

## 신한증권 1300억 손실 사태가 남긴 교훈

"1만계약은 글로벌 헤지펀드급"...증권업계 충격과 영업부서에 1조 선물거래 권한...리스크 부서 '속수무책' 수수료 비즈니스서 북 트레이딩으로 변질된 LP 업무 당국 감독 강화 우려에 증권가 전반 긴장감 고조돼

"나한테 1만계약이 가능한 선물 계좌가 있었다면 벌써 FIRE(조기 은퇴)했거나 감옥에 갔거나 둘 중 하나였을 것이다."

신한투자증권(發) 1300억원 ETF LP(유동성공급) 손실 사태를 두고 한 증권사 트레이더가 던진 자조 섞인 한마디다. 통상적인 트레이딩 부서에서도 1000계약 미만으로 거래 한도를 제한하는데, 영업부서에서 이런 규모의 계좌를 운영했다는 게 도무지 이해되지 않는다는 분위기다.

신한투자증권은 이달 훌세일그룹 산하 국제영업본부의 법인선물 옵션부가 ETF LP 업무를 수행하는 과정에서 약 1300억원의 손실이 발생했다고 공시했다. ETF LP 업무는 통상 오후 3시 45분에 거래 마감돼 야간 선물 거래가 불필요함에도, 담당 부서는 야간 선물 거래를 지속했다. 더욱이 1만 계약(한화 약 8000억원 규모)이라는 과도한 거래 한도를 보유했던 것으로 드러났다.

한 대형 증권사 트레이딩본부장은 "ETF LP를 하면서 1000개 미만으로 헷징 운용하는 것도 많은 편"이라며 "1만 계약은 글로벌 헤지펀드의 주요 전략 포지션 정도의 규모로, 국내 일개 운용 부서에서도 감히 꿈꾸기 어려운 사이즈"라고 혀를 내둘렀다.

### 영업부서에 과도한 트레이딩 권한 부여?... "리스크 관리"는 뒷전

증권가에서는 신한투자증권의 안전 불감증(不感症)을 두고 여러 이야기가 오갔다. 그중에서도 영업부서인 훌세일그룹 산하에 ETF LP 업무를 두면서 과도한 트레이딩 권한까지 부여한 사실이 도마 위에 올랐다.

이는 트레이딩 부서 수준의 리스크 관리 체계가 없는 상황에서 벌어진 일이었다. 이 허점은 곳곳에서 드러났다. JP모건과의 스왑

거래 허위로 작성해 손실을 은폐하려 했다는 점이 대표적이다.

이번 사태에서 신한투자증권의 결제부서(백오피스)는 JP모건 결제부서와 직접 거래를 확인하지 않은 채, 영업부(프론트)에서 제공한 팀시트만으로 스왑 거래를 승인했다.

파생상품 담보관리를 담당하는 한 백오피스 업무 담당자는 "노서널(명목금액) 1조짜리가 담보 없이 왔다갔다 했다는 것 자체가 말도 안 되는 일"이라며 "옵션 계약서를 만들려면 백투백 거래를 해야 하고 이에 대한 확인 작업도 필요한데, 아무리 파워가 있는 영업부서라도 백오피스가 이를 그냥 넘어간 것이 말이 되느냐"고 지적했다.

### ETF 호황 속 LP 업무 변질이 부른 참사...본연의 역할은 사라져

증권사들의 ETF LP 부서는 원래 운용사로부터 주식을 싸게 빌려 헤지펀드에 대차 수수료를 받는 '수수료 비즈니스'가 주된 수익원이었다. 하지만 공매도 금지 조치로 대차 비즈니스가 사실상 중단되면서 상황이 달라졌다. 이미 충원해둔 인력들의 실적 압박은 여전했고, 결국 본연의 LP 역할과는 거리가 먼 트레이딩으로 방향을 틀게 됐다는 지적이다.

한 중소형 증권사 트레이딩본부 관계자는 "신한투자증권을 비롯한 몇몇 증권사들이 훌세일그룹에 LP부서를 넣은 것도 모자라, 거기에 선물 트레이딩을 할 수 있는 북(회삿돈)까지 열어준 것은 방만 경영이라고 볼 여지가 있다"고 꼬집었다.

### '신한궤 날벼락' 반발하는 증권가, "조직 탓 말라" vs "예견된 일"

이번 사태를 심각하게 바라보는 당국은 영업과 운용 부서의 분리

를 추진할 것으로 보인다. 금융감독원은 현재 증권사들의 내규와 내부통제 적정성을 전수조사하면서, 부서 간 역할과 책임을 명확히 하는 방안을 검토 중인 것으로 알려졌다.

경쟁사들의 심기는 불편해진 모습이다. 특히 NH투자증권과 KB증권 등 영업부서에서 LP운용을 꾸려왔던 증권사들은 당국의 움직임을 예의주시하며 '신한궤 날벼락'이라며 반발하고 있다. "호가 제시와 매매가 주된 업무인 만큼 영업부서에서 담당하는 게 자연스럽다"는 입장부터 "개인의 일탈을 조직 탓으로 돌리지 말라"는 항변까지 목소리가 높아지는 형국이다.

실제로 훌세일 부서에서 LP 업무를 하는 것 자체가 규정 위반은 아니다. 해외에서도 LP 등 '플로우 비즈니스'를 영업 부서에서 담당하는 경우가 적지 않다.

### 12억 성과급의 그림자...수익 좇다 무너진 내부통제

담당 부서의 높은 성과급 체계는 이번 사태의 또 다른 원인으로 지목된다. 수익을 많이 내는 부서일수록 발언권이 세지고 내부 통제도 느슨해지기 마련이란 게 업계의 설명이다. 실제로 이번 사태의 주요 인물인 임태훈 국제영업본부장은 올 상반기에만 12억4300만원의 보수를 받았다. 이는 회사 내 4번째로 높은 금액이다.

증권업계는 후폭풍을 우려해 리스크 관리 강화에 속속 나서는 모습이다. 신한투자증권은 이미 ETF LP 관련 파생상품 옵션 매도 보유 한도를 1만계약에서 600계약으로 대폭 축소했다. 다른 대형 증권사들도 서둘러 한도 축소 등 자체 점검에 들어갔다.

한 금융투자업계 관계자는 "결국 개인의 일탈이라고 하지만, 그 일탈을 가능케 한 건 조직"이라며 "리스크책임자(CRO) 교체나 실무자 징계로 끝낼 게 아니라, 업무영역 구분 명확화와 성과급 체계 재검토 등 근본적인 변화가 필요한 시점"이라고 강조했다.

한설희 기자



# '트럼프 트레이딩' 속 커지는 고민... 시장의 열광은 'AI'인가 'AI 투자'인가

美 국채 금리·금·은·비트코인 가격 급등  
트럼프 당선 가능성 커진 9월말 이후 움직임 명확  
국내 증시도 자동차·이차전지 약세 등 직격탄  
'AI 투자' 지속여부, 이달말 MS 실적발표 등에서 구체화

미국 대통령 선거를 앞두고 시장은 빠르게 트럼프 당선 가능성을 가격에 반영하고 있다. 달러화 가치와 시중금리, 금과 비트코인 가격 상승으로 대표되는 '트럼프 트레이딩'이 시장을 주도하는 가운데, 인공지능(AI) 관련 산업의 폭발적 성장 지속 가능성에 대한 의문도 서서히 고개를 들고 있다.

시장이 정말로 AI라는 산업에 열광하는지, 아니면 AI 산업에 대한 자본 지출(Capex)에 열광하는지 구분할 필요성이 있다는 것이다. 엔비디아 AI칩을 위탁 생산하는 대만 TSMC가 깜짝 실적을 내놓은 가운데, 오는 30일로 예정된 '엔비디아 최대 고객' 마이크로소프트의 실적 발표에 관심이 모인다.

최근 미국 국채 10년물 금리는 4.2%를 넘어서면서 지난 7월 말 이후 최고치를 기록했다. 도널드 트럼프 공화당 후보가 대통령에 당선되면 재정적자가 확대되면서 국채 발행이 증가할 수 있다는 우려 때문이다. 미국 벤틀사이트(폴리마켓)에서 트럼프 당선 가능성이 높아지기 시작한 9월말 이후 미국 국채 2년물과 10년물 금리는 각각 42bp, 47bp(1bp=0.01%p) 상승했다.

KB증권에 따르면, 미국 초당파 싱크탱크인 책임연방예산위원회(CRFB)는 트럼프가 당선될 경우 2026년에서 2035년까지 재정적자가 7조 5000억달러(약 1경360조원) 늘어날 것으로 내다봤다. 카밀라 해리스 민주당 후보가 당선될 경우엔 3조5000억달러(약 4800조원) 증가를 전망했다.

트럼프 후보는 관세로 재정 총당이 가능하다는 입장이지만, 보편 관세 10% 및 중국 60% 관세 적용시 늘어나는 관세 수입은 5990억달러(약 830조원)에 불과해 재정적자 확대는 불가피하다는 계산이다. 부족한 재정은 국채 발행으로 대신할 수밖에 없고, 국채 공급(발행)이 늘어나면 채권의 가격은 떨어질 수밖에 없다는 것이다. 채권 가격 하락은 곧 시중금리 상승을 뜻한다.

최근 금과 은, 비트코인 가격까지 급등하고 있는 것 역시 이 같은 우려의 연장선상으로 풀이된다. 재정적자 확대 가능성이 화폐 대체 상품의 가격을 끌어올리고 있다는 분석이다.

현지시각 21일 뉴욕상품거래소에서 12월물 금 가격은 온스 당 2738.90달러에 거래를 마감하며 사상 최고치를 경신했다. 장중 2750달러선을 돌파하기도 했다. 다음날인 22일 12월물은 선물 가격은 전 거래일 대비 28% 급등하며 온스 당 35.04달러에 거래됐다. 2012년 11월 이후 12년만에 가장 높은 수준이었다.

달러 가치도 강세를 보이고 있다. 23일 원달러환율은 장중 1383원을 돌파했다. 9월말 달러당 1312원에서 한 달도 채 되지 않아 70원 이상 올랐다. 원화 가치만의 문제는 아니라는 분석이다. 글로벌 화폐 대비 달러화가 강세를 보이고 있다. 주요 화폐 대비 달러의 가치를 나타내는 달러인덱스는 한 달 새 4% 가까이 상승했다. 미국 우선주의와 무역분쟁 우려가 미국에 무역흑자를 많이 내는 중국·멕시코·한국 등 화폐 가치의 약세 압력으로 작용하고 있다는 평가다.

트럼프 트레이딩



출처 Bloomberg, Quantwise, IM증권

이런 대외 변수의 변화는 국내 기준금리 인하 효과를 상쇄시키고 있다는 평가다. 한국은행은 지난 11일 기준금리를 3.50%에서 3.25%로 0.25%포인트 인하했다. 그러나 국채 2년물과 10년물 금리는 오히려 기준금리 인하 당시보다 높아진 상황이다. 같은 기간 주요 시중은행 혼합형 주택담보대출 금리 하한선도 3.99%에서 4.15%로 0.16%포인트 높아졌다.

국내 증시 역시 리스크를 먼저 반영하려는 모습이다. 대표적인 대미 수출 종목인 자동차와 이차전지가 '트럼프 트레이딩'의 직접 영향권에 들었다. 현대자동차는 지난 9월말 단기 고점에서 약 9%, LG에너지솔루션은 10월초 고점에서 11%가량 하락세를 보였다.

