

Investor-pay 신용평가와 국내 High-yield 회사채 시장의 활성화

정병욱 경영학 박사

서울시립대학교 경영대학 교수

현재 국내 채권시장은 국채와 금융채의 비중이 80% 이상을 차지하고 있는 가운데, 나머지 회사채시장도 대기업 위주의 상위등급 우량 발행자 중심으로 형성되어 있어서 채권시장의 구조적 쏠림과 왜곡이 존재하는 상황이다. Issuer-pay 방식으로 신용평가가 정착되어 운용되고 있는 국내 회사채시장은 전반적으로 유동이 원활하지 않고, 하위등급 회사채는 시장 발행이 매우 제한적이며, 중소·중견기업의 신용등급 보유 비율이 매우 저조함 등의 상호 연관되는 요인들로 설명되는 구조적 특성을 갖고 있다.

국채와 금융채는 실물투자와 직접적으로 연계되어 있지 않기 때문에 국가경제의 성장잠재력 확충에는 제한적으로 기여한다. 회사채시장 확대 및 균형발전은 채권 발행을 통하여 조달된 자금이 주로 기업의 설비투자 등 생산적인 대상으로 연결된다는 측면에서 국가경제의 지속적인 성장의 중요한 요소로 작동한다. 특히, 중소·중견기업의 절대적인 수 및 고용창출이 국가경제에서 차지하는 중요성을 감안하면 이들이 발행하는 회사채시장의 활성화는 지속적인 경제성장 및 발전동력을 위하여 필수불가결한 상황이 되었다.

하위등급 고수익채권 비중은 2% 미만으로 미약

현실적으로는 기업집단체열 대기업 중심의 국내 경제 구조 하에서 중소·중견기업이 나름의 신용도에 적절한 신용등급, 저렴한 조달비용으로 회사채를 발행하여 장기적인 설비투자를 위한 자금을 조달하는 것이 구조적으로 제약되어 있는 상황이다. 국내에서 발행되는 투자

등급 회사채 중에서도 90% 정도는 A등급 이상의 우량 등급 위주로 편중되어 있으며, 하위등급 고수익채권의 비중은 2% 미만이다. AA등급 이상 상위등급을 보유한 기업집단 계열 대기업 중심으로 회사채의 발행과 유통이 주로 이루어지고 있어 투자등급 미만의 기업들에게는 rating cliff의 문제가 발생하게 되고, 등급수준에 합당한 부채비용으로 회사채를 발행하여 자금을 조달하는 것 자체가 극도로 제한되는 상황이다.

미국의 경우 고수익채권(high yield bond)이 전체 회사채 발행의 15% 수준을 차지하고 있으며, 2007-2008 글로벌 금융위기 이후에는 20% 이상을 유지하고 있는 점을 고려할 때 국내 하위등급 고수익 회사채시장의 규모는 국가경제의 발전수준에 비하여 매우 빈약한 상황이다. 즉, 중소·중견기업이 간접금융인 은행차입 외에 활용할 수 있는 대체적인 부채형태의 자금조달원이 현실적으로 존재하지 않는 현실이다. 이러한 신용등급 분포의 쏠림과 회사채시장의 폐쇄성은 두터운 진입장벽이 되어 수요기반 확대를 제약하고 국내에서 신용등급 BBB- 미만 하위등급 고수익 회사채시장 부문이 현실적으로 존재할 수 없는 상황으로 귀결되어 있다.

하위등급 고수익 채권시장 부재는 자원배분 왜곡초래

인과관계의 선후를 특정하기 어렵지만 이러한 국내 회사채시장 구조는 중소·중견기업의 회사채 신용등급 커버리지가 매우 낮은 결과를 초래하여 시장에서의 높은 정보비대칭성과 이에 기인하는 다양한 형태의 역선택 및 도덕적 해이의 문제가 발생하게 되고 이는 결국 높은 자본비용과 왜곡된 자원배분의 문제를 초래한다.

미국의 경우 금융경색의 시기에도 자금조달이 제약된 기업들에게 은행차입보다는 회사채가 주요 자금조달수단으로 기능하여 금융경색을 극복하는데 크게 기여하고 있다. 2002년 닷컴 버블붕괴 시기 및 2007-2008년 글로벌 금융위기 중에도 하위등급 고수익채권 발행이 크게 증가하면서 중소기업 자금조달의 어려움을 완화시키는 역할을 수행하였다. 유럽의 경우도 1990년대 중반 이후 신용도가 떨어지는 신규 중소기업을 중심으로 회사채 발행을 통해 자금을 적극적으로 조달해 오고 있다. 최근 신흥시장에서도 하위등급 고수익 채권 발행이 활발하며 적절한 수준의 위험과 수익률이 조합된 유망한 투자대상으로 부상 중이다.

