

이슈보고서 24-32

ISSUE
REPORT

사모사채시장의 특성분석과 시사점

김필규

사모사채시장의 특성분석과 시사점

저자 김필규*

본고에서는 사모사채시장의 특성 분석에 근거하여 시장 구조를 개선하고 건전성을 제고하는 방안을 검토한다. 사모사채는 공모 절차를 밟지 않고 제한된 투자자를 대상으로 발행되는 채권을 의미한다. 사모사채시장은 자금시장 경색기에 공모사채를 대체하는 역할과 신용도가 낮은 기업의 조달 수단을 다양화하는 기능을 수행하고 있다.

회사채시장에서 사모사채가 차지하는 비중은 2022년까지 지속적으로 증가하는 추세를 보였다. 2024년 9월 말 기준 기업부문 회사채시장에서 사모사채의 비중은 22.4%이고, 유동화증권은 45.7%를 기록하고 있다.

기업이 발행한 사모사채는 공모사채에 비해 발행 규모가 작고, 신용도가 낮으며, 만기도 짧다. 사모사채는 공모에 비해 신용위험이 크기 때문에 이를 반영하여 높은 신용 프리미엄을 지불하고 있다. 유동화를 제외한 사모사채는 발행 특성에 따라 일반 사모사채, 자본증권, P-CBO 기초자산 그리고 주식관련사채의 네가지 유형으로 구분할 수 있으며, 각각의 유형에 따라 신용도, 발행 규모, 만기구조 및 조달 비용률에 있어 차이를 보이고 있다. 이러한 차이가 발생하는 것은 사모사채 유형별로 발행기업의 특성이 크게 다르기 때문이다. 사모사채를 발행하는 기업의 특성을 보면 공모사채 발행기업에 비해 기업 규모가 작고, 재무적 성과도 열위하다. 최근에는 전반적인 경기 침체의 영향으로 사모사채 발행기업의 수익성과 건전성이 악화되고 있다.

신용도가 낮은 기업이나 중소기업의 대체적인 자금조달시장으로 사모사채시장이 건전하게 발전하기 위해서는 투자자들이 신용위험을 적정하게 파악하여 투자할 수 있는 기준과 사후관리방안이 마련되어야 한다. 이를 위해서는 사모사채의 특성을 반영한 체계적인 자료를 구축하고, 정보의 질을 개선해야 한다. 또한 사모사채시장의 과도한 증가나 부실화를 방지하기 위한 투자기관에 대한 건전성 규제도 도입될 필요가 있다. 이와 더불어 기관투자자의 투자를 목적으로 하는 사모사채 발행의 경우에는 QIB시장을 적극 활용하는 정책을 추진할 필요가 있다.

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

자본시장실 선임연구위원 김필규 (pkkim@kcmi.re.kr)

** 발행: 2024년 12월 23일

1. 서론

사모사채는 공모 절차를 밟지 않고 제한된 투자자를 대상으로 발행되는 채권을 의미한다. 사모사채는 공모 회사채의 발행이 어려운 기업이나 자금시장 경색기에 공모를 대체하여 신속한 자금조달을 위한 수단으로 활용되었다. 최근 사모사채는 공모 회사채를 대체하는 조달 이외에 다양한 목적과 수단으로 활용되고 있다. P-CBO의 기초자산으로 사모사채가 활용되어 중소기업의 자금조달을 지원하는 기능을 수행하고 있고, 자산유동화에 관한 법률에 근거하지 않는 유동화 회사채(AB Bond)도 활발히 발행되고 있다. 또한 대부분의 주식관련사채는 사모의 형태로 발행되고 있으며, 일부 대기업과 금융회사의 경우 사모의 방식으로 자본증권을 발행하기도 한다. 이에 따라 사모사채의 유형이 다양화되고 있고, 사모사채를 발행하는 중소기업의 수도 늘어나고 있다. 이러한 사모사채시장의 확대는 은행 대출 위주의 중소기업 자금조달 수단을 다양화하고, 공모채권을 발행할 수 없는 기업의 채권시장 접근도를 넓히는 긍정적인 측면이 존재한다. 투자자 입장에서는 기존의 거래 등을 통해 신용도 파악이 가능한 기업의 사모사채 인수를 통해 수익 기회를 넓히는 효과를 제공한다.

사모사채는 사적 계약에 근거하여 증권이 발행되기 때문에 본질적으로 정보비대칭의 문제가 존재한다. 사모사채는 증권신고서 제출과 공시 등의 발행 규제를 받지 않기 때문에 세부적인 발행 관련 정보의 제공이 제한되어 있다. 또한 대부분의 사모사채가 신용등급을 받지 않고 발행되어 객관적인 신용도를 파악하기도 어렵다. 이에 따라 사모사채 투자자들은 자체적으로 사모사채의 신용도를 파악하여 투자를 해야 하며, 사모사채의 사후관리도 개별적으로 이루어질 수 밖에 없다. 또한 전체 사모사채시장의 변화에 대한 정보를 제공하는 체계가 마련되어 있지 않아 시장 상황의 변화에 대응한 신속한 대처도 어려운 상황이다.

사모사채에 대한 정보 부족으로 인하여 사모사채시장에 대한 기존 연구는 매우 부족한 상황이다. 정희준 외(2012)는 사모사채 발행정보에 근거하여 시장의 특성을 검토하고 사모사채 발행량을 결정하는 요인을 실증적으로 분석하였다. 안승철 외(2004)는 기업이 채권 발행 시에 사모와 공모를 선택하는 요인을 분석하고 있다. 이상의 연구 이외에 최근 사모사채의 특성이나 시장 구조에 대한 체계적인 연구는 거의 존재하지 않고 있다.

이에 본 보고서에서는 채권 발행정보⁰¹와 발행기업의 재무자료를 이용하여 사모사채시장의 특성을 분석하고, 시장의 건전한 발전을 위한 방안을 검토한다. 이를 위해 사모사채의 발행 추이와 사모사채 유형별 특성을 살피고, 재무자료 입수가 가능한 사모사채를 대상으로 발행기업의 특성과 사모사채 조달 요인에 대해 살펴본다. 이러한 특성 분석에 근거하여 특성별 사모사채시장의 활용도 제고 방안과 투자자의 사모사채 관련 리스크 관리에 대한 시사점을 제공한다.

II. 사모사채시장의 현황 및 특성

1. 사모사채 관련 제도 현황

사모사채는 공모절차를 밟지 않고 발행되는 회사채를 말한다. 법률적인 개념으로 사모사채는 신규로 발행되는 회사채가 자본시장법에서 정의하는 모집⁰²에 해당하지 않는 경우⁰³로 정의된다. 일반적으로 공모사채 발행의 경우 신용평가, 증권신고 및 수요예측 절차 등으로 3주 이상이 소요된다. 반면 사모사채의 경우 공개 모집의 절차를 생략하고 발행이 가능하다. 이에 따라 사모사채는 공모사채에 비해 발행 소요시간이 짧고, 발행 비용도 적게 든다.

사모사채의 경우 증권신고서를 제출하지 않기 때문에 발행 증권에 대한 세부적인 정보가 시장에 공시되지 않는다. 공모사채는 대부분 신용등급을 받도록 되어 있으나⁰⁴, 사모사채는 신용등급을 받지 않아도 된다. 이로 인해 투자자와 제3자가 사모사채에 대한 객관적인 신용도 정보를 취득하는 데에 제약이 존재한다.

