



# BIS Bulletin

106호

## 사적 신용에 대한 소매 투자자

이냐키 알타소로, 세바스티안 도어, 카람필 투도로프  
Iyanki Altasoro, Sebastian Doer, Karamfil Todorov

2025년 7월 9일

BIS 게시판은 국제결제은행(BIS) 직원들과 다른 경제학자들이 작성하여 은행에서 발행합니다. 이 게시판들은 시사적 관심사를 다루며 기술적 성격을 지닙니다. 게시판에 표현된 견해는 저자들의 견해이며 BIS의 견해를 반드시 반영하는 것은 아닙니다. 저자들은 지원과 논평을 해주신 페르난도 아발로스, 호세 베로스피데, 마티아스 드레만, 존 프로스트, 파블로 에르난데스 데 코스, 울프 루릭, 댄 리스, 안드레아스 슈림프, 아밋 세루, 일히옥 심, 블라드 수슈코, 훌륭한 분석 및 연구 지원을 해주신 웨치안 첸, 줄리오 코르넬리, 루드락쉬 칸살, 그리고 행정 지원을 해주신 니콜라 페슬러에게 감사드립니다.

BIS 게시판 시리즈의 편집자는 신현송입니다.

이 출판물은 BIS 웹사이트 ([www.bis.org](http://www.bis.org))에서 볼 수 있습니다.

© 국제결제은행(BIS) 2025. 모든 권리 보유. 간략한 발췌문은 복사 또는 출처를 명시하면 번역이 가능합니다.

ISSN: 2708-0420(온라인)

ISBN: 978-92-9259-871-6(온라인)

이냐키 알다소로  
이냐키 알다소로@bis.org

세바스찬 도어  
Sebastian.Doerr@bis.org

카람필 토도로프  
카람필 토도로프@bis.org

## 사적 신용에 대한 소매 투자자

### 주요 내용

- 사적 신용은 사업 개발 회사의 급속한 성장과 더불어 최근에는 사적 신용 거래소 상장 펀드(ETF)를 통해 소매 투자자들의 참여가 확대될 것으로 예상됩니다.
- ETF는 불투명한 사적 신용 시장을 보다 투명하게 만드는 가격 신호를 도입할 수 있으며, 특히 순자산 가치에 대한 할인이 크고 지속될 수 있는 경기 침체기에 그렇습니다.
- 소매 투자 수단의 증가는 현재 유동성이 부족한 민간 대출에 대한 2차 시장 창출을 촉진할 수 있으며, 이는 자산 종류로서 민간 신용의 이점을 침식할 수 있습니다.

사모대출은 중견기업의 중요한 자금 조달원으로 자리 잡으며 점차 은행 대출을 대체하고 있습니다. 사모대출 업계는 전 세계적으로 2조 2천억 달러 이상의 자산을 관리하고 있으며, 이는 2010년 1,000억 달러에 불과했던 규모에서 크게 증가한 수치입니다. 많은 관할권에서 사모 신용 거래 규모는 이미 레버리지 론 및 고수익 채권 시장 규모에 육박하고 있습니다. 규제와 감독이 잘 갖춰진 은행에서 불투명한 사모 신용 부문으로 대출이 이전되는 현상은 투자자들과 사모 시장의 미래에 대한 중요한 의문을 제기합니다.<sup>1</sup>

최근 눈에 띄는 변화는 개인 투자자의 참여 증가입니다. 역사적으로 사모 신용 펀드는 기관 투자자의 영역이었지만, 개인 투자자가 운용하는 자산(AUM) 비중은 지난 10년 동안 거의 0%에서 13%(2,800억 달러)로 증가했습니다.

이러한 성장세는 사업 개발 회사(BDC)의 성장에 힘입은 것으로, 최근에는 상장지수펀드(ETF)가 이 분야에 진출하고 있습니다. 상장된 경우가 많은 폐쇄형 사모신용펀드의 일종인 BDC는 이미 미국 사모신용 시장의 20%를 차지하고 있습니다. 사모신용 ETF는 ETF와 사모신용의 인기를 모두 활용하고자 합니다. 개인 투자자들에게 유동성이 낮은 장기 사모대출에 대한 투자에서 높은 수익을 보장하는 동시에, 매일 거래되는 유동성 높은 주식을 제공합니다.

