

2026.07.27.

투자등급 하단의 균열, 금리 상승기 짚아지는 차입만기와 커지는 차환위험

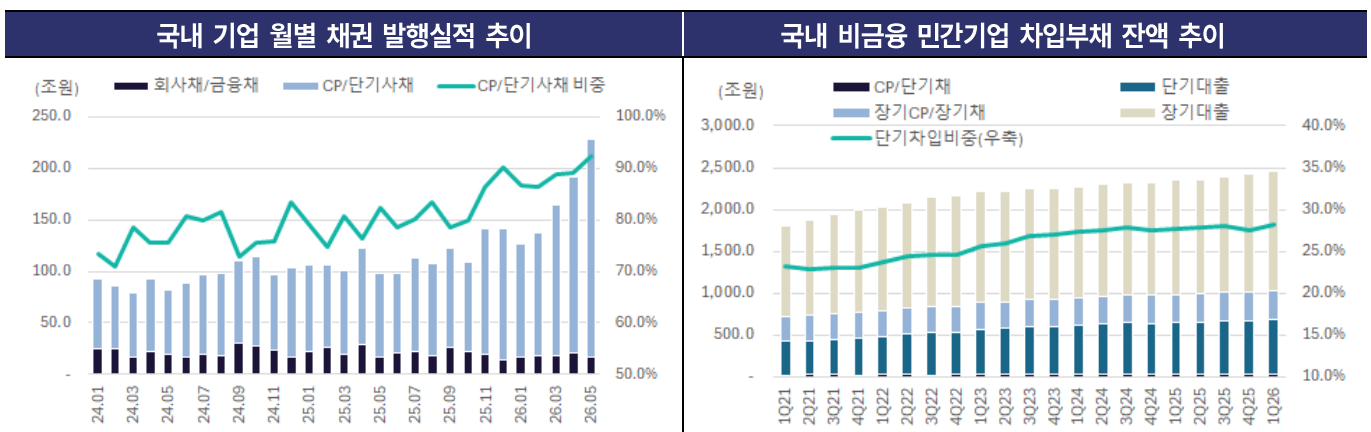
김정현 평가기준실 전문위원 김경무 평가기준실 실장
02.368.5347 02.368.5524
jhkim911@korearatings.com kmkim@korearatings.com

❖ Summary

글로벌 통화정책의 불확실성이 해소되지 않은 가운데 고물가·고환율 기조가 장기화되면서 국내 금융시장은 채권 금리가 가파르게 상승하는 고금리 국면에 직면하고 있다. 이에 따른 급격한 조달비용 증가는 국내 기업들의 재무유동성을 전방위적으로 압박하고 있으며, 특히 잇따른 크레딧 이벤트 발생으로 투자등급 하단인 BBB급 업체들에 대한 시장의 경계감이 뚜렷하게 높아졌다.

최근 국내 기업들은 시장금리 상승 및 장기채 수요 위축에 따라 단기조달을 통해 유동성을 확보하는 경향이 관찰된다. 금융감독원의 국내 기업 직접금융 조달 실적을 살펴보면, 2024년 이후 시장금리와 월별 회사채/금융채 발행실적 증감액은 부(-)의 상관관계를, CP/단기사채 발행 증감액은 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 특히 2025년 하반기 금리상승세 전환 이후 CP/단기사채 발행 증가세가 뚜렷해졌으며, 전체 채권 발행실적 중 CP/단기사채 비중은 2026년 5월 92.4%까지 확대되었다. CP/단기사채의 회전을 효과를 감안하면 회사채/금융채 발행금액과 절대 규모를 직접적으로 비교하기는 어렵지만 지속적인 비중 상승 추세는 금리 상승 국면에서 기업들의 자금조달이 구조적으로 단기화되고 있음을 시사한다. 회사채 신용등급별 발행실적을 살펴보면, 2026년 1~5월 BBB급은 전년동기 대비 49.7% 급감했으며, 이는 같은 기간 A급 감소율(-38.1%)이나 AA급 감소율(-37.8%)보다 큰 낙폭이다.

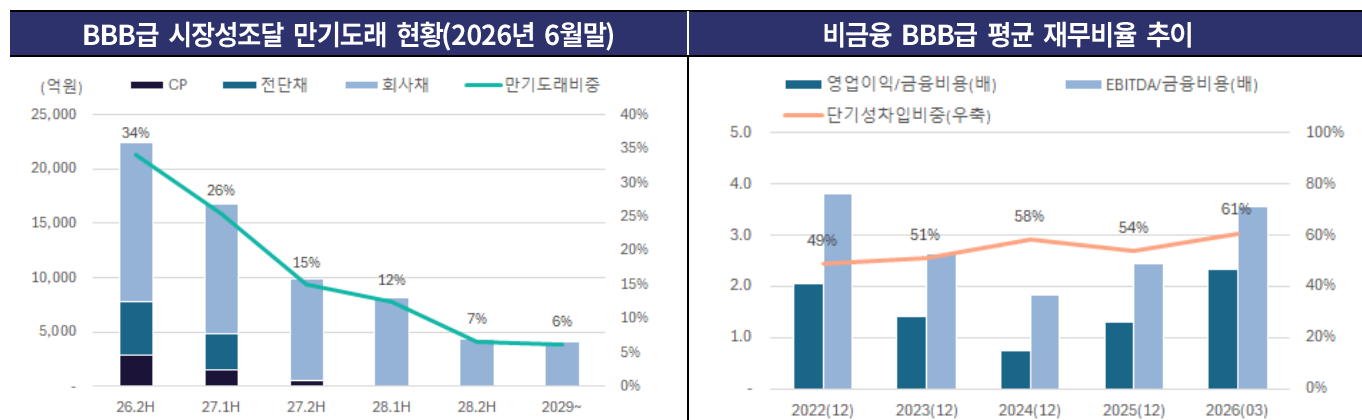
한국은행 자금순환표를 통해 비금융 민간기업의 차입구조를 살펴보면, 2026년 3월말 기준 채권 15%, 대출금 85%의 비중을 보이고 있어 간접금융에 대한 의존도가 높다. 동 비중은 2022년 이후 대체로 유지되고 있으나 2026년 들어 장기채 비중은 감소하고 단기대출 비중이 증가한 점이 특징적으로, 시장성 조달이 금융기관 대출 등 간접금융을 통한 조달로 대체된 것으로 유추해 볼 수 있다. 단기차입 비중은 2021년 하반기 이후 증가세가 지속되어 2026년 3월말 28.3%를 보이고 있다.



