

한라그룹 구조조정 성공 사례*

최두열

한국기술교육대학교 산업경영학부 교수
(dychoi@kut.ac.kr)

본 연구는 IMF 당시 부도를 맞이하였으나 다른 부도 대기업 집단과는 달리 조기에 구조조정에 성공한 한라그룹 구조조정 과정에 대한 사례 분석이다. Rothschild Restructuring Program에 따라 한라그룹은 계열사 상호간 연결 고리를 끊기 위하여 채권단이 그룹 계열사간의 상호지급보증과 관련된 부채를 대폭 삭감해주는 대신 한라그룹은 나머지 부채를 신속하게 외자를 도입하여 일시에 상환해주는 '현가화변제방식' 방식을 사용하여 서로 얽혀 있는 계열사들을 조기에 분리하였다. 분리된 계열사들을 대상으로 경영권 유지를 포기한 구경영진이 구조조정에 있어서 강력한 주도권을 행사하면서 M&A 방식으로 외국의 우수한 전략적 투자자 및 금융 투자자들에게 기업을 매각하여 채무를 상환함에 따라 그룹은 해체되었으나 계열사들은 조기에 구조조정에 성공할 수 있었다. 이 과정이 제시하는 정책적 시사점은 대기업집단 구조조정시에 외자유치를 통한 '현가화변제방식'이 효율적 방식이라는 점과 DIP에 의한 구조조정 시스템이 한국적 현실에서 효과적일 수 있다는 점이다.

주제어: 기업구조조정, 한라그룹, Rothschild Restructuring Program, DIP

1. 서론

국내 초유의 외환위기 와중에 삼미, 한보, 기아 등의 국내의 대기업집단들은 연쇄적으로 부실화된 바 있다. 당시 초대형 대기업군의 부실화에 대하여 국내 금융 시스템 및 구조조정 시스템은 전혀 대처할 수 없는 시스템이었고 이들 초대형 기업군은 부실화하면서 국민경제에 막대한 충격을 안겨 준 바 있다.

그런데 당시 국내의 척박한 기업구조조정 환경에서도 부도난 초대형 기업 집단이 스스로의 자구 노력에 의하여 조기에 성공적으로 회생한 사례로 한라그룹의 구조조정 사례가 있다. 부도 당시 한라그룹은 파다 채무와 상호 지급 보증 등으로 얽혀 있어 당시 부도를 맞이한 초대형 기업집단의 전형적인 형태를 가지고 있었으나 한라그룹만이 한보 등

여타 부도난 초대형 기업집단들과는 달리 조기에 구조조정에 성공한 바 있다.

한라그룹은 소속 전국 30여개의 공장이 모두 종업원 전원 고용승계를 이룩하였고, 구조조정된 회사들은 가동 중단되는 사례가 없이 조기에 정상화를 이룩하였으며, 채권단은 조정된 채무를 조기에 현금 변제 받아 채권 회수를 극대화 할 수 있었다. 구조조정 과정에서 한라그룹은 해체되어 사라졌으나 한라그룹 주변의 이해관계자들에게는 상생의 결과를 가져온 바 있다. 이처럼 한라그룹이 구조조정에 조기에 성공하게 된 데에는 한라그룹이 여타의 부도 대기업군과는 다른 방식으로 구조조정에 접근하였기 때문이다. 본 연구는 한라그룹의 구조조정 성공 방식에 대한 분석으로서 다음과 같은 목적으로 수행되었다.

첫째로 한라그룹이 구조조정시 사용했던 구조와 기법을 분석하여 그 성공요인을 분석하는 것이 필

* 본 연구는 (재)산학협동재단의 2004년도 학술연구비 지원에 의하여 수행되었습니다. 본 논문을 심사해 주신 익명의 두 분의 심사위원들께 깊이 감사를 드립니다.

요하다. 이는 다른 대기업집단이 부실화하는 경우 본 연구에서의 분석 결과에 따라 유사한 구조조정 프로그램을 작성하여 적용할 수 있도록 하기 위함이다.

둘째로 한라그룹의 구조 조정 과정은 국내 기업사적인 측면에서 중요한 의미를 가지고 있으며 학술적인 의미에서 이들의 기업사적 의미를 밝힐 필요가 있다. 한라그룹의 구조조정은 국내 최초로 금융기관들이 채무 삭감방식에 의한 구조조정 방식을 수용한 경우이며, 당시 까지 국내에서 실시된 바가 없던 미국의 DIP 제도와 유사한 형태의 구조조정이 국내 최초로 기업집단에서 실시된 경우이다.¹⁾ 또한 한라그룹은 국내 화의 절차에 있어서 최 단기간 내 화의를 종결한 기록을 세운바 있고, 법적 뒷받침도 없는 상태에서 원시적 형태의 자산유동화 기법을 동원하여 자금 조달에 성공하였다. 그밖에 한라그룹은 인수기업의 위험을 감소시켜 주기 위한 "위탁경영 후 인수"라는 2단계에 걸친 M&A 기법을 국내 최초로 사용하여 성공한 바 있다.

이처럼 한라그룹 구조조정 과정에는 국내 기업사적 측면에서 여러 가지 획기적인 이노베이션들이 많이 일어났는데 이들은 나중에 정부가 만든 부실기업 회생을 위한 워크 아웃 제도의 골격을 제시하게 되었고 국내 금융기관들에게 많은 교육효과를 가져온 바 있어 학술적으로 이러한 이노베이션들이 가지는 의미를 분명히 할 필요가 있다.

마지막으로 본 연구의 목적은 부도 기업의 회생 성공과 실패에 대한 기록과 분석이 매우 취약한 상황에서 성공한 기업구조조정 과정에 대한 기록과 분석을 남기기 위함이다.

기존의 기업 구조조정에 관한 연구는 주로 기업 구조조정의 성과와 평가 등에 대한 거시 담론적 연구가 주류를 이루고 있으며 기업집단의 기업구조조

정 과정 실제 사례에 관한 연구로는 이순중(2000)과 정이만(2002) 및 박철순외(1999) 등 극소수의 연구가 있을 뿐이다. 그러나 이들 연구도 부도를 맞이한 기업집단에 대한 것이 아니며 부도발생 이전 구조조정을 통하여 현금흐름을 양호하게 전환시킨 한화그룹과 두산그룹의 사례에 대한 연구이다. 개별 기업이 아닌 대규모 기업집단의 구조조정 분야에 대한 연구에 있어서 사례 분석은 대단히 취약한 상황이라고 하겠으며 이점에서 본 연구는 많은 의미를 가진다.

이러한 목적에 따라 본 연구는 제2장에서 한라그룹이 성장하고 부도과정에 이르게 된 과정을 살펴본 다음 제3장에서 한라그룹이 부도이후 어떠한 과정을 거쳐서 구조조정 성공에 이르게 되었는지 그 구조조정 기법과 구조조정 과정을 계열사 별로 분석하기로 하며 이러한 분석을 토대로 제4장에서 한라그룹의 구조조정 성공 과정이 제시하는 정책적 시사점을 도출하고 결론을 맺고자 하였다.

II. 한라그룹의 성장 및 부도 과정

2.1 한라그룹의 성장 및 부도 과정

한라그룹은 1970년대 현대에서 독립한 정인영 명예회장이 중공업 업체인 현대양행을 설립함으로써 시작하였으며, 1980년 산업합리화 조치에 따라 주력회사인 현대양행을 포기한 후 만도기계, 한라시멘트 등을 중심으로 그룹을 구성하게 되었다.

한라그룹은 외환위기 발생전까지 제조업을 중심으로 1996년 말 자산기준 재계 12위의 재벌그룹

1) 미국의 DIP(Debtor in Possession) 방식에 의한 구조조정이란 기업이 부실화되어 미국의 도산법 Chapter 11에 의하여 회사가 법원의 관리에 들어가게 되는 경우 법원이 별도의 법정 관리인을 임명하는 것이 아니라 채무자가 법정관리인의 역할을 수행하면서 기업 회생을 추진하는 제도를 말한다.

〈표 1〉 한라그룹 계열사 현황(1996년 말 현재)

(단위: 억원)

회사	주요업종	매출	당기순이익	자산	부채	자본	비고
한라건설	건설업	5,775	115	6,186	5,280	906	상장
한라공조	자동차부품(공조)	4,699	179	3,822	2,534	1,288	상장
(주)마이스터	자동차부품유통	1,018	0.6	561	506	55	외감
만도기계	자동차부품	12,774	309	13,626	10,999	2,627	외감
보워터한라제지	신문용지	-	0.83	2,290	1,785	505	외감
(주)감코	자동차부품(모터)	1,189	13	859	587	272	외감
한국브이디오한라	자동차부품	769	-19	724	522	202	외감
한라콘크리트	레미콘	706	20	453	351	102	외감
한라자원	무역 유통	4,688	-64	2,960	3,157	-197	일반
한라중공업	조선 플랜트	11,520	-478	21,395	25,694	-4,299	일반
한라해운	해상운송	4,769	-19	3,022	2,778	244	일반
한라시멘트	시멘트	4,446	92	9,658	8,831	827	일반
한라정보시스템	소프트웨어개발	574	17	276	234	42	폐업
그룹 전체		52,925	167	65,831	63,260	2,571	

주: KIS-LINE에 나타난 13개사 외에 마르코폴로 호텔, 한라특장차, 한라산업기술, 한라개발, 한라창업투자 등 5개의 소규모 회사가 있어 한라그룹은 총 18개 회사로 구성되어 있었음
 자료: 한국신용평가정보, KIS-LINE

으로 성장하여 계열사 18개, 연간매출 5조 3,000 억원, 종업원 약 2만명의 외형을 달성하게 되었다. 〈표 1〉에서 1996년 말 현재 한라그룹의 상황을 보면 수익성이 높고 지주회사 성격을 가진 만도기계를 중심으로 독자 기업인 한라건설 한라공조 한라시멘트 등의 독자 기업과 기업집단 전체를 부실하게 만드는 역할을 담당하는 적자의 한라중공업 및 그 밖의 군소 계열사들이 모여 있는 형태를 취하고 있어 전형적인 한국의 대규모 기업집단의 모습을 보여주고 있다.

또한 한라그룹 총자산 6조 5,800억의 구성을 보면, 자기자본이 2,570억원에 불과하고 부채가 자산의 96%인 6조 3,000억원이 되어 자기자본비율 4%, 부채비율 2,460%로 IMF 직전 한라의 경영 상태는 극도로 악화되어 있었음을 볼 수 있다.

〈표 2〉는 한라그룹의 1996년 말과 1997년 말

의 차입금 현황을 비교한 것인데 한라그룹의 단기 차입금 비중은 1996년의 경우 65.6%로서 30대 기업집단 전체 평균 41.7%를 훨씬 상회하고 있으며 다른 부도 기업 집단보다 더 높은 형편이었다.

또한 한라그룹의 경우 1996년 말 어음차입금이 무려 2조90억원으로서 전체 차입금 중 48.1%를 차지하고 있었는데 1997년 1조3,970억원으로 1997년 중에만 어음차입금이 6,120억 감소되고 있는데 이러한 과정이 한라그룹의 부도과정이라고 볼 수 있다.

