

KIS 신용평가 일반론

- 단기신용평가(2018)

2018.06

양진수 실장 +02.787.2303
Jinsoo.yang@kisrating.com

송병운 본부장 +02.787.2232
Byungwoon.Song@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 시장 참여자들의 이해를 돕기 위해 단기신용평가의 정의, 특징, 장단기신용등급의 상관관계 등을 설명하기 위한 목적으로 작성되었다. 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.

유의사항

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

IV-8. 단기신용평가

1. 단기신용평가의 정의

단기신용평가는 발행인(Issuer)의 단기채무에 대한 상환가능성을 평가하여 기호화한 것이다. 장기신용평가가 통상적으로 만기 1년 이상인 채무(회사채, ABS, Loan 등)에 대한 상대적인 상환가능성을 평가한 것이라면, 단기신용평가는 만기 1년 이내의 채무가 주된 평가대상이다. 현재 당사는 기업어음(AB기업어음 포함)과 전자단기사채(AB전자단기사채 포함)에 대해 단기신용평가를 통해 단기신용등급을 부여하고 있다.

단기신용등급을 부여하는 채무는 원칙적으로 만기 1년 이내의 특성을 갖고 있다. 하지만 등급 부여 대상 채무의 만기가 장·단기신용등급을 결정하는 절대적인 기준은 아니다. 국내 신용평가 회사는 만기가 1년 이상인 장기 기업어음¹에 대해서도 단기신용등급을 부여하며, 만기 1년 이내의 회사채에 대해서는 장기신용등급을 부여하는 등 기간이 아닌 채무의 종류별로 장·단기신용등급 표시체계를 구분하고 있다.

한편, 2013년 1월 도입된 전자단기사채의 경우에는 만기가 1년 이하로 제한되어 있고 도입 취지가 CP를 대체하는데 목적이 있는 점 등을 고려하여 채무의 종류가 명목상 사채임에도 CP와 같이 단기신용등급을 부여한다². AB기업어음(ABCP) 및 AB전자단기사채(ABSTB) 역시 자산유동화의 형식을 띠고 있으나, 경제적 실질 및 내용이 SPC가 발행하는 기업어음 및 전자단기사채로서 다를 것이 없기 때문에 동일하게 단기신용등급을 부여한다

2. 단기신용평가의 특징

가. Issuer rating의 특성 공유

단기신용평가의 주된 대상인 기업어음은 주로 신용상태가 양호한 기업이 상거래와 관계없이 단기자금조달을 위해 자기신용을 바탕으로 발행하는 유통어음이다. 또 다른 단기신용평가 대상인 전자단기사채도 형식은 사채이지만 실질은 기업어음과 사실상 동일하다. 기업어음은 발행 시 이사회 의결, 발행기업 등록, 유가증권 신고서 제출이 면제되어 발행절차가 간편하고 제반 등록·공시 의무가 없다. 전자단기사채는 발행 및 유통의 편의성을 높이기 위해 전자적인 방법으로 시행하며, 만기 3개월 이내 발행물에 대해서는 증권신고서 제출을 면제하고 있어 1~4일물의 초단기물 발행도 가능하다. 즉, 기업이 자기신용을 통해 짧은 기간 반복적으로 차환하는 형태로 자금을 지속적으로 조달하는 방식이다. 따라서 지속적으로 반복되는 발행 건에 대해 회사채와 같이 개별적으로 등급을 부여하는 것이 비용 측면에서나 효율성 측면에서 사실상 불가능한데다, 만기 이외에는 사실상 개별 Issue간 차이가 없어 투자자 입장에서 Issue-specific rating의 효익이 크지 않다. 이에 따라 단기신용평가는 등급유효기간 동안 발행인이 발행하는 기업어음 등에 포괄적으로 적용되는 등급으로서, 발행인에 대한 Issuer rating에 가깝다. 결과적으로 단기신용평가는 개별채무의 선·후순위성이나 기대회수율 등 Issue-Specific한 신용위험에 대한 고려보다는 Issuer Rating에 방점을 두어 접근함으로써 단기

¹ 2012년에 만기 1년 이상의 기업어음 발행 시 증권신고서 제출이 의무화되면서 장기기업어음 발행이 크게 감소하였다.