1. 채권 발행실적은 일반회사채+금융채+CP+단기사채 기준, 유동화증권(ABS/ABCP/ABSTB) 제외, 회사채/금융채는 공모 기준
2. 민간기업 차입부채는 한국은행 자금순환표의 금융부채잔액 중 채권 및 대출금 기준, 단기차입비중은 총차입부채 중 CP+단기채+단기대출 비중

BBB급 업체들은 공모채 시장 접근성이 크게 낮아지면서 사모사채, 대출채권, 유동화 등 대체조달 위주로 전환되었으며 차입만기의 단기집중도 심화로 차환 압력이 상시적으로 발생하는 구조적 취약점을 보이고 있다. 2026년 6월말 현재 KR의 장단기 유효신용등급을 보유한 BBB급 56개사의 시장성 조달(CP+전단채+회사채) 잔액은 6조 5,622억원으로 파악된다. 이 중 회사채가 80% 비중을 차지하나 사모(P-CBO 포함) 비중이 73%에 달하고 있으며, 시장성 조달의 60%인 3조 9,156억원이 1년 내 만기가 도래하여 만

기집중도가 높다. BBB급 업체 중 비금융 43개사의 단기성차입 비중(별도/개별 기준)은 2022년말 48.6%에서 2026년 3월말 60.4%까지 크게 증가하였다. 같은 기간 이자보상배율(영업이익/금융비용)은 2022년 2.1배에서 2024년 0.8배까지 악화된 이후 2025년에는 1.3배로 반등하여 이익창출력 저점을 지나 손익 측면에서는 완만한 회복 국면에 진입한 것으로 보인다. 그러나 2025년 하반기 이후 가파른 금리 상승으로 이자비용 부담이 가중되고 있는 점은 부담요인이다. 2026년 금리 100bp 상승시 이자비용 증가는 2025년 영업이익의 13.7%, EBITDA의 7.2%에 이를 것으로 추산된다. 또한 재무구조 측면에서 차입구조 단기화가 심화되어 개별 기업의 실적이 양호하더라도 유사 신용군에 대한 시장 전반의 신용경계감이 높아지는 경우 차환 여건이 악화되어 유동성 위기에 직면할 가능성이 상존한다.



주) 1. BBB급 시장성조달은 전체(금융/비금융) 56개사의 2026년 6월말 CP/전단채/회사채 발행잔액 합계(SEI Bro 기준)
2. BBB급 업체 평균 재무비율(별도/개별 기준)은 비금융 43개사 가중평균 기준, 2026(03)은 분기보고서 제출 기업 35개사 가중평균 기준

차환위험(Refinancing risk)은 기업의 근본적인 재무상환능력과 구분되는 ‘시장 접근성’ 문제로 나타나기 때문에 전통적인 손익 및 재무 분석 중심의 신용평가체계 하에서 이를 선제적으로 포착하는 데는 한계가 존재하며 차환위험 반영을 위한 추가적인 분석이 병행되어야 한다. BBB급 업체들은 차입구조 단기화가 심화되면서 차환 빈도가 높아져 시장 여건 변화에 대한 노출이 커진 상황으로, 최근 금리 상승과 신용경계감 증대에 따른 수급 악화로 차환위험이 유동성 위기를 촉발하는 상황이 반복되고 있다. 단기성 차입 비중, 시장성조달 의존도 및 단기 시장성조달 비중, 유동성커버리지 등의 계량 지표 활용과 계열위험 전이가가능성 및 차환여건 변화에 대한 정성적 평가를 통해 차환위험을 재무유동성 평가지표에 반영하거나 신용등급 조정요소로 활용할 필요가 있다. 금리 상승과 신용경계감이 상존하는 현재 국면에서는 재무제표 분석 기반의 ‘상환능력’ 평가 이외에도 조달 환경 변화를 반영한 ‘차환가능성’에 대한 선제적인 모니터링을 강화하는 것이 투자자 보호와 시장 안정성 제고에 기여할 것으로 판단된다. 한편 정책당국은 BBB급 이하 시장의 구조적 위축에 대응하여 다양한 정책금융 수단을 활용하여 우량기업으로의 자금 쏠림을 완화할 필요가 있다. 특히 투자등급 하단에서 실제 부도사태들이 발생한 최근 상황을 위험 국면으로 판단하고 정책 대응 강도를 높여야 할 것이다.

[표] 재무유동성 분석 시 차환위험 반영 참고 지표

구분	지표 산식	의미	판단기준
단기성차입 비중	1년 내 만기도래 차입부채/ 총차입부채(차입금+사채)	차입부채 중 1년 내 만기도래 비중	높을수록 차환위험에 크게 노출
시장성조달 의존도	시장성조달(CP+전단채+사채)/ 총차입부채	자본시장에서 투자자 수요를 바탕으로 조달하는 시장성조달 자금은 시장금리와 투자심리 변화에 민감하여 차환위험 내재	높을수록 차환위험에 크게 노출
단기 시장성조달 비중	1년 내 만기도래 시장성조달/ 총 시장성조달(CP+전단채+사채)	시장성조달 중 1년 내 만기도래 비중	높을수록 차환위험에 크게 노출
유동성 커버리지	(OCF+사용제한 없는 현금성자산 +미사용 Credit Line)/ 1년 내 만기도래 차입부채	신용경색 상황에서 내부창출현금과 가용 유동성으로 1년 내 만기도래 차입부채를 감당할 수 있는지 살펴보는 유동성 스트레스 테스트 지표	낮을수록 차환위험에 크게 노출

자료) 한국기업평가

CONTENTS

I. 투자등급 하단에 대한 신용경계감 상승	4
II. 최근 국내 크레딧 이벤트와 주요 원인	5
III. 국내 기업 차입구조 변화 분석 - BBB급을 중심으로	7
IV. 신용평가시 차환위험 반영 방안	11
V. 맺음말	14

I. 투자등급 하단에 대한 신용경계감 상승

최근 투자등급 하단
업체들에 대한 신용
경계감 상승으로
차환위험 부각

글로벌 통화정책의 불확실성이 해소되지 않은 가운데 고물가 및 고환율 기조가 장기화되면서 국내 금융시장은 채권 금리가 가파르게 상승하는 고금리 국면에 직면하고 있다. 이에 따른 급격한 조달비용 증가는 국내 기업들의 재무유동성을 전방위적으로 압박하고 있다. 특히 잇따른 크레딧 이벤트 발생으로 투자등급 하단에 위치한 BBB 급에 대한 시장의 경계감이 뚜렷하게 높아졌다.

과거 BBB 급은 채무상환능력은 있지만 안정성 측면에서 상대적으로 열위에 있는 투자등급으로 인식되며 공모사채 시장에서도 일정 수요기반을 확보해 왔으나, 우량물 중심의 투자수요 양극화가 이어지면서 발행 자체가 크게 위축되었다. 이에 BBB 급 업체들의 조달구조는 사모사채, 유동화, 대출채권 등 대체조달 위주로 전환되고 차입만기의 단기집중도가 심화되었으며, 최근 금리 상승과 차환 여건 저하가 맞물리면서 유동성 위기에 직면하는 사례들이 발생하고 있다.

2025년 이후 홈플러스 회생절차 개시, 제이알글로벌리츠 회생절차 신청, 중앙그룹 계열사 부실화 등 잇따른 크레딧 이벤트 발생으로 채권시장 전반, 특히 투자등급 하단에 대한 투자심리가 급격히 냉각되었다. 상기 사례들의 개별적인 배경은 각각 다르지만, 실적 부진 지속에 따른 수익성 저하 및 재무부담 누적과 최근 금리 상승이 맞물리면서 이자보상배율이 악화되고 차입구조가 단기화된 가운데 신용경계감 확대로 시장성 조달 차환에 실패하면서 단기간 내 유동성 경색이 현실화된 경우가 대부분이다.

