

판 흔든 ‘이재명노믹스’, 지금까진 예고편… ‘자본의 법칙’ 바뀔 2026년

2.8302

올해 국회 통과 신규 규제, 내년부터 차례차례 시행
‘자사주 의무 소각’ 예고에 하반기 EB 발행 폭증
집중투표제·전자주주총회 의무화에 주총 대혼란 예고
의무공개매수제 “상장사 M&A 씨 말릴 것” 우려

“올 하반기엔 교환사채(EB)와 주가수익스왑(PRS) 영업 다닌 기억
밖에 없네요. 보통 난리가 아니었습니다.”
— 한 증권사 커버리지 부서장

올해 교환사채(EB) 발행규모는 9일까지 4조5150억원으로 지난해 전체 발행금액(1조9870억원)을 두 배 이상 넘어섰다. 전체 124건 중 103건, 3조4000억원 규모 발행이 현 정부가 출범한 6월 이후 집중됐다. 이재명 대통령이 후보 시절부터 강조한 ‘자사주 소각 의무화’ 규제가 실제로 법제화될 조짐이 보이자, ‘막차’를 타려는 수요가 급증한 것이다.

새 정부 출범 후 6개월 사이 자본시장은 이전 6년간은 비교도 안되는 큰 변화에 마주했다. ‘이재명노믹스’로 통칭되는 산업·기업 관련 정책들이 차례차례 입법되며, 경제라는 거대한 생태계를 움직이는 ‘자본의 법칙’ 자체가 뒤집혔다는 평가다.

문제는 지금의 변화가 ‘서막’에 불과하다는 점이다.

지난 7월 국회를 통과한 1차 상법 개정안, 8월의 노란봉투법(노동조합법 개정안), 9월의 2차 상법 개정안, 법인세율 인상을 담은 세법 개정안 등 이재명노믹스의 핵심 제도들은 대부분 내년부터 본격적으로 시행된다. 자사주 소각 의무화, 의무공개매수제 등 더욱 민감한 내용을 담은 3차 상법 개정안 역시 여당인 더불어민주당에서 연내 통과·내년 시행 방침을 천명하고 있다.

‘대비’를 위한 기업들의 한 발 앞선 움직임만으로도 올해 자본시장의 판도는 크게 흔들렸다. 올해 국회를 통과한 법안들이 내년 본격 시행되면 ‘운영’ 과정에서 잡음이 불거지며 한동안 혼란한 분위기가 연출될 가능성이 크다는 지적이다.

2027년 집중투표제·전자주총회 의무화…‘대격변’ 예고

이재명노믹스를 대표하는 정책은 ‘상법 개정’이다. 정부 출범 후 처음 국회를 통과한 지난 7월의 1차 상법 개정안은 다분히 ‘선언적 의미’의 개정이었다는 분석이 많다.

해당 개정안에는 이사의 충실험무를 회사에서 회사 및 주주로 확대하고, 상장사 사외이사의 명칭을 ‘독립이사’(내년 9월 시행)로 바

꾸며, 사외이사 감사위원 선출시 최대주주 의결권 3% 제한 확대를 하는 등의 내용이 담겼다. 실질적으로 부담이 되는 규제라기보다 일종의 ‘방향성’ 제시로 평가된다.

9월의 2차 상법 개정안부터 본격적인 ‘구조 개편’이 시작됐다. 2차 상법 개정안의 핵심은 집중투표제였다. 집중투표제란 2인 이상 이사 선임시 1주당 선임할 이사의 수 만큼의 의결권을 부여하는 제도로, 소수주주 추천 이사의 이사회 진입 확률을 크게 높여줄 수 있는 제도다.

내년 9월부터 주주총회를 개최하는 자산 2조원 이상 상장사는 1% 이상 주주의 청구시 집중투표제를 의무적으로 도입해야 한다. 지금까지는 국내 상장사 이사회에 주주 추천 이사나 노동조합 추천 이사가 진입한 사례를 찾아보기 어려웠지만, 내년 9월 이후로는 완전히 다른 이사회 내 역학구조가 형성될 가능성이 매우 커졌다 는 지적이다.

한 금융지주 관계자는 “2027년 1월부터는 집중투표제에 더해 전자주주총회 병행 개최도 의무화되며 소수주주의 목소리가 극대화되는 ‘대격변’이 예상된다”며 “소수주주 추천 이사의 이사회 진입을 전제로 이사회 운영 방향을 점검해야 하고, 주총 전 안건 협의와 설득에 필요한 시간과 비용도 크게 늘어날 것으로 보고 대비 중”이라고 말했다.

‘더 센’ 3차 상법 개정안 온다…자사주 소각 의무화 ‘시끌’

이전 상법 개정안이 이사회 및 주주총회 등 기업의 지배구조 개편에 집중했다면, 3차 상법 개정안은 자본시장에 직접적으로 영향을 미칠 규제가 본격적으로 논의되고 있다.

자사주 소각 의무화가 대표적이다. 현재 논의되는 법안 초안엔 기보유증인 자사주의 경우 1년6개월, 신규 취득한 자사주의 경우 1년 안에 의무 소각하도록 강제하는 내용이 담겼다. 법 시행 이후엔 자사주를 교환·상환·질권(담보)의 대상으로도 할 수 없어진다. 소각 대신 처분 시엔 주총 승인을 받아야만 한다.

여당 일각에선 해당 개정안의 연내 통과·내년 1월1일 시행을 요구하는 강경한 목소리까지 나오고 있는 실정이다. 기업들이 올 하반

기 서둘러 EB와 PRS 등으로 유동화에 나설 수밖에 없었다는 평가다.

한 증권사 IB담당 임원은 “자사주 교환으로 ‘동맹’을 맺은 미래에셋-네이버의 사례나 자사주 교부로 현대증권 인수 부담을 크게 낮춘 KB금융지주의 사례는 개정안 통과 이후엔 ‘불법’이 된다”며 “SK하이닉스가 자사주 기반 미국주식예탁증서(ADR)를 발행할 수도 있다는 ‘전망’만으로 주가가 급등하는 것을 보면 ‘건설적 활용’에 대한 여지는 남겨두는 게 좋을 것 같다”고 말했다.

“상장사 M&A 하지 말란 말”…의무공개제도, 기준 ‘상향 논의’

의무공개매수제도 역시 이슈다. 해당 법안은 상장사 경영권 양수도 거래에서 소수주주들의 자분을 의무적으로 공개매수해야 하고, 그 가격 역시 시행령으로 강제하는 가격 이상을 제시해야 한다는 내용을 담고 있다. 벌써부터 “상장사는 M&A 시도조차 하지 말라는 소리”라는 불멘소리가 터져나오고 있다.

투자업계에서는 그나마 부담이 최소화되는 ‘50%+1주’(금융위 제안)안을 지지했지만, 정부와 여당에서 소수주주 보호를 위해 의무공개매수 비율을 늘리는 방향으로 가닥을 잡으며 현 시점에서 전망이 어려워졌다는 평가다. 강훈식 현 대통령 비서실장은 지난해 민주당 국회의원으로 활동하던 당시 상장사 지분 25% 이상을 취득할 경우 잔여주식 전량(100%)을 인수해야 한다는 내용의 개정안을 발의했던 바 있다.

해당 법안 관련 김앤장 법률사무소는 뉴스레터를 통해 “상장회사의 경영권을 인수하기 위해 상당한 규모의 추가 자금 부담에 더해, 공개매수 등 절차적 부담이 늘어날 전망”이라며 “전략적 인수·합병 및 지배구조 개편 거래를 추진하는 기업들에게 새로운 규제 리스크로 작용할 것”이라고 분석했다.

한 금융권 관계자는 “기업에게 그나마 유리한 법안은 상법 개정안의 ‘경영판단 원칙’ 명문화 정도인데, 이미 보수보다 책임이 크게 늘었다는 인식에 사외이사 구인난이 매우 심해지고 있는 상황”이라며 “개정 상법의 규제가 적용되는 ‘대규모 상장회사’의 기준을 현행 2조원에서 공정거래법상 공시대상기업집단 기준인 5조원으로만 높여줘도 제도 연착륙에 도움이 될 것으로 본다”고 말했다.

백조인줄 알았던 MBK는 어쩌다 ‘진짜 미운오리새끼’로 전락했을까?

올 한해 우리나라 자본시장 단 하나의 주인공을 꼽자면 단연 MBK파트너스이다. 아시아권 최대 사모펀드(PEF)이자, 한 때는 KKR, TPG, 칼라일 등 글로벌 운용사들의 아성(牙城)을 넘보던 MBK파트너스는 이제는 정치권과 금융당국 그리고 일반 소비자들에게까지 못매를 맞는 처지가 됐다.

PEF 운용사가 모든 포트폴리오에서 성공을 거둘수 없듯 몇몇의 실패는 숙명처럼 받아들여지는게 현실이지만 MBK는 이미 한국 사업의 존폐를 걱정해야하는 상황에 놓여있다. 마트와 소상공인 등 우리나라 국민들의 역린(?)을 건드린 홈플러스 사태는 자본 시장의 트라우마와 같은 동양사태를 상기시켰고, 국민연금까지 그 여파가 미쳤다는 점에서 단순한 PEF 투자 실패를 넘어선 사례로 기록됐다.

MBK파트너스는 말 그대로 창업주인 김병주 회장의 영문명에서 딴 약자이다. 글로벌로 확장하면 KKR, 골드만삭스, 워버핀커스 등이 모두 창업자의 이름을 딴 운용사들인데 우리나라에선 사례를 찾아보기 쉽진 않다. 사실 김 회장은 본인의 일대기를 그린 자서전(offering)을 낼 정도로 자기애(?)가 강한 인물로 여겨지고 있다.

김 회장은 칼라일에 아시아 헤드로 근무할 당시, 한미은행 인수와 경영권 매각을 통해 막대한 수익을 올리며 일약 스타덤에 올랐다. 이 같은 성공을 바탕으로 2005년 MBK파트너스를 설립했고, 테마섹과 캐나다 공공연금투자위원회로부터 약 16억달러 투자를 유치하며 한국 시장에 화려하게 데뷔했다.

이 과정에서 친정집 칼라일은 불편한 기색이 역력했다. 김 회장을 떠나 보낸(?) 칼라일은 이후 한국 시장에서 한동안 부진했는데, 눈에 띄는 투자가 없었을뿐 아니라 투자 실패 사례가 쌓이는 모습이 나타났다. MBK 출범과 맞물린 칼라일의 투자 실패를 김 회장의 탓으로 치부하긴 어렵지만, 칼라일 내부에선 여전히 ‘마이클(Michael)’을 언급하는 것조차 금기시 될 정도로 반감이 큰 것으로 알려져 있다.

어느덧 아시아 최대 펀드로 성장한 MBK를 언급하는 세간의 평가엔 ‘오만함(arrogant)’이란 단어가 빠지지 않는다. 최근 수년 간은 엘리트 집단 특유의 자신감을 넘어, 자만심으로 비쳐질 만한 행보가 주목을 받았다.

최윤범 회장과 다툼을 벌이고 있는 고려아연 분쟁은 한국 시장에 상륙한지 20년이 되는 사모펀드의 위상(?)이 과거와 같지 않음을 보여주는 대표적인 사례로 남았다. MBK는 이미 수년 전 한

자신감 넘치던 외국인 엘리트 집단 만만하게 본 한국시장서 불명예 퇴역할판 칼라일과 MBK는 대체 뭐가 달랐길래 돈 대주고 목소리도 못낸 국민연금

국앤컴퍼니 경영권 분쟁에 뛰어들며 재계에 존재감을 각인시키고 있었는데, 고려아연 분쟁으로 MBK가 재계와 대척점에 서겠단 스탠스가 명확하게 드러났다.