01 전자등록을 통해 발행되는 사모사채의 경우 기본적인 채권의 정보가 제공되며, 본 연구는 이러한 채권 발행 정보를 이용하여 발행 특성을 살펴본다.

02 자본시장법 제9조 제7항에서 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산출한 50인 이상의 투자자에게 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것을 “모집”으로 정의한다.

03 자본시장법 제9조 제8항에서는 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것으로서 모집에 해당하지 아니하는 것을 “사모”로 정의하고 있다.

04 증권 인수업무 등에 관한 규정 제11조의2 제1항에 따라 금융투자회사가 인수하는 공모의 무보증회사채는 신용평가를 받도록 의무화되어 있다.

사모사채는 증권의 특성과 대출의 특성을 동시에 지닌 상품이다. 회계기준에 따르면 활성시장이 형성된 사모사채는 증권으로 분류되고, 활성시장이 형성되지 않은 사모사채는 대출로 분류된다. 은행업회계처리준칙에서는 발행회사로부터 직접 취득한 사모사채는 대출채권으로 분류하고, 직접 취득 이외의 방법으로 취득한 사모사채는 증권으로 분류되고 있다. 증권회사의 경우 회계상으로 사모사채는 주로 대출로 분류되고 있다.

공모사채와 사모사채는 사채발행과 관련한 세부 계약 내용이 다를 가능성도 있다. 일반적으로 공모사채는 표준사채관리계약서에 근거하여 발행이 이루어진다.⁰⁵ 표준사채관리계약은 사채의 발행조건, 발행회사의 의무 및 책임, 기한의 이익 상실 조건, 사채관리회사의 권한과 책임, 사채권자집회, 사채관리계약 변경과 관련한 사항 등을 정의하고 있다. 특히 발행회사의 의무 및 책임에는 채무자의 지급능력을 담보하기 위해 재무비율 유지, 담보설정 제한, 자산처분 제한, 지배구조 변경 제한 등 회사의 행위능력에 대해 제한을 가하는 개별 특약조항이 포함되어 있으며, 동 조항에 따른 의무를 위반할 경우 사채권자 및 사채관리회사는 사채권자집회의 결의 및 서면통지를 통해 사채에 대한 기한의 이익 상실을 선언할 수 있다. 반면 사모사채는 표준사채관리계약서를 따를 의무가 존재하지 않아 표준계약서의 조항 수정이나 삭제 요구가 반영될 가능성이 있다. 개별 특약을 통해 경영진 연대보증이나 제3자에 의한 신용보강의 내용이 포함되기도 한다. 또한 사모사채의 상환을 제고하기 위한 담보의 설정, 유지 절차를 설정하거나 대주의 원리금 상환재원 확보를 위한 다양한 의무사항이 포함되기도 한다. 이와 같이 사모사채는 표준화된 발행조건 이외에 개별 조건이 추가되는 특성을 지니고 있다. 그러나 이에 대한 세부적인 정보는 이해관계자에게만 제공되기 때문에 증권의 특성을 파악하는데 제약이 존재한다. 또한 사모사채시장 전반에 대한 정보 제공이 원활하게 이루어지지 않아 투자자들이 사모사채시장을 파악하고, 시장구조의 변화에 근거한 투자전략을 수립하는데 제약이 존재한다.

05 증권 인수업무 등에 관한 규정 제11조의2 제2항. 무보증사채를 인수하는 경우에는 무보증사채의 발행인과 사채관리회사 간에 금융투자협회가 정한 표준무보증사채 사채관리계약서에 의한 계약이 체결된 것이어야 한다.

2. 사모사채시장 현황

가. 전체 회사채시장 추이

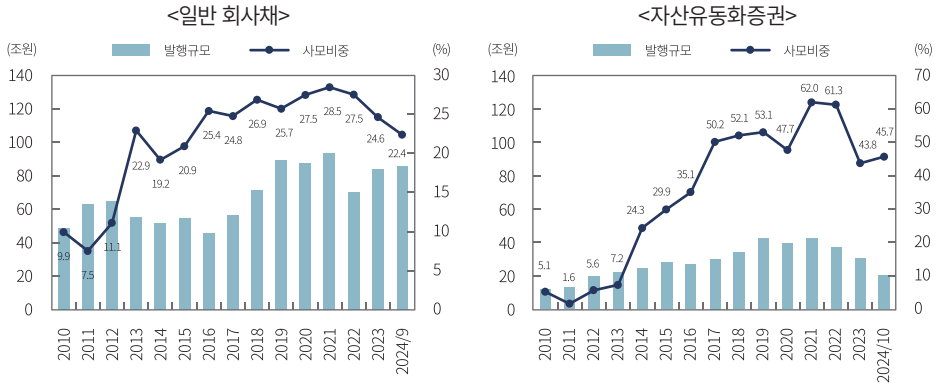
회사채는 일반기업이 발행하는 회사채와 유동화회사가 발행하는 유동화증권⁰⁶으로 구분할 수 있다. 공모와 사모를 합한 전체 회사채 발행 규모는 시장 여건의 변화에 따라 연도별로 변동성을 보이고 있다. 공모와 사모를 합한 일반 회사채 발행은 2021년 93.4조원의 가장 높은 실적을 나타냈으나 2022년 들어 금리가 상승함에 따라 감소세로 돌아서 2023년에는 83.6조원 발행에 머물렀다. 2024년 들어서는 인플레이션 압력 완화에 따른 금리 하락에 대한 기대감으로 일반 기업의 회사채 발행이 증가하여 9월 말 현재 발행 규모가 전년도 연간 발행 규모를 상회한 85.7조원을 기록하고 있다. MBS를 제외한 유동화증권 발행 규모는 2021년까지 증가하는 추세를 보였으나 이후에는 감소하고 있다. 유동화증권 발행이 감소한 것은 PF관련 사모 유동화증권이 감소하고, 금리 상승의 영향으로 공모 유동화증권의 발행도 둔화된 데에 기인한다.

사모 형태로 발행되는 일반 회사채의 발행은 2021년까지 지속적인 증가세를 보였으나 2022년 금리 상승의 영향으로 발행 규모가 감소하였다. 그러나 2024년 들어서는 사모사채 발행이 대폭 증가하여 9월 말 기준 사모사채 발행은 전년동기대비 15.8% 증가한 19.2조원을 기록하였다. 반면 사모 유동화증권은 2021년 최대 규모를 기록한 이후 감소하는 추세를 보이고 있다.

기업부문과 유동화를 합한 전체 회사채시장에서 사모사채가 차지하는 비중은 2021년 가장 높은 실적을 기록한 이후 감소하고 있다. 유형별로 보면 기업부문 회사채시장에서 사모의 비중은 2010년 9.8%에서 지속적으로 증가하여 2021년에는 28.5%까지 늘어났다. 그러나 최근에는 금리 상승과 사모사채 투자자의 리스크 관리 강화에 따라 그 비중이 다소 줄어들고 있다. 유동화증권의 경우에는 기간별로 사모의 비중이 크게 변화하고 있다. 유동화증권에서 사모의 비중은 2010년 5.1%에서 지속적으로 늘어 2021년 62.1%로 최대치를 기록했으나 이후 비중이 감소하여 2023년에는 43.7%로 줄어들었다.

