

2013. 2. 6.

보도자료

이 자료는 2013년 2월 7일(목) 조간부터 보도해 주시기 바랍니다.

KDI 홍보팀

TEL 02) 958-4030 FAX 02) 960-0652 E-mail press@kdi.re.kr

KDI 현안분석

비우량 회사채시장에 대한 정책방향

강동수 KDI 선임연구위원

김정인 KDI 전문위원

1. 문제의 제기

- 2012년 웅진그룹 소속 극동건설의 법정관리 신청 이후 회사채시장에서 우량채권과 비우량채권의 양극화가 심화되는 가운데, 2013년 중 36.4조 원 규모의 만기 도래가 예정되어 있어 일부 기업 및 업종에 대한 자금 경색 우려가 제기
 - AA- 이상 등급 우량채권에 대한 유통 및 발행시장은 풍부한 유동성과 저금리기조를 바탕으로 지속적인 호조세
 - 반면, A 이하 등급 채권 중 일부 취약 업종 및 기업이 발행한 채권에 대하여 신용스프레드가 크게 확대되는 가운데, 건설·해운·조선업 부문의 금년 중 만기도래금액은 8.4조원 수준

- 회사채시장에 대한 우려는 일부 업종 및 기업의 경영 악화에 따른 부실위험 증가에 기인하고 있어 해당 부문의 재무건전성을 진단·평가할 필요
 - 회사채 발행 및 유통시장의 현황을 파악하고 최근 문제가 되는 부문을 구체적으로 확인
 - 확인된 취약 업종에 속하는 기업의 재무상태와 신용등급을 살펴보고 회사채시장에서의 비중 파악

- 한편, 신용등급이 기업의 부실위험 변화를 적절하게 반영하지 못한다는 지적에 따라 이들 사례를 찾아보고 신용평가를 통한 정보전달의 한계를 확인
 - 기업의 공식 신용평가등급과 시장에서 평가되는 신용역량을 비교함으로써 신용등급이 신용지표로서 지니는 문제점을 파악한 후 정부의 정책방향을 평가

- 본 연구에서는 상기한 진단·평가를 바탕으로 회사채시장에 대한 금융당국의 정책방향을 제시하고자 함.
 - 단기적으로 회사채시장 안정화를 위한 대책의 필요성 여부를 논의하고 중장기적으로 부실기업의 구조조정, 신용평가제도 개선 등의 장기과제를 제시

2. 회사채 발행 및 유통시장 현황

- 2009년 이후 저금리기조 속에서 유동성이 풍부해지면서 회사채 발행량이 지속적으로 증가한 결과, 2012년 이후 만기도래액도 추세적으로 증가할 것으로 예상
- 2008년 27.7조원 수준이던 연간 회사채 발행물량은 2009년부터 빠르게 증가하여 2012년에는 58.6조원 규모로 확대됨.
 - 신용등급별로 살펴보면 BBB 이하 등급 채권의 발행량은 2009~10년 중 크게 증가하였으나, A 이상 등급 비중이 여전히 약 90%를 차지

신용등급별 무보증 회사채 발행 현황

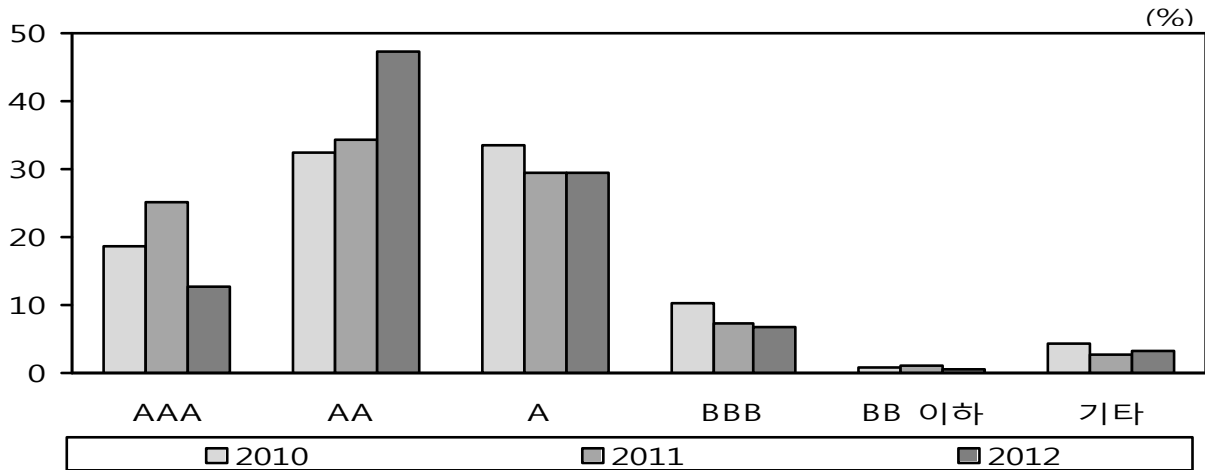
(10억원)

