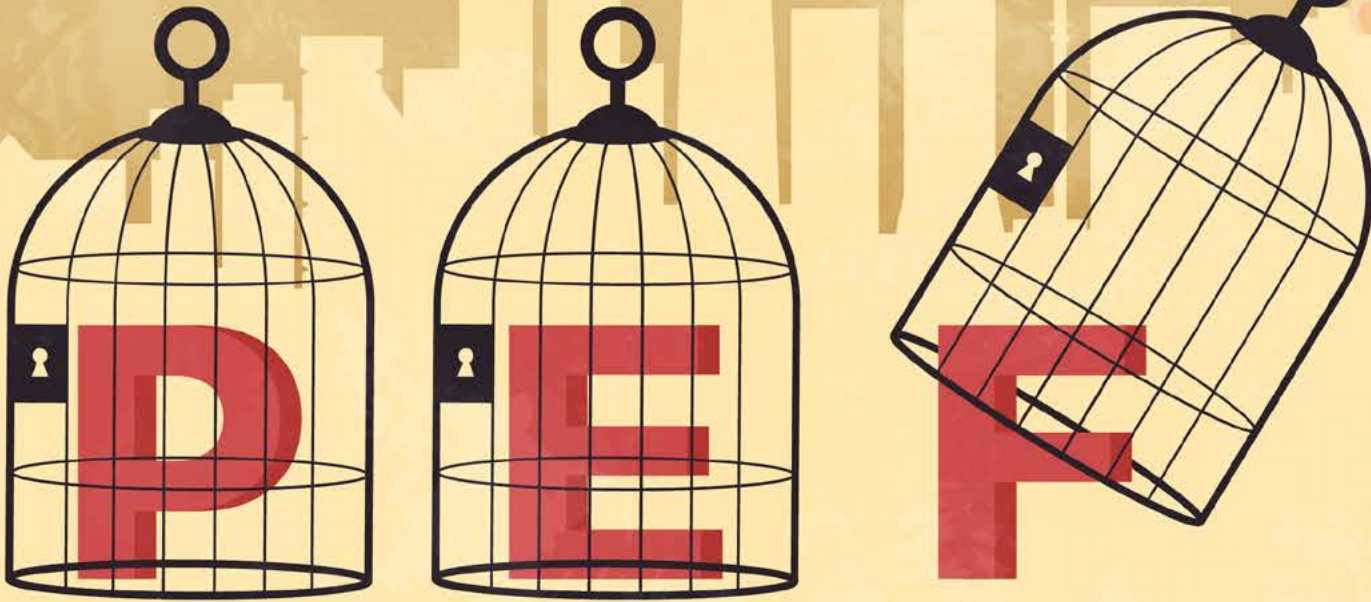


## ஹஹ்ஹ் 사태 후폭풍... 규제 논의 중심에 선 PEF



국회에선 MBK파트너스 책임 추궁  
국세청은 MBK파트너스 자금흐름 조사  
금감원은 검사 착수 "엄격히 검사할 것"  
PEF에 대한 전망위 압박

미국·유럽도 최근 PEF 투자 투명성 강화에 방점  
PEF들 펀딩 부담부터 규제 불확실성에 '조마조마'

한국 사모펀드(PEF) 산업이 출범 20년 만에 최대 위기를 맞았다. 홀플러스의 기업회생 신청을 계기로 그간 규제 사각지대에 있던 PEF에 대한 감독 강화 요구가 급부상하면서, 업계 전반에 걸쳐 변화의 압박이 커졌다.

경영계에서는 PEF를 여전히 적대적 M&A를 노리는 주체로 경계하고 있다. 노동계에서는 고용 불안에 초래하는 투자자로 인식한다. 금융당국과 국회에서도 규제 필요성이 제기되면서, 한국 PEF 시장은 새로운 전환점을 맞이했다.

홀플러스의 회생 신청은 정치권에서도 주요 이슈로 다뤄지고 있다. 국회 정부위원회는 18일 긴급 현안 질의를 열어 홀플러스 사태를 집중 논의했다. 해당 자리에선 여야를 가리지 않고 불출석한 김병주 MBK파트너스 회장에 대한 질타가 이어졌다. MBK파트너스에 대한 청문회까지 거론되는 상황이다.

특히, MBK파트너스가 기업회생 신청 직전까지 유동화증권(ABSTB)을 발행해 투자자들에게 손실을 전가했다는 의혹이 제기되면서, 사기적 부당 행위 여부에 대한 논란이 확대되고 있다. 이와 관련해 김병주 회장이 개인 재산을 출연한 배경도 주목받고 있다.

MBK파트너스 경영이 '도덕적 해이'로 결론 날 경우, 사모펀드 산업 전체가 규제 강화의 중심에 설 가능성이 크다. 국회에서는 ▲ 투자 투명성 강화 ▲ 투자기관 구조조정 방식 규제 ▲ 노동자 보호 장치 마련 등의 법안이 논의되고 있으며, 금융당국도 PEF의 내부통제 강화를 위한 조치를 검토 중이다.

최근 금융감독원은 자산규모 기준 30위권 내 PEF 운용사들에 내부 조직도와 주요 의사결정 구조에 대한 자료 제출을 요구했다. 이는 사모펀드 산업에 대한 감독 체계를 정비하기 위한 사전 작업으로 해석된다. 더불어 MBK파트너스에 대한 검사에도 착수했다. 금감원장까지 나서서 "매우 엄격한 검사에 나설 것"이라고 밝힌 만큼 대대적인 검사가 진행될 것으로 예상된다. 특정 사안을 두고 금감원이 PEF 검사에 나선 것은 처음 있는 일이다.

한 금융당국 관계자는 "PEF 설립 시 금융감독원의 사전보고 절차를 다시 도입할 경우, 사실상 금융회사와 유사한 수준의 감시 체계가 적용될 것"이라고 설명했다.

사모펀드의 운용 실태는 금감원뿐 아니라 국세청 조사 4국 조사를 통해서도 어느정도 윤곽이 나올 것이라 관측이다. 대기업 비자금 수사를 전담하는 국세청 조사 4국은 재벌들의 '저승사자'라 불리우는데 최근 MBK파트너스에 대한 세무조사에 착수했다. 국내 자금흐름뿐 아니라 국외 자금흐름 전반이 이번 조사 대상에 오를 수 있다는 관측이 나온다.

국세청은 지난 2015년 KKR과 어피너티의 OB맥주 매각차익에 대해서 세무조사를 벌인 경험이 있다. 당시 펀드 자금흐름 및 LP들에 대해서 조사를 진행한 경험이 있는 만큼 사모펀드의 자금흐름에 대해서 충분한 이해도가 있다.

문제는 해당 사태가 PEF 산업 전반에 미칠 영향이 크다는 점이다. 홀플러스 기업회생 신청으로 PEF가 '국민 정서법'을 건드린 점이다. 특히 PEF가 경영계와 노동계에서 모두 질타의 대상이 됐다. 경영권 분쟁 사태로 경영계에서 PEF에 대한 경계에 대한 목소리가 커지고 있고, 노동계에선 재벌보다 '악덕한 자본'으로 프레임 잡히면서 양쪽에서 난타를 당하고 있다. 즉, 여당과 야당 모두 PEF 편을 들어 줄 곳이 마땅치 않은 상황이다.

'모피아'로 불리우는 금융관료들 사이에서도 PEF를 바라보는 시선이 이전같지 않다. 한국 사모펀드는 2000년대 초반 금융관료를 중심으로 해외 자본에 국내 유수의 기업들이 넘어가는 것에 문제의식으로 PEF 도입이 추진됐다. 한 전직 금융관료는 "당시

국회에 반대에도 불구하고, 금융관료를 중심으로 설득작업이 진행돼 어렵사리 사모펀드 제도를 만들 수 있었다"라고 말했다.

이후 국내 PEF는 폭발적으로 성장했다. 특히 지난 6~7년간 PEF 시장이 급격하게 성장해 PEF 약정액은 140조원, 등록 PEF 숫자는 1200개에 육박한다.

이 과정에서 PEF는 전통적인 투자 영역인 비상장 기업을 넘어 상장 기업 인수까지 시도하면서 자본시장에 미치는 파급력은 더욱 커졌다. 하지만 20년이 지난 현재 금융관료조차 사모펀드가 국가 산업 발전에 기여한 점에 대해서 문제의식을 갖고 있다. 규제의 사각지대에서 금융적 수익만을 추구하며 PEF '배 불리기'만 하는 것 아니냐는 지적이다.

실제로 미국과 유럽에서는 PEF에 대한 감독이 강화되는 추세다. 투자 투명성을 높이고 노동권 보호를 강화하는 방향으로 가고 있다. 예를 들어, 미국은 2022년 SEC(증권거래위원회)를 통해 사모펀드의 투자 보고 및 내부 통제를 강화하는 정책을 도입했다. 유럽연합(EU) 역시 2023년 AIFMD(대체투자펀드 운용사 지침) 개정을 통해 PEF의 투자 과정에서의 책임을 확대했다.

이런 분위기와 맞물려 PEF들은 자본시장에서 영향력을 강화하려는 이복현 금감원장과 국회가 어떤 규제를 만들어낼지 숨죽여 지켜보고 있다.