06 회사채 유형에 포함되는 유동화증권은 자산유동화에 관한 법률에 근거하여 발행된 유동화증권(MBS 제외)과 자산유동화에 관한 법률에 근거하지 않고 상법상 유동화회사가 발행하는 AB Bond를 포함한다.

<그림 II-1> 국내 회사채의 사모 비중 추이



주 : 1) 발행 규모는 공모와 사모를 합한 금액
 2) 유동화증권은 ABS와 AB Bond를 합한 금액(MBS제외)
 자료: 인포맥스, 저자 계산

나. 일반 사모사채의 유형별 발행 추이

사모사채는 발행 목적, 발행회사의 특성, 인수기관, 옵션 등에 따라 발행조건이 각기 다르다. 본 분석에서는 발행 목적과 특성을 감안하여 유동화를 제외한 사모사채를 일반 사모사채, 자본증권⁰⁷, P-CBO 기초자산 그리고 주식관련사채의 네가지 유형으로 구분하여 유형별 발행 추이와 특성을 살펴본다.

기업부문 사모사채의 유형별 비중을 보면 일반 사모사채가 가장 높은 비중을 차지하는 가운데 시장 상황 및 정책 변화에 따라 P-CBO 기초자산과 주식관련사채의 비중이 변동하고 있다. 또한 일부 기간 대기업, 보험회사 및 증권회사 등이 대규모 사모 자본증권을 발행함에 따라 자본증권의 비중이 일시적으로 높아지는 모습을 보이고 있다.

기간별로 보면 일반 사모사채의 비중은 2019년 55.6%로 최대치를 기록한 이후 지속적으로 줄어들어 2023년에는 36.5%를 기록하였다. P-CBO 기초자산의 경우 2015년까지는 주식관련사채보다 높은 비중을 차지하였으나 이후에는 주식관련사채의 비중이 높게 나타나고 있다. 자본증권의 경우 주요 대기업과 금융회사의 사모 발행이 증가한 2013년과 2024년에 높은 비중을 차지하였다.

07 기업들은 자본 확충을 위해 주식과 채권의 중간적 성격을 지니고, 회계 처리상 자본으로 인정받을 수 있는 자본증권을 발행하였다. 이러한 유형의 증권은 만기가 길고, 지분의 우선순위가 낮으며, 가격 결정 요인도 선순위증권과는 차이를 보일 가능성이 있다.

이와 같이 유형별 비중이 변화하는 것은 자금시장 여건에 따른 수급의 변화와 정책적인 요소가 작용하고 있기 때문이다. 일반 사모사채는 공모사채를 발행한 기업이 자금시장의 상황 변화에 대응하여 소수의 기관투자자를 대상으로 발행되거나, 신용등급이 낮아 공모사채 발행이 어려운 대기업 및 중소기업이 자금을 조달하는 수단으로 활용된다. 일반 사모사채의 규모는 대기업의 대규모 사모사채 발행 여부에 따라 변동하고 있다. 2015년부터 2019년까지는 대기업의 사모사채 발행이 확대되어 일반 사모사채의 비중이 증가하였다. 최근에는 일부 규모가 큰 대부업체가 사모사채 발행을 통해 자금을 조달하고 있다.

P-CBO는 신용도가 낮은 중소기업의 자금지원 수단이다. 신용보증기금은 2009년 기금법 개정을 통해 P-CBO를 상시적인 중소기업 지원 프로그램으로 도입하였다. 또한 기술보증기금과 중소벤처진흥공단도 과거 중단하였던 P-CBO 보증업무를 재개하였다. 주요 공적 보증기관들은 기존의 비교적 규모가 큰 기업을 대상으로 하였던 지원 대상을 중소기업으로 확대하고 있어 중소기업 자금조달 지원의 수단으로 P-CBO의 활용도가 높아지고 있다. 기업부문 사모사채에서 P-CBO 지원기업이 차지하는 비중은 공적 보증기금의 연간 지원금액의 증감에 따라 변화하고 있다. 특히 2020년에는 코로나19 사태로 인한 자금시장 경색에 대응하여 P-CBO를 통한 중소기업 자금지원이 대폭 늘어남에 따라 동 부문의 비중이 높게 나타나고 있다.

주식관련사채의 경우 2020년 코스닥벤처펀드를 도입하여 주식관련사채의 편입을 확대하는 정책을 추진함에 따라 비중이 증가하였다. 그러나 2022년 이후 주식관련사채시장의 건전성 제고를 위해 리픽싱 제도의 개선을 포함한 주식관련사채에 대한 규제를 강화함에 따라 비중이 감소하고 있다.

금리 변화도 사모사채시장의 규모와 구성에 영향을 미치고 있다. 금리가 안정기를 보이는 2021년까지는 기업부문 사모사채의 규모가 증가하는 추세를 보였고, 일반 사모사채의 비중도 증가하였다. 그러나 2022년부터 금리가 상승함에 따라 일반 사모사채의 비중은 감소하는 대신 P-CBO의 비중이 증가하였다. 이는 정책금융기관의 신용보강으로 P-CBO를 통한 조달비용률이 일반 사모사채에 비해 낮기 때문에 다수의 중소기업이 P-CBO를 활용한 결과로 보여진다.

<표 II-1> 사모사채의 유형별 발행 추이

(단위: 십억원, %)

	합계	일반 사모	P-CBO	주식관련	자본증권
2010	4,696	2,792 (59.4)	1,596 (34.0)	309 (6.6)	-
2011	4,736	3,078 (65.0)	1,336 (28.2)	323 (6.8)	-
2012	7,239	3,286 (45.4)	2,847 (39.3)	586 (8.1)	520 (7.2)
2013	12,720	6,604 (51.9)	3,005 (23.6)	731 (5.7)	2,380 (18.7)
2014	9,843	4,396 (44.7)	3,499 (35.5)	1,518 (15.4)	430 (4.4)
2015	11,369	4,519 (39.7)	3,753 (33.0)	2,068 (18.2)	1,028 (9.0)
2016	11,571	4,832 (41.8)	2,057 (17.8)	3,939 (34.0)	744 (6.4)
2017	13,982	7,369 (52.7)	2,475 (17.7)	3,992 (28.6)	145 (1.0)
2018	19,110	10,379 (54.3)	2,127 (11.1)	5,092 (26.6)	1,512 (7.9)
2019	22,983	12,855 (55.9)	2,560 (11.1)	5,837 (25.4)	1,731 (7.5)
2020	23,964	9,586 (40.0)	6,235 (26.0)	7,675 (32.0)	468 (2.0)
2021	26,542	9,491 (35.8)	5,123 (19.3)	11,219 (42.3)	710 (2.7)
2022	19,243	7,288 (37.9)	4,767 (24.8)	5,541 (28.8)	1,647 (8.6)
2023	20,531	7,512 (36.6)	4,865 (23.7)	6,537 (31.8)	1,617 (7.9)
2024.09	19,162	5,920 (30.9)	3,143 (16.4)	5,775 (30.1)	4,325 (22.6)

주 : ()내는 사모사채 전체에서 유형별 사모사채의 비중을 의미
 자료: 인포맥스, 저자 계산

3. 사모사채시장의 특성

가. 사모사채의 발행조건 분석

사모사채는 공모사채와 비교하여 신용도, 발행조건 및 금리 등에 있어 차이를 보인다. 본 절에서는 기업부문이 발행한 사모사채가 공모사채와 비교하여 어떤 차이를 보이는지를 살피고, 사모사채의 유형별 특성도 살펴본다.

