

OPINION

연구위원
이상호

IFRS 18 ‘재무제표의 표시와 공시’ 제정의 영향 및 시사점*

국제회계기준위원회는 재무제표의 표시와 공시에 관한 새로운 기준인 IFRS 18을 공표하여 2027년 1월 1일부터 적용할 예정이다. IFRS 18에서는 영업이익을 투자·재무 범주 이외의 잔여 이익으로 정의할 것으로 보인다. 이는 매출액에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감하는 현행 K-IFRS 영업이익과 금액 및 속성이 달라 정보이용자의 혼란이 예상된다. 1997년부터 2019년까지 미국·유럽 등 총 31개 국가를 대상으로 분석한 결과, 잔여 범주에 따른 포괄적 영업이익 표시는 영업 성과의 보수적인 표현을 유도하고 경영진이 영업 혹은 영업외이익을 재량적으로 분류할 유인을 원천적으로 억제할 것으로 보이나, 표시된 영업이익의 지속성과 가치관련성이 감소하여 투자자 관점의 유용성은 저하될 것으로 예상된다. 재무제표 주석의 비경상 손익 정보를 토대로 영업이익 내 경상 항목에 대한 중간합계 표시를 허용하여 영업 성과 정보의 유용성을 제고할 필요가 있다. 아울러, 영업이익 정의의 변화가 우리나라 규율체계에 미칠 영향에 대해서도 면밀한 검토와 대비가 필요하다.

IFRS 18 ‘재무제표의 표시와 공시’ 제정의 영향

2024년 2분기 국제회계기준위원회(International Accounting Standards Board, 이하 IASB)는 ‘재무제표의 표시와 공시(Presentation and Disclosure in Financial Statements)’에 관한 새로운 기준 IFRS 18을 공표할 예정이다. 이는 기업의 성과 정보를 전달하는 방식을 개선하고자 한 ‘주요 재무제표’ 프로젝트의 결과물로, 특히 손익계산서의 작성 방식에 큰 변화를 예고한다.

그간 IASB는 영업이익을 별도로 정의하지 않는 것을 원칙으로 해왔다. 이는 경영진이 자율적으로 영업이익을 산정하여 경제적 실질에 기초한 영업 성과를 보고할 수 있도록 하기 위함이었다. 그러나 같은 국제회계기준을 적용하는 기업 간에도 영업이익의 산출 방식이 달라 영업 성과의 기업 간 비교는 물론 국제적 비교도 쉽지 않은 문제가 지속되었다. 또한, 경영진이 조정 EBIT 혹은 조정 EBITDA와 같이 회계기준에서 인정하지 않는 성과측정치(non-GAAP measure)를 자의적으로 활용하고 강조하는 사례가 늘면서 투자자의 혼란을 초래하기도 했다(IASB, 2019. 4).

이에 IFRS 18에서는 손익계산서에 표시할 영업이익을 명확히 정의하기로 하였다. 구체적으로 영업이익을 투자 범주와 재무 범주에 포함되지 않는 잔여 이익으로 집계한다(그림 1) 참조). 아울러,

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

경영진이 회계기준에서 인정하지 않는 성과측정치를 활용하고자 할 때는 이를 경영진 성과측정치 (Management Performance Measure, 이하 MPM)에 관한 정보로 주석에 공시하여야 한다. 회계기준에서 인정하는 성과측정치 중 가장 직접적으로 비교가능한 항목과의 조정 내역, 산출 근거 등을 명시해야 하며, 이는 외부감사 대상에도 포함된다.

〈그림 1〉 IFRS 18 손익계산서 구조

매출(수익)		영업 범주
- 매출원가		
= 매출총이익		
- 판매비, 연구비, 일반관리비		
- 유·무형자산 손상차손		
± 유·무형자산 처분 손익		
+ 기타 영업수익		
- 기타 영업비용		
= 영업이익		
± 관계기업·공동기업 투자에 대한 지분법 손익		투자 범주
± 금융 자산 평가 손익		
+ 배당 이익		
± 관계기업·공동기업 투자에 대한 처분 손익		
= 재무손익 및 법인세비용 차감 전 순이익		
± 재무활동에서 발생한 이자 손익		재무 범주
- 퇴직급여 및 충당부채의 할인액 상각		
= 법인세비용 차감 전 순이익		
- 법인세비용		
= 당기순이익		

자료: IASB(2019. 4); IFRS Advisory Council(2023. 11)

다만, 우리나라는 상기와 같은 IASB의 기준 제정 취지에 공감하기 어려운 상황이다. 이미 2012년부터 한국채택국제회계기준 내에 매출에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감한 금액을 별도의 영업이익(이하 K-IFRS 영업이익)으로 정의하여 이를 일관되게 적용해 왔기 때문이다. 실제 우리나라는 국제회계기준 도입 이후 기업 간 영업 성과의 비교가능성이 저하될 수 있는 문제를 선제적으로 개선한 것으로 평가된다(유용근 등, 2013). 한편, 우리나라는 회계기준에서 인정하는 성과측정치 외에 대안적인 성과측정치를 활용하는 기업이 드물어, 현재로서는 MPM의 주석 공시 및 외부감사 필요성 역시 제한적인 상황이다.

더욱이 IFRS 18에서 새롭게 정의하는 잔여 범주로서의 영업이익(이하 IFRS 18 영업이익)은 우리 자본시장에서 오랜 기간 활용해 온 K-IFRS 영업이익과 그 금액 및 속성이 다르다. 유·무형자산처분 손익, 각종 손상차손, 기부금, 외환손익 등 K-IFRS에서 영업외손익으로 분류했던 여러 기타손익 항목들이 IFRS 18에서는 영업손익 항목에 포함되므로 정보이용자의 혼란이 예상된다. IFRS 18은 2027년 1월 1일부터 기존의 '재무제표 표시'를 관장하는 IAS 1 기준을 대체할 예정이며 조기 적용이 허용되는 만큼, 국내로의 원활한 적용을 위해 고려할 사항을 사전에 검토할 필요가 있을 것이다.

K-IFRS 영업이익과 IFRS 18 영업이익의 유용성 비교

IASB가 IFRS 18을 제정하려는 주된 목적은 기업의 성과를 보다 투명하고, 비교가능한 방식으로 보고하여 투자자에게 더 유용한 정보를 제공하기 위함이다(IASB, 2019. 4). 그동안 국제회계기준을 전면 도입한 국가 중 한국, 독일 등 일부 국가만 법률체계와의 일관성 유지를 위해 영업이익에 대한 정의를 마련하였고, 대부분 국가들은 손익계산서에 표시할 영업이익에 대해 별도의 정의를 두지 않는 원칙을 그대로 수용해 왔다(박일홍·김갑순, 2019). 향후 IFRS 18이 발효되면, 영업 성과를 보고하는 방식이 명확히 통일되므로 국제회계기준을 준용하는 대다수 국가에서 영업 성과 정보의 기술적인 비교가능성은 향상될 것이다.

학계의 축적된 연구 결과에 따르면 성과 정보의 비교가능성이 향상될 경우, 다양한 경로를 통해 기업의 자본 조달 비용이 감소하므로 기업의 가치 상승을 기대할 수 있다(Kim et al., 2013; Imhof et al., 2017). 그러나 이와 같은 비교가능성 제고 효과는 비교 대상이 되는 이익 정보가 유용할 것을 전제로 한다. 기업가치와 관련성이 떨어지는 정보는 아무리 비교가능한 형태로 제시될지라도 투자자의 목적에 부합하지 않으며 의사결정의 차이를 가져오지 못하기 때문이다.

잔여 범주 접근법에 따라 산출하는 IFRS 18 영업이익은 투자·재무 범주를 제외한 이질적 항목의 총집합이다. 영업활동 관련 항목을 중요성, 발생 빈도, 지속성 등과 무관하게 하나의 중간합계(subtotal)로 제시하기에 일시적·비정상적으로 발생하는 상당수의 특별 항목(special item)을 포함하게 된다. 이들 특별 항목은 개별 속성에 따라 기업이 처한 영업환경이나 미래 전망을 판단하는 데 유용한 정보를 제공하기도 하지만(Francis et al., 1996), 통상 예측이 어려운 일시적 이익은 영구적 이익 대비 낮은 가치관련성을 보이며, 따라서 정보적 유용성도 낮은 특성을 보인다(Ohlson, 1999).

반면, K-IFRS에서는 기업의 정상 영업활동(normal operating activities) 과정에서 발생하는 이익을 영업이익으로 집계하고자 하였으며, 이를 매출액에서 매출원가, 판매비와관리비를 차감한 금액으로 정의하였다. 이러한 기능적(functional) 산출 방식은 영업활동에 관한 성과를 완전하게 포괄하지 못하는 점에서 충실한 표현(faithful representation)은 아닐 수 있다. 다만, 비교적 지속적·경상적으로

발생하는 항목을 중심으로 투자자에게 가치관련성이 높은 영업이익 정보를 제공하는 점에서는 명확히 비교 우위에 있을 것이다.

