

채권

채권은 정부, 공공기관, 특수법인 등과 주식회사의 형태를 갖춘 기업이 비교적 거액의 장기자금을 일시에 대량으로 조달하기 위하여 발행하는 일종의 차용증서이다.

채권은 다음과 같은 몇 가지 특징을 갖고 있다. 채권은 확정이자부 증권(fixed income securities)으로서 발행 시에 채무자가 지급해야 하는 이자와 상환금액이 확정되어 있거나 또는 그 기준이 확정되어 있는 것이 특징이다. 이때 발행된 채권 1장의 가치를 액면가(par value)라고 하고 이것이 만기 시점에 채권 보유자에게 상환해야 할 금액이 된다.

채권은 주식의 경우와는 달리 수익의 발생여부와 관계없이 이자를 지급해야 한다. 즉, 주식의 경우 순이익 발생여부에 따라 배당정책이 다르게 될 수 있으나, 채권은 적자가 발생하더라도 이미 확정되어 있는 이자를 지급해야 한다는 점에서 주식과 차이가 있다.

이때 액면에 대해 약정한 이자율을 연율로 표시한 것을 표면금리(coupon rate)라고 한다. 또한, 채권은 원리금의 상환기간이 미리 정해져 있는 기한부 증권(term-limited securities)이다. 따라서 채권에는 만기(maturity)가 정해져 있고, 이때까지 정기적으로 이자를 지급하고 만기 시점에 표시된 액면가를 상환하는 것이 일반적이다.

채권투자는 수익성, 안전성, 유동성이란 측면에서 다음과 같은 장점을 갖는다. 첫째, 채권의 수익성이란 투자자가 채권을 보유함으로써 얻을 수 있는 수익으로서 이자소득과 자본소득이 있다. 이자소득은 발행 시에 정해진 이율에 따라 이자를 지급받는 것을 말하며, 자본소득은 채권의 유통가격이 변동되면서 발생될 수 있는 시세차익 또는 차손을 의미한다.

둘째, 채권은 정부, 공공단체, 금융회사 및 주식회사 등에 의해 발행되고, 발행기관의 신용등급 평가 등에 의해 정보 공개가 이루어지므로 비교적 안전성이 높다. 셋째, 채권은 어음, 수표와는 달리 채권유통시장에서 활발하게 거래되고 있어 언제든지 현금화가 가능하고 주식과 달리 당일 결제 처리로 매도 당일에 출금이 가능하다.

한편, 채권투자에는 다음과 같은 투자위험이 내재되어 있다. 첫째, 채권가격의 변화로 인해 발생하는 시장위험이 존재한다. 일반적으로 채권의 가격은 시장금리 및 발행기관의 신용 변화에 따라 변동하게 된다. 따라서 시장가격이 매입 가격 보다 낮아졌을 때에는 자본손실의 가능성이 있다. 둘째, 발행기관의 경영 및 재무상태가 악화될 경우 약정한 이자 및 원금의 지급이 지연되거나 지급불능 상태가 되는 채무불이행 위험이 발생할 수 있다. 셋째, 채권의 발행물량이 적고 유통시장이 발달되지 못한 경우는 채권을 현금화하기 어려운 유동성 위험이 존재한다.

채권투자수익의 원천은 세 가지 즉, 기간마다 정기적으로 지급되는 이자수입, 채권의 매입가격과 매도가격(만기 시에는 액면가격) 간의 차이로부터 발생하는 자본이득 또는 손실, 기간별 이자지급액의 재투자로부터 발생하는 수입 등이 포함된다. 이 중에서 만기수익률을 계산할 때 이자수입과 자본이득 또는 손실은 확정적인 현금흐름이지만 이자의 재투자수입은 미래의 각 기간별 이자수입이 어떤 수익률로 재투자되느냐에 따라 달라질 수 있다.

일반적으로 채권은 주식에 비해 가격변동성이 작고, 만기까지 보유할 경우 발행기관이 파산하지 않는다면 원금을 돌려받을 수 있기 때문에 가격변동리스크도 피할 수 있다. 또한, 발행기관이 파산하는 경우에는 채권자가 주주보다 청산 순위가 앞서기 때문에 채권의 투자위험이 주식에 비해 상대적으로 작다고 할 수 있다. 다만, 'high risk high return'에 따라 채권의 기대수익률은 주식에 비해 낮아지게 된다.

