

## CRV 제도를 통한 대우캐피탈 구조조정 사례

양 지 연\*

1997년 외환위기 이후, 우리나라의 많은 한계 기업들이 구조조정을 통해 회생하고 경쟁력을 회복하였다. 그중에서도 옛 대우그룹 계열사의 구조조정 성과가 돋보이는데 이는 채권 금융기관의 신속하고 효과적인 지원, 그리고 당시로서는 새로운 구조조정 기법의 도입 등에서 그 성과의 원인을 찾아볼 수 있다. 본 사례연구에서는 대우그룹 계열사 중 금융회사인 대우캐피탈을 대상으로 하여 구조조정의 전 과정을 살펴보고자 한다. 대우캐피탈은 구조조정 후 2년 만에 경영이 정상화 되었다는 점에서 그 성과가 매우 높고, 특히, 새로운 구조조정제도인 기업구조조정투자회사(CRV) 제도를 활용했다는 점에서 차별점을 가지고 있기 때문이다. 또한 일반기업의 구조조정과 인수·합병(M&A) 사례는 많이 연구되어 왔지만, 금융회사에 대해서는 일반 기업에 비해 많이 연구되지 못한 것이 사실이다. 본 사례를 통해 구체적으로 유동성 위기에 처한 기업의 구조조정 과정과 방식, 그리고 CRV를 포함한 여러 구조조정 기법 및 제도에 대해 학습할 수 있을 것으로 기대된다.

주제어: 구조조정, 금융회사, 대우캐피탈, CRV, CRC, CRF

### 1. 서론

김영삼 정부의 마지막 해인 1997년은 한보철강의 부도와 함께 시작되었다. 대신 정국으로 접어드는 시점에서 발생한 세계 서열 14위인 대기업의 부도는 권력형 비리와 부실대출 문제로 비화되었고, 연이어 발생한 삼미, 진로, 대동, 한신공영, 기아, 쌍방울, 해태 등 대기업의 연쇄부도 사태는 우리나라의 산업 및 금융시스템 전반에 대한 대외신인도를 추락시켰다. 이에 따라 국내 은행, 증권사 등에 대한 해외채권단의 자금회수가 이루어지면서 국내 금융회사의 부실화가 가속화 되었다. 결과적으로 외환보유고가 고갈되면서 정부는 1997년 11월 말, 국제통화기금(IMF)에 구제금융을 신청하게 된다. 1997년

말 IMF로부터 구제금융을 지원받은 이후부터 2001년 8월, 구제금융 195억 달러를 전액 상환하기까지, 한국정부는 IMF의 권고에 따라 강력한 금융 및 기업구조조정을 실시하였다. 그 과정에서, 한보, 동아, 기아, 진로, 고합, 뉴코아, 쌍용, 거평, 새한, 극동 등의 대규모 기업집단이 퇴출 또는 해체되었다. 그리고 이와 같은 기업구조조정의 정점이자 완성은 대우그룹 위크아웃이라 할 수 있다. 대우그룹은 1999년 8월 26일 금융감독위원회에 위크아웃 신청서를 제출함으로써 사실상의 해체수순에 들어가게 된다. 위크아웃 신청 당시 대우그룹은 자산규모 78.2조원, 계열사 수 34개로 공정거래위원회가 집계한 대규모 기업집단 순위에서 현대그룹에 이은 2위에 해당하였다.<sup>1)</sup> 대우그룹 계열사에 대한 기업개선작업과 구조조정은 첫째, 구조조정 기업이 국민경

논문접수일: 2012. 12. 31. 1차 수정본 접수일: 2013. 04. 23. 2차 수정본 접수일: 2013. 07. 11. 게재확정일: 2013. 07. 17.

\* 수원대학교 경상대학 교수(jiyyang@suwon.ac.kr)

1) 1위 현대(88.8조원), 2위 대우, 3위 삼성(61.6조원), 4위 LG(49.5조원), 5위 SK(32.8조원), 6위 한진(18.5조원), 7위 쌍용(14.2조원), 8위 한화(13.1조원), 9위 금호(10.7조원), 10위 롯데(10.4조원) 순

제에 미치는 영향이 매우 큰 대기업이며 둘째, 당시 우리나라의 거의 모든 기업구조조정 사례를 포괄하고 있을 만큼 다양한 구조조정 기법과 제도가 동원되었다는 점에서 큰 의미를 지닌다.

기존연구를 살펴보면 기업구조조정이란 기업가치의 극대화라는 궁극적인 목표를 달성하기 위해 수행되는 사업구조조정, 조직개편, 소유 및 지배구조 개선, 관리개선 등을 모두 포괄하는 광범위한 개념이다. 이에 기업구조조정의 성공과 실패는 구조조정의 목적에 따라 달라지겠지만 최종적으로 기업 회생을 목표로 본다면, 조직 생존에 위협이 발생할 수 있는 상황에서 성과 흐름이 반전하여 일정기간 동안 증가세를 유지하거나, 성과가 하락하기 이전의 수준으로 돌아가는 경우, 또는 경영자가 뚜렷하게 제시한 성과를 달성하였을 경우 등으로 정의할 수 있다(박진우·백재승, 2009; 정승화, 2004; Arogyaswamy & Yasai-Ardekani, 1995). 이와 같은 관점에서 대우그룹 구조조정의 성과는 다수의 계열사가 우량기업으로 탈바꿈하여 존속하고 있다는 점에서 대체로 성공적이었다는 평가가 다수이다. 실제로 대우건설, 대우인터내셔널, 대우종합기계(現 두산인프라코어), 대우조선해양, GM대우자동차(現 한국 GM), 다이너스클럽코리아(現 현대카드), 대우정밀(現 S&T 중공업), 대우캐피탈(現 아주캐피탈), 대우증권(現 KDB대우증권), 서울투신운용(現 KDB산은 자산운용) 등 다수의 계열사가 우량기업으로 탈바꿈하여 존속하고 있다.

대우그룹 계열사의 구조조정이 성공적으로 수행된 데에는 우선 다수의 채권금융회사가 기업개선작업에 함께 참여하였다는 것과, 각 계열사의 특성에 맞게 각기 다른 구조조정 기법과 제도를 활용했다는 점을 들 수 있다. 대우그룹 계열사의 구조조정은 크게 제조업 계열사의 경우와 금융계열사의 경우로 나눌 수 있는데, 제조업 계열사는 우량 사업부를 잔존회사에서 분리·독립시키고 잔존회사는 청산절차를 밟는

인적분할 방식이 주로 사용되었고(최두열, 2006), 금융 계열사의 경우 기업구조조정투자회사(CRV; Corporate Restructuring Vehicle) 및 출자전환을 통한 채권자 인수 등의 방식이 사용되었다. 이 중 인적분할 방식의 구조조정 사례는 많이 알려져 있는데 비해, 금융회사의 구조조정 사례는 크게 주목받고 있지 못한 실정이다. 그러나 금융회사의 경우 채권·채무관계가 제조업에 비해 복잡하고, 부실이 채권·채무관계를 따라 쉽게 전이된다는 점에서 제조업 기업과는 다른 구조조정 접근 방식이 요구된다. 이에 따라 금융회사를 대상으로 한 구조조정 및 채권금융회사가 구조조정의 주체인 경우 일반적인 구조조정은 다른 법적·제도적 환경이 필요하게 된다. 우리나라에서는 재무상태가 일시적으로 악화되었으나 회생가능성이 있는 기업의 경영정상화를 도모하고, 이들 기업에 대한 채권금융회사의 채권을 효율적으로 정리하기 위하여 2000년 기업구조조정 투자회사법을 제정함으로써, 금융회사 중심 구조조정의 법적 기반을 마련하였다.

과거 우리나라의 대규모 기업집단은 관행적으로 금융계열사를 그룹 전체의 자금조달 창구로 활용하였다. 이에 계열기업군의 부실이 금융계열사로 쉽게 전이되었으며, 이는 복잡한 자금흐름으로 인해 구조조정의 제약 요인으로 작용하였다. 대우그룹 내 대표적 금융계열사인 다이너스클럽코리아와 대우캐피탈의 구조조정 과정에서 이러한 문제점이 발생하였고, CRV 설립을 통한 금융채무의 결집을 통해 효과적으로 구조조정을 수행할 수 있었다. 이미 해외에서는 20~30년 전부터 기업 구조조정에 대한 연구가 다양한 방식으로 진행되었으나, 우리나라에서는 경영전략의 주요 연구 분야에 있어 구조조정을 통한 기업 회생전략(Turnaround Strategy)의 실무적 중요성에도 불구하고 이에 대한 연구가 활발하지 못하였다(한전화·최경철, 2007). 이에 대우캐피탈의 구조조정 사례를 통해 CRV의 설립을 통한

구조조정의 구체적인 과정을 살펴보는 것은 구조조정을 통한 기업회생 연구에 있어 유의미한 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

## II. 대우그룹의 성장 및 부실화

### 2.1 대우그룹의 성장

대우그룹의 역사는 김우중 전 회장이 1967년 자본금 500만원으로 대우실업(주)를 창립하면서 시작되었다. 1970년대 초반까지 대우실업은 섬유·봉제품을 주로 수출하였으며 아시아에서 섬유류 수출 1위

를 차지할 만큼 급속하게 성장하였다. 이후, 1972년부터는 여러 기업들을 인수하여 사세를 더욱 확장시켰다. 대우그룹은 계열사를 신규설립하지 않고, 기존의 부실기업 등을 인수하여 새로운 업종에 진입하는 방식을 택하였으며, 이를 통해 이미 80년대 초반에 국내 주요 대기업 집단으로 성장할 수 있었다.

대우그룹이 성장과정에서 인수한 주요 계열사들을 살펴보면, 고려피혁, 쌍미실업, 삼주빌딩, 대우기계, 동양증권(대우증권 전신), 새한자동차(대우자동차 전신), 옥포조선소(대우중공업 전신) 등을 꼽을 수 있다. 대우그룹에서 인수한 계열사의 대부분은 누적적자로 부도위기에 몰린 한계기업으로, 대우그룹은 이들 기업을 인수하는 조건으로 정부로부터 특혜금융을 제공받아 인수한 계열사의 구조조정과 사세확

〈표 1〉 대우그룹의 팽창

시기	설립·인수 계열사
60년대	· 1967 : 대우실업 설립
70년대	· 1970 : 동남섬유, 부산 양정공장 인수 · 1972 : 고려피혁 인수 · 1973 : 한국투자신탁, 동양증권, 동국정밀, 오성염직, 쌍미실업, 삼주빌딩, 대우기계, 신성통상, 영진개발 인수, 동양투자금융 설립 · 1974 : 대우빌딩, 대한섬유, 대우전자 인수 · 1975 : 피어리스, 대한교육보험(現 교보생명) 출자 · 1976 : 한국기계(대우중공업 전신) 인수, 대우엔지니어링, 동우개발(힐튼호텔 전신) 설립 · 1977 : 대성공업, 제철화학, 대양선박 인수 · 1978 : 옥포조선소(대우중공업 전신), 원림산업(대우어패럴 전신), 신아조선, 동흥전기, 풍국정유 인수 · 1979 : 대우 ITT 설립
80년대	· 1980 : 설악개발 인수 · 1981 : 대우정밀 설립 · 1982 : 새한자동차(대우자동차 전신) 인수 · 1983 : 삼보증권(대우증권 전신) 합병, 대한전선 가전부문(대우전자 전신), 오리온전기, 대우통신 인수, 대우전자부품, 대우자동차부품, 대우HMS, 코람프라스틱, 설립 · 1984 : 경남기업 인수, 대우경제연구소 설립 · 1985 : 대우캐리어 설립
90년대	· 1996 : 대우자동차 판매 설립 · 1997 : 한국전기초자, 쌍용자동차 인수

자료: 장상환(1999), "대우그룹 구조조정의 방향", 『산업경제』 제10집, p.221에서 재구성

장에 활용하였다.

