

# KERI Insight

## 주채무계열 재무구조평가의 제도적 한계와 개선의 필요성



김윤경  
한국경제연구원 부연구위원  
(yunkim@keri.org)

신용공여액이 높은 기업집단을 대상으로 하는 주채무계열제도는 기업집단의 재무건전성 관리를 통한 국가금융 안정을 목표로 한다. 지정된 기업집단은 채무보증에 금지되고 각각 주채권은행이 선정되어 재무구조평가를 받는다. 평가에 불합격한 계열은 약정을 체결하고 재무구조개선을 실시하여 기업집단 대상의 사전적 구조조정으로 이해되고 있다. 제도의 한계에 대한 지적이 지속되고 있으나 기업집단 부실이 발생할 때마다 주채무계열제도가 강화되고 있다. 2013년 지정기준을 전체 금융기관 신용공여액의 0.1%에서 0.075%로 낮추고, 정보제공약정을 추가하여 관리대상의 폭을 넓혔다.

금융시스템의 안정이라는 제도의 취지에는 공감하지만 실제 운용에 있어서 문제점이 존재한다. 먼저 재무구조평가의 정확성과 신뢰성에 대한 우려가 있다. 기준점수를 책정하는 부채비율은 회계처리의 특수성과 산업별 부채구성의 특이성을 반영하지 못한다. 재무평가

의 70%를 차지하는 수익성, 채무상환능력, 현금흐름 항목은 영업이익을 반영하므로 경기민감업종은 경기사이클 저점에서 재무구조평가에 불합격할 수밖에 없다. 둘째, 재무구조개선약정은 채권금융기관과 기업의 사적 계약임에도 자율적이라고 보기 어렵다. 금융당국의 개입이 가능하고 제재조치를 가진 채권단의 영향력이 상대적으로 크기 때문에 기업 경영의 정상화보다는 대출금 회수와 같은 단기의 성과에 약정 내용이 집중될 수 있다. 또한 재무상태가 우량하고 상이한 주주구성을 가진 계열기업이 약정 체결과 이행 과정에서 신용등급의 하락 또는 주주가치 훼손을 감수하게 하여 오히려 재무구조를 동반 취약하게 만드는 역효과도 간과할 수 없다. 그러므로 재무구조평가의 정확성을 높이는 평가체계 개편과 함께 약정체결 본래의 목표인 재무구조개선을 달성할 수 있도록 기업, 채권금융기관, 금융당국 모두의 노력이 필요하다.

## 1. 문제 제기

□ 주채무계열제도는 금융기관의 자산건전성에 영향을 줄 수 있는 즉, 간접금융의 의존도가 높은 기업집단의 재무건전성을 관리

○ 대기기업집단의 부실이 발생할 경우 파급효과가 기업집단에 제한되는 것이 아니라 금융기관 및 협력업체, 나아가 국가경제에 미치는 영향을 고려

○ 기업집단의 자산규모(5조 원 이상)에 의해 결정되는 상호출자제한제도와 달리 주채무계열제도는 신용공여액(전년 말 신용공여액이 전전년 말 전체 신용공여의 0.075% 이상)을 기준으로 지정

□ 주채무계열에 선정된 기업집단에 대해 소속기업간 채무보증을 금지하고, 재무구조평가를 실시함.

○ 1999년 도입된 제도이나 1974년의 대기기업집단의 편중여신을 관리하는 「계열기업군에 대한 여신관리 협정」을 원형으로 함.

○ 과거 유사 제도와의 가장 큰 차이점은 재무구조평가와 평가결과에 따른 기업과 채권단 사이의 약정(MOU)체결임.

○ 정보제공약정과 재무구조개선약정 두 가지 형태의 약정이 존재

□ 약정은 채권금융기관이 기업경영의 내용 및 정보를 공유하는 것은 물론 기업집단의 재무건전성 제고를 목적으로 직접 기업경영에 개입할 수 있는 근거가 됨.

○ 재무구조개선약정은 기업집단에 대한 채권금융기관 중심의 구조조정으로 분류되기도 함.

○ 대상 기업집단의 사업계획은 물론 소속 기업의 금융시장 내 자금조달, 향후 투자, 지속 가능성에 절대적인 영향력을 가짐.

□ 재무구조평가의 정확성과 약정체결의 실효성 및 신뢰성이 보장되어야 하나 문제점과 부작용이 지속적으로 제기되고 있음.

○ 재무구조평가점수 산정기준을 개편하여 「재무구조개선 운용준칙」을 개정하였으나 체계의 기본적 틀에는 큰 변화가 없음.

□ 2013년 말 금융감독원은 기업집단의 사전적이고 선제적인 기업부실 방지를 목적으로 주채무계열제도의 대상 범위와 내용을 강화

○ 재무구조평가의 근본적인 개편과 약정체결의 보완이 충족되지 않으면 논란은 계속될 수밖에 없음.

□ 본고는 주채무계열제도의 내용, 특히 재무구조평가와 평가결과에 따른 약정체결의 문제점에 대한 인식을 제고하고 개선의 필요성을 제시하고자 함.

## 2. 주채무계열제도의 현황 및 역사

□ 주채무계열의 정의와 지정현황

○ [정의] 은행업감독규정 제79조에 따라 전년 말 금융기관 신용공여액<sup>1)</sup>이 전전년 말 총공여액의 0.075% 이상인 기업집단

<표 1> 주채무계열 선정 기준의 변화

연도	주채무계열 선정 기준
1999년	전체 금융기관 여신 잔액이 2,500억 원 이상
2000년	신용공여 규모 순위 60위 이내
2002년	전년 말 신용공여 규모가 전전년 말 전체 신용공여 규모의 0.1% 이상
2013년	전년 말 신용공여 규모가 전전년 말 전체 신용공여 규모의 0.075% 이상

출처: 금융위원회 보도자료 각 호

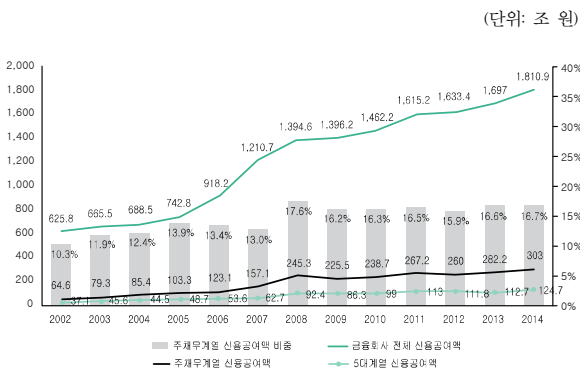
1) 신용공여란 대출, 지급보증, 자금지원 성격의 유가증권 매입 등 금융거래상의 신용위험을 수반하는 금융기관의 작간접 거래를 말함(출처: 금융감독원 금융용어사전)

○ [목적] 대기업집단의 재무구조개선을 통해 사전 부실을 방지하고 편중여신 위험의 완화를 통해 금융기관의 자산건전성 제고

○ [현황] 전체 신용공여액은 2014년 기준 1,810.9조 원으로 계속 증가하고 있으나 2006~2008년 사이의 급격한 증가추세에는 미치지 못함

- 주채무계열에 대한 신용공여액은 금융위기를 겪으며 2007년 157.1조에서 2008년 245.3조로 크게 증가하였으나 그 이후는 변화의 폭이 크지 않음. 2015년에는 303조 원으로 총 신용공여액의 16.7%를 보임.
- 주채무계열 내 신용공여 상위 5개 기업집단의 비중은 2000년대 초반에는 50%를 상회하였으나 이후 감소하여 2015년에는 41.16%(124.7조)를 나타냄.

