

# 企業構造調整機構의 再編方案

金仁竣 · 李昌鏞 · 李丙根

국내의 企業構造調整機構는 외환위기로 인한 부실기업의 정리와 부실채권의 해소를 위해 한국자산관리공사(KAMCO), 기업구조조정전문회사(CRC), 기업구조조정투자회사(CRV), 기업구조조정증권투자회사(CRF) 등이 설립되었다. 이들은 설립 당시 국내 구조조정시장에서 상당한 역할을 수행하였으며 외환위기 극복에 기여한 바가 크다고 할 수 있다. 그러나 최근까지 국내의 구조조정시장은 企業構造調整보다는 부실채권의 정리를 통한 金融構造調整이 주도해 왔다. 즉, 기존 구조조정은 사후적 부실처리에 집중되었던 것이었기 때문에 최근 금융구조조정이 진척된 상황에서 시대적 흐름에 맞는 목표를 재정립해야 할 필요성이 있다. 이에 따라 사전적, 상시적 구조조정 시스템을 갖추고, 기업의 국제 경쟁력 강화를 위해 구조조정 대상을 부실기업만으로 한정할 것이 아니라 부실징후 및 정상기업 간 인수·합병을 통한 경쟁력 제고를 구조조정시장의 대상으로 확대해야 한다. 따라서 본고에서는 外換危機 이후 도입된 기존의 기업구조조정기구들의 기능과 성과를 살펴보고 이들 기구의 재편 필요성을 검토하고자 한다. 이에 덧붙여 최근 도입된 PEF制度의 특징과 향후 改善方案을 제시하고자 한다.

## 1. 序 論

우리나라의 企業構造調整機構는 대부분 1998년을 전후하여 도입되었다. 외환위기로 인해 많은 기업이 부실화되었으며 그로 인해 금융기관들에는 대량의 부실채권이 누적되게 되었다. 이러한 급박한 상황에서 부실기업의 정리와 부실채권 해소를 위해 여러 형태의 구조조정기구가 등장하게 된 것이다. 韓國資產管理公社(KAMCO)를 비롯하여 企業構造調整專門會社(Corporate Restructuring Company: CRC), 企業構造調整投資會社(Corporate Restructuring Vehicle: CRV), 企業構造調整證券投資會社(Corporate Restructuring Fund: CRF) 등이 그것이다. 이들 구조조정기구들은 설립당시 목적대로 국내 구조조정시장에서 상당한 역할을 수행하였으며 외환위기 극복에 나름대로 기여한 바가 크다고 할 수 있다.

그러나 금융기관 및 대기업 구조조정을 중심으로 형성되어 온 우리나라의 구조조정시장은 최근 큰 변화를 겪고 있다. 외환위기 이후 2002년까지의 구조조정시장은 金融構造調整이 주도해 왔다고 할 수 있다. 기업구조조정보다는 부실채권 매각을 중심으로 한 사

후적 부실처리에 집중되었던 것이다. 국내 구조조정기구가 성숙되지 못했던 이 기간은 KAMCO와 같은 공적 구조조정기구와 외국계 구조조정기구들이 주도적 역할을 할 수밖에 없었다. 그러나 이들 외국계 구조조정기구들은 구조조정이라는 본연의 업무보다 부실채권 처리를 통한 자본이득 추구에 주력하는 등의 문제점을 초래하기도 하였다.

최근 은행권의 금융구조조정이 어느 정도 진척됨에 따라 금융구조조정의 중심은 제2금융권으로 전환하고 있다. 기업구조조정시장에서도 화의, 법정관리 및 워크아웃을 중심으로 한 대기업의 구조조정 수요가 감소한 반면, 중소기업, 벤처기업의 구조조정 수요는 급격히 증가하고 있다. 특히 이제까지의 구조조정시장이 부실의 사후 정리에 중점을 두었다면 앞으로는 事前的·常時的 構造調整의 필요성이 커지고 있는 상황이다. 이와 함께 기업의 국제 경쟁력 강화를 위해서는 구조조정 대상을 부실기업만으로 한정하기보다 부실징후 및 정상기업 간 인수, 합병을 통한 경쟁력 제고 역시 구조조정시장의 대상으로 인식할 필요가 있다.

이러한 의미에서 외환위기 이후 급증한 부실채권을 시급히 처리하는 과정에서 도입되었던 각종 기업구조조정제도를 구조조정시장의 변화에 맞춰 체계적으로 정리할 필요성이 대두되고 있다. 이와 관련하여 재정경제부는 최근 私募投資專門會社(Private Equity Fund: PEF)制度 도입을 발표한 바 있는데, PEF제도 도입은 향후 기업구조조정시장에 큰 변화를 가져올 것으로 예상된다.

본 연구는 이러한 맥락에서 외환위기 이후 도입된 기존의 기업구조조정기구들의 기능과 성과를 살펴보고 이들 기구들의 재편 필요성을 점검하고자 한다. 아울러 이를 해결하기 위해 최근에 도입된 PEF제도의 특징에 대해 살펴보고 향후 PEF제도의 개선방안을 제시하고자 한다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 1장의 서론에 이어 2장에서는 기존의 구조조정기구들의 특징 및 성과를 요약하고 이들 제도들의 한계와 문제점을 살펴본다. 3장에서는 향후 기업구조조정시장의 변화방향을 살펴보고 새로운 제도 도입의 필요성을 요약한다. 4장에서는 새로 도입된 PEF제도를 소개하고 제도의 성공적인 운용을 위해 필요한 사항들에 대해 논한 후 5장에서는 결론을 제시한다.

## 2. 外換危機 以後 導入된 構造調整機構

### 2.1. 各 構造調整機構의 機能

외환위기 직후 부실 금융기관 및 부실기업 정리를 위해 정부는 CRC, CRV, CRF 등 다

〈表 1〉 우리나라 不實債權 整理機構의 比較

	CRF	CRC	CRV
조직형태	· 뮤추얼 펀드 형태의 Paper Company	· 전문회사: 상법상 실체를 갖는 주식회사 · 조합: 민법상 조합	· 펀드 형태의 Paper Company
설립요건	· 뮤추얼 펀드 설립요건	· 자본금 30억 이상 (2002년 4월 70억원 이상으로 상향 조정됨)	· 3인 이상의 발기인(채권금융기관 2개 이상 참여) · 자본금 5억원 이상
투자대상	· 회생가능한 중소기업 대상 · 신규발행 유가증권, 금융기관의 출자전환 유가증권	· 부실기업 · 구조조정의 필요성이 있는 기업을 포괄적으로 규정	· 약정채결기업(워크아웃기업이 주요 대상)
주요업무	· 신규발행 증권 인수 · 경영자문	· 구조조정 대상기업의 인수, 정상화, 매각 · 부실채권 매입 · 구조조정 업무 대행 · ABS 발행 · CRV의 발기인 및 AMC	· 약정채결기업의 유가증권 및 자산 매매 · 자금차입 및 지원 · ABS 발행
자산운용주체	· 전문 AMC에 위탁	· CRC가 직접 구조조정 업무 수행 가능	· 전문 AMC에 위탁
경영권인수여부	· 유가증권 투자에 한정	· 경영권 인수 가능	· 경영권 인수를 통한 구조조정
운영방식	· 금융기관 성격 · 한시적/제한적	· 비금융기관 성격 · 영구적/비제한적	· 금융기관 성격 · 한시적/제한적 (5년 이내, 1년 연장)
제도적지원	· 증권투자회사법상의 특례 · 코스닥등록시 특례 · 세제상 특례(배당 소득세 등)	· 지주회사관련 특례 · 회사채 발행 특례 · 세제상 특례(양도소득세 등)	· 자산양도시 특례 · 지주회사관련 특례 · 금융기관 출자한도 특례 · 세제상 특례(배당소득세 등)
감독주체	· 금융감독위원회	· 산업자원부 · 금융감독위원회(조합)	· 금융감독위원회

資料: 김형태(1998b).

