



김태형's Into the Credit
E BEST EDGE

문재인호(號)의 닷이 오르다

Investment Edge

문재인호(號)의 닷이 올랐다. 선거운동 기간 동안 내걸었던 주요 공약들은 하나 둘 구체화되고 있으며, 시장 참가자들 또한 본 공약들의 실현가능성과 파급효과에 대해 전망하느라 분주한 모습이다. 신정부 출범 일주일, 크레딧 시장과 관련된 정책들의 함의점과 그로 인한 영향에 대해 점검해보았다.

신정부의 정치-경제 분야 핵심 기조는 '재벌개혁을 골자로 하는 경제민주화'로 요약이 가능하다. 문재인 대통령은 후보시절 내내 재벌 중심의 자본주의와 불평등한 경제구조를 비판했으며, 개혁 의지를 공약집에 고스란히 담았다. 향후 정책 시행의 과정에서 강도는 달라질 수 있겠지만, 재벌개혁을 위한 경제력 집중의 분산이라는 기본적인 방향성은 비틀지 않을 가능성이 높다. 장기적으로는 지배구조 관련 불확실성 해소로 인한 긍정적인 영향이 크겠지만, 단기적인 관점에서는 크레딧 시장에 다소 부정적 요인으로 작용할 전망이다. 직·간접적으로 영향을 미칠 수 있는 공약을 3가지로 구분해보았다.

1) 대주주 지배력 강화 견제: 본 공약의 목적은 궁극적으로 기업의 지배구조 투명성을 제고하기 위함이며, 우회적인 방법에 의한 지배력 강화 수단을 차단할 수 있는 방안이 마련될 예정이다. 대주주의 계열 내 지배력 약화는 유사시 지원 가능성의 하락의 가시화로 이어질 가능성이 높고, 크레딧 시장에 부정적인 요인으로 작용할 수 있을 것이라 판단한다. 특히 자체적인 채무 상환능력이 열위하여 투자 시 계열 지원 가능성에 대한 고려 비중이 높은 비우량 크레딧물이 주 영향권에 있을 것이다.

2) 지주회사 요건과 규제 강화: 핵심은 자회사 자본의 의무 소유비율 강화 방안이며, 단기적으로 부정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 지주회사의 경우 계열 내 자금지원의 주체 혹은 중요 연결고리 역할을 하는 경우가 많은데, 규제 강화로 인해 자금지원 여력이 현저히 감소할 가능성이 높기 때문이다. 소요 자금을 조달하는 과정에서 회사채 시장을 찾을 수도 있겠으나, 공정거래법 개정안에 지주회사의 부채비율 한도를 강화하는 내용이 포함되어 있기 때문에 유인이 크지 않을 전망이다.

3) 통합 금융감독 시스템 구축: 금융지주그룹이 아닌 기타 금융그룹에도 동일한 기준의 감독 시스템을 도입하겠다는 것이 골자이다. 현재 거론되고 있는 선정 기준이 시행된다고 가정할 시, 가장 크게 영향을 받을 것으로 예상되는 삼성그룹을 포함해 미래에셋, 교보 등의 모회사사형 금융전업그룹과 현대차, 한화 등의 대규모 기업집단 소속 계열 금융그룹이 규제의 대상에 포함될 것으로 전망된다. 본 그룹에 속한 계열사 가운데 특히 금융회사의 경우, 적격자본에 대한 인정 기준 강화로 인해 자본적정성 지표가 하락하는 등의 영향을 받을 수 있을 것이다.



Credit

김태형 CPA

02. 3779-8603

thkim@ebestsec.co.kr

신정부의 출범

문재인호(號)의 닷이 올랐다. 선거운동 기간 동안 내걸었던 주요 공약들은 하나 둘 구체화되고 있으며, 시장 참가자들 또한 본 공약들의 실현가능성과 파급효과에 대해 전망하느라 분주한 모습이다. 사회 전반을 아우르는 다양한 정책 가운데, 크레딧 시장을 포함한 금융시장에 가장 큰 영향을 미칠 것으로 예상되는 것들은 당연하게도 정치·경제 분야에 집중되어 있다. 신정부 출범 일주일, 크레딧 시장과 관련된 정책들의 함의점과 그로 인한 영향에 대해 점검해보았다.