실제 우리나라 상장기업을 대상으로 한 실증연구 결과를 살펴보면, K-IFRS 영업이익은 잔여 접근 방식과 같이 간접적으로 산출한 영업이익 대비 그 지속성이 높고, 주식수익률 변동을 보다 잘 설명하는 것으로 나타났다(박일홍·김갑순, 2019). K-IFRS 영업이익에 기타손익을 가감한 금액을 IFRS 18 영업이익의 대용치로 분석한 결과 역시, K-IFRS 영업이익이 국내 시장에서 더 우월한 정보적 유용성을 전달함을 실증하였다(김현태·최영수, 2022). 다만, K-IFRS 영업이익은 우리나라에서 오랜 기간 활용해 온 만큼 국내 자본시장 투자자에게 상당히 친숙한 성과측정치라는 점에서 내생적으로 높은 가치관련성을 형성하고 있을 가능성도 존재한다.

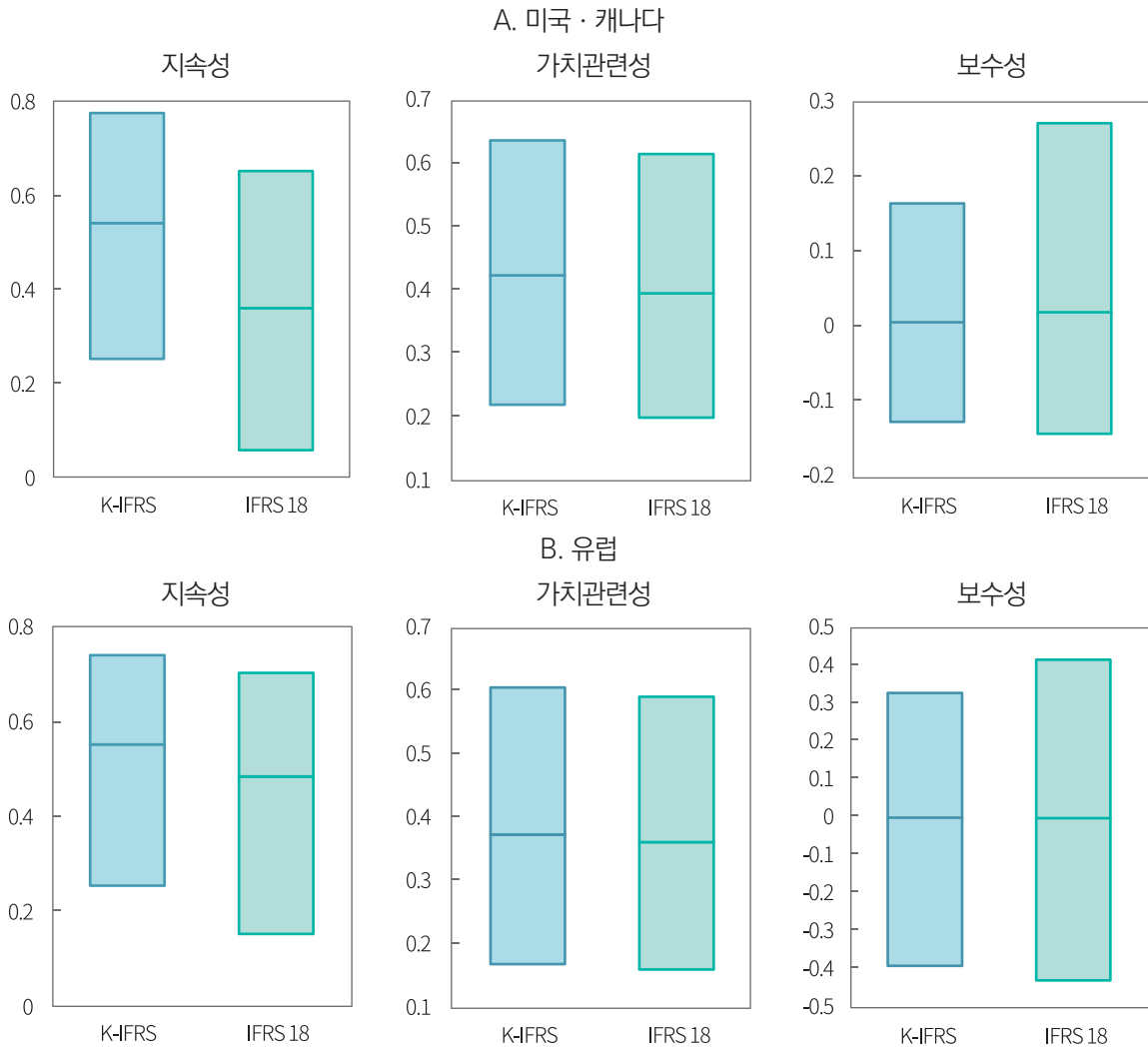
이에 본 고에서는 미국, 캐나다와 함께 영국, 독일, 프랑스 등 실증분석이 가능한 유럽 국가들을 대상으로 K-IFRS 영업이익과 IFRS 18 영업이익의 정보적 유용성을 비교·분석하였다. 이들 국가에서 영업이익을 표시하는 방식은 우리나라의 제도적 영향과는 무관하므로 회계적 속성이 시장에 전달하는 정보적 영향을 비교적 덜 편향되게 측정할 수 있을 것이다. 아울러, 영업 성과의 국제적 비교가능성을 높여 투자자에게 더 유용한 정보를 제공하고자 한 IFRS 18의 제정 목적에 대해서도 범국가적 실증증거에 기반하여 평가를 수행할 수 있을 것이다.

우선, 국가별로 수익 혹은 매출에서 매출원가, 판매비 및 일반관리비, 감가상각비 등을 차감한 금액을 K-IFRS 영업이익으로 산출하고, 이에 비경상적(extraordinary) 손익과 특별(special) 손익 항목을 가감하여 IFRS 18 영업이익의 대용치를 산출하였다.¹⁾ 그리고 기업 이익의 장기 시계열적 특성을 포착하기 위해 기업-연도별 10년(최소 7년) 이동회귀(rolling regression) 분석을 수행하여 기준별 영업이익의 지속성, 가치관련성, 보수성 등을 측정하였다(Francis et al., 2004).

표본 기간 1997~2019년(자료 기간 1991~2019년)에 대해 미국, 캐나다, 유럽 내 29개 국가 등 총 31개 국가를 대상으로 분석한 결과, K-IFRS 영업이익이 장기 시계열적으로 더 지속적이며, IFRS 18 영업이익 대비 가치관련성 역시 더 우월한 것으로 나타났다(〈그림 2〉 참조). 투자자들은 서로 다른 성과측정치의 중요도를 구분하는 핵심 요인으로 이익의 지속성과 가치관련성을 가장 비중있게 고려하는데(Bradshaw & Sloan, 2002; Barton et al., 2010), 이는 대다수 국가에서 IFRS 18의 잔여적 접근 방식보다 정보적 유용성 측면에서 더 나은 방식으로 영업이익을 표시할 수 있음을 시사한다. 단, IFRS 18 영업이익이 모든 특성에서 열위에 있는 것은 아니었다. 기업·국가별 이질성은 크지만, 비경상적·특별 손익 항목들은 대체로 신중한(prudent) 추정이 이루어지고 있는 것으로 보이며, K-IFRS 영업이익 대비 악재를 선반영하는 보수성을 내포하고 있다.

1) 비경상적·특별 손익 항목에는 투자 혹은 재무 범주에 해당하는 항목이 있을 수 있겠으나, KOSPI200 기업을 전수 분석한 선행연구 사례에 비추어 보면 이들 항목 중 명백하게 영업 범주가 아닌 항목은 제한적일 것으로 예상된다(김현태·최영수, 2022).

〈그림 2〉 기준별 영업이익의 질적 특성 비교



주 : K-IFRS 및 IFRS 18 영업이익의 질적 특성 측정치의 상자 그림으로 상자의 상단(하단)은 측정치의 1분위수(3분위수)를 의미하며, 지속성은 Lev(1983) 모형의 AR(1)에 대한 최우 추정량, 가치관련성은 Bushman et al.(2004) 추가-이익 모형의 설명력, 보수성은 Basu(1997)의 나쁜 소식(bad news)에 대한 비대칭적 적시성 계수값에 해당하며, 측정치의 값이 클수록 질적 수준이 높음을 의미

자료: Refinitiv, 자본시장연구원

결론 및 시사점

상술한 논의를 종합하면, IFRS 18이 성과 정보를 전달하는 방식은 그 장·단점이 명확하다. 영업·투자·재무 범주로 성과를 구분하여 표시하는 손익계산서는 기업이 영위하는 대표적 활동의 결과를 평가하는데 목적적합한 정보를 전달할 것이다. 그러나 기업의 다른 자원으로부터 개별적·독립적으로 수익이 창출되는 투자 범주, 기업의 자금조달과 관련한 자산·부채로부터 손익이 발생하는 재무

범주와는 다르게 영업 범주는 명확한 정의를 도출하기 어렵다. 이러한 이유로 IFRS 18에서는 투자·재무 범주에 포함되지 않는 잔여 항목 일체를 영업이익에 포함한 것으로 보인다.