양한 구조조정기구를 도입하였다. 뮤추얼펀드 형태의 페이퍼컴퍼니(Paper company)인 CRF는 회생가능한 중소·중견기업에 대한 자금지원을 목적으로 설립되었으며 주로 유가증권투자에 한하고 있다. 워크아웃 대상기업에 대한 금융기관의 부실채권 정리를 원활하게 하기 위해 도입된 CRV도 CRF와 마찬가지로 페이퍼컴퍼니이지만 경영권 인수를 통한 구조조정을 가능하도록 허용하고 있다. 그러나 CRV도 약정체결기업의 유가증권 및 자산의 매매, 자금지원 등 금융기관의 성격을 띠고 있어 실질적인 구조조정작업을 수행하지는 못하고 있다. 기업들의 실질적인 구조조정을 수행하고 정상화시키는 기관이 CRC이다. CRC는 구조조정이 필요한 부실기업을 인수하여 직접 구조조정업무를 수행할 수 있는 非金融機關의 성격을 띤 상법상의 주식회사이다. CRC는 실질적인 구조조정을 수행할 수 있는 특성이 있으나 규모가 작아 대기업보다 中小企業의 構造調整에 치중하고 있다고 볼 수 있다. 종합해 보면 CRV와 CRF는 기업구조조정보다 不實債權의 정리, 매각에 중점을 둔 기구인 반면 CRC는 대상기업의 인수, 정상화 등 企業構造調整을 위해 도입된 전문기구라 할 수 있다. 각 기구의 설립 목적 및 특징은 <表 1>에 나타나 있다.

외환위기 이후 지금까지 각 구조조정기구들의 부실채권 정리 성과는 <表 2>에서 <表 5>까지에 나타나 있다. <表 2>를 보면 한국자산관리공사(KAMCO)는 1997년 외환위기가 시작된 이후 2003년 12월까지 총 110조 원(액면가 기준)의 부실채권을 매입하였으며 이 중 79.3조 원의 부실채권을 정리하여 외환위기 이후 금융 및 기업구조조정의 주도적 역할을 하였음을 알 수 있다. 그러나 연도별 실적을 보면 2000년 이후 부실채권의 매입 및 정리 규모가 급격히 감소하고 있는 것을 볼 수 있다. KAMCO의 구조조정이 은행권 및 대기업 구조조정에 치중해 왔음을 고려할 때, 외환위기 직후와는 달리 은행 및 대기업의 구조조정 수요가 더 이상 시장을 주도하기 어려움을 짐작할 수 있다.

<表 3>은 企業構造調整證券投資會社(CRF)의 투자 성과를 보여 주고 있다. 1998년 CRF제도 도입 직후 서울부채, 한강, 아리랑, 무궁화 등 4개의 펀드가 설립되어 활동하였

<表 2> KAMCO의 不實債權 買入 및 整理 現況 (단위: 억 원)

구분	1997-98년	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년 12월	소계
매입 <sup>1)</sup>	438,943	182,898	329,749	60,024	89,616		1,101,230
정리	50,600 <sup>2)</sup>	157,618	248,591	128,082	165,135	43,491	793,517

註: 1) 정산증감분 반영, 액면가를 합계.

2) 1997년 11월 이후 정리분과 1998년 정리분 합계액.

資料: 한국자산관리공사 마감자료.

〈表 3〉 企業構造調整證券投資會社 投資實績 (단위: 억 원, %)

구분		서울부채	아리랑	무궁화	한강	전체
기업 규모	중소기업	2,862	2,892	1,030	3,706	3,706(54.1)
	중견기업	1,770	825	1,243	1,156	4,994(26.2)
	계열사	1,693	872	917	260	3,741(19.7)
상장 여부	거래소기업	2,970	1,289	1,318	1,124	9,701(35.2)
	코스닥기업	2,088	1,559	925	2,149	6,721(35.3)
	비상장기업	1,087	1,740	947	1,849	5,623(29.5)
투자 자산 유형	주식	175	3,132	888	2,945	7,140(37.5)
	채권	3,345	437	1,003	760	5,544(29.1)
	CW	1,360	749	1,299	-	4,826(25.3)
	BW	1,265	270	-	1,417	1,535(8.1)
합계		6,145	4,588	3,190	5,122	19,045(100)

資料: 한국산업은행, 2001.12.

으나 2001년 이후에는 별다른 역할을 하지 못하고 있음을 볼 수 있다.

企業構造調整投資會社(CRV)는 워크아웃기업에 대한 효율적인 처리를 위해 한시적으로 도입되었으나 워크아웃 협약을 체결한 대기업들의 구조조정이 끝나면서 활동이 없는 상태이다.

이에 비해 CRC 및 CRC조합은 외환위기 이후 현재까지 꾸준한 활동을 지속해 오고 있다. 산업자원부에 등록된 CRC 수는 1999년 15개를 시작으로 2002년 4월 등록요건이 강화되기 이전까지 94개로 증가하였다. 그러나 기업구조조정전문회사의 난립을 막고 전문성과 건전성을 높이기 위하여 CRC의 납입자본금 상향조정(순수 CRC: 30억 원에서 70억 원, 겸업 CRC: 100억 원에서 170억 원으로 조정)과 전문인력 3인 이상 보유 의무화를 주요 내용으로 2002년 4월 산업발전법이 개정된 후 수가 절반 정도로 줄었다. 이에 따라 2002년 4월 이전 규정에 의해 등록된 94개 CRC사 중 2002년 10월까지 변경된 등록요건을 갖추어 재등록한 CRC 수는 50개로 대폭 감소하였다.

2004년 2월 말 현재 등록된 CRC는 55개사로 증가하였으며 이 중 순수 CRC는 30개사, 창투겸업 CRC는 14개, 신기술겸업 CRC는 11개사이다. 순수사에 비해 변경된 등록요건을 맞추기 쉬운 겸업사의 비중이 높아지는 추세라 할 수 있다.

〈表 4〉에서 보는 바와 같이 등록 요건 강화로 영세 CRC가 퇴출됨에 따라 CRC들의 자본금규모는 평균 537억 원에 달하고 있다. 그러나 純粹 CRC들의 경우에는 평균자본금

〈表 4〉登錄 CRC의 區分 및 平均資本金 規模 (2004년 2월 말)

구분	순수 CRC	창투겸업 CRC	신기술겸업 CRC	합계
개수	30	14	11	55
평균자본금(억원)	71	271	2,146	537

資料: 한국구조조정전문회사협회.

〈表 5〉CRC의 年度別 總投資金額 (단위: 백만 원, 건수)

		2000	2001	2002	2003
계	금액	1,095,877	1,370,305	1,065,547	594,861
	건수	73	120	161	142

資料: 산업자원부에 제출한 영업보고서 기준.

〈表 6〉CRC-Fund의 投資對象企業의 狀態別 最初 投入額 및 件數 (1999-2003년, 단위: 백만 원, 건수)

	법정 관리	자본 잠식	부도	화의	부채비율 과다	워크 아웃	기타	합계
합계	499,788 101	303,144 80	60,228 12	354,663 66	144,294 18	23,829 10	164,991 33	1,550,940 320

註: 투자자산별로 최초 투입액임.

규모가 71억 원인 것을 보면 대부분 등록요건에 해당하는 70억 원만 납입한 것으로 볼 수 있다. 반면 新技術兼業 CRC들은 평균자본금규모가 2,000억 원이 넘어 대형 전문 구조조정기구가 되었다고 볼 수 있다.

CRC들의 구조조정 실적은 〈表 5〉, 〈表 6〉에 나타나 있다. CRC와 그들이 설립한 CRC-Fund의 총 투자금액은 2조 원을 넘고 있어 CRC는 중소, 중견기업의 구조조정시장에서 주요한 역할을 하고 있는 것으로 볼 수 있다. 이창용·이병근(2003)에 따르면 CRC들이 가장 많이 투자하고 있는 분야는 不實債權으로 전체 투자의 약 35% 정도를 차지하고 있다. 반면, 실질적인 구조조정업무와 관련이 있는 經營權 引受는 상대적으로 적어 전체의 약 7~8%에 불과한 것으로 나타나고 있다. 물론 이창용·이병근(2003)에서 언급한 바와 같이 일부의 경우에는 경영권 인수 없이도 구조조정을 수행할 수 있었다. 그러나 CRC들이 전반적으로 실질적인 구조조정업무보다 부실채권 처리에 더 몰두한 것은 사실이다.

그러나 부실채권의 정리가 끝나가고 후술하는 바와 같이 구조조정시장이 변함에 따라

CRC들이 실질적인 구조조정업무에 투자하는 비율은 증가할 것으로 예상된다.

종합해 보면 공적인 필요에 의해 만들어진 KAMCO는 더 이상 공적자금조달이 불가능해졌을 뿐만 아니라 시장의 자율적인 구조조정이 이루어지도록 유도하는 추세이므로 그 입지가 상당히 좁아졌다할 수 있다. CRF나 CRV는 한시적으로 만들어진 기구로서 사실상 그 활동이 중지되었다고 볼 수 있다. CRC는 꾸준히 역할을 수행하고 있으나 구조조정대상기업의 감소로 시장이 위축되었다고 볼 수 있으며 시장의 변화에 따른 대상기업이나 영업행태에 변화가 불가피한 실정이다. 따라서 기존의 구조조정기구로는 향후의 시장 변화에 맞추어 가는 데 어려움이 예상되므로 대대적인 제도적 보완이나 새로운 제도의 도입이 필요한 실정이라 할 수 있다.

