

# CP 發行制度 改善에 관한 研究

辛星煥 · 李昌鏞 · 李泰奉

企業어음(CP: commercial paper)은 신용상태가 양호한 기업이 短期資金을 조달하기 위해 발행한 만기 1년 이내의 유통어음으로서 1980년대 초반까지만 해도 국내 단기 자금 조달 수단으로 높은 비중을 차지했었다. 이러한 CP는 約束어음이기 때문에 債券과는 달리 이사회 의결, 금융감독원에 발행기업 등록, 유가증권 신고서 제출 등의 절차 없이 발행이 가능한 법적인 특혜가 있어 왔다. 그러나 일부 기업이 이러한 특혜를 악용하여 금융시장에 혼란을 가져오게 되었고, CP가 본래의 단기자금 조달 수단이란 본연의 기능을 넘어 기업들이 會社債를 손쉽게 발행하는 대체수단으로 악용되었다. 따라서 본고에서는 이러한 문제의식하에서 CP에 관한 이용 가능한 자료를 최대한 이용, CP 시장의 발전과정 및 제도적 특징에 대한 분석에 기초하여 ‘CP의 登錄發行制度’ 도입을 제안하고자 한다. CP의 등록발행제도는 CP의 발행과정에서 이사회 의결, 유가증권 신고서 제출의무 등은 기존과 같이 면제해 줌으로써 CP의 商品性을 유지할 수 있고, 발행등록만은 채권과 같이 預託院으로 집중하는 것을 의미한다. 이를 통해 CP 발행의 편리함은 그대로 유지한 채 發行情報 집중을 통한 DB구축이 가능해져 기업별 발행정보가 시장에 공개될 수 있어 시장의 투명성을 제고시킬 수 있는 효과가 기대된다.

## 1. 序 論

企業어음(CP: commercial paper)은 신용상태가 양호한 기업이 단기자금을 조달하기 위해 발행한 만기 1년 이내의 유통어음으로서 상거래 과정에서 발행되는 商業어음 (commercial bill)과 구별된다. CP는 기업의 중요한 자금 조달 수단으로서 1980년대 초반까지만 해도 우리나라 短期資金市場의 대부분을 차지한 바 있다. 그러나 1980년대 중반 이후 통안증권 및 환매조건부채권의 발행 규모가 증가하자 단기자금시장에서 CP가 차지하는 비중이 점차 감소하기 시작하였다. 이와 더불어 外換危機 이후 기업의 신용위험이 커지자 CP 발행이 급속히 위축되면서 단기자금시장에서 CP가 차지하는 비중은 1980년 70.2%에서 2005년 23%로 감소되었다.

이러한 규모의 축소에도 불구하고 CP는 아직까지 기업의 중요한 短期資金 調達 手段으로서 그 규모를 무시할 수 없을 뿐 아니라, 외환위기 이후 반복되는 신용경색 과정에서 항상 논란의 대상이 되어 왔다. CP가 金融市場 不安의 핵이었던 대표적 사례는 1999년

대우사태이다. 대우는 외환위기 직후 은행 대출이 까다로워지자 1998년 대규모로 會社債를 발행하여 은행 빚을 갚은 바 있다. 그러다 1999년 들어 회사채 발행이 어려워지자 CP를 대량으로 발행한 후 도산하였다. 2003년 초반 금융시장을 뒤흔든 카드채 사태에서도 CP는 여러 문제를 야기하였다. 2002년 3월 말 카드사들이 발행한 CP의 잔액은 22조원으로 카드채권 잔액 29조원에 비해 결코 작은 액수가 아니었다. 게다가 일부 투신사가 CP에 滿期延長 權利(option)을 부여한 뒤, 단기펀드인 MMF에 편입시킴으로써 카드사의 신용문제가 시장 전체의 유동성 문제로 악화되었다. 만기연장 옵션을 이용해 단기어음인 CP를 長期債券으로 둔갑시킨 결과, 옵션CP 환매를 요청해도 일부 투신사가 응할 수 없었고 건전한 투신사로까지 流動性 危機가 확대된 것이다.

이와 같이 CP가 신용경색 과정에서 자금압박을 받고 있는 기업의 한계자금 조달 수단으로 반복적으로 악용될 수 있었던 것은 CP 市場의 透明性이 크게 떨어지기 때문이었다. CP는 約束어음이기 때문에 債券과는 달리 이사회 의결, 금융감독원에 발행기업 등록, 유가증권 신고서 제출 등의 절차 없이 발행이 가능하다. 이는 만기가 일주일 미만인 초단기 CP에 대해 복잡한 절차를 의무화하면 CP의 상품성이 사라지기 때문에 허용된 특혜이다. 하지만 이런 특혜로 인해 CP는 기업들의 편리한 자금 조달 수단이 되기는 하였으나, 그 대가로 금융시장에 여러 부작용을 초래하고 있다. 우선 발행이 편리하다보니 CP는 단기자금 조달 수단이란 본연의 기능을 넘어 기업들이 會社債를 손쉽게 발행하는 代替手段으로 악용되었다. 즉, CP가 기업들의 초단기 자금 조달 수단이기보다 실질적으로 1년 만기 채권을 대체하는 단기사채로서의 기능을 수행하게 되었다는 뜻이다. CP의 만기가 주로 1개월 미만인 선진국에 비해 우리나라에서 만기가 3개월 이상인 CP의 비중이 높은 것도 이 때문이다.

CP에 대한 체계적인 DB(Data Base) 구축 노력이 시작된 지는 채 1년이 되지 않았다. 2004년 1월 間接投資資産運用法이 시행된 후, CP에 대한 투신사 보유 현황이 證券預託決濟院에 의해 집계되고 있다. 또한 최근 금융기관을 통해 발행된 기업의 CP 발행정보를 銀行聯合會에 집중하는 시스템이 구축되어 시험가동을 앞두고 있다. 그러나 본 연구가 시행된 2003년 중반 당시 CP 시장 전체를 포괄하는 DB가 존재하지 않았다. 더욱이 금융기관은 개별기업의 CP 발행정보를 외부에 제공하지 않고 있었기 때문에 투자자가 개별기업별 CP 발행 잔액 등과 같은 기초 자료를 알 수 없는 상황이었다. 그 결과 투자자가 CP의 총 발행량이 얼마인지도 모른 채 발행기업 이름만 보고 투자대상을 결정하는 것이 우리 시장의 현실이었다.

이러한 문제의식하에서 본고는 CP가 기업들에게 편리하고 신속한 자금 조달 수단을 제

공하면서도 CP 시장의 투명성을 제고할 수 있는 방안으로서 CP의 登錄發行制度 도입을 주장하고자 한다.<sup>(1)</sup> 물론 이러한 본고의 주장은 CP 시장의 발전과정 및 제도적 특징에 대한 분석에 기초한 것이다. CP의 등록발행제도는 CP의 발행과정에서 이사회 의결, 유가증권 신고서 제출의무 등은 이전 제도하에서와 같이 면제해 줌으로써 CP의 상품성은 그대로 유지하되, 발행등록만은 채권과 같이 예탁원으로 집중하는 것을 의미한다. 이러한 CP의 등록발행제도가 시행되면 CP 발행의 편리함은 그대로 유지한 채 발행정보 집중을 통한 DB구축이 가능해져 기업별 발행정보가 시장에 공개될 수 있다.

또한 CP를 등록발행하면 그간 활성화되지 못한 CP의 流通市場을 活性化하는 부수적 이익도 생길 수 있다. 현재 CP는 어음법에 의해 實物로 발행되어야 하고 分割讓渡가 不可能하다. 따라서 투자가가 CP를 양도하려면 발행기업에게 실물분할을 다시 요청해야 한다. 이러한 번거로움을 피하기 위해 일부 기관은 보관증을 통해 분할거래를 하고 있으나, 이는 어음법에 저촉되며 보관증의 법적 지위가 불분명해 분쟁의 소지가 크다. 이에 반해 예탁원에 등록발행된 CP에 한하여 분할양도를 허용하면 CP의 등록발행에 대한 유인을 제공하여 DB구축에 도움이 될 뿐 아니라, 투자자 간 계좌대체가 가능해져 유통시장을 활성화시킬 수 있다.

그러나 현실적으로 預託院을 통한 登錄發行制度가 성공하려면 예탁원의 서비스 개선이 전제되어야 한다. CP는 은행업무 종료 시간에 일원단위까지 맞추어 발행되기도 하며, 발행 다음 날 결제가 필요한 경우도 많다. 그러나 현재 예탁원의 시설을 가지고는 초단기 CP의 등록 및 결제를 수용하는 데 기술적인 한계가 크다. 이를 무시한 채 CP 등록발행을 의무화하면 오히려 단기적으로 CP 시장이 위축될 위험이 크다. 따라서 본 연구는 미국의 MMI 시스템과 같이 편리한 전자시스템을 예탁원이 우선 구축한 뒤 CP의 등록발행을 추진할 것을 권고한다. CP가 한계기업의 자금 조달 수단으로 반복적으로 사용되는 악순환을 막으려면 정부는 신용경색 문제가 발생할 때마다 단기적으로 문제를 해결하려고 노력하는 데 만족하지 말고 CP 시장 제도개선 자체에도 관심을 가져야 한다.

본고는 다음과 같이 구성되어 있다. 2장에서는 불완전하나마 현재 CP 市場에 관해 수집할 수 있는 자료를 최대한 활용하여 CP 市場 制度의 특성을 살펴보고 CP 市場 現況을 통계적으로 분석하였다. 3장에서는 CP 제도의 問題點을 요약하고 이에 대한 改善方案을 제시하고, 4장에서는 CP 預託 活性化 方案을 제시하고자 한다. 마지막으로 5장은 본 연

(1) 물론 은행연합회가 발행정보를 취합하여 DB화하는 것도 좋은 대안이고 현재 이 시스템 구축이 진행 중이다. 그러나 실물발행에 따른 비용감소 및 분할양도를 통한 거래 활성화 등의 부수적 효과를 고려할 때 등록발행제도는 검토해볼 만한 대안이다.

구의 결론을 대신하여 CP 시장 제도개선을 위한 구체적인 政策代案을 제시하고자 한다.

## 2. CP 市場의 現況

### 2.1. 制度的 特徵 및 市場構造

#### 2.1.1. 二重的인 法的 地位

CP는 현재 어음법상 融通어음인 동시에 일부 CP는 증권거래법상 有價證券이란 이중적 지위를 가지고 있다. 융통어음으로 출발한 CP의 법적 지위가 유가증권으로까지 다원화된 이유는 CP의 주요 할인기관이었던 종금사가 외환위기 전후로 부실화되자 할인기관을 증권사로 확대하기 위함이었다. 증권회사의 업무범위가 유가증권 취급에 한정되어 있었기 때문에 1997년 8월부터 증권회사가 중개하는 CP를 유가증권으로 지정하여 증권회사의 CP 취급을 허가하였다.

어음법상 CP의 장점은 발행절차가 간편하다는 점이다. 즉 CP는 주식, 채권과 달리 이사회 의결, 발행기업 등록, 유가증권 신고서 제출 등의 절차 없이 어음법에 따라 간편하게 발행이 가능하다. 이는 최초로 CP를 창시한 미국에서 남북전쟁 당시 상거래와 관계없는 융통어음 발행이 허용된 이후, 만기 270일 이내의 CP는 미 증권거래법상 約束어음(Promissory Note)으로 지정하여 유가증권에 포함시키지 않은 제도를 우리나라가 도입한 데 따른 것이다. 미국의 경우에도 약속어음은 등록, 공시 등의 의무가 없기 때문에 CP 시장이 비약적으로 발전한 바 있다.

한편 전술한 바와 같이 증권사를 통해 중개된 CP는 증권거래법상 有價證券으로도 취급된다. 증권사의 CP 중개는 외환위기 전후 종금사의 할인여력이 크게 위축되어 기업의 자금조달 원활화를 위해 증권사에도 CP 할인업무를 허용하기 위한 조치였다. 이러한 이중적인 법적 지위에도 불구하고 증권사가 중개한 CP에 대해서도 등록, 공시 등의 의무를 부과하지 않고 있기 때문에 상품성만을 볼 때 어음법상 CP와 증권거래법상 CP 간에는 아무런 차이가 없다.

등록 및 공시 義務가 면제되기 때문에 발행자 입장에서 볼 때 CP는 會社債에 비해 柔軟性(flexibility)이 크다. 따라서 기업은 1년 미만의 자금이 필요한 경우 회사채보다 CP 발행을 선호하게 된다. 그러나 발행자에게 유연성을 주기 위해 부여된 공시의무 예외조항으로 인해 CP 발행정보가 체계적으로 구축되지 못해 이 조항이 投資者 保護에 걸림돌이 되고 있는 것도 사실이다.

### 2.1.2. 發行 構造

CP를 발행하려는 기업은 어느 중개기관을 통하여 발행하느냐에 따라 그 자격이 조금 다르다. 종금사를 통해 할인발행하고자 하는 경우에는 종금사가 적격업체로 선정한 법인이면 모두 CP 발행이 가능하다. 그러나 증권회사를 통해 할인발행하고자 하는 경우는 복수 신용평가등급이 B 이상이며 1억원 이상을 1년 이내 만기로 발행하는 상장 및 등록 기업에 한정된다. 은행 등 기타 할인기관을 통해 할인 발행하고자 하는 경우에도 상장 및 등록 기업으로 제한된다.

발행기업 입장에서 볼 때 CP의 큰 장점은 간편한 발행 절차를 들 수 있다. 어음법상 약속어음의 요건만 충족되면 발행가능하며, 금액과 만기를 조절할 수 있고, 금리도 발행기업의 신용도와 시장상황에 따라 협상에 의해 결정된다. 또한 협상에 의해 만기조절이 용이하고 시장 실세금리를 반영한 자금 조달 수단이 될 수 있는 장점도 있다. 비록 CP는 1년 이내의 短期資金 調達을 위한 수단으로 사용되나 차환발행을 통해 실질적으로 長期資金 調達의 경우에도 이용 가능하다. 만기가 단기인 기업어음을 차환발행하면 시장 실세금리를 반영하는 장기자금 조달이 가능하기 때문이다. 특히 향후 금리가 하락할 것을 예상하는 자금수요자는 장기채권 발행보다 CP의 롤오버(roll-over)를 선호하게 된다. 그러나 장기적 자금운용을 위해 CP의 롤오버에 의지하는 경우 금리위험 및 차환발행 위험이 커질 수 있다.

자금 조달 수단으로서 CP의 또 다른 장점은 信用에 의한 資金 調達을 가능하게 해준다는 점이다. 담보를 중시하는 우리나라 금융관행상 기업자산 대부분이 은행 등에 담보되어 있는 경우 추가 자금 조달 수단으로 CP 발행이 이용되고 있다. 이러한 이유로 시중 유동성이 경색되어 있을 때 만기가 짧은 CP 발행수요가 증가하는 경향이 있다. 신용경색 상황에서 한계기업이 주로 CP를 이용하다보니 우리나라의 CP 할인금리는 미국과 달리 은행 대출금리보다 높은 경향이 있다.

발행자의 입장에서 볼 때 CP의 대체 조달 수단으로는 은행 당좌대월을 들 수 있다. 담보를 설정하고 일정 한도의 당좌대월약정을 맺은 기업은 단기자금 조달 수단으로서 당좌대월을 CP의 대체수단으로 사용할 수 있다. 이러한 대체관계로 인해 당좌대월한도에 대월잔액이 육박할 경우 CP 발행 수요가 증가하는 경향이 있다.

### 2.1.3. 仲介 및 流通 構造

CP 중개시장의 주요 참여기관은 종금사, 은행, 증권회사 등이 있다. 종금사 및 종금사를 흡수 합병한 금융기관(이하 종금사로 지칭)의 CP 거래 형태를 보면 외환위기 이전에는 할인된 CP를 대부분 즉시 CP 투자가(대부분 은행신탁 등 기관투자가)에게 매출하는

중개형태였다. 그러나 외환위기 이후 할인된 CP의 1/3 정도는 CP 투자자에게 매출하지 않고 스스로 만기까지 보유하는 경향이 증대하였다. 형태변화의 주요 이유는 CP를 매출하지 아니하고 적극적으로 금리 이득을 취하려는 경우와 발행기업의 신용상태 악화로 할인된 CP의 매출처가 없는 경우로 나누어 볼 수 있다. 할인된 CP는 종금사에 허용된 어음管理計座(CMA)에 편입하여 일반에 매출되기도 하였다.

