

이슈보고서 21-29

ISSUE
REPORT

Primary CBO 특성분석 및 개선방안

김필규

Primary CBO 특성분석 및 개선방안

저자 김필규*

Primary CBO(이하 P-CBO)는 신용경색기에 유동성 부족을 해소시키고, 중소기업의 자금조달을 활성화하기 위해 도입된 상품이다. 국내에서 발행된 P-CBO는 대부분 선순위증권 전체에 대한 신용보강이 도입되어 신용보강기관의 부담이 큰 구조로 이루어져 있다. P-CBO의 유형별 특성을 보면 중소기업 지원을 위한 P-CBO는 다수의 중소기업에게 작은 규모의 자금을 지원하는 반면 신용경색 대응 P-CBO는 규모가 큰 기업이 풀에 포함되고 기초자산의 규모도 큰 것으로 나타났다. 코로나19 사태 이후 신용경색 대응을 목적으로 도입된 P-CBO도 기초자산에 중견기업과 대기업이 다수 포함되어 있고 집중도도 높은 상황이다.

2010년부터 2021년 9월까지 발행된 P-CBO의 기초자산을 분석한 결과 8,477개기업에 대해 자금을 지원한 것으로 나타났다. 특히 일부 기업은 여러 번에 걸쳐 지원을 받은 경우가 있고, 특정 기업과 산업에 대한 집중도가 높은 것이 관찰되고 있다.

P-CBO는 금융위기 상황에서 차환의 어려움을 겪는 다양한 기업의 자금조달을 지원하고 신용보강을 통해 조달비용을 절감시키는 한편 편향된 회사채시장의 구조를 일부 개선하는 효과를 거두고 있다. 반면 신용보강기관이 주도하는 자금지원 확대는 자금 배분의 비효율성을 높이고, 한계기업의 정책자금 의존도를 높이는 결과를 초래하기도 하였다. P-CBO 자금지원 전후의 재무적인 효과를 보면 유동성 비율을 제고시키고 은행 대출 위주의 중소기업 자금조달 구조를 개선하는 긍정적인 효과를 보이는 반면 지원기업의 차입금 의존도를 높이고 재무적 안정성이 저하되는 부정적인 측면도 존재하는 것으로 나타났다.

향후 P-CBO의 지원 효과를 제고하기 위해서는 기초자산에 대한 신용도 정보에 근거하여 부분보증 체계를 도입한 유동화구조의 도입을 추진할 필요가 있다. 또한 다양한 기초자산에 근거한 P-CBO를 도입하여 지원기업의 조달 유연성을 제고하는 효과를 도모해야 한다.

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

자본시장실 선임연구위원 김필규 (pkkim@kcmi.re.kr)

I. 서론

Primary CBO(이하 P-CBO)는 외환위기 직후 회사채 차환에 어려움을 겪는 기업의 자금조달을 지원하기 위해 도입된 이후 금융상황의 변화에 따라 유동화 구조와 기초자산의 특성이 크게 변화하였다. 신용 경색기에는 차환에 어려움을 겪는 기업에 유동성 공급을 위해 P-CBO가 활용되다가 자금경색이 해소되면 신용도가 낮아 회사채의 직접 발행이 어려운 중소기업의 회사채 조달을 지원하기 위해 P-CBO가 발행되고 있다.

최근 코로나19 사태에 따른 자금조달 경색에 대응하여 P-CBO 발행이 급증하고 있다. 금융시장의 불안정성이 증대됨에 따라 P-CBO발행을 확대하여 피해기업의 회사채 발행을 지원하는 정책을 추진하였기 때문이다. 최근에 발행된 P-CBO는 코로나19에 직접적인 영향을 받는 산업에 속한 기업과 유동성 경색을 겪는 대기업과 중견기업이 기초자산에 대거 포함되었다.

이와 같이 P-CBO는 정책금융기관의 신용보강을 통해 금융위기 시 저신용기업의 유동성 경색을 해소하고, 중소기업의 자금조달을 지원하는 역할을 한다. 또한 중소기업의 회사채 발행을 활성화하여 은행 대출 위주의 중소기업 자금조달 구조를 개선하는 효과도 제공한다. 그러나 정책당국에 의해 주도되는 자금지원 프로그램의 효과에 대한 부정적인 시각도 있다. 외부적인 신용보강에 기초하여 자금을 지원하는 P-CBO 구조는 한계기업의 구조조정을 지연시키고 자금배분의 효율성을 저하시키는 부작용을 야기할 가능성이 있다는 주장이 있다. 이러한 점에서 P-CBO에 대한 정교한 분석을 통해 도입 효과와 문제점을 살펴보고 효율성 제고를 위한 개선방안을 고민할 필요가 있다.

이에 본고에서는 P-CBO의 특성과 효과 분석에 근거하여 개선방안을 검토해보고자 한다. 2000년부터 최근까지 발행된 P-CBO의 유동화구조와 기초자산 특성 등을 살펴보고, P-CBO의 도입이 자금지원기업과 채권시장에 어떤 영향을 미쳤는지를 분석한다. 특히 코로나19 이후 도입된 P-CBO가 기존의 구조와 어떤 차이를 보이는지를 살피고 P-CBO가 저신용기업의 자금조달 지원 및 위기 시 시장안정의 정책적 수단으로 충분한 역할을 하고 있는지 가늠해본다. 이러한 분석에 기초하여 향후 P-CBO의 효과를 제고하고, 부작용을 최소화하기 위한 방안을 검토한다.

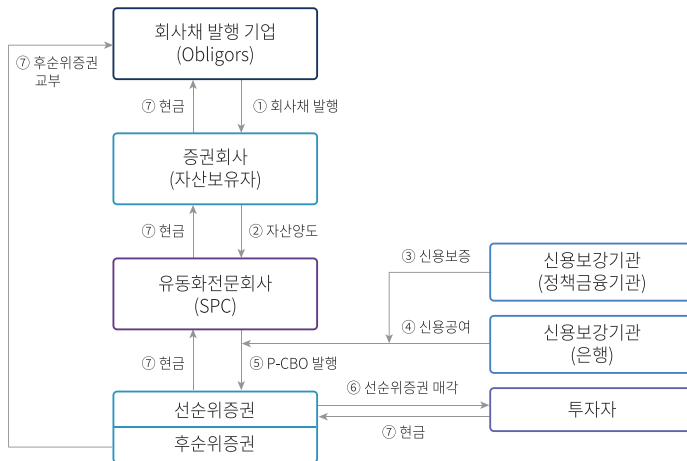
II. P-CBO의 구조와 발행 추이

1. P-CBO의 기본 구조

P-CBO는 기업이 신규로 발행한 회사채를 주관 증권회사가 인수하여 유동화증권 발행을 목적으로 설립된 유동화회사에 양도하고, 유동화회사는 양도받은 자산을 기초로 정책금융기관의 신용보강을 거쳐 발행하는 유동화증권이다. 일반적으로 CBO는 금융기관이 보유한 채권을 유동화 하는데 반해 P-CBO는 발행시장(primary market)에서 신규 발행한 회사채를 기초로 한다는 측면에서 primary라는 이름이 도입되었다. P-CBO의 자산보유자는 주로 증권회사가 담당한다. 자산보유자인 증권회사는 기업이 발행한 회사채를 일괄 인수하고 이를 즉시 유동화하여 인수자금을 회수하게 된다.

CBO는 신용도에 따라 다양한 신용등급의 트랜치 형태로 발행된다. 그런데 P-CBO는 신용도가 낮은 기업이 발행한 회사채를 기초로 하기 때문에 자체적인 신용도로 높은 비중의 선순위증권을 발행하는데 제약이 존재한다. 이에 따라 정책금융기관의 신용보강을 통해 자금조달 효과를 극대화하게 된다. 이와 같이 P-CBO는 기초자산과 발행증권의 신용도 차이를 공적금융기관의 신용보강을 통해 보완함으로써 신용도가 낮은 기업의 회사채시장 접근성을 높이고 조달비용을 낮추는 효과를 제공한다.