<그림 1> 금융기관 신용공여액 추이-전체, 주채무계열, 5대 계열

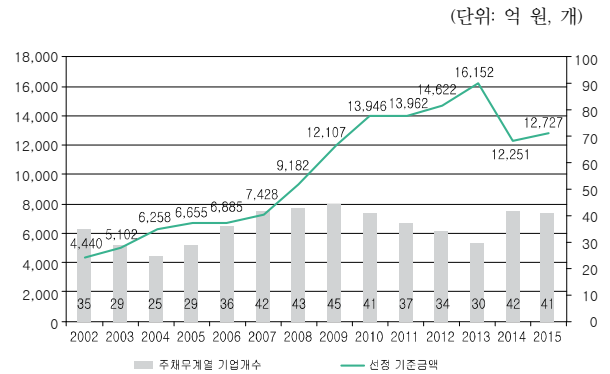


자료: 금융감독원 보도자료 각 호

○ 2015년 주채무계열에는 41개의 기업집단(해의 법인을 포함하여 4,370개의 소속기업)이 지정됨

- 2007년부터 40개 이상의 계열이 지정되었으나 2010년부터 감소하여 2013년에는 30개의 기업집단만을 포함
- 2013년 개정안에서 기준금액을 낮추어 규제 대상을 확대했기 때문에 금융위기 기간의 41~45개로 증가할 것으로 예상되었고, 결과적으로 2014년에 42개, 2015년에는 41개의 계열이 지정됨.

<그림 2> 주채무계열 선정 기준금액과 지정 계열의 연도별 추이



자료: 금융감독원 보도자료 각 호

□ [역사] 대기업집단의 여신관리는 1960년대 성장위주의 경제개발정책에서 추진된 대기기업의 여신편중으로 인한 재무구조 관리를 위해 시작됨.

○ 1973년 1차 오일쇼크로 기업 부실화가 확산되자 1974년 금융기관이 「계열기업군에 대한 여신관리 협정」을 제정한 것이 시초

○ 주거래은행 주도의 기업집단 여신관리는 1976년 「주거래은행제은행협정」으로부터 1984년 「금융기관여신운용규정」에 따른 「계열기업군에 대한 여신관리 시행세칙」으로 이어짐.

○ 외환위기 직후인 1999년 도입된 「주채무계열제도」는 기존의 단순 여신관리에서 신용공여로 확대하며 재무구조개선약정제도를 추가하여 주채권은행의 권한을 강화해 지금까지 운영되고 있음.

○ 대기기업 그룹의 부실 및 구조조정이 발생한 시기에 금융당국은 주 해결방안으로 주채무계열제도의 강화를 제시

- 2013년 동양그룹의 부실 발생 이후 선정기준인 신용공여 규모의 하한을 낮춰 대상 기업집단이 증가하였으며, 정보제공약정에 대한 신규 조항을 마련
- 특히 동 제도 내 재무구조개선약정제도는 기업집단 대상의 사전적, 채권금융기관 중심의 기업구조조정제도로 분류되기도 함.

□ [대기업의 자금조달] 간접금융시장인 은행차입금을 통한 자금조달액은 대기업은 168.9조 원으로 중소기업 506.9조의 약 1/3 수준에 불과

○ 주채무계열제도는 금융기관을 통한 차입을 기준으로 금융안정성을 평가하고 있으나 간접금융시장 의존도는 중소기업이 크게 나타남.

<표 2> 은행차입금의 기업규모별 비중 추이

구분	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년
대기업	75.5	87.3	115.1	142.2	150.4	168.9
	(14.9)	(16.9)	(20.7)	(24.1)	(24.1)	(25.0)
중소기업	430.7	429.7	441.1	446.8	473.4	506.9
	(85.1)	(83.1)	(79.3)	(75.9)	(75.9)	(75.0)
전체	506.2	517.0	556.2	589.0	623.8	675.8
	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)

출처: 한국은행 금융시장동향 각 호  
주: 단위는 조 원, 퍼센트

○ 채권이나 주식 발행을 통한 직접금융시장<sup>2)</sup>은 주로 대기업에서 이용

- 대기업의 직접금융이용은 금융위기 이후인 2011년 전년대비 약 20조 증가한 72.2조를 나타냈으나 2012년 이후 계속 감소하여 2014년에는 금융위기보다 낮은 46.5조를 보임.

<표 3> 직접금융시장에서 기업규모별 비중 추이  
(금융채, ABS, 은행채 제외)

구분	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년
대기업	53.9	52.4	72.2	58.8	45.9	46.5
	(91.0)	(93.0)	(96.7)	(98.8)	(98.2)	(96.7)
중소기업	5.4	3.7	2.5	0.7	0.8	1.6
	(9.0)	(7.0)	(3.3)	(1.2)	(1.8)	(3.3)
전체	59.3	56.1	74.7	59.5	46.8	48.1
	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)

출처: 금융감독원 보도자료 각 호  
주: 단위는 조 원, 퍼센트

□ [관계금융] 주채무계열제도는 기업-은행간 관계 금융의 하나이나 수혜적 측면보다는 규제적 측면이 더 크므로 외부자금조달의 재무제약으로 작용

○ 기업의 자금조달은 내부의 현금흐름 또는 외부 금융을 통하여 이루어지며 자금조달 방법과 투자자의 관계에 대한 연구가 활발히 이루어지고 있음.

- Modigliani and Miller(1958)은 완전자본시장에서 외부자금을 조달하는 데 제약이 존재하지 않으므로 내부와 외부재원은 완벽한 대체 관계임.

- 그러나 현실에서는 외부자금 조달시 비용이 발생하고 이 과정에서 정보의 비대칭성이 나타나므로 대체관계는 완벽할 수 없음(Myers and Majluf(1984)).

- Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)는 외부 자금조달 제약이 존재하는 기업은 투자의 내부재원 의존도가 높으므로 큰 투자-현금흐름 민감도를 보임.

○ 주거래은행제도는 독일과 일본에 존재함. 독일 기업을 연구한 Fohlin(1998)에서 투자-현금흐름 민감도가 크게 나타났으나 Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)의 일본기업에서는 작음. 이는 일본의 주거래은행은 기업집단 내부에 존재하기 때문에 제약이기 보다는 편익이 더 크기 때문

- 김지영(2012)과 달리 대부분의 우리나라 주채무계열(또는 상호출자제한)제도 연구에서는 신동령(1992), 공재식(1998), 구재운·맹경희(2011)에서 보듯이 투자에 대한 내부의존도가 높게 나타남.

- 외환위기 이후 주채무계열여부와 기업투자의 직접적 관계를 연구한 김현중(2005)에서 확실한 음의 관계를 보임.