한편 외환위기 이후 신규로 CP 중개시장에 진입한 證券會社의 CP 취급 형태는 회사별로 다양하게 나타나고 있다. 대형 및 일부 증권회사를 제외한 대부분의 증권회사는 CP 취급 경험과 자금 부족을 이유로 CP 업무 취급이 활발하지 못한 편이다. 수신기능이 없는 증권회사는 자금여력이 없어 할인과 동시에 매출하는 CP의 단순 仲介機能에 치중하고 있다. 일부 자기자금 여력이 큰 증권회사는 금리 마진을 얻기 위해 상당 기간 CP를 보유하기도 한다. 증권회사 취급 CP의 가장 큰 특징은 CP를 트레이딩 대상으로 하여 수차례 회전시킨다는 것이다.

CP의 流通은 아래에서 설명하는 바와 같이 과거에는 드문 현상이었다. 통상적으로 CP는 만기가 짧고 기관투자가 위주의 상대매매인 특성상 流通市場이 발달되어 있지 않은 것이 일반적이다. 그러나 우리나라에서는 만기가 단기라는 이유 외에도, 발행제도 측면에서 유통시장 발달을 저해하는 요인도 있다. 즉, CP는 어음법상 실물발행이 의무화되어 있으며 권면액 이하 분할양도가 허가되어 있지 않기 때문에, 발행 후 유통시장 형성이 어려운 측면이 있다. 즉 발행시점에서는 발행금액, 만기를 정확히 맞출 수 있지만, 일단 발행된 이후에는 수요자와 공급자 간에 금액과 만기가 다를 경우 분할이 불가능하기 때문에 거래가 성사되지 않는 단점이 있다.

CP의 액면 분할이 필요한 경우, 유통시장에서의 액면 분할이 불가능하기 때문에 중개기관이 발행기업에게 기업어음의 재발급을 신청하여 분할 발행을 요청하는 번거로운 절차를 거쳐야 한다. 이를 우회하는 수단으로 현재 동일 증권사 고객 간에 거래가 발생하는 경우에는 내부 보관증을 발행하여 고객분을 분할 표시하는 방법을 택하기도 한다. 또한 고객의 수탁기관이 다른 경우에는 중개기관 간 보관증을 발행한 후 교환하는 경우도 있으나 이는 어음법에 저촉되는 행위로서 보관증의 법적 지위가 불분명한 문제가 있다.

CP 流通市場 활성화는 CP 發行市場 활성화를 위해 중요한 전제조건이다. 물론 만기가 극히 짧은 초단기 CP의 경우에는 투자자의 만기보유 성향이 크기 때문에 유통시장 발달이 발행시장 활성화에 큰 역할을 한다고는 보기는 어려우나, 우리나라의 경우에는 만기 6개월 이상의 CP 비중이 높은 편이기 때문에 CP는 단기사채의 역할을 하고 있다고 볼 수 있다.

증권사와 증권회사 이외의 기타 CP 할인기관으로는 은행 및 은행신탁계정, 투자신탁회사, 보험회사 등이 있다. 이들에게도 상장 및 등록법인이 발행한 CP의 할인업무가 허용되어 있으나 직접 할인에 참여하는 경향은 크지 않다. 이들 기관은 직접 발행기업으로부터 CP를 할인하기보다 증권사와 증권회사 등 다른 CP 중개기관이 할인한 CP를 매입하여 만기까지 보유하는 경향이 강하다. 이들이 매입한 CP는 MMF, MMDA 등 단기펀드에 편입되어 일반에 매출되기도 한다.

#### 2.1.4. 需要 構造

CP의 매출방법에는 擔保賣出과 無擔保賣出이 있다. 담보매출은 CP의 중개기관인 증권사가 지급을 보증하고 투자자에게 매출하는 경우로서 예금보호대상이지만 금리가 낮아 그 실적은 미미하다. 증권사 매출의 대부분과 증권회사 매출 전부는 무담보매출로서 CP 매입자인 자금공급자가 신용위험을 부담하는 방식이다. 즉 CP는 융통어음으로서 대부분 무담보로 매출되어 CP 매입자가 신용위험을 부담하므로 상당한 금융지식과 신용위험 분석 능력이 있는 기관 투자자의 비중이 크다.

또한 CP 발행단위는 대부분 거액이어서 일반 개인이 접근하기에는 무리가 있다. 증권사의 경우 과거의 오랜 일부 부유층과의 고객관계를 활용해 일반 개인에게 판매하는 경우도 있다. 그러나 CP를 단기운용펀드에 편입하여 일반에게 간접 매출하는 것이 보다 보편적인 방식이다.

CP 수요 결정 요인을 보면 향후 금리 상승을 예측하는 경우 단기 CP의 수요가 증가한다. 이는 CP가 단기상품이기에 만기 시 재투자 과정에서 금리조정이 가능하기 때문이다. 따라서 마땅한 투자 대상을 찾지 못하는 단기 부동산금 투자자는 CP를 주요 투자 대상으로 삼는 경향이 있다.

CP 투자자는 주식투자자와는 달리 보수적 성향이 강하다. 이를 반영하여 단기금융상품 중에서 CP는 CD와 경합관계가 강하며 주식과의 경합관계는 상대적으로 미약하다. 따라서 CP와 CD의 금리연계관계는 강한 편이다.

#### 2.2. CP 市場의 統計的 特徵

CP 시장의 규모와 특성을 분석하기 위해서는 체계적인 DB의 존재가 필수적이다. 그러나 서론에서 언급한 바와 같이 2003년 당시 CP는 공시의무가 없었기 때문에 CP에 대한 발행 및 유통 정보를 집중적으로 관리하는 DB가 없었다.<sup>(2)</sup> 또한 금융기관들은 개별기업의 CP 발행정보를 외부에 제공하지 않기 때문에 투자자가 개별기업별 CP 발행잔액 등과

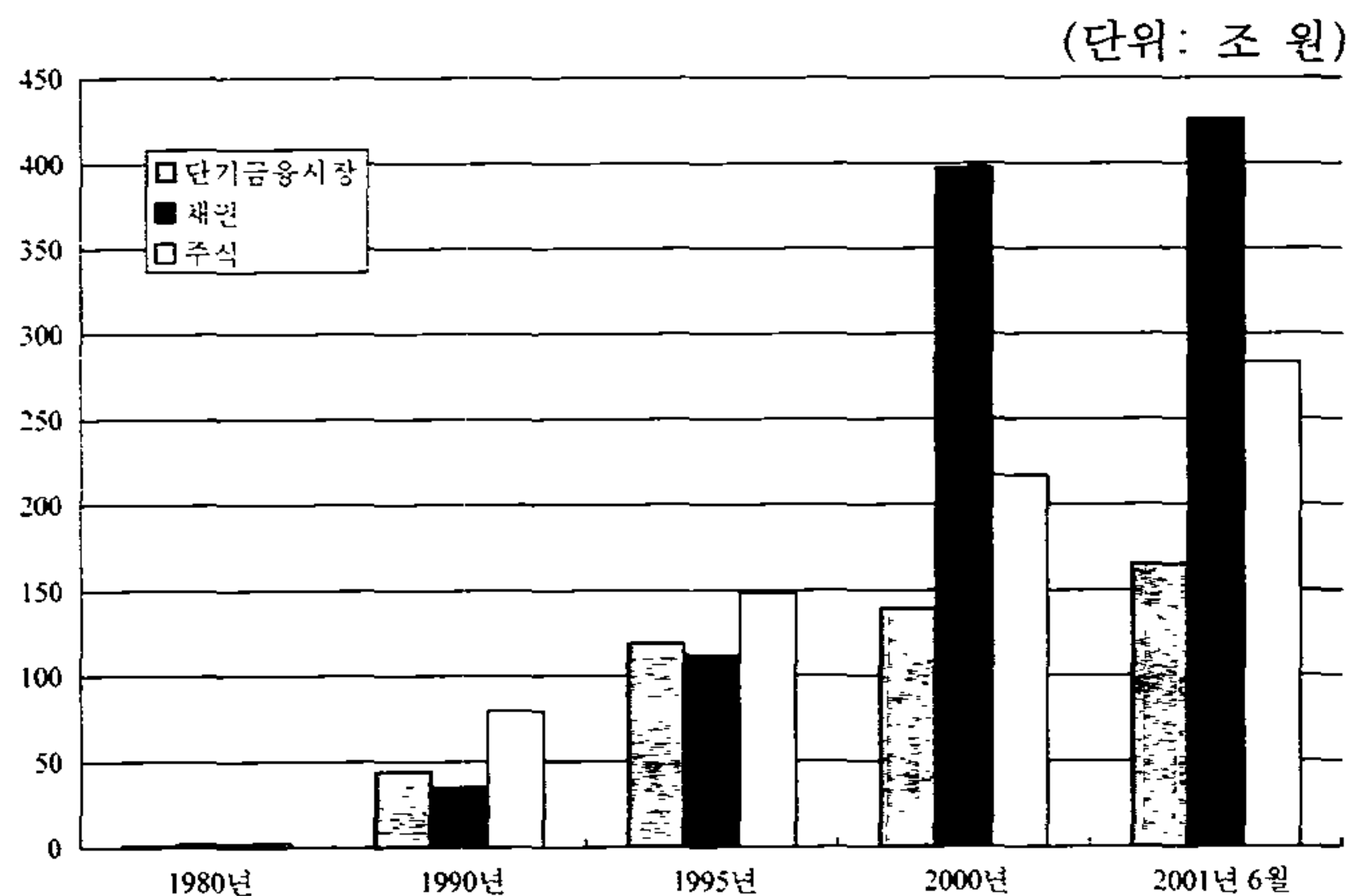
(2) 현재 은행연합회 DB가 시험가동 중이나 이를 통한 데이터 수집은 어려운 상황이다.

같은 기초자료조차 알 수 없는 상황이었다. 개별기업의 CP 발행량에 대하여 유일하게 공개된 자료는 금융감독원의 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr/>)에 있는 상장기업의 재무제표 부속명세서이었다. 부속명세서 안의 단기차입금 내역에 보면 반기별과 연간 단위로 CP 발행잔액과 증감액을 알 수 있다. 그러나 財務諸表는 최소 3개월의 시차를 갖고 외부에 공개되므로 투자가 보호 목적으로 사용되기에는 부적절한 실정이었다.

이와 같이 체계적인 DB가 존재하지 않았기 때문에 본 연구에서는 최대한 수집 가능한 자료와 개별기업의 재무제표를 참조하는 수준의 통계분석을 수행하였다. 본 연구에서의 통계분석은 자료의 한계로 인해 비교적 단순한 수준에서 머물고 있다. 그러나 본 연구의 기초적인 분석 결과들조차 체계적인 CP관련 DB 구축이 얼마나 중요한가를 잘 말해 주고 있다.

### 2.2.1. 市場 規模

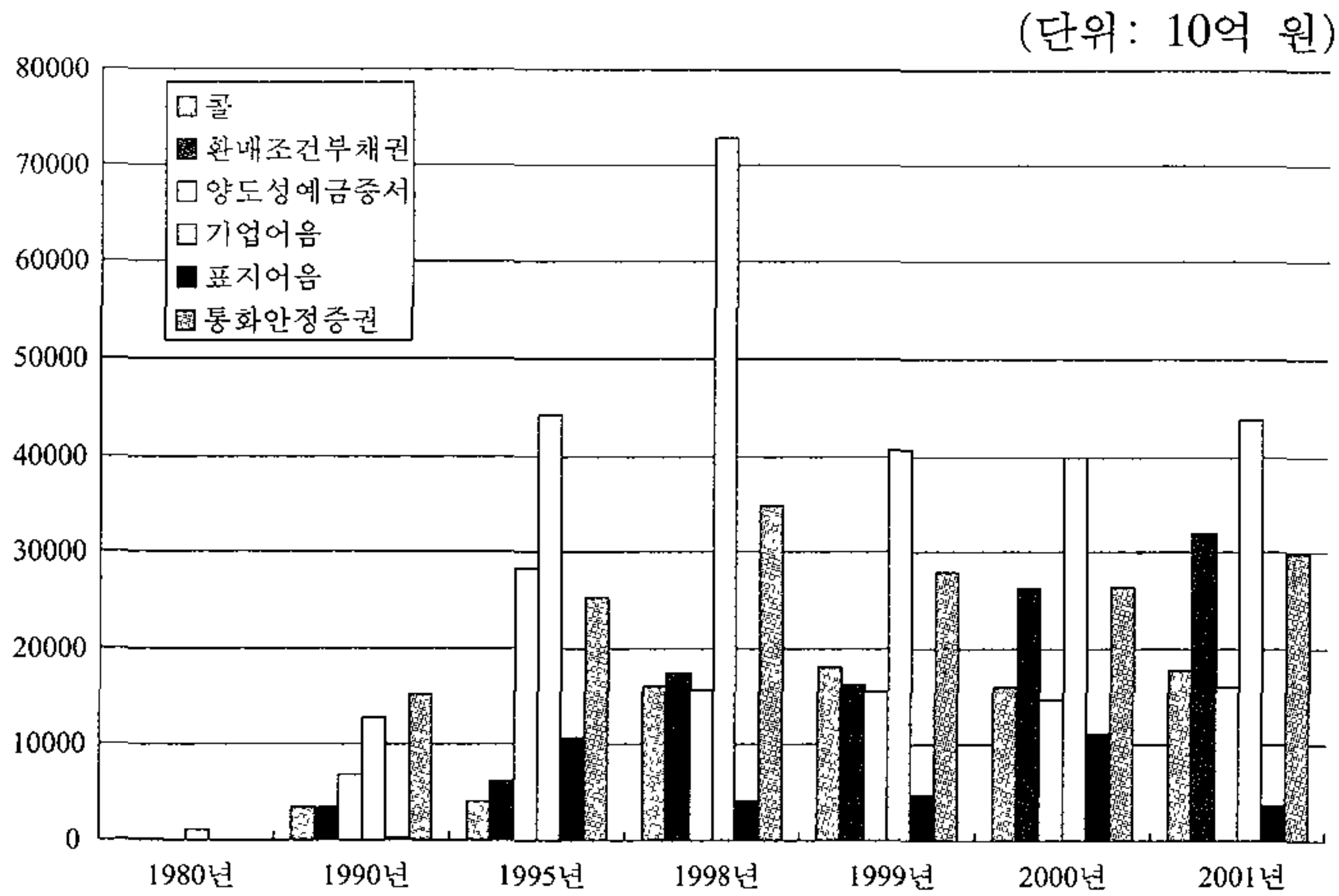
〈그림 1〉에서 볼 수 있는 바와 같이 우리나라의 金融市場은 1980년대 이후 시장 규모가 비약적으로 확대되었다. 2001년 6월 말 현재 우리나라 금융시장 규모는 총 874.4조 원으로, 1980년 6.6조 원의 132배에 달한다. 특히 채권중심으로 자본시장이 괄목할 만한 성장세를 기록하였으며, 성장률은 債券市場에 비해 뒤지지만 短期金融市場 역시 꾸준히 성장하였음을 알 수 있다. 금융시장의 성장은 고도성장에 따른 경제규모의 확대, 경제주체들의 자금조달 및 운용기법 개선, 정부의 자본시장 육성 및 대외개방정책, 외환위기 이후 금융시장 하부구조 정비 등에 기인하였다.



資料: 한국은행(2001).

