

2007년 2월

석사학위 논문

우리나라 국가신용등급과 해외차입에
관한 연구

조선대학교 대학원

경제학과

김영은

우리나라 국가신용등급과 해외차입에
관한 연구

2007년 2월 23일

조선대학교대학원
경제학과
김영은

우리나라 국가신용등급과 해외차입에
관한 연구

지도교수 노상채

이 논문을 경제학 석사학위신청 논문으로 제출함

2006년 10월

조선대학교대학원

경제학과

김영은

김영은의 석사학위 논문을 인준함

위원장 조선대학교 교수 _____

위원 조선대학교 교수 _____

위원 조선대학교 교수 _____

2006년 11월

조선대학교 대학원

<제 목 차 례>

제 1 장 서론	1
제1절 논문의 목적	1
제2절 논문의 구성	2
제 2 장 신용등급평가의 의의 및 기능	3
제1절 신용등급평가의 의의	3
제2절 신용등급결정의 기본원리	4
1. 채권평가모형	4
2. 채무불이행 위험과 신용등급	4
제3절 신용등급평가의 주요 기능	7
1. 투자자를 위한 기능	7
2. 채권발행기관을 위한 기능	8
3. 규제당국(행정기관)을 위한 기능	9
4. 시장의 투명성 제고	9
5. 금융중개기관을 위한 기능	10
제 3 장 국제신용평가기관	11
제1절 국가신용등급의 정의와 역사	11
1. 정의와 종류	11
2. 국가신용평가의 역사	13
제2절 국가신용평가기관	14
1. 국제신용평가기관의 현황	14
2. 국가신용도 평가방법	27
3. 국가신용평가기관의 신용기준(Moody's와 S&P 중심으로)	28
4. 국가신용등급의 한계	35
5. 국가신용등급 등급체계와 표시방법	36
제 4 장 우리나라의 해외차입방법	40
제1절 해외차입의 의의	40
제2절 해외차입방법	40
1. 공공차관	40
2. 상업차관	41
3. 국제리스금융	42
4. 해외증권 발행	43

5. 현지금융	43
6. 외국인 직접투자	44
제 5 장 우리나라의 해외차입여건변화	46
제1절 유로대출 차입여건	46
1. 금융위기 이전	46
2. 금융위기 이후	47
제2절 변동금리채 발행조건	49
제3절 고정금리채 발행조건	51
1. 금융위기 이전	51
2. 금융위기 이후	51
제4절 주식연계채 발행조건	52
제 6 장 국가신용등급과 해외차입여건	54
제1절 해외차입에 있어서 신용등급의 의의	54
제2절 우리나라의 국가신용등급	54
1. <i>Moody</i> ' S	54
2. <i>S&P</i>	55
3. <i>Fitch</i>	57
제3절 한국의 외자도입 추이와 외환보유액	57
1. 외자도입추이	57
2. 외환보유액	66
제4절 신용등급과 해외차입여건의 상관관계	70
1. 가산금리(<i>Spread</i>)의 의의	70
2. 신용등급과 가산금리 변동추이	72
3. 국가신용등급과 해외유입의 상관관계	74
제 7 장 결 론	77

<표 차례>

<표-1> 신용등급평가의 주요기능	10
<표-2> 신용평가등급의 활용	11
<표-3> 국가신용등급의 분류(미국 <i>Moody</i> 's의 예)	13
<표-4> 국가신용도 평가 시장의 성장	14

<표-5> 4대 평가기관 현황	26
<표-6> 한국의 주요 신용평가기관들의 비교	27
<표-7> S&P의 국가신용등급 평가항목과 내용	33
<표-8> 국가신용등급 결정에 영향을 미치는 지표들(Moody's)	34
<표-9> 주요 평가사의 국가신용등급(장기)체계	38
<표-10> 단기 신용등급 표기방법	39
<표-11> S&P의 신용등급 전망	39
<표-12> 외자도입형태와 체계	45
<표-13> 우리나라에 대한 유로대출 조건	48
<표-14> 우리나라의 변동금리채 발행조건	50
<표-15> 우리나라의 주식연계채 발행조건	53
<표-16> 우리나라의 국가신용등급변화(무디스)	55
<표-17> 우리나라의 국가신용등급변화(S&P)	56
<표-18> 우리나라의 국가신용등급 변화(Fitch)	57
<표-19> 주요 외자도입 실적	62
<표-20> 한국계 해외자금조달실적	62
<표-21> 1998~2003년 국제수지 동향	63
<표-22> 1996년과 1997년의 국제자금 차입시장과 한국 차입규모의 비교	64
<표-23> 우리나라의 연도별 해외차입 현황	65
<표-24> 우리나라 외환보유액 현황	67
<표-25> 외환보유액의 추이	68
<표-26> 국가별 외환보유액 순위	69
<표-27> 2003년 월별 외환보유고 증감 및 국제수지	70
<표-28> S&P Rating과 가산금리	74
<표-29> Moody's Rating과 가산금리	74
<표-30> 우리나라 국가신용등급 변화 와 외평채 가산금리 · 외자도입액	76

<그림 차례>

<그림-1> 채권의 만기수익률 결정요인	7
<그림-2> 신용등급평가절차(Moody's 경우)	15
<그림-3> 한국의 외환보유 현황	68

ABSTRACT

A Study of national credit grade and foreign influx in Korea

Kim Young-eun

Advisor : prof. Noh Sang-chae Ph.D.

Department of Economics

Graduate School of Chosun University

It soaks but it established 1970's economic development phase and when the flag ringing from, the importance of foreign currency introduction is embossed all national power was started in economic growth. 70's it passes and 80's from the economic growth which is quick it soaks from turning point with economic development but it starts the aspect where the shedding of blood of the foreign exchange influx is different. If the fundamental investment against the base facility the foreign exchange until previously for an economic growth is and from 80's after it suits one phase against our country economic each portion of the foreigner with the features which is developed indirect it. it invests directly in fundamental investment and flipper turn with the direction which induces a custody. Zone one effect of like this

overseas influx custody the fact that it is going mad is national credit grade. National credit grade the domestic outside debt which the government possesses it decides a contract broad way execution percentage ability and the doctor and it indicates with a grade and with the fact that it puts, the upper limit which decides the individual trust grade of the individual economic units which is belonged to that country because reflects all politics where the corresponding nation is holding and an economic dangerous primary factor (ceiling) as function also the description below. The representative agency which decides like this national credit grade the Mooy's, the S&P and the Fitch cider. These people observes all cotton of politics and the economic back of one country in schedule one standard and report indication and it does to occur with the rating system which is the possibility of knowing easily diminish the investment desire regarding that country.

It soaks at 80's first but by the national credit grade evaluation agency it received a trust evaluation and this time but trust grade by the industrial economic development which our country is quick to maintain the A grade which is an investment qualified phase steadily with him it was caused by and the overseas influx with our country increased quickly. But, it is undergone 1997 foreign exchange crisis and with our country trust grade depreciates at the B grade which is an investment unfitness phase. It raised the risk against the investment of the foreigner the decrease of the overseas influx which is sudden came to accomplish. The decrease of overseas influx brought our country foreign currency retention intentional decrease and from IMF it borrowed until unyielding spirit it did a disgrace relief finance and. 97 the latter half base it soaks from the economic depression which is started to sprout but and hazard blood tear I slant an effort from 99 it recovers, start a trust grade. The recovery of trust grade brought luring of overseas influx and it started and our country overseas funds retention the

continuity which will select it increased and and it went out. It soaks but the form of overseas borrowing publishes the public vice-minister, the commerce vice-minister and international finance and the overseas securities, in form of the foreigner direct investment back comes to accomplish.

Observe from this dissertation and to observe the interrelation of the national credit grade which is report and overseas influx try. The effect where the national credit evaluation result of the international rating agencies goes mad to a market will lead and the government bond (Sovereign Bond) which it follows in trust evaluation result change of addition interest there is a possibility which it will know. Dictionary meaning of addition interest with difference of corresponding bond interest and benchmark interest rates (Benchmark) (0.01%) is indication and meaning which it follows in bond market participation form the case.

Cantor and the Packer (1996) against the effect where the trust evaluation announcement goes mad to a government bond addition interest the result international rating agencies which it analyzes upward regulated a national credit rating and the case which it announces with the fact that it forecasts the addition interest depreciated together, considers even statistically the result which it got. Looking downward it regulates one side national credit grade and to the case which it announces the addition interest the forecast broad way it rose, cannot get the result which considers statistically. The effect of the trust evaluation announcement these people against an addition interest from research the effect where is bigger the internal organs foreign currency indication debt of investment qualified phase than in the internal organs foreign currency indication debt which is to investment unfitness phase appeared with the fact that it goes mad.

Our country trust grade confronts in the situation which it diminishes at width of the change where the overseas influx which is caused by with the case outside criticism not yet additional dues Riga sudden this rise where

from investment qualified phase the credit rating depreciates at investment unfitness phase is big quite and the case overseas influx where from the actual condition and investment unfitness phase the reaction occurs at investment qualified phase the criminal record it is a smaller width but outside criticism the actual condition where the additional dues Riga depreciation overseas influx with not yet increases occurs. When it approaches in once investment qualified phase and the change width of credit rating from inside the scope is but the width of fluctuation of addition interest is not is not big not to be change of overseas influx is not big and the stable influx comes to accomplish. Consequently, must maintain a national credit grade from inside stable investment qualified phased scope and from inside that stably it tries to accomplish an overseas influx must maintain an economic development and the stability which recover.

제 1 장 서론

제1절 논문의 목적

우리나라는 1970년대 경제개발 단계를 수립하고 경제성장에 온 국력을 기울였을 때부터 외자도입의 중요성이 부각되기 시작했다. 1970년대를 지나 1980년대 급속한 경제성장에서 경제발전으로의 전환점에서 우리나라는 외환유입의 유형이 다른 양상을 띠기 시작한다. 이전까지의 외환이 경제성장을 위한 기반시설에 대한 기초투자였다면 1980년대 이후부터는 기초투자에 부응하여 한 단계 발전된 모습으로 외국인의 우리나라 경제 각 부분에 대한 직접적·간접적 투자를 유치를 유도하는 방향으로 급선회 한다. 하지만, 1997년 외환위기를 겪게 되면서 국가신용등급, 외환유입의 필요성 그리고, 그 보유액에 대한 중요성이 대두되기 시작했다. 우리나라는 공공차관, 상업차관, 국제리스금융, 해외증권발행, 외국인 직접투자 등을 통해 해외자금을 차입한다. 1980~90년대 까지 우리나라의 해외차입은 전 세계 차입 규모의 1~4%수준을 차지하였고, IMF로부터 최대의 차입 위기를 맞는다.

2001년 1월 1일 2단계 외환자유화 조치가 시행되면서 외국환은행으로부터의 외환매입한도가 폐지되고, 해외증권취득대상 및 절차가 자유화되었다. 외환자유화와 경제회복에 따른 국가신인도 상승 등이 이유로 인해 2000년도 이후에는 외환위기 직후에 비해 차입여건이 호전되었고, 해외차입도 보다 활발해졌다. 이러한 국가신용등급과 해외차입의 관계를 유추 살펴볼 필요성이 대두 된다.

즉, 국가신용등급은 정부가 보유한 대내외 채무를 계약대로 이행할 능력과 의사를 판정하여 등급으로 표시해 놓은 것으로, 해당 국가가 안고 있는 모든 정치, 경제적 위험요인을 반영하고 있기 때문에 그 나라에 소속되어 있는 개별 경제주체의 개별신용등급을 결정하는 상한(ceiling)으로서 기능을 하기도 한다. 따라서 국가신용등급은 위험노출에 대한 투자자들의 불확실성을 감소시킴으로써, 많은 국가들로 하여금 국제자본시장에서의 자금조달을 용이하게 해준다는 의미를 갖게 됨으로써 이를 평가하는 대표적인 신용평가기관 Moody's, S&P, Fitch사 등을 살펴봄으로 그

들의 평가방법과 그들에 의해서 내려진 신용등급은 어느 정도의 영향력을 가지고 있는지 특히, 해당국가의 외환유입에 어떠한 상관관계가 있는지 살펴봄으로써 앞으로의 외환유입액의 예상과 과거 외환위기를 되풀이 하지 않기 위한 대비책을 마련하는데 이 논문의 목적을 둔다.

제2절 논문의 구성

이 논문은 다음과 같은 구성으로 이루어 졌다.

제1장 서론에 이어 제2장에서는 신용등급에 대해 알아본다. 국가신용등급을 알아보기에 앞서 신용등급이 갖는 의의와 주요기능에 대해 전반적으로 알아보게 되며, 제3장에서는 국제신용평가기관에 대해 알아본다. 국가신용등급의 정의, 기능과 Moody's, S&P, Fitch등 국가신용평가기관의 역사, 평가기준 및 등급체계등을 전반적으로 살펴보는 장이며. 제4장과 제5장은 우리나라가 해외에서 차입하는 방법과 차입의 해외여건변화에 대해 알아본다. 크게는 세계경제흐름에 따른 외환차입과 작게는 우리나라 경제상황에 변화에 의해 유입되는 외환의 규모를 알아본다.

제6장에서는 우리나라가 국제신용평가기관에 의해 평가되어지는 신용평가등급과 그로인한 해외차입의 규모를 알아본다. 과연 신용등급이 한 단계 상승과 하락, 투자자격과 부적격상황하에서 유입의 규모를 알아보며 그들과의 상관관계를 알아본다. 제7장에서는 위에서 살펴본 내용을 최종적으로 정리 결론을 내린다.

제 2 장 신용등급평가의 의의 및 기능

제1절 신용등급평가의 의의¹⁾

신용등급²⁾평가(credit rating)란 신용평가 기관이 특정 채권의 원금과 이자가 약속대로 상환될 수 있는 정도를 판정하여 이를 이해하기 쉬운 기호나 문장으로 등급을 매겨 투자자에게 전달하는 것을 말한다. 그러므로 신용등급평가의 목적은 채권의 원금과 이자가 약속대로 상환될 수 있는 정도를 심사하여 투자자에게 전달함으로써 이 같은 정보를 알지 못하여 발생할 수 있는 손실로부터 투자자를 보호하는 데 있다. 다시 말하면 증권을 발행하는 기업, 금융기관에 대하여 재무상황, 경제적 환경 등 정치·경제적인 요소들을 고려하여 발행자의 신인도를 등급으로서 나타내는 것이다. 신용평가는 기본적으로 투자자에게 장권발행사에 대한 정보를 제공하는 것이다. 결국 신용평가란 단지 특정 채권의 채무불이행 위험 정도를 파악하여 그 정보를 간략한 기호로서 투자자에게 전달하는 것이지, 특정한 채권을 투자 대상으로 추천하거나 이를 통해 미래의 채권가격을 예측하려는 것은 아니다. 따라서 국제신용평가기관이 내리는 신용등급에는 ‘투기적’이라는 단어는 사용하지만, ‘투자부적격’이라는 단어는 사용하지 않는다. 신용등급은 어디까지나 국제신용평가기관의

1) “국가신용등급이 해당국가의 금융시장에 미치는 영향과 대응방안” 양태건 2000년 참조

2) 주요용어

- Rating Action : 장기 및 단기로 구분하며 AAA~D
- Outlook : 2~5년 정도의 중장기 신용등급 향후 전망
→ positive(+), negative(-), stable, developing으로 표시
- Credit Review(Watchlist) dir 90~270일 정도의 단기간 신용등급 전망. 신용등급의 상향이나 하향 확정시까지 유효
→ Review for Upgrade 혹은 Review for Downgrade 등
- Confirmation & Affirmation : 'Watchlist' 제거 이후는 'Confirmation(확정)'이고 나머지 대부분은 'Affirmation(확인)'

의견으로 간주되어야 하며, 특정 채권에 매수·매도를 추천하거나 채무불이행이 일어나지 않는다는 보장을 하는 것은 결코 아니다.

제2절 신용등급결정의 기본원리

1. 채권평가모형

앞에서 알아 본 것과 같이 신용등급평가는 채권의 원금과 이자가 약정대로 지급될 가능성(채무불이행의 가능성)을 문자나 기호로 나타내어 투자 상에 전달한 데서 출발하기에 먼저 회사채나 CP 등 채권의 가치가 어떻게 평가되는가를 알아보아야 한다. 채권의 가치는 채권이 제공하는 미래의 현금흐름을 그 채권의 위험에 상응하는 할인율로 할인한 현재가치로 평가되며, 이를 간단한 수식으로 표현하면

$$V_0 = \sum_{t=1}^r \frac{Ct}{(1+r)^t} + \frac{F}{(1+r)^t} \quad \text{-----} \quad \text{①}$$

①식은 채권가격이 만기 시까지 지급받게 되는 액면이자의 현재가치와 만기시에 상환받는 액면가액의 현재가치의 합으로 구성된다는 것을 보여주고 있다. 액면이자는 채권의 액면가액에 표면이자율을 곱하여 결정된다. 그러므로 채권의 가치를 결정하는 요인은 액면가액, 액면이자, 만기까지의 잔존기간, 투자자가 예상하는 할인율의 네 가지이다. 그런데 채권평가에 있어 앞의 세 요인은 모든 채권발행시점에서 확정되어 있기 때문에 실제로 적용하는 데 문제가 없다. 그러나 채권의 할인율은 시중의 금리나 인플레이션 등 경제변수의 동향과 채권 자체에 관한 위험에 따라서 달라진다. 여기서 경제변수 등의 영향은 대개 모든 채권에 공통적으로 영향을 미치므로, 개별채권의 가치평가와 관련하여 중요한 것은 채권의 원금과 이자가 약정대로 상환되지 못할 가능성, 즉 채무불이행 위험(default risk)의 변화이다.

2. 채무불이행 위험과 신용등급

일반적으로 채권의 만기수익률을 결정하는 주요 요인은 실질 이자율, 인플레이션을, 채권의 만기, 채권 자체의 위험에 대한 보상의 네 가지로 구성되고 있다. 실질 이자율과 인플레이션율은 채권발행주체의 외적요인이며, 채권의 만기와 채권 자체의 위험에 대한 보상은 채권발행주체의 내적요인이다. 결국 특정 채권의 만기수익률을 결정하는 요인은 수익률의 기간구조(term structure of bond yield)와 수익률의 위험구조(risk structure of bond yield)라고 할 수 있다. 수익률의 기간구조란 채권발행기업의 특성이나 채권의 상환조건 등이 모두 동일한 상황일 때 채권의 만기와 수익률의 관계를 의미한다. 이에 반하여 수익률의 위험구조란 채권(또는 채권 발행회사)의 위험수준과 수익률의 관계를 의미한다.

