

OPINION

연구위원
정화영

최근 주요국 국채 발행전략의 변화와 시사점*

최근 주요국에서는 높은 재정수요가 지속되는 가운데 중앙은행의 국채 보유 축소와 장기물 투자 수요 약화로 국채 발행 여건이 변화하고 있다. 미국은 중·단기물과 단기 국채(T-bills)의 활용을 늘리고 있으며, 일본은 초장기물 발행 비중을 줄이는 가운데 변동금리부 국채 도입을 추진하고 있다. 영국도 장기물과 물가연동국채의 발행 비중을 낮추는 대신 단기·중기물 비중을 높이는 한편, 단기 국채시장의 확대를 추진하고 있다. 이러한 발행전략의 변화는 각국 발행당국이 만기별 투자수요를 반영하여 조달비용과 자금조달의 안정성 간 균형을 모색하고 있음을 보여준다.

이들 국가는 우리나라에 비해 정부부채 비율이 크게 높고 국채시장의 투자자 구성도 다르기 때문에 이들의 발행전략을 우리나라에 그대로 적용하기는 어렵다. 다만 이들 사례는 우리나라도 만기별 투자수요와 조달비용을 점검하여 국고채 발행전략의 효율성을 높일 필요가 있음을 시사한다. 특히 그동안 30년물 발행 확대를 뒷받침해 온 보험사의 초장기물 수요가 둔화되고 있는 만큼, 30년물의 적정 발행 비중을 모색해야 한다. 아울러 기존 국고채의 만기 및 상품 구조로 충족하기 어려운 투자수요를 파악하고 이에 부합하는 상품을 통해 투자자 기반을 넓힐 필요가 있다. 그 일환으로 만기 1년 이하의 단기 국고채 도입을 검토하여 MMF 등의 투자수요가 형성된 단기자금시장을 새로운 수요 기반으로 활용할 필요가 있다.

최근 주요국에서는 높은 재정수요가 지속되는 가운데 중앙은행의 국채 보유 축소로 민간 투자자가 소화해야 할 국채 물량이 늘어나면서, 투자수요를 고려한 발행전략의 중요성이 커지고 있다. 특히 장기물에 대한 투자수요 약화와 함께 장기 국채금리가 상승함에 따라 각국 정부는 수요 변화를 반영해 만기별 발행 비중을 조정하고 있다. 이는 발행당국이 만기별 투자수요를 살피면서 조달비용과 자금조달 안정성 간 균형을 모색하고 있음을 보여준다. 이에 본고에서는 주요국의 국채 발행전략 변화를 살펴보고, 이를 바탕으로 우리나라 국고채시장에 대한 시사점을 제시하고자 한다.

투자수요를 고려한 국채 발행전략

국채 발행전략의 목표와 원칙에 대해서는 국제적으로 공통된 기준이 정립되어 있다. IMF와 세계은행의 공공부채관리 가이드라인¹⁾은 차환위험과 금리위험 등을 적정 수준으로 관리하면서 중장기적

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

1) IMF & World Bank, 2014, *Revised Guidelines for Public Debt Management*.

으로 조달비용을 최소화하는 것을 부채관리의 핵심 목표로 제시한다. 이를 위해 폭넓은 투자자 기반을 구축하고 투자자와 지속적으로 소통하는 한편, 국채 발행의 투명성과 예측가능성을 높일 것을 권고한다. 이러한 권고는 효율적이고 안정적인 자금조달을 위해 시장수요를 고려하는 것이 중요함을 보여준다. 따라서 투자자의 만기별 수요를 감안하여 발행규모와 만기구조를 결정할 필요가 있다.

이러한 필요성은 이론적으로도 뒷받침된다. 특정 만기 선호(preferred habitat) 이론에 따르면 국채시장에는 만기별로 상이한 투자자층(clientele)이 존재하며, 이에 따라 만기가 다른 국채는 완전한 대체 관계에 있지 않다.²⁾ 예를 들어, 연기금과 보험사는 장기부채의 금리위험을 관리하기 위해 장기물을 선호하는 반면, MMF와 은행 등은 유동성 관리를 위해 단기물을 선호한다. 따라서 특정 만기에 대한 투자수요의 변화는 해당 구간의 국채금리에 영향을 미칠 수 있으며, 발행당국이 만기별 수요를 고려해 발행 비중을 조정할 필요가 있음을 시사한다.³⁾

이와 같은 논의는 최근 국채 투자자 기반의 변화와 맞물려 더욱 중요해지고 있다. OECD는 주요국 국채시장에서 중앙은행 등 가격에 상대적으로 둔감한 투자자의 비중이 줄고 가격에 민감한 민간투자자의 역할이 확대되면서, 투자자 구성의 변화가 발행규모와 만기별 발행 비중을 결정하는 데 제약요인으로 작용할 수 있다고 지적한다.⁴⁾ 따라서 발행당국은 만기별 투자수요의 변화가 일시적인지 구조적인지를 지속적으로 점검하고, 해당 변화가 구조적인 것으로 판단되면 발행의 투명성과 예측가능성을 유지하는 범위에서 만기별 발행 비중을 조정할 필요가 있다.

주요국의 국채 발행전략 변화

미국의 경우, 늘어난 재정조달 수요⁵⁾에 대응하여 중·단기물을 중심으로 발행규모를 확대해 왔다. 미 재무부의 만기별 국채 경매규모 추이를 살펴보면(〈표 1〉), 주로 2·3·5년물에 증액이 집중된 반면 장기물의 증액폭은 상대적으로 제한적인 것을 확인할 수 있다. 이에 따라 고정금리 이표채의 경매규모에서 2·3·5년물이 차지하는 비중은 2022년 55.5%에서 2026년 1~8월 61.9%로 확대되었다. 이는 수요가 상대적으로 풍부한 중·단기 구간을 활용하는 동시에 장기물 공급 확대에 따른 조달비용 상승을 제한하려는 발행전략으로 이해할 수 있다. 이와 같은 만기별 발행 비중 조정은 연준과 해외 공공 부문 등 가격에 상대적으로 둔감한 보유 주체의 역할이 축소되는 가운데, 가격에 민감한 민간투자자의

2) Vayanos, D., Vila, J.-L., 2021, A preferred-habitat model of the term structure of interest rates, *Econometrica* 89(1), 77-112.

3) Guibaud, S., Nosbusch, Y., Vayanos, D., 2013, Bond market clienteles, the yield curve, and the optimal maturity structure of government debt, *The Review of Financial Studies* 26(8), 1914-1961.

4) OECD, 2026, *Global Debt Report 2026*.

5) 미국의 GDP 대비 재정적자 비율은 팬데믹 이전인 2016~2019년(회계연도 기준) 연평균 -3.8%에서 2022~2025년 -5.9%로 확대되었다.

중요성이 커지는 미 국채 투자자 기반의 변화와도 연결된다.⁶⁾

〈표 1〉 미 고정금리 이표 국채의 만기별 경매규모 추이

(단위: 억달러)

	2년물	3년물	5년물	7년물	10년물	20년물	30년물	합계
2022년	463 (18.6)	443 (17.8)	473 (19.0)	410 (16.5)	341 (13.7)	152 (6.1)	201 (8.1)	2,481 (100.0)
2023년	458 (19.1)	425 (17.8)	468 (19.5)	363 (15.2)	346 (14.5)	134 (5.6)	200 (8.4)	2,393 (100.0)
2024년	675 (21.5)	570 (18.2)	685 (21.9)	435 (13.9)	398 (12.7)	140 (4.5)	229 (7.3)	3,133 (100.0)
2025년	690 (21.7)	580 (18.2)	700 (22.0)	440 (13.8)	400 (12.6)	140 (4.4)	230 (7.2)	3,180 (100.0)
2026년	690 (21.7)	580 (18.2)	700 (22.0)	440 (13.8)	401 (12.6)	141 (4.4)	231 (7.3)	3,184 (100.0)

주 : 1) 미 재무부가 공고한 만기별 경매규모(auction size)의 월평균

2) 고정금리 이표채(nominal coupon securities) 기준으로 단기 국채, 변동금리부 국채, 물가연동국채 등은 제외

3) () 내는 비중(%)을 나타냄

4) 2026년은 1~8월 기준

자료: 미 재무부

또한 만기 1년 이하의 단기 국채(T-bill)도 재정수요를 충족하는 데 적극적으로 활용되고 있다. 연준의 정책금리가 상당 기간 높은 수준을 유지하는 가운데 MMF의 운용자산이 크게 증가하며 단기자금 시장의 투자수요가 풍부하게 형성되었다(〈그림 1〉).⁷⁾ 이러한 수요 여건을 바탕으로 미 재무부가 단기 국채 발행을 확대하면서 국채 발행잔액에서 단기 국채가 차지하는 비중은 2026년 8월말 22.8%까지 높아졌다(〈그림 2〉). 한편 미 재무부는 장기물의 유동성을 지원하기 위해 장기 구간의 바이백 규모를 확대하고 있는데⁸⁾, 바이백 확대를 위한 추가 자금조달이 단기 국채 발행에 집중될 경우 단기물에 대한

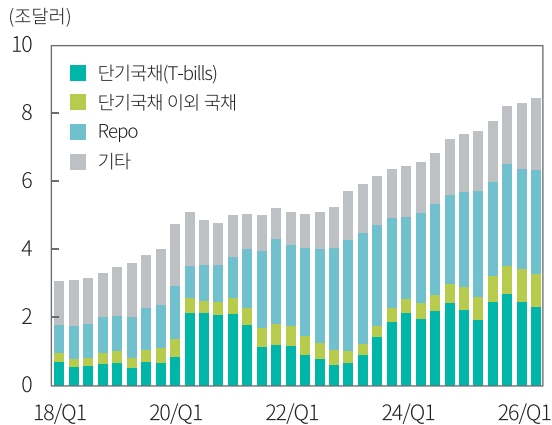
6) 미 국채 투자자 구성의 변화에 대해서는 Dilts Stedman, K., 2025, The changing investor composition of U.S. treasuries, Part 1: Foreign treasury sales could raise U.S. yields; Sengupta, R., Jacobs, J. A., 2025, The changing investor composition of U.S. treasuries, Part 2: Who's buying U.S. treasuries?, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Bulletin을 참조.

