OPINION

선임연구위원
강소현

코스닥시장 부실과 우량기업에 미치는 영향*

코스닥시장은 혁신·성장기업의 진입과 성장을 지원하는 과정에서 상장기업의 이질성이 확대되고 부실기업도 상당수 발생하였다. 그러나 이질성이나 부실의 정도 못지않게 중요한 것은 서로 다른 기업의 위험과 성장잠재력이 시장에서 충분히 식별되고 기업가치에 적절히 반영되고 있는지 여부이다. 이를 확인한 결과, 동종기업에서 부실 사건이 많이 발생할수록 건전기업의 가치도 상대적으로 낮아지는 것으로 나타났다. 또한 한계기업이 밀집한 집단일수록 기업의 우량성과 시장가치 간 관계가 약하게 나타나, 우량기업이 그에 상응하는 평가를 받지 못할 가능성이 확인되었다. 이러한 현상의 배경 중 하나로 개인투자자 중심의 거래구조를 고려할 수 있는데, 실제로 개인투자자 거래비중이 높은 종목일수록 기업의 우량성이 시장가치에 반영되는 정도가 상대적으로 낮게 나타났다. 이러한 결과는 코스닥시장에서 기업 간 위험과 우량성의 차이가 충분히 구별되지 않아 건전·우량기업의 가치가 적절히 평가받지 못할 가능성을 시사한다. 따라서 코스닥시장의 경쟁력과 지속가능성을 높이기 위해서는 부실위험을 적시에 관리하는 한편, 기업군의 세분화, 비교 가능한 기업정보의 확충과 표준화, 독립적인 기업분석의 확대와 기관·장기투자 기반 강화를 통해 시장의 기업 식별 및 가격발견 기능을 제고할 수 있는 환경과 시장구조를 구축할 필요가 있다.

코스닥시장은 중소·벤처기업의 자금조달을 지원하고 혁신기업의 성장을 촉진하기 위해 설립되었다. 그러나 시장이 성장하면서 현재의 코스닥시장은 성장잠재력이 높은 혁신기업과 재무적으로 취약한 기업, 일정 정도 성장을 이룬 성숙기업이 함께 존재하는 이질적 성장시장의 특성을 보인다.[1] 이러한 이질성 자체가 문제가 되는 것은 아니다. 기업의 위험과 성장가능성이 시장가격에 충실히 반영된다면 투자자는 다양한 위험·수익 조합을 선택할 수 있고, 시장의 자금배분 기능도 강화될 수 있다.

문제는 기업 간 차이가 충분히 구별되지 않을 때 발생한다. 개별기업에 관한 정보가 부족하면 일부 취약기업의 부정적 신호가 유사한 건전기업의 평가에도 영향을 미칠 수 있다. 기업의 품질을 정확히 식별하기 어려운 상황에서 개별기업의 가치가 집단의 평균적 평판에 영향을 받을 수 있다는 점은 품질 불확실성과 집단 평판에 관한 선행연구에서도 논의되어 왔다.[2] 기업의 부실이 동종기업의 가치평가에

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

1) 강소현, 2026. 6. 29, 코스닥시장 상장종목의 분포상 이질성과 향후 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2026-13호.

2) Akerlof, G. A., 1970, The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
Tirole, J., 1996, A theory of collective reputations(with applications to the persistence of corruption and to firm quality), *Review of Economic Studies*, 63(1), 1-22.

영향을 미칠 가능성 역시 관련 연구에서 제기된 바 있다.[3)]

따라서 코스닥시장의 이질성을 평가할 때는 취약기업이 얼마나 존재하는지뿐 아니라, 시장이 기업 간 차이를 얼마나 정확하게 식별하고 가격에 반영하는지를 함께 살펴볼 필요가 있다. 본고는 세 가지 측면에서 이를 점검한다. 첫째, 동종기업의 부실 사건이 해당 사건과 무관한 건전기업의 가치평가와 어떤 관계를 갖는지 살펴본다. 둘째, 한계기업이 밀집한 환경에서 개별기업의 우량성이 시장가치에 충분히 반영되는지 분석한다. 셋째, 개인투자자 거래비중이 높은 종목에서 우량성의 가치반영이 상대적으로 약하게 나타나는지 확인한다. 이를 바탕으로 코스닥시장의 기업 식별 기능과 가격발견 기능을 강화하기 위한 정책적 과제를 제시하고자 한다.

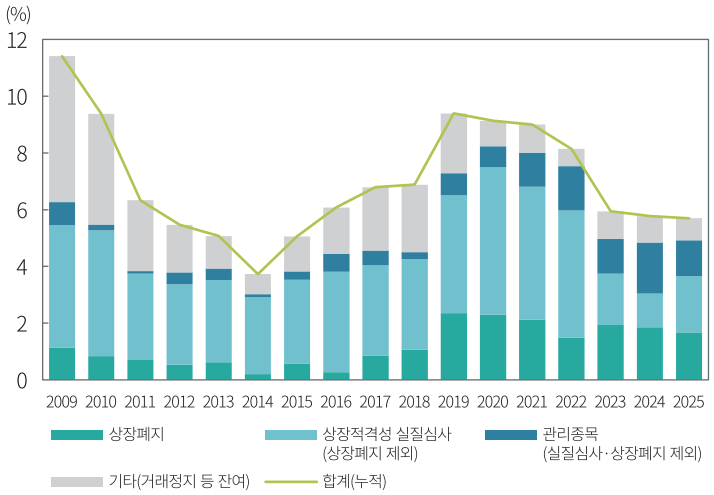
코스닥시장 부실 및 이질성 현황

코스닥시장에서는 재무적으로 취약한 기업과 연구개발을 중심으로 성장하는 기업이 함께 존재한다. 다만 두 기업군은 현재의 수익성이 낮다는 점에서 유사하게 보일 수 있어도, 부실위험과 성장잠재력의 측면에서는 구별할 필요가 있다. 특히 연구개발 투자와 사업화 과정에서 일시적인 손실이 발생하는 기업을 장기간 재무적 어려움이 지속되는 기업과 동일하게 평가하는 것은 적절하지 않다.

코스닥시장의 부실 현황을 살펴보기 위해 관리종목 지정, 상장적격성 실질심사, 감사의견 이상, 상장폐지 사유 발생 등을 포괄하는 부실 사건을 분석하였다. 부실 관련 정보를 확인할 수 있는 2009년 이후 자료를 이용해 유형별 발생 기업의 비중을 살펴보면, 코스닥시장에서는 다양한 형태의 부실위험이 지속적으로 관찰된다는 것을 알 수 있다.

3) Lang, L. H. P., Stulz, R. M., 1992, Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 32(1), 45-60.
Hertzel, M. G., Officer, M. S., 2012, Industry contagion in loan spreads, *Journal of Financial Economics*, 103(3), 493-506.

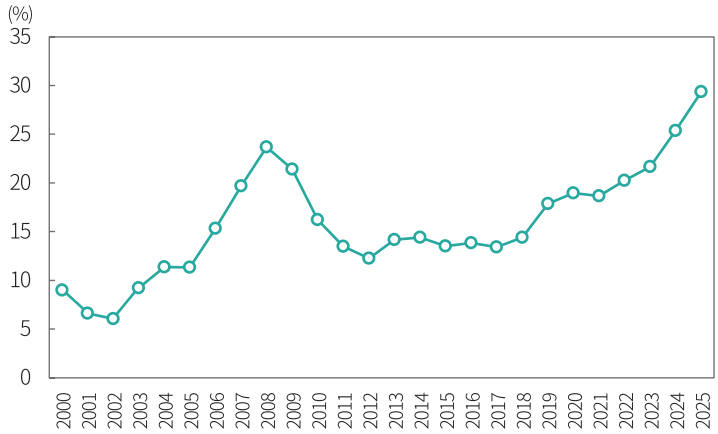
〈그림 1〉 코스닥시장 부실 사건 유형별 발생 기업 비중



주 : 1) 부실 사건은 관리종목 지정, 상장적격성 실질심사, 감사의견 이상, 상장폐지 사유 중 하나가 발생한 경우로 정의
2) 복수 사유가 발생한 기업은 상장폐지, 실질심사, 관리종목 순으로 하나의 범주에 배정
3) 감사의견 이상은 실질심사 사유와 중복되어 별도로 표시하지 않음
자료: DataGuide, 한국거래소, DART, 저자 계산

부실 사건이 누적적으로 발생한 결과인 구조적 취약성을 파악하기 위해 한계기업의 비중도 살펴보았다. 본고에서는 설립 후 10년 이상 경과하고 3년 연속 이자보상배율이 1 미만인 기업을 한계기업으로 정의한다.[4] 이 기준에 따른 코스닥시장 한계기업 비중은 2000년 9.0%에서 2008년 23.7%까지 상승한 뒤 2012년 12.3%로 하락하였고, 이후 다시 상승해 2025년에는 29.4%를 기록하였다. 이는 장기간 영업활동을 통해 이자비용을 충당하지 못하는 기업의 비중이 최근 높아졌음을 보여준다.

〈그림 2〉 코스닥시장 한계기업 비중 추이



주 : 한계기업은 설립 10년 이상이면서 3년 연속 이자보상배율이 1 미만인 기업으로 정의
자료: DataGuide, 한국거래소, DART, 저자 계산

4) McGowan, M. A., Andrews, D., Millot, V., 2018, The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries, OECD Economics Department Working Papers.

한편 코스닥시장에는 재무적으로 취약한 기업뿐 아니라 연구개발 집약도가 높은 기업도 상당수 존재한다.[5] 따라서 코스닥시장의 이질성은 단순히 우량기업과 부실기업의 구분을 넘어, 서로 다른 성장 단계와 사업모형을 가진 기업이 공존한다는 측면에서 이해할 필요가 있다.

〈그림 3〉 코스닥시장 기업 이질성 분석: 취약성 및 매출액 대비 R&D 집약기업 비중



자료: 강소현(2026. 6. 29)

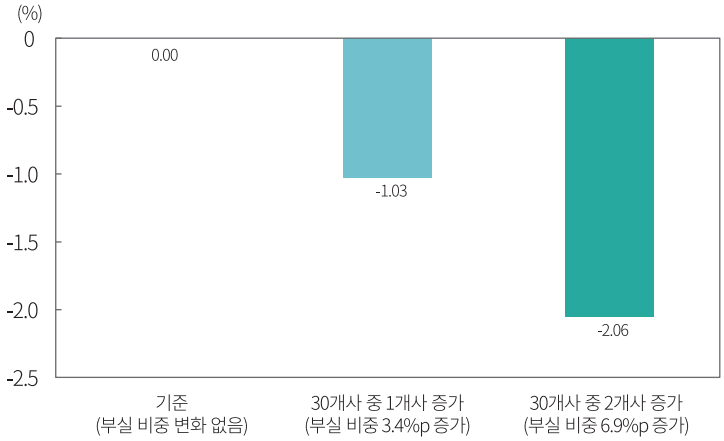
부실 사건의 파급: 건전기업 가치와의 연관

개별기업의 정보가 충분히 제공되고 시장이 이를 정확하게 평가한다면, 특정 기업의 부실 사건은 해당 기업의 고유한 문제로 구분될 수 있다. 그러나 현실에서는 투자자가 개별기업의 위험을 완전히 파악하기 어렵다. 이 경우 동종기업에서 발생한 부실 사건은 해당 산업이나 유사기업 전반에 대한 위험 인식을 높이고, 부실 사건이 발생하지 않은 건전기업의 가치평가에도 영향을 미칠 우려가 있다.