한라그룹의 경영이 이렇게 악화되었던 것은 그룹 계열사중 절반이 넘는 8개사가 1990년도 이후에 신규로 설립되었던 것에도 원인이 있었으나, 결정적인 원인은 한라중공업 때문이었다.²⁾ 한라중공업은 투자가 진행되던 1990년부터 1996년까지 지속

〈표 2〉 한라그룹의 차입금 현황

(단위: 십억원, 괄호안은 구성비율 %)

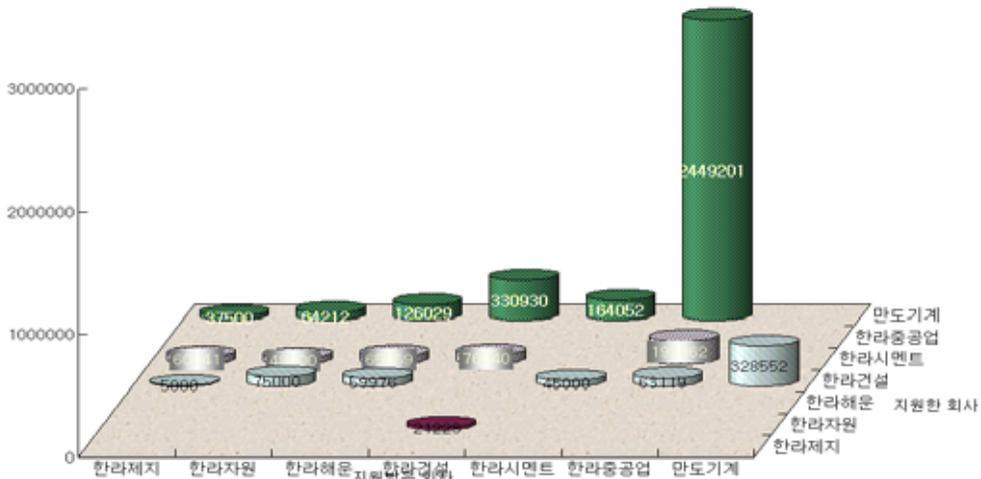
기업명	연도	단기차입금				유동성 장기부채	회사채	장기 차입금	차입금 합계	차입금 의존도
		어음	당좌 차월	기타	합계					
한라	'96	2,009 (48.1)	55 (1.3)	676 (16.2)	2,740 (65.6)	327 (7.8)	466 (11.2)	645 (15.4)	4,179 (100.0)	0.55
	'97	1,397 (22.3)	101 (1.6)	2,887 (46.0)	4,385 (70.0)	335 (5.4)	724 (11.6)	822 (13.1)	6,267 (100.0)	0.71
30대 기업 집단 전체	'96	29,169 (17.6)	2,929 (1.7)	37,119 (22.4)	69,217 (41.7)	23,265 (14.0)	40,660 (24.5)	36,575 (22.0)	166,112 (100.0)	0.50
	'97	19,955 (8.7)	2,952 (1.3)	72,490 (31.7)	95,397 (41.7)	31,792 (13.9)	53,420 (23.3)	52,132 (22.8)	228,851 (100.0)	0.55

자료: 한국신용평가정보, KIS-LINE

적으로 적자를 냈으며 누적적자액이 8,218억원이었다. 또한 1997년에는 5,841억원의 적자를 기록한 바 있으며 1992년도부터 자본잠식 상태에 들어가 있었다. 한라중공업이 부도를 낸 시점은 투자가 거의 종료된 시점으로서 투자종료 후 본격적인 가

동을 못해본 상태에서 부도를 맞이하게 되었다. 한라그룹은 IMF 이전 여타 대기업 집단들과 마찬가지로 계열사간에 〈그림 1〉에서 보는 바와 같이 상호 출자 및 지급보증으로 상호간에 실타래처럼 얽혀 있는 상황이었고 계열 기업 중에서 수익성

〈그림 1〉 한라그룹 계열사간 지급보증 현황



자료: 한라그룹

2) 한라중공업은 1990년부터 공단면적 약 90만평, 총 투자규모 1조원 이상의 삼호공단 조성 및 조선소, 플랜트 공장 건설사업을 시작하였다. 결국 이 삼호공단 건설사업에 따르는 자금난이 한라그룹 부도의 근본원인이 되었는데, 1996년 초부터 삼호조선소가 가동되었으나, 막대한 투자비를 회수하지 못한 상태에서 IMF를 맞이하게 되었던 것이다.

이 있는 만도기계, 한라공조, 한라시멘트 등을 따로 떼어내서 매각하고자 하여도 한라중공업에 대한 막대한 약 1조 2,000억원 규모의 상호 지급 보증 등으로 인하여 매각할 수가 없는 형편이었다.

즉 한라그룹 역시 그룹 계열사간 지급보증과 상호출자로 얽혀 있어 살려야 할 기업을 살리지 못하게 하는 한국의 초대형 기업집단이 부실화되는 경우의 전형적인 문제점들을 동일하게 안고 있었던 상황이라고 하겠으며 다른 부도 대규모기업집단과 별반 다를 것이 없었다.

따라서 핵심 계열사를 살리기 위해서는 지급보증에 얽혀 동반 부실의 불이익을 당하고 있는 계열사들에 대한 악성 고리부터 끊어주는 작업이 가장 필요하였던 것이며 이 역할을 수행한 것이 후술하는 Rothschild Program에 의한 구조조정이었다.

한라그룹은 부도직후 화의 및 법정관리를 신청하고 당시까지 통상적으로 법원에서 인가를 받아 오던 기존 화의 및 법정관리 정리 계획안을 작성하고 채권단과 협의를 하여 나갔다.

당초 한라그룹이 법원에 제출하여 인가받고자 하였던 화의·회사정리계획(안)은 <표 3>의 내용이다. 한라중공업에 대해서는 법정관리 절차에 들어가도록 하고 만도기계, 한라건설, 한라시멘트에 대해서는 화의 절차에 들어가도록 것이었다. 계획안의 내용은 채무삭감 없이 기존의 원금유예, 2년 거치 8년 분할 원금 전액 상환, 이자율 인하방식이었다.

여기서 당시 법원에 의해서 통상적으로 인가되던 화의·회사정리계획안을 보면 상호지급보증에 대해서는 아무런 해결 방안 없이 그대로 존치시키는 것이 일반적인 관행이었다. 따라서 대규모 기업군의 경우 어느 한 개 회사라도 도산을 하는 경우에는

그 회사에 지급보증을 해 준 회사들이 상호지급보증에 따른 지급의무를 이행해야함에 따라서 함께 묶여서 도산을 할 수 밖에 없는 구조였다. 또한 당시 인가되던 화의·회사정리계획안에서는 단순한 원금상환유예와 이자율 인하 방식만 사용되었으며 채무조정이나 출자전환 방식은 거의 활용되지 않았다.

당시 관행적으로 작성되던 화의·회사정리 구조 아래서는 금융기관으로부터 신규 자금지원이 될 리가 없었으며 부실기업이 기존사업을 영위하면서 기존의 차입금을 분할 상환하면서 이자를 갚아나갈 능력이 있을 수도 없었다. 특히 한라중공업이나 한라건설 같은 수주산업의 경우에는 어떠한 말주처도 금융권의 자금지원이 중단된 기업에게 주문을 받을 리가 없는 것이며 따라서 관행적으로 작성되던 화의 회사정리 구조 아래서는 회생할 수가 없는 것이었다. 그럼에도 불구하고 이러한 화의·회사정리 방식이 작성되었던 것은 일단 경영권을 유지하고자 하는 기업주와 기업 회생보다는 책임회피와 부실처리를 이연하고자 하였던 금융기관 책임자들의 이해관계가 맞았기 때문이었다고 할 수 있다.³⁾

한라그룹의 경영진은 기존에 법원으로부터 통상적으로 인가받아 왔던 채무삭감 없는 원금유예, 원금 전액 분할 상환, 이자율 인하방식에 의한 <표 3>상의 당초 추진하였던 화의·회사정리계획(안)을 시뮬레이션 해 본 결과 한라그룹의 모든 계열사가 회생은 불가능하고 서서히 퇴장당할 수밖에 없다는 판단을 하게 되었다.

즉 한라중공업, 만도기계, 한라시멘트, 한라건설 등의 4개사는 상호지급보증으로 얽혀있으므로 1개 회사라도 법정관리 및 화의 조건을 이행 못해서 파산하는 경우 상호 지급 보증에 의해 모든 회사가

3) 당시까지의 대부분의 정리계획·화의안은 채무를 100% 상환하되 10여년에 걸치는 장기분할 상환 및 이자율 조정을 그 내용으로 하는 것이 통상적이었다. 기존채무의 출자전환 또는 삭감을 시행하는 정리계획·화의안에 대한 전체적인 통계는 작성되지 않고 있으나 일부 언론 보도에 의하면 채무를 100% 갚으라는 내용의 정리계획안이 84.6%에 달하는 것으로 알려지고 있다. 매일경제신문, "부실 고리를 끊자 -전문가제언", 2001.5.25 참조.

〈표 3〉 당초 추진 회의/회사정리계획(안)의 내용

구 분		담보채권		무담보채권	
		원리금거치	이자율	원리금거치	이자율
법정 관리	한라중공업	2년거치 8년 균등분할상환	6%	2년거치 8년 균등분할상환	3%
	한라해운	2년거치 8년 균등분할상환	6%	2년거치 8년 균등분할상환	3%
회의	만도기계	2년거치 8년 균등분할상환	9%	2년거치 8년 균등분할상환	6%
	한라건설	2년거치 8년 균등분할상환	9%	2년거치 8년 균등분할상환	6%
	한라시멘트	2년거치 8년 균등분할상환	9%	2년거치 8년 균등분할상환	6%
	한라필프제지	2년거치 8년 균등분할상환	6%	2년거치 8년 균등분할상환	3%

자료: 한라그룹

파산할 수밖에 없었다. 당시의 경영진은 상호지급 보증으로 얽혀 있는 주력 4개사의 수익성을 볼 때 10년간 기존 채무 6조원을 전액 상환해야 하는 조건은 비록 법원에서 인가가 나더라도 부도난 회사가 도저히 감당할 수 없는 조건으로서 회생이 불가능하다고 판단하였다.

여기서 부도 당시까지 한라그룹 대주주이면서 경영진이었던 정인영 회장 및 정몽원 부회장 등의 舊 경영진은(이하 '구경영진'으로 칭하기로 한다) 기존의 회의·회사정리계획에 의해서는 기업의 부실이 더 커질 수밖에 없으며 회생보다는 서서히 퇴장할 수밖에 없다고 판단하였으며 이러한 결론에 따라 새로운 구조조정 방안을 모색하게 된다.

구경영진이 새로 모색해낸 방안은 경영권에 대한 집착을 버리고 비록 회의상태이지만 국제금융시장에서 경영권 상실을 전제로 하는 매각을 통하여 채무를 변제하기로 하는 것이었다. 이점은 경영권을 유지하기 위하여 회의 절차에 들어가서 경영권 고수를 위해 M&A 방식에 의한 기업회생 절차에 소

극적이었던 다른 부도기업집단의 경우와는 전혀 다른 점이라고 하겠으며 기업 부실에 대한 책임을 지겠다는 기업이 정신을 발휘한 것이라고 평가할 수 있다.

2.2 로스차일드 구조조정 프로그램

구경영진은 해외 자본 도입 추진을 위한 M&A 어드바이저를 찾기 위하여 모건 스탠리, JP 모건, 골드만 삭스, CSFB, 살로만 스미스 바니 등 해외 유수의 유력한 투자은행들과 접촉하였다.

그런데 당시 세계의 유수한 금융기관들은 한라그룹의 최대 당면과제이자 구조조정의 핵심 고리인 상호지급보증 문제해결에 대한 대책은 제시하지 못하였다. 이들은 한라그룹의 개별회사들에 대해서는 관심을 가지고 있었으나, 계열사간 상호지급보증 문제는 금융 후진국의 관행에 익숙하지 않은 이들에게는 대단히 생소한 형태의 숨겨진 부채(hidden debt)로서 계열사간에 서로 얽혀 있는 상호지급보

증 문제에 대해서는 해결방안을 제시하지 못하였다.

그러던 중 미국계 투자은행 Rothschild Inc.(이하 '로스차일드사')가 한라그룹의 4개사 일괄 동시 진행 구조조정 프로그램의 추진이 가능하고, 여기에 필요한 대략 10억불 정도의 투자금액 조달에 대한 조달 방안을 제시하면서 참여할 수 있다는 의사를 피력하게 되었다. 이에 따라 한라그룹의 구경영진은 로스차일드사와 구체적 협의를 시작하게 되었다.⁴⁾

로스차일드가 제시한 Rothschild Restructuring Program의 주요 골자는 2단계에 걸쳐 이루어져 있으며 <그림 2>와 같다.

즉 제1단계에서는 브릿지 렌더(bridge lender)들로부터 자금을 들여와 한라그룹 4개 계열사들의 채권자들에게 일시에 채무를 변제하는 금융채무조정과 브릿지 파이낸싱의 단계이다.

