

고수익채권 (정크본드) 에 관한 연구

1999. 7

연구위원 김 형 태

연구위원 박 용 서

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

1. 서론

1. 고수익채권의 의의와 기대효과
2. 고수익채권의 도입여건 분석
3. 본 연구의 구성

I. 서론

1. 고수익채권의 의의와 기대효과

가. 고수익채권의 의의 및 유형

고수익채권(정크본드)이란, 벤처기업이나 부실기업 등 신용등급이 낮은 기업이 발행한 고위험-고수익(high-risk, high-return) 채권을 의미한다. 미국의 경우, S&P사로부터 BB 이하, Moody's사로부터 Ba1 이하의 신용등급을 받은 기업이 발행한 채권을 지칭한다. 우리나라의 경우는 BB 이하 신용등급을 받은 기업이 발행한 채권을 의미한다.

<표 1-1> 신용등급과 고수익채권

	Moody's Investor Service, Inc	Standard & Poor's
투자적격채권	Aaa Aa A Baa	AAA AA A BBB
고수익채권	Ba B Caa Ca C	BB B CCC CC C D

4 고수익채권(정크본드)에 관한 연구

고수익채권은 그 발행주체의 성격에 따라 몇 가지 유형으로 구분할 수 있다. 첫째 유형은, 벤처기업 등과 같이 원래 투자위험이 높아서 신용등급이 투자부적격으로 분류된 기업이 발행한 회사채로서 보통 Original Issue라고 부른다. 둘째 유형은, 최초 발행 시에는 투자적격채권이었으나 채권발행 이후 기업이 부실화되어 투자부적격으로 신용등급이 떨어진 고수익채권으로서 Fallen Angel이라고 명명된다. 세 번째 유형은 LBO시에 발행되는 고수익채권이다. LBO란, 매수대상 기업의 자산을 담보로 부채를 발행하여 조달한 자금으로 기업을 인수하여 구조조정하는 M&A 방식을 의미한다. LBO에서 자금을 조달하는 방법으로는 은행에서 차입을 하는 경우, LBO펀드를 설정하여 자금을 조달하는 경우 그리고 고수익채권을 발행하여 자금을 조달하는 방법이 있다. 이 때 발행된 고수익채권은 보통 투자은행이 인수하여 기관투자자들에게 판매한다.

나. 고수익채권의 기능과 기대효과

고수익채권은 위험이 높은 기업이 발행한 무보증채권의 일종이다. 고수익채권의 기능은 몇 가지 측면에서 검토할 수 있다. 첫째, 위험이 높은 기업의 대표적인 예는 워크아웃 과정에 있는 기업과 같은 구조조정 대상기업이다. 이들 기업은 회생가능성에 대한 불확실성 때문에 위험이 높고 신용등급이 투자부적격으로 하락해 있는 경우가 대부분이므로 자금조달이 매우 어렵다. 고수익채권시장이 활성화될 경우 이들의 자금조달이 원활하게 되어 구조조정을 보다 효율적으로 수행할 수 있게 된다.

둘째, 위험이 높은 두 번째 부류의 기업은 벤처기업이다. 벤처기업은 성공시 성장속도가 빠르지만 성공가능성이 낮은 경우가 많다. 특히 아이디어나 소프트웨어를 사업화 하고자 하는 벤처기업은 고정자산이 거의 없기 때문에 고정자산을 담보로 자금을 조달하기 곤란하다. 따라서 고수

익채권시장이 활성화되면 벤처기업의 자금조달을 원활히 할 수 있으리라 기대된다.

셋째, 고수익채권은 시세차익을 목적으로 투자되기도 하지만 벌처펀드의 경우에서와 같이 경영권획득을 목적으로 이용되기도 한다. 이 같은 목적의 고수익채권 발행이 활성화되면 M&A나 기업분할 등 기업구조조정(Restructuring)의 원활화를 도모할 수 있게 된다.

넷째, 우리나라의 과거 채권시장은 보증채가 거의 대부분을 차지하였다. 무보증회사채시장의 활성화는 회사채시장의 건전하고 균형적인 발전, 기업자금조달수단의 다양화, 투자자에 대한 다양한 투자기회 제공, 신용에 기초한 금융관행 정착 등의 의의를 가진다. 특히 신용등급에 따른 회사채의 발행금리체계를 확립할 수 있게 된다. 고수익채권은 무보증채권 발행의 원활화와 채권시장의 활성화에 중추적인 역할을 할 것으로 기대된다.

다섯째, 투자자들에게 다양한 투자기회 특히 고수익 획득 가능성을 제공한다. 또한 고수익채권은 채권과 주식의 중간적인 성격을 갖는 증권으로 다른 증권들과의 상관관계가 낮기 때문에 투자자에게 분산투자효과를 제공하는 기능을 제공한다.

2. 고수익채권의 도입여건 분석

가. 고수익채권의 공급측면

고수익채권을 통해 자금을 조달하는 대표적인 기업은 구조조정 대상기업과 벤처기업이다. 워크아웃이나 법정관리 상태에 있는 구조조정 대상기업이 발행한 고수익채권은 Fallen Angel에 속한다. 이 경우에는 새로운 채권의 발행보다는 기발행채권의 인수를 통한 시세차익 획득이나

6 고수익채권(정크본드)에 관한 연구

M&A에 초점이 맞추어진다. 즉 Fallen Angel은 주로 유통시장을 통해 공급된다. 벤처기업이 발행하는 고수익채권은 Original Issue에 속한다. 발행시장에서 공급되는 고수익채권은 주로 벤처기업이 발행한 고수익채권이다.

우리나라의 현 상황에서 볼 때 벤처기업과 구조조정 대상기업은 모두 자금조달을 절실히 필요로 하고 있다. 구조조정 대상기업의 경우에는 채권매입과 출자전환 그리고 이를 통한 재무구조조정이 필요하다. 더 나아가 고수익채권 투자를 통해 경영권을 획득하고 기업분할 등의 자산구조조정을 수행하는 것도 필요한 시정이다. 벤처기업의 경우에는 주로 은행차입을 통해 자금을 조달하고 있다. 고수익채권시장이 활성화될 경우 자금조달원을 다양화할 수 있고 은행차입에 비해 재무유연성을 증대시킬 수 있게 된다. 그러므로 고수익채권시장이 활성화될 경우 구조조정 대상기업과 벤처기업의 고수익채권 발행은 매우 활발할 것으로 예상된다.

미국의 경우에는, 1970년대 고수익채권 1차 중흥기에는 세계시장에서 일본 등에 패하여 M&A나 기업분할 등의 구조조정을 겪고있는 기업들이 주로 고수익채권을 발행하였다. 1990년대 2차 중흥기에는 첨단기술을 보유하고 있으나 담보대상 고정자산이 부족한 벤처기업들이 주로 고수익채권을 발행하였다. 현재 우리나라에는 구조조정 대상기업과 벤처기업이 모두 새로운 자금조달원을 필요로 하고 있기 때문에 고수익채권시장이 활성화될 경우 일거양득의 효과를 달성할 수 있다.

나. 고수익채권의 수요측면

고수익채권은, 고위험-고수익의 특성을 갖기 때문에 기관투자자 중심으로 투자가 이루어진다. 미국의 경우에는 뮤추얼펀드, 투자신탁, 생보사

등이 주요한 기관투자자인데 우리나라의 경우에도 이들 기관을 중심으로 투자가 이루어질 것으로 기대된다. 일반적인 뮤추얼펀드와 투자신탁은 시세차익을 목적으로 고수익채권에 투자하지만 경영권 획득을 위해 고수익채권에 투자하는 펀드도 존재한다. 우리나라의 경우에는 투자제한이 없어 경영권획득이 자유로운 증권투자회사법상의 구조조정 증권투자회사나 한국판 벌처펀드인 산업발전법 상의 기업구조조정전문회사가 경영권획득을 위해 고수익채권에 투자할 가능성이 높다고 생각된다.

우리나라 금융기관의 경우 대부분 고수익채권 투자가 원칙적으로 가능하다. 즉 이들의 고수익채권을 금지하는 법률상의 제약은 없고 다만 내규로 제한하고 있는 실정이다. 따라서 투자여건만 조성되면 기관투자자의 고수익채권 투자는 증대되리라 기대된다. 미국의 경우를 보면 고수익채권시장의 가장 큰 투자자는 뮤추얼펀드이다. 우리나라의 경우에도 고수익채권 투자와 관련된 핵심적인 역할은 뮤추얼펀드와 투자신탁회사가 수행하리라 예상된다.

다. 이자율 변동성 측면

미국의 예를 보면 1979년부터 통화정책의 관리변수가 이자율에서 통화량으로 변화하면서 이자율변동이 심화되었다. 이로 인해 채권과 같은 확정수익증권(fixed income security)의 가격변동이 급증하였다. 이자율 등 경제의 변동성이 증대되면서 투자자들은 신용등급이나 계약내용(terms) 보다 유동성을 보다 중요시 하게되었다. 즉 신용등급이 높고 유동성이 작은 채권 보다 신용등급은 낮아도 유동성이 큰 채권을 선호하게 되었다. 우리나라에서도 환율변동폭의 철폐와 자본시장의 개방 확대로 이자율 등의 변동성이 증대됨으로써, 신용등급은 낮더라도 유동성만 어느 정도 확보되면 고수익채권도 투자자들에게 매력적인 투자대상이 될 수 있는 여건이 마련되었다고 판단된다.

라. 규제외 측면

고수익채권은 기관투자자 중심으로 투자가 이루어지기 때문에 금융기관 등의 투자대상 제한이 완화되어야 고수익채권에 대한 투자가 가능하다. 우리나라의 경우에도 금융기관에 대한 각종 규제가 완화되고 있으며 금융기관간 경쟁이 심화되어 금융기관 스스로 고수익 투자대상을 모색하고 있는 실정이다. 가장 제약이 심했던 연기금의 경우에도 국민연금법이 개정되어 무보증채권에 투자가 가능하나 다만 내규로 A등급 이상으로 투자대상을 제한하고 있다.

이상의 도입여건 분석을 요약하면, 고수익채권이 가장 먼저 도입되었고 고수익채권시장이 가장 발달되어 있는 미국의 선례를 기준으로 생각할 때, 현재 우리나라의 경제현황은 고수익채권을 도입하기에 적기이고 또한 그 기대효과도 매우 클 것으로 판단된다.

고수익채권의 핵심은 유동성에 있으므로 수요기반의 확대가 가장 중요하다. 수요기반의 확대를 위해서는 상품측면에서 분산투자가 효과적으로 이루어진 고수익채권 전용펀드를 개발하는 것이 중요하다. 효율적으로 분산투자된 고수익채권 전용펀드를 개발하기 위해서는, 다양한 산업에서 발행되고, 신용등급, 만기, 그리고 조건 등이 상이한 고수익채권에 펀드관리자가 투자할 수 있어야 한다. 이를 위해서는 다양한 기업이 고수익채권을 발행할 수 있도록 발행시장이 활성화되어야 한다. 투자자 측면에서는 기관투자자의 투자활성화 방안이 중요한데, 고수익채권펀드는 개별 고수익채권에 비해 위험이 낮아서 기관투자자의 투자유인을 증대시킬 것으로 기대된다.

3. 본 연구의 구성

본 연구보고서는 다음과 같은 내용을 중심으로 구성된다. 우선 제II장에서는 고수익채권의 특징에 대해 분석한다. 이러한 분석결과 고수익채권은 하나의 독립적인 자산유형(asset class)으로서 투자등급채권과는 전혀 다른 특징을 보유하고 있음을 밝힌다. 또한 은행차입과의 차이점에 대해 분석하고 부실증권으로서의 특징에 대해서도 검토한다.

제III장에서는 고수익채권의 가격결정요인과 가격결정모형을 다룬다. 그리고 제IV장에서는 고수익채권의 특성에 대한 분석을 바탕으로 투자전략을 논의한다. 제V장에서는 고수익채권 관련상품들을 소개한다. 제VI장에서는 고수익채권과 기업구조조정과의 관계를 분석한다. 여기서는 특히 고수익채권을 활용한 LBO, 벌처펀드와의 비교, 그리고 벤처기업의 자금조달 문제에 관심을 기울이고 있다. 제VII장에서는 고수익채권의 발행·유통제도 및 각국 고수익채권시장의 현황에 대해 살펴보도록 한다. 끝으로 연구의 결론은 마지막 제VIII장에서 서술한다.

II. 고수익채권의 특성분석

1. 투자등급채권과 고수익채권의 비교
2. 은행차입과 고수익채권의 비교
3. Mezzanine 증권과의 비교
4. 부실증권의 과소평가와 급락현상

II. 고수익채권의 특성분석

1. 투자등급채권과 고수익채권의 비교

첫째, 고수익채권은 투자등급채권과는 달리 이자율 변동에 민감하지 않다. 투자등급채권과 비교할 때, 고수익채권은 위험이 높은 투자대상이기 때문에 위험프리미엄이 높다. 따라서 매기 지불되는 액면이자율(coupon rate)이 상대적으로 높다. 액면이자율이 높을수록 듀레이션이 짧아진다. 그런데 듀레이션이 길수록 채권가격의 이자율에 대한 민감도가 커지므로, 듀레이션이 짧은 고수익채권 가격의 이자율에 대한 민감도는 작아지게 된다.

둘째, 투자등급채권과는 달리 발행기업의 자산가치의 변동에 민감하다. 이 같은 측면에서 고수익채권은 투자등급채권 보다 주식에 가까운 증권이다. 투자등급채권의 경우에는 채무불이행 위험(default risk)이 크지 않기 때문에, 채권의 이자지불과 원금회수가 보장되는 한 기업가치의 변화에 그리 민감치 않다. 그러나 고수익채권의 경우에는 파산위험이 높기 때문에, 파산이 발생치 않으면 높은 이자수익을 획득할 수 있지만 파산이 발생하면 채권의 가치가 폭락한다. 즉 미래 기업가치가 어떻게 변하느냐에 고수익채권의 가치도 민감하게 반응한다. 따라서 고수익채권은 발행기업이나 발행기업이 속한 산업의 특수한 상황에 의해 영향을 받는다. 그런데 이 같은 위험은 분산이 가능한 비체계적 위험(unsystematic risk)이므로 분산투자를 통해 제거할 수 있다.

셋째, 고수익채권은 시장 유동성(liquidity)이 작다. 유동성이란 시장 가격에 큰 차이를 발생시키지 않고 증권을 거래할 수 있는 능력을 의미한다. 결국 유동성이 작으면 매수호가와 매도호가간의 격차가 커져서 높은 거래비용을 수반하게 된다. 시장침체기에는 유동성의 중요성이 더욱

14 고수익채권(정크본드)에 관한 연구

커지고 이로 인해 투자등급채권과 고수익채권간의 이자율격차가 증가한다. 예를 들어 1989-1990년 미국시장의 경우 이 격차가 11 퍼센트까지 증가하였다. 시장이 안정되면 이들간의 이자율격차가 감소한다. 미국의 경우 과거의 자료를 보면 이 격차가 보통 3~5 퍼센트 정도이다. 그런데 유동성 부족은 투자자에게 유리하게 작용할 수도 있다. 왜냐하면 약간의 수요증대가 채권가격을 급등시킬 수 있기 때문이다.

넷째, 고수익채권은 채무불이행율(default rate)이 높다. 따라서 고수익채권 투자의 핵심은 채무불이행 위험(default risk)의 관리에 있다. 또한 채무불이행 위험이 채권가격에 미치는 영향도 투자등급채권에 비해 상대적으로 크다. 투자자의 입장에서는 채무불이행을 자체보다 채무불이행이 채권가격에 미치는 영향이 중요하다. 채무불이행의 경우에는 채권가격이 하락하고 이자를 받지 못하기 때문에 손실이 발생하는데 이를 채무불이행으로 인한 손실률(default loss rate)이라 한다. 투자자의 입장에서 이 같은 위험을 최소화하기 위해서는 산업, 규모, 신용등급 등의 차원에서 효율적으로 분산투자된 고수익채권전용 뮤추얼펀드에 투자하는 것이 바람직하다.

다섯째, 현금흐름 측면에서 보면 고수익채권에 대한 투자는 covered call option strategy와 유사하다. 일반적으로 고수익채권에는 수익상환옵션(call option)이 첨가되어 있다. 발행기업의 입장에서 볼 때, 기업의 신용도가 급속히 상승할 경우에는 고수익채권을 상환하고 낮은 금리의 자금을 사용하는 것이 유리하기 때문이다. 투자자의 입장에서 보면 콜옵션이 첨가된 고수익채권에 대한 투자는, 주식을 매입하고 동시에 주식에 대한 콜옵션을 매각한 경우와 유사하다. 주가하락의 경우에는 콜옵션 판매로부터의 프리미엄을 획득할 수 있고 주가상승 시에는 주가상승으로 인한 시세차익을 획득할 수 있다. 물론 기업의 콜옵션행사로 인해 시세차익에 상한(upper limit)이 존재한다. 이와 유사하게 고수익채권에 투자한 경우에는, 자산가치 하락시 높은 이자율이 보호장치 역할을 하고 자

산가치 상승 시에는 일정 부분 이를 향유할 수 있으나 발행기업의 콜옵션 행사로 인해 제한을 받는다.

고수익채권에 투자했을 경우의 현금흐름에 대해서는 또 다른 해석도 가능하다. 여기서는 고수익채권을 만기까지 보유하는 경우와, 그리고 만기 이전에 전매하는 경우의 2가지 투자전략 하에서 현금흐름에 대한 분석을 좀더 상세히 살펴보도록 하겠다. 우선 고수익채권 포트폴리오의 장기적 수익률은 아래와 같이 간략히 요약될 수 있다.

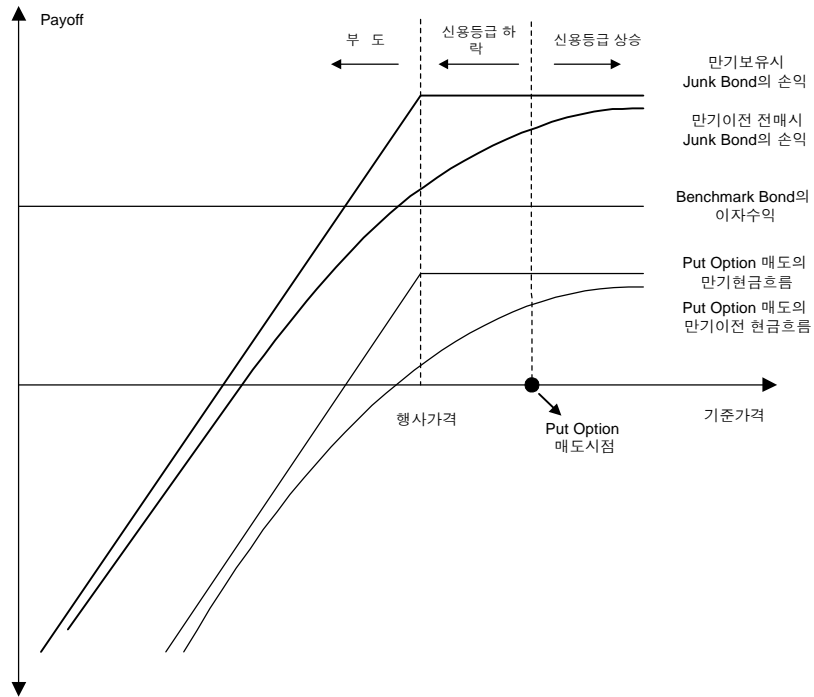
$$\text{고수익채권의 실현수익} = \text{무위험수익(riskless return)} + \text{가산금리(yield spread)} - \text{신용위험손실(credit losses)}$$

여기서 무위험수익은 재정증권(treasury bond)의 수익을 의미한다. 또한 가산금리는 신용위험에 대한 보상으로서 일반적으로 재정증권의 수익률에 일정정도의 금리를 초과하여 부여하게 된다. 여기에다 신용의 하락 내지 부도위험으로 인해 실제로 입게될 수 있는 손실을 제외할 경우 고수익채권에 투자함으로써 얻을 수 있는 수익을 계산할 수 있다¹⁾.

위의 수익률 산식을 기준으로, 정크본드에 대해 투자할 경우 이를 현금흐름의 관점에서 분석하면, 이는 지표채권(benchmark bond : 미국의 경우 재정증권(Treasury), 우리나라의 경우 국고채)을 매수함과 동시에 주식에 대한 외가격풋옵션(out-of-the-money puts on stocks)을 매도하는 것과 동일한 효과가 있다²⁾.

- 1) 참고로 위의 간단한 산식에서 알 수 있듯이, 수익률을 높일 수 있는 효율적인 포트폴리오 관리를 위해서는 가산금리를 높이거나 신용위험을 낮추는 두 가지 방법이 가능하다. 전자의 경우는 상당히 공격적인 투자방법이라 하겠고 후자의 경우는 위험회피적인 보수적 투자방법이라고 할 수 있다.
- 2) Goldman, David P., "Stocks versus junk," *Forbes*, vol.163, no.1, Jan 11,

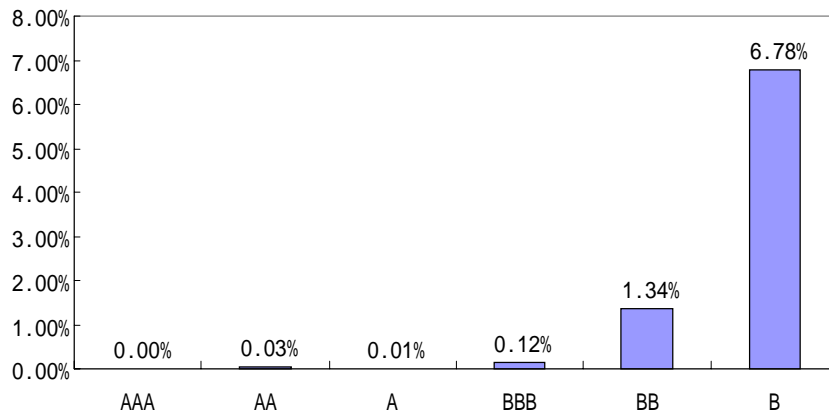
<그림 II-1> 고수익채권 투자의 손익구조



먼저, 고수익채권 보유자가 고수익채권을 만기까지 보유하거나 혹은 채권의 부도발생으로 만기 이전에 변제순위에 따라 변제받는다고 가정할 경우의 현금흐름에 대해 살펴보자. 주식에 대한 풋옵션을 매도함으로써 옵션매도자는 옵션가격만큼을 프리미엄(fixed premium)으로 얻을 수 있다. 이는 신용위험에 대한 보상으로 고수익채권 투자자에게 주어지는 가산금리와 같다고 하겠다. 옵션매도자는 주가가 행사가격을 초과하여

상승하더라도 프리미엄 이상의 수익을 기대할 수 없지만, 주가가 행사가격 이하로 하락하지 않는 한 실현손실도 없다. 따라서 옵션매도자는 풋 옵션 매도로 인한 프리미엄과 지표채권의 이자수익 만큼의 이익을 실현하게 된다.

<그림 II-2> 신용등급별 부도율 (기간 : 1977~97)



한편, 주가가 행사가격 이하로 하락할 경우 옵션매수자의 권리행사에 따라 계약이행의무를 지고 있는 옵션매도자는 큰 손실을 감수할 수도 있다. 이는 고수익채권에 투자한 이후 부도가 발생했을 경우 주가가 급락함으로써 기준가격이 행사가격에 크게 미달할 수 있기 때문이다. 이때 옵션매도자의 수익은 풋옵션 매도로 인한 프리미엄과 지표채권의 이자수익에서 옵션매입자의 권리행사로 인해 지불해야 하는 금액을 뺀 금액으로 계산된다. 옵션매입자의 권리행사시 옵션매도자가 지불해야 하는 금액은 고수익채권의 부도위험을 반영한 신용위험손실이다. 따라서 손실

의 규모는 고수익채권의 상환율(recovery rate)에 의해 크게 영향을 받는다. 고수익채권의 가격결정모형에서 구체적으로 언급하겠지만, 상환율은 고수익채권의 위험프리미엄을 결정하는데 중대한 영향을 미치는 요인이다.

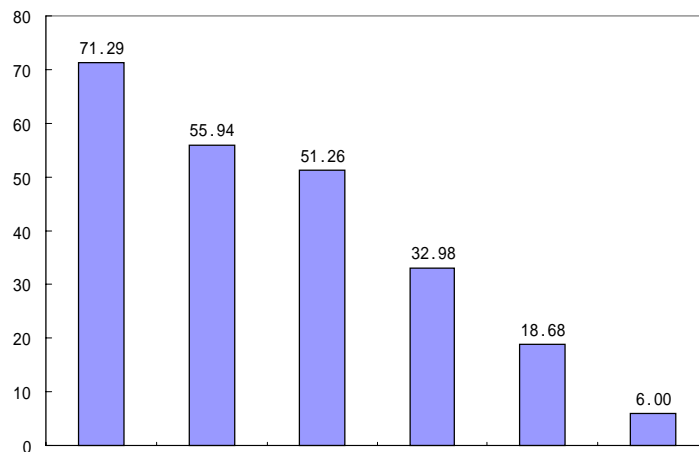
이와 반대로 발행기업의 신용등급이 상향조정되어 주가가 크게 상승한다 하더라도 고수익채권 투자자들이 얻을 수 있는 수익에는 변동이 없다. 왜냐하면 이로 인해 신용위험은 크게 감소되겠지만, 고수익채권의 수익을 증대시킬 수 있는 무위험수익과 풋옵션 매도로 인한 프리미엄이 일정하기 때문에 실현할 수 있는 수익규모에는 제약이 존재하기 때문이다. 즉, 고수익채권에 투자함으로써 얻게 되는 이익은 지표채권의 무위험이자와 풋옵션매도 프리미엄을 합한 것이 된다.

다음으로 유통시장이 활성화되어 있어 고수익채권을 인수 또는 매입 후 전매하는 경우를 고려할 때의 현금흐름을 살펴보자.

우선 고수익채권의 매입시점, 즉 위의 <그림 II-1>에서 풋옵션의 매도시점을 기준으로 신용등급이 하락할 경우 이는 동 채권의 부도가능성을 증가시키기 때문에 고수익채권의 가격은 하락할 것이며, 따라서 고수익채권 매입자는 하락폭 만큼 매매손실을 보게 될 것이다. 그렇더라도 신용등급의 저하로 인해 채권가격이 하락함으로써 투자자가 입게될 손실규모는 신용위험에 대한 보상으로 부여받은 가산금리로 인해 어느 정도 완화될 수 있다.

하지만 실제 부도가 발생할 경우 이자지급이 정지될 수 있을 뿐만 아니라 원금마저도 떼일 수 있기 때문에, 부도시점을 전후하여 채권의 가격은 급속히 하락할 것이다. 여기서의 하락폭은 채권의 상환율이 낮을수록, 즉 자본구성 중 변제우선순위가 낮은 채권일수록 더욱 클 것이다.

<그림 II-3> 변제순위별 부도채권의 보상을 추정
(기간 : 1977~97)



반대로 신용등급이 상승하고 주가도 오를 경우 이는 부도가능성을 줄이는 효과가 있으므로 그 만큼 고수익채권의 실현수익이 증대될 것이고, 채권의 가격도 상승할 것이다. 이러한 특성 때문에 고수익채권은 종종 ‘이자가 지급되는 주식(stocks with coupon)’이라 불리곤 한다. 하지만 주가가 급상승을 한다고 하더라도 고수익채권의 수익은 이표금리로 지불되기로 한 수익의 상한을 초과할 수 없다. 이는 또한 확정부채권으로서의 특징을 반영한 것으로 고수익채권이 혼성증권(hybrid securities)임을 나타내고 있다. 또한 채권계약 상의 제약조항도 고수익채권의 수익을 제한하는 역할을 한다. 왜냐하면 기업의 신용평가가 상향조정될 경우 그 기업은 보다 유리한 조건으로 자금을 조달할 수 있으므로, 조기상환권리(call provision)를 행사함으로써 고수익채권을 금리가 더 낮은 채권으로 전환하고자 할 것이기 때문이다. 이 또한 고수익채권의 수익상한을

제약하는 중요한 요인이 된다.

2. 은행차입과 고수익채권의 비교

가. 은행차입과 고수익채권은 대체재(substitute)인가?

자금을 조달하는 기업의 입장에서 보면 은행차입과 고수익채권 발행은 모두 부채로서의 성격을 갖는다. 과거 미국의 예를 보면, Drexel의 등장과 이로 인한 고수익채권시장의 성장은 상업은행(commercial bank)의 시장잡식이라는 결과를 가져왔다. 미국의 상업은행들은 고수익채권시장의 성장에 대해 두 가지 방향으로 대응하였다. 하나는 은행도 위험이 높은 기업에 투자를 확대하는 것이었고 다른 하나는 대출금판매시장(loan sales market)을 개발하였다. 대출금판매란 특정한 은행대출금으로부터 발생이 기대되는 현금흐름을 아무런 보증없이 제3자에게 판매하는 계약을 의미한다. 고수익채권시장에 대응하여 개발된 대출금판매시장의 규모는 1980년대 초 \$15billion에서 1980년대 말 \$250billion으로 성장하였다. 이 같은 대출금판매는, 부실채권 매입과 이의 출자전환을 통한 경영권획득을 주목적으로 하는 벌처펀드의 기능 활성화에도 중요하다.

실증적인 관점에서 볼 때, 고수익채권시장의 성장이 은행대출금시장의 축소를 가져왔고 또 고수익채권시장의 침체가 은행대출금시장의 확대를 가져왔다는 점에서 양자는 대체재(substitute)의 관계에 있다고 할 수 있다. 구체적인 예를 들어보자. SEC가 Drexel의 Milken에 대해 내부자거래 등의 혐의를 공표하자 주요은행의 주가는 약 3% 정도의 초과수익률을 나타내었다. 이후 Drexel의 파산신청 사실이 공시되자 은행의 주가지수는 약 6.5%의 초과수익률을 보였다. 이에 반해 투자은행(investment bank)의 주가는 거의 초과수익률을 나타내지 못했다. 따라서 미국시장에서는 은행차입과 고수익채권이 대체재의 관계에 있음을

알 수 있다. 이하에서는 몇 가지 측면에서 은행차입과 고수익채권의 차이점에 대해 분석하기로 한다.

나. 재무유연성(Financial Flexibility) 측면

재무유연성(Financial Flexibility)이란, 보다 저렴한 거래비용과 기회비용으로 기업의 경영활동 특히 투자활동을 가능케 해주는 자본구조(Capital Structure)의 역량을 의미한다. 이제 재무유연성 측면에서 은행차입과 고수익채권을 비교해 보자.

첫째, 고수익채권은 은행차입에 비해 계약상의 제약이 약하다. 예를 들어 이자보상비율 등과 같은 재무비율 조건이 까다롭지 않다. 만일 까다로운 계약상의 제약으로 인해 기업이 (+) NPV의 투자안에 투자할 수 없거나 채무불이행이 발생한다면 이는 많은 기회비용을 수반하게 된다.

둘째, 고수익채권의 만기는 은행차입의 만기 보다 길다. (+) NPV를 갖는 투자안이나 프로젝트 완성까지 장기가 요구되어 은행차입이 곤란한 경우 고수익채권 발행을 통해 자금조달이 가능하다.

셋째, 고수익채권은 은행차입과는 달리 무담보채권인 경우가 대부분이다. 따라서 아이디어나 소프트웨어에 의존하는 벤처기업과 같이 사업의 성격상 고정자산이 부족한 기업은 은행차입이 힘들다. 이 같은 기업들은 고수익채권 발행을 통해 자금을 조달할 수 있다. 또한 고정자산이 충분한 기업이라도 고수익채권과 같은 무담보채권을 발행하면 자산운영에 융통성을 증대시킬 수 있다.

다섯째, 고수익채권이 은행차입에 비해 기업에게 많은 재무융통성(financial flexibility)을 부여하는 것이 일반적이다. 그러나 revolver의 특성을 갖는 은행차입의 경우에는 고수익채권과 같이 기업에게 재무융통성을 제공한다.

다. 재협상(Renegotiation) 측면

은행차입의 경우에는 투자자가 하나 또는 소수이기 때문에 채무불이행이 발생할 경우에 재협상을 하기가 용이하다. 사후적인(ex-post) 측면에서 보면 효율적으로 기업을 회생시킬 수 있다. 이에 반해 고수익채권의 경우에는 다수의 투자자가 존재하기 때문에 채무불이행 발생 시에 성공적인 재협상을 달성하기 힘들다. 따라서 기업을 회생시키기 위해서 많은 비용이 수반되는 법적인 파산제도에 의존하게 되는 경우가 많다.

사전적인(ex-ante) 측면에서 보면, 채무불이행이 발생하더라도 재협상의 성공가능성이 높은 은행차입은 기업에게 도덕적 해이(moral hazard)의 유인을 제공한다. 즉 기업이 은행에서 자금을 차입하면 사전적으로 과도한 위험부담 등 방만한 투자를 행할 유인이 존재한다. 이에 반해 고수익채권의 경우에는 성공적인 재협상이 사실상불가능하기 때문에 사전적으로 도덕적 해이의 가능성이 감소된다. 즉 채무불이행이 발생하지 않도록 최선의 노력을 기울일 유인이 존재하다.

라. 기업감시(Monitoring) 측면

일반적인 채권의 경우에는, 채권보유자가 다수이고 각 투자자가 보유하고 있는 금액이 기업감시의 유인을 제공할 만큼 충분히 크지 않은 것이 일반적이다. 이에 반해 은행차입의 경우에는 소수의 투자자가 대규모 자금을 제공하기 때문에 대출 후에도 지속적으로 기업을 감시할 유인이 존재한다. 이 같은 측면에서 은행은 기업감시에 특화된 금융기관으로 인식되기도 한다.

시세차익이나 분사투자자를 목적으로 하는 고수익채권 투자자의 경우에는 투자등급채권자의 경우와 마찬가지로 기업감시의 유인이 크지

않다. 그러나 LBO 등과 같이 경영권획득이 수반되는 고수익채권의 경우에는 기업감시의 유인이 커진다. 특히 고수익채권은 채무불이행 위험(default risk)이 크기 때문에 투자자 입장에서는 채무불이행 가능성을 줄이기 위한 지속적인 기업감시활동이 필요하다.

3. Mezzanine 증권과의 비교

Mezzanine 증권이란 재무구조의 우선순위(priority)상에서 우선순위채권과 보통주의 중간에 위치하는 증권들을 의미한다. 예를 들어 전환사채, 후순위채권, 우선주 등이 여기에 속한다. Mezzanine 증권은 미국 자본시장에서 고수익채권과 함께 부채에 의존한 거래양식 중 대표적인 예이다. 양자는 우선순위도 유사하고 시장의 움직임도 상관관계가 매우 높다. 그러나 고수익채권과 Mezzanine 증권간에는 다음과 같은 차이가 있다.

첫째, 고수익채권은 일반적으로 공모의 형태로 발행되지만 Mezzanine 증권은 사모의 형태로 발행된다.

둘째, 고수익채권은 발행규모가 종종 1억불을 초과하는 등 그 규모가 크지만 Mezzanine 증권은 발행규모가 3백만불 내지 4,000만불 정도로 상대적으로 발행규모가 작다.

셋째, Mezzanine 증권시장은 비유동적인 시장이기 때문에 자산의 처분, 추가적인 부채발행, 배당 등에 있어 고수익채권에 비해 상대적으로 계약상의 제약이 심하다.

4. 부실증권의 과소평가와 급락현상

고수익채권 중 특히 Fallen Angel은 부실증권(distressed security)의 일종이다. 부실증권은 일반증권과는 다른 여러 가지 특성을 보유하고 있다. 여기서는 고수익채권 외에 부실기업의 주식을 포함한 부실증권 전반의 특징에 대해 살펴본다. 특히 부실증권의 과소평가(mispricing)와 가격 급락(overreaction)현상에 초점을 맞추어 논의를 전개하도록 한다.

가. 부실증권의 특징

첫째, 부실기업발행채권은 이자율변동 보다 기업가치의 변화에 크게 의존한다는 의미에서 채권보다 주식에 가깝다. 부실기업은 사적인 청구권재조정이나 공식적인 파산절차의 결과에 따라 정상화될 수도 있고 청산될 수도 있다. 어떠한 방식으로 기업회생을 도모하던지 간에 정상화에 실패할 경우 채권자는 보유채권 전액을 상환받을 수는 없게 된다. 얼마만큼 상환받는가는 기업의 가치에 의존한다. 특히 후순위채권일수록 기업가치변화에 크게 의존한다. 기업가치변화에 따라 후순위채권자가 상환받을 가능성이 크게 영향을 받기 때문이다.

Blume(1991)에 의하면 부실채권은 투자적격채권과 중소기업주식의 성격을 모두 갖고 있다.³⁾ 부실채권(우량채권)과 미재무성채권과의 상관계수는 0.67(0.95)이고 부실채권(우량채권)과 중소기업주식과의 상관계수는 0.53(0.2)이다. Cornell과 Green(1991)은 부실채권이 이자율변동 보다 주식시장의 움직임에 더 민감하다는 실증결과를 얻었다.⁴⁾

3) Blume, M. E., "The Risk and Return of Low-grade Bond: An Update", *Financial Analysts Journal*, 1991, Sep/Oct, pp.85~89

4) Cornell, B. and K. Green, "The Investment Performance of Low-grade Bond Funds," *Journal of Finance*, 46, pp.29~48

둘째, 부실증권의 시장가격은 잘못 결정(mispricing)되었을 가능성이 높다. 이는 부실증권시장이 비효율적임을 의미한다. 예를 들어 Continental 항공사의 경우 주주들에게 아무런 분배도 하지 않는 기업 회생안이 가결되었음에도 불구하고 AMEX에서 계속 1.5달러에 거래되었다(WSJ, 1992). 즉 이 주식은 과대평가 되었다. 이와는 반대로 부실증권은 과소평가되어 있는 경우가 많은데 이에 대해서는 아래에서 자세히 설명하기로 한다. 미국의 경우 파산기업의 증권은 조직화된 증권거래소에서 활발히 거래된다.⁵⁾

셋째, 부실증권은 관심을 갖는 분석가의 수가 적다. 왜냐하면 근본적으로 부실증권에 대한 수요가 부족하기 때문이다. 부실증권은 그 가치평가, 정보분석, 투자전략수립이 복잡해 일반투자자가 접근하기 힘든 투자대상이다. 수요가 존재한다 할지라도 부실증권에 대한 정보획득이 곤란하고 복잡한 파산절차 등에 대한 전문적 분석능력이 요구된다

넷째, 부실증권은 앞에서 언급한 이유들 때문에 유동성이 낮고 거래비용이 높다.

나. 부실증권가격이 급락(overreaction)하는 이유

1) 과다공급

기업이 파산발표를 하면 발행증권의 가격은 급락한다. 파산이란 사건이 주가에 부정적인 영향을 주어 주가가 하락하는 것은 당연하지만 그 정도가 과다하다는 것이다. 즉 시장은 파산이란 사건에 과대하게 반응한다는 것이다.

5) NYSE나 AMEX에서는 부실증권을 회사명 뒤에 "vj"를 덧붙여 표현하고 NASDAQ에서는 "Q"로 표시한다.

부실증권가격이 급락하는 이유는 부실증권의 과다공급에 있다. 과다공급이 발생하는 이유를 개인투자자 측면, 기관투자자 측면 그리고 펀드매니저 측면에서 살펴보기로 한다. 개인투자자 입장에서는 복잡한 파산절차를 이해하기 힘들고 위험회피적인 경향이 있기 때문에 부실증권을 판매하려 한다. 금융기관 입장에서는 규정상의 제약(charter restriction)으로 인해 부실증권을 처분하려 한다. 대개의 경우 BB이하를 투자할 수 없게 규정하고 있다. 펀드매니저의 입장에서는 미래에 계속 주가가 하락할 경우 자신의 성과에 부정적인 영향을 미칠 것이기 때문에 부실증권을 매각하려 한다.

전문적인 투자자(rational speculator)는 일반투자자들의 positive feedback trading을 이용하기 위해 과도하게 주식을 매각하여 주가하락을 유도할 수 있다.

2) 수요부족

부실증권의 공급이 과다한데 비해 부실증권에 대한 수요는 부족한 것이 일반적이다. 그 이유는 앞서도 언급한 바와 같이 기업가치평가나 투자전략수립에 전문적인 노하우 없이는 부실증권에 투자하기 힘들기 때문이다. 이 같은 수요와 공급의 불균형 때문에 부실증권투자에는 초과수익의 기회가 존재한다. 전문적인 지식과 경험을 바탕으로 높은 위험을 부담하며 높은 수익을 추구하는 투자자가 바로 벌처펀드이다. 예를 들어 벌처펀드인 Dickstein Limited Partners는 1986년부터 1996년까지 연평균 40%의 수익률을 획득했다.

다. 부실증권의 과소평가(mispricing) 원인

앞에서는 기업의 부실화관련 정보가 시장에 전달될 경우 시장이 과

민반응(overreaction)을 보여 주가가 급락함을 보였다. 투자자의 입장에서 보면 주가가 지나치게 하락하여 과소평가(underpricing) 되었다는 것은 초과수익의 기회가 존재함을 의미한다. 부실증권은 그 가격이 급락할 뿐만 아니라 과소평가된 가격이 신속하게 진정한 가치(true value)로 복귀하지 않는 특징을 갖고 있다. 즉 일정기간 동안 초과수익률을 얻을 수 있다. 고로 부실증권의 가격행태는 효율적 시장가설의 관점에서 보면 이례적인(anomaly) 현상중의 하나이다. 이하에서는 부실증권의 이례적인 가격행태를 설명하는 이론들을 살펴보기로 한다.

첫째, 효율적 시장가설(EMH)의 틀 속에서는 이례적인(anomaly) 현상중의 하나로 간주되어 적절한 설명이 불가능하다.

둘째, 부실증권이 초과수익률을 보이는 이유는 비합리적 투자자(irrational investor)와 관련하여 심리적 요인이나 정보에 근거하지 않은 투자행위(noise trading)가 존재하기 때문이란 주장이다. 투자자들의 비합리적인 행동은 Black(1986), Shleifer and Summers(1990)등에 의해 그 중요성이 강조되었다. 비합리적인 노이즈투자자들은 부정확한 정보에 근거하여 거래를 행하기 때문에 가격을 균형에서 이탈시킨다. 물론 차익거래자(arbitraders)가 그 이탈정도를 감소시키기는 하지만 완전히 제거하지는 못한다. 차익거래자가 완벽한 차익거래를 수행할 수 없기 때문인데 그 이유는 아래에서 자세히 설명하기로 한다.⁶⁾

부실증권시장이 효율적이냐 비효율적이냐 하는 문제는 파산제도와 관련하여 중요한 의미를 갖는다. 부실증권시장이 효율적이면 부실기업의 퇴출, 회생결정과 관련하여 정부나 법원의 역할이 감소된다. 또한 시장메커니즘에 근거한 파산제도의 설계와 적용이 가능하게 된다.

6) 차익거래자가 차익거래를 수행하는 과정에서 직면하게되는 제약요인들에 대해서는 다음 논문을 참조바란다. Shleifer, A. and Vishny, "The Limits of Arbitrage," *Journal of Finance*, March 1997, pp.35~55

셋째, 부실증권이 초과수익률을 보이는 이유는 부실증권 특유의 위험 또는 불확실성 존재하기 때문이다. 특히 복잡한 파산절차와 관련하여 다음에 대한 불확실성 존재한다.

- 법원의 최종결정
- 파산절차에 소요되는 시간
- 기업회생계획안의 질
- 기업회생안의 성공적 실행여부

넷째, 완벽한 차익거래(perfect arbitrage)의 수행이 곤란하기 때문이다. 저평가된 부실증권의 가격을 진정한 가격으로 복원하기 위한 차익거래수행을 어렵게 하는 요인들은 다음과 같다.

- 정확한 정보획득 곤란
- 다양한 불확실성으로 인해 정확한 기업가치평가 곤란
- 거래량 부족과 유동성 부족
- 공매가능 주식의 공급 부족
- 합리적 투기자들이 positive feedback trader들을 이용하기 위해 오히려 주가변동을 조장

다섯째, 부실증권이 높은 수익률을 보이는 이유는 그 가격이 잘못 결정되어서가 아니라 다음과 같은 요인에 대한 프리미엄이 고려되었기 때문이다.

- 높은 가격변동성
- 낮은 유동성
- 높은 거래비용
- 정보의 부족과 획득 곤란
- 부실기업평가를 위한 전문적인 know-how

Ⅲ. 교수익채권의 가격결정

1. 교수익채권의 가격결정 요인
2. 교수익채권 가격결정의 기본원리

Ⅲ. 고수익채권의 가격결정

1. 고수익채권의 가격결정 요인

가. 기업 특성 요인

① 우선순위(Seniority)

채권의 우선순위에 따라, 채무불이행 발생시 부담해야하는 손실의 정도가 달라진다. 변제의 우선순위가 낮을수록 우선순위가 높은 채권을 모두 지불한 후에야 비로소 변제의 가능성이 존재하기 때문에 그 만큼 위험이 높아진다. 따라서 다른 모든 조건이 일정하다면 투자자들은 우선순위가 낮은 채권에 대해 높은 위험프리미엄을 요구하게 된다. 채권의 우선순위에 따라 채무불이행 발생시 상환율(recovery rate)이 달라지고 상환율이 달라지면 위험프리미엄이 달라진다.