채권은 소액개인투자자가 직접 매매하기에는 적합하지 않다. 왜냐하면 채권은 거래소를 통한 소액거래보다는 장외시장에서 기관투자자 간의 대규모 거래가 일반적이기 때문이다. 따라서 개인투자자의 경우에는 채권형 펀드투자를 통한 간접투자를 하는 것이 보편적이다.

채권의 분류

채권은 발행주체, 상환기간, 이자지급방법, 보증유무 등에 따라 다양하게 분류될 수 있다.

발행주체별

- 국채: 국가가 재정정책의 일환으로 발행하는 채권으로 정부가 원리금의 지급을 보증한다. 국채에는 일반재정적자를 보전하거나 재정자금의 수급조절을 위하여 발행되는 일반국채, 특정사업의 재원조달을 위한 사업국채, 국가의 보상채원을 마련하기 위한 보상채권 등이 있다.
- 지방채: 지방정부 및 지방공공기관 등이 지방재정법의 규정에 의거하여 특수목적 달성에 필요한 자금을 조달하기 위해 발행하는 채권이다.
- 특수채: 특별한 법률에 의해서 설립된 기관이 특별법에 의하여 발행하는 채권으로서 정부가 원리금의 지급을 보증하는 것이 일반적이다.
- 금융채: 특별법에 의하여 설립된 금융회사가 발행하는 채권으로서 금융채의 발행은 특정한 금융회사의 중요한 자금조달수단의 하나이고, 이렇게 조달된 자금은 주로 장기 산업자금에 사용된다.
- 회사채: 상법상의 주식회사가 발행하는 채권으로서 채권자는 주주들의 배당에 우선하여 이자를 지급받게 되며 기업이 도산하거나 청산할 경우 주주들에 우선하여 기업자산에 대한 청구권을 갖는다.

상환기간별

- 단기채: 통상적으로 상환기간이 1년 이하의 채권을 단기채권이라 하고, 우리나라에는 통화안정증권, 양곡기금증권, 금융채 중 일부가 여기에 속한다.
- 중기채: 상환기간이 1년 초과 5년 이하의 채권을 말한다. 우리나라에서는 대부분의 회사채 및 금융채가 만기 3년으로 발행되고 있다.
- 장기채: 상환기간이 5년 초과인 채권이며 우리나라에서는 주로 국채가 만기 5년 또는 10년으로 발행되고 있다.

이자 지급방법별

- 이표채: 이자 지급일에 정기적으로 이자를 지급받는 채권으로서 가장 일반적인 형태이다.
- 할인채: 표면상 이자가 지급되지 않는 대신에 액면금액에서 상환일까지의 이자를 공제한 금액으로 매출되는 채권으로서 이자가 선급되는 효과가 있다. 이자를 지급하지 않기 때문에 무이표채(zero-coupon bond)라고 불리기도 한다.
- 복리채: 정기적으로 이자가 지급되는 대신에 복리로 재투자되어 만기상환 시에 원금과 이자를 동시에 지급하는 채권을 말한다.
- 단리채: 정기적으로 이자가 지급되는 대신에 단리로 재투자되어 만기상환 시에 원금과 이자를 동시에 지급하는 채권을 말한다.

- 거치채: 이자가 발행 이후 일정기간이 지난 후부터 지급되는 채권을 말한다.

보증유무

- 보증채: 원리금의 상환을 발행회사 이외의 제3자가 보증하는 채권으로서 보증의 주체가 정부인 정부보증채와 시중 은행이나 보증기관 등이 보증하는 일반보증채로 나뉜다.
- 무보증채: 제3자의 보증없이 발행회사의 신용에 의해 발행·유통되는 채권이다. 우리나라에서는 과거 보증채가 많이 발행되었으나, 외환위기 이후부터 무보증채의 발행이 급속히 증가하였다.