	2008	2009	2010	2011	2012
AAA	8,260	6,570	8,050	14,430	7,365
AA	7,076	18,335	13,910	19,613	27,736
A	7,306	17,195	14,441	16,776	17,305
BBB	2,177	2,038	4,388	4,230	3,975
BB 이하	761	524	347	559	260
기타	2,110	3,898	1,912	1,599	1,911
총합계	27,689	48,560	43,048	57,206	58,552

주: ABS를 제외한 일반회사채, 원화표시채권임.

자료: 연합인포맥스.

신용등급별 회사채 발행비중



주: ABS를 제외한 일반회사채, 원화표시채권임.
 자료: 연합인포맥스.

○ 발행잔액과 만기도래액도 크게 증가하여 2012년 말 현재 회사채 발행잔액은 162.6조원이고 2013년 중 만기도래액¹⁾은 36.4조원임.

- 만기도래액 중 위험 업종으로 거론되는 건설·조선·해운업 부문의 회사채 규모가 약 8.4조원으로 추정되며, A등급 이하 채권의 규모도 16.2조원 이상으로 파악됨.

신용등급별 회사채 만기 현황

(10억원)

	2009	2010	2011	2012	2013				
						1분기	2분기	3분기	4분기
AAA	4,230	5,530	8,120	4,880	6,230	780	1,070	1,810	2,570
AA	4,638	5,475	8,261	15,175	12,010	3,650	3,845	2,180	2,335
A	4,530	10,683	12,350	11,438	11,455	3,300	2,245	2,900	3,010
BBB	3,538	3,303	2,426	2,555	4,900	1,010	1,453	965	1,472
BB	364	172	83	327	64		64		
B		20	2	14					
CCC 이하	340	918	340	445	320	50	220	50	
기타	745	1,497	2,262	2,994	1,457	217	768	186	286
합계	18,384	27,598	33,844	37,828	36,436	9,007	9,664	8,091	9,673

주: ABS를 제외한 일반회사채, 원화표시채권임.
 자료: 연합인포맥스.

1) 원화표시 일반회사채 기준으로 ABS를 제외하였음. 연합인포맥스 자료.

□ LIG건설과 응진그룹의 기업회생절차 신청을 계기로 기업의 부실위험이 가시화되고 신용평가에 대한 신뢰가 훼손되면서 저신용등급 회사채의 거래 급감

○ LIG건설과 응진홀딩스는 법정관리 신청 직전 투자적격등급인 A3-와 A- 등급을 유지하고 있었으나, 신청 이후 D등급으로 강등되면서 건설업 전반의 부실 우려가 부각됨.

- 우량 건설사의 회사채 수요예측에서도 대규모 미달이 발생하는 등 건설부문 채권의 발행 및 유통 여건 악화

○ 사후적 신용등급 조정으로 신용평가에 대한 불신 확산

- 신용평가에 대한 신뢰가 약화됨에 따라 A- 등급 채권의 경우 신용하락을 우려하여 기관투자자들의 투자수요 위축

□ 회사채시장에 대한 우려는 취약 업종 내 기업의 재무건전성 악화²⁾와 신용등급에 대한 불신에서 비롯되고 있어 이들 업종 및 등급의 재무현황을 검토할 필요

○ 건설·해운·조선업종 내 기업의 재무현황 파악과 해당 업종이 주로 분포하고 있는 A등급 이하 시장에 대한 보다 자세한 분석이 요구됨.

○ 특히, 이들 업종에서 최근까지 A- 등급을 기록하고 있는 기업 중 일부는 심각한 재무위험을 안고 있는 것으로 평가되고 있어 이에 대한 확인이 필요

2) 김성태, 「건설부문 재무안정성 평가 및 시사점」, 『KDI 경제전망』, 제29권 제2호, 2012.

