

역대 대선과 증시, 그리고 18대 대선

11월 월간 밴드	1,870-2,030pt
2012년 하반기 밴드	1,750-2,100pt
12MF PER	8.9배
12MF PBR	1.00배
Yield Gap	8.4%P

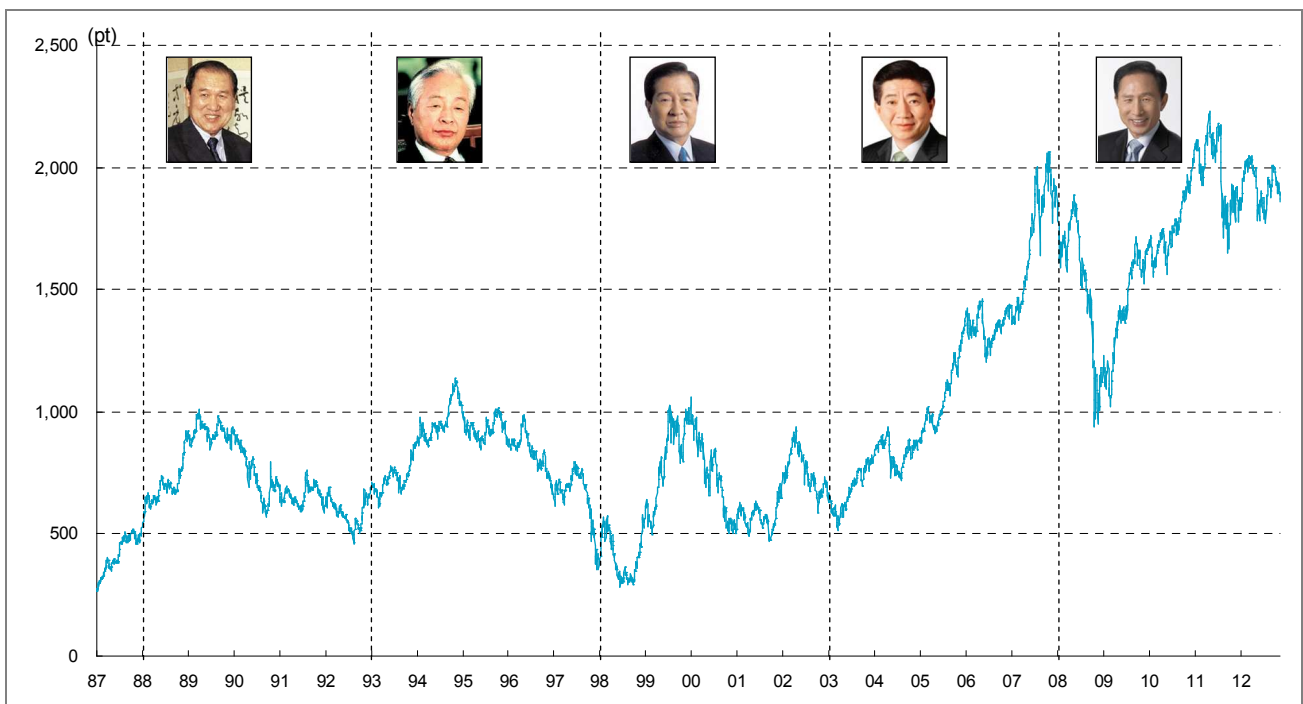
- ▶ 대선 이후 1년간 주식시장 대체적 상승세: 집권 초기 기대감 및 부양책
- ▶ 집권 1~2년차 이후 新정권 효과는 다소 희석, 그 이후 중요한 것은 경기의 향방
- ▶ 대선 경제 정책 핫 이슈: '경제 민주화', 단 승자 정책으로의 극단적 쏠림 가능성은 적어

■ 한달 앞으로 다가온 대선

12월 19일에 치러지는 제18대 대통령 선거가 한달을 앞두고 있다. 5년에 한번씩 치러지는 가장 큰 정치 이벤트인만큼, 국내외의 관심이 집중되고 있다.