사모사채와 공모사채의 건당 발행 규모는 현격한 차이를 보인다. 2010년부터 2024년 9월 말까지 발행된 회사채의 건당 평균 발행 규모는 공모사채가 934억원인데 반해 사모사채는 56억원에 불과한 것으로 나타났다. 공모사채와 사모사채 간의 건당 발행 규모가 차이를 보이는 것은 사모사채 발행기업의 상당 부분이 중소기업이기 때문이다.

사모사채 유형별 건당 발행 규모도 커다란 차이를 보이고 있다. 전체 기간 사모사채의 유형별 건당 평균 발행 규모는 P-CBO 기초자산이 17억원으로 가장 작고, 일반사모사채가 139억원, 주식관련 사모사채가 146억원을 기록하고 있다, 한편 사모 자본증권의 건당 평균 발행 규모는 1,297억원으로 공모사채 평균에 비해서도 큰 것으로 나타났다.

이와 같은 차이는 사모사채 유형별로 발행기관 특성이 다르기 때문이다. 일반 사모사채는 중소기업, 중견기업 및 대기업 등 다양한 유형의 기업이 활용하고 있다. 기간별로 보면 자금시장 경색이 발생한 기간에는 대기업의 사모사채 발행이 증가하여 건당 발행 규모가 증가하고 있다. 사모사채는 특정한 투자자와의 합의를 통해 발행되기 때문에 신속한 발행이 이루어지고, 시장 상황의 변화에 따른 조달비용률의 변동도 상대적으로 낮다. 이와 같은 발행 편의성으로 인해 일부 공모사채를 발행하는 대기업들도 사모사채를 활용한다. 주식관련사채의 주요 발행자는 상대적으로 신용도가 낮은 상장기업이다. 연도별 건당 발행 규모의 추이를 보면 대기업의 주식관련사채 발행 여부에 따라 변동하는 모습을 보인다. P-CBO는 자금 경색기에 중소기업 및 대기업의 자금조달을 지원하기 위해 도입되었다. 이후 다수의 중소기업이 P-CBO 기초자산에 편입됨에 따라 P-CBO 지원 기업의 수가 크게 증가하는 대신 건당 발행 규모는 낮아지는 추세를 보이고 있다. 자본증권은 대기업, 금융기관 및 금융지주회사가 발행하기 때문에 건당 발행 규모가 크다. 금융지주회사나 은행이 발행하는 자본증권은 대부분 공모로 발행된다. 사모 자본증권은 대부분 대기업 혹은 규모가 큰 비은행 금융회사가 발행한다. 사모 자본증권은 발행 규모, 만기, 기타 발행조건 등에 있어 다른 유형의 사모사채와 커다란 차이를 보이고 있다.

이와 같이 사모사채의 유형별로 조달기업의 특성이 크게 다르며, 이에 따라 건당 발행 규모도 유형별로 차이를 보이고 있다. 특히 P-CBO 자금지원을 위한 사모사채가 활성화되면서 사모사채와 공모사채 간의 차이가 더욱 확대되고 있다.

<표 II-2> 회사채의 유형별 건당 평균 발행 규모

(단위: 억원)

	공모	사모	사모사채			
			일반 사모	P-CBO	주식관련	자본증권
2010	799	35	80	17	67	-
2011	970	37	58	19	90	-
2012	961	36	115	17	130	1,300
2013	939	53	162	16	95	2,380
2014	1,034	37	121	17	91	2,150
2015	979	43	167	18	90	1,285
2016	826	41	95	10	125	1,240
2017	778	45	145	11	134	363
2018	915	60	171	10	146	1680
2019	949	62	176	10	150	2,473
2020	1,013	65	145	24	161	669
2021	993	75	144	23	172	710
2022	935	64	161	22	157	915
2023	909	71	160	24	168	674
2024.09	976	90	153	24	153	1,802
전체기간	934	56	139	17	146	1,297

주 : ABS, AB Bond 및 SPAC을 제외한 기업부분의 원화표시 회사채 기준

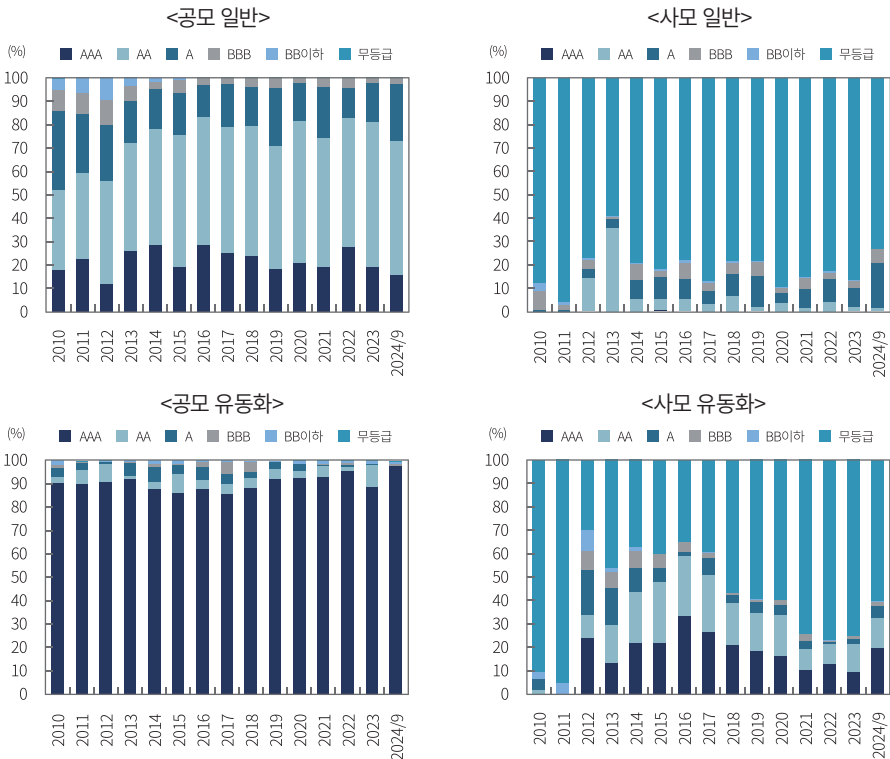
자료: 인포맥스, 저자 계산

사채의 모집방식 및 유형에 따라 발행기관 특성에 있어 차이를 보이며, 이에 따라 신용등급의 분포도 각기 다른 모습을 보이고 있다. <그림 II-2>과 같이 공모사채와 사모사채 및 일반 기업과 유동화증권의 신용등급 분포는 각기 다른 모습을 보이고 있다. 공모 일반 회사채의 경우 대부분 A등급 이상의 높은 신용도를 지닌 반면 사모 일반 회사채의 경우에는 신용등급이 없는 무등급 채권의 비중이 높게 나타나고 있다. 공모사채의 경우 발행 시 증권 신고를 위해 신용등급을 요구하고 있고, 주요 투자자들이 적격 투자 대상을 A등급 이상으로 설정함에 따라 높은 신용도를 지닌 기업만이 공모 회사채를 발행할 수 있다. 반면 사모사채의 경우에는 투자자가 개별

발행자의 신용도를 평가하여 사적 계약을 통해 투자가 이루어지기 때문에 무등급채권의 비중이 높게 나타난다.