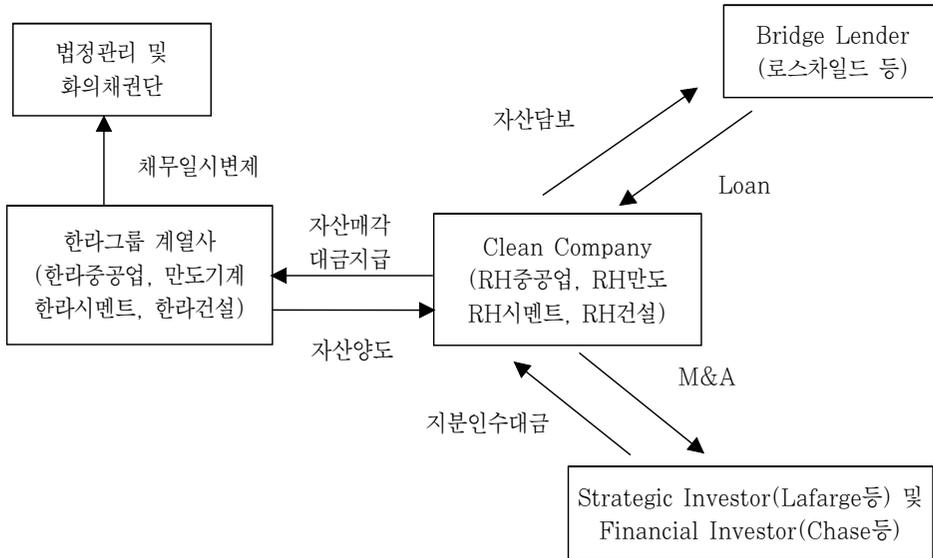
세부적으로 제 1단계에서는 채권자들과 부채감축

협상을 통하여 부채규모를 확정하고 클린 컴퍼니로서 가교회사를 설립(RH만도, RH시멘트, RH중공업, RH건설)한다. 다음에 로스차일드 측에서 가교회사에 지분출자 및 브리지론을 제공하고 가교회사가 로스차일드가 조성한 브리지론으로 구회사의 자산을 인수하면 구회사는 자산매각 대금으로 부채를 상환한다는 것이었다.

제2단계는 자산을 양수받아 실체를 갖추게 된 클린 컴퍼니에 대한 M&A를 실시하여 브릿지 렌더들이 M&A 대금으로 투자 자금을 회수하는 단계이다. 즉 가교회사를 외국인 자본(금융투자자 및 전략적 투자자)에게 매각하여 브릿지 론(bridge loan)을 상환하여 브릿지 렌더들의 투자를 회수하는 단계이다.

이러한 로스차일드 프로그램에 대하여 채권금융기관들은 적극적으로 환영을 하였다. 당시 채권금융기관들이 환영을 한 이유는 로스차일드 프로그램

<그림 2> 로스차일드 구조조정 프로그램의 구조



4) Rothschild Inc.는 유럽에서 200년 이상의 역사를 가진 로스차일드 그룹(NM Rothschild Merchant Banking Group)의 미국 내 자회사 중의 하나인 투자은행(Investment Bank)으로서 뉴욕에 소재한다.

〈표 4〉 로스차일드 구조조정 프로그램에 의한 변제조건

	법정관리 및 화의인가일	변 제 비 율	
		담보부채무	무담보부채무
한라건설	1998.9.14 화의인가	65%	30%
만도기계	1998.9.28 화의인가	70%	35%
한라시멘트	1998.10.12 화의인가	65%	30%
한라중공업	1998.11.16 법정관리인가	48%	22%

자료: 한라그룹

에서 제시한 변제율이 당시의 어떠한 방법보다도 채권에 대한 변제율이 높았기 때문이다.

〈표 4〉의 로스차일드 프로그램에 의한 변제조건을 1998년 하반기 중 자산관리공사가 금융기관의 부실채권을 매입하였던 매입조건과 비교해 보면 금융기관의 입장에서 부실채권을 자산관리공사에 매각하는 것보다는 로스차일드 프로그램에 의하여 일괄 변제를 받는 것이 훨씬 회수율이 높았다. 당시 자산관리공사에서 금융기관들로부터 법정관리 화의 대상업체들에 대한 부실채권을 일괄확정 매입할 때 적용하였던 변제율을 보면 담보부채권의 경우 유효담보가액의 45% 내지 55%, 무담보채권의 경우 원금의 8% 내지 14% 정도를 적용하였다.⁵⁾

이에 비하여 로스차일드 프로그램에 의한 변제율은 담보부 채권의 경우 60% 내외, 무담보 채권의 경우 30% 내외의 변제를 하였던 것으로서 자산관리공사보다 훨씬 변제율이 높았다.⁶⁾

따라서 금융기관의 입장에서 한라그룹에 대한 채권을 자산관리공사에 매각하는 것보다는 로스차일드 프로그램에 의해 일괄변제를 받는 것이 채권 회수율을 훨씬 높일 수 있는 길이었기 때문에 로스차일드 프로그램에 적극 동의를 하여 준 것으로 볼

수 있다.

그 밖에 상호보증채무에 대해서는 보증대상회사와 보증 주체에 따라서 변제율을 달리하여 모두 일괄 현금 변제토록 함으로써 구조조정에 장애가 되어 왔던 상호보증보증의 고리를 모두 끊어버려 개별적인 회사의 매각이 가능하도록 하였다.

여기서 국내 금융기관들이 상호보증보증채무를 할인 담당한 것은 국내금융기관 사상 초유의 일로서 기업사적으로 대단히 중요한 의미를 가진다. 당시까지 국내 금융기관들의 업무 행태는 기업에 부도가 발생하면 재생시킬 것인지 아니면 청산할 것인지에 대해 조속히 결정하고 가장 효과적인 방법으로 재생프로그램을 설계하고 시행하는 것이 아니라 우선 당장 장부상 기록되는 손실액을 줄이는데 급급하여 왔다.

국내 금융기관들은 부도 기업 발생시 기업이 회생할 수 있는 채무 조정보다는 기업이 장기적으로 보았을 때 회생할 수 없는 비현실적인 원금상환 유예와 이자율 인하 방식으로 구조조정 방안을 작성하여 최종적으로는 기업이 회생하지 못하고 부도 처리됨에 따라 종래에는 더 큰 손실을 감당하여 왔던 것이 현실이었다. 이러한 국내 금융기관들에게

5) 보다 자세한 내용은 한국자산관리공사, 부실채권정리백서(1997.11~1999.12), 2003.3, p.63을 참조.

6) 상호보증 채무에 대해서는 보증 대상 회사와 보증 주체에 따라 변제율을 달리하였는데 한라해운, 한라자원 등 청산대상 회사에 대한 보증채무에 대해서는 20%의 변제율을 적용하였고 개인대주주가 지급보증한 채무에 대해서는 10%의 변제율을 적용하였고 한라중공업에 대한 보증채무에 대해서는 3%의 변제율을 적용하였다. 그 밖에 모든 회사의 별채권에 대해서는 100%의 변제율을 적용하였고 리스채권에 대해서는 회사별로 70%에서 48%의 변제율을 적용하였다.

로스차일드는 구조조정의 평범한 기본원리를 가르쳐 준 것이라고 하겠다.

아울러 로스차일드 프로그램에서 사용한 현금화 변제방식은 로스차일드가 국내 금융기관에게 사례로서 가르쳐준 가장 중요한 교육내용이라고 하겠다.

다음으로 주목할 점은 한라그룹의 구조조정에 적용된 로스차일드 프로그램은 4개사 일괄 프로그램이라는 점이다. 일괄 프로그램이 가지는 의미는 만약 복수회사에 대해 대출채무와 보증채무를 동시에 갖고 있는 채권자라면 타회사에 걸려있는 보증채무에 대한 부담 때문에 그중 1개사만의 구조조정 방안에 대해 찬성하기는 어려울 것이지만 4개사 일괄프로그램이라면 찬성이 가능해 진다는 점이다.

또 하나의 특징인 브릿지 론은 외국에서도 거의 쓰여지지 않은 아주 독특한 방법으로서 이론적으로는 생각해 볼 수 있는 방안이긴 했지만, 대개의 경우 브리지론을 이용하는 2단계 작업을 할 필요가 없었기 때문에 한라그룹처럼 대규모 기업집단에 이용된 사례는 없었다는 점에서 주목할 만 하다.

한라그룹은 이상의 로스차일드 프로그램의 채무 삭감방식을 바탕으로 1997.12 원금상환유예, 이자율 인하방식의 화의 및 법정관리 조건에서 전환하여 조건을 변경하여 법원인가를 취득하게 되었다.

Ⅲ. 한라그룹 구조조정 과정

한라그룹 구조조정을 위한 로스차일드 프로그램은 한라 4개사에 대한 브릿지 론의 예상규모 및 브릿지 론 도입에 요구되는 시간 등을 감안하였을 때 4개사의 브릿지 론을 동시에 추진하는 것은 현실적으로 어려우며, 이에 따라 4개사의 브릿지 론은 한 회사씩 차례로 조성되어 나가는 것으로 계획되었으며 그 첫 번째 회사로 한라시멘트가 선정되었다.

따라서 한라시멘트는 당초 로스차일드 프로그램의 원형이 그대로 적용된 사례이며 그 외의 3개의 계열사들에 대하여는 후술하는 이유로 실제적으로는 브릿지 론이 조성되지 아니하는 대신 로스차일드와의 긴밀한 협력아래 구조조정을 진행시키게 된다.

3.1 한라시멘트의 구조조정 과정

한라시멘트의 구조조정은 로스차일드 프로그램의 원형 모습대로 진행되었고 한라그룹 계열사중 가장 먼저 구조조정이 이루어졌는데 크게 보아 브릿지 론을 도입하여 화의채무를 변제하고 M&A를 통하여 브릿지 론을 변제하는 2단계 구조로 이루어져 있다.

그 과정을 보면 일정별로 보면 다음과 같다. 1998년 6월부터 9월 사이에 로스차일드와 화의채권단 채무조정협상이 진행되었다. 당시 로스차일드는 한라시멘트의 채권은행단에게 제출한 한라그룹 구조조정 제안서에 한라시멘트의 영업자산 수익가치를 4,027억원으로 평가하였으나 한라시멘트의 화의채권단이 1998년 7월경 한국기업평가(주)에 의뢰하여 실시한 한라시멘트의 영업자산의 수익가치는 6,006억원으로 평가하였다.

이처럼 양자간에 기업가치 평가에 차이가 있었으나 로스차일드와 화의채권단은 1998.9.8 브릿지 론과 자구금액을 통하여 담보채권의 65%, 무담보채권의 30%를 일시에 현금 변제하는 내용의 채무 변제금액에 합의하였다.

당시 화의채권단은 총 채무 1조 880억원 중 6,391억원을 삭감하고 나머지 채무 4,517억원은 1999.3.15 까지 변제하기로 로스차일드와 한라시멘트의 제안에 동의하고 법원은 같은 내용의 합의 조건을 인가하였다.

채권단과의 합의 후 로스차일드는 1998.10.27 한라시멘트의 자산을 양도받을 신회사로서 RH시

멘트 주식회사를 설립하고 자본금 5천만원으로 당시 로스차일드의 국내 자문변호사 1인을 주주로 하여 1인 주주회사를 설립하였다. RH시멘트를 설립한 후 로스차일드는 브릿지 렌더들을 모집하면서 1998.12.1 세계의 시멘트 산업에 대한 전략적 투자자들을 대상으로 1차 구속력 없는 입찰(non binding bid)를 실시하였다.

그 결과 로스차일드는 멕시코의 Cemex사와 프랑스의 Lafarge사(이하 '라파즈') 단 두곳으로부터 구속력 없는 입찰희망가(non-binding offer)를 받았는데 한라시멘트가 최대한 4억1천만불 이상은 받을 가능성이 거의 없으며 한라시멘트에 대한 M&A에 대한 전망이 의외로 밝지 않다고 판단하게 되었다.⁷⁾

당초에는 로스차일드 자신이 직접 M&A를 주도하여 그 과정에서 발생한 매각차익을 독차지하려고 하였다. 그러나 1차 입찰 결과 M&A에 대한 확신이 서지 않고 매각 가능 금액이 높지 않아 매각 차익에 대한 보장이 불투명해지자 로스차일드는 전략을 변경하였다.

즉 로스차일드가 M&A를 주도하여 불투명한 매각차익을 추구하는 것보다는 구경영진으로 하여금 M&A를 주도하게 하고 로스차일드는 고율의 성공보수와 이자를 확보하여 투자수익을 확실하고 안전하게 회수하고자 하는 방향으로 전략을 선회한 것이다.