○ 주채무계열제도는 투자에 필요한 자금을 금융기관을 통해 조달하기보다 내부에 의존하게 하고, 투자 규모를 위축시킬 우려가 존재

2) 기업집단이 직접금융시장에서 조달할 시장성 차입금을 신용공여액에 합산하여 주채무계열관리를 강화해야 한다는 주장이 존재하나 시장성 차입금과 금융기관 차입금(여신)을 동일시하기 어려우며 직접금융시장 활성화에 역행(김미애, 2013)할 수 있으므로 주채무계열제도와는 분리할 필요

### 3. 주채무계열제도의 내용

□ 매년 4월 선정되는 주채무계열은 (1)채무보증이 금지되고 (2)각 기업집단별로 선정된 주채권은행에 의해 (3)재무구조평가를 받고 (4)결과에 따라 약정을 체결

□ (1) 주채무계열은 소속기업체(해외법인은 제외)의 채무보증을 통한 신규 여신이 금지되고 기존의 채무보증 잔액은 해소해야 함.

○ 대기기업집단 대상의 규제인 상호출자제한제도와 주채무계열제도 모두 채무보증 금지를 내용에 포함

○ 상호출자제한제도는 자산 5조 원 이상의 기업집단에게 상호출자 및 채무보증, 2013년 개정을 통해 신규 순환출자를 금지함. 경제력 집중 외에도 계열사간 위험의 직접적 전이를 차단하는 효과를 기대할 수 있음.

<표 4> 기업집단 규제: 상호출자제한제도와 주채무계열제도의 비교

	상호출자제한	주채무계열
목적	경제력집중 방지, 공정하고 자유로운 경쟁촉진→ 창의적 기업활동 조장 및 소비자 보호	주채무계열의 재무구조개선 → 금융기관의 자산건전성 제고
근거	「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」제14조 제1항	「은행업감독규정」제79조
부처	공정거래위원회	금융감독원
기준	자산총액 5조 원 이상	전년도 신용공여가 전전년도 전체 신용공여액의 0.075% 이상
시기	매년 4월	매년 4월
내용	계열사간 상호출자, 신규 순환 출자 금지, 채무보증 금지, 소속 금융회사 의결권 제한, 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시	주채권은행을 통한 재무구조 개선 유도, 채무보증 금지, 재무구조평가 실시
특징	공기업집단 포함	공기업집단 미포함

출처: 각 법령 및 각 부처 보도자료

○ 상호출자기업집단과 주채무계열에 동시에 지정되는 기업집단이 상당수가 존재하고 있으며 채무보증 항목의 이중규제에 대한 지적도 존재

- 2015년 기준 총 41개의 주채무계열 중 34개가 상호출자제한 기업집단으로 지정되어 채무보증이 이미 금지됨.
- 주채무계열 내 상호출자제한기업집단 중복비율은 2012년에는 97%를 보이다 기준금액을 낮춰 대상이 확대되어 감소하였으나 여전히 80% 이상임.

<표 5> 주채무계열 내 상호출자제한 기업집단 중복비율 추이<sup>3)</sup>

	2011	2012	2013	2014	2015
주채무계열(A)	37	34	30	42	41
상호출자제한 중복계열(B)	33	33	28	36	34
중복비율(B/A)	89.19%	97.06%	93.33%	85.71%	82.92%

자료: 공정거래위원회와 금융감독원 보도자료 이용하여 계산

- 2015년 상호출자제한기업집단은 아니나 주채무계열로 지정된 7개 기업집단은 자산이 5조 원 미만임. 특히 그 중 3개의 기업집단은 계열사가 3개 이하의 소규모 기업집단

○ 기업집단의 자산과 차입금 규모가 반드시 일치하지 않으며 차입금의 크기와 재무건전성의 부실을 의미하지 않음.

□ (2) 주채권은행은 재무구조평가, 약정체결 전반에 걸쳐 해당 주채무계열 전체기업을 주도적으로 관리함.

○ 주채권은행은 주채무계열 및 그 소속기업체의 주된 채권은행을 의미하며 현황을 감독원장에 보고, 기업 정보를 종합관리, 재무구조평가를 담당

- (결정) 은행별 여신, 담보취득액, 기업체 의견을 참작하여 채권금융기관 협의에 의해 결정되나 협의가 되지 않을 때는 감독원장이 결정 (은행업감독업무시행세칙 제51조)

3) 연도별 주채무계열 지정현황 및 상호출자제한기업집단 중복 지정 내용은 부표를 참조



- (역할) 은행업감독업무시행세칙 제52조에 주채권은행의 역할을 “여신관리업무를 통할하여 경영을 지도하여 건전경영과 재무구조개선을 적극 유도”라고 명시함.
- (현황) 우리은행, 산업은행, 신한은행, 하나은행, 외환은행, 국민은행의 6개 은행이 나누어 담당하고 있음.

<표 6> 2015년 주채권은행별 주채무계열

은행명	개수	담당 주채무계열
우리은행	16	대림, 두산, 삼성, 성동조선, 아주산업, 이랜드, 코오롱, 포스코, 한국타이어, 한라, 한화, 효성, CJ, LG, LS, SPP
산업은행	14	금호아시아나, 대우건설, 대우조선해양, 동국제강, 동부, 장금상선, 풍산, 하림, 한솔, 한진, 한진중공업, 현대, 현대산업개발, STX조선해양
신한은행	4	롯데, 하이트진로, OCI, S-OIL
하나은행	3	세아, GS, SK
외환은행	2	현대자동차, 현대중공업
국민은행	2	신세계, KT (밀줄: 15년 신규 편입계열)

자료: 금융감독원 보도자료(2015), 가나다 순으로 정리

□ (3) 주채권은행은 주채무계열 전체를 하나의 평가 대상으로 보고 재무구조평가를 실시하며 그 결과는 채권금융기관과 기업집단 사이의 약정체결의 근거가 됨.

○ 재무구조평가는 채권은행협의회가 2005년 제정한 「주채무계열 재무구조개선 운용준칙」에 근거한 것으로 2009, 2011, 2014년 3월, 2014년 12월에 개정되어 현재 2015년 1월 개정안을 이용

- 제1장제1조(목적)에서 “...채권은행간 긴밀한 협조를 통하여 주채무계열의 효율적인 재무구조개선을 유도함으로써 은행의 자산건전성을 제고함을 목적으로 한다”로 명시
- (평가시기) 정기평가는 매년 12월 말 기준 120일 이내, 재무구조의 변화가 확인한 주채무계열은 중간평가<sup>4)</sup>를 6월 말 기준 70일 이내에 실시

○ (1단계) 합산재무제표<sup>5)</sup>에 따른 주채무계열의 부채비율에 따라 재무구조평가에서 획득해야 하는 최소의 점수인 기준점수를 결정

<표 7> 부채비율 구간별 재무구조평가 기준점수

퍼센트	200 미만	200~225	226~250	251~275	276~300	301~350	351~400	400 이상
기준점수	40점	50점	55점	60점	65점	70점	75점	80점

자료: 금융위원회 보도자료(2013)