공모 유동화증권은 90%이상이 AAA등급으로 발행되고 있다. 이는 공모로 발행되는 자산유동화증권의 경우 투자자들이 가장 높은 신용등급을 요구하기 때문이다. 사모 유동화증권은 자산유동화에 관한 법률에 근거하여 발행된 유동화증권과 자산유동화에 관한 법률에 근거하지 않는 유동화사채로 구성되어 있다. 사모 유동화증권은 예금, Project Finance 및 기타 다양한 자산에 기초하여 발행이 이루어진다. 사모 유동화증권의 신용등급 비중을 보면 무등급 비중이 높은 가운데 일부 기간에는 AA 등급 이상의 비중이 높게 나타나고 있다. 이는 일부 사모 유동화증권이 예금 등과 같은 높은 신용도를 지닌 자산에 기초하여 발행되었기 때문이다. 이와 같이 사모 유동화증권은 기초자산의 특성, 유동화구조 및 기타 신용보강 등에 따라 다양한 신용도로 발행되고 있다.

<그림 II-2> 공모와 사모 회사채의 신용등급 비중 추이



주 : 1) 사모 일반과 공모 일반은 ABS, AB Bond 및 SPAC을 제외한 기업부분의 원화표시 회사채 기준
 2) 공모 유동화와 사모 유동화는 자산유동화에 관한 법률에 근거한 ABS와 AB Bond를 포함(MBS 제외)
 자료: 인포맥스, 저자 계산

회사채는 기업의 장기 안정적인 자금조달을 지원하는 기능을 한다. 그러나 모든 기업이 회사채를 통해 장기의 자금을 조달하고 있지는 않다. 채권의 만기는 발행기업의 신용도, 발행 시의 자금시장 동향 등에 영향을 받는다. 특히 사모사채는 공모사채에 비해 신용도가 낮은 기업이 발행하기 때문에 평균 만기가 짧다.

자본증권을 제외한 전체 분석기간의 기업부문 회사채의 금액가중 평균 만기는 공모사채가 54.5개월 사모사채가 46.6개월을 기록하고 있다. 기간별 추이를 보면 2020년을 제외한 대부분 기간에 걸쳐 공모사채의 평균 만기가 사모사채에 비해 긴 것으로 나타났다. 한편 2020년 사모사채의 평균 만기가 공모사채에 비해 긴 것은 롯데호텔이 15년만기 대규모 사모사채를 발행한 것이 영향을 미쳤기 때문이다.

사모사채 유형별로 보면 주식관련사채가 일반 사모사채와 P-CBO 기초자산에 비해 만기가 긴 것으로 나타났다. 이는 주식관련사채의 경우 전환기간을 감안하여 비교적 장기로 발행이 이루어지기 때문이다. 반면 일반 사모사채나 P-CBO 기초자산의 경우에는 신용위험을 통제하기 위해 비교적 짧은 만기로 발행된다.

<표 II-3> 회사채의 유형별 평균 만기 추이

(단위:개월)

	공모	사모	사모사채		
			일반 사모	P-CBO	주식관련
2010	41.9	37.9	37.4	35.9	44.7
2011	49.0	41.4	43.2	34.3	46.4
2012	54.6	39.2	44.3	32.7	44.7
2013	59.3	43.6	50.4	32.0	36.9
2014	62.6	45.5	43.8	30.4	79.0
2015	60.3	32.3	28.1	28.9	45.0
2016	55.8	34.7	22.6	27.4	49.9
2017	60.9	47.9	25.5	28.0	85.9
2018	64.1	60.2	40.8	26.8	109.2
2019	70.2	57.9	28.0	29.1	126.4
2020	62.7	64.7	38.8	32.6	115.5
2021	54.6	43.5	36.4	33.6	53.4
2022	45.7	41.6	27.8	32.8	63.3
2023	41.0	36.4	26.3	31.4	50.3
2024	38.2	38.3	27.6	30.3	54.1
전체기간	54.5	46.6	34.1	31.3	75.3

주 : 1) 금액가중 평균 만기

2) ABS, AB Bond, SPAC 및 자본증권을 제외한 기업부문의 원화표시 회사채 기준

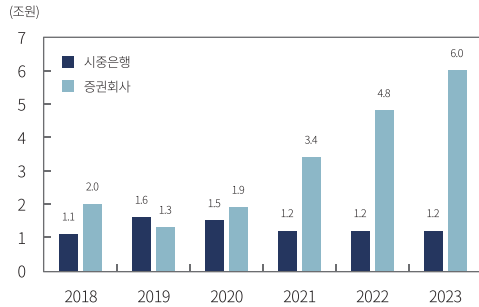
자료: 인포맥스, 저자 계산

사모사채는 투자자 수가 제한되기 때문에 대부분 기관투자자를 대상으로 발행된다. 과거에는 은행, 증권사, 보험기관이 주요한 투자자였다. 은행과 비은행 금융기관은 대출을 대체하는 수단으로 사모사채에 투자를 한다. 증권회사도 다양한 유형의 사모사채에 투자를 확대하였다. 최근에는 중소형금융기관과 사모펀드도 사모사채에 대한 투자를 확대하고 있다. 사모펀드가 사모사채에 대한 투자를 확대하는 것은 저조한 대체투자 성과를 나타낸 연기금이 수익률 제고를 위해 사모펀드를 통해 기업부문 사모 투자를 확대한 데에 기인한다.

증권회사와 주요 은행의 사모사채 투자 추이를 보면 은행의 사모사채 잔액은 감소하는 추세를 보이는 반면 증권회사의 사모사채 잔액은 증가하고 있다. 2023년

말 기준 6개 시중은행의 사모사채 잔액 합계는 1.2조원으로 전체 대출규모에 비해 상당히 낮은 비중을 차지하고 있다. 그러나 증권회사의 경우에는 사모사채의 규모가 지속적으로 증가하여 2023년 말 전체 증권사의 사모사채 잔액은 6.0조원을 기록하였다. 이와 같이 증권회사의 사모사채 투자가 확대되는 가운데 금리 상승과 부동산 경기 둔화의 영향으로 사모사채 부실 규모가 급격히 증가하고 있다. 2023년 말 기준 국내 증권회사가 보유한 사모사채 중에 고정 이하의 비중은 18.9%를 기록하였다. 과거 5% 미만이던 연체비율이 2023년 들어 크게 증가한 것은 증권회사가 인수한 PF 관련 유동화 사모사채가 대거 부실화된 것이 주요 요인으로 작용한 것으로 판단된다.

<그림 II-3> 국내 시중은행 및 증권회사의 사모사채의 잔액 추이



주 : 시중은행은 외국계은행 포함

자료: 상장협의회 TS2000, 금융감독원 금융통계정보시스템, 저자 계산

나. 사모사채의 가격 특성 분석

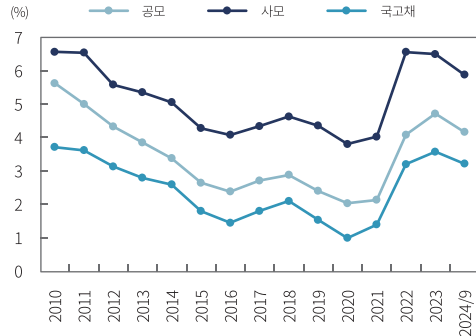
회사채 조달비용률은 발행기관의 신용도, 만기 등 회사채 고유의 특성과 시장금리, 시장 변동성 등의 환경요인 및 유동성, 투자자 구성과 같은 시장요인 등에 영향을 받는다. 특히 국내 회사채시장은 모집 방식에 따라 조달비용률이 커다란 차이를 보이고 있다.