² 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제183조에서도 전자단기사채의 신용평가 방법에 관하여는 기업어음증권의 신용평가 방법을 준용한다고 규정하고 있다.

적 관점의 부도가능성이나 적시상환가능성에 초점을 맞추어 평가하게 된다.

제반 관련법규의 취지에서도 기업어음 및 전자단기사채 등 단기신용평가에 대해, 회사채처럼 개별 회차별로 고유의 특수성(Covenants 등)을 감안하여 부여되는 신용등급이 아닌, Issuer Rating의 관점으로 접근하고 있다. 즉, 신평사의 단기신용등급에 대해, 자산편입 또는 거래 대상으로서 Issuer의 단기 발행적격 여부를 판단하는 기준으로 해석하고 있거나, 결산일로부터 일정 기간까지 자유로이 사용하여 발행할 수 있는 신용등급으로 규정함으로써 사실상 일정한 기간에 대해 또는 단기자금조달 프로그램에 대해 부여하는 등급으로 인식하고 있다.

다만, 비금융기관/금융기관평가(Fundamental Rating) 관련 단기신용평가에 Issuer Rating의 관점으로 접근하는 것과는 달리, 구조화금융평가 관련 단기신용평가에는 Issue-Specific Rating의 관점에서 접근이 이루어진다. SPC가 발행하는 ABCP, ABSTB 등은 각 회차별로 발행일, 만기일, 발행금액, 할인을 등의 주요 조건이 해당 구조화금융거래 관련 계약에 따라 특정되어 있으며, 사전에 특정된 조건으로만 ABCP, ABSTB 등의 발행이 가능하다. 이를 감안하여 ABCP, ABSTB 등에 대한 신용등급은 유동화자산의 현금흐름, 관련 계약의 내용 등을 고려하여 각 회차별로, 즉 Issue-Specific Rating의 관점에서 부여되고 있다. 따라서, 유동성 위험 분석을 포함하여 본 평가방법론에서 Issuer Rating의 관점에 방점을 두고 언급하는 내용들은 구조화금융평가 관련 단기신용평가³에는 적용되지 않는다.

나. 사후관리

유효기간이 개별 기업어음 등이 아닌 발행인에 부여되므로 유효기간이 종료 된 이후에는 기발행된 기업어음 등에 대한 별도의 개별적인 사후관리를 하지 않는 것이 원칙이다. 그러나 투자자들 가운데에는 동 단기등급을 특정 기업어음 등에 부여되는 유가증권 등급(Issue-Specific Rating)으로 인식하는 경향이 적지 않다. 또한 신용 평가사의 등급 개념체계(장기등급과 단기등급)와는 달리, 현행 발행법규에서는 회사채 및 기업어음 등 유가증권(또는 채무)의 종류별로 신용등급 표시체계를 구분함으로 인해 등급 이용에 혼선을 불러오는 측면도 있다. 이에 따라 기업어음 및 전자단기사채 등 단기 발행물과 관련하여, 특히 기업분할 관련 연대보증부 기업어음 등 차별화가 필요하다고 판단되는 것들에 대해 별도의 사후관리를 실시할 수 있다. 이러한 제한된 수준의 사후관리는 단지 등급이용자의 편의를 위한 차원이며, 기업어음 및 전자단기사채 등 단기등급에 대해 전면적으로 Issue-Specific Rating의 관점에서 개별 Issue별로 특정하여 등급을 부여하고 이후 증권 만기까지 추적하는 것은 아니다.

더욱이 기업분할 시의 연대보증부 기업어음 등에 별도 유형(Class)의 등급을 부여하여 차별화 하는 것은, 궁극적으로 연대보증의 제공행위로 인해 보증제공자의 높은 신용도로 기존 Issuer의 신용도가 대체(Substitution)되기 때문이지 개별채무의 선·후순위성이나 기대회수율 등 Issue-Specific한 이유로 신용위험이 달라졌기 때문이 아니다. 따라서 여전히 기업어음 및 전자단기사채 등 단기등급을 부여할 때 Issuer Rating의 관점에서 단기적 관점의 부도가능성이나 적시상환가능성을 반영하는 원칙에는 변함이 없다.