<그림 II-1> P-CBO 구조



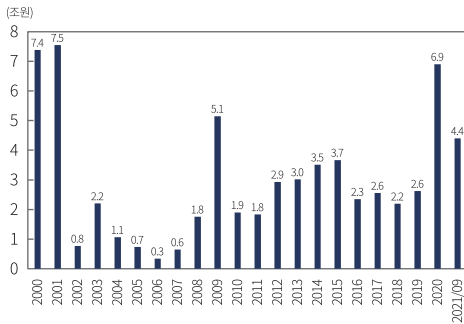
2. P-CBO 발행 추이

P-CBO 발행은 연도별로 높은 변동성을 보이고 있다. 외환위기 직후인 2000년에는 차환발행에 어려움을 겪는 대기업의 자금지원을 위해 P-CBO가 도입되어 높은 발행실적을 기록하였다. 그러나 기업 구조조정이 마무리되고 자금조달시장이 안정화되면서 2002년부터 2008년까지 P-CBO의 발행이 크게 감소하였다. 이후 글로벌 금융위기에 따른 자금시장 경색에 대응하고, 건설경기 둔화에 따라 자금조달에 어려움을 겪는 건설회사의 회사채 차환을 지원하기 위해 P-CBO 발행이 일시적으로 늘어났다. 2010년 이후에는 중소기업 자금조달 지원 P-CBO가 활성화되면서 발행규모가 2~3.5조원 내외의 안정적인 수준을 유지하였다. 코로나19 사태가 발생한 2020년에는 P-CBO의 수요가 늘어나 6.9조원 발행을 기록하였고, 2021년 들어서도 P-CBO를 통한 지원이 이어지면서 9월말까지 발행 규모는 4.4조원을 기록했다.

P-CBO 시장의 특징은 기업 자금경색이 발생하는 시기에 발행이 크게 늘어난다는 점이다. 외환위기 직후인 2000~2001년, 글로벌 금융위기 이후인 2009년 그리고 코로나19 사태로 기업과 금융기관의 자금경색이 발생한 2020~2021년의 경우 P-CBO의 발행이 크게 증가하였다. 위기가 발생하면 투자자들의 신용위험 민감도가 높아져서 신용도가 높은 채권만을 선호하는 투자행태를 보이게 되고 이에 따라 투자등급 채권도 차환이 어려워지는 상황이 발생한다. 이러한 자금경색을 해소하기 위해 정부는 정책금융기관의 P-CBO 신용보강 한도를 확대하여 자금경색을 겪는 기업의 자금지원을 확대하는 프로그램을 도입하였고, 자금경색을 겪는 다수의 대기업과 중견기업이 P-CBO를 통해 자금지원을 받아 유동성 경색 상황을 헤쳐나갈 수 있었다. 그러나 한편으로 P-CBO에 편입된 일부의 자산은 부실화되는 경우가 발생하기도 하였다. 외환위기 이후 신속인수채권 등이 풀에 편입된 이후 부실이 발생하여 보증기관의 손실이 발생한 사례도 존재한다. 한편 2012~2015년의 경우 미분양 아파트 증가 등으로 건설회사의 유동성 부족 현상이 심화됨에 따라 건설회사가 발행한 채권을 다른 산업의 채권과 혼합한 P-CBO가 다수 발행되기도 하였다.

최근 코로나19 사태로 인한 자금시장의 경색에 대응하여 P-CBO 발행이 다시 늘어나고 있다. 2020년부터 2021년 9월말까지 44회에 걸쳐 11.4조원의 P-CBO가 발행되었다. 이중 차환에 어려움을 겪는 중견기업 이상의 자금지원을 위해 도입된 P-CBO는 4.6조원이고, 특정 산업의 자금지원을 위해 발행된 P-CBO는 1.7조원이며, 나머지는 대부분 중소기업의 자금지원을 위해 발행되었다.

<그림 II-2> P-CBO 발행 추이



자료: 금융감독원 유동화증권 발행 자료를 이용하여 저자가 계산

P-CBO는 신용보강을 통해 신용도 높은 유동화증권을 발행하여 지원기업의 차환을 용이하게 하고 조달비용을 절감하는 효과를 거둔다. 신용보강기관은 유동화증권과 기초자산 간의 신용갭(credit gap)을 줄이는 역할을 수행한다.

국내 P-CBO의 신용보강은 신용보증기금, 기술보증기금, 중소기업진흥공단(이하 중진공) 등이 수행¹⁾하고 있다.

<그림 II-3>의 신용보강기관별 비중 추이를 보면 모든 기간에 걸쳐 신용보증기금의 비중이 압도적으로 높게 나타나고 있다. 2020년 신용보강기관별 비중을 보면 신용보증기금이 93.3%, 중진공이 5.1%, 기술보증기금이 1.6%를 차지하고 있다. 이는 신용경색 해소, 중소기업 지원 등 다양한 목적의 P-CBO에 대해 신용보증기금이 신용보강을 제공하고 있기 때문이다. 신용보증기금은 외환위기 발생에 따른 신용경색 해소를 위한 P-CBO의 신용보강업무를 시작한 이래 2003년부터는 중소기업 자금조달 지원을 위한 유동화 보증업무를 도입하였고, 2009년부터는 신용보증기금법을 개정하여 유동화보증업무를 상시 업무로 법제화하였다.

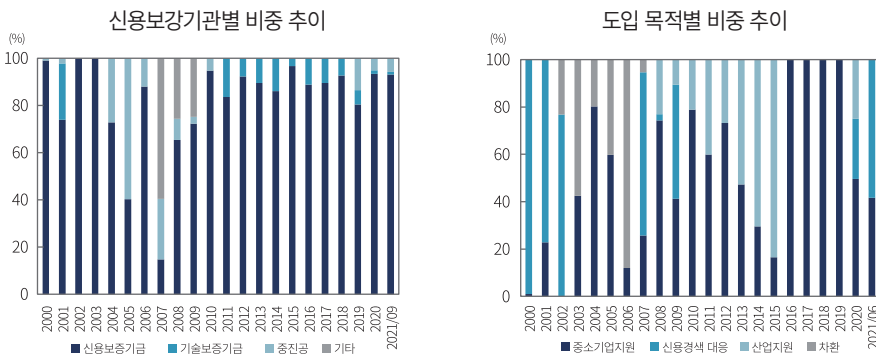
기술보증기금은 2001년 벤처기업 회사채를 기초로 한 P-CBO 신용보강을 수행하였으나 벤처버블 붕괴에 따른 기초자산 부실화로 대규모 손실이 발생하여 2002년부터 유동화보증업무를 중단하였다. 그러나 2011년부터 기술을 지닌 중소기업 자금지원을 목적으로 유동화보증업무를 재개하였다. 중진공의 경우에도 다양한 P-CBO 구조를 도입하고 후순위 인수 등을 통한 유동화 신용보강을 수행하다가 2011년 신용보강업무를 중단하였고, 이후 스케일업 중소기업의 자금지원 활성화를 위해 2019년부터 P-CBO 신용보강업무를 재개하였다. 이와 같이 정책금융기관별로 P-CBO의 신용보강 대상은 각기 다른 것으로 나타났다. 신용보증기금은 자금경색 해소, 중소기업 지원 등과 같은 다양한 목적의 유동화보증을 수행하고 있는데 반해 기술보증기금과 중진공은 중소기업 자금지원을 목적으로 발행된 P-CBO의 신용보강을 통해 중소기업 금융 활성화를 도모하고 있다.

01 산업은행과 주택신용보증기금도 특정기간에 CBO에 대해 신용보강을 제공한 경우가 있다.

P-CBO는 도입 목적에 따라 중소기업 지원, 신용경색 대응, 특정 산업 지원 및 차환 등으로 구분할 수 있다. 중소기업 P-CBO는 중소기업의 자금지원 확대를 위해 도입된 구조이다. 신용경색 대응 P-CBO는 위기 발생 시에 자금조달에 어려움을 겪는 대기업을 포함한 다양한 기업을 지원하기 위해 도입된 자금지원 프로그램이다. 산업지원을 위한 P-CBO는 특정 산업의 자금경색에 대응하기 위해 도입되었다. 과거 건설경기 침체기에 건설회사의 대량 부실화를 막기 위한 건설산업 지원 P-CBO가 발행되었고, 최근에는 해운회사 지원을 위한 P-CBO가 발행되기도 하였다. 이러한 구조는 기초자산 중에 특정 산업의 집중도가 높다는 특성을 보인다.

