



**KCMI**

Korea Capital  
Market Institute

# 전자단기사채 도입 효과 평가 및 향후 발전과제

백인석 | 황세운

## **백인석 (In Seok Baek)**

연구위원 / 경영학 박사

### **연구분야**

- 채권시장
- 단기금융시장
- 금리 및 채권 파생상품

## **황세운 (Seiwoon Hwang)**

연구위원 / 경제학 박사

### **연구분야**

- Fixed Income Securities & Derivatives
- Corporate Finance
- Corporate Taxation

# 전자단기사채 도입 효과 평가 및 향후 발전과제

2016. 2

연구 위원      백 인 석  
연구 위원      황 세 운



## 序 言

전자단기사채는 기업어음증권(CP)이 가지고 있던 제도상의 한계와 투자자보호의 강화를 위하여 도입된 금융상품이다. 오랫동안 일반기업과 금융회사들의 단기자금조달 및 운용에 있어서 중요한 역할을 해왔던 기업어음증권은 어음법과 자본시장법의 이중적 적용을 받는 특성을 가졌다. 전자증권의 도입이 일반화되어 가는 글로벌 금융시장의 추세에 비추어볼 때 무권화와 등록발행이 막혀있는 기업어음증권은 발행과 관리의 불편함이 존재한다. 또한 투자자보호 장치가 충분히 마련되어 있지 못한 관계로 대형 신용사건의 단초가 되는 사례가 많았다. 2011년 발생하였던 LIG건설 사례나 2013년의 동양사태는 대표적인 예일 것이다.

전자단기사채는 기업어음이 가진 이러한 문제점을 해결함과 동시에 국내 단기자금시장의 효율성 제고를 목적으로 한다. 전자적 등록방식을 채택하여 기존의 기업어음증권에서는 가능하지 않았던 초단기물의 발행이 가능해졌고, 발행한도의 개념을 적용하여 한계기업의 무분별한 남용 가능성을 차단하였다. 종합적으로 판단해보면 기업어음증권의 상품성은 대부분 유지하면서도 발행의 편의성과 투자자보호 수준은 향상시킨 상품으로 평가할 수 있다.

전자단기사채의 도입이 이루어진 이후 3년이 넘는 시간이 흘렀다. 도입 이후 금융회사를 중심으로 발행량이 지속적으로 증가하고 있으며, 자산유동화전자단기사채의 경우 시장의 성장세가 매우 뚜렷하다. 그렇지만 아직 제도도입의 기본 목적인 기업어음증권의 대체는 충분히 이루어지지 않은 것으로 보인다. 본 보고서는 전자단기사채제도 도입 이후의 시장발전 상황을 평가하고 향후 시장발전 방향을 모색하기 위해 작성되었다. 전자단기사채는 콜시장 진입규제로 인한 자금수요를 흡수하고 기업어음증권 발행수요를 대체하는 데에 있어서 중요한 역할을 하고 있는

것으로 판단된다. 전자단기사채가 수행하는 이러한 역할에 대한 평가를 실시하고, 이를 기반으로 향후 전자단기사채시장의 발전을 위해 필요한 사항들을 논의해 보는 것은 우리나라 단기자금시장과 자본시장의 발전을 위해서 매우 의미있는 작업이 될 것이다.

본 보고서의 집필을 위하여 오랜 시간동안 많은 노력을 기울여준 본원의 백인석 연구위원과 황세운 연구위원에게 감사의 뜻을 전한다. 또한 보고서의 작성을 위하여 여러 가지 기초자료 조사작업 및 통계작업에 도움을 준 이종은 선임연구원, 홍지연 선임연구원, 그리고 이영화 연구원에게도 감사드린다. 보고서의 심사과정에서 지정 토론을 맡아 다양한 개선의견을 제시해준 김필규 선임연구위원과 현석 연구위원을 비롯한 연구조정위원들의 노력도 보고서의 완성에 많은 기여를 하였다. 보고서의 편집작업을 맡아준 김옥엽 연구조원, 신선화 연구조원에게도 감사드린다. 끝으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 견해와 주장이며, 자본시장연구원의 공식 입장이 아님을 밝혀둔다.

2016년 2월

자본시장연구원

원장 신인석

# 목 차

---

---

<b>Executive Summary</b> .....	<b>ix</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>xiii</b>
<b>I. 서론</b> .....	<b>3</b>
<b>II. 전자단기사채시장 현황 분석</b> .....	<b>9</b>
1. 전자단기사채의 상품특성 .....	9
2. 전자단기사채시장 현황 .....	17
<b>III. 전자단기사채의 도입효과 평가</b> .....	<b>31</b>
1. 전자단기사채 발행데이터 분석 .....	31
2. 도입효과 분석 .....	36
<b>IV. 해외 유사상품 사례분석: 일본 및 미국</b> .....	<b>49</b>
1. 분석 목표 및 내용 .....	49
2. 일본의 전자단기사채시장 .....	50
3. 미국의 CP시장 .....	61
4. 국내 시사점 .....	89

<b>V. 향후 전자단기사채시장 발전 방안</b> .....	<b>95</b>
1. 추가적인 상품성의 개선 .....	95
2. 투자자 기반 확대 .....	98
3. 시장인프라의 개선 .....	100
<b>참고 문헌</b> .....	<b>107</b>

## 표 목 차

---

---

<표 III-1> 전자단기사채 발행건수 .....	31
<표 III-2> 전자단기사채 유형별 발행액 통계 .....	32
<표 III-3> 전자단기사채 유형별 만기분포 .....	33
<표 III-4> 전자단기사채 업종별 발행한도 설정 .....	34
<표 III-5> 유형별 발행만기 분포 .....	40
<표 IV-1> 전자단기사채 도입 이전 일본 단기자금시장의 상품별 잔액 ..	56
<표 IV-2> 발행주체별 CP발행 비중 .....	72
<표 IV-3> 투자자별 CP보유 비중 .....	74

## 그림 목 차

---

<그림 II-1> 전자단기사채 발행잔량 변화 추이 .....	18
<그림 II-2> 전자단기사채 잔존만기별 발행잔액 비중 .....	20
<그림 II-3> 기업어음증권 잔존만기 분포 .....	20
<그림 II-4> 전자단기사채 잔존만기별 발행잔액 비중 .....	23
<그림 II-5> 업종별 발행잔액 비중(일반전자단기사채) .....	25
<그림 II-6> 업종별 발행잔액 비중(일반기업어음증권) .....	25
<그림 II-7> 단기금융증권별 발행잔량 비중 .....	27
<그림 II-8> 단기금융증권 잔존만기별 발행잔량 비중 .....	27
<그림 III-1> 일평균 콜거래대금 변동 추이 .....	37
<그림 III-2> Repo시장 거래잔량 변동 추이 .....	38
<그림 III-3> 일평균 콜거래대금과 일반전자단기사채 변동추이 .....	39
<그림 III-4> 전자단기사채와 CP의 발행잔량 변동 추이 .....	43
<그림 IV-1> 일본 단기자금시장의 섹터별 잔액 .....	52
<그림 IV-2> 일본 담보콜 및 무담보콜시장 잔액 .....	53
<그림 IV-3> 일본 단기사채 발행잔액 .....	59
<그림 IV-4> 발행주체별 단기사채 발행비중 .....	60
<그림 IV-5> 투자자별 단기사채 보유잔액 .....	60
<그림 IV-6> 일본 단기사채의 만기별 발행비중 .....	61
<그림 IV-7> 미국 CP시장 규모: 1950~1971년 .....	62
<그림 IV-8> 미국 CP시장 규모: 1972~2014년 .....	63
<그림 IV-9> 미국 MMF의 자산규모와 CP시장 규모 .....	65
<그림 IV-10> 미국 30일 만기 CP 및 Libor금리: 1971~1991년 .....	66
<그림 IV-11> 미국 CP시장의 하위섹터별 규모 .....	68

<그림 IV-12> 미국 CP시장의 하위섹터별 비중 .....	68
<그림 IV-13> 발행자별 CP 발행 비중: 1972~2014년 .....	71
<그림 IV-14> MMF의 CP시장 투자 규모 및 비중 .....	76
<그림 IV-15> 미국 전체 CP의 만기별 발행 비중 .....	81
<그림 IV-16> 미국 금융CP의 만기별 발행 비중 .....	82
<그림 IV-17> 미국 비금융CP의 만기별 발행 비중 .....	83
<그림 IV-18> 미국 익일물 AA등급 금융CP 및 비금융CP의 발행금리 ..	84
<그림 IV-19> 미국 익일물 AA등급 및 A2등급 비금융CP의 발행금리 스프레드 .....	85
<그림 IV-20> 미국 30일 만기 AA등급 금융CP, Libor 및 T-Bill 금리 ..	86

## 약 어 표

---

AB	Asset Backed
ABCP	Asset Backed Commercial Paper
ABS	Asset Backed Securitie
CP	Commercial Paper
CPFF	Commercial Paper Funding Facility
DVP	Delivery Versus Payment
FRB	Federal Reserve Board of Governors
MMF	Money Market Fund
Repo	Repurchase Agreements
SEC	Securities and Exchange Commission
TB	Treasury Bill

## 《 Executive Summary 》

전자단기사채는 2013년 1월 기업어음증권을 대체할 목적으로 도입된 단기금융상품이다. 기업어음증권은 어음법과 자본시장법에 의해 발행과 유통이 규제되는 이중적 지위를 가지는데, 이로 인해 운영상의 불편함이 존재하고 시장의 투명성도 상대적으로 떨어진다는 비판을 받아왔다.

전자단기사채는 기업어음증권이 가지고 있는 이러한 문제점들을 제도적으로 해소하고 있다. 전자등록방식을 따르고 있기 때문에 실물발행과 관련된 비용 및 위험요소가 원천적으로 제거되었다. 자본시장법상의 채무증권이기 때문에 액면분할도 자유롭게 이루어지며, 발행만기가 1년 이내로 제한되기 때문에 회사채시장에 대한 구축 가능성도 낮다. 발행한도가 발행회사 이사회 결의에 의해 사전에 공시되기 때문에 한계기업에 의한 악용 가능성도 기업어음증권에 비하여 상당히 낮은 편이다. 발행 및 유통에 관한 정보도 중앙등록기관에 의해 실시간으로 공개되기 때문에 투자자 보호기능이 기업어음증권에 비해 개선되었다.

2013년 1월 도입 이후 전자단기사채시장은 안정적으로 성장하고 있다. 2015년 9월말 현재 전자단기사채의 시장규모는 발행잔량 기준으로 33.1조원에 이르고 있다. 이중 일반전자단기사채의 발행잔량은 9.7조원이며, AB전자단기사채의 발행잔량은 23.4조원으로 나타난다. AB전자단기사채의 시장성장이 더욱 뚜렷한데, AB전자단기사채의 발행잔량 증가속도는 일반전자단기사채보다 2배 이상 높게 유지되고 있다. 잔존만기별 발행잔액 분포에서 나타나는 중요한 특징은 1~10일의 잔존만기 비중이 21%로 매우 높게 형성된다는 사실이다.

전자단기사채의 도입효과 평가는 그 도입목적이 기업어음증권의 대체와 콜시장 자금수요의 대체라는 점을 감안하여 이루어질 필요가 있다. 전자단기사채에 의한 콜시장 대체효과는 일반전자단기사채의 영역에서 강하게 관찰되며, AB전자단기사채의 경우 콜시장 대체효과가 거의 없는 것으로 추정된다. 일반전자단기사채의 경우 1일물의 발행이 가장 높은 비중을 차지하는 반면, AB전자단기사채의 경우 92일물(즉 3개월 만기)의 발행이 가장 높은 비중을 차지하는데, 이는 일반전자단기사채가 콜거래를 대체하는 효과가 강함을 의미한다. 콜거래대금과 전자단기사채의 발행잔량간의 상관관계를 추정해보면 일반전자단기사채의 발행잔량과의 상관관계수가  $-0.887$ 로 높게 나타나며, 특히 1일물 발행잔량과의 상관관계수는 더욱 높은 수준에서 형성되었다.

전자단기사채의 도입을 통해 발생하고 있는 또 하나의 중요한 효과는 기업어음증권에의 대체효과이다. AB전자단기사채의 상품설계 구조와 발행만기 분포는 동상품이 ABCP를 대체하고 있음을 나타낸다. 2014년 1월 이후 ABCP의 발행잔량은 매우 느린 속도로 증가하고 있는데 이는 ABCP의 발행수요를 AB전자단기사채가 대체하고 있기 때문인 것으로 보인다. 한편, AB전자단기사채와는 대조적으로 일반전자단기사채의 기업어음증권 대체효과는 예상보다 미미한 것으로 나타난다. 일반전자단기사채가 1일물 중심으로 발행되며 주로 증권사들에 의한 발행이 중심이 되고 있다면, 일반기업어음증권의 경우 3개월물을 중심으로 발행되고 있다. 또한 기업어음증권의 발행에 증권사들의 참여는 부진하지만 일반기업들의 참여는 여전히 활발한 특성이 관찰된다.

본 연구는 전자단기사채시장의 발전방향 모색을 위해 일본의 전자단기사채시장과 미국 CP시장의 특성을 분석하였다. 일본 전자단기사채시장의 경우 도입 취지 및 제도적 특성이 국내와 유사하다. 일본 전자단기사채 사례에서 주목할만한 부분은 기존 실물 CP가 거의 완벽히 전자단기사채로 대체되었다는 점이다. 전자단기사채시장이 성공적으로 CP시장을 대체할 수 있었던 중요한 요인은 CP거래에 대한 우대조치 폐지에 있었다. 이는 국내의 경우에도 CP시장에 대한 규제정책이 전자단기사채시장의 발전에 지대한 영향을 미칠 가능성이 높다는 것을 시사한다.

미국 CP시장은 미국의 단기자금시장에서 비은행 금융기관간 자금배분에 매우 중요한 역할을 담당하고 있다. 미국 CP시장에서는 짧은 만기물의 차환발행을 통해 자금배분이 이루어지고 있다. 발행자와 투자자 모두에게 차환발행에 관한 위험관리가 매우 중요한 과제이다. 따라서 미국시장에서는 CP 발행시 은행의 유동성 보강(backup liquidity)이 필수적이다. 은행의 유동성 보강이 발행자의 신용위험을 보완해주지는 않지만 위기 시에는 건전한 금융회사가 전자단기사채를 통해 자금조달을 지속하는데에 중요한 역할을 한다. 또한 미국 CP시장 투자자는 발행자의 신용위험에 민감하게 반응한다. 만기가 익일물인 경우에도 최상위등급과 차상위등급의 발행자간에 금리차이가 국내에 비하여 매우 크다. 금리의 가격기능이 상대적으로 강하다고 판단할 수 있는 부분이다. 국내에서 전자단기사채 도입 목적이 비은행 금융기관간 단기자금배분 기능 수행에 있다는 점을 고려할 때, 미국 CP시장의 이러한 특성을 우리 전자단기사채시장에 접목시키려는 노력이 필요할 것이다.

전자단기사채시장의 발전을 위해 다음과 같은 측면에서 시장 개선방안을 제안하고자 한다. 먼저 추가적인 상품성의 개선이 필요하다. 증권신고서의 제출면제요건을 만기 3개월 이내로 규정하는 것은 전자단기사채의 유용성을 제약하는 요소로 인식된다. 전자단기사채가 기업어음증권의 대체를 목적으로 도입되었다는 사실을 감안하여 증권신고서 제출의 면제요건을 완화할 필요가 있다. 한편, 기업어음증권과 동일하게 어음법의 적용을 받는 일반어음에 대해서는 여전히 액면분할이 엄격히 금지되고 있다는 사실을 감안하여 기업어음증권에 대해서 액면분할규제가 정상화될 필요성이 있다.

전자단기사채시장이 지속적으로 발전해 나가기 위해서는 투자자 기반의 확대가 중요하다. 투자자 기반의 확대를 위해서는 전자단기사채를 투자 또는 운용의 수단으로 활용할 수 있는 기관투자자의 범위를 넓힐 필요가 있다. 우선적으로 금융회사의 전자단기사채시장참여를 확대하는 방안을 모색하고 장기적으로는 비금융회사의 참여확대방안도 검토해 볼 수 있을 것이다.

전자단기사채시장의 지속적인 발전을 위해서 공식적인 신용보강은 아니더라도 대체유동성 공급장치의 마련은 필요할 것으로 예상된다. 대체유동성의 공급은 단기자금을 공급하는 시장에서 차환발행의 위험을 축소하는 데에서 유용성을 가진다. 사채권자들의 권리보호를 강화하기 위하여 사채관리회사의 기능을 강화할 필요성도 크다. 형식적인 기능에 머무르고 있는 사채관리회사의 책임과 권한을 확대하여 전자단기사채시장에서 사채관리회사의 역할을 키워야 할 것이다.

— ‹‹ **Abstract** ›› —

The electronic short-term bond(STB) was introduced in order to replace the commercial paper(CP) in January 2013. The CP has dual regulatory status for which both the Capital Market and Financial Investment Business Act(CMFIBA) and the Bills of Exchange and Promissory Notes Act(BEPNA) are applied.

The STB aims to eliminate problems of CP. As STB adopts an electronic book-entry method for its issuance, it can minimize the costs of issuance through paper-printing and the related risk factors. Since the STBs are recognized as a debt securities on the CMFIBA, there are no restrictions on bond split. The STBs are not likely to crowd out the corporate bond market as their maturity can not be longer than 1 year. Issuers are required to register the program amount which is determined by the board of directors beforehand. This characteristic would limit the possibility of misuse by financially distressed companies. The registrar should release the information on the primary and the secondary market activities. This would improve the degree of investor protection when compared with the CP market.

The STB market is steadily growing after its launching in 2013. The balance outstanding as of Sept. 2015 is as large as 33.1 trillion KRW. The balance outstanding of plain-vanilla type is 9.7 trillion KRW, while that of asset-backed type is 23.4 trillion KRW. ABSTB is growing twice as fast as plain-vanilla.

The estimation of the impact of STB over money market needs to consider two different aspects, namely substitution effects of CP and an alternative funding channel against the call market. The plain-vanilla type STBs successfully absorb the demand for over-night funding driven out of the call market. For the plain-vanilla, the share of issuance with 1-day maturity is the largest, while ABSTB issuances are most active for 3-month maturity. The observed difference between the two types of STB implies that the plain-vanilla type is functioning as the main vehicle that attracts the demand for call loans. The correlation coefficient between the call loans trading volume and STB's balance outstanding is estimated to be -0.887. The correlation is even stronger with over-night maturity balance.

It has in addition an important effect on CP market to launch the STB. The product characteristics and the maturity distribution of ABSTB signal that this new product began to replace ABCP. The growth in balance outstanding of ABCP clearly slows down after January 2014, which can be attributed to crowding out by ABSTB. In contrast to ABSTB, plain-vanilla STB is poorly replacing CPs. The plain-vanilla types mainly focus on over-night funding and the major issuers are securities companies, while CPs still work as the most popular short-term funding vehicle for non-financial companies. CP is considered as a valuable product for financing with 3-month maturity.

This study investigates features of the Japanese STB market and the U.S. CP market for comparative analysis with the domestic STB market. The Japanese STBs are quite similar to Korean STBs because the financial authorities set Japanese STB as a benchmark for Korean STB. It is remarkable that the Japanese STB almost completely replaced CP within 2 years after its introduction. One of the most important factors in the replacement was to impose penalizing fees on CP issuance which dramatically reduced CP issuance. This implies the regulations on CP would have sizable impacts on the STB in the domestic money market.

The U.S. CP market has an important role in money allocation among non-bank financial companies in the U.S. money market. Non-bank financial companies rely on CP for their short-term funding by revolving CPs with very short maturity. Therefore it is crucial for both issuers and investors to properly manage the refinancing risk. The U.S. CP market responded to the refinancing risk by voluntarily adopting back-up liquidity by banks. Liquidity backup by banks does not eliminate issuers' credit risks. However, it can make critical difference for financially solid companies to maintain their funding pipelines especially in crisis period. In addition, the U.S. CP investors are relatively more sensitive to issuers' credit risks. This results in larger interest rate gaps among ratings.

We would like to make a few suggestions for an additional STB market development. First, it is necessary to improve the product marketability. Currently the registration statement for STB issuance is required if the maturity is longer than 3 months. Compared with CP for which the registration statement is not required up to the maturity of 1 year, the regulation on the exemption of registration statement needs to be loosened. In addition, considering BEPNA does not allow CP split, the financial authorities will need to stop the business practice of CP split.

In order to continue STB market development, it is essential to widen investor base. For this purpose, it is necessary to increase the scope of institutional investors who can take part in the STB market for their asset management. Financial companies would be immediate potential investors, and non-financial companies can be included in the investors group in the long-run.

It is highly recommendable to introduce the back-up liquidity mechanism when STBs are issued. If the backup liquidity is available, then this would be quite useful to trim down the refinancing risk. The role of the bond administration companies needs to be reinforced. It is necessary to strengthen both the right and duties of bond administration companies for stronger investor protection.

## 1. 서론

---



## I. 서론

전자단기사채는 2013년 1월 15일 기업어음증권(Commercial Paper: CP)을 대체할 목적으로 도입된 단기금융상품이다. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법)의 분류체계상 채무증권으로 인식되고 있으며 실물발행이 금지되고 중앙등록기관의 전자적 장부상에 기재되는 방식(book entry)으로 발행과 유통이 이루어진다는 점에서 기존의 기업어음증권과 뚜렷이 구별된다.

전자단기사채는 기업어음증권이 가지고 있는 본질적인 문제점을 극복하고자 도입되었다.<sup>1)</sup> 기업어음증권은 어음법과 자본시장법에 의해 발행과 유통이 규제되는 이중적 지위를 가지는데, 이로 인해 운영상의 불편함이 존재하고 시장의 투명성도 상대적으로 떨어진다는 비판을 받아왔다. 어음법의 적용을 받기 때문에 종이에 인쇄해서 발행하는 실물발행 방식을 따라야 하고 유통상에 있어서도 액면분할이 금지되어 있다. 발행만기나 발행한도에 대한 제약이 없기 때문에 회사채시장과의 규제차익이 발생하기도 하였고 한계상황에 몰린 기업들이 악용할 소지도 높은 편이었다. 또한 발행정보에 대해 어떠한 공시의무도 없기 때문에 투자자 보호에 매우 취약하다는 문제점도 가지고 있었다.

전자단기사채는 기업어음증권이 가지고 있는 이러한 문제점들을 제도적으로 해소하고 있다. 전자등록방식을 따르고 있기 때문에 실물발행과 관련된 비용 및 위험성이 원천적으로 차단되고 있으며, 자본시장법상의 채무증권이기 때문에 액면분할도 자유롭게 이루어진다. 발행만기가 1년 이내로 제한되기 때문에 회사채시장에 대한 구축(crowding-out) 가능성도 상대적으로 낮으며, 발행한도(program amount)가 발행회사 이사회

---

1) 기업어음증권이 가진 문제점에 관한 자세한 설명은 황세운(2008)을 참조하기 바란다.

#### 4 전자단기사채 도입 효과 평가 및 향후 발전과제

의 결의에 의해 사전에 공시되기 때문에 한계기업의 악용 가능성도 기업어음증권에 비하여 상당히 낮은 편이다. 또한 발행 및 유통에 관한 정보가 중앙등록기관에 의해 실시간으로 공개되기 때문에 투자자보호기능이 한층 강화되었다고 볼 수 있다.

이상에서 간략히 설명한 전자단기사채의 상품특성들로 인해 현행 국내 단기자금시장에서 전자단기사채는 기업어음증권을 꾸준히 대체해 나가고 있는 것으로 평가된다. 그런데 전자단기사채의 도입배경을 살펴보면 단순히 기업어음증권의 대체만을 목적으로 도입이 추진되었던 것은 아니라는 사실을 발견할 수 있다. 전자단기사채의 도입의도는 기업어음증권의 대체와 더불어 콜시장의 규제강화로 인해 발생할 수 있는 문제점들을 해결하기 위한 목적도 포함하고 있다.

2008년 발생한 글로벌 금융위기는 국내 콜시장이 가지고 있었던 근본적인 취약점을 극명하게 노출시킴으로써 콜시장 개편의 필요성을 일깨웠다. 이후 금융당국과 시장참가자간 일련의 논의과정을 거쳐 콜시장을 은행간지준거래시장으로 개편하는 방안이 도출되었고 2013년부터 증권회사의 콜시장 접근이 단계적으로 강화되었다.<sup>2)</sup> 그런데 콜시장으로부터 밀려난 증권회사의 단기자금수요를 해결할 수 있는 대체시장의 필요성이 대부분의 시장참가자들에 의해 인정되었으며, 기술적으로 1일물과 반일물의 발행이 가능한 전자단기사채가 자연스럽게 콜시장에 대한 대안으로 부상하였다.

현재까지 전자단기사채는 시장에 안정적으로 정착하고 있으며 도입목적도 적절히 달성해가고 있는 것으로 인식된다. 그렇지만 안타깝게도 전자단기사채의 도입효과에 대한 연구가 거의 진행되지 않고 있으며 추가적인 발전방향에 대한 논의도 지지부진하다. 이러한 상황인식을 바탕

---

2) 콜시장개편을 포함한 단기자금시장 정책변화에 관한 자세한 내용은 백인석 외(2015)를 참조하기 바란다.

으로 본 보고서는 2013년 1월 도입된 전자단기사채의 도입효과를 평가하고, 해외의 유사상품 사례를 파악하여 향후 전자단기사채시장의 발전 방향에 관한 제언을 도출하고자 하는 목적으로 작성되었다. 이를 위한 본 보고서의 구성은 다음과 같다. 먼저 보고서의 II장에서는 국내 전자단기사채의 전반적인 시장현황을 파악한다. 제도도입이후부터 현재까지 발행되고 있는 전자단기사채의 발행자 특성과 상품특성에 관한 현황분석을 실시한다. III장에서는 전자단기사채의 도입효과에 대한 정량적 분석을 실시한다. 구체적으로 콜시장의 대체효과와 CP시장의 대체효과에 대한 추정이 이루어진다. IV장에서는 해외의 유사상품에 대한 사례분석을 실시한다. 전자단기사채와 유사한 상품특성을 지닌 미국의 CP시장이 가진 특성을 파악하여 국내 전자단기사채와의 비교분석을 실시한다. 마지막으로 V장에서는 이전까지의 분석에서 도출한 결과를 바탕으로 향후 국내 전자단기사채시장의 발전방향에 대한 제언을 제시한다.



## II. 전자단기사채시장 현황 분석

---

1. 전자단기사채의 상품특성
2. 전자단기사채시장 현황



## II. 전자단기사채시장 현황 분석

### 1. 전자단기사채의 상품특성

#### 가. 도입배경

전자단기사채의 필요성이 제기되었던 근본적인 이유를 살펴보면 기존의 기업어음증권이 가지고 있던 운영상의 문제점들을 극복하기 위한 수단을 마련하기 위함이었다. 앞서 간단히 기술한 바와 같이 기업어음증권은 어음법과 자본시장법(舊 증권거래법)의 적용을 받는 이중적 지위를 가지고 있다. 어음법의 적용을 받는 약속어음으로 정의되기 때문에 기업어음증권은 아직도 실물발행의 의무를 가진다. 전자적 등록부에 기재하는 방식으로 발행되는 채권발행과 비교할 경우 실물발행은 다음과 같은 문제점을 가진다. 첫째, 위변조 및 분실의 위험이 존재한다. 종이에 인쇄하는 실물발행의 경우 발행증권이 중앙예탁기관에 예탁되지 않을 경우 위변조와 분실의 위험성이 존재한다. 실제로 대규모의 기업어음증권 위조사건이 간헐적으로 발생하여 왔던 경험을 가지고 있으며, 실물증권이 발행되는 한 이러한 위험성을 완전히 제거하기는 힘든 것이 사실이다. 둘째, 발행이후의 대금수령에 다소간의 시차가 발생할 수 있다. 실물발행과정이 필요함에 따라 발행이후 대금수령까지 3~4시간 정도의 시차가 발생하고 있으며, 이는 발행회사의 자금이용을 제약하는 요소로 작용한다. 셋째, 실물발행에 따라 증권과 대금의 동시결제(Delivery Versus Payment: DVP)가 이루어지지 못하기 때문에 거래상의 신용리스크가 존재한다. 증권거래의 전자화는 증권거래의 결제에 있어서 동시결제를 거래표준으로 정착시키고 있다. 그러나 실물증권의 반납과 자금의 상환이 순차적으로 이루어지는 기업어음증권의 경우 여전히 동시결제에 따른

증권과 자금의 교환이 이루어지지 않고 있다. 이는 증권거래에 있어서의 신용위험을 증가시키는 요소로 인식되고 있기 때문에 거래상대방의 신용위험을 제거하기 위한 동시결제로의 전환이 요구된다.

