제3장
자본시장

제1절 개 요
제2절 채권시장
제3절 자산유동화증권시장
제4절 주식시장

제1절
개 요

자본시장(capital market)이란 기업, 정부 또는 지방자치단체 등이 장기투자자금을 조달하는 시장으로서 넓은 의미에서는 은행 시설자금대출 등 장기대출시장을 포함하기도 하나 좁은 의미로는 국채, 회사채, 주식 등 직접증권이 발행 · 유통되는 시장을 의미한다.[1)]

자본시장은 여러 기능을 수행하고 있으나 가장 중요한 기능은 가계 등의 여유자금을 투자수익이 높은 기업 등에 장기투자재원으로 공급함으로써 국민경제의 자금부족부문과 자금잉여부문의 기조적인 자금수급 불균형을 조절하는 데 있다. 자본시장에서 미래 수익이 높을 것으로 예상되는 기업은 다른 기업보다 낮은 금리로 필요한 자금을 조달하여 생산능력을 확충할 수 있으며 이에 따라 국민경제는 이들 기업을 중심으로 생산효율이 극대화되고 경제전체의 부(富)가 늘어난다.

또한 미시적으로 자본시장은 회사채 수익률과 주가 등 금융자산 가격을 결정함으로써 기업의 투자결정과 내부경영에 영향을 미친다. 기업은 회사채나 주식 발행이 원활하고 자금조달비용이 예상 투자수익률 보다 낮을 경우 투자를 확대하고 그렇지 않을 경우 투자를 기피하게 된다. 그러므로 회사채나 주식 등의 금융자산 가격 변동에 따라 기업의 투자행태가 달라지게 된다. 또한 기업은 회사채나 주식 등의 자금조달비용 등을 감안하여 최적의 자본구조를 선택하게 되는데 이는 기업의 내부경영 및 지배구조에 영향을 미치게 된다. 예를 들어 주식발행을 통한 자금조달비중이 높아지면 주식 소유지분의 변동에 따라 기업경영이 커다란 영향을 받게 되는 반면 내부유보를 통한 조달에 크게 의존할 경우 기존 주주의 영향력이 높게 유지된다.

한편 투자자의 입장에서 볼 때 자본시장은 높은 수익률의 금융자산을 제공함으로써 자산운용상의 효율성을 높여준다. 회사채, 주식 등 자본시장에서 거래되는 금융자산은 금리변동에 따른 자본손실 위험 및 신용위험이 비교적 커서 이들 자산의 수익률은 단기금융상품에 비해 높은 것이 일반적이다.[2)] 특히 최근에는 경제주체들이 금리에 보다 민감해지는 가

1) 이 장에서는 자본시장의 범위를 채권 및 주식시장으로 제한하되 최근 기업구조조정과 관련하여 그 중요성이 크게 부각되고 있는 자산유동화증권시장은 채권시장에서 분리하여 별도의 절에서 설명한다.
2) 장기금융상품과 단기금융상품의 차이에 대해서는 제1장 개관 참조

운데 위험선호도가 높은 투자자를 중심으로 주식과 채권에 대한 수요가 확대되고 있으며 전체 금융자산중 이들 장기금융자산의 비중도 높아지는 추세에 있다.

마지막으로 자본시장은 중앙은행의 통화신용정책이 실물경제에 영향을 미치는 매개기능을 수행한다. 중앙은행이 유동성 조절을 통해 콜금리 등 단기금리를 변동시키면 여러 경로를 통해 자본시장의 장기수익률에 영향을 미치고 기업의 자본조달비용을 변동시킴으로써 궁극적으로 기업의 투자결정에 영향을 미친다. 동시에 채권 및 주식의 자산가치 변동으로 인한 부의 효과(wealth effect)를 통해 가계소비에도 영향을 미치게 된다.

자본시장의 대표적인 참가자는 기업이라 할 수 있다. 기업은 투자에 필요한 장기자금을 은행으로부터 차입하거나 회사채 또는 주식을 발행하여 조달한다. 기업 이외에도 정부나 지방자치단체는 세수(稅收) 만으로 충당하기 어려운 사회간접자본 투자자금 등 대규모 자금을 조달하기 위하여 자본시장에 적극 참여하고 있다. 자본시장의 투자자들은 투자신탁회사, 뮤츄얼 펀드, 보험회사, 연기금 등 기관투자가와 개인이 주종을 이루고 있다. 최근에는 채권 및 주식 투자에 따른 위험을 최소화하고 예상수익을 극대화하기 위해 파생금융상품을 통한 헤지(hedge) 등 전문적인 자산관리기법이 발전되고 있어 개인들도 이들 자산에 직접 투자하는 대신 기관투자가를 통한 간접투자를 늘리고 있는 추세이다.

자본시장에서 거래되는 증권은 크게 채권과 주식으로 구분된다. 우리나라의 경우 채권은 발행주체를 기준으로 정부가 발행하는 국채, 지방자치단체가 발행하는 지방채, 특별법에 의해 설립된 법인이 발행하는 특수채, 금융기관이 발행하는 금융채 및 상법상의 주식회사가 발행하는 회사채로 구분하고 있다. 현재 발행되고 있는 주요 국채로는 국고채권, 국민주택채권, 외국환평형기금채권, 양곡기금채권, 지방채로는 지하철공채, 지역개발공채가 대표적인 것이다. 또한 특수채로는 한국전력채권, 토지개발채권, 예금보험기금채권, 부실채권정리기금채권 등을, 금융채로는 산업금융채권, 중소기업채권 등을 들 수 있다. 회사채는 보증 및 담보유무에 따라 보증사채, 담보부사채 및 무보증사채로 구분할 수 있으며 채권자의 권리를 기준으로 일반사채, 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채, 이익참가부사채 등으로 구분된다. 한편 주식은 보통주와 의결권이 없는 대신 현금배당에 우선 순위를 갖는 우선주 등으로 구분된다.

우리나라의 자본시장은 그 동안 경제성장에 필요한 기업자금의 원활한 조달이라는 핵심적인 기능을 수행하는 과정에서 양(量)과 질(質) 모두 비약적인 발전을 이루어 왔다. 우리나라 자본시장의 발전과정을 간략히 살펴보면 1956년 3월 대한증권거래소[3] 설립과

3) 대한증권거래소는 1962년 1월 증권거래법 제정시 영단(營團)에서 주식회사로 조직형태가 전환되었다가 1963년 4월 증권거래법 개정에 따라 같은 해 5월 정부가 출자한 공영제 조직으로 개편되면서 한국증권거래소로 명칭이 변경되었다.

1962년 1월 증권거래법 제정을 계기로 조직적 체계를 갖추게 되었다. 그러나 당시 주식시장은 규모 면에서 작았을 뿐 아니라 허술한 관리체계 및 운영 미숙 등으로 증권파동 등의 혼란을 겪었으며 채권시장도 전후 복구사업을 위한 국채의 발행 및 거래에 국한되는 정도였다. 이와 같이 초보단계에 있었던 우리나라 자본시장은 1968년 제2차 경제개발 5개년 계획이 시작되면서 기업 공개촉진정책이 본격화됨에 따라 급속한 성장을 이루게 되었다. 먼저 자본시장 육성에 관한 법률 제정(1968년 11월)으로 공개기업에 대한 세제상의 우대제도가 도입되고 기업공개촉진법이 제정(1972년 12월)됨으로써 일정금액 이상의 금융지원을 받은 기업에 대해 정부가 기업공개를 명령할 수 있게 되었다. 또한 1974년에는 계열기업군 여신관리협정 체결로 공개실적이 부진할 경우 금융지원이 제한되었고 이와 더불어 총액인수제도가 도입되었다. 이와 같은 일련의 기업공개 촉진정책에 힘입어 증권시장 상장기업수가 크게 증가하였다.[4)]

채권시장은 자본시장 육성정책이 주식시장 위주로 이루어짐에 따라 그 발전이 상대적으로 지체되어 1970년대 중반까지는 회사채 거래는 미미한 채 국채만이 일부 거래되었다. 회사채의 경우 1972년 2월 보증사채 및 일반공모 제도가 도입되고 1976년 신주인수권부사채, 전환사채 등의 발행이 허용되었으나 발행실적은 저조하였다. 회사채시장이 본격적으로 발전한 것은 1977년 2월 채권종류의 다양화 및 발행조건의 신축적 운용, 기채조정, 채권의 유동성 제고 등을 주요 내용으로 하는 채권시장 육성방안이 발표된 이후부터라고 할 수 있다. 이어 보증사채의 발행조건 완화 및 무보증사채의 발행자격 강화(1979년 2월), 상장법인에 대한 회사채 발행한도 확대(1979년 12월), 증권회사의 환매조건부채권 매매 업무 취급허용(1980년 2월) 등으로 회사채 발행시장이 크게 개선되고 수요기반이 확충되었다.

1980년대 들어서는 주식시장 활성화를 위한 기업공개 유도 및 회사채시장관련 각종 제도적 정비가 추진되었다. 먼저 우량법인에 대한 기업공개 및 상장요건이 완화(1983년 7월)된 데 이어 상법개정(1984년 4월)으로 수권자본의 증액한도가 납입자본의 2배에서 4배로 확대되었다. 또한 자본시장 육성에 관한 법률 개정(1987년 11월)으로 증권감독원이 유상증자 적격법인을 선정하고 기업공개를 권고할 수 있게 되었다. 회사채시장과 관련해서는 상법개정(1984년 4월)으로 회사채발행 한도가 자기자본 이내에서 자기자본의 2배 이내로 확대된 데 이어 채권의 장외거래에 관한 규정 제정(1984년 7월)으로 장외시장에서의 채권거래가 제도적으로 뒷받침되었다. 또한 무보증사채 및 교환사채 발행요건 완화

4) 그러나 기업공개의 급속한 확대로 인해 주식시장이 과열되고 부실기업 등 공개요건미달 기업이 공개되는 등 부작용이 발생함에 따라 1977년에는 기업등록제도의 도입 등을 통해 기업공개 요건을 강화하고 1978년에는 공개법인에 대한 세제 혜택도 축소하였다.

(1985년 5월) 및 보증사채 발행조건 자율화(1986년 3월)가 이루어지고 이익참가부사채 및 교환사채 등 신종사채의 법적 근거가 마련(1987년 11월) 되었다.

1990년대 초반[5)]에는 정책의 초점이 자본시장 안정 및 증권수요 기반확충에 맞추어졌다. 기업공개와 관련하여 기업공개전 대주주 지분변동 금지 및 기업공개에 대한 실질심사제 도입(1990년 2월), 납입자본금과 자기자본 요건 등 기업공개요건 강화(1991년 8월)가 이루어졌다. 또한 증권시장안정기금을 설치(1990년 5월)하여 주식시장의 수요기반을 확충하는 한편 회사채 및 특수채의 발행물량을 조정하기 위하여 기채조정협의회(1992년 1월)를 설치하였다.

1997년말 외환위기 이후 은행대출 등의 위축으로 신용경색이 심화되자 기업의 원활한 자금조달을 뒷받침하기 위해 회사채발행한도를 자기자본의 4배로 확대(1997년 12월)하고 증권회사의 회사채 총액인수제도를 의무화(1998년 8월) 하였으며 자산유동화에 관한 법률(1998년 9월)과 주택저당채권유동화회사법(1999년 1월)을 제정하여 자산유동화증권 발행을 통한 자금조달을 가능하게 하였다. 한편 1999년 3월에는 국채전문유통시장이 설치되고 그 해 7월 국채전문딜러제도가 도입됨으로써 국채의 원활한 소화와 국채유통시장의 활성화에 기여하였다. 1999년 7월 이후에는 대우그룹의 유동성 문제로 인해 금융시장이 크게 동요함에 따라 투자신탁회사 수익증권 환매대책 등 금융시장 안정대책이 추진되었으며 이후 금융시장이 안정을 되찾아 감에 따라 2000년 5월 이후에는 국채통합발행제도 도입, 딜러간 채권중개회사 설립, 채권시가평가제도 도입 등 채권시장 제도개선이 본격적으로 이루어졌다.

한편 우리나라 자본시장의 대외개방은 1981년 1월 자본시장 국제화 장기계획이 발표된 이후 외국인전용수익증권 판매(1981년 10월), 코리아펀드 설립(1984년 8월), 해외전환사채 발행(1985년 12월) 등 간접투자로 그 범위가 제한되었으나 1988년 이후 직접투자 및 외국증권회사 국내진출 등에 대해서도 점차 개방이 확대되었다. 이후의 자본시장 개방은 1993년 6월 발표된 제3단계 금융자율화 및 시장개방계획과 1996년 9월 OECD 가입시 제시된 자본자유화계획을 통해 보다 체계적으로 추진되었다. 주식투자에 대해서는 개별종목 발행주식 총수의 10%(1인당으로는 3%) 내에서 외국인 직접투자가 허용(1992년 1월)된 후 단계적으로 확대되었는데 외환위기 직후인 1997년 12월 그 한도가 55%(1인당으로는 50%)까지 크게 확대되었다. 이어 1998년 5월에는 공공법인을 제외하고는 상장

5) 1990년대 초반에는 경기둔화와 3저 호황 말기 이후 주식공급물량의 급속한 확대 등으로 주식시장이 침체되고 투자신탁회사 등 주요 투자기관의 경영부실화가 확대되었으며 이에 따라 시장안정 및 수요기반 확충과 이들 투자기관의 경영정상화가 중요한 정책과제로 대두되었다.

주식 투자한도가 완전히 폐지되었으며 그 해 7월에는 한국증권거래소 및 코스닥시장에 상장 또는 등록되지 않은 주식에 대해 외국인의 투자를 자유화하였다. 이에 따라 외국인의 상장주식 보유액이 급격히 늘어나 1992년말 4.9%에 불과하던 외국인 보유 상장주식 시가총액이 1998년말에는 18.6%, 2001년 6월말에는 30.7%로 증가하였다.[6)]

한편 채권시장은 국내외 금리격차와 국내 채권수요기반 등을 고려하여 주식시장에 비해 개방이 늦추어졌다. 1994년 7월 외국인의 중소기업 발행 무보증 상장전환사채 매입이 허용된 이래 외국인 투자전용 중소기업 무보증 회사채 발행 허용(1997년 1월), 중소기업의 무보증 중장기 회사채 및 대기업의 무보증 전환사채 매입 허용(1997년 6월) 등 외국인에 대한 시장개방이 단계적으로 확대되어 오다가 1997년 12월에는 모든 상장채권에 대해 외국인의 투자한도 규제가 완전히 폐지되었다. 이와 같은 채권시장의 전면 개방에도 불구하고 외국인 채권투자는 매우 부진한 모습을 보여 2001년 6월말 현재 외국인 채권보유액은 전체상장채권잔액의 0.1%에 머무르고 있다.

우리나라 자본시장의 규모는 〈표 3-1〉에서 보는 바와 같이 2001년 6월말 현재 약 710조원으로 1980년말(5조원)에 비해 약 140배 정도 확대되었다. 이중 채권시장은 채권종류의 다양화, 수요기반의 확충 등으로 시장규모가 꾸준히 늘어나 2001년 6월말 현재 약 430조원에 이르고 있으며 주식시장은 주가변동에 따라 시가총액이 확대 및 수축을 반복하여 2001년 6월말 현재 280조원 규모를 나타내고 있다. 채권시장의 구성을 보면 국채와 특수채 비중이 1990년 8.9%와 6.1%에서 2001년 6월말 현재 18.0%와 33.8%로 크게 확대되었는데 이는 재정적자 보전을 위한 국채발행 증가와 예금보험기금채권 등 금융구조조정을 위한 채권발행이 대폭 늘어난 데 기인한 것이다. 한편 주식시장의 경우 코스닥시장의 비중이 꾸준히 늘어나 2001년 6월말 현재 전체 주식시장의 16%를 차지하고 있다.

6)

외국인 채권 및 주식 보유현황

단위: 억원, %

	1992	1994	1998	1999	2000	2001.6
주식보유액	41,451 (4.9)	154,018 (10.2)	256,334 (18.6)	765,905 (21.9)	565,585 (30.1)	729,482 (30.7)
채권보유액	– –	386 (0.0)	9,683 (0.3)	11,567 (0.3)	6,921 (0.2)	5,600 (0.1)

주: ( )내는 상장주식 시가총액 또는 상장채권잔액 대비 비중
자료: 금융감독원

<표 3-1> 우리나라의 자본시장 규모 추이

(기말잔액 기준)

단위: 억원

	1980년		1990년		1995년		2001. 6월	
	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비
채 권[1]	25,439	100.0	350,051	100.0	1,119,948	100.0	4,258,801	100.0
국 채	5,077	20.0	31,228	8.9	195,476	17.5	767,050	18.0
지 방 채	–	–	10,600	3.0	32,382	2.9	97,531	2.3
금 융 채[2]	3,877	15.2	66,262	18.9	139,706	12.5	654,211	15.4
	(3,877)	(15.2)	(66,262)	(18.9)	(134,649)	(12.0)	(279,702)	(6.6)
특 수 채[3]	–	–	21,278	6.1	187,825	16.8	1,438,941	33.8
	(–)	(–)	(21,278)	(6.1)	(187,825)	(16.8)	(682,276)	(16.0)
회 사 채	16,485	64.8	220,682	63.0	564,559	50.4	1,301,068	30.6
주 식[4]	25,266	100.0	794,458	100.0	1,484,896	100.0	2,831,569	100.0
거 래 소	25,266	100.0	790,197	99.5	1,411,514	95.1	2,377,970	84.0
코 스 닥	–	–	4,261	0.5	73,382	4.9	453,599	16.0
전 체	50,705	100.0	1,144,509	100.0	2,604,844	100.0	7,090,370	100.0

주: 1) 상장채권 기준(단, 통화안정증권은 실제발행액 기준이며 단기물은 제외)
2) ( ) 내는 통화안정증권 제외시
3) ( ) 내는 예금보험기금채권 및 한국자산관리공사채권 제외시
4) 증권거래소 상장주식 및 코스닥시장 등록주식의 시가총액

자료: 증권거래소, 주식 각호

제 2 절

채권시장

1. 의의 및 제도변천

가. 의의

채권이란 일반적으로 정부, 공공기관, 민간기업 등이 비교적 장기로 불특정 다수로부터 거액의 자금을 조달하기 위하여 정해진 이자와 원금의 지급을 약속하면서 발행하는 유가증권(fixed income securities)을 말한다. 그러나 만기가 되기 전에 보유채권을 매각할 경우 주식과 같이 가격변동에 따라 자본이득(capital gain) 또는 손실(loss)이 발생하고 채권 발행자가 부도를 내면 원리금 회수가 곤란해질 가능성이 있으므로 사실상 투자시점에서 투자수익이 확정되는 것은 아니다.

채권의 발행은 일반 채무증서와는 달리 발행주체 및 한도가 관련법률에 의하여 엄격히 제한되는데 국채의 경우에는 국회의 동의, 회사채의 경우에는 유가증권신고서의 금융감독위원회 제출 등 일정한 절차를 거쳐야 발행이 가능하다. 이러한 절차를 거쳐 발행된 채권은 증권거래법 등에 의해 유통시장(secondary market)에서의 자유로운 매매거래가 제도적으로 뒷받침되므로 유동성이 확보된다.

따라서 채권 발행자의 입장에서는 발행시장(primary market)을 통해 필요한 자금을 원활히 조달할 수 있으며, 채권 투자자 입장에서는 발행시장 또는 유통시장에서 매입하여 이자소득 및 자본이득 등을 기대할 수 있을 뿐만 아니라 필요할 경우 시장에 매각하여 현금을 확보할 수도 있으므로 자산 포트폴리오를 구성하는 중요한 투자대상이 된다.

한편 채권의 가격(수익률)은 일반상품과 마찬가지로 채권에 대한 수요와 공급에 의해 결정되지만 기조적인 수준은 경제성장률, 물가상승률 등 경제의 기초여건과 채권시장 하부구조의 효율성과 같은 요인을 반영하여 결정된다. 이렇게 결정되는 채권가격은 금융자금

을 효율적으로 배분하는 기능을 수행하며 이를 통하여 소비와 투자 등 실물경제에 영향을 미친다.

나. 채권의 종류

채권은 발행주체에 따라서 정부가 발행하는 국고채 · 외국환평형기금채권 등 국채, 한국은행이 발행하는 통화안정증권, 지방자치단체가 발행하는 지하철공채 · 지역개발공채 등 지방채, 상법상의 주식회사가 발행하는 회사채, 은행 · 증권회사 · 리스회사 · 카드회사 등 금융기관이 발행하는 금융채, 한국전력 · 토지공사 · 예금보험공사 등 특별법에 의해 설립된 법인이 발행하는 특수채 등으로 구분할 수 있다. 또한 통상적으로 국채 · 지방채 및 특수채를 포괄하여 국공채로 부르기도 한다.

채권은 원리금에 대한 제3자의 지급보증 여부에 따라 보증채와 무보증채로 나누어 볼 수 있다. 보증채는 보증주체에 따라 정부보증채와 신용보증기금, 보증보험회사, 은행 등이 지급을 보증하는 일반보증채로 구분되며 무보증채는 발행주체의 자기 신용에 의해서 발행되는 채권을 말한다. 또한 채권 발행자의 담보제공 여부에 따라 담보부채권과 무담보부채권으로 나누어 볼 수 있다. 담보부채권에는 발행주체가 채권을 발행할 때 신용을 보강하기 위해 담보를 제공하는 일반담보부채권과 유동화전문회사(SPC; special purpose company)가 매입한 회사채, 은행대출채권, 카드매출채권 등의 자산을 기초로 발행하는 자산유동화증권(ABS; asset backed securities)이 있다.

<표 3-2> 주요 채권의 발행기관, 근거법 및 발행한도

채 권 명	발행기관	발행근거법	발행한도
국고채권	정 부	국 채 법	국회동의를 받은 한도 이내
외국환평형기금채권	〃	외국환관리법	〃
국민주택채권(제1종)	〃	주택건설촉진법	〃
통화안정증권	한국은행	한국은행법	총통화(M2)의 50% 이내
회사채	주식회사	상 법	순 자산액의 4배 이내
산업금융채권	한국산업은행	한국산업은행법	자본금 및 적립금의 30배 이내
한국전력채권	한국전력공사	한국전력공사법	자본금 및 적립금 이내
예금보험기금채권	예금보험공사	예금보험공사법	국회동의를 받은 한도 이내

또한 이자지급방법에 따라서는 할인채(discount bond, zero-coupon bond), 이표채(coupon bond), 복리채(compound interest bond) 등으로 구분되며 지급이자 변동여부에 따라 고정금리부채권과 변동금리부채권(FRN; floating-rate note)으로 구분된다.

이밖에 회사채의 경우 발행회사의 주식으로 전환할 수 있는 권리가 부여된 전환사채(CB; convertible bond), 사채권자에게 발행회사의 신주를 일정한 조건으로 매수할 수 있는 권리를 부여한 신주인수권부사채(BW; bond with warrant), 회사채 발행기업 보유 주식과 교환할 수 있는 교환사채(EB; exchangeable bond) 등 주식관련 사채가 있다.

이와 같이 채권은 다양한 형태로 발행될 뿐 아니라 같은 종류의 채권이라도 잔존만기와 표면금리가 다를 경우 각각 다른 종류의 채권으로 취급되기 때문에 채권의 종목수는 크게 늘어나게 된다.

다. 제도변천

1950년 재정적자를 보전하기 위해 건국국채가 최초로 발행된 이후 채권시장을 육성하기 위한 제도적인 변화가 계속 이루어졌다. 그러나 기본적으로 국채는 국채인수단에서 발행물량을 전액 인수하는 방식으로, 회사채는 기채조정협의회를 통하여 채권발행물량을 조정하는 방식으로 소화되면서 채권발행이 시장원리에 의해 이루어지지 않는 상황이 계속되었다.

그러나 1997년말 외환위기 이후 채권발행규모[7]가 크게 늘어나고 채권유통시장 규모도 확대되면서 채권시장제도를 개선할 필요성이 크게 부각되었다.

이에 따라 1997년 12월 회사채 발행한도 확대[8], 외국인에 대한 채권시장 전면 개방, 1998년 8월 증권회사의 회사채 총액인수제도 의무화, 1998년 11월 채권시가평가제 일부 시행, 1999년 1월 국채발행의 정례화 및 신탁재산 신규 편입 회사채 등에 대한 신용평가기관의 평가 의무화, 1999년 3월 증권거래소내 국채전문유통시장(inter-dealer market) 설치, 1999년 7월 국채전문딜러제도(primary dealer system) 도입 및 대상기관 선정 등 제도개선이 본격적으로 추진되었다.

그러나 1999년 7월 하순부터 대우그룹의 유동성 문제가 가시화되면서 금융시장이 크게 동요함에 따라 채권시장 하부구조 등 제도 개선보다는 투자신탁회사 수익증권 환매방지대

7) 외환위기 이후 재정적자 보전을 위한 국채, 금융구조조정을 위한 예금보험기금채권, 해외부문 통화 환수를 위한 통화안정증권, 은행들의 기업대출 기피로 인한 회사채 발행이 크게 확대되면서 채권발행규모는 1995~1997년중 연간 20~30조원에서 1998년중에는 약 110조원으로 크게 증가하였다.

8) 종전의 자기자본 2배 이내에서 4배 이내로 확대되었다.

책 마련 등 시장의 안정에 중점을 둔 대책이 추진되었다. 즉 1999년 8월 들어 정부는 투자신탁회사 수익증권에 편입되어 있는 대우채권의 지급비율을 차등화하는 부분상환제도를 도입하였고 10월에는 채권시장안정기금을 조성하여 채권수익률의 하향 안정화를 추진하였다. 또한 1999년 10월과 2000년 2월 투자신탁회사에 고수익펀드(high-yield fund) 및 후순위채펀드[9](CBO fund)를 허용함으로써 수익증권 환매자금이 투자신탁회사로 다시 유입될 수 있도록 하는 한편 펀드 클린화를 통해 투자신탁회사에 대한 투자자의 신뢰를 높이는데 노력하였다. 아울러 이 기간중에도 국채선물시장을 도입(1999년 9월)하고 양곡관리기금채권을 국고채권으로 통합(2000년 1월)하는 등 제도개선이 이루어졌다.

그 후 금융시장이 안정을 되찾게 되면서 2000년 5월 채권시장구조의 선진화계획이 발표되고 이를 계기로 여러가지 제도개선이 본격적으로 이루어지게 되었다.

우선 채권 발행시장에서는 2000년 5월 국채통합발행제도(fungible issue)를 도입하여 만기 3년이상 국고채 및 외국환평형기금채권에 대해 3개월 단위로 단일종목으로 통합 발행토록 하고 8월 국채입찰방식을 종전의 복수금리결정방식(conventional auction)[10]에서 단일금리결정방식(Dutch auction)[11]으로 변경하였다. 그리고 10월에는 10년만기 장기국채를 발행하면서 만기를 다양화하였다.

채권 유통시장에서는 채권거래 중개기능을 확충하기 위해 2000년 2월 딜러간 채권중개회사(IDB; inter-dealer broker)제도를 도입하여 6월부터 한국자금중개주식회사가 IDB 업무를 겸영하였으며 그 후 KIDB증권중개주식회사도 이 영업에 참여하고 있다. 그리고 2000년 3월부터는 채권전문딜러(PD; primary dealer)에 대해 채권인수금융을 지원하였다.

아울러 채권시장의 하부구조를 개선하기 위해 2000년 6월 민간 채권시가평가회사의 설립을 허용하였으며 7월에는 채권시가평가제도가 본격적으로 도입되었다.

한편 2000년 7월에는 기업들이 회사채 만기도래분의 증가로 차환발행에 어려움이 있을 것으로 예상됨에 따라 채권형펀드를 조성하고 회사채 부분보증제도를 도입하여 8월부터 Primary CBO 발행이 가능토록 하였다. 그리고 2001년 1월에는 대규모 회사채 만기도래 등으로 심각한 자금난에 봉착한 일부 대기업의 회사채 차환발행을 지원하기 위해 산업은행신속인수제도를 2001년말까지 한시적으로 도입하였다.

9) 투자신탁회사 보유 투기등급채권 등을 기초자산으로 채권담보부증권(CBO; collateralized bond obligation) 선순위채 및 후순위채(1 · 2종)를 발행한 후 선순위채는 시장매각, 후순위채(1종)는 후순위채펀드에 편입, 후순위채(2종)는 고유계정을 통한 자체상각의 방식으로 처리하였다.

10) 낙찰금액의 합계가 발행금액에 도달할 때까지 가장 낮은 수익률을 제시한 입찰자부터 순차적으로 낙찰자를 결정하고 발행수익률은 각자가 제시한 수익률을 적용한다.

11) 낙찰금액의 합계가 발행금액에 도달할 때까지 가장 낮은 수익률을 제시한 입찰자부터 낙찰자를 순차적으로 결정하고 발행수익률은 낙찰자가 제시한 수익률중 가장 높은 수익률을 모든 낙찰자에게 일률적으로 적용한다.