7) 2026년 3분기 재무부 차입자문위원회(Treasury Borrowing Advisory Committee) 자료에 따르면, MMF는 역사적으로 단기 국채 순발행액의 약 60%를 소화해 온 것으로 추정된다. 또한 MMF는 미 국채를 직접 보유할 뿐 아니라 국채 repo시장에서 달러에 대한 주요 자금공급자로 기능함으로써 국채시장 중개를 간접적으로 뒷받침하고 있다. 한편, 최근에는 달러 스테이블코인 발행사도 준비자산 운용 과정에서 단기 국채의 새로운 수요 주체로 부상하고 있다.

8) 미 재무부의 유동성 지원 바이백은 기존에 발행된 경과물(off-the-run)을 매입해 유통시장 유동성을 높이는 제도로, 매입 재원은 주로 신규 국채 발행을 통해 조달된다. 미 재무부는 종전 20억 달러였던 잔존단기 10~20년 및 20~30년 구간의 회당 바이백 한도를 2026년 9월부터 최소 40억 달러로 확대한다고 발표하였으며, 9월 10일 실시된 10~20년 구간의 바이백 한도는 60억 달러로 설정되었다. Scott Bessent 미 재무장관이 8월 20일 CNBC 인터뷰에서 장기물 바이백 확대 조치를 'Treasury twist'라고 표현한 점을 고려하면, 이번 조치는 장기금리 상승 압력을 완화하려는 성격도 갖는 것으로 해석할 수 있다.

의존도가 더욱 높아질 수 있다. 현재까지 단기 국채는 MMF 등의 수요에 힘입어 원활하게 소화되고 있으나, 단기물 비중이 지속적으로 확대되면 차환위험이 높아지고 시장금리 상승시 이자비용이 보다 빠르게 늘어날 수 있다는 지적도 제기되고 있다.⁹⁾

〈그림 1〉 미국 MMF의 운용자산 구성



주 : 1) Repo는 MMF가 현금을 공급하는 환매조건부거래 운용잔액으로, 연준과의 거래(reverse repo) 및 국채 이외의 증권을 담보로 한 거래도 포함
2) 분기말 기준

자료: Fed(Financial Accounts)

〈그림 2〉 미 국채 발행잔액 중 단기 국채 비중



주 : 1) 시장성(marketable) 국채 기준
2) 월말 기준

자료: 미 재무부

일본의 경우, 일본은행(Bank of Japan)의 국채 매입 축소가 진행되는 가운데 초장기물 투자수요도 약화되면서 국채시장 여건이 변화하고 있다. 대규모 양적완화 과정에서 국채시장의 핵심 수요 주체로 기능해 온 일본은행이 최근 통화정책 정상화의 일환으로 국채 매입을 축소함에 따라 국채 보유 규모가 꾸준히 감소하고 있다(〈그림 3〉).¹⁰⁾ 그 결과 민간투자자가 소화해야 할 국채 물량이 늘어나면서 발행 당국의 수요기반 관리 부담도 커지고 있다. 특히 초장기 구간에서는 장기부채를 보유한 생명보험사가 주요 투자자 역할을 해 왔으나, 최근 규제 대응을 위한 듀레이션 갭 축소가 상당 부분 마무리된 가운데 초장기물의 변동성도 확대되면서 추가 투자수요가 둔화되고 있다.¹¹⁾

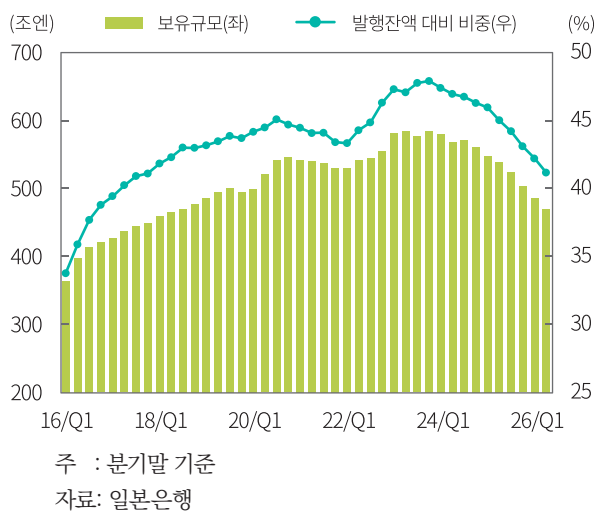
9) IMF는 2026년 4월 「Global Financial Stability Report」를 통해 주요 국채시장에서 단기물 발행에 대한 의존도가 높아질수록 차환위험이 커질 수 있다고 지적하였다. 특히 인플레이션 상승기에는 단기채무를 더 높은 금리로 차환하면서 정부의 이자비용이 증가할 수 있다고 평가하였다.

10) 일본은행은 2024년 7월 국채 매입 감액계획을 발표한 이후 월간 매입액을 당시 약 5.7조엔에서 단계적으로 줄여왔다. 2026년 6월 발표한 계획에 따르면 2026년 7~9월 월간 매입 예정액은 약 2.5조엔이며, 2027년 4월 이후에는 약 2조엔 수준으로 축소될 예정이다.

11) 일본은행은 2026년 4월 「Financial System Report」에서 경제가치 기반 지급여력규제(ESR) 도입에 대응한 생명보험사의 듀레이션 갭 축소가 상당 부분 마무리된 가운데, 초장기 구간의 변동성 확대 등을 배경으로 생명보험사가 초장기 국채 보유 확대에 신중한 태도를 보이고 있다고 평가하였다. 아울러 시장금리, 특히 초장기금리 상승으로 보유 엔화채권의 평가손실도 확대되었다고 지적하였다.

이러한 수요 변화에 대응하여 일본 재무성은 초장기물 발행을 축소하는 한편, 발행전략의 탄력성을 높이고 있다. 2025년 6월에는 2025회계연도 국채 발행계획을 수정하여 20·30·40년물의 회차당 발행액을 감축하고, 감액분은 2년물과 단기 국채 발행 및 개인투자자 대상 국채 판매 확대 등으로 보완하였다. 이어 2025년 12월 발표한 2026회계연도 발행계획에서도 초장기물의 회차당 발행액을 추가로 감축하는 한편, 개인투자자 대상 국채 판매를 확대하였다. 이는 초장기 국채의 수급 부담과 시장 참가자 의견을 반영하여 초장기물 공급을 줄인 조치로 볼 수 있다(〈표 2〉). 이에 더하여 재무성은 투자자 수요를 반영하여 2027년 1월 이후 단기금리에 연동되는 변동금리부 국채 발행을 개시할 예정인데, 이는 금리 변동성이 확대된 환경에서 투자자의 듀레이션 부담이 상대적으로 낮은 상품을 제공함으로써 국채 수요기반을 다변화하려는 노력으로 평가된다.

〈그림 3〉 일본은행의 국채 보유



〈표 2〉 일본 고정금리 이표 국채의 만기별 발행계획

(단위: 조엔)

	2년물	5년물	10년물	20·30·40년물	합계
2022년	33.6 (26.8)	30.0 (23.9)	32.4 (25.8)	29.4 (23.4)	125.4 (100.0)
2023년	34.8 (27.5)	30.0 (23.7)	32.4 (25.6)	29.4 (23.2)	126.6 (100.0)
2024년	31.2 (26.7)	27.6 (23.6)	31.2 (26.7)	27.0 (23.1)	117.0 (100.0)
2025년	31.2 (26.9)	28.8 (24.9)	31.2 (26.9)	24.6 (21.2)	115.8 (100.0)
2026년	33.6 (29.9)	30.0 (26.7)	31.2 (27.8)	17.4 (15.5)	112.2 (100.0)

주 : 1) 고정금리 이표채(nominal coupon securities) 기준으로 단기 국채, 물가연동국채 등은 제외

2) 회계연도별 최초 발행계획 기준

3) () 내는 비중(%)을 나타냄

자료: 일본 재무성

영국의 경우, 확정급여형(DB형) 연금의 장기부채 헤지 수요를 바탕으로 장기 고정금리 국채와 물가연동국채 시장이 크게 발달해 왔으나 최근 연금 수요가 약화되면서 국채시장의 투자자 기반도 변화하고 있다.¹²⁾ 전통적으로 DB형 연금은 부채연계투자(liability-driven investment) 전략을 활용하며 장기 국채의 핵심 수요기반으로 기능해 왔다. 그러나 2022년 이후 금리 상승에 따른 DB형 연금의

12) 한편 단기 국채(T-bills)를 제외한 영국 국채 발행잔액 중 영란은행(Bank of England)의 보유 비중도 2021년 말 33.8%에서 2026년 3월 말 16.6%로 크게 낮아졌다.