미해결 문제는 사모신용 ETF의 소매 자금에 대한 개방성이 투자자와 금융 안정성에 어느 정도까지 위험을 초래하는가 하는 것입니다. 사모신용 ETF는 유동성이 높은 시장에서 거래되는 주식과 거의 거래되지 않는 유동성이 낮은 기초 사모자산을 결합합니다. 이러한 불일치는 스트레스 상황에서 ETF 가격과 기초자산 가치 간의 높고 지속적인 할인으로 이어질 수 있습니다. 이러한 할인은 유동성이 낮은 자산의 과매도에 대한 안전판 역할을 할 수 있지만, 기초자산의 질과 정확한 가치 평가에 대한 의구심을 불러일으켜 투자자 손실을 초래할 수 있습니다. BDC는 유동성 불일치를 피하지만, 은행 신용 한도의 지원을 받는 부채비율은 지난 15년 동안 세 배로 증가했으며 경기순응성이 매우 높습니다. 이는 경기 침체 시 신용 공급에 대한 우려와 비은행 금융중개기관(NBFI)에서 은행으로의 파급 효과를 야기합니다.

레버리지 상승으로 인한 위험은 면밀한 모니터링이 필요하지만, 사모 시장 연계 ETF의 문제를 해결하는 것은 난제일 수 있습니다. 지속적인 할인 위험은 사모 대출을 위한 2차 시장을 조성함으로써 완화될 수 있습니다. 즉, 유동성을 높이고 시장 가격을 도입하여 투명성을 높이는 것입니다. 그러나 이러한 방식이 사모 대출의 장점을 희석시킬지는 의문입니다. 첫째, 2차 시장에서의 거래는 대출 조건의 표준화를 필요로 하지만, 차용자는 사모 대출 기관의 관계 중심적인 접근 방식과 맞춤형 대출 조건에 대해 가까이 프리미엄을 지불합니다.

둘째, 높은 수익률은 투자자들에게 사모신용의 유동성 부족을 보상해 줍니다. 셋째, 가격 변동성을 도입합니다.

<sup>1</sup> Avalos et al(2025), Aldasoro 및 Doerr(2025) 및 IMF(2024)는 사적 신용 및 직접 대출에 대한 자세한 설명을 제공합니다.

민간 시장에서의 발견은 자산 관리자와 투자자들에게 사이클 전반에 걸친 접근 방식에 의존하기보다는 대출 포트폴리오를 시장에 맞춰 평가하라는 요구를 가져올 가능성이 높습니다.

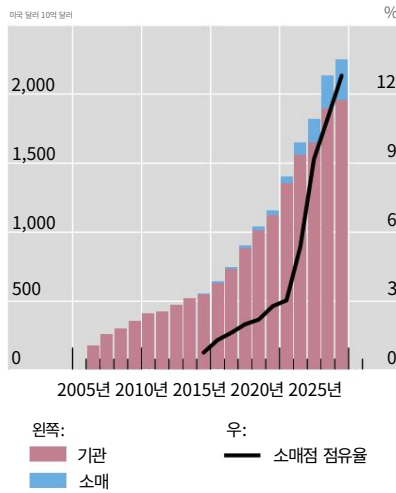
## 민간 신용의 증가

사모신용은 전문투자기구("펀드")가 중소 규모 비금융 기업에 제공하는 비은행 신용을 의미합니다. 이러한 펀드의 운용자산(AUM)은 최근 몇 년 동안 크게 증가했습니다(그래프 1.A). 계약 조건이 강한 변동 금리 대출을 의미하는 직접 대출이 주요 전략이었습니다. 미상환 대출 규모는 2010년 약 1,000억 달러에서 현재 1조 2,000억 달러 이상으로 증가했습니다.