2018년 트럼프 전 정권 당시 무역분쟁에서 타격을 입은 반도체, 디스플레이, 전기전자에 대한 위험 회피 현상도 관측된다. LG전자와 LG 디스플레이는 트럼프 당선 가능성이 부각한 9월말 이후 각각 11%, 12% 하락했다. 삼성전자는 긴축이 시작되며 시장의 공포가 극에 달했던 2023년 1월 수준까지 주가가 밀렸다. 지속된 주가 하락으로 인해 '지배구조'까지 불똥이 튀며, 이른바 사업지원 태스크포스(TF)가 주목받는 등 내홍이 지속되고 있다.

9월 이후 지속적으로 상승 추세를 보이고 있는 국내 대형주는 사실상 SK하이닉스 정도다. SK하이닉스 주가는 지난달 14일 이후 대략 한 달간 34% 상승하며 다시 주당 20만원선을 눈 앞에 뒀다. SK하이닉스는 삼성전자와는 달리 엔비디아를 주축으로 한 'AI 생태계'에 포함됐기 때문이라는 분석이다.

지난 17일 발표된 대만 TSMC의 3분기 실적은 엔비디아 중심 AI 생태계에 대한 비판론에 찬물을 끼얹었다는 평가를 받는다. AI 관련 매출이 3배 이상 증가하며 전년동기 대비 매출은 36%, 순이익은 54% 증가했고, 향후에도 수년간 AI 관련 고성능 컴퓨팅(HPC) 부문 매출이 증가할 거라는 전망을 내놓은 것이다.

한국증시 수혜/피해 업종 효과



이는 시중금리 상승과 미국 연방준비제도(Fed) 관련 인사들의 매파적(금리 인하 반대) 발언이라는 악재에도 불구하고, 미국 나스닥 지수만 강세를 보이는 배경으로도 해석된다. 엔비디아 주가는 현지시간 21일 143.71달러로 거래를 마감하며 사상 최고가를 기록했다. 10월 들어서면 22% 급등했다.

문제는 이런 AI 실적 호조가 언제까지 이어질 수 있느냐다. 하이투 자증권은 "시장 전반이 AI에 대해 열광하고 있으나, 엄밀히 따지면 AI 소프트웨어 서비스 자체보다는 반도체·데이터센터·전력기기 등 빅테크 기업들이 집행하는 'AI Capex'에 열광하고 있는 셈"이라며 "TSMC나 엔비디아 실적보다는 마이크로소프트·메타·알파벳 등 빅테크 플랫폼 기업에서 힌트를 찾을 수 있을 것"이라고 짚었다.

실제로 엔비디아의 가장 큰 고객은 마이크로소프트다. 마이크로소프트는 올해 1분기에만 4조원이 넘는 엔비디아 AI칩을 사들였다. 엔비디아의 최신 AI칩인 '블랙웰' 역시 마이크로소프트가 핵심 구매자로 알려졌다.

연일 사상 최고가를 경신 중인 엔비디아와는 달리, 마이크로소프트 주가는 최근 6개월 사이 400~440달러 사이에서 박스권 정체를 보이고 있다. '코파일럿'으로 대표되는 생성형 AI 서비스로 과연 돈을 벌 수 있을지 투자자들 사이에서도 시기가 엇갈린다는 평가다. 마이크로소프트는 이달 30일 실적발표를 앞두고 있다. AI 투자 확대 여부에 대한 코멘트의 방향성이 중요하다는 분석이다.

한 자산운용사 주식운용본부장은 "최근 일부 중소형 증권사 리서치에서 용감하게 내년 국내 증시 전망을 매우 보수적으로 보는 의견을 내고 있는데, 공감 가는 내용이 적지 않다"며 "바이오·방위산업 등 수혜주를 고민하고 있지만 트럼프 당선이 해당 산업에 직접적인 호재가 된다고 보긴 어렵고, 삼성전자·현대차·LG엔솔 등 대형주가 약세를 띠면 증시 분위기는 침체될 수밖에 없을 것"이라고 말했다.

## 재벌의 자리를 꿰차려는 사모펀드(PEF)

MBK의 고려아연 경영권 도전은 '이정표'  
재벌 vs PEF 간 전쟁은 이제 시작  
PEF들의 자본력과 수준은 높아지는데  
재벌들은 여전히 '甲' 위치라고 오관  
PEF는 국내 LP로부터 자유로워야 한다는 숙제  
그럼에도 시장에서의 영향력은 더 커질 것

국내 최대 사모펀드 MBK파트너스(이하 MBK)는 고려아연에 대한 공개매수를 두고 "국내 시장에서 의미 있는 이정표가 될 것"이라고 자평했다. 여전히 진행형인 고려아연에 대한 적대적 M&A를 두고 성공과 실패에 대한 제각각의 예상들이 나오고는 있지만, MBK가 말한 바대로 한국 자본시장의 '이정표'인 것만큼 확실해 보인다. 지난 60년간 한국의 경제 성장을 주도해온 주체 중 하나인 '재벌(Chaebol)'과 20년이라는 상대적으로 짧은 시간 안에 영향력이 급속도로 커진 사모펀드(PEF) 간의 본격적인 싸움이 시작됐다는 걸 알린다는 점에서 말이다.

몇 년 전까지만 해도 이런 장면들은 예상치 못했다. 재벌과 PEF는 공생 관계라 여겼기 때문이다. 재벌들이 구조조정 과정에서 비전략자산을 처리해주든가, 잠깐의 유동성 문제를 해결하기 위한 '파킹달'을 도와주는 게 PEF였기 때문이다. 한국에서 PEF가 탄생할 수 있었던 것 자체가 외환위기 이후 관(官)이 주도했고 이런 역할을 기대해서였다. 과거엔 공생 관계라는 게 틀린 말은 아니었다.

그런데 사정이 달라졌다. 두 관계의 '수준 차'가 생기기 시작하면서다. 재벌들은 창업주 시대를 지나 3, 4세대의 시대로 접어들었고 커다랗던 그룹은 쪼개지기 시작했다. 재벌 안에서도 상위 그룹과 그렇지 않은 그룹들의 양극화가 심해지면서 기업집단 순위에서 밀리는 재벌들의 수준은 점점 더 떨어지고 있다.

PEF들, 특히나 상위권 PEF들은 창업자 아래로 전문성을 갖춘 파트너들이 보좌하고 있다. 국내 주요 연기금뿐만 아니라 해외 투자자들의 자금도 받아들이면서 '글로벌' 면모를 갖춰거나 갖출 채비를 하고 있다. 같은 기간 동안 PEF들의 수준은 상대적으로 올라간 셈이다.

그럼에도 재벌들은 여전히 PEF를 대하는 방식이 크게 달라지지 않았다. 국내 PEF 관계자는 "재벌은 갑, PEF는 을이라는 공식은 유효하며 그 과정에서 이제는 자존심이 상할 일들도 많아지고 있다"며 "말도 안되는 수준으로 상황이 나빠진 계열사를 PEF에 그냥 떠넘기려는 상황들이 아직까지 있다"고 전했다.

상위권 PEF들의 대표들이 오너 경영인들보다 연배로도 앞서는 시점이 됐다. 일례로 마이클 병주 킴 회장이 1963년생이고, 최윤범 고려아연 회장이 1975년생이다. 80년대생 오너경영인도 등장했다. 그런데도 재벌들은 PEF를 자본시장의 대등한 입장의 파트너가 아닌, 갑을 관계가 당연하다고 여기고 있어 PEF업계에선 이런 인식 자체가 진절머리 난다는 얘기도 나온다.

행동주의의 활성화는 이렇게 불만이 많은 PEF들에 날개를 달아줬다. 소수 지분으로 그룹 전체를 지배하며 대(代)를 이어 부(富)를 축적하는, 구태의연한 재벌들의 모습을 반길 투자자도 여론도 없다. PEF들이 재벌들에 도전할 개연성은 재벌 스스로 제공했다. 최근 몇 년간 이들의 다름은 예견됐었고, 고려아연은 정점이자 시작점이라고 할 수 있다. 표면적으로 드러내 놓고 있지 않지만 PEF 업계도 속으로는 MBK를 응원하고 있다.

다만 PEF가 이 싸움에서 이기려면 몇몇 전제 조건이 있다.

가장 중요한 건 자금 조달 루트의 다변화, 그 중에서도 해외 자금 확보다. 국내에서 국민연금을 위시한 기관투자자(LP) 의존도가 높은 PEF들은 MBK의 '과감함' 도전을 꿈도 꿀 수 없다. MBK가 이 싸움을 끌고 갈 수 있는 것도 결국 그 뒤를 받쳐주고 있는 해외자금 덕분이다. 비록 '중국제 자본이 국내 기간산업을 건드리게 해선 안된다'라는 반대편의 빌미를 줬지만 말이다.

PEF 관계자는 "금융당국과 국민연금, 정치권과 재벌들은 느슨하지만 오랫동안 구축된 그물 같은 관계도를 맺고 있어 아직까지는 영향력을 발휘한다고 볼 수 있다"며 "PEF 입장에서 이것들과 무관한 해외자본을 얼마나 당겨올 수 있느냐가 '자유도'를 결정짓는다"고 설명했다.

여론의 인식을 개선하는 것도 숙제다. PEF가 M&A에 나서면 상대방이나 정치권, 여론은 PEF를 '기업사냥꾼'으로 몰아간다. '수익성을 끌어올리기 위해 우선 인력 구조조정을 통해 사람들을 잘라낸다→예상했던 수익을 거두면 재매각을 통해 투자회수(EXIT)를 한다→그러고 나면 그 기업은 껍데기만 남는다'라는 게 그들의 레토릭이다. PEF들의 선진경영 선례보다는 앞서 언급한 사례들이 더 선명하게 기억에 남는 건 PEF들이 넘어야 할 높은 허들이다.

그럼에도 불구하고, PEF들이 재벌들과의 싸움에서 승기를 잡고 그 자리를 꿰찰 가능성은 시간 문제다. 국내 산업 구조조정에서 PEF들 없이, 재벌들로만 할 수 있는 건 더 이상 없다. 한 산업을 영위하고 버티는 것도 어려운데 여러 산업을 동시에 컨트롤할 수 있는 오너 경영인은 당장 떠올려 봐도 이제 몇 없다. 정부도 도와줄 수 없다. 외환위기 이후 산업 구조조정의 밑그림을 그렸던 엘리트 공무원들은 더 이상 존재하지 않는다.

재벌 경영이 PEF 경영보다 선(善)이라고 볼 명분도 잃어가고 있다. 대를 이어 그룹을 건사하려는 수요도 예전 같지 않다. 상속세, 증여세도 발목을 잡는다. 개인적인 경제적 손실을 감수하면서까지 경영에 관심을 갖는 오너가 앞으로 얼마나 더 나올까. 주주 친화를 내세우면 재벌과 PEF 중 누구 손을 들어줄까. 재벌 창업주처럼 시장에 활기를 불어넣을 주체는 이제 재벌일까, PEF일까. 결국 지금 재벌들이 차지하고 있는 자리를 상위권 PEF들이 차지할 개연성은 더 높아지고 있다. 이는 PEF 예찬론이 아니다. 시장이 그 방향으로 가고 있다. 이전 이들을 어떻게 적절하게 견제할 수 있을까를 고민해야 할 때다.

이도현 기자



# 고려아연 이후 쏟아질 적대적 M&A... 공략 테마는 동업·개인사·현금

일본 적대적 M&A 꿈틀...한국은 고려아연 신호탄  
최대주주 지분을 낮거나 1-2대주주 격차 적은 곳  
동업 구조 갈등에 취약...개인사 공격 빌미 될 수도  
다양한 양상 나타날 듯...결국 핵심은 '돈이 되느냐'

고려아연 경영권 분쟁은 향후 쏟아질 적대적 M&A의 신호탄이 될 것으로 보인다. 사모펀드(PEF)와 행동주의펀드가 다양한 전략을 활용해 기업의 경영권을 노릴 가능성이 크다. 최대주주의 지분율이 낮거나 개인의 약점이 있는 곳, 아울러 현금을 많이 가진 기업들이 우선 주목을 받을 것으로 예상된다.