3. 취약 업종의 재무현황과 신용등급

□ 글로벌 위기 이후 해운·조선·건설업종의 재무상태가 지속적으로 열악한 상황

○ 외감대상 기업을 살펴본 결과, 건설 및 해운업종은 기업의 수익성을 나타내는 ROA³⁾와 이자보상배율⁴⁾이 빠르게 하락

- ROA는 금융위기 이후 꾸준히 음(-)을 기록하고 있으며 이자보상배율도 1 미만을 지속

- 이는 기업의 손실이 누적되는 가운데 영업활동을 통하여 이자비용도 감당하기 어려운 처지에 있음을 시사

○ 채무부담을 나타내는 차입금의존도⁵⁾와 금융비용부담률⁶⁾은 건설과 해운업종이 높은 수준을 지속하는 가운데, 최근 조선업종의 부채가 크게 증가하는 것으로 확인

- 건설업과 해운업은 각각 30%, 50% 이상의 차입금의존도를 기록하고 있으며, 글로벌 금융위기 이후 저금리 환경에서도 금융비용부담률이 높아지고 있어 재무건전성이 악화되는 모습

- 조선업의 경우 차입금의존도가 빠르게 상승하고 있으며, 이로 인해 이자보상배율이 낮아지고 금융비용부담률이 높아짐.

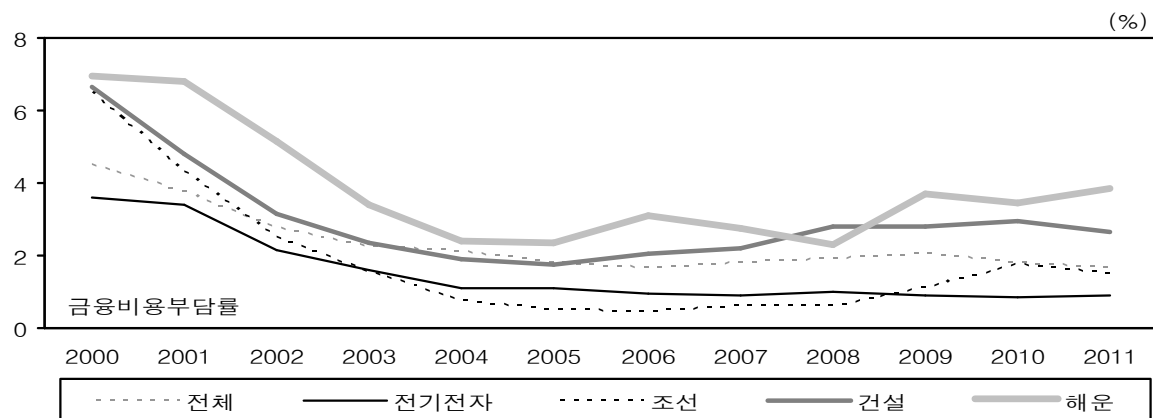
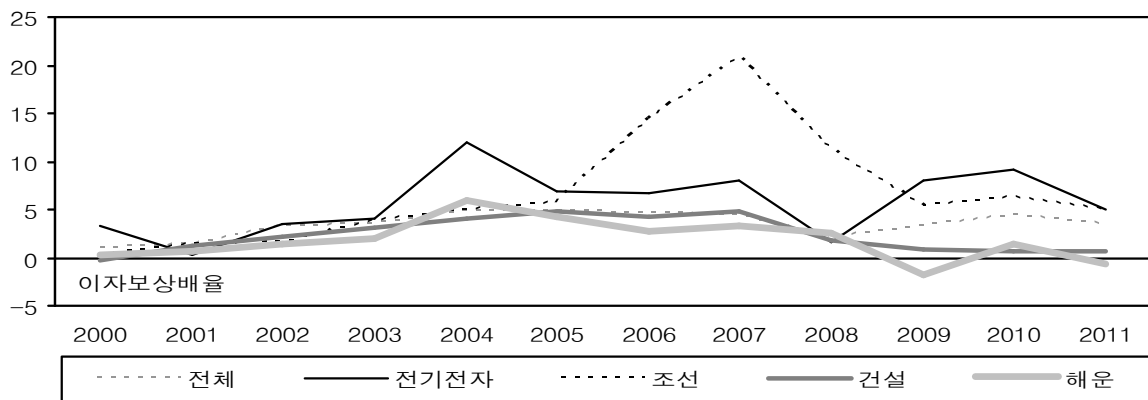
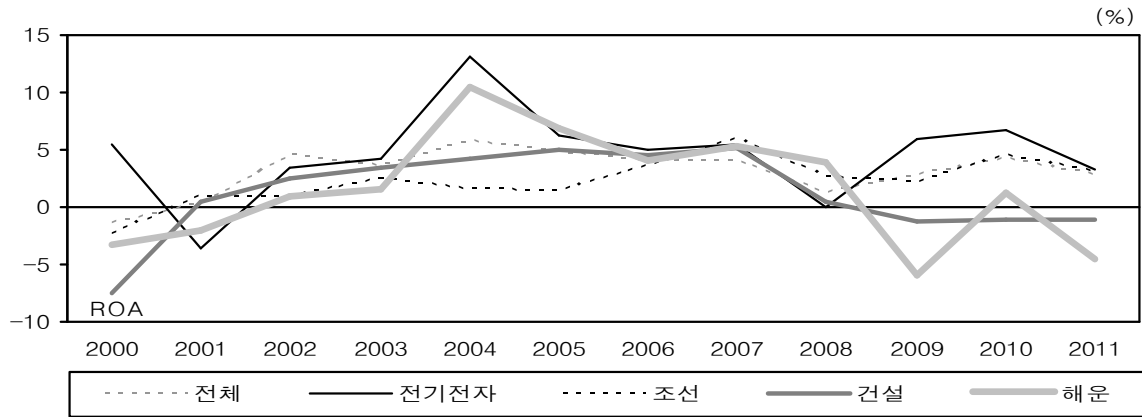
3) $ROA = (\text{당기순이익} / \text{자산총계}) \times 100.$