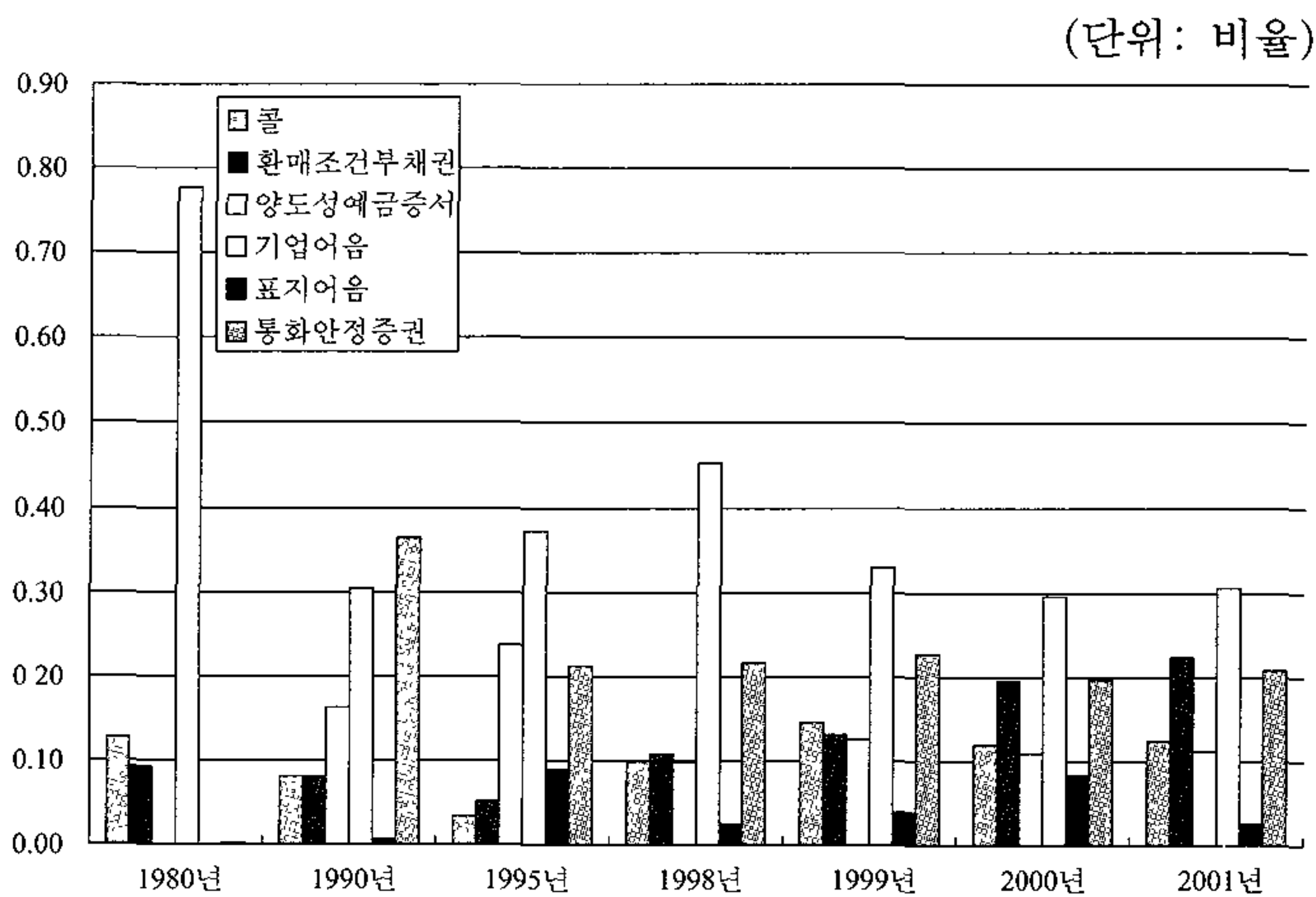
〈그림 1〉 金融市場 規模 推移(期末殘額)





資料: 한국은행(2001).

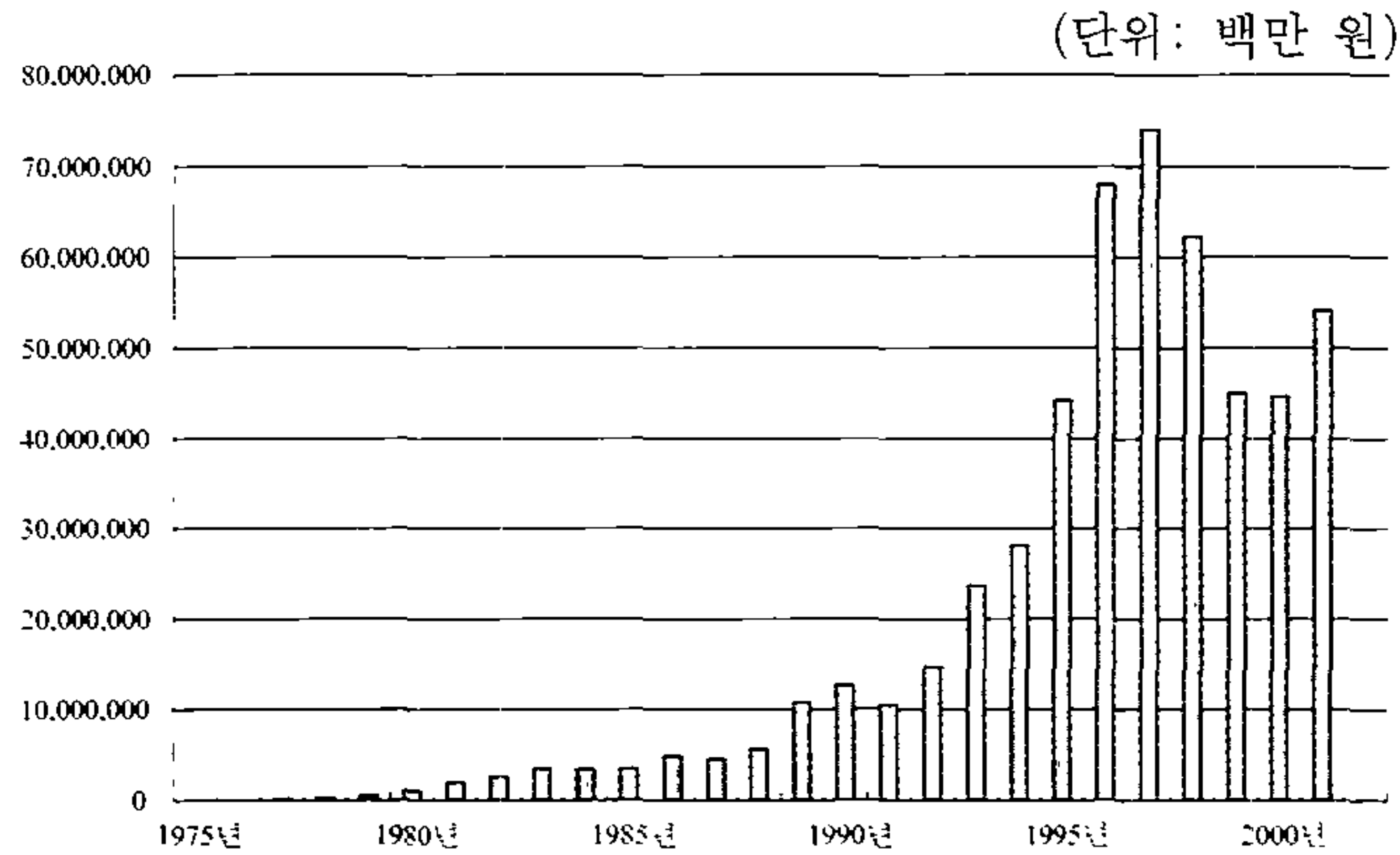
〈그림 2〉 短期金融市場 規模 推移(期末殘額)



資料: 한국은행(2001).

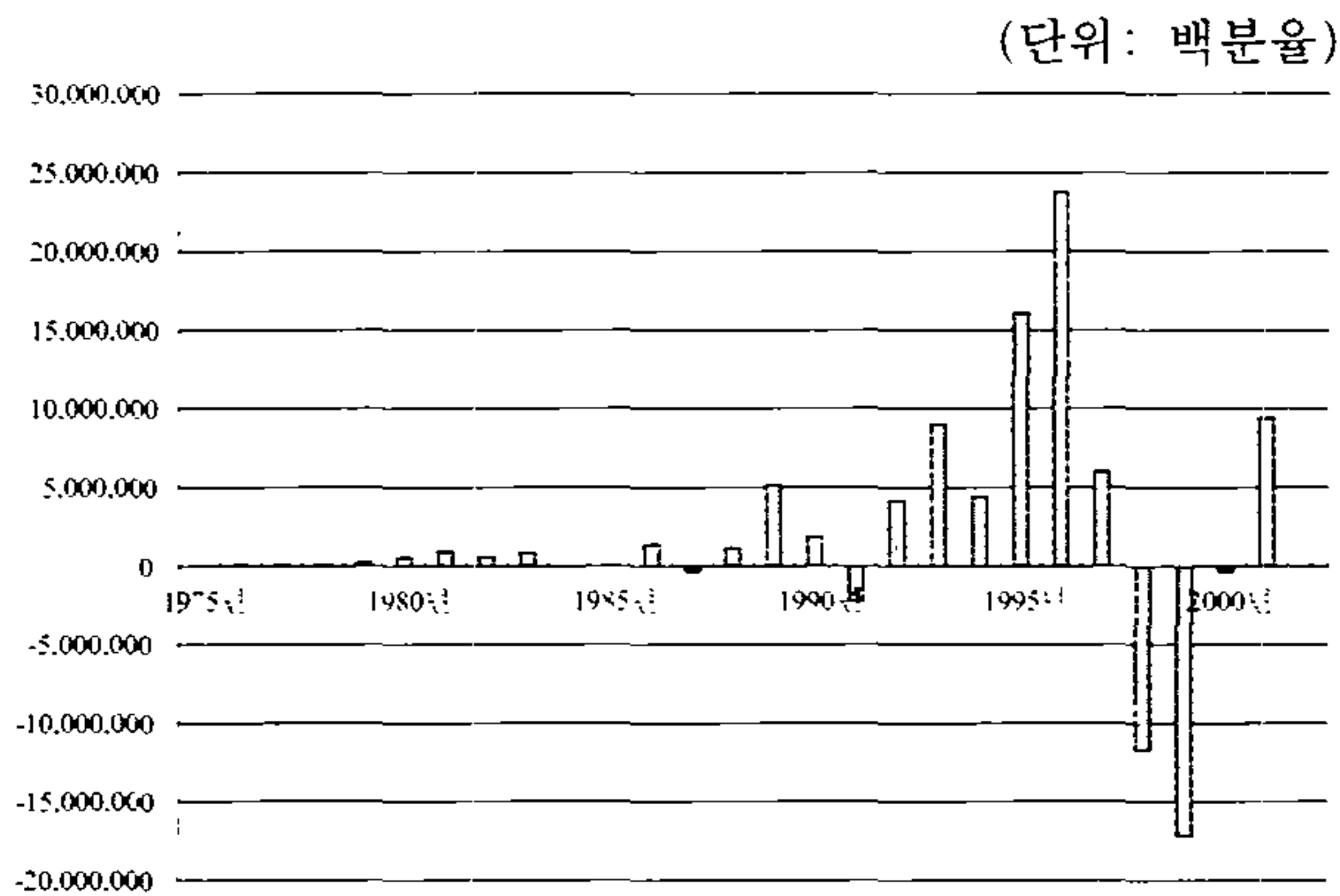
〈그림 3〉 短期金融商品 構成比 推移(期末殘額)

〈그림 2〉는 우리나라 단기금융시장의 규모 추이를 보여 주고 있으며, 〈그림 3〉은 단기 금융시장을 구성하고 있는 단기금융상품의 구성비 추이를 보여 주고 있다. 1980년대 초 까지 단기금융시장에서 CP가 차지하는 비중이 70.2%로 압도적이었으나, 통안증권, 환매 조건부채권 등의 도입에 따른 단기금융상품의 다양화와 외환위기 이후 기업신용위험 증



資料: 한국은행 (2002).

〈그림 4〉 CP 期末殘額 推移



資料: 한국은행 (2002).

〈그림 5〉 CP 純發行 推移 (Flow)

가로 CP 시장 비중은 2001년 6월 말 32.1%로 축소되었음을 볼 수 있다.

〈그림 4〉와 〈그림 5〉는 1975년부터 2002년 3·4분기까지 우리나라 CP의 기말잔액 추이와 순발행(발행액-상환액) 추이를 보여 주고 있다. 기말잔액 및 순발행 자료는 韓國銀行의 資金循環表(Flow of Funds)를 통해 계산된 수치이다. 자금순환표는 크게 流量(flow)을 측정하는 개념인 금융거래표와 貯量(stock)을 측정하는 개념인 자산·부채 잔액표로 구분되며, 두 표는 모두 경제주체의 자금조달 내역을 설명하는 원천란과 자금운용을 설명하는 운용란으로 나뉘어져 있다. CP 발행액은 유량을 다루는 금융거래표의 원천란에서 계산할

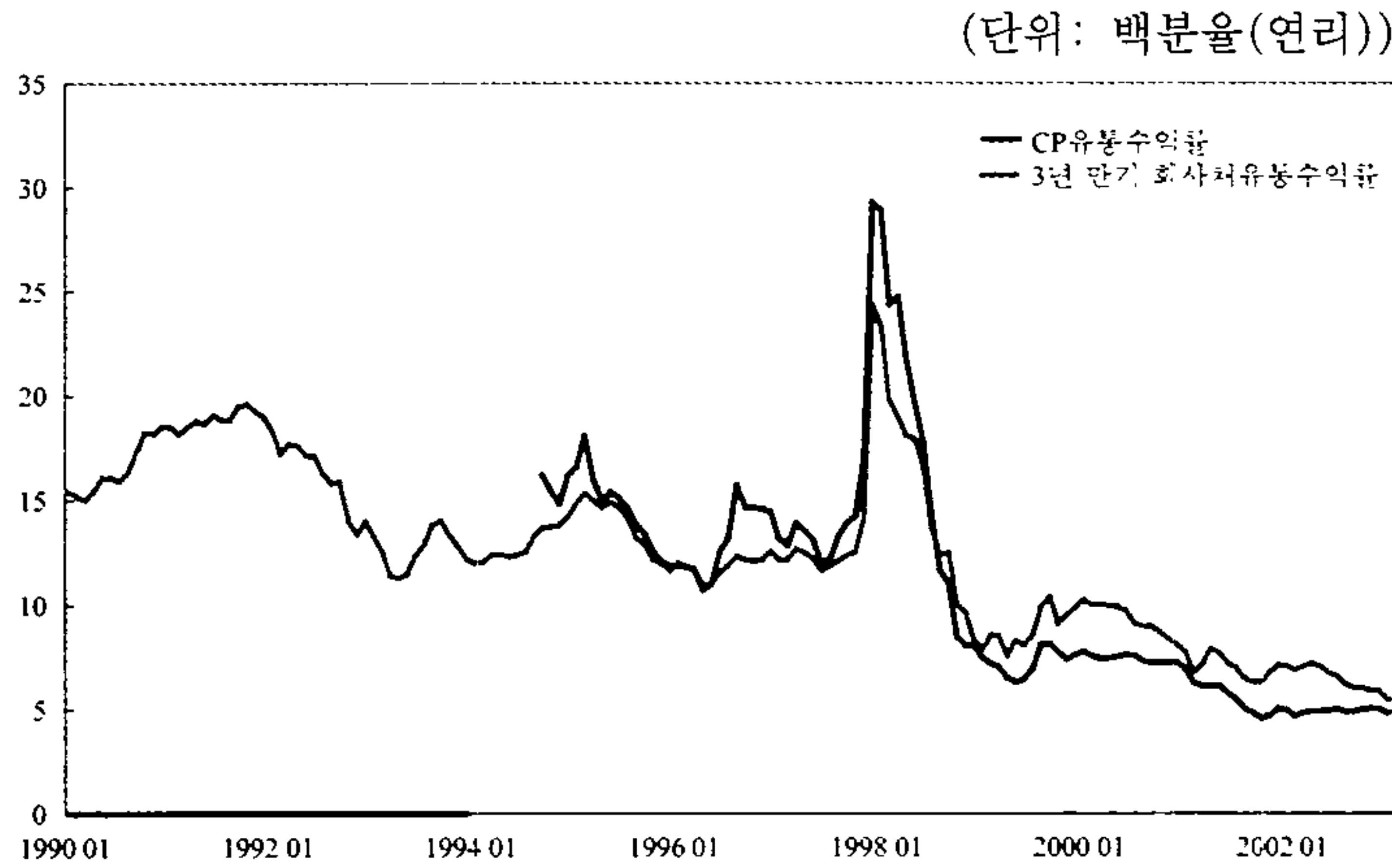
수 있고, CP의 발행잔액은 저량을 다루는 부채잔액표에서 계산할 수 있다.

