

債券市場의 微視構造 改編方案

－ 制限的 딜러制度의 評價와 改善 －

韓國租稅研究院

目 次

I. 序 論	7
II. 債券市場의 現況과 問題點	11
1. 債券市場의 位相	11
2. 發行市場의 問題點	16
3. 流通市場의 問題點	20
4. 債券市場의 微視構造 改善 必要性	29
III. 債券賣買去來制度의 類型	32
IV. 國內 債券去來制度의 評價	37
1. 現行 債券場外去來制度	37
2. 制限的 딜러制度 導入에 대한 評價	41
3. 場外去來 仲介室에 의한 公示制度의 評價	47
V. 國內 債券去來制度의 改善方案	50
1. 딜러制度의 活性化	50
2. 公示制度의 整備	52
3. 債券流通市場의 活性化를 위한 與件造成	54
VI. 結論	56
參考文獻	59

表 目 次

〈表 1〉債券 發行 殘額 推移	12
〈表 2〉證市 資金調達 狀況	13
〈表 3〉債券 賣買回轉率	13
〈表 4〉株式斗 債券의 投資收益・危險度 比較	14
〈表 5〉債券 上場 種目數斗 殘額	16
〈表 6〉保證社債의 比重	17
〈表 7〉償還期間別 會社債 發行	19
〈表 8〉場内外 債券去來 狀況	22
〈表 9〉投資家別 債券 保有 比重	24
〈表 10〉金融機關別 債券 保有 現況	27
〈表 11〉金融機關別 債券 賣買回轉率	27
〈表 12〉債券 種類別 標準物	40
〈表 13〉債券 場外去來代金 變化	42
〈表 14〉會社債 收益率 分散의 變化 有無 分析	43
〈表 15〉債券 收益率의 變動性 變化	46
〈表 16〉債券 收益率의 變動性 變化(金融實名制 衝擊期間 除外) ...	46
〈表 17〉代表收益率斗 流通收益率의 比較	48

圖 目 次

[圖 1] 債券딜러制度 導入에 따른 場外市場의 흐름	39
[圖 2] 債券 場外去來 公示시스템 흐름	41
[圖 3] 債券 場外去來代金 趨勢	42
[圖 4] 會社債 收益率의 實際값과 推定값	45

I. 序 論

債券市場은 자금의 수요와 공급을 채권이라는 유가증권을 매개로 연결시켜주는 資本市場으로서, 정부·지방자치단체·금융기관·기업 등에게는 중요한 資金調達源 역할을 하며, 투자자들에게는 일반적으로 株式보다 安定的인 投資手段을 제공하여 준다. 이러한 債券市場을 통한 資金配分은 시장 내 運營 效率性과 情報 效率性이 보장되어 自律競爭으로 공정하게 형성된 市場價格에 의하여 거래가 이루어질 때 효율적으로 이루어질 수 있다. 즉 거래비용, 세금 등 市場摩擦要因들이 충분히 낮고 항상 원하는 가격으로 채권을 매매할 수 있는 流動性이 보장되도록 시장운영이 효율적이고, 정보가 신속하게 그리고 충분히 채권가격에 반영될 수 있는 情報傳達體系가 구축될 때 비로소 채권시장 본연의 경제적 기능인 效率的 資金配分이 이루어질 수 있다.

우리나라 債券市場은 外的 規模面에서 꾸준히 성장하여 자금조달기능을 충실히 수행하여 왔다. 1993년 말 현재 債券發行殘額은 112조 279억원으로 株式市場의 時價總額 112조 6,653억원에 버금가는 수준이며, 1993년도에 企業의 直接金融을 통한 資金調達 중 株式을 통한 資金調達額이 2조 9,701억원인 반면 債券을 통한 資金調達 規模는 14조 8,573억원에 이르고 있다.

이와 같이 債券市場은 量的으로 상당한 成長을 이룩하였으나 運營 效率性과 情報 效率性 측면에서 債券 流通市場을 평가하여 보면 자금의 효율적 배분이 이루어질 수 있는 체계가 구축되어 있지 못한 실정이다. 동일한 채권종목에 대하여 동일한 시점에 複數의 債券收益率로 거래가 이루어지는 경우가 빈번하며, 債券去來 形成率이 극히 저조하는 등 債券去來 狀態, 流通 및 公示構造를 살펴보면 그 質的 水準은 상당히 낙후된 수준에 머물고 있다. 우리나라 債券市場을 한마디로 평가한다면 資金調達

을 위한 發行市場은 존재하지만 價格形成機能을 수행하는 流通市場은 미미한 수준이라고 할 수 있다. 이제 채권시장이 본연의 경제적 기능을 수행하기 위해서는 채권시장에서 市場機能에 의거 利子率이 결정되고 債券去來의 流動性이 보장될 수 있도록 市場體制가 整備되어야 한다.

債券市場의 整備와 活性化가 절실히 요구되는 또다른 이유는 最近 金融環境이 급격하게 변화하고 있기 때문이다. 우선 1993년 11월 1일의 第2段階 金利自由化 조치로 회사채, 금융채, 통화채 및 국공채의 발행금리가 자유화됨에 따라 시장경쟁기능에 의한 금리 결정 필요성이 증대되고 있다. 둘째, 1992년 3월에 발표된 「3段階 金融自律化 및 開放計劃」에 따라 외국인의 중소기업 전환사채에의 직접투자 허용, 금리 수준이 국제금리와 유사한 국공채의 발행시장 인수 허용 등 1994년부터 채권시장이 대외 개방됨에 따라 국내 채권시장의 조직화가 요구되고 있다. 셋째, 金融改革의 주요 일환으로서 通貨信用政策의 效率化를 위하여 공개시장조작을 통한 間接管理方式의 정착이 필요하고, 이를 위해서 국공채시장의 정비도 요구되고 있다. 넷째, 社會間接資本의 財源調達을 위한 국공채 발행, 地方自治制의 실시에 따른 지방채 발행의 활성화가 예상되기 때문에 이에 적합한 시장구조 정비가 요구되고 있다. 또한 安定的 投資手段으로서 그리고 주식과 연계된 分散投資手段으로서 채권에 대한 수요가 점증할 것으로 예상되고 있다.

이렇게 債券市場의 組織化와 活性化가 절실히 요구되고 있는 반면에, 채권 발행 및 유통구조에는 문제점이 산재되어 있는데 모든 문제점들을 한꺼번에 해결하려고 시도할 경우 충격과 무리가 따를 것이다. 따라서 債券市場이 본연의 기능을 수행하는 데 障礙가 되는 근본적 문제점들을 우선 해결함으로써 活性化의 실마리를 찾아야 할 것으로 판단된다.

그 동안 채권시장이 활성화되지 못하였던 근본 문제점들은 두 가지로 집약될 수 있다. 債券發行金利가 市場實勢金利와 현격하게 차이가 남으로써 나타났던 市場歪曲現象과 債券賣買去來制度가 組織化되어 있지 못함으로써 나타나는 流動性 低調 現象이 그것이다.

發行市場에서 流通金利과 かり된 金利로 債券이 發行됨에 따라 손해를 보거나 손해를 補填하기 위한 變칙적인 방법이 아니고는 流通市場에서 채권거래가 원활히 이루어질 수 없는 실정이었다. 그러나 현재 채권의 발행금리가 자유화됨에 따라 發行金利과 流通金利와의 乖離에서 야기되었던 문제들은 점차 해소되어 나아갈 것으로 예상된다.

한편 債券 發行市場에서 유발되었던 문제 때문에 방지되었던 流通市場의 問題點들을 해결해야 債券市場의 活性化가 이루어질 수 있을 것으로 판단된다. 이제는 債券의 需要와 供給에 의거 자율적인 경쟁을 통해 市場 收益率이 결정될 수 있고 원활한 債券流通이 이루어질 수 있는 流通構造를 구축하여야 할 시점이다. 이를 위해서는 債券市場의 運營 效率性和 情報 效率性 提高를 위한 市場 微視構造(market microstructure) 分析이 필요하다. 여기서 微視構造 分析이란 市場 參與者 間の 相互關係, 去來 賣買 메커니즘, 市場摩擦要因(거래비용, 정보 등) 存在時 價格의 動態의 움직임들을 분석하는 것을 뜻한다¹⁾. 이러한 微視構造 分析을 기초로 하여 효율적인 債券賣買去來制度가 구축될 때 債券市場에서 流動性이 보장될 수 있으며 個別 債券價格이 수익성·안전성·유동성 등을 근거로 시장에서 자율경쟁을 통해 결정될 수 있을 것으로 판단된다.

證券 當局에서도 賣買去來制度의 整備가 시급함을 인식하여 최근 債券市場의 整備 方案을 마련하여 실행중에 있다. 證券 當局은 1993년 4월 場外市場의 組織化 및 體系化, 去來所市場의 債券 賣買機能 活性化, 債券 需要 基盤의 擴充 등을 주요 내용으로 하는 「債券市場 發展方案」을 마련하였다. 이 방안에 따라 1993년 5월 1일부터 증권업협회에 債券 場外去來 仲介室을 설치하고 制限의 딜러制度를 도입하였다.

本 研究의 目的은 채권시장의 활성화를 위한 기반 확충을 위하여 債券

1) 證券市場 微視構造에 대한 일반적 분석문헌으로 Garbade(1982), Cohen(1986), Schwartz(1988)를 참조.

市場 微視構造의 整備가 필요하며 그 중에서도 賣買去來制度의 改善이 시급히 요구됨을 밝히고 改善方案들을 제시하는 데 있다. 이를 위하여 우선 우리나라 債券市場의 전반적인 現況과 問題點을 검토하여 流通시장의 整備가 시급함을 밝히고, 채권 매매구조의 整備를 위하여 다양한 賣買去來制度 形態를 검토한다. 아울러 1993년 5월부터 채권장외시장에 도입된 公示制度和 制限的 딜러制度를 평가하여 봄으로써, 우리나라 債券市場의 微視構造 改善方案들을 제시하고자 한다.

II. 債券市場의 現況과 問題點²⁾

1. 債券市場의 位相

우리나라 債券市場의 規模는 지속적으로 성장하여 왔다. 1993년 말 현재 總債券發行殘額은 112조 279억원으로서 1986년 이후 연평균 약 27.4%의 높은 증가율을 시현하여 왔다. 이러한 채권발행잔액 규모는 株式市場의 時價總額 112조 6,653억원에 버금가는 수준으로 채권시장은 주식시장과 함께 중요한 資本調達源 역할을 수행하고 있다. 채권종류별 발행규모를 살펴보면 會社債와 金融債의 비중이 가장 높으며, 1993년 말 현재 각각 35.6%와 40%를 차지하고 있다. 특히 通貨安定證券은 1980년대 후반 국제수지흑자에 따른 통화증발을 억제하는 수단으로 사용되어 발행규모가 급격히 증가하였으며 1993년 말 현재 발행잔액 비중이 전체 채권발행규모의 21.6%에 이르고 있다.

이와 같이 채권시장의 규모는 증대하여 왔으나 아직 경제규모에 비하여 그 활용도는 미진한 편이다. 債券發行殘額 對 經常GNP 比率을 살펴보면 1992년 말 현재 우리나라는 41.7%이나 일본은 81.4%이며, 미국은 82.3%(1987년 말 현재)에 이르러 선진국보다 경제규모에 비해 채권시장 활용도가 저조한 편이다. 이와 같이 채권활용도가 낮았던 이유로는 政府財政이 어느 정도 균형을 이루어 국공채의 대량발행이 요구되지 않았고, 기업 특히 대기업들이 金利規制로 인해 증권시장을 통한 직접금융보다는 금융기관을 통한 간접금융을 선호하였기 때문이라고 사료된다.

2) 우리나라 債券市場의 現況과 問題點들에 대하여는 李聖基(1988), 現代經濟社會研究院(1990), 李商彬(1991), 具東鉉(1991), 金炯哲(1991), 박경서·김세진(1993), 禹英浩(1993)의 연구들을 참조.

증권시장을 통한 기업의 자금조달규모를 살펴보면, 1993년에 會社債發行을 통한 資金調達額은 14조 8,573억원으로 기업공개 유상증자 등 株式發行을 통한 資金調達額인 2조 9,701억원의 5배에 이르는 수준이다. 이러한 회사채 발행 우위의 증시자금조달 형태는 1990년 이후 지속되고 있다. 예외적으로 1980년대 후반에 주식 발행을 통한 자금조달비중이 높았는데, 그 이유는 주식시장의 활황으로 기업공개, 유상증자 등이 대폭적으로 이루어졌기 때문이다.

〈表 1〉 債券發行殘額推移

(單位: 억원)

	1986	1988	1990	1991	1992	1993
國 債	34,185	78,388	137,421	170,830	199,481	208,252
財 政 證 券	2,000	15,000	25,000	22,072	15,797	6,301
外國換平衡基金債券	—	9,888	30,000	44,833	54,833	44,833
地 方 債	3,408	4,823	8,253	11,023	13,843	17,325
特 殊 債	17,788	10,797	14,717	30,803	44,706	59,194
金 融 債	63,172	192,854	230,535	254,369	345,907	436,614
通 安 證 券	32,586	153,735	152,405	134,965	202,640	242,018
會 社 債	87,470	118,855	240,678	313,823	354,020	398,894
合 計	206,023	405,717	631,604	780,848	957,957	1,120,279

註: 地方債는 지하철공채, 特殊債는 전기통신공사채, 전력채권, 토지개발채권, 기술개발금융채권, 金融債는 통화안정증권, 산업금융채권, 장기신용채권, 외환은행금융채권, 중소기업금융채권, 주택채권의 발행잔액 합계임.

資料: 재무부, 『재정금융통계』, 1994. 1~2.

이와 같이 채권발행을 통한 자금조달은 어느 정도 이루어지고 있으나, 발행된 채권의 거래는 상대적으로 활발하지 못한 상황이다. 債券流通市場의 流動性을 살펴보기 위하여 債券賣買回轉率을 계산하여 보면, 1993년도에 0.66이다. 이는 日本의 4.3(1992년)이나 대만의 8.7(1992년)보다 상당히 낮은 수준이다. 따라서 債券發行殘額에 비하여 상대적으로

流通市場에서의 債券去來는 크게 위축되어 있다고 평가할 수 있다.

〈表 2〉 證市 資金調達 狀況

(單位: 억원, %)

	주 식		회 사 채 ¹⁾		합 계	
	금 액	비 율	금 액	비 율	금 액	비 율
1988	77,700	64.7	42,444	35.3	120,144	100.0
1989	141,757	67.1	69,590	32.9	211,347	100.0
1990	29,180	22.9	98,432	77.1	127,612	100.0
1991	24,070	18.3	107,730	81.7	131,801	100.0
1992	17,929	14.6	105,028	85.4	122,957	100.0
1993	29,701	16.7	148,573	83.3	178,274	100.0

註: 1) 1992년 1월 이후 리스채를 제외함.