속론 이런 상황을 만든 MBK파트너스를 탓하면서도, 다른 한편론 PEF가 구조조정, 고용창출 관점에서 기여한 부분에 대한 평가는 이뤄져야 한다는 생각이다. 한 PEF업계 관계자는 "산업이란 관점에서 PEF 시장을 살펴봐야 하는데, 홀플러스 이슈에 매몰되어서 어떠한 법이 발의될지가 최대 고민거리다"라며 "출자자들이 움츠러들까봐 가장 걱정스럽다"라고 말했다.

다른 PEF 업계 관계자는 "대기업의 비핵심 사업을 인수해 투자하고, 고용을 유지하는 역할을 그간 사모펀드들이 수행해왔다"라며 "자칫 사모펀드 전체가 사회악으로 규정될까봐 걱정스럽다"라고 말했다.

# 한계 부딪힌 국내 PEF 시장 오퍼레이션 역량... '해결책'은 있을까

홈플러스 사태로 PEF의 경영 능력 한계 드러나  
해외는 KKR 캡스톤 등 별도 컨설팅 그룹 두기도  
"국내와 사정 달라, 해외 방식이 능사가 아니다"  
투자·경영 모두 경험한 전문가 중요성 부각될듯

홈플러스의 기업 회생 절차 사태가 사모펀드(PEF) 업계에 적지 않은 파장을 미치고 있다. 여러 이슈가 부상한 가운데 PEF 운용사들의 포트폴리오 기업 경영 자질에 대한 의구심도 커지고 있다.

이미 오래전부터 한정된 전문 경영인 풀(Pool)에 대한 지적은 계속된 가운데, PEF들은 투자뿐 아니라 이후 기업 관리에 대한 고민이 깊어질 전망이다. 이에 '투자'와 '경영' 모두를 경험한 파트너의 중요성도 갈수록 커질 것이라 관측이 나온다.

글로벌 PEF들은 기업 경영을 위한 전문가 집단을 갖추고 있다. 운영 파트너(Operating Partners) 혹은 운영 그룹(Operating Group)으로, 투자 기업의 운영 및 성과 개선을 지원하는 조직이다. 이들은 펀드의 포트폴리오 기업들과 협력하여 전략적·운영적 개선, 비용 절감, 성장 전략 실행 등을 지원한다. 대개 전직 CEO, CFO, COO, 컨설턴트 등 경영진 출신들이 많다. 경영진 코칭, 실사 지원, 인수 후 실행 전략 등을 담당해 포트폴리오 운영 개선을 지원하기도 한다.

KKR은 하나의 컨설팅 회사 형태로 KKR 캡스톤(Capstone)을 보유하고 있다. 2000년 설립돼 현재 약 100명의 전담 오퍼레이션 전문가들로 구성돼 있다. 이들은 포트폴리오 기업의 CEO들에게 상당한 지원과 지침을 제공하지만, 직접 통제하지는 않는다. 칼라일(Carlyle)은 자회사인 Alpinvest Partners를 통해 포트폴리오를 관리하며, 투자 기업에 대한 운영 지원을 제공하고 있다.

국내에서는 하나의 회사 형태로 두지는 않지만, 내부에 오퍼레이션 그룹을 따로 만들어 운영하거나, 오퍼레이션 파트너를 선임해 권한을 주는 방식으로 전문가 집단을 꾸려온 것이 일반적이다. 담당 조직이 없어도 PE들은 네트워크를 통해 관리 전문가인 C-레벨 인력풀을 보유하고 있다.

MBK파트너스는 2018년 말 외부에서 오퍼레이션 파트너를 처음으로 영입했다. 처음으로 영입된 운영 담당 임원은 차영수 전 삼성전자를 대표다. 삼성전자와 삼성증권, 삼성생명 등 삼성그룹에서 33년간 경력을 쌓은 인물이다. 2010년 설립된 한앤컴퍼니는 오래전부터 투자팀과는 별도로 오퍼레이션 팀을 꾸려 운영해왔다. 스틱인베스트먼트도 산업군에서 경영 실무를 수행한 경영진들로 오퍼레이션 파트너 그룹을 운영했다. IMM PE는 2020년 말 IMM오퍼레이션즈 그룹을 설립했다.

이처럼 국내에서도 PEF들이 기업 관리 방식 개선을 위해 노력해 온 것은 맞지만, '전담 전문가를 두는 것이 능사가 아니라는' 평가가 많다. 특히 미국처럼 인력 풀이 넓고 규모가 큰 시장이 주력인 글로벌 하우스들과 달리, 국내 시장은 인력 풀도 좁고 하우스별 포트폴리오도 한정적이다 보니 별도의 전문가 조직을 두는 것이 국내 시장에서 무조건 '정답'은 아니라는 것이다.

한 대형 PEF 대표는 "지난 20년간 지켜봐 온 결과, 해외 방식이 꼭 한국에서 통하는 것은 아니다"라며 "국내에서는 통상 삼성, LG 등 대기업에서 오랜 기간 임원을 하다 온 분들이 오퍼레이션 전문가를 맡고 있는데, 이들이 기존 회사 경영진과 협업이 잘 되지 않는 경우도 허다하다. 또 연령대도 높다 보니 오히려 일이 실무 중심보다 정치적으로 흘러갈 때가 많다"고 말했다.

이러한 배경에서 PEF 내에서도 '투자'와 '경영'을 모두 경험한 전문가의 중요성이 더욱 커질 것이라 관측이다. 대표적인 사례로 IMM오퍼레이션즈 그룹 수장을 맡고 있는 김유진 대표가 꼽힌다.

김 대표는 보스턴컨설팅그룹(BCG)을 거쳐 2009년 IMM PE에 합류했고, 린데코리아, 레진코믹스, 할리스 등 주요 거래를 주도했

다. 2017년부터는 3년간 할리스 대표를 맡아 기업 경영을 했고, 이후 할리스를 KG그룹에 매각한 뒤 IMM PE에 복귀했다. 이후 김 대표는 2021년부터 2023년 7월까지 에이블씨앤씨(미사) 대표를 맡았고, 2023년 8월부터는 한샘 대표를 맡고 있다. 김 대표는 포트폴리오 그룹 내부의 목소리를 잘 듣고 개선점을 이끈다는 평을 받고 있다.

그렇다고 회사를 가장 잘 아는 창업자와 경영 손발을 맞추는 것도 쉬운 일은 아니다.

글로벌 PEF TPG(텍사스퍼시픽그룹)은 2017년 바닥재 제조업체인 녹수 모회사인 모림의 경영권 지분을 인수했다. 창업주인 고동환 대표가 모림 지분 35%를 보유하고 경영에 참여했는데 시너지 효과는 크지 않았다. 녹수 인수 담당자가 퇴사한 이후에도 이런 상황이 이어졌고 투자회수도 지연됐다는 평이다. TPG는 지난해 7년 만에 녹수 지분을 스틱인베스트먼트에 매각했다.

최근 파산을 신청한 JKL의 포트폴리오 기업 거흥산업도 창업주가 경영 일선에 남았던 케이스다. JKL파트너스는 창업주이자 최대주주인 이규석 전 회장으로부터 2016년 회사를 인수했다. 이 대표는 이후에도 회사를 이끌다 2019년 떠났고 이후 2023년 사내이사로 복귀해 경영에 참여해왔다.

한 M&A 업계 관계자는 "오히려 남은 창업자와 손발을 맞추지 못하면 인수 당시 계획한 기업가치 제고 전략을 실행하지 못하고 시간만 지나는 경우도 적지 않다"며 "홈플러스 사건으로 PEF들의 오퍼레이팅 능력 이슈가 떠오르면서 고민이 깊어지고 있다"고 말했다.

이상은 기자





# 홈플러스 회생채권, 메리츠 뭉 빼고 1/n... 사재출연·법원 시각은 변수



채권 분류 따라 상환 가능성 달라져  
신탁 공매권 있는 메리츠금융 안정권  
공익채권 외 리스·금융부채는 후순위  
김병주 사재 출연해 소상공인 지원  
법원 판단에 개인투자자 회수 영향

기업회생절차에 들어간 홈플러스의 채권이 어떻게 분류될지 채권자들은 얼마나 자금을 상환받을지 관심이 모이고 있다. 신탁 담보채권을 갖고 있는 메리츠금융그룹이 최우선권을 가진 가운데 나머지 금융 채권자와 리스 채권자, 상거래 채권자 등은 사실상 동순위에서 빚잔치를 벌이게 될 것으로 예상된다.

다만 일부 상거래 채권은 보다 우선적으로 변제를 받을 수도 있다. 김병주 MBK파트너스 회장이 '소상공인 거래처'에 재정 지원을 하겠다 했는데 이는 회생계획안 수립 과정에 반영될 것으로 예상된다. 법원이 불완전판매 논란이 불거진 자산유동화 전자단기사채(ABSTB) 채무를 어떻게 분류하느냐에 따라 변제율도 달라질 전망이다.

지난 18일 서울회생법원은 홈플러스의 채권자 목록 제출 기한을 4월 1일에서 4월 10일로 연장했다. 조사보고서는 5월 22일, 회생계획안은 6월 12일까지 제출해야 한다. 이 과정에서 채권 규모와 홈플러스 측의 채무 변제 계획이 구체화할 것으로 예상된다.

기업회생절차에서 채권은 크게 공익채권, 회생담보권, 회생채권으로 나뉜다. 공익채권은 조세, 임금·퇴직금, 일부 상거래채권 등으로 회생채권과 회생담보권에 우선한다. 회생절차에 의하지 않고 수시로 변제하며 강제집행이나 추심도 가능하다. 회생담보권은 채무자에 대해 담보물권이나 법적 우선권을 갖는 채권으로 금융사가 이를 갖고 있는 경우가 많다. 일반 회생채권은 가장 권리가 약하다.