〈그림 4〉를 보면 CP의 발행잔액은 1997년 말 74조 원을 정점으로 2000년 말 45조 원 수준까지 감소한 이후, 2002년 54조 원 수준까지 회복하였음을 알 수 있다. 1997년 이전에는 자금의 초과수요 상황에서 무담보와 신축적인 자금조달 이점으로 인해 CP 발행이 증가하였다. 그러나 1998년~2000년 기간은 외환위기 이후 CP 투자수요 감소, 우량기업 감소 및 기업 자금수요 저하로 CP 시장이 위축된 시기였다. 2000년 이후에는 경기가 다소 회복되면서 기업 운전자금 수요가 증가하고 투신사 수신호조로 CP 투자수요도 다소 살아나 CP 시장이 소폭 회복되었다.

〈그림 5〉에 나타난 CP의 순발행 추이를 보면 두 가지 특징이 나타난다. 첫째는 1993년부터 1996년까지 CP의 순발행량이 급증했다는 사실이다. 이는 아래에서 설명하는 바와 같이 非對稱的(asymmetric) 金利自由化 政策의 실행과 밀접한 관계가 있다. 둘째 특징으로는 1997년 외환위기 이후 CP 발행액보다 상환액이 커져 CP의 순발행액이 음수로 전환되었다는 점이다. 외환위기 이후 기업의 신용위험이 크게 악화되었기 때문에 CP 순발행액이 음수로 전환된 것은 쉽게 이해할 수 있는 현상이다. 그러나 이 기간 중 시장전체의 순발행량은 음수이었으나 일부 대기업의 경우에는 CP 발행량을 크게 늘린 바 있다. 1993년부터 1996년까지의 CP 시장의 급성장 및 외환위기 이후 대기업과 일반 기업의 CP 발행 형태의 차이에 대해서는 아래에서 보다 자세히 분석하여 보자.

#### (1) 非對稱的 金利自由화와 CP 市場의 急成長(1993~1996)

1993년 이후부터 외환위기 전까지의 CP 시장 급성장은 이 기간 중 정부의 非對稱的 金利自由化 政策과 밀접히 관련되어 있다. 1993년 이후부터 외환위기 전까지 정부는 단기 금융상품인 CP의 발행금리를 자유화한 반면 예금금리 및 장기 회사채 발행금리는 계속 간접적으로 규제하여 왔다. 그 결과 〈그림 6〉에서 볼 수 있듯이 3년 만기 회사채 유통수익률이 3개월 CP 금리보다 낮은 기현상이 발생하였는데 이러한 금리의 역전현상은 외환위기 이후에야 정상화되었다. 이러한 금리 역전으로 인해 CP에 대한 투자수요가 급증함에 따라 CP 시장이 급팽창하게 되었으며 기업들은 이를 통해 단기자금을 대거 조달하였다. 이 기간 중 단기의외화자금 조달도 허용되었기 때문에 10대 대기업은 해외금리가 낮은 이점을 이용하여 적극적으로 단기의외자 조달에 치중한 바 있다. 국내시장에서는 이들이 비운 공백 덕분에 20~30대 대기업들이 CP발행을 통해 원화 단기자금 조달 규모를 크게 증가시킬 수 있었다. 결과적으로 단기 원화 및 외화 조달금리를 자유화시킨 비대칭적 정책으로 인해 기업들은 단기자금 조달을 확대하였고 그 결과 短期調達-長期投資라는 滿期不一致(mismatch) 현상이 심화되어 外換危機의 중요한 원인을 제공하게 된 것이다.



〈그림 6〉 CP 流通收益率 vs. 會社債 流通收益率

〈表 1〉 CP 市場의 膨脹 (1993-1996年)

|       | CP     |       | 회사채     |       | 은행대출    |       | M3        |       |
|-------|--------|-------|---------|-------|---------|-------|-----------|-------|
|       | (금액)   | (성장률) | (금액)    | (성장률) | (금액)    | (성장률) | (금액)      | (성장률) |
| 1991년 | 21,583 | -3.8  | 43,453  | 70.4  | 113,037 | 28.3  | 244,837   | 23.6  |
| 1992년 | 25,546 | 18.4  | 50,069  | 15.2  | 132,906 | 17.6  | 298,277   | 21.8  |
| 1993년 | 36,102 | 41.3  | 59,521  | 18.9  | 151,989 | 14.4  | 354,933   | 19.0  |
| 1994년 | 44,371 | 22.9  | 72,127  | 21.2  | 187,451 | 23.3  | 442,663   | 24.7  |
| 1995년 | 60,971 | 37.4  | 87,478  | 21.3  | 219,140 | 16.9  | 527,017   | 19.1  |
| 1996년 | 80,831 | 32.6  | 111,438 | 27.4  | 254,586 | 16.2  | 614,962   | 16.7  |
| 1997년 | 87,318 | 8.0   | 138,898 | 24.6  | 317,489 | 24.7  | 700,285   | 13.9  |
| 1998년 | 69,455 | -20.5 | 184,806 | 33.1  | 300,141 | -5.5  | 787,627   | 12.5  |
| 1999년 | 51,957 | -25.2 | 181,979 | -1.5  | 301,830 | 0.6   | 850,828   | 8.0   |
| 2000년 | 36,101 | -30.5 | 164,421 | -9.6  | 321,962 | 6.7   | 911,642   | 7.1   |
| 2001년 | 39,924 | 10.6  | 176,182 | 7.2   | 324,911 | 0.9   | 1,017,715 | 11.6  |
| 2002년 | 38,717 | -3.0  | 167,897 | -4.7  | 362,069 | 11.4  | 1,118,240 | 9.9   |

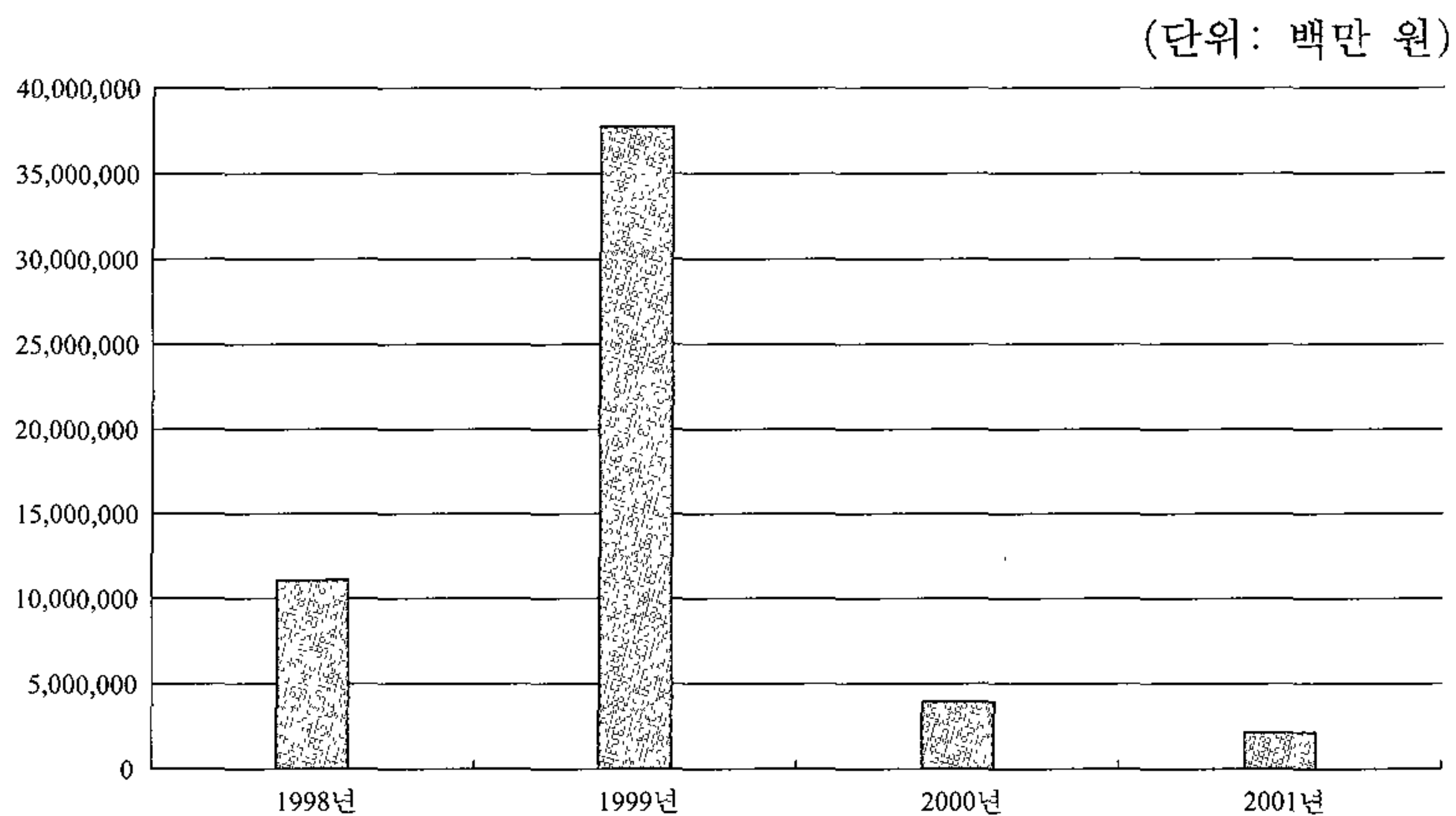
〈表 1〉은 1991년부터 2002년까지 CP, 채권, 은행대출, M3의 규모변화를 비교하고 있는데 1993~1996년간 비대칭적 금리자유화로 인해 CP 시장이 급성장하였음을 알 수 있다.

(2) 外換危機 以後의 資金梗塞과 CP 市場의 透明性 問題

〈그림 5〉에서 볼 수 있는 바와 같이 외환위기 이후 CP의 순발행액은 크게 축소되었으나 이는 모든 기업에 공통적인 현상은 아니었다. 오히려 대우, 현대와 같은 일부 대기업

의 CP 발행 규모는 크게 증가한 바 있다. 대우, 현대의 CP 발행 규모 증가는 외환위기 이후 추진된 금융구조조정 과정과 밀접히 연계되어 있다. 1998년 초 은행의 구조조정이 추진되자 은행대출의 만기연장이 어려워지고 주가 하락으로 주식발행을 통한 기업 자금 조달에도 애로가 있었다. 이에 따라 1998년 대우와 현대는 대부분의 자금을 고금리를 주면서 會社債로 조달하여 은행 대출의 상환에 사용한 바 있다. 그러나 1998년 10월 이후 회사채 시장에서 대기업이 차지하는 비중이 비정상적으로 커지자 정부는 대기업의 회사채 발행에 제한을 두기 시작하였다. 회사채를 통한 자금 조달 경로가 막히게 되자, 1999년 초부터 심각한 자금난에 봉착한 대우그룹은 공시의무가 없는 CP 발행을 크게 늘려 만기가 도래한 회사채를 상환하는 데 사용하였다.

〈그림 7〉<sup>(3)</sup>은 대우그룹의 CP 發行推移를 보여 주고 있는데 1999년 대우의 CP 발행 총량이 크게 증가하여 35조원을 넘고 있음을 볼 수 있다. 대우의 고금리 CP는 투신사의 수익증권에 편입되어 판매되었는데, 대우그룹의 부도로 대우 CP를 대량 편입한 투신사 수익증권의 환매요구사태가 발생하였다. 그러나 일시에 대량 환매요구에 응하지 못하여 투신사 환매금지 등의 조치가 내려진 바 있고, 대우사태 이후 환매제한의 경험을 한 투자자



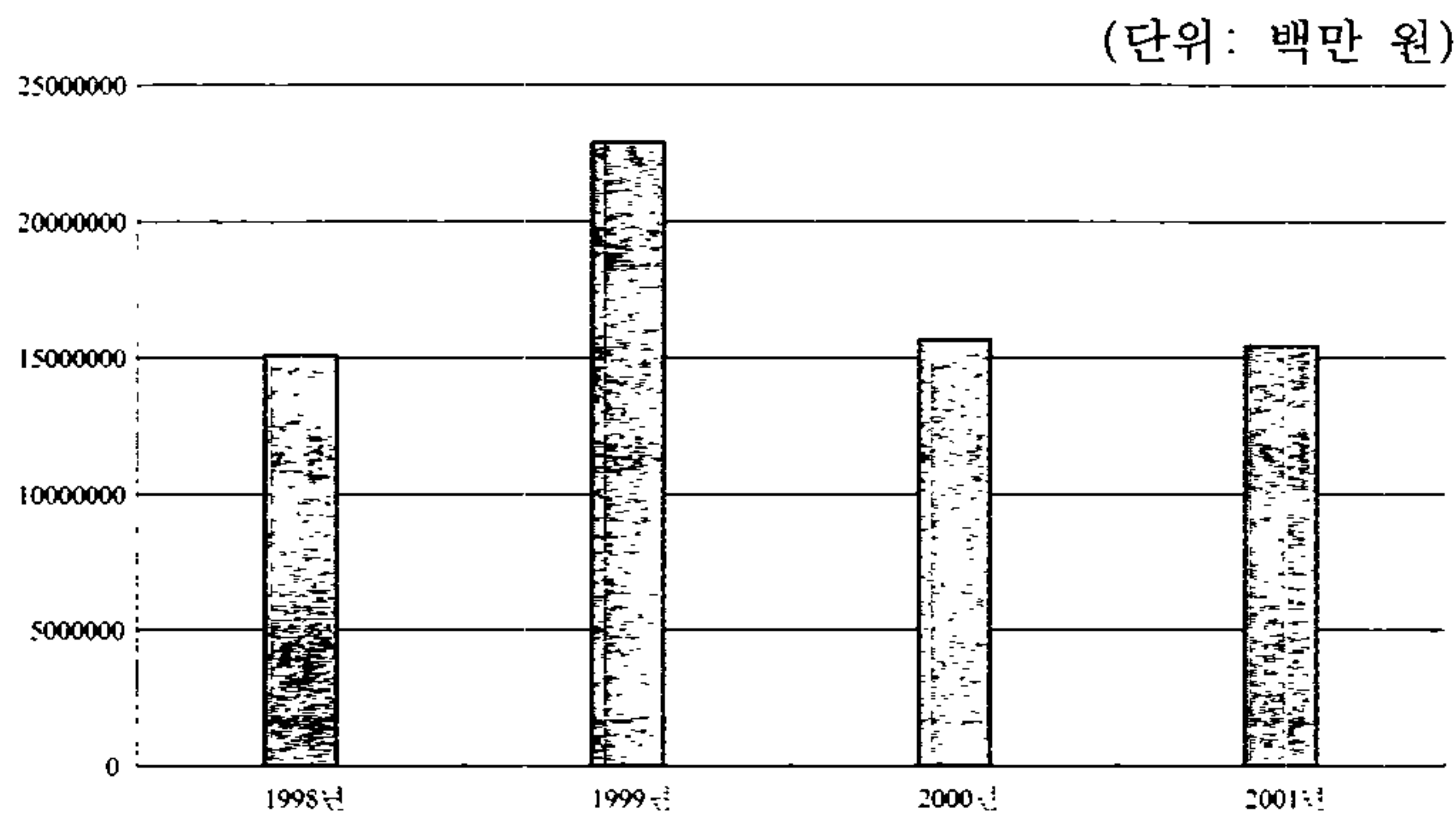
資料: 금융감독원 전자공시시스템.

〈그림 7〉 대우그룹의 CP 總發行額

(3) 〈그림 7〉 이하 〈그림 9〉까지의 자료는 공정거래위원회에서 대규모기업집단의 소속현황을 참고로 하여 해당 연도 해당계열사들의 CP 발행자료를 합제한 것이다. 그림에 나타난 CP 발행액은 해당 연도에 발행된 CP의 총발행액이기 때문에 만기가 단기화되어 roll-over가 많을수록 발행액이 크게 나타난다. 순발행액을 이용해 그림을 그리지 않은 것은 순발행액을 사용할 경우 단기 CP발행을 통한 만기연장 현상 정도를 파악하기 어렵기 때문이다.

