

# KIS 신용평가 일반론

## - 외화표시채권의 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 2009년 12월 발표한 『Foreign Currency Rating』을 수정·보완한 것으로, 외화 표시채권에 대한 신용등급은 어떻게 부여하는지, 그것이 원화표시채권의 신용평가와 어떻게 다른지를 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-6. 외화표시채권의 신용평가

### 1. 개요

본 평가방법론은 외화표시채권을 비롯한 외화표시부채(이하 통칭하여 “외화표시채권”)의 신용도 평가와 관련된 다양한 개념의 정의, 논리적 근거 및 상호관계에 대하여 설명한 것이다. 본 방법론의 주된 목적은 발행자, 투자자 및 기타 이해관계자들에게 외화표시채권의 신용등급(Foreign Currency Rating) 평가방법론에 대한 당사의 접근방식을 소개하는 데에 있다.

대외지급위기에 처한 국가의 정부는 외화의 유출을 제한하기 위해 의도적으로 외환의 거래 및 이전을 통제함으로써 비정부 발행자의 외화채권 상환능력에 영향을 미칠 수 있다. 다시 말해, 개별 발행자의 신용도가 우수하더라도 정부 통제로 인해 자국통화를 외화로 환전하지 못하거나, 보유하고 있는 외화를 해외로 송금하지 못함으로써 외화표시채무를 적기에 상환하지 못할 가능성이 있다. 이러한 위험이 제약 요인으로 작용할 경우 비정부 발행자의 외화표시채권은 외화표시국채의 등급이 상한(Ceiling)으로 작용할 수도 있다.

한편, 정부의 채무상환 능력 및 의지는 해당 채무의 통화가 무엇이나에 따라 달라질 수 있다. 통화 및 재정 정책 변경을 통해 상환재원 확보가 용이한 자국통화표시국채와는 달리, 외화표시국채의 상환을 위해서는 외환시장에서의 매입 혹은 국제금융시장에서의 조달을 통해 외화재원을 확보해야 한다. 이러한 제약 또는 정부의 의도적 선택의 결과로, 과거 외화표시국채의 부도 빈도가 높았던 것이 사실이다. 이에 따라 국제신용평가사들은 외화표시국채에 일반적으로 해당국통화표시국채보다 같거나 낮은 등급을 부여하고 있다.

국가부도나 모라토리엄 선언과 같은 극단적인 상황에서는 대내외 정치, 경제적 유인이 복잡하게 얽히기 마련이다. 다양한 요인의 상호관계는 외부환경에 따라 변화해 왔으며, 최근 전세계적인 무역의 확산, 금융시장의 국제화 및 자유화의 진전으로 외환거래 통제의 실익이 크게 축소됨에 따라 정부의 외환거래 통제 빈도 및 강도는 축소 추이에 있다. 이에 따라 평가사의 시각 및 접근방식도 변화하고 있으며, 이는 통화표시차이에 따른 국채등급 차이의 축소 및 유연한 외화등급 상한의 적용으로 이어지고 있다. 다시 말해 비정부 발행자가 정부 이상의 외화표시채권등급을 부여받는 사례가 증가하고 있다.

본 방법론은 외화표시채권 평가와 관련한 주요 해외평가사의 논리 및 접근방식을 설명한 후, 국내 환경에서의 적용 방안을 제시하고 있다. 한편, 본 방법론에서 서술한 정량적인 접근의 사례는 절대적인 평가기준이라기 보다는 외화표시채권의 신용등급(Foreign Currency Rating)에 대한 이해를 돕기 위한 것이다. 한편, 국가 신용등급(Sovereign Rating)은 비교를 통한 설명 목적으로 언급된 것이며, 자세한 내용은 해당 평가방법론을 참고하기 바란다.

## 2. 국가의 특성

국가는 자국 영토 내에서 전적인 권력을 행사한다. 정부는 사법권내의 모든 민간주체에게 적용되는 “내부 규칙”을 바꿀 수 있으며, 명확히 동의한 경우가 아니라면 “외부 규칙”을 존중할 의무를 가지지 않는다. 국가가 누리는 전적인 권력, 그리고 상위 사법기관의 부재라는 두 가지 특징으로 인해 국가 신용분석에 있어서는 채무상환능력에 대한 분석뿐만 아니라, 채무상환의지에 대한 분석도 중요하게 다루어진다.