이 과정에서 MBK는 법원의 손발을 둑어두려는 작업을 한다던지, 상대방에 대한 위법성 논란을 사전에 꺼내는 등 투자자들의 입장에선 ‘적대적’ 스탠스로 밖에 여길 수 없는 분위기를 조성해 다소 공세적인 태도가 도마위에 올랐다. 홈플러스 사태에서도 외부의 시선을 정면으로 반박했으며 마치 ‘희생자’ 같은 모습으로 비쳐지길 원하는 모습도 나타났다.

‘재계에 경종을 울리겠다’ 또는 ‘미국식 자본주의를 한국 시장에 이식하겠다’는 김 회장의 강한 의지의 표출이란 해석도 있었지만, 자칫 오만함으로 비쳐질만한 행보들에 불편감을 느낀 투자자들도 결코 적지 않았다. MBK 내부적으로도 점차 흑화(?)하는 김 회장에 반감을 가진 인물도 있었는데 실제로 파트너급 인사가 회사를 떠나는 사례도 나타났다.

과연 MBK가 한국 PEF 시장에 선구자가 될 만한 역할을 충실히 했었는지는 미지수다. 김 회장 스스로 유명세를 탄 인물이었으나 MBK가 한국 시장에 펀드를 런칭했을 당시만해도 글로벌 펀드들과 비교해 주목받는 수준은 아니었다.

MBK가 한국시장에 등장할 즈음엔 H&Q, IMM PE, 스틱인베스트 그리고 보고펀드 등이 생겨났는데 토종 펀드의 위상과 비교해 MBK가 압도적이었다고 보긴 어렵다.

물론 MBK는 최초 해외 연기금들로부터 마이클의 이름 값으로 막대한 자금을 끌어모으는데 성공했다. 규모는 컸지만 막상 수익률을 보면 한국 시장에서 다른 운용사들을 앞섰다고 보긴 어려웠다. 한국시장에서 회자되는 성공적인 투자 몇몇을 제외하면, 일본과 중국 등 해외에서의 성과가 두드러진다.

해외에서 MBK의 성공적인 투자가 한국 LP들에게 귀속된다면 이야기가 다르지만 펀드의 90% 이상이 해외투자자인 점을 고려하면 MBK이 벌어들인 막대한 수익은 몇몇의 파트너들과 캐나다, 북미, 중국 등 일부 해외 LP들만의 것이다.

잊을만하면 제기되는 MBK의 국적과 세금 논란은 “과연 MBK를 토종 펀드와 동일 선상에 놓고 비교해도 되는지”에 대한 해답이 나오지 않았기 때문이다.

그럼에도 불구하고 MBK는 글로벌 운용사들과는 달리 우리나라 LP들에 극진한(?) 예우를 받아왔다.

김 회장의 친정 칼라일은 메가딜을 성사할 때마다 먹튀논란에 시달려야했다. 사실 칼라일과 미국인이자 칼라일 출신인 마이클 회장이 이끄는 MBK의 근본적인 차이점을 찾긴 어렵다. 늘 MBK 와 비교되던 어피너티는 아직도 그 근간이 “홍콩이나, 중국이나” 논란에 휩쓸여 있다. 어피너티의 박영택 전 회장은 세금 문제로 우리나라에 편하게 드나들지도 못했는데, 그에 비하면 미국인 김병주 회장의 운신의 폭이 상당히 넓다.

우리나라 기관들 역시 유독 MBK에 대해선 문호를 활짝 개방하고 있다. 우리나라 운용사들이 경쟁하는 콘테스트에 사실상 리즈널펀드에 가까운 MBK에 대한 참여 제한 규정도 없다.

국민연금은 홈플러스를 두고 KKR-어피너피 연합과 경쟁하던 MBK를 선제적으로 지지하며 딜을 성사시킨 주역이었다. 2019년 네슨의 M&A 추진과정에서도 잡음이 일기도 했다. 앞으로 국민연금이 MBK에 간간한 잔대를 들이댈 것이라 전망과 달리, 국민연금은 고려아연과 홈플러스 사태에도 불구하고 MBK에 출자를 결정했다. 그런 국민연금은 6개월만에 MBK 출자금을 회수할 수 있는 법적인 검토에 착수했다.

현행법보다 앞서는 국민정서에 부합하지 않는 행위들에 금융당국이 앞장서 칼을 휘두르는 형국이기 때문에 MBK에 대한 법적인 제재가 이뤄질 가능성은 상당히 높다. 물론 MBK에 대한 제재가 확정되더라도 MBK의 활동에 얼마나 제약이 있을지, 그리고 MBK가 이를 엄중히 받아들일지도 미지수다.

MBK는 8조원이 훌쩍넘는 펀드를 결성한 상황. 이미 MBK는 한국보다 해외로 특히 일본으로 그 중심축을 옮기고 있는 모습도 나타나고 있다.

MBK가 한국을 떠난다 한들, 우리나라 PEF업계 또는 자본시장에 여파는 그리 크지 않을 수 있다. 다만 한가지 분명한 점은 MBK가 만들어낸 후폭풍은 고스란히 선량한(?) 운용사들의 몫으로 돌아오고 있다는 점이다.

PEF를 타깃으로 한 자본시장법 개정안은 내년부터 줄줄이 국회에 상정되고, 정치권과 금융당국의 유무형의 압박은 현실화할 가능성이 높다. 매일같이 금융당국의 눈치를 살피며, 1원 한장 숨길 수 없이 꼬박꼬박 한국에 세금을 내는 다수의 PEF 운용사들 입장에선 겸은머리 외국인 집합체인 MBK가 야속하게 느껴질 수밖에 없다.

한지웅 기자

**MBK
PARTNERS**

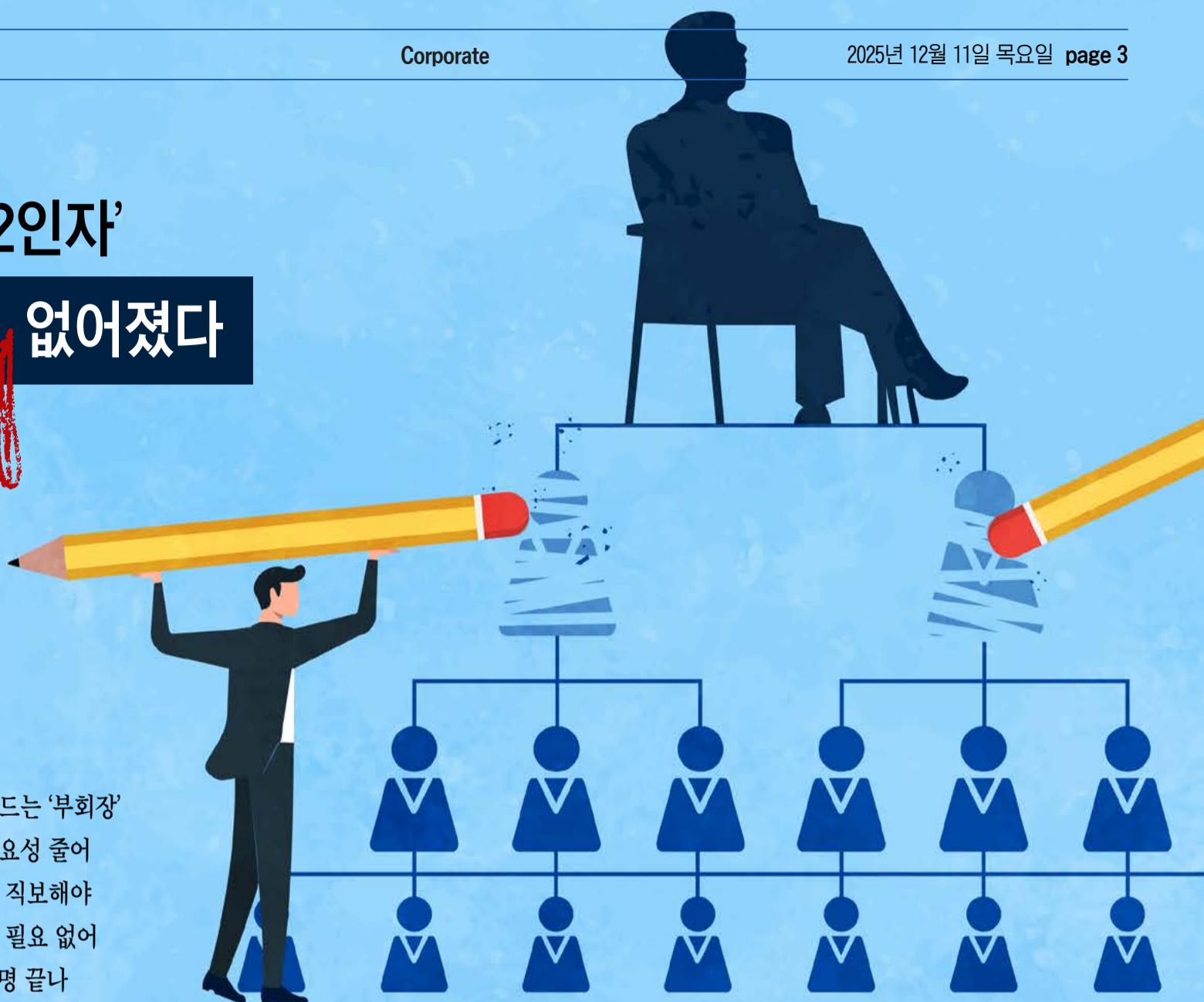


재계에서 '2인자'

부회장이 없어졌다

필요

올해 그룹인사 핵심 키워드는 '부회장'
오너리스크 가진 家臣 필요성 줄어
보고 체계 간소화로 회장 직보해야
오너 입장서 권력 나눠줄 필요 없어
'2인자' 부회장 역할과 수명 끝나



최근 몇 년동안의 대기업 경영진 인사를 살펴보면 어느 왕조의 권력 투쟁 스토리, 그 중에서 한 부분을 도려낸 것과 닮아있다. <재벌의 탄생>과 <부자·형제 간의 전쟁>이라는 챕터에 이어 <확고한 계승자 뒤로 물러나는 가신(家臣)들>이라는 제목을 붙일만 하다. 오너 체제가 강화하고 그룹 2인자 타이틀을 달고 있었던 부회장들이 사라지고 있는 풍경을 빗댄 것이다. 재계에서 부회장들이 더 이상 필요가 없어졌다는 얘기다.

삼성전자는 기존 정현호·전영현 2인 부회장 체제에서 전영현 1인 부회장 체제가 됐다. 사업지원TF를 이끌며 그룹의 살림을 챙겼던 정현호 부회장은 회장 자문역으로 물러났다. 전영현 부회장은 삼성전자 반도체 수장으로서 그룹 전체를 아우른다기보다는 DS부문의 책임경영을 맡고 있다. 다른 계열사엔 최성안 삼성 중공업 부회장이 있지만 말그대로 회사 단독대표로서의 상징적 의미가 크다.

SK그룹은 2023년말 인사에서 조대식·김준·박정호 등 부회장단 다수가 2선으로 물러난 이후 오랜만에 부회장 승진자가 나왔다. SK수펙스추구협의회 커뮤니케이션위원장을 맡았던 이형희 부회장이 그 주인공인데 역할을 놓고 보면 그룹 2인자라고 보긴 어려운 자리다. 그 외에 전문경영인 부회장들이 몇몇 있지만 과거와 달리 최태원 회장의 사촌 동생인 최창원 SK수펙스추구협의회 의장(부회장), 친동생인 최재원 SK그룹 수석부회장 등 실상 오너 일가 부회장들에게 힘이 실려있는 상태다.