모집 유형별 조달비용률의 변동 추이를 보면 글로벌 인플레이션 압력에 따른 금리 상승의 영향으로 2021년부터 공모사채와 사모사채 모두 조달비용률이 상승하였다. 공모사채의 경우에는 조달

비용률 상승 추세가 2023년까지 이어진 반면 사모사채의 경우에는 2023년 들어 조달비용률이 전년 대비 하락하였다. 이는 P-CBO를 통해 중소기업의 자금조달을 지원하는 정책이 일부 효과를 거두었기 때문인 것으로 판단된다. 2024년의 경우에는 시장금리 하락 추세로 인하여 모든 유형의 채권의 조달 비용률이 하락하고 있다.

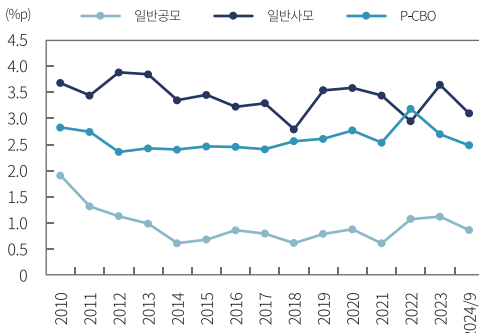
<그림 II-5>는 시장환경 변화에 따른 회사채 유형별로 국고채 대비 스프레드의 추이를 나타낸 것이다. 국고채 대비 스프레드는 이표채 형태로 발행된 회사채 수익률에서 발행일자의 동일 만기 국고채 수익률을 차감한 값으로 측정하였다.

<그림 II-4> 공모채권과 사모채권의 평균 발행수익률 추이



주 : 1) 기업이 발행한 이표채권의 발행수익률의 연도별 단순 평균 값임
 2) 주식관련사채와 자본증권은 분석 표본에서 제외
 자료: 인포맥스, 저자 계산

<그림 II-5> 회사채 유형별 국고채 대비 스프레드 추이



주 : 1) 이표채로 발행된 회사채의 동일 만기 국고채 시가평가 수익률 대비 스프레드 추이
 2) 주식관련사채와 자본증권은 분석 표본에서 제외
 자료: 인포맥스, 금융투자협회, 저자 계산

기간별 회사채 신용스프레드의 추이를 보면 시장금리가 하락하는 기간에는 스프레드가 줄어드는 반면 금리 상승기에는 상승하고 있다. 모집 유형별로 보면 사모사채의 스프레드가 공모사채에 비해 지속적으로 높은 값을 보이고 있다. 이는 사모사채의 평균 신용도가 공모사채에 비해 낮기 때문이다. 사모사채 유형별 스프레드를 보면 2022년을 제외하고 대부분의 기간에 걸쳐 일반 사모사채의 스프레드가 P-CBO 기초자산에 비해 높은 값을 나타내고 있다. 2022년의 경우

에는 금리가 상승하는 기간에 P-CBO 발행이 늘어남에 따라 일반 사모사채에 비해 높은 스프레드를 기록하고 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이 사모사채는 유형별로 건당 발행 규모, 만기구조, 신용등급 분포 및 조달비용률 등에서 커다란 차이를 보이고 있다. 이와 같은 차이가 발생하는 것은 사모사채 유형별로

발행기업의 특성이 크게 다르기 때문이다. 일반 사모사채의 경우 공모사채의 대체 수단으로 활용되기 때문에 다양한 유형의 기업이 발행을 하고 있다. 이에 따라 기업 규모별로 조달 조건과 신용도가 각기 다른 모습을 보이고 있다. 반면 P-CBO 기초자산의 경우에는 비교적 신용도가 낮은 중소기업의 비중이 높다. 그럼에도 불구하고 보증기관의 신용보강 효과로 인하여 낮은 조달비용률을 나타내고 있다. 한편 주식관련사채의 경우에는 코스닥기업의 비중이 높게 나타나며, 주식 전환을 전제로 발행이 이루어지기 때문에 발행조건이 크게 다른 특성을 보인다.

III. 사모사채 발행기업의 특성 분석

전자등록 방식으로 발행되는 사모사채의 경우 채권등록 자료를 이용하여 발행자와 발행조건 등을 파악할 수 있다. 이에 본 연구에서는 사모사채 정보와 발행기업 재무자료를 결합하여 기업이 발행한 사모사채 발행기업의 재무적인 특성을 살펴본다.

1. 사모사채 발행기업의 특성

<표 III-1>은 2010년부터 2023년까지의 재무자료 획득이 가능한 회사채 발행기업의 재무적인 특성을 요약한 것이다. 공모사채와 사모사채 발행기업은 기업 규모와 재무적인 특성에 있어 커다란 차이를 보이고 있다.

소속시장 측면에서 보면 공모사채 발행기업의 67.4%가 상장기업인 반면 사모사채는 13.7%만이 상장기업으로 나타났다. 또한 공모사채 발행기업 중에 중소기업의 비중은 2.8%에 불과한 반면 사모사채 발행기업 중 중소기업의 비중은 75.5%로 나타났다.

모집 방식에 따른 재무적인 특성을 보면, 공모사채 발행기업의 평균 총자산 규모는 6.0조원인데 반해 사모사채 발행기업의 평균 총자산 규모는 2,953억원으로 공모 발행기업과 사모 발행기업 간에는 기업 규모에 있어 커다란 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 모집 방식에 따른 재무지표를 비교해보면 공모사채 발행기업은 사모사채 발행기업에 비해 수익성, 건전성 지표에 있어 우위를 보이고 있고 이에 따라 조달비용률도 낮은 것으로 나타났다.

이러한 재무적인 차이로 인해 공모사채와 사모사채 간에는 신용도에 있어 큰 차이를 보인다. 공모사채의 평균 신용등급은 A+를 기록하고 있다. 반면 사모사채의 평균 신용등급은 BB등급으로 나타났다. 또한 일부 대기업을 제외하고 대부분의 사모사채는 신용등급을 받지 않고 발행하는 것으로 나타났다.

이와 같이 모집 방식에 따라 발행기업의 재무적인 특성이 차이를 보이며, 특히 기업 규모와 신용도가 커다란 차이를 나타내고 있다. 이와 같은 차이를 보이는 주요 요인은 투자자의 공모사채에 대한 보수적인 투자 기준이 한 요인으로 작용한다. 일반적으로 주요 투자자들은 공모사채의 적격 투자 기준을 A등급 이상으로 설정하고 있다. 이에 따라 공모 발행이 어려운 신용도가 낮은 기업이나 중소기업의 경우 사모사채를 주로 활용하고 있다.

