산업(주)	36.3	37.1	33.7	34.2	5.7	24.7	6.2	9.3	10.6	11.2	-27
(주)청구	-	-	720.2	607.6	778.6	501.7	-	-	281.7	142.9	166
조일제지	-	-	50.2	45.1	41.0	-25.4	-	-	21.5	15.5	10
경향건설	43.5	37.7	60.1	98.6	113.8	63.9	21.6	15.5	21.8	32.2	21
한국물산	31.9	35.3	43.3	49.9	43.0	19.5	17.3	20.0	23.5	27.0	19

신광기업	11.5	13.6	25.5	32.2	27.0	12.3	1.5	2.8	9.2	10.2	-4
금강공업(주)	67.4	91.1	109.2	132.3	122.6	68.5	6.5	14.3	19.9	25.6	9
(주)클라운제과	79.2	76.1	61.3	71.4	72.2	55.8	23.7	17.8	8.4	7.8	15
나산	149.8	169.8	282.1	384.6	559.0	46.0	107.2	117.9	224.9	298.6	390
미도파	98.9	191.5	423.9	439.2	523.6	-101.1	5.9	11.2	73.6	77.3	52
모나리자	28.2	36.2	40.7	35.4	47.8	30.7	5.4	9.8	10.0	3.3	12
극동건설	217.3	148.9	127.2	439.7	84.1	220.0	127.0	97.2	-25.2	-12.6	-310
계몽사	32.2	53.4	35.4	20.2	10.0	13.5	19.5	42.1	23.3	10.8	2
삼양식품	72.9	83.9	141.5	97.9	-37.4	39.5	-47.0	-13.9	24.1	-16.7	-159
서광	197.7	204.0	212.0	260.2	277.8	111.1	54.1	58.4	71.3	92.7	101
삼광유리공업	28.8	25.9	35.5	25.7	26.6	15.5	14.2	16.0	20.0	15.5	9
제일정밀	55.6	65.8	60.1	65.8	99.0	62.0	11.0	8.9	3.8	6.6	13
세진	40.8	20.9	20.3	16.0	29.5	18.4	29.1	9.7	2.8	-5.0	3
합계	7739.2	9074.7	12598.9	14995.8	13077.2	7098.7	488.3	260.3	448.3	-91.2	-4606
평균	126.9	148.8	177.4	211.2	192.3	112.7	8.0	4.3	7.3	-1.5	-67