

한국증권학회-자본시장연구원  
공동 정책심포지엄  
2014. 11. 05

# 한국 채권시장 무엇이 문제인가?

-시장 양극화와 해소방안-



전주대학교 경영대학  
교수 정희준

# 목 차



## 채권시장과 경제성장

- 1.1 채권시장 연혁
- 1.2 이론적 관점



## 채권시장 구조와 현황

- 2.1 발행시장 구조
- 2.2 유통시장 구조



## 한국 채권시장에 대한 문제 제기

- 3.1 큰 양극화
- 3.2 깊은 양극화
- 3.3 덜 알려진 양극화



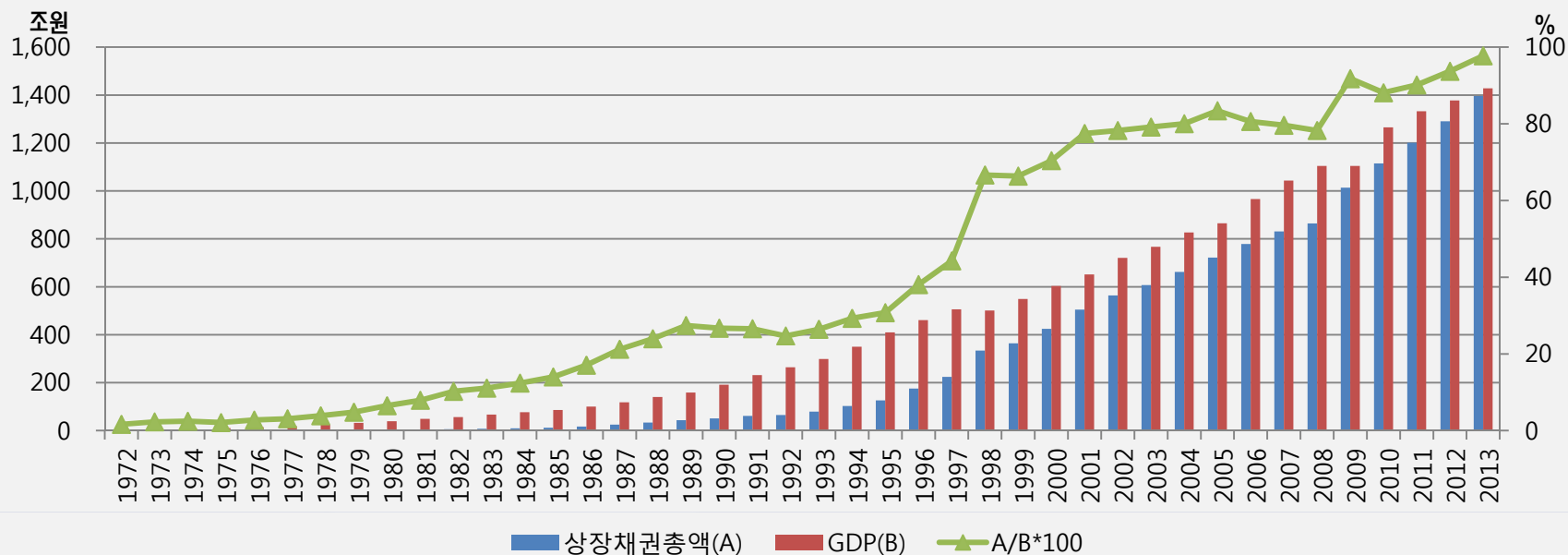
## 양극화 해소방안

# I. 채권시장과 경제성장

## 1.1 채권시장 연혁

- ✓ 한국 채권시장은 전체적으로는 경제성장과 궤를 같이 하여 왔으며
- ✓ 성장속도는 GDP 성장률보다 높았음
- ✓ 공모회사채제도 도입(1972) 이전 GDP 대비 1% 수준이었던 채권 상장액이 2013년 약 98% 수준까지 증가하였음

<그림 1.1.1> 상장채권 총액과 GDP 추이(1972-2013)



# I. 채권시장과 경제성장

## 1.2 이론적 관점(금융시장과 경제성장)

- ✓ 금융중개기관
  - 유동성과 위험에 대한 관리 가능으로 금융자원 배분의 효율성 증대(Bencivenga & Smith\_1991)
  - 규모의 경제가 가능한 금융자원 동원이 가능(Sirri & Tufano\_1995)
  - 기업과 경영자에 대한 정보획득 및 분석으로 효율적 자본할당 가능(Diamond\_1984 등)
- ✓ 증권시장
  - 투자증권 수익증대 목적에 의해 기업정보 분석 동기 강화→ 경제 전체적으로 효율적 생산구조 강화(Holmstrom & Tirole\_1993)
  - 자유로운 거래로 생산적 기업으로의 지배 구조 변경 용이, 기업과 성과와 경영자에 대한 보상의 상관성으로 성장효율성 증대(Jensen & Murphy 1990)
  - 채권시장 역시 실질 경제성장에 기여(Matei\_2013)
- ✓ 금융중개와 증권시장이 경제성장에 기여하는 메커니즘의 차이
  - ➔ 금융과정상 발생하는 정보비대칭 문제 해소 방식에 기인
  - 금융중개기관 : 자금공급자의 연합체(coordinated coalitions on investors)가 통합적으로 정보수집 및 분석
  - 증권시장 : 분권화된 의사결정자로서의 정보수집 및 분석

# 목 차



## 채권시장 구조와 현황

2.1 발행시장 구조

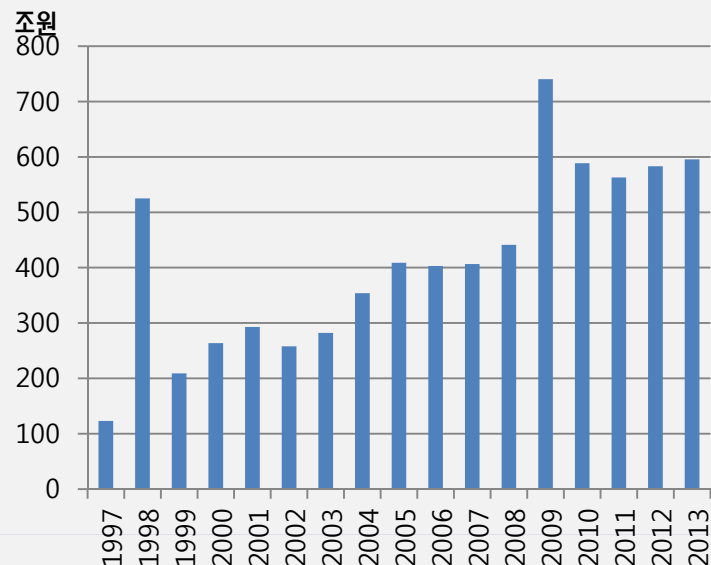
2.2 유통시장 구조

## 2. 채권시장 구조와 현황

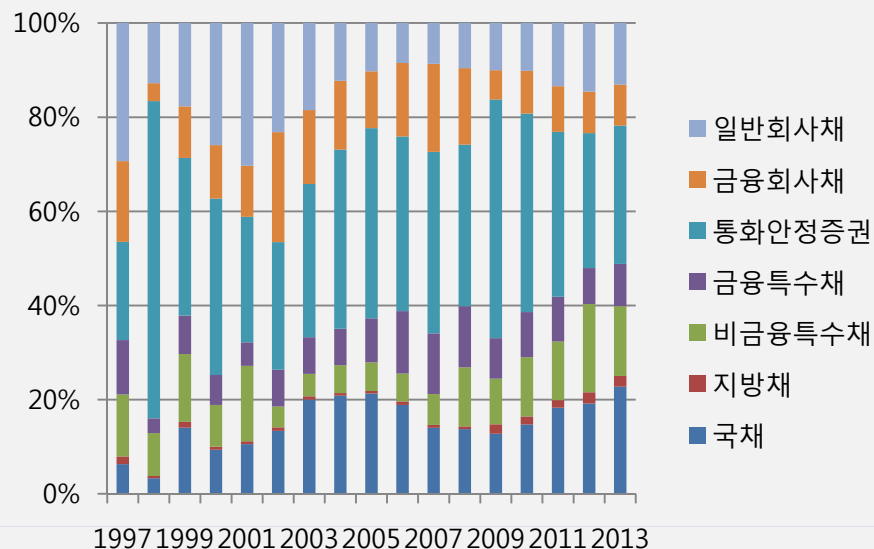
### 2.1 발행시장 구조(신규발행액 기준)

- ✓ IMF 금융위기 이전 회사채 위주로 발전해 왔던 한국 채권시장은 금융위기 이후 **국공채 위주**의 시장구조로 변환함
- ✓ 회사채 시장 역시 보증사채 위주에서 **무보증 사채 중심**의 시장으로 탈바꿈
- ✓ 통안증권의 높은 신규발행 비중 유지, 국채 및 비금융특수채의 신규발행 증대

<그림 2.1.1> 신규채권발행액 추이



<그림 2.1.2> 신규 발행채권종류별 비중 추이

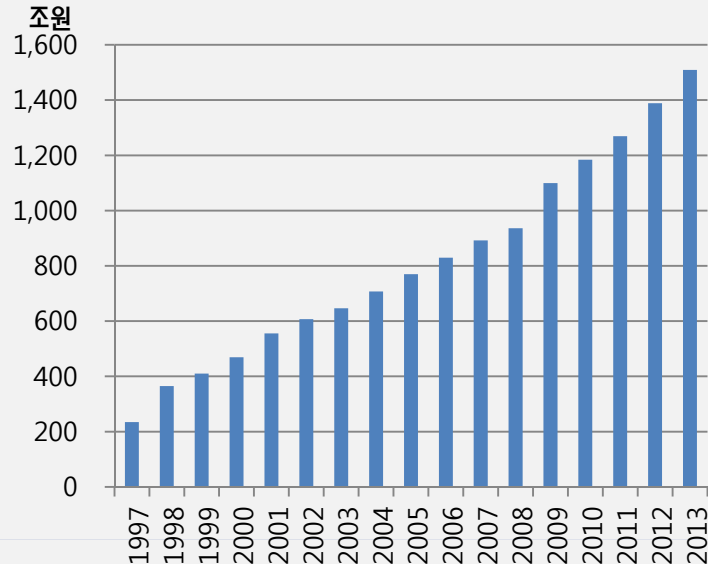


## 2. 채권시장 구조와 현황

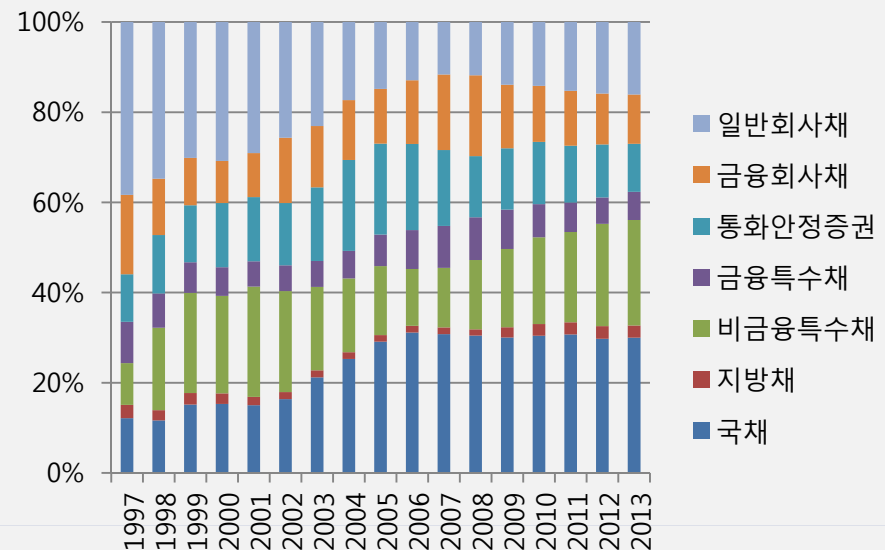
### 2.1 발행시장 구조(전체 발행액 기준)

- ✓ 전체 발행규모는 점진적 증가
- ✓ 급증하던 국채 발행비중은 2005년 이후 정체, 비금융특수채 발행비중 증가
- ✓ 급락하던 일반회사채 발행비중은 서브프라임 금융위기 이후 점진적으로 회복

<그림 2.1.3> 채권 중 발행액 추이



<그림2.1.4> 채권 종류별 비중 추이

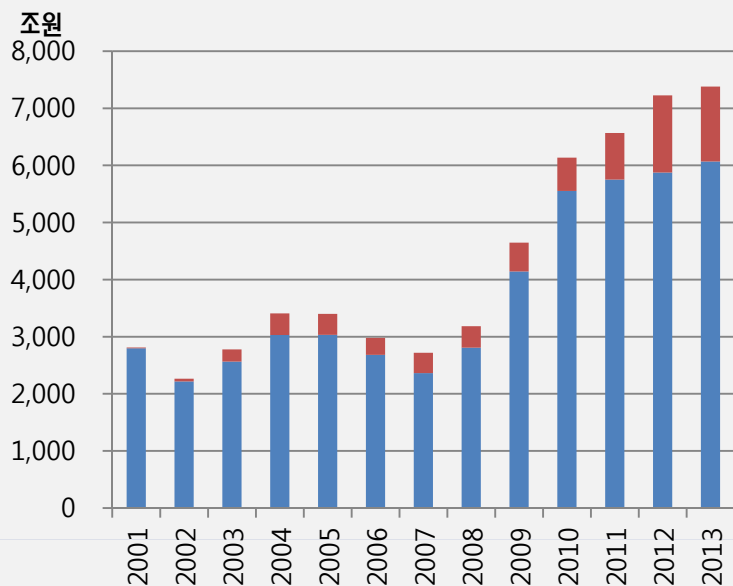


## 2. 채권시장 구조와 현황

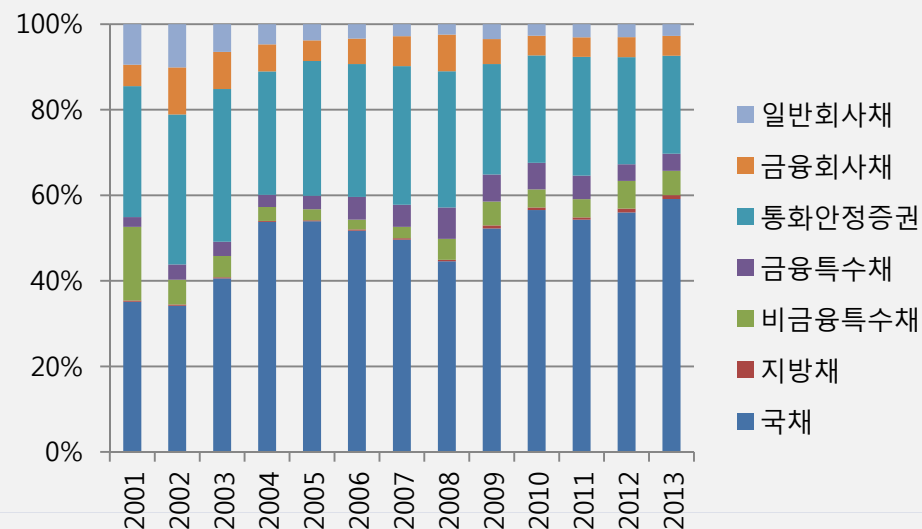
### 2.2 유통시장 구조(거래 규모)