이론상 정부는 세수를 증대하거나, 예산을 삭감할 수 있고, 강제로 국공채를 발행하거나, 중앙은행의 발권력을 이용하여 자금을 조달할 수도 있으며, 공기업 민영화 또는 국가자산의 매각을 통해 추가 재원을 확보할 수도 있다. 그러나 이에 수반되는 상당한 경제적, 사회적, 정치적 파급효과를 고려할 때, 상황에 따라서 정부는 이러한 수단을 활용하기보다 의도적으로 부도를 선택할 수도 있다.

보다 구체적인 예를 들자면, 지나친 통화확장의 지속으로 Hyperinflation을 초래하는 것보다는, 국채 부도 이후의 채무조정을 택하는 것이 나을 수도 있으며, 증세 및 복지예산 축소보다는 부도를 선택하는 것이 정치적으로 유리할 수도 있다. 이러한 경우의 부도는 채무상환능력의 부족이라는 경제적 원인에 기인한다기보다는 채무상환의지의 부족이라는 정치적 원인에 기인하는 것으로 볼 수 있다. 다른 한편으로, 국제법의 한계 및 국제법 적용의 어려움으로 국가에 대한 채권자의 상환청구권이 제한적이라는 점 또한 정부가 선택적으로 부도를 낼 추가적인 유인을 제공하고 있어, 채무상환의지 분석의 중요성이 다시 한 번 강조된다.

## 3. 주요 위험의 구분

### 가. Sovereign Risk와 Country Level Risk의 비교

밀접하게 연관된 나머지 종종 혼용되기도 하는 Sovereign Risk와 Country Level Risk(Foreign Currency Transfer & Convertibility Risk는 제외한 개념)는 다소 다른 개념이다.

Sovereign Risk는 좁은 의미의 개념으로 정부가 발행한 채무증권이 부도날 위험을 말하며, 이 위험은 정부 채권 신용등급에 반영되고 있다. 반면, Country Level Risk는 자국 내 자산 또는 거주인으로부터 생성되는 현금흐름을 기초로 한 구조화금융 거래나 자국 내 채무자들의 모든 자국통화표시 신용등급에 영향을 미치는 위험으로서 이와 관련하여 국제신용평가사는 현지통화 기준의 신용등급 상한(이하 “Local Currency Risk Ceiling”)을 설정하고 있다.

Country Level Risk는 국가 내부 또는 외부의 정치, 경제, 금융, 체계 등과 관련한 요인으로부터 초래되는 위험을 의미한다. 즉 정치적 불안정성, 갈등, 규제 및 법률적 불확실성, 정부의 개입에 의한 계약의 이행가능성, 국유화, 경제체계 교란, 심각한 금융불안, 화폐개혁, 천재지변 등의 위험을 포괄하며, 해당 국가 내에서 분산 또는 신용보강을 통해서 회피되거나 감경될 수 없는 위험이 포함된다.

따라서 Local Currency Risk Ceiling은 Country Level Risk를 고려하여 자국 내 채무자 또는 구조화채권에 부여될 수 있는 가장 높은 수준의 채권 또는 발행자 등급을 지칭하게 된다.

## 나. 국가부도 및 정부간섭

외환통제 및 자본통제는 매우 극단적인 조치로 경험이 없다면 어떠한 일인지 그려보는 것조차 쉽지가 않다. 일례를 들어보면, 2001년 말 아르헨티나 채무위기 시에 매월 1인당 1,000달러이상의 예금 인출은 불가능했고, 해외송금은 중앙은행의 승인을 얻어야 했으며, 통제초기에는 해외여행객도 1인당 1,000달러 이상을 반출할 수 없었다. 유사시 정부가 예금동결, 통화개혁 등을 통해 민간의 재산권을 크게 침해한 예는 비일비재하며, 극단적인 조치는 법령 개정을 통해 이루어지기도 하나, 일반적인 수준의 자본통제에 대한 정부의 권리는 기존 법에 명시되어 있는 것이 보통이다.

우리나라의 외환거래법에도 필요한 경우에는 기획재정부장관이 대통령령으로 정하는 바에 따라 외환거래 및 자본거래를 통제할 수 있는 권한이 명문화되어 있다.

