OPINION

선임연구위원
이석훈

기술특례상장기업의 성장을 위한 코스닥시장의 과제*

기술특례상장이 코스닥시장의 주요 상장 방식으로 자리 잡으면서, 진입을 넓히고 퇴출 기준을 강화하는 정책이 추진되고 있다. 이러한 정책이 기술기업의 발굴과 육성으로 이어지려면 특례상장기업의 특성에 맞는 시장 기능이 뒷받침되어야 한다. 분석 결과, 이들 기업은 상장 이후에도 적자와 낮은 매출이 지속되는 가운데 연구개발 투자를 이어간다. 전체 표본의 5년 주가성과는 시장지수에 가깝지만, 소수 기업의 높은 성과와 다수 기업의 부진이 공존한다. 이는 현재의 재무성과나 평균 수익률만으로 기술기업의 성장 가능성을 판단하기 어렵다는 점을 보여준다.

따라서 핵심은 시장이 기술개발의 진전과 사업화 가능성을 적절하게 평가하고, 그 평가가 투자와 자금조달로 이어지게 하는 데 있다. 공시는 기술개발 성과로 사업화 전망이 어떻게 달라졌는지 설명하고, 리서치는 이를 검증하여 기업가치에 미치는 영향을 분석해야 한다. 기관투자자에게도 기술을 평가할 역량과 장기 성과를 기준으로 한 운용평가 체계가 필요하다. 정보 왜곡과 불공정행위에 대한 엄정한 감독은 개인투자자를 보호하고 기술기업의 자금조달 기반을 뒷받침한다. 나아가, 이러한 정보 기반과 시장 신뢰는 기술기업의 상장 기회를 넓히고 시가총액 기준 퇴출 요건의 설득력을 높인다. 진입 단계에서는 문턱을 높이기보다, 특례상장의 확대와 업종 다양화에 맞춰 기술성 평가의 변별력을 높여야 한다. 퇴출 단계에서는 요건에 근접한 종목에 대한 시장 감시를 강화하여, 기초가치와 무관한 일시적 주가 변동이 퇴출 판정을 좌우하지 않도록 해야 한다. 코스닥시장의 발전은 진입과 퇴출 기준의 개편과 함께 상장 이후의 성장을 뒷받침할 시장 기능을 강화하는 데 달려 있다.

한국거래소는 지난 9월 기술특례상장기업(이하 특례상장기업)이 제도 도입 21년 만에 300개사에 이르렀다고 발표하였다. 이 발표에 따르면 누적 공모금액은 약 8조원이며, 코스닥 시가총액 상위 10개사 중 5개사가 특례상장기업이다.[1] 바이오기업의 자금조달을 지원하기 위해 출발한 제도가 코스닥의 주요 상장 방식으로 자리 잡은 것이다. 정책당국도 최근 기술기업의 상장 기회를 넓히고 부실기업의 퇴출 기준을 강화하는 한편, 기관투자자의 코스닥 투자와 코스닥 기업 리서치의 확대를 촉진하는 정책을 추진하고 있다.[2]

---

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

1) 한국거래소, 2026. 9. 4, 「코스닥 기술특례상장 300사 달성」, 보도자료. 시가총액 순위는 2026년 8월 말 기준.

2) 금융위원회, 2025. 12. 19, 코스닥 시장 신뢰+혁신 제고 방안, 보도자료; 금융위원회·한국거래소, 2026. 2. 12, 부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁 방안, 보도자료.

이러한 정책적 노력이 혁신기업의 성장으로 이어지려면 상장 이후 기술개발과 사업화를 뒷받침하는 시장 기능이 강화될 필요가 있다. 본고는 특례상장기업의 재무적 특성과 장기 주가성과를 살펴보고, 이들 기업의 성장을 뒷받침하기 위한 코스닥시장의 과제를 논의한다.

특례상장의 확대와 상장 전후의 재무적 특성

최근 코스닥 신규상장 중 특례상장의 비중이 높아지고 있으며, 특례상장기업의 업종도 다양해지고 있다. 연평균 특례상장 기업 수는 2005~2015년 2.5개사에서 2021~2025년 32개사로 늘었고, 코스닥 신규상장에서 차지하는 비중도 4%에서 40%로 높아졌다. 특례상장기업의 업종도 다양해지면서, 바이오기업의 비중은 2005~2020년 73%에서 2021~2025년 39%로 낮아졌다. 특례상장이 상장 시장에서 주요한 상장 방식이 되고 다양한 기술기업의 상장 채널로 확대되면서, 상장 이후 이들 기업의 성장 과정과 투자위험에 대한 이해가 중요해지고 있다.

특례상장기업은 일반상장기업과 재무적 특성이 크게 다르다. 예를 들어 상장 전 매출액 중위값은 각각 85억원과 421억원이고, 총자산이익률(ROA) 중위값은 −20.5%와 14.1%이다. 반면 업력 중위값은 10년과 11년으로 비슷하다. 이는 단순히 설립 초기여서 실적이 부족한 것이 아니라, 기술개발과 사업화에 오랜 시간이 걸리는 특성의 기업이 특례상장을 이용하고 있음을 의미한다. 실제로 특례상장기업은 상장 이후에도 적자가 지속되고 자산회전율이 낮은 가운데, 자산 대비 연구개발(R&D) 투자율은 일반상장기업보다 높게 유지된다. 즉 이들은 상장으로 자금을 확보한 뒤에도 기술개발과 사업화를 위한 투자를 이어가는 특징을 보인다. 이처럼 상장 이후에도 연구개발 투자를 이어가는 기업들이 주식시장에서는 어떤 성과를 보였는지 살펴볼 필요가 있다.

특례상장과 일반상장의 장기 주가성과 비교

특례상장기업의 주가성과를 평가하기 위해 시장지수 및 일반상장기업의 성과와 비교하였다. WR(wealth relative)은 분석대상 기업 각각에 동일한 금액을 투자했을 때 원금을 포함한 최종 투자금액의 합계를, 각 기업의 보유기간과 동기간 시장지수에 투자했을 때의 금액 합계로 나눈 지표이다.[3] WR이 1보다 크면 분석기업 그룹의 성과가 시장지수보다 높고, 1보다 작으면 시장지수보다 낮다는 의미이다. 분석 결과, 5년 WR은 특례상장 1.07, 일반상장 0.95로 나타났다. 전체 표본의 5년 WR을 기준으로 보면, 두 상장그룹 간 성과 차이는 크지 않으며 두 그룹 모두 시장지수에 가까운 성과를 보였다.[4]

---

3) 기업 i의 보유기간수익률을 r_i라 하고 해당 기업과 동일한 보유기간의 시장수익률을 r_{mkt_i}라고 정의하면,
$\mathrm{WR}=\sum_{i=1}^{N}(1+r_i)/\sum_{i=1}^{N}(1+r_{mkt_i})$로 산정한다.

4) 바이오 부문만을 비교하면, 5년 WR은 특례상장 0.95, 일반상장 1.25로 나타났다.

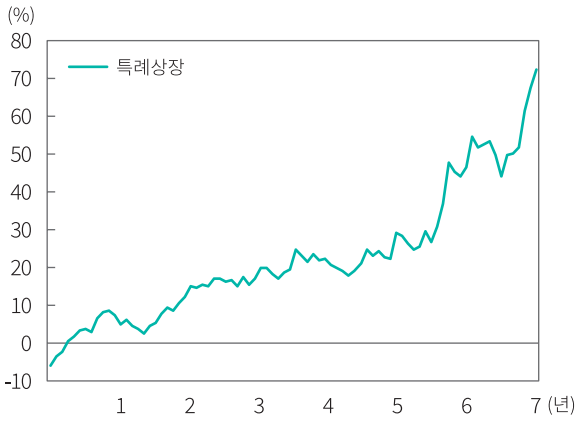
5년 기준 주가성과의 분포를 보면, 평균만으로는 드러나지 않는 두 상장그룹의 차이를 확인할 수 있다. 아래 표는 5년 보유기간 초과수익률(BHAR)을 비교한 결과이다. 특례상장 그룹의 평균은 8.4%로 일반상장 그룹(-5.4%)보다 높지만, 중위값은 -54%로 일반상장(-38%)보다 낮다. 특례상장의 75% 분위도 -8%에 그쳐 상당수 기업이 시장수익률에 미치지 못하고 있다. 반면 90% 분위에서는 일반상장보다 높고, 99% 분위는 1,535%로 일반상장 450%를 크게 상회한다. 이러한 성과 분포는 특례상장이 높은 성장 잠재력을 가진 기업을 발굴하는 상장 방식으로서 가능성이 있음을 시사한다. 다만 소수 기업의 높은 성과가 평균을 끌어올리는 만큼, 평균의 우위를 다수 기업에서 기대하기 어렵다는 점도 보여준다.

