

KERI Brief

주채무계열 선정기준 확대에 대한 비판적 검토

김미애

한국경제연구원 선임연구원
(mkim953@keri.org)

금 융감독원의 발표에 따르면 올해부터 주채무계열(대기업집단)을 선정하는 기준이 확대되어 더 많은 기업이 주채무계열에 포함될 예정이다. 지금까지는 감독기관이 금융권 총 신용공여액¹⁾의 0.1%가 넘는 기업집단을 주채무계열로 선정하여 발표하면 주채권은행이 해당 기업집단의 재무구조를 평가하고 필요할 경우 재무구조조정약정을 통해 부채비율을 조정해왔다. 이번 개정안에 의하면 이러한 주채무계열로 선정되는 금융권 신용공여액 규모를 하향조정할 뿐만 아니라 시장성 차입금인 회사채발행액, 기업어음(CP) 등의 일정부분을 금융권 여신으로 간주하고 위험관리 대상으로 삼게 된다. 그러나 이 개정안은 시장성 차입을 무조건 위험성 채무 증가로 취급하고 직접금융시장을 위축시킬 수 있다는 문제점을 안고 있다. 더구나 시장성 차입과 이해관계에 있는 금융권 여신을 취급하는 당사자인 은행에 감독권을 부여하는 불합리한 구조를 가지며 결과적으로 직접금융시장에서 자금을 조달하는 기업에 대한 지나친 규제로 작용할 것이다.

최근 몇몇 기업의 부실이 빚은 직접금융시장에서의 투자손실이 사회적 손실과 연결될 수 있다는 관점에서 위험관리 필요성이 대두될 수는 있으나 자본시장의 메커니즘을 통한 투자자와 기업 간에 이루어지는 계약의 규모 자체를 금융당국이 관리감독하는 것은 바람직하지 않다. 주채무계열 선정에 대한 당위성과 필요성, 그리고 내재된 문제점들에 대한 논쟁이 끊이지 않는 상황에서 시장성 차입금을 금융권 여신과 동일하게 취급하는 것은 기존의 문제점을 증폭시키는 결과를 가져올 것으로 우려된다.

1) 신용공여는 대출금과 지급보증만을 대상으로 하는 '여신'과 달리, 기존의 대출·지급보증·어음할인은 물론, 채권 매입·시설 대여·선물거래 등 신용위험이 발생할 수 있는 금융기관과의 모든 직·간접 거래를 통한 자금 지원까지 포함.

1. 검토배경

□ 대기업집단의 재무구조 건전성을 관리감독하기 위한 제도²⁾ 중 하나인 주채무계열선정과 관련하여 최근 금융감독 당국이 그 기준을 강화하는 방안을 추진하고 있음.

- 주채무계열 선정제도는 대기업집단의 금융권부채가 일정 규모 이상이 되면 국민경제에 미치는 영향이 매우 큰 기업집단으로 판단하여 주채권은행을 통해 재무구조의 위험성을 사전에 관리하기 위한 것임.³⁾

□ 그러나 감독당국의 개정안을 적용하여 주채무계열을 선정하게 되면 기존에 주채무계열에서 제외되었던 일부 대기업집단이 추가로 포함될 것으로 예상되며 기업활동에 있어 불합리적인 규제로 작용할 가능성이 있어 개정안에 대한 비판적 검토가 필요함.

2) 은행업 감독규정 제79조

3) 한 기업집단이 주채무계열로 선정되면 계열사 간 지급보증을 통한 신규여신 취급이 불가능하게 되고 기존 계열사 간 채무보증을 모두 해소해야 함. 또한 재무구조가 나쁜 곳은 주채권은행과 재무구조개선약정을 체결해야 하는데 여기에는 부채비율 200% 이하 감축계획, 계열 전체의 구조조정 사항, 기업 지배구조 개선계획 등을 반드시 담아야 함.

4) 현재는 매년 4월 은행업 감독 규정에 따라 전체 금융사 신용공여액의 0.1% 이상이 되는 기업집단을 주채무계열로 선정함.

5) 주채무계열 신용공여액 기준을 0.05%까지 낮추는 경우 현재 34개 기업집단인 주채무계열 수가 많게는 40개 기업집단으로 증가하게 될 것으로 전망됨.

2. 정책 개정안의 영향

□ 이번에 추진되고 있는 주채무계열 선정 기준⁴⁾ 확대 방안은 그 기준이 되는 금융권부채 규모를 하향조정하고 회사채를 포함한 시장성 차입금까지도 위험관리 대상에 포함시켜야 한다는 입장을 취하고 있음.