- ✓ 2008년까지 정체되었던 채권 거래규모가 증가세 회복
- ✓ 장외 거래 뿐만 아니라 **장내 거래** 규모도 증가(장내 비중 약 18%, 2013)
- ✓ **국고채·통화안정증권** 위주 거래(장외 약 82%, 장내 포함 약 85%, 2013)

<그림 2.2.1> 장내·장외 거래액 추이



<그림 2.2.2> 채권종류별 장외거래 비중 추이





## 2. 채권시장 구조와 현황

### 2.3 제도적 측면

#### (1) 발행시장(국제적 정합성에 부합)

- ✓ 국채 시장 : 국채전문딜러제도, 국채통합발행제도, 조기상환 및 교환제도  
국고채 발행의 정례화 등
- ✓ 회사채 시장 : 신용평가 및 채권평가제도, Due Diligence 강화, 수요예측

#### (2) 유통시장(투명성과 유동성이 조화된 시장 구조)

- ✓ 거래소 시장 : 국채전문시장의 경쟁매매를 통한 투명성 제고
- ✓ 장외 시장 : 유통성 높은 거래방식의 운용으로 유동성 확보  
← Free-Bond(15분 룰, BQS, 메신저 거래 시스템)



## 한국 채권시장에 대한 문제제기

3.1 큰 양극화

3.2 깊은 양극화

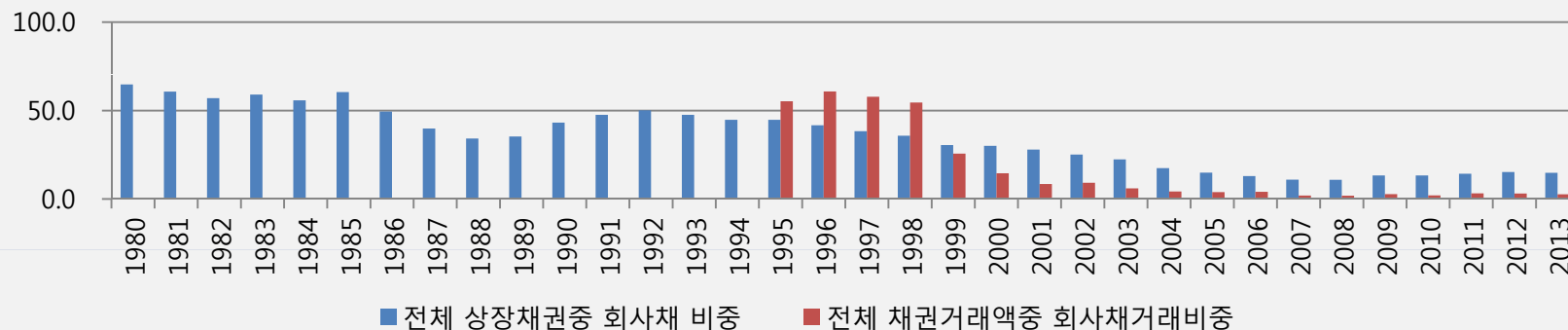
3.3 덜 알려진 양극화

### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_큰 양극화

#### 3.1 큰 양극화\_전체 채권시장 차원

- ✓ 최근 국내 채권시장은 회사채 시장 위축으로 민간부문의 자금조달 위축  
: 1997년도 전체 발행잔액의 약 40%에 육박하던 일반사채가 서브프라임 금융 위기 시 11%대로 하락, 최근 들어 16%대로 회복  
→ 채권 발행시장의 국공채발행 편중 심화
- ✓ 유통시장의 비중 감소는 발행비중보다 훨씬 급격함  
(IMF금융위기 이전 최대 60% -> 최근 2~3% 수준)  
→ 채권 유통시장의 국공채 편중 심화
- ✓ 해외 선진 금융시장 대비 국공채 편중(?)

<그림 3.1.1> 상장채권 중 회사채 비중과 전체 채권 거래액 중 회사채 비중

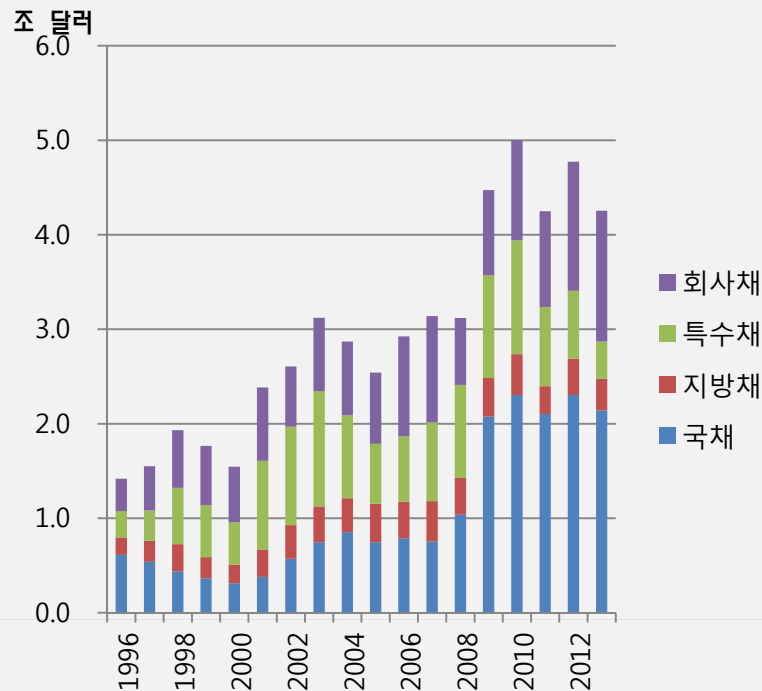


### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_큰 양극화

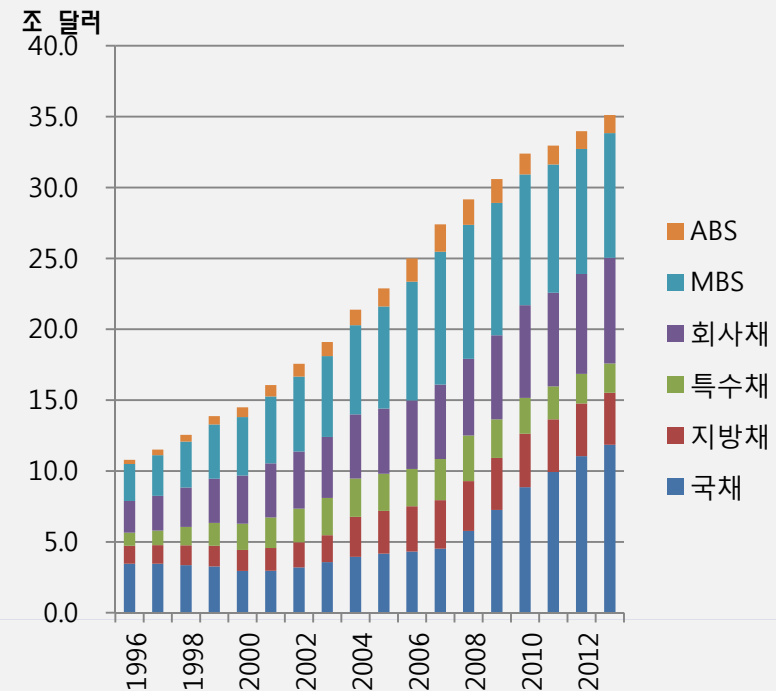
#### 3.1.1 해외 채권시장 현황(미국 채권 발행시장)

- ✓ 국채뿐만 아니라 다양한 유형의 채권발행이 활발히 이루어짐
- ✓ 발행총액 기준 지방채 : 국채의 약 31%, 회사채 : 국채의 약 63% 수준 (2013년 기준)

<그림 3.1.2> 미국 채권 신규 발행액 주이



<그림 3.1.3> 미국 채권 총 발행액 주이

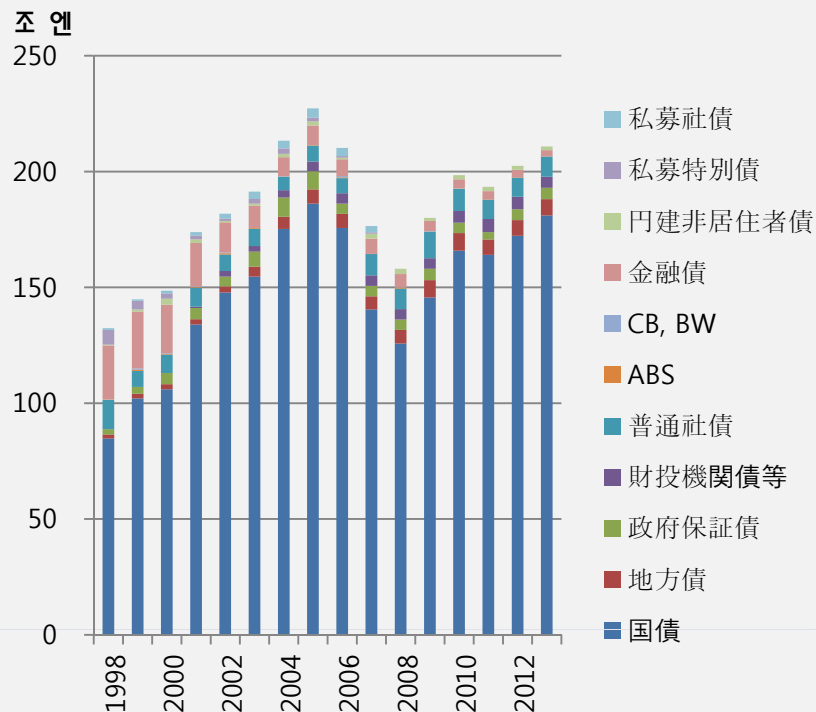


### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_큰 양극화

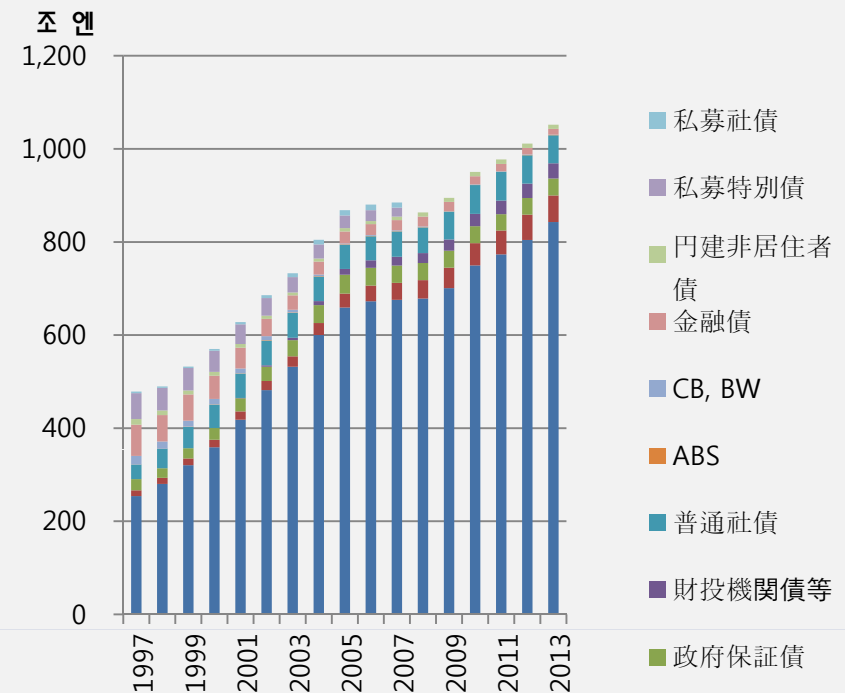
#### 3.1.2 해외 채권시장 현황(일본 채권 발행시장)

- ✓ 국채 비중이 압도적으로 높을 뿐만 아니라 지속적으로 높아지고 있음
- ✓ 국채 : 신규발행 : 64%(1998) -> 86%(2013), 발행총액: 53% -> 80%
- ✓ 보통사채 : 신규발행 4.1%, 발행총액 5.7%(2013년 기준)