선거일 이후 1년간 주식시장은 대체로 상승세를 보였고, 임기 2년차에 고점(또는 단기 고점)을 형성하는 모습이 관찰되었다. 이는 신 정부 출범에 따른 희망과 각종 정책에 대한 기대감이 주가에 반영된 것으로 해석할 수 있다. 한편 5년 단임제의 영향으로 집권 초기에 경기 부양책과 혁신 정책이 집중되어 나타난 결과로도 판단할 수 있으며, 집권초기의 정부 유동성 공급 확대 등으로 소비증가율이 높은 현상도 관련이 있는 것으로 분석된다.

[그림 1] 현재 및 과거 대통령 집권 시기별 KOSPI 움직임



자료: DataGuide, 한국투자증권

〈표 1〉 현재 및 과거 정부 기본목표/ 중점추진내용/ 대선 이전 시장 상황

정권	기본목표	중점추진내용	대선 이전 시장 상황
노태우 정부	능률과 형평을 토대로 한 경제 선진화와	- 경상수지 흑자기조에 따른 선진국 보호주의 압력과 대내외적 소외부분의 보상욕구가 커지는 가운데 자율적/개방적인 시장 경제 지향	80년대 후반의 3저(저유가, 저금리, 저환율) 현상이 이어지며 수출 증가에 따른 대규모 무역 수지 흑자를 기록.
	국민복지 증진	- 소득분배 개선과 사회개발 확대, 고기술부문 중심의 산업구조 개편 및 시장 경제 질서 확립에 주력	해외시장에서 풍부한 달러자금 확보, 유동자금 유입이 본격화됨
김영삼 정부	21세기 경제사회 선진화와 민족통일을 지향. 제 7차 경제사회발전 5개년 계획에 해당하는 부분을 대폭 수정한 이후, 신경제 5개년 계획이라는 명칭으로 92년부터 시행. 기업 경쟁력 강화와 사회적 형평성 제고, 개방 및 국제화 등을 3대 전략으로 삼음	- 선진금융시장에서의 개방 확대 요구에 부응해 국내 금융부문의 각종 규제 완화 및 금융실명제 등 금융시장 효율성 제고 주력 - 93년부터는 공기업 민영화 추진, 민간주도에 의한 경영효율성 확보를 통해 전제산업에서의 경쟁력을 제고하겠다는 목표를 추진 - 대기업에 대한 정부정책을 변화시켜 주력업종 중심의 업종전화를 실시함으로써 대기업 집단으로 하여금 일정기준에 따른 주력기업의 선정 및 여신 자금 활용을 강화하도록 함	경기 선행지수가 저점을 통과한 이후 점차 개선되려는 모습이 나타났던 시기
	민주주의와 시장 경제의 병행 발전이라는	- 금융부문의 경우 금융기관의 부실채권 및 부실금융기관을	IMF 사태 등으로 경기 및 추가 모두
	민주적 시장 경제론을 제시. IMF 체제 진입 이후 재벌, 노동, 금융, 공공부문 개혁이라는 4개 구조개혁 추진. 특히 금융기관 및 재벌기업에 대한 구조조정이 시급하다고 판단, 대외신인도 제고 등을 위해 적극적인 정책을 사용	정부보증 공채 발행 등을 통해 과감하게 정리 - 재벌개혁과 관련해서는 시장자율 원칙을 고수하면서도 빅딜, 금융기관을 매개로 한 기업구조조정 등 직접 개입을 강화 - 정리해고제와 근로자 파견제 등을 법제화 하는 등 노동부문에 대한 개혁을 추진. 이를 위해 노사정 위원회 도입 등 노동시장에 대한 사회적 견제 장치 마련	급락을 면치 못하던 시기. 이후 IMF 구제금융 및 외국인 자금 유입 등 금융부문의 개선과 경기회복에 대한 미약하지만 개선되려는 신호들이 나타나기 시작
	동북아시아 경제 중심국가 건설, 자유롭고 공정한 시장질서 확립, 과학기술 중심사회 구축	- 초기에 신용카드 문제 후유증으로 소비 둔화되어 저금리 정책 추진. 인위적인 경기진작 보다는 경제의 안정적 관리에 치중하였고, 국토균형 발전과 수도권 과밀화를 해소하기 위해 행정수도 이전, 공공기관 지방 이전 등을 추진 - 국토균형 발전을 위해 수도권 개발 제한하고, 부동산 가격 상승을 속에 수출환경이 악화되고 있던 시기 막기 위해 강력한 규제정책 실시.	가계 소비 둔화되고, 세계 경제 침체
		- 분배 중심의 정책으로 조세 부담률이 처음으로 20%를 넘어섰고, 각종 규제로 인해 설비투자율은 부진	
노무현 정부		- 일자리 창출과 청년실업 해소	
	747 비전을 제시하면서 매년 7% 경제 성장, 1인당 국민소득 4만 달러, 세계 7대 강국의 목표 제시	- 참여정부에서 보류된 공기업 민영화 및 정부보유 지분 매각 추진. - 감세 정책 및 조세 개편을 통한 조세행정 개혁, 기업활동 규제 회소와, 금융 규제 완화 - 기후변화와 녹색성장 기반 구축, 토목 경기 활성화를 위한 4대강 사업 추진	전세계적으로 고물가 저성장의 우려가 나오고 있는 가운데 글로벌 금융위기의 전초를 지나고 있던 시기