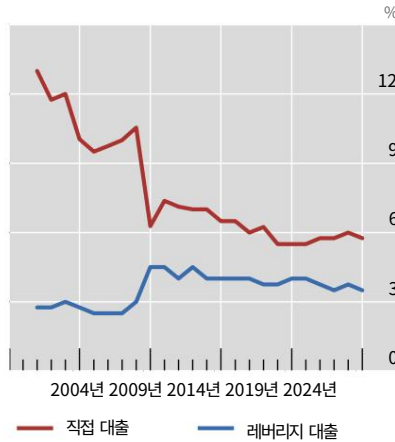
### 민간 신용의 증가

그래프 1

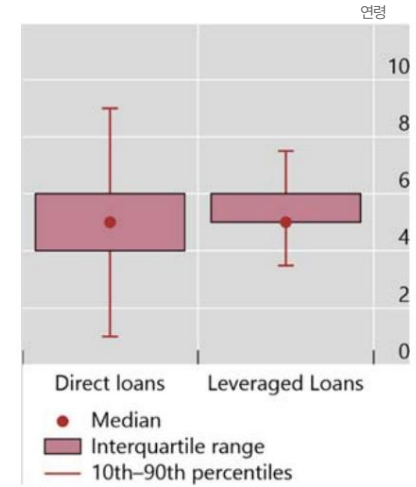
A. AUM은 소매 투자자 진입이 증가함에 따라 빠르게 성장했습니다.



B. 대출 스프레드는 감소했지만 비교적 높은 수준을 유지하고 있습니다.



C. 대출 만기는 일반적으로 4~6년입니다.



1 기관 및 개인 투자자 중심 펀드(Pitchbook 분류 기준, 개인 투자자 중심 펀드에는 BDC, 인터넷 펀드, 공개매수 펀드 포함)의 총 운용자산(AUM). 개인 투자 관련 데이터는 2014년 이후부터 제공됩니다. 2 직접 대출 및 레버리지 대출의 대출 스프레드(Libor 또는 SOFR 대비 연간 금리). 3 직접 대출 및 레버리지 대출의 대출 만기 분포.

출처: Pitchbook, Global Private Debt Report 2024; PitchBook Data Inc; 저자의 계산.

사적 신용 대출은 차용자에게 귀중한 유연성을 제공하지만, 맞춤형 대출 조건은 대출자가 대출을 만기까지 보유하는 경향이 있음을 시사합니다. 즉, 유동성 부족과 유연성은 동전의 양면과 같습니다. 거래는 대출자와 차용자 간에 직접 협상되며, 대출자는 만기까지 대출을 대차대조표에 보유합니다. 맞춤형 계약 구조, 더 높은 확실성과 실행 속도, 그리고 더 유연한 재협상(Block et al. (2024))은 광의 신디케이트 대출과 비교했을 때 유리합니다. 광의 신디케이트 대출은 여러 대출자가 참여하고 활발한 2차 시장에서 거래되지만, 실행 속도가 느리고 대출 조건이 더 표준화되어 있습니다. 예를 들어, 직접 대출자의 경우 대출 신청 또는 재협상이 며칠 안에 완료될 수 있지만, 신디케이트 대출의 경우 몇 주가 걸릴 수 있습니다. 차용자는 이러한 비가격 대출 조건을 중요하게 생각하기 때문에 직접 대출에 대해 더 높은 금리를 기꺼이 지불합니다(Abuzov et al. (2024)).

더 큰 유연성은 직접 대출이 다른 채권 상품에 비해 금리가 높은 이유를 설명할 수도 있습니다. 금융 위기 이전 직접 대출(그래프 1.B, 빨간색 선)의 대출 스프레드는 평균 약 10%포인트였으며, 이는 레버리지 대출, 즉 비투자등급 기업에 대한 신디케이트론(파란색 선)보다 높았습니다. 민간 신용이 확대됨에 따라 이러한 차이는 좁아졌지만, 2015년 이후 2~3% 수준을 유지하고 있는데, 이는 차용인에게 유연한 대출 조건이 갖는 가치를 부분적으로 반영하는 것으로 보입니다.

<sup>2</sup> 스프레드의 감소는 부분적으로 AUM이 늘어나면서 사적 신용 펀드가 규모가 더 크고 위험성이 낮은 차용자를 대상으로 서비스를 제공하면서 신용 위험에 대한 보상이 낮아졌음을 반영합니다.