채권시장 관련 주요 제도변천

1950년		재정적자 보전을 위해 최초의 국채인 건국국채 발행
1954년		전후복구 자금조달을 위한 산업부흥국채 발행
1968년		제2차 경제개발5개년계획 수행을 위한 자금조달수단으로 도로국채, 산업금융채권, 주택채권, 전력채권 등 특수채 발행
1972년		회사채 일반공모제도를 도입하여 동아제약이 최초로 공모 무보증회사채 발행
1976년	3월	신주인수권부사채, 거치후분할상환사채, 전환사채 등 신종사채의 발행이 허용되면서 회사채 발행 다양화
1984년	7월	장외시장에서의 채권거래가 증가함에 따라 채권의 장외거래에 관한 규정을 제정 · 시행하여 장외거래를 제도적으로 뒷받침
1992년	1월	기채조정협의회*를 설치하여 국공채를 제외한 회사채, 특수채 등 모든 채권의 발행물량 관리 * 증권업협회 임원 1인, 주요 증권회사 임원 5~6인으로 구성
1993년	7월	증권업협회에서 공시하는 장외시장에서의 채권유통수익률을 종전 대표수익률*에서 최종호가수익률로 변경 * 거래단위가 10억원이상인 거액채권의 거래량 가중평균수익률
1994년	1월	국채 발행방법을 인수배정방식에서 국채인수단*이 참여하는 경쟁입찰방식으로 변경 * 1999년 4월말 현재 은행, 증권회사, 종합금융회사 등 100개사로 구성
	7월	무보증회사채는 2개 이상의 신용평가전문기관으로부터 일정 등급 이상의 평가를 받은 경우에 한해 인수가능토록 규정
	9월	FRN(변동금리부채권) 최초로 발행
1995년	7월	기관투자가간 채권거래의 증권예탁원을 통한 결제 의무화 및 소액첨가소화채권*의 거래소시장 집중거래제도 도입 * 최근 2개월 이내 발행된 국민주택채권 1종, 지역개발공채, 도시철도채권의 건당 5,000만원이하 거래
1997년	2월	신용평가 대상채권을 일반기업 회사채에서 은행, 종합금융회사 및 여신전문금융회사가 발행한 채권까지 확대
	5월	기채조정협의회를 통한 회사채 물량조정제도 폐지(1997년 10월부터 시행)

1997년	12월	회사채 발행한도 확대 ○ 종전 자기자본의 2배 이내에서 4배 이내로 확대
	12월	외국인에 대해 채권시장 전면 개방 ○ 1인당 채권투자한도 및 외국인전용 수익증권 발행한도 등 폐지
1998년	3월	회사채 기준물 변경 ○ 3년 만기 은행보증채 → 3년 만기 보증보험보증채
	6월	최종호가수익률 공시제도 개선(1일 2회 공시 등) 및 특수채에 대한 물량 조정제도 폐지
	8월	회사채 발행시 인수기관인 증권회사의 총액인수제를 의무화하여 발행기업의 실질적인 자금조달규모 확대를 도모
	9월	자산유동화에 관한 법률 시행으로 ABS 발행 유도, 채권 대차거래제도 실시, 회사채 기준물 변경* * 3년 만기 보증보험보증채 → 3년 만기 A+등급 무보증채
	9월	국채입찰시 BOK-Wire를 통한 전자입찰 실시
	10월	IMF 이후 무보증 회사채 발행이 일반화되면서 일부 대기업에 회사채발행이 집중됨에 따라 금융기관에 대해 동일계열기업 발행 회사채보유한도제 실시 ○ 전월말 현재 회사채 총보유액의 일정비율* 이내로 제한 (한도초과분은 1999년말까지 50%, 2000년말까지 전액해소) * 은행 10%, 투자신탁회사 15%, 보험회사 10%
	11월	채권시가평가제 일부 시행 ○ 1998년 11월 15일 이후 신규설정펀드에 대해 우선 적용하고, 기존펀드는 장부가평가를 계속하되 2000년 6월말까지만 동 펀드로의 추가자금 유입을 허용 (다만 MMF 및 적립식신탁은 시가평가대상에서 제외)
	12월	간접투자기반 확충을 위하여 뮤추얼펀드 도입 ○ 1998년 12월에는 폐쇄형펀드를, 2001년 2월에는 개방형펀드를 순차적으로 도입
1999년	1월	국채발행의 정례화 ○ 연초에 연중 발행일정을 공고하고 매월 3회에 걸쳐 월요일에 입찰
	1월	신탁재산에 신규로 편입되는 채권에 대하여 신용평가전문기관의 평가를 받도록 의무화 ○ 다만 국채, 정부보증채, 지방채, 통화안정증권 및 무기명장기채를 제외
	3월	국채딜러간 경쟁매매시장인 국채전문유통시장(IDM; inter-dealer market)을 증권거래소에 개설

1999년 7월 국채전문딜러(PD; primary dealer) 선정

○ 1999년 3~6월 국채전문딜러제도를 시험 운용하고 신청기관의 실적을 평가하여 1999년 7월 은행(12개) 증권회사(11개) 종합금융회사(1개)등 24개 기관을 국채전문딜러로 선정

8월 투자신탁회사 수익증권에 편입되어 있는 대우채권의 지급비율을 투자자의 환매시점에 따라 차등화(50%, 80%, 95%)

○ 1999년 8~10월 50% → 1999년 11월 이후 80% → 2000년 2월 이후 95%

9월 국채선물시장 개설

○ 금리변동위험에 대한 헤지수단을 제공하기 위해 국고채(3년) 대상 2개 상품(3개월물 및 6개월물)을 상장

10월 채권시장안정기금 설립

○ 투신사 수익증권 환매에 따라 매물로 출회되는 채권에 대한 수요 확대를 위해 은행 등으로부터 자금을 조성

11월 증권대금동시결제제도(DVP; delivery versus payment) 도입

○ 채권의 결제와 대금결제가 동시에 이루어지도록 하여 거래의 안정성 제고

11월 하이일드펀드(high-yield fund) 및 2000년 2월 후순위채펀드 도입

○ 대우사태로 인한 환매자금의 재유입 및 투자신탁회사 펀드의 클린화 등을 위해 공모주 우선배정 및 세금감면 등의 혜택을 부여

2000년 1월 양곡관리기금채권을 국고채권으로 통합

2월 딜러간 채권중개회사(IDB; inter-dealer broker) 도입 및 6월 영업 개시

3월 국채전문딜러에 대한 자금지원체제 마련

○ 국채전문딜러의 시장조성의무에 대응하는 인센티브를 제공하기 위해 3월 국채인수금융, 4월 국채유통금융제도를 도입

4월 증권거래소 일반채권시장 및 IDM의 자동매매시스템 구축

5월 금융기관의 회사채 보유한도제 폐지

○ 대기업에 대한 자금편중을 시정하기 위하여 1998년 10월 한시적으로 도입하였던 금융기관의 동일계열기업발행 회사채 보유한도제가 도입목적을 달성한 것으로 판단하고 이를 폐지

5월 국채통합발행(fungible issue) 제도를 도입

○ 국채의 유동성을 제고하고 지표금리의 형성을 유도하기 위해 만기 3년 이상 국고채 및 외평채에 대해 3개월 단위로 단일종목으로 통합 발행

6월 채권시가평가업무의 정확성을 제고하기 위해 민간 채권시가 평가회사의 설립을 허용

2000년 7월 채권시가평가에 대한 세부시행방안을 마련하여 시가평가제도전면 실시

○ 1998년 11월 14일 이전 설정된 기존펀드에 대해서는 장부가평가를 유지하되 7월 1일 이후에는 신규수탁을 금지하여 자연소멸을 유도

○ 다만 적립식 투자신탁의 경우 신규수탁은 허용하되 2000년 7월 1일 이후 수탁분에 대해 시가평가를 의무화하며, MMF는 장부가평가를 유지

7월 1년만기 국채발행 중단

7월 기업자금의 원활한 지원을 위해 회사채 부분보증제도를 도입하는 한편 10조원 규모의 채권형펀드를 조성

○ 다수 기업 발행 회사채를 기초자산으로 하는 채권담보부증권(Primary CBO) 발행 활성화

○ 채권형펀드는 은행 보험회사 등이 자금을 조성하여 투자신탁회사 수익증권에 가입하면 투신사는 Primary CBO 등에 투자

8월 국채입찰방식을 종전의 복수금리결정방식(conventional auction)에서 단일금리결정방식(Dutch auction)으로 변경

10월 10년만기 장기국채 발행, 회사채 기준물 변경*

* 3년 만기 A+등급 무보증채 → 3년 만기 AA-등급 무보증채

11월 MMF 평가방식 일부 변경* 및 편입가능한 국채, 통화안정증권의 잔존만기 단축**

* 시가(순자산가치)가 장부가를 1% 이상 하회하거나 하회할 우려가 있는 경우 투자신탁회사는 보유 유가증권의 매각 등 적절한 조치를 취하고 동 사실을 금융감독위원장에게 보고토록 의무화하는 한편 채권 및 CP의 신용등급이 투자부적격 등급으로 하향조정될 경우 당해 채권 등을 하락한 신용등급에 의한 가격으로 즉시 조정하거나 신용등급 하락일로부터 1개월 이내에 처분할 것을 의무화

** 5년 → 2년

11월 채권형펀드 10조원 추가조성

○ 각 은행 및 생명보험회사에 배정된 일정 한도범위내에서 각 기관이 직접 Primary CBO를 매입

12월 국채환매(buy-back)제도 도입

○ 국고채 경과물에 대해 시장유통수익률로 일부 환매(1차 1조 1,443억원, 2차 4,600억원)

12월 산업은행 신속인수제도를 2001년말까지 한시적으로 도입

○ 대규모 회사채 만기도래 등으로 차환발행이 어려운 기업을 대상으로 20%는

		자체상환하고, 나머지 80%에 해당하는 금액은 채권은행(20%)과 산업은행(10%) 인수 및 Primary CBO 또는 CLO 편입(70%) 등으로 지원
2001년	7월	MMF 평가방식 일부 변경* 및 편입채권의 잔존만기 단축** * 장부가에서 시가로 전환되는 괴리율을 1%에서 0.5%로 하향조정하되 2001년말까지는 0.75%를 적용 ** 편입가능한 국채 및 통화안정증권의 잔존만기를 2년에서 1년으로 단축하되 2001년말까지는 잔존만기 1년 6개월인 경우에도 편입 허용
	7월	이자소득세 원천징수방식 변경* 및 법인에 대한 채권이자소득 세율 인하** * 채권거래시마다 보유기간중 발생한 이자소득에 대해 원천징수하던 것을 이자지급시점에 채권보유자에게 전체 이자계산기간의 세액을 원천징수하는 방식으로 전환 ** 법인에 대한 채권이자소득세율을 20%에서 개인과 동일한 15%로 인하
	9월	투자신탁회사 수익증권에 대한 채권시가평가시 민간채권평가회사 자료 이용 의무화

2. 발행 및 거래 메커니즘

가. 발행시장

(1) 국 채

(발행 종목 및 조건)

현재 발행되고 있는 국채는 국고채권[12], 외국환평형기금채권[13], 국민주택채권[14], 공공용지보상채권[15] 등 자금용도에 따라 4가지가 있으며 종목에 따라 발행방식 및 이자지급방식 등이 서로 다르다.

12) 국채의 발행 · 상환업무를 종합적으로 관리하기 위해 공공자금관리기금이 발행하는 국채로서 1994년 농지채권 · 농어촌발전채권 · 국민주택기금채권 및 2000년 1월 양곡관리기금채권을 통합하였다.
13) 원화가치를 안정시킬 목적으로 조성된 외국환평형기금의 재원 조달을 위해 발행되는 채권으로 원화 또는 달러화로 발행되며 외환위기시 달러표시 채권이 발행되었으나 현재는 원화표시 채권만 발행되고 있다.
14) 부동산 등기 및 각종 인허가관련 매입의무를 부과하는 국민주택채권(1종)이 발행되고 있으며, 투기예상지역의 민영화아파트 분양청약시 매입의무가 부과되는 국민주택채권(2종)은 1999년 7월 이후 발행이 중단되었다.
15) 2000년 6월 이후에는 신규발행이 없다.

<표 3-3> 국채의 종류 및 발행조건

	관련법률	발행목적	발행조건			
			발행방법	표면금리	금리지급	만기
국고채권	국채법	회계 · 기금에의 자금예탁	경쟁입찰	낙찰수익률	이표채 (매3개월)	1~10년
외국환평형기금채권	외국환거래법	외환시장안정 및 해외부문통화관리	〃	〃	〃	10년이내
국민주택채권	주택건설촉진법	국민주택건설 재원조달	첨가소화	연 3%	연단위 복리후급	5년
공공용지보상채권	공공용지의 취득 및 손실보상에 관한 특례법	용지보상비	교부발행	실세금리[1)]	〃	3년

주: 1) 증권업협회 고시 전월말 국고채(3년) 최종호가수익률

우선 발행방식에서는 국고채권과 외국환평형기금채권은 경쟁입찰을 통해 발행되며 국민주택채권은 인허가와 관련하여 의무적으로 매입토록 하는 소화발행방식으로, 공공용지보상채권은 당사자 앞 교부방식으로 각각 발행된다. 이자지급방식에서는 국고채권과 외국환평형기금채권은 낙찰수익률에 따른 이자를 3개월마다 지급하는 이표채로, 국민주택채권은 표면금리 3%로 만기일시상환방식의 연단위 복리채로, 공공용지보상채권은 실세금리수준에서 만기일시상환방식의 연단위 복리채로 각각 발행된다. 또한 발행만기별로는 3년, 5년 및 10년으로 되어 있는데 2001년 7월말 현재까지 발행된 국채의 발행만기별 구성은 각각 3년 39.7%, 5년 42.4%, 5년 초과 17.9%로 3년물과 5년물이 주종을 이루고 있다.

(입찰방식)

국채중 국고채 및 외국환평형기금채권은 경쟁입찰 방식으로 발행되는데 2000년 8월 금리결정방식이 복수금리결정방식(conventional auction)에서 단일금리결정방식(Dutch auction)으로 변경되었다.

단일금리결정방식은 국채 발행자인 정부의 입장에서는 복수금리결정방식에 비해 일반적으로 국채가 낮은 금리(높은 가격)로 발행되어 자금조달비용이 절감되는 측면이 있으며 입찰자의 입장에서는 「승자의 불행」(winner's curse) 가능성이 감소하여 적극적으로 입찰에 참가할 수 있다는 이점이 있다.[16)]

16) 복수금리결정방식에서는 낮은 금리로 국채 입찰에 응찰한 기관이 성공적으로 국채는 인수하였지만 결과적으로 인수가격면에서는 여타 낙찰기관보다 손해를 보는 현상(winner's curse)이 발생하여 응찰기관이 적극적으로 입찰에 참가하지 않는 경향이 있다.

(국채통합발행제도)

종전에는 국고채와 외국환평형기금채권을 발행할 때 만기일이 다르고 표면금리가 낙찰수익률에 따라 달리 결정되어 새로운 종목으로 발행됨으로써 국채종목이 지나치게 많아지고 종목당 발행금액이 작아지는 문제점이 있었다.

이와 같은 문제점을 해결하기 위해 2000년 5월 국채 통합발행제도(fungible issue)를 도입하여 3년이상 만기 국고채 및 외국환평형기금채권의 경우 3개월 범위내 추가발행시에는 만기일과 표면금리를 이전 발행 국채와 똑같이 적용하여 발행토록 하였다. 이에 따라 같은 조건의 국채 발행물량이 확대됨으로써 국채의 유동성이 높아지고 지표금리가 보다 안정적으로 형성되게 되었다. 또한 국채통합발행시 세금 때문에 발생하는 국채간의 차이문제[17]를 해소하기 위하여 국채의 표면금리만을 이자소득으로 과세토록 관련세법을 개정하였다.

(국채전문딜러제도)

1999년 7월 국채의 원활한 소화와 국채시장의 활성화를 위해 국채전문딜러(PD; primary dealer)제도를 도입하여 국채자기매매업무 취급금융기관(은행, 증권회사, 종합금융회사)중 국채 인수 및 유통실적이 우수한 금융기관[18]을 국채전문딜러로 선정하였다.

이렇게 선정된 국채전문딜러는 만기별 국채발행물량의 2% 이상 인수, 일정비율 이상의 거래실적 유지[19], 국채 매수 · 매도호가(bid-ask quotes) 공시 등 시장조성활동(market making)[20], 국채거래액중 50% 이상을 증권거래소내 국채전문유통시장 이용, 국채 포지션 및 거래실적 보고 등의 의무를 부담하는 반면 국채경쟁입찰 참가, 비경쟁 입찰에 대한 독점적 대행권[21], 국채인수자금 및 유통자금 수혜[22], 국채 관련 정책에 대한 정부와의 직접대화 등의 혜택을 부여받게 된다.

17) 국채 추가발행시 낙찰수익률이 이전 낙찰수익률 보다 높게 결정되는 경우에도 표면금리가 종전 수준으로 결정되므로 동 금리차이만큼 할인발행차금이 발생하게 되는데 이에 대해 과세하게 되면 추가발행된 국채가 이전에 발행된 국채와 상이해지는 문제점이 발생하게 된다.

18) 2001년 7월말 현재 국채전문딜러는 은행(12) 증권회사(13) 종합금융회사(1) 등 26개사이며 예비국채전문딜러는 은행(2) 증권회사(2) 등 4개사이다.

19) 전문딜러는 기관별로 매 6개월간의 국채거래실적이 동 기간 동안의 전문딜러와 예비딜러의 총 국채 거래량의 2% 이상이 되도록 하여야 한다.

20) 증권거래소내에 설치된 국채전문유통시장에서 자기계산으로 국채재고를 보유하고 자신이 항시 제출하고 있는 매수 · 매도호가에 따라 고객(일반 투자가)의 거래에 수동적으로 응하여야 하는 의무와 대고객 장외시장에서 고객이 거래를 요구하였을 때 호가를 제시하고 거래에 응할 의무를 말한다.

21) 1999년 9월부터 국채전문딜러 운용규정에 의거 신규로 발행되는 국채발행액중 20% 범위내에서 일반투자가에게 비경쟁입찰로 우선 배정하고 있는데 이 경우 일반투자가는 전문딜러를 통해서만 국채매수가 가능하며 이때 발행금리는 경쟁입찰 낙찰금리와 동일하다.

그러나 현재 국채전문딜러들은 발행시장에서 국채인수에는 적극적으로 참여하고 있으나 시장조성활동(market making) 등 유통시장관련 의무는 거의 준수하지 않고 있는 실정이다.

(발행 및 상환절차)

국채는 국채법에 따라 재경부장관이 중앙정부의 각 부처로부터 발행요청을 받아 발행계획안을 작성한 후 국회의 심의 및 의결을 거쳐 발행된다. 또한 국채발행 규모는 국회의 동의를 받은 한도 이내에서 정부가 결정한다.

<표 3-4> 국채발행절차

1. 국채발행 계획안 작성 및 조정	– 각 부처는 예산요구서에 국채발행계획을 포함하여 재경부장관앞 제출 – 재경부는 해당부처와 협의하여 국채발행계획안 작성
2. 국채발행 동의안 국무회의 심의	– 재경부는 국채발행동의안을 국무회의에 상정하여 심의
3. 국회 제출	– 국무회의 통과후 대통령 재가를 얻어 동의안을 국회제출
4. 국회심의 의결	– 국회는 상임위 심의를 거쳐 국회 본회의에서 심의 의결후 정부에 통고
5. 국채발행사무취급 규정 제정	– 재경부는 필요시 재경부령으로 관련 규정을 제정
6. 국채 발행	– 국채발행일정 등 계획을 수립한 후 국채발행 대행기관을 통해 발행
7. 매각대금 세입조치	– 판매 또는 인수 매각대금은 한국은행 정부예금계정에 입금

현재 국민주택채권[23]을 제외한 국채의 발행사무는 한국은행이 대행하고 있으며 통상 발행예정일 2영업일전에 국채전문딜러를 대상으로 경쟁입찰을 실시한다. 입찰형태는 종전의 서면입찰에서 1999년 1월부터 BOK-Wire를 통한 전자입찰로 변경되었다.

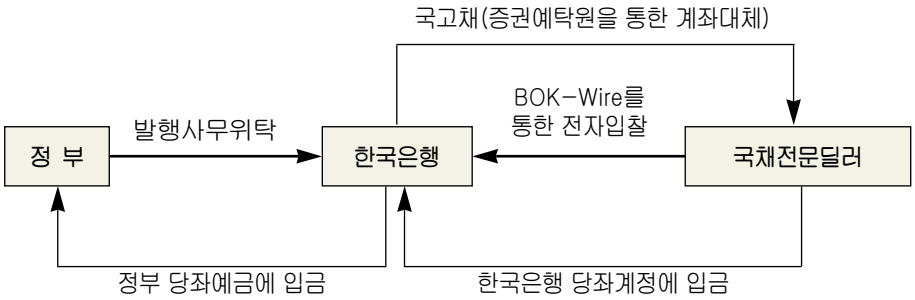
입찰은 월요일 오후 2:00~2:40까지 40분간 진행되는데 입찰방식은 발행예정금액 범

22) 2000년 3월부터 정부는 국고여유자금(1조원, 콜금리-1%p로 최장 30일 이내) 및 증권금융자금(고객예탁금의 10% 범위내에서 증권금융이 정하는 이율로 최장 60일 이내)을 지원하고 있다. 그러나 2001년말 7월말 현재 증권금융자금은 5.25%로 콜금리(4.75%)보다 다소 높아 거의 이용되지 않고 있으며 국고여유자금도 인수금융 지원용으로만 배정되어 있어 상대적으로 이용은 활발하지 않은 상황이다.

23) 국민은행이 발행사무를 담당한다.

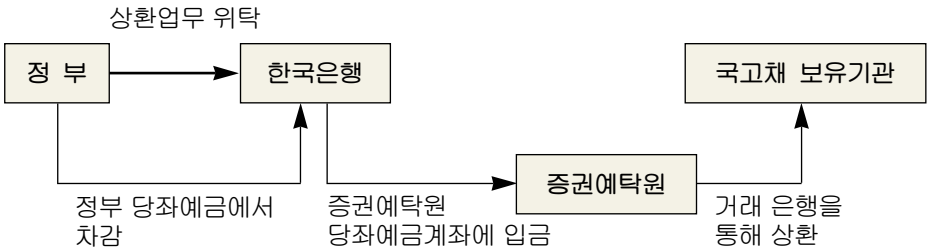
위내에서 단일금리결정방식을 적용한다. 결제는 발행한 그 날 이루어지며 BOK-Wire를 통해 인수자금이 입금되면 즉시 증권예탁원에 통보되어 계좌이체가 이루어짐으로써 거래가 끝난다.

<그림 3-1> 국고채 발행 메커니즘



국고채와 외국환평형기금채권의 상환은 한국은행이 원리금 지급일에 증권예탁원의 당좌예금계좌로 해당금액을 한꺼번에 입금하면 증권예탁원은 그 국채 보유기관의 거래은행에 원리금을 입금함으로써 끝난다. 또한 국민주택채권의 경우는 회사채의 원리금 상환 절차와 마찬가지로 만기일(또는 이자지급일)에 상환업무 대행기관인 국민은행이나 농협 앞으로 채권과 이표를 교환에 회부하여 원리금을 회수하게 된다.

<그림 3-2> 국고채 상환 메커니즘



(2) 회사채

(발행 방법 및 조건)

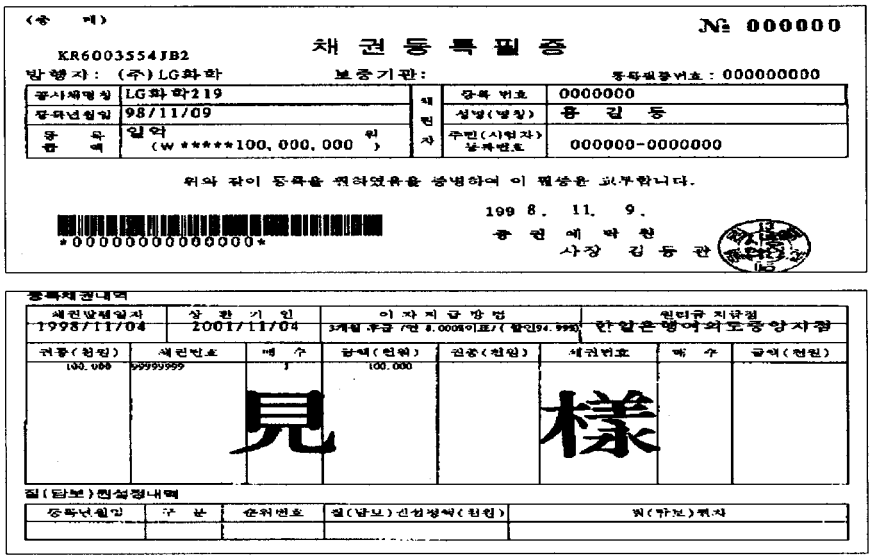
회사채는 모집방법에 따라 공모발행(public issue)과 사모발행(private placement)으로 구분되는데 공모발행의 경우에는 인수기관인 증권회사가 총액을 인수하는 방식으로 발

행되는 반면 사모발행의 경우에는 발행기업이 최종매수자와 발행조건을 직접 협의하여 발행하게 된다.

발행금액은 상법 제470조에 의해 회사가 현재 보유하고 있는 순자산액의 4배 이내로 제한되어 있으며 만기는 일반적으로 1, 2, 3, 5년으로 발행되는데 현재는 3년물이 주종을 이루고 있다. 2001년 상반기 공모회사채 발행규모(16조 328억원)중 만기 1년 이하 회사채(5,000억원)는 3.1%, 1년 초과 3년 미만(2조 7,075억원)은 16.9%, 3년 이상(12조 8,253억원)은 80.0%를 각각 차지하고 있다.

표면금리는 발행기업과 인수기관이 협의하여 자율적으로 결정되는데 현재 표면금리는 관행적으로 유통수익률보다 1~2%p 낮은 수준에서 결정된다. 이는 이자소득세가 표면금리에 대해 부과됨에 따라 투자자들이 표면금리가 낮은 회사채를 선호하는데 주로 기인하며, 이때 시장금리와의 차이는 회사채를 발행할 때 할인율로 조정한다.

<그림 3-3> **채권등록필증 견양**


(증 권)

№ 000000

KR6003554JB2

채 권 등 록 필 증

발행자: (주)LG화학 보증기관: 등록필증번호: 000000000

공사채명칭	LG화학219	채권자	장부 번호	0000000
등록년월일	98/11/09		성명(명칭)	홍 길 동
등 록 액	일억 (W *****100,000,000 원)		주민(사업자) 등록번호	000000-0000000

위와 같이 등록을 필하였음을 증명하여 이 필증을 교부합니다.

199 8. 11. 9.

00000000000000

증 권 예 탁 원

사장 김 동 관

등록채권내역

채권발행일자	상 환 기 일	이 자 지 급 방 법	원리금 지급장소
1998/11/04	2001/11/04	3개월 후급 /연 8.000%이표/(할인94.999)	한일은행여의도중앙지점

권종(천원)	채권번호	매 수	금액(천원)	권종(천원)	채권번호	매 수	금액(천원)
100,000	99999999	1	100,000				

見 樣

질(담보)권설정내역

등록년월일	구 분	순위번호	질(담보)권설정액(천원)	질(담보)권자

(회사채 신용평가제도)

신용평가기관이 부여한 회사채 신용등급은 투자자에게 원리금 회수 가능성 정도에 대한 정보를 제공함으로써 회사채 발행금리에 결정적인 영향을 미친다. 한편 회사채 발행기업의 입장에서는 신용평가 수수료의 부담에도 불구하고 객관적인 신용등급을 획득함으로써

잠재 투자자를 확보할 수 있기 때문에 총 자금조달비용이 낮아지는 효과가 있다. 특히 우리나라의 경우 선진국에 비해 회사채의 만기가 매우 짧기 때문에 회사채를 발행할 때 부여된 신용등급이 더욱 중요하다.[24)]

현재 무보증회사채 발행기업들은 2개 이상의 신용평가회사로부터 기업의 사업성, 수익성, 현금흐름, 재무 안정성 등을 기초로 회사채 상환능력을 평가받고 있다.

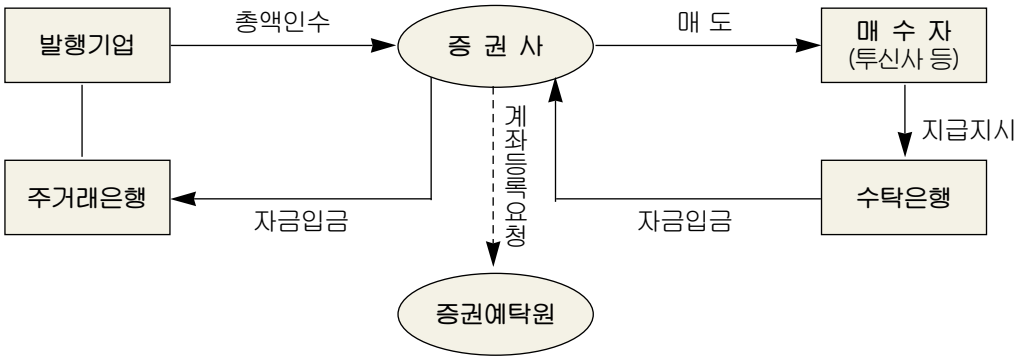
한편 회사채평가등급은 AAA~D까지 10개 등급으로 분류되는데 AAA~BBB는 원리금 상환능력이 양호하다고 인정되는 투자등급, BB~C는 동 상환능력이 상대적으로 의문시되는 투기등급, D는 상환불능 상태를 나타낸다.(〈표 3-5〉 참조)

(발행 및 상환 메커니즘)

발행회사는 인수기관(주로 증권회사)을 선정하여 발행사무 일체를 위임하며 인수기관은 발행 회사채를 총액인수한 후 매수자(은행, 투자신탁회사, 보험회사 등 기관투자가)에게 그 날로 이 회사채를 매도한다. 이때 인수기관은 인수부담을 줄이기 위해 발행계획 수립시 미리 매수자를 물색하게 된다. 매수자는 거래은행에 매매체결 내용을 통보하고 회사채 발행기업에게 대금 지급을 지시한다. 발행기업은 매수기관의 거래은행으로부터 회사채 발행자금을 거래 당일 수령한다.

한편 회사채의 인수도는 증권회사가 회사채를 매수자 명의로 증권예탁원에 개설된 계좌에 등록함으로써 끝난다.

〈그림 3-4〉 회사채 발행 메커니즘



24) 신용평가회사들은 회사채 발행후 통상 1년마다 새로 발표되는 재무제표를 근거로 신용평가등급을 조정하여 투자자들에게 공시하고 있는데 우리나라의 회사채는 만기가 대부분 3년 이하이므로 발행당시의 신용등급이 상대적으로 중요하다.