차환위험은 만기가 도래하는 부채를 신규 조달 자금으로 상환(차환)하는 과정에서 발생하는 위험으로, 기업의 근본적인 채무상환능력과 구분되는 '시장 접근성'의 문제이다. 최근 투자등급 하단 업체들의 단기차입 의존도가 크게 상승한 가운데 금리 상승과 신용경계감 상승에 따른 수급 악화로 만기도래 차입부채에 대한 차환위험이 부각되면서 유동성 위기가 촉발되는 상황이 반복되고 있다. 전통적인 손익 및 재무분석 중심의 신용평가체계 하에서는 이러한 차환 위험을 선제적으로 포착하여 신용등급에 반영하는 데 한계가 존재하며, 개별 기업 특히 비우량 기업의 재무유동성 평가시 만기구조, 투자자 구성, 시장 전반의 차환 여건을 함께 점검해야 할 필요성이 높아졌다.

이에 본 보고서에서는 투자등급 하단인 BBB 급 업체들의 차입구조 단기화 추세를 실증적으로 점검하고, 재무유동성 분석 관련 보완지표를 통해 신용평가시 차환위험을 보다 체계적으로 반영할 수 있는 방안을 모색해보고자 한다.

II. 최근 국내 크레딧 이벤트와 주요 원인

2025년 이후 투자
등급 하단 업체들의
크레딧 이벤트 발생
증가

2025년 이후 국내 자본시장에서는 대형 크레딧 이벤트가 잇따라 발생하며 투자자들의 신용경계감을 자극해 왔다. 2025년 3월 홈플러스가 신용등급 하락과 단기 유동성 경색으로 기업회생절차를 신청하며 시장에 큰 충격을 주었으며, 2026년 들어서도 4월에 제이알글로벌리츠가 담보가치 감정평가액 급락에 따른 LTV 상승으로 현금유보(Cash Trap) 이벤트가 발생하고 환정산금 지급 관련 자금조달 부담도 확대되면서 전자단기사채 차환에 실패하고 기업회생절차를 신청하였다. 6월에는 현금창출능력 저하 및 과중한 차입부담이 누적되어 온 중앙그룹이 주요 계열사의 신용도 하락으로 신용보강 기반 유동화증권 차환부담이 확대되면서 계열 전반에 유동성 경색이 확산되어 5개사(중앙홀딩스, 중앙피앤아이, 콘텐츠리중앙, 메가박스중앙, 제이티비씨)가 기업회생절차를 신청한 가운데, 중앙일보는 어음 최종부도가 발생하였고 7월에 채권은행 등의관리절차(워크아웃)가 개시되었다.

[표 1] 2025년 이후 주요 크레딧 이벤트 발생 현황

시점	업체(그룹)	주요 내용	관련 리스크
2025년 3월	홈플러스	· 영업실적 부진 장기화와 인수금융 차입 관련 금융비용 부담 누적, 운전자본 부담 확대 등으로 재무위험 심화 · 신용등급 하락 이후 CP/전단채, 카드대금채권 유동화증권 차환 부담 확대로 단기 유동성 경색 발생 · 2025년 3월 4일 서울회생법원 기업회생절차 신청 및 개시 · 2026년 7월 3일 서울회생법원 기업회생절차 폐지 결정 · 2026년 7월 21일 서울회생법원 기업회생절차 폐지 결정 취소	인수금융을 활용한 PEF 인수 구조에 내재된 위험
2026년 4월	제이알글로벌리츠	· 대주단의 담보가치 감정평가액 급락에 따른 LTV 상승으로 현금유보(Cash Trap) 이벤트 발생 · 현금창출능력 제약이 예상되는 가운데 단기사채 차환 부담과 환정산금 지급 관련 자금조달 부담 확대로 유동성 경색 심화 · 2026년 4월 27일 만기도래 전단채 미상환 및 회생절차개시 신청	금리상승기 담보가치 하락 리스크, 차입구조 단기화 및 시장성 조달 비중 확대에 따른 차환위험
2026년 6월	중앙그룹 계열사	· 그룹 전반의 영업실적 부진 장기화에 따른 현금창출력 저하 및 차입부담 확대로 자금조달 기반 위축 · 계열사 간 신용공여 기반의 유동화증권 발행이 자금조달에 활용되었으나, 주요 계열사의 신용도 하락으로 신용보강 기반 유동화증권 차환부담 확대 · 2026년 6월 14일 중앙홀딩스, 중앙피앤아이, 콘텐츠리중앙, 메가박스중앙 기업회생절차 개시 신청 · 2026년 6월 15일 제이티비씨 기업회생절차 개시 신청 · 2026년 6월 19일 중앙일보 어음 최종부도, 6월 22일 당좌 거래 정지, 7월 10일 채권은행등의관리절차(워크아웃) 개시	계열사 간 재무위험 연계도가 높아진 상황에서 개별 계열사 신용도 하락이 계열 전반의 유동성 부담과 신용경계감 상승으로 전이되어 동반 부실화

자료) 한국기업평가 정리

상기 크레딧 이벤트 발생의 구조적 원인들을 몇 가지 정리해보면, 첫째, 구조적인 업황 부진이 지속된 산업 내 기업들이 채무상환능력이 크게 약화되었다. 건설, 석유화학, 철강, 미디어 등 특정 산업은 장기 침체에 따른 실적 부진으로 수익성 및 현금창출능력 저하가 지속되면서 재무부담이 누적되고 있으며, 이는 개별 기업의 신용도 뿐만 아니라 산업 전반의 등급 하향 압력으로 작용하면서 투자자들의 신용경계감을 상승시키는 원인이 되고 있다.

둘째, 시장금리 상승이 기업의 조달금리 상승으로 직결되면서 차환 시 이자부담 증가와 신용스프레드 확대에 이어지고 있다. 국내 시장금리는 2025년 하반기 이후 통화정책 전환 우려가 부각되면서 상승세로 전환되었다. 2026년 들어서도 미국-이란 전쟁과 국제 유가 및 환율 급등에 따른 가파른 금리 상승이 지속되고 지난 7월 16일 한국은행이 기준금리를 25bp 인상하면서 국고채 3년물 금리는 2026년 7월 16일 3.85%까지 상승하였으며, 이는 2025년 저점(5월 7일)인 2.25% 대비 1.6%p 상승한 수치이다. 연내 기준금리 추가 인상가능성도 높은 상황으로 현 시장금리에 기준금리 인상 전망이 일부 반영된 점을 감안하더라도 당분간 금리상승 국면의 장기화는 불가피하다.

셋째, 금리 상승과 장기채 수요 위축으로 기업들의 차입구조 단기화가 심화되었다. 차입구조의 만기가 짧아질수록 차환 빈도가 높아져 시장 여건 변화에 대한 노출이 커지게 되며, 단기차입 의존도가 높은 기업은 신용경계감이 확산되는 국면에서 만기가 도래하는 경우 차환 실패 위험에 직면할 수 있다.

넷째, 고금리 국면 하에 자산가치 하락으로 담보력이 저하되었다. 제이알글로벌리츠 사례처럼 금리상승으로 담보자산의 가치가 하락하면 차환을 위한 신규 자금조달이나 자산매각을 통한 상황이 동시에 어려워지는 이중고에 직면하게 되며 단기 유동성 경색이 급속한 부실화로 이어질 수 있다.