특수한 형태의 채권

이상 설명한 일반적인 형태의 채권, 즉 일반사채와는 달리, 계약 조건이 다양하게 변형된 특수한 형태의 채권이 등장하여 다양한 목적으로 발행되며 투자되고 있다.

전환사채(CB: Convertible Bond)

발행 당시에는 순수한 회사채의 형태로 발행되지만 일정 기간이 경과된 후 보유자의 청구에 의하여 발행회사의 주식으로 전환될 수 있는 권리가 붙어 있는 사채이다. 따라서 전환사채는 사실상 주식과 채권의 중간적 성격을 갖고 있다. 전환사채에는 발행조건으로 전환할 때 받게 되는 주식의 수를 나타내는 전환비율이 정해져 있다.

따라서 전환사채 발행기관의 주가가 어느 수준 이상으로 상승하게 되면 전환권을 행사하여 채권을 포기하고 주식을 취득함으로써 추가적인 수익을 추구하고, 그렇지 않을 때는 전환하지 않고 사채로 계속 보유하게 된다. 전환사채는 보유자가 자신에게 유리할 때만 전환권을 행사하여 추가적인 수익을 피할 수 있는 선택권이 주어지기 때문에 다른 조건이 같다면 일반사채에 비해 낮은 금리로 발행된다.

신주인수권부사채(BW: Bond with Warrant)

신주인수권부사채란 채권자에게 일정기간이 경과한 후에 일정한 가격(행사가격)으로 발행회사의 일정 수의 신주를 인수할 수 있는 권리, 즉 신주인수권이 부여된 사채이다. 전환사채와는 달리 발행된 채권은 그대로 존속하는 상태에서 부가적으로 신주인수권이라는 옵션이 부여되어 있고, 신주인수권은 정해진 기간 내에는 언제든지 행사할 수 있다.

신주인수권부사채의 발행조건에는 몇 주를 어느 가격에 인수할 수 있는지가 정해져 있어 전환사채와 마찬가지로 발행기관의 주가가 상승하게 되면 신주인수권을 행사하여 당시 주가보다 낮은 가격에 주식을 보유할 수 있게 된다. 이와 같이 신주인수권부사채는 보유자에게 유리한 선택권이 주어지기 때문에 다른 조건이 같다면 일반사채에 비해 낮은 금리로 발행된다.

교환사채(EB: Exchangeable Bond)

교환사채란 회사채의 형태로 발행되지만 일정기간이 경과된 후 보유자의 청구에 의하여 발행회사가 보유 중인 다른 주식으로의 교환을 청구할 수 있는 권리가 부여된 사채이다. 교환사채에는 발행조건으로 교환할 때 받게 되는 주식의 수를 나타내는 교환비율이 정해져 있다. 따라서 교환권을 행사하게 되면 사채권자로서의 지위를 상실한다는 점에서는 전환사채와 동일하지만, 전환사채의 경우에는 전환을 통해 발행회사의 주식을 보유하게 되는 반면에 교환사채의 경우는 발행회사가 보유 중인 타 주식을 보유하게 된다는 점에서 차이가 있다.

옵션부사채

옵션부사채란 발행 당시 제시된 일정조건이 성립되면 만기 전이라도 발행회사가 채권자에게 채권의 매도를 청구할 수 있는 권리, 즉 조기상환권이 있거나, 채권자가 발행회사에게 채권의 매입을 요구할 수 있는 권리, 즉, 조기변제요구권이 부여되는 사채이다. 우선 조기상환권부채권(callable bond)은 발행 당시에 비해 금리가 하락한 경우 발행회사가

기존의 고금리 채권을 상환하고 새로 저금리로 채권을 발행할 목적으로 주로 활용된다.

이 경우 낮은 금리로 자금을 재조달할 수 있는 발행회사에게는 유리한 반면에 기존의 고금리 채권 상품을 더 이상 보유할 수 없게 된 채권투자자는 불리하게 된다. 따라서 조기상환권부채권은 이러한 조건이 없는 경우에 비해 높은 금리로 발행된다.

