

KIS 신용평가 일반론

- 경기변동과 신용평가(2018)

2018.06

노재웅 연구위원 +02.787.2265
jwnoh@kisrating.com
양진수 실장 +02.787.2303
jinsoo.yang@kisrating.com

I. KIS의 평가방법론 체계

II. KIS Credit Rating System

- [II-1] 신용평가의 의의
- [II-2] 신용평가의 대상과 등급정의
- [II-3] 신용평가의 절차
- [II-4] 신용등급 결정구조

III. Framework for fundamental analysis of credit risk

- [III-1] 산업위험의 분석
- [III-2] 영업위험의 분석
- [III-3] 재무위험의 분석
- [III-4] 경영관리위험의 분석
- [III-5] 계열위험의 분석
- [III-6] 현금흐름의 분석
- [III-7] 금융기관의 신용위험 분석
- [III-8] 기타 신용평가대상의 신용위험 분석

IV. Various Credit Considerations

- [IV-1] 자체신용도 및 계열지원가능성의 분석
- [IV-2] 유동성위험의 분석
- [IV-3] 부외부채의 분석

[IV-4] 경기변동과 신용평가

- [IV-5] 합병 및 분할과 신용평가
- [IV-6] 외화표시채권의 신용평가
- [IV-7] 개별특약과 신용평가
- [IV-8] 단기신용평가
- [IV-9] 부도정의 및 Credit Event시 등급정책

본 평가방법론은 당사가 2006년 7월 발표한 『경기변동과 신용평가』를 수정·보완한 것으로, 신용평가의 핵심평가요소 중 하나인 경기변동이란 무엇이고, 또 어떠한 분석을 거쳐 신용평가 과정에 반영하는가를 설명한 것이다. 본 평가방법론은 다른 일반론의 세부 방법론과 함께 KIS 신용평가 일반론을 구성하며, KIS 신용평가 일반론은 당사 평가방법론의 체계 및 신용평가의 근본원리, 그리고 일반적인 신용평가에 공통적으로 적용되는 사항 등을 설명하는 종합적인 방법론이다.

평가방법론의 한계

본 평가방법론은 신용등급 도출을 위한 기초적인 정보를 제공하지만 당사의 실제 신용등급에 적용할 경우 다음과 같은 분명한 한계가 존재한다.

- 본 평가방법론은 개별 평가과정에서 일반적으로 고려하는 요소들을 포함하고 있으나, 실제 평가과정에서 고려하는 모든 요소들을 포함하고 있지는 않다. 실제 평가에서는 다른 일반 방법론, Cross-sector 방법론, Sector-specific 방법론, 기타 평가방법론 등에서 설명되어 있는 다양한 평가요소를 함께 고려하게 된다. 또한 본 평가방법론에서 기술된 내용이 모든 평가에 대해 동일하게 적용되지는 아니하며, 개별업체의 특성, 영업환경, 당해 채무의 특성 등을 고려하여 상이하게 적용될 수 있다. 이러한 검토과정에는 당사의 미래에 대한 전망 및 정성적 판단이 중요한 요소로 반영된다.

적용대상

본 평가방법론은 일반적인 신용평가에 공통적으로 적용되나, 평가대상 업체 및 채무의 특성에 따라 적용이 제한되거나 개별 적용방법이 상이할 수 있다. 또한 본 평가방법론은 다른 일반 방법론, Cross-sector 방법론, Sector-specific 방법론, 기타 평가방법론 등과 병행하여 적용될 수 있다.

주요 변경내용 및 유의사항

본 평가방법론은 공시 시점부터 유효하며, 새로운 평가방법론의 적용으로 인한 당사 보유 신용등급의 변동은 없다.

- 방법론의 체계화를 위한 구성변경
- 환경변화에 따른 일부 내용 및 표현 Update
- Out of date된 일부 내용 삭제

IV-4. 경기변동과 신용평가

1. 개요

신용평가는 기업 또는 채권에 대한 미래의 원리금 상환능력을 판단하는 과정이기 때문에 분석시 미래 지향적인 관점에서 접근하게 되며, 여기에서 부여되는 신용등급은 기업의 장기 펀더멘탈에 근거한 본질적인 신용위험을 기초로 산정된다.

따라서 기업의 경영실적이 단순한 경기변동의 부침으로 인해 영향을 받는 경우, 즉 경영실적의 변화가 펀더멘탈과 연계된 구조적 변화요인에 의해 초래된 것이 아니라 경기순환주기에서 나타나는 일시적이고 반복적인 경우에는 일반적으로 이를 신용도 변화요인으로 반영하지 않고 있다.