특례상장기업과 일반상장기업의 장기 주가성과 비교

〈표〉 5년 보유기간 초과수익률 분포

BHAR	특례상장	일반상장
평균	8.4%	-5.4%
25% 분위	-91%	-70%
중위값	-54%	-38%
75% 분위	-8%	20%
90% 분위	123%	111%
99% 분위	1,535%	450%
표본기업 수	124	723

〈그림〉 상장 이후 누적초과수익률 추이



주: 1) 2026년 9월까지의 자료를 활용한 분석이며, 시장수익률은 코스닥지수를 기준으로 함
2) 왼쪽 표의 BHAR는 개별 기업의 보유기간수익률에서 같은 기간 시장수익률을 차감한 값임
3) 오른쪽 그림은 상장 이후 월별 평균 초과수익률을 누적한 CAR의 추이임

상장 이후 누적초과수익률의 추이를 보면, 특례상장기업은 상장 후 5년이 지난 구간에서 성과 개선이 크게 나타난다. 이러한 결과는 기술개발과 사업화에 오랜 시간이 걸리는 기업의 특성과 연결하여 해석할 수 있으며, 단기 주가성과만으로 장기 성과를 판단하기 어렵다는 점을 시사한다. 다만 장기 구간의 제한된 표본 구성과 일부 높은 성과를 낸 기업의 영향을 고려해야 하므로, 시간이 지나면 개별 기업의 성과도 개선될 것이라고 기대할 엄정한 근거로는 보기 어렵다.

특례상장기업의 정보 기반, 기관투자자 확대와 시장 신뢰

특례상장기업은 일반적으로 상장 이후에도 적자가 이어지는 가운데 연구개발 투자를 이어가고 있으나, 이들 사이에서도 주가성과의 차이가 크다. 따라서 이들 기업의 성장 가능성은 재무제표상의

적자나 연구개발비 규모뿐 아니라, 기술개발이 실제로 진전되고 사업화 가능성이 개선되는지를 함께 살펴야 한다. 정책당국이 추진하는 공시 개선과 리서치 확대도 이러한 정보를 제공하는 데 초점을 맞출 필요가 있다.[5)]

특례상장기업은 개별 연구개발 성과의 발표를 넘어, 여러 공시 채널을 통해 그 성과로 사업화 가능성이 어떻게 달라졌는지 설명하고 수익 실현에 필요한 조건과 불확실성도 함께 제시해야 한다. 리서치는 공시된 내용을 산업 동향과 경쟁 기업에 비추어 검증하고, 기술개발의 진전이나 지연이 기업가치에 미치는 영향을 분석해야 한다.

기관투자자의 참여 확대가 장기 투자와 후속 자금 공급으로 이어지려면, 이러한 정보를 바탕으로 기술 진전을 스스로 평가할 역량이 필요하다. 분석 결과에서 확인하였듯이, 이들 기업은 성과가 나타나기까지 오랜 시간이 소요된다. 따라서 코스닥 투자 비중을 늘리는 것만으로는 부족하며 장기 성과를 기준으로 운용을 평가하는 체계가 함께 갖춰져야 한다.

한편 특례상장기업은 개인투자자의 참여가 많고 기술정보는 정확하게 판단하기 어렵기 때문에, 다른 상장기업보다 시장 신뢰가 더 중요하다. 기술개발 실패에 따른 손실은 투자자가 감내해야 할 투자 위험이지만, 정보 왜곡이나 불공정행위는 특례상장 자체에 대한 신뢰를 해치기 때문에 엄정한 감독을 통해 예방하고 제재해야 한다. 이는 개인투자자를 보호하는 동시에 성장 가능성이 있는 기술기업의 자금조달 기반을 뒷받침하는 일이기도 하다.

특례상장기업의 진입과 퇴출을 위한 여건

정보 기반과 시장 신뢰의 강화는 기술기업의 상장 기회를 넓히는 데에도 중요하다. 특례상장은 벤처투자의 회수와 기업의 후속 자금조달을 지원하지만, 투자자 피해가 반복되어 시장 신뢰가 훼손되면 상장요건 강화 요구가 커질 수 있다. 반대로 상장 이후의 평가와 감독이 충실하게 이루어진다면, 현재의 재무성과가 부족하더라도 성장 잠재력이 있는 기업을 상장 시장에서 수용할 여지가 커진다.

기업의 진입과 퇴출을 활성화하는 이른바 '다산다사' 구조가 코스닥 발전으로 이어지려면, 성장 가능성이 있는 기업과 지속 가능성이 낮은 기업을 구별할 수 있어야 한다. 그 첫 단계는 상장 시점의 기술성 평가이다. 특례상장이 늘고 대상 업종도 다양한 기술 분야로 넓어지면서, 재무실적이 부족한 기업의 성장 가능성을 가려내는 기술성 평가의 정교함이 더욱 중요해지고 있다. 이는 진입 문턱을 높이는 것이 아니라 평가의 변별력을 높이는 것을 의미한다. 이를 위해서는 업종별 특성을 반영할 수 있는 전문성을 갖추고, 상장 이후의 성과와 비교하여 평가의 신뢰성을 꾸준히 점검할 필요가 있다.

---

5) 금융감독원, 2026. 7. 31, 제약·바이오 공시, 투자자 눈높이로 전면 개편, 보도자료. 금융위원회, 2026. 10. 1, 대형 IB의 모험자본 공급 현황을 점검하고 리서치보고서의 독립성·신뢰성 제고 및 중소형주 커버리지 확대 방안을 마련하였습니다, 보도자료.

그러나 상장 시점의 평가만으로 기술개발의 성패를 미리 가려내기는 어렵다. 앞서 살펴본 것처럼 특례상장기업의 장기 성과는 기업 간 차이가 크고 다수 기업이 시장수익률에 미치지 못하므로, 상장 이후 사업 전망이 악화된 기업을 걸러내는 퇴출 제도가 이를 보완해야 한다. 매출과 이익만으로 사업성을 판단하기 어려운 특례상장기업의 경우, 시가총액 요건은 미래 가치에 대한 시장 평가를 반영한다는 점에서 매출 · 이익 요건을 보완하는 퇴출 기준이 될 수 있다. 다만 그 설득력은 시장가격이 충분한 정보와 합리적인 평가에 기초하여 형성되는지에 달려 있다.

따라서 시가총액을 퇴출 기준으로 활용하려면 공시와 리서치의 질을 높이고 기관투자자 참여를 늘리는 한편, 퇴출 기준에 근접한 종목에 대한 시장 감시를 강화해야 한다. 이를 통해 확보하려는 시장 평가의 안정성은 주가 하락의 억제가 아니라, 기초가치와 무관한 주가 변동의 축소를 의미한다. 기술개발 실패나 사업전망 악화를 반영한 주가 조정은 정상적인 가격 발견이지만, 정보 비대칭이나 왜곡, 수급불균형 요인에 따른 일시적인 주가 변동은 완화해야 할 대상이다.

기술특례상장이 성장으로 이어지려면 상장 이후에도 기술개발과 사업화를 뒷받침할 시장의 역할이 중요하다. 충실한 정보와 전문적인 평가를 바탕으로 성장 잠재력이 있는 기업에 자금이 공급되고, 엄정한 감독을 통해 시장의 신뢰가 유지되어야 한다. 이러한 여건이 갖춰질 때 성장기업의 상장 기회를 넓히면서도 부실기업을 합리적으로 퇴출하는 코스닥시장의 기반을 강화할 수 있다.