<표 III-1> 회사채 발행기업의 특성 변수의 평균

	공모사채	사모사채	발행기업	
			일반	P-CBO
상장기업 비중(%)	67.4	13.7	48.5	7.6
중소기업 비중(%)	2.8	75.5	32.4	84.2
총자산(억원)	60,161	2,953	15,004	892
레버리지(%)	148.5	276.4	235.2	307.0
총자산증가율(%)	10.6	10.4	12.0	8.8
이자보상배율(배)	15.7	15.1	13.2	13.2
ROA(%)	2.9	1.1	1.0	2.3
이자비용률(%)	3.91	5.26	4.75	4.71
신용등급 Factor	9.9	3.2	4.3	3.1
표본수	1,863	15,433	2,000	11,377

주 : 1) 2011년부터 2024년 9월 말까지 자본증권을 제외한 채권 발행기업 중에 재무자료가 존재하는 기업의 발행 전년(t-1) 재무 변수
 2) 신용등급 factor는 B등급 이하는 1로 하고, 노치에 따라 1을 추가하여 AAA등급은 14점을 할당하며, 무등급은 BB등급의 값을 할당
 자료: 인포맥스, 상장협의회, 저자 계산

사모사채 발행기업의 주요 재무비율 추이를 보면 연도별로 높은 변동성을 보이는 가운데 최근 들어 재무상황이 다소 악화되는 것으로 나타났다. 세부 지표별 추이를 보면 사모사채 발행기업의 지급이자율은 2022년 이후 증가하는 추세를 보이고 있다. 성장률 지표를 나타내는 총자본증가율은 감소하는 것으로 나타났고 수익성 지표도 악화되는 추세를 보이고 있다. 이는 경기 둔화에 따라 사모사채 발행기업 전반의 성과가 악화되고 있음을 나타내는 것이다.

이와 같은 결과는 금리 상승 및 경기 침체로 인한 전반적인 기업 경기 둔화가 주된 원인으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 최근 사모사채 발행 기업의 재무 성과는 코로나19 사태 직후 사모사채 발행기업의 재무지표에 비해서는 양호한 상황으로 판단된다. 이에 따라 단기적으로 사모사채 발행기업의 신용도가 악화되어 사모사채시장의 급격한 부실화 문제가 발생할 가능성은 상대적으로 크지 않다. 다만 최근의 기업 실적 둔화가 지속될 가능성이 존재하는 상황에서 사모사채 투자의 건전성을 점검하고 사후관리를 강화할 필요성은 증대하고 있다.

<표 III-2> 사모사채 발행기업의 주요 재무비율 변화 추이

전체 사모사채						
	자산(억원)	지급 이자율(%)	부채비율(%)	총자본 증가율(%)	이자보상 배율(배)	ROA(%)
2011	1,565	6.53	258.2	15.38	16.12	3.42
2012	1,550	6.74	249.7	15.03	7.72	3.02
2013	4,028	5.87	275.8	9.29	13.89	2.38
2014	3,217	5.48	296.1	8.50	12.69	2.03
2015	2,998	5.43	293.3	8.19	5.41	1.79
2016	2,344	5.61	307.0	8.23	18.93	1.33
2017	2,973	4.29	293.2	9.95	13.50	2.33
2018	3,233	4.90	263.5	7.04	14.92	1.76
2019	2,478	4.53	266.3	9.27	11.55	0.88
2020	3,390	5.29	264.5	10.36	11.06	0.59
2021	3,006	5.21	283.2	10.26	25.50	-0.71
2022	2,718	4.01	285.4	14.76	11.31	2.00
2023	3,344	5.58	277.2	11.67	19.47	0.39
2024.09	3,262	6.53	243.8	10.16	21.59	-1.22
일반 사모사채						
	자산(억원)	지급 이자율(%)	부채비율(%)	총자본 증가율(%)	이자보상 배율(배)	ROA(%)
2011	2,368	6.56	206.6	18.5	11.8	2.5
2012	4,612	5.94	167.0	21.7	17.6	1.2
2013	14,069	5.33	124.9	8.6	41.2	1.7
2014	19,615	5.33	250.0	6.8	21.4	0.1
2015	22,715	4.47	208.0	7.0	26.8	2.0
2016	12,304	4.57	289.7	8.3	11.6	0.5
2017	24,555	3.87	226.4	6.3	9.2	0.9
2018	24,073	3.79	263.9	8.8	11.7	0.5
2019	16,577	4.43	230.6	9.7	8.3	0.9
2020	16,844	4.45	231.0	18.0	9.2	1.0
2021	14,695	4.38	294.8	8.8	8.5	-1.4
2022	12,690	3.44	240.4	17.8	3.7	2.1
2023	19,546	4.68	299.3	11.0	4.6	1.3
2024.09	12,772	5.50	225.0	9.3	14.1	1.4

주 : 2011년부터 2024년 9월 말까지 자본증권을 제외한 채권 발행기업 중에 재무자료가 존재하는 기업의 발행 전년(t-1) 재무 변수 기준
 자료: 인포맥스, 상장협의회, 저자 계산

2. 사모사채 발행 결정 요인

기존의 연구에 따르면 정보 접근성, 채무재조정의 효율성, 부채의 대리인 비용 등이 채권의 모집방식에 영향을 미치며, 이에 따라 조달기업은 공모 발행과 사모 발행이 가지는 비용과 편익의 상충관계를 고려하여 조달 방식을 결정한다는 주장이 다수 존재한다. 안승철 외(2004)는 회사채 발행 기업이 사모방식과 공모방식을 선택하는 요인에 대한 연구를 수행하였다. 분석 결과 정보비대칭의 정도가 높은 기업이나 대리인문제를 해결하기 위한 수단으로 사모사채가 활용된다는 결과를 제시하고 있다.

본 분석에서는 회사채 발행기업의 재무정보를 이용하여 기업의 회사채 조달에 있어 공모와 사모의 방식을 결정하는 주요한 요인이 무엇인지를 실증적으로 분석한다. 이를 위해 주요 기업의 특성을 나타내는 다양한 변수를 독립변수로 하고, 사모 여부를 나타내는 더미변수를 종속변수로 하는 이항분석모형을 도입하였다.

<표 III-3>은 사모사채 결정 요인에 대한 이항분석모형의 결과를 나타낸 것이다. 자본증권을 제외한 전체 사모사채 발행기업 표본을 대상으로 사모 선택에 영향을 미치는 주요 변수는 상장여부 더미, 중소기업 더미, 신용등급, 기업 규모 및 수익성 지표로 나타났다. 이러한 결과는 상대적으로 규모가 작고, 신용등급이 낮으며, 수익성이 낮고 정보 비대칭의 정도가 높은 기업일수록 사모사채를 통한 조달의 가능성이 높다는 것을 보여주는 것이다.

다양한 유형의 회사채를 대상으로 한 분석에서 발생할 수 있는 외부 요인의 문제를 해소하기 위해 본 연구에서는 일반 회사채 샘플을 대상으로 사모사채 결정요인을 분석하였다. 일반 회사채 표본의 결과는 자본증권을 제외한 전체 표본의 결과와 비교하여 일부 유의미한 변수에 차이를 보이고 있다. 상장여부 더미, 중소기업 더미, 신용등급 등은 전체 표본을 대상으로 한 결과와 동일하게 유의한 영향을 미치는 것으로 나타난 반면, 총자산 규모와 수익성 지표는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났으며, 대신 조달비용률이 통계적으로 유의한 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 일반 사모사채의 경우 신용등급의 결정력이 높아지는 대신 다른 변수들은 상대적으로 영향력이 감소한다는 것을 나타내고 있다. 또한 일부 기업의 경우에는 공모사채시장의 경색 등에 대응하여 사모사채를 선택하기 때문에 조달비용률이 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 나타낼 가능성이 있다는 해석을 할 수 있다.