이러한 관계를 확인하기 위해 코스닥 상장기업을 업종과 자산규모가 비슷한 집단으로 구분하고, 같은 집단의 부실 사건과 건전기업의 기업가치 변화가 어떤 관계를 갖는지 살펴보았다. 2009년 이후 14,239개 기업-연도를 대상으로 분석한 결과, 동종집단의 부실 사건 발생 비중이 높을수록 건전기업의 기업가치 변화가 낮게 나타나는 유의한 관계가 확인되었다. 주요 모형의 추정계수는 -0.298로, 부실 사건 발생 비중이 표준편차에 해당하는 5.5%p 증가할 때 건전기업의 기업가치 지표가 약 1.6% 낮아지는 것과 연관된다. 이를 동종기업 30개로 구성된 집단에 적용하면(자기기업 제외 동종 29개사 기준), 부실사건이 발생한 기업이 1개사 증가할때 부실 비중은 3.4%p 증가하며, 다른 건전기업의 기업가치 지표는 약 1.03% 낮게 나타나는 것으로 해석할 수 있다.

5) 강소현(2026. 6. 29)

〈그림 4〉 동종집단 부실 비중 증가와 건전기업 기업가치 변화



주 : 1) 건전기업 기업가치(기업가치는 시가총액과 부채 장부가치의 합을 자산 장부가치로 나눈 값의 로그)를 동종집단 부실 비중 변화에 회귀함
2) 우량성(FQ), 규모, 시장위험(β), 외국인 지분율, 배당, 자기 기업·동종기업 ROA 변화를 통제하고 고정효과를 포함함
3) 회귀계수(-0.298)에 30개사 기준으로 집단 내 부실기업 수를 비중(%p)으로 환산한 값을 곱해 건전기업 ln q의 변화율을 구함

자료: DataGuide, 한국거래소, DART, 저자 계산

분석에서는 기업의 우량성, 규모, 시장위험, 외국인 지분율, 배당 여부와 해당 기업 및 동종기업의 수익성 변화 등을 통제하였다. 그럼에도 동종기업의 부실 사건과 건전기업의 가치 변화 사이에 음(-)의 관계가 나타났다는 점은 주목할 만하다.

다만 이 결과를 부실기업이 건전기업의 가치를 직접 하락시켰다는 인과효과로 해석하기는 어렵다. 동종기업의 부실 사건이 산업 전반의 위험에 관한 새로운 정보를 제공했을 가능성도 있기 때문이다. 그럼에도 개별기업의 부실 사건이 해당 기업에만 국한되지 않고 유사한 건전기업의 가치평가와 연관될 수 있다는 점은 코스닥시장의 기업 식별 기능을 검토할 필요성을 보여준다.

한계기업 밀집 환경: 우량성의 가치반영 약화

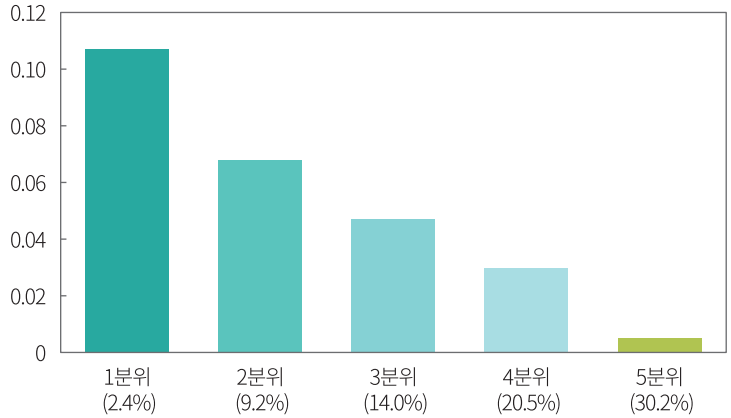
부실 사건의 발생이 단기적으로 동종기업의 가치평가와 연관된다면, 한계기업이 장기간 밀집한 환경에서는 개별기업의 우량성이 시장가치에 반영되는 정도도 달라질 수 있다. 한계기업이 많은 집단에서 투자자가 개별기업의 기초여건을 충분히 구별하지 못한다면, 수익성과 재무건전성이 우수한 기업도 그에 상응하는 평가를 받기 어려울 수 있다.

이를 확인하기 위해 기업의 수익성, 재무안정성, 성장성을 종합해 우량성을 정의하였다. 분석에서는 먼저 산업과 자산규모가 유사한 동종집단별로 건전기업의 우량성과 기업가치 간 관계를 추정하였

다. 이어 동종집단을 한계기업 비중에 따라 5개 분위로 구분하고, 각 분위에서 우량성이 기업가치에 반영되는 정도를 비교하였다.

그 결과, 한계기업 비중이 높을수록 우량성과 기업가치의 관계가 약해지는 경향이 뚜렷하게 나타났다. 한계기업 비중이 평균 2.4%인 1분위 집단에서 우량성에 대한 기업가치의 반영 기울기는 0.107이었으나, 한계기업 비중이 9.2%, 14.0%, 20.5%로 높아지면서 각각 0.068, 0.047, 0.030으로 낮아졌다. 한계기업 비중이 평균 30.2%인 5분위에서는 기울기가 0.005에 그쳤다.

〈그림 5〉 한계기업 비중 분위별 우량성-가치 기울기



주 : 1) 동종집단은 산업 중분류와 전년도 자산규모 3분위로 구성
2) 집단별 건전기업의 우량성(FQ)과 기업가치(ln q) 간 기울기를 추정한 뒤 한계기업 비중에 따라 5분위로 구분
자료: DataGuide, 한국거래소, DART, 저자 계산

이러한 결과는 한계기업이 많은 집단에서 우량기업의 가치가 일률적으로 낮다는 의미는 아니다. 실제로 한계기업 비중이 높은 집단에서는 평균 기업가치 수준이 오히려 높게 나타나는 특징도 관찰된다. 핵심은 기업가치의 절대적 수준이 아니라, 개별기업의 우량성 차이가 기업가치의 차이로 연결되는 정도가 약해진다는 점이다. 이는 코스닥시장 정책이 취약기업의 비중이나 시장 전체의 가치 수준뿐 아니라 기업 간 차이를 구별하여 평가하는 시장의 역량에도 주목해야 함을 시사한다.

개인투자자 거래구조와 우량성 보상

코스닥시장은 전통적으로 개인투자자의 거래 참여가 활발한 시장이다. 개인투자자는 성장기업에 위험자본을 공급하고 시장 유동성을 높이는 중요한 역할을 한다. 따라서 개인투자자의 높은 참여 자체를 문제로 볼 이유는 없다.

다만 중소형 상장기업은 대형주에 비해 전문적인 기업분석과 리서치의 범위가 제한적인 경우가 많다. 이러한 환경에서는 투자자가 개별기업의 수익성, 재무건전성, 장기 성장가능성을 충분히 비교하기

보다 단기적인 가격 움직임이나 시장에서 주목받는 정보에 상대적으로 더 민감하게 반응할 가능성이 있다. 이 경우 기업의 우량성이 시장가치에 반영되는 정도도 거래구조에 따라 달라질 수 있다.

분석 표본에서 개인투자자의 매수 · 매도 거래대금이 전체 거래대금에서 차지하는 비중은 기업 · 연도별 평균 약 89%로 나타났다. 이러한 거래구조와 기업가치 간 관계를 살펴보기 위해 개인투자자 거래비중(Retail)과 우량성(FQ)의 교차항을 포함한 회귀분석을 실시하였다.

분석 결과, 개인투자자 거래비중과 우량성의 교차항(FQ × Retail)은 주요 모형에서 일관되게 음(-)의 값을 보였다. 기본 모형에서 우량성의 계수는 0.080으로 양(+)의 값을 나타낸 반면, 교차항의 계수는 -0.047로 추정되었다. 산업×연도 고정효과를 추가한 모형에서도 교차항은 -0.047로 유의하게 나타났다. 기간을 나누어 분석한 경우에도 교차항은 2000~2012년 -0.056, 2013~2024년 -0.026으로 모두 음(-)의 값을 보였다.

〈표 1〉 개인 거래비중과 우량성 가치반영: 주요 모형 비교

종속변수: ln q(t+1)				
설명변수	(1) 기본	(2) 산업×연도FE	(3) 2000~2012	(4) 2013~2024
한계기업 밀도(ZD)	0.197** (0.076)	0.343*** (0.080)	0.258* (0.125)	0.048 (0.061)
우량성(FQ)	0.080*** (0.007)	0.075*** (0.006)	0.070*** (0.011)	0.069*** (0.009)
ZD × FQ	-0.117*** (0.038)	-0.122*** (0.037)	-0.182*** (0.054)	-0.012 (0.051)
개인 거래비중(Retail)	-0.037*** (0.009)	-0.035*** (0.008)	-0.011 (0.010)	-0.035*** (0.011)
FQ × Retail	-0.047*** (0.008)	-0.047*** (0.007)	-0.056*** (0.010)	-0.026*** (0.007)
ln 자산	-0.263*** (0.018)	-0.266*** (0.018)	-0.224*** (0.027)	-0.304*** (0.029)
R&D/자산	1.163*** (0.359)	1.241*** (0.336)	1.459*** (0.421)	1.121*** (0.351)
외국인 지분율	0.520*** (0.109)	0.444*** (0.101)	0.396*** (0.118)	0.418*** (0.122)
Dimson 베타	0.054*** (0.012)	0.039*** (0.009)	0.021 (0.013)	0.047*** (0.013)
배당 여부	-0.029** (0.012)	-0.025** (0.011)	-0.023 (0.013)	-0.007 (0.013)
관측치	20,513	20,507	8,791	11,647
within R^2	0.142	0.146	0.107	0.118

주 : *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 의미함
자료: DataGuide, 한국거래소, DART, 저자 계산

이러한 결과는 개인투자자 거래비중이 높은 종목에서 우량성이 기업가치에 반영되는 정도가 상대적으로 약하다는 것을 의미한다. 즉 개인투자자의 거래 참여가 기업가치를 직접 낮춘다는 의미가 아니라, 기업의 기초여건이 우수할 때 시장에서 부여되는 상대적 가치평가의 차이가 작게 나타난다는 것이다.

물론 이러한 관계만으로 개인투자자의 거래가 우량성 보상 약화의 원인이라고 단정할 수는 없다. 개인투자자의 거래가 집중되는 종목이 정보환경이나 기업 특성 면에서 다른 종목과 차이를 보일 가능성도 있기 때문이다. 그럼에도 개인투자자 참여가 높은 시장에서 비교 가능한 기업정보와 전문적 정보생산의 기반이 중요하다는 점을 시사한다.

기업을 구별할 수 있는 시장 환경 구성

앞선 분석은 코스닥시장의 경쟁력을 강화하기 위해 부실기업 관리와 우량기업 식별을 함께 추진할 필요가 있음을 보여준다. 동종기업의 부실 사건이 건전기업의 가치평가와 연관되고, 한계기업이 밀집한 환경에서 우량성의 가치반영이 약하게 나타난다는 점은 부실위험을 적시에 관리하는 한편 개별기업의 차이를 명확히 드러내는 시장 환경을 조성해야 함을 시사한다.