적립상태 개선으로 장기 국채의 추가 매입 필요성이 줄어들면서, 장기물 발행물량 중 가격에 보다 민감한 투자자가 소화하는 비중이 높아지고 있다.¹³⁾ 영국 재무부도 시장참가자 의견을 바탕으로 장기 고정금리 국채에 대한 수요가 중기적으로 감소하고 있으며, 물가연동국채에 대한 수요도 최근 약화되고 있다고 평가하였다.¹⁴⁾

이러한 수요 변화에 대응하여 영국 재무부는 단기·중기 구간을 활용하는 방향으로 발행전략을 조정하고 있다. 영국의 국채 발행계획 추이를 살펴보면(〈표 3〉), 장기 고정금리 국채의 발행 비중은 2022-23년(회계연도 기준) 28.5%에서 2026-27년 9.1%로 크게 낮아진 데 반해 단기 및 중기 고정금리 국채 비중은 각각 29.8%와 21.2%에서 38.6%와 30.9%로 높아졌다.¹⁵⁾ 또한 물가연동국채의 비중도 낮아지는 모습을 확인할 수 있으며, 특히 2026-27년 발행계획에서는 특정 만기·유형에 배정하지 않고 시장 여건에 따라 탄력적으로 운용하는 미배정(unallocated) 비중을 12.1%로 확대하여 수요 변화에 대응할 수 있는 여지를 넓혔다. 아울러 2026-27 회계연도 말까지 12개월 내외 만기의 단기 국채(T-bills)를 새로 정기 발행하는 등 단기 국채시장의 확충을 추진하고 있는데, 이는 보다 폭넓은 수요 기반을 마련하려는 조치로 볼 수 있다.¹⁶⁾

〈표 3〉 영국 국채 발행계획의 만기·유형별 비중

(단위: %)

	단기 고정금리	중기 고정금리	장기 고정금리	물가연동국채	미배정	합계
2022-23년	29.8	21.2	28.5	14.9	5.6	100.0
2023-24년	36.0	27.1	21.1	10.9	5.0	100.0
2024-25년	35.9	30.9	18.5	10.9	3.8	100.0
2025-26년	37.1	30.0	13.4	10.3	9.2	100.0
2026-27년	38.6	30.9	9.1	9.3	12.1	100.0

주 : 1) 단기, 중기, 장기는 각각 발행만기 7년 이하, 7년 초과 15년 이하, 15년 초과를 의미하며, 발행만기 1년 이하의 단기 국채(T-bills)는 제외

2) 회계연도별 최초 발행계획 기준

자료: 영국 재무부

13) Panigrahi, L., Sidhu, A., 2026, What were the drivers of UK long-term interest rates in 2025?, Bank of England.

14) HM Treasury, 2026, *Debt management report 2026-27*.

15) 영국 재무부는 고정금리 국채를 발행만기에 따라 단기(7년 이하), 중기(7년 초과 15년 이하), 장기(15년 초과)로 구분하는데, 본 고에서도 이러한 만기 구분을 사용하였다.

16) 영국 재무부와 국채관리청(DMO)은 2026년 5월 단기 국채시장에 관한 의견수렴 결과를 바탕으로 2026-27 회계연도 말까지 만기 12개월 내외의 단기 국채를 정기적으로 발행하기로 하였다. 이와 함께 단기 국채 유통시장을 활성화하기 위해 단기 국채를 일시적으로 차입할 수 있는 상설 레포제도(standing repo facility)를 도입하고, 이를 뒷받침할 단기 국채 담보 풀(T-bill collateral pool)도 조성할 예정이다. 자세한 내용은 HM Treasury & UK DMO, 2026, *The UK Treasury Bill Market: Consultation response*를 참조

국고채시장에 대한 시사점

앞서 살펴본 주요국은 우리나라에 비해 GDP 대비 정부부채 비율이 크게 높고¹⁷⁾ 국채시장의 투자자 구성도 다르기 때문에, 이들 국가의 발행전략을 우리나라에 그대로 적용하기는 어렵다. 다만 장기물 수요 약화에 대응하여 만기별 발행 비중을 조정하고 있는 점은 주목할 필요가 있다. 우리나라도 국고채 이자비용이 정부 총지출에서 차지하는 비중이 확대되는 가운데(〈표 4〉), 최근 국고채 금리도 상승하고 있어 국고채 발행전략의 효율성을 높일 필요성이 커지고 있다. 따라서 만기별 투자수요와 조달비용을 면밀히 점검하여 적정 만기구조를 모색하고, 재정의 이자부담과 차환위험을 균형 있게 관리할 필요가 있다.

〈표 4〉 정부 총지출 대비 국고채 이자비용 추이

(단위: 조원, %)

	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
국고채 이자상환 (A, 조원)	17.3	18.2	20.1	24.0	27.7	30.3
총지출 (B, 조원)	549.9	601.0	682.4	610.7	638.0	684.1
비중 (A/B, %)	3.1	3.0	2.9	3.9	4.3	4.4

주 : 1) 국고채 이자상환은 개인투자용 국채를 포함

2) 결산 기준

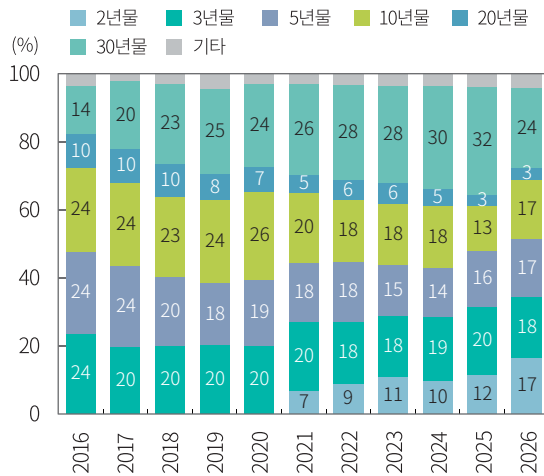
자료: 재정경제부, 열린재정

최근 수년간 우리나라 국고채 발행의 가장 큰 특징은 보험사의 수요를 바탕으로 30년물 발행 비중을 확대해 왔다는 점으로, 해당 비중은 2025년 31.5%까지 높아졌다(〈그림 4〉). 그러나 보험사가 자산 듀레이션을 상당 폭 늘려온 데다 최근 시장금리 상승으로 지급여력비율도 개선되면서, 초장기물에 대한 추가 매입 수요가 둔화되고 있다.¹⁸⁾ 이러한 수요 변화와 맞물려 30년물 수익률이 10년물보다 낮게 형성되던 역전 현상도 최근 들어 해소되는 모습을 보이고 있다(〈그림 5〉). 이와 같은 흐름 속에서 정부가 2026년 들어 30년물 발행 비중을 낮춘 것은 변화한 수요 여건에 부합하는 조치로 평가할 수 있다. 다만 30년물이 국고채 발행에서 여전히 큰 비중을 차지하고 있는 만큼, 앞으로도 장기 자금조달의 안정성을 높이는 편익과 이에 수반되는 조달비용 부담을 함께 고려하여 적정 발행 비중을 모색할 필요가 있다.

17) IMF의 2026년 4월 「Fiscal Monitor」에 따르면 2025년 한국, 미국, 일본, 영국의 GDP 대비 일반정부 총부채 비율은 각각 52.3%, 123.9%, 206.5%, 102.3%이다.

18) 한국은행, 2026, 「최근 외국인 국내 채권투자 부진 배경」, 『BOK Reports: 금융·경제 이슈분석 모음』.

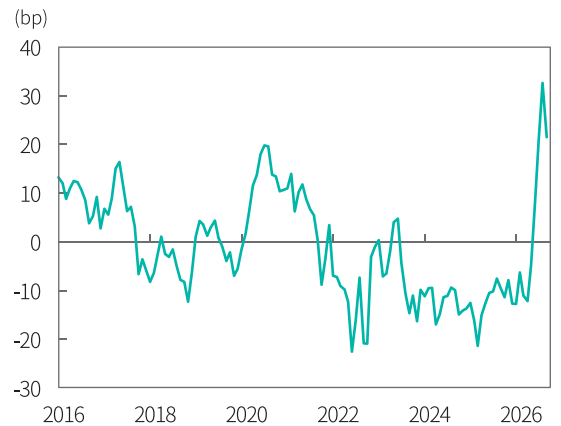
〈그림 4〉 만기별 국고채 발행 비중



주 : 1) 기타는 50년물과 물가연동국고채를 포함
2) 2026년은 1~8월 기준

자료: 연합인포맥스

〈그림 5〉 국고채 30년물과 10년물 수익률 차이



주 : 1) 월평균 기준
2) 30년물 수익률에서 10년물 수익률을 차감한 값
3) 2026년 9월은 1~16일 평균 기준

자료: 금융투자협회

아울러 국고채 투자자 기반을 다변화하기 위한 노력도 지속해야 한다. 이를 위해 기존 국고채의 만기 및 상품 구조로 충족하기 어려운 투자수요를 파악하고, 이에 부합하는 새로운 상품의 도입을 검토할 필요가 있다. 특히 우리나라는 만기 1년 이하의 국고채를 발행하지 않고 있어, MMF 등 단기자금 운용기관의 투자수요를 충분히 활용하지 못하고 있다. 향후에도 재정조달 수요가 이어지면서 국고채 시장이 지속적으로 성장할 가능성을 고려하면, 단기 국고채 도입을 통해 단기자금시장을 새로운 수요 기반으로 활용하는 방안을 모색할 필요가 있다. 나아가 단기 국고채의 발행과 유통이 정착되면, 단기 금리에 연동되는 변동금리부 국채의 도입 여건을 마련하는 데에도 도움이 될 수 있다. 이러한 상품 다변화는 투자자 기반을 넓히는 동시에 만기별 수요 여건에 맞춰 발행구조를 보다 탄력적으로 운용하는 데에도 기여할 수 있다.

OPINION

연구위원
홍원구

퇴직연금 사업자의 성과와 시장점유율*

우리나라 퇴직연금 시장은 빠르게 성장하여 2025년 말 적립금이 501.4조 원에 이르렀다. DB형 퇴직연금의 비중이 낮아지는 반면 DC형 퇴직연금과 IRP가 빠르게 성장하고 있으며, 펀드, TDF, ETF 등 실적배당상품에 대한 투자도 확대되고 있다. 이에 따라 퇴직연금 사업자의 경쟁에서도 상품과 운용성과의 중요성이 커지고 있다.

2011~2025년 퇴직연금 시장의 시장집중도를 보면 HH는 큰 변화가 없었으나 상위 사업자군의 점유율은 상승하였다. 한편 사업자의 시장점유율은 상당한 지속성을 보이며, 장기 운용성과와 시장 점유율 수준 사이에는 뚜렷한 관계가 나타나지 않는다. 이는 사업자 간 경쟁이 우수한 운용성과를 보상하는 시장규모로 충분히 이어지지 않고 있음을 시사한다.

따라서 기금형의 전문적 운용기능을 활용하는 한편, 현행 계약형에서도 대표 운용상품, 디폴트 옵션 개선, 투자상품 단순화 등을 통해 사업자의 운용 책임을 강화할 필요가 있다. 퇴직연금 시장의 경쟁도 사업자 수나 시장집중도보다 우수한 운용성과가 가입자의 선택과 자금이동으로 이어지는 방향으로 발전할 필요가 있다.