### [ 외환거래 통제 관련 국내법조항 ]

| 적용 범위                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 외환거래 통제                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>외국환거래법 제2조 (적용 대상)</p> <p>① 이 법은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에 적용한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 대한민국에서의 외국환과 대한민국에서 하는 외국환거래 및 그 밖에 이와 관련되는 행위</li> <li>2. 대한민국과 외국 간의 거래 또는 지급·수령, 그 밖에 이와 관련되는 행위(외국에서 하는 행위로서 대한민국에서 그 효과가 발생하는 것을 포함한다)</li> <li>3. 외국에 주소 또는 거소를 둔 개인과 외국에 주된 사무소를 둔 법인이 하는 거래로서 대한민국 통화(通貨)로 표시되거나 지급받을 수 있는 거래와 그 밖에 이와 관련되는 행위</li> <li>4. 대한민국에 주소 또는 거소를 둔 개인 또는 그 대리인, 사용인, 그 밖의 종업원이 외국에서 그 개인의 재산 또는 업무에 관하여 한 행위</li> <li>5. 대한민국에 주된 사무소를 둔 법인의 대표자, 대리인, 사용인, 그 밖의 종업원이 외국에서 그 법인의 재산 또는 업무에 관하여 한 행위</li> </ol> <p>② 제1항제1호부터 제3호까지의 규정에 따른 "그 밖에 이와 관련되는 행위"의 범위는 대통령령으로 정한다.<br/>[전문개정 2009.1.30]</p> <p>외국환거래법 시행령 제2조(적용 대상)</p> <p>「외국환거래법」(이하 "법"이라 한다) 제2조제1항제1호부터 제3호까지의 규정에 따른 "그 밖에 이와 관련되는 행위"란 같은 항 제1호부터 제3호까지의 규정에 따른 거래·지급 또는 수령과 직접 관련하여 행하여지는 지급수단·귀금속·증권 등의 취득·보유·송금·추심·수출·수입 등을 말한다.</p> | <p>외국환거래법 제6조 (외국환거래의 금지 등)</p> <p>① 기획재정부장관은 천재지변, 전시·사변, 국내외 경제사정의 중대하고도 급격한 변동, 그 밖에 이에 준하는 사태가 발생하여 부득이 하다고 인정되는 경우에는 대통령령으로 정하는 바에 따라 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 조치를 할 수 있다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 이 법을 적용받는 지급 또는 수령, 거래의 전부 또는 일부에 대한 일시 금지</li> <li>2. 지급수단 또는 귀금속을 한국은행·정부기관·외국환평형기금·금융기관에 보관·예치 또는 매각하도록 하는 의무의 부과</li> </ol> <p>② 기획재정부장관은 다음 각 호의 어느 하나에 해당된다고 인정되는 경우에는 대통령령으로 정하는 바에 따라 자본거래를 하려는 자에게 허가를 받도록 하는 의무를 부과하거나, 자본거래를 하는 자에게 그 거래와 관련하여 취득하는 지급수단의 일부를 한국은행·외국환평형기금 또는 금융기관에 예치하도록 하는 의무를 부과하는 조치를 할 수 있다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 국제수지 및 국제금융상 심각한 어려움에 처하거나 처할 우려가 있는 경우</li> <li>2. 대한민국과 외국 간의 자본 이동으로 통화정책, 환율정책, 그 밖의 거시경제정책을 수행하는 데에 심각한 지장을 주거나 줄 우려가 있는 경우</li> </ol> <p>③ 제1항과 제2항에 따른 조치는 특별한 사유가 없으면 6개월의 범위에서 할 수 있으며, 그 조치 사유가 소멸된 경우에는 그 조치를 즉시 해제하여야 한다.</p> <p>④ 제1항부터 제3항까지의 규정에 따른 조치는 「외국인투자 촉진법」 제2조제1항제4호에 따른 외국인투자에 대하여 적용하지 아니한다. &lt;개정 2009.1.30&gt;<br/>[전문개정 2009.1.30]</p> |

#### 다. Transfer and Convertibility Risk

외화표시채권평가와 밀접한 관련이 있는 Transfer and Convertibility Risk(이하 T&C Risk)는 Local Currency Risk Ceiling에 고려되지 않는 위험으로서, 1) 외환을 역외로 옮기는 것에 대해 정부가 제한조치를 가함으로 인해 채무자가 외화채무상환을 위해 외환을 해외로 이전할 수 없게 될 위험 2) 채무자가 외화표시 채무의 지불을 위해 자국통화를 외화로 환전하는 것을 정부가 막을 위험으로 구성된다. 일반적으로 정부가 두 가지 규제를 동시에 통제하는 경우가 많아 동시에 발생하게 된다.