우선 부실기업 관리의 신속성과 예측가능성을 높일 필요가 있다. 재무적 어려움이 장기간 지속되는 기업이 시장에 잔존할 경우 동종기업 전반의 위험 인식에도 부담이 될 수 있다. 따라서 재무상태, 현금흐름, 사업 지속가능성 등을 종합적으로 고려하는 관리체계를 발전시킬 필요가 있다. 특히 연구개발과 사업화 과정에서 일시적인 손실을 기록하는 성장기업과 구조적 부실기업을 구별하는 것이 중요하다.

코스닥시장 내부의 다양한 기업군을 투자자가 쉽게 식별할 수 있도록 세그먼트 체계를 정교화하는 방안도 검토할 필요가 있다. 세그먼트는 기업의 성장단계, 수익구조, 재무건전성, 상장관리 상태 등을 이해하기 쉽게 제시하는 정보체계여야 한다. 특정 기업군에 대한 고정적인 낙인으로 작용하지 않도록 객관적인 분류기준과 정기적인 재평가, 기업군 간 이동 가능성을 함께 마련해야 한다.

중소형 상장기업에 대한 비교 가능한 정보도 확충해야 한다. 앞선 분석에서 확인된 문제는 단순히 기업가치 수준이 낮다는 것이 아니라, 우량성과 기업가치의 연결이 약하게 나타난다는 점이다. 따라서 공시의 양을 늘리는 것만으로는 충분하지 않다. 같은 업종의 기업을 대상으로 재무건전성, 현금흐름, 사업화 단계, 연구개발 성과, 자금조달 구조 등을 일관된 기준으로 비교할 수 있도록 정보의 표준화와 접근성을 높일 필요가 있다. 증권사 리서치의 범위가 제한적인 중소형주에 대해서는 거래소와 유관기관이 독립적인 기업분석, 기업설명회, 비교기업 데이터베이스 등을 지원하는 방안도 고려할 수 있다.

기관투자자와 장기투자자의 참여 확대 역시 전문적인 기업분석과 연계되어야 한다. 장기투자자와 전문운용기관은 기업탐방, 산업분석, 장기 현금흐름 평가 등에 상대적으로 많은 자원을 투입할 수 있다. 따라서 우량 · 성장기업을 대상으로 하는 액티브 운용상품이나 장기투자 상품의 기반을 확대하되, 단

순한 자금유입보다 실질적인 기업분석과 지속적인 모니터링이 이루어지도록 유도하는 것이 중요하다.

결국 코스닥시장의 경쟁력은 부실기업을 얼마나 줄였는가만으로 판단하기 어렵다. 부실위험의 파급 가능성을 낮추기 위해서는 취약기업을 적시에 관리해야 하며, 우량기업이 적절한 평가를 받도록 하기 위해서는 기업 간 차이를 구별할 수 있는 정보와 분석 기반이 뒷받침되어야 한다. 코스닥시장의 신뢰를 높이는 정책은 부실기업 관리에서 끝나지 않는다. 서로 다른 위험과 성장잠재력을 가진 기업이 시장에서 정확히 식별되고, 그 차이가 가격에 충실히 반영되도록 하는 것이 코스닥시장의 장기적인 경쟁력을 결정하는 핵심 과제다.

OPINION

연구위원
이재연

기업형 임대주택 공급 확대를 위한 정부보증 멀티패밀리 MBS 도입 검토*

월세화가 빠르게 진행되면서 정부는 기업형 장기임대 확대를 핵심 공급 대책으로 추진하고 있다. 그러나 현행 공적보증은 건설·개발 단계에 집중되어 있고, 기업이 준공된 임대주택을 매입·보유하는 데 활용할 수 있는 장기 조달 수단은 부족하다. 임대주택 공급이 지속되려면 개발 단계의 금융 지원뿐 아니라, 준공된 임대주택을 장기간 보유·운영할 사업자가 안정적으로 자금을 조달할 수 있는 담보대출 시장이 함께 작동해야 한다. 미국에서는 글로벌 금융위기로 민간 상업용 부동산 저당증권 시장이 위축되자 정부지원기관이 보증하는 임대주택 담보대출과 이를 기초로 발행한 증권이 그 공백을 메웠고, 위기 이후에도 이 구조가 임대주택 금융의 중심으로 자리 잡았다. 또한 임대주택 담보대출은 대출 기간 대부분에 걸쳐 강한 조기상환 위약금이 적용되어, 금리가 급락한 시기에도 조기상환율이 주택담보대출을 기초로 한 증권보다 크게 낮은 수준에 머물렀다. 이는 정부가 보증하는 임대주택 담보 증권이 만기가 확정된 채권을 선호하는 국내 투자자에게도 적합한 자산이 될 수 있으며, 위약금이 보증부 대출로 매입한 임대주택의 단기 매매를 억제하는 정책 장치로도 기능할 수 있음을 시사한다. 따라서 국내에서도 안정화된 임대주택을 담보로 한 공적보증 장기 고정금리 대출과 그 유동화 구조를 검토할 필요가 있다. 이때 후순위 위험을 민간에 넘기는 위험분담 구조와 일정 기간 이상의 임대 운영 등 공공성 조건을 보증 요건으로 함께 설계해야 한다.

임대차 시장의 중심이 전세에서 월세로 빠르게 이동하고 있다. 특히 서울 비아파트 전월세 거래 중 월세 비중은 2021년 49.3%에서 2025년 73.0%로 높아졌다.[1] 전세사기 이후 비아파트를 중심으로 전세 수요가 월세로 이동하였고, 가계대출 관리 기조로 전세대출 접근성이 낮아진 것도 이러한 흐름을 가속하고 있다.

정부는 이에 대응하여 기업형 장기임대를 핵심 공급 수단으로 제시해 왔다. 2024년 8월 발표된 「새로운 임대주택 공급 방안」[2]은 민간임대 시장이 개인 다주택자 중심으로 영세화되어 양질의 임대주택 공급이 어렵다고 진단하고, 리츠 등 법인이 20년 이상 장기 운영하는 민간임대주택을 도입하여 기관투자자에게 비아파트 임대시장을 열어주었다. 2025년 10월에는 「보험업법 시행령」 개정으로

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

1) 국토교통부 실거래가 공개시스템 전월세 실거래 자료(서울 25개 구 연립·다세대, 오피스텔, 단독·다가구)를 이용하여 저자 계산. 월세가 0보다 큰 계약(반전세 포함)을 월세로 분류하였다.

2) 기획재정부 등 관계부처 합동, 2024. 8. 28, 「서민·중산층과 미래 세대의 주거 안정을 위한 새로운 임대주택 공급 방안」, 경제관계장관회의 보도자료.

보험사 자회사의 민간임대주택 운영도 허용되었다.[3)]

그러나 공급 주체를 육성하기 위해서는 제도적 진입 허용만으로는 충분하지 않다. 기업형 임대사업자가 자산을 매입하여 수십 년간 보유하려면 그 기간에 부합하는 장기 · 고정금리 자금을 안정적으로 조달할 수 있어야 한다. 장기 · 고정금리 자금이 공급되면 단기 매매차익보다 안정적인 임대수익을 추구하는 장기 임대사업자의 진입이 쉬워지고, 이는 임대주택 공급 확대와 월세 안정으로 이어질 수 있다. 미국의 Freddie Mac 역시 대출기관과 임대사업자에게 다양한 자금조달 경로를 제공하여 멀티패밀리(multifamily, 5세대 이상 임대주택) 임대시장의 유동성 · 안정성 · 부담가능성(liquidity, stability and affordability)을 높이는 것을 멀티패밀리 사업의 목적으로 제시하고 있다.[4)] 본고는 이러한 보유 단계의 장기 자금 공백을 정부보증 멀티패밀리 주택저당증권(Mortgage-Backed Securities: MBS)으로 보완하는 방안을 검토한다. 이를 위해 미국에서 연방주택금융청(Federal Housing Finance Agency: FHFA)의 감독을 받는 정부지원기관(Government-Sponsored Enterprise: GSE)인 Fannie Mae · Freddie Mac이 보증하는 멀티패밀리 상업용 부동산 저당증권(Commercial Mortgage-Backed Securities: CMBS)이 금융위기 이후 임대주택 금융의 중심으로 자리 잡은 과정과 그 작동 구조를 살펴보고, 특히 강한 조기상환 위약금이 투자자와 정책당국에 갖는 함의를 점검한 뒤 국내 도입을 위한 과제를 논의한다. 이하에서는 미국 제도를 GSE 멀티패밀리 CMBS로, 국내에 도입할 상품을 정부보증 멀티패밀리 MBS로 구분하여 지칭한다.

임대주택 보유 단계의 자금조달 공백

국내 주택 관련 공적보증은 주택도시보증공사와 한국주택금융공사가 담당한다. 두 기관의 사업자 대상 보증은 프로젝트 파이낸싱(Project Financing: PF) 보증 · 건설자금보증과 주택도시보증공사의 분양보증 등 개발 단계에 집중되어 있다. 정부는 2025년 주택도시보증공사의 주택건설 관련 보증 규모를 연 86조원에서 100조원으로 늘리고 PF대출 보증 한도를 총사업비의 50%에서 70%로 상향하는 등 이 단계에 대한 공적보증을 오히려 확대하고 있다.[5)]

반면 준공된 임대주택의 매입 · 보유 단계에서 활용할 수 있는 공적 수단은 제한적이다. 주택도시보증공사의 임대주택매입자금보증과 한국주택금융공사의 매입임대사업자보증이 있으나, 모두 은행 대출에 대한 보증에 그쳐 자본시장과 연결되지 않는다. 개발 단계의 주택도시보증공사 PF보증이

3) 금융위원회, 2025. 10. 21「국민 체감형 제도 개선을 위한 보험업법 시행령 개정안 국무회의 의결」, 보도자료. 동 개정안은 2025. 10. 28.부터 시행. 보험사 자회사의 업무범위에「민간임대주택에 관한 특별법」상 임대 업무가 추가됨

4) Freddie Mac Multifamily,「Our Mission」, mf.freddiemac.com/about/our-mission (2026년 11월 접속).

5) 국토교통부, 2025. 10. 29,「주택건설 보증 규모 100조 원으로 확대…도심 주택공급 속도」, 정책브리핑. 주택공급 확대방안(2025. 9. 7)의 후속조치임

PF대출 유동화보증까지 포괄하는 것과 대조적이다.[6] 국내 상업용 부동산 담보대출은 고정금리와 CD 연동 변동금리가 함께 활용되지만, 만기가 대체로 5년 이내로 짧아 고정금리로 조달하더라도 금리가 고정되는 기간은 대출 만기에 그친다.[7] 따라서 20년 이상 임대를 운영하려는 사업자는 운영 기간 동안 여러 차례 차환을 반복하며 금리 및 차환 위험을 부담해야 한다. 실제로 금리 상승기에 국내 리츠들은 2~3%대에 조달한 담보대출을 5% 안팎의 금리로 차환해야 했다.[8] 정부보증을 통해 만기가 긴 고정금리 대출이 공급된다면 이러한 차환 위험을 줄여 장기 임대사업을 촉진할 수 있다.