OPINION

선임연구위원
김재칠

테마형 ETF 확산과 과제*

국내 주식형 ETF를 대표하던 시장대표지수형의 비중이 줄어드는 가운데 테마형의 비중이 빠르게 늘어나고 있다. 이는 ETF가 저렴한 장기 분산투자 수단에서 동일한 위험에 노출된 저분산 단기 매매 수단까지 다변화되고 있음을 보여준다. 테마형 ETF 확산은 혁신의 한 단면이지만, 저렴한 분산투자라는 ETF 본연의 투자 목적을 희석시킨다. 동시에 잘못된 매매 타이밍과 결합하면 투자자 운용성과 저하로 이어진다. 테마형 ETF 자체에 대한 수급충격은 기업 가치의 변화와 상관없이 편입 자산의 변동성을 키울 수도 있다. 자산운용사들은 동일한 테마를 공유하더라도 차별화된 상품을 설계하는 혁신성을 보여주어야 하며, 유사 테마에 자금이 집중되는 시점에는 신상품 출시에 신중해야 한다. 증권사들은 저렴한 자문서비스를 개발해 투자자들의 합목적성 투자를 유도해야 할 것이다.

ETF가 국내 간접투자시장의 핵심으로 부상한 이후 나타나고 있는 가장 큰 변화 가운데 하나는 테마형 ETF의 성장이다. 이 글에서는 국내 ETF시장에서 진행되고 있는 테마형 ETF 확산의 현황과 특징, 동반된 문제점을 논의하고, 시장의 건전한 성장을 위해 필요한 과제를 논의한다.

국내 ETF시장에서의 테마형 확산

뱅가드 그룹의 창업자인 존 보글은 S&P500과 같은 광범위한 시장지수를 추종하는 패시브 펀드를 장기간 보유하면, 종목이나 운용자 선택의 부담을 줄임과 동시에 저비용으로 분산투자 효과를 누릴 수 있다고 강조했다.[1] 시장을 추종하는 패시브 펀드의 장점이 거래 편의성으로 무장한 ETF와 만나면서 시장대표지수형 패시브 ETF의 시대를 열었다. 국내에서도 ETF의 성장을 주도한 것은 시장대표지수형 패시브 ETF였다. 그런데, 2020년대 접어들어 ETF의 다변화가 빠르게 진행되면서 좁은 영역에 투자하는 테마형이 급속도로 성장했다. 지난 2019년에 패시브 주식형 ETF 전체에서 5.1%에 불과했던 테마형의 비중은 2020년부터 본격적으로 상승해 2026년 6월말 약 33%까지 커졌다. 같은 기간 테마형의 순자산총액은 1.8조원에서 96조원까지 증가했다(〈그림 1〉 참조).[2] 반대로 그동안 패시브 주식형

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

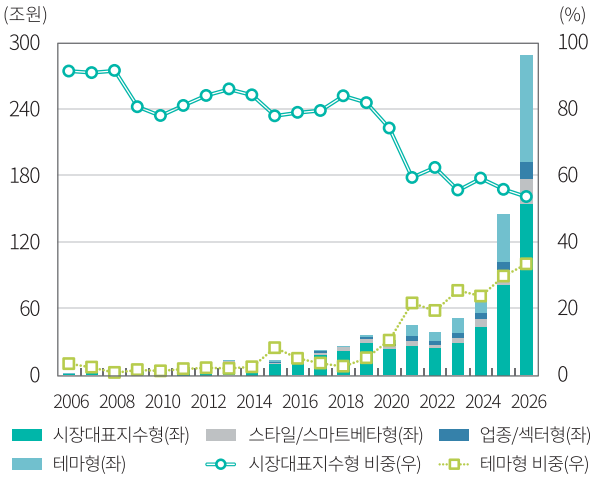
1) Bogle, J., 2017, The Little Book of Common Sense Investing: The Only Way to Guarantee Your Fair Share of Stock Market Returns, 10th Anniversary ed., John Wiley & Sons

2) 미국에서도 테마형 ETF로 큰 폭의 자금이 유입되고 있다. 2026년 1~9월 중 미국 내 주식형 ETF의 유입된 자금 순유입 규모는 전년말 AUM의 9.5%였는데, 테마형으로의 자금 순유입은 전년말 AUM의 22.5%였다(State Street Investment Management, 2026. 9. 30, The market's chemical makeup).

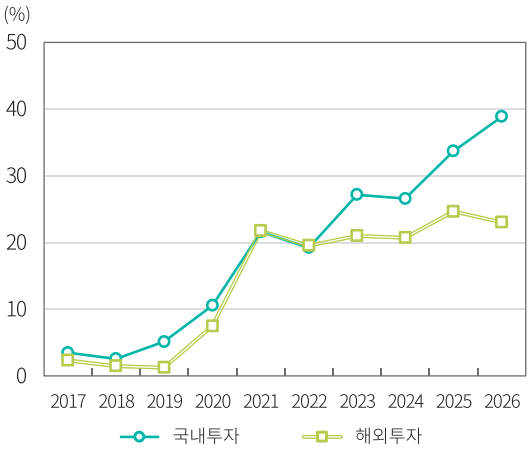
ETF시장의 성장을 견인했던 시장대표지수형의 비중은 동기간 81.9%에서 53.6%로 떨어졌다. 국내 패시브 주식형 ETF시장에서 확인되는 테마형의 확산은 두 가지 특징을 보인다. 첫째, 국내투자의 테마형 비중이 해외투자에 비해 더 높았다. 이는 국내 투자자들이 미국을 중심으로 한 해외시장에 비해 국내 주식시장을 유행성 투자에 더 적절한 시장으로 인식하고 있음을 보여준다. 둘째, 반도체 및 AI 테마로의 급격한 쏠림 현상이다. 이는 2023년부터 본격화되었는데, 2026년 6월 테마형 전체 순자산총액의 약 65%가 반도체 및 AI 테마에 해당한다.

〈그림 1〉 테마형 ETF 확산

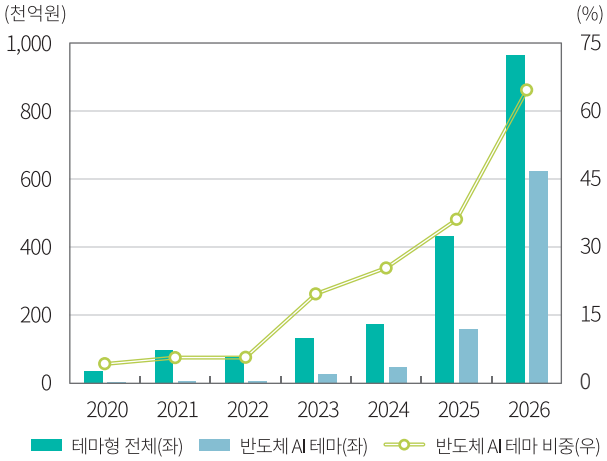
[패시브 주식형 ETF 다변화]



[국내 및 해외투자 패시브 주식형 중 테마형 비중]



[테마형 순자산총액 중 반도체 및 AI 테마 비중]



주 : 각 연도말 기준. 2026년은 6월말 기준. 국내외 투자 패시브 주식형 ETF 순자산총액 기준. 반도체 및 AI 테마 식별은 펀드명에 반도체, AI, 인공지능, HBM, 메모리, 파운드리, 팹리스, 시스템반도체 등 관련 키워드가 나오는 경우로 한정

자료: 제로인 펀드닥터프로, 한국거래소, 저자 계산

자산운용사 측면의 테마형 확산 동인은 글로벌 추세와 높은 운용보수율이다. 국내 투자자들이 미국 등 해외 주식시장에 상장된 최신 테마형 ETF에 쉽게 투자할 수 있는 환경에서 국내 운용사들이 테마형에 집중하는 것은 자연스러운 선택이었을 것이다. 시장대표지수형의 운용보수율이 크게 떨어진 상황에서 상대적으로 운용보수율이 높은 테마형은 자산운용사들에게 수수료 수익성 저하를 상쇄할 수 있는 상품이기도 하다.[3] 투자자 측면에서는 유행 테마의 높은 수익률이 테마형 집중의 가장 중요한 동인일 것으로 추정된다. 특정 테마로 분류되는 주식의 성과가 우수하면 동일한 테마를 추종하는 다수의 ETF가 만들어진다. 유행하는 테마 주식은 일반적으로 시장전체에 비해 수익률이 높을 가능성이 큰데, 개인투자자들은 그나마 분산투자된다고 믿는 테마형 ETF를 적극 매입하게 된다. 2023년부터 본격화된 반도체 및 AI 테마 ETF로의 집중이 이 같은 현상을 잘 보여준다.