T&C Risk는 정부개입으로 인한 외화거래증지, 외화예금동결, 외화송금통제 위험을 말하며, 환율 변동으로 인한 자산부채의 가치변동 위험인 환위험(Foreign Exchange Risk)과는 구별된다.

#### [ Transfer and Convertibility Risk ]

| 기존      | 주요 내용                                                                     |
|---------|---------------------------------------------------------------------------|
| 해외이전 위험 | 외환을 역외로 옮기는 것에 대해 정부가 제한조치를 가함으로 인해 채무자가 외화채무상환을 위해 외환을 해외로 이전할 수 없게 될 위험 |
| 환전 위험   | 채무자가 외화표시 채무의 지불을 위해 자국통화를 외화로 환전하는 것을 정부가 막을 위험                          |

#### 4. 국가와 관련된 다양한 신용등급

신용평가사별로 등급의 명칭은 다소 상이하나 Moody's, S&P, Fitch 등 주요 해외 평가기관은 모두 Sovereign Risk를 의미하는 정부의 신용등급과는 별개로, T&C Risk를 고려한 외화등급상한(Foreign Currency Ceiling)을 발표하고 있으며, 이를 해당 국가의 대다수 발행자에게 적용하고 있다.

세부적인 표현에는 차이가 있지만 정부의 등급은 일반적으로 정부의 신용위험에 대한 의견, 다시 말해 정부의 적기상환 능력 및 의지에 관한 의견으로 정의된다. 등급 정의상 일반 발행자와 정부 사이에 큰 차이는 없지만, 앞에서 언급한 국가의 특성으로 인해 실제 정부의 신용도를 분석하는 과정에서는 적기상환 의지에 상대적으로 높은 가중치를 두게 된다.

자국통화표시채권과 관련하여 정부는 통화 및 재정정책 변경을 통해 이론상 절대적인 상환능력을 가지지만, 실제로는 Hyperinflation 등의 심각한 경제적, 정치적 부작용을 피하기 위해 의도적으로 자국통화표시국채의 부도를 선택할 수도 있다. 정부가 자국 내에서 전적인 권력을 행사함에도 자국통화표시국채에 최고의 등급을 부여하지 않는 것은 이런 이유에서이며, 일부 국가에 대해서는 외화표시국채 등급보다 더 낮은 등급을 부여하는 사례도 있다.

특정 국가의 외화등급상한(Foreign Currency Bond Ceiling)은 특정 국가 혹은 지역의 통화주권 내에 있는 발행자가 외화표시채권을 발행하는 경우 부여 받을 수 있는 최고의 등급을 가리키는 데, 일반적으로 정부기관의 통제로 비정부 경제주체가 자국통화를 외화로 환전하여 역외의 채권자에게 송금하지 못하게 될 위험, 즉 대외지급 위기 시 정부간접 위험 T&C Risk에 대한 신용평가사의 의견으로 정의된다. 즉 Foreign

Currency Bond Ceiling은 대외지급 위기 시 정부간접 위험을 반영하여 정부 부도 시 정부가 모라토리엄을 선언할 가능성으로 정의되며, 이러한 가능성은 외화표시국채등급에 내포된 부도 위험과 모라토리엄이 정책 수단으로 이용될 가능성을 종합적으로 고려하게 된다.

한가지 유념해야 할 사실은 이러한 국가신용등급, 외화등급상한의 정의 및 의미는 고정된 것이 아니라, 국제 금융시장의 환경 변화, 신용평가사의 경험적 데이터 축적 등에 따라 변화하고 있다는 점이다.

#### [ 국가 신용등급의 구분 ]

| 구분               | Moody's                                     | S&P                                      | Fitch                                      |
|------------------|---------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 명칭               | Sovereign/Government Bond Rating            | Sovereign Rating                         | Sovereign Rating                           |
| 외화표시<br>정부채권등급   | Foreign Currency<br>Government Bond Ratings | Foreign Currency Issuer<br>Credit Rating | Foreign Currency Issuer<br>Default Ratings |
| 자국통화표시<br>정부채권등급 | Local Currency<br>Government Bond Ratings   | Local Currency Issuer<br>Credit Ratings  | Local Currency Issuer<br>Default Ratings   |
| 외화등급상한           | Foreign Currency Ceiling                    | Foreign Currency ICR<br>부여시 고려           | Country Ceiling                            |