## 2.2 대우그룹의 부실화

대우그룹의 성장모델은 시장에서 저평가되어 있거나 일시적으로 위기를 겪고 있는 기업을 레버리지를 활용해 인수한 후 정상화시키는 것이었고, 1993년부터 추진한 세계경영 역시 기본적으로 동일한 성장 전략을 취하고 있었다. 대우그룹은 세계경영을 통해 해체 직전인 1998년 해외법인 396개사, 지사 134개소, 연구소 15개, 해외 종업원 수 21만 명에 달하는 양적 성장을 달성하였다. 이는 1993년 해외 종업원 수 11만9천명 대비 비약적으로 확대된 규모이다. 예컨대 대우그룹의 세계경영을 진두지휘한 ㈜대우는 1998년 유엔무역개발회의(UNCTAD)에서 집계한 세계 100대 초국적 기업 중, 해외자산규모 149억 달러(총 자산 325억 달러), 해외 고용인원 3만7천명(총 고용인원 4만7천명)으로 개발도상국 기업 가운데 1위, 전세계 기준 51위에 링크되기도 하였다.<sup>2)</sup>

레버리지를 최대한 활용한 대우그룹의 성장전략은 사업 확장과 해외진출에 있어 빠른 성장을 이룰 수 있다는 장점이 있었지만, 1997년의 외환위기의 경우에는 위협에 직접적으로 노출되어 직격탄을 맞을

수밖에 없는 원인이 되었다. 실제로 IMF 구제금융 이후 다수의 대기업이 생존을 위한 구조조정과 부채 축소(De-leveraging)에 매달리고 있을 때에도, 대우그룹은 이를 일시적인 유동성 위기로 간주하여 구조조정에 소극적이었고 오히려 차입을 통해 유동성 위기를 완화하고자 하였다. 아울러 과거 부실기업 인수 및 특혜금융을 통해 위기를 극복했던 것처럼 1997년 12월 쌍용자동차를 인수하였고 이는 또 다시 그룹 전체의 자금부담을 가중시키기도 하였다. 이처럼 대우그룹은 외환위기 당시 외형을 줄이는 다른 대기업 집단과는 다른 방식으로 위기를 극복하고자 하였다. 실제로 대우그룹의 자산기준 재계서열은 1997년 4위에서, 1998년 3위, 1999년 2위로 지속적으로 상승하였다. 1998년 대비 1999년 그룹 자산규모를 살펴보면, 재계 서열 1위인 현대그룹의 경우 73조 5천억원에서 88조 8천억원으로 자산규모 21% 증가, 서열 3위인 삼성그룹은 64조 5천억원에서 61조 6천억원으로 자산규모 4.5% 감소, 서열 4위인 LG그룹은 52조 8천억원에서 49조 5천억원으로 자산규모 6.2% 감소, 서열 5위인 SK그룹은 29조 3천억원에서 32조 8천억원으로 자산규모 10.2% 증가 등의 추세를 보여 주요 대기업 집단이 자산증가를 최소화하거나 오히려 축소한 데 비해, 대우그룹은 53조원에서 78.1조원으로 자산규모가 47%나

〈표 2〉 주요 대기업집단 자산규모 변동

순위	연도	1996년	1997년	1998년	1999년
1		현대(43.7조원)	현대(53.6조원)	현대(73.5조원)	현대(88.8조원)
2		삼성(40.7조원)	삼성(51.7조원)	삼성(64.5조원)	<b>대우(78.1조원)</b>
3		LG(31.4조원)	LG(38.4조원)	<b>대우(53조원)</b>	삼성(61.6조원)
4		<b>대우(31.3조원)</b>	<b>대우(35.5조원)</b>	LG(52.8조원)	LG(49.5조원)
5		선경(14.5조원)	선경(22.9조원)	SK(29.3조원)	SK(32.8조원)

자료: 공정거래위원회

2) UNCTAD, 『World Investment Report 1998』, 1998., p.37.

〈표 3〉 대우그룹 주요 계열사 구조조정 현황

구조조정 전	구조조정 후
㈜대우	㈜대우인터내셔널 : 무역부문, 포스코에서 인수
	㈜대우건설 : 건설부문, 금호그룹에서 인수
	㈜대우 : 청산법인
대우중공업㈜	대우조선해양㈜ : 조선부문
	대우종합기계㈜ (現 두산인프라코어) : 기계, 중장비 부문
	대우중공업㈜ : 청산법인
대우전자㈜	㈜대우일렉트로닉스 : 대우전자 영업양수, 인수·합병(M&A) 진행 중
	모바일링스, 대우가스보일러, 대우루컴스 등 분리설립
	대우전자㈜ : 청산법인
대우자동차㈜	GM대우자동차기술㈜ (現 한국 GM) : 승용차 부문, GM 인수
	대우인천자동차㈜ : 부평 자동차 공장, GM 인수
	대우버스자동차㈜ : 영안모차에서 인수
	대우자동차㈜ : 청산법인
대우통신㈜	대우정밀㈜ (現 S&T 중공업) : 자동차 부품 및 정밀기계 부문
	대우파워트레인, 대우프라스틱, 경남금속, 대우컴퓨터 등 분리설립
	대우통신㈜ : 청산법인
㈜다이너스클럽코리아	퍼스트CRV㈜ 설립 : 현대캐피탈(현)에서 인수, 現 현대카드(현)
대우캐피탈(현)	대우캐피탈CRV(현) 설립 : 아주그룹에서 인수
대우증권(현)	산업은행 출자전환, 現 KDB산은대우증권
서울투신운용(현)	산업은행 출자전환, 現 KDB산은자산운용(현)

증가하였다.

이에 따라 대우그룹의 금융비용 부담은 가중되었고, 영업 현금흐름을 통해 금융비용 조차 감당할 수 없게 되었다. 또한 여기에 크리디트스위스퍼스트보스턴(CSFB: Credit Suisse First Boston), 노무라(Nomura) 등 외국계 투자회사들이 대우그룹 독자생존에 회의적인 시각의 보고서를 잇따라 발표하면서 대우그룹은 한계상황에 직면하게 되었다. 대우그룹은 1998년 연말부터 금융활동을 통해 신규 유동성을 확보하지 못할 정도로 사실상의 부도상태였

고, 1999년 8월 워크아웃을 신청함으로써 그룹해체와 각 계열사 별 구조조정이 시작되었다. 대우그룹 계열사 중 금융계열사는 카드사인 다이너스클럽코리아, 여신전문금융회사<sup>3)</sup>인 대우캐피탈, 증권회사인 대우증권, 투자신탁회사인 서울투신운용 등이 있으며, 이중 대우증권과 서울투신운용은 주채권은행인 산업은행에서 인수하였고, 다이너스클럽코리아와 대우캐피탈은 이들 기업의 부실채권을 인수한 한국자산관리공사(캠코)가 기타 여러 채권금융회사와 함께 CRV를 설립하여 구조조정을 추진하였다. 그 중

3) 예금, 보험료 등 고객으로부터 수신받은 자금을 기반으로 영업하는 은행, 증권, 상호저축은행 등과는 달리 회사채, 기업어음, 자산유동화증권 등을 통해 조달한 자금으로 고객에게 대출해주는 회사를 의미하며, 신용카드, 할부금융, 시설대여, 신기술사업금융업 등으로 분류

CRV 제도를 활용한 대우캐피탈의 구조조정 사례를 살펴보기로 한다.

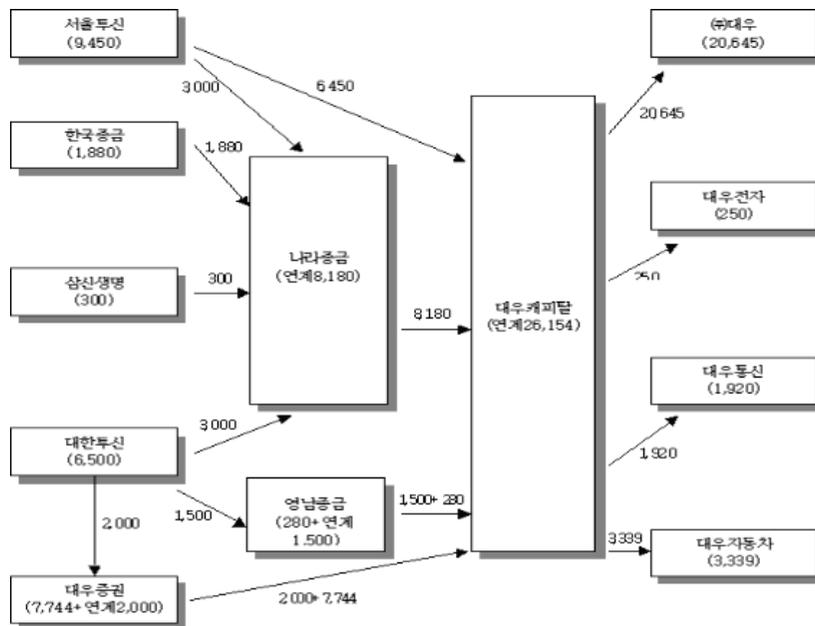
### III. 대우캐피탈의 구조조정 과정

#### 3.1 대우캐피탈의 부실화

대우캐피탈은 1994년 2월 21일 한국할부금융(주)로 설립되었다. 1996년 납입자본금을 1,000억원으로 증자하여 본격적으로 자동차 할부금융 사업에 뛰어들었다. 계열사인 대우자동차 구매 고객에 대한 자동차 할부금융을 통해 1997년 할부금융자산 2조 원을 돌파하고, 1998년 납입자본금을 3,000억원으로 증자하는 등 할부금융 업계 자산순위 1위에 이를 만큼 성장하였다. 한편 본업인 할부금융 외에도 대

우캐피탈은 대우그룹의 다른 금융계열사와 마찬가지로 여신한도를 초과한 대우그룹의 계열사에 중개자금을 공급하는 자금 공급원의 역할을 수행하였다. 중개자금이란 원 채무자가 여신한도의 초과, 또는 낮은 신용도 등의 사유로 은행 등 금융회사로부터 대출을 받지 못할 경우, 중개금융회사가 원 채무자가 필요로 하는 자금을 자체 신용이나 담보로 대출받아 이를 다시 원 채무자에게 재 대출해주는 형태의 금융을 의미한다. 이와 같이 중개자금을 활용하는 이유로, 대출금융회사의 경우 원 채무자보다 우량한 중개자금 공급업체에 대출을 함으로써 자산건전성을 확보할 수 있고, 원 채무자는 자체 신용도로 확보할 수 없는 자금을 융통할 수 있으며, 중개자금 공급업체는 자금중계 수수료 수입을 향유할 수 있고, 그룹 전체적으로 더 많은 자금을 확보할 수 있기 때문이다.