현재 홈플러스 관련 부채는 크게 금융채무와 상거래채무로 나뉜다. 금융채무는 메리츠금융그룹 등에서 빌린 1조2000억원, 기업어음(CP)과 ABSTB, 리스부채 등이 있다. 나머지는 상거래·기타 채무다. 이런 부채가 어떤 채권으로 인정받느냐에 따라 변제 결과 달라질 수 있다.

현재 가장 상환 안정성이 큰 곳은 메리츠금융그룹의 채권이다. 현재 홈플러스의 모든 부동산은 신탁에 담보로 제공돼 있고, 메리츠금융은 이 신탁에 대한 1순위 수익권을 갖고 있다. 분류상으

론 일반 회생채권이지만 사실상의 자산 처분권을 갖고 있다. 판례는 담보신탁의 수익권은 회생절차의 영향을 받지 않는다는 원칙(도산절연)을 인정한다. 메리츠금융도 자금 회수 자신감을 보였다.

그 다음은 조세, 임금, 그리고 회생절차 개시 신청 전 20일 이내에 발생한 상거래채권 등 공익채권이다. 홈플러스는 14일 기자회견에서 상거래채권 중 3400억원을 상환했다고 밝혔는데, 상당 부분이 공익채권에 해당하는 상거래채권일 것으로 예상된다. 홈플러스와 MBK파트너스는 상거래채무 전액을 변제하겠다는 뜻을 밝히고 있다.

가장 규모가 큰 것은 리스부채다. MBK파트너스는 2015년 홈플러스를 7조2000억원에 인수했다. 당시 인수금융 2조7000억원을 일으켰고, 회사의 기존 차입금 1조3000억원도 떠안았다. 이후 MBK파트너스가 매각후재임차(Sales & Lease Back) 전략을 펴며 차입금 상당 부분이 리스부채 형태로 바뀌었다.

통상 매각후재임차 계약에는 워크아웃, 회생절차 등 기한이익 상실(EOD) 사유가 발생할 경우 잔여 차입을 일괄지급하는 조항(make whole payment)이 포함돼 있다. 홈플러스 측이 임대차계약을 해지하면 앞으로 남은 계약동안 내야 할 임차료 전체가 회생채권으로 오른다는 것이다.

홈플러스 입장에선 다른 임차인을 구할 수도 있는데 미래 차입 전액을 내는 것은 부당하다는 점을 피력할 수도 있지만 이런 주장이 받아들여질 가능성은 크지 않다는 지적이다. 과거 STX팬오션(현 팬오션) 회생절차 때도 선주나 특수목적회사(SPC)들은 잔여 선박임차료 전액을 회생채권으로 신고한 바 있다.

기업어음이나 사채, 전자단기사채, ABSTB 등도 회생채권으로 분류될 것으로 예상된다. 시중은행의 채권은 회생담보권일 가능성이 있지만 부동산 전부가 신탁 담보로 잡힌 상황에선 큰 의미가 없을 것으로 예상된다. 가치가 거의 사라진 홈플러스 주식이 담보라면 사실상 일반 회생채권보다 우선권이 있다고 보기 어렵다. 일부 대기업은 홈플러스로부터 담보를 받았을 수도 있다.

결국 공익채권과 메리츠금융 채권 상환 가능성이 가장 크다. 이를 제외한 리스부채와 일반 금융채무, 기타 채무 등은 같은 순위에서 자금을 나눠 받아야 할 것으로 보인다. 홈플러스의 부동산 자산은 4조7000억원 수준임을 감안하면 회생채권자가 전액을 변제받을 가능성은 작아진다. 과도한 채권 감액이나 이자 감면이 포함된 회생계획은 채권자 동의를 얻기 어려울 수 있다.

한 회계법인 구조조정 담당 임원은 "회생절차와 별개로 부동산 자산 공매에 나설 수 있는 메리츠금융이나 일부 공익채권자 외

## 홈플러스 관련 부채 구성

구분	금액	비고
일반대출	1조3015억원	메리츠금융그룹 1조2000억원 국민·신한·우리은행 1106억원
CP/전자단기사채	709억원	2025년 2월말 기준 1830억원
유동화대출	4466억원	자산유동화 전자단기사채(ABSTB) 3500억원
사채	909억원	P-CBO(부국/IBK)
리스부채	3조8501억원	부동산 투자사/리스 출자자 및 대주단 등
RCPS	1조655억원	-
매입채무	5428억원	-
기타지급채무	8754억원	-
기타	2765억원	-

출처 하나증권, DART 등. 2024년 2월 결산기준

에는 대부분 동순위 회생채권자로서 자금을 나눠 받게 될 것"이라고 말했다.

공익채권에 포함되지 않은, 즉 회생절차 개시 20일전 이전의 상거래 채권은 상환 순위가 밀린다. 중소기업과 소상공인은 이 대금을 제때 변제받지 못하면 경영이 휘청할 수밖에 없다. 김병주 회장은 어려움을 겪는 소상공인 거래처를 지원하기 위해 사재출연하겠다는 뜻을 밝혔다. 아직 출연 규모나 방식은 정해지지 않았지만 법원이 이를 허가한다면 일반 회생채권자인 소상공인도 보다 앞서 자금을 돌려받게 될 것으로 기대된다.

현재 가장 큰 논란거리는 홈플러스가 신용등급 하향 가능성을 알았는지, 회생절차를 염두에 두고도 증권을 통해 유동화채권을 팔았는지다. MBK파트너스의 '기회 회생절차' '사기 판매' 등 논란이 일고 있다. 이달 초 홈플러스 CP, ABSTB, 단기사채 등 단기채권 판매잔액은 약 6000억원에 이른다. 신용증권 등을 통해 개인에 팔린 규모는 약 2000억원이고, 일반 법인에 3300억원이 팔려 나갔다. 일반 회생채권이면 상환 순위가 밀린다. MBK파트너스도 사재 출연금과 이 채권 상환은 거리가 있다는 입장이다.

다만 법원이 ABSTB를 어떻게 보느냐에 따라 결과가 달라질 수 있다. 이를 상거래채권으로 보거나 계속 영업을 위한 금융 채무로 분류해 조기 변제받도록 하는 식이다. 법원이 기존 판례나 관행을 벗어나긴 어렵지만 이번 사안이 중하고 수많은 개인투자자의 손실 여부가 걸린 만큼 최대한 유연하게 판단할 것이라 예상도 나온다.

한 도산 전문 변호사는 "사회적으로 주목도가 높은 상황이고 법원도 효율적으로 사안을 처리하고 싶어하는 만큼 최대한 채권자를 보호할 수 있는 방안을 모색할 것"이라고 말했다.







# 그룹 컨트롤 약화 속 '독자경영' 강조하는 삼성화재... 이재용 재판에도 악영향?

삼성화재, 자회사 편입에도 '독자경영' 밸류업에서 삼성생명 앞서면서 시가총액에서도 앞질러 자회사 편입 이슈 부상하면서 이재용 회장 재판 마무리 안된 시점에 삼성그룹 취약한 지배구조도 수면위로

삼성생명 자회사 편입에도 불구하고, 삼성화재가 '독자경영'을 강조하고 나섰다. 삼성화재가 실적에서는 물론, 시가총액에서도 삼성생명을 뛰어넘으며 모회사인 삼성생명 체면이 말아 아니라는 평가가 나온다. 그룹 컨트롤이 약화된 상황에서 금융지주 가능성마저 거론되는 가운데 양사간의 경쟁구도도 뚜렷해졌다.

그룹 지배력이 약한 삼성화재의 경우 자회사 편입 후에도 '마이웨이'를 외칠 가능성이 커졌다는 지적이 나오고 있다. 이번 자회사 편입 이슈로 인해 삼성그룹의 금융사 컨트롤 이슈도 다시금 조망받았다. 이재용 회장 재판이 마무리 안된 시점에 지배구조 문제가 부상하면서, 재판에도 부정적인 영향을 줄 수 있다는 우려도 제기된다.

삼성화재는 오는 19일 주주총회를 열고 본격적인 주주환원 정책에 나선다. 삼성화재는 지난 2월 실적발표에서 주주총회 이후 4월 중 자사주를 소각할 예정이라고 밝혔다. 해당 자사주 소각이 진행되면 삼성생명의 삼성화재 보유 지분이 15%를 넘어섬에 따라 자회사로 편입해야 한다. 이를 위해 삼성생명은 삼성화재를 자회사 편입을 금융위원회에 신청한 상태다.

화재 주주들 사이에서는 생명 자회사 편입으로 인해 경영 간섭이 심해지는 것 아니냐는 우려가 나왔다. 아무래도 자회사 편입이 되면 모회사 '간섭'을 피하기는 어려울 것이라ں 관측이 나오면서다. 이에 대해 삼성화재 측은 적극적으로 대응하고 나섰다.

구영민 삼성화재 경영지원실장(CFO)는 "삼성생명 자회사로 편입되더라도 사업 운영 및 거버넌스 측면에서 현재와 마찬가지로 사업을 영위할 것이고 변경될 사항은 없다"라고 말한 바 있다.