실물증권의 발행으로 인한 이러한 문제점들은 초단기물 기업어음증권의 발행을 기술적으로 불가능하게 만들고 있다. 금융회사들은 일상적인 자금의 유출입을 관리하기 위하여 1일물이나 반일물과 같은 초단기 자금조달을 필요로 하는 경우가 흔하다. 미국이나 일본의 경우를 살펴보면 CP나 일본식 전자단기사채가 이러한 초단기 자금조달 및 운용의 목적으로 널리 사용되고 있다. 그렇지만 우리나라 기업어음증권은 기술적인 한계로 인하여 1일물 또는 반일물의 자금조달에 전혀 사용할 수 없다. 초단기물의 경우 증권의 발행이라는 형식을 통하지 않고 금융회사간 대출/차입의 방식으로 자금운영이 가능하지만, 현실적으로 은행을 제외한 금융회사가 대출을 제공하는 것에 대하여 많은 제약이 존재하기 때문에 증권의 발행을 통한 자금거래가 가능하도록 만들어줄 필요가 있는 것이다.

실물증권의 발행이 강제된다는 점 이외에도 기업어음증권에는 다양한 문제점들이 존재한다. 기업어음증권은 어음이기 때문에 일부배서가 허용되지 않는다.<sup>3)</sup> 채권운용에서 일반적으로 활용되는 액면분할이 가능하지 않은 것이다. 이는 기업어음증권의 운용에 큰 제약요소로 작용한다. 기업어음증권의 발행과 거래가 활발히 이루어지기 위해서는 공모펀드와 같은 대규모 자금조달원의 확보가 필수적인데 펀드의 경우 자금의 유출입이 활발한 관계로 기업어음증권의 편입과 편출이 수시로 일어나게 된다. 그런데 액면분할이 허용되지 않을 경우 액면금액 전체를 한꺼번에 펀드에 편입시키거나 편출시켜야 하는 상황이 발생하게 된다. 거래에 있어서도 자금의 수요자와 공급자간의 금액이 비슷해야 거래가 성사되는 불편함이 생기는 것이다.

3) 어음법 제12조(배서의 요건) 제2항

기업어음증권이 가진 문제점 중 시장으로부터 가장 많은 비판을 받는 부분은 투자자보호장치가 충분히 갖추어져 있지 못하다는 점이다. 기업어음증권은 어음의 특성상 발행절차가 매우 간편하고 등록과 공시에 관한 의무가 존재하지 않는다. 발행기업의 측면에서 보면 발행상의 간편성은 매우 매력적인 특성이다. 기업어음증권의 발행에 있어 이사회 의결이나 발행기업의 등록절차가 없기 때문에 자금조달이 필요할 경우 언제라도 즉시 발행절차에 들어갈 수 있는 것이다. 등록과 공시의무가 없다는 것도 발행의 신속성을 배가시킨다. 주식이나 채권의 경우 발행 전에 증권신고서를 금융당국에 제출해야 하기 때문에 신고서의 작성과 금융당국의 승인에 일정기간이 소요된다. 그러나 기업어음증권은 발행 시 증권신고서 제출의무가 없기 때문에 증권신고서의 작성과 승인에 소요되는 물적·시간적 비용을 줄일 수 있다.

발행기업의 측면에서는 매우 매력적인 기업어음증권의 이러한 특성은 반대로 투자자의 측면에서는 발행에 관한 정보접근을 제약하는 요소로 작용한다. 기업어음증권 투자자는 투자위험의 관리를 위해 발행기업의 재무상태에 관한 정보를 필요로 하는데, 정기적으로 공시되는 재무제표 이외에 증권신고서를 통해 제공되는 정보가 매우 유용하게 활용된다. 또한 증권의 발행 및 유통에 관한 정보들도 해당증권의 가치평가에 중요한 역할을 한다. 그런데 기업어음증권은 증권신고서 제출 면제와 더불어 발행 및 유통정보에 관해 공시의무가 없다. 따라서 금융시장에서는 특정기업의 기업어음증권이 얼마나 발행되고 있는지 또는 기업어음증권이 얼마나 거래되고 있는지를 실시간으로 점검할 수 없다.

기업어음증권의 이러한 부실한 투자자보호장치는 종종 발행기업에 의해 악용되어 대규모 신용사건의 단초가 되었다. 특정기업이 얼마만큼의 기업어음증권을 발행하고 있는지가 실시간으로 확인되지 않는다는 점을 악용하여 재무상태가 부실한 기업이 매우 짧은 기간 동안 기업어

음증권의 발행을 급격하게 증가시켜 자금을 끌어 모은 후 법정관리와 같은 기업정리절차에 돌입해 버리는 사건들이 반복적으로 나타나고 있는 것이다. 투자자의 신뢰를 확보하지 못하는 시장은 장기적인 발전을 지속할 수 없다는 사실을 고려한다면 투자자보호에서 나타나는 이러한 문제점은 반드시 개선되어야 할 사항으로 지적된다.

전자단기사채의 도입은 기술한 바와 같은 기업어음증권의 문제점을 해결하기 위하여 추진되었다. 그런데 전자단기사채의 도입은 단순히 기업어음증권의 문제점을 개선시킨다는 측면만이 아니라 단기자금시장의 균형적 발전이라는 측면까지 고려된 결과였다. 1997년 외환위기 이후 우리나라 단기자금시장은 콜시장을 중심으로 발전하여 왔다. 콜시장은 은행간 지준거래시장으로 출범하였으나 콜시장 참가자에 대한 제한이 점진적으로 완화되면서 대부분의 금융회사들이 참여할 수 있는 대규모 신용거래시장으로 발전하였다. 그런데 금융회사들의 콜시장에 대한 차입의 존도가 과도하게 높아져 시스템 리스크를 증가시킴에 따라, 콜시장의 역할을 축소시키고 대안시장에 의한 대체를 통해 단기자금시장의 균형적 발전을 도모할 필요성이 커졌다. 콜시장에 대한 대안시장으로서 담보부 시장인 기관간 Repo시장과 무담보시장인 기업어음증권시장이 부각되었다. 그런데 기업어음증권은 콜시장을 대체함에 있어서 치명적인 결함을 가지고 있었는데 바로 1일물 자금거래가 기술적으로 불가능하다는 사실이었다. 금융회사를 제외한 일반기업들에게는 1일물 발행에 대한 수요는 거의 존재하지 않기 때문에 기업어음증권시장에서 1일물 발행은 중요한 이슈가 아니었다. 그렇지만 콜시장 접근제한조치로 인해 콜시장으로부터 빠져나오는 신용거래 수요를 흡수하기 위해서는 1일물 발행가능성이 확보되어야 하며, 전자단기사채의 도입은 이러한 시장의 요구를 만족시킬 수 있는 효과적인 수단이 되었다.

## 나. 전자단기사채의 주요 특성<sup>4)</sup>

전자단기사채는 「전자단기사채 등의 발행 및유통에 관한 법률」(이하 전자단기사채법)의 제정을 통해 도입되었다. 전자단기사채법은 2012년 6월 23일 국회에서 통과된 후 동년 7월 14일 정부의 전자관보 제 17550호에 법률제10855호로 기재(공포)됨으로써 입법절차가 완료되었다. 이후 법안에 따라 공포일로부터 1년 6개월이 경과한 2013년 1월 15일부터 본격적으로 시행되었다.

전자단기사채법의 주요 내용을 살펴보면 전자단기사채의 개념을 정의하여 법적 성격을 사채(社債)로 일원화하고, 현행 실물방식으로 발행하는 CP와는 달리 전자적 계좌부에 등록하여 발행할 것을 규정하고 있다. 예탁결제원은 전자단기사채를 관리하는 중앙등록기관으로서 발행되는 단기사채의 종류, 종목 등을 인터넷 홈페이지를 통해 공개해야 한다. 유통성과 신속성 등 현행 CP의 장점을 그대로 유지하기 위해서 상법에 대한 특례규정을 두어 발행자와 투자자 양방의 편의성을 도모하고 있다.<sup>5)</sup>

전자단기사채가 갖추어야 할 요건을 살펴보면 각 사채의 금액이 1억 원 이상이어야 하고 만기가 1년 이내이며, 사채 금액을 한꺼번에 납입하여야 하고 만기에 원리금 전액을 한꺼번에 지급하여야 한다. 사채에 전환권, 신주인수권, 그 밖에 다른 증권으로 전환하거나 다른 증권을 취득할 수 있는 권리가 부여되지 않으며, 「담보부사채신탁법」에 따른 물상담보(物上擔保)도 허용되지 않는다. 기업어음증권이 주식회사뿐만 아니라 특수법인, 지방공기업, 유동화전문회사 등에 의해서도 발행될 수 있음을 감안하여 발행주체의 법적 성격에 관계없이 전자단기사채의 성립

4) 전자단기사채의 주요 특성에 관한 자세한 설명은 황세운(2009, 2011, 2013)을 참조하기 바란다.

5) 황세운(2011)

요건을 갖춘 채권에 대해서는 전자단기사채법의 적용을 허용한 부분을 주목할 만하다.<sup>6)</sup>

전자단기사채가 CP를 대체하고자 도입되는 제도임을 고려할 때 현행 CP의 상품성을 유지하기 위하여 최소 발행금액, 만기 등에 대한 요건은 반드시 필요한 부분이다. 최소 발행금액은 전자적 등록, 액면분할, 계좌간 대체등록이 가능한 최소금액을 의미한다. 만기를 1년 이내로 규정한 것은 회사채시장과의 경합가능성을 최소화시키기 위함이다. 기업어음증권의 만기요건을 1년으로 제한하던 舊 증권거래법과는 달리 자본시장법은 기업어음증권에 대해 만기제한 규정을 두지 않고 있다. 이러한 연유로 만기가 1년을 상회하는 기업어음증권이 실제로 다수 발행되었으며 회사채시장의 영역을 잠식하고 있다는 비판이 강하게 제기되었다. 전자단기사채는 이러한 문제점을 해결하기 위하여 만기에 대한 제한을 舊 증권거래법과 동일하게 1년으로 설정하였다. 일본의 전자단기사채도 만기를 1년 이하로 제한하고 있으며, 미국 CP의 경우 만기에 대한 제한은 없으나 270일 이상의 만기에 대해서는 증권신고서 제출을 요구함으로써 사실상의 만기제한 효과를 발생시키고 있다. 전환권이나 신주인수권과 같은 주식관련권리 부여가 허용되지 않은 이유는 짧은 만기로 발행과 상환이 반복적으로 이루어지는 전자단기사채에 주식관련권리를 부여함으로써 얻게 되는 실익이 거의 없다고 판단되기 때문에 발행과 관련된 권리관계를 단순화시키기 위함이다.

전자단기사채제도는 예탁결제원 및 계좌관리기관이 제도의 운영 주체가 되며, 전자단기사채의 발행인 또는 권리자는 제도의 운영주체에 계좌를 개설하여 전자단기사채를 발행하거나 권리를 취득하게 된다. 전자단기사채제도는 전자적인 방식으로 운영되는 제도이므로 제도의 운영을 위한 운영주체 및 참가자 등을 명확히 할 필요가 있다. 전자단기사채를 발행하려는 자는 중앙등록기관인 예탁결제원에 발행인관리계좌를 개설

6) 박종진(2011)

해야 하고, 예탁결제원은 발행인별로 발행인관리계좌부를 작성해야 한다. 전자단기사채법은 특허주의 방식에 따라 예탁결제원을 중앙등록기관으로 인정하고 있다. 현실적으로 예탁결제원 이외의 기관이 중앙등록기관의 역할을 담당하는 것은 거의 불가능함을 반영한 것이다. 한편, 전자단기사채의 권리자가 되려는 자는 계좌관리기관에 고객계좌를 개설하여야 하며, 계좌관리기관은 권리자별로 고객계좌부를 작성해야 하고 예탁결제원에 고객관리계좌를 개설해야 한다. 계좌관리기관은 은행, 보험회사, 투자중개업자, 신탁업자 및 예탁결제원 등이 될 수 있다.

전자단기사채는 실물증권의 발행이 없이 전자적 계좌부예의 등록에 따라 권리가 창설, 유통 및 소멸된다. 전자단기사채를 발행하려는 자는 전자단기사채의 발행·인수 내용을 예탁결제원에 통지하여 계좌등록의 방식으로 발행하며, 전자단기사채의 권리 이전, 질권 설정, 말소 등은 권리자가 해당 전자단기사채가 등록된 기관에 신청하여 계좌 등록을 통하여 처리하게 된다. 등록방식에 의해 권리가 행사되므로 전자단기사채의 결제방식은 기본적으로 DVP방식을 따른다. 증권과 자금의 결제가 동시에 이루어지기 때문에 기업어음증권에 비하여 결제상의 신용위험이 제거되었고 결제의 신속성도 크게 개선되었다.

전자단기사채는 실물증권이 존재하지 않으므로 권리자가 전자단기사채에 대한 원리금 청구, 채권자 이의신청 등 전자단기사채에 대한 권리를 행사하기 위한 절차가 필요하다. 권리자는 예탁결제원을 통하여 전자단기사채에 대한 권리를 행사할 수 있으며, 자신이 계좌를 개설한 기관에 채권자증명서의 발행을 신청하여 전자단기사채의 발행인에 대하여 채권자로서의 권리를 행사할 수 있다. 또한, 전자단기사채의 권리자 및 정보 보호를 위하여 예탁결제원 및 계좌관리기관의 정보시스템에 거짓 정보나 부정한 명령을 입력하는 행위를 금지하고, 예탁결제원 및 계좌관리기관의 임직원이 직무상 취득한 정보를 이용하는 행위를 금지하고 있다.

전자단기사채법은 기업어음증권의 중대한 문제점으로 지적되었던 투자자보호기능을 크게 강화하였다. 투자자보호기능 강화는 크게 발행한도의 설정과 정보공개로 나누어진다. 전자단기사채를 발행하려는 기업은 발행 이전에 이사회(의 결의로 발행한도)를 정하여 공시해야 한다.<sup>8)</sup> 이는 기업어음증권이 최고경영자의 독단에 의해 무분별하게 발행되어 신용사건의 단초가 되었던 사례들이 전자단기사채시장에서는 나타나지 않도록 하기 위한 규정이다. 발행회사는 이사회(의 결의에 의해 설정된 발행한도 범위 내에서 최고경영자가 자율적으로 발행량을 조절할 수 있도록 발행권한을 위임할 수 있다. 투자자들은 특정기업의 발행한도를 사전에 인지함으로써 해당기업의 자금조달수준을 투자(의사결정에 반영할 수 있기 때문에 시장 안정성의 확보가 기업어음증권에 비해 더 용이하다.

투자자보호 강화를 위한 정보공개 확대를 위해 전자단기사채법은 중앙등록기관에 대해 정보공개 의무를 부여하고 있다. 한국예탁결제원은 전자단기사채가 발행된 경우 해당 전자단기사채의 종류, 종목, 금액, 발행 조건, 미상환 발행잔액 등에 관한 사항을 인터넷 홈페이지를 통해 공개해야 한다. 증권신고서의 제출이 이루어지지 않는 전자단기사채의 특성을 감안할 때 투자자보호를 위한 발행정보 공개의 필요성은 매우 크다. 발행정보가 신속히 시장에 제공되면 투자자들이 이러한 정보를 위험관리에 반영하고 시장의 시스템 리스크를 줄일 수 있다. 한국예탁결제원은 전자단기사채의 신용등급별 발행만기수익률에 관한 정보도 공개하고 있다. 발행정보와 더불어 가격정보의 제공은 시장투명성 확보와 투자자보호의 가장 중요한 근간을 이룬다.

7) 미상환된 전자단기사채등의 발행 잔액을 기준으로 한다(전자단기사채법 제 30조(발행 절차 및 발행 한도에 대한 특례).

8) 개별기업에 대한 발행한도는 한국예탁결제원의 증권정보포털인 SEIBro를 통해 확인할 수 있다.

## 2. 전자단기사채시장 현황

전자단기사채는 2013년 1월 도입 이후 발행량과 발행잔량이 꾸준히 증가하며 안정적인 성장세를 지속하고 있다. 전자단기사채의 시장현황과 관련하여 특히 의미있는 통계량은 발행잔량이다. 만기가 하루에 불과한 초단기물의 발행비중이 상대적으로 높은 편인 전자단기사채는 1일물이 매일 발행되어 차환되는 경우가 많아서 발행량으로만 시장의 규모를 판단하게 되면 시장활성화의 정도가 매우 높게 인식될 가능성이 존재한다. 전자단기사채의 발행량 통계가 전혀 중요하지 않다는 것은 아니지만 짧은 만기를 가진 금융상품에 대해서는 발행량보다는 발행잔량을 통해 시장의 성장세를 파악하는 것이 오히려 적절한 판단기준이 된다. 따라서 이후의 시장현황에 대한 설명에서는 발행량보다는 주로 발행잔량을 기준으로 시장의 규모와 성장세를 분석한다.

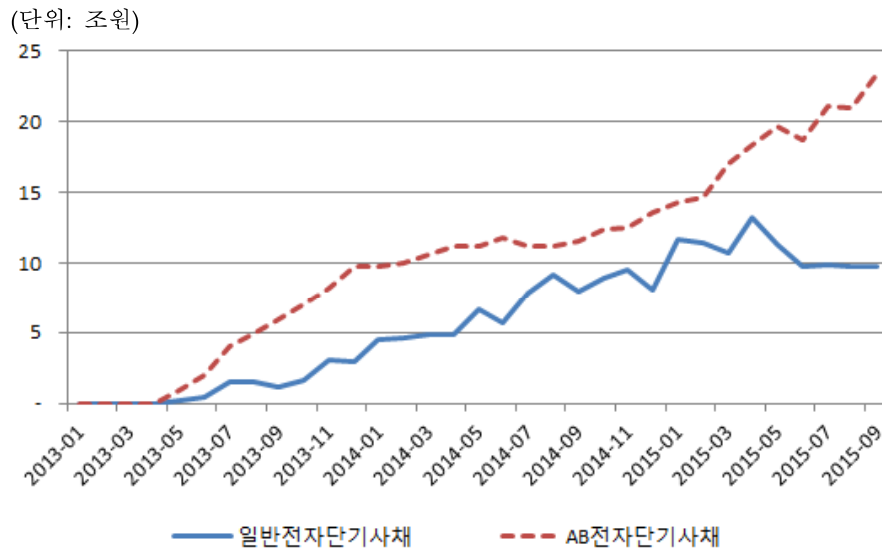
추가적으로 전자단기사채는 3개월물 이하의 비중이 절대적이다. 만기가 짧은 금융상품의 경우 일반적으로 유동이 활발하게 일어나기가 힘들다. 3개월 정도의 만기를 가진 상품에 대해서는 일부 거래에 관한 수요가 존재하지만 대개의 경우 매입 및 만기보유의 형태로 투자가 이루어진다. 그러므로 유통시장의 형성이 부진하고 유통에 관한 통계량도 상대적으로 신뢰성이 떨어지는 경우가 많다. 전자단기사채의 경우도 유통시장에서의 거래가 활발하지 못하다. 거래량이 많지 않을 경우 거래에서 발견되는 가격지표의 신뢰성도 떨어질 수밖에 없다. 이러한 유통시장 상황을 고려하여 전자단기사채의 시장현황에서는 유통시장에 관한 분석을 생략하였다.

전자단기사채는 크게 일반전자단기사채와 자산유동화 전자단기사채(Asset Backed 전자단기사채, 이하 AB전자단기사채)로 구분된다. 일반전자단기사채는 전적으로 발행기업의 신용을 바탕으로 발행되며, AB전자

단기사채는 유동화 근거자산의 안정성을 바탕으로 발행된다. 기업어음증권이 일반CP와 ABCP(Asset Backed Commercial Paper)로 나누어져 발행되고 있는 상황과 동일한 맥락으로 이해할 수 있다.

발행잔량 통계를 기준으로 평가할 때 전자단기사채시장은 도입이후 꾸준한 성장세를 이어가고 있는 것으로 나타난다. 2013년 1월에 도입된 이후 약 4개월간은 발행실적이 미미한 편이었으나 2013년 5월부터 발행이 활발해지기 시작하면서 발행잔량이 증가하였다. <그림 II-1>에서 나타나는 바와 같이 발행잔량은 일반전자단기사채와 AB전자단기사채 모두 2013년 5월부터 증가하기 시작하였고, AB전자단기사채의 증가속도가 일반전자단기사채보다 훨씬 빠르게 나타났다.

<그림 II-1> 전자단기사채 발행잔량 변화 추이



자료: 예탁결제원

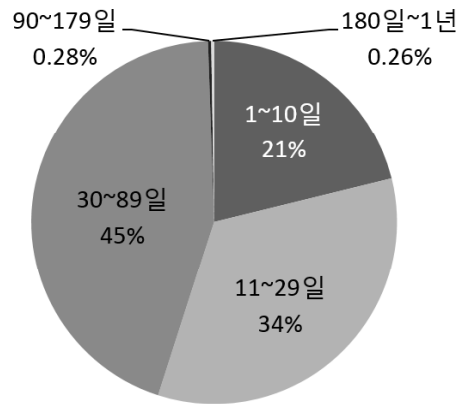
2015년 9월말 기준 전체 전자단기사채의 시장규모는 발행잔량 기준으로 33.1조원에 이르고 있다. 이중 일반전자단기사채의 발행잔량은 9.7조원이며, AB전자단기사채의 발행잔량은 23.4조원으로 나타난다. 전자단기사채가 본격적으로 발행되기 시작한 2013년 5월 이후 AB전자단기사채의 발행잔량 증가속도는 일반전자단기사채보다 2배 이상 높게 유지되고 있으며, 그 결과 AB전자단기사채의 발행잔량이 일반전자단기사채의 발행잔량보다 2.4배 높게 나타난다. AB전자단기사채의 성장속도가 일반전자단기사채보다 더 빠른 것은 AB전자단기사채가 기존의 ABCP를 빠른 속도로 대체하기 시작한 반면, 일반전자단기사채는 일반CP의 대체에 있어서 상대적으로 부진한 흐름을 보이는 데에서 그 원인을 찾을 수 있다. III장에서 좀 더 자세한 내용을 다루겠지만 일반전자단기사채는 일반CP의 대체와 콜거래 수요대체라는 두가지 목적에서 도입되었는데, 콜거래 수요대체에 있어서는 도입목적을 충실히 달성해가고 있지만, 일반CP의 대체에 있어서는 그 효과가 아직 미흡한 편이다. 특히 2015년 5월 이후 일반전자단기사채는 발행잔량 규모가 오히려 떨어지면서 횡보세를 보이고 있는데, 이는 뚜렷한 발행잔량 증가세를 이어가고 있는 AB전자단기사채와는 매우 대조적이다.

전자단기사채의 잔존만기별 발행잔액 분포(2015년 10월 2일 기준)를 살펴보면 3개월물의 영역인 30~89일까지의 잔존만기비중이 45%로 가장 높게 나타나고 있다.<sup>9)</sup> 잔존만기별 발행잔액 분포에서 나타나는 중요한 특징중의 하나는 1~10일의 잔존만기 비중이 21%로 매우 높게 형성된다는 사실이다. 이는 전자단기사채가 CP와 구별되는 중요한 특성이다. 기존의 CP는 그 상품의 특성상 1일물의 발행이 불가능했고, 7일물 이하의

9) 본 장에서 설명하는 만기분포는 발행물의 만기분포가 아니라 발행잔액의 잔존만기 분포임을 유의하기 바란다. 실제로 AB전자단기사채의 경우 92일물과 98일물이 빈번히 발행되고 있지만, 잔존만기별 발행잔액분포에서는 발행만기 특성이 아니라 잔존만기 특성에 분석의 초점이 맞추어져 있다. 발행만기의 특성에 관한 부분은 III장에서 다시 다루고 있으니 참조하기 바란다.

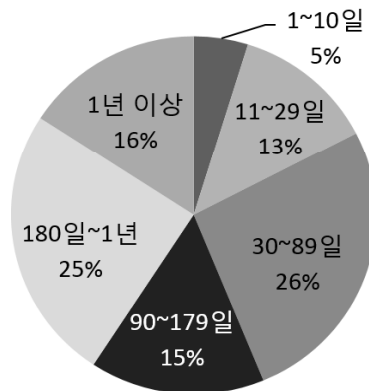
발행도 그 유용성이 매우 떨어지는 상황이었다. 이런 이유에서 CP는 3개월물(90~98일)의 발행비중이 가장 높았고, 잔존만기의 비중에 있어서도 1~10일의 잔존만기비중이 5%에 불과하다(2015년 10월 2일 기준).

<그림 II-2> 전자단기사채 잔존만기별 발행잔액 비중



자료: 예탁결제원(2015년 10월 2일 기준)

<그림 II-3> 기업어음증권 잔존만기 분포



자료: 예탁결제원(2015년 10월 2일 기준)

전자단기사채의 잔존만기별 발행잔액 분포에서 나타나는 특징을 통해 전자단기사채가 기업어음증권과는 뚜렷이 구별되는 상품특성을 가지고 있음을 알 수 있다. 전자단기사채는 전자적 등록부상의 기재방식(Book entry)을 채택함으로써 기술적으로 하루 이하의 만기를 가진 초단기물의 발행을 가능하게 만들었다. 전자단기사채의 잔존만기 분포에서 1~10일물의 비중이 21%로 높게 나타나는 것은 중기물로 발행되었다가 잔존만기가 줄어든 경우도 일부 포함되어 있지만 발행만기 자체가 7일물 이하인 경우가 많다는 점에서 그 원인을 찾을 수 있다. 기업어음증권의 경우 드물게 7일물 이하로 발행되는 경우가 있으나 잔존만기 10일 이하의 비중은 대부분 중기물로 발행되었다가 만기에 가까워지는 경우이다.

전자단기사채의 잔존만기 분포는 전자단기사채가 콜시장의 자금수요를 일정부분 대체하고 있음을 시사한다. 2015년 3월부터 제2금융권의 콜시장 접근이 원칙적으로 금지되었는데,<sup>10)</sup> 콜시장의 자금거래가 1일물 중심으로 이루어져 왔던 사실을 감안할 때 기존의 콜거래가 1일물 전자단기사채 발행을 통해서 대체되고 있음을 추정할 수 있다. 물론 콜시장 자금거래가 전적으로 전자단기사채에 의해 대체되고 있는 것은 아니라고 보아야 한다. 콜시장으로부터 밀려나온 자금수요는 일부가 전자단기사채에 의해 대체되었고, 또 다른 일부는 환매조건부채권(Repo) 시장에 의해서 흡수되었을 가능성이 크기 때문이다. 특히 환매조건부 채권시장의 금리수준이 담보부거래의 특성을 반영하여 콜금리와 비슷한 수준 또는 더 낮은 수준에서 형성되기 시작하였는데 담보여력이 있는 금융회사라면 금리측면에서 유리한 환매조건부채권의 매도를 전자단기사채의 발행에 비해서 더 선호할 개연성이 크다.

