

## II. 出資轉換(DES)과 企業 構造調整

## 1. 출자전환(DES; Debt-Equity Swap)이란?

- (대출금의 주식 전환) 출자전환이란 기업이 채권 금융기관의 대출금을 주식으로 전환함으로써 과다한 부채로 인한 재무적 곤란을 경감하고, 금융기관의 채권 부실화를 막는 것임
- (출자전환 형태) 출자전환에는 금융기관이 보유하고 있는 채권을 당해 기업의 주식으로 직접 전환하는 직접 출자전환 방식과, 투자자가 금융기관 매출 채권을 할인 매입 후 당해 기업 주식과 상계하는 간접 출자전환 방식이 있음

## 2. 출자전환과 기업의 구조조정

- (출자전환의 효과) 출자전환은 자본시장의 침체 여부와 관계없이 비교적 손쉽게 기업의 재무구조를 개선할 수 있음
  - 또한 금융기관의 부실 축소, 국민 부담 축소, 국부의 해외 유출 방지 및 실업 문제 축소 등 기업 구조조정에 따른 사회적 비용을 최소화할 수 있음
- (출자전환의 영향) 기업은 부채비율의 감소로 금융비용이 줄고 경상이익을 개선시킬 수 있으나 지배주주의 경영권이 상실됨으로써 방만한 경영을 조장할 수 있음
  - 금융기관은 BIS비율을 높이고, 기업 정상화에 적극 참여하여 기업 회생에 도움을 주나 자칫 기업 부실이 금융기관 부실로 이어질 수 있음
- (국내기업의 출자전환) 국내 기업의 출자전환은 IMF이후 크게 확대되었으며, 현재 까지 출자전환 규모는 약 6~7조 원 이상이 되는 것으로 파악됨

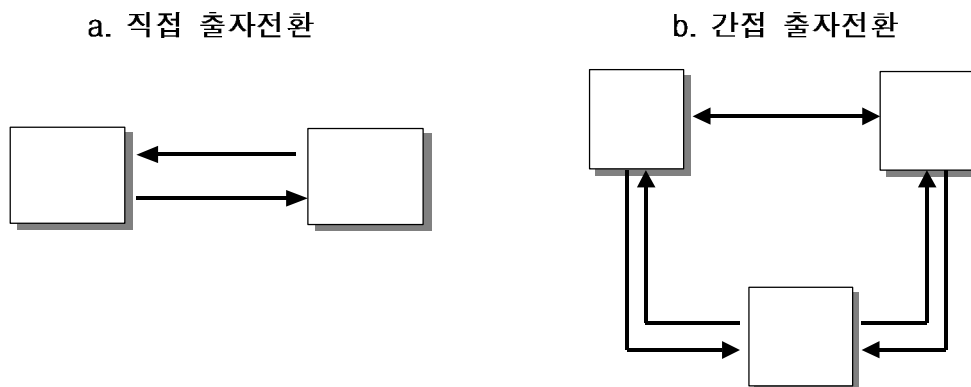
## 3. 출자전환의 문제점과 보완과제

- (문제점) 기업 입장에서는 무분별한 출자전환은 금융기관 보유 지분이 확대됨으로써 금융자본에 의한 산업자본 지배의 우려가 있을 수 있으며, 지배주주의 경영권 약화와 금융기관 간섭 증가로 경영권 부재 현상이 나타날 수 있음
  - 금융기관 입장에서는 부실채권을 줄이는 효과는 있으나 투자자금이 장기적으로 묶임으로서 수익성이 낮아지며, 부실기업 중 담보가 확실한 기업은 청산을 통해 대출금을 해소하는데 반해, 반대로 담보가 확실치 않은 기업은 오히려 출자전환을 통해 회생시키는 역선택의 우려가 있음
- (보완 과제) 상대적으로 문제점이 적은 간접 출자전환을 확대하기 위해 배드뱅크, 자산유동화회사 확충 등 부실 채권을 매입할 수 있는 저변을 확대해야 함
  - 금융기관은 출자전환 주식을 매각하고, 기업은 지분 감소를 회복할 수 있도록 출자전환 주식을 기업이 되살 수 있는 제도가 마련되어야 함
  - 출자전환의 효과를 극대화하기 위해 기업의 우선주 발행이 요구되며, 이를 위해 특례 조항을 확대하거나, 출자전환으로 인한 우선주를 우선주 발행 한도에서 제외해야 함