이처럼 구경영진 주도의 M&A로 선회하게 된 배경에는 첫째로 RH시멘트 제품의 25% 정도를 현대 그룹 및 한라 그룹 계열사에게 납품하고 있고

90% 이상을 국내에 판매하고 있는 현실에서 M&A를 할 때까지 회사가치를 유지하여 가장 높은 가격으로 M&A할 수 있는 사람이 현대 및 한라와 특수관계에 있는 구경영진이라고 판단하였으며, 둘째로 국내에 구경영진이 아무리 M&A를 잘 한다고 하더라도 구경영진이 받아 낼 수 있는 가격이 브릿지 론 금액에다가 자신들이 설정하는 성공보수를 합한 금액 이상을 받아내기 어려울 것이라고 판단하였기 때문이다.⁸⁾

로스차일드는 1998.12.30 한라시멘트의 자산을 클린 컴퍼니인 RH시멘트로 4,012억에 양도한다는 내용의 영업양수도계약을 체결하여 영업양도를 하였다.⁹⁾ 당시 한라시멘트의 구경영진인 대주주지분을 제외한 나머지 69.14%는 소액주주지분으로서 소액주주들은 주당 1,950원에 매수청구권을 행사토록하고¹⁰⁾ 기존의 한라시멘트 근로자들은 모두 RH가 고용 승계하였다.

로스차일드는 클린 컴퍼니의 경영진으로서 구경영진을 선택하고 여기에 구경영진에 대한 인센티브 구조를 넣고 자신들은 고율의 성공보수와 이자를 확보하는 방향으로 선회하게 한다. 이는 부도 기업의 구조조정시 구경영진을 관리인으로 사용하는 미국의 DIP 방식과 대단히 유사한 구조조정 방식이라고 할 수 있다.

이에 따라 1999.2.11 로스차일드는 모집 중이던 브릿지 렌더들의 동의를 얻어 국내 자문변호사 1인이 보유하고 있는 RH시멘트의 주식 전부를 한라시멘트의 구경영진에게 양도하면서 후술하는 「주식양도담보계약」을 체결하였다.

7) 아울러 이 때 로스차일드가 구속력 없는 입찰 희망가(non-binding offer)를 통해 파악한 M&A 가격은 후술하는 로스차일드의 성공보수 산정의 기초가 되었다. 이후 로스차일드는 이 당시 받은 입찰 희망가(최대한 받을 수 있는 금액 4억1천만불)과 투자원금 3억4천5백만불의 차이를 브릿지 렌더들이 모두 가져가기 위해 성공보수를 17%로 정하였다.

8) 본 내용은 구조조정 완전 종료후 로스차일드사의 직원 Steven Toy가 브릿지 론 조성의 어려움을 회고하면서 진술하였던 내용이다.

9) 1998.12.30에 합의한 대금은 3,872억원이었으나 1999.1.11에 4,012억원으로 수정 합의하였다.

10) 자산 양도에 대한 주총 특별결의 후 소액주주들에게 부여하였던 주식매수청구권 행사금액 주당 1,950원은 당시 증권거래법상 산출된 매수청구가격(주당1,567원)에 비해 24.4% 할증된 금액이었는데 이러한 할증률에 대하여 금융감독원은 당시까지 전례가 없는 할증률이었다고 높이 평가한 바 있다.

당시 체결된 주식양도담보계약은 채무불이행의 경우(Event of Default)를 규정하고 있는데 채무불이행의 경우 중 가장 중요한 것은 1년 이내에 원금을 상환하지 못할 때와 구경영진이 해서는 안 될 사항들을 사전 서면 동의 없이 행하였을 경우 등에 담보권자들은 즉시 담보권을 행사하고 모든 주식에 대한 소유권을 구경영진으로부터 담보권자들에게 이전하도록 규정한 것이다.

즉 1년 이내에 원금을 상환하지 못하거나 로스차일드 등이 금지하고 있는 행위를 구경영진이 행하였을 때에는 구경영진으로부터 모든 주식을 박탈하겠다는 것이다.¹¹⁾ 따라서 이러한 주식양도담보 계약의 경제적 성격은 로스차일드와 구경영진간에 DIP 방식을 이용한 계약으로서 구경영진에 대한 일종의 고용계약이라고 하겠다.

변경된 전략에 따라 로스차일드는 구경영진에게 RH시멘트의 주식을 모두 양도토록 하고 RH시멘트의 자본금을 1억원(주식수 2만주)으로 증자한 다음 효율적 구조조정을 위하여 로스차일드의 주장

에 따라 구경영진 1인 주주회사로 만들었다.

그리고 로스차일드는 1999.3.11 RH시멘트에 브릿지 론 3억4천500만달러를 도입하였고 RH시멘트는 이를 한라시멘트에게 영업양수도 대금으로 지급하였다. 한라시멘트는 이렇게 받은 영업양도 대금 외에 말레이시아 시멘트공장 매각 대금 등을 합하여 화의 채권단에 대해 합의된 채무 4,517억원의 채무를 당초 화의조건대로 모두 변제하여 종결 처리하였다.

여기서 로스차일드가 RH시멘트에 도입한 브릿지 론의 모집에 참여한 자금들을 보면 로스차일드사 외에 Oaktree capital, Goldman Sachs 등 13개 국제 금융기관들이 참여하였으며 이들 국제금융기관들로부터 2억4천5백만달러(2,959억원)를 도입하였다.

또한 로스차일드는 국내 각 구조조정기금(무궁화 구조조정기금, 서울부채조정기금, 아리랑구조조정기금)들로부터 1억불(1,186억원)을 차입하여 도합 3억4천5백만불(4,012억원)을 조성하였다.¹²⁾

〈표 5〉 RH시멘트의 브릿지 론 자금조달 구조

	해외조성자금	국내조성 자금
선순위	Increasing Rate Senior Secured Notes US\$ 220,000,000	Increasing Rate Senior Bonds US\$ 50,000,000 (무궁화 구조조정기금 & 아리랑 구조조정기금)
후순위	Increasing Rate Subordinated Secured Notes US\$ 25,000,000	Increasing Rate Subordinated Bonds US\$ 50,000,000 (서울구조조정기금)
합계	US\$ 245,000,000	US\$ 100,000,000

자료: 한라그룹

11) 『주식양도담보계약』의 경제적 성격은 로스차일드 등이 구경영진을 기업가치를 보전하기 위한 대리인으로 고용하고 고용기간은 1년 뿐이며 구경영진은 1년 이내에 M&A를 성공시켜야 하되, 구경영진이 M&A에 실패하여 로스차일드 등이 자금을 회수하지 못하게 되는 경우가 발생할 경우에는 대리인의 지위로부터 해고할 것임을 계약한 일종의 '고용계약'이라고 볼 수 있다.

12) 자금조달 구조에서 주목할 점은 총 조성자금 3억4천5백만불 중 국내에서 조성된 자금이 1억불이 포함되어 있다는 점이다. 이점에서 로스차일드가 외자유입을 시킨 것이 아니라 국내에서 조성된 자금을 상당수 사용하여 구조조정을 하였다는 비판이 있을 수 있다. 그러나 당시 로스차일드는 국내에서 자금을 조성하기 위해 새마을 금고까지를 포함한 전국의 모든 금융기관들에게 투자 안내서인 PPM(Private Placement Memorandum)을 보냈으나 참가하겠다는 의사를 표명한 금융기관은 단 한군데도 없었던 것으로 알려진다.

이들 브릿지 론 자금은 단순한 국제자금 모집의 경우와는 달리 지배 구조에 있어서 로스차일드가 운용의 책임을 지고 있었으며 다른 브릿지 렌더들은 단순한 참여자들이었으므로 이하 로스차일드를 포함한 브릿지 렌더들을 모두 '로스차일드'라고 칭하여도 무방하리라고 본다.

당시 도입된 브릿지 론의 성격을 분석해 보면 매우 흥미로운 구조가 발견된다. 브릿지 렌더들의 수익에는 이자와 성공보수 두 가지 구성 요소가 있었다. 우선 이자의 경우 브릿지 론의 차입기간은 1년으로서 이에 대한 금리는 1개월에 1%에서부터 시작하여 기간이 경과됨에 따라 빠른 속도로 상승하도록 되어 있다. 그 이유는 M&A에 대한 주도권을 가지고 있는 구경영진으로 하여금 M&A를 조속히 끝내게 하기 위한 유인책으로서 사양산업인 시멘트 산업에 있어서 M&A가 과연 이루어질 것인지, 이루어진다면 언제 이루어질 것인지, 어떠한 가격에 이루어질 것인지 등에 대한 위험이 존재하고 있었기 때문에 매월 할증되는 체계로 작성된 것이라고 하겠다.¹³⁾

다음으로 성공보수(Repayment Premium)가 있었다. 성공보수는 이자와 달리 M&A 상대방으로부터 지불되는 것이었는데 만일 M&A가 성사되지 않거나 M&A 가격이 브릿지 론의 원금과 이자만큼 되지 않는다면 브릿지 렌더들은 낮은 가격에 만족하거나 아니면 회사를 소유할 수밖에 없었다.

당시 로스차일드는 성공보수를 17.38%로 정하였는데 이는 앞서 서술한 바와 같이 로스차일드측이 미리 구속력이 없는 입찰 희망가를 통해 RH시

멘트에 대해서 최대한 받을 수 있는 매각금액이 4억1천만불을 넘지 않는다는 것을 미리 파악하고 최대한 매각가능 금액에서 투자원금과 이자를 제외한 나머지 부분을 모두 브릿지 렌더들에게 귀속시키기 위해 설정한 비율이라고 하겠다.¹⁴⁾

또한 성공보수의 성격은 RH시멘트에 대한 매각 가격이 높아 지불 가능한 경우에만 로스차일드에게 지불하는 것이다. 즉 만일 M&A 상대방이 아주 높은 가격을 지불한다면 브릿지 렌더들은 성공보수를 올릴 수 있으나 아무도 3억4천5백만불 이상을 지불하지 않는다면 이 경우 브릿지 렌더들은 성공보수를 한 푼도 받을 수 없을 뿐 아니라 최악의 경우 원금 회수에 손상을 받을 수 있었다.

브릿지 론의 이러한 성격은 정상적인 채권자로서 감수하는 위험이 아닌 주주로서 감당하는 위험이라고 할 수 있으며 브릿지 렌더들은 실제로 주주인 동시에 채권자라고 할 수 있다.¹⁵⁾ 결론적으로 브릿지 론의 성격은 주식과 채권의 중간성격을 가지는 투자 형태라고 할 수 있다. 여기서 성공보수는 투자자들이 주가상승으로 인한 기업가치 상승분(upside potential)을 차지하기 위한 부분이다.

로스차일드로부터 M&A 협상의 주도권을 받게 된 구경영진은 1999년 3월경부터 RH시멘트를 매각하기 위한 교섭을 시작하였다. 당시에는 1차 입찰 당시 관심을 표명하였던 멕시코의 세멕스(Cemex)는 중남미 경제 위기를 이유로 완전포기 의사를 밝혔고 프랑스의 라파르는 동남아 투자가 우선이라 이유로 M&A를 더 이상 진행시키지 않겠다는 의사를 공식통보해 와서 아무도 RH에 대

13) 성공보수산정을 위한 이자율이 시간이 경과됨에 따라 증가하고 있어 M&A가 늦게 성사될수록 이자율이 높아지고 있다. 1999년3월: 1.0%, 1999년4월: 1.0%, 1999년5월: 1.2%, 1999년6월: 1.4%, 1999년7월: 1.6%, 1999년8월: 1.8%, 1999년9월: 2.0%, 1999년10월: 2.2%, 1999년11월: 2.4%, 1999년12월: 2.6%, 2000년1월: 2.8%, 2000년2월~: 3.0%

14) (최대한 매각가능금액 - (투자원금+이자)) / (투자원금+ 이자) = 17.38%에 해당

15) 따라서 브릿지 렌더들은 실제로 주주로서의 권리까지 가진 채권자라고 할 수 있으며 실제로 로스차일드는 위와 같은 의미 때문에 브릿지 렌더들을 Bridge Investor라고 표현하고 있다. 실질권리자인 브릿지 렌더들은 자기네들의 권리를 보호하기 위하여 구경영진의 주주권리를 브릿지 론 계약서를 통해 대폭 제한하였고 여기에 덧붙여 모든 주식을 양도담보로 잡은 것이다. 회사의 모든 투자결정이나 재산의 처분 및 여타 자산관리 그리고 영업상의 현금관리 등 주요한 사항에 대해서는 브릿지 렌더들의 동의를 받아야 했다.

한 M&A 의사를 갖고 있지 않던 상황이었다.