잔여 범주에 따른 포괄적 영업이익 표시는 경영진이 영업손익 혹은 영업외손익에 포함할 항목을 재량적으로 분류할 유인을 원천적으로 제한할 것이다. 또한, 비경상적 손실에 신중한 추정을 요하는 회계원칙에 의해 영업활동과 관련한 성과를 보수적으로 표시하는 장점도 존재한다. 그러나 기타손익 항목을 상당수 포함하여 지속성이 저하된 집합적 영업이익은 투자자 관점에서 예측력이 떨어지고, 가치 관련성이 낮은 정보일 가능성이 높다. 이는 우리나라뿐만 아니라 국제회계기준을 채택하고 있는 상당수 유럽 국가에도 동일하게 확인되는 실증적 증거에 기반한 추론이다.

IFRS 18이 현재까지 공개된 자료와 유사한 형태로 확정된다면, 다음과 같은 사항을 검토할 필요가 있다. 첫째, 향후 IFRS 18을 국내로 도입하는 과정에서 영업손익 내 경상 항목에 대한 중간합계를 추가하여 비경상 항목을 구분하여 표시하는 방안을 검토할 필요가 있다. 물론 IFRS 18과 관련한 공개초안에서는 모든 비경상 손익에 대해 금액, 발생 이유, 비경상 항목으로 분류한 근거 등을 주석에 보고하도록 하여, 투자자가 지속적인 이익 요소를 구분할 수 있도록 한다. 그러나 주석사항과 재무제표 본문 간에는 정보 전달력에 엄연한 차이가 존재하며(Barth et al., 2003), 비경상 손익 정보를 주석에는 기재하도록 요구하면서 손익계산서 본문에는 구분 표시를 허용하지 않는 것은 일관성이 떨어진다. 이는 영업 범주로의 재량적 분류 가능성을 줄이고, 영업이익 정보의 투명성을 높이고자 한 의도로 보이나, 국제회계기준의 근간이 되는 원칙중심과는 거리가 있어 보인다.

둘째, 영업이익 정의의 변화에 따른 제도적 영향을 면밀히 검토할 필요가 있다. 예를 들어 잠정실적 공시, 매출액 손익구조 변동 공시 등은 매출액, 영업이익, 당기순이익 등 요약 항목을 중심으로 공시가 이루어지는데, 앞으로는 K-IFRS 영업이익의 활용이 불가능하다. IFRS 18 영업이익으로 대체되면, 주석을 통해 비경상 손익의 상세 정보를 확인할 수 없는 정기결산 이전의 실적 공시에서는 정보 유용성 저하가 불가피하다. 비경상 항목에 대한 공시 가이드라인을 마련할 필요가 있으며, 공시량이 방대해지는 만큼 기계의 가독성을 고려한 정형화도 필요할 것이다.

셋째, 경영진은 각 기업에 적합한 MPM을 고안하여 정보적 유용성이 높은 성과측정치를 적극적으로 제시할 필요가 있다. 물론, 당국이 획일적으로 K-IFRS 영업이익을 MPM으로 지정하여 활용하는 방안도 검토할 수 있겠으나, 이는 장기적으로 주주와의 소통을 강화하고 건전한 거버넌스 체계를 구축할 필요가 있는 우리 자본시장 측면에서 최선의 활용은 아닐 것이다. MPM의 제공이 활발한 미국·유럽 기업 대비 우리나라 기업이 이를 적극적으로 활용하지 않는 이유는 K-IFRS 영업이익이 유용하고 비교 가능한 성과측정치로써 자리매김한 영향도 있겠지만, 좀처럼 예상 실적을 제시하지 않고 기업설명활동(investor relation)에 인색한, 주주 친화적이지 않은 문화적 영향도 있을 것이다. 신뢰도 높은 MPM 공시를 위해 선진시장의 시행착오를 바탕으로 잘 정비된 규정을 도입하는 만큼, 경영진의 재량적

활용에 따른 부정적 효과는 최소화할 수 있을 것으로 기대한다. 단, 외부감사의 고유한계를 고려할 때, MPM 활용에 대한 이사회 모니터링이 충실히 이루어질 필요가 있고, 무엇보다 Say-on-Pay 제도와 연계하여 경영진의 성과·보수 민감도를 높이는 계기가 되기를 고대한다.

참고문헌

- 김현태·최영수, 2022, '일반적 표시와 공시'에 대한 IASB 의 공개초안과 영업이익, 『회계저널』 31(4), 287-329.
- 박일홍·김갑순, 2019, 영업이익과 EBIT 에 대한 기업의 성과측정치로서의 유용성 비교, 『세무와 회계저널』 20(5), 165-211.
- 유용근·문보영·최은실, 2013, 영업이익 산정방식에 따른영업이익의 가치관련성 비교, 『회계저널』 22(2), 1-21.
- Barth, M.E., Clinch, G., Shibano, T., 2003, Market effects of recognition and disclosure, *Journal of Accounting research* 41(4), 581-609.
- Barton, J., Hansen, T.B., Pownall, G., 2010, Which performance measures do investors around the world value the most—And why?, *The Accounting Review* 85(3), 753-789.
- Basu, S., 1997, The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, *Journal of Accounting and economics* 24(1), 3-37.
- Bradshaw, M.T., Sloan, R.G., 2002, GAAP versus the street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings, *Journal of Accounting Research* 40(1), 41-66.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., Smith, A., 2004, Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems, *Journal of Accounting and economics* 37(2), 167-201.
- Francis, J., Hanna, J.D., Vincent, L., 1996, Causes and effects of discretionary asset write-offs, *Journal of Accounting Research* 34, 117-134.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M., Schipper, K., 2004, Costs of equity and earnings attributes, *The Accounting Review* 79(4), 967-1010.

- IASB, 2019. 4, Exposure Draft 'General Presentaion and Disclosures'.
- IFRS Advisory Council, 2023. 11, Steps after publication of IFRS 18 *Presentation and Disclosure in Financial Statements*.
- Imhof, M.J., Seavey, S.E., Smith, D.B., 2017, Comparability and cost of equity capital, *Accounting Horizons* 31(2), 125-138.
- Kim, S., Kraft, P., Ryan, S.G., 2013, Financial statement comparability and credit risk, *Review of Accounting Studies* 18, 783-823.
- Lev, B., 1983, Some economic determinants of time-series properties of earnings, *Journal of Accounting and Economics* 5, 31-48.
- Ohlson, J.A., 1999, On transitory earnings, *Review of Accounting Studies* 4, 145-162.

OPINION

연구위원
정화영

최근 회사채 발행 여건 및 기업 자금조달에 대한 시사점*

올해 들어 회사채 발행을 통한 기업의 자금조달 규모가 큰 폭으로 늘어나고 있다. 시장금리 하락으로 채권 투자수요가 늘어나는 가운데 높은 수준의 신용스프레드가 회사채에 대한 투자 유인으로 작용하며 발행 여건이 원활한 모습이다.

그러나 최근 수년간 시장금리 수준이 빠르게 높아지면서 회사채 발행사는 더 높은 이자비용을 부담하게 되었다. 발행금리가 만기도래금리를 상당폭 상회하면서 회사채 발행에 따른 기업의 이자부담이 크게 늘어난 상황이다. 중기적으로 시장금리가 하락세를 나타내겠으나 빠른 속도로 낮아질 가능성이 크지 않음을 감안할 때 당분간 회사채 발행기업의 이자부담 증가세가 이어질 것으로 예상된다. 특히, 올해 회사채 만기도래 규모가 크게 늘어나면서 기업의 차환수요가 높아질 것으로 예상된다. 회사채 만기가 도래하는 비금융기업의 최근 재무지표를 살펴보면 유동성 상황이 여유롭지 않은 것으로 보인다. 이에 따라 보유 자금으로 만기도래 회사채를 상환하기보다는 유동성 관리를 위해 차환에 나서는 기업이 증가할 것으로 판단되는데, 차환금리 상승으로 인해 이자부담이 가중될 전망이다.

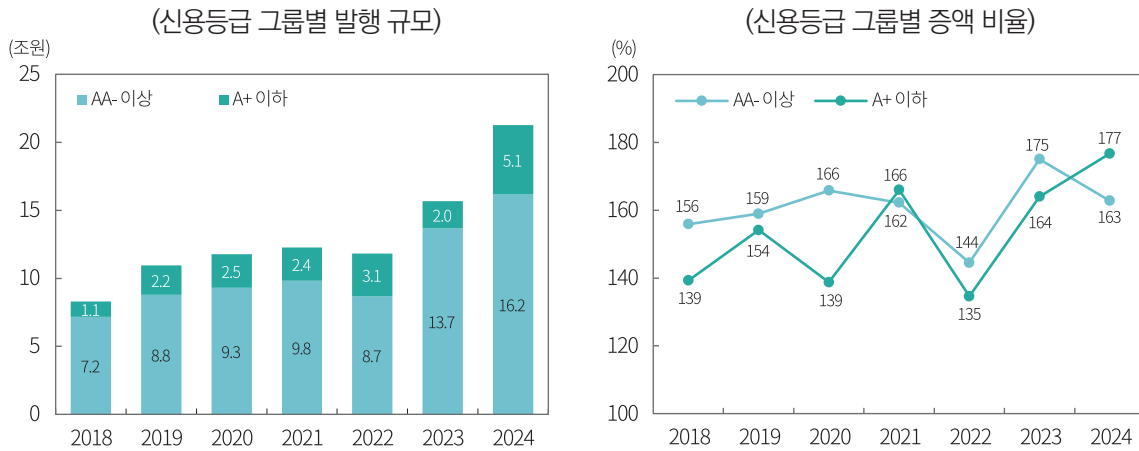
시장금리가 완만한 하락세를 지속하는 가운데 원활한 회사채 발행이 이어질 것으로 예상된다. 다만, 금리인하 시기가 예상보다 지연되거나 신용위험이 확대되는 경우 회사채에 대한 투자심리가 위축될 수 있으므로 기업들은 유동성 관리에 대한 노력을 강화하고 자금조달 여건 변화에 유의할 필요가 있다. 한편 취약기업은 실적 악화에 더하여 자금조달 비용 상승으로 어려움이 더 커질 수 있다. 따라서 정책당국은 취약기업의 자금조달 여건에 대한 모니터링을 지속하는 가운데 시장불안에 적시 대응할 필요가 있다.