이상의 결과를 종합해보면 채권 발행 기업들은 기업 규모나 신용도 등의 특성에 따라 사모와 공모를 선택하고 있음을 알 수 있다. 또한 사모사채의 유형에 따라 사모선택의 결정요인이 다를 가능성이 있다는 것을 보여주고 있다.

<표 III-3> 사모사채 발행 선택에 대한 로짓회귀분석 결과

	종속변수: 전체 샘플의 사모발행	종속변수: 일반 회사채의 사모발행
상장 여부 더미	-0.551*** (-5.41)	-0.582*** (-5.46)
중소기업 더미	2.044*** (9.12)	0.517** (2.29)
신용등급	-0.597*** (-32.36)	-0.574*** (-25.49)
총자산	-0.002*** (-5.39)	0.022 (0.46)
조달비용률	-0.003 (-0.83)	-0.036** (-2.69)
레버리지	0.001 (0.54)	-0.001 (-0.90)
총자산 증가율	-0.001 (-0.11)	-0.001 (-0.25)
이자보상배율	0.001 (0.70)	0.001 (1.11)
ROA	-0.015** (-2.03)	-0.013 (-1.57)
관측치	15,689	3,652
Pseudo R ²	0.701	0.477

- 주: 1) 전체 샘플은 2011년부터 2024년 9월 말까지 발행된 이표채 형태의 유동화를 제외한 회사채를 대상으로 하며, 일반 회사채 기준은 주식관련사채와 P-CBO를 제외한 일반 회사채를 대상으로 함
 2) 각 재무변수는 발행 직전년도 값을 사용하였고, 극단치는 제외하였음
 3) ()내는 t값을 나타내며, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

IV. 결론 및 시사점

사모사채는 조달기업의 입장에서 조달 수단을 다양화하고, 시장의 경색에 대응하여 대체적인 조달 수단의 기능을 제공하고 있다. 또한 P-CBO의 경우 정책금융기관의 신용보강 기능을 도입하여 중소기업이 비교적 낮은 조달 비용으로 자금을 조달할 수 있는 기회를 제공하고 있다.

그러나 사모사채는 근본적으로 사적계약에 근거하여 발행이 이루어지기 때문에 발행기관과 채권의 신용도에 대한 정보가 충분히 제공되지 않는 한계를 지니고 있다. 이로 인하여 단기간에 사모사채의 비중이 과도하게 높아지는 경우 회사채시장의 투명성이 낮아질 가능성이 있다. 국내 사모사채시장의 경우 다양한 유형의 상품이 혼재되어 있는 것도 투명성을 낮추는 요인이 되기도 한다. 공모 발행에 제약을 지닌 중소기업 뿐만 아니라 다양한 자산을 기초로 발행되는 사모 유동화증권, 공모 회사채를 발행하는 기업이 시장 상황 변화에 따라 대체적인 조달 수단으로 발행하는 사모 회사채, P-CBO의 기초자산, 사모로 발행되는 주식관련사채 등 다양한 구조가 혼재되어 있다. 그러나 현재의 회사채 발행정보는 공모 회사채에 초점을 두고 기준이 도입되어 사모사채 발행자와 특성에 대한 정보를 적절하게 제공하지 못하고 있다. 이에 따라 사모사채의 특성을 반영한 구분 기준을 도입할 필요가 있다. 특히 채권정보 벤더들이 제공하는 채권정보의 경우 사모사채의 특성을 반영하여 정보의 내용을 개선하고, 시장 구분 기준도 마련할 필요가 있다.

사모사채는 공모사채에 비해 평균적인 신용도가 낮은 상품이기 때문에 사모사채 투자자와 신용보강기관은 높은 신용위험에 직면할 가능성이 있다. 이에 따라 사모사채 유형별로 신용도에 영향을 미치는 요인을 분석하고 신용위험 관리를 강화해야 한다. 또한 사모사채의 사후관리도 강화할 필요가 있다. 최근 증권회사가 투자한 사모사채의 부실 규모가 확대한 것은 증권회사가 사모 형태로 발행한 PF 유동화에 대한 높은 집중도가 주요한 요인으로 작용하였다. 이러한 문제가 재발하지 않도록 시장의 변화를 주기적으로 점검하고 사후관리를 강화하는 방안을 모색해야 한다.

사모사채가 급격히 증가하거나 특정 부문의 사모사채가 확대되어 부실화되는 경우 투자자 손실 뿐만 아니라 금융시장 전반의 불확실성을 높일 가능성이 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 사모사채에 대한 과도한 투자에 대한 규제 체계를 도입할 필요가 있다. 또한 사모사채에 투자하는 금융기관들이 자체적인 리스크관리를 도입하도록 사모사채 투자에 대한 건전성 규제도 강화되어야 한다.

사모사채는 기본적인 특성상 사적계약에 근거한 시장이기 때문에 증권 공시를 강화하거나 신용 등급을 의무화하는 방안의 도입에 제약이 존재하며, 따라서 시장의 투명성을 근본적으로 제고 하는데 한계가 있다. 이러한 제약을 완화시키는 방안으로 전문 투자자를 위주로 하는 QIB(Qualified Institutional Buyer)시장의 활성화 방안을 검토할 필요가 있다. 회계적으로 증권으로 분류 되는 사모사채의 경우 QIB시장을 통해 발행되고 거래되는 시장 구조를 마련하고 이를 활성화시켜야 한다. 미국의 경우 전문투자자를 위주로 하는 사모전문시장인 Rule 144a시장을 도입하여 사모시장의 활성화와 시장 투명성 제고에 기여한 바가 있다. 국내의 경우에도 이와 유사한 QIB 시장이 도입되었으나 대상 증권에 대한 명확한 정의가 마련되지 않아 시장의 도입 효과를 거두지 못하고 있다. 따라서 기관투자자의 투자를 목적으로 하는 사모사채의 경우 QIB시장을 통해 발행과 거래가 이루어지는 시장 구조를 도입하고 정보의 투명성을 제고하는 방안을 마련하는 것이 사모사채의 건전한 발전에도 도움이 될 것으로 판단된다.

참고문헌

- 김상만 · 신의연, 2019, 『사모사채, 호형호부를 허하노라』, 하나금융투자.
- 김필규, 2019, 『메자닌채권시장의 특성분석 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 19-8.
- 류창훈 · 최신 · 권규빈, 2024, 우리나라 기업부채 현황 및 시사점, 『BOK 이슈노트』.
- 안승철 · 이상휘 · 장승욱, 2004, 기업의 회사채 조달방법 선택에 관한 연구-사모사채와 공모사채 발행을 중심으로, 『재무관리연구』21(2).
- 정희준 · 이한구, 2012, 적격기관투자자(QIB)제도 도입을 위한 국내 채권시장 분석, 『금융연구』26(2).
- Denis, D., Mihov, V., 2003, The choice among bank debt, non-bank private debt and public debt, *Journal of Financial Economics* 70.
- Faria e Castro, M., Jordan-Wood, S., Kozlowski, J., 2024, An empirical analysis of the cost of borrowing, Federal Reserve Bank of St. Louis working paper 2024-016.