2025년 말 퇴직연금 적립금은 501.4조 원으로 증가하였으며, 특히 DC형 퇴직연금과 개인형 퇴직연금(IRP)의 성장이 두드러지고 있다. DB형 퇴직연금이 여전히 가장 큰 비중을 차지하고 있지만, DB형 퇴직연금의 비중은 점차 낮아지는 반면 가입자가 직접 운용방법을 선택하는 DC형 퇴직연금과 IRP의 비중은 지속적으로 높아지고 있다.

자산운용 측면에서도 변화가 나타나고 있다. 오랫동안 우리나라 퇴직연금 자산의 대부분은 예·적금이나 금리확정형 보험과 같은 원리금보장상품으로 운용되어 왔다. 그러나 최근 주식시장에 대한 관심 증가와 함께 펀드, TDF(Target Date Fund), ETF 등 실적배당상품에 대한 투자가 빠르게 증가하고 있다.

이러한 변화는 퇴직연금 시장의 경쟁구조에도 영향을 미치고 있다. 과거 퇴직연금 사업자의 경쟁이 주로 기업 고객 확보와 원리금보장상품 제공을 중심으로 이루어졌다면, 최근에는 운용성과와 상품 경쟁력이 점차 중요해지고 있다. 증권사, 은행, 보험사 등 퇴직연금 사업자 간 경쟁뿐 아니라 자산운용사의 펀드·TDF 경쟁, ETF를 둘러싼 상품 경쟁까지 확대되고 있다.

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

문제는 이러한 시장 확대와 경쟁 심화가 실제 가입자의 성과 개선으로 이어지고 있는가 하는 점이다. 본고는 우리나라 퇴직연금 시장의 경쟁구조와 사업자의 운용성과 및 시장점유율의 관계를 살펴보고, 우수한 운용성과가 가입자의 선택과 자금이동으로 이어지는 성과 중심의 경쟁을 강화하기 위한 방안을 검토한다.

퇴직연금 시장의 경쟁구조와 운용성과

2025년 말 기준 퇴직연금 사업자는 총 46개사이며, 이 중 운용관리 실적이 있는 사업자는 43개사이다. 운용관리 실적이 있는 사업자를 기준으로 하면 2011년 51개사에서 8개사가 감소하였다.¹⁾ 퇴직연금 도입 후 신사업 영역으로 주목받았지만, 이후 일부 사업자가 시장에서 이탈하는 등 사업자 간 경쟁도 지속되어 왔다.

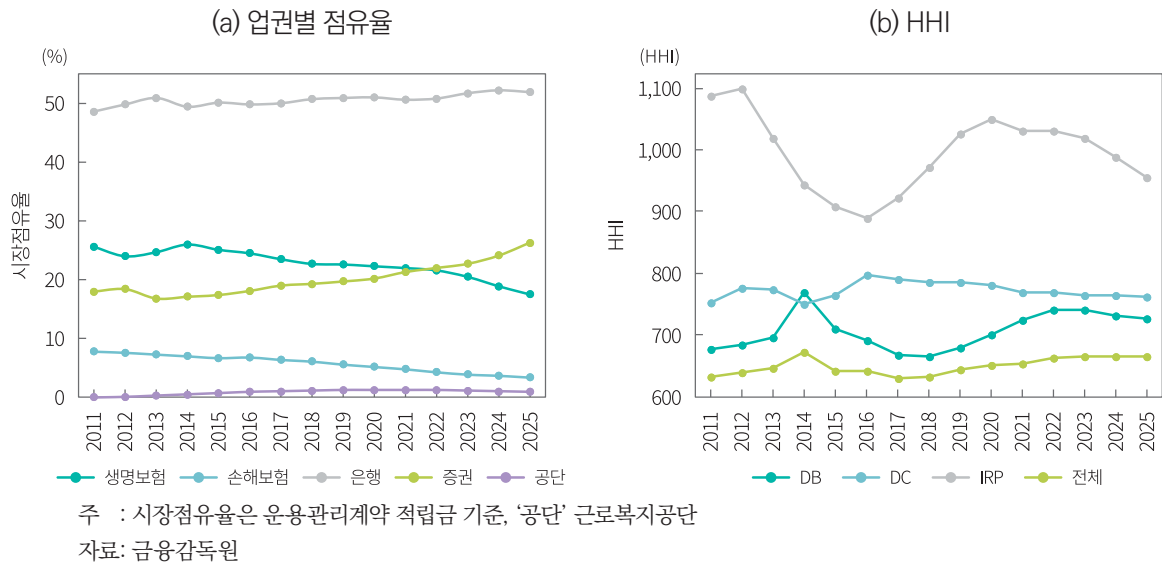
2011년 이후 업권별 퇴직연금 적립금 추세를 보면 증권사 비중이 확대되었고, 보험사(생명보험사와 손해보험사)의 비중이 축소되었다(〈그림 1〉 (a) 참조). 같은 시기에 진행된 DB형 퇴직연금의 상대적 비중 하락과 DC형 퇴직연금과 IRP 확대의 영향으로 볼 수 있다.

퇴직연금 도입 이후 감독당국의 주요 관심사 가운데 하나는 일부 사업자에 대한 시장집중을 방지하고 사업자 간 경쟁을 유지하는 것이었다. 시장집중도를 허핀달-허쉬만지수(Herfindahl-Hirschman Index: HHI)와 집중률(Concentration Ratio: CR)을 이용하여 살펴보면, 전체 시장의 HHI는 2011년 632.8에서 2025년 664.8로 큰 변화가 없었다(〈그림 1〉 (b) 참조). DB형 퇴직연금은 같은 기간 677.9에서 727.1로 소폭 상승하였으며, DC형 퇴직연금 역시 751.7에서 761.6으로 거의 변화가 없었다. 반면 IRP는 1,087.4에서 955.8로 하락하여 시장집중도가 다소 완화되었다.

CR3는 2011년 32.7%에서 2025년 31.3%로 하락한 반면, CR5는 46.8%에서 48.5%, CR10은 68.4%에서 74.8%로 상승하였다. 이러한 결과는 소수 사업자에 대한 시장집중이 크게 심화되었다고 보기는 어렵지만, 동시에 시장 전체의 경쟁도가 뚜렷하게 높아졌다고 평가하기도 어렵다는 것을 보여준다. 특히 최상위 3개사의 지배력이 강화되었다기보다는 상위 10개사까지 포함한 상위 사업자군의 시장점유율이 높아진 구조로 볼 수 있다.

1) 운용관리사업자 기준.

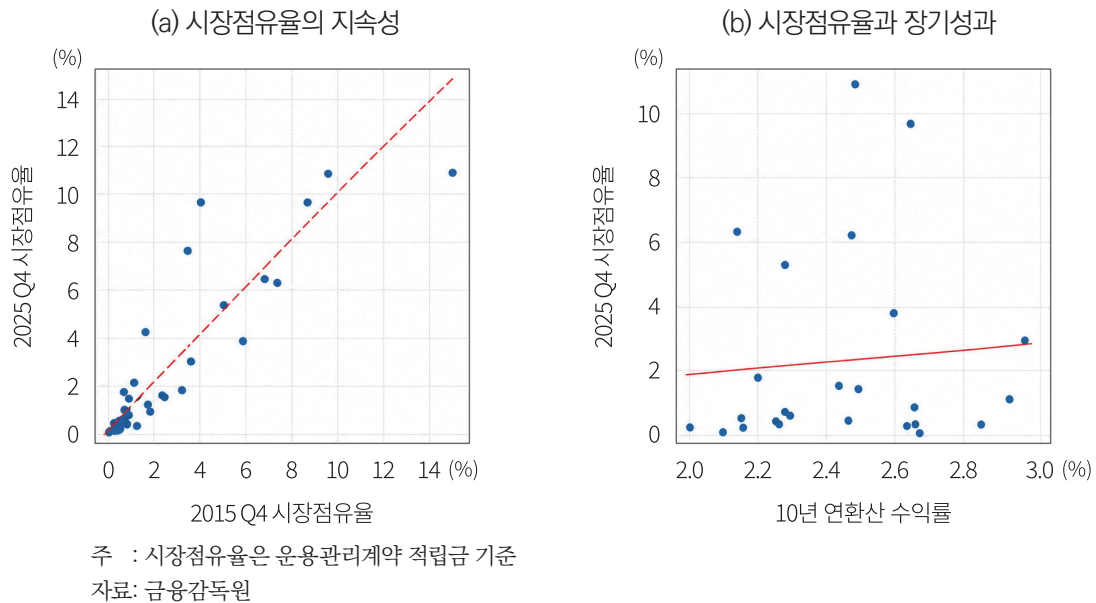
〈그림 1〉 퇴직연금 시장의 업권별 점유율과 HHI 추이



일반적인 금융시장에서는 경쟁이 확대되면 가격이 낮아지고 서비스의 질이 개선될 것으로 기대한다. 이러한 논리를 퇴직연금 시장에 적용하면 사업자 간 경쟁이 심화될수록 수수료가 낮아지고 운용성과가 개선되며, 성과가 우수한 사업자로 자금이 이동할 것으로 예상할 수 있다. 장기적으로는 성과가 우수한 사업자의 시장점유율이 높아지고 성과가 낮은 사업자는 시장에서 점유율을 잃게 된다. 따라서 퇴직연금 시장의 경쟁이 가입자의 성과 개선으로 이어지기 위해서는 단순히 사업자 수가 많거나 시장 집중도가 낮은 것뿐 아니라, 사업자의 성과가 시장점유율의 변화로 연결되는 시장규율이 작동하는 것이 중요하다.

그러나 우리나라 퇴직연금 시장에서는 이러한 시장규율이 충분히 작동하기 어려운 제도적 특성이 있다. 가입자가 사업자의 수익률과 비용을 정확하게 비교하기 어렵고, 사업자 선택과 실제 투자상품 선택의 주체가 일치하지 않는 경우도 많기 때문이다. 특히 DB형 퇴직연금에서는 사업자와 운용방법을 사용자가 결정하며, DC형 퇴직연금에서도 사업자는 주로 사용자가 선정하는 반면 실제 투자상품은 가입자가 선택한다. IRP는 가입자가 사업자와 투자상품을 모두 선택할 수 있어 상대적으로 선택권이 크지만, 금융회사와 상품에 대한 정보비대칭과 사업자 변경에 필요한 탐색비용이 존재한다.