이에 구경영진은 RH시멘트가 상호지급보증과 우발채무 등이 모두 해소된 클린 컴퍼니로서 지분투자 적격 대상이며, 국내 시멘트 회사 중 가장 우량한 재무구조를 가지고 있고, 영업현금흐름에도 문제가 없음을 설득시켰다. 인수시 차입금과 지분투자가 결합된 방식의 투자로 투자금액을 감소시킬 수 있고, 지분투자도 금융투자자와 공동으로 투자하는 방안을 제시하면서 동시에 협상의 경쟁자를 만들기 위해 프랑스의 라파즈, 영국의 Blue Circle(이하 '블루 씨클'), 스위스의 Holderbank, 독일의 Heidelberger 등 외국의 시멘트 회사들을 동일한 방식으로 설득해 나가기 시작하였다.

이러한 구경영진이 제시하는 기업가치와 인수 플랜에 라파즈 측이 다시 관심을 보이기 시작했고 블루 씨클사가 새로이 관심을 보이기 시작하여 구경영진은 의도했던 대로 M&A 협상에서 인수 경쟁구도를 만들어 내는데 성공하게 되었다. 즉 M&A 협상은 당초에 희망 인수자가 없던 상황으로부터 인수 경쟁 구도로 커다란 전기를 맞이하게 되었던 것이다.

라파즈와 블루 씨클사를 중심으로 한 경쟁적 인수 협상 구조 아래 1999년 7월 초에 라파즈는 RH시멘트에 대하여 기업가치 5억불을 제시하였고 블루 씨클사는 4억 5천만불을 제시하였다. 이에 구경영진은 보다 높은 기업가치를 제시한 라파즈를 우선협상대상자로 선정하였고 블루 씨클은 이 결정에 깨끗이 승복하였다.

라파즈는 1999년 7월 중순부터 1999년 7월 말까지 RH시멘트에 대한 최종실사를 실시하였고 1999년 7월 구경영진은 라파즈와 RH의 기업 가치

를 5억불로 양해한 상태에서 양해각서(MOU)를 체결하고 구조유주와 세부적 협상에 들어가게 되었다.

당시 라파즈와 합의된 기업가치 5억불은 브릿지론의 원금 3억4천5백만불과 성공보수5천5백만불 합계 4억불을 1억불이나 초과하는 금액이었다.

라파즈가 RH 인수를 위한 브릿지론 4억불(원금 3억4천5백만불+성공보수5천5백만불)를 변제하는데 사용한 자금 조달 방식을 보면 총자본비용(WACC)을 낮추기 위하여 부채와 지분투자가 결합된 방식이었으며 지분투자에 있어서도 금융투자자와 공동으로 투자하는 것이었다.

세부적인 내역으로서는 지분투자자금 2억불 중 1억1천4백만불은 자체자금을 동원하였고 나머지 8천6백만불은 사모펀드인 SWIB(State of Wisconsin Investment Board)으로부터 조달하였다(이하 라파즈와 위스콘신주 투자기금을 합하여 '라파즈'로 칭하기로 함).¹⁶⁾

나머지 부채로 조달한 자금은 2억불로서 이는 국민은행, 교보생명 등 모두 국내 금융기관으로부터 전액 차입하여 조달하였고, 나머지 기업가치 1억불에 대해서는 매도자인 구경영진이 지분으로서 취득하는 방식을 취하였다.

이러한 기본 원칙을 바탕으로 치열한 협상 끝에 RH시멘트에 대한 지배구조를 라파즈 70.0%, 구경영진 30.0%로 결정하였고 1999.12.13 이를 내용으로 하는 주식 인수계약서를 체결하였다.¹⁷⁾

즉 라파즈로부터 RH로 유입되는 지분투자 2억불은 액면가로 라파즈에게 제3자 배정 유상증자를 하여 신주를 발행하여 구경영진의 지분을 100%에서 30%로 희석시킨 다음, 액면가 이상으로 납입 완료된 주식발행초과금은 나중에 자본금으로 전입

16) 이러한 인수 방식은 전략적 투자자 기업과 사모펀드 제휴하여 일종의 기업 인수펀드를 만들어 인수한 형태이다.

17) 당시 구경영진측은 협상 중에 라파즈의 협상 철수에 대비하여 금융투자자인 올림푸스 캐피탈(Olympus Capital)을 그 대안으로 준비하여 협상이 난항을 겪을 때 올림푸스 캐피탈과 투자의향서를 맺고 국제금융시장에서 자본을 모집하여 인수 협상에서 경쟁구조를 유지하는데 전력을 기울였다. 이러한 경쟁구조의 압력 아래 라파즈는 1999.12.13 구경영진과 투자의 본계약에 합의하게 된다.

시키면서 라파즈와 구경영진에 대하여 70대 30의 비율로 무상증자를 실시하는 구조였다.

이러한 구경영진의 지분 결정방법은 기업가치가 얼마에 합의되는가와 라파즈가 자본을 지분과 차입 중 어떠한 방법으로 조달하는가에 의하여 결정되는 것이다.

최종적으로 2000.1.13 RH시멘트로 투자자금이 도입되고 및 RH시멘트는 브릿지론(3억4천5백만불 + 성공보수금5천5백만불) 전액을 상환하고 라파즈 한라시멘트로 상호를 변경함으로써 한라시멘트 구조조정 과정을 모두 마치게 되었다.

이러한 구경영진의 한라그룹 및 라파즈한라시멘트의 구조조정 과정에 대하여 구경영진의 지분 취득에 대한 검찰의 수사가 있었으나 상호지급보증 부분을 제외한 지분 취득 부분에 대해서는 최종적으로 무죄판결을 받은 바 있다.¹⁸⁾

3.2 한라건설의 구조조정 과정

한라건설의 구조조정 방법은 국내 조성되어 있던 “기업구조조정기금”을 최대한 활용하였다는 특징을 갖고 있다.

한라건설도 로스차일드 프로그램에 의한 4개사일괄 채무 조정 프로그램에 포함되어 있어 1998. 3.23 로스차일드사와 「Highly Confident Letter」를 체결하였고, 로스차일드사는 채권단과 협의하여 한라건설에 대하여 담보채무 변제율 65%, 무담보채무 변제율 30% 등 총 2,455억원을 변제하기로 합의하고 그 재원은 브릿지 론 1,712억원과 자구

743억원으로 하기로 하였으며 그러한 채권단과의 합의 내용을 1998.9.14 법원으로부터 인가를 받았다.

그러나 로스차일드에서는 당초 계획대로 브릿지론을 제공하지 않았는데, 그 이유는 첫째 한라건설의 실사결과 브릿지 렌더들에게 제공할 담보가 부족하여 브릿지 론을 들여올 방안이 사실상 없었고, 건설회사의 경우 클린 컴퍼니는 “실적” 상실을 의미하여 신규 수주에 어려움을 초래하였기 때문이었으며, 또한 건설회사라고 하는 업종의 특성상 외국인에게 M&A가 사실상 불가능하여 브릿지 론을 회수할 방안이 없다고 로스차일드에서 판단했기 때문이다.

이러한 상황 변화에 대해 화의상태에서 경영권을 가지고 있던 구경영진은 1998년부터 기업구조조정을 지원할 목적으로 증권투자회사법에 의하여 만들어져 있는 “기업구조조정기금”을 이용하는 방법으로 급선회하였다.

우선 구경영진은 로스차일드에게 한라건설을 정상화시키지 않으면 로스차일드 프로그램 전체가 깨질 수밖에 없는 상황임을 강조하여 1999년 3월에 로스차일드가 자산운용회사(AMC)로서 자산운업을 맡고 있던 서울부채조정기금에 한라건설이 활용할 수 있는 모든 담보(매출채권)를 제공하는 조건으로 500억원의 회사채를 발행하였고, 1999년 7월에는 외국인인 템플턴이 자산운업을 맡고 있는 무궁화구조조정기금에 회사채 150억원, 전환사채 150억원 등 총 300억원의 회사채를 추가 발행하는데 성공하였다.¹⁹⁾ 이는 매출채권 유동화의 원시적인 형태로 당시 자산유동화법이 만들어져 있지 않았고 자

18) 2000년 6월 검찰은 한라그룹 구조조정 과정에 있어서 과거 구경영진이 불법으로 계열사 지급 보증을 하였으며, 구경영진이 한라시멘트의 재산을 저가 양도함으로써 화의금융채권자들을 기만하였고, 한라시멘트 또는 RH가 가져야할 RH의 주식 지분을 가로채는 배임죄를 저질렀다는 내용으로 공소를 제기하였다. 이러한 검찰의 공소내용에 대해 1심 법원에서는 모두 유죄로 판결하여 징역 3년 등의 실형을 선고하였으나 2005년 2월 대법원에서는 한라그룹 구조조정 과정 중 계열사 상호지급 보증 부분에 대해서는 유죄로 판결하였으나 한라시멘트 양도 부분에 대해서는 저가 양도가 아니며 구경영진의 지분 취득에 대해서는 정당한 지분취득이라는 취지로 무죄 판결을 내린 바 있다.

19) 한라건설 매출채권 유동화의 성공은 외환위기 당시 법적 뒷받침이 없는 상태에서 종금사들이 대출채권을 담보로한 자산유동화가 실패로 돌아갔던 것과 대비된다.

산유동화의 개념이 국내에서 생소하던 시절에 벌써 이러한 매출채권유동화의 기법을 활용하였다는 점에서 창의적인 기업구조조정 기법으로서 기업사적 의의가 크다고 하겠다.

그 밖에 한편으로는 당시 IMF 상황에서 한라건설 자산 매각에 전력을 다하여 삼성동·대치동 토지, 분당토지 및 본사사옥 매각대금, 미국 LA소재 발렌시아 호텔 등의 빌딩매각 등으로 668억원의 자금을 조달하였다.

이와 같이 한라건설은 국내금융기관이 아닌 로스차일드등 외국인이 자산을 운용하는 국내 기업구조조정 기금에서 원시적 형태의 ABS를 통해 조달한 자금 800억원과 자구를 통해 조달한 자금 668억원 함께 1,468억원으로 현대채무를 제외한 금융기관 회의채무 전액을 변제하여 정상화될 수 있었다. 또한 구경영진은 한라건설의 현대그룹 계열사들에 대한 회의채무 530억원을 많은 노력 끝에 차환을 성공시켰다.

최종적으로 한라건설은 1999.7.9에 회의채무 전액을 변제하고 회의를 종결시켜 1년7개월(580日) 만에 회의를 종결시키는 성과를 얻게 되었으며 1999.7.12 관리종목에서 2부종목으로 승격되었다. 한라건설의 회의 종료는 건설업종 회의 역사상 가장 단기간 내에 회의를 종료한 기록으로 파악되고 있다. 한라건설이 정상화됨에 따라 협력업체들의 연쇄부도를 방지하고 근로자(약 500여명)의 고용을 유지할 수 있게 되었다.

3.3 만도기계의 구조조정 과정

만도기계(주)는 자동차 종합 부품 회사로서 로스차일드 프로그램에 의한 4개사 일괄 채무 조정 프

로그램에 포함되어 있어 1998.3.23 로스차일드사와 『Highly Confident Letter』체결하고,²⁰⁾ 채권단과 채무를 조정하여 채무 일부 삭감 후 삭감된 채무에 대하여 브릿지 론을 통한 일시 상환 구조를 가지고 있었다.

즉 만도기계는 M&A를 위한 클린 컴퍼니로서 'RH만도'를 설립하여 자산을 이전하였고 또한 만도기계는 채권단과 만도기계에 대한 채무를 담보부채무 변제율 70%, 무담보 채무 변제율 35% 등에 변제하기로 합의하고 그 재원은 브릿지 론을 도입하여 사용하기로 하였으며 그러한 채권단과의 합의 내용을 1998.9.28 법원으로부터 인가를 받았다.

그러나 당초의 구도와는 달리 'RH만도'라는 회사 전체에 대한 전략적 투자자가 나서지 않아 자금모집이 여의치 않게 되었다. 즉 당시 만도기계에 대해서는 사업장 전체를 매각하고자 하는 경우 수요자가 없었던 반면 사업장 및 사업 본부별로 매입을 원하는 수요자들은 있었다.

그러자 구경영진은 브릿지 론에 대한 신디케이션을 무작정 기다리지 않고 M&A에 따르는 시간을 줄이기 위하여 사업장 및 회사의 사업 본부 단위로 분할하여 매각하는 방법으로 선회하였다.