금융상황의 변화에 따라 P-CBO의 유형별 비중이 크게 변화하고 있다. 전체 기간에 걸쳐 중소기업 지원 P-CBO가 높은 비중을 차지하는 가운데 금융위기 기간에는 신용경색 대응 P-CBO가 높은 비중을 차지하고 있다. 산업지원 P-CBO는 건설경기가 둔화된 시기인 2010년부터 2015년까지 비교적 높은 비중을 나타내었다. 그러나 2016년부터 주택건설이 활성화됨에 따라 산업지원 P-CBO는 거의 발행되지 않다가 2020년 해운산업 지원을 위한 P-CBO가 다시 도입되었다. 한편 코로나19 사태로 기업 자금경색 상황이 발생함에 따라 2020년부터 신용경색 대응을 위한 P-CBO의 비중이 크게 증가하였으며, 2021년에도 이와 같은 추세는 이어지고 있다.

<그림 II-3> P-CDP의 유형별 비중 추이



자료: 금융감독원 유통화증권 발행 자료를 이용하여 저자가 계산

III. P-CBO의 특성 분석

정책 목적으로 도입된 P-CBO는 도입 목적이나 시기에 따라 기초자산의 특성에 커다란 차이를 보이며 이러한 기초자산의 특성은 발행증권의 구조와 신용보강에 영향을 미치게 된다. 본절에서는 P-CBO 기초자산의 특성 및 유동화구조에 대한 분석을 통하여 P-CBO가 도입 목적에 부합하는 상품 설계가 이루어지고 있는지를 평가한다.

1. 기초자산 특성 분석

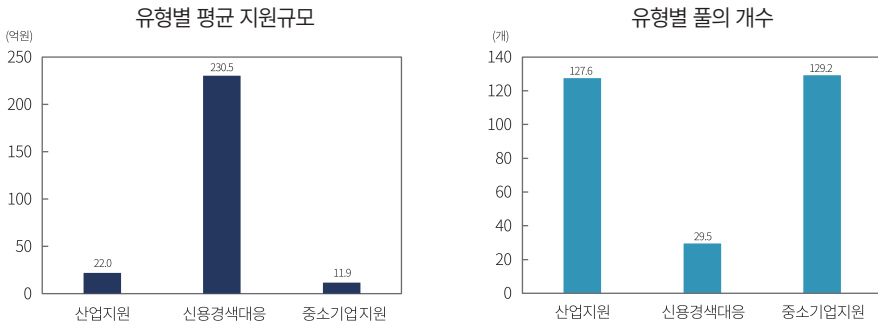
국내 P-CBO의 기초자산은 발행 목적 및 시기별로 기업 규모와 소속시장 및 산업별로 차이를 보일 가능성이 있다. 이에 본 절에서는 2010년부터 2021년 9월까지 발행된 P-CBO 자료를 이용하여 기초자산의 특성을 살펴본다.

도입 목적에 따른 P-CBO 기초자산의 건당 지원규모를 살펴보면, 중소기업 지원 P-CBO의 기초자산 평균 규모는 12억원, 신용경색 대응을 위해 도입된 P-CBO 평균은 규모 212억원, 산업지원 P-CBO의 평균 규모는 22억원으로 나타났다. 유형별 P-CBO 풀의 평균 기초자산 수를 비교해보면 신용경색 대응 P-CBO가 30개 기업으로 적은 반면 중소기업지원과 산업지원 유형의 경우에는 각각 129개, 128개로 다수의 기업이 포함되어 있다.

이와 같이 유형별로 기초자산의 개수와 평균 규모가 다른 것은 도입 목적에 따라 지원 대상 기업의 규모와 특성이 다르기 때문이다. 중소기업 지원 P-CBO의 경우 기초자산이 소액의 다수 회사 채로 구성되어 있다는 특성을 보이는 반면 신용경색 대응 P-CBO는 대기업과 중견기업이 발행한 채권을 포함하고 있기 때문에 건당 평균 규모가 중소기업 지원 P-CBO에 비해 큰 것으로 나타난다. 한편 산업지원 P-CBO의 경우에는 지원 대상 산업에 속한 기업과 중소기업이 발행한 채권을 섞어서 발행을 하는 구조를 도입하여 상대적으로 풀에 포함되는 기업수가 많다.

코로나19 사태 이후 발행된 P-CBO는 대부분 신용보증기금이 신용보강을 한 유동화증권이다. 신용보증기금은 동일한 일자에 발행하는 경우에도 유형에 따라 각기 다른 P-CBO를 발행하고 있다. 이와 같이 유형별로 구분된 P-CBO를 발행하는 것은 유형별로 기초자산의 특성과 지원규모가 다르고 보증의 원천과 사후관리 방식도 다르기 때문이다.

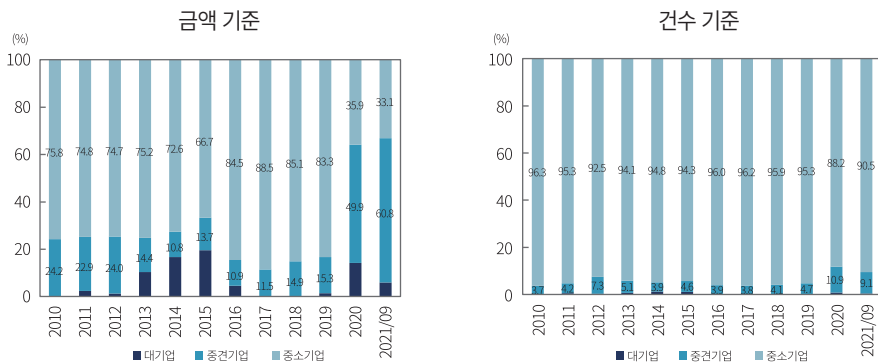
<그림 III-1> P-CBO의 유형별 특성



주 : 2010년부터 2021년 9월까지 발행된 P-CBO 전체를 대상으로 계산
 자료: 금융감독원 DART 공시자료를 이용하여 저자가 계산

기간별 기초자산의 기업 규모별 추이를 보면 중소기업 지원을 위한 유동화증권이 주로 발행되는 시기에는 중소기업의 비중이 높게 나타난 반면 산업지원과 신용경색 대응 P-CBO가 발행된 시기에는 중견기업과 대기업의 비중이 증가하는 것으로 나타났다. 시기별로 기업 규모별 금액의 비중을 보면 건설업지원을 목적으로 P-CBO가 발행된 시기인 2010~2015년의 경우 대기업과 중견기업이 비중이 25% 내외를 기록하였으나 2016~2019년에는 16% 이하로 줄어들었다. 2020년 이후에는 코로나19 사태 이후 자금경색대응 P-CBO의 도입에 따라 대기업 및 중견기업의 비중이 크게 증가하였다. 건수 기준 비중을 보면 2020년을 제외한 모든 기간에 걸쳐 중소기업의 비중이 90%를 넘는 것으로 나타났다. 이는 P-CBO의 경우 기업 규모가 클수록 자금지원 규모도 커진다는 것을 보여주는 결과이다.

<그림 III-2> P-CBO 지원 기업의 규모별 비중 추이

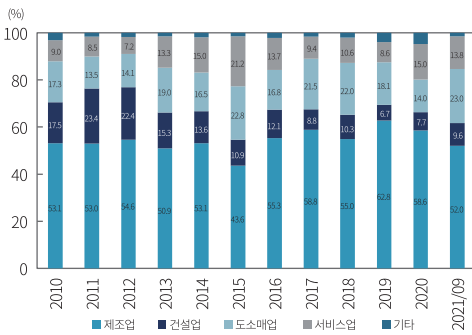


자료: 금융감독원 DART 공시자료를 이용하여 저자가 계산

이상의 결과를 종합해보면 P-CBO는 지원 목적에 따라 기초자산의 개수와 건당 지원규모가 차이를 보이며 특히 자금경색 지원을 목적으로 도입된 P-CBO의 경우에는 상대적으로 적은 수의 기업을 대상으로 대규모의 자금지원이 이루어지는 것으로 나타났다.