보유 단계의 담보대출 시장은 개발 단계 금융을 대체하는 것이 아니라 그 전제가 된다. 개발 사업자는 준공된 임대주택을 장기 보유 사업자에게 매각하거나 장기 담보대출로 리파이낸싱하여 PF대출을 상환하고 투입 자금을 회수한다. 보유 단계의 장기 자금 조달이 어려우면 이 출구가 좁아져 개발 사업의 위험이 커지고, 그만큼 개발 단계의 공적보증 부담도 늘어난다. 또한 이미 공급된 임대주택이 임대주택으로 유지되려면 보유 사업자가 운영 기간 내내 자금을 안정적으로 조달할 수 있어야 한다. 차환이 어려워지면 사업자는 임대 운영을 이어가기보다 자산을 조기에 매각할 유인을 갖게 되고, 그 과정에서 임대주택이 임대시장에서 이탈할 수 있다. 결국 임대주택 공급을 늘리고 이를 유지하기 위해서는 개발 단계의 금융 지원과 함께 보유 단계의 담보대출 시장이 활성화되어야 한다.

최근 정부도 이러한 공백에 대응하기 시작하였다. 2026년 8월 발표된 「주택 신속공급 방안」은 민간 주택공급 금융이 분양 사업 중심으로 설계되어 있다고 진단하고, 20년 이상 운영하는 공공지원 민간임대주택에 대해 건설기간과 임대운영기간 전체에 걸쳐 은행 대출을 보증하는 주택도시보증공사 보증부 장기 모기지를 도입하기로 하였다.[9] 보유 단계에 장기 자금을 공급하는 공적 수단이 마련된다는 점에서 의미가 크다. 다만 이 상품 역시 은행 대출에 대한 보증이어서, 만기가 20년을 넘는 대출을 은행이 계속 보유해야 한다. 예금 등 상대적으로 만기가 짧은 부채로 자금을 조달하는 은행이 이러한 장기 대출을, 특히 고정금리로 대규모 보유하기는 어렵다. 보증부 장기 모기지가 임대주택 공급을 뒷받침하는 수단으로 자리 잡으려면, 이를 증권화하여 연기금 · 보험사 등 장기 투자자에게 넘기는 유동화 경로가 함께 마련될 필요가 있다. 미국의 GSE 멀티패밀리 CMBS는 이러한 구조가 대규모로 작동하는 대표적인 사례이다.

---

6) 주택도시보증공사, 「PF보증(유동화보증 포함)」·「임대주택매입자금보증」 상품안내; 한국주택금융공사, 「매입임대사업자보증」 상품안내(2026년 11월 기준). 두 매입자금 보증은 모두 금융기관 대출에 대한 보증이며, 상품 안내상 유동화증권 보증은 포함되어 있지 않다.

7) 대신증권, 2026. 7, 「K-REITs Guide Book 2H26」. 2026년 4~7월 상장 리츠의 신규 차입 16건의 만기는 최장 3년이었으며, 이 중 12건은 1년 이하였다. SK리츠·한화리츠의 차입금 만기는 모두 2028년 이내에 도래하며, ESR켄달스퀘어리츠는 차입금의 약 89%가 CD 연동 변동금리이다.

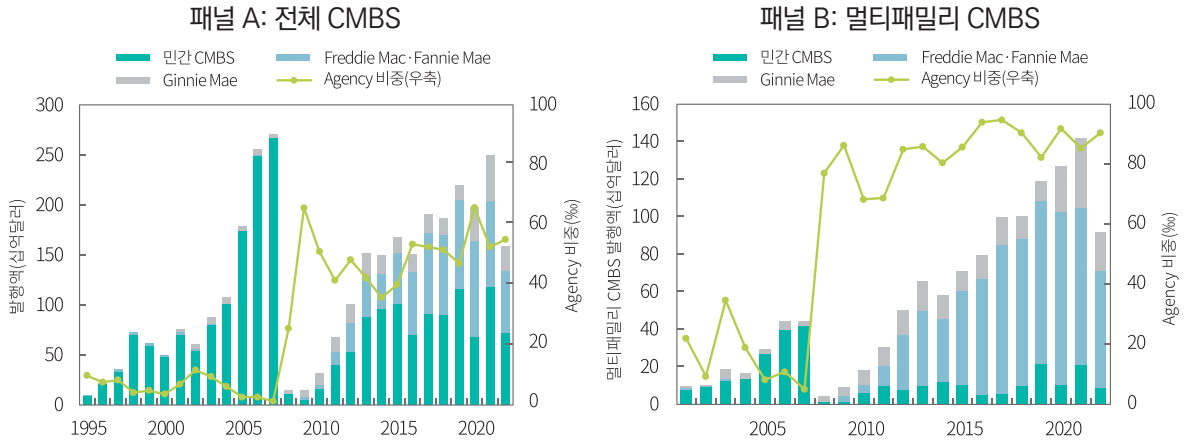
8) The Korea Times, 2023. 1. 4, REITs face refinancing challenge as interest rates soar; 아시아경제, 2026. 11. 3. 보도.

9) 국토교통부, 2026. 8. 13, 「전월세 및 매매시장 안정을 위한 주택 신속공급 방안」, 보도자료; 한국일보·서울경제, 2026. 8. 13. 보도. 20년 이상 장기임대 유형은 최초 임대료를 시세의 95% 수준으로 정하며, 주택도시기금 출자 한도는 총사업비의 14%(10년 임대는 11%)이다. 정책브리핑(국토교통부, 2026. 8. 26)에 따르면 동 모기지는 건설기간(3~4년)과 임대운영기간(20년 이상)을 합쳐 최대 34년간 시중은행 대출을 지원한다.

금융위기 이후 미국 멀티패밀리 금융의 재편

미국에서 임대주택 담보대출의 유동화가 지금과 같은 규모로 자리 잡은 것은 금융위기 이후이다. 〈그림 1〉은 Lee(2025)[10]에서 구축한 미국 CMBS 딜 자료를 발행 연도 기준으로 집계한 것으로, 패널 A는 전체 CMBS 발행액을, 패널 B는 그중 멀티패밀리 CMBS 발행액을 나타낸다.

〈그림 1〉 미국 CMBS 발행액과 Agency 비중



주 : 딜 발행 시점 잔액 기준(십억 달러). 패널 B는 딜별 멀티패밀리 담보 비중을 곱하여 산출. 재증권화, 상업용 부동산 CLO(Commercial Real Estate Collateralized Loan Obligation), 신용위험이전 증권은 제외. Fannie Mae DUS MBS는 자료에 수록되지 않아 Agency 규모는 과소 집계됨

자료: Lee(2025) 자료를 이용하여 저자 계산

금융위기 이전에는 민간 CMBS가 시장을 주도하였다. 민간 CMBS 발행액은 2007년 2,671억 달러로 정점에 달하였고, 전체 CMBS 중 Agency[11] 비중은 2005~2007년 1~3%에 불과하였다. 멀티패밀리 CMBS만 보아도 2007년 441억 달러 중 민간이 420억 달러(95%)를 차지하였다. 그러나 금융위기와 함께 민간 CMBS 시장은 사실상 중단되었으며, 2008년 민간 CMBS 발행액은 107억 달러로 전년의 4% 수준으로 급감하였다.

이 공백을 메운 것이 Agency였다. 멀티패밀리 CMBS 중 Agency 비중은 2008년 77%로 높아진 뒤 2012년 이후 80~95%를 유지하였다. 규모도 함께 확대되어 Agency 멀티패밀리 CMBS 발행액은 2007년 22억 달러에서 2021년 1,208억 달러로 증가하였으며, 이 중 GSE가 835억 달러를 차지한다. 전체 CMBS 기준으로도 Agency 비중은 2006년 2.6%에서 2022년 55.2%로 높아졌다. 민간 자본

10) Lee, J., 2025, Asymmetric pass-through of interest rates to rental prices: Evidence from rental listings for multi-unit housing, Working Paper.

11) Agency는 GSE(Fannie Mae·Freddie Mac)와 미 주택도시개발부 산하 정부기관인 Ginnie Mae를 합친 것이다. Ginnie Mae는 연방주택청(FHA) 보험부 대출을 기초로 한 증권을 보증하며, 금융위기 직후인 2008년에는 멀티패밀리 Agency CMBS 발행을 사실상 전담하였다.

시장이 위축된 시기에 공적보증이 임대주택 보유에 필요한 장기 자금을 공급하였고, 위기가 끝난 뒤에도 그 구조가 시장의 표준으로 자리 잡은 것이다.

GSE 멀티패밀리 프로그램의 보증 대상은 준공되어 임대가 안정화된 자산을 매입하거나 리파이낸싱하기 위한 장기 고정금리 대출이며, 개발 단계의 위험은 원칙적으로 부담하지 않는다. 즉, 미국의 공적보증은 개발 단계보다 보유 단계에 맞춰져 있다. 유동화 방식은 두 기관이 다르다. Freddie Mac은 대출을 매입하여 K-deal[12]이라는 CMBS로 발행하면서 선순위 트랜치만 보증하고, 최초 손실을 흡수하는 후순위(B-piece)는 민간 투자자에게 매각한다. Fannie Mae는 DUS(Delegated Underwriting and Servicing) 프로그램[13]을 통해 승인된 대출기관에 심사 권한을 위임하는 대신, 대출기관이 신용위험의 약 3분의 1을 분담하도록 한다. 두 방식 모두 손실 위험의 일부를 민간이 직접 부담하게 함으로써 공적보증에 따르는 도덕적 해이를 제어한다. 아울러 FHFA는 두 기관의 멀티패밀리 대출에 연간 한도를 두고, 그중 50% 이상을 중저소득층 대상 부담가능 임대주택(affordable housing) 등 정책 목적 대출로 채우도록 요구하고 있다.[14]

조기상환 위약금의 두 가지 기능

GSE 멀티패밀리 CMBS의 또 다른 특징은 조기상환 위험이 작다는 점이다. 상업용 모기지는 주택담보대출과 달리 조기상환 위약금이 매우 강하기 때문이다. GSE 멀티패밀리 고정금리 대출은 대부분 만기 직전까지 수익률보전(yield maintenance) 조항을 둔다.[15] 차주가 중도에 상환하려면 잔존기간의 약정금리와 국채금리 차이를 현재가치로 보전해야 하므로, 금리가 하락하더라도 리파이낸싱 유인이 거의 사라진다. Fannie Mae 멀티패밀리 대출에서 가장 일반적인 조건은 10년 만기 중 114개월간 수익률보전을 적용하고 마지막 6개월에만 낮은 위약금이나 위약금 없는 상환을 허용하는 형태이며, Freddie Mac 고정금리 대출의 수익률보전 기간도 중위값이 99개월에 이른다.[16]

---

12) K-deal은 Freddie Mac이 매입한 멀티패밀리 대출을 기초로 2009년부터 발행해 온 CMBS 시리즈로, Freddie Mac은 선순위 트랜치의 원리금 지급만 보증한다.

13) DUS는 Fannie Mae가 승인한 대출기관에 심사·실행·관리 권한을 위임하고, 그 대가로 대출기관이 손실의 일부를 분담하게 하는 멀티패밀리 대출 프로그램으로 1988년 도입되었다. 대출기관은 손실을 Fannie Mae와 비율대로 나누거나(pro-rata), 최초 5% 손실을 먼저 부담한 뒤 일정 한도까지 분담하는(tiered) 방식으로 통상 신용위험의 약 3분의 1을 부담한다(Fannie Mae, Form 10-K, 2023·2025).