<그림 3.1.4> 일본 신규채권 발행액 주이



<그림 3.15> 일본 채권 총 발행액 주이



### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_큰 양극화

#### 3.1.3 해외 채권시장 현황(미국 일본 유통시장)

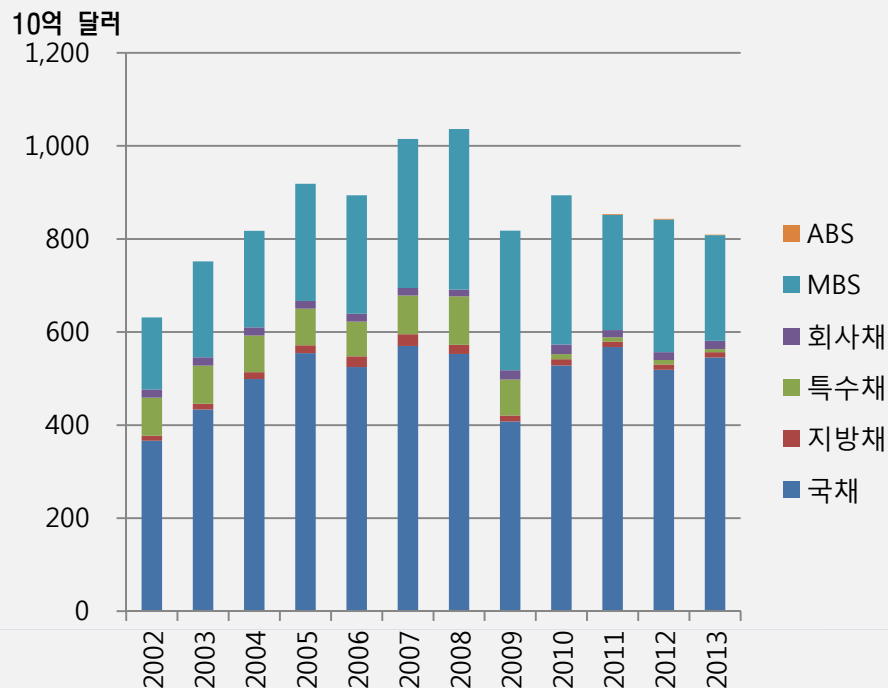


미국, 일본의 유통시장

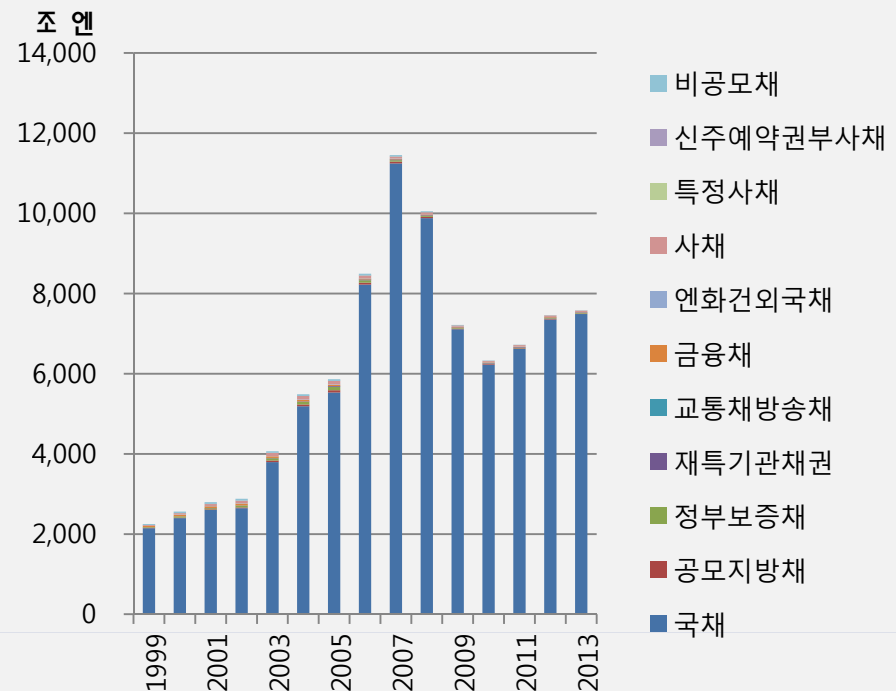
미국 : 국채와 MBS의 거래 편중 심함(95.4%), 회사채 미비 (2.2%)\_2013년 기준

일본 : 2007년도 이후 거래 비중은 국채가 98% 이상, 사채는 0.5% 내외 유지

<그림 3.1.6> 채권종류별 일 평균 거래액(미국)



<그림 3.1.7> 채권종류별 총 거래액(일본)

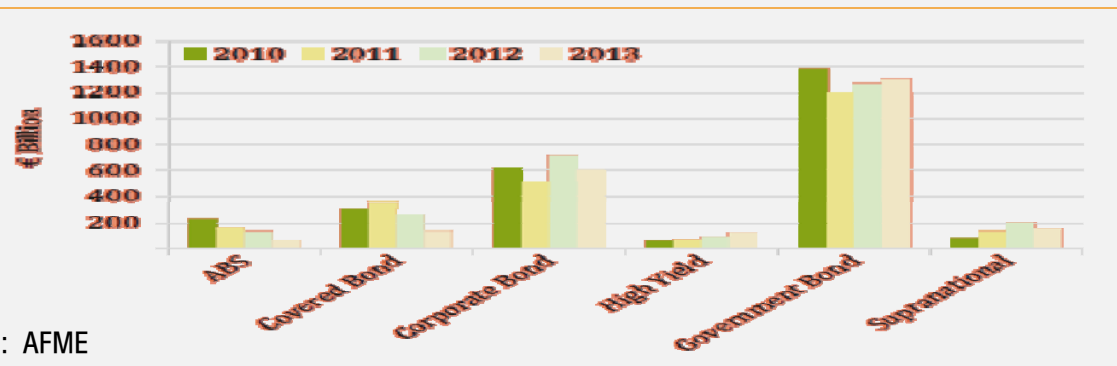


### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_큰 양극화

#### 3.1.4 해외 채권시장 현황(유럽)

- ✓ 공모채권시장에서 국채가 차지하는 비중은 가장 크지만 회사채 등이 차지하는 비중도 낮지 않음
- ✓ 공모회사채가 차지하는 비중은 국채 발행총액인 약 1.3조 유로의 약 45% 수준에 해당함(2013년 기준)
- ✓ 유럽은 사모채권(private bond)의 비중도 작지 않다는 점을 감안하면 회사채 비중은 더 커질 수 있음

<그림 3.1.8> 유럽 공모채권시장의 채권종류별 발행총액 추이



자료 : AFME

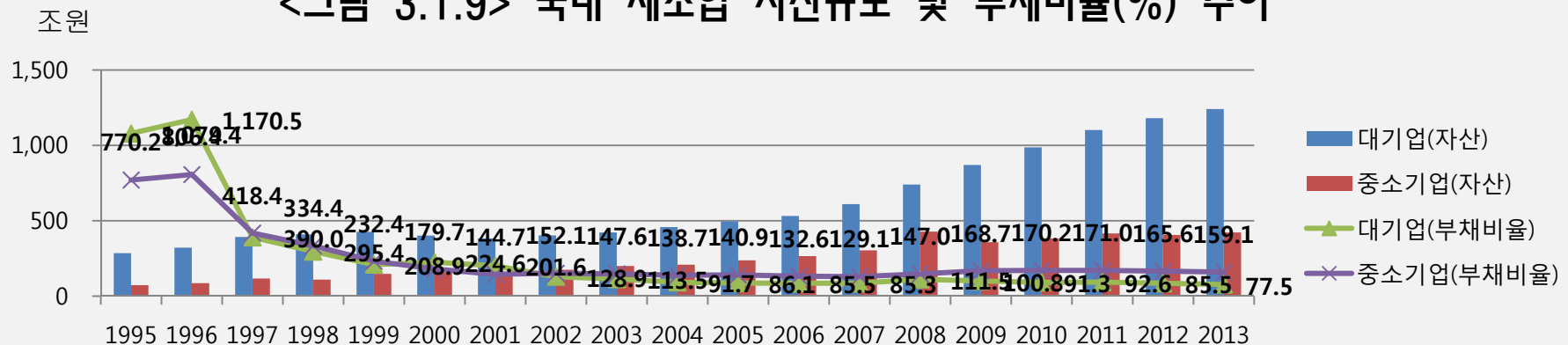
- ✓ 한국 회사채 시장 구조의 특징
  - 발행시장: 시장 내 비중이 서구에 비해서는 낮으나 일본에 비해서는 높음
  - 유통시장: 시장 내 비중에 있어 미국과 큰 차이가 없으며, 일본보다 높음

### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_큰 양극화

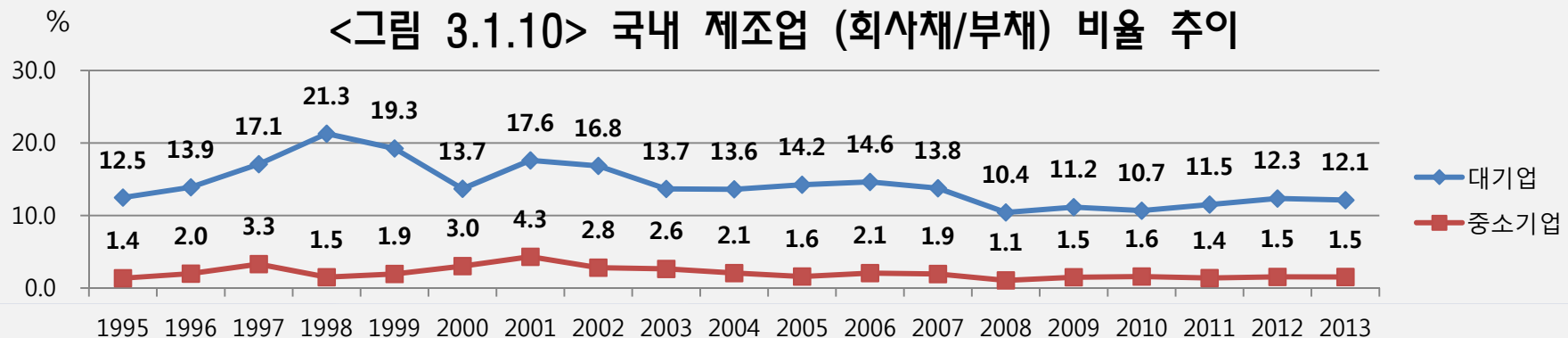
#### 3.1.5 국내 회사채 시장 축소 배경 → 기업 재무구조 개선

- ✓ 기업규모 중대에도 불구하고 부채비율이 급격히 감소(부채 구조의 개선)  
: (회사채/부채)비율은 큰 변동 없이 안정적으로 점진적 하락  
→ 회사채 발행(수요) 감소

<그림 3.1.9> 국내 제조업 자산규모 및 부채비율(%) 추이



<그림 3.1.10> 국내 제조업 (회사채/부채) 비율 추이



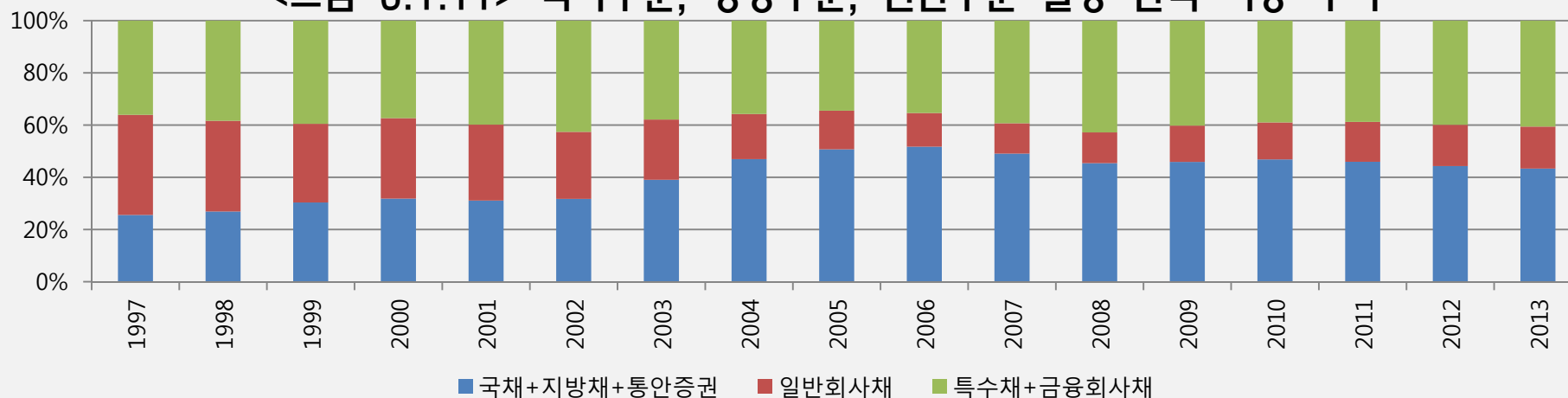


### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_큰 양극화

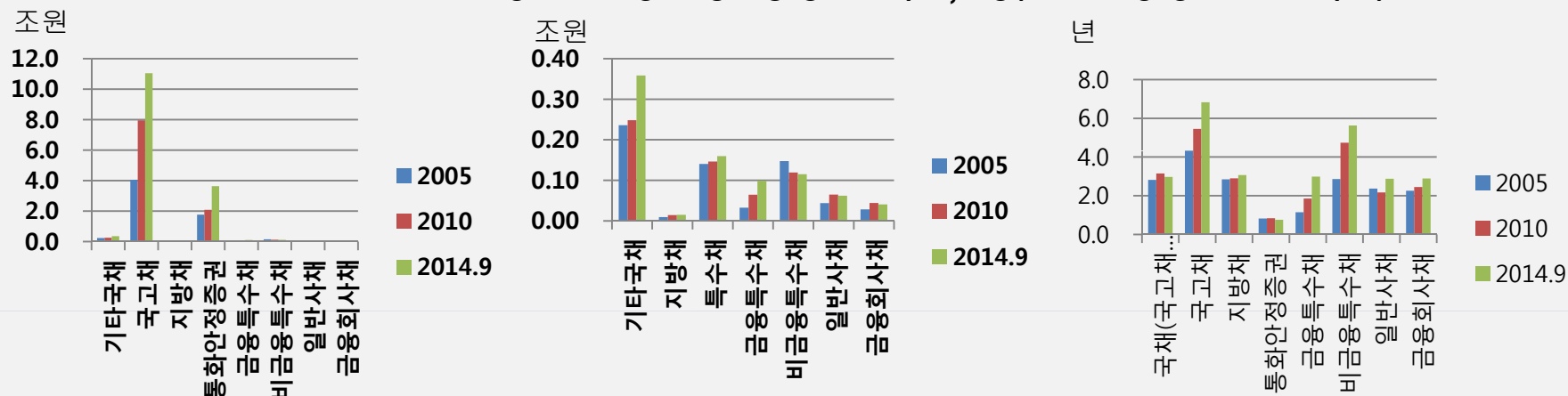
#### 3.1.5 큰 양극화의 본질 → 구축효과의 구조화

✓ 정부부문을 포함한 공공부문의 채권발행(자금조달) 증가가  
회사채 발행을 통한 민간부분의 자금조달을 구축하는 현상의 구조화

<그림 3.1.11> 국가부문, 공공부문, 민간부문 발행 잔액 비중 추이



<그림 3.1.12> 채권종류별 종목당 상장금액(좌, 중)과 가중평균 만기(우)