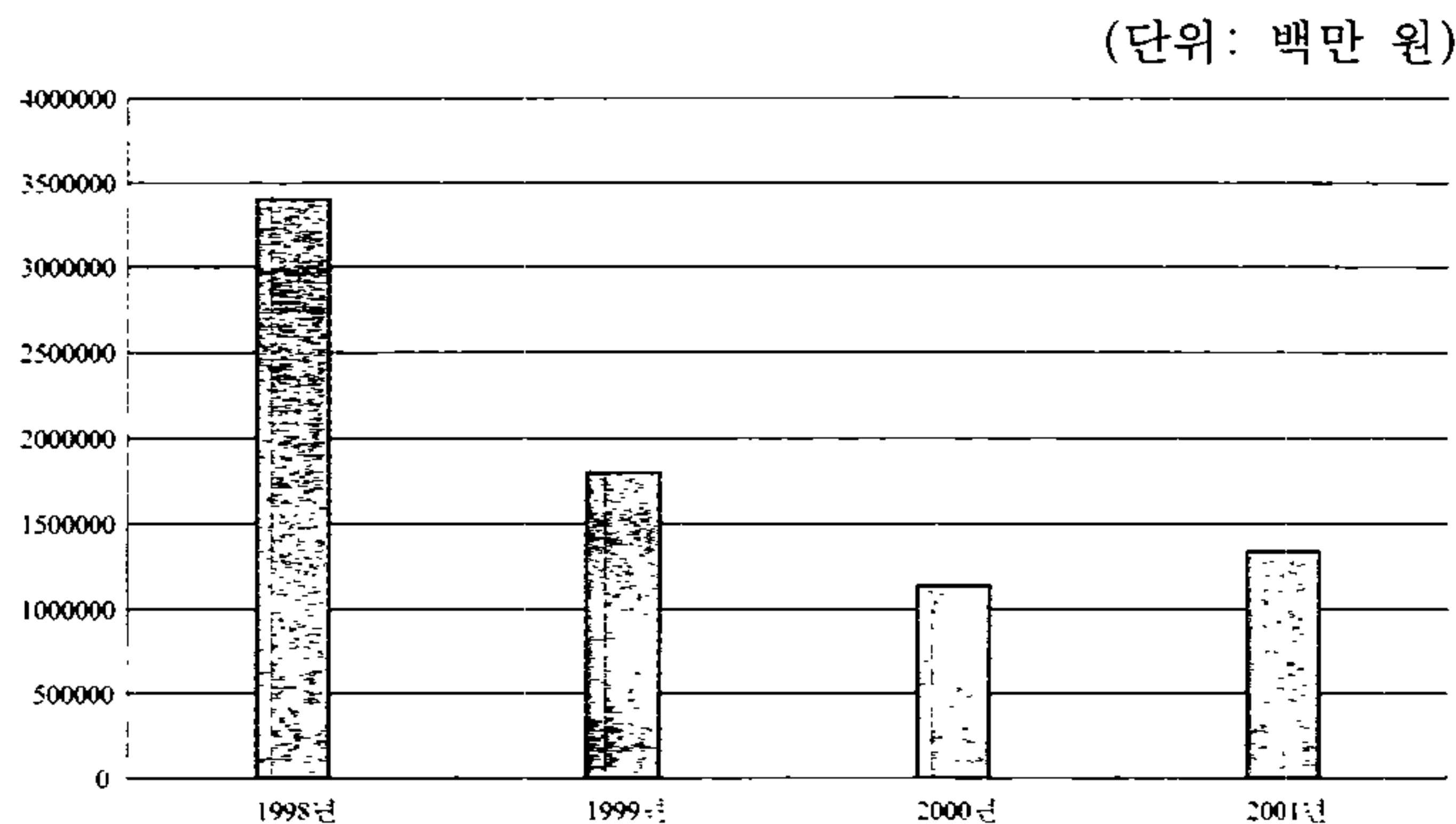
들은 투신상품을 회피하게 되었다. 이렇게 CP의 주요 투자기반인 투신사의 수신이 감소함에 따라 CP 시장이 경색되는 악순환이 발생하여 CP 시장의 위축을 초래하였다. 즉, 대우의 무분별한 CP 발행은 여타 CP 발행기업에게도 영향을 미쳐 CP 시장을 위축시켰던 것이다. 이는 CP가 위기상황에서 한계기업의 자금 조달 수단으로 악용될 위험이 있으며 공시자료의 부재로 투자자 보호 장치가 미비하였음을 잘 보여 주는 사례이다.

<그림 8>과 <그림 9>는 대우와 비교하기 위해 같은 기간 중 현대와 삼성 그룹의 CP 총 발행액을 보여 주고 있다. 외환위기 이후 대우, 현대 그룹은 우리나라 재벌기업의 전형적인 확장 지향적 사업전략을 답습하였기에 현대그룹의 경우에도 대우와 마찬가지로 CP 총



資料: 금융감독원 전자공시시스템.

<그림 8> 현대그룹의 CP 총發行額



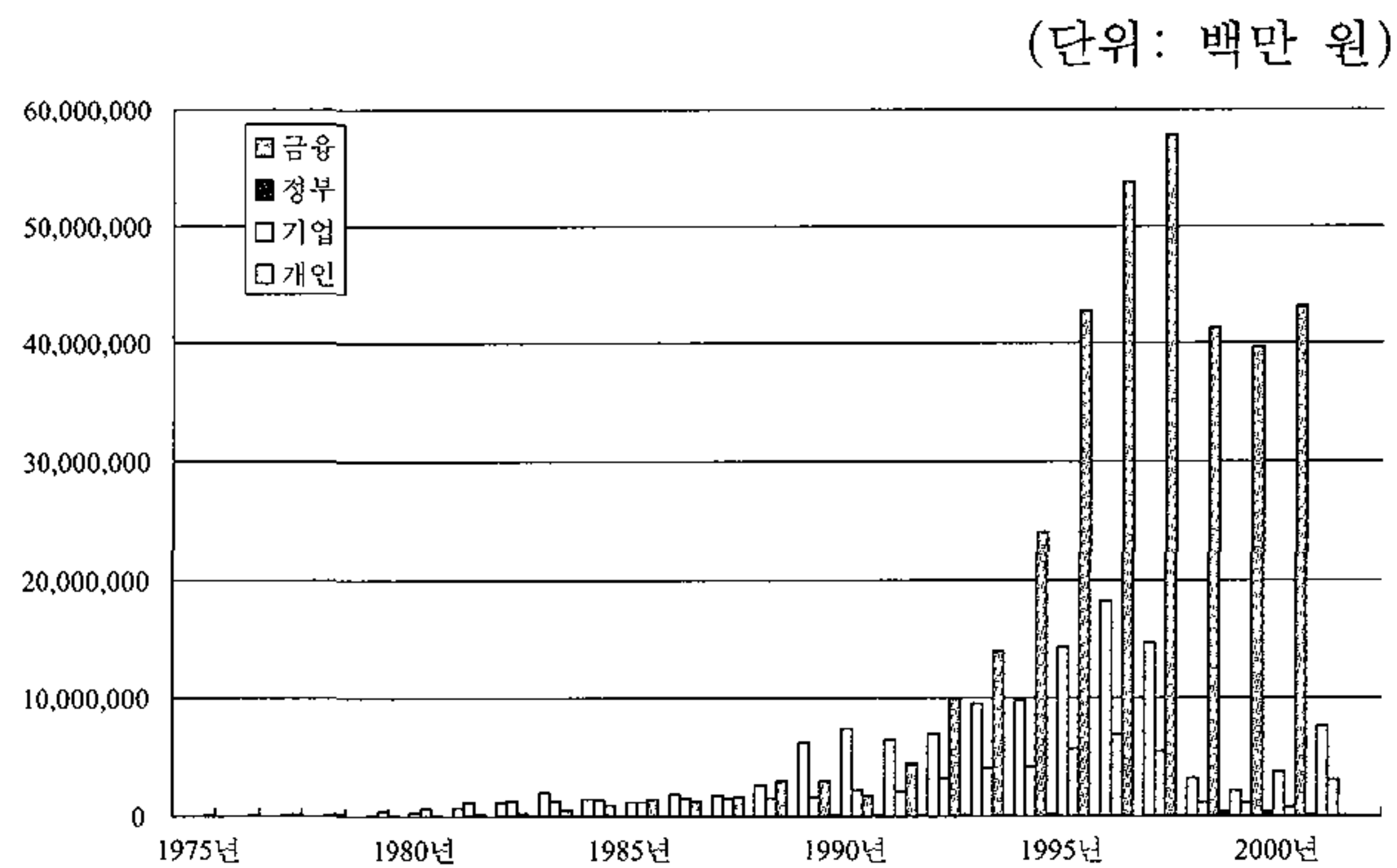
資料: 금융감독원 전자공시시스템.

<그림 9> 삼성그룹의 CP 총發行額

발행액이 1999년 크게 증가한 모습을 보이고 있다. 이에 반해 삼성그룹은 삼성자동차 매각 등 내부자금 확충을 위한 자구계획을 위해 구조조정에 치중한 결과, 대우, 현대와 달리 상대적으로 CP 발행 규모가 크지 않은 것을 알 수 있다.

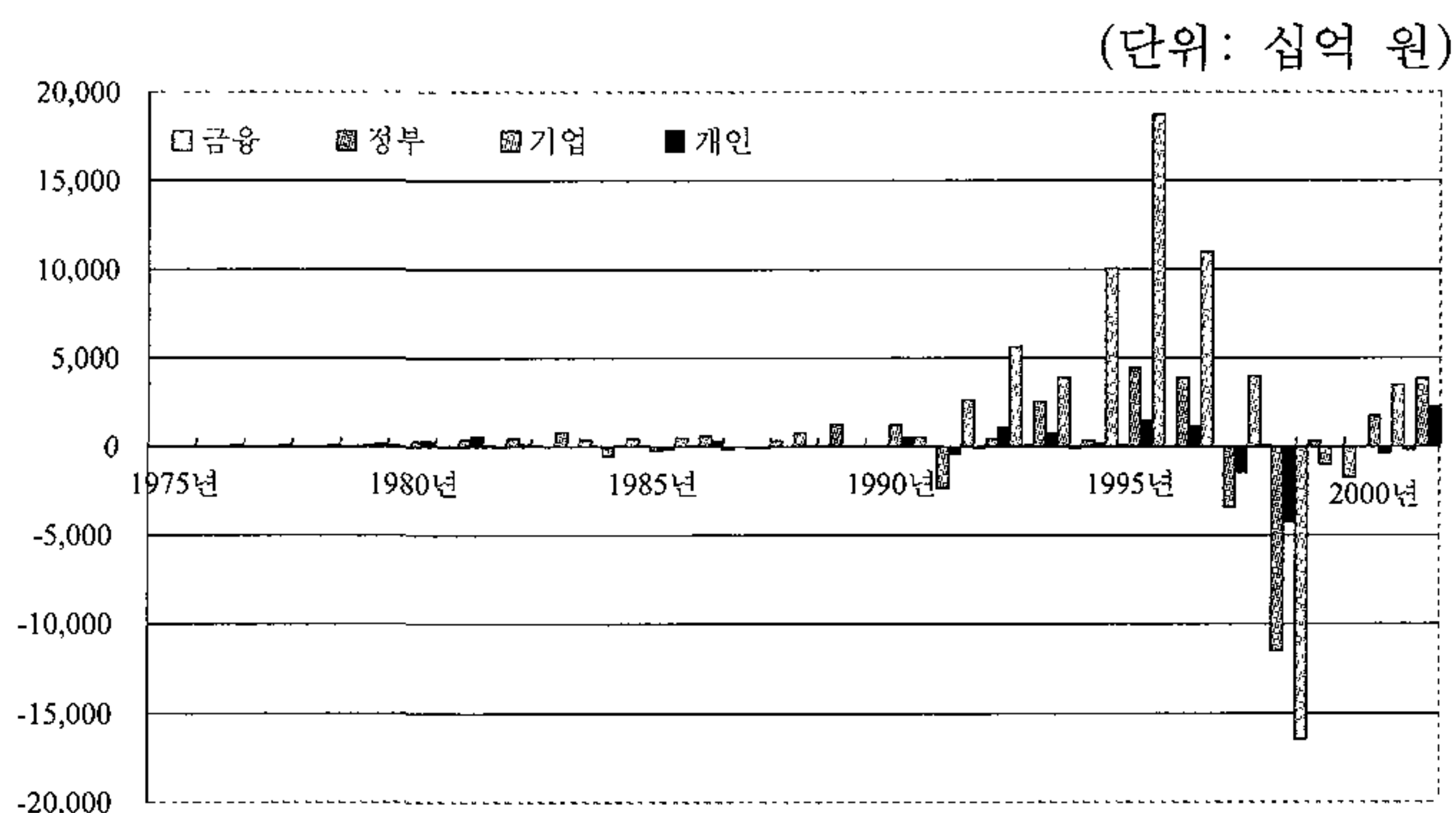
2.2.2. 主要 需要機關

〈그림 10〉과 〈그림 11〉은 CP의 需要機關을 部門別로 구분한 것이다. 〈그림 10〉은 期末 殘額을 기준으로 할 때의 결과이며 〈그림 11〉은 純發行額을 기준으로 작성한 결과이다. 그림에서 볼 수 있는 특징 중 하나는 외환위기 이전 법인기업의 CP 수요가 큰 비중을 차지하고 있다는 점이다. 즉, CP의 발행주체인 기업이 CP를 꾸준히 매입하여 왔음을 알 수



資料: 한국은행 (2002).

〈그림 10〉 部門別 CP 買收 推移(期末殘額 基準)



資料: 한국은행 (2002).

〈그림 11〉 部門別 CP 買收 推移(純發行額 基準)

있다. 이는 두 가지로 해석할 수 있다. 첫째, 외환위기 이전 비대칭적 금리자유화로 인해 CP 금리가 기타 금리에 비해 높았기 때문에 기업들이 단기자금의 재테크 수단으로 CP를 사용하였음을 보여 주는 결과이다. 둘째, 신용등급이 높은 기업이 신용등급이 낮은 계열사의 CP를 인수해 줌으로써 CP가 계열사 간 자금지원 수단으로 사용되었을 가능성이 있다. 미국에서도 CP를 통한 계열기업 간 금융중개가 가능하다는 사실은 Calomiris, Himmelberg, and Wachtel(1994)의 연구에서도 밝혀진 바 있다.