그럼에도 불구하고 신용등급을 부여함에 있어 경기변동은 매우 중요한 고려 대상이 된다. 이는 대부분의 평가대상기업이 거시경제적 관점에서 나타나는 일반적인 경기변동은 물론 소속된 업종의 고유 특성에서 나타나는 개별 산업의 경기변동에 영향을 받기 마련이기 때문이다.

2. 주기적 경기변동과 사업위험

경기변동이 주기적으로 발생하는 사업을 영위하고 있는 기업을 평가할 경우, 이러한 경기변동은 사업위험(Business Risk)의 하나로 간주되어 신용도 면에서 부정적인 요인으로 작용한다. 즉 ‘주기적 경기변동’이라는 특성은 해당 기업의 사업위험에 영향을 미치고, 이러한 사업위험은 다시 재무위험에 영향을 미쳐 결과적으로는 신용등급에까지 영향을 미치게 된다.

주기적인 경기변동에 대한 분석에 있어 다음과 같은 두 가지 관점이 중요하게 다루어진다.

첫째, 해당 기업의 재무역량이 경기변동에 따른 영향을 흡수할 수 있을 정도로 강건한가?

둘째, 재무역량이 악화(강화)될 가능성은 어느 정도이며, 만일 재무역량이 악화(강화)되었다면 얼마나 오랫동안 그러한 시기가 지속되는가?

3. 경기변동 vs. 신용등급

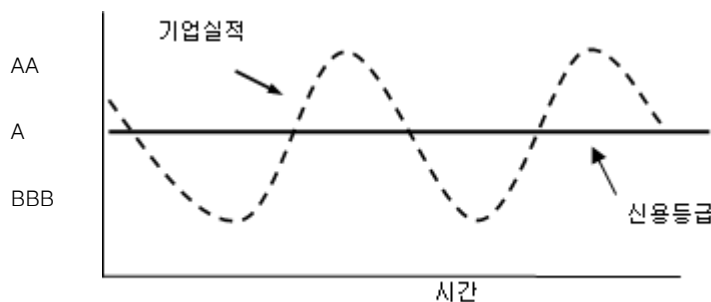
앞에서 언급한 두 가지 중요한 관점을 바탕으로 평가실무에서는 경기변동의 전 기간에 걸쳐 신용등급을 일정하게 유지하거나 또는 상대적으로 짧은 범주 안에서 신용등급을 변동시키는 방식으로 주기적 경기변동과 신용등급을 결부시키고 있다.

가. 평균적인 신용도 파악으로 신용등급을 일정하게 유지하는 방식

경기변동이 주기적으로 발생하는 사업을 영위하고 있는 기업을 평가할 때, 가장 이상적인 방법은 경기변동의 전 기간에 걸친 해당 기업의 평균적인 신용도를 파악하는 것이다.

이 방법은 경기변동이 주기적인 사업을 영위하고 있다면, 경기의 정점에서 호황을 구가하고 있든, 저점에서 불황에 허덕이고 있든 현재 상황은 해당 기업의 신용도 측면에서 큰 의미를 갖지 못한다는 논리에 입각하고 있다. 즉 기업이 경기 정점에서 호황을 누린다 하더라도 곧 경기가 하강국면에 진입할 것으로 예상된다면, 해당 기업의 신용등급을 상향하는 것은 논리에 맞지 않게 되며, 반대의 경우도 마찬가지이다.

[경기변동에 대한 신용등급 부여(예시1)]



이러한 접근방법은 경기 회복기를 거쳐 호황기까지는 재무역량이 강화되고 침체기에서 불황기까지는 재무역량이 약화되는 상황이 반복적으로 발생한다는 것을 암묵적으로 가정하고 있다. 또한 반복적으로 발생하는 경기변동의 정점과 저점 상태에서의 기업 신용도는 변하지 않는다는 것도 전제로 한다.

[그림]을 보면, 경기 정점에서 재무역량이 지속될 때의 신용등급은 AA이고, 경기 저점에서 재무역량이 지속될 때의 신용등급은 BBB라고 가정한다. 이 때 해당 기업의 재무역량은 경기변동의 부침에 따라 항상 신용등급 BBB에서 AA 사이에서 주기적으로 변동할 것이다. 따라서 해당 기업의 신용등급은 BBB와 AA의 평균치인 A로 산정한다는 것이다. 즉, 특정 사업위험의 정도를 전제로 재무역량의 변화 측면만을 고려하고 있다.

