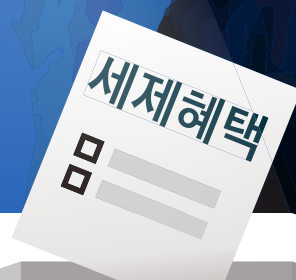
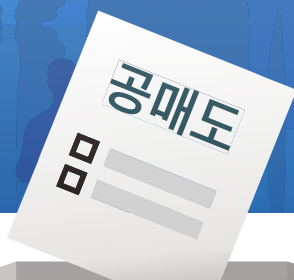
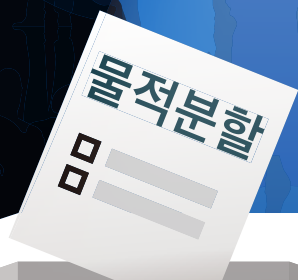


주주가 곧 유권자?...표심 잡는 親주주 정책, 긴장도 높아진 재계



그래픽=윤수민 기자

대선을 앞둔 시점, 새해 초 자본시장의 논제들이 정치권 화두와 밀접하게 연관 지어진 모습이 나타나고 있다. 주식시장에선 연령과 성별을 망라한 개인투자자들이 이미 1000만명 이상으로 크게 늘었고 기관투자자와 외국인들 압도하는 모습까지 나타났다.

최근 떠오르는 주주권의 보호, 주주가치 제고란 화두는 더 이상 자본시장 안에 국한한 문제가 아니게 됐다. 주주들의 표심을 잡는 것이 선거 결과에 직접적인 영향을 미칠 수 있다는 판단에 유력 대선 후보는 물론이고 정치권까지 가세했다.

'소액주주 보호'라는 대전제가 자본시장의 중심으로 떠오르고 있는 만큼 기업들의 긴장도는 더욱 높아졌다. 재계에선 소액주주 보호 장치 마련이 자칫 반(反)기업 제도 개편으로 이어질 수 있다는 불안감도 나타나는 가운데 일부 대기업들을 중심으로 한 재무·경영 전략의 대대적인 수정도 불가피할 것이라 전망이 나온다.

기업의 물적분할 및 재상장을 제도적으로 보완하는 방안은 대통령 선거에 나선 유력 후보들이 유권자들의 표심을 잡는 주요 공약으로 자리잡았다. 윤석열 후보(국민의힘)는 물적분할 시 모회사 주주에게 신주인수권을 부여하는 방안을, 이재명 후보(더불어민주당)는 신주인수권을 포함해 반대 주주에게 주식매수청구권을 주는 방안을 검토 중이다.

물적분할 및 자회사 재상장에 대한 논의는 지난해 LG화학이 물적분할을 통해 신설한 LG에너지솔루션이 기업공개(IPO)에 나서며 모회사(LG화학)의 주가가 하락하는 상황에서 본격적으로 시작됐다.

최근 진행한 LG에너지솔루션의 기관수요예측에선 경쟁률 2023대 1, 약 1경5000조원 이상의 자금이 몰리며 시장의 유동성을 흡수할 조짐을 보이고 있다. 지난해 초 주당 100만원을 넘나들던 LG화학의 주가는 최근 70만원대까지 주저앉았다. 핵심 사업을 떼낸 모회사에 디스카운트 요인이 발생하고 있는 것인데 소액주주들을 중심으로 반발이 거세지자 정치권 논의로까지 확대했다.

사실 자회사 설립과 외부투자자 유치, 상장을 통한 자금마련 등 선순환 구조를 통해 기업들이 대규모 투자금을 마련할 수 있었던 점은 일부 긍정적인 요인으로 꼽히기도 한다. 과거 기관과 외

국인 중심이었던 국내 주식시장에 이제는 개인투자자, 소액주주가 주요한 주체로 자리잡으면서 소액주주권 보호란 측면이 부각되고 있다는 평가도 있다.

논의의 시발점을 차지하고 정치권·금융당국의 물적분할 및 재상장 규제에 대한 논의가 활발해질수록 이같은 전략을 활용하려 했던 대기업들의 고민은 더욱 깊어질 것으로 보인다.

대선 앞두고 주주친화 공약 봇물
공매도·세제 개편에 차등의결권 여파
국민연금 주주대표소송도 논란
기업들 전반적으로 전략 수정 불가피
소액투자자 잡아야 '표'심 얻는다 판단
제도 실효성·반(反)시장적 요소 우려

올해 IPO 시장의 최대어로 예상됐던 이마트와 SK이노베이션에서 각각 물적분할한 SSG닷컴과 SK온 등은 현재 상황에선 원활한 상장작업을 예단하기 어렵게 됐다. 지배구조개편 작업을 추진해야 하는 현대차그룹, 주요 계열사 상장 계획을 세운 CJ그룹도 꺼내들 카드가 제한될 여지가 있다. 특히 각각의 자회사 상장을 통해 그룹 기업가치를 끌어올리는 전략을 펼치는 SK그룹과 카카오 등의 재무 전략에도 비상등이 켜졌다는 해석이 나온다.

한동안 투자 시장의 풍부한 유동성을 바탕으로 대기업 계열사들의 기업공개가 이어지며 주식시장이 활기를 띄었으나 일명 '빅샷'이 위축될 조짐이 보이자 금융투자업계도 예의주시하고 있다.

1000만명 이상의 개인 투자자들에 대한 맞춤 공약이 대선의 향방과도 직결할 수 있는 만큼 세운 유력 대선 후보들의 '주주친화적' 자본시장 공약도 속속 구체화하고 있다. 주식 장기보유 투자자에 대한 우대 세율을 적용하고, 공매도를 규제하는 방안 등은 공통적인 자본시장 공약 중 하나다.

정치권의 움직임과 더불어 국내 최대 기관투자자인 국민연금도 '주주권 보호' 움직임에 동참했다. 기금운용본부는 지난해 12월 주주가치 훼손과 관련한 사건이 발생한 기업을 대상으로 비공개 서한을 발송했다. 해당 기업 가운데는 삼성전자, SK이노베이션, SK네트웍스 등 국내 주요 대기업들 상당수가 포함된 것으로 전해진다. 국민연금은 추후 수탁자책임위원회에서 소송 여부에 대한 판단을 맡길 계획이다.

주주대표소송은 과거 국민연금의 주요 주주권행사 방안인 주주서한 발송, 경영진 면담, 표결 행사 등을 뛰어넘는 강력한 조치이기 때문에 재계의 거센 반발이 예상된다. 국내 대기업 계열사 상당수의 주요주주로 자리잡고 있는 국민연금의 기업과 경영진을 대상으로 한 소송 제기 기업 이미지에 직접적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 이에 한국경영자총협회, 대한상공회의소, 한국상장사협의회 등 7개 경제단체는 공동성명을 통해 주주대표소송 추진에 대한 전면 재검토를 요청한 상태다.

문재인 정부의 핵심 공약 중 하나인 벤처기업 활성화, 유니콘 기업 육성과 밀접한 법안도 '투자자 보호'라는 전제에 일단 가로막혔다. 벤처기업 창업주의 경영권 보호를 위해 의결권을 주당 10개까지 허용하는 내용이 담긴 '벤처기업법 개정안'은 지난해 말 국회 산업통상자원중소벤처기업위원회를 통과했으나 법제사법위원회 내 일부 여당 의원들의 투자자 보호를 이유로 반대에 나서며 입법에 제동이 걸린 상태다.