당시 로스차일드는 한라시멘트에 대한 로스차일드 프로그램의 적용 성공 이후 만도에 대하여도 매각에 따른 차익 및 기타 수수료를 얻을 목적으로 시간이 다소 소요되더라도 만도 기계에 대해서도 로스차일드 프로그램을 적용시킬 것을 주장하였다.

그러나 구경영진은 로스차일드 프로그램의 적용이 오히려 시간과 비용을 더 소모시킬 수 있다는 판단아래 그동안 만도가 국제적으로 쌓아온 명성을 이용하여 분할 매각방식으로 전환하였으며 중간 수수료를 절약하기 위해 로스차일드를 배제하고 투자

20) Highly Confident Letter란 M&A에 있어서 거래를 추천하는 Investment Bank가 M&A 대상 기업(target firm)에게 M&A에 소요되는 자금을 자신이 조달할 수 있다는 의사를 표시하는 것을 의미한다.

자들과 직거래 형태를 취하는 전략을 선택하였다. 따라서 만도기계의 경우 대부분은 매수자와 한라그룹간의 직거래 형태로 매각되었고 한라시멘트의 경우와는 달리 로스차일드의 M&A Agent로서의 역할은 극히 제한된 것이었다는 특징을 가진다.

이러한 사업장별 사업본부별 매각 전략에 따라 한라일렉트로닉스 주식은 독일 VDO사에 매각하고, 자동차의 전기 장치를 주로 제작하던 경주공장은 프랑스 발레오에 매각하였으며, 아산공장은 스위스 UBS사에 매각하였다. 그리고 AL D/C 공장은 미 Gibbs사에 매각하였으며 사시부문(평택/문막/익산공장)은 미 Chase사에 매각하였다.

이러한 분할매각으로의 방향 선회는 1999년 3월부터 12월까지 매각을 단기간 내에 모두 진행시킬 수 있도록 하여 1999.12.28 만도기계는 채무변제를 완료하여 화의를 종결시킬 수 있었다.

이러한 조기 분할 매각이 기업사적으로 의미가 있는 부분은 당시에 기업의 분할 매각에 대한 세제상 지원 시스템이 구비되어 있지 않았던 상황에서 조기에 매각된 것이라는 점에서 많은 의의가 있다고 하겠다.

3.4 한라중공업의 구조조정 과정

한라중공업에 대한 구조조정의 최종 결과를 보면 로스차일드 프로그램의 원형에서 벗어나 채무의 일부 출자 전환 후 현대 중공업에 의한 '위탁경영방식'을 통하여 최종적으로 현대중공업에 인수시키는 방법을 사용하고 있다.

한라중공업은 막대한 시설 투자 단계에서 계열사들의 상호지급 보증 등의 방법에 의하여 계열사들로부터 투자자금을 조달함에 따라 한라그룹의 경영

을 악화시켰던 가장 주된 요인이었으며 설비 투자가 거의 완료되었던 시점에 외환위기 와중에서 부도를 맞이하였다. 한라그룹 부도의 중심적 역할을 담당하였던 한라중공업은 회사 규모와 부실의 규모가 가장 크고 사업 라인도 조선, 중장비, 플랜트(산업설비/기계)로 복잡하게 나누어져 있어 구조조정이 가장 어려웠던 기업이다.

1997년 12월 부도가 발생하고 법정관리에 들어간 이후 1년여의 기간 동안 한라중공업은 기존 수주물량은 거의 소진이 되어 가는데 신규 선박에 대한 은행권의 지급보증을 제대로 얻을 수 없음을 따라 신규 수주를 하지 못하였다. 작업 물량부족으로 가동률이 50% 미만으로 추락하게 되었으며 종업원 임금 체불과 협력업체들에 대한 자재대금 지불이 한계에 도달하게 되었다.

이에 따라 1,400여개 협력업체가 연쇄적으로 도산하고 한라중공업의 6,000여 종업원과 협력업체의 28,000여 종업원이 실직하게 될 상황이었으며, 선박 수주잔량에 대한 선박 건조 포기 및 건조중인 선박의 지급보증에 대한 대지급 청구가 연쇄적으로 일어나 국민 경제적으로 커다란 충격과 발생할 위험이 높아지고 있었다.

따라서 한라중공업에 대한 조기정상화의 필요성이 급박하였으나 구조조정은 제대로 진척되지 못하였다. 그러자 채권단과 법정관리인은 지분이 소각되고 경영에서 완전히 배제되어 있던 구경영진으로 하여금 한라중공업 구조조정에 적극적으로 참여하여 줄 것을 공식적으로 요청하게 되었다. 이에 구경영진은 1998년 8월 한라중공업과 '경영고문위촉계약'을 체결하고 무보수 경영고문이라는 자격으로 한라중공업의 구조조정 과정에 주도적으로 참여하게 된다.²¹⁾

당초 한라중공업은 로스차일드 프로그램에 의한

21) 대우자동차, 기아자동차, 현대투신 등 다른 기업의 구조조정 과정에서는 채권단과 인수자가 주도권을 행사하고 부도 기업과 구경영진은 아무런 권한을 행사하지 못하였는데 한라그룹의 경우에는 이와는 다르게 부도기업의 구경영진이 실질적으로 구조조정의 주도권을 행사하였다는 점에서 많은 차이가 난다.

4개사 일괄 채무 조정 프로그램에 포함되어 있어 1998. 3.23 로스차일드와 「Highly Confident Letter」체결을 하였으며 로스차일드 프로그램에서는 한라중공업의 자산과 채무를 승계한 RH중공업에 2억6천9백만불의 브릿지 론을 도입하여 채무를 일괄 변제하는 것으로 계획되어 있었다.

이에 따라 한라그룹 채권단은 담보부 채권에 대해서는 48%, 무담보부 채권에 대해서는 22%의 변제비율로 일시 변제를 하기로 합의를 하고 1998.11.16 법원으로부터 합의된 내용대로 회사 정리계획안을 인가받았으며 1998.12.6 납입자본금의 90%를 무상소각하였다.

그러나 당초의 계획과는 달리 새로 임명된 법정관리인의 경영 아래서 전세계의 잠재적 투자자 140군데와 접촉을 하였으나 아무도 투자 의향을 보이지 않았고, 1998년 10월부터 1999년 8월까지 4차에 걸쳐 국내외 조선업체를 상대로 한 입찰에 단 한 군데도 응찰자가 없었다.

당시 응찰자가 없었던 이유는 해외 업체들은 RH중공업과 같은 대규모의 중공업회사를 운영해 본 경험이 없어서 투자를 기피하였고, 또한 인수하더라도 시간이 가면 아주 험값으로 인수할 수 있을 것으로 생각하여 적극적인 자세가 아니었다.

상황이 당초 예상과 다르게 전개되자 로스차일드는 투자자들에게 투자자금을 회수할 수 있다는 확신을 줄 수 없다면 로스차일드는 브릿지 론을 조달할 수 없다는 입장을 법정관리인에게 표명하면서 당초 약속한 브릿지 론 도입을 이행하지 않겠다는 입장을 공식적으로 밝혔다.²²⁾

투자하려는 외국인이 없고 브릿지 론이 조성이란 되자 구경영진은 브릿지 론 조성을 통한 M&A 방식을 포기하였다. RH중공업 인수에 따르는 경영

위험이 너무 크기 때문에 국내외에 인수 희망자가 없자 조성 가망성이 없는 브릿지 론에 대한 집착을 포기하고 당시까지 시도되어 본 적이 없는 새로운 구조조정 방안으로서 RH중공업에 대한 '위탁경영' 방식을 적용하기로 하였다. '위탁경영'이란 수탁기업에 대하여 RH중공업을 일정기간 경영을 위탁한 후 RH중공업의 경영이 정상화되면 수탁 기업이 채권단으로부터 RH중공업 주식을 인수할 수 있는 선택권 콜 옵션을 가지도록 하는 2단계에 걸친 기업인수 방식이다.

한라그룹의 구경영진은 RH중공업에 대한 위탁대상자로서 동종업계 세계 1위인 현대중공업을 선택하고 설득에 들어갔다. 현대중공업을 비롯한 현대그룹은 기아자동차 인수, 대북사업 전개, 한화석유 인수 등으로 사업영역이 확대된 상황에서 더 이상의 사업 확대에 따르는 자금부담 등을 이유로 수탁을 거부하였다. 수탁 거부에 대하여 RH중공업의 구경영진은 현대중공업이 RH중공업을 수탁 경영한 후 장래 완전히 인수하는 경우에 발생할 시너지 효과를 들어 현대중공업에 대한 설득에 나섰다.

당시 RH중공업의 구경영진이 현대중공업의 수탁 거부에 대하여 설득을 위해 사용한 논리는 주로 현대중공업이 RH중공업에 대한 위탁경영을 맡게 되는 경우 발생할 비용과 시너지 효과에 대한 것이었으며 다음의 내용으로 구성된 것으로 알려지고 있다.

우선 RH중공업의 설비투자가 완료된 상태로서 추가적인 설비투자 자금부담이 많지 않다는 점, 선박의 건조가격이 RH중공업에서 현대로 변경되는데 따라서 수주단가를 상승시킬 수 있어 RH중공업의 수익성이 현재보다 대폭 개선되어 조기 정상화시킬 수 있다는 점, 현대중공업이 RH중공업과 선박 관련 R&D 및 설계부문을 공유하는데 따르는

22) 당시 한라중공업의 법정관리인은 주채권은행인 외환은행의 퇴직 임원 출신인 K씨였는데 K씨는 조선업에 대한 경영 경험이 전혀 없었던 것으로 알려진다.

연구개발비 및 설계비를 절감시킬 수 있다는 점, 현대중공업과 RH중공업이 협력업체를 공유하는데 따라 자재비를 절감시킬 수 있다는 점 및 현대중공업의 울산 조선소 독크와 삼호 조선소의 독크에 대하여 독크 별 건조 선박 특화에 따라 양쪽 회사의 독크 가동율을 상승시킬 수 있다는 점 등이다.

현대중공업은 한라그룹 구경영진척의 설득에 따라 RH 중공업의 위탁경영에 따라 부담하게 될 비용과 발생할 시너지 효과에 대해 정밀하게 검토한 후 위탁경영을 맡기로 최종 결정하였다. 이에 RH 중공업은 현대중공업에 의한 '위탁경영'방식을 바탕으로 한 정리계획 변경계획안을 채권단과 합의하여 1999.9.18에 법원에서 인가를 받고 1999.10.27 현대중공업과 RH중공업간에 위탁경영계약을 체결하고 'RH중공업'의 상호를 '삼호중공업'으로 바꾸었다.

여기서 당시까지 국내에서 사례를 찾아볼 수 없었던 '위탁경영'의 성격과 운영 방식을 살펴보기로 한다. 당시 한라그룹이 사용한 '위탁경영'이란 기업을 직접 인수시키지 아니하고 RH중공업이 수탁기업에 대하여 위탁경영에 대한 수수료를 지불하면서 일정기간 동안 위탁경영을 부탁한 후 경영이 정상화된 다음에 위탁 경영을 맡았던 수탁 기업이 채권단으로부터 위탁 기업 주식을 인수할 수 있는 권리를 옵션을 가지도록 하여 2단계에 걸쳐 기업을 인수할 수 있도록 하는 일종의 변형된 기업 M&A 구조라고 볼 수 있다.

현대중공업에 의한 위탁경영의 세부적 내용을 보면 다음과 같다. 새로운 정리계획안에 따라 채권단은 로스차일드 프로그램상 한라중공업으로부터 변제받을 채무 7,424억원 중 1,000억원을 RH중공업을 승계하는 삼호중공업에게 출자전환하고 잔액 6,424억원은 삼호중공업이 3년거치 4년 분할상환

(이자율 9.75%) 한다. 위탁 경영을 담당하는 현대중공업은 삼호중공업에 대한 채무와 향후 운영자금 조달을 위한 보증을 제공하고 경영진 구성, 운영자금 조달 등을 수행한다. 그리고 현대중공업은 채권단이 출자전환한 주식에 대하여 5년 이내에 모두 인수할 수 있는 콜 옵션 권한을 가진다는 것이었다.²³⁾

한라그룹이 위탁경영을 선택하게 된 근본적 이유는 인수 기업으로 하여금 RH중공업인수에 따르는 위험을 분산시켜서 인수를 용이하게 만들기 위한 구조를 만들기 위한 것이다. 즉 RH중공업은 한 번도 영업이익을 내본 적이 없어 RH중공업의 사업 부문에 대한 사업성이 불투명하여 기업 인수에 따르는 위험이 큰 만큼 일차적으로 경영에 대한 위탁을 하고 추후에 기업을 인수할 수 있는 권리를 부여한다는 것이다.