○ (2단계) 재무항목(100점 만점)과 비재무항목([-2, +2], 산업 및 재무항목 특수성 항목만은 [-5, +5])으로 나누어 점수를 산정

- 재무평가는 금융사, 해외기업을 제외한 소속 기업의 합산재무제표를 이용하여 다섯가지 항목-수익성, 채무상환능력, 재무안정성, 현금흐름, 유동성-을 수치화

<표 8> 재무평가의 점수 산정

평가항목	점수별 구간	점수별 구간				
		25점	20점	15점	10점	5점
수익성	매출액영업이익률	25점	20점	15점	10점	5점
		7% 이상	5~7%	3~5%	1~3%	1% 미만
채무상환능력	이자보상배율	25점	20점	15점	10점	5점
		4배 이상	2~4배	1~2배	0.5~1배	0.5배 미만
재무안정성	총차입금/자기자본	20점	16점	12점	8점	4점
		100% 미만	100~150%	150~200%	200~250%	250% 이상
현금흐름	EBITDA/총차입금	20점	16점	12점	8점	4점
		30% 이상	20~30%	10~20%	5~10%	5% 미만
유동성	현금성자산/유동부채	10점	8점	6점	4점	2점
		30% 이상	20~30%	10~20%	5~10%	5% 미만

자료: 금융위원회 보도자료(2013)

주: EBITDA = 영업이익+감가상각비+무형자산상각비,

현금성자산 = 현금 및 현금성자산 + 단기금융상품,

매출액영업이익률과 이자보상배율 산정 시에 최근 사업연도의 실적에 가중하는 평균비율(5:3:2)을 적용

- 비재무평가는 재무제표상 나타나지 않는 기업 및 산업의 특성을 반영하기 위하여 마련된 것으로 일곱 개의 항목을 이용해 재무평가의 점수를 조정하는 방식으로 이용

4) 관리대상 계열, 즉 정보제공약정을 체결한 주채무계열에는 반드시 중간평가를 실시함.

5) 개별(또는 별도) 재무제표로 합산재무제표를 작성하고 자본 및 손익의 이중계상을 방지하는 장치를 마련함.

<표 9> 비재무평가의 점수 산정

항목	주요내용	점수
지배구조위험	추가 지분확보를 위한 자금소요, 적대적 M&A 방어 위험 등	[-2, 2]
산업 및 재무항목의 특수성	주력 영위 산업의 구조적인 특성, 회계 및 재무 항목의 특수성	[-5, 5]
영업실적 추이 및 전망	수익성 추세 및 급격한 수익성 변동의 반영, 영업실적의 현저한 변동 및 변동전망	[-2, 2]
재무적 융통성	자금조달 가능성(유상증자 및 기업공개, 자산매각), 직접금융시장에서의 자금조달 가능성(채권발행 등), 금융기관을 통한 자금조달 가능성, 유동성의 급격한 악화	[-2, 2]
우발채무위험	국내 계열사 이외에 제공한 지급보증 위험, 주식매도선택권, 파생상품, 부동산PF보증 위험	[-2, 2]
해외 및 금융계열사의 영업 및 재무상태	해외 및 금융계열사의 영업 및 재무상태, 해외 및 금융 계열사에 대한 지원여부 등	[-2, 2]
기타 고려사항	기타 중요 및 특이사항이 재무구조에 미치는 영향	[-2, 2]

출처: 금융위원회

주: 각 항목별 (-2, -1, 0, 1, 2)의 5단계로 배점. 산업 및 재무항목의 특수성은 (-3~-5, -1~-2, 0, 1~2, 3~5)의 5단계로 구분되며 세부배점은 세부 고려사항에 따라 1점 단위로 구분

○ (평가결과) 기준점수와 실제 평가점수를 비교하여 약정체결 여부가 가려짐.

□ (4) 약정은 두 종류로 관리대상계열이 체결하는 정보제공약정과 취약계열이 체결하는 재무구조개선약정임.

○ 은행업감독규정 제82조에는 약정체결 대상의 계열을 재무구조의 취약정도로 분류함.

- 재무구조의 취약우려가 있는 주채무계열과 정보제공약정 체결(관리대상)
- 재무구조가 취약한 주채무계열과 재무구조개선약정 체결

○ ① 정보제공약정은 2013년 신설된 제도로서 정상평가 계열이 갑자기 부실화되는 것에 대한 대응책으로 도입

- (근거조항) 은행업감독규정 제82조제1항
- (대상) 재무구조평가에서 100~110% 점수를 받은 주채무계열

- (약정내용) 은행업감독업무시행세칙 제52조제3항에 따라 정보제공약정에는 재무제표, 유동성관리현황, 차입금 현황, 중요의사결정(신규사업진출, 해외투자)에 대한 사전협의의 대상 및 절차 등을 포함.

- (재무구조개선약정으로 연계) 3년 연속 지정 시 재무구조개선약정을 체결

○ ② 재무구조개선약정은 1999년 재무구조가 이미 취약하다고 판단된 주채무계열의 재무구조를 개선하기 위한 방법으로 도입됨.

- (근거조항) 은행업감독규정 제82조제4항

- (대상) 재무구조평가에서 기준점수에 미달한 주채무계열

- (약정내용) 은행업감독규정시행세칙 제52조제5항에 따라 부채비율감축 계획, 계열 전체 구조조정 계획, 기업지배구조 개선 계획, 사전협의를 필요한 사항, 여신거래 협조사항, 약정불이행시 제재조치를 포함.

- 자구계획은 자산·계열사 매각, 유상증자, 자산재평가 등을 포함하며 유동성확보를 주목표로 함.

- 재무구조개선약정은 기업집단에 대한 사전적인 구조조정 수단이므로 이미 워크아웃 또는 자율협약을 통해 고강도의 구조조정을 진행하고 있으면 약정을 체결하지 않음.<sup>6)</sup>

6) 2014년 약정체결 대상에서 금호아시아나, 성동조선, SPP조선, STX, STX조선해양은 이미 워크아웃이나 자율협약을 진행

<표 10> 2009~2014 재무구조개선약정 체결 대상

연도	계열	재무구조개선 약정체결 계열	신규	제외
2009	11 <sup>1)</sup>	금호아시아나, 대주, 대한전선, 동부, 동양, 성동조선, 애경, 유진, 하이닉스, 한진, GM대우		
2010	9	금호아시아나, 대한전선, 동부, 성동조선, 애경, SPP조선, 유진, 한진 (현대) <sup>2)</sup>	SPP조선	대주, 동양, 하이닉스 <sup>3)</sup> , GM대우
2011	6	금호아시아나, 대한전선, 동부, 성동조선, SPP조선, 한진		애경, 유진 <sup>3)</sup> , 현대
2012	6	금호아시아나, 대한전선, 동부, 성동조선, 한진, STX	STX	SPP조선
2013	6	금호아시아나, 대한전선, 동부, 성동조선, 한진, STX		
2014	14	금호아시아나, 대성, 대우건설, 동국제강, 동부, 성동조선, 한라, 한진, 한진중공업, 현대, 현대산업개발, SPP조선, STX, STX조선해양	대성, 대우건설, 동국제강, 한라, SPP조선, STX조선해양, 한진중공업, 현대, 현대산업개발	현대, 현대산업개발