자회사 편입 신청에 이은 독자경영 강조는, 다시금 삼성금융사에 대한 거버넌스 이슈로 관심이 쏠리게 하는 계기가 됐다는 평가다. 자회사 편입을 두고 회사측에선 어디까지나 자사주 소각에 따른 조치라는 설명을 내놨지만, 지주회사를 위한 밀착업이라는 평가가 나오는 등 뒷말은 여전히 무성하다. 현재의 지배구조에서도 양사가 안정적으로 사업을 유지한 터라 '밸류업' 때문만으로는 설득력이 떨어진다고 보기 때문이다.

이 때문에 보험업계에선 이번 지배구조 변화가 그룹 컨트롤 타워 약화와 관련있는 것 아니냐는 해석이 나온다. 이는 과거 미전실 산하 금융일류화 팀이 해체되고 삼성생명 산하에 금융경쟁력제고 TF로 재편되면서 그룹에서의 컨트롤이 이전과 같지 않다는 평가와 맥락이 닿아있다.

삼성화재는 삼성그룹 내에서도 지배력이 약한 계열사로 꼽힌다. 삼성생명이 보유한 15% 남짓한 지분을 통해서 삼성이 영향력을 끼치는 구조다. 실질적으로 외국인 주주나 개인 주주들이 지분의 대부분을 소유하고 있다. 이 때문에 금융사 내에서도 '삼성' 색깔이 약한 금융사로 손 꼽힌다.

그나마 과거에는 그룹 산하 금융일류화 팀을 통해서 관리 감독이 이뤄졌다. 하지만 금융경쟁력제고 TF로 조직이 바뀌면서 그 영향력이 이전과 같지 않게 됐다는 지적이 잇따르고 있다.

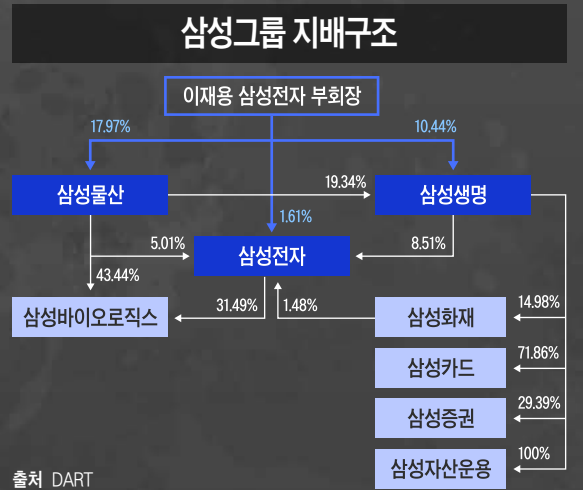
금융일류화팀 주요 멤버인 장석훈 전 삼성증권 사장을 비롯해 박종문 현 삼성증권 사장 등이 계열사 CEO 자리를 차지하면서 현재 금융경쟁력제고 TF의 주요 구성원들은 과거같은 '그룹맨' 느낌이 덜하다는 분석이 주류를 이룬다. 현재는 이승호 부사장이 금융경쟁력제고 TF 팀장을 맡고 있는데, 삼성금융사를 컨트롤 하기에는 무게감에서도 CEO들보다 떨어진다는 지적이다.

한 삼성금융에 정통한 관계자는 "금융경쟁력제고 TF가 되면서 금융사 출신 주요 인력들이 삼성생명 산하 TF로 파견되는 형태로 바뀌고, 사외이사들의 독립성이 강조되면서 이전보다 그룹 컨트롤이 약화했다"라며 "자회사 편입 이슈에 대해 이승호 부사장이 그룹과의 소통 창구 역할은 했지만, 의사 결정 권한까지는 갖기 힘든 구조다"라고 말했다.

이번 삼성화재의 자사주 소각에서 시작된 자회사 편입 이슈도 결국은 15% 남짓의 주인인 삼성그룹보다는 외국인 및 개인주주들을 더 신경 쓴 결과가 아니냐는 평가가 나온다.

삼성화재가 독자경영을 외치는 배경도 이런 기조를 이어가겠다는 뜻으로 풀이된다. 문제는 과거 미전실 산하 금융일류화 추진 팀이 금융사를 컨트롤 했다면, 굳이 이재용 회장 승계 재판이 마무리 안된 시점에서 굳이 지배구조 문제로 잡음을 일으키진 않았을 것이라ں 평가도 뒤따르고 있다는 것이다.

한 보험업계 관계자는 "삼성생명은 밸류업의 플래너라도 못 꺼내는 상황에서 삼성화재가 먼저 앞서 나가고 있는 상황이다"라



며 "이전 미전실 체제에선 삼성생명이 우선 순위였지만, 지금은 그런 분위기도 아니다"라고 말했다.

이처럼 금융사들과 전자를 중심으로 한 그룹 통제력도 많이 약화된 점이 금융지주 설립 가능성을 거론되게 하는 배경 중 하나로 회자되는 상황이다.

삼성생명의 독자 행보가 이재용 회장 승계 재판에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 관측이 나온다. 삼성물산·제일모직 부당 합병과 삼성바이오로직스 분식회계 재판에서 이재용 삼성전자 회장이 무죄를 인정 받았지만, 아직 대법원의 판단이 남았다.

이런 가운데 지배구조 문제가 수면위로 올라오면서 그룹 차원의 부담도 커졌다. 국회에선 삼성그룹 지배구조를 정조준한 '삼성생명법'이 재발의 되기도 했다.

한 재계 관계자는 "이재용 회장 2심 결과가 나온 직후 공교롭게 삼성화재 자회사 편입이 발표되면서 그룹 지배구조 개편 가능성이 다시금 언급되기도 했다"라며 "삼성그룹 입장에서 민감할 수밖에 없는 이슈"라고 말했다.

양선우 기자





# '트럼프크'에 놀란 서학개미, 국장으로 대피? 인버스·테마주에 베팅했다 '눈물'

국내 투자자 미국 주식 규모, 7주새 16조원 급감  
코스피 개인 비중은 44%→48% 상승... '곱버스'에 몽칫돈  
美 경기 침체 공포 본격화...반도체도 수요 개선 기대 '과도'  
"상호 관세 공개되고, 美 고용 둔화 본격화한 후 기회"

영원할 것만 같았던 미국 증시의 아성이 무너지며, 서학개미들의 국내 증시 귀환이 이어지고 있다. 미국 증시가 이른바 '트럼프크'(트럼프+일론 머스크+리스크) 이슈로 하락세를 면치 못하자, 연초 이후 연기금이 상승세를 이끌고 있는 국내 증시로 다시 눈을 돌린 것이다.

다만 이런 '빅 무브'의 성과는 아직 탐탁지 않은 것으로 파악된다. 귀환한 서학개미들의 자금은 주로 코스닥 테마주로 향했다. 연기금 집중 매수의 수혜를 입은 코스피엔 오히려 '인버스'로 역베팅을 감행하고, 대형주는 매도했다.

지난 18일(현지시간) 미국 나스닥 지수는 1.7% 하락 마감했다. 연초 이후(YTD) 수익률은 마이너스(-) 9.4%에 달한다. 인공지능(AI) 산업 주도주인 엔비디아와 메타가 3%대 하락세를 보였고, 최근 잠시 반등했던 테슬라는 또 다시 5% 급락 마감했다. 중국 전기차업체 비야디(BYD)가 5분 총전에 400km를 주행할 수 있다는 기술을 공개한 게 악재로 작용했다.

미국 다우존스 지수의 연초 이후 수익률은 -2%, S&P500지수는 -4% 수준이다. 중국 항생종합지수가 같은 기간 23%, 독일 닥스 지수가 17%, 코스피도 9% 오르는 강세장에서 미국 증시만 소외된 것이다. 지난해 하반기 펼쳐진 미국 증시 주도 랠리와는 완전히 상반된 분위기다.

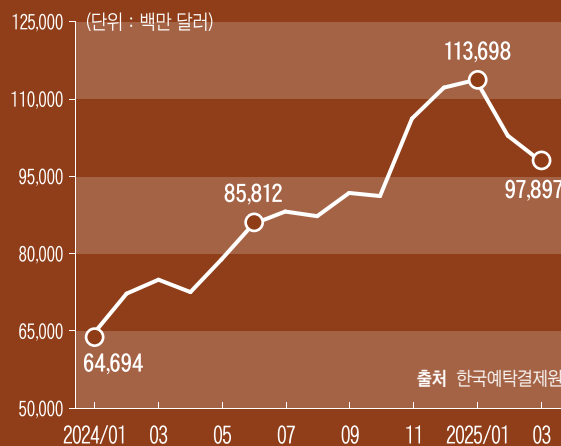
서학개미들의 탈출 러시도 본격화했다. 지난 1월 말 약 1137억달러(165조원)까지 불어났던 국내 투자자들의 미국 주식 보관액은 지난 18일 현재 979억달러(142조원)으로 급감했다. 불과 7주 새 약 16조원, 14% 규모가 줄어든 것이다.

미국 증시를 빠져나온 자금은 일부 홍콩 증시와 코인 시장으로 향했고, 상당 부분은 국내 증시에 돌아온 것으로 파악된다. 실제로 지난해 12월 코스피에서 개인이 차지하는 비중(거래대금 기준)은 44%로 최근 3년새 최저 수준까지 떨어졌는데, 지난 2월 기준 48%로 회복세를 보이고 있다.

'트럼프크'가 불러온 미국의 증시 급락을 피해 국내 증시로 돌아온 서학개미들은 수익을 봤을까? 수치상으로는 그럴 가능성이 크지 않다는 분석이다.