② 기간(Term)

이자율 기간구조가 채권가격에 미치는 영향은 무위험채권의 수익률 곡선을 통해 파악할 수 있다. 이외에 고수익채권의 만기나 듀레이션 자체가 가격결정에 영향을 미친다. Kim, Ramaswamy, and Sundaresan (1993)은 수익률차이(yield spread)가 만기의 함수임을 증명하였다. 즉 수익률차이는 단기만기에서 가장 작고 중기만기에서 가장 크며 장기만기에서는 감소한다고 주장하였다. Fons(1994)는 실증분석을 통해, 투자등급 채권의 경우에는 만기가 증가함에 따라 수익률차이가 증가하고 고수익 채권의 경우에는 만기가 증가할수록 수익률차이가 감소함을 발견하였다. Longstaff and Schwartz(1995)는 처음 5~10년 만기 동안에는 수익률차이가 증가하고 그 이후에는 감소한다는 결과를 얻었다.

③ 수익상환옵션(Callability)

고수익채권 발행 이후 이자율이 하락하면 콜옵션을 갖고 있는 투자자는 보다 낮은 이자율로 자금을 재조달할 수 있기 때문에 콜옵션은 큰 가치를 갖는다. 발행기업이 콜옵션을 갖고 있는 경우에는 신용등급 상승 시에 보다 낮은 위험프리미엄을 제공하고 자금을 재조달할 수 있기 때문에 콜옵션의 유용성이 크다. 발행자가 콜옵션을 행사하면 투자자는 낮은 수익률로 재투자할 수밖에 없기 때문에 손실이 발생한다. 따라서 합리적인 투자자는 발행자가 콜옵션을 보유한 경우에 보다 높은 이자율을 요구한다. 즉 콜옵션이 첨가된 고수익채권의 위험프리미엄이 그렇지 않은 경우 보다 크다. 미국의 경우 10년 만기의 고수익채권이라면 5년간 콜옵션 행사가 금지(call protection)되는 것이 일반적이다.

④ 무이표(Zero-coupon) 또는 이자지연(Deferred-interest)

무이표채권은 이표채권에 비해 수익률의 변동성이 크다. 미국의 경우 1987-1996의 자료를 근거로 계산할 때 무이표고수익채권의 표준편차는 3.2%인데 비해 이표고수익채권의 표준편차는 1.58%이다. 무이표고수익채권은 이표고수익채권에 비해 위험이 크기 때문에 위험프리미엄이 크다.

⑤ 발행규모(Issue size)

고수익채권의 시장성 또는 유동성이 클수록 위험이 작다. 일반적으로 기발행되어 있는 채권의 규모가 클수록 유동성이 크다. Fridson and Bersh(1996)은 발행규모와 위험프리미엄 간에 (-)상관관계가 있음을 발견하였다. 따라서 발행규모가 클수록 위험프리미엄은 작게 된다.

⑥ SEC Rule 144A

투자기관들 중에는, 등록 전까지, SEC Rule 144a에 의해 발행된 고수익채권을 비유동적 증권으로 분류하여 정관이나 내규로 그 보유한도를 제한하는 경우가 있다. 따라서 SEC Rule 144a에 의해 고수익채권을 발행하는 기업은 제한된 범위의 투자자를 대상으로 채권을 발행할 수밖에 없다. 그러므로 SEC Rule 144a에 의해 채권을 발행하는 경우에는 공모에 비해 높은 위험프리미엄을 지불해야 한다.

⑦ 발행경험 여부(First-time issuer)

과거에 채권을 발행한 경험이 없는 기업의 경우에는 경영자의 신뢰성 등에 대하여 검증된 과거 자료가 없다. 따라서 투자자들이 느끼는 위험이 크고 높은 위험프리미엄을 요구한다.

⑧ 인수자의 유형(Underwriter type)

고수익채권을 인수한 증권사가 인수 후의 시장조성 등의 업무에 경험과 명성(reputation)을 갖고 있지 못할 경우에는 투자자들이 보다 높은 위험프리미엄을 요구한다. 대규모 자본(capital commitment)의 투입을 필요로 하는 인수와 시장조성 업무는 위험과 변동성이 큰 고수익채권의 경우에 특히 중요하다. 미국의 경우 글래스-스티걸법의 완화로 은행들이 고수익채권 인수업무를 수행하는 경우가 있다. 이 때 투자자들은 경험과 명성이 부족한 은행이 고수익채권을 인수하면 투자은행이 인수한 경우에 비해 높은 위험 프리미엄을 요구한다.

⑨ 경영자의 발표능력(Presentation Skill)

실무적으로는 고수익채권 발행시 로드쇼 등에서의 설명과 커뮤니케

이선의 효율성이 투자자의 평가에 영향을 미치게 된다. 이 같은 현상은 “본질에 대한 형식의 승리(a triumph of style over substance)”로 비판을 받기도 하지만 현실적으로는 고수익채권의 위험프리미엄을 결정하는 중요한 요인의 하나이다.

나. 환경요인

① 무위험채권과의 이자율 차이(Inter-market Spread)

새로 발행되는 고수익채권의 가치는 대체적인 자산(substitutable asset), 즉 기발행 고수익채권의 수익률에 의해 영향을 받는다. 즉 기발행 고수익채권 인덱스의 가산금리(spread)가 상승하거나 하락하면 이는 새로 발행되는 고수익채권 가산금리의 상승이나 하락으로 연결된다. 따라서 고수익채권시장의 전반적인 가산금리가 높을수록 새로 발행되는 고수익채권의 가산금리도 커진다.

② BB-B간의 이자율 차이(Intra-market Spread)

새로 발행되는 고수익채권의 가산금리는 고수익채권 전반의 위험프리미엄에 민감할 뿐만 아니라 고수익채권간(intramarket)의 가산금리 변화에 대해서도 민감하다. 그런데 무위험자산인 채무성채권에 대한 가산금리와 BB-B간의 가산금리는 서로 독립적으로 움직이기 때문에 양자는 서로 다른 요인에 의해 영향을 받음을 알 수 있다. 실증분석 연구들을 보면 BB-B간의 가산금리는 고수익채권시장의 수요-공급 변화와 관계가 있음이 밝혀졌다. 즉 고수익채권 전용펀드의 투자액이 발행액을 초과할 경우에는 BB-B간의 가산금리가 축소되고 반대로 발행액이 투자액을 초과하면 이 가산금리가 확대된다.

③ 수익률곡선(Yield Curve)

고수익채권에 대한 위험프리미엄은 자금시장의 전반적인 상황에 의해 영향을 받는다. 특히 미국에서 이자율 상황을 잘 나타내 주는 것이 채무성채권 수익률곡선의 기울기이다. 수익률곡선이 평평하거나 (-)기울기를 가질 경우에는 단기이자율이 장기이자율에 비해 높다는 의미이다. 이 같은 현상은 FRB가 현재 자금공급을 축소시킨다는 의미이고 이는 경기침체로 이어질 가능성이 높다. 경기가 침체되면 채무불이행율이 증가한다. 채무불이행율이 증가하면 고수익채권의 위험프리미엄이 증가한다. 따라서 (장기이자율 - 단기이자율)은 고수익채권의 가산금리와 (-)상관 관계를 갖는다.

④ 경과연도효과(the aging effect)와 채무불이행율(Default Rate)

투자자가 인식하는 시장의 전반적인 신용위험이 증가하면 고수익채권의 위험프리미엄이 증가한다. 따라서 채무불이행율이 높을수록 고수익채권의 가산금리가 증대된다.

고수익채권시장에서 전반적인 고수익채권의 채무불이행율은 시간의 경과에 따라 변화한다. 채무불이행율에 영향을 미치는 주요 요인으로는 신용의 질(credit quality), 거시경제적 상황 그리고 경과연도효과(the aging effect) 등이 있다. 경과연도효과란 고수익채권 발행 후 몇 년이 경과했느냐에 따라 채무불이행율이 변화하는 효과를 의미한다. 미국 고수익채권시장의 경우에는 채권발행 후 3년이 경과할 때 채무불이행율이 가장 높다.

⑤ IPO규모

주식시장이 호황일 경우에는 투자자들이 미래 경기를 낙관적으로 예

상한다는 의미이므로 고수익채권에 대해 상대적으로 작은 위험프리미엄을 요구한다. 또한 주식시장이 활황이면 고수익채권 발행기업이 유상증자를 통해 재무구조를 개선함으로써 채무불이행 가능성을 감소시킬 수 있다. 주식시장의 활황 정도는 IPO의 규모를 통해 측정할 수 있다.

⑥ 발행예정규모(Forward Calender)

고수익채권의 발행예정 규모가 크다는 것은 그 만큼 공급이 많다는 의미이므로 고수익채권의 가격이 하락하고 위험프리미엄이 상승한다.

⑦ 고수익채권 뮤추얼펀드의 자본유출입

고수익채권에 대한 수요는 고수익채권 뮤추얼펀드로의 자금유입과 자금유출로부터 파악할 수 있다. 물론 고수익채권 뮤추얼펀드가 고수익채권에 대한 유일한 투자자는 아니지만 전체 투자자의 움직임을 반영한다는 장점이 있다. 또한 뮤추얼펀드의 투자관련 정보는 매주 공시되므로 파악하기 쉽다. 고수익채권 뮤추얼펀드로 자금이 많이 유입될수록 가산금리가 줄어든다.

⑧ 고수익채권 뮤추얼펀드의 현금포지션

Fridson and Jonsson(1996)은 고수익채권의 가산금리와 고수익채권 뮤추얼펀드의 자산 중 현금이 차지하는 비율간에 (+)의 상관관계가 있음을 발견하였다. 포트폴리오 관리자 입장에서는 미래 경제상황에 대한 불확실성이 크다고 생각할 때 가격변동성이 큰 자산에 투자하기보다는 현금을 보유할 유인을 갖는다. 이 경우 투자자의 환매요구가 증가할 것이기 때문에 이를 예상하고 현금보유를 증대시킬 수도 있다. 따라서 고수익채권 뮤추얼펀드의 현금포지션과 고수익채권의 가산금리 간에는 (+)의

상관관계가 존재한다.

⑨ 이자율변화

Fridson and Kenney(1994)는 10년 만기 미재무성채권의 이자율과 고수익채권의 가산금리 간에 (-)상관관계가 있음을 발견하였다. 즉 재무성채권의 이자율이 증가하면 고수익채권의 가산금리가 감소하고 재무성채권의 이자율이 감소하면 고수익채권의 가산금리가 증가한다는 것이다.

⑩ 과거 수익률

효율적 시장가설 하에서는 성립하지 않는 논리이지만, 현실적으로 투자자들은 과거를 보고 미래를 판단하기도 한다. 즉 최근에 성과가 좋은 자산에 대해 상대적으로 낮은 위험 프리미엄을 부과하는 경향이 있다.

⑪ 발행기업이 속한 산업의 특성(Issuer's Industry Category)

특정 산업의 경기변화에 대한 민감도가 클수록, 상품의 수명주기상 쇠퇴기에 있을수록, 경쟁정도가 심할수록, 기술혁신의 속도가 빠를수록 그 산업에 속한 기업이 발행한 고수익채권에 대해 높은 위험프리미엄이 부과된다. 또한 특정 산업에 속한 기업들이 과거에 고수익채권을 발행한 경험이 없을수록 그 산업에 속한 기업이 새로 고수익채권을 발행할 경우에 상대적으로 높은 위험프리미엄이 부과된다.

2. 고수익채권 가격결정의 기본원리

가. 고수익채권 관련 위험

고수익채권의 가격결정이란 곧 고수익채권의 수익률을 결정하는 것을 의미한다. 고수익채권의 수익률은 무위험채권의 이자율에 위험프리미엄을 더한 값으로 계산된다. 그런데 무위험채권의 이자율은 주어져 있으므로 위험프리미엄의 결정이 고수익채권 가격결정의 핵심이 된다.

위험프리미엄을 결정하기 위해서는 고수익채권과 관련된 위험요인을 파악하는 작업이 선행되어야 한다. 고수익채권과 관련된 위험으로는 이자율위험(Interest Rate Risk), 채무불이행위험(Default Risk), 유동성위험(Liquidity Risk), 주식위험(Equity Risk), 정보비대칭위험(Informational Risk) 등이 있다. 투자등급채권과 관련된 위험요인과 비교하면, 상대적으로 이자율위험의 중요성이 감소되고 채무불이행위험이 가장 중요한 위험요인으로 부각된다. 또한 고수익채권은 주식적인 성격을 보유하고 있기 때문에 주식위험이나 정보비대칭위험 등이 추가로 고려되어야 한다. 이 중 이자율위험은 무위험채권의 이자율 변동위험에 반영되고 나머지 위험들은 각종 위험프리미엄에 반영된다.

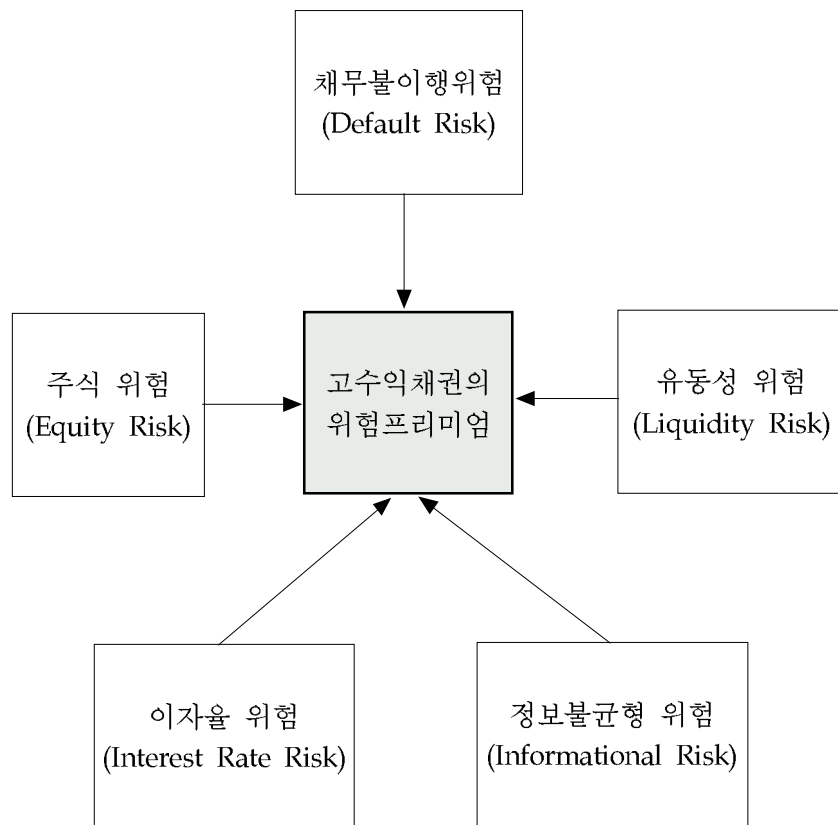
이상의 내용을 일반적인 식으로 표현하면 다음과 같다.

$$R_j = R_f + \pi$$

$$\pi = f(\pi_d, \pi_l, \pi_e, \pi_i)$$

- R : 고수익채권의 수익률
- R_f : 무위험채권 이자율
- π : 고수익채권 위험프리미엄
- π_d : 채무불이행 위험
- π_l : 유동성 위험
- π_e : 주식 위험
- π_i : 정보비대칭 위험

<그림 III-1> 고수익채권 관련 위험



① 이자율위험(Interest Rate Risk)

고수익채권은 확정이자부증권으로서의 성격을 갖고 있기 때문에 이자율변동에 의해 영향을 받는다. 여기서 이자율이란 무위험채권의 이자율을 의미한다. 이 같은 이자율위험은 수익률의 기간구조(term structure of yield)를 통해 파악할 수 있다. 그러나 고수익채권의 경우에는 투자등급채권과는 달리 채무불이행위험이 높기 때문에 채무불이행위험이 가격결정에 중대한 영향을 미친다. 동시에 고수익채권은 주식적인 성격을 보유하고 있기 때문에 주식관련 위험도 고려해야한다. 따라서 투자등급채권의 경우와 비교할 때 고수익채권의 경우는 무위험이자율이 가격변동에 미치는 영향이 상대적으로 작다.

② 채무불이행위험(Default Risk)

채무불이행위험이란 원금과 이자를 계약대로 지급받지 못할 위험을 의미한다. 이 같은 채무불이행위험은 신용평가기관의 신용등급평가 또는 채권등급평가를 통해 파악할 수 있다. 이 같은 채무불이행위험과 수익률과의 관계를 수익률의 채무불이행위험구조(default risk structure of yield)라고 한다. 채무불이행위험은 고수익채권 가격결정과정에서 가장 중요한 위험요인이며 고수익채권 투자전략 수립 시에도 가장 중요한 고려요인이 된다. 채권의 위험과 수익률의 관계를 수익률의 위험구조(risk structure of yield)라고 하는데 고수익채권에서 수익률의 위험구조는 대개 채무불이행위험구조를 의미한다.

③ 유동성위험(Liquidity Risk)

유동성위험은 시장성위험(marketability risk)이라고도 하며 발행된 채권규모가 적거나 채권시장이 발달되지 않아 채권을 적절한 가격으로 단

시일 내에 매각할 수 없는 경우에 발생하는 위험이다. 특히 고수익채권은 투자등급채권에 비해 유동성이 떨어지기 때문에 가격결정 시에 유동성 위험이 상대적으로 크다. 이 같은 유동성위험과 수익률과의 관계를 수익률의 유동성위험구조(liquidity risk structure of yield)라고 한다.

④ 주식위험(Equity Risk)

고수익채권은 채권과 주식의 성격을 모두 보유하고 있는 혼합증권(hybrid security)이다. 따라서 투자등급채권과는 달리 고수익채권의 가치는 기업가치의 변동에 민감하게 영향을 받는다. 특히경기침체기에는 고수익채권의 주식적 성격이 강하게 나타나기 때문에 주식시장과의 상관관계가 높아진다. 경기변동에 대한 민감도는 주식에서의 체계적위험인 β 와 같이 고수익채권의 β 에 의해 결정된다.

⑤ 정보위험(Informational Risk)

고수익채권은 채권적인 성격과 주식적인 성격을 모두 보유하고 있는 혼합적인 성격의 증권이기 때문에 주식에 비해서는 정보민감도(informational sensitivity)가 작으나 투자등급채권에 비해서는 정보민감도가 크다.⁷⁾ 따라서 처음 채권을 발행하는 기업이나 처음채권을 발행하는 산업에 속한 기업과 같이 기업자산가치에 대한 정보비대칭(information asymmetry) 정도가 심한 경우에는 위험프리미엄이 높게

7) 증권의 정보민감도(informational sensitivity)란, 기업가치에 대한 정보가 반영되지 않았을 경우의 증권가치에 비해 정보가 반영될 경우의 증권가치가 증가하는 정도를 의미한다. 따라서 정보에 민감한 증권은 우량기업이 발행했으나 불량기업이 발행했느냐에 따라 가치에 큰 차이가 발생한다. 정보민감도 측면에서 증권화(securitization)의 이론적 근거를 설명한 논문으로는 다음을 참조 바란다. 최운열·김형태, “정보민감도 증대를 위한 증권설계 : 증권화,” 재무연구 게재예정, 1999.7

결정된다. 동일한 논리에서 고수익채권 위험프리미엄 결정에는 인수자(underwriter)의 명성(reputation)이 매우 중요하다. 즉 인수자가 고수익채권 인수와 관련하여 노하우, 경험, 자본금규모 등에서 명성이 높을 경우에는 이들이 인수한 고수익채권의 위험프리미엄이 작게 결정된다.

나. 채무불이행 위험을 고려한 이론적 모형

Merton(1974)은 Black-Scholes(1973)의 옵션가격결정이론을 이용하여 채무불이행위험이 내재된 채권가격결정모형을 개발하였다. 그런데 Merton의 모형은 채무불이행이 만기에만 발생한다고 가정하였고 기업의 시장가치를 측정하기 힘들며 과거 채무불이행 경험이나 신용등급의 변동 등의 신용정보를 무시하였다는 문제점을 갖고 있다. Merton 이후 채무불이행위험이 고려된 채권가격결정모형은, 채무불이행의 발생에 대한 가정에 따라 구조모형과 축약모형으로 구분할 수 있다.

구조모형은 기업의 자산가치가 일정수준을 하회하는 경우에 채무불이행이 발생한다고 가정하였고 Merton의 모형과는 달리 채무불이행 발생시점은 만기이전의 어느 시점이라도 가능하다고 가정하였다. 대표적인 모형은 Longstaff와 Schwartz(1995)의 모형인데 이들은 이자율위험과 채무불이행위험간의 상관관계를 통해 채권가격결정모형을 유도하였다. 이들 모형의 한계는 측정이 힘든 기업가치를 변수로 사용하였고 신용등급의 변화가 적절히 반영되지 못하였다는 점이다.

축약모형에서는 채무불이행 발생자체를 확률변수로 간주한다는 것이 가장 큰 특징이다. 대표적인 모형은 Duffie와 Singleton(1997)의 모형과 Jarrow, Lando, Turnbull(1997)의 모형이다. 이들은 채무불이행 발생확률을 포아송분포 등으로 가정하였는데 이를 통해 채무불이행 시점을 예측할 수 없다는 현실을 반영코자 하였다.

현재까지 개발된 모형들은 나름대로의 특징을 갖고 있으나 제약적인 가정들로 인해 현실에의 적용가능성이 어려운 실정이다. 또한 다음과 같은 중요한 문제점을 내포하고 있다. 첫째, 채무불이행을 확률과정 등을 통해 외생적(exogenous)으로 주어지는 것으로 간주하였다. 실제로 중요한 것은 채무불이행 자체가 아니라 채무불이행 발생으로 인한 투자손실이나 상환율이다. 이 같은 변수들은 합리적인 채무재조정(debt restructuring)이나 구조조정전문가인 벌처펀드 등의 관여를 통해 변화될 수 있는 내생적인(endogenous) 변수이다. 둘째, 채무불이행 이후에 발생하는 게임 즉 워크아웃, 법정관리 등에서의 채무재조정이나 청구권 재분배결과가 가격결정에 반영되지 못하였다. 셋째, 고수익채권은 투자등급 채권과는 달리 기업의 자산가치 변동에 민감하다는 특징을 갖고 있다. 따라서 자산가치에 대한 정보비대칭이 고수익채권 가격결정에 큰 영향을 미치는데 이 같은 요인이 고려되지 못하고 있다.

다. 신용등급을 활용한 가격결정모형 예시

1) 이항모형의 활용

고수익채권을 포함한 회사채를 평가하는데 어려움이 존재하는 이유는, 기업의 가치가 변화하는 과정 즉 기업가치의 분산을 관찰할 수 없기 때문이다. 현실에 존재하는 증권들은 블랙-숄츠 모형의 가정과는 달리 다음과 같은 특성을 갖고 있다. 첫째, 기업가치의 분산은 항상 변한다. 둘째, 경영자나 주주는 위험투자안 선택 등을 통해 기업가치의 분산을 변화시킬 유인을 갖는다. 셋째, 기업의 자본구조나 발행채권의 만기구조는 매우 복잡하다. 이 같은 문제점들은 블랙-숄츠 모형의 현실적용을 어렵게 하고 있다. 여기서는 신용등급과 채무불이행율에 초점을 맞추어 이 상에서 언급한 문제점들을 피할 수 있는 가격결정모형을 모색해 보고자

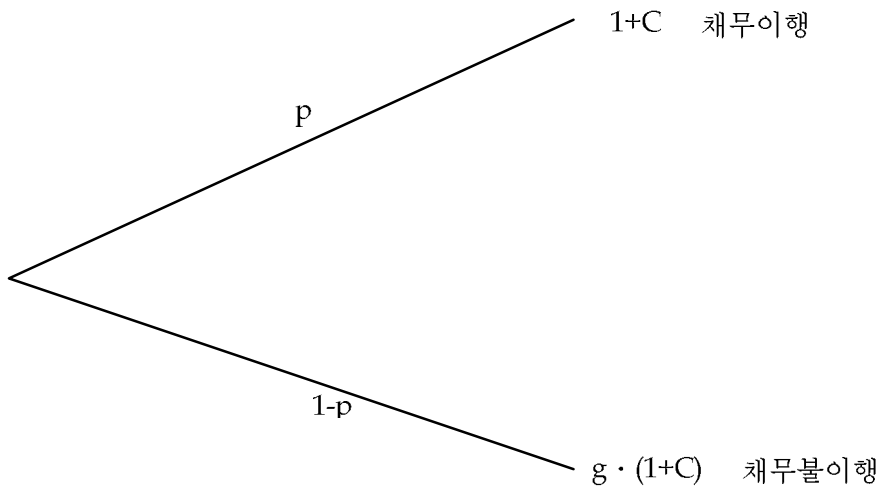
한다.

이항모형이란 상태의 변화가능성이 두 가지 뿐인 모형이다. 채무불이행위험을 평가하는데 있어서는 상태를 채무불이행이 발생하는 상태와 나머지 상태 즉 채무를 이행하는 상태로 구분하는 것이 합리적이다. 따라서 신용등급이 아무리 다양하게 구분되어 있는 경우라도 우리의 관심사는 신용등급 그 자체가 아니라 채무불이행이 발생하는 상태 그리고 채무불이행상태로 이전해갈 확률이다.

사용된 기호의 정의는 아래와 같다.

- r : 무위험채권 이자율
- C : 고수익채권 이자율
- g : 상환율
- p : 채무이행 확률
- $1-p$: 채무불이행 확률

<그림 III-2> 채무불이행과 이항모형



투자자의 기대수익은 다음과 같다.

$$p(1+C) + (1-p) \cdot g \cdot (1+C)$$

투자자가 위험중립적이면 차익거래 비존재(no arbitrage)의 조건에 의해 다음의 관계가 성립한다.

$$1+r = p(1+C) + (1-p) \cdot g \cdot (1+C)$$

$$\leftrightarrow \frac{1}{1+C} = \frac{p}{1+r} + \frac{(1-p) \cdot g}{1+r}$$

이 식에서 위험채권의 가격을 결정하기 위해서는 p 와 g 값이 결정되어야 한다. 즉 r 값은 주어져 있으므로 p 와 g 값이 결정되면 C 값을 구할 수 있다.

2) 상환율(Recovery Rate)

상환율이란 채무불이행이 발생했을 때 채권자가 받게되는 금액이 채권액면에서 차지하는 비중을 의미한다. 예를 들어 100원 짜리 채권에서 채무불이행이 발생하여 70원 만금을 회수하였다면 이 채권의 상환율은 70%이다. 이 때 상환받지 못한 비율 즉 30%를 할인비율(discounted rate)이라 한다. 상환율은 여러 가지 요인에 의해 영향을 받는다. 특히 채무구조상 변제의 우선순위(priority), 채무불이행 시점에서의 신용등급(credit rating), 파산관련제도(bankruptcy rule) 그리고 당시의 경기상황(economic cycle) 등이 상환율을 결정하는 중요한 요인들이다. 이제 상환율을 결정요인을 구체적으로 살펴보자.

첫째, 상환율은 청구권의 우선순위에 의해 영향을 받는다. 청구권의 우선순위가 높을수록 상환율이 높은 것이 청구권재조정 원칙중의 하나이다. 즉 일반채권의 상환율은 후순위채권의 상환율보다 높고 우선순위채권의 상환율보다 낮다. 할인비율은 반대이다. 청구권의 우선순위가 높을수록 청구권 구매시의 할인비율은 작다. 즉 상대적으로 높은 가격으로 구입해야 한다. 청구권의 우선순위가 높을수록 상환율이 높은 것이 원칙이지만 구체적인 상환율은 각 청구권조들간의 협상력에 의해 결정된다.

둘째, 상환율은 분배대상가치(plan value)의 크기에 영향을 받는다. 특히 후순위청구권일수록 분배대상 기업가치가 어떻게 결정되느냐가 상환율에 큰 영향을 미친다. 분배대상가치가 클수록 후순위청구권자가 유리하고 작을수록 우선순위청구권자가 유리하다.⁸⁾

셋째, 상환율은 기업회생방법(forms of reorganization)에 의해 영향을 받는다. 일반적으로 사적인 정리절차에 의해 청구권을 재분배할 경우, 회사정리법에 의한 공식적인 절차에 비해 높은 상환율 획득이 가능하다. 회사정리법에 의한 상환율이 상대적으로 낮은 이유는 사적인 정리절차에 비해 기업회생율이 낮고 직접파산비용과 간접파산비용이 크기 때문이다. <표 III-1>은 기업회생방법과 상환율과의 관계에 대한 Frank와 Torous(1994)의 실증분석결과이다⁹⁾. 사적정리절차에 의한 상환율의 평균은 80.1%이고 공식적인 회사정리절차에 의한 상환율의 평균

8) 분배대상가치(Plan Value)를 둘러싼 우선순위채권자와 후순위채권자 간의 갈등과 이의 해결방안에 관한 연구로는 다음을 참조바란다. 김형태·박용서, “증권설계를 통한 기업회생제도의 개선방안,” 한국증권연구원, Issue Paper 98-03, 1998. 4.

9) Franks, J. R. and W. N. Torous, "A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations," *Journal of Financial Economics*, Vol.35, 1994, pp.349~370.

은 50.9%이다. 사적인 정리절차에서는 각종 채권들의 상환율간에 큰 차이가 없고 우선주부터 상환율이 급감한다. 이에 반해 공식적인 회사 정리절차에서는 담보채권이 아니면 우선순위채권부터 극히 낮은 상환율을 보임을 알 수 있다.

넷째, 우선순위가 높고 담보가 존재할수록 상환율이 높지만 동일한 우선순위와 신용등급에 속한 채권의 상환율이라도 시간의 경과에 따라 변하는 것이 일반적이다. 그 이유는 경기순환이 상환율에 영향을 미치기 때문이다.

<표 III-1> 기업회생방법과 상환율

	담보채권	은행채권	우선채권	후순위채권	우선주	전체
사적인 정리절차	-	86.6	78.5	79.6	41.1	80.1
Chap11에 의한 정리절차	80.1	86.4	47.0	28.9	42.5	50.9

* 자료 : Franks, J. R. and W. N. Torous, "Financial Restructuring of Firms in Distress," Journal of Financial Economics, Vol.35, 1994.

3) 신용등급의 변동확률

여기서는 이항모형에서 p 를 결정하는 방법에 대해 논의하고자 한다. 실제로 가격결정모형을 구성함에 있어서는 채권의 신용등급변동확률 데이터로부터 p 를 결정할 수 있다. 채무불이행 상태를 신용등급 D 로 정의하면, p 는 채권등급이 D 이외의 등급으로 평가될 확률이고 $1-p$ 는 채권등급이 D 로 평가될 확률을 의미한다. 다음의 <표 III-2>에서 BB 등급의 채권을 생각해 보자. BB 등급 1년 후에 D 등급으로 하락할

확률은 2.2%이다. 즉 BB등급 채권이 1년 후에 채무를 이행할 확률은 97.8%이고 채무불이행이 발생할 확률은 2.2%이다.

<표 III-2> 신용등급의 변동 확률(예)

연초의 신용등급	연말의 신용등급								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D	NR
AAA	0.875	0.095	0.008	0.002	0.003	0.00	0.00	0.00	0.018
AA	0.008	0.879	0.073	0.010	0.003	0.003	0.00	0.00	0.025
A	0.001	0.028	0.861	0.063	0.010	0.004	0.00	0.001	0.032
BBB	0.001	0.004	0.062	0.80	0.061	0.015	0.002	0.004	0.055
BB	0.00	0.002	0.007	0.065	0.720	0.094	0.012	0.022	0.097
B	0.00	0.002	0.003	0.006	0.045	0.72	0.038	0.060	0.127
CCC	0.00	0.00	0.010	0.010	0.018	0.067	0.573	0.204	0.118

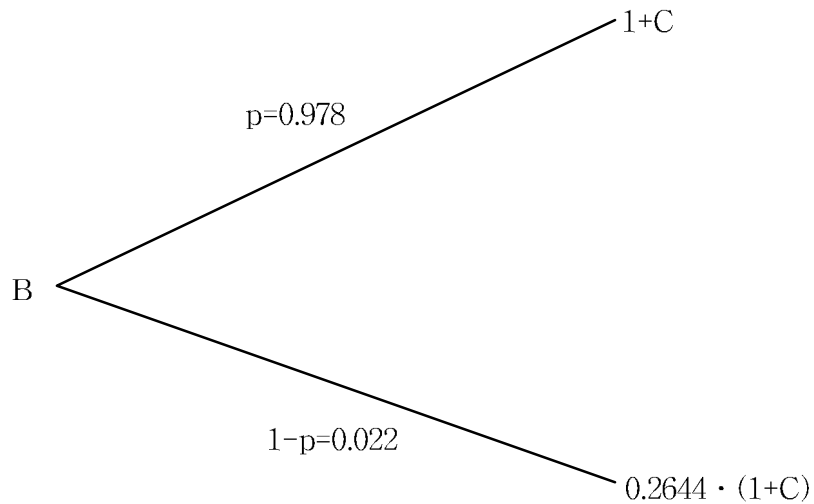
<표 III-3> 상환율과 채권우선순위(예)

채권의 우선순위	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	평균
선순위 담보채권	76.04	64.30	87.78	76.29	74.63	33.72	60.81	67.13	59.02
선순위 무담보채권	69.97	33.65	67.39	44.57	43.26	35.29	45.50	46.53	64.56
일반채권	32.87	28.84	47.73	39.85	40.27	26.47	33.68	32.10	45.69
후순위채권	33.93	31.14	37.75	35.03	25.95	23.39	16.58	26.44	39.32
가중평균	40.29	35.76	72.57	44.29	39.11	28.17	32.65	39.22	48.83

4) 단순한 이항모형의 활용

<표 III-2>의 신용등급변동확률 자료와 다음 <표 III-3>의 상환율 자료를 가지고 1998년 초에 발행한 1년 만기이고 후순위인 BB등급 고수익채권의 가격을 결정해 보자

<그림 III-3> BB등급 고수익채권의 이항평가모형



이 고수익채권에 투자할 경우의 기대수익은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 & p(1+C) + (1-p) \cdot [g \cdot (1+C)] \\
 = & 0.978(1+C) + 0.022 \cdot [0.2644 \cdot (1+C)]
 \end{aligned}$$

투자자가 위험중립적이고 무위험 이자율이 10%이므로 '차익거래비준

재(no-arbitrage) 조건에 의해 다음의 관계가 성립해야 한다.

$$1.1 = 0.978(1+C) + 0.022 \cdot [0.2644 \cdot (1+C)]$$

위의 관계로부터 고수익채권의 수익률은 $C=0.1181$ 이다. 따라서 고수익채권의 위험프리미엄은 $C-r=0.0181$ 이다.

5) 마아코프 확률과정의 활용

앞에서는 만기 1년의 채권가격 결정과정을 살펴보았다. 만기가 증가하는 경우에도 노드의 개수가 증가할 뿐 동일한 논리가 적용된다. 이제 신용등급 변동확률이 마아코프과정을 따른다는 가정 하에 채권가격결정 모형을 살펴보자. 모형에 사용된 기호는 다음과 같이 정의된다.

q_{ij} : 1년 동안 신용등급이 i 등급에서 j 등급으로 변동할 확률

k : 신용등급의 개수

D : 채무불이행 등급

$q_{ij}(0, n)$: 0시점에서 i 등급인 채권이 n 시점에서 j 등급일 확률

$$Q_{0,n} = Q^n$$

$$Q \equiv \begin{bmatrix} q_{11}, & q_{12} & \dots & q_{1k} \\ \cdot & & & \\ \cdot & & & \\ \cdot & & & \\ \cdot & & & \\ q_{k1}, & q_{k2} & \dots & q_{kk} \end{bmatrix}$$

$q_{ij}(0, n)$, 즉 0시점에서 i 등급인 채권이 n 시점에서 j 등급일 확률은 다음과 같은 반복과정을 통해 구할 수 있다.

$$q_{ij}(0, n) = \sum_j q_{ij} q_{jj}(0, n-1), \text{ for } n = 1, 2, \dots$$

신용등급이 A, B, D의 세 가지만 존재하는 경우를 가정하자. 여기서 D는 채무불이행 등급이다. 첫해의 신용등급변동확률은 다음과 같다.

신용등급	A	B	D
A	0.89	0.1	0.01
B	0.05	0.85	0.1
D	0	0	0

위의 신용등급변동확률은 1년 만기 채권에만 적용 가능하다. 처음에 A등급을 받은 2년 만기 채권의 2년 후 채무불이행확률을 구해보자. 이 확률은 $Q \times Q = Q^2$ 이다.

신용등급	A	B	D
A	0.7971	0.174	0.0189
B	0.087	0.7275	0.0855
D	0	0	0

A등급 채권이 2년 후에도 A등급으로 평가될 확률은 0.7971인데 이는 다음과 같이 계산된다.

$$0.89 \cdot 0.89 + 0.1 \cdot 0.05 + 0.01 \cdot 0 = 0.7971$$

위의 행렬에 의하면 A등급 채권의 채무불이행 확률은 1.89%이고 B등급 채권의 채무불이행 확률은 8.55%이다.

τ^* 를 채무불이행이 발생하는 시점이라고 정의하자. τ^* 는 확률변수이다. 채권의 만기를 T 라 하면 만기 전에 채무불이행이 발생할 확률은 $Q(\tau^* < T)$ 이다. 동일한 만기를 갖는 무위험채권의 가치를 D_f 라고 정의하자. 이 때, 만기 T 시점에서 1원을 제공하는 채권의 t 시점에서의 가치는 다음과 같다.

$$D(t, T) = D_f(t, T) [1 - (1 - g) \cdot Q(\tau^* < T)]$$

이 식으로부터 t 시점에서의 채권가격 $D(t, T)$ 를 얻기 위해 동일만기의 무위험채권 가격, 상환율, 그리고 만기까지 채무불이행이 발생할 확률을 알아야 한다.

마아코브 확률과정을 활용하여 2년 만기 B등급 일반채권의 가격을 구해보자. 무위험이자율은 10%이고 상환율은 평균상환율을 이용한다. 채권을 2년 후에 1원을 지불하는 순수할인채라고 가정한다.

$$\begin{aligned} D^B(t, 2) &= \left[\frac{1}{(1, 1)^2} \right] \cdot [1 - (1 - 0.4569) \cdot (0.1855)] \\ &= 0.7431 \end{aligned}$$

IV. 고수익채권의 투자전략

1. 독립적 증권으로서의 고수익채권
2. 고수익채권의 투자전략
3. 고수익채권 포트폴리오의 관리
4. 고수익채권 펀드(High Yield Bond Fund)
5. 고수익채권지수(High Yield Bond Index)

IV. 고수익채권의 투자전략

1. 독립적 증권으로서의 고수익채권

특정한 증권의 기대수익(평균)과 변동성(분산)을 기존 증권들의 결합을 통해 재구성할 수 없을 때 이 증권을 독립적 자산유형(independent asset class) 또는 독립적 증권(independent security)이라 정의한다. 이런 관점에서 볼 때 고수익채권은 하나의 독립적 증권이다. 미국의 경우를 예로 들면 고수익채권시장은 주식시장이나 일반 채권시장과 관련이 있는 하나 이들에 의해 설명되는 부분은 60~70% 정도에 불과하다.

2. 고수익채권의 투자전략

가. 고수익채권의 위험-수익 관계

장기적인 관점에서 보았을 때, 고수익채권은 투자자에게 매우 양호한 위험-수익 양태를 보여주고 있다. 15년 동안 고수익채권은 연평균 13.21%의 수익률을 시현했으며, 수익률의 변동성은 7.83%를 나타내었다. 한편 S&P500을 기준으로 한 주식시장의 경우 같은 기간동안 17.52%의 높은 수익률을 가져다주었으나 수익의 변동성은 고수익채권의 2배에 달하는 16.73%나 되었다. 단위위험 당(per unit of risk) 수익률을 기준으로 비교할 경우 고수익채권이 여타 독립적 증권(asset class)보다 대체로 우월함을 알 수 있다¹⁰⁾. 고수익채권의 위험당 수익은 1.69인데 대해

10) DeRosa-Farag, Sam and Jonathan Blau, "High Yield as an Asset Class," *High Yield Bonds : Market Structure, Portfolio Management, and Credit Risk Modeling*, edited by Theodore M. Barnhill, Jr., William F. Maxwell, and

S&P500의 경우 1.05, 미국장기채정증권의 경우 1.05, 미국중기채정증권은 1.77이다. 고수익채권의 이러한 특성은 복합자산으로서의 성격으로부터 어느 정도 유래한다. 즉, 높은 이표금리가 변동성은 억제하는 대신 주식적 성격과 연계되어 수익은 상승시키는 역할을 하기 때문이다.

나. 가격의 변동성과 수익의 변동성

일중 변동성을 관찰할 경우 일반적으로 가격의 변동성을 보게 된다. 그러나 실현된 총수익을 중시하는 투자자들에게 더욱 의미있는 것은 수익의 변동성이다. 이제 DLJ 고수익인덱스와 S&P500, 10년만기 채정증권의 변동성을 비교하여 보자. 일반적으로 수익의 변동성은 가격변동성보다 좀더 낮은데, 이는 총수익에 포함되는 이표금리, 배당 등의 요소가 가격변동성을 완화시키는 역할을 하기 때문이다.

예상할 수 있듯이 주식의 변동성이 가장 크며 무위험자산인 채정증권의 변동성은 가장 낮다. 그리고 양자의 특성을 공유하고 있는 복합자산인 고수익채권의 변동성은 그 중간수준을 나타내고 있다. 그런데 1994~1997의 기간동안에는 고수익채권의 수익변동성이 가장 낮게 나타나고 있다. 이는 이자율 변동성이 예상치 못하게 증가한 한편 고수익채권의 신용상태가 개선되었기 때문이다. 이는 채정증권의 투자매력을 떨어뜨리는 결과를 낳았다.

자본구성(capital structure) 내에서 다양한 자산간 변동성의 차이도 살펴보자. 가장 상위순위에 있는 은행채(bank loan)의 경우 변동성이 1.92%로 가장 낮았다. 이는 변제순위가 높고 이자율 위험이 낮으며 또한 시장에서의 유동성이 낮기 때문이다. 고수익주식(high yield equity)의 경우는 변동성이 가장 높았다. 한편 고수익채권은 변동성이 4.55%로서

S&P500보다 높게 나타났다.

다. 하부섹터의 변동성

여기서는 DLJ 고수익지수의 하부섹터의 변동성을 살펴본 후 이를 지수 전반의 변동성과 비교해보고자 한다. 비교대상이 되는 하부섹터는 신용등급에 따라 BB, B, CCC 등급증권과 현금지불증권, 이차지연증권(Deferred Interest Securities : DIS)이다.

하부섹터	레버리지 (97.12.31)	커버리지 (97.12.31)	연간 변동성(%)	연간 수익률(%)	상관관계(수익률)	
					S&P 500	10년만기 채정증권
BB	4.9	2.7	4.45	11.65	0.57	0.74
B	5.6	1.6	4.47	12.44	0.56	0.57
CCC	7.7	1.1	9.13	8.86	0.15	0.22
DIS	8.0	1.9	7.74	11.00	0.62	0.69
현금지불 증권	5.4	1.7	4.22	12.14	0.57	0.54

라. 횡단면 상관관계와 시계열 상관관계

① 횡단면 상관관계

고수익채권은 다른 자산유형과의 상관관계가 낮기 때문에 포트폴리오 분산투자의 관점에서 매우 유익한 증권이다. 미국의 경우 1980~1997의 자료를 분석하면 고수익채권과 S&P 500, 중기재무성채권, 장기재무성채권의 상관관계는 각각 0.47, 0.59, 0.55 이다

② 시계열 자기상관관계

자산의 1차시계열 자기상관은 이전 기간의 수익이 다음 기간의 수익을 어느 정도나 설명하느냐를 측정한다. 1차시계열 자기상관이 낮다는 것은 수익의 변동이 랜덤하여 이전기간의 수익이 다음 기간의 수익을 설명하지 못한다는 의미이다. 주식이나 고변동성 증권들이 이 범주에 속한다.