해당 법안은 정부가 2019년 3월 복수의결권 발행 허용 방안(제2벤처법 확산전략 보고서) 발표를 시작으로, 2020년 더불어민주당의 총선 공약 그리고 정부의 하반기 경제정책방향에도 포함된 내용이다. 지난해엔 문재인 대통령이 "복수의결권 주식 발행 허용 법안 통과와 관련해 국회의 협조를 구하겠다"고 언급한 바 있다.

투자은행(B) 업계 한 관계자는 "주식시장의 큰 손으로 자리잡은 소액투자자들을 대상으로 한 공약들이 제시되고 금융당국과 정치권을 중심으로 논의가 활발하게 진행됨에 따라 추후 자본시장 내 상당부분 제도 개편이 예상된다"며 "주주 친화 정책도 물론 필요하지만 제도의 실효성과 반(反)시장적 요소가 있는지를 면밀히 따져봐야 한다"고 말했다.

한지웅 기자

지배구조 문제로 번지는 '물적분할' 논란... '주주 보호' 난이도 올라간다

주가하락? "주주 보호책 부재"가 핵심
상장 피한다고 해결 안돼...이해상충 여전
모회사 주주 신주인수권 등 입법 움직임
기업들 비용증가 불가피...주주 눈높이 맞춰야

LG화학의 배터리 사업 물적분할에서 시작된 주주 반발이 국내 기업의 지배구조 문제로 확산하고 있다. 모회사 동시 상장으로 인한 주가 하락이 아니라 주주를 보호하지 않는 기업 지배구조가 쟁점으로 부상한 것이다.

제도적 보완이 어떻게 마무리되느냐에 따라 차이가 있겠지만 기업 입장에서 전반적인 비용 증가로 이어질 거란 관측이 적지 않다. 그룹사 전반 지배구조 재점검으로 확산할 가능성도 거론된다.

현재 물적분할 후 모회사 동시 상장 문제는 개인투자자부터 학계, 정치권까지 가세하며 전선을 확대 중이다. 대선 후보들도 저마다 소액주주 보호와 동시상장, 공매도 등 자본시장 공약을 내놓고 있다. 정도의 차이일 뿐 경영진의 주주 보호 의무 허들을 보다 높여야 한다는 목소리가 우세하다. 기업은 물론 자본시장까지 촉각을 곤두세우고 있다.

정치권의 합세로 판이 바뀌었다기보다는 투자자 전반의 기류 변화가 정치권의 참여를 이끌어냈다는 분석이 늘고 있다. 코로나 이후 지난 2년간의 급격한 시장 변화가 주주 전반의 행동력 확대에 이어졌다는 얘기가.

LG화학의 물적분할 추진 당시만 해도 시장에선 주주 피해를 감안하더라도 불가피한 선택이란 평가가 주를 이뤘다. 주가가 한창 오르고 난 후 일방적으로 공시를 냈다는 점 등 아쉬움이 남았지만 LG화학 주가가 오르며 문제가 해소되는 듯 보였다. 그러나 비슷한 사례가 잇따르자 불씨가 다시 살아나며 소액주주 보호 장치가 부족하다는 점이 부각됐다.

투자은행(IB) 업계 한 관계자는 "분할 공시 후 주가 하락이 자주 반복되면서 주주들 사이에 문제의식이 광범위하게 공유된 것이 시작점"이라며 "주가 하락 우려로 축소해 보기는 힘들고 기업의 의사결정 과정에서 주주 이해관계에 대한 고려가 거의 없었다는 점이 수면 위로 드러나버렸다"라고 설명했다.

기업 입장에서 물적분할 후 상장만 피한다고 해서 끝날 일이 아니게 됐다.

포스코는 철강 사업을 분할 후 비상장 유지 방침을 신설회사 정관에 반영할 계획이다. 주주 반발을 고려한 공약이다. 그러나 포스코홀딩스가 지분 100%를 보유하는 이상 정관은 언제나 모회사 지배주주 입맛대로 바꿀 수 있다는 반박이 나온다. 약속을 어길 가능성을 떠나 100% 자회사가 되면 기존 소수주주의 지배력이 상실된다는 점이 드러난 셈이다.

법조계 한 관계자는 "결국 지주사 회장이 임원을 선임하고 정관이나 지배구조를 변경하는 등 결정권을 모두 가져가게 되는데 지금까지는 한국에서 아무런 문제 없이 이뤄지던 것들"이라며 "엄밀히 따지면 동시상장 여부와 무관하게 주총만 통과하면 분할 후 모회사 주주 대부분이 들러리로 전락하는 것부터 들여다봐야 한다"라고 지적했다.

이 때문에 당국을 비롯한 정치권에서도 기업 분할 거래에 매수 청구권을 부여하는 방안을 추진하고 있다. 정치권도 현실적으로 물적분할 자체를 문제 삼는 것은 무리가 있고 그 과정에서 전체 주주 권리를 전보다 강화하자는 쪽에 무게를 둔 것으로 풀이된다. 당초 신속한 구조조정 목적으로 기업분할 제도를 도입한 데다 복합기업의 저평가 해소를 위해 보편적으로 활용되는 장치라는 점을 모르지 않는다는 이야기다.

그러나 매수청구권을 부여하는 등 절차를 개선하는 선에서 그치지 않을 거란 목소리가 적지 않다. 특수관계인 등 최대주주와 소수주주 간 이해관계 충돌 문제를 전보다 세밀히 들여다보겠다는 흐름인 터라 분할 후 지분 보유 방식까지 따져볼 수밖에 없다는 얘기가.

국내 기업의 지배구조 문제에 대한 재점검은 이미 물밑에서 진행 중인 것으로 관측된다.

한국기업지배구조원(KCGS)에 따르면 지난 수년간 상장사의 물적분할 추진은 가파르게 증가했는데, 이 중 100% 자회사로 남아 있는 경우는 절반에 불과했다. 지주회사 행위 제한 규제에 따라 자회사·손자회사에 대한 의무보유 지분 외 나머지는 자유롭게 활용할 수 있기 때문이다. 분할 후 모회사의 동시상장도 이 때문에 가능하다.

상장사 준법감시인 출신 한 인사는 "미국 상장사가 분할 후 자회사 지분 100%를 보유하는 것도 결국 이해상충 가능성 때문인데, 집단소송에 취약한 구조 자체를 만들지 않겠다는 게 표준으로 자리 잡은 것"이라며 "미국에서 인수합병(M&A)에 나설 때 지분 전체를 사 오는 것도 이 때문이다"라고 설명했다.

국내 기업집단에 이를 그대로 적용시키는 것은 현실적으로 불가능에 가깝다. 그러나 향후 해외 시장과의 괴리를 축소하기 위해 주주 보호를 위한 여러 장치를 마련하는 것은 가능하다는 시각이 늘고 있다.

분할 상장 시 모회사 주주에 신주인수권을 주는 공약은 야당 대선 후보가 내놨지만, 여당 대선캠프 소속 핵심 인사가 발의한 법안에도 이미 담겨 있는 내용이다.