자료: 각 언론, 한국투자증권

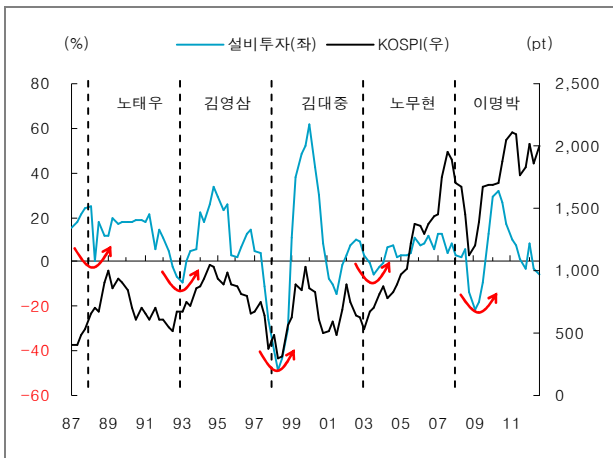
업종별로 살펴봤을 때, 과거 대통령 선거 이후 통상 3개월 뒤 대규모 경기부양책이 발표되었던 점을 감안하면, 국내 설비투자자와 관련된 주식 및 내수주를 중심으로 좋은 퍼포먼스를 보인것으로 나타났다. 이는 대통령 취임을 전후로 정부가 가시적인 성과를 얻기 위해 경기활성화 조치나 新경제 계획 등 대규모 정부정책을 발표한 적이 많았으며, 많은 부분이 대규모 투자나 내수관련 분야에 집중되었던 때문으로 판단한다.