높은 1차시계열 자기상관을 보이는 증권은 두 가지 유형으로 구분할 수 있다. 하나는 이자율에 영향을 받는 증권과 같이 추세를 형성하는 증권이다. 이자율에 영향을 받는 증권이 추세를 형성하는 이유는 이자율이 장기적인 경제전망을 반영하고 이 전망이 급격히 변화할 경우에만 이자율의 변화방향이 달라지기 때문이다. 예를 들면 투자적격 채권펀드나 미중기채무성채권의 경우에 1차시계열 자기상관이 20%에 이른다. 높은 1차시계열 자기상관을 보이는 두 번째 유형의 증권은 유동성이 작은 증권이다. 유동성이 작은 증권은 가격의 급격한 변화가 발생하기 힘들기 때문이다. 이상의 두 가지 요인을 고려할 때 고수익채권은 1차시계열 자기상관이 가장 높은 증권의 하나이다.

마. 고수익채권 시장의 변동성

1) 포트폴리오 관리 수단으로서의 변동성

① 고수익채권 시장의 체계적 위험

고수익채권 시장과 관련된 대표적인 체계적 위험으로는 주식시장 위험(equity risk), 이자율위험(interest rate risk), 국제적 위험(international risk), 고수익채권시장 특수위험(market-specific risk) 등이 있다. 고수익채권 포트폴리오를 효율적으로 관리하기 위해서는 각각의 위험을 측정

하고 분산투자할 수 있는 기법을 보유하고 있어야 한다. 각각의 위험을 효율적으로 관리할 수 있어야 포트폴리오의 위험을 극소화 할 수 있다.

② 고수익채권관련 체계적 위험의 측정과 관리

듀레이션은 이자율 위험을 관리하는 효율적 수단이 된다.

순환적 전략과 보수적 전략의 구분적용은 경기변동에 민감한 섹터와 그렇지 않은 섹터를 구분함으로써 경기변동위험을 극소화하는 수단이다.

신용등급과 증권의 우선순위는 신용위험을 관리하는 수단이다.

시장변동성은 유동성 위험, 채무불이행위험, 수요와 공급 변동위험을 측정하고 관리하는 수단이다.

③ 경기순환 위험

기간에 따라 가장 영향력이 큰 위험요인이 상이하다. 또한 기간별로 각 위험이 서로 간에 상쇄효과를 나타내기도 하고 다른 기간에는 상호 간에 상승효과를 나타내기도 한다.

미국의 경우를 예로 들면, 1994에서 1997까지는 이자율변동이 극심한 기간으로서 고수익채권 수익의 대부분이 미재무성채권 시장에 의해 설명된다. 따라서 이 기간 동안에는 듀레이션의 관리가 고수익채권 포트폴리오 관리의 핵심이 된다. 그리고 이 기간에는 경기가 호황을 누릴 때 이자율 변동성이 커짐으로써 양자간에 상쇄효과가 나타난 시기였다.

1985에서 1993까지는 신용경색이 심화되고 경기가 침체된 시기였다. 따라서 이 기간 동안 고수익채권 수익은 주식시장과 밀접히 연관되어 있다.

2) 20개월 변동성

미국 시장에서 수익의 20개월 변동성은 위험을 감지하는 유용한 수단이다. 채무불이행율은 변동성을 통해 파악할 수 있으나 시간의 격차가 존재하는 지표이기 때문에 포트폴리오 포지션 관리에 한계가 존재한다. 수익률 변동성은 채무불이행율, 수요-공급관계, 그리고 유동성 위험의 선행지표이기 때문에 채무불이행위험에 대비한 포지션 재구성에 활용할 수 있다.

3) 고수익채권의 베타

주식시장의 위험측정치인 베타에 대응하는 개념이 고수익채권의 변동성이다. 호황이 예상되면 베타가 높게 포트폴리오를 구성하고 불황이 예상되면 베타가 낮게 포트폴리오를 구성하는 것이 포트폴리오 구성의 기본원칙이다.

마. 이자율 변동과 듀레이션

이자율의 변동성이 심해지면 고수익채권 수익이 이자율로부터 받는 영향 정도가 증대되기 때문에 듀레이션의 중요성이 커진다. 그런데 고수익채권 가산금리의 변화가 이자율 변화와 정반대로 움직이기 때문에 듀레이션만으로 고수익채권의 수익을 설명할 수 없다. 고수익채권 가산금리가 이자율과 정반대로 움직인다는 사실은 곧 다른 자산유형에 비해 고수익채권의 변동성이 작다는 것을 의미한다.

사. 경기변동과 고수익채권의 주식적 성격

1) 주식 또는 채권과의 상관관계

고수익채권은 채권과 주식의 성격을 동시에 갖고 있는 혼합적 성격의 증권(hybrid security)이다. 그런데 채권적 성격과 주식적 성격 중 어느 것이 상대적으로 중요한가는 시간의 경과에 따라 달라지게 된다. 즉 경기침체기에는 고수익채권이 주식시장과 밀접히 연관된다. 그러나 경기호황기에는 채무불이행위험이나 위험프리미엄이 확대될 위험이 감소된다. 이 같은 안정된 위험프리미엄 하에서는 고수익채권은 채권적 성격이 강해져 이자율에 민감한 반응을 보이게 된다.

이자율에 이와 같이 고수익채권의 채권적 성격과 주식적 성격 중 어느 것이 지배적인 특성으로 발현되느냐가 기간에 따라 변화한다는 것은 고수익채권의 투자전략 설정에 중요한 시사점을 제공한다. 미국의 고수익채권시장을 예로 들면, 1980-1985 중반까지는 주식시장 보다 미재무성채권과 상대적으로 높은 상관관계를 보인다. 1985중반부터 1993까지는 주식시장과 상대적으로 높은 상관관계를 보인다. 1994부터는 다시 미재무성채권과 상대적으로 높은 상관관계를 보인다.

2) 경기변동과 고수익채권 투자전략

투자전략의 관점에서 보면, 경기의 지속적 안정이 예상되어 고수익채권과 이자율의 상관관계가 높을 경우에는 듀레이션 관리에 초점을 맞추는 것이 효율적이다. 반대로 경기침체가 예상되면 순환적 전략과 방어전략을 경기변동에 민감한 섹터와 민감하지 않은 섹터로 구분하여 적용함으로써 경기변동위험을 극소화할 수 있다. 이 경우에는 주식시장의 변동성이 고수익채권의 변동성을 예측하는 보다 적절한 예측치가 된다.

경기침체에 있다고 판단될 경우에는 경기변동에 민감치 않은 증권으로 포트폴리오를 구성하고 경기회복기에는 경기변동에 민감한 증권으로 포트폴리오를 구성한다. 이 같은 방법을 통해 경기침체기에는 위험프리미엄 확대위험을 극소화하고 경기회복기에는 위험프리미엄의 축소현상을 최대한 활용할 수 있다.

3. 고수익채권 포트폴리오의 관리

고수익채권 포트폴리오를 설정함에 있어서는 펀드매니저는 투자목적, 투자지침과 제약, 분산투자, 기술적 요인들, 부담할 위험 정도, 변동성, 유동성제약, 수익률관리, 포트폴리오 교체빈도 등의 요인들을 고려하여야 한다. 이하에서는 각각의 요인들에 대해 구체적으로 살펴보도록 한다.

가. 투자목적

고수익채권 포트폴리오를 구성함에 있어서 가장 먼저 해야 할 일은 투자목적에 명확히 규정하는 것이다. 대표적인 투자목적으로는 자본의 유지, 총수익의 극대화, 현행 소득의 극대화 등이 있다. 그런데 이 세 가지 목적을 달성하는데는 서로 상이한 정도의 위험부담이 수반되어야 하기 때문에 이들 목적을 동시에 달성할 수는 없다. 따라서 포트폴리오 매니저는 투자목적에 우선순위를 갖는 것이 일반적이다. 투자목적에 명확하게 정의될수록 보다 효율적인 투자전략의 수립이 가능하고 보다 정확한 성과평가가 가능하다.

나. 투자지침과 투자계약

투자목적이 규정되면 다음에는 투자지침과 투자계약이 규정되어야 한다. 투자계약이 많을수록 포트폴리오의 성과가 기준지표에 미달할 가능성이 높다. 전형적인 투자지침과 투자계약은 다음과 같은 사항들을 규정한다. 첫째, 분산투자에 관한 규정이다. 예를 들어 총자산의 5% 이상을 특정 종목에 투자할 수 없고 총자산의 15% 이상을 특정 산업에 투자할 수 없다는 규정이다. 둘째, 투자대상 증권에 대한 제한이다. 예를 들어, CCC이하 등급 채권에 대한 투자금지나 무이표채권, 전환사채 등에 대한 투자제한을 들 수 있다.

다. 분산투자

투자목적이 설정되고 투자지침과 투자제한이 규정된 후에는 분산투자를 수행해야 한다. 신용위험과 시장위험을 줄일 수 있는 가장 효율적인 방법은 신용등급별, 산업별, 증권별로 분산투자를 하는 것이다. 예를 들어 10개의 가장 큰 투자대상에 대한 투자가 총자산의 35%를 초과해서는 안 된다. 또한 5개의 가장 큰 투자대상산업에 대한 투자가 총자산의 50%를 초과하지 않는 것이 일반적이다. 그러나 분산투자가 너무 지나치면 인덱스펀드와 유사한 특성을 갖게 된다. 적절한 분산투자를 위해서는, 투자목적 달성에 적합한 각 투자대상들에 3-5% 정도를 투자하고 적절한 투자대상 산업들에 각각 15% 정도를 집중 투자한다

라. 투자 스타일

1) 미시적 투자결정방식(Bottom Up)

포트폴리오 관리자는 신용분석에 기초하여 포트폴리오를 구성한다. 경제전망, 예상이자율, 시장여건 등도 투자결정에 영향을 미치나 이는 2차적인 중요성을 갖으며, 발행기업의 신용상태가 가장 중요한 요인이 된다. 즉, 매수, 매도, 보유 등의 투자결정은 그 기업의 현재 그리고 미래의 재무상태에 기초하여 이루어진다.

2) 거시적 투자결정방식(Top Down)

이 방식의 경우 포트폴리오 관리자는 거시경제상태, 당국의 통화정책, 시장에서의 기술적 요인들(신규발행물량, 스프레드의 추이, 부도율추이, 투자자의 심리상태)로부터 주로 영향을 받아 투자결정을 내린다. 여기서는 기업의 신용상태보다 고수익채권시장의 향후 전개상황에 대한 예측에 기초하여 포트폴리오를 구성한다.

3) 부문별 투자비중

포트폴리오 관리자는 부실채권(distressed bonds), 제로쿠폰, 국제고수익채권(global high yield bond), 할인-할증발행채권, BB등급채권, B등급채권 등 다양한 종류의 채권에 균형있게 투자한다. 그리고 각 부문별 가격변동성, 유동성, 위험도 등에 따라 포트폴리오의 비중을 조정하여 구성한다.

마. 기술적 요인

포트폴리오의 성과는 신용분석 뿐만 아니라 시장리스크에 대한 분석에 기반하여 달성될 수 있다. 따라서 시장의 기술적 측면에 대한 고려는 포트폴리오 구성에 있어 핵심적 요인이다. 이를 위해 포트폴리오 관리자는 과거 데이터에 기반하여 다음과 같은 기술적 변수들을 분석한다.

우선 신규발행예정물량은 고수익채권시장의 전반적인 향후 추이를 가늠케하는 중요한 요인이다. 공급물량이 과다할 경우 수익률이 상승할 수 있으며, 반대로 물량이 너무 적을 경우 이는 수익률은 하락시킬 수 있다. 뮤추얼펀드의 경우 투자자에게 배당수익을 올려주기 위해 고수익채권의 신규발행물량에 지속적으로 투자할 필요성이 있기 때문이다.

둘째, 트레이더들은 고수익뮤추얼펀드로의 자금유입과 유출추이에 의해 강한 영향을 받는다. 펀드매입계약(subscriptions) 및 상환(redemptions)에 대한 데이터를 보고 트레이더들은 유통시장에서의 호가를 조정한다. 그러나 이러한 데이터가 발행시장에서 발행가격에 미치는 영향은 적은 것으로 나타나고 있다.

셋째, 과거의 평균치와 비교한 현재 스프레드의 추이도 시장의 상태를 판정하는 지표로 이용된다. 미국의 경우 10년 만기 재정증권에 대한 가산금리(spread)는 각 고수익채권지수에 대해 매달마다 산출되어 추적되고 있다. 지난 10년간 고수익채권시장은 10년 만기 재정증권에 대해 약 400 베이스포인트 정도의 수익률차이를 보여왔다. 따라서 현재 시장에서의 가산금리가 400 베이스포인트에 미달할 경우 포트폴리오 관리자는 시장이 과대평가되어 있다고 판단하게 된다.

넷째, 앞의 가산금리는 부도가능성의 함수이다. 미국의 경우 과거 평균적인 부도율은 1.5% 정도로 알려져 있다. 따라서 현재 부도율이 낮을 경우 포트폴리오 관리자는 향후 부도율이 증가하리라 기대되는 만큼 그

에 대한 위험프리미엄을 요구하게 되나 이는 그리 높은 수준은 아니다. 하지만 만약 부도율이 5% 정도로 크게 상승할 경우 포트폴리오 관리자는 이와 같은 부도로 인해 입을 수 있는 손실에 대한 보상으로 700 베이시스포인트를 초과하는 높은 가산금리를 요구할 수도 있다. 결국 포트폴리오 관리자는 현재의 부도율뿐만 아니라 향후 예상부도율에 대해서도 영향받는다.

바. 위험부담정도(Shenkman Capital Management의 Quadrant Analysis)

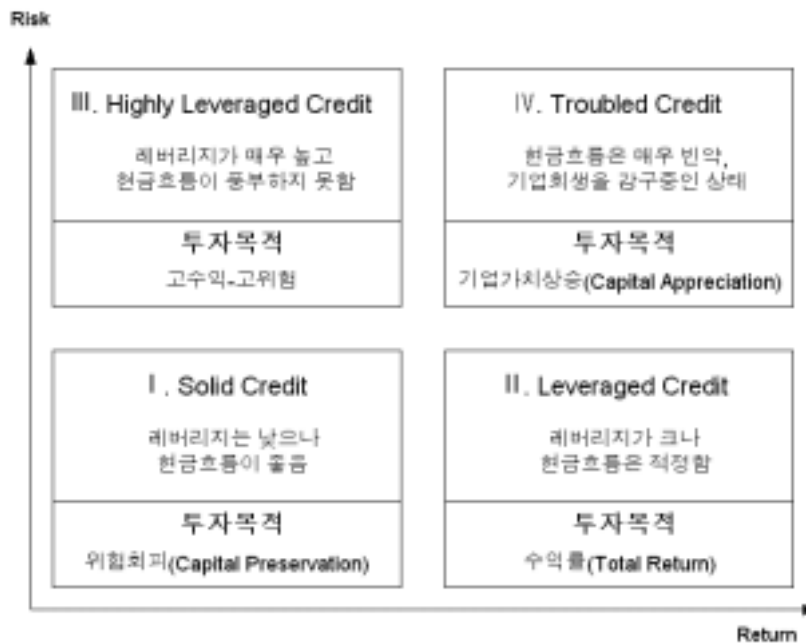
고수익채권으로 포트폴리오를 구성하기 위해서는 자산관리자가 포트폴리오 구성자산의 신용위험에 대해 정확히 인식하고 있어야 하며, 따라서 신용위험에 대한 평가시스템은 중요한 요인이다. Shenkman Capital Management Inc.의 경우 Quadrant Analysis라는 특유의 평가시스템을 개발하여 포트폴리오를 관리하고 있다. 아래 <그림 IV-1>에서 알 수 있듯이, 이 모형 하에서 고수익자산은 그 특성에 따라 다음과 같은 4가지 범주로 구분되어 관리된다. 각 범주의 자산은 위험 및 수익측면에서 상이한 개성을 갖고 있다.

첫째, 포트폴리오 I은 신용평가등급이 BB 정도로 신용상태가 상대적으로 괜찮은 자산으로 구성된다. 따라서 이는 고수익채권의 특성에서 설명했던 바와 달리 다른 것보다는 이자율에 좀더 민감하게 반응하는 편이다.

둘째, 포트폴리오 II는 신용평가등급이 B- 정도인 채권으로 구성된다. 이는 특정 채권의 수익률보다는 이 범주에 속한 포트폴리오 전체의 총 수익을 높이는데 적합한 종목들로 구성된다. 고수익채권의 대부분은 이 범주에 속하게 된다.

셋째, 포트폴리오 III는 투기적 종목들로 구성되며 특히 업력이 길지 않은 발행기업이 발행한 채권이 많다. 신용등급은 CCC 정도로 상당히 투기적이라고 할 수 있다. 따라서 수익이 큰 만큼 감수해야 하는 위험도 크다.

<그림 IV-1> 고수익채권 투자전략별 위험-수익구조



넷째, 포트폴리오 IV는 부채상환능력이 의문시되는 부실화된 기업의 채권이다.

자산관리자는 고수익채권 포트폴리오를 구성함에 있어 투자목적 및 위험도를 기준으로 자산을 일정비율에 따라 각 범주별로 할당하여야 한

다. 높은 위험을 감수하고 싶지 않을 경우 예컨대 포트폴리오 I에 20%, 포트폴리오 II에 70%, 포트폴리오 III에 10%, 포트폴리오 IV는 0% 식으로 배분할 수 있겠다. 만약 높은 위험을 감수하는 공격적 투자전략을 채택할 경우 포트폴리오 I 0%, 포트폴리오 II 25%, 포트폴리오 III 50%, 포트폴리오 IV 25%로 배정할 수도 있을 것이다. 이러한 할당비율은 분기별로 재검토되며, 또한 시장상황, 투자전략, 투자성과에 기반하여 재조정된다.

사. 변동성과 유동성

일반 포트폴리오 관리자들이 절대적 수익률에 관심을 갖는데 대해, 좀더 전문적인 포트폴리오 관리자들은 월별 수익률의 표준편차가 일관성있게 낮은 위험조정수익률(risk-adjusted return)에 더 주목한다. 위험조정수익률은 Sharpe Ratio로 측정되는데, 이는 투자자가 위험을 감수하는 대가로 추가로 얻게 될 수익률을 계산하는데도 이용될 수 있다.

$$\frac{E(rp) - rf}{\sigma_p} = \frac{(\text{포트폴리오의 기대수익}) - \text{무위험수익}}{\text{포트폴리오의 표준편차}}$$

포트폴리오 관리자들은 단위 위험당 가능하면 많은 수익을 얻어야 하므로 높은 Sharpe Ratio를 추구하게 된다.

보수적으로 포트폴리오를 구성하려 할 경우, 자산의 절반 정도는 유동성이 높은 증권에 투자하여야 한다. 강세장에서는 유동성이 높은 채권이 일반적으로 상대적으로 뛰어난 실적을 거두고, 약세장에서는 반대로 비유동적인 채권이 좀 더 좋은 가격움직임을 보여준다.

4. 고수익채권 펀드(High Yield Bond Fund)

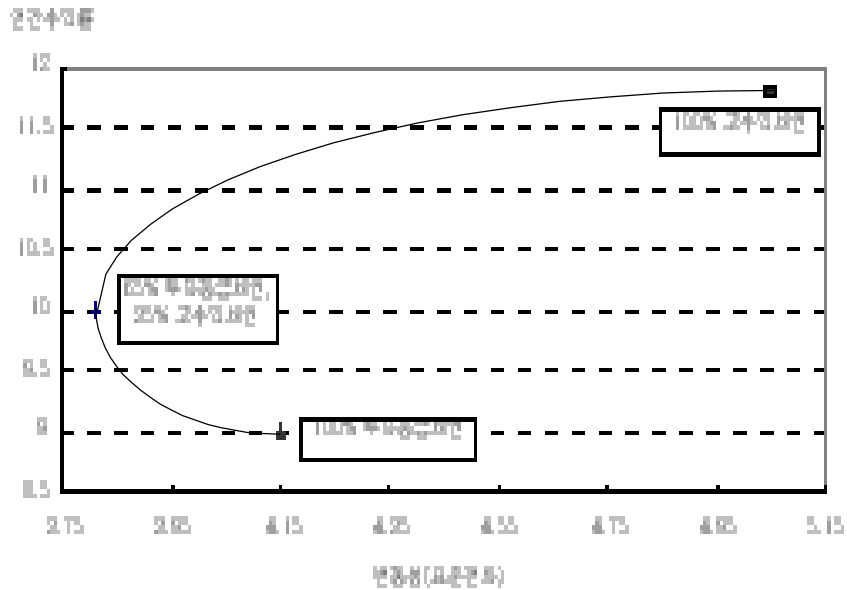
대부분의 고정이자부증권(fixed income securities)들이 이자율 변화에 민감한데 반해, 고수익채권의 경우는 예외적으로 독특한 특징을 갖고 있다. 고수익채권의 경우 이자율 변화에 대한 민감성이 떨어지는 대신, 발행기업의 재무상태, 경쟁력 등에 따라 채권가격이 상승 또는 하락하곤 한다.

이와 함께 고수익채권의 경우 주식시장 또는 채권시장과의 상관성이 약하기 때문에 투자자들에게 높은 분산투자효과를 제공해주게 된다. 고수익채권만을 대상으로 투자할 경우 그 자체로는 고수익-고위험의 특성을 뚜렷이 보여주게 되지만, 여타 증권과 함께 펀드형태로 투자할 경우 높은 다각화 효과로 인해 투자의 효율성을 높이는 역할을 수행한다.

다음의 <그림 IV-2>에서의 포물선은 고수익채권과 투자적격등급채권을 다양한 비율로 조합하였다고 가정할 경우 실제 얻을 수 있었을 위험-수익(historical risk and return results)의 관계를 나타내고 있다.¹¹⁾ 그림에서 볼 수 있듯이, 고수익채권에 전액을 투자했을 경우 11%가 넘는 높은 투자수익을 기대할 수 있지만 그 반면 수익의 편차도 매우 큼을 알 수 있다. 이와 비교하여 투자적격등급채권에 투자했을 경우 수익의 변동성이 상대적으로 적기 때문에 안정적인 수익이 기대되는 대신 수익률은 9% 정도로 낮은 편이다. 그러나 펀드자산 중 35%를 고수익채권에 투자하고 나머지 65%를 투자적격등급채권에 투자하였을 경우, 이는 자산 전체를 순수히 고수익채권에 투자한 경우보다 수익률은 떨어지나 투자적격등급채권에 투자하였을 경우보다 낮은 위험을 부담하기 때문에 상대적으로 높은 수익을 기대할 수 있다.

11) Salomon Brothers High Yield Bond Fund, <http://www.sbam.com/hiyield.htm>

<그림 IV-2> 고수익채권펀드의 분산투자효과



* 출처 : Salomon Brothers Asset Management

고수익채권의 위와 같은 특성 때문에 뮤추얼펀드 등 기관투자자들은 고수익채권펀드를 구성하여 포트폴리오를 고수익채권과 투자적격등급채권에 분산투자하고 있다. <표 IV-1>은 주요 기관투자자들이 설립한 고수익채권펀드의 특징을 비교요약한 것이다.

<표 IV-1> 고수익채권펀드의 특징

	Salomon Brothers HY Bond	Lipper High Income Bond Fund	Merrill Lynch High Current Income Fund
특징	- 중하등급의 고수익 채권에 분산투자함 - 순자산 8,700만 달 러 - 최저투자액 250달러	- BBB~B등급인 약 100 종목의 고수익채권에 투자 - 동일만기의 미채무성 증권보다 3~5%의 초 과스프레드 목표	- BBB등급 이하 또 는 등급이 매겨지 지 않은 확정이자 부증권에 투자 - 총 순자산 5억2,190 만 달러
포트폴리오 구성	- 주식 : 0.2% - 채권 : 97.5% - 현금 : 0.2%	-	- 주식 : 0.63% - 채권 : 93.81% - 전환사채 : 0.91% - 현금 : 1.26%
보유채권의 평균적 특징	- 표면이자율 : 7.87% - 평균신용등급 : B - 채권만기 : 9.52년	- 만기수익률 : 8.7% - 채권만기 : 6.2년 - 평균신용등급 : BB- - 평균보유기간 : 4~5년	- 표면이자율 : 8.18% - 평균신용등급 : B - 채권만기 : 7.31년
보유채권의 분포상황	- BBB등급 이하의 채 권(자산의 약 65%) - 해외확정이자부 증 권(자산의 35%)	- BBB~B등급 (총자산의 80%) - CCC등급 이하나 신용 등급이 없는 채권에는 투자하지 않음 - 해외달러표시유가증권 (총자산의 15%)	- BBB등급 (자산의 3.6%) - BB등급 (27.1%) - B등급 이하 (63.5%) - CCC등급 (3.5%) - 등급없음 (2.3%)
투자제약	- 동일발행기업의 유가증권에 총자산의 5%를 초과하여 투자금지 - 발행기업 의결권주식의 10%를 초과하여 보유금지 - 임시적 또는 긴급한 용도 이외의 차입금지 - 동일산업에 소속된 발행기업들의 유가증권에 총자산의 25%를 초 과한 투자금지		

5. 고수익채권지수(High Yield Bond Index)

가. 고수익채권지수의 특징

고수익채권지표는 고수익채권에 대한 투자가 활성화됨으로써 발행시장의 규모가 확대되고 유통시장에서의 거래도 활발해짐에 따라 그 필요성이 증대하게 되었다. 우선 이 지표는 채권포트폴리오의 수와 규모가 증대함에 따라 그 성과(performance)를 측정하는 기준지표로서 활용도가 높다고 할 수 있다. 또한 인덱스펀드(index fund)의 구성이 확대됨에 따라 고수익채권의 경우도 기준지표가 필요하게 되었다. 참고로 인덱스펀드의 경우 '84년 30억 달러에서 '95년 1,000억 달러 규모로 성장하였다. 그리고 확정이자부증권에 대한 연구를 위한 기초자료로서 채권펀드의 유용성은 크다. 채권시장인덱스는 채권자산의 수익-위험 및 채권시장의 특성을 이해하는데 도움이 되기 때문이다.

고수익채권지수의 경우 일반 투자등급채권지수보다 계산하는데 어려움이 크다. 이는 고수익채권지수를 계산하여 발표된 때가 1984년으로 역사가 단기적이어서 신뢰성을 검증할 만한 충분한 기간이 부족했고, 또한 고수익채권발행기업의 경우 상대적으로 부도율이 높고 채권의 조기상환도 잦기 때문에 표본의 변화가 상당히 심할 수밖에 없기 때문이다. 이와 더불어 고수익채권의 유동성이 낮다는 것도 지수를 계산하는데 어려움을 주는 요인의 하나이다.

나. HY Bond Index들의 특징 비교

대표적인 고수익채권지수의 특징에 대해서는 아래의 <표 IV-2>에 정리되어 있다.¹²⁾ Salomon High Yield Index는 만기가 10년 이상이고 신용등급은 BBB 미만인 채권을 주축으로 구성되어 있다. Lehman High

Yield Index는 만기가 1년 이상으로서 신용등급이 Ba1 이하의 확정이자 부증권으로 구성된다. Merrill Lynch High Yield Master Index는 미국내 고수익채권을 시가총액기준으로 가중평균한 지수이다. 여기에는 최소만기가 1년이고 신용등급은 BBB 미만인 채권이 포함된다. 부도채권을 포함하고 있지 않다.

고수익채권지수의 종류는 다양할 뿐 아니라 특성 및 지수의 구성방법들도 제각기 다르다. 우선 표본채권의 수만 보더라도 233개에서 735개까지 많이 다를 수 있으며, 만기도 Blume-Klein지수가 10년 이상, Salomon Brothers가 7년 이상인 채권을 대상으로 하는 반면 나머지 지수의 경우 1년 이상으로 제약이 적은 편이다.

수익가중치의 경우 Blume-Klein의 경우 가중치를 두고 있지 않으며, 나머지 지수는 시장가를 기준으로 가중하여 계산하고 있다. 그러나 최근 들어 Blume-Klein 지수도 다른 것과 마찬가지로 시장가를 기준으로 가중계산하고 있다. 그리고 어떤 가격데이터를 사용하는가의 경우에는 3가지 방법이 있다. 먼저 실제 시장에서 거래된 가격데이터에 기초하여 수익률을 계산하는 방법(Market Priced), 둘째, 계산일에 가까운 시점에 시장에서 거래된 가격 또는 채권트레이더의 호가를 기준으로 추정된 가격데이터에 기초하여 계산하는 방법(Trader Priced), 셋째, 위 두 가지를 고려하여 추정된 가격데이터(matrix pricing)를 사용하는 방법이다. Merrill Lynch 지수만이 일부 유동성이 낮은 종목에 대해 matrix pricing을 적용하고, 나머지는 모두 최근의 가격에 기반하여 추정하는 방식을 사용하고 있다. 전자의 경우 각 종목의 개별적인 특성을 고려하지 못하는 한계가 있고, 후자의 경우 채권종목의 거래가 이루어지지 않았을 경우 채권트레이더가 추정값을 계산해야 하는 어려움이 있다.

12) Reilly, Frank K. and David J. Wright, "Bond Market Indexes," *The Handbook of Fixed Income Securities*, edited by Frank J. Fabozzi, McGraw-Hill Companies, Inc., 1997

지수에 포함된 채권이 부도가 난 경우 Merrill Lynch 지수는 이를 즉시 표본에서 제외시키는 대신, First Boston과 Lehman Brothers 지수는 규모 및 기타 제약조건을 고려하여 일정기간 표본에 계속 포함시키고 있다. 마지막으로, Lehman Brothers 지수를 제외한 모든 지수가 이자의 채투자를 전제로 지수를 산출하고 있지만, 적용되는 비율은 각기 상이한 것으로 알려져 있다.

<표 IV-2> 각종 채권지수의 특징

미국의 투자등급채권지수				
	Lehman Brothers Aggregate	Merrill Lynch Composite	Ryan Treasury Composite	Salomon Brothers Composite
표본 종목수	5,000개 이상	5,000개 이상	118개	5,000개 이상
만기	1년 이상	1년 이상	1년 이상	1년 이상
최소발 행규모	1억 달러	5천만 달러	제약없음	5천만 달러
가중치 계산	Market Value	Market Value	Market Value and Equal	Market Value
가격 데이터	Trader Priced and Model Priced	Trader Priced and Model Priced	Trader Priced	Trader Priced
채투자 여부	No	일부	일부	1개월 T-bill

미국의 투기등급채권지수					
	Blume-Klein	First Boston	Lehman Brothers	Merrill Lynch	Salomon Brothers
표본 종목수	233	423	624	735	299
만기	10년 이상	제약없음	1년 이상	1년 이상	7년 이상
최소발 행규모	2,500만 달러	7,500만 달러	1억 달러 이상	2,500만 달러	5,000만 달러
가중치 계산	없음	Market Value	Market Value	Market Value	Market Value
가격 데이터	Trader Priced	Trader Priced	Trader Priced	Trader Priced	Trader Priced
재투자 여부	Yes	Yes	No	Yes	Yes

Merrill Lynch Master Index의 경우를 좀 더 살펴보면, 지수구성종목¹³⁾ 중 현금보유비중이 없다. 이는 뮤추얼펀드와 달리 상환(redemptions) 요구에 응해야 할 필요가 없기 때문이다. 구성종목의 경우 B 등급의 비중이 가장 크지만, 상대적으로 위험이 낮은 대신 수익이 큰 BB 등급에도 많은 비중을 할애하고 있다. 뮤추얼펀드의 경우도 B 등급채권이 포트폴리오에서 차지하는 비중이 가장 크지만, B 등급 미만의 신용평가를 받지 않은 채권까지 포함할 정도로 포트폴리오가 더욱 분산되어 있다는 특징이 있다.

13) Fridson, Martin S., "High Yield Indexes and Benchmark Portfolios," *The New High Yield Bond Market*, edited by Lederman, Jess and Sullivan, Michael P., Probus Publishing Co., 1993

<표 IV-3> 고수익채권펀드와 뮤추얼펀드의 구성종목비교

	현금	BB등급	B등급	C 등급	등급 없음	부도 채권
ML Master Index	0%	37%	52%	11%		0%
Mutual Fund (41개 표본)	9.1%	13%	52%	-	10%	-

* ML Master Index의 경우 '91.3월 기준. Mutual Fund는 '91.1월 기준

다. 지수들간의 상관관계

투자등급채권의 경우 부도가능성이 낮은 편이므로, 채권가격변동에 영향을 미치는 공통적인 주요요소는 지표채권(benchmark bond)인 재정증권(treasury bond)의 이자율 변화이다. 이러한 공통성이 크기 때문에 투자등급채권지수간의 상관관계가 0.90~0.99로 매우 높다. 그리고 고수익채권지수들간의 상관관계도 0.74~0.99로 상당히 높게 나타나고 있다.

하지만 투자등급채권지수와 고수익채권지수간의 상관관계는 전반적으로 낮게 나타나고 있다. 특히 투자등급채권지수와 신용평가등급이 BB인 채권지수는 어느 정도 유의미한 상관관계(0.49~0.63)를 보이고 있으나, CCC등급과는 상관관계가 0.188~0.333으로 유의미한 관계를 보이지 못하고 있다. 부도채권지수(Altman Default Index)와 투자등급지수는 전반적으로 음의 관계를 보이거나 유의미한 수준은 아니다. 또한 부도채권지수와 투기등급지수는 0.46~0.57로 꽤 높은 상관관계를 나타내는데, 이는 투기등급지수가 투자등급지수와 갖는 상관성보다도 높은 것이다.

<표 IV-4> 각종 채권지수들간의 상관관계

	LB Govt/ Corp	LB Govt	LB Corp	LB Mort	SB B.I.G.	LB HY Comp	LB HY BB	LB HY B	LB HY CCC	Altman Default
LB Govt/Corp	1.000									
LB Govt	0.997	1.000								
LB Corp	0.975	0.955	1.000							
LB Mort	0.909	0.897	0.914	1.000						
SB B.I.G.	0.993	0.990	0.970	0.942	1.000					
LB HY Comp	0.358	0.318	0.462	0.363	0.360	1.000				
LB HY BB	0.531	0.491	0.630	0.513	0.532	0.887	1.000			
LB HY B	0.348	0.309	0.448	0.358	0.350	0.989	0.866	1.000		
LB HY CCC	0.227	0.188	0.330	0.241	0.229	0.913	0.736	0.870	1.000	
Altman Default	-0.054	-0.084	0.032	-0.034	-0.057	0.577	0.463	0.562	0.557	1.000

V. 고수익채권 관련 상품

1. 고수익채권 상품의 발달
2. 고수익채권의 유형별 특징
3. CBO(Collateralized Bond Obligations)

V. 고수익채권 관련 상품

1. 고수익채권 상품의 발달

1970년대 초에는 주택저당채권담보부증권(MBS : Mortgage-Backed Securities)이란 상품이 등장하여 주목을 받게 된다. 이는 금융기관 등이 주택자금을 대출하고 취득한 주택저당채권(Mortgage)을 담보로 발행된 유가증권으로서, 발행기관은 이를 일반투자자에게 매각함으로써 현금자산을 확보할 수 있게 된다.

<그림 V-1> MBS의 구조



그리고 고수익채권이 기관투자자를 중심으로 폭넓게 활용되기 시작하면서 부도가능성(default probability)에 대한 예측이 위험관리의 중요한 요인이 되었다. 또한 MBS의 등장은 여타 자산담보부증권(ABS : Asset-Backed Securities)이 발달하게 되는 계기를 마련하였다¹⁴⁾. ABS의

발달과 함께 이자율위험의 측정수단으로 듀레이션이 부각되었다. MBS가 주택저당채권의 증권화라면 ABS는 자동차대출 또는 신용카드대출 등 여타 소비자대출을 증권화한 것이다. ABS의 발행은 발행자의 재무지표를 개선시키는 효과를 갖는다. 그리고 투자자에게 ABS는 동일한 듀레이션의 투자대상보다 높은 수익을 제공해줄 뿐 아니라 높은 유동성도 보장해준다.

<그림 V-2> 우리나라 자산유동화의 기본구조

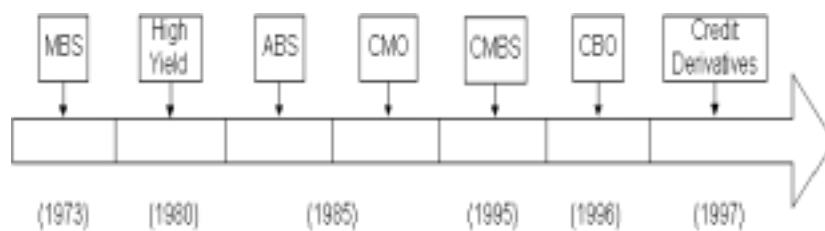


1980년대 후반과 1990년대 초에는 자본시장이 더욱 발전하였을 뿐 아니라 위험관리기법도 발전하여 effective duration, convexity가 이자율 위험에 대한 척도로서 등장하였다. 그리고 MBS 시장의 발달은 CMO(Collateralized Mortgage Obligations)이란 상품을 등장시켰다. 또한 규제개혁을 통해 Rule 144A가 신설되고 이에 의거하여 유가증권을

14) William J. Hannigan and Diane C. Nordin, "From CMOs to CBOs : Three Generations of Fixed Income Investments," <http://www.captive.com/newsstand/wellington>

발행하는 비중이 크게 증가하게 된다. CMO는 MBS를 분해하여 투자자의 선호에 맞게 선택할 수 있도록 한 것이다. 즉, MBS를 각각의 구성부분으로 분할한 후, 위험이 낮은 부분은 보수적인 투자성향을 갖는 투자자에게 판매하고 위험이 높은 부분은 공격적 투자자에게 판매하는 것이다.

1990년 중반 이후부터는 시가평가제 및 위험측정수단의 정교화를 통해 투자자들은 자신의 채권포트폴리오의 가치를 실시간으로 알 수 있을 뿐 아니라, VAR(Value-at-Risk)를 통해 포트폴리오의 가치에 영향을 미치는 요인들에 대해서도 분석할 수 있게 되었다. MBS 부문에서는 신용위험의 요소가 포함된, 기관투자자를 대상으로 한 CMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities)가 등장하였다. MBS가 주택대출을 담보로 하여 공신력있는 중개기관이 발행한 채권인데 대해, CMBS는 기타 상업용 부동산을 대상으로 증권화한 상품으로 중개기관을 거치지 않고 발행된다. 따라서 여기에는 신용위험(credit risk)이 중요한 위험요인으로 포함된다. CMBS는 다양한 신용등급의 증권 중에서 선택을 할 수 있으므로 다각화의 효과가 크며, 또한 유동성도 크다.



또한 ABS시장에서 발달한 CBO(Collateralized Bond Obligations)가 등장하여 활용되고 있다. 여기서는 특별목적기구(SPV)가 만들어져 채권

을 발행하며, 포트폴리오는 고수익채권, 국채 및 회사채 등으로 구성된다. 그리고 최근 들어서는 투자등급채권을 고수익채권의 특성을 갖도록 설계함으로써 가산금리를 얻을 수 있도록 하는 신용파생상품(credit derivatives) 시장이 발달하고 있다.

2. 고수익채권의 유형별 특징

채권의 경우에도 시장의 발전단계에 따라 투자자 및 발행자의 목적에 맞춰 다양한 유형의 투자수단들이 개발되어 활용되었다. 고수익채권 시장의 경우에도 다양한 유형의 상품들이 존재하는데, 예컨대 이자지불 지연증권(deferred-pay securities)의 경우 거액의 초기자본투자가 필요하여 단기적으로 현금흐름의 어려움이 예상되나 성장성은 뛰어난 통신업체와 같은 부문에서 자금을 조달하기 위해 이용되어오곤 했다.¹⁵⁾

고수익채권시장에서 가장 비중을 많이 차지하는 상품은 확정금리를 현금으로 지불하는 증권(fixed-rate, cash-pay securities)이다. 이는 시장에서 유통되는 채권의 90% 정도를 차지하고 있다. 이들 유가증권의 경우 대체로 만기는 7~12년이고 발행 후 3~5년 이후 조기상환이 가능하다. 조기상환가능채권(callable bond)은 고수익채권시장의 72% 정도를 점하고 있다. 또한 채권계약상의 제약조항(bond covenant)으로 자기자본(equity capital)을 조달시 발행자에게 특수한 조기상환옵션을 부여되기도 한다. 이를 equity clawback이라 한다. 이로 인해 발행자는 채권발행 후 3년 이내에 발행물량의 24~35% 정도를 프리미엄을 덧붙인 가격으로 조기상환할 수 있게 된다.

15) Joseph V. Amato, "The High-Yield Bond Market," *The Handbook of Fixed Income Securities*, edited by Frank J. Fabozzi, Irwin/McGraw-Hill, 1997, pp.307~326

일정기간 후 이자지급채권(split-coupon securities)은 3~7년 정도의 기간동안은 현금이자를 지불하지 않는 일종의 무이표채(zero-coupon securities)로 시작하나, 그 기간 이후부터 만기까지는 계약상 정해진 고정이자를 지불한다. 이는 할인가격으로 발행되며, 이표채권과 무이표채권의 중간적 형태라고 할 수 있다. 이로써 발행자는 이자를 지불할 수 있는 상태까지 기업의 현금흐름을 증대시킬 수 있는 시간을 벌게된다. 이 같은 특성 때문에 이는 급속히 성장 중이어서 대규모 자본이 소요되는 산업이나 구조조정을 통해 회생을 도모하고 있는 기업들에 의해 주로 이용된다.

발행자의 입장에서 볼 때 split-coupon securities와 동일한 효과가 있는 대체적인 채권발행으로, 필요자본조달액을 초과(overfunded proceeds)하여 발행하는 방법이 있다. 즉 처음 몇 년간은 초과자본조달액으로 현금이자를 지불하는 것이다. 예컨대 1억 달러의 자금을 split-coupon securities로 발행하는 대신, 발행자는 이자지불에 소요될 3500만 달러의 추가적인 자금을 조달하는 것이다. 이 경우의 이점은 현금이자를 지불하지 않는 증권을 살 수 없는 투자자들까지 포함할 수 있으므로 그만큼 투자자 층을 확대할 수 있다는 데 있다.

PIK(Pay-In-Kind securities)는 발행자에게 이자를 현금 이외에 유가증권의 형태로 지불할 수 있도록 하는 옵션을 부여해준다. 이러한 옵션은 통상 3~5년 정도의 기간동안만 행사할 수 있다. 발행자가 PIK 옵션을 선택하게 되면, 채권의 원금액은 증가하고 이에 따라 미래의 현금이자지불부담도 커진다. PIK를 발행하는 이유는 발행자가 현금흐름상의 어려움에 직면해 있기 때문이다. 그러나 이는 투자자의 재투자위험을 완화시키기 위해 선택될 수도 있다. 만기에 현금으로 상환되는 PIK 채권은 무이표채(zero coupon bond)와 동일한 효과가 있다.

기간별 차등이자지급증권(step-up securities)는 split-coupon securities

의 변종이다. 초기 3~5년간의 지급이자에 상당히 낮은 이자율이 적용되는 반면 그 이후부터 만기까지는 높은 이자율을 적용받는다. 발행 후 초기의 이자부담이 낮기 때문에 발행기업은 현금흐름을 증대시킬 수 있는 시간적 여유를 가질 수 있다.

신주인수권이 첨부된 고수익채권(High Yield Debt Securities with Warrants)¹⁶⁾의 발행은 성장성이 크지만 사업위험성도 높은 기업들이 주로 활용하고 있으며, 그 발행규모도 급속히 증가하고 있다. 이는 고수익채권에 신주인수권증서나 또는 주식관련 권리(equity rights)를 함께 결합시킨 상품이다. 이러한 발행방식은 통신, 방송 등 기술집약형 기업에게 특히 인기가 있는데, 이들 기업의 경우 사업의 위험성이 커서 채권을 판매하려면 투자자에게 주식형태의 인센티브를 부여할 필요가 있기 때문이다. 주식지분의 시세차익 가능성으로 인해 발행기업의 입장에서는 고수익채권의 제약조항(covenants)을 완화시킬 수 있는 이점이 있다. 미국의 경우 신주인수권이 첨부된 고수익채권은 Rule 144A에 따라 발행되어 공인된 기관투자자(QIB)에게 판매되는 것이 일반적이다.

만기연장 및 이자율수정가능채권(Extendible/Reset Securities)은 발행자에게 일정기간 후 이자율의 조정 및 만기의 연장을 가능케 하는 옵션을 부여한 채권이다. 그 대신 대다수의 연장 및 수정가능채권은 채권보유자에게 풋옵션을 부여하고 있다. 통상 만기의 연장 또는 이자율의 변경 등이 이루어질 때 채권보유자는 발행자에게 미리 정해진 가격으로 당해 유가증권을 재매입하도록 요구할 수 있다. 당해 증권의 발행자는 이자율의 하락 및 신용등급의 상승이 있을 경우 혜택을 볼 수 있다. 반대로 투자자는 이자율이 상승할 때 투자매력이 증가하고 발행자의 신용상태가 하락할 경우에는 헤지효과를 얻을 수 있다. 그렇지만 신용등급이

16) Kurz, William C. F., "Securities and Capital Markets," <http://www.winstim.com/public/other/kurz1.html>

하락하게 되면 발행자의 이자부담이 증가하기 때문에, 이것이 오히려 신용상태를 더욱 악화시키는 의도치 않을 결과를 가져오기도 한다.