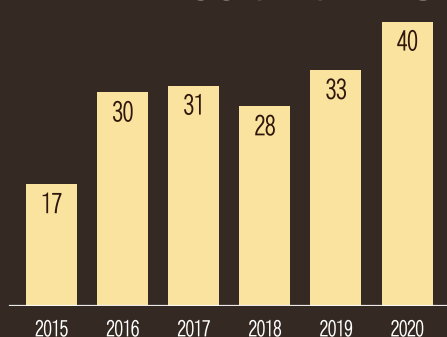
여야를 막론한 이 같은 움직임에 국회 입법조사처에서도 해외 사례 조사에 한창이다. 일본의 경우 지난 2018년 그룹 지배구조·시스템에 관한 실무 지침을 통해 모회사 동시상장으로 인한 이해상충 문제를 해소하고 있다. 당시 발표된 자료에 의하면 일본 내 동시상장 기업 비율은 약 6.1%였는데 국내 비율은 이보다 훨씬 높을 것으로 예상된다. 미국의 동시상장 기업 비율은 0.5%에 불과했다.

국회 한 관계자는 "일본도 미국처럼 기발행주식의 의결권을 희석하는 자본 재구성을 금지하는 규정을 마련하며 자회사를 상장 폐지시키는 기업들이 나왔다"라며 "국내에서 관련 규정이나 규제를 강화했다가 해외 시장에 상장하면 어쩌나 하는 우려도 있는데, 뉴욕 증권거래소와 나스닥 시장규칙을 감안하면 갈 수 없을 것"이라고 말했다.

기업 입장에서는 경영진의 주주 보호 의무 개념과 범위가 대폭 늘어나며 비용 증가가 불가피할 전망이다. 비슷한 성장 공식을 따라왔던 국내 주요 그룹의 지배구조에 대한 투자자 눈높이도 점차 올라갈 개연성이 크다. LG화학과 SK이노베이션처럼 적기 사업 확장을 위해 불가피한 측면이 있어도 투자자가 대주주 대신 피해를 보지 않도록 더 많은 책임을 부담할 필요성이 부상한 것이다.

국민연금 수탁위 출신 한 인사는 "주식은 개인투자자 전반의 불안에서 출발했다 보니 경제단체 등이 두루뭉술하게 국민 불안감 조성하는 방식으로 대처하다가 큰 코 다칠 수 있다"라며 "돈 잃은 주주들은 기업 문제와 최대주주의 경영권 문제를 동일하게 봐줄 생각이 전혀 없다. 기업 경영진 차원에서 대비가 필요할 것"이라고 전했다.

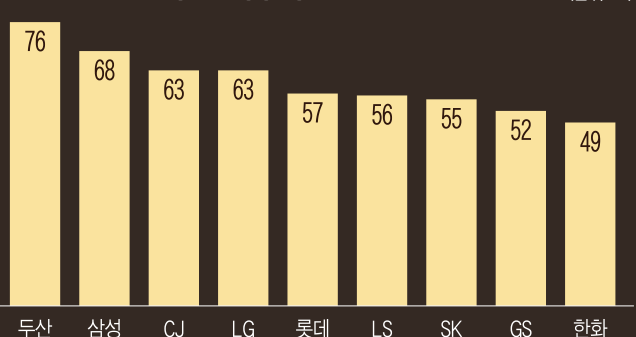
2015~2020년 상장사 물적분할 현황



출처 KCGS, DART, 유안타증권
작성 인베스트조선(www.investchosun.com)

주요 지주사 NAV 할인율

(단위: %)



'쪼개기 상장' 재검토하는 SK·카카오...
고민 깊어진 CJ·KT·한화

규제 강화 움직임에 '상장 계획' 타격 불가피
분할 검토 기업들도 선택지 좁아질 수 있어
"국내 대기업, 자금 조달 접근법 바뀌어야"

기업의 핵심 사업부를 분할해 재상장하는 '쪼개기 상장'에 제동이 걸릴 가능성이 높아지자 대기업들의 재무 전략에도 빨간불이 켜졌다.

대선후보들이 물적분할 규제 공약을 내걸 정도로 논의가 불타올진 만큼, 앞서 발표된 올해 상장 계획들도 '우선 스톱' 분위기다. 또 분할 후 상장 허들이 높아지면 대기업들의 프리IPO(상장 전 투자) 유치 등 자금조달 전반에 영향을 미칠 전망이다.

물적분할 후 자회사를 상장하는 방법은 국내 대기업들의 자금 조달 창구로 적극 활용되어왔다. SSG닷컴, SK온, 카카오엔터·모빌리티 등 올해 예상 IPO(기업공개) 대어 대부분이 대기업 계열사에서 물적분할한 자회사다. 지난해 IPO 대어였던 SK IET·바이오사이언스, 카카오뱅크·페이도 모두 쪼개기 상장 사례다.

주요 기업 물적분할 후 상장 사례 및 상장예정

그룹	모회사	분할 회사	상장 시기
SK	SK㈜	SK바이오팜	2020년
	SK케미칼	SK바이오사이언스	2021년
	SK이노베이션	SK IET	2021년
	SK이노베이션	SK온	미정
LG	LG화학	LG에너지솔루션	2022년 예정
현대중공업	한국조선해양	현대중공업	2021년
카카오	카카오	카카오뱅크	2021년
	카카오	카카오페이	2021년
	카카오	카카오엔터테인먼트	2022년 예정
	카카오	카카오모빌리티	2022년 예정
신세계	이마트	SSG닷컴	2022년 예정
한라	만도	HL클레무브	2023년 예정

출처 각 사
작성 인베스트조선(www.investchosun.com)

이들 회사가 모두 앞으로 이번 논란이 어떻게 종결될지에 따라 영향을 받을 것으로 보인다.

당장의 투자자들 반응은 냉랭하다. 주식시장에서는 단기적 악재로 작용하고 있다. 포스코는 물적분할 발표 다음날 주가가 4.58% 하락했고, 만도는 만도모빌리티 분할을 발표한 다음날 11.17% 하락했다. NHN도 지난 12월 클라우드 사업을 물적분할해 'NHN 클라우드'를 신설할 계획이라고 밝힌 다음날 주가가 10% 급락했다.

여론이 이렇다보니 기업가치 확대에 자회사 상장이라는 '파이낸셜 스토리'를 애용해 온 SK로서는 전략 수정이 불가피하다. SK 바이오팜, SK바이오사이언스, SKIET 등이 분할 후 재상장에 나선 대표적인 계열사다. 규제 불확실성이 커지면서 다음 타자인 SK온의 IPO가 당장은 여의치 않다는 전망이 나온다. 지난해 SK 이노베이션에서 분할된 SK온은 지난 12월 주관사 선정 후 3조원 수준의 프리 IPO 작업에 들어갔다.

지난해 연이은 쪼개기 상장으로 재미를 본 카카오는 재검토에 나섰다. 카카오는 최근 계열사 경영진의 '먹튀 논란' 등 여론이 악화하자, 13일 "상장 관련해서도 재검토할 계획"이라고 밝혔다. 카카오는 지난해 카카오뱅크·페이·게임즈 등 3개 자회사 상장에 이어 올해 카카오모빌리티·엔터테인먼트 상장을 계획했다. 이에 카카오의 주주들은 계속되는 쪼개기 상장이 모회사인 카카오의 기존 주주가치를 희석한다고 지적하고 있다.

최근 잇따른 사업부 분할로 IPO를 통한 적극 자금조달에 나설 것이란 관측이 나온 CJ그룹도 선택지가 제한될 수 있다.