채권수익률의 위험구조는 약속수익률(promised yield)과, 그 채권과 동일한 만기를 갖는 무위험채권의 수익률과의 차이인 수익률차(yield spread : ys)로 나타낸다. 즉,

$$ys = r - rf$$

ys : 수익률차

r : 약속수익률

rf : 무이험채권의 수익률

(여기서 약속수익률이란 채권과 관련하여 약속된 모든 조건이 이행된다는 가정 하에서 계산된 만기수익률이다.)

여기서 수익률차를 결정하는 요인으로는 유동성위험에 대한 유동성 프리미엄(liquidity premium)과 채무불이행 위험에 대한 채무불이행 프리미엄(default premium)의 합으로 이뤄진다. 즉,

$$ys = dp + lp$$

ys : 수익률차

dp : 채무불이행 프리미엄

lp : 유동성 프리미엄

으로 나타낼 수 있다.

유동성위험은 사장성위험이라고도 하며 발행된 채권의 규모가 작거나 채권시장이 발달되지 않은 채권을 적절한 가격으로 단시일 내에 매각할 수 없는 경우에 발생하는 위험이다. 채무불이행위험과 유동성위험 중에서 채권의 수익률차를 주로 결정하는 위험은 채무불이행위험이다. 채무불이행위험은 각 채권마다 다르며, 이에 따라 각 채권의 약속만기수익률 및 수익률차도 달라진다. 그럼, 다른 조건이 동일하고 채권발행기관의 신용위험이 변화된다면 채무불이행위험 프리미엄으로 인해 수익률 차와 채권가격에 영향을 준다.

이대 채무불이행위험 프리미엄은

$$dp = r - E(r) = \frac{E(r) + \lambda Pd}{1 - Pd} - E(r) \quad \text{-----} \quad \textcircled{2}$$

r : 약속수익률

$E(r)$: 기대수익률 (=무위험이자율+유동성위험 프리미엄)

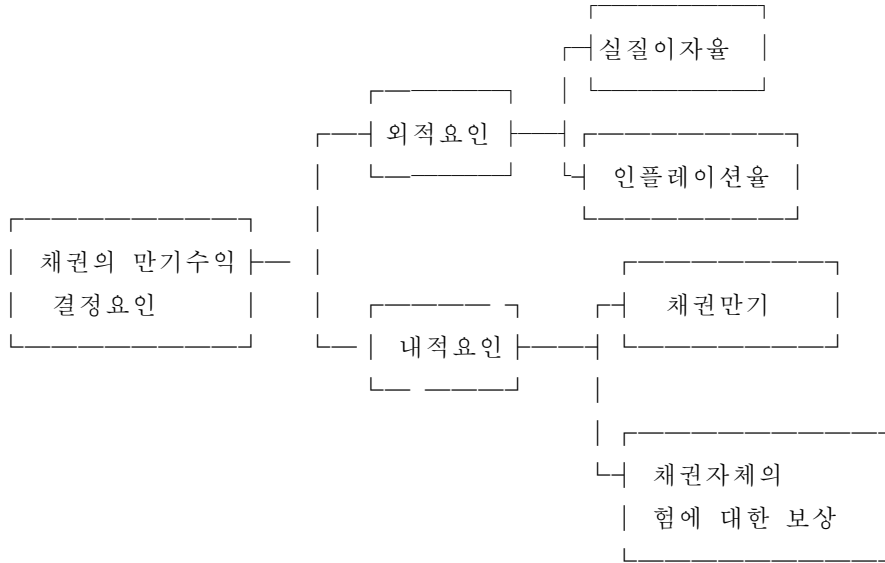
λ : 채무불이행에 대한 손실율

Pd : 채무불이행 확률

이다.

따라서 채무불이행 위험에 대한 프리미엄은 채무불이행 확률과 채무불이행에 대한 손실에 의하여 결정된다. 국제금융시장에서 이루어지는 금리 결정 매커니즘 중에 채권발행기관의 채무불이행확률과 채무불이행의 발생 시 투자자가 입게 되는 손실비율을 추정하여 발행기관 혹은 채권의 신용등급을 부여하는 것이 국제신용평가기관들에 역할이다. 채무불이행의 발생확률은 신용위험에 영향을 주는 발행기관의 재무적·비재무적 요소를 평가하여 추정한다. 채무불이행시의 손실비용은 신탁계약증서상의 권리의 우선순위 등에 의해 판단되므로, 같은 회사의 채권이라도 담보제공여부, 권리상의 선·후순위 등에 의해 신용등급이 차이가 난다.

<그림-1> 채권의 만기수익률 결정요인



제3절 신용등급평가의 주요 기능³⁾

국제신용평가기관들이 투자자의 입장에서 신용등급평가를 하고 있지만, 이와 관련하여 파생된 기능들도 있다. 따라서 신용등급평가의 주요 기능을 투자자를 위한 기능, 채권발행기관을 위한 기능, 규제당국(행정기관)을 위한 기능, 시장의 투명성 제고 기능, 금융중개기관을 위한 기능 등으로 나누어 살펴 볼 수 있다.

1. 투자자를 위한 기능

첫째, 신용위험의 가이드라인 제공

신용평가는 채권의 매입·보유·처분 등의 결정에 필요한 정보를 제공함으로써 위

3) “국가신용등급이 해당국가의 금융시장에 미치는 영향과 대응방안” 양태건 참조함.

험 가이드(risk guideline)에 합당한가를 판단하는 손쉬운 기준이 되어 투자자들의 포트폴리오 결정에 도움을 준다.

둘째, 위험 프리미엄을 평가하는 역할

즉, 신용평가는 투자자에게 채무불이행 가능성에 대한 보상으로 어느 정도의 위험 프리미엄을 제공하는 것이 적절한가를 보여주는 위험프리미엄 평가기능이 있다. 신용등급이 높은 채권일수록 투자자가 요구하는 위험프리미엄은 작아진다.

셋째, 신용등급은 채권 포트폴리오의 성과를 감시하는데 이용

채권의 유통시장이 발달한 선진국에서는 신용등급이 채권 포트폴리오에 포함된 특정 채권의 현재 가치를 평가하는데 활용되기도 하며, 신용검색기에 특정 채권이 유통시장에서의 매각의 용이성을 부여해준다.

넷째, 신용등급은 은행 및 기타 금융기관에 의해 기업대출의 의사결정을 지원하는 수단

금융기관은 은행예금 신용등급(bank deposit rating)을 활용하여 은행 간 대출·무역금융제공·스왑약정등의 거래에 있어 상대방의 신용위험을 평가하며, 기업의 재무담당자도 신용등급을 활용하여 거래은행·증권회사·스왑계약 상대방의 신용위험을 평가하고 있다. 또한 보험가입자는 보험회사에 대한 재무력 신용등급(financial strength rating)에 의하여 보험회사 및 보험 상품의 지급위험(payment risk)을 평가할 수 있다.

다섯째, 투자자들의 자체 신용조사를 지원

신용평가기관은 신용등급결정과 관련된 각종 연구보고서 및 분석된 자료는 신용평가기관의 각종 간행물·세미나·전용통신망·인터넷 등을 통하여 전 세계에 발표된다. 이와 같은 분석자료는 주요 기관투자자들의 자체 신용조사를 보완하는 기능을 한다.

2. 채권발행기관을 위한 기능

첫째, 채권발행기관의 자본조달기회의 확대와 안정화에 일조

Moody's, S&P, Fitch IBCA 등과 같은 국제신용평가기관이 발표하는 신용등급정보는 신용여권(credit passport)의 역할을 수행함으로써, 채권발행기관의 금융시장에

대한 접근을 확대시켜 주며, 채권발행기관의 신용위험에 대한 투자자의 인식을 지속적으로 관리할 수 있게 하여주므로, 신용경색기에도 자본시장을 최대한 활용할 수 있게 된다.

둘째, 자금조달비용을 절감

신용등급에 따라 기업·국가·지방자치단체 등 채권발행기관의 채권 가격과 만기 수익률이 달라져 단기차입금을 차입하는 것보다 자금조달비용을 낮출 수 있다.

셋째, 채권발행의 효율성을 제고

채권발행기관의 신용도를 이미 숙지한 투자자들은 채권발행기관에 대한 신규채권 투자의 결정이 신속하게 이루어지며, 지명도가 상승한 기업은 자신의 자금조달 필요에 알맞은 통화·만기구조 등을 갖춘 채권을 발행하기가 더욱 쉬워진다.

3. 규제당국(행정기관)을 위한 기능

미국의 경우 통화감독관청이 36년 이후 은행이 투자할 수 있는 채권을 BBB등급 이상으로 제한하고 있으며, 오스트레일리아 New South Wales주의 경우 규제대상 투자기금은 Moody's의 신용등급을 기준으로 장기채권은 Aa등급 이상, 단기채권은 Prime-1등급 이상에만 투자하도록 제한하고 있는 것은 금융기관·보험회사·공익기업 등에 관한 규제당국은 당해 기업의 재무적 건전성을 감시하는데 신용평가기관의 신용평가를 활용하는 좋은 실례이다.

4. 시장의 투명성 제고

시장의 투명성은 채권발행기관 또는 채권의 신용위험에 관한 불확실성을 감소시켜 민간저축을 증권시장에 흡수시킴으로써 민간부문에서의 효율적인 자금조달에 도움을 주고 있으며, 또 증권가격이 시장의 변화에 즉각 그리고 효율적으로 조정되게 하여 차익거래기회를 줄여주는 역할도 한다. 신용등급의 활용이 일반화되고 등급조정이 수시로 신속하게 이루어지는 경우, 신용등급은 신용도에 관한 소문이나 억측과 같은 부정적 효과를 차단하고 시장의 안정성을 강화하는 데 효과적이며, 신용등급평가가 정착된 경우 독립적인 신용등급평가제도는 채권시장에 대한 문지기

기능(gatekeeper function)과 질서 있는 퇴출기능(orderly exit function)을 수행 자율규제기능을 담당할 수 있다.⁴⁾

5. 금융중개기관을 위한 기능

신용등급평가는 금융기관이 고객(채권발행기관)을 대신하여 유가증권의 발행계획을 수립하거나, 가격결정 및 모집을 하는 과정에 도움을 준다.

<표-1> 신용등급평가의 주요기능

투자자	》	위험 가이드라인 제공 위험 프리미엄 제공 채권 포트폴리오의 성과
채권발행기관	》	자본조달 기회의 확대와 안정화 자본조달 비용 절감 채권발행의 효율성 제고
규제당국(행정기관)	》	규제대상기업의 재무 건전성 감시
시장의 투명성 제고	》	채무불이행 사태의 발생을 낮추는 역할 채무불이행 가능성이 높은 기업의 퇴출기능
금융중개기관	》	채권발행 계획수립에 이용 투자자확보를 위한 마케팅에 이용

4) Moody's investors' "Service Global Credit Analysis", IFR Publishing LTD,1992,p60

<표-2> 신용평가등급의 활용

활용목적	내 용
자금조달	·기업어음, 회사채 등 유가증권 발행 ·금융기관으로부터 자금조달, 보증보험 등의 보증료 산정기준 ·특정 fund의 투자대상 기준
영업활동	·새로운 시장에 대한 진입 ·정부기관으로부터의 공사수주시 등급서 제출 ·LNG선 발주시 등급요청
투자자의 의사결정	·신용위험에 대한 객관적인 지표 및 직접적이고 내부적인 신용분석 실시에 유용한 도구로 활용 ·투자 채권에 대한 포트폴리오 위험관리 시스템의 일부도구
규제기관의 정책수단	·특정시장에서의 발행기준 ·특정기관들의 채권매수 기준
기업홍보	·기업의 이미지 홍보 ·기업의 안정성을 객관적인 자료를 통해 홍보

제 3 장 국제신용평가기관

제1절 국가신용등급의 정의와 역사

1. 정의와 종류

국가신용등급(sovcreight ratings)이란 “국가가 부담하는 채무를 조건대로 이행하고자 하는 정부의 능력과 의지에 대한 평가(S&P사 정의)” 혹은 “공공부문과

민간부문을 포함하여 국가가 부담하는 모든 외화표시채무의 상환능력과 의지에 대한 측정(Moody's사 정의)”을 말한다. 다시 말하면, 특정 국가의 정부가 보유한 대내외 채무를 계약조건대로 이행할 능력(capacity)과 의사(willingness)에 대한 신용평가기관의 의견을 등급체계로 표시한 것을 말한다.⁵⁾ 기업이 발행하는 회사채(Issue)와는 달리 국가신용등급은 발행자 신용등급(issuer credit rating)을 기준으로 평가된다. 우리나라에서는 아직까지 발행자 신용평가를 하지 않고 있어 다소 혼동될 여지가 있기는 하나 국가채무 전체에 대해 우선순위를 고려하지 않는다는 의미를 가지고 있다.

국가신용등급(sovereign credit rating)			
외화표시채무등급 (foreign currency debt rating)		국내통화표시 채무등급 (local currency debt rating)	
장기등급 (long-term)	단기등급 (short-term)	장기등급 (long-term)	단기등급 (short-term)

국가신용등급은 크게 그 나라 정부채무의 표시통화가 무엇인가에 따라 외화채무등급과 국내통화표시 채무등급 두 가지로 구분되며, 이는 다시 정부 채무의 만기 구성에 따라 단기채무등급과 장기채무등급에 대해서도 국가신용등급을 제시하고 있다.

5) 정원현, 김형준 “우리나라 국가신용등급 현황과 상향 과제”

<표-3> 국가신용등급의 분류(미국 Moody's의 예)

Moody's			
government bond		country celling for foreign currency	
foreign currency	domestic currency	bonds¬es	bank deposits
long-term	short-term	long-term	short-term
watchlist rating outlook			

자료 : Moody's Investors Service

2. 국가신용평가의 역사

국가신용평가의 역사는 1919년부터 Moody's가 미국 외에서 발생된 국채의 신용등급을 평가한 것을 시작이라 할 수 있는데 1929년에 이르러서는 거의 50개국에서 발행된 국채가 평가대상이 될 정도로 규모가 확장되었다. 하지만 이러한 추세는 대공황과 2차 세계대전으로 국제채권시장이 마비 상태에 이르게 따라 국가자체에 대한 신용도 평가로까지 이어지지 못했다. 1970년대에 이르러서 국제채권시장이 되살아났지만 국가신용도 평가에 대한 수요는 구체화되지 않았다. 1980년대 초반까지만 해도 미국에서 채권을 발행할 수 있는 국가는 신용상태가 완벽에 가까운 15개국 정도에 지나지 않았고 신용상태가 불량한 그 밖의 국가들은 유로시장에서 신용등급 없이 채권을 발행할 수 있었기 때문이다. 1980년대 후반 양키본드 시장에서 신용등급을 필수조건으로 하는 관행이 정착되고 미국의 투자자들이 신용도가 낮은 해외채권에 관심을 보이게 됨에 따라 미국을 중심으로 국가신용도 평가가 본격화되었다. 1990년대에 들어서는 유럽계의 피치(Fitch), IBCA, DCR(Duff & Phelps Credit Rating Company), Thomson Bank Watch와 같은 군소 신용평가기관들도 국가신용평가 서비스를 제공하고 있다. 한국 역시 1980년대 후반부터 국가신용도 비평가 대상이 되었다. 1986년 11월 18일부터 Moody's가, 1988년 10월 1일 부터는 S&P가 한국에 대한 신용평가를 시작했다.

<표-4> 국가신용도 평가 시장의 성장

기간	신규 피평가 국가수	신용등급의 중간값
1975년이전	3	AAA/Aaa
1975-79	9	AAA/Aaa
1980-84	3	AAA/Aaa
1985-89	19	A/A2
1990-94	15	BBB-/BBB3

주 : 신용등급의 중간값은 S&P/Moody's 순

자료 : Standard and Poor's ; Moody's Investors Service

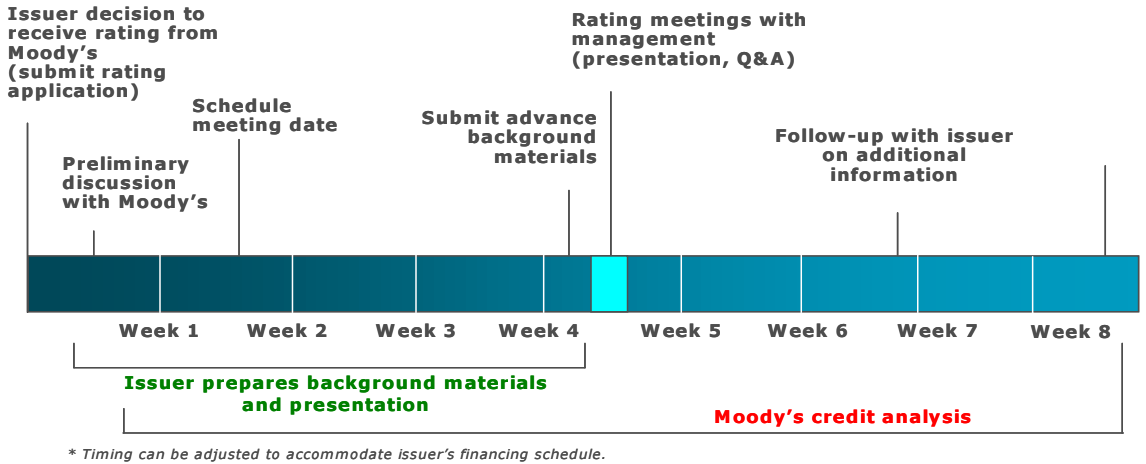
제2절 국가신용평가기관

1. 국제신용평가기관의 현황

가. 국제신용평가기관의 개관

신용평가 전문기관의 중심은 미국이며, 오늘과 같은 신용평가가 시작된 것은 1909년이다. John Moody는 당시 200여 개의 철도회사가 발행은 1,500건의 철도채권의 신용도를 평가하고, 지금과 똑같은 Aaa~C의 기호를 부여한 채권등급을 「Moody's Analysis of Railroad Investment」에 수록하여 발표했던 것이다. 1920년대 Poor's와 Standard Statistics(1941년 S&P합병), Fitch가 등급평가업무를 시작하였으며, 대공황이후 채권투자에 의한 손실이 대단하자 미국은 정부기관을 통해 전문신용평가기관의 신용등급을 공인하게 되어 이어지고 있으며, 1990년대 들어서면서 유럽계열의 신용평가기관전문기관인 Fitch IBCA, DCR(Duff & Phelps Credit Rating Company), Tomson Bank Watch등의 국가신용평가 서비스가 시작되었다.