이자율상승채권(Increasing-Rate Notes : IRN)은 1980년대 중후반 인수 및 LBO시의 자금조달수단(interim financing)으로 주로 발행되었다. 이 증권의 이자는 통상 25~50 베이스포인트씩 분기마다 증가한다. 거래를 신속히 완료하기 위해 IRN은 등록권리가 부여된 사모방식으로 많이 발행된다. 만기에 가까워질수록 이자부담이 증가하기 때문에 발행자는 조기에 IRN을 상환하려는 유인을 갖게 된다. 따라서 이는 좀더 비용이 적게 드는 담보부은행채, 후순위브리지론 등으로 대체되곤 한다.

최근 들어 특히 고수익채권시장의 경우 은행대출채권과 회사채의 구분이 애매해지고 있다. 대출자의 유동성 선호, 규제장벽의 완화, 대출서류(loop documentation)의 표준화 등으로 투자비적격등급 은행대출채권의 거래시장이 활성화되었다. 1990년 미국의 고수익채권시장이 붕괴되었을 때에는 은행대출채권이 부채조달기업(leveraged companies)에게 자금의 98%를 제공했다. 특히 만기가 긴 B등급 대출시장의 발달은 회사채시장과 유사한 모습을 보여주었다. 그러나 전형적인 고수익채권과 고수익은행대출채권(High Yield Bank Loans) 간에는 상당한 차이점이 존재한다. 예컨대 변동금리의 은행대출채권은 항상 조기상환이 가능하며 보통 발행자의 자산을 담보로 하고 있다. 한편 고수익채권은 고정금리이며 조기상환보호조항이 존재하며 담보도 존재하지 않는다. 무엇보다도 은행대출채권에는 고수익채권보다 엄격한 재무제한조항이 존재한다.

최근에 개발된 신상품인 Term Loan Placements는 고수익채권의 사모발행과 유사한 방식으로 발행된다. 이는 term loan과 고수익채권의 중간적인 채권으로서 발행자의 입장에서 매력적인 상품이다. 이는 고수익채권과의 유사성이 클 경우 재무 및 여타 제한조항이 거의 없으며, 이와 달리 은행대출과의 유사성이 더 클 경우에는 만기 이전에 갚을 수 있다

는 이점이 있다.

CBO(Collateralized Bond Obligations)의 경우, 자산유동화증권(ABS)의 담보자산이 신용위험을 분산시킬 수 있도록 다양한 발행기관의 고수익채권들로 집합된 포트폴리오를 구성하고 있다. CBO거래는 상이한 신용위험 및 수익구조가 제공될 수 있도록 만기, 이자율 및 이자지불방법 등이 서로 다른 다양한 계층(tranches)의 증권으로 구분되어 발행된다. CBO 및 이와 유사한 구조를 갖는 CLO(Collateralized Loan Obligations)에 대해서는 다음 절에서 좀더 상세히 살펴보도록 하겠다.

3. CBO(Collateralized Bond Obligations)

기본적으로 CBO는 상이한 채권들로 구성된 포트폴리오를 담보로 하는 채권이다¹⁷⁾. 그런데 담보가 되는 포트폴리오로는 고수익채권이 높은 비중을 차지하고 있다. 한편 CLO는 syndicated 고수익채권 또는 투자등급 대출채권으로 구성된 포트폴리오를 담보로 한다. 이들에 투자한 투자자들은 상관관계위험(correlation risk)을 사는 것과 같다¹⁸⁾. 상관관계위험이란 두 가지의 위험자산이 예상했던 상관관계대로 움직이지 않을 때 발생하는 위험이다. 양자 모두 원증권(underlying financial instruments)으로부터 발생하는 현금흐름은 채권의 계층별 우선순위에 따라 투자자에게 지급된다. 이러한 우선순위에 따른 현금흐름의 지급 결과 CBO/CLO로 발행된 채권은 원증권보다 높은 신용등급을 받게 된다.

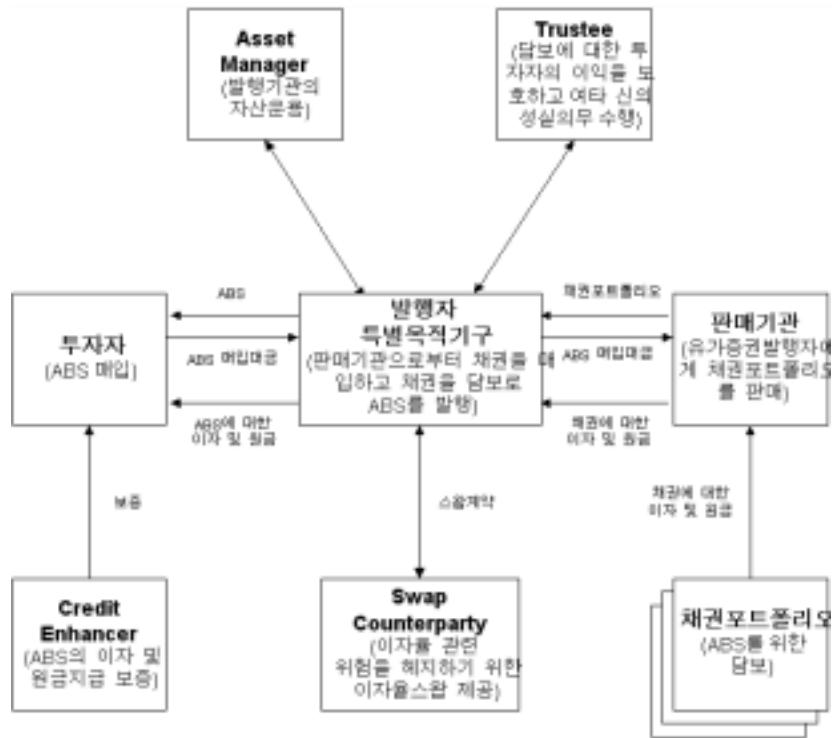
CBO/CLO의 시장규모는 폭발적으로 증가하고 있는데, 신규발행물량의 경우 1996년 110억 달러, 1997년에는 400억 달러에 이르렀으며, 1998

17) Grossman, Robert J., "Management of CBOs/CLOs," *Special Report*, Fitch Research, 1997.12.8

18) Skora, Ricard K., "Correlation - The Hidden Risk in Collateralized Debt Obligations," Skora & Company Inc.

년에는 전년도보다 2배 이상 상승한 것으로 알려지고 있다. 이렇게 증가한 원인으로는 보험·은행업에서 자기자본비율의 규제로 묶여진 자본을 활용해야 할 필요성이 대두되었고, 또한 신디케이트드론 및 고수익채권 시장에서의 유동성이 증가하였기 때문으로 보인다.

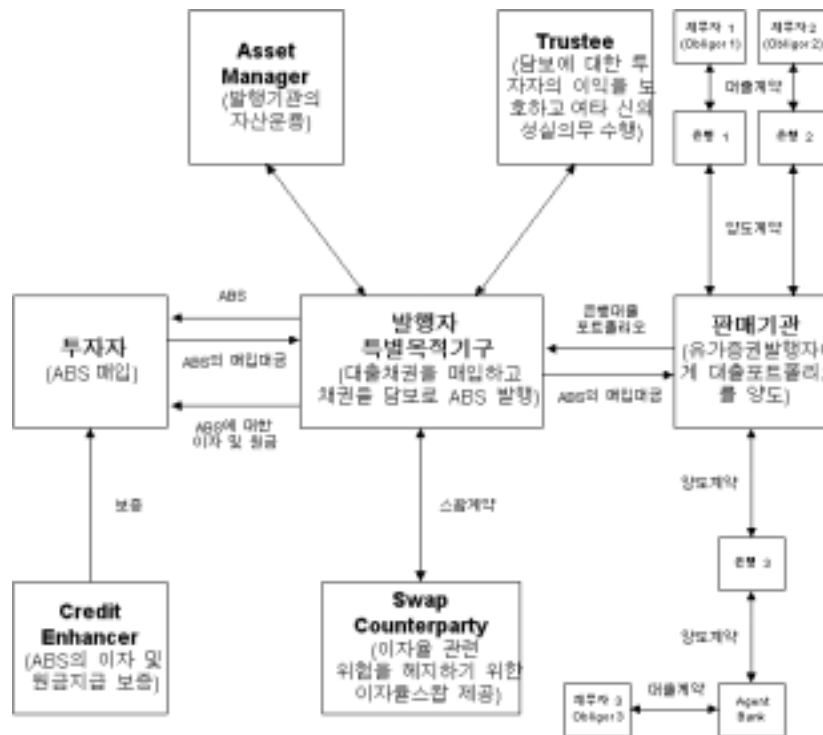
<그림 V-3> CBO의 거래구조



한편 은행 CLO는 당 거래의 스폰서인 은행으로부터 대출채권(loans)을 매입하거나 그에 대한 보증을 선 기관에 의해 발행되는 유가증권으로 정의된다¹⁹⁾. 전형적으로 스폰서에 의해 보유되는 대출채권은 새로이

발행되는 증권의 담보로 이용된다. CLO는 은행에 의해서만 이용되는 것은 아니며, 비은행금융기관들이 CLO를 발행하기도 한다. 이는 자산에 고수익채권과 부실대출채권 등이 함께 포함되어 있음으로써 발생하는 스프레드차익거래의 기회를 이용하고자 하는 동기 때문이다.

<그림 V-4> CLO의 거래구조



19) Lee, Jane, Tracy Prdgen, Mario Verna and Kimberly A. Slawek, "Bank Collateralized Loan Obligations : An Overview," *Special Report*, Fitch Research, 1997.12.18

은행 CLO의 주요 동기는 이로 인해 엄격한 자기자본기준을 신속적으로 운용할 수 있고, 또 펀드 내에서 수익성이 떨어지는 자산의 비중을 줄일 수 있다는 점에 있다. 원 담보채권(underlying collateral)에는 투자등급채권의 비중이 크고 투자등급 이하의 회사대출채권도 일부 포함된다. 또한 이는 은행이 통상 보유하고 있는 주식(unrated equity tranche)은 물론 다양한 계층의 채권(several tranches of rated securities)으로 구성된다. 이처럼 계층화된 자산구조 때문에, 현금흐름의 지급우선순위체계(prioritization of cash flows)에 따라 상이한 계층의 채권들간에 위험을 재분배하는 것이 가능하다. 즉, 후순위채권 또는 주식의 경우 부도로 인해 가장 먼저 손실을 입게 된다. 그리고 우선순위채권은 후순위채권보다 높은 신용등급을 받으므로 신용위험이 가장 적게 된다. 주식의 경우 가장 위험이 큰 대신 부도율이 낮을 경우 높은 수익을 기대할 수 있다.

CLO가 높은 신용등급을 얻을 수 있는 것은 신용보전(credit enhancement)의 기능에 의한 것인데, 이를 위해 현금흐름의 지급우선순위체계, 현금보유계좌(cash reserve account)의 유지, 지급보증 등의 방법이 활용된다. 또한 CLO의 위험을 줄이는 요인으로는 차입기관의 다변화, 최저이자보상율(minimum interest rate coverage)의 유지, 담보채권에 대한 신용평가, 헤징메카니즘 등이 있다.

위의 방식에 의해 발행된 채권(rated securities)에는 높은 신용평가등급이 매겨지기 때문에, 이들 발행증권은 ABS시장에서 원 대출자산과 비교하여 상대적으로 낮은 수익률로 가격결정이 이루어진다. 이는 양자간에 초과스프레드가 발생할 수 있는 요인이 된다. 그렇지만 은행 CLO의 경우 대출자산에서 투자등급대출채권의 비중이 큰 관계로 신용위험이 낮은 대신 또한 수익성도 상대적으로 낮기 때문에, 초과스프레드의 크기도 적다.

자산 (loans)	부채 (notes)	신용평가등급	비중(%)
50.00억	4.65억	AAA/AA	93
-	1.00억	A	2
-	1.00억	BBB	2
-	1.50억	not rated(equity)	3
50.00억	50.00억		

은행이 CLO를 이용하는 이유는 증권화를 통해 자산을 효율적으로 finance하고 자기자본규제로 묶여있던 자본 중 많은 부분을 추가로 활용할 수 있기 때문이다. CLO를 통해 자유로워진 자본은 배당의 지불, 주식의 재매입, 전략적 인수 등의 목적에 이용될 수 있다. 예컨대 평균 신용등급이 BBB인 50억 원의 대출채권자산이 있는데, 이를 근거로 97%는 투자등급채권으로, 나머지 3%를 주식으로 증권화되어 발행되었다고 하자. 증권화가 이루어지기 전, 금융기관은 자기자본비율 8%에 따라 최소 4억 원을 자기자본으로 보유하고 있어야 한다. 그러나 증권화가 행해진 후에는 주식(equity)의 100%인 1억 5천만 원만 자기자본으로 보유하고 있으면 된다. 이로써 2억 5천만 원이 다른 용도로 쓰여질 수 있다.

VI. 고수익채권과 기업구조조정

1. 구조조정의 의의와 차원
2. 고수익채권과 LBO
3. 벌처펀드(Vulture Fund)와의 비교
4. 벤처기업 및 중소기업의 자금조달
5. 고수익채권을 이용한 자금조달

VI. 고수익채권과 기업구조조정

1. 구조조정의 의의와 차원

구조조정이란 “기업의 성장(growth) 또는 생존(survival)을 위하여 기업의 자산구조(asset or business structure) 또는 재무구조(financial structure)를 조정하는 일련의 과정”을 의미한다.

기업의 어떤 측면이 구조조정의 대상이 되느냐 하는 관점에서 보면 크게 자산측면과 재무측면으로 크게 나눌 수 있다. 자산차원의 구조조정은 자산을 확대하는 방향과 축소하는 방향으로 구분된다. 자산을 확대하는 구조조정 방안으로는 M&A, 합작투자, 영업양수도 등이 있고 자산을 축소하는 방안으로 분리매각(Divestiture), 분리설립(Spin-off), 주식매각설립(Equity Carve-out) 등이 있다.²⁰⁾ 자산의 확대나 축소와 달리 기업간에 사업자체를 교환하는 사업교환(Business Exchange)도 자산구조조정방안의 하나이다. 재무측면의 구조조정은 기업의 최적자본구조를 설정하고 여러 가지 방법을 통해 이를 달성하는 것이다. 부실기업이나 부실징후기업의 경우에는 재무구조의 개선 즉 부채비율의 감소에 그 초점이 맞추어진다. 부채의 감소방법으로는 부채탕감(Debt Forgiveness), 부채회수(Buy-back), 증권화(Securitization), 장·단기 부채교환(Maturity Swap) 등이 있다.²¹⁾ 자기자본의 증대는 유상증자를 통해 이루어진다. 부채와 주식을 동시에 조정하는 방법으로는 대출금

20) 기업분할제도에 관한 상세한 연구로는 다음을 참조바람. 김형태·박용서, “주식시장을 활용한 기업분할제도,” 한국증권연구원 조사보고서 99-02, 1999.3

21) 부채탕감, 부채회수, 증권화, 부채-주식 교환 등의 각종 부채감소 방안에 대한 이론적 연구로는 다음을 참조바람. 김형태, “시장메카니즘을 통한 기업부채의 감소방안,” 『증권·금융연구』 게재 예정

출자전환(Debt-Equity Swap), 청구권 교환(Exchange Offer) 등의 방법이 있다. 부채나 주식과 같은 전통적인 증권에 국한되지 않고 기업의 실정과 목적에 맞는 증권을 설계하여 재무구조를 조정할 수 있는데 이를 증권설계(Security Design)라 한다. 재무적 곤경에 처해 있거나 부실 가능성이 있는 기업을 대상으로 한 증권설계를 특히 재무적 곤경하의 증권설계(Security Design under Financial Distress)라 한다.²²⁾

<표 VI-1> 구조조정의 차원

자산차원			재무차원			
자산확대	자산축소	자산교환	부채차원	주식차원	부채+주식	증권설계
M&A 합작투자 영업 양·수도	분리매각 분리설립 분리공개	사업교환	부채탕감 부채회수 증권화 장·단기 부채 교환	유상증가 전환사채	대출금출자 전환 청구권교환	재무적 곤경하의 증권설계

구조조정의 관점에서 고수익채권을 분석해보자. 첫째, 발행기업의 부실화정도이다. 고수익채권(정크본드)은 벤처기업이나 구조조정기업 등과 같이 위험이 높은 기업이 발행한다. 신용등급 BB이하의 기업이 발행한 채권은 모두 고수익채권으로 정의되기 때문에 투자대상기업의 부실화 정도는 다양하다. 둘째, 투자목적 측면이다. 고수익채권투자자의 투자목적은 시세차익획득을 목적으로 하는 경우와 경영권획득을 통한 기업가치

22) 증권설계에 관한 구체적인 연구로는 다음을 참조하기 바란다. 김형태·박용서, "증권설계(Security Design)를 통한 기업경쟁체도의 개선방안," Issue Paper 98-03, 한국증권연구원, 1998. 4., 김형태, "증권설계에 관한 연구," Mimeo, 한국증권연구원, 1999.3

증대를 목적으로 하는 경우로 구분된다. Original Issue나 Fallen Angel에 투자하는 경우는 시세차익획득이 목적이고, LBO과정에서 발행되는 고수익채권의 경우에는 경영권획득과 자산구조조정이 투자목적이다. 셋째, 구조조정 대상측면이다. 고수익채권은 구조조정기업의 고수익채권 발행을 통한 자금조달을 지원해 준다는 점에서 재무적 측면의 구조조정을 수행한다. 그러나 LBO과정에서 발행된 고수익채권은 M&A나 기업분할을 수반하기 때문에 이 경우 고수익채권은 자산차원의 구조조정과 관련된다.

2. 고수익채권과 LBO

가. 의의

LBO(Leveraged Buy-out)란, 기업의 인수·합병을 추진하는 주체가 자기자본은 약간만 투입하고 매수대상기업의 자산이나 인수후의 기대이익을 담보로 대규모 자금을 차입하여 기업을 매수하는 M&A의 한 방식이다. 즉 LBO는 과도한 차입금을 이용하고 피인수기업의 담보여력을 활용하는 인수·합병이라고 해석할 수 있다. 기업을 매수한 후에는 매수한 기업의 자산을 매각하거나 기업공개 등의 방법을 통해 차입금을 상환한다.

LBO중에서 기업인수의 주체가 피인수기업의 경영진인 경우를 특히 MBO(Management Buy-out)라고 한다. 종업원지주제도(ESOP)를 통해 적립한 기금과 외부차입금을 통해 종업원들이 기업인수의 주체가 되는 경우를 EBO(Employee Buy-out)라고 한다.

나. LBO 진행 절차

① 명목회사(paper or shell company) 설립

LBO 추진 주체들이 목표기업 인수를 위한 명목상의 회사를 설립한다. 일반적으로 투자자들은 목표회사의 경영진, 종업원들인 operational sponsor와 외부 자본 부담자인 financial sponsor로 구성된다.

② 자금조달

인수주체는 LBO거래성사를 전제하여 명목회사 명의로 금융기관에서 차입하거나 고수익채권을 발행한다. 전형적인 자금조합은 자기자금 10%, 은행차입 50~60%, 고수익채권이나 전환사채 등 mezzanine finance로 나머지 30~40% 조달하는 것이다.

③ 합병

대금 지급 후 소유권이 이전되면 인수주체는 신규회사인 명목회사와 목표기업을 합병하여 새로운 회사를 발족한다. 그리고 목표기업이 상장회사인 경우 비공개기업화(going private)하는 것이 일반적이다. 새로운 기업은 외부의 전문경영인이 영입되어 관리되는데 이들에게는 막대한 스톡옵션이 부여된다.

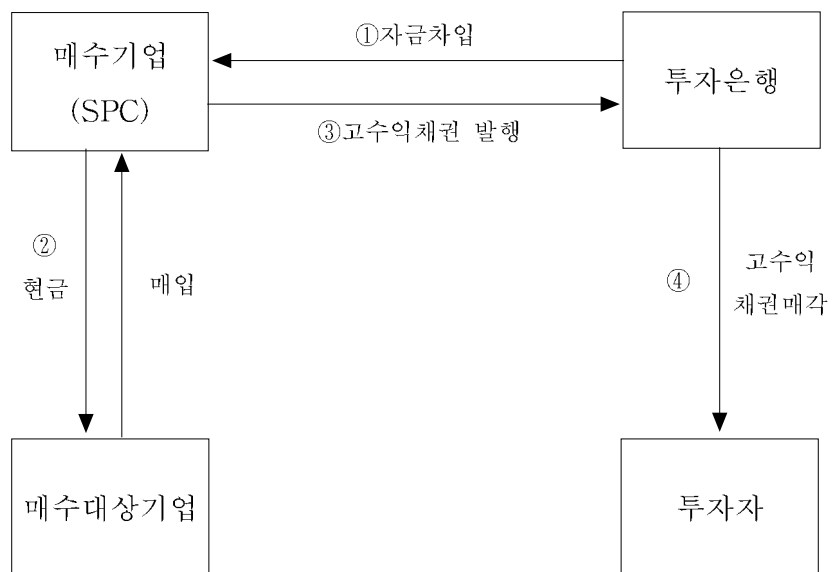
다. LBO의 자금조달 수단

LBO의 대표적인 자금조달 수단으로는 LBO Loan, LBO Fund, Junk Bond 발행 등의 방법이 있다.

① LBO Loan

기업매수자가 매수대상기업의 자산을 담보로 은행 등 금융기관으로부터 자금을 차입하여 기업을 매수하고 기업매수 후 피매수기업의 자산을 매각하여 차입금을 상환한다. 높은 위험부담 때문에 대형은행 등을 중심으로 신디케이트가 구성되어 자금지원이 이루어지는 것이 일반적이다.

<그림 VI-1> 고수익채권을 활용한 LBO



② LBO Fund

투자은행(Investment Bank)이 직접 LBO자금조달을 위한 펀드를 설정하고 투자자(대형은행, 생보사, 연기금 등의 기관투자자)들로부터 자금을

모집하여 매수대상기업의 주식을 매입함으로써 경영권을 획득하는 방법이다.

③ Junk Bond

기업매수자가 투자은행으로부터 Bridge Loan 형식으로 자금을 차입하여 매수대상 기업을 매수하고 일정기간 후 정크본드를 발행하여 투자은행에 인수시킴으로써 차입금을 상환하는 방법이다.

라. 고수익채권을 이용한 LBO

기업 매수자가 투자은행으로부터 브리지론 형식으로 자금을 차입하여 기업을 매수하고 일정기간 후 고수익채권을 발행하여 투자은행에게 인수시킴으로써 차입금을 상환하는 방법이다. 투자은행은 인수한 고수익채권을 보험회사나 연기금 등의 기관투자자에게 매각하여 인수수수료와 매각주선수수료 획득한다. 미국의 경우, 고수익채권이 활용되기 이전까지는 자금력이 풍부한 기업들에 의해 M&A가 주도되었으나 80년대부터 고수익채권이 LBO에 활용된 이후부터는 기업의 자금력에 관계없이 M&A 등 구조조정이 활성화되었다.

마. LBO 활용가능 기업

LBO를 성공적으로 수행하기 위해서는 인수회사가 재무적 곤경(financial distress)을 효율적으로 관리할 수 있는 능력이 있어야 한다. 이제 어떠한 조건을 갖춘 회사가 LBO의 대상으로서 매력이 있으며 어떠한 조건을 갖춘 회사가 LBO의 주체가 될 수 있는가를 살펴보도록 하자.

첫째, LBO의 대상이 될 수 있는 회사는 다음의 조건을 갖추어야 한다.

- 최적자본구조에 비해 부채를 덜 사용하고 있는 회사
- 부채사용으로 인한 비용을 감당할 수 있게 충분한 현금흐름이 창출되는 회사
- 현금흐름의 변동성이 크지 않은 회사
- 현금흐름이 시장상황에 따라 민감하게 변화하지 않는 업종에 속한 회사

둘째, LBO의 주체가 될 수 있는 회사는 다음의 조건을 갖추어야 한다.

- 신용도나 명성 등이 우수하여 재무적 곤경에 쉽게 빠지지 않는 기업
- 부채비용을 줄일 수 있는 회사
- 현금흐름이 예상과 다를 때 채권자들과 부채구조조정을 수행할 수 있는 협상력을 보유한 회사

바. 우리나라에서의 활용 가능성

구조조정 대상기업이 발행한 고수익채권을 인수하고 더 나아가 출자 전환을 통해 경영권을 획득하고 기업구조조정을 수행하는 벌처펀드의 육성이 필요하다. 산업발전법에 의해 설립되는 한국판 벌처펀드인 기업구조조정전문회사가 이 같은 기능을 수행할 수 있으리라 생각된다. LBO의 활성화를 위해서는 회사채 발행한도 제한의 완화가 필요하다. 현재

우리나라의 상황은 상법상의 회사채 발행한도 제한과 같은 제약조건 때문에 고수익채권 발행을 통한 LBO 수행이 사실상 불가능하다. 산업발전법에 의해 설립되는 한국판 벌처펀드인 기업구조조정전문회사 자체에 대해서는 상법에 대한 예외 규정을 두어 자본금의 10배까지 회사채를 발행할 수 있게 하였다. 그러나 LBO를 수행하기 위해서는 구조조정 대상기업의 회사채 발행한도가 함께 확대되어야 한다. 따라서 구조조정 전문회사가 투자하는 대상기업에 한하여 그 회사채 발행한도를 확대해 주는 방안도 검토해 볼 필요가 있다.

3. 벌처펀드(Vulture Fund)와의 비교

고수익채권 투자자는 신용위험이 큰 발행기업의 채권에 투자함으로써 고수익을 추구하게 된다. 한편 벌처펀드는 신용위험이 표출되어 이미 부실화된 기업이나 부도가 발생한 기업의 유가증권(distressed or bankrupt securities), 그 중에서도 특히 채권에 투자하여 기업을 회생시킴으로써 높은 투자수익을 올리게 된다. 따라서 고수익채권에 투자하기 위해서는 신용위험을 예측하고 관리하는 능력이 뛰어나야 하며, 대신 벌처펀드의 경우 파산절차 등 법제에 능통해야 할 뿐 아니라 전문적인 경영능력도 구비하고 있어야 한다.

또한 고수익채권시장의 경우 Rule 144A 등 제도적 정비로 인해 거래의 유동성이 어느 정도 뒷받침되고 있으나, 부도증권의 경우 일반적으로 유동성이 크게 부족한 편이다. 따라서 벌처펀드는 수요/공급의 불균형이란 시장의 비효율적 특징을 이용하여 이익을 추구하게 된다. 이외에도 고수익채권에 대한 투자의 경우 기본적으로 이자수익을 목적으로 하는데 비해, 벌처펀드의 경우 자산가치의 상승으로 인한 수익을 목적으로 한다는 차이가 있다.

가. 벌처펀드의 의의

벌처(vulture)란 '동물의 시체를 먹고사는 독수리류'를 의미한다. 벌처펀드(vulture fund)란 죽어 가는 기업 즉 부실기업에 전문적으로 투자하는 투자기관을 의미한다. 한마디로 벌처펀드란 부실기업 구조조정의 전문가이다. 벌처펀드는 부실기업의 자산을 직접 매입하는 경우도 있으나 대개의 경우는 부실기업이 발행한 증권, 즉 부실증권(distressed securities)에 투자한다. 벌처펀드의 투자대상이 되는 부실기업이란 일반적으로 공식적인 법정관리를 신청한 부실기업을 의미하지만, 아직 법정관리를 신청하지는 않았지만 재무적 곤경에 처해있는 기업과 법정관리를 갓 벗어난 기업(orphan company)도 포함된다. 우리나라의 경우는 「산업발전법」에 규정되어 있는 기업구조조정전문회사가 바로 한국판 벌처펀드(Vulture Fund)이다. 즉 기업구조조정전문회사는 부실기업의 자산과 증권투자 그리고 이를 통한 기업구조조정에 특화된 구조조정기구이다.

나. 벌처펀드의 투자전략

벌처펀드의 투자전략은, 투자목적, 경영권획득방법, 투자시점 그리고 투자대상 등 다양한 기준에 따라 구분하여 볼 수 있다. 본 논문에서는 벌처펀드의 투자목적에 기준으로 벌처펀드의 투자전략을 구분해 보기로 한다. 투자목적에 따른 전략으로는, 경영권획득전략, Bondmail 전략, 시세차익획득전략, 포트폴리오 분산투자전략 등이 있다.

투자목적에 따른 벌처펀드의 투자전략을 분석하기 위해서는 파산관련법제에 대한 이해가 중요한 전제가 된다. 구체적인 투자전략을 살펴보기에 앞서 기업회생안의 통과를 위해 필요한 의결권에 대한 규정을 살펴해보도록 한다.²³⁾ 미국의 파산법제중 기업회생을 다루는 Chapter11에서

는 기업회생안이 각 청구권 조(class)의 의결을 거쳐 통과되도록 요구하고 있다. 구체적 내용을 보면 각 청구권조마다 총액면의 2/3이상, 총채권자수의 1/2 이상의 찬성을 필요로 한다. 따라서 특정 청구권조 총액면의 2/3만 보유하면 자신이 제시한 기업회생안을 통과시킬 수 있다. 반대로 특정 청구권조 총액면의 1/3만 보유하면, 자신이 제시한 기업회생안을 가결시킬 수는 없어도 다른 사람이 제시한 기업회생안을 저지할 수 있다.

우리나라 회사정리법의 경우는 정리계획안 통과를 위해 정리채권자의결권 총액의 2/3 이상, 주주 의결권 총액의 과반수 이상의 찬성을 요구한다. 정리담보권의 경우에는 그 조건이 더욱 까다로워서 정리담보권기한의 유예를 정하는 계획안인 경우에는 의결권 총액의 3/4이상, 위 사항 이외의 권리변경에 관계된 계획안인 경우에는 의결권 총액의 4/5 이상, 그리고 청산을 내용으로 하는 계획안인 경우에는 정리담보권자 전원의 동의를 필요로 한다.

1) 경영권 획득 전략

(1) 의의

경영권획득전략이란 기업의 경영권을 행사할 수 있을 정도의 충분한 주식을 획득하려는 전략이다. 대개의 경우 벌처펀드는 부실기업주식을 직접 구입하는 것이 아니라 부실기업채권을 대량으로 구입하여 기업회생안에서 청구권재분배를 통해 주식으로 전환함으로써 원하는 만큼의 주식을 확보하는 전략을 구사한다. 경영권 획득 후 구조조정과 효율적인 기업경영을 통해 기업가치를 증대시킴으로써 이 같은 기업가치 증대로

23) 본 연구에서는 기업회생안을, 우리나라 회사정리법상의 회사정리계획안과 미국 파산법제 중 Chapter11에서의 기업재조직안(reorganization)을 모두 포함하는 일반적인 개념으로 사용하였다.

부터 발생하는 이익을 향유하려는 전략이다.

부실기업의 회생여부는 매우 불확실하기 때문에 이러한 전략은 위험도가 매우 높다고 할 수 있다. 대신에 기업을 성공적으로 회생시켰을 경우 기대할 수 있는 수익은 상당히 클 것이다. 벌처펀드는 부실기업의 평가, 부실기업의 구조조정 그리고 부실기업 정상화에 전문적인 노하우를 지니고 있기 때문에 기업을 회생시킬 가능성이 높다. Hotchkiss와 Mooradian(1997)의 실증분석 결과에 의하면, 벌처펀드가 특정 기업의 경영권을 획득하여 기업경영에 직접 관여하게 되면 그 기업의 주가가 상승한다.²⁴⁾ 시장의 투자자들이 벌처펀드의 기업회생에 대한 전문적 능력을 인정한다는 의미이다.

경영권 획득전략이 갖는 중요한 의미는 벌처펀드에 의한 경영권획득이 그 기업의 가치를 증대시킨다는 것이다. 벌처펀드의 효율적 경영을 통해 기업가치가 증대되면, 벌처펀드뿐만 아니라 채권자, 주주 등 다른 청구권자들도 이익을 볼 수 있다. 고로 벌처펀드의 경영권획득전략은, 모든 청구권자들의 이익을 함께 증진시킨다는 의미에서, 다른 청구권자들의 이익을 침해하면서 벌처펀드만의 이익을 도모하는 Bondmail 전략과 큰 차이가 있다.

(2) 경영권 행사방법

벌처펀드가 부실기업의 경영권을 획득하여 행사하는 방법은 정상적인 기업을 대상으로 한 경영권 쟁탈이나 경영권의 행사와는 구분되는 점이 많다. 미국의 Chapter 11이나 우리나라의 회사정리법 등과 같은 기업회생제도 내에서 경영권을 획득하는 것이 일반적이다.

24) Hotchkiss, E. S. and R. M. Mooradian, "Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, pp.401~432.

첫째, 벌처펀드 스스로 기업재조직안을 제출하는 방법이 있다. 기업 재조직안은 현재의 부실화된 기업을 기존 주식의 전부 또는 일부 소각·병합, 채무의 조정 및 변제방법 강구, 사업부문의 정리·통합, 새로운 경영계획의 작성 등을 통해 사실상의 새로운 정상기업으로 재탄생시키기 위한 계획안이다. Chapter 11에 의하면 처음 120일 동안에는 기존 경영진에 의해서만 기업회생안 제출이 하지만 그 이후에는 기업의 경영진 외에 채권자, 주주 등이 기업회생안을 법원에 제출할 자격이 있다. 따라서 벌처펀드가 기업회생안을 작성, 제출하여 동의를 받으려면 우선 그 기업의 채권자이거나 주주일 필요가 있다. 그리고 벌처펀드가 제안한 기업회생안이 가결되기 위해서는 특정조 채권총액의 2/3이상을 보유해야 한다.

둘째, 부채를 매입하는 방법이 있다. 기업이 부도가 발생했더라도 그 기업의 주식이나 채권은 정상기업과 마찬가지로 유통시장에서 계속 거래될 수 있다. 법적 회생절차를 밟고 있는 기업에서는 채권자가 주주보다 많은 권한을 보유하게 되는데 이는 주식의 경우 기업청산시 변제우선순위가 최하위이기 때문이다. 따라서 충분한 양의 부채를 확보한 투자자는 부채를 주식으로 전환할 수 있도록 하는 기업회생계획을 수립, 제안함으로써 회생기업의 경영권을 행사할 수 있을 정도의 지분확보를 꾀할 수 있다. 특히 기존 주주의 보유지분이 기업회생계획 하에서 축소되거나 소각될 경우 부채를 매입한 투자자의 경영지배권 확보는 더욱 용이해질 것이다.

(3) 최적투자전략

벌처펀드의 투자목적이, 기업회생안을 통해 회생된 기업의 최대주주가 됨으로써 경영권을 획득하는 것이라면 벌처펀드는 어떠한 투자대상에 투자하여 것이 최대의 이익을 얻을 수 있겠는가? 보상이 가능한 청

구권 중 가장 후순위의 청구권에 투자하는 것이 최적전략이다. 왜냐하면 청구권의 변제우선순위가 낮을수록 할인비율(discounted rate)이 크기 때문에 벌처펀드는 저렴한 가격으로 매입할 수 있기 때문이다. 예를 들어 후순위채권의 경우 액면가의 1/10 선에서 거래되기도 한다. 그렇다고 지나치게 후순위의 채권을 매입하는 것은 합리적인 투자전략이 아니다. 왜냐하면 미래의 기업가치가 불확실한 상황에서, 변제의 우선순위가 너무 낮으면 전혀 분배받지 못할 가능성이 있기 때문이다. 보상이 가능한 가장 후순위의 청구권을 구입하기 위해서는 부실기업의 가치를 정확히 평가할 수 있는 능력이 전제되어야 함은 물론이다.

2) Bondmail 전략

Bondmail 전략이란 다른 사람이 제안한 기업회생계획안을 저지할 수 있을 정도(blocking position)의 발행부채를 확보한 후 회생계획안에 반대하지 않는 대가로 정상적으로 분배받아야 하는 액수보다 많은 보상(recovery)을 제공받으려는 전략이다. 기업회생안 제안자의 관점에서 볼 때, 각 채권자조별로 채권액의 1/3 이상을 보유하고 있는 채권자의 거부권 행사는 자신의 회생계획안을 통과시키는데 장애요인이 된다. 이럴 경우 다시 새롭게 회생계획안을 작성하여 채권자나 주주 등의 의결권자들을 재설득하는 것은 시간과 비용이 많이 든다. 기업회생안의 재작성보다는 계획안을 부결시킬 정도의 의결권을 확보하고 있는 채권자들과 직접 협상하여 그에게 일정한 혜택을 줌으로써 계획안을 가결시키는 것이 오히려 비용이 적게 들 수 있을 것이다.

이와 같은 기업회생안 제안자의 입장을 이용하는 전략이 바로 벌처펀드의 Bondmail 전략이다. 특정인이 제안한 기업회생안을 반대하지 않는 대가로 벌처펀드가 원래 받아야 하는 것보다 높은 수익을 보장받는 전략이다. Bondmail 전략은, 기업가치의 크기는 일정한 상태에서 벌처펀

드 자신의 분배 몫만을 증대시키고자 하는 전략이므로 결국 다른 청구권자들의 청구권가치를 감소시키는 결과를 가져오게 된다. 따라서 벌처펀드가 Bondmail 전략을 추구할 경우, 필연적으로 다른 채권자들과 심각한 갈등을 유발시킬 소지를 갖게 된다. 이 같은 측면에서 볼 때 Bondmail 전략은 기업가치증가를 통해 다른 청구권자들에게도 이익을 가져다주는 경영권획득전략과 구분된다.

다. 벌처펀드의 기능과 역할

1) 기업가치의 증대

벌처펀드가 특정한 증권을 매입하면 기업의 가치 즉 주가를 상승시키는 효과가 있다. 기업가치 증대효과는 정보비대칭 하에서의 정보효과와 부실기업의 대리인문제와 관련된 경영권효과로 구분된다. 첫째, 정보효과(information effect)에 대해 살펴보자. 벌처펀드는 부실증권 투자에 전문적인 분석능력과 정보를 갖고 있는 투자자이다. 따라서 일반투자자의 입장에서 볼 때 벌처의 투자행태는 신호전달(signalling)의 역할을 한다. 즉 벌처가 후순위채권을 구입한다는 것은 벌처가 기업의 전망을 충분히 낙관적으로 보아서 후순위채권에 투자해도 상환받을 수 있다고 판단했기 때문이라고 일반투자자들은 해석한다. 벌처의 후순위채권구입을 시장은 위와 같이 긍정적으로 해석하기 때문에 주가에 (+)효과를 준다. 만일 벌처가 우선순위채권을 구입하면, 기업의 전망이 나쁘니까 굳이 안전한 우선순위채권을 확보하려한다고 시장이 해석한다. 이 같은 해석에 의하면 벌처의 우선순위채권 구입은 주가를 하락시키는 효과를 초래한다.

둘째, 경영권효과(control effect)에 대해 살펴보자. 앞에서 설명한 정보효과에 의하면 벌처펀드가 구입하는 증권의 종류에 따라 주가가 증가

하기도 하고 감소하기도 한다. 이와는 달리 경영권효과에 의하면 벌처펀드가 기업경영에 직접 참가하는 경우에는 벌처펀드가 구입하는 청구권의 종류에 관계없이 주가가 상승한다. 부실기업일수록 대리인문제가 심각하고 경영자감시가 곤란한 것이 일반적 현상이다. 벌처펀드가 경영권을 획득하게 되면 부실기업의 경영자를 감시하고 또는 스스로 경영에 참가함으로써 기업의 가치를 증대시킬 수 있다. 앞서서도 언급했듯이 Hotchkiss와 Mooradian의 실증분석(1997)에 의하면 미국의 경우 약 30%의 경우 벌처펀드가 이사로 취임하고 약 10% 경우는 최고경영자로서 기업을 직접 경영한다. 또한 벌처펀드의 경영권획득은 주가를 상승시키는 효과가 있음이 확인되었다.²⁵⁾

2) HOLDOUT문제의 감소

부실기업 발행채권을 다수의 소액채권자가 보유하고 있을 경우에는, 기존채권자들에게 새로운 청구권으로의 교환을 제안함으로써 부채의 재구성을 시도할 경우 실패할 가능성이 크다. 왜냐하면 소액채권자들은 그들의 양보결정이 기업재구성에 아무런 영향을 미치지 못한다고 생각하고 또 기존채권을 계속보유하고 있으면 청구권재구성이 순조롭게 완료될 경우 아무런 양보없이 보다 유리한 상황을 받을 수 있기 때문이다. 고로 다수의 채권자가 존재할 경우 사적인 부채재조정 또는 청구권재조정 협상은 실패할 가능성이 높아지게 된다. 따라서 청구권재조정을 통한 기업의 정상화가 어렵게 된다. 벌처펀드는 대규모 투자를 원칙으로 한다. 즉 소규모채권을 매집하여 대규모 블록을 형성함으로써 위와 같은 HOLDOUT문제를 해결할 수 있고 이를 통해 기업회생을 원활히 하는데 도움을 준다.

25) Ibid.

3) 자본구조 선택의 유연성

벌처는 부실기업의 증권을 할인된 가격으로 구입하기 때문에 채권전액을 상환받으려 하지 않는다. 즉 액면가의 아주 작은 비율만 상환받아도 충분히 높은 투자수익획득이 가능하다. 그러나 은행 등의 금융기관은 전액상환을 고집하며 상환양보나 기업의 주식획득을 기피하여 기업회생을 어렵게 하는 경향이 있다. 이 같은 은행의 경직성은 파산절차가 종결된 후에도 회생기업에게 큰 부담으로 작용하여 다시 청구권재조정을 하도록 만드는 경우가 많다. 벌처의 존재는 기업으로 하여금 최적자본구조 선택에 유연성을 부여함으로써 기업회생이나 구조조정을 수월하게 수행할 수 있게 하는 역할을 수행한다.

4) 위험부담기능과 부실채권 정리 기능

벌처펀드는 부실증권에 투자함으로써 일반투자자가 부담하기 힘든 높은 위험을 부담하고 고수익을 추구하는 투자자이다. 벌처펀드는 회사정리절차와 부실기업평가에 대해 전문적 지식과 경험을 보유하고 경험을 있다. 부실기업의 평가와 회사정리절차의 이해를 통한 적절한 투자전략의 수립은 일반투자자의 입장에서는 거의 불가능할 정도로 복잡하다. 벌처는 정교한 투자전략을 통해 부실증권에 투자함으로써 이와 관련된 위험을 부담하는 경제적 기능을 수행한다. 은행의 입장에서는 벌처펀드에게 부실채권을 매각함으로써 대출채권의 질을 향상시키고 BIS기준 등 은행의 건전성 기준을 충족시킬 수 있다.

5) 증권시장의 안정성 증대

벌처펀드는 증권가격 급락시에 투자유인이 촉발되는 특징을 갖고 있기 때문에, 증권가격의 폭락을 방지해 주는 효과가 있다. 이 같은 벌처

펀드의 기능에 대한 기대는, 부실기업의 증권이 아닌 정상적인 기업의 증권가격에도 (+)의 영향을 준다. 또한 벌처펀드의 기능은 투자은행의 영역에 속하는 기능으로서 수익원의 다양화를 모색하고 있는 국내 증권사들에게도 시사하는 바가 크다고 생각된다.

라. 한국판 벌처펀드 : 기업구조조정 전문회사

1) 투자대상

기업구조조정전문회사는 한국판 벌처펀드(Vulture Fund)이다. 즉 기업구조조정전문회사는 부실기업의 자산과 증권투자 그리고 이를 통한 기업구조조정에 특화된 구조조정기구이다.²⁶⁾ 「산업발전법」에 규정되어 있는 구조조정대상기업을 정리하면, 첫째, 부도기업, 파산·화의·회사정리절차 신청 기업, 둘째, 채권금융기관협의회에서 경영정상화가 필요하다고 인정하는 기업과 은행관리 기업, 셋째, 결손이 발생한 기업으로서 경영정상화가 필요한 기업, 넷째, 부채비율이 업종평균의 1.5배를 초과하는 기업, 다섯째, 사업전환을 추진하는 기업과 기업집단의 전문화를 위해 매각이 필요한 기업 등을 포함하고 있다. 구조조정전문회사가 다루는 구조조정기업은 부실화가 상대적으로 심각히 진행된 상태의 기업임을 알 수 있다.

특히 화의 내지 회사정리절차를 신청했거나 아니면 그 절차가 진행 중인 기업은 벌처펀드(Vulture Fund)의 전형적인 투자대상기업이다. 물론 벌처펀드의 투자대상이 법정관리하에 있는 기업만을 대상으로 하는 것은 아니다. 법정관리 이전의 부실기업에 투자하기도 하고 법정관리

26) 벌처펀드(Vulture Fund)에 관한 구체적인 연구로는 다음을 참조하기 바란다. 김형태·박용서, 『벌처펀드(Vulture Fund)의 투자전략분석』, 연구보고서 98-05, 한국증권연구원, 1998.6.