LG그룹은 구광모 회장 취임 당시만 해도 6인 부회장 체제였다. 그런데 이번 인사에서 신학철 LG화학 부회장이 물러나면서 구광모 회장의 경영수업을 도와온 권봉석(주)LG 부회장 1명만 남게 됐다. 부회장 후보로 거론됐던 조주완 LG전자 사장도 물러나면서 LG그룹은 7년만에 1인 부회장 체제가 됐다.

롯데그룹은 그간 2인자로 꼽혀왔던 이동우 롯데지주 대표이사 부회장을 비롯해 이영구 롯데 식품군 총괄대표 부회장, 김상현

롯데 유통군 총괄대표 부회장, 박현철 롯데건설 대표이사 부회장 등 부회장 4명이 모두 물러나면서 부회장단 전체가 사라졌다.

현대자동차그룹은 정의선 회장 체제에서 장재훈 부회장의 첫 부회장 승진 사례가 있었지만 그간 기조 역시 부회장단을 축소시켜왔다.

한화그룹은 그룹 2인자로 불렸던 금춘수 부회장이 2024년에 경영 일선에서 물러난 이후로는 그룹 경영 총괄을 맡고 있는 김동관 부회장과 경영지원실장을 맡고 있는 여승주 부회장이 있다. HD현대그룹은 정기선 회장이 승진하면서 조영철 부회장(HD현대 대표이사), 이상균 부회장(HD현대중공업 대표이사) 전문경영인 2인이 부회장으로 승진하면서 나름 대조적인 모습을 보였다.

그밖에 CJ그룹은 강신호 CJ제일제당 대표이사 부회장이 물러나면서 부회장 승진자가 없었고 GS그룹은 허용수 GS에너지 부회장과 허세홍 GS칼텍스 부회장 등 오너가 부회장이 탄생한 정도다.

과거에 비하면 확실히 남아있는 부회장들의 '이름값'이 크진 않다. 비서실장을 역임하면서 오너 회장 옆에서 수행을 한다든지 전략·기획·재무통으로 그룹 내부 사정을 속속들이 알고 있는, 말그대로 그룹 실세의 느낌은 아니다. 계열사나 사업을 책임지는 전문경영인 성격이 좀 더 짙다.

LG그룹이 좀 특이한 케이스였다. 구본무 회장 시절엔 각 사업부문별 부회장단을 구성해 오너 일가와 전문경영인 부회장들이 함께 주요 계열사를 이끌었다. 하지만 이번 인사를 통해 부회장단 경영에 종지부를 찍었다.

오너 3·4세 경영 체제로 전환되면서 부회장 수가 확연히 줄거나 아예 사라지는 건 재계 트렌드가 됐다. 책임 경영과 직할 체제 하에서 오너가 직접 의사결정을 할 태도가 됐고, 계열사 사장

단 중심으로 현장 실행력이 더 중요해졌다. 급변하는 경영 환경과 오너 3·4세의 경영 스타일이 결합된 전략적 선택이다.

재계 관계자는 "기술과 실행 중심으로 산업 패러다임이 바뀌면서 AI, SW, 기술 등 미래 기술 역량을 갖춘 실무형 리더를 전진 배치하고 신속한 의사결정을 해야 하는 상황"이라며 "과거 부회장이 전략·기획·재무 등 경영 지원 조직을 총괄하는 경우가 많았지만 복잡한 보고 체계를 거치는 다수의 부회장단은 의사결정 속도를 늦추는 원인이 됐다"고 설명했다.

다른 관계자는 "오너 3·4세들은 대규모 투자와 사업 전환에 대해서도 '결정도 책임도 다 지겠다'는 기조 아래 직접 최종 판단을 내리는 직할 체제를 선호한다"며 "안팎으로 오너 회장의 역할을 부각시키면서 조직의 안정감을 다지려는 경향이 짙어졌다"고 평했다.

기업들이 전부 허리띠를 졸라매는 상황에서 조직 효율화와 비용 절감 측면도 무시할 수 없다는 평도 있다. 아무래도 부회장 직책은 오너 일가에 버금갈 정도로 최고 수준의 예우와 비용이 따르는데 경영 불황과 효율화 분위기 속에선 부회장 직책을 줄이는 것이 사내에 던지는 상징적인 메시지가 될 수 있다는 설명이다.

그동안 우리는 재벌 가신이라는 이유로 많은 돈을 받지만 동시에 곤욕을 치르는 일도 종종 봤다. 가족간의 분쟁과 승계 과정에서 발생한 일들이었다. 그런데 세상이 바뀌었다. 이제는 삼성전자 회장과 정의선 현대차 회장이 엔비디아 CEO 젠슨 황과 치맥을 하고 대중들 앞에서 나란히 서는 모습을 보는 시대다. 비용은 비용대로, 리스크는 리스크대로 짚어진 '가신', '2인자', '실세' 부회장의 역할은 필요 없어졌고 그 수명도 끝이 났다.

이도현 기자

자사주 소각 피하려는 재계, 혈맹·ADR·M&A 카드 ‘만지작’거리지만…

오기형案 연내 통과 전망…내년 시작될 ‘자사주 쇼크’

재계, 소각 회피하려 혈맹 찾기 시도했지만 곳곳서 충돌

법안 허점 찾아 ADR·SPC 등 우회 카드 마련에 총력

연내 정기국회에서 자사주 규제 법안이 통과될 것이 기정사실로 받아들여지면서, 재계의 기류가 눈에 띄게 달라졌다. 평소 같으면 연말 국회 일정이 기업 의사결정에 큰 변수가 되지 않지만, 이번 만큼은 예외다. ‘자사주는 경영권의 최후 비축물’이라는 지난 20여년의 관행이 흔들리는 순간이기 때문이다.

수조원대 자사주를 쓸어놓고 ‘언젠가 쓸 수 있다’는 막연한 기대를 가져온 기업일수록 움직임이 빠르다. 그들의 공통된 목표는 하나다. “어떻게든 소각만은 피한다.”

與 자사주 의무화법 통과 목전…재계도 설득 포기 분위기

여당 일각의 반대 기류나 경제단체의 막판 설득 시도도 일명 ‘자사주 소각 의무화법’에 큰 변수가 되기 어렵다. 법안을 대표 발의한 오기형 의원이 여당 코스피5000특위의 핵심 실무 라인을 주고 있을 뿐 아니라, 당 지도부도 해당 법안을 ‘밸류업 패키지’의 중심축으로 규정하며 사실상 당론으로 추진하는 분위기다.

실제 11월 비공개 의원총회에서는 자사주 회계처리 변경, 의결권 제한, 소각 의무화 등을 포함한 개정안을 연내 처리한다는 공감대가 형성된 것으로 전해진다.

국회 구도 역시 법안 통과에 유리하게 짜여 있다. 민주당이 법제사법위원회 등 핵심 상임위에서 주도권을쥔 만큼, 정기국회 내 처리 가능성이 논쟁의 영역이 아니라 일정 문제만 남은 수준이라는 평가가 지배적이다. 재계가 “소각 의무화는 지나치다”고 주장해도, 법안을 ‘주주가치 제고 vs 기업 편의’의 구도로 바라보는 여론 앞에서 힘을 얻기 어렵다.

조문 자체는 정교하지 않고 예외 규정도 많지만, 통과는 시간 문제일 것으로 보인다. 실제로 대기업 대관팀들은 올해 11월부터 “어떤 문구가 들어가든 기본 골격은 못 바꾼다”는 판단을 공유하기 시작했다.

법안상 6개월의 유예 기간이 있지만, 골자는 취득 1년 내 소각이다. 자사주 비중이 높은 기업일수록 사실상 경영권 설계 전체를 다시 그려야 한다. 무엇보다 소각은 되돌릴 수 없다. 한번 소각하면, 다시 M&A나 전략적 지분 교환에 활용할 수도 없다.

한 대기업 지배구조 담당 임원은 “법안 내용이 일부 조정되더라도 자사주 활용 자유도는 올해 안에 확실히 좁혀진다는 게 내부 결론”이라고 말했다.

“소각만은 안 된다”…의원실 문턱 낮도록 드나드는 대기업들

올해 하반기부터 국회는 재계의 민원 행렬로 북적였다. 대관 임원들이 의원회관을 수시로 오가며 “M&A 목적의 자사주는 최대한 폭넓게 인정해달라”, “투자 목적으로 묶어두는 것도 허용해야 한다”고 설득하는 모습이 반복됐다. 일부 대기업들은 회장이 직접 나서 청와대 라인을 찾았던 것으로 전해진다.

그중에서도 SK그룹이 특히 적극적이었다. 핵심 계열사인 SK하이닉스의 자사주만 해도 1740만7808주(2.4%), 시가 약 10조원 규모다. SK그룹 전체로도 자사주 비중은 대기업 중 최상위권이다.

SK그룹 측은 최근까지도 여당 핵심 인사에게 “기업형 벤처캐피탈(CVC)도, 금융사 인수도 관심이 없다. 자사주만은 M&A 수

단으로 묶어둘 수 있게 해달라”고 호소한 것으로 전해진다. 반도체 투자비용만 100조원 단위를 얘기하고 있는데, 자사주를 억지 소각하면 전략 구현이 꼬인다는 불멘소리가 적지 않다.

롯데그룹도 상황은 비슷하다. 지배기업 롯데지주의 경우 자사주 비중이 30%에 달해 부담이 크다. (주)한화 역시 비중이 10%대까지 올라가면서 대안을 찾고 있다.

“우리 주식이 아까워”…시작도 전에 무너진 혈맹 찾기

법안이 거론되기에 앞서, 자사주를 타 기업에 넘기는 ‘혈맹’ 방식이 우회 전략으로 떠올랐다. 자문업계에 따르면 여러 대기업들이 서로 갖고 있는 자사주를 교환하는 방안을 타진해왔다.

현실은 달랐다. “우리회사 주가는 오를 텐데, 너희 주가는 불확실하다”는 불신이 가장 큰 장벽이 됐다. 한 대형 금융사 임원은 “혈맹 주선을 시도했지만 서로가 ‘나는 저평가, 너희는 리스크’라는 논리를 버리지 못했다”고 털어놨다.

이 과정에선 미래에셋금융그룹과 네이버가 자사주 5000억원어치를 서로 맞교환했던 사례가 주로 언급됐다. 재계가 이를 ‘실패 사례’로 규정하고 있기 때문이다. 단순 전략적 우정이나 우호관계로 정산할 수 있는 시대가 아니라는 점을 서로 확인한 셈이다.

자사주는 결국 경영권과 결부된다. 상대가 어떤 경영 리스크를 안고 있는지, 우리 주가 흐름은 어떤지가 모두 맞아떨어져야 한다. 그 확률은 사실상 제로에 가깝다.

일부 기업은 사모펀드(PEF)에 자사주를 파킹하는 방안도 검토했다. 하지만 PEF 입장에서 자사주는 ‘알주식’이나 마찬가지다. 활용도가 떨어지고, 회수도 불확실하다.

한 IB업계 관계자는 “배당도 충분치 않고, LP들의 요구수익률(IRR)을 맞추기 어려운 소수지분을 굳이 인수할 필요가 없다”고 자작했다. 이 때문에 ‘자사주 파킹’이라는 말 자체가 업계에서 사실상 퇴장한 분위기다.