<그림-2> 신용등급평가절차(Moody's 경우)



나. 국제신용평가기관의 발전과정⁶⁾

(1) 국제신용평가기관의 태동

오늘날 전 세계에 다수의 국제신용평가 전문회사가 있다고는 하지만, 거의가 1980년대 이후에 설립된 새로운 회사들이다. 따라서 역사와 전통을 인정받고 있는 Moody's, S&P, Fitch, IBCA의 3개 기관이 시장의 주도권을 장악하고 있다. 특히 Moody's와 S&P의 신용평가 역사는 100여 년에 달하며, 신용평가의 발전 자체가 두 회사의 역사와 함께 했다고 해도 과언은 아니다. 1909년 당시 대국은 영국과 프랑스였다. 그러나 최초로 오늘날과 같은 신용평가가 이루어졌던 나라는 유럽의 두 나라가 아니라, 당시로는 대국이 아닌 미국이며, 그것은 미국이 신흥국가였기 때문이다. 유럽에서는 오랜 역사와 신뢰를 가진 은행이 금융시장을 좌우하고 있었고, 자금조달이란 주로 은행에서 자금을 빌리는 것을 의미하였다. 이에 반해 국가의 역사가 짧은 미국에서는 은행의 경영 기반이 무척 약했다. 근대국가를 세우기 위해서

6) “국가신용등급이 해당국가의 금융시장에 미치는 영향과 대응방안”양태건의 내용을 인용 재 정리

는 철도망을 정비하는 것이 급선무였지만 막대한 자금이 필요하고 리스크가 많은 철도사업에 투자할 은행은 하나도 없었다. 연선 지역의 주민과 분쟁도 끊이지를 않았고, 노선을 깔았다 해도 자연재해로 손상을 입거나 강도의 습격을 받는 일이 자주 일어났다. 당시의 철도 업은 그 무엇보다 리스크가 많은 사업이었던 것이다. 더욱이 막대한 자금을 장기간 투자하지 않으면 안 되었다. 이러한 곤란 속에서 철도 회사가 고안해 낸 것이 회사채를 발행하여 투자자들로부터 널리 자금을 조달하는 방법이었다. 그러나 높은 금리를 제시하여도 투자자들은 리스크가 두려워 회사채를 구입하려 하지 않았다. 당시에는 미국의 기업들도 정보공개의 인식이 없었기 때문에 투자자들이 기업을 정확히 평가할 자료를 가질 수 없었다. 바로 그 점에 착안한 사람이 John Moody였으며, 공개하지 않은 기업정보를 조사하고 그 리스크를 알기 쉬운 평가 정보로 기호화한 것이다.

S&P의 전신인 Standard Statistics Co.는 1906년 설립된 정보제공회사로 미국 내의 사업체의 재무정보를 제공하였는데 그 노하우를 신용평가에 활용하여, 1916년부터 신용평가를 시작하였다. 또한 뉴욕에서 주식시장의 대표적인 주가지수인 S&P 500종 지수는 이 회사가 고안한 것이다.

즉, 신용평가회사의 탄생을 촉진한 것은 신흥국 미국의 기반이 약한 은행과 아직 정비도 되지 못한 회사채 시장이었다고 할 수 있다. 경제에 있어서 은행의 역할이 컸던 유럽에서는 은행으로부터의 대출이자금조달의 주류를 이루었고, 따라서 신용평가에 대한 수요가 없었다고 할 수 있다. 또한 리스크를 감당하는 것은 투자자가 아닌 은행이었다. 이러한 연유로 오늘날과 같은 신용평가기관이 미국에서부터 탄생하였던 것이다.

(2) 세계공황

역사적으로 S&P와 Moody's가 높은 평가와 신뢰성을 얻게 된 것은 세계공황이었다. 1929년에 뉴욕 주식시장의 폭락으로 시작된 대공황은 빠르게 미국 경제를 나락으로 빠뜨리고 말았다. 대형 도산이 이어지고 많은 주권이 휴지조각으로 변했다. 또한 도산한 기업이 발행한 채권도 거의가 채무불이행 상태에 빠지고 말았다. 이러한 대공황 시대에 주목받은 것은 두 회사가 발표한 채무불이행률이었다. 두 회사가

‘투기적’이라고 판단을 내린 채권의 디폴트(default)율이 거의 100%에 달하였고, 반면에 ‘투자적격’의 평가를 내린 채권은 채무를 이행하였던 것이다. 이러한 대공황을 거치면서 두 회사는 투자 적으로 부터 두터운 신뢰를 얻게 된 것이다.

(3) 행정기관에 의한 신용등급활용

금융기관의 업무를 감독·규제하는 행정기관은 신용평가의 발전에 중요한 비중을 담당하고 있다. 미국에서는 이미 1930년대 초부터 금융당국이 금융기관의 자산의 질을 유지·평가하는 수단으로 민간 신용평가기관의 신용등급을 활용하기 시작하였다. 1931년 신용도의 급락에 직면하여 통화감독국(Office of Comptroller of the Currency : OCC)과 연방준비제도(FRB)는 은행보유의 채권이 BBB이상의 등급이 아니면 정부가치가 아닌 시장가치로 평가해야 하며, 평가손실의 50%를 자본에 계상하여야 한다고 규정하였다. 1936년 OCC와 FRB는 한 걸음 더 나아가 은행은 2개 이상의 신용평가기관으로 부터 BBB이상의 신용등급을 받지 못한 채권에 대한 투자를 금지시켰다. 이 규정은 1989년 저축대부조합(S&L)의 채권투자제한을 위하여 다시 적용되었으며 지금까지도 유효하다. 1951년 전국보험위원협회(National Association of Insurance Commissioners : NAIC)는 보험회사가 신용등급이 낮은 채권을 보유할 경우 자본금을 확충하도록 정했다. SEC도 1975년 브로커와 딜러 등 증권업자가 투기적 등급의 채권에 투자할 경우 자기자본을 확충해야 한다는 규칙을 마련하고 1982년 발행기관이 투자적격 등급의 채권을 발행할 경우 공시부담을 완화시키는 조치도 취하였다. 1993년 은행감독에 대한 바젤위원회는 시장위험의 가이드라인을 제정하는 과정에서 국제적 영업활동을 하는 은행이 투기적 등급의 채권에 투자할 경우 역시 자기자본을 보완하여야 한다고 정하였다. 행정기관은 BBB이외의 신용등급도 규제에 이용하고 있다. 1984년 미 의회는 GNMA·FNMA·FHLMC 등 정부관련 기관의 지원이 없는 주택저당증권시장을 육성하기 위하여, AA등급 이상을 받은 주택저당증권의 발행과 유통을 촉진시키는 법률을 제정하였다. 단기신용등급도 규제에 활용되기도 하는데, 1991년 SEC는 1940년에 제정된 투자회사법(Investment Company Act)을 개정하여 MMMF(Money Market Mutual Fund)가 A-1이상 등급의 CP에만 투자하도록 하였다.

행정기관에 의한 신용등급활용의 큰 계기는 주요 신용평가기관들에 대한 공인신용평가기관(Nationally recognized statistical rating organizations : NRSRO)지정이다. 1975년 SEC는 Moody's, S&P, Fitch등 3개사를 NRSRO로 지정하였다. 또 DCR(1982년), IBCA(1991년), Thomson Bank Watch(1992년)가 각각 NRSRO로 지정되었다. 1975년에는 증권업자의 자본규제를 위하여 NRSRO 지정 평가기관의 신용등급이 이용되었다. 현재 공모로 발행되는 모든 채권은 2개 이상의 NRSRO로부터 신용평가를 받도록 되어 있다.

(4) 유로본드시장의 발전

1970년대 이후 유로본드시장의 발전에 따른 국가 간 자본이동 증대 및 자금조달의 국제화가 신용평가의 수요를 증가시켰다. 초기에는 국제적으로 지명도가 높은 기업만이 유로본드시장에서 채권을 발행할 수 있었으나, 투자자들은 높은 지명도가 곧 높은 신용도를 보장하는 것이 아니라는 사실을 알게 되었다. 반면에 지명도는 낮으나 신용도가 높은 기업들은 신용평가를 받을 경우 낮은 금리로 부채를 발행하는데 필요한 신인도(credibility)를 획득할 수 있다는 사실을 깨닫게 되었다. 채권시장이 점차 세계화되고 채권발행기관들도 가장 낮은 이자비용으로 자금을 조달할 수 있는 시장을 선택함에 따라 신용평가기관들도 국제화되었다. 현재에는 주요 신용평가기관들은 전 세계 대부분의 시장에서 발행되는 채권을 평가하고 있다. 또한 OECD국가 및 신흥공업국가 등 각국 정부 및 지방자치단체가 발행하는 채권을 통상적으로 평가하고 있다.

(5) 구조화자금조달

신용평가의 발전은 구조화자금조달(structured financing)과 연계되어 있다. 1980년대 초기에 미국에서 정부기관의 주도로 발행된 주택저당증권(mortgage backed securities : MBS) 등 부동산 저당권의 증권화가 대규모의 채권시장에서 주택저당증권이 빠르게 유통되도록 하는 계기가 되었다. 그 후 증권화는 소비자의 신용카드 매출채권을 담보로 하는 CARDS, 자동차 매출채권을 담보로 하는 CARS 등 새로

운 분야로 계속 확대되어 가고 있다. 이 경우 신용평가는 증권화에 따르는 채무불이행위험과 시장에서의 유통가능성을 사전에 파악하는데 큰 영향을 담당하고 있다.

(6) 정크본드시장의 발달

원래 정크본드(junk bonds)란 처음에는 투자적격 등급으로 발행되었으나 그 후 신용도가 하락한 채권을 말하며 유통시장의 규모 또한 아주 작았다. 그러나 1970년대 후반 및 1980년대 초기의 정크본드라고 포트폴리오로 평가할 경우에는 위험부담을 상회하는 높은 수익률로서 보상된다는 연구결과와 그 당시의 풍성한 자금사정 등이 어우러져 월가의 증권회사인 Dreyfus, Hambrecht & Lambert를 중심으로 원래부터 투기적 등급으로 발행되는 채권의 인수가 시작되었다. 특히 BB 혹은 Ba 등급의 상위정크(quality junk)와 그 아래의 하위정크(lesser junk)등급의 신용분석을 더욱 엄격하게 할 필요가 생겨 신용평가기관의 업무가 더욱 확대되었다.

(7) 신용평가기관간의 M&A

금융시장의 국제화를 배경으로 하여 신용평가의 중요성은 한층 높아지고 있다. 신용평가기관은 M&A로 몸집을 불리고 있는 것이 추세이며, 그 규모를 확대하지 않고서는 수요에 응할 수가 없다.

Fitch IBCA는 1997년 12월에 미국의 Fitch와 유럽 최대의 신용평가회사인 IBCA가 대등 합병한 회사이다. 합병으로 인하여 사원수는 약 440명, 대상회사는 약 6,500개로 S&P와 Moody's에 버금가는 유력한 신용평가회사로 부상하였다. Fitch는 미국에서 부동산 담보 증권 분야에서 강한 면모를 보이고 있었으며, IBCA는 유럽기업의 해외 금융기관의 신용평가에 정평이 있었다. 1987년에 최초 설립된 Duff & Phelps Credit Rating Co. (DCR)가 1991년 MCM의 신용평가부문을 매수하여 급상승하고 있다. Thomson Bank Watch는 74년에 키프뱅크워치 서비스로 설립되었고, 1989년 토론토에 본사를 둔 톰슨 코포레이션이 매수하여 지금의 사명으로 개칭하였다. 뱅크워치라는 사명에서고 알 수 있듯이 은행 전문의 신용평가회사라는 특징을 가진다. 신용평가의 대상이 되는 기업은 약 1,000개 이상이고 그 대부분이 은

행이다. 일본의 경우도 1985년에는 Moody's가 1987년에는 S&P가 각각 진출하였다. 특히 우리나라 신용평가기관들은 외환위기 이후 세계적인 신용평가기관들과 합작을 하거나 전략적 제휴를 추진하고 있다.⁷⁾ 한국신용평가사는 Moody's와 합작법인을 설립하였고, 한국신용정보사는 DCR과 한국기업평가사는 Fitch IBCA와 각각 전략적 업무제휴를 하고 있다.

(8) 향후 전망

과거 금융 산업은 국가경제에 미치는 광범위한 파급효과와 그 신인도의 중요성 때문에 어느 나라에서나 전통적으로 가장 규제가 심하고 보호가 많은 대표적인 산업이었다. 그러나 이와 같은 규제와 보호의 벽안에서 안주해 온 금융 산업은 경제가 세계적으로 통합화되면서 국제 업무가 확대되었고, 서로 국제금융시장에서 경쟁이 치열하게 되었다. 특히 컴퓨터와 통신기술을 크게 감소시키는데 기여하는 CHIPS(Clearing House Interbank Payment System), SWIFT(Societs for Worldwide Interbank Financial Telecommunications), 그리고 최근 세계의 선물시장들을 연결하기 위해 구축된 GLOBEX 등이 바로 컴퓨터와 통신기술혁신을 연결시킨 대표적인 전자통신망들이다. 미로써 범세계적인 전자통신 네트워크(Electronic Global Communications Network)에 의한 금융서비스망이 구축된 것이다. 이러한 결과로 국제금융자본간의 이동은 지속적으로 확대되어 왔다. 오늘날에는 실물경제와는 별개로 국제금융자산의 효율적 운용으로부터의 이익창출 자체가 국제금융의 목적이 되고 있으며, 금융의 방식도 증권의 발행과 포트폴리오투자라는 직접금융방식으로 전환되었다. WTO체제에서 국내 금융시장도 국제금융자본의 이동이 확대되고 있으며, 금융자산의 위험분산과 투자수익률 극대화를 추구하려는 노력과 함께 거래의 규모는 급격하게 늘어나고 있다. 이와 같은 경제시스템에서 한 나라의 금융시장은 국제금융자본으로부터 완벽하게 독립적일 수 없다. 국제금융자본이 세계경제를 지배하는 경제시스템에서는 많은 외화를 차입하는 것이 곧 국부를 늘리는 것으로 여겨지고 있으며, 이것은 곧 국제신용평가기관으로부터 좋은 신용평가등급을 얻는 것과 직결된다고 할 수 있다. 다시 말해서 국제신용평가기관으로부터 좋은 신

7) 매일경제신문 1998.12.12.

용등급을 받는다는 것은 곧 해당국가의 금융시장에 얼마나 많은 국제금융자본을 끌어들이 수 있는가 하는 문제와 직결된다. 더욱이 국제신용평가기관이 100년을 이어온 명성과 이를 대체할만한 어떠한 지표도 없기 때문에, 국제금융자본은 국제신용평가기관이 내리는 판단을 맹신하는 것이 일반적이며, 앞으로도 국제신용평가기관의 역할은 더욱 더 증대될 것이다. 월가에서 통용되는 ‘지구상에는 단 3개의 초강대국만이 남아 있다. 그것은 미국과 Moody’s 그리고 S&P이다’라는 말처럼 국제신용평가기관은 투자자들로부터 두터운 신뢰를 받고 있으며, 두 기관 가운데 최저한 회사의 신용평가를 받지 않으면 미국 혹은 유럽의 증권시장에서 자금을 조달하는 것은 사실상 불가능하며 앞으로도 그 역할은 계속 확대될 전망이다.

다. 국제신용평가기관의 현황

현재 국제신용평가기관은 크게 민간신용평가기관과 실제 자금 공급 또는 공적수출 신용공여기관 등으로 나누어 볼 수 있다.

민간신용평가기관은 우리가 흔히 알고 있는 대표적인 국가신용을 평가하는 기관으로 여기에는 국제적으로 공신력이 강한 대표적인 기관 Moody’s Investors Service, Standard & Poor’s, Fitch-IBCA(세계 30대 국제평가기관), Duff & Phelps Credit Rating, Thomson BankWatch(세계 5대 국제신용평가기관)가 있고 기타 민간 국제신용평가기관으로는 일본의 R&I(Japan Credit Rating and Investment Information : 日本信用評價投資情報)⁸⁾, JCR(Japan Credit Rating Agency : 株式會社 日本格付研究所)⁹⁾와 캐나다 CBRS와 DBRS, 프랑스 S&P ADEF 등 전 세계적으로 20개 이상의 신용평가전문기관이 있다.

다음으로 실제 자금 공급 또는 공적수출 신용평가기관으로는, 국제상업은행(자신의 자금 대출과 관련하여 신용평가 하는 기관으로 대표적인 국제상업은행으로 Morgan은행, 동경은행, Bank of America 등이 있다.)과 공적수출 신용공여기관(미국 및 일본 수출입은행 등 각국의 수출입은행으로 연불금융 등의 지원대상국 신용

8) 일본 신용평가 시장에서의 기반강화의 국제경쟁력 향상을 위해 JBRI(Japan Bond Reserch Institute : 일본공사채연구소)와 NIS(Nippon Investors Service)가 98. 4월 합병한 기관임.

9) 일본 보험회사, 신탁회사, 은행 등을 중심으로 1985년도에 설립되었으며, 일본신용평가연구소라고도 불리움.

도를 분석하기 위하여 국가신용도를 평가하며 한국수출입은행도 국별 여신한도 설정이나 지원부적격 국가 선정 등을 위해 국가신용도를 평가하고 있는 현실이다.)이 있다. 기타 이와 같은 기능을 수행하고 있는 기관으로는 세계적인 금융전문 잡지(Euromony, I.C,R(International Country Risk Guide))와 국제금융기구(세계은행, IMF, OECD 등)등도 한 예로 볼 수 있다.

(1) 미국·영국 신용평가기관

현재 전 세계 30여 국가에서 신용평가기관이 활동하고 있으나, 그 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 Moody's, S&P, Fitch IBCA, DCR 등 4개 기관이다. 1997년 말 영국계 신용평가기관으로 금융기관 신용평가를 전문으로 하던 LBCA와 합병하여 탄생한 Fitch IBCA를 제외하면 이들은 모두 미국계 신용평가기관이다. 신용평가업계에서 이들의 비중은 매우 크며, 특히 Moody's와 S&P 등 양대 신용평가기관의 영향력은 절대적이다. 이 4개 기관은 미국의 SEC와 일본의 대장성으로부터 공인신용평가기관으로 지정되었고, DCR을 제외한 3개 기관은 다시 프랑스의 재무성으로부터도 공인을 받았다.