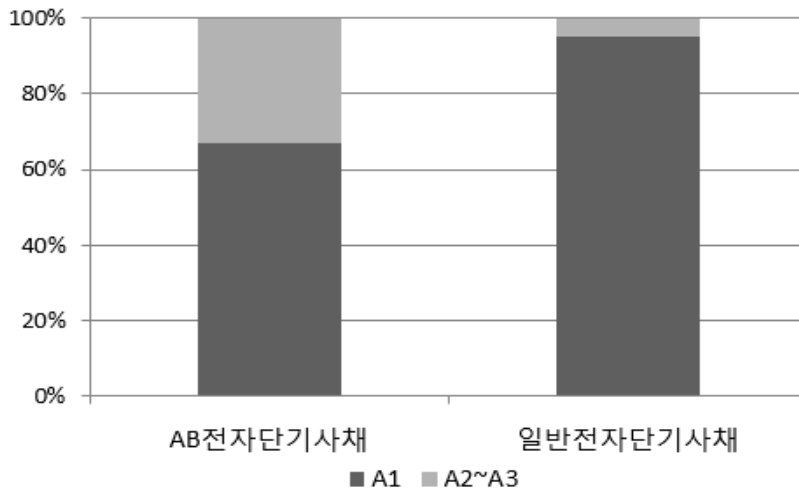
10) 제2금융권의 콜시장 진입은 원칙적으로 금지되었으나, 국고채 PD기관, 한국은행 OMO 대상기관, 그리고 자산운용회사에 대해서는 예외적으로 2015년 3월 이후에도 콜시장에 대한 접근이 허용되어 있다.

전자단기사채는 회사채와 비슷한 성격을 지닌 채무증권으로서 발행 시 신용등급을 받아야 한다. 기업어음증권의 발행도 신용등급의 부여가 필요하다는 점에서 동일하다. 전자단기사채의 신용등급 부여 현황을 살펴보면 전체 발행잔액중 약 75%가 A1등급을 부여받았다.(2015년 10월 2일 기준) 신용등급의 분포는 일반전자단기사채와 AB전자단기사채간에 큰 차이를 보이고 있다. 일반전자단기사채의 경우 A1 등급의 비중이 압도적으로 높아 약 95%가 A1 등급이며 A2~A3 등급의 비중은 5%에 불과하다. 이러한 점은 일반전자단기사채의 발행에 있어서도 발행기업간의 양극화가 뚜렷함을 의미한다. 일반전자단기사채는 순전히 발행기업의 신용도에만 의지해서 발행이 이루어지기 때문에 신용도가 높은 기업을 중심으로 발행이 이루어지는 것은 자연스러운 현상으로 간주할 수 있다. 그렇지만 A2 이하의 신용등급을 가진 기업들에게도 접근가능성이 충분히 열려있는 것이 바람직한데, 신용위험에 대한 기피현상이 극심한 국내 회사채시장과 기업어음증권시장의 영향으로 인해 저신용도를 가진 기업들의 일반전자단기사채 발행이 크게 위축되어 있는 상황이다. 전자단기사채의 시장발전과 신용도가 낮은 기업들의 자금조달 기회 확대를 위하여 개선이 필요한 부분으로 볼 수 있다.

일반전자단기사채와는 대조적으로 AB전자단기사채의 경우 A2~A3 등급의 발행이 비교적 활발하다. <그림 II-4>에서 나타난 바와 같이 AB 전자단기사채는 A1 등급의 비중이 67%로 높게 형성되고 있지만 A2~A3 등급의 비중도 33%에 이르고 있다. AB전자단기사채가 발행기업의 신용도가 아니라 근거자산의 건전성을 기반으로 발행된다는 점을 감안하면 A2 이하 등급의 비중이 높다는 점은 어느 정도 설명이 가능할 것이다. 예를 들어 자산 중 부동산을 기초로 발행되는 AB전자단기사채의 경우 신용위험이 다소간 수반된다 하더라도 부도상황 시 자금의 회수가능성이 상대적으로 더 클 수 있다. 그러나 기초자산으로부터의 자금회수 가능성을 감안하더라도 현재와 같은 신용등급 분포간의 커다란 괴리는 신

용평가등급에 관한 신뢰성을 저하시키는 요소로 작용할 수 있다. 일반전자단기사채시장에서의 양극화 해소와 더불어 신용평가의 정교성을 높이는 방향으로 시장이 발전해 나가야 할 것이다.

<그림 II-4> 전자단기사채 잔존만기별 발행잔액 비중



자료: 예탁결제원(2015년 10월 2일 기준)

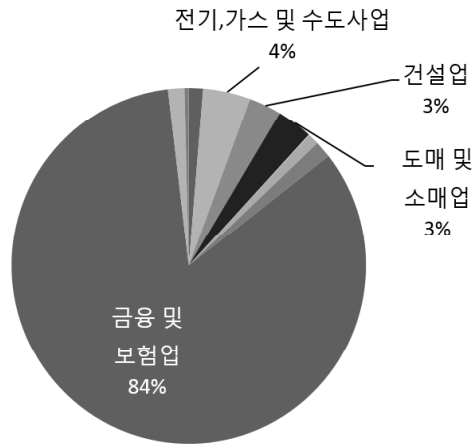
전자단기사채 발행잔액을 업종별로 구분해보면 금융 및 보험업종에 의한 발행이 압도적으로 높게 나타난다. <그림 II-5>에서 나타난 바와 같이 일반전자단기사채의 경우 금융 및 보험업종의 비중이 84%에 이르고 있으며, AB전자단기사채의 경우 이 비중은 99%에 이르고 있다.(2015년 9월말 기준) 전자단기사채의 발행이 금융 및 보험업종을 중심으로 이루어질 것이라는 사실은 전자단기사채의 도입 이전부터 예상되어 왔던 일이다. 그렇지만 일반전자단기사채의 경우 금융 및 보험업종의 비율이 일반기업어음증권에 비하여 매우 높은 수준이다. 일반기업어음의 경우 금융 및 보험업종의 비중은 43% 수준이며, 제조업(17%)이나 건설업종

(13%) 기업에 의한 발행도 활발한 편이다. 일반전자단기사채의 업종구성에서 관찰되는 특징은 일반전자단기사채에 의한 일반기업어음증권의 대체가 아직은 미비하다는 사실이다. 일반전자단기사채가 만기 7일 이하의 영역에서 주로 발행되고 있는데 이는 일반기업들의 발행수요가 형성되는 만기구간은 아니기 때문이다. 일반기업어음증권의 경우 비금융업종의 기업들에 의한 발행비중이 57%에 이르고 있는데 일반전자단기사채가 이러한 수요를 제대로 대체하고 있다면 비금융업종의 발행비중이 현재보다는 훨씬 높은 수준에서 형성되어야 한다.

AB전자단기사채는 ABCP를 순조롭게 대체하고 있음이 업종별 비중 비교에서도 나타나고 있다. AB전자단기사채의 발행잔액 중 금융 및 보험업종의 비중은 99% 이상인데, ABCP의 발행잔액 중 금융 및 보험업종의 비중도 94%로 매우 높게 나타난다. 이는 자산유동화의 특성상 유동화를 시킬 자산의 보유자는 금융관련 기업에 압도적으로 많기 때문이다. 일반기업의 경우 유동화에 활용할 자산의 범위가 매우 제한적인데, 대출채권이 가장 대표적이다. 금융관련 기업들의 경우 대출관련 채권을 보유한 회사들이 많기 때문에 유동화의 필요성도 상대적으로 더 크다. 보험금융 및 보험업종을 중심으로 나타나는 발행수요가 ABCP와 AB전자단기사채에 공통적으로 관찰되고 있으며, 이는 AB전자단기사채가 ABCP를 충분히 대체할 수 있다는 점을 시사한다.

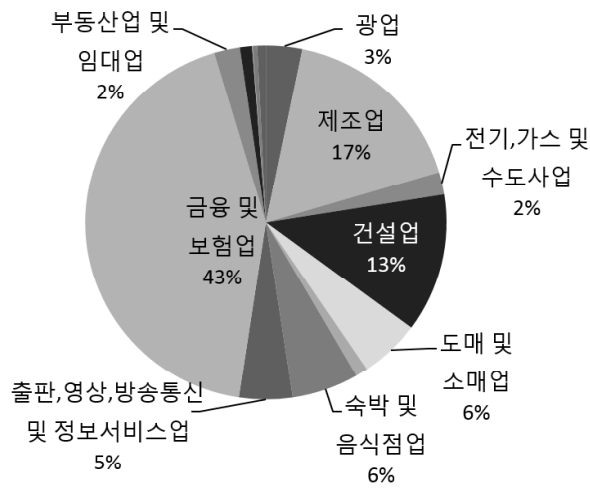
업종별 발행잔액 비중은 향후 전자단기사채시장의 발전방향에 대해 중요한 시사점을 제시한다. 전자단기사채는 금융업종 이외의 일반기업에 의한 발행비중을 높여감으로써 일반기업어음증권의 영역을 대체해 나갈 필요가 있다. 전자단기사채가 도입된 이후 약 2년의 기간이 경과하였지만 비금융업종의 기업들은 아직도 익숙한 기업어음증권의 발행을 더 선호하는 경향이 나타난다. 전자단기사채의 인수기관을 중심으로 기업의 발행수요가 전자단기사채로 전이되도록 유도해 나갈 필요성이 크다.

<그림 II-5> 업종별 발행잔액 비중(일반전자단기사채)



자료: 예탁결제원(2015년 10월 2일 기준)

<그림 II-6> 업종별 발행잔액 비중(일반기업어음증권)



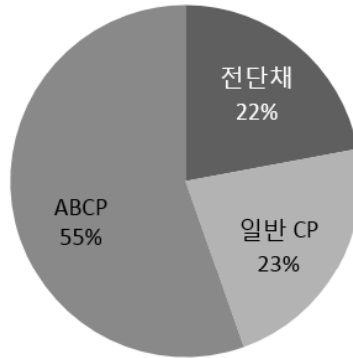
자료: 예탁결제원(2015년 10월 2일 기준)

전자단기사채가 기업어음증권시장을 포함한 단기금융증권에서 차지하는 비중은 22%에 이르고 있으며, 이 비중은 점차 증가하고 있는 추세이다.(2015년 10월 2일 기준) <그림 II-7>에서 나타나는 바와 같이 발행 잔량 기준으로 ABCP의 비중이 55%로 가장 높으며, 일반CP의 비중이 23%로 나타난다. 일본의 전자단기사채 도입사례와 비교한다면 대체속도가 상대적으로 느린 편이라 볼 수 있다. 일본의 경우 전자단기사채가 도입된 이후 2년만에 99%이상의 기업어음이 전자단기사채에 의해서 대체되었다. 그렇지만 국내의 경우 도입 이후 약 2년의 시간이 경과하였음에도 불구하고 전체 단기금융증권시장에서 전자단기사채의 비중은 22% 수준에 불과하다.

단기금융증권의 잔존만기별 잔량비중 분포를 살펴보면 30~89일의 잔존만기 비중이 30%로 가장 높게 나타나며, 180일~1년 이하가 20%의 비중을 보이고 있다. 한가지 흥미로운 사실은 1년 이상의 만기를 가진 CP에 대한 공시규제가 강화되고 있음에도 불구하고 잔존만기 1년 이상의 비중이 아직도 12%에 이르고 있다는 점이다. 만기를 1년 이하로 제한하고 있는 전자단기사채에 대해서는 우려할 사항이 아니지만, 기업어음증권이 가진 규제차익이 야기한 부작용으로 해석할 수 있다.

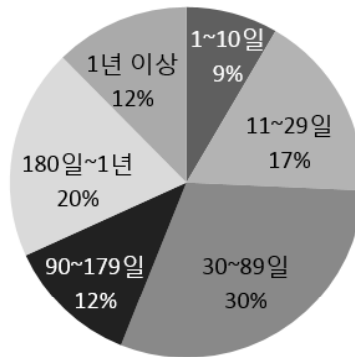
잔존만기별 잔량분포에서 90일 이하의 만기에 대해서는 전자단기사채의 비중이 상대적으로 높고, 90일을 초과하는 만기에 대해서는 ABCP의 비중이 높게 나타난다. 전자단기사채와 일반기업어음증권의 경우 90일 내외의 만기로 발행되는 건수가 많기 때문에 전체 잔존만기별 발행 잔량에서는 30~89일의 비중이 30%로 가장 높게 나타난다. 전자단기사채와 일반기업어음증권의 경우 잔존만기 30~89일의 비중이 각각 44.5%와 29.2%로 나타나며, ABCP의 경우 180일~1년 미만의 잔존만기 비중이 28.6%로 가장 높게 나타난다.

<그림 II-7> 단기금융증권별 발행잔량 비중



자료: 예탁결제원(2015년 10월 2일 기준)

<그림 II-8> 단기금융증권 잔존만기별 발행잔량 비중



자료: 예탁결제원(2015년 10월 2일 기준)



### III. 전자단기사채의 도입효과 평가

---

1. 전자단기사채 발행데이터 분석
2. 도입효과 분석



### III. 전자단기사채의 도입효과 평가

#### 1. 전자단기사채 발행데이터 분석

전자단기사채의 도입효과를 분석하기 위하여 전자단기사채의 발행데이터를 이용하여 정량적 분석을 실시하였다. 제도가 도입된 2013년 1월 15일부터 2015년 8월 21일까지의 발행된 모든 전자단기사채의 발행건수를 대상으로 콜시장과의 상관관계분석 및 기업어음증권시장과의 대체효과 분석을 실시한다. 분석대상 기간 동안 발행된 전자단기사채의 발행건수는 총 32,171건으로 나타났다. 이중 일반전자단기사채의 발행건수가 84.5%인 27,169건으로 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, AB전자단기사채(PF AB전자단기사채 및 소수의 특수 전자단기사채 포함)의 발행건수가 15.5%인 5,002건을 기록하였다.

<표 III-1> 전자단기사채 발행건수

(단위: 건, %)

형태	발행건수	비중
AB	1,624	5.05
PF AB	3,375	10.49
일반	27,169	84.45
특수	3	0.01
합계	32,171	100.00

자료: 연합인포맥스(2013년 1월 15일~2015년 8월 21일 발행분)

전자단기사채의 평균발행액은 352억원으로 나타났다. 발행통계에서 가장 빈번하게 관찰되었던 발행액은 500억원인데, 32,171건의 발행건수 중 6,054회 관찰되어 18.8%의 비중을 차지하였다. 단일 발행액이 가장 높았던 경우는 7,670억원이었으며, 가장 낮은 경우는 전자단기사채의 최소발행금액인 1억원이었다. 전자단기사채의 발행액 수준은 유형별로 다소 차이가 나타난다. 일반전자단기사채의 경우 평균발행액이 365억원으로 AB전자단기사채에 비해 다소 높게 나타나며, 최빈치도 500억원으로 AB전자단기사채에 비해 2배 이상 높은 수준이다. AB전자단기사채(PF AB전자단기사채 포함)의 발행은 200억원에서 이루어지는 경우가 가장 많았으며, 특히 PF AB전자단기사채의 경우 발행액의 최빈치와 평균값이 각각 200억원과 254억원으로 크게 차이가 없었다. 이는 PF AB전자단기사채가 대부분 200억원 수준에서 발행되고 있음을 의미하는데, 대규모의 자금조달보다는 해당 PF의 자금수요에 맞게 소규모로 발행되는 특성을 나타낸다.

**<표 III-2> 전자단기사채 유형별 발행액 통계**

(단위: 억원)

	평균	최대값	최소값	최빈치
AB	343	7,670	1	200
PF AB	254	3,990	1	200
일반	365	4,000	1	500
합계	352	7,670	1	500

자료: 연합인포맥스(2013년 1월 15일~2015년 8월 21일 발행분)

전자단기사채의 유형별 만기분포를 살펴보면 일반전자단기사채와 AB 전자단기사채간에 매우 뚜렷한 만기차이가 관찰된다. 아래의 <표 III-3>

에서 보고된 바와 같이 일반전자단기사채의 평균 만기는 8.9일인데 반하여 AB전자단기사채의 평균 만기는 79.6일로 일반전자단기사채의 약 9배에 이르고 있다. 최빈치의 경우에도 양자간의 뚜렷한 차이가 관찰되는데 일반전자단기사채의 경우 1일물의 발행이 가장 많았던 반면 AB전자단기사채는 3개월물의 발행이 가장 빈번하게 관찰되었다. 일반전자단기사채는 10일 이하의 만기로 발행된 건수가 82.2%에 이르고 있는데, 특이한 점은 96일을 초과하는 발행건수가 한건도 관찰되지 않았다는 사실이다. 증권신고서 제출면제 요건이 만기 3개월 이하라는 사실을 감안하면 충분히 수긍할만한 현상이지만, AB전자단기사채의 경우 만기 3개월 이상의 발행이 표본기간 동안 45회나 관찰되었다는 사실과 비교한다면 양자간의 발행 인센티브가 다르다는 사실을 유추할 수 있다. AB전자단기사채의 경우 만기 10일 이하의 발행이 매우 저조한 편이며, 3개월물의 발행이 75%로 대부분을 차지한다. 발행만기 특성에서 관찰되는 사실은 일반전자단기사채가 초단기물 중심으로 발행되고 있는 바, 일반기업어음증권의 대체기능은 사실상 미약하며 주로 콜시장의 자금수요를 대체하는 역할을 맡고 있음을 시사한다. 반면 AB전자단기사채의 경우 만기분포가 기존 ABCP와 유사한 점을 볼 때 ABCP 대체효과가 강함을 시사한다.

**<표 III-3> 전자단기사채 유형별 만기분포**

(단위: 일)

	평균	최대값	최소값	최빈치
AB	76.9	364	1	92
PF AB	79.6	364	2	98
일반	8.9	96	1	1
합계	19.7	364	1	1

자료: 연합인포맥스(2013년 1월 15일~2015년 8월 21일 발행분)

전자단기사채는 발행 전에 미리 이사회 결의를 통해 발행한도를 설정한 후 공시하여야 한다. 발행한도 설정 현황은 향후 전자단기사채의 발행증가에 중요한 지표가 되기 때문에 투자자들에게는 중요한 의미를 가진다. <표 III-4>에서 나타나는 바와 같이 2015년 8월 20일 기준으로 발행한도를 설정하여 공시한 기업의 수는 총 88개인 것으로 조사되었다. 발행한도 공시기업에 AB전자단기사채 발행을 위해 설립된 페이퍼컴퍼니는 포함되지 않았다. 이는 AB전자단기사채의 경우 기초자산의 가치에 의해 발행한도가 결정되는 경우가 많고, 일반기업과는 달리 발행한도와 재무적 건전성간의 상관관계가 약하기 때문에 발행한도의 설정이 전체 전자단기사채시장의 건전성에 큰 영향을 주지 않기 때문이다.

**<표 III-4> 전자단기사채 업종별 발행한도 설정**

(단위: 개)

업종	기업수
건설업	4
금융 및 보험업	52
도매 및 소매업	10
숙박 및 음식점업	1
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	1
전기, 가스, 증기 및 수도사업	7
제조업	4
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	4
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인서비스	1
기타	4

자료: 예탁결제원(2015년 8월 20일 기준, AB전자단기사채발행 페이퍼컴퍼니 제외)

발행한도의 설정이 가장 빈번한 업종은 예상한 바와 같이 금융 및 보험업종으로 나타났다. 이는 이전의 발행만기 분석에서 관찰되었던 결과와도 일관성을 유지하고 있는데 일반기업의 전자단기사채발행은 모두 유동화가 아닌 일반전자단기사채의 발행을 의미하며, 현재까지는 주로 10일 이하의 초단기물 발행이 주류를 이루고 있다. 현실적으로 금융업종의 기업을 제외한다면 10일물 이하의 초단기 자금에 대한 수요를 가진 기업이 흔치 않다. 따라서 현재까지의 일반단기사채 발행은 금융업종 기업들에 의해 주도되고 있으며 발행한도의 공시에 있어서도 금융업종 기업들의 공시가 가장 빈번하게 나타난다.

발행한도를 공시한 기업들의 총발행한도는 2015년 8월 20일 기준 64조원 수준인 것으로 나타난다. 이 64조원의 총발행한도 중에서 실제 발행되고 있는 금액은 약 11조원 수준으로 18%의 소진율을 기록하였다. 발행한도 설정에서 가장 비중이 큰 업종은 금융 및 보험업종이며 70%의 비중을 차지하였다. 발행잔액 비중에서 가장 비중이 큰 업종 역시 금융 및 보험업종인데 전체 발행잔액의 85%를 차지한다. 이는 금융 및 보험업종이 가장 활발하게 발행한도를 설정하고 있으며, 발행한도 설정 이후에도 가장 적극적으로 발행에 나서고 있음을 의미한다. 금융 및 보험업종 다음으로는 전기·가스·증기·수도사업에서 발행한도의 설정이 활발한데, 발행한도의 비중과 발행잔액 비중은 각각 13%와 5%인 것으로 나타난다. 금융 및 보험업종 내부에서는 증권회사의 발행한도 설정이 가장 활발하였다. 발행한도를 설정한 증권회사는 25개사이며, 캐피탈사와 카드사가 각각 11개와 8개로 보고되었다. 증권회사의 발행한도는 전체 금융 및 보험업종의 약 50% 수준인 반면, 실제 발행잔량은 금융 및 보험업종 발행잔량의 약 78%를 차지하고 있다.

산업별 발행한도의 설정에서 나타나는 이러한 특성은 전자단기사채 제도 도입의 취지와 일관성을 가진다고 볼 수 있다. 콜시장 접근이 배제

된 증권회사들의 초단기 자금수요가 전자단기사채 발행의 주요한 동인 중의 하나임을 감안할 때 증권회사들이 적극적으로 발행한도를 설정하는 것은 자연스러운 현상이다. 그리고 이의 결과로서 증권회사들의 비중이 다른 금융회사들에 비해 높게 형성되고 있다.

## 2. 도입효과 분석

### 가. 콜시장에 대한 대체효과

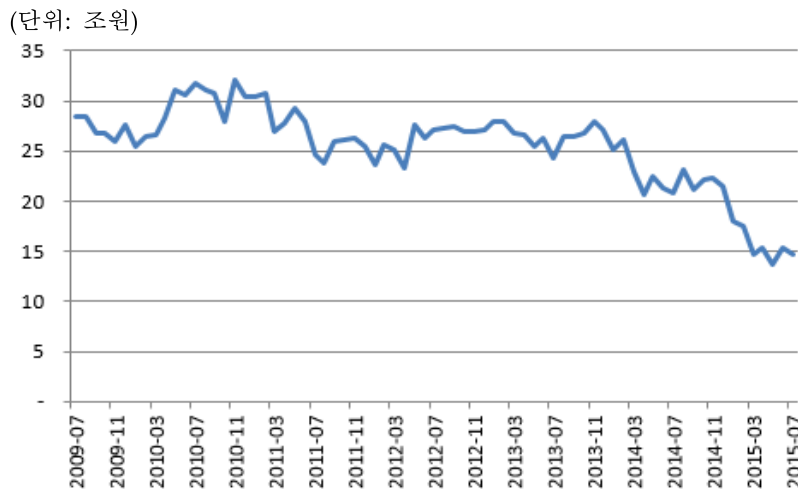
전자단기사채의 도입목적이 기업어음증권의 대체와 콜시장 자금수요의 대체라는 점을 감안할 때 도입효과의 평가도 콜시장과 기업어음시장에 대해 개별적으로 이루어질 필요가 있다. 그런데 각각의 시장에 대한 효과평가를 시도함에 있어서 전체적인 단기자금시장의 구도를 이해하는 것은 여전히 매우 중요하다. 전자단기사채의 도입도 결국은 전체 단기자금시장의 효율성을 유기적으로 개선하기 위함이기 때문이다.

도입효과의 평가에 있어서 가장 우선적으로 검토할 필요성이 있는 영역은 콜시장이다. 글로벌 금융위기 이후 본격화된 단기자금시장의 정책변화에서 가장 핵심적인 사항은 콜시장을 은행간지준거래시장으로 변화시키는 정책으로 볼 수 있다. 콜시장에 대한 제2금융권의 과도한 의존을 해소함으로써 증권회사들의 재무건전성을 개선하고 전체적인 시스템 리스크를 줄이는 것이 콜시장 개편의 주된 방향성이었다.

콜시장 접근에 대한 제한조치가 실시되면서 콜시장의 거래대금은 뚜렷한 감소세를 보이고 있다. 2015년 6월말 기준 일평균 콜거래대금은 약 15조원 수준에서 형성되고 있다. 이를 콜차입규제가 본격화되기 시작한

2012년과 비교해보면 약 절반수준으로 축소되었음을 알 수 있다. 일평균 콜거래대금은 2010년의 경우 30조원을 상회하기도 하였으나, 콜시장 진입제한에 대한 계획이 발표된 이후 감소세를 보여 2012년에는 27~28조원의 거래규모를 유지하였다. 2014년 콜시장 차입제한이 강화되면서 일평균 콜거래대금은 급격히 하락하기 시작하였는데 2015년 20조원 이하로 하락하였고, 제2금융권의 콜시장 참여가 원칙적으로 금지된 2015년 3월부터는 15조원 이하로 떨어졌다.

<그림 III-1> 일평균 콜거래대금 변동 추이



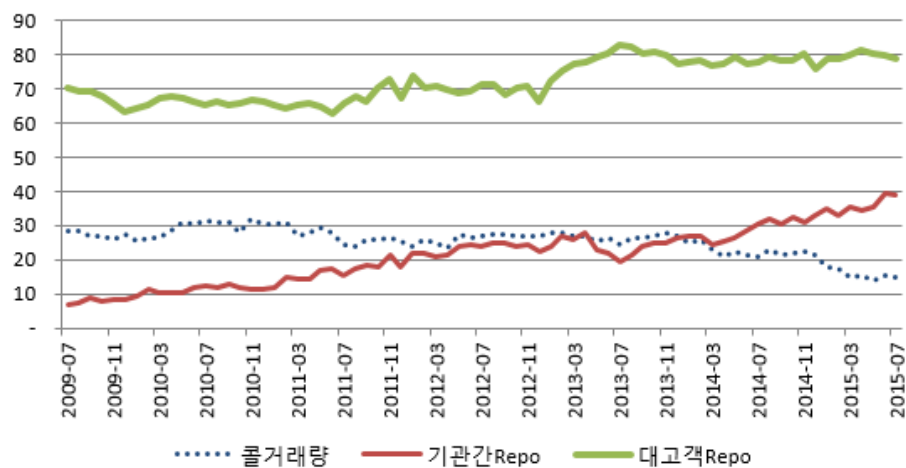
자료: 연합인포맥스

콜시장에 대한 참여제한은 필연적으로 콜시장으로부터의 자금수요 이탈을 초래하였으며, 이는 대체시장에서의 자금거래 확대를 유발하였다. 콜시장에서 밀려난 자금수요는 전자단기사채시장과 Repo시장에 의해 대체되었을 것으로 예상된다. 콜시장의 자금거래가 주로 1일물이었다는 사실을 감안할 때 비슷한 유형의 초단기 자금거래가 가능한 곳은 현실적으로 전자단기사채시장과 Repo시장뿐이다.