다음으로 조기변제요구권부채권(puttable bond)은 발행 당시에 비해 금리가 상승한 경우나 발행회사의 재무상태 악화로 채권 회수가 힘들어질 것으로 예상되는 경우 채권투자자가 만기 전에 채권을 회수할 목적으로 주로 활용될 수 있다. 따라서 조기변제요구권은 채권투자자에게 유리한 조건이므로 이러한 옵션이 부가된 조기변제요구권부채권은 그렇지 않은 채권에 비해 낮은 금리로 발행될 수 있다.

변동금리부채권(FRN: Floating Rate Note)

채권은 발행일로부터 원금상환일까지 금리변동에 관계없이 발행 당시 정한 이율로 이자를 지급하는 금리확정부채권이 일반적이거나, 지급이자율이 대표성을 갖는 시장금리에 연동하여 매 이자지급 기간마다 재조정되는 변동금리부채권이 종종 발행되기도 한다. 변동금리부채권은 일반적으로 채권발행시에 지급이자율의 결정방식이 약정되며 매번 이자지급 기간 개시 전에 차기 지급이자율이 결정된다. 따라서 변동금리부채권의 지급이자율은 대표성을 갖는 시장금리와 연동되는 기준금리와 발행기업의 특수성에 따라 발행시점에 확정된 가산금리를 더해서 결정된다.

지급이자율 = 기준금리(reference rate) + 가산금리(spread)

이때 기준금리로는 시장의 실세금리를 정확히 반영하고 신용도가 우수한 금융시장의 대표적 금리가 주로 사용되는데, 유로시장에서는 3개월 또는 6개월 만기의 LIBOR(London Inter-Bank Offer Rate)가 주로 이용되고, 미국시장에서는 90일 만기의 T-bill의 유통수익률이 주로 이용되고 있다. 우리나라에서는 기준금리로 CD금리, 국고채 수익률, KORIBOR(Korea inter-bank offered rate) 등이 다양하게 사용되고 있다.

한편, 기준금리에 가산되어 지급이자율을 결정하는 가산금리는 발행자의 신용도와 발행시장의 상황을 반영하여 결정된다. 일반적으로 가산금리는 발행 당시에 확정되어 고정되므로 발행 이후 신용도와 시장상황의 변화에 따라 변동금리부채권의 가격을 변동시키는 주된 요인이 된다. 일반적으로 변동금리부채권은 금리변동에 따른 위험을 적절히 분산하기 위하여 다양한 조건을 가미한 변형된 변동금리부채권(FRN)이 발행된다. 흔히 사용되는 부대조건으로는 최고금리를 정한 cap, 최저금리를 정한 floor, 최고 및 최저금리를 정한 collar 등이 있다.

자산유동화증권(ABS: Asset Backed Security)

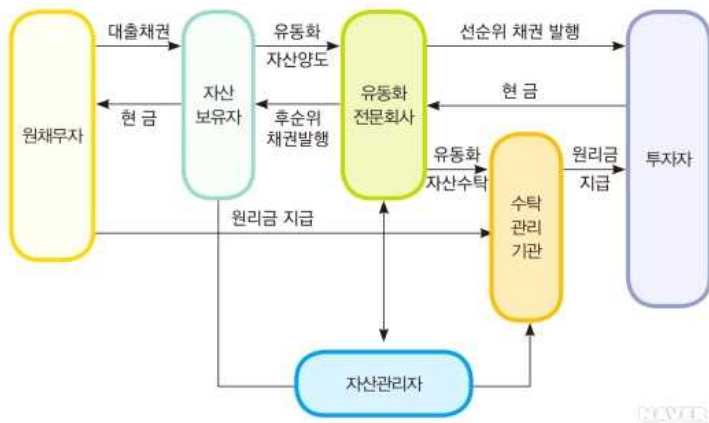
유동성이 없는 자산을 증권으로 전환하여 자본시장에서 현금화하는 일련의 행위를 자산유동화(asset securitization)라고 한다. 따라서 자산유동화증권이란 부동산, 매출채권, 주택담보대출, 기타 재산권 등과 같은 유형 또는 무형의 자산을 표준화하고 특정조건별로 집합(pooling)하여 이를 바탕으로 발행된 증권을 가리킨다.