<표 3-5>

채권 신용등급 현황

(2001년 7월말 현재, 금융채포함)

등급[1]	정 의	기업수	주요 기업
AAA	원리금지급 확실성이 최고수준	17	포철, 삼성전자, 국민은행, 신한은행
AA	원리급지급 확실성이 매우 높지만 AAA등급에 비해 다소 낮음	36	LG칼텍스정유, SK, SK텔레콤, LG전자, 롯데쇼핑, 삼성카드
A	원리금지급 확실성이 있지만 장래의 환경변화에 대하여 다소 영향을 받을 가능성이 있음	72	삼성물산, 제일제당, LG상사, 현대자동차, 한빛은행, BC카드
BBB	원리금지급 확실성이 있지만 장래의 환경변화에 따라 저하될 가능성이 내포되어 있음	164	삼성테크윈, 현대중공업, 현대상선, SK케미칼, 대한항공, 코오롱, 한솔제지, 한국통신엠닷컴
투자등급		289	
BB	원리금 지급능력에 당면문제는 없으나 장래의 안전성면에는 투기적 요소가 내포되어 있음	204	현대건설, 하이닉스반도체, 현대석유화학, 동국제강
B	원리금지급 능력이 부족하여 투기적임	24	쌍용양회, 한미캐피탈
CCC	원리금의 채무불이행이 발생할 위험요소가 내포되어 있음	3	경남기업
CC	원리금의 채무불이행이 발생할 가능성이 높음	2	국민리스
C	원리금의 채무불이행이 발생할 가능성이 극히 높음	9	대우전자, 새한미디어
D	현재 채무불이행 상태	0	–
투기등급		242	
합 계		531	

주: 1) 위의 등급중 AA등급에서 BB까지는 등급내 상대적 우열에 따라 +, - 기호를 첨부

<표 3-6> 회사채 발행절차

		공모사채	사모사채	비 고
1. 인수기관 선정 및 사전 협의		○	○	
2. 이사회 결의		○	○	
3. 결의내용 증권거래소 통보 (상장법인의 경우에만 해당)		○	○	
4. 인수기관과의 계약		총액인수	총액인수	· 거래은행과 원리금 지급대행 계약 체결
5. 발행 신고	D − 8[1]	○	X	· 유가증권발행신고서를 금융감독위원회원앞 제출
6. 효력 발생일	D	○	X	
7. 청 약	D	○	X	
8. 납 입	D	○	총액인수 계약과 동시에 납입	
9. 발행 실적보고	D + 1	○	납입 익일	· 금융감독위원회앞 발행실적 보고 · 필요시 증권거래소 상장

1) 유가증권발행 신고수리에 1일이 소요되며 효력발생은 무보증사채의 경우 7일, 보증사채 · 담보부사채의 경우 5일이 소요

회사채 발행 관련 제비용

1. 인수수수료 : 주간사회사와 발행회사간에 자율적으로 협의
(통상 발행금액의 2/1000~8/1000)

2. 발행분담금 : 회사채 발행가액의 일정비율*을 금융감독원에 납부
* 1년 이하 5/10000, 1년 초과 2년 이하 7/10000, 2년 초과 9/10000 적용(다만, 연간발행액을 일괄신고시 4/10000)

3. 상장수수료 : 증권거래소에 납부(상장채권의 권면액에 비례하여 10억원미만 10만원~5,000억원이상 170만원)

4. 등록발행비용 : 증권예탁원에 납부(1/100000)

5. 신용평가수수료 : 기본수수료(발행기업 자산규모에 따라 차등) 및 비례수수료(채권발행액에 비례)로 구성(최고한도 3,000만원 이내)를 신용평가회사(무보증의 경우 2개 이상)에 납부

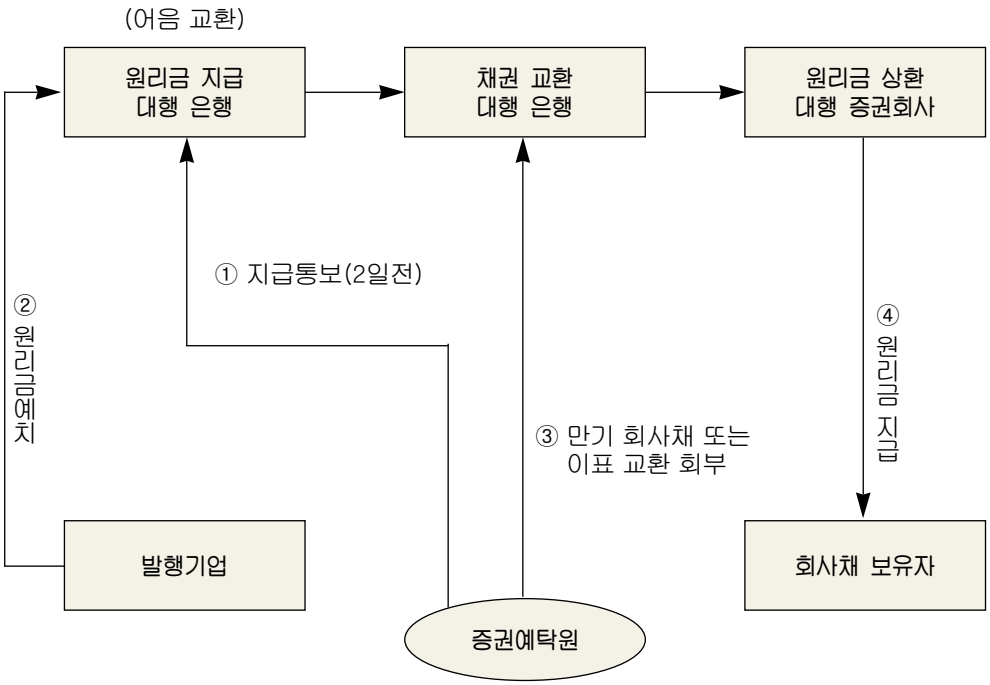
6. 기타부대비용 : 인지세, 발행공고비, 투자설명회(500억 이상 발행시) 개최비용 등

무보증 회사채 100억원 발행시 발행비용 시산(예)

인 수 수 수 료	100억원 × 0.8% = 8,000만원
발 행 분 담 금	100억원 × 0.09% = 900만원
상 장 수 수 료	100만원
등록발행비용	100억원 × 0.001% = 10만원
신용평가수수료	600만원 × 2개 기관 = 1,200만원
기타부대비용	100만원
합 계	1억 310만원(발행금액의 약 1.0%)

회사채의 원금상환 및 이자지급은 발행기업과 증권예탁원, 원리금지급대행은행, 채권교환대행은행 및 원리금지급 대행증권회사를 통해 이루어진다. 증권예탁원은 원리금 지급일의 2일전 원리금지급 대행은행에 원리금 지급기일이 다가왔음을 알리고 만기일에 만기회사채 또는 이표를 채권교환 대행은행을 통해 교환에 회부하면 발행기업이 원리금지급 대행은행에 예치한 해당 원리금이 채권교환 대행은행을 통해 원리금상환 대행증권회사로 입금되고, 회사채보유자는 원리금상환 대행증권회사로부터 원리금을 회수한다.

<그림 3-5> **회사채 상환 메커니즘**



나. 유통시장

(1) 유통시장의 구조

채권 유통시장은 크게 장외시장과 장내시장으로 구성되어 있다.

현재 대부분의 채권거래가 이루어지고 있는 장외시장은 주로 증권회사의 단순중개를 통하여 이루어지고 있으며 2000년 6월부터 영업을 개시한 딜러간 채권중개회사(IDB ; inter-dealer broker)를 통한 채권딜러간 거래는 매우 부진한 실정이다. 한편 장내시장으로서 증권거래소내에 일반채권시장과 국채전문유통시장이 설치되어 있는데 전환사채와

<표 3-7> **채권의 장외시장 및 장내시장 비교**

	장외시장		장내시장(증권거래소시장)	
	증권회사 단순중개	IDB중개	일반채권시장	국채전문유통시장
거래참가기관	제한없음	채권 자기매매업자 (은행, 증권회사, 종합금융회사)	증권거래소 정회원	국채전문딜러 예비딜러, 일반딜러
거래중개기관	증권회사	IDB	증권거래소	증권거래소
주요거래종목	모든 채권	좌 동	소액국공채 및 주식관련사채	최근 발행 국고채[2]
매매방식	상대매매	사실상 상대매매[1]	경쟁매매 (자동매매시스템)	좌 동
매매시간	제한 없으나 통상 09:00~15:30	좌 동	09:00~15:00	좌 동
결제시점	당일결제	좌 동	좌 동	좌 동
매도/매수 호가 스프레드	제한 없음	좌 동	좌 동	좌 동
최소 매매단위	제한 없으나 통상 100억원	좌 동	소액국공채 1,000원 기타 채권 10만원	50억원

주: 1) 당초 브로커의 개입 없이 전산스크린에 의한 완전자동매매시스템을 이용한 거래형태를 지향하였으나 현재는 IDB가 단순중개하는 형태로 운용되고 있는 상황
2) 3, 5, 10년물, 최근월에 발행된 지표종목 각 1개, 재정경제부장관이 지정하는 종목 각 1개 및 증권거래소에서 지정하는 종목 각 1~2개

소액국공채의 거래가 의무화되어 있는 일반채권시장은 다소 활성화되어 있으나 국채전문유통시장은 거래실적이 미미하다.

(2) 장외시장

(증권회사를 통한 채권거래)

채권거래는 대부분 증권회사를 중개기관으로 하여 장외에서 이루어지는데[25], 이는 채권의 종목이 다양하고 거래조건이 표준화되어 있지 않아 조직적인 증권거래소시장의 자동매매시스템을 통해서는 원활한 거래가 곤란하기 때문이다.

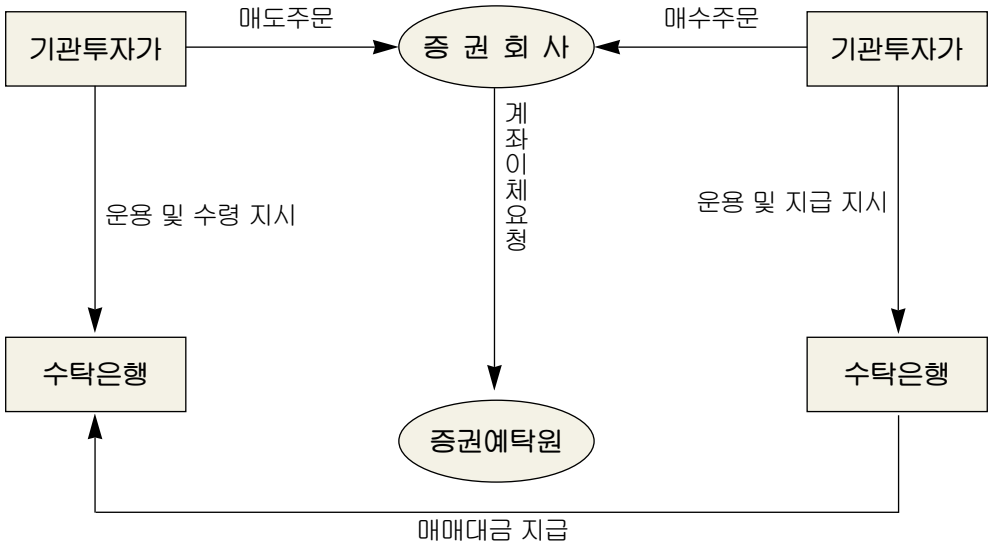
현재 증권회사는 전화 등을 통해 매도 또는 매수를 원하는 투자자의 호가를 받은 후에 반대거래를 원하는 상대방을 찾아 거래를 중개하므로 매수 · 매도호가(bid-ask quotes)를 미리 제시하지 않고 고객의 거래요청에 반드시 응해야 할 의무도 없다. 따라서 시장조성에 따른 재고상품 보유의 위험을 부담해야 할 필요[26]가 없다.

이와 같이 증권회사들이 단순중개방식(brokerage)으로 채권거래를 중개함에 따라 거래가 가능한 유통수익률이 즉시 고시되지 않고 채권수익률이 급격히 변동할 때 거래가 원활히 이루어지지 않는 문제점이 있다. 또한 재고자산 보유에 따른 위험을 부담하지 않음으로써 채권거래 중개수수료[27]가 지나치게 낮게 책정되어 불필요한 단기딜링 목적의 채권거래가 크게 증가하는 문제점이 상존하고 있다. 이는 증권회사들이 자체 채권포지션을 보유할 만큼 자금여력이 크지 않은 데다가 과거 채권운용과정에서 큰 손실을 경험하였기 때문에 시장조성활동보다는 단순중개에만 관심을 가지는 데에 기인한다.

한편 장외시장은 거래의 특성상 매매시간의 제한은 없으나 보통 증권회사 영업시간과 대금결제를 감안하여 은행의 영업시간 범위내(09:00~15:30)에서 거래가 일어나며 거래단위는 관행적으로 100억원이다. 일단 거래가 체결되면 매수기관은 자기 거래은행에게 매도기관 앞으로 대금 지급을 지시하고 매도기관은 증권회사를 통해 증권예탁원에 계좌이체를 요청한다. 자금 및 채권 결제는 결제위험 등으로 인해 거래 당일 결제가 일반적이다.

25) 2001년 상반기중 장내채권 거래실적은 총 거래실적의 1% 미만으로 채권거래의 거의 대부분이 장외시장에서 이루어지고 있다.
26) 그러나 증권회사는 동 중개거래를 상품계정을 통한 채권매수 또는 매도로 계정처리하므로 실제 중개수수료 수입은 회계상 채권매매차익으로 인식된다.
27) 일반적으로 채권 매도자측에 100억원당 100만원이 부과된다.

<그림 3-6> 채권 장외 유통 메커니즘



* 기관투자가간 채권거래를 전제로 함

(딜러간 채권중개회사를 통한 거래)

2000년 2월 채권딜러간 장외채권중개를 전문적으로 취급하는 딜러간 채권중개회사(IDB)의 설립을 허용하였는데, 이 중개회사는 스스로 채권상품을 보유하지 않고 채권딜러[28]들이 대고객 매매에 따라 채권의 과부족이 발생한 경우 재고조정(position 조정)을 위한 거래를 중개하는 기능을 수행한다.

그러나 현재 장외 중개실적의 대부분을 차지하고 있는 증권회사가 매수 · 매도호가(bid-ask quotes)를 제시하지 않고 단순 중개업무만을 취급함에 따라 증권회사의 입장에서는 보유채권의 재고를 조정할 필요가 없으므로 딜러간 채권중개회사 본연의 업무가 활성화되지 않고 있는 실정이다.

(3) 장내시장

(증권거래소의 일반채권시장)

장내시장은 증권거래소에 상장된 채권을 대상으로 표준화된 거래방식에 따라 거래가 이

28) 은행, 증권회사, 종합금융회사 등 채권자기매매기관을 말한다.

루어지는 조직적인 시장으로서 증권거래소내에 개설되어 있는데 크게 일반채권시장과 국채전문유통시장으로 구분된다.

이중 일반채권시장은 불특정 다수의 일반 투자자가 참여할 수 있는 시장으로서 국채전문유통시장에서 따로 거래가 이루어지는 국고채를 제외한 모든 거래소 상장채권이 거래대상이나 현재 소액국공채와 상장전환사채 위주로 거래가 이루어지고 있다.

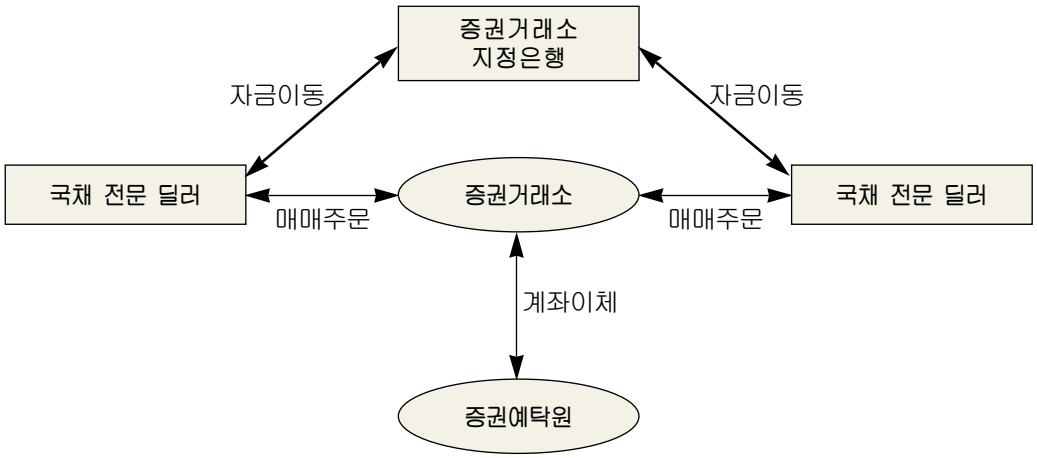
소액국공채는 국민주택채권1종 서울도시철도채권 지역개발공채 지방도시철도채권 등 첨가매출되는 소액국공채(5,000만원 이하)의 환금성을 제고하여 이들 채권매입자의 자금부담을 경감시키기 위하여 거래되고 있으며, 전환사채는 공정한 가격형성을 통해 전환사채의 수요기반을 확충하기 위하여 장내거래가 의무화되어 있다.

이 시장의 직접참가자는 거래소의 회원증권회사로 제한되나 개인, 일반법인, 증권거래소 회원이 아닌 기관투자가, 외국인 등은 회원증권회사에 위탁계좌를 개설하여 시장에 참여할 수 있다.

(국채전문유통시장)

국채전문유통시장(IDM; inter-dealer market)은 일반적으로 국채전문딜러(PD) 등 시장조성활동을 담당하는 일부 금융기관들만 참가하는 시장으로서 대량거래를 통해 국채가격이 결정되기 때문에 지표금리 형성에 중심이 되며 국채의 유동성(liquidity)을 높이는데도 매우 중요하다. 따라서 주요 선진국에서는 이 시장에서의 거래가 전체 국채거래의 절반 이상을 차지하고 있다.

<그림 3-7> 국채전문유통시장의 거래 메커니즘



우리나라는 1999년 3월 증권거래소내에 국채전문딜러, 예비국채전문딜러[29], 일반딜러[30] 등 기관투자가들의 국채도매거래를 위해 경쟁매매시장[31]인 국채전문유통시장이 개설되었으며, 이 시장에서는 국고채 최근월물[32]이 거래되고 있다.

거래체결방식은 국채전문딜러 등이 증권거래소가 운영하는 국채자동매매시스템을 통해 종목별로 매수매도호가를 입력하면 거래조건이 맞는 주문끼리 자동적으로 체결되도록 되어 있다.

그러나 현재 국채전문딜러 등이 실제 거래가 가능한 매수매도호가를 실시각으로 제시하지 않음에 따라 국채자동매매시스템을 통한 가격 발견(price discovery)이 불가능하다. 이에 따라 국채전문딜러들이 거래의 일정비율 이상을 국채전문유통시장을 이용해 거래하도록 의무화[33]하였음에도 불구하고 동 시장을 통한 거래는 극히 부진한 실정이다.

다. 채권시장의 하부구조

(1) 채권유통수익률 공시제도

현재 채권유통수익률은 증권업협회가 각 증권회사로부터 장외시장에서 거래되는 채권수익률을 통보받아 증권전산 단말기를 통해 공시하는 최종호가수익률[34]이 일반적으로 이용되고 있다.

그러나 증권업협회가 발표하는 최종호가수익률은 보고하는 증권회사가 장외시장의 거래내역을 감안하여 대체로 적정하다고 판단하는 해당 종목채권의 평균적인 유통수익률에 불과하므로 실제 거래가 가능한 개별 채권의 유통수익률은 아니며 특히 그 날 거래실적이 없거나 미미한 경우 이들 증권회사들이 적정 유통수익률을 제시하기가 곤란하다는 문제점을 갖고 있다.

29) 향후 거래실적에 따라 전문딜러로 격상될 가능성이 높은 금융기관으로서 국채전문딜러는 매수 · 매도 호가제시가 의무인 반면 예비딜러는 희망하는 경우에만 선택적으로 호가제시가 가능하다.
30) 일반딜러는 제시된 가격에 따라 거래에 참가할 수 있는 자격만 있다.
31) 국채는 비교적 종목당 발행금액이 대규모이고 종목이 표준화되어 있어 경쟁매매시장의 대상 유가증권으로 적합하다.
32) 만기별(3,5,10년)로 가장 최근에 발행된 종목순으로 각 3~4개 종목이 거래되고 있다.
33) 국채전문딜러는 국고채 최근월물 거래량의 50% 이상을 국채전문유통시장에서 거래할 의무를 부담하고 있다.
34) 증권업협회는 10개의 증권회사로부터 특정시각(11:30 및 15:30)에 유통시장에서 체결 또는 호가되는 채권수익률을 보고 받아 이중 최고치와 최저치 각각 2개를 제외한 6개의 수익률을 단순평균하여 고시한다.

<표 3-8> 최종호가수익률 대상채권

	채권종목	잔존기간
국 채	국고채(1년)	10월~1년
	국고채(3년)	2년9월~3년
	국고채(5년)	4년7월~5년
	국민주택채권1종(5년)	4년6월~5년1월
	국고채(10년)	9년7월~10년
회사채	회사채(무보증 AA-, 3년)	2년9월~3년
	회사채(무보증 BBB-, 3년)	2년9월~3년
금융채	통화안정증권(364일물)	10월~1년
	통화안정증권(2년)	1년9월~2년
	산금채(1년)	10월~1년
특수채	한전채(3년)	2년9월~3년

(2) 채권시가평가제도

채권시가평가는 금융기관이 보유하고 있는 채권의 가치를 적절한 가격[35]으로 평가하는 것으로 금융기관 자체 보유채권에 대한 시가평가와 투자신탁회사 및 은행신탁 등의 간접투자상품에 대한 시가평가로 구분된다.

먼저 금융기관 자체 보유채권에 대한 시가평가는 은행과 종합금융회사의 고유계정중 상품계정의 경우에는 시가평가손익을 결산할 때 영업손익에 반영하고 있으며, 투자계정의 경우에는 중도에 매각할 목적으로 보유한 채권은 시가평가손익을 결산시 자본조정항목으로 대차대조표에 반영하고 있으나 만기까지 보유할 목적으로 보유한 채권은 결산시에도 시가평가를 하지 않고 있다.

한편 간접투자상품에 대한 채권시가평가는 1998년 11월부터 신규펀드에 한정하여 실시토록 하였으며 2000년 7월부터는 전면적으로 시가평가제도를 시행하였다. 다만 1998년 11월 14일 이전에 설정된 펀드중 적립식 투자신탁은 2000년 7월 1일 이후 수탁분에 대해

35) 시장에서 거래가 활발한 채권은 시장가격(market value)으로, 거래부진으로 시장가격의 발견이 어려운 경우에는 시장에서 보유채권을 매각할 경우 받을 수 있을 것으로 합리적으로 추정되는 공정가격(fair value)으로 평가한다.

서만 시가평가를 하며 비적립식 투자신탁은 장부가평가를 유지하되 2001년 7월 1일 이후 신규수탁을 금지하였다. 또한 MMF는 원칙적으로 장부가평가[36]를 유지하는 가운데 신규수탁도 허용하였다.

이러한 시가평가에 필요한 수익률은 증권업협회 또는 민간시가평가회사(3개)[37]가 제공하는 가격정보중 1개사를 채권보유기관이 선택하여 이를 기초로 해서 평가토록 하고 있는데, 증권업협회가 고시하는 시가평가기준수익률은 무료로 제공되는 반면 민간시가평가회사의 시가평가자료는 유료로 제공되기 때문에 대부분의 금융기관이 증권업협회 자료[38]를 사용하여 왔다.

그러나, 증권업협회의 시가평가기준수익률은 시장에서의 가격변동을 정확히 반영하지 못할 뿐만 아니라 대상채권의 포괄범위가 제한적이고 정확도가 낮아 이 수익률을 이용하여 채권가격을 정확히 평가하기 어려운 면이 있다. 반면에 민간시가평가기관은 증권업협회에서 채권거래정보를 제공받아 자전거래 등 비정상적인 거래를 제거한 후 각 기관의 고유한 평가모형을 이용하여 개별 채권의 수익률을 산정하므로 이 수익률을 이용할 경우 상대적으로 정확한 시가평가를 기대할 수 있다. 이와 같은 점을 반영하여 2001년 9월부터 투자신탁회사 수익증권에 대해서는 민간 채권시가평가회사(3개)중 2개 이상의 기관이 제공하는 시가평가수익률을 기초로 하여 채권을 평가하고 있으나 은행신탁 등 여타 금융상품에는 여전히 증권업협회의 시가평가기준수익률이 적용되고 있다.

(3) 증권대금동시결제제도

채권거래시 채권 인도와 대금 결제가 동시에 이루어지도록 함으로써 채권거래의 안정성과 효율성을 높이기 위해[39] 1999년 11월 증권대금동시결제제도(DVP; delivery versus payment)를 도입하였다. 이 제도는 증권예탁원의 예탁자 계좌간 대체에 의한 채권결제와 한국은행 전산망(BOK-Wire)에 개설된 증권예탁원의 계좌를 통한 대금결제를 연계하여 동시에 처리하는 시스템이다.

그러나 그 동안 장외시장 거래에서 채권인도와 대금결제를 따로 처리해 온 관행으로 채

36) MMF 운용자산은 원칙적으로 장부가로 평가하되 장부가와 시가(net asset value)의 차이로 신탁재산의 0.75%(2002년 이후는 0.5%로 예정) 이상 손실이 발생하거나 발생할 우려가 있는 경우 투자신탁운용사는 보유유가증권의 가격조정이나 매각 등 적절한 조치를 취하고 동 사실을 금융감독원장에게 보고하여야 한다.

37) 2000년 7월 한국채권평가 KIS채권평가 NICE채권평가 등 3개 민간 채권평가 전문회사 설립되었다.

38) 증권업협회는 매일 채권종류별 만기별로 362개의 수익률로 구성된 채권가격표(matrix table)를 공시하고 있는데 매주 금요일에는 전체 항목을 10개 증권사로부터 보고 받아 수익률을 공시하고 있으며 여타 요일에는 기준수익률에 금리스프레드를 가산하여 산정한다.

39) 주식시장 및 장내 채권시장 거래는 증권거래소 등이 결제이행을 보증하므로 동시결제(DVP) 여부가 문제되지 않으나 장외 채권시장에서는 거래위험을 당사자가 부담해야 하므로 동시결제 여부가 중요하다.

권시장참가자들이 증권대금동시결제제도의 필요성을 크게 느끼고 있지 않는 데다 영업시간중 자금관리가 종결되지 않는 금융기관의 영업관행 등으로 결제일이 당일인 상황에서는 동시결제가 번거로와 이 제도의 활용은 저조한 실정이다.[40)]

이에 따라 2001년 6월중 전체 채권장외거래실적(114.1조원)중 증권대금동시결제실적(34.7조원)은 약 30% 수준에 불과하다.

(4) 채권 등록 및 예탁제도

채권 등록제도는 국채등록법 또는 공사채등록법에 따라 채권 실물을 발행하지 않고 등록기관이 관리하는 채권등록부에 채권자의 성명, 주소, 채권금액 등 권리내역을 등록(book-entry)함으로써 채권 실물을 소유하는 것과 동일한 효력을 갖는 제도이다. 즉 채권자는 등록절차를 마침으로써 채권자로서의 권리가 확정되며 채권의 매매, 질권 및 담보권의 설정, 신탁재산의 표시 등은 채권등록부 기재를 통하여 해당 채권의 발행자 및 제3자에게 대항할 수 있다.

이러한 등록제도는 채권실물을 갖고 있어야만 채권자의 권리를 행사토록 규정한 민법 및 상법에 대한 특례인데 이를 통하여 채권발행자는 실물 발행비용이 절감되고 원리금을 지급할 때 실물확인절차를 생략할 수 있는 등 업무처리가 간편해지는 이점이 있다. 채권자의 입장에서도 실물보관에 따른 위험부담이 없고 보관비용이 절감되는 등의 이점이 있다. 현재 대부분의 채권은 실물발행 없이 등록발행을 하고 있는데, 원칙적으로 대부분의 국채[41)]와 통화안정증권은 한국은행이, 은행이 발행하는 금융채는 해당 은행이, 기타 공사채는 증권예탁원이 각각 등록업무를 담당하고 있다.

한편 채권 예탁제도란 대체성이 있는 채권의 보관 및 관리를 위해 증권예탁원[42)]이 예탁자와의 위임계약에 따라 채권을 예탁받아 혼합임치[43)]하고, 예탁자는 예탁 채권에 대한 권리행사를 예탁계좌부[44)]에 의해 처리하는 제도이다.

따라서 예탁제도는 채권 등록시 증권예탁원 명의로 일괄등록을 한 후 예탁계좌부를 통해

40) 동시결제방식하에서는 채권인도 또는 대금결제를 먼저 요청한 측에서 거래 상대방이 이에 상응한 조치를 취할 때까지 대기하여야 하는 반면 기존 방식하에서는 일방이 채권 또는 결제대금을 먼저 이체해 놓고 영업마감전 상대방의 조치를 확인하는 것으로 충분하다.

41) 국민주택채권 및 공공용지보상채권의 경우에는 실물발행을 한다.

42) 증권거래법 제173조의3에 의거 증권예탁원이 아닌 자는 유가증권을 예탁받아 그 유가증권의 수수에 갈음하여 계좌간의 대체로 결제하는 업무를 영위할 수 없다.

43) 예탁기관은 채권을 예탁 받음에 있어 다른 동종의 채권과 혼합하여 별도 구분 없이 보관하고 예탁을 종료할 때에도 권리의 차이가 없는 동일종류의 채권으로 반환한다.

44) 채권 예탁자는 계좌부의 대체기재를 통하여 채권 점유자격 수여 효력, 양도 및 질권설정 등 권리변동 효력, 제3자에 대한 대항력 등을 보유한다.

예탁자의 권리를 규정하는 한편 동 계좌부를 통해 채권에 대한 권리를 이전함으로써 채권의 유통을 원활하게 하는 기능을 한다.

그런데 국채발행의 경우에도 인수 금융기관 등의 요청에 따라 거의 대부분 증권예탁원 앞으로 일괄등록[45]하고 있으며 은행발행 금융채 등의 경우에도 증권예탁원을 통한 등록이 증가하고 있다.

이와 같이 기관투자가들이 증권예탁원 명의로 일괄등록하고 있는 것은 증권거래법 및 증권업감독규정 등에 보유채권을 증권예탁원에 예탁토록 의무화하고 있을 뿐만 아니라 이 예탁제도가 유통시장에서의 원활한 채권거래에 유용하기 때문이다.