전통적으로 사모신용펀드는 대부분 4년에서 8년까지의 전체 라이프사이클 동안 기관 자본을 고정하는 폐쇄형 구조로 운영되었습니다. 폐쇄형 펀드는 거래소에서 거래되지 않으며, 최소 투자 금액이 높아 개인 투자자가 쉽게 이용할 수 없습니다. 이로 인해 유동성이 낮고 규제가 완화됩니다. 펀드의 라이프사이클은 일반적으로 대출 포트폴리오의 평균 만기(약 5년, 그래프 1.C)와 일치하여 유동성 및 만기 전환 위험을 완화합니다. 자금의 주요 원천은 공적 연기금 및 사적 연기금이나 보험 회사와 같이 장기 투자 기간과 유동성 요구가 낮은 기관 투자자입니다.

최근 들어 개인 투자자들이 사모신용 시장에서 점점 더 중요한 역할을 하고 있습니다. 개인 투자자들의 비중은 2010년 전체 운용자산(AUM)의 1% 미만에서 현재 거의 13%로 증가했으며, 지난 4년간 급격한 상승세를 보였습니다(그래프 1.A, 파란색 막대와 검은색 선). 개인 투자자들의 시장 진입은 주로 BDC를 통해 이루어졌습니다. 이에 대한 대안이자 최근 개발된 상품으로는 사모신용 ETF가 있습니다. 아래에서 이러한 구조에 대해 자세히 살펴보겠습니다.

### 민간 신용이 소매로 전환됩니다: BDC와 ETF

BDC는 일반적으로 주식을 증권거래소에 상장하는 폐쇄형 투자수단으로, 3,000억 달러 이상의 운용자산(AUM)을 보유하고 있어 미국 전체 직접대출의 약 4분의 1을 차지합니다.<sup>3</sup> 자산 측면에서 BDC는 대부분 직접대출과 더불어 일부 주식(대부분 사모펀드 회사 주식)을 보유하고 있습니다(그래프 2.A, 왼쪽). 다른 포트폴리오 회사의 보통주 또는 우선주는 자산의 10% 미만을 차지합니다. 따라서 BDC 자산은 대부분 유동성이 낮은 사모대출이며, 일반적인 만기는 4~6년입니다.

BDC의 부채 측면은 주식 자금 조달과 채무 증서, 특히 은행 신용 한도와 무담보 채권을 결합한 것입니다. 펀드 매니저는 일반적으로 먼저 주식을 조달한 후, 약정된 변동 금리의 은행 신용 한도를 활용하여 일상적인 운영 및 대출 발행 자금을 조달합니다. 시간이 지남에 따라 BDC는 무담보 채권과 같은 다른 채무 증서를 발행합니다. 평균적으로 BDC의 경우, 은행 신용 한도가 부채의 약 40%를 차지하고, 무담보 채권이 50%를 차지하며, 나머지는 대부분 담보 채권입니다(Chernenko et al. (2025)). 현재 규제에 따라 BDC는 부채 대 자본 비율을 2 미만으로 유지해야 하며, 대부분의 BDC는 이 한도보다 훨씬 낮은 수준에서 운영됩니다.

ETF는 BDC와 현저히 다릅니다. 최초의 사모신용 ETF는 2025년 초에 출시되어 개인 투자자들이 유동성이 높은 ETF 프레임워크 내에서 비유동성 사모신용 시장에 접근할 수 있도록 했습니다. 양식화된 대차대조표

ETF와 BDC는 유동성이 낮은 대출을 보유하고 있으며 BDC는 레버리지를 특징으로 합니다.

그래프 2

A. BDC 대차대조표

Assets	Liabilities
Illiquid loans	BDC shares (equity)
Equity of PE companies	Credit lines
Others	Other debt

B. ETF 대차대조표

Assets	Liabilities
Liquid assets	ETF shares (equity)
Illiquid loans	

BDC = 사업 개발 회사; ETF = 거래소 상장 펀드; PE = 사모펀드.

출처: 저자의 설명.