원활한 발행 여건을 바탕으로 회사채 발행이 큰 폭 증가

올해 들어 회사채 발행을 통한 기업의 자금조달 규모가 큰 폭으로 늘어나고 있다. 통상 기관투자자의 자금집행 등으로 연초 회사채 발행이 증가하는데, 이러한 연초 효과를 고려하더라도 올해 회사채 발행은 이전에 비해 완연한 증가세를 나타내고 있다(그림 1)). 신용등급 AA-이상뿐 아니라 상대적으로 신용도가 낮은 A+이하의 발행도 함께 늘어나며 회사채 발행 여건이 전반적으로 원활한 모습이다. 기관투자자의 회사채 투자수요가 이어지면서 발행기업은 계획 대비 자금조달 규모를 확대하고 있다. 신용등급 AA-이상과 A+이하 그룹은 당초 발행 예정금액의 각각 163%, 177% 수준으로 증액하여 회사채를 발행하였다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

〈그림 1〉 연초 공모 회사채 발행 여건 비교

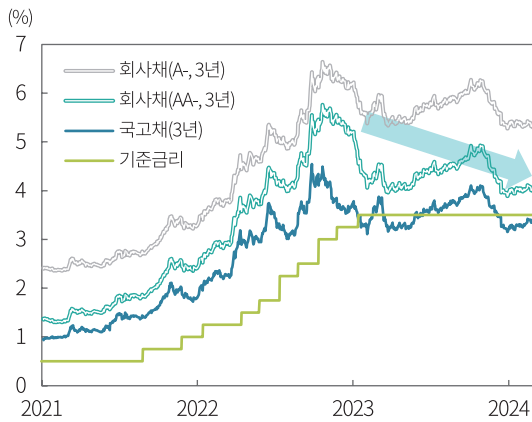


주 : 1) 매년 1~2월중(2024년은 1.1일~2.28일중) 수요예측제도를 통해 발행된 무보증, 선순위 회사채 기준
 2) 증액 비율은 최초 발행예정금액 대비 최종 발행금액 비율
 자료: 더벨, 저자계산

위와 같이 회사채 발행 여건이 원활한 모습을 보이는 것은 먼저 시장금리가 하락세를 나타내면서 투자심리가 개선된 데 기인한다(〈그림 2〉). 시점에 대한 불확실성이 존재하나, 미 연준과 한국은행의 금리인하가 연내 시작될 것으로 시장의 기대가 형성되고 있다. 이로 인한 시장금리 하락(채권가격 상승)은 채권에 대한 투자수요를 늘리는 요인으로 작용하고 있다.

회사채와 국고채 간 금리 격차(신용스프레드)가 높은 수준을 지속하고 있다는 점도 회사채에 대한 투자 유인으로 작용하고 있다. 레고랜드 사태 등으로 신용 스프레드가 크게 확대되었던 2022년 10월 이후 회사채 표면금리(coupon rate)가 높은 수준에서 결정되고 있다. 이에 따라 회사채 투자를 통해 무위험채권에 해당하는 국고채 대비 추가적인 이자수익을 얻을 수 있을 수 있는데, 2022년 10월 이후 국고채와 회사채에 대한 투자 성과를 비교해 보면(〈그림 3〉) 회사채가 더 높은 투자수익을 나타내고 있다.

〈그림 2〉 기준금리 및 시장금리 추이



자료: 한국은행, 금융투자협회

〈그림 3〉 채권 지수 추이



주 : 만기 2~3년 기준 무보증사채와 국고채의 총수의 지수(KIS)

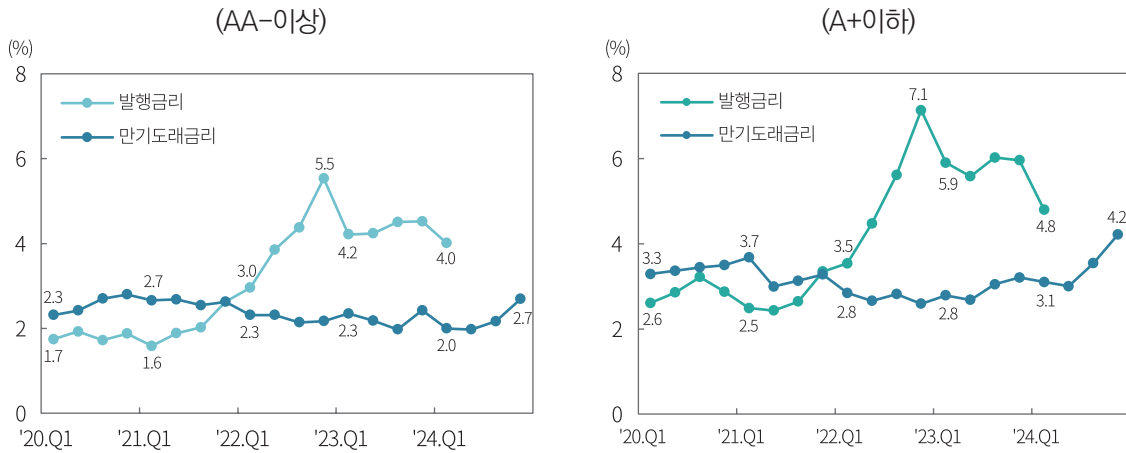
자료: 코스콤

회사채 발행기업의 이자부담 증가세가 이어질 전망

회사채 발행이 크게 늘어나며 자금조달 수단으로서 기업의 회사채 활용도가 높아지는 점은 긍정적이다. 그러나 최근 수년간 시장금리 수준이 빠르게 높아지면서 회사채 발행사는 더 높은 이자비용을 부담하게 되었다. 〈그림 4〉는 회사채 신용등급 그룹별 발행금리와 만기도래금리 추이를 비교하고 있다. 2022년 하반기부터 발행금리가 만기도래금리를 상당폭 상회하면서 회사채 발행에 따른 기업의 이자부담이 크게 늘어난 상황이다. 중기적으로 시장금리가 하락세를 나타내겠지만 빠른 속도로 낮아질 가능성이 크지 않음을 감안할 때¹⁾ 당분간 회사채 발행기업의 이자부담 증가세가 이어질 것으로 예상된다.

1) 이창용 한국은행 총재는 한국은행의 경제전망을 고려할 때 상반기 내 기준금리 인하가 쉽지 않다는 의견을 제시하였다(2024년 2월 통화정책방향 관련 총재 기자회견담회).

〈그림 4〉 회사채 신용등급 그룹별 발행금리 및 만기도래금리 추이



주 : 1) 신용등급 그룹별 금액가중 평균 금리(변동금리부 회사채 제외)
 2) 비금융기업(공기업 제외)이 발행한 100억원 이상 무보증, 선순위 회사채 기준, 공모 및 사모 발행을 포함
 3) 2024년 1분기 발행금리는 2월 28일까지 발행분 기준
 자료: 연합인포맥스, 저자계산

특히, 올해 회사채 만기도래 규모가 크게 늘어나면서²⁾ 기업의 차환수요가 높아질 것으로 예상된다. 2024년 회사채 만기가 도래하는 비금융기업의 최근 재무지표를 살펴보면(〈표 1〉), 유동비율과 현금보유비중이 하락한 것으로 나타나 유동성 상황이 여유롭지 않은 것으로 보인다. 이에 따라 보유 자금으로 만기도래 회사채를 상환하기보다는 유동성 관리를 위해 차환에 나서는 기업이 증가할 것으로 판단된다. 이들 기업은 차입금의존도가 다소 높아진 모습을 나타내고 있는데, 차환금리 상승으로 인해 이자부담이 가중될 전망이다.