다섯째, 그룹 내 계열리스크 전이로 신용·유동성 위험이 확산되었다. 중앙그룹 사례와 같이 계열사 간 재무위험 연계도가 과도하게 높아지는 경우, 특정 계열사의 신용도 하락이 계열 전반의 기한이익상실(EOD)을 촉발하며 그룹 전체의 유동성 위기로 확산되는 부정적 전염효과가 나타날 수 있다. 계열 전반에 대한 신용경계감 상승은 조달 경색으로 이어져 계열사 동반 부실로 이어질 가능성이 높다.

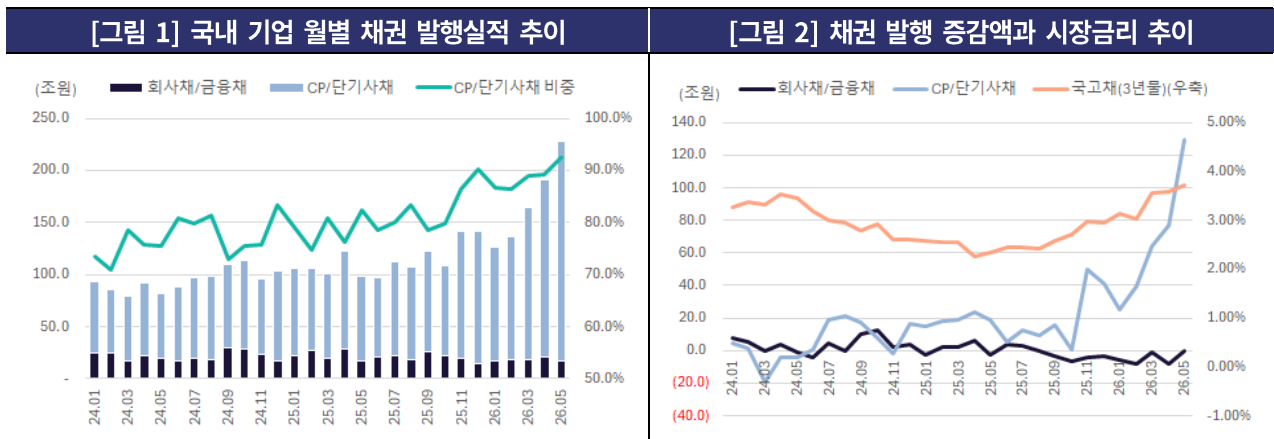
III. 국내 기업의 차입구조 변화 분석 - BBB급을 중심으로

장기조달 위축을 단기조달로 메우는 구조적 단기화

금융감독원의 국내 기업 직접금융 조달실적 자료를 기초로 채권발행을 통한 자금조달 동향(일반 회사채/금융채/CP/단기사채 기준, 유동화증권 제외)을 살펴보면, 최근 시장금리 상승 및 장기 채권에 대한 수요 위축에 따라 단기조달을 통해 유동성을 확보하는 경향이 관찰된다.

일반회사채/금융채 발행금액은 2025년 상반기 135.2조원으로 전년동기(125.9조원) 대비 7.4% 증가하였으나, 2025년 하반기와 2026년 1~5월에는 각각 121.6조원 및 91.8조원으로 전년동기(각각 136.1조원, 114.4조원) 대비 각각 10.7%, 19.8% 감소하였다. 2025년 하반기에는 금융채 발행 감소(yoy -11.2%)가 더 컸으나, 2026년 1~5월에는 일반회사채 발행 감소(yoy -32.1%)가 더 크게 나타났다.

반면 CP/단기사채 발행금액은 2025년 상반기와 하반기 각각 494.9조원, 612.3조원으로 전년동기(394.2조원, 482.7조원) 대비 각각 25.5%, 26.9% 증가하며 견조한 흐름을 유지했다. 2026년 1~5월 발행금액은 전년동기(418.3조원) 대비 80.4% 증가한 754.4조원으로 확대되었다.



주) 1. 채권 발행실적은 일반회사채+금융채+CP+단기사채 기준, 유동화증권(ABS/ABCP/ABSTB) 제외, 회사채/금융채는 공모 기준
 2. 채권 발행 증감액은 전년동월 대비, 국고채 3년물 금리는 월말 기준
 자료) 금융감독원 '국내 기업 직접금융 조달실적', 한국자산평가, 한국기업평가 정리

2024년 이후 시장금리(국고채 3년물 기준)와 월별 발행실적 증감액 간의 상관관계를 살펴보면, 일반회사채/금융채는 부(-)의 상관관계를 보인 반면 CP/단기사채는 정(+)의 상관관계를 보였다. 표본 수 제약 등으로 통계적 유의성은 높지 않지만, 금리 반등 시점(2025년 하반기)부터 CP/단기사채 발행 증가세가 뚜렷해지는 경향이 확인된다. 금리상승기 단기조달 확대는 우량업체들의 경우 고금리로 장기자금을 확정하기보다 단기로 자금을 조달하며 금리 하락을 기다리는 이른바 만기 관망(wait-and-see) 전략을 취하는 데 따른 것일 수 있으나, 비우량업체들의 경우에는 이자비용 부담을 경감하기 위한 것이거나 투자자들의 신용경계감 상승에 따른 단기물 수요 증가에 기인한 것으로 추정된다.

조달구조 단기화 추세로 전체 채권 발행금액 중 CP/단기사채가 차지하는 비중은 2024년 1월 73.4%에서 2026년 5월 92.4%까지 확대되었다. 물론 CP/단기사채는 만기가 짧아 월별 발행 금액이 반복적으로 집계되는 회전을 효과가 있어 회사채/금융채 발행금액과 절대 규모를 직접적으로 비교하기는 어렵다. 그러나 지속적인 비중 상승 추세 자체는 기업들의 자금조달이 구조적으로 단기화되고 있는 신호로 해석할 수 있다. 장기채 조달 시장의 위축은 결국 상환 압력을 단기시장으로 이전시키는 결과를 초래하며, 이는 앞서 언급한 BBB 급 업체들의 차입구조 단기화 추세와 궤를 같이 한다.

공모채 중 BBB급 비중은 2023년 이후 2~3%대로 미미한 수준

일반회사채 신용등급별 발행실적 추이를 살펴보면, 2026년 1~5월 BBB 급 발행액은 4,950억원으로 전년동기(9,840억원) 대비 49.7% 급감했으며, 이는 같은 기간 A 급 감소율(-38.1%)이나 AA 급 감소율(-37.8%)보다 큰 낙폭이다. 반면 AAA 등급은 3.5조원에서 4.0조원으로 오히려 증가해, 조달시장 내 등급 간 '부익부 빈익빈' 양극화가 심화된 것으로 분석된다.

