

우리 나라 기업구조조정 시장활성화에 관한 연구

이병근* · 이창용**

본 연구는 우리 나라 구조조정시장의 변화를 살펴보고 기업구조조정조합(CRCF)들의 영업행태 분석을 통해 기업구조조정시장의 활성화 방안을 모색하고 있다. 신용위험등급의 전이행렬을 분석한 결과 장기적으로 부실화될 위험이 높은 기업은 대기업의 경우 약 15~20% 정도이며, 중소기업의 경우 35~40% 정도로 나타났다. 기업구조조정조합들의 행태를 분석한 결과 이들은 실질적인 구조조정보다 단기적인 시세차익을 실현하는 포트폴리오 투자와 유사한 행위를 한 것으로 나타났다. 따라서 향후 우리 나라 기업구조조정시장에서 주도적 역할을 하게 될 것으로 예상되는 사모투자전문회사(PEF)들이 실질적인 구조조정기능을 수행하도록 유도하기 위해서는 투자기업지분의 최소 보유기간을 늘리거나 무한책임사원(general partner)의 최소 출자비율을 정하는 등의 제도적 장치가 마련되어야 할 것이다.

핵심주제어: 기업구조조정, 사모투자전문회사

경제학문헌목록 주제분류: G34

I. 서 론

우리 나라에 실질적인 기업구조조정이 도입되기 시작한 것은 아마도 1997년 외환위기부터라 할 수 있다. 외환위기로 많은 기업이 부실화되었으며 그로 인해 금융기관들에는 대량의 부실채권이 누적되게 되었다. 이들 부실기업과 부실채권을 처리하기 위해 기업구조조정시장이 형성되었으며 여러 가지 구조조정기구가 도입되어 시장에 참여하게 되었다. 공적 기관인 한국자산관리공사(KAMCO)는 가장 중요한 역할을 했다고 볼 수 있으며 민간기구로 도입된 기업구조조정전문회사(Corporate Restructuring Company: CRC), 기업구조조정투자회사(Corporate Restructuring Vehicle: CRV), 기업구조조정증권투자회사(Corporate Restructuring Fund) 등도 나름대로의 역할을 수행하였다고 할 수 있다.

* 부경대학교 국제통상학부 조교수(제1자), 전화: (051) 620-6532, E-mail: bkrhee@pknu.ac.kr

** 서울대학교 경제학부 교수(공동저자), 전화: (02) 880-6365, E-mail: rhee5@plaza.snu.ac.kr
논문투고일: 2006. 9. 15 수정일: 2006. 11. 9 게재확정일: 2006. 11. 14

외환위기 이후 수년간의 우리 나라 구조조정시장은 갑작스레 대량으로 발생한 부실기업이나 부실채권의 처리를 위한 사후적 시장이라 할 수 있다. 그러나 이들 부실기업 또는 부실채권의 처리가 끝나면서 우리 나라 구조조정시장은 변화를 보이고 있다. 부도, 법정관리 및 워크아웃 등 이미 부실화된 대기업에 대한 구조조정수요는 거의 사라진 반면, 중소기업, 벤처기업의 구조조정수요가 증가하고 있는 실정이다. 특히, 이제까지의 구조조정시장이 부실의 사후정리에 중점을 두었다면 앞으로는 사전적·상시적 구조조정의 필요성이 커지고 있는 상황이다. 이와 함께 기업의 국제경쟁력 강화를 위해서는 구조조정대상을 부실기업만으로 한정하기보다 부실정후기업의 경쟁력 강화 또는 정상기업 간 인수·합병을 통한 경쟁력 제고 등도 역시 구조조정시장의 대상으로 인식되고 있다.

시장의 변화로 인해 외환위기를 전후하여 도입되었던 각종 기업구조조정기구들은 제 역할을 감당하지 못하고 있는 실정이다. 왜냐하면, 당시에 도입되었던 구조조정기구들은 업무가 특정한 분야로 한정되어 있기 때문이다. 이러한 시장 변화에 발맞추어 재정경제부에서는 2004년 말 사모투자전문회사(Private Equity Fund: PEF)제도를 도입하였다. 그러나 제도 도입 후 2년이 지난 현재에도 PEF들의 활동이 활발하지 못한 것이 사실이다.

이러한 맥락에서 본 연구는 우리 나라 기업구조조정시장의 변화를 살펴보고 PEF와 가장 유사한 기업구조조정전문회사의 기업구조조정조합(Corporate Restructuring Company Fund: CRCF)들의 영업활동 및 그 성과를 통해 PEF의 역할을 포함한 향후 기업구조조정시장의 활성화 방안을 모색하고자 한다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제I절의 서론에 이어 제II절에서는 우리 나라 구조조정시장의 변화 추이를 살펴본다. 제III절에서는 기업구조조정조합(CRCF)의 영업행태와 구조조정성적을 분석한다. 제IV절에서는 정책적 시사점을 도출한 후 제V절에서 결론을 제시한다.

II. 우리 나라 구조조정시장의 변화 추이

1. 구조조정 대상기업의 변화

구조조정시장의 변화는 구조조정 대상기업의 변화로 볼 수 있으며 이는 거시경제적인 상황과 밀접하게 연관되어 있다. 1990년대 말에는 IMF 외환위기로

인한 금융상의 어려움으로 발생했던 부실기업들이 주요 대상기업이었다. 부도, 법정관리 및 워크아웃 등 이미 부실화된 기업들을 어떻게 회생시키느냐가 기업 구조조정 주 임무였다고 할 수 있다. 그러나 경제가 안정화되면서 이러한 부실기업의 구조조정수요는 거의 사라져 가고 있다. 이제는 산업구조 변화에 따른 중소기업의 구조조정이나 IT산업 위주로 투자되었던 벤처기업들 중 성공을 거두지 못한 기업에 대한 구조조정 필요성이 증가하고 있는 추세이다.

또한 우리 나라 기업구조조정시장이 성숙되어 가면서 부실기업의 사후처리보다 부실징후기업에 대한 사전적·상시적 구조조정으로 시장의 초점이 변화되어 가고 있는 상황이다. 이러한 맥락에서 기업 간 인수·합병 등을 포함해 기업의 경쟁력 강화를 위한 제반 업무를 구조조정시장의 역할에 포함시키고 있다.

산업자원부에서도 이러한 변화를 반영하여 산업발전법 시행령상의 구조조정 대상기업을 보다 광범위하게 정의하도록 개정한 바 있다. 기존의 산업발전법 시행령에 따르면 법정관리·화의·부도 상태에 있는 기업과 자본잠식 상태에 있거나 부채비율이 동종업계 평균의 1.5배를 초과하는 기업 등을 구조조정 대상기업으로 분류하고 있다. 그러나 2004년 5월에 개정된 동 시행령에서는 2개 이상의 회사채 신용평가기관으로부터 투자부적격 등급을 받았거나 또는 최근 2년 연속 영업손실을 경험한 기업도 구조조정 대상기업에 포함시키고 있다.