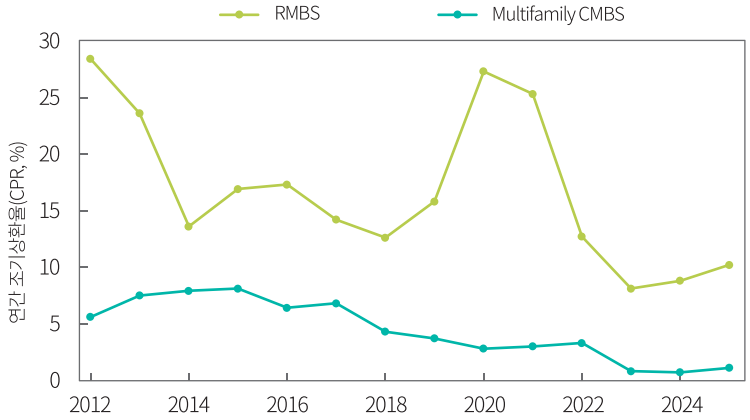
14) FHFA는 매년 두 기관의 멀티패밀리 대출 인수 한도를 정하며, 2026년 한도는 기관별 880억 달러이다. 인수 물량의 50% 이상은 중저소득층 대상 부담가능 임대주택 등 정책 목적(mission-driven) 대출이어야 한다.

15) 수익률보전은 조기상환 시 상환원금에 대해 잔존기간 동안의 약정금리와 동일 만기 국채금리 차이를 현재가치로 환산한 금액을 위약금으로 지급하도록 하는 조항이다. 시장금리가 낮아질수록 위약금이 커지므로, 금리 하락기에 리파이낸싱으로 얻는 이익이 상쇄된다.

16) Fannie Mae, Multifamily Loan Performance Data(2026년 6월 기준) 및 Freddie Mac, Multifamily Loan Performance Database(2026년 1분기 기준)를 이용하여 저자 계산

그 결과 2012~2025년 Freddie Mac 멀티패밀리 고정금리 대출의 연간 조기상환율[17]은 평균 4.4%로, 같은 기간 Freddie Mac이 보증한 주택저당증권(Residential Mortgage-Backed Securities: RMBS)(16.8%)의 4분의 1 수준에 그쳤다(〈그림 2〉 참조). 금리가 급락한 2020~2021년에도 RMBS의 조기상환율은 25~27%로 급등하였으나, 멀티패밀리는 3% 내외에 머물렀다. 위약금의 효과는 동일한 대출 내에서도 확인된다. 1999년 이후 Freddie Mac 멀티패밀리 고정금리 대출의 조기상환율은 수익률보전 기간 중 연 3.1%였으나, 그 기간이 종료된 뒤에는 연 16.4%로 높아졌다.

〈그림 2〉 Freddie Mac RMBS와 멀티패밀리 CMBS의 연간 조기상환율



주 : 멀티패밀리는 Freddie Mac 멀티패밀리 고정금리 대출(K-deal 편입 대출 포함)의 자발적 조기상환 기준. RMBS는 Freddie Mac 보증 MBS의 월별 원금상환액(정기상환·부실 포함)을 연율화한 것으로, 순수 조기상환율보다 다소 높게 나타남

자료: Freddie Mac Multifamily Loan Performance Database, Freddie Mac Monthly Volume Summary를 이용하여 저자 계산

조기상환 위약금은 투자자 보호 장치일 뿐 아니라 임대주택의 장기 보유를 유도하는 장치이기도 하다. 위약금이 대출 기간 대부분에 걸쳐 적용되면, 보증부 대출로 건물을 매입한 사업자가 단기 시세차익을 목적으로 건물을 되팔거나 더 유리한 대출로 갈아타기 어려워진다. GSE 멀티패밀리 대출의 수익률보전 기간이 통상 8~10년에 이른다는 것은 그 기간 동안 해당 자산을 임대용으로 보유·운영하도록 유도하는 효과를 갖는다. 또한 GSE 대출은 대출기관의 승인을 받으면 매수자가 기존 대출을 인수(assumption)할 수 있도록 설계되어 있어[18], 위약금 기간 중 건물이 매각되더라도 대출과 그에 부가된 조건을 새 소유주가 승계하는 경로가 열려 있다.

17) 조기상환율(Conditional Prepayment Rate: CPR)은 기간별 자발적 조기상환 원금을 기초잔액으로 나눈 기간 상환율(Single Monthly Mortality: SMM)을 연율화한 값이다(CPR = 1-(1-SMM)^n, n은 연간 기간 수). 멀티패밀리는 신용손실·연체 이력이 없는 상환 중 만기 6개월 이전 상환만 조기상환으로 보았으며, 디피전스(defeasance) 대출은 제외하였다.

18) Fannie Mae DUS 고정금리 대출은 대출기관이 새 차주를 승인하는 조건으로 인수가 가능하며, 통상 대출금액의 1%를 인수 수수료로 부과한다(Greystone, 「Fannie Mae DUS Fixed Rate Loan Program Term Sheet」).

국내 기관투자자 관점에서 본 조기상환 위험

정부보증 멀티패밀리 MBS는 부채 만기에 맞는 장기 고정금리 자산을 찾는 연기금 · 보험사의 수요와 연결될 수 있다. 이때 흔히 제기되는 우려가 조기상환 위험이다. 국내 MBS를 발행하는 한국주택금융공사는 미국식 패스스루(pass-through) 대신, 하나의 기초자산 풀을 1년에서 30년까지 만기가 다른 여러 트랜치로 나누어 발행하는 CMO(Collateralized Mortgage Obligation) 형태를 주로 활용해 왔다.[19] 장기 트랜치에는 콜옵션을 부여하여 조기상환된 원금을 만기가 짧은 트랜치부터 상환하고, 한국주택금융공사가 원리금 지급을 보증한다.

이러한 구조가 정착된 것은 국내 기관투자자들이 만기가 확정된 채권을 선호하기 때문이다. 국내 채권은 국고채 만기별 금리를 기준으로 가격이 결정되고 시가평가되며, 보험사 · 연기금은 자산과 부채의 만기를 일치시키기 위해 현금흐름이 확정된 자산을 필요로 한다. 반면 조기상환 위험을 평가하고 헤지할 수 있는 투자자층과 파생상품 시장은 아직 얕다. 결국 국내 주택 MBS는 조기상환에 따른 현금흐름 불확실성을 한국주택금융공사가 상당 부분 흡수하고, 투자자에게는 특수채와 유사한 상품을 제공하는 구조로 운영되고 있다.

그러나 앞서 살펴본 바와 같이 멀티패밀리 모기지는 조기상환 위험이 작다(〈그림 2〉 참조). 따라서 정부보증 멀티패밀리 MBS를 도입할 경우, 신용위험만 보증하는 패스스루로 발행하든 한국주택금융공사 MBS처럼 조기상환에 따른 현금흐름까지 관리하는 CMO 형태로 발행하든, 최종 투자자가 부담하는 조기상환 위험은 주택 MBS보다 훨씬 작다. 패스스루로 발행하더라도 현금흐름이 만기가 확정된 채권에 가까워 국내 투자자의 선호와 크게 충돌하지 않으며, CMO 형태로 발행하더라도 보증기관이 부담할 조기상환 위험이 작아 보증 비용을 낮출 수 있다.

정부보증 멀티패밀리 MBS 도입을 위한 과제

미국의 사례는 임대주택 공급 주체를 육성하는 데 필요한 것이 개발 자금만이 아니라 보유 단계의 장기 자금이며, 강한 조기상환 위약금을 갖춘 멀티패밀리 모기지가 투자자에게는 예측 가능한 현금흐름을, 정책당국에는 장기 보유를 유도하는 장치를 함께 제공한다는 점을 보여준다. 이를 토대로 국내 도입을 위한 과제를 다음과 같이 제시한다.

첫째, 보증 대상을 준공 · 안정화된 임대자산의 매입 · 리파이낸싱 대출로 한정할 필요가 있다. 개발 위험은 기존 PF보증 체계에 남기고, 새로운 보증은 임대수익이 검증된 자산에만 적용함으로써 보증

19) 한국주택금융공사 홈페이지(MBS 개요). 동 공사의 MBS는 1년부터 30년까지 만기가 다른 트랜치로 구성되며, 만기 7년 이상 트랜치에는 콜옵션이 부여되어 3개월마다 만기가 짧은 트랜치부터 행사할 수 있다. 2021년에는 콜옵션 없이 만기에 원금을 일시상환하는 MBS를 처음 발행하였다.

기관의 손실 위험을 낮출 수 있다. 아울러 공공지원 민간임대에 저리 자금을 공급해 온 주택도시기금 융자와 지원 대상이 중복되지 않도록 역할을 정리해야 한다.

둘째, 위험분담 구조를 처음부터 내장해야 한다. Freddie Mac 방식처럼 후순위 트랜치를 민간에 매각하거나, Fannie Mae 방식처럼 대출기관이 손실 일부를 분담하도록 하는 방안을 검토할 수 있다. 국내 후순위 투자 수요가 아직 얕다는 점을 감안하면 초기에는 대출기관 손실분담 방식이 현실적일 수 있다.

셋째, 조기상환 위약금을 대출 계약의 표준 조건으로 정착시키고 이를 공공성 조건과 결합할 필요가 있다. 수익률보전 등 위약금 조항은 투자자가 부담하는 조기상환 위험을 낮추는 전제 조건이다. 동시에 공적보증으로 낮은 금리의 장기 자금을 공급하는 대가로 일정 기간 이상의 임대 운영과 일정 비율 이상의 부담가능 임대주택 공급을 보증 요건으로 명시하고, 이를 위약금과 결합하여 비아파트 임대주택의 단기 매매를 억제하는 장치로 활용할 수 있다. 미국에서도 Fannie Mae · Freddie Mac의 멀티패밀리 대출은 공적 지원의 대가로 상당 부분을 부담가능 임대주택 공급에 할애하도록 요구받고 있다.

넷째, 공적보증이 민간 금융을 대체하기보다 보완하도록 설계해야 한다. 미국에서 Agency의 지배력은 증권화 시장에 국한된 현상이 아니다. 멀티패밀리 대출 잔액 2.24조 달러 중 Agency 보증 대출 · MBS가 50%를 차지하며, 은행(29%)과 생명보험사(12%)의 보유 대출도 상당한 비중을 차지한다(2025년 3분기 기준).[20] 민간 금융이 위축된 것은 아니지만 GSE 비중은 2008년 초 약 25%에서 꾸준히 확대되었고[21], 이에 FHFA는 민간 자본을 구축하지 않도록 두 기관의 멀티패밀리 인수에 연간 한도를 두고 있다.[22] 공적보증의 강점인 낮은 조달금리가 은행 · 보험사가 이미 공급하는 우량 대출 구간까지 확장될 수 있기 때문이다. 국내에서도 최근 PF보증 확대와 합산하면 공적보증 잔액이 크게 늘어날 수 있으므로, 연간 발행 한도를 설정하여 보증기관의 우발채무를 관리하고, 보증 대상은 민간이 충분히 공급하지 못하는 장기 · 고정금리의 보유 단계 대출에 한정할 필요가 있다. 또한 위험에 상응하는 보증료를 부과하고, 민간 후순위 투자자의 가격 신호를 보증료 산정에 활용하는 방안도 검토할 수 있다.