나. 경기변동에 따라 신용등급을 적절히 조정하는 방식

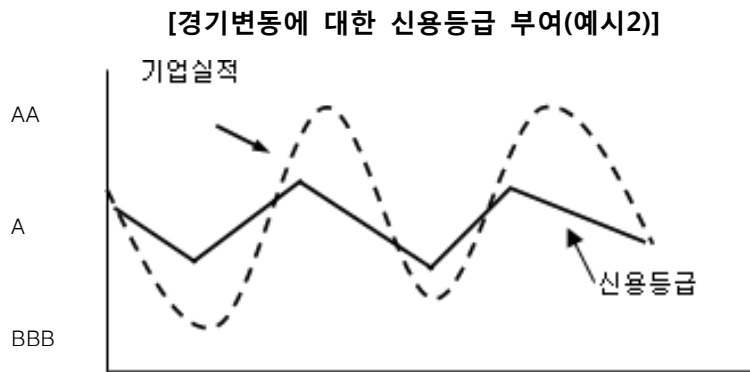
앞에서 언급한 접근방법을 평가에 적용하기 위해서는 경기변동의 주기적 패턴을 예측할 수 있어야 하나, 현실적으로 이를 정확하게 예측하기는 사실상 불가능하며, 비록 전형적인 경기변동의 패턴이 주기적 발생하더라도 학습효과로 인해 현재 처하고 있는 국면이 과거 주기상에서 대응되는 국면과 똑같을 수는 없다. 이 외에도 경기변동의 주기가 전형적으로 나타나지 못하는 이유는 무수히 많다.

따라서 경기변동의 주기가 명확하더라도 정점과 저점 상태에서의 신용등급이 과거의 주기적 패턴에 비해 달라지게 되면, 두 등급의 평균치도 이와 연동하여 변할 수도 있어 경기변동의 전 주기에 걸쳐 동일한 신용등급을 부여할 수 없게 된다.

실제 평가과정에서 보면, 특정 기업이 최근의 경기 상승기에 향후 경기 침체기에 예상되는 현금유출액을 능

가하는 수준의 막대한 현금을 축적한 경우라면 향후 경기 저점에서의 신용등급도 상향될 가능성이 높다. 반대로 경기 침체기에 재무역량이 매우 취약해지고 경쟁력마저 저하됨에 따라 경기 침체기를 극복하지 못하거나 경기 상승기에도 이전과 같은 재무역량을 회복하지 못할 가능성도 존재한다.

이러한 문제점들로 인하여 “경기변동의 각 국면에 따라 신용등급을 적절히 조정해 주어야 한다”는 주장이 대두되었다. 비록 경기변동의 주기적 패턴을 완전하게 파악할 수 없더라도 현재 상황에서 기업실적의 변화가 예상될 경우, 이에 대응하여 신용등급을 적절하게 변경해 주어야 한다는 것이다. 여기에서도 경기변동의 주기적 패턴이 있기 때문에 정점과 저점의 신용등급인 AA와 BBB 까지는 조정되지 못하고, 대부분 이들 사이에서 적절히 조정된다.



여기에서 경기변동에 대한 신용등급의 민감도는 각 등급별로 상이하게 나타날 수 있다.

투기등급 업체의 경우, 신용등급의 정의에서도 알 수 있듯이 경기변동의 폭과 깊이에 따라 신용등급이 상당히 가변적일 수밖에 없다. 특히 기업의 재무역량이 한계상황에 다다를수록 장래에 발생할 시장여건의 변화가 어떤 성격을 가지고 있으며, 언제 발생하는 지에 따라 신용도의 변동성이 매우 커지게 된다.

따라서 경기침체기에 진입하게 되면 이러한 기업들의 신용등급은 신속하게 조정되며, 경우에 따라서는 비교적 짧은 기간임에도 불구하고 여러 번의 등급조정이 이루어지기도 한다. 반면에 경기 상승기에 진입하게 되면 이들 기업들은 한계상황에서 벗어나 어느 정도 대응력을 갖출 수 있게 되며, 따라서 신용등급 또한 경기변동의 저점에 비해 상향 조정될 가능성도 높다.