- 주채무계열 선정기준의 확대: 금융권 전체 신용공여액의 0.1% 이상에서 향후에는 0.05~0.075% 이상으로 하향조정하는 방향으로 은행업 감독규정의 개정을 추진

○그 결과 금감원의 감독과 통제를 받는 주채무계열 기업집단의 수가 크게 늘어나게 됨.⁵⁾

- 신용공여액 합산 방식의 변경: 개정안에서는 기업이 발행한 회사채와 기업어음(CP) 등 시장성차입금의 50%를 은행대출과 동일하게 취급하여 신용공여액에 포함.

○이로 인해 금융권 대출보다는 시장성 차입에 의존하여 자금을 동원해왔던 기업들도 주채무계열에 추가로 포함될 수 있으며, 기존에 주채무계열로 선정된 기업집단의 경우에도 시장성차입금까지 고려되면서 재무위험성이 과다하게 인식되는 원인이 될 것임.

주채무계열 선정기준 개선방안

회사채, CP 등 시장성 차입금의 50%를 여신으로 환산하여 신용공여액에 합산

주채무계열 선정기준 하향조정: 금융회사 총 여신 공여액의 0.075% 또는 0.05%인 기업집단 대상

시장성 차입금이 주채무계열 선정기준 신용공여액 이상이면서 금융회사 여신이 주채무계열 선정기준의 50% 이상인 기업집단 대상

- 금융당국은 주채무계열제도를 변경함으로써 회사채를 발행하여 은행대출을 갚는 방식으로 주채무계열에서 제외되는 일부 기업들의 관행을 제지하고, 기업 부실에 선제적으로 대응해 만약에 있을지도 모르는 시장 충격을 완화하는 효과를 기대할 수 있다고 함.

□ 그러나 이번 개선방안은 위험관리강화 효과보다는 기업의 재무전략 선택에 있어 자율성을 침해하고 자본시장 활성화에 역행하는 부작용이 우려됨.

- 가장 먼저 지적할 수 있는 문제점은 급박한 자금수요는 없지만 재무전략상 필요에 의해 회사채를 발행하는 경우에도 이를 무조건 재무위험도를 높이는 부채 증가로 판단하고 위험관리 대상으로 삼는다는 것임.

- 또한 시장에서 이미 기업활동의 성장성과 재무적 위험성을 객관적으로 평가하고 발행한 것임에도 불구하고 이를 주채권은행이 여신과 동일하게 취급하여 재평가 및 관리하려는 것은 시장 메커니즘 자체에 대한 불신을 증폭시킬 수 있음.

- 결국 주채무계열로 지정하여 관리하는 대상을 확대하기 위하여 무리하게 시장차입금까지 여신으로 취급하는 개선안은 기업집단에 대한 감독권의 강화로 해석될 수밖에 없어 기업활동에 대한 정부의 지나친 규제라고 평가됨.

3. 정책 개선안의 문제점

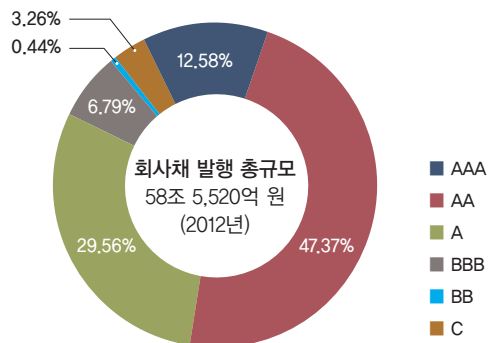
(1) 위험성 부채규모 과대 계상

□ 시장에서의 신용도가 높아 시장성 차입이 상대적으로 비용이 저렴한 것을 이용하여 재무전략상 시장성 차입으로 자금 조달을 하는 경우도 위험성 부채의 증가로 취급하게 됨.

- 기업의 시장성 차입, 특히 회사채 발행은 자금압박에 의한 자금조달이 아닌 우량기업의 미래경영을 대비한 자금확보 및 선제적 투자를 위한 차원에서 이루어지는 경우가 많이 있음.

- 감독당국은 일부 부채비율이 높은 비우량기업들이 주채무계열 지정을 피하기 위하여 금융권 대출이 아닌 시장성 차입으로 전환함으로써 재무구조조정을 회피한다고 간주하여 규제가 필요하다고 하지만 시장성 차입의 대부분은 우량기업들이 주도하고 있음.

〈신용등급별 무보증 회사채 발행규모 비중, %〉



○ 실제 데이터를 보면 국내 회사채 발행시장의 대부분은 신용등급 A 이상의 대기업 발행 회사채가 전체 발행금액의 90%를 넘게 차지하고 있음(2012년 BB+ 이하 등급 회사채 발행은 3%에 그치고 있음).