## 1. 출자전환(DES; Debt-Equity Swap)이란?

- 출자전환(DES)이란 기업이 금융기관 대출금을 주식으로 전환시키는 것임
  - 기업이 과도한 부채로 인해 재무적 곤란을 겪을 경우 이를 경감시켜주는 방안의 하나로 이용됨
  - 금융기관 입장에서는 부채 소유로 인한 지급 불능 위험이 주식 보유로 인한 주가변동 위험으로 대체됨
  - 출자전환은 1980년대 중반 개도국의 외채 구조를 바꾸기 위한 수단으로 널리 사용된 것으로 최근에는 세계 각국의 기업 구조조정이나 조세회피 등의 목적으로도 이용되고 있음
  
- 출자전환은 주체 당사자별로 그 효과가 다르게 나타남
  - 기업은 부채비율이 감소되어 자본구조가 개선되는 효과가 있는 반면, 지분감소로 지배권 상실의 가능성이 있음
  - 은행은 부실 채권을 정리하여 BIS 기준의 충족이 용이해지고, 기업의 주주로서 감독기능이 강화되는 반면, 채권자에서 주주로 전환되어 변제의 우선 순위가 낮아지게 됨
  
- 출자전환은 형태에 따라 직접 출자전환과 간접 출자전환으로 나누어짐
  - 직접 출자전환은 채권 금융기관 즉, 주로 은행이 자신이 보유하고 있는 채권을 당해 기업의 주식으로 직접 전환하는 것이고,
  - 간접 출자전환이란 투자자가 은행의 대출 채권을 할인 매입 후 당해 기업의 증자시 주식 매입으로 상계함으로써 출자전환을 하는 방법임

<그림> 출자전환의 형태



## 2. 출자전환과 기업 구조조정

### ○ 출자전환의 기업 구조조정 효과

#### - 손쉬운 기업 재무구조 개선 수단 제공

- 기업 구조조정의 핵심과제인 재무구조의 개선을 위해 제기되고 있는 증자, 자산 및 지분 매각 등은 주식시장과 부동산시장 등의 침체 상황에서는 단기에 효과를 보기가 어려움
- 출자전환은 자본시장의 침체여부에 관계없이 비교적 손쉽게 기업의 재무구조를 개선할 수 있는 방안임
- 이로 인해 IMF나 IBRD 등에서도 기업 구조조정의 수단으로 출자전환을 권고하고 있는 실정임

#### - 구조조정을 위한 사회적 비용 최소화

- IMF 이후 국내 금융기관의 부실 채권 규모는 지난해 말 125조 원을 넘어 지속적으로 증가하고 있으며, 최근 대우그룹 사태로 인해 그 규모는 더욱 커졌음
- 성업공사 등에 의한 금융기관의 부실 채권 인수는 국민적 부담으로 돌아가고, 별처 펀드를 통한 외국 기업에의 할값 처분은 국부 유출을 유발함
- 이들 부실기업을 대상으로 출자전환을 통해 기업이 회생한다면 금융기관의 부실 규모도 줄일 수 있고, 국민 부담 축소 및 국부의 해외 유출 방지는 물론 실업 문제도 축소시키는 등 구조조정에 따른 사회적 비용을 최소화할 수 있음
- 더욱이 출자전환은 금융기관과 기업을 동시에 구조조정하는 효율적인 수단으로 활용할 수 있음