<표 1>과 <표 2>는 산업발전법 시행령 전후 우리 나라 기업구조조정시장의 현황을 보여 주고 있다. <표 1>은 시행령 개정 이전에 구조조정 대상기업으로 분류될 수 있는 기업현황을 보여 주고 있다. 즉, 자본이 전액잠식된 기업과 부채비율이 동종업계 평균의 150% 이상이거나 자본이 부분잠식된 기업들의 수와 그 기업들의 자산, 부채, 자본금에 관한 통계를 보여 주고 있다. 각각의 수치는 대기업과 중소기업으로 나누어져 있는데 대기업과 중소기업의 분류기준은 금융감독원의 분류기준을 사용하였으며, 분석의 모집단은 의무적으로 외부감사를 받아야 하는 외감기업 이상을 대상으로 하고 있다.

<표 1>을 이용하여 산업발전법상 구조조정 대상기업의 수와 자산규모를 대략적으로 추정해 보면, 구조조정 대상기업의 수는 2,349개이며 이들의 자산총액은 111조 원에 달한다. 중소기업과 대기를 비교해 보면 전체 구조조정 대상기업 중 중소기업이 차지하는 비중이 약 절반임을 알 수 있다. 자본금이 전액잠식된 대기업은 99개 사인 반면, 중소기업은 912개 사로 약 10배에 달한다. 자산규모로는 대기업의 평균자산액은 1,396억 원이고 중소기업의 평균자산액은 235억 원이다. 자본금이 전액잠식당한 대기업들의 총자산은 13조 8,000억 원이지만 동

〈표 1〉 자본잠식기업과 부채비율이 동종업계 150% 이상이거나 부분잠식된 기업
(2004년 7월 말 현재, 단위: 억 원, 개)

구 분			업체수	자본금	자 본	자 산	매출액	당기순이익
자본전액잠식	대 기 업	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
	전 체	총계	1,011	160,062	-266,375	352,662	266,065	-78,053
		평균		158	-263	349	263	-77
부채비율 동종업계 150%이거나 부분잠식	대 기 업	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
	전 체	총계	1,338	127,045	133,569	759,873	856,613	2,400
		평균		95	100	568	640	2

자료: 한국기업구조조정전문회사협회.

〈표 2〉 최근 2년 연속 영업손실 발생기업
(2004년 7월 말 현재, 단위: 억 원, 개)

구 분		업체수	자본금	자 본	자 산	매출액	당기순이익
대 기 업	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
전 체	총계	1,572	190,345	23,108	560,220	334,450	-92,561
	평균		121	15	356	213	-59

자료: 한국기업구조조정전문회사협회.

일한 상태의 중소기업 총자산은 21조 4,000억 원에 달한다. 부채비율이 동종업계의 150% 이상이거나 자본금이 부분적으로 잠식된 기업의 경우에서도 비슷한 분포를 보이고 있다. 중소기업은 1,193개 기업이 평균자산 263억 원을 보유하고 있으며, 대기업은 145개 기업이 평균 3,077억 원의 자산을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 총자산규모로 보면 중소기업과 대기업이 각각 31조 3,000억 원과 44조 6,000억 원의 분포를 보이고 있다.

〈표 2〉에는 개정된 산업발전법 시행령에 추가된 최근 2년 연속 영업손실 발생기업들에 관한 통계가 나타나 있다. 최근 2년 연속으로 영업손실을 경험한 대기업은 169개 사이며 총 27조 원의 자산을 보유하고 있다. 중소기업의 경우에는 1,403개 기업이 총 28조 원의 자산을 보유하고 있는 것으로 나타나고 있다. 〈표 1〉에 포함된 기업과 〈표 2〉에 포함된 기업 간에 중복이 있을 수는 있지만 산업발전법 시행령의 개정으로 우리 나라 구조조정 대상기업은 크게 늘어났다고 볼 수 있을 것이다.

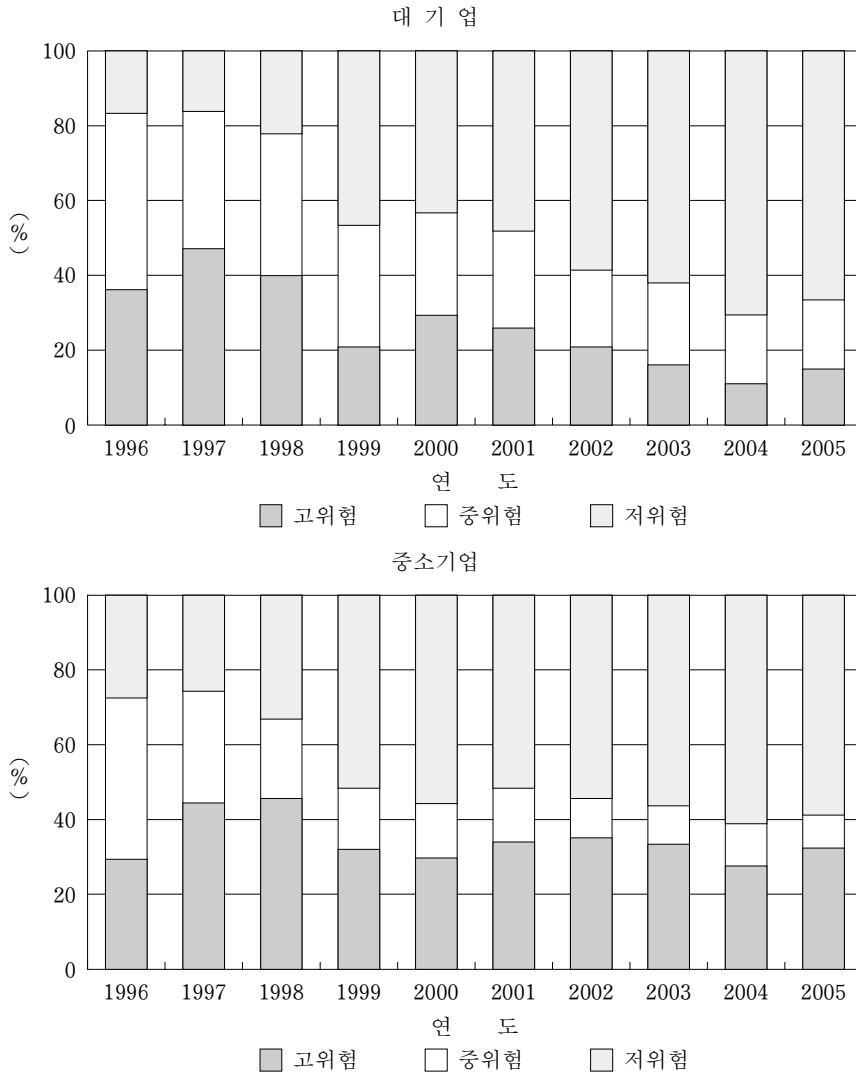
2. 전이행렬을 통한 예측

이번 항에서는 우리 나라 구조조정시장의 변화를 예측하기 위해 한국은행의 『금융안정보고서』에 나타난 기업의 신용위험등급 전이행렬(transition matrix)을 이용하여 분석해 보고자 한다. 『금융안정보고서』는 거래소와 코스닥에 등록된 기업들의 신용위험 등급을 고위험, 중위험, 저위험으로 분류하여 그 분포를 보고하고 있으며, 또한 기업의 위험등급이 1년 동안 변동되는 비율을 나타내는 전이행렬을 보고하고 있다.