출처: 각 연도 신문기사 정리

- 주: 1) 주요기업들이 영업을 중단하고 있던 1개 계열과 유예 계열을 제외한 7개 그룹이 약정을 체결(금호아시아나, 동부, 애경, 유진, 하이닉스, 한진)  
 2) 지정되었으나 실제로 약정을 체결하지는 않음.  
 3) 약정 졸업계열은 하이닉스와 유진이고 다른 제외계열들은 신용공여액 축소로 주채무계열 지정 제외

□ (5) 재무구조개선약정제도를 대기업 대상의 워크아웃과 대비되는 기업집단 대상 구조조정 제도로 이해하나 근거법과 목적에 차이가 존재

- 개별 대기업은 신용위험평가에 따라 부실이 발견되면 구조조정(워크아웃과 기업회생절차)을 진행
  - 은행감독업무시행세칙 제48조제2항제4호에 의해 주채권은행은 금융권 신용공여액 500억 원 이상의 개별 대기업에 대해 신용위험평가를 실시
  - 평가 결과는 A-D의 네 등급으로 구분하고 C, D 등급을 구조조정대상으로 선정함. C등급은 워크아웃을 신청하여 경영정상화, D등급은 법원 주도의 구조조정(기업회생절차)을 추진하게 됨.

<표 11> 2009~2014 대기업신용위험평가 결과

등급	2009	2010	2011	2012	2013	2014
C (워크아웃)	54	38	8	15	27	11
D (기업회생절차)	25	27	24	21	13	23
합계	79	65	32	36	40	34

자료: 금융감독원 보도자료 각 호

- 기업구조조정촉진법<sup>7)</sup>에 의한 채권금융기관 공동관리인 워크아웃과 달리 재무구조개선약정은 기업집단 스스로의 재무구조 개선 노력을 통하여도 정상화가 가능하다고 판단된 사전적·예방적 구조조정<sup>8)</sup>
  - 재무구조개선약정은 자율적이고 사적인 계약 형태
- 개별기업이 아닌 기업집단과 채권금융기관의 약정이므로 각각 상이한 주주구성을 가진 소속 기업의 이해관계에 대한 고려가 필요
  - 계열기업간 내부거래 또는 자금지원에 기인한 위험의 공유성을 지적하나 신규순환출자의 금지, 내부거래를 위해서는 이사회 승인요건이 존재하며 사후적으로도 이사의 결정에 대한 책임을 물을 수 있는 방지 수단 존재

<표 12> 기업구조조정 비교: 워크아웃과 재무구조개선약정의 비교

	재무구조개선약정	기업재무구조개선(워크아웃)	
구분	사전적	사후적(부실징후) : 외부로부터 자금지원 없이 차입금상환이 어려운 것으로 평가	
기준	재무구조평가 기준점수 미달	기업신용위험 정기평가 C등급	
대상	주채무계열(기업집단)	대기업(개별) 신용공여액 500억 원 이상	중소기업(개별) 신용공여액 500억 원 미만
근거	은행업감독규정	기업구조조정촉진법	채권은행협의회 운영협약
시기	매년 4-6월	매년 4-6월	매년 7-10월
내용	재무구조개선 약정체결	경영정상화계획이행 약정체결	

출처: 각 법령, 보도자료

7) 기업구조조정촉진법에 근거한 워크아웃에 대한 문제점과 개선의 필요성이 지적되고 있으나 본고에서는 주채무계열제도와와의 비교에서 논의를 한정

8) "글로벌 금융위기 이후 기업구조조정"(금융감독원, 2010) 104페이지 참조



## 4. 재무구조평가와 약정체결에 있어서의 문제점

산업의 특수성 및 부채 구성의 특이성에 대한 분석과 재무구조평가에 반영이 필요

### (1) 재무구조평가의 정확성 문제

□ 재무구조평가의 영향력 및 파급효과에도 불구하고 평가체계가 기업집단의 재무구조 취약여부를 결정하기에는 미흡함.

□ [부채비율의 산업적 특수성] 기준점수를 좌우하는 부채비율은 재무구조평가에 있어서 가장 결정적인 요인이나 모든 산업에 일괄적으로 적용하기에는 무리가 있음.

○ 투자와 매출과 관련된 회계처리 방법 및 산업 특수성에 따라 부채총액, 부채비율의 계상에 차이가 존재함.

- 주력기업의 부채가 과대하게 계상되면 기업집단 전체가 약정을 체결하게 되는 결과로 이어짐.

○ 2014년 재무구조개선약정 체결 대상 14개 기업집단 중 10개의 기업집단의 주력기업이 조선, 건설, 운송(해운, 항공)에서 운영 중이며 특히 이들 산업의 특수성은 부채비율 계산에 반영되지 못함.<sup>9)</sup>

<표 13> 2014년 재무구조개선약정 대상 주채무계열의 주력기업 산업분류

제조업		건설업	운송업		도매업	지주회사	합계
금속	조선		수상	항공			
1	3	4	1	2	1	2	14

출처: 산업코드를 이용하여 분류

- 법인기업 전수조사에 따른 한국은행 기업경영 분석에서 조선, 건설, 해운, 항공업의 부채비율은 전산업 평균에 비해 모두 높게 나타남.

<표 14> 산업별 부채비율의 연도별 추이

항목명	2009	2010	2011	2012	2013
전산업	158.67	150.14	152.74	147.60	140.98
C31 기타운송장비	325.10	233.53	210.05	207.45	235.00
(C311) (선박 건조업)	(336.19)	(235.99)	(211.66)	(211.12)	(251.95)
F41 종합건설업	216.56	199.48	204.32	192.14	173.98
H50 수상운송업	315.38	294.44	376.49	498.83	663.80
H51 항공운송업	436.43	358.52	598.23	537.33	587.70

출처: 한국은행, 경제통계시스템

주: 한국표준산업분류(KSIC) 중분류(2digit) 기준이나 선박건조업은 소분류(3digit)로 구분하여 정리

○ [회계기준의 리스방식 구분] 운송업(항공업과 해운업)에서 사용하는 항공기와 선박은 기업의 직접소유보다 리스를 이용하는 추세임. 리스방식을 구분하는 회계 준칙에 따라 기업의 부채비율과 건전성이 변화

- 채택 회계기준인 IFRS와 K-GAAP에서는 운용 리스와 금융리스에 다른 회계기준을 적용하고 있음. 부채가 아닌 비용으로 계산되는 운용 리스는 재무구조를 개선<sup>10)</sup>시키지만 차입금 구매로 나타나는 금융리스는 부채비율이 증가<sup>11)</sup>

- 최근 국제회계기준위원회(IASB)는 IFRS의 리스구분을 없애고 리스이용자의 사용권을 자산으로, 리스료 지급의무를 부채로 인식하는 개정을 시도. 그러나 항공업과 해운업의 부채비율을 크게 증가시킬 것으로 예상되어 재심의 중 (국민신문고 금융위원회 답변, 2014년)<sup>12)</sup>

○ [장기간의 계약체결] 사업계약은 경기변동에 따라 변화하기 쉬우며 장기간에 걸친 계약은 단

9) 비재무평가에 '산업 및 재무항목의 특수성' 항목이 존재하지만 항목 최대 5점을 가산점으로 받는다 해도 기준점수 이상을 획득하기가 어려움

10) 부의금융효과(Off-balancing financial effect)를 의미

11) D사는 K리사회사를 통한 운용리스를 이용해 왔으나 금감원 회계기준 변경에 따라 동일한 리스회사를 통한 운용리스를 2003년부터 금융리스로 취급(국지회(2006)). 이에 따라 리스부채가 2002년 1,000억 원대에서 2003년 3조 원 수준으로 급증(더벨, "항공기 도입방법도 극과 극", 2009년 9월 21일자 참조)

12) 국민신문고 금융위원회 답변 참조(IFRS 리스기준이 개정되어 운용리스도 부채로 인식될 수 있다는데 이에 따른 영향은?)