4) $\text{이자보상배율} = (\text{법인세 차감 전 순이익} + \text{이자비용}) / \text{이자비용}.$

5) $\text{차입금의존도} = (\text{차입금} / \text{총자산}) \times 100.$

6) $\text{금융비용부담률} = (\text{이자비용} / \text{매출액}) \times 100.$

외감기업 이상 업종별 재무비율



□ 건설·해운·조선업종의 취약한 재무건전성은 비우량회사채의 발행 및 유통시장에서의 수요를 감소시킴.

- 이들 업종에 속하는 주요 기업이 주로 A- 이하 등급 구간에 포함
 - 2008년부터 3년 만기 회사채를 발행한 상기 업종의 주요 기업을 신용등급별로 구분한 결과, 27개 기업중 22개 기업이 A- 이하 등급으로 분류되었음.
- 웅진그룹 사태를 계기로 A- 이하 등급 회사채의 발행 및 유통 여건이 악화
 - 해당 업종 일부 기업의 신용등급이 하향 조정됨에 따라 펀드 편입이 불가능해진 가운데, 증권사에서 BBB+ 등급 이하 회사채에 대한 소매영업을 자체적으로 금지하고 있어 유통경로가 협소해짐.
 - A- 등급(건설·해운·조선) 채권의 경우 추가적인 신용하락 위험으로 인해 펀드 등 기관투자자의 투자수요가 위축됨.

신용등급별 거래금액(무보증 원화표시 일반회사채)

(10억원)

	2011		2012					
	상반기	하반기	상반기	하반기	2012.9	2012.10	2012.11	2012.12
AAA	25,251.9	24,064.0	23,081.3	21,197.4	3,038.5	3,089.1	3,056.8	3,814.8
AA+	12,501.6	13,972.3	17,536.2	14,997.0	2,368.9	2,958.3	2,803.6	1,946.8
AA0	9,908.8	10,457.1	9,479.9	5,450.2	1,220.0	786.7	860.0	925.3
AA-	12,131.5	13,924.9	12,308.4	15,847.9	1,720.3	3,002.3	3,849.9	2,489.0
A+	11,635.8	6,528.3	10,663.4	8,580.4	1,165.5	1,169.0	1,373.5	800.5
A0	10,092.6	8,118.3	8,030.3	6,687.4	731.0	787.9	1,026.0	890.5
A-	3,811.9	2,678.7	3,690.4	2,709.0	595.0	178.0	153.0	206.0
BBB+	1,721.2	597.5	737.0	796.8	154.5	141.0	55.0	100.6
BBB0	342.7	160.0	96.3	149.0	18.0		21.0	40.0
BBB-	40.0	10.0						
B+	6.0							
총합계	87,444.1	80,511.0	85,623.2	76,415.0	11,011.7	12,112.3	13,198.7	11,213.5

자료: KIS 채권평가.

