

우리나라 신용평가제도 개선방향에 관한 연구 : 國家別 比較를 中心으로

나 영 · 중앙대 상경학부 부교수

진 동 민 · 대원과학대학 세무회계과 강사

신용평가제도를 통해 기업의 입장에서는 신용도에 따라 금리를 차등 적용 받음으로써 최소의 비용으로 효율적으로 자금을 조달할 수 있으며, 투자자의 입장에서는 높은 수익률을 낮은 위험으로 보장받을 수 있어 사회적인 자원 배분의 효율성이 이루어진다. 또한 금융의 국제경쟁력을 제고시킬 수 있을 뿐만 아니라 자본시장 활성화를 통한 직접금융의 확대를 꾀할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 주요 선진국가인 미국과 우리나라의 기업문화와 환경이 유사한 일본의 신용평가제도를 우리나라의 신용평가제도와 비교·고찰함으로써 신용평가정보의 유용성 제고 측면에서 신용평가제도의 올바른 정착과 자본시장의 발전에 일조하고자 한다.

신용평가정보의 유용성 제고를 위한 방법으로 평가요소적인 측면에서는 재무적요소 뿐만 아니라 비재무적 요소 즉, 시장경쟁력 및 시장지배력, 산업 성향, 경영관리능력, 모(母)회사와의 관계, 기업의 소유구조, 그리고 우발적인 사건에 대한 위험 등의 요소에 비중을 두어야 할 것이다. 동시에 사업범위, 재무구조, 자산구성 등 사업 및 재무위험을 결정하는 의사결정 수행주체로서 경영진의 경영관리능력에 따라 발행기업의 신용도에 큰 영향을 주게 되는 경영진에 대한 정보가 신용평가등급에 반영되어야 함을 본 연구에서는 지적하고 있다.

제도적인 측면에서는 신용평가기관은 신용등급을 끊임없이 관찰하여 만약 신용등급의 변화가 예고될 경우, 충분한 분석과 논의과정을 통하여 신용등급의 변동을 결정하여야 한다. 동시에 이와 같은 의사결정을 자본시장에 적시에 공시하는 제도인 임의평가제도를 확립해야 한다. 또한 신용평가기관이 신용평가 업무를 수행함에 있어서 공정성, 정확성, 전문성을 확보하기 위하여 신용평가의 이해관계자(즉, 특정기업, 투자자, 금융기관 등)의 압력으로부터 편이 없는 중립적이고 객관적인 평가기법이 필요하다. 이를 위해 기업의 공시된 정보뿐만 아니라 내부 정보까지도 별도의 정보를 수집·분석하여 종합적인 판단을 내릴 수 있는 전문위원제도를 구체적으로 실시함으로써 보다 효율적인 전문성을 확보해야 한다.

〈주제어〉 신용평가제도, 신용등급, CP, 비재무적요소.

I. 서론

1. 문제제기

우리나라의 경우 주식시장의 침체기인 1990년도 초, 사채발행을 통한 자금의 조달은 급격하게 증가하였으며 이에 따라 채권시장이 우리 나라의 금융시장에서 차지하는 비중은 점점 커지게 되었다. 하지만 아직도 채권 시장 환경은 채권의 발행 및 유통이 충분히 활성화되어 있지 못하고 만성적인 수요 공급의 불균형이 지속화되고 있으며, 발행되는 대부분의 회사채가 보증사채로서 그 상환조건이 단순하고 유사하여 투자자들은 다양한 위험선호와 수익률을 충족시키지 못하고 있다. 한편, 금융시장에서 구조적으로 내재하는 차입자와 금융기관간 정보의 불균형(Information Asymmetry)을 완화할 수 있는 제도적 장치가 정착되지 못함으로써 금융기관의 보증능력의 한계로 인한 차입자의 부실이 금융기관으로 전이될 위험도 안고 있다. 뿐만 아니라, 1997년 말부터는 국제통화기금(IMF)관리체제 이후 잇따른 많은 기업들의 도산으로 인하여 사회적 비용이 증가하고 있다. 이러한 상황에서 투자자나 금융기관이 기업신용분석에 대한 능력이 결여되거나 혹은 비용 및 시간적인 면에서 신용도의 평가가 현실적으로 어려워진다면 신용에 의한 자금조달은 점점 불가능하게 될 것이며, 담보나 보증에 의한 여신이나 투자의 형태가 주(主)를 이루게 될 것이다.¹⁾ 그 결과 담보 취득을 위한 부동산 가격의 상승, 금융거래에 있어서 비용과 시간의 증대, 그리고 도덕적 위해(moral hazard)로 인한 보증기관의 부실화 초래 등 사회적 비용을 증가시키고 있다.²⁾ 이는 자본자유화로 인한 금융의 국제화 과정에서 대외경쟁력을 상실하는 결과를 초래한다.

이러한 과거의 관행 때문에 우리나라 정부는 금융개입을 자제하고, 은행들도 담보나 지급보증 위주의 여신관행을 신용도 중심으로 옮겨가고 있다. 구체적으로는 책임경영의 원칙 하에 위험관리시스템(RMS : Risk Management System) 등의 안정장치를 강구하

1) 우리나라의 경우 회사채의 대부분이 보증에 의한 보증사채로서 이는 자기신용보다는 금융기관의 지급보증을 담보로 하고 있어 발행조건이 차등화가 불가능할 뿐만 아니라 금융기관의 지급보증능력에도 한계가 있어 기업의 부실이 금융기관의 부실로 전이될 가능성이 있다.

2) 도덕적 위해(moral hazard)란 근본적으로 정보의 불균형문제에서 야기된다. 즉 신용 평가가 정착되지 않은 환경에서는 기업과 보증기관의 정보 불균형에 의하여 보증기관의 위험이 커짐으로써 부실화가 초래될 수 있다는 것이다.

는 동시에 직접금융시장의 기반을 마련하기 위하여 객관적인 위치에 있는 전문 평가기관이 기업의 위험을 평가하여 이를 등급화한 후, 평가된 신용등급정보를 공시하는 신용평가제도의 정착을 꾀하고 있다.

신용평가제도에 의한 신용등급정보 공시가 기업의 자금 조달과 투자자의 투자의사결정에 신뢰성 있는 유용한 정보를 제공하여 준다면, 기업의 입장에서는 신용도에 따라 금리를 차등 적용 받음으로써 최소의 비용으로 효율적으로 자금을 조달할 수 있으며 동시에 기업들은 좋은 신용등급을 위하여 재무구조개선 등의 유인을 갖게될 것이다. 또한 투자자의 입장에서도 높은 수익률을 낮은 위험으로 보장받을 수 있어 사회적인 자원 배분의 효율성을 이룰 수 있으며, 금융의 국제경쟁력을 제고시킬 수 있을 뿐만 아니라 자본시장 활성화를 통한 직접금융의 확대를 꾀할 수 있다. 따라서 신용평가제도의 올바른 정착은 금융시장의 개방에 현명하게 대응하는 하나의 방법이라고 할 수 있다. 이에 본 연구에서는 주요 선진국가인 미국 및 우리나라와 기업문화와 환경이 유사한 일본의 신용평가제도를 우리나라의 신용평가제도의 도입 경위와 등급 결정 시 고려사항 등과 비교·고찰함으로써 투자자 보호라는 측면에서 올바른 신용평가제도의 정착을 통한 자본시장의 원활한 발전을 도모하고자 한다.

2. 연구의 필요성 및 범위

최근 들어 자본시장의 개방에 따른 금리 자율화가 단계적으로 이행되고 있다. 또한 지난 IMF 외환위기의 근본적인 원인에 대한 국내외 전문가들의 의견은 경제정책의 실패, 비효율적인 금융시스템, 그리고 기업 부문의 무분별한 차입경영 관행 등으로 모아진다. 이러한 문제를 해결하기 위하여 재무구조 건실화의 유인을 제공하고, 부실금융의 큰 원인으로 작용한 보증과 담보에 의존한 금융관행은 어느 정도 시대적 불가피성에 비롯된 바도 있지만, 이제는 우리 경제의 자금조달 환경이 신용본위로 전환되어야 한다는 필연성을 인식하고 있다. 이에 따라 금리의 시장 조절 기능을 활성화하는 방안으로 신용평가제도의 정착에 관한 관심이 고조되고 있는 시점이다.

다시 말해, 자본시장의 개방에 따른 기업 경쟁력을 제고시키기 위해서는 종래의 보증이나 담보에 의한 금융 관행은 필연적으로 개선되어야 한다는 것이다. 왜냐하면 기업이 담보나 보증인을 확보하기 위해서는 별도의 비용을 지불해야하며 이는 추가적인 자본비용(capital cost)을 요구하게 되기 때문이다. 따라서 기업의 자본비용을 줄이고 투자자의

위험을 감소시킴으로써 기업이 對內外的 경쟁력을 향상시키시 위해서는 오로지 무담보·무보증을 바탕으로 하는 신용도에 의한 자본 조달 환경이 이루어져야 한다.