테마형 ETF 투자 집중에 따른 문제점

테마형 ETF 양산과 자금 집중은 다양한 문제를 초래할 수 있다. 먼저, 제한적인 분산투자 효과다. 시장대표지수를 추종하는 패시브 ETF는 저렴한 비용으로 강력한 분산효과를 제공한다. 이는 투자자들이 펀드와 같은 간접투자수단을 활용하는 본질적인 이유다. 이와 달리 테마형 ETF는 편입 종목 수가 적고, 포트폴리오 내 상위 종목의 편입 비중이 높다. 국내 패시브 주식형 ETF에서도 이러한 현상이 명확하게 나타난다(〈그림 2〉 참조). 테마형은 투자대상이 좁고 집중된데 더해, 펀드에 편입된 종목들이 공통된 위험요인에 노출된다. 테마형 ETF는 이러한 특징으로 인해 편입 종목 수를 늘리더라도 펀드에 내재된 체계적 위험이 그대로 남는다. 따라서 테마형 ETF는 개별 기업에 대한 직접투자의 위험을 일부 줄여주지만, 시장 전반에 분산투자하는 ETF에 비해 충격에 취약하다.

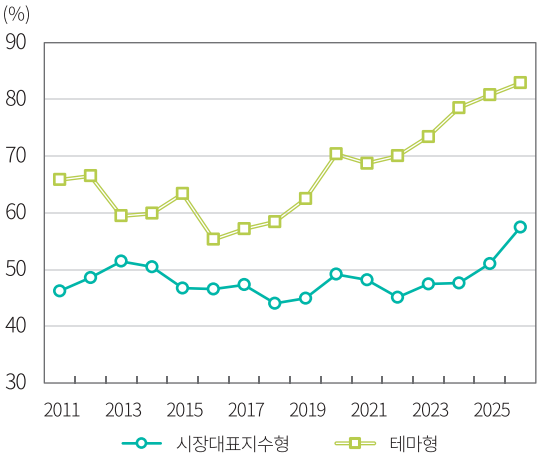
유행성 투자라는 테마형 ETF의 특성으로 인해 투자자들이 이 유형의 펀드를 단기매매하는 경향이 강하고, 그 결과 투자자들의 실현수익률이 나빠질 가능성도 있다. 국내 패시브 주식형 ETF 중 테마형의 거래회전율은 시장대표지수형에 비해 높다(〈그림 2〉 참조). 테마형 ETF의 높은 거래회전율은 특정 테마가 유행할 때 잦은 거래를 통해 단기차익을 얻으려는 투자자들의 투자 방식을 잘 보여준다. 그러나 이러한 투자 방식은 문헌의 연구결과를 통해 볼 때 성공 가능성이 크지 않다. Ben-David et al.(2023)은 테마형과 섹터형을 포함한 특수유형 ETF의 자금흐름이 과거 운용성과에 매우 민감하게 반응한다는 결과를 제시한다. 특정 테마가 유행할 때 테마형 ETF의 운용성과는 시장대표지수형에 비해 높고, 그 결과 많은 자금이 몰린다. 그러나 과거 수익률을 보고 테마형 ETF에 투자하는 시점에는 해당 테마에 대한 낙관적인 기대가 이미 주가에 상당 부분 반영되었을 가능성이 크다. 높은 가격에 테마형 ETF를 매입한 투자자 중 상당수는 테마의 유행성이 줄어들어 펀드의 수익률이 떨어지면 이를 매도

3) 김재칠·권민경, 2025, 『ETF시장의 상품구조 변화와 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-02

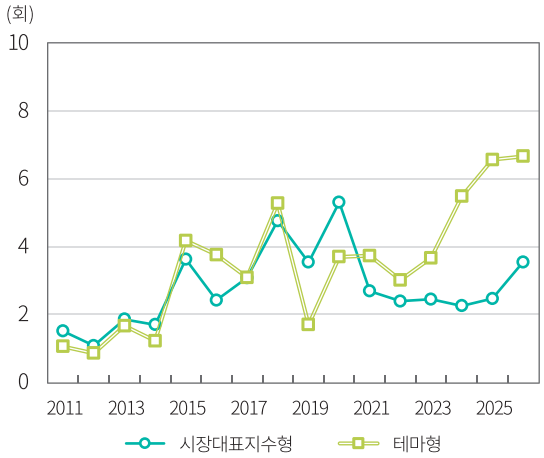
함으로써 낮은 실현수익률을 감수한다.[4] ETF 전체로 분석을 확대한 연구에서도 거래가 잦은 투자자의 부진한 운용성과 문제가 확인된다. Bhattacharya et al.(2017)에 따르면 개인투자자들은 ETF를 활용하더라도 거래비용 차감 전 기준으로 포트폴리오 운용성과를 개선하지 못했다. 개인투자자 ETF 투자 손실의 상당 부분이 매매시점의 잘못된 선택에 기인하며, 거래가 잦은 투자자들일수록 그 문제가 더 커진다.[5] 국내 개인투자자 역시 테마형 ETF를 단기매매 수단으로 활용하고 있기 때문에 유사한 문제에 노출될 가능성이 있다.

〈그림 2〉 테마형의 포트폴리오 집중과 단기매매

[포트폴리오 내 상위 10개 주식 비중]



[패시브 주식형 ETF 거래회전율]



주 : 각 연도말 기준. 2026년은 6월말 기준. 좌측은 국내외 투자 패시브 주식형 ETF 기준. 우측은 국내 투자 패시브 주식형 ETF 기준. 거래회전율은 ETF 자체의 거래회전율을 의미하며, 해당 ETF의 연간 누적 총합계 매수수량(또는 매도수량)에 2를 곱한 후 해당 ETF의 상장주식 수로 나눈 배율(회). 유형 내 개별펀드의 단순평균

자료: 제로인 펀드닥터프로, 에프앤가이드 데이터가이드, 한국거래소, 저자 계산

마지막으로, 동일한 테마를 공유하는 ETF로 대규모 자금이 집중되면 편입 종목의 주가 변동성을 키우는 등 시장 왜곡 가능성이 커진다. 동일한 테마의 ETF가 다수 출시되어 운용자산 규모가 커지면, 테마를 대표하는 핵심 종목들은 여러 ETF에 중복 편입된다. 따라서, 여러 ETF로 나뉘어 유입된 투자자금이 실질적으로는 소수의 기업에 집중된다. 해당 테마에 대한 투자자들의 선호가 바뀌어 ETF에 수급충격이 발생하면 공통 편입 종목에 매수 또는 매도 압력이 동시에 발생한다. 펀드 자체에 대한 수급충격이 편입 종목 가격에 미치는 효과는 미국 뮤추얼펀드 연구결과에서 확인된다. 펀드로의 대규모 자금 유출입에 대응한 펀드 보유자산의 매매는 여러 펀드에 공통으로 편입된 자산에 대해 상당한

4) Ben-David, I., Franzoni, F., Kim, B., Moussawi, R., 2023, Competition for attention in the ETF space, *Review of Financial Studies* 36(3), 987-1042

5) Bhattacharya, U., Loos, B., Meyer, S., Hackethal, A., 2017, Abusing ETFs, *Review of Finance* 21(3), 1217-1250

가격압력을 유발한다.[6] 여러 펀드가 유사한 종목의 주식을 집중해서 보유하고, 이 펀드들의 자금 유출입이 동조화될수록 집중 편입 주식의 가격은 기업의 본질 가치와 관계없는 펀드의 수급변화에 민감하게 반응한다.[7]

이를 통해 볼 때 유사한 테마를 공유하는 다수 ETF에 대한 매매가 동일한 방향으로 움직이면, 개별 기업의 실적이나 성장 전망보다 ETF 자체의 수급변화가 편입 주식의 가격에 더 큰 영향을 미칠 수 있다. ETF에서는 이러한 영향이 차익거래 구조를 통해 발생한다. 특정 ETF에 매수세가 집중되어 시장 거래가격이 펀드 순자산가치(이하 NAV)를 상회하면 지정참가자(AP)와 유동성공급자(LP)는 기초주식을 매수하고, 매수한 주식의 현물을 운용사가 추가로 설정한 ETF 지분과 교환한다. 그리고 이들은 이 과정에서 취득한 ETF 지분을 시장에서 매도해 ETF 거래가격과 NAV 간 괴리를 줄인다. 반대의 경우에도 동일한 차익거래가 발생한다. 이러한 차익거래는 ETF 거래의 통상적인 과정이기는 하지만, ETF 자체에 대한 수급충격이 발생해 괴리율이 커질 때 편입 기초자산에 불필요한 가격 변동성이 발생한다.[8] 이는 모든 ETF에서 발생할 수 있는 특징이지만, ETF 자체의 수급충격은 테마형에서 더 빈번하게 발생할 수밖에 없다.