7) 연합인포맥스에서 제공하는 채권발행자료를 바탕으로 원화표시 3년 만기 채권발행기업에 대하여 분류함.

□ 2010년 이후 A- 등급에 속한 기업들의 평균 재무건전성이 BBB+ 등급에 속한 기업들보다 낮는데, 이는 주로 건설, 해운, 조선 등 일부 불황업종 기업의 영향

○ 2010년부터 A- 등급에 속한 일부 기업들의 수익성이 악화되기 시작하여 2011년 말 이들의 영업이익률과 ROA는 BBB+ 등급 기업의 동 비율보다 낮은 수준을 기록

- A- 등급 기업의 이자보상배율과 차입금의존도도 BBB+ 등급 기업보다 높은 수준을 기록

- A- 등급 기업의 이자보상배율이 1 이상을 유지하고는 있으나 ROA가 이미 음(-)을 기록하여 최근 채무상환이 더 어려워졌을 가능성을 시사

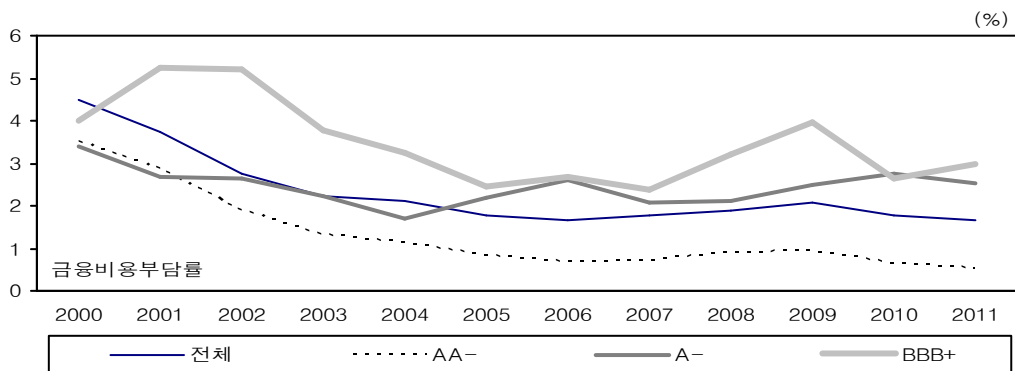
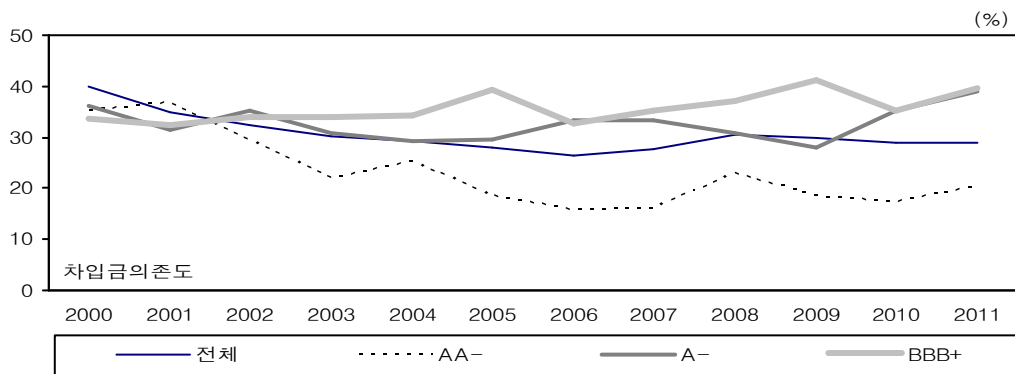
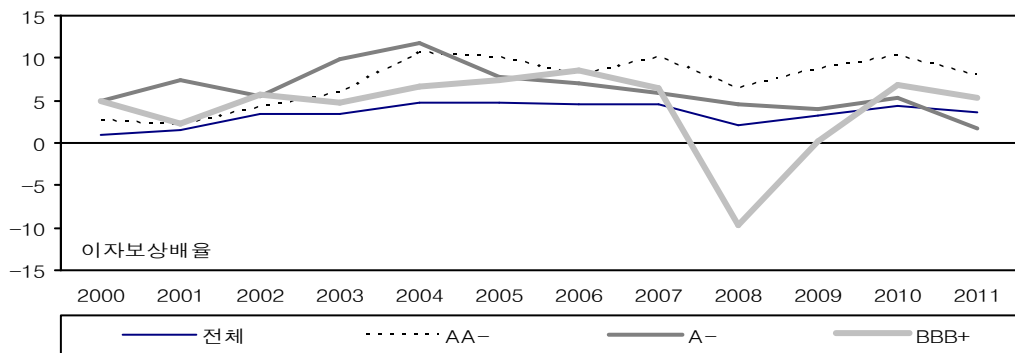
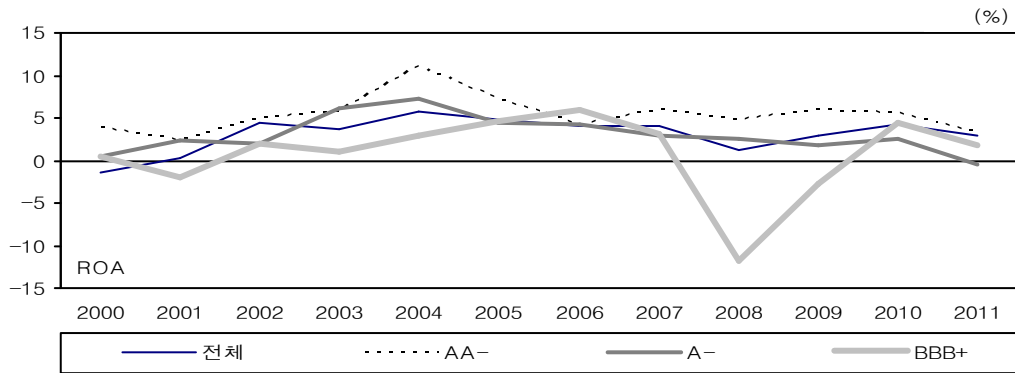
○ A- 등급의 재무비율이 크게 악화된 것은 동 신용등급 그룹 내에서 규모가 큰 건설, 해운, 조선사의 경영실적이 악화되었기 때문⁸⁾