### 3. 構造調整市場의 變化

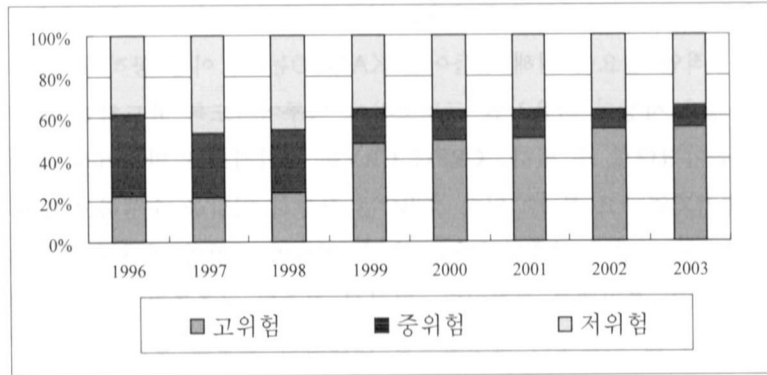
최근 들어 우리나라의 구조조정시장은 규모와 구조면에서 크게 변화하고 있다. 은행권의 금융구조조정이 어느 정도 진척됨에 따라 금융구조조정의 중심이 제2금융권으로 전환하고 있으며 기업구조조정시장에서도 화의, 법정관리 및 워크아웃기업을 중심으로 한 대기업의 구조조정 수요가 감소한 반면 중소기업, 벤처기업의 구조조정 수요는 급격히 증가하고 있는 상황이다.

따라서 외환위기 이후 구조조정시장이 부실의 사후 정리에 중점을 둔 반면, 앞으로는 事前的·常時的 企業構造調整의 필요성이 커지고 있다. 이와 함께 기업부문의 국제 경쟁력 강화를 위해 정상기업 간 引受·合併을 통한 경쟁력 제고 목적의 구조조정시장이 형성되기 시작하고 있다.

또한 공적자금의 추가 조성이 어려워짐에 따라 향후 구조조정시장은 民間資本의 참여가 중요한 정책 과제가 되었다. 따라서 기업구조조정시장에서 국내 구조조정기구의 역할이 증대되었다고 할 수 있다.

기업구조조정의 중심이 대기업, 금융기관으로부터 중소기업, 벤처기업의 구조조정으로 전환해야 함은 최근 중소기업의 부실 정도를 추정한 한국은행(2004)의 ‘金融安定報告書’에도 잘 나타나 있다. 2004년 ‘금융안정보고서’에 따르면 거래소와 코스닥에 상장 또는 등록된 대기업 434개, 중소기업 727개를 대상으로 분석한 결과 도산위험이 ‘高危險’으로 분류된 기업 수가 전체의 50%를 상회하고 있다(〈그림 1〉 참조).

기업의 도산위험 등급의 전이확률을 추정한 〈表 7〉에 따르면 2002년에 ‘中危險’으로 분류됐던 대기업의 19.3%가 2003년에는 ‘高危險’으로 분류되었으며, 2002년에 ‘低危險’



資料: 한국은행(2004).

〈그림 1〉倒産危險別 企業比重 推移

〈表 7〉危險等級의 轉移行列

(대기업)		(단위: %)			
2002 \ 2003	저위험	중위험	고위험	합계	
저위험	83.1	9.5	7.4	100(273)	
중위험	20.5	60.2	19.3	100(88)	
고위험	31.5	27.4	41.1	100(73)	

(중소기업)		(단위: %)			
2002 \ 2003	저위험	중위험	고위험	합계	
저위험	75.8	7.1	16.9	100(427)	
중위험	24.3	37.1	38.6	100(70)	
고위험	24.8	10.0	65.2	100(230)	

註: ( )내는 업체수.

資料: 한국은행(2004).

이었던 대기업의 7.4%가 ‘고위험’으로, 9.5%가 ‘중위험’으로 분류되어 경영상태가 악화되는 비율이 상당히 높은 것을 볼 수 있다. 중소기업의 경우에는 그 비율이 더 크게 나타나고 있다. 중위험에서 고위험으로 분류되는 비율이 38.6%에 달하며 저위험에서 중 또는 고위험으로 분류되는 비율이 각각 7.1%와 16.9%임을 볼 수 있다.

장기적으로 전이행렬이 〈表 7〉과 동일하다고 가정하면 기업들의 도산가능성이 작아지



려면 전이행렬의 좌하행렬(lower triangular matrix)의 각 원소값이 커야하고 우상행렬(upper triangular matrix)은 작아야 한다. 대각행렬을 제외한 두 삼각행렬의 원소들의 차이가 클수록 경영상태가 빨리 개선됨을 의미하며 차이가 적을수록 경영상태가 나아지는 데 시간이 많이 걸리게 됨을 의미한다. 표에서 보면 두 삼각행렬의 차이가 그리 크지 않아 기업들의 경영상태가 쉽게 개선되지 않을 것임을 알 수 있다. 특히, 중소기업의 경우가 대기업보다 훨씬 오래 걸릴 것이라는 것을 짐작할 수 있다.<sup>(1)</sup>

<表 8>과 <表 9>는 우리나라 기업구조조정시장의 현황을 보다 명확히 보여 주고 있다. 이들은 2003년 말 현재 산업발전법 시행령상 구조조정대상기업으로 분류될 수 있는 기업의 수 및 자본현황을 대기업과 중소기업으로 나누어 비교하고 있다. 대기업과 중소기업의 분류기준은 금융감독원의 분류기준을 사용하였으며 분석의 모집단은 의무적으로 외부 감사를 받아야 하는 외감기업 이상을 대상으로 하고 있다.

현재 산업발전법 시행령에 의하면 자본이 잠식되었거나 부채비율이 동종업계 평균의 1.5배를 초과하면 구조조정대상기업으로 분류된다. 그러나 동 시행령은 CRC의 업무영역

<表 8> 資本蠶食 企業과 負債比率이 同種業界 150% 以上이거나 部分蠶食된 企業

(단위: 억 원)

구분			업체수	자본금	자본	자산	매출액	당기순이익
자본전액잠식	대기업	총계	99	128,568	-166,194	138,184	110,875	-42,721
		평균		1,299	-1,679	1,396	1,120	-432
	중소기업	총계	912	31,493	-100,181	214,479	155,190	-35,332
		평균		35	-110	235	170	-39
	전체	총계	1,011	160,062	-266,375	352,662	266,065	-78,053
	평균		158	-263	349	263	-77	
부채비율 동종 업계 150%이거 나 부분잠식	대기업	총계	145	91,932	97,055	446,227	501,751	9,710
		평균		634	669	3,077	3,460	67
	중소기업	총계	1,193	35,113	36,513	313,646	354,863	-7,310
		평균		29	31	263	297	-6
	전체	총계	1,338	127,045	133,569	759,873	856,613	2,400
	평균		95	100	568	640	2	

資料: 한국기업구조조정전문회사협회.

(1) 전이행렬의 장기적 속성에 대해서는 행렬의 특성치들(eigenvalues)를 이용해 분석하는 것이 용이하나 본 논문의 성격상 생략하기로 한다.

(表 9) 最近 2年 連續 營業損失 發生 企業 (단위: 억 원)

구분		업체수	자본금	자본	자산	매출액	당기순이익
대기업	총계	169	105,685	-10,825	277,511	160,395	-53,401
	평균		625	-64	1,642	949	-316
중소기업	총계	1,403	84,660	33,933	282,708	174,055	-39,160
	평균		60	24	202	124	-28
전체	총계	1,572	190,345	23,108	560,220	334,450	-92,561
	평균		121	15	356	213	-59

資料: 한국기업구조조정전문회사협회.

확대를 위해 회사채 신용평가등급이 BB- 이하이거나 또는 최근 2년 연속 영업손실을 경험한 기업까지 포함하도록 개정안이 마련되어 있다. 따라서 <表 8>은 현재 산업발전법 시행령상 구조조정대상으로 분류된 기업만을 포함한 결과이며 <表 9>는 시행령이 개정될 경우 추가적으로 구조조정대상에 포함될 기업에 관한 통계를 보여 주고 있다.