‘시간 벌기’ 구간 들어선 재계…美 ADR·SPC·M&A 등 검토

포스코, KT, 금융지주들은 상황이 비교적 단순하다. 지배구조 특성상 정부 가이드라인을 무시하기 어렵고, 소각 요구를 그대로 수용하는 흐름이다. 반면 재벌체제 기업들은 다르다. 소각은 곧 수십 년 유지해온 지배구조의 길을 스스로 하나 지워버리는 선택이기 때문이다.

이에 재계에서는 해외 조달, 미국 주식예탁증서(ADR) 발행, 해외 특수목적법인(SPC) 활용 등 갖가지 조합을 더듬고 있다. 명확히 금지된 규정이 없고 공시의무도 모호하다는 점을 활용해 “미국 예탁증서로 자사주를 전환해두면 M&A 편당에 활용할 수 있지 않겠느냐”는 논리를 따져보는 식이다.

다만 이 역시 시간이 지날수록 회의론이 크다. 기술적으로 가능하다 해도, 활용 목적이 ‘규제 회피’라는 점이 드러날 경우 정치적 부담이 상당하기 때문이다. 국회도 이 부분을 인지하고 있다. 실제로 법안 발의 담당자 역시 해당 질의에 대해 “절대 ADR 문을 열어주진 않을 것”이라고 못박았다.

증권가에서는 일제히 법안이 통과되면 자사주 소각 흐름이 탄력을 받을 것이라는 전망을 내놓았다. 하지만 대기업들의 실제 움직임은 그 반대다. 소각을 최대한 늦추려는 모든 수단을 동원하는 쪽이다.

일부는 배당 확대를 카드로 제시하며 “주주환원 늘렸으니 소각 속도는 늦춰도 되지 않겠나”는 메시지를 정치권에 은근히 흘리고 있다. 다른 일부는 특정 투자 프로젝트를 법안과 엮여 “우리는 곧 할 M&A가 있으니 자사주 예외를 인정해야 한다”고 설득하고 있다.

소각이 원칙이 되는 시대가 다가오는 것을 알고 있으면서도, 그 원칙을 어떻게든 우회해 ‘전략적 자산’을 조금이라도 더 오래 쥐고 있으려는 움직임으로 해석된다. 재계가 분주한 겨울을 맞고 있다.

한설희 기자



KYOB
교보생명

당신의 열정, 교보가 더 귀하게 모십니다

교보생명이 당신을 위해 리더의 자리를 비워두었습니다
당신의 경력이 단절되지 않도록
교보생명이 소중한 징검다리가 되겠습니다

2026 교보생명 FP 소장후보 특별모집

*FP 소장·리크루팅, 트레이닝 역할을 수행하는 FP 리더

모집기간	2025년 11월 ~ 2026년 1월 (26.1월 ~ 3월 위촉)	모집인원	000명
------	--------------------------------------	------	------

※ 본 광고는 컨설턴트(보험설계사)를 모집하기 위한 것으로 회사의 정규 또는 비정규직원 채용과는 무관하며, 컨설턴트는 보험업법상 보험설계사로 등록사업자 신분입니다.
※ 지원 자격 등의 자세한 내용은 지원하기 페이지를 통해 확인하시기 바랍니다.

준법감시인확인필 3-2509-3 조직순증/역량강화팀(2025.09.30 ~ 2026.09.29)

지원하기

서학개미→연기금→수출기업… 고환율 ‘범인 찾기’, 다음 타깃은 누구?

원·달러 환율이 1470원 안팎에서 좀처럼 내려오지 않자, 정치권과 정부는 다시 ‘고환율의 주범’ 찾기에 나선 모양새다. 서학개미(개인 해외투자자)에 이어 국민연금을 위시한 연기금, 수출기업까지 차례로 도마에 오르고 있다.

다만 1997년 외환위기, 2008년 글로벌 금융위기, 2020년 팬데믹 초기와 비교하면, 이번 고환율은 특정 집단의 ‘행태’보다는 통화량(M2)과 재정·부채 구조 변화 등 펀더멘털에 뿌리를 둔 구조적 현상이라는 지적이 힘을 얻고 있다. 정치권과 정부가 돌리고 있는 칼끝이 결국 자신을 향할 가능성이 커진 셈이다.

세 번의 1400원 돌파…과거엔 어땠나

1997년 자유변동환율제 도입 이후 원·달러 환율이 1400원을 넘었던 시기는 ▲1997~98년 외환위기(IMF 사태) ▲2008~09년 글로벌 금융위기 ▲2022년 이후 이어지는 최근의 고환율 국면 등 세 차례로 꾹힌다.

외환위기 직전까지만 해도 환율은 800원대 중후반에 머물렀다. 그러나 단기 외채 의존, 취약한 외환보유액, 만기구조 불일치 등이 한꺼번에 드러나며 상황은 급변했고 1997년 12월에는 장중 1900원대를 기록했다. 당시 고환율의 핵심 원인은 말 그대로 ‘달러 부족’이었다. 차입 연장(roll-over)에 실패한 기업·금융기관이 외화를 동시에 확보하려 하면서 환율이 급등했고, 국제신용등급 강등으로 외국인 자금 이탈이 가속됐다.

2008년 금융위기 때도 성격은 비슷했다. 리먼 사태 이후 외국인 이 주식·채권을 동시에 매도하면서 환율은 2009년 3월 1570원대 까지 치솟았다. 글로벌 달러 유동성 경색으로 국내 은행의 조달 비용이 급등하고 단기 외채 비중이 높았던 금융권의 ‘롤오버 리스크’가 부각됐다.

2020년 팬데믹 초기에도 공포 심리가 극대화되며 1000~1100원 대를 오가던 환율이 1280원 안팎까지 단기간 급등했다. 다만 감염병이라는 특수성 탓에 특정 경제 주체를 원인으로 지목하는 여론은 크지 않았다.

**과거 외환위기·금융위기 때와는 상황 달라
달러 부족 아닌 원화 매력 저하가 근본 원인**

2022년 미 연준의 급격한 금리 인상과 함께 환율은 1444원까지 다시 올랐고, 정치 불확실성과 ‘매파적 완화’ 기조가 겹친 2024~25년에는 1470원대까지 상승하며 2009년 이후 최고 구간을 위협하고 있다.

이번엔 ‘달러 부족’ 아닌 ‘원화 매력 저하’

현재는 1997년처럼 외환보유액이 고갈된 상황도, 2008년처럼 글로벌 금융시스템이 붕괴한 상황도 아니다. 외환보유액은 4300억 달러 안팎으로 안정적인 수준이고 은행 외화유동성 지표 역시 위기 국면과는 거리가 있다.

그럼에도 환율이 과거 위기 국면과 비슷한 수준까지 오른 이유에 대해 시장에서는 “이번엔 외환이 부족해서가 아니라 원화를 들고 있을 유인이 떨어졌기 때문”이라는 분석이 힘을 얻고 있다. 이창용 한국은행 총재가 “현재 환율은 외국인 투자가 아니라 내국인 해외투자가 좌우한다. 해외로 나간 자금이 국내로 들어온 외국인 투자보다 3~4배 크다”라고 언급한 것도 같은 맥락이다.

서학개미→연기금→수출기업…차례로 올라온 ‘용의선상’

정부가 가장 먼저 탓을 돌린 대상은 서학개미였다. 해외주식 결제 수요가 환율 상승을 부추긴다는 이유에서다. 하지만 미국 증시에 세계 자금이 몰리는 것은 글로벌 현상이고, 개인의 해외주식 순매수는 외환시장 전체 규모를 고려하면 보조 요인에 불과하다는 반론이 우세하다.

이어 연기금이 ‘다음 타깃’이 됐다. 국민연금의 해외투자 자산은 700조원 안팎, 달러 기준 5000억달러를 넘겨 정부 외환보유액을

웃돈다. 이에 정치권 일각에서는 국민연금을 ‘환율 안정 캐스팅 보트’로 규정하며 환헤지 비율 상향, 원·달러 스와프 확대 등을 요구하고 있다.

그러나 국민연금은 노후자산을 운용하는 장기 투자자로서 환율 안정을 최우선 목표로 삼기 어렵다. 외환안정협의체 참여와 환헤지 논의에도 불구하고 환율이 1400원대 후반을 유지하는 점은 연기금 카드만으로는 구조적 약세 압력을 되돌리기 어렵다는 사실을 보여준다.

정부는 최근 수출기업에도 시선을 돌렸다. 한국은행에 따르면 올해 3분기 기업 외화예금은 918억8000만달러(약 134조원)로 역대 최고치를 기록했다. 정부는 기업들이 수출 대금을 원화로 환전하지 않고 보유하는 ‘달러 쌓기’ 전략이 원화 약세를 부추긴다고 본다.

하지만 기업들은 글로벌 통상 환경 불확실성, 대규모 설비투자·해외 M&A·대미 투자 계획 등을 고려하면 달러 보유가 합리적 위험관리라는 반론을 내놓고 있다.

진짜 원인은 통화량(M2)과 부채 구조

서학개미·연기금·수출기업이 고환율 국면에서 일정 부분 영향을 미친 것은 부정할 수 없지만, 보다 근본적인 원인으로 지목되는 것은 통화량(M2)의 폭발적 증가와 재정·부채 구조의 변화다.

한국은행 통계와 민간 분석에 따르면 2017년 2450조원이던 M2는 2022년 3698조원으로, 현 정부 출범 이후에도 증가세가 이어져 지난 9월 4426조원에 달했다.

한 국책은행 연구원은 “최근 몇 년간의 ‘빚’ 유동성 잔치’의 나비 효과가 지금의 고환율로 나타난 것”이라며 “국가채무가 5년 사이 380조원 늘고, 가계부채도 GDP 대비 90%를 넘는 상황에서 금리 인상 여력은 크게 제한된다”라고 지적했다.

그는 “지금의 환율은 누가 달러를 더 샀느냐의 문제가 아니라 통화량과 재정·부채 구조 변화가 누적된 결과”라며 “외환위기는 달러가 없어서, 금융위기는 글로벌 달러가 막혀서 환율이 뛰었다면 지금은 원화를 보유할 유인이 떨어진 구조다. 이를 손보지 않은 채 특정 집단에 책임을 돌린다면 고환율 논쟁은 계속 반복될 것”이라고 말했다.

박태환 기자



쿠팡이 바꾼 유니콘 투자 공식… 기관 중점 체크리스트 된 ‘리스크 관리’

성장 공식서 리스크 관리로…달라진 기관투자자 산식

내부통제 부실·규제 강화 맞물려 ‘디스카운트’ 현실화

플랫폼 유니콘, 밸류에이션 변수로 ‘보안·내부통제’ 부상

보안·레그테크 반사이익…유니콘 시장 리레이팅 신호탄

쿠팡 개인정보 유출 사태 이후 기관투자자들의 투자 공식 셈법도 복잡해졌다. 그동안 유니콘 기업을 바라보는 시각이 성장률·거래액(GMV)·시장점유율 중심이었다면, 이제는 ‘규제·보안·집단소송 리스크’라는 다른 산식으로 다시 평가해야 한다는 분위기가 감지된다.

쿠팡 모델은 오랫동안 한국 유니콘 성장 서사의 표준처럼 여겨져 왔다. 적자를 감수하더라도 물류와 IT에 선제 투자해 점유율을 키우고, 이후 수익화와 기업공개(IPO)로 회수한다는 공식이다. 하지만 이번 사태 이후 기관투자자들 사이에서는 ‘쿠팡 모델’이 성장에서 리스크 관리로 빠르게 전환하고 있다는 평가가 나온다.

쿠팡 사태는 그 규모와 성격을 고려하면, 단순히 개인정보 유출 사고로만 보기 어렵다는 시각이 많다. 3370만명 개인정보 유출은 국내 최대 규모이며, 과징금·징벌적 손해배상·집단소송 리스크가 어디까지 확장될지 기능하기도 쉽지 않다.