이러한 신용에 의한 자금 조달 환경 조성의 전제 조건으로서 전술한 바와 같이 먼저 신용평가제도의 정착을 들 수 있다. 우리나라에서는 1991년 4월부터 기업어음에 대한 신용평가를 의무화하였는데 이 제도의 목적은 기업의 단기신용도에 따라 기업어음의 금리를 차등 적용하고, 적격업체의 경우에는 어음에 대한 무담보 대출을 가능하게 하여 기업의 단기자금조달시장을 육성하고 신용 질서를 확립하기 위한 것이다.

따라서 본 연구에서는 신용평가제도의 특성과 기능을 바탕으로 신용평가제도 정착과 더불어 이슈화되고 있는 신종기업어음(CP : Commercial Paper)의 개념과 신용등급 결정시의 고려사항을 중심으로 주요 선진국인 미국과 일본의 신용평가제도를 고찰하여 이를 바탕으로 우리 나라 신용평가제도의 정착과 관련하여 문제를 제기하고 이에 대한 개선방향을 제시하고자 한다.

본 연구의 구성은 모두 5개의 장으로 구성되어 있다. 제2장은 신용평가제도와 신종기업어음에 대하여 소개하며, 제3장에서는 주요 국가별 신용평가제도 현황으로 미국, 일본, 한국의 신용평가제도 도입경위와 신용평가등급 결정시의 고려사항을 고찰하였으며, 제4장에서는 우리나라 신용평가의 문제점 및 개선방향을 제시하며, 마지막 장인 제5장에서는 결론 부분으로 연구의 결과를 요약·정리하고자 한다.

II. 신용평가제도와 신종기업어음(CP)

1. 신용평가제도의 특성

금융시장의 개방에 따른 금리 자율화가 단계적으로 이행되고 IMF 경제위기를 극복하기 위한 개혁과정에서 신용본위 경제제도의 중요성은 날로 대두되고 있다. 이에 따라 금리의 시장 조절 기능을 활성화하는 방안으로 신용평가제도의 도입·정착에 관한 관심이 고조되고 있다.

신용평가제도는 객관적이고 전문적인 신용평가기관이 특정 채무에 대한 약정된 기일 내에 약정 내용대로 원리금을 상환할 수 있는 능력 즉, 신용도를 정보 이용자의 이해가능

성을 제고시키기 위하여 일정한 기호를 사용하여 등급화하고 이를 이해 관계자에게 적극적으로 공시하는 제도이다. 이러한 신용평가제도의 특성을 목태균(1991)은 다음의 4가지로 설명하고 있다.

첫째, 객관적이고 전문적인 신용평가기관이 금융시장에서 정보매매기관으로서 신용도에 관한 정보의 생성과 유통에 개입한다는 것이다. 이 때 신용평가기관은 사채의 발행기업과 인수기업으로부터 독립적이고 객관적이어야 한다.

둘째, 채무를 가지고 있는 기업이나 금융기관의 일반적인 신용도가 아니라 특정 채무에 대한 신용도에 초점을 맞추고 평가를 한다는 것이다. 이는 일반적인 기업분석과는 구별되는 점이다.

셋째, 평가결과를 해석적 방식이나 평점 또는 통계적 방식으로 제시하는 것이 아니라 일정한 기호를 사용하여 등급화(Rating)하여 나타낸다는 것이다. 신용 평가에 의해서 부여된 등급은 그 채권에 대한 투자 품질을 나타내는 것으로서 정보 이용자의 이해가능성을 제고시켜 투자의사결정에 유용한 정보를 제공하고자 하는 목적으로 1909년 John Moody가 최초로 사용한 이래 관례화 되었다.

넷째, 신용도에 대한 평가결과를 평가기관 내부정보로 보관하는 것이 아니라 금융시장의 시장 참여자(채무증서 발행 기업, 투자자, 인수기관 등)에게 적극 공시되어 신용 질서에 대한 사회적 감시자(Social monitor)로서의 역할을 수행한다는 점이다. 이를 통하여 발행기업과 투자자간의 정보 불균형이 해소될 수 있다.

위의 내용을 종합해 보면, 신용평가제도는 투자의 불확실성을 감소시킴으로써 투자자를 보호하고, 정보 수집 비용 및 시간의 절약을 가능케 함으로써 투자의사결정을 좀더 유효하게 하여 증권에 대한 수요의 증대와 증권의 유통을 보다 원활하게 하는 효과를 가져다준다. 이는 곧 자본시장을 안정적으로 활성화하는데 일조 한다고 할 수 있겠다. 이러한 신용평가등급의 국제적으로 인정된 등급의 의미를 살펴보면 다음의 <표 2-1>과 같다.

〈표 2-1〉 국제적으로 인정된 신용등급의 구분*

회사채(장기채권)	CP(단기채권)
AAA : 원리금의 지급능력이 최상급임. AA : 원리금의 지급확실성은 매우 높지만 AAA의 채권보다는 낮은 요소가 있음. A : 원리금의 지급확실성은 높지만 경제적, 정치적형세 등의 환경 악화에 따른 영향을 받기 쉬운면이 있음. BBB : 원리금의 지급확실성은 인정되지만 상위 등급에 비해서 장래 원리금의 지급확실성이 저하될 가능성을 내포하고 있음. BB : 원리금의 지급확실성은 당장 문제가 되지않으나 장래 안전에 대해서는 단언할 수 없는 투기적 요소를 내포하고 있음. B : 원리금 지급확실성이 결핍되어 투기적이며 불황시에는 이자지급이 확실치 않음. CCC : 원리금 지급에 관하여 현재에도 불안 요소가 있으며 채무불이행의 위험성이 크기 때문에 매우 투기적임. CC : 상위등급에 비해서 더욱 불안 요소가 큼. C : 채무불이행의 위험성이 높고 원리금 상환능력이 전혀 없음. D : 채무불이행 상태에 있으며 원리금의 일방 또는 양방이 연체 또는 부도 상태에 있음.	A1 : 적기상환능력이 최상이며 합리적으로 예측 가능한 장래의 어떠한 환경변화에도 상환능력이 영향을 받지않을 정도로 안정적임. A2 : 적기상환능력이 우수하나 그 안정성은 A1에 비해 다소 열위임. A3 : 적기상환능력이 양호하나 장래의 급격한 환경악화시 그 안정성에 영향을 줄 가능성이 있음. B : 적기상환능력은 인정되나 장래 환경 변화에 따라 그 안정성에 영향을 주기 쉬움. C : 적기상환능력 및 그 안정성이 매우 가변적임. D : 지급불능상태에 있거나 지급 불능에 빠질 가능성이 있음.

- 출처 : 목태균, "신용평가제도의 현황과 발전과제", 투자금융 제 41호, 1991.9. pp. 32.

* 국제적으로 사채등급평가를 발표하는 대표적인 기관은 무디스사(Mood's Investors Service)와 스탠다드 & 푸어사(S & P Corporation)이다. 무디스사의 평가는 최상급을 Aaa로 하여 Aa, A, Baa, B, Caa, Ca, C로서 9등급으로 구분하고 있으며, 스탠다드 & 푸어사는 AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C 와 D로서 10등급으로 평가하고 있다.

2. 신용평가제도의 기능

신용평가제도의 기능에 대해서 언급하기 전에 신용평가제도가 왜 필요한지에 대하여 신용정보 관리의 중요성을 근거로 설명하고자 한다. 이를 시장경제적, 경영적, 금융적, 경영관리적 4가지로 나누어 분석할 수 있다(이종묵(1991)).

첫째, 시장경제적 신용정보 관리의 중요성으로 경제적인 거래에서 신용거래가 포함될 경우, 실물 흐름에서의 가격 및 자금 흐름에서의 이자율과 마찬가지로 신용 흐름의 신용

가치(신용도)가 매개변수의 기능을 할 수 있다. 경제적 거래의 역사적 전개 단계를 살펴보면 먼저, 물물교환경제 단계에서 화폐경제단계로 이전되고 현대에 들어서는 신용교환경제단계로 이행되고 있다고 할 수 있다. 이와 같이 현대사회가 화폐경제에서 신용교환경제로 이행됨에 따라, 경제적 거래의 매개변수로서 신용의 기능이 추가됨으로써 신용정보시스템이 발달되고, 이러한 신용정보시스템의 발전에 힘입어 시장에서는 충분한 신용정보가 유통됨으로써 교환 과정에서 정보의 수집에 드는 비용이 감소하게 된다. 따라서 신용거래가 이루어질 경우에 보증이나 물적 담보가 없어 흥정 및 교환의 단계에서도 비용이 절감된다는 것이다.