○ 이는 긴박한 자금수요에 대응하기 위해 시장성 차입에 의존하는 경우보다 오히려 신용도가 높고 미래의 성장성을 가지고 있는 기업들이 직접금융시장의 장점을 이용하여 자금을 조달하고 있는 것으로 해석할 수 있음.

- 이러한 점에서 볼 때 기업의 회사채 발행 자체를 위협성 증가로 보기 어려운데 시장성 차입의 50%를 확실히 금융기관 여신과 동일하게 처리하고 위

험관리 대상이 되는 부채와 동일하게 취급하는 데에는 문제점이 있음.

□ 기업의 이익극대화를 위한 재무적 전략으로서 시장성 차입을 선택한 경우에도 재무위험도가 높은 기업으로 분류되어 불필요한 재무구조조정을 요구받게 될 수 있음.6)

- 재무제표상 부채비율이 높은 기업이라 할지라도 위험관리를 위한 재무구조조정이 필요하지 않는 구조적 특성을 가진 기업이 있음.

○ 기업의 의사결정이 사회경제적으로 위험성을 높이고 부정적 영향을 가져오지 않는 경우라면 최대한의 자율성을 부여해야 한다는 관점에서 보면 시장에서의 자율적인 차입까지 감독기관의 관리를 받는 것은 기업의 영업활동에 직접적인 제약이 될 수 있음.

○ 부채비율이 높게 나타나는 대표적 산업인 해운업계의 재무제표와 영업 관련 보고서에 의하면 선박 투자를 하기 위해서 통상 선가의 80~90%에 달하는 대규모 금융 차입을 필연적으로 수반해야 하는 구조적 특성을 지니고 있어 외부자금 조달이 불가피함.

○ 이 경우 은행차입을 통한 간접금융시장에서 자금을 조달하게 되면 재무제표상 높은 부채비율로 인해 주채무 계열로 선정될 수 있고 불필요한 재무구조조정 약정 체결을 요구받게 될 가능성 때문에 전략적으로 시장성 차입을 택하는 경우가 있음.

6) 재무구조의 안정성 확보를 위해서는 무조건 부채비율을 축소시켜야한다는 획일적인 기준만을 적용하는 기업의 재무구조 감독규정의 문제점이 개선되기는커녕 시장성 차입에까지 확대되는 결과를 가져올 것임.

- 위험관리라는 측면에서 만들어진 주채권은행의 재무구조 개선약정 논의는 획일적으로 부채비율을 하락시키는 데에만 집중하는 과오를 범하고 있음.

○ 이를 피하기 위해 A그룹은 계열사의 영업채무 증가를 금융여신과 동일하게 취급하여 그룹의 신용등급을 강등시키고 재무구조개선약정 체결을 요구하는 주채권은행에 이의를 제기했으나 오히려 주채권은행이 신규 대출 금지 등 그룹활동에 영향을 주는 결정을 하자 지나친 경영간섭으로 판단하고 재무구조개선약정을 거부하고, 회사채 등을 발행해 은행 대출을 상환하고 주채무계열에서 벗어나는 전략을 선택함.

○ 2009년 주채권은행과 재무구조개선약정을 체결한 B그룹 역시 주채권은행에서 요구하는 주요 자산매각 등 무조건적인 부채비율 축소방안에 부담을 느끼고 경영권의 독립성을 확보하기 위한 전략으로서 시장에서 높이 평가되는 신용도를 이용하여 회사채를 발행하는 등 시장성 차입을 늘리는 방식으로 2010년 주채무계열 선정에서 제외되었음.

- 이러한 문제점을 해결하지 않은 상태에서 시장성 차입금까지 여신으로 취급하게 되면 회사채나 CP발행액 자체도 규제하게 되므로 기존의 문제점을 더 확대시키게 되는 것임.

○항공산업은 업계가 호황인 상태에서도 영업활동을 위한 항공기를 구입하는 경우 높은 채무비율이 유지될 수 밖에 없는 특수한 구조를 가지고 있으며 조선업계의 경우에는 선박수주 후 인도까지 차입금을 통해 건조공정을 진행해야 하는 특징이 있음.

- 이처럼 산업 또는 기업별로 영업의 특성상 대규모 외부자금 조달이 필요한 상황이지만 이를 금융권 차입에 의존하게 되면 부채비율 관리감독 기준이 매우 확일적이기 때문에 충분한 자금확보가 어렵게 됨.