CJ그룹은 '2023년까지 10조원 투자' 목표 달성을 위해서 막대한 자금조달이 필요한 상황이다. 지난 12월 CJ ENM은 예능·드라마·영화·애니메이션 사업의 주요 제작 부분을 물적분할해 신설 법인을 설립할 계획을 밝혔고, 이달 CJ제일제당은 건강사업부를 분할해 'CJ 웰케어'로 분사했다. 지난 10월 CJ ENM에서 물적분할한 티빙은 프리IPO 투자 유치를 진행 중이고, 2019년 CJ올리브네트웍스에서 인적분할한 올리브영은 상장 주관사를 선정해 상장 작업중이다.

사업부의 물적분할을 검토하던 기업들도 당장 진행을 결정하기는 조심스럽다. KT는 비통신 기업간거래(B2B) 사업의 핵심인 클라우드 및 인터넷데이터센터(IDC) 사업부문을 분사한 후 사모펀드(PEF)로부터 대규모 투자를 유치하기 위한 검토를 진행하고 있다. 물적분할 방식이 유력하지만, 해당 부문이 비통신 강화 전략에서 핵심인 부분인 점을 고려하면 신중히 접근할 가능성이 크다.

한화솔루션도 첨단소재부문을 물적분할한 후 대규모 투자를 유치하는 방안을 검토 중이지만 큰 진전이 없는 상태다. 지난해 9

월 물적분할 가능성이 알려진 후 한화솔루션의 주가는 4만원대 중반에서 12월초 3만원대 초반까지 하향곡선을 그렸다. 다만 한화솔루션의 경우 비주류 사업을 떼어내는 것이기 때문에 분할 후 매각 시 재무개선 및 투자 자원 마련 효과가 있다는 관측도 나온다. 지난해 3분기 한화솔루션의 전체 매출 중 첨단소재 부문이 차지하는 비중은 7~8%에 그친다.

한 기관투자자는 "지금의 '쪼개기 상장' 논란은 국내 대기업들이 주주 보호를 간과하고 과도한 투자계획을 가진 데서 출발한 문제"라며 "LG, 한화, 두산 등 대부분의 대기업들이 회사의 능력을 고려하지 않고 일을 벌인 후 성장 명목으로 돈을 빌려달라고 투자자를 찾는 사례가 너무 많았고, IPO나 유상증자로 자금을 조달하는 것은 결국 재무 부담을 시장에 떠넘기는 셈"이라고 말했다.

프리IPO로 자금을 받아 투자하려는 대기업들의 움직임 전반에도 제동이 걸릴 수 있다. 그룹내 '신사업'이었던 11번가와 쓱닷컴 등 e커머스 기업, SKT의 티맵모빌리티, CJ의 티빙 등이 물적분할로 설립된 직후 PEF(사모펀드)로부터 초기 투자를 받으며 기업가치를 키워왔다. '자금줄' 역할을 해온 PEF들은 향후 규정 변화가 투자금 회수에 어떤 영향을 미칠지 당국의 움직임에 촉각을 곤두세우고 있다.

이번 논란을 계기로 국내 기업들이 자금조달을 위한 분할 및 상장에 주주와의 이해관계를 고려해 접근할 필요가 있다는 목소리도 나온다.

LG화학의 경우도 만약 에너지솔루션(배터리) 사업부를 모회사에 남기고, LG화학 사업부를 물적분할해서 100% 자회사로 내리고 석유화학 등 비주류 사업을 매각해 배터리사업에 투자했다면 주주와의 이해관계도 맞고 시장의 불만이 없었을 것이란 분석도 제기됐다. 다만 LG화학으로서는 배터리 사업부를 자회사로 만들어야 외부투자자들이 대규모 자금을 제공할 '동기'가 마련된다는 점, 또 성장사업에 대한 높은 가치평가를 받으면서도 지배회사의 지배회석으로 인한 지배력을 방지하는 차원에서 불가피했다는 반박도 있다.

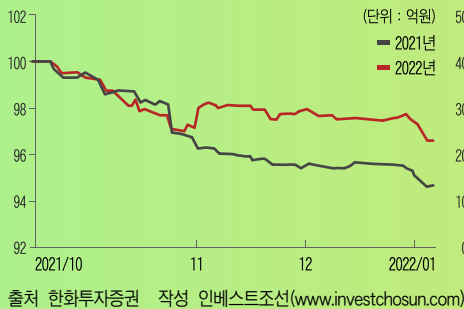
한 금융투자업계 관계자는 "지금은 불확실성이 높기 때문에 대선 이후 관련 규제가 정립이 되면 기업들도 움직일 것으로 보인다"며 "우선청약권 등 제도가 개편이 되면 오히려 시장이 성장성 있는 사업을 물적분할하는 기업을 찾게 되는 순기능이 나타날 수도 있는데, 결국엔 대주주가 어떤 액션을 보여주느냐에 따라 시장의 평가가 갈릴 것"이라고 말했다.

이상은·이지훈 기자

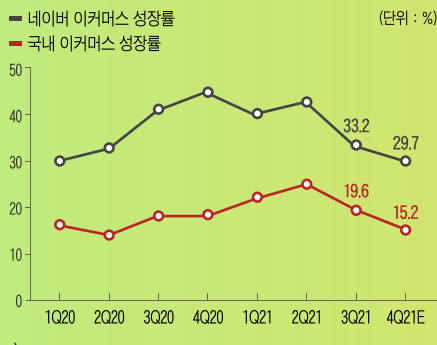


성장 못하는 성장주 '네카오'... 카카오는 플랫폼 신뢰마저 잃었다

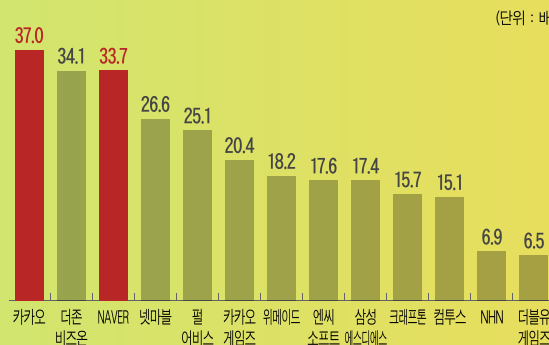
소프트웨어 업종
연간 영업이익의 컨센서스 변화 추이



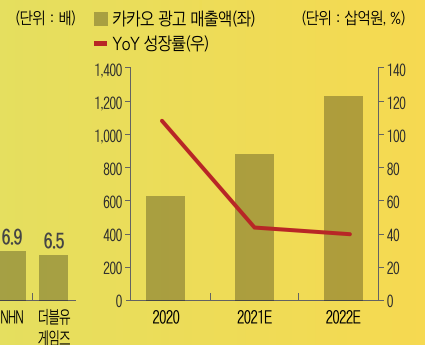
국내 시장과 네이버 커머스 성장률 비교



2022E PER 밸류에이션 비교



카카오의 광고 매출 추이 및 전망



네이버 분기 영업이익 성장률 0.1% 추정...온라인 소비도 꺾여
금리 오르며 성장주 투자 유인 줄어...PER 30배도 '덜덜'
'국민주' 된 카카오, 스톡옵션 논란으로 '비호감' 이미지 쌓여
분할-상장 등 카카오 성공 공식 틀어지며 '상황 더 심각'

내수 소비가 다시 얼어붙고 있다. 금리는 치솟고 있다. 끝없이 성장을 거듭할 것만 같았던 인터넷·모바일 기반 성장주들의 실적도 지난해 3분기를 고점으로 하락을 시작(피크아웃)했다. '코로나19 이전의 세상은 다시 돌아오지 않는다'며 네이버·카카오의 주가순이익비율(PER) 목표치를 50배까지 높여 잡았던 증권가는 '30배도 어렵겠다'며 후퇴 중이다.