³ ABCP, ABSTB 등 신용평가에 국한되지 않으며 당사의 단기신용등급 체계를 사용하는 구조화금융평가 등을 포함한다.

다. 권면보증 기업어음

2010년 어음법 개정으로 개별어음에 보증을 제공하는 것이 가능해졌다. 이 경우 기업어음의 발행인의 Issuer Rating과 다른 보증인의 신용등급이 부여될 수 있다. 한편, 권면보증 어음이라고 하더라도 어음의 앞면에 보증문구 또는 이와 유사한 문구를 표시하고 지급보증인이 직인 날인 또는 서명하는 것을 제외하면, 기존의 어음과 내용상 다른 점이 없다. 이에 따라 권면보증 기업어음의 평가도 기본적으로는 일반 기업어음의 평가와 동일하게 진행한다. 단, 투자자 보호를 위해 형식적으로 해당 기업어음에 대해 권면보증 기업어음을 명시하여 일반 기업어음과 구별한다.

라. 유동성위험 분석

단기신용등급은 향후 1년 이내의 직접 또는 우발적 단기채무에 대한 Issuer의 상환가능성을 평가한 것이므로 향후 1년 이내의 단기적인 현금흐름 분석, 즉 유동성위험 분석이 단기신용등급을 결정하는데 중요한 판단요소가 될 수 있다.

그러나 단순히 유동성위험 분석으로만 단기신용등급이 결정되는 것은 아니다. 기업의 유동성은 분석시점에 따라 매우 다른 양상을 나타낼 수 있기 때문이다. 대규모 투자나 M&A를 위해 단기적으로 추가적인 차입이 불가피하여 분석시점에서 보유 유동성이 ‘미흡’한 우량기업이 있을 수 있고, 거액의 현금성 자산의 보유로 ‘양호’나 ‘보통’ 수준의 유동성 평가를 받더라도 사업기반이 취약하고 영업현금흐름의 안정성이 낮은 비우량기업이 있을 수 있다.

이와 같은 이유로 유동성위험 분석은 단기신용등급을 결정하는 유일한 평가요소라고 하기는 어렵다. 오히려 Issuer의 사업위험, 재무위험, 경영관리위험 등을 포함하는 펀더멘탈 분석이 단기신용등급을 결정하는데 더 중요한 요인으로 볼 수 있다. 또한, 단기신용등급을 결정하는 데 있어 유동성은 단순히 보유하고 있는 유동성이 아니라 ‘지속가능 유동성’ 관점에서 접근함으로써 Issuer의 본원적인 상환능력과 연계되어 판단된다.

결국, 단기신용등급을 결정하는데 핵심요소는 유동성위험 분석이라기보다는 오히려 기업의 펀더멘탈이다. 이러한 관점에서 유동성위험 분석은 장기신용등급을 결정하는 방법론을 적용하는 과정에서 단기적인 상환가능성을 더욱 세밀하게 평가하기 위한 도구(tool)로서 역할을 하게 된다. 다만, 신용등급이 낮은 기업일수록 유동성위험에 대한 평가가 상대적으로 중요한 요소가 될 수는 있다.