2.2.3. 滿期別 構造

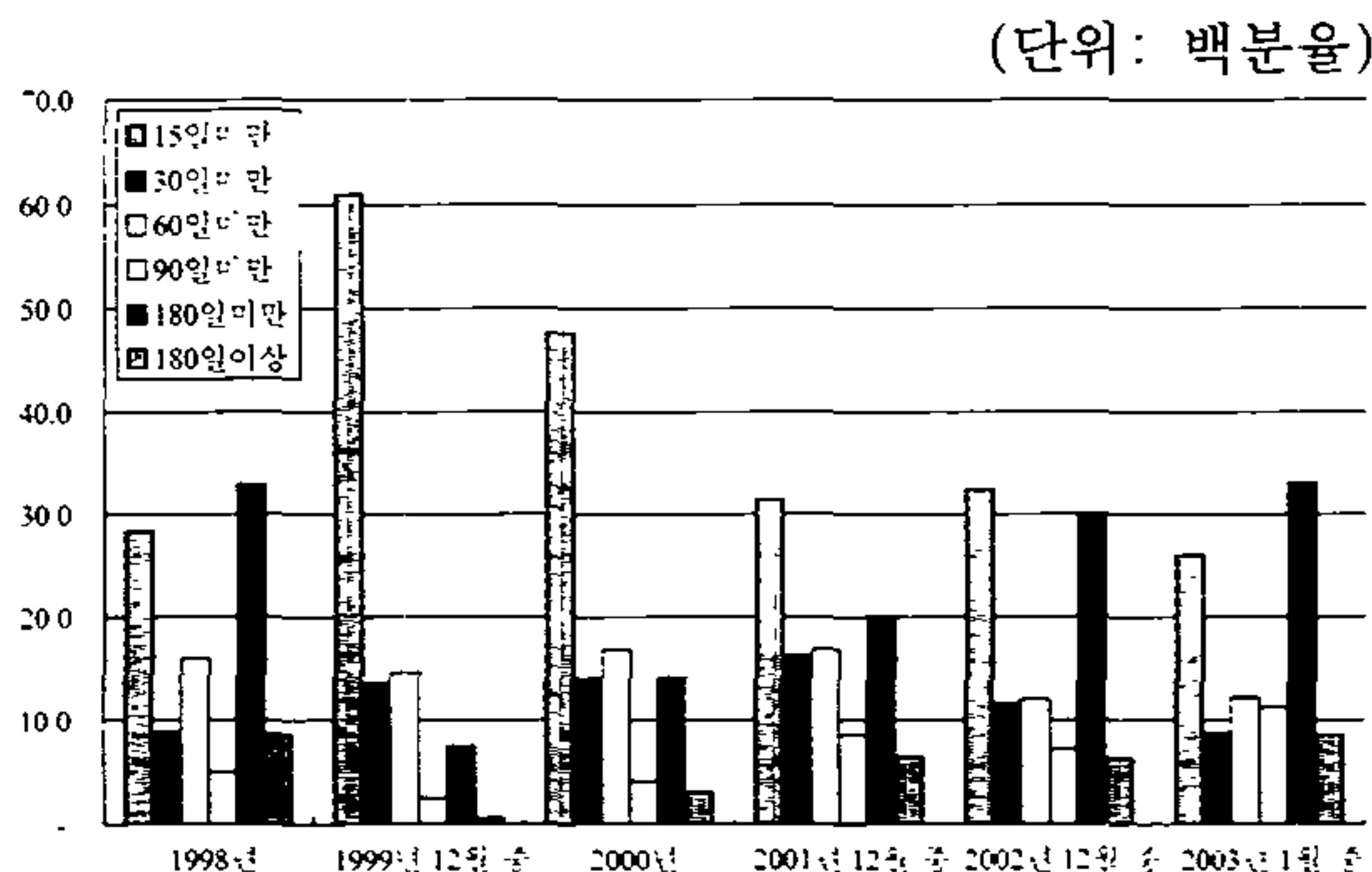
〈그림 12〉은 CP의 만기별 구조를 나타내고 있다. 1997년 이전에는 90일-180일 상품이 주종을 이루었으나 외환위기 이후 기업신용악화로 만기의 급격한 단기화가 진행된 결과, 1999년에는 15일 미만 CP의 비중이 61%에 달하기도 하였다. 그러나 1개월 미만의 초단기 CP가 주종을 이루는 선진국과 달리 우리나라에서는 만기가 3개월 이상인 CP가 비교적 큰 비중을 차지하고 있음을 볼 수 있다. 이는 전술한 바와 같이 공시, 등록 의무의 면제 혜택으로 인해 우리나라에서는 CP가 초단기 자금 조달 수단임과 동시에 만기 1년 미만의 회사채를 대체하고 있음을 보여 준다. 또한 2000년 이후 금융기관 자산운용의 편입 대상으로 CP 수요가 늘어남에 따라 CP의 만기가 다소 늘어나는 경향을 볼 수 있다.

2.2.4. 信用等級 構造

〈그림 13〉는 신용등급별 CP 순발행 추이를 나타내고 있다. 대부분의 CP가 A1 등급으로서 회사채 시장과 마찬가지로 CP 시장 역시 信用等級에 따라 兩極化가 되어 있음을 볼 수 있다.

2.2.5. ABCP의 比重

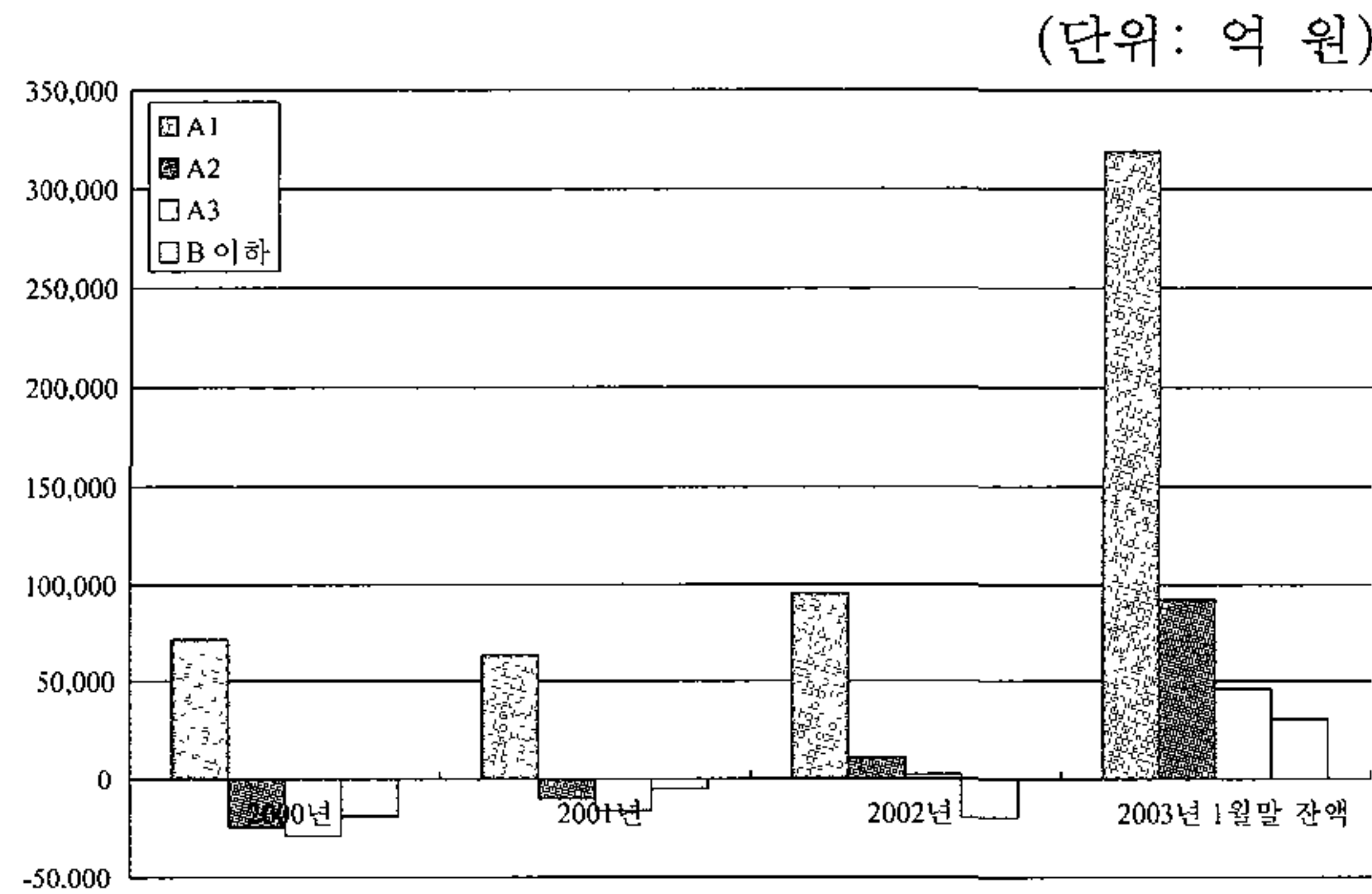
우리나라의 CP 시장에서 2001년 카드사를 중심으로 ABCP가 등장한 이후 ABCP는 급



資料: 한국은행(2003).

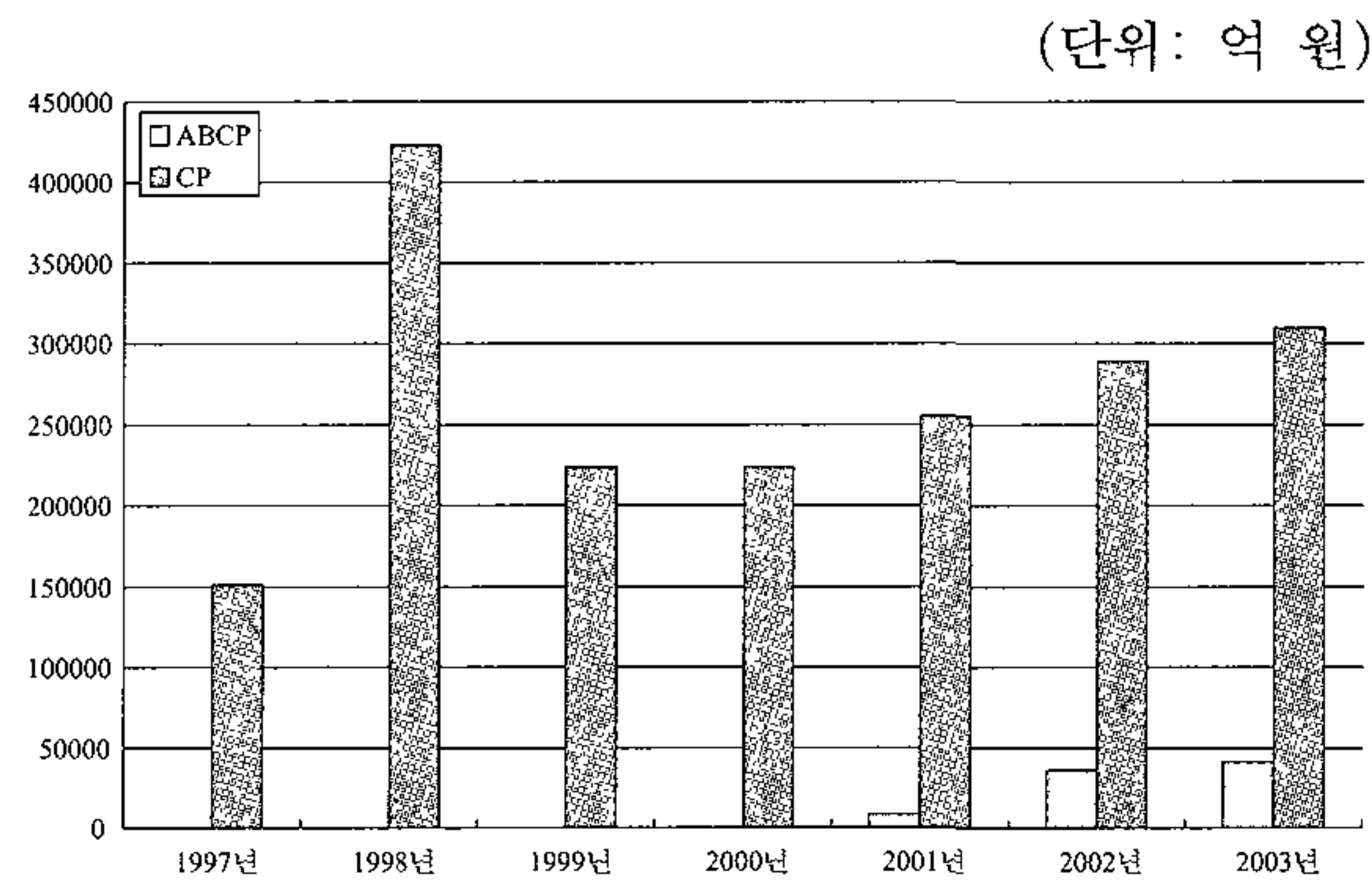
〈그림 12〉 CP 滿期別 比重





資料: 한국은행 (2003).

〈그림 13〉 信用等級別 CP 純發行 推移



資料: 한국은행 (2004).

〈그림 14〉 ABCP와 CP 總發行殘額의 比較

격한 증가세를 보이고 있다. <sup>(4)</sup> 〈그림 14〉는 ABCP와 일반 CP의 발행잔액을 비교하고 있다. ABCP란 기업이 보유한 미래의 현금흐름을 담보로 발행되는 CP이다. ABCP의 구조는 유동화자산을 양도받은 특별목적 유동화회사가 유동화자산의 현금흐름에 기초하여 단기금융상품인 CP를 발행하는 방식의 유동화구조이다. 담보가 되는 자산은 일반적으로 할부대출채권, 리스채권, 카드대출채권, 상거래 매출채권 등이며, 최근 리볼빙자산, ABS, 주택저당유동화증권(MBS), 회사채, CP 등으로 그 대상이 확대되고 있다.

(4) 그러나 2003년 3월 카드채 사태로 인해 ABS 시장이 위축된 이후 ABCP 발행이 크게 감소하였다.

ABCP가 급격히 증가하는 이유는 기업 보유채권을 담보로 하여 발행기업의 신용을 보강함으로써 CP 발행을 가능하게 하기 때문이다. 현재 우리나라에서 ABCP는 통신할부채권, 카드할부채권 등을 담보로 자금 조달을 가능하게 하는 주요 수단으로 이용되고 있으며, 賣出債券 流動化를 통해 기업자금 조달 경로가 되고 있다. <그림 14>를 보면 ABCP의 발행잔액이 전체에서 차지하는 비중이 14% 정도에 지나지 않는 것처럼 보이지만, 이는 연말 발행잔액(저량)을 기초로 계산된 수치이기에 ABCP의 만기가 일반 CP보다 짧은 경우 연간 ABCP 발행비중을 과소평가할 위험이 있다.

### 3. CP 市場의 制度的 問題點 및 改善方案

2장의 분석을 통해 파악한 CP 시장의 制度的 問題點으로는 (1) CP의 二重的 法的 地位로 인한 발행정보의 투명성 부재와 投資者 保護의 문제점, (2) 實物證券의 발행으로 인한 去來費用의 과다, (3) 분할양도 금지 조항으로 인한 流通市場의 미발달 등을 들 수 있다. 구체적인 제도 개선안을 살펴보기 전에 각 문제점을 보다 자세히 요약하여 보자.

#### 3.1. 二重的 法的地位로 인한 透明性 不在와 投資者 保護 問題

##### 3.1.1. 問題點

CP는 원래 어음법상 約束어음이다. 그러나 앞에서 살펴 본 바와 같이 外換危機 전후로 증권사의 할인여력이 감소함에 따라 CP 할인기관을 증권사로 확대하기 위해 증권사가 중개한 CP에 대해 有價證券의 지위를 부여하고 있다. 상품성의 차이가 거의 없는 CP가 중개기관에 따라 약속어음이기도 하고 유가증권이기도 하는 이중적인 법적지위는 투자자와 발행자 간에 이해관계가 대립될 경우 법적인 문제를 초래할 수도 있다.

주식, 회사채를 발행하려면 상법, 증권거래법 등에서 규정하는 이사회의 의결, 금융감독원에 발행기업 등록, 유가증권 신고서 제출 등 복잡한 절차가 필요한 것에 비해 CP는 약속어음이기 때문에 이러한 절차 없이 발행이 가능하다. 유가증권인 CP도 사모로 발행되기 때문에 위와 같은 발행기업 등록, 신고서 제출 등의 의무가 면제되고 있다. 이러한 신속하고 간편한 절차는 CP가 기업들의 편리하고 신속적인 자금 조달 수단이 되게 하는 가장 큰 장점 중의 하나이다.

그러나 유가증권 신고 예외 증권으로 발행내역이 시장에 공개되지 않아 投資者의 保護라는 측면에서 문제점을 나타내고 있다. 현재 CP의 發行情報는 증권업협회나 은행연합회에서 회원사 내규를 통해 수집하고 있으나 개별기업의 발행정보를 외부로 공개하고 있지 못하다. 언급했듯이 상장사의 경우에는 재무제표 부속명세서를 통해 CP 발행잔액 규모를

파악할 수 있으나 공개될 때까지 시차가 있기 때문에 투자자에게 발행정보를 제공하는 데 한계가 있다.

반면 발행정보가 시장에 누출되지 않기 때문에 부실위험에 노출되거나 자금압박을 받고 있는 기업들은 주식, 또는 회사채 발행이 불가능할 경우 최종적 자금 조달 수단으로 CP에 의존할 위험이 있다. 본 사례연구에서의 대우와 현대 그룹의 CP 발행 사례가 이에 대한 예라 할 수 있다. 또한 發行情報의 不透明性으로 인해 기업 부실 및 자금시장 경색에 대해 시장참가자 및 정책당국이 사전적으로 대응하기 어려우며, CP의 신용평가 또한 부정확하게 될 우려가 있다. 이로 인해 신용평가기관의 평가등급에 대한 신뢰성 부족현상이 만연한 실정이다. 이는 CP의 원활한 발행과 할인, 매매가 제약되는 요인이 될 수 있다. 최근 코오롱TNS의 CP 부도로 인해 발생한 신용평가기관과 상호저축은행 사이의 소송이 CP 시장의 불투명성이 초래할 수 있는 문제점을 명백하게 보여 주는 예라 할 수 있다.