〈표 2〉 대선 전후 1년 주식시장 상위/하위 3개 업종 수익률

대선 前 1년							대선 後 1년						
	수익률 상위 3개 업종	수익률 (%)	KOSPI 대비 (%p)	수익률 하위 3개 업종	수익률 (%)	KOSPI 대비 (%p)		수익률 상위 3개 업종	수익률 (%)	KOSPI 대비 (%p)	수익률 하위 3개 업종	수익률 (%)	KOSPI 대비 (%p)
노태우	보험	192.4	121.9	운수장비	-8.8	-79.3	노태우	건설업	200.1	116.6	섬유, 의복	7.4	-76.1
86.12.16~	은행	186.5	116.0	전기, 전자	20.7	-49.8	86.12.17~	은행	149.4	78.9	음식료품	16.0	-67.6
87.12.15	금융업	181.9	111.4	기계	20.8	-49.7	88.12.16	유통업	137.0	66.5	화학	28.6	-54.9
김영삼	의약품	44.9	36.2	기계	-21.1	-29.8	김영삼	보험	83.7	53.5	은행	-6.3	-36.6
91.12.18~	섬유, 의복	37.2	28.5	운수장비	-16.5	-25.2	92.12.19~	철강및금속	73.9	65.2	금융업	4.2	-26.0
92.12.17	음식료품	22.4	13.7	유통업	-12.3	-21.0	93.12.18	전기, 전자	68.4	59.7	증권	13.4	-16.9
김대중	철강및금속	-7.2	29.5	건설업	-61.1	-24.4	김대중	증권	251.2	219.0	은행	-39.9	-72.1
96.12.18~	전기, 전자	-17.1	19.6	종이, 목재	-57.6	-20.9	97.12.19~	전기가스업	67.5	104.2	운수장비	-2.7	-34.9
97.12.17	은행	-28.8	7.9	섬유, 의복	-55.6	-18.8	98.12.18	의료정밀	55.2	91.9	금융업	-0.2	-32.4
노무현	운수창고	42.3	32.7	섬유, 의복	-31.9	-41.5	노무현	운수창고	99.8	85.5	섬유, 의복	-41.1	-55.4
01.12.19~	보험	30.9	21.3	서비스업	-31.7	-41.3	02.12.20~	기계	66.9	57.3	증권	-20.1	-29.7
02.12.18	전기, 전자	29.4	19.8	증권	-16.6	-26.2	03.12.19	의료정밀	61.6	51.9	통신업	-17.6	-27.2
이명박	기계	94.1	63.7	은행	-3.9	-34.2	이명박	통신업	-15.5	20.5	건설업	-54.3	-18.3
06.12.19~	운수창고	92.7	62.3	전기, 전자	2.9	-27.5	07.12.20~	전기가스업	-20.6	15.3	기계	-46.2	-10.3
07.12.18	철강및금속	78.9	48.5	전기가스업	3.7	-26.6	08.12.19	전기, 전자	-24.6	11.4	비금속광물	-45.8	-9.8
?	의약품	31.79	27.04	기계	-22.44	-27.18							
11.12.20~	음식료품	27.63	22.89	건설업	-16.30	-21.04							
12.11.19	전기, 전자	27.48	22.74	철강및금속	-10.34	-15.08							

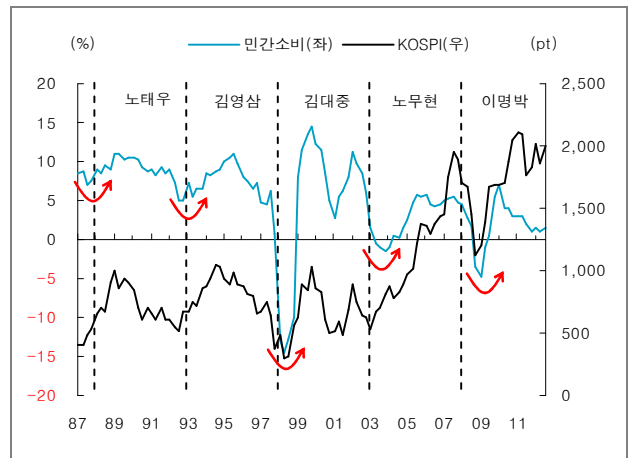
자료: DataGuide, 한국투자증권

[그림 2] 국내 분기별 설비투자 YoY



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 3] 국내 분기별 민간소비 YoY



자료: 한국은행, 한국투자증권

김대중 정부와 이명박 정부 직전의 아시아 금융위기/글로벌 금융위기 같은 극단적 상황 외에도 대선 전후 시기는 대체로 경기에 대한 불투명성이 높았던 때였다. 대선 이후에 주가가 단기적으로 상승한 이면에는 대선 이후 신정부 출범에 따른 적극적인 경제정책에 대한 기대감이 증시에 작용한 것으로 해석한다.