대우캐피탈의 경우, (주)대우, 대우전자, 대우통신,



자료: 캄코 내부자료

〈그림 1〉 대우캐피탈 중개자금의 흐름 (단위 : 억원)

대우자동차 등의 계열사가 필요로 하는 자금을 금융회사로부터 대출받아, 이들 자금을 각 계열사에 재대출하였다. 워크아웃 당시 대우캐피탈의 중개자금 규모는 2조 6천억원으로 총 채무 4조 9천억원의 53%에 달하였다. 외환위기와 대우그룹의 경영악화로 대우캐피탈이 대우그룹 계열사에 공급한 중개자금에 대한 이자 및 원금의 회수가 원활하지 않았고, 더불어 대우자동차의 법정관리는 대우캐피탈의 주요 영업인 자동차 할부금융 부문을 크게 위축시켜 대우캐피탈은 독자 생존이 불투명한 상태가 되었다. 이에 대우캐피탈은 1999년 12월 기업개선작업(Work-out)을 신청하고 채권단 관리 하에 본격적인 구조조정 작업에 돌입하였다. 기업개선작업개시 당시 대우캐피탈은 자산규모 2조 8천억원, 매출규모 5,565억원, 영업실적은 전년(1998년) 340억원 영업이익 대비 영업손실이 1조 6천억원에 이르는 등 큰 폭의 영업적자를 보였다. 영업적자의 주요 원인은 대우계열회사에 대한 대손상각이었으며, 그 상각률은 (주)대우 67.6%, 대우자동차 65%, 대우전자 65%, 대우중공업 35%, 대우통신 20%, 쌍용자동차 20% 등으로 그룹계열사의 경영부실이 대우캐피탈 실적에 큰 악영향을 끼쳤음을 알 수 있다.

### 3.2 CRV 제도의 도입<sup>4)</sup>

1998년 7월 이후 기업 구조조정의 일환으로 워크아웃이 활발히 추진되었으나, 채권금융회사 간 이해상충으로 워크아웃의 효율성이 저해되었다. 왜냐하면, 채권금융회사는 채권회수에만 급급하여 구조조정을 통한 경영정상화라는 워크아웃의 당초 목적 달성이 어려운 경우가 많기 때문이다. 이에 정부는 2000년 「기업구조조정투자회사법」을 제정하여 CRV제도

를 도입하였다.

CRV는 워크아웃 대상기업에 대한 금융회사들의 채권, 출자전환 주식 등을 한 곳으로 결집하여 채무조정, 자금지원, 사업 구조조정 등의 의사결정을 신속하게 하고 기업 구조조정을 전문 자산관리회사(AMC; Asset Management Company)에 위탁하여 대상 기업의 경영정상화를 추진하는 명목상의 주식회사 형태를 띤다.<sup>5)</sup> CRV 제도의 도입 목적은 사업실적이 양호하여 회생가능성이 있으나, 일시적으로 유동성 위기를 겪고 있는 기업들이 법정관리, 화의, 청산 절차 등에 들어가지 않고 채권 금융회사 등의 사적 채무조정 등을 통하여 회생하고, 결과적으로 채권 금융회사 또한 이들 기업에 대한 채권 회수율을 높이고자 하는 것이었다. CRV 제도를 도입하기 이전에는 기업구조조정전문회사(CRC; Corporate Restructuring Company) 및 기업구조조정펀드(CRF; Corporate Restructuring Company Fund) 등 기업 구조조정을 지원하기 위한 제도가 있었으나, CRC의 경우 규모가 작아 대기업의 구조조정에는 적당하지 않고, 회사의 성격이 비금융 일반 법인으로서 대규모 자금조달이 용이하지 않다는 한계를 지니고 있었다. 또한, CRF는 투자대상이 유가증권으로 한정되고, CRF 차원의 자체 자금조달 및 구조조정 대상기업에 대한 채무조정, 담보제공 등이 금지되어 재무적 구조조정 수단이 제한되어 있다는 단점을 지니고 있었다. 반면, CRV는 채권금융회사가 결집한 금융회사 성격으로 자금조달이 용이하며, 출자제한 등 기존의 규제를 완화하고 구조조정대상기업에 대한 자금대여 및 지급보증 등이 가능하여 기존 구조조정 제도가 가지고 있던 단점을 보완한 제도이다. 여타 구조조정 제도에 비해 CRV가 가지고 있는 최대의 장점은 CRV가 일반 법인이 아

4) 본 내용은 대우캐피탈 CRV 대표이사 기관인 한국자산관리공사(KAMCO)의 담당자와의 인터뷰를 통하여 작성되었음.

5) 예금보험공사, 한국자산관리공사, 「공적자금운용통사」 별책II, 2011.5, pp.152.

년 금융회사의 성격을 띠고 있어, 자기자본의 2배 이내에서 자금 차입이 가능하며 자본금과 적립금 합계액의 20배 내에서 사채를 발행할 수 있다는 점이다.<sup>6)</sup> 이는 상법상 주식회사의 사채발행 한도가 순자산가액 대비 4배로 제한되는 것에 비해 CRV가 자

금조달에 크게 유리하다는 점을 보여준다. 이와 같은 장점 외에도 CRV제도 도입 당시, 금융회사의 참여를 독려하기 위하여 세제상 다양한 혜택도 마련되었는데, 그 주요 내용은 CRV가 배당가능 순이익의 90% 이상을 주주에게 배당할 경우 법인

〈표 4〉 구조조정 제도의 비교

구분	CRC	CRF	CRV
근거법률	산업발전법	자본시장과 금융투자업에 관한 법률	기업구조조정투자회사법
조직형태	상법상 실체를 갖는 주식회사 (Paper Company 아님)	Paper Company (상법상 합자회사)	Paper Company (상법상 주식회사)
설립요건	자본금 30억원 이상	1인 이상의 무한/유한책임사원 (사원 총수 50인 이하), 사원 1인당 최소출자가액 법인 20억, 개인 10억원 이상	채권 금융회사 2개 이상 포함 3인 이상의 발기인, 자본금 5억원 이상
투자대상	부실기업 구조조정의 필요성이 있는 기업을 포괄적으로 규정	다른 회사의 의결권 있는 주식 1/10이상 및 사실상의 지배력 행사가 가능한 투자 등	약정체결기업(주대상) 법정관리, 회의업체도 가능
주요업무	구조조정대상기업 인수, 정상화, 매각, 구조조정업무대행, 부실채권 매입, ABS <sup>7)</sup> 발행	증권에 대한 투자, 위험 헷지 목적의 파생상품 투자, 사회기반시설 투융자회사에 대한 투자	약정체결기업 등 유가증권 및 자산매매 자금차입 및 지원 ABS 발행
자산운용주체	CRC에서 직접구조조정 수행	무한책임사원 중 1인 이상을 업무집행사원으로 선정	전문AMC에 위탁 (자본금 20억원 이상, 4인 이상 운용전문인력)
경영권인수여부	경영권 인수 가능	경영권 인수를 통한 경영성과 개선(인수 지분 6개월 이상 보유)	경영권인수를 통한 구조조정
성격	비금융기관 성격 영구적 비제한적	비금융기관 성격 영구적 비제한적	금융기관 성격, 한시적 제한적 (5년이내, 1년연장)
구조조정대상기업 및 구조조정 방식	부실기업 및 부실가능 기업 ⇒ 경영권 인수를 통한 구조조정	경영권인수가 가능한 모든 기업 ⇒ 지분인수를 통한 경영성과 개선	위크아웃 약정체결 기업 (주 대상) ⇒ 경영권 인수를 통한 구조조정
감독주체	지식경제부	금융위원회	금융위원회

6) 고성수(2000), “금융기관 부실정리방안 : 기업구조조정투자회사(CRV)”, 『금융조사보고서』, 한국금융연구원, pp. 113.  
 7) Asset Backed Securities(자산유동화증권): 기업, 금융기관 등의 자산보유자가 부동산, 주택저당채권(mortgage), 매출채권 등 비 유동성 자산을 기초로 증권화·현금화 하는 일련의 행위를 자산유동화라 하며, 이러한 자산유동화 과정에서 발행되는 유가증권.

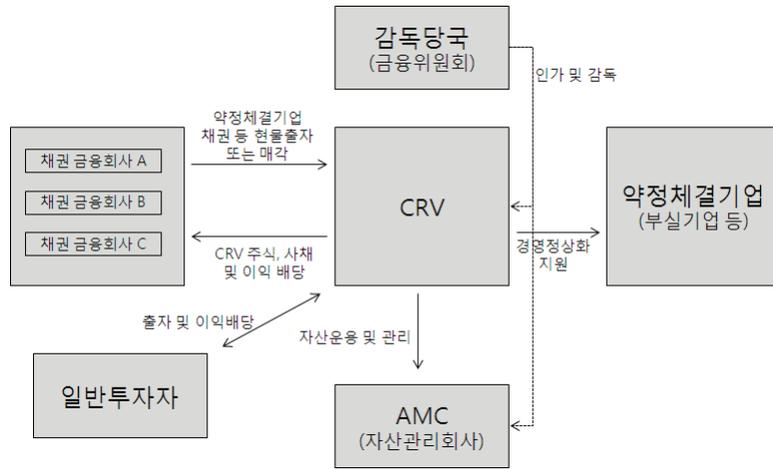
〈표 5〉 구조조정 제도의 세제 혜택 비교

구분	CRC	CRF	CRV
구조조정대상 기업 출자 주식 양도차익 비과세 (2007.12.31이전취득주식)	O	X	X
구조조정대상기업으로부터 받은 배당소득비과세 (2007.12.31까지)	O	X	X
투자유자증권에 대한 투자금의 10% 투자손실공제인정 (2008.12.31까지)	O	X	X
증권거래세 비과세 (2007.12.31까지)	O 구조조정대상회사 주식양도	X	X
자본에 비해 과도한 부채 비율로 인한 이자지급 공제제한의 면제 (삭제 2005.12.31)	O	X	O
과점주주(51%이상) 취득세 면제	O 구조조정대상회사 주식취득	X	O 협정체결회사 주식 취득
구조조정 대상 기업으로부터 취득하는 재산에 대한 등록세 50% 감면 (2009.12.31까지)	O (2009.12.31이전 취득한 자산)	X	O (2009.12.31이전 취득한 약정체결자산)
기업구조조정회사 주주의 주식 양도시 양도소득 비과세 (2006.12.30까지)	O (양도인이 CRC 최초주주인 경우)	X	O (양도인이 CRV 최초주주인 경우)
이전과세연도에 부과된 법인세 없는 경우, 중간 선지급 과세요구 면제	X	X	O
분배가능 수익의 90%이상을 배분시 배분금 소득공제	X	O	O

세 비과세, 과도한 부채비율로 인한 이자비용 손금 불산입 조항 적용예외, CRV가 협정 체결회사의 주식을 취득할 때 과점주주 취득세 면제, CRV 설립주주의 CRV 주식양도소득 비과세 등을 들 수 있다.