를 갖 벗어난 기업에 투자하기도 한다. 법률에 규정된 '채권금융기관협의회에서 경영정상화가 필요하다고 인정하는 기업'은 기업개선작업(workout) 과정에 있는 기업을 의미하므로 법정관리 이전단계의 기업을 의미한다. '전문화를 위해 매각되는 기업집단의 계열사'는 재벌 등과 관련된 우리나라의 특수한 현상을 고려한 투자대상이다. 부채비율이 업종평균의 1.5배를 초과하는 기업이란, 과도한 부채비율로 인해 재무적 곤경에 처한 기업으로서 재무구조조정을 필요로 하는 기업이다.

2) 기능

산업발전법에 규정되어 있는 구조조정전문회사의 주 기능은 구조조정기업에 대한 증권투자, 구조조정기업의 인수, 인수한 기업의 정상화 및 매각 등이다. 앞에서 언급한 벌처펀드의 투자전략과 비교하면, 구조조정기업에 대한 투자는 시세차익획득전략에 해당하고 구조조정대상기업의 인수, 구조조정대상기업의 정상화 및 매각 등은 경영권획득전략에 해당된다.

산업발전법에 규정되어 있는 구조조정전문회사의 주요 업무와 기능은 다음과 같다. 첫째, 구조조정기업에 대한 투자인데 여기서 '투자'란 구조조정기업이 발행하는 주식, 전환사채, 신주인수권부사채를 인수하거나 구조조정기업에 대한 약정투자 및 자금대여 등의 증권투자를 의미한다.

둘째, 구조조정기업의 인수기능이다. '인수'란 구조조정기업의 지분을 취득하여 당해 기업의 경영권을 획득하거나, 구조조정전문회사가 이미 인수한 자회사를 통해 당해 기업과 합병하거나 당해 기업의 영업 또는 자산을 양수하는 것을 말한다.

셋째, 인수한 기업의 정상화 및 매각기능이다. 구조조정전문회사는 축적된 전문적인 노하우를 바탕으로 부실의 책임이 있는 경영진 교체,

기술도입, 조직 및 인력에 대한 근본적인 합리화 조치 등을 취함으로써 기업가치를 제고하는 기능을 수행한다. 인수기업을 정상화한 후 구조조정전문회사는 보유 중인 그 기업의 주식 및 자산을 국내외 투자자에게 매각함으로써 투자자금을 회수하게 된다.

넷째, 부실채권의 매입기능이다. 구조조정전문회사는 성업공사나 은행 등으로부터 부실채권을 매입하고 이를 다양한 방법을 통해 재매각하거나 출자전환을 통해 해당기업의 경영권을 획득한다. 그밖에 기업의 회의·회사정리·파산 등 퇴출절차의 대행기능과 기업구조조정조합의 관리 및 운영기능을 수행한다.

4. 벤처기업 및 중소기업의 자금조달

가. 벤처기업의 정의

유 형	벤처기업의 범위
벤처캐피탈 투자기업	- 창투사(조합), 신기술금융사(조합)로부터 총주식수의 10%이상을 투자받은 기업. (단, 전환사채를 포함하는 경우는 20%이상)
연구개발 투자기업	- 연구개발비(R&D)가 총매출액의 5%이상인 기업
특허기술 개발기업	- 특허, 실용신안, 의장권에 의한 매출액(수출)이 총 매출액의 50%(25%) 이상인 기업
신기술 개발기업	- 신기술에 의한 매출액(수출)이 총 매출액의 50%(25%) 이상인 기업

각국마다 벤처기업에 대한 정의는 조금씩 다르다. 실리콘밸리(Silicon Valley)의 첨단산업 분야에 유래를 두고 있는 벤처기업은 미국에서는 '위험성이 크나 성공할 경우 높은 기대수익이 예상되는 신기술 또는 아

이디어라는 독립기반 위에서 영위하는 신생기업(new business with high risk-high return)으로 정의되고 있다. 한편 OECD에서는 'R&D 집중도가 높은 기업' 또는 '기술혁신이나 기술적 우월성이 성공의 주된 요인인 기업'으로 정의하고 있다. 그리고 우리나라에서는 「벤처기업특별조치법」에 의거, 벤처기업의 범위를 아래와 같은 4가지 유형으로 분류하여 정의하고 있다.

하지만 이러한 다양한 정의에도 불구하고 이를 종합하면, 벤처기업이란 위험부담은 크지만 성공에 따른 기대수익이 큰 독자적인 신기술이나 경영노하우, 그리고 왕성한 기업가정신을 바탕으로 신규지상을 개척해 나가는 신생 중소기업이라고 할 수 있다.

이러한 벤처기업은 사업의 성공에 대한 불확실성이 크고 경영기반과 신용력이 아주 미약하며, 담보능력도 낮기 때문에 일반적으로 투자위험이 높으며, 따라서, 일반 금융기관으로부터 용자받기가 어려워 자금조달에 어려움을 겪게 된다. 벤처기업의 지원요구사항에 대한 설문조사²⁷⁾에서도 가장 중요하게 나타난 사항이 벤처기업의 성장에 필요한 자금을 원활하게 공급할 수 있도록 해달라는 것이었다.

한국의 벤처기업은 전반적으로 업력이 짧은 편이기 때문에, 대부분의 기업들이 도입기나 급성장기에 있는 경우(55.6%)가 많다. 이는 '90년 이후 들어서야 벤처기업의 설립이 활성화되었기 때문이다. 따라서 이들을 적절히 육성할 수 있는 방안이 마련되어야 벤처기업의 활성화를 도모할 수 있다.

27) 벤처기업에 대한 우선융자 및 우선적 신용보증 확대(65.6%), 벤처캐피탈의 지원기능 확대 및 투자 활성화(51.5%), 기술담보제, 기술출자제 등을 통한 기술가치의 상업화 기반구축(51.2%), 연기금, 외국인, 대기업 등 다양한 투자재원 마련(32.8%). 그 외에 입지관련 규제완화 및 부담경감, 기술개발 및 인력지원 등이 주요 요구사항에 포함되었다. 이상은 「벤처기업 실태 조사 보고서 요약」을 참조하였다.

<표 VI-2> 벤처기업의 성장단계별 주요 자금공급원

단 계	종 류	내 역
초기단계 자금지원 (Early-Stage Financing)	창업준비 자금지원 (Seed Financing)	제품개발, 시장조사, 사업계획 자금
	연구개발 자금지원 (R&D Financing)	신기술과 신제품의 연구개발 자금
	창업 자금지원 (Starting Financing)	창업 중이거나 창업 후 1년 이내의 기업으로 제품을 시판하지 않는 기업 의 자원 자금
	시작단계 자금지원 (First-Stage Financing)	초기단계의 제조 및 판매활동에 필요 한 자금
성장단계 자금지원 (Expansion Financing)	2단계 자금지원 (Second-Stage Financing)	제품을 생산·출하하고 있으며, 재고 가 증가하고 있는 기업의 초기 확장 을 위한 운전자금
	3단계 또는 "메자닌" 단계 자금지원 (3rd-Stage or Mezzanine Financing)	매출액 및 이익이 증가하는 기업의 시장확대, 마케팅, 운전자금 등
	연결 자금지원 (Bridge Financing)	기업성장 6개월 내지 1년 전 기업확 장 자금 또는 자본금 구성을 조정하 기 위하여 주식매입 자금으로 지원되 었다가 주식공개시 증자자금으로 상 환되는 자금
기업매수/ 인수자금 지원 (Acquisition/B uyout Financing)	기업매수 자금지원 (Acquisition Financing)	다른 기업의 전체 또는 일부를 매수 시 필요한 자금
	기업인수 자금지원 (Management/Leveraged Buyout)	고용된 전문 경영인이 미공개기업 또 는 가족소유 형태의 기업을 인수하거 나, 기존 기업의 사업의 일부를 인수 받아 사업의 활성화를 추진하는 경우

나. 국내 벤처기업의 기본특성

국내 벤처기업의 45%는 창업 3년 미만의 신생기업이며, 전체 기업의 평균 업력은 5.1년 정도이다. 지역별로는 서울 56.2%, 경기 23.3% 등 수

도권에 80% 가까이 집중하여 분포하고 있다. 기업규모는 중소기업 수준으로서, 종업원 수가 30인 미만인 것이 85% 이상이고, 10인 미만인 경우도 58.4%에 이르고 있다. 업종은 정보통신, 소프트웨어 부문이 30%를 차지하는 등 첨단기술 분야가 대종을 이루고 있다²⁸⁾.

<표 VI-3> 벤처기업의 기본특성

구 분		업체 수	비율(%)
설립연도	89년 이전	9	12.9
	90 -95년 창업	30	42.9
	95년 이후	31	44.3
	평 균	5.1년	
매출규모(1997년)	5억원 이하	13	17.8
	5억 - 10억원 미만	17	27.9
	10억 - 30억원 미만	15	24.6
	30억원 이상	16	26.2
	평 균	45억 9천 8백만원	
종업원 규모(1997년)	4인 이하	16	24.6
	5 - 9인 이하	22	33.8
	10 - 29인 이하	11	16.9
	30인 이상	16	24.9
	평 균	33.8인	
업 종	반도체·전자	10	14.9
	컴퓨터·멀티미디어	5	7.5
	정보통신	10	14.9
	소프트웨어	10	14.9
	생명·의료·환경	9	13.4
	산업기기	8	11.9
	기타	15	22.4

28) 이하의 내용은 중소기업진흥공단, 『벤처기업 실태조사 보고서』, 1999.1을 참조하였다.

국내 벤처기업은 높은 수익성과 성장성을 보이고 있다. 평균매출액(45억9천만 원) 및 자본금(7억6천만 원)은 소규모이나, 근래의 수익성은 대기업이나 중소기업의 경우 감소하고 있음에도 불구하고 높은 수익성을 나타내고 있다. 또한 매출액대비 연구개발투자비중은 12.5%이고 전체 인력에 대한 연구개발인력의 비중도 평균 31.4%에 이르고 있어, 벤처기업의 특성에 어울리는 매우 비중이 높은 연구개발투자를 행하고 있다.

<표 VI-4> 주요 경영지표 (단위: %)

년 도 재무지표	벤처기업				대기업			중소기업		
	전체	95년	96년	97년	95년	96년	97년	95년	96년	97년
총자산이익률	11.1	9.1	11.0	12.1	4.0	0.9	-0.6	2.0	1.2	0.5
매출이익률	9.4	7.5	10.2	12.1	4.4	1.0	-0.7	1.5	1.0	0.4
매출성장률		-	39.5	-4.1	22.3	11.3	12.9	15.9	7.8	7.0
매출액대비 연구개발비율	12.0	11.0	12.5	13.5	2.77	3.12		0.31	0.29	
자기자본비중 (자본금/총자산)	13.4	12.7	15.0	16.7	27.2	24.9	20.4	20.8	20.5	19.3

* 대기업, 중소기업 자료 : 기업경영분석 1998(한국은행) 참조

<표 VI-5> 업종별 자본금, 매출 평균

(단위: 년, 백만원; 97년말 기준)

구 분	반도체	컴퓨터 및 멀티미디어	소프트 웨어	정보 통신	의료 생명	산업 기기	기타
매출액	3,320	9,236	3,706	9,693	2,415	1,766	1,301
자본금	1,174	2,425	737	1,554	595	207	183

다. 자본조달 특성

1) 창업 자금조달

창업을 위한 자금조달에 있어서는 벤처캐피탈로부터의 지원은 전무한 실정이며 주로 자기자금이나 주변 친지 및 일반 금융기관의 용자에 의존하는 것으로 나타나고 있다. 평균 창업자금의 수준이 1억 원을 조금 상회하는 수준으로서 젊은 벤처기업가가 스스로 조달하기에는 상당한 어려움이 예상된다. 따라서 개인투자자가 활발히 투자할 수 있는 분위기가 조성될 수 있도록 여건마련이 필요하다고 하겠다.

<표 VI-6> 벤처기업의 자기자본 자금조달 현황(%)

	창업단계	상업화(성장)단계	안정단계
창업주 지분율	60%	53%	64%
사내직원 지분율	17%	22%	16%
엔젤 지분율	14%	15%	10%
벤처캐피탈 지분율	4%	5%	4%

<표 VI-7> 벤처기업의 타인자본 자금조달 현황(%)

	창업단계	상업화(성장)단계	안정단계
은행	70%	88%	85%
한국종합기술금융	53%	50%	45%
신기술금융	17%	18%	18%
제2금융권	8%	12%	15%
창업투자	8%	2%	8%
사채	6%	2%	5%

<표 VI-8> 창업자금 조달 내역

자금조달 구성원	자기자금	일반금융 기관	벤처 캐피탈	친구 및 친척	사채	기타
구성비(%)	70.7%	11.2%	1.4%	11.8%	0.5%	4.1%

창업시 필요한 자금의 조달원은 자기자금이 70.7%로 절대적인 비중을 차지하고 있으며, 지인 및 일반 금융기관이 그 뒤를 잇고 있다. 벤처캐피탈을 통한 조달의 비중은 매우 적은 형편이다. 또한 연구개발자금의 조달도 자기자금에 의존하는 성향이 강하다. 그렇지만 유관기관을 통한 차입의 비중도 높아지고 있다. 하지만 역시 벤처캐피탈을 통한 자금조달은 벤처기업의 높은 실패위험에 대한 부담으로 미미한 수준에 머물고 있다.

<표 VI-9> 연구개발자금 조달방법

사채·주식		차입금					자기 자금	합계
벤처 캐피탈	기타	벤처 캐피탈	금융권	유관 기관	외자	기타		
2.0	2.3	2.1	14.2	24.5	1.8	3.4	49.6	100.0

* 벤처캐피탈(신기술사업금융회사, 중소기업창업 투자회사 등)

제2금융권 : 은행을 제외한 종합금융회사, 보험회사, 상호신용금고, 리스회사 등

유관기관 : 재정·기금을 지원하는 중소기업청, 중소기업진흥공단, 지방자치단체 등

다음으로는 기업의 성장단계별로 필요로 되는 자금조달형태에 대해 살펴보도록 하겠다. 용자의 경우 벤처기업 중 50% 이상이 기업의 성장단계 전반에 걸쳐 필요로 하고 있다. 보조금의 경우 창업단계 및 신상품 등의 연구개발단계에서 필요성이 상당히 높은 것으로 나타났다. 한편, 출자 및 사채인수에 의한 자금조달은, 창업단계나 연구개발단계보다는 사업화·양산화단계 및 사업확대단계에서 그 중요성이 점차 증가하고 있다. 그리고 채무보증의 경우에도 벤처기업이 성장함에 따라 그 비중이 증가하는 경향을 보이고 있다.

단계별	보조금	용자	채무보증	출자	사채인수
창업	61.3	53.8	21	25.6	0.7
연구개발	49	40.7	18.4	7.8	3.7
사업화 양산화	15.9	54.9	23	9.1	9.1
사업확대	12	49.5	18.6	19.4	18.1

2) 주식의 소유구조

주식 소유자의 구성은 대표이사가 평균적으로 50.4%를 보유하는 것으로 나타나고 있으며 친인척을 포함할 경우 60% 가까이 차지하고 있어, 경영권 보호에 상당한 주안점을 두고 있음을 알 수 있다. 그 결과 벤처캐피탈이나 일반주주의 주식소유비중은 평균 20%에 그치고 있어 주식의 거래 및 그로 인한 시세차익실현이 매우 어려울 수밖에 없다. 이는 벤처캐피탈 및 나아가서 코스닥시장의 발전을 저해하는 원인의 하나로 작용하고 있다. 특히 미국에서 주식 공개이전 단계에 있는 벤처기업의 경우, 대표자의 주식 보유비율이 7%를 넘지 않고 있는 현황에 비추어 볼 때 한국의 벤처산업에 시사하는 바가 대단히 크다고 하겠다.

주주구성	대표이사	친인척	임원	직원	벤처캐피탈 등	일반주주
구성비(%)	50.4%	7.9%	15.0%	7.5%	7.1%	13.7%

3) 자금투자 유치시기

벤처기업을 자금의 투자를 받은 기업은 대상기업 중 30% 미만으로서 벤처기업에 대한 투자가 부진할 뿐 아니라 평균 투자시점도 창업 후 평균 2년이 지난 시기에 이루어지고 있어, 일반적으로 창업 1~2년의 시점에 자금이 가장 필요한 현실적 상황에서 자금투자시점의 불일치로 인해 자금조달의 효과가 크지 않음을 보여주고 있다.

조달시점	창업 1년	1~2년	2~5년	5년 이후	받지않음
	9.7%	8.1%	6.5%	4.8%	71.0%

향후 자금유치를 계획하는 기업은 약 80%에 이르고 있는데 2~5년의 시점에 가장 높은 비중을 보이고 있다. 또한 5년 이후의 투자유치에 대한 수요도 비교적 높은 편이다. 따라서 벤처기업은 창업 후 1~2년 내에 자금수요가 높으며, 이후 3년 이후 그리고 5년 이후의 시점에 자금투자 유치 수요가 높음을 알 수 있다.

조달시점	창업 1년	1-2년	2-5년	5년 이후	받지않음
	6.1%	8.2%	36.7%	28.6%	20.4%

4) 벤처캐피탈로부터의 투자 형태

벤처캐피탈에 의한 투자규모는 업체당 평균 약 14억원으로서 규모면에서 중견기업에 집중되어 있음을 알 수 있다. 투자 형태는 주식투자가 약 90%를 차지하고 있고 전환사채에 의한 투자비율은 10%의 수준이며 신주인수권부 사채에 의한 투자는 전무한 실정이다.

형태	주식투자	전환사채	신주인수권부 사채	계
금액 (백만원)	12억5천7백만원	1억4천5백만원	-	14억 2백만원

5) 자금차입

자금차입은 조사대상이 평균 4년의 업력을 가지고 있는 시점에서 약 16억원 정도를 차입하는 것으로 나타나고 있다. 일반은행에 의한 차입이 가장 활발하며 종합금융사에 대한 의존비율도 상당히 높은 편이다. 반면 벤처캐피탈에 의한 차입은 미미한 수준이다. 보증의 형태는 일반은행의 경우 부동산에 대한 담보의존도가 높으나 그 이외의 기관은 기술신보 또는 신용보증기금에 의한 보증비율이 높고 신용에 의한 보증도 비교적 높은 편이다.

차입기관	일반은행	종합금융	기술개발 금융	벤처 캐피탈	사채	기타	
규모(백만원)	894	212	77	68	156	245	
담보형태	부동산	278	22	1.7	6	-	0.6
	신용	130	2.6	23	53	-	19
기술신보	161	42	19	1.4	-	0.4	

해외에서의 자금투자 유치 현황은 미미한 수준으로서 조사대상업체 중 3개사가 134만 달러를 유치했을 뿐이며, 향후 유치를 계획하고 있는 업체는 18개사에 불과하다. 특히 이들은 해외 벤처캐피탈에 의한 투자유치를 계획하고 있으며 경쟁사와의 제휴에 의한 투자유치에도 높은 관심을 보이고 있다.

투자주체	해외 벤처캐피탈	경쟁사 제휴	해외 금융기관	일반 투자가	기타
기투자유치액	-	1.3	-	0.1	0.4
투자유치계획	42.4	64	-	8	4

5. 고수익채권을 이용한 자금조달

가. 창업투자회사의 역할

창업투자회사는 창의성과 사업성은 있으나 자금력이 미약한 창업자에게 투자형태로 지원하는 벤처캐피탈(Venture Capital)회사로, 중소기업창업지원법에 의거하여 통상산업부에 등록되어 활동한다. 미국이나 유럽의 경우를 살펴보면, 창업투자회사는 고수익채권시장의 발달이 미숙한 단계에서 고수익채권시장에서 주요한 참여자로 활동하였음을 알 수 있다.

이들은 창업중소기업 지원을 목적으로 제조업체에서 설립한 회사와 금융기관에서 만든 회사로 구분된다. 제조업체가 설립한 창업투자회사로는 한라창업투자회사(만도기계), 대방창업투자회사(태일정밀), 신도창업투자회사(신도리코) 등으로, 이들은 제조업 관련업종을 선호하는 편이다.

이에 비해 은행이 대주주인 창업투자회사는 비교적 사업성이 확실한 사업에 대해서만 지원하는 것을 원칙으로 하며, 사업성이 유망한 벤처기업에 대해서는 과감히 지원한다. 기업개발금융(기업은행), 국민기술금융(국민은행), 대구창업투자회사(대구은행), 장은창업투자회사(장기신용은행) 등이 금융기관에서 설립한 창업투자회사이다.

창업투자회사를 이용하는 데에는 은행과 같이 예금을 가입해야만 한 다든지 하는 까다로운 조건이나 자격이 있는 것은 아니다. 다만 창업할 지 7년 이내의 기업으로 업종이 제조업, 광업, 공학 관련 서비스업, 조사정보서비스업, 기계장비임대업 등이면 된다. 따라서 창업하고자 하는 업종이 투자대상 업종에 포함된다면 일단 창업투자회사를 방문하여 자신이 가지고 있는 기술과 사업방향에 대해 설명하고 투자를 해 줄 것을 요청하면 된다.

창업투자회사는 회사의 경영에 관여하지 않고 무담보 주식인수·약정투자·전환채권인수 등의 방법으로 자금만을 지원한 뒤에, 회사가 번창하여 증권시장에 상장되는 경우 추가차익을 얻는 목적으로 설립되었다. 따라서 사업자는 경영권을 전적으로 지키면서 자금을 지원받는 든든한 후원자를 얻는다고 보면 된다.

창업투자회사의 업무내용을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

- 창업자에 대한 투자
- 중소기업창업투자조합 자금의 관리
- 창업 관련 상담·정보제공 및 창업자에 대한 사업알선
- 창업자로부터 위탁받은 사업의 경영 및 기술향상을 위한 용역사업
- 해외기술의 알선·보급 및 이를 촉진하기 위한 해외투자
- 투자한 창업자에 대한 보증 및 자금알선

- 창업자의 사업타당성 검토를 위한 조사용역사업
- 창업보육센터의 설립·운영
- 기타 위 사업에 부수되는 사업

나. 창업투자회사의 투자방식

창업투자회사에서는 주식인수, 전환사채, 자금대여의 방식으로 중소기업을 지원한다. 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 창업투자회사가 창업회사의 주식에 투자하면서 자금을 공급해주는 방법으로, 자본금 총액의 50%까지만 투자가 가능하다. 둘째, 회사채를 인수하는 방법이다. 주식인수총액의 50% 이내까지 가능하다. 셋째, 약정투자 방법이다. 회사와 창업투자회사가 약정에 의해 투자 조건을 결정하는 방식이다. 넷째, 자금융자 방법이다. 창업기업이 창업투자회사로부터 단기운영자금을 빌리는 것이다. 다섯째, 지급보증을 통해 자금을 앞선해 주는 방법이다.

이들 다섯 가지 방법 중 실제 가장 많이 활용되고 있는 것이 바로 주식인수와 자금융자의 방법이다.

다. 신기술사업금융회사의 지원

창업투자 신기술사업금융회사는 신기술을 개발하거나 이를 응용하여 사업화하는 중소기업자(신기술 사업자)를 대상으로 투·융자 등의 자금 지원을 해주는 회사이다.

- 기업의 연구개발(자체 및 위탁)을 위한 사업
- 연구개발성과, 발명기술 및 도입기술의 최초 기업화를 위한 사업
- 기술도입 및 도입기술의 소화, 개량사업

- 신개발제품을 위한 생산시설의 신설을 위한 사업
- 제조공정개선 및 기타 기술개발을 위한 사업
- 고도의 기술을 필요로 하는 장래성이 있는 기술집약형 사업

각 회사별로 지원 내용이 다르지만 기업의 기술개발과 개발효과의 최초 기업화, 공정개선 등을 지원하기 위한 투·융자 및 경영·기술지도나 시설대여, 리스, 팩토링 등 광범위한 기술개발금융업무를 취급한다.

첫째, 출자지분의 50% 이내에서 주식을 취득하거나 회사채, 전환사채, 신주인수권부사채를 인수하는 방식으로 투자를 한다. 둘째, 또한 약정기간(8~10년, 거치기간 3년 이내 포함) 동안 소용자금의 90~100%를 원리금 분할상환 방식으로 융자를 해준다. 그리고 원리금 상환에 대신하여 사업경영 결과 발생하는 매출액에 비례하여 일정기간 동안 로열티를 납부하되, 사업 실패시에는 최소 상환금만 상환하는 방법으로도 융자해 주고 있다. 셋째, 이 회사는 이 외에도 경영 및 기술에 대한 지도와 시설을 대여해 주고, 신기술사업투자조합 자금을 운용·관리해 주기도 한다. 또 기술개발 제품 등의 거래에 수반하여 발생하는 외상매출에 관한 채권을 양수하기도 한다.

VII. 고수익채권의 발행 · 유통제도 및 현황

1. 미국의 발행 및 유통제도
2. 고수익채권의 발행방법 비교
3. 미국의 고수익채권시장
4. 유럽의 고수익채권 관련제도
5. 유럽의 고수익채권시장
6. 한국의 고수익채권 관련제도
7. 한국의 고수익채권시장

VII. 고수익채권의 발행 · 유통제도 및 현황

1. 미국의 발행 및 유통제도

일반투자자를 대상으로 분매하기 위해 유가증권을 발행할 경우 발행기관은 1933년 증권법(Securities Act of 1933)에 의거하여 SEC에 유가증권신고서를 제출하고 공시의무를 지켜야 한다. 하지만 이러한 규정들은 매우 엄격하기 때문에 발행기관의 입장에서는 상당한 부담이 되게 마련이다. 이리하여 투자자보호 등 여타 문제가 발생할 소지가 적은 경우 위의 의무조항을 면제받을 수 있는 조건들이 존재한다. 사모발행의 경우도 그러한 한 예가 된다. 고수익채권의 경우 공모의 비중보다 사모의 비중이 훨씬 높기 때문에 발행시 의무조항을 면제받고 신속성있게 발행되는 경우가 많다.²⁹⁾

본 장에서 고수익채권의 다양한 기법들을 소개하기 전에 먼저 유가증권을 SEC에 등록하지 않고도 당해 증권을 발행 또는 매각할 수 있는 몇 가지 방법에 대해 관계된 법 및 규정에 의거하여 살펴보도록 하겠다.³⁰⁾

가. 1933년 증권법(Securities Act of 1933)

미국의 1933년 증권법 제3조에는 공시 및 유가증권의 등록의무 등 증권법의 적용을 받지 않는 등록면제 증권의 종류와 조건에 대해 명시

29) 그렇다고 하더라도 증권법상 사기금지조항(anti-fraud provisions of the federal securities laws)의 적용을 회피할 수는 없다.

30) "Legal Ways to Offer and Sell Securities without Registering with the SEC," http://tannedfeet.com/html/alternatives_to_registration.htm

하고 있다. 또한 증권법 제5조에서는 유가증권등록신고서가 효력을 발휘하기 전 당해 증권을 매각 또는 인도하고자 하는 거래행위에 대해 금지하고 있는데, 이러한 규제의 적용받지 않는 거래에 대해 증권법 제4조에 적시하고 있다. 그것이 바로 공모를 수반하지 아니하는 발행인에 의한 거래인 사모와, 적격투자자(accredited investor)에 대한 모집 또는 매출 행위이다.³¹⁾

사모의 경우³²⁾, 유가증권매입자는 투자위험을 평가할 수 있고 그러한 위험을 감수할 수 있는 지식과 경험을 갖추어야 하며, 보통 사업설명서(prospectus) 형태로 제공되는 정보에 접근할 수 있어야 하고, 또한 당해 유가증권을 일반투자자에게 전매(resell) 또는 분매(distribute)하지 않는다고 동의하여야 한다. 이와 더불어 모집기업(offering company)은 모집과 관련하여 공개적 청약의 권유나 광고 등의 행위를 할 수 없다.

한편 적격투자자에 대한 모집 또는 매출행위의 경우 다음의 조건을 만족해야 한다. 첫째, 공모발행되는 총 발행가액이 500만 달러를 초과하지 않고, 둘째, 당해 거래와 관련하여 발행인 또는 그 대리인의 광고나 공개권유가 없으며, 셋째, 발행인이 SEC가 규정하는 바에 따라 SEC에 당해 사실에 관한 통지서를 제출하여야 한다.

31) 적격투자자에게서 중요한 것은 위험회피능력이라고 할 수 있는데, 증권거래법 제2조에 다음의 자라고 규정되어 있다. ① 은행, ② 보험회사, ③ 1940년 투자회사법(Investment Trust Act of 1940)에 의해 등록된 투자회사, ④ 투자회사법에 의한 기업개발회사(business development company), ⑤ 중소기업청(Small Business Administration)의 허가를 받은 중소기업투자회사, ⑥ 종업원복지기금(employee benefit plan).

32) Regulation D의 조항 중 Rule 506은 발행자로부터 유가증권을 매입하는 자의 수가 35명 이하일 경우 이를 공모로 보지 않는다고 규정하고 있다. 이는 사모 요건에 대한 객관적 기준을 제시하는 것으로 간주할 수 있다.

나. Regulation A

증권법 제3조 (b)에서는 500만 달러를 초과하지 않는 소규모의 공모 발행증권에 대해 유가증권등록의무를 면제해 줄 수 있는 권한을 부여하고 있다. 이에 따라 SEC는 Regulation A를 제정하여 12개월 이내의 기간에 걸쳐 행해지는 500만 달러 이하의 공모에 대해 등록을 면제시켜 주고 있다. 그 대신 발행기관은 SEC에 기재신고서(offering statement)를 제출하여 심사(review)를 받아야 한다.

Regulation A에 의거한 발행증권(offerings)의 경우 등록증권과 유사한 특징을 갖고 있다. 우선 발행기관은 유가증권매입자에게 사업설명서(prospectus)와 유사한 기재설명서(offering circular)를 제공하여야 한다. 또한 유가증권은 공개발행될 수 있으며 발행 후 유통시장에서 자유롭게 거래될 수 있다.

한편 Regulation A에 의거하여 발행할 경우 등록(full registration)해야 하는 경우보다 여러 가지 이점이 있다. 첫째, 제공해야 하는 재무제표가 간략하며 감사를 받을 필요도 없다. 둘째, 총자산이 100만 달러를 초과하지 않고 주주가 500명을 초과하지 않을 경우, 발행 후 거래법상의 보고의무(reporting obligations)가 부과되지 않는다. 셋째, SEC에 신고(filing)하기 전에 과연 발행하고자 하는 유가증권에 투자자들이 관심을 갖고 있는지 관망할 수 있는 시간을 갖음으로써 신고절차에 수반되는 비용부담을 경감할 수 있다. 그리고 기재설명서를 준비하는데 있어 3가지 양식 중 편리한 것을 선택하여 작성할 수 있다.

1940년 투자회사법에 등록되거나 등록이 요구되는 기업 및 blank check기업³³⁾ 등을 제외할 경우, 증권거래법에 따라 거래소에 증권이 등

33) 사업영역이 아직 확정되지 않았고 따라서 투자대상으로서는 투기적인 기업을 의미하는데, 구체적으로는 ㉠ 특정한 사업계획이나 목적이 정해지지 않은 태동단계의 기업, ㉡ 증권법 제5조에 의해 주간통상금지조항이 면제

록되어 보고의무가 부과된 기업이 아닌 한 모든 기업들이 Regulation A를 이용할 수 있다. 그리고 대부분의 경우 주주들도 Regulation A를 이용하여 총 150만 달러까지의 증권을 전매할 수 있다. 또한 SEC에 기재 신고서를 제출하기 전에 일반적인 청약 및 광고가 가능하기 때문에 상황을 보아가며 발행할 수 있는 이점이 있다. 그러나 SEC가 기재 신고서의 심사를 완료하기 전까지는 자금을 수락할 수 없다.

다. Regulation D

증권법 제5조(주간통상 및 우편에 관한 금지)에서는 ㉠ 유가증권신고서가 효력을 발휘하기 전 사업설명서 등을 매개수단으로 당해 증권을 매각하기 위하여, 그리고 매각·매도 후 인도하기 위하여, ㉡ 사업설명서의 기재요건을 충족시키지 않은 상태에서, 사업설명서나 당해 유가증권을 우송 또는 인도할 목적으로, ㉢ 유가증권의 등록에 앞서 사업설명서를 매개로 하거나 기타 방법으로 당해 유가증권의 매매권유를 행할 목적으로, 주간통상의 수송, 통신방법, 우편을 이용하는 행위를 금지하고 있다.

그런데 1982년 추가된 Regulation D에는 이러한 등록요구가 면제되는 거래에 관한 조항들이 들어 있다.³⁴⁾ 여기에는 증권법상 등록의무가 면제되는 3가지 경우를 Rule 504, Rule 505, Rule 506에서 규정하고 있다.

되고 제3조 (b)에 의해 증권법 적용이 면제된 기업, 및 M&A를 행하려고 하는 계획이 있는 기업 등을 일컫는다.

34) 단, 이 규정은 유가증권의 발행자에게만 적용되지, 발행자의 계열사(affiliate)나 당해 유가증권을 전매하고자 하는 자에게는 적용되지 않으며, 등록을 회피할 목적으로도 이용될 수 없다. 그리고 이에 의거하여 유가증권을 발행 또는 매도하는 발행자는 당해 증권의 첫 매도 후 15일 이내에 SEC에 그 사항을 알리는 신고서(Form D)를 제출하여야 한다.

1) Rule 504

Rule 504는 12개월 이내의 기간동안 100만 달러를 초과하지 않고 유가증권을 발행 또는 매각하려 할 경우 등록을 면제해 주는 규정이다. 여기서 발행기관은 증권거래법에 의해 당해 증권의 등록 및 보고의무가 부가되지 않아야 하고, 투자기업(investment company)이나 blank check 기업이 아니어야 한다.

이를 통해 당해 증권은 무제한의 사람들에게 매도가 가능하며, 매입자는 제한되지 않은 증권(unrestricted securities)을 받게 된다. 그리고 증권을 마케팅하기 위해 청약권유를 하거나 광고를 이용할 수 있다. Rule 504는 발행자가 투자자에게 공시서류를 제공할 의무를 부여하고 있지 않다. 그러나 증권법의 사기금지조항을 위반하지 않으려면 투자자에게 충분한 정보를 제공할 필요가 있을 것이다.

2) Rule 505

12개월 이내의 기간동안 500만 달러를 초과하지 않고 유가증권을 발행 또는 매각하려 할 경우 Rule 505에 의해 등록이 면제된다. 단, 발행자가 투자회사일 경우 동 조항의 적용을 받지 못한다.

이때 적격투자자의 경우에는 제한이 없으나, 그 외의 비전문 투자자의 경우 35명까지 만을 대상으로 당해 증권을 매도할 수 있으며, 증권을 매도하기 위해 청약권유를 행하거나 광고를 이용할 수도 없다. 그리고 매입자는 전매가 아닌 투자목적만으로 증권을 매입하여야 한다. 즉, 발행된 증권은 등록하지 않을 경우 최소 1년 동안 매도를 행할 수 없는 제한증권(restricted securities)³⁵⁾인 것이다.

35) SEC에 등록되지 않음으로 인해 일반투자자를 대상으로 매도할 수 없는 증권을 일컫는다.

적격투자자에게 어떠한 정보를 제공할 것인지는 발행기관이 판단할 일이지만, 비적격투자자를 대상으로 할 경우 일반적으로 등록발행의 경우와 동일한 공시서류를 제공하게 된다.

3) Rule 506

발행기업의 다음의 조건을 만족할 경우 이 조항은 이를 증권법 제4조 (2)에 의거 사모로서 간주하게 된다.

조달하고자 하는 자본액에는 제한이 없으나 당해 증권의 마케팅을 위한 청약권유 또는 광고는 허용되지 않는다. 당해 증권은 적격투자자에게는 제한없이, 비적격투자자에게는 35명에 한해 매도될 수 있다. 단, 여기에서는 비적격투자자라도 Rule 505에서와 달리 투자의 위험을 평가하고 회피할 수 있는 일정한 전문성을 확보하고 있어야 한다. 당해 증권의 매입자는 유통시장에서의 자유로운 거래가 금지된 제한증권을 받게 된다.

라. 사모증권의 전매조항

1) Rule 144

1989년까지만 해도 기관투자자가 제한증권(restricted securities)을 매입시 당해 증권매입이 국내거주자에게 전매할 목적이 아닌 투자목적이라는 확인서(investment letter)를 제출하여야 했다. 그리고 당해 증권의 매입시점부터 3년(제한적으로 2년)간 보유해야만 그 후 전매가 가능했으며, 또한 전매에 의한 신규취득자도 매입목적이 전매가 아닌 투자목적임을 SEC에 통보해야 했다.³⁶⁾ 그러나 이러한 까다로운 규정은 시장의 효

36) 윤승진, “사모사채시장의 문제점과 개선방안,” 『상장협』 1991.5, 상장회사

율성을 저해하고 시장을 위축시킬 우려가 있기 때문에 이를 대폭 완화하여 Rule 144를 개정하고 Rule 144A를 신설하게 되었다.

개정된 Rule 144는 일반투자자들에게 적절한 정보가 제공되지 않았을 경우, 발행자가 유가증권을 발행하기 위해 공개시장(public market)을 이용할 수 없도록 하고 있다. 이는 거꾸로 해석하면, 발행자에 관한 적절한 정보가 일반투자자들에게 제시되었을 경우, 일정 수량의 당해 증권에 한해 이를 발행자와 관련이 있는 자³⁷⁾와 발행자의 제한증권을 인수한 자가 일상적 거래를 위해 공공에게 매도할 수 있다는 의미이다.

그런데 일부 예외가 있기는 하지만 증권법 제4조에서 보듯, 이러한 등록면제조항은 당해 증권의 인수인(underwriter)에게는 적용되지 않으며 이는 Rule 144의 경우에도 마찬가지이다. 따라서 인수인에 대한 개념 정의가 중요한 의미를 갖게 된다. 증권법 제2조 (11)에는 인수인에 대해 ㉠ 증권의 분매를 목적으로 발행인으로부터 증권을 매입하는 자, ㉡ 증권의 분매와 관련하여 발행인을 위하여 증권의 매도신청 또는 매도를 하는 자, ㉢ 위의 청부업무(undertaking)에 참여하고 있거나 직·간접으로 관여하고 있는 자, ㉣ 위의 청부업무의 재인수에 참여하고 있거나 직·간접으로 관여하고 있는 자라고 정의하고 있다.

위의 정의를 따르다면, 발행자로부터 일반 공중에게 당해 증권을 이 전시키기 위한 거래의 고리역할을 했다고 판단될 경우 별다른 전문성이 없는 일반투자자의 경우도 인수인으로 볼 수 있게 된다. 따라서 이를 관 별하게 해주는 요소들이 필요한데, 중요한 3가지 요인으로는 발행자에 관한 적절한 정보의 제시, 전매 전까지의 보유기간³⁸⁾, 그리고 전매의 규

협의회, pp.29~42.

37) 발행자를 통제하거나 발행자에 의해 통제를 받는 자 또는 발행자와 통제 권을 공유하고 있는 자.

38) 일반적으로 전매를 위해서는 발행자로부터 당해 증권을 인수한 후 최소 1년은 경과되어야 한다.

모³⁹⁾을 들 수 있다.

2) Rule 144A

이 규정을 통해 1933년 증권법 제5조(주간통산 및 우편에 관한 금지)의 적용을 면제받을 수는 있으나, 그 외 연방증권법의 사기금지조항 또는 여타 조항의 적용을 회피할 수는 없다. 또한 유가증권등록조항을 회피할 목적으로 이용될 수도 없다. 그리고 이 규정에 의거한 거래를 통해 수취한 유가증권은 제한증권으로서의 특성을 갖게 된다.

이 규정에 의거 발행되는 모든 유가증권은 발행즉시 일정한 자격이 있는 공인된 기관투자자들(Qualified Institutional Buyers : QIBs)⁴⁰⁾ 사이에 거래될 경우 SEC 등록의무가 면제된다. 이 규정의 적용을 받는다고 해서 증권법 제4조 (2)나 Regulation D에 의한 면제조항 적용의 혜택을 볼 수 없는 것은 아니다.

Rule 144A에 따라 유가증권등록을 면제받으려면, 다음의 조건을 충족시켜야 한다. 앞서 언급했듯이, 유가증권은 오직 QIB이거나 또는 발행자의 입장에서 볼 때 QIB라고 판단되는 청약인(offeree)이나 매입자에게

39) 일상적인 거래가 아니라 유통시장에 영향을 미칠 만큼 전매의 규모가 커서는 안된다. 그 기준은 발행증권의 1%, 또는 모든 거래소에서 거래되는 1주간의 평균적인 거래량을 초과하는가 이다.

40) 공인된 기관투자자(QIB)란 자신의 이익을 위하여거나 또는 다른 QIB의 이익을 위해, (QIB의 관계회사를 제외한) 기업들이 발행한 유가증권을 최소한 총액 1억 달러 이상 소유하거나 또는 일임받아 투자하고 있는 다음의 기관들을 일컫는다.

- 보험회사, 투자회사, 소규모투자회사(Small Business Investment Company), 정부기관, 신탁펀드, 투자자문회사 등
- 거래법에 따라 등록된 딜러
- 투자회사법에 등록된 투자회사
- 은행, 저축대부기관(S&L)

만 청약 또는 판매되어야 한다. 둘째, 판매인 또는 그를 대신하는 자는 판매인이 증권법 제5조의 조항을 면제받을 수 있음을 매입자가 확실히 인지할 수 있도록 가능한 모든 합리적인 조치들을 취하여야 한다. 셋째, 청약 또는 판매되는 유가증권은 전국증권거래소에 등록되어있는 또는 딜러간 자동호가시스템에 등재된(quoted) 유가증권 동일한 組(class)여서는 안된다. 또한 투자회사법에 의해 등록되거나 등록이 요구되는 개방형 투자회사, 단위투자신탁 등의 유가증권이어서도 안된다.

SEC에 등록은 하지 않더라도 발행상황은 보고하여야 한다. 최초 발행 후 15일 이내에 발행결과를 보고하여야 하고, 발행이 여러 번에 걸쳐 이루어질 경우 최초발행 후 매 6개월마다 발행상황을 보고하게 된다.

2. 고수익채권의 발행방법 비교

본 장에서는 발행시장 및 유통시장 관련 제도를 통해 고수익채권시장의 특성에 대해 살펴보고자 한다. 사채의 발행방법은 크게 공모와 사모로 구분된다. 공모란 일반투자자에 대한 모집·매출을 통해 불특정 다수의 투자자에게 유가증권을 매각하는 것이다. 이에 대해 사모란 발행기업과 소수의 원매자가 직접적인 사적 교섭을 통하여 증권을 매각하는 방법이다.

1980년대 이전만 해도 투자등급을 획득할 수 없던 기업들은 은행을 통하여 대출을 받거나 또는 사모시장에서 채권을 발행함으로써 자본을 조달하여야 했다. 그리고 80년대 들어서는 고수익채권시장이 발달을 시작함으로써 고수익채권을 공모발행할 수 있게 되었다. 기업의 입장에서는 추가적인 자금조달의 장이 형성된 것이다. 이후 90년대초 Rule 144A가 도입되어 공모와 사모의 혼합적 성격을 갖는 제3의 시장이 출현하게 된다.

따라서 이제 공모와 사모를 양 축으로 하여 혼합적 성격을 갖는 또 다른 발행방법을 개념화할 수 있게 되었다. 이로써 발행방법은 전통적인 사모(standard private placement), 등록권리가 부여된 사모(Private placement with registration rights), Rule 144A, 공모의 4가지로 범주화할 수 있게 되었다.⁴¹⁾ 이하에서는 이들 각각에 대해 자세히 살펴보고 특징을 비교해보도록 하겠다. 그리고 끝 부분에서는 채권계약상의 제약조항(covenants)에 대해 알아보도록 한다.

가. 표준적인 사모(standard private placement)

사모의 일반적 특징 및 절차에 대해 우선 소개하도록 하겠다. 우선 발행자는 증권을 소수의 보험회사, 연기금, 메짜넨펀드(specialty mezzanine fund)⁴²⁾에게 사모형식으로 발행한다. 이때 발행자는 투자은행, 상업은행, 기타 금융기관을 모집대리인으로 고용하거나 아니면 직접 발행절차를 수행하게 된다. 발행자는 모집대리인(placement agent)과 함께, 상세한 계약내용이 포함될 사모 Memorandum(PPM)을 준비하는데, 최종적인 계약내용은 궁극적으로 발행자와 매입자간 협상에 의해 결정된다.