〈표 1〉 2024년 회사채 만기가 도래하는 비금융기업의 최근 재무지표

(단위: %, %p)

	유동비율			현금보유비중			차입금의존도		
	25%분위	중위값	75%분위	25%분위	중위값	75%분위	25%분위	중위값	75%분위
'22.9월말(A)	93.1	123.3	163.8	7.5	11.3	17.2	24.6	33.0	41.0
'23.9월말(B)	84.1	110.1	150.4	7.2	10.8	15.7	25.4	33.8	42.7
변동(B-A)	-9.0	-13.2	-13.4	-0.3	-0.5	-1.5	+0.8	+0.8	+1.7

주 : 1) 2024년 100억원 이상 선순위 회사채(공모 및 사모 발행 포함) 만기가 도래하는 비금융 상장기업을 대상으로 계산(연결재무제표 기준)

- 2) 유동비율=유동자산÷유동부채
- 3) 현금보유비중=(현금 및 현금성자산 + 단기금융자산)÷총자산
- 4) 차입금의존도=총차입금÷총자산

자료: DataGuide, 저자계산

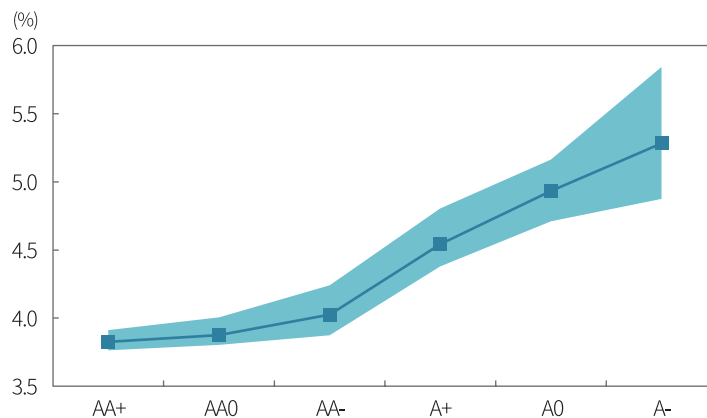
2) 일반 회사채(공모 및 사모 발행 포함) 만기도래 규모: '22년 54.9조원 → '23년 58.6조원 → '24년 69.9조원 (자료: 연합인포맥스)

기업 자금조달에 대한 시사점

올해 회사채 만기도래 규모가 큰 폭 증가하면서 차환을 위한 기업의 자금조달 수요를 중심으로 회사채 발행이 늘어날 전망이다. 한국은행의 기준금리 인하 기대를 바탕으로 시장금리가 완만한 하락세를 지속하는 가운데 원활한 회사채 발행이 이어질 것으로 예상된다. 다만, 금리인하 시기가 예상보다 지연되거나 신용위험이 확대되는 경우 회사채에 대한 투자심리가 위축될 수 있으며 기관투자자의 연초 자금집행 효과 소멸시 회사채 투자수요가 약화될 수 있다. 따라서 기업들은 유동성 관리에 대한 노력을 강화하고 자금조달 여건 변화에 유의할 필요가 있다.

한편 신용등급별 발행사의 회사채 금리 분포를 살펴보면(〈그림 5〉), 신용등급이 낮은 그룹일수록 그룹 내 금리 편차(dispersion)가 확대되는 모습을 나타낸다. 이는 저신용 기업일수록 수익성 및 재무건전성 악화시 이자비용이 가파르게 높아질 수 있음을 시사한다. 이에 따라 건설사 등 업황이 부진한 취약기업은 실적 악화에 더하여 자금조달 비용 상승으로 어려움이 더 커질 수 있다. 따라서 정책당국은 취약기업의 자금조달 여건에 대한 모니터링을 지속하는 가운데 시장불안에 적시 대응할 필요가 있다.

〈그림 5〉 신용등급별 발행사의 회사채 금리(3년물) 금리 분포



주 : 1) 금융사 및 리츠를 제외한 비금융기업의 공모 무보증 회사채 기준
 2) 발행사의 회사채 금리는 민간신용평가사 평균(2월 28일 기준)
 3) 실선은 중위수를, 음영은 10~90% 분위를 각각 나타냄
 자료: 연합인포맥스, 저자계산

ZOOM
-IN

중국 부동산시장 침체 지속에 따른 우려

- 중국 부동산시장은 부동산 부문 규제 강화, 투자심리 위축 등의 영향으로 2021년 이후 부진한 흐름이 장기간 지속되는 상황
- 부동산시장 침체는 부동산 개발기업의 신용위험뿐만 아니라 실물 경제, 금융 부문 등으로 파급 범위가 확대되면서 경제 불안을 야기하는 주된 요인으로 작용해 우려가 확산
- 중국 정부는 부동산시장 침체에 대응하기 위해 부양정책을 발표하고 통화정책 또한 완화
- 중국 정부의 강도 높은 정책적 지원에도 불구하고 시장에서는 부정적 시각이 우세하며 2024년에도 부동산시장의 부진이 지속될 것으로 전망

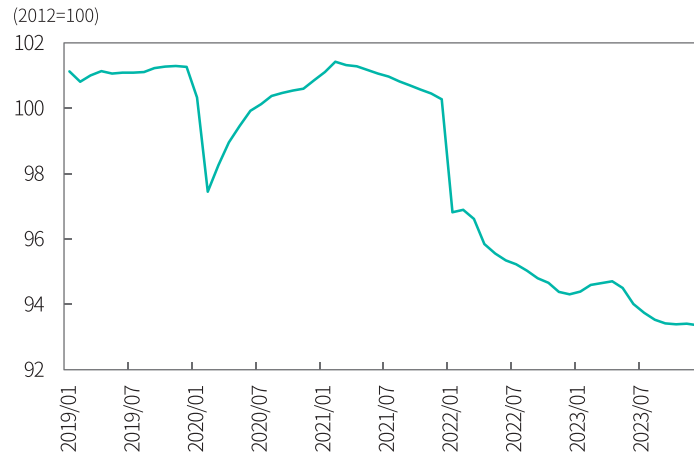
- 중국 부동산시장은 부동산 부문 규제 강화 및 투자심리 위축 등의 영향으로 2021년 이후 부진한 흐름이 장기간 지속되는 상황
 - 중국 정부는 ‘3대 레드라인(2020년 8월)’ 및 ‘부동산 대출 집중 관리 제도(2020년 12월)’ 도입 등 강도 높은 규제를 통해 부동산 부문의 관리감독을 강화¹⁾
 - (3대 레드라인) 부동산 개발기업은 1) 자산부채비율 70% 이하, 2) 순부채비율 100% 이하, 3) 단기부채 대비 현금성자산 비율 100% 이상의 3개 기준을 충족해야 하며, 미충족 시 위반 개수에 따라 신규 차입을 차등 규제
 - (부동산 대출 집중 관리 제도) 은행의 총 대출 중 부동산 부문 대출 비중과 개인주택대출 비중에 대해 상한을 설정하여 일정 한도를 초과하지 못하도록 규제
 - 이로 인해 부동산 개발기업의 자금조달 여건이 악화되고 대형 부동산 개발기업들이 잇달아 채무불이행 위기에 빠지며 시장이 위축
 - 2021년 9월恒大그룹 디폴트 가능성이 부동산 가격 하락 및 거래 급감의 트리거로 작용하였으며, 이후 수낙 차이나, 컨트리가든 등 여타 주요 대형 부동산 개발기업들 또한 채무불이행 위기에 빠지며 부동산시장 전반에 걸쳐 불안감이 연쇄적으로 확산²⁾
 - 전반적인 부동산시장 상황을 나타내는 중국 부동산경기지수는 2023년 12월 기준 93.36으로 역대 최저 수준이며, 2022년 1월부터 24개월 연속 100을 하회
 - 중국 부동산경기지수는 부동산 업황을 대표하는 지수로 100을 상회하면 부동산경기 호전, 하회하면 부동산경기 둔화를 의미

1) 한국은행, 2021. 10. 15,恒大그룹 사태가 중국경제에 미치는 영향.

2) 한국은행, 2021. 9. 22, 중국 부동산개발기업恒大(恒大)그룹 디폴트 우려 확대.

CNN, 2023. 10. 27, Country Garden has defaulted on its debt. What's next?

〈그림 1〉 중국 부동산경기지수

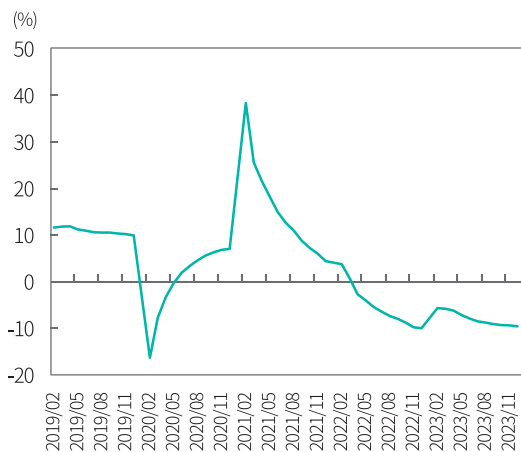


자료: 중국 국가통계국, Bloomberg

— 부동산기업의 채무불이행 위기에 따른 공사 지연 및 중단 등의 영향으로 투자심리가 위축되고 이는 다시 부동산기업의 경영난으로 이어지는 악순환이 형성되며 부동산시장 침체가 심화