즉 채권투자자의 입장에서는 증권예탁원에 계좌를 개설하여 채권을 예탁한 후 채권의 매매 등에 따른 채권 및 자금결제를 실물의 이동 없이 계좌간 대체로 처리할 수 있으며 채권발행기관의 입장에서는 원리금을 지급할 때 증권예탁원으로 한꺼번에 지급하면 증권예탁원이 예탁자 계좌를 통하여 개별 예탁자에게 이를 지급하게 되므로 사무처리 절차가 간소해지는 이점이 있다.

그러나 각 금융기관이 국채 및 통화안정증권을 증권예탁원 명의로 한꺼번에 등록하는 것은 한국은행이 금융기관의 이들 채권보유현황을 적시에 파악하는 것을 어렵게 하여 공개시장조작의 원활한 수행[46] 및 국채발행시장 감시[47] 등에 제약요인으로 작용하고 있다.

(5) 채권 상장제도

채권의 상장이란 증권거래소시장에서 거래될 수 있는 채권의 자격을 주는 제도인데, 현재 국내에서 발행된 모든 공모채권과 일부 사모채권은 증권거래소에 상장되어 있다. 이렇게 대부분의 채권이 증권거래소에 상장되어 있는 것은 투자신탁회사 신탁재산 등 간접투자상품에 편입될 수 있는 채권이 관련규정에 의해 상장채권으로 제한되고 있으며 상장채권은 동시에 각종 보증금 공탁금 및 선물 · 옵션 증거금을 납부할 때 현금에 갈음할 수 있기 때문이다.

한편 채권은 일반적으로 발행 당일에 거래가 가장 활발하므로 채권의 발행과 동시에 증

45) 이 경우 한국은행의 국채등록부상에는 소유권자가 증권예탁원으로 기록되고 실제 소유권의 관리 및 원리금 지급 업무 등은 증권예탁원이 수행하게 되는데 20001년 6월말 현재 우리은행 발행 국공채의 97%가 증권예탁원에 일괄등록되어 계좌대체방식으로 결제되고 있다.

46) 긴급유동성 지원이 필요한 경우 각 기관별 RP 거래대상 증권의 보유현황 파악이 어려워 유동성 지원규모 등의 신속한 결정에 애로가 발생할 뿐만 아니라 마감시간 이후 담보증권 취득 곤란으로 일시부족자금대출 등의 원활한 수행이 제약된다.

47) 국채 소유권 이전상황을 상시적으로 파악할 수 없기 때문에 국채발행시 타인명의를 이용한 한도(국채전문딜러당 발행액의 30%) 초과 인수, 금융기관간 담합 등 국채전문딜러의 불공정거래 행위를 즉각 파악하기 곤란하다.

권거래소 시장에서 매매될 수 있도록 사전에 상장 신청[48]을 받아 발행일에 채권을 상장하고 있다. 즉 유가증권신고서를 제출하는 채권[49]의 경우에는 금융감독위원회에 유가증권신고서가 수리된 시점에 상장을 신청하며, 유가증권신고서 제출이 면제되는 채권의 경우에는 그 채권을 발행하는 달의 다음 달 10일까지 한꺼번에 상장을 신청하고 있다. 한편 국채 중 입찰을 통해 발행되는 국고채와 외국환평형기금채권의 경우 발행일 하루전에 상장신청을 받아 발행하는 날 상장되고 있다. 또한 연중 계속 매출하고 매달 특정일에 발행하는 국민주택채권(1종)과 지방채 등은 매년 해당 채권발행계획을 확정한 후에 그 해 발행예정금액을 한꺼번에 상장신청을 할 수 있으며 매월 발행결과를 다음 달 20일까지 거래소에 통지하도록 되어 있다.

유통수익률 변동에 따른 채권가격 변동

채권가격은 발행자가 만기까지 지급해야 하는 이자와 원금을 현재의 유통수익률(YTM; yield to maturity)로 할인하여 현재가치화한 금액(NPV; net present value)으로 결정된다.

$$P = \frac{a}{(1+r/4)^1} + \frac{a}{(1+r/4)^2} + \cdots\cdots + \frac{a}{(1+r/4)^{12}} + \frac{A}{(1+r/4)^{12}}$$

a: 매분기별 이자
r: 유통수익률
A: 원금

(1) 채권가격은 유통수익률에 반비례

채권가격은 표면금리(coupon rate) 이자지급방법 만기 유통수익률 등에 의해 결정되는데 대부분의 채권가격 결정요인이 이미 채권발행시 확정되므로 발행 이후의 채권가격은 주로 유통수익률에 따라 변동하게 된다.

예를 들어 채권(잔존만기 3년, 액면 10,000원, 표면금리 8%) 유통수익률이 10%에서 11%로 상승할 경우 채권가격은 9,487원에서 9,242원으로 하락하고 수익률이 9%로 하락할 경우 채권가격은 9,740원으로 상승하여 채권가격은 유통수익률에 반비례한다.

48) 채권의 상장은 채권발행인이 직접 신청하거나 주간사회사가 발행회사를 대행하여 신청할 수 있다.
49) 종래에는 공모회사채(ABS 포함)만이 유가증권신고서 제출대상이었으나 2001년 7월 증권거래법시행령 개정으로 종합금융회사채 및 카드채까지 제출대상이 확대되었다.

<표 3-9> 유통수익률 변동에 따른 채권 가격 변동[1)]

		유통수익률 및 채권가격		
		9% ⇐	10%	⇒ 11%
만기	1년	9,905원(0.95%)	9,812원	9,720원(−0.94%)
	2년	9,819원(1.85%)	9,641원	9,468원(−1.79%)
	3년	9,740원(2.67%)	9,487원	9,242원(−2.58%)

주: 1) 표면금리 8%, 액면가격 10,000원, 매3개월 1회 이자지급
( )내는 변동률

(2) 채권의 잔존만기가 길수록 유통수익률 변동에 따른 채권가격 변동률은 확대되나 그 변동률의 증감은 체감

채권(액면 10,000원, 표면금리 8%) 유통수익률이 10%에서 9%로 하락할 경우 만기가 각각 1 · 2 · 3년인 채권가격은 각각 0.95%, 1.85%, 2.67% 상승하여 만기가 길수록 크게 상승한다. 다만 상승률의 증가분은 0.90%p(1.85% - 0.95%)에서 0.82%p(2.67% - 1.85%)로 점차 체감한다.

(3) 만기가 일정할 경우 유통수익률 하락으로 인한 채권가격 상승폭은 동일한 폭의 유통수익률 상승으로 인한 가격 하락폭보다 큼

채권(잔존만기 3년, 액면 10,000원, 표면금리 8%) 유통수익률이 10%에서 1%p 하락할 경우 채권가격은 253원(9,740원 - 9,487원) 상승하고 1%p 상승할 경우 245원(9,242원 - 9,487원) 하락하여 상승폭이 하락폭보다 크다.

(4) 표면금리가 낮은 채권이 표면금리가 높은 채권보다 유통수익률 변동에 따른 가격변동률이 큼

채권(잔존만기 3년, 액면 10,000원) 유통수익률이 10%에서 1%p 하락할 경우 표면금리가 4%일 경우에는 채권가격이 2.80% 상승하나 표면금리가 8%일 경우에는 채권가격이 2.67% 상승하여 표면금리가 낮을수록 채권가격의 상승률이 높다.

<표 3-10> 표면금리 차이에 따른 채권가격의 유통수익률 민감도[1)]

표면금리	유통수익률 및 채권가격		
	9% ⇐	10%	⇒ 11%
4%	8,698원(2.80%)	8,461원	8,232원(−2.71%)
8%	9,740원(2.67%)	9,487원	9,242원(−2.58%)

주: 1) 잔존만기 3년, 액면가격 10,000원, 매 3개월 1회 이자지급
( )내는 변동률

3. 발행 및 유통 현황

가. 발행시장

2001년 6월말 현재 전체 채권발행잔액은 약 454조원에 달하며 정확한 계수집계가 어려운 일부 지방채와 특수채를 포함할 경우 실제 발행잔액은 약 500조원 정도로 추정된다. 채권종류별 잔액은 회사채가 143조원으로 전체의 31.5%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 특수채 126조원(27.8%), 국채 76조원(16.8%), 통화안정증권 72조원(15.9%), 금융채 33조원(7.3%), 지방채 3조원(0.7%) 등의 순이다.

채권 발행잔액의 추이를 보면 1995~1997년중에는 연간 20~30조원씩 일정하게 증가하였으나 외환위기 직후인 1998년에는 종전의 5배에 달하는 약 110조원이 증가하였다. 이는 국고채, 특수채, 외국환평형기금채권, 통화안정증권, 회사채 등이 각각 구조조정 추진을 위한 공공부문 자금수요의 증대, 외환시장의 안정, 해외부분 통화 환수, 기업신용위

<표 3-11> **채권 종별 발행잔액 추이**

(기말기준)

단위: 억원, %

	1997	1998	1999	2000	2001.6
국 채[1]	285,543 (12.8)	415,728 (12.4)	611,683 (16.3)	712,257 (17.0)	762,259 (16.8)
지 방 채[2]	30,498 (1.4)	29,979 (0.9)	30,074 (0.8)	30,774 (0.7)	30,523 (0.7)
금 융 채[3]	390,498 (17.5)	427,829 (12.7)	359,667 (9.6)	363,876 (8.7)	334,467 (7.3)
특 수 채[4]	384,483 (17.3)	804,216 (23.9)	1,031,460 (27.5)	1,081,126 (25.8)	1,262,162 (27.8)
회 사 채	901,019 (40.5)	1,226,823 (36.5)	1,196,617 (32.0)	1,336,486 (31.9)	1,431,165 (31.5)
통화안정증권	234,709 (10.5)	456,733 (13.6)	514,892 (13.8)	663,776 (15.9)	721,801 (15.9)
총 계	2,226,750	3,361,308	3,744,393	4,188,295	4,542,377

주: 1) 국고채권, 국민주택채권1 · 2종, 양곡증권, 외국환평형기금채권 등
2) 지하철공사채
3) 산업금융채, 국민은행채, 중소기업금융채
4) 예금보험기금채, 부실채권정리기금채, 토지개발채, 한국전력채, 기술개발채, 카드채, 리스채, 할부금융채
( )내는 전체 발행잔액에서 차지하는 비율

험 증가에 따른 은행들의 기업대출 기피 등으로 발행을 크게 확대한 데 기인하였다. 그러나 1999년 이후에는 증가세가 다소 둔화되는 모습이다.

나. 유통시장

유통시장에서의 전체 채권거래 규모(월평균)는 1997년중 20조원에 불과하였으나 2000년중 156조원으로 크게 늘어났으며 2001년 들어서도 계속 확대되는 추세이다. 이는 외환위기 이후 채권발행규모가 확대된 데다 채권시가평가제의 도입 및 금리의 하향안정세에 따라 기관투자가들이 중도매각을 통해 차익을 실현한 데에 주로 기인한다. 이에 따라 거래회전율(거래규모/발행잔액)도 1997년 109%에서 2000년중에는 448%로 크게 상승하였다. 특히 국채 회전율의 경우 대우사태 이후 우량채권 선호경향(flight to quality) 확산 및 전반적인 금리 하향안정화로 차익실현을 위한 단기딜링 거래가 활발해지면서 같은 기간중 56%에서 807%로 급상승하였다.

현재 채권거래는 대부분 장외거래를 통해 이루어지고 있으며 장내거래는 전체거래의 1.3%(2000년 기준)에 불과하다. 다만 1999년 이후 국채전문딜러(PD) 선정과 관련하여 신청기관들이 자전거래 및 상대거래 등을 통하여 거래실적 제고에 치중하면서 장내거래 규모가 다소 증가하였다.

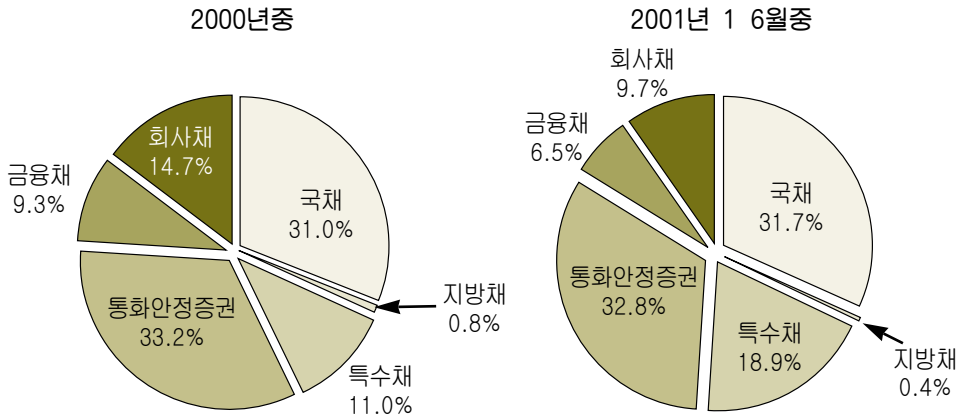
<표 3-12> **채권종별 거래현황[1)]**
(월평균)

단위: 억원, %

	1997	1998	1999	2000	2001.1 6
장 외 거 래	199,573	572,087	1,169,487	1,542,409	2,265,508
국 채	13,266	38,332	328,595	478,839	717,680
지 방 채	5,437	6,122	17,361	12,522	7,892
특 수 채[2)]	15,327	46,474	146,655	169,131	427,635
통화안정증권	3,185	96,855	240,036	512,135	744,072
금 융 채	51,301	66,338	124,876	142,863	147,487
회 사 채	111,057	317,965	364,092	226,920	220,743
장 내 거 래	3,229	12,532	11,292	20,433	3,105
합 계	202,803	584,619	1,180,779	1,562,843	2,268,613

주: 1) 거래규모는 매수, 매도의 합계
2) 한국전력채, 토지개발채, 도로건설채 및 예금보험기금채, 한국가스공사채 등 각종 공사채

<그림 3-8> 채권종별 거래비중



한편 2001년 1~6월중 장외시장에서의 채권종류별 거래비중을 보면 통화안정증권이 월평균 74조원으로 전체 채권거래의 32.8%를 차지하였고 국채가 72조원으로 31.7%를, 특수채가 43조원으로 18.9%를 각각 차지하였으며 회사채의 거래비중은 9.7%로 거래실적이 상대적으로 저조하다.

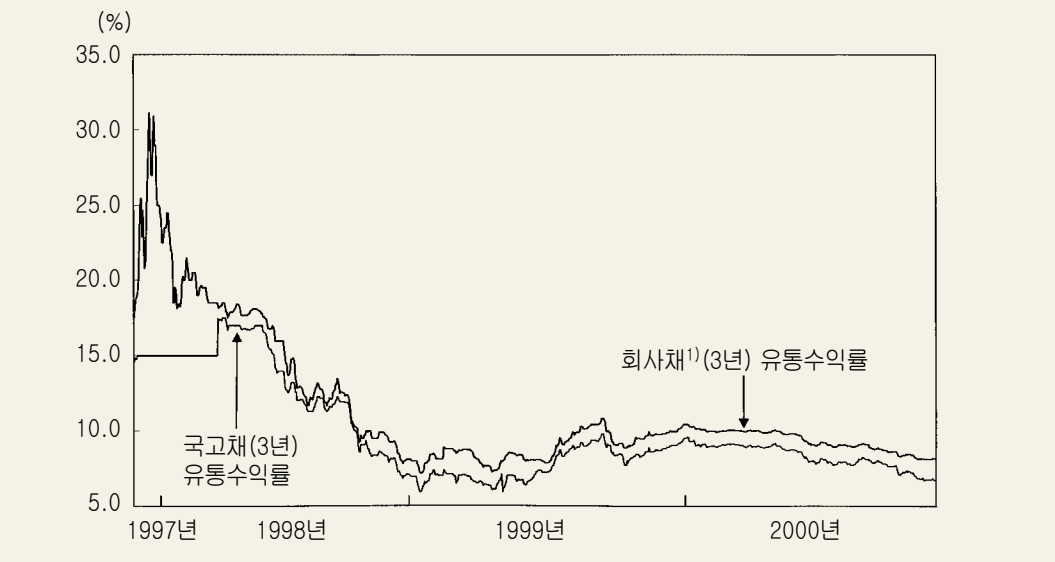
다. 채권유통수익률 현황

외환위기 직후에는 기업 신용리스크 증대와 외환시장 안정을 위한 고금리 유지정책 등으로 회사채(A+ 3년) 수익률이 30%를 상회하였으나 그 후 외환수급사정 호전과 IMF와의 단계적인 금리인하 합의 등으로 꾸준히 하락하여 1998년 10월에는 회사채 수익률이 한자리수로 진입하였다.

그 후 대체로 하향안정세를 보이던 채권수익률은 1999년 7월 대우사태로 인한 투자신탁회사 수익증권의 대규모 환매 우려가 확산되면서 반등하여 9월에는 회사채 수익률이 다시 10%를 상회하였다. 이에 대응하여 채권시장안정기금이 조성됨에 따라 채권수익률은 하락세로 반전하였으나 11월 들어 일부 투자신탁회사의 유동성 부족과 경기회복 가속화 등으로 채권수익률은 다시 상승세로 돌아섰다.

2000년 들어 채권수익률은 시중의 유동성이 풍부한 가운데 일부 기업의 유동성 문제가 대두됨에 따라 금융기관의 안전자산 선호경향 등으로 지속적인 하락세를 나타내었으며, 이러한 현상은 2001년 2월 12일 국고채(3년) 수익률이 당시 사상 최저수준인 5.0%를 기록할 때까지 계속되었다.

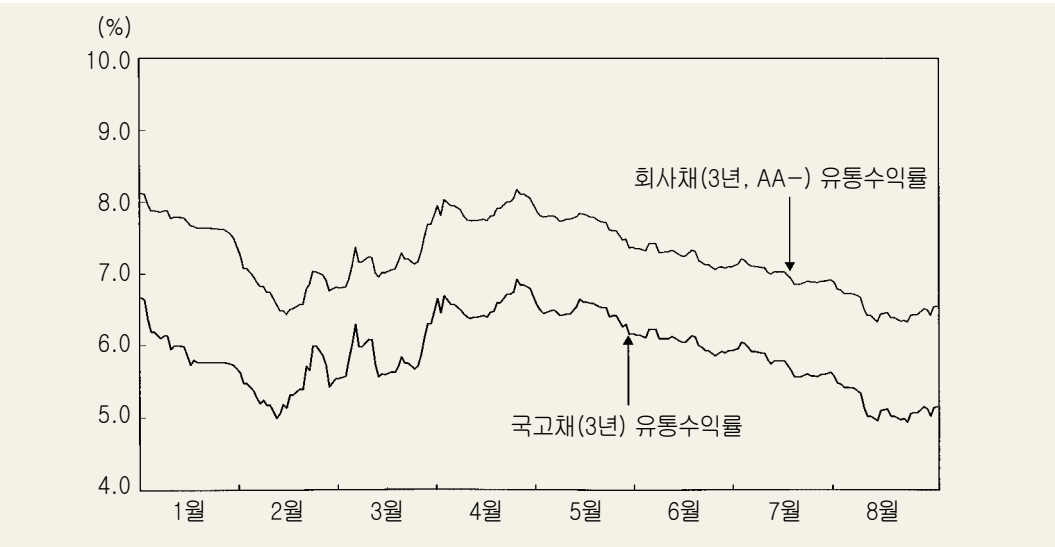
<그림 3-9> 1997년 12월~2000년중 채권수익률 추이



주: 1) 은행보증채(3년) → 1998년 3월 보증보험보증채(3년) → 1998년 9월 무보증채(3년, A+) → 2000년 10월 무보증채(3년, AA-)

그러나 그 후 낮은 수익률 수준에 대한 경계심리가 확산되는 가운데 경기 조기회복 전망 및 국채시장 과열 인식이 제기되고 원/달러 환율 상승세 및 향후 물가불안 전망 등으로 주요 기관들의 투자심리가 위축되면서 채권수익률이 상승세를 지속함에 따라 4월 26일 국고

<그림 3-10> 2001년중 채권수익률 추이



채(3년) 수익률은 연중 최고치인 6.93%에 달하였다.

그러나 5월 이후 국내외 경기회복 지연 및 향후 물가안정 전망 등이 우세해지는 가운데 콜금리 목표수준을 인하함에 따라 채권수익률은 하향추세를 나타내었다.

참 고

미국 및 일본의 채권시장

1. 미국

가. 발행시장

2000년말 현재 미국의 채권발행잔액은 14.9조달러이며 이중 MBS(mortgage backed securities)가 3.6조달러로 전체 발행잔액의 23.8%를 차지하고 있으며, 회사채 3.4조달러(22.6%) 재무부채권(Treasury securities) 3.0조달러(19.9%) 등의 순이다.

<표 3-13> **미국의 채권종별 발행잔액**
(2000년말 현재)

단위:10억달러, %

재무부채권	지방채	정부기관채	MBS[1]	ABS[2]	회사채[3]	계
2,966.9	1,567.8	1,851.9	3,564.7	1,614.0	3,372.0	14,937.3
(19.9)	(10.5)	(12.4)	(23.8)	(10.8)	(22.6)	(100.0)

주: 1) MBS = mortgage backed securities 2) ABS = asset backed securities
3) 회사채는 금융채를 포함하며 10년 이하의 Medium Term Note는 제외
( )내는 구성비
자료: Bond Market Association

미국 국채는 일반적으로 연방정부채[50]중 시장성국채인 T-bills, T-notes, T-bonds 등 재무부채권을 말하며 단일 종목의 발행잔액으로는 세계 최대규모이다. 2000년중 국채발행규모는 3조달러로 이중 중기국채(T-notes)의 발행규모가 1.6조달러로 가장 큰 비중(52.5%)을 차지하고 있다.

<표 3-14> **2000년중 국채종별 발행잔액**

단위:10억달러, %

T-Bills	T-Notes	T-Bonds	기 타	합 계
646.9	1,557.3	626.5	136.2	2,966.9
(21.8)	(52.5)	(21.1)	(4.6)	(100.0)

주: ( )내는 구성비
자료: Bond Market Association

50) 연방정부채는 크게 시장성국채와 비시장성국채로 분류하는데 시장성국채는 일반적으로 재무부채권을 지칭하고 비시장성국채는 만기전 매각불능조건으로 발행되는 채권으로 저축채권(US savings bonds)이 대표적이다.

재무부채권은 정기적으로 경쟁입찰에 의해 발행되며 입찰방식은 발행국채의 만기별로 차이가 나는데 2년과 5년물은 단일금리결정방식(Dutch auction)으로 여타 국채는 복수금리결정방식(conventional auction)을 이용해 왔으나 1999년 1월부터는 모두 단일금리결정방식으로 변경하였다.

한편 입찰절차를 보면 경쟁입찰에 앞서 국내 소액투자자, 각국 중앙은행, 국제금융기구 등을 대상으로 발행예정액의 일부에 대해 비경쟁입찰을 실시하는데 이들 비경쟁입찰 참가자는 액면금액기준 500만달러 범위내에서 응찰할 수 있으며 낙찰금액은 응찰금액에 비례하여 결정되고 낙찰수익률은 경쟁입찰을 통해 결정된 수익률을 적용한다.

<표 3-15> 미국 국채의 종류

	Treasury Bills		Treasury Notes				Treasury Bonds
만 기	3,6개월	1년	2년	3년	5년	10년	30년
발행주기	매주 (월요일)	매월 (3번째주)	매월	매분기 (2,5,8,11월)	매월	매분기 (2,5,8,11월)	매분기 (2,5,8,11월)
입찰방법	Dutch 방식						
발행조건	할인채		이표채				

한편 회사채는 만기 20~30년의 장기채 발행이 대종을 이루고 있는데 신용등급이 높은 우량기업 발행채권이 대부분을 차지하며 1970년대 중반 이후 기업의 매수 합병 및 구조조정 과정에서 다수의 기업들이 경영악화와 부채증가 등으로 투자부적격 등급으로 하락하면서 정크본드시장이 형성되기 시작하였다.

나. 유통시장

유통시장은 장외시장과 장내시장(증권거래소)으로 구분되는데 대부분의 거래는 장외시장에서 이루어지며 장내거래는 뉴욕증권거래소, 아메리칸증권거래소에서 소규모로 거래되고 있다. 2001년 1/4분기중 장외시장에서의 일평균 채권거래액은 5,150억달러로 이중 국채가 2,996억달러로 대부분을 차지하며 MBS(20.0%)도 비교적 활발히 거래되고 있으나 회사채의 거래비중(1.9%)은 매우 낮은 수준이다.

미국의 경우 재무부채권이 지표채권으로서의 역할을 담당하고 있는데 이 지표종목은 신규채권 발행에 따라 최근물(on-the-run issue)로 신속하게 교체되며 신규발행 채권

<표 3-16> 2001년 1/4분기중 미국의 채권종별 일평균 거래규모

단위:10억달러, %

재무부채권	지방채	정부기관채	MBS	ABS	회사채	계
299.6 (58.2)	8.3 (1.6)	94.0 (18.3)	103.1 (20.0)	·· (–)	10.0 (1.9)	515.0 (100.0)

주: ( )내는 구성비

과 기존 지표종목과의 수익률 괴리도 1~2bp로 매우 작아 지표종목 변경에 따른 수익률 시계열의 불연속성 문제는 그다지 심각하지 않다. 통상 만기 30년인 장기국채(Treasury bonds)가 지표채권의 역할을 수행해 왔는데 최근에는 10년물 거래가 활발해지면서 이를 지표채권으로 인식하는 경향이 증대되고 있다.

2. 일본

가. 발행시장

2000년말 현재 채권발행잔액은 약 655조엔이며 이중 국채(정부단기증권 포함)가 399조엔으로 가장 큰 비중(61.0%)을 차지하고 있다. 그 밖에 정부보증채와 회사채가 각각 76조엔(11.6%)과 68조엔(10.4%)이다.

<표 3-17> 일본의 채권종별 발행잔액

(2000년말 현재)

단위: 조엔, %

국 채	지방채	정부보증채	금융채	회사채[1]	계
399.3 (61.0)	60.8 (9.3)	75.9 (11.6)	50.3 (7.7)	68.3 (10.4)	654.6 (100.0)

주: 1) 전환사채 및 신주인수권부사채 포함
( )내는 구성비
자료: 일본은행

이중 국채발행시장은 장기국채(만기 10년 이상) 위주로 발행되고 있는데 2000년말 현재 장기국채 발행잔액은 256조엔에 달하여 전체 국채발행잔액의 64.0%를 차지한다. 특히 10년만기 국채는 1966년 1월부터 매월 정기적으로 발행되면서 일본채권시장의 지표채권으로서의 역할을 담당하고 있다.

<표 3-18> **만기별 국채종별 발행 잔액**

(2000년말 현재)

단위: 조엔, %

장기국채 (10,15,20,30년)	중기국채 (2,3,4,5,6년)	단기국채 (6,12월)	정부단기증권 (3월이내)	계
255.6	70.1	33.4	40.2	399.3
(64.0)	(17.5)	(8.4)	(10.1)	(100.0)

주: ( )내는 구성비
자료: 일본 재무성

한편 1999년 9월 30년만기 이표채, 2000년 2월 5년만기 이표채, 동년 6월 변동금리부 이표채(15년)가 각각 도입되어 발행종류가 다양해졌으며 5년만기 할인채의 발행은 2000년 9월부터 중단되었다.

국채발행방법은 국채인수단[51] 인수와 공모입찰이 있으며 국채발행 및 등록업무는 일본은행이 일본정부(재무성)의 대리인자격으로 수행하고 있다. 이중 국채인수단 인수는 10년만기 이표채를 대상으로 이루어지는데 1989년 도입된 부분적 가격경쟁입찰제도에 따라 60%는 인수단간 경쟁입찰방식으로 발행되고 나머지 40%는 경쟁입찰을 통해 정해진 평균낙찰수익률로 인수단에게 미리 정해진 인수비율에 따라 배정된다.

공모입찰은 10년만기 이표채를 제외한 모든 국채를 대상으로 하여 이루어지고 있으며 복수금리결정방식(conventional auction)에 의해 낙찰자를 결정한다. 다만 중기국채(2, 4, 5, 6년만기)의 경우는 1998년 4월부터 전체 발행규모의 10%이내에서 비경쟁 입찰방식[52]을 실시하고 있다.

<표 3-19> **일본 국채의 종류**

	단기국채	정부단기증권	중기국채			장기국채			
만 기	6, 12월	3월 이내	3년	2, 5년	4, 6년	10년	15년	20년	30년
발행주기	매월	수시	격월	매월	격월	매월	매분기	격월	반년
발행방법	공모입찰			공모입찰		국채인수단	공모입찰		
발행조건	할인채			이표채(반년에 1회)					

51) 은행, 증권회사, 보험회사 등 총 1,437개 기관(2001년 6월 현재)으로 구성된 국채인수단은 경쟁입찰을 통해 국채를 인수하며 일반투자자를 대상으로 모집을 하고 모집계약액이 발행예정액에 미달할 경우 나머지를 분담하여 인수한다.

52) 기관당 최대입찰가능액은 5억엔(응찰규모가 10%이상이면 응찰비율에 따라 배분)으로 발행가격은 복수금리결정방식(conventional auction)방식에 의한 낙찰가격의 가중평균으로 결정된다.

한편 국채이외의 채권중에서는 정부보증채(11.6%), 회사채(10.4%) 등의 비중이 상대적으로 크다. 이중 회사채는 대부분 증권사들로 구성된 인수단 인수방식에 의해 주로 담보부로 발행되는데 최근에는 무담보부 사채발행비중이 늘고 있다. 그리고 1988년 10월부터는 회사채를 발행할 때 일괄등록발행제도[53]를 도입하여 시행하고 있다.

나. 유통시장

유통시장은 장외시장과 장내시장(증권거래소)으로 구분되는데 대부분의 거래가 장외시장에서 이루어지며 장내거래는 매우 미미하다. 장외시장에서의 채권거래규모는 2000년중 4,061조엔이며 이중 국채가 3,898조엔으로 전체의 96.0%를 차지하였으며 금융채와 회사채는 각각 1.0%와 0.9%로 매우 낮은 수준이다. 한편 장내시장에서는 현재 일부 장기국채(10, 20년만기 이표채), 전환사채, 정부보증채, 지방채 및 회사채중 상장된 일부종목이 거래되고 있다.