연초 이후 국내 증시 상승세의 핵심 동력은 연기금이었다. 외국인 순매도가 지속되는 와중에도 연기금은 코스피에서만 3조6000

국내 투자자 미국주식 투자 규모 추이



억원을 순매수하며 상승세를 이끌었다. 이 기간 주로 산 종목은 삼성전자, SK하이닉스, 삼성바이오로직스, 포스코홀딩스, LG에너지솔루션 등 대형주 위주였다.

반면 개인투자자들은 같은 기간 코스피에서 삼성전자, SK하이닉스, 삼성바이오로직스를 순매도했다. 종목 중에는 삼성SDI와 현대차를 주로 담았고, 상장지수펀드(ETF) 중에선 미국 S&P와 나스닥에 투자하는 상품을 집중적으로 매수했다. 개인들이 상당수 비중을 실은 'KODEX200선물인버스2X'(일명 곱버스)의 연초 이후 수익률은 -19%에 달한다.

개인투자자들은 연초 이후 코스닥 시장에만 3조원의 순매수를 쏟아부었다. 알테오젠, 오름테라퓨틱, 리가켄바이오 등 바이오 테마주가 중심이었다. 조선주, 로봇주, 엔터주 등 일주일도 채 안 되는 간격으로 돌아가는 '순환매 장세'에도 올라타고 내리기를 반복했다.

한 자산운용사 운용역은 "코스닥 시가총액 1위인 알테오젠조차 이달 초 급락기에 투매로 나온 물량이 꽤 된다"며 "바이오주의 주가 변동성을 고려하면 올 초 진입한 투자자 상당수는 손실을 피하지 못했을 것"이라고 지적했다.

손실의 고통은 언제까지 지속될까? 증권가에서는 미국의 경기 침체로 인한 수요 부진이 가시권에 들어오는 가운데, 침체가 확인되고 이후 이른바 '트럼프 풋'(정책 전환)이 본격화하면 투자 비중을 점차 늘려야 한다는 전략이 힘을 받고 있다.

연초 이후 개인투자자 순매수/순매도 상위 종목

구분	순매수 상위	순매도 상위
1위	삼성SDI	SK하이닉스
2위	TIGER미국S&P500	한화에너지
3위	현대차	NAVER
4위	HD현대미포	KODEX레버리지
5위	KODEX미국S&P500	KODEX코스닥150레버리지
6위	TIGER미국나스닥100	현대로템
7위	KODEX미국나스닥100	POSCO홀딩스
8위	HD현대일렉트릭	SK이노베이션
9위	KODEX200선물인버스2	삼성바이오로직스
10위	알테오젠	현대모비스

지난 18일 공개된뱅크오브아메리카 글로벌 펀드매니저 서베이 결과에 따르면 향후 12개월 동안 미국 경기에 대해 '침체가 없을 것'이라고 답한 비율은 한 달 새 36%에서 19%로 급감했다. 경착륙(하드랜딩) 비중은 6%에서 11%로 증가했다.

트럼프의 관세 정책과 일론머스크가 주도하는 정부효율부(DOGE)의 해고 정책이 경기 침체를 불러올 거란 공포가 작용한 것으로 해석된다. 트럼프 2기 정부의 첫 재무 사령탑인 스톡 베센트 재무장관이 "경기 침체를 배제하지 않는다"며 "최근 주가 하락은 '과도한 희열'에서 벗어난 것"이라는 입장을 견지한 것 역시 투심에 영향을 줬다는 평가다.

이용찬 하이투자증권 연구원은 "국내 증시는 반도체 업황 회복의 기대감이 있으나 미국 내외 지역의 경기 둔화를 고려하면 수요 개선 기대는 아직 이르다는 판단"이라며 "올해는 조금 더 조심해도 과하지 않을 것으로 생각한다"고 밝혔다.

허재환 유진투자증권 연구원은 "디톡스(해독)은 건강에 유익하지만 일부 영양결핍과 근손실이 나타날 수 있는데 최근 미국 경제와 주가가 그렇다"며 "반전의 계기가 뚜렷하지 않은 상황에서 오는 4월 상호관세 공개, DOGE의 연방정부 직원 정리 후 미국 고용 둔화가 본격화된 다음 미국 증시가 반격의 시점을 찾을 것"이라고 말했다.





\*고용노동부 주관 2024년 퇴직연금사업자평가

# 퇴직연금 우수사업자 NH투자증권

## 차이를 증명합니다

730여개 ETF 실시간 매매부터  
예금, ELB, 채권 등 다양한 상품은 물론  
통합연금자산 등 모바일 솔루션과  
연금자산 관리센터까지

경험하세요,  
투자의 차이가 만드는 연금의 차이!

### 이제, 연금도 투자다 N2, 퇴직연금



[투자유치 시] NH투자증권은 퇴직연금에 대한 증권사별로는 가장 다양한 상품을 보유하고 있으며, 가입전 상품설명서 및 약관을 반드시 읽어보시기 바랍니다. \*이 금융상품(채권, ETF, 파생결합사채)은 예금자보호법에 따라 보호되지 않습니다. \*퇴직연금(예금, 채권 등)은 예금자보호법에 따라 예금보험에 대상 금융상품으로 운용되는 적립금에 대해 다른 보호상과는 별도로 인당 5천만원까지(1인용)는 금융상품(채권, 파생결합사채) 보호됩니다. \*연금계좌의 계약기간 만료 전 종료해지하거나 계약기간 종료 후 연금 이자의 형태로 수령하는 경우 사액공제 한도 남용으로 인해 연금에 대해 기존 소득세0.9%가 부과될 수 있습니다. \*연금계좌의 해지금 지급 시 금융소득종합과세 대상이 되며, 가입시 연금이 납입된 가입자는 금융상품에 따라 금융투자상품별 보수는 발생합니다. 자세한 수수료율은 홈페이지를 참고하시기 바랍니다. \*직립금 평가\* 연금 평가액 평가금액의 평균값, 퇴직금 이전평가액입니다. \*과금금주: 서울호암로 4465호 (2024-11-26 ~ 2025-11-25)



# "여기서 더 오른다고?"... 한화·LIG 등 방산株 기대감 유효할까



방산주가 지속해 상승 랠리를 이어가는 모습이다. 유럽 주요국들의 재무장 계획이 본격화되면서, 국내 방산업체들이 직접적인 수혜를 입을 것이란 기대감이 반영됐다. 투자업계는 여전히 상승 여력이 남아 있다고 보지만, 급격한 주가 상승세에 장기적인 실익을 따져봐야 한다는 신중론도 고개를 든다.

지난 1년 간 한화에어로스페이스의 주가는 309%, 현대로템은 261% 상승했다. LIG넥스원, 한국항공우주(KAI)도 각각 72%, 66% 뛰었다. 한화에어로스페이스는 네이버를 제치고 코스피 시가총액 9위에 올라섰으며, 지난해 초만 해도 100위권 밖이었던 현대로템 역시 시총 39위까지 급상승했다.

조선업계도 미 군함시장 진출을 통해 방위산업에 확장하는 모습이다. 한화그룹은 필리핀조선소 인수에 이어 미국에 조선소를 보유한 호주기업 오스탈 인수 계획을 밝히며, 군함 시장 진출에 박차를 가했다. 해당 소식이 전해진 후 한화에어로스페이스, 한화오션, 한화시스템의 주가도 상승세를 보였다.

HD현대중공업 또한 미국 내 조선소 인수를 검토중인 입장이다. 회사는 필리핀조선소를 제외하고 미국 내 7~8개의 조선소 검토를 마쳤으며, 다른 지역의 조선소들도 추가로 살펴본 것으로 알려졌다. HD현대중공업은 이지스함 건조에 강점을 지녀 미국의 함정 건조 시장이 열린다면 수혜를 입을 가능성이 크다는 평가다.

시장의 관심은 이러한 급등세가 언제까지 지속될지로 모아진다. 아직까지도 투자업계 컨센서스는 "방산주의 추가 상승 여력은 남아있다"에 맞춰져 있다.

한 증권사 방위산업 연구원은 "국내 방산업체들은 피어그룹 대비 여전히 주가가 낮은 편"이라며 "유럽 각국의 재무장 속도가 더딘 만큼, 국내 방산업체들이 단기적으로 수출 기회를 잡을 것"으로 내다봤다. 이어 "우크라이나가 국방 예산이 증액한다면, 한국 방산업체들이 주요 입찰에 참여할 가능성이 높다"고 덧붙였다.

## 방산주 추가 랠리 가능성에 관심 PER 고평가 우려 속 신중론도 고개 들어 단기적으론 긍정적 전망, 장기적으론 실익 따져야

금융투자업계 관계자는 "방위산업은 결국 국방 예산의 영향을 크게 받는데, 최근 글로벌 국방비 지출이 증가하는 흐름이라 시장 파이 자체가 커지고 있다"며 "이 같은 흐름에 맞춰 국내 방산업체들의 주가도 재평가되고 있는 것"이라고 분석했다.

국내 방산 업체들의 실적도 그간의 주가 상승세를 뒷받침한다는 평가다. 다른 금융투자업계 관계자는 "한화에어로스페이스와 현대로템은 한국에서 생산하던 K9 자주포와 K2 전차의 '갭 필러(Gap Filler)' 물량이 폴란드로 대량 수출되면서 영업 레버리지 효과 발생했다"며 "고정비는 유지된 상태에서 생산 효율성이 향상되며 납품 속도가 빨라졌고, 이에 따라 마진율도 개선됐다"고 설명했다.