최근 SK텔레콤 정보 유출 때 2324만명 규모로 1348억원의 과징금이 부과된 사례를 감안하면, 쿠팡에 대해선 수천억~1조원대 과징금 가능성이 공공연히 거론된다. 외형 성장 단계에 있는 기업이라 하더라도, 한 건의 사고가 상각전영업이익(EBITDA) 몇 년치를 날릴 수 있다는 우려가 재무모델에 직접 반영될 수 있는 셈이다.

더 큰 문제는 사고의 원인이 고도화된 해킹이 아니라, 내부통제 미흡·권한 관리 부실·탐지 지연 등 ‘기본기 부족’으로 드러났다는 점이다. 이는 기관투자가 가장 경계하는 유형이다. 리스크가 예측하기 어렵고, 사고 이후의 커뮤니케이션 과정에서도 혼선이 반복되면 기업 거버넌스의 신뢰도, 규제당국과의 관계 모두가 흔들릴 수밖에 없다.

정치권의 반응이 기관투자자의 투자 판단에 미치는 영향도 커지는 추세다. 이번 사태 이후 여권 일각에서 온라인플랫폼법(온플법) 재추진 신호가 나오고, 정부는 징벌적 손해배상·집단소송제 확대, 정보보호 인증 강화 등 규제 체계를 손보는 방안을 검토하고 있다.

이는 쿠팡뿐 아니라 네이버·컬리·배민·토스 등 대형 플랫폼 기업들이 상시적인 규제 압력 아래 놓일 수 있다는 의미다. 개별 사고가 전체 섹터의 밸류에이션 멀티플을 누르는 방향으로 작동하는 구조가 만들어질 수 있다는 우려도 나온다.

이러한 흐름 속에서 기관투자자의 평가 기준도 변화하는 모양새다. 과거에는 성장 스토리·시장 점유율·유저 수 확대가 핵심 지표였다면, 이제는 사고 발생 시 예상 손실 규모, 규제 노출도, 정보보호 역량, 내부통제 체계가 사업모델의 ‘핵심 변수’로 들어왔다는 평가다. 성장 곡선이 가팔라질수록 규제·보안 리스크도 함께 기하급수적으로 커지는 구조를 더 이상 무시할 수 없게 됐다는 의미다.

일부 벤처캐피탈(VC)들은 스타트업과 유니콘 기업의 실사 과정에서 보안·데이터 거버넌스 항목을 별도 평가 영역으로 분리하는 작업도 준비 중인 것으로 전해진다. 기업이 어느 규제 트랙에 올라타 있는지, 사고 발생 시 과징금·소송 비용이 재무제표에 미치는 영향이 어느 정도인지, 정보보호 인력·예산·권한 수준이 사업 규모와 정합적인지 등을 본격적으로 들여다보겠다는 것이다.

국정감사에서 국민연금의 책임투자(ESG) 운용체계가 문제된 이후, 연기금·공제회들이 ESG를 실제 투자 의사결정에 반영하는 비중도 커지는 추세다. 그동안 ESG 평가에서 중대재해가 감점 요인으로 작동해 왔다면, 앞으로는 ‘대형 보안 사고’가 별도의 감점 기준으로 자리 잡을 가능성도 있다.

자연스럽게 쿠팡 모델을 참고해온 다른 유니콘들에 대한 투자자들의 질문도 달라지고 있다. 과거 쿠팡과 함께 대표적인 이커머스 유니콘으로 평가받았던 컬리는 새벽배송·풀필먼트 중심의 고비용 구조에서 보안·내부통제 투자가 추가될 경우, IPO 추진과 밸류에이션 방어가 더 까다로워질 수 있다는 시각이 나온다.

배달의민족은 기존의 수수료·라이더 이슈에 더해 데이터·보안 의무가 결합되면 규제 부담이 한층 확대되는 그림이 예상된다. 온플법 논의가 재점화할 경우 ‘자사 우대·데이터 남용·수수료 구조’가 세트로 규제 대상에 포함될 가능성도 배제하기 어렵다. 생활 밀착형 플랫폼인 배달앱이 사실상 지역 인프라 성격을 띠고 있다는 점을 감안하면, 향후 규제 강도는 오히려 높아질 수 있다는 분석도 나온다.

토스는 금융업에 준하는 감독을 받는 영역으로 확장해온 만큼, 전산 안정성과 정보보호 체계가 상장 과정에서 주요 평가 지표가 될 것이라는 관측이 기관투자자 사이에서 조심스럽게 언급된다. 성장성·이용자 수·사업 다각화보다 ‘전통 금융지주 수준의 사고 대응 능력을 갖추고 있느냐’가 프리미엄을 결정하는 변수로 떠오르는 분위기다.

쿠팡 사태를 기점으로 자본시장에서 플랫폼·유니콘 섹터는 구조적 리레이팅 구간에 진입했다는 평가가 힘을 얻는다. 성장률과 점유율만으로 높은 멀티플을 인정하던 구조가, 보안·규제 비용·잠재 과징금을 선반영해 디스카운트하는 방식으로 바뀌고 있다. 반대로 규제 대응을 위한 보안·데이터 관리·레그테크(RegTech) 분야는 정책 수요와 시장 수요가 동시에 늘어나면서 새로운 투자처로 부상할 수 있다는 전망도 뒤따른다.

한 대형 VC 관계자는 “미국 VC들은 보안을 ‘사고를 막기 위한 비용 센터’가 아니라 클라우드·AI와 같은 성장 섹터로 본다”라며 “한국은 여전히 플랫폼·유니콘에 프리미엄을 주고 보안은 최소 비용으로 떼우려는 인식이 강한데, 쿠팡 사태 이후에는 이 시각이 완전히 뒤집어질 수 있다”라고 말했다.

다른 VC업계 관계자는 “제작자는 어느 스타트업이 더 빨리 크느냐 보다, 대형 사고가 났을 때도 버틸 수 있는 구조를 갖추고 있느냐가 기관투자가의 핵심 질문이 될 것”이라며 “전통적인 유니콘 BM이 흔들리고 있는 상황에서, VC들도 투자 프레임을 서둘러 재점검하고 있다”라고 말했다.

박태환 기자



2025년 부동산시장, 상업용은 ‘버텼고’ 주택은 ‘꺼졌다’

상업용 공급 절벽 속 호텔·GBD 오피스 가격 ‘고공행진’
 물류센터는 올해 숨 고르기, 2026년부터 재조정 가능성
 지방주택 악성미분양 2만3000가구…대구 후분양 ‘시한폭탄’
 서울권 대 지방 양극화, 2026년까지 구조적 장기화 전망

2025년 부동산 시장은 상업용과 주택 시장의 온도차가 어느 때보다 뚜렷했다. 외국 관광객 급증과 공급 절벽이 겹친 호텔, 사옥 수요가 버팀목이 된 오피스, 이커머스 구조 변화가 재편 중인 물류센터까지 상업용은 선택적 회복 흐름이 나타났다. 반면 주택 시장은 서울의 구조적 공급 부족과 지방의 ‘악성 미분양’ 누적이 심화되며 내년에도 불확실성이 확대될 전망이다.

올해 상업용 부동산 시장을 관통한 키워드는 수요와 공급의 비 대칭이다. 오피스는 실수요 기반의 기업(SI) 매입이 급증하며 가격 하락을 방어했고, 호텔은 외국 관광객 회복이 겹치며 사실상 슈퍼사이클에 근접했다. 물류센터는 작년 공급 폭증 이후 조정기에 들어섰지만 온라인 거래 확대로 핵심 지역 중심 수요가 여전히 견조했다. 이같은 구조가 상업용 시장 전반에 가격 하방경직성을 만들었다는 평가다.

오피스는 독주 흐름이 이어졌다. 공실률은 역사적 저점 수준을 유지했고, 임대료·매매가격 모두 신고가를 경신했다. SI의 사옥 수요가 올해 매입 비중을 37%까지 끌어올렸고, Tower730·페털 타워 등 대형 거래가 이어지며 연간 거래 규모는 20조원을 넘어설 전망이다.

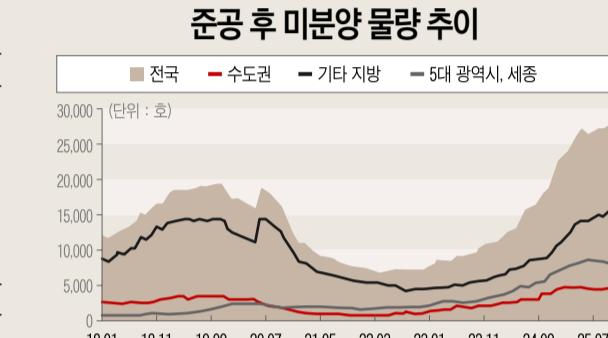
그만큼 리스크도 뚜렷하다. 내년 18만평, 2027~2029년 50만평 이상 공급이 집중되며 종로구(CBD) 중심으로 공실 압력이 누적될 가능성이 크다.

올해 하반기부터 물류센터는 ‘공급 절벽’에 가까워졌다. 2023년 228만평이던 신규 공급은 올해 74만평으로 급감했고, 2025년도 전년 대비 38% 수준에 불과하다. 반면 온라인 쇼핑 거래액은 259조원으로 사상 최대를 기록했고, C-커머스 확대로 3PL 물량이 크게 늘었다.

내년부터는 반대 양상이 펼쳐질 전망이다. 2024년 인허가 물량이 내년부터 본격 준공되며 수도권 외곽·단일 테넌트 중심 센터는 공실 리스크가 재부상할 수 있다는 분석이 나온다.

호텔 시장은 올해 상업용 중 가장 호황을 기록했다. 외래 관광객은 1056만명을 기록했고, 서울 주요 호텔의 객실점유율(OCC)은 79%, 평균객실요금(ADR)은 19만8000원으로 사상 최고치를 찍었다.

다만 호텔 공급은 경제성 악화로 정체돼 있어 내년까지 의미 있는 증가가 없을 것으로 보인다. 이 때문에 평당 2250만원·객실당 4억원 수준이 사실상 새 기준선으로 자리 잡았다. 내년부터는 만



다린 오리엔탈·자누·로즈우드 등 글로벌 럭셔리 브랜드의 신규 입점이 예정돼 있어 프라임 자산 중심의 양극화가 더 심화될 전망이다.

한 부동산 자문사 임원은 “내년 오피스는 CBD 공급 집중이 가장 큰 변수이고, 물류센터는 저온·하이브리드 전환 여부가 수익률을 가를 것”이라고 말했다.

주택시장은 정부가 부동산 대책을 세 차례 내놓은 이후에도 서울과 비서울의 양극화가 심해졌다. 서울 동대문구 청량리역 롯데캐슬 잔여 세대 청약은 10억원의 시세 차익 기대감에 경쟁률이 최고 4만9491대 1을 기록했다. 악성 미분양에 허덕이고 있는 대다수 지방 상황과 대조된다.

주택 시장은 내년에도 힘들 전망이다. 신규 부지가 절대적으로 부족한 서울은 수요 대비 공급이 더디며, 지방은 여전히 어려운 상황이다.

지방 건설 경기는 회복될 기미가 보이지 않는다. 준공 후 미분양 주택인 ‘악성 미분양’은 지방이 2만3733가구로 전국 물량의 84.5%를 차지한다. 올해 최대치다. 유동성 확보를 위해 건설사가 보유한 물량을 전세로 전환하는 모습도 보인다. 상황이 이렇다 보니 지방은 사업 수지가 확실한 사업장만 착공하는 추세다.