<표 3-20> 일본의 채권종별 거래규모
(2000년중)

단위 : 조엔, %

국 채	지방채	정부보증채	금융채	회사채	기 타[1]	계
3,898.1 (96.0)	41.2 (1.0)	31.8 (0.8)	39.3 (1.0)	38.6 (0.9)	12.2 (0.3)	4,061.2

주 : 1) 엔화표시외채(일명 사무라이 본드) 포함
( )내는 구성비
자료 : 일본은행

일본의 지표채권은 만기 10년의 국채인데 대형 증권회사 등 채권딜러간의 거래가 특정종목으로 집중되면서 자연스럽게 시장에서 결정되며 지표종목의 결정과정은 미국에서와 같이 최근월물로 결정되기 보다는 최근월물 이전의 경과물이 수개월에 걸쳐서 지표종목의 역할을 수행하는 경우도 있다.

53) 발행등록서를 금융청에 제출하여 등록한 후 1~2년간은 사채발행시 건별로 유가증권신고서를 제출하지 않고 발행기업이 시장상황을 감안하여 발행여부를 결정할 수 있는 제도를 말한다.

제 3 절

자산유동화증권시장

1. 의의 및 제도변천

가. 의의

최근 들어 우리나라 금융시장의 중요한 변화중 하나는 자산유동화증권(ABS; asset-backed securities)이 금융기관과 기업의 새로운 자금조달수단으로서 크게 부각되고 있다는 점이다.

ABS는 부동산, 매출채권, 유가증권, 주택저당채권 등과 같이 유동성이 낮은 자산을 기초로 발행되는 증권을 의미한다.[54] ABS는 자산보유자(originator)가 특수목적기구(SPV; special purpose vehicle)를 설립하여 이 기구에 기초자산의 법률적인 소유권을 양도하는 절차를 거쳐 발행되며 이 증권의 원리금은 일차적으로 기초자산으로부터 발생하는 현금흐름으로 상환된다는 특징이 있다.

ABS는 증권의 법적 성격 및 기초자산에 따라 별도의 명칭을 붙이기도 한다. 즉 ABS가 사채인 경우 ABS사채, CP인 경우 ABCP(asset backed commercial paper), 출자증권인 경우 ABS출자증권, 수익증권인 경우 ABS수익증권이라고 한다. 기초자산이 주택저당債權인 경우 MBS(mortgage-backed securities), 債券인 경우 CBO(collateralized bond obligation), 은행의 대출債權인 경우 CLO(collateralized loan obligation), 신용카드매출채권인 경우 CARD(certificates of amortizing revolving debts), 자동차할부대출인 경우 auto-loan ABS 등 다양한 명칭이 있다.

54) ABS는 자산유동화 과정에서 발행되는 증권을 의미하는데 자산유동화는 증권의 발행 없이도 가능하며 미국의 경우 1930년대에 주택저당채권을 투자자에게 직접 매각하는 방식으로 자산유동화가 이루어진 적이 있다. 그러나 우리나라의 경우 자산유동화와 자산증권화가 동일한 의미를 갖는데 이는 자산유동화의 근거가 되는 자산유동화에 관한 법률에서 증권화를 통해서만 자산유동화가 가능하도록 되어 있어 증권을 발행하지 않는 자산유동화는 사실상 불가능하기 때문이다.

자산유동화의 가장 중요한 장점중의 하나는 기초자산 보유자(originator)의 재무상태를 개선할 수 있다는 점이다. 우선 금융기관의 경우 보유하고 있는 위험자산을 매각하여 현금화함으로써 BIS 자기자본비율을 제고할 수 있다. 기업이 ABS를 발행할 경우에는 부채비율을 높이지 않고 자금을 조달할 수 있다.[55] 특히 기업이 ABS로 조달한 자금으로 부채를 상환한다면 부채비율은 하락하게 된다.

ABS의 또 다른 장점은 자금조달비용을 경감시킬 수 있다는 점이다. 즉 신용도가 낮은 자산보유자가 우량한 기초자산을 이용하여 신용등급이 높은 ABS를 발행하게 되면 자산보유자의 신용등급보다도 유리한 조건으로 자금을 조달할 수 있다.[56]

아울러 일부 금융기관들은 ABS를 차입투자(leverage financing) 수단으로 이용하기도 한다. 보유자산을 매각하여 조달한 자금을 재투자하는 과정을 반복하게 되면 실제 주어진 자본금의 제약을 받지 않고 영업을 확대하는 효과를 얻을 수 있다. 이것은 차입을 통해 영업을 확대시키는 것과 유사하면서도 재무제표에는 이러한 효과가 나타나지 않는다.

한편 투자자의 입장에서 보면 ABS는 양호한 투자대상이다. ABS는 신용평가기관의 엄밀한 평가와 신용보강을 거쳐 발행되기 때문에 상대적으로 안전하면서도 일반 회사채보다 수익률이 다소 높기 때문이다.[57]

그러나 자산유동화에는 기초자산으로부터 발생하는 위험이 자산을 매각한 이후에도 계속 자산보유자에게 영향을 미칠 수 있다. 선 · 후순위 채권으로 나뉘어 발행되는 ABS중에서 후순위채를 자산보유자가 인수하는 경우[58] 매각한 기초자산의 위험은 사실상 그대로 남아있는 상태에서 외형상 위험자산의 규모만 축소되기 때문에 자산유동화 이후 남아있는 자산의 평균적인 안전성(질)은 오히려 악화된다. 특히 선순위채에 대해 자산보유자의 보증(originator's guarantee) 또는 환매요구권(put-back option)이 부여된 경우에는 이러한 문제점이 더욱 커지게 된다.[59]

55) 기업이 채권을 발행하여 자금을 조달하는 경우 기업의 대차대조표에 현금이라는 자산이 증가함과 아울러 채권이라는 부채가 증가하므로 부채비율은 높아진다. 그러나 ABS의 경우 현금의 증가에 대응하여 매출채권 등 기초자산이 감소하며 부채는 증가하지 않으므로 부채비율은 이전과 동일하다. 이런 관점에서 자산유동화는 부외차입(off-balance sheet financing) 수단의 성격을 갖게 된다.

56) ABS 발행에는 신용보강에 따른 비용과 신용평가회사, 신용보증기관, 법률회사 및 주간사회사 등에 대한 수수료 비용이 발생하여 일반 회사채 발행에 비해 부대비용이 많이 발생하므로 ABS 발행시에는 이에 대한 고려가 필요하다.

57) ABS는 발행구조가 복잡하여 유동성이 낮아 ABS의 수익률은 동일 신용등급의 일반 회사채 수익률에 유동성프리미엄을 가산하는 것이 일반적이다.

58) 우리나라의 경우 정크본드(junk bond)시장이 형성되어 있지 않아 후순위채는 자산보유자가 인수하는 것이 일반적이다.

59) 이 경우 자산유동화는 차입투자(leverage financing) 수단으로서의 속성이 강해지면서 해당 금융기관의 실질적인 재무건전성을 악화시킨다.

나. 제도변천

우리나라의 경우 1998년 9월 16일 자산유동화에 관한 법률(ABS법)이 제정되고 1998년 11월 14일 자산유동화업무처리에 관한 규정(ABS규정)이 제정됨에 따라 자산유동화를 위한 제도적 기반이 마련되었다.

ABS법에 따르면 자산보유자는 금융기관, 한국자산관리공사(구 성업공사), 주택공사 및 금융감독위원회가 인정한 법인 등이 될 수 있으며 유동화전문회사(SPC; special purpose company), 신탁회사 및 자산유동화를 전문으로 하는 외국법인이 SPV가 될 수 있다.[60]

이 법에서는 ABS의 발행을 촉진하기 위하여 SPV에 기초자산을 양도하였음을 금융감독위원회에 등록하는 것으로 이 자산의 진정한 양도[61]가 이루어진 것으로 간주하도록 하여 자산양도절차를 간소화하고 있다. 이와 함께 SPV에 대해서는 부동산의 양도차익에 대한 특별부가세의 50%를 감면하고 부동산의 소유권 및 저당권을 SPV로 이전하기 위한 등기에는 등록세와 취득세를 면제하였다.[62]

자산보유자의 범위는 다음과 같이 계속 확대되었다. 1999년 5월 21일 ABS규정을 개정하여 중소기업의 자금조달을 지원하기 위해서 중소기업진흥공단 등이 자산을 유동화할 수 있도록 하였으며 2000년 4월 28일에는 해외증권발행실적이 없는 일반법인도 ABS를 발행할 수 있도록 하였다. 2000년 6월 23일에는 기업의 자금조달 애로를 완화하기 위하여 ABS규정을 개정하여 자산유동화가 가능한 일반법인의 범위를 더욱 확대하였다. 즉, 주권상장법인 및 협회등록법인의 경우에는 투자적격(신용평가등급 BBB- 이상) 요건을 폐지하여 신용등급에 관계없이 ABS를 발행할 수 있도록 하였으며 비상장법인이라도 투자적격 요건을 갖춘 경우 금융감독원의 승인을 받아 자산유동화를 할 수 있도록 하였다. 2000년 10월 23일에는 기업구조조정을 지원하기 위하여 기업구조조정투자회사(CRV; corporate restructuring vehicle)도 ABS를 발행할 수 있도록 하였다.

한편 SPC의 설립 및 기초자산의 양도절차는 다음과 같이 간소화되었다. 2000년 1월 21일 ABS법을 개정하여 SPC가 사원 1인으로도 설립이 가능토록 하였다. 또한 근저당권[63]에

60) 주택저당채권유동화회사법에 의하여 주택저당채권의 유동화를 전문으로 하는 SPV로서는 한국주택저당채권유동화(주)가 있다.

61) 기초자산의 법적 소유권이 자산보유자로부터 SPC로 이전되어 자산보유자와 기초자산간 법률적 관계가 분리됨을 의미한다.

62) 특별부가세 감면과 등록세 면제는 2001년 12월말까지 한시적으로 적용된다. 그러나 지금까지 정부는 동 시한을 매년 연장해오고 있는 실정이다.

63) 근저당권은 담보할 채무의 최고액만을 정하고 채무의 확정을 장래에 유보하여 이를 설정할 수 있도록 한 저당권을 의미하며 계속적인 거래관계로부터 발생하는 다수의 불특정채권을 일정한 한도내에서 담보하려는 목적으로 설정된다. 우리나라의 주택채권의 대부분이 근저당권에 의해 담보되는 실정을 반영하여 근저당권의 양도특례를 인정하게 되었다.

의해 담보된 채권인 경우 자산보유자가 근저당권에 의해 담보된 채권 전부를 SPC에 양도한다는 사실을 채무자에게 통지하는 것으로도 자산의 양도가 이루어진 것으로 인정하게 되었다.[64] 또한 자산양도요건을 의무규정에서 임의규정으로 변경하여 이 법에서 규정한 자산양도요건을 충족하지 않더라도 금융감독위원회에 등록하는 경우 자산양도가 이루어진 것으로 인정토록 하여 현물출자 교환 등 다양한 형태의 자산유동화가 가능토록 하였다.

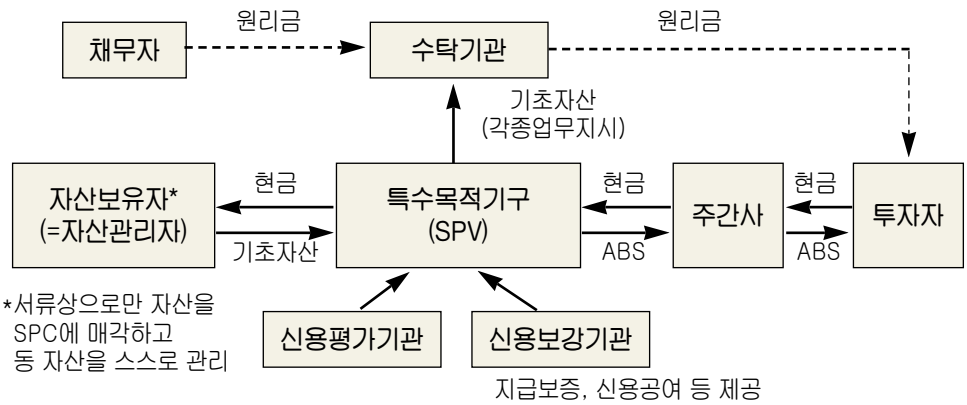
이와 함께 자산유동화와 관련된 비용을 절감하기 위해서 2000년 1월 21일 ABS법을 개정하여 기초자산 양도를 위해 등기 · 등록하거나 기초자산에 대해 저당권을 설정하는 경우 국민주택채권 매입의무[65]를 면제하였다.

2. 발행 메커니즘

가. 기본구조

ABS는 다음과 같은 과정을 거쳐서 발행된다. 우선 자산보유자(originator)가 기초자산을 모아서 이를 SPV에 양도한다. SPV는 양도받은 기초자산을 담보로 발행한 ABS를 일

<그림 3-11> 자산유동화의 기본구조



주 : 실선은 ABS 발행시 현금흐름을, 점선은 이 유동화증권 발행이후 원리금이 회수되는 순서를 나타냄

64) 다만 채무자가 10일 이내에 이의를 제기하는 경우에는 동 채권을 SPC에 양도할 수 없다.
65) 부동산 이전등기시 최고 시가표준액의 7%, 저당권의 설정 및 이전에서는 저당권설정금액의 1% 또는 5억원중 작은 금액내에서 국민주택채권을 매입할 의무가 있다

반투자자에게 매각하고 매각대금을 자산보유자에게 자산양도의 대가로 지급한다. ABS의 발행에는 자산보유자, SPV, 자산관리자 및 신용평가기관 등이 참가하게 된다.

나. 주요 참가자

자산보유자는 보유하고 있는 기초자산을 SPV에 양도하여 SPV로 하여금 ABS를 발행하게 하고 이 ABS의 매각대금을 양도한 기초자산에 대한 대가로 받음으로써 자금을 조달하는 주체이다. 대출채권을 가진 금융기관이나 외상매출채권을 가진 기업이 자산보유자의 전형적인 예이며 ABS법에서는 금융기관, 한국자산관리공사(구 성업공사), 한국토지공사, 대한주택공사, 국민주택기금 관리자 및 신인도가 높은 법인 등으로 자산보유자를 제한하고 있는데, 이는 자산유동화를 악용할 소지를 사전에 예방하기 위해서이다.[66)]

SPV는 자산보유자와 기초자산의 법률적 관계를 분리하기 위하여 설립되며 ABS법에서 SPC, 신탁회사 및 자산유동화를 전문으로 하는 외국법인이 SPV가 될 수 있도록 하였다. 자산보유자가 기초자산을 보유하면서 자신의 명의로 ABS를 발행한다면 파산한 자산보유자가 보유하고 있는 기초자산은 파산정리절차에 묶여 ABS 투자자는 원리금 회수에 차질이 생기게 된다.[67)] 따라서 ABS는 SPV에 기초자산의 법적인 소유권을 양도하는 절차를 거쳐 발행된다.

SPC는 자산보유자와 기초자산의 법률적 관계를 분리하기 위하여 설립되는 서류상의 회사(paper company)이다. 우리나라에서는 SPC가 주식회사보다 설립이 간편한 유한회사의 형태로 설립되며 ABS의 발행 및 상환과 이에 부속된 업무만을 수행할 수 있다. SPC는 ABS를 한 번만 발행할 수 있기 때문에 자산보유자는 자산유동화를 실시할 때마다 별도의 SPC를 설립하여야 한다. ABS법에서는 유동화전문회사의 설립이 보다 용이하도록 사원이 1명인 SPC의 설립 및 총사원의 찬성이 없는 서면결의에 의한 사원총회 결의를 가능토록 하고 있다.[68)]

한편 신탁회사는 수익증권 형태의 ABS를 발행하는 경우 SPV로 활용된다. 즉 자산보유자가 신탁회사에 기초자산을 양도하면 이 자산으로부터 발생하는 현금흐름을 이용하여 원리금을 지급하는 수익증권을 발행하게 된다.

66) 예를 들어 도산 직전의 기업이 우량자산을 유동화하여 관계인에게 헐값에 매각한다면 채권자들의 이익과 상충된다.
67) 회사정리법 및 파산법 등에 의하여 파산관재인의 승인이 있어야만 담보물의 처분이 가능하다.
68) 상법에서는 유한회사의 사원수를 2명 이상 50인 이하로 규정하고 있으며 총사원의 동의가 있어야 사원총회 결의를 서면으로 대체할 수 있다.

자산관리자(servicer)는 실체가 없는 서류상의 회사인 SPC를 대신하여 기초자산을 실질적으로 관리해 주는 관리자이다. 자산관리자는 SPC를 대신하여 기초자산에 대한 채권의 추심 또는 채무자관리 등을 담당한다. 우리나라에서는 자산보유자, 신용정보업자 등이 자산관리자가 될 수 있는데 일반적으로 기초자산의 내용을 잘 파악하고 있는 자산보유자가 자산관리자가 된다.

수탁기관(trustee)은 기초자산을 안전하게 보관하는 한편, ABS의 원리금 상환실무 및 채무불이행시 담보권 행사 등 SPC를 대신하여 세부적인 실무업무를 총괄한다. 수탁기관은 ABS와 관련된 현금흐름을 관리하는 동시에 투자자의 이익을 최종적으로 보호해주는 역할을 담당하기 때문에 주로 신인도가 높은 은행이 수탁기관이 된다. ABS법에서 수탁기관을 의무화하지는 않았으나 수탁기관을 선정하는 것이 일반적이다. 이는 신용평가기관이 ABS의 신용등급을 평가할 때 다른 조건이 같더라도 수탁기관이 없는 ABS의 신용등급은 수탁기관이 있는 경우보다 낮게 평가하기 때문이다.

신용평가기관은 기초자산의 기대손실 및 신용보강기관의 신용도를 객관적으로 평가하여 ABS의 신용등급을 일반 투자자가 이해할 수 있는 신용등급체계로 표시하여 ABS가 시장에서 원활하게 거래될 수 있도록 하는 역할을 담당한다. ABS는 다양한 기초자산을 모아서 발행하므로 일반투자자가 ABS의 신용위험을 정확하게 평가하기는 매우 어렵다. 따라서 ABS 발행에 있어서 신용평가기관의 역할은 투자자 보호를 위해 필수적이라고 할 수 있다.

신용보강기관은 ABS의 안전성을 높이기 위해 일정한도 내에서 ABS에 대해 지급보증하거나 신용을 공급한다. ABS의 원리금은 일차적으로 기초자산에서 발생하는 현금흐름으로 상환되나 이 현금흐름이 ABS의 원리금을 상환하기에 불충분할 경우에 대비하여 신용보강기관이 필요하다.[69)]

주간사는 발행절차상 관련이 있는 각 기관들간의 의견을 조율할 뿐만 아니라 자체 영업망을 이용해서 수요기관을 탐색한 다음 ABS의 신용등급, 만기 및 발행물량을 수요에 맞게 조절하는 역할도 담당한다.

또한 ABS를 발행할 때에는 여러 가지 복잡한 법률문제와 기초자산 및 ABS의 평가문제가 발생하기 때문에 법률회사, 회계법인 등도 참여한다.

69) 신용보강기관에 의한 신용보강을 외부신용보강장치라고 하며 이는 선 · 후순위 구조화 등과 같은 내부신용보강장치와 구분한다.

다. 신용보강

신용보강이란 ABS의 만기시까지 기초자산의 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 여러 가지 상황을 분석하여 기대손실 규모를 파악한 다음 이러한 손실에도 불구하고 원리금의 가치가 보전될 수 있도록 안전망을 갖추는 것을 말한다.[70] ABS는 이러한 신용보강에 힘입어 상대적으로 높은 신용등급(AA+등급 이상)으로 발행되는 것이 일반적이다.

신용보강장치는 크게 외부신용보강장치와 내부신용보강장치로 분류할 수 있다. 외부신용보강장치는 은행 또는 신용보증기관의 지급보증이나 은행의 신용공급[71] 등과 같이 제3자의 지급능력에 의존하여 해당 ABS의 신용등급을 높이는 것이다. 따라서 지급을 보증한 기관의 신용도가 신용보강장치의 신뢰성에 직접적으로 영향을 미치게 된다.

이에 비해 내부신용보강장치는 ABS를 설계할 때부터 위험요소가 경감될 수 있도록 원리금의 지급조건을 조정하거나 자산보유자가 스스로 보증하는 방법이다. 가장 전형적인 방법은 ABS를 선 · 후순위 구조화(subordination 또는 credit-tranching)하는 것이다. 선 · 후순위 구조란 유동화증권 발행에 있어서 원리금 지급 우선순위가 다른 두 종류(tranche) 이상의 증권을 발행하는 것으로 선순위채는 기초자산에서 나오는 현금흐름이 부족할 경우 후순위채보다 우선적으로 원리금을 지급받는다. 일반적으로 후순위채[72]는 정크본드시장에서 소화시키거나 자산보유자가 직접 인수하게 된다.

후순위채 비율이 높을수록 선순위채의 신용보강정도가 높아지는데 기초자산으로부터 선순위채와 후순위채를 어떤 비율로 발행할 것인가는 기초자산의 부도율 및 부도시 손실률 등에 따라 달라진다. 신용평가기관은 과거의 통계자료를 근거로 정상적인 여건하에서의 기초자산의 예상평균손실을 계산한다. 다음으로 최악의 상황이 발생한 경우를 가정하여 예상되는 손실범위를 추정하는 스트레스 테스트(stress test)를 실시하는데 테스트 결과 AAA 등급상황[73]에서 기초자산의 손실률이 10%이고 발행자가 AAA 신용등급을 원한다면 신용평가기관은 10% 예상손실에 대한 신용보강을 요구하게 된다. 외부신용보강이 없다면 이 기초자산으로부터는 자산의 90%에 해당하는 AAA 등급 선순위채를 발행할 수 있다.

70) 기초자산이 부실화되어 기초자산의 현금흐름으로 ABS의 원리금을 지급할 수 없게 되더라도 이 ABS의 원리금이 상환될 수 있도록 하는 것이 신용보강의 목적이다.
71) 기초자산과 ABS간의 현금흐름이 정확히 일치하지 않을 경우 은행이 SPC에 초단기적으로 유동성을 공급하는 계약을 말하는데 이 자금은 최우선적으로 회수된다.
72) 후순위채는 원리금보장면에서 순위가 가장 낮기 때문에 Class Z 채권이라고도 한다.
73) 등급별 스트레스 상황은 신용평가기관에 따라 다르다.

<그림 3-12> 선 · 후순위 구조화의 예

	만기	액면금액	이자지급	Option	목표신용등급
선순위	3개월	400억원	3개월 이표		AAA
	6개월	400억원			
	9개월	400억원			
	1년	400억원			
	1년 6개월	400억원			
	2년	400억원			
	3년	400억원			
	4년	400억원			
	5년	400억원			
후순위	7년	400억원	복리	선순위 상환후 call	N.A.

후순위채비율 10%

선 · 후순위 구조화 이외에도 현금흐름 차액적립, 초과담보 등이 내부신용보강장치로 이용된다. 실제로 ABS를 발행할 때에는 한 가지 방법만 사용되는 것이 아니라 여러 신용보강장치가 중복되어 원리금보장을 보다 확실하게 하고 있다.

라. 주요 자산유동화증권

(1) CBO(collateral bond obligation)

CBO는 債券을 기초로 발행되는 ABS를 말하는데 신규 발행 채권을 기초로 하는 발행시장 CBO(primary CBO)와 이미 발행된 채권을 기초로 하는 유통시장 CBO(secondary CBO)로 구분된다.

신용도가 낮아 채권시장에서 회사채를 직접 발행하기 어려운 기업의 회사채 차환발

<표 3-21> ABS 발행을 위한 내부신용보강장치

신용보강수단	내 용
선 · 후순위 구조화 (subordination)	원리금 보장에 대한 순위를 정하여 각기 다른 신용등급으로 발행
현금흐름 차액적립 (excess spread)	ABS에 대한 이자지급액이 기초자산으로부터 유입되는 금액보다 다소 작도록 설계하여 이 차액을 SPC의 적립금계정(reserve account)에 계속 누적시킴으로써 유사시 현금상환능력을 보강하는 데 이용토록 함
초과담보 (over collateralisation)	SPV가 양도받은 자산의 가치가 자산유동화를 통한 예상조달금액을 상회하도록 함으로써 일부 기초자산이 부실화되더라도 원래의 현금흐름을 유지할 수 있도록 함
환매요구권 (put-back option)	기초자산의 신용등급저하 등 원리금 상환이 의문시되는 상황이 발생하면 자산보유자가 ABS를 재매입하도록 의무화
자체보증 (originator's guarantee)	자산보유자가 ABS의 원리금 지급을 자체신용으로 보증

행을 지원[74]하기 위해 도입된 발행시장 CBO는 다수의 기업이 신규로 발행하는 회사채[75]를 증권회사가 먼저 총액 사모방식으로 인수하여 이를 SPC에 양도하면 SPC가 신용보강후 발행시장 CBO를 발행하여 투자자에게 매각함으로써 인수자금을 조달하는 구조로 되어 있다.

발행시장 CBO의 신용보강은 주로 수탁은행의 신용공급에 의해 이루어지며[76] 신용보증기금 등이 이 신용공급에 대해 지급보증을 한다.[77]

유통시장 CBO는 금융기관이 투기등급 채권을 SPC에 매각하고 SPC는 신용을 보강한 다음 CBO를 발행하여 투자자에게 매각함으로써 자금을 조달하는 구조로 되어 있으며 주

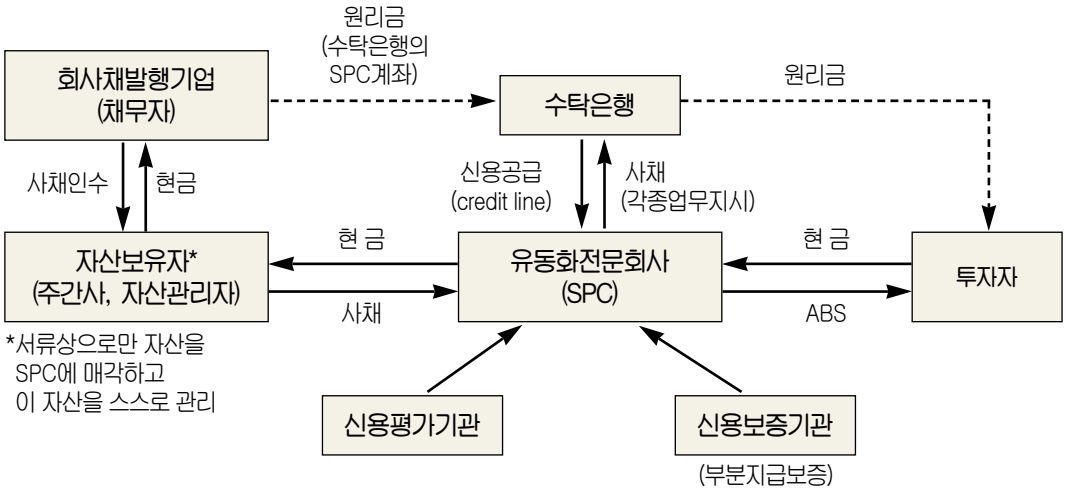
74) 정부는 2000년 7월에 은행 및 보험사를 중심으로 10조원의 펀드를 조성하여 이중 50%를 발행시장 CBO에 투자하도록 하였다. 또한 2000년 12월에는 은행, 보험사, 연기금 및 우체국 등에 10조원의 한도를 배정하고 이 한도에 이를 때까지 발행시장 CBO를 매입하도록 하였다. 이에 따라 프라이머리 CBO는 동 한도를 준수하기 위한 금융기관에 의해 주로 소화되고 있다.

75) 자금조달기업, 발행금리, 발행금액 등의 발행시장 CBO의 발행구조가 어느 정도 확정된 시점에 특정기업이 자금조달기업군에서 빠지는 경우가 발생하면 이 증권의 발행구조에 영향을 미치게 되고 발행시장 CBO 발행 자체가 지연될 수 있기 때문에 발행시장 CBO의 기초자산에 유통시장에서 거래되는 물량이 어느 정도 포함되기도 한다.

76) 2001년 6월말까지 발행된 발행시장 CBO의 신용공급한도는 선순위채 발행액의 약 40.1%에 이른다. 이에 비해 후순위채의 발행비중은 총발행액 대비 약 3.9%에 불과하여 선 · 후순위구조에 의한 내부신용보강의 정도는 매우 작다.

77) 선순위채 전체에 대하여 지급을 보증하는 것이 아니라 일부에 대해서만 보증한다고 하여 부분보증이라고도 한다.

<그림 3-13> 발행시장 CBO의 기본구조



로 투자신탁회사가 대우사태이후 부실채권을 기초로 자금을 조달하기 위하여 유통시장 CBO를 발행하였다.

유통시장 CBO의 신용보강은 수탁은행의 신용공급과 선 · 후순위구조로 이루어진다. 2001년 6월말까지 발행된 유통시장 CBO의 후순위비율은 기초자산이 투기등급 채권이라는 특성을 반영하여 42%에 이른다.

(2) CLO(collateral loan obligation)

CLO는 금융기관의 대출채권을 기초자산으로 발행되는 ABS를 의미하는데 무수익대출채권(NPL ; non-performing loan) 등을 포함하는 기존대출채권을 유동화하는 CLO와 신규 대출채권을 기초로 하는 발행시장 CLO(primary CLO)가 있다. 그러나 우리나라의 경우 일반 CLO가 대부분 무수익채권을 기초자산으로 발행되고 있는데 무수익대출채권을 기초로 하는 CLO를 NPL ABS라고도 한다.

NPL ABS는 외환위기 이후 급증한 부실채권을 처분하여 금융기관의 재무건전성을 높이기 위해 발행되고 있는데 금융기관은 부실채권을 SPC에 양도함으로써 직접 유동화하거나 한국자산관리공사에 매각한다.

NPL ABS는 자산자체의 현금흐름이 없으므로 담보의 처분, 채권추심 등을 통해 얻어질 수 있는 현금흐름을 기초로 상품구조를 설계하며 신용보강은 수탁은행의 신용공급과 선 · 후순위구조로 이루어진다. 한국자산관리공사가 발행하는 NPL ABS는 채권은행에 대한

환매요구권[78]이 신용보강에 이용된다.