먼저 Repo시장<sup>11)</sup>의 변화상황을 점검해보면 콜시장의 거래대금 하향세와 더불어 Repo시장의 거래증가가 매우 뚜렷하게 관찰된다. 사실 Repo시장의 확대는 글로벌 금융위기 이후 본격화되기 시작하였으며, 글로벌 금융위기 이전에는 기관간 Repo시장의 형성은 매우무 미미하였고 대고객 중심으로만 발전하였다. 그런데 콜시장에 대한 진입제한조치가 본격화되면서 콜시장으로부터 빠져나온 자금수요가 Repo에 의해 일정부분 흡수되고 있음이 강하게 나타나고 있다. <그림 III-2>에서 나타나는 바와 같이 기관간 Repo시장은 콜시장의 거래규모 감소와 더불어 성장세가 뚜렷하게 관찰된다.

<그림 III-2> Repo시장 거래잔량 변동 추이

(단위: 조원)

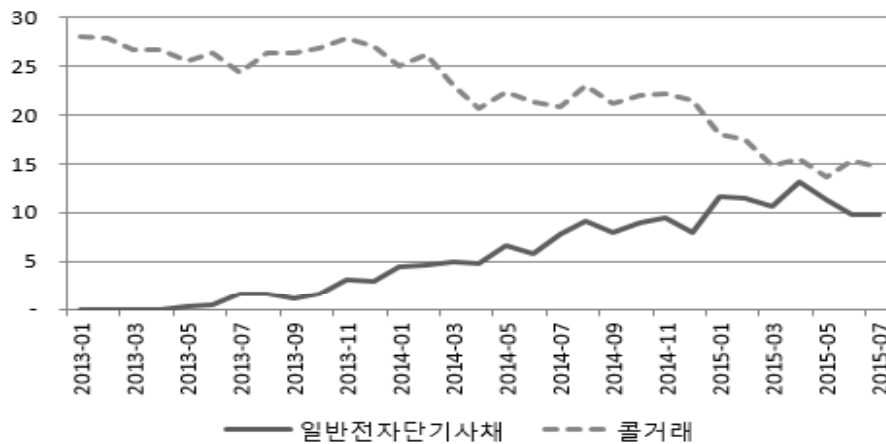


자료: 예탁결제원, 연합뉴스

11) 국내 Repo시장은 크게 기관간 Repo, 대고객 Repo, 환은 Repo로 구분된다. 본 보고서에서는 금융기관간의 자금거래 흐름에 분석의 초점을 맞추고 있는 관계로 대고객 Repo와 환은 Repo에 대한 설명은 생략하기로 하며, 이후 Repo거래라 함은 기관간 Repo를 지칭한다.

콜시장의 거래대금 축소는 전자단기사채의 발행증가와 더불어 진행되었다. 양시장간의 거래량(또는 발행잔량)의 변화추이를 살펴보면 음(-)의 상관관계가 존재함을 추정할 수 있다. 콜시장으로의 진입이 막힌 자금수요의 일부는 전자단기사채에 의해 흡수되었을 가능성이 높다. 전자단기사채의 자금거래 성격이 초단기 신용거래라는 점에서 콜시장과 가장 유사하며, 담보의 제공여력이 없는 금융회사라 하더라도 신용도에 큰 문제가 없다면 충분히 접근 가능하기 때문이다.

**<그림 III-3> 일평균 콜거래대금과 일반전자단기사채 변동추이**  
(단위: 조원)



자료: 연합인포맥스

전자단기사채에 의한 콜시장 대체효과는 일반전자단기사채의 영역에서 강하게 관찰되며, AB전자단기사채의 경우 콜시장 대체효과가 거의 없는 것으로 추정된다. 이는 상품의 설계구조와 만기구조의 비교를 통해 명확히 드러난다. 콜시장의 기본적인 특성은 1일물 신용거래이다. 담보를 제공하지 않고 해당기업의 신용만으로 자금을 거래하게 되는데 이는

기초자산을 담보로 하는 자산유동화증권의 개념과 기본적으로 크게 차이가 난다. 따라서 신용거래를 통해 자금거래를 하던 콜시장의 참가자가 AB전자단기사채의 영역으로 유입될 가능성은 지극히 희박하다. AB전자단기사채의 만기구조 분석에서도 동일한 결론을 도출할 수 있다. 콜거래는 제2금융권의 콜시장 참여가 원칙적으로 금지되기 이전의 기간과 이후의 기간에 동일하게 1일물 거래가 거의 대부분을 차지하고 있다. 그런데 <표 III-5>에서 보고된 AB전자단기사채의 발행구조를 살펴보면 1일물의 발행은 표본기간동안 10회에 불과하다. 2일물까지의 만기를 포함해도 발행횟수는 13회이며 만기를 일주일로 확장하더라도 발행건수는 105회에 불과하며 이는 전체 AB전자단기사채 발행의 2.1%에 지나지 않는다. 따라서 AB전자단기사채에 의한 콜시장 대체효과는 거의 없을 것으로 판단된다.

<표 III-5> 유형별 발행만기 분포

(단위: 회)

발행만기	일반	AB
1일	10,778 (40%)	10 (0%)
2~10일	11,560 (43%)	150 (3%)
11~31일	3,208 (12%)	552 (11%)
32~62일	594 (2%)	476 (10%)
63~92일	1,022 (4%)	3,752 (75%)
93~364일	62 (0%)	7 (0%)
총계	27,169 (100%)	5,002 (100%)

주 : 괄호( )안은 비중  
 자료: 연합인포맥스

유형별 발행만기 분포에서 가장 두드러지는 특징은 일반전자단기사채의 경우 1일물의 발행이 가장 높은 비중을 차지하는 반면, AB전자단기사채의 경우 92일물(즉 3개월 만기)의 발행이 가장 높은 비중을 차지하고 있다는 사실이다. 일반전자단기사채는 1일물의 발행이 10,778회로 전체 발행물의 40%를 차지하고 있다. 반면 3개월물의 발행은 207회로 발행물량의 0.8%에 불과하다. AB전자단기사채의 경우 91일물과 92일물의 발행이 가장 활발한데, 각각 1,152회와 1,422회를 기록하였고, 비중으로는 각각 23%와 28% 수준이다. 반면 1일물의 발행은 지극히 저조하여 일반전자단기사채와 AB전자단기사채의 발행목적이 크게 다를 것을 시사하고 있다.

만기분포 구조에서 나타나는 특징은 일반전자단기사채가 기존의 콜차입을 대체하는 효과가 매우 강하다는 사실이다. 이는 1일물 일반전자단기사채의 발행량 증가 패턴과 콜거래 대금감소와의 상관관계 분석에서 더욱 두드러지게 나타난다. 콜시장의 일평균 거래대금은 2013년 1월 27.9조원이었는데 콜시장 차입제한조치의 강화로 인하여 2015년 7월에는 14.6조원으로 감소하였다. 약 2년 6개월의 기간동안 거래량이 13.3조원 감소하여 48%의 감소율을 기록한 것이다. 같은 기간 일반전자단기사채의 발행잔량은 9.9조원 증가하였으며 이중 1일물의 비중이 가장 빠른 속도로 증가하였다. 콜거래대금과 전자단기사채의 발행잔량간의 상관관계를 추정해보면 일반전자단기사채의 발행잔량과의 상관관계수가  $-0.887$ 로 나타나고 1일물 발행잔량과의 상관관계수는 더욱 높은 수준에서 형성되었다. 이는 1일물 일반전자단기사채가 콜차입을 대체하는 효과가 매우 강함을 의미하는 것이다.

## 나. 기업어음증권시장에 대한 대체효과

전자단기사채는 콜시장 대체효과 이외에도 기업어음증권의 대체를 목적으로 도입되었다. 기업어음증권에의 대체효과는 앞절에서 설명한 콜시장 대체효과와는 그 양상이 매우 대조적으로 나타난다. 유형별 발행만기 분포에서 나타나는 특성은 일반전자단기사채의 기업어음증권 대체효과는 미미한 반면 AB전자단기사채의 기업어음증권 대체효과는 매우 강하다는 사실이다. 따라서 전자단기사채의 발행증가는 기업어음증권의 시장상황과 연결시켜 해석할 필요가 있다.

기업어음증권시장과 전자단기사채시장을 통합하여 발행잔량 변화를 살펴보면 기업어음증권시장의 축소세와 전자단기사채시장의 성장세가 뚜렷하게 대별된다. 기업어음증권과 전자단기사채를 포함한 단기금융증권의 발행잔량은 2013년 1월 기준 135조원에서 2015년 9월 기준 153조원으로 증가하였다. 전자단기사채가 2013년 1월에 도입되었기 때문에 2013년 1월의 발행잔량은 기업어음증권의 발행잔량과 동일하다. 그런데 2015년 9월의 경우 기업어음증권의 발행잔량은 오히려 120조원으로 약 30개월의 기간동안 15조원 감소하였다. 반면 전자단기사채의 발행잔량은 같은 기간 33조원 증가하였다.

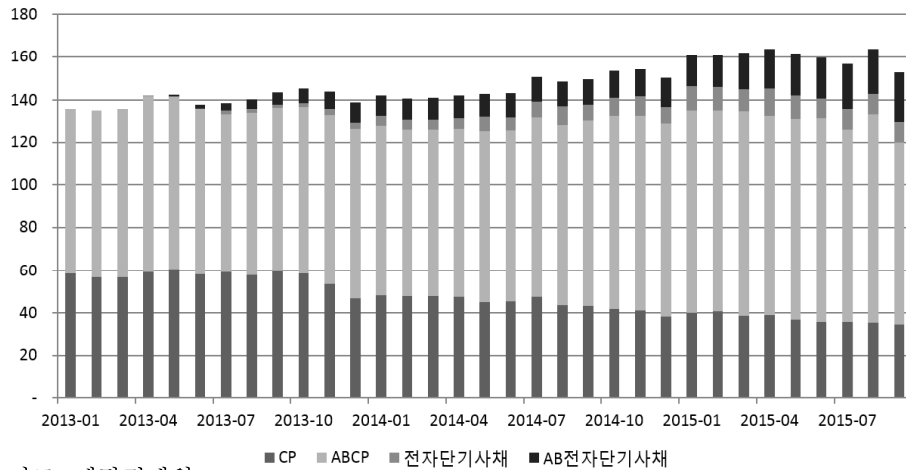
<그림 III-4>를 살펴보면 전체시장에서 전자단기사채가 차지하는 비중이 아직은 20% 내외로 낮은 편이지만 기업어음증권시장의 비중이 축소되고 있음을 알 수 있다. 물론 전자단기사채에 의한 기업어음증권의 대체는 일반전자단기사채보다는 AB전자단기사채의 영역에서 훨씬 더 뚜렷하게 나타난다. 이는 일반전자단기사채와 AB전자단기사채의 만기별 발행특성이 상당히 다르게 나타나고 있다는 사실과 만기와 업종별 구분에서 일반전자단기사채와 일반CP의 발행잔량 차이가 크다는 점에서 유추할 수 있다. 시장에서 전자단기사채의 상품특성이 기업어음증권과 큰

차이가 없으며 투자자보호 측면에서는 오히려 더 우수하다는 인식이 확산되고 있기 때문에 전자단기사채의 비중은 향후에도 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

AB전자단기사채의 상품설계 구조와 발행만기 분포는 동상품이 ABCP를 대체하고 있음을 나타낸다. 기업어음증권과 전자단기사채를 포함하는 단기금융증권중에서 가장 높은 발행잔량 비중을 차지하는 상품이 ABCP이다. 그런데 ABCP의 발행잔량은 2015년에 접어들면서 정체상태를 보이고 있으며 발행잔량의 증가율은 추세적으로 하향세에 접어드는 것으로 추정된다. 이는 2008년 글로벌 금융위기 이후에도 꾸준한 성장세를 보였던 ABCP의 증가세와 구별되는 특징이다. 유동화를 통한 단기자금조달 수요가 꾸준히 이어지고 있다는 점을 감안할 때 ABCP의 성장세 둔화는 일시적인 현상으로 해석하기가 어려운 측면이 있다.

<그림 III-4> 전자단기사채와 CP의 발행잔량 변동 추이

(단위: 조원)



ABCP의 이러한 성장세 둔화는 AB전자단기사채의 성장으로 설명이 가능하다. AB전자단기사채는 2013년 1월 도입이후 빠른 속도로 증가해 왔다. 2014년 1월 이후 ABCP의 월평균 발행잔량 증가율은 0.43% 기록하고 있는 반면, 같은 기간 AB전자단기사채의 월평균 발행잔량 증가율은 4.37%로 약 10배의 차이를 기록하고 있다. ABCP가 매우 느린 속도로 증가하고 있는데 이는 ABCP의 발행수요를 AB전자단기사채가 대체하고 있기 때문이다.

AB전자단기사채의 발행만기 분포를 살펴보면 향후 AB전자단기사채가 ABCP를 더 크게 대체할 수 있음을 알 수 있다. 전자단기사채에 대한 증권신고서 제출면제가 발행만기 3개월로 제한됨에 따라 AB전자단기사채의 발행은 주로 3개월물에 집중되고 있다. 반면 ABCP의 발행은 3개월물의 비중이 높게 나타나고 있기는 하지만 3개월 이상의 구간도 매우 높은 발행비중을 보인다. ABCP 발행물량의 약 절반 정도가 3개월 이상의 만기구간에서 관찰되고 있다는 사실은 전자단기사채의 증권신고서 제출면제조건이 완화될 경우 3개월 이상의 만기구간에서 기업어음증권의 대체효과가 강하게 나타날 수 있음을 시사한다.

AB전자단기사채와는 대조적으로 일반전자단기사채의 기업어음증권 대체효과는 미미한 것으로 나타난다. 일반기업어음증권의 발행잔량 변화 추이에서 관찰되는 특징은 전자단기사채의 도입 이후 일반기업어음증권의 발행잔량이 꾸준히 줄어들고 있다는 사실이다. 그런데 일반기업어음증권의 발행감소가 일반전자단기사채에 의해서 대체되고 있을 가능성은 오히려 매우 낮은 것으로 보인다. 일반전자단기사채의 만기분포와 업종별 발행잔량 분포를 일반기업어음증권과 비교해보면 양자간의 특성에서 뚜렷한 차이점이 발견된다. 일반전자단기사채가 1일물 중심으로 발행되며 주로 증권회사들에 의한 발행이 중심이 되고 있다면, 일반기업어음증권의 경우 3개월물을 중심으로 발행되고 있으며 증권회사들의 참여는 부진한 반면 일반기업들의 참여가 오히려 활발한 특징을 보인다.

일반전자단기사채가 정상적으로 일반기업어음시장을 대체하고 있다면 기존의 일반기업어음 발행시장의 주된 시장참가자들이 전자단기사채의 발행을 늘려가는 현상이 관찰되어야 한다. 그러나 현재의 일반전자단기사채의 주된 발행자군은 기존에 참여수준이 높지 않았던 증권사들이다. 또한 만기분포에 있어서도 일반전자단기사채와 유사한 만기분포 특성이 전자단기사채시장에서도 관찰되어야 한다. 그렇지만 현재까지의 시장상황에서는 이러한 만기분포가 보이지 않으며, 이는 일반전자단기사채에 의한 일반기업어음증권의 대체가 부진함을 시사한다.



## IV. 해외 유사상품 사례분석: 일본 및 미국

---

1. 분석 목표 및 내용
2. 일본의 전자단기사채시장
3. 미국의 CP시장
4. 국내 시사점



## IV. 해외 유사상품 사례분석: 일본 및 미국

### 1. 분석 목표 및 내용

2010년부터 추진되어온 정부의 단기자금시장 구조개편의 핵심은 콜시장을 은행간 지급준비금 거래시장으로 제도화하고, 콜시장 참여가 금지되는 비은행 기관의 단기자금 조달 및 운용을 Repo시장과 전자단기사채시장으로 유도하는데 있다(금융위원회, 2011). 이와 같이 전자단기사채의 도입목표는 기존 CP제도를 보완함과 동시에 콜시장을 대신하여 비은행 기관간의 단기자금배분기능을 수행하는데 있다.

본 장에서는 일본의 전자단기사채시장 및 미국 CP시장의 특징을 살펴보고자 한다. 일본 전자단기사채시장은 국내 전자단기사채 제도도입의 벤치마크라는 점에서 의의가 있다. 본 보고서에서 국내 전자단기사채시장의 발전방향을 모색함에 있어, 미국 CP시장을 비교대상으로 선정할 이유는 다음과 같다.

첫째, 미국의 CP와 국내 전자단기사채는 각각 형식상 약속어음과 사채라는 점에서는 차이가 있지만 미국의 CP는 1933년에 제정된 증권법(Securities Act of 1933)상 SEC(Securities and Exchange Commission) 등록대상 증권이라는 점과 분할양도가 가능하다는 점에서 법적 실질은 국내 CP보다는 전자단기사채에 가깝다. 둘째, 미국의 단기자금시장에서 CP거래는 일반기업과 비은행 금융기관을 포함한 비은행기관간 단기자금의 운용 및 조달에 매우 중요한 역할을 담당하고 있다. 미국의 단기자금 시장에서는 정부의 전자단기사채 도입취지와 동일하게 은행간 자금배분은 국내 콜시장에 해당하는 연방기금 시장(Federal fund market)에서 이루어지며, 은행을 제외한 참여자간 자금배분은 Repo시장과 CP시장이 담

당하고 있다. 즉, 국내 전자단기사채와 미국의 CP시장은 단기자금시장에서 동일한 경제적 기능을 수행하고 있는 것이다. 셋째, 미국의 CP시장은 19세기 초반에 전 세계에서 최초로 도입되어 다양한 발전과정을 경험하여 왔다. 1980년대까지 실질적으로 CP거래를 통한 비은행기관간 자금배분이 활성화된 국가는 미국이 유일하다. 미국은 규모와 기능 측면에서 CP거래가 가장 발달해 있으며, 여타 국가들의 CP제도 도입을 위한 모범 사례로 평가받는다. 따라서 비은행기관간 자금배분이라는 전자단기사채 시장의 도입취지 관점에서 볼 때, 미국 CP시장의 성장과정과 구조적 특성을 분석함으로써 향후 전자단기사채시장의 발전을 위한 정책적 시사점을 도출할 수 있을 것이다.

본 장의 구성은 다음과 같다. 2절에서는 일본의 CP 및 전자단기사채 시장을 조망한다. 이를 통해 일본에서 실물CP를 대신하여 전자단기사채가 도입된 배경 및 일본 단기자금시장에서 전자단기사채의 역할을 살펴본다. 다음으로 3절에서는 미국 CP시장의 특징을 분석한다. 특히 미국에서는 국내 전자단기사채시장에는 존재하지 않는 은행의 유동성보장제도가 CP시장의 작동에 매우 중요한 역할을 담당하고 있음을 살펴본다. 마지막으로 4절에서는 해외사례를 토대로 국내 전자단기사채시장 발전을 위한 시사점을 모색한다.

## 2. 일본의 전자단기사채시장

본 절에서는 국내 전자단기사채시장의 벤치마크인 일본의 전자단기사채시장에 대해서 살펴보기로 한다. 이하에서는 전자단기사채시장에 대해 논의하기 전에 일본 단기자금시장의 특징을 먼저 간략하게 살펴보기

로 하며, 이를 통해 일본의 단기자금시장이 국내 및 주요 선진국과 매우 다른 특성을 가지고 있음을 살펴보고자 한다.<sup>12)</sup>

### 가. 일본 단기자금시장의 특징

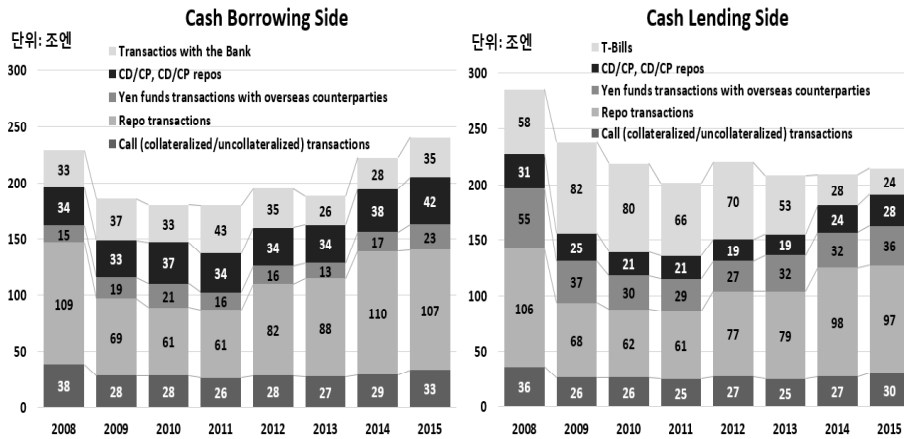
일본의 단기자금시장은 주요 하위 섹터가 콜시장, Repo시장 및 CP (전자단기사채)/CD시장으로 구성되어 있다는 점에서 국내 자금시장과 매우 유사하다. 실제적으로 정부의 단기자금시장 구조개편 이전의 국내 콜시장과 전자단기사채는 일본을 답습한 제도라 할 수 있다. 후술하는 바와 같이 일본에서는 2002년에 전자단기사채가 도입된 이후 2006년 이후에는 거의 모든 CP가 전자단기사채로 대체되었다.

<그림 IV-1>에는 일본 자금시장의 섹터별 시장규모가 제시되어 있다. 2015년을 기준으로 Repo거래가 107조엔으로 전체 자금시장의 절반정도를 차지하고 있으며, 콜시장은 33조엔 수준이다. 본보고서의 초점인 CP (전자단기사채)의 경우, 후술하는 바와 같이 2015년말 발행잔액이 16조엔 수준이다. 이로부터 일본은 국내보다 CP시장이 단기자금시장에서 차지하는 비중이 매우 낮은 것을 알 수 있다. 또한 일본의 단기자금시장은 각 시장섹터별 특징에서도 국내뿐만 아니라 미국 및 유럽과 매우 차별적인 특성을 보유하고 있다. 이하에 제시되는 내용은 Fukunaga and Kato(2014)에 기초하여 작성되었다.

---

12) 미국 단기자금시장에 대해서는 백인석 외(2015)를 참고하기 바란다.

<그림 IV-1> 일본 단기자금시장의 섹터별 잔액



주 : 연도말 잔액 기준  
 자료: BOJ(2015)<sup>13)</sup>

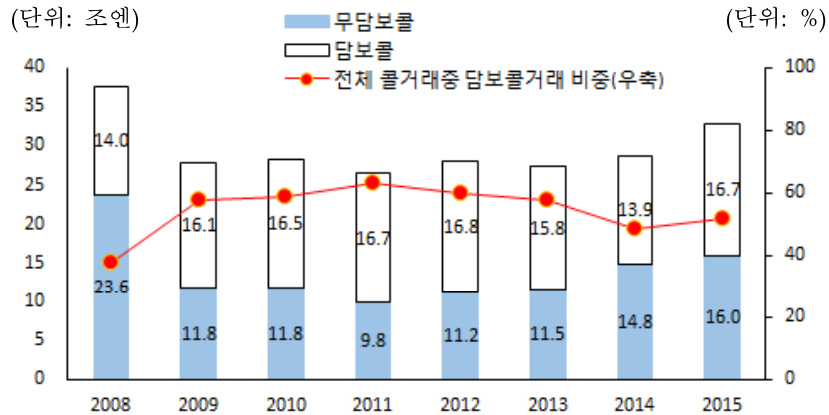
첫째, 일본의 콜시장은 무담보콜과 담보콜시장으로 구분되는데, 국내, 미국 및 유럽과는 달리 담보콜시장이 활성화되어 있다. 일본 담보콜시장은 도입된 지 100여년이 경과한데 반해 무담보콜시장은 1985년에 도입되었다. 이는 일본의 단기자금시장이 담보콜시장을 중심으로 발전하여 왔음을 시사한다. 특히 <그림 IV-2>에 나타난 바와 같이 금융위기 이후에는 전체 콜시장에서 담보콜거래의 비중이 60%를 상회하였으며, 최근에는 무담보콜과 담보콜이 거의 유사한 비중을 차지하고 있다.

둘째, <그림 IV-1>에 제시된 바와 같이 여타 국가와 마찬가지로 일본에서도 Repo시장이 단기자금시장에서 가장 큰 비중을 차지한다. 일본의 Repo거래는 1949년에 도입된 Gensaki Repo거래와 1989년에 도입된 Gentan Repo거래로 구분된다. Gensaki Repo거래는 국내를 포함한 주요국과 유사한 형태, 즉 증권의 매매형태를 가지는 Repo거래이나, Gentan Repo거래는 현금담보 채권대차거래이다. BOJ(2015)에 의하면 일본 Repo

13) [https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron\\_2015/ron151120a.htm/](https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2015/ron151120a.htm/)

시장에서 Gentan Repo의 비중이 2014년과 2015년에 각각 85%와 90%를 차지한다. 또한 Fukunaga and Kato(2014)에 의하면 일본의 시장참여자들은 통상적으로 Gentan Repo를 Repo거래로 지칭하는 것으로 지적된다. 결과적으로 일본에서 활성화된 Repo거래는 현금담보 채권대차거래로 국내 Repo시장과 큰 차이가 있음을 알 수 있다.

<그림 IV-2> 일본 담보콜 및 무담보콜시장 잔액



주 : 연도말 차입잔액 기준  
 자료: BOJ(2015)

셋째, 국내 및 주요 선진국에서는 통상적으로 무담보콜 거래금리가 담보부 거래인 Repo거래금리보다 높게 형성되는데 반해,<sup>14)</sup> 일본에서는 무담보콜 거래금리가 Repo금리 보다 낮게 형성되는 구조적 특징을 가지고 있다. Fukunaga and Kato(2014)에 의하면 일본에서는 담보콜, 무담보콜, Repo거래 순으로 금리가 높게 형성되는 것으로 지적된다.

14) 국내에서도 Repo시장이 활성화되기 이전에는 Repo금리가 콜금리 보다 높게 형성되었던 경험이 있다. 하지만 최근에는 Repo거래가 크게 활성화되면서 동일 차입자를 기준으로 할 때, 통상적으로 Repo금리가 콜금리 보다 낮게 형성되고 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이 일본의 단기자금시장은 국내와 매우 상이한 역사적, 구조적 특징을 가지고 있다. 이하에서는 이와 같은 일본 단기자금시장의 특수성을 염두에 두고 일본의 전자단기사채시장에 대해 살펴보기로 한다.

## 나. 일본의 전자단기사채시장

### 1) 도입배경 및 특징

일본에서 CP는 1987년에 최초로 도입되었다. McKenzie(1996)와 Inoue(1998)에 의하면 2002년에 전자단기사채가 도입되기 전까지 일본의 CP시장은 아래에 기술되는 다양한 이유에서 시장이 활성화되지 못했던 것으로 지적된다.

전자단기사채 도입 이전 일본의 CP는 적격발행자, 만기 및 발행방법 등에 대해 다양한 규제가 존재했다. 우선 은행, 증권사, 보험회사 등을 포함해 금융기관의 CP 발행이 금지되었다. 또한 발행만기도 1~6개월로 제한되어 있었다. 특이한 점은 전자단기사채 도입 이전 일본에서는 발행자가 투자자에게 직접 CP를 매각할 수 없었으며, 은행 및 증권사와 같은 금융기관을 통해서만 CP를 발행할 수 있었다.<sup>15)</sup>

다음으로, Inoue(1998)에 의하면 전자단기사채 도입 이전 일본의 CP시장은 직접금융시장으로서의 본연의 기능을 수행하지 못하고, 사실상 은행의 단기대출개념으로 활용된 측면에 강한 것으로 지적된다. 우선 1990년대까지 CP할인기관 즉, CP딜러 중 은행의 비중이 80%에 육박했던 것으로 지적된다. 이와 같이 주로 은행을 통해 발행된 CP의 절반 이상이 은행에 의해 인수되었다. 후술하는 바와 같이 당시 일본의 CP는

15) 이와 같은 규제는 대부분 2000년 이전에 폐지되었다.