신정부가 내세우는 정치·경제 분야의 핵심 기조는 '재벌개혁을 골자로 하는 경제민주화'로 요약이 가능하다. 문재인 대통령은 후보시절 내내 재벌 중심의 자본주의와 이로 인한 불평등한 경제구조를 비판했으며 본 문제에 대한 개혁 의지를 공약집에 고스란히 담았다. 향후 정책 시행의 과정에서 강도는 달라질 수 있겠지만, 재벌개혁을 위한 경제력 집중의 분산이라는 기본적인 방향성은 비틀지 않을 가능성이 높다. 구체적인 이행방법들이 공개된 가운데, 크레딧 시장에 직·간접적으로 미칠 수 있는 공약은 3가지 정도로 구분해볼 수 있다(표1).

표1 주요 공약, 이행방법 및 크레딧 시장에서의 영향

공약	이행방법	크레딧 시장 영향
재벌의 불법경영승계, 황제경영, 부당특혜 근절 등 재벌개혁 추진	대주주 일가 지배력 강화 견제	계열 지원 가능성 하락
문어발 재벌의 경제력 집중 방지	지주회사 요건과 규제 강화	
	통합금융감독시스템 구축	해당 업체 자본적정성 하락

자료: 중앙선거관리위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

① 대주주 일가 지배력 강화 견제

대주주 일가 지배력에 대한 견제의 목적은 궁극적으로 기업의 지배구조 투명성을 제고하기 위함이며, 우회적인 방법에 의한 지배력 강화 수단을 차단할 수 있는 방안이 마련될 예정이다. 현재 계열공익법인, 분할 전 자사주 매입, 우회출자 등의 방법이 대주주 지배력을 강화하고 지분 승계 작업을 수월하게 하기 위한 대표적인 수단으로 활용되고 있다. 이러한 우회적 방법이 제도적으로 금지됨으로써, 대주주 일가의 계열회사에 대한 전반적인 지배력은 낮아질 수밖에 없다.

기관투자자의 적극적인 주주권 행사를 유도하는 스투어드십 코드(Stewardship code)의 도입 또한 신정부 출범과 함께 본격화될 것으로 보이며, 국민연금이 올해 하반기 도입을 예고함에 따라 다른 주요 기관투자자들도 머지않아 동조할 것으로 예상된다. 스투어드십 코드가 도입될 경우 경영활동에 대한 대주주의 자의적인 결정이 일부 제한될 예정이며, 이에 따라 무분별한 문어발식 사업 확장 및 부실 계열사로의 대규모 지원 가능성도 하락할 것으로 전망된다.

대주주 지배력 강화 견제 정책은 기업의 근본적인 지배구조 투명성을 제고하고 합리적인 의사결정을 유도함에 따라, 장기적으로는 크레딧 시장에 긍정적인 요인으로 작용할 수 있을 전망이다. 다만, 중단기적인 관점에서는 계열 내 지원 가능성 하락에 따른 부정적 요인이 더 큰 영향을 미칠 가능성이 높다. 향후 운전자본의 미스매칭과 같은 일시적인 이벤트가 아닌 대규모 적자로 인한 유동성 위기 등이 발생할 경우, 현재처럼 대주주 일가의 자의적인 판단에 의한 무조건적인 자금 지원 결정이 쉽지 않을 수 있기 때문이다. 현재 대기업 계열사의 독자 신용등급은 계열 지원 가능성을 고려한 최종 신용등급 보다 1notch 이상 낮은 경우가 대부분이다. 따라서 대주주의 계열 내 지배력 약화에 따른 유사시 지원 가능성의 하락이 가시화된다면, 크레딧 채권 투자 심리를 얼어붙게 만드는 요인으로 작용할 수 있을 것으로 보인다. 특히 자체적인 채무 상환능력이 열위하여, 투자 시 계열 지원 가능성에 대한 고려 비중이 상대적으로 높은 비우량 회사채/캐피탈채가 주 영향권에 있을 것이다.