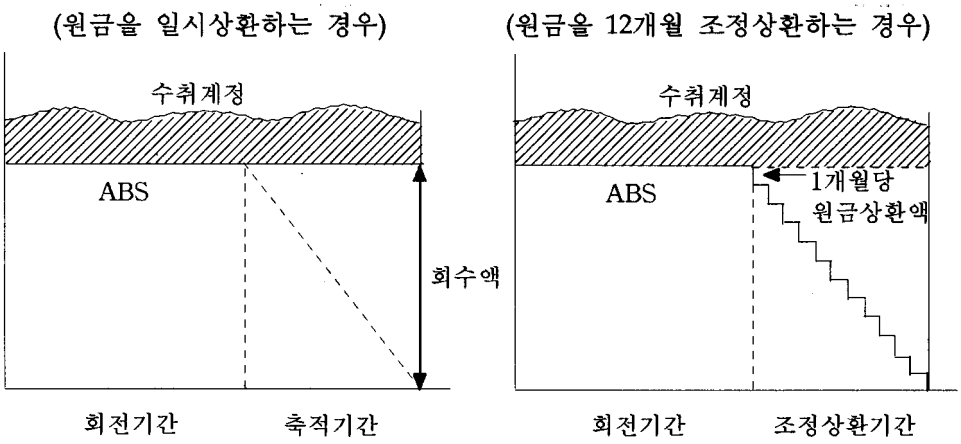
한편 발행시장 CLO는 신용도가 취약한 기업에 대한 은행대출을 지원하기 위해 활용되고 있다. 발행시장 CLO는 은행이 다수의 기업에 대한 신규 대출채권[79]을 SPC에 매각하고, SPC가 이를 기초로 CLO를 발행하여 자금을 조달하는 구조로 되어 있다. 발행시장 CLO의 신용보강은 주로 수탁은행의 신용공급에 의해 이루어지며[80] 신용보증기금은 이 신용공급에 대해 지급을 보증한다.

(3) CARD(certificates of amortizing revolving debts)

CARD는 현재 발생한 특정계좌의 신용카드매출채권[81]과 장래 특정시점까지 발생할 신용카드매출채권을 기초로 발행되는 ABS를 의미한다.

만기가 짧은[82] 신용카드매출채권을 기초로 장기의 ABS를 만들기 위해 CARD에는 재투자구조(revolving structure)가 이용된다. 재투자구조는 ABS를 발행할 때 기초자산으로 사용된 신용카드매출채권이 결제되어 회수되는 현금흐름으로 이 ABS의 이자만을 지급

<그림 3-14> **CARD의 기간구조의 예**



주 : ▨ 부분은 자산보유자 몫을 나타내며, □ 부분은 투자자 몫을 나타낸다.

78) 원채무자의 6개월 이상 연체 및 화의채권 내용 변경시 채권은행에 대해 환매를 요구할 수 있다.
79) 발행시장 CLO에는 회사채신속인수방안에 따라 산업은행이 인수한 회사채가 일부 편입되기도 한다. 이와 같이 債券과 대출채권이 함께 기초자산을 이루는 ABS를 CDO(collateralized debt obligation)라고 한다.
80) 2001년 6월말까지 발행된 발행시장 CLO의 후순위채 발행비중은 약 5.0%에 불과하다.
81) 현금서비스 이용대금채권을 포함한다.
82) 약 45일 정도이다.

하고, 남은 금액으로는 특정계좌의 새로운 신용카드매출채권을 매입하여 기초자산집합에 추가시키는 자산유동화구조를 말한다.

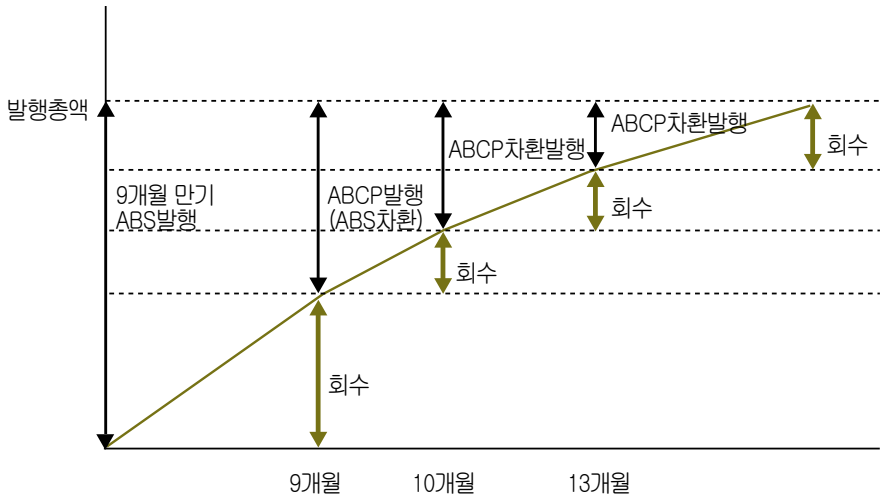
CARD는 특정계좌로부터의 현금흐름을 자산보유자의 몫과 투자자의 몫으로 구분하고, 자산보유자의 몫을 일종의 내부신용보강장치로 활용하고 있다. 이에 따라 CARD는 투자자 몫을 기초로 ABS가 발행된다는 특징이 있다. 자산보유자 몫은 유입되는 현금흐름의 변동에도 불구하고 투자자 몫이 고정되도록 하는 완충장치의 역할을 한다. 한편 자산보유자 몫이 일정수준 이하인 상태가 일정기간 계속되면 조기상환이 이루어진다.

CARD의 원금은 재투자기간이 끝난 후 일정기간(조정상환기간) 분할하여 상환되거나 일정기간(축적기간) 동안 누적하여 만기에 한꺼번에 상환된다. CARD의 신용보강은 선·후순위구조[83], 초과담보, 하자담보책임 및 조기상환구조 등으로 이루어진다.

(4) ABCP(asset-backed commercial paper)

ABCP는 CP의 형태로 발행되는 ABS를 의미하는데 우리나라의 경우 ABS/ABCP구조가 주로 활용되고 있다.[84]

<그림 3-15> ABS/ABCP의 기간구조의 예



83) 2001년 6월말까지 발행된 CARD의 후순위비율은 8.4%이다.
84) ABCP는 ABS사채의 발행 없이 CP의 형태로만 발행될 수 있다.

ABS/ABCP구조는 SPC가 기초자산을 근거로 ABS를 발행하는 것은 다른 ABS와 같지만 자산유동화기간에 상응하는 장기 ABS를 1회 발행하는 대신 단기 ABS사채를 발행한 후 만기도래시 ABCP를 발행하여 ABS사채를 상환하고 자산유동화기간동안 계속 ABCP를 차환 발행하게 된다.

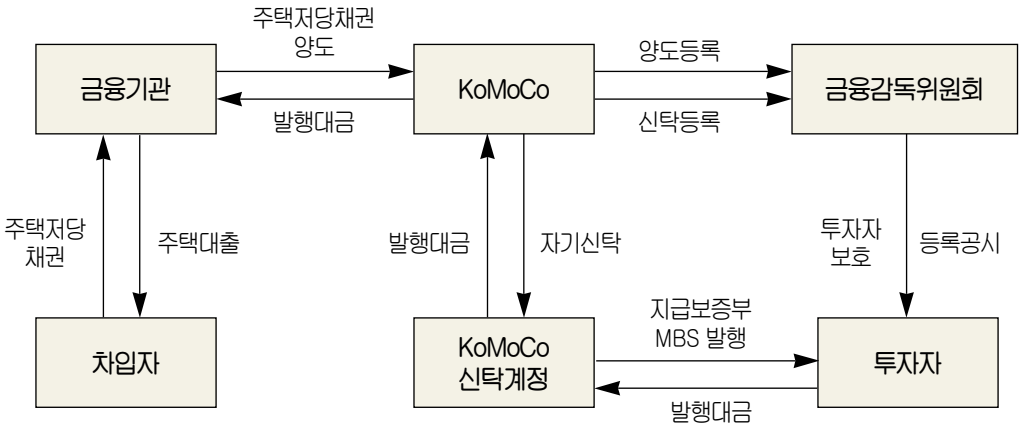
ABS/ABCP는 장단기금리차에 따른 자금조달비용의 절감, 기초자산에서 발생하는 여유자금의 재투자위험 축소 등이 가능해지므로 ABS 발행의 경제성을 높일 수 있다.

(5) 주택저당대출유동화증권(MBS; mortgage-backed securities)

MBS는 주택저당債權[85]을 기초로 발행된 ABS이다. 우리나라의 경우 주택저당채권유동화회사법(이하 MBS법)에 의해 주택저당債權을 기초로 주택저당증권(수익증권) 또는 주택저당채권담보부채권(MBB; mortgage-backed bond)을 발행할 수 있다.[86]

MBS법에 따르면 주택저당채권유동화회사를 통해서만 주택저당채권을 유동화할 수 있으며 이 법에 따라 (주)한국주택저당채권유동화(KoMoCo)가 설립되었다. KoMoCo는 주택저당채권을 가진 금융기관으로부터 이 채권을 양도받아 자신의 신탁계정에 신탁하고 신용을 보강한 다음 주택저당증권을 발행한다.[87] 신용보강에는 선 · 후순위구조와 함께 KoMoCo의 고유계정에 의한 지급보증이 이용된다.

<그림 3-16> KoMoCo의 주택저당증권 발행구조



85) 주택저당債權이란 주택의 구입 또는 건축에 소요되는 대출자금에 대한 채권으로서 당해 주택에 설정된 저당권에 의하여 담보된 채권을 지칭한다.
86) MBS법에서는 주택저당채권에 대하여만 자산유동화를 규정하고 있어 상업용부동산에 대한 저당채권은 자산유동화에 관한 법률에 의해 ABS의 형태로 유동화된다.
87) 현재 MBB의 발행실적은 전무하다.

한편 ABS법에 의해서도 주택저당채권을 유동화할 수 있다. 즉 주택저당채권을 가지고 있는 금융기관이 SPC를 설립하여 이 SPC에 주택저당채권을 양도하고, SPC가 신용을 보강한 다음 ABS를 발행할 수 있다. 현재 주택할부금융회사가 소액의 주택저당채권을 유동화하는 경우 ABS법에 의거하여 MBS를 발행하고 있으며 신용보강은 주로 선 · 후순위구조가 이용된다.[88)]

우리나라의 경우 MBS의 발행이 부진한 상태를 벗어나지 못하고 있는데 이는 BIS자기자본비율을 산정할 때 주택저당채권의 위험가중치가 50%로서 기업대출 등의 100%에 비해 위험가중치가 낮은 데다 주택자금대출의 근저당권 양도에 따른 업무부담[89)]이 발생하기 때문에 금융기관들이 주택저당채권을 양도하기를 꺼리기 때문이다.

3. 발행현황

1998년 9월 16일 ABS법이 제정되어 자산유동화를 위한 제도적 기반이 마련된 이후 1998년 12월 30일 신용카드회사가 처음으로 대출채권을 기초로 ABS를 발행하였다.

1999년에는 ABS발행금액이 6조 5,249억원에 이르렀으며 2000년 들어서는 ABS의 발

<표 3-22> **자산유동화증권 발행추이**

단위: 억원

	1998년	1999년	2000년	2001.상	합계
자산유동화증권(ABS)	2,460	65,249	493,832	220,776	782,317
공모 ABS사채	0	44,447	409,944	186,456	640,847
공모 회사채[1)]	560,003	306,714	586,628	346,783	1,800,128

주: 1) ABS 포함
자료: 금융감독원

88) 2001년 6월말까지 KoMoCo가 발행한 MBS의 후순위비율은 4.8%에 불과하나, 주택할부금융회사가 발행한 ABS의 후순위비율은 26.0%에 이른다. KoMoCo의 경우 정부출자기관인 KoMoKo 고유계정의 지급보증이 있는데다 유동화자산인 국민주택기금의 주택저당채권은 담보자산가치대비 대출채권의 비율(LTV; Loan to Value)이 낮고 1순위 저당권이 많은 반면 주택할부금융회사의 주택저당채권은 LTV가 높고 2순위 이후 저당권도 많기 때문이다.

89) 근저당권이 특정대출에 대하여만 설정되는 것이 아니라 차주의 모든 대출을 담보하는 포괄근저당 형태로 설정되는 경우가 많아 근저당권을 양도하는 경우 이 차주에 대한 주택저당대출이외의 기타대출에 대한 담보를 새로이 설정하여야 하는 기술적인 문제가 발생한다.

행이 폭발적으로 증가하여 이 발행금액이 전년에 비해 7배가 넘는 49조 3,832억원에 이르렀다. 2001년 상반기중에는 22조 776억원이 발행되어 전년동기보다 다소 감소하였으나 여전히 활발한 모습을 보였다. 이에 따라 ABS시장이 채권시장에서 차지하는 비중도 높아져 2001년 상반기중 공모 ABS사채[90] 발행액이 18조 6,456억원으로 전체 공모 회사채 발행총액(34조 6,783억원)에서 차지하는 비중이 53.8%에 이르고 있다.

2001년 6월말까지 발행된 ABS의 발행형태를 살펴보면 ABS사채가 가장 큰 비중(95.8%)을 차지하고 있으며 ABS수익증권[91]은 2.8%, ABS출자증권[92] 등 기타 ABS는 1.4%으로 미미한 수준에 그쳤다.[93]

<표 3-23> 발행형태별 자산유동화증권 발행현황

단위: 10억원

	1998년		1999년		2000년		2001.상		합계	
		공모		공모		공모		공모		공모
채 권	246	0	5,719	4,445	47,038	40,994	21,605	18,646	74,972	64,085
	(100.0)	<0.0>	(87.6)	<77.7>	(95.3)	<87.2>	(97.9)	<86.3>	(95.8)	<85.5>
수익증권	0	0	144	0	1,794	1,216	238	228	2,176	1,444
	(0.0)	<0.0>	(2.2)	<0.0>	(3.6)	<67.8>	(1.1)	<95.8>	(2.8)	<66.4>
출자증권 등	0	0	662	0	551	0	235	0	1,084	0
	(0.0)	<0.0>	(10.2)	<0.0>	(1.1)	<0.0>	(1.0)	<0.0>	(1.4)	<0.0>
합 계	246	0	6,525	4,445	49,383	42,210	22,078	18,874	78,232	65,529
	(100.0)	<0.0>	(100.0)	<68.1>	(100.0)	<85.5>	(100.0)	<85.5>	(100.0)	<83.8>

주: 1) ( )내는 ABS 발행액 대비 비중. < >내는 ABS 종류별 발행액 대비 비중.

자산보유자별 특징을 살펴보면, 1999년에는 공적자금을 조기회수하기 위해 ABS를 적극적으로 발행한 한국자산관리공사(구 성업공사) 등 공공법인이 51.9%로 가장 높은 비중을 차지하였으며 BIS자기자본비율 등 재무구조 개선을 위하여 자산유동화를 활용한 금융기관도 44.6%에 달하였다. 2000년에는 투자신탁회사와 증권회사의 비중이 각각 36.4%, 17.6%로 크게 높아짐에 따라 금융기관이 84.5%를 차지하게 된 반면 공공법인은 13.6%로 전년보다 크게 낮아졌다.

90) SPC가 회사채 형태로 공모 발행한 ABS이다.
91) 신탁회사가 기초자산을 양도받아 발행한 수익증권이다.
92) SPC가 발행하는 출자증권이다.
93) 수익증권 및 출자증권은 채권에 비해 유동성이 낮은데 주로 기인한다.

2000년중 투자신탁회사와 증권회사의 비중이 상승한 것은 이들 기관들이 CBO를 대량으로 발행하였기 때문이다. 먼저 투자신탁회사는 대우사태와 관련한 수익증권 환매제한 조치가 2000년 2월부터 해제됨에 따라 투자신탁회사 수신이 급격하게 감소할 것에 대비하여 보유채권을 기초로 유통시장 CBO(secondary CBO)를 20조 4,154억원 발행하여 신용등급이 높은 선순위채는 시장에서 매각하여 유동성을 확보하는 한편 투기등급인 후순

<표 3-24> **자산보유자별 발행내역**

단위: 억원, %

		1998년	1999년	2000년	2001.상	합 계
금융기관	은 행	0 (0.0)	7,122 (10.9)	60,911 (12.3)	57,289 (25.9)	125,322 (16.0)
	투 신	0 (0.0)	0 (0.0)	179,923 (36.4)	589 (0.3)	180,512 (23.1)
	증 권	0 (0.0)	2,100 (3.2)	87,095 (17.6)	44,898 (20.3)	134,093 (17.1)
	보 험	0 (0.0)	3,217 (4.9)	5,618 (1.1)	1,220 (0.6)	10,055 (1.3)
	여 전	2,460 (100.0)	14,093 (21.6)	60,796 (12.3)	91,295 (41.4)	168,644 (21.6)
	종 금	0 (0.0)	1,231 (1.9)	5,328 (1.1)	3,618 (1.6)	10,177 (1.3)
	기 타	0 (0.0)	1,317 (2.0)	17,755 (3.6)	2,377 (1.1)	21,449 (2.8)
공공법인	한국자산관리공사	0 (0.0)	18,296 (28.0)	48,445 (9.8)	1,109 (0.5)	67,850 (8.7)
	예금보험공사	0 (0.0)	0 (0.0)	5,158 (1.1)	3,579 (1.6)	8,737 (1.1)
	기 타	0 (0.0)	15,595 (23.9)	13,525 (2.7)	5,913 (2.7)	35,033 (4.5)
일반법인		0 (0.0)	2,278 (3.5)	9,278 (1.9)	8,889 (4.0)	20,445 (2.6)
합 계		2,460	65,249	493,832	220,776	782,317

주: ( )내는 구성비

위채는 이 증권에 전문적으로 투자하는 후순위펀드에 편입하였다.[94] 2000년 하반기중에는 증권회사가 발행시장 CBO(primary CBO)를 7조 3,073억원 발행하여 신용도가 낮아 회사채발행이 곤란한 기업의 회사채발행을 통한 자금조달에 크게 기여하였는데, 이는 채권형 펀드에 대한 매입한도 설정 및 신용보증기금 등에 의한 신용보증 등 정부의 지원대책에 주로 힘입은 것이다.

<표 3-25> 기초자산별 자산유동화증권의 발행내역

단위: 억원, %

		1998년	1999년	2000년	2001.상	합계	후순위채 비율[1]
유가증권	유통시장CBO	0 (0.0)	0 (0.0)	204,154 (41.3)	2,868 (1.3)	207,022 (26.5)	42.0
	발행시장CBO	0 (0.0)	0 (0.0)	73,073 (14.8)	45,951 (20.8)	119,024 (15.2)	4.1
	주권 등	0 (0.0)	5,317 (8.1)	9,157 (1.9)	0 (0.0)	14,474 (1.9)	6.9
채권	대출채권	0 (0.0)	30,012 (46.0)	103,118 (20.9)	66,630 (30.2)	199,760 (25.5)	25.6
	카드대출,리스채권, 자동차할부채권	2,460 (100.0)	9,330 (14.3)	55,969 (11.3)	13,657 (6.2)	81,416 (10.4)	15.5
	주택저당채권	0 (0.0)	0 (0.0)	13,788 (2.8)	2,794 (1.3)	16,582 (2.1)	6.6
	토지분양대금채권	0 (0.0)	5,627 (8.6)	2,260 (0.5)	5,913 (2.7)	13,800 (1.8)	9.1
	카드매출채권	0 (0.0)	0 (0.0)	8,616 (1.7)	73,252 (33.2)	81,868 (10.5)	8.4
	일반기업매출채권	0 (0.0)	6,696 (10.3)	9,724 (2.0)	7,442 (3.4)	23,862 (3.1)	14.9
	기타채권	0 (0.0)	2,717 (4.2)	2,063 (0.4)	0 (0.0)	4,780 (0.6)	19.1
부 동 산		0 (0.0)	5,550 (8.5)	11,910 (2.4)	2,269 (1.0)	19,729 (2.5)	30.6
합 계		2,460	65,249	493,832	220,776	782,317	23.1

주: 1) 선 · 후순위 구조로 발행된 ABS의 총 발행액중 후순위채권의 비중
( )내는 구성비

94) 후순위채 CBO에 25% 이상, 투기등급채권에 50% 이상 투자하는 펀드로서 정부는 공모주배정 및 이자소득세 50% 감면의 혜택을 부여하였다.

2001년 상반기중에는 신용카드매출채권의 유동화가 증가함에 따라 여신전문금융회사의 발행비중이 41.4%로 높아졌으며 은행도 CLO의 발행을 늘림으로써 25.9%로 상승하였다. 이에 따라 금융기관의 비중이 91.2%로 높아져 금융기관의 자산유동화 주도현상이 심화되었다. 한편 일반기업의 ABS 발행비중도 4.0%로 다소 높아졌으나 공공법인은 4.8%를 기록하여 전년에 이어 계속 감소하였다.

기초자산별 특징을 살펴보면, 1999년에는 공적자금의 조기회수를 위한 부실대출채권의 유동화로 대출채권이 전체의 46.0%를 차지하였으며 2000년에는 CBO발행이 폭발적으로 늘어난 데 기인하여 회사채가 전체의 56.1%를 차지하였다. 한편 2001년 상반기에는 투자신탁회사의 부실채권 유동화가 일단락되어 유통시장 CBO 발행이 급격히 감소함에 따라 회사채 비중은 22.1%로 떨어진 반면 카드매출채권의 비중이 33.2%로 높아졌다. 부동산 및 주택저당채권은 각각 2.5% 및 2.1%에 그쳐 이들 자산의 유동화가 여전히 부진하였다.

ABS의 발행구조를 살펴보면, 누적발행금액의 94.7%가 선 · 후순위 구조를 갖고 있다. 후순위채 비중은 전체적으로 23.1%에 이르고 있으며 특히 투자신탁회사가 발행한 유통시장 CBO는 후순위채 비중이 42.0%에 이르러 매우 높은 수준을 보였다. 높은 후순위채 비중은 외환위기 이후 금융기관과 기업들의 부실자산이 크게 늘었기 때문에 불가피한 측면이 있으나 우리나라의 경우 정크본드 시장이 제대로 형성되지 못하여 후순위채의 대부분을 자산보유자가 인수함에 따라 자산유동화의 실효성을 저하시키고 있다. 다만 2001년 상반기에는 후순위채비중이 13.7%로 2000년중(27.2%)보다 큰 폭으로 하락하였는데 이는 금융기관의 부실자산 유동화가 일단락된 데 기인하였다.

<표 3-26> 선 · 후순위구조별 자산유동화증권 발행추이

단위: 억원, %

	1998년	1999년	2000년	2001.상	합계
ABS 발행액(A)	2,460	65,249	493,832	220,776	782,317
선 · 후순위구조(B)	2,460	60,645	493,832	184,197	741,134
선순위채	1,600 (65.0)	50,144 (82.7)	359,545 (72.8)	158,997 (86.3)	570,286 (76.9)
후순위채	860 (35.0)	10,501 (17.3)	134,287 (27.2)	25,199 (13.7)	170,847 (23.1)
비율(B/A)	100.0	92.9	100.0	83.4	94.7

주: ( )내는 구성비

한편 선순위채권으로 발행된 ABS중 AAA 및 AA등급이 각각 77.4%, 21.1%를 차지하여 ABS의 신용등급이 일반회사채에 비해 매우 높게 나타나고 있는데 이는 선 · 후순위발행구조, 자산보유자 및 신용보증기관의 신용보증을 통한 신용보강에 대한 의존도가 높다는 점을 반영한 것이다.

발행된 ABS의 만기를 살펴 보면 2년 이하가 전체의 66.3%를 차지하고 있어 일반회사채에 비해 만기가 짧은데 이는 주택저당채권 등과 같은 장기 기초자산의 유동화가 부진한 반면 신용카드매출채권 등 단기 기초자산의 유동화가 활발하였던 데 기인한다.

<표 3-27> 선순위채권 신용등급 및 만기별 발행현황

(1998년 12월~2001년 6월)

단위: 억원, %

	1년	2년	3년	4년	5년	6년	7년	8년이상	합 계
AAA	117,743	166,887	52,446	52,052	10,205	1,880	2,900	3,300	407,413 (77.4)
AA	19,925	41,713	18,260	5,250	13,265	1,650	3,150	8,080	111,293 (21.1)
A	942	1,520	2,690	0	0	0	0	0	5,152 (1.0)
BBB	0	252	241	219	110	550	800	13	2,185 (0.4)
BB	0	240	90	0	0	0	0	0	330 (0.1)
합계	138,610 (26.3)	210,612 (40.0)	73,727 (14.0)	57,521 (10.9)	23,580 (4.5)	4,080 (0.8)	6,850 (1.3)	11,393 (2.2)	526,373 (100.0)

주: ( )내는 비중

참 고

미국 및 일본의 자산유동화증권시장

1. 미국

미국에서는 1930년대 초반부터 주택저당채권을 투자자에게 직접 매각하여 주택저당채권을 유동화하기 시작하였다. 1960년대 후반 들어 미국의 금리변동폭이 확대되면서 투자자들이 장기채권인 주택저당채권의 매입을 기피함에 따라 1969년 GNMA(Government National Mortgage Association)를 설립하여 이 기구의 보증으로 MBS를 발행하여 매각하는 방식의 자산유동화가 도입되었다. 1980년대초 저축대부조합(savings & loans association)의 부실채권을 ABS를 발행하여 효율적으로 정리한 것을 계기로 ABS는 미국에서 다양한 목적으로 활용될 수 있는 주된 금융상품으로 자리잡게 되었다.

1980년대 중반에 들어서는 주택저당채권 이외의 자산을 유동화한 ABS가 등장하기 시작하였다. 1985년에 리스채권, 소비자매출채권, 자동차대출채권 등을 기초로 ABS가 발행되고, 1986년에는 신용카드매출채권을 기초로 ABS가 발행되기 시작하였다. 그 이후로 자산유동화의 대상이 되는 자산들이 급속도로 다양화되기 시작하여 현재는 거의 모든 자산을 대상으로 증권화가 추진되고 있으며 미래의 전화요금 등 지금은 발생하지 않았으나 미래에 발생할 것이 확실시되는 장래의 현금흐름을 기초로 한 ABS까지도 발행되고 있다.

2001년 1/4분기 중 MBS 발행액(2,454억달러)과 기타 ABS 발행액(1,139억달러)을 합한 자산유동화증권 발행액(3,593억달러)은 회사채 발행액(2,582억달러)을 상회

<표 3-28> **미국 채권시장의 현황**
(2001.1/4분기 기준)

단위: 10억달러, %

	지방채	국채	정부기관채권	MBS	ABS[2]	회사채	합계
신규발행액	57.9 (6.0)	86.1 (9.0)	199.4 (20.8)	245.4 (25.5)	113.9 (11.9)	258.2 (26.8)	960.9 (100.0)
발행잔액[1]	1,600 (10.5)	3,000 (19.6)	1,900 (12.4)	3,600 (23.5)	1,705 (11.1)	3,500 (22.9)	15,305 (100.0)

주: 1) 미국 채권시장협회 추정치 2) MBS는 제외 3) ( )안은 구성비임
자료: 미국 채권시장협회, http://www.bondmarkets.com/Research/debtmkt.shtml

하였으며 발행잔액기준으로도 MBS 발행잔액(3조 6,000억달러)과 기타 ABS 발행잔액(1조 7,000억달러)을 합한 자산유동화증권 발행잔액(5조 3,000억달러)이 회사채 발행잔액(3조 5,000억 달러)을 훨씬 초과하고 있다.

자산형태별로는 2001년 1/4분기 현재 MBS를 제외한 ABS중 주택지분유동화증권의 발행비중(25.1%)이 가장 높다. 그 다음으로는 신용카드매출채권유동화증권(18.5%)과 자동차대출유동화증권(15.9%)의 순이다.

<표 3-29> 미국의 자산형태별 ABS 발행잔액
(2001.1/4분기 기준)

단위: 10억달러, %

자동차	CBO/CLO	신용카드	리스	주택지분[1]	조립식 주택	학자금 융자	기타	합계
271.2	136.3	315.9	64.1	428.7	80.6	86.4	321.9	1,705.1
(15.9)	(8.0)	(18.5)	(3.8)	(25.1)	(4.7)	(5.1)	(18.9)	(100.0)

주: 1) 주택지분(home equity)는 주택가치에서 저당대출액을 제외한 잉여가치를 담보로 한 대출채권
2) ( )안은 구성비
자료: 미국 채권시장협회, http://www.bondmarkets.com/Research/absos.shtml

2. 일본

일본은 주택저당채권 유동화를 위해 저당증권제도(1971년), 주택대출채권신탁제도(1973년), 주택저당증서제도(1974년) 등을 도입한 바 있으며 1996년에는 특정채권양도에 관한 법률(특채법)을 제정하여 리스회사, 신용카드회사 및 할부금융회사 등 여신전문기관이 ABS를 발행할 수 있도록 법률적 근거를 마련하였다. 1998년 9월에는 특정목적회사를 통한 특정자산의 유동화에 관한 법률(SPC법)을 제정하여 SPC에 대

<표 3-30> 일본의 자산유동화증권[1] 발행잔액 추이

단위: 10억엔

1996년	1997년	1998년	1999년	2000년
808.8	1,428.1	2,553.2	2,849.9	2,797.7

주: 1) 특채법에 근거한 ABS 발행액
자료: 일본은행 금융경제통계월보

해 조세감면 혜택을[95] 주는 한편 여신전문금융기관 뿐만 아니라 은행을 포함한 금융기관과 기업의 유동화증권 발행이 가능토록 하였다. 2000년에는 기존의 SPC법을 자산유동화에 관한 법률[96]로 대체하여 SPC의 최소자본금을 100만엔에서 10만엔으로 축소하고, 대상자산을 확대함과 아울러 다양한 유동화구조가 가능토록 하였다.

이와 같은 일본정부의 ABS 발행관련 제도정비에 힘입어 일본의 ABS 발행은 금융기관을 중심으로 꾸준히 증가하고 있다.

기초자산형태별로는 2000년 3월~2001년 2월중 주거용부동산을 기초로 한 RMBS가 20.0%로 발행비중이 가장 높았으며 다음으로 상업용 부동산을 기초로 한 CMBS가 18.0%를 차지하고 있다.