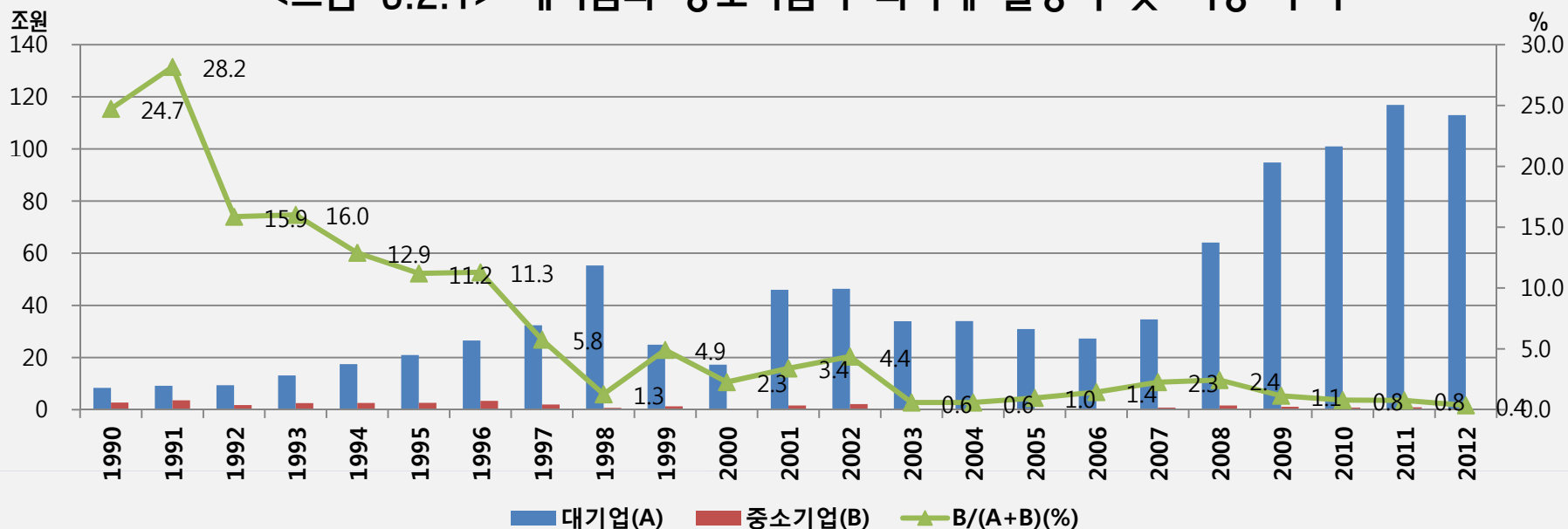
자료 : KRX, KOFIA, Koscom

### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_깊은 양극화

#### 3.2 깊은 양극화\_회사채 시장 차원

- ✓ IMF 금융위기 이후 보증사채 위주의 회사채 시장 구조가 무보증사채 시장중심으로 개편됨
- : 대기업 위주의 고 신용등급 발행자들의 발행 편중이 심해짐
  - : 중소기업들의 회사채 시장을 통한 자금조달이 어려워짐
- 깊은 양극화

<그림 3.2.1> 대기업과 중소기업의 회사채 발행액 및 비중 추이

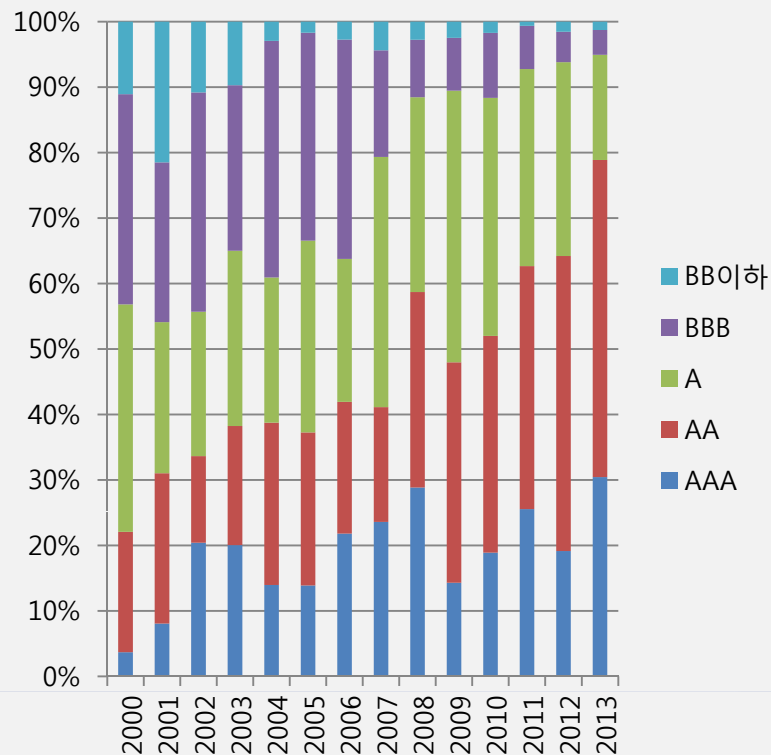


### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_깊은 양극화

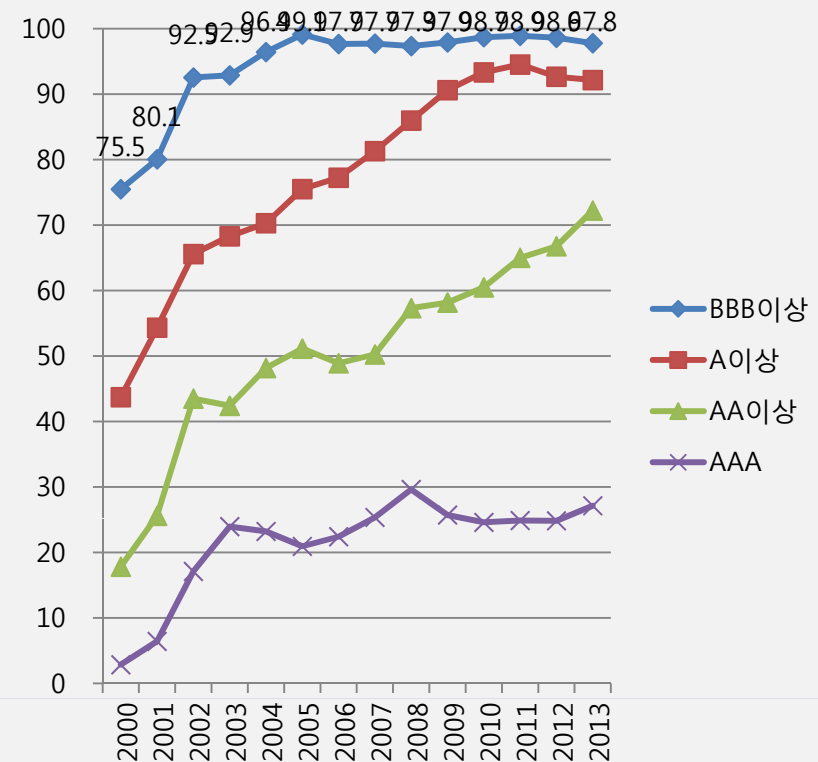
#### 3.2.1 신용등급별 일반 회사채 발행규모 추이

- ✓ 2001년 21.5%였던 투기등급 신규발행 비중이 2011년 0.6%까지 하락
- ✓ 2000년 24.5%였던 투기등급 발행잔액 비중은 2011년 1.1%까지 하락
- ✓ BBB 등급비중의 급격한 축소(2000년 약 32%→ 2010년대 5% 내외)

<그림 3.2.2> 신용등급별 신규 발행비중



<그림 3.2.3> 신용등급별 발행잔액 비중

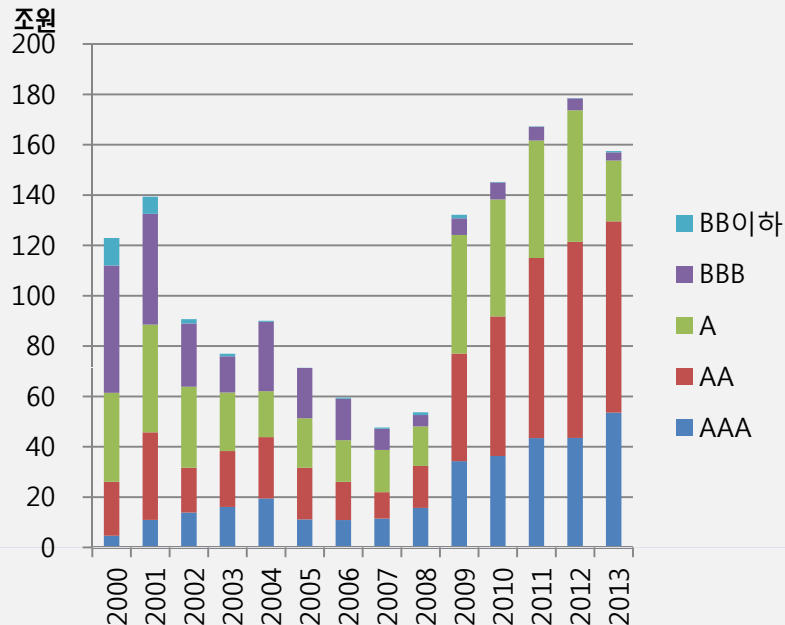


### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_깊은 양극화

#### 3.2.2 신용등급별 일반 회사채 거래액 추이

- ✓ 2000년 11조원, 거래 비중 9% 수준이었던 투기등급의 거래는 2011년 0.1조원, 거래 비중이 0.1% 수준으로 급락하였음
- ✓ 서브프라임 금융위기 이후 BBB 등급의 거래 비중도 급격히 하락
- ✓ 회사채 신용등급별 거래회전율(거래액/신규발행액)은 1에도 훨씬 못 미침  
: 채권종류별 거래회전율(2013) : 국채 26.0, 통화안정증권 7.9

<그림 3.2.4> 신용등급별 거래액 추이



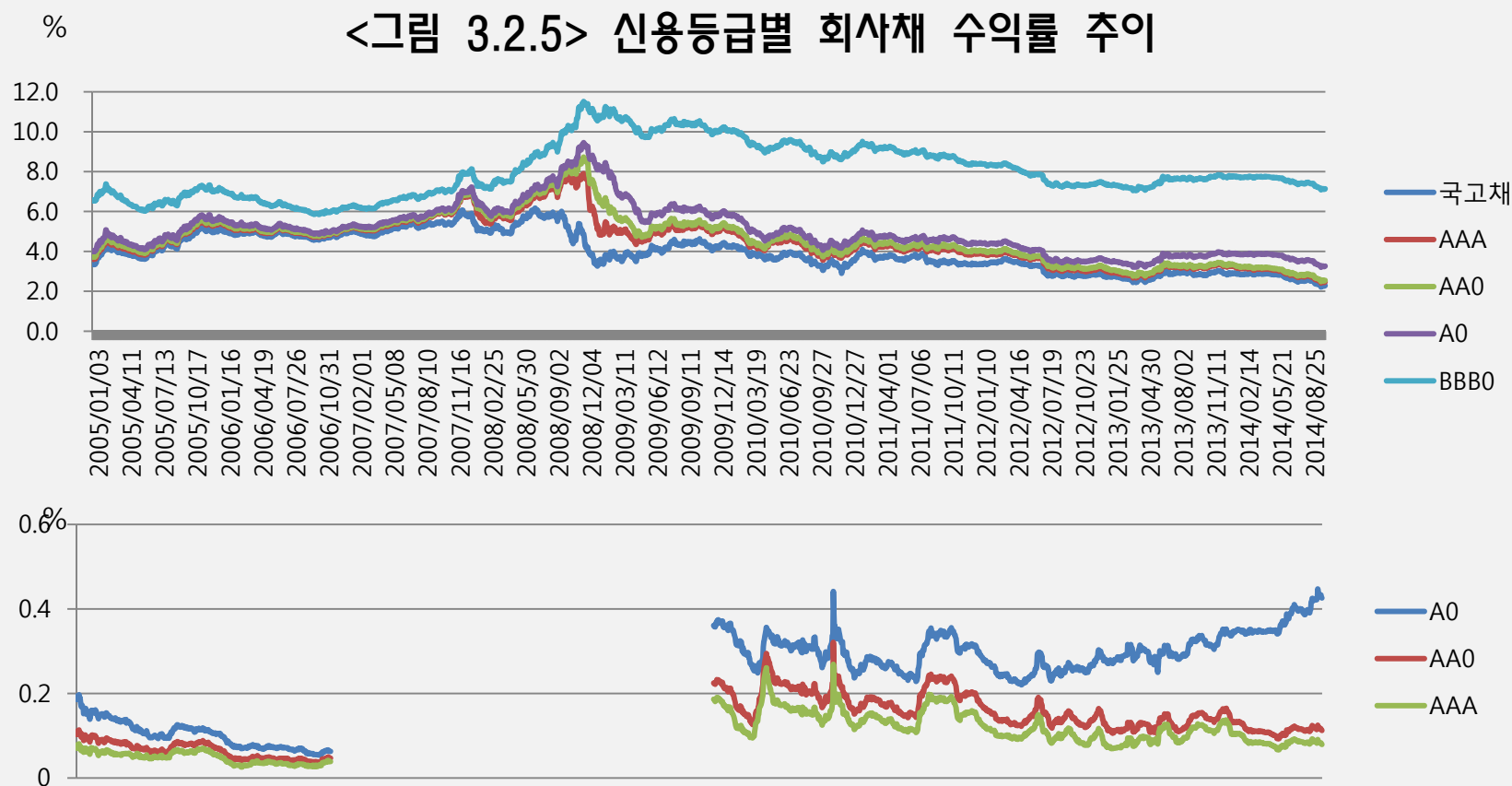
<표 3.2.1> 회사채 등급별 거래회전율

	AAA	AA	A	BBB	BB이하
2000	1.3	1.2	1.0	1.6	1.0
2001	1.4	1.5	1.9	1.8	0.3
2002	0.7	1.3	1.5	0.7	0.2
2003	0.8	1.2	0.9	0.6	0.1
2004	1.4	1.0	0.8	0.8	0.1
2005	0.8	0.9	0.7	0.6	0.0
2006	0.5	0.8	0.8	0.5	0.2
2007	0.5	0.6	0.4	0.5	0.1
2008	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
2009	2.4	1.3	1.1	0.8	0.6
2010	1.9	1.7	1.3	0.7	0.1
2011	1.7	1.9	1.6	0.8	0.2
2012	2.3	1.7	1.8	1.0	0.1
2013	1.8	1.6	1.5	0.9	0.4

### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_깊은 양극화

#### 3.2.3 신용등급별 회사채 유통수익률 추이

✓ 깊은 양극화의 본질 → 투자등급 채권의 실질적 투기등급 전염화 진행

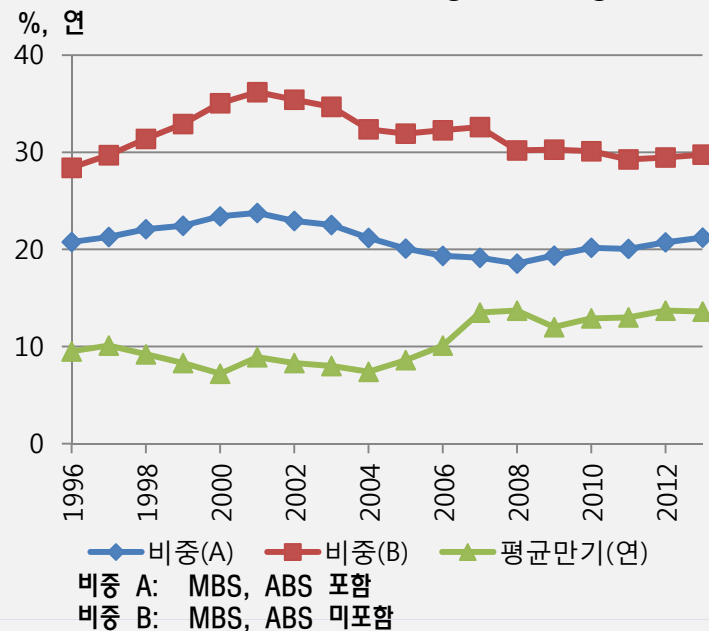


### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_깊은 양극화

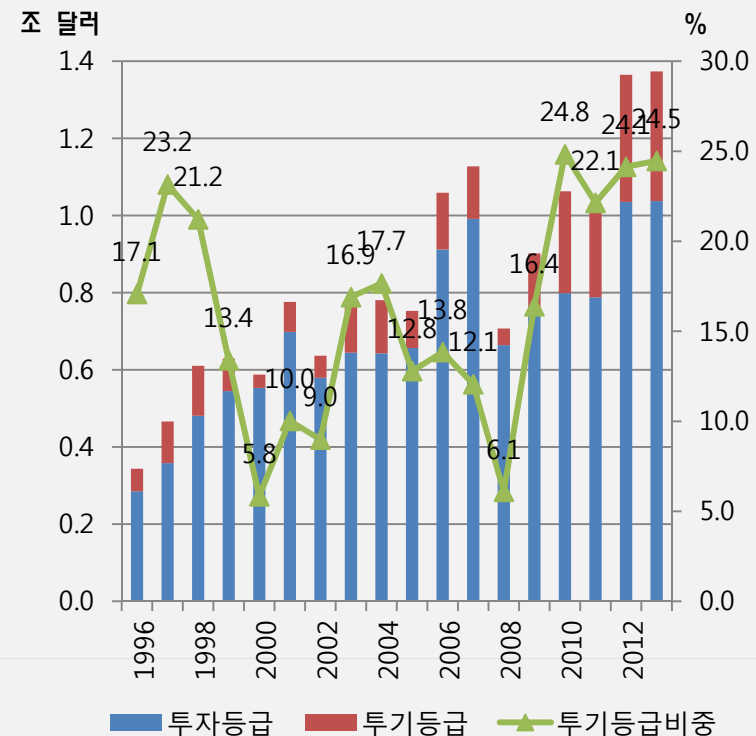
#### ● 해외 시장 현황(미국)

- ✓ 서브프라임 금융위기 이후 회사채 신규발행 증가
- ✓ 투기등급 회사채 발행 비중 증가 : 2008년 6.1%에서 2010년부터 약 24% 수준 유지, 평균 만기기간도 전반적으로 증가

<그림 3.2.7> 전체 채권 중 회사채 비중과 회사채 평균 발행 만기



<그림 3.2.8> 회사채 신규발행 주이

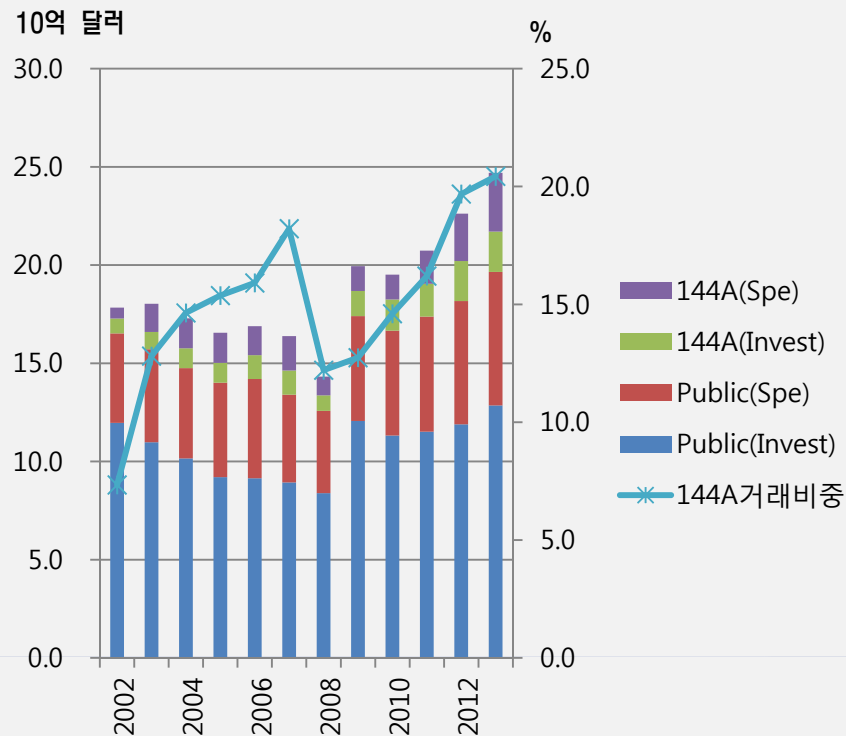


### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_깊은 양극화

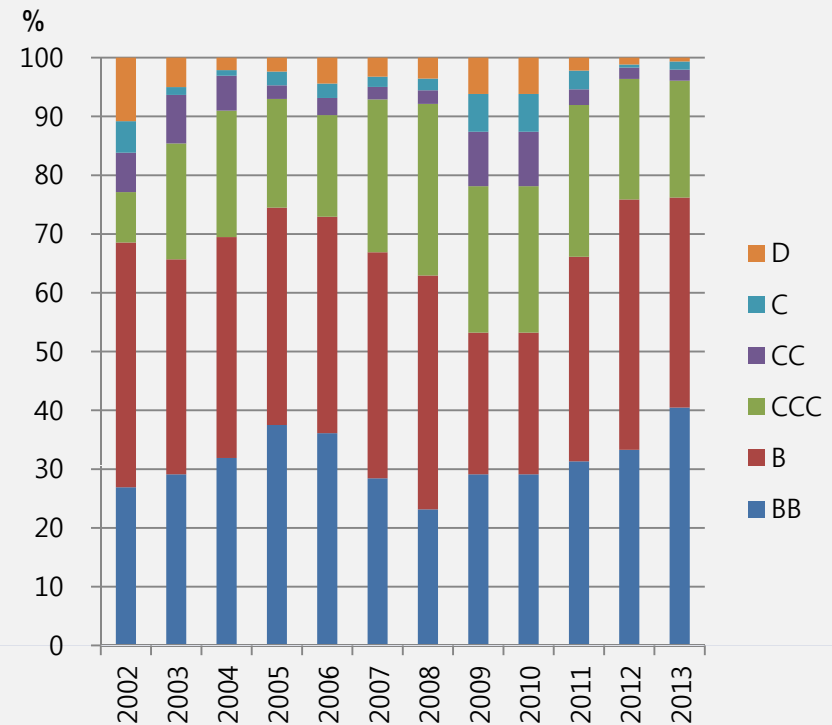
#### ● 해외 시장 현황(미국)

- ✓ 2010년대 들어 미국의 투기등급 채권 거래 비중은 평균 37.1% 수준임  
: 공모채권은 약 34% 수준, Rule 144A 채권은 약 52% 수준에 달함  
: 투기등급 중 B이하 비중이 평균 약 69%, 2013년에는 60%로 감소

<그림 3.2.9> 일 평균 거래 금액



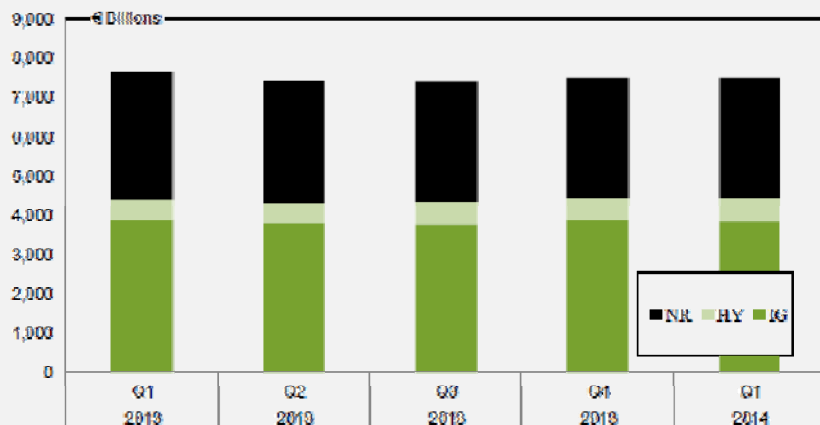
<그림 3.2.10> 신용등급별 거래 비중



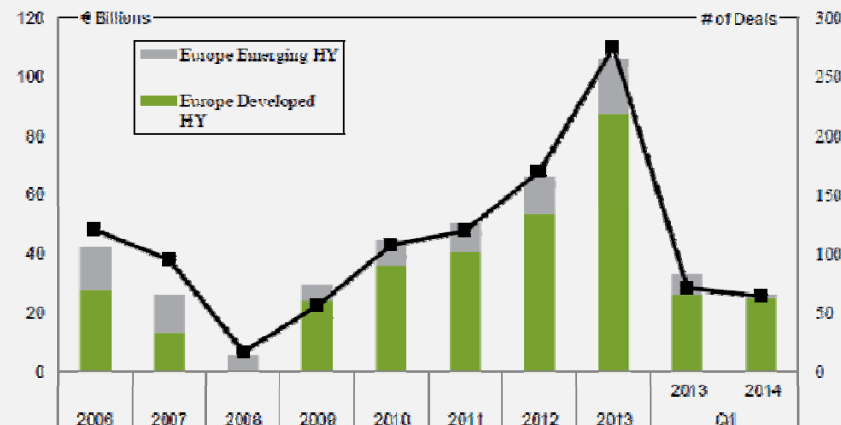
### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_깊은 양극화

#### ● 해외 시장 현황(유럽)

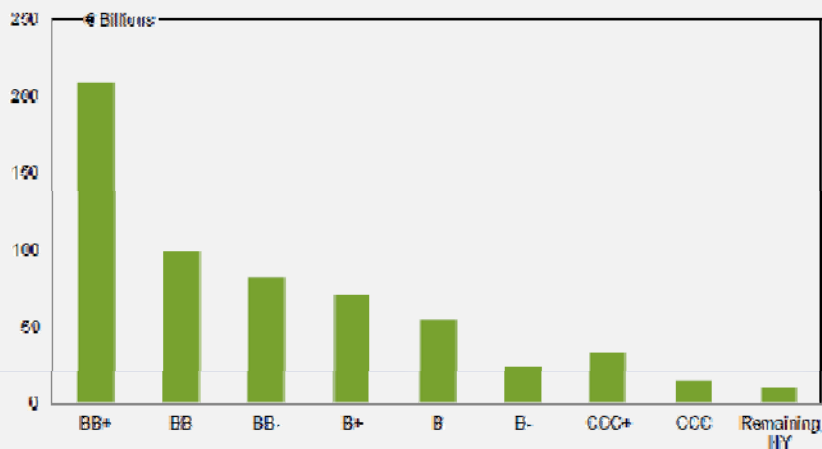
<그림 3.2.11> 회사채 전체 발행 잔액



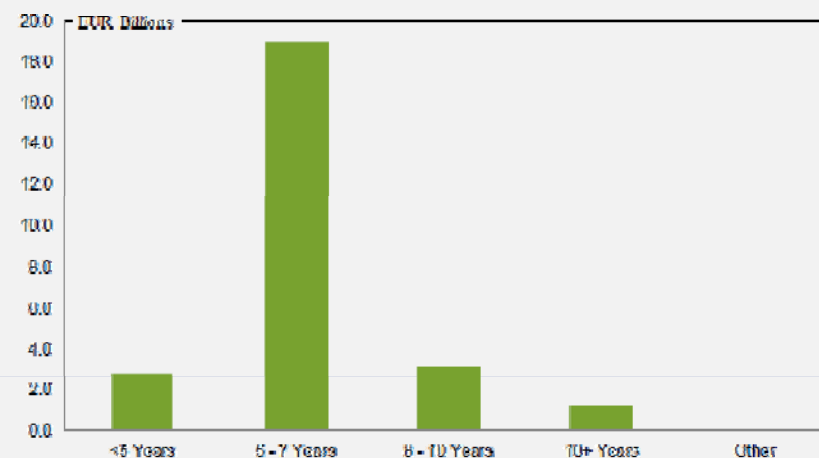
<그림 3.2.12> HY채권 신규 발행액



<그림 3.2.13> 신용등급별 발행액(2014/I)