국내 회사채시장에서도 하위등급 고수익 채권시장의 활성화는 중소·중견기업의 자금조달원 확대와 장기적 설비투자 자금을 위한 금융자원의 효율적 배분 측면에서 필수불가결한 정책적, 제도적 과제이다. 하위등급 고수익 고위험 회사채 투자 기회의 확대는 투자자 입장에서 다양한 위험조정수익률을 산출하는 채권 포트폴리오의 구성을 가능하게 한다. 이와 같은 회사채시장의 외연 확대는 궁극적으로 정부의 중소·중견기업에 대한 정책자금 지원 부담을 완화하고 경제전반의 효율적 자원배분을 증진시킬 수 있다. 중소·중견기업의 장기적이고 생산적인 설비투자를 위한 자금조달원을 은행 등 간접금융에 과도하게 의존할 경우 금융경색 상황에서 자금조달이 극단적으로 위축될 수 있으며 거액의 설비투자자금이 필요한 경우 우량 중소·중견기업이라 하더라도 은행이 무담보 신용으로 자금을 제공하는 것은 사실상 불가능하다. 이에 따라 신용도 취약, 담보 부족 등으로 은행차입이 어려운 중소·중견기업의 경우 보다 유연한 조건의 회사채 발행이 가능한 자금조달수단의 하나로 활용될 수 있는 금융시장의 환경과 인프라의 조성이 절실히 필요하다.

적정가격산정을 위한 새로운 메커니즘 필요

금융시장의 주요 제도적 인프라로서 신용평가제도의 보완이 필요한 시점이다. 국내 회사채시장에서 중소·중

견기업을 주요 발행자로 하는 하위등급 고수익 부문의 확대를 위해서는 채권의 적정가격 산정을 위한 메커니즘의 정착이 필요하다. 하위등급 고수익 회사채에 대한 적절한 가격산정 메커니즘이 형성되어 있지 않아 시장 조성의 가장 큰 장애 요소가 되고 있으며, 이는 기본적으로는 적절한 신용등급이 부여되고 이에 근거하여 리스크 프리미엄이 산출되는 메커니즘이 시장 내에서 작동하지 않는데 기인한다. 즉, 하위등급 고수익 회사채의 가격산정을 위해서는 등급별 부도율과 부도후 회수율에 대한 통계가 정립되어 있어야 리스크 프리미엄의 산정이 가능하다.

그러나 국내 회사채시장의 경우 투기등급 채권에 대한 등급부여 기간이 매우 짧고, 대상 기업도 매우 적어 유의한 통계치를 추정하기 어렵다. 금융기관의 부실화를 막기 위하여 채권인수규정에 대부분 BBB- 이상의 신용등급의 채권만을 인수하도록 하는 운용규정이 시행되고 있어서, 실질적으로 투기등급을 부여 받은 채권들은 인수가 거부되거나 보증으로 전환되어 하위등급 회사채시장이 성장할 수 없는 규제가 과거부터 상존해 오고 있다.

Investor-Pay가 신용등급 커버리지 확대

또한 현재의 Issuer-pay 신용평가 방식에서는 신용평가기관들이 BBB-미만의 신용등급을 부여하는 유인이 내재적으로 적을 수 밖에 없어 BBB- 미만의 신용등급을 보유한 중소·중견기업이 발행하는 하위등급 고수익 회사채의 발행, 투자, 유통을 위한 등급 커버리지의 확대가 제약될 수 밖에 없다.

위험에 대한 보상이 가격에 반영될 수 있는 제도적 기반으로 신용등급의 역할이 필요하며 하위등급 고위험 회사채시장 부문의 등급 커버리지 확대를 위하여 Investor-pay 신용평가 방식의 도입은 하나의 해법의 될 수 있다. 효율적인 가격형성 메커니즘을 위한 신용등급의 커버리지와 다양성의 확대는 위험에 대한 보상체계를 정립하여 다양한 위험선호를 갖는 기관투자자

들을 유인할 수 있는 기초가 될 것이다. 특히, 적절한 수준의 위험보상 투자수익을 선호하는 투자자의 정보적 needs를 충족시켜 줄 수 있는 유인체계를 내재화한 신용평가 방식이 새롭게 필요하며 Investor-pay 신용평가 방식이 대안적으로 고려될 수 있다.

Investor-pay 신용평가는 ‘발행기업 의뢰 없이도 투자자·구독자 등 제3자의 요청에 의해 신용평가사가 신용평가를 하는 방식’이다. 2016년 9월 22일 금융당국은 ‘신용평가 신뢰 제고를 위한 신용평가 선진화 방안’에서 ‘신용평가사의 발행자에 대한 독립성 제고’를 목적으로 제3자 의뢰 신용평가 도입을 발표하였다. 금융당국은 제도 도입의 기대효과로 ‘투자자의 요청에 따라 적시성 있고 객관적인 평가가 제공되고, 시장에 다양한 등급 의견이 제시됨에 따라 신용평가사 간의 등급 적정성에 대한 상호감시 가능’을 제시하였다.