(가) Moody's

① 연혁

1900년 투자은행인 스펜서트랜스크社에서 수석분석관으로 있던 통계학자 John Moody(1868-1958)가 「산업 및 기업 증권에 관한 매뉴얼(Moody's Manual of Industrial and Corporation Securities)」을 발간한 것이 토대가 되었다. 1909년 철도회사의 투자자들을 위한 미국 鐵道債(US Rail Road Securities) 평가를 최초로 시도한 것이 신용평가업무의 효시라 볼 수 있다. 이렇게 시작된 신용평가는 1914년 Moody's Investors Service설립과 1924년 미국회사채 시장(Bond Market)을 거의 100%장악, 1970년대 기업어음(CP), 은행예금(Bank Deposits)에 대해서도 평가대상으로 확대하는 확장의 길을 걷는다. 현재는 세계적인 신용정보기관인 D&B의 자회

사로 뉴욕에 본사를 두고 있다.

② 업무현황 및 특징

현재 세계 11개국 15개 office에 약 1,500명의 분석가가 활동하고 있으며, 전 세계 7만여 개 기업 및 금융기관, 70여 개국이 발행하는 6만 여종의 유가증권에 대한 신용평가와 국가신용도평가를 수행¹⁰⁾하고 있으며, 국제금융시장에서 발행되는 채권 물량의 약 70%로 규모 U\$13조 7천억의 물량을 평가하고 있으며, S&P사와 더불어 세계적으로 가장 영향력 있는 기관으로 인정되고 있는 현실이며, 우리나라를 포함 미국, 일본, 프랑스정부의 신용평가 공인기관으로 지정되고 있다.

(나) S&P(Standard & Poor's Corporation)

① 연혁

1861년 푸어스출판사(Poor's Publishing Co.)를 개업한 Henry Varnum Poor가 「미국의 철도 및 운하의 역사」를 발간한 것이 토대로 1916년 Standard 통계연구소(1906년 설립)에서 회사채에 대한 채무등급 및 국가등급 부여 업무를 시작한 것이 신용평가업무의 효시를 이뤘다. 1941년 푸어스출판사와 Standard 통계연구소의 합병으로 S&P가 설립되었으며, 1966년 세계적인 출판그룹인 McGraw-Hill사가 인수, 점차적으로 그 형태를 갖추게 된다. 1969년부터 기업어음(CP)에 대해서도 평가 업무를 실시함으로써 세계적인 신용평가회사의 역할을 수행하게 되었다.

② 업무현황 및 특징

전 세계 2천여 기업이 발행하는 각종 채권 및 어음과 지방정부를 포함한 8천여

10) 무디스의 평가대상 기업수를 니시니 고헤이가 쓴 「무디스(부제 : 저승사자인가 신의 손인가)」에는 약5천개로 제시하고 있으나 이 자료는 무디스의 인터넷 사이트상의 자료를 근거로 작성함.

개 정부 채권에 대한 신용평가와 세계 69개국의 국가신용도평가를 수행하고 있으며, 국제금융시장에서 발행되는 채권물량의 50%이상을 평가하고 있다. 채권물량으로는 Moody's의 70%에 뒤지는 게 사실이지만, 신용평가기관의 자체 신용도 면에선 Moody's보다 높은 평을 받고 있으며, 객관적이고 공정한 평가업무를 수행하기 위해 직접적으로 교역 및 투자에는 관여하지 않고 있다.

(다) Fich-IBCA

① 연혁

1912년 설립된 미국계 Fich社와 1978년 설립된 은행전문 신용평가기관인 영국계 IBCA社가 1997년 합병으로 설립한 신용평가기관이다. 합병이전의 기관특성을 살리기 위해 런던 및 뉴욕에 二重 본사(dual headquarter)를 두고 있다.

② 업무현황 및 특징

전 세계 750개 은행, 600개 제조업체, 1,300개 지방채, 100개 보험사들이 발행하는 각종 채권에 대한 신용평가와 세계 65개국의 국가신용도평가를 수행하고 있고 있으며, 합병주체인 IBCA의 영향으로 유럽금융시장에서 발행되는 채권물량의 약 40%를 신용평가하며 있는 현실이다. 이 신용평가기관은 은행신용평가와 금융상품인 자산담보부채권(ABS : Asset-Backed Securities)평가에 아주 탁월한 능력을 가지고 있다.

(라) DCR(Duff & Phelps Credit Rating Co.)

① 연혁

미국의 대공황기인 1932년 Duff & Phelps Corp. 사업부로 출발하여 1991년 McCarthy, Crisanti & Maffei 흡수합병으로 신용평가를 시행하고 있다.

② 업무현황 및 특징

시카고, 뉴욕, 런던, 홍콩에 사무소와 해외 자회사를 두고 있으며, 세계 18개 신용평가기관과 업무제휴하고 있으며, 우리나라와는 한국신용정보와 98년 2월부터 업무제휴를 하고 있는 현실이다. 주로 중남미에서 가장 활발한 활동을 하고 있으며 공익기관 평가에 아주 탁월한 능력을 보이고 있다.

(2) 일본

일본의 경우 1980년대 초에 공사채유통시장의 확대, 국내외 자본교류의 활발화, 사채의 무담보화, 채권종류의 다양화를 배경으로 미국형의 신용평가제도를 도입해야 할 필요성이 대두되었다. 이에 따라 JCRA(Japan Credit Rating Agency, LTD), NIS(Nippon Investors Service, Inc.), JBRI(Japan Bond Research Institute)의 3개 기관이 설립되었다. 1998년 JBRI와 NIS는 합병하여 일본신용평가투자정보사(Japan Rating and Investment Information, Inc : R&I)가 되었다.

(3) 기타 국가

캐나다는 미국의 영향을 받아 신용평가제도의 정착이 용이하게 이루어졌다. 주요 신용평가기관은 CBRS(Canadian Bond Rating Service)와 1976년에 설립된 DBRS(Dominion Bond Rating Service)사가 있으며, 각각 500여 개 사가 넘는 기업을 신용평가하고 있고, 북아메리카에 진입하는 국제기업과 다국적 기업 및 그 자회사들을 신용평가하고 있다. 한편, CBRS사는 장기신용등급을 8등급으로, 단기신용등급은 5등급으로 구분하며, DBRS사는 장기신용등급을 10등급으로, 단기신용등급은 3등급으로 구분하고 있다. 한국의 경우 1985년 한국신용평가(주) 등 3개사가 설립되었고, 멕시코에서는 1989년 Calificadora de Valores가 설립되었고, 태국에서는 1993년 S&P의 제휴한 Thai Rating and Information Co. Ltd가 금융기관, 증권거래소, 아시아개발은행의 공동출자로 설립되었다.

<표-5> 4대 평가기관 현황

구분	Moody's	S&P	Fitch IBCA	DCR
본사소재지	뉴욕	뉴욕	뉴욕/런던	시카고
설립연도	1900년	1860년	1913년	1932년
설립자	John Moody	Henry Poor	J. Fitch	William Duff, John Phelps
신용평가연도	1909년	1916년	1924년	1980년
SEC의 공인평가기관 지정연도	1975년	1975년	1975년	1982년
직원 수 (분석전문요원수)	674명(425명)	700명(550명)	435명(300명)	(180명+)
소유주	DUN&Brasstreet t Co. 100% 소유	McGraw-Hill Inc. 100% 소유	개인주주소유	개인주주 소유
평가업종 (특징)	전 업종	전 업종	전 업종 (ABS평가탁월)	전 업종 (공익기관 평가탁월)
모기업	D&B(미국)	McGraw-Hill (미국)	Fimalac (프랑스)	Duff&Phelps Corp(미국)
주요지점 공인기관	미국SEC 영국SFA 일본 대장성 프랑스재무부	미국SEC 영국SFA 일본 대장성 프랑스재무부	미국SEC 영국SFA 일본 대장성 프랑스재무부	미국SEC 영국SFA 일본 대장성 프랑스재무부
Homepage주소	www.moody's.com	www.ratings.com	www.fitchibca.com	www.dcrco.com

<표-6> 한국의 주요 신용평가기관의 비교

구분	한국신용평가(주)	한국신용정보(주)	한국기업평가(주)
설립일	1985. 2. 26	1986. 9. 12	1983. 12. 29
주주구성	단자, 종금, 투신, 증권, 생보, 매일경제, 한국경제 등 70개 기관	시중, 지방은행 29개 및 은행연합회, 신용보증기금 등 31개 기관	증권·보험사, 법인 등 27개 기관 및 산업은행(9.9%), 산업증권(2.2%)
평가대상	회사채 및 기업어음	회사채 및 기업어음	회사채 및 기업어음
업무제휴 및 합작	Mood`s(10%의 지분소유)와 합작	DCR사와 전략적 제휴	KPMG-Peat Marwick사, Fitch IBCA사와 업무협약
기타	·[상장기업분석]출판 ·신용카드거래 및 조회 ·정보서비스 (KIS-LINE)	·개별기관모델 개발 ·신용조회(NICE-TIPS) ·금융서비스(CD/ATM)	·컨설팅 및 채권추심 ·신용정보서비스 (FINDS-NET)
홈페이지 주소	http://www.kisrating.com	http://www.nice.co.kr	http://www.kmcc.com

자료 : 「주간매경」, 1998. 1. 21; 한국경제신문, 1999. 6. 8; 각 웹사이트에서 참조

2. 국가신용도 평가방법

가. 컨트리 리포트(Country Report) 방식

이 방식은 각 평가항목별 종합적, 포괄적 분석을 통하여 평가대상국의 정치·경제·사회 전반에 걸쳐 서술 식으로 작성하는 것으로 국가 간 상호 비교분석에는 취약한 편이 있지만 해외투자 진출이나 대규모 플랜트수출 등 신 시장 개척을 위한 국별 평가에서 당해 국에 대한 구조적인 분석을 다양하게 제공할 수 있는 장점

이 있다.

나. 체크리스트(Check List) 방식

이 방식은 선택된 평가항목별 분포 범위당 배점 표를 미리 설정한 후 당해국의 제반 통계지표나 상황을 대입하여 종합점수를 구하는 것인데 최근 들어 많이 사용되고 있는 방식이다. 이것은 개별국가의 신용도 혹은 위험도가 객관화된 점수로 표현되는 이점이 있으며, 동일 기준척도로 평가하므로 국별 비교가 용이하고 컨트리 리포트 방식에 비하여 단시간 내에 많은 국가를 평가할 수 있는 장점이 있다. 반면 개별국가의 상이한 특성을 감안하기에는 부족하다는 점과 定量化할 수 없는 정치·사회적 상황 등과 같은 定性評價 항목들에 비해서는 조사담당자의 주관이 사용할 수 있는 단점이 있다.

다. 통계학적 방식

계량화가 가능한 각종 경제지표를 중심으로 향후 예상치를 추정하여 당해국의 신용도 및 위험도를 평가하는 방식인데, 평가대상국의 과거 채무불이행 사례나 경제위기 경험 등을 분석하여 당시의 제반 경제상황과 상관관계를 규명한 후 이를 통계학적 방법으로 추정한 당해국의 각종 전망치와 비교하여 당해국의 외채상화 관련 위험도를 산출해 내는 방식을 객관화된 각종 지표를 통해 이론상 장기 예측이 가능하나 통계 자체의 신빙성, 통계지표 입수의 시의성 등에 문제가 있을 수 있는 단점이 있다.

3. 국가신용평가기관의 신용기준(Moody's와 S&P 중심으로)

국가신용등급의 결정은 그 나라가 어떤 종류의 위험요인을 안고 있는가에 대한 분석에서 출발한다. 다만 국가신용등급의 목적상 그러한 위험요인들이 정부가 발행한 채무의 상환가능성에 비추어 어떤 의미가 있는지에 중점을 둔 평가를 한다.

가. Moody's의 신용도 분석 기본원칙¹¹⁾

무디스는 세부적인 평가기준과 방법에 대해 공개적으로 밝히지 않고 있으나, 신용평가가 미래 지향적이기 때문에 주관적인 요소가 매우 강한 것으로 알려지고 있다. 더욱이 장기신용등급 분석은 산업, 발행자, 국가별로 특성이 다르기 때문에 정형화된 평가방법을 사용 시 잘못된 평가를 할 수 있어 특별한 정형화된 방식을 사용하지 않는다. 따라서 복합적(multidisciplinary)이고 보편적인(universal)위험분석 접근방법을 사용하고 있다. 세부적인 평가요소를 제시하지 않는 대신에 합리적인 평가절차를 위해 다음과 같은 「신용도 분석 기본원칙」을 제시하고 있다.

(1) 질적 요소에 초점(Emphasis on the Qualitative)

양적요소에 대한 평가뿐만 아니라 질적 요소에 대한 평가도 중시하는 측면으로 신용등급은 단순히 재무비율 또는 컴퓨터 모델에 의해 결정되지 않는 것을 의미한다. 경험이 풍부한 연구원들에 의해 각각의 채권에 대한 심층적인 분석의 결과에 의해 공정하게 결정되어야 한다는 원칙이다.

(2) 장기적인 위험도 평가(Focus on the Long-Term)

경영전략의 변화, 경기의 순환변동 등 장기적인 채무상환 능력이 분석의 주요대상으로 단순히 수요공급의 변동요인 또는 직전 분기의 수익과 변화가 있다고 등급이 급격히 변동하지 않음을 기준으로 한다.

(3) 평가의 전 세계적 일관성(Global Consistency)

기업의 신용등급은 해당 국가의 국가신용도의 제한을 받으며, 각각의 등급은 전 세계적으로 일관성을 유지 및 비교가 가능해야 한다는 것을 기준으로 한다.

11) 보증월보(1998 12 참조)

(4) 현금흐름의 수준과 예측가능성(Level & Predictability of Cash Flow)

분석과정에서 지속적으로 초점이 맞춰지는 부분은 현금흐름으로 기업이 부채상환에 필요한 자금을 미래에 동원할 수 있는 능력과 미래의 불확실성에 대한 기업의 대처 능력이 중요한 평가 요인으로 작용한다는 기준이다.

(5) 불리한 시나리오 작성(Reasonably Adverse Scenarios)

평가의 최종단계에서 기업에 대한 다양한 시나리오 작성을 하며 평가 대상기업이 취한상황보다 불리한 상황을 가정한 뒤 기업의 부채상환능력 및 의지를 보는 것이 목적이다. 내부의 경제예측자료 하나만으로 시나리오들을 구성하지 않으며 평가대상업체가 처할 수 있는 여러 가지 상황들을 가정하는 것을 기준으로 한다.

(6) 지역회계기준에 대한 검토(Seeing Through Local Accounting Practices)

국제적으로 다양한 회계기준에 따라 평가대산에 대한 분석을 행한다. 특정 회계기준에 구속받지 않으며, 자산분석에 있어서 단순히 대차대조표상의 명시된 내용만 보는 것이 아니라 평가대상기업의 상대적 자금동원에 초점을 두는 기준이다.

(7) 산업분야별 분석(Sector-Specific Analysis)

동일한 위험요소라 하더라도 모든 산업들에 일정하게 적용하지 않으며, 산업별 특성에 따라 각각 다른 가중치를 부여하는 기준이다.

나. S&P의 평가요소

S&P의 경우 국가신용등급 결정요인에 있어 정치적 위험, 소득구조 및 경제구조, 경제성장 전망, 재정유연성, 공공부채 부담, 물가안정 정도, 구거채수지 구조 및 대외채무 부담 등 8개의 요인을 고려하고 있다.¹²⁾ 정부의 국내채무에 대한 상환능력

에 대한 평가는 경제적·정치적 위험 및 재정요소와 물가 등의 변수가 주로 고려되며 대외채무 상환능력과 의지에 대한 평가에는 국제수지와 외채 등의 요소가 추가된다. 각 요소들이 신용등급에 미치는 영향에 대해 살펴보자.

(1) 정치적 요소

정치체제가 안정되어 있고 민주적인 나라일수록 경제정책의 결정과정이 투명하고 경제정책의 변화 방향을 보다 잘 예측할 수 있으며, 정책상의 오류를 조기에 시정할 수 있다고 볼 수 있기 때문에 신용등급에 긍정적인 요소로 작용한다.

(2) 소득 및 경제구조

소득수준이 높고 소득 혹은 富의 분배가 균등한 나라일수록 과세기반이 넓고, 예기치 못한 정치·경제적 충격에 대한 내성이 강하다고 볼 수 있으므로 그만큼 정부의 채무이행능력이 높아진다고 보고 있다.

(3) 경제성장 전망(Economic Growth Prospects)

저축과 투자의 크기 및 구성, 경제성장률과 성장 패턴 등을 고려하고 있다.

(4) 재정의 유연성(Fiscal Flexibility)

국가신용등급 결정에 중요한 영향을 미치고 있다. 즉 정부 재정수지와 세입, 세출 조절의 유연성 등이 국가신용등급에 영향을 미치는 요소로 분석된다.

(5) 공공부채 부담(Public Debt Burden)

정부의 채무부담이 크면 클수록 채무이행능력이 떨어지고 정치·경제적인 위기

12) 정원현, 김형준 “우리나라 국가신용등급 현황과 상향 과제”

상황이 발생했을 때 재정지출을 행할 수 있는 유연성이 저하되기 때문에 국가신용 등급에 영향을 미칠 수 있다.

특히 정부부채 부담에서는 중앙정부, 지방정부, 공기업, 연기금까지 모두 포괄된다.

(6) 물가안정

물가상승률을 국내통화표시 정부채무의 이행능력을 평가하는 가장 중요한 요소로 생각하고 있다.

경험적으로 국내 정부채무는 인플레이션이 심한 시기에 부도가 나는 경우가 있었다. 이외에도 국제수지 구조, 대외채무 부담, 구제유동성 보유 상황 등의 요소가 추가될 수 있다.