그런데 계약 내용을 분석하여 삼호중공업 위탁경영에 대한 경영책임 소재를 살펴보면 명목상으로는 현대중공업에 의한 '위탁경영'의 형태를 취하고 있고 현대중공업이 삼호중공업으로부터 위탁경영수수료를 징수하고 있다. 그러나 금융기관들의 출자전환 금액(1,000억원)보다 현대중공업이 삼호중공업에 대하여 지급보증하는 금액(약 9,200억원)이 훨씬 큰데 이는 단순한 위탁경영을 넘어서 위탁경영 초기부터 현대중공업에서 향후 인수를 전제로 실질적 경영책임을 지는 일종의 변형된 기업인수 형태라고 평가할 수 있다.

사실상 실질적으로 삼호중공업의 책임경영을 맡게 된 현대중공업은 해외영업과 기본설계를 직접 수행하여 주주 선가를 15% 이상 개선하였으며, 삼호중공업의 금융채무 총 9,200여억원에 대한 지급보증을 통하여 삼호중공업의 신용을 향상시켜 금융비용을 절감하였다.

23) 현대중공업의 금융권이 출자전환으로 보유하게 된 삼호중공업 주식에 대한 콜 옵션의 행사가격은 주당 액면 금액 5,000원으로 하였으나 삼호중공업의 주당 순자산가치가 액면 금액을 초과하는 경우에는 초과액수의 70%를 더한 금액으로 행사하도록 구조화 하였다.

이처럼 현대중공업의 기술력과 신용을 바탕으로 삼호중공업의 전 부문에 걸쳐 비용절감과 생산성 향상이 이루어지자 투자자본 회수기간이 장기간 조선 산업의 특성상 삼호중공업은 위탁경영 초기인 2000년에는 <표 7>에서 보는 것처럼 적자를 기록하였으나 2001년부터 당기순이익을 실현시키기 시작하였다.²⁴⁾ 삼호중공업의 경영이 정상화되어가자 2002년 4월 현대중공업은 삼호중공업을 인수하기로 결정하였다. 이에 2005년 5월 현대중공업은 콜옵션을 행사하여 출자 전환된 채권단의 주식 100%를 전량 인수하여 삼호중공업을 완전히 인수하게 되었고 정리계획상의 금융권 채무에 대한 조기 상환을 목전에 두고 있다.²⁵⁾

이상에서 살펴본 바와 같이 한라중공업은 부도기업이 구경영진의 구조조정 노력과 채권단의 협조 및 전문 경영업체에 의하여 초기에 회생한 대표적인 성공사례라고 평가할 수 있다.

3.5 기타 계열사들의 구조조정 과정

그 밖의 계열사들의 경우로서 한라펠프제지는 우선 1997.12.6 부도 발생 직후 화의에 들어갔으나 1998년 7월 일부 채무를 삭감해 주는 조건으로 당시로서는 최고의 외자유치 금액인 현금 2억3천5백만불을 일시에 들여와 채무를 일시에 변제하면서 구조조정에 성공하였다.²⁶⁾

한라펠프제지의 구조조정 과정을 살펴보면 보워터 한라제지는 부도 발생후 7개월만인 1998.7.15일에 Goldman Sachs사를 M&A 주간사로 하여 클린 컴퍼니인 보워터한라제지를 설립하여 한라펠프제지가 영업을 양도하고 미국 보워터사로부터 2억3천만불의 투자유치에 성공하여 화의채무 변제를 완료하고 경영을 완전 정상화하여 신청부터 종료까지 불과 7개월만에 화의를 종료하였다. 이는 국내 화의 역사상 전업종을 망라하여 가장 최단기간 내에 화의를 종료한 기록으로서 기업사적 의의가 높다.²⁷⁾

이처럼 초기에 매각협상을 성공하였던 것은 한라펠프제지가 신생회사로서 지급보증채무가 거의 없었기 때문이며 또한 한라펠프제지의 구조조정은 국내 최초의 채무 삭감 방식에 의한 구조조정이라는 데 기업사적인 의의가 있다.

한편 여타 계열사들의 경우는 합작 파트너가 나머지 지분을 사는 방법으로 빠른 시간에 종결하였다. 예를 들어 한라공조의 경우 당초 미 포드사의 지분이 50%였는데 나머지 50%의 지분을 포드사가 들었으며 (주)캠코의 경우도 독일 Bosch사가 50%였는데 독일 Bosch사가 나머지 지분 50%를 사들이는 방법으로 외자를 도입하였다. 따라서 4개 주력 계열사들을 제외한 나머지 계열사들에 대한 구조조정에 있어서 로스차일드의 M&A Agent로서의 역할은 매우 제한된 것이었으며 구경영진이 구조조정에 주도적인 역할을 수행하였다.

24) 현대중공업의 위탁경영에 의한 삼호중공업의 기업회생사례는 2002.4.26 한국능률협회로부터 '기업경영개선 우수기업'으로 선정된 바 있다.
 25) 당시 인수 비용을 보면 2001년말 삼호중공업의 주당 순자산가치는 2,690원으로서 당초 계약에 따라 주당 5,000원에 인수하였으며 채권단이 가지고 있던 2천만주 모두를 인수하였다.
 26) 이는 브릿지 론 부분만 제외하면 로스차일드 프로그램과 매우 유사한 사례로서 국내에서는 처음 있는 현가할인에 의한 구조조정 방식이다. 당시 채권단으로서는 법정관리나 화의 등 불확실한 방법으로 10년에 걸쳐 분할상환을 받는 것보다는 비록 일부를 삭감해 주더라도 당장 현금으로 일시에 상환받는 것이 훨씬 유리하다고 판단했기 때문이다. 이 사례는 국내 최초로 금융기관에서 기업에 대한 부채를 삭감해 준 사례로서 삭감에 의한 기업구조조정의 성공사례를 체험한 이후 국내 금융기관들은 회생가능성이 있는 기업의 부실 기업 구조조정에 거의 예외 없이 부채삭감을 사용하게 되었다. 이러한 측면에서 한라펠프제지의 구조조정의 기업사적 의의가 높다고 하겠다.
 27) 통상 국내의 구조조정 절차 중 화의의 성공률은 전체 신청 건수의 13%정도에 불과하고 장기간이 소요되어 왔다. 또한 법원에서 화의조건의 인가까지만 걸리는 기일도 평균 324일이 소요되는 것으로 보고된 바 있다. 박승두, 『회사정리법』, 법률 SOS, 2000.9, p. 217 참조.

3.6 구조조정 결과

이상의 구조조정 결과로 <표 6>에서 보는 바와 같이 한라그룹은 해체되었으나 과거 한라그룹의 계열사였던 각 회사들은 해외의 전략적 투자자들과 금융 투자자들에게 매각되었으며 외자를 자본금으로 도입하여 재무구조가 우량한 회사가 되었다.

아울러 <표 7>에서 보는 바와 같이 로스차일드 프로그램에 들어가 있던 한라그룹의 회생대상이 주력 4개사 한라건설, 만도기계, 한라시멘트 등 3개

사는 구조조정 이후 이익이 증가하여 경영 상태가 모두 외환위기 이전보다 호전되었음을 볼 수 있다.

특히 주목할 만한 것은 한라그룹 도산의 주된 원인을 제공하였던 한라중공업의 경우도 1996년 삼호조선소가 가동에 들어간 이래 처음으로 2001년 898억원의 당기 순이익을 냈으며 2002년에도 742억원의 당기순이익을 기록하여 2006년 3/4분기에는 차입금을 모두 상환할 수 있을 것으로 전망된다는 점이다.²⁸⁾

한라그룹의 조기구조조정은 근로자들에게는 전국

<표 6> 한라그룹 구조조정 현황

부도당시	구조조정 현황	
만도기계(주)	(주)만도	美 Chase社
	만도공조(주)	스위스 UBS社
	발레오만도전장시스템(주)	佛 Valeo社
	김스코리아다이캐스팅(유)	美 Gibbs社
한라시멘트(주)	LH시멘트(주)	佛 라파즈社
한라중공업(주)	삼호중공업(주)	현대중공업 위탁경영
한라건설(주)	경영권행사	
한라펠프제지(주)	보위터한라제지(주)	美 보위터社
한라콘크리트(주)	대아레미콘(주)	
한라공조(주)	美 Ford社	
(주)캠코	獨 Bosch社	
한국브이디오한라(주)	獨 아텍지멘스社	
(주)마이스터	(주)만도 지분 100%	
목포신항만(주)	경영권 행사	
한라창업투자(주)	제 3자에게 100% 매각	
마크폴로호텔(주)	매각 추진중(100% 매각)	
한라해운(주)	청산 진행중	
한라자원(주)		
한라정보시스템(주)		
한라산업기술(주)		
한라특장차(주)		

자료: 한라그룹

28) 한국경제신문, “현대중공업 위탁한지 2년만에 흑자, 삼호중 정상화궤도 진입”, 2001.10.20, p.11 및 매일경제, “현대삼호중공업 2년 연속 흑자”, 2003.3.24.

각지의 30여개 공장이 한 곳도 문닫는 곳 없이 고용을 승계하도록 하였고, 채권 금융기관들에게는 당시 자산관리공사에 대한 매각에 의한 채권 회수보다 훨씬 높은 채권 회수를 가능하게 하여 채권단에 대한 피해를 최소화하였으며, 당초 로스차일드 프로그램 추진시 10억불을 브릿지 론으로 도입할 계획이었으나 M&A등을 통해 외환위기 직후 외자 부족에 시달리던 국내 경제에 13억불의 외자를 유치하였다.

또한 구경영진은 구조조정을 위하여 조기에 경영권을 포기하는 대신에 기업가치의 보전과 성공적 구조조정에 대한 보상으로 외국투자자들로부터 한라시멘트 등에 대한 일부 지분을 취득할 수 있었다.

결론적으로 한라그룹은 구조조정을 조기에 성공적으로 완료함으로써 기업을 회생시키고 고용을 유

지하고 채권단의 피해를 최소화하는 상생의 구조조정을 하였다.

이러한 인식에 따라 한라그룹의 계열사들은 2000. 3.29 산자부 주관 <제4차 무역·외국인투자진흥대책회의>에서 성공사례로 선정된 바 있으며, 2000. 11.1 <제5차 무역투자진흥대책회의>에서는 경제 및 산업발전에 기여한 총 35개 기업 중 한라그룹이 구조조정한 5개 회사가 산업포장 등을 수상한 바 있으며 국내 최초로 대규모 부도 기업집단의 자력에 의한 조기회생 사례를 기록하게 되었다.

이상의 구조조정 결과를 과거 한라그룹 소속 주력 4개사의 경영상황을 <표 7>에서 보게 되면 구조조정 전에 비하여 재무구조 손익 및 매출 등 경영의 각 부문에서 월등히 개선되었음을 볼 수 있다.

<표 7> 한라그룹 주력 4개사 구조조정 전후 경영상황 비교

(단위: 억원, %)

	연도	매출	손익	자산	부채	자본	부채비율
한라건설	1997	6,067	-469	9,061	8,432	629	1,341
	2000	3,025	72	4,440	2,802	1,638	171
	2001	3,244	33	5,150	3,533	1,617	218
	2002	4,487	71	4,988	3,417	1,571	218
만도기계 (주)만도	1997	14,052	-192	24,043	21,736	2,307	943
	2000	9,833	508	8,266	6,128	2,138	287
	2001	10,450	575	9,036	6,352	2,683	237
	2002	11,783	868	9,937	7,448	2,489	299
한라시멘트 (라파즈 한라시멘트)	1997	4,517	-541	11,374	11,074	300	3,685
	2000	3,268	289	5,071	3,354	1,717	195
	2001	3,941	376	4,995	2,929	2,066	142
	2002	4,503	607	7,255	4,580	2,675	171
한라중공업 (현대삼호 중공업)	1997	11,017	-5,841	26,271	36,415	-10,144	-
	2000	4,821	-1,010	13,622	13,982	-360	-
	2001	10,223	898	15,708	15,170	538	2,820
	2002	11,341	742	14,084	11,804	2,280	518

자료: 한국신용평가정보, KIS-LINE자료: 한라그룹

IV. 결론

본 논문은 외환위기 당시 구조조정에 대한 제도적 인프라가 제대로 존재하지 아니하는 상황에서도 조기에 자력으로 구조조정에 성공한 사례로 평가를 받고 있는 한라그룹 구조조정 과정과 기법을 분석함으로써 향후 국내 대규모 기업집단의 구조조정에 원용할 수 있는 정책적 시사점을 추출하고, 당시 동원된 창의적인 구조조정 기법들의 기업사적 의의를 밝히며, 기업구조조정에 대한 기록을 목적으로 수행되었다.