유통이 매우 어려운 제도적 특징을 가지고 있었다는 점을 고려할 때, 전자단기사채 도입 이전 일본의 CP는 은행에 의해 발행되고 주로 은행이 인수하여 만기까지 보유하는 형태가 일반적이었던 것으로 평가된다. 즉, CP가 은행 단기대출의 보완재적 성격을 가지고 있었던 것이다.

셋째, 일본의 CP는 국내와 같이 약속어음으로 정의되며 어음법의 규제를 받았다.<sup>16)</sup> McKenzie(1996)에 의하면, 도입 당시 일본 내에서는 CP의 법적 실질을 약속어음으로 할 것인지 또는 채무증권(사채)으로 할 것인지에 대해 논란이 많았던 것으로 지적된다. 이는 McKenzie(1996)에 의하면 당시 일본 금융법 체계상 CP가 약속어음으로 구분될 경우 증권사가 CP딜러 업무를 수행할 수 없었던 반면 증권으로 분류될 경우 은행이 CP딜러 업무를 수행할 수 없었던 점에 기인하는 것으로 지적된다. 이에 CP를 어음법의 적용을 받는 약속어음으로 구분하되, 증권사에게도 부수 업무로 CP할인 업무를 허용하는 형식으로 은행과 증권사간의 이해상충 문제를 해결한 것으로 알려져 있다.

McKenzie(1996), 시케히토(2009), 허항진(2009) 등에 의해 지적된 바와 같이, CP가 어음법의 적용을 받게 됨에 따라 발행·보관·유통측면에서 여러 가지 문제점이 발생하였다. 첫째, CP가 실물로 발행됨에 따라 실물의 작성 및 교환과 관련한 업무 부담이 컸다. 특히, Inoue(1998)에 의하면 당시 일본에서는 CP딜러인 은행과 지리적 위치가 먼 발행자들은 실물CP 교부에 대한 어려움으로 CP발행에 곤란을 겪었던 것으로 지적된다. 둘째, 당시 CP는 실물이 우선 발행되고 나서 자금결제가 이루어지기 때문에 DVP결제가 어려워져 초단기 자금조달에 적합하지 않은 측면이 있었다. 셋째, 실물 CP의 보관 및 인수도에 따른 분실위험이 존재하였다. 넷째, 일본 어음법상 CP에 대해 발행액면액 이하의 분할양도가 허용되지 않는 점이 CP 유통시장 활성화에 큰 장애로 작용하였다.

16) 미국의 CP는 형식은 약속어음이나 1933년 증권법이 제정된 이래 동 법의 규제를 받아오고 있다.

이상과 같은 요인에 의해 전자단기사채 도입 이전 일본의 CP시장은 다른 단기자금시장 섹터에 비해 활성화 정도가 매우 낮았다. <표 IV-1>에서 알 수 있는 바와 같이 CP는 콜, Repo거래뿐만 아니라 CD시장에 비해서도 그 규모가 매우 작았던 것을 알 수 있다.

<표 IV-1> 전자단기사채 도입 이전 일본 단기자금시장의 상품별 잔액

(단위: 조엔)

	콜론	Repo	CD	CP
1987	14.6	6.9	12.1	1.7
1988	16.6	7.4	15.0	9.3
1989	22.3	6.3	19.0	13.1
1990	26.4	6.6	18.9	15.8
1991	29.0	6.0	17.9	12.4
1992	38.9	8.8	16.8	12.2
1993	42.8	8.3	19.1	11.1
1994	41.7	11.7	19.4	9.9
1995	42.0	11.1	22.3	10.5
1996	39.4	11.9	29.0	10.8
1997	37.3	16.4	36.9	10.6

자료: Inoue(1998)

위에서 논의된 바와 같은 배경에서 일본은 2000년 3월에 CP 무권화(paperless)에 대한 보고서를 기초로 2001년 6월에 단기사채 등의 대체(book-entry transfer)에 관한 법률<sup>17)</sup>을 제정함으로써 기존 CP의 상품성

17) 이하에서 논의되는 단기사채의 제도적 특성은 短期社債等の振替に關する法律施行令(Law concerning the book-entry transfer of commercial

은 유지한 채 어음법상의 여러 불편함을 완화한 단기사채(전자CP)를 도입하게 되었다(한국예탁결제원, 2014).<sup>18)</sup>

일본의 단기사채, 즉 전자CP는 이전 CP와는 달리 발행, 권리이전 및 상환 등과 관련된 일체의 과정에서 실물증권의 이동 없이 일본 예탁결제원(Japan Securities Depository Center, Inc.: JASDEC)이 관리하는 계좌부를 통해 전자등록(book-entry) 방식으로 처리된다. 일본 단기사채의 발행 및 결제 등과 관련된 세부적인 내용은 국내 전자단기사채와 동일하므로 여기서는 상세히 다루지 않기로 한다. 이와 같은 단기사채는 무권화를 통해 당일에 DVP 결제가 가능하게 됨으로써 기존 CP와는 달리 초단기자금의 조달 및 운용에 적합한 특성을 가지게 된다.

단기사채 등의 대체에 관한 법률에 의하면 단기사채는 기존 CP와는 달리 사채로 구분된다. 이 경우 권면분할 및 분할양도 등이 가능해짐으로써 단기사채의 유통이 활성화될 수 있다는 장점이 있으나, 사채발행시 이사회의 결의 및 사채원부의 작성 등과 같은 단기자금상품에게 적합하지 않은 제약을 받게 된다.

이에 단기사채 등의 대체에 관한 법률에서는 일정 조건을 만족하는 단기사채에 대해서는 상법의 규정을 적용하지 않는다. 여기서 단기사채가 만족해야 하는 조건은 다음과 같다. 첫째, 발행금액이 1억엔 이상일 것, 둘째, 사채의 만기가 1년 이내이고, 원금을 만기에 일시 상환할 것, 셋째, 계약에 의해 사채총액이 인수될 것, 넷째, 이자는 원금과 같이 만기에 일시 지급할 것, 다섯째, 담보부사채신탁법(secured bonds trusts law)의 대상이 되지 않을 것 등이다.

---

paper)에 대한 허항진(2009), 박동민·이향용(2011), 손영화(2013)의 해석을 일부 참고하여 작성되었음을 밝힌다.

18) 동 법은 2002년 4월부터 적용되었다. 따라서 일본에서 전자단기사채는 2002년부터 도입되었다.

단기사채가 이와 같은 조건을 만족할 경우 단기사채를 발행할 때마다 이사회에 결의를 받지 않고, 이사회에서 발행가능기간과 발행가능금액을 정한 후 발행을 특정 이사에게 위임할 수 있으며, 사채관리회사, 사채권자집회에 관한 상법상의 규정을 적용받지 않게 된다.

## 2) 주요 특성: 시장규모, 발행자, 투자자 및 만기구조

허항진(2009)에 의하면 일본에서는 2005년 이후 기존 CP가 99% 이상 전자단기사채로 대체된 것으로 지적된다. 허항진(2009)은 이와 같은 전자단기사채의 활성화가 기존 실물CP에 대한 조세특례법상 우대조치의 종료와 밀접히 연관되어 있는 것으로 지적하였다. 2005년 3월까지 일본에서는 실물 CP에 대해 권면당 5천엔의 인지세를 부과하였으나, 2005년 4월부터는 10억엔을 초과하는 실물CP에 대해서 권면당 20만엔의 인지세를 부과하였다.<sup>19)</sup>

금융위기 이전 일본 단기사채의 시장규모는 발행잔액을 기준으로 20~23조엔 수준에서 유지되었다. <표 IV-1>에서 실물CP 도입 이후 1997년까지 시장규모가 10조엔 내외임을 고려할 때, 전자단기사채 도입 이후 시장규모가 두 배 정도 커진 것을 알 수 있다. 따라서 금융위기 이전을 기준으로, 일본 전자단기사채시장의 양적 확대는 다음 절에서 살펴볼 미국의 CP시장 및 2013년 이후 국내 전자단기사채시장의 시장규모 증가속도에는 미치지 못한 것으로 평가할 수 있다. <그림 IV-3>에 제시된 바와 같이, 일본 전자단기사채시장은 금융위기 이후 시장규모가 축소되었는데, 2009년 이후에는 발행잔액이 12~17조엔 수준에서 유지되고 있다.

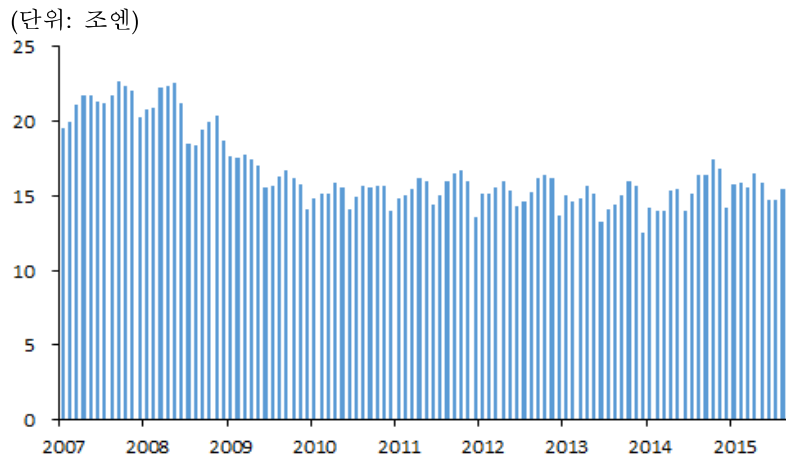
다음으로 일본 단기사채의 주요 발행자와 수요자를 살펴보기로 한다.

19) 일본에서는 1990년부터 2003년 3월까지 조세특례조치로 실물CP에 대해서는 상업어음 보다 낮은 권면당 5천엔의 인지세를 부과해 왔다(Inoue, 1998).

<그림 IV-4>에 나타난 바와 같이, 발행주체별 단기사채의 발행비중은 은행과 증권사의 비중이 21~23%, 리스회사, 신용카드사, 소비자금융회사, 증권금융회사 등과 같은 기타 금융기관이 38~42%, 그리고 제조업체가 25~35% 수준이다. 국내 전자단기사채와 비교했을 때, 증권사의 비중이 크지 않은 반면 일반 기업의 비중이 상대적으로 높은 것을 알 수 있다.

다음으로 <그림 IV-5>에 제시된 투자자별 단기사채 보유잔액을 살펴보면, 신탁은행(trust banks), 시중은행(city banks), 단자사(tanshi companies) 순으로 나타났다. 다음 절에서 살펴볼 미국이나 국내의 경우에는 MMF를 중심으로 자산운용회사의 CP보유 비중이 높은 것으로 알려져 있다. 이에 반해 일본에서는 신탁은행의 단기사채 보유비중이 가장 높다는 점에서 국내 및 미국과 차별화된다.

<그림 IV-3> 일본 단기사채 발행잔액

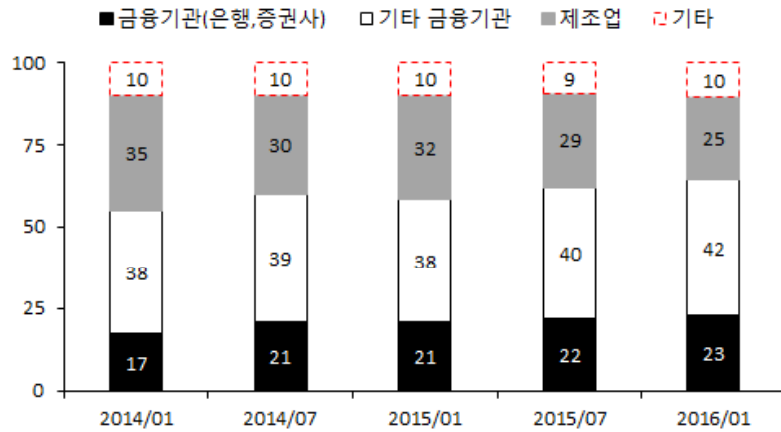


주 : 월말 발행잔액  
 자료: JASDEC<sup>20)</sup>

20) <https://www.jasdec.com/en/download/statistics/>

<그림 IV-4> 발행주체별 단기사채 발행비중

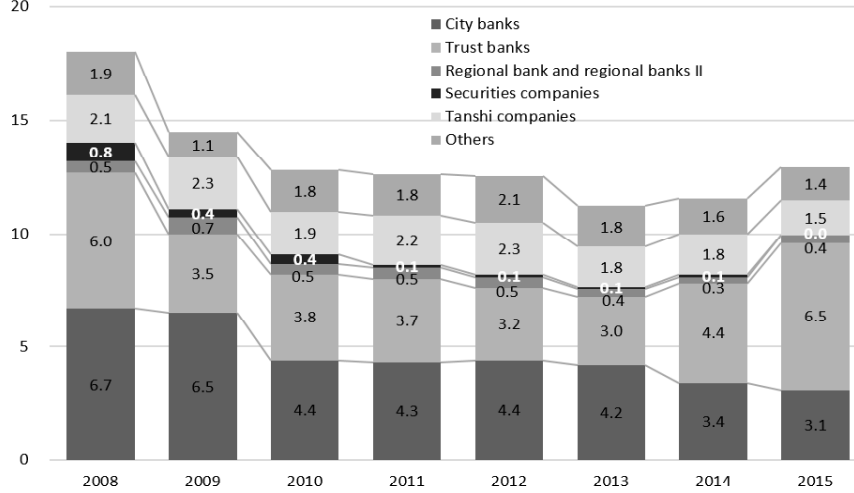
(단위: %)



주 : 월말 발행잔액  
 자료: JASDEC<sup>21)</sup>

<그림 IV-5> 투자자별 단기사채 보유잔액

(단위: %)



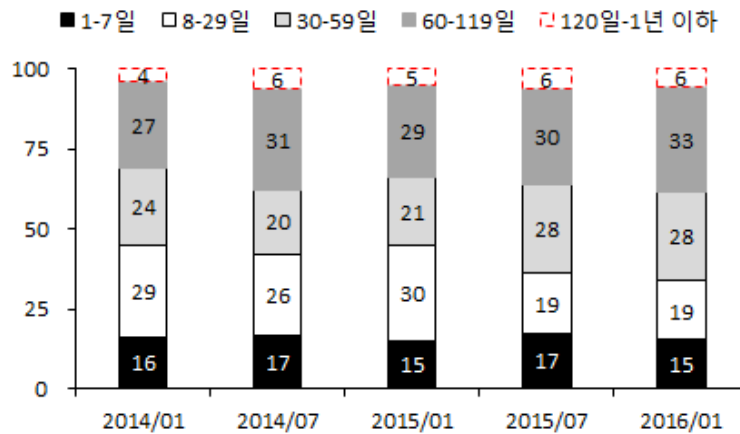
자료: BOJ(2015)

21) <https://www.jasdec.com/en/download/statistics/>

일본 단기사채의 만기별 발행비중을 정리하면 <그림 IV-6>과 같다. 만기가 7일 이내로 발행되는 단기사채의 비중이 20%를 넘지 않는 것으로 나타났는데, 후술되는 미국 CP시장에서는 1~4일 만기의 비중이 60%를 넘는다는 점과 대비된다. 전반적으로 일본 단기사채는 1년 이내에서 만기가 고르게 분포되어 있는 것으로 평가된다.

<그림 IV-6> 일본 단기사채의 만기별 발행비중

(단위: %)



주 : 발행만기 기준  
 자료: JASDEC<sup>22)</sup>

### 3. 미국의 CP시장

미국은 CP시장이 최초로 도입된 국가로, 1950년대까지 CP거래는 미국 고유의 단기자금시장 상품이였다(Stigum and Crescenzi, 2007). 1980

22) <https://www.jasdec.com/en/download/statistics/>

년대 들어서면서 호주, 일본 및 유럽지역에 CP시장이 도입되었으나 시장규모 및 단기자금시장에서의 중요성을 고려할 때, CP시장은 미국을 중심으로 발전해왔다(Alworth and Borio, 1993).

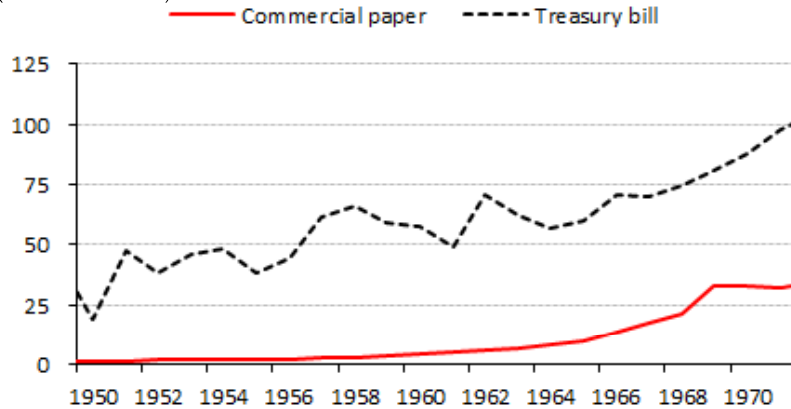
## 가. 미국 CP시장의 발전과정 및 주요 참여자

### 1) 미국 CP시장의 발전과정

미국 CP시장의 발전과정은 오랜 역사로 인해 다양한 관점에서 논의될 수 있으나, 본고에서는 <그림 IV-7>과 <그림 IV-8>에 제시된 시장규모를 기준으로 1970년대 초반까지를 초기성장기로 구분하고자 한다. 다음으로 1970년대 중반부터 서브프라임 모기지 사태 발생 이전까지를 본격적인 성장기간으로 파악하고자 하며, 글로벌 금융위기 이후 현재까지를 침체기로 구분하고자 한다.

<그림 IV-7> 미국 CP시장 규모: 1950~1971년

(단위: 십억달러)

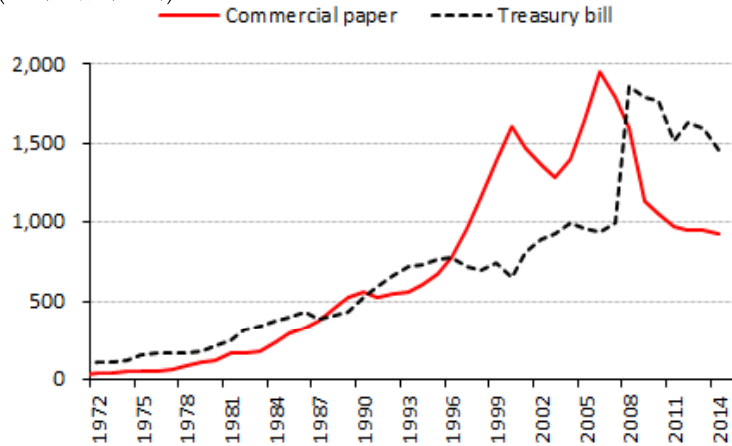


주 : 연도별 발행잔액 기준

자료: FRB(Financial Accounts, L.209)

<그림 IV-8> 미국 CP시장 규모: 1972~2014년

(단위: 십억달러)



주 : 연도별 발행잔액 기준  
 자료: FRB(Financial Accounts, L.209)

가) 초기성장기(19세기~1970년대 초반)

미국에서 CP시장은 직물과 철도산업에 속하는 비금융 기업들의 은행 대출을 대신한 단기자금조달원에 대한 수요로 19초반부터 형성되었는데, 여기에는 다른 나라에서는 찾아볼 수 없는 미국 은행산업의 구조적 특성이 중요한 역할을 했다(Stigum and Crescenzi, 2007). 미국의 은행들은 1980년대까지 각 은행이 속한 주에서만 지점설치가 가능했으며, 이로 인해 주간(inter-state)에 은행간 자금배분이 원활하게 이루어질 수 없었다. 특정 주에서 은행의 대출자금이 부족할 경우 자금이 남는 다른 주의 자금을 활용하여 이를 충족할 수 있는 여건이 마련되지 못했다(Strahan, 2003; Mishkin, 2013). 따라서 기업들은 소속 주의 은행대출을 대신할 수 있는 자금조달원이 필요하게 되었는데, CP가 이러한 기업들의 수요를 충족할 수 있었던 것이다.

Stigum and Crescenzi(2007)에 의하면 19세기 초반부터 약 100년간 미국 CP시장의 자금차입자는 모두 직물산업, 담배산업 및 철도산업 등에 속한 비금융기업이었다. 하지만 1920년대에 들어 자동차와 내구재 산업이 성장하면서, 소비자금융회사(consumer finance company)들이 등장함에 따라 금융기업들이 CP시장에 참여하기 시작하였다. 후술하는 바와 같이 소비자금융회사는 1990년대 초반까지 가장 큰 비중을 차지하는 CP 발행기관으로 미국 CP시장에서 중요한 역할을 담당하였다. Selden(1963)에 의하면 1920년대 미국에서는 3,000개가 넘는 기업이 2백만~천만달러의 자금을 CP를 통해 조달한 것으로 지적된다.<sup>23)</sup>

#### 나) 성장기(1970년대 중반~2007년)

미국 CP시장은 1970년대에 들어서면서 질적인 변화와 함께 본격적인 성장기에 접어들게 된다. 이 시기 미국 CP시장의 성장은 다시 1990~1991년 경기침체기를 기준으로 구분할 수 있는데, 이하에서는 우선 1970년대 중반부터 1991년 기간 동안의 시장 특성을 살펴보고 다음으로 1992년부터 글로벌 금융위기 이전까지의 시장 동향을 논의한다.

1973년부터 1991년까지 미국 CP시장은 연평균 17%의 높은 성장률을 기록하여 연도별 잔액 기준으로 1972년 347억달러 수준에서 1991년에는 5,281억달러 규모로 급격하게 성장하였다.<sup>24)</sup> 1970년대 중반 이후 미국 CP시장의 성장에는 다음과 같은 중요한 요인들이 동인으로 작용하였다. 첫째, 1971년에 도입된 MMF는 미국 CP시장에 중요한 구조적 변화를 초래하였다. Anderson and Gascon(2009)에 의하면 1970년대 미국 CP시

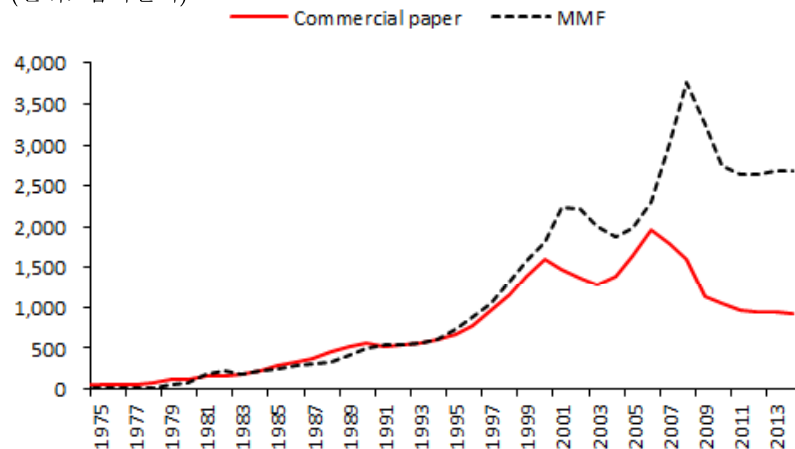
23) 19세기부터 1960년대까지 미국 CP시장의 성장 및 주요 특성에 대해서는 Selden(1963)을 참고하기 바란다.

24) 이 시기 미국 CP시장의 특징적 변화의 자세한 내용은 Post(1992)를 참고하기 바란다.

장의 성장은 전적으로 MMF에 의해 주도된 것으로 지적된다. 다음 절에서 논의되는 바와 같이 MMF는 1970년대 중반 이후 2014년까지 미국의 CP 투자자 중 가장 높은 비중을 차지하고 있다. <그림 IV-9>에 나타난 바와 같이, 1970년대 중반 이후부터 2007년 서브프라임 모기지 사태 발생 이전까지 미국 CP시장의 성장은 MMF의 자산규모 증가와 밀접히 연관되어 있음을 알 수 있다.

<그림 IV-9> 미국 MMF의 자산규모와 CP시장 규모

(단위: 십억달러)



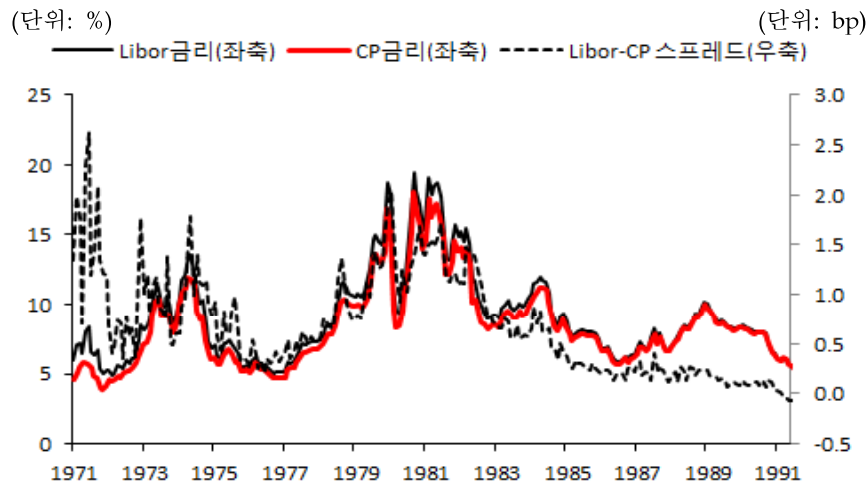
주 : MMF는 연도별 자산총액, CP시장 규모는 연도별 발행잔액

자료: FRB(Federal Reserve Statistical Release, Financial Accounts of the United States, L.209 Open Market Paper, L.212 Money Market Mutual Funds)

둘째, Post(1992)에 의하면 1970년대 말부터 1980년대 초반 사이의 높은 금리 수준과 FRB Regulation Q가 동 기간 동안의 CP시장 성장에 중요한 역할을 하였다. 잘 알려진 바와 같이 미국의 시중금리는 1970년대 말부터 1980년대 초반까지 15%를 상회하는 매우 높은 수준을 유지하였

다. 그런데 다른 나라와 달리 미국에서는 FRB Regulation Q로 인해 은행의 단기예금금리의 상한이 제한되어, 단기자금시장 투자자들이 은행에 단기예금을 가입할 경우 시중금리만큼의 수익을 확보할 수 없었다. 그런데 CP거래는 Regulation Q의 적용을 받지 않기 때문에 은행예금과 비교해 높은 금리를 제공할 수 있었고, 이러한 이유로 투자자 측면에서 CP거래가 은행의 예금을 대체할 수 있는 매우 매력적인 단기자금시장 금융상품으로 부각될 수 있었다(Stigum and Crescenzi, 2007; Anderson and Gascon, 2009). 흥미로운 점은 <그림 IV-10>에 제시된 바와 같이, 당시 높은 시중금리 상황에서 CP금리가 은행의 대출금리 보다 낮은 수준에서 유지되었다는 사실이다. 따라서 자금조달자인 기업의 입장에서는 CP거래가 은행대출보다 낮은 금리로 단기자금을 조달할 수 있는 장점이 있기 때문에, 당시 CP발행을 통한 기업의 자금조달이 크게 증가한 것으로 지적된다(Post, 1992).

<그림 IV-10> 미국 30일 만기 CP 및 Libor금리: 1971~1991년



주 : 30일 만기, 월별 금리

자료: FRB(Federal Reserve Statistical Release, Selected Interest Rates H.15)

셋째, 금융위기 이전까지 미국 CP시장의 하위섹터 중 가장 높은 비중을 차지했던 ABCP가 1980년대에 최초로 도입되었다(Post, 1992). 잘 알려진 바와 같이 ABCP는 금융위기 이전까지 미국 CP시장의 급격한 성장에 중요한 역할을 담당하였다.