월세 시장이 확대될수록 임대주택을 장기간 보유하며 운영할 주체의 역할이 중요해진다. 개발 단계의 금융 지원이 임대주택을 짓게 한다면, 보유 단계의 담보대출 시장은 지어진 임대주택이 임대주택으로 남도록 한다. 정책금융의 축을 개발 단계에서 보유 단계로 넓히는 방안을 점진적으로 검토할 필요성이 있다.

---

20) Mortgage Bankers Association(MBA), 「Commercial/Multifamily Mortgage Debt Outstanding」, 2025년 3분기 기준.

21) U.S. Department of the Treasury, 「Housing Reform Plan」, 2019. 9. 동 보고서는 GSE가 보유·보증한 멀티패밀리 대출 비중이 2008년 초 25%에서 약 40%로 늘었으며, 최근 신규 멀티패밀리 대출의 약 50%를 GSE가 인수하고 있다고 지적하였다.

22) FHFA는 연간 인수 한도의 취지를 GSE가 멀티패밀리 시장, 특히 부담가능 임대주택에 유동성을 공급하되 민간 자본을 구축(crowd out)하지 않도록 하는 데 두고 있다.

ZOOM -IN

일본의 대량보유보고제도(5%룰) 개정과 국내 제도

최근 일본은 기관투자자의 주주관여 확대에 대응하고 대량보유 공시의 투명성을 높이기 위해 개정된 대량보유보고제도(5%룰)를 시행하였다. 이번 개정은 공동보유자 및 중요제안행위의 판단기준을 명확히 하고 공시 범위를 정비하는 데 중점을 두었다. 구체적으로 일정 요건을 충족하는 기관투자자들이 특정 주주총회 안건에 대해 공동으로 의결권을 행사하기로 합의하더라도 공동보유자로 판단하지 않도록 예외를 마련하고, 중요제안행위의 판단기준을 구체화하였다. 한편 간주 공동보유자의 범위를 조정하고 일정한 현금결제형 주식파생상품 거래를 보고대상에 포함하였다. 이를 통해 기관투자자의 통상적인 주주관여와 관련된 규제상 불확실성을 완화하는 동시에 실질적인 지분보유에 대한 공시를 강화하고자 하였다. 우리나라도 대량보유보고제도를 운영하고 있으나, 공동보유자 판단과 주주활동에 대한 보고의무 적용방식에서는 일본과 일부 차이가 있다. 일본의 개정 제도가 실제 주주활동과 공시 실무에 어떻게 적용되는지는 향후 사례를 통해 살펴볼 필요가 있다.

□ **대량보유보고제도(5%룰)는 일정 규모 이상의 주식 보유 및 변동 내역을 공시하도록 하여 대규모 지분변동에 대한 시장투명성을 확보하기 위한 제도**

— 일본은 상장주식 등의 보유비율이 5%를 초과하는 경우 원칙적으로 5영업일 이내에 대량보유보고서를 제출하고, 이후 보유비율이 1% 이상 변동하는 등 중요한 변경이 발생하면 변경보고서를 제출

— 금융상품거래업자, 은행 등 일정한 요건을 충족하는 기관투자자에 대해서는 사전에 신고한 기준일을 중심으로 보고기한과 빈도를 완화하는 특례보고제도를 운영

  • 다만 경영에 중대한 영향을 미치는 중요제안행위 등을 보유목적으로 하는 경우 특례보고 적용을 제한

— 일반보고와 특례보고 모두 대량보유 여부를 판단할 때에는 본인뿐 아니라 공동보유자의 보유분도 합산

□ **기관투자자의 주주관여 활동이 확대되면서 일본에서는 공동보유자 및 중요제안행위의 판단기준을 명확히 할 필요성이 제기**[1)]

— 일본은 기업지배구조 개혁과 스튜어드십 코드의 확산에 따라 기관투자자와 기업 간 대화를 중시하는 방향으로 주주관여 활동이 발전

1) 金融庁, 2025. 8. 26, 大量保有報告制度における「重要提案行為等」・「共同保有者」に関する法令・Q&A等の整理.

- 2014년 스튜어드십 코드 도입 이후 기업의 지속가능한 성장과 중장기 투자수익 제고를 위한 기관투자자의 역할을 강조
- 패시브 투자 확대와 함께 복수의 기관투자자가 공동으로 기업과 대화하는 공동 주주관여의 중요성도 증대

— 그러나 기존 제도에서는 기관투자자의 주주활동이 공동보유나 중요제안행위에 해당하는지 판단하기 어려운 경우가 있어 규제상 불확실성이 존재

- 여러 투자자가 특정 안건에 대해 공동으로 의결권을 행사하기로 합의하면 공동보유자로 판단될 수 있으며, 이 경우 각 투자자의 보유지분을 합산하여 5% 초과 여부를 판단
- 기관투자자가 기업에 경영방침이나 자본정책 등의 변경을 요구하는 경우, 그 내용과 방식에 따라 중요제안행위로 판단되어 특례보고 적용이 제한될 수 있음

— 이에 일본은 기관투자자의 통상적인 주주관여와 경영에 실질적인 영향력을 행사하려는 행위를 구분하는 방향으로 제도 개정을 추진

□ **일본은 이러한 문제를 개선하기 위해 2024년 금융상품거래법을 개정하고 최근 개정된 5%룰을 시행**[2)]

— 주요 개정 내용은 공동보유자 범위 조정, 중요제안행위 판단기준 구체화, 현금결제형 주식파생상품의 공시 범위 확대 등 세 가지로 구분

- 기관투자자 간 공동 의결권 행사 합의 중 일정 요건을 충족하는 경우 공동보유자 범위에서 제외하는 한편, 임원 겸임이나 자금 제공 등 일정한 관계는 공동보유자로 간주하는 범위에 추가
- 기업과의 대화 과정에서 이루어지는 제안이 중요제안행위에 해당하는지 판단할 수 있도록 제안 내용과 방식 등에 관한 기준을 구체화
- 주식의 직접적인 소유나 인도청구권이 없더라도, 주식 취득 또는 발행회사 경영에 영향을 미칠 목적이 있는 일정한 현금결제형 주식파생상품 거래를 대량보유보고 대상에 포함

— 개정된 보고기준은 2026년 5월부터 적용되었으며, 기존 보유자도 개정된 보유비율 산정방식이나 공동보유자 규정에 따라 새로운 보고의무가 발생할 수 있음

2) 金融庁, 2025. 7. 4, 令和6年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等に関するパブリックコメントの結果等について.

〈표 1〉 일본 대량보유보고제도(5%룰)의 주요 개정 전후 비교

구분	개정 전	개정 후
공동보유자 범위	공동 취득 및 처분 또는 의결권 공동행사 합의 중심 판단	· 일정 요건하에 기관투자자 간 특정 안건의 의결권 공동행사 합의 예외 인정 · 임원 겸임, 자금 제공 등 간주 공동보유 관계 조정
중요제안행위	경영에 중대한 영향을 미치는 제안에 대해 특례보고 제한	· 제안 내용 및 방식에 따른 판단기준 명확화 · 경영진의 자율적 판단을 존중하는 제안 등과 구분
현금결제형 주식파생상품 공시 확대	현물 인도청구권이 없는 거래는 원칙적으로 제외	주식 취득이나 경영 영향 목적의 일정 거래까지 보고범위 확대

자료: 일본 금융청 개정 법령 설명자료 참조

□ **공동보유자 판단과 관련하여 일정 요건을 충족하는 기관투자자 간 개별 권리행사 합의를 공동보유자 범위에서 제외하는 특례를 도입**

— 기존에는 복수의 투자자가 주식을 공동으로 취득 또는 처분하거나 의결권 등 주주권을 공동으로 행사하기로 합의한 경우 공동보유자로 판단

• 서면뿐 아니라 구두나 묵시적인 합의도 포함되므로, 기관투자자 간 공동 주주활동이 의결권 등의 공동행사 합의에 해당하는지에 대한 판단의 불확실성이 존재

— 개정 제도에서는 기관투자자 간 공동 의결권 행사 합의라도 다음 요건을 모두 충족하면 공동보유자에서 제외

• 합의 당사자가 모두 금융상품거래업자 등 법령에서 정한 기관투자자에 해당할 것

• 기업 경영에 중대한 영향을 미치는 제안을 공동으로 추진할 목적이 없을 것

• 특정 주주총회의 개별 안건에 대해 찬성 또는 반대하기로 하는 등 합의의 대상이 개별적인 권리행사에 한정될 것

— 이에 따라 기관투자자들이 특정 주주총회 안건에 대해 공동으로 의결권을 행사하기로 합의하더라도 위 요건을 충족하면 공동보유자로 판단하지 않음

• 다만 여러 주주총회에 걸친 포괄적인 의결권 행사 합의나 공동 중요제안행위를 목적으로 하는 합의 등은 제외 대상에 해당하지 않을 수 있음

— 이는 개별 안건에 관한 공동 의결권 행사에는 일정한 예외를 인정하되, 그 밖의 공동행동에 대해서는 기존 공동보유자 판단기준을 유지하려는 취지

□ **한편 명시적인 공동행사 합의가 없더라도 일정한 특수관계에 있는 투자자를 공동보유자로 간주하는 범위도 조정**

— 일본은 투자자 간 공동 주주권 행사 합의가 없더라도 일정한 지배관계나 특수관계가 있는 경우 공동보유자로 간주하는 제도를 운영

— 개정 제도에서는 임원 관계, 자금 제공 관계, 중요제안행위 요청 관계 등을 간주 공동보유자 범위에 추가

- 주식 취득자금 제공과 취득 요청이 함께 이루어진 경우, 요청자에게 양도할 목적으로 주식을 취득한 경우 등도 일정 요건에 따라 포함
- 중요제안행위의 수행을 요청하고 상대방이 이에 따라 해당 행위를 수행한 경우도 적용대상에 추가

— 반면 종전의 배우자 관계는 간주 공동보유자 범위에서 제외하는 등 적용대상을 조정

□ **중요제안행위에 대해서는 기업과의 통상적인 대화와 경영에 중대한 영향을 미치는 제안을 구분할 수 있도록 판단기준을 구체화**

— 기관투자자가 중요제안행위 등을 목적으로 주식을 보유하는 경우 특례보고 적용을 제한하고 있으나, 기업에 대한 의견 제시가 중요제안행위에 해당하는지 판단하기 어려운 경우가 존재

— 이에 중요제안행위의 판단요건을 ① 기업에 대한 제안행위 여부, ② 법령상 열거된 사항에 해당하는지 여부, ③ 기업 경영에 중대한 영향을 미칠 목적이 있는지 여부로 구분하여 명확화

- 단순히 경영방침에 대한 설명을 요청하거나 자신의 의결권 행사 방침을 전달하는 행위는 일반적으로 제안행위에 해당하지 않음
- 대표이사 선임 또는 해임이나 주요 사업의 양도 등 경영에 미치는 영향이 큰 사항은 통상적인 대화 과정에서 제안하더라도 중요제안행위에 해당할 가능성이 높음
- 배당정책이나 자본정책 변경 등 상대적으로 영향이 작은 사항은 경영진의 자율적인 판단에 맡기는지 여부 등을 고려