資料: 한국증권거래소, 『주식』, 1994. 3.

〈表 3〉 債券 賣買回轉率

(單位: 억원)

	채권거래대금 ¹⁾	채권발행 잔액	매매회전율 ²⁾
1988	625,789	405,717	0.77
1989	685,298	511,266	0.67
1990	652,478	631,604	0.52
1991	939,935	780,848	0.60
1992	1,163,715	957,957	0.61
1993	1,468,039	1,120,279	0.66

註: 1) 채권거래대금은 매수와 매도의 합계임.

2) 매매회전율 = (채권거래대금 / 2) ÷ 채권발행잔액.

資料: 재무부, 『재정금융통계』, 1994. 1~2.

한국증권거래소, 『주식』, 1994. 1.

한국증권업협회, 『증권』, 1993. 12.

주식시장과 채권시장을 매매회전율로 비교하여 보면 株式時價總額回轉率(주식거래대금/시가총액)보다는 債券賣買回轉率이 높은 것이 일반적이다. 이는 채권거래의 매매단위가 일반적으로 크고, 채권에는 주식과 달리 만기(maturity)가 존재하여 만기에 채권원금 상환액을 다른

채권에 재투자하는 거래들이 일어나기 때문이다. 그러나 우리나라의 경우에는 株式時價總額回轉率이 1993년도에 1.82로서 債券賣買回轉率보다 높아, 상대적으로 채권 유통시장이 위축되어 있다고 평가할 수 있다. 일본, 미국, 대만에서의 1992년 株式賣買回轉率은 각각 0.27, 0.43, 2.32를 나타냈다.

債券投資는 일반적으로 株式投資보다 安定的이라고 알려져 있다. 과연 우리나라에서도 그러한가를 살펴보기 위하여, 「샤프」(W. Sharpe) 비율을 이용하여 주식과 채권의 투자성과를 비교하여 보았다. 「샤프」비율(수익률 평균 / 수익률 표준편차)은 투자 수익률의 표준편차를 투자위험으로 간주하여 危險 單位當 보상받는 收益率의 정도를 나타내는 投資成果 測定値이다.

〈表 4〉 株式과 債券의 投資收益 · 危險度 比較¹⁾

		월평균 수익률(%)	수익률의 표준편차	「샤프」비율 ²⁾
주	1986~93	2.0727	8.1639	0.2539
	1986~88	5.1879	8.1793	0.6343
식	1989~93	0.2036	7.6259	0.0267
회 사 채	1986~93	1.2543	1.6703	0.7509
	1986~88	1.0860	1.3590	0.7991
	1989~93	1.3569	1.8381	0.7382

註 : 1) 주식의 수익분석에는 한국종합주가지수를 사용하였고, 채권의 경우에는 회사채가격지수를 이용하였음. 종합주가지수에는 배당이 고려되어 있지 않으며, 회사채가격지수는 지급되는 이자가 재투자되고 만기 상환되는 채권은 신규 채권에 재투자하는 것으로 상정하여 계산된 지수임.

2) 「샤프」(Sharpe) 비율 = 수익률의 평균 / 수익률의 표준편차.

資料 : 한국증권거래소, 『주식』, 각호.

〈表 4〉에서 1986년부터 1993년까지 총 8년간의 주식과 회사채의 투자성과를 비교하여보면, 회사채의 「샤프」비율은 0.75이나 주식의 경우에는 0.25로 나타나 債券投資가 株式投資보다 상대적으로 높은 投資成果를 나타냈다. 즉 채권투자는 상대적으로 주식투자에 비하여 낮은 投資

收益率을 시현한 반면 危險度에서도 아주 낮은 수준을 나타내어, 높은 투자성과를 시현하였다. 특히 1986~1988년 기간의 株式市場 勃興기에는 주식투자 성과가 높았으나(0.63), 1989~1993년 기간의 株式市場 沈滯期에는 주식투자 성과가 극히 저조하였다(0.03). 이와 같이 주식투자의 성과는 변동이 심한 반면, 채권투자는 양 기간 사이에 커다란 변동 없이 약 0.8에 가까운 높은 성과를 나타냈다. 또한 채권수익률의 표준편차도 주식의 경우보다 낮은 수준을 유지하여 債券은 우리나라에서 安定的이며 높은 成果를 가져다 준 投資手段임을 알 수 있다.

미국의 경우에도 債券投資는 株式投資보다 안정적이라 평가되고 있다. 그러나 이에 상응하게 채권투자수익률도 낮은 수준을 유지하여 債券과 株式의 投資成果는 거의 비슷한 수준이다. 예를 들어 「이보트슨」과 「신크필드」(Ibbotson & Sinquefeld(1989))에 의하면 1926~1987년 기간 동안 미국 증권시장에서 주식투자의 연평균 수익률과 표준편차는 각각 12.0%와 21.1%이었으며, 장기 회사채에 대한 연평균 수익률과 표준편차는 각각 4.6%와 8.5%이었다. 따라서 주식과 회사채의 「샤프」 비율은 각각 0.57과 0.54로 거의 비슷한 투자성과를 나타내고 있다.

결론적으로 우리나라 채권시장은 그 동안 지속적으로 성장하여 왔으나 經濟規模에 비해 아직 그 규모가 미흡한 편이라 평가된다. 또한 債券流通市場에서 거래가 원활히 이루어지지 못하고 있는 실정이어서 양적인 확대뿐 아니라 질적인 차원에서 채권유통구조의 정비를 통한 債券市場의 活性化가 요구된다 하겠다. 우리나라 채권시장에서의 債券投資는 수익률의 변동성으로 표시된 위험보다 상대적으로 높은 報償을 받고 있는데 이러한 이유 중의 하나는 債券去來의 流動性이 낮아 유동성 프리미엄이 가미되기 때문이라 사료된다. 따라서 채권시장을 균형되게 발전시키기 위해서는 債券의 流動性 向上을 위한 債券去來 賣買構造의 整備가 필요하다고 판단된다.

2. 發行市場의 問題點

가. 發行 種目數의 過多

1993년 말 현재 증권거래소에 상장된 債券 種目數는 1만 559종으로 種目當 平均 上場殘額은 약 75억원에 불과하며, 장외시장에서 거래되는 종목들을 합하면 채권 종목수는 2만여 종에 이른다. 이러한 채권 종목수는 주식시장 상장 종목수 1,045종에 비하여 지나치게 많다.

채권별 발행종목을 살펴보면, 國債의 경우에 發行主體가 亂立되어 있다. 기관마다 독립된 채권 발행기준이 있어 債券 發行條件이 各樣各色이고, 引受도 대개 強制消化의 방식으로 이루어지고 있는 형편이다. 이는 미국의 경우 대부분의 국가 기관들이 채권을 발행하는 경우 재정증권들을 이용하고 있으며, 引受도 경매에 의해 이루어지고 있는 점과는 대조를 이룬다. 이러한 발행주체의 난립문제를 인식한 정부도 國債를 均質化시키고, 定例的 發行을 시도하기 위하여 國債管理基金을 신설하여 國債 發行主體를 統合化할 예정이다.

〈表 5〉 債券 上場 種目數와 殘額

(單位: 종, 개, 억원)

	국 공 채			회 사 채			합 계	
	종류수	종목수	상장잔액	회사수	종목수	상장잔액	종목수	상장잔액
1988	19	1,717	221,590	1,467	3,372	115,210	5,089	336,801
1989	25	2,072	280,947	1,504	3,622	153,955	5,694	434,901
1990	24	2,648	290,491	1,603	4,243	220,682	6,891	511,173
1991	24	2,831	322,497	1,862	5,527	292,410	8,358	614,907
1992	46	2,943	324,465	2,070	6,496	326,966	9,439	651,432
1993	50	3,082	413,591	2,234	7,477	375,736	10,559	789,327

資料: 한국증권거래소, 『주식』, 1994. 1.

金融債의 경우에는 先賣出에 의해 種目數가 불필요하게 많아지고 있다. 현재 금융채를 발행하고 있는 기관은 산업은행, 장기신용은행, 중소

기업은행 등이며, 그 중 產銀과 長銀이 가장 큰 규모를 차지하고 있다. 長銀의 예를 보면, 장기신용채권의 발행일은 매월 27일인데, 27일 이전 가령 20일에 채권이 先賣出될 경우에 27일까지 7일 동안의 경과이자를 계산해서 27일에 매출되지만 7일간은 별도 종목화되는 문제가 있다.

이와 같이 發行 種目數는 많으나, 투자자들의 다양한 投資動機를 충족시킬 수 있는 채권의 종류는 부족한 실정이다. 채권은 割引債, 利表債, 複利債 등 전형적인 형태로 발행되고 있으나, 예를 들어 變動金利債(floating rate bond), 元金利子 分離債(STRIPS) 등 투자자들의 수요에 부응할 수 있는 채권들은 도입되지 않고 있다.

또한 會社債의 종류는 銀行 保證債, 其他 保證債, 無保證債로 분류되나 무보증채의 경우 발행비중이 저조하며, 발행되더라도 유통시장에서의 거래는 거의 없는 실정이다. 會社債는 그 회사의 신용등급에 관계없이 保證 有無에 따라, 보증된다면 은행이 보증하느냐 아니면 기타 기관이 보증하느냐에 따라서만 발행 수익률에 차이가 나고 있다. 따라서 信用等級에 관계없이 銀行 保證만 받게 된다면 어느 회사건 상관없이 發行 收益率은 동일하다.

결론적으로 우리나라 채권시장에는 채권 발행 종목수는 지나치게 많으나, 종목별 성격에는 큰 차이가 없어 債券 種目別 多樣性이 부족한 상황이다.

〈表 6〉 保證社債의 比重

(單位: 억원, %)

	保 證		無 保 證		擔 保 附		合 計	
	금 액	비 율	금 액	비 율	금 액	비 율	금 액	비 율
1988	41,910	98.7	303	0.7	230	0.6	42,443	100.0
1989	61,585	88.5	7,910	11.4	105	0.1	69,590	100.0
1990	91,977	83.0	18,704	16.9	155	0.2	110,835	100.0
1991	109,783	86.2	17,624	13.8	—	—	127,407	100.0
1992	83,329	74.7	28,224	25.3	—	—	111,553	100.0
1993	111,931	71.8	44,052	28.2	—	—	155,983	100.0

資料: 증권감독원, 『증권조사월보』, 1994. 1.

나. 發行金利의 非合理性和 不合理한 債券發行 方法

1991년 11월에 2년만기 이상 회사채의 발행금리가 자유화되었으나 發行金利가 流通金利와 乖離되어 발행되어 왔다. 발행금리와 유통금리 사이에 괴리가 있을 경우, 소위 ‘割引率’로 그 차이를 補填하는 방식이 이용되고 있으나, 할인을만으로는 그 차이를 전부 메꾸지 못하고 있다. 補填되지 못하는 收益率 差異는 引受 主幹社가 발행기업에 소위 「리턴」(return) 함으로써 결국 발행기업이 수익률 차이를 떠맡게 된다. 즉, 發行企業은 主幹社로부터 발행채권을 재매입하고 이 채권을 主幹社의 중개를 통해 유통시장에 유통수익률로 매각하고 있다. 미국 등 외국의 경우에는 최초 수요자, 발행회사와 주간사 간에 流通 收益率을 고려한 發行金利의 決定이 이루어지고 있다.

또한 국공채, 통화채 등의 발행금리가 자유화된 1993년 11월의 제2단계 금리자유화 조치 이전에는 이들 채권이 市中 實勢金利 以下로 割當, 添加消化 등의 채권 발행 방법으로 발행되어 발행비용의 일부가 인수기관에 轉嫁되었다. 채권의 소화방법에는 증권회사를 통한 引受, 賣出, 強制消化 등 크게 3가지가 있으며, 強制消化에 割當과 添加消化가 속한다. 割當은 동안채처럼 미리 정해진 비율대로 은행, 보험, 단자, 투신 등에 강제소화시키는 방법을 의미한다. 添加消化는 예를 들어 자동차를 구입하는 경우에 지하철 공채를 의무적으로 매입하는 것을 의미한다. 低金利 強制消化의 發行方式은 인수금융기관의 자금운용상 부담과 발행비용의 시장 전가를 초래해 金利上昇要因이 되어 왔다. 미국의 경우 이러한 강제소화는 전혀 없고, 재무성 채권의 경우 경매체제에 의해 소화되고 있다.

회사채, 국공채, 통화채, 금융채 등의 債券 發行金利가 自由화된 현재, 채권 발행금리가 발행 당사자, 인수기관, 수요자들 간에 流通金利를 고려하여 自律的으로 결정될 것으로 기대는 되나 아직 이러한 관행이 정착되기에는 債券需要基盤의 擴充, 流通市場의 組織化, 債券發行과 通貨管

理와의 連繫性 등에서 미진한 상황이다.

다. 短期債 爲主의 債券 發行

국공채 중 만기가 5년 이상인 것도 있으나 외국에 비해 채권 만기가 매우 단기인 형편이다. 채권 중 가장 발행비중이 큰 通安債는 거의 대부분 180일물과 364일물이다. 金融債의 경우도 대부분 1년과 3년이 주종을 이루고 있다. 會社債의 경우에 만기가 3년에서 5년이나 3년물이 거의 대부분을 차지하고 있다. 과거 만기가 5년을 초과하는 채권은 상속세나 증여세를 납부하지 않기 위한 수단으로 이용될 수 있었으므로 수요는 많았으나 발행은 매우 적었다. 그러나 최근 상속세, 증여세 면세기간이 10년으로 길어지면서 앞으로 채권만기가 길어질 소지는 있다.

이와 같이 대부분의 채권이 단기로 발행됨으로써 收益率 曲線이 형성되기 어렵고 機關投資家들의 資產運用에 制約要因으로 작용하고 있다.

〈表 7〉 償還期間別 會社債 發行

(單位: 억원, %)

	4년 미만		4년 이상~5년 미만		5년 이상		합 계	
	금 액	비 율	금 액	비 율	금 액	비 율	금 액	비 율
1988	34,006	80.1	8,228	19.4	210	0.5	42,443	100.0
1989	52,803	75.7	14,782	21.2	2,005	2.9	69,590	100.0
1990	102,949	92.8	6,898	6.2	1,110	1.0	110,957	100.0
1991	117,835	92.2	6,102	4.8	3,798	3.0	127,734	100.0
1992	97,677	87.6	5,288	4.7	8,587	7.7	111,553	100.0
1993	139,876	89.7	8,187	5.2	7,919	5.1	155,983	100.0

註: 액면기준.