우선 〈그림 1〉에 나타난 위험등급의 분포변화를 보면 1997년 외환위기 이후 계속 줄어들던 ‘고위험’ 분류기업이 2005년 들어 증가하는 양상을 보이고 있다. 대기업의 경우 2004년에 12.1%에서 2005년에 15.4%로 높아졌으며 중소기업은 27.7%에서 32.2%로 높아졌다.

〈표 3〉과 〈표 4〉는 2003년과 2005년에 기업의 신용위험 등급의 전이행렬을 보여 주고 있다.¹⁾ 대기업의 경우 2002년에 ‘중위험’으로 분류되었던 대기업의 10.6%가 2003년에는 ‘고위험’으로 분류되었으며, 2002년에 ‘저위험’이었던 대기업의 10.3%가 ‘고위험’으로, 15.3%가 ‘중위험’으로 분류되어 신용상태가 악화되는 비율이 상당히 높은 것을 볼 수 있다. 2005년에는 저위험기업이 중위험 또는 고위험으로 바뀌는 비율은 줄었으나 중위험기업이 고위험으로 변동하는 비율은 28.9%로 증가하고 있다. 중소기업의 경우에는 신용상태가 악화되는 비율이 더 크게 나타나고 있다. 2002년에 중위험에서 2003년에 고위험으로 분류되는 비율이 33.7%에 달하며, 저위험에서 중위험 또는 고위험으로 분류되는 비율이 각각 14.3%와 17.5%임을 볼 수 있다. 2005년에는 저위험기업이 중위험 또

1) 한국은행 『금융안정보고서』는 매년 전이행렬을 발표하고 있으나 본 논문에서는 비교분석을 위해 처음 발표된 전이행렬과 가장 최근의 행렬만을 사용하기로 한다.



자료: 한국은행, 『금융안정보고서』 제7호, 2006.

〈그림 1〉 신용위험별 기업비중 추이

는 고위험으로 악화되는 비율은 각각 7.5%와 16.1%로 줄어들었으나, 대기업의 경우와 같이 중위험에서 고위험으로 악화되는 비율은 41.7%로 증가하는 양상을 보이고 있다.

전이행렬을 이용하면 우리 나라 기업들의 장기적인 도산위험 등급분포를 추정할 수 있다. 전이행렬의 좌하행렬(lower triangular matrix)은 경영상태가 개선

〈표 3〉 대기업 위험등급의 전이행렬

(단위: %)

2002 \ 2003	2003			2002 \ 2004	2004		
	저위험	중위험	고위험		저위험	중위험	고위험
저위험	74.4	15.3	10.3	저위험	83.1	12.0	4.9
중위험	22.9	65.5	10.6	중위험	27.7	43.4	28.9
고위험	20.8	23.6	55.6	고위험	34.0	17.0	49.1

자료: 한국은행, 『금융안정보고서』 제2호(2003), 제7호(2006).

〈표 4〉 중소기업 위험등급의 전이행렬

(단위: %)

2002 \ 2003	2003			2002 \ 2004	2004		
	저위험	중위험	고위험		저위험	중위험	고위험
저위험	68.3	14.3	17.5	저위험	76.4	7.5	16.1
중위험	21.9	44.4	33.7	중위험	34.5	23.8	41.7
고위험	17.0	13.4	69.6	고위험	28.6	6.1	65.3

자료: 한국은행, 『금융안정보고서』 제2호(2003), 제7호(2006).

되는 비율을 나타내고 우상행렬(upper triangular matrix)은 경영상태가 악화되는 비율을 나타낸다. 따라서 대각행렬(diagonal matrix)을 제외한 두 삼각행렬의 원소들의 차이가 경영상태가 개선되는 속도에 대한 정보를 담고 있는 것이다. 이러한 개선속도의 장기적 변화는 행렬의 특이치(eigenvalues)를 이용하면 쉽게 분석할 수 있다.

우선 현재의 위험등급분포를 벡터 x_0 로 나타내면 $x_0 = \{x_0^1, x_0^2, x_0^3\}$ 이 된다. 여기서 상첨자(superscript)는 위험등급을 나타내며 1은 저위험, 2는 중위험, 3은 고위험을 나타내는 것으로 한다. 〈표 3〉과 〈표 4〉에 나타난 행렬을 A 라 하면 1년 후의 위험등급분포 x_1 은 $A'x_0$ 가 된다. 동일한 방법으로 현재부터 n 년도 후의 분포는 다음과 같이 된다.

$$x_n = A'x_{n-1} = A'^2x_{n-2} = \dots = A'^nx_0.$$

행렬분해(matrix decomposition)를 이용하면 이 계산이 용이하게 되어질 수 있다. 행렬 A' 은 정방행렬(square matrix)이므로 $A' = PDP^{-1}$ 로 분할(decompose)할 수 있다. 여기서 행렬 D 는 대각행렬로 대각원소들은 행렬의 특이치가 되고 비대각원소들은 모두 0으로 구성되어 있다.²⁾ 따라서 위 식의 A'^n 은 다음과 같이

나타내질 수 있다.

$$A'^n = PDP^{-1}PDP^{-1} \dots PDP^{-1} \\ = PD^nP^{-1}.$$

행렬 D 는 대각행렬이므로 D^n 은 다음과 같이 대각원소들만을 곱해준 형태로 나타난다.

$$D^n = \begin{bmatrix} \lambda_1^n & 0 & 0 \\ 0 & \lambda_2^n & 0 \\ 0 & 0 & \lambda_3^n \end{bmatrix}.$$

여기서 $\lambda_i (i=1, 2, 3)$ 는 행렬 A' 의 특이치를 나타낸다.

그런데 행렬 A' 은 전이행렬이므로 두 가지 조건을 만족한다. 첫째, 모든 원소는 0보다 크고 1보다 작다. 둘째, 행렬의 원소들은 각 위험등급에 해당하는 기업들이 1년 후에 다른 상태로 변화하는 분포를 나타내므로 각 행의 원소들의 합은 항상 1이 된다. 이 두 가지 조건에 의해 행렬 A' 의 특성치는 모두 0과 1 사이에 있으며 가장 큰 특성치는 항상 1이 된다. 따라서 장기적으로, 즉 n 이 무한히 커질 경우 D^n 은 대각원소 중 하나만 1이고 나머지 모든 원소가 0인 행렬로 수렴하게 된다. 따라서 위험등급의 장기적인 분포는 다음과 같이 추정되어질 수 있다.

$$\lim_{n \rightarrow \infty} x_n = P \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 \end{bmatrix} P^{-1} x_0.$$

<표 5>는 위와 같은 방법으로 추정한 우리 나라 기업들의 장기적 위험등급 분포를 보여 주고 있다.³⁾ 비교를 위하여 초기분포와 장기분포를 같이 제시하였다. 2003년 자료를 이용한 경우보다 2005년 자료를 사용한 경우가 장기적으로 고위험기업이 줄고 저위험기업이 증가하는 양상을 보인다. 2003년 전이행렬을

2) 이러한 행렬의 분해(decomposition)는 행렬의 특이치가 모두 서로 다른 실수일 경우에만 성립한다. 여기서 사용된 전이행렬들은 모두 서로 다른 특이치를 보유하고 있는 것으로 나타났다.