- 이들 기업의 수는 적지만 가중치가 높아 등급의 평균 재무건전성을 낮추고 있음.

○ A- 등급 기업의 낮은 재무건전성은 회사채시장에도 반영되어 A- 등급에 대한 과도한 자금경색을 초래할 우려가 있음.

8) 이들 기업 중 일부는 현재까지 신용등급을 유지하고 있고 일부는 2012년 하반기 이후에야 등급조정이 이루어짐.

외감기업 이상 신용등급별 재무비율(채권발행 제조업 대상)



□ 취약 업종의 최근 발행 및 만기 상황을 보면, 건설부문의 경우 A등급 이하 만기비중이 높은 것으로 나타남.

○ 2012년 하반기에 진행된 신용등급 조정 결과, 조선과 해운은 우량채(A등급 이상) 중심으로 발행되었으나 건설업의 경우 비우량채 발행비중이 높은 것처럼 나타남.

- BBB 발행금액 중 상당 부분은 발행 당시 A- 등급으로 분류되었음.

○ 2013년 만기 현황을 보면, 건설업의 경우 A 이하 등급의 만기물량 비중이 높으며 해운업종은 A등급의 만기비중이 높음.

업종 및 신용등급별 발행과 만기 현황

(10억원)

	2012년 중 발행액				2013년 중 만기도래액				
	AA 이상	A		BBB	AA 이상	A		BBB	BB 이하
		A-				A-			
건설	1,683	1,630	260	1,405	960	2,200	460	1,685	137
조선	3,400	320	320	510		600	600	910	
해운		1,915	800	200		1,450	580	400	

주: 1. ABS를 제외한 일반회사채, 원화표시채권 중 신용등급이 부여된 채권을 대상으로 추정함.

2. 신용등급은 현재 기준임.

자료: 연합인포맥스.