<表 8>은 자본이 전액 잠식된 기업과 부채비율이 동종업계 평균의 150% 이상이거나 자본이 부분 잠식된 기업들의 수와 그 기업들의 資産, 負債, 資本金에 관한 통계를 보여 주고 있다. 자본 잠식 여부 및 부채 비율만을 가지고 산업발전법상 구조조정대상기업의 총 수 및 자산규모를 정확히 추정할 수는 없으나, <表 8>에 나타난 바를 이용해 대략적으로 推定할 경우 구조조정대상기업의 수는 2,349개이며 이들의 자산총액은 111조 원에 달한다. 특히 이들 구조조정대상기업 중 중소기업이 차지하는 비중이 기업 수뿐만 아니라 보유자산 규모면에서도 대기업에 크게 뒤지지 않는다는 사실에 주목할 필요가 있다.

자본금이 전액 잠식된 대기업의 평균자산액은 1,396억 원이고 중소기업의 평균자산액은 235억 원이지만 업체수로는 중소기업이 대기업에 비해 10배 가까이 많기 때문에 자본금이 전액 잠식당한 중소기업들의 총자산은 21조 4천억 원으로 동일한 상태의 대기업 총자산 13조 8천억 원보다 많다. 부채비율이 동종업계의 150% 이상이거나 자본금이 부분적으로 잠식된 기업의 경우에서도 평균자산액으로는 중소기업과 대기업이 각각 263억 원과 3,077억 원으로 차이가 있으나 업체의 수는 각각 1,193개와 145개이기 때문에 총자산에 있어서는 각각 31조 3천억 원과 44조 6천억 원으로 그 차이가 크지 않음을 알 수 있다.

<表 9>는 최근 2년 연속으로 營業損失이 발생한 기업들에 관한 통계를 보여 주고 있다. 2년 연속 손실발생 기준으로 구조조정대상기업을 추정하면 中小企業 構造調整의 중요성을 다시 한번 확인할 수 있다. 2년 연속 영업손실을 경험한 대기업은 169개인 반면 중소기업의 수는 1,403개에 달하고 있다. 이들 중소기업이 보유한 자산규모도 총 28조 원

으로 대기업 보유 자산규모인 27억 원보다 크게 나타나고 있다.

이러한 추세는 향후 구조조정시장에서 대규모 펀드 조성을 통한 대기업 및 금융기관 인수 못지않게 小型 中小企業 構造調整이 시급한 정책 과제임을 시사하고 있다. 특히 勞動集約的인 중소기업의 특성을 고려할 때 중소기업의 구조조정 성패 여부는 雇用市場에 큰 파급효과를 갖게 될 것이다.

#### 4. 私募投資專門會社(Private Equity Fund: PEF)制度의 導入

구조조정시장의 규모 및 구조가 크게 변화함에 따라 외환위기 이후 비체계적으로 도입된 기업구조조정기구들을 새로이 재편성할 필요가 대두되었다. 이와 관련하여 재정경제부는 최근 私募投資專門會社(Private Equity Fund: PEF)制度 도입을 발표한 바 있다. PEF 제도의 도입은 향후 기업구조조정시장에 큰 변화를 가져올 것으로 예상된다. 따라서 이 장에서는 기업구조조정기구의 재편방안을 논의하기에 앞서 PEF제도의 일반적 특징을 알아보고 정부가 고려하고 있는 PEF제도의 도입 방안을 정리해 보기로 한다.

##### 4.1. 私募投資專門會社(PEF)制度의 定義 및 分類

미국 벤처캐피탈 협회나 유럽 벤처캐피탈 협회에 따르면 'Private Equity'란 Public Equity(上場株)와 반대되는 개념으로서 비상장기업의 지분(非上場株)을 의미한다. 따라서 'Private Equity Fund'는 公募(Public Offerings)가 아닌 私募(Private Placements)방식에 의해 조달된 재원(Fund)을 이용하여 주로 비상장 기업에 대한 투자를 전문적으로 수행하는 투자자금 또는 투자조직을 의미한다. 즉 사모방식을 통한 자금조달과 비상장 주식 투자가 PEF의 가장 큰 특징이라 할 수 있다. 'Private Equity'는 <그림 2>에 정리된 다양한 代替投資資產(alternative asset class) 중 하나로 볼 수 있다.

위와 같은 정의에 의하면 'Private Equity Investment'는 상장기업(주식)에 대한 투자와는 달리 비상장기업에 대한 투자를 전문적으로 수행하는 것을 의미한다고 볼 수 있다. 積極的인 投資 戰略(active investment strategy)하에 투자대상의 발굴(deal sourcing), 기업 정밀실사(due diligence), 그리고 協商(negotiation)을 통해 투자조건을 결정하여 대상기업의 持分引受投資(equity investment)를 행하며, 투자 이후에는 투자대상기업의 기업가치 증대(value add)를 위한 다양한 노력을 기울이는 투자를 말한다.

미국의 Private Equity 관련 통계 데이터인 'Venture Economics'의 분류에 의하면 Private Equity Fund는 <그림 3>과 같이 企業의 成長過程(life cycle of a company)의 각 단계별투자방식에 따라 크게 Venture capital, Buyout, Mezzanine Capital, 그리고 Turnaround

Alternative Investments			
Private Equity · Venture Capital · Buyout · Mezzanine Capital · Special Situations	Hedge Funds · Long/short · Global Macro · Event Driven · Market Neutral · Arbitrage · Emerging Markets	Real Estate · Office · Retail · Residential · REITs	Physical Commodities Currencies Interest Rates Natural Resources

資料: Alex(2003).

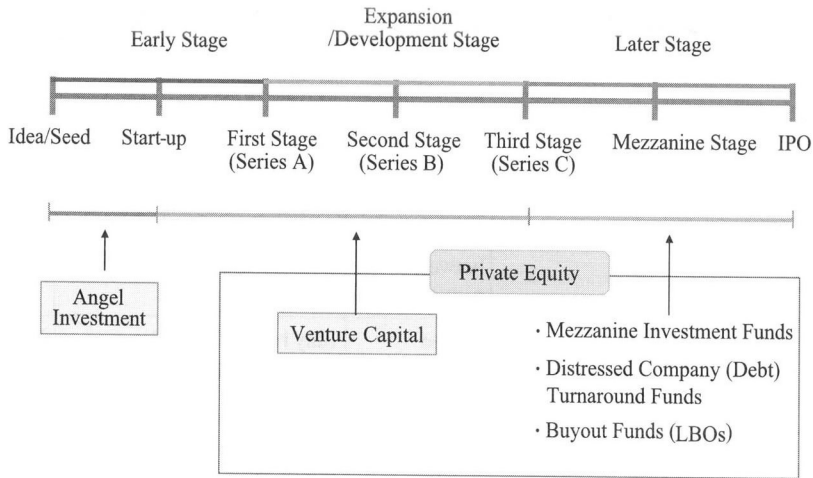
〈그림 2〉 代替投資資産群(Alternative Asset Class)의 種類

Fund로 구분된다.

‘Venture Capital Fund’는 벤처投資組合(venture capital fund)을 통해 조성된 자금을 바탕으로 창업 단계(seed/start-up)와 창업 이후 초기 성장 단계(early stage) 또는 확장 단계(expansion stage)에 있는 고위험, 고성장, 그리고 높은 技術力(high tech)을 가진 기업에 주로 투자한다. 투자방식은 融資(debt financing)가 아닌 주식 또는 주식연계증권(equity-linked securities)의 인수를 통한 持分投資(equity investment) 방식이 대부분을 차지하고 있다.

‘Buyout Funds’의 투자대상은 비상장기업과 상장기업을 모두 포함한다. 비상장기업의 경우에는 확장단계(expansion stage) 이후 또는 최초 기업공개 직전 단계(pre-IPO)에 있어 상장 가능성은 높지만 성장이 정체되거나 경영상의 비효율성이 높은 후기단계(later stage) 기업들이 주요 투자대상이 된다. 반면, 상장기업의 경우에는 경영상 非效率性이 높은 企業(inefficient company)이 주요 투자대상이 되고 있다. Buyout Fund는 持分(equity) 또는 핵심 資産(asset)의 買受(acquisition)를 통하여 경영권을 획득하고 기업 가치를 증대시킨 후 투자지분 또는 핵심자산을 매각함으로써 고수익(high return)을 추구 하는 이른바 “buy and build” 투자전략을 취하고 있다.

‘Mezzanine Debt Funds’는 Buyout Funds와는 달리 일정한 수익(income)을 내고 있고 경영권을 유지할 수 있는 자본구조를 가지고 있어 상대적으로 위험대비 수익(risk-return)이 다소 낮은 기업의 負債(debt) 또는 自己資本(equity)을 인수하여 자본구조 변경(recapitalization)이나 기타의 방법을 통해 수익을 추구하는 투자조직을 말한다. 일반적으로 ‘메자닌 투자(Mezzanine investment)’는 대개 후순위 채권(subordinated debt)이나 고수익 채권(junk bond)에 대한 투자를 통하여 고수익을 얻거나 전환사채(CB)의 전환권 행사



〈그림 3〉 非上場 企業의 成長 段階別 投資 方式에 따른 Private Equity의 定義

또는 신주인수권부사채(BW)의 신주인수권의 행사를 통하여 資本利得(capital gain)을 얻는 것을 목적으로 하는 투자를 지칭한다.