다시 말하면 대선 이후 새정부 출범에 따른 정책 기대감으로 일시적인 주가 상승 국면이 나타날 수도 있다는 것이다. 다만 이는 집권 1~2년차 이후 대체로 희석되는 모습이 관찰되며, [그림 2], [그림 3]에서 볼 수 있는 것처럼 정책이 어느정도 자리 잡은 뒤에 주가의 중장기 추세를 반영하는 것은 경기와 같은 '경제 펀더멘탈'이라고 결론지을 수 있다.

■ 18대 대선 경제 정책 핫 이슈: 경제 민주화

18대 대선의 중심에 있는 박근혜, 문재인, 안철수 세 후보는 공통적으로 재벌개혁 필요성, 동반성장과 상생을 위한 기반 마련에 대해서는 공감대를 형성하고 있다. 다만 경제민주화에 대한 구체적 해석, 그리고 세부 항목에 대한 개혁의 강도 및 범위에서는 다소 차이를 보이고 있는 모습이 관찰된다.

〈표 3〉 경제민주화 관련 후보별 세부 정책 및 입장

	박근혜	문재인	안철수
정책방향	<ul style="list-style-type: none"> - 경제민주화 관련 법안 추진 - 경제민주화 관련 개별기구 설립 추진 부정적 	<ul style="list-style-type: none"> - 국무총리실 소관 경제 민주화 기본법 추진 - 경제 민주화 이슈 총괄 및 제도화 - 개별법 충돌과 모순 해결 - 총리실 소속 경제민주화위원회 설치 	<ul style="list-style-type: none"> - 재벌개혁과 국민경제 발전을 위한 기본법 제정 - 매년 재벌개혁성과 보고 - 대통령직속 재벌개혁위원회 설치
순환출자	<ul style="list-style-type: none"> - 신규출자분만 규제 - 기존 출자분에 대한 의결권 관련 내용 불포함 	<ul style="list-style-type: none"> - 신규출자분 규제(신규출자 금지, 기존 출자 3년 유예) - 기간 후 의결권 제한 및 이행 강제금 부과 	<ul style="list-style-type: none"> - 신규 순환출자금지, 기존 출자는 자율적 해소 유도 후 - 개입 여부 판단
출총제	<ul style="list-style-type: none"> - 출총제 부활 반대, 공정거래법으로 보완 	<ul style="list-style-type: none"> - 출총제 부활(상위 10대 대기업은 순자산의 30%) 	<ul style="list-style-type: none"> - 일관성 필요(미정)
금산분리	<ul style="list-style-type: none"> - 금융계열사 의결권 제한 - 금융사 대주주 적격성 심사 강화 - 완화제검토 필요 	<ul style="list-style-type: none"> - 금융사 대주주 적격성 심사 강화 - 보험/증권 지주회사 계열사 제한 - 강화필요(산업자본의 의결권 취득 한도 9% → 4%) 	<ul style="list-style-type: none"> - 계열분리 명령제 도입 검토 - 금융 계열사 의결권 행사 제한 - 금산법 24조 예외조항 정리
상생/공정거래, 재벌개혁	<ul style="list-style-type: none"> - 일감몰아주기 금지 - 골목상권 보호 - 징벌적 손해배상 - 공정거래위원회 전속고발권 폐지 대안 논의 - 횡령/배임 집행유예 방지, 대기업 총수 사면제한 - 대기업 집단법 도입(미정) 	<ul style="list-style-type: none"> - 일감몰아주기 금지 - 골목상권보호 - 징벌적 손해배상 - 기업범죄 사면제한, 처벌 강화 및 집행유예 제한 - 부당 지연 수해 계열사 과징금 부과 및 수해 총수일가 - 에 업정 과세 	<ul style="list-style-type: none"> - 일감몰아주기 금지 - 지역업자/골목상권 보호 - 징벌적 손해배상 - 횡령 및 배임에 대한 집행유예 방지, 사면권은 국회 - 동의 거쳐 행사 - 재벌개혁위원회 신설
선거 캠프	김종인 국민행복추진위원장	이정우 경제민주화위원장	장하성 국민정책본부장
정책 담당자	"경제주체 탐욕 절제해 모두 공존할 수 있는 틀이 경제민주화"	"재벌 개혁, 노동기본권 확립, 사회적 경제 확대가 경제민주화"	"더불어 함께 잘사는 정의로운 경제가 경제민주화"
관련 코멘트	"재벌 해체하는 방향으로 가면 우리 경제에 작지 않은 혼란"	"불공정거래 해소 등 재벌 외부 개혁과 소유지배구조 개선 등 내부 개혁 동시 추진해야"	"혁신 저해하는 기득권 체제 청산하고 재벌권력 사회적 견제 받아야"