資料: 증권감독원, 『증권조사월보』, 각호.

라. 信用評價制度의 未定着

현재 信用評價 機關들이 신용등급을 매기고 있으나, 실제적으로는 거의 이용되지 못하고 있다. 외부기관에 의한 信用評價等級이 아무리 높더라도 擔保가 충분치 않으면 銀行의 保證을 얻어낼 수 없고, 은행의 보증을 얻지 못하면 발행도 어렵거니와 발행되더라도 채권의 가치는 크게 떨어지게 된다. 따라서 債券等級을 결정해주는 가장 중요한 요소는 그 회사의 신용등급이 아니라 그 채권의 은행이나 기타 保證機關에 의한 保證有無이다. 이와 같은 신용평가제도의 취약성은 채권발행에 있어 大企業이 選好되는 현상을 유발하여 中小企業의 資金調達에 隘路要因으로 작용하고 있다.

마. 債券引受機關의 딜러機能 不充分

현재 주요 채권인수기관인 證券會社는 주로 仲介機能만을 수행하고 있는 형편이다. 그리고 대표적인 기관투자가인 保險·投信들도 적극적인 매매에 나서지 않고 있다. 이는 자신들의 受信 商品의 만기와 채권의 만기를 맞추어 매매에 따른 손실을 피하려는 消極的인 姿勢와 體系的인 收益率 豫測裝置가 없는 데서 기인한다고 할 수 있다

3. 流通市場의 問題點

가. 場內市場의 競爭賣買 未洽

場內市場에서의 채권거래는 少額 投資家를 위해서 그리고 準據的 債券 收益率을 확보하기 위해서 일어나고, 대부분의 대규모 채권거래는 場外市場에서 일어나는 것이 일반적이다. 그러나 우리나라 장내시장은 규모 자체가 극히 미약한 형편이고, 場內市場의 公示 收益率이 基準 收益

率로서 거의 의미가 없는 상황이다. 이렇게 장내시장이 위축된 것은, 收益率의 代表性 喪失이 機關投資家들의 場內市場 參與를 萎縮시키고 이는 다시 수익률의 대표성을 상실시키는 악순환이 되풀이되고 있기 때문이라 할 수 있다.

현실적으로 거래소에서 공시되는 수익률로는 기관투자자들이 채권을 매입할 수 없기 때문에, 機關投資家들이 場內去來를 忌避하게 되고, 이에 따라 공시되는 수익률이 대표성을 가지기 힘든 것이다. 장내거래도 매매당사자가 장외에서 수익률, 수량 등을 결정한 후에 같은 조건으로 場內에서 동시에 매도·매수 주문을 내는 相對賣買 體制로 이루어지는 경우가 대부분인 실정이다.

나. 場外市場의 組織化 未洽

채권거래의 형태를 <表 8>에서 살펴보면, 1993년도에 場外去來의 비중이 거의 100%를 점유하여 거래소 場內去來에 비하여 크게 신장하고 있다.

이와 같이 채권의 場外去來가 급격히 증가하고 있는데 그 理由를 살펴보면 다음과 같다³⁾. 첫째, 채권거래가 대부분 기관투자자에 의해 주도됨에 따라 投資者 數가 적고 去來單位가 커서 불특정다수의 일반투자자에 의한 경쟁매매를 기본으로 하는 장내거래에 부적합하기 때문이다. 둘째, 債券種目이 많고, 元利金 支給條件, 價格計算方法, 賣買條件 및 形態 등도 다양하여 다수의 거래를 획일적으로 처리하는 장내거래에 부적합하기 때문이다. 셋째, 장외거래의 경우 去來時間 및 去來單位에 제약이 없고 매매가 신속하고 편리하기 때문이다. 넷째, 장외 채권거래는 當日決濟로 이루어지고 있어서 채권매도시 즉시 자금인출이 가능하며 특정거

3) 박경서·김세진, 『債券市場現況과 改善方案』, 정책·조사자료 No. 93-4, 韓國金融研究院, 1993. 11.

래에 따른 정보유출방지가 가능하기 때문이다. 다섯째, 非上場債券, 債券貯蓄商品, 少額債券 등의 매매가 가능하기 때문이다.

〈表 8〉 場内外 債券去來 狀況

(單位: 억원, %)

	장 내		장 외		합 계
	거래대금 ¹⁾	구성비	거래대금 ¹⁾	구성비	
1988	170,906	27.3	454,883	72.7	625,789
1989	102,981	15.0	582,317	85.0	685,280
1990	65,007	10.0	587,471	90.0	652,478
1991	41,956	4.5	897,979	95.5	939,935
1992	12,100	1.0	1,151,615	99.0	1,163,715
1993	111	0.0	1,467,928	100.0	1,468,039

註: 1) 거래대금은 매수와 매도의 합계임. 환매조건부채권 및 소액채권(건당 500만원 미만)은 제외하였음.

資料: 한국증권거래소, 『주식』, 1994. 1.
한국증권업협회, 『증권』, 1993. 12.

이러한 이유로 장외거래가 증가하고는 있으나, 〈表 3〉에서 살펴본 바와 같이 債券 賣買回轉率은 낮은 수준이어서 場外去來에서도 流動性이 높지는 못한 상황이다. 장외시장을 조직화하고 증권사의 딜러 및 중개기능을 활성화하기 위하여 1993년 5월 1일부터 증권사에 의한 「制限的 딜러制度」를 운영하고 있으나, 아직 專門딜러制度가 도입되지 못해 활발한 거래가 이루어지지 못하고 있다⁴⁾. 특히 專門딜러制度가 아직 정착되지 않아, 매매 당사자간의 개별 협상에 의한 相對賣買가 이루어지고 있고 이에 따라 동일시각, 동일종목에 대해 二重價格 形成이 가능한 실정이다. 이는 기본적으로 債券種目的 過多로 인한 去來 形成率 低調와 脆弱한 公示制度 등에 기인한다 하겠다.

4) 우리나라 채권 장외시장의 매매거래제도에 대해서는 「IV. 國內 債券去來制度의 評價」에서 자세히 분석하고자 함.

물론 채권은 거래기관 보유물량의 買入價, 去來相對, 去來物量 등에 따라 제시되는 수익률이 달라지는 상품적 특성이 있다. 따라서 미국·영국 등 주로 競賣方式으로 국채를 발행하는 국가에서는 자본 규모, 거래 실적, 경영 능력 등을 고려하여 국채의 인수 및 매매를 전문으로 하는 專門딜러 혹은 市場 造成者들을 지정하고 있다. 이러한 딜러들은 시장에서 買受·賣渡 呼價(bid-ask)를 제시할 의무를 가지며 이에 의해 원활한 流通市場 形成을 촉진한다. 일본 및 독일과 같이 引受團方式을 이용하는 국가에서는 국내외 금융기관들이 인수단에 가입하여 딜러 역할을 수행하고 있다. 또한 이러한 딜러들의 債券保有高를 조정하기 위하여 딜러간 거래를 중개하는 專門딜러仲介會社(inter-dealer broker)가 존재하고 있다⁵⁾.

다. 債券 投資情報의 公示體制 未洽

거래소에서의 채권거래가 장외거래에 비해 지나치게 왜소하기 때문에 거래소에서 발표하는 수익률이 채권수익률의 기준이 되기 힘들다. 현재 장외시장에서 거래된 投資情報의 公示는 1993년 5월 1일부터 한국증권업협회에 설치된 債券 場外去來 仲介室에 의해 단말기 및 日日 債券市場誌를 통해 이루어지고 있다. 채권 장외거래 중개실에서는 증권회사가 입력한 채권거래 내역을 단말기를 통해 공시하고 있으나 실제 거래 체결시점과는 상당한 時間的 乖離가 있으며 情報傳達手段이 制限되어 同 情報의 이용에 한계가 있는 상황이다. 또한 전문딜러제도가 아직 정착되지 않아 매매 호가의 공시가 본격적으로 이루어지지 못하고 있다. 미국에서는 NASDAQ, 영국에서는 SEAQ 등이 호가 정보를 實時間으로 제공하고 있다.

5) 丁海旺(1990), 金炯哲(1992) 참조.

라. 債券 需要基盤의 脆弱

投資家別 債券 保有比重을 <表 9>에서 살펴보면, 1993년 말 현재 金融部門이 89.9%로 가장 높은 비중을 차지하며, 그 다음으로 個人部門(4.0%), 企業部門(3.4%), 政府部門(2.7%) 순서로 채권을 보유하고 있다. 이와 같이 채권수요에 있어서 금융기관의 비중이 지나치게 높고, 정부와 개인부문의 비중이 낮다. 이렇게 개인부문의 채권수요가 낮은 첫번째 요인은, 公示制度 脆弱으로 개인투자자들이 정보를 신속하게 얻을 수 있는 수단이 제한되어 있고, 채권거래가 주로 相對賣買로 이루어지고 있으며, 채권투자가 주식투자보다 오랜 經驗이 필요하기 때문이다. 두번째 요인은 상대적으로 높은 利子所得稅이다. 우리나라 경우에 채권 투자수익은 자본이익보다는 이자수익이 대부분을 차지하지만, 주식투자의 경우에는 배당이익보다는 자본이익이 대부분을 차지한다. 그러나 현행 세제에 의하면 資本利得은 非課稅인 반면 利子·配當所得에 대하여는 21.5%의 源泉徵收를 하고 있다. 따라서 상대적으로 채권수익에 대한 세금 부과가 높아 채권 투자유인이 감소하고 있다.

<表 9> 投資家別 債券 保有 比重

(單位: %)

	금융부문	정부부문	기업부문	개인부문	합 계
1988	89.9	0.4	2.8	6.9	100.0
1989	87.0	0.5	4.2	8.4	100.0
1990	83.2	1.3	6.2	9.3	100.0
1991	77.3	1.5	10.3	10.8	100.0
1992	82.6	1.5	8.0	7.9	100.0
1993	89.9	2.7	3.4	4.0	100.0

資料: 한국은행, 『조사통계월보』, 각호.

또한 경제 각 부문의 債券去來 比重을 살펴보면, 1993년도 장외시장에서 이루어진 총거래대금 중 金融部門이 65.1%, 政府部門이 4.46%,

企業部門이 19.33%, 個人部門이 11.11%를 차지하고 있다. 이와 같이 금융부문은 채권보유비중에 비하여 상대적으로 낮은 거래비중을 차지하고 있으며, 다른 경제주체들은 금융기관보다는 보유비중 대비 거래비중이 높은 상황이다. 따라서 유통시장의 활성화를 위해서는 金融機關의 保有比重에 걸맞는 債券去來誘引을 개발하고, 個人 및 其他部門의 債券投資誘引을 확대할 필요가 있다고 판단된다.

마. 債券保有 形態의 單純化

채권시장에는 다양한 투자자들이 참여하며 각 참여자마다 상이한 채권매매행태를 보이고 있다. 금융기관 중 가장 채권을 많이 보유하고 있는 銀行은 引受業務와 賣買에 참가하지만 보수적 운용과 함께 保有 債券을 주로 滿期까지 保有하고 있다. 또한 信託計定用으로 通貨債, 金融債 및 添加消化되는 國公債를 주로 보유하며 會社債의 경우에 은행은 銀行保證債를 주로 보유한다.

이와 같이 은행들이 채권을 만기까지 보유하는 것은 채권거래에 대한 會計 및 稅制上的 問題와 消極的인 債券運用 態度가 결부되어 나타나는 현상이다. 예를 들어 은행이 국민주택채권 1종을 액면가로 매입한 경우 회계장부상의 채권매매손실을 우려하여 매도하지 않고 만기까지 채권을 보유하는 경향이 있다. 즉 만기가 5년이고, 발행금리가 5%로서 상환시 복리로 지급하는 국민주택채권 1종을 액면가로 구입한 경우, 은행의 이자에 대한 회계처리는 복리이자를 5년 균등분할한 금액(즉 $(1.05^5 - 1) / 5 = 5.53\%$)을 매년 장부에 계상하는 방법을 사용함으로써 초년도에 원래 받는 이자액(5%)보다 과대계상되고 있다. 또한 발행금리가 시장실세금리보다 낮기 때문에 시중에서 액면가보다 낮은 가격으로 채권이 거래된다. 이때 만약 債券을 賣渡하게 되면 帳簿上 損失이 나타나게 된다. 이렇게 장부상 손실이 나면 채권운용에 대한 책임을 물을 우려가 있기 때문에 일반적으로 만기까지 채권을 보유하여 적지만 복리이자에

만족하려는 경향이 있다. 이러한 銀行의 債券投資行態는 <表 11>에 여실히 나타난다. 즉 銀行과 銀行信託의 경우 1993년도의 債券賣買回轉率이 0.11로서 극히 낮은 수준에 머무르고 있다.

投資信託會社は 활발하게 發行市場에 참여하고 있으나, 채권보유액에 비하여 유통시장에의 참여는 소극적인 편이다. 인수단 전체 인수액의 약 70% 정도를 차지하고, 펀드 편입용으로 通貨債 및 會社債 중심으로 滿期까지 保有하고 있다. 이와 같은 투신의 채권투자행태를 반영하여 1993년도에 投信의 債券賣買回轉率은 0.27에 그치고 있다.

1993년 말 현재 전체 금융기관 중 은행, 은행신탁 및 투신이 보유하고 있는 채권의 비중은 약 85.2%에 이르는 반면, 이들 금융기관은 일반적으로 채권을 만기까지 보유하는 경향이 있고 유통시장에서의 채권거래 실적은 저조한 편이다. 따라서 채권유통시장의 활성화를 위해서는 債券會計 및 稅制를 整備하여 이들 금융기관이 적극적으로 유통시장에 참여할 수 있는 유인을 제공하여야 할 것이다.

證券會社は 1993년도에 債券賣買回轉率이 7.87에 이르는 등 활발히 유통시장에 참여하고 있으며, 보유채권은 주로 만기 이전에 중도 매매하는 경향이 있다. 保險社は 債券 發行市場에서 인수하여 만기까지 보유하는 경향이 있다. 한편 短資 및 綜金社は 주로 短期物을 거래하고 있으며 債券賣買回轉率이 1.59에 이르러 활발히 유통시장에 참여하고 있다.

個人 投資家は 稅金 및 管理上의 이유로 채권투자의 95% 이상을 國公債로 보유하고 있으며, 그 이유 중의 하나는 會社債가 稅金優待少額債券(이자소득에 대한 5% 분리과세)의 대상채권에서 제외되어 있기 때문이다. 개인 투자자들은 殘存期間 1년 미만의 채권을 매수하여 만기 전에 매도하는 경향이 있다.