이러한 특성은 사업자의 시장점유율에도 상당한 지속성을 가져올 수 있다. 〈그림 2〉의 (a)는 과거의 시장점유율이 이후에도 상당 부분 유지되고 있음을 보여준다. 이는 퇴직연금 시장에서 사업자의 시장점유율이 단기간의 운용성과보다는 기존 고객관계, 기업의 사업자 선정, 판매채널 등 다양한 요인의 영향을 받고 있을 가능성을 시사한다.

〈그림 2〉 퇴직연금 사업자: 시장점유율의 지속성과 장기성과

그렇다면 장기적으로 성과가 우수한 사업자가 더 높은 시장점유율을 확보하고 있는지를 살펴볼 필요가 있다. 〈그림 2〉의 (b)를 보면 사업자의 2016~2025년 장기 운용성과와 2025년 말 시장점유율 수준 사이에는 뚜렷한 관계가 나타나지 않는다. 이는 장기 운용성과가 사업자의 시장점유율 수준에 충분히 반영되는 ‘성과 중심의 경쟁’은 아직 뚜렷하게 나타나지 않고 있음을 시사한다. 다만 사업자별 수익률에는 가입자의 자산배분과 상품선택 결과도 반영되어 있으므로 이를 전적으로 사업자의 운용능력 차이로 해석하는 데에는 한계가 있다.

성과 중심의 퇴직연금 경쟁을 위한 제도 개선

앞의 분석은 퇴직연금 시장에서 사업자 간 경쟁이 존재하더라도 그것만으로 가입자의 운용성과가 자동적으로 개선되는 것은 아니라는 점을 보여준다. 그 배경에는 사업자 선택과 실제 자산운용 의사결정이 분리되어 있는 현행 퇴직연금제도의 구조적 특성이 있다. 따라서 시장집중도를 낮추거나 사업자 수를 늘리는 것뿐 아니라, 누가 가입자의 자산배분을 결정하고 그 결과에 책임을 질 것인가라는 운용 구조의 문제를 함께 살펴볼 필요가 있다.

이러한 관점에서 최근 논의되고 있는 기금형 퇴직연금은 하나의 대안이 될 수 있다. 기금형에서는 개별 가입자가 모든 투자상품을 직접 선택하기보다 기금의 수탁자 또는 전문 운용조직이 자산을 집합적으로 관리한다. 이를 통해 전문적인 자산배분, 규모의 경제, 장기투자 및 다양한 자산에 대한 접근이 가능해질 수 있다.

하지만 기금형이라고 해서 자동적으로 높은 수익률이 보장되는 것은 아니다. 기금의 지배구조가 적절하지 않거나 운용자의 책임과 권한이 불명확하면 대리인 문제가 발생할 수 있다. 규모가 커질수록 운용의 경직성이 높아질 가능성도 있다. 무엇보다 기금형의 성과는 누가 기금을 지배하고, 누구의 이익을 위해 의사결정을 하며, 운용성과에 대해 누가 책임지는가에 크게 좌우된다.

미국의 경험도 흥미로운 시사점을 제공한다. 미국 노동부에 따르면 가입자 100명 이상 퇴직연금의 2014~2023년 연평균 수익률(기하평균)은 DB형 퇴직연금이 5.5%, DC형 퇴직연금이 7.1%, 401(k)이 7.1%로 나타났다.²⁾ 이러한 결과는 전문 기금이 운용하는 DB형 퇴직연금이 개인계정 방식의 DC형 퇴직연금보다 반드시 우월한 성과를 보인다고 보기는 어렵다는 점을 보여준다.

이는 401(k)가 단순히 개인에게 모든 자산운용을 맡기는 제도가 아니기 때문이기도 하다. 401(k)에서도 저비용 인덱스펀드와 TDF, 자동가입 및 디폴트 투자수단 등이 확대되면서 개인계정 안에서 전문적·자동화된 운용기능이 상당 부분 구현되고 있다. 따라서 기금형 대 계약형이라는 이분법보다 어느 수준에서 투자 의사결정을 전문화하고 집합화할 것인가가 보다 중요한 논점이다.

그동안 퇴직연금의 낮은 수익률이 지적될 때마다 사업자에게 책임을 묻는 데에는 일정한 한계가 있었다. 현행 계약형 제도에서는 실제 투자상품을 선택하는 주체가 가입자 또는 사용자이기 때문이다. 사업자는 다양한 투자상품을 제공하지만, 최종적인 자산배분 결정은 가입자에게 맡겨져 있어, 가입자의 사업자 선택과 운용성과 사이의 연결관계가 약하다. 이러한 구조에서는 사업자 간 경쟁이 치열해지더라도 그 경쟁이 반드시 높은 운용성과를 둘러싼 경쟁으로 이어진다고 보기 어렵다.

기금형 퇴직연금의 도입과 관계없이 현행 계약형 퇴직연금 체제도 개선할 필요가 있다. 한 가지 방안은 자산운용에 대한 퇴직연금 사업자의 권한과 책임을 함께 강화하는 것이다. 사업자별로 대표적인 운용상품 또는 포트폴리오를 설정하고, 가입자가 이를 선택할 경우 사업자가 일정한 원칙에 따라 자산배분과 상품구성을 관리하도록 하는 방식이다. TDF 등 개별 펀드에서 이루어지는 전문적인 자산배분 기능을 퇴직연금 사업자 단위로 확대하는 것으로 볼 수 있으며, 현행 디폴트옵션을 이러한 방향으로 발전시키는 방안도 검토할 수 있다.

이러한 구조에서는 가입자가 수많은 개별 투자상품을 비교하는 대신 사업자의 대표적인 운용전략과 성과를 비교하여 사업자를 선택할 수 있다. 운용성과가 우수한 사업자로 가입자와 자금이 유입된다면 사업자의 성과와 시장점유율 사이의 연결관계도 강화될 수 있다. 이는 사업자 간 경쟁을 단순한 고객 확보 경쟁에서 운용성과를 둘러싼 경쟁으로 전환시키는 데에도 도움이 될 수 있다.

사업자 선택과 투자상품 선택을 직접 연계하지 않더라도, 가입자가 선택해야 하는 투자상품의 수를 줄이는 방안도 검토할 필요가 있다. 기업별 또는 퇴직연금 사업자별로 소수의 대표 상품을 선택하는

2) U.S. Department of Labor, 2025, Private Pension Plan Bulletin Historical Tables and Graphs 1975-2023, Tables E20, E22.

방안이다. 선택지가 많다고 해서 반드시 적극적인 선택이 이루어지는 것은 아니다. 오히려 복잡한 선택 환경에서는 의사결정을 미루거나 익숙한 원리금보장상품을 선택할 가능성이 높다.

한편 사업자가 제시하는 대표 운용상품을 원하지 않는 가입자에게는 기존과 같이 다양한 상품을 직접 선택할 수 있도록 선택권을 보장할 필요가 있다.

2025년 DC형 퇴직연금과 IRP의 수익률은 각각 8.47%, 9.44%로 크게 높아졌지만, DC형 퇴직연금과 IRP 가입자의 67.7%는 전체 가입자의 평균 수익률 6.47%에 미치지 못하였다.³⁾ 이는 실적배당상품의 확대와 시장수익률의 상승만으로 모든 가입자의 운용성과가 함께 개선되는 것은 아니라는 점을 보여준다. 투자상품 선택을 전적으로 가입자에게 맡기는 방식과 함께 전문적·자동화된 자산운용 수단을 확대하고, 이를 원하는 가입자가 쉽게 선택할 수 있도록 할 필요가 있다.

퇴직연금 시장에서 경쟁의 정도는 사업자 수나 시장집중도만으로 평가하기보다, 우수한 운용성과가 가입자의 선택과 자금이동, 나아가 시장점유율의 변화로 연결되는지를 중심으로 평가할 필요가 있다. 이를 통해 퇴직연금 사업자 간 경쟁도 고객 확보 중심의 경쟁에서 가입자의 장기 운용성과를 높이기 위한 경쟁으로 발전할 필요가 있다.

3) 고용노동부, 금융감독원, 2026, <2025년 우리나라 퇴직연금 투자 백서>

ZOOM
-IN코스닥 상장폐지 요건 강화 이후
위험기업의 대응 현황과 평가

정부는 코스닥 시장의 부실기업 장기 잔류를 억제하기 위해 2026년 7월부터 상장폐지 기준을 강화하였다. 제도 강화 이후 주식병합·감자 등 주식 및 자본구조 조정이 크게 증가하였으며, 실제 관리종목 지정기업의 45.0%가 유상증자·주식병합 등 사후대응에 나선 것으로 나타났다. 그러나 액면병합 실시기업의 변경상장 이후 주가가 다시 하락하는 사례가 상당수 나타나 주식구조 변경만으로 상장폐지 위험을 근본적으로 해소하는 데 한계가 있음을 보여주었다.

한편 관리종목 지정기업 중에는 자본잠식이 없고 매출·영업이익·영업현금흐름 등 기초여건이 양호한 기업도 일부 존재해 시장가격 기준 충족 여부와 기업의 실질적 재무상태가 반드시 일치하지 않는 것이 확인되었다.

따라서 최근 정부의 보완조치와 함께 시장 질서 개선이라는 정책목표를 효과적으로 달성할 수 있도록 현행 기준의 적용 결과와 실제 퇴출기업의 특성을 점검하고 추가 기준 상향이 기업과 시장에 미치는 영향을 지속적으로 살펴볼 필요가 있다.