4. 신용평가체계의 문제점

- 신용등급이 기업의 신용위험을 제대로 반영하지 못하고 있다는 지적⁹⁾은 계속되어 온 문제인데, LIG건설 및 웅진그룹의 법정관리 신청 후 신용등급이 강등되면서 논란이 다시 제기됨.
- 시장의 유통금리가 일부 기업의 부실위험을 감지하고 높은 프리미엄을 형성하고 있음에도 해당 기업의 기존 신용등급이 유지됨.
 - 유통시장의 거래자료를 분석한 결과, 동일 등급 대비 프리미엄이 100~300bp까지 높아진 후에야 신용등급이 변경된 사례가 다수 존재

신용등급 변경일 전후 유통프리미엄 추이

기업명	변경 전			신용등급 변경일	변경 후		
	유효거래일자	신용등급	프리미엄		유효거래일자	신용등급	프리미엄
A사	2011-10-28	A-	238	2012-12-28		BBB+	
B사	2012-09-21	A0	179	2012-12-21	2012-12-27	A-	160
C사	2011-11-09	A0	94	2011-12-30	2012-02-09	A-	188
D사	2012-04-25	A0	200	2012-12-21		BBB+	
E사	2012-09-28	A-	396	2012-12-21		BBB+	
F사	2012-02-17	A-	334	2012-06-11		BBB+	355

- 신용평가등급이 기업의 신용력을 고평가하거나 그 변화를 더디게 반영하는 문제는 회사채시장의 거래를 위축시키는 근본적 문제로 거론됨.
- 채권시장이 호황을 보였던 최근 몇 년간 신용등급이 우호적으로 내려졌다는 평가가 있음.
 - 특히 대기업 또는 기업집단에 속한 계열사 기업에 대하여 이러한 경향이 두드러지게 나타났다고 보임.

9) 조성빈, 「신용평가기능 개선을 위한 과제」, 『한국개발연구』, 제33권 제2호, 한국개발연구원, 2011.

○ A- 등급 내 취약 기업의 신용등급이 여전히 높게 유지되고 있어 신용등급 자체의 신뢰도에 대한 의문이 제기

- 실제로 2012년 A- 등급 채권 중 대형 건설사 및 조선사 일부 기업의 채권은 유통수익률이 10% 이상이었으나, 이들 기업의 신용등급은 12월 이후에야 하향 조정된 바 있음.

- 기업의 경영상태 변화에 따른 신용등급 조정이 적기에 이루어지지 못하고 있어 신용등급에 대한 불신이 높으며, 이로 인해 재무상태가 건실한 기업조차 회사채시장을 통한 자금조달이 어려워질 가능성 존재

□ 금융당국은 신용평가 정상화를 위하여 2012년 중 신용평가시장 선진화 방안 등을 제시하였으나 시장의 기대에는 미흡

○ 2012년 3월에 발표된 '신용평가시장 선진화 방안'¹⁰⁾은 신용평가 품질 제고, 신용평가사의 독립성 확보, 등급산정의 투명성 강화, 신용평가사 감독 강화 등을 주요 내용으로 제시

○ 동년 11월에 발표한 '신용평가등급에 관한 모범규준'¹¹⁾에서는 선진화 방안의 핵심 내용인 독자신용등급제도의 도입이 제외되고 구두의뢰에 의한 신용평가 금지, 제출자료의 정확성 확인, 채권의 개별 특약 반영 등만 포함하여 실질적 개선효과가 있을지 의문 제기

- '독자신용등급'은 현행 대기업 계열사의 외부지원 가능성을 반영한 신용등급 관행에서 탈피하여 기업 자체의 펀더멘털을 독립적으로 평가한 신용평가등급으로서, 국제 신용평가사들은 이미 시행하고 있는 제도

10) 금융위, 「신용평가시장 선진화 방안」, 보도자료, 2012. 3. 16.

11) 금감원, 「신용평가등급의 공시 등 모범규준 제정 및 시행」, 정례브리핑자료, 2012. 11. 27.

5. 평가 및 정책방향

□ 회사채시장에서 우량기업과 비우량기업 간 양극화가 지속될 것으로 전망되지만 금융시장이 경색되지는 않을 것으로 판단되어 특단의 대책은 불필요

○ 경기회복 전망이 불투명하여 안전자산 선호 현상이 나타나고 있지만, 회사채시장의 전반적인 유동성은 양호한 상황

- 발행채권의 신용등급별 스프레드가 추세에 비하여 크게 확대되어 있지는 않은 모습이며, 오히려 신용등급보다는 업종 간 스프레드가 두드러지는 차이를 보임.