### 3.1.2. 改善方案

발행정보를 투명화하기 위해서는 CP의 발행정보, 사고내역에 대한 체계적 데이터베이스의 구축이 필요할 것으로 보인다. CP 발행에 대한 기업별 정보가 공개될 경우 기업들이 CP 발행을 꺼려할 것이기 때문에 시장이 단기적으로 위축될 위험이 있다는 견해가 있으나, 투명한 정보 공개로 CP에 대한 신뢰도가 향상되어 CP 투자수요가 확장되면 CP 시장은 중장기적으로 더욱 발전할 수 있을 것이다. 發行情報의 不透明性을 해소하기 위해 가장 효과적인 방법은 CP의 預託 및 登錄發行制度를 도입하는 것이다. 이 경우 CP의 예탁 및 등록발행은 법적 의무화로 해결하기 이전에 CP에 관한 현재 예탁서비스의 불편을 해소해 줌으로써 시장원리에 의해 스스로 예탁 및 등록발행을 선택할 유인을 제공하는 것이 중요하다.

## 3.2. 實物發行으로 인한 去來費用 增加 問題

### 3.2.1. 問題點

CP는 상거래가 수반되지는 않지만 어음법상 실물로 발행되어야 하기 때문에 실물 발행 비용 및 실물 인수도에 따른 去來費用이 큰 편이다. 할인기관과 발행기업은 CP 실물을 직접 인도 및 수령하며, 다시 매수기관에 판매할 경우에도 실물로 인도하거나 예탁원에 예탁계좌로 처리하고 있다. CP의 발행 및 매출이 소수의 기관 간 거래로 이루어질 때에는 실물인수도 결제에 따른 결제불이행 위험, 실물이동으로 인한 도난, 분실, 위변조 등의 사고 위험이 적으나, 거래가 활성화될 경우 이러한 위험성이 증가될 것으로 예상된다.

CP의 결제구조를 보면 할인기관이 발행회사로부터 실물을 인수하여 매입기관에 인도

하고 이를 확인한 매입기관은 매수대금을 할인기관에 지급하는 방식이다. 이는 同時決濟가 아닌 실물과 대금의 分離決濟(free of payment)이므로 CP 결제는 채권에 비해 더욱 큰 신용위험에 노출되어 있다. 또한 CP는 실물증서 형태로 유통되고 있어 위·변조 위험에 노출되고 통장형태로 발행되는 CP의 경우에는 허위 또는 이중 매출 위험에도 노출되어 있다.

### 3.2.2. 改善方案

실물발행으로 인해 발생하는 불필요한 去來費用을 줄이기 위해서는 중장기적으로 CP의 登錄發行 및 無券化 방안을 추진할 필요가 있다. 일부에서는 CP가 등록발행될 경우 유가증권신고서 제출이 의무화되는 것으로 오해하고 있으나 이는 별개의 문제이다. CP의 등록발행이 의무화되더라도 CP제도의 장점을 살리기 위해서는 유가증권신고서 제출 의무는 현재와 같이 면제할 수 있다. 특히 등록발행과 함께 CP의 무권화를 추진한다면, 분할양도 문제, 실물발행에 따른 거래비용 발생 문제 등을 근본적으로 해결할 수 있다. 또한 무권화가 실시되면 현재 만기일 이틀 전에 부과되는 예탁 CP의 처분제한 제약을 크게 완화시켜 초단기 CP의 예탁 및 등록발행을 촉진시킬 수 있다.

## 3.3. 分割讓渡禁止와 流通市場의 未發達 問題

### 3.3.1. 問題點

CP는 만기가 단기이기 때문에 유통은 미미한 수준에 그치고 대부분의 투자가는 만기까지 CP를 보유하는 성향이 강하다. 그러나 우리나라의 경우 기업이 1년 이하의 자금을 조달할 때 회사채보다 CP 발행을 선호하기 때문에 CP가 短期 會社債의 역할을 하고 있으며, 이로 인해 우리나라 CP는 초단기물뿐만 아니라 만기가 3개월에서 1년 사이인 CP 비중이 높은 편이다. 이러한 현실을 감안하면, CP의 流通市場이 활성화되면 短期金融市場의 효율성이 높아질 것을 기대할 수 있다.

그러나 만기 요인을 제외하더라도 우리나라에서는 제도적 요인으로 인해 CP의 유통시장 발달이 저해되고 있다. 어음법에 의해 CP의 分割讓渡가 不可能하기 때문이다. 한번 발행, 할인된 CP를 유통시키고자 할 때, 수요자의 요구가 발행 당시의 액면금액과 다를 경우가 허다하다. 현재로서는 유통시장에서 CP의 액면 분할이 필요한 경우, 중개기관은 발행기업에게 CP의 재발급을 신청하여 분할 발행을 요청하는 번거로운 절차를 거쳐야 한다. 동일 중개기관 고객 간에 거래가 발생할 경우에는 내부 보관증을 발행하여 고객분을 분할 표시하는 방법을 택하기도 하고, 고객의 수탁기관이 다른 경우에는 중개기관 간 보관증을 발행한 후 교환하는 경우도 있다. 그러나 이는 어음법에 저촉되는 행위로서 보관증의 법적 지위가 불분명한 문제가 있다. 예탁원에 예탁된 CP의 경우에도 어음법의 분할

양도 금지 조항으로 인해 예탁원이 거래 기관의 계좌대체를 허용하지 않고 있다.

또한 CP 발행 시 단일 중개기관이 총액 인수하는 관행이 있는데 額面分割의 금지로 거액의 자금조달 필요시 중개기관의 할인여력 부족으로 CP 발행이 어려운 경우도 발생한다. 거액의 CP 발행 시 할인여력 부족현상을 타개하고 위험분산을 위해서는 다수의 중개기관이 신디케이션을 구성할 수 있어야 하는데 이러한 유인을 주기 위해서는 유통시장에서 분할양도가 가능해질 필요가 있다.

### 3.3.2. 改善方案

CP의 流通을 活性化시키기 위한 방법으로 CP를 분할 또는 통합한 表紙企業어음制度의 도입을 고려해 볼 수 있다. 표지기업어음제도가 도입되면 투자자 수요에 부응하여 만기 및 금액을 신축적으로 조절할 수 있다. 이를 위해, 상거래에 기반한 어음을 기초로 하여 발행하는 표지무역어음 및 표지팩토링어음 제도를 참고하면, 유통어음인 기업어음에 대해서도 표지어음시장 창설이 가능할 수 있을 것이다. 이 경우, 투신상품 편입 CP와 같이 표지기업어음에 편입되는 CP에 대해서도 예탁을 의무화하면 투명성도 함께 제고할 수 있다.

## 4. CP 預託 活性化 方案

3장에서 제시된 CP 시장에서의 제도적 개선방안들은 CP의 예탁제도와의 깊은 관계가 있다. 그러나 현재 CP 예탁 서비스는 수요자의 기대에 미치지 못하는 수준이다. 따라서 이하에서는 CP 예탁 서비스의 현황과 문제점을 살펴보고 활성화 방안을 마련해 보고자 한다.

### 4.1. CP 預託 現況 및 問題點

〈表 2〉는 2000년부터 2002년까지 기관별 CP 예탁량을 보여 주고 있다. 〈表 3〉은 CP와 CD의 예탁현황 비교표이다. 2002년 말 현재 CP 예탁금액은 18.7조원 규모로서 전체 CP 발행잔액(추정) 53조원의 35.3%에 불과한 수준이다.

機關別 預託量 比率은 증권사가 8.8%이고 투자기관(투자신탁 등)이 52.8%를 차지한다. 年度別 CP 預託量은 97%, 27%씩 증가 추세이나 기관별 예탁비중에는 큰 변화가 없어 왔다. 〈表 3〉을 보면 CD에 비해 CP의 예탁비율이 매우 저조한 편임을 알 수 있다. CD의 예탁비율이 높은 것은 투신사 보유 CD의 예탁이 의무화되어 있기 때문이며, 이에 반해 CP의 경우에는 투신사 보유분에 대해서도 예탁이 의무화되어 있지 않다.

특히 은행은 보유 CP를 자체 보유하는 성향이 크다. 종금계정분은 종합금융회사에 관

〈表 2〉機關別 CP 預託量<sup>(5)</sup>

(단위: 십억 원)

| 구분    | 증권사   | 은행  | 보험  | 투자기관  | 연기금 | 기타    | 계      |
|-------|-------|-----|-----|-------|-----|-------|--------|
| 2002년 | 1,149 | 506 | 353 | 9,889 | 7   | 6,318 | 18,722 |
| 2001년 | 1,396 | 367 | 139 | 6,259 | 121 | 6,461 | 14,743 |
| 2000년 | 1,983 | 413 | 17  | 2,156 | 0   | 2,918 | 7,487  |

〈表 3〉2002年 CP와 CD의 預託 現況 比較

(단위: 백분율, 십억 원)

| 구분 | 은행      | 예탁      | 예탁비율  |
|----|---------|---------|-------|
| CD | 183.101 | 171,754 | 94.8% |
| CP | 530.832 | 187,234 | 35.3% |

한 법률에 의거 예탁의무가 없으며 신탁재산분도 신탁업법에 의거 예탁의무가 없다. 은행은 자체적으로 수탁기관을 가지고 있기 때문에 CP의 실물결제 및 자체보관을 선호하고 있다.

법적인 차이와 함께 CD에 비해 CP의 예탁비율이 낮은 것은 CP의 만기가 CD보다 短期이기 때문이다. 2002년 말 현재 90일 미만의 CP 발행액은 총 발행액의 65%나 되지만, 〈表 4〉에서 볼 수 있는 바와 같이 전체 예탁액에서 90일 미만 CP가 차지하는 비중은 8.1%에 지나지 않는다. 즉, 단기 CP의 예탁이 극히 저조함을 알 수 있으며 2001년에 비해 2002년에는 이러한 경향이 더욱 심화되고 있음을 볼 수 있다.

만기가 단기인 CP일수록 預託比率이 낮은 것은 만기가 단기일수록 예탁 서비스의 필요가 적은 반면 예탁 수수료는 債券과 동일하기 때문이다. 만기가 짧아 투자자의 만기 보유 성향이 강해질수록 계좌이체 및 이자 지급 대행 등과 같은 예탁의 부가서비스가 필요 없게 된다. 이에 반해 유통시장에서 거래가 활발한 株式, 會社債의 경우에는 예탁원의 계좌이체 서비스, 배당금 및 이자지급 대행 서비스의 가치가 매우 높다.

또한 예탁되어 있는 CP의 경우, 만기가 도래할 때 만기금액 상환 업무를 위해 만기일 전 2일간 거래가 제한되고 있다. 이에 반해 실물을 직접 보관할 경우 원리금 지급일 전 일까지도 특별한 제한 없이 거래가 가능하기 때문에 예탁의 또 다른 기피요인이 되고 있

(5) 기타는 선물, 투자자본, 어음교환, 보험대리, 기타 금융업 및 연금을 말한다.

〈表 4〉 CP 滿期別 預託量

(단위: 십억 원)

|       | 15일내  | 30일 | 60일   | 91일   | 180일  | 1년    | 1년 이상 | 계      |
|-------|-------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 2002년 | 255,0 | 340 | 921   | 1,485 | 9,913 | 3,463 | 2,345 | 18,722 |
| 2001년 | 546   | 687 | 1,379 | 1,009 | 6,142 | 3,109 | 1,871 | 14,743 |
| 비율    | 1.4   | 1,8 | 4.9   | 7.9   | 52.9  | 18.5  | 12.5  | 100    |

註: 비율은 2002년 각 만기별 예탁액이 전체 예탁액에서 차지하는 비중임.

다. 또한 현 체제하에서는 CP 발행이 예탁원 또는 은행업무 마감시간 후에 이루어질 경우 예탁발행이 불가능하다. 예탁원으로 CP 실물을 인도하기까지 필요한 시간을 확보하려면 예탁마감 수 시간 전에 CP 발행을 완료해야 하는 불편함이 존재한다. 그러나 CP 발행은 오후 3시 이후에 이루어지는 경우가 많아 예탁원의 예탁마감시간인 오후 5시를 전후해 일시에 예탁업무가 집중되어 예탁업무처리의 지연으로 불편이 초래되고 있다.

#### 4.2. 서비스 改善을 통한 預託 活性化 方案

현재 CP의 예탁 비중이 낮은 것은 사실이나 향후 CP의 예탁 비중을 높일 수 있다면, 실물인수도에 따른 去來費用을 절감할 수 있을 뿐 아니라 예탁원에 CP 發行情報가 집중됨에 따라 體系的인 DB 구축이 가능해질 수 있다. CP의 예탁 비중을 높이는 목적은 기존의 CP 제도 장점을 살리는 동시에 CP 시장의 透明性을 제고하자는 것이다. 이를 위해서는 예탁을 의무화하기 이전에 預託院의 서비스가 개선되어야 한다.

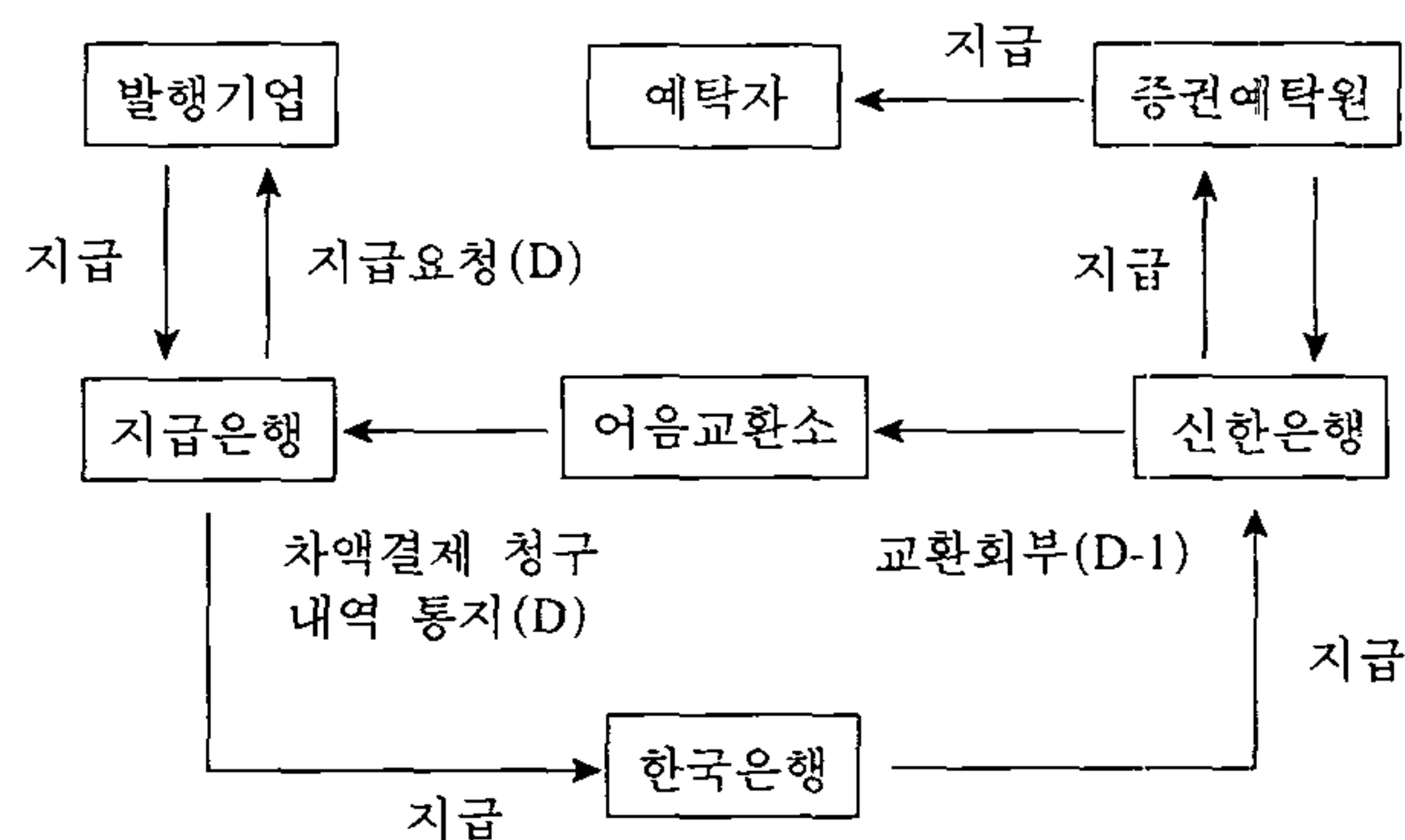
우선 CP 예탁(반환), 계좌대체 등의 업무시간을 확대 조정하여 예탁시간의 제한으로 인한 불편이 해소되어야 한다. 현재 예탁원 담당 창구에서 업무시간을 연장하여 예탁 수용중이나, CP 예탁이 늘어날 경우 예탁업무 시간을 별도로 운영하거나 출장을 통한 예탁 수용도 고려할 필요가 있다. 중장기적으로 웹 기반의 예탁 시스템 구축이 필요하며 이 경우 전자예탁제도에 따른 법률 개정의 검토가 필요하다.