이상과 같이 1970년대 중반 이후 성장을 지속하던 미국 CP시장은 1990~1991년 동안에 발행한 경기침체로 인해 일시적인 정체를 경험한 후 1992년부터 다시 성장세로 전환하게 된다. 1991년말 5,281억달러 수준이었던 CP시장의 발행잔액 규모는 2006년말에는 1조 9,570억달러로 세배 가까이 성장하였으며, 특히 2007년 6월에는 약 2.2조달러로 시장규모가 정점을 기록하였다.

#### 다) 침체기(2008년~현재)

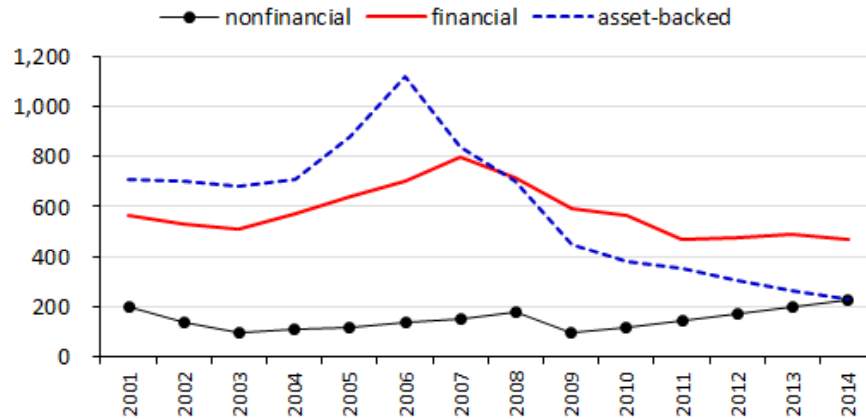
이하에서는 미국 CP시장을 발행주체 및 담보유무에 따라 금융CP(financial CP), 비금융CP(nonfinancial CP) 및 ABCP의 하위섹터로 구분하여, 2008년 이후 미국 CP시장의 하위섹터별 형태를 살펴보기로 한다.<sup>25)</sup> 여기서 금융CP는 미국 및 해외 금융기관이 발행한 무담보CP를 의미하며, 비금융CP는 미국 및 해외 비금융 일반기업이 발행한 무담보 CP이다. 다음으로 ABCP는 발행기관에 관계없이 담보가 제공되는 CP를 의미한다.

<그림 IV-11>에 제시된 바와 같이 금융위기 이후 미국 CP시장의 하위섹터 중 ABCP의 발행규모가 가장 크게 감소하였음을 알 수 있다. 2005년말 ACBP의 발행잔액은 약 7천억달러 수준이었으나, 2007년 7월 시장규모가 정점일 때는 1.2조달러 수준에 육박하였다.

25) 미국의 CP시장은 관점에 따라 다양한 하위섹터로의 구분이 가능하다. 본 보고서에서는 FRB를 비롯해 미국에서 통상적으로 사용되고 있는 CP시장의 구분을 준용하여 금융CP, 비금융CP 및 ABCP시장으로 구분하고자 한다.

<그림 IV-11> 미국 CP시장의 하위섹터별 규모

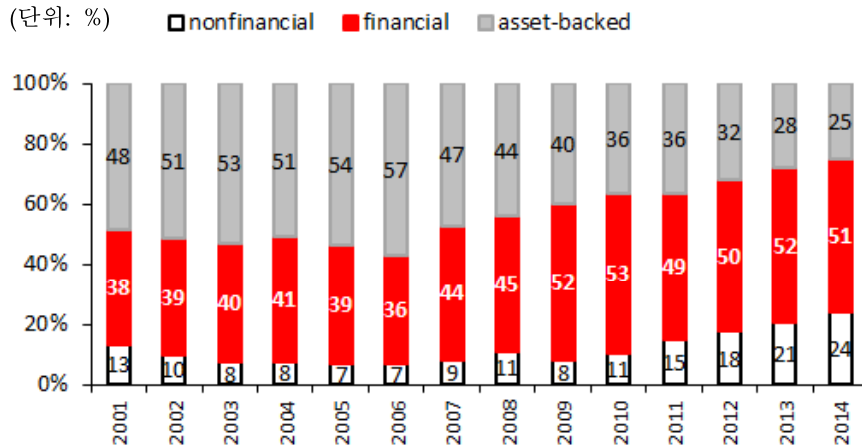
(단위: 십억달러)



주 : 연도별 발행잔액 기준  
자료: FRB<sup>26)</sup>

<그림 IV-12> 미국 CP시장의 하위섹터별 비중

(단위: %)



주 : 연도별 발행잔액 기준  
자료: FRB<sup>27)</sup>

26) <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/outstanding.htm>

27) <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/outstanding.htm>

Anderson and Gascon(2009) 및 Covitz et al.(2009) 등에 의하면 2005~2007년 동안에 발행된 ABCP의 대부분은 모기지 관련 증권을 담보로 활용했다. 하지만 2007년 7월에 모기지 증권에 투자했던 베어스틴스의 2개 헤지펀드가 도산하고, 같은 해 8월에는 BNP Paribas가 모기지 증권에 투자했던 세 개 투자펀드에 대해 환매중단을 선언하는 등 모기지과 관련된 일련의 이벤트가 발생하며 모기지 증권을 담보로 활용했던 ABCP시장이 급속하게 위축되었다(Kacperczyk and Schnabl, 2010). 결과적으로 ABCP가 전체 CP 발행잔액에서 차지하는 비중 또한 2006년 57%에서 2014년에는 25%로 축소되었다.

금융CP시장은 2001년 5,646억달러 수준에서 금융위기 이전까지 꾸준히 성장하여, 2007년에는 약 7,940억달러 수준까지 성장하였다. 하지만 2008년 9월에 당시 미국의 최대 MMF 중 하나였던 Reserve Primary 펀드가 투자한 리먼 CP에서 약 7.6억달러 규모의 손실이 발생하면서 금융CP시장에 큰 혼란이 발생하였다(Kacperczyk and Schnabl, 2010; Financial Crisis Inquiry Report, 2011). 리먼 파산 이후 금융CP시장은 급격하게 위축되었으며, 2014년에는 2007년 대비 발행잔액이 약 40% 감소한 2,270억달러 수준에 머물렀다. 이와 같은 발행감소에도 불구하고, <그림 IV-12>에 나타난 바와 같이 미국 CP시장에서 금융CP가 차지하는 비중은 2007년 44%에서 2014년에는 51%로 증가하였는데, 이는 ABCP시장 규모의 감소폭이 금융CP시장의 발행감소분을 크게 상회하였기 때문이다.

다음으로 비금융 기업이 발행하는 비금융CP의 경우 전술한 바와 같이 2000년대 초반에는 발행규모가 감소하다가 2003년 980억달러를 저점으로 다시 시장규모가 증가하였으며 2008년에는 약 1,810억달러 수준까지 발행잔액이 증가하였다. 비금융CP는 ABCP 및 금융CP와는 달리 2009년에 시장규모가 일시적으로 축소된 후, 2010년부터 다시 증가세로 전환하였으며 2014년에는 2,270억달러 규모로 성장하였다. 이로 인해 전

채 CP시장에서 차지하는 비중 또한 2008년 8%에서 2014년에는 24% 수준으로 대폭 확대되었다.

## 2) 미국 CP시장의 발행자 및 투자자

### 가) CP 발행기관

본 절에서는 미국 CP시장의 주요 발행자를 살펴본다. 이하에서는 우선 개략적인 수준에서 미국 CP시장의 발행자를 미국내 금융기관, 해외기관(금융기관 및 일반기업) 및 비금융 기업으로 나누어 살펴본 다음, 발행기관을 세부적으로 분류하여 각 기관별 CP발행의 변화과정을 자세히 살펴보기로 한다.

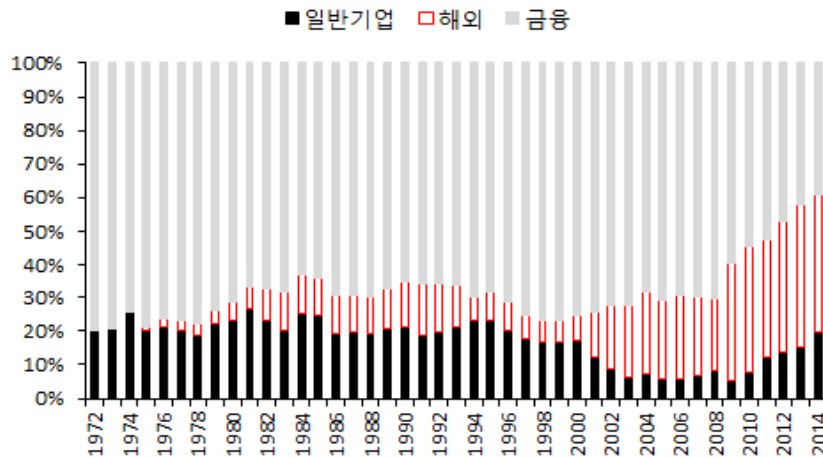
<그림 IV-13>에는 미국 금융기관, 미국 일반기업 및 해외기관으로 구분된 발행자별 CP 발행비중이 제시되어 있다. 이를 통해 파악할 수 있는 미국 CP시장의 특징은 다음과 같다. 첫째, 미국 CP시장의 성장은 미국 금융기관의 CP 발행과 밀접히 연관되어 있다. 즉, 미국 CP시장에서는 전통적으로 일반기업이 아닌 금융기관의 CP 발행이 가장 높은 비중을 차지하였다. 본 보고서에서는 제시되지 않지만 1950~1980년대까지 전체 CP 발행규모에서 금융기관이 차지하는 비중은 70~80%를 유지하였다. 하지만 금융기관의 CP 발행이 글로벌 금융위기를 거치며 급격하게 감소함에 따라 전체 CP 발행에서 금융기관이 차지하는 비중 또한 지속적으로 감소하여, 2009년 이후에는 50%를 하회하고 있다.

둘째, 일반기업이 발행하는 CP의 비중이 금융위기 이후로 증가하고 있다. 일반기업이 발행하는 CP의 비중은 1990년대 중반까지 10~30% 수준에서 안정적으로 유지되었으나, 1990년대 후반 이후 기업들의 CP 발행이 감소하며 2006년에는 6%선에 머물렀다. 하지만 금융위기 이후 금융기관의 CP 발행이 급격히 감소한 데 반해, 일반기업의 CP 발행은 오히려

증가하였으며 2014년에는 전체 CP 발행의 20% 수준으로 확대되었다.

셋째, 1980년대 들어 해외 금융기관 및 기업의 미국 CP시장 참여가 활발하게 이루어지고 있다. 특히, 금융위기 이후에는 해외기관의 미국 내 CP 발행이 크게 확대되었으며, 금융위기 이후에는 전체 미국 CP 발행량 중 절반 정도가 해외기관에 의해 이루어지고 있다.

<그림 IV-13> 발행자별 CP 발행 비중: 1972~2014년



주 : 연도별 발행잔액 기준  
 자료: FRB(Financial Accounts, L.209)

다음으로 금융기관을 중심으로 CP 발행기관을 좀 더 세분화하면 <표 IV-2>와 같이 정리될 수 있다. 매년 FRB가 발표하는 미국의 금융계정(Financial accounts of the U.S.)에 의하면 CP를 발행하는 금융기관은 크게 1) 미국의 예금수취기관(상업은행), 2) ABS를 발행하는 ABS 발행기관, 3) 소비자금융회사(finance company), 4) 부동산투자신탁회사, 5) 총자산 10억달러 이상인 은행지주회사(bank holding companies), 저축대부 지주회사(savings and loan holding companies) 및 증권지주회사

(security holding companies) 등으로 구성되는 지주회사(holding companies), 6) 5)의 지주회사에 포함되지 않는 금융지주회사(financial holding companies), 외국 은행 및 비은행 금융기관의 미국 자회사 등으로 구성되는 funding corporation<sup>28)</sup> 등으로 구분된다.<sup>29)</sup>

<표 IV-2> 발행주체별 CP발행 비중

(단위: %)

	1950~1971	1972~1992	1993~2006	2008~2014
일반기업	13.9	17.5	12.1	11.1
해외기관	0.0	9.1	15.6	34.9
미국내 금융기관	86.1	73.4	72.3	54.0
상업은행	21.7	16.4	1.0	5.7
ABS발행자	0.0	2.0	34.0	17.1
Finance companies	60.9	29.7	14.5	10.0
부동산투자신탁	0.3	0.4	0.0	0.0
지주회사	3.2	10.2	4.0	7.5
Funding corporations	0.0	14.7	18.7	13.6

주 : 1) 연말 잔액기준

2) 해당 기간 동안 연도별 발행잔액 비중의 평균

자료: FRB(Federal Reserve Statistical Release, Financial Accounts of the United States, L.209 Open Market Paper)

28) Funding corporation의 CP 발행규모는 전체 금융기관 발행 CP에서 1)부터 5)에 속하는 금융기관이 발행하는 CP 발행을 차감하여 도출된다.

29) FRB에서 발표하는 CP 발행 금융기관 중 증권회사의 경우 별도의 항목으로 구분되지 않고 5) 지주회사와 6) funding corporation에 포함된다. 보험회사는 6) funding corporation으로 분류된다.

전통적으로 미국의 금융기관 중 CP를 가장 많이 발행하는 기관은 소비자금융회사이다(Hahn, 1993). 소비자금융회사는 주택 및 자동차대출 금융기관들로 구성되는데, 가장 규모가 큰 소비자금융회사로는 GMAC (General Motors Acceptance Capital), GE(General Electric) Capital 및 Ford Motor Credit 등이 있다. <표 IV-2>에 나타난 바와 같이, 소비자금융회사들은 1990년대 초반까지 전체 CP 발행량의 30%를 차지할 정도로 CP를 통한 자금조달이 활발하였다.

상업은행의 경우 1950~1960년대에는 CP 발행이 매우 활발하여, 전체 CP 발행의 20% 정도를 차지하였으나, 1990년대 이후에는 CP를 통한 자금조달이 급격히 감소하였음을 알 수 있다. ABS 발행기관은 1990년대 중반 이후 미국 CP시장에서 가장 높은 비중을 차지하였으나, 금융위기 이후에는 ABCP의 발행이 급격히 감소하여 2008~2014년 평균 CP 발행 비중이 1993~2006년 기간 평균 34%의 절반 수준인 17% 수준으로 크게 감소하였다.

한편, FRB는 증권회사와 보험회사를 별도의 CP 발행기관으로 구분하지 않고 있기 때문에 동 금융기관들의 정확한 CP 발행 비중 파악이 어렵다. 하지만 Hahn(1993)에 의하면 1990년대에 메릴린치와 같은 증권회사(투자은행)의 CP 발행이 활발하게 이루어진 것으로 지적된다. 또한 Rosengren(2014)은 Repo거래와 함께 CP가 미국 증권사의 전통적인 단기자금조달원임을 지적하고 있다.

다음으로 Stigum and Crescenzi(2007)에 의하면 미국의 은행지주회사들은 1970년 이전까지 CP를 통해 조달한 자금을 은행자회사의 대출재원으로 활발하게 사용한 것으로 지적된다. 하지만 1970년 8월에 Fed가 이와 같이 지주회사로부터 CP를 통해 조달된 자금에 대해 은행들이 지급준비금을 적립하도록 규제함으로써, 동 목적을 위한 지주회사의 CP 발행이 중단되었다. 이후 미국 은행지주회사들은 신용카드 및 해외 지점의 영업자금 등 비은행 영업행위를 위해 CP를 발행하고 있는 것으로 알려져 있다(Stigum and Crescenzi, 2007).

## 나) CP 투자기관

이하에서는 미국에서 발행되는 CP의 주요 투자자에 대해서 살펴본다. <표 IV-3>에는 시기별로 투자자별 CP 보유비중이 제시되어 있다.

&lt;표 IV-3&gt; 투자자별 CP보유 비중

(단위: %)

	1950~1971	1972~1992	1993~2006	2008~2014
MMF	0.0	26.6	35.1	38.2
Funding corporation	3.5	16.7	14.3	12.6
해외	12.7	2.9	8.4	10.5
주정부	0.0	0.5	8.4	8.4
뮤추얼펀드	3.6	3.3	5.9	7.1
일반(비금융)기업	18.7	4.3	4.7	5.0
민간 연금	0.0	6.5	2.4	3.8
생명보험	3.6	7.8	4.1	3.8
주정부 퇴직기금	0.0	1.9	3.3	3.7
증권 브로커-딜러	0.0	3.8	3.0	3.5
비영리조직	42.8	17.5	6.9	1.6
손해보험	0.0	2.2	1.3	0.9
정부보증기관	0.0	0.7	2.0	0.6
상업은행	13.0	4.1	0.1	0.2
통화감독기관	0.4	0.0	0.0	0.0
외국은행 미국지점	1.8	1.0	0.1	0.0
신용조합	0.0	0.2	0.1	0.0

주 : 연도말 발행잔액 기준

자료: FRB(Federal Reserve Statistical Release, Financial Accounts of the United States, L.209 Open Market Paper)

미국의 CP 투자자는 1970년대를 기점으로 중요한 변화가 발생하는데, 우선 1960년대까지는 은행신탁<sup>30)</sup> 및 일반기업의 CP 보유비중이 가장 높았다. 하지만 1970년대 들어 MMF가 등장하면서, MMF의 CP 투자가 급격히 증가하였는데, 현재까지 미국 CP시장의 가장 큰 투자자는 MMF로 1990년대 이후 30% 이상의 CP 보유 비중을 유지하고 있다. MMF와 함께 뮤추얼펀드의 CP 보유도 1990년대 이후 꾸준히 증가하였는데, MMF와 뮤추얼펀드의 보유비중을 합산할 경우, 미국 CP의 절반 정도(40~50%)를 차지하는 것으로 나타났다. MMF의 CP 투자에 대해서는 나중에 추가적으로 살펴보기로 한다.

다음으로 미국에서는 중앙 및 지방정부의 CP 투자가 활발한데, 해당 기관 종사자들의 연금을 포함할 경우 1990년대 이후 정부 부문의 CP 보유 비중이 10% 수준으로 나타났다.<sup>31)</sup> 해외기관의 미국 CP에 대한 투자는 1960년대까지 활발하게 이루어졌으나, 1990년대 들어 크게 감소하였다. 해외기관의 미국 내 CP 발행이 1980년대 들어 본격화된 점과는 대비되는 측면이다. 해외기관의 미국 CP 매입은 1990년대 중반 이후부터 다시 점진적으로 증가하였으며, 2014년에는 미국에서 발행되는 전체 CP의 약 10%를 해외기관이 보유하고 있는 것으로 나타났다.

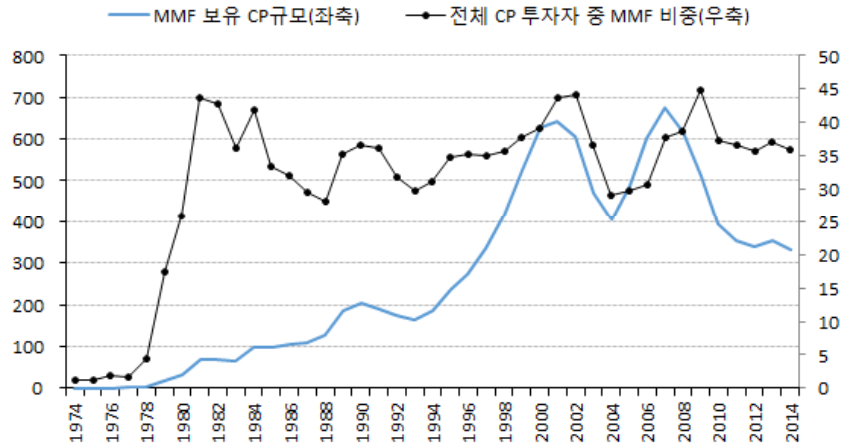
전술한 바와 같이 MMF는 1980년대 이후 미국 CP시장의 가장 큰 투자자로 <그림 IV-14>에 나타난 바와 같이, 2014년까지 30~45%의 CP 보유 비중을 유지하였다. 절대 규모 측면에서도 2000년대 일시적인 투자위축을 제외할 경우 MMF의 CP 투자는 금융위기 이전까지 꾸준히 증가하였는데, 2007년에는 약 6,750억달러 수준에 달하였다. 금융위기 이후에도 MMF의 CP 보유 비중은 35% 이상에서 유지되었다. 하지만 전체 CP 발행의 축소로 인해 MMF의 CP 보유 금액은 지속적으로 축소되어, 2014년에는 3,340억달러 수준으로 2007년의 절반 수준에 머물렀다.

30) <표 IV-3>에서 은행신탁은 비영리조직으로 구분된다(Hahn, 1993).

31) 정부 부문의 CP 보유 비중은 <표 IV-3>에서 주정부 및 주정부 퇴직기금을 포함한다.

<그림 IV-14> MMF의 CP시장 투자 규모 및 비중

(단위: 십억달러) (단위: %)



주 : 연도별 발행잔액 기준

자료: FRB(Federal Reserve Statistical Release, Financial Accounts of the United States, L.209 Open Market Paper)

국내와 마찬가지로 미국에서도 MMF가 투자할 수 있는 증권에 제약이 존재한다. 금융위기 이전까지 MMF의 CP 투자제한은 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)의 Rule2a-7에 의해 규정되었다. Rule2a-7에 의하면, MMF는 최소 2개 이상의 공인 신용평가사에 의해 최상위(Tier1) 또는 차상위(Tier2) 등급을 받은 단기채무증권에만 투자할 수 있었다. 또한 Tier1과 Tier2 등급의 CP에 대해서 각각 총자산의 5%와 1%의 동일인 투자한도의 제약이 존재하였으며, Tier2 등급의 증권에 대한 투자비율이 총자산의 5%를 넘지 못하도록 규정되어 있었다. 여기서 주목할 점은 금융위기 이후 미국증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)가 MMF의 안정성 제고를 위해 Rule2a-7을 보다 엄격하게 개정하였다는 점이다. 개정된 법에 의하면 MMF의 Tier2 등급 자산에 대한 투자한도가 기존의 총자산 중 5%에서 3%로 낮아졌다.

## 나. 미국 CP시장의 주요 특징

본 절에서는 CP거래에 대한 제도적 환경, 발행 만기 및 금리, CP시장에서 신용평가의 역할 등과 같은 미국 CP시장의 주요 특징을 살펴보고 국내 시사점을 모색하고자 한다.

### 1) CP거래의 제도적 특징

미국 CP와 관련된 가장 중요한 제도적 특징은 일정 요건을 만족할 경우 SEC에 CP 발행을 위한 등록절차가 면제된다는 점이다. 통상 미국의 CP는 약속어음(promissory note) 형태로 발행되는데, 1933년 증권법(Securities Act of 1933)상 CP를 발행하기 위해서는 다른 증권과 마찬가지로 SEC 등록절차를 거쳐야 한다. 국내와 마찬가지로 미국에서도 증권 발행을 위한 SEC 등록은 투자설명서를 포함한 정보공시, 등록수수료 및 등록에 소요되는 기간 등 발행자에게 많은 비용이 소요된다(Hahn, 1993). 그런데 미국 증권법에서는 CP가 아래의 세 가지 조건을 만족할 경우 SEC 등록요건을 면제하여 준다.<sup>32)</sup>

첫째, CP의 발행 만기가 270일 미만이어야 한다. 동 규정으로 인해 미국에서 발행되는 통상 CP는 만기가 270일을 넘지 않는 것으로 알려져 있다(Hahn, 1993; Anderson and Gascon, 2009). 또한 만기 270일 미만의 CP를 roll-over하는 경우에는 동 요건을 위배되지 않으나, 만기가 자동적으로 연장되는 경우는 동 요건의 위배사항이다.

둘째, CP 발행의 대상이 일반대중(general public)이 아니어야 한다는 점이다. 이로 인해 미국의 CP는 통상 십만달러 이상의 액면으로 발행된

32) 동 요건은 1933년 증권법(Securities Act of 1933), §3(a)(3)에 적시되어 있다. 동 요건과 관련된 자세한 법적 해석 등에 관한 내용은 Hicks(1976)을 참고하기 바란다.

다. Hahn(1993)과 Stigum and Crescenzi(2007)에 의하면 실제로는 대부분의 CP 투자자가 기관투자자이므로 미국에서 CP의 전형적인 발행단위는 백만달러인 것으로 지적된다.

셋째, CP 발행을 통해 조달된 자금은 운영비와 같은 경상거래(current transaction)에만 사용되어야 한다. 즉, CP로 조달된 자금은 공장과 설비와 같은 고정자산의 매입자금으로 사용될 수 없다. 하지만 Hahn(1993)에 의하면 SEC는 경상거래에 대한 CP 발행을 통해 조달된 자금의 사용을 광범위하게 해석하고 있는 것으로 지적되며, 자금의 사용처를 추적하지 않는 것으로 알려져 있다.

미국의 CP는 이상의 세 가지 요건을 만족하지 못하더라도, 신용장(letter of credit)을 통해 은행으로부터 지급보증을 받거나,<sup>33)</sup> 사모(private placement)로 발행될 경우<sup>34)</sup> SEC에 증권등록 의무를 면제받을 수 있다.<sup>35)</sup>

## 2) CP 발행 및 유통시장

미국의 CP는 1980년대까지 실물교부를 통해 발행되었으나, 1990년도 부터는 미국 CP의 청산을 담당하는 DTCC(Depository Trust Company)가 제공하는 전자등록 시스템(book-entry system)을 통해 발행되었다(DTCC(1990), Hahn(1993)). Goldman Sachs(2002)에 의하면 이미 2000년대 초반에 거의 모든 CP가 국내 전자단기사채와 마찬가지로 전자등록 방식으로 발행된 것으로 지적된다.

33) 1933년 증권법(Securities Act of 1933), §3(a)(2)

34) 1933년 증권법(Securities Act of 1933), §4(2)

35) 미국에서 CP에 대한 법적 취급의 자세한 내용은 Felix(1987)을 참고하기 바란다.

다음으로 발행구조를 살펴보면, 미국 CP의 발행은 발행자와 투자자 간에 직접 발행-인수가 이루어지는 직접 발행(direct placement)과 CP딜러가 거래상대방이 되어 발행자로부터 CP를 인수한 후 투자자에게 매각하는 딜러 발행(dealer placement)으로 구분되는데(Stigum and Crescenzi, 2007), 직접 방식에 의해 발행된 CP를 direct paper라 하며, 딜러 방식에 의해 발행된 CP를 dealer paper라고 부른다(Choudhry et al., 2008). Hahn(1993) 및 Anderson and Gascon(2009) 등에 의하면 제조업체, 해외 기관 및 소형 금융기관 등은 대부분 딜러 방식에 의해 CP를 발행한다. 동 기관들은 광범위한 투자자 네트워크 및 판매망을 갖추는 것이 비용 측면에서 유리하지 않기 때문에 직접 발행 대신 딜러를 통한 CP 발행을 선호하는 것으로 알려져 있다. 한편 금융기관의 경우 대부분 자사의 판매망을 통해 CP를 직접 방식에 의해 발행하는 것으로 알려져 있다. Felix(1987)에 의하면 직접 발행은 주로 10억달러를 넘는 CP 발행만을 대상으로 하는 것으로 지적된다. Kacperczyk & Schnabl(2010)에 의하면 딜러들은 CP 발행의 대가로 발행금액의 5~12.5bp<sup>36)</sup>를 수수료로 수취하는 것으로 지적된다.

Hahn(1993) 및 Choudhry et al.(2008) 등에 의하면 미국의 CP딜러들은 은행지주회사의 자회사나 투자은행으로 구성되어 있다. 하지만 Stojanovic VaughanA(1998) 및 Stigum Crescenzi(2007) 등에 의하면 금융위기 이전 미국의 CP딜러시장은 소수의 투자은행에 의해 지배된 것으로 지적되는데, 전체 CP의 2/3 이상이 골드만삭스, 메릴린치 및 리먼을 CP딜러로 하여 발행되었다. 은행딜러의 경우 CP시장의 비중이 매우 낮은 것으로 지적된다.