- 이와 같은 상황에서는 간접금융을 통한 자금조달 보다는 높은 신용등급을 이용하여 시장성 차입을 하는 것이 훨씬 합리적이라고 판단하게 되는데 이를 또다시 위협관리 대상에 포함시켜 금융당국이 통제하는 것은 특정 기업의 영업활동에 심각한 제약을 주게 되는 것임.

- 더구나 덩치가 큰 기업들은 이미 총 신용공여액에서 차지하는 비중이 높기 때문에 재무구조가 양호하더라도 주채무계열이 될 수밖에 없는 데다가

○새로운 기준에서는 높은 신용등급을 이용해 발행된 회사채와 기업어음의 일정 규모가 여신으로 간주되어 채무 규모가 부풀려지게 되는 불합리성 때문에 불필요하게 재무구조조정 대상이 될 수 있다는 위험이 있음.

(2) 자본시장의 성장 및 활성화 저해

□ 회사채, CP 발행 등 직접금융시장에 대한 불필요한 정부개입으로 인해 시장 위축이 우려되며 시장 메커니즘에 대한 신뢰도를 하락시키는 원인이 됨.

- 시장에서는 기업에 대한 평가 결과를 이자율에 반영할 뿐만 아니라 회사채 발행 규모 자체도 결정, 즉 시장 메커니즘에 의해 균형적으로 가격과 물량이 결정됨.

○시장에서의 평가도 매우 객관적이며 기술적으로 발전되어 기업의 채무정도 뿐만 아니라 기업의 성장성과 잠재성을 함께 평가하고, 성장에 대한 기대와 함께 따르는 위험까지 분석하여 반영하고 있음.

○그럼에도 불구하고 감독기관에서 시장성 차입에 대해 관리하겠다는 것은 국내 자본시장의 메커니즘을 금융감독 당국이 지나치게 평가절하하고 있음을 보여주며 이는 시장메커니즘에 대한 전체적인 신뢰도 하락을 초래할 것으로 우려됨.

□ 일부 기업들은 규제를 피하기 위해 해외시장에서 직접금융을 통해 자금을 조달하게 되고, 그 결과 회사채 시장을 비롯한 국내 금융시장에 부정적 영향을 미칠 가능성

- 국내 회사채시장이 경색되면 우량 회사에도 고금리 발행이 부담이 되어 비용부담을 줄이기 위해 글로벌 투자자를 찾아 해외로 눈을 돌리게 됨.

7) 항공기 구입 후 감가상각 기간동안 구입대금을 분할하여 지불하기 때문에 항공기 구입대금이 부채로 회계처리되는 특성을 고려하지 못하는 문제점이 있음.

- 글로벌 인지도를 갖춘 국내 우량 기업들은 보다 유리한 발행조건을 찾아 싱가포르를 비롯, 홍콩, 런던, 뉴욕 등의 자본시장을 자금조달 대체 창구로 이동하고 있어⁸⁾ 국내 자본시장 성장을 둔화시키고 아시아 주요 금융시장과 비교해 경쟁력이 약화될 수 있음.⁹⁾

(3) 금융권 여신과 시장성 차입 간 선택에 있어 합리적인 의사결정을 왜곡시킬 가능성

□ 기업이 외부 자금을 조달함에 있어 금융권 여신과 시장성 차입 간 비교를 통해 비용을 최소화 할 수 있는 전략을 택하게 되는데 이러한 의사결정에 제약으로 작용하게 됨.

- 시장성 차입금을 여신과 동일하게 취급하여 그 규모에 제약을 주는 것은 금융권 여신과 시장성 차입 규모를 전략적으로 결정하는 기업에게는 합리적인 선택에 제한을 받는 결과를 가져옴.

□ 주채무계열 선정의 원 취지인 금융기관 여신건전성 제고를 넘어서는 지나친 감독권 확대로 평가되며 주채권은행이 관리주체가 되는 것도 부적절한 구조임.

- 공정거래위원회에서 선정하는 대규모기업집단과 구분하여 주채무계열을 선정하는 것은 원래 금융기관의 여신건전성을 제고하기 위한 것임.¹⁰⁾

8) 실제로 롯데쇼핑은 2013년 1월 싱가포르에서 3,212억 원 규모 교환사채 발행을 공시하였음.

9) 싱가포르 등 아시아 주요 금융시장은 글로벌 투자 기관들이 몰려 유동성이 풍부할 뿐만 아니라 규제 수준이 매우 낮아 옵션투자 기법이 발달하는 등 조달 비용이 절감되는 효과를 기대할 수 있기 때문에 싱가포르 주식시장은 글로벌 저성장 기조 속에서도 높은 성장세를 유지하고 있음.