향후 과제

테마형 ETF로의 지나친 자금집중이 바람직한 현상은 아니다. 그러나 상품의 출시와 공급을 직접 제한하는 접근은 신중해야 한다. 다른 유형의 ETF와 마찬가지로 테마형 역시 투자자들에게는 다양한 선택지 중의 하나이며, 동시에 운용사들의 혁신과 경쟁의 대상이 되기 때문이다. 따라서 향후 요구되는 과제는 전략 차별화 및 투자자 편익 증진을 위한 운용사들의 혁신 노력, 그리고 투자자들의 합리적인 의사 결정 지원을 위한 체계 구축 등이다.

자산운용사들은 상품의 차별화에 최선을 다하고, 새로운 상품의 출시 시점도 신중하게 결정함으로써 투자자들에게 상품 다양성, 위험 관리 등의 측면에서 편익을 제공해야 한다. 동일한 테마를 공유하는 ETF라 하더라도 전략 설계에 따라 다양한 방향으로 차별화가 가능하다. 테마의 순수 수혜기업 또는 밸류체인 전반 등 투자대상의 범위, 편입 종목 가중방식, 리밸런싱 규칙, 액티브 운용 여부, 파생 전략의 결합 여부 및 방법 등에 따라 펀드의 위험 · 수익구조가 달라진다. 운용사들은 글로벌 시장의 최신 상품 트렌드를 주시하고, 차별화 전략 설계에 최선을 기울여야 한다. 운용사들은 테마형 상품의 출시 시기 역시 신중하게 결정해야 한다. 이미 특정 테마가 유행해 편입 종목들의 가격이 올라간 시점에서 운용사들이 차별화가 부족한 유사 ETF를 양산하는 것은 투자자 편익 측면에서 바람직하지 않다.

---

6) Coval, J., Stafford, E., 2007, Asset fire sales (and purchases) in equity markets, *Journal of Financial Economics* 86(2), 479-512

7) Greenwood, R., Thesmar, D., 2011, Stock price fragility, *Journal of Financial Economics* 102(3), 471-490

8) Ben-David, I., Franzoni, F., Moussawi, R., 2018, Do ETFs increase volatility?, *Journal of Finance* 73(6), 2471-2535

투자자들이 테마형 ETF를 포함한 위험노출형 ETF에 투자할 때 합리적인 선택을 도울 수 있는 체계도 필요하다. 합리적인 투자는 합목적성 투자를 의미하는데, 이는 소득 및 자산규모, 위험성향, 연령, 세금 등 여러 변수를 고려한 생애주기 자산배분을 기초로 투자해야 함을 의미하기도 한다. 이러한 체계하에서는 저렴한 비용의 시장대표지수형 ETF를 핵심 자산으로 구성하고, 테마형을 포함한 저분산·위험노출형 상품들은 핵심 자산을 보조하는 수단으로 활용하는 것이 바람직하다. 이를 위해서는 증권사들의 자문 역할이 매우 중요하다. 일반적으로 개인투자자들은 정보와 전문지식의 부재로 길어야 1년 정도의 과거수익률을 기반으로 ETF나 펀드에 투자한다. 특정 테마가 유행하는 시점에서는 그 테마에 투자하는 ETF나 펀드의 과거수익률이 여타 상품의 과거수익률을 압도한다. 전문적인 자문이 부재한 상황에서 투자자들은 높은 과거수익률에 기반한 상품단위 투자에 집중할 수밖에 없다. 증권사들은 고객의 전체 금융자산을 대상으로 합리적인 자산배분안을 제안하고, 적절한 상품이 편입되도록 자문 기능을 늘려야 한다. 현재 증권사의 자문 기능은 자산규모가 큰 고객을 대상으로 하는데, 이제는 자동화된 시스템을 기반으로 자산규모가 상대적으로 작은 투자자들에게도 저렴한 자문 서비스를 제공할 수 있을 것으로 판단된다.

마지막으로 정부는 국내 주식시장이 장기적으로 우상향한다는 신뢰를 투자자들에게 보여주어야 한다. 테마형으로 대표되는 유행성 투자의 비중이 국내투자에서 더 높다는 사실은 투자자들이 국내 주식시장의 장기적인 상승 가능성을 의심한다는 의미이기도 하다. 따라서 국내 주식시장의 만성적인 저평가를 해소하기 위한 주주중심 자본시장 정책을 지속적으로 추진해야 한다.

ZOOM
-IN

미성년자 증권계좌의 구조와 투자자보호

최근 미성년자 증권계좌의 미수금 및 반대매매가 증가하면서 증권사들이 미수거래를 전면 제한하는 등 투자자보호 조치를 강화하고 있다. 그동안 국내 미성년자 증권계좌는 일반 위탁계좌에 일부 거래제한을 두는 구조로, 증권사별 위탁증거금률에 따라 미수거래가 가능하였다. 또한 실질적인 투자판단은 법정대리인이 수행하는 반면 이에 따른 채무와 투자손실은 미성년자에게 귀속되는 구조적 문제가 존재하고 있다.

반면 미국은 UGMA·UTMA 계좌를 통해 재산관리인의 법적 책임을 명확히 하고, 청소년 직접거래 계좌에서는 고위험상품에 대한 접근을 제한하고 있다. 일본 역시 미성년자 전용 계좌를 운영하여 거래 가능 상품을 제한하고, 일정 연령 이상에서는 친권자의 동의하에 직접거래를 허용하는 등 사전에 위험 발생을 차단하고 있다.

이러한 가운데 금융당국은 미성년자 계좌의 미수거래 제한에 관한 공통 기준 마련의 필요성을 공감하고 규정 명문화를 검토 중에 있다.

□ 금년들어 미성년자 계좌의 미수금 잔고 및 반대매매가 단기간 내 증가하자 대다수의 증권사가 미성년자 계좌의 미수거래를 전면 차단

— 지난해 국내 증시 호황으로 만 20세 미만의 미성년자 계좌의 보유 주식이 크게 증가하였고 이와 함께 해당 계좌의 미수금 잔고 및 반대매매 체결금액도 증가

- 2025년말 기준 미성년자의 국내 상장주식 보유액은 7.3조원으로 이는 2024년말 4.6조원에서 57% 증가한 규모[1)]
- 만 20세 미만 투자자의 미수금 잔고는 2026년 1월말 1.2억원에서 6월말 2억원으로 66.7% 증가하였으며 반대매매 계좌 수는 지난해 1,233좌에서 금년 1월~6월 중 1,678좌로 증가[2)]

— 그동안 미수거래 허용 여부는 증권사 자율에 맡겨졌으나, 실제로 반대매매로 인한 강제 매도가 발생하는 등 관련 위험이 높아지자 8월 이후 대다수의 증권사는 미성년자 계좌의 미수거래를 전면 차단

- 이전부터 만 19세 미만 미성년자 미수거래를 제한해 온 일부 증권사 외에 최근까지 미수거래를 허용해 온 증권사들도 부모 등 법정대리인의 동의 여부와 상관없이 기존 계좌 및 신규 계좌 모두 증거금률을 100%로 설정

1) 연합뉴스, 2026. 9. 15, 1억 이상 주식 보유 미성년자 1년 새 두 배.