둘째, 경영적인 신용정보 관리의 중요성으로 신용정보는 의사결정에 따른 불확실성을 감소시켜 경영 의사결정의 합리성과 신속성을 부여할 뿐만 아니라 신용정보에 의해서 조직내의 구성원에게 동기부여, 경쟁력 강화, 위협에 대한 사전적 정보 활용 등을 통한 새로운 정보 가치를 창출한다는 것이다.

셋째, 금융적 신용정보의 중요성으로 오늘날 유담보 대출 패턴을 신용대출로 전환함으로써 금융시장 개방에 대처하기 위하여 국내 금융기관에서 신용정보의 확충, 분석능력의 제고, 심사기법의 향상이 요구되어진다. 종래의 담보 대출의 경우는 신용정보의 관리가 미흡해도 문제가 없었으나 금융의 자율화, 개방화 시대를 맞이하여 신용정보 관리의 중요성이 대두되고 있다는 것을 간과할 수 없다.

마지막으로, 경영관리적 신용정보의 중요성으로 기업 등 경제 주체가 상대방의 신용을 관리하여 거래의 안정성을 확보하고 경영의 효율화를 도모하게 하는데 있다. 신용관리는 신용거래에 관하여 '채권의 안정적 확보' 즉, 고정화부채(회수지연 내지 회수불능채권의 총칭)의 발생을 방지하고 양질의 거래선을 확보하여 이를 바탕으로 거래처의 질적 향상을 꾀함으로써 기업전체의 거래 기반 강화를 도모하는 것이다.

자본시장에서는 신용평가제도의 기능을 전술한 신용정보 관리의 한 수단으로 보고 있다. 원래 신용평가제도는 채권의 상환확실성에 대한 정보를 제공함으로써 투자자의 이익을 보호하는 것을 주목적으로 하고 있다. 이 밖에도 정보의 부족이 초래하는 불확실성을 감소시켜 채권에 대한 수요를 증대시킴으로써 자기신용이 우량한 기업에게는 자금조달의 기회를 확대·제공하여 자원배분의 효율화에 기여하게 된다.

소유와 경영이 분리된 오늘날의 기업 환경에서는 소유주와 경영자간의 정보 불균형이 발생한다. 이러한 소유와 경영의 분리 상황에서 신용평가정보가 편이(bias)없이 새로운 정보를 제공한다면 정보의 불균형으로부터 초래되는 시장의 비효율성을 감소시킬 수 있

다. 따라서 신용평가제도는 결국 투자자나 주주의 위험인 미래의 불확실성을 감소시킴으로써 자본 시장을 활성화하는데 그 기능과 역할이 있다고 할 것이다. 이를 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

첫째, 투자자의 정보비용 나아가서는 사회전체의 정보수집 비용을 절약할 수 있다. 따라서, 투자 의사결정을 위한 채권의 신용도에 관한 정보는 시간적, 기술적 그리고 비용적으로 전문적이고 객관적인 평가기관의 평가를 활용해야 한다. 둘째, 발행자의 입장에서 보면 채권발행기업이 증가하게 된다. 신용평가제도를 활용함으로써 채권시장에서 지명도가 낮은 優良中堅企業도 회사채를 발행할 수 있게 되며, 담보부족으로 인하여 금융기관의 대출이 어려운 서비스산업 및 기술집약산업에 속하는 기업들의 회사채시장 활용이 가능하게 될 것이다. 마지막으로, 신용평가제도는 자기신용에 의한 자금조달의 관행을 확립시킴으로써 신용경제사회로의 이행을 촉진시키며, 이에 따라 기업은 자기신용관리의 중요성을 인식하게 되어 자발적으로 재무구조 개선에 노력할 것이다. 따라서 금융시장에서의 이러한 신용정보의 기여도를 고려해 볼 때 신용평가 제도를 통한 기업의 신용정보 관리의 매우 중요하다고 할 수 있겠다.

결과적으로 신용평가제도는 객관성과 전문성을 가진 제 3자인 평가전문기관으로 하여금 채권 발행기업의 신용도를 평가 및 등급화하여 이를 공시하고, 이에 따라 채권발행 기업은 금리를 차등적용함으로써 자금배분의 효율성을 제고시킬 수 있다. 동시에 신뢰성 있는 신용정보를 투자자에게 제공하여 투자자를 보호하고 정보수집에 따른 비용 발생을 감소시켜 증권에 대한 수요증대와 증권유통을 원활히 함으로써 자본시장의 건전한 육성 및 활성화에 이바지하는 것이다.

3. 신종기업어음(CP)의 기능

신종기업어음은 기업들이 단기운전자금을 조달할 목적으로 무담보로 발행하는 약속어음으로서 신용평가제도가 정착됨을 전제로 그 공급과 수요가 증가 추세에 있는 회사채의 일종이다.

CP는 기업어음의 대표적인 형태로 거래량이 계속 증가하고 있다. CP는 담보가 없고 발행자의 이름만 기록되어 있기 때문에 일반적인 신용상태가 양호한 대기업들에 의해 주로 이용되어 왔다. CP와 기존어음을 비교하면 여러 가지의 유사점을 가지고 있으나 주요한 차이점은 CP는 금리가 실세에 따라 수시로 변동하는 점, 담보가 없다는 점, 중도환매

가 불가능하다는 점, 액면가액이 비교적 크다는 점 등을 들 수 있다.

이러한 CP의 발행은 발행기관이 보유한 판매력을 이용한 직접모집방법, CP거래원을 이용한 간접모집방법이 있다. 일반적으로 대형금융회사는 직접모집에 의한 방법을 사용하지만 일반회사는 계절적·주기적 자금수요의 특성에 따라 거래원을 통한 간접모집에 의존하고 있다. 또한 CP는 기업에게 간편한 절차(무담보)의 새로운 단기자금조달수단을 제공하며, 여유자금을 보유하고 있는 사람에게는 수익성 높은 저축수단을 제공함으로써 사금융자금을 제도금융으로 흡수하는데 이바지하고 있다.

이와 같은 CP등급이 어떠한 요소로 평정되고 있으며 신용평가제도가 어떻게 정착되었는지 자본주의가 고도로 발전되어 있는 미국과 신용평가제도의 도입이 우리나라와 유사한 일본을 중심으로 비교·분석 하기로 한다.

Ⅲ. 주요 국가별 신용평가제도 현황

기업들이 자금을 조달할 때 고려하는 것이 자본비용이다. 이 자본비용을 최소화하려고 기업들은 부단한 노력을 하고 있다. 그 중의 하나가 단기가업어음의 발행인데 이는 직접적인 거래와 관계없이 자금의 조달을 목적으로 발행할 수 있으며 동시에 단기 자금을 조달하는 수단의 하나이기도 하다. 또한 무담보, 무보증의 신용에 의한 발행이 가능하므로 급속하게 발전되고 있는 어음이다. 이와 같은 이점과 함께 오직 신용에 의한 발행이므로 투자자들을 보호하는 측면에서 중앙정부의 관련기관에서 인정하는 평가기관으로부터 신용평가를 받고 그 결과를 의무적으로 등급화하여 공시할 의무를 기업은 가지고 있다. 이러한 이해관계 속에서 신용기업어음시장과 신용평가제도가 발전되어 왔는데 이와 관련하여 자본시장의 제도적 틀 안에서 발전한 미국의 경우와 필요에 따라 정부 주도하에 발전된 일본의 경우를 먼저 살펴보고, 현재 우리나라의 신용평가제도를 고찰한 후 이에 대한 개선 방향을 제시하고자한다.

1. 미국의 신용평가제도

가. 도입 배경

신용평가제도가 미국 금융시장 내에 도입·정착된 배경은 다음 4가지의 성공 요인이 작용하였다. 첫째, 1929년 대공황 당시 평가전문기관(Rating Agency)이 공표한 채권 등급과 지급불능(default) 발생 사이에 상관관계가 대단히 높게 나타나 채권투자자들로 부터 신뢰를 얻게 되었으며 투자정보로서 채권등급의 가치가 증대하였다. 둘째, 1939년 미연방통화감독관(Comptroller of the Currency)이 국법은행 및 FRB(Federal Reserve Bank)가맹 주법은행의 증권투자자격성 심사시 전문평가기관의 채권등급을 기준으로 채택(상위 4등급이내 즉, BBB 이상의 채권에 투자하도록 권고)하고 1957년 동 은행들의 투자자격사채를 권위 있는 등급평가기관이 평가한 상위 4등급 이내 채권으로 제한함으로써 채권등급의 공적성격이 제고되었다. 셋째, 1974년에 제정된 퇴직연금법(Employee Retirement Income Security Act of 1974, ERISA)에서 연금자산의 운용시 투자자격채권을 평가기관의 등급여부 채권 중 상위 4등급 이내로 제한하는 등 기관투자자들의 자산운용기준으로 평가등급을 활용하였다. 넷째, 1970년대 이후의 인플레이션과 고금리시대를 거치면서 기업의 재무구조가 악화되었고 이와 관련된 지급불능위험에 관한 정보수요가 증대되었으며 CP 등 기업신용만으로도 직접자금조달이 가능해졌다. 이러한 신 금융상품이 발달되면서 기업신용도를 객관적이고 공정하게 평가하는 신용정보에 대한 수요가 증가하였다.