3) 전이행렬의 안정성(stationarity)을 위하여 『금융안정보고서』에 발표된 전이행렬들의 평균을 사용할 수도 있다. 전이행렬들의 평균을 사용하는 경우 장기분포는 <표 5>에 보고한 두 경우의 평균과 유사하게 나타났다.

〈표 5〉 도산위험등급의 장기적 분포

(단위: %)

	대 기업				중소기업			
	2002→2003 행렬		2004→2005 행렬		2002→2003 행렬		2004→2005 행렬	
	초기분포	장기분포	초기분포	장기분포	초기분포	장기분포	초기분포	장기분포
저위험	44.7	46.4	70.6	64.4	48.5	36.9	62.4	55.7
중위험	39.4	34.6	17.9	18.7	22.8	19.9	10.6	8.4
고위험	15.9	19.0	11.5	16.8	28.7	43.2	27.0	35.9

사용하는 경우에 대기업의 19%, 중소기업의 43.2% 정도가 장기적으로 고위험 상태에 있을 것으로 예상할 수 있으나, 2006년 발표된 전이행렬을 사용하면 각각 약 16.8%, 35.9%로 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 모든 경우에 초기의 분포보다 장기분포에 있어서 저위험비율이 줄고 고위험비율이 증가하는 것을 보면 장기적으로 우리 나라의 구조조정 대상기업들은 증가할 것으로 예상할 수 있다.

Ⅲ. 기업구조조정조합의 행태

이번 절에서는 기업구조조정조합의 행태분석을 통해 향후 우리 나라 기업구조조정시장의 활성화를 위한 시사점을 얻고자 한다.

1. 기업구조조정조합 개요

기업구조조정조합(CRCF)은 기업구조조정전문회사(CRC)와 일반투자자들이 출자하여 구조조정 대상기업에 투자하여 해당 기업의 구조조정을 유도하고 기업 가치를 높인 후 매각하여 수익을 얻는 것을 목적으로 하는 민법상의 조합을 말한다. 일반투자자들을 대상으로 자금을 조달하며 고위험이라 할 수 있는 구조조정 대상기업에 투자한다는 면에서 외국의 벌처펀드(vulture fund)나 우리나라에 2004년에 도입된 사모투자전문회사(PEF)와 유사한 형태라 할 수 있다.

CRCF는 주요 업무를 관장하는 CRC가 업무집행조합원이 되어야 하며, 최소 10억 원 이상의 출자금 중 최소 5% 이상을 업무집행조합원인 CRC가 출자해야

〈표 6〉 기업구조조정조합의 연도별 결성 및 해산현황(2003년 12월 말 현재)

(단위: 백만 원, 개)

연도	결성 조합수	결성 조합규모	해산 조합수	해산 조합규모	영업중인 조합수	영업중인 조합규모
1999	3	245,320	3	245,320	0	0
2000	14	274,500	10	187,600	4	86,900
2001	39	327,204	33	225,823	6	101,381
2002	59	616,176	39	281,037	20	335,139
2003	31	473,324	8	32,470	23	440,854
합계	146	1,936,524	93	972,250	53	964,274

한다는 제약이 있다.⁴⁾ 그러나 자산운용에 있어서는 CRCF가 자체적으로 기금을 운용할 수 있으며, 산업발전법에서 정하는 구조조정 대상기업의 유가증권이나 자산에 투자할 수 있다. 산업발전법에서는 CRCF가 전체 투자금의 20% 이상을 부실기업의 인수와 인수한 기업의 경영정상화에 투자해야 한다는 핵심 업무비율의 제한규정이 있다.

CRCF는 금융감독위원회에 등록신청을 하여야 하며 매년 결산서 및 영업보고서를 금융감독위원회에 제출하여야 한다. 이 절의 분석에 사용된 자료도 CRCF들이 제출한 영업보고서를 통해 얻어졌다.

〈표 6〉에서 보는 바와 같이 1999년 CRCF 영업이 시작된 이래 2003년 말까지 총 146개의 CRCF가 등록되었다. 이 중 절반 정도인 93개가 이미 해산되었으며 2003년 말 현재 53개 조합이 활동중이다. 총조합결성규모는 1조 9,365억 원이며 이미 해산된 조합을 제외하면 총규모는 9,642억 원에 달한다. 결성된 조합들의 평균규모는 약 123억 원으로 최소요건인 10억 원을 훨씬 상회하고 있는 것을 알 수 있다.

〈표 7〉은 조합규모별로 조합의 수와 평균 조합원수를 보여 주고 있다. 표에서 보는 바와 같이 10억~50억 사이가 57개로 전체의 44%를 차지하고 있다. 조합규모가 커지면 그 수도 감소하는 양상을 보이고 있으나 200억 원 이상인 조합도 16개에 달해 전체의 13%를 차지하고 있다. 규모가 500억 원 이상인 조합은 5개로 나타났으며 이 중 2개의 조합은 조합규모가 1,000억 원 이상인 것으로 나타났다. 규모가 1,000억 원이 넘는 2개의 조합은 공모에 의해 조성된 조합이며 나머지는 모두 사모형태로 모집되었다.

4) CRCF 외에 기업구조조정전문회사(CRC)의 업무나 투자에 대해서는 이창용·이병근(2003) 참조.

〈표 7〉 구조조정조합의 평균조합원수(2003년 12월 말 현재)

조합규모	조합수(비중)	조합원수(전체평균)	조합원수(사모평균)
10억~50억	57(44%)	16.3	16.3
50억~100억	29(22%)	23.7	23.7
100억~150억	16(13%)	20.6	20.6
150억~200억	10(8%)	20.9	20.9
200억 이상	16(13%)	357.5	10.5
전 체	128(100%)	71.4	18.4

구조조정조합의 조합원수를 살펴보면 전체평균은 71.4명으로 나타났다. 그런데 전체조합 중 2개의 조합이 공모에 의해 결성되었는데 이들의 조합원수는 1,000명이 넘는다. 이 두 공모조합을 제외하고 사모에 의해 결성된 조합들만을 보면 평균조합원수는 18.4명에 불과하다.

규모별로 나누어 살펴보면 조합규모가 50억에서 100억 사이인 조합의 조합원수가 가장 많은 23.7명으로 나타났다. 10억~50억 사이의 소규모 조합은 16.3명으로 나타났으며, 100억~200억 사이 규모의 조합의 경우는 조합원수가 20여명으로 50억~100억의 경우보다 오히려 줄어드는 것을 알 수 있다. 조합규모가 200억이 넘는 대규모 조합에 있어서는 조합원수가 더욱 줄어 공모조합을 제외하면 평균 10.5명에 불과하다. 대규모 조합을 결성하는 경우 업무집행조합원을 비롯하여 일부 대주주들이 많은 금액을 출자하여 결성된다는 것을 알 수 있다.