10) 공정거래위원회에서 지정하는 대규모기업집단과 금융감독원이 지정하는 주채무계열을 비교하면 주요 차이점은 다음과 같이 정리할 수 있음(2012년 기준).

	대규모기업집단	주채무계열
선정기관	공정거래위원회	금융감독원
관련법령	독점거래 및 공정거래에 관한 법률	은행업감독업무규정
선정목적	시장지배 및 경제력 남용방지	금융기관의 여신건전성 제고
선정대상	자산총액 5조 원 이상	금융기관 총 여신규모의 0.1% 이상
지정현황	43개사	34개사
관리주체	공정거래위원회	주채권은행
주요규제	상호출자제한 계열사 간 채무보증 제한	계열사 간 채무보증 제한 통합적인 부채 위험성 관리 여신 및 재무구조 관리 및 개선 유도

○그러나 금융권 여신이 아닌, 개별기업의 신용평가를 바탕으로 한 시장성 차입까지 부채처럼 감독하겠다는 것은 관리당국의 기업의 재무전략 전반에 대한 감독을 암시하는 것으로 해석할 수밖에 없어 기업의 활동에 지나친 간섭으로 평가됨.

○더구나 주채무계열에 선정되는 기업집단들의 대부분은 공정거래법에서 상호출자제한 및 상호채무지급보증제한 등으로 기업집단 내 위험이 전이되는 것을 감시받고 있는 경우가 대부분으로서 이중규제 문제가 제기될 수 있음.

- 사실상 금융권 여신과 시장성 차입은 경쟁관계에 있음에도 불구하고 시장에서의 이해관계자에게 다른 이해관계자를 감독하도록 하는 불합리한 상황이 됨.

○또한 시장차입이 금융권 여신에 비하여 월등히 높은 경우에도 이해관계가 낮은 주채권은행이 해당 기업의 재무구조 전반을 감시하는 경우가 발생할 수 있음.

4. 제언

□ 경제의 활성화 및 기업의 성장성 제고를 위해 직접금융시장의 긍정적 역할을 저해하지 말아야

- 회사채 시장은 신용평가기관의 신용평가를 받은 후 시장에서 투자자를 모집하고 거래가 이루어지는 구조이기 때문에 시장에서 투자자 확보만 가능하다면 규제를 많이 받는 은행차입이나 다양한 투자자의 신용을 확보해야 하는 주식시장보다 원활한 자금 조달이 가능하다는 장점이 있음.

○기업의 시장성 차입은 기업의 신용등급 상향 노력 유인을 제공하고 안정적인 자금조달이 가능하다는 측면에서 오히려 기업활동에 도움을 주고 있음.

○직접금융시장이 가지는 이러한 장점들을 고려해 보면, 자금조달이 원활하게 이루어짐으로써 기업의 성장률보다 효과적으로 도모할 수 있는 직접금융시장의 메커니즘을 저해하는 감독규정은 지양되어야 함.

□ 위험관리 측면에서 오히려 직접금융시장의 활성화 노력이 필요함.

- 기업의 안정성 측면에서 보더라도

○회사채 시장에서 기업 신용도 및 평가는 발행 기업들에게는 기업가치 제고 유인을 제공하여 경영 효율성을 높이기 위한 노력을 할 수밖에 없기 때문에 자발적이면서 독립적으로 건전한 재무구조 전략이 마련될 수 있음.

○더구나 장기회사채 발행은 기업들에게 전략적 경영 기회를 안정적으로 제공할 수 있기 때문에 기업이 경기변동에 흔들리지 않고 지속적인 영업활동을 가능케 하는 장점이 있어 위험관리 측면에서 긍정적인 효과를 기대할 수 있음.

- 다만 감독당국이 주장하고 있는 투자자 보호 측면은 장외거래에서 파생될 수 있는 정보의 비대칭성 해결에서 접근해야 함.

○대부분의 회사채 시장은 장외거래가 활발하며 거래의 특성상 장내거래보다 효율적인 장점이 있는 반면, 거래자 간의 정보교환에 있어 자칫 투명성이 부족하게 되면 투자자에게 제공되는 정보의 불완전성이 시장의 위험성을 높일 가능성이 존재함.

○그러나 이러한 정보의 비대칭성을 해소해 주는 방안은 기업정보에 대한 정확도 평가, 공시의무 감시, 투명한 거래시스템을 구축하는 등의 구조적 문제점을 개선하는 방향으로 이루어져야 함.