<표-7> S&P의 국가신용등급 평가항목과 내용

평가항목	주요경제지표	내 용
정치적 요소	정상적 지표	·정부형태, 정권의 정통성, 대중의 정치 참여도 ·정치적 안정, 국가안보 ·경제정책 목표에 대한 국민의 합의 정도 ·무역과 금융의 국제화 수준
소득 및 경제구조	1인당 GDP	·소득 및 생활수준, 소득과 분배의 공평성 ·시장경제화 정도 ·부존자원 및 다양성
경제성장 전망	경제성장률	·저축과 투자의 규모와 구성 ·경제성장률 추이와 전망
재정정책의 유연성	GDP대비 재정수지	·재정수지 ·과세능력 ·재정지출 압력
공공부채	GDP대비 정부부채	·정부의 금융자산 ·정부부채와 이자율 부담 ·공공부채의 구성과 성격
물가안정성	물가성장률	·인플레이션 추이 ·통화 및 신용증가율 ·환율정책 ·중앙은행의 독립성
국제수지 및 외채상황	GDP대비 경상수지	·재정·금융정책의 국제수지에의 영향 ·경상수지 및 외환유입의 구성내역 ·외채규모와 구성 ·과거 외채상환 실적 ·외환보유고 및 대외자산의 규모와 구성내역
대외채무 부담 및 유동성	수출액 대비 총외채 수준	·공공외채 크기 및 통화구성 ·민간채무의 정부채무화 가능성 ·만기구성과 원리금상환 부담 ·외환보유고 수준 ·과거 채무불이행 경험 유무

주) S&P Criteria 2002

<표-8> 국가신용등급 결정에 영향을 미치는 지표들(Moody's)

<p>경제구조 및 성과 관련 지표(Economic structure and Performance Indicators)</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 명목GDP 2. 인구 3. 인당 GDP(경상 환율기준, 달러) 4. 인당 GDP(구매력 기준, 달러) 5. 명목 GDP(증가율, 해당 지역 통화기준) 6. 실질 GDP(증가율) 7. 인플레이션율(소비자 물가지수) 8. 실업률(%) 9. GDP대비 국내총저축(%) 10. GDP대비 국내 총 저축(%) 11. 명목수출액(증가율, 달러기준) 12. 명목수입액(증가율, 달러기준) 13. 실질 수출액(증가율) 14. 실질수입액(증가율) 15. GDP대비 순수출 cf. 순수출=수출-수입 16. 개방도⇒GDP대비 수출액+수입액
<p>재정 관련지표(Fiscal Indicators)</p> <ol style="list-style-type: none"> 17. GDP대비 정부일반수입(%) 18. GDP대비 정부일반지출(%) 19. GDP대비 정부일반수입-정부일반지출(%) 20. GDP대비 기초 잔고(%) 21. GDP 대비 정부일반부채(%) 22. 정부일반수입 대비 정부일반부채(%)
<p>대의채무관련 지표(External Payment And Debt Indicators)</p> <ol style="list-style-type: none"> 23. 실질실효환율(%변화) 24. 단위노동비용(%변화) 25. 경상수지(달러) 26. GDP대비 경상수지(%) 27. 외화부채(달러) 28. GDP대비 외화부채(%) 29. 경상계정수입 대비 외화부채(%) 30. GDP대비 해외순투자(%) 31. GDP대비 순국채투자 포지션(%) 32. 공식 외환보유고(달러)
<p>통화 및 유동성 관련지표(Monetary, Vulnerability and Liquidity Indicators)</p> <ol style="list-style-type: none"> 33. 단기금리(%) 34. 국내신용(%변화) 35. GDP대비 국내신용 36. 공식 외환보유고 대비 M2 37. 해외채무비율⇒경상계정수입 대비 이자+ 당해년도 상환원금 38. 해외민감도지수⇒외환보유고대비 단기외채+ 만기도래장기외채 39. 우동성지수⇒BIS은행보유 총자산대비 BIS은행 단기채무

4. 국가신용등급의 한계

가. 근본적 한계

국가신용등급평가의 경우 개별 기업이나 금융기관과는 비교할 수 없을 정도로 그 평가의 역사가 짧다. 개별기업이나 금융기관은 벌써 1800년대부터 신용평가가 시작되었으나, 국가신용평가는 개발도상국가들이 국제금융시장에 적극적으로 진출하여 양키본드와 같은 국제채권을 본격적으로 발행하면서 활성화되기 시작하였으며, 신용등급을 결정하는 요인으로 정량적 요인뿐만 아니라 정성적 요인¹³⁾을 수치화하는 신용평가기관의 주관이 결정적으로 작용하는 데 이를 다루는 노하우의 불충분하며, 개발도상국가나 아시아 지역의 국가의 자료가 투명성이 낮아 시장에서 정확한 평가를 내리기 힘들며, 신용등급의 하락이 발표되면 해당 국가의 정부와 기업들은 매우 심각한 모욕으로 간주 신용평가기관들의 활동을 압박이나 교란시켜 정확한 신용평가가 불가능하게 하는 한계를 갖는다.

나. 조기경보기능 및 미래예측가능의 부실

국가신용평가기관들은 국제금융환경 변경에 둔감(해당국가의 단기외채의 중요성 간과, 해당국가의 금융시스템의 부실을 과소평가)하며, 해당국가의 적정 외환보유고를 제대로 파악하지 못함(민간외채의 중요성에 대한 인식 부족, 적정 외환보유고 수준 판단의 실패)의 문제점을 안고 있다.

다. 객관성 결여

Moody's와 S&P의 경우 수입의 70~80%정도가 채권발행기관이 지불하는 평가수수료이며 나머지는 기관투자자들에게 제공하는 정보에 대한 정보 제공료이다. 대

13) 정치적 변수나 정책변수와 같이 계량화하기 힘든 요인이 이에 해당

부분의 신용평가기관들의 수입이 신용평가를 해주고 받는 수수료에서 나오기 때문에 자신들의 고객을 나쁘게 평가해주기 어렵게 되어 있다는 의미에서 상업주의의 매커니즘에 빠지기 쉽다.¹⁴⁾ 또한, 거품경제의 지속과 중단 여부를 어떻게 예측하느냐에 따라 국가신용등급은 변경될 수 있는데 아시아 국가의 경우 특히 거품이 생기기 쉬운 주식이나 토지와 같은 잠재적 이익을 평가하는데 어려움이 있으며, Moody's, S&P, Fitch IBCA의 3사로부터 국가신용등급을 받은 52개국 중 1/5 이상이 2단계(notch)이상 차이가 나는 것으로 나타나고 편차(split rating)를 보여 객관성 부분에서 한계점을 보인다.

5. 국가신용등급 등급체계와 표시방법

국가신용등급도 개별 기업이나 금융기관과 동일한 등급체계를 사용하고 있는데 각 신용평가기관별 등급기호가 다소 상이하기는 하지만 등급순서와 등급이 내포하는 의미는 거의 동일한 수준이다.

가. 장기 신용등급(*long-term debt rating*)

Moody's는 장기 신용등급을 Aaa ~ D까지 10개 등급으로 구분하고 있으며, S&P사는 AAA ~ D까지 10개 등급을 구분하고 있다. Fitch Ratings사의 경우 S&P사와 동일한 등급기호를 사용하고 있으나, AAA ~ D까지 12개 등급으로 구분하고 있다.(D등급을 DDD, DD, D로 세분) 일반적으로 Moody's의 Aaa ~ Baa3 등급과 S&P사와 Fitch Ratings사의 AAA ~ BBB-까지를 투자등급(*investment grade*)로 구분하며, 무디스사의 Ba1이하와 S&P사와 Fitch Ratings사의 BB+이하의 등급을 투기적 등급(*speculative grade*)으로 분류하는 점은 일반 회사채의 신용등급과 동일하다.¹⁵⁾ 또한 국제신용평가기준은 개별 정부의 신용등급과는 별도로 그 나라 정치·경제환경변화를 감안하여 그 나라의 장기 신용등급이 중장기적으로 어느

14) Moody's의 경우 1998년 3월 기업들에게 신용평가를 받도록 부당하게 압력을 행사한 혐의로 미 법무부 반독점국의 조사를 받음

15) 김필규 “국가신용등급의 현황과 과제”

방향으로 변화할 가능성이 있는지를 신용등급 전망을 통해 제공하고 있다. 또한 국제신용평가기관은 등급전망과는 별도로 "rating watch"라는 비등급신호를 사용하여 개개의 국가신용등급에 중대한 영향을 미칠 만한 사건이 발생했을 때 신용등급이 어떤 방향으로 변화할 수 있는지를 사전에 예고해주고 있는데 이것 역시 회사채 신용등급과 동일한 접근방법이다. 한편 "rating outlook"이 장기신용등급에 한하여 부여되는데 반하여 "rating watch"는 장·단기 신용등급에 모두 사용되고 있다.

나. 단기 신용등급(*Short-term Debt Rating*)

단기 채무에 대한 신용등급은 그 나라 정부의 단기 채무이행능력, 즉 유동성 부족의 존재유무와 그 크기에 중점을 둔 등급으로 장기 신용등급보다는 보다 포괄적으로 분류된다. Moody's는 정부의 대내외 단기 신용등급을 Prime-1, Prime-2, Prime-3, Not Primedml 4단계로 구분하며, S&P사는 A-1+, A-1, A-2, A-3, B, C, D 등급으로 구분하고, Fitch Ratings 사의 경우는 F-1+, F-1, F-2, F3, B, C, D로 구분하고 있다. S&P와 Fitch Ratings사의 경우 B이하 등급의 경우 투기등급이 되며, Moody's사는 Not Prime이 투기등급으로 표시하고 있다.¹⁶⁾

16) 김필규 “국가신용등급의 현황과 과제”

<표-9> 주요 평가사의 국가신용등급(장기)체계

S&P	Moody's	Fitch	등급의미
AAA	Aaa	AAA	Highest credit quality. 'AAA'ratings denote the lowest expectation of credit risk. they are assigned only in case of exceptionally strong capacity for timely payment of financial commitments. This capacity is highly unlikely to be adversely affected by foreseeable.
AA	Aa	AA	Very high credit. 'AA'rating denote a very low expectation of credit risk. They indicate very strong capacity for timely payment of financial commitments. This capacity is not significantly vulnerable to foreseeable events.
A	A	A	High credit quality 'A'ratings denote a low expectation of credit risk. The capacity for timely payment of financial commitments is considered strong. This capacity may nevertheless, be more vulnerable to changes in circumstances or in economic conditions than is the case for higher ratings.
BBB	Baa	BBB	Good credit quality. 'BBB'ratings indicate that there is currently a low expectation of credit risk. The capacity for timely payment of financial commitments is considered adequate, but adverse changes in circumstances or in economic conditions than is the case for higher rating.
BB	Ba	BB	Speculative. 'BB'ratings indicate that there is a possibility of credit risk developing, particularly as the result of a possibility of credit risk developing, particularly as the result adverse economic change over time; however, business or financial alternatives may be available to allow financial commitments to be met. Securities rated in this category are not investment grade.
B	B	B	Highly speculative, 'B'ratings indicate that significant credit risk is present, but a limited margin of safety remains. Financial commitments are currently being met. however, capacity for continued payment is contingent upon a sustained, favourable business and economic environment
CCC CC C	Caa ca C	CCC CC C	High default risk. Default is a real possibility capacity for meeting financial commitments is solely reliant upon sustained favourable business or economic developments. A 'CC'rating indicates that default of some kind appears probable. 'C'ratings signal imminent default.
SD,D	D	DDD DDD DD	Default The ratings of obligations in this category are based on their prospects for achieving partial or full recovery in a reorganization or liquidation of the obligor. while expected recovery values are highly speculative and cannot be estimated with any precision, the following serve as general guidelines. 'DDD'obligations have the highest potential for recovery, around 90%-100% of outstanding amounts and accrued interest. 'DD'indicateds potential recoveries in the range of 50%-90% and 'D'the lowest recovery potential, I.e, below 50%

주) 1. 등급의미는 평가시간 표현방식이 다소 상이하나, 거의 동일한 의미로서 Fitch Rating사 기준으로 정리.

2. Fitch Rating, S&P의 경우 신용등급 내 상대적 순위 구분을 위해 AA~CCC까지 +, - 기호를 사용하며, Moody's 역시 Aa~Caa까지 1, 2, 3기호를 부여하고 있음.

<표-10> 단기 신용등급 표기방법

S&P	Moody's	Fitch	등급
A-1+	Prime-1	F-1+	Highest credit quality. Indicates the strongest capacity for timely payment of financial commitments; may have an added "+" to denote any exceptionally strong credit feature
A1		F1	
A2	Prime-2	F2	Good credit quality, A satisfactory capacity for timely payment of financial commitments, but the margin of safety is not as great as in the case of the higher rating. could result
A3	Prime-3	F3	Fair credit quality. The capacity for timely payment of financial commments is adequate; however, near-term adverse changes in a reduction to non-investment grade.
B	NOT Prime	B	Speculative. Minimal capacity for timely payment of financial commitments, plus vulnerability to near-term adverse changes in financial and economic conditions..
C		C	High default risk Default is real possibility. Capacity for meeting financial commitments is solely reliant upon a sustained, favourable business and economic environment.
SD,D		D	Default. Denotes actual or imminent payment default.

주) 등급의미는 평가시간 표현방식이 다소 상이하나, 거의 동일한 의미로서 Fitch Rating사 기준으로 정리.

<표-11> S&P의 신용등급 전망

종 류	의 미
긍정적(Positive)	신용등급이 올라갈 수 있음
안정적(Stable)	신용등급이 변화하지 않을 가능성이 큼
부정적(Negative)	신용등급이 내려갈 수 있음
유동적(Developing)	신용등급이 올라가거나 내려갈 수 있음
NM(Not Meaningful)	신용등급이 무의미함

주) 신용등급 전망에 따라 반드시 신용등급이 재조정되지 않을 수는 있다.

자료 : Standard and Poor's

제 4 장 우리나라의 해외차입방법

제1절 해외차입의 의의

자본주의가 미발달한 국가에 있어서는 자본이 부족하고 이윤·이자율이 높다. 여기에 자본이 국제적으로 이동하는 원인이 있다. 이 국제적 자본이동을 자본이 유출한 국가측에서 보면 해외투자가 되고, 유입한 국가 측에서 보면 외국자본의 도입 즉 외자도입(importtion of foreign capital)이 된다. 이것에는 공공차관(정부차관 혹은 재정차관), 상업차관(민간차관), 그리고 외국인 투자가 있으며 투자의 형태에 따라 기술투자, 주식투자, 그리고 대부투자등이 있다.¹⁷⁾

제2절 해외차입방법

국내기업이나 금융기관이 해외차입의 차입방법은 크게 구분해 나타내 보면 다음과 같다

1. 공공차관

공공차관은 우리 기업이 외국정부나 경제협력기구로부터 도입하는 차관과 우리 정부가 외국정부, 경제협력기구 및 외국법인으로부터 도입하는 차관을 말한다. 정부가 借主가 되는 경우를 재정차관이라 하고, 사업주체가 차주가 되는 경우를 보증차관이라고 한다. 차관자금은 상환기간이 장기이고, 금리가 낮은 편이어서 제2차 세계대전 이후 개발도상국의 성장을 위한 필요자본을 충당시켜주는 유력한 방법 중 하나였다. 공공차관은 장기(10년 초과)외자조달수단으로 적당하고 평균금리 적용으로 금리변동이 작으나 환율변동조정계수에 따라 원금이 가변적이고 도입절차

17) 김해천, 무역대사전(고려대학교 무역연구소, 1972), p368

상 장기간(2-3년 정도)이 소요되는 한편, 한정된 재원으로 대상사업이 제한되어 있다. 우리나라의 차관도입은 1959년 동양시멘트가 개발차관기금(Development Loan Fund: 현재의 미국국제개발처, USAID)으로부터 도입한 공공차관을 효시로 하고 있다. 우리나라는 차관의 대부분을 세계은행(International Bank for Reconstruction and Development ; IBRD), 아시아개발은행(Asian Development Bank ; ADB)등 국제경제협력기구와 미국 및 일본으로부터 도입해 왔다. 공공차관은 우리 기업이 해외차입을 시작한 초기에 주로 이루어졌고 그 후 점차 감소하였으나 외환위기를 겪고 있는 97년부터 다시 중요한 의미를 가지게 되었다. 우리 정부가 세계은행(IBRD)으로부터 도입하는 차관은 바로 공공차관이고, 국제통화기금(IMF)의 구제금융은 차입의 형태가 아니라 매입하는 형태를 취하므로 이는 공공차관이 아니다.¹⁸⁾ 세계은행(IBRD), 아시아개발은행(ADB)등 국제경제협력기구의 저리차관 수혜대상에서 제외되는 것을 공공차관졸업이라 하는데 우리나라는 1988년 ADB차관에서 졸업했고, 1995년에는 IBRD차관을 졸업했었으나, 1997년 말 외환위기에 따른 국제통화기금(International Monetary Fund ;IMF)의 자금지원 이후 차관도입을 재개하였다. 우리나라는 2001년8월23일 IMF 차입금 중 최종잔액 1억4천만 달러를 상환함으로써 외환위기 이후 IMF로부터 도입한 총195억 달러를 당초계획(2004.5월까지 상환)보다 3년 앞당겨 전액 상환 완료한 상태이다.

2. 상업차관

상업차관은 금융기관을 제외한 우리 법인이 외국인(외국정부나 경제협력기구 제외)으로부터 도입한 차관 중 금액이 미화 100만 불 이상이고 상환기간이 3년을 초과하는 차관을 말한다.¹⁹⁾

상업차관의 목적물은 현금일 수도 있고, 자본채 또는 원자재일 수도 있으며, 대부분 국제차관단대출(Syndicated loan; 신디케이트대출)방식으로 이루어진다. 국제차관단대출은 다수의 차주금융기관이 차관단(Syndication)을 구성하여 공동의 조건

18) 이에 관하여는 고준성, “IMF 자금지원조건에 관한 법 및 정책의 고찰(상)(중)(하)”, “통상법률”(입법부, 1998.2.4.) 참조

19) 외자도입법 제2조 제11호

으로 일정금액을 대출하는 일종의 group lending 또는 joint lending으로 대규모 차입이 가능하고, 통상 3-10년 정도의 중장기 대출이 이루어지며, 국제적으로 신용도가 높은 기업들이 차주가 되므로 무담보 신용대출로 이루어지는 경우가 많아서 국내금리보다 5~6% 정도 저렴한 자금조달도 가능하다. 신디케이트대출금리는 일반적으로 기준금리인 Libor에 일정 스프레드를 가산한 금리를 적용하거나, 미국의 프라임레이트(prime rate)에 일정 스프레드를 가산하는 경우가 있다. 또한, 신디케이트대출금액의 일정분에는 Libor+스프레드를, 잔여분에 대해서는 프라임레이트+스프레드를 각각 적용하는 경우도 있다. 신디케이트 대출 금리에 가산되는 스프레드는 대출은행과 차입자가 협의하여 결정하는데, 스프레드의 결정방법에는 전대출기간 동안 일정 스프레드를 가산하는 방법과 전대출기간내에서 일정 기간마다 적용 스프레드를 달리 하는 두 가지 방법이 있다. 일정 기간별로 스프레드가 조정되는 경우를 보면, 15년 만기 신디케이트대출의 경우 첫 5년간은 Libor에 3/8%의 스프레드를 가산하며, 다음 5년간은 1/2%의 스프레드를, 그리고 마지막 5년간은 5~8%의 스프레드를 각각 가산하는 식의 방법이다. 스프레드의 크기는 시장의 자금수급사정(차입자시장 또는 대출자시장), 금리수준 및 금리의 불안정성, 만기의 장단, 위험도, 대출규모 등에 영향을 받게 된다. 상업차관은 1980년대 초까지 우리나라 해외차입의 주종을 이루던 차입방식이었으나 1986년에서 1989년 기간 중 우리나라의 景狀收支가 흑자로 전환됨에 따라, 1987년 1월부터 1995년까지는 포항제철과 한국전력 등 공기업의 상업차관도입만을 허용하였다. 기업의 국제경쟁력 제고를 위해 1995년부터는 외채조기상환용과 시설재 도입용에 대한 상업차관도입이 허용되었으며, 이후 상업차관의 대상, 용도, 한도, 용자비율, 차입조건 등에 대한 제한이 점차 완화되었다. 1998년 9월 “외국인투자 및 외자도입에 관한 법률”이 폐지되면서 현재 상업차관도입은 “외국환거래법”상의 준수사항이외에는 자유화되었다고 할 수 있다.