구체적인 CRV의 운영 방식을 살펴보면, CRV는 채권 금융회사가 보유한 구조조정 대상기업(약정체결기업)에 대한 부실자산(대출채권, 출자전환주식,

CB 등)을 CRV 참여 채권금융회사로부터 분리하고 이를 CRV에 결집시킨 후, 구조조정을 전문으로 하는 자산관리회사에 위탁·운영시키는 구조를 띠고 있다. 이처럼 CRV는 약정체결기업의 경영정상화를 도모하고 그 수익을 CRV 참여 채권 금융회사에 배분하는 한시적인 Paper Company이며, 그 설립구조는 〈그림 2〉와 같다.



자료: 저자 정리

〈그림 2〉 CRV의 설립구조

CRV 설립 대상기업은 워크아웃 계획의 잔여기간이 1년 이상 남아있는 업체로서, 채권 금융회사의 자산건전성 분류기준이 '고정이하'<sup>8)</sup>이며 일련의 구조조정 과정에서 채권금융회사 간 이해조정이 원활하고 채권의 결집을 통해 구조조정작업을 촉진할 수 있는 기업으로 한정된다.<sup>9)</sup> 아울러 자산건전성 분류기준 상 해당 여신이 '요주의'<sup>10)</sup> 이상에 해당하거나, 3개월 이내에 '요주의' 이상으로 신용등급의 상향조정이 기대되는 기업, 주관 은행의 주도로 채권단이 사업매각을 추진 중 이거나 재무구조 개선을 추진함으로써 조기 성사가 예상되는 기업, 안정적인 경상이익의 실현 및 자구계획의 정상적인 자체 경영정상화가 예상되는 기업, 향후 6개월 이내에 유동성 부족의 가시화가 예상되거나 지속적인 영업적자 실현이 예상되는 기업 등은 CRV 설립이 불필요한 업체에 해당한다. 즉, 채권 금융회사의 도움 없이 정상적인 기업 활동이 가능한 경우와 영업력 등이 부족하

여 회생 가능성이 없는 기업의 경우는 CRV를 통한 구조조정 대상에서 제외함으로써 CRV 설립을 통한 채권 금융회사 주도의 구조조정을 최소화하고 있다.

한편 CRV법은 CRV의 업무영역을 열거함으로써 CRV의 업무를 제한하고 있는데, CRV의 업무영역은 다음과 같다. 첫째 CRV가 보유하는 자산의 관리, 운용 및 처분, 둘째 자산총액을 초과하지 않는 범위 내에서의 구조조정 대상기업에 대한 자금대여 및 지급보증, 셋째 기타 구조조정 대상기업의 경영정상화를 위한 업무수행, 넷째 구조조정 계획의 수립, 다섯째 구조조정 대상기업의 경영실적 및 자구계획 이행에 대한 평가 등이 CRV법에서 열거한 CRV의 업무영역이다. 또한, CRV가 구조조정 대상기업의 주식을 취득할 경우, 형식상 「공정거래법」상의 지주회사에 해당되는데, 이에 대하여 지주회사 규제(부채비율 100% 이내, 자회사 주식 50% 이상 보유 등)에 대한 특례를 인정하고 있다. 아울러

8) 고정이하여신 : 금융회사의 대출금 중 연체기간이 3개월 이상인 부실채권

9) 장선덕(2002. 10), 『캠코의 부실채권 매각기법』, 한국자산관리공사, pp.196.

10) 요주의여신 : 연체기간이 3개월 미만으로 현재는 원리금 회수에 문제가 없으나 앞으로는 신용상태가 악화될 가능성이 있어 세심한 주의나 사후 관리가 필요한 대출금

CRV가 구조조정 대상 기업의 구조조정 지원이라는 입법취지에 충실히 따를 수 있도록, CRV는 전체 보유자산의 50% 이상을 구조조정 대상기업 관련 자산으로 보유해야 한다는 규정을 마련하였다.

CRV는 IMF외환위기 속에서 IBRD가 우리나라에 10억 달러의 차관을 제공하면서 금융 및 구조조정시장의 선진화를 조건으로 내걸었기 때문에 도입된 제도이다. 도입 당시 채권금융회사 중심의 구조조정 활성화에 크게 기여할 것으로 기대되었으나, 실제 다이너스클럽코리아, 대우캐피탈 등 캠퍼주도의 공적 구조조정 외의 활용실적은 크게 두드러지지 않았다. 우리나라의 CRV법은 채권금융회사의 채권

을 효율적으로 결집시키기 위한 다양한 혜택을 부여함으로써 효율적 구조조정을 지원하기 위하여 제정된 한시적 목적법이었다. 제정 당시 공포 후 6년이 경과할 경우 일몰하도록 하였으나, 현재까지 법률의 지속적 개정으로 그 시효가 연장되고 있다. 이는 채권금융회사 간 이해의 상충을 조정하는 것이 성공적 기업 구조조정을 위한 핵심으로 작용하고 있기 때문이다. 우리나라의 구조조정 시장은 과거 캠퍼, 예금보험공사, 산업은행 등 공적 구조조정에서 금융회사, PEF 등 사적 구조조정의 비중이 증대되고 있다. CRV는 사적 구조조정에 있어 더욱 중요해지는 구조조정 주체 간 이해상충을 채권의 일원화와 결집

〈표 6〉 대우캐피탈 채권 금융회사 현황

(단위 : 억원)

채권금융회사	채 권 액				비 고
	일반자금	증개자금	합 계	비 율	
캠코	17,051	-	17,051	34.63%	
대우증권(주)	-	9,744	9,744	19.79%	
나라종합금융(주)	1,527	8,180	9,707	19.71%	
서울투자신탁운용(주)	-	6,450	6,450	13.10%	
우리종금	100	1,780	1,880	3.82%	
조흥은행	899	-	899	1.83%	
한빛은행	695	-	695	1.41%	
하나은행	600	-	600	1.22%	
제일은행	600	-	600	1.22%	담 보
삼성투신운용(주)	500	-	500	1.01%	담 보
한미은행	400	-	400	0.81%	
서울보증보험	333	-	333	0.68%	
평화은행	100	-	100	0.20%	
한국투신	100	-	100	0.20%	
경남은행	60	-	60	0.12%	
산업은행	50	-	50	0.10%	
수산업협동조합	50	-	50	0.10%	
한스종금	23	-	23	0.05%	담 보
계	23,088	26,154	49,242	100%	

자료: 캠코 내부자료

을 통해 해결할 수 있다는 점에서 그 시사점을 찾을 수 있다.

### 3.3 대우캐피탈CRV의 설립

1997년 외환위기로 인한 금융부실을 신속히 정리하기 위하여 정부는 성업공사를 한국자산관리공사(캠코)로 확대개편하고, 캠코에 부실채권정리기금을 설치하여 총 39조 2천억원의 자금을 투입하여 금융회사의 부실채권을 인수하였다. 부실채권정리기금의 재원은 정부 및 금융회사 출연금과 부실채권정리기금채권의 발행을 통해 조달하였으며, 국제입찰, 자산담보부증권(ABS) 발행, 기업구조조정과 인수·합병(M&A) 등 다양한 방식으로 인수한 부실채권을 정리하였다. 캠코가 구조조정을 담당했던 주요 기업으로는 대우건설, 동아건설, 대우인터내셔널, 대우일렉, 쌍용양회, 대우종합기계, 대우캐피탈 등을 들 수 있으며, 동 기금은 2013년 2월 22일 총 47조 9천억원을 회수하여 122%의 회수율을 달성하는 성과를 거두고 청산하였다.

1999년 8월 대우그룹의 워크아웃 개시와 더불어 캠코는 금융회사의 자산건전성 지원을 위하여 총 35조원에 달하는 대우그룹 채권을 금융회사부터 매입하였다. 아울러 2000년 2월에는 대우그룹 회사채 등을 보유하고 있는 전국 21개 투자신탁회사의 유

동성 채고를 위하여, 대우캐피탈 채권 1조 7천억원을 6,820억원에 인수하였다. 이와 같은 채권인수를 통해 캠코는 (주)대우, 대우중공업, 대우자동차, 대우전자, 다이너스클럽코리아 등 대우그룹 내 다수의 계열사에 대한 주요 채권자가 되었으며, 특히, 대우캐피탈의 경우 총 18개 채권 금융회사 가운데 최대 채권자가 되었다. 또한 통상적으로 구조조정 과정에 있어 자산관리회사(AMC: Asset Management Company)는 별도로 설립하거나 제 3 기관을 자산관리회사로 위탁을 하는데, 이번 CRV 같은 경우는 캠코에서 자산관리 회사의 역할을 동시에 수행하게 되었다.

캠코에서 대우캐피탈 채권을 인수하였을 당시, 대우캐피탈의 주채권은행은 조흥은행(現 신한은행)이었다. 조흥은행은 대우캐피탈이 완전 자본잠식 상태로 재무구조가 열악하여 회생이 불가능하며, 대우캐피탈의 주요 매출처였던 대우그룹이 해체되어 사업전망마저 불투명하다고 판단하였다. 또한 채권단 사이에서도 일반채권자는 중개채권에 대하여 원 채무기업으로부터 채권을 회수해야 한다고 주장한 반면, 중개채권자는 중개채무에 대해서 대우캐피탈이 책임져야 한다는 입장을 취하여 이해가 첨예하게 대립하고 있었다. 이에 따라 조흥은행은 대우캐피탈의 열악한 재무상태, 사업전망의 불투명, 채권단 의견조정 불가 등의 사유로 대우캐피탈의 경영정상화는 불

〈표 7〉 캠코 인수당시 대우캐피탈 재무상태

(단위 : 억원)

계 정 과 목	금 액	계 정 과 목	금 액
1. 유동자산	1,673	1. 영업부채	531
2. 금융자산	14,500	2. 대상부채	49,242
3. 리스자산	373	(할인차금)	(3,914)
4. 투자유가증권	552	3. 자본금	3,000
5. 고정자산	3,036	4. 결손금(자본잠식)	(28,725)
<b>자산 총계</b>	<b>20,134</b>	<b>부채와 자본총계</b>	<b>20,134</b>

자료: 대우캐피탈 재무제표에서 발췌

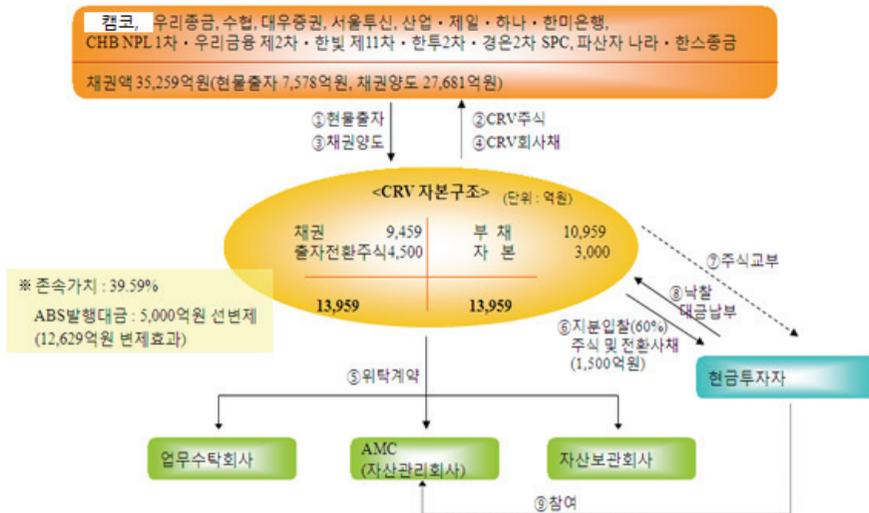
가능하므로, 대우캐피탈을 청산대상기업으로 분류하였다. 그리고 이러한 주채권은행의 의견을 금융감독 위원회에 제출함으로써 대우캐피탈의 회생가능성은 매우 낮은 상황이었다.