특히, 주택담보대출을 기초자산으로 하여 발행된 경우는 주택담보유동화증권(MBS: mortgage-backed security)이라고 부른다. 일반적으로 자산유동화증권의 원리금은 기초자산의 현금흐름을 이용하여 상환하는 방식이다. 이러한 자산유동화증권을 활용함으로써 비유동적인 자산을 보유하고 있는 금융회사와 기업은 조기에 유동성을 확보하여 자금조달수단의 다양화, 조달비용의 절감, 구조조정 촉진, 재무상태 개선 등을 달성할 수 있다.

알아두기 자산유동화증권의 기본구조

일반적으로 자산유동화증권의 기본구조는 유동화를 위해 설립된 특수목적법인(SPC: special purpose company)인 유동화전문회사가 자산보유자(originator)가 보유하고 있는 자산을 양도받은 후 이를 바탕으로 자산유동화증권을 발행하고, 자산관리자 및 업무수탁자가 서류상 회사(paper company)인 유동화전문회사를 대신하여 유동화관련 제반업무

자산유동화증권의 원리금은 유동화자산의 관리·운용·처분으로 발생하는 수익으로 상환하고, 원리금지급능력을 제고하기 위하여 다양한 신용보강(credit enhancement)을 하는 것이 일반적이다. 따라서 자산유동화증권은 발행기관의 신용도와 독립적으로 자산의 특성과 현금흐름 및 신용보강 절차에 따라 높은 신용도를 지니는 증권의 발행이 가능하기 때문에 금융회사 및 기업의 유동성을 제고시키고 조달비용을 낮추는 방안으로의 장점을 지니고 있다.



채권투자는 채권에 보장된 이자소득 외에 채권의 가격변동에 따라 손익이 발생한다. 그렇다면 채권의 가격은 어떻게 결정되는가? "자산의 가치는 그 자산으로부터 기대되는 미래 현금흐름의 현재가치에 의해 결정된다."라는 경제학의 기본원칙이 여기에도 그대로 적용된다.

$$P = \frac{c}{(1+y)^1} + \frac{c}{(1+y)^2} + \dots + \frac{c}{(1+y)^n} + \frac{M}{(1+y)^n}$$

ex) 액면가가 1,000원이고, 표면이율은 연 8%이나 분기별로 이자가 지급되며 잔존만기가 2년인 채권이 있다. 현재 이 채권에 대한 시장이자율이 6%인 경우와 10%인 경우 각각 이 채권의 가격은 얼마가 되어야 하는가?
매 분기 이자지급액 c 는 원금 1,000원의 연 8%인 80원을 4로 나눈 금액인 20원이 되고, 만기까지의 기간 2년은 총 8분기이므로 $n=8$ 이 된다.

$$P = \frac{20\text{원}}{(1+0.015)^1} + \frac{20\text{원}}{(1+0.015)^2} + \cdots + \frac{20\text{원}}{(1+0.015)^8} + \frac{1,000\text{원}}{(1+0.015)^8} = 1,037\text{원}$$

2) 이 채권에 대한 시장이자율이 연 10%라면, 분기로 나누어 계산한 할인율은 $y=2.5\%$ 가 된다. 따라서 이 채권의 가격은 다음 공식에 의해 964원으로 계산되어 액면가인 1,000원보다 낮은 가격에 거래된다.

$$P = \frac{20\text{원}}{(1+0.025)^1} + \frac{20\text{원}}{(1+0.025)^2} + \cdots + \frac{20\text{원}}{(1+0.025)^8} + \frac{1,000\text{원}}{(1+0.025)^8} = 964\text{원}$$

결국 채권의 미래 현금흐름이 확정되어 있는 상태에서 현재가치를 계산하는 할인율로 사용되는 시장이자율이 시시각각 변하면서 채권의 가격도 변동하게 된다. 즉, 위의 수식에서 분모로 사용되는 시장이자율이 상승하면 채권가격은 하락하게 되고, 반대로 시장이자율이 하락하면 채권가격은 상승하게 된다.