<그림 III-3>은 기초자산의 산업별 비중 추이를 나타낸 것이다. 산업별 비중을 보면 전반적으로 제조업의 비중이 높은 가운데 일부 기간에 건설업과 서비스업의 비중이 증가하는 모습을 보이고 있다. 특히 산업지원 P-CBO의 발행이 증가한 기간에는 건설업의 비중이 높게 나타나고 있다.

<그림 III-3> P-CBO 지원 기업의 산업별 비중 추이



자료: 금융감독원 DART 공시자료를 이용하여 저자가 계산

2017~2019년 동안은 건설업의 비중이 감소한 대신 도소매업의 비중이 늘어나고 있다. 한편 코로나19 사태 이후에는 제조업의 비중이 감소한 대신 도소매업과 서비스업의 비중이 늘어나는 추세를 보이고 있다.

이와 같이 P-CBO 기초자산의 산업별 비중은 시기별로 변화하는 가운데 특정 산업의 경기가 둔화된 시기에 집중도가 높아지는 특성을 보이고 있다. 이

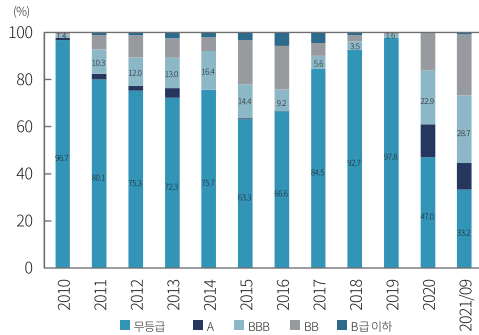
는 P-CBO가 장기적인 산업구조의 변화를 유도하거나 성장산업의 지원 수단으로 활용되기 보다는 자금경색을 겪는 기업의 지원에 초점을 둔 위기 대응 프로그램으로 도입되었기 때문이다. 이러한 상황에서 집중도가 높은 산업의 영업상황이 개선되지 않고 장기 침체에 진입할 경우 기초자산이 부실화되어 신용보강기관이 커다란 손실을 입을 위험이 존재한다.

P-CBO 기초자산의 신용등급별 비중을 보면 전기간에 걸쳐 무등급채권의 비중이 높은 것으로 나타났다. 회사채 신용등급을 보유한 기초자산의 비중은 2010년 3.3%에서 2015년에는 36.7%로 늘어났으나 이후에는 그 비중이 점차 줄어들었다. 이와 같이 무등급채권의 비중이 높은 것은 보증기관이 자체적인 신용도 심사를 통해 지원 대상을 선정하고, 사모사채의 형태로 기초자산을 구성하고 있기 때문이다.

한편 2020년 이후에 발행된 P-CBO의 경우에는 신용등급을 보유한 기업의 비중이 다른 기간에 비해 높은 것으로 나타났다. 이는 코로나19 사태로 기업 자금조달시장이 경색됨에 따라 기존에 회사채를 발행한 기업들이 P-CBO를 활용한 차환을 하였기 때문이다. 신용경색 대응 P-CBO의

경우 대부분의 기초자산이 신용등급을 보유하고 있고, 가중평균 신용등급도 비교적 높음에도 불구하고 선순위 전체에 대해 신용보강을 하는 구조를 통해 P-CBO가 발행되고 있다. 이는 기초자산의 수가 적어 CBO모델을 적용하기에 충분히 분산된 풀을 구성하지 못하고, 자금경색기에 투자자의 신용위험 민감도가 높아져 요구하는 신용보강의 수준이 높아지기 때문이다. 이러한 유동화자산의 신용등급 특성으로 인하여 국내 P-CBO는 부분 보강 구조를 도입하지 못하고 선순위 전체의 신용보강을 통해 발행이 이루어지고 있다.

<그림 III-4> P-CBO 지원기업의 신용등급별 비중 추이

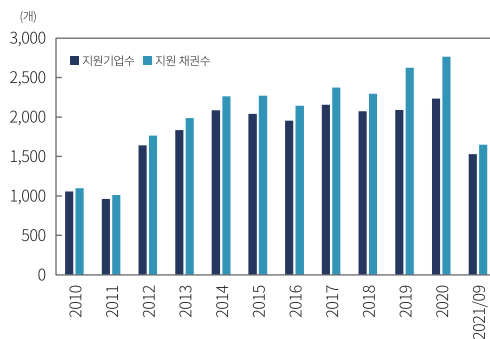


자료: 금융감독원 DART 공시자료를 이용하여 저자가 계산

2. P-CBO 기업지원의 특성

2010년부터 2021년 9월까지 발행된 P-CBO 기초자산의 개수⁰²는 24,000여건이고, 지원을 받은 기업 수는 8,477개 기업⁰³에 달한다. 연도별 지원기업 수 추이를 보면 2010년 1,056개 기업이 P-CBO를 통해 자금을 조달하였고, 이후에도 자금지원기업 수가 지속적으로 증가하여 2020년에는 2,233개를 기록하였다. 이는 P-CBO가 저신용도 기업의 상시 자금조달 수단으로 자리를 잡고 있다는 것을 보여주는 것이다. 주요 정책금융기관들이 유동화 신용보강 프로그램을 도입하여 매년 일정 규모의 중소기업 지원 P-CBO를 운영함에 따라 중소기업의 P-CBO를 활용한 자금조달은 지속적으로 증가하고 있다.

<그림 III-5> P-CBO를 통한 자금조달 기업수 추이



자료: 금융감독원 DART 공시자료를 이용하여 저자가 계산

02 회사채 및 대출의 건수

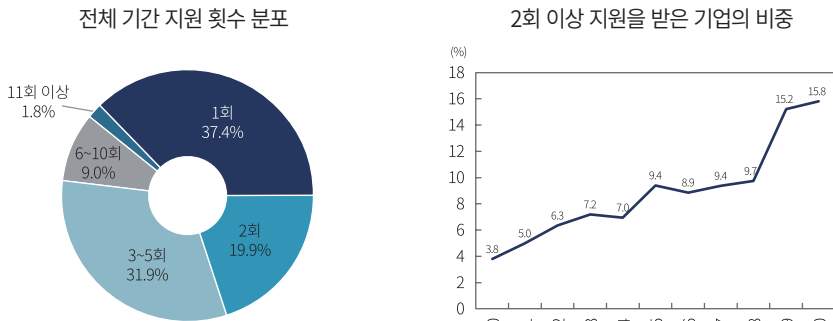
03 2010년부터 2021년 9월까지 발행된 P-CBO를 통해 자금을 조달한 기업의 수로 차환 및 중복을 제외한 누적 기업수

분석기간 중 기업별 지원 횟수의 분포를 보면 1회 지원을 받은 기업의 비중은 37.4%이고, 2회 지원을 받은 기업은 19.9%를 차지하고 있으며, 11회 이상 지원을 받은 기업의 비중도 1.8%를 기록하고 있다. 10회 이상 지원을 받은 기업의 P-CBO 유형을 보면 중소기업지원 프로그램의 비중이 77.8%, 산업지원 프로그램이 20.3%를 차지하고 있다. 연간 2회 이상의 지원을 받은 기업의 비중 추이도 지속적으로 늘어나고 있다. 연도별로 2회 이상 지원을 받은 기업의 비중은 2010년 3.7%에서 2015년 9.4%, 2020년에는 15.2%로 증가하였다.

이와 같이 일부 기업이 여러 번에 걸쳐 지원을 받은 것은 기초자산의 만기가 2년 혹은 3년이고 만기가 도래하면 다시 P-CBO를 통해 차환을 하는 비중이 높기 때문이다. 신용보강기관은 해당 기관의 보증 익스포저만을 고려해 지원기업에 대한 심사를 하기 때문에 중복적인 지원을 파악하는데 한계가 존재한다.