2) 조선일보, 2026. 7. 31, 증시 폭락에 '빚투' 반대매매도 급증…하방 압력 키우는 변수로 떠오르나.

□ **그동안 국내 미성년자 증권계좌는 미성년자 대상 전용 계좌가 아닌 미성년자 명의의 일반 주식거래 계좌에 신용융자 등 일부 거래 제한을 둔 구조로, 위탁 매매의 결제방식에 의해 미수거래가 가능**

— 국내 증권사의 기본 계좌인 종합위탁계좌에서는 주식 매매체결 시점(t일)과 실제 결제 시점(t+2일)의 시차 발생으로 위탁증거금 제도가 적용

- 위탁증거금이란 주식을 매수할 때 체결일(t일)에 증거금률[3]에 따라 결제 대금의 전액이 아닌 일부만 보증금 성격으로 납부하는 증거금으로 그동안 각 증권사의 내부 리스크관리 재량의 영역
- 매수시 t일에 매수 → t+2일에 예수금에서 현금 인출 및 주식 입고가 완료되는 방식으로 주문 시점에서 일부 위탁증거금만 확보하고 결제일까지 나머지 결제대금을 입금하도록 허용하는 위탁매매 구조를 가짐

— 이 구조로 인하여 미성년자 명의의 일부 위탁계좌에서 증거금률 100% 미만의 미수거래가 가능

- 위탁증거금률은 자본시장법상 각 증권사의 리스크 관리 재량의 영역으로, 상당수 증권사는 이미 미성년자 명의 계좌에 대해 위탁증거금률을 100%로 적용하여 사실상 미수거래를 차단하였음
- 그러나 일부 기존 계좌 및 오프라인 개설 계좌 등에서 100% 미만의 증거금률이 적용되어 미수발생 가능성이 남아 있었으며, 최근의 증시 활황 등으로 미수발생 및 반대매매가 단기간내 증가

□ **계좌의 구조적 문제와 함께 법정대리인의 투자 거래에 관한 별도 규율이 미흡하여 대리인의 투자 판단으로 부채 발생시 법적 귀속의 비대칭 문제가 발생**

— 국내 미성년자 명의 증권계좌는 법정대리인(대부분이 부모)의 친권자 확인 및 동의 서류 제출을 통해 계좌가 개설

- 계좌 명의자와 법정대리인의 법률관계, 실명확인 및 동의서류 제출 등의 절차를 거친 후 개설 등 절차적 통제가 적용

— 개설 이후 계좌 관리를 위한 친권자의 대리권 행사에는 별도 제한이 없음

- 계좌의 법적 소유자 및 계좌 명의는 미성년자 자녀이나 계좌 관리는 법정대리인, 실제 주문은 미성년자 또는 법정대리인이 수행
- 친권자가 자녀 계좌의 실질적인 관리와 투자 판단을 실행하지만, 미수금 등의 채무 발생 시 경제적 귀속 주체는 미성년자 자녀가 되어 대리인의 투자결정으로 미성년자 소유의 자산이 처분될 가능성이 존재

— 금번 조치 이전 실제로 일부 미성년자 계좌에서 반대매매가 발생하는 등 투자판단자와 경제적 귀속 주체의 비대칭으로 인한 리스크가 발생

- 그동안 미수거래에 대해서는 증권사마다 자체 기준으로 대응, 반면 신용계좌 약정은 연령을 이유로 명시적 배제 규정이 존재

3) 증거금률은 종목의 재무건전성, 시가총액, 변동성 등에 따라 종목별로 20~100%로 차등 적용

□ **반면 미국의 경우 UGMA(Uniform Gifts to Minors Act) 및 UTMA(Uniform Transfers to Minors Act)에 근거한 후견인 계좌(custodial account)에서 미성년자 투자를 허용하여 독립적으로 관리**

— 계좌 자산 소유자는 미성년자이며 계좌 운용 등 관리는 성년 후견인(custodian)이 수행

- UGMA/UTMA 계좌의 명의는 미성년자 단독이 아니라 미성년자 및 후견인이 함께 표시되어 재산관리인의 법적 지위가 명시
- 법적으로 UGMA/UTMA 계좌로 이전된 현금이나 증권은 미성년자에게 귀속되며 원칙적으로 취소할 수 없는 증여로 간주
- 성년이 될 때까지는 후견인이 모든 운용 결정을 내리며, 해당 주에서 정한 일정 연령에 도달하면 관리권이 종료

— 미국의 후견인 지위는 우리의 친권처럼 부모-자녀 관계로부터 자동 발생하는 포괄적 권리가 아니라 증여행위를 계기로 성립하는 별도의 법적 역할이며 후견인은 신의성실의무(fiduciary duty)를 수반

- 부모 등 후견인은 일정 연령까지 미성년자의 자산을 관리할 수 있으며, 타인 재산에 대한 신중한 관리의무, 거래기록 보존 및 열람, 관리권 이전 등의 의무를 구체적으로 규정
- 실제로 후견인은 자산을 관리하되 그 자산이 아이에게 직접 이익이 될 때만 활용할 수 있고 이 의무를 위반하면 법적 책임이 부과

— 신의성실의무 및 규제상 제약으로 인해 UGMA/UTMA 계좌에서는 통상 마진거래 자체가 허용되지 않는 등 계좌 개설과 동시에 이후 거래 단계에서 발생될 수 있는 비대칭 문제를 원천 차단

- 후견인 계좌는 기본적으로 cash account 방식으로 설계되어 있으며 대다수의 증권사에서 마진·공매도·대부분의 옵션·선물거래를 상품 설계 단계에서부터 지원하지 않음을 명시

□ **이와는 별도로 만 13~17세 청소년을 대상으로 한 전용 계좌(teen-owned account) 제도가 있으며, 해당 계좌에서는 부모의 감독 아래 청소년 본인이 직접 투자하나 투자 대상은 제한**

— UGMA/UTMA 계좌와 달리, 청소년 본인 명의의 계좌로 미성년자 본인이 직접 매매 주문

- 부모가 공동으로 계좌를 개설하고 모니터링하지만, 거래 실행 권한(매수·매도 주문)은 청소년 본인에게 부여
- 부모는 별도 앱 등을 통해 자녀 계좌 활동을 실시간으로 열람·감독할 수 있는 감독자(overseer) 역할

— 증권사들은 계좌 설계 단계에서 투자 가능 및 금지 상품을 명확하게 알리고 있으며, 일부 서비스는 거래 전 부모 승인 등 통제 장치를 마련

- Fidelity의 청소년 계좌인 Fidelity Youth Account에서는 투자 가능 상품을 미국 주식, ETF, Fidelity 자체 뮤추얼펀드 등으로 제한하고 있으며, 마진거래, 옵션거래, 공매도, 암호화폐 및 레버리지·인버스 ETF가 금지 대상임을 명시[4)]

4) 피델리티 웹페이지(www.fidelity.com/go/youth-account/overview)

□ **일본의 경우 계좌 관리 주체는 친권자이나 별도의 미성년계좌 제도를 두고 성인 계좌와 상품 취급 범위를 분리하고 있으며 일정 연령이 지나면 미성년자를 해당 계좌의 거래주체로 인정**

— 18세 미만을 대상으로 미성년계좌를 별도로 분리 운영하고 있으며 대다수의 증권사가 미성년계좌의 레버리지 및 파생상품, 일부 레버리지 상품, 암호자산 등 고위험 거래를 원천 차단

- 사실상 현금거래 중심으로 미수 등 채무를 발생시키는 거래 자체를 차단

— 다만 일본은 미성년자의 연령에 따라 실제 거래주체를 구분하여 만 15세 이상이면 친권자의 동의 하에 미성년자 본인이 직접 거래 가능

- 민법상 동일한 미성년자 범주이나 연령에 따라 투자판단 능력 및 금융교육의 차이 등을 이유로 15세 미만의 미성년자는 관리 주체가 친권자이나, 15세 이상이 되면 미성년자 직접 거래가 가능

□ **우리나라에서는 최근 증권사들의 선제적인 조치와 함께 금융당국도 이를 명시적으로 제한하는 방안을 논의 중**

— 금융당국은 개별 증권사의 자율적인 위험관리 기준이 아닌 미성년자 계좌의 거래 제한에 관한 공통 기준 마련의 필요성을 공감하고 규정 명문화를 검토 중

- 금년 9월 발표된 금융감독원의 금융소비자보호 개선 로드맵에 미성년자 미수거래 제한 관련 내용이 포함[5]되어 있으며 이후 한국거래소 및 금융투자협회 등의 관련 규정에 해당 거래를 명시적으로 금지하는 조항을 신설하는 방안을 논의 중

선임연구원 김보영

5) 금융감독원, 2026. 9. 17, 금융소비자보호 성과 대국민 보고대회 개최, 보도자료.