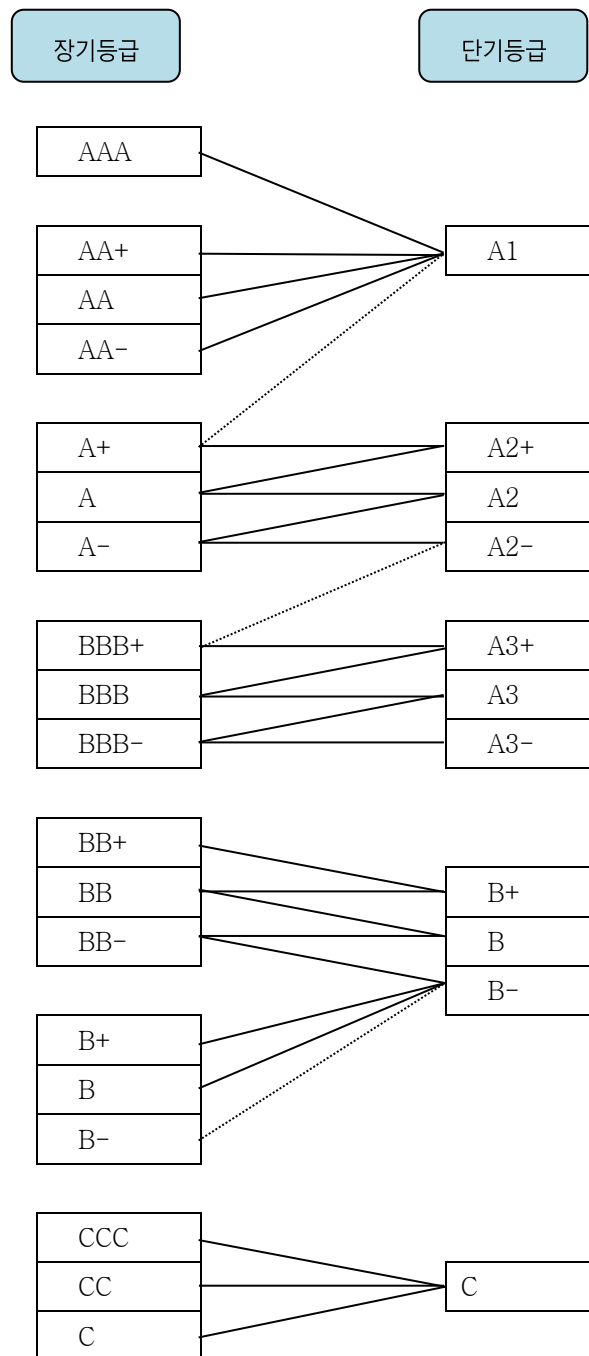
3. 장단기 신용등급의 상관관계

단기신용등급에는 사업위험, 재무위험, 계열위험, 경영관리위험, 유동성위험 등 Issuer에 영향을 미치는 다양한 Risk Factor들을 종합한 본질적 신용위험에 대한 판단이 포함되어 있다. 따라서 궁극적으로 장기신용등급과 높은 상관관계를 갖게 된다.

신용등급이 부도율을 명시적으로 나타내고 있지는 않지만, 일반적으로 장기신용등급이 높을수록 단기채무에 대한 부도율은 낮아진다. 장기신용등급이 높은 Issuer라면 우수한 재무구조와 잉여현금흐름, 보유 유동성 등에 기반하여 갑작스러운 신용환경에서 단기채무를 상환할 가능성이 상대적으로 높기 때문이다. 이러한 이유

로 장기신용등급은 단기신용등급을 결정하는 중요한 요소로 볼 수 있으며, 장기신용등급을 결정하는 다양한 Risk Factor와 유동성 위험을 감안하여 단기신용등급을 결정하게 된다. 장기신용등급과 단기신용등급의 상관관계는 아래 그림과 같다.

[장·단기 신용등급의 대응]



이 대응관계에서 확인할 수 있는 점은, 장기신용등급이 단기신용등급의 하한(下限)을 결정한다는 것이다. 예

를 들어 장기신용등급이 AA-이면, 단기신용등급은 A1미만으로 부여되지 않으며, A-의 장기신용등급에서는 A2-미만의 단기신용등급이 부여되지 않는다. 이는 장기신용등급을 결정하는 변수가 단기신용등급을 결정하는 핵심요인이며, 장기채무의 상환능력이 곧 단기채무의 상환능력을 좌우한다는 점과 궤를 같이하고 있다.

한편, 장단기 신용등급의 대응관계에서 또 다른 특이점은, 동일한 장기신용등급이라 하더라도 단기신용등급이 다르게 부여될 수 있는 일대다(一對多) 대응관계라는 점이다. 이처럼 동일한 장기신용등급에서 단기신용등급이 다르게 부여되는 경우는 유동성 위험의 수준이 다르다고 판단될 때이다. 영업현금흐름 등 내부 유동성 원천이 매우 견고하여 장기적으로 안정성이 검증된 경우이거나 실적의 트렌드나 방향성이 명확하여 추정치에 비중을 둘 수 있는 경우 등이 그것이다.

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 정

보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 확약하지는 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.