여기에 '국민 기업'이던 카카오는 '국민 비호감'의 명예까지 썼다. 카카오페이 임원 스톡옵션 매도 사태가 일파만파 번지며, 이전의 사생활 침해·골목상권 침해 논란까지 재점화하는 중이다. '비호감 플랫폼'이란 차가운 불처럼 존재하기 어려운 개념이다. 발 빠른 일부 외국계 투자은행은 이미 카카오 목표 주가를 30% 이상 끌어내리며 발을 빼고 있다.

연초 이후 네이버 주가는 9%, 카카오 주가는 16% 하락했다. 이 기간 코스피 지수 하락률은 2%였다. 지난해 여름 주가 최고점과 비교하면 네이버는 25%, 카카오는 무려 46% 하락했다. 불과 6개월 사이에 반 토막이 난 것이다.

지난해 3분기 진행된 네이버·카카오의 1차 주가 하락은 경제 재개 기대감에 따른 차익 실현 매물로 인한 것이었다. 하향 안정화 추세이던 이들의 주가가 연초 이후 다시 급락하기 시작한 건 실적 우려가 현실화하기 시작한 까닭이다.

삼성증권은 최근 네이버의 지난해 4분기 영업이익의 전망치를 3502억원으로 기존 대비 7% 낮췄다. 컨센서스(시장 평균 추정치) 대비 11% 낮은 수준이다. 전망치 기준 네이버의 분기 성장률은 0.1%에 그친다.

카카오의 조정폭은 더 크다. 지난해 4분기 영업이익의 전망치를 1774억원으로 기존 대비 26% 낮췄다. 컨센서스 대비 15% 낮다. 전망치 기준 카카오의 분기 성장률도 5.5%에 그친다. 마케팅비 지출·정기 상여·인력 충원 등의 비용 요인이 컨센서스 대비 실적 추정 하향의 배경으로 꼽힌다.

물론 이것이 전부는 아니다. 실적보다 더 빠르게 낮춰지고 있는 것이 PER 배수다. 배경은 금리다. 한국은행이 선진국 중 가장 빠른 속도로 기준금리를 올리며, 성장주에 대한 투자 심리가 무너졌다는 지적이다. 지난해 여름만 해도 네이버·카카오에 PER 50배를 적용하는 건 타당한 논리로 받아들여졌지만, 지금은 30배를 적용하는 것도 조마조마한 상황이다.

금리 상승기에 오히려 변이로 인한 거리두기로 소비마저 침체

조짐을 보이고 있다. 기획재정부의 2022년 1월 최근 경제동향에 따르면, 11월 소매판매는 전월대비 1.9%포인트 하락했다. 12월 온라인 매출액 증가율(전년동월비)도 16.8%로 10월의 24.5%를 고점으로 2개월 연속 하락 추세를 유지했다.

이를 두고 카카오페이증권은 "금리 상승에 따른 성장주 섹터로의 공급악화 등 부정적인 시장 환경 아래서 (종목) 증가하는 글로벌 투자비를 상쇄할 신규 성장동인이 부재하다"고 분석했다. 연초 이후 외국인과 기관은 카카오에서 1조원, 네이버에서 7000억원어치를 각각 순매도했다.

카카오의 경우 상황이 더 심각하다는 평가다. 지금까지의 성장 공식이 무너진 까닭이다. 지금까지의 카카오 성장 공식은 ▲카카오톡의 긍정적 이미지와 이용자 수를 바탕으로 ▲사업부 분할 및 인수합병으로 성장하고 ▲계열사를 상장시켜 생긴 자금으로 더 공격적인 확장 정책을 펼치는 형태였다.

카카오의 친밀한 이미지에 이미 금이 가고 있다는 분석이다. 지난해 이슈가 됐던 카카오택시가 대표적이다. 카카오택시가 택시 운전사들에게 요금을 부과할 땐 이슈가 크게 되지 않았지만, 부과 대상이 대중이 되자 반발이 크게 일어났다. 미용실 등 골목상권 침해 이슈도 재점화했고, 최근 오픈톡 동영상 검열 논란이 일며 2014년의 감청 논란까지 다시 언급되기 시작했다.

한 증권사 트레이더는 "대중에게 '비호감'인 플랫폼은 생존할 수 없다"며 "카카오택시 논란 이후 카카오 비중을 다소 줄였고, 개인적으로도 우티나 아이오택시 등 대체재를 이용하고 있다"고 말했다.

카카오페이 스톡옵션 매도 논란은 기름을 부었다. 매크로 환경 변화에 따른 성장주의 주가 하락 국면에, 상장 한 달 후라는 전례없는 시점에 임원들이 수백억원의 매도를 쏟아냈자 개인투자자들을 중심으로 반발의 목소리가 크게 일어난 것이다.

문제는 카카오가 이미 국민주 반열에 올랐다는 점이다. 코로나19 이전인 2019년말 기준 카카오의 소액주주 수는 약 13만명이었다. 지난해 3분기말 기준으로는 약 202만명으로 2년간 15배 늘었다. 카카오페이에 청약해 공모주를 받은 개인투자자 수는 약 181만명이었다.

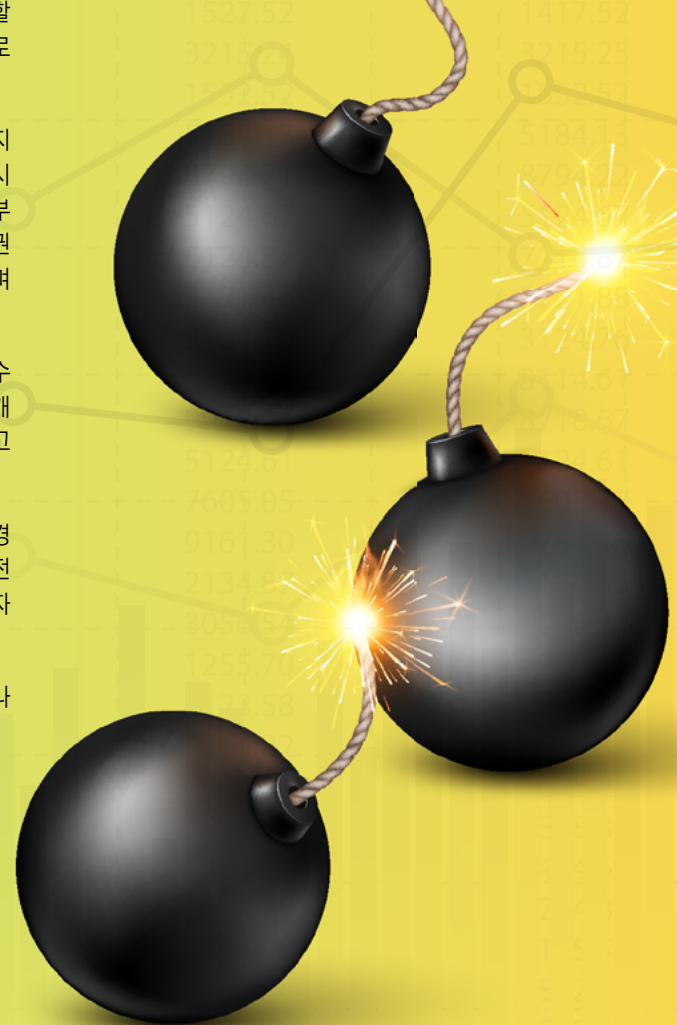
주식을 하는 웬만한 개인투자자는 거의 카카오·카카오페이를 가지고 있고, 이번 하락장에 손실을 봤다는 추정 가능한 지점이다.