- 중국 부동산 개발투자 규모는 2021년 이후 하락 추세를 시현(전년대비 2022년 -10%, 2023년 -9.6%)
- 노무라증권의 Ting Lu 수석 중국 이코노미스트는 중국 전역에 2015~2020년중 선분양된 후 미완공인 주택이 2023년 11월중순 기준 약 2000만채인 것으로 추산³⁾
- 주택가격은 2023년 초 일시적으로 회복하는 양상을 띠었으나 이후 재침체 국면에 진입하며 2023년 3월이후 9개월 연속 내림세(전월대비 2023년 3월 0.44% → 6월 -0.06% → 9월 -0.3% → 12월 -0.45%)

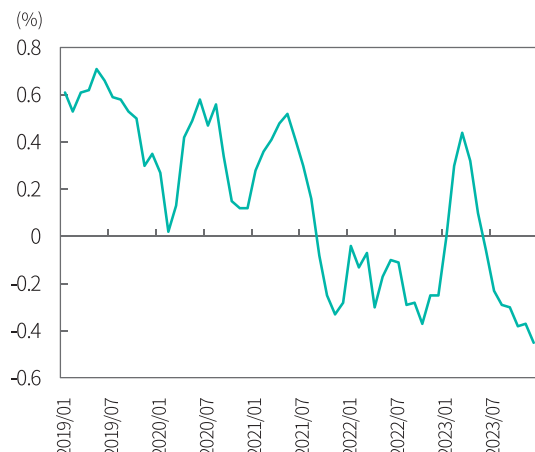
〈그림 2〉 중국 부동산개발투자



주 : 전년대비

자료: 중국 국가통계국, Bloomberg

〈그림 3〉 중국 주택가격



주 : 70개 주요 도시 신규 주택가격 전월대비 증감률

자료: Bloomberg

3) VOA, 2023. 12. 29, China's Residential Property Sector Filled With Livid Buyers of Unfinished Units.

□ 부동산시장 침체는 부동산 개발기업의 신용위험뿐만 아니라 실물 경제, 금융 부문 등으로 파급범위가 확대되면서 경제 불안을 야기하는 주된 요인으로 작용해 우려가 확산

- 중국의 부동산은 생산, 소비 및 투자 등 내수 전 분야에 걸쳐 중국의 경제성장을 이끈 핵심 동력 역할을 하고 있으며, 부동산 관련 업종이 차지하는 비중은 GDP 대비 24.2%(2022년 기준)로 경제적 파급효과가 상당한 것으로 평가⁴⁾
- 골드만삭스는 중국의 부동산 침체는 코로나19 봉쇄 조치 해제 이후 중국 경제의 가장 큰 걸림돌이라고 언급⁵⁾
- 무디스는 부동산 위기에 따른 재정 불안과 중장기 경제성장을 둔화 등을 바탕으로 중국의 국가 신용등급 전망을 '안정적'에서 '부정적'으로 하향 조정⁶⁾
- 중국 내 부동산 신용위험은 주로 부동산 개발기업에 집중되어 있으며, 은행이 부동산 개발기업 부채의 75%(2022년 상반기 기준)를 보유하고 있어 은행 부문이 위험에 가장 크게 노출되어 있는 것으로 평가⁷⁾
 - 중국의 부동산 부문 총 부채 규모는 약 58조위안(2022년말 기준 GDP대비 48%)으로 추정되며, 가계 주택담보대출(39조위안)과 부동산 개발기업 차입(19조위안)으로 구성
 - 은행의 부동산 부문에 대한 위험 노출액은 14.6조위안으로 추정되며 대부분 대출 형태(85.6%)로 구성
- 블룸버그가 홍콩 및 중국본토의 애널리스트, 자금관리자 15명을 대상으로 실시한 설문조사에서 2023년 4분기 주식시장의 가장 큰 위협으로 '부동산 위기(40%)'를 지목⁸⁾
- 부동산 경기 둔화 장기화, 미·중 간 긴장 고조 등의 영향으로 중국 증시에서 외국인 투자자 자금이 최근 6개월 연속 유출
 - 2023년 8월부터 2024년 1월까지 최근 6개월간 외국인 투자자가 판 중국 주식은 총 2,010억 위안에 달하는 것으로 집계⁹⁾

□ 중국 정부는 부동산시장 침체에 대응하기 위해 부양정책을 발표하고 통화정책 또한 완화

- 2023년 하반기부터 침체된 부동산시장을 부양하기 위한 정책을 본격적으로 발표 및 시행¹⁰⁾
 - 2023년 8월 31일 1선 도시인 광저우와 선전을 시작으로 주요 도시에 과거 대출 이력과 상관 없이 본인이나 가족 명의의 주택이 없으면 생애 첫 주택자로 간주하는 정책 시행을 통해 주택 담보대출 규제를 완화

4) 한국은행, 2023. 11. 10, 중국의 부동산 경기순환 추정.

5) CNBC, 2024. 1. 8, China investors will be asking these 3 questions in 2024.

6) Moody's Investor Service, 2023. 12. 5, Moody's affirms China's A1 rating, changes outlook to negative from stable.

7) Financial Times, 2023. 8. 24, On China's property mess and its banks' 'impossible trinity'.

8) Bloomberg, 2023. 9. 30, China stock investors say worst yet to come in property crisis.

9) Bloomberg, 2024. 2. 1, d Exodus from China stocks hits record sixth month.

10) 대외경제정책연구원, 2023. 12. 15, 중국의 최근 부동산 정책 동향 및 향후 전망.

- 2023년 10월 30~31일, 중앙금융공작회의에서 1) 금융과 부동산의 선순환 촉진 2) 부동산 기업에 대한 감독제도와 자본감독을 개선 3) 부동산금융의 거시건전성 관리 등 부동산 산업 관련 '3대 프로젝트'를 제시하였으며, 최소 1조위안의 예산이 투입될 것으로 예상
- 2023년 11월 17일 인민은행, 금융감독국, 중국증권감독관리위원회가 공동으로 주최한 토론회에서 부동산 우량기업을 중심으로 50개사를 추린 '화이트리스트'를 만들고 본격적인 자금 조달 지원에 나서는 방안을 검토
- 2024년 2월 20일 인민은행은 부동산시장 안정화, 부동산 개발기업의 금융비용 절감 등을 위해 금융기관의 5년물 대출우대금리(LPR)를 기존 4.2%에서 3.95%로 0.25%p 인하¹¹⁾
 - 금융시장에서는 금번 5년물 LPR 하향 조정이 부동산 부문의 자금수요 진작 등에 도움이 되는 부동산시장 안정화 조치로 평가

□ 중국 정부의 강도 높은 정책적 지원에도 불구하고 시장에서는 부정적 시각이 우세하며 2024년에도 부동산시장의 부진이 지속될 것으로 전망

- 중국 최대 부동산 개발기업인 컨트리가든은 2024년에도 중국 부동산시장 약세가 이어질 것으로 전망¹²⁾
- 국제금융센터는 정부의 부양 조치로 중국의 부동산시장이 어느 정도 안정될 것으로 전망되나 시장이 구조적 전환점에 있는 만큼 활성화를 기대하기 어려울 뿐만 아니라 오히려 하락 압력이 지속될 가능성도 배제할 수 없다고 평가¹³⁾
- 한국은행은 중국 부동산시장에 대해 경기순환적 및 구조적 요인이 맞물려 당분간 부진이 불가피할 것으로 예상¹⁴⁾

□ 한편, 현재까지 직접적인 영향은 제한적이지만 부동산시장 침체로 인한 중국 경제 부진은 금융시장 및 수출 경로 등을 통해 한국 경제에 악영향을 미칠 가능성이 있는 만큼 모니터링 강화가 필요할 것으로 판단

선임연구원 장효미

11) 한국은행, 2024. 2. 20, 인민은행, 5년물 대출우대금리(LPR) 인하 발표.

12) REUTERS, 2024. 1. 17, China's property market slide worsens despite government support.

13) 국제금융센터, 2023. 12, 최근 중국경제 회복 기대 커졌지만 부동산시장발 경제감 여전.

14) 한국은행, 2024. 1, 2024년 중국경제 전망 및 주요 이슈.