채권거래에 참여하는 금융기관의 수가 상당히 많아, 이들에 의한 價格談合 可能性은 적은 편이다. 그러나 소수 금융기관의 集團의 影響力은 단기적으로 채권 수익률의 변동을 유발할 수도 있다. 예를 들어 회사채의 경우, 投信은 모든 종류를 다 거래하는 반면, 銀行은 은행보증채만,

保險은 은행 보증채 및 기타 보증채에만 국한하여 거래하고 있다. 이에 따라 무보증채의 경우에 투신에 의해 수익률이 좌우될 가능성이 있다.

〈表 10〉金融機關別 債券 保有 現況

(單位: %, 억원)

연말	銀行	銀行 信託	投資 信託	短資 綜金	證券	保險	其他 ¹⁾	計
1988	17.9	26.0	28.1	6.6	4.9	3.4	13.1	100.0 (390,393)
1989	18.9	31.7	29.6	5.0	3.2	2.5	9.1	100.0 (456,799)
1990	19.6	36.7	22.6	4.8	2.4	4.1	9.9	100.0 (609,080)
1991	20.1	35.9	23.2	3.1	1.4	6.3	9.9	100.0 (757,494)
1992	17.5	37.3	26.5	2.6	2.4	5.9	7.8	100.0 (1,004,767)
1993	16.6	39.9	28.7	1.8	2.1	4.8	6.1	100.0 (1,308,819)

註: 1) 기타에는 산업은행, 수출입은행, 장기신용은행, 한국증권금융(주), 상호금융, 신용협동조합, 새마을금고, 체신예금 및 체신보험이 포함됨.

資料: 한국은행.

〈表 11〉金融機關別 債券賣買回轉率

(單位: 억원, %)

	채권보유잔액(A)	거래대금(B)	매매회전율(B/A)
銀行・銀行信託	738,499	156,789	0.11
投 資 信 託	376,205	204,560	0.27
短 資 ・ 綜 金	24,159	76,865	1.59
證 券	27,563	433,717	7.87
保 險	62,827	62,394	0.50

註: 채권보유잔액은 1993년도 말 현재이며, 거래대금은 1993년도 연중 매수와 매도 거래 대금의 합계임.

資料: 한국은행, 한국증권업협회.

바. 收益率 計算方法의 問題

우리나라에서 사용되고 있는 債券收益率 計算上의 問題는 대체로 두 부분으로 나눌 수 있으며, 하나는 收益率 切捨 方法上의 問題이고, 다른 하나는 慣行的 收益率 計算 方法上의 問題이다. 慣行的 收益率 計算上의

문제는 제 V장에서 자세히 분석하기로 하고 여기서는 절사 방법상의 문제만 거론하기로 하자.

우리나라 채권시장에서 매매단가를 계산할 때 收益率의 切捨範圍는 0.1 basis point이다. 즉 16.25%로 채권 매입하는 것은 가능하여도 16.245%로 매입하는 것은 불가능하다. 미국에서의 切捨範圍는 0.001 「베이스스 포인트」(basis point)로 우리나라의 100분의 1 수준이다. 또한 우리나라 債券市場에서 債券 流通收益率의 最小呼價變動單位는 5 「베이스스 포인트」(basis point)이다.

이와 같이 절사범위와 최소 변동단위가 높은 이유는 우리나라 채권시장이 短期債 爲主로 이루어져 있기 때문이다. 즉 단기채는 장기채에 비해 수익률 변동에 따른 債券價格의 變化가 적기 때문에 절사범위나 최소 변동단위를 높게 잡더라도 이로 인한 가격에의 영향이 작기 때문이다. 그러나 향후 債券 去來單位가 증가하고, 長期債의 發行이 活性化되고, 金利自由化가 이루어져 金利의 變動이 자유로워질 경우, 이러한 精緻하지 못한 채권수익률 계산은 투자자들에게나 채권발행자에게 폐해를 끼칠 수 있다.

사. 小量賣買의 保護裝置 未洽과 受渡決濟 方法의 落後

채권시장 자체가 철저히 機關投資家 중심의 장외시장이고 기관투자자들 사이의 去來單位는 일반적으로 10억원이기 때문에 이 금액 미만의 小量賣買는 사실상 이루어지기 어려운 상황이다. 미국에서는 소액투자자를 보호하기 위해서 Nine-Bond Rule(NYSE의 Rule 396)이 있으며, 액면 9천달러 이하의 소량매매는 원칙적으로 거래소에서 거래되도록 하고 있다.

또한 거래참가자들이 대체결제보다는 實物決濟에 주로 의존하고 있으며, 이는 去來 相對方에 대한 信賴가 결여되어 있기 때문이다. 채권시장이 발달한 대부분의 국가에서는 실물결제보다는 計座代替에 의한 거래

가 대부분이다. 최근에는 전산에 의하여 실물이 없는 대체결제제도를 도입하였으나 그 활용도가 저조하다. 이와 같이 채권 수도결제 방법이 낙후되어 있어, 장외거래에 따른 當日決濟를 위해 賣買가 午前에 集中되고 午後에는 實物受渡가 이루어지는 실정이다. 따라서 債券去來業務가 複雑해지고 債券의 紛失危險이 존재하고 있다.

4. 債券市場의 微視構造 改善 必要性

앞에서 우리나라 채권시장이 양적으로는 상당히 성장을 거듭하여 왔으나, 여러 가지 문제점들을 내포하고 있음을 살펴보았다. 채권발행을 통한 資金調達 規模는 주식발행에 의한 자금조달 규모보다 훨씬 높은 수준을 유지하고 있고, 1980년대 중반 이후 급속한 성장을 거듭하고 있는 주식시장의 시가총액에 버금가는 債券發行 殘高를 유지하고 있다. 그러나 債券 流通市場은 크게 萎縮되어, 발행시장에서 채권을 인수하여 만기까지 주로 보유하고 있으며, 거래의 대부분도 채권인수시장에서 인수물량 소화를 위한 보유물량 매도가 차지하여 실질적인 유통시장에서의 거래는 미진한 상황이다.

이와 같이 채권 유통시장이 위축되어 있는 이유는 流通市場 固有의 問題뿐만 아니라 發行市場의 問題 및 發行市場의 問題가 流通市場으로 轉移되어 나타난 것 등 여러가지가 복잡하게 얽혀 있기 때문이다. 과거에는 채권의 발행금리가 규제되어 있었고, 유통금리와의 괴리가 컸기 때문에 채권발행과 함께 인수기관에 소화되어 만기까지 보유됨에 따라 채권의 매매가 위축되어 있었다. 이는 發行市場의 問題가 流通市場의 正常化를 阻害한 예라고 할 수 있다. 또한 유통시장에서는 채권거래의 특성을 무시한 채 과거에 장외거래보다는 장내거래를 더욱 중시하는 정책을 펴온 결과, 兩 市場 모두에서 활성화를 이루지 못하였다. 특히 채권투자정보를 신속히 얻을 수 없었고, 시장에서 원하는 가격에 원하는 물량의 채권을 매입·매도할 수 있는 구조가 형성되어 있지 못함으로써 債券市場

은 시장으로서의 價格形成機能을 喪失하여 왔다.

채권시장의 문제점을 여러 가지로 논의하였으나, 문제의 핵심은 發行金利와 流通金利의 乖離解消와 流通市場의 正常化라고 판단된다. 한편 1993년 11월 1일에 제2단계 금리 자유화로 대부분의 채권 발행금리가 자유화되었고 향후 발행금리와 유통금리의 괴리는 점진적으로 해소될 것으로 사료된다. 따라서 당면한 과제는 유통시장의 미시구조 개선이라 판단된다. 債券市場의 微視構造란 流通市場에서의 賣買去來 메커니즘, 去來費用 등 市場摩擦要因에 의한 價格의 動態의 움직임, 市場 參與者의 相互關係를 나타낸다.

이러한 미시구조 중에서도 우리나라 채권시장의 활성화를 위해서는 債券賣買去來 메커니즘의 組織化・體系化가 무엇보다 중요하다. 유통시장에서 정상적으로 거래가 이루어질 때 市場價格機能이 회복될 수 있고, 이에 따라 발행시장에서도 資金調達 機能의 活性化가 가능하여, 채권시장 본연의 목적인 資源配分の 效率化를 달성할 수 있다. 물론 채권시장 전반에 걸친 문제를 유통시장 일부의 정비로 통해 일거에 해결할 수는 없을 것이다. 그러나 유통시장의 매매거래 기능의 정상화는 채권시장의 여러 문제점들을 해결해 나아가는 데 시발점이 될 수 있으리라 판단된다.

이러한 채권매매거래 메커니즘의 조직화에 대한 중요성을 인식한 증권당국도 1993년 4월 7일 「債券市場 發展方案」을 발표하였으며, 그 내용의 요체는 우선 場外市場의 組織化와 場內市場의 活性化이다. 그 내용을 간략히 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 장외시장의 조직화와 체계화를 위한 방안으로 단기적으로 債券場外去來 仲介室 設置, 場外去來 收益率의 即時 公示體系 確立, 場內外 收益率 評價方式의 統一, 制限의 債券 딜러制度의 活性化 및 債券 情報 傳達手段 擴大를 도모키로 하고, 중장기적으로 債券 專門딜러制度를 도입하여 債券 場外 競爭賣買機構를 설치키로 하였다.

둘째, 거래소 시장의 채권 매매기능 활성화를 위해서는 단기적으로 債

券 賣買 關聯 費用의 輕減, 賣買時間의 延長 및 委託證據金 徵收을 自由化하는 한편, 中장기적으로는 上場種目을 單純化하여 流通의 원활화를 도모하면서, 小액채권 및 株式관련 事채를 거래소에 집중토록 유도하고 現行의 當日決濟, 普通去來 決濟方式 외에 特約日 決濟方式을 도입하여 結제일을 다양화하기로 하였다. 또한 債券 種目코드의 國際 標準化도 추진하기로 하였다.

셋째, 개인투자자의 수요기반 확충을 위하여 다양한 債券 商品의 開發 및 利子所得이 分離課稅되는 少額 會社債의 範圍擴大를 추진하고, 金融 기관의 有價證券 擔保 貸出을 활성화함으로써 채권의 활용도를 제고하는 동시에 債券 收益率 指標를 開發·普及하고 債券 投資에 대한 弘報 및 教育을 실시하여 채권의 대중화를 위한 여건을 조성키로 하였다.

넷째, 채권 관리의 효율성을 제고하기 위하여 有價證券 集中 預託의 活性化, 有價證券 登錄制度의 活用度 提高 및 事故 債券 情報의 集中 管理體系의 確立을 도모하기로 하고, 國庫채 및 金融채의 流通장애요인을 축소하기 위하여 金融債의 發行方法을 改善하여 金融채 상품종류를 단순화하기로 하였다.

증권당국에서는 1993년 5월 이후 이러한 채권시장 발전방안을 점진적으로 실천에 옮기고 있으며 특히 1993년 5월 1일 韓國證券業協會에 債券場外仲介室을 설치하여 公示制度를 정비하고, 制限的 債券 딜러制度를 도입하였다.

채권시장 특히 장외시장에서의 매매거래제도의 체계화가 유통시장의 정상화와 나아가서는 전체 채권시장 활성화의 초석이 된다고 판단되는바, 장외시장에 새로이 도입된 賣買制度和 公示制度를 評價하여 보고 개선할 부분이 있다면 그 방안을 점검해 보고자 한다.

Ⅲ. 債券賣買去來制度的 類型

1987년 10월 暗黒의 月曜日(Black Monday)에 주가 대폭락이 일어난 이후에 증권 관련 연구분야에서 證券市場의 微視構造에 관한 연구가 대단히 확산되고 있다. 암흑의 월요일이 발생한 원인에 대하여는 ‘주가 지수 선물을 이용한 프로그램 매매가 현물 주식시장의 대폭락을 유발하였다’, ‘암흑의 월요일 이전에 주가가 과대평가되었다’ 등 다양한 설명을 하고 있지만, 그 중에서도 현물시장 자체의 문제점을 제시하고 있는 사람들은 現物市場의 賣買去來制度上에 瑕疵가 있었음을 주장하고 있다. 일시적으로 매도주문이 폭주함에 따라 그것에 적절히 대응할 수 있는 市場造成者(market-maker) 制度가 형성되어 있지 않았고, 선물시장에서는 流動性 衝擊을 받아들일 수 있었으나 현물시장에서는 즉각적으로 이에 적응하지 못하고 거래가 지연됨에 따라 주가 하락이 증폭되었고, 가격제한폭, 전산자동매매 시스템, 거래체결방법 등 市場 微視構造의 要素에 의하여 주가 대폭락을 방지하지 못하였다는 설명이 설득력 있게 이해되고 있다. 이에 따라 流動性 衝擊(liquidity shock)에 유연히 대응할 수 있는 市場 構造를 구축하기 위한 연구가 진행되고 있다.

市場微視構造(market microstructure) 分析이란 市場 參與者 사이의 相互關係, 賣買去來 메커니즘, 그리고 정보 거래비용 등 市場 摩擦要因들이 거래를 저해하는 상황에서 證券價格의 動態의 움직임에 대하여 분석하는 것이다. 미시구조 분석의 목적은 증권 매매거래 과정의 주요 요인들, 情報의 到着과 波及 擴散, 注文의 發生과 到着, 注文 傳達과 去來形成을 결정하는 市場設計, 市場 參與者들의 去來 形態를 分析함으로써 시장에서 流動性이 保存되어 公정한 價格이 형성될 수 있으며, 流動性 衝擊에 대응할 수 있는 市場構造를 設計·運營하는 데 있다.

시장 미시구조 중에서도 특히 관심의 대상이 되는 분야는 賣買去來構

造에 관한 것이다. 즉 거래가 공정하고 시장 메커니즘에 따라 형성될 수 있도록 하는 市場 造成者(market maker)들의 역할이 주요 관심 대상이 되고 있다. 이들은 증권의 수요 공급상의 괴리를 즉각적으로 메꾸어 줌으로써 去來의 即時性(immediacy)을 제공하고, 價格 安定(price stabilization)과 價格 發見(price discovery)의 기능을 수행할 뿐만 아니라, 自己 賣買를 위해서 競賣者의 역할을 담당하는 등 다양한 역할을 수행한다.

本章에서는 증권시장에서 활용되고 있는 매매거래제도를 검토하여 보고 우리나라 채권시장에 적합한 매매거래제도를 제시하여 보고자 한다.