올해 캐나다 유통기업이 일본 세븐일레븐 운영사(세븐앤아이홀딩스) 인수에 나섰다. 글로벌 PEF들은 후지소프트 인수 경쟁을 벌이고 있다. 모두 적대적 M&A 양상으로 과거라면 '국권침탈'이라는 낱선 비판이 나왔겠지만 지금은 여론이 차분하다. 재벌(財閥, 자이바츠)의 시대가 끝난 후 보수적인 태도를 유지한 일본도 이제는 변화를 마주하는 모습이다.

한국도 적대적 M&A 사례가 늘어날 전망이다. 고려아연 분쟁을 통해 아직은 재벌로 대표되는 경제계 주류의 힘이 만만치 않다는 점이 확인됐다. 반면 더 이상 신성불가침의 영역이 아닐 수 있다는 인상 역시 강해졌다. 세대를 거듭할수록 일가의 지배력 유지를 위해 무리하면 안된다는 지적이 힘을 얻는다. 경영권 다툼이 자문 및 투자 시장의 새 먹거리로 떠오르고 있다.

적대적 M&A엔 대형 PEF가 참여하는 경우가 많다. 지분 확보 경쟁을 수반해 든든한 자금력이 필요하기 때문이다. 대형 PEF들이 한국에서 통상의 대형 경영권 거래를 발굴하기는 어려워지고 있다. 그러나 지배구조의 틈을 비집어 경영권을 노리는 전략은 이제 활용 초기다. 이런 새로운 시도에 관심을 갖는 해외 출자자(LP)가 적지 않은 분위기다.

한 투자업계 관계자는 "형제, 가족들간 다툼을 넘어 PEF와 자본시장 전문가들까지 가세한 경영권 분쟁이 늘어날 것"이라고 말했다.

고려아연 분쟁이 향후 나타날 적대적 M&A에 여러 가지 영감을 줄 것으로 보인다. 최대주주의 지배력이 약하거나, 주요주주간

최대주주/2대주주 지분 격차 크지 않은 주요 상장사들

기업명	시가총액 (억원)	업종	최대주주	2대주주 등	보유 지분율 차	PBR	현금성 자산
엔씨소프트	43,000	소프트웨어	김택진(12%)	PIF(9.3%)	2.70%	1.2배	21.40%
금호석유	37,900	화학	박철완(9.5%)	국민연금(8.8%)	0.60%	0.7배	6.10%
KCC	24,000	건설	정몽진(19.5%)	국민연금(10.5%)	9.00%	0.4배	12.20%
현대엘리베이터	17,400	기계	현대홀딩스컴퍼니(19.26%)	신들러(9.9%)	9.30%	1.3배	11.30%
DB하이텍	17,000	반도체	DB(18.7%)	국민연금(9.3%)	9.40%	0.9배	2.30%
오뚜기	16,000	소비재	함영준(25%)	국민연금(5.5%)	19.50%	0.7배	8.30%
한솔케미칼	14,700	화학	조동혁(11.7%)	국민연금(9.8%)	1.90%	1.5배	5.00%
녹십자홀딩스	7,800	헬스케어	허일섭(12.2%)	국민연금(7%)	5.20%	0.8배	4.30%
DB	3,150	소프트웨어	김남호(16.8%)	김준기(16%)	0.80%	0.9배	1.90%
사조산업	3,100	소비재	사조시스템즈(29.8%)	주진우(14.4%)	15.40%	0.6배	6.70%
광동제약	3,100	헬스케어	피델리티유용(7.94)	최성원(6.6%)	1.40%	0.4배	6.30%

출처 fn가이드, NH투자증권

지분율 격차가 크지 않은 경우, 혹은 경영권을 배제해야 할 빌미를 준 경우 경영권 사냥의 표적이 될 가능성이 있다. 그도 아니라면 회사의 자산에 집중하는 자본이 나타날 수 있다.

삼천리그룹이 고려아연 분쟁 국면에서 주목받았다. 삼천리도 고려아연과 비슷한 동업 역사를 갖고 있다. 두 창업주 일가가 삼천리와 에스티인터내셔널코퍼레이션(삼탄) 지분을 비슷하게 유지하면서 한 쪽씩 경영을 맡고 있다. 작년 삼천리 주가 급등락 때도 동업은 굳건히 유지됐지만 틈이 생기면 분쟁이 생기지 않으리라 장담하기 어렵다는 지적이다.

가족 간 갈등은 흔하다. 금호석유화학은 현 경영진과 최대주주의 갈등 양상이 이어지고 있다. 몇 해 전부터 최대주주 쪽에 자금을 대려는 곳들이 있었는데 올해는 차파트너스가 우군으로 나섰다. 지금까지 박찬구 회장 측의 경영 능력이 높이 평가받았지만 양 측의 지분율 격차가 크지 않은 만큼 언제든 적대적 M&A 양상으로 이어질 가능성이 있다.

한미약품에선 시기와 형세에 따라 모자, 형제, 남매간 갈등이 치열했다. 제약업계에선 동아제약, 녹십자 등에서 가족 내 분쟁이 나타나기도 했다. 현대엘리베이터는 오랜기간 이슬이슬한 경영권 줄다리가 이어졌다. 현대그룹이 PEF를 우군으로 들이며 긴장도가 완화했지만, 여전히 10% 가까운 지분을 가진 2대주주의

존재는 결코 없다. DB하이텍은 DB그룹 보유지분이 낮아 경영권이 단단하지 않다는 평가가 있었다. 작년부터 행동주의펀드의 공격을 받았다.

최대주주나 오퍼 일가가 시장의 지지를 잃는 사례도 나타날 수 있다. MBK파트너스는 최윤범 고려아연 회장의 독단적인 경영 행태가 회사에 피해를 입힌다는 점을 지적했다. 아쉬움은 개인의 형사 문제가 경영권 박탈로 이어졌다. 사회적으로 지탄받을 문제가 생기면 공격의 빌미를 줄 수 있다. 행동주의펀드도 더 이상 오퍼의 일탈을 개인의 문제만 보지는 않는 분위기다.

현금을 많이 쌓아둔 기업일수록 공세를 받을 가능성이 크다. 특히 PEF들은 회사의 현금창출력이나 쌓아둔 현금의 활용 방안을 가장 먼저 살필 수밖에 없다. 경영권을 빼앗아와야 할 대의명분과 자신들이 나서야 할 논리를 제시하지만 결국 가장 앞선 고민은 그 분쟁으로 돈을 벌 수 있느냐는 것이다. 지분 격차가 크지 않은 양쪽 사이에서 캐스팅보트 지분을 들고 흥정하는 형태도 나타날 수 있다.

다른 투자업계 관계자는 "투자 기회가 줄어드는 대형 PEF 입장에서 적대적 M&A에서 새로운 활로를 찾을 수밖에 없다"며 "1-2대 주주를 상대로 누가 더 싸게 내 지분을 사줄 것이냐 흥정하는 행동주의펀드가 나타날 가능성도 있다"고 말했다.

# 아이가 어떤 꿈을 꾸든 이뤄주고 싶은게 부모의 마음이니까

우리 아이의 소중한 꿈을 키우는  
**교보 우리아이 교육보장보험 (무배당)**

교육·독립 자금 마련과 일상생활 건강 보장  
교보문고와 함께하는 에듀케어 서비스  
연령별 성장발달 헬스케어 서비스

\* 교보생명 은 해당 상품에 대해 충분히 설명할 의무가 있으며 가입자는 가입에 앞서 이에 대한 충분한 설명을 받으시기 바랍니다. \* 이 보험계약은 예금저축보호법에 따라 해약환급금(또는 만기 시 보험금)에 기타지급금을 합한 금액이 1인당 "5천만원까지"(본 보험회사의 여타 보호상품과 합산) 보호됩니다. 이와 별도로 본 보험회사 보호상품의 사고보험금을 합산한 금액이 1인당 "5천만원까지" 보호됩니다. (다만, 보험계약자 및 보험료납부자가 법인이면 보호되지 않습니다) \* (일반)사망보험금은 '고의적 사고' 및 '2년 이내의 자살'의 경우에 지급을 제한합니다. \* 기존 계약을 해지하고 신계약을 체결할 때에는 보험인수가 거절되거나 보험료가 인상될 수 있으며 보장내용이 달라질 수 있습니다. \* 보험 계약 체결 전 상품의 자세한 내용은 상품설명서 및 약관을 읽어보시기 바랍니다. 준법감시인화인필 1-2408-8 상품마케팅팀(2024.08.05~2025.08.04) 생명보험협회 심의필 제2024-05300호(2024.08.13~2025.08.12)



**KYOBO**  
교보생명

# 이정재·정우성도 뛰어든 상장사 경영권 분쟁... 당국은 관리·감독 골머리

상장기업의 경영권 분쟁이 올해 국내 자본시장의 핵심 화두로 떠올랐다. 동업자나 가족 간 갈등, 창업자·투자사 충돌, 최대 주주·2대 주주 간 분쟁, 저평가 기업 겨냥 등 유형도 다양하다. 고려아연, 한미사이언스, 금호석유화학, 다올투자증권, JB금융지주, 에프앤가이드, 티웨이항공, 쏘카 등 규모가 있는 기업들이 경영권 분쟁에 휘말렸다.

상장사 경영권 분쟁은 자본싸움을 초래하고, 이 과정에서 시세조종 등 주가조작 여부가 중요 쟁점으로 떠오르고 있다. 애당초 경영권 분쟁 목적이 주가조작을 위한 경우도 있을 정도로 감독 당국의 철저한 감시가 필요하다는 목소리가 커지고 있다. 이 과정에서 '좀비기업' 등이 양산되는 등 상장사 밸류업을 저해하는 중요한 문제로 문제 제기가 이어지고 있다.

가장 뜨거운 경영권 분쟁인 고려아연 분쟁은 최근 자본싸움을 넘어 시세조종 등 주가조작 이슈로 옮겨가고 있다. 최윤범 회장 측은 MBK가 공개매수 과정에서 시세 조정을 했다는 의혹을 제기했다.

비단 고려아연뿐 아니라 상장사를 대상으로 하는 경영권 분쟁은 사법 리스크가 일어날 소지가 크다. 유가증권시장 기업들조차 경영권 분쟁 국면에서는 '벼랑 끝' 공세를 퍼붓는 과정에서 시세조종 등 불법 소지도 많아지고 가처분 등 법적 공방이 발생할 여지도 많다. 통상 경영권 분쟁에 들어가면 주가가 요동치다 보니 미공개 정보 활용 여부도 핵심 이슈다.

지난해 카카오·하이브의 SM엔터테인먼트 인수전 과정에서의 시세조종 혐의를 두고 검찰 당국이 현재까지 수사를 벌이고 있다. 상대적으로 규모가 작은 상장사가 모여있는 코스닥에선 이미 경영권 분쟁이 주요 테마로 부상한 지 오래다. 일명 '무자본 M&A(인수합병)'로 불리는 불공정 거래 건수도 늘어나는 추세다.

국회 정무위원회 소속 더불어민주당 강훈식 의원이 금융감독원으로부터 제출받은 '연도별 무자본 M&A 불공정거래 사건 처리 현황' 자료에 따르면 최근 5년간(2020~2024년 5월) 무자본 M&A를 통해 불공정거래에 나섰다가 적발된 '기업사냥꾼' 143명 중 41.3%에 달하는 59명은 과거에도 같은 행위로 적발된 전력이 있었다.

최근엔 유명 연예인까지 경영권 분쟁의 당사자가 되고 있다.