먼저 한라그룹이 구조조정에 성공하게 된 그 핵심적인 요인을 보면 다음과 같다. 첫째 한라그룹은 당시 부도기업집단 모두의 공통된 문제점이던 계열사 상호간의 연결 고리를 끊기 위하여 채권단이 한라그룹 계열사간의 상호지급보증과 관련된 부채를 삭감해주는 대신, 한라그룹은 나머지 부채를 신속하게 외자를 도입하여 일시에 상환해주는 '현가화 변제방식' 방식을 도입하여 서로 얽혀 있는 계열사들을 조기에 분리해 냈다.

이는 소위 '로스차일드 프로그램'이라 불리는 것으로 상호지급보증으로 얽혀있는 계열사들을 조기에 분리해 낼 수 있었던 것이 계열사간 공멸을 방지하고 기업 가치를 유지시킬 수 있었던 핵심적인 요인이었다. 한라그룹은 이렇게 분리된 계열사들을 대상으로 M&A 방식으로 외국의 우수한 전략적 투자자 및 금융 투자자들에게 기업을 매각하여 채무를 상환하였다.

둘째 한라그룹 구조조정의 성공 요인에는 이렇게 분리된 계열기업들을 대상으로 구경영진이 강력한 구조조정의 추진 주체로서 경영권 포기를 전제로 한 M&A 방식을 선택하였다는 점이다.

경영에 실패하였음에도 불구하고 구경영진이 구조조정의 강력한 주체 역할을 할 수 있었던 데에는

구경영진이 경영권 포기를 전제로 하는 M&A 방식을 선택함에 따라 채권단과 종업원 등 이해관계자들로부터 전적인 신뢰를 얻을 수 있었기 때문이었다. 구경영진의 경영권 포기 의지에 따라서 채권단 투자자 종업원 협력업체 등이 모두 구경영진의 구조조정에 대하여 신뢰를 가질 수 있었고, 이러한 이해관계자들의 전적인 지지가 구경영진이 행사한 강력한 구조조정 추진의 원천이 되었다.

셋째 이처럼 한라그룹의 구경영진이 경영권을 포기하면서 매각을 통한 강력한 구조조정을 진행하여 나갈 수 있었던 데에는 구조조정에 따른 기업가치 상승을 일부 받을 수 있는 경로가 열려 있었기 때문으로 볼 수 있다. 통상 법정관리나 워크아웃 절차에서는 구경영진의 지분을 모두 소각함에 따라 구경영진의 구조조정에 대한 유인이 없었다. 그러나 한라그룹 구조조정 설계에 있어서는 이와 달리 구조조정이 성공하는 경우 부도기업의 구경영진이라고 할지라도 한라시멘트의 경우 회생기업에 대한 지분의 일부를 다시 취득할 수 있는 인센티브 가능성이 열려져 있어서 구경영진이 도덕적 해이에 빠지지 않고 구조조정에 전력투구할 유인이 있었다는 점이다.

다음으로 한라그룹 구조조정은 여러 가지로 기업사적 의의를 가지고 있는데 한라그룹 구조조정이 국내 기업사에서 가지는 의의를 정리해 보면 다음과 같다.

첫째 한라그룹 구조조정에 있어서 법정관리 화의 기업의 금융권 채권에 대하여 국내 최초로 채무조정과 이에 대한 현가화 변제 방식에 의한 구조조정 방식이 동원되었다. 채무 조정과 현가화 변제 방식에 의한 한라그룹 소속 계열사들의 조기 회생 성공은 이후 국내 금융기관들의 행태를 변화시키게 되었으며 금융기관들로 하여금 구태 의연한 구조조정 방식에서 벗어나 채무삭감과 현가화 변제 방식에 의한 구조조정을 받아들여지게 되는 계기가 되었다는

점에서 기업사적 의의가 높다고 하겠다.

둘째 당시까지 국내에서 실시된 바가 없는 미국의 DIP 방식과 유사한 형태의 구조조정이 국내 최초로 실시되었다는 점이다. 한라그룹의 DIP 방식에 의한 구조조정 성공은 부도기업에 있어서 채무자의 역할을 새로이 인식시키는 계기가 되었으며 그 이후 2005년 통합도산법 제정시 국내에 DIP 제도를 도입하게 되는 하나의 계기가 되었다.

셋째 한라그룹 구조조정 과정 중에는 자산유동화에 관한 법적 뒷받침도 없는 상태에서 매출채권을 담보로한 원시적 형태의 자산유동화 기법이 창의적으로 동원되었다. 원시적 형태의 자산유동화는 한라건설의 기업회생 과정 중 실시되었던 것으로서 일종의 매출채권을 담보로 한 자산유동화라고 하겠다.

넷째 한라그룹은 한라펄프제지의 경우 국내 화의 역사상 최단 기간 내에 화의를 종료하는 기록을 세웠으며, 한라건설의 경우는 건설업종에서 최단기간 내 화의를 종결하는 기록을 세우는 등 조기에 구조조정에 성공하였다는 의의를 가지고 있다.

다섯째 한라중공업 구조조정 시에는 국내 최초로 위탁경영 후 인수라는 형태의 2단계에 걸친 M&A 방식이 처음으로 사용되었다. 위탁경영 후 인수 방식은 인수자의 위험을 경감시켜 인수를 용이하게 하기 위한 것으로서 국내 최초로 사용된 방식이었다.

당시 사용되었던 구조조정 기법들은 국내 금융기관과 구조조정 절차에 있어서 이노베이션으로 작용하여 나중에 정부에서 만든 부실기업 회생을 위한 워크아웃 제도의 골격을 제시하게 되었고 국내 금융기관들에게 금융 기법에 대한 많은 교육효과를 가져온 계기가 되었다는 기업사적 의의도 가지고 있다.

한라그룹 구조조정 성공과정이 제시하는 정책적 시사점은 다음과 같다. 국내의 산업 구조는 대기업 집단 중심으로 편제되어 있고 현재 많이 해소되었으나 기업 집단 내부에 계열사간에 상호지급보증과 개인 보증이 얽혀 있어 계열사중 하나만 부실화 되

어도 모든 계열사가 동반 부실화하게 되어 있다. 이러한 한국적 현실에서 상호보증과 개인보증이 복잡하게 얽혀 있는 대기업 집단의 부도시에는 우선 보증채무를 대폭 삭감하여 계열사간 동반부실화의 고리를 끊어주는 것이 가장 먼저 선행되어야 한다는 점이다.

상호지급보증 채무를 대폭 삭감하여 각 계열사들을 분리시킨 다음 로스차일드 프로그램에서와 같이 잔여 채무를 현금으로 할인하여 일시에 상환하는 '현가화변제방식'에 의한 구조조정 방식이 기업의 회생을 위하여 효율적일 뿐만 아니라, 동시에 채권단의 입장에서도 기업이 회생되고 기업가치가 유지됨에 따라서 채권 회수액을 극대화할 수 있는 win-win의 전략일 수 있다는 점이다.

다음으로 중요한 정책적 시사점은 기업구조조정 시스템 설계에 있어서 비록 구경영진이 경영에 실패하였다고 하더라도 해당 산업과 기업에 대한 구경영진의 경험과 역할을 인정하여 구경영진을 구조조정 과정에서 배제하지 않고 구조조정에 있어서 주체가 되어 진행할 수 있는 DIP 방식의 구조조정 시스템이 한국적 현실에서 효과적일 수 있다는 점이다. 이는 한국과 같이 경영자의 시장이 형성되어 있지 아니하는 경우 더욱 그러하다.

끝으로 구경영진이 구조조정의 주체가 되어 구조조정을 진행하는 경우 구경영진에게 구조조정 성공 시 회생 노력에 대한 지분을 인정할 필요가 있다는 점이다. 이 부분은 구경영진의 경영실패에 대한 책임과 관련지어 많은 논란이 있을 수 있으나 구경영진의 구조조정 절차에서의 기여 부분을 인정하지 않을 경우 구조조정 절차에의 진입을 기피하고 구조조정 절차중 기업가치의 유출 등 도덕적 해이가 발생할 수 있기 때문에 구경영진이 구조조정의 주체가 되는 경우 회생기업의 지분에 대한 취득 기회를 부여함으로써 구조조정 과정에서 구경영진의 도덕적 해이를 방지하는 시스템을 도입할 필요가 있다.

참고문헌

- 강동수·김준경·최용석(2004), 『국내 기업구조조정 성과에 대한 실증분석』, 한국개발연구원, 연구보고서 2004-04.
- 강동수·한상일(2001), “워크아웃 제도의 성과에 대한 분석”, 한국경제의 분석 제7권 제3호, 2001.12, pp.123-177
- 강선명(2001), “회사정리제도의 성공을 위한 실무의 개선 현황”, 상장, 한국상장회사협의회, 2001.12
- 김용덕, “화의법 파산법 해설”, 전경련 국제경영원 제2기 기업구조조정전문가과정 교재, 2001.2
- 박승두(2000), 『회사정리법』, 법률 SOS.
- 박철순·한정화·서정일·김영욱(1999), “생존을 위한 선택”, 서울대학교 경영대학 경영연구소, 경영사례연구 33.2, pp. 17-35.
- 오수근(1994), 『회사정리법의 역사적 발전과정에 관한 소고』, 민사판례연구회, 민사판례연구XVI, 박영사.
- 이성규(2001), 『기업구조조정의 성과와 CRV 추진방향』, 한국은행 금융경제연구 제 118호.
- 이순종(2000), “IMF 체제하의 기업구조조정 사례 -(주)한화구조조정 사례-”, Hanyang Business Review 제12권, pp.211 - 216
- 정이만(2002), “한화그룹의 구조조정 사례와 시사점”, 상장협 제45집, 2002 춘계호, pp.63-76
- 제갈정웅·최도성·곽수근(2003), 『M&A 최신사례집 2』, 창해.
- 최도성·지현열(1998), 『회사정리제도』, 서울대학교 출판부.
- 최두열(2001), 『현행 기업구조조정 시스템의 문제점과 발전 방향』, 한국경제연구원 정책보고서 2001-06.
- 서울지방법원검찰청, 공소장(2002), 1998형제139214호, 2000형제64428, 117047호, 2002형제37359호
- 서울지방법원 제 22형사부(2002), 판결문, 사건번호 2002 고합462.
- 재정경제부 공적자금관리위원회(2001), 『공적자금관리백서』.
- 한국은행 은행국(2001), 『국내은행의 부실채권 처리 현황 및 전망』, 업무참고자료, 2001-12.
- 한국자산관리공사(2000), 『부실채권 정리백서(1997.11~1999.12)』.
- Gilson, Stuart C.(2001), 『Creating Value through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups』, John Wiley & Sons, Inc.
- Rosenberg, Hilary(2000), 『The Vulture Investors』, pp. 267 - 297, Wiley.

A Case Study on the Success of Corporate Restructuring of Korea's Bankrupt Chaebol Halla Group

Doo-Yull Choi*

Abstract

This study is about the corporate restructuring of Korea's twelfth largest chaebol Halla Group, which was capsized into bankruptcy in the wake of 1997 currency, but unlike other several bankrupt chaebols, had succeeded in speedy restructuring. Halla Group had employed the so called creative two step Rothschild Restructuring Program: first step was to separate the cross guaranteed affiliated firms from each other by steep discounts and paying back the outstanding debt by bridge financing, second step was to sell the newly freed affiliates to the foreign investors and using the proceeds to pay off the bridge loan. Instead of court nominated trustee, the ex-management of Halla Group, had exercised powerful leadership through the whole restructuring process. The policy implication of the restructuring of Halla Group is that in Korea's bankrupt chaebol restructuring, the Rothschild Restructuring Programs can be a good reference, and the debtor itself can be a good candidate as the trustee in corporate restructuring.

Key Words: corporate restructuring, Halla Group, Rothschild Restructuring Program, DIP

* Department of Industrial Management, Korea University of Technology and Education.