이와 같은 미국 자본시장 참여자들의 등급평가에 대한 수요와 그에 따른 신용평가의 활성화를 위하여 행정 당국도 이를 적극적으로 활용하도록 지원함으로써 현재에는 전문평가기관의 평가를 거치지 않고는 유가증권의 공모 발행이 불가능할 정도가 되었다.

나. 신용등급화를 위한 고려 사항

미국의 신용평가제도는 자본시장 참여자의 요구에 의해서 자연발생적으로 도입·정착되면서 CP가 발행되었다. 따라서 오늘날에는 신용평가의 중요성이 증대되어 신용평가제도가 확고히 정착되고 CP의 기능도 활성화되었다.

신용평가지 신용평가사가 가장 중점을 두는 요소는 피평가기업의 유동성과 CP 시장 외의 다른 곳에서 자금을 조달할 능력과 은행차입능력이다. 또한 비재무분석지표 중에서

경영전략이나 핵심경쟁역량에 대한 분석을 위하여 영업 및 재무 성과, 계열화, 경영계획과 통제, 경영의 일관성 등을 통한 경영관리능력에 대한 기업 특성을 고려하는 동시에 마케팅능력, 시장점유율, 판매조직망 등을 통한 운영효율성, 그리고 경영지배권, 합병가능성을 통한 소유구조 등의 비재무적 요소들을 신용등급 결정시 고려하고 있다.

미국의 2대 신용평가회사중 하나인 Moody's 사의 경우 신용평가시 산업성향, 국가 정책과 규제정도, 경영능력, 기본 경영능력과 경쟁력, 재무상태와 부채 조달처, 회사 업적, 모(母)회사의 지원정도, 특별사건의 위험을 분석하여 신용평가시 고려하고 있다.

여기서, 산업성향은 신용평가시 가장 기본적인 분석요소로서 미래의 창출이익, 자산가치, 자금조달방법, 부채에 대한 중요한 지표를 제공한다. 국가 정책과 규제 정도는 회사의 국가 정책상의 중요도와 규제를 받는 정도에 따라 회사의 잠재적인 현금흐름을 평가하여 신용평가시 반영하고 있으며, 경영능력은 피평가회사의 신용을 강화시키는 중요한 요소로서 경쟁 전략, 부채 운영 능력, 규제기관과의 관계 등을 통하여 평가한다.

다음으로 기본경영능력이란 발생원가를 통제함으로써 수익을 높일 수 있는 능력을 말하며, 경쟁력은 동종산업에서의 지위 또는 시장 점유율로 평가한다. 재무상태와 부채 조달처는 5년 전 또는 그 이상의 재무제표를 통하여 평가하며 5년 동안의 부채 조달처에 대한 정보를 통하여 평가한다. 회사 업적은 회사의 과거 업적과 미래에 수행하게 될 업무를 통하여 평가하고 있으며, 모(母)회사의 지원정도는 모회사와의 업무연관성과 자금 지원정도를 통하여 평가하고 있다. 마지막으로 특별사건의 위험은 회사의 신용에 뜻하지 않게 갑자기 영향을 미치는 사건을 특별사건(special event)이라 하며, 이러한 특별사건의 예로는 갑자기 최고 경영자가 변경됨으로써 경영권의 공백이 생기는 경우 또는 부채 레버리지가 갑자기 증가하는 경우 등을 들 수 있는데 이러한 사건이 회사에 미치는 영향을 분석하여 신용평가시 고려하는 것이다(Hilderman Mara, 1998).

이를 정리하면 다음의 < 표 3-1 >과 같다.

〈표 3-1〉 미국의 신용등급화를 위한 평가요소

지 표		평 가 요 소 내 역
재무 분석 지표	유동성지표	당좌비율, 유동비율, 총부채현금흐름비율, 현금흐름비율.
	안정성지표	장기부채비율, 총부채비율, 이자보상비율, 고정비용보상비율.
	수익성지표	총자본영업이익률, 자기자본순이익률.
	활동성지표	재고자산회전률, 매출채권회전률.
비재무 분석 지표	산업특성	경기변동성, 시장지배력, 수요변화, 진입장벽, 재무적특성(고정비), 원자재공급, 법률적 규제 사업의 다양성.
	시장경쟁력	마케팅능력, 시장점유율, 판매망조직, 연구개발, 서비스능력, 단일고객에 대한 의존도.
	운영효율성	마진유지능력, 가격리더쉽, 생산활동의 통합생산시설, 생산성, 재무정책.
	경영관리능력	영업적·재무적 경영성과, 계열화, 경영계획과 통제, 경영의 일관성.
	채권계약서 보호규정	권리·의무에 대한 기록의 명료성, 배당금지규이나 차입을 제한하는 보호규정.
	소유구조	경영지배권, 합병가능성.

2. 일본의 신용평가제도

가. 도입 배경

한편 일본의 경우는 미국과 같이 자본시장 참여자들의 요구에 의해서가 아닌 세계 금융 환경의 변화에 의한 정부의 주도하에 신용평가제도가 도입되고 정착되었다. 특히, 경제 발전과정에서 한정된 자원의 효율적 배분을 위하여 간접금융위주의 금융방식을 선호하게 되었다. 또한 직접금융의 접근도 철저한 유담보원칙 하에 미국식의 신용평가제도가 뿌리 내릴 근거가 부족하였다. 그러나 1970년대 후반이후 국채의 대량 발행을 통한 채권시장의 활성화, 여유자금 증가에 따른 채권투자 운용증가 등 자본시장의 양적 팽창과 더불어 금융자유화 및 국제화 추세에 따른 시장금리자유화, 그리고 해외전환사채의 발행 등을 필두로 국제사채발행관행에 따른 무담보 사채 발행이 증가하면서 신용평가제도 도입의 필요성이 증가되었다.

이러한 일본의 단기금융시장은 1970년 초까지만 해도 우리나라와 같이 자금에 대한 만성적인 초과수요와 금리규제 등으로 단기금융시장의 발달이 매우 부진하여 금융기관

상호간의 자금조달시장이 형성되지 못하였다. 그러나 제1차 석유파동 이후 일본 경제가 저 성장기로 변화됨에 따라 기업부문의 資金需要 純化, 가계 및 기업부문의 여유자금 증대 그리고 금리에 대한 민감도 상승, 금융국제화의 진전 등 금융시장여건이 크게 변하였다. 이러한 추세에 대응하여 일본의 정책당국은 단기금융시장에 대한 각종 제재를 점차 완화하고 새로운 형태의 시장을 신설함에 따라 단기금융시장은 양적인 확대와 더불어 시장 구조면에서도 크게 다양화되는 등 급속한 발달의 계기를 맞게 되었다.

이러한 상황에서 CP를 도입하기 위한 구체적인 논의가 시작된 것은 1981년 5월 은행법 개정시 「國際化의 進展에 부응하고 金融商品의 多樣化를 도모하기 위해 CP 등에 대해서도 積極的인 檢討를 進行시킨다」는 결의를 한 시점이다. 그 후 산업계와 증권업계는 단기자금조달수단을 다양화한다는 관점에서 CP시장을 적극적으로 도입하려 하였다. 그러나 은행측에서는 CP를 도입하게 되면 유담보원칙의 금융관행이 무너지고 기존에 있는 융통어음(기존의 담보원칙에 따른 융통어음)을 기피하게 되는 등 어음 신용질서에 악영향을 주며 주거래은행제도에도 큰 영향을 미치기 때문에 신중을 기해야 한다는 이의를 제기함으로써 CP시장도입을 위한 논의는 한동안 진전을 보지 못하였다.

한편 국내외 금융시장의 환경이 변화하면서 1986년 12월 일본의 大藏省의 자문기관인 증권거래변의회가 「CP의 기초적인 성격, 취급업무, 공시 등 제반문제에 대하여 검토를 진행하는 것이 바람직하다.」는 보고서를 제출한 것을 계기로 CP에 대한 논의가 다시 적극적으로 이루어졌다. 이에 따라 일본 대장성은 CP시장 창설을 위한 구체안을 마련하고 1987년 5월 증권거래변의회와 금융제도조사회의 자문을 받아 CP 도입을 확정된 후 실무적인 세부 사항의 검토를 거쳐 11월초 증권회사 및 금융기관에 CP취급에 관한 지침을 시달함으로써 1987년 11월 20일 CP시장이 정식으로 출범하게 되었다. 그 후 1988년 12월 제1차 개선조치, 1990년 1월 제2차 개선조치 및 1991년 3월 제3차 개선조치를 거쳐 일본의 CP제도는 현재에 이르고 있다.