2019년말 611만명이었던 개인투자자 수는 현재 1000만명을 넘는 것으로 추정된다. 계좌 수는 이미 5000만좌를 돌파했다.

'전국민 주식투자 시대'가 열리며 유력 대통령선거 후보들도 관련 정책을 쏟아내고 있는 상황이다. 카카오에 결코 유리하지 않은 정황이라는 분석이 나온다.

한 자산운용사 운용역은 "이전부터 카카오에 평균 50%에 달하는 지주사 디스카운트(할인)를 적용해야 한다는 목소리가 많았는데, 이제 시장이 이를 가격에 반영하기 시작했다고 보고 있다"며 "LG에너지솔루션이 촉발한 물적분할-상장 규제 도입 이슈 역시 카카오의 성장성을 제약할 수 있는 요인이라고 판단한다"고 말했다.

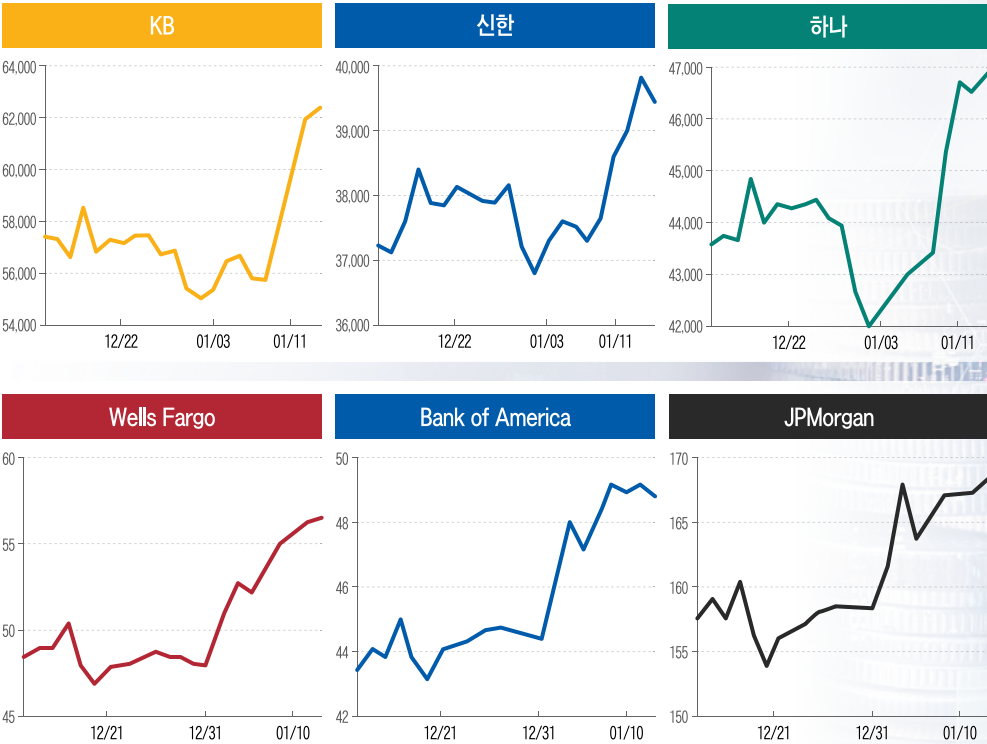
이재영 기자



금리 오른다고 금융지주 투자 적기일까?...

비은행·배당 영향 더 크다

4대 금융지주·미국 3대 은행 주가 추이 (단위 : 원, 달러)



배당 정책에 대한 불확실성으로 금융지주 투자 난색 안정적인 배당과 자사주 매입이 주가 상승으로 연결

미국을 시작으로 금리인상 기조가 뚜렷해지는 가운데 투자자들의 외면을 받았던 국내 주요 은행금융지주에 대한 관심이 높아지고 있다. 미국에선 금융주 주가가 크게 오르면서 금리 인상에 대한 기대감을 보이고 있다.

국내에서도 금융지주 주가가 상승세이긴 하지만 미국처럼 큰 폭의 상승이 있을지에 대해선 의견이 분분하다. 비은행부문 수익성에 대한 우려 및 주주환원 정책에서 개선이 필요하다는 견해가 나온다.

새해 들어 미국 증시의 주인공 중 하나는 그간 소외받았던 금융주였다. S&P500 금융주는 1월 첫 한 주간 5.4%나 올랐다. 2010년 이후 가장 많이 오른 수치로, S&P500 지수 상승률은 1.9%에 그친 것과 대비됐다.

미국발 혼풍에 힘입어 국내 금융주도 강세를 보이고 있다. 14일 한국은행이 기준금리를 전격 인상하면서 이런 흐름은 더욱 가속화할 것이란 관측이다. 2번의 금융통화위원회 연속으로 기준금리를 인상하면서도 추가 인상에 대한 여지를 남겨두며 강력한 매파적 신호를 시장에 보내고 있다.

기준금리 인상과 이에 따른 시장금리 상승은 순이자마진(NIM)에 의존하는 은행 실적에 긍정적인 영향을 준다. 은행 자산 비중이 70%를 넘는 금융지주에도 호재다.

다만 시장은 현재 상황을 단순하게 보지 않는 분위기다. 당장 기준금리 추가 인상이 단행된 14일에도 주요 금융주는 많게는 2%대 하락세를 보였다.

앞으로의 상승세도 제한적일 거란 전망까지 나오는 상황이다.

최근 금융권에 충격을 준 홍콩계 증권사 CLSA의 레포트가 대표적이다. CLSA는 국내 금융주의 목표주가를 이전 제시 가격보다 낮춰잡았다. KB금융은 10%, 하나금융은 15% 하향 조정했으며, 신한금융은 이전 제시가격보다 무려 20%나 낮춰잡았다.

목표주가를 하향한 원인은 주가수익비율(PER) 재산출에 따른 것이다. 특히 비은행부문의 사업 전망을 부정적으로 봤다. CLSA는 비은행부문의 실적 저하 우려로 KB금융 PER을 6.5배에서 6배, 신한금융은 6.5배에서 5배, 하나금융은 6배에서 5배로 조정하기로 했다.

CLSA는 "지난해 금리 인상에 힘입어 올해도 NIM 수익성 개선이 예상된다. 하지만 올해 비은행 금융회사들은 역풍을 맞을 수 있다. 비은행 부문은 작년과 비교해 시장 거래량 감소, 신용카드 수수료 인하, 보험료 인상 불확실성 요인 등이 남아있다. 실적 둔화 우려를 감안해 PER 목표 배수를 낮췄다"라고 말했다.

이중에서도 신한금융에 대한 외국계 증권사의 평가가 특히 냉정하다는 지적이다.

크레디트스위스(CS)는 최근 레포트에서 신한금융에 적용하는 PBR과 자기자본이익율(ROE) 예상치를 KB금융 대비 낮게 제시했다.

CS는 해당 보고서에서 "신한금융은 신용카드 수수료 인하로 카드사 실적 저하 우려와 라임펀드 사태로 기소되면서 잠재적 손실 위험이 존재한다"며 "여기에 최근 매크로 불확실성으로 자산 가치가 빠르게 저하될 수 있다"라고 밝혔다.