채권 유통시장구조의 유형은 우선 거래의 체결과 가격형성 과정에 따라 直接探索市場, 브로커市場, 딜러市場, 競賣市場의 4가지로 분류할 수 있다(Schwartz(1988)). 直接探索市場(direct search market)은 투자자들이 스스로 거래 상대방을 찾는 시장 유형이며, 브로커市場(brokered market)은 투자자들이 代理人을 통하여 거래 상대방을 탐색하고, 가격과 수량이 일치하는 거래대상을 찾을 때 거래가 성립되는 시장이다. 딜러市場(dealer market)은 딜러가 市場造成의 主體가 되어 항상 자신의 호가에 의하여 고객의 매매에 상대방이 되는 시장이며, 競賣市場(auction market)은 모든 시장 참여자들에게 同時的으로 買入 및 賣渡 注文을 제시할 수 있는 單一機構를 설치하고 경쟁에 의해 거래가 이루어지는 시장이다.

또한 채권 유통시장의 매매거래제도는 거래체결빈도에 따라 累積一括賣買制度和 繼續賣買制度로 분류할 수 있다. 累積一括賣買制度(batch trading system, periodic call (auction) system)는 賣渡·買受 注文을 한 場所에 일정한 時間 동안 集中시켜 매도측과 매수측의 물량이 가장 잘 균형을 이룰 수 있는 하나의 가격을 결정하고 모든 주문을 이렇게 결정된 單一 價格으로 처리하는 방법이다. 우리나라 株式市場에서 前場의 개장시 및 後場의 개장과 폐장시 채택하고 있는 同時呼價制度가 이

에 속한다고 하겠다. 뉴욕증권거래소에서는 개장시에, 그리고 동경증권거래소에서는 전장의 개장과 후장의 폐장시에 누적 일괄매매제도를 사용하고 있다.

繼續賣買制度(continuous trading system)는 주문을 시간적으로 집중시키지 않고 조건이 맞는 상대주문이 있을 때 언제든지 거래를 성립시키는 제도를 의미한다.

계속매매제도는 또한 시장조성자의 유무에 따라 繼續接續制度(continuous matching system)와 繼續市場딜러制度(continuous dealer market system)로 분류할 수 있다. 去來量이 많지 않은 단계에서는 累積一括賣買制度가 이론적으로나 현실적으로 가장 바람직하나, 시장의 규모가 커지고 거래빈도가 높아짐에 따라 繼續賣買制度로 발전하는 것이 일반적이다.

위에서 열거한 매매거래제도 중 債券 流通市場制度로 가장 바람직한 형태가 어느 것이라고 단정적으로 말하기는 어려우며, 流通構造는 거래참가자들의 선호도 및 매매형태, 거래량, 거래빈도 등을 고려하여 自由競爭의으로 公正한 價格이 形成될 수 있고 流動性이 保障될 수 있도록 설계되어야 한다.

채권 유통시장의 유형을 결정하는 요인으로는 우선 去來量을 들 수 있다. 거래량이 많지 않을 경우에는 딜러제도를 도입하여도 딜러 자신의 費用을 充當하고 위험한 債券 在庫 포지션에 대한 收益率을 확보하기 힘들어 원활한 거래가 이루어지기 힘들다.

또다른 요인으로는 거래 빈도에 의한 代表的 去來의 크기를 들 수 있다. 예를 들어 두 가지 채권이 각각 일평균 100억원의 거래량을 가지고 있으며, 첫번째 채권은 관행에 의해 하루 100회 1억원 단위로 거래되고 두번째 채권은 4회 25억원 단위로 거래된다고 할 때, 첫번째 채권은 계속매매가 가능할 것이나, 두번째 채권은 딜러에 의한 거래가 바람직할 것이다. 즉 流通市場의 成果는 流動性 保障에 있다고 하겠다. 왜냐하면 流動性이 떨어지면 債券價格(收益率)이 더 떨어지는(높아지는) 것이

일반적이기 때문이다⁶⁾.

각국의 채권시장은 위에서 열거한 賣買去來制度 중 하나만 사용하지 않고, 複數 또는 複合的으로 사용하고 있다. 미국 일본 등 주요국의 채권시장에서는 場內去來의 경우에 累積—括賣買制度 또는 繼續接續制度를 이용하고 있으며, 場外去來의 경우에는 딜러制度를 도입하고 있다. 그러나 장내거래량은 미미한 수준이며, 이는 앞에서도 언급하였듯이 채권의 경우 발행방식이 다양하고 동일종목이라도 잔존기간에 따라 위험수의 특성이 달라지기 때문에 주식과 같은 정형화되고 표준화된 종목의 대량매매에 적합하게 설계된 거래소의 시장구조에 적합하지 못하기 때문이다.

우리나라에서 去來所 市場에서의 채권거래는 接續賣買制度에 의해 이루어지고 있고, 場外去來의 경우에는 1993년 5월부터 制限的 딜러制度를 도입하여 실시하고 있다. 우리나라 채권 유통시장은 전반적으로 위축되어 있으며, 채권거래의 특성상 장내거래는 어떠한 거래제도를 도입하더라도 대폭적인 활성화를 기대하기는 힘든 상황이다. 장내거래량은 전체 채권거래량의 1% 미만에 불과하고 계속 그 비중이 감소하는 추세이다. 따라서 場內市場에는 準據的 收益率을 얻고, 少額 個人投資家들의 債券 賣買需要를 충족시켜 줄 수 있도록 去來量이 많은 代表 種目들만 상장시켜 接續賣買制度를 유지하는 것이 바람직하다고 판단된다.

한편 場外市場의 경우에는 딜러制度의 定着化가 필요하며, 이를 위해서는 현재의 매매제도를 평가하고 개선방안을 모색하여 활성화를 위한 노력이 요구된다. 이에 대하여는 다음 장에서 자세히 논의하고자 한다.

채권 장외시장에서의 딜러제도 활성화를 위해서는 딜러가 제공하는 市場造成서비스에 대한 이해가 필요하며, 이러한 이해를 바탕으로 우리나라에 적합한 債券 딜러 數, 딜러의 最小債券保有限度 등을 결정하여야

6) Amihud and Mendelson(1991) 참조.

한다. 딜러가 매매 즉시성, 가격안정, 가격발견 등의 서비스를 시장에 제공하기 위해서는 이러한 기능을 제공하는 과정에서 발생한 비용들을 보전해 줄 수 있는 費用報償構造가 구축되어야 한다. 딜러의 수익은 賣渡呼價와 買受呼價와의 差異(bid-ask spread)로 계산되며 이를 결정하는 요인들에 대하여 연구한 논문으로는 注文傳達 費用⁷⁾, 在庫維持 費用⁸⁾, 逆選擇 情報 費用⁹⁾, 流動性 提供 費用¹⁰⁾ 등을 중점적으로 분석한 것이 있다.

본격적으로 채권 딜러제도를 국내 장외시장에 도입하기에 앞서 이들 비용을 고려하여 딜러의 適正數, 딜러의 最低 在庫保有限度, 賣渡·買受呼價 差異의 適正線에 대하여 분석이 이루어져야 할 것이라 판단된다¹¹⁾.

7) Demsetz(1968), Tini(1972) 참조.

8) Garman(1976), Stoll(1978), Ho & Stoll(1980, 1981, 1983), Amihud & Mendelson(1980) 참조.

9) Bagehot(1971), Copeland & Galai(1983), Glosten & Milgrom(1985) 참조.

10) Grossman & Miller(1988) 참조.

11) 우리나라 債券市場에의 딜러制度 도입에 대한 일차적 분석으로 金炯哲(1991, 1992)과 張益煥·金炯哲(1993)의 연구를 참조.

IV. 國內 債券去來制度의 評價

채권거래는 증권거래소를 통한 場內去來와 場外去來로 나뉘볼 수 있으며, 국내에서는 채권거래의 대부분이 場外市場에서 일어나고 있다. 채권은 상품의 특성상 標準化되기 어렵기 때문에, 대량거래에 알맞는 거래소 시장체계의 채권거래는 일반적으로 적합하지 못하다. 거래소 시장에서 이루어지는 거래의 내용도 살펴보면 투자가 간에 장외시장에서 수량 가격들을 사전적으로 협의한 후에 거래는 장내시장에서 이루어지는 것이 대부분이다. 외국의 경우에도 場外市場에서의 채권거래 비중이 95% 이상이며, 거래소 시장에서는 代表的 債券種目들의 準據的 收益率을 얻거나, 少額投資家들의 債券 賣買 需要를 충족시키기 위하여 채권거래가 이루어지고, 場外市場에서 機關投資家 또는 巨額投資家의 大規模 債券去來가 이루어지는 것이 일반적이다.

채권 발행량에 비하여 상대적으로 채권거래가 활발하지 못하고, 채권 거래 중 장외거래의 비중이 높아지고 있는 상황에서, 채권 유통시장의 정비와 조직화의 필요성을 인식한 증권당국은 1993년 4월 債券市場 發展方案을 마련한 바 있다. 이 방안의 주요 핵심은 채권 유통시장 특히 장외시장의 체계화와 조직화이며, 이 방안에 따라 1993년 5월 1일부터 채권 場外去來 仲介室의 設置와 制限의 딜러制度를 도입하였다.

本章에서는 새로이 개편된 債券 場外去來制度를 評價하여 보고자 한다.

1. 現行 債券場外去來制度¹²⁾

현행 채권 장외거래제도의 기본적인 틀은 1993년 5월 제한적 딜러제

12) 이 부분은 李政洙(1993)의 債券場外去來에 대한 설명을 참조하여 작성하였음.

도의 도입과 채권 장외거래 중개실의 설치로 마련되었다. 증권당국에서는 債券의 流動性 提高를 위하여 제한적이거나 債券 딜러制度를 도입하였으며, 債券去來의 透明性 및 公正性을 提高하기 위하여 수익률 등 去來情報의 公示를 전담하는 債券 場外去來 仲介室을 설치하였다.

가. 制限的 딜러制度

債券 딜러制度는 딜러가 特定 種目の 債券에 대하여 항상 買受·賣渡 呼價를 제시하고 投資者의 賣買 相對方이 되어 買受·賣渡 注文을 체결시키는 債券 賣買去來制度이다. 이러한 제도는 채권의 유동성을 제고시킬 뿐 아니라, 가격 안정화, 가격 예시 및 공정한 가격 형성에 기여한다.

우리나라 채권시장이 과거 직접탐색시장 내지는 브로커시장에서 딜러시장으로 전환됨으로써 채권거래 구조의 개선이 기대되고 있다. 딜러로 하여금 고객 확보를 위해 合理的 呼價를 결정케 함으로써 채권시장의 價格 決定 效率化를 이룰 수 있으며, 個人 投資家에게 債券의 去來 方法 및 債券 流通構造에 대한 理解를 提高시킴으로써 個人 投資需要를 擴充하여 채권거래의 활성화가 기대된다. 또한 금리자유화의 진전에 따른 통화의 간접관리 정책시행에 필요한 여건을 조성할 수 있을 것으로 사료된다.

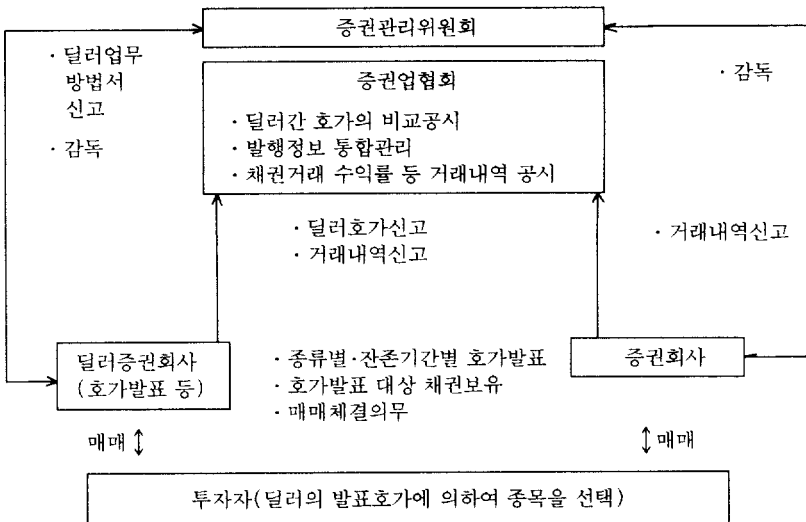
딜러제도의 도입에 따라 증권관리위원회에 업무방법서를 신고한 증권회사는 自己 賣買收益率을 발표하도록 되어 있다. 증권위에 업무방법서를 신고하여 채권딜러로 선정된 회사는 우선 危險度가 동일한 債券을 種類別로 선정하여 買受·賣渡 呼價를 種類別 殘存期間別로 每日 發表하여야 한다. 또한 매매 건별, 거래대상별(개인, 법인)로 매매 의무한도액을 책정해야 하고, 자기가 판 개인고객의 요청시 매매의무 한도 내에서 공시한 호가로 매수하여야 한다. 아울러 대상채권의 종류별로 채권재고를 유지하여야 한다.

그러나 시행중인 딜러제도는 본격적인 딜러제도와는 차이가 있다. 자 기매매수익률 발표에 의한 현행 딜러제도는 對象債券을 種目別이 아닌 種類別로 정했으며, 딜러별 賣買限度가 적으며, 債券 在庫 維持 義務가 충분히 부과되지 않아 제한적 의미의 딜러제도이다.

[圖 1]은 제한적 딜러제도에 의해 이루어지고 있는 場外市場 去來의 흐름을 나타내고 있다.

1993년 12월 말 현재 증권위에 業務方法書를 신고하여 自己賣買收益 率 申告에 의한 債券去來를 하고 있는 회사는 31개 全體 證券會社이다. 이들이 취급하는 對象債券은 銀行保證社債, 通安證券, 產金債, 長期信用 債 등 4종류이고, 賣買義務 限度額은 각사별로 1억~3억원이다. 아울러 買受·賣渡 呼價의 差異(spread)는 잔존 기간별로 가격기준 0.3~ 0.6%이며, 債券 在庫 維持水準은 매매한도의 1~15배까지로 다양하게 분포되어 있다.

[圖 1] 債券딜러制度 導入에 따른 場外市場의 흐름



나. 債券 場外去來 仲介室에 의한 公示制度

1993년 5월 1일부터 증권업협회 내 債券 場外去來 仲介室을 개설하여, 증권회사의 債券 場外去來 收益率 公示, 자기매매 수익률 발표, 증권회사의 自己賣買 收益率 公示 및 債券 發行情報의 管理·公示 등 債券 場外去來 關聯 公示業務를 주관하게 하였다.