나. 신용등급화를 위한 고려 사항

전술한 바와 같이 일본의 경우에도 금융자유화, 국제화 추세에 따라 시장금리의 자율화 등에 따른 무담보 사채 발행이 급격히 증가하면서 신용평가제도가 정착하게 되었다. 이러한 신용평가시에 고려되는 사항으로는 예측 가능한 미래의 상황을 파악하기 위해서 유동성 지표로서 현금흐름에 관한 비율에 대한 중요성을 부여하고 있으며, 안정성 지표로서 자기자본율, 수익성지표로서 경상이익률, 매출액 영업이익률, 활동성 지표로서 재고자산

회전율, 매출채권회전율을 고려하고 있다.

이 밖에도 현금조달의 효율성을 평가하는 지표로서 이자 대 부채비율 등 재무적 요소를 고려하고 있다. 또한 비재무적인 요소들로서 시장동향과 경쟁력 분석을 위한 동종산업의 진입장벽, 제품수명주기단계, 시장점유율, 가격경쟁력, 해외시장의 비중 등을 신용등급 결정시 고려하고 있으며, 운영의 효율성을 평가하기 위하여 생산설비의 효율성, 생산원가관리의 효율성 등을 고려하고 있다. 동시에 재무능력, 자회사 경영능력, 성장계획 등의 경영관리능력을 고려하여 신용등급을 결정하고 있다.

이를 자세히 설명하면 다음의 <표 3-2>와 같다.

<표 3-2> 일본의 신용등급화를 위한 평가요소

지 표		평 가 요 소 내 역
재무 분석 지표	유동성지표	현금흐름보상율.
	안정성지표	자기자본비율, 차입금의존도, 이자 대 부채비율, 이자보상비율.
	수익성지표	경영자본경상이익률, 경상이익률, 매출액 영업이익률, 자기자본순이익률, 매출액 대 연구개발비비율, 매출액 대 감가상각비비율.
	활동성지표	1인당매출액, 매출액 대 인건비비율, 매출채권회전율, 재고자산회전율.
비재무 분석 지표	산업특성	진입장벽, 제품수명주기단계.
	시장경쟁력	마케팅능력, 시장점유율, 제품의 다양성, 수출, 가격경쟁력, 해외시장의 비중.
	운영 효율성	마진변화율, 투자효율성, 생산시설, 생산코스트.
	경영관리능력	재무능력, 자회사 경영능력, 성장계획.
	채권계약서 보호규정	채권관리주장의 우선순위.

3. 한국의 신용평가제도

앞에서는 자본시장 참여자의 요구에 의해서 자연발생적으로 신용평가제도가 정착된 미국의 경우와 정부의 주도하에 정착된 일본의 신용평가제도에 관하여 살펴보았다. 이에 본 장에서는 우리나라의 신용평가제도의 올바른 정착을 위해서 미국과 일본의 사례분석을 통하여 우리나라 신용평가제도와 CP에 관한 현주소를 검토함으로써 투자자를 보호하고

자본시장의 활성화를 위해 이의 개선방향을 제시하고자 한다.

가. 도입 배경

우리나라도 일본의 경우와 같이 금융시장의 관행으로 사채를 발행하기 위해서는 담보나 보증인이 필요하였다. 하지만 금융시장의 국제화와 다양화로 말미암아 신용에 의한 자금조달이 불가피하게 되었고 1980년대 들어 CP시장 및 직접금융시장이 활성화되자 투자자 보호 측면, 기업신용도에 따른 금리 차등화, 금융기관의 자금중개 및 운용의 건전성을 위해 신용평가제도를 도입할 것을 감독당국이 지적·권고함에 따라 1985년 2월 투자금융회사, 종합금융 등의 제 2금융권이 출자하여 전문신용평가기관인 한국신용평가(주)가 최초로 설립되었다. 한편, 1981년 재무부가 실세 금리 수준의 기업어음발행 등 어음거래활성화를 주요 내용으로 한「어음거래의 확대를 위한 대책의 추진」을 발표한 이후 1981년 6월에 기업어음(CP)이 처음 도입되어 기업에게는 무담보의 새로운 단기자금조달수단을 제공하며, 투자자에게는 수익성 높은 저축수단을 제공함으로써 사금융자금의 제도금융권유도에 크게 이바지하고 있다.

또한 CP의 금리는 실세에 따라 자율적으로 변동하는 것을 원칙으로 하기 때문에 금융자율화의 첨병으로 평가받기도 한다. 현행 CP의 이자율은 일정한도(연 40% 이내) 내에서 인수 기관과 협의하여 결정되지만 발행 기업의 재무구조, 신용상태 및 지명도에 의하여 발행금리의 차이가 생기며 우량기업일수록 낮은 이자율로 발행할 수 있다. 이와 같이 신용에 의한 사채발행이 급격히 증가하자 이에 따른 신용평가제도의 정착이 필요하게 되었다.

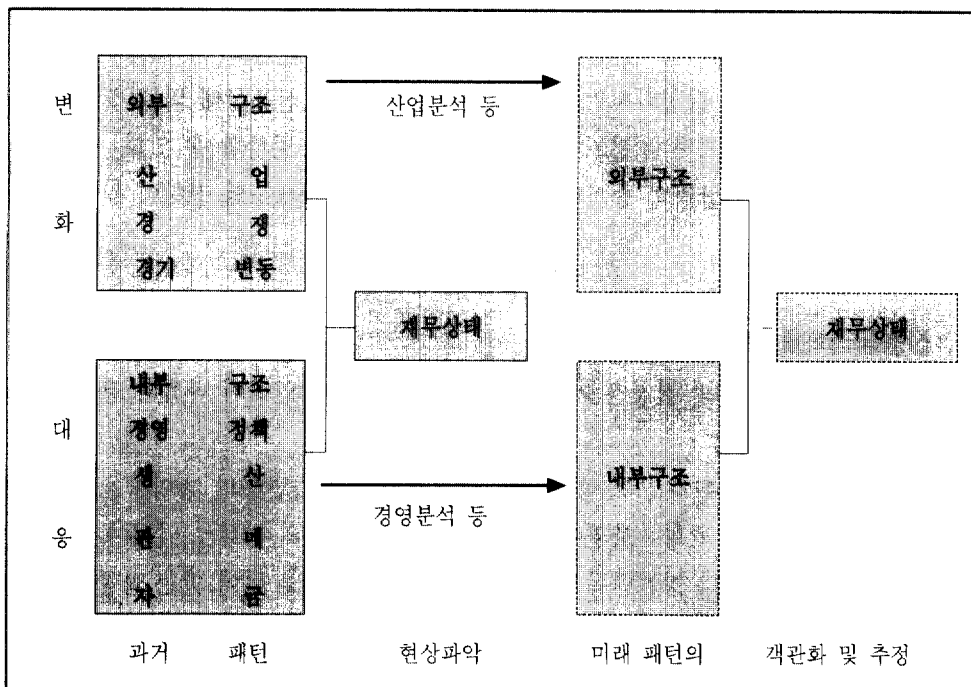
나. 신용등급화를 위한 고려사항

우리나라에서 신용등급의 결정은 기업 및 산업의 특성을 감안하여 다음과 같이 탄력적으로 이루어지고 있다.

첫째, 경기변동을 고려한다. 즉, 회사채의 등급결정은 경기변동의 싸이클을 고려하여 이루어져야 하며, 경기의 호황·불황에 의한 단순한 재무지표의 변화로 인하여 등급을 변화시키지는 않는다. 그러나 경기변동에 따라 영업활동에 영향을 많이 받는 업종일수록 불황시의 상환능력을 감안하여 평상시의 재무지표의 수준이 같은 등급의 평균치보다 높을 필요가 있다. 둘째, 피평가회사의 성장률을 고려한다. 성장율이 높은 기업은 재무지표가

우량하게 나타나는 경향이 있으나 고성장에서 저성장으로 성장률이 갑작스럽게 둔화될 경우 재고자산 및 매출채권의 회수문제가 발생, 유동성이 악화되어 기업이 도산할 위험이 크다. 또한 고성장을 유지하기 위해서는 계속적인 운전자금소요의 증대가 발생하므로 외부자금재원의 확보여부가 평가에 있어서 중요하다. 셋째, 자본집약적인 기업인지의 여부를 고려한다. 정기적인 대규모의 시설투자를 필요로 하는 자본집약적 기업의 경우 투자진행기간 중에는 각종 재무지표가 악화되기 마련이다. 그러나 등급의 변화 여부는 재무지표의 변화에 의존하는 것이 아니고 기업의 과거 역사, 산업 내에서의 위치변화 및 진행중인 투자의 합리성 등을 종합적으로 감안하여 결정하게 된다. 마지막으로, 규모와 등급을 고려한다. 규모가 크다고 해서 상환능력이 안정적이라고는 할 수 없다. 그러나 규모가 작은 중소기업의 경우 재무지표에 비해 등급이 다소 저하되는데, 이는 이들 기업의 설립일이 상대적으로 일천하여 경제환경변화에 대한 대응능력이 미지수이거나 대부분 사업기반이 단순하고 소수 주력제품에 편중되어 있어 외부환경변화에 따라 영향을 받기 쉬운 불안정성이 있기 때문이다.