'오징어게임'으로 글로벌 스타가 된 배우 이정재가 최대 주주인 '아티스트유나이티드'는 올해 초 인수한 드라마 제작사인 코스닥 상장사 래몽래인의 김동래 대표와 경영권 분쟁을 이어가고 있다. 이달

## 고려아연부터 래몽래인까지 경영권 분쟁 넘쳐나 양상도 다양해...연예인들까지 앞세워 뛰어들어 시세조종 등 사법리스크 산적해 감독당국 촉각 기업사냥꾼 주 타겟 된 '좀비기업'...'퇴출' 고민

31일 임시주주총회에서 경영권 분쟁 결판이 날 것으로 관측되는 가운데 양측이 팽팽히 맞서고 있다.

현재 래몽래인의 최대 주주는 이정재와 배우 정우성이 이사인 아티스트유나이티드다. 아티스트유나이티드는 3월 유상증자를 통해 래몽래인을 인수했다. 그러나 이정재 측이 "김동래 대표가 나와 정우성의 래몽래인 경영 참여를 거부하고 임시주주총회 개최 요구도 무시했다"라며 손해배상 청구 소송과 래몽래인 상대 주주총회 소집 허가 소송을 제기하면서 경영권 분쟁으로 번졌다.

해당 사태가 상장사 경영권 분쟁이 주주에게 미치는 영향의 한 단면을 보여준다는 평이다. 이정재 사단이 전환사채·신주인수권부사채·교환사채 발행 한도 확대를 이번 임시주총 의안으로 상정한 만큼 자본시장을 통한 자금조달 확대를 꾀할 것이란 관측이 나온다. 이 과정에서 그만큼 주가가 요동칠 수 있다.

눈에 띄는 점은 경영권 분쟁에 참여하는 플레이어들이 다변화했다는 점이다. 고려아연의 경우 사모펀드(PF)가 재벌을 상대로 경영권 분쟁을 벌이는 점에서 주목을 받았다. 부동산 투자로 큰돈을 벌었다는 연예인들에 이어 이전 연예인들이 자본시장 경험이 있는 인물과 손을 잡고 경영권 분쟁에 나서는 모양도 연출되고 있다.

이러하면 래몽래인 경영권 장악 시도는 박인규 전 위지웍스튜디오 대표가 주도하고 있는 것으로 파악된다. 김동래 대표는 이정재뿐 아니라 박 전 대표를 상대로도 소송을 진행하고 있다.

박 전 대표는 성균관대학교 경영학과 졸업 후 삼성생명 자산운용부를 거쳐 일렉트로닉솔루션 등에서 최고재무책임자(CFO)를 역임한 것으로 알려졌다. 2016년 박관우 대표와 시각특수효과(VFX) 기업 위지웍스튜디오를 공동 창업했는데, 설립 2년 6개월 만인 2018년 12월 코스닥에 상장했고 다수의 M&A와 투자로 덩치를 키웠다. 박 전 대표는 2021년 컴투스에 보유 지분을 넘기면서 수백억원의 현금을 손에 쥘 바 있다. 박 전 대표는 지난 7월 말 래몽래인 지분을 5.04% 보유했지만, 8월 말에는 전량 처분했다.

한 미디어 업계 관계자는 "연예인들도 단순 연기만 해서는 큰돈을 벌지 못한다는 인식이 있다 보니, 인지도가 좀 있는 연예인들은 미국 할리우드처럼 제작사 등을 직접 차리거나 자금을 투자하고 회사 인수에 나서려고 하는 추세"라며 "래몽래인은 포트폴리오나 인지도 면에서 괜찮은 제작사고, 게다가 상장사니 '해볼 만하다'고 생각해 뛰어들었을 것"이라고 말했다.

점점 늘어나는 경영권 분쟁에 핵심 감독 기관인 금융감독원과 한국거래소 등도 촉각을 곤두세우는 분위기다. 상장사의 경영권 분쟁은 시세조종 및 주가조작 등의 이슈가 터질 가능성이 있다.

코스닥 시장은 사실상 기업사냥꾼들의 '놀이터'가 됐다는 평이다. 기업사냥꾼으로 불리는 이들이 수익화를 위해 경영권 분쟁을 일으키는 경우도 다수다.

한 금감원 관계자는 "경영권 분쟁이 있다고 해서 무조건 시세조종 등 위법 혐의가 있지는 않지만, 워낙 여러 사건이 있다 보니 (금감원에서) 제보나 언론 보도 등을 통해 확인에 나서고 있다"며 "거래소에서 일차적으로 시장감시 기능을 하고, 이상이 있다면 금감원과 공조하는 방식으로 감독이 이뤄지고 있다"라고 말했다.

만성 적자 상장사 등 '좀비기업'들이 경영권 분쟁의 주요 표적이 된다는 점도 당국이 주목하는 지점이다. 이들이 경영권 분쟁, 무자본 M&A, 시세조종에 활용되는 경우가 많다 보니 좀비기업 퇴출이 당국의 주요 과제로 떠올랐다.

미국 나스닥은 지난해 이후 상장 폐지된 기업이 330여 개에 달하는데, 같은 기간 코스닥에선 퇴출 기업이 67곳에 그쳤고 신규 상장은 그 3배에 달했다. 원활한 상장사 퇴출 작업이 가로막히면서 코스닥 시장엔 좀비 기업이 넘쳐나고 있다.

이들이 코리아 디스카운트의 핵심이고 이들을 먼저 정리하는 것이 한국 증시 '밸류업'의 시작이라는 지적이 나온다. 시장의 우려를 고려해 현재 거래소는 기업 밸류업 프로그램의 목적으로 부실기업을 제때 퇴출하기 위한 상장폐지 규정 손질에 나서고 있다.

한 거래소 고위 임원은 "거래소 차원에서 코스닥 시장에 문제가 있는 기업들이 많다는 점을 인지하고 있지만, 이들을 퇴출할 방법이 마땅하지 않아 고민이 많다"라며 "현재 거래소 핵심 아젠다가 밸류업 프로그램인데, 좀비기업 퇴출이 먼저라는 공감대가 있다"라고 말했다.

이상은·양선우 기자



# 삼성전자 인사 앞두고 복귀 준비하는 미전실·TF 출신들

위기감 커지며 쇄신 예고...연말 인사에 쏠리는 눈  
시선은 경영진 교체·컨트롤타워 복원까지로 확대  
미전실·TF 출신 인사 거취도 주목...검증된 '유일한' 인재풀

삼성전자가 연말 인사를 앞두고 중압감에 휩싸인 가운데 과거 미래 전략실과 사업지원 태스크포스(TF) 출신 인사들의 거취가 주목받고 있다. 시장의 관심이 단순한 임원 감축을 넘어 경영진 교체 여부까지 확산되고 있어서다.

18일 투자업계에 따르면 삼성전자가 연말 인사 시점을 앞당길 거란 관측이 늘고 있다. 지난 5월 교체 발탁된 전영현 반도체(DS) 부문장이 전면에 나서 조직개편·경영진단 등 작업을 이어가고 있지만 최근 실적과 주가 부진 문제로 사과문까지 작성하며 쇄신을 예고했기 때문이다. 내부에선 예년보다 빨리 인사를 진행하되 임원 수부터 대폭 줄일 거란 분위기가 전해진다.

시장 관심사는 삼성전자의 인적 쇄신이 어디까지 이뤄지느냐다. 경쟁사 대비 많은 임원 수를 줄이는 등 단순한 비대한 몸집을 축소하는 식의 처방만으로는 위기 국면을 돌파하기 어렵다는 분석이 지배적인 탓이다. 기존 경영진 교체나 컨트롤타워 신설 등 형태로 대대적 개편이 이뤄질 가능성을 점치는 목소리가 적지 않다.

시장 한 관계자는 "지난 5월 경계현 사장 경질과 전 부회장의 복귀도 회사가 전혀 예상하지 못한 시점에 이뤄졌는데 당시 이재용 회장의

중이 강하게 반영된 결과로 파악된다"라며 "그럼에도 안팎의 부정적 시각이 워낙 거세지고 있어서 연말 인사 역시 파격이 있을 거란 전망이 늘어나는 것"이라고 말했다.

자연히 과거 미전실이나 사업지원 TF 출신 인사들의 행보도 주목을 받는다. 기존 경영진을 대체할 만한 중량급 인사를 특정하기 어려운 상황에서 즉각적인 역할 수행을 기대할 수 있는 유일한 인재풀로 통하는 까닭이다.

실제로 최윤호 삼성SDI 사장의 경우 작년에 이어 올해도 삼성전자로의 복귀 가능성이 오르내린다. 최 사장은 미전실 전략팀 담당 임원을 시작으로 사업지원 TF 담당 임원을 거쳐 삼성전자 경영지원실장을 역임했다. 과거부터 박학규 최고재무책임자(CFO) 사장과 함께 '포스트 정현호'로 꼽힌 전략재무라인 중추로 통해왔다.

배터리업계 한 관계자는 "작년엔 복귀가 이뤄지지 않았지만 여전히 본인 의지가 상당해서 준비를 갖추는 것으로 전해진다"라며 "배터리 산업 부침이 심각한 때 삼성SDI의 양호한 사정이 돋보이고 있는데다, 지난 8월 미국 GM과의 배터리 합작법인(JV) 본계약 체결 등 성과 역시 복귀를 위한 밑그림으로 받아들여지는 편"이라고 전했다.

전 부회장이 새 DS부문장으로 위촉된 날 삼성전자로 복귀한 김용관 전 삼성메디슨 부사장도 함께 회자 중이다. 김 부사장 역시 해체된 미전실 전략팀 출신이다. 전 부회장 존재감이 갈수록 커지는 만큼 김 부사장이 연말 인사를 통해 힘이 실릴 수 있다는 관측이 나온다.

비슷한 시기 안중현 전 삼성글로벌리서치 사장이 2년 만에 삼성전자 경영지원실로 재합류한 바 있다. 안 사장은 소니와의 합작사 설립을 시작으로 오랜 기간 M&A 실무를 담당했던 키맨 출신이다.

M&A 시장 한 관계자는 "내년 3월 사내이사 4명 중 3명이 임기 만료를 앞두고 있는 가운데 지근거리인 미전실, TF 출신 인사들이 속속 복귀하는 모양새"라며 "대안이 마땅치 않아 경영진 교체까지 나아가기 힘들다는 시각도 많지만 결국 검증된 엘리트들은 미전실이나 TF 출신들일 수밖에 없어 주목을 받는 것"이라고 설명했다.

이번 연말 인사는 단순한 조직 개편을 넘어 삼성전자의 미래 방향성을 가능할 중요한 분수령이 될 전망이다. 안팎에서 변화와 혁신에 대한 요구가 거세진 하나 당장의 위기에 대응하려면 기존 검증된 인재를 활용해야 한다는 명분 역시 갖춰지고 있다는 평이 나온다.

정낙영 기자

# 롯데그룹 '신중한' 비상경영 지속... '빅딜' 기대감 거두는 투자시장



롯데그룹은 수년째 지속된 고민을 올해도 풀어내지 못하고 있다. 주력 사업이 부진하고, 기존 투자 부담도 크다. 이에 다른 대기업처럼 자산을 매각해 재무구조를 개선하고 투자금을 마련할 것이라 예상 많았다. 올해는 작년보다 '급처분' 우려가 줄고, 금리 인하도 시작됐다. 롯데가 제값을 받을 수 있는 환경이자, 롯데와 거래를 할 적기란 평가가 따랐다.