기간의 재무제표로 기업의 수익성 및 재무상태를 반영하기 어려움

- 조선계약은 2008년 이후 선박대금의 20%를 다섯 번에 나눠 받는 Standard 방식에서 선박 건조 후반기 또는 인도 시에 선박대금이 집중적으로 몰리는 형태의 Heavy-tail 방식으로 전환됨. 금융위기로 인해 선박금융사의 대출한도가 하향 조정되고 선주사의 유동성 부담이 증가하였기 때문임.

- 건설업의 선수금과 지급보증의 규모가 크므로 건설 완료시점까지 부채가 과대하게 축적됨. 수주에 따라 매출채권 및 선수금환급보증의 증가로 인해 오히려 재무부담이 가중<sup>13)</sup>

○ [신규 투자] 대규모 설비투자 또는 M&A는 자체 자금으로 조달하기 어려우므로 금융기관 차입이 불가피하나 사업의 결과를 확인하기 전에 단기 부채비율의 급증으로 부실 판단이 내려짐.

- 해운사의 신규 선박 확보 시 선가의 75%<sup>14)</sup> 이상이 금융을 통하여 이루지기 때문에 선박의 증가에 따라 부채비율이 증가함.
- 기업의 사업재편과 신규사업 진출의 수단인 M&A에 외부금융을 이용한다고 해서 무조건적으로 무리한 확장이라고 해석하기 어려움.

□ [경기민감업종의 약정체결 반복] 경기에 민감한 산업은 시기에 따라 기업재무제표의 변동폭이 매우 크게 나타남.

○ 영업이익은 재무구조평가의 재무평가항목 총점인 100점에서 70점에 관련됨.

- 수익성, 채무상환능력, 현금흐름 세가지 항목 계산식에 영업이익 포함

- 경기민감산업은 경기 사이클상 저점에 도달할 경우 기준점수를 미달할 수밖에 없으므로 반복적인 재무구조약정 체결과 해지가 불가피

○ 재무구조평가의 불합격이 기업 현금흐름을 안정화하는 수단이 될 수 없음.

## (2) 재무구조개선약정 체결과 이행과정에서의 문제점과 부작용

□ [자율성 여부] 채권금융기관과 약정대상 주채무계열간의 자율적 제도이므로 강제성을 부여할 수 없음.

○ 약정체결의 근거조항은 은행업감독업무, 은행업감독업무시행세칙에 존재하지만 근거법령이 존재하지 않는 제도

- 최두열(2010)에서 상위법인 은행법 제34조에서는 기업구조조정에 대한 언급이 없는 상태에서 하위 감독규정에서 기업 구조조정 절차를 정하고 있다고 지적함.<sup>15)</sup>
- 은행경영의 건전성 확보 조항이므로 은행이 기업구조조정의 주도권을 가진 것으로 해석할 수 없음.<sup>16)</sup>

○ 형식적으로는 기업에 여신을 공여한 채권금융기관 중심의 기업구조조정이지만 실제적으로는 감독당국의 관리는 물론 개입이 가능한 사실상 정부의 대기업집단에 대한 계열규제임.

- 현황보고, 주채권은행 결정, 재무구조평가, 약정이행의 전 과정에 있어서 감독당국이 개입될 여지가 존재함.

13) 유사한 논의로 지방 공기업들의 선수금과 같은 비금융부채를 부채에서 제외할 필요가 있다는 주장(서울신문, "[2차 규제개혁회의] "콘텐츠 판매 1년 하는데 기술로 5년은 지나쳐", 2014년 9월 4일자 참조)

14) 법무법인 광장(2007)

15) 강제성을 부여하기 위해 법제화 필요성에 대한 주장(하준-이은정(2014))이 있으나, 채권단과 기업집단 사이의 자율적인 약정이라는 기본 대전제에 위배

16) 현대그룹의 '채권단 공동의 여신중단 금지 가처분신청' 소송에서 서울지방법원 민사합의 50부는 "은행업감독규정 등은 금융기관이 기업의 재무구조개선을 유도하도록 요구하고 이에 응하지 않으면 제재할 수 있게 하지만, 경영이 악화됐을 때 어떤 식으로 이를 극복할 지는 원칙적으로 기업이 자유롭게 결정할 사항"이라고 판단(2010.9.17)

□ [약정이행에 대한 부정적 평가] 약정체결은 물론 약정체결의 이행을 위한 자구노력이 시장에서는 부정적인 평가를 받음.

○ 약정체결 직후 기업의 주가가 하락하는데다 유동성확보를 위해 유상증자를 하게 되면 주주가치가 희석되므로 약정이행과 주주가치의 충돌이 발생

○ 단기적 부채 감축을 위해 자산 매각은 장기적 관점의 수익성과 기업가치를 훼손할 수 있으며 또한 침체된 경제상황에서 매각의 성공도 보장할 수 없음.

○ 대다수 약정체결기업집단 소속기업의 신용등급이 하락하고 발행수익률과 유통수익률의 차이인 회사채 스프레드가 크게 나타나게 됨  
- 약정체결 연도 전후의 회사채 신용등급은 유비보다는 대다수 하락하는 것으로 나타남.

<표 15> 2012-2014 신규 재무구조약정체결 계열 내 주력기업의 회사채 신용등급 변화

주채무 계열	주력기업	2010	2011	2012	2013	2014	2015
동국제강	동국제강(주)	A+	A+	A+	A	A-	BBB+
STX조선해양	STX조선해양(주)	A-	A-	BBB+	CCC	CCC	CCC
대우건설	(주)대우건설	A	A	A+	A+	A	A
한라	(주)한라	A-	A-	BBB+	BBB	BBB	BBB
현대산업개발	현대산업개발(주)	A+	A+	A+	A	A	A
현대상선	현대상선(주)	A	A	A	BBB+	BBB-	BB+
STX	(주)STX	A-		BBB+	CCC	CCC	CCC

자료: NICE 신용평가 홈페이지(각 연도말 신용등급)

- 주: 1) 한국신용평가와 한국기업평가도 유사한 등급의 변화추이를 가지고 있음.  
2) 한진중공업과 대성의 주력기업인 (주)한진중공업홀딩스, (주)대성합동지주의 회사채 신용등급은 존재하지 않음.  
3) 약정체결 연도를 음영으로 표시

- 신용등급 하락의 원인을 구조조정 지연으로 볼 수 있으나 그렇다면 약정체결을 통한 기업회생의 실효성에 대한 문제점으로 해석할 수 있음.