‘Distressed Company(Debt) Turnaround Funds’는 이미 不實化된 企業(distressed company)의 經營權(controlling interest)을 획득하거나 不實債權(distressed debt)을 매입하여 사업구조조정이나 재무구조조정을 통하여 기업을 회생시킴으로써 고수익을 추구하는 펀드를 말한다.

〈그림 3〉에서 보는 바와 같이 네 가지 그룹으로 분류될 수 있는 PEF는 초기단계의 엔젤투자(Angel Investment)를 제외한 모든 성장단계의 투자를 포괄하고 있다. 〈表 10〉은 PEF의 투자단계별 특징을 요약해 보여 주고 있다.

#### 4.2. 우리나라 私募投資專門會社(PEF)制度의 內容

재정경제부의 정의에 따르면 우리나라 私募投資專門會社(PEF)는 투자자로부터 사모 방식으로 중·장기자금을 조달하여 기업주식 및 경영권 등에 투자하고 투자대상기업의 경영성과, 지배구조 개선 등을 통해 수익을 추구하는 펀드를 의미한다. 불특정 다수 투자자 보호를 목적으로 여러 제도적 제약하에 자산을 운용하는 공모펀드와는 달리, 사모투자 전문회사는 펀드 운용자와 투자자의 신뢰관계하에, 그리고 투자자 책임 원칙하에서 자산을 운용하며 자산운용에 대해 제도적 제약이 적다는 특징이 있다.

PEF제도 도입의 목적은 다섯 가지로 요약할 수 있다[재정경제부 보도참고자료(2004)]. 첫째로, 시중의 浮動資金을 活性化하는 것이다. PEF 도입을 통해 고수익 투자기회를 확

〈表 10〉美國의 Private Equity Fund의 投資對象別 特徵

Characteristic	Early-stage new ventures	Later-stage new ventures	Middle-market private firms	Public and private firms in financial distress	Public buyouts	Other public firms
Size	Revenues: \$0-\$15M	Revenues: \$15M-\$50M	Established, with revenues between \$15M-\$250M	Any size	Any size	Any size
Financial attributes	High growth potential	High growth potential	Varied	May be over-leveraged or have operating problems	Under-performing High levels of free cash flow	Varied
Reason(s) for seeking private equity	To start operations	To expand plant and operations To cash out early-stage investors	To finance a required change in ownership or capital structure To expand by acquisition or through organic growth	To effect a turnaround	To finance a change in management or in management incentives Spin-offs	To ensure confidentiality To issue a small offering Industry out of favor with public equity markets
Major source(s) of private equity	"Angels" Early-stage venture partnerships	Later-stage venture partnerships	LBO / Mezzanine / Later-stage venture partnerships	Turnaround partnerships	LBO and mezzanine debt partnerships	Non-venture partnerships

資料: RCP Advisors(2003).

대하여 투자처를 찾지 못하고 있는 시중의 단기부동자금이 생산적 자금으로 전환되도록 유도한다는 것이다. 둘째로, 金融, 企業의 構造調整을 촉진한다는 것이다. 포트폴리오 투자를 제약하고 부실·한계기업에 투자하게 함으로써 PEF 투자자금이 금융기관 및 기업 구조조정 투자로 활용되도록 제도화한다는 것이다. 셋째로, 국내의 자본에 대해 동등한 경쟁기반을 제공한다는 것이다. 외국의 사모펀드들이 국내에 별다른 제약없이 투자되는 데 반해 국내 자본들은 사모펀드 형태로 투자되는 데 대한 제약이 존재하여 역차별의 논란이 있어 왔다. 따라서 국내자본이 외국자본과 동등하게 경쟁할 수 있도록 국내 PEF제도를 Global Standard에 맞게 정비한다는 것이다. 넷째로, 투자자의 다양한 투자요구에 부

	현행		개선방향
펀드 구조	· 기업인수목적의 사모펀드는 투자회사(Mutual Fund)형태만 인정 (사모M&A펀드는 타사모펀드와는 달리 의결권 인정)	⇒	· 글로벌 스탠더드인 “Limited Partnership” 제도 도입
펀드 조성 운용 관련 규제	· 사모펀드에는 회계, 감사 등 규제를 완화하고 있으나 설립주체, 동일한 증권발행 등 다양한 규제 존재	⇒	· 투자자가 자기책임으로 투자하는 사모투자전문회사인 점을 감안하여 규제를 대폭 완화
보완 장치	· 사모를 통한 부작용을 규제를 통해 방지	⇒	· 일반투자자 요건을 강화하고 자산운용자에게 윤리조항 준수 의무 부여 · 사모펀드를 등록하도록 하고 금감위에서 감독

資料: 재정경제부 보도참고자료(2004).

〈그림 4〉 PEF制度 導入의 基本方向

응하는 것이다. 투자자들에게 중장기로 기업 주식 및 경영권에 투자할 수 있는 다양한 투자 기회를 제공한다는 것이다. 다섯째, 우리나라 資産運用産業 발전의 계기를 마련한다는 것이다. PEF제도의 도입을 통해 새로운 사업영역이 개발되고 이를 통해 자산운용산업 발전의 계기를 마련하고자 하는 것이다.

이러한 목적하에 도입된 PEF제도의 기본적인 도입 방향은 〈그림 4〉와 같이 정리할 수 있다.

우리나라 PEF제도의 주요 특징은 다음과 같이 요약할 수 있다[재정경제부 보도참고자료(2004)]. 첫째, Limited Partnership 제도를 도입하는 것이다. 주식회사 형태만을 인정하는 기존의 회사형, 계약형 사모펀드의 한계를 개선하기 위해 사모투자전문회사의 법적구조로서 Global standard를 고려해 Limited Partnership 제도를 새로 도입한 것이다. 이를 위해 조합원 간의 구체적인 계약 내용은 다양한 형태의 Limited Partnership 성립이 가능하도록 최대한 자율을 보장하고 있다. 다만, 국내법상 Limited Partnership 제도에 가장 가까운 ‘合資會社’ 형태로 PEF제도를 도입하되 필요한 조항을 추가, 보완할 예정이다.

둘째, 投資者間 損益分配에 대해 자유로운 계약을 허용하는 것이다. 현행 자산운용업법에서는 불특정 다수로부터의 자금조성 특성상 주주·수익자 평등원칙을 적용하여 투자

자 간 동등한 손익분배 원칙을 적용하고 있다. PEF에 대해서는 손익분배 등에 대하여 투자자 간의 자유로운 계약을 허용함으로써 투자자의 다양한 투자욕구 및 위험선호를 충족시킬 수 있게 하고 있다. 다양한 종류의 지분계약을 통해 수종의 증권발행 효과를 피할 수 있고 풍부한 자금력을 가지고 있으나 고위험을 기피하는 연기금 등 기관투자자의 참여가 가능해지게 된다.

셋째, 사모투자전문회사의 업무범위를 확대하는 것이다. 현행 뮤추얼 펀드(mutual fund)는 포트폴리오 투자목적으로만 운용되고, 사모M&A펀드는 기업인수 목적으로만 한정되어 있다. 반면, PEF는 포트폴리오 투자를 제외한 M&A, 경영권 참여, SOC 투자 등을 위한 모든 유가증권 취득을 허용하고 있다. 다만, 투자대상 기업 주식의 10% 이상을 취득하고 임원선임 등을 통해 경영에 사실상의 영향력을 행사하는 투자 등으로 업무범위를 한정하며 구조조정을 위해 순수한 포트폴리오 투자를 제한하고 있다.

넷째, 자산운용업법상 사모펀드 운용과 관련된 規制를 緩和하는 것이다. 투자자가 자기 책임으로 투자하는 펀드임을 감안하여 Global Standard에 상응하도록 규제를 대폭 완화하고 資産運用業 活性化의 여건을 조성하고자 하는 것이다. 추가 규제 완화사항으로는 수익자 총회, 주주총회 소집의무가 면제되고 자산보관회사의 감시기능도 면제되며 일반사무관리회사 선정의무도 폐지되게 된다. 다만, 이로 인한 부작용을 최소화하기 위해 사모투자전문회사 설립시 금감원에 등록해야하고 자산운용회사의 불공정거래 행위를 금지하는 규제는 유지하게 된다.