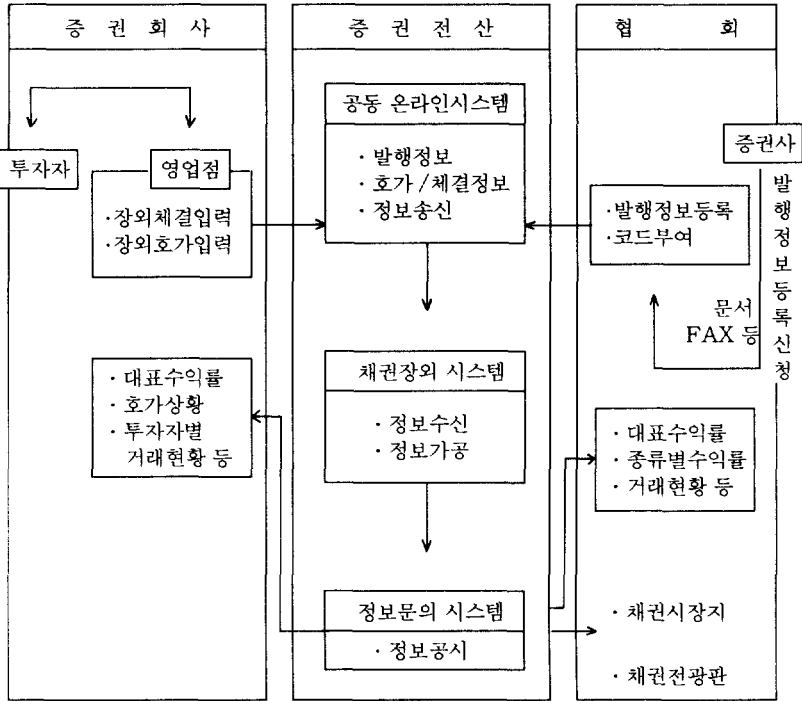
債券 場外去來 仲介室이 공시하는 정보는 發行情報와 去來情報로 분류할 수 있다. 發行情報로서는 發行機關, 發行金額, 發行利率, 保證有無 등 채권 발행조건 정보를 입수하여 채권의 특성·종류별로 전산코드를 부여하고 전산단말기를 통해 공시하고 있다.

〈表 12〉 債券 種類別 標準物

			표준물(잔존기간)	
國 地 特 通 金 會	方 殊 證 安	債	국민주택	1종 (4년 6월~5년 1월)
		債	지역개발	5년 (4년 6월~5년 1월)
		債	토지개발	3년 (2년 6월~3년 1월)
	融 券 金 社	債	통안증권	364일 (10월~1년)
		債	산업금융	1년 (10월~1년 1월)
		債	은행보증	3년 (2년 9월~3년)

債券 場外去來 情報는 流通收益率, 去來量(代金), 賣買現況, 呼價 등으로 구성되어 있다. 流通收益率로는 標準物에 대한 場外去來 代表收益率, 種類別 殘存期間別 加重平均 收益率 및 種目別 收益率이 공시되고 있다. 代表收益率은 장외시장에서 가장 거래가 활발하고, 실세금리를 민감하게 반영하는 6종류의 채권을 標準物(〈表 12〉 참조)로 선정하여, 이들 채권에 대하여 전체 증권회사가 투자가들을 상대로 한 거래대금 1억 원 이상 거래의 實際 締結 收益率을 거래대금으로 가중평균하여 산출한 것이다. 대표수익률의 보조지표로서 殘存期間別 收益率은 상품의 특성상 당해 종류를 대표할 수 있는 17종류를 선정하여 잔존기간별로 수익률을 나타낸 지표이다.

[圖 2] 債券 場外去來 公示시스템 흐름



去來量(代金)情報는 殘存期間別, 種類別, 投資者別로 구분 公示되고 있다. 賣買現況에 관한 정보는 17종류의 채권에 대한 收益率, 去來代金情報와 각 種目別 賣買單價와 收益率로 構成되어 있다. 呼價情報는 딜러 증권회사가 自己賣買 收益率(呼價)에 대하여 債券別 殘存 期間에 따라 公示하는 정보이다.

2. 制限的 딜러制度 導入에 대한 評價

딜러의 역할은 매매수요자에게 即時性을 제공함으로써 市場 流動性을 제고시켜 주고, 債券價格의 급격한 變動을 방지하여 주며, 賣渡·買受 呼價를 제시함으로써 市場價格을 豫示하는 것이라고 할 수 있다. 制限적 딜러제도가 도입되어 運營되고 있는 우리나라 채권 장외시장에서 과연

이 제도 도입으로 기대되었던 딜러의 역할이 수행되고 있는가를 평가하여 보고자 한다.

우선 제한적 딜러제도가 도입되어 債券市場의 流動性에 변화를 가져왔는지를 살펴보자. <表 13>에서 볼 수 있듯이 제한적 딜러제도가 1993년 5월에 도입된 이후 거래량에 커다란 변화가 나타나지 않았으며, 오히려 5월과 6월의 거래량은 도입 이전의 거래량보다 축소되었다. 한편 8월의 거래량이 축소된 것은 金融實名制의 전격 실시에 따라 채권 거래가 위축되어 나타난 결과라고 해석된다. 이와 같이 제한적 딜러제도 이후 채권 장외시장에서의 거래량 변화를 검토하여 본 결과, 去來量에 커다란 변화가 나타나지 않아 流動性이 증가하였다는 결론을 내릴 수 없었다¹³⁾.

<表 13> 債券 場外去來代金 變化

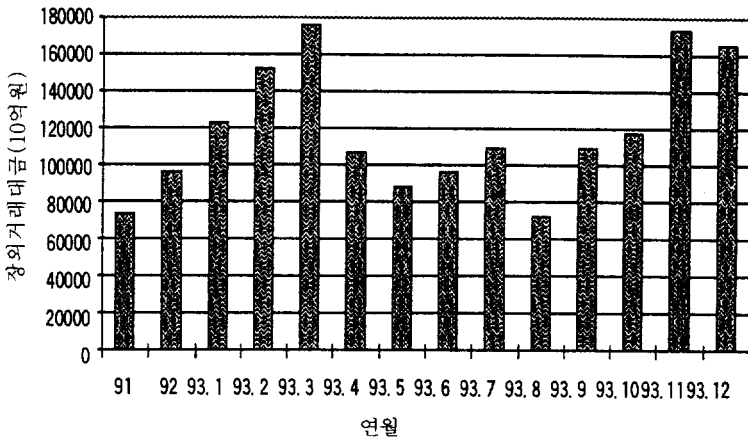
(單位: 10억원)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1991	7,030	7,073	6,866	6,504	6,013	6,909	8,125	7,320	7,816	7,835	8,700	9,607
1992	9,979	8,770	9,127	10,187	8,972	10,504	9,318	6,952	8,566	12,755	8,741	11,289
1993	12,272	15,165	17,630	10,712	8,800	9,544	10,901	7,152	10,999	11,753	17,331	16,546

註: 매도와 매수 거래 대금을 합한 결과임.

資料: 한국증권업협회.

[圖 3] 債券 場外去來代金 趨勢



다음으로 달러제도 도입이 債券 收益率의 變動性에 어떠한 영향을 미쳤는지를 살펴보자. 변동성의 변화를 검토하기 위하여 1990년 1월 3일부터 1993년 12월 31일까지 은행보증 3년 회사채 수익률의 일별 자료를 이용하여 두 가지 검증방법을 사용하였다.

첫번째 방법으로는 달러제도 도입 전과 후로 기간을 나눠 債券收益率의 分散값이 유의적으로 차이가 나타났는지를 살펴보았다. 즉 1990년 1월 3일부터 1993년 4월 30일까지(제Ⅰ기간)의 회사채 수익률의 분산과 1993년 5월 1일부터 1993년 12월 31일까지(제Ⅲ기간)의 회사채 수익률 분산을 비교하였으며 그 결과는 <表 14>에 나타나 있다.

제Ⅰ기간과 제Ⅲ기간의 수익률 분산값은 각각 4.9764와 0.6948이어서, 有意水準 1%에서 兩 期間의 分散값이 同一하다는 歸無假說을 棄却할 수 있었다. 한편 제Ⅰ기간이 상대적으로 제Ⅲ기간보다 길고, 1991년 말부터 회사채 수익률이 하향화되었다는 점들을 고려하여, 제Ⅲ기간 바로 직전 8개월간(1992년 9월 1일~1993년 4월 30일 : 제Ⅱ기간)과 제Ⅲ기간 사이에 회사채 수익률의 변동성에 변화가 일어났는지도 살펴보았다. 그 결과, F값이 3.01로 나타나, 제Ⅲ기간에 會社債 收益率의 分散값이 縮小되었다는 것을 확인할 수 있었다.

<表 14> 會社債 收益率 分散값의 變化 有無 分析

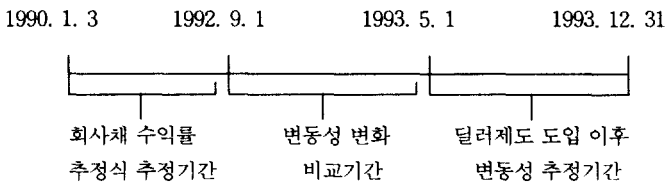
	표본수	수익률의 평균	분 산
전체기간(1990/1/3~1993/12/31)	1,174	16.0323	6.3132
제Ⅰ기간(1990/1/3~1993/4/30)	972	16.6887	4.9764
제Ⅱ기간(1992/9/1~1993/4/30)	192	13.2204	2.0930
제Ⅲ기간(1993/5/1~1993/12/31)	202	12.8741	0.6948
제Ⅰ기간과 제Ⅲ기간 비교(t, F값)	—	41.23 ¹⁾	7.16 ¹⁾
제Ⅱ기간과 제Ⅲ기간 비교(t, F값)	—	2.89 ¹⁾	3.01 ¹⁾

註: 1) -1%에서 유의적임.

13) 1992년부터 前年 同月 對比 去來代金 變化率을 검토하여 보아도, 달러제도 도입 이후 거래량 변화율이 유의적인 변화를 보이지 않았음.

결론적으로 1993년 5월 초 이후 會社債 收益率의 變動性이 대폭적으로 縮小되었다고 할 수 있다. 그러나 이러한 단순 비교의 통계 분석 결과에 대한 해석에 있어서는 주의가 필요하다. 왜냐하면 채권수익률의 변동성 축소가 달러제도 도입으로 인해 나타난 것이 아니라, 다른 요인 즉 자금 수급의 안정화 등에 기인한 것일 수 있기 때문이다.

두번째 방법은 會社債 收益率 推定式을 도출하여 달러제도 도입 이전의 채권 수익률의 변동성과 도입 이후의 채권 수익률의 변동성을 비교하였다. 즉 1990년 1월 1일부터 1992년 8월 31일까지의 회사채 수익률 자료를 이용하여 會社債 收益率의 推定模型을 도출하고, 이 모형을 이용하여 달러제도를 도입하기 바로 직전 8개월간(1992년 3월 1일~1993년 4월 30일)과 도입 후 8개월간(1993년 5월 1일~1993년 12월 31일)의 會社債 收益率의 推定값을 導出하여, 양 기간 사이에 推定誤差(추정값과 실제값의 차이)의 分散값에 차이가 있는지를 검토하였다.



우선 1990년 1월 3일부터 1992년 8월 31일까지 일별 회사채 수익률을 이용하여 시계열 분석을 하여본 결과 會社債 收益率(CB_t)은 다음과 같은 ARIMA(2,1,2)를 따른다는 것을 확인할 수 있었다.

$$DCB_t = 0.008 + 1.5215 DCB_{t-1} - 0.5498 DCB_{t-2} + u_t - 1.2666 u_{t-1} + 0.3053 u_{t-2}$$

(0.91) (9.64) (-5.06) (-7.62) (2.71)

$$R^2 = 0.99$$

$$D.W \text{ 통계} = 2.00$$

$$\text{단, } DCB_t = CB_t - CB_{t-1}$$

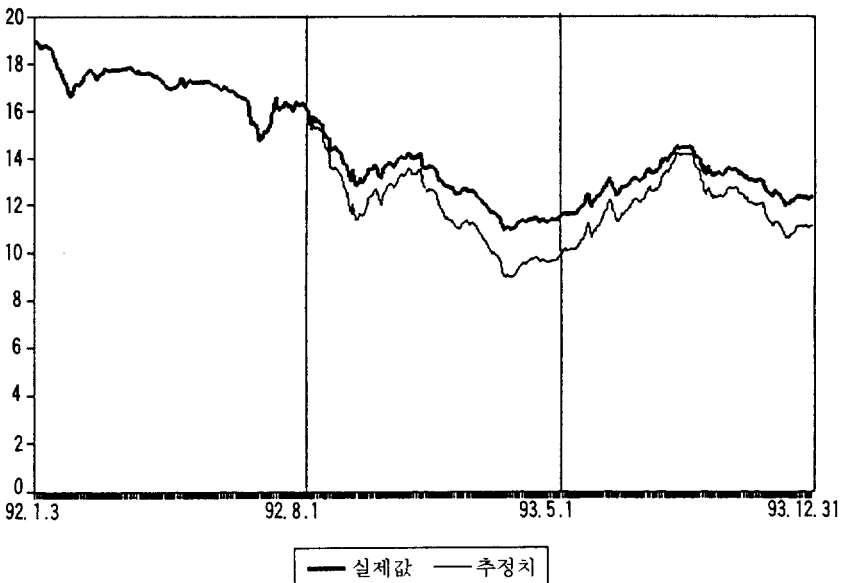
註 : 1. CB_t 는 t 일의 회사채 수익률임.

2. () 안은 t -값을 나타냄.

이 추정식을 이용하여 1992년 8월 1일부터 1993년 12월 31일까지 會社債 收益率의 推定값을 구하고, 이 기간 동안의 실제 회사채 수익률값과 추정 회사채 수익률값의 차이(RCB)를 구하였다. [圖 4]는 회사채 수익률의 실제값과 시계열모형을 이용하여 계산된 추정값들의 추세를 나타낸다.

달러제도 도입 이후 8개월간에 채권 수익률 변동성에 변화가 있는가를 검증하기 위해, 제도 도입 이전 8개월간의 RCB와 도입 이후의 RCB를 비교하였다. 두 期間間 RCB의 平均 또는 分散이 같다는 것을 歸無假說로 하여 각각 T-검정과 F-검정을 하여본 결과, 有意水準 1%에서 歸無假說을 棄却할 수 있었다. 즉 달러제도 도입 이후 RCB의 평균과 분산값이 축소되어 債券收益率의 變動性이 낮아졌다는 결론을 내릴 수 있었다.

[圖 4] 會社債 收益率의 實際값과 推定값



〈表 15〉債券 收益率의 變動性 變化

	1992. 9. 1~1993. 4. 30	1993. 5. 1~1993. 12. 31
추정오차의 평균	1.1348	1.0196
추정오차의 분산	0.2807	0.1247
t-통계	2.53 ¹⁾	
F-통계	2.25 ¹⁾	

註: 1) -1%에서 유의적임.