그러나 새로이 최대 채권자가 된 캠코는 대우캐피탈의 청산을 반대하였는데, 반대 사유는 다음과 같았다. 첫째, 대우캐피탈이 청산될 경우, 중개자금 약 2조 6천억원이 (주)대우, 대우자동차 등 중개자금 원채무기업의 우발채무로 확정되어 대우그룹 계열사 전체의 워크아웃 작업에 혼선을 줄 수 있었다. 즉, 이제까지 대우캐피탈의 부담으로 되어 있던 중개자금이 대우그룹 계열사에 전가됨으로써 이들 계열사의 회생 가능성을 크게 저하시켰던 것이다. 둘째, 약 700여명에 달하는 대우캐피탈의 임직원들이 직장을 잃게 되어 사회적 비용이 크게 발생할 것으로 예상된다. 셋째, 회계법인의 대우캐피탈 실사 결과 청산가치가 계속기업가치보다 낮으므로<sup>11)</sup> 채권회수 측면에서도 청산이 결코 유리하지 않았다는

점이다.

이에 따라 캠코는 주채권은행 지위를 조흥은행으로부터 넘겨받고 CRV 설립을 통한 대우캐피탈의 회생을 추진하였다. 2001년 9월 14일 한국자산관리공사 및 17개 채권금융회사는 채권금융회사협의회 의결을 통해 CRV 설립을 통한 대우캐피탈의 회생안을 의결하였으며, 1년 동안 채권 금융회사 등과의 협의과정을 거친 후, 2002년 5월 24일 공적자금관리위원회 승인을 얻었고, 2002년 9월 5일 채권 금융회사와 CRV 설립협약을 체결함으로써 대우캐피탈CRV를 공식 설립하였다. 대우캐피탈CRV는 최대 주주인 캠코를 대표이사기관으로 삼고, 2대 주주인 대우증권, 3대 주주인 서울투신운용(現 KDB 산은자산운용) 등 총 3개 회사를 이사회사로 삼아 이사회를 구성하였고, 주주총회, 채권금융회사협의회 등을 의사결정기구를 설치하였다.

CRV 설립 단계에서 우선적으로 대우캐피탈CRV 참여 금융회사는 대우캐피탈로 하여금 할부채권 등



자료: 캠코 관계자와의 인터뷰를 통해 정리

<그림 3> 대우캐피탈CRV의 설립구조

11) 계속기업가치는 채권원금의 39.59%, 청산가치는 채권원금의 32.86%로 추산, 캠코자료

의 우량자산을 대상으로 5천억원의 자산유동화증권(ABS)을 발행하게 하였고, ABS발행대금으로 전체 부채 4조9,242억원 중 보유채권을 계속기업가치인 39.59%로 할인한 1조2,629억원의 채권을 우선 변제받아 대우캐피탈의 부채규모를 축소하였다.<sup>12)</sup> 다음 잔여채권(3조5,259억원) 중 7,578억원을 계속기업가치인 39.59%로 할인한 금액인 3,000억원을 대우캐피탈CRV에 현물 출자하여 대우캐피탈CRV의 자본으로 하였고, 현물출자 이후 나머지 잔여채권(2조7,681억원) 역시 계속기업가치로 할인하여 대우캐피탈CRV가 발행한 사채 1조959억원과 교환하였다. 이를 통해 채권 금융회사는 보유 중이던 대우캐피탈 채권을 모두 현금(ABS 발행대금 5,000

억원), 대우캐피탈CRV 주권(3,000억원), 대우캐피탈CRV 사채(1조959억원)와 교환함으로써 대우캐피탈과의 채권·채무관계를 정산하였다.

아울러 대우자동차 등 대우그룹 계열사<sup>13)</sup> 등이 보유한 대우캐피탈의 구주를 완전 감자하고, 새로이 발행하는 신주는 대우캐피탈CRV에서 출자전환을 통해 100% 인수하도록 하여 대우캐피탈CRV는 100% 주주로서 대우캐피탈의 경영권을 획득하였다. 설립이후 대우캐피탈CRV는 주식 50%의 매각을 추진하였으나 응찰자가 없어 채권 금융회사에서 구조조정을 주도하게 되었다.

대우캐피탈CRV 설립을 통해 참여금융회사의 자산구성은 <표 7>의 대우캐피탈 채권 4조9,242억에

<표 8> 설립 당시 대우캐피탈CRV 주권 및 사채 보유현황

회사명	대우캐피탈CRV(주) 주식		대우캐피탈CRV(주) 사채	
	금액	비율	금액	비율
캠코	128,456,700천원	42.82%	369,313,290천원	33.70%
대우증권(주)	7,190,854천원	23.97%	206,722,740천원	18.86%
서우투신운용(주)	4,859,708천원	16.20%	139,706,790천원	12.75%
우리중금(주)	1,416,471천원	4.72%	35,376,090천원	3.23%
나라중금(주)	1,150,506천원	3.84%	271,884,900천원	24.81%
CHB NPL ABS	650,817천원	2.17%	18,709,700천원	1.71%
한빛 제11차 ABS	502,988천원	1.68%	14,459,910천원	1.32%
(주)하나은행	452,065천원	1.51%	12,995,980천원	1.19%
(주)제일은행	434,234천원	1.45%	12,483,370천원	1.14%
(주)한미은행	301,376천원	1.00%	8,663,980천원	0.79%
우리금융 제2차 ABS	75,344천원	0.25%	2,165,990천원	0.20%
경은 2차 ABS	45,206천원	0.15%	1,299,590천원	0.12%
수협중앙회	37,672천원	0.13%	1,082,990천원	0.10%
한국산업은행	361,860천원	0.12%	1,040,280천원	0.09%
계	29,999,992천원	100.00%	1,095,905,600	100.00%

자료: 캠코 내부자료

12) <표 5>에 나타나있는 대우캐피탈의 부채 4조9,242억원에서 ABS발행 상환액 1조2,629억을 차감한 금액과 <그림 3>의 채권액 3조5,259억원이 상이한 이유는 CRV비참여 채권 등이 있기 때문이다.

13) 대우자동차(주) 40%, 대우자동차판매(주) 37%, 대우중공업(주) 20%, (주)다이너스클럽코리아 3% 등

서 <표 8>의 대우캐피탈CRV 주식 약 3000억원과 대우캐피탈CRV 사채 약 1조959억원으로 변동하였다.

### 3.4 대우캐피탈CRV 설립 후 대우캐피탈에 대한 재무 구조조정

채권 금융회사들은 대우캐피탈CRV의 설립과 동시에 대우캐피탈에 대한 재무 구조조정을 실시하였다. 대우캐피탈CRV에서 주도한 재무 구조조정 내용을 살펴보면 다음과 같다.

1단계 재무 구조조정은 5천억원의 ABS를 발행하여 기존채무 1조 2,629억원을 상환한 것이다. 대우캐피탈은 보유 중인 할부채권 등을 담보로 ABS 5천억원을 발행하였고, ABS 발행대금으로 채권 금융회사에서 보유한 기존채무 1조 2,629억원을 계속기업가치 39.59%로 할인하여 상환하였다. 1단계 재무 구조조정을 통해 결과적으로 대우캐피탈은 상환한 기존채무 1조 2,629억원 중 ABS발행대금 5천억원을 제외한 나머지 7,629억원의 채무를 면제받

게 된 것이다.

2단계 재무 구조조정은 채권 금융회사가 보유하고 있는 대우캐피탈 채권 7,578억원을 계속기업가치로 할인한 금액인 3천억원을 대우캐피탈 CRV에 출자 전환하고, 대우캐피탈의 기존 자본금을 무상감자한 것이다. 이를 통해, <표 10>과 같이 대우캐피탈 CRV는 3천억원의 자본금을 확보하였고, 대우캐피탈은 자본잠식 상태를 일정 부분 개선할 수 있게 되었다.

3단계 재무 구조조정은 1·2단계 재무 구조조정을 거치면서 상환하고 면제받은 채무 외의 잔여채무(3조5,259억원) 중 9,459억원을 제외한 채무 2조 5,800억원에 대하여 주당 573%의 할증발행 방식으로 2차 출자전환을 실시한 것이다. 이를 통해 대우캐피탈은 4,500억원의 자본을 확보하게 되었으며, 2조 5,800억원의 채무가 줄어들게 되었다.

이와 같은 단계적인 재무 구조조정을 통해, 대우캐피탈은 기존 자본금 3,000억원 및 부채 4조 9,242억원의 완전자본잠식 상태를 탈피하여 자본금 4,500억원(자기자본3,290억원) 및 부채 9,459억원, 부채비율 360%의 우량한 재무구조를 갖추 수

<표 9> 1단계 재무 구조조정 이후 대우캐피탈 및 대우캐피탈 CRV 재무구조 (단위 : 억원)

대우캐피탈		대우캐피탈 CRV
자산	부채 및 자본	
자산 15,134	약정부채 35,259	-
	기타부채 2,395	
	자본금 3,000 결손누계 (25,520)	

<표 10> 2단계 재무 구조조정 이후 대우캐피탈 및 대우캐피탈CRV 재무구조 (단위 : 억원)

대우캐피탈		대우캐피탈CRV	
자산	부채 및 자본	자산	부채 및 자본
자산 15,114	약정부채 35,259	채권가치 13,959 (액면가액 35,259)	CRV사채 10,959
	기타부채 2,395		자본금 3,000
	자본금 0 결손누계 (22,540)		

〈표 11〉 3단계 재무 구조조정 이후 대우캐피탈 및 대우캐피탈 CRV 재무구조 (단위 : 억원)

대우캐피탈		대우캐피탈 CRV	
자산	부채 및 자본	자산	부채 및 자본
자산 15,144	약정부채 9,459	대우캐피탈 주식 4,500 대우캐피탈사채 9,459	CRV사채 10,959
	기타부채 2,395		자본금 3,000
	자본금 4,500		
	결손누계 (1,210)		



자료: 캠프 관계자와의 인터뷰를 통해 정리

〈그림 4〉 대우캐피탈에 대한 재무 구조조정 흐름

있게 되었다. 또한, 이와 같은 성과를 바탕으로 2002년 12월 26일 대우캐피탈(주)는 워크아웃 자율 추진기업으로 전환되었다.