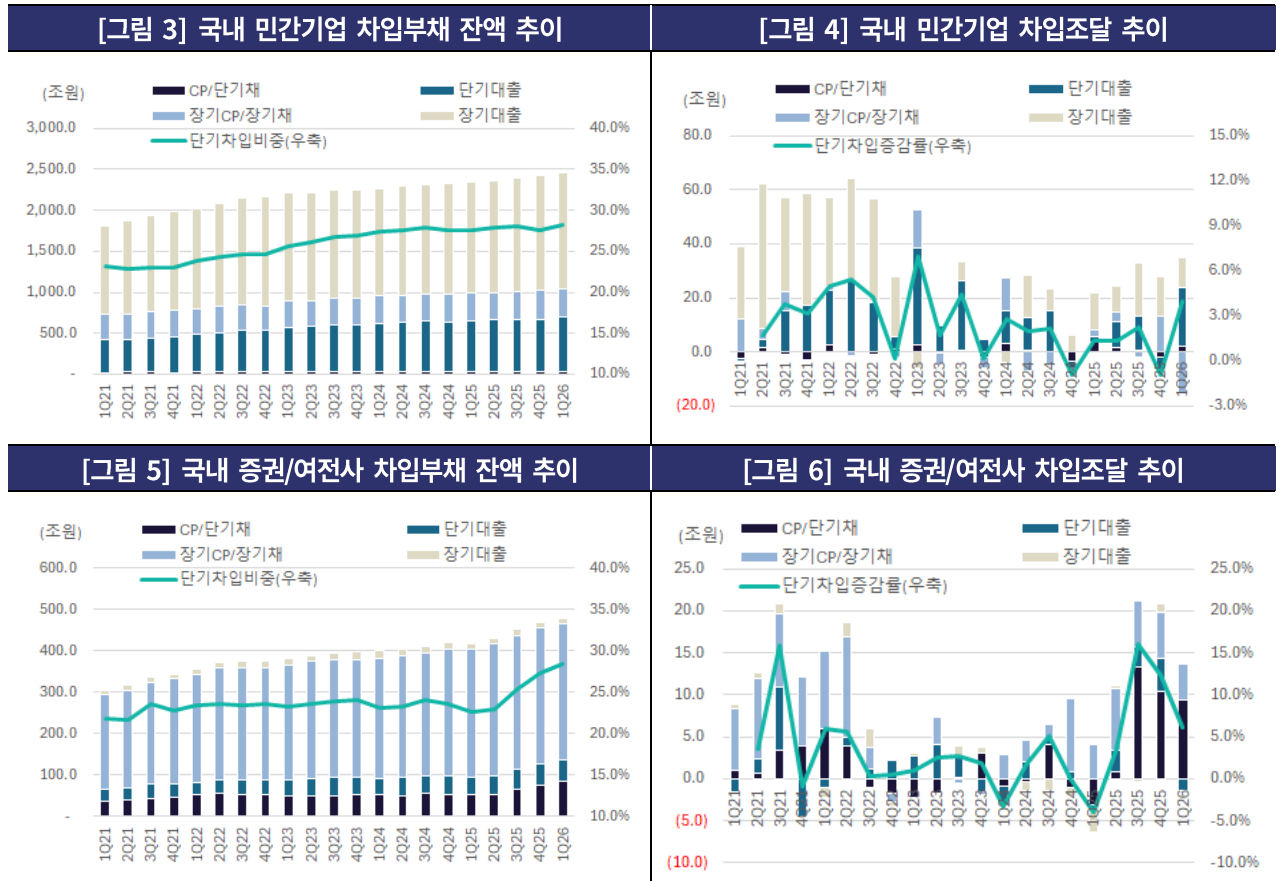
전체 일반회사채 발행실적 중 BBB 급 비중은 2022년 상반기와 하반기에는 각각 6.8%, 9.9% 수준이었으나, 2023년 이후 2~3%대로 크게 낮아졌다. 2024년 하반기 일시적으로 6.5%까지 상승한 바 있으나, 2025년 상반기와 하반기에 각각 3.2%, 3.1%에 그친 가운데 2026년 1~5월에는 2.2%로 축소되었다. 이는 BBB 급 기업들이 공모 회사채 시장 접근성이 크게 악화되었음을 보여주며, 앞서 살펴본 CP/단기사채 의존도 심화를 종합적으로 고려하면 만기 집중에 따른 유동성 경색 위험이 구조적으로 커졌다는 점을 의미한다.

비금융 민간기업은 단기대출 위주, 증권/여전사는 단기채 위주로 차입부채 증가 추세

한국은행 자금순환표를 통해서도 국내 기업들의 차입구조 변화를 살펴보면, 비금융 민간기업의 차입부채(금융부채 중 채권+대출금)는 2022년부터 2025년까지 연평균 5.0%의 증가율을 보이며 꾸준히 확대되어 왔으며 2026년 1분기에도 1.2% 증가하였다. 2026년 3월말 차입부채 중 채권 비중은 15%, 대출금 비중이 85%로 간접금융에 대한 의존도가 높다. 동 비중은 2022년 이후 대체로 유지되고 있으나, 2026년 들어 장기채 비중은 감소하고 단기대출 비중이 증가한 점이 특징적이다. 이는 시장성 조달이 금융기관 대출 등 간접금융을 통한 조달로 대체된 것으로 유추해 볼 수 있으며, 금리 상승기에 민간기업들이 장기채보다 상대적으로 접근이 용이한 단기자금 또는 금융기관 대출에 의존하는 경향이 커지는 것을 시사한다. 차입부채 중 단기차입 비중은 2026년 3월말 28.3%로 2021년 6월말(22.9%) 이후 상승세가 지속되고 있다.

한편 금융기업 중 증권/여전사의 차입부채(금융부채 중 채권+대출금)는 2022년부터 2025년까지 연평균 8.1%의 높은 증가율을 보였으며, 2026년 1분기에도 2.2% 증가하였다. 2026년 3월말 차입부채 중 채권 비중이 86%에 달해 간접금융 비중이 높은 민간기업과 달리 직접금융, 즉 시장성 조달 비중이 매우 높은 특징을 보이고 있다. 특히 2025년 3분기 이후 단기채권(CP+단기사채) 발행을 통한 조달이 크게 확대되어 2026년 1분기 차입조달에서 차지하는 비중이 77%까지 증가하였다. 전체 차입부채 중 단기차입비중은 2025년 3월말(22.7%) 이후 상승세로 전환되어 2026년 3월말 28.4%까지 상승하였다.

다만 최근 증권사의 단기성 조달 확대는 운용자산 증가에 대응하기 위한 운전자금 확보 성격이 강한 것으로 보인다. 특히 신용융자 잔액 증가로 신용공여 자금수요가 확대된 가운데 레버리지·인버스 ETF 거래 증가에 따른 유동성 공급(LP) 규모 확대 및 이에 수반되는 거래소 증거금 및 결제예탁금 부담 증가가 단기 유동성 수요를 높이는 요인으로 작용한 것으로 파악된다.



주) 1. 한국은행 자금순환표 상 단기차입=단기대출금+단기채권, 장기차입=장기대출금+장기채권 기준, 증권사의 경우 파생결합증권 제외
 2. 차입부채 잔액은 각 분기말 잔액 기준이며, 차입조달은 각 분기 순조달(발행-상환) 기준
 자료) 한국은행 자금순환표, 한국기업평가 정리

BBB급은 시장 접근성 약화로 단기 및 대체조달 확대 추세

투자등급 하단인 BBB 급은 원리금 지급확실성은 있으나, 장래의 환경변화에 따라 저하될 가능성이 내포되어 있는 등급으로 정의된다. 즉 BBB 급은 제도적으로 '투자등급'으로 분류되는 마지노선이면서도 실질적으로는 경기 및 금리 충격에 가장 민감하게 반응하는 경계 구간이라는 이중적인 성격을 지닌다. BBB 급 업체들은 공모채 시장 접근성이 크게 낮아지면서 사모사채, 대출채권 및 유동화 위주의 조달구조로 재편되었으며, 만기 단기화 경향도 뚜렷하게 나타나면서 차환 압력이 상시적으로 발생하는 구조적 취약점을 보이고 있다. 이에 따라 금리상승 국면에서 조달비용 상승폭이 크고 신용경계감 상승에 따른 차환 실패 가능성도 높아진 것으로 판단된다.