일각에서는 급격한 주가 상승에 따른 부담을 지적하는 목소리도 나온다.

한 증권사 연구원은 보고서를 통해 현 시점에서의 방산주 밸류에이션을 분석했다. 그는 "역사적으로 분쟁이 발생할 때 방위산업의 12개월 선행 PER(주가수익비율)은 30배 수준이었다"며 "현재 지정학적 리스크를 고려하면 20~22배 수준이 적절한 밸류에이션으로 보인다"고 내다봤다. 현대로템, 한화에어로스페이스, 한국항공우주의 PER은 적정 밸류에이션을 웃돌았다.

기업별로 주가 상승 여력을 나눠 분석해야 한다는 의견도 있다. 한 투자업계 관계자는 "이제는 실제로 수주 파이프라인이 확보된 기업들을 중심으로 주가 차별화가 나타날 것"이라며 "한화에어로스페이스와 현대로템은 보유한 수주 물량을 기반으로 중동 지역까지 시장을 확대할 가능성이 높아 추가 상승 여력이 있다"고 밝혔다.

단기적으로 한국 방산업체들이 수혜를 볼 것이란 점에는 이견이 없다. 유럽 방산업체들이 생산설비 확대에 나선다고 해도, 단기 내 자체 재무장을 마치는 현실적 어려움이 따르기 때문이다. 다만 장기적인 관점에서는 신중한 접근이 필요하다는 지적이다. 글로벌 방위산업 경쟁이 심화하고, 한국 방산업체들의 기술 유출 가능성도 우려되는 요소로 꼽힌다.

한 신용평가사의 방위산업 연구원은 "무인기에 강점을 두고 있는 튀르키예와 6세대 전투기 기술을 보유한 일본이 경쟁력을 키워 신중국 시장 진출을 노리고 있다"며 "글로벌 경쟁이 심화하는 점은 한국 업체에 부정적"이라고 밝혔다. 이어 "국내 업체들은 폴란드 등 일부 국가를 중심으로 수출을 이어왔는데, 수출처를 다변화하지 못한 점도 변수가 될 것"이라고 내다봤다.

기술 유출 우려도 주요 변수다. 국내 방산업체들은 유럽의 방위비 증액에 따른 수혜를 극대화하기 위해 현지 업체들과 협력 방안을 모색 중이다. 통상 방산 수출 계약은 국내에서 부품을 생산한 후 현지에서 최종 조립하는 방식으로 이뤄진다. 다만 현지업체와의 협력 수위를 높이거나, 현지 완전생산 방식으로 계약을 체결할 경우 핵심 기술 유출 가능성이 높다는 평가다.

방위산업 관계자는 "과거 튀르키예에 K2 전차를 수출할 당시 현지 생산 방식으로 계약했는데, 이후 튀르키예가 자체적으로 유사한 전차를 생산하며 기술 유출 논란이 제기됐다"고 설명했다. 이어 "현지완전생산 방식으로 계약할 가능성은 크지 않지만, 해외업체와의 협력 강화를 마냥 긍정적으로 내다보기는 어렵다"고 밝혔다.

유럽연합(EU)은 자체적인 방위력을 강화하겠다고 방침이다. EU 집행위원회는 지원금 중 일부를 자국업체에 우선 지원하겠다고 밝혔다. 이어 에마뉘엘 마크롱 프랑스 대통령도 유럽국의 방위비가 해외업체로 흘러가서는 안 된다는 점을 강조했다. 현 상황에서 유럽의 방위비 증액이 한국 업체들에 얼마만큼의 실익을 안겨줄지는 지켜봐야 한다는 분석이다.



## 삼성바이오·셀트리온 등 K바이오 뒷심, 미국 정책 방향성에 달렸다

CELLTRION SAMSUNG BIOLOGICS

생물보안법·의약품 관세 등 美 바이오 정책 불확실성 지속  
삼성바이오 "구체적인 내용 확정되면 대응방안 검토할 것"  
셀트리온 "관세 부과 시에도 충격 최소화되도록 이미 조치"

국내 바이오 기업들의 작년 연말 대비 연초 주가가 상승세를 보이는 가운데 이같은 훈풍이 지속될 수 있을지 관심이 모인다. 생물보안법과 의약품 관세 부과 등 실적과 주가에 큰 영향을 끼칠 수 있는 미국의 정책 불확실성이 계속되면서 삼성바이오로직스와 셀트리온 등은 미국의 방향성에 집중하는 분위기다.

K바이오 대장주인 삼성바이오로직스는 올해 초 유럽 제약사와 약 2조원의 역대 최대 규모 수주 계약을 체결하고, 지난해 4조 5000억원의 사상 최대 매출을 기록하는 등의 성과에 힘입어 올해 초 황제주로 재등극했다.

내달 5공장 완공 이후 삼성바이오로직스의 총 생산능력(캐파)은 78만4000L로 늘어날 예정이며, 2027년 준공을 목표로 6공장도 증설할 계획이다. 캐파가 늘어나는 만큼 계속 대규모 수주 계약을 따낼 수 있을지 여부가 주목된다. 글로벌 상위 제약사 17곳을 고객사로 확보하고 있고 조 단위 수주 발표가 이어지고 있다는 점 등을 근거로 증권가에서는 현재의 추세가 계속될 수 있을 것으로 전망하는 분위기다.

지난해 11월 최저 15만3101원까지 하락했던 셀트리온의 주가는 최근 18만원대로 올라서며 하락 전 수준으로 회복하는 모습이다. 셀트리온은 연매출 1조원을 돌파한 대표 제품 램시마를 바탕으로, 오는 2030년까지 총 22개의 바이오시밀러 포트폴리오를 완성한다는 계획이다. 다만 미국에서 신약으로 판매되는 짐펜트라는 지난해 매출이 기대에 못 미친 만큼 향후 수익성을 지켜봐야 한다는 목소리도 나온다. 셀트리온은 자회사 셀트리온바이오 솔루션스를 설립해 위탁개발생산(CDMO) 사업에도 본격적으로 진출할 계획이다.

롯데지주가 최대주주인 롯데바이오로직스는 롯데바이오로직스는 브리스톨마이어스스콕(BMS)에서 바이오 의약품 생산 공장(4만 규모)을 인수한 데 이어 지난해에는 송도 바이오 캠퍼스 1공장을 착공했다. 1공장은 12만 생산 규모로 내년 완공돼 2027년 본격 가동될 예정이다. 롯데바이오로직스는 송도 바이오 캠퍼스에 이 같은 규모의 바이오 의약품 생산 공장을 총 3개 건설할 계획인데 완공 시점에는 생산설비가 총 40만에 이를 전망이다.

SK주가 지분 100% 보유한 세포·유전자치료제(CGT) CDMO 계열사 SK팜테코는 2017년부터 약 2조원을 투입해 미국·유럽 등

에 생산기지를 마련하고, 지난해 2조원 규모의 비만치료제 수주를 따내기도 했다. SK팜테코는 2억6000만달러를 투자해 세종시에 저분자·펩타이드 생산 공장을 신축할 계획이며 2026년말 가동될 예정이다.

삼성바이오로직스와 셀트리온 모두 올해 5조원이 넘는 매출 목표를 제시한 가운데 이들의 눈은 트럼프 대통령의 입에 쏠리고 있다. 생물보안법과 의약품 관세 등 미국의 정책에 따라 실적과 전략이 변동할 가능성이 크기 때문이다.

지난해 9월 미국 하원을 통과하며 연내 시행이 기대됐던 생물보안법은 12월 상원 표결에서 불발되며 멈춰선 상태다. 그러나 트럼프 대통령이 대선 과정에서 생물보안법 통과를 약속한 만큼 임기 내 재추진될 가능성이 클 것으로 점쳐진다. 법안의 취지는 우려기업으로부터 미국인의 개인건강과 유전정보를 보호하겠다는 것이지만, 사실상 중국 기업들에 대한 견제로 해석되기 때문에 통상 국내 기업들에게는 호재로 여겨지고 있다.

삼일PwC의 '미·중 무역분쟁의 또 다른 분야, 제약·바이오 산업' 보고서에 따르면, 법안이 시행될 경우 매출의 절반 이상이 미국에서 나오는 우시그룹(우시바이오로직스·우시애펙)은 상당한 피해가 있을 것으로 전망된다. 현재 글로벌 CDMO 시장은 스위스의 론자(Lonza), 중국의 우시바이오로직스(WuXi Biologics), 한국의 삼성바이오로직스 등 소수의 주요 업체들이 과점을 이루고 있는 상황이기 때문에, 법안이 도입되면 삼성바이오로직스 등 CDMO 기업들을 중심으로 반사이익이 기대된다.

다만 법안 시행에 따른 국내 기업들의 수혜가 생각보다 크지 않을 것이라는 시각도 공존한다. 국내 기업이 유일한 대체제가 아닌 만큼 스위스의 론자나 일본의 후지필름 등 타국가의 CDMO 기업들과 수혜를 나눠 받을 것으로 예상된다는 이유에서다.

한 증권사 연구원은 "그동안 중국 기업이 차지하는 비중이 컸던 만큼 삼성바이오로직스 등 국내 기업이 이익을 볼 수 있는 것은 맞다"면서도 "미국은 중국을 견제하는 것이지, 한국을 선택한다는 의미는 아니기 때문에 중국 외 기업들의 반사이익은 모두 비슷할 것"이라고 말했다.