2. CRCF의 투자행태

우선 CRCF들의 총투자금액을 〈표 8〉을 통해 살펴보면 1999년부터 2003년 말까지 총 320개 기업에 대해 1조 5,509억 원이 투자되었다. 금액기준으로 보면 법정관리기업에 가장 많이 투자되었으며 다음으로는 화의기업, 자본잠식기업, 부채비율초과기업, 부도기업 순으로 나타나고 있다. 그러나 투자기업수로 보면 법정관리 다음으로 자본잠식기업이 가장 많고 다음으로 화의기업, 부채비율초과기업, 부도기업 순이 된다.

투자대상기업에 대한 투자방법은 보통주 인수, 부실채권, BW, CB, 회사채 등 채권인수, 그리고 자금대여 등으로 나누어 볼 수 있다. 〈표 9〉에서 보는 바와 같이 전체적으로 주식을 인수하는 것이 약 70%(금액기준)를 차지하고 있고, 나

〈표 8〉 CRCF의 투자대상기업의 상태별 최초 투입액 및 건수
(1999~2003년, 단위: 백만 원, 건수)

	법정관리	자본잠식	부도	화의	부채비율 과다	워크아웃	기타	합계
투자금액	499,788	303,144	60,228	354,663	144,294	23,829	164,991	1,550,940
투자건수	101	80	12	66	18	10	33	320

주: 투자자산별로 최초 투입액임.

〈표 9〉 CRCF들의 투자유형별 분포: 금액 및 기업수
(1999~2003년, 단위: 백만 원, 건수)

	보통주	회사채	부실채권	CB/BW	대여금	기타	합계
투자금액	1,099,393	104,698	96,849	199,413	26,990	23,598	1,550,940
투자기업수	200	28	23	46	16	7	320

주: 투자자산별로 최초 투입액임.

〈표 10〉 CRCF 투자대상기업들의 상장 여부별 분포: 금액 및 기업수
(1999~2003년, 단위: 백만 원, 개)

	거래소	코스닥	기타	합계
투자금액	608,023	205,111	825,287	1,638,422
투자기업수	130	40	174	344

머지는 채권인수와 자금대여 형태를 취하고 있다.

〈표 10〉에는 투자대상기업들의 상장구분별 분포가 제시되고 있다. 전체적으로 비상장업체에 대한 투자가 가장 많아 약 55%를 차지하고 있으며, 다음으로 거래소 상장기업이 31%, 코스닥기업이 14%를 차지하고 있다.

3. 구조조정성과

CRCF들의 구조조정성과는 두 가지로 분석할 수 있었다. 하나는 투자대상기업이 현재 정상화되었는지 여부를 통해 평가할 수 있으며, 다른 하나는 조합의 이익실현 정도를 통해 평가해 볼 수 있다.

〈표 11〉은 자료수집이 가능한 74개 투자대상기업 자료를 이용하여 이들이 정상화되었는지 여부를 해당 기업의 특성변수들에 회귀분석한 결과이다. 정상화된 경우를 1로 두고, 그렇지 않은 경우를 0으로 하여 프로빗(probit) 분석을 실시

〈표 11〉 투자대상기업의 정상화 여부에 대한 프로빗 분석결과

종속변수: 투자대상기업이 정상화된 경우=1		
변 수	추정계수	표준오차
상 수	-1.8374*	0.9826
투자금액	-0.0045*	0.0026
부채비율	0.0059	0.0080
IT기업=1	-0.3685	0.6537
제조업=1	0.9443*	0.5485
투자기간	0.0014	0.0010
상장=1(거래소, 코스닥)	0.7198	0.5974
투자당시 법정관리=1	0.2169	0.6586
투자당시 화의=1	0.6036	0.7932
주식매입=1	1.1965**	0.4689
log likelihood = -21.6181		

주: *와 **는 각각 5%와 10% 유의수준에서 유의함을 표시.

하였다. 설명변수로는 투자금액, 투자대상기업의 부채비율, IT기업 더미, 제조업 더미, 투자기간, 상장더미, 투자당시 상태, 지분참여 더미 등을 사용하였다.

추정결과 계수들의 유의성이 그리 높지 않은 것으로 나타났다. 이는 투자대상기업들의 특성 간에 차이가 커서 오차가 크게 추정되었기 때문으로 예상된다. 따라서 추정계수의 값보다 추정된 부호들만을 이용해 결과를 해석해 보고자 한다.

우선 투자금액이 클수록 정상화 속도는 늦어지는 것으로 나타났다. 투자금액이 클수록 부실규모가 큰 것으로 본다면 규모가 큰 부실기업일수록 회복속도가 더딘 것으로 해석할 수 있다. 업종과의 관계를 보면 제조업일수록 정상화 가능성이 더 높지만, IT기업일수록 정상화가 더 어려웠던 것을 알 수 있다. 초기 IT산업의 무분별한 육성의 결과로 구조조정도 더디게 이루어진다고 볼 수 있다. 투자기간이 길수록 정상화 가능성이 높은 것은 당연한 것으로 보여진다. 그리고 거래소나 코스닥에 상장된 기업일수록 정상화가 쉽게 이루어지는 것은 그 기업들이 상장되기 위해 가졌던 경쟁력이 있기 때문으로 보인다. 또한 투자당시에 기업이 법정관리나 화의상태에 있는 기업들이 여타 상태(자본잠식, 부도, 부채과다 등)에 있는 기업들보다 정상화 가능성이 높은 것으로 나타났다. 아마

〈표 12〉 기업구조조정조합(CRCF)의 순이익률(당기순이익/자본금) 회귀분석

종속변수: CRCF의 당기순이익/자본금

변 수	전체 조합($n=43$)		당기순이익>0($n=22$)	
	추정계수	표준오차	추정계수	표준오차
상 수	0.1464	0.0873	0.3011	0.1784
존속기간	-0.0131	0.0301	-0.0334	0.0488
조기해산가능=1	0.0119	0.0579	0.0445	0.0994
성과보수비율	-0.4682	0.3490	-0.0102	0.7192
책임CRC지분비율	0.0054	0.0886	0.0487	0.1476
R^2	0.0749		0.1326	

도 법정관리나 화의 등 공식적인 법적 절차를 밟고 있는 기업들이 자본잠식이거나 부채과다 등 단순히 구조조정이 필요한 상태에 놓여 있는 기업들보다 경영권 확보나 구조조정 작업수행이 용이하기 때문으로 볼 수 있다. 마지막으로 투자대상기업의 주식을 매입했는지를 나타내는 더미변수는 전체 변수들 중 가장 유의성이 있는 것으로 나타났다. 이는 주식인수가 다른 방법(부실채권 인수, 자금공여 등)보다 확실한 구조조정의지를 보여 주기 때문이라 할 수 있다.