그러나 해가 저물어 갈수록 올해도 롯데그룹에서 대형 거래가 나오긴 어렵다는 의견이 많아지고 있다. 정기인사가 두 달도 채 남지 않은 상황에서 경영진이 적극적인 의사 결정에 나설 가능성은 크지 않다. 여전히 많은 자문사와 투자사가 롯데그룹을 찾아 제안을 하고 있지만 별다른 반응은 없는 분위기다.

지금까지 롯데철성음료의 주류사업, 롯데케미칼의 해외 사업, 우리홈쇼핑, 롯데알미늄, 주요 회사의 비주력 사업부 등 술한 자산들이 주목받았는데 매각 성과는 미미하다. 최근엔 그룹의 중요 부동산 자산이나 롯데렌탈, 유니클로(에프알엘코리아) 등에도 시선이 모이는데 역시 성사를 기대하기 어렵다.

좋은 것은 내놓지 않고, 내놓을 수 있는 것은 시장이 외면할 것이라 연초의 시각이 지금까지 이어지는 상황이다. (관련기사 : 팔 만

수년째 화학·유통 부진에 투자 부담 지속  
他기업처럼 대규모 사업조정 예상됐지만  
팔릴 건 못 내놓고, 내놓을 건 시장이 외면  
신중한 비상경영 체제... "아직 안 급한 듯"

한 것도, 팔 의지도 불투명한 롯데그룹... 중요한 건 결국 버티기? 그룹 전체를 뒤흔든 롯데건설발 위기는 일단 사그라들었고, 석유·화학·유통 부문의 고민도 현재 수준에서 관리할 수 있을 것이라 평가가 나온다.

한 M&A 자문사 관계자는 "연초부터 롯데그룹 일을 맡기 위해 여러 차례 찾아가고 관련 프로젝트도 진행했지만 실제로 진행된 것은 없다"며 "경영진의 사업조정 의지가 별로 없는 분위기"라고 말했다.

한 외국계 IB 임원 역시 "올해는 롯데그룹에서 대형 거래가 나올 것으로 봤고 롯데렌탈 등도 잠재 매물로 꾸준히 거론되지만 현재까지 별다른 움직임은 없다"며 "롯데그룹은 지금 사정이 급박하지 않다고 보는 것 같다"고 말했다.

롯데그룹은 기업을 사는 데 조심스럽지만, 파는 데는 더 보수적이다. 한 가족이 된 기업을 웬만해선 내치지 않는다는 점에서 높이 평가받지만 과감한 선택이 필요할 때 의사 결정이 늦어진다는 시선도 받는다. 이런 모습이 이어지면 혹시나 올지 모를 다음 위기엔 시장의 도움을 받기 어려울 수도 있다.

롯데그룹은 두 달여 전 '비상경영' 체제를 선포했다. 겉으로 드러난 변화는 부진한 계열사가 희망퇴직을 고민하고, 임차료 부담에 롯데월드타워를 떠나는 정도다. 경영진이 가장 먼저 꺼낼 수 있는 카드지만, 그룹이 확실한 방향성을 잡았다거나 근본적인 고민을 해결할 결단을 내리고 있다고 보기엔 어렵다.

한 M&A 자문사 관계자는 "롯데그룹이 고민하는 사업조정은 실효성이 없거나 제 값을 받기 힘든 것들이 대부분"이라며 "그룹 차원에서 확실한 방향성을 정해 밀어붙이지도 못하는 상황"이라고 말했다.

롯데그룹 측은 "외부의 제안이 많이 들어오지만 신중하고 보수적으로 살피고 있다"며 "자금 사정도 외부의 우려보다는 위험한 상황은 아니라고 보고 있다"고 밝혔다.

위상호 기자

# 맹집인사다



유료 멤버십에  
가입하지 않아도 시킬 때마다!

최대 **20% 즉시 적립**

최대 **15% 추가 할인효과**

배달앱 맹겨요로  
혜택 가득 배달 생활하세요!

모든 주문 최대 10% 포인트 적립  
맹겨요 페이로 주문 결제 시 최대 10% 포인트 즉시 적립

맹겨요 플러스 고객 추가 10% 포인트 적립  
맹겨요 플러스 고객이라면 모든 주문 10% 포인트 추가 적립

신규 고객 총 1만원 할인 쿠폰  
첫 주문은 물론 두 번째까지 총 1만원 할인

지역화폐 결제 시 최대 15% 할인 효과  
서울 전 지역, 대전광역시, 광주광역시, 세종특별자치시,  
충청북도, 전라남도 지역화폐 사용 가능  
(2024년 6월 기준, 협약 지역 지속 확대 중)

혜택이 돌아오는 배달앱



※ 이 광고는 법령 및 내부통제 기준에 따른 관련 절차를 거쳐 제공됩니다. 준법감사인사인심사팀 제 2024-12903-1호 (2024.06.20~2025.06.19)

# "금리인하기엔 건설채도 OK"... 증권사 창구에서 잘팔리는 회사채

기관 소화 못하는 건설·석화채 리테일서 완판  
처음부터 리테일 노리고 주관사와 전략 구상도  
시중은행 금리 만족못한 개인들, 회사채 '기웃'  
바빠진 PB들..."고객들이 먼저 회사채 투자 문의"

기준금리가 내려감에 따라 회사채 시장도 활황세를 보이고 있다. 조달금리가 떨어지면서 회사채를 발행하는 기업들이 늘었고, 회사채 투자심리가 살아나면서 수요예측도 흥행하고 있던 분석이다.

이러한 회사채 시장의 '훈풍'에는 리테일(개인 고객)의 영향도 큰 것으로 나타났다. 특히 건설채와 석유·화학채 등 업황 탓에 기관에서 포트폴리오 편입을 꺼리는 채권들도 리테일 시장에서 소화되고 있다. 시중은행 금리에 만족하지 못한 개인투자자들이 수익률을 쫓아 회사채 시장으로 눈을 돌린 것이란 설명이다.

롯데건설은 지난 18일 1500억원 규모의 회사채 발행을 위한 수요예측을 진행했다. 2년물 1000억원에는 1080억원의 주문이 들어와 목표량을 채웠지만, 3년물 500억원에는 130억원의 주문만 들어와 일부 미매각이 났다. 총액인수 계약에 따라 남은 물량은 하나증권, 신한투자증권, 한국투자증권, NH투자증권 등이 인수해 리테일에 판매할 예정이다.

건설 업황 회복이 더디지면서 기관투자자 대상 수요예측에서 일부 미매각이 발생했다는 평가다. 일부 대형 운용사에서는 당분간 포트폴리오에 건설채를 전혀 담지 않는 움직임도 감지된다. 다만, 증권가에서는 미매각 물량이 리테일에서 충분히 판매가 가능해 문제될 것이 없다는 반응이다.

한 증권사 커버리지 담당자는 "지금 기관에서 소화되지 않는 회사채는 건설이나 석화 업종의 회사가 발행하는 채권들인데, 리테일에서 다 소화가 되고 있는 상황"이라며 "최근 시장금리가 많이 떨어진 상황에서 5% 중반대의 금리는 개인투자자들에게 충분히 매력적"이라고 말했다.

이번 롯데건설의 회사채 금리는 희망금리 최상단인 2년물 5.4%, 3년물 5.7%에서 결정됐다. 이는 지난 7월 발행한 회사채의 금리와 거의 동일하다. 당시 롯데건설은 1년 6개월물 5.6%, 2년물 5.8%로 회사채를 발행했다. 당시에도 발행량의 약 45%가 미매각됐지만, 리테일 창구를 통해 최종 완판됐다.

리테일 시장에서 회사채의 인기가 높아지면서, 일부 발행사들은 처음부터 기관 수요예측이 아닌 리테일을 노리고 주관사와 발행 전략을 짜기도 했다. 올 들어 두 차례 모회사 롯데케미칼의 신용보강 없이 회사채 발행에 나선 롯데건설도 처음부터 리테일 창구를 목표로 했다는 후문이다.

실제로 금융투자협회 등에 따르면 개인은 이달에만 18일 기준 회사채를 3680억원치 순매수하며 매수세를 이어가고 있다. 올해로 범위를 넓히면 외국인과 기관, 개인이 매수한 회사채 22조 8258억원 중 35.7%에 해당하는 8조1548억원을 리테일 창구를 통해 소화가 된 것으로 나타났다.

덩달아 증권사 자산관리(WM) 부서도 바빠졌다. 일반적으로 WM 부서는 1월부터 10월까지의 성과에 따라 성과급이 지급되는 구조라 10월 중순부터는 업무 강도가 상대적으로 낮아지는데, 올해는 개인 고객들의 문의가 많아져 예년과 분위기가 사뭇 다르다는 설명이다.

한 증권사 PB는 "증권사마다 차이는 있겠지만 일반적으로 WM은 10월까지의 성과로 그해 성과급이 지급되기 때문에 10월 중순부터는 한 해를 마무리하는 느낌이 강한데, 올해는 분위기가

다르다"라며 "증시 불확실성이 커지고, 금리 인하로 채권 매력도가 높아지면서 고객들이 먼저 특정 회사 채권이 어떤지 문의해 오는 상황"이라고 전했다.

이에 올해 회사채 시장은 11월까지도 활황을 띠 것으로 보인다. 일반적으로 10월을 기점으로 연말까지는 기업들이 조달 계획이 있더라도 '연초효과'를 누리기 위해 내년 초로 발행을 미루는 것과는 상반된다는 분석이다.

상반기까지만 하더라도 금리 불확실성으로 현금상황이 회사채 발행을 초과하는 순상환 기조가 우세했던 회사채 시장도 최근 순발행 기조로 돌아섰다. 순발행 규모도 8월 1058억원에서 9월 2633억원, 10월 20일 기준 4593억원으로 증가하는 추세다.

10월에만 20여곳이 넘는 기업들이 회사채를 발행했는데, 11월에도 10월 수준에 맞먹는 회사채 발행이 이어질 것이라 관측이다. 현재 제이알글로벌리츠, 팬오션, 에쓰오일 등이 회사채 발행을 계획하고 있는 것으로 알려졌는데, 이르면 이달 수요예측을 진행해 내달 초 발행할 것으로 예상된다.

한 증권사 연구원은 "한국이 최근 세계채권지수(WGBI)에 편입되면서 국제 금리가 떨어졌는데, 아직 회사채 금리는 그만큼 떨어지지 않아 투자 매력도가 올라간 상황"이라며 "회사채 투심이 살아난 상황에서 11월에는 미국 대선도 앞두고 있는 등 대외적 변수도 있다 보니 기업들의 선제적인 조달 수요도 늘었다"고 말했다.

박태환 기자



# 과열됐던 공모주 시장 정상화? 내년 LG CNS · DN솔루션즈 IPO 어떨까

케이뱅크 상장 철회에 '대어 가뭄'이었던 하반기  
4분기 상장 예정 더본코리아와 오름테라퓨틱 주목도 높아  
내년 1분기엔 LG CNS·DN솔루션즈 등 빅딜 몰려  
개인 투자자 유동성 줄어들 수 있다는 분석도

유독 대어(大漁) 가뭄이었던 올해 IPO(기업공개) 시장이 마무리에 접어들면서 LG CNS와 DN솔루션즈, 서울보증보험 등 내년 1분기 상장을 목표로 하고 있는 후보주자들에게로 관심이 쏠리는 분위기다.

특히 올해 IPO 흥행 가능자라는 평가를 받던 케이뱅크가 수요예측에 참패하면서, 조 단위 몸값을 자랑하는 빅딜을 향한 시장의 평가 역시 한층 깎아지른 수 있다. 전망이 나온다.