한편 10회 이상 자금지원을 받은 기업에는 현대상선, 동부제철, 두산인프라코어, 한진해운 등과 같은 대기업이 포함되어 있다. 이러한 기업들은 신용도 하락과 자금경색 등으로 채권시장을 통한 차환에 제약이 발생함에 따라 P-CBO를 통해 자금을 조달하였고, 일부는 신용사건이 발생하였다. 자금지원을 받은 일부 대기업의 부실화는 P-CBO가 한계기업의 구조조정을 지연시키는 부작용을 초래하고 있다는 주장의 근거가 되기도 한다. 그럼에도 불구하고 특정 기간을 제외하고 전반적인 부도율은 높지 않은 상황이며 일부 부실기업을 제외하고 대부분의 지원기업은 지원 이후 자금경색이 완화됨에 따라 자체적인 신용도로 회사채 차환이 가능한 수준으로 신용도가 회복되었다.

<그림 III-6> P-CBO 지원 횟수의 분포

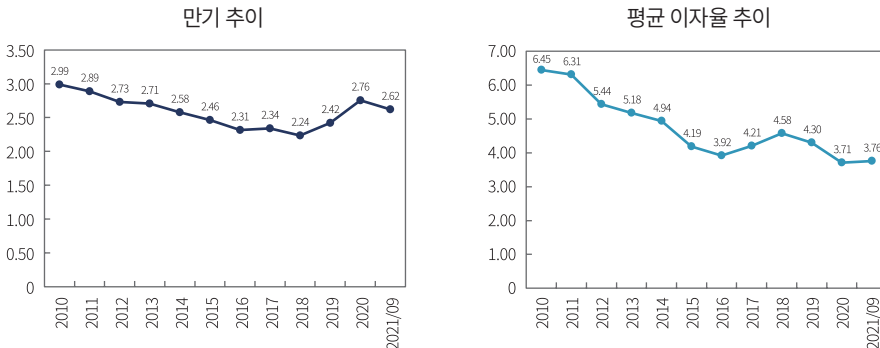


자료: 금감원 DART 공시자료를 이용하여 저자가 계산

기초자산의 평균 만기를 보면 2010년 3년에서 2018년에는 2.23년으로 짧아졌다. 이후에는 만기가 다소 늘어나 2020년 발행된 P-CBO 기초자산의 평균 만기는 2.76년을 기록하였다. 2010년 이후 기초자산의 만기가 짧아진 것은 기존 3년 만기 회사채를 기초로 발행하던 P-CBO의 기초자산이 다양한 만기로 변화하고 있기 때문이다.

한편 P-CBO 기초자산의 평균 이자율은 하락하는 추세를 보이고 있다. 연도별 추이를 보면 2010년 평균 6.45%였던 평균 이자율이 2017년에는 3.92%까지 하락하였다. 이후 평균 이자율은 실세금리가 오르면서 다소 상승하였으나 2019년부터는 다시 하락하고 있다. P-CBO 기초자산의 이자율은 발행하는 P-CBO의 이표금리에 영향을 받는다. 유형별 기초자산의 조달비용률은 약간의 차이를 보이고 있는데 이는 유형별 기초자산의 신용도 등으로 인하여 차등화된 금리를 적용하고 있기 때문이다.

<그림 III-7> P-CBO 기초자산의 만기 및 이자율 추이



자료: 금감원 DART 공시자료와 인포맥스 회사채 발행 자료를 이용하여 저자가 계산

3. 유동화구조 특성 분석

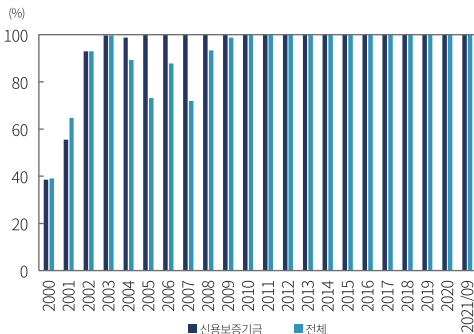
일반적으로 CBO는 기초자산 양도 방식, 외부적인 신용보강의 도입 여부 및 기초자산의 특성 등에 따라 각기 다른 구조를 도입한다. 독일의 KfW의 경우에는 은행이 보유한 중소기업의 포지션을 기초로 CDS(Credit Default Swap)계약을 통해 신용위험을 이전하는 합성유동화방식으로 중소기업의 자금지원 프로그램을 도입하고 있다. 동 구조의 경우에는 신용파생계약을 통해 정책금융기관이 은행의 중소기업 익스포저를 인수하여 중소기업의 대출 여력을 확대하는 효과를 제공한다. 미국의 경우에는 은행이 중소기업청 보증부 대출을 풀링하여 유동화하고 조달한

자금을 중소기업 대출 확대 재원으로 활용하는 구조가 도입되기도 하였다. 이에 반해 국내의 경우에는 다양한 유동화구조의 대안 중에 발행한 회사채를 직접 양도하는 구조를 도입하고 있다. 이와 같은 구조는 지원기업이 신규 회사채 발행을 통해 자금을 조달하는 효과와 신용보강기관의 신용도를 활용하여 조달 비용을 절감한다는 장점을 지니고 있다. 반면 동 구조는 기초자산이 부실화되는 경우 대부분의 손실을 신용보강기관이 부담한다는 문제를 지니고 있다.

한편 P-CBO는 신용보강기관에 따라 신용보강 구조에 있어 다소 차이를 보인다. 신용보증기금 P-CBO나 기술보증기금 P-CBO의 경우 기초자산의 95~97% 수준을 선순위증권으로 발행하고 선순위증권에 대해 은행이 신용공여를 제공하며 보증기관이 은행의 신용공여에 대해 보증을 제공하는 구조를 도입하고 있다. 반면 중진공 P-CBO의 경우에는 선순위증권에 대해서는 은행이 신용공여를 제공하여 발행하고 중진공은 일부의 후순위를 인수하는 구조를 도입하고 있다. 보증구조는 직접적인 인수자금이 필요하지 않고 지원하는 기업의 이자율이 선순위증권의 조달 이자율에 연계되어 있다는 특성을 지니고 있다. 반면 후순위 인수 방식은 신용보강기관이 후순위를 인수하기 위한 자금이 필요한 대신 지원하는 후순위 이자율을 신용보강기관이 결정할 수 있다는 특징이 있다.

국내 P-CBO의 신용보강 수준은 기간별로 차이를 보이고 있다. P-CBO 도입 초기에는 기초자산의 신용도 분석에 근거하여 부분 보강 방식을 도입하였다. 그러나 2002년 신용보증기금의 차환 P-CBO 도입에 따라 신용보강 수준이 점점 상향하는 추세를 보이다가 2009년부터는 모든 P-CBO가 선순위 전체에 대해 신용보강을 하는 구조를 도입하고 있다. 이와 같이 신용보강 수준

<그림 III-8> P-CBO의 평균 신용보강 비율 추이



자료: 금감원 DART 공시자료를 이용하여 저자가 계산

이 높아진 것은 기초자산의 특성이 변화하였기 때문이다. P-CBO 도입 초기에는 신용등급을 보유한 자산을 기초로 유동화가 이루어졌으나 중소기업이 발행한 채권을 기초로 유동화가 이루어진 이후에는 대부분의 기초자산이 신용등급을 받지 않는 사모사채로 구성되어 신용평가기관이 풀의 신용도를 파악하는데 제약이 존재하였고 이에 따라 선순위 대부분에 대해 신용보강을 요구하게 되었다.

국내 P-CBO의 경우 풀의 구성 및 기초자산의 신용도 분석 등이 대부분 신용보강기관 주도 하에 이루어지고 있고, 대부분의 선순위증권에 대한 신용보강이 이루어지고 있기 때문에 다양한 트랜치 구조를 도입하고 부분 보강을 하는 효율적인 유동화구조를 도입하는 데에 제약이 존재한다. 대부분의 선순위증권에 대한 신용보강이 이루어지고 있기 때문에 P-CBO 투자자는 기초자산의 신용도를 파악하기 보다는 신용보강 등에 근거한 투자를 하고 있다. 한편 선순위 전체에 대해 신용보강을 하는 구조는 정책금융기관의 보증한도를 축소시켜 지원기업이 줄어드는 결과를 초래하고 있다.