3. 국제리스금융

국제리스금융은 국적선 확보 및 선박량 등 증대차원에서 국적취득조건부 나용선(BBCHP : Bare Boat Charter with Hire Purchase)방식으로 선박구매대금을 조달

하는 선박리스금융과 1990년 이후 국내에 도입된 국제리스금융방식(Cross-border Lease)에 의거 일본 및 미국의 레버리지 리스(Leveraged Lease)의 이점을 활용하는 항공기 리스로 대별할 수 있다. 국제리스금융은 제3국에 Paper Company인 SPV(Special Purpose Vehicle)를 설립하고, SPV가 차주겸 임대인의 역할을 수행한다는 점, 만기가 장기(12~16년)이므로 금리 및 수수료 수준이 상대적으로 높다는 점, 원금상환 방식에 있어 원금과 이자를 합한 원리금이 매년 균등분할상환(Annuity Basis)되며, 선박의 경우는 건조기간 중 이자는 원금에 가산된다는 점이 그 특징이다.

4. 해외증권 발행

해외증권은 지방자치단체, 정부투자기관, 정부나 지방자치단체의 공공사업을 수행하는 공공법인 또는 일정요건을 갖춘 민간기업이 자본재 도입, 해외투자 및 사업용 자금, 3년 이상의 연불조건으로 수출할 완성자본재의 생산을 위한 부품도입자금, 최신 기술도입비 및 기술영역비, 국내공사비, 국산기계구입용 등의 자금을 조달할 목적으로 발행해 왔다. 우리나라에서 발행되고 있는 해외증권을 형태별로 구분해 보면 보통채, 전환사채, 신주인수권부사채, 주식예탁증서 등이다. 국제금융시장에서 발행되는 국제채(international bond)는 발행통화나 발행지역, 발행자의 거주성 등에 따라 유로채(euro bond)²⁰⁾와 외국채(foreign bond)²¹⁾, 글로벌채권(global bond)²²⁾로 구분된다. 국제채는 발행형태에 따라서 보통채(straight bond), 변동금리채(floating rate note ; FRN) 등으로 구분할 수 있다.

5. 현지금융

20) 한 나라의 차입차가 외국에서 제3국 통화로 표시된 채권을 각국의 투자자들에게 발행, 매각하는 것

21) 한 나라의 국내자본시장에서 외국차입자가 국내통화로 채권을 발행하는 것

22) 미국, 유럽, 아시아 등 전 세계 주요 국제금융시장에서 동시에 발행, 판매되는 단일통화채권(주로 미 달러화로 발행)

현지금융이라 함은 居住者²³⁾ 또는 그 해외지점 및 현지법인이 외국에서의 사업 활동에 사용하기 위하여 외국에서 외화자금을 차입하거나 지급보증을 수혜 하는 것을 말한다.²⁴⁾

6. 외국인 직접투자

외국인의 국내기업 경영활동에 대한 참가를 허용하여 외국자본을 도입하는 외국인 직접투자가 있다. 외국인 직접투자는 잘못 될 경우 국내시장을 교란시키고 국내 산업정책과 상반되어 국내유치산업의 성장을 저해할 수 있는 부정적 측면도 있다. 그러나 공정거래법 등 외국인 직접투자의 부정적 효과를 막을 수 있는 제도적 장치를 보완함과 아울러 기술이전효과, 성장효과 그리고 국제수지개선효과가 큰 산업 분야에 대하여 효과적으로 외국인 직접투자를 적극 유치하는 선별적인 외국인 직접투자의 유동은 선진국의 앞선 고도기술과 새로운 경영기법을 국내 산업에 이전시키고 원자재 확보나 제품의 해외시장확보 등을 용이하게 함으로써 경제성장에 기여할 수도 있다.²⁵⁾

23) 여기서 거주자라 함은 한국내에 주소 또는 거소를 둔 개인과 주된 사무소를 둔 법인을 말하는데 居住者의 외국에 있는 지점 기타 사무소는 非居住者이다.

24) 외국환관리규정 제11-1조

25) 「한국경제발전에 있어서 외자도입의 실태와 분석」 박기원. 1999

<표-12> 외자도입형태와 체계

도입형태	근거	관리기관	도입체계	내용
1. 정부차입	외자 도입법	재무부 (경제협력국)	국회동의를 얻어 계획을 확정하고 건 별로 국무회의의 의결을 거쳐 국제금융기구나 선진국 정부에서 도입	농림, 수산개발, 전력시설, 도로, 항만 및 통신 등 사회간접자본이나 기간산업 확충을 위한 현금차관과 물자차관이 있으며, 50%이상이 물자차관임.
2. 민간차입 상업차관	외자 도입법	재무부 (경제협력국)	재무부에서 사업계획을 검토하여 외자사업심사위원회를 거쳐 인가	제조업, 운송, 저장시설 등 산업시설이나 철강, 지하철, 전력 등 국가기간산업 확충을 위한 자본재 및 원자재 도입용 차관임.
무역신용	외환 관리법	한국은행 외국환은행	외국환관리규정에 의거 외국은행에서 수입업자에게 공여	수출용원자재, 외화획득용 시설재 등 필수물자를 3년 이내 결제조건으로 도입
채권발행	외환 관리법	재무부 한국은행 외국환은행	재무부장관의 허가를 얻어 국제금융기관으로부터 도입	자본재, 해외투자 및 연불수출용 원자재 도입을 위한 채권 발행
기타	"	"	외국환관리규정에 의거 해외은행에서 수입업자에게 공여	원유 기타 원자재나 자본재 수입을 위한 3년이내 자금 차입
3. 금융기관 차입 IMF자금	Stand-by 협정	재무부 한국은행	재무부와 IMF가 협의, 자금인출	환율안정이나 국제수지 보전등을 위한 차입
bank-loan	외환 관리법	재무부 한국은행 외국환은행	각 외국환은행이 재무부와 협의한 금액을 국제금융시장에서 차입	외화대출 등 중장기 소요자금 조달을 위하여 차입
채권발행	"	"	"	외화대출 등 중장기 소요자금 조달 을 위하여정기예금증서발행
FRCD	"	"	"	외화대출 등 중장기 수요자금 조달을 위하여 정기예금증서발행
refinance	"	"	각 외국환은행이 국제금융시장에서 차입	1년이내 단기수요자금을 차입
기타	"	"	"	당좌차월, call money, 본지점차입 등을 통한 단기수요자금 차입
외국인 직접투자	투자 도입법	재무부 (경제협력국)	재무부에서 개별허가	투자업종, 금액, 조건 등을 검토하여 허가

주 : 경제기획원, 외채백서(1985), pp64-65

제 5 장 우리나라의 해외차입여건변화

제1절 유로대출²⁶⁾ 차입여건²⁷⁾

1. 금융위기 이전

우리나라 기업 및 금융기관에 대한 대출조건 추이를 보면 건당 평균차입금액은 1991년의 7,450만 달러에서 1996년 4,180만 달러로 1990년대 전반기에는 소형화되는 경향을 보였다. 1991년부터 1996년까지 금융기관의 평균차입금액은 4,000만 달러 내외에서 커다란 변화를 보이지 않았으나 일반기업의 평균차입금액은 1991년의 8,140만 달러에서 1996년에는 3,090만 달러로 대폭 감소하였는데 이는 당시 해외직접투자가 증가한 결과로 보인다. 차입기간에 있어서는 국제상업은행들이 위험성이 높은 기간대출자산의 보유를 꺼려하는 경향을 보임에 따라 신디케이트 대출시장 전반적으로 차입기간이 단축되는 추세를 반영하여 1993년까지는 계속 단기화 되는 경향을 보였다. 가산금리도 1991년 58.2bp에서 1993년에는 73.3bp로 악화되었으나, 1994년 이후 국제금융시장에서의 전반적 차입여건이 호전됨에 따라 평균만기가 장기화되고 가산금리도 1994년 57.1bp, 1995년 55.2bp로 개선되었다. 이러한 차입조건의 개선은 금융기관 보다 일반기업의 경우 더욱 크게 나타나 1991년 49bp에 달하였던 금융기관과 일반기업간의 가산금리 격차는 1996년에는 7.4bp로 축소되었다. 1996년 건당 평균금액의 축소, 가산금리의 상승 등 전반적으로 차입조건이 악화되었는데 이는 우리나라에 대한 대출액이 크게 증가한 데 따른 결과라고 할 수 있다. 1997년 외환위기로 인한 경제악화로 인해 우리나라의 차입조건은 더욱 악화되었다. 1997년 12월, IMF구제금융 등을 지원받으면서 우리나라의 국가신용등급은 투자부적격으로 하향조정 되었다.

26) 유리통화에 대하여 외국은행이나 혹은 자국의 현 시점에 의하여 양도된 대출을 말한다.

27) “우리나라 해외차입여건 결정요인에 관한 연구” 윤은용 2003년 참조

2. 금융위기 이후

1999년들어 완만한 하락세를 지속해오던 시중은행의 기간물 평균차입금리는 외화유동성 사정이 호전되고 한국은행의 예탁금리가 인화되면서 5월 이후 큰 폭으로 하락했다. 국내시중은행의 외국계 금융기관으로부터의 기간물 차입 금리는 5월중 Libor+149bp에서 6월에는 Libor+101bp로, 그리고 7월 들어서는 Libor+96bp로 하락했다. 우리나라는 외환위기를 극복해 나감에 따라 신용경색이 다소 완화되었고, 투자적격수준으로 국가신용등급이 회복됨으로써 차입조건도 점차 개선되었으나, 외환위기 이전 수준으로 완전히 회복된 것으로는 보기는 어렵다. 특히 외환위기 이후 해외 차입 시 만기구조가 단기화 되고, 차입금액이 최소화되는 경향을 보이고 있다. 차입형태별로는 대출이나 고정금리채 발행은 외환위기 이전과 비교해 크게 위축되었고, 상대적으로 금리위험이 덜한 변동금리채 발행이 소규모 증가하였다. 2000년도에는 1999년도에 비해 차입여건이 좋아져 국내은행의 중장기 외화차입이 증가하였다. 1997년 외환위기 이후 우리 경제가 회복세를 보이면서, 국가신용등급이 상향조정되고, 국내은행의 차입여건에 긍정적 영향을 미쳤다. 한편, 해외차입유형이 다양화되고, 은행별 외화자금 차입여건은 신용도에 따라 차별화가 확대하는 양상을 보였다. 차입유형에 있어 우량은행들의 경우 거의 신용차입방식을 이용하였으나, 신용도가 떨어지는 비우량은행 및 지방은행은 중장기 차입의 대부분을 담보부 환매조건부채권(Repurchase agreements ; RP) 거래 및 자산유동화(Asset Backed Securities ; ABS)증권 발행에 의존하였다. 한빛은행(現 우리은행), 조흥은행, 외환은행 등 외화자산규모가 크고, 자기자본이 취약한 시중은행들은 자기자본 비율을 높일 수 있는 후순위채 발행을 통해 2000년도 중 총 14.5억 달러를 조달하였다. 2001년도에는 9.11 미국 테러사태로 국제금융시장이 다소 불안하였으나, 하이닉스 문제의 해거조짐, 국가신용등급의 상향조정 등으로 2001년도 중 국내금융기관의 차입가산금리는 지속적으로 하락하였다. 2001년도 중 국민은행과 신한은행의 신용등급이 상향조정되는 등 시중은행의 국제금융시장에서의 신용도가 점진적으로 개선됨에 따라 신용공여한도가 다소 회복되었다.

<표-13> 우리나라에 대한 유로대출 조건¹

(단위 : 백만달러, 년, basis point)

연도	금융기관					일반기업(항공사, 선박리스 제외)				
	건수	금액	평균 금액	평균 만기	평균 spread	건수	금액	평균 금액	평균 만기	평균 spread
1991	27	1,740	64	3.5	39.5	13	1,058	81.4	8.2	88.5
1992	22	846	38	2.9	47.8	15	987	65.8	5.1	83.3
1993	29	1,145	39	3.4	41.6	25	1,788	71.5	4.8	96.2
1994	28	1,241	44	3.8	43.4	50	2,666 ₂	53.3	5.8	60.2
1995	60	2,441	41	4.7	45.5	82	3,827	46.7	6.0	61.6
1996	78	3,473	44	3.0	47.9	137	4,236	30.9	4.5	55.3
1997	23	1,131	49	1.9	58.5	99	3,414	34.5	4.1	56.9
1998	14	3,500	250	2.9	216.1	8	735 ³	91.9	3.8	201.3
1999	6	14,845	2,474	2.0	140.7	-	-	-	-	-
2000	10	1,100	110	2.0	75.0	21	1,793	85.4	1.8	153.2
2001	16	1,915	120	1.3	38.9	20	14,846	74.2	2.0	154.2

주 : 1. 미 달러화 표시, LIBOR를 기준금리로 하는 유로대출만을 대상으로 하고 있음.

2. 고속전철 관련 차관 24억 달러는 제외

3. 대구광역시가 차입한 9천 달러는 제외

자료 : 한국산업은행 「국제금융리뷰」 1995.1, 1996.1, 1997.1, 1998.1, 1999.1, 2000.1, 2001.1 & 2002.1

제2절 변동금리채 발행조건²⁸⁾

변동금리채²⁹⁾ 발행에 의한 해외차입실적은 1992년부터 1995년까지 변동금리채의 발행조건은 평균금액, 평균만기, 평균발행비용(All-in cost)등 모든 면에서 개선되는 추세였다. 건당 발행금액은 1992년의 4,950만 달러에서 1993년 5,580만 달러, 1994년 7,890만 달러, 1995년 9,070만 달러로 지속적으로 증가하였다. 평균만기는 1992년 4.0년, 1993년 4.1년, 1994년 4.9년으로 장기화되었으나, 1995년에는 4.5년으로 약간 단축되었다. 평균발행비용은 1992년 이후 계속 하락해, 1992년 69.8bp였던 평균발행비용이 1995년에는 38.6bp였다. 1996년 중에는 Japan Premium과 일본 특정 수요층을 대상으로 한 변동금리채 발행 의존도가 심화됨에 따라 전반적인 차입조건이 우리에게 불리해졌다. 금융기관의 경우 평균 발행비용이 10bp정도 상승하였는데 이는 한국물의 물량증가, 부실채권문제 등으로 인한 국내 은행들의 경영상황 악화로 인해 국내 은행이 발행한 변동금리채에 대한 국제투자자들의 수요가 감소하였기 때문이다. 은행들의 후순위채 발행증가도 차입비용 상승의 한 요인이 되었는데 후순위채의 경우 발행자별로 발행조건의 격차가 있어 신용등급이 낮은 은행의 경우 발행비용이 90bp를 초과하였다. 일반기업의 경우 신용도가 비교적 낮은 기업들의 시장진출과 우량기업들의 시장 이탈로 인해 차입비용이 더욱 큰 폭으로 상승하였는데 평균 발행비용이 25bp나 증가하였다. 그 결과 1992년 27.1bp, 1993년 23.9bp, 1994년 19.2bp, 1995년 15.4bp로 계속 축소되어 온 금융기관과 일반기업간의 발행비용 격차가 1996년에는 30.1bp로 대폭 확대되었다. 금융기관의 경우 평균금액이 거액화 되었으나, 일반기업의 경우에는 평균금액이 소액화 되었으며, 금융

28) “우리나라 해외차입여건 결정요인에 관한 연구” 윤은용 2003년 참조, 인용

29) 정의 : 투자자가 투자채권으로부터 지급 받는 이자율이 시장의 지표금리에 연동되어 변화하는 채권을 말한다.

도입배경 : 주로 유러크레디트시장에서만 부분적으로 적용되어 왔으나 1970년대에 들어와 금리변동이 심해지고 전망도 불투명해짐에 따라 고정금리방식의 위험부담이 고조되어 차입자의 투자자를 함께 보호할 수 있는 수단으로 활용성을 높이게 됨

종류 : 지급하게 되는 이자율에 일정한 상한선을 부가한 캡형변동금리채(capped FRN), 최종만기가 명시되지 않은 영구변동금리채(perpetual FRN), 고정금리채권 또는 주식으로 전환이 가능한 옵션이 부가된 옵션부변동금리채 등이 있다.

기관과 일반기업 모드 평균만기의 단기화 경향이 나타났으나, 이란기업의 만기 단축정도가 더욱 크게 나타나 변동금리채 발행은 일반기업에게 인기 있는 조달수단이 아니었다. 1997년 외환위기 직후인 1998년에는 우리나라에 대한 신용도 악화로 발행조건이 악화된 가운데 변동금리채의 발행은 대부분 사모³⁰⁾방식으로 일부 금융기관을 중심으로 이루어졌다. 이후 차입여건이 회복세를 보이고, 외환자유화 조치로 기업들의 해외차입이 보다 자유로와짐에 따라 2000년도와 2001년도에는 기업들을 중심으로 변동금리채로 이루어졌다.