- 신용등급별 기간구조를 살펴보면 우량채권(AA- 등급)에 비하여 비우량채권(A- 등급)에서 단기(1년 미만)보다는 중기(3~5년)의 신용위험을 높게 반영하는 것으로 나타남.

○ 따라서 현재 우려되고 있는 회사채시장의 불안은 통상적인 범위 내에서 움직임으로 판단되기 때문에 정책당국의 적극적인 개입은 불필요

- 2009년 이후 2012년까지 회사채의 발행량이 지속적으로 증가했음을 고려할 때 채권의 차환발행 문제는 금년에 국한된 문제는 아님.

□ 건설·해운·조선업 내 부실 우려기업에 대해서는 유동성 지원보다는 구조조정을 유도하는 정책이 바람직

○ 채권시장이 신용위험에 민감하게 반응함에 따라 취약 업종 내 기업에 대한 과감한 유동성 지원대책이 필요하다는 업계의 요구가 존재

- 그러나, 금년 중 만기가 돌아오는 건설·해운·조선 등 침체 업종 내 A- 이하 등급 회사채(PF채권 제외) 규모는 약 4.7조원에 불과

○ 현재 논의·추진되고 있는 하이일드펀드에 대한 세제혜택, 신용보증기금의 신용보강이 부가된 P-CBO 채권 발행 등은 비우량기업의 자금난 해소에 도움을 줄 수 있겠지만 바람직한 정책은 아니라고 판단됨.

- 우량회사채의 품귀현상을 고려할 때 비우량회사채에 대한 기피현상은 세제혜택 부여에 따른 수요 진작의 문제라기보다 불확실성에 대한 거부반응으로 해석되어 효과가 의문시됨.

- 금융당국의 P-CBO의 발행한도 증액(1.3조원)에도 불구하고 추가 발행은 저조하고¹²⁾ 일부 기업의 경우 중복 지원을 받는 사례가 발생할 뿐만 아니라 P-CBO 발행 이후 사후관리에도 어려움 존재

○ 칩체 업종 내 기업의 문제는 단순히 유동성 부족의 문제가 아니라 경영실적이 추세적으로 악화되고 있다는 점에서 유동성 지원보다는 구조조정이 필요

- 이들 기업에 대해서는 일차적으로 주주, 주 채권은행 등 직접적인 이해당사자 스스로의 구조조정 노력이 선행되어야 하고, 자체 구조조정이 실패하면 기촉법을 활용한 워크아웃을 고려할 수 있음.¹³⁾

□ 회사채시장에서의 근본적인 문제는 신용평가정보가 실제 상황을 반영하지 못하여 시장의 비효율성을 초래한다는 점이므로 신용평가제도의 개선이 요청됨.

○ 신용등급의 변경이 적기에 이루어지지 않음에 따라 채권시장의 거래 위축과 우량기업에 피해가 발생할 수 있음.

- A- 등급 내의 우량기업도 동일 등급 내 비우량기업(사실상 BBB+ 이하 기업)으로 인하여 채권유통이 어렵게 되는 문제가 발생

12) P-CBO 발행대상 건설사는 대기업을 제외한 중소 및 중견 건설사라는 점에서 회사채시장과는 직접적인 관련이 낮음. 최근 P-CBO에 대기업을 편입하려는 시도가 있으나 신용보증기금의 신용보강이 전제된다는 점에서 논란의 여지가 있음.

13) 건설업에 대해서는 기촉법에 의한 구조조정 이전에 대주단협약을 통한 구조조정도 가능함.

○ 신용등급에 대한 정확·신속한 정보유통을 위해서는 독자평가제도와 정기평가제도를 도입할 필요

- 대기업의 경우 계열사의 외부지원 가능성을 배제하고 해당 기업 자체의 신용능력만을 고려한 독자평가제도가 시행되어야 함.
- 채권발행 규모가 크지만 발행주기가 긴 기업의 경우 투자자에게 정확한 정보를 적기에 제공하기 위하여 신용평가정보의 정기적인 갱신이 중요함.

◆ 문의: 강동수 KDI 거시·금융정책연구부 선임연구위원(02-958-4076)
김정인 KDI 거시·금융정책연구부 전문위원(02-958-4089)

※ 본 논문은 2월 7일(목) 배포 예정인 『KDI 경제동향(2013. 2)』 보고서에 수록됩니다.