Investor-pay가 신용평가의 역동성 제고

신용평가의 원형은 Investor-pay 방식이었지만 현재 국내의 신용평가제도는 주로 채권의 발행자가 신용평가를 의뢰하고 수수료를 부담하는 Issuer-pay 방식으로 운영되고 있다. 1970년대 중반 미국 금융감독 당국이 공인신용평가사제도(NRSRO)를 도입한 이후 Investor-pay 신용평가는 주변적인 사업모델이 되었으며 글로벌 신용평가 시장에서 Issuer-pay가 중심 사업모델이고 Investor-pay 신용평가를 핵심 사업모델로 운영하는 것은 비공인 평가사와 일부 마이너 평가사에 국한되어 있다.

그러나 여러 차례의 국내외 금융위기와 신용평가의 선제적 대응의 실패가 반복되어 신용평가제도의 개혁 필요성이 제기되면서 Investor-pay 방식의 도입이 다시 논의되고 있다. 기존의 Issuer-pay 신용평가 방식은 중소·중견기업 발행자 중심의 하위등급 고수익 채권에 대한 신용등급 부여를 위한 유인체계에 있어서 Investor-pay 신용평가 방식보다 소극적이며 발행자의 입장에서 신용등급을 견인하는 유인체계를 내재하

고 있어서 상위등급 우량기업 발행자 중심의 회사채시장의 구조적 폐쇄성을 극복하고 채권시장 및 신용평가시장의 외연을 확대하는데 그 역할이 제한적이다.

Investor-pay 신용평가 방식에는 발행자, 투자자, 신용평가사 간의 밀접한 상호작용이 유인체제로 내재화되어 있어서 신용평가의 역동성이 확대될 것으로 예상된다. 특히 Investor-pay 신용평가를 통하여 투자자는 신용평가의 ‘단순한 수용자’에서 ‘적극적 참여자’로 전환되어 시장규율(market discipline)이 신용등급의 결정에 보다 강하게 작동하게 된다. 투자자의 “위험조정 투자수요”에 부응할 수 있는 Investor-pay 신용평가 방식은 리스크 변화에 선제적으로 대응하는 신용평가를 강화할 것으로 예상된다. 투자자의 적극적 참여가 작동하는 시장규율에 대하여 신용평가사는 보다 민감하게 반응하는 선순환 구조가 형성될 것으로 예상된다.

신용평가의 다양성과 차별화 강화

Issuer-pay 및 Investor-pay 방식 각각에 내재된 신용평가상의 유인체계의 차별성은 어느 한 방식이 우위를 갖기 보다는 평가의 다양성으로 귀결되어 신용등급의 차별화(split rating의 확대)가 강화되면서 다양한 신용평가가 전달하는 정보적 요소(Information contents)도 풍부해질 것이다. 정보비대칭 하에서 투자자와 회사채 발행기업 간에 발생하는 투자대상 선택에 있어서의 역선택 문제를 감소시키고, 발행기업의 도덕적 해이 문제를 통제하는 수단으로 신용등급의 역할이 확대될 것으로 기대된다. Investor-pay 방식의 도입에 따르는 신용평가의 순기능 확대는 특히 하위등급 고수익 회사채의 발행, 투자, 유통의 활성화에도 크게 기여하는 정책적, 제도적 장치로서 역할을 할 것으로 기대되며 rating cliff 문제도 해소할 것이다.

신규수요 창출로 평가시장 규모 확대

신용평가시장의 경쟁구조를 논의함에 있어서 산업 내 경쟁사들의 수에 근거한 물리적인 zero-sum 경쟁의 논리 보다 특화에 의한 시장의 확대 및 차별화된 신용

등급의 다양성 증가에 따른 회사채시장 및 신용평가시장 전체 규모의 확대라는 plus-sum 경쟁의 논리가 필요한 시점이다. Investor-pay 신용평가 방식은 신규 신용평가 수요를 확대하는 수단이 되어 하위등급 고수익 회사채의 주요 발행자로 기대되는 중소·중견기업 중심의 회사채 미발행 기업을 포괄하고 투자자의 다양한 회사채 투자 수요 및 이에 따른 신용분석 수요에 대응할 것으로 기대된다.

은행부문의 기업금융은 Credit line 중심의 단기자금조달에 특화하고 대기업, 중견기업, 중소기업을 막론하고 장기적 대규모 설비투자 자금은 직접금융시장에서 조달되는 것이 정보적 관점, 비용적 관점에서 시장규율(market discipline)에 의하여 통제되는 보다 효율적인 자원배분 및 자금조달 방식이다. 중소·중견기업의 회사채시장 접근성 강화는 국가경제의 균형적이고 지속적인 성장, 발전을 위하여 필수불가결한 요소이며 하위등급 고수익 회사채시장 부문의 확대와 이를 위한 제도적 인프라로서 Investor-pay 신용평가 방식의 도입은 새로 출범한 정부의 중소·중견기업 중시 정책방향과도 일치된다.

궁극적으로 회사채시장의 외연 확대는 Issuer-pay 및 Investor-pay 방식에 각각 근거하는 모든 국내 신용평가기관의 공통된 영업기반을 확대하고 신용등급의 품질향상과 다양성을 증가시켜 국가경제 전반에서 경제적 후생의 증대로 귀결될 것이다.