ZOOM
-IN

최근 미국 회사채 포트폴리오 거래 증가 현황

최근 미국 회사채 시장에서는 여러 종목을 하나의 바스켓으로 묶어 한 번에 거래하는 포트폴리오 거래(portfolio trading: PT)가 빠르게 늘고 있다. 미국 장외채권 거래보고 시스템(TRACE) 자료로 집계한 미국 회사채 PT는 2026년 3분기 일평균 80.3억달러로 1년 전보다 35% 늘었고, 2026년 2분기에는 TRACE 기준 투자등급·하이일드 회사채 거래의 14.1%를 차지했다. 대표적인 채권 전자거래 플랫폼인 MarketAxess와 Tradeweb에서도 미국 회사채 PT 거래가 늘었으며, 두 플랫폼은 호가요청(RFQ)·PT·전체 참여자 대상 거래(A2A) 기능을 함께 쓸 수 있도록 제공하고 있다. 미 연준의 딜러 설문에서 PT를 취급하는 딜러들은 고객 수요 증가와 대규모 포트폴리오의 가격 산정·거래 기술 발전을 주요 확대 요인으로 꼽았다. 딜러들은 PT로 인수한 채권을 주로 개별 종목 매매로 처분하면서 ETF 설정·환매와 신용상품 ETF 헤지도 활용하고 있으며, 응답 딜러의 4분의 3 이상은 앞으로 1년 동안 PT 참여가 증가할 것으로 예상했다.

□ **미국 회사채 시장에서 여러 종목을 묶어 한 번에 거래하는 포트폴리오 거래(portfolio trading: PT)가 빠르게 늘면서 전체 회사채 거래에서 차지하는 비중도 상승**

— 미국 금융산업규제기구(FINRA)가 운영하는 장외채권 거래보고 시스템(Trade Reporting and Compliance Engine: TRACE)은 2023년 5월 15일부터 두 거래당사자가 10개 이상 종목으로 구성된 회사채 바스켓을 하나의 합의 가격으로 거래하면 PT로 구분해 보고하도록 함[1)]

— MarketAxess가 TRACE 자료로 집계한 미국 회사채 PT 일평균 거래규모는 2025년 3분기 59.6억달러에서 2026년 3분기 80.3억달러로 1년 사이 35% 증가[2)]

— 같은 TRACE 기준으로 미국 투자등급 · 하이일드 회사채 거래에서 PT가 차지하는 비중은 2024년 2분기 10.8%에서 2026년 2분기 14.1%로 상승[3)]

  • 2026년 2분기 투자등급·하이일드 회사채의 일평균 거래규모는 581.6억달러이며, 이 가운데 PT가 82.2억달러

1) FINRA, 2022. 5. 24, Regulatory notice 22-12, p. 1.

2) MarketAxess, 2026. 10. 23, Third quarter 2026 financial results, Table 6.

3) MarketAxess, 2025. 7. 7, Trading volume statistics for June and second quarter 2025, Table 1A·1C; MarketAxess, 2026. 7. 7, Trading volume statistics for June and second quarter 2026, Table 1A·1C. PT 비중은 작성자 계산

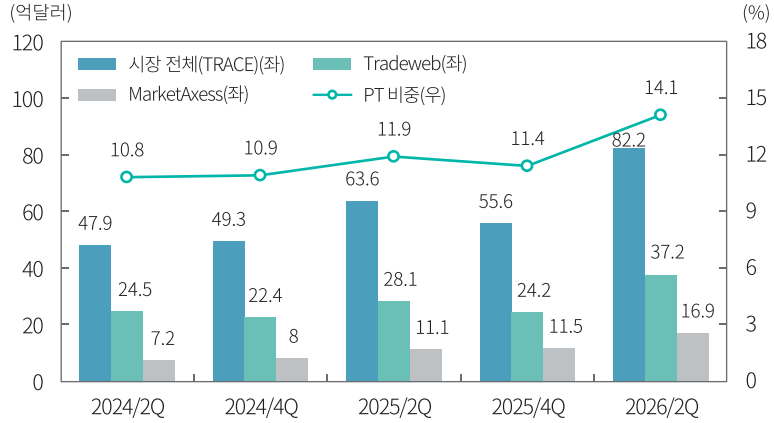
□ **대표적인 채권 전자거래 플랫폼인 MarketAxess와 Tradeweb에서도 미국 회사채 PT 거래가 증가**

— 시장 전체(TRACE) 가운데 MarketAxess 플랫폼에서 체결된 미국 회사채 PT는 2026년 2분기 일평균 16.9억달러로 1년 전보다 52% 늘었으며, 투자등급은 41%, 하이일드는 93% 증가[4]

- 2026년 3분기에는 일평균 15.8억달러로 1년 전보다 39% 증가[5]
- MarketAxess가 추정한 자사의 미국 회사채 PT 시장점유율은 2025년 2분기 17.5%에서 2026년 2분기 20.6%로 상승[6]

— Tradeweb의 미국 회사채 PT 일평균 거래규모는 2025년 2분기 28.1억달러에서 2026년 2분기 37.2억달러로 32.3% 늘어 2022년 2분기(11.1억달러)의 약 3.4배 수준[7]

〈그림 1〉 미국 회사채 포트폴리오 거래 일평균 거래규모와 TRACE 거래 대비 비중



주 : 시장 전체는 MarketAxess가 TRACE 자료로 집계한 미국 회사채 PT, Tradeweb·MarketAxess는 각 플랫폼이 공시한 미국 회사채 PT로 집계 기준이 서로 달라 합산하지 않음. PT 비중은 미국 회사채 PT 일평균 거래규모/미국 투자등급·하이일드 회사채 일평균 거래규모(TRACE 기준)로 계산

자료: MarketAxess(2025. 7. 7, 2026. 1. 7, 2026. 7. 7), Tradeweb(2026. 2. 5, 2026. 7. 30)

□ **미 연준이 2025년 6월 발표한 딜러 설문에서도 신용상품 PT를 취급하는 딜러 다수가 자사 거래에서 PT 비중이 늘었다고 응답[8]**

— 이 설문(Senior Credit Officer Opinion Survey on Dealer Financing Terms: SCOOS)은 연준이 주요 딜러의 고위 여신담당자를 대상으로 증권금융 · 장외파생상품 거래조건 등을 묻는 분기별 조사로, 2025년 6월 회차에서는 신용상품 PT를 특별문항으로 조사

4) MarketAxess, 2026. 7. 7, Trading volume statistics for June and second quarter 2026, portfolio trading channel, Table 1C.

5) MarketAxess, 2026. 10. 23, Third quarter 2026 financial results, Table 6.

6) MarketAxess, 2026. 7. 7, Trading volume statistics for June and second quarter 2026, portfolio trading channel, Table 1C.

7) Tradeweb, 2026. 7. 30, 2Q26 Earnings conference call, p. 7.

8) FRB, 2025. 6. 26, Senior credit officer opinion survey on dealer financing terms, June 2025, Q81·Q82·Q85.