### 3.5 대우캐피탈에 대한 사업 구조조정과 경영 정상화

대우캐피탈CRV는 설립과 동시에 대우캐피탈에 대한 재무 구조조정을 단행하였고, 이를 통해 회사의 재무상태를 정상기업으로 돌려놓았다. 그리고 연

이어 본격적인 사업 구조조정에 착수하였다. 첫째, 영업관행의 변화이다. 대우캐피탈의 과거 영업 관행이 대우그룹 계열사인 대우자동차의 신차 할부금융을 중심으로 한 것이었다면 이를 확대하여 기타 자동차메이커 및 중장비, 가전 등으로 할부금융 영역을 확대하였다. 과거 대우캐피탈의 대우자동차 신차 할부금융에 대한 영업의존도는 90%에 육박하였으나, 구조조정 후, 대우자동차에 대한 매출 의존도를 30%대로 축소시킬 수 있었다. 매출처를 다변화함

으로써 리스크를 줄이게 된 것이다. 둘째, 안정적 영업구조를 구축하였다. 현대캐피탈, 삼성캐피탈 등 주요 경쟁사들이 현금 대출을 중심으로 단기 성과에 집착하는 동안 대우캐피탈은 할부금융, 리스 등 핵심 영업을 위주로 위험을 분산시켰다. 이를 통해 2003년 카드대란과 개인 신용불량 문제가 불어졌을 때, 경쟁사들이 대규모 적자를 시현하는 동안에도 대우캐피탈은 흑자경영 기조를 정착시킬 수 있었다. 셋째, 위험관리시스템을 도입하였다. 신용평가시스템(CSS; Credit Scoring System)을 신규 개발하고, 고객 신용도에 기반한 영업을 통해 자산건전성을 개선하였다. CSS 구축의 의의는 고객신용등급에 따라 할부금융영업을 제한함으로써 고객의 신용에 기반한 선진국형 영업관행을 정착시켰다는 점이다. 이와 같은 CSS의 구축을 통해 2003년부터 고객 연체율의 관리가 가능해졌고, 2004년에는 동종 경쟁업체군에서 연체 및 부실발생율 부문에 있어 최우수

준을 달성할 수 있었다. 그 밖에도 채권단이 참여하는 자산관리단을 대우캐피탈 내에 설치함으로써 채권회수의 안정성을 제고하고 경영감시 기능을 강화하였다. 마지막으로 조직 및 인력구조조정을 실시하였다. 조직을 축소·개편하였고 차등 성과급제를 시행하고, 상시적인 인력 구조조정 시스템을 도입하여 구조조정 이전 총 700여명에 달하는 인력을 400명 선으로 감축하였다.

이러한 대우캐피탈의 사업, 지배 및 소유, 조직 등에 대한 구조조정을 통해 대우캐피탈은 대우캐피탈 CRV의 구조조정 이후 2년만인 2003년에 흑자 전환하여 경영정상화의 기반을 마련하게 된다.

이어 대우캐피탈은 신차 및 리스금융 등 업무영역에서 영업규모를 확대하고 개인대출의 비중을 조절함으로써 2003년 SK글로벌 분식회계 사건 및 신용카드 등 개인대출 부실사태로 인한 피해를 최소화하였다. 실제로 경쟁업체인 현대캐피탈과 삼성카드가

〈표 12〉 사업 구조조정 전후 대우캐피탈의 영업현황 (매출기준, 단위 : 억원)

구 분	구조조정 전	구조조정 후		2002년 대비 증감율	
	2002년	2003년	2004년	2003년	2004년
신차 할부	6,993	10,923	11,149	56%	59%
중고차 할부	950	546	444	-43%	-53%
내구재 할부	109	29	270	-73%	56%
리스 금융	547	1,769	3,284	223%	500%
개인 대출	1,251	356	99	-72%	-92%
합 계	9,850	13,623	15,246	38%	84.5%

자료: 캠코 내부자료

〈표 13〉 구조조정 전후 주요 재무지표 (단위 : 억원)

대차대조표 항목			손익계산서 항목				
과목	2002년	2003년	2004년	과목	2002년	2003년	2004년
자산	15,144	17,660	18,383	영업수익	4,288	2,886	2,359
부채	11,854	12,537	12,272	영업이익	-1,292	717	383
자본	3,290	5,123	6,111	경상이익	-1,578	865	513

자료: 캠코 내부자료

〈표 14〉 주요 경쟁사 영업실적 비교

(단위 : 억원)

	2003년			2004년			2005년		
	영업이익	경상이익	당기순이익	영업이익	경상이익	당기순이익	영업이익	경상이익	당기순이익
대우 캐피탈	717	865	935	383	513	513	564	1,574	1,574
현대 캐피탈	-2,249	-2,661	-1,872	-2,121	-4,067	-4,067	406	4,041	4,041
삼성 카드	-1조3,205	-1조3,212	-1조2,988	-1조5,132	-1조5,272	-1조1,036	-1조3,767	-1조5,201	-1조3,012

자료: 각 회사 결산보고서를 종합하여 저자 작성

2003년도부터 대규모 적자를 보이고 있는 동안에도 대우캐피탈은 꾸준히 흑자 기조를 유지할 수 있었다. 또한 2004년 상반기에는 AAA+의 신용등급을 받아 자체신용으로 CP발행에 성공하였다. 자체 신용으로 CP발행에 성공했다는 사실은 대우캐피탈이 더 이상 채권 금융회사의 신용보강 등이 없어도 독자적으로 생존할 수 있다는 것을 의미하며 이는 곧 대우캐피탈의 워크아웃과 구조조정이 완성되었다는 것을 뜻한다. 이에 따라 채권 금융회사와 대우캐피탈CRV는 대우캐피탈을 시장에 매각함으로써 채권을 회수하고 대우캐피탈의 정상 기업화를 추진하게 되었다.

#### IV. 대우캐피탈의 경영정상화와 지분매각

대우캐피탈CRV는 대우캐피탈의 경영 정상화와 동시에 대우캐피탈의 지분 매각과 투자금 회수를 추진하였다. 2004년 11월 1일 대우캐피탈CRV는 보유 중인 대우캐피탈의 지분과 경영권에 대하여 매각을 공고하였고, 2005년 3월 11일 신한지주-아주산업 컨소시엄을 우선협상대상자로 선정하였다. 2005년 6월 29일 대우캐피탈CRV는 신한지주-아주산업 컨소시엄과 대우캐피탈의 주식 및 채권의 51%에

대하여 매매계약을 체결하고 경영권을 양도하였다. 매각자산은 대우캐피탈 주식 51%와 대우캐피탈 사채 4,014억원이며, 총 매각 금액은 5,908억원이었다. 매각된 대우캐피탈 사채 외의 잔여 채권은 대우캐피탈CRV에서 재대출(Refinancing)하는 조건이었다. 아주산업은 렌터카 사업을 영위하는 업체로 전략적 투자자로서 대우캐피탈 인수·합병(M&A)를 통해 렌터카 사업과의 시너지를 노리고 있었고, 신한금융지주의 경우 재무적 투자자로 참여한 것이었다.

대우캐피탈의 사채와 관련하여 대우캐피탈CRV 및 채권금융회사는 대우캐피탈 사채를 Refinancing하면서 매수자인 신한지주-아주산업 컨소시엄에 미 매각 잔여채권 3,857억원에 대하여 상환의무를 부여하였다. 이로써 신한지주-아주산업 컨소시엄은 대우캐피탈 인수 후 3년 이내 700억원 이상, 4년 이내 1,900억원 이상, 5년 이내 3,857억원 전액에 대하여 대우캐피탈 사채를 분할상환 할 것을 약정하였다. 또한, 대우캐피탈에 대해서는 총자산에서 대우캐피탈CRV 외 기타 채권자가 보유한 채무를 차감한 자산금액이 항상 대우캐피탈CRV가 보유한 채권 잔액의 130% 이상을 유지해야하는 의무를 부여함으로써 채권회수를 위한 안전장치를 충분히 마련하였다. 미 매각 대우캐피탈 지분 49%에 대해서도 다양한 장치를 마련하였는데, 우선 15%의 지분에 대

해서 매각 후 3년 간 매각금액의 103.8%의 금액으로 매수자인 신한지주-아주산업 컨소시엄에 Call Option을 부여하였다. 그리고, 나머지 지분 34%에 대해서는 우선매수청구권을 부여함으로써 대우캐피탈CRV 및 채권단 입장에서는 잔여지분의 매각을 보장하고, 신한지주-아주산업 컨소시엄 입장에서는 대우캐피탈에 대하여 안정적으로 경영권을 확보할 수 있도록 조치하였다.

경영권 인수 이후, 신한지주-아주산업 컨소시엄은 2006년 2월 28일 대우캐피탈(주) 잔여주식 15%에 대한 Call Option을 행사하여 384억원으로 15%의 지분을 확보하였다. 아울러, 2006년 10월 10일 우선매수청구권을 행사하여 960억원에 잔여 지분 34%도 취득함으로써, 대우캐피탈(주) 지분 전부를 확보할 수 있었다.

## V. 결론

대우캐피탈의 구조조정은 재무적인 문제로 일시적

인 유동성 위기를 겪고 있는 기업이라도, 영업력이 우수하여 계속기업가치가 청산가치보다 높게 평가되는 경우, 강력한 기업 구조조정을 실시한다면 채무기업과 채권 금융회사에 모두 유리한 결과를 얻을 수 있음을 보여주고 있다. 실제 대우캐피탈CRV의 설립을 통해 캠코, KDB대우증권, KDB산은자산운용 등 주요 채권 금융회사는 출자전환 또는 투입자금 대비 훨씬 높은 금액을 회수할 수 있었다. 최대주인 캠코 위주로 채권자 입장에서 구조조정의 효과를 살펴보도록 한다. 캠코는 6,820억원의 자금을 투입하여 대우캐피탈의 채권을 확보하였고 CRV 설립 및 구조조정을 주도하였다.

캠코는 2010년 4월까지 대우캐피탈CRV로부터 배당과 유상감자로 3,148억원을 회수하였고, 대우캐피탈CRV 사채 원리금 3,914억원을 회수하였다. 또한 2010년 4월 현재, 대우캐피탈이 보유한 잔여재산은 채권 1,957억원, 신탁주식 평가액 2,500억원 등이다. 이를 통해 캠코의 회수예상을 추정하면 신탁주식 매각대금 1,070억원, 채권원리금 659억원으로 예상된다. 캠코의 총 회수예상액은 8,701억원으로 대우캐피탈 채권매입액 6,820억원 대비

〈표 15〉 캠코의 대우캐피탈CRV 회수내역<sup>14)</sup>

(단위 : 억원)

연도	주식		사채		합계
	배당	감자	이자	원금	
2003		204	187		391
2004	8		187		195
2005	121	569	178	1,688	2,556
2006	16		45	1,338	1,399
2007	2,102		33	22	2,157
2008	123		29		152
2009	3		27	168	198
2010.6	2		12		14
추가회수예상액		1,070		569	
합계	2,375	1,843	698	3,785	8,701

14) 예금보험공사, 한국자산관리공사, 상계서, p.160. 참조

127%의 높은 수준을 보이고 있다. 또한, 인수 채권 액면가인 1조7천억원 기준으로 살펴보면 최종 회수율인 51% 역시 대우캐피탈 구조조정 당시 산정했던 계속기업가치 39.51% 보다 높아 대우캐피탈의 구조조정이 성공적으로 진행되었음을 알 수 있다. 또한, 대우캐피탈 역시 CRV설립을 통한 구조조정 직전인 1999년 부채규모 4조 5천억원, 자본잠식 1조 7천억원, 영업손실 1조 6천억원이라는 한계상황을 탈피하여, 렌터카 산업을 영위하는 아주그룹의 계열사로 편입됨으로써 2012년 기준 매출액 6천억원, 영업이익 304억원의 안정적인 실적을 유지하는 소비자금융전문회사로 성장할 수 있었다.