〈표 12〉는 구조조정조합의 당기순이익을 자본금으로 나눈 순이익률을 종속변수로 하여 이를 조합의 존속기간, 목표수익률 달성시 조기해산이 가능한지 여부를 나타내는 더미, 성과보수 지급비율, 업무집행조합원 CRC의 출자비율에 회귀분석한 결과이다. 2003년 말 제출된 재무제표를 기준으로 하였으며 상당수의 조합이 별 수익을 내지 못하거나 손실을 기록하고 있어 당기순이익이 0보다 큰 조합만을 이용하여 회귀분석한 결과도 같이 보고하고 있다.

두 경우 모두 R^2 값이 크지 않으며 계수들도 유의성이 별로 없는 것으로 나타났다. 이는 표본의 크기가 그리 크지 않고 조합들 사이에 차이가 커서 오차가 크게 추정되었기 때문인 것으로 보인다. 그래서 여기서도 계수의 값보다 계수의 부호가 주는 의미만을 논의하고자 한다. 조합의 존속기간과 업무집행조합원에 대한 성과보수를 지급하는 비율은 음(-)의 영향이 있음을 알 수 있다. 이는 조합의 존속기간이 오래된 것과 조합의 이익과 큰 상관이 없다는 것으로 볼 수 있으며, 성과보수를 많이 지급하는 것도 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 해석할 수 있다. 그보다는 목표수익률을 달성한 후 조기해산이 가능하다는 규약이 당기순이익에 더 긍정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 마지막으로

업무집행조합원이 되는 CRC의 지분비율을 높이는 것도 이익을 높이는 데 더 중요한 요인이 됨을 알 수 있다. 이는 자산운용을 책임지는 CRC의 지분비율이 높을수록 수익률 위주의 적극적인 투자를 하기 때문으로 해석할 수 있다.

4. 해산조합을 통한 분석

2003년 말 현재 총 146개 조합 중 약 60% 정도인 93개 조합이 해산되었다. 이들 해산조합이 해산시 실현한 수익률을 연율로 환산한 수익률 분포가 <표 13>에 나타나 있다. 해산조합의 평균수익률은 265%로 100% 이상의 고수익을 실현한 조합이 많음을 알 수 있다. 해산한 조합의 상당수가 목표수익률을 달성한 후 조기해산한 조합이기 때문에 평균수익률은 높게 나올 수밖에 없다.⁵⁾ 또한 이들의 높은 수익률은 부도위험이 높은 기업에 투자한 위험에 대한 보상이라고 볼 수도 있다. 그러나 <표 14>에서 보여지는 바와 같이 조합의 존속기간이 매우 짧은 것을 보면 일시적인 재무환경개선에 의한 시세차익일 것으로 예상할 수 있다.

조합의 존속기간을 보여 주는 <표 14>에서 보면 해산한 조합의 약 80%가 설정된 지 1년 이내에 해산한 것을 알 수 있다. 2년 이상 활동하고 해산한 조합은 전체의 4.8%에 불과하다. 이러한 짧은 존속기간은 실질적인 구조조정을 수행하기에는 부족하다고 볼 수 있다. 이는 조합들이 단기적인 수익위주의 자산운용에 치중했음을 보여 주는 것으로 해석될 수 있을 것이다.

<표 13> 해산조합의 연환산수익률 분포

(단위: 개, %)

	100% 이상	50~100%	30~50%	20~30%	10~20%	0~10%	0% 이하
조합수	35	11	3	6	5	18	12
비 중	38.9	12.2	3.3	6.7	5.6	20.0	13.3

<표 14> 해산조합의 존속기간 분포

(단위: 개, %)

	3개월 이하	3~6개월	6~12개월	1~2년	2년 이상
조합수	16	12	22	10	3
비 중	25.4	19.0	34.9	15.9	4.8

5) 목표수익률은 조합의 규약에 명시되어 있으며 수준은 조합별로 다르게 정해져 있다.

〈표 15〉 해산조합의 해산사유별 분포

(단위: 개, %)

	만기해산	목표수익률 달성	수익률 저조	CRC등록 반납·철회	미투자
조합수	2	42	12	4	6
비 중	3.0	63.6	18.2	6.1	9.1

조합들의 해산사유를 살펴보면 많은 조합이 조기에 해산한 것으로 나타났다. 해산사유에 대한 자료의 입수가 가능한 66개 해산조합의 해산사유별 분포가 〈표 15〉에 제시되어 있다. 전체 66개 조합 중 만기가 도래하여 해산한 조합은 2개에 불과하고 목표수익률을 달성하여 조기해산한 조합이 전체의 60%가 넘는다. 그러나 이 비율만으로 CRCF들이 일반적으로 조기에 목표수익률을 달성하고 해산되는 경향이 있는 것으로 보기는 어렵다. 왜냐하면, CRCF들이 활동한 기간이 그리 길지 않아 2003년 말에 이미 해산된 조합은 조기해산된 조합들일 수밖에 없기 때문이다. 또한 수익률이 저조하여 해산한 조합이 12개로 18%를 차지하고 있고, CRC가 등록을 철회하거나 반납함으로 인해 해산한 조합이 4개로 6%를 차지하고 있다. 그리고 상당기간 동안 투자가 이루어지지 않아 해산한 조합도 6개로 9.1%나 되고 있다.

해산사유를 비롯하여 다른 요인들이 조합들의 수익률에 미치는 영향을 살펴 보기 위하여 〈표 16〉과 같은 회귀분석을 실시하였다. 〈표 16〉은 해산조합의 수익률을 존속기간, 업무집행조합원 CRC의 지분비율, 조합규모, 만기해산 여부를 나타내는 더미, 목표수익률을 달성하고 해산했는지 여부를 나타내는 더미, 그리고 상당기간 투자가 이루어지지 않아 해산되었는지를 나타내는 더미변수에 회귀분석한 결과를 보여 주고 있다. 조기에 해산한 조합과 만기를 채우고 해산한 조합 사이에 존재할 수 있는 차이를 구분하기 위해 만기해산한 두 개의 조합을 제외하고 조기해산한 조합들만의 자료로 회귀분석한 결과도 같이 제시하였다.

회귀분석 결과를 보면 존속기간은 수익률과 아주 유의적인 음(-)의 관계를 보이고 있다. 다시 말해, 해산조합들은 존속기간이 짧을수록 높은 수익률을 실현한 것으로 볼 수 있다. 이는 조기에 목표수익률을 달성한 후 해산한 조합이 대부분인 것을 감안하면 당연한 결과라 할 수 있다. 만일 목표수익률을 달성하는 즉시 해산한다고 하면 존속기간이 길어지는 조합은 목표수익률보다 낮은 수익률을 실현하고 있다는 것이다. 그러나 〈표 14〉에 나타난 바와 같이 해산조합의 약 80%가 존속기간이 1년 미만인 것을 보면 이들 조합이 부실기업의 실질

〈표 16〉 해산조합의 수익률 회귀분석

종속변수: 수익률				
변 수	전체 해산조합($n=63$)		조기해산조합($n=61$)	
	추정계수	표준오차	추정계수	표준오차
상 수	2.1899	1.9719	1.8839	2.0870
존속기간	-0.0120***	0.0044	-0.0123***	0.0045
책임CRC지분비율	3.5885	4.8363	3.7118	4.8770
조합규모	0.0013	0.0034	0.0033	0.0054
만기해산=1	9.8620	6.6214		
목표수익률달성=1	4.1743**	1.9249	4.4101**	2.0006
미투자해산=1	-1.6777	2.8146	-1.5300	2.8511
R^2	0.2074		0.2059	

주: **와 ***는 각각 5%와 1%의 유의수준에서 유의함을 나타냄.