- 설문은 여러 신용상품으로 구성된 바스켓을 한 번의 거래로 사고파는 방식을 신용상품 PT로 정의

— 응답 딜러 22개사 중 15개사(68.2%)가 PT를 취급했고, 이 가운데 12개사(80.0%)는 2023년 1월 이후 자사 신용상품 유통거래에서 PT가 차지하는 비중이 늘었다고 응답

- '크게 증가' 5개사, '다소 증가' 7개사, '변동 없음' 2개사, '크게 감소' 1개사

— PT 바스켓에는 주로 회사채가 담기며, PT 취급사 15개사 모두 투자등급 회사채를, 9개사는 하이일드 회사채를 '자주 포함'한다고 응답

- 레버리지론과 지방채를 '자주 포함'한다는 응답은 각 1개사였으며 구조화 신용상품은 없음

□ **딜러들은 PT 확대의 주요 요인으로 고객 수요 증가와 대규모 포트폴리오의 가격 산정 · 거래 기술 발전을 꼽음**[9)]

— PT 비중이 늘었다고 답한 12개사 중 각각 11개사가 고객 수요 증가와 가격 산정 · 거래 기술 발전을 '매우 중요'한 요인으로 평가

— 가격 정보 개선과 가격 투명성 향상은 4개사가 '매우 중요', 7개사가 '다소 중요'로 평가

— 신용상품 ETF가 성장해 PT의 헤지와 처분이 쉬워진 점은 2개사가 '매우 중요', 9개사가 '다소 중요'로 평가

□ **주요 플랫폼은 가격을 요청하는 방식(RFQ), 거래 단위(PT), 호가를 요청하는 상대방의 범위(A2A)라는 서로 다른 기준의 거래 기능을 제공하며, 이를 함께 쓸 수 있음**[10)11)]

— 호가요청(request-for-quote: RFQ)은 투자자가 선택한 여러 딜러에게 동시에 가격 제시를 요청한 뒤 응답 가격을 비교해 거래상대방을 고르는 방식으로, 거래 전 양측 이름이 공개

- Tradeweb은 이를 복수 딜러 RFQ, MarketAxess는 기명 RFQ(disclosed RFQ)로 제공하며, MarketAxess의 기명 RFQ는 여러 건의 거래를 한 번에 요청하는 리스트 거래(list trading)와 PT에도 사용

— PT는 바스켓 전체를 하나의 가격으로 거래하는 방식으로, 기명 RFQ로 PT 가격을 요청하는 것처럼 RFQ와 함께 쓸 수 있음

- 두 플랫폼 모두 바스켓 전체를 하나의 가격으로 체결하며, Tradeweb은 이를 패시브 포트폴리오와 ETF의 리밸런싱에 활용할 수 있다고 설명

— A2A(all-to-all)는 호가 요청을 미리 선택한 딜러에 한정하지 않고 플랫폼의 전체 참여자에게 보내는 방식으로, 기존 딜러 외에 자산운용사 · 전문 시장조성회사(specialist market making firms) · 프랍 트레이딩 회사(proprietary trading firms) 등도 가격을 제시

9) FRB, 2025. 6. 26, Senior credit officer opinion survey on dealer financing terms, June 2025, Q83.

10) Tradeweb Markets Inc., 2026, FY2025 Form 10-K, pp. 19~20.

11) MarketAxess Holdings Inc., 2026, FY2025 Form 10-K, pp. 4~6, 8~9.

- Tradeweb의 Blast A2A는 RFQ 문의를 해당 시장의 전체 참여자에게 동시에 보내며, 미국 투자등급·하이일드 회사채와 유럽 회사채 등에서 이용
- MarketAxess의 Open Trading은 2025년 약 1,800개사가 참여한 A2A 방식으로, 참여자가 주문부터 결제까지 익명을 유지하며 MarketAxess가 매수자와 매도자 각각의 거래상대방(matched principal)이 되어 거래를 연결

— 선택한 딜러에게만 요청하는 기명 RFQ는 거래상대방이 서로 공개되고 당사자끼리 직접 체결 · 결제하는 반면, A2A는 요청 대상을 넓혀 유동성 공급원과 가격 경쟁을 늘리는 방식

- 2025년 MarketAxess 신용상품 거래량의 60% 이상이 기명 RFQ로 체결되었으며, Open Trading을 통한 거래도 약 1.2조달러
- MarketAxess는 2025년 Open Trading으로 고객이 얻은 가격 개선 효과를 약 4.96억달러로 자체 추정

□ **PT를 이용하는 고객은 특정 투자자 유형에 한정되지 않으며, 딜러는 바스켓 구성과 시장 상황을 보고 PT 인수 여부를 결정**[12)]

— PT 취급사 15개사 중 보험회사가 PT를 '자주 이용'한다고 답한 딜러는 9개사, 연기금 · 기금은 8개사, 뮤추얼펀드는 7개사, ETF 운용사는 6개사

- 헤지펀드와 투자자문사의 개별 일임계좌(separately managed accounts)는 '가끔 이용'한다는 응답이 각각 9개사, 7개사

— PT 인수 여부를 정할 때 '매우 중요'하게 보는 요소는 바스켓의 채권 구성(12개사), 시장 상황(10개사), 재무상태표 여력과 고객과의 관계(각 8개사) 순

— 2025년 4월 시장 변동성이 커진 시기에는 15개사 중 6개사가 개별 종목 거래에 비해 PT 의향 · 여력이 다소 줄었다고 답해, 다소 늘었다는 응답(3개사)보다 많았음

□ **딜러는 PT로 인수한 채권을 주로 개별 종목 매매로 처분하고, ETF 설정 · 환매와 신용상품 ETF 헤지도 활용**[13)14)]

— PT 취급사 15개사 중 13개사(86.7%)가 바스켓 구성 종목을 개별 매매하는 것을 재고 관리의 '매우 중요'한 수단으로 평가

— ETF 설정 · 환매는 11개사가 중요한 수단으로 평가('매우 중요' 4개사, '다소 중요' 7개사)

- ETF 설정·환매는 보유 채권을 ETF 기초자산 바스켓과 맞바꾸는 방식이고, ETF 헤지는 ETF 매매로 위험을 상쇄하는 방식이라는 점에서 구분

12) FRB, 2025. 6. 26, Senior credit officer opinion survey on dealer financing terms, June 2025, Q84·Q87·Q91.

13) FRB, 2025. 6. 26, Senior credit officer opinion survey on dealer financing terms, June 2025, Q88.

14) FRB, 2025. 6. 26, Senior credit officer opinion survey on dealer financing terms, June 2025, Q89·Q90.

— 11개사는 ETF 설정·환매 바스켓에 들어가지 않는 채권이 상당 부분 포함된 포트폴리오도 거래한다고 답했으며('가끔' 8개사, '자주' 3개사), 나머지 4개사는 신용상품 ETF의 지정참가회사(authorized participant)로 활발히 활동하지 않는다고 응답

— ETF 바스켓에 없는 채권의 PT 위험은 9개사(60.0%)가 신용상품 ETF로 자주 헤지하며, 신용부도스왑(CDS)은 3개사가 자주, 5개사가 일부 상황에서 이용

  • 신용선물·신용옵션을 이용한 헤지와 상쇄거래의 사전 합의는 대부분 이용하지 않음

— 바스켓 인수와 이후 처분은 별개의 단계이므로, PT 기능은 일괄 체결 기술뿐 아니라 개별 채권의 유통 여건과 ETF를 통한 재고 관리 가능성과 함께 볼 필요

□ **딜러 다수는 PT가 회사채 시장의 유동성과 기능을 일부 개선했다고 평가하고, 앞으로도 PT 참여가 증가할 것으로 예상**[15)]

— PT 미취급사를 포함한 응답 딜러 22개사 중 16개사가 2023년 1월 이후 PT 확산이 기업 신용시장의 유동성과 기능을 개선했다고 평가('일부 개선' 15개사, '크게 개선' 1개사)

  • '영향 없음' 5개사, '일부 악화' 1개사

— 22개사 중 17개사(77.3%)는 향후 12개월 동안 자사의 PT 참여가 늘 것으로 예상했으며('크게 증가' 6개사, '다소 증가' 11개사), 줄어들 것이라는 응답은 없었음

연구원 나누리

15) FRB, 2025. 6. 26, Senior credit officer opinion survey on dealer financing terms, June 2025, Q86·Q92.