따라서 채권을 매입하고 난 이후에 시장에서 그 채권에 대한 시장이자율이 상승하게 되면 채권의 가격이 매입가격 이하로 낮아지고, 반대로 채권 매입 이후 시장이자율이 하락하면 채권의 가격이 매입가격보다 높아지게 된다. 결론적으로 채권가격은 그 채권에 대한 시장이자율과 역(inverse)의 관계를 가지며 반대방향으로 변동한다.

한편, 위의 예제에서 알 수 있듯이 채권에 대한 시장이자율이 표면이율보다 낮으면 이 채권은 액면가보다 높은 가격에 거래되고, 시장이자율이 표면이율보다 높으면 액면가보다 낮은 가격에 거래된다. 만일 시장이자율이 우연히 표면이율과 정확하게 같은 상태라면 그 채권은 액면가에 거래된다.

물론, 시장에서 결정되는 실제 채권가격은 이상 논의한 이론적인 균형가격과 괴리가 있을 수도 있으나, 이런 경우 차익거래 기회가 균형가격으로 회귀하는 힘으로 작용하기 때문에 채권가격은 그 채권에 대한 시장이자율의 변화를 비교적 정확하게 반영하는 것으로 알려져 있다.

채권수익률

결국 채권투자에서 가장 주요한 지표는 채권수익률이다. 일반적으로 수익률은 매입가격과 매도가격의 차이와 보유기간 동안의 현금흐름에 의해 결정되기 때문에 어느 시점에 얼마의 가격에 매도했느냐에 따라 달라진다. 그러나 채권의 경우에는 만기가 정해져 있고 그때까지 받을 이자와 만기시 상환되는 원금을 알 수 있기 때문에 만기까지 보유할 경우 획득할 수 있는 수익률을 정확하게 계산할 수 있다. 이것을 채권의 만기수익률(YTM: yield-to-maturity)이라고 한다. 실제로 시장에서 인용하거나 공시하는 대부분의 채권수익률은 암묵적으로 만기까지 보유한다는 가정하에 계산되는 만기수익률이다.

ex)액면가가 1억원이고, 표면이율은 연 4%이나 분기별로 이자가 지급되며 잔존만기가 3년인 국채가 현재 시장에서 9,725만원에 거래되고 있다면 이 채권의 만기수익률(YTM)은 얼마인가?

매 분기 이자지급액 c 는 원금 1억원의 연 4%인 400만원을 4로 나눈 금액인 100만원이 되고, 만기까지의 기간 3년은 총 12분기이므로 $n=12$ 가 된다. 따라서 다음 공식에서 현재 채권가격을 9,725만원으로 놓고 수익률 y 를 미지수로 하면 $y=0.01248$ 이란 값을 구할 수 있고, 이 값은 분기 수익률이므로 다시 4를 곱하여 연율화하면 4.99%가 현재 이 채권의 만기수익률이 된다.

$$9,725\text{만원} = \frac{100\text{만원}}{(1+y)^1} + \frac{100\text{만원}}{(1+y)^2} + \cdots + \frac{100\text{만원}}{(1+y)^{12}} + \frac{1\text{억원}}{(1+y)^{12}}$$

다만, 위 식에서 y 값은 일반적인 계산방법으로는 불가능하고 시행착오법(trial and error)에 의해서만 구할 수 있기 때문에 내부수익률 계산이 가능한 재무계산기나 엑셀(Excel) 프로그램 등을 이용해야 한다.

액면가가 10,000원이고 잔존만기가 3년이며 이자를 지급하지 않는 무이표채권(zero-coupon bond)이 현재 시장에서 9,151원에 거래되고 있다면 이 무이표채권의 만기수익률(YTM)은 얼마인가?

현재 시장가격인 9,151원을 현재가치로 놓고 3년 후 되돌려 받을 10,000원을 미래가치로 놓은 다음, 구하고자 하는 만기수익률을 미지수 y 로 하여 다음 식을 계산하면 연 3.0%의 만기수익률을 얻게 된다.

$$9,151\text{원} = \frac{10,000\text{원}}{(1+y)^3}$$

이 채권은 이자를 지급하지 않지만, 투자자 입장에서는 이 채권을 액면가보다 849원이 할인된 9,151원에 매입하여 만기까지 보유하게 되면 결과적으로 연평균 3%의 수익을 획득한 셈이 된다.