### ○ 출자전환이 이해 당사자에 미치는 영향

#### - 기업에 미치는 영향

- 기업은 당장 부채의 자본금 전환으로 부채비율을 감소시킴으로써 금융비용이 줄고, 이에 따라 경상 이익을 개선시킬 수 있음
- 그러나 사전적으로 방만한 경영을 조장하여 도덕적 해이 현상을 초래할 수도 있음

#### - 지배 주주에 미치는 영향

- 출자전환은 기업의 금융비용 부담을 완화함으로써 기업을 회생시켜 지배주

주의 가치를 증대시키는 효과가 있음

- 그러나 출자 전환으로 인한 지분을 하락으로 기업 과실의 배당이 줄어들어 기업 회생에 따른 이익이 경감됨
- 특히, 기업이 자본잠식으로 인해 선 감자후 출자전환의 방식으로 이행한다면 지배주주의 경우 경영에 책임을 지고 보유 주식의 2/3를 우선 소각한 후 감자하므로 경영권을 박탈당하게 됨

#### - 금융기관에 미치는 영향

- 출자전환은 금융기관으로 하여금 충당금을 수익으로의 전환시켜 따라 자기 자본이 늘어남으로써 BIS비율을 높일 수 있음
- 또한 기업의 주주로서 기업 정상화에 적극 참여하고, 기업 감독 기능을 강화함으로써 기업 회생에 도움을 줄 수 있음
- 반면에 담보권 등 기존의 채권자로서의 권리 행사가 불가능하고, 기업이 정상화되지 못할 경우 전환 주식은 무용지물이 되며 은행의 부실을 초래할 수도 있음

#### - 보증기관에 미치는 영향

- 부실기업 채권에 대한 지급보증을 선 보증기관은 일종의 채무를 지고 있으므로 부실기업의 출자전환이 발생할 경우 보증기관이 보유하고 있는 부실기업 주식이나 타기업 주식, 또는 보증기관 주식으로 대납할 수 있음
- 이 경우 출자전환은 보증기관으로 하여금 지급보증으로 인한 대지급금 증대와 기업 수익성 악화 및 부채 부담을 줄일 수 있음
- 그러나 지급보증사 자신의 주식으로 대납할 경우 지분을 감소 우려가 있으며, 타 주식으로 대납시 채권자와의 합의가 어려운 문제가 있음

### ○ 국내 기업의 출자전환 현황

- 국내에서도 출자전환은 1980년대부터 기업 구조조정의 일환으로 사용되었음
  - 산업은행의 주도하에 부실기업의 채무의 일부를 면제하거나 상환유예하고 나머지는 출자 전환하는 방식으로 운영되었음
  - 대표적 예로 산업은행은 1980년 한국중공업의 대출금 중 170억 원을, 1987년 대우중공업의 대출금 중 200억 원을 출자 전환한 바 있음
  - 1990년에는 기아자동차 회생을 위해 출자전환이 시도되었으나 IMF의 반대로 포기된 적도 있었음

- '97년 외환위기 이후 부실기업에 대한 출자전환이 급증하였음
  - '99년 5월말 현재 상장기업 중 25개 사가 부채를 출자 전환했으며, 규모는 3자 배정 유상증자(3조 3,842억 원)와 사모 CB 인수(1조 7,738억 원)를 합해 5조 1,580억 원에 달함
  - 또한 금감위가 지정한 워크아웃 진행 기업 76개 사의 경우, 6월말 현재 출자 전환액이 2조 9,854억 원에 달함(상장사 포함)
  - 이를 모두 고려한다면 국내 기업들의 출자전환 규모는 약 6~7조 원 이상이 되는 것으로 파악됨

<표> 주요 출자전환 상장기업 현황(99년 5월말 현재)