<sup>3</sup> BDC는 거래소 상장 BDC, 비상장 BDC, 그리고 사모 BDC의 세 가지 형태로 구분됩니다(Davydiuk et al (2025); Chernenko et al (2025)). 각 유형은 자산과 부채 구성 측면에서 유사합니다. 본 분석은 주로 소매 투자자 참여가 가장 높은 거래소 상장 BDC에 적용됩니다.

ETF의 구성은 다음과 같습니다(그래프 2.B, 오른쪽). ETF는 포트폴리오의 10~35%를 선순위 담보 대출과 같은 비유동성 사모 채권에, 나머지는 유동성이 높은 공적 채권(예: 회사채)에 배분합니다. 이는 유가증권을 보유하는 대부분의 ETF와는 극명한 대조를 이룹니다. 부채 측면에서, ETF는 투자자들에게 판매되는 주식을 발행하며, 투자자들은 이를 유통 시장에서 거래합니다(그래프 3, 녹색). 사모신용 ETF는 약 0.7%의 총비용률을 보고하는데, 이는 액티브 ETF와 유사하지만 패시브 ETF보다는 상당히 높습니다(Chau et al. (2025)).

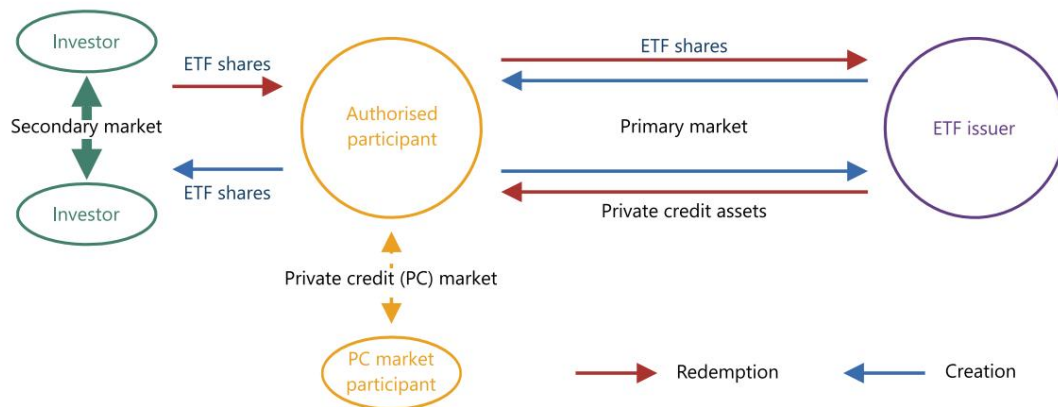
다른 ETF와 마찬가지로 사모신용 ETF는 1차 시장과 2차 시장의 상호작용을 통해 운영됩니다. 2차 시장에서 투자자들은 개별 기업의 ETF 주식처럼 ETF 주식을 거래합니다(그래프 3). 잔여 매수 또는 매도 수요는 1차 시장에서 결제되는데, 여기서는 승인된 참여자(AP)라고 불리는 전문 투자자들이 ETF 발행사(일반적으로 대형 자산 운용사)와 자산 또는 현금을 교환하여 ETF 주식을 설정하거나 환매합니다. AP는 일반적으로 ETF의 기초 자산을 거래하는 대형 증권사이지만, 사모신용 ETF에 대한 AP 목록은 2025년 6월 기준으로 공개되지 않았습니다.

AP의 핵심 역할은 ETF 시장 가격(유통 시장에서 결정됨)이 기초 자산 가격 기반 ETF 보유 자산의 순자산가치(NAV)와 일치하도록 하는 것입니다. AP는 ETF 주가와 NAV 간의 편차를 제거하기 위해 설정-환매 활동을 수행하는데, 이는 수익을 창출하는 차이거래 기회를 제공하기 때문입니다. ETF 가격이 NAV보다 높을 때(ETF 프리미엄), AP는 새로운 ETF 주식을 설정할 유인을 갖습니다(그래프 3, 파란색 선). ETF 가격이 NAV보다 낮을 때(ETF 할인), AP는 기존 ETF 주식을 기초 자산으로 환매합니다(빨간색 선).

일반적으로 이러한 창출과 상환은 기초 자산을 ETF 주식으로 교환하는 방식으로 현물로 이루어집니다.