- 정부는 코스닥 시장의 부실기업 장기 잔류를 억제하고 시장의 신뢰와 역동성을 높이기 위해 2026년 2월 상장폐지 제도 개혁방안¹⁾을 발표하고, 상장폐지 절차와 정량적 상장유지 기준을 전반적으로 강화
- 실질심사 단계와 개선기간을 단축하는 한편 시가총액·주가·자본잠식·공시위반 등 정량적 상장유지 기준을 강화하여 부실기업의 신속한 퇴출을 추진
 - 2026년 7월부터 코스닥 시가총액 기준을 200억원으로 상향하고 주가 1,000원 미만의 동전주 요건을 신설하는 등 시장가격 기준을 강화
 - 주식병합·감자 등을 통한 일시적인 요건 회피를 제한하고 반기 완전자본잠식 및 공시위반 관련 기준도 강화하여 퇴출제도의 실효성을 제고

1) 금융위원회, 2026. 2. 12, 부실기업 신속·엄정퇴출을 위한 상장폐지 개혁 방안, 보도자료.

〈표 1〉 코스닥 상장폐지 제도 개혁방안 주요 내용

구분	주요 내용	시행시기
시가총액 기준 강화	· 코스닥 시가총액 상장폐지 기준을 2026년 1월 150억원 → 2026년 7월 200억원 → 2027년 1월 300억원으로 단계적 상향 · 관리종목 지정 후 일시적 주가 상승을 통한 회피가 어렵도록 회복요건도 강화	· 200억원: 2026. 7. 1 시행 · 당초 300억원: 2027. 1. 1 시행 예정이었으나 시장상황과 기업계 의견을 감안해 2027년 7월로 6개월 유예
동전주 요건 신설	· 주가 1,000원 미만 기업을 새로운 상장폐지 대상으로 포함 · 액면병합 등으로 주가만 기계적으로 높여 기준을 회피하는 것을 제한하는 장치도 도입	· 2026. 7. 1 시행
완전자본잠식 기준 강화	· 기존 사업연도 말 완전자본잠식 외에 반기 기준 완전자본잠식도 상장폐지 실질심사 요건에 추가	· 2026년 6월 말 기준 반기보고서부터 적용
공시위반 기준 강화	· 최근 1년간 공시벌점 누적기준을 15점 → 10점으로 강화하고, 중대·고의적 공시위반은 1회라도 상장폐지 심사대상에 포함	· 2026. 7. 1 시행
상장폐지 절차 단축	· 코스닥 상장폐지 실질심사 과정에서 기업에 부여할 수 있는 최대 개선기간을 1년으로 단축하여 장기간 상장 유지 방지	· 2026. 4. 1 시행
집중관리 및 보완장치	· 2026년 2월~2027년 6월을 상장폐지 집중관리기간으로 운영 · 이후 재무적 존속가능성이 있는 기업의 충격 완화를 위해 일정 재무요건 충족 시 정리매매 없이 코넥스 이전상장 허용 추진	· 집중관리 2026. 2~2027. 6 · 코넥스 이전상장은 2026년 9월 추가 보완책으로 발표 ²⁾

자료: 금융위원회 보도자료

□ 상장폐지 기준 강화와 맞물려 코스닥 시장에서 주식병합이 크게 증가하면서 저가주 기업을 중심으로 단위주가 조정을 위한 대응이 확대

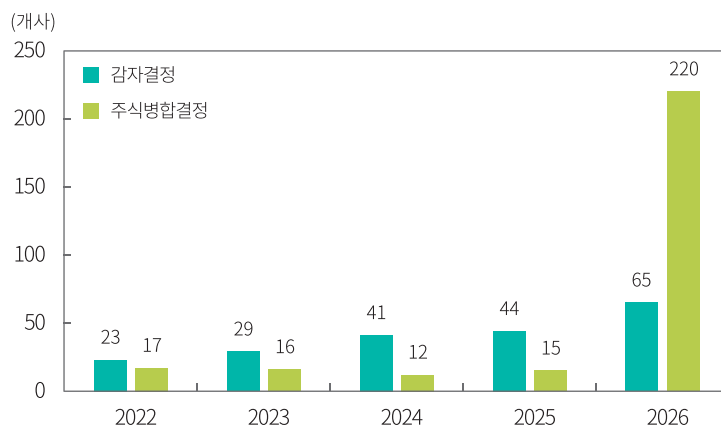
- 코스닥 주식병합결정 관련 공시기업은 과거 연간 10여 개사 수준이었으나 2026년 9월 4일 현재 220개사로 대폭 증가
- 이는 전년도 전체 15개사의 약 14.7배에 해당하며 같은 기간 코스피 59개사의 약 3.7배에 달해 코스닥에서 주식병합 관련 움직임이 특히 집중되는 양상
- 주가 1,000원 미만 기준이 새롭게 적용됨에 따라 발행주식 수를 줄이고 주당 가격을 높일 수 있는 주식병합이 저가주 기업의 퇴출 요건 강화에 대응하기 위한 수단으로 부각

2) 금융위원회, 2026. 9. 4, 코스닥 상장폐지 동향 및 향후 제도운영 방향, 보도자료.

□ 또한 감자결정과 액면병합 실시기업이 증가하는 등 코스닥 시장에서 주식·자본구조 관련 조정 움직임이 확대³⁾

- 코스닥 감자결정 기업은 2022년 23개사에서 2026년 9월 4일 65개사로 증가하였으며, 이미 전년 전체보다 21개사(47.7%) 많은 수준
 - 감자는 결손보전을 통한 자본잠식 개선뿐 아니라 주식병합 방식으로 발행주식 수를 줄여 단위주가를 높일 수 있어, 동전주 등 상장유지 대응 수단으로 활용 가능
- 2026년 9월 4일 기준 액면병합 변경상장을 실시한 기업은 코스닥 158개사, 코스피 48개사로 코스닥 기업이 코스피의 약 3.3배 수준
 - 액면병합은 발행주식 수를 줄이는 동시에 1주당 액면가와 시장가격을 높이는 효과가 있어 주가 1,000원 기준에 근접하거나 미달한 기업이 단기간에 단위 주가를 조정할 수 있는 대표적인 수단

〈그림 1〉 코스닥 주식병합·감자결정 추이



주 : 2026년은 9월 4일 기준

자료: KIND

□ 강화된 시가총액 및 주가 기준이 적용된 2026년 7월 이후 9월 4일까지 총 60개 코스닥 기업이 관련 요건 미달로 관리종목으로 지정

- 관리종목 지정기업 60개사⁴⁾ 가운데 시가총액 200억원 미달 사유가 포함된 기업은 38개사 (63.3%), 주가 1,000원 미달(동전주) 사유가 포함된 기업은 30개사(50.0%)이며, 이 가운데 8개사는 두 요건에 모두 해당
- 시가총액 기준 미달기업의 비중이 상대적으로 높게 나타나면서 150억원에서 200억원으로 상향된 시가총액 기준이 소규모 코스닥 기업의 관리종목 지정에 상당한 영향을 미친 것으로 판단

3) 다만 주식병합이나 감자는 상장폐지 대응 외에도 다양한 경영상 목적에 따라 이루어질 수 있으므로 시장 전체의 조치 증가를 모두 상장폐지 기준 강화의 직접적인 결과로 보기보다는, 제도 강화 이후 관련 조정이 크게 확대된 현상으로 해석

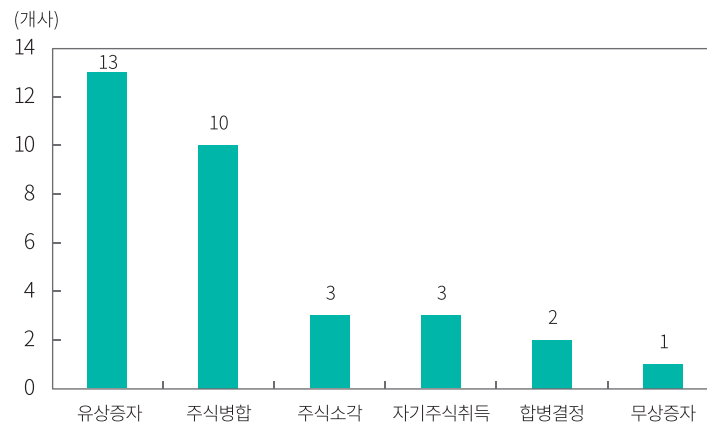
4) 관리종목 지정기업 중 시가총액 기준의 회복요건을 충족하지 못해 9월 8일 상장폐지가 결정된 기업이 1개사 존재

- 참고로, 코스닥 시장은 2025년까지 시가총액 40억원 미만을 관리종목 지정요건으로 운영해 왔으나 2015년 이후 해당 사유에 따른 신규 지정 공시가 없을 만큼 실질적인 적용 사례는 제한적
 - 반면 2026년 시가총액 기준이 150억원, 200억원으로 크게 상향되면서 시가총액 미달에 따른 관리종목 지정이 본격 증가
- 강화된 기준에 의한 관리종목 지정은 재무제표상 부실여부와 별개로 주가와 시장가치가 낮은 저가·소형기업을 선별하는 특성
- 주가 1,000원 미달 기준은 개별 주식의 가격수준을, 시가총액 200억원 기준은 주가와 발행 주식 수를 함께 반영한 기업의 시장가치를 기준으로 한다는 점에서 강화된 기준이 저가·소형주를 동시에 선별하는 효과

□ 관리종목 지정기업 60개사 가운데 27개사가 지정 이후 유상증자, 액면병합, 감자, 자기주식 취득 등 하나 이상의 사후대응 조치를 실시

- 관리종목 지정기업 60개사 가운데 27개사(45.0%)가 지정 이후 하나 이상의 사후대응을 실시하였으며, 유상증자(13개사)와 주식병합(10개사) 관련 조치가 주요 대응수단으로 활용
- 이외에도 주식소각(3개사), 자기주식 취득(3개사), 합병결정(2개사), 무상증자(1개사) 등 다양한 대응이 확인되며, 일부 기업(5개사)은 복수의 대응 수단을 병행