또한 신한금융에 대한 주주들의 실망감도 아직 회복되지 않았다. 신한금융은 2019년, 2020년 중순에 주주들이 납득하기 힘든 유상증자(약 12%를 IMM, 베어링, 어피너티에 신주발행)을 저가에 했다는 평가를 받고 있다. 해당 증자 이후의 주주들이 냉담해진 평가가 여전히 주가에 반영되고 있다는 설명이다.

한 금융권 관계자는 "여전히 주주들이 거버넌스에 대한 불만을 갖고 있다"라며 "명분 없는 증자와 이후의 인사에 대해서 납득하기 힘들어하는 투자자들이 있다"라고 말했다.

4대 금융지주 주주환원 정책

2021년			비고
회사	배당구분	주당 배당금	배당성향 관련
KB금융	중간배당	750원	3분기 분기배당 미 실시
신한금융	분기배당	300원(2분기) 260원(3분기)	배당성향 30% 이상 늘릴 계획
하나금융	중간배당	700원	배당성향 30% 이상 늘릴 계획
우리금융	중간배당	150원	2023년까지 30% 늘릴 계획

주주환원 정책에 대한 불확실성은 공히 4대 금융지주에 배당하기 힘든 요인이다. 이견 비단 신한금융지주뿐 아니라 국내 4대 금융지주 모두가 안고 있는 문제다. 연속성 있고, 구체적인 배당 계획이 없고, 자사주 매입 등 주주들이 환호할 만한 주주환원 정책이 부재하다는 평가다.

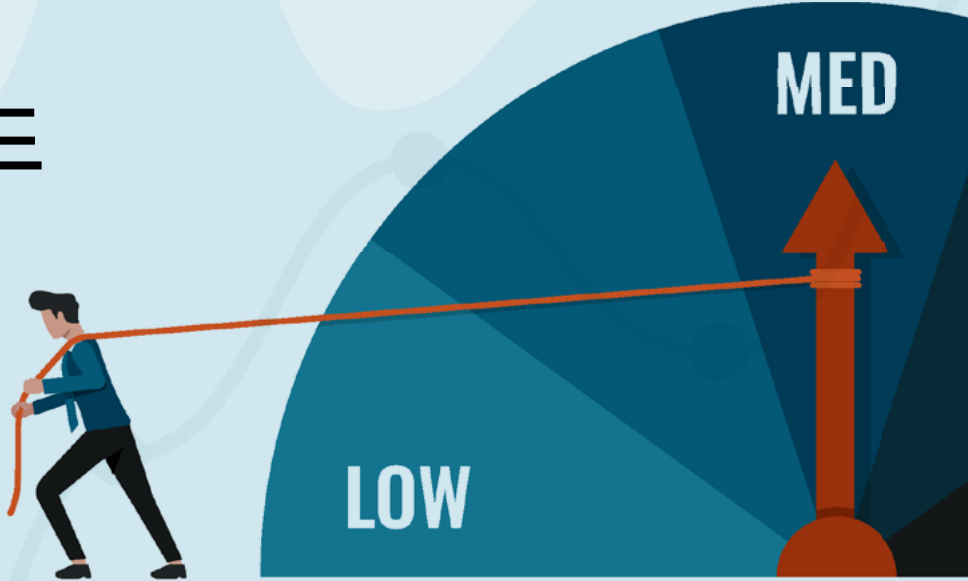
투자자들이 바라는 바는 미국의 JP모건, 국내에선 메리츠금융지주가 잘 보여주고 있다는 설명이다. JP모건은 코로나 사태에도 배당금을 줄이지 않고 꾸준한 배당을 실시하고, 회사의 이익이 남으면 자사주 매입을 통해서 주주들의 신뢰를 얻었다.

메리츠금융지주는 작년 초 만원 하던 주식이 현재 5만원에서 거래되고 있다. 메리츠금융지주에 있어서 주목할 점은 자사주 매입을 통해서 주가 상승밸리를 이어온 점이다. 투자자들이 원하는 것이 무엇인지를 알고 이에 맞춰서 대응함으로써 큰 폭의 주가 상승을 이끌어 냈다. 4대 금융지주들도 참고해 볼 만한 사례라는 분석이 나온다.

이 관계자는 "안정적인 배당과 자사주 매입이 금융지주 주가 상승에 가장 효과 있다는 것은 이미 글로벌은행 등을 통해서 확인된 바다"라고 말했다.

"좋은 매물 희귀하다"... 안전지향으로 변모하는 사모펀드

중소 딜 홍수에 불만한 '빅딜'은 글로벌 펀드 가세로 경쟁치열
우량자산 장기보유 움직임 일어..."왜 우린 꼭 엑시트해야 하나"
보수적 LP들도 시선변화 전망...잇단 GP 간 둘러막기 관행 지적
'리츠' '자산 재분배' '만기연장' 등 주로 거론...해외선 널리 활용
"예측 불가능한 리스크 대비하자"...리스크관리 임원 영입 잇따라



국내 사모펀드(PEF)들의 투자가 '안전지향'으로 변모하는 추세다. 소위 이익이 꾸준하고 시장점유율이 높은 '좋은' 매물은 희귀해졌고, 몇 남지 않은 거래도 초대형 글로벌 PEF와의 각축전이 되면서 따내기 쉽지 않아졌다. 이에 결국 이미 보유하고 있는 좋은 포트폴리오라도 장기보유하려는 전략으로 선회, 해외 투자기법 유입이 적극 검토되기 시작했다.

투자업계에 따르면 대형 PEF를 중심으로 포트폴리오를 장기보유할 수 있는 투자기법이 최근 주목받고 있다. 구체적으로는 리츠(REITs·부동산투자신탁) 혹은 자산 재분배, 만기연장 등의 방안이 주로 거론된다.

최근 특히 주목받는 건 자산 재분배와 만기연장 등이다. 영어로는 '인카인드 디스트리뷰션(in-kind distribution)'으로 통칭된다. 국내에선 생소하나 해외 대형 벤처캐피탈(VC)이나 PEF 운용사에겐 널리 알려져 있는 개념이다. 포트폴리오의 자산 가치가 올랐지만 투자금을 회수하는 대신 장기 보유를 원할 때 다른 펀드로 자산을 이전하는 방식이다. 꼭 펀드가 만기되지 않았더라도 투자자(LP)를 일부 교체, 중간 회수 차원에서 활용되기도 한다.

이 같은 움직임은 '왜 우리는 꼭 엑시트(투자금 회수)를 해야 하는 걸까'라는 투자업계의 물음에서 비롯됐다. 통상 펀드는 10년 만기(5년 투자, 5년 회수)로 구성, 좋은 자산도 만기가 다가오면 매물로 출회되는 경우가 일반적이다.

대형 PEF 운용사의 한 임원은 "요즘엔 언제까지 좋은 딜에 투자해서 좋은 가격에 팔고 또 다시 좋은 딜에 참여할 수 있을지가 고민이다. 특히 한국시장에서 이 같은 공식이 언제까지 통할지 모르겠다"라면서 "앞으로는 펀드만기와 관계없이 포트폴리오의 최대 밸류에이션 수준과 적정 매도 시점에 따라 움직일 계획"이라고 전했다.

지난해를 기점으로 국내 운용사(GP)들과 일부 LP들 사이에서 포트폴리오 장기보유에 대한 논의가 있었지만 LP 대부분 개념이 생소했던 만큼 전개가 쉽지 않았다는 후문이다.