다섯째, 다른 법령과 관련된 규제를 완화하는 것이다. PEF는 構造調整을 목적으로 한 시적으로 기업의 경영권을 취득하는 것이므로 금융 및 일반 지주회사 관련규정의 적용을 배제해야 한다. 따라서 私募投資專門會社(PEF)의 운용이 다른 법령에 의한 규제로 인해 실질적으로 무용화되지 않도록 관계기관과의 협의를 통해 관련 규제를 완화해 가야 할 것이다. 예를 들어, 지주회사 적용, 대기업집단 관련 투자제한, 은행 지분 소유제한 등의 규제는 PEF의 활동을 사실상 불가능하게 만들 수 있으므로 완화되어야 한다. 다만, 사모펀드를 통해 대기업 계열사의 확장을 도모할 수 있으므로 이를 방지하기 위하여 대기업집단이 지배하는 사모펀드에 대해 계열사 주식취득을 금지하며, 사모펀드가 타회사를 계열사로 편입할 경우 5년 이내 매각을 의무화하는 등 제한을 둘 필요가 있다. 반면, 대기업집단 계열사의 펀드에 대한 투자가 지배목적이 아닌 경우에는 출자총액제한 예외에 포함시킬 필요가 있다. 또한 대기업집단 계열사의 펀드 투자비율이 4%를 초과하더라도 Limited Partner로 참여하고 투자비율이 10% 이하인 경우에는 '비금융 주력자'(産業資本)로 간주되지 않도록 하는 방안도 고려되어야 할 것이다.



여섯째, PEF의 투자는 資本金에만 의존하도록 되어 있다. PEF의 借入은 원칙적으로 금지하되, 일시적인 자금부족 등의 경우 예외적으로 출자된 금액의 10% 범위 이내에서 차입을 인정하도록 하고 있다.

이와 같이 PEF는 구조조정을 위해 투자되어야 한다는 조건을 제외하고는 모집, 계약, 운용면에서 상당히 자유로운 펀드라 할 수 있다.

#### 4.3. 우리나라 餘他 制度와의 比較

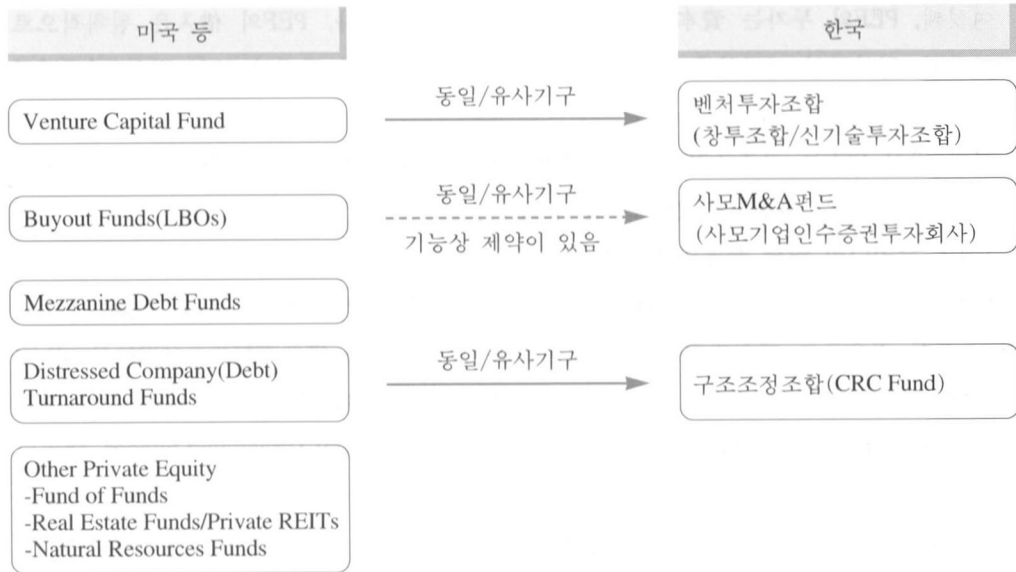
현재 우리나라에서 시행되고 있는 제도 가운데 私募投資專門會社(Private Equity Fund)와 유사한 것으로는 벤처投資組合, 기업구조조정전문회사의 構造調整組合(CRC-Fund),<sup>(2)</sup> 사모M&A펀드 등을 들 수 있다. 이들은 <그림 5>에서 보여 주고 있는 바와 같이 각각 미국의 Venture Capital Fund, Buyout Fund, Distressed Company Turnaround Fund에 대비되는 제도라 할 수 있다. 우리나라의 벤처투자조합(창투자조합 및 신기술 투자조합)은 초기 성장단계 및 확장 단계에 있는 창업기업에 대한 투자에 전문화되어 있으며 자금지원 및 경영지원업무를 수행하고 있다. 벤처투자조합들은 구조조정보다 신생기업 지원에 초점을 맞추기 때문에 PEF와는 차이가 있다.

기업구조조정전문회사의 構造調整組合(CRC Fund)은 부실기업에 대한 구조조정에 전문화되어 있어 PEF와 유사성을 갖고 있다. 그러나 <그림 6>에서 보는 바와 같이 1999년부터 2003년 사이에 설정된 전체 조합 중 절반 가까이에 해당하는 44%가 50억 이하의 소규모 조합이어서 일정규모 이상의 기업구조조정에 참여하기 어려운 실정이다. 실제로 해산한 조합들을 분석한 <그림 7>을 보면 평균 존속기간은 1년 미만인데 반해 수익률은 특이치를 제외하고도 평균 200% 이상을 기록하고 있어 구조조정조합 역시 포트폴리오 투자에 주력했다는 것을 예상할 수 있다.

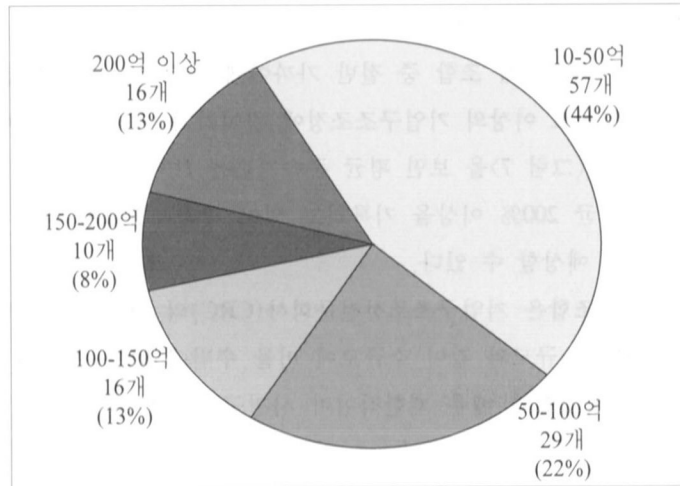
이와 같이 구조조정조합은 기업구조조정전문회사(CRC)의 자금조달의 한 방편으로 허가되었기 때문에 CRC의 규모와 같이 소규모에 머물 수밖에 없고, 부실화된 기업에만 투자할 수 있어 투자대상기업이 매우 제한적이며 사전구조조정기능을 수행하게 될 PEF와 차이가 있다고 할 수 있다.

또한 부실징후가 예상되는 기업에 대한 사전적 구조조정을 담당할 전문적인 投資機構(investment vehicle)로서 企業引受證券投資會社(사모M&A펀드)가 제도화되어 있다. 아마도 PEF와 가장 유사한 제도라 할 수 있다. 그러나 사모M&A펀드는 다음과 같은 여러 가

(2) 창업투자회사와 구조조정전문회사의 주요 투자재원은 고유계정과 조합 결성을 통하여 조성되는데 고유계정을 통한 투자금액보다는 조합결성을 통한 투자금액이 더 많은 비중을 차지하고 있음.

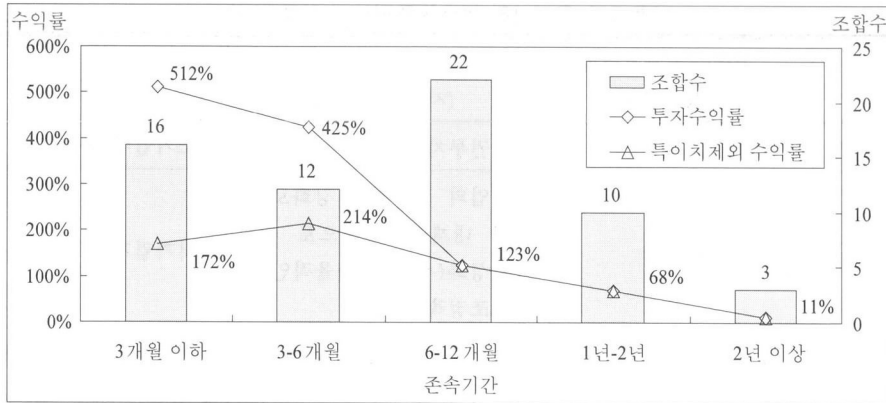


〈그림 5〉 韓國과 美國의 類似 制度 比較



資料: 한국기업구조조정전문회사협회.