〈그림 3-1〉 재무상태 추정 흐름



- 출처 : 양홍남, "회사채 신용평가제도의 개념과 실제", 대한증권업협회, 증권, 1986년 6월, pp. 32~48.

일반적으로 기업의 신용평가는 위 사항들을 탄력적으로 고려하여 재무비율의 통계적인 객관화에 의하여 이루어진다. 그러나 회사채평가는 기업의 3~5년 후의 장기 상환능력을 예측하기 위한 동태적 분석을 요구하는 반면 재무비율 분석은 과거 실적에 대한 일정시점에서의 정태적 분석이라는 분석의 한계를 가지고 있다. 또한 특정 평가기준에 대한 확일적 가중치에 의한 평점제도는 개별기업 및 산업의 특성을 반영하지 못하는 단점도 있다.

기업의 재무상태는 시장 환경, 국제경쟁력 등 외부구조의 변화와 이에 대한 경영정책, 경영능력 등 내부 구조의 대응이 끊임없이 상호 작용하여 나타난 결과임을 감안하면 회사채 평가에 있어 비재무적 항목의 분석은 재무적 항목의 분석 못지 않게 중요하다고 할 수 있다.

따라서 회사채 평가의 주요항목은 산업위험 분석, 업계지위 및 경쟁력 분석, 영업효율성 분석, 경영자 및 경영능력 분석, 계열관계 분석 등의 비재무적 항목 분석 그리고 매출 및 수익성 분석, 유동성 및 현금흐름 분석, 안정성 분석, 재무적 탄력성 분석 및 회계 정책과 부외자산 분석 등의 재무적 항목 분석으로 구성되어 있으나 각 항목별 가중치의 부여는 기업의 특성 및 상황에 따라 탄력성 있게 이루어진다. 이를 위한 평가의 주안점은 다음과 같이 요약될 수 있다.

- ① 발행기업의 평가시점에서의 재무상태를 파악한다.
- ② 비재무적 변수와 재무상태와의 함수 관계를 분석한다.
- ③ 비재무적 변수들의 장래 변화 방향을 예측한다.
- ④ 발행기업의 장래 재무상태를 추정한다. <그림 3-1>에서 이와 관련된 신용 평가 흐름을 설명하고 있다.

등급의 결정에 있어서 이와 같은 주요항목의 평가결과를 상환능력의 크기와 안정성에 초점을 맞추고 탄력적인 가중치를 부여하여 통합하는 과정이 무엇보다 중요하다. 이 통합 과정에서 평가의 객관성과 일관성의 유지를 위하여 고유의 통제 모델을 활용한 다단계 여과 작업을 실시하고 궁극적으로는 평가조정회의와 평가위원회의 협의를 통하여 최종적으로 등급을 결정한다.

이 내용을 정리하면 다음의 < 표 3-3 >과 같다.

〈표 3-3〉 한국의 신용등급화를 위한 평가요소

지 표		평 가 요 소 내 역
재무 분석 지표	유동성 및 현금흐름	당좌비율, 유동비율, 부채상환계수 현금흐름/총부채.
	안정성 및 자본구조	유동부채비율, 부채비율, 차입금의존도, 고정비율, 매출액규모, 자기자본규모.
	매출 및 수익성	총자본경상이익률, 자기자본순이익률, 이자보상비율, 매출액영업이익률.
비재무 분석 지표	산업위험	업종의 성장성, 업종의 수명주기, 경쟁상태, 진입의 용이성, 산업의 재무적 특성 수요 및 공급요인.
	업계지위 및 경쟁력	시장점유율, 매출창출능력, 연구개발, 유통경로, 제품 및 시장의 다양화.
	영업효율성	생산효율성, 가격결정력, 공장설비수준, 원재료조달능력, 공해방지능력.
	재무적탄력성	기업의 총소요자금규모, 자금조달계획이 신용도에 미치는 영향, 대체자금조달원.

IV. 우리나라 신용평가의 문제점 및 개선방향

개별기업분석의 경우 시장 및 경쟁업체에 대한 정보수집의 한계로 주로 재무분석에 치중하지만 비교대상 업체들을 두루 접하고 있는 신용평가의 경우에는 시장동향과 경쟁력 분석에 높은 비중을 두고 이루어지고 있다. 따라서 각 국의 신용평가제도의 고찰에서 본 바와 같이 신용평가지 재무적인 요소뿐만 아니라 비재무적인 요소들의 비중이 높은 것을 알 수 있다.

이를 통하여 본 장에서는 우리나라 신용평가의 문제점을 평가요소적인 측면과 제도적인 측면으로 나누어 언급하고 그 개선방향을 제시하고자 한다.

1. 평가요소적인 측면

평가요소적인 측면으로 볼 때 미국의 경우, 재무적인 요소 뿐만 아니라 비재무적인 요소로 기업의 유동성과 자금조달처의 다양화, 경영전략, 핵심경쟁역량, 경영계획과 통제 등의 기업 특성을 고려하는 동시에 합병가능성을 통한 소유구조를 신용평가지 반영하고

있다. 이 밖에도 그 기업이 속한 산업의 성향을 파악하기 위하여 미래의 창출이익, 자산 가치, 자금조달방법, 부채에 대한 중요성 등을 지표로 사용하고 있으며, 국가 정책 및 규제 정도를 신용평가시 고려하기 위하여 회사의 국가 정책상의 중요도와 규제를 받는 정도에 따른 회사의 잠재적인 현금흐름을 평가하고 있다.

또한 경영진의 경영능력을 파악하기 위하여 경쟁 전략·부채 운영 능력·규제기관과의 관계 등을 조사하고 있으며, 발생원가를 통제함으로써 수익을 높일 수 있는 원가통제능력과 동종산업에서의 지위 또는 시장 점유율로 평가하는 시장 경쟁력, 모회사와의 업무연관성과 자금 지원정도를 통하여 평가하는 모(母)회사의 지원정도, 회사의 신용에 뜻하지 않게 갑자기 영향을 미치는 사건을 특별사건이라 하며 이러한 특별사건의 위험을 분석하여 신용평가시 고려하고 있다.

우리나라와 신용평가제도 도입배경이 유사한 일본의 경우, 미래를 예측할 수 있는 재무적인 요소를 바탕으로 비재무적인 요소로 산업 특성 중 시장동향, 동종산업의 진입장벽 및 규제정도, 제품수명주기단계 등을 고려하고 있으며, 피 평가회사의 시장경쟁력을 신용평가에 고려하기 위하여 해외시장의 비중, 가격 경쟁력, 시장점유율, 제품의 다양성 등을 고려하고 있다. 이 밖에도 운영의 효율성과 경영자의 경영관리능력을 평가하기 위하여 투자효율성, 생산설비의 효율성, 생산원가 관리능력, 재무능력, 성장계획, 자회사 경영관리능력 등을 고려하여 신용평가업무를 수행하고 있다.

우리나라의 경우에는 산업의 특성을 고려한 경기변동(호황·불황), 피 평가회사의 성장률(성장률의 둔화됨으로써 미 회수 매출채권의 증가, 유동성 악화 등의 위험고려), 피 평가회사의 산업 내 위치와 진행중인 투자안의 합리성, 산업위험 분석, 경영능력분석, 계열관계, 시장환경 등의 비재무적인 요소 분석과 매출·수익성분석, 유동성 및 현금흐름 분석, 재무적 탄력성과 회계정책 등의 재무적인 요소 분석들을 기업의 상황과 특성에 맞게 탄력적으로 가중치를 두어 신용평가업무를 수행한다.

이는 상대적으로 신용평가제도가 발달된 미국에 비하여 기업의 경영전략이나 핵심경쟁역량에 대한 분석 즉, 사후처리 능력과 같은 시장경쟁력 및 시장지배력, 산업 성향, 경영관리능력³⁾, 모(母)회사와의 관계, 합병가능성과 같은 소유구조, 마케팅능력, 우발적인 사건에 대한 위험⁴⁾ 등과 같은 비재무적인 요소의 비중이 작은 것을 알 수 있다. 동시에

3) 경영관리능력이란 경영진의 잦은 교체에 따른 기업 안정성 저해 방지를 위한 경영의 일관성, 자금조달 능력, 규제기관과의 관계, 노동조합과의 관계 등을 말한다.