<그림 3.2.14> HY채권 평균 발행 만기기간



자료 : AFME



### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_깊은 양극화

#### 3.2.4 깊은 양극화의 특성

##### 1. 해외 선진 시장과의 비교

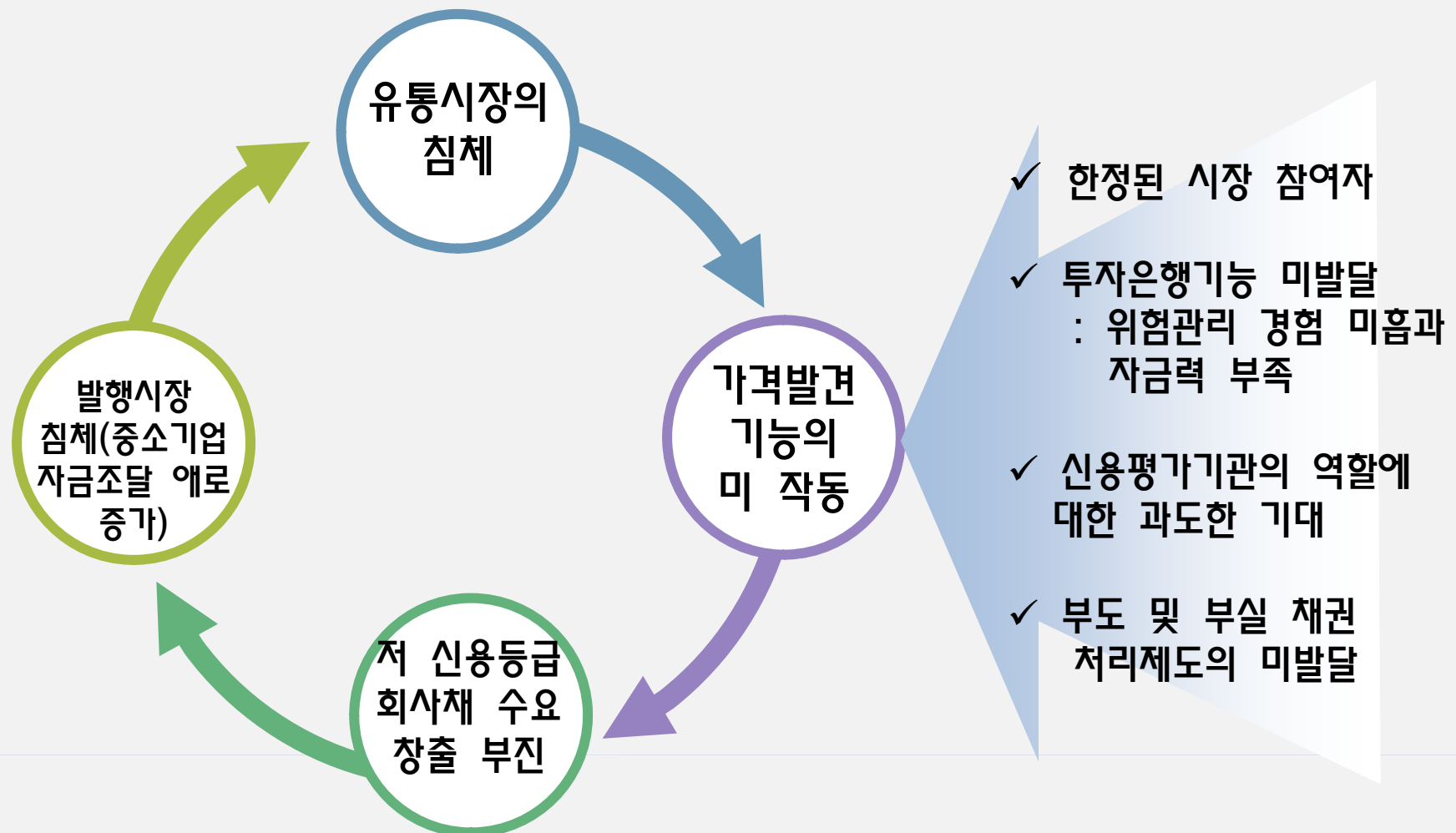
- ✓ 발행시장  
: 한국은 미국 및 유럽에 비해 고수익채권의 발행 비중이 현저히 낮음
- ✓ 유통시장  
: 미국 역시 회사채 거래 비중이 낮기는 하지만, 신용등급별로 다양한 채권이 거래되고 있음 → 이는 거래 비용이 높더라도 거래 자체는 가능함을 의미  
: 특히 Rule 144A 발행물 중 투기등급 채권의 높은 거래 비중은 **중소기업 회사채 발행에 핵심적인 동인**이 되고 있음
- ✓ 유통시장의 활성화된 가격발견 기능 → 발행 촉진이라는 선순환 구조 구축

##### 2. 국내 시장의 역사적 관점에서 비교

- : 현재 회사채 시장 발행등급별 편중이 매우 심한 상황임
- : **투자등급 채권의 실질적 투기채화**가 급격히 진행
- : 한국은 투기등급 유통시장이 실질적으로 소멸

### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_깊은 양극화

<그림 3.2.15> 한국 회사채 시장  
깊은 양극화의 본질 → 악순환 구조의 고착화 가능성

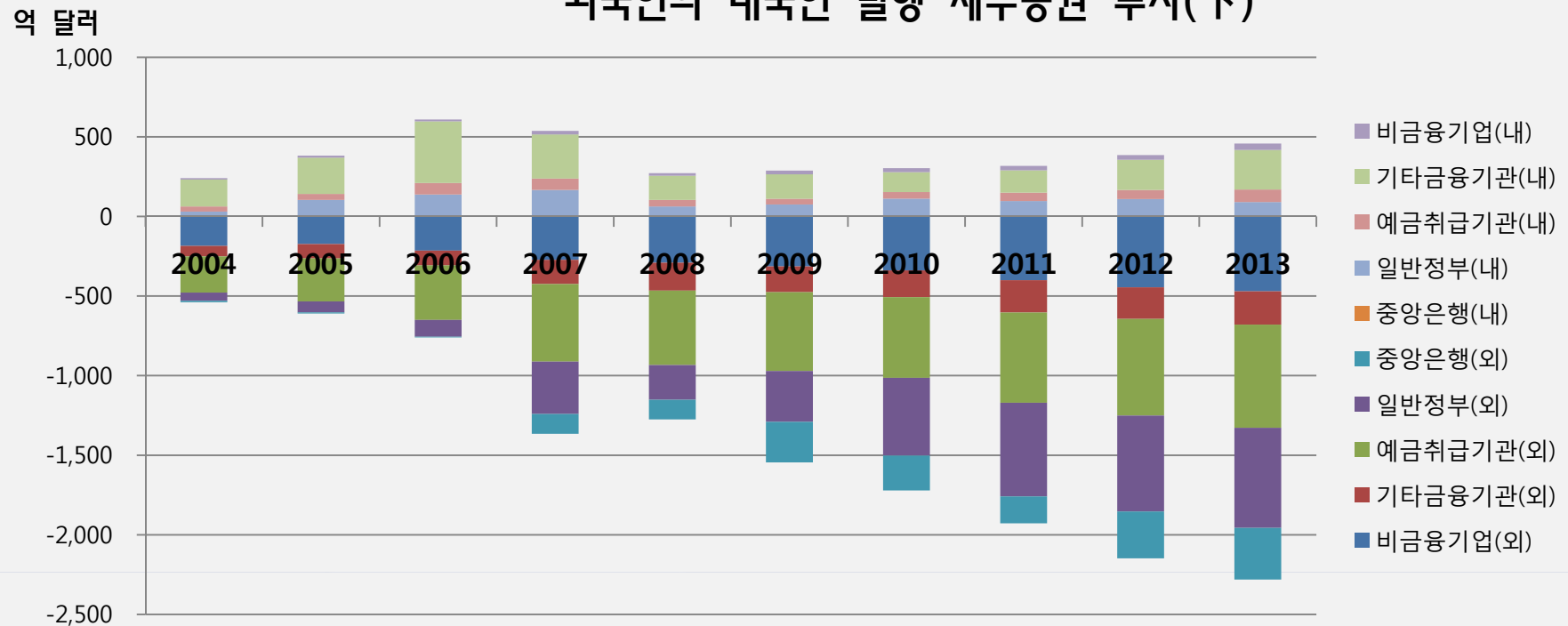


### 3. 한국채권시장에 대한 문제 제기\_덜 알려진 양극화

#### 3. 덜 알려진 양극화\_국내 채권시장의 국제화 차원

- ✓ 채무증권분야는 외국인 투자가 내국인 투자를 압도하고 있음 (2013년 기준)  
 : 내국인의 외국물 투자 규모 : 단기물 6.4억 달러, 장기물 451.8억 달러  
 : 외국인의 내국물 투자 규모 : 단기물 87억 달러, 장기물 2,194.6억 달러

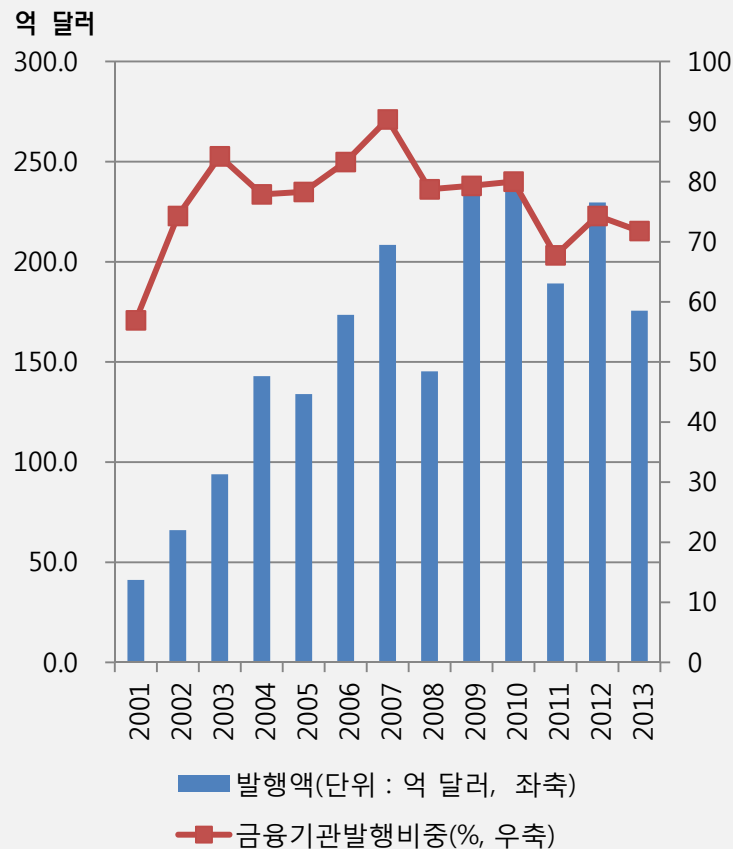
<그림 3.3.1> 내국인의 외국인 발행 채무증권 투자(上)와  
외국인의 내국인 발행 채무증권 투자(下)



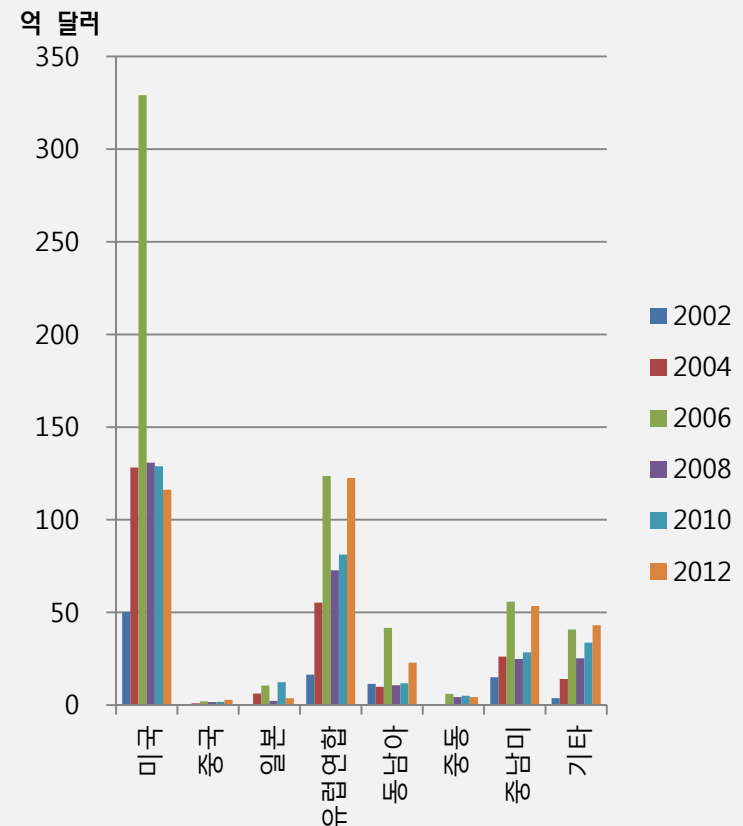
### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_덜 알려진 양극화

#### 3.3.1 해외시장에서의 내국인 채권발행(자금조달)과 채권투자(자금운용)

<그림 3.3.2> KP 발행액(해외시장)



<그림 3.3.3> 내국인 해외투자액(국내시장)

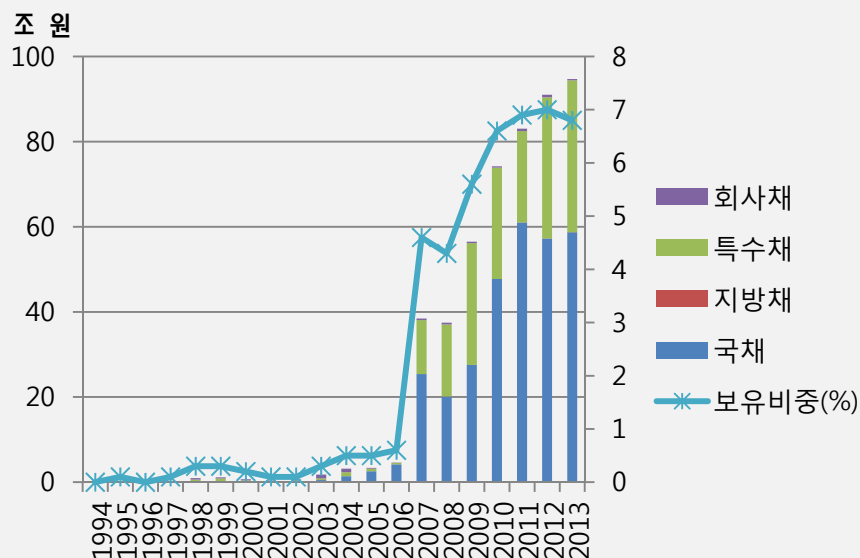


### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_덜 알려진 양극화

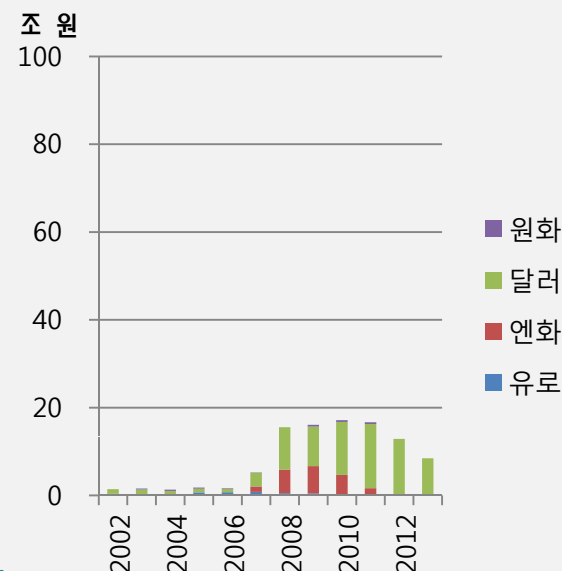
#### 3.3.1 국내시장에서의 외국인 채권발행과 채권투자

- ✓ 외국인의 국내 채권투자(내국인 자금조달)는 활성화됨
- ← 외국인의 국내 채권발행(외국인 자금조달)은 극히 미미
  - : 특히 아리랑과 김치 모두(상장, 비상장 포함) 거의 대부분이 국내 기업의 해외 현지법인 발행물이고, 일부가 거래소 상장 중국기업 발행물임
  - : 아리랑 95년 ADB 포함 총 59회, 김치 2006년 베어스턴스 포함 총 14회