41) Davenport, Kirk A., Sean Crowley and Edward Toy, "Public vs. Private Markets : A Review of High Yield Financing Techniques," <http://www.lw.com/depts/practices/highYield/HYarticle.htm>

42) mezzanine financing은 원래 성장가능성이 크지만 운전자본이 부족한 기업을 위하여 우선순위 담보채와 주식의 중간에 위치하는 장기 무담보자본을 조달하는 방식이다. 이 과정에서 통상적으로 10년 만기 재정증권(Treasury bond)의 이자율을 상회하는 고정이자를 주는 후순위채가 발행된다. 그러나 이러한 자금조달은 상대적으로 위험도가 크기 때문에 투자자는 대개 주식옵션, 신주인수권, 전환우선주 또는 전환무담보채의 형태로 주식첨가제(equity kicker)를 요구하게 된다. 따라서 이는 부채자금조달의 일종이지만 주식으로서의 성격도 갖게 된다.

사모의 경우 발행채권의 투자자가 매입 후 보유(buy and hold)하는 관점에서 투자하는 것이 일반적이기 때문에 투자자는 거래유동성의 부족을 어느 정도 감수할 준비가 되어 있어야 한다. 유동성이 부족한 이유는 사모의 경우 유가증권등록이 면제되는 대신 처음 판매 또는 이후 전매(resale)시 증권법(Securities Act of 1933)에서 허용되는 예외적인 경우에만 판매가 가능하기 때문이다. 모집대리인이 전매를 도와주는 하지만 이는 시장조성을 행할 의무가 있는 것은 아니다.

1) 메카니즘

발행기관의 모집대리인인 역할을 하는 투자은행 등은 발행증권을 매입하지는 않으며, 발행자를 위해 증권을 매입할 투자자를 찾기 위해 최선의 노력(best efforts)을 다하는 것이 그의 의무이다.

사모의 경우 발행자의 입장에서 볼 때 계약상의 제약조항(covenants)⁴³⁾이나 여타 조건이 가장 제한적인 편이다. 이는 발행증권이 소수의 기관들에 의해 매입되므로, 발행자가 상대적으로 쉽게 협상에 의해 제약조항의 수정(amendment) 및 권리포기(waiver)를 요구할 수 있기 때문이기도 하다. 제약조항 중에는 incurrence test⁴⁴⁾는 물론 maintenance test⁴⁵⁾

43) 채권자가 자산의 청구권을 유지하기 위하여, 채무자의 자본구조를 계약 당시와 유사한 상태로 유지하려는 의도로 채무계약 내에 포함시키는 조항들을 일컫는다. 이 조항에는 채무계약 후 채무자가 반드시 해야 할 일과 해서는 안되는 일이 문서화되어 있다.

44) incurrence test란 발행자의 행위에 제약을 가하기 위한 조항이다. 즉, 추가 부채의 발생, 배당지불에 의한 현금유출 등의 행위를 발행자가 자의적으로 행하지 못하도록 하기 위한 것이다. 대표적인 것이 부채비율을 제한하는 것인데, 발행자는 일정 조건을 충족시키기 전에는 부채비율을 높이는 행위가 제한된다.

45) maintenance test란 발행자에게 특정한 액션을 취하도록 하거나 미래의 재무적 성과(financial performance)를 일정 수준 이상으로 유지하도록 요구

도 일반적으로 포함되게 된다.

모집대리인은 준비된 사모계약서(Private Placement Memorandum : PPM) 및 term sheet를 자신이 선정한 10~25개의 유망매입자들에게 발송한다. 이 시장의 주요참가자로는 Equitable companies, Hancock companies, Prudential companies, Teachers Insurance & Annuity Association of America 등을 들 수 있다. 이러한 사모방식으로 발행된 증권을 매입한 투자자의 경우 이를 곧바로 전매할 생각이 아니므로 자신이 매입하려는 증권 및 발행자에 대해 정확히 파악하기를 원한다. 이들은 보통 12~15년간씩 채권을 보유하곤 한다. 따라서 PPM은 중요한 의미를 갖는다.

2) 비교

사모의 경우 상대적으로 소규모 자금조달시 이용되고 유동성이 거의 없으므로 투자대상이 되는 매입자 집단도 소수에 그친다. 이는 벤처캐피탈의 자금조달에 적합하며 종종 주식첨가제(equity kicker)⁴⁶⁾가 포함되기도 한다.

① 투자자

1940년 투자회사법, 기타 연방 및 주의 법 및 규정들에는 뮤추얼펀드, 연기금, 보험회사 등이 고수익채권 또는 유동성이 낮은 증권에 자기

하는 조항이다. 여기에는 최저 현금흐름 유지 등의 내용이 포함된다. 만약 발행자가 위의 조건을 충족시키지 못했을 경우 채권보유자는 강제적으로 상환 등의 요구를 할 수 있다.

46) 거래시 투자자 또는 대출기관이 소유지분에 참여할 수 있도록 허용하는 부가적 권리를 말한다. 투자자 유인을 위해 전환권 및 신주인수권이 이용된다.

자산의 일정부분 이상 투자하는 것을 금하고 있다. 따라서 사모채권에 대한 주요한 투자자로는 General Electric Credit Corporation 등 일부 상업은행과 credit corporations, 그리고 specialty mezzanine funds 등이 있다.

② 이자율

다른 여러 가지 변수들에 의해 영향을 받으므로 일률적으로 말하기는 힘들지만, 투자자들이 15~30% 정도의 수익률을 기대하는 것이 보통이다. 따라서 투자자의 참여를 기대하려면 이에 상응하는 정도의 이자율을 제시할 수 있어야 한다. 이자는 일부는 현금으로, 또 일부는 주식으로 행해지기도 한다.

③ 상환조항 옵션(Optional Redemption Provisions)

투자자들이 대부분 장기투자를 목적으로 자금을 제공했기 때문에, 사모의 경우 발행자에게 부여되는 채권의 상환권리조항은 공모의 경우보다 훨씬 제약이 많다. 공모에 의할 경우 10년 만기 채권의 콜보호조항(non-call protection)은 2~3년이 보통이지만, 사모채의 경우 5~6년간이나 상환이 불가능한 경우가 많다. 또한 상환시 지불해야 하는 프리미엄도 공모의 경우보다 매우 높은 수준이다.

④ 강제상환조항(mandatory redemption provisions)

사실 이는 채권이 사모로 발행되었느냐 아니면 공모로 발행되었느냐의 문제라기보다는 발행자의 자본구성 내에서 차지하는 발행증권의 위치와 관련성이 크다. 그렇지만 일반적으로 사모증권의 경우 발행자가 그 이전에 협상이나 상환옵션의 행사를 통해 재인수한 강제상환의무증권을

credit against하는 것이 허용되지 않는다. 이에 대해 공모시장에서는 이러한 crediting이 허용되어 발행자는 모든 재인수증권에 강제상환의무를 적용할 수 있다.

⑤ 계약상의 재무적 제약조항(financial covenants)

사모시장에서 우선순위채권의 제약조항과 후순위채권의 제약조항간에는 큰 차이가 존재한다.

다른 우선순위 대출자가 없는 전형적인 사모우선순위채권의 경우, 제약조항(covenant package)에는 은행대출협약에 포함되는 것과 같은 maintenance covenants가 포함되며, 또한 incurrence covenants도 포함된다. 반면, 공모우선순위채권의 경우 여러 가지 maintenance covenants가 포함되는 경우는 드물며, 보통 incurrence covenants만이 포함된다. 그리고 maintenance covenants가 포함된다 하더라도 사모의 경우보다 제약이 훨씬 약한 것이 보통이다.

후순위채권의 경우에도 사모와 공모간에 위와 동일한 차이점이 존재하지만, 차이가 그렇게 두드러지지 않은 것이 보통이다. 이는 우선순위 대출자가 후순위 대출자에게 maintenance covenant 보호조항을 허용하지 않으려 하기 때문이다.

⑥ 적시성 (timing)

사모의 경우 짧게는 일주일만에 완료될 수도 있고 몇 달이 걸릴 수도 있다. 복수의 집단이 자본구조상의 자신의 변제순위에 대해 이견을 드러낼 경우 채권자 계층간의 논의는 매우 어려울 수 있고, 이때 발행시간은 크게 연장될 수 있다. 그러나 공모의 경우에 의무사항인 유가증권신고의 무가 없기 때문에 공모보다 어쨌든 4~5주 정도는 절약할 수 있다.

나. 등록권리가 부여된 사모(Private placement with registration rights)

이는 표준적인 사모의 형태에 계약권리(contract right)를 결합시킨 혼성형 발행방식이다. 증권매입자는 통상 발행 후 6개월 이내에 발행자에게 증권법에 의거 증권을 등록토록 강제할 수 있는 권리를 부여받는다. 이와 같은 과정을 거쳐 증권의 보유자는 증권을 공모시장에서 자유롭게 전매할 수 있게 된다. 즉 여기서 등록권리(registration rights)란 증권의 보유자가 유통을 위해 발행기업에게 발행자의 비용부담으로 증권의 등록을 요구할 수 있는 권리를 일컫는다.

1) 메카니즘

준비해야 할 서류(documentation)로는 증권구매동의서(securities purchase agreement)가 있는데, 이는 통상적인 사적 거래에 포함되는 내용들을 포함하고 있다. 사후등록권리(registration rights)에 대한 협약도 여기에 포함된다. 또한 일반에게 전매될 목적으로 등록될 경우 1939년 신탁계약법(Trust Indenture Act of 1939)의 적용을 받게되므로, 신탁계약에 의거하여 증권에 관한 계약내용(terms)이 규정된다.

사후등록방법에는 일괄등록과 A/B exchange procedure가 존재한다. A/B exchange procedure란 일괄등록신고서를 제출하는 대신, 발행자가 최초 매도된 증권(series A채권)을 그와 동일한 계약내용 및 동일한 계약서(indenture)에 따라 발행된 등록증권(series B채권)으로 교환해주는 데 동의해 주는 방식이다. 이는 투자등급 이하의 비전환우선주에 허용된 경우가 있으나, 현재는 비전환사채권과 투자등급우선주의 경우에만 허용되기 때문에 활용에 한계가 있는 게 사실이다. 하지만 이는 다음과 같은 많은 이점이 있기 때문에 점차 확대될 전망이다. 우선 일괄등록이 등록

신고서를 갱신하는데 수년이 걸리는데 비해 A/B exchange procedure는 수개월내에 완료된다. 또는 전매를 통하지 않더라도 채권보유자는 자유롭게 거래할 수 있는 증권을 보유하게 된다. 셋째, A/B exchange를 통해 받은 채권을 매도하는 채권보유자에게 어떤 제약이나 liabilities가 부과되지 않는다.

모집대리인에 의한 시장조성은 법적 의무사항은 아니지만 대량거래의 경우 대부분의 모집대리인이 시장조성을 행하게 된다.

2) 비교

등록권리(registration rights)가 행사될 경우, 채권보유자는 자신의 포지션을 공모증권을 매입할 수 있는 투자자에게 매도할 수 있게 된다. 따라서 사모(standard private placement)로 발행했을 경우 유동성이 떨어져 발행증권을 매입할 수 없었던 뮤추얼펀드와 기타 매입자들도 이제는 여기에 투자할 수 있게 된다.

① 매입대상자

비교적 장기투자를 행하는 보험회사와 연기금 외에 거래를 중시하는 뮤추얼펀드도 고수익채권을 매입하도록 유인할 수 있다. 단, 뮤추얼펀드는 거래가 활발히 이루어지는 채권에 투자하고자 하므로 1,500만 달러 이하인 소액의 자금조달을 위해 벤처캐피탈 등이 행한 채권발행의 경우 등록권리(registration rights)가 부여되었다고 하더라도 대형뮤추얼펀드를 유인하는데 그리 효력이 크지는 않을 것이다.

② 이자율

이는 발행방법보다 거래규모가 크냐 작으냐에 따라 차이가 많이 발

생한다.

③ 상환조항

뮤추얼펀드에게 대량으로 유통되는 경우 공모와 유사한 상환조항을 갖고 있는 경우도 있다.

④ 적시성

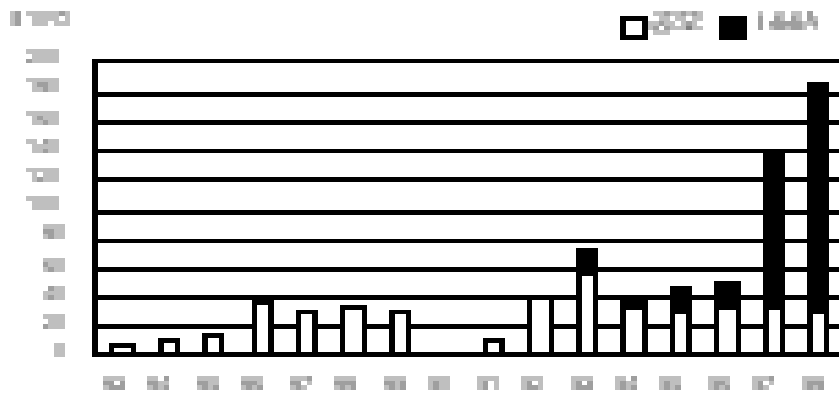
소규모로 행해지는 등록권리가 부여된 사모의 경우 표준적인 사모와 유사한 절차를 밟게 된다. 단지 차이가 나는 것은 발행종료 후 등록신고서를 작성할 필요가 있느냐 없느냐 하는 것이다.

다. Underwritten 144A

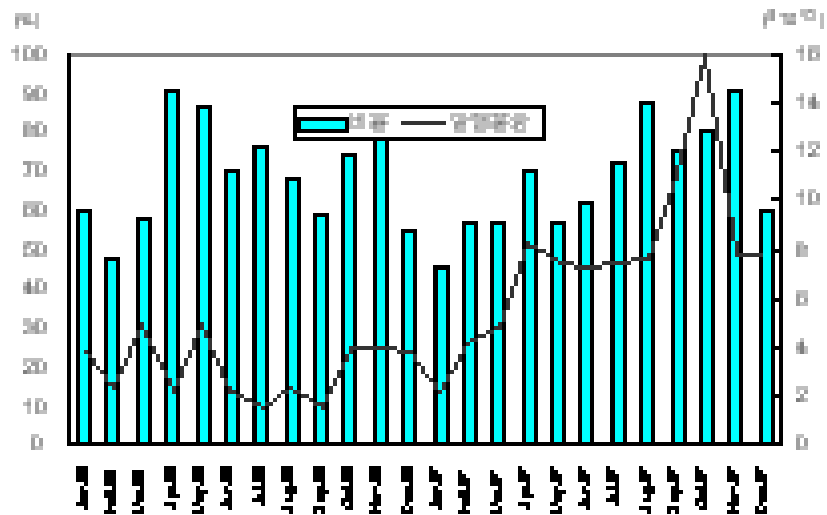
1) 일반적 특징

아래 <그림 VII-2>에서 보듯이 Rule 144A가 도입된 이후 고수익채권 발행시장에서 차지하는 비중은 급속히 증가하였다. 그리하여 '98년도의 경우 전체 발행규모의 80% 이상이 Rule 144A를 통해 발행되었고, 공모의 비중은 크게 축소하였다. 미국에 있어 Rule 144A를 통한 고수익채권 발행은 이제 전형적인 발행방식으로 굳어진 듯하다. 이러한 제도적 뒷받침은 미국의 고수익채권시장을 크게 성장시킨 밑거름이 되었다.

<그림 VII-1> 신규발행 고수익채권의 발행방법



<그림 VII-2> Rule 144A에 의한 신규발행채권 중 고수익채권의 비중



발행자가 발행증권을 투자은행 등에 직접 매도하면 이를 인수한 투자은행은 이를 표준적인 사모(standard private)나 등록권리가 부여된 사모(private with registration rights)에서의 최초 매입자와 동일한 역할을 하는 기관투자자들에게 전매하게 된다. 이들 기관투자자들은 QIB라 칭한다.

SEC에 의해 1990년 도입된 Rule 144A에서는, 최소한의 공시 및 기타 기준을 충족할 경우 QIB를 대상으로 한 한정적인 사모증권의 매도를 허용하고 있다.⁴⁷⁾ 즉, 이는 증권법에 의한 등록의무를 한정적으로 면제해주고 있으며 또한 QIB를 대상으로 할 경우 미등록유가증권의 전매도 허용해주고 있다. 이들 거래는 증권법에 의한 유가증권신고의무가 면제되는 대신 표준적인 사모에 적용되는 법적 제약을 받게 되므로 법적으로는 사모와 동일하나, 유통시장에서는 공모와 같은 효과를 얻게 되는 것이다. 이 규정의 제정목적은 발행자로부터 등록의무를 면제해주자는 것이라기보다는, 등록면제증권이나 Regulation S에 의거하여 발행된 유가증권을 대상으로 기관투자자들간의 효율적이고 유동성있는 시장을 제공해주자는 의도에 있다.

그럼에도 Rule 144A거래의 경우 사후등록권리(post-closing registration rights)를 부여하고 있는 경우가 많다. 이러한 권리를 부여하는 근거는 다음과 같은 사실 때문이다. 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)에서는 Rule 144A에 의해 거래되는 증권을 유동성이 낮은 증권으로 간주하고 있다. 그런데 공모시장에는 유망한 투자자들이 다수 존재하므로, 사후등록권리를 행사할 경우 이들의 투자를 유인함으로써 유통시장에서의 유동성이 크게 증대될 수 있게 된다.

47) 단, 증권법 제12조 (2) 및 증권거래법상 사기금지조항의 적용까지 면제되는 것은 아니다.

2) 메카니즘

마켓팅 및 서류절차의 전반적인 방식은 공모와 동일하나 다음과 같은 몇 가지 차이점이 있다. 발행자가 최초매입자(initial purchaser)에게 유가증권을 판매하는 것은 어디까지나 사모이므로 불특정 일반투자자를 대상으로 할 수는 없다. 또한 약간의 예외가 있으나 최초매입자가 전매한 유가증권을 매입할 수 있는 자로는 QIB만이 가능하다. 그리고 증권법에 의한 등록이 면제되기 때문에 SEC의 인가를 기다릴 필요가 없다.

유통시장에서의 거래를 촉진하기 위해 최초매입자는 채권거래가 증권예탁회사(Depository Trust Company)와 같은 기관을 통해 결제되도록 하곤 한다. 이로써 QIB들간에 이루어지는 거래시스템은 DTC에 의해 관리되는데, 이는 채권보유자들이 공모증권을 거래하듯이 쉽게 증권을 거래할 수 있도록 해준다.

그러나 공개시장을 통해 거래되지 않는 채권의 경우 보유가 금지되어 있는 투자기관들도 존재하기 때문에, QIB가 아닌 고수익채권 매입자들을 대상으로 좀 더 활발한 거래를 행하고자 할 경우를 위해 대부분의 144A 발행증권이 증권매입자에게 사후등록을 요구할 수 있는 권리를 부여하고 있다.

그리고 이와 관련하여 본 규정에 의거하여 판매된 증권이 대상이 되는 호가, 거래 및 결제시스템으로서의 자동화된 PORTAL시장을 개설하겠다는 NASD의 제안을 SEC는 승인하게 된다. PORTAL시장은 사모발행과 Rule 144A의 적용을 받는 유가증권의 거래를 위해 QIB와 승인받은 일부 딜러에게만 개방된 폐쇄시장이다.⁴⁸⁾

48) Antin, Norman B., and Jeffrey D. Haas, "The Advantages and Disadvantages of Public versus Private Issuances of High Yield Debt Securities," *High Yield Bonds : Market Structure, Portfolio Management, and Credit Risk Modeling*, edited by Theodore M. Barnhill, Jr., William F.

3) 비교

발행자의 관점에서 보았을 경우, 등록권리가 부여된 사모(private with registration rights)시장과 Rule 144A시장을 통한 자금조달방법은 동일한 효과를 갖는다. 공모의 경우 발행절차를 개시한 이후 실제 거래가 이루어지기까지 3개월이 소요되나, 144A를 통할 경우 이 기간이 1개월로 단축될 수 있다.

라. 공모

1) 특징

'80년대 초까지만 해도 고수익채권의 공모발행은 가장 표준적인 자금조달방법이었다. 여기서는 투자은행이 로드쇼(road show)를 관장하는 동안 발행자와 인수인의 대리인은 유가증권등록절차를 밟기 위해 SEC와 접촉을 하게 된다. 공모발행은 그 규모가 5,000만 달러 미만일 경우 이용되지 않는 것이 보통이다.

고수익채권에 대한 공모발행이 투자등급 유가증권의 공모발행과 다른 점은 없다. 다만 인수인은 NASD에 공정성에 대한 심사를 받기 위해 인수계획서(underwriting arrangements)를 제출하여야 한다.⁴⁹⁾

2) 비교사항

청약인(offeree)의 수와 자격에 대한 제한이 없기 때문에 인수인은 가

Maxwell, and Mark R. Shenkman, McGraw-Hill, 1998, pp.525.

49) Davenport, Kirk A., Sean Crowley and Edward Toy, "Public vs. Private Markets : A Review of High Yield Financing Techniques," <http://www.lw.com/depts/practices/highYield/HYarticle.htm>, p.11

장 광범위한 매입자 층을 대상으로 삼을 수 있다. 그리고 공모발행된 유가증권의 경우 뮤추얼펀드 등에 의해 유동성이 높은 증권으로 간주되기 때문에 기관투자자들이 제약없이 투자할 수 있다는 이점이 있다. 또한 엄격한 정보의 공시, 철저한 로드쇼, 인수인이 자기계정으로 증권을 매입하고 일정기간 시장조성을 행한다는 사실 등이 신뢰성을 높여 유통시장에서 활발한 거래가 이루어질 수 있도록 한다.

등록권리가 부여된 사모시장 또는 Rule 144A시장과 공모시장간의 이차율차이는 최소 25 베이스포인트 정도이나, 수급상황에 따라 100 베이스포인트까지 스프레드가 확대될 때도 있다. 그리고 콜보호기간은 짧은 편이며 조기상환프리미엄도 낮다. 또한 계약상의 제약조항의 경우 maintenance covenant의 경우는 드물고 대신 incurrence covenant가 일반적이다. 공모증권의 경우 보유자의 수가 워낙 다수이기 때문에 제약조항의 수정은 실질적으로 불가능하다. 유가증권신고서의 경우 3년간의 재무제표 및 경영진의 보상 및 스톡옵션에 대한 자세한 정보, 기타 중요사항에 대한 정보를 요구하고 있기 때문에 이를 준비하는데 상당한 시간이 소요된다. 그리고 SEC의 심사절차를 거치는데 1~2개월 정도가 소요된다.

공모시장을 이용할 경우 발행자는 발행가격 및 기타 계약내용 면에서 가장 좋은 조건을 얻을 수 있다. 이와 대조적으로 표준적인 사모의 경우 그 조건이 가장 불리하다고 할 수 있다. 그렇지만 계약조건과 발행소요시간 간에는 상반관계(trade-off)가 존재한다. 따라서 심사과정에서 발행절차가 지연되더라도 큰 지장이 없는 발행자의 경우 공모시장을 이용할 경우 가장 유리하게 된다.

마. 발행방법의 특징비교

다음 <표 VII-1>는 위에서 자세히 살펴본 발행방법들의 특징들을 주요한 요인별로 정리한 것이다. 여기서는 공모 및 사모시장을 양 축으로 하고 그 중간적 형태인 144A시장을 비교하였다.

<표 VII-1> 사모시장, 공모시장, Rule 144A 시장의 비교

구 분	공모시장	사모시장	144A 시장
단위발행규모	최저 2,500만 달러	50~5,000만 달러	최저 50만 달러
만 기	30년까지	30년까지	30년까지
수 수 료	많다	매우 적다	공모시보다 적다
소 요 기 간	길다	짧다	짧다
등 록 의 무	있다	없다	거의 없다
국 제 거 래	복잡하다	가능하다	가능하다
간사회사개입	일반적이다	드물다	일반적이다
매 입 자	기관, 일반투자자	전문투자자	기관투자자
유 동 성	높다	제한적이다	높다
수 익 륜	프리미엄 없다	프리미엄지불	프리미엄이 없거나 적다
거래의 자동화	일반적이다	안된다	제한적이다
계약체결의 자동화	일반적이다	안된다	일반적이다

바. 제약조항(covenants)의 특징

동일한 기업이 발행한 채권이라 하더라도 그것의 신용등급 변동에 영향을 미치는 3가지 주요한 요소들이 있는데, 이는 자본구조상의 위치(변제우선순위), 담보의 종류 및 규모, 그리고 제약조항의 내용이다⁵⁰⁾.

여기서는 제약조항에는 어떠한 것들이 있으며, 은행대출채권과 고수익채권의 경우 어떠한 특징과 차이점이 있는가를 중심으로 서술하겠다.

크게 제약조항은 명시적 보호조항(explicit protections) 및 암묵적 보호조항(implicit protections)으로 구분할 수 있다. 전자의 경우는 변제우선권, 담보, 현금흐름, 신용상태를 보존하기 위한 직접적인 조치들로서, 부채비율, 자산매각, 자본지출, 인수, 배당지급 등을 제약하는 조항들이 포함된다. 중요한 세 가지 사항으로 다음과 같은 것이 있다. 첫째, 부채비율의 제한이 있다. 이는 제약조항의 가장 핵심적인 기능의 하나이다. 표준적인 신용계약서에는 부채의 절대액수를 제한할 뿐 아니라 현금흐름과 관련하여서도 부채규모에 제약을 가하고 있다. 둘째는 자산매각의 제한이다. 자산매각은 담보의 축소를 의미하므로 채권자에게 중요한 의미가 있다. 셋째, 특히 은행대출채권의 제약조항의 경우 현금유출을 제약함으로써 투자자의 이익을 명시적으로 보호하고자 한다. 여기에는 배당의 제한, 영업상의 목적이 아닌 현금지출의 제약 등이 포함된다.

암묵적 보호조항의 경우, 성과지표의 설정 및 신용상태 악화시 대응 조치 자동실행장치(triggering remedies) 등에 의해 경영진이 채권자의 이익에 크게 반하는 행동을 할 수 없도록 하는 내용으로 이루어져 있다. 이는 은행대출계약에서 주로 많이 보인다. 구체적으로는 첫째, 제약조항의 심각한 위반이 이루어질 경우 우선순위 채권자가 즉각 대출금의 상환을 요구할 수 있는 권리가 있다. 둘째로는 상황이 그리 심각하지 않은 상태에서 대출자가 제약조항 상의 요구사항을 포기(waive)할 수 있는 옵션이 있다. 이는 위험을 완화시켜주는 제반 조치들이 이루어졌을 경우 대출자가 선택적으로 행사하는 것이므로, 권리포기로 인해 채권자의 이익이 침해되는 것만은 아니다.

50) Verde, Mariarosa, "Loan Preserver : The Value of Covenants," *Loan Products Special Report*, Fitch IBCA, 1999. 3. 4.

그런데 은행대출계약상의 제약조항(bank loans covenants)은 고수익채권의 거래시의 제약조항의 내용 및 항목의 수에서 차이가 있다. 신용평가기관인 Fitch IBCA의 조사에 의하면, 투자등급 이하의 발행자에 대한 은행대출계약의 경우 평균 20개의 제약조항이 있는데 대해 표준적인 고수익채권의 경우 6개만 존재한다. 또한 채무자에게 요구되는 제약사항의 범위 및 요구수준도 고수익채권의 경우가 느슨한 편이다. 고수익채권 투자자는 일반적으로 재무제약사항의 혜택을 받지 못하고 있으며, 명시적 보호조항의 경우도 은행대출자에 비해 빈약하다.

3. 미국의 고수익채권시장

가. 미국 고수익채권시장의 현황

1) 고수익채권시장의 발전과정

현대적 의미의 고수익채권시장은 1980년대 미국에서 발전하기 시작했다.⁵¹⁾ 따라서 미국 고수익채권시장의 발전과정에 대해 살펴보는 것은 고수익채권시장 전반의 특성을 이해하는데 도움이 되리라고 생각한다. 초기의 고수익채권시장은 기업을 성장시키기 위해 또는 타 기업을 인수하기 위해 자금을 필요로 하는 중소기업들에 의한 자금조달원으로 주로 이용되었다. 그러다 '80년대 후반 들어 M&A가 급증하면서 신규발행시장이 활성화되었다. 이 기간 중에 매우 혁신적인 자금조달기법들이 발전하여 자본시장의 발전에 기여하였다.

51) Kricheff, Bob and Vesna Strenk, "The High Yield Market," *High Yield Bonds : Market Structure, Portfolio Management, and Credit Risk Modeling*, edited by Theodore M. Barnhill, Jr., William F. Maxwell, and Mark R. Shenkman, McGraw-Hill, 1998.

그러나 고수익채권에 대한 매우 공격적인 투자는 1990년과 1991년도의 기록적인 부도율을 가져오는데 기여하게 된다. '80년대 말에 이루어진 LBO의 경우 자금조달을 위해 16.5~17.5%에 달하는 고금리를 제시하기도 하였는데, 경제가 팽창기에 있지 않는 한 이러한 자금부담을 견딜 만한 기업이 많지 않기 때문이다. 이 와중에서 대표적인 major player였던 Drexel Burnham Lambert가 도산하는 등 고수익채권시장은 급속히 쇠퇴하게 된다.

이때의 고통스런 경험을 바탕으로 고수익채권시장은 1~2개의 대표적인 인수업자에 의해 좌지우지되던 클럽(club) 수준에서 명실상부한 시장(market)으로 발전하였다. 또한 새로운 기준 및 원칙들도 이 기간 중 상당 부분 정립되었다. 이리하여 '90년대 들어 고수익채권시장은 다양한 기업들이 나름대로의 경영목적 하에 자금을 조달하는 원천으로 자리매김하게 되었다.

'80년대 중반 이전 만해도 시장에서의 초점은, 투자등급 이하의 기업들이 자본시장을 활용하여 자금을 조달할 수 있도록 거래를 효율적으로 성사시키는데 있었다. 그리고 고수익채권시장은 은행대출시장(bank debt) 및 파편화된 사모채권시장과 경쟁하는 대체관계를 이루고 있었다.⁵²⁾ 이후 일반 증권시장에 적용되는 다양한 분석기법들이 고수익채권시장에도 응용되어 적용가능하게 됨에 따라 투자자들이 이 시장을 바라보는 관점도 변하게 되었다. 이러한 분석기법들이 발전되기까지는 수많은 시행착오들이 있었고, 그 와중에는 시장 자체가 거의 기능을 못하게 되는 위기상황도 있었다. 오늘날에는 과거 17년간의 경험과 데이터가 축

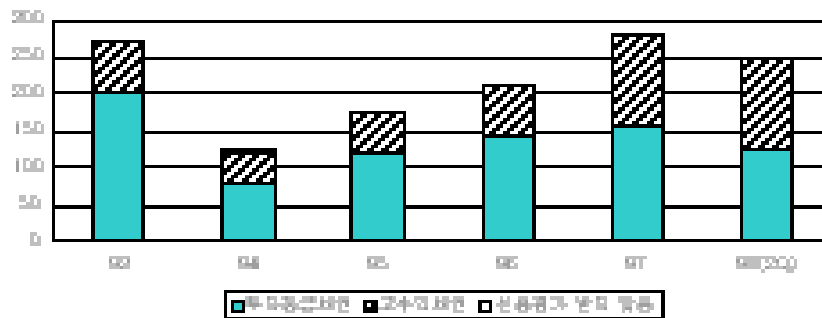
52) DeRosa-Farag, Sam and Jonathan Blau, "Changes in the High Yield Market, a History Perspective," *High Yield Bonds : Market Structure, Portfolio Management, and Credit Risk Modeling*, edited by Theodore M. Barnhill, Jr., William F. Maxwell, and Mark R. Shenkman, McGraw-Hill, 1998.

적됨으로써 장기적인 추세에 대한 계량적 분석이 가능해졌고 이에 따라 연구결과도 축적되고 있다. 이러한 연구결과들에 대해서는 본 보고서에서 가능한 한 풍부히 소개하고자 한다.

2) 현황

고수익채권시장이 발달하기 전인 '70년대까지만 해도 재무상태가 양호하지 못한 기업들의 경우 자본시장을 이용할 수 있는 기회가 매우 한정적이었기 때문에 자금조달에 많은 어려움을 겪곤 했다.⁵³⁾ 그러나 고수익채권시장이 발달함에 따라 새로운 기술로 무장한 중소벤처기업들이 장기자금을 조달할 수 있음으로 해서 미국 경제가 발전하는데 큰 원동력이 되었다. 또한 경쟁력 확보를 위한 기업구조조정(restructuring) 및 M&A에 필요한 자금도 제공함으로써 산업구조의 개혁을 효율적으로 추진하는데도 기여하였다.

<그림 VII-3> 회사채발행시장의 규모 및 고수익채권의 비중

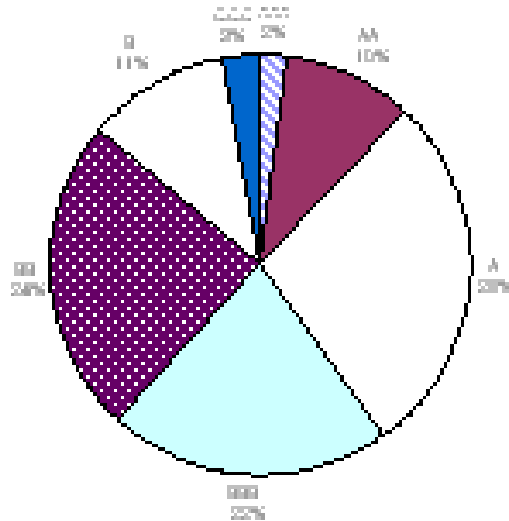


53) 김정환·송기명, “미국의 Junk Bond 시장,” 『주식』 1997.7, 한국증권거래소, pp.3~35.

그리고 금융의 증권화, 금융기관간 겸업의 확대 등으로 기관투자자들이 자금제공자들의 요구에 따라 고수익을 추구하게 되면서 금리변동의 위험을 헤지하고 펀드운용의 성과를 높이기 위해 고율의 확정이자가 보장되는 투자대상을 찾고 있었다. 고수익채권시장은 이러한 요구를 충족 시킴으로써 증권산업의 발전에도 활력소가 되었다.

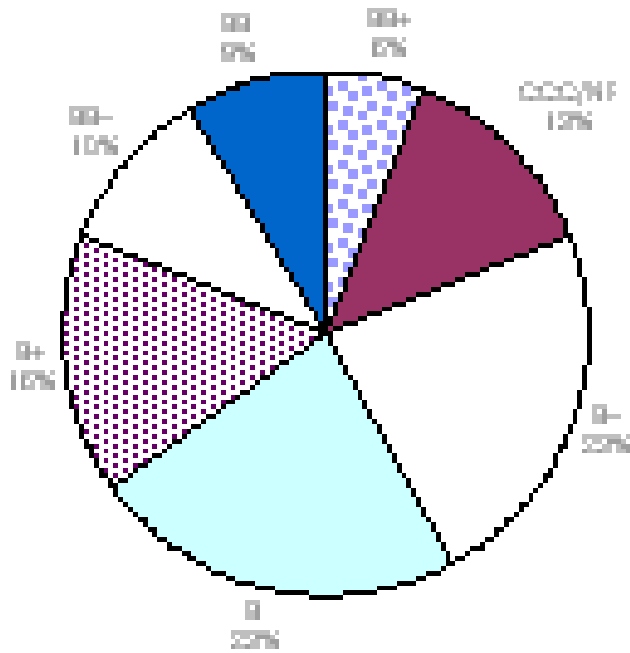
미국의 채권시장은 '97년 총규모 약 5,000억 달러로 추산되고 있다. 이를 발행채권의 신용등급별로 구분하여 보면 아래 <그림 VII-4>와 같다. 우선 투자등급채권(BBB등급 이상)이 62%, 그리고 투기등급채권(BB등급 이하)이 38%를 차지하고 있어, 고수익채권이라 불리는 채권의 규모가 상당히 큰 비중을 차지하고 있음을 알 수 있다. 그리고 투자등급채권 중에서도 A등급과 BBB등급이 50%나 차지하고 있어 재무상태가 우량한 투자등급채권과 소위 정크본드 사이의 완충역할을 충실히 해주고 있다.

<그림 VII-4> 발행채권의 신용등급별 구성



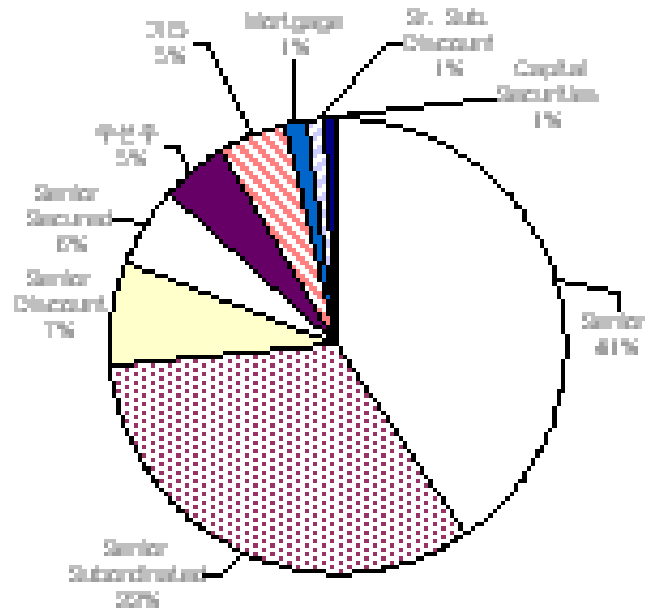
투기등급(BB등급 이하)인 고수익채권의 신용등급별 구성을 살펴보면, BB+등급에서 CCC등급까지 각 등급별로 골고루 다양하게 발행되고 있음을 알 수 있다.

<그림 VII-5> 고수익채권발행의 신용등급별 구성



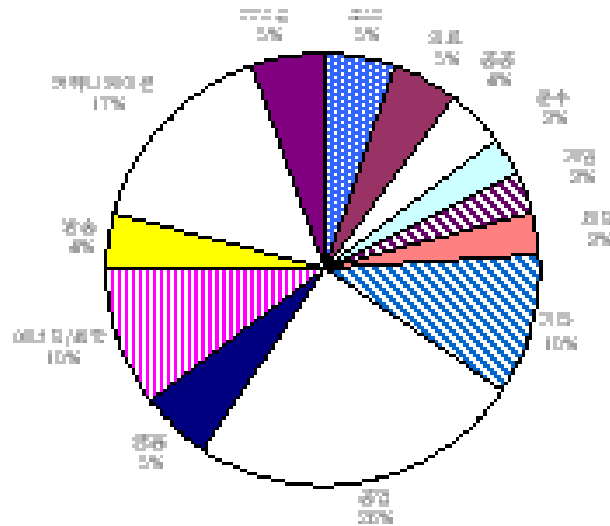
그리고 변제우선순위(Debt Structure)별 고수익채권의 구성의 경우, 미국시장에서는 상위채권과 상위후순위채권이 가장 큰 비중(73.6%)을 차지하고 있고 그 나머지는 아주 다양한 형식으로 발행되고 있다.

<그림 VII-6> 고수익채권의 변제우선순위별 구성



마지막으로 산업분야별 고수익채권발행의 구성내역을 살펴보자. <그림 VII-7>에서 보듯 산업분야에 소속된 기업들이 고수익채권을 발행하고 있음을 알 수 있다. 그 중에서도 비중이 큰 분야는 공업, 커뮤니케이션 산업 등이다.

<그림 VII-7> 발행기업의 소속 산업별 구성



나. 고수익채권시장의 유동성

미국의 고수익채권시장에서 가장 적극적으로 참가하고 있는 기관투자자로는 뮤추얼펀드를 들 수 있다. 뮤추얼펀드의 경우 시장에서 차지하는 비중이 높을 뿐 아니라 활발한 거래를 통해 시장의 유동성을 풍부하게 하는 기능도 수행하고 있다. 뮤추얼펀드의 경우 운용자산을, 위험과 수익률 면에서 폭넓은 스펙트럼을 갖는 투자대상에 철저히 분산하여 투자하는 전략을 취하므로, 고수익채권의 경우 상당히 매력있는 투자대상이 된다. 고수익채권의 특성에서 언급했듯이 적절히 분산투자된 고수익펀드의 경우 비교적 낮은 위험으로 상대적으로 고수익을 올릴 수 있기 때문이다.

<표 VII-2> 기관투자자들의 고수익채권 투자비중

	86년	87년	88년	89년	92년	94년
투자신탁	32	30	30	30	43	43
보험회사	30	30	30	30	25	29
연기금	10	15	15	15	15	15
S&L	7	8	7	4	1% 내	1% 내
외국투자자	1	5	9	7	1% 내	1% 내
개인투자자	10	5	5	5	16	12
사업법인	3	3	3	3		
증권회사 및 기타	4	4	1	4		

그 다음으로는 비중이 높은 기관으로는 보험회사, 연기금 등이 있다. 보험회사의 경우 영업특성상 장기부채가 많기 때문에 유동성의 측면을 어느 정도 희생하는 투자전략이 가능하다. 따라서 만기가 장기인 고수익채권에 투자할 수 있다. 이런 연유로 보험회사의 경우 종종 채권을 만기까지 보유하는 투자전략을 취하곤 한다. 한편 연기금들은 단기성과를 중시하기 때문에 투자적격채권에 주로 투자하고 있지만, 고수익채권의 경우도 일정정도 포트폴리오에 편입함으로써 수익률 제고를 꾀하고 있다.

반면 '80년대 후반 무분별한 고수익채권 투자로 큰 손실을 입고 부실화되어 상당수가 정리되어 퇴출된 경험이 있는 저축대부기관(S&L)의 경우, 고수익채권 투자에 엄격한 규제를 받고 있기 때문에 현재 투자비중은 거의 없는 실정이다.

유동성에 대해서는 다양한 개념정의가 내려지고 있다. 여기서는 유동성을 '투자자들이 유가증권을 바로 전 거래가격과 근사한 가격으로 매

도·매수할 수 있는 조건'이라 정의한 후, 미국 고수익채권시장에서의 유동성에 대해 분석해 보고자 한다.⁵⁴⁾

미국의 고수익채권시장은 '98년을 기준으로 그 시장규모는 5,000억 달러 수준이며, 1,500여개 종목이 발행되어 유통되고 있다. 그리고 이 시장에는 10여개의 대형기관투자자(major players)를 포함하여 그 외 다수의 투자자들이 활동하고 있는 것으로 알려지고 있다. 투자자들의 투자성향, 발행기업의 상태, 발행채권의 특성 등 여러 요인에 따라 고수익채권 시장은 유동성의 편차가 존재하는데, 이는 다음과 같이 몇 가지 범주로 분류하는 것이 가능하다.

첫째, 유동적 채권(flow bonds)으로서 이는 대체로 발행규모가 2억5천만 달러를 상회하는 채권들로 구성된다. 이는 잘 알려져 있기 때문에 다수의 투자자들이 거래에 참여하게 된다. 정상적인 상황일 경우 호가차이도 0.5 베이스포인트 정도로 좁아져 유동성이 높고 거래가 활발하게 이루어지게 된다.

둘째, 매수-보유채권(buy and hold bonds)이다. 이는 대략 1억 달러 규모의 비교적 소규모로 발행되는 채권으로서 소수의 대형투자기관에 의해 매수되는데, 따라서 거래는 극히 부진하다고 하겠다.

셋째, 단기거래채권(short duration bonds)으로서, 이는 조기상환되어 6~24개월만 거래되는 채권이다. 미국에 있어 이러한 채권은 매우 높은 유동성을 보이고 있다. 단기투자에 관심이 있는 펀드의 경우 이를 현금에 준하는 것으로 취급하기도 하며, 호가차이도 1/8 베이스포인트 정도로 매우 작다.

마지막으로 신용불량채권(credit impaired bonds)이 있다. 이러한 채

54) Fisch, Jonathan, "Secondary Market Trading," <http://www.icm-online.co.uk/database/icmdoc/release/new%20web/market/Global%20markets.html>, 1998.10.

권을 거래하는 시장의 비중은 점차 커지고 있는데, 이는 부실증권시장 또는 부도증권시장이라 한다.⁵⁵⁾ 이러한 채권의 호가차이는 매우 큰 편이다.

미국의 고수익채권시장에서 유동성을 제공하고 있는 중요한 요인들을 들자면 다음과 같다. 우선 10여년 넘게 축적되어 구축된 리서치(research) 역량을 들 수 있다. 이는 소위 정크본드라 부르며 투기꾼들의 장으로 비쳐진 고수익채권시장에 새로운 경제적, 투자적 관점을 제시해 주었다. 이와 함께 증대된 시장규모를 들지 않을 수 없다. 앞서 보았듯이 고수익채권시장은 이제 전체 채권시장규모의 1/3의 비중을 차지하고 있으며, 향후 지속적으로 증대되는 추이에 있다. 시장의 규모증대와 함께 시장의 분단화(market segmentation) 현상도 증대되고 있다. 앞서 유동성을 기준으로 고수익채권시장을 4가지 범주로 구분한 바 있지만, 이러한 현상은 발행기업 및 투자자가 자기의 자금조달 및 투자패턴에 적합한 시장을 손쉽게 선택하여 참여할 수 있게 함으로써 그만큼 시장참여의 유인을 높이고 있다.