<표-14> 우리나라의 변동금리채 발행조건

단위 : 백만달러, 년, basis point)

연도	금융기관					일반기업(항공사, 선박리스 제외)				
	건수	금액	평균 금액	평균 만기	평균 발행비용	건수	금액	평균 금액	평균 만기	평균 발행비용
1992	4	215	53.8	3.5	52.5	7	330	47.1	4.3	79.6
1993	6	280	46.7	3.7	50.0	13	780	60.0	4.3	73.9
1994	22	1,746	79.4	4.7	36.4	17	1,333	78.4	5.2	55.6
1995	40	3,818	95.5	4.4	33.0	22	1,806	82.1	4.7	48.4
1996	51	5,690	111.6	4.1	43.3	8	485	60.6	3.9	73.4
1997	29	88,766	3,060.9	3.4	39.7	13	1,508	116.0	4.1	94.6
1998	7	392	56.0	2.9	400.0	1	30	30	3	350.0
1999	6	276	46	1.8	203.3	6	434	72.3	2.8	-
2000	11	1,370	124.5	2.1	-	16	1,922	120.1	2.8	-
2001	-	-	-	-	-	16	1,535	95.9	2.7	-

주 : 미 달러화표시, LIBOR를 기준금리로 하는 변동금리채만을 대상으로 하고 있음

자료 : 한국산업은행 「국제금융리뷰」 1995.1, 1996.1, 1997.1, 1998.1, 1999.1, 2000.1, 2001.1 & 2002.1

30) 사모 : 새로 주식이나 사채 등을 발행할 때, 널리 일반적으로부터 모집하지 않고 발행 회사와 특정한 관계가 있는 곳에서 모집하는 일. 금융기관이나 거액 투자자가 주(株)를 대량으로 처분할 때, 주(株)의 급격한 시세 변동을 막기 위하여 거래소 직원이 거래소 밖에서 이를 사들이거나 매개하는 일.

제3절 고정금리채³¹⁾ 발행조건³²⁾

1. 금융위기 이전

1993년까지 증가세를 보여 왔던 우리나라 금융기관 및 기업의 고정금리채 발행 실적은 1994년 중에는 국제자본시장에서의 고정금리채 발행부진의 영향으로 1993년 발행실적의 60%에도 못 미치는 26.45억 달러로 감소하였다. 그러나 1995년에 들어와서는 국제자본시장에서의 고정금리채 발행이 다시 호조를 보이는 한편 1995년 5월 우리나라에 대한 S&P의 신용등급이 A+에서 AA-로 상향조정됨에 따라 산업은행, 수출입은행, 한국전력 등의 고정금리채 발행이 활발하게 추진되었다. 대기업들도 변동금리채 일변도의 채권발행형태에서 벗어나 채권발행형태의 다변화를 꾀함에 따라 삼성, 현대, 유공, LG 등의 고정금리채 발행이 증가하여 1995년 우리나라 고정금리채 발행실적은 전년대비 82.5% 증가한 48.26억 달러였다. 1996년 고정금리채 발행은 전년대비 46.9% 증가한 70.91억 달러였다. 이와 같이 1996년에 우리나라의 고정금리채 발행이 급증세를 보인 것은 우리나라의 국가신용도가 1995년 국제적 신용평가기관인 S&P와 JBRI(일본공사채연구소)로부터 상향조정되었고, 일본의 사무라이본드 발행자에 대한 신용등급자격이 폐지됨에 따라 사무라이본드시장에 대한 접근이 용이해졌기 때문이다.

2. 금융위기 이후

1997년 말의 외환위기 이후 우리나라의 신용등급이 투자부적격으로 하향 조정되고, 고정금리채 발행조건은 악화되었다. 1998년도에는 한국전력, 포항제철, 삼성전자 등 우량기업을 중심으로 11건의 고정금리채 발행이 있었다. 1999년도 초 투자적격등급 회복이후 2000년도 상반기까지 꾸준한 회복세를 보이던 한국물 채권 유통 스프레드는 2000년도 하반기 들어서 국제금융시장이 높은 변동성을 보임에 따라

31) 지급하여야 할 이자를 고정시켜 고정된 이자를 지급하고 만기에 원금을 지급하는 채권을 가리킨다.

32) “우리나라 해외차입여건 결정요인에 관한 연구” 윤은용 2003년 참조, 인용

크게 상승했다. 국제유가 상승, 세계적인 주식시장 하락, 일부 신흥시장국의 정지 및 통화가치 불안 등에 따른 신용위험 회피경향이 국제금융시장에서 뚜렷했다. 당시 우리나라 내부적으로는 대우차 매각이 지연되고, 현대그룹 유동성 위기설이 대두되었으며, 국제유가 상승에 취약한 경제구조, 2단계 기업 및 금융구조조종 시행에 따른 불확실성이 확대됨에 따라 해외차입여건이 악화되었다. 2000년도에는 설비투자 감소, 금리안정에 따른 국내외 금리차 축소, 국제수지 흑자지속 등으로 해외자금 수요가 미미하여, 구조조정 차원의 외자조달 및 기 조달자금의 차환발행이 주류를 이루었다. 2000년 3월 산업은행의 유로화 표시채권 발행을 제외하고는 크게 주목할 만한 외화차입이 2000년도 중에는 이루어지지 않았다.

제4절 주식연계채 발행조건³³⁾

우리나라의 주식연계채 발행을 통한 차입은 1985년 이후 유로시장에서 전환사채(CB)를 중심으로 이루어지다가, 1990년대 들어와서 신주인수권부사채(BW), 주식예탁증서(DR)등의 발행이 증가했다. 1985~96년 기간 중 전환사채 발행실적은 142건, 47.79억 달러로 주식연계채 발행실적의 47.9%를 차지했고, 주식예탁증서가 34건, 43.91억 달러로 44.0%, 신주인수권부사채가 13건 8.11억 달러로 8.1%를 차지하고 있다. 우리나라의 1990년대 전반기 주식연계채 발행조건을 보면 해외전환사채의 경우 초과수요로 인해 물량부족현상을 보이며 1992년 4%였던 표면금리 1993년 1.48%, 1994년 0.61%, 1995년에는 0.325%까지 하락하는 호조를 보였다. 이러한 추세를 반영하여 프리미엄(전환사채의 발행당시 주식시세에 대한 할증율)도 '92년의 8%에서 '93년 9.52%, '94년 15.79%, '95년의 19.97%로 계속 상승세를 보였다. 신주인수권부사채와 주식예탁증서의 경우에도 1992년에서 1995년 사이 발행조건이 계속 개선되는 추세를 보였다. 그러나 1996년 국내 증시침체가 장기화되고, 은행의 해외DR발행의 허용으로 우리나라 주식연계증권의 공급초과현상이 발생하면서, 기업들의 주식연계증권 발행조건이 악화되었다.

33) “우리나라 해외차입여건 결정요인에 관한 연구” 윤은용 2003년 인용

<표-15> 우리나라의 주식연계채 발행조건

(단위 : %)

연도	전환사채		신주인수권부 사채		주식예탁증서
	Premium	Coupon	Premium	Coupon	Premium
1992	8.00	4.00	4.50	5.06	2.00
1993	9.52	1.48	6.00	1.48	16.86
1994	15.79	0.61	5.00	0.61	20.38
1995	19.97	0.33	-	-	17.50
1996	23.20	0.39	-	-	9.70
1997	14.8	0.28	-	-	18.8
1998	3.3	0.34	-	-	25.60
1999	1.39	1.90	8.50	0.00	3.51
2000	-	-	-	-	-
2001	-	-	-	-	-

자료 : 한국산업은행 「국제금융리뷰」

위 표에서 Premium은 주식시세에 대한 할증률로 높을수록 발행장인 우리나라에
 게 유리한 것이고 Coupon은 채권의 표면금리, 즉, 약정한 이자율로 낮아질수록 차
 입조건이 개선될 것이라 할 수 있다.

제 6 장 국가신용등급과 해외차입여건

제1절 해외차입에 있어서 신용등급의 의의

신용평가란 증권을 발행하는 기업, 금융기관에 대하여 재무상황, 경제적 환경 등 정치·경제적인 요소들을 고려하여 발행자의 신인도를 등급으로서 나타내는 것이다. 신용평가는 기본적으로 투자자에게 증권발행사에 대한 정보를 제공하는 것이다. 예를 들어 한국의 투자가가 인도네시아의 한 기업이 발행하는 연40% 아자울의 채권을 구입하려 한다고 생각해보자. 투자가는 이 기업이 이자와 원금을 상환할 수 있는 건전한 회사인지, 원리금 상환시기에 환율변동으로 손해는 보지는 않을지, 인도네시아에 쿠데타가 일어나서 원리금 상환이 어렵지는 않을지 등 정치·경제적 요인을 고려하여야 한다. 일반적으로 투자자들은 포트폴리오를 구성하여 투자하게 되므로, 비교분석해야 할 증권의 수와 그 비용은 기하급수적으로 증가하게 된다. 이 시점에서 투자자들을 대신하여 여러 증권발행사들의 신용을 모니터링 하는 서비스가 요구되어진다. 신용평가기간은 일정한 수수료를 받으며 이러한 서비스를 제공하게 되는 것이다. 신용평가사들은 증권발행기관을 직접 실사하면서 이들에 대한 신용을 지수로서 평가하고 투자자들에게 이를 제공하게 된다.

제2절 우리나라의 국가신용등급

1. Moody' S

Moody'S는 우리나라가 IMF구제금융 신청 시기인 1997. 12. 21 우리나라의 신용등급을 투자부적격대상인 Ba1까지 하향조정하였다. 그 이후 적극적인 경제회복노력과 IMF기금을 조기상환하는 등을 반영하여 2001. 11. 30 등급전망을 Baa2인

Positive로 상향조정하고 이후 2002. 3. 28일 등급을 A3로 상향조정하고 전망은 stable(안정적)을 부여하였다.

<표-16> 우리나라의 국가신용등급변화(무디스)

	외화채권			외환예금		
	장기		단기	장기		단기
		전망			전망	
1988년10월1일	A+		A-1+			
1989년6월26일	A+	Positive	A-1+			
1994년6월9일	A+	Negative	A-1+			
1994년11월9일	A+	Positive	A-1+			
1995년5월3일	AA-	Stable	A-1+			
1997년8월6일	AA-	Negative	A-1+			
1997년10월24일	A+	Negative	A-1	AA	Negative	A-1+
1997년11월25일	A-	CW-Negative	A-2	A+	CW-Negative	A-1
1997년12월11일	BBB-	CW-Negative	A-3	A-	CW-Negative	A-2
1997년12월22일	B+	CW-Negative	C	BBB-	CW-Negative	A-3
1998년1월16일	B+	CW-Develop	C	BBB-	CW-Develop	A-3
1998년2월18일	BB+	Stable	B	BBB+	Stable	A-2
1999년1월4일	BB+	Positive	B	BBB+	Positive	A-2
1999년1월25일	BBB-	Positive	A-3	A-	Positive	A-2
1999년11월11일	BBB	Positive	A-3	A	Positive	A-1
2001년11월13일	BBB+	Stable	A-2	A+	Stable	A-1
2002년7월24일	A-	Stable	A-2	A+	Stable	A-1

※ CW : CreditWatch

1. foreign currency country ceiling for bonds and notes
- 2.. foreign currency country ceiling for bank deposit

2. S&P

S&P사는 1997. 12. 23 우리나라 신용등급을 투자부적격인 B+까지 하향조정했었으나, 1999. 1. 25 투자적격등급인 BBB-를 부여하고, 2001. 11. 13 BBB+로 신용등급을 상향조정했다. S&P사는 2002. 7. 24 우리나라의 신용등급을 A-로 상향조정한 후 전망은 stable(안정적)을 부여했다.

<표-17> 우리나라의 국가신용등급변화(S&P)

	외화채권			외환예금		
	장기		단기	장기		단기
		전망			전망	
1986년11월18일	A2					
1990년4월4일	A1		P-1			
1995년10월2일	A1		P-1	A1		P-1
1997년8월5일	A1	CW-Negative	P-2	A1	CW-Negative	P-1
1997년10월27일	A1		P-3	A2		P-2
1997년11월27일	A3		NP	Baa2		P-3
1997년12월10일	Baa2	CW-Negative	NP	Ba2	CW-Negative	NP
1997년12월21일	Ba1		NP	B1		NP
1998년1월9일	Ba1	CW-Negative	NP	Caa1		NP
1998년12월18일	Ba1		NP	Caa1	CW-Positive	NP
1999년2월12일	Baa3		NP	Ba2		NP
1999년8월23일	Baa3	CW-Negative	P-3	Ba2	CW-Positive	NP
1999년12월16일	Baa2		P-3	Baa3		P-3
2001년3월19일	Baa2	Stable	P-3	Baa3		P-3
2001년11월30일	Baa2	Positive	P-3	Baa3		P-3
2002년2월6일	Baa2	CW-Negative	P-2	Baa3	CW-Positive	P-3
2002년3월28일	A3	Stable	P-2	A3	Stable	P-2
2002년11월15일	A3	Positive	P-2	A3	Positive	P-2
2003년2월11일	A3	Negative	P-2	A3	Negative	P-2

※ CW : CreditWatch

3. Fitch

Fitch 역시 우리나라 신용등급을 외환위기 이전 AA-에서 12단계 하향한 B-까지 조정했었으나, 1999. 1. 19 투자적격단계인 BBB-로 상향조정했고, 2002. 6. 27에는 A로 조정하고 전망을 stable(안정적)로 부여했다.

<표-18> 우리나라의 국가신용등급 변화(Fitch)

	외화채권			외환예금		
	장기		단기	장기		단기
		전망			전망	
1996년6월27일	AA-		F1+	AA-		
1997년11월18일	A+		F1+	A+		
1997년11월26일	A		F2	A		
1997년12월11일	BBB-		F3	BBB-		
1997년12월23일	B-		B	B-		
1998년2월2일	BB+		B	BB+		
1999년1월19일	BBB-		F3	BBB-		
1999년4월26일	BBB-	CW-Positive	F3	BBB-	CW-Positive	
1999년6월24일	BBB		F2	BBB		
2000년3월30일	BBB+		F2	BBB+		
2002년5월13일	BBB+	CW-Positive	F2	BBB+	CW-Positive	
2002년6월27일	A	Stable	F1	AA-	Stable	

※ CW : CreditWatch

제3절 한국의 외자도입 추이와 외환보유액

1. 외자도입추이

가. 1960년대 ~ 1980년대

1960년대와 1970년대 경제개발의 추진에 필요한 투자재원을 원활히 조달하기 위하여 외자도입을 양적으로 확대하기 위해 대다수 상업차관이 80%이상을 차지하였다. 그러나 1970년대 말부터는 향상된 우리경제의 대외 신인도를 바탕으로 외자도입방식을 다양화하고 이를 통하여 은행차관과 금융기관의 외화도입을 주도하였으며 1980년대 초까지 우리나라의 해외차입은 자금조달비용보다는 절대적으로 부족한 투자재원의 조달 및 국제수지적자의 보전을 위한 외자도입이었고, 차입방법도 대출방식에 의한 차입이 주종을 이루었다. 그러나 1980년대 중반이후 경상수지의 흑자전환, 우리기업의 대외신인도 상승에 힘입어 차입비용의 절감을 위한 해외차입방법의 다양화가 진행되었다. 이에 따라 중장기 외자의 차입구조는 신디케이트³⁴⁾ 대출시장의 퇴조 및 국제채 시장의 활성화라는 세계적 추세에 부응하여 대출방식에 의한 도입 비중이 크게 낮아지고, 금융기관 및 민간 기업이 외화증권발행에 의한 차입 비중이 크게 증가하였다. 1982년 중장기 외자 차입실적의 97%를 차지하였던, 대출방식의 차입비중은 1980년대 중반이후 계속 하락세의 경향을 보인다. 1980년대 후반부터는 외국인 투자가 크게 활성화되고 기업의 외화채권발행이 대폭 늘어나 외자도입을 다양화하게 변화 하였다.

나. 1990년대

1992~1996년 기간 중 해외자금조달 실적은 1,110건에 813.19억 달러인데 그중 대출방식에 의한 차입은 636건, 334.54달러(41.1%), 고정금리채가 112건, 214.50억

34) 금융기관들의 연합으로 이루어진 차관단

외국의 정부나 공공기관 및 민간기업 등에 공동으로 자금을 대부해 준다. 이때의 대부자금을 신디케이트론(syndicated loan)이라 하는데 대부기간은 주로 5~10년이다. 이것은 대주(貸主)측에서는 위험을 분산시킬 수 있고, 차주(借主)측에서는 대규모 차관도입이 가능하며 차입비용이 저렴하다는 이점 때문에 이용된다. 최근 들어 신디케이트론으로 이루어지는 유러 은행의 유러 통화 대출은 국제적인 대형 중장기 자본조달의 주요 수단이 되고 있다. 개발도상국에 대한 신디케이트 론은 중앙은행 또는 국립은행에 대한뱅크 론의 형태를 취하기도 한다.

달러(26.4%), 변동금리채가 206건, 179.79억 달러(22.1%), 주식연계채가 156건, 84.36억 달러(10.4%)를 차지하였다. 1997년 한국계 기업및 금융기관들의 해외로 부터의 차입이 금액기준으로 전년대비 11.4%의 감소세를 보였다. 이러한 해외차입의 감소는 국제자본시장에서의 차입여건 악화에 기인한 것으로 이는 경상수지 적자 지속, 대기업 등의 연쇄 부도, 국내 금융기관들의 부실채권 증가 및 정부의 위기관리 능력에 대한 대외신인도 추락 등의 전반적으로 국제 투자자들의 한국 물에 대한 여신규모축소를 가져왔으며, 11월 들어 국제채권자들은 한국의 시중은행들에 대해 단기외채만기연장을 거부하기에 이르렀다. 국내 은행들이 자체능력으로 외화자금 수요를 조달할 수 없게 되자 한국은행은 외환보유액에서 긴급자금을 지원하기 시작했다. 그러나 패닉상태에서 야기된 단기외채의 차환거부사태를 이미 돌이킬 수 없었고, 한국은행의 가용 외환보유액은 고갈되었다. 그리고 외환보유액의 고갈과 함께 급격한 환율절하, 즉 외환위기가 발생하였던 것이다. 한국정부는 1997년 11월 21일 외환보유액 고갈에 직면하여 IMF구제 금융을 신청하게 되었음을 발표하였고, 12월 3일 IMF자금지원합의가 이루어졌다. 그에 따라 한국은행들에 대한 240억 달러 상당의 단기융자가 1~3년 만기의 정부 보증부 용자로 연장되었다. 금리는 6개월 라이브(Libor)에 225bp³⁵⁾, 250bp, 275bp를 하되 한국은 6개월 이후부터는 풋 옵션(put option)³⁶⁾을 가졌다. 3월16일 외채만기 협상결과 218억4천만 달러 규모의 외채(약 94.8%)가 연장되었다. 이에 따라 당초 계획했던 외자조달계획 및 해외투자계획을 축소하고 있으며, 만기도래 만기 차입금의 연장에 주력하였다. 그러나 외국계 은행들은 투자 부적격 채권인 한국들에 대하여 여신을 축소시키는 정책을 추진하여 기존 여신에 대한 기한 연장에 있어서도 많은 애로가 있었다. 비록 기한연장을 허용하더라도 산업은행과 같이 정부신용에 준하는 은행의 지급 보증서를 담보로 요구하고 있어 더욱 어려움을 겪었다. 대부분의 기업들이 국내경기사정의 악화, 자체 신용도의 저하 등으로 신규차입이 어려움에 한국정부의 외환위기 초기의 대응으로 무엇보다도 부족한 외환유동성을 확보하는 것이었다. 한국정부는 외국채권은행들과 만기연장 협상을 진행함과 동시에 미화표시 외국환평형기금채권³⁷⁾(외평채)

35) bp는 basis point의 약자로 1%의 1/100에 해당한다.