**BBB급 단기성차입
비중은 최근 60%대
로 확대, 차환부담
높은 수준**

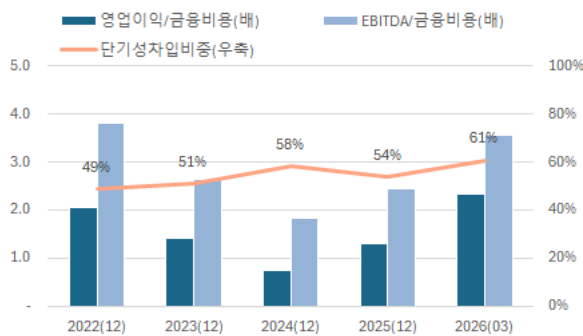
2026년 6월말 기준 한국기업평가의 장/단기 유효등급을 보유한 BBB 급 업체 56개사를 대상으로 분석해보면 차입구조 단기화 및 대체조달 경향이 뚜렷하게 확인된다. 개별 기업 자체의 차환위험 및 상환능력에 초점을 두고자 별도(개별) 재무제표 기준으로 분석하였다.

BBB 급 56개사 중 비금융 43개사의 별도(개별) 재무제표 기준으로 살펴본 단기성차입 비중은 2022년말 48.6%에서 2026년 3월말 60.4%까지 확대되었다. 같은 기간 이자보상배율(영업이익/금융비용)은 2022년 2.1배에서 2024년 0.8배까지 악화된 이후 2025년에는 1.3배로 반등하였다. EBITDA 기준으로 본 이자보상배율도 2024년 1.8배에서 2025년 2.4배로 개선되어 2024년 이익창출력 저점을 지나 손익 측면에서는 완만한 회복 국면에 진입한 것으로 보인다.

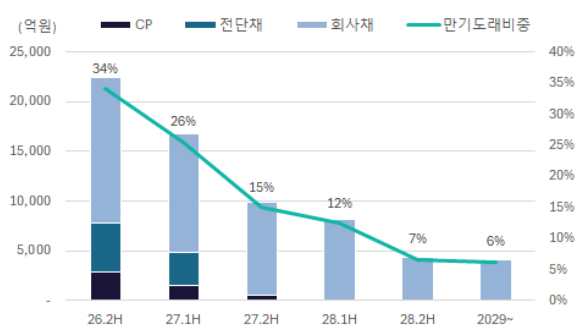
그러나 2025년 하반기 이후 가파른 금리 상승으로 이자비용 부담이 가중되고 있는 점은 부담 요인이다. 2026년 금리 100bp 상승시 이자비용 증가는 2025년 영업이익의 13.7%, EBITDA의 7.2%에 이를 것으로 추산된다. 또한 재무구조 측면에서 차입구조 단기화가 심화되어 개별 기업의 실적이 양호하더라도 유사 신용군에 대한 시장 전반의 신용경계감이 높아지는 경우 차환 여건이 악화되어 유동성 위기에 직면할 가능성이 상존한다.

2026년 6월말 기준 BBB 급 56개사 전체 시장성 조달(CP+전자단기사채+회사채) 잔액은 6조 5,622억원으로 파악된다. 전체 시장성 조달 중 회사채가 80% 비중을 차지하나 사모(P-CBO 포함) 비중이 73%에 달하고 있다. 시장성 조달의 60%인 3조 9,156억원이 1년 내 만기가 도래하여 만기집중도가 높은 것으로 분석된다. 금리 상승기에 이러한 만기 집중은 차환 실패 시 다수의 기업이 동시에 유동성 위기에 노출될 수 있는 시스템 리스크로 확대될 소지가 있다.

[그림 7] BBB급 이자보상배율/단기성차입비중 추이



[그림 8] BBB급 시장성조달 만기 현황(26년 6월말)



주) 1. BBB급 업체 평균 재무비율은 비금융 43개사 가중평균 기준, 2026(03)은 분기보고서 제출 35개사 기준
2. BBB급 시장성조달은 금융/비금융 56개사 SEIBro 자료의 2026년 6월말 CP+전자단기사채+회사채 발행잔액 합계 기준
자료) SEIBro, 전자공시시스템, 한국기업평가 정리

¹ 한국예탁결제원 증권정보포털(SEIBro) 자료 기준 2026년 6월말 업체별 만기 미도래 발행잔액 합계

IV. 신용평가시 차환위험 반영 방안

차환위험을 재무유동성 평가에 반영하거나 기타조정요소로 활용

BBB 급 업체들은 차입구조 단기화가 심화되면서 차환 빈도가 높아져 시장 여건 변화에 대한 노출이 커진 상황으로 최근 금리 상승과 신용경계감 증대에 따른 수급 악화로 차환위험이 유동성 위기를 촉발하는 상황이 반복되고 있다. 차환위험은 앞서 설명한 대로 기업의 근본적인 재무상환능력과 구분되는 ‘시장 접근성’ 문제로 나타나게 되며, 재무유동성 평가시 전통적인 손익 및 재무분석 이외에 차환위험 반영을 위한 추가적인 분석이 병행되어야 한다. 단기성 차입 비중, 시장성조달 의존도 및 단기 시장성조달 비중, 유동성커버리지 등의 계량 지표 활용과 계열 위험 전이가능성 및 시장 접근성에 대한 정성적 평가를 통해 차환위험을 재무유동성 평가에 반영하거나 신용등급 조정요소로 활용할 필요가 있다.

[표 2] 재무유동성 분석 시 차환위험 반영 참고 지표

구분	지표 산식	의미	판단기준
단기성차입 비중	1년 내 만기도래 차입부채/총차입부채(차입금+사채)	차입부채 중 1년 내 만기도래 비중	높을수록 차환위험에 크게 노출
시장성조달 의존도	시장성조달(CP+전단채+사채)/총차입부채	자본시장에서 투자자 수요를 바탕으로 조달하는 시장성조달 자금은 시장금리와 투자심리 변화에 민감하여 차환위험 내재	높을수록 차환위험에 크게 노출
단기 시장성조달 비중	1년 내 만기도래 시장성조달/총 시장성조달(CP+전단채+사채)	시장성조달 중 1년 내 만기도래 비중	높을수록 차환위험에 크게 노출
유동성 커버리지	(OCF+사용제한 없는 현금성자산+미사용 Credit Line)/1년 내 만기도래 차입부채	신용경색 상황에서 내부창출현금과 가용 유동성으로 1년 내 만기도래 차입부채를 감당할 수 있는지 살펴보는 유동성 스트레스 테스트 지표	낮을수록 차환위험에 크게 노출

자료) 한국기업평가

차환위험 관련 계량 지표와 계열위험 전이 가능성 등 분석 병행

단기성차입 비중은 총 차입부채 중 1년 내 만기도래액 비중으로, 단기성차입 비중이 높을수록 차환위험에 더 크게 노출된 것으로 평가할 수 있다. 단기성차입이더라도 담보부차입인 경우에는 차환가능성이 상대적으로 높은 것으로 간주할 수 있으나, 고금리 국면 하에 자산가치 하락이 담보력 저하로 이어지는 상황에서는 차환 여건에 불리하게 작용할 것이다. 한편 형태상 장기성차입이더라도 대출채권/사모사채 유동화를 거쳐 단기로 차환되는 조달구조인 경우에는 유동화증권 차환여건 악화 시 조기상환 요구가 발생할 가능성도 있어 간접적인 차환위험에 노출되어 있는 것으로 해석할 필요가 있다.