② 지주회사 요건과 규제 강화

지주회사 요건과 규제 강화 정책의 핵심은 자회사 지분의 의무 소유비율 강화 방안이다. 지난해 하반기 발의되어 현재 국회에 계류되어 있는 공정거래법 개정안이 신정부 출범을 맞아 통과될 가능성이 높아졌으며, 6월 임시국회에서 본격적으로 논의될 것으로 보인다. 본 개정안의 목적은 지주회사의 과도한 자회사 확장을 일정 부분 제한하여 대주주의 지배력 남용 및 불법 경영승계를 근절하기 위함이며, 시행될 경우 지주회사의 자회사 의무 소유비율은 현 20%(비상장사 40%)에서 30%(비상장사 50%)로 강화될 예정이다(표2). 개정안에는 지주회사의 부채비율 한도를 현 200%에서 100%로 강화하는 내용도 포함되어 있으며, 이는 외부 자금조달에 의존한 무분별한 사업 확장을 견제하기 위한 목적으로 판단된다.

표2 공정거래법 개정안 주요 내용

구분	최초 입법 시	현행	개정안	관련 법률
자회사 의무 소유비율	상장사 30%	상장사 20%	상장사 30%	독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조2 【지주회사 등의 행위제한 등】
	비상장사 50%	비상장사 40%	비상장사 50%	
부채비율 기준	100%	200%	100%	
손자회사의 사업연관성	필요	불필요	필요	
손자회사 공동지배	가능	가능	불가능	

자료: 텍스넷, 이베스트투자증권 리서치센터

지주회사의 행위제한 요건의 강화가 크레딧 시장에 부정적일 것으로 전망되는 이유는, 지주회사 및 주요 자회사들의 경우 계열 내 자금지원의 주체 혹은 중요 연결고리 역할을 하는 경우가 많기 때문이다. 실제로 가장 큰 영향을 받을 것으로 예상되는 SK그룹의 경우 지주회사 SK의 SK텔레콤의 추가 지분 4.8% 취득을 위한 필요 자금은 약 9,300억원 수준이며, SK하이닉스의 추가 지분 9.1% 취득을 위한 SK텔레콤의 필요자금은 약 3.9조원에 달한다. 지배구조 변화와 지분관계 정리 등의 대체적인 수단을 통해 부담을 다소 경감시킬 수는 있겠지만, 중단기적으로는 계열 내 자금지원 여력이 현저히 감소할 가능성이 높다.

표3 자회사 지분의 추가 취득이 필요한 지주회사

지주회사	신용등급	자회사(*)	신용등급	상장	지분율(%)
SK	AA+	SK텔레콤	AAA	상장	25.2
		SK하이닉스	AA-	상장	20.1
		SK증권	A+	상장	9.9
		바이오랜드	N/A	상장	27.9
		SK건설	A-	비상장	44.5
CJ	AA-	CJ대한통운	AA-	상장	20.1
동아쏘시오홀딩스	A	동아에스티	A+	상장	23.2
대림에너지	A-	포천파워	A	비상장	33.3
한솔홀딩스	A-	한솔제지	A	상장	15.3
		한솔홈데코	BBB	상장	24.7
		한솔테크닉스	BBB	상장	20.0
		한솔신타	N/A	상장	25.2
		한솔로지스틱스	N/A	상장	13.9
		한솔인티큐브	N/A	상장	22.4
코오롱	N/A	코오롱인더스트리	A	상장	29.8
		코오롱생명과학	N/A	상장	20.5
한진칼	N/A	한진	BBB+	상장	21.6

주: 음영부분은 추가 취득 부담이 상대적으로 클 것으로 예상되는 자회사
 주(*): 손자회사, 증손회사 포함
 자료: 공정거래위원회, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

소요자본 조달을 위한 수단으로는 주로 주식 스왑, 자회사 IPO, 유상증자 등이 활용될 것으로 보인다. 회사채 시장을 찾을 수도 있겠으나 앞서 언급했듯 공정거래법 개정안에 부채비율 한도를 강화하는 내용이 포함되어 있기 때문에 유인이 크지는 않을 전망이다. 현재 대부분의 주요 지주회사들의 경우 부채비율이 100% 미만으로 관리되고 있는 상황이지만, 향후 지주회사 관련 규제가 지속될 것으로 예상됨에 따라 현재의 안정적인 기조를 유지할 가능성이 높다.