특히 대구는 내년에 예비 악성 미분양 물량이 대거 대기하고 있다. 2022년부터 미분양이 본격적으로 치솟으며 선분양을 후분양으로 전환한 다수 사업장이 내년 준공을 앞두고 있다. 특히 대구 동구 동대구역 인근에 분양 대기 물량이 많다.

이미 대구는 전국 최다 악성 미분양 부담을 안고 있다. 10월말 기준 대구의 악성 미분양 아파트는 5개월째 감소하고 있지만 전국

서울 오피스 신규 공급 및 공실률 추이 전망



의 12%를 차지해 10개월 연속 17개 시도 중 가장 많다. 이외의 지방 사업장도 상황이 크게 다르지 않다. 규모의 차이일 뿐 준공을 앞둔 후분양 사업장이 펴져있다.

건설 및 부동산 업계는 후분양 ‘폭탄’이 터질 경우 지방 시장이 재차 침체할까 우려하고 있다. 지방 회피 심리가 더 커져 서울과 수도권 아파트 위주로 몰린 수요가 더욱 공고해질 거란 분석이다. 전세사기, 종합부동산세 등 부담으로 비아파트 시장은 수요가 사라졌다.

중대재해처벌법 강화, 노동안전 종합대책 등 건설사를 옥죄는 정부의 정책도 부담이다. 경기 침체 우려에 사업 불확실성까지 겹치며 건설사의 경영 부담이 가중됐다. 건설산업정보원에 따르면 폐업 건설사는 작년에 8년 만에 3000곳을 넘어섰는데, 올해도 현재 추세를 감안하면 3000곳을 넘어설 것으로 보인다.

서울 알짜 지역에서 이뤄지는 재개발·재건축 등 도시정비사업은 내년에도 활발할 거란 평가다. 다만 이는 일부 대형건설사의 몫이다. 올해는 전체 수주 중 40% 이상을 현대건설과 삼성물산이 따냈다. 내년에도 양사는 양강 체제 굳히기에 나설 것으로 보인다.

중견건설사들은 사회간접자본(SOC)과 공공주택 등 공공공사에 기댈 수밖에 없는 실정이다. 내년 SOC 예산은 올해보다 1조6000억원 늘어난 21조1000억원으로 확정됐다.

나이스신용평가는 “착공 및 기성 감소, 고물가 등에 따라 2026년 건설업황은 부진한 흐름을 이어갈 것으로 예상된다”며 “주거용 부동산의 수요와 공급이 대출규제 강화 및 시장 불확실성 등에 따라 위축되면서, 민간을 중심으로 한 주택경기 침체 기조가 지속될 전망이다”고 분석했다.

한설희·이지훈 기자





쉽고 빠른 거래, 정보력 . 전략까지

해외주식? 하나만 알면

OK!

하나증권으로
시작하세요!



하나증권 해외주식 Welcome 혜택



이벤트 바로 확인해보기

미국주식쿠폰 · 수수료 혜택 이벤트 : 생애최초 신규 대상

\$30

미국주식
매수쿠폰

- 미국주식 온라인 거래수수료 **0%** (6개월, 제세금 별도)
- + 미국달러(USD)환전우대 **95%** (6개월)
- . 1천원 상당의 '팔란티어테크' 소수점주식 증정

Wedbush

리서치 독점 제공

미국 유명 현지 증권사 리포트

업계 유일

미국 OTC 온라인 거래

일반 거래소 외
투자 기회 확보 가능

하나증권

[이벤트유의사항]※본 이벤트는 하나증권의 사정에 따라 변경되거나 중단될 수 있습니다.(단, 기조건 충족 손님은 제외) ※본 이벤트를 통해 하나증권 계좌를 처음 개설한 손님에게만 혜택이 제공되며, 혜택은 해당 이벤트를 통해 개설된 해외주식 거래계좌로 지급 및 적용됩니다. ※지점계좌 또는 관리자 등록계좌는 혜택을 받을 수 없습니다.※[미국달러(USD)매수 시 환전우대] 이벤트 대상: 매매기준율+스프레드0.05%적용(95% 환전우대, 환전 우대기간 종료 후 직접 환전 시 90% 적용), 이벤트 비대상: 매매기준율 + 스프레드 0.10% 적용(90% 환전우대, 직접 환전 시 해당), 매매기준율이란? 고시된(매수환율+매도환율)/2, 하나증권 고시 매매기준 환율 적용 ※ 그외 해외주식 웰컴이벤트의 자세한 내용은 하나증권 홈페이지 참고하시기 바랍니다.

[투자유의사항]※투자자는 금융투자상품<주식>에 대하여 금융회사로부터 충분한 설명을 받을 권리가 있으며, 투자전 상품설명서 및 약관을 반드시 읽어보시기 바랍니다. ※모든 종목에 대하여 소수점거래 서비스가 제공되는 것이 아니라 증권사에 소수점 거래 가능한 종목 확인이 필요합니다. ※이 금융상품<주식>은 예금자보호법에 따라 보호되지 않습니다. ※금융투자상품은 자산가격 변동, 환율 변동, 신용등급 하락 등에 따라 투자원금의 손실(0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. ※해외주식 온라인 매매수수료는 국가별 상이(미국 0.25%, 중국 0.3%)이며 기타 자세한 사항은 하나증권 홈페이지 등을 참고하시기 바랍니다. ※ 중국주식 매수시 0.00841%, 매도 시 0.05841% 제비용을 부과하며 기타 자세한 사항은 하나증권 홈페이지 등을 참고하시기 바랍니다.

한국금융투자협회 심사필 제25-03683호(2025.09.01~2025.12.31) CC브랜드 250818-0285

연말 부동산PF 시장에 몰아닥친

‘EOD포비야’

부동산 섹터 불문하고 잠재적 EOD 위험 내재
낮은 부동산 회복 기대감에 유동성 확보 어려워

부동산 프로젝트파이낸싱(PF)의 기한이익상실(EOD) 우려는 이제 ‘상수’다. 오피스, 물류센터, 지식산업센터, 하이엔드 주택 등 분야를 막론하고 위험이 내재해 있다. 작년에 이어 올해도 많았던 EOD 위기는 내년에도 이어질 것으로 보인다.

KB증권의 연속 EOD가 올해 상징적인 사건으로 꼽힌다. 올해 3분기에만 경기도 시흥 시화MTV 물류센터와 서울 서초 남부터 미널 하이엔드 도시형생활주택 PF에서 연달아 EOD가 발생했다. KB증권은 PF 부실 해결을 위해 시화MTV 물류센터 사업에 2600억원, 하이엔드 사업에 2500억원 등 한 달 만에 5100억원 규모의 자체자금(PI)을 투입했다.

홈플러스 사태는 현재진행형이다. 새 주인이 나타나지 않는 상황에서 강도 높은 구조조정을 앞두고 있다. 일부 지점은 대주단과 담보대출 관련 연장 합의가 이뤄지지 않아 EOD가 발생했다. 임대료마저 간신히 내는 지점이 많은 만큼 추후 대출연장 합의

에도 난항이 예상된다. 일부 투자자는 회수 방안으로 홈플러스 부지를 주택용 부지로 전환하는 방안을 검토하고 있다.

PF 부실의 여파는 학교법인에까지 번졌다. 한양학원이 매물로 나왔다는 소식에 한양대학교가 반박했지만, PF 사업에서는 여전히 어려움을 겪고 있다. 대표적으로 계열사인 한양산업개발이 PF 사업에 제공한 신용보강과 연대보증은 5024억원이다. 우발부채로 분류돼 있어 PF 사업성 확보가 필수다. 한양학원은 유동성 확보를 위해 서울 중구 프레지던트호텔 매각을 추진했지만 높은 용적률 탓에 재개발 수익이 크지 않아 한 차례 무산됐다.

이외에도 부동산투자업계에선 공실률 증가를 이유로 서울 강남 구의 한 오피스의 EOD 위기가 거론되고 있으며, 국내 운용사가 보유한 한 물류센터도 임차인 확보에 난항을 겪으며 유동성 위기를 겪고 있다. 공실난에 시달리는 지식산업센터는 사실상 투자 자산 가치를 상실했다.

오피스도 지역에 따라 점차 유동성 문제가 생길 가능성이 제기된다. 상업용 부동산 종합 서비스 기업 알스퀘어의 ‘2025~2026 부동산 시장 종합 분석 보고서’에 따르면 대규모 공급이 예정돼 있어 서울 오피스 공실률이 중기적으로 6.5% 높아진다고 내다봤다. 2025~2031년 서울에 약 760만㎡(230만평)가 공급될 예정이며 이 중 도심 중심업무지구(CBD)에만 39.07%가 예정돼 있다. 여의도 업무지구(YBD)에도 공급이 대거 이뤄진다.

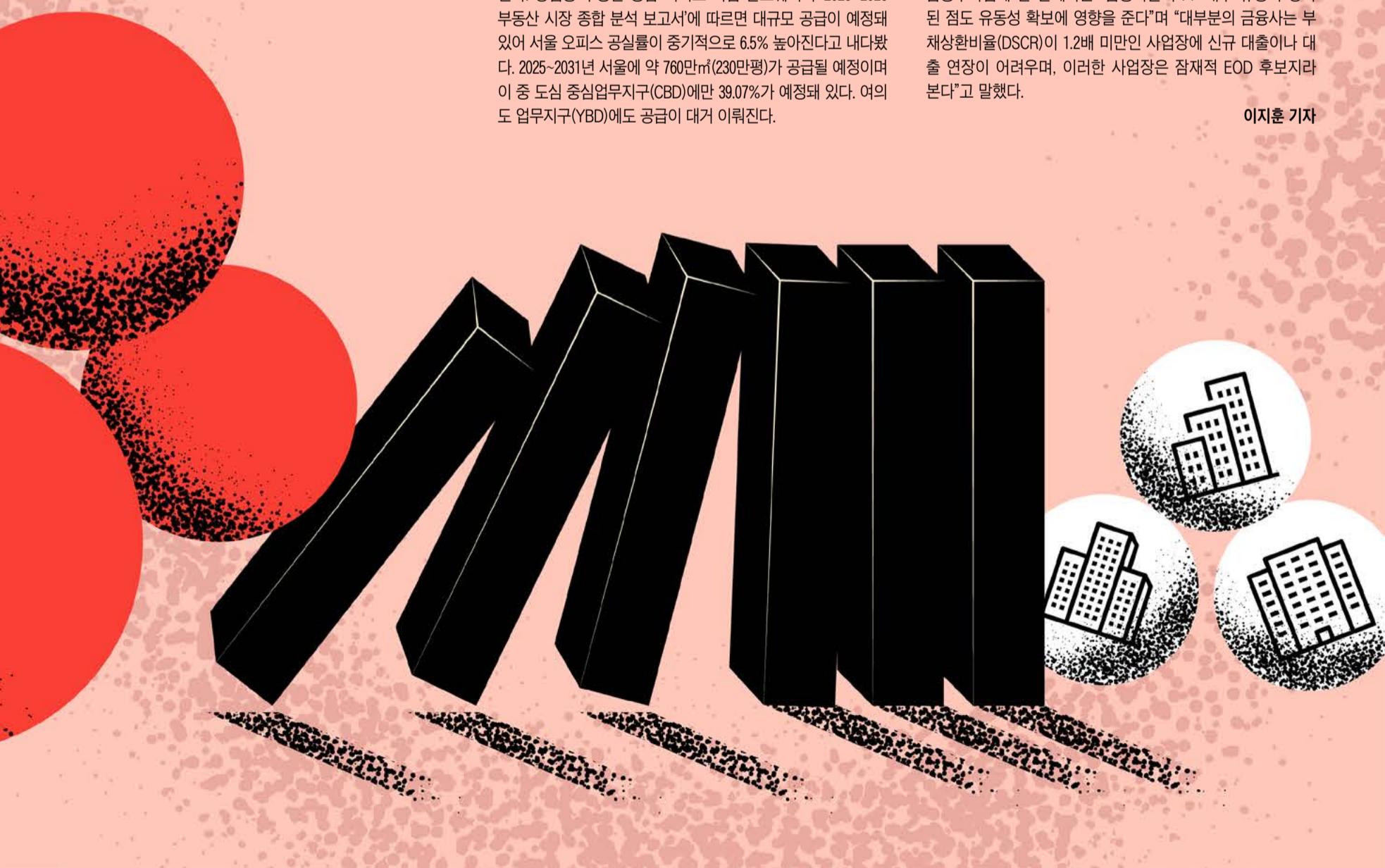
건설사 위기에 따라오는 EOD 위험도 여전하다. 올해 수많은 건설사가 법정관리를 신청했는데, 이때마다 EOD 사유가 발생한다. 일반적으로 사업장에 신용을 보강한 건설사가 법정관리를 신청하면 EOD 요건으로 작용한다. 대한건설협회에 따르면 올해 10월 기준 법정관리에 들어간 종합건설사는 42곳으로 작년과 재작년 규모를 이미 넘었다.