발행자인 기업이 CP 발행정보의 유출을 우려하여 등록발행 및 예탁을 기피한다는 주장이 존재하나, 이는 預託制度에 대한 오해에서 발생한 것이다. 등록된 CP도 다른 예탁 증권과 동일하게 匿名性이 보장된다는 것을 적극적으로 홍보할 필요가 있다. 또한 CP의 預託手續料를 인하할 필요가 있다. 현재 CP의 예탁수수료는 채권과 동일하게 책정되어 있어, 제공되는 서비스 및 관리비용에 비해 衡平性에서 문제가 있는 상황이다. 또한 예탁된 CP의 활용도를 제고하기 위해서도 서비스 개선이 필요하다. 현재 CP도 주식·채권처럼 담보제공은 가능하나 단기물의 원활한 담보·설정·해지가 가능하려면 단기물 CP의 시가 평가 등 업무처리 체제의 구축이 필요하다.

CP의 만기금액 상환 업무를 위해 만기일 전 2일간의 거래제한을 하고 있으나 이는 유통시장 활성화에 제약요인이 되므로 거래제한 기간을 보다 축소할 필요가 있다. 그러나 CP의 실물발행이 의무화되어 있는 한, 實物 償還業務(어음교환제도 이용, 원천징수) 절차로 인해 결제기한을 더 이상 단축하기 어려운 것이 현실이다. 이는 <그림 15>에서 정리된 바와 같이, CP의 실물발행 의무화로 인해 증권결제과정에서 어음交換所 경유를 피할 수 없기 때문이다.

따라서 중장기적으로 CP의 예탁을 확대하고 초단기물(1일~7일물)의 예탁수용을 위해서는 미국의 단기금융상품 예탁결제시스템인 MMI 시스템과 유사한 시스템을 개발할 필요가 있다. MMI 시스템과 같이 CP의 무권, 등록발행을 전제로 전자등록 시스템이 도입되면 매매거래의 제한기간을 지급일 전 2일간에서 지급일 당일로 축소할 수 있게 되어 초단기물(1일~7일물)의 예탁수용도 가능해질 것이다. 이와 동시에 發行 및 流通市場에서의 同時決済(DVP) 및 당일자금결제가 가능해짐에 따라 결제위험을 크게 낮출 수 있다.

한편 CP가 기업의 短期資金 調達 수단으로서 보다 널리 활용되기 위해서는 CP의 商品性은 현행대로 유지하되 流動性을 제고할 필요가 있다. 현 제도하에서는 예탁된 CP에 한해 계좌대체방식으로 거래가 이루어지고 있으나, 分割讓渡가 불가능하기 때문에 유통에 불편이 따르고 있다. 분할양도를 허용하는 단기적 개선방안으로는 (1) 등록발행한 CP에 한해서만 분할양도가 가능하도록 현행 공사채등록법 개정을 추진하거나, (2) 장기적으로는 일본의 '短期社債代替法' 과 같은 특별법 제정을 통해 CP를 無券化하여 발행 및 유통 시스템을 획기적으로 개선하는 방안을 고려할 수 있다.



<그림 15> CP의 滿期 償還構造



## 5. 制度改善을 위한 政策提案

본 연구결과를 토대로 이 장에서는 CP 市場의 透明性 제고 및 流通市場 活性化를 위한 구체적인 制度改善案을 제안함으로써 본 연구의 결론을 대신하고자 한다. 제안된 제도개선안은 다음 3가지 조건을 최대한 충족시키는 방법을 찾고 있다. 첫째, 현재 어음법상 CP가 누리고 있는 商品性은 동일하게 유지해야 한다. 즉, 발행 시 이사회 의결, 발행기업 등록, 유가증권 신고서 제출 등의 의무는 이전과 같이 부과하지 않음으로써 기업의 신속적이고 유용한 단기자금 조달 수단으로서의 CP 제도의 장점을 살리면서 제도개선이 이루어져야 한다. 둘째, 유통시장 활성화를 위해 CP의 分割去來가 허용되어야 한다. 셋째, 실물발행으로 인해 발생하는 去來費用을 최소화하며 예탁결제시스템의 선진화를 위해 중장기적으로 CP의 無券化를 추진할 수 있어야 한다.

### 5.1. 政策提案 I

〈政策提案 I〉의 주요내용은 CP의 登錄發行을 의무화한 후, 預託阮을 통해 등록발행된 CP에 한하여 分割去來를 허용하는 것이다.<sup>(6)</sup> 물론 앞에서 언급한 바와 같이 CP의 등록발행을 의무화하기 이전에 미국의 MMI 시스템과 같은 편리한 예탁시스템이 예탁원에 도입되어야 한다.

CP 등록발행이 의무화되면 發行情報가 집중되어 시장 투명성 제고에도 기여할 수 있을 뿐만 아니라, 예탁원에 등록, 예탁된 CP의 分割去來가 허용됨에 따라 예탁원 계좌간 계좌이체가 가능해져 CP 流通市場 활성화에도 기여할 수 있다. 단, 분할거래를 허용할 때 CP의 사모발행이 가능해야만 유가증권신고서 제출의무 면제의 혜택을 받을 수 있다는 점에 유의해야 한다. CP 관련 제도개선의 기본방향은 CP의 商品性은 그대로 유지하면서 透明性과 流通性을 제고시키는 것이므로, 현행과 같이 사모발행이 가능해야만 발행기업이 유가증권신고서 제출의무 면제의 혜택을 계속 향유할 수 있다. 그런데 CP의 분할양도가 가능해지면 비록 사모로 발행을 했더라도 발행 이후 50인 이상에게 전매될 가능성이 있고, 이 경우 유가증권신고서 제출대상이 된다는 문제가 발생한다.

현실적으로 CP 거래의 특성상 CP의 최저 권면이 고액이므로 분할양도가 가능하더라도 50인 이상에게 전매될 가능성은 희박하기에 대부분 사모발행방식이 계속 유지될 것으로

(6) 증권예탁원이 간접투자자산 예탁결제시스템을 구축할 경우 시중에서 거래되는 CP의 80% 이상 증권예탁원 시스템을 통해 DB화될 수 있을 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 발행비용 감소와 분할양도를 통한 유통시장 활성화를 위해서는 CP의 등록발행이 필요하다.

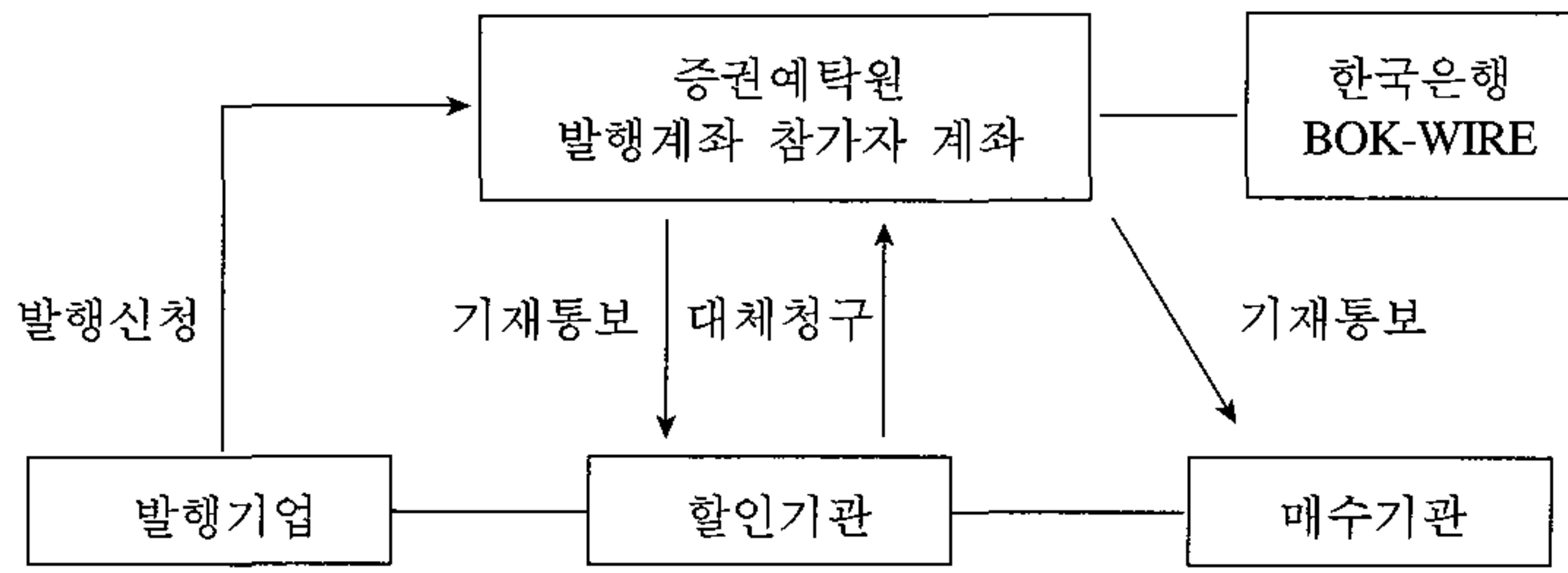
예상된다. 그러나 50인 이상의 전매가능성을 사전에 완전히 차단하기 위해서는 현행 무기명 사모사채 발행 시 예탁원이 부과하는 '券面分割禁止特約'과 같은 제약을 CP에 적용할 필요가 있다. 현재 사모발행 무기명채권의 경우에는 권면의 매수가 50매 미만이며 발행기업이 권면분할 금지 특약을 사채권에 기재하면 사모로 보아 유가증권신고서 제출의 무가 면제된다. CP의 경우에도 이를 원용하여 분할양도를 허용하더라도 50회 이상의 권면분할금지특약을 부과하여 예탁원에서 최대 계좌수를 관리하고, CP의 최저 권면을 1억 원 이상으로 제한하면 불특정다수로의 양도가능성을 막을 수 있을 것이다.

CP가 예탁원을 통해 등록발행되더라도 채권과 마찬가지로 실물 요구 시 필증을 교부해야 한다면 만기상환 시 어음교환 시스템을 이용할 수밖에 없기 때문에 만기일 이틀 전(T-2)의 처분제한 규정을 완화하기 어렵다. 이에 따라 <政策提案 I>이 채택되더라도 단기 CP의 예탁 가능성은 여전히 낮은 상태에 머무를 것으로 예상된다. 이 문제를 해결하기 위해서는 필증을 받아간 CP는 유가증권의 지위를 상실하고 이에 대한 결제는 개별기관의 책임하에 현행 방식에 따라 처리하는 방안이 있다. 그러나 이보다는 아래에서 설명할 <政策提案 II>와 같이 CP의 무권화를 통해 예탁결제시스템을 근본적으로 개선하는 방안이 바람직하다고 생각된다.

## 5.2. 政策提案 II

<政策提案 II>는 <정책제안 I>의 내용과 함께 CP의 無券化를 추진함으로써 同時決濟시스템을 구축하자는 주장이다. 이는 예탁원에 등록발행된 CP에 대해 무권화를 의무화하자는 점에서 <政策提案 I>과 차이가 있다. 무권화가 실행되면 <그림 16>에서 볼 수 있는 바와 같이 어음교환 시스템이 아니라 BOK-wire를 통한 결제가 가능해져 T+0 결제, 반일처분제한이 가능하고 이에 따라 초단기 CP의 예탁 가능성이 증대된다. 즉, CP의 무권화가 전제되면, 채권 장외거래 시 사용하는 예탁원의 증권결제시스템과 한국은행의 지급결제시스템(증권대금이체시스템)을 연계한 채권 장외결제시스템을 CP의 결제 및 상환에 적용할 수 있다. 이 경우 증권회사는 한국은행의 지급결제시스템(BOK-Wire)에 직접 참가가 불가능하므로 결제대리인을 지정하여 참가하는 방안을 고려해야 한다. 미국의 경우에도 은행이 CP 발행기관의 發行 및 支拂代理人(Issuing and Paying Agent: IPA) 역할을 수행함으로써 발행 및 유통시장에서 同時決濟(DVP) 수행을 주도하고 있다.

우리나라에서 債券의 無券化는 오랫동안 증장기 과제로 논의만 되어 왔지 실제로 추진되지 않고 있다. 따라서 CP의 무권화를 먼저 시행할 경우 여타 유가증권의 무권화를 촉진시킬 수 있을 것이다. 우리보다 결제제도가 낙후되어 있던 일본의 경우에는 현재 모든 채권에 대해 무권화를 실시함으로써 預託制度를 급격히 선진화시키고 있다. 무권화가 실



〈그림 16〉 CP 無券化 境遇의 決濟構造

시되면 예탁절차가 신속, 간편해져 예탁마감시간에 집중되는 예탁업무의 처리 지연 등의 불편이 해소될 수 있다.

다만, CP가 무권화되면 실물증권에서 사용하는 ‘券面額(face amount)’의 개념이 사라지기 때문에 사모발행 채권에 대한 ‘券面分割禁止特約’이라는 용어가 무권화 제도에 맞는 새로운 용어로 증권거래법상 재규정되어야 할 것이다. 예를 들어, ‘分割讓渡禁止特約’이라는 용어를 고려해 볼 수도 있을 것이다. 〈政策提案 II〉는 CP 시장의 투명성을 목표로 할 뿐 아니라 예탁결제시스템의 개선에도 도움이 될 것이기 때문에 〈政策提案 I〉보다 적극적이며 바람직한 정책이라 생각된다.

弘益大學校 經營大學 經營學科 副教授

121-791 서울특별시 마포구 상수동 72-1

전화: (02)320-1723

팩스: (02)322-2293

E-mail: shin@hongik.ac.kr

서울大學校 經濟學部 教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산 56-1

전화: (02)880-6365

팩스: (02)886-4231

E-mail: rhee5@plaza.snu.ac.kr

國際金融센터, 研究分析室 室長

100-021 서울특별시 중구 명동1가 4-1 은행회관 3층

전화: (02)3705-6246

팩스: (02)3705-6243

E-mail: tblee@kcif.or.kr

### 參 考 文 獻

- 이태봉(1996): 『단기금융시장 개선방안』, 한국금융연구원.
- \_\_\_\_\_ (1998): 『장단기 금융시장의 효율화 방안』, 한국은행.
- 증권예탁원(2001): 『단기금융상품 시장조사 추진계획』.
- \_\_\_\_\_ (2002a): 『CP시장 현황 및 개선과제』.
- \_\_\_\_\_ (2002b): 『CP발행·유통제도 개선방향』.
- \_\_\_\_\_ (2002c): 『CP시장의 Infra 정비방안』.
- \_\_\_\_\_ (2002d): 『일본의 공사채 발행 및 유통시장조사』.
- \_\_\_\_\_ (2003): 『증권결제제도』.
- 한국신용정보(2001): 『상장기업분석』.
- 한국은행(2001): 『우리나라의 금융시장』.
- \_\_\_\_\_ (2002): 『자금순환표』, 1975~2002.
- Calomiris, Charles W., Charles P. Himmelberg, and Paul Wachtel(1994): *Commercial Paper, Corporate Finance, and the Business Cycle: A Microeconomic Perspective*, National Bureau Of Economic Research, Inc.
- Hurley, E.(1977): *The Commercial Paper Market*, Federal Reserve Bulletin.
- Maness, Terry S., and John T. Zietlow(1998): *Short-Term Financial Management*.
- Woodworth, G. Walter(1972): *The Money Market and Monetary Management*, Harper & Now.
- 공정거래위원회: [www.ftc.go.kr](http://www.ftc.go.kr)
- 금융감독원 전자공시시스템: [dart.fss.or.kr](http://dart.fss.or.kr)
- 한국증권거래소: [www.kse.or.kr](http://www.kse.or.kr)