시장성 조달 의존도는 CP, 전단채, 회사채 발행잔액이 총 차입부채에서 차지하는 비중을 의미한다. 시장성 조달은 기업이 금융기관 대출과 같은 전통적 방식 대신 자본시장에서 투자자 수요를 바탕으로 자금을 조달하는 것이다. 조달구조 다변화와 조달비용 감소 등의 긍정적 효과도 존재하나 시장금리와 투자심리 변화에 따라 조달비용과 차환 여건이 달라질 수 있는 리스크가 내재되어 있다. 특히 금리상승기나 투자수요 위축시 차환이 어려워지거나 조달비용이 크게 상

승할 수 있어, 시장성 조달 비중이 높을수록 차환위험에 더 크게 노출된 것으로 판단할 수 있다. 단기성차입 비중과 같은 맥락에서 시장성조달 중 1년 내 만기가 도래하는 비중 또한 차환 위험 평가에 유의미한 지표로 활용될 수 있다.

한편 유동성커버리지는 내부창출현금과 가용 유동성으로 구성된 상환재원으로 1년 내 만기도래 차입부채를 감당할 수 있는지 살펴보는 지표이다. 영업활동현금흐름(OCF)에 사용제한이 없는 현금성자산과 미사용 Credit Line을 합산하여 산출한 상환재원이 1년 내 만기도래 차입부채를 상환하는 데 충분하지 않을 경우 차환위험에 더 크게 노출되어 있는 것으로 볼 수 있다.

특히 동 지표는 차환위험이 크게 상승한 신용경색 상황을 가정하고 내부 자원과 기확보된 신용한도만으로 1년 내 만기도래 차입부채를 얼마나 감당할 수 있는지 보여준다는 측면에서 유동성 스트레스 테스트 지표의 의미를 지닌다. 따라서 비우량 기업이 신용경계감 상승으로 차환 실패 가능성이 증가하고 단기 유동성 경색 우려가 높아진 상황에서 보다 유효한 지표로 활용될 수 있을 것이다.

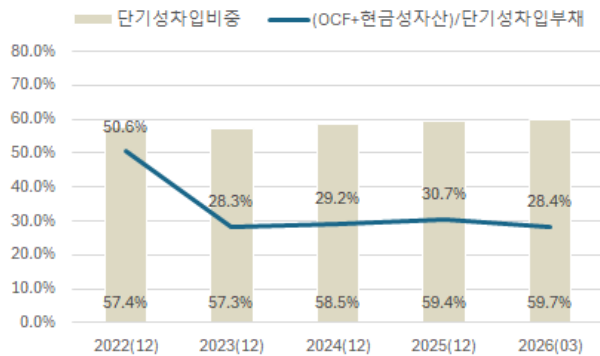
한편 중앙그룹 사례처럼 계열사 간 재무위험 연계도가 높은 경우, 특정 계열사의 기한이익상실(EOD)이 다른 계열사로 신속히 전이되는 경로가 확인된다. 따라서 개별 기업 신용평가 시에도 계열사 간 상호지급보증, 자금보충 약정, 교차부도(cross-default) 조항, 계열 내 자금관리 체계에 대한 반영을 강화해야 한다. 특히 그룹 내 비상장·비금융 계열사가 유동성 위기에 처할 경우 상장 계열사나 우량 계열사로의 위험 전이 가능성을 스트레스 시나리오로 점검할 필요가 있다.

**부도발생 업체들의
최근 결산 기준
차환위험 지표는
저조한 수준**

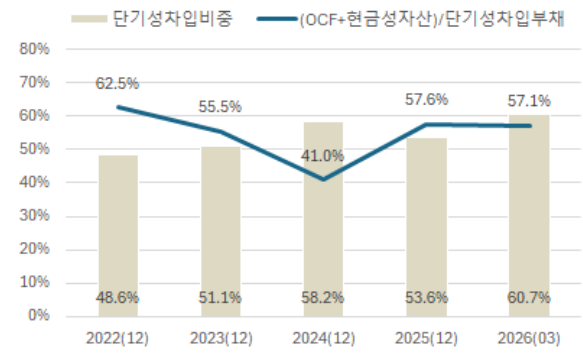
2026년 상반기 부도발생 업체 중 KR 유효등급이 존재했던 5개사(제이알글로벌리츠, 콘텐츠리중앙, 메가박스중앙, 제이티비씨, 중앙일보)를 대상으로 차환위험 관련 지표 현황을 살펴보았다. 단기성차입 비중은 2022년말 57.4%에서 2025년말 59.4%까지 상승하였으며, 분기보고서 제출 4개사(메가박스중앙 제외) 기준으로 2026년 3월말 단기성차입비중도 59.7%를 보였다. 차입부채 중 시장성조달 비중은 2025년말 62%로 높은 수준이었으며 시장성조달 중 1년 내 만기도래 비중도 61%에 달하였다. 부도가 임박했던 2026년 3월말에는 분기보고서 제출 4개사 기준 시장성조달 의존도는 77%에 달하였고, 1년 내 만기도래 비중도 65%에 이른 것으로 파악된다.

유동성커버리지 지표의 경우 분석의 편의상 가용 유동성을 현금성자산으로 대체하여 분석해 보면, 2022년말 50.6%에서 2025년말 30.7%로 크게 저하되었다. 분기보고서 제출 4개사 기준으로 2026년 3월말 지표는 28.4%에 불과했다. 제시된 계량 지표들과 부도발생과의 상관관계 유의성을 직접적으로 검증할 수는 없지만, BBB 급 업체 평균과 비교해볼 때 차환위험에 크게 노출된 상태였던 것으로 확인된다.