22일 증권가에 따르면 올들어 현재까지 공모주 투자의 핵심 전략은 '초일가점에 집중'했다는 평가가 많았다. 공모 기업을 철저히 분석하는 것보다, 수요예측 첫날 주문을 넣어 최대한 많은 물량을 배정받은 후 상장 당일 매도하는 전략이 기관투자자들 사이에 대세로 자리 잡은 것이다. 상장 전 수요예측이나 공모 청약에서는 높은 경쟁률로 기대를 키웠으나 상장 후 주가는 급락하는 사례가 계속 늘어났다.

상장 후 주가와 별개로 대부분의 공모주들이 기관 청약에서 높은 경쟁률을 기록하는 분위기가 이어지자, 업계에서는 '케이뱅크가 IPO 시장 분위기 가능자라는 평가가 나오기도 했다. 케이뱅크는 상장 시 5조원 이상의 시가총액을 기록할 것으로 예상되면서 하반기 IPO 시장 최대어로 꼽혔지만, 동시에 공모주 시장에서 비선호 섹터인 금융사인 데다 밸류가 다소 높게 책정됐다는 평가 때문이다.

증권사 IPO부서 관계자는 "케이뱅크가 수요예측에 성공했다면 IPO 시장이 지나치게 과열됐다는 뜻이니, 성공적으로 상장하는 게 더 문제였을 것"이라며 "업계에선 케이뱅크가 꺾이면(수요예측 결과가 부진하면) 이후 공모주 분위기도 가라앉지 않을까 얘기가 나와서 남은 4분기가 어떻게 흘러갈지 관심이 많다"고 말했다.

올해 마지막 '대어' 후보였던 케이뱅크가 상장을 철회하면서 4분기 상장을 준비하고 있는 '더본코리아'와 '오름테라퓨틱'에 시장의 관심이 모이는 분위기다.

더본코리아는 최대 840억원 공모 예정 금액에 공모가 상단 기준 예상 시가총액이 4050억원으로 '중형급'이고 오름테라퓨틱 또한 코스

닥 상장 예정이지만 올해 IPO 시장이 유난히 '대어 가뭄'을 겪으면서 주목도가 더 높아졌다는 평가다. 올해 코스피 신규 상장 종목은 HD현대마린솔루션, 에이피알, 시프트업, 산일전기, 전진건설로봇 등 총 다섯 곳으로 가장 규모가 큰 공모주였던 HD현대마린솔루션조차 공모 규모가 7000억원에 미치지 못했다.

특히 공모를 통해 최대 1080억원(300만 주)을 조달할 예정인 오름테라픽스는 밴드(3만~3만6000원) 상단 기준 시가총액은 7714억 원에 이르는데, 기준 시가총액 5000억원 이상 기업의 제약·바이오 IPO는 2022년 보로노이 이후 약 2년 반 만인 데다 최근 금리 인하 대표 수혜주로 꼽히는 제약·바이오인 만큼 흥행을 점치는 목소리가 많다.

지난 18일부터 오는 24일까지 기관투자자를 대상으로 수요예측을 진행하고 있는 더본코리아는 희망밴드 상단 이상에서 공모가가 확정될 것이라 분석이 나온다. 대부분의 기관들이 희망밴드 상단 이상의 가격을 적어내면서다. 백종원 대표가 출연했던 '흑백요리사'가 흥행하면서 덩달아 더본코리아에 대한 주목도도 높아졌다는 설명이다. 프랜차이즈 업종이 성공적으로 상장한 사례가 드물지만 백종원 대표의 네임밸류는 그 이상의 가치가 있다는 분석도 많다.

'무주공산'이 돼버린 올해 하반기와는 달리, 내년 상반기에는 빅딜간의 자금 유치 경쟁이 치열해질 전망이다. 예상 기업가치가 7조원에 달하는 LG CNS와 4~5조가 예상되는 DN솔루션즈는 내년 2월을 목표로 상장 준비 중이고, 예상 기업가치가 3조원대로 평가받는 서울보증보험 또한 3월을 목표로 상장 재도전에 나서면서다.

시장에서는 탄탄한 재무 안정성을 보유하고 있는 대기업 계열사인 DN솔루션즈와 LG CNS에 대한 기대감이 높다. LG CNS의 지난해 매출은 6053억원, 순이익 3324억원을 기록했고, DN솔루션즈의 지난해 매출 또한 1조7923억원, 순이익이 3204억원에 달한다. 파두 사태 이후 기술특례기업에 대한 시장 불신이 만연해지고, 금융당국의 상장 심사 역시 깎아지른 채 안정적으로 이익을 창출하는 기업들에 대한 선호도가 특히 높아졌다는 분석이다.

'IPO 재수생'인 서울보증보험 또한 21일 유가증권시장 신규상장 예비심사를 통과하면서, 이번에는 IPO를 완주할 수 있을지 귀추가 주목되는 상황이다. 서울보증보험은 지난해 'IPO 최대어'로 기대감을 불러일으켰으나 수요예측에 참여한 기관들이 희망 공모가 범위 하단보다 낮은 금액에 주문을 넣으면서 결국 상장 철회를 결정한 바 있다.

내년 상장 가능성이 높은 비바리퍼블리카(토스)는 케이뱅크의 상장 철회로 인해 섀넌이 다소 복잡해졌다는 분석이다. 금융 종목인 케이뱅크가 인터넷은행에 대한 기관들의 투심을 미리 확인할 수 있는 창대였는데 부진한 결과를 받아들면서다. 토스는 주관사 선정 이후 상장 준비를 일시 중단하고 상장 속도 조절에 나선 상황이다. 덩달아 같은 금융업으로 묶이는 서울보증보험의 IPO 재도전 성공 여부에 대해서도 우려의 목소리가 높아지는 상황이다.

한 증권사 관계자는 "토스 주관사들은 케이뱅크의 흥행 여부에 관심이 갈 수밖에 없는 상황이었지만, 케이뱅크가 상장을 다시 철회하면서 고민이 늘었다고 볼 수 있다"며 "토스는 일단 상장 전 '몸'을 키우고 적절한 상장 시기를 재고 있는 상황"이라고 말했다.

1분기에 '빅딜'이 몰리면서 유동성과 주목도가 분산될 수 있다는 분석도 나온다. 수조원을 운용하는 공모주펀드는 공급 이슈가 적겠지만, 개인 투자자들의 경우 유동성에 제한이 있을 수 있기 때문에 한정적인 개인투자자들의 자금이 분산될 가능성이 있다는 설명이다.

한 공모주펀드 운용역은 "공모주펀드의 경우 많아도 1~2% 정도의 물량을 받으니까 대어가 몰린다고 유동성 문제가 생길 가능성은 적으나, 개인 투자자들의 경우 한정된 운용자금으로 투자를 하다보니 청약 결과에 영향을 미칠 가능성이 있다"고 설명했다.

최수빈 기자

# 보험사 실적 파티도 끝물...금리인하 파도에 '초긴장'

보험사 3분기 실적 전 분기 대비 하락 전망  
금융당국, 회계처리 보수적으로 요구하면서  
실적 하락 예상보다 클 수도  
금리인하 시작되면서 키스 비율 관리 부상  
대형사도 키스 비율 규제비율에 간당간당  
매각 이슈있는 중소형사 어려움도 가중

보험사들의 '실적 파티'가 끝나가고 있다. 금리 하락기에 접어들면서 IFRS17 도입 이전부터 문제로 지적되어 오던 보험사 건전성 문제는 수면위로 떠올랐다. 빅3 생보사들을 비롯해 대다수 보험사들이 자본건전성을 끌어올려야 하는 숙제를 안고 있다. 일부 중소형 보험사는 건전성 비율이 감독기준에도 못 미치고 있다는 점에서 한동안 자본확충과 건전성 제고가 보험업계의 화두가 될 전망이다.

내달 13일 동양생명을 시작으로 11월 셋째주 진행될 예정인 보험사 3분기 실적 발표를 앞두고, 보험업계의 분위기는 이전과는 많이 달라졌다는 평가다. 작년부터 이어져오던 실적 부풀리기 논란이 사그라드는 분위기다. 사상최고 실적을 갈아치우던 보험사들의 실적도 3분기를 기점으로 한풀 꺾일 것이라 전망이 우세하다.

메리츠증권은 보험사들 3분기 당기순이익이 시장 컨센서스를 하회할 것이라 전망을 내놨다. 메리츠증권에 따르면 3분기 커버리지 보험사(삼성화재·DB손보·현대해상·삼성생명·한화생명) 함께 당기순이익은 2조7000억원으로 전 분기 대비 4.4% 하회할 것이라 전망을 내놨다.

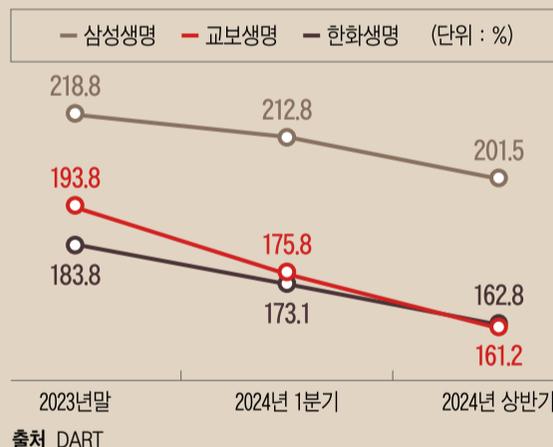
메리츠증권은 "보험손익의 경우 직전 분기보다 18.7% 감소했을 것으로 추산됐다"라며 "미래이익(CSM) 잔액이 증가한 것을 기반으로 CSM 상각이익은 양호하지만 예상치 및 기타 부문이 부진하고, 일반보험의 일회성 비용 등이 발생했기 때문이다"라고 말했다.

금융당국은 실적 부풀리기 논란을 잠재우기 위해서 회계처리 방식을 손보고 있다는 점에서 추후 예상보다 못한 실적이 나올 가능성도 있다. IFRS17에선 미래 수익에 대한 가정을 기반으로 실적을 산출하는데, 여기서 사용하는 가정들을 보수적으로 바꾸고 있는 것이다.

일례로 보험사들의 보험계약 해지율과 손해율 가정을 더 보수적으로 바꾸도록 하고 있다. 기존에 이익이 나는 보험계약으로 간주했던 것들에서 손해가 나는 계약으로 가정을 바꾸어야 할 수도 있다. 이는 보험수익뿐 아니라 건전성 비율에도 직접적인 영향을 줄 수 있는 요소다.

한 보험업계 관계자는 "감독당국에서 보수적인 회계처리를 요구하면서 실적 부풀리기 논란도 어느정도 사그라들 것으로 보인

## 생보 3사 지급여력비율(키스) 비율 변화



다"라며 "IFRS17 문제가 도입 이전부터 논란이 되어왔던 자본적정성 문제로 옮겨가고 있다"라고 말했다.

금융감독원이 밝히 보험사들 건전성 지표를 살펴보면 금리인하 영향이 즉각적으로 나타나고 있다. 금감원이 이달 발표한 자료에 따르면 키스 비율이 지난해 말보다 약 15%포인트 하락했다. 일부 보험사들은 키스 비율이 6개월 사이에 20~30%포인트 내려 금융당국 권고치인 150%에 가까워졌다.

시장금리 하락의 직격탄을 맞은 것은 생명보험사들이다. 지난해 말 208.7%였던 생보사 키스는 올해 상반기 191.7%를 기록하며 17%포인트 하락했다. 반면 손해보험사는 221.9%에서 215.6%로 6.3%포인트 떨어지는데 그쳤다. 상대적으로 장기 계약이 많은 생보사들이 손보사보다 금리 변화에 취약하기 때문이다.

개별 회사로 살펴보면 보험업계 만형인 삼성생명도 마음 놓긴 힘들다. 그나마 다른 보험사 대비 여유가 있지만 200% 이하로 떨어질 수 있다는 점에서 주의가 필요하다. 특히 삼성전자 지분을 보유하고 있는 상황에서 삼성전자 주가 변동성이 건전성에도 영향을 주고 있다.