○ 특히 재무구조개선약정제도는 국제적으로 유사한 제도를 찾을 수 없어 부실기업 대상의 워크아웃과 같은 사후적 부실 관정으로 이해될 수 있음(최두열, 2010).

- 근거조항에 재무구조가 취약하다는 평가를 내렸으므로 시장에서는 개선을 위한 사전적 조치로 받아들이기 어려움

□ [건전기업에 대한 낙인효과] 부실위험이 없는 계열사에 대한 자금조달비용 상승과 투자여력 상실에 대한 우려

○ 2014년 재무구조개선 약정체결 대상 14개 기업집단 소속 176개 기업 중 부채비율 200% 미만인 기업이 55.18%인 98개로 이들 기업에게는 같은 계열로 동일한 규제를 받는 것이 과도한 부담이 될 수 있음.

- 자금조달비용 상승으로 재무구조가 연계적으로 취약해질 우려

<표 16> 부채구간별 기업분류

	약정체결	주채무계열	대기업	중소기업
0 ≤ 부채비율 < 200	98 (55.68%)	603 (66.48%)	2,741 (69.06%)	8,740 (48.98%)
200 ≤ 부채비율 < 400	32 (18.18%)	131 (14.44%)	570 (14.36%)	3,250 (18.21%)
400 ≤ 부채비율	46 (26.14%)	173 (19.07%)	658 (16.58%)	5,855 (32.81%)
합계	176	907	3,969	17,845

출처: NICE 신용평가 KIS-VALUE DB의 비금융 외감 기업을 이용하여 계산, 2013년 재무제표 기준

- 주: 1) 자본잠식기업은 400% 이상의 부채비율 구간에 포함  
2) 주채무계열을 포함해 비금융 외감기업 전체에서 대기업, 중소기업을 분류

□ [채권금융기관의 이해관계 상충] 채권금융기관에 따라 기업구조조정의 내용과 방법이 기업회생 목표와 상충될 수 있음.

○ 자율협약이지만 제재조치를 가진 채권단의 영향력이 상대적으로 클 수밖에 없음.

- 도덕적해이가 채권금융기관, 대상기업 양쪽에서 일어날 수 있으나 채권은행은 신규여신 공여의 제한 외에도 기존 여신을 모두 회수할 수 있는 권한을 가짐.

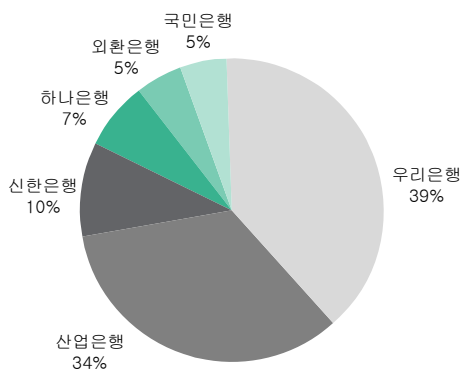
○ 채권은행이 BIS비율<sup>17)</sup> 충족에 어려움이 있거나 보수적인 경영을 추구한다면 기업경영 정상화보다는 대손충당금적립을 줄여 단기 실적증대를 달성할 수 있는 대출금 회수에 목적이 있을 수 있음.

- 주채권은행 중 정부소유 산업은행과 정부지분율이 높은 우리은행이 41개 계열 중 30개 계열을 담당하여 총 71%의 비중을 차지함.
- 최준선(2014)에서 지적한대로 정부소유 채권단은 감사원 감사 또는 공기업 평가를 위해 단기간 채권회수를 약정체결의 본래 목적에 우선할 수 있으며 정책금융기관으로서의 역할을 다하지 않을 우려가 존재함.

<표 17> 주채권은행의 대주주와 소유비율

은행명	우리은행	산업은행	신한은행	하나은행	외환은행	국민은행
대주주	예금보험공사	대한민국정부	신한금융지주	하나금융지주	하나금융지주	KB금융지주
소유비율(%)	51.04	100	100	100	100	100

<그림 3> 2014년 주채무계열 담당 은행별 비중



- 최대 신용공여 은행이 주채권은행으로 선정되지 않을 수 있으며 기업집단에 하나의 주채권은행을 선정함으로써 개별기업의 주거래은행과는 상이하게 나타날 수 있으므로 채권단 협의에 있어서도 이해의 상충이 발생할 수 있음.

<표 18> 기업집단별 주채무계열과 개별기업의 주거래은행간 일치도

연도	2009	2010	2011	2012	2013	2014
일치도	81.83%	80.01%	79.35%	80.76%	81.43%	82.44%

출처: 금융감독원 보도자료를 이용하여 계산

<표 19> 주채권은행과 최대채권은행 차이의 예(2010년 H 그룹)

은행	외환은행	산업은행	농협	신한은행	우리은행	기타 8개	합계
채권액	1,200억	1조	3,000억	700억	500-600억	5,000억	2조 1,000억

출처: 모미령·정현주(2013) 인용

## 5. 정책적 시사점

- 주채무계열제도는 금융기관의 건전성 및 국가 전체의 금융안정성 제고를 위해 운영 중이나 문제점과 역효과가 존재함.

- 기업집단의 재무건전성은 기업집단과 소속기업은 물론 사회적으로도 필수적이나 현재 운영제도에 한계가 존재함.

- 특히 주채무계열 재무구조평가와 불합격 기업집단이 체결하는 약정에 대한 지속적 문제 제기. 전면적인 개편 없이 유지된다면 편익과 부작용에 대한 논쟁이 반복될 수밖에 없음.

- 획일적 기준의 재무구조평가는 기업 또는 산업적 특수성을 고려할 수 있도록 개선되어야 함.

- 재무구조평가에서 불합격한 기업집단은 특정산업(건설, 운송, 조선) 내 주력기업이 존재

17) 2014년 말 국내은행의 BIS기준 총자본비율, 기본자본비율, 보통주자본비율은 각각 14.00%, 11.38%, 10.83%로 2013년 말 대비 총자본비율(0.53%p), 기본자본비율(0.41%p), 보통주자본비율(0.36%p)이 모두 하락(출처: 금감원 보도자료(2015))