의약품 관세 문제도 리스크로 꼽힌다. 트럼프 대통령은 오는 4월부터 의약품에 25% 이상 관세를 부과하겠다고 밝힌 바 있지만, 실제로 의약품 관세가 시행될지 여부는 불투명하다. 관세 부과 시 대응 방안으로 생산기지를 미국으로 이전하거나 미국 내 공장에 투자하는 등의 방안이 꼽히지만, 삼성바이오로직스 입장에서선 구체적인 내용이 나오기 전까지는 행동을 취하기 애매하다.

삼성바이오로직스 관계자는 "구체적인 내용이 확정된 후 대응 방안을 검토할 예정"이라면서 "생산능력 확장 차원에서 한국을 비롯해 미국 등 다양한 지역에 대한 진출을 염두에 두고 있는 것은 맞지만 미국 투자 등 구체적으로 확정된 사항은 없다"고 밝혔다.

셀트리온은 관세 부과가 실현되더라도 영향을 최소화하기 위한 조치를 이미 마련한 것으로 알려졌다. 올해 미국에서 판매 예정인 제품에 대해 약 9개월 분의 재고 이전을 마쳤다. 또 이미 현지 위탁생산(CMO) 업체를 통해 완제의약품(DP)을 생산하고 있고, 올해 상반기 중 현지 원료의약품(DS) 생산시설을 확보하는 투자 결정도 마무리할 예정이다.

국내 시장에선 생물보안법, 관세 부과 두 정책 모두 아직 구체적인 내용이 확정되지 않았기 때문에 지켜봐야 한다는 입장과 이미 주가에 반영됐다는 입장으로 엇갈리는 모양새다.

한 증권사 관계자는 "현재로서는 관세가 시행될지, 중국 제재법안이 더 확대되는 건 아닌지 등을 확인하는 것이 가장 중요하다"면서 "아직 결정된 것이 없기 때문에 다들 대기하며 상황을 지켜보고 있는 중"이라고 전했다.

다른 금융투자업계 관계자는 "관세 부과 우려감 등은 이미 상당 부분 주가에 반영됐기 때문에 향후 주가 상승 여지가 더 클 것으로 보인다"면서 "아직 정해진 것이 없는데 현재의 우려는 과도하다"고 말했다.

오는 31일 재개될 공매도와 관련해서는 대체로 크게 우려하지 않아도 될 것이라는 평이 나온다. 주로 공매도의 타깃이 되는 기업들은 주가가 많이 올랐지만 펀더멘탈이 뒷받침되지 않는 경우인데, 삼성바이오로직스나 셀트리온 등은 모두 현재 주가 수준이 높지 않고 펀더멘탈도 성장하고 있다는 이유에서다.



HANA  
THE NEXT  
하나더넥스트

시니어의 소중한 인생 2막을 위한  
하나금융그룹만의 솔루션



나를 위한  
현명한 선택!



→ 액티브 시니어를 위한  
**하나더넥스트  
랩 시리즈**

안정적인 삶을 위한 균형잡힌 투자전략으로  
미래를 준비하세요

◆ 은퇴 전/후 손님을 위한 미래자산 포트폴리오 설계 ◆



국내

**하나더넥스트 K배당재투자랩**

랩 수수료 | · 선취형 : 선취 0.6%, 후취 연 1.2% · 기본형 : 후취 연 1.5%



해외

**하나더넥스트 글로벌인컴랩**

랩 수수료 | · 선취형 : 선취 0.8%, 후취 연 1.0% · 기본형 : 후취 연 1.5%

- 랩상품 Point
- 안정성 추구 전략으로 수익 다각화
- AI알고리즘을 통한 투자 최적화 추구
- 손님 니즈에 따른 투자 지역 선택 가능(국내 / 해외)

[투자자 유의사항] ※투자자는 이 금융상품에 대하여 금융회사로부터 충분한 설명을 받을 권리가 있으며, 투자전 상품설명서 및 약관을 반드시 읽어보시기 바랍니다. ※이 금융상품은 예금자보호법에 따라 보호되지 않습니다. ※이 금융상품은 자산가격 변동, 환율 변동 등에 따라 투자 원금의 손실(0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. 한국금융투자협회 심사필 제25-00164호(2025.01.17~2026.01.16), CC브랜드250117-0267



# LS, 신사업 마중물 대느라 중복상장 청사진 그렸지만... 밸류업 대응은 '후순위'

LS그룹, 전력 인프라 호황 예상에 자금 확보하려하지만  
중복상장 지적에 주주가치 훼손 딜레마 놓인 상황  
IPO 로드맵과 외부투자 유치 약속 사이에 진퇴양난  
시장 관계자들과 소통 역량이 성패 좌우할 전망

LS그룹이 글로벌 시장에서 체급을 키울 적기를 맞이한 가운데 자금 동원 문제로 딜레마를 마주한 모양새다. 치솟는 에너지 인프라 수요를 잡기 위해 지난 수년 계열 상장을 통한 조달 계획을 짜왔는데 이를 바라보는 주주들의 눈높이가 더 빠르게 올라간 탓이다.

B2B 중심 사업구조인 LS그룹이 국내 증시에서 주목을 받게 된 건 그리 오래되지 않았다. 2년여 전 해상풍력과 2차전지 소재, 전력 관련 수직계열화 사업 구조가 주목 받으며 지주사 (주)LS를 위시한 계열 전반 주가가 폭등한 것이 처음이다. 당시 LS그룹은 다른 그룹사에 비해 뒤늦게 계열 상장 작업에 열을 올리며 시중 유동성을 확보할 수 있었다. 2023년 초까지 8년간 10만원을 넘지 못하던 (주)LS 주가는 작년 5월 19만4800원을 기록하며 두 배 이상으로 올랐다.

작년부터는 신재생 에너지 공급에 비해 부족한 전력망 인프라와 인공지능(AI) 투자 광풍이 가세했다. 증권가에서는 '전기화 시대의 필수 기업'이란 보고서를 내면서 LS그룹의 전기동(구리) → 전선 제조 → 전력망 구축 → 전력 자동화 → 에너지 저장 시스템 수직계열화 사업 구조를 재조명했다. 실제로 LS전선이 유럽 3사가 과점을 이룬 해저 초고압직류송전(HDVC) 시장에 성공적으로 진출하며 수주 경쟁력을 증명하고 있다.

그러나 이 기간 LS그룹에서 계획한 조달 전략이 잡음을 내고 있다. 기업공개(IPO)를 통해 시중 자금을 확보하는 전략이 주주들의 이해관계와 충돌한다는 점이 부각되고 있기 때문이다.

LS그룹은 2030년까지 전기차, 배터리, 전력 인프라 등 신사업에 20조원 이상을 투자하기로 계획했다. 최근 3년 연평균 설비투자 규모인 5000억원을 훌쩍 넘어서는 수준이다. 전력기기 산업 특성상 설비투자가 필수적이고, 잠재 성장성이 높은 만큼 필요한 자금도 비례해서 불어날 수밖에 없다. 시중금리는 물론 통상 환경까지 거시경제 불확실성이 높아진 탓에 현재 그룹이 보유한 자금 동원력만으로 계획한 투자를 소화하기 어렵다는 분석이 많다.

이 때문에 LS그룹은 사업부를 분할, 신설해 외부 투자를 유치하고 수년 내 기업공개(IPO)에 나서는 식으로 필요한 설비투자금을 충당하는 계획을 짜온 것으로 평가받는다.

현재도 LS전선 자회사들의 IPO가 본격 검토되고 있다. LS이비이코리아와 LS전선이 2008년 인수한 미국 전선업체 슈퍼리어엑스(SPSX)의 자회사들이 그 대상이다. 그 중 권선부문 자회사인 LS에식스솔루션즈는 상장 주관사로 미래에셋증권과 한국투자증권을 선정하고 상장예속도를 내고 있다. LS일렉트릭의 자회사인 KOC전기도 최근에 NH투자증권과 신한투자증권을 주관사로 선정했으며 이외에도 LS MNM, LS이링크 등이 상장을 기다리고 있다.

그러나 작년부터 정부 차원에서 기업의 자발적인 가치 제고(밸류업) 프로그램을 독려하기 시작했고, 올 들어 증시가 부진하자 계열 분할, 중복상장을 통한 자금 동원에 대한 주주들의 원성도 높아지고 있다. 한때 계열사들의 연이은 상장이 결과적으로 전체 그룹의 기업가치 상승에 기여한다는 논리가 시장에 통하기도 했으나, 국내 증시 저평가의 주요 원인이 대기업들의 계열사 상장 및 주주가치 소홀에 있다는 지적이 나오면서 점차 중복 상장에 대한 허들이 높아진 것이다.

한 투자업계 관계자는 "지난 2022년 LG에너지솔루션의 상장 이후 모회사 상장으로 인한 기존 주주의 피해가 본격 조명되기 시작했다. 투자유치와 그 이후 IPO까지 몇년간의 로드맵을 짜고 행동한 LS그룹 입장에서선 난처할만 하다"라고 말했다.

이미 상장을 전제로 재무적 투자자(FI)들의 자금을 유치한 터라 계획된 IPO를 무르기도 힘든 상황으로 풀이된다. 에식스솔루션즈는 최근 프리 IPO(상장 전 투자유치)에서 미래에셋자산운용과 KCGI컨소시엄으로부터 약 2950억원을 모았고, KOC전기는 작년 5월 LB프라이빗에쿼티(PE)로부터 지분 51%를 592억원에 인수하면서 3년 내 상장을 약속한 바 있다. 이외에도 SEABL, LS MnM, LS이비이코리아 등 외형 확장 과정에서 외부 자금을 유치한 계열사들은 상장을 포기하기 어려운 상황이다.