〈그림 2〉 코스닥 관리종목 지정기업 대응 현황



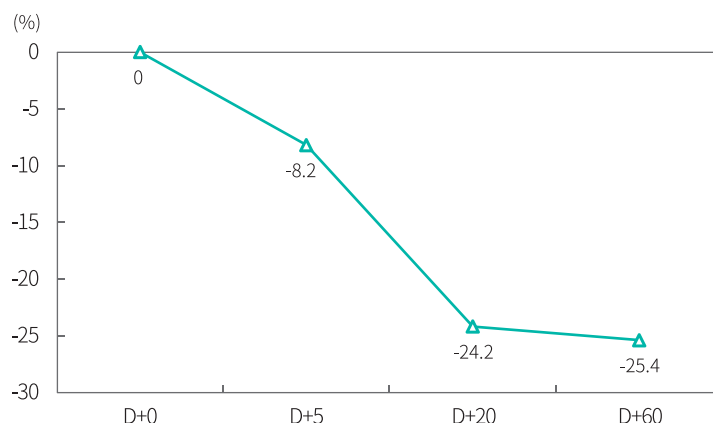
자료: KIND

□ 액면병합은 변경상장 직후 단위 주가를 높이는 효과가 있었으나 이후 다시 주가가 하락하는 기업이 상당수 발생

- 액면병합 변경상장 직후에는 158개사 중 154개사(97.5%)가 주가 1,000원 이상을 기록했으나, D+20에는 관측가능기업 124개사 중 17개사(13.7%)가 다시 1,000원 미만으로 하락

- 변경상장일 대비 주가수익률 중위값도 D+5 -8.2%, D+20 -24.2%, D+60 -25.4%로 하락하였으며, 16개사는 D+20에 새로운 액면가를 다시 하회
- 이는 액면병합에 따른 단위주가 상승효과가 지속되지 않는 사례가 존재하며, 주식병합만으로 저가주 위험을 근본적으로 해소하는 데에는 한계가 있음을 시사

〈그림 3〉 액면병합 변경상장 이후 주가수익률 변화

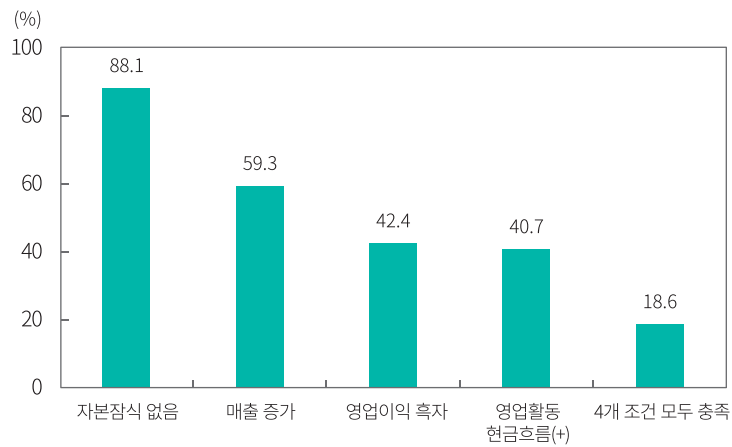


주 : 1) 2026년 2월 12일(상장폐지 개혁방안 발표)부터 2026년 9월 4일까지 액면병합 변경상장을 실시한 기업 기준
 2) 수익률은 변경상장일 증가 대비 각 관측 시점 증가 수익률이며 기업별 수익률의 중위값을 제시
 3) 시점별 관측기업 수는 D+5 150개사, D+20 124개사, D+60 102개사임

자료: 에프앤가이드

- 한편 관리종목 지정기업의 재무적 특성을 살펴본 결과, 강화된 시장지표 요건으로 관리종목으로 지정되었음에도 재무·영업 기초여건이 양호한 기업이 일부 존재
 - 2026년 상반기 재무자료 확인이 가능한 59개사 중 자본총계가 자본금을 상회하여 자본잠식이 나타나지 않은 기업은 52개사(88.1%)로 집계
 - 이 가운데 자본잠식이 없으면서 매출 증가, 영업이익 및 영업활동현금흐름 흑자를 모두 충족한 기업은 11개사(18.6%)로 나타나 관리종목 기업 중에도 영업·재무 기초여건이 상대적으로 양호한 기업이 존재
 - 또한 11개사 중 7개사는 전년동기 적자였던 영업이익이 2026년 상반기 흑자로 전환하는 등 실적 개선세를 보임
 - 이는 시가총액·주가 등 시장지표와 기업의 현재 재무·영업여건이 반드시 일치하지 않음을 보여주며, 시장가격 기준 강화 과정에서 기초여건이 상대적으로 양호한 소형기업도 관리종목에 포함될 가능성을 시사

〈그림 4〉 관리종목 지정기업의 주요 재무특성



주 : 매출 증가는 2026년 상반기 매출액이 전년동기대비 증가한 기업을 의미
 자료: 에프앤가이드

□ 따라서 시장 질서 개선이라는 정책목표를 효과적으로 달성할 수 있도록 현행 기준의 적용 결과와 실제 퇴출기업의 특성을 점검하고 추가 기준 상향이 기업과 시장에 미치는 영향을 지속적으로 살펴볼 필요

- 정부는 코스닥 시장 상황과 기업계 의견 등을 감안하여 당초 2027년 1월 예정이던 시가총액 300억원 기준 시행을 2027년 7월로 6개월 유예
- 앞서 살펴본 바와 같이 시장가격 요건에는 미달하더라도 재무여건이 상대적으로 양호한 기업이 일부 확인되는 만큼 정부의 보완조치와 더불어 현행 200억원 기준의 적용 결과와 실제 퇴출기업의 특성을 점검하고 추가 기준 상향이 기업과 시장에 미치는 영향을 지속적으로 살펴볼 필요

선임연구원 안유미

ZOOM
-INAI 투자 확대와 전환사채 시장의 부상:
미국 사례

AI 관련 대규모 투자가 지속되면서 기업의 자금조달 방식도 내부자금에서 회사채, 사모대출, 전환사채 등 외부자금으로 확대되고 있다. 특히 대규모 선행투자가 필요한 AI 인프라 기업을 중심으로 전환사채가 주요 자금조달 수단으로 부상하고 있다. 최근 미국에서 AI 관련 기업의 대규모 전환사채 발행이 이어지면서 시장 확대를 견인하고 있다. AI 기업은 높은 성장 기대와 주가 변동성으로 전환권의 가치가 높게 평가될 수 있어, 일반 회사채에 비해 상대적으로 낮은 쿠폰으로 대규모 자금을 조달할 수 있다. 이는 초기 현금흐름이 제한적인 기업의 금융비용 부담을 낮추면서 AI 인프라 투자를 확대할 수 있다는 점에서 유리하다. 다만 주가가 전환가격을 밑돌 경우 전환사채가 부채로 남아 만기상환과 차환 부담으로 이어질 수 있다. 국내에서도 AI 투자 확대와 함께 전환사채 활용이 늘어날 가능성이 있는 만큼 발행조건과 자금용도, 향후 재무부담을 함께 살펴볼 필요가 있다.

□ AI 관련 대규모 투자가 지속되면서 외부자금 조달의 중요성이 높아지고 자금조달 수단도 다변화되는 모습

- 초기에는 현금창출력이 높은 대형 기술기업을 중심으로 내부자금을 활용한 AI 투자가 이루어졌으나, 데이터센터 및 GPU, 전력 인프라 등에 필요한 투자규모가 확대되면서 외부자금 조달의 중요성이 높아짐¹⁾
 - AI 투자를 주도하는 미국의 주요 기업들의 자본적지출이 통상적인 투자 규모를 크게 넘어설 정도로 증가하면서, 그 지출을 자체자금만으로 충당하기 어려워져 차입을 통한 조달 비중이 확대
 - 특히 AI 인프라는 데이터센터 건설과 전력 확보, GPU 등 고가의 연산장비 구입에 대규모 선행투자가 필요한 반면, 투자 이후 실제 매출과 현금흐름이 발생하기까지 상당한 기간이 소요
- 이에 기업들은 투자기간과 자금용도, 재무여건 등에 따라 일반 회사채뿐 아니라 사모신용, 리스, 특수목적기구(SPV)를 활용한 부외금융(Off-Balance Sheet Financing) 등으로 자금조달 수단을 다변화
 - 아마존, 구글, 마이크로소프트, 메타, 오라클 등 주요 하이퍼스케일러의 회사채 발행액은 2025년 1,000억달러를 상회했으며, 대부분 만기 5년 이상의 장기채로 발행²⁾

1) BIS, 2026. 3. 16, Financing the AI infrastructure boom: on- and off-balance-sheet borrowing, BIS Bulletin.

2) BIS, 2026, Annual Economic Report 2026.

□ 이러한 외부자금 조달이 확대되는 가운데, 전환사채가 대규모 투자자금이 필요한 AI 관련 기업의 주요 자금조달 수단으로 부상

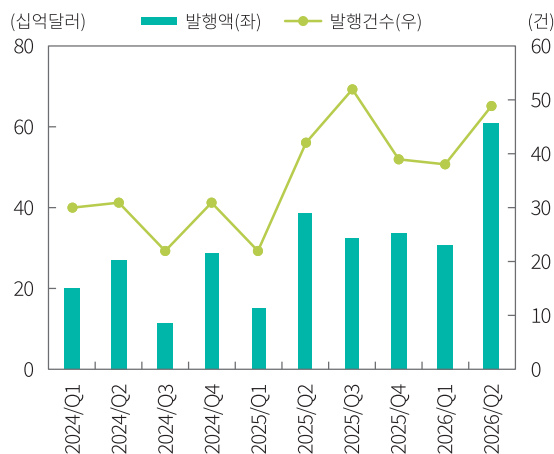
— 최근 미국 전환사채 시장 규모가 크게 확대되었으며, 특히 AI 관련 기업의 대규모 자금조달이 시장 확대의 주요 동력으로 작용³⁾

- 2026년 2분기 미국의 전환사채 및 의무전환사채(mandatory convertible) 발행액은 약 610억 달러로 전분기 약 310억달러에 비해 두 배가량 증가하며 사상 최대 분기 발행액을 기록
- 특히 수십억달러 규모의 대형 거래가 잇따른 가운데 구글의 192.5억달러 규모의 의무전환사채 발행은 2분기 전체 발행액에서 약 3분의 1을 차지