ZOOM
-IN

홍콩 H지수 연계 ELS 손실 현황

- 국내 ELS 상품의 주요 기초자산으로 활용되는 홍콩 H지수는 중국의 규제 및 글로벌 이슈 등의 영향으로 약세를 지속
- 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 홍콩 H지수 하락 추세가 반영되어 대폭 감소하였으며 발행액의 감소에도 조기상환 실패로 인해 미상환잔액은 일정 규모를 이어옴
- 2024년 1월과 2월에 홍콩 H지수 연계 ELS 잔액의 만기가 도래하면서 녹인이 발생했던 미상환 잔액에서 손실이 확정되고 있으며 일부 노녹인형에서도 원금손실이 발생하였음
- 향후 홍콩 H지수의 단기간 큰 반등은 어려울 것으로 예상되며 투자 수요감소로 당분간 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 위축될 것으로 전망

- 국내 ELS 상품의 주요 기초자산으로 활용되는 홍콩 H지수는 2021년 2월 고점을 기록한 이후 약세를 이어오고 있음
 - 홍콩 H지수는 중국 본토의 경기 및 기업 실적을 반영하는 지수로서 EuroStoxx50, S&P500, Nikkei225 등의 주가지수와 함께 국내 ELS 상품의 기초자산으로 활용
 - 홍콩 H지수(Hang Seng China Enterprises Index: HSCEI)는 홍콩증권거래소에 상장된 중국기업 가운데 시가총액 및 거래량을 기준으로 선별한 50개 기업의 시가총액을 기반으로 산출되는 지수
 - 홍콩 H지수는 2021년 2월 고점을 달성한 이후 가파르게 하락하여 2022년 10월에는 2008년 글로벌 금융위기 이후 최저가를 기록하였으며 2023년 초 소폭 회복한 이후 2024년 1월말 현재까지 5,000대에 머무르고 있음
 - 홍콩 H지수는 2020년 3분기 이후 증가세를 보이며 2021년 2월 12,228.6의 고점을 기록한 이후 지속 하락하여 2022년 10월에는 2021년 2월 대비 59.6% 하락한 4,938.6을 기록
 - 2023년 1월 중 7,773.6까지 소폭 회복 후 하락하여 2023년 12월 이후 5,000대를 이어오고 있으며 2024년 1월말 현재 5,194.04를 기록
- 홍콩 H지수의 급락은 주요 구성 요소인 기술주의 약세, 글로벌 이슈 및 중국 경제에 대한 부정적 시각이 반영된 것에서 기인
 - 2021년 중국 정부의 빅테크 규제가 강화되면서 홍콩 H지수에서 35%의 가장 높은 비중을 차지하고 있는 정보기술 부문의 주가가 크게 하락한 것이 주요 요인으로 작용

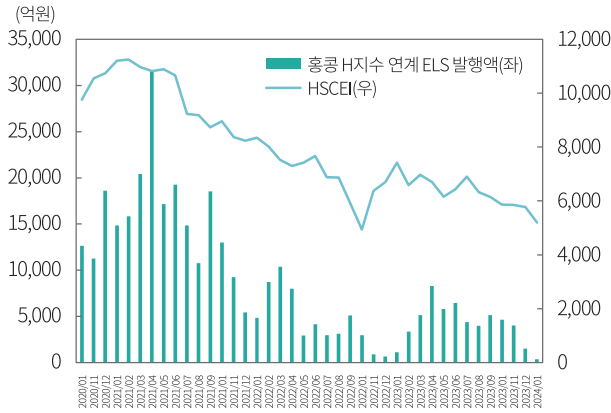
- 홍콩 H지수 산업별 구성비는 정보기술 부문이 35.34%로 가장 높으며 금융, 임의소비재 부문이 각각 26.6%, 12%로 2위, 3위를 차지
- 2021년 중국 정부의 빅테크 규제¹⁾가 강화되면서 주요 구성주였던 알리바바, 텐센트의 주가는 2021년 고점 대비 2022년 홍콩 H지수가 최저가를 기록한 시점에 각각 80%, 72% 하락
- 2021년 1월 트럼프 전 대통령의 중국 방위산업 및 기술 연계 중국기업에 대한 투자 금지 발효에서 비롯된 미·중 갈등 발발과 우크라이나 전쟁 및 무역 분쟁 등으로 지속되는 미·중 갈등의 장기화도 영향을 미침
- 중국 경제성장 둔화와 부동산 리스크로 인한 성장 동력 저하 등에 따른 중국 시장에 대한 부정적 요인이 반영
 - 2021년 부동산 대기업인 헝다그룹의 채무불이행 위기로 촉발된 중국의 부동산시장 위기와 부진이 중국 경제에 대한 부정적 시각에 반영
 - 중국 경제 성장률은 2021년 1분기 18.3%를 기록한 이후 2분기 7.9%, 3분기 4.9%, 4분기 4.0%를 기록하며 둔화 추세를 보임

□ **홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 지수 하락 추세를 반영하여 대폭 감소였으며 미상환잔액은 조기상환의 어려움으로 2021년 3분기부터 증가하여 일정 수준을 이어옴**

- 홍콩 H지수 연계 ELS 연간 발행액은 2021년 19조원에서 2022년 5.5조원으로 전년대비 71.3%의 대폭 감소를 보였으며 2023년에는 5.4조원을 기록하며 소폭 감소
 - 2022년에는 다른 주가지수를 기초자산으로 하는 ELS의 발행도 감소하여 Eurostoxx50과 S&P 연계 ELS의 발행액은 각각 전년대비 40.3%, 31.6% 감소하였으나 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 전년대비 71% 감소하여 다른 두 주가지수 연계 ELS와 비교하여도 큰폭의 감소를 보임
 - 2021~2023년까지 3년간 발행된 홍콩 H지수 연계 ELS 발행액에서 2021년 발행액이 차지하는 비중은 63.8%로 이후 홍콩 H지수가 급락하면서 2022년과 2023년에는 발행이 부진
- 홍콩 H지수 연계 ELS 미상환잔액은 2021년 2분기까지 감소세를 보이다 3분기 이후 증가하였으며 2022년 이후 발행액이 크게 감소했음에도 2021년 발행액 중 중간평가에서 조기상환하지 못한 미상환잔액이 유지되면서 연도별로 비슷한 규모를 유지
 - 2020년 3분기 22.8조원었던 미상환잔액은 홍콩 H지수 강세에 따른 상환 조건 개선으로 감소하여 21년 2분기 12.1조원까지 감소하였으나 22년 3분기 24.5조원까지 증가
 - 2022년은 21~24조원, 2023년은 19~20조원 사이를 기록하며 연도내 변동폭이 작은 수준이 유지

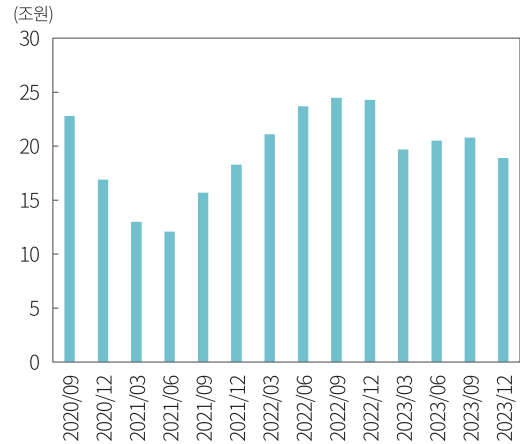
1) 2021년에는 2월 '국무원 반독점위원회의 플랫폼 경제 분야에 대한 반독점 지침' 발표, 9월 '데이터보안법'과 '핵심 정보 인프라 보안·보호' 조례 시행, 11월 '개인정보보호법' 시행 등 중국 정부의 반독점 규제 정책 기조가 이어짐

〈그림 1〉 홍콩 H지수 연계 ELS 발행액 추이



자료: 한국예탁결제원, Bloomberg

〈그림 2〉 홍콩 H지수 연계 ELS 미상환잔액 추이



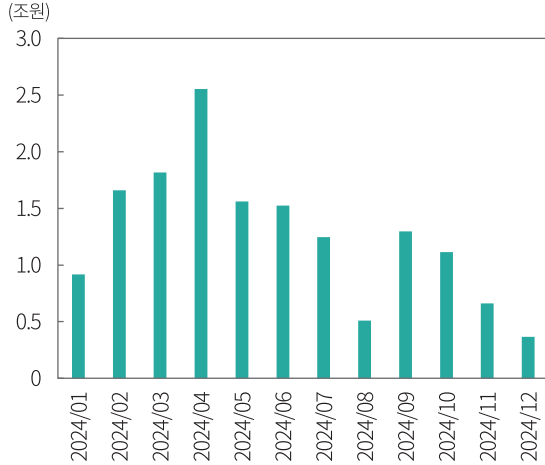
자료: 금융감독원, 한국예탁결제원

□ 2024년에 홍콩 H지수 연계 ELS 잔액 중 80%가 만기 도래하면서 녹인(Knock-in)이 발생한 미상환잔액의 연쇄적 손실 확정이 가시화되고 있으며 노녹인(No Knock-in)형 ELS잔액에서도 원금손실이 발생한 가능성이 높음²⁾

- 2023년 12월말 기준 홍콩 H지수 연계 ELS 잔액은 19조원으로 2021년 판매 상품의 조기상환 실패 등 영향으로 전체 잔액의 80.4%인 15.2조원의 만기가 2024년 중 도래
 - 이 중 65.8%인 10조원이 2024년 상반기에 만기가 도래
- 2023년 12월말 기준 녹인이 발생한 홍콩 H지수 연계 ELS 잔액은 5.6조원으로 전체 잔액의 29.8% 수준이며, 녹인이 발생한 미상환잔액의 91.7%가 2024년 상반기에 만기가 도래
 - 홍콩 H지수 연계 ELS 미상환잔액에서 녹인이 발생하지 않은 녹인형 ELS 미상환잔액은 23.8%이며 노녹인형 ELS 미상환잔액은 37.3%를 차지
 - 2024년 상반기 녹인이 발생한 ELS 잔액 5.2조원의 만기가 도래