주: 세 부 선거 공약은 일부 변경 가능

자료: 각 언론, 한국투자증권

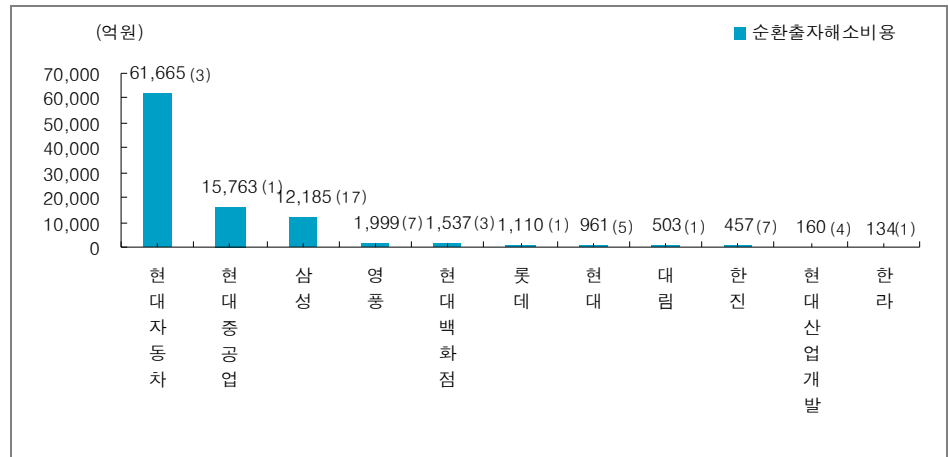
‘뜨거운 감자’로 불리는 순환출자, 출총제, 그리고 금산분리 이슈에 대해서 세 후보는 다소 입장차가 관찰된다.

순환출자의 경우 세 후보 모두 신규 출자 제한에 동의한다. 다만 기존 출자분에 대해 박근혜 후보는 최종 발표 공약에 포함시키지 않은 반면, 문재인 후보는 기존출자에 대해서 3년 유예기간 후 의결권 제한 및 이행 강제금을 부과하는 좀 더 구체적이고 강도 높은 계획을 제시하고 있다. 안철수 후보의 경우 기존 출자에 대해 자율적 해소 유도 후 개입여부를 판단하겠다는 입장이다.

경제개혁연구소에 따르면, 순환출자 해소를 위해 현대자동차그룹이 6조 1,665억원으로 가장 많은 비용이 필요한 것으로 나타났고, 현대중공업그룹과 삼성그룹이 각각 1조 5,763억원과 1조 2,185억원으로 그 뒤를 이었다.

순환출자 문제는 어떤 후보가 당선되더라도 피할 수 없는 문제가 될 것이라는 점에서, 주요 대기업 그룹들은 순환출자를 해소하는 과정에서 주력 계열사를 지키기 위한 비주력 계열사 지분 매각 또는 오너 일가의 사재 투입이 불가피할 것으로 전망한다.