다만 대주들의 EOD 선언은 소극적이었다. 건설사들은 지방 사업장이 문제가 되는 경우가 많은데 지방 부동산은 처분이 어려워 투자금 회수가 쉽지 않기 때문이다. 다수의 대주는 대출만기를 연장하며 완공하는 방식을 택했다.

시장에 당연한 듯 자리 잡은 EOD의 본질은 결국 유동성이다. 상업용 부동산은 공실률이 낮고 아파트는 분양률이 높아야 이자를 내고 대출을 상환할 수 있다. 경기 침체 우려에 PF 투심 회복을 선불리 기대할 수 없는 상황에서 내년에도 위기는 도사리고 있을 거란 분석이다.

금융투자업계 한 관계자는 “금융사들의 PF 내부 규정이 강화된 점도 유동성 확보에 영향을 준다”며 “대부분의 금융사는 부채상환비율(DSCR)이 1.2배 미만인 사업장에 신규 대출이나 대출 연장이 어려우며, 이러한 사업장은 잠재적 EOD 후보지라 본다”고 말했다.

이지훈 기자



150조 국민성장펀드 경쟁불은 삼성 vs SK… ‘번호표’ 기다리는 기업들

대기업·PEF·VC·자문사까지 시장 전면 가동

용인 클러스터·해상풍력·대규모 AX 전환 이 초기 후보로 부상

전력 등 인프라 프로젝트에 자금 투입될 듯

150조원 규모의 국민성장펀드가 본격 출범하며 자본시장 전반에 술렁이고 있다. 산업은행은 이달 ‘국민성장펀드본부’를 공식 출범시키고, 금융당국도 지원 조직을 가동하며 국가 프로젝트 추진에 속도를 내고 있다.

시장의 최대 관심사는 첫 투자처가 어디로 향하느냐, 그리고 어떤 기업이 ‘국가전략산업 대표 기업’이라는 상징성을 확보할 것인가다. 대기업뿐 아니라 PEF, VC, 중견기업까지 ‘번호표’를 들고 줄을 서는 분위기다.

정부와 산업은행은 인공지능(AI), 반도체, 바이오·백신, 방산, 로봇, 수소, 이차전지, 디스플레이, 미래차 등 10개 첨단전략산업과 관련된 벤류체인 전반에 자금을 투입한다는 계획이다. 특히 제조업의 인공지능 전환(AX), 대규모 인프라·에너지 프로젝트, 지역산업 기반 확충, 스케일업 펀드 등 다양한 형태로 투자가 이뤄질 전망이다.

정책 당국은 1호 사업 및 초기 투자처 선정을 위한 핵심 기준으로 ▲국가전략산업 핵심성 및 글로벌 공급망 기여도 ▲민간 매칭 규모 및 조기 집행 가능성 ▲고용·지역경제 기여도 ▲생태계 전반의 연계 효과(스타트업·중견기업 포함) 등을 검토하는 것으로 전해진다. 프로젝트 단위가 될 가능성이 크고 어느 기업이 해당 프로젝트를 리딩하느냐에 관심이 쏠린다.

시장이 주목하는 대목은 단연 삼성과 SK의 움직임이다. 두 그룹 모두 첨단전략산업 전반에서 핵심적 위치를 차지하고 있어 ‘1호 프로젝트’ 선정 시 갖는 상징성이 크다.

자본시장 관계자는 “삼성과 SK는 단순히 투자 유치가 목적이 아니라 국가 첨단산업을 대표하는 레퍼런스를 가져가기 위한 경쟁

을 벌이고 있다”며 “첫 프로젝트에 어느 그룹의 사업이 들어가느냐는 시장에 미치는 파급력이 크다”고 말했다.

금융위가 주최한 국민성장펀드 국민보고대회에는 SK, 셀트리온, 한화에어로스페이스, 현대자동차, 퓨리오사AI, LG유플러스, 네이버, 두산 등 주요 기업 CEO들이 대거 참석해 관심을 드러냈다. 벤처 분야에서는 미래에셋금융, 뱅크샐러드, 이너시아 등이 참여했다.

가장 거론되는 1호 프로젝트는 삼성전자와 SK하이닉스가 조성 중인 ‘용인 반도체 클러스터’다. 삼성, SK뿐 아니라 원익IPS, 솔브레인, 주성엔지니어링, 넥스턴, 램테크놀로지, 고영테크놀로지 등 국내 팝리스·장비·소재 기업, 그리고 ASML 등 글로벌 장비업체까지 참여하는 초대형 생태계이다.

전방위 사업효과, 민간 매칭 자금 조달 능력, 한국 반도체 경쟁력 강화라는 명분이 모두 맞물려 있어 정책적 상징성이 크다는 평가가 나온다.

에너지 분야에서는 신안우이 해상풍력 프로젝트가 1호 사업 후보로 부상한다. 전남 신안군 우이도 인근에 국내 최대 규모의 해상풍력단지를 조성하는 사업으로, 한화오션·한국중부발전·현대건설·SK이터닉스 등이 주요 참여사다.

재생에너지 전환, 조선·설비·시공사 공급망 강화 등 다층적 효과가 있다는 분석이다. 전력인프라 프로젝트에서도 가능성이 거론된다. 전력인프라 분야는 HD현대일렉트릭, LS일렉트릭, 산일전기, 파워맥스, 오이솔루션, 대한광통신 등이 주요 기업으로 거론된다.

국민성장펀드가 대기업·중견기업뿐 아니라 생태계 전체를 대상으로 하는 만큼 PEF·VC 업계도 대형 기회로 보고 있다.

한앤코, IMM PE 등 대형 PEF는 반도체·에너지·인프라 관련 카브이웃 매물·포트폴리오 가치 제고를 기대하고 있다. 더불어 대기업의 대규모 투자유치에 GP로서 투자 물색 및 집행 등에 나설 기회를 살펴보고 있다. 이미 물밀에선 이런 움직임이 활발하게 벌어지고 있다. 중견 PEF는 그로스 캐피탈 분야의 펀드레이징뿐 아니라 관련 업체 M&A 기대감이 크다.

대기업뿐 아니라 중견·중소기업에도 해당 자금이 흘러갈 가능성이 커지면서 자문사들도 분주하다. 산업은행은 회계법인들과 접촉하며 초기 투자처 발굴 작업을 병행하고 있다. 김이동 대표가 이끄는 삼정 재무자문본부는 내년 핵심 사업으로 국민성장펀드 관련 투자 자문을 확대할 계획이다. EY한영은 산업은행 출신 박남수 재무자문 대표가 관련 프로젝트에 적극 대응에 나서고 있다.

PEF·VC 운용역 사이에서는 ‘창업 및 펀드 사이즈 확대의 기회’라는 기대도 나오고 있다. 이 때문에 PEF나 VC 창업도 활발하게 이뤄지고 있다. 단시간에 대규모 펀드 조성이 가능하다고 보기 때문이다.

한 자본시장 관계자는 “150조라는 자금 규모는 내년 자본시장의 흐름 자체를 바꿀 수 있는 수준”이라며 “투자 유치뿐 아니라 M&A 시장도 다시 활기를 찾을 것”이라고 전망했다.

양선우·이하은 기자



치고 나간 SK하이닉스, 다 따라잡은 삼성전자… 내년 반도체株 톱픽은?

쇄신 1년여 만에 우려 뚫고 화려하게 재기한 삼성전자
HBM까지 2강체제 본격화…현업서도 우위 둔 갑론을박
둘 다 잘 나갈 텐데…고성장 낙관 속에 갈리는 톱픽 논쟁
비메모리도 있는 삼성전자vs순수 메모리 1등 SK하이닉스

삼성전자가 쇄신 1년여만에 보여준 추격전 성과가 눈부시다. 연초 D램 공정 재설계 작업이 한창일 당시만 해도 업계에선 게임이 끝나간다는 말까지 오르내렸다. 지금은 현직자들도 내년 이후 양사 경쟁우위를 두고 갑론을박이 한창이다.

인공지능(AI) 패권 경쟁에서 메모리 반도체 역할이 전에 없이 커지고 있는데, 적절한 시기 삼성전자가 화려하게 재기하며 2강 체제를 굳혀가는 상황으로 풀이된다. 투자자들도 양사 주가 전망을 놓고 행복한 고민에 빠져 있다. 데돈을 벌기는 매한가지일 텐데, 어느 한 곳을 고르기 어렵다는 평이 지배적이다.

올해 삼성전자와 SK하이닉스의 주가 그래프는 거의 유사한 움직임을 보여왔다. 하반기 들어 전방 AI 시장에 천문학적인 돈이 쏟아지면서 갑자기 메모리 산업이 슈퍼사이클(초호황)에 진입한 덕이다. 지난 2년간 수요가 물린 고대역폭메모리(HBM) 외에 범용 제품까지 공급 부족이 심화하면서 양사가 모처럼 동반 랠리에 들어간 것이다.

단순히 업황이 돌아선 덕이라기엔 삼성전자 추격 기세가 예사롭지 않다.

연초만 하더라도 양사 기술 격차가 너무 큰 폭으로 벌어졌다는 인식이 팽배했었다. 당시 삼성전자는 전영현 부회장 지시로 1a 공정 이후 D램 제품의 재설계 작업이 한창이었는데, SK하이닉스는 최선단 1c 공정에서 이미 양산 가능한 수율을 달성한 참이었다. 단 한 번 공정 격차가 벌어져도 다음 사이클 생존을 장담하기 어려운 산업이다 보니, 삼성전자가 제시간 안에 재설계를 마치고 HBM 추격에 나설 수 있겠느냐는 우려가 적지 않았다.

삼성전자가 1년도 안 돼 밀린 숙제를 다 해치우자 안팎에서 놀랍다는 반응이 쏟아진다. 응용처·제품군 전방위로 경쟁사와의 기술 경쟁이 쉴 틈 없이 진행되는 가운데 D램을 재설계하는 게 말처럼 쉽지 않기 때문이다. 삼성전자가 내년 핵심 전장이 될 1c 공정에서까지 괄목할 성과를 거두면서 경쟁 판도가 다시 한번 크게 요동치기 시작했다는 분석이 많다.