### ETF 메커니즘과 AP의 다양한 역할

그래프 3



출처: 저자의 설명.

### 민간 시장에 대한 새로운 위험과 영향

BDC의 레버리지가 상승했습니다. 평균 BDC의 부채 대 자본 비율은 지난 15년 동안 30%에서 90% 이상으로 세 배나 증가했습니다(그래프 4.A). 이러한 레버리지는 매우 경기 순응적입니다. 부채의 분기별 변화와 총자산 간의 상관관계가 자본과 총자산 간의 상관관계보다 훨씬 더 강합니다(그래프 4.B). 따라서 특정 분기의 자산 변화는 대부분 부채의 변화로 설명되는 반면, 자본은 경직적입니다. 이러한 경기 순응적 레버리지는 경기 침체 시 신용 공급의 급격한 감소로 이어져 스트레스를 더욱 확산시킬 수 있습니다(Adrian and Shin (2014)). 또한 레버리지가 높다는 것은 주가가 크게 하락할 경우 자본이 침식되어 파산 위기에 처하거나 부채 상환을 위해 매각을 강요받을 수 있음을 의미합니다.

2025년 4월 "해방의 날" 에피소드는 이 사실을 강조했는데, 레버리지가 높은 BDC는 레버리지가 낮은 BDC에 비해 주가 하락폭이 더 컸습니다(그래프 4.C).

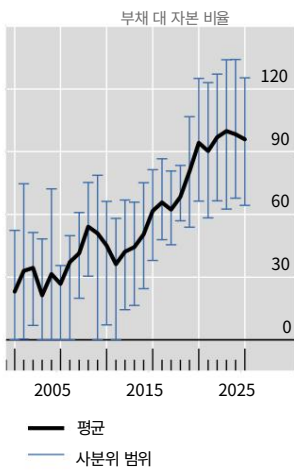
민간 부채 기금의 레버리지가 은행보다 여전히 상당히 낮은 반면, 민간 시장과 은행 간의 상호 연결성은 증가하고 있습니다. NBF의 은행 우발 유동성에 대한 의존도

총당금은 빠르게 증가하여 현재 2조 3천억 달러에 달합니다(그래프 4.D). 민간 시장은 전체에서 차지하는 비중이 점차 커지고 있습니다(검은색 선). 사모 신용 펀드가 은행 신용 한도에 의존하는 것은 신용 한도의 동시 인출을 통해 민간 시장의 스트레스를 은행 대차대조표로 전가할 수 있습니다(Berrosipide et al. (2025)). 이러한 추이를 모니터링하는 것이 매우 중요하지만, 펀드 보유 자산, 가치 평가 방법 또는 부채 구조 등에 대한 통일된 데이터가 부족하여 위험 평가가 어렵습니다. 따라서 더 나은 공시 및 보고 요건이 필요할 수 있으며, 금융안정위원회(2024)의 최근 이니셔티브는 이미 이러한 방향으로 나아가고 있습니다.

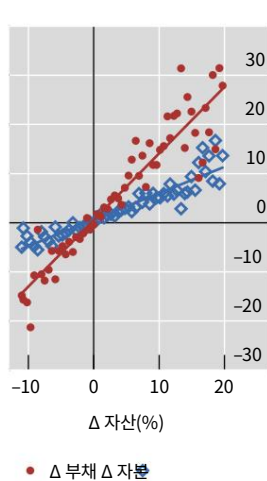
상승 및 순환적 BDC 레버리지는 대부분 은행에서 자금을 조달합니다.

그래프 4

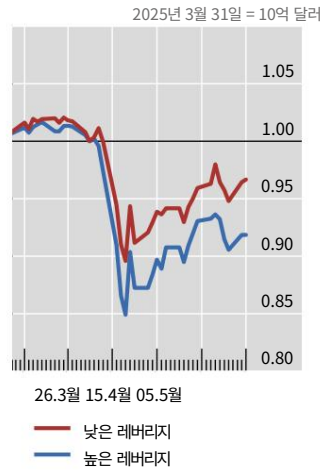
A. BDC 레버리지가 상승하고 있습니다...1



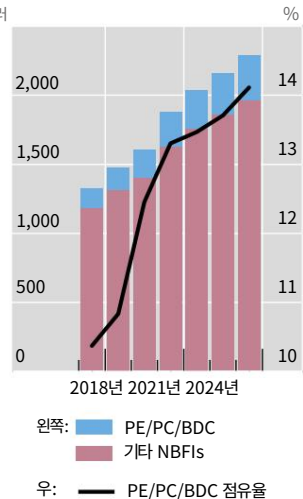
B. ...그리고 강력한 순환적입니다.