최근에 이르러선 이들 LP 내에서도 조금씩 변화가 일고 있는 분위기로 전해진다.

LP 입장에서 국내에 볼 만한 좋은 딜(Deal)이 크게 줄었다는 점이 언급된다. 최근 M&A업계 주요 거래는 대형 VC나 중소형 PEF가 볼 만한 사이즈의 딜이 다수였던 데다 볼 만한 '빅딜'은 유수의 글로벌 펀드가 가세해 경쟁이 치열, 따내기 쉽지 않았던 상황이다.

칼라일그룹·콜버그크래비스로버츠(KKR)·텍사스퍼시픽그룹(TPG)등 세계 주요 PEF 운용사들은 현재 40조원 이상 뭉치돈을 들고 한국을 비롯한 아시아 투자에 나서 있다. 그간 아시아·태평양 전용펀드의 대표적인 수혜국이었던 중국은 기업규제로 투자에 경고등이 켜졌고 비교적 PEF 시장이 발달하지 않은 일본 대신 한국 시장으로 관심이 모였다.

글로벌 투자사들과 경쟁해야 하다보니 국내 LP들에게도 각성 계기가 될 수밖에 없을 것이란 분석이 나온다.

여기에 몇 남지 않은 좋은 자산마저 세컨더리(Secondary) 거래로 GP들 간 손바뀜만 거치고 있다는 점도 LP 분위기 변화의 또 다른 이유로 분석됐다. 한 관계자는 "LP 입장에서 GP들 성과보수만 챙겨주고 둘러막기 하고 있다 보니 재밌는 딜이 없는 것"이라 평가했다.

현재로서는 한앤컴퍼니의 쌍용C&E M&A가 국내 첫 장기보유 사례가 될 가능성이 있다. 한앤컴퍼니는 국내외 투자자들과 컨티뉴에이션 펀드(Continuation Fund)를 조성해 지분을 인수하는 방안을 논의 중인 걸로 알려졌다. 환경 관련 신사업과 안정적인 배당 수익률이 투자 매력을 높였다는 설명이다.

안정적 친환경 투자로 평가받은 열병합 발전기업 GS파워도 관련 사례가 될 전망이다. IMM인베스트먼트(IMM인베)는 지난해 12월 GS에너지가 보유한 GS파워 지분 49%를 1조238억원에 인수했다. 해당 회사는 열병합 발전이 신재생에너지로 분류되면서

정부의 2050 탄소중립 시나리오에 따른 감축 규제 대상에서도 제외된 바 있다. IMM인베도 이에 GS에너지를 장기보유하기 위한 방안을 검토하는 상황으로 전해진다.

투자업계 내에 그간 생소했던 리스크관리책임자(CRO) 체계가 잇따라 도입, 리스크 전담임원의 지위가 크게 격상되고 있는 상황도 같은 맥락에서 언급되고 있다.

지난해 CRO를 새로 영입한 IMM프라이빗에쿼티와 이앤에프프라이빗에쿼티에 이어 대형 VC인 IMM인베도 내달 말을 목표로 CRO 도입을 위한 준비 작업에 나섰다. 외국인 거래 등 다양한 자산군에 대한 운용 경험을 갖춘 베테랑을 물색 중으로 알려졌다.

운용자산 규모가 빠르게 늘면서 리스크관리 역량 강화에 대한 필요성을 절감한 데 따른 결정이란 설명이다. 최근 VC 펀드가 대형화하면서 다른 대형 VC들 사이에서도 리스크 관리 역량 강화 움직임이 강화될 것이란 관측이다.

이미 글로벌 금융사에서는 CRO의 위상이 최고경영자(CEO)·최고재무책임자(CFO)와 어깨를 나란히 할 만큼 높은 것으로 알려져 있다. CRO가 이사회 구성원에 포함되거나 이들을 중심으로 금융사 조직체계가 재정비되기도 한다. 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 최고 경영진의 독단적 행동에 따른 리스크를 막으려는 차원에서 속속 도입된 것으로 알려져 있다.

대형 VC 관계자는 "라임 사태와 DLF 이슈 등이 잇따라 불거지면서 각 투자사들도 리스크 관리를 전면으로 내세우고 있다. 여기에 투자처도 다변화하면서 각국 정세와 법, 환경 문제 등 예측 불가능한 리스크에 따른 투자전략을 검토할 수밖에 없게 된 상황"이라고 전했다.

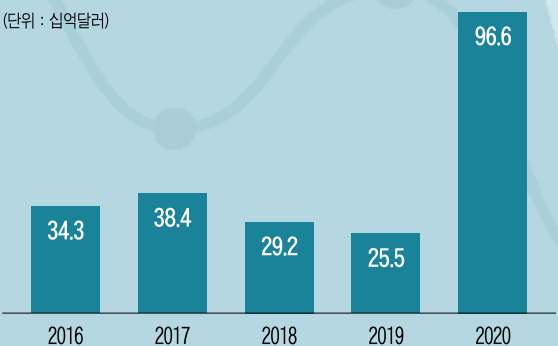
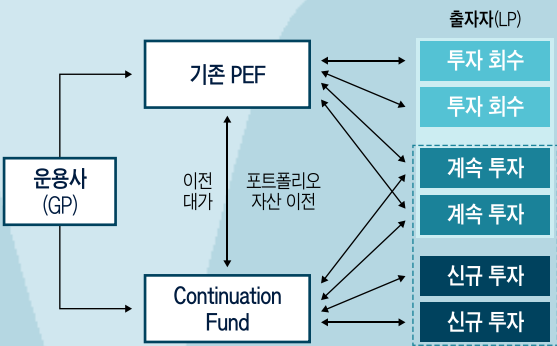
이어 "CRO 영입 정황과 포트폴리오 장기보유 움직임은 모험자본 투자의 전유물이었던 PEF와 VC가 점차 안전지향 중심으로 변모할 수밖에 없는 상황을 대변한다"는 분석을 내놴다.

하지은 기자

글로벌 운용사의 2021년 한국 주요 투자내역

운용사	투자 대상	규모
KKR	SK E&S RCPS	2조4000억원
C브리지캐피탈(CBC)그룹	휴젤	1조7239억원
맥쿼리자산운용	LG S&I엑스퍼트	3643억원
TPG·칼라일	카카오모빌리티	1400억원 (누적6400억원)

Continuation Fund 투자 구조 및 규모 추이





The easy way to invest for anyone
User-Customized 1Q Stock.

하나금융그룹

오직 나를 위한 맞춤
나만의 MTS, 원큐스탁

투자를 **핏**하게.



1Q Stock My. Tailored. System.

하나금융투자

*투자진 설명 청취 및 상품설명서 필독 *금융상품은 예금보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않습니다 *자산가격 변동, 환율 변동 등에 따른 원금손실(0~100%) 발생가능 및 투자자 귀속 * 국내주식 온라인 매매수수료율은 비대면개설 계좌의 경우 0.0141639%이며 개설점에 따라상이 *해외주식 수수료는 국가별, 주문방법에 따라상이(주요국가 온라인 수수료 : 미국 0.25%, 중국 0.3%), 홈페이지 참고 *미국주식 매매당 주당 0.003USD, 매도시 0.00051%, 중국주식 매매시 0.01087%, 매도시 0.1% 제비용 부과 *기타 자세한 사항은 홈페이지 참고, 한국금융투자협회 심사필 제21-05198호(2021.11.15~2022.11.14)