- 회계기준, 계약기간에 따라 부채가 과다하게 계상될 수 있는 산업적 특수성을 비재무평가에 의한 점수조정 방식보다 기준점수 결정에서부터 반영되어야 함.
- 재무구조개선약정은 채권금융기관과 기업간의 사적이고 자율적인 계약이며 약정을 통해 기업집단 및 소속기업 전체의 장기적인 기업가치를 제고해야 함.
  - 금융당국의 개입을 배제할 수 없으며 기업보다 기존 여신을 회수할 수 있는 채권금융기관의 의견이 더 크게 반영될 가능성이 높음.
  - 유동성 확보를 통한 단기간의 부채감축 위주로 진행되고 있으나 주주가치와 기업의 지속성 및 성장성을 훼손할 우려가 존재
  - 기업집단에 부여된 하나의 점수로 인해 상이한 주주구성을 가진 재무구조가 건전한 소속기업도 주가, 회사채신용등급의 하락과 자금조달 비용의 상승이라는 동일한 어려움을 겪게 되는 구조
- 현 기업의 사업재편관련 정책은 사후적, 정부 또는 채권금융기관 주도의 수동적인 방식<sup>18)</sup>으로 진행되고 있으나 기업 경쟁력을 강화하며 부진한 사업을 정리할 수 있는 정책이 필요함.
  - 재무구조개선약정은 기업집단의 사전적 구조조정 방법으로 이용되지만 선제적이고 예방적인 재무건전성 확보를 위해서는 기업의 자발적인 사업재편 인센티브를 높이는 정책개발이 선행되어야 할 것임.
  - 기업의 사업재편을 지원하기 위해 일본에서 1999년부터 시행 중인 산활법(현 산업경쟁력강화법)을 벤치마크 할 필요
  - 현재 논의가 가속화되고 있는 사업재편지원특별법(원샷법)의 도입이 시급함.

18) 최근 금융위장은 개별기업 대신 산업별 구조조정의 필요성을 강조하였으나(매일경제, "좀비기업, 워크아웃·법정관리 대신 업종별로 통폐합, 2015년 5월 16일자 참조) 산업 채택 및 산업 내 기업지원의 선택에 정부의 개입이 과도하게 발생할 우려가 존재



## <참고 문헌>

- 공재식(1998), “한국의 주거대출행태도가 기업투자 및 자본구조에 미치는 영향”, 한국증권학회지 제23집 1호
- 공정거래위원회, “상호출자제한기업집단 지정현황 발표”, 각 연도별 보도자료
- 구재운·맹경희(2011), “기업투자의 현금흐름 민감도: 전환회귀법을 이용한 분석”, 한국은행 경제연구원 경제분석 제17권 제2호
- 국지희(2006), “항공기 운용리스의 현황 및 사례 연구”, 산은경제연구소
- 금융감독원(2010), “글로벌 금융위기 이후 기업구조조정”
- 금융감독원, “2014년말 국내은행의 BIS자본비율 현황 및 감독방향” 2015년 보도자료
- 금융감독원, “주채무계열 선정 결과”, 각 연도별 보도자료
- 금융감독원, “대기업 신용위험 정기평가 결과 및 대응방안”, 각 연도별 보도자료
- 금융위원회 금융정책국, “정례 브리핑 자료”, 2013.11.5
- 김미애(2013), “주채무계열 선정기준 확대에 대한 비판적 검토”, KERI Brief 13-03, 한국경제연구원
- 김지영(2012), “기업 투자에 대한 관계금융의 영향”, 경영관리연구 제5권 제2호
- 김현중(2005), “투자에 대한 부채비율규제와 소유지배구조의 영향 분석”, 한국경제연구학회 발표자료
- 모미령·정현주(2014), “금융과 대기업규제: 주채무계열제도의 제도적 특성과 한계를 중심으로”, 사회과학연구 제40권 1호
- 법무법인 광장(2007), “선박투자회사제도 경쟁력 강화를 위한 법률 및 제도개선 연구”, 해양수산부 용역보고서
- 신동령(1992), “정보불균형이 한국기업의 투자지출에 미치는 영향에 관한 연구”, 재무연구 제5호
- 최두열(2010), “채무구조개선약정 제도의 문제점과 개선방안”, KERI Insight 10-08, 한국경제연구원
- 최준선(2014), “기업구조조정 수단으로서의 자율협약에 대한 소견”, 바른사회시민회의 주최 바람직한 기업 구조조정 방안 모색 정책토론회
- 하준·이은정(2014), “기업집단의 부실 심화 및 구조조정 절차상의 주요 쟁점 검토”, 산업연구원
- Fazzari, S., G. Hubbard, and B. Petersen, “Financing constraints and corporate investment”, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 141-195, 1988.
- Fohlin, C., “Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization”, *Journal of Finance*, 53, 1737-1758, 1998.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Sharfstein, “Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups”, *Quarterly Journal of Economics*, 106, 33-60, 1991.
- Modigliani, F. and M. Miller, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, 48, 261-297, 1958.

<부표: 주채무계열 지정 추이와 상호출자제한과의 중복성>

상호출자제한 2015년 순위	주채무계열	주채무계열 지정순위				
		2015	2014	2013	2012	2011
3(2)	현대자동차	1	1	1	1	1
1(1)	삼성	2	2	2	2	2
5(3)	SK	3	3	3	3	3
10(8)	현대중공업	4	4	5	5	5
6(4)	LG	5	5	4	4	4
8(6)	포스코	6	6	6	6	6
9(7)	GS	7	7	8	8	10
14(9)	한진	8	9	9	9	8
17(12)	두산	9	8	7	7	7
7(5)	롯데	10	10	10	10	13
15(10)	한화	11	11	11	12	12
24(16)	대우조선해양	12	12	12	14	14
33(24)	효성	13	14	15	16	16
22(15)	LS	14	13	13	15	15
25(17)	금호아시아나	15	15	16	13	9
20(14)	CJ	16	16	17	18	22
39(30)	동국제강	17	17	18	17	17
26(18)	대림	18	21	21	21	21
28(20)	동부	19	18	19	20	19
31(23)	OCI	20	23	23	22	23
	STX조선해양	21	20			
34(25)	대우건설	22	24	25	27	24
16(11)	KT	23	19	20	19	18
18(13)	신세계	24	22	22	28	26
35(26)	S-OIL	25	26	26	23	30
40(31)	코오롱	26	25	24	26	29
41(32)	한진중공업	27	27	27	24	20
29(21)	현대	28	32			
	아주산업	29	35			
	성동조선	30	28	28	25	28
42(33)	한라	31	29			
43(34)	한국타이어	32	33		31	32
	장금상선	33				
52(42)	이랜드	34	36			
51(41)	현대산업개발	35	42			
50(40)	세아	36	34	30	32	35
	하림	37				
61(49)	한솔	38	38			36
	풍산	39	39			
	SPP	40	31			37
58(47)	하이트진로	41	40		34	34
	STX		30	14	11	11
57(46)	대성		37			
27(19)	부영		41			
	웅진				29	33
	대한전선				30	27
	유진				33	31
	하이닉스					25
주채무계열		41	42	30	34	37
상호출자제한중복 주채무계열		34	36	28	33	33
		82.92%	85.71%	93.33%	97.06%	89.19%

주: 1) 음영표시된 주채무계열은 각 년도 상호출자제한기업집단으로 지정됨.

2) 2015년 주채무계열의 상호출자제한기업집단 괄호 순위는 공기업집단 미포함 순위, 상호출자제한기업집단으로 지정되지 않은 주채무계열은 빗금으로 처리

**keri** 한국경제연구원

발행일 2015년 7월 14일 | 발행인 권태신 | 발행처 한국경제연구원 | 주소 서울특별시 영등포구 여의대로 24 FKI TOWER 45층 | 전화 3771-0060 | 팩스 785-0270~3