[그림 4] 주요 대기업 그룹의 순환출자 건수와 해소에 드는 비용



주: 괄호는 순환출자 건수
자료: 언론 재민용, 경제개혁연구소, 한국투자증권

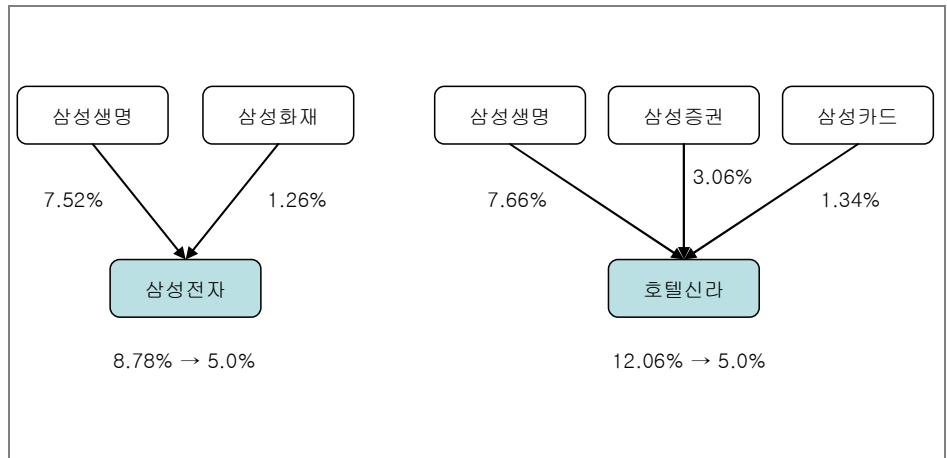
한편 출자총액제 부활에 대해 박근혜 후보는 반대 입장을 표명했고, 안철수 후보는 당장 부활시킬 계획은 없는 것으로 가닥을 잡은 모습이다. 한편 문재인 후보는 상위 10개 대기업에 대해 순자산의 30%로 제한하는 출총제 부활 시키겠다고 공약했다.

금산분리 이슈에 있어서, 산업자본의 금융자본 의결권 취득한도를 현행 9%에서 4%로 낮추는 방안은 여당과 야당에서 모두 추진할 가능성이 높아 보인다.

또한 ▲ 재벌 계열사에 대한 금융 계열사의 의결권 행사 상한선 하향 (15% → 5%), 그리고 ▲ 안철수 후보의 계열분리 명령제 도입 검토는 실제로 추진될 경우 적지 않은 영향을 끼칠 것으로 예상된다.

재벌 계열사에 대한 금융 계열사의 의결권 행사 상한선이 하향될 경우, 지배구조상 삼성그룹이 가장 큰 영향을 받을 수 있는 것으로 언급된다. 최근 기준으로 삼성생명 과 삼성화재가 보유한 삼성전자만 지분율을 감안하면 5%를 초과하는 의결권을 보전을 위해 약 7.5조원의 자금이 다른 계열사에서 동원되거나 오너 일가의 사재 출연이 필요한 것으로 추정된다.

[그림 5] 삼성 그룹 금융 계열사의 삼성전자 및 호텔신라 지분 보유



자료: FnGuide, 한국투자증권

이번 대선에서 ‘경제민주화’는 누구도 피해갈 수 없는 이슈가 될 것임은 분명하다. 주요 대선 후보들은 재벌 개혁에 공감하고 있으며, 경제주체간 상생에 대한 중요성을 인식하고 있다. 이를 계기로 한국사회에서 성장과 분배의 균형을 추구하는 사회적 공감대가 형성되었다는 데 큰 의미를 부여할 수 있다. 다만 ‘경제민주화’를 이룩하기 위한 정책의 강도와 범위는 각 후보 진영의 ‘경제민주화’에 대한 해석에 따라 크고 작은 차이를 보이고 있다. 그러나 이것이 어떤 한 후보의 승리로서 즉각 정책결정을 독식하는 극단적인 쏠림보다는, 그에 앞서 ‘경제민주화’에 대한 공론의 장 확대가 선행될 것이라는 점에서 충격으로 작용하지는 않을 것으로 판단한다.