업계 한 관계자는 “연초만 해도 레거시인 DDR4 D램에서 중국 창신메모리(CXMT)한테 타격을 입고, HBM은커녕 DDR5 시장에서도 힘을 못 쓰는 상황을 자조하는 목소리가 상당했다”라며 “지금은 삼성전자가 지난 2년여 동안 SK하이닉스에 내줬던 많은 영역들을 하나 둘 되찾아오는 시기가 될 것이라는 기대감으로 반전됐다”라고 전했다.

기세를 뒷받침하듯 운도 따라주고 있다. 전방 빅테크들의 AI 경쟁이 치열해지면서 삼성전자 파운드리(비메모리 위탁생산) 사업부의 전략적 가치도 계속해서 불어나는 식이다. ▲구글이 직접 설계한 TPU가 엔비디아의 가속기(GPU) 시장 독점 구도에 균열을 내면서 ▲엔비디아를 비롯한 HBM 고객사들의 요구 성능은 갈수록 가파르게 치솟고 ▲선단 파운드리를 내재화한 삼성전자의 원가 경쟁력이 새로운 변수로 부상하고 있다. 경쟁사들과 달리 HBM 성능을 끌어올리기 위해 가격이 비싼 대만 TSMC의 선단공정에 기댈 필요가 없기 때문이다.

증권사 반도체 담당 한 연구원은 “HBM4 이후로는 요구 대역폭이나 채널 수가 급증하면서 순수 메모리 기업이 베이스 다이까지 직접 소화하기 힘들어지고 있다”라며 “베이스 다이가 점점 로직(Logic) 영역으로 넘어가면 SK하이닉스나 마이크론은 HBM 마진 상당 부분을 TSMC 선단공정에 양보해야 한다. 자연히 삼성전자가 원가 구조에서 앞서는 그림이 되지 않겠느냐는 기대가 나오는 것”이라고 설명했다.

여러 상황을 종합하면 내년부터 삼성전자와 SK하이닉스의 2강 구도가 본격화할 것이라는 전망에 힘이 실린다. 추격 기세가 매섭다 해도 여전히 SK하이닉스가 고부가 시장인 HBM에서 압도적인 점유율을 유지하고 있고 지난 3년여 동안 누적한 양산·공급 노하우를 무시하기 어렵기 때문이다. 몇 달 만에 HBM 못지 않은 수익성을 확보한 범용 D램이나 서버형 낸드 시장까지 고려하면 종합지표에서 누가 왕좌에 오를지는 두고봐야 한다는 것이다.

양사 주가 전망에 대해서도 다양한 시각이 교차한다. 최근 전방 AI 투자가 과열되면서 거품에 대한 걱정이 증시 발목을 잡고 있긴 하나 양사 모두 4분기에도 사상 최대 실적을 기록할 것으로 예상된다. 올 연말 결산을 전후해 양사 주가의 동반 랠리가 재개될 거란 관측이 많다.

삼성전자 주가의 경우 기저효과를 무시하기 어렵다. 올해 상당한 주가 수익률을 기록했으나 작년 연말 이후 하락세가 워낙 깊었던 탓이다. 연초에 비해 2배 이상 주가가 올랐지만 전 고점을 기준 상승폭은 20~30% 수준이다. 실적과 주가가 회복기에 접어드는 때 HBM 추격 성과와 파운드리 사업부 가치 재조명이 따라붙는 형국이라 상승 여력이 더 높을 거란 기대감이 있다. 내년부터 테슬라·애플 등 대형 고객사와의 비메모리 협력이 본격화한다는 점도 잠재 상승 요인으로 꼽힌다.

반대로 순수 메모리 공급사인 SK하이닉스에 주목해야 한다는 분석도 나온다. 자기자본이익률(ROE) 등 실질 투자지표에서 경쟁사를 압도하고 있기 때문이다. 주가가 지난 3년여 동안 HBM 수혜를 고스란히 반영했다고 해도 여전히 마이크론과 같은 해외 경쟁사에 비해 저평가돼 있기도 하다. SK그룹에서도 미국증시 예탁증서(ADR)를 활용해 재평가를 유도하는 등의 방안을 검토하고 있다. 정부가 논의 중인 금산분리 완화 등 규제 완화 가능성도 주가를 밀어올릴 수 있는 소재로 회자 중이다.

외국계 투자은행(IB) 한 관계자는 “국내외 기관들도 올 연말이나 내년 초를 전후해서 삼성전자와 SK하이닉스가 동반 랠리를 재개할 것으로 내다보고 대기 중”이라면서 “실시간으로 실적 전망이 계속 올라가는 가운데 양사 벌류에이션 논리도 바뀌고 있다. 누가 대장주가 될지 관심이 자속될 전망”이라고 말했다.

정낙영 기자



PEF ‘협회’는 ‘협의회’의 한계를 넘어설 수 있을까

올해 사모펀드(PEF) 시장은 각종 사건사고로 홍역을 앓았다. PEF 산업의 근간이 훈들릴 위기에 처하자 각종 협안에 대응할 수 있는 창구를 만들어야 한다는 목소리가 비등해졌다. PEF협의회를 협회로 격상시키기 위한 논의가 속도를 내기 시작했다.

협회 설립까지 갈 길은 멀어 보인다. 시장의 특수한 영역에 있는 PEF가 어떤 조직을 꾸리고 어디에 목소리를 내야 할지 모호하다는 지적이다. 태생적으로 경쟁자일 수밖에 없는 PEF 운용사들이 서로 한 목소리를 내는 것도 쉽지 않을 것이라 평가가 나온다.

PEF협의회는 PEF 제도 도입기인 2005년 친목회 형태로 시작했고 2013년 비법인사단으로 전환했다. 협의회는 PEF의 전문성과 역할론을 부각시켜 각종 규제 부담을 더는 성과를 내기도 했다. 그러나 상설 사무 조직과 인력, 예산이 없다는 한계가 있었다. 매년 바뀌는 회장사가 자사의 역량을 활용하는 경우가 많았다.

여러 해 전부터 느슨한 PEF협의회 조직을 보다 고도화해야 한다는 지적이 있었는데 구체적인 논의로 이어지지 않았다. PEF 산업은 유동성의 힘을 업고 매년 급성장했고, M&A와 구조조정 영역에서도 주축으로 떠올랐다. 강력한 대외 조직을 갖춰야 할 만큼 절박하지 않았다.

올해 들어 상황이 달라졌다. 홈플러스 회생절차를 계기로 PEF에 대한 시선이 싸늘해졌고, 정부와 정치권의 압박도 심화했다. 국회에선 차임 제한, 사업 내역 공개, 의무공개매수 등 내용을 담은 규제 법안을 앞다퉈 발의하고 있다. 협의회를 협회로 격상하거나 협회를 신설하자는 목소리가 다시 부상했다.

박병건 대신PE 대표가 9대 협의회장에 취임하면서 협회 격상 논의가 빨라졌다. 협의회는 협의회발전위원회 등 소위원회를 꾸려

**현 협의체, 상설 인력·조직 없어 활동에 제약
PEF 여론 악화 계기로 협회 전환 논의 본격화
당장 비용 늘고 누구를 수장으로 모실지 고민
태생적으로 경쟁 관계, 협회 실효성 의문부호**

조직 개편 방안을 검토 중이다. 현재는 협회 체제로 가자는 데 주요 운용사의 중지가 모여가는 분위기다. 초기적인 조직 및 인력 구성 논의도 하고 있는데 넘어야 할 산이 많다.

당장 비용이 문제다. 지금은 전담 조직이 없으니 100곳가량의 회원사가 내는 회비만으로도 살림을 충당할 수 있다. 그러나 협회가 생기면 협회 수뇌부에만 각각 수억원의 보수를 지급해야 한다. 사무실 임대료, 사무국 직원 연봉 등을 감안하면 매년 수십억 원의 지출이 생긴다.

협회 전환으로 의무 가입 운용사가 늘어난다 해도 각 사가 내야 할 금액이 많아질 가능성이 크다. 사무실 운영이 쉽지 않은 소형사는 물론 점점 대규모 성과보수를 거두기 어려워진 대형사에도 가볍지 않은 부담이다.

협회에 어떤 인사를 모셔야 할지도 걱정이다. 은행연합회와 금융투자협회는 관리 영역이 명확하지만 PEF는 정통 금융 영역과 차이가 있다. 규제를 받긴 하나 비밀스러움에 근간을 두고 있다. PEF 업을 잘 아는 인사는 대외 영역을 확장할 실익이 많지 않고, 발이 넓은 인사는 전문성이 떨어질 가능성이 크다.

협회가 아울러야 할 영역은 넓다. 운용사는 물론 출자자(LP), 금융당국, 국회까지 관리할 역량이 있어야 한다. 포트폴리오 기업에 사고가 나면 노동·환경·산업 등 각 정부 부처까지 상대해야 한다. 금융당국 올드보이, 대형 기관 출신 최고투자책임자(CIO), 1세대 PEF 전문가 등 누가 와도 고전할 가능성이 크다.

한국벤처캐피탈협회를 참고하기도 쉽지 않다. 벤처캐피탈(VC)은 여러 운용사가 모여서 투자하는 것이 일반적이다. 그러나 함께 투자를 검토하고, 다른 곳이 심사를 마친 곳은 고민 없이 자금을 집행하기도 한다. 그러나 PEF는 한 투자 건을 두고 치열한 경쟁을 벌인다. 태생적으로 독자 활동을 하니 한 목소리를 내기 쉽지 않다. 협의회의 한계가 협회 체제에서도 이어질 가능성이 크다는 지적이 나온다.

해외 사례와도 비교할 만하다. 미국엔 American Investment Council(2007년 설립), 일본에는 Japan Private Equity Association(2005년 설립)이 있다. PEF가 산업으로 인정받는 데 기여했고 규제 대응, 사회적 책임 강조 등 역할도 했다. 미국과 일본 모두 PEF를 악마화하는 시선이 있었지만 이들의 적극적인 활동으로 많이 회복됐다. 자금력과 로비력이 부족할 PEF협회가 여론의 힘이 센 한국에서 유의미한 역할을 할 수 있을지 미지수다.

한 PEF 업계 관계자는 “PEF협의회를 상설조직화하기 위해선 회비부터 상주 직원, 나아가 외부 유력 인사를 영입하는 데 대한 고민을 해야 한다”며 “PEF협회에 상주할 업계 인사가 있을지 의문인데 그렇다고 외부 인사를 앉히는 게 맞느냐 하는 논의가 이어질 것”이라고 말했다.

위상호 기자



금융으로 세상을 • 이롭게

Shinhan

“나에게 이로운 AI, 없을까?”

라는 당신의 고민에 한번 더 생각합니다.

거창하고 어렵기만 한 AI가 아닌 고객의 일상에 손쉽게 쓸모 있게.

은행이 아니라, 나에게 이로운 AI를.

나에게 이롭게. 나에게 AI롭게.

나에게 이롭게

모두에게 쉽고 편리하게
금융 솔루션을 제공하는
신한은행 AI 은행원

서울 중구 서소문(서경의 9번 출구)에 위치한 신한은행
AI 기술을 적용한 금융 업무를 통해 고객 편의를 위해 노력하고 있습니다.

이 광고는 법률 및 대법원 판례에 따른 권리 침해를 거쳐 제작되었습니다. - 자세한 내용은 신한은행 고객상담센터(1577-6000, 화상 9시~18시) 주말 및 공휴일 휴무로 문의해주세요. (기사내용) [광고] 신한은행 AI 은행원 [제2025-00000-0호 | 2025.03.21~2027.03.21]

더 나은 내일을 위한 동행

신한은행