<표 3-31> 일본의 자산형태별 자산유동화증권 발행상황

(2000.3 2001.2월)

단위: 10억엔, %

자동차	CBO/CLO	신용카드	리스	RMBS[1]	CMBS[2]	기타	합계
330	130	140	620	470	440	270	2,400
(14.0)	(5.0)	(6.0)	(26.0)	(20.0)	(18.0)	(11.0)	(100.0)

주: 1) 주거용부동산을 담보로 발생한 대출을 유동화
2) 상업용부동산을 담보로 발생한 대출을 유동화
( )안은 구성비

자료: Mizuho Securities Co., http://www.mizuho-sc.com/english/ebond/bonds/abs/0104.html

95) SPC법에서는 배당가능소득의 90% 이상을 배당하는 경우 소득에서 공제해줌으로써 사실상의 법인세 비과세 혜택을 주고 있다. 이 법 시행 이전에는 조세회피를 위해 복잡한 방법을 동원해야 함으로써 자산유동화과정이 복잡해지는 등 효율성이 매우 낮았다.

96) 일본의 자산유동화제도는 통산성이 주관하는 특채법과 대장성이 주관하는 SPC법으로 이원화되어 있다. 여신전문금융기관들은 특채법에, 다른 기관들은 SPC법에 근거하여 자산유동화를 추진하고 있다.

제 4 절

주식시장

1. 의의 및 제도변천

가. 의의

주식시장은 주주권을 표시하는 유가증권인 주식[97]이 거래되는 시장으로서 기업에 대해서는 장기자금 조달시장의 역할을 수행하고 투자자에 대해서는 자금운용시장으로서의 기능을 수행한다. 그리고 주식시장은 회사채시장과는 달리 기업이 자기자본을 조달하는 시장인 만큼 기업의 타인자본 의존도를 낮추어줌으로써 경제 전체에 안정성을 높이는 역할을 수행한다.

주식시장은 기업공개 및 유상증자 등을 통해 주식이 새로이 공급되는 발행시장과 이미 발행된 주식이 투자자 상호간에 거래되는 유통시장으로 나누어지며, 거래대상주식에 따라 거래소시장, 코스닥시장(KOSDAQ; Korea Securities Dealers Automated Quotations) 및 제3시장으로 구분된다.

나. 제도 변천

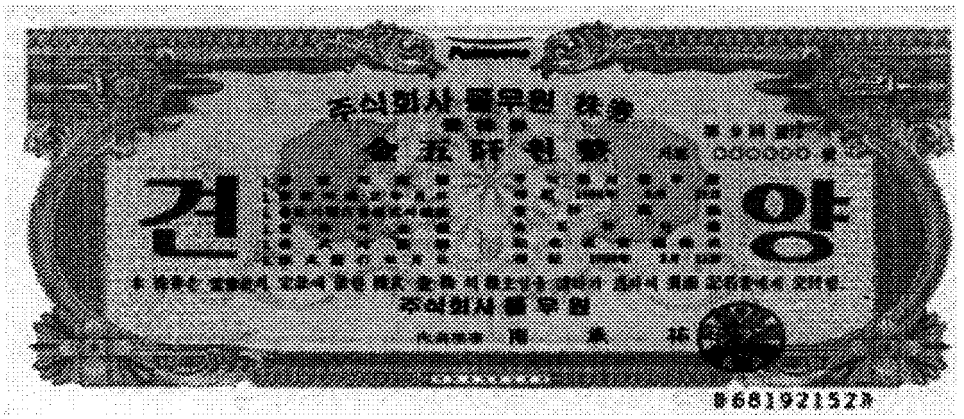
주식시장은 1956년 3월 대한증권거래소[98]가 개장됨에 따라 조직화되기 시작하여 1962년 1월 증권거래법의 제정으로 법제화되었으며 1977년 2월 증권관리위원회와 증권감독원[99]이 발족되면서 감독 · 관리체계를 갖추게 되었다. 이와 함께 기업의 자금조달을 원활

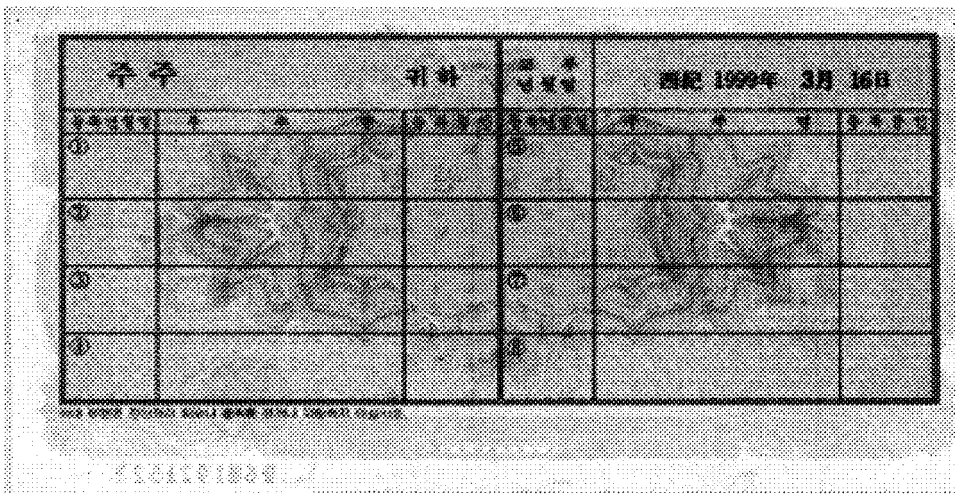
97) 주식은 이익배당 및 잔여재산분배 등에 있어서 우선적 지위가 인정되는 우선주와 표준적 성격의 보통주로 나누어지며, 우선주는 우선배당 이후의 잔여이익 분배에의 참여 여부 및 우선배당권의 차기이월 허용 여부에 따라 참가적 · 비참가적 우선주 및 누적적 · 비누적적 우선주로 다시 구분된다.
98) 1963년 5월 증권거래법 개정에 따라 한국증권거래소로 명칭이 변경되었다.
99) 1998년 4월 금융감독기구의 설치 등에 관한 법률에 의거 은행감독원, 보험감독원 및 신용관리기금과 함께 금융감독원으로 통합되었다.

히 하기 위해 1968년 11월 자본시장 육성에 관한 법률과 1972년 12월 기업공개촉진법이 제정되었다.

거래소시장과는 별도로 중소기업과 벤처기업을 대상으로 1987년 4월 증권업협회 내에 주식장외시장이 개설되었으며 이 시장은 1997년 1월 증권거래법의 개정에 따라 협회중개시장(이하 코스닥시장)으로 법적 지위를 갖게 되었다. 아울러 1996년 7월 (주)코스닥증권시장의 설립으로 경쟁매매방식이 도입되었으며 1998년 10월에는 코스닥시장의 등록, 퇴출, 제도운영 등을 결정하는 코스닥위원회가 설립되었다. 이어 2000년 3월 거래소 및

<그림 3-17> **주식 견양**





코스닥시장에서 거래되지 않는 주식을 대상으로 장외주식 호가중개시장(이하 제3시장)이 개설되었다.

시장체제의 고도화와 함께 주식시장의 개방도 단계적으로 이루어졌다. 1981년 11월 외국인전용수익증권[100]을 통해 외국인의 국내주식에 대한 투자가 시작된 데 이어 1992년 1월 일반상장법인에 대해서는 총 주식의 10%, 공공법인은 8% 이내에서 외국인의 직접투자가 허용되었다. 외국인 주식투자한도는 여러 차례에 걸쳐 확대[101]되다가 1998년 5월에 폐지되었다.[102]

주식시장 관련제도 변천 추이

1956년 3월	대한증권거래소 개장(시중은행과 한전 등 12개사 주식 상장)
1962년 1월	증권거래법 제정
1963년 5월	대한증권거래소를 한국증권거래소로 명칭 변경
1964년 1월	종합주가지수 산출(다우존스 방식) 개시
1968년 11월	공개기업을 세제상 우대하기 위해 자본시장육성에 관한 법률 제정
1972년 12월	기업공개를 통한 재무구조 개선에 주안점을 두고 기업공개촉진법 제정
1977년 2월	증권관리위원회 및 증권감독원 설립
1981년 11월	외국인 전용 수익증권(3천만달러) 최초 발매
1983년 1월	종합주가지수 산출방식 변경(다우존스방식 → 시가총액방식)
1987년 4월	증권거래소에 상장되지 않은 주식중 증권업협회에 등록된 주식을 대상으로 장외시장 개설
1991년 10월	증권업협회내에 주식장외거래 중개실 설치

100) 이와 별도로 외국인의 간접투자수단으로 Korea Fund(1984년 8월), Korea Europe Fund(1987년 3월) 및 Korea Asia Fund(1991년 4월)가 설립되었다.

101)

외국인주식투자한도 추이

(%)

	1992.1.3	94.12.1	95.7.1	96.4.1	96.10.1	97.5.2	97.11.3	97.12.11	97.12.30	98.5.25
전체한도	10	12	15	18	20	23	26	50	55	폐지
1인당 한도	3	3	3	4	5	6	7	50	50	폐지

102) 2001년 6월말 현재 한국전력 한국통신 등 공공법인에 대해서는 관련 법규에 따라 15~50%의 외국인 주식투자한도가 적용되고 있다.

1992년	1월	외국인 국내주식시장 직접투자 허용(일반상장법인 10%, 공공법인 8%)
1996년	7월	(주)코스닥증권시장을 설립하여 증권업협회 등록주식의 거래방식을 상대매매방식에서 경쟁매매방식으로 변경
1997년	1월	증권거래법을 개정하여 증권업협회 등록주식 대상시장을 협회중개시장으로 법제화
	1월	코스닥시장 주가지수 발표
1998년	5월	외국인투자한도 폐지
	12월	뮤추얼펀드 최초 설립
1998년	10월	코스닥위원회 설립
2000년	3월	증권거래소 및 코스닥시장에 상장 · 등록되지 않은 주식을 대상으로 장외주식 호가중개시장 개설

2. 발행 및 유통시장

가. 발행시장

(기본구조)

발행시장(primary market 또는 issuing market)은 〈그림 3-18〉에서와 같이 자금수요자인 발행인, 자금공급자인 투자자, 주식발행사무를 대행하고 발행위험을 부담하는 인수인으로 구성된다. 발행인에는 기업, 금융회사 등이 포함되며 투자자는 개인투자자, 외국인투자자, 기관투자가로 구분된다. 기관투자가에는 은행, 증권회사, 투자신탁회사 등 금융기관과 연기금이 포함된다. 인수인의 역할은 일반적으로 증권회사[103]가 담당한다.

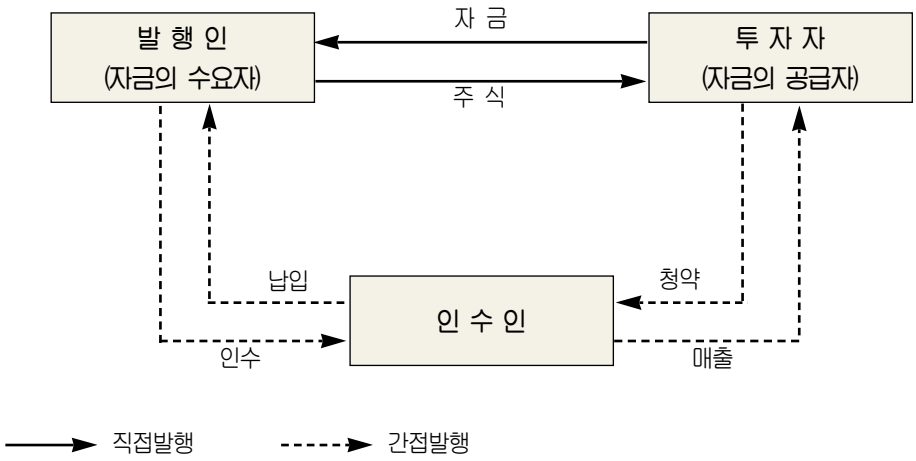
주식발행은 발행사무를 담당하는 인수인의 위험부담 정도에 따라 총액인수, 잔액인수 및 인수주선으로 나누어진다. 총액인수(firm-commitment underwriting)는 인수인이 발행주식 전부를 자기명의로 취득하여 발행사무를 담당하는 것을 의미하며 잔액인수(stand-by underwriting)는 모집[104] 결과 소화가 안되는 부분이 발생하면 이를 인수인이 취득하

103) 종합금융회사도 인수인의 역할을 수행할 수 있다.
104) 증권거래법에서는 모집을 신규로 발행되는 유가증권의 취득의 청약을 권유하는 행위로 규정하고 있다.

는 경우를 말한다. 인수주선(offering on commitment)은 인수인이 주식을 취득할 의무를 지지 않고 단순히 발행사무만을 담당하는 것을 말하며 인수주선에서 발생하는 미소화분은 발행인에게 반환된다.

이 밖에도 주식발행은 발행상대자가 불특정다수[105]인지의 여부에 따라 공모발행(public offerings)과 사모발행(private placements)으로 나누어지기도 하며 인수인의 존재 여부에 따라 직접발행과 간접발행으로 구분되기도 한다.

<그림 3-18> **발행시장의 구조**



(기업공개)

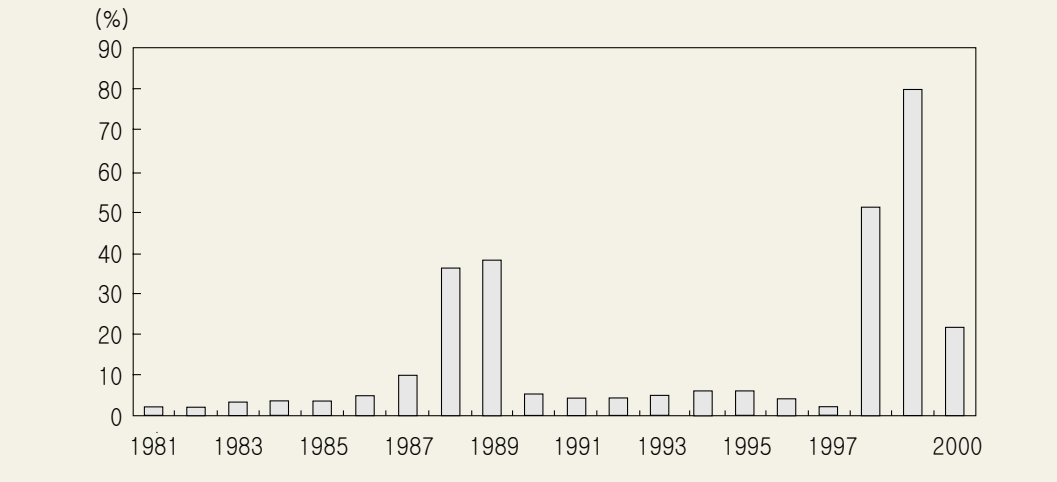
기업공개(IPO; initial public offering)는 주식을 거래소시장 또는 코스닥시장에서 거래하기 위해 불특정다수인에게 주식을 모집 또는 매출[106]하는 것을 의미하며 선행조건, 예비절차, 본절차의 순서로 이루어진다.

기업공개를 추진하는 기업은 선행조건으로 금융감독위원회에 등록하고 증권선물위원회가 지정하는 감사인에게 최근 사업연도 재무제표에 대한 회계감사를 받아야 하며 증권회사 등을 주간사회사로 선정하여야 한다.

기업공개의 예비절차로는 수권주식수 조정, 발행주식 종류, 신주인수권 배제 여부, 전환사채 및 신주인수권부사채 발행 등과 관련하여 정관을 개정하고 명의개서대리인을 선정하는 외에 우리사주조합을 결성하여야 한다.

105) 증권거래법에서는 발행상대자가 50인 이상인 경우를 공모발행으로 간주한다.
106) 증권거래법에서 매출은 기발행된 유가증권의 청약을 권유하는 행위로 규정하고 있다.

<그림 3-19> 기업자금조달중 증시를 통한 자금조달비중 추이



자료: 한국은행, 자금순환통계
금융감독원, 금융통계월보

기업공개의 본절차는 먼저 신주의 종류와 수, 신주의 발행가액 등에 대한 이사회의 결의, 주간사의 인수가액 결정, 금융감독위원회에 유가증권신고서 제출 등으로 진행되며, 주간사는 금융감독위원회가 유가증권신고서를 수리한 날로부터 15일이 경과하면 신주발행기업과 협의를 거쳐 청약안내를 공고하고 청약기간에 청약을 받는다. 납입일에 주금납입이 이루어지고 신주발행기업이 자본금 변경등기, 금융감독위원회에 유가증권 발행실적 보고서 제출, 증권거래소 또는 증권업협회에 상장 또는 등록[107] 신청을 함으로써 공개절차가 마무리된다.

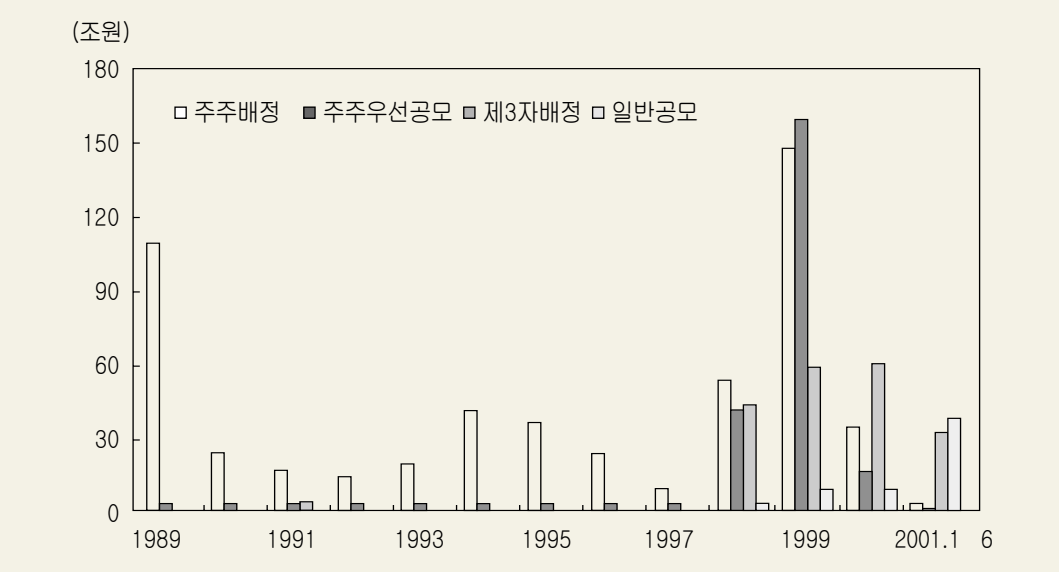
(유상증자)

유상증자란 신주를 발행하여 회사의 납입자본금을 증가시키는 것으로서 신주인수권 배정방법에 따라 주주배정방식, 주주우선공모방식, 일반공모방식, 제3자배정방식 등으로 구분된다.

주주배정방식에서는 주주와 우리사주조합에게 신주를 배정하고 실권주가 발생하면 이사회의 결의에 따라 그 처리방침을 결정하는 것을 말하며, 주주우선공모방식은 주주배정방식과 동일한 방식이나 실권주가 발생할 경우에 일반투자자를 대상으로 청약을 받고 만일 청약이 미달되면 이사회의 결의에 따라 그 처리방침을 결정한다는 점에서 주주배정방식과

107) 거래소시장 · 코스닥시장에서 거래될 수 있는 자격을 부여받는 것을 의미한다.

<그림 3-20> 발행형태별 유상증자 추이



자료 : 금융감독원

차이가 있다. 일반공모방식은 주주에게 신주인수권을 주지 않고 일반투자자를 대상으로 청약을 받는 것을 말하며, 제3자배정방식은 주주 대신 특정의 제3자에게 신주인수권을 주는 방식이다. 일반공모방식과 제3자배정방식은 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치기 때문에 정관에 명백히 나타나 있지 않으면 주주총회의 특별결의가 필요하다.

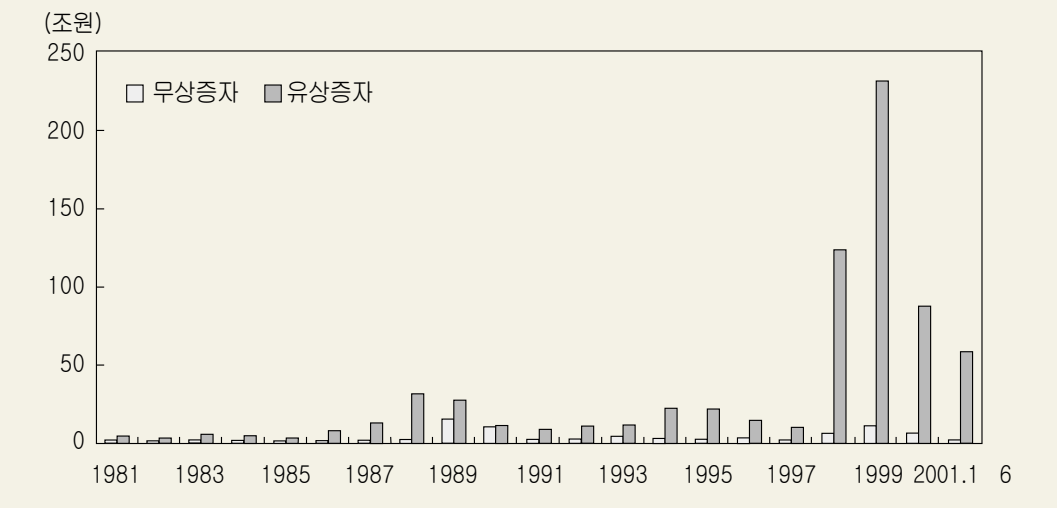
유상증자의 절차는 신주인수권 배정방식에 따라 차이가 있는데 일반적인 주주배정방식의 경우 ① 이사회의 신주발행 결의 ② 금융감독위원회에 유가증권신고서 제출 ③ 신주발행 및 신주배정기준일 공고 ④ 신주인수권자에 신주배정 통지 ⑤ 신주청약 접수 ⑥ 실권주 처리 ⑦ 주금의 납입 및 신주발행등기 ⑧ 신주 상장신청 또는 등록신청 등으로 이루어진다.

한편 신주발행가액은 시가를 기준으로 결정된 이론권리락주가[108] 또는 기준주가[109]에 기업이 정하는 할인율[110]을 적용하여 산정한다.

108) 주주배정방식 및 주주우선공모방식에 해당되며 (기준주가+신주가액×유상증자비율)÷(1+유상증자비율)로 구한다. 동 산식중 기준주가는 신주배정기준일전 3거래일을 기산일로 하여 소급한 1개월 평균종가, 1주일 평균종가 및 최근일종가를 산술평균하여 산정하되 동 산정가액이 최근일종가를 상회할 경우에는 최근일종가를 기준주가로 한다.

109) 일반공모방식 및 제3자배정방식에 해당된다. 일반공모방식은 청약일전 5거래일을 기산일로 하여 소급한 1개월 평균종가, 1주일 평균종가 및 기산일종가를 산술평균하여 산정한다. 제3자배정방식의 경우에는 이사회결의일전일을 기산일로 하여 소급한 1개월 평균종가, 1주일 평균종가 및 최근일종가를 산술평균하여 산정하되 동 산정가액이 최근일종가를 상회할 경우에는 최근일종가를 기준주가로 한다.

<그림 3-21> 유무상증자 추이



자료 : 금융감독원

(무상증자 및 주식배당)

무상증자는 주금을 납입하지 않고 이익금, 자본준비금 또는 자산재평가적립금을 자본금에 전입하면서 신주를 발행하여 기존주주에게 무상으로 신주를 배정 · 교부하는 것으로서 주주배정방식에 의한 유상증자와는 달리 유가증권신고서 제출과 주금납입 관련 절차가 필요하지 않다.

주식배당은 현금 대신 신주발행을 통해 배당을 실시함으로써 이익을 자본으로 전입하는 것을 의미하며 신주발행가격은 액면가로 정해진다. 주식배당은 배당가능이익[111]의 50% 이내로 제한되나 주식의 시장가격이 액면가 이상인 상장법인에 대해서는 배당가능이익의 100%까지 허용된다.

나. 유통시장

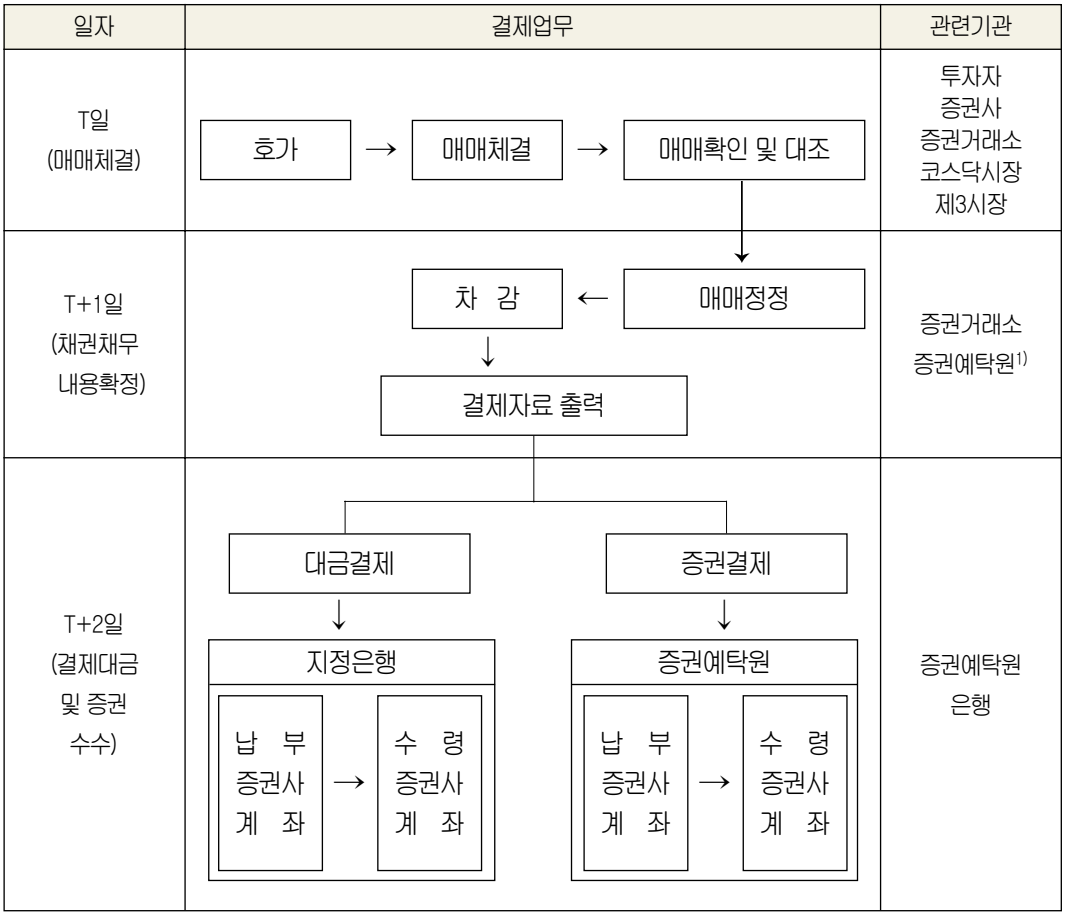
주식유통시장은 투자자, 증권회사, 증권거래소 · 코스닥시장 · 제3시장 및 증권예탁원으로 구성된다. 투자자의 매매주문은 위탁회사인 증권회사를 거쳐 증권거래소 등에서 체결되며 이에 따른 결제는 매매일로부터 3일째 되는 날(T+2) 증권예탁원을 통해 이루어진다.

110) 상장법인이 임의로 정할 수 있으나 일반공모방식의 경우는 30%, 제3자배정방식은 10% 이내로 제한되어 있다.
111) 배당가능이익은 대차대조표상의 순재산액에서 자본금 및 이익 · 자본준비금을 차감하여 구해진다.

매매체결은 증권거래소 · 코스닥시장의 경우 경쟁매매방식으로 체결되며 제3시장에서는 상대매매방식으로 이루어진다. 경쟁매매방식에서는 매수호가가 매도호가 이상인 경우에 거래가 체결되며 다수의 매매호가에 대해서는 ① 저가 매도호가 ② 고가 매수호가 ③ 먼저 접수된 호가의 순으로 우선순위가 주어진다. 상대매매방식이란 매도호가와 매수호가가 일치하는 경우에만 거래가 체결되는 매매방식을 말한다.

한편 증권사는 투자자의 주문을 이행하기 위한 담보로 위탁증거금을 받고 있는데 증권거래소와 코스닥시장의 경우에는 증권사가 자율적으로 결정[112]하는 반면 제3시장에서는 100%를 받도록 의무화되어 있다.

<그림 3-22> 유통시장의 구조



주: 1) 증권예탁원은 코스닥시장 및 제3시장을 대행

112) 개인투자자에 대해서는 일반적으로 매매약정대금의 40%를 징구하고 있다.

3. 증권거래소 시장

가. 상장요건 및 유형

거래소시장에서 기업공개를 통해 새로운 주식이 거래되기 위해서는 다양한 요건을 충족하여야 한다. 먼저 설립후 3년 이상 경과하고 계속적으로 영업을 하고 있어야 하며 기업규모면에 있어서는 자본금과 자기자본이 각각 50억원과 100억원 이상이고 최근 3년간 평균 매출액과 최근 연도 매출액이 각각 150억원과 200억원 이상이어야 한다. 아울러 주식분산비율이 30% 이상(자기자본 500억원 이상인 경우 10% 이상)이고 소액주주의 수가 1,000명 이상이어야 한다. 재무구조에 있어서도 ① 최근 사업연도말 부채비율이 동일업종 상장법인 평균부채비율의 1.5배 미만 ② 최근 사업연도에 영업 · 경상 · 당기순이익을 기록하고 이중 가장 적은 금액이 자기자본의 5% 이상이거나 25억원 이상이며 최근 3년간을 기준으로 자기자본의 10% 이상이거나 50억원 이상[113] ③ 최근 3년간 감사인의 감사의견이 모두 적정의견일 것 등이 요구된다.

거래소시장에의 상장에는 기업공개를 통한 신규상장뿐만 아니라 기존 상장기업의 증자, 합병 등으로 주식을 새로이 발행하는 신주상장과 기존주식을 상호, 종류, 액면금액 등의 변경에 따라 새로운 주식으로 교체하는 변경상장 등이 있다.