[그림 9] 2026년 상반기 부도업체 5개사 지표 추이



[그림 10] BBB급 업체 평균 지표 추이



주) 1. 2026년 상반기 부도업체 5개사(제이알글로벌리츠, 콘텐츠리중앙, 메가박스중앙, 제이티비씨, 중앙일보) 가중평균 기준, 2026(03) 수치는 분기보고서 제출 4개사(메가박스중앙 제외) 기준
 2. BBB급 업체 평균 지표는 KR 공시 유효등급 보유 BBB급 비금융 43개사 가중평균 기준, 2026(03)은 분기보고서 제출 35개사 기준
 자료) SEIBro, 전자공시시스템, 한국기업평가 정리

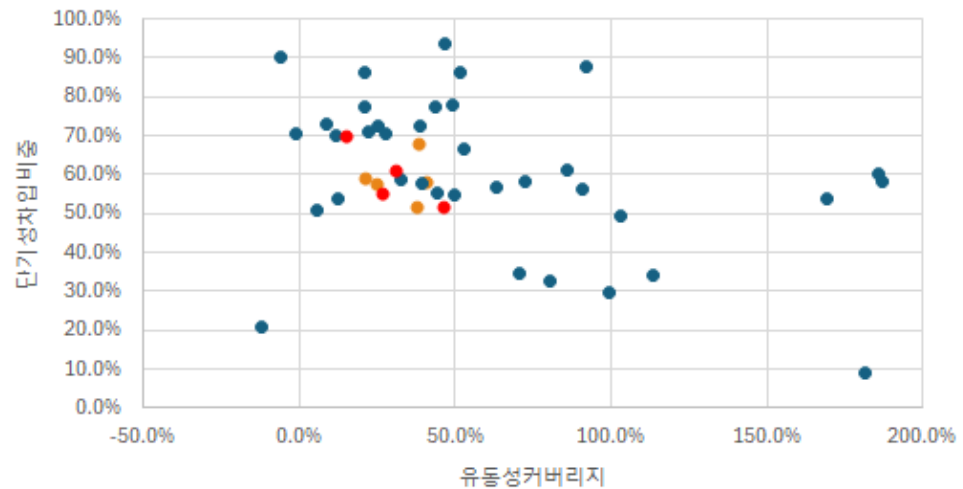
BBB급 업체들의 차환위험 모니터링 강화 필요

2026년 6월말 기준 KR 공시 유효등급을 보유한 BBB 급 비금융 43개사를 대상으로 차환위험 지표 현황을 살펴보았다. 단기성차입 비중은 2022년말 48.6%에서 2025년말 53.6%로 상승 하였으며, 2026년 3월말에는 분기보고서 제출 기업(35개사) 기준 60.7%로 높은 수준이다. 앞서 살펴본 바와 같이 BBB 급 56개사(금융 포함)의 시장성 자금조달(CP+전단채+회사채) 중 1년 내 만기도래 비중은 2026년 6월말 기준 60%에 달하는 것으로 파악되어 차환위험에 크게 노출되어 있는 것으로 판단된다.

유동성커버리지 지표(분석의 편의상 가용 유동성을 현금성자산으로 대체)의 경우, 2022년말 62.5%에서 2024년말 41.0%까지 저하되다 2025년말 57.6%로 개선된 가운데 2026년 3월 말 분기보고서 제출 35개사 기준 57.1%를 보이고 있으나 여전히 절대적으로 낮은 수준이다. 다만 동 지표는 앞서 설명한 대로 신용경색 상황을 가정한 유동성 스트레스 테스트 개념이므로 평균 수치의 의미는 크지 않으며 개별 기업의 수치가 더 유의미할 것이다. 분석대상 기업 중 3개사는 2025년말 유동성커버리지 지표가 부(-)의 수치로 매우 저조한 것으로 나타났으며, 9개사는 2026년 상반기 부도업체 5개사 평균 수준인 30% 미만에 그치고 있다.

BBB 급 비금융 43개사 중 2025년말 기준 단기성차입비중이 50% 이상이고 유동성커버리지는 50% 미만인 업체는 총 18개사로, 차환위험 노출도가 상대적으로 높은 것으로 판단된다. 일부 업체들의 경우 미사용 Credit Line 이나 담보제공여력 등을 감안하면 만기도래 차입부채의 상환(차환)에 일정수준 대응가능할 것으로 예상되나, 최근 금리상승 국면과 차환여건 저하를 감안할 때 차환위험에 대한 모니터링을 강화할 필요가 있다.

[그림 11] BBB급 업체 차환위험 지표 현황(2025.12)



- 주) 1. 단기성차입비중=1년 내 만기도래 차입부채/총차입부채(차입금+사채),
유동성커버리지=(OCF+현금성자산)/1년 내 만기도래 차입부채
2. 파란색 점은 BBB급 비금융 43개사 중 유동성커버리지가 200% 이상이거나 단기성차입비중이 0%인 7개사 제외한 36개사 기준
3. 주황색 점은 2026년 상반기 부도업체 5개사(제이알글로벌리츠, 콘텐츠리중앙, 메가박스중앙, 제이티비씨, 중앙일보)의 2025(12) 기준, 붉은색 점은 2026년 상반기 부도업체 중 2026년 1분기 분기보고서 제출 4개사(메가박스중앙 제외)의 2026(03) 기준
- 자료) 전자공시시스템, 한국기업평가 정리

V. 맺음말

2025년 이후 홈플러스 기업회생절차 개시에 이어 최근 중앙그룹 계열사 동반 부실화에 이르
기까지, 최근 국내 자본시장은 대형 크레딧 이벤트를 반복적으로 겪으며 투자등급 하단인
BBB 급 업체들에 대한 투자심리가 구조적으로 위축되었다. BBB 급 업체들은 손익 측면에서
2024년을 저점으로 완만히 회복하고 있음에도 불구하고 차입구조의 단기화와 만성적인 유동
성커버리지 부족이라는 구조적 취약점을 내포하고 있어 금리 상승 국면에서 차환위험에 대한
노출도가 높은 수준으로 분석된다.

앞서 언급한 대로 차환위험은 기업의 상환능력보다는 ‘시장 접근성’의 문제로 나타나기 때문에
신용평가 시 전통적인 손익 및 재무분석 이외에 추가적인 분석이 필요하다. 단기성차입 비중,
시장성조달 의존도 및 단기 시장성조달 비중, 유동성커버리지 등의 계량 지표 활용과 계열위험
전이가가능성 및 차환여건 변화에 대한 정성적 평가를 통해 차환위험을 재무유동성 평가지표에
반영하거나 신용등급 조정요소로 활용할 필요가 있다. 금리 상승과 신용경계감이 상존하는 현
재 국면에서는 재무제표 분석 기반의 '상환능력' 평가 이외에도 조달 환경 변화를 반영한 '차환
가능성'에 대한 선제적인 모니터링을 강화하는 것이 투자자 보호와 시장 안정성 제고에 기여할
것으로 판단된다.

한편 정책당국은 BBB 급 이하 시장의 구조적 위축에 대응하여 다양한 정책금융 수단을 활용하여 우량기업으로의 자금 쏠림을 완화할 필요가 있다. 최근 생산적 금융 전환, 발행어음 및 종합투자계좌(IMA) 사업자 확대, 국민성장펀드 조성 등 비우량 기업에 대한 자금공급 확대 방안이 추진되고 있으나, 신용스프레드 확대 추세를 감안하면 이러한 정책 대응이 투자등급 하단의 차환 여건 개선에 미치는 효과는 아직 제한적인 것으로 보인다. 성장자본 공급 확대와 더불어 비우량 기업의 만기도래 채무의 원활한 차환을 지원하는 수단을 병행하여, 신용경계감이 특정 신용군 전반으로 전이되는 부정적 효과를 차단할 필요가 있다. 특히 투자등급 하단에서 실제 부도사례들이 발생한 최근 상황을 위험 국면으로 판단하고 정책 대응 강도를 높여야 할 것이다.

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(주)(이하 ‘당사’)가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 ‘간행물’)는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권/채권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 ‘신용평가업무 등’)에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자/분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인 투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2026, Korea Ratings Corporation. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가(주)의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.

KRIR 2026-0**, 2026-07-**