<그림 3.3.4> 외국인 국내채권 투자



<그림 3.3.5> 외국인 국내채권 발행  
(원화환산 상장 표시액 기준)



덜 알려진 양극화

내국인 자금조달 위주 비대칭적 구조 → 한국 국제채 시장의 양극화

### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_덜 알려진 양극화

#### 3.3.2 성장 동력으로서의 해외 선도적 국제채 시장 : 룩셈부르크 채권시장

- ✓ 세계은행 본드(1953), 유로 본드(1963) 최초 발행
- ✓ 국제화 수요로 1970년 CEDEL(현 Clearstream) 설립
- ✓ 2011년 전체 유럽 거래소 중 국제채 상장비중 43%(LSE group 10%)
- ✓ 2012년 기준 거래소 상장 채권 27,839종목 중 94%가 국제채권임
- ✓ 2002년 수쿠크 채권, 2011년 딤섬본드 등 발행 다양성 확대

<표 3.3.1> 룩셈부르크 거래소 상장 증권 추이

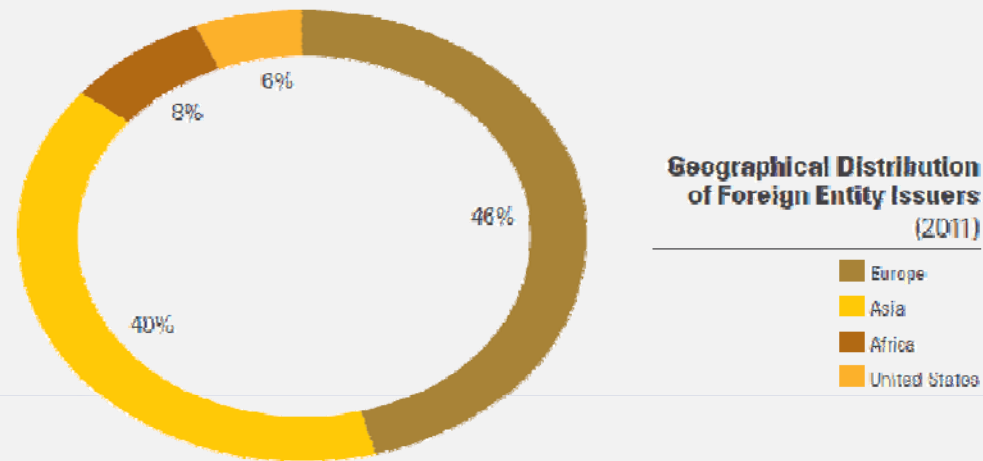
	1963	1973	1983	1993	2003	2012
Bonds	93	671	1,791	6,986	21,285	27,839
Domestic Bonds	37	47	91	157	1,281	1,624
International Bonds	56	624	1,700	6,829	20,004	26,215
European and International Bodies	12	58	221	576	625	815
International Bonds	43	408	1,220	5,520	18,973	25,309
International Convertible Bonds	1	158	259	733	406	91
Shares and Depositary Receipts	48	75	162	266	268	336
Luxembourg	19	24	34	62	50	29
International	29	51	128	204	218	307
Investment Funds	5	90	117	2,079	5,754	6,342
Warrants and others				1,295	1,795	7,544
Total	146	836	2,070	10,626	29,102	42,061

### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_덜 알려진 양극화

#### 3.3.2 성장 동력으로서의 해외 선도적 국제채 시장 : 싱가포르 채권시장

- ✓ 유럽에서 MiFID의 시행으로 채권발행 유연성이 낮아지자 2000년 중반부터 채권 발행 수요가 싱가포르로 이전되어 급성장하고 있음
- ✓ 전체 채권 중 국채 발행 비중이 약 40% 내외이고 나머지 대부분은 회사채임
- ✓ 회사채 발행액의 약 22%(2012년 기준)는 해외발행자에 의해 발행됨
- ✓ 최근 들어 아시아 발행자의 비중이 점차 높아지고 있는 추세임

<그림 3.3.6> 싱가포르의 국제 회사채 발행자 지역적 분포도



### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_덜 알려진 양극화

#### 3.3.3 저성장 저금리 시기의 시장다양성 확보 차원의 국제채 시장

##### ✓ 미국

: 우량 해외기업의 증권발행 기회확대를 통해 유럽 금융시장과의 경쟁력을 제고하고, 저성장 저금리 시대에 투자자들에게 양질의 투자기회를 제공하기 위해 1990년 4월 Rule 144A(QIB)시장 개설

##### ✓ 영국

: 빅뱅(1986) 이후 금융허브화를 지향하는 영국은 해외기업의 자금조달과 국내 중소 초창기 성장 기업의 자금조달을 원활히 하기 위해 주식시장인 London AIM을 1995년, 채권시장인 PSM(Professional Securities Market)을 2005년에 개설

##### ✓ 일본

: 영국의 원칙기반(Principles-Based)에 따라 해외 발행자 중심 채권시장인 Tokyo Pro-Bond Market을 설립하여 일본투자자의 수익성 향상과 일본 자본시장의 활성화를 도모



### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_덜 알려진 양극화

#### 3.3.4 덜 알려진 양극화의 문제점

##### 1. 한국 채권시장 국제화의 걸림돌

- ✓ 독자적인 국제 업무(Book-Building, Underwriting, Marketing..) 경험 부족과 이에 따른 차별화된 국제 업무 능력확보 어려움
- ✓ 해외 발행자에 대한 정보 습득 기회 부족
- ✓ 해외 시장과 차별화된 국제 금융허브(위안화 허브, AMBIF 시장) 육성 기반 구축 미흡

##### 2. 국내 자본시장의 균형적 발전 저해

- ✓ 주식시장 국제화
  - : 1996년 외국주식 예탁증서 상장제도 도입
  - : 2000년 외국주식 원주상장 제도 도입
- ✓ 파생상품시장 국제화
  - : 2009년 CME와 연계된 코스피 200 선물 글로벌 시장 개설
  - : 2010년 유럽 Eurex에 코스피 200 야간시장 개설

##### 3. 저성장 저금리 시기의 투자 대상 제공 어려움

### 3. 한국 채권시장에 대한 문제 제기\_덜 알려진 양극화

#### 3.3.5 국내 국제채 발행의 제약 요인들



##### 공모 발행

- : 외국정부를 포함한 모든 외국 발행자는 우리나라 회사채 발행의 경우와 같이 **증권신고서**를 제출해야 함
- : 외국 기업은 국내 기업과 동등한 수준의 내용을 신고토록 함 이외의 발행자는 신고 내용이 상대적으로 단순함
- : 공모의 경우 발행국의 언어(**한글**)로 **발행정보를 제공해야 함**
- : (지정된) 국내외 신용평가기관으로부터 투자등급을 받아야 함



##### 사모 발행

- : 발행 제약은 없으나 일정기간 **전매제한**에 묶임
- : **높은 발행비용** 발생



##### 외국환 관련 규제

- : 2006년 외국환 관련 규제가 허가제에서 신고제로 바뀌어 제도적으로는 외국인 채권발행에 관련된 외환거래의 제도적 규제는 없음
- : 외국환 거래규정에 따른 신고사항 등(제5절)은 **절차적 규제**로 작용

# 목 차



## 양극화 해소 방안

## 4. 양극화 해소방안\_덜 알려진 양극화

### 4.1.1 해외의 국제채 시장의 육성 정책

- ✓ 국제채 시장을 활발하게 육성하는 국가들은 자체적으로 보유한 풍부한 자금을 기반(미국, 일본)으로 하느냐, 자금을 동원할 수 있는 능력을 기반(영국, 싱가포르, 룩셈부르크 등)으로 하느냐에 따라 구조적 차이가 있음
- ✓ 그럼에도 불구하고 이 국가들은 공통적으로  
: 해외 발행자의 접근성을 높인 **전문투자자 시장**을 육성해 왔으며 이를 기반으로 **국제채 시장을 발전**시키고 있음
  - 언어적 제약성 제거 : 외국어 발행 기반 제공
  - 진입장벽의 완화(제도적 유연성 제고)
  - 투자자 자격에 대한 엄격한 관리(일반투자자 투자 불가)
- ➔ 전문투자자 시장의 설치 방향
  - 언어 등 비경제적 요소로 인한 제도적 장벽의 완화로 해외 우량 발행자의 발행기회 확대(공모 규제에 포함된 비경제적 요소 해소)
  - 사모발행에 의한 유동성 제약요건 해소(공모 시장보다는 높지만 사모의 유동성 프리미엄 해소에 의한 자금조달 비용 절약)
  - 해외 우량 발행물로 국내에서 국내 투자자에게 국내 금융상품 기대수익률보다 높은 기대수익률 제공

## 4. 양극화 해소방안\_덜 알려진 양극화

### 4.1.2 향후 국내 국제채 시장의 설치방향\_덜 알려진 양극화 해소방안



#### 시장 구조

- 증권신고서 제출 면제를 포함한 완화된 규정 적용
- **외국어 공시 허용**
- 언어나 공모 관련 국내 고유절차 제약조건 이외에는 국제 기준 충족 우량 발행자(외국 정부, 외국 정부 투자기관, 국제기구, 외국 우량 기업 등) 중심
- 외국 정부나 이에 준하는 발행자의 발행물에 대한 상장(등록) 및 정보 공시 조건 차등화
- 일정 수준 이상의 자산과 투자경험을 가진 전문투자자 기반(일반투자자들에 대한 전매 불허)
- MTN을 포함한 다양한 발행 방식 허용



#### 시장 조건

- **국내외 투자자들에게 신뢰를 담보할 수 있는 시장구조**
- 향후 아시아 역내 국가들과 Common Information Platform의 구축이 가능한 구조 지향
- 국제채 기반 영업 인프라 구축이 용이한 시장구조 지향

## 4. 양극화 해소방안\_덜 알려진 양극화

### 4.1.3 국내 개설 전문투자자 시장의 기대효과

#### ✓ 공모와 차별화 가능

: 발행조건은 완화되지만, 이 때문에 일반투자자에 대한 전매제한과 언어적 제약으로 인해 투자 여건이 공모에 비해 상대적으로 나쁘기 때문에 발행자는 공모발행의 경우보다는 발행비용이 높음

#### ✓ 국제 금융환경 변화에의 높은 적응력

: 현재 당면하고 있는 위안화 관련 자본시장 업무나 아시아 공통시장 채권발행 업무를 위한 기반시장이 될 수 있을 뿐만 아니라 향후 다양한 국제채 발행 및 유통에도 활용 가능한 시장 형태임

#### ✓ 저성장 저금리 시대의 대안시장

: 국내 금융기관의 해외시장 개척에 수반된 위험보다 낮은 위험으로 해외 우량 발행물에 의한 기대 고수익 확보 가능, 또한 이 발행자들의 정보 획득을 통해 해외 시장 개척을 위한 기반정보를 확보

#### ✓ 국내 IB들의 국제업무 경험 축적과 활성화

: 해외 발행자들의 발행업무를 총체적으로 수행할 수 있게 됨에 따라 국제 업무 경험 축적과 다른 국제적 IB들과 차별화 가능

## 4. 양극화 해소방안\_큰 양극화와 깊은 양극화

### 4.2.1 큰 양극화의 단기적 측면

- ✓ 현 상황에서 큰 양극화 문제는 채권시장 혹은 자본시장 내생변수의 조정이나 미시적 정책을 통해 해결 되기 힘든 성격을 가지고 있음
- ✓ 단기적으로 공공부문 자금조달 수요 증가 시 큰 양극화의 심화는 불가피할 수 있음  
: 정부재정 12조원, 정책금융 29조원 등 금년 및 내년 확대 재정 지출 계획
- ✓ 채권시장의 전체적 수요 증대 없이는 회사채 시장의 상대적 위축은 물론 절대 수준의 악화도 가능할 수 있음
- ➔ 정부부문을 중심으로 한 공공부문 자금 조달 증가가 자본시장을 통한 민간부문 자금조달과의 상충이 최소화되도록 함으로써
- ✓ 국민경제 전체 금융자원 배분 효율성 저하에 따른 경제 효율성 하락을 막을 수 있는 정책적 고려가 필요함