자료: 해당 신용평가사 홈페이지 공시자료, 2018.03 기준

#### 4. 등급 간 격차 및 상호관계

파산법 등 법제도의 지배를 받는 비정부 발행자와는 달리, 국가는 선택적으로 부도를 낼 여지를 가지고 있다. 채권이 어느 시장에서 발행되었는가, 즉 어느 나라 법의 관할 하에 있는가, 채권보유자중 비거주자 비중은 어떠한가 등도 정부의 선택적 부도에 영향을 미치는 요인에 포함되나, 가장 중요한 요인은 채권이 어떤 통화로 발행되었는가 하는 것이다. 이러한 관점에서 자국의 자본시장에서 발행된 외화표시채권에 외화등급을 부여할 수 있다. 정부는 경제적, 사회적, 정치적 파급효과를 고려하여 외화국채에 대해서만 부도를 내거나, 자국통화표시국채에 대해서만 부도를 낼 수 있으며, 국채 부도에도 불구하고 대외지급 전반에 대한 모라토리엄을 선언하지 않을 수도 있다. 신용평가사는 이러한 선택적 부도가능성을 등급에 반영하고 있으며, 따라서 외화표시국채, 자국통화표시국채 및 외화등급상한에 각각 다른 등급이 부여될 수도 있다.

주요 국가의 신용 등급을 아래 표에 정리하였으며, 등급 간의 차이, 접근방식 차이에 대해서는 이어지는 단락에 자세히 설명하겠다.

#### [ Moody's의 주요 국가 신용등급 현황 ]

| 구분                       | 국채신용등급       |              | 외화 상한(Ceiling) |      | 자국통화 상한(Ceiling) |      |
|--------------------------|--------------|--------------|----------------|------|------------------|------|
|                          | 외화채권         | 자국통화채권       | 장기채권           | 은행예금 | 장기채권             | 은행예금 |
| Korea                    | Aa2 / Stable | Aa2 / Stable | Aa1            | Aa2  | Aaa              | Aaa  |
| United States of America | Aaa / Stable | Aaa / Stable | Aaa            | Aaa  | Aaa              | Aaa  |
| China                    | A1 / Stable  | A1 / Stable  | Aa3            | A1   | Aa3              | Aa3  |



| 구분        | 국채신용등급       |              | 외화 상한(Ceiling) |      | 자국통화 상한(Ceiling) |      |
|-----------|--------------|--------------|----------------|------|------------------|------|
|           | 외화채권         | 자국통화채권       | 장기채권           | 은행예금 | 장기채권             | 은행예금 |
| Japan     | A1 / Stable  | A1 / Stable  | Aaa            | Aaa  | Aaa              | Aaa  |
| Hong Kong | Aa2 / Stable | Aa2 / Stable | Aaa            | Aa2  | Aaa              | Aaa  |

자료: Moody's 공시자료, 2018.03 기준

#### 가. 자국통화표시국채 vs. 외화표시국채

신용등급이 정부의 채무상환 능력 및 의지에 대한 의견이라는 점에서 외화국채 및 자국통화표시국채의 신용도는 동일한 요소의 영향을 받는다. 그러나 외화표시채권 상환을 위해서는 외환시장에서의 매입 혹은 국제금융시장에서의 조달을 통해 외화를 확보해야 한다는 점이 추가적인 제약 요인으로 작용하고 있다.

과거 외화표시국채의 부도 빈도가 상대적으로 높은 것을 감안하여, 자국통화표시국채에는 외화표시국채등급과 같거나 더 높은 등급을 부여하기도 하였다. 그러나 1997년 이후 외화채권 및 자국통화채권의 동시 부도 비율이 확연히 증가하면서 통화구분에 따른 국채등급의 격차가 축소되었고 일반적인 경우 동일하게 부여하고 있다.

Moody's는 2018년 3월 12일 현재 등급이 있는 전체 국가 또는 Entity(홍콩, 타이완 등) 148개 중에서 자국통화표시국채등급이 없는 5개 국가를 제외한 143개에 대해 외화표시국채등급 및 자국통화표시국채등급을 동일하게 부여하고 있다.