재무역량이 강건한 기업, 즉 투자등급이 부여되고 있는 기업의 경우에는 앞에서 언급한 투기등급 업체와는 달리 일반적으로 신용등급이 상당히 안정적이다. 실제 주기적인 경기변동이 예상되었던 것보다 상당히 다르게 전개되거나 또는 실적이 기대했던 것에 비해 이례적이라 할만큼 이상치를 보이지 않는다면, 유의미한 수준에 이르기까지 신용등급이 조정되지는 않는다. 이는 장래에 발생할 시장여건의 변화에 대해 이미 상당수준의 대응력이 확보되었기 때문에 기업의 신용도 또한 변동성이 크지 않을 것이기 때문이다.

이와 같이 경기변동이 예상되어도 재무역량이 강건한 기업이나 또는 취약한 기업이나에 따라 신용등급의 조정 시기와 폭은 상당히 달라지게 된다.

4. 경기변동의 영향

주기적인 경기변동에도 불구하고 신용등급이 안정적으로 유지되었다는 것은 암묵적으로 영업전략과 재무정책이 일관성 있게 적용되었다는 것을 의미하기도 한다. 실제로 경영자의 심리는 주기적인 경기변동의 진행 과정에 따라 종종 강하게 영향을 받기도 한다.

예를 들면 매우 유리한 주기적 반등이 예상을 넘어 지속될 경우, 보수적 성장전략과 재무정책을 유지하려는 경영자의 의지가 약화될 수도 있다. 이러한 경영자의 심리변화는 개별기업 뿐만 아니라 전 산업부문에도 영향을 미치게 된다. 즉 시장여건의 호전은 설비확충을 자극하거나 산업전반에 걸쳐 인수합병을 초래하기도 한다.

한편, 자금시장의 정서는 현재 상황에 대한 순간적인 포착이라는 성격이 강하다. 따라서 경기변동이 주기적으로 발생하는 사업을 영위하고 있는 기업에 대한 자금시장의 관점은 낙관적인 시각과 비관적인 시각을 반복하여 가지게 된다. 이러한 자금시장의 정서는 해당 기업의 재무활동에 광범위한 영향을 미치기 때문에 신용평가 입장에서 충분히 고려하여야 한다.

실제로 이러한 현상은 외환위기 이후 국내 자본시장에서 대표적으로 나타났다고 할 수 있다. 투자등급 내 우량 기업들을 중심으로 저리의 자금이 풍부하게 조달되어 이들 기업의 재무용통성은 더욱 향상된 반면, 투기등급 업체들의 경우에는 자금시장에의 접근이 어려워지면서 재무용통성이 취약해지는 현상이 나타났으며, 이로 인해 신용등급의 양극화가 상당기간 지속되고 있다.

5. 결론

앞에서 언급한 두 가지 방식은 모두 경기변동의 주기적 패턴을 어느 정도 예측할 수 있다는 것을 전제로 한다. 그러나 경기변동의 주기에 영향을 미치는 요인은 수요·공급의 변화, 자연현상의 변화, 국가간의 상호관계 등을 비롯하여 무수히 많다. 여기에 신규 경쟁자의 진입, 기술의 변화 및 소비자 선호도의 변화 등 비주기적인 요인들도 경기변동과 함께 나타나고 있으며, 이로 인해 경기변동에서 이러한 비주기적 요인과 순수한 주기적 요인을 구분하기는 쉽지 않다.

이러한 이유로 경기변동의 주기적 패턴은 전형적으로 나타나지 않고 예측하기도 어렵다. 그럼에도 불구하고 주기적인 경기변동은 개별기업의 사업위험, 재무위험 및 경영자의 심리에 영향을 미치며, 더 나아가서는 자금시장의 정서에도 영향을 미친다. 따라서 신용평가 과정에서 경기변동의 주기성은 중요한 고려대상이 된다.

마지막으로 주기적인 경기변동과 신용등급을 어떻게 결부시킬 것인가에 대해서는 정확한 답을 얻기가 쉽지 않다. 자금시장의 정서적인 측면에서만 볼 때, 주기적인 경기변동을 감안하여 신용등급을 적절히 조정하는 방식이 신용등급을 일정하게 유지하는 방식보다 더 잘 부합된다고 할 수도 있다. 그러나 신용등급의 적확성 및 일관성 측면에서 보면, 특정 방식이 항상 우월하다고는 볼 수 없으며, 이는 특정 산업 또는 기업에 맞는 적절한 방식을 평가시점의 확보 가능한 객관적 자료와 정성적 판단에 의해 선택할 수밖에 없다.

유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스채권평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야만 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 약속하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련되어 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 배포장, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.