이러한 성과는 금융회사의 구조조정에 적합한 새로운 제도의 도입과 활용, 채권 금융회사 및 구조조정 대상기업 등 이해관계자의 협의와 조율, 그리고 신속한 재무 구조조정과 지속적인 사업 구조조정 등에서 기인한다고 볼 수 있다. 그러나 CRV 제도 도입 후 주채권은행들은 구조조정이 지연되고 있는 다수의 워크아웃기업에 대해 CRV를 추진하기로 계획을 세웠으나 실제로는 4개의 CRV가 설립되는데 그쳤다.(2001년 10월 CRV 제도 도입 이후 총 4개의 CRV가 설립되었다. 퍼스트 CRV(2001.9.14), 신우CRV(2001.9.26), 오리온전기CRV(2002.2.4), 대우캐피탈CRV(2002.9.30) 이는 CRV 제도가 채권금융기관의 부실채권비용 감축, 채권집중화를 통한 기업구조조정의 효율성 제고 등의 이론적인 장점을 보유하고 있음에도 불구하고 실제 여러 가지 장애요인이 있었기 때문이었다. 이는 향후에도 주주, 채권자, 종업원 등 이해관계자의 의견을 조율할 수 있는 기업 구조조정 제도를 연구하고 발전시켜 나가야 할 필요가 있다는 것을 시사한다.

## 참고문헌

- 고성수(2000), 『금융기관 부실정리방안 : 기업구조조정투자회사(CRV)』, 한국금융연구원, 금융조사보고서. 예금보험공사·한국자산관리공사(2011. 5), 『공적자금운용통사』.
- 장상환(1999), 『대우그룹 구조조정의 방향』, 산업경제, 제 10집.
- 장선덕(2002.10), 『캠코의 부실채권 매각기법』, 한국자산관리공사.
- 최경환(2010.6), 『기업구조조정전문회사(CRC)제도 백서』, 산업연구원; 지식경제부 기업환경개선팀.
- 박진우·백재승(2009), “구조조정과 기업가치: 축소와 확장 비교분석,” **경영학연구**, 제 38권, 5호, pp. 1329- 1352.
- 정승화(2004), “현대자동차의 기아자동차 인수와 구조조정”, **경영교육연구**, 제 8권, 1호, pp. 133-151.
- 최두열(2006), “한라그룹 구조조정 성공사례,” **경영교육연구**, 제 9권, 2호, pp. 149-173.
- 한정화·최경철(2007), “회생기업 최고경영자의 리더십과 전략에 관한 탐색적 사례연구,” **전략경영연구**, 제 10권 2호, pp. 91-113.
- Arogyaswamy, K.B.L. Baker III and M. Yasai-Ardekani(1995), “Firm Trun around: An Integrative Two-Stage Model,” *Journal of Management Studies*, 32, pp.494-525.
- UNCTAD, World Investment Report 1998, 1998.
- 공정거래위원회 대규모기업집단 지정현황(<http://www.ftc.go.kr>)
- 금융감독원 전자공시서비스(<http://www.dart.fss.or.kr>)
- 아주캐피탈 홈페이지(<http://www.ajoucapital.co.kr>)
- UNCTAD 홈페이지(<http://www.unqtda.org>)

## The Case of CRV(Corporate Restructuring Vehicle) and DaeWoo Capital Restructuring

Ji Yeon Yang\*

### Abstract

Many Korean companies that became insolvent after a financial crisis in 1997 have recovered through the restructuring. Particularly the former DaeWoo Group affiliates have shown the notable case of successful restructuring due to a rapid and effective support of the creditor financial institutions, and application of a new restructuring method. This case study will analyze the entire process of restructuring of the former DaeWoo Group affiliates, with an emphasis on the case of DaeWoo Capital, one of those affiliates, as there are not many case studies focusing on the restructuring of a financial company. Daewoo Capital has suggested a highly appreciated restructuring case as the company could normalize its management only two years after the restructuring. It is also uniquely distinguishable case, in which the company implemented a new restructuring system called corporate restructuring vehicle (CRV). Eventually, this case study will discuss the process and method of restructuring of those companies at risk of liquidation as well as various techniques and schemes of restructuring, including CRV.

Key Words: Restructuring, Financial Company, DaeWoo Capital, CRV, CRC, CRF

---

\* Assistant Professor, College of Economics & Business Administration, The University of Suwon

## 〈Teaching Note〉

# CRV 제도를 통한 대우캐피탈 구조조정 사례

### I. Synopsis

1997년 외환위기 이후, 우리나라의 많은 한계 기업들이 구조조정을 통해 회생하고 경쟁력을 회복하였다. 이미 해외에서는 20~30년 전부터 기업 구조조정에 대한 연구가 다양한 방식으로 진행되었으나, 우리나라에서는 경영전략의 주요 연구 분야에 있어 구조조정을 통한 기업 회생전략(Turnaround Strategy)의 실무적 중요성에도 불구하고 이에 대한 연구가 활발하지 못하였다(한전화·최경철, 2007). 이에 대우캐피탈의 구조조정 사례를 통해 CRV의 설립을 통한 구조조정의 구체적인 과정을 살펴보는 것은 구조조정을 통한 기업회생 연구에 있어 유의미한 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

### II. Teaching Points

#### 1. CRV와 기업구조조정

CRV(Corporate Restructuring Vehicle)은 기업 구조조정을 위하여 채권 금융회사가 구조조정 대상 회사에 대하여 가지고 있는 채권을 결집하여 만드는 특수 목적회사를 의미한다. 기업이 유동성 등의 위기로 한계상황에 봉착하게 되었을 때, 주주, 채권자 등 이해관계자의 입장이 서로 달라 효율적인

구조조정을 진행하기 힘든 경우가 많다. 때문에, 채권 금융회사 등이 의견을 조정하고 하나의 입장에서 구조조정을 강력하게 추진하기 위한 여러 가지 구조조정 제도가 도입되었다. 그 중 CRV는 특히, 채권 채무가 복잡한 금융회사 등의 구조조정에 특화된 제도로서, 설립 당시에 구조조정 대상 회사의 자산 및 부채를 CRV에 일괄 이전시킴으로서 모든 채권 금융기관이 CRV의 주주이자 채권자의 지위를 얻게 된다는 특징을 지니고 있다. 본 사례는 기업 구조조정, 특히 금융회사의 구조조정에서 발생하는 이해상충의 문제를 해결할 수 있는 방안에 대하여 CRV의 특성을 중심으로 살펴보고자 한다.

#### 2. CRC, CRF 등 구조조정 지원 제도

1990년대 후반의 외환위기는 많은 기업들의 유동성을 악화시켰고, 연쇄적으로 금융회사의 부실을 초래하였다. 외환위기 이전 5대 시중은행으로 불리었던, 조흥, 상업, 제일, 한일, 서울은행이 모두 합병, 외자유치, 매각 등 구조조정을 통해 사라졌으며, 이들 금융회사의 자산건전성을 강화하기 위한 목적으로 다양한 기업 구조조정 지원 제도가 도입되었다.

이와 같은 구조조정 제도로는 본 사례에서 다루고 있는 CRV 외에도 기업구조조정전문회사(CRC: Corporate Restructuring Company) 및 기업구조조정펀드(CRF: Corporate Restructuring Company Fund) 등을 들 수 있다. CRC는 CRV와 달리 Paper Company가 아닌 상근 임직원이 있

는 실체가 있는 회사로 구조조정 대상 기업 및 이들 기업의 유가증권 등을 인수하고 가치를 제고함으로써 수익을 얻는 회사이다. CRF는 일반적인 뮤추얼 펀드와 동일하나, 투자 대상이 구조조정 대상기업의 유가증권이라는 점을 차이점으로 들 수 있다. CRF는 CRV와 마찬가지로 실체가 없는 Paper Company로 자산운용사에서 회사를 운영하게 된다. 이들 구조조정 지원 중 CRC의 경우 규모가 작아 대기업 구조조정에는 적합하지 않으며 회사의 성격 또한 일반 법인으로 대규모 자금조달이 용이하지 않다는 단점을 지니고 있다. 또한 CRF의 경우도 투자대상이 유가증권으로 한정되고, CRF 차원의 자체 자금조달 및 구조조정 대상기업에 대한 채무조정, 담보제공 등이 금지되어 재무적 구조조정 수단이 제한된다는 한계를 지니고 있다. 반면, CRV는 채권금융기관이 결집한 금융기관 성격으로 자금조달이 용이하며, 출자제한 등 기존의 규제를 완화하고 구조조정대상기업에 대한 자금대여 및 지급보증 등이 가능하여 기존 구조조정 제도가 가지고 있던 단점을 보완한 제도이다. 이들 구조조정 제도의 도입 목적과 배경을 살펴봄으로써, 각각의 구조조정 제도가 가지는 장단점에 대해 이해할 수 있을 것이다.

### 3. 구조조정에 있어 CRV 제도의 효과성

기업 구조조정 과정에서 가장 큰 장애요인으로 작용하는 것이 바로 다양한 이해관계자 사이의 의견조정이다. 이해관계자 사이에 이견이 발생하는 이유는 구조조정 대상 기업의 회생여부, 채무조정 등 재무구조조정, 기타 사업 및 인력 구조조정 등 구조조정의 전 과정에서 입장에 따라 이해가 갈리기 때문이다.

CRV 제도는 우선, 채권 금융회사의 모든 채권을 한 곳에 결집시킴으로써, 구조조정에 따른 채권단 손실을 공평하게 분배할 수 있게 한다. 또한, CRV 설립 이전 구조조정 의사결정이 채권단 전체가 참여하는 채권단

협의회 등을 통해 이루어지는 데 비하여, CRV 설립 이후의 구조조정 의사결정은 CRV 이사회나 주주총회에서 이루어지기 때문에 신속하고 효율적인 의사결정을 가능하게 해준다. 대우캐피탈CRV의 설립과정, 그리고 CRV 참여 채권 금융회사들의 재무 구조조정 과정을 살펴보면서, 기업 구조조정에 대한 장애요인, 그리고 그 장애요인을 극복하기 위해 CRV제도가 기여하는 바가 어떤 것들이 있는지 학습할 수 있다.

## III. Assignment Questions

1. CRV, CRC, CRF 등 구조조정 지원 제도를 도입한 배경과 그 효과를 논하라.
2. 금융회사의 구조조정에 있어 왜 CRV 제도가 활용되었는가? 또한, 향후 구조조정에 있어 CRV 제도가 활용될 수 있을 것인지 논하라.
3. 대우캐피탈의 재무구조조정 과정을 설명하라.
4. 대우캐피탈의 재무구조조정 외에 행한 기타 구조조정 내용에 대해 설명하라.
5. 대우캐피탈 구조조정의 결과에 대해 평가하라.

## IV. Analysis

1. CRV, CRC, CRF 등 구조조정 지원 제도를 도입한 배경과 그 효과를 논하라.

1990년대 말의 외환위기는 많은 기업들을 한계상

황으로 내몰았고, 아울러 이들 기업에 여신을 제공한 금융회사의 자산건전성마저 크게 훼손시켰다. 때문에, 금융회사의 부실자산을 신속히 정리하기 위한 목적으로 다양한 기업 구조조정 지원 제도가 도입되었다. 이들 기업 구조조정 지원 제도의 특징은 구조조정의 주체별 특성에 따라 이들 구조조정 주체가 이해상충없이 효과적인 구조조정을 추진할 수 있는 제도적 틀을 마련한 데 있다.