한화생명, 교보생명은 160%대 키스비율을 기록해 금융당국 권고수준에 가까워졌다. 중소형 생보사 중에선 KDB생명 58.8%

IBK연금보험 89.9%, ABL생명 104.7% 등 키스 최소 기준인 100% 수준이거나 이를 밑돌았다. 이들 중소형사들은 매각이 진행되는 곳들도 다수가 있는 만큼 키스 비율 하락이 매각에 더 부담을 줄 것으로 보인다.

상황이 이렇다 보니 보험사들도 선제적인 대응에 나서려고 한다. 신종자본증권, 후순위채 발행 등을 통해 건전성 비율 끌어올리기에 적극나서고 있다. 이달에만 보험사들이 결정한 자본확충 규모만 1조원에 이른다.

다만 이런 대규모 자본확충에도 실제 키스 비율 증가는 한 자릿수에 불과하기 때문에 보험사들의 부담은 점점 커질 것이라 전망이다. 금리인하 속도의 문제지 더욱 금리가 낮아질 것이라 점에선 이견이 없다.

금융당국도 이런 점을 고민하는 것으로 전해진다. 금감원은 이달 말쯤 할인율 자문회의를 개최하고 보험부채 시가평가하기 위해 적용하는 할인율 관련 제도 개선 방안을 논의한다. 할인율 기준을 어떻게 정하느냐에 따라 보험부채 규모가 달라지게 되는데 당초에는 더욱 보수적인 방식으로 할인율을 적용해서 보험부채를 산출하는 방향을 논의했었다.

하지만 금리인하에 따른 충격이 숫자로 드러나면서 이마저도 연기하는 방향으로 논의가 진행되고 있다. 일각에선 그간 금융당국이 지나치게 실적 부풀리기 이슈에 매몰되었던 평가도 나온다. 오히려 금리하락에 대비해서 보험사 건전성 관리를 어떻게 할지에 대한 대책이 필요했는데, 실적 부풀리기 문제 해결에만 온 신경을 쓰다보니 제도 도입 전부터 문제가 되었던 자본확충 문제를 등한시했다는 평가다.

해당 문제는 저금리 시절 보험사들이 수십조원의 자본확충이 필요하던 분석이 나오기도 했다. 실제 이를 이유로 보험사들은 IFRS17 도입을 적극 반대한 바 있다.

이 관계자는 "보험사들 자체적으로 자본확충을 통해 대응하고 있으나, 수치를 올리는데 어려움이 있는 만큼 금융당국도 같이 고민해야 할 것으로 보인다"라며 "IFRS17 영향을 놓고 보면 실적 부풀리기와 비교할 수 없는 수준의 문제다"라고 말했다.

함께 성장하며  
행복을 나누는 금융



하고싶은 것, 갖고싶은 것,  
생각만으로 그치지 않게

# 해답하라, 하나증권



자산관리, 하나하나 제대로  
투자 처음이라면 하나부터 시작하자!



광고 영상 보러가기

하나증권

※투자자는 금융투자상품에 대하여 금융회사로부터 충분한 설명을 받을 권리가 있으며, 투자전 상품설명서 및 약관을 반드시 읽어보시기 바랍니다. ※이 금융상품은 예금자보호법에 따라 보호되지 않습니다. ※금융투자상품은 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. ※국내주식 온라인 매매수수료는 0.0141639%, 해외주식 온라인 매매수수료는 국가별 상이(미국 0.25%, 중국 0.3%)하며 기타 자세한 사항은 하나증권 홈페이지 등을 참고하시기 바랍니다.

한국금융투자협회 심사필 제24-03348호(2024.08.21~2026.08.20), 하나증권 준법감시인 심사필 제2024-174호(2024.09.26~2026.08.20), CC브랜드 240920-0197

# 빙하기 끝난 PEF 대형 출자사업... 운용사들 막바지 펀드레이징 한창

노란우산, 수출입銀, 군인공제회 등 대규모 출자 대기  
점차 늘어나는 크레딧 출자...내년엔 더 확대할 듯  
PEF 풀림 현상, 세컨더리 증가에 고민 깊어진 LP들  
새로운 GP 찾는 움직임에, 운용사들 정체성 고민해야

기관투자자들의 사모펀드(PEF) 출자사업이 수년 간의 빙하기를 거쳐 올해부터는 예년의 수준을 회복하기 시작했다.

물론 연기금·공제회 등 정책금융의 성격을 띄는 기관들과 달리 민간 금융기관들의 출자 기조가 여전히 보수적이기 때문에 PEF 운용사들의 자금모집(펀드레이징)은 녹록지 않은 상황임이 분명해 보인다. 올 여름엔 대부분의 운용사 인력들이 휴가를 반납하며 펀드레이징에 집중하는 모습이 나타났는데 연말까지도 계속되는 대형 출자사업에 여전히 긴장의 끈을 놓지 못하고 있다.

현재 진행중인 출자사업 가운데 가장 규모가 큰 곳은 중소기업중앙회이다. 총 4700억원 규모의 출자사업을 진행중이고 이중 PEF부문에 3700억원을 출자한다. 국민연금을 제외한 주요 기관 투자자들의 사업과 비교해 결코 작지 않은 규모다. 현재는 쏠리스트를 확정한 상태로 실사와 프리젠테이션을 거쳐 최종 위탁운용사 선정에 앞당기고 있다.

과학기술인공제회(총 2850억원)와 수출입은행(2000억원) 역시 쏠리스트를 선정하고 최종 선정에 위한 마지막 단계만이 남았다. 군인공제회는 올해 마지막으로 위탁운용사를 선정하는 기관이 될 전망이다. 이달 초 총 3900억원(PEF 2700억원, VC 1200억원) 규모의 출자사업을 공고했고 현재 제안서 접수를 마감했다. 올해 마지막까지 자금모집을 위한 운용사들의 치열한 경쟁이 예상된다.

펀드레이징 시장에서 크레딧 부문이 성장이 눈에 띈다. 크레딧 분야는 PEF운용사들의 전통적인 바이아웃(경영권이 수반된 거래)과 달리 소수지분 투자를 비롯해 다양한 전략으로 비교적 안정적인 기대 수익을 올릴 수 있다는 점이 특징이다.

우리나라에선 크레딧 시장은 아직 초기 단계로 평가받지만, 자본시장법 개정으로 사실상 운용사들의 투자 방식에 대한 제약이 사라지면서 수년 전부터 대형사를 중심으로 크레딧펀드를 신설

## 2024년 주요 기관 출자사업

출자기관	선정	출자규모	비고
군인공제회(PEF·VC)	진행중	3900억원	▲ PEF - 대형(1200억원, 3곳), 중형(900억원, 3곳), 소형(600억원, 3곳) ▲ VC - 대형(800억원, 4곳), 중형이하(400억원, 4곳)
수출입은행(PEF)	진행중	2000억원	▲ PEF - 대형(1400억원, 2곳), 중소형(600억원, 2곳)
지방행정공제회(VC)	진행중	1000억원	▲ VC - 1000억원, 4-5곳
중소기업중앙회(PEF·크레딧)	진행중	4700억원	▲ PEF - 일반(2800억원, 4곳), 소형(900억원, 3곳) ▲ 크레딧부문 - 1000억원, 2곳
국민연금공단(부동산)	진행중	1조3500억원	▲ 대출(DEBT) - 6000억원, 2곳 ▲ 코어플랫폼(Core-Platform) - 7500억원, 3곳
우정사업본부(보험), (PEF·VC)	진행중	1400억원	▲ PEF - 1000억원 ▲ VC부문 - 400억원
우정사업본부(보험), (인수금융)	진행중	2000억원	▲ 선순위 인수금융 - 2000억원
산재보험기금(크레딧)	진행중	1400억원	▲ 크레딧 부문 - 800억원 ▲ VC - 600억원
국민연금공단(VC)	진행중	2000억원	▲ VC - 2000억원
방사성폐기물관리기금(미정)	출자 예정	-	-

### 출처 각사

하는 움직임이 나타났다. 운용사들의 이 같은 발빠른 움직임, 그리고 고위험 투자를 회피하는 LP들의 기조가 맞물리면서 크레딧 시장의 성장 속도는 점차 가팔라지기 시작했다.

실제로 국민연금과 중소기업중앙회(노란우산공제회), 우정사업본부(예금), MG새마을금고, 산재보험기금 등이 해당 분야를 신설하거나 규모를 늘렸다. 내년에도 기관투자자들의 해당 분야 출자 확대 기조는 지속할 가능성이 높다.

올해 크레딧 분야에선 일찌감치 시장을 선점한 VIG파트너스(VAC), IMM크레딧앤솔루션(ICS), 글랜우드크레딧 등이 약진했고 큐리어스파트너스, 도미누스, 한투PE 역시 기관들의 높은 평가를 받았다.

2025년은 사모펀드가 한국시장에 안착한 지 20년이 되는 해다. 어느덧 성숙기를 지났고, 수년 전부터는 대형사에 대한 자금의 풀림 현상이 나타나며 양극화에 대한 고민들도 나타나기 시작했다.

이는 글로벌 경기 침체로 안정적인 출자 기조를 고수한 기관들이 검증된 운용사를 선호하는 경향이 강해진 요인이 그 배경이기도 했다. 이에 맞춰 해외 펀드레이징이 여의치 않은 대형 운용

사들이 한국으로 눈을 돌렸다. 충분한 인력과 탄탄한 레코드를 갖춘 대형사들이 국내 출자사업에서 대형 운용사들이 한자리씩 차지하며 비교적 업력이 짧은 운용사들이 설 자리를 잃어가는 현상은 점차 심화했다.

다만 최근들어선 기관투자자들 사이에선 대형사에 수렴하는 출자사업에서 벗어나 색깔있는 운용사를 찾기 위한 움직임이 조금씩 나타나고 있다.

PEF 저변 확대를 위한 원론적인 이야기를 차치하고, 자금의 원천은 같은데 운용사만 바뀌는 세컨더리 거래가 늘어 나고 있다는 데에 대한 LP들의 부담이 커지고 있기 때문이기도 하다. 지난 20년 동안 끈끈한 네트워크 다져온 GP와 LP 핵심 인력들의 세대 교체가 진행되고 있다는 점도 LP들이 신선한 운용사를 찾아내는 배경으로 꼽히기도 한다.

앞론 안정성을 명분삼아 관성에 의한 출자에 벗어나려는 기관들의 움직임이 많아 질 것이란 전망이 적지 않다. 한 업계 관계자는 "다수의 운용사들은 기관투자자들과 네트워크를 새롭게 정립하고 좀 더 명확한 투자전략을 각인시켜야하는 고민을 갖게 될 것"이라고 말했다.

한지용 기자



# 국내냐 해외냐, 직접 vs 간접, 주식?채권?대체?...

## 공제회 CIO들, 투자처 찾기 골머리



내년 투자계획 수립을 앞두고 국내 공제회 최고투자책임자(CIO)들의 고민이 깊어지고 있다. 금리 인하기에서 '특히' 매력적인 투자처가 없는 상황이라 각각의 상황에 맞게 우선순위를 조절하는 것이 최선이라는 설명이다. 당장 다음 달 상황을 기약하기 어려운 변동성이 높은 시장이라는 우려가 나오는 가운데 비상장 주식, 사모 대출 등에서 새로운 기회를 보겠다는 전망도 나온다.

한 공제회 CIO는 "지금은 경제 환경이 불안해 자산을 공격적으로 늘리기 어렵고 회원들의 자금 수요에 대응해야 할 수도 있어 유동성을 쥐고 있어야 한다"라면서도 "수익은 내야 하니 다양한 고민을 하고 있지만 해외 재간접 투자는 옛지를 내기는 어렵고 대체 투자도 내부 역량을 고려하지 않을 수 없다"라고 말했다.