나. 매매제도

(기본구조)

거래소시장은 토요일, 공휴일, 근로자의 날 및 연말일[114]을 제외하고 매일 개장되며 호가접수시간 기준으로 08:00~15:00의 정규시장과 15:00~15:40의 시간외시장으로 구분된다.

정규시장은 거래체결방식에 따라 단일가격방식이 적용되는 08:00~09:00 및 14:50~15:00와 복수가격방식이 적용되는 09:00~14:50으로 나누어진다. 단일가격방식은 거래신청분 전체를 대상으로 경쟁매매원칙을 적용[115]하여 거래가 가장 많이 이루어지는 하나

113) 자기자본이 1,000억원 이상인 대형법인의 경우 최근 사업연도 기준으로 영업 · 경상 · 단기순이익이 있고 이중 가장 적은 금액이 자기자본의 3% 이상 또는 50억원 이상으로서 영업활동으로 인한 현금흐름이 양(+)이어야 한다.
114) 2001년 말부터 종전 연말 3일간에서 연말일로 변경되었다.
115) 08:00~09:00에는 시간우선원칙이 배제되나 14:50~15:00에 있어서는 시간우선원칙이 적용된다.

의 가격에서 매매가 성립되는 것을 의미하며, 복수매매방식은 주문별로 경쟁매매원칙이 적용되는 것을 말한다.

시간외시장[116]은 매매가격에 따라 시간외종가매매, 시간외대량매매 및 시간외바스켓매매로 구분된다. 시간외종가매매는 정규시장 종가(이하 종가)로 주문을 받아 접수순에 따라 거래를 체결하는 것을 의미하며 시간외대량매매는 투자자 쌍방의 합의에 의해 종가의 상하 5% 이내[117]에서 5만주 또는 10억원 이상의 거래가 이루어지는 것을 말한다. 시간외바스켓매매는 시간외대량매매와 대체로 동일하나 거래대상이 5종목 이상이라는 점에서 차이가 있다.

호가는 〈표 3-32〉에서와 같이 가격대별로 단위가 다르며 그 내용에 따라 지정가호가, 시장가호가, 조건부 지정가호가로 구분된다. 지정가호가는 주문할 때 특정가격을 지정하는 것을 말하며 시장가호가는 특정가격을 지정하지 않고 접수시점에서 매매가능한 가격을 그대로 적용하는 것을 의미한다. 조건부 지정가호가는 오후 2시 50분까지 거래가 체결되지 않아 단일가격방식으로 넘어갈 경우 자동적으로 시장가호가방식으로 전환되는 지정가호가를 말한다.

〈표 3-32〉 거래소시장의 호가단위

주 식 가 격	호가단위
5,000원 미만	5원
5,000원 이상 10,000원 미만	10원
10,000원 이상 50,000원 미만	50원
50,000원 이상 100,000원 미만	100원
100,000원 이상 500,000원 미만	500원
500,000원 이상	1,000원

주문수량은 호가와 달리 일률적으로 10주 단위로 이루어진다. 한편 증권거래소는 실시각으로 체결가능성이 높은 5개의 매수 · 매도호가 및 주문량과 함께 총주문량을 공개하고 있으며[118] 전체 유통시장의 움직임을 대표하는 종합주가지수(1980.1.4=100)를 작성하

116) 2001년 4월 증권거래법 개정으로 거래소시장 및 코스닥시장에서 거래가 이루어지지 않는 휴일 및 야간에 상장 · 등록주식의 거래를 중개하는 전자장외증권중개회사의 설립이 허용됨에 따라 삼성, 대신, 굿모닝 등 28개 증권사가 상법상 주식회사인 한국ECN증권을 설립하였으며 동사는 2001년 12월중 업무를 개시할 계획으로 있다.

117) 2002년 1월 2일부터는 당일중 거래된 가격별 거래량을 가중평균하여 산출한 가격(VWAP)도 시간외대량매매의 가격으로 허용될 예정이다.

118) 2002년 1월 2일부터는 호가를 10단계로 확대하고 총주문량은 비공개로 하는 대신 10단계 호가의 합산수량을 공개하는 방식으로 변경될 예정이다.

여 발표하고 있다.

이 밖에도 증권회사는 거래를 활성화하기 위해 투자자에게 융자(融資) 또는 대주(貸株)의 형태로 신용을 공급하고 있으며 신용공여기간 및 비율 등은 증권사가 자율적으로 결정하고 있다.

(투자자보호장치)

거래소시장은 주가의 급등락에 따른 투자심리의 불안 가능성을 최소화하기 위해 가격제한폭제도와 매매거래중단제도 등을 운용하고 있다. 먼저 개별종목의 경우 일중 주가변동률은 전일 종가의 ±15%로 제한되며 풍문 등[119]과 관련하여 주가나 거래량이 급변하거나 그러한 조짐이 나타나는 경우에는 매매거래가 중단된다. 매매가 중단된 주식은 그 기업이 변동사유를 공시한 시점으로부터 60분이 경과하면 거래가 다시 시작된다.[120]

시장 전체로는 종합주가지수가 전일 종가보다 10% 이상 하락하여 1분간 지속되면 20분간 모든 종목의 호가접수와 매매거래가 중단된다.[121] 이 매매거래중단제도는 개별종목의 경우와 구분하여 서킷브레이커(circuit breakers)로 불린다. 이 밖에 주가지수선물시장의 가격급등락에 연계하여 거래소시장에서 프로그램매매를 일시 정지시키는 사이드카(side car)제도[122]가 운용되고 있다.

한편 증권거래소는 개별종목에 대한 투자자의 주의를 환기시키기 위해 감리종목과 관리종목을 지정하고 있다. 감리종목은 단기간내에 주가가 크게 오른 종목[123]을 대상으로 하며, 관리종목은 발행기업의 경영상태가 크게 악화된 종목[124]을 대상으로 한다. 감리종목과 관리종목은 투자위험이 큰 만큼 신용거래대상에서 제외된다.

---

119) 발행한 어음 또는 수표의 부도발생, 은행거래정지, 영업활동정지, 파산, 해산, 또는 회사의 정리절차 개시신청 등에 관한 소문 또는 보도를 말한다.

120) 거래 재개후 최초 10분간은 단일가방식이 적용된다.

121) 거래재개후 최초 10분간은 단일가방식이 적용되나 1일 1회에 한정되며 오후 2시 20분 이후에는 발동되지 않는다.

122) 제4장 제2절 주가지수선물시장에서 상세히 소개된다.

123) 아래 3가지 경우중 한가지라도 해당되면 감리종목으로 지정된다.

ⅰ) 최근 5일간 주가상승률이 75%인 경우가 연3일간 계속되고 제3일째 되는 날의 종가가 최근 30일중 최고치인 종목

ⅱ) 최근 7일간 주가상승률이 동 업종 산업별 수정주가평균 상승률 또는 동 업종 산업별 주가지수 상승률의 4배 이상인 종목(단 산업별 수정주가평균 또는 산업별 주가지수 산출대상 상장사수가 5개사 이하인 경우에는 주가평균 또는 종합주가지수를 적용)

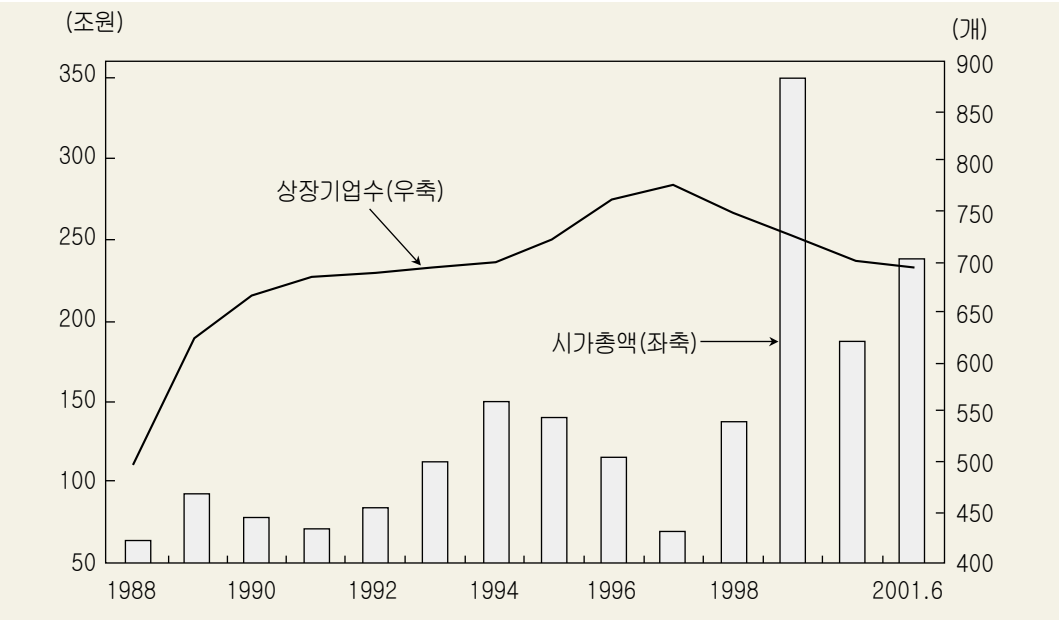
ⅲ) 보통주보다 주가가 높은 우선주로서 최근 3일간 주가상승률이 30% 이상인 경우, 다만 동 기간중 우선주 주가상승률이 보통주 주가상승률의 1.5배 미만인 경우는 제외

124) 사업보고서 등 보고서 미제출, 감사의견 부적정 또는 의견거절, 영업활동정지, 부도발생, 은행거래정지, 자본전액잠식, 주식분산기준 미달, 회사정리절차 신청 또는 개시, 불성실공시, 거래량 급감 등의 경우를 말하며 동 사유가 1년 이내에 해소되지 않으면 원칙적으로 상장이 폐지된다.

다. 시장 동향

상장기업수는 거래소시장 개설 이후 꾸준히 증가하여 1997년말에는 776개사(958개 종목)에 달하였으나 1998년 이후 기업 · 금융구조조정에 따라 상장폐지 기업이 늘어나면서 2001년 6월말에는 693개사(896개 종목)로 줄어들었다.

<그림 3-23> 상장주식 시가총액 및 상장기업수 추이
(기말기준)



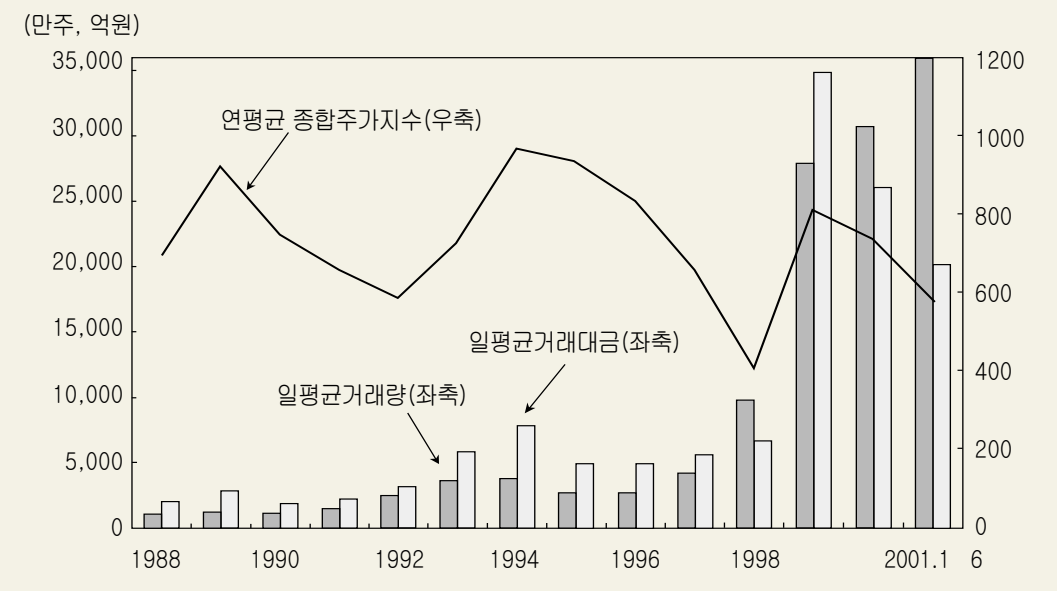
자료: 증권거래소

한편 1994년말 151조원을 기록한 뒤 계속 감소하였던 상장주식 시가총액은 1998년 들어 증가세로 돌아서 1999년말에는 350조원에 이르렀으나 2000년초부터 주가가 하락세를 지속하면서 2001년 6월말에는 238조원[125]으로 줄어들었다.

유통시장에 있어서는 외환위기의 영향으로 1998년 6월 16일 280.00까지 하락하였던 종합주가지수가 2000년 1월 4일 1,059.04까지 상승한 후 다시 하락세로 돌아서 2001년 6월 30일에는 595.13을 기록하였다. 일평균 거래규모는 1998년 4월부터 당일매수 · 당일매도(이하 day trading)가 가능해짐에 따라 1997년중의 4,153만주(거래금액 기준으로는 5,558억원)에서 2001년 상반기중에는 4억 1,830만주(2조 85억원)로 대폭 확대되었다.

125) 2000년말 현재 상장기업 시가총액(188조원)에서 차지하는 투자자별 비중은 외국인(30.2%) 개인(20.0%) 및 기관(13.4%) 등의 순이다.

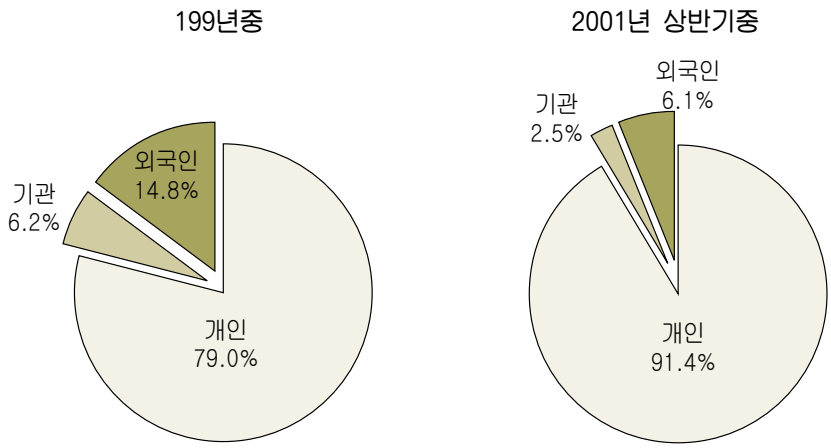
<그림 3-24> 종합주가지수 및 일평균 거래규모 추이



자료 : 증권거래소

시장참가자별 거래비중(일평균 거래량 기준)을 보면 개인이 1997년중의 79.0%에서 2001년 상반기중에는 91.4%로 크게 늘어나 전체 거래규모 증가를 주도한 반면 기관투자가와 외국인은 6.2%와 14.8%에서 각각 2.5%와 6.1%로 감소하였다.

<그림 3-25> 거래소시장 참가자별 거래비중 변동



자료 : 증권거래소

4. 코스닥시장

가. 등록요건 및 매매제도

코스닥시장에서 신규로 주식이 거래되기 위한 등록요건은 대체로 거래소시장의 상장요건과 비슷하나 코스닥시장이 중소기업 및 벤처기업을 대상으로 한다는 점에서 자본금과 소액주주의 수가 각각 5억원과 500명 이상으로 완화되고, 경영성과에 있어서도 최근 사업연도에 경상이익이 발생하는 것만이 요구된다.

매매제도에 있어서는 거래소시장과의 주된 차이점으로 매매수량단위(1주, 거래소시장 10주), 주당 10,000원 미만인 종목에 대한 호가단위(10원, 거래소시장 5,000~10,000원은 10원 5,000원 미만은 5원), 호가방식(지정가, 거래소시장 지정가 및 시장가), 가격제한폭(전일 종가의 ±12%, 거래소시장 ±15%) 및 신용공급 금지[126] 등을 들 수 있으며 (주)코스닥증권시장은 거래소시장의 종합주가지수에 상응하는 코스닥종합지수(1996.7.1=100)를 작성하여 발표하고 있다.

나. 시장 동향

코스닥시장의 등록기업수는 1997년말의 359개사(369종목)에서 1998년말에는 기업구조조정 등의 영향으로 331개사(350종목)로 줄어들었으나 1999년 이후 정보통신산업의 급성장과 함께 큰 폭으로 늘어나 2001년 6월말 현재 616개사(623종목)에 이르고 있다.

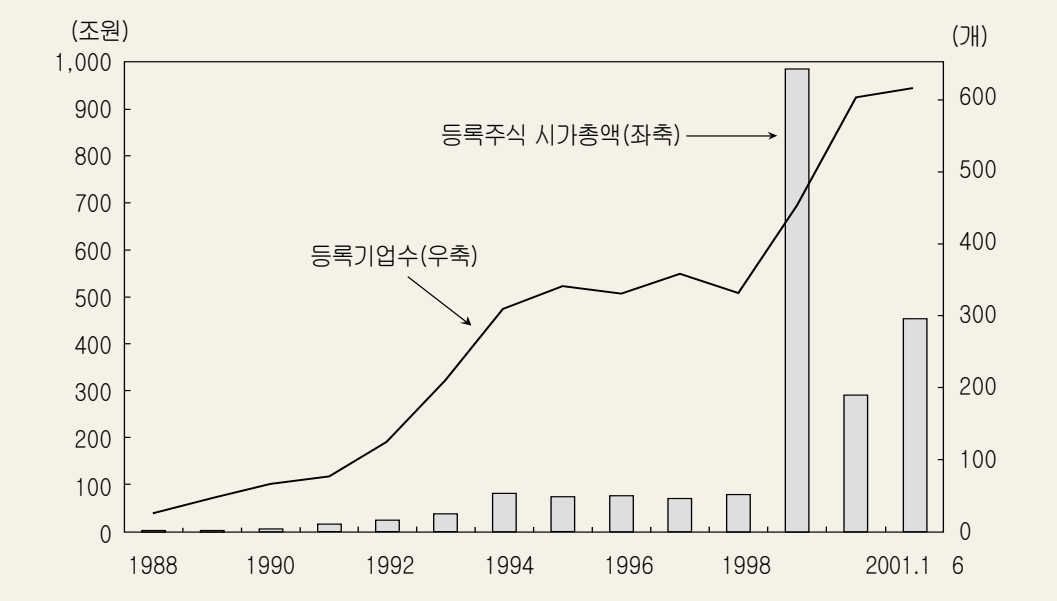
유통시장에서는 코스닥종합지수가 1998년 10월 7일 60.70에서 2000년 3월 10일 283.44까지 상승한 후 하락세로 돌아서 2001년 6월말 현재 76.87을 기록하고 있다. 일평균 거래규모는 거래소시장에서와 같이 day trading의 영향으로 1997년중의 16만주(거래금액 기준으로는 40억원)에서 2001년 상반기중에는 4억 1,645만주(2조 1,071억원)로 대폭 확대되었다

한편 코스닥시장에서 거래되는 종목의 시가총액은 1998년말의 6조원에서 1999년말에는 93조원으로 크게 증가하였으나 2000년초 이래 주가가 하락세를 보임에 따라 2001년 6월말에는 45조원[127]으로 줄어들었다.

126) 2001년 9월 27일 정부는 2단계 금융규제정비 추진방안에서 증권거래법시행령 및 증권업감독규정을 개정하여 신용공여 제한을 완화할 계획임을 발표하였다.

127) 2000년말 현재 등록기업 시가총액(29조원)에서 차지하는 투자자별 비중은 개인(44.9%), 기관(11.9%) 및 외국인(6.9%) 등의 순이다.

<그림 3-26> 등록주식 시가총액 및 등록기업수 추이



자료 : (주)코스닥증권시장

5. 제3시장

가. 지정요건 및 매매제도

제3시장은 증권거래소 상장 또는 코스닥 등록이 어려운 기업이 발행한 주식이나 상장 또는 등록이 폐지된 주식을 대상으로 하고 있어 거래를 위한 지정요건도 매매거래질서 유지에 필요한 기본적인 사항으로 국한되어 있다. 즉 ① 최근 사업연도 재무제표에 대한 외부감사인의 감사의견이 적정 또는 한정일 것 ② 주식을 증권예탁원에 예탁할 수 있고 양도 제한이 없을 것 ③ 발행회사의 명의개서의무를 명의개서대행회사에 위탁하였을 것 등이다.

매매제도는 코스닥시장과 유사하나 오전 9시부터 지정가에 의해 주문을 접수하여 상대매매방식[128]에 의해 거래가 체결되고 시간외시장이 개설되지 않으며 가격제한폭이 없다는

128) 시간우선원칙이 적용되며 전량거래호가의 경우에는 전량체결이 가능한 동일가격의 상대호가가 제출되는 때에 한하여 매매가 체결된다.

<표 3-33> 주식시장별 매매제도 비교

	거래소시장	코스닥시장	제3시장
거래시간 (호가접수기준)	08:00 15:00	좌동	09:00 15:00
거래제한폭	전일종가 ±15%	전일종가 ±12%	제한없음
매매방식	경쟁매매	좌동	상대매매
위탁증거금	증권사가 결정	좌동	매수: 현금 100% 매도: 주식 100%
day trading	가능	좌동	불가능
양도소득세	면제	좌동	대기업주식: 20% 중소기업주식: 10%
호가	지정가, 시장가	지정가	좌동
기준가	전일종가	좌동	전일가중평균가
매매단위	10주	1주	좌동
신용공여	가능	불가능	좌동

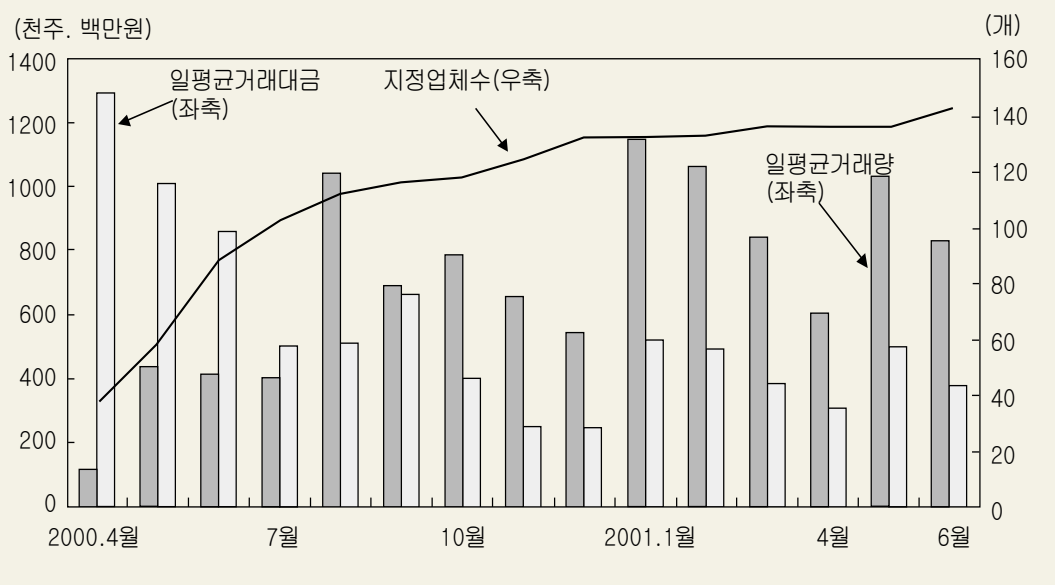
점에서 차이가 있다. 아울러 매매주문시 100%의 위탁증거금이 필요하고 day trading을 할 수 없다. 이 밖에도 제3시장에서 거래하여 얻은 양도차익에 대해서는 거래소시장 및 코스닥시장과 달리 소득세[129]가 부과되며 시장 전체의 주가 움직임을 나타내는 종합지수가 작성되지 않는다.

나. 시장 동향

제3시장의 지정기업수는 개장일인 2000년 3월 27일에 9개사에서 2001년 6월말에는 143개로 늘어났다. 일평균 거래금액의 경우 개장 직후인 2000년 4월에는 12.9억원에 달하였으나 2001년 6월에는 거래소시장과 코스닥시장의 약세를 반영하여 3.8억원으로 크

129) 양도차익에 대해 대기업 발행주식은 20%, 중소기업 발행주식은 10%를 양도소득세로 납부하며, 양도차손이 발생할 경우에는 기납부액 범위내에서 환급을 받는다.

<그림 3-27> 제3시장 거래규모 추이



자료 : (주)코스닥증권시장

게 줄어들었다.[130)]

2001년 상반기중 시장참가자별 거래비중(일평균 거래금액 기준)은 개인이 98.8%를 차지하고 있는 반면 기관과 외국인의 비중은 0.2%와 0.1%로 극히 미미하다. 한편 제3시장에서 거래되는 종목의 시가총액은 2001년 6월말 현재 1조 2천억원에 이르고 있다.

130) 거래량 기준으로는 11.5만주(2000년 4월)에서 83.5만주(2001년 6월)로 증가하였다.

참 고

미국 및 일본의 주식시장

1. 미 국

미국의 주식시장에는 뉴욕증권거래소(NYSE; New York Stock Exchange) 등 6개[131]의 거래소시장과 나스닥시장(NASDAQ; National Association of Securities Dealers Automated Quotations)이 있다.

미국의 대표적 주식시장인 뉴욕증권거래소는 거래체결 기준으로 9:30~16:00에 개장되는 정규시장과 16:00~17:15의 시간외시장(CS; crossing session)으로 구분되며 시간외시장은 시간외종가매매의 CS I(16:15~17:00)과 시간외대량매매 및 바스켓매매를 대상으로 하는 CS II(16:00~17:15)로 나누어진다. 매매제도에 있어서는 경쟁매매원칙에 따라 100주 단위[132]로 거래가 이루어지며 개별 종목의 일중 가격변동에 대한 제한은 없으나 시장 전체적으로 가격이 10% 이상 급락할 경우에는 일시적으로 매매거래가 중단된다. 개별 종목의 경우 공시와 관련하여 매매거래중단제도가 적용된다.

미국 주식시장의 움직임을 종합적으로 나타내는 주가지수로는 다우존스공업평균지수(DJIA; Dow Jones Industrial Average), S&P 500지수 및 나스닥지수가 있다.

다우존스공업평균지수는 뉴욕증권거래소와 나스닥시장에 상장 · 등록된 30개[133] 제조업 종목을 대상으로 하며 다우존스사에 의해 주가평균방식(1896.5.26.=$40.96)으로 산출된다. S&P500지수는 뉴욕증권거래소, 미국증권거래소(AMEX) 및 나스닥시장에서 거래되는 500개 대기업을 대상으로 하며 S&P사에 의해 시가총액방식(1941~1943=10)으로 작성된다. 나스닥지수는 나스닥시장에 등록된 모든 종목을 대상으로 하며 시가총액방식(1971.2.5=100)으로 산출된다.

한편 2001년 6월말 현재 뉴욕증권거래소에 상장된 기업은 2,424개사이며 나스닥시장 등록기업수는 4,436개사이다.

131) New York, American(AMEX), Philadelphia, Boston, Cincinatti, Pacific
132) 거래소가 지정하는 종목은 100주 미만으로도 거래가 가능하다.
133) 나스닥 등록종목은 Intel, Microsoft 등 2종목이다.

2. 일 본

일본의 주식시장에는 동경증권거래소(Tokyo Stock Exchange) 등 6개의 거래소시장[134]과 자스닥시장(JASDAQ; Japanese Association of Securities Dealers Automated Quotations), Mothers(Market of the High-Growing and Emerging Stocks)[135] 및 Nasdaq Japan[136]이 있다.

일본의 대표적인 증권거래소인 동경증권거래소는 거래체결 기준으로 09:00~11:00 및 12:30~15:00에 개장되는 정규시장과 ToSTNeT(Tokyo Stock Exchange Trading Network System)를 통해 이루어지는 시간외시장으로 구분된다. 시간외시장은 시간외대량매매 및 바스켓매매를 대상으로 하는 ToSTNeT-1과 시간외종가매매의 ToSTNeT-2로 나누어진다.[137] 매매제도에 있어서는 경쟁매매원칙에 따라 발행기업이 상장할 때 지정한 주식수를 단위[138]로 거래가 이루어지며 개별 종목의 일중 가격변동폭은 전일 종가에 따라 7.1%~30.0% 범위내에서 29단계로 나누어진다. 매매거래중지제도는 개별 종목의 공시와 관련하여서만 적용되며 시장 전체에 대한 매매거래중단제도는 없다.

일본 주식시장의 대표적인 주가지수로는 TOPIX(Tokyo Stock Price Index), NIKKEI225지수, 자스닥지수가 있다. TOPIX는 동경증권거래소가 제1부에 상장된 자국주식을 대상으로 시가총액방식(1968.1.4=100)에 의해 작성하는 지수이며 NIKKEI225지수는 일본경제신문이 동경증권거래소 제1부에 상장된 225개 종목을 대상으로 주가평균방식(1949.5. 16=¥176.21)에 의해 산출하는 지수이다. 자스닥지수

134) 도쿄, 오사카, 나고야, 교토, 후쿠오카, 삿포로

135) 1999년 11월 19일 고성장 신흥기업 전용시장으로 도쿄증권거래소내에 개설되었다.

136) 2000년 6월 19일 소프트뱅크사와 미국 증권딜러협회(NASD; National Association of Securities Dealers)의 공동출자에 의해 개설되었다.

137)

시간외시장의 주요 내용

	ToSTNeT-1	ToSTNeT-2
목적	대량매매 및 바스켓매매	종가를 기준으로 매매
거래시간	08:20 09:00, 11:00 12:30, 15:00 16:30	08:20 16:00(주문접수시간)
매매체결	매도자와 매수자간 합의된 가격에 의해 체결	08:45(전일종가), 11:30(전장종가), 16:00(당일종가)

138) 발행기업이 주식수를 지정하지 않으면 1주 단위로 거래가 이루어진다.

는 자스닥시장에 등록된 모든 종목[139]을 대상으로 시가총액방식(1991.10.28=100)에 의해 산출하는 지수이다.

한편 2001년 6월말 현재 동경증권거래소에 상장된 기업은 2,123개사이며 자스닥시장에 등록된 기업은 880개사이다.

139) 일본은행 및 관리종목은 제외된다.