한편 다음 절에서 논의되는 바와 같이 미국의 CP는 주로 40일 이내의 짧은 만기로 발행되기 때문에 대부분의 투자자들은 매입한 CP를 만

---

36) 연환산 기준

기까지 보유한다. 따라서 미국에서 CP 유통시장의 유동성은 높지 않은 것으로 지적된다(Stigum Crescenzi, Kacperczyk Schnabl). 미국 CP 투자자들은 보유 CP를 유통시장에 매각하는 대신, 동일한 발행자에 대해서 만기가 도래한 CP를 새로 발행된 CP로 대체함으로써 지속적으로 CP를 roll-over하는 것으로 알려져 있다. Choudhry et al.(2008)에 의하면 미국에서 CP 유통시장은 일부 기관투자자간에 높은 신용등급의 CP에 대해서만 형성되어 있는 것으로 지적된다.

Kacperczyk Schnabl(2010)에 의해 지적된 바와 같이 이와 같은 roll-over 방식에 의한 CP 발행으로 발행자는 투자자가 새로 발행된 CP의 인수를 거부하는 roll-over 위험 또는 유동성 위험에 노출되어 있음을 시사한다. 실제로 Stojanovic VaughanA(1998), Stigum Crescenzi(2007) 및 Kacperczyk Schnabl(2010) 등을 포함한 많은 연구들에서 미국 CP시장의 가장 큰 위험요인으로 roll-over 위험을 지적하고 있다.

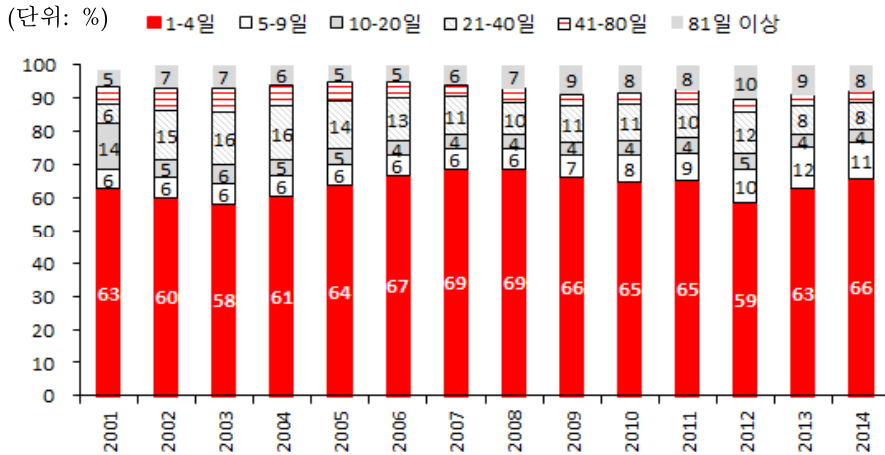
### 3) CP 발행 만기

본 절에서는 FRB가 제공하는 CP 발행 자료<sup>37)</sup>를 활용하여 미국 CP의 발행 만기 구조상의 특징을 살펴보고자 한다. FRB에서는 2001년부터 연간으로 AA 및 A등급 금융CP, AA등급 비금융CP 및 AA등급 ABCP의 발행 규모를 집계하여 발표하고 있다. 우선 미국 전체 CP시장의 만기별 발행 비중을 정리하면 <그림 IV-15>와 같다.

---

37) <http://www.federalreserve.gov/releases/CP/volumestats.htm>

<그림 IV-15> 미국 전체 CP의 만기별 발행 비중



주 : 일평균 발행량(일별 발행금액의 연평균)  
 자료: FRB(Commercial paper volume statistics)

Hahn(1993), Ou et al.(2004) 및 Anderson and Gascon(2009) 등에 의하면 미국 CP의 발행만기는 통산 1~270일 사이인 것으로 지적된다. <그림 IV-16>에 제시된 바와 같이, 미국 CP시장에서는 실질적으로 익일물로 볼 수 있는 1~4일 만기의 발행 비중이 60%를 넘는 것으로 나타났다. 또한 10일 이내의 만기로 발행되는 CP의 비중은 70% 내외인 것으로 나타났다. 이는 Hahn(1993), Stigum Crescenzi(2007) 및 Anderson Gascon(2009)에서 공통적으로 지적되는 바와 같이, 미국의 미국에서는 CP를 통한 자금조달 방법이 만기시 원금상환이 아닌 초단기 만기 CP의 roll-over 방식에 의해 이루어지고 있음을 시사한다.

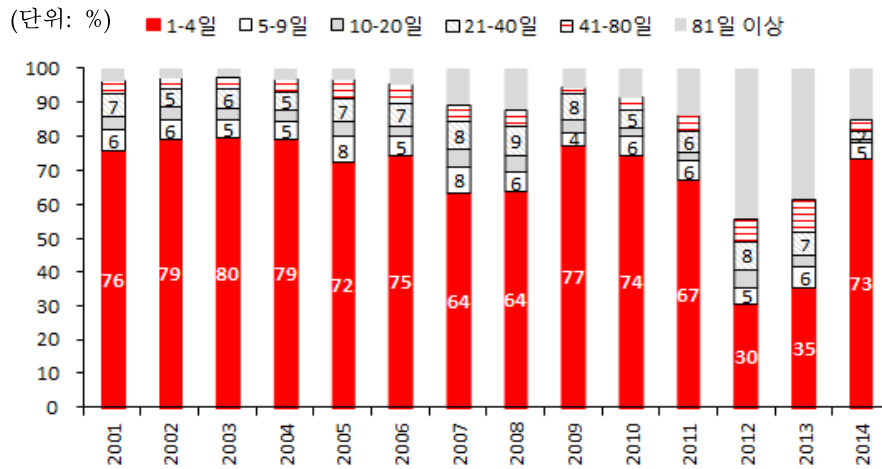
한편 FRB에 의하면 2015년 10월 30일 발행잔액을 가중치로 하여 도출된 미국 CP의 평균만기는 52.90일 정도인 것으로 지적된다.<sup>38)</sup> 흥미로

38) 미국에서 CP의 평균만기의 시계열에 대한 데이터는 제공되지 않는다. FRB에 의하면 2015년 10월 30일 기준으로 전체 CP의 평균만기는 52.9일로 지적된다. 한편 Hahn(1993)에서는 CP의 평균만기가 30~35일 정도인

운 점은 non-ABCP의 경우 Tier1등급의 평균만기는 55.1일인 반면 Tier2 등급의 평균만기는 22.1일로, Tier1등급의 절반에 불과하다는 측면이다. 이는 투자자들이 낮은 등급의 CP 발행자에 대해서 보다 짧은 만기의 CP 발행을 선호하고 있음을 시사한다.

다음으로 하위섹터별 발행 만기의 특징을 살펴본다. <그림 IV-16>과 <그림 IV-17>에는 각각 AA등급의 비금융CP와 금융CP의 만기별 발행 비중이 제시되어 있다.

<그림 IV-16> 미국 금융CP의 만기별 발행 비중

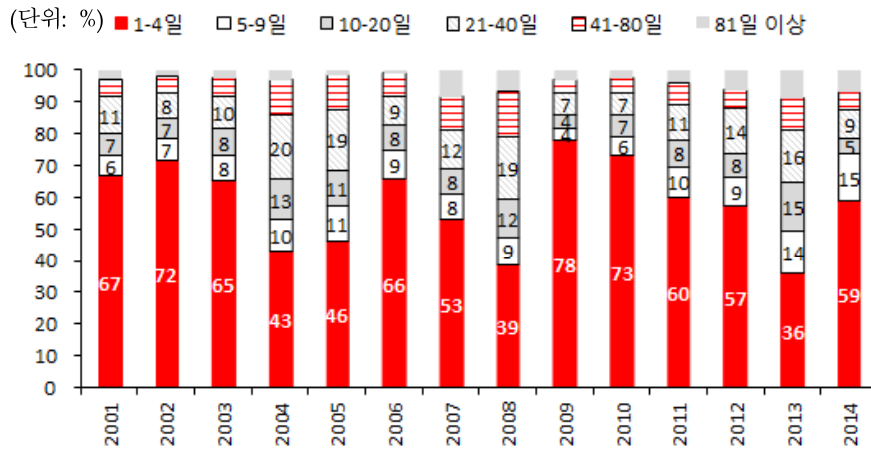


주 : 연간 총 발행량 기준  
 자료: FRB(Commercial paper volume statistics)

것으로 지적된다. FRB에서 제공하는 미국 CP의 평균만기에 대한 정보는 아래 사이트를 참고하기 바란다.

(<http://www.federalreserve.gov/releases/CP/maturity.htm>)

<그림 IV-17> 미국 비금융CP의 만기별 발행 비중



주 : 연간 총 발행량 기준  
 자료: FRB(Commercial paper volume statistics)

우선 <그림 IV-16>에 제시된 금융CP의 경우 1~4일 만기의 비중이 70~80%에 달하는 것으로 나타나<sup>39)</sup> CP시장 섹터 중 만기가 가장 짧은 것으로 나타났다. <그림 IV-17>에 제시된 비금융CP의 경우 연도별로 편차가 심한 편이나 1~4일 만기의 비중이 40~80%로 나타났다. 본 보고서에는 제시되지 않았으나, ABCP는 1~4일 만기의 비중이 40~70%으로, 다른 종류의 CP에 비해 21~40일 만기의 비중이 높다.<sup>40)</sup>

결과적으로 미국의 CP시장에서는 초단기 CP의 차환발행을 통해 자금조달이 이루어지고 있는 것으로 결론지을 수 있으며, 이는 미국 CP시장 참여자들이 roll-over 위험에 매우 취약할 수 있음을 시사한다.

39) <그림 IV-17>에 제시된 금융CP의 발행 만기 비중에서 2012년과 2013년에는 1~4일 만기의 비중이 각각 30%와 35%로 나타났으나, 해당 연도의 경우 CP의 발행 자체가 매우 적었기 때문에 특별한 의미를 부여하기 어려운 것으로 판단된다.

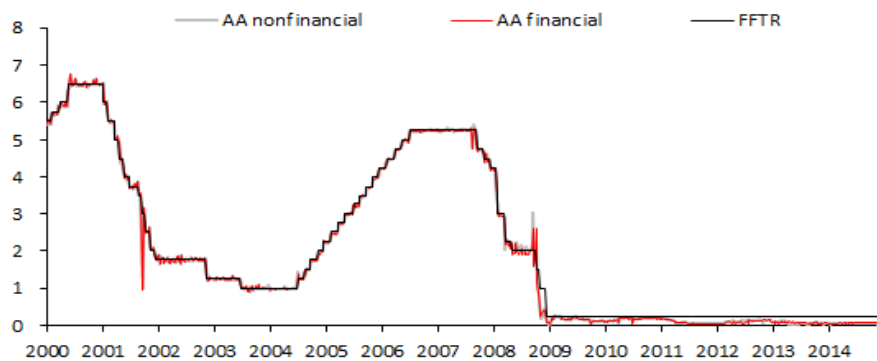
40) 2001년부터 2014년까지 연도별 만기(1~4일) 비중의 평균을 고려하면 금융CP, 비금융CP, ABCP가 각각 68%, 58%, 55%로 나타났다.

이상에서 살펴본 미국 CP의 발행 만기의 분포상 특징은 앞서 살펴본 국내 전자단기사채와 유사하다. 특히 국내 시장참여자에게 의하면 증권회사가 주로 발행하는 금융 전자단기사채의 경우 대부분 익일물로 발행되고 있는 것으로 지적되는데, 이는 살펴본 미국의 금융CP와 유사한 특징이다.

#### 4) CP 발행금리

이하에서는 금융CP 및 비금융CP를 중심으로 CP의 발행금리 측면에서의 특징을 살펴본다. <그림 IV-18>에는 익일물 AA등급 금융CP 및 비금융CP의 발행금리가 미국의 정책금리인 FFTR(Federal Funds Target Rate)과 함께 도식화되어 있다. 그림에서 알 수 있는 바와 같이, AA등급 금융CP와 비금융CP의 발행금리는 리먼브라더스 파산을 전후한 시기를 제외할 경우 FFTR에 매우 밀접한 수준에서 유지되고 있음을 알 수 있다. 이는 우량한 신용등급으로 인해 비위기시에는 발행기업의 신용위험이 CP시장에서 매우 낮게 평가되고 있음을 시사한다.

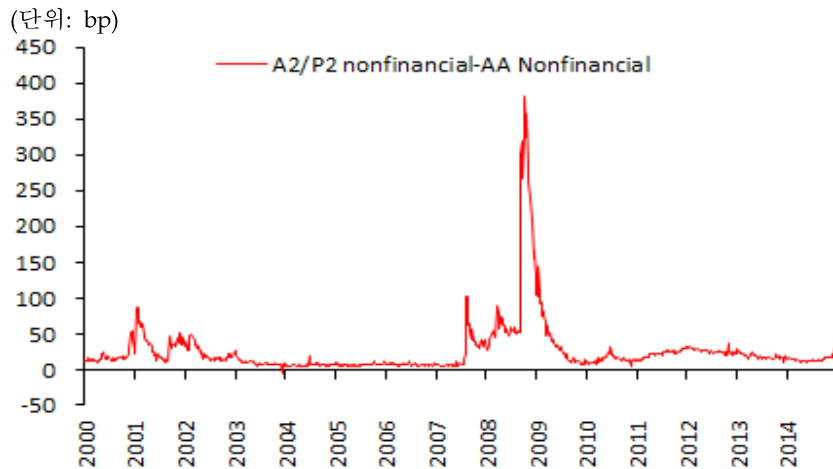
<그림 IV-18> 미국 익일물 AA등급 금융CP 및 비금융CP의 발행금리  
(단위: %)



주 : FFTR은 미국 목표연방기금금리를 의미  
자료: Bloomberg, FRB St. Louis Fred<sup>41)</sup>

다음으로, <그림 IV-19>에는 익일물 AA등급과 A2등급 비금융CP의 금리 스프레드가 제시되어 있다.<sup>42)</sup> 그림에 제시된 바와 같이 금융위기 기간을 제외하더라도 등급간 금리차가 최소 10bp를 넘는 것으로 나타났다. 이는 비교대상 CP가 익일물임을 감안할 때, 최상위 구간에 속하는 AA등급과 A2등급간에 CP 발행금리차가 매우 큰 것으로 판단할 수 있다.

**<그림 IV-19> 미국 익일물 AA등급 및 A2등급 비금융CP의 발행금리 스프레드**



자료: FRB St. Louis Fred

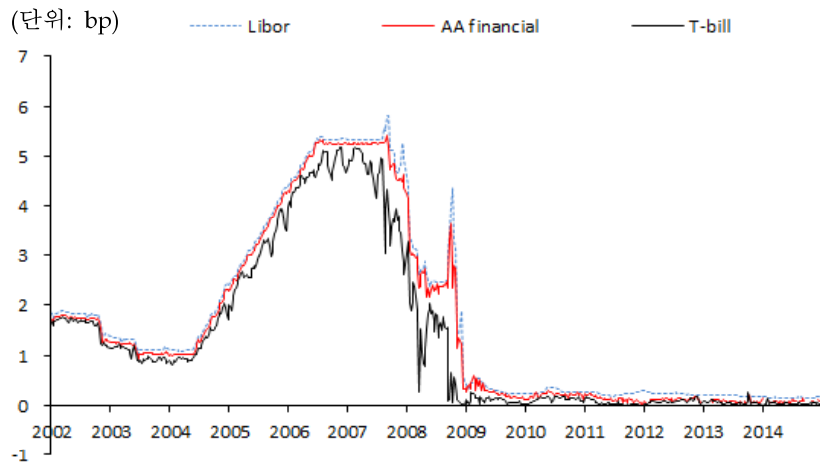
다음으로 <그림 IV-20>에는 30일 만기의 AA등급 금융CP, Libor 및 T-Bill금리가 제시되어 있다. CP금리는 발행자의 신용위험이 반영되므로

41) <https://research.stlouisfed.org/fred2/release?rid=86>

42) FRB에서는 A2등급의 경우 비금융CP의 발행금리 정보만을 제공하고 있어 금융CP의 등급간 발행금리 차이는 분석할 수 없다. 하지만 미국 CP시장에서는 동일 신용등급의 CP의 경우 금융과 비금융(일반기업)업종의 발행금리 차이가 매우 미미하므로, 비금융CP의 등급간 금리차이가 금융CP에도 유사하게 나타날 것으로 예상할 수 있다.

T-Bill금리보다 높게 형성된다. 흥미로운 점은 CP금리가 우량은행간 무담보 자금대차 금리인 Libor금리보다 낮다는 사실이다. Stigum and Crescenzi(2007) 및 Anderson and Gascon(2009) 등에 의하면 이와 같이 CP금리가 Libor금리보다 낮게 형성되는 점이 미국 CP금리의 주요 특징으로 지적된다. 이는 Libor금리가 CP금리에 유동성 프리미엄이 가산되어 결정되는 것으로 이해할 수 있다.

<그림 IV-20> 미국 30일 만기 AA등급 금융CP, Libor 및 T-Bill 금리



자료: FRB St. Louis Fred

### 5) CP시장과 신용평가

미국에서는 CP발행 시 신용평가가 의무는 아니다. 하지만 1970년에 당시 주요 CP발행자였던 Penn Central 철도회사의 도산 이후 미국에서는 거의 모든 CP가 한 개 이상의 신용평가회사로부터 신용평가를 받아 발행되고 있다(Anderson and Gascon, 2009). 미국의 CP는 우수한 신용

등급을 가진 기업만이 발행가능한 것으로 알려져 있는데, Standard & Poors(2002) 및 Ou et al.(2004)에 의하면 1972년 이래로 90% 이상의 CP가 차상위등급을 받은 것으로 지적된다.<sup>43)</sup>

금융위기 이전을 기준으로, 신용등급과 관련하여 미국 CP시장의 매우 중요한 특징은 CP발행자의 신용등급이 적격(이상)등급 이하로 하락할 경우 CP 발행을 통한 단기자금조달이 사실상 불가능해진다는 점이다. Fons & Kimball(1992)에 의하면, 미국에서 회사채에서 부도가 발생한 기업들의 경우 평균 부도 발생 3년 전에 CP시장에서 퇴출당한 것으로 조사되었다. Fons Kimball(1991) 및 Stigum Crescenzi(2007) 등은 이와 같은 현상을 ‘orderly exit mechanism’으로 지칭한다. Fons Kimball(1991)은 금융위기 이전까지 CP시장에서 부도가 매우 드물게 발생한 중요한 요인으로 ‘orderly exit mechanism’을 지적하였다.

#### 6) 은행의 유동성 보강제도

지금까지 논의된 바와 같이, 미국의 CP발행자들은 매일 초단기 만기로 발행되는 CP의 차환을 통해 자금을 조달한다. Hahn(1993), Stojanovic Vaughan(1998) 및 Stigum Crescenzi(2007) 등은 공통적으로 roll-over 위험을 미국 CP시장의 가장 큰 위험요인으로 지적하고 있다.<sup>44)</sup>

Hahn(1993)에 의하면 미국의 CP 발행자들은 만기가 도래한 CP가 차환발행되지 않는 경우에 대비하여 긴급 유동성을 확보하고 있는 것으로

43) 하지만 금융위기 이후에는 차상위 미만 등급 CP 발행비중이 30%선까지 확대되었는데, 이는 주로 금융위기 이후에 나타난 기업들의 신용등급하락에 기인하는 것으로 파악된다(Moody's, 2010).

44) SEC(2006)에 의하면, 증권회사를 중심으로 미국의 금융기관들은 금융위기 이전부터 CP와 같은 단기 무담보 자금원의 roll-over 위험 최소화를 전체 유동성 관리에서 매우 중요한 요인으로 인식한 것으로 지적된다.

지적된다. 이러한 유동성은 발행자의 현금유보금 또는 외부기관에 의해 주어지는데, 미국 CP시장의 가장 중요한 특징이 이와 같은 roll-over 위험을 관리할 수 있는 기제가 존재한다는 점이다.

미국에서는 모든 CP가 발행될 때 은행이 유동성 보장을 제공하는데, 이를 은행신용(bank lines of credit)을 통한 backup liquidity라 한다. 동 제도에서는 증권회사가 CP 발행시 은행에 소정의 보험료(수수료)를 지불하며, 은행은 시장유동성 악화로 증권회사의 익일물 CP roll-over가 여의치 않을 경우 증권회사에게 자금을 제공한다(Hahn, Stojanovic Vaughan, Crescenzi). 즉, 미국 CP시장에서는 발행자가 은행을 통해 roll-over 위험을 관리할 수 있는 것이다.

특히, 미국의 신용평가회사들은 은행의 유동성 보장을 확보한 발행자에 대해서만 CP 발행 시 신용평가를 실시하는 것으로 알려져 있다(Stigum Crescenzi). 미국에서는 신용위험이 매우 낮은 기업들만이 CP를 발행할 수 있기 때문에 CP의 위험을 평가 시 발행기업의 유동성 관리를 매우 중요하게 평가하고 있는 것이다(Choudhry et).

하지만 CP 발행기업의 건전성에 문제가 발생할 경우 은행은 유동성 제공을 위한 credit line을 종료할 수 있다. 이와 같은 은행의 선택권은 대부분의 유동성 제공 계약에 포함되어 있는 것으로 알려져 있는데, 이를 material adverse change 조항이라고 한다(Stojanovic Vaughan, Choudhry et al). 실제로 Sufi(2007)는 미국의 비금융기업을 대상으로 한 조사에서 현금흐름이 양호한 기업들만이 유동성 보장을 위해 은행의 credit line을 확보할 수 있는 것으로 지적한 바 있다.

Hahn(1993)과 Choudhry et al.(2008)에 의하면 최상위등급의 대형 CP 발행자를 제외하면 거의 모든 발행자가 CP 발행금액의 100%에 대해 은행과 유동성 제공 계약을 체결하는 것으로 지적된다.<sup>45)</sup> 본 보고서

45) 최상위등급 발행자의 경우에도 통상 CP 발행금액의 75%에 대해서는 은행

에서 미국의 CP시장에서는 발행, 투자 및 딜러 측면 모두에서 은행의 역할이 매우 미미함을 지적한 바 있다. 하지만 Stojanovic and Vaughan(1998)가 지적한 바와 같이 미국의 CP시장은 은행의 유동성 보장 없이는 작동할 수 없는 시장이다. 모든 CP 발행자와 투자자간에 은행이 유동성 보장을 통해 개입하고 있는 것이다. 이러한 미국 CP시장에서 은행의 역할은 비은행기관간에 직접 자금의 교환이 발생하는 국내 전자단기사채시장에 중요한 시사점을 제공한다.

#### 4. 국내 시사점

CP시장의 투명성 확보를 통한 투자자보호와 콜시장 참여가 금지되는 비은행기관의 콜수요 충족을 위해 2013년에 도입된 전자단기사채시장은 짧은 기간에 비약적인 양적 성장을 이룩했다. 하지만 양적 확대에 비해 질적인 측면에서의 특성 파악은 아직 미흡한 실정이다. 본 장에서 살펴본 일본의 전자단기사채 및 미국 CP시장사례의 국내 전자단기사채시장에 대한 시사점은 아래와 같이 정리될 수 있다.

우선 일본 전자단기사채시장의 경우 도입 취지 및 제도적 특성 등이 국내와 매우 유사하다. 하지만 일본 전자단기사채는 콜 및 Repo거래에 비해 단기자금시장에서 중요성이 높지 않다. 일본에서는 금융기관간 초단기 자금의 운용 및 조달에 전자단기사채가 아닌 담보 및 무담보콜이 주로 활용되고 있다. 다음으로 일본에서는 전자단기사채 도입 이후 기존 실물CP가 거의 대부분 전자단기사채로 대체되었다. 특히 이와 같은 전자단기사채시장의 활성화에 CP거래에 대한 우대조치 폐지가 중요한 요인으로

---

으로부터 유동성을 제공받는다. 또한 각 CP 발행기관은 여러 개의 은행과 유동성 보장 계약을 체결하는 것으로 알려져 있다(Horowitz).

작용하였다는 점에 주목할 필요가 있다. 향후 국내에서도 전자단기사채에 의한 CP 대체 활성화를 위해 양 시장간 제도적 차이를 확대함으로써 전자단기사채에 대한 시장 수요를 이끌어낼 필요가 있음을 시사한다.

다음으로 미국 단기자금시장에서 비은행 금융기관간 자금배분에서 핵심적인 역할을 담당하고 있는 미국 CP시장사례의 시사점을 정리하면 다음과 같다. 첫째, 미국 CP시장에는 국내 전자단기사채시장과 비교하여 다양한 발행자와 투자자가 참여하고 있다. 특히 투자자 측면에서 미국 CP시장에는 정부기관, 일반기업 및 연기금 등이 활발하게 참여하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 다양한 투자자 기반이 전자단기사채시장의 안정성과 밀접히 연관된다는 점을 고려할 때, 향후 국내에서도 전자단기사채시장의 투자자 다양화를 위한 방안이 고려될 필요가 있다.

둘째, 미국 CP시장은 국내 전자단기사채시장 보다 발행기관의 신용위험에 민감하게 반응한다. 회사채시장에서 부도가 발생한 기업들이 평균적으로 부도발생 3년 전에 CP시장에서 퇴출된다는 점은 국내 전자단기사채시장 참여자에 시사하는 바가 크다. 또한 금리 측면에서도 미국의 CP시장에서는 익일물이라 할지라도 최상위등급과 차상위등급의 발행자간에 매우 큰 금리 스프레드가 적용된다.

셋째, 국내 전자단기사채시장과 미국 CP시장 모두 짧은 만기물의 roll-over를 통해 투자자와 발행자간에 자금이 배분되고 있다. 이는 roll-over 위험관리가 시장의 안정적 작동을 위한 매우 중요한 요인임을 시사한다. 미국 CP시장에서는 모든 CP 발행 시 은행의 유동성 보장이 제공된다는 점에 주목할 필요가 있다. 은행의 유동성 보장이 발행자의 신용위험을 보완해주지는 않지만 위기시 건전한 발행자의 CP를 통한 자금조달이 지속되는데 중요한 역할을 할 수 있을 것이다.<sup>46)</sup>

46) 미국과 같이 외부적인 유동성 보장장치가 존재하지 않는다 할지라도 CP 발행자 스스로 유동성 확보를 통해 roll-over 위험을 관리할 필요가 있다.

넷째, 미국 CP시장에서 은행의 유동성 보강이 필수적이라는 사실은 발행자와 투자자간의 자금배분에 은행의 역할이 매우 크다는 점을 시사한다. 은행은 여타 비은행 금융기관 및 일반기업에 비해 신용위험의 평가와 위험관리능력이 가장 우수한 시장참여자이다. 미국에 비해 국내 전자단기사채시장에서는 자금공급자와 수요자간의 자금배분에 은행의 역할이 매우 미미하다. 국내 전자단기사채시장에서 자금시장 참여자 중 위험관리능력이 가장 우수한 은행의 역할축소가 시장불안 시 자금시장에 미칠 수 있는 영향에 대한 면밀한 분석이 요구된다.