금리 인하기에 들어오면서 공제회들은 채권 투자는 한동안 적극적으로 나서기 어렵다는 공통적인 입장을 보이고 있다. 투자 등급의 채권들의 금리가 조달 금리보다 낮은 상황이라 역마진이 발생할 수 있어 채권 투자를 늘리기는 힘들다는 관측이다.

다른 공제회 CIO는 "아직 내년 자산 배분 수립을 안 한 상태인데, 글로벌 정책 금리가 내려오면서 채권 금리가 내려와 전반적인 자산군의 기대수익률이 동시에 내려오고 있어 과거보다 전략을 선불리 세우기 어려운 상황"이라며 과거에는 에쿼티보다 채권이나 사모 대출 등 투자가 수익 측면에서 좀 더 나아 보이는 게 있었지만, 지금은 차이가 없어 고민이 크다"라고 말했다.

공제회마다 포트폴리오 및 최근 수익률, 목표 수익률 등 상황이 다르다 보니 우선순위는 제각각이다. 눈에 띄는 투자처가 잘 보이지 않다 보니, '전략' 수립보다는 '전술' 조정에 가깝다는 평도 나온다.

회원들에게 안정적이면서도 높은 수익률을 보장해 줘야 하기 때문에 공제회들은 대체투자 비중이 높을 수밖에 없다. 이에 부동산 자산 비중이 높은 공제회들의 경우, 인프라나 사모 크레딧 등의 비중을 늘리고 부동산 지분투자는 선별적인 투자를 나서고 있다.

금리가 높은 현시점에서는 이자 수익을 올릴 수 있는 안정적인 크레딧 투자 자산에 대한 선호도가 높은 분위기다. 국민연금의 경우 주식과 채권 비중이 80% 이상으로 높다 보니 대체투자를 활발하게 늘리려는 움직임을 보인다.

글로벌 시장에서 가격이 많이 내려온 자산들의 경우 매수 기회가 될 수도 있어 투자 기회를 찾고 있는 분위기도 전해진다. 한 동안 사모펀드(PEF)나 벤처캐피탈(VC) 등 비상장 주식이 외면 받았지만, 최근에는 가치에 비해 가격이 비싸지 않은 자산들은 매수 기회라고 보고 있다. 미국 시장에서도 테크 주식을 제외하면 아직 가격 수준이 매력적인 자산들이 있다는 설명이다.

올해 주요 기관들은 연말까지 PEF 출자 사업을 활발히 진행 중이다. 현재 중소기업중앙회, 우정사업본부(보험)가 PEF 출자 사업을 진행 중이고 과학기술인공제회도 숏리스트를 선정하고 최종 선정을 남겨두고 있다. 군인공제회도 출자 사업을 진행 중이다. 앞서 공무원연금, 국민연금공단 등이 올해 PEF 출자 사업을 진행했다.

공제회들은 올해 VC 출자 사업에도 잇따라 나섰다. 건설근로자 공제회, 군인공제회, 지방행정공제회, 과학기술인공제회, 우정사업본부(보험), 국민연금 등이 올해 VC 출자 사업을 완료했거나 진행 중이다.

또 다른 공제회 CIO는 "안전성을 생각하면 에쿼티 자산을 공격적으로 늘릴 수는 없지만, AI(인공지능) 등 테크 분야 주식이 나쁜 것은 아니라 주식 투자도 긍정적으로 보고 있다"라며 "PE나 VC 등 프라이빗 섹터는 아직도 금리 타격에서 벗어나지 못하고 있는데, 장기적인 시각에서는 지금 투자하는 것이 기회가 될 수 있다고 보고 있다"라고 말했다.

지난해부터 진행되고 있는 감사원의 조사 결과도 변수가 될 수 있다. 감사원은 지난해부터 주요 연기금을 대상으로 본감사를 1년 넘게 진행 중이다.

감사원이 집중하는 부문은 부동산 등 대체 자산들의 공정가치에 대한 투명성이 떨어진다는 점이다. 다만 이러한 측면은 대체 투자에선 불가피한 부분이라 감사원에서 권고나 지적은 가능하지만, 특별한 조치(?)에 들어가기 어려울 것이란 관측이다.

한 공제회 관계자는 "감사원 검사 결과가 아직 나오지 않았고 계속 의견만 주고받고 있다. 감사원 결과가 투자 계획 자체에 큰 영향을 미치지 않을 것"이라며 "지금부터 내년 계획을 어느 정도 짜고 있는데 1년 단위의 성적이 중요한 공제회 특성상 연말까지 유동성을 보고 확정지을 수 있을 것"이라고 말했다.

이상은 기자

# 국감때마다 호출되는 회장님들… 금융지주사 리더십은 언제쯤 선진화할까

자회사 임원 인사권까지 쥔 지주사 회장들  
능력 보여줘야 하는 비은행 자회사들은 더 공격적  
계열사 대표는 수익 보여주는 임원 관리 못해  
인사시스템 바꾸지 않으면 영원히 우물안 개구리

**"왜 외국계 투자은행(IB) CEO는  
국내 금융지주사 회장이 될 수 없나?"**

누군가에게 뜬금 없겠지만, 정곡을 찌르는 얘기이기도 하다. 한국의 금융지주사가 그만큼 보수적이어서 '인사(人事)'에 변화를 주기가 어렵다는 걸 반증한다.

금융지주사의 리더십 문제는 어제오늘 화두가 아니다. 사고는 끊이질 않지만, 개선될 기미는 보이지 않는다. 올해 국정감사에서 금융지주사 회장들의 참석 여부, 그리고 거기서 나왔던 발언들이 화제였다. 그 과정에서 다시 한번 한국의 금융지주사 회장들이 얼마나 강한 권한을 갖고 있는지, 이를 제어하는 게 쉽지 않다는 걸 재확인할 수 있는 계기가 된다.

금융지주사에 혁신을 기대하기 어렵고 보수적 기조가 강해질 수밖에 없는 배경 역시 회장의 제왕적 영향력과 전근대적인 인사 시스템에 기인한다는 지적들이 많다.

비금융기업의 경우 이종산업이라고 하더라도 CEO가 되는 경우가 외국에선 다반사고, 국내에서도 종종 있다. 외부인사 영입은 항상 열려있다. 그리고 기업들은 내부 혁신이 필요할 경우 이 카드를 자주 꺼낸다.

반면 금융기업, 특히나 대형 금융지주사의 경우 금융업 이외의 CEO 풀(Pool)이 만들어지지 못했다. 삼일회계법인서 오래 근무했던 KB 금융그룹의 윤종규 전 회장 정도가 그나마 특이 케이스에 속한다. 그러다보니 다른 산업은 물론 외국계B 대표가 한국의 금융지주사 회장이 된다는 건 꿈 같은 얘기라고 하는거다.

국내 금융지주사는 아직도 상업은행계나, 한일은행계나, 조흥은행계나, 장기신용은행계나 등등 출신성분을 얘기한다. 외환위기 이후 시중은행 통폐합이 25년 전 일이다. 하지만 여전히 어떤 라인을 타고 있는지, 누구의 줄을 타고 있는지가 출세에 영향을 미친다. 그리고 소위 월급쟁이 샐러리맨도 최정점에 오를 수 있는 게 금융지주사 회장 자리다.

이렇게 해서 최정점에 오르는 순간 인사권을 쥐게 되는데 이는 어떤 그룹의 오너 경영인보다 더 강력한 힘을 갖게 됨을 의미한다. 소왕국이라고 해도 크게 틀리지 않다.

최근 NICE신용평가는 '은행계 금융회사는 보수적인가라는 보고서에서 금융지주사 계열 증권사를 "무모한 부자집 도련님" 이라고 지칭했다. 부유한 부모님만 믿고 무리하게 일을 벌여 1300억원의 운용 사고를 낸 신한투자증권에 에둘러 비판한 거다. 즉 은행계 자회사들은 보수적이지 않고 오히려 더 공격적이라는 얘기인데 이게 금융지주사의 인사 시스템과도 무관하지 않다.

모두가 인지하듯 금융지주사에선 은행이 '갑'이다. 비은행 자회사의 CEO와 임원들이 인사권을 쥐고 있는 지주사, 그리고 회장에게 어필할 수 있는 방법은 리스크 관리가 아닌, "돈을 벌었다"로 귀결된다. 그러니 더 공격적인 영업 방법을 쓸 수밖에 없다.

금융지주사 내 비은행 계열사들의 보상 시스템이 매우 '짜다'는 것도 일정 영향을 미친다. 허점을 찾아 사익을 극대화하는 방향으로 움직이는 임원들이 있을 수밖에 없다. 시스템 허점을 이용해 돈을 벌

오는 임원들에게 계열사 대표들은 꿈쩍 못하는 분위기가 형성된다. 홍콩 ELS 사태, 라임 사태, ETF LP 손실 사태도 다 여기서 빚어졌다. 계열사의 CEO들은 이런 문제들을 예견하거나 방지할만한 전문성을 갖고 있지 못하다.

자본시장에서 영향력이 더 커지고 있는 건 미래에셋, 메리츠 등 오너 경영인이 있는 금융그룹이다. 여기서도 오너 경영인들이 제왕적이라고 할 수 있지만, 다른 금융지주사와는 차이점이 명확하다. 회장들이 사업적 방향성을 제시하고 밑에 있는 사람들은 그에 맞는 성과를 보여주면 된다. 잘 되면 화끈하게 '보너스'를 받는다. 회장의 방향성에 따랐는데 실패하면 그건 회장의 잘못이고 본인이 능력을 보여주지 못하면 다른 곳으로 떠나면 된다. 모든 게 능력으로 얘기된다.

은행계 지주사는 애초에 방향성이 없다. 성과를 내도 그건 내 라인 윗사람의 몫이고 실패하면 내가 책임져야 하는, 적자생존보다 못한 지경이다. 은행계 지주사 회장은 인사권을 단행하지만 그에 대한 책임은 지지 않는다. 군림만할 뿐 그 이상은 없다.

국내 금융지주사들은 부동산이 뜨면 모두 부동산으로, 이머징마켓이 뜨면 모두 이머징마켓으로 간다. 금리 따라 은행이 돈을 벌면 그룹이 돈을 버는거고 못 벌면 모두 어려움에 처한다. 금융지주사들의 수는 계속 늘어나는데 차별성은 없다. 이러니 내부 인력들의 자리를 마련하는 것, 지주사 회장의 인사권을 강화하는 것 그 이상 그 이하도 의미가 없다고 비판 받는다.

금융지주사의 인사 시스템이 바뀌지 않는 이상 우린 매년 정부 눈치는 보면서도 예대마진으로만 돈 벌며 표정관리하는 광경을 지켜봐야 한다. 우물 안 개구리가 너무 많다.

이도현 기자



Q LG의 클린테크에 바라는 게 있나요?

# 해녀덜 물질하는 바닷가 깨끗해시민 좋으께라

제주도 새내기 해녀 강혜리 님은 바다가 깨끗하기를 바랍니다. LG는 신재생 에너지 기반 탄소 저감 기술, 폐플라스틱 및 폐배터리 재활용 기술, 바이오 소재 플라스틱 등 클린테크로 건강한 바다를 꿈꿉니다.



# 미래, 같이

다 같이 더 나은 삶을 누릴 수 있는 미래가치 만들기, LG가 함께 하겠습니다.

새내기 해녀 강혜리 님



※LG의 클린테크에 대한 자세한 내용은 lg.co.kr의 2022-2023 ESG 보고서에서 확인하실 수 있습니다.