다음으로 金融實名制 실시가 미치는 영향을 제거하기 위하여, 金融實名制에 따라 채권시장의 기능이 비정상적이었던 1993년 8월 12일부터 8월 30일까지의 자료를 제거한 후, 推定誤差의 平均과 分散에 대한 假說檢證을 실시한 결과, 채권 수익률의 변동성이 더욱 감소하였다는 결과를 얻을 수 있었다.

〈表 16〉債券 收益率의 變動性 變化 (金融實名制 衝擊期間 除外)

	1992. 8. 1~1993. 4. 30	1993. 5. 1~1993. 12. 31
추정오차의 평균	1.1348	1.0625
추정오차의 분산	0.2807	0.1106
t-통계	1.59 ¹⁾	
F-통계	2.54 ¹⁾	

註: 1) -1%에서 유의적임.

결론적으로 제한적 달러제도의 도입 이후 채권 거래량에는 커다란 변화가 없어 동 제도가 市場 流動性 증대에는 영향을 못 미쳤으나, 債券 收益率의 變動性은 대폭 축소되어 同 制度가 수익률의 안정화에 기여하였다고 판단된다. 그러나 회사채 수익률의 변동성 변화에 대한 통계 분석 결과를 해석할 때 주의가 필요하다. 왜냐하면 이렇게 달러제도 도입 이후 변동성이 축소된 결과가 회사채 수익률이 구조적으로 안정화되었던 시점일 수 있고, 달러제도만의 효과가 아닐 수 있기 때문이다. 또한 회사

채 추정식이 과거 기간의 자료에서 도출된 결과이고, 회사채 수익률의 행태가 구조적으로 바뀌어서 검정기간에서의 추정오차가 그릇된 결론을 유도할 수 있기 때문이다.

3. 場外去來 仲介室에 의한 公示制度의 評價

장외거래 중개실에 의한 공시제도를 평가하기 위하여, 標準物들에 대한 代表收益率이 市場 實勢金利를 제대로 반영하는가를 살펴보고자 한다. 대표수익률의 대표성 여부를 검토하기 위하여, 공시제도가 변화한 1993년 5월 1일 이후 1993년 12월 31일까지의 銀行保證 3年滿期 會社債, 通貨安定證券 364일물, 國債(국민주택 1종) 각각의 流通收益率과 代表收益率을 비교하여 보았다.

유통수익률 자료는 다음과 같이 구성되어 있다. 1993년 5월 1일부터 1993년 6월 30일까지는 東西證券(株)이 발표한 자료를 사용하였으며, 1993년 7월 1일부터 1993년 12월 31일까지는 장외거래 중개실에서 공표하는 최종 호가 수익률을 사용하였다. 여기서 最終 呼價 收益率이란 장외거래 중개실이 매일 10대 증권회사로부터 호가 수익률들을 취합하여 얻은 最頻값을 말한다. 장외거래 중개실은 대표 수익률이 실세 금리를 대표하지 못한다는 지적에 대한 보완 조치로 최종 호가 수익률을 1993년 7월 1일부터 발표하고 있다.

유통수익률과 대표수익률을 모두 얻을 수 있는 날의 자료만을 이용하여, 두 收益率의 平均이 같다는 假說과 두 收益率의 分散이 같다는 假說에 대한 검정을 수행하였으며 그 결과는 <表 17>과 같다. 또한 두 收益率이 同一한 分布를 갖는다는 假說을 非母數檢定 方法인 符號檢定(sign test)을 이용하여 검증하였다.

母數檢定에 의하면 회사채 유통 수익률의 평균이 대표 수익률의 평균과 차이가 난다는 결론을 내릴 수 없었다. 또한 분산 사이에도 차이가 없다고 할 수 있다. 이러한 결과는 통안채나 국민주택 1종에 대하여도 동

〈表 17〉代表收益率과 流通收益率의 比較

(1993. 5. 1~1993. 12. 31)

	표본수	평균(%)	분산	t값	F값	부호검정 z값
회사채 유통수익률	196	12.8503	0.6881	0.04	1.00	-0.87
회사채 대표수익률	196	12.8533	0.6836			
통안채 유통수익률	89	12.3733	0.7252	0.87	1.26	2.36 ¹⁾
통안채 대표수익률	89	12.2558	0.9103			
국민주택 1종 유통수익률	191	12.1699	0.2985	0.42	1.03	3.92 ¹⁾
국민주택 1종 대표수익률	191	12.1464	0.2894			

註: 1) -1%에서 유의적임.

일하게 얻어졌다. 符號檢定에 있어서도 會社債의 경우에는 유통 수익률과 대표 수익률이 동일한 분포를 갖는다고 할 수 있었다. 그러나 通安債와 國民住宅 1種의 경우에는 양 수익률이 동일한 분포를 갖는다는 가설이 有意水準 1%에서 棄却되었으며, 代表收益率이 流通收益率보다 낮은 결론을 내릴 수 있었다. 결론적으로 會社債의 代表收益率은 市場實勢金利를 반영하고 있으나, 기타 標準物의 代表收益率은 市場 實勢金利와 상당한 乖離를 나타내고 있다고 평가할 수 있다. 따라서 통안채와 국민주택 1종의 대표수익률은 채권 거래자들이 매매의사결정을 내리는 데 유용한 자료로 활용되기는 힘들 것으로 판단된다.

이러한 결과에 대하여 다음과 같은 설명은 가능하다. 첫째, 代表收益率은 증권회사에서 實際 去來가 締結된 收益率을 去來代金으로 加重平均해 산출한 수익률인 반면, 證券會社의 發表收益率은 당일의 거래상황 및 최종 호가를 감안해 산출하는 것으로 이 정도의 시세면 거래협상을 할 수 있다는 수준의, 일종의 呼價 收益率 내지 豫想 終價 收益率이기 때문에 이들간에 괴리가 나타날 가능성이 있다는 것이다.

둘째, 代表收益率은 平均的 數値인 관계로 인해서 1「베이스스 포인트」(0.01%) 단위로 움직이는 반면, 證券會社의 發表收益率은 그간의 관행으로 인해 5「베이스스 포인트」단위로 움직이기 때문에 이들 수익

를간에 괴리가 생길 수 있다는 것이다.

셋째, 日中에 시장 실세수익률과 동떨어진 수익률로 거래되는 非正常的인 去來가 일어난 경우, 거래대금 가중 평균수익률인 代表수익률과 최종 호가 수익률인 증권회사 유통수익률 간에는 차이가 나타날 수 있다는 것이다. 비정상적인 거래의 유형으로는 채권발행신고서 시점과 대금 납입시점 사이(1주일간)에 시장 수익률 변동에 따른 대출인수관련 손익보전을 위한 거래, 한국은행이 통안증권을 실세금리와 차이가 나도록 발행함으로써 일어나는 通安證券의 引受代行 去來 및 BMF 編入去來, 損益調整을 위한 自轉去來 등이 있다.

이러한 해석에도 불구하고, 代表수익률이 시장의 실제금리를 반영하는 데 회사채를 제외한 대부분의 채권에서 실패하고 있다는 것은 代表收益率의 公示方法 및 計算方法의 改善이 필요하다는 것을 의미한다 하겠다.

V. 國內 債券去來制度의 改善方案

1993년 5월부터 실시한 채권장외거래제도 개선의 주요 핵심은 制限的 딜러制度의 導入과 債券場外去來 仲介室의 設置 및 公示制度의 改善이었다. 앞의 章에서 이 두 제도의 성과를 평가하여 본 결과, 제한적이지만 채권딜러제도의 도입은 會社債 流通收益率의 安定化를 가져왔으며, 채권장외거래 중개실에서 공시하는 會社債 代表收益率은 시장실세금리와 커다란 차이가 없어 代表性이 있음을 확인하였다.

한편 딜러제도가 도입되었으나 아직 채권장외시장은 소액 투자자들에게 채권 유동성을 제공하는 단계에 머무르고 있고 대량거래에 대한 딜러 제도는 정착되어 있지 못하여, 債券流動性 提高를 위한 딜러制度의 改編이 요구된다. 또한 회사채를 제외한 대부분의 채권에 대한 대표수익률은 시장실세금리와 상당한 괴리를 나타내고 있어서, 債券收益率 公示制度 上の 改編이 요구된다.

1. 딜러制度의 活性化

딜러制度를 活性化하기 위해서는 딜러간 중개기능을 담당하는 기관(inter-dealer broker)의 설립이 필요하다. 이 기관은 딜러간의 保有 債券 пози션을 調整하는 기능을 담당하여, 딜러가 채권을 과다하게 보유하지 않고도 고객의 주문에 항상 응할 수 있도록 пози션을 유지할 수 있도록 함으로써 딜러의 債券 在庫維持費用을 경감시켜주고 債券의 流動性을 증대시켜주는 기능을 담당한다. 또한 딜러간 중개기관은 다자간 익명거래를 통해 공정한 가격이 형성되도록 유도함으로써 去來의 公正性이 유지되도록 한다.

현재 채권딜러로 지정된 證券會社의 賣買限度는 소액 채권 투자자의

매매수요에도 충분히 부응할 수 있는 수준이 못 되며, 하물며 대량매매 수요에 대하여는 딜러기능을 거의 수행하지 못하는 실정이다. 채권딜러기능의 정상화를 위해서는 證券會社의 賣買限度를 擴大하여야 하며 이를 위해서는 債券 在庫 維持水準의 增大와 딜러 金融의 擴大가 필요하다.

그러나 채권 재고유지 수준을 높게 설정할 경우 在庫維持 費用 때문에 收益率의 上昇을 유발할 수 있다. 따라서 딜러간 채권을 융통할 수 있는 기구를 설치함으로써 개별 증권회사가 지나친 비용 부담 없이 원활히 자기매매기능을 수행할 수 있도록 하는 것이 바람직하다.

채권유통시장이 발달한 대부분의 선진국에서도 딜러간 仲介機能을 담당하는 전문기구가 설치되어 있다. 미국의 경우에는 자생적으로 이러한 기능을 담당하는 기관이 생겼으며, 영국은 중앙은행이 인정하는 기구에 이 기능을 담당하도록 하였으며, 일본에서는 딜러들이 공동으로 설립하였다.

우리나라의 경우, 미국이나 영국에 비해 아직 채권거래 규모가 작은 상황이므로 일본의 日本相互證券처럼 딜러들이 모여 딜러간 중개기능을 전담하는 기관을 설립하거나 債券 場外去來 仲介室을 擴大 改編하여, 이 기관으로 하여금 딜러들만을 대상으로 거래도 하고 브로커를 통한 거래도 중개하는 仲介人 間 仲介機能(broker's broker)을 수행하도록 하는 것이 타당하다고 판단된다.

또한 딜러제도의 활성화를 위해서는 딜러 金融의 擴大가 필요하다. 딜러들은 발행시장에서나 유통시장에서 항상 고객의 주문에 응할 수 있도록 충분한 자금과 재고를 가지고 있어야 한다. 현재 채권 딜러들의 賣買 限度額은 1억원에서 3억원 정도이나, 機關投資家들의 일반적인 去來單位는 10억원이다. 따라서 현행 딜러제도는 소액개인고객을 대상으로 하고 있을 뿐이고, 대량거래자에 대하여는 당사자간 직거래에 의존하고 있는 실정이다.

일시적으로 이러한 기관투자가들을 대상으로 하는 딜러제도가 정립되

기는 힘들더라도 점진적으로 딜러들의 賣買限度와 在庫維持水準을 증대시켜 나아가야 할 것이다. 이를 위해서는 딜러에게 충분한 자금을 통해 줄 수 있는 딜러금융제도가 뒷받침되어야 한다. 예를 들어 韓國銀行과 딜러간의 RP窓口를 개설하여 자금을 지원하고, 현행 證券金融(株)의 引受金融制度에서 금리·기간 등의 개선을 통한 자금지원 등의 방안이 강구되어야 할 것이다.

중장기적으로는 專門딜러制度의 정립이 필요하다. 현재와 같은 채권 종류별이 아니라 種目別로 自己賣買義務가 부과되고, 賣買義務限度도 擴大되어 개인뿐 아니라 기관투자자의 채권매매요구에도 부응할 수 있는 전문딜러제도가 마련되어야 한다.

2. 公示制度의 整備

공시체제 정비의 핵심은 電算網 擴充이다. 채권유통시장뿐 아니라 발행시장에서 채권관련 정보가 즉시 그리고 투명하게 공시될 때 시장의 효율성이 증대될 수 있다. 현재의 채권 장외거래 중개실을 통한 공시제도는 전산망 구축이 취약하여 증권회사가 입력한 채권거래에 대한 내역을 단말기를 통하여 즉각적으로 이용하기에는 한계가 있다. 따라서 우선 電算網 擴充과 딜러 呼價 公示의 擴大가 필요하다. 또한 채권 장외거래 중개실에만 한정되지 않고 장외거래 전체를 포괄할 수 있는 정보 통신망의 구축이 필요하다. 이러한 유통시장 정보뿐 아니라 발행시장 관련정보, 예를 들면 채권발행 물량, 이자율, 시점 등 발행계획도 동시에 공시될 수 있도록 하여, 채권시장 참여자들이 공유된 정보하에서 자금운용계획을 세울 수 있도록 하여야 한다.

이러한 債券情報公示體系를 갖추기 위해서는 앞에서 언급한 전문 딜러중개기능을 수행할 수 있는 기관으로 하여금 미국의 NASDAQ 또는 영국의 SEAQ와 같은 시스템을 운영하도록 하여야 한다.

이와 함께 債券收益率 등 去來情報提供 內容의 細密化가 필요하다. 우

선 수익률 공시에 있어서 사후적 개념의 수익률인 代表收益率뿐만 아니라 표준물에 대한 증권회사의 最終 呼價 收益率을 동시에 공시하여 이용자가 선별하여 활용할 수 있도록 하여야 한다. 현재 유통수익률의 最小 呼價 變動單位를 5「베이스스 포인트」로 하고 있으나 1「베이스스 포인트」로 수익률 변동의 세밀화가 필요하며, 수익률뿐 아니라 基準 單價의 공시도 필요하다.