표4 주요 지주회사별 부채비율

지주회사	부채비율(%)	지주회사	부채비율(%)
코오롱	138.03	한진칼	38.09
한라홀딩스	76.88	풀무원	34.30
GS에너지(주)	73.03	GS	23.18
대성홀딩스	70.58	LS	22.97
하이트진로홀딩스	65.12	삼양홀딩스	16.49
SK	54.45	동원엔터프라이즈	14.10
LIG	50.19	한솔홀딩스	8.55
동아쏘시오홀딩스	49.42	농심홀딩스	8.14
대림에너지	38.32	CJ	5.85

주: 2017년 3월말 별도 재무제표 기준
 자료: 공정거래위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

③ 통합 금융감독 시스템 구축

신정부의 핵심 공약 중 하나인 '통합 금융감독 시스템 구축' 또한, 앞서 살펴본 공약들과 같이 대주주 일가 지배력에 대한 견제를 통해 지배구조 투명성을 제고함에 목적이 있다. 공약의 골자는 금융지주그룹이 아닌 기타 금융그룹에도 동일한 기준의 통합 감독 시스템을 도입하겠다는 것이다. 현존하는 금융그룹의 경우, 1) 금융지주그룹, 2) 모자(母子) 회사형 금융전업그룹, 3) 대규모 기업집단 소속 계열 금융그룹으로 구분할 수 있으며 예시는 다음과 같다(표5).

표5 그룹 구분 별 예시

구분	해당 그룹	소속 금융회사
금융지주그룹	신한지주 등	신한은행, 신한카드 등
모자(母子)회사형 금융전업그룹	미래에셋그룹 등	미래에셋생명, 미래에셋대우 등
대규모 기업집단 소속 계열 금융그룹	삼성그룹 등	삼성생명, 삼성화재 등

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현재 금융지주그룹은 금융지주회사법에 따라 금융당국의 통합 관리를 받고 있는 반면, 나머지의 경우 그룹 내 계열사들이 상호 밀접한 연관성을 가짐에도 불구하고 개별회사를 중심으로 관리가 이루어지고 있다. 이로 인해 그룹 내 리스크 이전 등의 위험요인에 대한 통합적인 평가·관리가 이루어지지 않고 있으며, 개별회사에 유의미한 위험이 감지되지 않을 경우 그룹 전체 자본의 흐름이 부실해도 이를 조기에 발견하기가 쉽지 않다. 특히 은행·보험·증권 등 다수의 업종을 영위하는 대형 복합그룹의 경우 그룹의 부실이 시장 전체의 위협으로 전이될 수 있다는 점에서 더욱 잠재위험이 크다고 볼 수 있다. 2013년 자금난을 겪던 동양그룹이 동양증권을 통해 부도 직전의 자회사 기업어음과 회사채를 판매했던, 동양사태가 대표적인 예다.

통합 금융감독 시스템이 도입되게 되면 계열사 간 출자금액을 상계처리 한 뒤 금융회사의 자본적정성을 그룹 전체의 기준에서 평가하게 될 것이며, 금융계열사를 통한 그룹 내 비금융계열사로의 불합리한 자금 지원을 방지하기 위해 계열사 간 내부거래를 대폭 규제하는 수단도 마련될 것으로 보인다. 또한 그룹 내 대표 금융회사를 지정하여, 해당 회사의 경우 타 금융자회사들을 포함한 그룹 전체의 재무상황과 위험을 금융당국에 보고하고 공시해야 한다.

표6 주요 국가별 통합 금융감독 시스템 시행 과정

구분	시행 과정
Joint Forum	BCBS(은행), IOSCO(증권), IAIS(보험)가 금융복합그룹 이슈를 다루기 위해 1996년 Joint Forum 설립 → 1999년, 2012년 금융복합그룹 감독원칙 제시
EU	2002년 EU 의회에서 금융복합그룹 감독지침 제정 → 2005년부터 회원국별로 법제화하여 금융그룹에 대한 통합감독 시행
일본	2005년 금융청에서 금융복합그룹 감독지침 제정 → 그룹 경영관리, 재무 건전성, 내부통제 등을 평가하고 필요한 감독상 조치 강구
호주	2010년부터 금융복합그룹에 대한 감독기준 제정 작업을 추진 → 2015년 이후 단계적으로 시행 중

자료: 자본시장연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

통합 금융감독 대상의 선정 기준이 아직 명확히 나오진 않았지만, EU의 복합금융그룹 선정 기준 가운데 일부를 준용하는 방법이 사용될 것으로 보인다(표7). 또한 선정된 그룹 내 모든 계열사가 통합감독의 대상은 아니며 '그룹 내 금융사 및 그와 밀접한 관련이 있는 비금융사'만 상시 감독 대상에 포함될 가능성이 높다.