#### 외화국채등급과 자국통화국채등급의 추가적인 차이점 - 민간부문의 대외채무의 고려

외화국채등급과 자국통화국채등급에는 중요한 차이가 하나 더 있다. 자국통화국채등급이 정책변경을 포함한 다양한 수단을 활용하여 자국통화로 자금을 확보할 정부의 능력 및 의지에 의해 전적으로 결정되는 반면, 정부의 외화신용등급은 민간 부문의 외화채무 부담 및 상환능력에 의해서도 큰 영향을 받을 수 있으며, 이에 따라 외화표시국채의 신용도 분석을 위해서는 정부의 재정뿐만 아니라 국제수지, 전체 대외부채 현황 등 국가전반의 건전성을 검토하게 된다.

1980년대 후반 이후, 금융시장의 국제화 및 자유화의 영향으로 개발도상국에서도 민간경제 주체의 외화차입규모가 확대됨에 따라 이러한 현상은 더욱 뚜렷해졌다. 정부의 외화채무 규모가 크지 않더라도, 경상수지 적자 규모가 크고 민간부문의 대외채무가 많은 경우에는, 작은 충격에도 해당 국가에 대한 신뢰가 흔들릴 수 있으며, 이는 자본유출을 가속화하여 외환위기로 이어질 수 있다. 외환위기는 1) 정부의 외화부채부담을 증가시키고, 2) 정부가 동원할 수 있는 외화자원인 외환보유고를 고갈시킨다는 점에서 정부의 신용도에 저해 요인이 될 수 있다.

#### 나. 외화표시정부채권 신용등급 vs. 외화등급상한

외화등급상한(Foreign Currency Ceiling)은 정부의 통제로 비정부 경제주체가 자국통화를 외화로 환전하여 역외의 채권자에게 송금하지 못하게 될 위험을 반영하며, 일반적으로 특정 국가 혹은 지역의 통화주권 내에 있는 발행자에게 부여될 수 있는 최고의 등급을 가리킨다.



세계경제 및 금융시장 구조의 변화를 반영하여, T&C Risk에 대한 접근 방식 및 외화등급상한의 의의는 변하여 왔다. 과거 대부분의 국제부도가 모라토리엄을 수반하였음을 고려하여, 외화국채등급을 외화상한으로 적용하였으나, 모라토리엄의 빈도 급감이라는 최근의 변화를 반영하여 외화국채등급을 초과하는 외화등급상한을 부여하고 있으며, 이에 따라 비정부 발행자의 외화표시등급이 정부등급을 초과하는 경우도 존재한다.

과거 외화국채신용등급은 해당국가에 소속된 기업의 외화표시 채권등급의 절대적인 상한선, 다시 말해 절대적인 외화등급상한으로 적용되어 왔으며, 이러한 접근법은 1996년 이전까지는 대부분의 국가부도를 전후로 모라토리엄이 선언되었던 경험을 통해 뒷받침되었다. 그러나 1990년대 이후 세계화의 진행 및 국제금융시장의 발전으로 각국의 국가경제는 세계경제와 밀접하게 연결되었고, 이러한 세계경제로의 통합이 모라토리엄의 정치, 경제, 사회적 비용을 증가시킴으로써 정책대안으로서 모라토리엄의 매력은 크게 낮아졌다.

금융시장 자유화의 진전으로 외환거래통제의 영향 및 이익이 감소됨에 따라 외환거래통제의 빈도는 크게 낮아진 가운데, (1) Local Currency Rating에 반영된 발행기업의 자체 신용도; (2) 발행사가 속해있는 국가가 부도상황에서 전면적인 모라토리엄을 선언할 가능성; (3) 외채에 대한 모라토리엄을 선언할 경우, 특정 유가증권에 예외조치가 내려질 가능성 등을 감안하여 외화등급상한이 상향되기도 하였다.

이론적으로 외화등급상한은 정부 부도 시 정부가 모라토리엄을 선언할 가능성으로 정의되었으며, 이러한 가능성은 외화표시국채등급에 내포된 부도 위험과 모라토리엄이 정책수단으로 이용될 가능성을 종합적으로 분석하여 구해진다.

## 5. 외화등급상한 부여 가이드라인

외화등급상한은 자국통화표시(Local Currency Country Risk) 상한과 정부 부도시 모라토리엄의 발생가능성에 대한 신용도 검토(Assessment) 중에 낮은 것에 대응되며, 모라토리엄의 발생가능성과 발생시 개별 채권 또는 발행자에게 미치는 영향을 종합적으로 분석할 필요가 있다. 모라토리엄의 발생가능성과 관련한 주요 분석요인은 다음과 같다.