CRV 제도의 가장 큰 효과는 채권 금융회사가 구조조정 대상 기업에 대해 가지고 있는 여러 채권을 CRV라는 단일 주체에 결집시킬 수 있다는 것이다. 실제로 채권단 중심으로 기업 구조조정을 추진할 때, 가장 걸림돌로 작용하는 것이 출자전환 여부 및 전환비용, 손실분담률 등을 결정하는 것과, 출자전환한 지분의 매각에 있어서도 채권단 공동매각을 추진함으로써 회수시기 및 회수가액 등의 의사결정 과정이 복잡하고 오래 걸린다는 점이다. 따라서 채권 금융회사의 채권을 CRV에 결집시킴으로써 각 채권자 사이의 이해상충 문제를 방지하고 신속하고 효율적인 의사결정을 할 수 있게 된다.

반면 CRC는 부실기업의 인수 및 구조조정, 부실채권의 인수 및 정리, 유동화증권 발행 등을 주된 업무로 하는 실체가 있는 상법상 주식회사로 금융회사의 성격을 띠고 실체가 없는 Paper Company인 CRV와 구분된다. 그리고 준거법률과 감독기관 또한, 「산업발전법」과 지식경제부로서, 주로 구조조정 대상 기업 또는 구조조정을 통해 수익을 얻고자 하는 투자자 중심의 지원 제도라고 볼 수 있다.

CRF의 경우, 「자본시장통합법」상의 PEF와 기본적으로 유사하나 다만 그 투자대상이 구조조정 대상 기업의 유가증권 등으로 제한된다는 특징을 지니고 있다.

2. CRV제도 제도의 장점과 단점을 설명하고, CRV 제도가 갖는 의미와 향후 구조조정에 있어 CRV 제도가 활용될 수 있을 것인지에 대해 논하라.

CRV 제도는 기업구조조정전문회사(CRC)제도와 기업구조조정증권투자회사(CRF) 제도의 장점을 모아 설립한 제도이다. CRV는 채권은행이 스스로 주주가 되기 때문에 자금 부담이 없다는 점이 장점이었다. 그런데 CRV 제도 도입 후 주채권은행들은 구조조정이 지연되고 있는 다수의 워크아웃기업에 대해 CRV를 추진하기로 계획을 세웠으나 실제로는 4개의 CRV가 설립되는데 그쳤다.(2001년 10월 CRV 제도 도입 이후 총 4개의 CRV가 설립되었다. 퍼스트 CRV(2001.9.14), 신우CRV(2001.9.26), 오리온전기CRV(2002.2.4), 대우캐피탈CRV(2002.9.30) 이렇게 4개입니다.) 이는 CRV 제도가 채권금융기관의 부실채권비용 감축, 채권집중화를 통한 기업구조조정의 효율성 제고 등의 이론적인 장점을 보유하고 있음에도 불구하고 실제 설립을 추진할 때 여러 가지 장애요인이 있었기 때문이다.<sup>15)</sup>

“첫째, 채권의 이전가격 문제이다. 채권금융기관이 대출채권을 보유한 채로 금융조건을 완화해 주는 채무조정과 달리, CRV로의 채권이전은 이전 시점에 손실이 확정되고 현실화된다. 이러한 손실의 확정 및 현실화는 채권금융기관에게 부담이 되어 CRV 설립의 장애요인이 된다. 둘째, CRV 추진 대상기업이 외부투자자의 투자를 유치하기 어렵다는 문제가 있다. 왜냐하면 기업구조조정을 추진 중인 기업의 상당수가 건설업과 섬유산업과 같은 일부 저부가가치 업종에 집중되어 있고 여타 업종의 경우에도 외부투자자의 관심도가 상대적으로 낮기 때문이다. 셋째, 경험 있는 구조조정 전문가나 자산관리회사(AMC)가 적다는 문제가 있다. CRV 구조가 제대

15) 최경환(2010.6), 『기업구조조정전문회사(CRC)제도 백서』, 산업연구원; 지식경제부 기업환경개선팀, pp.95-96.

로 작동하기 위해서는 검증된 구조조정 전문가들이 있어야 하는데 현실적으로 그러한 전문가의 풀이 적다. 또한, 대상기업에 대한 엄격한 경영관리를 통해 기업 가치를 제고하는 성공적 구조조정을 경험한 자산관리회사(AMC)를 찾기도 어렵다. 이 점은 CRV의 설립에서 뿐만 아니라 운영상의 장애요소로도 작용한다.”

이외에도 현재 구조조정을 전문적으로 수행할 수 있는 민간기업(PEF)이 활성화되어 있는 상황이다. 그러나 이 모든 한계에도 불구하고 CRV 제도가 의미있는 이유는 첫째, 97년 외환위기 발생 당시 현재 PEF와 같이 구조조정을 전문적으로 수행할 수 있는 전문기업이 없었기 때문에 채권자가 직접 구조조정을 수행해야 했기 때문이다. 둘째, 일례로 예전의 대우그룹 사례와 같이 시장에서 소화가 불가능한 거대기업의 구조조정(예컨대 5대 그룹 중 하나의 부실 등)의 경우에는 CRV 사례를 참고할 수밖에 없을 것이다. 셋째, 97년 외환위기 우리나라와 같이 시장기능에 맡겨 전문적인 구조조정에 관한 민간기업이 없는 개도국에 있어서 우리나라의 CRV 사례는 벤치마크의 대상이 될 수 있을 것이다.

### 3. 대우캐피탈의 재무구조조정 과정을 설명하라.

대우캐피탈 채권 금융회사들은 대우캐피탈CRV의 설립과 동시에 단계적 채무 구조조정을 실시하였다. 이는 채권의 결집과 채무 변제 및 탕감을 통해 대우캐피탈의 재무구조를 건전하게 만들기 위한 작업이었다.

대우캐피탈CRV 설립 당시 대우캐피탈의 청산가치는 32.86%, 계속기업가치는 39.59%였다. 이는 당시 상태에서 회사의 영업을 종료하고 자산을 처분한 뒤 채권액에 따라 분배한다면 회수할 수 있는 금액이 채권 원금의 32.86%, 회사를 존속시킬 경우 39.59%에 불과하다는 것을 의미한다. CRV 설립

당시 대우캐피탈에 대한 채무조정과 재무 구조조정은 모두 계속기업가치인 39.59%를 기준으로 이루어졌으며 첫 번째 단계로 채권 금융회사는 대우캐피탈로 하여금 5천억원의 ABS를 발행하고 현금을 확보한 뒤 우선적으로 기존채무 1조 2,629억원을 상환하도록 하였다. 1단계 구조조정을 통해 대우캐피탈은 상환한 기존채무 1조 2,629억원 중 ABS발행 대금 5천억원을 제외한 나머지 7,629억원의 채무를 면제받는 혜택을 받게 된 것이다.

2단계 채무 구조조정은 채권 금융회사가 보유하고 있는 대우캐피탈 채권 7,578억원을 계속기업가치로 할인한 금액인 3천억원을 대우캐피탈 CRV에 출자 전환하고, 대우캐피탈의 기존 자본금을 무상감자한 것이다. 이를 통해, 대우캐피탈 CRV는 3천억원의 자본금을 확보하였고, 대우캐피탈은 자본잠식 상태를 일정 부분 개선할 수 있게 되었다.

3단계 채무 구조조정은 1·2단계 채무 구조조정을 거치면서 상환하고 면제받은 채무 외의 잔여채무 중 9,459억원을 제외한 채무 2조 5,800억원에 대하여 주당 573%의 할증발행 방식으로 2차 출자전환을 실시한 것이다. 이를 통해 대우캐피탈은 4,500억원의 자본을 확보하게 되었으며, 2조 5,800억원의 채무가 줄어들게 되었다.

### 4. 대우캐피탈의 재무구조조정 외에 행한 기타 구조조정 내용에 대해 설명하라.

본 사례는 금융회사를 대상으로 하고 있기 때문에 기업구조조정 중 재무구조조정(Financial Restructuring)이 추가 되고 있다. 대우캐피탈은 부실의 원인이 그룹계열사에 대한 자금중개 영업관행과 이들 계열사의 부실에서 있었기 때문이다. 그러나 학생들에게 구조조정에 있어 재무구조조정 뿐만 아니라 조직구조조정(Organizational Restructuring) 및 포트폴리오구조조정(Portfolio Restructuring)에 대한

개념을 함께 설명해 주는 것이 바람직할 것이다.

먼저 조직구조조정에 있어서는 인력구조조정을 실시하였다. 조직을 축소·개편하였고 차등 성과급제를 시행하고, 상시적인 인력 구조조정 시스템을 도입하여 구조조정 이전 총 700여명에 달하는 인력을 400명 선으로 감축하였다. 다음으로 포트폴리오구조조정에 있어서는 신차 및 리스금융 등 업무영역에서 영업규모를 확대하고 개인대출의 비중을 조절함으로써 2003년 SK글로벌 분식회계 사건 및 신용카드 등 개인대출 부실사태로 인한 피해를 최소화하였다. 이러한 대우캐피탈의 재무, 조직, 사업 등에 대한 구조조정을 통해 대우캐피탈은 대우캐피탈CRV의 구조조정 이후 2년만인 2003년에 흑자 전환하여 경영정상화의 기반을 마련하게 된다.

채권액면가인 1조7천억원 기준으로 살펴보더라도 회수율이 51%로 대우캐피탈 구조조정 당시 계속 기업가치 39.51% 보다 높아 대우캐피탈의 구조조정이 성공적으로 진행되었음을 알 수 있다. 또한, CRV제도를 도입한 취지를 살려, 채권 금융회사가 중심으로 구조조정 대상 회사의 경영정상화를 달성하고, 정상기업으로 만들어 시장으로 돌려보냈던 경험과 노하우 또한 간과할 수 없는 중요한 성과로 꼽을 수 것이다.

##### 5. 대우캐피탈 구조조정의 결과에 대해 평가하라.

대우캐피탈의 구조조정 사례는 전형적인 재무 구조조정의 과정과 결과를 잘 보여주고 있다. 채권 금융회사의 구조조정 전략은 일단 대우캐피탈을 정상기업으로 만들어 놓은 후, 추후 회사의 영업활동과 매각을 통해 채권을 회수하겠다는 것이었다. 이러한 전략 아래, 채권 금융회사는 계속기업가치를 초과하는 채권에 대하여 과감하게 권리를 포기하고 출자전환을 단행함으로써, 대우캐피탈의 자본잠식을 해소하고, 회사가 우량한 재무구조를 갖출 수 있도록 지원하였다. 또한, 지속적인 사업 구조조정을 통해 회사의 가치를 높여 결과적으로 채권의 회수를 극대화하고자 하였다. 실제 대우캐피탈은 철저한 위험관리와, 매출처 다변화를 통해 동종 업계 최고수준의 자산건전성을 확보하였고, 출자전환 가액 이상의 가격으로 매각될 수 있었다. 대우캐피탈의 구조조정을 주도했던 캠퍼의 경우를 살펴보면, 총 회수예상액은 8,701억원으로 대우캐피탈 채권매입액 6,820억원 대비 127%의 높은 수준을 보이고 있다. 또한, 인수