표7 국가별 복합금융그룹 선정 기준

구분	복합금융그룹 선정 기준
한국	1) 그룹 내 금융계열사 자산 5조원 이상 2) 그룹 내 금융자산 비중이 40% 이상 → 1), 2) 조건을 하나라도 충족할 경우 통합감독 대상 (미확정)
EU	1) 은행·증권부문 및 보험부문에서 각각 최소 1개 이상의 금융기관을 보유 2) 금융부문 자산이 기업집단 전체 자산의 40%를 초과 3) 그룹 내에서 규모가 가장 작은 금융부문의 자산규모가 60억 유로 초과(이후 50억 유로로 하향) → 1), 2), 3) 조건을 모두 충족할 경우 복합금융그룹 선정
일본	금융회사를 2개 이상 보유한 그룹

자료: 자본시장연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

통합 금융감독 시스템을 비롯한 금산분리 강화는, 사실상 삼성그룹의 출자고리를 주요 타겟으로 삼은 공약이라는 생각이다. 실제로 문재인 대통령의 후보시절 통합 금융감독 시스템을 포함한 대부분의 경제 민주화 공약 입안을 담당했던 김상조 경제개혁연대 소장이 오늘(5월 18일) 오전 공정거래위원장에 내정되며, 관련 정책을 본격적으로 시행할 가능성이 한층 높아진 상황이다. 김상조 소장은 지난해 한국금융학회 정책심포지엄에서 복합금융그룹 통합감독체계 구축의 필요성을 주장했는데, 당시 삼성생명과 삼성전자의 예를 들며 핵심 출자고리와 관련된 심각한 지배구조 위험에 대해 언급하기도 했었다.

현재의 금융감독 시스템 상에서는 연결재무제표에 포함되지 않은 그룹 내 계열사 간의 출자 지분이 모두 적격자본으로 인정받으며, 때문에 금융회사의 자본적정성이 과대평가 될 소지가 있다. 예를 들어 삼성그룹의 경우 삼성물산 → 삼성생명 → 삼성전자로 출자 구조가 이루어져 있는데 삼성생명의 지급여력비율(지급여력금액/지급여력기준금액)을 산정할 때 분자에 해당하는 지급여력금액에 삼성전자 지분 7.55%가 모두 포함되어 있다. 이는 현재 시가총액 기준 약 24.4조원 가량의 금액이며, **삼성전자를 비롯한 계열사 출자분을 모두 적격자본에서 차감하게 된다면 삼성생명의 지급여력비율은 큰 폭으로 하락할 수밖에 없다.**

적격자본에서 계열사 지분을 전액 차감하게 될지, 혹은 일정비율만큼 순차적으로 차감하게 될지 등의 구체적인 이행 방안은 아직 공개되지 않은 상태다. 과도기적인 부분을 고려한다면 후자일 가능성이 조금 더 높을 것이라 생각한다. 다만 중요한 것은 김상조 공정거래위원장 내정자가 여러 차례 밝힌 것처럼 현재의 금산법 24조와 공정거래법 11조 등과 같은 직접적이지만 허점이 많이 존재하는 규제방식 보다, 통합 금융감독 시스템과 같이 **실제로 금산 분리를 강화하고 순환출자고리를 끊을 수 있는 포괄적이고 실효성 있는 규제에 대한 의존도가 점차 확대될 것**이란 점이다.

현재 거론되고 있는 선정 기준이 실제 시행된다고 가정 시 삼성그룹뿐 아니라 미래에셋, 교보 등의 모자회사형 금융전업그룹과 현대차, 한화 등의 대규모 기업집단 소속 계열 금융그룹이 통합 금융감독 대상에 포함될 것으로 전망된다(표8). **본 그룹에 속한 계열사 중 특히 금융회사의 경우 적격자본에 대한 기준 강화와 공시 및 감리 규제 강화로 인해, 자본적정성 지표가 하락하는 등의 단기적인 영향을 받을 수 있을 것으로 보인다.**

표8 그룹 구분 별 통합 금융감독 대상 여부

구분	해당 그룹	기존	개정안
금융지주그룹	신한지주, 하나금융, KB금융 등	O	O
모자(母子)회사형 금융전업그룹	미래에셋, 교보 등	X	O
대규모 기업집단 소속 계열 금융그룹	삼성, 현대차, 한화, 동부, 롯데, 태광 등	X	O

자료: 자본시장연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김태형)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.