C. 레버리지 BDC는 해방의 날 이후 더 나빠졌습니다.



D. 은행은 NBF에 대한 유동성 공급자 역할을 합니다.



BDC = 사업 개발 회사; NBF = 비은행 금융 기관; PC = 사모 신용; PE = 사모 펀드.

<sup>1</sup> BDC의 평균 부채 대 자본 비율(검은색 선)과 사분위 범위(파란색 막대)입니다.

BDC의 총 자본 증가율 대비 총 자산 증가율. BDC 분기별 관측치에 대한 구간별 산점도. 3 "해방의 날"(2025년 4월 2일)을 전후하여 부채 대비 자본 분포 상위 3분위와 하위 3분위에 속하는 BDC의 증가.

2 총부채 증가율과

미국 NBF에 대한 4개 은행 신용 약정.

출처: 연방준비제도이사회, 금융안정보고서, 2025년 4월; 블룸버그; 피치북 데이터; 저자의 계산.

사모신용 ETF가 대규모 개인 투자자를 유치할 수 있는지, 그리고 이것이 사모시장에 어떤 영향을 미칠지에 대한 의문이 여전히 남아 있습니다. 경기 침체기에는 투자자들이 유동성이 높은 ETF 주식을 매도하기 위해 몰려들 수 있습니다. 기초자산 대출은 거의 거래되지 않기 때문에(즉, 최신 시장 가격이 없기 때문에), AP가 ETF 가격과 순자산가치(NAV) 간의 차이를 차익거래할 수 있는 능력은 제한적일 수 있습니다. 유동성이 낮은 시장에서 대출을 처분할 수 없기 때문입니다. 또한 시장 가격이 없기 때문에 순자산가치는 느리게 조정될 수 있습니다. 따라서 사모신용 ETF는 유동성이 낮은 회사채 ETF와 유사하게 스트레스 상황에서 깊고 지속적인 할인을 받을 수 있습니다(Aramonte and Avalos (2020)). AP가 사모신용 자산의 주요 보유자이기도 하고 이를 활발하게 거래한다면(그래프 3, 주황색), ETF 할인을 없애기보다는 자체 대차대조표를 관리하려는 인센티브가 있을 수 있으며, 이로 인해 할인이 더욱 지속될 수 있습니다. 물론, 이러한 할인은 비유동성 자산의 과매각을 막는 "안전 밸브" 역할을 할 수 있습니다(Shim and Todorov (2020)). 하지만 이는 개인 투자자의 손실을 초래할 수도 있고, 불투명한 사모 신용 시장에 어느 정도 투명성을 제공하는 가격 신호를 생성할 수도 있습니다.

투명성 강화는 역설적으로 투자자들이 기초 자산의 정확한 가치 평가와 계열사 사모신용 또는 사모펀드의 공식 순자산가치(NAV)에 대한 의구심을 갖게 할 수 있습니다. 이는 부풀려진 포트폴리오 가치를 담보로 하는 신규 자금 조달이나 신용 발행을 제한할 수 있습니다.

ETF 발행사는 지속적인 할인의 단점을 어떻게 완화할 수 있을까요? 예를 들어, 일부 사모신용 ETF 구조는 대형 사모신용 자산 운용사와의 계약을 광고하는데, 이 자산운용사는 공식 AP는 아니지만 원칙적으로 ETF 사모대출의 특정 금액을 장부가액(예:

(대출 건당 최대 25%까지). 따라서 이러한 자산 관리자들은 대규모 상환 기간 동안 유동성 공급자 역할을 약속하며 암묵적인 안전장치 역할을 할 수 있습니다. 그러나 직접 대출의 주요 발행자이자 보유자로서의 역할은 사모 시장의 위기 상황에서 개입할 능력이나 의지에 대한 우려를 불러일으킵니다.<sup>4</sup> 대안은 시장을 도입하여 기초 대출의 유동성을 높이는 것입니다. 광범위 신디케이트 대출의 2차 시장과 유사하게, 사모 신용 대출은 시장 가격을 갖게 되어 순자산가치(NAV)가 더 빠르게 조정되고 AP의 차익거래가 용이해질 것입니다.