4) 우발적인 사건에 대한 위험이란 뜻하지 않게 회사의 신용에 갑자기 영향을 미치는 사건에 대한

우리나라 신용평가가 각 선진국의 신용평가에 비하여 재무분석의 테두리를 벗어나지 못하고 있을 보여주는 근거라 할 수 있다.

또한 최근의 신용평가는 기업의 미래 성과에 중대한 영향을 미치는 경영효율 개선에 중대한 비중을 두고 있다. 이에 경영효율의 개선은 당면한 사업·재무 구조조정은 물론 지배구조를 포함한 경영체질 변화, 경쟁 및 고객가치 관리방식의 혁신을 포괄한다. 또한 사채 발행기업의 경영진은 사업범위, 재무구조, 자산구성 등 사업 및 재무위험을 결정하는 의사결정 수행주체로서 경영진의 경영관리능력에 따라 발행기업의 신용도에 큰 영향을 주게 된다. 따라서 신뢰성 있는 신용평가를 위해서는 가능한 경영진에 대한 정보가 신용평가등급에 반영되어야 할 것이다.

이 밖에도 1997년 말 IMF 경제위기를 거울삼아 우리나라 기업문화와 환경의 특수성을 고려한 노동시장의 특성, 소유·경영의 분리정도, 금융관행, 기업의 지명도, 한 기업의 영업의존도, 노사관계, 환경정책 강화 및 각종 규제에 따른 경영압박, 인적자산관리(인사제도) 등의 요인들을 평가요소에 반영해야 할 것이다.

2. 제도적인 측면

신용평가는 정적이기보다는 매우 동적이다. 따라서 이러한 신용평가의 성격을 제도적인 측면에서 뒷받침하기 위해서는 신용평가기관이 신용등급을 끊임없이 관찰하여야 한다. 만약 신용등급의 변화가 예고될 경우에는 신용등급결정위원회에서는 충분한 분석과 논의과정을 통하여 신용등급의 변동을 결정하고 이 결정을 자본시장에 적시에 공시하는 것을 제도적으로 확립해야만 한다.

그러나 우리나라의 경우 CP 신용평가는 평가대상 기업의 요청에 따라 최근 결산일로 부터 통상 5~6개월 시점에 실시되는 본평가와 반기 결산일을 기준으로 반기 실적 및 신용도 변화 요인을 반영하여 등급의 변경 여부를 결정하는 정기평가, 그리고 신용도에 영향을 미치는 환경 변화요인이 발생할 때마다 수시로 등급의 변경여부를 결정하는 수시평가 등 크게 세가지로 대별된다.⁵⁾ 이러한 6개월 단위의 신용평가는 투자자들로 하여금

미래의 불확실성을 말하는 것으로 갑자기 최고 경영자가 변경됨으로써 경영권의 공백이 발생한다거나, 노사 분쟁으로 인한 파업이 발생하는 것 등을 말한다.

5) 반기 결산일 즉, 반기 재무제표를 기준으로 반기 실적 및 신용도 변화 요인을 반영하여 신용등급의 변경 여부를 결정하는 정기평가의 경우, 신용등급에 대한 신뢰성은 반기 재무제표의 신뢰성에 대한 문제가 따를 수 있다.

신용정보의 적시성이 결여된 왜곡된 신용평가정보를 활용하게 할 수 있는 것이다. 이를 위한 보완책으로 신용평가기관은 임의평가를 시행함으로써 필요에 따라 6개월 규정과는 관계없이 채권별 평가를 수행하여, 투자자들에게 보다 유용한 정보를 제공하여야 한다.⁶⁾ 또한 이러한 신용평가정보의 적시성을 위해서는 신용등급정보의 전달을 현행의 온라인을 통한 각 증권사나 금융기관으로의 전달뿐만 아니라 주요 일간지 또는 주요 경제신문에 공시하여야 할 것이다.

제도적인 측면에서의 문제점을 한가지 더 지적하자면 신용평가기관이 신용평가업무를 수행함에 있어서 공정성, 정확성, 전문성이 확보되어야 한다는 것이다. 우리나라의 경우, 1997년 말 투자적격 등급을 받은 한보철강과 기아자동차가 도산함으로써 신용평가기관의 독립성, 객관성에 대한 문제가 제기되는 사건이 발생하였다. 이러한 사건은 신용평가기관이 피평가회사나 그 밖의 이해관계자(특정기업, 투자자, 금융기관)로부터 독립성과 객관성의 결여, 그리고 신용평가 업무를 수행하면서 신용등급결정에 중요한 영향을 미칠 수 있는 정보의 수집이나 분석에서 전문성의 결여에서 오는 결과라 할 수 있다.⁷⁾

따라서 이러한 문제점을 개선하기 위해서는 신용평가기관이 신용평가에 있어서 이해관계자(즉, 특정기업, 투자자, 금융기관 등)의 압력으로부터 편이 없이 중립적이고 객관적이어야 한다. 동시에 신용평가기관은 기업의 회계자료 즉, 기업내부자적인 입장에서 공개된 정보뿐만 아니라 공개되지 않은 정보, 산업 및 경제, 금융동향 등에 대한 별도의 정보를 수집·분석하여 종합적인 판단을 내릴 수 있는 전문위원의 구성과 정형화된 평가기법을 구비하고, 하나의 피평가회사를 2개 이상의 신용평가기관이 평가하는 복수평가를 제도를 활성화함으로써 신용평가정보의 신뢰성을 제고하여야 한다.⁸⁾ 동시에 준거등급을 제공하는 신용등급예측모형을 개발함으로써 효율성과 전문성을 확보해야 한다.

6) 임의평가는 발행기업의 신용평가 의뢰가 없더라도 신용평가기관이 신용평가를 실시하여 공시할 수 있도록 하는 것을 말한다. 이러한 임의평가는 신용평가기관별로 나타날 수 있는 평가관점 및 평가전망의 차이로 인한 등급 차이를 인정하고, 보다 다양한 투자정보를 투자자에게 제공함으로써 신용평가의 신뢰도를 제고하는 역할을 충분히 할 수 있을 것으로 기대된다.

7) 윤우영(1998)은 우리나라의 1988년 1월 1일부터 1997년 12월 31일 동안 무보증사채 등급별 누적부도율을 산출한 결과 등급별 부도율 격차가 합리적으로 일관성있게 나타나지 않았다. 이러한 결과는 신용평가등급이 낮은 채권일수록 높은 부도율이 나타나며, 신용평가등급이 높은 채권일수록 낮은 부도율이 나타나는 등급별 격차가 유의적으로 발생하는 경우에 확보되는 신용등급의 상대적 신뢰성에 문제가 있다는 것을 제시하였다.

8) 우리나라 CP등급 평가의 경우, A1 등급을 제외한 나머지 등급은 2개 이상의 신용평가기관으로부터 신용평가를 받도록 의무화하고 있다. 따라서 이러한 복수평가제도하에서 동일기업의 신용평가기관간의 등급차이를 실증분석하는 것도 의미있는 시도라고 할 수 있다.

V. 결 론

본 연구에서는 신용평가제도의 특성과 기능 그리고 신용평가제도의 국가별 특징에 대하여 고찰하였다. 이러한 신용평가제도를 국민 경제적 의미에서 요약하자면 신용평가는 투자자의 수익성 및 자본의 한계효율이 높은 기업에게 유리한 조건으로 자금이 우선 배분되도록 하고, 자본생산성이 낮고 재무구조가 취약한 기업에게는 높은 금리를 적용하여 자금 지원이 제한될 수 있도록 해야 한다. 또한 금융기관 여신운용상 대손 위험을 줄이고 투자자에게는 합리적인 투자 의사결정을 할 수 있도록 유용한 정보를 제공함으로써 투자자의 수익률을 높이고, 경영위험을 감소시켜 줌으로써 자금의 효율적 배분과 금융자율화에 기여한다. 이러한 의미에서 신용평가제도는 취약한 자본시장의 활성화에 기반이 된다고 할 수 있겠다.

신용평가제도가 도입된 배경에는 각 나라의 경제적 환경이 많은 영향을 미치고 있다. 미국의 경우, 자본시장 참여자의 요구에 의해서 자연발생적으로 신용평가제도가 도입·정착되었으며 또한 CP도 발행되었다. 반면에 일본의 경우에는 금융자유화, 국제화 추세에 따라 시장금리의 자율화 등에 따른 무담보 사채 발행이 급격히 증가하면서 신용평가제도가 정착하게 되었다.

우리나라의 경우, 경제환경 즉 금리구조, 신용평가제도, 기업 자금 조달처로서의 은행의 역할 등이 미국이나 일본과 차이는 있겠지만, 정부의 주도하에 회사채 시장의 효율적인 발전을 위하여 신용평가제도의 중요성이 대두되었다. 또한 신용평가제도의 정착을 위해서 신용평가 정보에 대한 공정성과 정확성, 그리고 전문성을 바탕으로 투자자에게 신뢰감을 주어야 한다는 관점에서 신용평가제도의 정착을 위한 노력이 이루어져 왔다.