## V. 향후 전자단기사채시장 발전 방안

---

1. 추가적인 상품성의 개선
2. 투자자기반 확대
3. 시장인프라 개선



## V. 향후 전자단기사채시장 발전 방안

### 1. 추가적인 상품성의 개선

#### 가. 증권신고서 제출면제 확대

전자단기사채시장의 발전은 직접적인 경쟁관계에 있는 기업어음증권의 규제체계 변화에 큰 영향을 받는다. 발행 및 운영과 관련된 규제들이 기업어음증권에 상대적으로 유리하도록 설계된다면 전자단기사채시장의 성장은 매우 더디게 진행될 가능성이 높으며, 반대로 기업어음증권에 불리하도록 설계된다면 전자단기사채시장이 반사이익을 누리며 매우 빠른 속도로 성장할 수 있다. 물론 다수의 단기자금시장 참가자들은 전자단기사채의 상품성이 기업어음증권과 유사해 진다면 투자자보호 기능이 상대적으로 더 뚜렷한 전자단기사채가 기업어음증권을 충분히 대체해 낼 것으로 예상된다. 도입의 배경과 발전과정이 상이한 이 두 금융상품이 가진 상품성의 규제차익을 완전히 제거할 수 있도록 꼼꼼히 제도를 정비하는 것은 매우 어려운 작업이 될 것이다. 그렇지만 기업어음증권과의 규제차익 해소가 전자단기사채시장 발전의 중요한 방향성이 될 수 있음을 인식할 필요가 있다.

전자단기사채는 사채의 특수한 형태이며 자본시장법상의 채무증권으로 분류되기 때문에 발행 시 증권신고서 제출의 의무가 있다. 그렇지만 전자단기사채의 중요한 상품특성인 신속한 발행을 보장하기 위하여 만기가 3개월 이하인 경우에 한해서 증권신고서 제출을 면제하고 있다.<sup>47)</sup> 이전의 장에서 발행관련 데이터 분석을 통해 살펴보았듯이 증권신고서

47) 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제2-2조(증권의 모집으로 보는 전매 기준) 제2항 제7호

의 제출면제요건을 만기 3개월 이내로 규정하는 것은 전자단기사채의 유용성을 크게 제약하는 요소로 인식된다. 전자단기사채가 기업어음증권의 대체를 목적으로 도입되었다는 사실을 감안하여 증권신고서 제출의 면제요건을 적극적으로 완화할 필요가 있다. 기업어음증권에 대해서는 일부 예외적인 경우<sup>48)</sup>를 제외하면 증권신고서의 제출이 폭넓게 면제된다. 전자단기사채에 대해서도 기업어음증권과의 정책적 형평성을 가질 수 있는 수준에서 만기요건을 확대해야 할 것이다.

증권신고서 면제방식은 크게 공모발행 방식을 따르되 특정한 조건을 만족시키면 예외적으로 증권신고서 제출을 면제하는 형태와 사모발행을 기본으로 하되 특정조건을 만족시키면 사모방식의 운용규제를 적용시키지 않는 형태로 나누어진다. 전자단기사채에 대한 현행 규정은 공모발행에 대해 증권신고서 제출을 요구하되, 만기가 3개월 이하의 전자단기사채에 대해 예외적으로 증권신고서 제출을 면제하고 있다. 직접적인 경쟁관계에 있는 기업어음증권이 1년 미만의 만기에 대해 증권신고서 제출이 면제된다는 사실과 비교할 때, 양자간에 규제차익이 발생하게 된다. 3개월 이상의 만기영역에서 전자단기사채의 발행이 일반과 유동화의 영역에서 모두 지극히 부진한 것은 바로 이 규제차익에 기인한다고 보아야 할 것이다.

전자단기사채시장이 지속적으로 발전하기 위해서는 기업어음증권에 대해 대체가 부진한 만기 3개월물 이상의 영역에서 전자단기사채의 발행이 활발해져야 한다. 증권신고서의 제출면제 만기요건을 9개월~1년까지로 확대하는 방안을 마련할 필요가 있다. 단기자금시장의 참가자들에게 전자단기사채는 증권신고서 면제요건을 제외한다면 기업어음증권에 필적할만한 상품성을 가지고 있는 것으로 평가받는다. 따라서 면제요건

48) 기업어음증권의 경우 1) 50매 이상으로 발행되는 경우, 2) 기업어음증권의 만기가 365일 이상인 경우, 3) 기업어음증권이 특정금전신탁에 편입되는 경우에는 증권신고서의 제출이 면제되지 않는다.

이 확대된다면 전자단기사채로의 이전은 가속화될 가능성이 높다. 해외의 사례에서도 유사상품에 대한 증권신고서 면제요건은 270일~1년 정도로 설정되어 있음이 관찰되었다. 만기요건이 뚜렷하여 공모회사채시장에 대한 구축 가능성이 희박한 점도 면제요건 확대를 긍정적으로 검토할 수 있는 이유이다. 시장참가자들이 전자단기사채에 대해 충분한 학습기간을 거쳤다고 판단할 수 있으므로 면제요건을 9개월~1년으로 과감히 확대하여 시장의 참여를 넓히는 방안을 고려해 보아야 할 것이다.

#### 나. 기업어음증권에 대한 액면분할규제 정상화

규제차익 해소와 더불어 기업어음증권에 대한 규제의 정상화는 전자단기사채시장의 발전에 큰 영향을 미칠 수 있다. 전술한 바와 같이 기업어음증권은 어음법과 자본시장법의 적용을 받는 이중적 지위를 가지고 있다. 어음법의 적용을 받는 특성으로 인하여 기업어음증권은 일반적인 채무증권과는 대조적으로 액면분할이 원칙적으로 금지된다. 액면분할의 금지는 기업어음증권의 운용에 있어서 큰 불편함을 초래하는데 매수자와 매도자간의 거래금액이 다를 경우 거래의 성사가 어려워지며, 자산운용회사의 경우 기업어음의 매수 후 여러 펀드에 나누어 담기가 곤란해진다.

실제 운용에 있어서는 이러한 운영상의 불편함을 해소하고자 액면분할관행이 묵인되고 있다. 어음법의 적용이 제대로 이루어지지 않고 있는 것이다. 기업어음증권과 동일하게 어음법의 적용을 받는 일반어음에 대해서는 여전히 액면분할이 엄격히 금지되고 있다는 사실을 감안할 때 기업어음증권에 대해서도 동일한 규제의 적용이 필요하다. 기업어음증권의 액면분할을 실질적으로 금지하는 것이 타당할 것이다. 기업어음증권에 대한 액면분할 금지에는 금융감독당국의 역할이 중요하다. 금융감독당국이 기업어음증권에 대한 실질적인 액면분할 행위를 법률위반 사항

으로 유권해석함으로써 감독의지를 강화한다면 왜곡된 시장관행이 신속히 정비될 수 있을 것이다.

## 2. 투자자 기반 확대

전자단기사채시장이 지속적으로 발전해 나가기 위해서는 투자자 기반의 확대가 매우 중요하다. 투자자 기반의 확대를 위해서는 전자단기사채를 투자 또는 운용의 수단으로 활용할 수 있는 기관투자자의 범위를 넓히는 것이 핵심적인 사항이다. 우선적으로 금융회사의 전자단기사채시장 참여를 확대하는 방안을 모색하고 장기적으로는 비금융회사의 참여 확대방안도 검토해 볼 수 있을 것이다.

먼저 참가 금융회사의 수를 증가시키기 위해 고려해 볼 수 있는 사항은 전자단기사채를 Repo 매매의 대상채권으로 인정하는 방안이다. 현재 Repo의 대상채권은 자본시장법 시행령<sup>49)</sup>과 금융투자업규정<sup>50)</sup>에 의해 규제되고 있다. 일정 신용요건을 만족시키는 전자단기사채를 기관간 Repo 및 대고객 Repo의 대상채권으로 활용할 수 있도록 허용하게 되면 전자단기사채의 활용도가 증가하여 이에 대한 수요확대에 긍정적인 역할을 할 수 있을 것으로 기대된다. 물론 단기자금조달 목적으로 발행되는 전자단기사채를 담보부 단기성 자금거래에 사용할 수 있도록 허용할 필요성이 있느냐에 대해 비판적인 견해가 존재하는 것이 사실이지만 담보사용 여부의 적정성에 대한 판단은 시장참가자들의 자율에 맡기는 것이 합리적이며, 선택가능성에 대해 제도적인 제약을 둘 필요는 없을 것으로 판단된다.

49) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제181조(환매조건부매매)

50) 금융투자업규정 제5-18조(매매대상채권)

전자단기사채에 대한 투자제한 규제를 합리적으로 조정하는 것도 투자자 확대의 중요한 방향성이다. 현재 일부 금융회사들은 전자단기사채에 대한 투자 및 운용이 규제에 의해 제한되고 있다. 예를 들어 자본시장법상의 증권금융회사인 한국증권금융에 의해 운용되는 투자자예탁금의 경우 전자단기사채에 의한 운용이 허용되지 않고 있다.<sup>51)</sup> 투자자예탁금의 경우 안정적인 운용의 중요성이 높지만, 리스크관리에 대한 기준을 마련하여 전자단기사채에 대한 운용을 허용하는 것이 오히려 합리적인 운용방향이 될 것이다. 또한, 기업어음증권에 대한 투자자예탁금의 운용이 허용되어 있다는 사실을 감안할 때 전자단기사채에 의한 운용을 배제할 정당한 근거를 찾기 어려울 것이다.

전술한 사례는 합리적인 근거 없이 전자단기사채를 운용수단에서 제외시키는 규제사례이다. 전자단기사채가 아직 제도도입의 초기단계에서 벗어나지 못하고 있기 때문에 유사한 규제가 남아있을 가능성이 상당하다. 은행, 보험회사, 자산운용회사 등의 금융회사가 전자단기사채를 운용함에 있어서 제약이 되는 규제사항이 있는지를 지속적으로 확인하여 개선해 나가는 노력이 필요할 것이다.

전자단기사채의 투자자 기반 확대를 위해 장기적으로 고민해 볼 필요성이 있는 부분은 금융관련회사가 아닌 일반기업이 전자단기사채시장의 투자자로 참여하는 방안이다. 현재까지의 논의에서 일반기업은 전자단기사채시장에서 주로 발행자의 역할을 담당하였다. 그렇지만 일반기업에게도 일시적인 여유자금의 관리는 중요한 이슈가 된다. 일시적인 여유자금 관리를 위한 다양한 금융상품이 제공되고 있는데, 전자단기사채에 직접 투자하는 방식도 배제될 필요는 없을 것이다. 미국의 사례를 살펴보면 일반기업들이 CP시장에서 발행자와 투자자로 모두 참여하고 있음이 관찰된다. 일반기업의 여유자금 운용수단의 다양화 측면에서 장기적으로 전자단기사채시장에의 참여를 검토해 볼 필요성이 있을 것이다.

51) 금융투자업규정 제4-40조(별도예치금의 운용)

### 3. 시장인프라의 개선

#### 가. 대체유동성 공급장치의 마련

전자단기사채는 단기적인 자금의 조달을 위해 발행기업의 신용에 의존해 발행되며, 신용평가에 있어서도 해당기업의 신용위험과 유동성위험에 대한 평가가 중요하다. 이러한 특성으로 인하여 보증을 통한 신용보강이 널리 활용되는 시장은 아니다. 그런데 전자단기사채시장의 지속적인 발전을 위해서 공식적인 신용보강은 아니더라도 대체유동성(back-up line of credit) 공급장치의 마련은 필요할 것으로 예상된다. 대체유동성 공급이란 만기가 도래한 단기사채가 차환발행되지 못할 경우 상업은행과 같은 금융기관이 일시적으로 발행기업에 유동성을 공급하는 것을 말한다.

대체유동성 공급은 일시적인 유동성 부족에 대한 비상지원의 성격을 가질 뿐 발행기업의 신용도를 보강하기 위한 것은 아니다. 다만, 대체유동성 공급의 설정이 없을 경우 일반적으로 발행조건이 나빠지므로 넓은 의미의 신용도 보강장치로 해석되는 경우도 있다. 대체유동성 공급은 기업의 일시적인 자금과부족으로 인한 유동성 리스크에 대비한 것으로 해당 기업의 신용리스크와는 관련성이 작다. 따라서, 전자단기사채 발행의 의무요건으로 지정되지는 않았으며, 발행기업의 필요에 따라 선택할 수 있는 것으로 이해되고 있다.

대체유동성의 공급은 일반회사채와 같이 장기자금을 공급하는 시장보다는 전자단기사채와 같이 단기자금을 공급하는 시장에서 훨씬 큰 유용성을 가진다. 전자단기사채는 발행만기가 기존의 기업어음증권에 비하여 크게 짧다는 특성을 가지며, 1일물의 발행이 큰 비중을 차지한다. 증권회사에 의해 주로 발행되는 1일물은 발행이 1회성으로 끝나는 경우가 많지 않으며 대개의 경우 차환발행을 통해 자금조달의 연속성을 유지한

다. 그런데 1일물은 시장의 일시적인 자금경색에 매우 취약하다. 시장의 평균적인 자금유동성이 풍부한 시기에도 일시적인 자금경색은 충분히 발생할 수 있는데, 일시적인 유동성 부족은 단기자금조달을 전자단기사채에 의지하는 금융회사에 중대한 유동성위험요소로 인식된다. 일상적인 자금유출입 관리를 전자단기사채에 의존하는 금융회사의 경우 시장의 일시적인 자금경색으로 인하여 자금결제에 곤란을 겪을 수 있는 것이다.

유동성의 부족은 기업의 이익창출 능력 또는 재무적 건전성과 상관없이 발생할 수 있기 때문에 우량한 기업에 대해서도 발생할 수 있다. 따라서 단기자금시장에서는 신용위험에 필적할만큼 중요한 위험요소이다. 국내의 전자단기사채시장은 아직 출범한지 3년 정도의 기간밖에 지나지 않았기 때문에 큰 규모의 일시적 유동성 위기를 겪지 않았다. 따라서 대체유동성 공급장치의 필요성에 대해 시장의 공감대는 낮은 것이 사실이다. 그러나 시간의 경과와 더불어 일시적 유동성 위기의 도래는 거의 필연적이라고 보아야 한다. 시장안정화 장치로 대체유동성 공급기능을 확보해 둘 필요가 있는 것이다.

대체유동성 공급은 재정상태가 어려워지는 기업의 자금조달을 지원하기 위한 제도가 아니며 일시적인 자금흐름의 중단을 해결하기 위한 장치이다. 따라서 발행기업과 대체유동성 공급기관간에 신용위험이 아닌 유동성 위험을 보장하는 계약임이 분명히 인식되어야 한다. 현재로서는 의무조항이 아니지만 발행기업의 안정적인 자금조달을 위해 중요한 요소임을 감안하여 시장의 자발적인 지정확대가 필요할 것이다. 미국의 경우 CP 발행 시 대체유동성 공급의 설정이 의무요건이 아님에도 불구하고 상당히 일반화되어 있는 반면, 일본의 경우는 설정사례가 많지 않은 것으로 보고되고 있다. 미국의 CP시장이 발전하는 데에 있어서 대체유동성 공급장치의 마련이 큰 기여를 했다는 사실은 우리 전자단기사채시장에 대해서 시사하는 바가 크다.

## 나. 사채관리회사의 기능 강화

전자단기사채의 도입 이후 오랜 기간이 경과되지 않았기 때문에 아직까지 시장에서는 전자단기사채의 부도사건이 발생하지 않았다. 전자단기사채의 부도상황에 대해서 사채권자보호에 관한 불확실성이 높은 수준이며 시장은 부도상황에 대한 준비가 크게 미흡하다. 전자단기사채에는 사채권자집회에 대한 특례가 적용되어 사채권자집회의 소집이 제한된다.<sup>52)</sup> 전자단기사채는 기업어음증권과 유사한 상품성을 가질 수 있도록 설계되었는데, 발행의 신속성을 부여하기 위하여 사채권자집회의 소집이 일정부분 제한될 필요성이 존재하였기 때문이다. 일반적인 상황에서는 전자단기사채가 짧은 만기로 발행된다는 사실을 감안할 때 사채권자집회의 소집이 제한되어도 별다른 문제가 없을 가능성이 높다. 그렇지만 발행기업이 부도상황에 이르게 된다면 사채권자들의 의견을 모으고 부도정리 상황에 적극적으로 대응할 수 있는 경로가 필요할 것이다. 현재의 제도하에서는 이러한 필요성에 대한 배려가 부족한 것이 사실이며 사채권자들의 권리보호를 강화하기 위하여 사채관리회사의 기능을 강화할 필요가 있다.

짧은 만기와 신속한 발행필요성은 전자단기사채에 있어서 사채권자집회기능을 강화하기 어려운 이유이다. 따라서 사채권자 집회를 대신하여 사채관리회사의 기능이 확대되어야 할 것이다. 사채관리회사의 기능 강화는 전자단기사채뿐만 아니라 일반회사채의 투자자보호에 있어서도 중요한 사항이다. 전체적인 채무증권의 투자자보호 기능의 강화라는 관점에서 접근될 필요가 있는데, 형식적인 기능에 머무르고 있는 사채관리회사의 책임과 권한을 확대하여 전자단기사채시장에서 사채관리회사의

52) 전자단기사채등의 발행 및 유통에 관한 법률 제32조(사채권자집회에 대한 특례)

역할을 키우고 부도상황에서 사채권자 보호기능이 충실히 이루어질 수 있도록 시장인프라의 개선이 필요하다.

사채관리회사의 기능을 담당할 수 있는 주체로 증권회사, 한국예탁결제원, 한국증권금융 등을 거론할 수 있다. 증권회사는 전자단기사채의 인수기관으로서 투자자보호와 관련된 다양한 업무를 수행하고 있다. 장기적 관점에서는 증권회사들이 사채관리회사로서 중요한 역할을 담당해 줄 필요가 있으나, 현재의 상황에서는 증권회사들의 사채관리업무 수행 능력에 미흡한 점이 많다. 사채관리업무에 필요한 전문성 있는 인력의 확보도 부족한 편이며, 발행자와 투자자사이의 이해상충 이슈를 효과적으로 차단할 수 있는 내부통제시스템도 국제적 기준과 다소 거리감이 존재한다. 또한 사채관리업무에 지급되는 수수료가 턱없이 낮은 수준이어서 필요한 서비스를 제공하기가 어려운 상황이다. 이러한 시장상황을 감안하여 전자단기사채의 사채관리업무를 일부 기관들에 집중화시키는 방안도 고려해 볼 수 있다. 발행자와 투자자간의 이해상충 우려가 상대적으로 적은 기관을 중심으로 사채관리업무를 집중화시킨다면 전자단기사채의 투자자권리 행사와 투자자보호 기능이 보다 충실히 수행될 가능성이 높아질 것이다.

#### 다. 금리정보의 공개

전자단기사채는 투자자보호를 위한 정보제공 수준이 기존의 기업어음증권에 비해서 크게 개선된 상품이다. 전자단기사채의 중앙등록기관인 한국예탁결제원은 전자단기사채가 발행된 경우 해당 증권의 종류, 종목, 금액, 발행조건, 발행한도, 미상환 발행 잔액 등의 정보를 인터넷 홈페이지를 통해 공개하고 있다. 이러한 정보의 공개는 투자자들의 투자의사결정에 유용하게 활용되고 있으며, 학계와 연구계가 전자단기사채시장에

대한 계량적 분석을 실시할 수 있는 근거자료를 제공한다. 그런데 전자단기사채의 발행과 관련된 정보중에서 발행금리에 관련된 자료들은 현재 공개되지 않고 있다. 금리는 전자단기사채의 가격지표 역할을 수행하는 매우 중요한 정보변수이다. 금리를 활용하여 다양한 분석을 진행함으로써 시장의 자금흐름 패턴을 예측하고 시장제도 개선의 근거로 활용할 수 있다. 그렇지만 발행금리에 관한 사항은 자금조달활동에 매우 민감하게 영향을 미칠 수 있는 요소라는 이유로 정보공개 대상에 포함되지 않았다.

발행시점에서 발행금리가 즉시 시장에 공개된다면 발행기업과 인수기관에 모두 부담으로 작용할 가능성이 있다. 따라서 발행금리의 실시간 공개는 현실적인 어려움이 많을 것으로 판단된다. 그렇지만 일정 기간이 경과한 이후에는 발행금리와 관련된 정보를 공개하는 방안을 고려해 볼 필요가 있다. 예를 들어 6개월~1년 정도의 시차를 두고 발행금리 관련 정보를 공개하는 것은 기업자금조달활동에 주는 부담을 일정 부분 경감하면서 시장에 가격결정에 관한 정보를 풍부하게 제공할 수 있을 것이다. 정보의 공개가 시장효율성 및 투명성 개선에 근간이 된다는 사실을 감안하여 금리정보 공개를 확대해 나가야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

- 금융위원회, 금융회사간 단기자금시장의 구조적 개선방안, 보도자료, 2011. 6. 22.
- 금융위원회, 전자단기사채제도 13.1.15일부터 시행, 보도자료, 2013. 1. 14.
- 박동민·이항용, 2011, 전자단기사채제도 도입을 통한 기업어음시장 개선에 관한 연구, 증권학회지 제40권 1호, 109-140.
- 박종진, 2011, 『전자단기사채제도의 도입과 그 효과』, 증권예탁 제78호, 한국예탁결제원.
- 백인석·주현수·황세운·서현덕, 2015, 『단기자금시장 구조개편에 대한 평가와 정책과제』, 자본시장연구원 연구총서 15-04.
- 손영화, 전자단기사채 활성화를 위한 법적과제, 2013, 「한양법학」 제24권 41호, 371-396.
- 이누카이 시케히토, 2009, 「일본의 단기사채(전자CP)제도」, 자본시장연구원 세미나 자료.
- 한국예탁결제원, 2014, 「증권예탁결제제도」.
- 한국은행, 2012, 『한국의 금융시장』
- 허항진, 2009, 기업어음(CP)시장의 개편방안에 대한 법적 소고, 「증권법연구」 제10권 제2호, 269-315.
- 황세운, 2008, 단기사채(短期社債) 도입에 의한 기업어음(CP) 시장의 제도개편, 자본시장연구원, 「자본시장 Weekly Opinion」 2008-28.

황세운, 2009, CP 시장 개편에 관한 소고, 자본시장연구원, 「자본시장 Weekly Opinion」 2009-16.

황세운, 2011, CP 제도의 퇴장과 단기금융시장의 변화, 자본시장연구원, 「자본시장 Weekly Opinion」 2011-28.

황세운, 2013, 자본시장연구원, 전자단기사채법의 시행과 시장전망, 「자본시장 Weekly Opinion」 2013-01.

#### <외국문헌>

Adrian, T., Kimbrough, K., Marchioni, D., 2011, The Federal Reserve's commercial paper funding facility, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* (May), 25-39.

Alworth, J.S., Borio, C.E.V, 1993, Commercial paper markets: a survey, BIS Economic Papers No 37, Bank for International Settlements.

Anderson, R. G., G. Charles S., 2009, The commercial paper market, the Fed, and the 2007-2009 financial crisis, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 91(6), 589-612.

Bank of Japan(BOJ), 2015, *Trends in the money market in Japan*.

Choudhry, M., Fabozzi, F., Mann, S. V., 2008, *Commercial paper*.

Covitz, D., Liang, N., Suarez, G., 2009, The evolution of a financial crisis: Panic in the asset backed commercial paper market, *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series* 2009-36.

Depository Trust Company(DTCC), 1990, *Final plan for a commercial paper program*.

- Felix, R., 1987, *Commercial paper*, London: Euromoney Publications.
- Financial Crisis Inquiry Commission(FCIC), 2011, *Financial Crisis Inquiry Report*.
- Fons, J.S., Kimball, A.E., 1991, *Defaults and orderly exists of commercial paper issuers*, Moody's special report.
- Fukunaga, I., Kato, N., 2014, Japanese repo and call markets before, during, and emerging from the financial crisis, IMES Discussion Paper Series No. 2014-E-15.
- Goldman Sachs, 2002, *U.S. commercial paper*.
- Gorton, G., Metrick, A., 2010a, Regulating the shadow banking system, *Brookings Papers on Economic Activity* Fall, 261-297.
- Gorton, G., Metrick, A., 2010b, Haircuts, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 92(6), 507-520.
- Hahn, T., 1993, Commercial paper, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 79(2), 45-67.
- Hicks, J.W., 1976, Commercial paper: An exempted security under section 3(a) (3) of the Securities Act of 1933, *UCLA Law Review* 24, 227-307.
- Horowitz, J., 2008, *Morgan Stanley's reduction of commercial paper proves difficult*, MarketWatch.
- Inoue, T., 1998, Challenges in Japanese commercial paper market, *Capital Research Journal* 1(1), 1~8.
- Kacperczyk, M., Schnabl, P., 2010, When safe proved risky: Commercial paper during the financial crisis of 2007-2009, *Journal of Economic Perspectives* 24(1), 29-50.

- McKenzie, C.R., 1996, The commercial paper market in Japan, Working Paper Series, Center on Japanese Economy and Business Columbia Business School.
- Mishkin, F.S., 2013. *The economics of money, banking and financial markets*, Pearson.
- Moody's, 2010, Moody's on the default and recovery rates of corporate commercial paper issuers, 1972-2009.
- Ou, S., Hamilton, D.T., Cantor, R., 2004, *Shrot-term rating performance and corporate commercial paper defaults, 1972-2004*, Moody's Special Comment.
- Post, M.A., 1992, The evolution of the U.S. commercial paper market since 1980, *Federal Reserve Bulletin* 78(12), 880-891.
- Rosengren, E., 2014, *Broker-dealer finance and financial stability*, Federal Reserve Banks of Boston and New York.
- Securities and Exchange Commission (SEC), 2006, 10-K: The Bear Stearns companies INC.
- Selden, R.T., 1963. *Trends and cycles in the commercial paper market*, National Bureau of Economic Research, New York: Woodhdven Press Associates Corp.
- Shen, P., 2003, Why has the nonfinancial commercial paper market shrunk recently? *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review (First Quarter)*.
- Standard & Poors, 2002, U.S. commercial paper looks to improve in 2003.

- Stigum, M., Crescenzi, A., 2007. *Money market*, McGraw-Hill.
- Stojanovic, D., Vaughan, M.D., 1998, The commercial paper market: Who's minding shop? Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Strahan, P.E., 2003, The real effects of U.S. banking deregulation, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (July/August), 111-128.
- Sufi, A., 2007, Bank lines of credit in corporate finance: An empirical analysis, *Review of Financial Studies* 22(3), 1057-1088.

<웹사이트>

국가법령정보센터	<a href="http://www.law.go.kr">www.law.go.kr</a>
금융감독원	<a href="http://www.fss.or.kr">www.fss.or.kr</a>
금융위원회	<a href="http://www.fsc.go.kr">www.fsc.go.kr</a>
금융투자협회	<a href="http://www.kofia.or.kr">www.kofia.or.kr</a>
기획재정부	<a href="http://www.mosf.go.kr">www.mosf.go.kr</a>
한국거래소	<a href="http://www.krx.co.kr">www.krx.co.kr</a>
한국예탁결제원	<a href="http://www.ksd.or.kr">www.ksd.or.kr</a>
한국예탁결제원 증권정보포털	<a href="http://www.seibro.or.kr">www.seibro.or.kr</a>
한국은행	<a href="http://www.bok.or.kr">www.bok.or.kr</a>
BOE	<a href="http://www.bankofengland.co.uk">www.bankofengland.co.uk</a>
ECB	<a href="http://www.ecb.europa.eu">www.ecb.europa.eu</a>
FRB	<a href="http://www.federalreserve.gov">www.federalreserve.gov</a>
FRB of New York	<a href="http://www.ny.frb.org">www.ny.frb.org</a>

112 전자단기사채 도입 효과 평가 및 향후 발전과제

FSA [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

ICMA [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)

SIFMA [www.sifma.org](http://www.sifma.org)

자  
본  
시  
장  
연  
구  
원



**자본시장연구원**  
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143  
T 02.3771.0600 [www.kcmi.re.kr](http://www.kcmi.re.kr)

값 10,000원



9 788960 89449  
ISBN 978-89-6089-144-9