회사명	출자전환방법	발행(전환)주식수	발행(조달)금액
기아자동차	증자	168,000천주	2조 5,200억 원
동아건설	증자	16,033천주	802억 원
신호제지	증자, CB	55,809천주	2,790억 원
벽산건설	증자, CB	28,060천주	1,403억 원
진도	증자, CB	79,686천주	3,984억 원
갑을방적	증자, CB	42,487천주	2,124억 원
고합	증자	26,420천주	1,321억 원
우방	증자, CB	39,348천주	1,967억 원
맥슨전자	증자	1,582천주	79억 원
남광토건	증자	12,723천주	636억 원
신원	증자, CB	74,204천주	3,710억 원
기타 14개사	증자, CB	1,513천주	7,564억 원
<b>합계</b>		<b>693,574천주</b>	<b>5조 1,580억 원</b>

주 : 기아자동차는 아시아자동차 포함한 수치임  
 자료: 증권거래소

### 3. 출자전환의 문제점과 보완과제

#### ○ 출자전환의 문제점

- 기업 입장에서의 문제점
  - 출자전환은 부실기업을 회생시키는 효과적인 수단임에도 불구하고 지배 주주의 경영권이 약화되고, 은행 간섭의 증가로 경영권 부재 현상이 나타날 수 있음
  - 따라서 기업을 회생시키기 위한 노력보다는 이해관계자들이 자신만의 이익을 위한 노력에 치우쳐 본연의 기업 구조조정의 의미를 상실할 가능성도 있음

- 금융기관 입장에서의 문제점
  - 당장은 금융기관의 부실채권을 줄이는 효과는 있으나 기존의 채권에 대한 이자수입이 감소하고, 채권이 주식으로 바뀔에 따라 투자자산이 장기화 됨
  - BIS 비율을 고려하여 금융기관이 부실기업 중 담보가 확실한 기업은 청산을 통해 대출금을 해소하고, 담보가 확실치 않은 기업은 출자 전환하는 등 부실기업은 살고, 비교적 덜 부실한 기업은 퇴출되는 역선택(adverse selection) 현상이 나타날 수 있음
- 금융자본의 산업 지배
  - 은행은 동일 기업 주식의 15% 이상을 취득하지 못하고 자기자본의 100% 이내에서만 주식을 보유하게 되어 있으나 기업 구조조정시 예외조항을 두고 있어 금융자본의 산업자본 지배의 우려가 있음
  - 은행은 자신이 대주주로 있는 기업이 부실해질 경우 파산을 방지하기 위해 자금 지원을 할 것이며, 경영자는 은행만 믿고 도덕적 해이에 빠질 수 있음

#### ○ 보완 과제

- 간접 출자전환의 확대
  - 은행 등의 직접 출자의 문제점을 해소하기 위해 간접 출자전환을 확대해야 함
  - 이를 위해 배드뱅크의 역할 확대, 자산유동화회사의 확충 등 부실채권을 매입할 수 있는 저변을 확대해야 하며,
  - 부실채권 및 출자전환 대상 채권 유통이 원활할 수 있도록 법적, 제도적 지원이 따라야 할 것임
- 기업 경영권 보호를 위해 출자전환시 우선주 발행 확대 허용
  - 상법상 우선주 발행한도는 발행주식의 1/4이고, 증권거래법 특례로 1/2까지 가능하나 국외 발행 주식과 기간산업 등으로 한정하고 있음
  - 따라서 특례 조항을 확대하거나, 출자전환으로 인해 발행된 우선주를 우선주 발행 한도에서 제외하는 등의 제도개선이 요구됨
- 대출채권의 유동화
  - 금융기관은 출자 전환한 주식을 매각할 방안이 부족하고, 기업은 출자전환으로 인한 지분 감소를 우려하여 출자전환을 꺼려하고 있음
  - 따라서 출자 전환된 주식을 기업이 환매할 수 있는 콜옵션을 허용함으로써 은행의 자금 확보를 돕는 동시에 기업의 지분 재취득을 지원해야 함

(박종곤: jgpark@hri.co.kr ☎724-4096)