4. 유럽의 고수익채권 관련제도

유럽의 고수익채권시장에서는 수요-공급기반의 취약, 제도의 미비 등으로 인해 발달 정도가 미숙한 상태에 있었다. 이러한 상태에서 고수익채권에 대한 거래는 미국 고수익채권시장에서 정착된 관행들을 지속적으로 흡수하면서 이루어졌다. 그 가장 큰 이유는 시장의 미성숙에서 찾아야 할 것이나, 그 외에 유럽시장의 특성에서 유래하는 면도 크다. 우선 유럽시장은 다양한 국가들로 구성되어 있기 때문에 유통되는 통화단

55) 부실증권시장에서 벌처펀드의 투자전략 및 정책적 시사점에 대해서는 다음을 참조하기 바란다. 김형태·박용서, 『벌처펀드(Vulture Fund)의 투자전략 분석』, 한국증권연구원 연구보고서 98-05, 1998.6.

위도 다르고 자본시장의 발행·유통제도 등도 상이하다. 따라서 통합된 제도 및 거래관행 등이 정착하는데 어려움이 컸다. 또한 자체 수요기반이 미미하여 발행된 고수익채권은 주로 미국의 기관투자자들을 대상으로 하였다. 따라서 자연스럽게 미국의 제도를 받아들여지게 된 것이다.

그런데 고수익채권시장이 점차 발전함에 따라 그 동안 달러로 발행되던 것이 유럽 각국의 통화로 발행되기 시작했으며, 또한 미국투자자들은 물론 유럽의 투자자들에게도 판매되었다. 이와 함께 유럽시장의 통합화가 진전되면서 각종 제도적 정비의 통일성이 점차 제고될 것으로 생각되지만, 아직 유럽 자체에 독특한 제도적 기반이 정비되어 있는 것은 아니다.

따라서 본 절에서는 근래 유럽에서 이루어진 고수익채권의 발행 사례들에 대해 간략히 살펴봄으로써 공시, 등록절차 및 발행조건 등 유럽 고수익채권 관련 제도에 대해 조망해보고자 한다. 사례를 통해 살펴보는 이유는 제반 제도가 각국마다 상이하여 통일적이지 않기 때문이다.

아래의 <표 VII-3>에 실린 사례들에서 보듯, 유럽 발행기관들이 채택한 발행방식들의 경우 일정한 스펙트럼을 나타내고 있다. PTC의 경우 공시기준 및 서류절차 등에 있어 미국식 방식을 채택하고 있으며, 발행자금도 달러로 조달하고 있다. 따라서 미국시장을 대상으로 발행되었음을 알 수 있다. 반면 Castle Transmission의 경우 순수한 유럽식 고수익채권의 발행형태를 보여주고 있다. 발행도 자국통화로 이루어지고 있고 유럽시장을 대상으로 하고 있다. 서류절차 등은 미국식과 유럽식 관행이 혼합된 형태를 취하고 있다.

<표 VII-3> 유럽에서 고수익채권 발행사례

	PTC	Geberit	Castle Transmission
발행조건	10.75% 상위후순위보 증할인채(Senior Sub. Secured Discount)	10.125% 상위후순 위채(Senior Sub.)	9% 보증채
만기	2007년	2007년	2007년
원금	1억5천만 달러	1억5,750만 마르크	2,500만 파운드
발행일	'97.7	'97.4	'97.5
상장여부	PORTAL	Luxembourg/ Switzerland	영국
매니저	Salomon/ Citibank	Merrill Lynch/ DMG	CSFB/ JP Morgan
계 약 조 건			
Equity Clawback	35%까지 프리미엄 110.75%	35%까지 프리미엄 110.125%	없음
조기상환옵션			총상환수익률 + 0.5%
6년	105.375%	105.062%	
7년	103.583%	103.375%	
8년	101.792%	101.877%	
9년	100%	100%	
Change of Control Put	101%	101%	101%
관계규정	Trust Indenture Act	Trust Indenture Act	Trust deed and PA agreement
관계법령	New York	New York	영국
Rule 144A	Yes	Yes	No
사후등록권리	Yes	Yes	No

5. 유럽의 고수익채권시장

가. 유럽 고수익채권시장의 현황

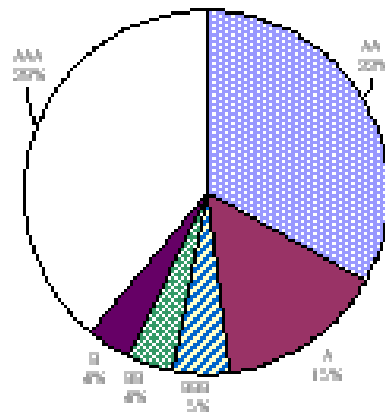
여기서는 유럽 고수익채권시장의 현황에 대해 미국시장과 대비하여 살펴봄으로써 전반적인 특징을 파악해 보고자 한다.⁵⁶⁾ 유로본드시장에서 발행되는 채권의 신용등급별 구성을 살펴보면 다음과 같다. <그림 VII-8>에서 보듯이 BBB 이상의 투자등급채권이 차지하는 비중(92%)이 압도적으로 높으며, 그 중에서도 AA 이상의 우량채권의 비중(62%)이 상당히 높음을 알 수 있다. 반면 A와 BBB 등급이 20%(각 15%, 5%)로서 비교적 낮은 비중을 차지하고 있고, 고수익채권은 8%를 점유하고 있다. 이는 A와 BBB 등급의 채권이 50%의 비중을 차지하고 있고, BB 이하의 등급도 38%나 되는 미국시장의 경우와 대조된다고 하겠다.

다음으로 유로본드시장에서 발행되는 채권 중 투기등급채권(BB 이하)의 신용등급별 구성내역을 살펴보겠다. <그림 VII-9>에서 바로 알 수 있듯이 B- 등급 이하, 즉 B와 CCC 등급 그리고 신용등급을 받지 않은 채권의 비중이 76%로 과반수를 훨씬 초과하고 있다. 그리고 나머지는 B0, B+, BB 등급으로 분산되어 있다. 여기서 알 수 있는 사실은 유로본드시장이 투자등급의 채권을 발행하는 시장과 소위 말 그대로 불량채권시장(Junk Bond Market)으로 양분되어 있고, 양자간에 완충역할을 해줄 시장이 활성화되어 있지 않다는 것이다. 이러한 미국의 고수익채권시장과 비교하면 더욱 뚜렷이 부각된다. 미국시장의 경우 B- 등급 이하가 발행물량 중 36%를 차지하고 있으나, 나머지 등급의 채권들도 다양하게 발행되고 있다. 이러한 발행채권의 다양성은 적정한 유동성을 공급하는데

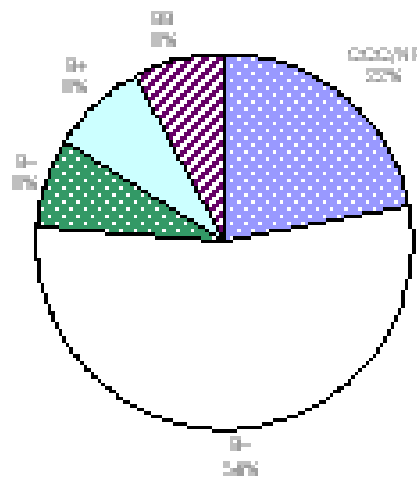
56) Fisch, Jonathan, "Secondary Market Trading," <http://www.icm-online.co.uk/database/icmdoc/release/new%20web/market/Global%20markets.html>, 1998.10.

큰 역할을 하게 된다.

<그림 VII-8> 유로본드시장에서의 채권의 신용등급별 구성

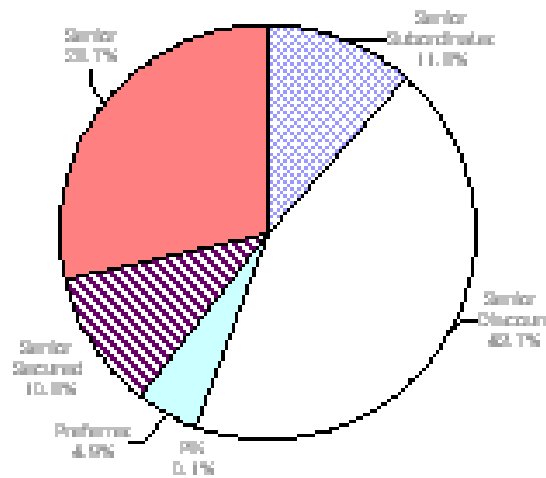


<그림 VII-9> 고수익채권의 신용등급별 구성비율



변제우선순위(Debt Structure)별 고수익채권의 구성내역을 보면, 가장 비중이 크면서도 특징적인 것이 우선순위할인채권(Senior Discount)이 차지하는 비중(43.7%)이다. 이처럼 할인채권의 비중이 높은 것은 다음 <그림 VII-10>의 발행채권의 산업별 구성에서 보게 되겠지만 통신기업의 비중이 크기 때문이기도 하다. 무슨 의미인가 하면, 초기설비투자가 막대히 소요되는 통신산업의 경우 현금유입이 오랜 기간에 걸쳐 이루어지기 때문에 사업초기에는 이자를 지불할 능력이 없게 마련이다. 따라서 채권을 할인하여 발행하게 되는 것이다.

<그림 VII-10> 변제우선순위별 채권의 구성

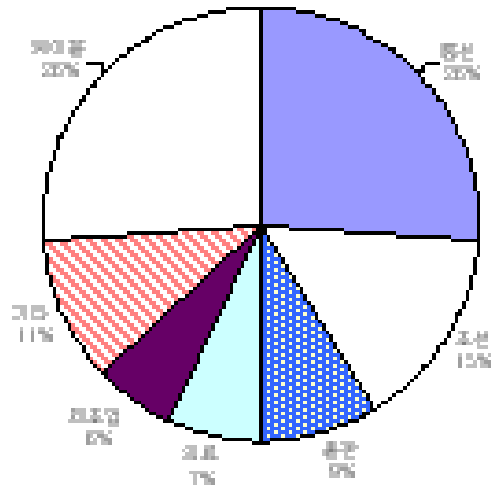


그러나 고수익채권시장의 유동성을 높이기 위해서는 우선순위채권(Senior Debt)과 우선순위후순위채권(Senior Subordinated Debt)의 비중이 커져야 한다. 그러기 위해서는 좀 더 다양한 산업분야의 기업들이 고

수익채권의 발행시장에 참여해야 하겠다. 유럽 고수익채권시장의 경우 우선순위채권과 우선순위후순위채권의 비중이 41.3%를 차지하고 있는데, 이는 미국시장에서 차지하는 비중인 74.6% 보다는 상당히 적은 수준이다.

마지막으로 발행기업이 소속된 산업분야별 고수익채권발행의 구성내역을 살펴보겠다. 앞서 잠깐 언급했듯이 유럽시장의 경우 통신 및 케이블산업(50% 이상)에 발행기업이 집중되어 있다. 이처럼 발행기업이 특정 산업에 집중되어 있다는 사실은 고수익채권을 매입함으로써 얻을 수 있는 다각화 이점 중 산업별 다각화의 효과가 발휘될 수 없음을 의미하는 것이다. 한편 미국시장의 경우 공업부문에 소속된 기업의 비중이 가장 크지만 그 외에도 다양한 산업부문에 분산되어 있어 발행채권의 유동성에 기여하고 있다.

<그림 VII-11> 고수익채권 발행기업의 소속 산업별 구성



나. 유럽 고수익채권시장의 특징

1) 특징 및 발전가능성 분석

미국으로 대표되는 일반적인 고수익채권시장의 경우 발행채권의 만기가 길고 제약조항이 은행대출에 비해 상당히 느슨하다는 특징을 갖고 있다. 이와 비교하여 아직 발생초기에 있는 유럽지역의 고수익채권시장에는 이와 구분되는 다음과 같은 특징을 보이고 있다.⁵⁷⁾

우선, 발행기업이 고수익채권을 자국내 화폐보다는 달러로 발행하는 경우가 많다는 것이다. 고수익채권의 수요기반이 갖추어져 있지 않기 때문에 특히 공모의 경우 대부분 미국의 투자자 및 투자기관들을 대상으로 발행이 이루어지기 때문이다.

둘째, 국채 또는 재정증권에 대한 고수익채권의 가산금리(spread)를 비교할 경우 미국에 비해 상당히 낮음을 알 수 있다.

셋째, 발행규모가 작다. 발행규모가 소규모라는 것은 그만큼 유동성이 떨어진다는 의미를 지닌다. 이처럼 유럽지역의 투자자들이 낮은 유동성을 감수하는 이유는 그들 다수가 '매수 후 보유한다(buy and hold)'는 투자자세를 견지하고 있기 때문이다. 따라서 그들에게 유통시장에서의 유동성은 미국의 투자기관들에게만큼 중요하지 않게 된다. 한편 미국의 대형펀드들은 유동성의 문제 때문에 1억 달러 미만의 거래에는 투자하지 않는 게 보통이다.

넷째, 발행자나 투자자의 입장에서 볼 때 발행구조가 상당히 신축적이다. 이 반면 미국시장의 경우에는 발행구조가 좀 더 표준화되어 있는

57) 이러한 특징은 사모사채시장보다는 공모시장의 경우에 더 적합하다. Sutherland, Nikola, "Attracting potential issuers to the European market," <http://www.icm-online.co.uk/database/icmdoc/release/new%20web/market/Global%20markets.html>, 1998.3.

편이다.⁵⁸⁾ 하지만 유럽의 고수익채권시장의 경우도 시장규모가 확대되고 유통시장이 발달될 경우 표준화는 좀더 진척될 것으로 보인다.

다섯째, 유럽시장을 이용할 경우 발행기업들은 SEC의 엄격한 공시의무를 피할 수 있게 된다. 이는 발행기업에게 상당한 이점이 될 수 있다.

여섯째, 초기의 경우 발행기업들은 신용등급을 부여받지 않고도 유럽시장을 이용할 수 있었다. 이에 반해 미국시장의 경우 신용평가를 받는 것이 일반적이다.

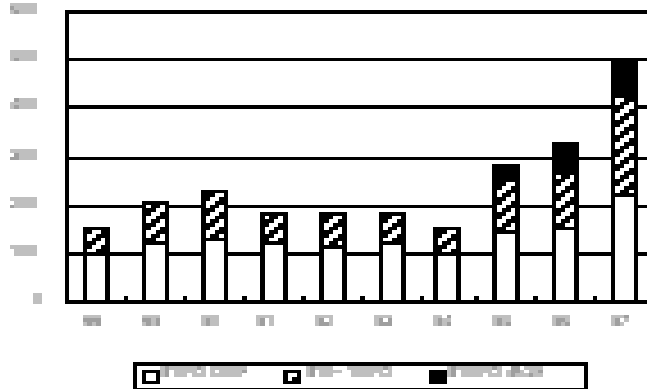
1999년 유로화가 공식 출범하면서 유럽의 자본시장에도 새로운 시대가 도래할 것으로 보인다. 통화통합은 유럽자본시장의 통합을 가속화시킬 것이며, 이는 자본시장에서 가격발견의 효율성을 제고시키리라 생각된다. 이와 함께 고수익채권시장도 더욱 활성화되리라 기대된다. 유럽의 고수익채권시장을 발전시킬 추동력(drivers of the high yield market)으로는 몇 가지 요인을 거론할 수 있다.⁵⁹⁾

우선 인수합병 규모(M&A volume)가 근래 들어 폭발적으로 증가하고 있음을 들 수 있다. 1997년의 경우 그 전년도 보다 그 규모가 56%나 증가했는데, 이는 금융부문에 의해 주도되었으며, 특히 국가간 거래(cross border activity)가 상당히 활발했다. 그리고 M&A거래의 60%가 현금으로 이루어졌고 국가간 거래의 경우 81%가 현금으로 거래되었다. 앞으로 현금보다는 주식을 통한 자금조달의 비중이 높아지리라 생각되지만, M&A시장에서 부채를 통한 자금조달의 여력도 커질 것이다. 이는 유럽에서 고수익채권시장의 성장의 원동력이 될 것이다.

58) 한 가지 예를 들면, 미국의 고수익채권시장에서 기관투자자들은 확정적인 수익을 가져다주는 만기가 장기인 채권을 선호하기 때문에 변동금리부채권은 잘 발행되지 않는다. 하지만 유럽시장에서는 만기가 비교적 짧은 변동금리부채권이 발행되곤 한다.

59) Nikola Sutherland의 글 참조

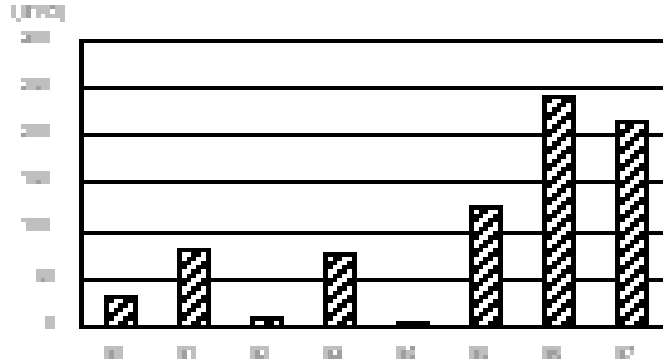
<그림 VII-12> 유럽시장에서 M&A 거래의 증가추이



둘째, M&A와 더불어 유럽지역에서는 기업분할, 특히 배당형 기업분할(Spin-off)도 매우 활발히 확대되고 있다.⁶⁰⁾ 이는 기업들이 경영의 투명성을 증대시키고 주주의 가치를 제고하는 방향을 경영방침의 초점을 맞추고 있기 때문이다. 유럽지역에서 기업분할은 영국(전체의 69%)의 경우 가장 활발하고 그 다음으로 이태리, 스위스에서도 빈번히 일어나고 있다. 이에 따라 새로이 독립된 기업들에 의한 채권발행이 증가할 것으로 보이며 이들의 상당수는 고수익채권시장을 이용할 것으로 예상된다.

60) 하나의 기업이 주주구성이 동일한 별개의 독립된 복수기업으로 분할하는 것은 배당형 기업분할이라 한다. 기업분할의 분류기준 및 종류, 기업분할 제도의 특징 및 활용방법 등에 대해 상세히 살펴보고자 할 경우 김형태·박용서, 『주식시장을 활용한 기업분할제도』, 한국증권연구원 조사보고서 99-02, 1999.3을 참조하기 바란다.

<그림 VII-13> 유럽시장에서 기업분할의 증가추이



또 한가지 언급할 것은 유럽지역 내에서 capital firm으로 거대한 자본이동이 이루어지고 있다는 점이다. 이는 대규모 자금이 벤처캐피탈기업으로 유입됨으로써 발생한 현상이다. 이로써 이들 기업간 수익률 경쟁은 치열해지고 이에 따라 레버리지가 높은 부문에의 투자가 활발해질 것이다. 이와 함께 고수익채권시장의 수요기반도 확충되리라 생각할 수 있다.⁶¹⁾

2) 활성화의 필요조건 및 평가

고수익채권시장이 활성화되기 위해서는 발행물량이 안정적이고 견실하게 유지되어야 한다. 그렇다면 이렇게 되기 위한 전제조건에는 어떤

61) 유럽의 고수익채권시장을 보면, 거래건수의 50% 정도가 금융스폰서에 의해 주도되고 있어 아직 발전의 초기단계에 있음을 나타내고 있다. 미국의 경우에는 이 비율이 작년도 발행건수의 20%에 불과하다. 하지만 고수익채권시장이 성숙되기 전인 80년대에는 미국의 경우도 발행된 고수익채권의 상당부분을 벤처캐피탈기업이 매수하였다.

것이 있으며, 유럽시장의 경우에는 그러한 조건들이 성숙되어 있는지 살펴보자.

먼저 경제환경적 요인으로는 부도율이 너무 높으면 투자자들을 유인하기가 어려우며, 전반적인 이자율도 낮은 수준에서 형성되어 있을 필요가 있다. 또한 이자율의 변동성도 낮아야 되겠다. 유럽시장에서 이러한 조건은 EMU의 출범으로 규제장벽이 무너지고 각국의 정치경제적 개혁이 촉진됨으로써 전반적인 경제여건이 안정화되면서 형성되고 있다.

그리고 인수기관들이 발행기업에 대한 신용평가와 거래구조의 설계(structuring of transactions) 능력을 갖추고 있을 필요가 있다. 고수익채권시장에서는 가격설정을 올바르게 하지 못하거나 거래를 잘못 설계함으로써 손실을 보게 될 위험이 크기 때문이다. 또한 전문화된 투자자층이 확대될 필요가 있다. 마지막으로 언급할 것은 유통시장의 유동성 문제이다. 거래규모가 커지고 유동성이 증대되어야만 고수익채권시장이 장기적으로 유지·성장할 수 있기 때문이다.

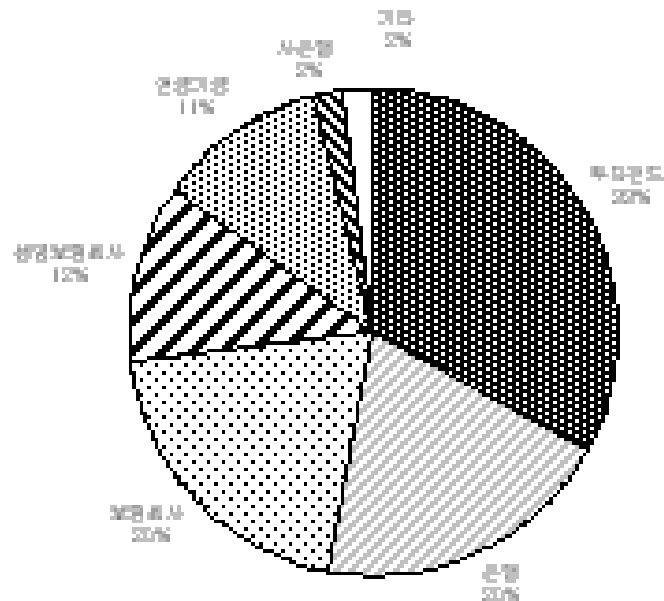
우선 고수익채권의 수요기반을 형성하는 전문기관투자자들의 시장참여 비중에 대해 살펴보도록 하겠다. 유럽지역 금융기관들의 경우 미국에서와 같이 시장이 통합되어 있지 않기 때문에 환율 및 각국 통화간 이자율 등 가격위험을 관리하는데는 매우 전문화된 지식을 갖고 있다. 그러나 은행 중심의 금융구조 등의 이유로 신용위험을 관리하는데는 그리 뛰어난 전문성을 갖고 있지 못하다고 평가된다.

고수익채권시장에 참여하는 전문 기관투자자들의 구성을 비교하여 보면 미국과 유럽시장 간에 뚜렷한 차이점을 확인할 수 있다. 미국의 경우에는 뮤추얼펀드의 활약(45%)이 가장 두드러진다. 뮤추얼펀드는 전용 고수익펀드를 구성하여 일반투자자들의 자금을 고수익채권에 전문적으로 투자하기도 한다. 또한 이들은 발행채권을 매수 후 만기까지 보유(buy and hold)하기 보다는 매우 활발한 거래를 행하고 있다. 그 다음으

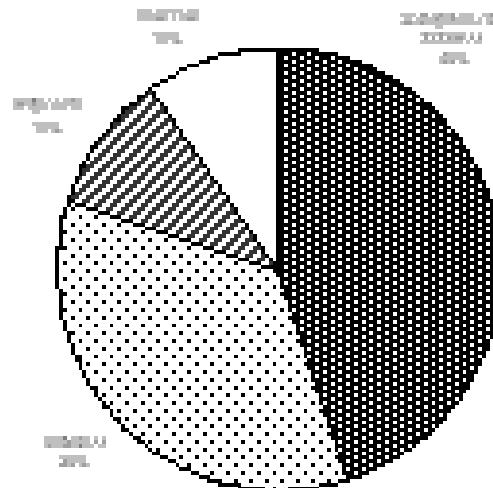
로 보험회사, 연기금 등의 비중이 큰데, 뮤추얼펀드와 비교하면 이들은 좀더 buy-and-hold 전략에 가깝다고 할 수 있다.

반면 유럽시장의 경우에서 특징적인 것은 은행이 비중이 상당히 크다는 것이다. 그 외에 투자펀드, 보험회사 등이 많은 비중을 차지하고 있다. 이들은 고수익전용펀드를 구성하고 있지 않으며, 발행채권이 부도 등의 징후를 보이게 될 경우 시장에서 철수하고자 한다. 따라서 기업들이 안정적으로 고수익채권을 발행할 수 있는 수요기반이 형성되지 못하고 있는 것이다.

<그림 VII-14> 고수익채권 투자기관들의 구성비(유럽)



<그림 VII-15> 고수익채권 투자기관들의 구성비(미국)



유럽의 고수익채권시장이 성장할 수 있는데 장애요인으로 작용하는 것은 이외에도 여러 가지가 있다.

첫째 시장규모가 너무 작기 때문에 포트폴리오의 다각화가 어렵다는 점이다. 둘째로는 규제에 문제를 들 수 있다. 고수익채권에의 투자를 저해하는 규제들로 한 가지 예를 들면, 영국의 경우 연금기금과 보험회사는 투자등급채권이 아닐 경우 투자할 수 없도록 되어 있다. 하지만 이러한 규제들은 조만간 완화될 것이며 이에 따라 시장도 활성화될 수 있으리라 생각된다. 다음으로는 투자기관들이 보수적 투자성향을 갖고 있다는 점이다. 이는 은행 중심의 금융시스템의 특징일 수도 있으나, 발행기업에 대한 신용평가능력, 고수익채권의 가격결정능력 등 분석력이 뒷받침되고 있지 않기 때문이다. 마지막으로 공시의 문제이다. 많은 투자자

들이 충분한 정보의 공시가 이루어지지 않는다는 우려를 하고 있다. 고수익채권의 경우 공모보다는 사모발행의 비중이 높기 때문에 공시의무를 너무 강화할 경우 시장의 위축을 가져올 수 있다. 하지만 적절한 규제 및 제도적 뒷받침이 확립되지 않을 경우 투자자보호 및 시장의 건전한 발전을 도모하기 어렵다고 하겠다.

유럽의 고수익채권시장은 아직 형성기에 있기 때문에 제도적 정비도 이루어져야 하고 유동성도 상당히 낮은 편이다. 유럽시장에서 유동성을 높이기 위해서는 우선 제도의 표준화가 이루어질 필요가 있다고 생각한다. 예컨대 회계제도 등이 표준화되면 시장발전에 큰 기여를 하리라 생각된다. 또한 일관된 목표 하에 거래하고 기본적인 리서치를 제공하며 수요-공급의 불균형을 해소해줄 시장조성자가 필요하다고 판단된다. 현재 시장은 초과공급상태에 있다.

다. 미국과 유럽의 고수익채권시장 비교

이 절에서는 '80, '90년대를 거치면서 양적 질적으로 상당한 발전을 이룩한 미국의 고수익채권시장과 이제 갓 출범하여 아직 미약한 수준에 있는 유럽의 고수익채권시장을 비교하고자 한다.⁶²⁾ 이러한 비교를 통해 유럽의 고수익채권시장이 갖고 있는 문제점과 이를 극복하기 위한 현재 진행 중인 각종 제도적 정비 및 고수익채권시장의 안정적인 수요-공급기반의 확보 방안들에 대해 살펴볼 수 있을 것이다. 이를 우리나라에서 고수익채권시장을 안정적으로 출범, 정착시키는데 많은 시사점을 얻을 수 있으리라 생각한다.

62) Graham Osborne, "The US Investors' perspective," <http://www.icm-online.co.uk/database/icmdoc/release/new%20web/market/Global%20markets.html>, 1998.10.

1) 시장규모 및 발행기관

양 시장의 규모의 차이는 매우 확연히 드러난다. '98년도 발행물량을 기준으로 볼 때, 미국의 고수익채권시장은 5,000억 달러에 이르고 있지만, 아직 태동기에 있는 유럽의 고수익채권시장은 100~200억 달러로 규모가 추산되고 있다.

발행기관들의 경우도 유럽의 경우 특정 산업부문에 집중되어 있고 소수에 불과하나, 미국에서는 다양한 산업부문에서 수많은 기업들이 고수익채권시장을 자금조달원으로 활용하고 있다. 이들은 기업규모, 성장단계, 신용평가등급 면에서 매우 다양하게 분포되어 있다. 때문에 유럽 시장의 경우 투자등급채권과 그 이하의 채권간에 단절이 있지만, 미국시장의 경우에는 그 중간등급인 BBB와 BB 등급채권이 다량으로 발행되고 있어 양 시장간 완충역할을 하고 있다. 특히 BB⁺등급기업의 경우 투기등급에 속하기 때문에 BBB등급에 상당한 폭의 가산금리가 주어지는데, 실제 기업의 재무적 상태 등은 BBB등급과 유사하기 때문에 비슷한 위험수준에서 높은 수익을 기대할 수 있기도 하다.

그리고 미국시장의 가장 두드러진 것이 신규발행물량이 상당히 크다는 것이다. '97년의 경우 1,250억 달러, '98년 전반기의 경우 1,000억 달러가 신규로 발행되었다. 이는 발행시장 전체 규모와 비교할 때 매우 큰 물량이라고 할 수 있다.

2) 투자기관 및 유동성

미국의 경우 가장 비중이 높은 투자자는 뮤추얼펀드로서 전체 물량의 25~30%를 차지하고 있다. 그 다음으로 연금기금과 보험회사가 높은 비중을 점하고 있다. 한편 유럽 고수익채권시장의 경우 은행의 투자비중이 매우 높게 나타나고 있다. 이러한 대비점이 어떠한 차이를 가져오는

지 살펴보자. 연금기금, 보험회사, 뮤추얼펀드 등은 우량한 장기투자자라고 할 수 있다. 따라서 운용자산을 비교적 오랜 기간동안 투자해둔다. 이와 비교하여 유럽 쪽 투자자들은 상당히 단기적인 투자목적에 갖고 자산을 운용한다. 이는 양 시장의 변동성을 비교하면 알 수 있는데, 미국시장보다 유럽시장이 높게 나타나고 있다. 이는 유럽시장에서의 투자자들이 미국의 투자자처럼 장기투자를 할만큼 자본력, 분석력 등에서 우량하지 못하기 때문이기도 하다. EMU의 정착과 함께 전반적인 이자율이 하락할 경우, 유럽의 투자기관들도 단기적인 이자율 차이를 목적으로 한 투자보다 신용위험을 감수함으로써 수익을 올리는 방향으로 투자 전환이 이루어질 것이다.

한편 투자기관의 수적, 질적 특성은 시장의 유동성에 영향을 미치는 중요한 요인의 하나이다. 앞서 언급했듯이 장기투자를 행하는 투자자의 수요기반이 확고할 경우 이는 궁극적으로 유동성도 증대시키게 된다. 하지만 유럽시장의 경우 투자자들은 안정적인 장기투자 대신 시장에 진입과 퇴출을 단기간에 반복함으로써 시장에서의 변동성이 높게 나타나고 있다. 유럽시장의 경우 특징적인 것은 고수익채권시장의 유동성이 발행 통화별로 상이하다는 것이다.

6. 한국의 고수익채권 관련 제도

가. 우리나라의 사채발행제도

1) 공모발행과 사모발행제도

채권의 공모발행에 대해서는 증권거래법 제2조 3항과 4항에 정의되어 있고, 그 세부사항은 증권거래법 시행령 제2조의4(유가증권의 모집·매출)에 규정되어 있다. 여기에 정의된 방식에 따른 유가증권의 모집⁶³⁾

과 매출⁶⁴⁾을 공모⁶⁵⁾라고 한다. 그리고 공모 이외의 방식으로 채권을 발행하는 것은 모두 사모발행이라 정의된다.

공모에 의할 경우 증권거래법에 따라 금융감독위원회에 유가증권발행신고서를 제출하여야 하며, 또한 투자자에 대한 공시의무도 부과된다. 유가증권신고서는 발행금액이 10억원 이상일 경우 제출한다.

다음 <표 VII-4>표는 공모발행과 사모발행의 특징 및 차이점을 비교하고 있다.

2) 우리나라의 사모사채시장

우리나라에서 사모사채의 발행은 공모회사채 발행이 불가능할 때 그 대안적인 자금조달원으로서 기능하였다.⁶⁶⁾ 몇 년 전까지만 해도 회사채의 발행물량은 기채조정위원회에 의해 규제되었다. 그런데 사모사채는

-
- 63) “유가증권의 모집”이란 대통령령에 정하는 바에 따라 신규로 발행되는 유가증권의 취득의 청약을 권유함을 말한다(증권거래법 제2조 3항).
- 64) “유가증권의 매출”이란 대통령령이 정하는 바에 따라 이미 발행된 유가증권의 매도의 청약을 하거나 매수의 청약을 권유함을 말한다(증권거래법 제2조 4항).
- 65) 공모로 정의될 수 있는 조건은 다음과 같다. 첫째, 유가증권의 모집·매출시 청약을 권유하는 자의 수가 50인 이상이어야 한다. 둘째, 청약의 권유를 받은 자의 수가 50인 미만이라도 당해 유가증권 발행일로부터 1년 이내에 50인 이상의 자에게 양도될 수 있는 경우로서 금융감독위원회가 정하는 전매기준에 해당하는 때에는 유가증권의 모집으로 보아 공모로 간주한다. 셋째, 여기서 청약의 권유란 권유받은 자에게 유가증권을 취득하도록 하기 위하여 신문·방송·잡지 등을 통한 광고, 안내문·홍보전단 등 인쇄물의 배포, 투자설명회의 개최, 전자통신 등의 방법으로 유가증권을 발행 또는 매도한다는 사실을 알리거나 취득의 절차를 안내하는 활동을 말한다(증권거래법 시행령 제2조의 4).
- 66) 안길룡, “사모사채의 문제점 검토 및 대책,” 『상장협』 1998.5, 한국상장회사협의회, pp.119~138.

<표 VII-4> 발행절차 비교

절차	공모발행	사모발행
발행가능기업	· 모든 주식회사	· 공모와 동일
발행한도	· 상법상 사채발행한도 · 전환사채의 경우 정관에서 정한 범위내 · 사채발행인수실무위원회가 정한 표면금리	· 공모와 동일 · 공모와 동일 · 인수기관과 발행사가 협의
발행조건	· 전환사채의 경우 전환청구 기간이 3개월 이후여야 함	· 사모전환사채는 1년 이후 · 인수기관과 발행사가 협의
이사회결의	· 이사회 결의	· 이사회 결의
공시	· 상장법인은 공시하지 않음 · 협회등록기업은 공시함 · 전환사채, 신주인수권부사채는 공시	· 공모와 동일 · 공모와 동일 · 공모와 동일
주간사회사	· 주간사회사 선정 (이는 물량 및 조건이 공식집계됨을 의미함)	· 선정 안해도 무방 (인수기관과 발행사의 사적 거래)
보증기관	· 보증유무는 발행사가 결정	· 통상 무보증 (시장상황에 따라 보증사모도 발행)
유가증권 신고서	· 발행금액 10억원 이상의 경우 제출 의무화	· 없음
발행실적 보고서	· 실적보고	· 공모와 동일
판매 및 청약	· 신문공고를 통한 청약권유, 예비사업설명서의 배포	· 1:1미팅을 통한 개별판매
상장여부	· 상장	· 상장불가 (국공채, 특수채는 가능)
유통시장	· 시장참여자가 많고 거래량도 풍부	· 거래가 가능하나 실제로는 없음
실물발행	· 등록발행으로 실물불발행	· 등록발행하나 유통시장에서 매매를 하지 않을 경우 청약증서로 대신함
소요기간	· 보증 5일, 무보증 15일	· 당일

기채조정대상에서 제외되어 있었다. 따라서 공모발행의 부족분을 사모사채 발행을 통해 보충하게 된 것이다. 이처럼 사모사채가 그 본래적 역할에서 벗어나 편법으로 발행되자 1992년 4월 10일부터 사모사채의 발행물량도 기채조정대상에 포함시켜 규제하게 되었다. 하지만 이후 1997년 6월 1일 사모사채의 발행이 전면 자율화되었고, 1997년 10월 1일에는 회사채 발행도 자율화되어 인위적 물량조정은 사라지게 되었다.

사모사채의 발행은 외환위기를 겪으면서 급증하였는데, 이는 기업들의 자금사정이 극히 어려웠음을 의미하는 것이다. 이 기간동안 발행된 사모사채의 특징을 살펴보면 대기업의 비중(특히 5대 그룹)이 압도적으로 높고, 업종별로는 제조업이 많은 것으로 나타났다. 그리고 금융기관이 발행한 사모사채의 경우 대부분 증권회사의 후순위채였다. 만기는 1년과 3년이 대부분이었는데, 이는 1년 만기 짜리의 경우 대출의 다른 형태로 발행된 것이고, 3년 짜리는 공모회사채의 대안으로 발행되었기 때문이다. 또한 발행된 사모사채의 발행금리가 20% 이상인 것의 비중이 51.8%를 차지하는데서 알 수 있듯이, 기업들은 최악의 자금사정 하에서 매우 불리한 조건으로 자금을 조달하였다.

사모사채의 인수와 판매에 관해서는 각 금융기관별로 설립근거법에 따라 해당 정책당국의 허가를 얻어야 하거나 내부자산운용기준으로 인수여부를 규정하고 있다. 투자신탁의 경우 1997.12월에 이르러서야 사모사채 인수업무를 허가받았으며, 은행·보험·연금기금의 경우 자산운용의 필요상 또는 기업과의 장기적 거래관계상 사모사채를 인수할 수 있도록 되어 있다.

은행의 경우 1998년 이전까지만 해도 발행된 사모사채 물량의 대부분을 인수하는 최대의 인수기관이었다. 그리고 이는 대부분 대출금을 채권으로 전환하여 주는 형태를 띠었다.

한편, 증권은의 경우는 자산운용준칙의 폐지로 자유로이 사모사채를 인

수할 수 있게 되었는데, 고유자산을 사모사채 매입을 통해 운용한다기 보다는 주로 중개업무를 수행하였고 그 최종 인수처는 투자신탁이었다. 투자신탁의 경우 97.12월 사모사채 인수매입이 허용된 이후 사모채의 인수 비중이 크게 증대하였다.

일반법인에 의한 사모사채인수로 증가했는데, 이는 투자목적이라기 보다는 주식시장 개방 이후 적대적 M&A에 대한 대비책으로 계열사가 발행한 사모 전환사채를 인수하는 것이 대부분이었다.

3) 사모사채시장의 문제점

우리나라에서 사모사채는 공모사채의 반대개념으로서 정의되기 때문에 사모와 관련된 규정이 독립적으로 존재하지 않는다. 그리고 유가증권 신고 및 공시의무가 부여되지 않으며, 거래도 당사자간의 사적인 직접 계약에 의한 경우가 많기 때문에 발행물량, 발행회사, 발행조건에 대한 통계를 구할 수 없다. 투자자보호의 측면 등을 고려할 때 제반 제도에 대한 정비는 시급하다고 생각한다.

그렇다고 공시 등의 규제를 무조건 강화할 경우 사모 자체의 의의를 상실할 뿐 아니라 사모사채시장을 위축시킬 수 있으므로 주의할 필요가 있다. 사모사채의 발행 또는 인수실적에 대한 보고 등 사후관리체제는 향후 시장운용의 건전성을 확보하기 위해 중요하다고 하겠다. 이를 위해서는 인위적인 규제보다는 인센티브를 제공하는 제도적 장치를 마련할 필요가 있다.⁶⁷⁾

또한 사모사채의 경우 만기가 1년으로 단기채인 경우가 많은데 이는 인수기관의 부도위험에 대한 분석 및 예측 등 인수능력이 부족하기 때

67) 그러한 예로서 미국의 사채발행시장에서 소개했듯이, 공모와 사모의 특성을 혼합한 등록권리가 부여된 사모(Private placement with registration rights) 또는 Rule 144A에 의거한 발행방식 등의 도입을 들 수 있다.

문이라 생각된다. 가장 중요한 것은 유통시장이 미발달되어 있다는 것이다. 이는 증권거래법에서 사모사채의 유통을 제한하고 있는 원인이 크다고 생각한다.

80년대 중반 이후 발행이 시작된 사모사채는 상장법인 위주로 소규모씩 발행되어 오다 89년 이후 급속한 성장세를 보였는데 이때도 여러 가지 문제점을 드러낸 바 있다. 우선 발행, 인수, 유통에 관한 기준이 없기 때문에 대기업, 은행, 보험회사들이 파행적으로 시장을 운용하여 왔다. 예컨대 인수기관이 발행기관에 산금채, 장기신용채, 종업원퇴직금적립보험 등을 강제로 소화시키는 꺾기행위를 강요한다든가, 발행수익률을 객관적 분석에 의하지 않고 자의적으로 높게 책정한다든가, 덤핑매각 등 유통 및 전매질서를 어지럽히는 행위들이 속출하였다.

7. 한국의 고수익채권시장

가. 고수익채권시장의 현황

우리나라의 채권시장은 발행채권 중 보증사채의 비중이 너무 크고 채권의 만기도 단기에 그치는 등 정상적인 발전을 하지 못하고 있었다. 1996년 말 기준으로 채권시장의 규모는 30조원에 달할 정도로 크게 성장하였다. 그러나 회사채의 대부분이 금융기관의 지급보증을 받아 발행되었고 무보증사채의 비중은 극히 미미하였다. 보증사채의 경우 지급보증 금융기관이 발행기업에 대한 신용평가를 대신하기 때문에 투자자들은 보증기관의 신용도를 투자판단의 지표로 삼게 된다. 그러나 금융기관은 도산하지 않는다는 분위기 하에서 보증사채에 대한 투자는 투자위험 판단을 위한 신용분석을 불필요하게 만들었고 따라서 신용위험의 관리 등 전문적 노하우의 축적도 불가능하였다. 또한 회사채발행이 대기업들

위주로 이루어짐으로써 자금배분의 편중 또한 심각한 상태였다.

한편 외환위기로 금융기관의 회사채보증 여력이 소진됨에 따라, 채권 시장은 신용평가등급이 우수한 발행기업들을 중심으로 한 무보증사채 위주의 시장으로 바뀌게 되었다. 참고로 1998년 1월의 경우 3.3%에 불과했던 무보증회사채 발행비중은 1999년 1월에는 무려 96.7%에 달하게 되었다. 그러나 대부분의 비중을 상위등급 채권이 차지하고 있었기 때문에 중소기업이나 영업실적은 우수하나 현금흐름의 악화로 어려움을 겪고 있는 기업, 기술력이 우수한 벤처기업 등이 채권시장을 통해 자금을 조달하는데는 여전히 문제가 있었다.

<표 VII-5> 채권발행시장의 현황

구 분		96년		97년 6월말	
		금액(비율)	발행건수	금액(비율)	발행건수
보증사채	일반사채	2,708(91.0)	3,063	1,245(81.5)	1,245
	전환사채	30(1.0)	36	13(0.8)	13
	소계	2,738(92.0)	3,099	1,258(82.3)	1,258
무보증사채	일반사채	166(5.6)	55	219(14.4)	71
	전환사채	72(2.4)	29	51(3.3)	17
	소계	238(8.0)	84	270(17.7)	88
총계		2,976(100.0)	3,183	1,528(100.0)	1,346

하지만 최근 들어 투자등급이 아닌 기업들의 경우에도 적으나마 채권시장을 통해 자금을 조달하는 사례가 나타나고 있다. 이는 '98년말 무보증회사채의 발행시 요구되던 신용등급 규제가 철폐되었기 때문이다. 그 전까지만 해도 무보증사채를 발행하기 위해서는 신용평가 전문기관

으로부터 동 사채에 대한 신용등급을 받아야 했으며, 그 결과 복수의 기관으로부터 BBB 등급 이상을 받아야 했다.

이러한 상황에서 무보증사채시장의 활성화를 통한 고수익채권시장의 태동은, 그 동인이 무엇이었던 간에 기업자금조달수단의 다양화, 투자자에 대한 다양한 투자기회 제공, 신용에 기반한 금융관행의 정착 등 채권시장의 건전하고 균형적인 발전을 초래할 수 있는 계기가 될 수 있으리라 생각한다.