대출의 유동성이 증가함에 따라 사모신용이 주장하는 이점을 유지할 수 있을지는 불분명합니다. ETF와 유동 시장의 도입은 사모신용을 매력적인 자산군으로 만드는 바로 그 이점을 약화시킬 수 있기 때문입니다. 유동 시장은 더욱 표준화된 대출 조건을 요구할 것이며, 이는 대출 기관이 유연성을 떨어뜨리고 결과적으로 차용자에게 제공하는 가치 감소를 의미합니다. 투자자들에게 대출 거래는 애초에 그들을 사모신용 시장으로 끌어들이던 유동성 부족 프리미엄을 감소시킬 가능성이 높습니다. 마지막으로, 자산운용사들은 사모신용의 유동성 부족 덕분에 공개 시장이 변동하더라도 사이클을 파악할 수 있기 때문에 투자자들이 포트폴리오를 지속적으로 시장 가격에 반영할 필요가 없다고 주장하는 경우가 많습니다. ETF와 유동 시장을 통해 투명성이 높아지고 가격 발견이 가능해짐에 따라 자산운용사들이 보유 자산을 더 자주 시장 가격에 반영해야 한다는 요구가 커질 수 있습니다. 결론적으로, 사모신용에 대한 접근성을 "민주화"하는 것은 사모신용의 성장을 지탱해 온 바로 그 특징을 훼손할 수 있습니다.

## 참고문헌

Abuzov, R, C Herper 및 R Steri(2024): "은행은 비가격 조건으로 경쟁하는가? 대출 계약 증거", 연구 논문.

Adrian, T 및 HS Shin(2014): "'경기순환적 레버리지와 가치위험', 재무연구, 제27권, 제2호, 373-403쪽.

Aldasoro, I 및 S Doerr(2025): "'사적 신용의 담보 대출', BIS 워킹페이퍼, 1267호.

Aramonte, S 및 F Avalos(2020): "'최근 기업채권 시장의 어려움: ETF에서 얻은 단서', BIS 기사판, 6호.

Avalos, F, S Doerr 및 G Pinter(2025): "'사적 신용의 글로벌 동인', BIS 분기별 리뷰, 3월, 13-30쪽.

Berrospide, J, F Cai, S Lewis-Hayre 및 F Zikes(2025): "'은행 대출에서 민간 신용으로: 규모, 특성 및 금융 안정성에 미치는 영향", FEDS Notes, 5월.

Block, J, YS Jang, S Kaplan 및 A Schulze(2024): "'사적 부채 펀드 조사', 기업 금융 연구 검토, 제13권, 제2호, 335-83쪽.

Chau, Y, K Todorov 및 E Yegen(2025): "'ETF는 징계 수단', BIS 연구논문, 1261호.

Chernenko, S, R Ialenti 및 D Scharfstein(2025): "'은행 자본과 사적 신용의 성장', 작업 종이.

Davydiuk, T, T Marchuk 및 S Rosen(2024): "'미국 중견기업의 직접 대출자', 금융경제학 저널, 제162권, 기사 103946.

금융안정위원회(2024): 비은행 금융중개에서의 레버리지: 협의 보고서, 12월.

국제통화기금(IMF)(2024): "'사적 신용의 증가와 위험', 글로벌 금융 안정 보고서, 4월, 2장.

Shim, J 및 K Todorov(2021): "'ETF, 비유동성 자산 및 불시 매각', BIS 워킹페이퍼, 975호.

<sup>4</sup> 게다가 ETF 대차대조표에 남아 있는 대출 대비 매수한 대출의 질에 대한 우려가 커지고 있습니다.