IV. P-CBO의 효과 분석

1. P-CBO 효과 분석방법

P-CBO는 신용경색 시기에 자금지원을 통해 유동성 부족을 해소시키고, 중소기업의 회사채를 통한 자금조달을 지원하여 기업의 성장을 도모하는 효과를 제공할 목적으로 도입되었다. 기존 P-CBO 효과를 분석한 연구들은 P-CBO의 거시경제적 효과와 지원기업의 재무성과에 대한 미시적인 효과를 분석하고 있다. 오규택 외(2003)의 연구에서는 중진공 P-CBO 자금지원을 받은 기업을 대상으로 자금지원의 효과를 분석하여, P-CBO 지원 기업들이 비교적 낮은 비용으로 자금을 조달하는 효과를 거두고 있다는 결과를 제시하였다. 한편 대상 기업의 자금지원 전후의 재무적인 성과에 대한 분석 결과는 발행 시기와 시장 여건에 따라 차이를 보이는 것으로 나타났다. 이는 자금지원의 시기별 금융상황이 다르고, 지원기업의 특성도 차이를 보이기 때문이다. 김성민 외(2009)는 중진공 P-CBO 지원기업을 대상으로 자금지원 전후의 재무성과를 비교하였다. 분석결과 자금지원 대상 기업의 성장성과 수익성에 긍정적인 영향을 미치지만 부채비율과 차입금 의존도 등은 상승함을 보이고 있다. 소창호 외(2017)는 신용보증기금의 유동화보증이 대외환경변화의 충격 완화 및 고용증가 효과가 존재하고 지원기업의 성장성에도 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있다. 황선웅 외(2012)는 신용보증기금 P-CBO 풀에 포함된 신용등급이 있는 기업을 대상으로 시뮬레이션을 통한 채무불이행 위험의 변동성을 분석하였다. 분석 결과 P-CBO 풀에 포함된 기업은 동일한 등급의 채권에 비해 부도확률이 낮음을 제시하고 있다. 이상에서 보는 바와 같이 P-CBO는 회사채 조달을 통해 기업의 자금난을 해소하는 효과를 보이고 있으나

재무적인 개선효과와 관련해서는 일관된 결과를 보이지 않는 것으로 나타났다.

본고에서는 P-CBO의 도입 효과를 지원 대상 기업의 재무적인 측면과 채권시장 측면에서 살펴본다. P-CBO 지원기업의 자금조달 전후의 재무지표 변화를 살펴서, 자금조달의 재무적인 영향을 분석한다. 이와 더불어 P-CBO의 기초자산이 국내 회사채시장의 구조에 미친 영향을 살펴보고, P-CBO 기초자산의 채권 발행 조건이 다른 고수익채권과 비교하여 어떤 특성을 지니고 있는지를 살펴본다.

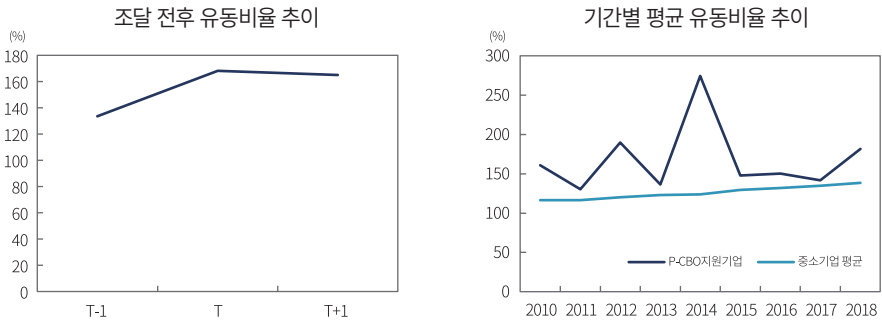
분석에 활용된 자료는 2010년부터 2020년까지 발행된 P-CBO의 기초자산의 특성, 발행기업의 재무상황 등의 자료이다. P-CBO 기초자산은 금융감독원 DART 시스템의 개별 유동화계획을 통해 수집하였고, 발행 회사채의 특성 자료는 인포맥스의 채권자료를 이용하였다. 또한 발행기업의 재무적인 특성은 상장협의회 TS2000 재무자료를 이용하였다.

2. P-CBO가 지원기업의 재무성과에 미치는 영향

자금조달 구조는 기업의 건전성과 조달비용 등의 재무적인 요소에 영향을 미칠 가능성이 있다. 기존의 P-CBO에 대한 분석 결과에서 살펴본 바와 같이 자금지원 전후의 재무적인 성과는 지원 시기와 시장 여건에 따라 차이를 보이며 특히 기업의 성장성과 수익성은 기업을 둘러싼 환경과 해당 기업의 경영상태 및 전략이 주요한 영향을 미칠 가능성이 있다. 이에 본절에서는 P-CBO를 통한 자금조달이 직접적으로 영향을 미칠 가능성이 있는 차입금 의존도, 유동비율을 중심으로 자금지원 전후의 변화 추이를 살펴본다. 분석 표본은 P-CBO 지원기업 중 재무자료 입수가 가능한 외감기업을 대상으로 하였다.

P-CBO 기초자산의 자금지원 전후 유동비율을 비교한 결과 자금지원을 받은 당해 기간에는 유동비율이 상승하다가 이후에는 소폭 감소하는 모습을 보이고 있다. P-CBO 자금지원을 받은 기업의 지원 당해 유동비율을 제조업을 영위하는 중소기업 평균과 비교해보면 전체 기간에 걸쳐 지원받은 기업의 유동비율이 높은 것으로 나타났다. 이는 P-CBO를 통한 자금지원이 중소기업의 유동성 제약을 완화하는 효과를 지닌다는 것을 보여주는 결과이다.

<그림 IV-1> P-CBO 지원기업의 유동비율 변화

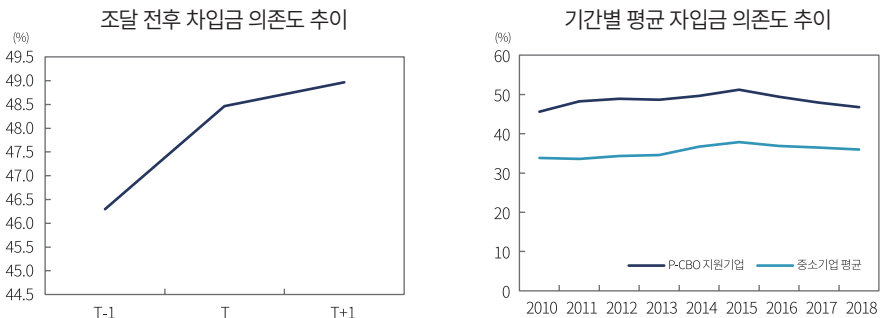


주 : 1) 2010년부터 2018년까지 자금지원을 받은 기업 중 재무자료 입수가 가능한 외감기업을 대상으로 분석한 결과
 2) 중소기업 평균은 한국은행 기업경영분석의 중소기업 제조업 비율을 사용
 자료: 금융감독원, 상장협의회, 한국은행 자료를 이용하여 저자가 계산

P-CBO를 통한 자금지원은 부채를 통한 조달 규모를 증가시켜 기업의 차입비율을 높이는 효과를 보이고 있다. P-CBO 자금조달기업의 조달 전후의 차입금 의존도를 분석한 결과를 보면 지원 이전에 비해 지원 이후에 높아지는 추세를 보이고 있다. 자금지원 기업과 중소기업 평균을 비교해보면 모든 기간에 걸쳐 자금지원 기업의 차입금 의존도가 높은 것으로 나타났다.

이와 같은 결과는 P-CBO 지원을 받은 기업의 경우 사채 발행을 통해 자금을 지원하기 때문에 차입금이 상승하는 결과를 초래하며, 이로 인하여 전체 중소기업에 비해 차입금 의존도가 높아진다는 것을 보여주는 결과이다. 또한 자금지원 기업의 경우 상대적으로 재무안정성이 열위를 보이기 때문에 정책자금을 활용한 자금조달의 의존도가 높을 가능성이 있다.