〈그림 6〉 組合規模別 分布



資料: 한국기업구조조정전문회사협회.

〈그림 7〉 解散된 構造調整組合의 存續期間別 投資收益率

지 이유로 인해 활성화되지 못하고 있는 실정이다.

우선 사모M&A펀드는 소수의 제한된 기업에 長期投資해야 하므로 分散投資가 어려워 투자에 대해 따르게 되는 위험을 분산할 수 없게 된다. 둘째로는 사모M&A펀드는 회사형 펀드이기 때문에 투자회사의 법률적 특성상 투자와 관련된 각종의 정보를 사무수탁회사에게 의무적으로 제공하여야 하며 각종 공시의무를 부과 받게 되어 M&A 성공의 핵심인 투자와 관련된 기밀 유지가 어렵다는 문제점이 있다. 셋째로, 사모M&A펀드는 증권투자회사법상에 규정되어 있어 운용주체가 개인 또는 자산운용사, 투신운용사, 투자자문사로 국한된다. 그러나 자산운용사, 투신운용사, 투자자문사는 포트폴리오 투자에 전문성을 가지고 있으나 M&A를 비롯한 구조조정 투자의 전문적 능력은 미흡하기 때문에 성공적인 M&A를 수행하기 어렵다는 문제를 갖고 있다. 마지막으로 우리나라의 M&A에 대한 좋지 않은 문화적 인식도 사모M&A펀드가 활성화되지 못하는 이유 중 하나가 될 수 있을 것이다.

우리나라 벤처투자조합(창투조합 및 신기술 투자조합), 기업구조조정조합(CRC Fund), 기업인수증권투자회사(사모M&A펀드)의 제도적 특징은 〈表 11〉에 요약되어 있다.

PEF제도는 이들 기존 제도들의 단점 또는 문제점을 보완하여 시장 메카니즘에 의한 상시적인 구조조정기구로 정착될 수 있도록 제도면이나 운용면에서 보완이 지속적으로 이루어져야 할 것이다.

#### 4.4. PEF制度 運用에 對한 提案

앞 장에서 요약한 바와 같이 PEF제도의 도입으로 펀드 조성과 운용에 관련된 규제가

〈表 11〉 우리나라 構造調整펀드의 特徵 比較

구분	기업구조조정조합 (CRC Fund)	기업인수증권투자회사 <sup>1)</sup> (사모M&A펀드)	창업투자조합
설립근거법	산업발전법	증권투자회사법	중소기업창업지원법
설립취지	기업의 구조조정	기업의 경영감시 강화로 인한 내재가치상승으로 중시 활성화(시장의 자율적인 구조조정촉진)	벤처기업지원
설립형태	민법상의 조합으로서 금감위에 등록	증권투자회사법상 사모펀드로서 금감위에 등록	민법상의 조합으로서 중기청에 등록
자산운용사	CRC, CRC 겸업창투자	자산운용사, 투신사, 투자일임사 또는 펀드가 직접운용	창투자
대상기업	부실기업	전체 기업(투자대상의 제약 없음)	설립 후 7년 이내의 기업, 업종 제한
차입여부	외부차입금지	외부차입금지	외부차입금지
미 투자자산 자금운용	금융기관 예치만 가능	M&A Bridge Loan 가능	벤처기업에 대여금 운용불가
세제지원	출자자 양도차익, 배당소득, 증권거래세 비과세	배당가능이익의 90% 배당시 법인세 면제	출자자양도차익, 증권거래세 비과세 등
M&A 시 장점	대상기업 자산취득 시 취득세, 등록세 면제	대상기업 제한 없음, 미 투자자산 운용가능	-
M&A 시 단점	대상기업제한, 구주취득 시 세제효과 없음, 미 투자자산운용 제한	M&A 목적투자 시 취득일로부터 6개월 내 매도금지	50% 이상 지분 취득불가, 대상기업제한, 구주취득 시 세제효과 없음.

註: 1) 증권투자회사법상에 규정된 '기업인수증권투자회사'는 간접투자자산운용업법 시행(2004. 1. 5)으로 인하여 간접투자자산운용업법의 적용을 받게 됨.

대폭 완화되어 자산운용업이 한 단계 발전할 것으로 기대된다. 특히, 비록 合資會社 형태 이기는 하나 PEF제도 도입에 따라 우리나라에서도 Limited Partnership 제도가 도입된 것은 자산운용업의 발전에 있어 획기적인 정책변화라 할 수 있다. 다만, 일부에서 PEF제도를 국내기업의 경영권 방어 수단으로 인식하고 있는 경향이 있으므로 PEF제도의 도입 목적과 운용방안을 보다 명확히 할 필요가 있다.

PEF제도 도입의 목적 중 하나가 外國資本의 국내기업 引受合併에 대항하고 국내기업의 혈값 매각을 막기 위한 것이다. 그러나 외국자본의 국내기업 인수와 逆差別의 문제는

출자총액제도, 금융기관의 의결권 제한 등 역차별을 초래한 제도를 직접 보완하여 해결해야 할 것이다. 기업구조조정과 관련 없이 PEF의 경영권 방어 기능만을 강조하다 보면 PEF제도가 규제 회피 수단이란 잘못된 인상을 남길 위험이 있기 때문이다.

재벌과 대형 금융기관의 경영권 확보도 중요하지만 中小企業 構造調整을 위해 PEF제도 도입이 더 필요한 상황이라 할 수 있다. 현재 우리경제는 벤처 붐의 붕괴, 카드사 부실, 경기침체로 인해 부실징후 기업이 급증하고 있다. 자금난에 빠진 코스닥 기업이 상당수 존재하며 신용보증기금, 기술신용보증기금의 신용보증이 연장되지 않으면 부도가 날 중소기업도 다수 존재한다. 이러한 상황에서 국민 모두가 위험투자를 기피해 이들을 외면할 경우 투자된 유형 무형자산이 사라져 국민경제 전체로 볼 때 큰 손해가 아닐 수 없다. 그러나 기존의 공모펀드는 다수의 투자자 보호를 위해 각종 규제가 부과되어 고위험 투자인 기업구조조정을 담당하기에 역부족이다. 따라서 투자대상에 제약이 없고 투자자와 운용자 간 성과보수도 유연하게 정할 수 있는 사모펀드제도를 통하여 건전한 투기꾼을 기업구조조정에 끌어들이기 위해 PEF제도 도입은 적절하다고 본다.

그러나 PEF제도 도입의 성공을 위해서는 안전자산만 찾아 부동산과 은행권에만 맴돌고 있는 短期, 浮動資金을 기업구조조정으로 유인할 수 있는 메커니즘이 필요하다. 세부 운용방식에 있어서도 대기업과 금융기관의 경영권 방어가 아니라 기업구조조정과정을 중점적으로 수행할 수 있도록 하는 장치가 마련되어야 할 것이다.

또한 PEF제도 도입 이후 PEF 규모가 단기간에 성장하는 것은 바람직하지 않음에 유의할 필요가 있다. PEF 투자는 고위험-고수익 성격을 갖고 있으므로 수익률 제고를 위한 代替投資群(alternative investment class)의 하나이지 연기금, 보험사 등과 같은 機關投資家의 주력 투자대상이 될 수는 없기 때문이다. 또한 PEF가 정책적으로 육성될 경우 벤처 붐, 카드채 문제 등에서 볼 수 있었던 마구잡이식 투자가 되풀이 될 위험도 있다. 따라서 정부는 법적제도를 마련해 주되 지난 수년간 기업구조조정시장에서 경험을 쌓은 국내 기관들이 스스로 규모를 키워가도록 유도해야 할 것이다.