적인 구조조정에 기여했다고 보기는 어렵다. 오히려 부실기업을 인수한 후 일시적으로 자금을 지원하여 재무구조를 개선한 다음 발생하는 기업가치 상승에 따른 시세차익을 실현했을 것으로 예상된다.

업무집행조합원이 되는 CRC의 지분율은 유의적이지는 않지만 수익률에 양(+)의 효과를 미치고 있다. 이는 CRC의 지분이 높을수록 더 적극적인 이익실현 노력을 하는 것으로 볼 수 있다. 조합규모도 비유의적인 양(+)의 효과를 보이는데 이는 조합규모가 클수록 투자가능한 대상기업이 많아지고 다양한 투자를 할 수 있기 때문으로 해석할 수 있다.

종합해 보면 구조조정조합들은 비교적 짧은 시간 내에 높은 수익률을 실현한 후 해산하는 것으로 볼 수 있으며, 실적이 저조한 일부 조합들만 투자상태를 유지하다가 만기를 전후해서 해산한다고 할 수 있다. 조합의 이러한 고수익, 조기해산 경향은 기업구조조정이라는 당초의 목표보다 수익률 위주의 자산운용에만 치중한 것으로 해석할 수 있다.

IV. 기업구조조정 시장활성화와 PEF의 역할 강화를 위한 정책적 시사점

앞의 제Ⅱ절에서 분석한 바에 따르면 향후 우리 나라 기업구조조정 시장규모는 자산규모로 약 30~40조 원에 달할 것으로 예상된다. 한국은행의 『금융안정보고서』에서 신용위험이 ‘고위험’으로 분류된 기업이 그 대상기업이 될 것으로 예상한다면 장기적으로 대기업의 17~19%, 중소기업의 36~40% 정도가 기업구조조정의 대상이 될 수 있을 것으로 예상된다. 이는 확률적으로 어떤 기업도 미래에 구조조정의 대상이 될 가능성을 완전히 배제할 수 없음을 의미하며 따라서 기업의 경쟁력 강화를 위한 구조조정은 상시적으로 진행이 되어야 한다고 볼 수 있다.

그러나 기존의 기업구조조정기구들은 대부분 IMF 외환위기라는 특수한 상황에서 정해진 분야에 대한 사후처리를 목적으로 만들어졌기 때문에 기업의 경쟁력 강화라는 목적하에 상시적 구조조정이 필요한 향후의 구조조정시장에 이들이 적응하기에는 한계가 있을 것으로 보인다. 이에 반해 2004년 말에 도입된 사모투자전문회사(PEF)는 투자대상기업에 대한 제한이 없으며 구조조정을 위한 지분취득이 가능하기 때문에 상시적 구조조정이라는 기능을 수행할 수 있을 것으로 보인다. 따라서 향후 우리 나라 기업구조조정시장에서는 PEF가 주도적 역할을 할 것으로 보고 이번 절에서는 앞에서 분석한 내용을 토대로 PEF의 역할을 강화하기 위해 필요한 제도적 보완점을 논의하고자 한다.

재정경제부의 정의에 따르면 사모투자전문회사(PEF)는 투자자로부터 중·장기자금을 조달하여 기업주식 및 경영권 등에 투자하고 투자대상기업의 경영성과, 지배구조 개선 등을 통해 수익을 추구하는 펀드를 의미한다. 사모방식으로 자금을 조달하여 기업의 주식과 경영권에 투자하여 기업가치를 높여 수익을 실현한다는 면에서 CRCF와 유사하다고 할 수 있다. CRCF가 산업발전법에서 정의하는 구조조정 대상기업에만 투자할 수 있었는데 반해, PEF는 모든 기업에 대한 투자를 허용하고 있지만 인수대상기업의 가치를 높여 이익을 실현하기 때문에 자연히 정상기업보다는 구조조정이 필요한 기업에 투자하게 될 것으로 예상할 수 있다. 따라서 앞에서 언급한 바와 같이 상시적인 구조조정역할을 수행하기에 적절한 기관이라 할 수 있다.

그러나 이들이 실질적인 기업구조조정의 역할을 수행하도록 하기 위해서는

몇 가지 제도적 장치가 마련되어야 할 것이다. 첫째, 가장 필요한 것은 이들이 포트폴리오 투자에 치중하지 못하도록 방지하는 제도적 장치를 마련해야 한다. PEF들은 M&A, 경영권 참여, SOC 투자 등을 위한 모든 유가증권 취득이 가능하다. 원칙적으로 PEF의 업무범위에 순수한 포트폴리오 투자는 제외되고 있으며, 투자대상 기업주식의 10% 이상을 취득하고 임원선임 등을 통해 경영에 사실상의 영향력을 행사하는 투자 등으로 업무범위를 한정하고 있다. CRCF에 대해서도 원칙적으로 순수한 포트폴리오 투자는 금지되어 있었다. 그러나 제Ⅲ절에서 CRCF들의 행태분석을 통해 보았듯이, CRCF들은 대상기업을 인수하여 재무제표상의 여건 개선만으로 기업가치를 올린 후 단기간에 매각하는 전략을 취함으로써 실질적인 구조조정보다는 시세차익만을 추구하는 포트폴리오 투자와 유사한 행위를 한 것으로 나타났다. 따라서 PEF에 대해서도 이러한 포트폴리오 투자와 유사한 행위를 제한할 수 있는 장치가 마련되어야 할 것이다. 현재 6개월로 되어 있는 인수기업 주식의 최소 보유기간을 실질적인 구조조정이 될 수 있는 기간으로 연장하는 것도 하나의 방편이 될 수 있을 것이다.

둘째, PEF들이 적극적이며 책임성 있게 자산을 운용하도록 유도하는 장치가 필요하다. CRCF의 수익률 분석에서 나타난 바와 같이 업무집행조합원이 되는 CRC의 지분비율이 높을수록 높은 수익률을 내고 있다. 일종의 책임비율로 볼 수 있는 CRC의 지분비율이 수익률에 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 물론 이 수익이 포트폴리오 투자와 유사한 행위에 의한 것이라 할지라도 책임비율이 높을수록 보다 건실한 자산운용이 될 것으로 예상할 수 있다. CRCF 행태분석에서 나타난 또 다른 결과는 주식인수 등 적극적인 구조조정의지를 보이는 경우 인수기업의 정상화 가능성이 높아지는 것으로 나타났다. 따라서 PEF에 대해서도 무한책임사원(general partner) 지분비율을 정하는 등의 제도를 통해 보다 건전한 자산운용과 실질적인 구조조정을 수행할 수 있도록 유도해야 할 것이다.