<그림 IV-2> P-CBO 지원기업의 차입금 의존도 변화



주 : 1) 2010년부터 2018년까지 자금지원을 받은 기업 중 재무자료 입수가 가능한 외감기업을 대상으로 분석한 결과
 2) 중소기업 평균은 한국은행 기업경영분석의 중소기업 제조업 비율을 사용
 자료: 금융감독원, 상장협의회, 한국은행 자료를 이용하여 저자가 계산

이상의 분석 결과를 종합해보면 P-CBO를 통한 자금조달은 차입금의 장단기구조를 변화시키는 효과와 유동성 경색을 완화시키는 효과를 제공하고 있는 것으로 나타났다. 특히 다양한 자금 조달 수단이 마련되어 있지 않은 중소기업이나 자금경색 상황에 있는 중견기업 이상의 기업은 P-CBO 자금조달을 통하여 유동성을 제고시키고, 기업의 생존 가능성을 높이는 효과를 제공하는 것으로 나타났다. 다만 P-CBO를 통하여 여러 번에 걸쳐 자금을 조달하는 기업의 경우에는 차입금 의존도와 같은 안정성 지표가 악화될 가능성이 있다.

3. P-CBO가 지원기업의 조달비용에 미치는 영향

P-CBO는 신용보강을 통해 낮은 이자로 자금을 조달하여 지원기업의 조달비용을 절감하는 효과를 제공할 가능성이 있다. 조달비용 절감의 효과를 살피기 위해서는 지원기업의 명목 조달비용률과 자금조달과 연계한 다른 비용을 합한 실질 조달비용률을 살펴볼 필요가 있다. 지원기업의 명목 조달비용율은 P-CBO의 발행금리에 연계되어 있다. 기초자산의 이표금리가 예상되는 P-CBO 발행금리에 기초하여 결정되기 때문이다. 최근 실세금리가 하락함에 따라 기초자산의 명목 조달비용률은 지속적으로 하락하는 추세를 나타내고 있다. 신용도를 감안한 명목 조달비용 절감효과를 살피기 위해 지원기업 발행 회사채의 이표금리와 회사채 발행시점의 BBB등급 3년만기 회사채 시가평가수익률과의 차이를 살펴본다.

전체 기초자산을 대상으로 연도별로 BBB회사채 시가평가수익률과의 스프레드 평균을 계산한 결과 최소 2.14%p에서 최대 2.93%p의 이자절감 효과를 나타내고 있다. 연도별로 스프레드가 변동성을 보이는 것은 금리의 등락과 신용 스프레드의 변화에 따라 P-CBO의 발행 수익률과 BBB등급 회사채 수익률 간의 금리 차이가 주요 요인으로 작용하기 때문으로 판단된다. 한편 코로나19 사태 이후 자금경색 대응 P-CBO의 비중이 증가한 2020년과 2021년의 경우에는 BBB등급 대비 스프레드가 더욱 확대되는 모습을 보이고 있다. 이는 금융시장의 불안정성이 증대됨에 따라 BBB등급의 위험 프리미엄이 증가하였기 때문이다. 이와 같이 금융위기로 인한 신용경색 기에는 P-CBO의 조달비용 절감의 효과가 더욱 크게 나타난다. 이는 신용경색기에는 저신용 채권의 가격이 급락하는 특성을 보이기 때문이다.

한편 대부분의 P-CBO 기초자산은 회사채를 발행하기 어려운 중소기업의 채권 및 대출이며, 평균적인 신용등급은 BBB등급보다 낮을 가능성⁰⁴이 있다. 이에 따라 기초자산의 신용도를 감안할 때

04 대부분의 P-CBO 기초자산은 신용등급을 받지 않고 보증기관의 신용평점 등을 이용하여 선정되며, 일부 회사채 등급을

이자율 절감 효과는 이보다 더 클 수 있다.

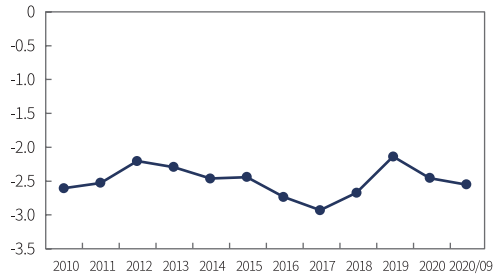
P-CBO 지원기업은 낮은 조달비용으로 자금을 조달하는 대신 일정 비율의 후순위증권을 보유한다. P-CBO에 포함된 기초자산의 부도가 발생하는 경우 지원기업의 보유한 후순위증권의 가치가 하락하고 이로 인해 실질 조달비용률이 상승하게 된다. 개별 후순위증권의 가치 하락을 분석하기 위해서는 풀

에 포함된 기초자산의 부도 정보에 근거하여 후순위증권 가치를 산정해야 한다. 그러나 P-CBO 기초자산은 대부분 사모로 발행되고 있기 때문에 기초자산의 부도율 정보를 수집하는데 제약이 존재한다. 이에 따라 P-CBO 보증기관의 부도율 자료를 이용하여 전체 풀의 부실화 정도를 간접적으로 살펴볼 수 있다. <그림 IV-4>는 신용보증기금의 중소기업 P-CBO의 부도율 추이를 나타내고 있다. 기간별 추이를 보면 연도별로 변동성을 보이는 가운데 2015년 6.93%로 가장 높은 비율을 기록한 이후 최근 들어서는 부도율이 하락하는 추세를 보이고 있다. 상대적으로 신용도가 낮은 기업을 대상으로 구성된 풀의 특성을 감안할 때 부도율은 예상보다 높지 않은 것으로 판단된다. 다만 2020년을 제외하고 대부분의 기간에 부도율이 3%를 넘고 있어 지원 대상 기업이 보유한 후순위증권은 회수는 어려울 것으로 보인다.

P-CBO 기초자산의 부도율은 후순위증권의 가치를 하락시키고, 이로 인하여 후순위증권을 인수한 지원기업의 실질 조달비용률은 상승하게 된다. 이와 같은 후순위증권 보유에 따른 실질 조달비용률의 상승에도 불구하고 다수의 중소·중견 기업이 P-CBO를 통한 자

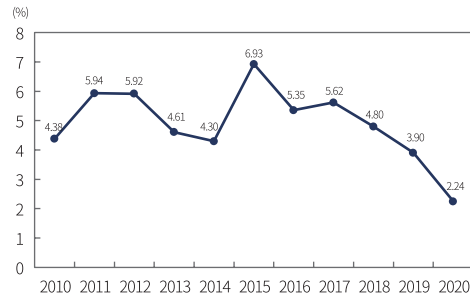
금조달을 확대하는 추세이다. 이는 P-CBO가 지원 대상 기업의 조달 가용성을 높여주는 효과를

<그림 IV-3> 기초자산의 BBB등급 회사채 수익률 대비 스프레드



주 : 개별 기초자산의 이자율에서 발행일자 BBB등급 3년만기 회사채 수익률을 뺀 값임
 자료: 금융감독원, 금융투자협회 자료를 이용하여 저자가 계산

<그림 IV-4> 신보 중소기업 P-CBO의 부도율 추이



자료: 신용보증기금

지닌 기초자산은 대부분 BBB등급 이하의 신용등급을 보유

지니고, 신용도를 반영한 조달 비용 측면에서도 유리하기 때문으로 해석해 볼 수 있다.

4. P-CBO 기초자산이 회사채시장에 미치는 영향

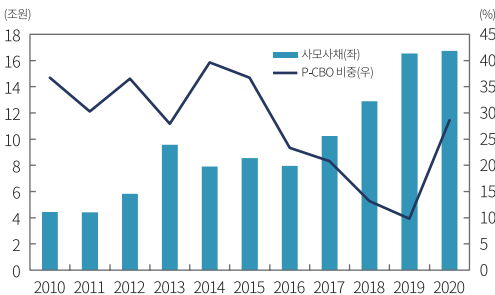
국내 공모 회사채시장은 A등급 이상의 신용도를 지닌 채권을 위주로 시장이 형성되어 있다. 투자자들의 보수적인 투자기준으로 인하여 BBB등급 이하의 신용도를 지닌 기업이나 중소기업의 경우에는 무보증 공모 회사채 발행을 통해 자금을 조달하기 어려운 상황이다. 그러나 최근 사모사채의 발행이 증가하면서 회사채시장의 구조가 일부 변화하고 있다. 국내 사모사채시장은 자산에 기초한 AB Bond(Asset-Backed Bond)와 일반기업의 사모사채 및 P-CBO 기초자산 등으로 구성되어 있다. AB Bond를 포함한 국내 사모사채시장은 2010년 4.4조원에서 지속적인 성장을 하여 2015년에는 11.9조원 2020년에는 22.3조원으로 급성장하였다. 또한 일반 기업이 발행한 사모사채의 경우에도 2010년 4.4조원에서 2015년 8.5조원, 2020년에는 16.7조원으로 높은 증가세를 나타내고 있다.