기업구조조정에 대한 PEF의 역할을 고려할 때 PEF의 運用主體 선정 기준은 다음과 같은 점을 고려하여 제도화되어야 할 것이다. 원칙적으로 볼 때 자산운용 주체의 선정은 PEF의 속성상 자산운용을 할 수 있는 최소한의 신뢰도만 갖추었다면 출자자가 결정할 사항이다. 그러나 현재 우리나라에서 필요한 PEF는 주식이나 채권의 단순한 운용을 통해 시세차익을 목적으로 하고 있는 Hedge Fund가 아니다. 한국형 PEF가 지향하는 목표는 경영권에 영향을 줄 수 있을 만큼의 지분투자를 실행한 후 구조조정을 통하여 투자대상 기업의 가치를 향상시키는 Buyout Fund이다. 따라서 PEF제도가 간접투자자산운용법에

규정되어 있기는 하나, PEF 운용사를 자산운용사, 투자자문사, 증권회사 식으로 열거하여 한정하는 것은 바람직하지 못한 방향이 될 것이다. 운용주체의 선정기준을 결정하고 이에 부합하는 기관이라면 PEF 운용에 적극적으로 참여할 기회를 부여하는 것이 제도 도입 목적에 부합한다. 특히 운용주체의 선정기준은 자산운용 또는 투자자문 경험보다 채무재조정, 인력구조조정, 사업성과제고, 경영진 파견 등 기업구조조정에 필요한 전문성에 비중을 두어 제도화할 필요가 있다. 과거 구조조정전문기구의 참여 제한으로 사모M&A펀드 제도가 활성화되지 못한 것을 타산지석으로 삼을 필요가 있다.

효율적인 중소기업의 구조조정을 위하고, 포트폴리오 투자를 제외하기 위해 부과한 經營權 引受 의무를 중장기적으로 완화할 필요가 있다. 정부안에 따르면 PEF의 업무범위는 주식의 10% 이상 인수, 임원선임 등을 통하여 경영권에 사실상 영향력을 행사하는 투자 등에 한정하고 있다. 그러나 법정관리 기업 등 이미 부실화된 기업을 대상으로 구조조정을 할 경우에는 경영권 인수가 자연스러운 방안이었으나, 부실징후 기업으로 투자대상이 확대되면 경영권 인수 제약이 구조조정의 걸림돌이 될 수도 있게 된다. 비상장, 미등록 중소기업일수록 기업 소유주의 경영권 방어 욕구가 강하기 때문이다. 경영권을 인수하지 않더라도 다른 방법을 통해 구조조정이 가능한 만큼 경영권 인수에 대한 제한은 중장기적으로 완화될 필요가 있다. 지분인수 비율에 대해서도 개별 투자마다 각각 10% 이상의 지분 인수를 의무화하기보다 총투자금액 중 경영권 인수를 위한 지분투자 비율을 규제하는 것이 바람직할 것이다. 향후 PEF의 운용형태가 후순위채, CB, BW 등 광범위한 유가증권으로 확대되면 Mezzanine Fund 등 다양한 형태의 PEF가 발전할 수 있으며 국내 高收益債券(junk bond)시장 활성화에도 기여할 것으로 기대된다.

## 5. 結 論

향후 우리나라 構造調整市場은 상당한 변화가 예상되고 있다. 지금까지의 事後的인 구조조정보다 事前的·常時的 構造調整의 필요성이 높아지고 있다. 이러한 맥락에서 최근 도입된 私募投資專門會社(Private Equity Fund)제도는 그 역할이 기대된다. 그러나 이 제도가 우리나라 기업들의 국제경쟁력을 제고하고 한국경제의 발전에 기여하기 위해서는 제도의 도입단계부터 철저한 분석이 있어야 할 것이다.

이러한 맥락에서 본 논문은 외환위기 이후 도입된 기존의 企業構造調整機構들의 기능과 성과를 살펴보고 구조조정시장의 변화 방향을 점검해 보았다. 이들 기구들의 재편 필요성을 점검하고자 한다. 이를 바탕으로 정부가 추진중인 PEF제도의 특징에 대해 살펴보

고 PEF제도 도입시 유의할 사항 및 개선방안을 제시하였다.

PEF는 현재 고려되고 있는 상태로는 제도적인 면에서 규제가 상당히 완화된 자유로운 펀드라 할 수 있다. PEF제도 도입을 통해 정부가 피하고 있는 대규모 民間資本 형성이라는 목표는 달성될 수도 있을 것이다. 문제는 이들의 자산이 상시적인 기업구조조정이라는 정부의 또 다른 목표에 맞게 운용되느냐이다. 우리나라에 도입되는 많은 제도나 기관들이 본래의 취지와는 다르게 행동함으로써 정부가 원하는 목표와 다른 결과를 낳는 일이 종종 있다. 기존의 구조조정기구들도 정부가 원하는 실질적인 구조조정보다 일시적인 자금지원에 의한 시세차익에 치중한 면이 있었다. 外換危機를 조기에 극복하고자 하는 과정에서 예외적으로 나타난 현상으로 볼 수도 있다. 그러나 이제는 실질적인 경쟁력 강화에 기여할 수 있는 구조조정기구만이 존재의 의미를 갖는다. 정부는 제도 도입과 아울러 사후 감독방안을 마련하여 實質的인 企業構造調整 기능을 수행할 수 있는 경쟁력 있는 펀드만이 살아남을 수 있는 시장을 조성해야 할 것이다.

서울大學校 經濟學部 教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산 56-1

전화: (02)880-6389

팩스: (02)886-4231

E-mail: kimij@snu.ac.kr

서울大學校 經濟學部 教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산 56-1

전화: (02)880-6365

팩스: (02)886-4231

E-mail: rhee5@plaza.snu.ac.kr

釜慶大學校 經營大學 國際通商學部 助教授

608-737 부산광역시 남구 대연3동 599-1

전화: (051)620-6532

팩스: (051)622-6326

E-mail: peppino@hanmail.net

參考文獻

김경수(2001): “국내외 부실채권시장의 현황과 시사점,” 『부실채권시장과 효율적 정리방안』 심포지움, 한국개발연구원-한국증권연구원, 2001. 3. 14.

김성수(2004): “구조조정기구의 구조조정,” 한국신용정보(NICE) Special Report, 2004. 4.

김종갑(2001): “향후 기업구조조정전문회사(CRC) 제도운영 및 정책방향,” 한국CRC 협의회 추계 워크샵 자료, 2001. 11. 9.

김형태(1998a): 『벌처펀드(Vulture fund)의 투자전략 분석』, 한국증권연구원, 1998. 6.

\_\_\_\_\_ (1998b): 『한국의 구조조정 관련기구 - 그 기능과 연계성 -』, 한국증권연구원, 1998. 10.

\_\_\_\_\_ (1999): 『박용서, 고수익채권(정크본드)에 관한 연구』, 한국증권연구원, 1999. 7.

\_\_\_\_\_ (2001a): 『구조조정시장: 자본시장의 프론티어』, 한국증권연구원, 2001. 2.

\_\_\_\_\_ (2001b): “부실채권정리의 성과와 과제,” 『부실채권시장과 효율적 정리방안』 심포지움, 한국개발연구원-한국증권연구원, 2001. 3. 14.

\_\_\_\_\_ (2001c): 『기업구조조정전문회사(CRC) 발전을 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원, 2001. 12.

산업자원부: 기업구조조정전문회사 관련 보도자료, 수시.

오세현(2001): “기업개선작업(Workout)의 진행과 성과에 대한 평가,” 서울대학교 경제학과 석사학위 논문, 2001. 8.

이창용(2004): 『Private Equity Fund 제도 도입과 CRC의 발전방안』, 한국채권연구원·한국기업구조조정전문회사협회, 2004. 6.

이창용·이병근(2003): “우리나라 기업구조조정전문회사(CRC)의 영업행태에 관한 연구,” 『한국경제의 분석』, 9. 2, 2003. 8.

재정경제부 보도참고자료(2004): “간접투자자산운용법 개정방향 마련,” 2004. 5.

한국개발연구원(2001): 『국내외 부실채권 정리기능 강화방안 연구』, 2001. 12.

한국은행(2004): 『금융안정보고서』, 3호, 2004. 5.

한국자산관리공사(2001a): 『아시아 태평양 부실채권포럼 백서』, 2001. 3.

\_\_\_\_\_ (2001b): 『부실채권정리백서』, 2001. 12.

Alex, Bance(2003): “Why and How to Invest in Private Equity,” EVCA Special Paper.

Chen, L.(2001): “Prospects and Risks of Investing in Asian Distressed Debt,” *Real estate*



*finance*, **18**, Part 3, 61-72.

Connor, John D.(2001): “Finding Value In Distressed Properties: A Case Study,” *The Journal of Corporate Renewal*, **14**, **5**, from <http://www.abtv.com>.

Lee, Allen(2001): “Distressed Debts, Profitable Investments,” *Asian Venture Capital Journal*, December, 11-13.

Mekenkamp, J.(2001): “Trading and Recovery of Distressed Emerging Markets’ Trade Debt,” *Business Credit*, **103**, Part 1, 55-57.

Molyneaux, Miles(2001): “The Future Role of the Turnaround Specialist,” <http://www.parkland.com>.

RCP Advisors(2003): “RCP International Presentation Material,” July.