셋째, 실질적인 구조조정을 위해 경영권 인수와 구조조정과의 관계를 확일적으로 부과하지 말아야 할 것이다. PEF의 업무범위는 주식의 10% 이상 인수, 임원선임 등을 통하여 경영권에 사실상 영향력을 행사하는 투자 등에 한정하고 있다. CRCF의 구조조정성과에 대한 프로빗(probit) 분석을 살펴보면 법정관리나 화의와 같이 법적절차를 밟고 있는 기업들의 주식을 매입하는 경우에 구조조정 대상기업이 정상화되는 확률이 높아지는 것으로 나타났다. 공식적인 절차를 밟고 있는 기업들은 주식인수를 통해 경영권을 확보하는 것이 용이하고 경영권을

확보할 경우 구조조정 작업수행이 효율적으로 진행될 수 있기 때문에 볼 수 있다. 그러나 향후의 구조조정시장은 부실징후기업에 대한 상시적인 구조조정이 중요하게 된다. 특히, 경영권 방어에 대한 욕구가 강한 중소기업이 주요 대상이 되는 경우 경영권 인수에 대한 제한은 오히려 구조조정시장을 제약하는 걸림돌이 될 수도 있을 것이다.

이 밖에도 PEF들의 자산운용 주체 선정에 있어서도 투자자문사나 증권회사와 같은 일반 금융자산운용사보다 채무재조정, 인력구조조정, 사업성과 제고, 경영진 파견 등 기업구조조정에 전문성을 가진 인력이나 기관이 선정될 수 있도록 제도적 장치가 마련되어야 할 것이다.

V. 결 론

향후 우리 나라 기업구조조정시장은 많은 변화를 겪게 될 것으로 예상된다. 구조조정의 대상이 되는 기업과 구조조정을 수행할 주체가 현재와는 사뭇 달라질 것으로 보인다. 지금까지의 구조조정시장이 부실화된 기업들에 대한 사후처리시장이었다고 한다면 미래에는 부실징후기업에 대한 사전적 구조조정이 상시적으로 이루어질 것으로 예상된다. 정부에서도 이러한 변화에 발맞추어 사모투자전문회사(PEF)제도를 도입하였다. PEF는 기존의 기업구조조정기구들에 비해 자본의 조달이나 운용에 있어서 상당히 자유로운 기구이다. 따라서 부실기업의 사후처리라는 목적하에 만들어졌던 기존의 기구들보다 부실징후기업의 상시적 구조조정이라는 미래의 역할을 훨씬 잘 수행할 수 있을 것으로 예상된다.

그러나 PEF들이 부실징후기업의 경쟁력 강화라는 실질적인 구조조정역할을 수행하도록 하기 위해서는 이들이 포트폴리오 투자와 유사한 투자행위를 하지 못하도록 하는 제도적 장치가 마련되어야 한다. 또한 책임 있는 투자행위를 유도할 수 있도록 무한책임사원의 최소 출자비율과 같은 제도도 필요할 것으로 보인다. 아울러 이들이 구조조정작업을 수행하는 데 장애요인이 될 수 있는 경영권 인수와 같은 제한은 완화되어야 할 것으로 보인다.

이러한 제도적인 보완이 적절히 이루어진다면 PEF들이 원래의 제도도입 목적대로 다양한 형태의 부실기업 구조조정에 전념하는 건전한 영업행위를 할 수 있을 것이며, 그럴 경우 기업구조조정시장은 활성화되고 우리 나라 기업들의 경쟁력이 한층 제고될 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- 김경수, 「국내외 부실채권시장의 현황과 시사점」, 『부실채권시장과 효율적 정리 방안』 심포지움, 한국개발연구원·한국증권연구원, 2001. 3. 14.
- 김성수, 「구조조정기구의 구조조정」, 한국신용정보(NICE) Special Report, 2004. 4.
- 김인준·이창용·이병근, 「기업구조조정기구의 재편방안」, 『경제논집』 제44권 제3·4호, 서울대학교 경제연구소, 2005. 12.
- 김종갑, 「향후 기업구조조정전문회사(CRC) 제도운영 및 정책방향」, 한국CRC 협의회 추계 워크샵자료, 2001. 11. 9.
- 김형태, 『벌처펀드(Vulture fund)의 투자전략 분석』, 한국증권연구원, 1998. 6.
- _____, 『구조조정시장: 자본시장의 프론티어』, 한국증권연구원, 2001. 2.
- _____, 「부실채권정리의 성과와 과제」, 『부실채권시장과 효율적 정리방안』 심포지움, 한국개발연구원·한국증권연구원, 2001. 3. 14.
- 산업자원부, 기업구조조정전문회사 관련 보도자료, 수시.
- 오세현, 「기업개선작업(Workout)의 진행과 성과에 대한 평가」, 서울대학교 경제학과 석사학위논문, 2001. 8.
- 이창용, Private Equity Fund 제도 도입과 CRC의 발전방안, 한국채권연구원·한국기업구조조정전문회사협회, 2004. 6.
- 이창용·이병근, 「우리나라 기업구조조정전문회사(CRC)의 영업행태에 관한 연구」, 『한국경제의 분석』 제9권 제2호, 2003. 8.
- 재정경제부 보도참고자료, 간접투자자산운용법 개정방향 마련, 2004. 5.
- 한국개발연구원, 『국내외 부실채권 정리기능 강화방안 연구』, 2001. 12.
- 한국은행, 『금융안정보고서』, 각호.
- 한국자산관리공사, 『아시아 태평양 부실채권포럼 백서』, 2001. 3.
- _____, 『부실채권정리백서』, 2001. 12.
- Alex Bance, “Why and How to Invest in Private Equity,” EVCA Special Paper, 2003.
- Chen, L., “Prospects and Risks of Investing in Asian Distressed Debt,” *Real estate finance*, 18, Part 3, 2001, 61~72.
- Connor, John D., “Finding Value In Distressed Properties: A Case Study,” *The Journal of Corporate Renewal*, Vol. 14. No. 5, from <http://www.abtv.com>

Lee, Allen, "Distressed debts, profitable investments," *Asian Venture Capital Journal*, December 2001, 11~13.

Mekenkamp, J., "Trading and Recovery of Distressed Emerging Markets' Trade Debt," *Business Credit*, 103, Part 1, 2001, 55~57.

Molyneaux, Miles, "The Future Role of the Turnaround Specialist," <http://www.parkland.com>

[Abstract]

On Some Measures to Boost the Corporate Restructuring Market in Korea

Byung-Kun Rhee · Changyong Rhee

After analysing the future prospects of the corporate restructuring market, we suggest some measures to boost the restructuring market. Through the analysis of the transition matrices of credit risks of firms, about 15 to 20 percent of large enterprises and from 35 to 40 percent of small and medium sized firms have a non-negligible probability of becoming insolvent. The analysis of the behaviour of Corporate Restructuring Company Funds shows that they focus on the portfolio investment rather than on the restructuring itself. Therefore, to lead the newly introduced Private Equity Funds to perform the effective restructuring business the government has to put some measures such as increasing minimum holding period for the acquired equity of distressed firms and imposing minimum investment share for general partners.

Keywords: corporate restructuring, private equity fund

JEL Classification: G34