중소기업 자금지원을 위한 P-CBO의 발행이 활성화되면서 2010년 이후 사모사채시장에서 P-CBO 기초자산의 비중은 30~40%를 차지하였다. 그러나 2016년 이후에는 그 비중이 점차 줄어들고 있는 추세를 보이다가 2020년 다시 30% 수준으로 증가하였다. 2016년부터 2019년까지 사모사채시장에서 P-CBO의 비중이 감소한 것은 다양한 사모 투자자가 증가하고 일반 기업의 사모사채 발행이 증가하였기 때문이다. 그럼에도 불구하고 P-CBO 기초자산은 사모사채시

장의 활성화에 커다란 동력이 되었다.

이는 사모 투자자가 활성화되기 이전에는 사모사채의 상당 부분을 P-CBO가 차지하였고, 사모 투자자가 활성화된 이후에도 일반 사모사채 발행기업 중 상당한 비중이 기존 P-CBO의 자금 지원을 받은 기업이 차지하고 있기 때문이다. 이와 같이 P-CBO는 AB Bond와 더불어 국내 사모사채시장이 급격한 성장에 직접 혹은 간접적인 영향을 미치고 있다.

<그림 IV-5> 사모사채시장에서 P-CBO의 비중 추이



주 : 전체 사모사채에서 AB Bond, 프로젝트 채권은 제외한 값
 자료: 금융감독원, 인포맥스 자료를 이용하여 저자가 계산

정책금융기관이 신용보강을 한 중소기업 지원 P-CBO가 성장하면서 기업의 사모사채 발행이 크게 늘었고, 이러한 사모사채 발행의 확대는 일부 우량한 신용등급을 위주로 하는 회사채시장의 구조를 변화시키고 있다. 그럼에도 불구하고 사모사채는 정보의 투명성이 부족하고 거래가 거의 이루어지지 않으며 투자자 층이 제한되어 있는 상품이다. 이로 인하여 P-CBO 기초자산의 확대에 의한 사모사채시장의 확대가 회사채시장의 근본적인 구조를 개선하는 데에는 한계가 존재한다.

V. 결론 및 시사점

이상에서 살펴본 바와 같이 P-CBO는 금융위기 상황에서 차환의 어려움을 겪는 다양한 기업의 자금지원을 조달하고 신용보강을 통해 조달비용을 절감시키는 한편 편향된 회사채시장의 구조를 일부 개선하는 효과를 거두고 있다. 반면 이러한 정책자금지원은 자금 배분의 비효율성을 높이고, 한계기업의 정책자금 의존도를 높이는 결과를 초래하기도 하였다. 이상에서의 분석 결과를 기초로 하여 P-CBO가 도입 목적을 달성하는 효율적인 자금지원 체계가 되기 위해서는 다음과 같은 개선 노력이 필요하다.

첫째, 현행의 선순위증권 전체에 대한 신용보강 구조를 개선하여 합리적인 신용보강 구조를 도입할 필요가 있다. 대부분의 P-CBO는 선순위증권 전체에 대해 신용보강을 하는 구조로 발행이 되고 있고 이는 신용보강기관의 보증 여력을 감소시키는 결과를 초래한다. 이를 개선하기 위해 풀의 신용도 분석에 근거한 합리적인 신용보강 구조를 도입할 필요가 있다. 과학적 모델을 도입하여 합리적인 신용보강 수준을 산정하고, 부분 보증방식의 구조를 도입하여 정책금융기관의 신용보강 부담을 줄이고, 지원대상 기업을 확대하는 효과를 거둘 필요가 있다. 이를 위해서는 기초자산의 발행 방식도 개선되어야 한다. 사모사채에 대한 정보는 보증기관만이 보유하기 때문에 객관적인 신용도 분석에 한계가 있다. 따라서 준공모나 공모 방식의 기초자산을 확대하여 기초자산의 객관적인 신용 분석이 가능한 구조를 도입해야 한다.

둘째, 다양한 구조의 P-CBO의 도입이 필요하다. P-CBO 지원을 받은 기업의 재무분석 결과를 보면 조달 당시의 유동성은 제고되었지만 다른 재무적인 요인의 개선 효과는 뚜렷하게 나타나지 않고 있다. 이는 조달 방식의 개선 만으로는 기업의 성장성과 수익성을 담보하지 못한다는

시사점을 제공한다. 따라서 성장성이 높은 기업을 선별하고, 이를 기반으로 성장성을 공유할 수 있는 P-CBO 구조의 도입을 검토할 필요가 있다. 기업 규모가 작아 신용도는 낮지만 향후 성장 가능성이 높은 기업을 발굴하여 기업의 성과 개선을 투자자들에게 공유할 수 있는 구조를 도입하는 경우 기업의 유동성 공급 확대와 더불어 상품성 개선을 통한 투자자 저변을 확대하는 효과를 거둘 수 있을 것이다. 이를 위해서는 회사채 일변의 기초자산 구조를 개선할 필요가 있다. 성장성이 높은 기업을 대상으로 풀을 구성하고 주식관련사채, 이익을 공유하는 구조의 기초자산 등을 도입하여 일부 기업의 부실 등을 보완하는 구조의 P-CBO의 도입을 검토해 볼 수 있다.

마지막으로 P-CBO와 관련한 정보체계의 개선이 필요하다. P-CBO의 활성화는 국내 회사채시장의 구조를 개선하는 효과를 제공하고 있다. P-CBO 지원을 받는 기업이 다양화됨에 따라 사모사채시장의 규모도 확대되고 있고 이는 우량채 위주의 회사채시장 구조를 다양화하는 기능을 수행하고 있다. 다만 사모사채시장의 비중이 높아질수록 회사채시장의 정보비대칭이 심화될 가능성이 있다. 이에 따라 주관사와 신용보강기관이 공동으로 P-CBO에 편입된 회사채의 정보 제공을 강화하는 방안을 마련할 필요가 있다. 특히 사모사채의 경우 부실에 대한 정보가 시장에 적시에 제공되지 않는 문제가 존재하는 만큼 부실채권에 대한 체계적인 정보구축 방안에 지속적인 관심을 가져야 한다.

참고문헌

- 김성민 외, 2009, 『중소기업 자산유동화 지원사업 성과분석』, 한국채권연구원 연구용역 보고서.
- 김필규, 2016, 『국내 자산유동화증권의 스프레드 결정요인 분석』, 자본시장연구원 연구 보고서 16-08.
- 김필규 · 권세훈 · 송민규 · 황세운, 2007, 『중소기업 직접금융 활성화를 위한 신용보증의 역할』, 자본시장연구원 연구용역보고서.
- 백인석, 2014, 유동화보증 확대를 통한 중소기업 정책금융 다변화 방안, 자본시장연구원 『Capital Market Perspective』 6(3).
- 소창호 · 최진환 · 문준서 · 이재경, 2017, 『유동화보증의 성과 및 정책효과 분석을 통한 유동화보증 포지셔닝 전략 수립 및 중장기 발전방안』, 한국생산성본부 연구용역보고서.
- 오규택 · 김필규 · 남길남 · 남창우, 2003, 중소기업 자산유동화 지원사업 실태분석』, 한국채권연구원 · 한국기업평가 연구용역보고서.
- 임현준 · 오동철, 2016, 채무위기와 유동성 지원 제도의 효과, 『금융안정연구』 17(1), 2~37.
- 최태진, 2007, P-CBO 보증 성과분석과 발전방향, 『코딩리서치』 여름호.
- 황선웅 · 신우용, 2012, P-CBO를 활용한 중소기업 자금경색 문제 해결에 대한 실증연구, 『경영학연구』 41(5).