## 4. 양극화 해소방안\_큰 양극화와 깊은 양극화

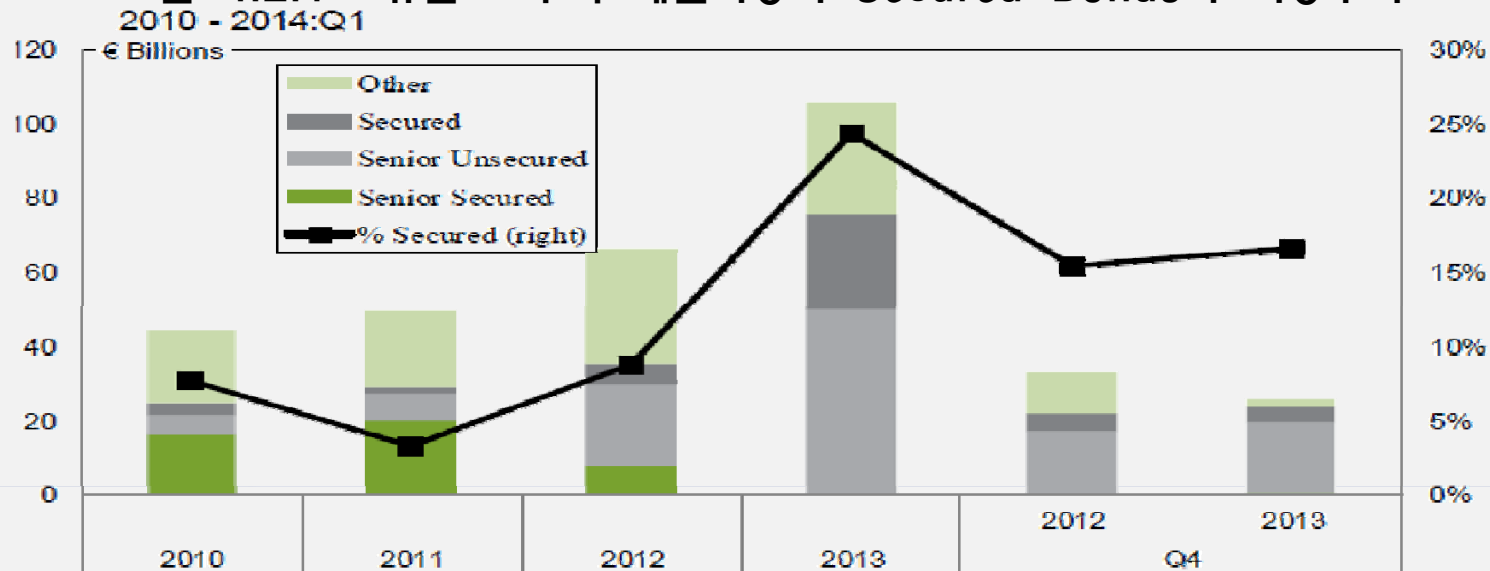
### 4.2.2 큰 양극화와 깊은 양극화의 중·장기적 측면

✓ 거래 지향형 구조(transactional banking) 중심인 현재 채권시장 구조를

- 관계형 금융(relationship banking) 기반 시장으로 확대
- 직·간접 금융시장 간의 건전한 경쟁
- 전체 금융시장의 발전을 통한 경제성장 기여

### ← 담보부 채권시장(Secured Bonds Market)의 육성

<그림 4.2.1> 유럽 고수의 채권시장의 Secured Bonds의 비중추이





## 4. 양극화 해소방안\_큰 양극화와 깊은 양극화

<표 4.2.1> 미국의 secured bond와 일반회사채 Market rating 비중 추이

연도/유형	담보부 채권 비중		신용등급	
	Secured	Unsecured	High grade	Low grade
1900-03	95.7	4.3	43.1	56.9
1904-07	77.8	22.2	41.9	58.1
1908-11	82.0	18.0	42.9	57.1
1912-15	77.6	22.4	43.5	56.5
1916-19	81.6	18.4	23.2	76.8
1920-23	72.7	27.3	16.3	83.7
1924-27	71.6	28.4	43.0	57.0
1928-31	55.4	44.6	56.8	43.2
1932-35	80.4	19.6	51.5	48.5
1936-39	67.5	32.5	67.2	32.8
1940-43	67.4	32.6	72.3	27.7
1944-47	56.9	43.1	95.2	4.8
1948-51	47.1	52.9	96.1	3.9
1952-55	41.2	58.8	85.3	14.7
1956-59	41.3	58.7	57.2	42.8
1960-63	37.6	62.4	94.1	5.9
1964-65	36.2	63.8	97.3	2.7

자료 : Atkinson(1967)

## 4. 양극화 해소방안\_큰 양극화와 깊은 양극화

### 4.2.2 큰 양극화와 깊은 양극화의 중·장기적 측면

#### ✓ 해외 선진 채권시장 사례

- 미국 IB들은 상업은행(commercial banks)과 마찬가지로 담보부 금융에 대한 장기적인 역사적 경험을 가지고 있음
- 이를 기반으로 무담보 금융에 대한 신용분석능력을 발전시켜 오늘날과 같은 채권시장 운영능력과 다양한 금융상품을 발전시켜 나감
- 지금도 미국 및 유럽의 고수익채권 중 상당부분은 담보부 채권으로 발행됨  
: 2010년대 초반 발행된 하이일드 채권 중 미국은 30~35%가, 유럽은 신규발행물의 약 40%가 secured bond로 추정됨(Babson Capital\_2011)

## 4. 양극화 해소방안\_큰 양극화와 깊은 양극화

### 4.2.2 큰 양극화와 깊은 양극화의 중·장기적 해소방안



#### 국내 담보부 채권시장 육성

- 금융투자회사 본사 도매 영업 인력들 외에 지점 소매 영업인력들에 의한 담보채권 발행가능 지역 중소기업 발굴 지원 정책 개발(**relationship banking 강화**)  
: Mezzanine-Stage Financing 대상으로 우선 지원
- 담보부 채권발행 기업에게 **정책지원대상** 자산유동화증권 발행 시 기초자산 제공 발행자로서 **우선 순위 부여**  
: 담보부 채권발행을 통한 기업들의 지속적 자금조달이 가능하도록 하기 위해 증권금융이 중심이 되어 정책 지원 유동화증권 발행업무를 수행
- 자산유동화 기초자산 제공기업에 대한 기업 정보를 증권금융과 금융투자회사들이 공유가능한 시스템 구축(**은행권에 대한 금융투자업계 공동 경쟁 환경 조성**)



#### 부실채권 처리 시스템의 체계화

- 시장 기능을 통해 부실 채권의 신속처리를 위한 체계의 제도화  
: 부실채권 정보 통합관리 시스템 구축  
: 부실 및 부도 채권 거래 시장 상설화(부도 기업채권도 파산 전까지는 거래 가능)

## 4. 양극화 해소방안\_깊은 양극화

### 4.2.3 깊은 양극화 해소 정책(한계등급 채권의 투기채화 방지)

- ✓ 최근 들어 회사채시장은 A등급 이상의 편중이 극심한 상황
- ✓ 투자등급인 **BBB 등급**조차 이미 실질적으로 투기채권 취급 심화
  - : 발행 비중, 2000년 32% => 2010년대 5% 내외
  - : 거래 비중, 2000년 41% => 2013년 2.1%
  - (2000~2013 미국 평균 AAA등급 4.9%, BBB등급 26.5%, 2013\_30.3%)
- ✓ 일부 한계 산업의 경우 **A등급** 회사채조차 투자기피 대상이 되고 있음
  - : A 등급 회사채 2000-2012 평균 신규발행 비중 29.7%, 2013년 16.1%
- ✓ 깊은 양극화의 지속적 심화 시 국내 회사채 시장은 소수 최우량 기업의 자금조달 창구 기능만 수행 가능

<표 4.4.2> 국내 회사채 시장의 편중화 경험

구분	'97년	'98년	증가율
5대 그룹	19.7 조원	40.2 조원	104%
비 5대 그룹	14.9 조원	17.0 조원	14%
계	34.6 조원	57.2 조원	63%
5대 그룹 비중	57%	70%	13%

## 4. 양극화 해소방안\_깊은 양극화

### 4.2.3 깊은 양극화 해소 정책(기존 정책들의 취약성 보강)

#### ✓ 하이일드형 펀드의 발매 적기화와 수요증 다변화

자료 : 금융위, 김은기(2014)

	하이일드 펀드	CBO펀드	고수의 고위험펀드	Junk Bond 투자펀드	하이일드 펀드
판매일	1999.11	2000.01	2001.8	2007.3	2014.3
주요 내용	투기등급채 편입 공모주 배정	투기등급채(CBO 포함) 편입, 공모주 배정	1~3년 투기등급 채권 어음편입	1~3년 투기등급 채권 편입	비우량채, 코넥스 주식 편입, 공모주 배정
투자한도	2천만원	2천만원	3천만원	1억원	5천만원
세제혜택	분리과세	분리과세	비과세	분리과세	분리과세

: 투자금액별 세제혜택 성격의 차별화

➔ 저소득자 투자상한 내 혜택, 고액자산가 일정 금액부터 단계별 혜택

#### ✓ 자산유동화증권 발행제도

: 정책금융 기반 SME채권 ABS발행을 자본시장에 내생화시킬 필요(담보채 발행실적 연관)

#### ✓ 대형 회사채 집중(전용)펀드 기반 펀드신용평가제도 도입

: 펀드 신용평가를 도입한 우량 및 한계 등급 회사채 포트폴리오 대형회사채 집중(전용) 펀드의 설립 및 운용

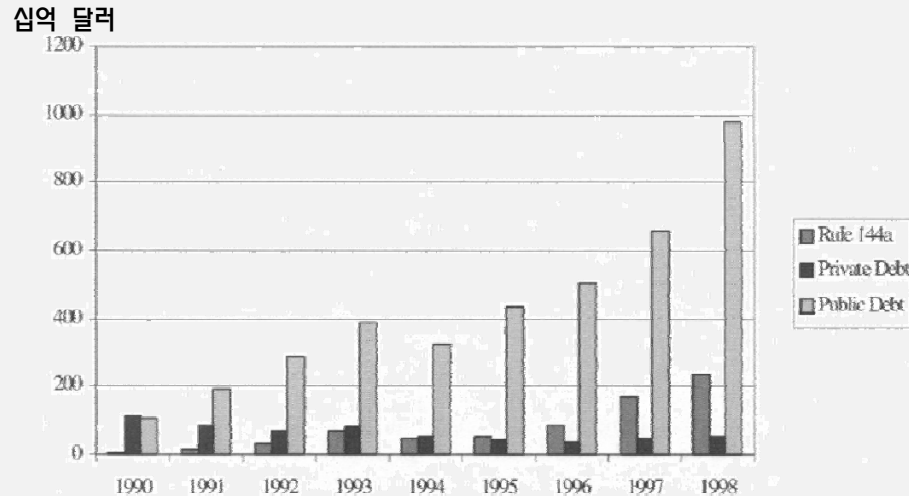
## 4. 양극화 해소방안\_깊은 양극화

### 4.2.3 깊은 양극화 해소 정책(기존 정책들의 취약성 보강)

- ✓ 신용평가제도의 개선
  - : 독자신용 등급제도의 도입
  - : 신용물에 대한 **인수 주관회사(들)의 자체적 신용평가 보유 능력**을 기관투자자 편입대상 채권 적격성 여부에 포함 ← 신용분석에 대한 시장 기능 강화
- ✓ 금융투자회사들의 채권 거래 및 운용능력 지원제도 강화
  - : 회사채 거래와 관련된 결제 이행 보증 업무 강화(**금융투자회사의 call 시장 참여 제한**)
  - : 투자채권의 다양한 활용 방안 모색 Repo 제도 및 기반 상품의 다양성 제고
- ✓ QIB제도 활용성 제고
  - 원래 미국에서 중소기업 채권발행에 기여했던 기능을 부여할 필요가 있음
  - : 투자수반위험 대비 기대수익률의 제공으로 정보 비대칭성 문제 관리 기회 부여
    - ➔ 옵션부 채권의 발행 허용을 통한 실질적인 기대 수익률 기반 투자환경 조성
    - ➔ Subsequent registration right 를 통해 적격발행자 탐색 능력 제고

## 4. 양극화 해소방안\_깊은 양극화

<그림 4.3.1> Rule 144A 신규발행액 추이(1990-1998) 미국

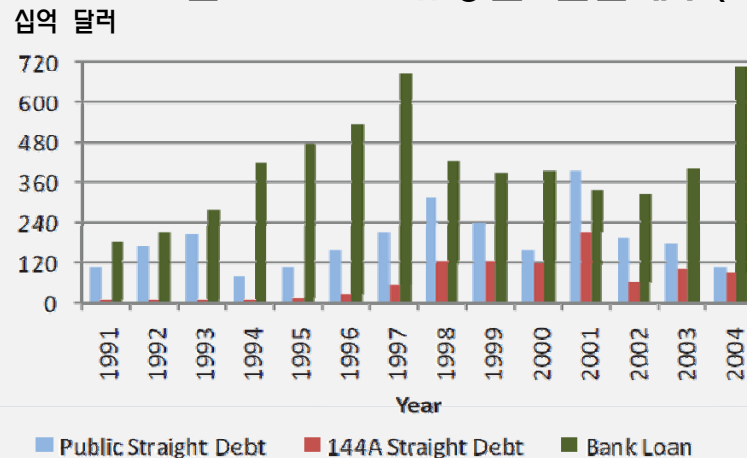


자료 : Livingston and Zhou(2002)

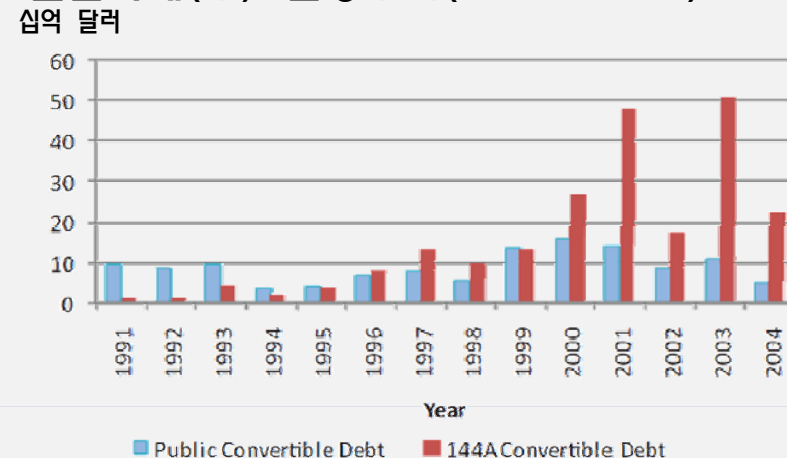
✓ Rule 144A의 제도적 융통성은 미국에서 사모시장의 한계를 극복하고 공모가 어려웠던 중소기업의 채권발행을 활성화하는데 크게 기여

✓ 이들 활성화의 핵심 요인을 국내 QIB 시장에 도입필요

<그림 4.3.2> 유형별 일반채무(좌)와 전환사채(우) 발행추이(1991-2004)



자료 : Huang and Gabriel(2010)



# 감사합니다



E\_mail : [heejoon@jj.ac.kr](mailto:heejoon@jj.ac.kr)