나. 고수익채권의 수요기반

고수익채권의 수요기반은 고위험을 감수할 수 있는 자본력과 전문성을 갖춘 기관투자자라고 할 수 있다. 개인투자자들의 경우 고수익채권을 발행하는 기업에 대한 정보 및 분석력이 떨어지기 때문에 신용위험을 직접 감내하기는 어려우며 또한 고수익채권의 가격결정(pricing) 능력도 부족하다. 따라서 개인투자자들의 고수익채권에 대한 직접투자는 바람직하지 않으며, 전문기관을 통한 간접투자를 행하는 것이 바람직하다고 생각한다. 단, 아직 고수익채권시장이 활성화되어 있지 않고 신용평가기관의 신뢰성도 확고하지 않은 상태인데다 기관투자자들조차 고수익채권에 대한 분석기법이 미비한 형편이기 때문에 개인에 의한 투자는 조심스러워야 한다. 따라서 현 수준에서는 기관투자자들을 중심으로 시장이 형성·발전되다가 점차 개인투자자들도 흡수하는 방식으로 시장이 확대되어 나아갈 필요가 있다.

IMF 외환위기를 겪으면서 상당히 많은 기업들의 신용평가등급이 투자비적격 판정을 받으며 소위 Fallen Angels이 되었다. 이들 기업들은 현재 구조조정을 추진하고 있으며, 또한 이들 중에는 충분히 회생할 수 있는 기업들도 상당수 포함되어 있는 게 사실이다. 이에 따라 기관투자

자들은 이들 기업에 대한 투자에 상당한 관심을 보이고 있으며, 이들을 중심으로 고수익채권시장이 형성될 조짐을 보이고 있다. 하지만 과거 기관투자자들은 상당히 보수적으로 자산을 운용하여 왔으며, 이 때문에 투자비적격등급의 기업들이 발행하는 고수익채권에 대한 투자에 소극적이거나 아니면 내부 자산운용규정에 의거 이를 제한하는 경우가 많았다.

우선 미국이나 유럽지역에서 고수익채권시장의 가장 적극적 참여자인 투자신탁의 경우 국내에서는 내부지침을 통해 투자가능한 무보증사채의 신용등급을 일정수준 이상으로 제한하고 있는 경우가 많았다. 하지만 투자신탁은 현재 국내 무보증사채시장에서 주도적인 역할을 행하고 있다.

보험회사의 경우 운용자산의 특성상 자산의 장기투자가 가능하기 때문에 만기가 대체로 긴 고수익채권시장에서 활동하기에 적합한 기관투자자로 알려져 있다. 그런데 국내 보험회사들은 일부 기관이 적은 규모로 투자하는 경우도 있으나 대부분 위험부담 때문에 무보증사채에 대한 투자를 기피하고 있는 실정이다. 그리고 연기금은 자산운용 규정상 무보증사채에 대한 투자가 아예 금지되어 있었다.

증권사의 경우 타 투자기관에 비해 비교적 자유로운 편이나 자산운용규모가 크지 않아 실제로 투자하기는 어려운 상태이다. 은행의 경우 몇몇 기관이 적극적인 투자를 하기도 하나, 그나마 등급이 최상위로 제한되거나 실무자가 직접 투자결정을 내릴 수 없게 되어 있다. 증권사는 총액인수 후 처리하지 못한 물량에 비자발적으로 투자하는데 그치고 있다.

<표 VII-6> 국내 투신사의 고수익채권 운용

	A 투자신탁	B 투자신탁	C 투자신탁
투자결정권	<ul style="list-style-type: none"> ● 투자결정위원회 : 임원, 채권운용팀장, 채권관리팀, 채권운용팀 수석운용역, 컴플라이언스팀장, 심사분석 담당자로 구성 	<ul style="list-style-type: none"> ● 채권투자심사위원회 (투자본부장이 위원장을 맡음) - 선택등급 : 투자한도 초과할 경우에만 위원회 심의 후 투자본부장의 승인받아야 함 - 유의등급 : 위원회의 사전심의 후 투자본부장의 승인을 받아야 함 	<ul style="list-style-type: none"> ● 채권운용위원회(운영본부장): BB 또는 B 등급의 수 또는 매입코자 할 경우 인권 보유 ● 신탁재산리스크관리회의의 이하의 채권에 투자시 (사장이 최종결정)
투자가능 고수익채권	<ul style="list-style-type: none"> - 규정상의 등급제한은 없음 	<ul style="list-style-type: none"> - 단, 유의등급무보증사채(B 등급)인 경우 위험에 상응하는 현저한 금리차가 있을 경우만 가능 - C 등급 이하의 경우는 투자금지 	<ul style="list-style-type: none"> - 인수 및 매입이 가능한 채권 기준평가등급은 B등급 이상(국채 등은 등급제한 없음) - 원칙적으로 C 등급 이하의 채권은 투자하지 않음
고수익채권 투자기준	<ul style="list-style-type: none"> - 심사필요등급(BBB등급 이하)의 경우 투자결정위원회의 심의·의결을 거쳐 매수가능 	<ul style="list-style-type: none"> - 선택등급무보증채(BB 등급) 중 평가기준표에 의한 평점결과가 55점 이상인 기업에서 발행한 채권에 투자가능함 - 단, 평점 55점 미만인 기업이나 55점 이상임에도 불구하고 경영여건 등에 현저한 변동이 있는 기업에서 발행한 채권의 경우 유의등급무보증채(B 등급)으로 간주하여 투자 	<ul style="list-style-type: none"> - BB 또는 B등급 채권을 매입하고자 할 경우 채권운용위원회의 사전승인을 받아야 함 - 고수익 등의 목적으로 선택투자 신탁의 신탁재산 운용에 신탁재산리스크관리회의의 심의를 거쳐 CCC 등급 이하의 채권은 투자가능

투자한도	<ul style="list-style-type: none"> - BB 등급 이하 : 발행기업 자기자본의 30% 이내에서 투자결정위원회가 정하는 금액 내에 투자 - 그 외 기업별 투자한도를 정하여 관리함 	<ul style="list-style-type: none"> ● 선택등급무보증채 : 당해기업 직전회계년도 자기자본의 100분의 50 ● 유의등급무보증채 : 100분의 20 	<ul style="list-style-type: none"> - BB등급 : 발행회사 자기자본의 50% - B등급 : 자기자본의 30% - 동일신탁재산내에 평가등급급인 채권의 경우 신탁재산 10%를 초과할 수 없음
사후관리	<ul style="list-style-type: none"> - 투자환경변화에 대한 재무구조의 민감도가 크다고 판단되는 발행사의 무보증채에 대해서는 심사분석담당자가 정기 점검하여, 안정성 저해 사유의 발생시 운용담당부서장에 즉시 보고함 	<ul style="list-style-type: none"> - 운용담당부서장은 월1회 신용평가등급 변동여부와 투자한도 초과여부를 정기점검 - 운용담당부서장은 신용등급이 하락한 경우 투자적격여부의 재심사를 의뢰해야 함 (당초 B등급 이하로 투자된 경우 제외) - 기업평가담당부서장은 월1회 신용평가등급 및 자기자본 변동내역을 운용담당부서장에 통보 	<ul style="list-style-type: none"> - 조사분석팀장은 매 6개월마다 평가등급 및 결산기별 자기자본내역을 운용부서장, 운용장, 위험관리부서장에게 통보 - 신용상태에 급격한 변동이 예상될 경우 즉시 신용평가등급을 CCC등급 이하로 하락한 채속히 매각
신용평가 등급관련	<ul style="list-style-type: none"> - 경제여건, 금리변동으로 투자기준의 재조정이 필요시 투자결정위원회의 심의·의결로 투자등급 재조정 	<ul style="list-style-type: none"> - 복수의 평가기관에서 사정한 등급 중 낮은 등급 적용 - 평가등급의 유효기간은 6개월 	<ul style="list-style-type: none"> - 채권을 인수·매입하고자 하는 경우 조사분석팀장에게 심의를 의뢰하여 그 결과에 따라 투자 - 복수의 신용평가전문기관에서 평가된 최저평가등급이 A이상일 경우 투자 가능) - 최근 6개월내 평가된 신용평가등급의 평가등급과 조사분석팀장에게 통보된 등급 중 낮은 것을 기준평가등급으로 함

이처럼 아직까지 기관투자자들이 고수익채권시장에 적극적으로 참여하고 있지는 않다. 하지만 경제여건 등이 고수익채권시장이 활성화되는데 유리한 상황이기 때문에 조만간 이들 기관투자자들도 고수익채권시장을 적극적으로 활용함으로써 이를 발전시키는데 원동력이 될 것이다.

<표 VII-7> 고수익채권 발행현황(1998.10.~1999.4.)

	보증사채	무보증사채		합계
		투자등급채권	고수익채권	
건수	182	551	98	831
백분율(%)	22%	66%	12%	100%

VIII. 고수익채권시장 활성화를 위한 제언

VIII. 고수익채권시장 활성화를 위한 제언

고수익채권(정크본드)은 채권과 주식의 성격을 동시에 보유하고 있는 혼합적 성격의 증권이다. 더 나아가 고수익채권은 주식이나 투자등급채권과는 다른 독립적인 자산유형(asset class)으로서 독특한 특성을 보유하고 있다. 본 연구에서는 고수익채권에 대한 특성 분석을 바탕으로 이의 가격결정, 투자전략, 관련상품들을 소개하고 분석하였다. 또한 구조조정기업과 벤처기업이 고수익채권을 활용하여 자금을 조달하는 방법을 제시하였다. 또한 LBO나 벌처펀드와의 관련성에 대해서도 설명하였다. 그리고 현실적인 측면에서 각국의 고수익채권시장 현황과 고수익채권 발행 및 유통제도에 대해서도 살펴보았다.

고수익채권의 기대효과와 도입여건 분석에서 살펴 본 바와 같이, 현재 우리나라 상황에서 고수익채권시장의 활성화는 매우 중요한 의미를 갖는다. 이하에서는 보다 구체적으로 고수익채권 시장의 활성화 방안에 대해 논의함으로써 본 연구의 결론에 갈음하고자 한다.

수요기반 측면

고수익채권시장을 활성화하기 위해서는 고수익채권 수요기반을 확대해야 한다. 증권투자회사(뮤추얼펀드), 구조조정기금, 기업구조조정전문회사 등이 고수익채권에 투자가능하나 투자실적이 미미한 형편이다. 투자신탁의 경우에는 원칙적으로 고수익채권에 대한 투자가 가능하나 채권운용위원회나 투자결정위원회의 승인을 얻어야 하고 그 보유한도도 제약을 받는다. 예를 들어, BBB, BB, B등급은 각각 발행회사 자기자본의 80%이내, 50%이내, 30% 이내로 보유한도가 제한되고 있다. 그러나 수익획득 등 특정 목적으로 리스크회피의 의결을 거쳐 설정된 투자신탁의 재산운용에서는 CCC이하 등급에 대해서도 투자가 가능하다. 보험회사의

경우에는 일부 기관이 적은 규모로 투자하는 경우도 있으나 대부분 위험부담 때문에 무보증사채에 대한 투자를 기피하고 있다. 연기금의 경우에는 국민연금법의 개정으로 무보증사채에 대한 투자가 허용되었으나 내규에 의해 투자가능채권이 A등급으로 제한된다. 중금사는 타 투자기관에 비해 비교적 자유로운 편이나 자산운용규모가 크지 않아 실제로 큰 효과를 기대하기는 어려운 상태이다. 은행의 경우 몇몇 기관이 적극적인 투자를 하기도 하나 투자가능 등급이 최상위로 제한되어 있다. 마지막으로 증권사는 총액인수 후 처리하지 못한 물량에 비자발적으로 투자하는데 그친다.

고수익채권은 그 성격상 기관투자자들이 수요기반의 중심을 형성해야 하지만, 우리나라의 경우 기관투자자들이 고수익채권에 투자하는데 제약이 많은 실정이다. 1998년 9월 증권투자회사법이 발효되었으나 아직 경험이 일천하여 고수익채권 전용펀드나 분산투자목적으로 고수익채권을 편입하는 증권투자회사(뮤추얼펀드)는 거의 존재하지 않는 실정이다. 일반 증권투자회사는 동일종목에 대한 10% 투자제한으로 인하여, 시세차익 목적의 투자는 가능하나 경영권획득과 기업구조조정을 수반하는 투자는 불가능한 상황이다. 또한 펀드매니저 입장에서는 투자에 신의성실의 의무를 다하였다 하더라도 책임의 소지가 있기 때문에 고수익채권에 투자하는 것을 기피하고 있다.

고수익채권에 대한 수요기반을 확대하기 위해서는, 첫째, 고수익채권 투자를 전문으로 하는 증권투자회사(뮤추얼펀드)의 설립이 필요하다. 현행규정상으로는 구조조정증권투자회사(구조조정기금)의 형태로 고수익채권 전용펀드를 설정하는 것이 가장 효율적인 방안이라고 판단된다. 둘째, 기관투자자들이 무조건 고수익채권에의 투자를 금하지 말고, 적절한 분산투자와 위험관리시스템이 구비되어 있는 경우에는 일정 수준 허용하는 것이 바람직하다. 즉 고수익채권에 대한 투자를 허용하되 종목별, 산업별, 등급별, 만기별 투자한도를 설정하는 것이 합리적이다. 미국의

Prudent Man Rule과 같이 신의성실을 전제로 펀드매니저가 고수익채권에 투자할 수 있는 방안의 모색도 요구된다.

상품개발 측면

상품차원에서 고수익채권 전용펀드를 개발하고 활용한다. 고수익채권은 위험이 높은 투자대상이다. 따라서 처음 자본시장에 고수익채권을 도입할 경우에는 투자위험을 감소시키기 위해 분산투자가 잘 된 고수익채권펀드의 형태로 도입하는 것이 바람직하다. Bankers Trust는 유럽에서 고수익채권에 대한 투자를 활성화하기 위해 Enhanced Investment Fund라는 고수익채권펀드를 설계하여 성공적으로 판매하였다. 아직 국내에는 고수익채권 전용펀드나 고수익채권을 높은 비율로 편입하는 뮤추얼펀드나 투신편드가 전무한 형편이다.

미국의 경우, Salomon Brothers나 Merrill Lynch와 같은 투자은행들이 고수익채권펀드를 설정하여 운용하고 있다. 고수익채권펀드의 구성은 펀드에 따라 다양한데, 대체로 펀드자금의 60%내지 80%를 고수익채권에 투자하고 나머지는 투자등급의 채권, 해외의 채권, 전환사채 등에 투자한다. 우리나라에서 고수익채권펀드를 설정할 경우에는 구조조정증권투자회사 형태로 고수익채권펀드를 구성하는 것이 투자자와 펀드 모두에게 유리하다고 판단된다. 왜냐하면 구조조정증권투자회사에는, 일반증권투자회사나 투신편드펀드에 비해 세금혜택을 비롯한 많은 혜택이 부여되기 때문이다. 구조조정증권투자회사의 유일한 법률적 투자제한은 30대 재벌 이하기업에 50%이상 투자해야 한다는 것이다. 그러므로 특히 벤처기업이나 30대 재벌 이외의 구조조정기업의 고수익채권에 투자할 경우에는 고수익채권전용 구조조정증권투자회사를 설립하는 것이 효율적인 방안이라고 생각된다. 또한 현행 규정상 구조조정증권투자회사는 발행시장에서만 투자를 행할 수 있도록 규정하고 있기 때문에 유통시장

에서도 투자가 가능하도록 관련 규정을 개정할 필요가 있다고 판단된다.

발행시장 측면

발행시장 차원에서 고수익채권의 발행을 효율적으로 지원할 수 있는 제도의 마련이 필요하다. 고수익채권의 주발행자는 벤처기업이다. 우리나라의 경우에는 90년 이후에야 벤처기업의 설립이 활성화되었기 때문에, 역사가 짧은, 즉 도입기나 급성장기에 있는 벤처기업이 주류를 이룬다. 따라서 이들 벤처기업에 대한 적절한 자금조달 방안을 마련해야 벤처기업의 활성화를 도모할 수 있다. 벤처기업의 고수익채권 발행을 활성화하기 위해서는 미국의 SEC Rule144A와 같이 벤처기업의 고수익채권 발행을 지원하는 제도가 필요하다. 이는 지명도가 낮고 사업경험이 일천한 기업들의 회사채발행을 원활히 해주기 위해 1990년에 제정된 제도로서, 발행된 회사채를 공인된 기관투자자(Qualified Institutional Buyers: QIB)에게 판매시 엄격한 등록 및 기업공개 규정의 적용을 면제해 주는 제도이다. QIB란, 자신의 계산으로 또는 다른 QIB를 위해, 기업(관계회사 제외)들이 발행한 유가증권을 최소 1억 달러 이상 소유하거나 일임받아 투자하고 있는 기관들을 의미한다. SEC Rule144A에 의해 고수익채권을 발행하면, SEC에 등록하지 않았기 때문에 법적인 의미에서는 공모증권이 아니지만, 공모증권과 유사하게 인수, 매도, 거래된다. 공모의 경우 실제 거래가 이루어지기까지 3개월이 소요되나, 144A를 통할 경우 이 기간이 1개월로까지 단축될 수 있다. 우리나라의 경우에도 고수익채권 발행의 활성화를 위해 공인된 기관투자자(QIB)를 지정할 필요가 있다고 판단된다. 그러나 국내 증권사의 기업평가 능력이나 신용평가 능력을 고려할 때 단기간 내에 도입하기에는 무리가 따르므로 증권사의 기업평가 능력이나 신용평가 능력의 구비정도에 따라 점진적으로 도입하는 것이 바람직하다.

인수 및 중개기능 측면

증권회사 인수 및 중개기능을 강화해야 한다. 현재 우리나라에는 고수익채권의 인수에 전문화된 증권사가 없다. 고수익채권관련 업무를 수행하기 위해서는 일정수준 이상의 자본금이 필요하다. 외국의 증권사와 비교할 때, 국내 대형증권사의 자기자본규모가 현저히 작아 인수나 시장 조성업무를 효율적으로 수행하기 곤란하다. 그리고 단순한 중개나 인수의 차원을 넘어, 경영권획득을 통한 구조조정을 수행할 수 있는 능력 부족하다. 미국의 경우 1970~1980년대 Drexel Burnham사는 고수익채권에 특화된 증권사로서 80년대 고수익채권 발행시장에서 전체인수의 50%를 점유하였다. 동사는 고수익채권의 지급불능위험을 감소시키기 위해 기업에 대한 감시활동 강화하였고 단순한 증권투자의 차원을 넘어서 M&A와 기업분할 분야로 진출하여 대규모 LBO 수행하였다. 그리고 1990년대 들어와서는 Merrill Lynch, Goldman Sachs, Saloman Brothers, Morgan Stanley, First Boston 등 전통적인 대규모의 명문 투자은행들과 Donaldson Lufkin & Jenrette(DLJ)와 같이 고수익채권과 별처펀드에 전문화된 투자은행이 유망한 벤처기업이나 구조조정기업을 발굴하여 고수익채권을 발행하게 하여 고수익채권시장의 매력을 증대시키는 역할을 수행하고 있다.

우리나라의 경우에도, 고수익채권에 전문화된 증권사를 육성할 필요가 있다. 즉 성장성이 있는 벤처기업 또는 회생가능성이 높은 구조조정기업을 발굴하여 고수익채권을 발행하게 유도하고, 고수익채권에 대한 평가와 분석능력을 바탕으로 M&A, 기업분할 등 기업구조조정 능력을 수행할 수 있는 증권사가 필요하다. 이 같은 능력은 투자은행을 지향하는 증권사들이 반드시 갖추어야 할 중요한 투자은행업무이기도 하다. 자체능력이 부족할 경우에는, 구조조정전문가인 별처펀드 등과의 전략적 제휴를 모색할 필요가 있다.

하부구조(Infrastructure) 측면

고수익채권시장의 활성화를 위한 주요한 하부구조로서 신용평가제도의 선진화와 고수익채권 평가방법의 개발을 들 수 있다. 채권의 시가평가에 있어서도 고수익채권의 평가는 가장 어려운 분야이다. 대부분의 모형은 신용위험만을 고려할 뿐, 신용위험이 평가방법으로 연결되지 못하여 고수익채권 평가방법의 부재한 형편이다. 특히 고수익채권의 발행과 유통사례가 미미하기 때문에 실증분석을 통해 가격결정요인을 파악하기 곤란하다. 고수익채권에 대한 평가방법이 존재하면, 고수익채권의 가치가 객관적으로 결정되기 때문에 투자결정이 용이해진다. 더 나아가 고수익채권의 가격이 어떠한 요인에 의해 어떠한 경로를 거쳐 결정되는가를 파악할 수 있다. 특정 변수(예: 이자율)가 변했을 때, 고수익채권의 가격에 어떠한 영향을 미치는지를 파악할 수 있어 고수익채권 보유로부터 예상되는 위험의 관리가 가능하다. 이상과 같은 고수익채권에 대한 평가모형의 구축은 고수익채권시장의 활성화를 위해 필요한 사항이기는 하나 단기적으로 해결될 수 있는 문제는 아니고 장기적인 관점에 평가모형의 개발능력이 있는 전문기관을 활용하여 개발하는 것이 바람직하다고 생각된다. 또한 기업의 위험에 대응한 위험프리미엄을 객관적으로 결정해 주는 기능을 수행하는 기관이 필요하다. 이 같은 기능을 수행할 수 있는 대표적인 기관이 신용평가회사이다. 신용평가회사는 단순한 신용등급의 산정 뿐 아니라 신용등급의 차이가 어떻게 위험프리미엄과 수익률 차이로 연결되는가를 평가할 수 있는 능력을 배양해야 한다.

중소·벤처기업 지원측면

벤처기업이나 중소기업을 위한 정책자금, 예를 들어 중소기업 창업 및 진흥기금 등을 벤처기업전용 고수익채권펀드에 투자한다. 고수익채권은 기업의 위험에 대응하는 프리미엄을 지불하고 자금을 조달하는 시장

원리에 입각한 자금조달 방법이다. 그런데 우리나라의 경우에는 벤처기업에 대한 각종 정책자금이 저금리 용자의 형태로 제공됨으로써, 벤처기업의 입장에서 굳이 위험프리미엄을 지불하고 자금을 조달할 유인이 존재하지 않게 된다. 즉 공적인 정책자금이 시장원리에 입각한 민간자금을 구축(crowding-out)하는 문제점이 발생하게 된다. 이 같이 용자성격을 갖는 무분별한 정책자금의 지원은 벤처기업의 도덕적 해이(moral hazard)를 야기시키기도 한다. 고수익채권시장이 활성화되기 위해서는 이 같은 정책자금지원상의 문제점이 해결되어야 한다. 벤처기업의 자금조달을 지원하되 시장원리에 입각한 증권투자의 형태로 이루어지는 것이 효율적이라는 것이다. 특히 벤처기업 고수익채권펀드 설정시에 정책자금이 변제의 우선순위가 가장 낮은 주식적 성격의 cushion 자금으로 투입되면 고수익채권펀드의 안전성과 신뢰성을 증대시켜 고수익채권 투자를 활성화시킬 수 있으리라 판단된다. 즉 증권화(securitization)의 원리를 이용하여 고수익채권펀드가 다양한 계층(tranch)의 증권을 발행하고 정책자금이 주식적 성격의 증권에 투자되면 고수익채권펀드의 안전성을 증대시킬 수 있다. 대신 위험을 부담하는 대가로 일정수준 이상의 수익발생시 이를 우선적으로 향유할 수 있는 권한을 정책자금에 부여하면 된다. 이 경우 저위험-저수익을 추구하는 투자자는 상위계층의 증권에 투자하면 되고 고위험-고수익을 추구하는 투자자는 하위계층의 증권에 투자할 수 있어서 투자계층을 확대할 수 있게 된다.

참 고 문 헌

참고 문헌

- 김정환 · 송기명, “미국의 Junk Bond 시장,” 『주식』 1997.7, 한국증권거래소, pp.3~35.
- 김형태, “고수익채권(정크본드) 시장의 활성화 방안,” Issue Paper 99-05, 한국증권연구원, 1999. 6.
- 김형태, “시장메카니즘을 통한 기업부채의 감소방안,” 『증권 · 금융연구』 게재 예정
- 김형태, 『Security Design』, 박사과정용 강의안, 서울대학교, 1995 봄학기
- 김형태 · 박용서, “증권설계(Security Design)를 통한 기업갱생제도의 개선방안,” Issue Paper 98-03, 한국증권연구원, 1998. 4.
- 김형태 · 박용서, 『벌처펀드(Vulture Fund)의 투자전략분석』, 연구보고서 98-05, 한국증권연구원, 1998.6.
- 김형태 · 박용서, 『한국의 구조조정 관련기구 : 그 기능과 연계성』, 연구보고서 98-08, 한국증권연구원, 1998.10.
- 김형태 · 박용서, 『주식시장을 활용한 기업분할제도』, 조사보고서 99-02, 한국증권연구원, 1999.3
- 안길룡, “사모사채의 문제점 검토 및 대책,” 『상장협』 1998.5, 한국상장회사협의회, pp.119~138.
- 우영호 · 김형태, “구조조정관련 펀드의 기능과 역할,” 재무학회 정책심포지움 발표논문, 1999.5
- 윤승진, “사모사채시장의 문제점과 개선방안,” 『상장협』 1991.5, 상장회사협의회, pp.29~42.

최운열 · 김형태, “정보민감도 증대를 위한 증권설계 : 증권화,” 『재무 연구』 게재 예정

Amato, Joseph V., "The High-Yield Bond Market," *The Handbook of Fixed Income Securities*, edited by Frank J. Fabozzi, Irwin/McGraw-Hill, 1997, pp.307~326

Antin, Norman B., and Jeffrey D. Haas, "The Advantages and Disadvantages of Public versus Private Issuances of High Yield Debt Securities," *High Yield Bonds : Market Structure, Portfolio Management, and Credit Risk Modeling*, edited by Theodore M. Barnhill, Jr., William F. Maxwell, and Mark R. Shenkman, McGraw-Hill, 1998

Blume, M. E., "The Risk and Return of Low-grade Bond: An Update", *Financial Analysts Journal*, 1991, Sep/Oct, pp.85~89

Cornell, B. and K. Green, "The Investment Performance of Low-grade Bond Funds," *Journal of Finance*, 46, pp.29~48

Davenport, Kirk, A. Sean Crowley and Edward Toy, "Public vs. Private Markets : A Review of High Yield Financing Techniques," <http://www.lw.com/depts/practices/highYield/HYarticle.htm>

DeRosa-Farag, Sam, and Jonathan Blau, "Changes in the High Yield Market, a History Perspective," *High Yield Bonds : Market Structure, Portfolio Management, and Credit Risk Modeling*, edited by Theodore M. Barnhill, Jr., William F. Maxwell, and Mark R. Shenkman, McGraw-Hill, 1998.

- DeRosa-Farag, Sam, and Jonathan Blau, "High Yield as an Asset Class," *High Yield Bonds : Market Structure, Portfolio Management, and Credit Risk Modeling*, edited by Theodore M. Barnhill, Jr., William F. Maxwell, and Mark R. Shenkman, McGraw-Hill, 1998, pp.305~335.
- Duffie, D., and K. J. Singleton, "Modeling Term Structure of Defaultable Bond." *Working Paper*, Stanford Graduate School of Business, 1995.
- Fisch, Jonathan, "Secondary Market Trading," <http://www.icm-online.co.uk/database/icmdoc/release/new%20web/market/Global%20markets.html>, 1998.10.
- Franks, J. R. and W. N. Torous, "A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations," *Journal of Financial Economics*, Vol.35, 1994, pp.349~370.
- Fridson, Martin S., "High Yield Indexes and Benchmark Portfolios," *The New High Yield Bond Market*, edited by Lederman, Jess and Sullivan, Michael P., Probus Publishing Co., 1993
- Goldman, David P., "Stocks versus junk," *Forbes*, vol.163, no.1, Jan 11, 1999
- Grossman, Robert J., "Management of CBOs/CLOs," *Special Report*, Fitch Research, 1997.12.8
- Hannigan, William J., and Diane C. Nordin, "From CMOs to CBOs : Three Generations of Fixed Income Investments," <http://www.captive.com/newsstand/wellington>

- Hotchkiss, E. S. and R. M. Mooradian, "Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, pp.401~432.
- Jarrow, R. A., D. Lando, and S. M. Turnbull, "A Markov Model for the Term Structure of Credit Risk Spreads," *Review of Financial Studies*, Vol.10, 1997, pp.481~523.
- Kricheff, Bob and Vesna Strenk, "The High Yield Market," *High Yield Bonds : Market Structure, Portfolio Management, and Credit Risk Modeling*, edited by Theodore M. Barnhill, Jr., William F. Maxwell, and Mark R. Shenkman, McGraw-Hill, 1998.
- Kurz, William C. F., "Securities and Capital Markets," <http://www.winstim.com/public/other/kurz1.html>
- Lee, Jane, Tracy Prdgen, Mario Verna and Kimberly A. Slawek, "Bank Collateralized Loan Obligations : An Overview," *Special Report*, Fitch Research, 1997.12.18.
- Longstaff, F., and E. Schwartz, "Valuing Risky Debt : A New Approach," *Working Paper*, UCLA, 1992.
- Merton, R. C., "On the Pricing of Corporate Debt : The Risk Structure of Interest Rates," *Journal of Finance*, Vol.29, 1974, pp.449~470
- Osborne, Graham, "The US Investors' perspective," <http://www.icm-online.co.uk/database/icmdoc/release/new%20web/market/Global%20markets.html>, 1998.10.
- Reilly, Frank K. and David J. Wright, "Bond Market Indexes," *The Handbook of Fixed Income Securities*, edited by Frank J. Fabozzi,

McGraw-Hill Companies, Inc., 1997

Salomon Brothers High Yield Bond Fund, <http://www.sbam.com/hiyield.htm>

SEC, "Legal Ways to Offer and Sell Securities without Registering with the SEC," http://tannedfeet.com/html/alternatives_to_registration.htm

Shleifer, A. and Vishny, "The Limits of Arbitrage," *Journal of Finance*, March 1997, pp.35~55

Skora, Ricard K., "Correlation - the hidden risk in Collateralized Debt Obligations," Skora & Company Inc.

Sutherland, Nikola, "Attracting potential issuers to the European market," <http://www.icm-online.co.uk/database/icmdoc/release/new%20web/market/Global%20markets.html>, 1998.3.

Verde, Mariarosa, "Loan Preserver : The Value of Covenants," *Loan Products Special Report*, Fitch IBCA, 1999.3.4.

부 록

<부표> 고수익채권의 발행내역

회사명	납입발행 수익률	권면액 (억원)	신용등급	만기	납입일
하이트맥주(주)	14.5	450	BB	3	19981023
이건산업(주)	12.81	80	BB	2	19981024
하이트맥주(주)	13.7	450	BB	2	19981118
한불화장품(주)	11	50	BB	3	19981128
홍창(주)	14.1	300	BB	3	19981130
일양약품(주)	9	50	BB	2.04	19981130
홍창(주)	11.2	300	BB	2	19981221
일양약품(주)	12.6	100	BB	3	19981221
(주)진웅	10	140	BB	3	19981223
(주)효성	11.45	1500	BB	3	19981226
한국코아(주)	11.4	450	BB	3	19981228
한무개발(주)	12.5	450	BB	2.12	19981228
애경산업(주)	11.9	100	BB	3	19981231
하이트맥주(주)	11.1	450	BB	3	19990104
(주)대한펄프	11.9	400	BB	3	19990108
이건산업(주)	10.69	100	BB	3	19990111
한불화장품(주)	11.83	50	BB	3	19990118
하이트맥주(주)	10.03	450	BB	3	19990118
(주)동원	8	100	BB	3.12	19990120
(주)효성	10.13	1500	BB	3	19990121
이건산업(주)	11.79	100	BB	3	19990122
홍창(주)	4	50	BB	2.11	19990123
(주)진웅	12.2	200	BB	3	19990125
한무개발(주)	12.5	550	BB	3	19990126
(주)서통	13.98	200	BB	3	19990127
동양에레베이터(주)	11.94	450	BB	3	19990128
(주)신성이엔지	11.5	100	BB	3	19990129

212 고수익채권(정크본드)에 관한 연구

동화약품공업(주)	12.43	300	BB	3	19990201
(주)경농	11.43	200	BB	3	19990201
한국코아(주)	6.5	300	BB	4.11	19990204
한솔파텍(주)	12.3	300	BB	3	19990208
(주)동원	12.81	100	BB	3	19990212
신화실업(주)	14.29	100	BB	3	19990218
(주)경농	11.79	100	BB	3	19990218
금강제화(주)1	13.69	250	BB	3	19990223
(주)오리콤	11.73	30	BB	3	19990226
두산건설(주)	11.55	450	BB	3	19990302
한솔파텍(주)	12.7	300	BB	3	19990304
두고전자(주)	14	50	BB	3	19990304
(주)대한펄프	13.08	300	BB	3	19990308
(주)우영	11.59	100	BB	2	19990311
이건산업(주)	12.74	100	BB	2	19990312
금강제화(주)1	13.05	200	BB	2	19990315
대아건설(주)	13.21	200	BB	3	19990320
한솔포럼(주)	12.51	300	BB	3	19990326
홍창(주)	10.7	100	BB	2	19990329
(주)효성	9.64	1500	BB	2	19990416
한솔포럼(주)	11.85	200	BB	3	19990416
(주)세림이동통신	12.08	50	BB	1	19990419
동화약품공업(주)	8	150	BB	2.12	19990421
대영포장(주)	15.75	100	BB-	3	19981130
한신기계공업(주)	9.5	50	BB-	3.01	19981201
성신양회공업(주)	11.9	450	BB-	3	19981216
금호건설(주)	12.5	1000	BB-	3	19981223
두산포장(주)	12	200	BB-	3	19981228
금호산업(주)	12.2	200	BB-	3	19981228

동성제약(주)	11.5	50	BB-	3	19981230
대림수산(주)	12.5	200	BB-	3	19981230
천지산업(주)	12.7	300	BB-	3	19981231
태양금속공업(주)	13	100	BB-	3	19990104
금호건설(주)	12.23	200	BB-	1	19990106
대영포장(주)	12	150	BB-	3.12	19990108
천지산업(주)	12.83	50	BB-	3	19990118
금호건설(주)	11.6	2000	BB-	3	19990123
두산포장(주)	11.9	150	BB-	3	19990125
성신양회공업(주)	13.4	450	BB-	2	19990125
(주)한익스프레스	12.9	100	BB-	2	19990125
(주)유양정보통신	9.5	100	BB-	1.11	19990127
천지산업(주)	13.2	50	BB-	3	19990129
금호산업(주)	11.8	200	BB-	3	19990201
고려포리머(주)	11	50	BB-	2.11	19990202
태양금속공업(주)	12.8	100	BB-	3	19990205
동해진장(주)	14.3	100	BB-	3	19990208
성신양회공업(주)	12.1	450	BB-	3	19990208
동성제약(주)	12.69	100	BB-	3	19990218
금호건설(주)	13.03	1000	BB-	1	19990219
대림수산(주)	13.3	100	BB-	3	19990224
조광피혁(주)	12.48	120	BB-	3	19990402
대한알루미늄공업(주)	11.85	1100	BB-	3	19990409
(주)복두	12	70	BB-	1.09	19990416
한국기술투자(주)	12	100	BB-	1	19990419
금호산업(주)	11.7	450	BB-	1	19990423
금호케미칼(주)	10.8	200	BB-	2	19990423
(주)아시아나항공	11.35	450	BB-	0	19990429
(주)신한	13.91	200	B	3	19981113
청화기업(주)	12.5	20	B	3	19981120

214 고수익채권(정크본드)에 관한 연구

(주)신한	13.25	150	B	3	19981127
광동제약(주)	13	50	B	1.01	19981128
신성통상(주)	13.1	200	B	2	19981224
(주)대호	12.8	450	B	2	19981230
쌍용양회공업(주)	14.8	300	B	3	19990218
대신펙토링	11.09	100	B	3	19990311
쌍용양회공업(주)	12.74	450	B	1	19990312
쌍용양회공업(주)	12.1	450	B	1	19990401
쌍용양회공업(주)	11.64	450	B	3	19990414
쌍용양회공업(주)	11.26	450	B	1	19990426
(주)비티아이	9	80	C	3.01	19981201
대우금속(주)	8	30	C	1.08	19990427
광동제약(주)	13.6	40		2	19981001
천지산업(주)	15.7	20		2	19981007
두산건설(주)	15.7	100		3	19981007
거평화학(주)	15	100		1	19981007
(주)백산	15.7	20		2	19981007
(주)나우콤	15.7	15		1	19981007
일동제약(주)	15	50		3	19981012
동양시멘트(주)	10.25	300		3	19981014
태원물산(주)	10.75	30		3	19981015
두산포장(주)	13.55	20		1	19981016
(주)서울트레드클럽	16.5	35		2	19981019
쌍용양회공업(주)	14.32	300		3	19981019
대한통운(주)	10	100		3	19981019
한올제약(주)	11.9	10		3	19981021
(주)대현	14.71	25		1	19981026
국제약품공업(주)	10.21	30		3	19981026
대영전자공업(주)	9.71	70		3	19981026

(주)진도	13.71	100		3	19981026
(주)성도섬유	14.03	10		3	19981028
신일산업(주)	10.92	15		2	19981029
(주)신성	11.77	100		3	19981029
진덕산업(주)	12.9	23		1	19981030
(주)금호산업개발	14	15		1	19981031
(주)갑을	12.5	50		3	19981102
성우종합건설(주)	11.68	50		1	19981103
(주)모나미	14	30		1	19981104
영진화학공업(주)	11.8	9		3	19981104
삼익건설(주)	12.2	50		1	19981105
(주)쌍용	12.3	100		2	19981106
태창철강(주)	10.9	25		3	19981106
신라철강(주)	10.9	25		3	19981106
화성산업(주)	12.5	50		2	19981107
삼진제약(주)	10	10		3	19981109
신호제지(주)	10.5	50		1	19981109
성신양회공업(주)	18	100		3	19981109
(주)부스타보일러	11.2	2		3	19981110
(주)진도	12.5	100		1	19981110
(주)비오씨가스코리아	10.1	100		3	19981111
(주)쌍용정공	15.9	30		3	19981116
보해양조(주)	11.9	30		3	19981116
조광피혁(주)	15.7	20		2	19981119
(주)세풍	16.2	50		1	19981123
신호제지(주)	10.9	50		3	19981123
쌍용양회공업(주)	13.7	300		3	19981123
(주)서통	9.9	100		3	19981123

216 고수익채권(정크본드)에 관한 연구

풍남산업(주)	11.7	15		3	19981123
엘지오웬스코닝	9.26	70		1	19981123
한국철강(주)	9.55	200		3	19981125
(주)진도	12.5	100		1	19981127
(주)인회	13	50		1	19981127
동해진흥건설(주)	11.25	10		3	19981130
(주)신성	10.75	100		3	19981130
한화(주)	9.25	100		3	19981130
동진화성공업(주)	11.93	14		2	19981130
금호산업(주)	9.5	400		3	19981203
(주)기호물류	13.3	20		2	19981203
태화강제산업(주)	10.3	10		3	19981204
한국아스트라(주)	9.3	40		3	19981204
(주)신한	13.4	45		2	19981204
쌍용양회공업(주)	13.3	300		3	19981204
신호제지(주)	13.6	70		3	19981204
갑을방직(주)	12.5	90		3	19981205
태양금속공업(주)	9.09	50		3	19981205
(주)도루코	11.3	10		3	19981207
(주)진도	12.5	50		1	19981207
한림종합투자(주)	10.5	25		3	19981208
대아리드선(주)	9	20		3	19981208
동양철관(주)	12.5	100		3	19981211
신호제지(주)	10.63	50		1	19981211
쌍용중공업(주)	12.13	120		3	19981211
대아건설(주)	11.5	70		3	19981214
고려석유화학(주)	12.5	100		3	19981215
고려종합화학(주)	12.5	50		3	19981215
천세산업(주)	9	5		3	19981217

(주)파크랜드	8.05	50		3	19981218
(주)진도	12.5	50		1	19981218
성지건설(주)	10	30		3	19981221
(주)성도	7	25		1	19981221
갑을방적(주)	12	50		3	19981223
삼영모방공업(주)	8.1	50		3	19981224
(주)고합	12.5	100		3	19981226
세풍종합건설(주)	14.6	30		3	19981226
(주)대한매일신보사	10.6	450		3	19981228
(주)대구백화점	13	50		3	19981229
(주)하림	9	10		3	19981229
금호피앤비화학(주)	8.2	50		3	19981229
벽산건설(주)	12.5	30		3	19981230
(주)쌍용	12	75		2	19981231
성원건설(주)	11	160		1	19981231
쌍용중공업(주)	15	60		3	19981231
(주)진도	12.5	30		1	19981231
에팩스산업(주)	8.9	15		3	19990104
대우자동차(주)	9.4	400		3	19990125
(주)고합	12.5	80		3	19990125
동양철관(주)	11.5	100		2	19990125
신호유화(주)	10.8	30		1	19990125
한올제약(주)	8.84	20		3	19990128
(주)고합	12.5	100		3	19990129
안국약품(주)	9.3	25		3	19990129
신호제지(주)	10	150		1	19990201
동아건설산업(주)	11.5	150		1	19990201

218 고수익채권(정크본드)에 관한 연구

(주)신한	12.05	65		2	19990105
화성산업(주)	13	100		3	19990106
동아건설산업(주)	12	200		3	19990106
일화모직공업(주)	8.48	25		3	19990109
(주)갑을	12	50		3	19990111
충남방직(주)	12.69	100		1	19990111
대영전자공업(주)	11	50		1	19990121
고합물산(주)	12.4	50		3	19990122
화성산업(주)	0	50		3	19990123
수도약품공업(주)	9.9	5		3	19990123
대우자동차(주)	9.13	100		3	19990201
(주)두원정공	16	40		1	19990203
동보중공업(주)	9.1	10		3	19990204
벽산건설(주)	12.5	100		3	19990205
(주)고합	12.5	100		3	19990205
(주)진도	12.5	100		3	19990205
금호산업(주)	8.3	200		3	19990208
한화국토개발(주)	10.89	10		3	19990210
고려종합화학(주)	0	80		3	19990213
한비산업(주)	14.69	20		1	19990218
동국방직(주)	11.5	100		3	19990218
(주)영실업	13.79	7		2	19990218
조양화학공업(주)	9.29	20		3	19990218
신호제지(주)	9.5	100		1	19990218
(주)가람	9.99	15		3	19990219

(주)신성	10.09	70		3	19990222
동아건설산업(주)	11.5	100		3	19990223
삼화인쇄(주)	9.29	70		3	19990223
(주)제철화학	10.63	300		3	19990226
(주)고합	12.4	80		3	19990302
대한제지(주)	9.65	40		3	19990302
두산포장(주)	9.08	100		3	19990303
(주)서울트레드클럽	13	30		3	19990305
신성통상(주)	12.5	85		3	19990305
보혜양조(주)	9.98	30		2	19990305
강원산업(주)	9.5	160		1	19990305
(주)신원	12	10.17		3	19990308
신호제지(주)	9.5	30		1	19990308
동아건설산업(주)	11.5	150		3	19990308
충남방직(주)	9.6	100		1	19990308
성지건설(주)	0	80		3	19990308
세계물산(주)	12.5	400		3.01	19990310
(주)갑을	11.5	100		3	19990311
한솔파이낸스(주)	10	10		3	19990312
쌍용건설(주)	10	100		1	19990312
금호케미칼(주)	9.65	300		3	19990315
(주)신우	9.5	50		1	19990316
대기산업(주)	19.15	20		1	19990316
유유산업(주)	9.75	15		3	19990316
신호제지(주)	9.5	23		1	19990317
(주)제철화학	10.51	200		3	19990318
(주)고합	12.5	100		3	19990318

쌍용건설(주)	10	277		1	19990319
한성기업(주)	9.72	50		3	19990319
세계물산(주)	13.75	100		1.06	19990320
(주)풍산	8.86	200		2	19990323
신호제지(주)	10.08	46.3		1	19990324
동양철관(주)	11.5	90		1	19990324
(주)진도	12	100		3	19990326
대주개발(주)	10.2	10		1	19990329
대열기계공업(주)	12	15		2	19990329
한올제약(주)	8.6	30		3	19990401
한창제지공업(주)	12	50		3	19990401
쌍용중공업(주)	12	80		2	19990403
광동제약(주)	8.35	40		3	19990406
(주)신원제이엠씨	12	50		3	19990408
동국합섬(주)	8.7	100		1	19990410
한국컴퓨터(주)	10	30		0	19990412
(주)희훈	8.14	10		3	19990412
화성산업(주)	10.12	50		3	19990417
기륭전자(주)	10.2	20		3	19990422
경남제약(주)	7.8	10		3	19990422
삼익제약(주)	9.8	6		3	19990422
그랜드산업개발(주)	8.83	34		3	19990424
동아건설산업(주)	11.5	200		3	19990426
대영전자공업(주)	9.86	40		2	19990426
성창기업(주)	11.6	100		3	19990426
(주)신원제이엠씨	12	50		3	19990426
계룡산업(주)	7.86	40		3	19990428
아남반도체(주)	10.2	100		3	19990429
효성드라이비트(주)	8.02	30		3	19990430