— 업종별로 살펴보면 AI 투자가 활발한 기술 관련 기업의 발행이 크게 증가한 것이 확인

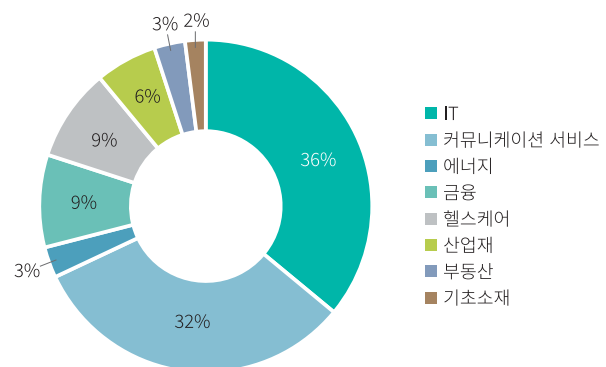
- 2026년 2분기 IT 및 커뮤니케이션서비스 부문은 전체 발행의 68%를 차지해 전년 동기 대비 29%p 증가
- AI 인프라, 컴퓨팅 용량, 서버 부품, 데이터센터, 반도체 및 기술 플랫폼 투자와 관련된 자금조달이 주요 발행 테마로 부상하면서 관련 기업의 대규모 발행이 시장 확대에 기여

〈그림 1〉 미국 전환사채 발행규모



자료: Matthews South

〈그림 2〉 미국 전환사채 발행 업종별 비중



주 : 2026년 2분기 기준
자료: Matthews South

□ 특히 AI 클라우드 및 데이터센터 관련 기업을 중심으로 인프라 투자자금을 마련하기 위해 전환사채를 적극 활용

— 인공지능(AI) 개발과 고성능 연산에 특화된 클라우드 기반 GPU 컴퓨팅 인프라 기업인 코어웨이브(CoreWeave)는 2026년 4월 35억달러 규모의 전환사채를 연 1.75%의 금리로 발행⁴⁾

3) Matthews South, 2026. 7. 8, Record issuance and mega-deal demand: Matthews South Q2 2026 Convertible Market Review.

4) CoreWeave, 2026. 4. 10, CoreWeave prices upsized \$3.5 billion convertible senior notes offering; CoreWeave, Form 8-K

- 2032년 만기로 발행된 해당 전환사채의 최초 전환가격은 주당 약 119.6달러로, 발행 직전 주가인 92달러 대비 약 30%의 전환 프리미엄이 적용
- 같은 시기에 발행한 27.5억달러 규모의 일반 선순위채 금리는 9.75%로 전환사채의 1.75%를 크게 상회
- 아이렌(Iren)은 비트코인 채굴 사업에서 AI 클라우드 및 데이터센터 사업으로 영역을 확대하는 과정에서 2026년 5월 30억달러 규모의 전환사채를 1.0%의 금리로 발행⁵⁾
 - 최초 전환가격은 발행 당시 주가보다 32.5% 높은 수준으로 설정되었으며, 조달자금은 capped call 거래 비용을 제외하고 일반 기업목적과 운전자금으로 사용할 계획
- 네비우스(Nebius)는 데이터센터 건설 및 구축과 AI 클라우드 개발을 위해 2026년 중 두 차례에 걸쳐 대규모 전환사채를 발행⁶⁾
 - 3월에는 총 43.375억달러 규모의 2031년 및 2033년 만기 전환사채를 각각 1.25%, 2.625%의 금리로 발행하고, 데이터센터 건설, AI 클라우드 개발, GPU 등 핵심 장비 확보를 자금용도로 제시
 - 이어 8월에는 57.5억달러 규모를 추가 발행했으며, 이 가운데 2030년 만기 34.5억달러는 0.5%, 2034년 만기 23억달러는 4.5%의 금리로 발행

□ AI 관련 기업의 높은 성장 기대와 주가 변동성은 전환사채의 활용 유인을 높이는 요인으로 작용

- 전환사채의 가치는 일반 채권으로서의 가치와 주식으로 전환할 수 있는 옵션가치를 함께 포함하며, 기초주식의 변동성이 높을수록 일반적으로 전환옵션의 가치가 상승
 - AI 관련 기업은 높은 성장 기대와 함께 주가 변동성이 큰 경우가 많아 투자자가 전환권에 높은 가치를 부여할 수 있으며, 이에 따라 발행기업은 상대적으로 낮은 쿠폰으로 자금을 조달할 수 있음
 - 특히 대규모 선행투자가 필요한 반면 현재 현금흐름이나 신용도가 충분하지 않은 AI 인프라 기업은 전환옵션을 활용해 현금 이자부담을 낮출 수 있음
- 또한 향후 AI 투자가 매출 및 이익 증가로 이어져 주가가 전환가격을 상회할 경우 주식전환을 통해 부채 상환 부담도 낮출 수 있음
 - 투자 초기에는 상대적으로 낮은 이자비용으로 자금을 확보하고, 사업성과가 주가 상승으로 이어질 경우 전환을 통해 만기 원금상환 부담도 줄일 수 있다는 점에서 대규모 성장투자를 추진하는 기업에 유리
- 이에 따라 전환사채는 일반 회사채를 낮은 금리로 발행하기 어려우면서 투자수요가 크고 향후 기업가치 상승이 기대되는 성장기업에서 활용도가 높은 편

5) IREN, 2026. 5. 14, IREN closes \$3.0 billion convertible notes offering.

6) Nebius Group, 2026. 3. 20, Nebius Group announces closing of private offering of convertible senior notes, with aggregate gross proceeds of approximately \$4.3 billion; Nebius Group, 2026. 8. 24, Nebius Group announces closing of private offering of convertible senior notes, with aggregate gross proceeds of approximately \$5.75 Billion.

□ 최근에는 AI 관련 기업에 대한 높은 투자수요와 전환옵션의 가치를 바탕으로 쿠폰이자를 지급하지 않는 제로쿠폰 전환사채 발행도 크게 증가⁷⁾

— AI 관련 기업의 높은 주가 변동성으로 전환옵션의 가치가 높아진 가운데 시장금리 상승으로 기업의 이자비용 절감 유인도 커지면서 제로쿠폰 전환사채 발행이 확대

• Dealogic에 따르면 2026년 8월 말까지 글로벌 제로쿠폰 전환사채 발행액은 약 720억달러로 2025년 연간 사상 최대치인 730억달러에 근접했으며, 전체 전환사채 발행액의 약 41%를 차지

• 온세미컨덕터(ON Semiconductor), 시에나(Ciena), 클라우드플레어(Cloudflare), 앰코테크놀로지(Amkor Technology) 등 AI 및 데이터센터 투자와 관련된 기술기업들도 제로쿠폰 전환사채를 발행

— 제로쿠폰 전환사채는 정기적인 이자지급 없이 자금을 조달할 수 있는 반면, 이자비용을 낮추는 대신 전환조건이나 주가 희석 방지를 위한 추가 비용이 발생할 수 있음

• 제로쿠폰으로 발행하기 위해 전환가격의 프리미엄을 낮출 경우 기존 주주의 지분 희석 가능성이 커질 수 있으며, 이를 완화하기 위해 capped call을 함께 활용하는 사례도 증가

• 2026년 capped call 등 희석방지 구조를 포함한 전환사채 발행액은 약 680억달러로 사상 최대 수준을 기록했으며, 이는 낮은 이자비용의 일부가 발행 초기 비용으로 전환될 수 있음을 의미

□ 다만 AI 관련 기업의 전환사채 발행 확대는 향후 성장성과 주가 상승에 대한 기대에 상당 부분 의존하는 만큼 투자성과가 부진할 경우 기업의 재무부담이 확대될 가능성

— 주가가 전환가격을 상회하면 투자자의 주식전환을 통해 기업의 부채상환 부담이 감소하지만, 주가가 전환가격을 하회하면 전환사채가 부채로 남아 만기상환 또는 차환이 필요

• 특히 대규모 선행투자를 진행한 AI 인프라 기업에서 예상했던 매출과 현금흐름이 발생하지 않을 경우 투자자금 회수가 지연되는 가운데 미전환 전환사채의 상환 또는 차환 부담이 동시에 확대될 수 있음

• 이에 따라 낮은 쿠폰을 통한 초기 이자비용 절감뿐 아니라 향후 전환 가능성과 만기 시점의 원금상환 능력을 함께 고려할 필요

— AI 투자자금 조달이 전환사채뿐 아니라 회사채, 사모신용 등 다양한 신용시장을 통해 확대되고 있다는 점에서 투자성과 부진의 영향이 개별 기업에 그치지 않을 가능성

• AI 관련 기업의 실적 부진과 주가 하락이 신용도 저하로 이어질 경우 회사채 및 사모신용의 조달비용 상승과 차환 여건 악화로 연결될 가능성

7) Financial Times, 2026. 8. 27, Zero-interest convertible bonds set for record year.

□ 국내에서도 AI 인프라 및 성장투자 확대를 위한 전환사채 활용 사례가 나타나기 시작

- 삼성SDS는 2026년 4월 글로벌 투자회사 KKR을 대상으로 1조 2천억원 규모의 전환사채 발행을 결정
 - 이를 통해 KKR과 AI 데이터센터 등 인프라 사업에서 협력을 확대하고, KKR이 보유한 글로벌 AI 인프라 투자 경험과 네트워크를 활용해 AI 사업 확대를 추진할 계획
- 삼성SDS는 미국 AI 인프라 전문기업과 전환사채 발행 목적에는 차이가 있으나, 국내에서도 AI 인프라 투자 확대 과정에서 전환사채를 활용한 사례가 나타났다는 점에서 주목
 - 미국 AI 인프라 기업이 대규모 투자자금 조달을 위해 전환사채를 활용한 것과 달리, 삼성SDS는 KKR과의 장기적인 전략적 협력과 AI 사업 확대를 함께 추진하기 위해 전환사채를 활용
 - 향후 국내에서도 AI 데이터센터 등 대규모 선행투자가 확대될 경우 기업의 재무여건과 투자 특성에 따라 전환사채가 자금조달 수단의 하나로 활용될 가능성

선임연구원 홍지연