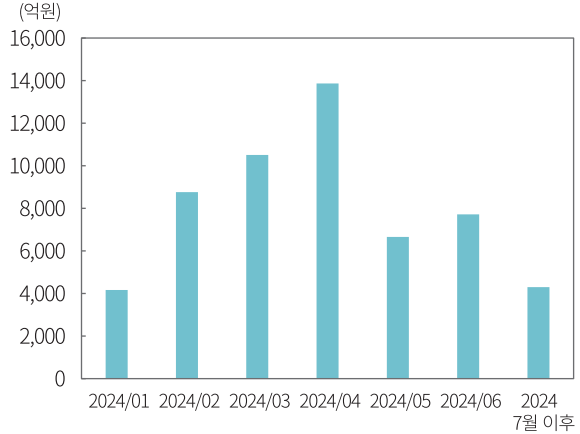
2) 녹인(Knock-in)형은 계약 기간 중 기초자산의 가격이 녹인 가격 이하로 떨어진 적이 없고 만기상환에서 기초자산의 가격이 상환 평가가격을 상회하지 못하면 원금 손실이 발생하는 구조이고 노녹인(No-Knock In)형은 녹인 발생 가격이 없으며 만기상환에서 상환평가가격이 최초기준가의 일정 수준(통상 65%) 이상이면 약정한 이자율을 수취할 수 있는 구조로 일반적으로 녹인형 ELS의 상환평가가격이 더 높게 설정

〈그림 3〉 2024년 월별 홍콩 H지수 연계 ELS 잔액 만기도래액



자료: 한국예탁결제원

〈그림 4〉 2024년 월별 녹인 발생 홍콩 H지수 연계 ELS 잔액 만기도래액



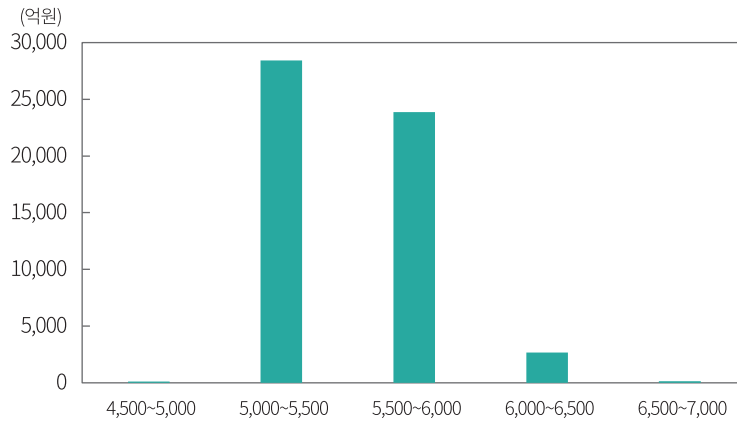
- 노녹인형 ELS의 경우 녹인 발생 가격은 없지만 대부분의 노녹인형 ELS는 만기 상환 시 만기평가가격이 최초기준가격의 일정 수준(통상 65%) 이상을 만족해야 원금손실이 발생하지 않음
 - 2021년 상반기 홍콩 H지수 평균이 11,104.2로 매우 높은 수준이었고 2024년 1월말 현재 지수값이 2021년 상반기 평균의 47%인 5,194인 것을 고려하면 노녹인형 ELS 잔액에서도 2024년 만기상환 시점에서 원금손실이 발생할 가능성이 있음

□ 녹인이 발생한 가격은 홍콩 H지수 5,000대가 대부분을 차지하고 있음

- 녹인이 발생한 ELS 잔액의 녹인 가격은 4,000~6,000대로 넓게 분포하지만 5,000대에서 전체 녹인 발생 미상환잔액의 94.7%가 집중되어 있으며 6,000대와 4,000대가 각각 5%, 0.2%를 차지
 - 높았던 홍콩 H지수 영향으로 2021년 상반기 발행된 ELS 중 대부분이 저녹인형으로 구분되는 기준가대비 50% 수준 녹인베리어(Knock-in Barrier)³⁾에서 녹인이 다수 발생

3) 녹인베리어(Knock-in Barrier)는 ELS의 원금손실이 발생할 수 있는 구간으로 녹인형 상품의 경우 기초자산의 가격이 설정된 녹인베리어 이하로 내려가게 되는 경우 만기이전에 기초자산의 가격이 상환평가가격을 상회하지 못하면 손실 발생

〈그림 5〉 녹인 발생 홍콩 H지수 연계 ELS의 녹인 가격대별 잔액 분포



자료: 한국예탁결제원

— 홍콩 H지수의 약세가 뚜렷하던 2022년 이후에 발행된 홍콩 H지수 연계 ELS의 녹인 가격은 기초자산 가격 하락 및 시장 선호도 하락에 따라 하향된 녹인베리어가 반영되어 3,000대가 60.1%, 2,000대와 4,000대가 각각 10.1%, 29.8%를 차지하며 매우 낮은 수준에서 형성

□ 2024년 1월과 2월에 홍콩 H지수 연계 ELS잔액의 만기가 도래하면서 녹인이 발생했던 미상환잔액에서 손실이 확정되고 있으며 홍콩 H지수의 부진으로 노녹인형에서도 원금손실이 발생하였음

- 대부분 2021년 초기 발행된 ELS 상품으로 홍콩 H지수 급락에 따른 녹인 발생 및 중간평가에서 조기상환 조건을 만족하지 못함에 따라 손실이 발생
- 2024년 1월 상환금액 기준 상위 10개 기초자산 중 7개의 기초자산에 홍콩 H지수가 포함되었고, 연계 ELS의 만기상환 손실율은 48.5~56.3% 수준
 - 1월에는 해당 7개의 기초자산 연계 ELS의 만기상환으로 해당 ELS 잔액 8,613억원에서 4,516억원의 손실액이 확정되고 4,097억원이 상환
- 2024년 2월의 경우 23일 현재까지 상환금액 기준 상위 10개 기초자산 중 5개의 기초자산에 홍콩 H지수가 포함되었으며 1월보다 손실 규모는 증가였고 손실률은 53.2~55.2% 수준
 - 2월에 23일까지 해당 5개의 기초자산 ELS의 만기상환으로 해당 ELS 잔액 1.2조원에서 6,435억원의 손실이 발생하고 5,572억원이 상환
- 홍콩 H지수 반등의 부진으로 노녹인 ELS에서도 만기상환 시 만기평가가격을 충족하지 못하여 원금손실이 발생
 - 2024년 1월 EuroStoxx50, HSCEI, S&P500를 기초자산으로 한 ELS 잔액 만기상환에서 원금손실이 발생한 138종목 중 42%는 노녹인 ELS가 차지

〈표 1〉 홍콩 H지수가 포함된 ELS의 손실 현황 (2024년 1~2월)

(단위: 백만원, %)

	기초자산	상환종목수	연환산 수익률	손실종목 손실액	손실종목 상환금액
2024년 1월	EuroStoxx50, HSCEI, S&P500	138	-17.53	262,418	236,570
	HSCEI, S&P500, KOSPI200	46	-17.59	66,537	59,552
	HSCEI, NIKKEI255, S&P500	33	-16.18	42,544	45,103
	EuroStoxx50, HSCEI, KOSPI200	38	-17.83	26,809	23,311
	EuroStoxx50, HSCEI, NIKKEI255	12	-18.08	21,451	18,097
	HSCEI, S&P500	11	-18.78	19,311	14,965
	DAX, HSCEI, S&P500	2	-16.95	12,508	12,090
2024년 2월 (1~23일)	EuroStoxx50, HSCEI, S&P500	139	-17.93	472,579	405,984
	HSCEI, S&P500, KOSPI200	54	-17.76	110,890	97,237
	HSCEI, NIKKEI255, S&P500	27	-17.69	39,566	34,988
	EuroStoxx50, HSCEI, KOSPI200	31	-16.62	12,240	12,309
	EuroStoxx50, HSCEI, NIKKEI255	7	-18.41	8,205	6,651

주 : 평균 설정만기와 평균 시현기간은 모두 36개월

자료: 한국예탁결제원

□ 향후 홍콩 H지수의 단기간 큰 반등은 어려울 것으로 예상되므로 손실 확정 및 투자자들의 피해구제 관련 부정적 이슈에 따른 재투자 및 신규 투자 수요감소로 당분간 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 위축될 것으로 전망

- 최근 홍콩 H지수가 상승하고 있지만 5,000대 수준으로 단기간에 원금손실을 방어할 만큼의 급등은 어려울 것으로 예상
 - 중국 부동산시장 침체에 따른 경기둔화 및 중국 정부 부양 정책의 불확실성 등이 부정적 요인으로 작용하여 큰 폭의 지수 상승에는 한계가 있음
- 금융감독원의 홍콩 H지수 연계 ELS 주요 판매사 현장검사 및 피해자 관련 분쟁 이슈에 따른 재투자 및 신규투자 감소와 관련 상품 선호도 하락으로 인해 당분간 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 위축될 것으로 전망
 - 금융감독원은 홍콩 H지수 연계 ELS의 대규모 투자 손실이 가시화되면서 일부 판매사의 관리체계 문제와 관련한 현장검사를 실시 중이며 책임분담 기준 및 제도 개선안을 발표할 예정
 - 2024년 1월 홍콩 H지수 연계 ELS 발행액은 351억원 수준으로 전년 동월의 발행액인 1,128억원의 31% 수준

선임연구원 한아름