이러한 신용평가제도의 정착을 위해서는 신용등급의 공정성, 정확성, 전문성이 먼저 이루어져야 한다. 동시에 신용평가기관은 신용평가의 과정에 대한 기본적인 과정을 개발하고 피평가회사가 잘못된 정보를 제공하는 것을 사전에 방지해야 하며 기업의 회계자료 즉, 기업내부자적인 입장에서 공개된 정보뿐만 아니라 공개되지 않은 정보 등에 대한 별도의 정보를 수집·분석하여 종합적인 판단을 내릴 수 있는 전문위원과 평가기법을 구비함으로써 보다 효율적인 전문성을 확보해야만 한다.

이를 본 연구에서는 평가요소적인 측면과 제도적인 측면 2가지로 나누어 살펴보았다. 먼저 평가요소적인 측면에서는 재무적 요소뿐만 아니라 비재무적 요소 즉, 사후처리 능력

과 같은 시장경쟁력 및 시장지배력, 산업 성향, 경영관리능력, 모(母)회사와의 관계, 합병가능성과 같은 소유구조, 마케팅능력, 우발적인 사건에 대한 위험 등과 같은 요소에 비중을 더욱 두어야 할 것이다. 동시에 사업범위, 재무구조, 자산구성 등 사업 및 재무위험을 결정하는 의사결정 수행주체로서 경영진의 경영관리능력에 따라 발행기업의 신용도에 큰 영향을 주게 되는 경영진에 대한 정보가 신용평가등급에 반영되어야 한다.

제도적인 측면에서는 신용평가기관은 신용등급을 끊임없이 관찰하고 만약 신용등급의 변화가 예고될 경우에는 신용등급결정위원회에서는 충분한 분석과 논의과정을 통하여 신용등급의 변동을 결정하고 이 결정을 자본시장에 적시에 공시해야 한다. 따라서 현행의 본평가, 정기평가, 수시평가로 대별되는 6개월 단위의 신용평가는 신용평가기관이 임의 평가를 시행함으로써 필요에 따라 6개월 규정과는 관계없이 채권별 평가를 수행하여 투자자들에게 보다 유용한 정보를 제공하는 것으로 개선되어야 한다.

또한 신용평가정보의 적시성을 위해서는 신용등급정보의 전달을 현행의 온라인을 통한 각 증권사나 금융기관 또는 규제기관으로의 전달뿐만 아니라 주요 일간지 또는 주요 경제신문에 공시해야 한다. 또한 신용평가기관이 신용평가업무를 수행함에 있어서 공정성, 정확성, 전문성이 확보하기 위하여 신용평가에 있어서 이해관계자(즉, 특정기업, 투자자, 금융기관 등)의 압력으로부터 편이 없이 중립적이고 객관적인 동시에 기업의 공시된 정보뿐만 아니라 내부 정보까지도 별도의 정보를 수집·분석하여 종합적인 판단을 내릴 수 있는 전문위원과 평가기법을 구비함으로써 보다 효율적인 전문성을 확보해야 한다.

요약하면, 신용평가제도의 올바른 정착을 위해서는 공정성, 정확성, 전문성이 있는 신용평가기관이 재무적 요소뿐만 아니라 일반 투자자가 접근할 수 없는 비재무적 요소를 신용등급 결정 시 반영하여 자본시장 참여자에게 유용한 정보를 제공함으로써 회사채에 대한 금리가 자율화될 수 있는 기반을 마련해야 한다. 신용평가정보의 활용범위도 모든 회사채의 발행조건의 차등화 및 지급보증수수료의 차등화로 확대시켜 나가야 할 것이다.

이를 바탕으로 자기신용이 우량한 기업의 경우에는 금융비용과 금융거래 시간을 절감할 수 있도록 해준과 동시에 증권시장의 침체기에 직접금융수단으로서 기업의 자금조달 방법을 제시해 줄 수 있다. 이것이 신용평가제도의 정착에 따른 직접적인 효과인 동시에, 이러한 신용위험에 따른 조달비용의 합리적 산정은 우리나라 구조조정의 완성 단계인 시장경제 시스템의 자생력을 회복하기 위한 선결과제라고 할 것이다.

이 밖에도 신용평가기관의 기능은 투자를 권유하거나 채무상환을 책임지는 것이 아니라, 유용한 정보의 제공자로서 미래의 채무상환 가능성에 대한 정보를 제공하는 것이다.

하지만 국제적인 신용평가기관의 미국적 시각을 고수한 결과, 아시아 국가들의 문화, 금융관행, 노동시장 등 지역적 특성을 고려하지 못한 평가의견에 대하여 국제적 금융기관이 일방적인 의존한 나머지 추가적인 자본유입을 차단하는 결과를 초래하였다. 따라서 우리나라의 신용평가기관은 우리나라의 문화, 금융관행, 노동시장 등의 경제적 환경에 영향을 미치는 요소들을 고려한 국제적 신용평가기법을 개발하여야 할 것이다.

이와 같이 투자자 보호라는 측면에서 신용평가제도가 정착됨으로써 신용평가제도의 국민 경제적 기능인 자금배분의 효율성 및 자본시장의 활성화를 꾀할 수 있을 것이다. 향후 연구에서는 우리나라의 신용평가등급결정의 재무적 요소와 본 연구에서 지적한 비재무적 요소를 포함한 신용등급 예측모형의 설정과 복수평가 시 신용평가기관간의 차이를 실증적으로 분석하는 연구를 수행함으로써 본 연구를 심층적으로 확장할 수 있을 것이다.

본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재신청되지 않았음을 확인함

참 고 문 헌

- 김가완, "신용분석 업무의 효율화 방안", 한국기업평가㈜, 기평정보 제146호, 1997. 1., pp. 42~49.
- 김동진, "일본의 CP시장", 투자금융협회, 투자금융 1991. 6., pp. 63~72.
- 김용국, "경영진과의 면담-신용평가의 필수절차", 한국신용정보㈜, NICE CREDIT, 1999. 8., pp. 4~8.
- 목태균, "신용평가제도의 현황과 발전과제", 투자금융 제 41호, 1991. 9., pp. 30~41.
- 양홍남, "회사채 신용평가제도의 개념과 실제", 대한증권업 협회, 증권, 1986. 6., pp. 32~48.
- 윤영환, "오늘의 신용평가와 관련된 몇 가지 이슈", 한국신용정보㈜, NICE CREDIT, 1999. 8., pp. 4~7.
- 윤우영, "신용평가등급의 신뢰성에 대한 논의", 한국기업평가㈜, 기평정보 제159호, 1998. 2., pp. 1~8.
- 이중묵, "기업신용정보 관리에 관한 연구", 신용보증기금, 보증월보 1992., pp. 75~110.
- 유한수, "미국의 CP시장", 투자금융협회, 투자금융 1992. 9., pp. 47~66.
- 한국신용정보㈜, 신용등급총람, 1999. 7.
- 한국신용정보㈜, 신용등급 편람 I · II, 1999. 7.

- Turner Julia, "A Guide for Market Participants to Monitoring Moody's Credit Opinions", Moody's Special Comment, Moody's Investors Service, 1998 July.
- Hilderman Mara, "Industrial Company Rating Methodology", Moody's Special Comment, Moody's Investors Service, 1998 July.
- Stephan Richard W., "Issuer Ratings Provide New Tool For Investors And Issuers", Moody's Special Comment, Moody's Investors Service, 1998 July.

A Study on the Improvement of Credit Rating in Korea : An International Comparison

Young Na

Associate Professor, College of Business, Chung-Ang University.

Dong-Min Jin

Part time lecturer, Dae-Won Science College

The credit ratings aim to enhance capital market efficiency by providing the market participants with independent, unbiased, timely and reliable opinions as to the likelihood that a given issuer will repay its rated obligations on time and in full. Thus, the purpose of this study is to descriptively help achieve a market efficiency by improvement of credit rating comparing Korea to U.S. and Japan in the credit rating system. For the improvement of credit rating two aspects will be considered. One is a credit evaluation factor and the other is a credit rating system in above-mentioned nations.

From the credit evaluation point of view: an assessment of a company's credit rating considerable variation as to which non-financial factors are most relevant to a pertinent industry at a given time (eg. industry trends, a regulatory environment, a management quality, a state of the competitive position, a company structure, a relation with a subsidiary company, and a contingency etc.).

From the credit rating system point of view: a credit rating quality is dynamic rather than static. Thus, after initially a credit rating judgment of a company in the specific industry, the credit rating evaluation agency should continue to provide the capital market participants with the rating judgments on a continuing basis by monitoring credit ratings, announcing any change in the outlook for the ratings, and signalling to the market for the effect of economic changes.

〈Key Words〉 credit rating system, credit rating, CP, non-financial factor