여기에 상법 개정안이 국회 본회의를 통과하면서 LS그룹이 상장 전략을 재검토해야 할 수 있던 관측이 나온다. 상법 개정안에는 이사의 총실의무 대상을 기존 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대하는 내용을 담고 있다. 배임죄 성립 요건이 과거에는 회사의 손해였다면, 앞으로는 주주의 손해도 포함될 수 있던 의미다. 중복 상장으로 모회사의 주가가 하락할 경우 법적 책임을 물을 수 있던 지적이다.

이에 투자자들을 설득하는 IR(Investor Relations)이 더욱 중요해질 전망이다. 최근 구자는 LS그룹 회장은 "중복 상장이 문제라고 생각한다면, 상장 후 주식을 안 사면 된다"는 발언을 해서 중복 상장 논란에 기름을 부었다. 투자자들 사이에서는 "주주를 무시하는 행태"라는 지적이 이어졌는데 이 역시 그간 IR이 미흡했기 때문이라는 목소리가 많다.

LS그룹에 대한 주목도가 높아진 가운데 당분간 그룹의 행보가 자본시장의 이목을 끌 것으로 보인다. 트럼프 정부의 관세 정책·저비용 고효율 시인 딥시크의 등장으로 전력기기 관련 주가가 주춤하지만 전력 관련 사업에서 수직계열화 체제를 갖춘 LS그룹은 여전히 주목을 받고 있다. 투자자와 접촉면이 넓어진 상황에서 LS그룹의 소통 능력에 대한 평가가 필연적으로 이어질 것이라 예상된다.

이런 가운데 자본시장에 비쳐져 있는 LS그룹의 기존 이미지가 그리 우호적이지 않은 점은 부담으로 작용할 전망이다.

현재 구자는 LS그룹 회장을 비롯한 총수 일가는 LS글로벌에 부당하게 일감을 몰아주고 해당 주식을 비싸게 매각한 혐의로 재판 받고 있다. 이미 대법원이 공정위 처분 불복 소송에서 부당 지원 행위를 인정했기 때문에 형사재판에서도 무죄 입증은 쉽지 않을 거라는 게 법조계의 전망이다.

재판에 걸려있는 혐의들은 일감 몰아주기·통행세 수취 등 현 자본시장이 받아들이기 어려운 내용들이다. 그룹 성장을 위해 자본시장에서 본격적으로 자금을 조달해야 하는 상황에서, 투자자들이 지배구조 리스크를 의식하지 않을 수 없는 상황이 만들어진 것이다.

한 증권사 고위 관계자는 "산업 사이클 측면에서 LS그룹의 핵심 사업들이 성장성이 높은 구간에 접어들었고, 투자를 위한 자본 조달 필요성이 어느 때보다 커진 것은 맞다"면서 "밸류업이라는 새로운 트렌드는 이전과 달리 LS 같은 B2B(기업간 거래) 기업에도 주주소통·환원 등의 '미덕'을 요구하는데, 오히려 일가 및 최고경영진이 얼마나 빠르게 새 트렌드에 적응할지가 변수"라고 지적했다.

임지수·정낙영 기자





# 온기 속 불안 느끼는 인수금융 시장... 셀다운 걱정인데 산은까지 꿈틀

시장 금리가 떨어지며 인수금융 주선사들의 발걸음이 분주해졌지만 이면엔 조심스러운 분위기도 감지된다. 여러 금융사들이 인수금융 분야에 힘을 실으며 주선 금리 경쟁이 치열해졌고 재매각(셀다운) 부담이 커졌다. 저금리를 앞세운 산업은행이 다시 움직이는 데 대해 경계의 시선도 있다. 홈플러스 기업 회생절차 신청 후 사모펀드(PEF) 차주에 대한 시선이 엄격해진 것 역시 부담이다.

현재 M&A 시장엔 SK에코플랜트의 환경사업, 클래스스, HPSP, 모던하우스 등 조단위 거래가 즐비하다. EQT파트너스의 SK실더스, 한앤컴퍼니의 에이치라인해운, 어피너티에쿼티파트너스의 서버원 등 금리 인하 목적의 인수금융 차환 거래도 이어지고 있다. 금리 인하기 대형 거래들이 동시다발적으로 진행되면서 주요 금융사들도 수년간의 부진을 만회할 기회로 보고 고삐를 조이는 모습이다.

시장에 온기가 돌고 있지만 경쟁 강도가 눈에 띄게 낮아지는 상황은 아니다. 위험가중자산(RWA)을 관리해야 하는 시중은행은 투자보다 대출, 그 중에서도 특히 안정성이 높은 인수금융에 힘을 싣고 있다. 정기인사에서 인수금융 전문가들의 승진 행렬이 이어졌다. 메리츠증권, 대신증권 등이 인수금융 분야에 관심을 가지면서 경쟁자들이 늘었다.

금융사들은 대출 조건을 두고 눈치 싸움을 할 수밖에 없다. 차주들도 금리 인하기를 심분 활용하려 금융사 조건을 두고 저울질을 한다. 몇몇 금융사가 경쟁하다보면 결국 마진이 많이 남지 않는 선에서 대출 금리가 정해질 때도 있다. 한화그룹의 아워홀 인수금융 금리가 '상징적으로' 4%대로 정해졌는데, 곧 4%대 금리는 흔해질 것이라 평가가 나온다.

## 금리 인하기 대형 신규·차환 거래 속속 일감 늘었지만 금리 경쟁 강도는 여전 産銀 다시 가세하며 금리 인하 가속화 홈플러스 사태로 시장 위축될까 우려

금융사 입장에서 사실상 미래 금리 할인분까지 당겨와서 주선하는 셈인데 이 경우 셀다운 난이도가 높아진다. 대형 거래는 캐피탈, 저축은행 등 제2금융권 자금도 필요하다. 이들의 현재 조달 금리를 감안하면 4%대 자산을 담기 쉽지 않다. 증권사든 시중은행이든 매매각은 부담스럽다.

한 시중은행 관계자는 "조단위 거래는 제2금융권의 도움도 받아야 하는데 현재 시장금리로는 참여하기 쉽지 않을 것"이라며 "이런 위험을 감안하면 너무 낮은 금리의 거래를 걸러야 할 것으로 보고 있다"고 말했다.

금리 인하 압박이 커진 가운데 산업은행이 다시 적극적인 행보를 보이는 것도 변수다. 국가신용도를 등에 업은 산업은행은 코로나 이전 시중은행보다 낮은 조달 금리를 활용해 인수금융 시장의 '메기'로 활약했다. 한창 금리가 낮을 때는 2%대 금리를 제시하기도 했다. 경쟁이 되지 않은 금융사들은 국책은행이 민간 영역에서 경쟁하느냐는 볼멘소리를 냈다.

한동안 잠잠하던 산업은행은 작년 하반기부터 여러 거래에서 이름을 드러내고 있다. 효성티앤씨의 효성네오캠 인수 거래에서

시중은행들과 손을 맞췄고, 과거 금리 경쟁에서 승리했던 서브원 인수금융의 차환 거래도 맡았다. 롯데렌탈과 SK렌터카 인수 거래 참여도 거론된다.

기업 구조조정이나 산업 통합 성격도 있지만 국가 정책의 큰 흐름과는 거리가 있는 것들이다. 산업은행이 정책 목적이라는 족쇄 없이 인수금융 영역에 다시 기웃거리며 시장 금리 인하를 가속화시킨다는 지적이다. 산업은행의 행보는 일시적일 뿐 머잖아 원래대로 돌아갈 것이라 기대하는 시각도 있다.

한 증권사 관계자는 "산업은행이 작년 말부터 분주한 모습인데 여러 물밑 거래에서도 이름이 들리고 있다"며 "주기적으로 인수금융 시장을 흔드는 모습인데 정책금융 특성 상 동력이 오래가지 않았고, 올해 말이면 다시 잠잠해질 것으로 보고 있다"고 말했다.

MBK파트너스가 홈플러스 회생절차를 신청한 것이 M&A 시장과 인수금융 업계에까지 부정적인 영향을 미칠 것이라 우려가 나온다.

국내 주요 기관투자자(LP)나 금융사들은 홈플러스 파장이 커져 자 몸을 움츠리는 분위기다. 시끄러운 시기는 피해가자는 기류가 나타나고 있다. 이미 MBK파트너스 보유 포트폴리오에 대한 대출 조건이 뻣뻣해지기 시작했고, 새로운 PEF를 결성하거나 신규 대출을 일으키는 것도 어려운 상황이 됐다.

다른 시중은행 관계자는 "MBK파트너스가 홈플러스 회생절차를 신청한 후 인수금융을 포함한 금융권 내에서 위험 회피 경향이 뚜렷해지는 추세"라고 말했다.



# LG와 함께할 가슴 뛰는 미래

AI, 로봇과 같은 첨단 기술을  
일상에서 편리하게 사용할 수 있게 하여  
소중한 시간을 보다 즐겁고 의미 있게 쓰는 미래

고객의 시간 가치를 높이고  
생활을 풍요롭게 하는 미래를  
만들어 갑니다.

# 미래, 같이

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