— 특히 주주제안권 행사나 기업의 동의 없는 제안 내용 공개 등을 통해 특정한 경영 판단을 요구하는 경우에는 중요제안행위에 해당할 수 있음

□ **현금결제형 주식파생상품을 활용한 일정한 거래를 대량보유보고 대상에 포함하여 주식의 실질적인 취득과 관련된 공시 범위를 확대**

— 현금결제형 주식파생상품은 기초주식의 가격 변동에 따른 차액을 현금으로 정산하는 거래로, 일반적으로 주식의 직접적인 소유나 의결권 취득을 수반하지 않는 특징

— 다만 파생상품 거래상대방이 위험회피를 위해 기초주식을 보유하거나, 파생상품 보유자가 향후 해당 주식을 취득하는 데 거래를 활용할 가능성

- 이 경우 직접적인 주식 보유 여부만으로는 관련 거래를 통한 실질적인 주식 취득 가능성 등을 충분히 파악하기 어려울 수 있음

— 이에 개정 제도에서는 현금결제형 주식파생상품의 매수포지션 보유자가 다음 중 하나의 목적을 가진 경우 대량보유보고 대상에 포함

- 거래상대방으로부터 기초주식을 취득할 목적
- 파생상품 보유 사실을 제시하여 중요제안행위를 할 목적
- 거래상대방의 의결권 행사에 영향을 미칠 목적

— 또한 보고대상 파생상품의 권리를 주식 수로 환산하는 기준을 마련

- 모든 현금결제형 파생상품이 일률적으로 보고대상에 포함되는 것은 아니며, 거래 목적과 계약관계 등에 따라 적용 여부를 판단

□ **우리나라도 대량보유보고제도(5%룰)를 운영하고 있으며, 공동보유자 판단과 주주활동에 대한 보고의무 적용방식에서는 일본과 일부 차이**

— 우리나라는 상장회사 주식 등을 5% 이상 보유하면 대량보유보고 의무가 발생하며, 이후 보유비율이 1% 이상 변동하거나 보유목적 등 중요사항이 변경된 경우에도 원칙적으로 보고의무가 발생

- 보유비율 산정 시 본인뿐 아니라 특수관계인과 공동보유자로 구성되는 특별관계자의 보유분을 합산

— 공동보유자는 주식 등의 공동 취득 또는 처분이나 의결권 공동행사 등에 관한 합의를 기준으로 판단[3)]

- 일본도 유사한 기준을 적용하나, 2026년 5월부터 일정 요건을 충족하는 기관투자자 간 개별 권리행사 합의를 공동보유자 범위에서 제외하는 특례를 도입

— 우리나라는 주식 등의 보유목적을 경영권 영향, 일반투자, 단순투자로 구분하고, 이에 따라 보고기한과 보고서 기재사항 등을 차등 적용[4)]

- 경영권 영향 목적은 회사의 경영에 사실상 영향력을 행사하려는 경우이며, 일반투자는 경영권 영향 목적 없이 적극적인 주주활동을 수행하는 경우, 단순투자는 이에 해당하지 않는 단순한 투자 목적의 보유를 의미
- 일본은 금융상품거래업자 등 일정한 투자자에 대해 특례보고제도를 운영하되, 중요제안행위 등을 목적으로 하는 경우에는 특례보고 적용을 제한

— 현금결제형 주식파생상품의 경우 일본은 일정 요건을 충족하는 거래를 대량보유보고 대상에 포함하도록 개정

- 우리나라도 주식 등의 직접 소유 외에 일정한 계약상 권리를 보유하는 경우 보고대상이 될 수 있으나, 구체적인 계약 내용과 법령상 보유 요건에 따라 판단

— 이처럼 양국은 대량보유보고제도의 기본 구조는 유사하나, 공동보유자 범위와 주주활동에 대한 보고의무 및 특례 적용방식에서 일부 차이

3) 자본시장법 시행령 제141조 제2항

4) 자본시장법 제147조 제1항, 자본시장법 시행령 제154조

〈표 2〉 한국과 일본의 대량보유보고제도 비교

구분	한국	일본
최초 보고기준	보유비율 5% 이상	보유비율 5% 초과
변경보고 기준	보유비율 1% 이상 변동, 보유목적 등 중요사항 변경 등	보유비율 1% 이상 변동, 보유목적 등 중요사항 변경
공동보유자	공동 취득·처분 및 의결권 공동행사 등에 관한 합의	공동 취득·처분 및 의결권 공동행사 등에 관한 합의
공동보유자 예외	합의의 존재 및 내용 등을 기준으로 판단	일정 요건을 충족하는 기관투자자 간 개별 권리행사 합의 제외
주주활동 판단	경영권 영향·일반투자·단순투자 구분	중요제안행위 목적 여부에 따라 특례보고 적용 제한
기관투자자 보고특례	보유목적, 투자자 유형에 따라 차등 적용	일정 기관투자자에 특례 적용, 중요제안행위 목적 시 제한
현금결제형 파생상품	법령상 주식 등 보유 해당 여부에 따라 판단	주식 취득, 중요제안행위 등 일정 목적의 거래를 보고대상에 포함

□ **일본의 이번 개정은 기관투자자의 주주활동과 대량보유보고제도의 관계를 보다 명확히 했다는 점에서 의미**

— 우리나라도 주주활동의 성격에 따라 보고의무를 차등 적용하고 있는 만큼, 일본의 공동보유자 및 중요제안행위 판단기준은 관련 제도 운영을 살펴보는 데 참고가 될 수 있음

— 일본의 개정 제도가 실제 주주활동과 공시 실무에 어떻게 적용되는지는 향후 사례를 통해 살펴볼 필요

선임연구원 홍지연

ZOOM-IN

미국 기업의 자금조달 여건 악화 및 리스크 요인

2026년 들어 미국 통화정책의 긴축 전환과 국채금리 상승으로 기업 차입비용에 상방 압력이 커지는 가운데, 회사채 발행 호조에도 신용등급별 조달 여건의 차별화가 심화되고 있다.

고금리가 장기화되면 만기 차환에 따른 이자비용 증가가 누적돼 취약기업의 상환 부담이 확대될 수 있으며, AI 투자 역시 현금창출능력과 외부 차입 의존도에 따라 기업별 대응 여력이 달라질 전망이다. 사모신용의 자금중개 역할이 확대되는 상황에서 이러한 부담이 차입기업의 건전성 악화로 이어지고 펀드의 차입구조·유동성 불일치와 맞물릴 경우, 금융권 연계를 통해 신용시장 전반으로 위험이 확산될 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

□ **2026년 들어 미국 통화정책이 다시 긴축으로 전환되고 국채금리가 빠르게 상승하면서 기업 차입비용에 상방 압력 확대**

— 미 연준은 9월 16일 FOMC에서 2023년 7월 이후 처음으로 기준금리를 25bp 인상(3.75~4.00%)한 뒤 10월 28일에는 동결

• 9월 경제전망의 2026년말 정책금리 중앙값은 4.1%로 연내 한 차례 추가 인상 가능성을 시사

— 연초 이후 국채금리는 상승세를 이어갔으며, 특히 9월 이후 금리 상승세가 두드러지는 가운데 정책금리 전망에 민감한 단기물의 상승폭이 상대적으로 크게 나타남

• 11월 5일 기준 미 국채 2년, 5년, 10년물 금리는 각각 4.56%, 4.71%, 4.84%로 연초대비 각각 99bp, 85bp, 65bp 상승

• 10년물 국채금리는 10월 5일 5.31%까지 상승해 2002년 5월 이후 최고 수준을 기록한 뒤 AI 관련주 급락에 따른 안전자산 선호로 11월 5일 4.84%까지 하락

□ **회사채 발행은 견조한 가운데, 저신용 차입기업의 위험 프리미엄이 더 크게 상승하면서 조달 여건의 차별화 심화**

— 미국 회사채시장 발행은 높은 수준을 유지하고 있으며, AI 인프라 투자 확대가 주요 공급 요인으로 부상

• 2026년 1~10월 미국 회사채 발행액은 2조 3,426억달러로 전년동기대비 19.5% 증가

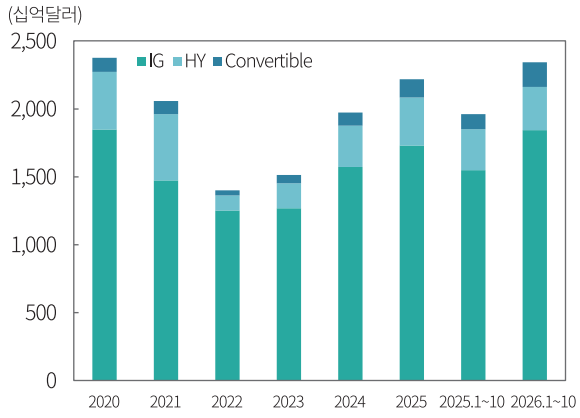
• AI 인프라 구축 경쟁으로 5대 하이퍼스케일러의 2026년 1~10월 회사채 발행액은 2,538억달러로 2025년 연간 발행액인 1,084억달러의 두 배를 상회

- 미국 투자등급(IG) 회사채 발행에서 5대 하이퍼스케일러가 차지하는 비중도 2025년 6.3%에서 2026년 1~10월 13.8%로 상승해 AI 투자 관련 자금조달이 발행시장에서 미치는 영향이 확대

— 10월말 들어 IG와 하이일드(HY) 스프레드 모두 확대됐으나 저신용일수록 확대폭이 크게 나타나 신용등급별 조달 여건의 차이가 심화

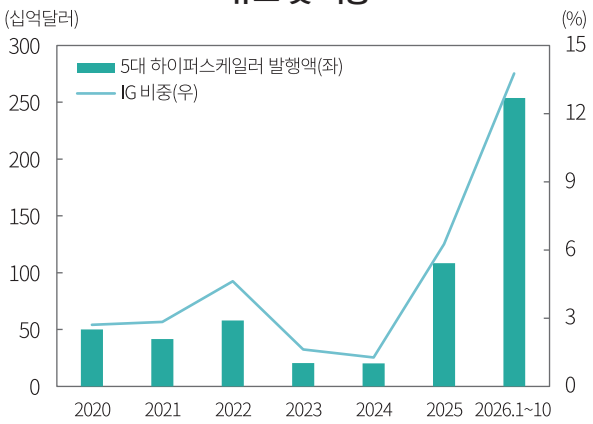
- ICE BofA 지수의 11월 5일 유효수익률은 BBB 5.93%, BB 6.74%, 하이일드(HY) 전체 8.07%인 반면, CCC 이하는 17.69%를 기록하여 저신용 기업의 시장 조달금리가 현저히 높은 것으로 나타남
- 9월 1일 대비 11월 5일 옵션조정스프레드(OAS)는 IG 81bp→93bp(12bp), HY 265bp→348bp(83bp), CCC 이하 1,049bp→1,320bp(271bp)로 확대돼 저신용 차입기업일수록 위험 프리미엄 상승폭이 크게 나타남
- 우량기업의 신용위험 프리미엄은 상대적으로 안정적인 반면, CCC 이하 기업은 기초금리 상승에 더해 신용위험 프리미엄까지 높아지면서 차환비용이 빠르게 증가할 수 있음을 시사
- 10월 28일 FOMC에서 금리 동결 이후 10년물이 5.05%에서 4.94%로 내려갔음에도 같은 기간 IG OAS는 86bp에서 94bp로, HY OAS는 314bp에서 344bp로 오히려 확대돼, 기초금리 하락과 회사채 위험 프리미엄 상승이 동시에 나타남