### [ 모라토리엄 선언가능성 주요 분석 요인 ]

| 기준           | 개정안                                                                                                                         |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 경제개방 및 연결수준  | - 해당 국가 경제와 세계 경제의 통합 및 연결수준: 외환제도 개방여부, 대외 지향적 경제정책 수준, 해외경제 의존도<br>- 경제 통합과 관련한 법적 구속력 있는 계약 유무                           |
| 모라토리엄의 유용성   | - 모라토리엄 선언의 효익 및 비용 분석<br>- 자본유출 및 자국통화의 평가절하에 따른 정치적, 경제적, 사회적 비용                                                          |
| 자국 산업에 대한 보호 | - 비용의 사회화를 통해 정부가 기업들을 대신하여 외국 채권자와 협상<br>- 기업의 지급여력에 대한 급격한 환율변화로 부정적인 영향 방지 목적<br>- 정부가 자신의(국가 전체의) 신용으로 국내기업들의 신용을 대체 여부 |

Sovereign Risk에는 정치적 요소가 크게 개입되고, 과거의 국가부도를 둘러싼 정황 또한 매우 다양하고, 국가부도나 모라토리엄 선언과 같은 극단적인 상황에서는 대내외 정치, 경제적 유인이 복잡하게 얽히는 것이

현실이다.

한편, 일반 기업 또는 금융기관인 비정부 발행자가 정부가 보유한 등급 이상의 신용등급을 부여 받기 위해서는 해당 발행자가 신용도 관점에서 해당 국가 보다 본질적으로 더 튼튼한 것은 물론 국가 부도시 수반되는 해당 국가의 국내 거시 및 금융혼란으로부터 절연이 가능함을 보여야 한다. 구조화금융과 관련하여서는 참여기관의 신용도 및 신용보강 구조에 따라 정부가 보유한 등급 이상의 신용등급을 부여 받을 수 있는 가능성은 있으나, 담보 또는 기초자산의 성과, 참여기관의 신용도에 정부 신용등급이 미치는 영향 등을 종합적으로 검토할 필요가 있다.

## 6. 국내 환경에의 적용

당사 입장에서 해외 신용평가회사들의 외화표시채권과 자국통화표시채권에 대한 방법론을 적용할 수 있는 경우는 크게 두 가지로 분류할 수 있다. 첫번째는 해외 기업이 국내에서 자국통화 이외의 통화로 표시된 채권을 발행하는 경우이며, 두번째는 국내기업이 국내에서 원화 이외의 통화로 표시된 채권을 발행하는 경우이다.

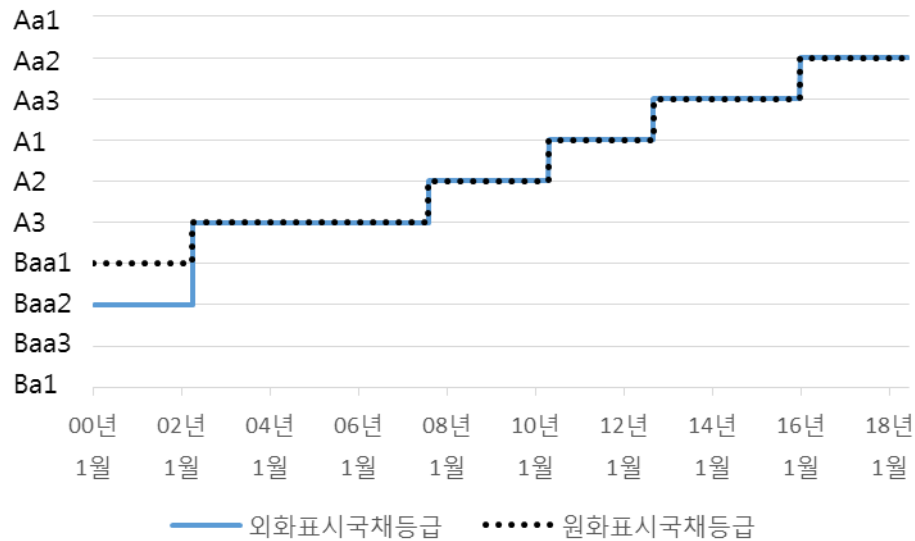
해외 기업의 국내 공모 발행은 대부분 국내 기업의 해외 현지법인이 아리랑본드 혹은 김치본드로 발행하는 것이 대부분이며, 일반적으로 국내 모기업의 지급보증(권면보증)이 제공되고 있어 실질적으로 현지법인 소재 국가의 표시통화와 관련한 T&C Risk와 관련된 이슈는 없다.