또한 정확하고 공정한 수익률이 공시되어 가격 왜곡이 일어나지 않도록 하기 위해서 현재의 價行的 債券收益率 公示에서 理論的 債券收益率 公示 體制로 전환되어야 할 것이다. 이론적으로 確定金利附 利表價의 價格과 收益率(滿期收益率)間에는 다음과 같은 관계가 성립된다.

$$B = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1-y)^{t-1} (1+y)^{\frac{d}{365}}}$$

- B : 確定金利附 利表價의 가격
 C_t : t기의 이자 및 원금(만기일의 경우)
 n : 잔존기간
 y : 이론적 채권수익률
 d : 잔존 일수

여기서 y는 滿期收益率(yield-to-maturity)이라고 하며 채권을 현재 구입하여 만기까지 보유했을 때 얻게 되는 수익률이다. 이 식에 따라서 만약 만기수익률을 알게 되면 채권 단가를 계산할 수 있고, 또한 채권 가격을 알면 內部收益率(internal rate of return)인 만기 수익률을 계산할 수 있다. 그러나 현재 사용되고 있는 價行的 收益率은 계산상의 편의를 위하여 다음과 같이 계산되고 있다.

$$B^* = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+y^*)^{t-1} (1+y^* \times \frac{d}{365})}$$

y^* : 관행적 채권수익률

慣行的 債券收益率의 問題는 만약 채권 단가가 정하여져 있는 경우 (즉 $B=B^*$), 관행적 채권수익률이 이론적 채권수익률보다 항상 과소평가 되는 오류(즉 $y > y^*$)를 범하게 된다는 것이다. 또한 만약 관행적 채권 수익률이 이론적 채권수익률과 동일하다면 (즉 $y=y^*$), 관행적 수익률로 계산한 채권 단가는 이론적 수익률로 계산한 채권 가격보다 항상 작은 값을 갖게 된다(즉, $B > B^*$).

따라서, 거래단위가 클 경우에 수익률 사이에 1「베이스스 포인트」만 오류가 나더라도 커다란 가격 차이가 날 수 있기 때문에, 채권 수익률의 공시에 이론적 채권 수익률을 사용하여야 한다. 또한 향후 우리나라에서도 기업·금융기관들이 資産·負債管理(ALM)를 위하여 「맥콜레이」(Macaulay)가 개발한 「듀레이션」(duration)개념을 활용하게 될 것으로 예상되는데 이때 이론적 채권수익률 계산방법으로 수익률들을 계산하여야 「듀레이션」 개념을 이용한 자산·부채관리의 정확성과 일관성을 기할 수 있을 것이다¹⁴⁾.

3. 債券流通市場의 活性化를 위한 與件造成

딜러제도의 정착화와 공시제도의 정비로서 채권유통시장의 문제점들을 전부 해결할 수는 없을 것이다. 유통시장이 활성화되지 못한 이유가 유통시장 자체의 문제에서 연유된 것도 있겠으나, 발행시장의 문제점과 혼재되어 있거나 기타 여건조성이 미흡하기 때문일 수도 있다. 여기서는 유통시장의 활성화에 필요하다고 판단되는 점들 즉 債券發行의 均質化, 短期金融市場의 育成 및 債券需要基盤의 擴充方案들에 대하여 논의하고자 한다.

우선 채권 유통시장 활성화를 위해서는 2만여 종이 넘는 債券種目들의 均質化를 도모하여 種目數를 줄이고 種目當 去來量을 확대할 필요가

14) Bierwag(1987), Ho(1990) 참조.

있다. 정부에서는 국채의 경우에 國債管理基金을 설립하여 國債發行主體를 一元化하고 國債의 均質化를 도모할 계획으로 있으며, 국공채 발행 금리 자유화의 정착화와 국채매매의 활성화를 위하여 이 제도의 조속한 시행이 요구된다. 금융채의 경우에도 발행조건 방법의 단순화 및 균질화를 시도하고 있다. 이에 더하여 일시적인 종목수 증대를 유발하는 先賣出에 의한 金融債 發行制度를 整備하여 금융채 발행의 통일과 정례화가 요구된다. 회사채의 경우에는 종목수의 문제보다는 인수관련 손익보전을 위한 불공정 거래에 문제가 있으므로, 發行金利 市場連動制의 導入이 요망된다.

둘째, 短期金融市場의 育成이 요구된다. 단기금융시장의 발달은 市場間 金利差益去來를 활발하게 하여, 금융기관간 시장과 공개시장간의 連繫性을 높이고, 통화당국으로서도 通貨信用政策 수행시 간접관리가 보다 용이해질 것이다.

셋째, 채권 수요기반의 확충을 위하여 間接投資手段의 開發이 필요하다. 채권 유통시장이 활성화되지 못한 원인이자 결과는 개인투자자 및 기관투자자의 시장 참여가 부진한 것이다. 민간부문 특히 가계의 채권투자는 직접투자보다 간접투자상품을 이용하도록 유도하는 것이 바람직하다. 이러한 간접투자수단의 개발은 債券需要 擴充으로 거래규모를 확대시킬 수 있으며, 또한 채권시장의 개방과 더불어 외국과 경쟁을 하기 위해 금융기관별로 간접투자수단의 경쟁적 운용을 허용함으로써 競爭力을 強化하고 投資技法을 蓄積할 수 있을 것이다.

이 외에 機關投資家의 範圍 擴大로 채권투자 수요의 확충, 集中預託制度의 活性化, 事故債券 管理體系의 確立 등을 통하여 채권유통시장의 정상화를 위한 여건 조성이 필요하다.

VI. 結 論

우리나라의 債券市場은 그 동안 지속적으로 성장하여 왔으나 經濟規模에 비해 아직 그 活用度가 미진한 편이다. 이렇게 債券市場이 活性化되지 못하였던 原因에는 다양한 문제점들이 복잡다기하게 연결되어 있지만, 근본 이유는 그 동안 金利가 規制되어 있었고 債券流通市場이 제대로 組織化되어 있지 못하였기 때문이라고 판단된다. 한편 금융자율화의 핵심과제인 金利自由化가 본격적으로 추진되고 있어서 채권발행금리가 규제되어 있음으로써 발생하였던 문제점들은 점차 해소되어 갈 것이다.

이제는 債券流通市場에서 거래가 원활히 이루어지도록 債券 流通構造를 정비하여야 한다. 실증분석에 의하면, 우리나라 증권시장에서 債券投資는 株式投資에 비하여 수익률의 변동성으로 표시된 危險보다 상대적으로 높은 報償을 받고 있다. 이러한 이유 중의 하나는 債券去來의 流動성이 낮아 유동성 프리미엄이 가미되기 때문이다. 따라서 채권 유동성이 증진되도록 유통시장이 정비되어야 하며, 이때 채권시장이 다른 자본시장과 균형되게 발전될 수 있고, 자원의 효율적 배분이라는 그 본연의 경제적 기능을 충실히 수행할 수 있을 것이다.

債券 流通市場의 활성화를 위해서는 채권관련정보가 즉각적으로 모든 참여자에게 배포되어 공유될 수 있는 情報公示體系가 이룩되어야 하며, 이렇게 투명성 있는 시장에서 형성된 가격으로 언제나 원하는 채권물량을 매매할 수 있는 債券賣買 去來構造가 구축되어야 한다. 이와 같은 情報 效率性和 運營 效率성이 보장될 때 채권시장에서 資本의 效率의 配分이 일어날 수 있다. 즉 채권발행을 통한 자금조달이 공정한 가격으로 이루어질 수 있으며 유통시장에서 참여자들이 채권에 대한 수익성, 안전성, 유동성 등을 고려하여 원활한 거래가 이루어질 수 있게 된다.

債券市場의 運營 效率性 증진을 위하여는 債券賣買去來制度의 組織化가 필요하며, 1993년 5월부터 도입한 채권 딜러제도의 강화가 요구된다. 딜러제도의 도입으로 기대되는 효과는 債券 流動性 向上, 價格 安定化, 賣渡・買受 呼價提示에 의한 價格豫示 등이라 할 수 있다. 실증분석 결과, 1993년 5월 제한적 딜러제도가 도입된 후 會社債 收益率의 變動性이 縮小되어 딜러제도 도입은 채권가격 안정화에 일부 기여하였던 것으로 밝혀졌다. 그러나 딜러들의 資金能力이나 賣買限度가 극히 제한적이어서, 현재 딜러들이 소액 투자자들의 채권매매수요에도 충분히 부응하지 못하고 있으며, 하물며 기관투자자들의 대량매매에 대하여는 딜러기능을 거의 수행하지 못하고 있는 실정이다. 따라서 채권시장의 유동성 향상을 위해서는 딜러들의 債券賣買限度를 擴大하는 동시에 딜러 사이에 債券을 融通할 수 있는 딜러간 仲介機關을 설치하고 딜러 金融을 확대시켜야 할 것이다.

증권회사가 고객이 매입하려는 채권을 충분히 보유하고 있지 못한 경우에 다른 증권회사로부터 대상 債券을 融通 받아 자기매매를 할 수 있는 딜러간 仲介機構가 설치되고, 또한 딜러가 채권 매입에 필요한 資金을 融通 받을 수 있는 딜러 金融이 확충된다면, 딜러의 自己賣買 機能이 活性化될 수 있을 것이다. 이렇게 되면 채권시장 참여자들이 원하는 물량을 원활히 매매할 수 있어서 채권시장에서 유동성이 증대될 수 있을 것이며, 채권수익률에서 유동성 프리미엄이 차지하는 비중이 낮아져서 결국 債券 收益率의 下向 安定化를 도모할 수 있을 것이다. 따라서 우선 債券 場外去來 仲介室을 擴大・改編하여 딜러 중개기능을 수행하도록 하는 것이 한 방안이 될 수 있으며 장기적으로는 專門딜러制度를 도입하여야 할 것이다. 또한 中央銀行 및 證券金融(株)을 통한 딜러금융 확충 방안들이 강구되어야 한다.

債券市場에서의 情報 效率性을 증진하기 위해서는 보다 올바른 정보가 광범위하게 공시되고, 이러한 정보를 전달하는 電算網이 擴充되어야 한다. 1993년 5월부터 채권 장외시장에서 주요 채권종목에 대하여 代表

收益率을 발표하고 있으나, 이를 투자지표로 사용하기에는 아직 대표성이 떨어지고 있다. 또한 채권 수익률은 계산 편의상 價行的 方法으로 계산하여 공시되고 있으나, 이를 이용할 경우 채권운용에 왜곡된 의사결정을 유도할 우려가 있다. 따라서 증권회사의 呼價 收益率을 관행적 방법이 아니라 理論的 方法으로 계산하여 공시하고, 去來情報뿐 아니라 상세한 發行情報도 포함하여 공시하여야 할 것이다. 또한 이러한 정보를 즉각적으로 광범위한 채권시장 참여자가 활용할 수 있도록 電算網을 확충하여야 한다. 이를 위해서는 債券 場外去來 仲介室의 電算網을 대폭적으로 확대하고, 주식 장외시장을 포함한 총괄적인 場外去來 電算網의 구축이 필요하다.

이와 같이 債券市場 微視構造가 개선되고, 채권발행종목의 균질화, 간접적 채권투자수단의 확대, 채권관련세제의 정비 등 債券市場 周邊與件整備가 이루어질 때, 채권시장의 본격적인 향후 對外開放과 財政·金融政策 수행을 위한 國公債 市場의 활용증대에 원활히 적응할 수 있으리라 판단된다.

參 考 文 獻

- 具東鉉, 「우리나라 債券市場의 構造分析과 發展方向」, 『調查統計月報』, 韓國銀行, 1991. 12.
- 金炯哲, 『債券市場의 環境變化와 活性化 方案』, 韓國產業證券 開業記念 論文集, 韓國產業證券, 1991. 6.
- , 「債券流通市場 組織化 方案」, 『證券』, 韓國證券業協會, 1991. 9.
- , 「各國의 債券市場制度 比較研究 - 달러制度를 中心으로」, 『投資金融』, 1992. 3.
- 박경서 · 김세진, 『債券市場現況과 改善方案』, 정책 · 조사자료 No. 93-4, 韓國金融研究院, 1993. 11.
- 禹英浩, 『債券市場構造 및 制度 - 外國制度와의 比較를 中心으로』, 研究資料 93-3, 韓國證券業協會 韓國證券經濟研究院, 1993. 10.
- 李商彬, 「會社債 流通市場活性化에 대한 研究」, 『上場協』, 韓國上場會社協議會, 1991 春季號.
- 李聖基, 「債券流通市場의 現況과 活性化方案」, 『季刊大信證券』, 第7卷 第2號, 1988. 7.
- 李政洙, 「債券場外去來 公示制度에 대하여」, 『證券』, 韓國證券業協會, 1993. 6.
- 張益煥 · 金炯哲, 「우리나라 債券市場의 달러制度 證計」, 『證券學會誌』, 第15輯, 1993.
- 丁海旺, 「外國의 債券市場制度 - 美國, 日本, 유럽債券市場을 中心으로」, 『上場協』, 韓國上場會社協議會, 1990 春季號.
- 現代經濟社會研究院, 『利子率과 債券投資』, 1990. 12.
- Amihud, Y. and H. Mendelson, "Dealership Market : Market Making with Inventory," *Journal of Financial Economics*,

- Vol. 8, 1980, pp. 31~53.
- , "Liquidity, Asset Prices and Financial Policy," *Financial Analysts Journal*, Nov./Dec. 1991, pp. 56~66.
- Bagehot, W., "The Only Game in Town," *Financial Analysts Journal*, March/April 1971, pp. 12~14.
- Bierwag, G. O., *Duration Analysis: Managing Interest Rate Risk*, Cambridge, Mass. : Ballinger, 1987.
- Cohen, K., et al., *The Microstructure of Securities Markets*, Englewood Cliffs : Prentice - Hall, 1986.
- Copeland, T. and D. Galai, "Information Effects on the Bid - Ask Spread," *Journal of Finance*, Vol. 38, Dec. 1983.
- Demsetz, H., "The Cost of Transacting," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 82, Feb. 1968, pp. 33~53.
- Garbade, K., *Securities Markets*, New York : McGraw-Hill, 1982.
- Garman, M., "Market Microstructure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 257~275.
- Glosten, L. and D. Milgrom, "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Markets," *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, Sep. 1987, pp. 69~90
- Grossman, S. and M. Miller, "Liquidity and Market Structure," *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, 1988, pp. 617~637
- Ho, T., *Strategic Fixed-Income Investment*, Homewood, Ill. : Dow Jones-Irwin, 1990.
- Ho, T. and H. Sooll, "The Dynamics of Dealer Markets under Competition," *Journal of Finance*, Vol. 38, Sept. 1983.
- Ho, T. and H. Stoll, "On Dealer Markets under Competition," *Journal of Finance*, Vol. 35, No. 3, 1980, pp. 47~73

- , “Optimal Dealer Pricing under Transactions and Return Uncertainty,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, 1981.
- Ibbotson, R. and R. Sinquefeld, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation : Historical Returns(1926~1987)*, Dow Jones—Irwin, 1989.
- Schwartz, R. A., *Equity Markets : Structure, Trading, and Performance*, New York : Harper & Row, 1988.
- Stoll, H., “The Supply of Dealer Services in Securities Markets,” *Journal of Finance*, Vol. 33, 1978, pp. 1133~1151.
- Tini, S., “The Economics of Liquidity Services,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 86, Feb. 1972, pp. 79~83