〈그림 1〉 미국 회사채 발행 규모



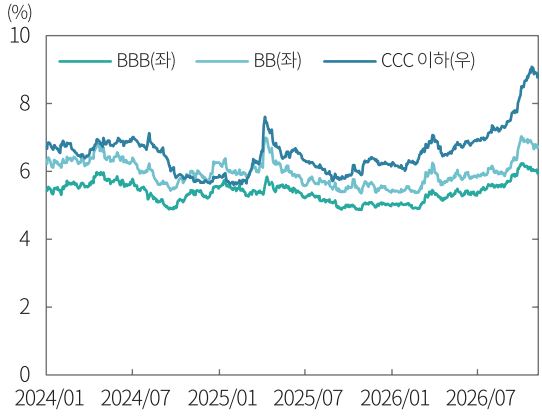
자료: SIFMA

〈그림 2〉 5대 하이퍼스케일러 회사채 발행 규모 및 비중



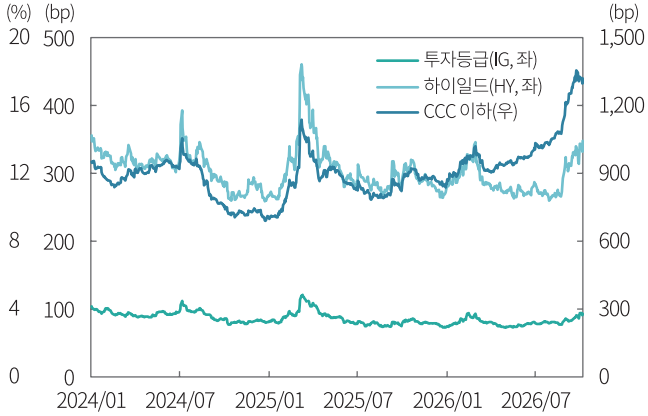
자료: Bloomberg, SIFMA

〈그림 3〉 신용등급별 회사채 유효수익률



자료: FRED

〈그림 4〉 IG, HY, CCC 이하 스프레드 변화



자료: FRED

□ **고금리가 장기화되면 회사채 만기 차환을 통한 이자비용 증가가 누적되면서 취약기업의 상환 부담이 확대될 가능성**

— 고정금리 회사채는 시장금리가 상승해도 기존 이자비용이 유지되지만 만기 차환 시 조달금리가 기존 쿠폰금리보다 높으면 이자비용이 증가

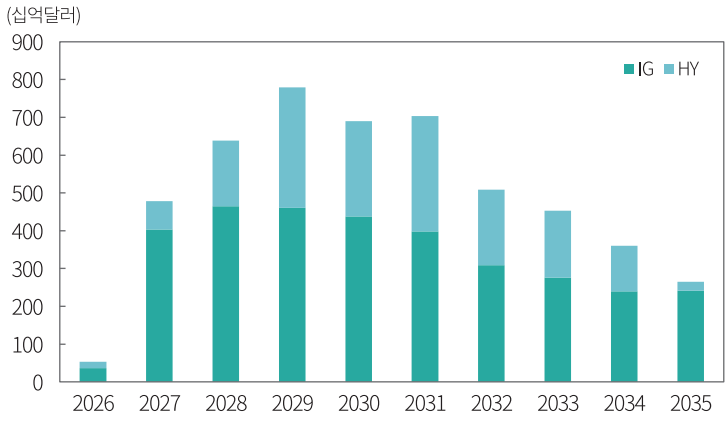
• 장기 고정금리 차입을 활용해 금리 상승의 영향을 늦춰온 우량기업도 과거 저금리 부채를 차환하는 과정에서 이자비용 증가에 노출

— 2027~2031년 만기가 도래하는 회사채는 IG 약 2조 1,644억달러, HY 약 1조 1,243억달러로, 향후 만기 차환에 따른 조달 부담이 지속될 전망

• 연간 만기도래액은 2027년에서 2029년 사이 IG가 4,030억달러에서 4,605억달러로 약 14.3% 증가하는 반면, HY는 752억달러에서 3,186억달러로 약 4.2배 확대돼 저신용 차입기업의 차환 수요가 빠르게 늘어나는 구조

• HY 회사채는 2030년과 2031년에도 각각 2,515억달러, 3,055억달러가 만기를 맞아, 2029년 이후에도 높은 수준의 상환·차환 수요가 지속

〈그림 5〉 연도별 회사채 만기도래 규모



주 : 2026년은 11월 5일 기준
자료: Bloomberg

— 차환금리 상승에 영업이익 둔화가 겹치면 이자상환 능력이 약화되며, 특히 수익성이 낮고 부채가 많은 기업의 대응 여력이 빠르게 축소될 가능성

- 이익 증가가 이자비용 상승을 따라가지 못하면 이자보상배율이 하락하고, 재무건전성 악화와 채무불이행 위험 확대로 이어질 수 있음
- IMF는 이러한 비용 증가가 기업의 펀더멘털을 약화시키고 채무불이행 위험을 높이며 투자심리를 악화시킨다고 분석[1)]
- S&P 글로벌은 금리가 2027~2028년까지 높은 수준을 유지하면 기업들이 인수합병, 자사주 매입, 사업 확장 등 미룰 수 있는 재량적 투자를 늦출 것으로 예상[2)]

□ **특히, AI의 급속한 확산에 따른 자금조달 수요가 급증하는 가운데 기존 사업의 현금창출능력과 조달구조에 따라 차별화되며, 고금리 장기화와 수익화 지연이 겹칠 경우 금융시장 전반으로 부담이 확산될 가능성**

— AI 인프라 투자 확대로 기업의 내부 현금흐름과 함께 외부 자금조달의 중요성이 커지고 있음

- 2025~2028년 AI 인프라 설비투자 규모는 2조 9,000억달러에 달할 것으로 전망되며, 외부 자본 조달액 1조 5,000억달러, 이 중 사모신용이 약 8,000억달러를 공급할 것으로 예상[3)]

— 현금창출능력이 높은 대형 하이퍼스케일러는 자체 영업현금흐름과 다양한 조달 수단을 활용할 여력이 상대적으로 큰 반면, 외부 차입 의존도가 높은 네오클라우드 · 데이터센터 사업자는 높은 금융비용과 투자 회수 지연에 취약

1) Abbas, N., Garrido, J.M., Gautam, D., Mosk, B., Piontek, T., Rosha, A., Tressel, T. and Yokoyama, A., 2025, Corporate sector vulnerabilities and high levels of interest rates, IMF Departmental Papers No. 2025/001.

2) Financial Times, 2026. 10. 6, Surge in borrowing costs hits corporate America.

3) FSB, 2026. 5. 6, Report on vulnerabilities in private credit(Morgan Stanley, BoE 데이터 재인용).

- 코어위브는 2026년 2분기 매출이 전년동기대비 두 배 이상 증가했으나, 순이자비용도 6억 4,000만달러로 매출의 약 24.9%에 달해 외형 성장 속에서도 높은 금융비용 부담에 노출[4]
- 2026년 10월에는 코어위브 차입 의존적인 투자 구조에 대한 우려가 부각되면서 채권가격이 하락하고 2030년 만기 채권 수익률이 약 15%에 달해, AI 수요 확대 속에서도 사업자의 재무 여력에 따라 조달 여건이 악화될 수 있음을 보여줌[5]

— AI 수요와 수익성에 대한 기대 약화는 관련 자산 · 담보가치 하락과 신용스프레드 확대를 통해 신규 자금조달과 투자 여력을 제약할 가능성

- IMF는 AI 투자와 수익성에 대한 기대 약화가 자산가격 조정으로 이어지고, 레버리지와 익스포저 집중이 충격을 증폭할 수 있다고 지적[6]

□ **사모신용의 자금중개 역할이 확대되는 가운데 차입기업의 이자상환 부담, 차입구조 및 유동성 불일치 등이 주요 잠재 리스크로 부각**

— 사모신용은 지난 10년간 빠르게 성장했으며, 중견 비금융기업의 인수 · 성장 · 차환자금 조달 수단으로 활용

- 연준의 금융계정 연구에 따르면 사모신용 투자기구의 운용자산은 2012년 약 3,500억달러에서 2025년말 2조 6천억달러로 증가[7]
- 주로 사모대출펀드와 사업개발회사(BDC)를 통해 공급되며, 최근에는 중견기업 대출을 기초로 한 CLO와 인터벌·공개매수형 펀드 등을 통한 공급도 확대

— 변동금리 대출은 금리 재설정에 따라 높은 시장금리가 이자 부담에 비교적 빠르게 반영되며, 차입기업의 이자부담이 증가하고 수익성 악화

- Fitch 집계대상의 직전 12개월 부도율은 2026년 2분기말 6.0%에서 3분기말 6.3%로 상승[8]

— 일부 반유동성 상품은 비유동적인 대출자산과 정기적인 환매 수요 사이의 불일치에 노출되며, 금융기관 간 연계를 통해 위험이 전이될 가능성

- 은행·보험사·사모펀드 간 연계가 깊어지는 가운데, 차입기업 부실과 자금 유출이 겹칠 경우, 관련 금융기관의 손실과 신용공급 축소로 이어질 가능성에 유의[9]

□ **결론적으로, 차환 부담과 AI 투자 수익성 불확실성에 따른 취약 차입기업의 신용위험이 금융권 연계를 통해 신용시장 전반으로 확산될 가능성에 유의**

— 회사채 발행 호조와 우량기업의 상대적으로 안정적인 스프레드는 완충요인이지만, 저신용 차입기업의 높은 조달금리는 신규 차입 · 차환 시 부담을 가중할 가능성

4) CoreWeave, 2026. 8. 11, CoreWeave reports strong second quarter 2026 results.

5) WSJ, 2026. 10. 19, The weak points in AI bonds are becoming clearer.

6) IMF, 2026. 10, Global financial stability report: Resilience, risk, and transformation.

7) FED Notes, 2026. 10. 16, Introducing private credit into the Financial Accounts of the United States.

8) Fitch Ratings, 2026. 10. 29, U.S. private credit default rate remains elevated in 3Q26.

9) FSB, 2026. 5. 6, Report on vulnerabilities in private credit.

- 시장 전체의 발행액과 평균 스프레드만으로 건전성을 판단하기보다, 등급별 시장 접근성·차환조건·현금흐름을 함께 평가할 필요
- AI 투자도 현금창출력이 높은 대형 하이퍼스케일러와 외부 차입 의존도가 높은 사업자 간 대응 여력을 구분해 판단할 필요

— 신보성(2026)은 사모신용펀드의 부채비율을 고려할 때 펀드 자체의 채무불이행 위험은 제한적이라고 평가되지만 차입기업의 건전성이 급격히 악화되면 은행 · 생명보험사와의 복잡한 연계를 통해 금융시스템 전반으로 위험이 확산될 가능성을 지적[10)]

— 국내에서는 미국 취약기업과 AI 투자 관련 위험이 금융기관의 손실, 글로벌 투자 축소와 수출 수요 둔화로 전이되는 경로를 점검할 필요

선임연구원 김은화

10) 신보성, 2026, 『미국 사모신용시장의 건전성, 유동성 및 시스템리스크』, 자본시장연구원 이슈보고서 26-15.