다만, 최근 미국 및 영국 기업의 김치본드 발행 사례가 있으며, 국내시장에서 자금을 조달하는 해외기업의 범위가 개발도상국으로까지 확대될 수 있다. 국내 금융시장의 발전으로 향후 개발도상국 기업이 국내에서 발행하는 채권에 등급을 부여하게 되는 경우, 해당 국가의 표시통화로의 T&C Risk가 중요한 요인으로 작용할 수 있으며, 이 경우 해당 국가의 신용도에 대한 판단이 필요할 수 있다.

국내자본시장의 발달 및 기업의 자금조달원 다변화 유인이 맞물려 국내시장에서 국내기업의 외화발행규모도 늘어나고 있다. 특히, Cross Currency Swap(이하 “CRS”) 금리가 원화발행보다 외화발행이 유리한 경우도 있어 스왑 금리 동향에 따라서는 상당한 규모의 채권이 외화로 발행되고 있다.

현재까지 당사는 국내기업의 채권등급을 발행 통화에 따라 차별화하지 않고 있다. 이는 당사가 우리나라의 T&C Risk는 등급을 차별화할 정도가 아니라고 판단해왔기 때문이다. 즉, 우리나라의 신용등급은 외화 및 원화 모두 AAA이며, 외화등급상한 또한 AAA라고 암묵적으로 판단한 결과이다. 당사 또한 해외 주요 평가사들과 마찬가지로 우리 경제의 높은 대외의존도, 세계 경제 내의 비중, 국제금융시장과의 연계, 주요국과의 통화스왑 협정, 정부의 금융부문 육성, 경제규모 대비 외화보유고의 규모, 지속적인 경상수지 흑자 기조 등을 고려할 때, 우리나라의 모라토리엄 선언 가능성은 거의 없는 것으로 판단하고 있다. 실제 Moody's는 IMF 금융위기 이후 우리나라 정부의 원화표시등급과 외화표시등급을 잠시 차별화하기도 했으나, 국내외 금융시장의 안정화 및 실물 경제 회복에 따라 그 격차는 빠르게 축소되어 2002년부터는 동일한 등급을 부여하고 있다.

## [ Moody's 가 부여한 대한민국 국가신용등급 추이 ]



자료: Moody's 공시자료 2018.03

한편 2006년부터는 정부 신용도가 개별 발행증권에 미치는 영향을 종합적으로 분석하여 외화등급상한을 설정한 결과 일부 구조화금융채권의 신용등급이 국채등급을 초과한 경우가 출현한 적이 있었으며, 2018년 3월 현재는 아래와 같은 형태로 외화등급상한과 원화등급상한을 설정하고 있다.

## [ Moody's가 부여한 대한민국 신용등급 상한 ]

| 구분   | 국채신용등급       | Country Ceiling(상한) |      |
|------|--------------|---------------------|------|
|      |              | 장기채권                | 은행예금 |
| 외화채권 | Aa2 / Stable | Aa1                 | Aa2  |
| 원화채권 | Aa2 / Stable | Aaa                 | Aaa  |

자료: Moody's 공시자료, 2018.03 기준

발생가능성은 매우 낮으나 IMF 위기와 같은 상황이 다시 온다면 논리적으로 볼 때, 정부의 선택적 부도가능성 및 T&C Risk로 인해 대한민국 국채의 원화등급과 외화등급은 달라질 수도 있다. 그렇지만 현 시점에서 우리나라의 선택적 부도유인 및 외환통제 위험이 매우 낮은 상황에서 외화등급과 원화등급을 달리 볼 이유가 없다고 판단된다.

향후에 정부의 선택적 부도가능성 및 T&C Risk가 다소 증대된다고 하더라도, 앞에서 언급하였던 것처럼 국가 차원에서 전략적 중요성이 인정되는 업체는 모라토리엄에서 제외될 가능성이 높으므로 정부개입 가능성으로 인한 영향을 크게 받지 않으리라고 보는 것이 타당하다.

## 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.