36) 매각 선택권

37) 자국통화의 대외가치 안정과 투기적 외화의 유출·유입에 따른 악영향을 막기 위해 정부가 조성한 자금을 외국환평형기금이라고 하는데 이 기금의 재원조달을 위해 정부가 지급보증형

발행을 통한 신규자금 도입을 준비했다. 그 동안 원화표시로만 발행되었던 외평채는 IMF 구제금융지원 이후 부족한 외환위기를 극복하기 위해 외화표시 증권으로도 발행되었다. 해외시장에서 외평채를 발행할 경우 기준금리에 발행국가의 신용도와 유통물량을 고려하여 가산금리가 붙는다. 한국정부는 1998년 4월 총규모 40억 달러의 달러표시 외평채를 글로벌본드³⁸⁾형식으로 발행하였다. 1998년 이후 6년간 경상수지의 흑자누계는 약 1,030억 달러로 그 기간 중 투자 자본은 같은 기간 중 약 576억 달러였다. 따라서 경상수지 흑자와 외국인의 국내투자를 합하면 그 기간 중의 외환공급은 1,600억 달러에 달한다. 그에 비해 내국인에 의한 대외 순투자 규모는 약 266억 달러로 같은 기간 중의 총 외환공급의 16.7%에 불과하다. 1999년도에는 대우사태에 따른 금융 불안이 점차 해소되는 방향으로 나아갔고, 4월 1일 시행된 1단계 외환자유화 조치로 재무 건전기업에 대한 단기 외화차입이 허용되었고, 무역수지 흑자규모 및 경제성장률 등 제반 거시경제변수가 강한 경제회복 상황을 보였지만, 해외금융기관들의 국내금융기관에 대한 본격적인 신용공여 재개가 가시화되어 나타나지는 않았다. 연말에는 국내 금융시장이 점차 안정됨에 따라 외국인 주식투자 자금도 점차 유입되었고, 원/달러 환율도 하락하였다. 그러나 Y2K 문제에 따른 해외금융기관의 자금운용 기피로 연말을 이월하는 3개월 이상의 기간물의 경우 국책은행을 비롯한 일부 우량은행의 공급으로만 거래가 형성되어 Libor+150bp이상의 고금리로 거래되었다.

다. 2000년대

2000년도 중에는 설비투자 감소, 금리안정에 따른 국내외 금리차 축소, 국제수지 흑자지속 등으로 해외자금 수요가 미미했고, 구조조정 차원의 외자조달 및 기 조달 자금의 차환발행이 주류를 이루었으며, 국내은행의 중장기 외화차입이 1999년에 비해 약 37억 달러 증가하는 한편 중장기 전환외채의 조기상환을 전후로 하여 대규모 차입이 이루어졌으며, 전반적으로 개별은행의 신용상황에 따라 차입여건이 차별

식으로 발행하는 채권을 가리키며, 줄여서 ‘외평채’라고 한다.

38) 글로벌본드 : 미국, 아시아, 유럽 등 세계 주요 금융시장에서 함께 발행되어 유통되는 국제채권으로 대규모의 기채가 가능하고 유동성이 높은 것이 장점이다.

화되고 무담보부 신용차입유형이 주류를 이루었다. 금융기관의 국제금융시장에서의 증권발행의 규모는 39.6억 달러로 전체 금융기관외화차입의 56.7%를 차지했다. 이는 1999년 하반기 금융기관 증권발행규모 17.4억 달러에 비해 증가한 것이다.

2001년 1월 1일 2단계 외환자유화 조치가 시행되면서 외국환은행으로부터의 외화매입한도가 폐지되고, 해외증권취득 대상및 절차가 자유화되었다. 외환자유화와 경제회복에 따른 국가신인도 상승 등의 이유로 인해 차입조건이 호전되었고 해외차입도 보다 활발해져 차입금 전체에서 1년초과 장기차입의 비중은 전년도에 비해 낮아진데 비해, 1년물 차입은 전년도에 비해 증가하였다. 2001년도 중에 장기자금 수요 및 유입유인의 감소로 증권발행이 크게 줄었으며, 환매조건부차입(repurchase agreement) 및 대출형식(syndicated loan 또는 bank loan)의 차입이 대부분을 차지했다. 2002년 상반기에는 외채 등이 대부분 상환되고, 외화자산 운용이 축소되는 등 수요요인 감소에 따라 국내은행의 외화차입 규모는 지속적으로 감소하는 경향을 보였다. 2002년 상반기 국내은행의 중장기 외화차입규모는 35.1억 달러로 2001년 하반기 대비 10.2억 달러 감소하였으며, 1년 미만 단기 외화자금 차입은 43억 달러 수준이었다. 중장기 자금의 차입형태는 2001년과 유사하게 유로대출 형식 차입이 가장 큰 비중을 차지하였으나, 채권담보부 채권(BP)등 담보부 차입의 비중은 감소하였다.

〈표-19〉 주요 외자도입 실적

(단위 : 백만달러, %)

	1962 ~ 65년	1966 ~ 72년	1973 ~ 78년	1979 ~ 85년	1986 ~ 92년
공공차관	63 (42.9)	1,130 (32.2)	3,431 (30.6)	10,105 (28.9)	4,688 (15.4)
상업차관	71 (48.3)	1,950 (55.5)	5,858 (52.2)	7,937 (22.7)	5,206 (17.1)
외국인 직접투자	13 (8.8)	227 (6.5)	704 (6.3)	1,157 (3.3)	5,684 (18.7)
은행차관	- (-)	205 (5.8)	1,007 (9.0)	11,892 (34.1)	4,318 (14.2)
금융기관외화채권	- (-)	- (-)	219 (2.0)	2,989 (8.6)	5,978 (19.7)
기업 외화채권	- (-)	- (-)	- (-)	834 (2.4)	4,515 (14.9)
합계	147 (100.0)	3,512 (100.0)	11,219 (100.0)	34,914 (100.0)	30,389 (100.0)

〈표-20〉 한국계 해외자금조달실적

(단위 : USD백만달러, 건수)

구분	1994년	1995년	1996년	1997년	1997년 증가율
Loan	7,955 (93)	7,601 (159)	11,783 (280)	10,317 (186)	-12.4
변동금리채	3,318 (41)	5,965 (68)	6,991 (66)	5,193 (45)	-25.7
고정금리채	2,645 (27)	4,826 (23)	7,091 (32)	7,994 (36)	12.7
주식연계채	1,857 (334)	2,286 (52)	2,738 (45)	1,875 (23)	-31.5
계	15,775 (195)	20,678 (302)	28,603 (423)	25,332 (289)	-11.4

<표-21> 1998~2003년 국제수지 동향

(단위 : 억달러)

	경상수지	자본유출입		오차 및 누락
		내국인	외국인	
1998	403.65	3.67	-37.34	-61.93
1999	245.22	-51.20	75.50	-35.79
2000	122.51	-72.77	200.02	-5.90
2001	80.33	-3.93	-22.67	29.34
2002	53.93	-38.03	111.41	1.34
2003	123.31	-103.70	249.00	4.01
누적	1,028.85	-265.96	575.92	-68.73

주 : 순액기준임, 마이너스는 유출을 뜻함 「한국은행 조사월보」

<표-22> 1996년과 1997년의 국제자금 차입시장과 한국 차입규모의 비교

(단위: USD백만)

	1996	1997	1996							
			Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	10월	11월	12월
유러 본드	589761. 8	735130. 3	152521. 3	203974. 9	189050. 4	203418. 1	138687. 0	59228.8	48281.1	31177.0
(한국)	9970.2	9559.0	2964.1	2477.6	2599.6	3492.1	989.8	839.8	150.0	-
외국채	119017. 3	96488.6	28072.1	26528.4	29103.2	20200.7	20656.3	9278.7	4598.6	6779.0
(한국)	-	159.6	-	159.6	-	-	-	-	-	-
채권 총계	708779. 1	831618. 9	189593. 4	230503. 3	218153. 6	223618. 8	159343. 3	68507.5	52879.8	37956.0
위의 총계중 구체적인 상품은 다음과 같다										
고정 금리채	464383. 1	545519. 7	114417. 3	160740. 6	147182. 5	144616. 2	92980.4	40397.1	25215.9	27367.3
변동 금리채	165699. 0	213098. 0	45753.0	49135.4	48125.2	64596.7	51240.7	23067.4	20532.5	7640.9
CB ¹⁾	25616.1	35815.8	4846.6	8009.5	13941.1	8738.8	5126.3	2947.1	718.2	1461.0
BW ²⁾	8831.7	3062.6	878.2	565.6	1457.0	1039.9	-	-	-	-
Zero Compon s	9699.6	8789.7	4126.5	1993.1	2844.8	1258.5	2693.3	840.0	973.6	879.6
신디 케이트 유러론 ³⁾	344539. 6	389726. 6	89999.1	93288.2	110011. 8	75479.2	110947. 3	30478.4	38663.9	41805.1

1) Convertible Bond

2) Bond with Warrants

3) 유로 신디케이트 대출이란 유로 시장에서 공모방식 또는 클럽 딜(club deal)방식으로 은행차관단을 모집하여 합동으로 유로 커런시(eurocurrency)로 표시된 자금을 공여하는 것이다. 유로 커런시란 통화 발행국 이외의 지역에 소재하는 은행에 의하여 예수 또는 대출되는 자금을 뜻하는 것으로 표시통화에 따라 Euro Dollar, Euro Mark, Euro Sterling, Euro Yen등으로 구분된다.

<표-23> 우리나라의 연도별 해외차입 현황

(단위 : 억 달러, %)

연도	유로대출		외화증권		합계
		비율		비율	
1982	58.29	97	1.70	3	59.99
1985	44.04	77	13.14	23	57.18
1986	15.38	65	8.18	35	23.56
1987	15.40	60	10.33	40	25.73
1988	15.41	79	4.15	21	19.56
1989	11.53	69	5.07	31	16.60
1990	18.97	55	15.70	45	34.67
1991	35.01	48	37.39	52	72.40
1992	27.28	43	36.08	57	63.36
1993	33.87	34	65.40	66	99.27
1994	79.55	50	78.20	50	157.75
1995	76.01	37	130.77	63	206.78
1996	117.83	41	168.20	59	286.03
1997	103.20	49	105.60	51	208.80
1998	31.00	37	53.70	63	84.70
1999	5.70	6	98.80	94	104.50
2000	35.49	41	50.32	59	85.81
2001	47.80	58	34.50	42	82.30

주 : 1) 본 통계자료는 IFR, Euroweek등에 기초하여 산출된 것임

2) 미 달러화 표시 차입만을 대상으로 함

3) 비율은 우리나라의 대출 및 유가증권에 대한 차입이 각각 전체 우리나라 해외 차입에서 차지하는 비중임

자료 : 김한영, “우리나라 기업의 해외차입의 효율화 방안”, 「외환은행조사」 1993
 한국산업은행, 「국제금융리뷰」 1996.1, 1997.1, 1998.1, 1992.2, 2000.1,
 2001.1 & 2002.1

2. 외환보유액

가. 외환보유고의 정의

국가가 다급히 지급 수요에 대비해 항상 여유자금으로 가지고 있는 외국 돈, 즉 외환의 규모를 외환보유고 또는 외환보유액이라고 한다. 그런데, 외환보유액이란 현금이건 채권이건 우리나라 사람들이 가지고 있는 모든 외화자산을 말하는 것은 아니고 한 나라의 통화당국, 즉 정부와 중앙은행이 대외 지급 준비용으로 갖고 있는 외화자산만을 계산해서 외화보유액이라고 한다. 민간은행이나 기업들이 보유하고 있는 외환은 외환보유액 계산에 넣지 않는다. 아무리 다급하더라도 정부나 중앙은행이 맘대로 쓸 수 있는 돈이 아니기 때문이다. 따라서 외환보유액은 앞서 설명한 대로 정부와 중앙은행이 가지고 있는 외화자산과 금만을 말하며, 그래서 ‘공적 외환보유액’이라고도 부른다. 과거 외환집중제가 시행될 때는 국내 은행들이 가지고 있던 외화도 포함됐었지만 국제수지가 흑자를 보였던 지난 1988년부터 지금과 같은 공적보유 개념으로 바뀌게 되었다.

나. 한국의 외환보유 현황

한국은행은 매달 15일과 말일을 기준으로 한국은행 국제국 국제기획팀에서 보도 자료를 작성 한국의 외환보유 현황을 공시하고 있다. 아래 표는 매달 말일을 기준으로 한 외환보유액 현황이다.

<표-24> 우리나라 외환보유액 현황

	외환 보유액	유가증권	R/P관련 유가증권포함	예치금	R/P관련 예치금제외	IMF포지션	SDR	금
11월15일	186,084	미공시	미공시	미공시	미공시	미공시	미공시	미공시
10월말	178,388	147,288	166,371	30,241	11,159	758	29	72
9월말	174,448	144,936	162,801	28,666	10,802	746	28	72
8월말	170,492	143,373	158,534	26,279	11,118	740	28	72
7월말	168,006	139,116	156,801	28,054	10,369	739	25	72
6월말	167,030	138,944	156,858	27,244	9,330	745	25	71
5월말	166,543	132,235	154,116	33,465	11,584	746	25	71
4월말	163,635	131,098	153,482	31,711	9327	732	22	71
3월말	163,557	126,637	151,257	36,076	11,456	749	23	72
2월말	163,007	126,268	145,385	35,893	16,776	752	23	72
1월말	157,450	125,910	144,219	30,692	12,383	755	21	72
2003년 말	155,352	135,089	141,694	19,420	12,815	752	21	71
2002년 말	121,413	107,228	115,189	13,583	5,622	520	12	69

〈표-26〉 국가별 외환보유액 순위 40)

(단위 : 억 달러)

1. 일본	6,735	4. 한국	1,553	7. 독일	968
2. 중국	4,033	5. 홍콩	1,184	8. 싱가포르	963
3. 대만	2,066	6. 인도	1,006	9. 미국	869

※ 2003년 말 기준

1998년 이후 외환보유액 증가는 경상수지 흑자 지속과 외국인투자자금 유입에 따라 국내 금융기관들이 외환위기 때 외환보유액에서 발려갔던 자금을 꾸준히 상환한데 주로 기인하고, 늘어난 외환보유액의 운용수익 증가 등에 기인한다. 2003년 중 증가에는 유로, 엔등 기타 통화의 강세에 따른 환평가액도 추가로 기여하였다. 2004년 8월에는 경상수지 흑자 지속에 따른 외환의 공급우위와 보유외환 운용수익 증대 등으로 전년말의 1,553.5억 달러에서 1,704.9억 달러로 151.4억 달러 증가하였다. 외환보유액의 구성내역은 유가증권 1,433.7억 달러(84.1%), 예치금 363.8억 달러(15.4%), IMF포지션 7.4억 달러(0.4%) 등으로 유가증권이 대종을 점유하고 있다. 1,500억 달러가 넘는 외환보유액은 외환위기를 경험한 국가로서 대외신인도유지와 위기재발 방지에 중요한 역할을 하고 있으며, 국제금융시장의 큰 변동성, 북한문제 등 불확실한 대외여건 속에서도 우리경제의 대외신뢰를 확보하게 하고 지속적인 경제성장을 뒷받침하는 버팀목 역할을 하고 있다. 하지만, 이러한 외환보유고의 지속적인 상승은 다른 문제점을 안고 있다. 아래 표에서 보듯이 국제수지가 적자를 기록한 달에도 외환보유고는 크게 줄지 않았거나 오히려 증가하는 현상이 일어나고 있다. 2월 국제수지는 1.9억 달러 적자를 기록했으나 외환보유고는 오히려 10.8억 달러 증가하였으며, 3월과 4월은 국제수지가 각각 10.9억 달러와 12.7억 달러의 적자를 기록했으나, 외환보유고는 각각 1.6억 달러와 2.1억 달러가 줄어든 데에 불과했다.

40) “경제백서” 재정경제부 2004년

〈표-27〉 2003년 월별 외환보유고 증감 및 국제수지

(단위 : 억 달러)

월별	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
외환보유 증감	14.9	10.8	-1.6	-2.1	47.2	33.2	12.5
국제수지	5.0	-1.9	10.9	-12.7	24.8	33.1	3.8

※ 국제수지 = 자본수지 + 경상수지

※ 자료 : 한국은행 통계월보

이러한 외환보유고가 과다한 나라들은 중국을 제외하고 대체적으로 경제적 어려움을 겪고 있다는 공통점을 가지고 있다. 외환보유고의 과다가 통화량 증발을 부르며, 이를 예방하기 위해서는 해외투자의 축진이 불가피하게 된다. 해외투자는 국내 소득의 해외이전을 의미, 이것이 국내수요부족을 부르고 국내경기를 침체시키는 현상이 발생하게 된다.

제4절 신용등급과 해외차입여건의 상관관계

국제신용평가기관들의 국가신용평가결과가 시장에 미치는 영향은 신용평가결과에 따른 국채(Sovereign Bond) 가산금리의 변화를 통해 알 수 있다.

1. 가산금리(*Spread*)의 의미

가. 사전적 의미

해당채권금리와 기준금리(Benchmark)와의 차이로 bp(0.01%)로 표시된다. 우대금리에 기업의 신용상태 거래실적 등에 따라 가산되는 금리의 차이를 스프레드(*spread*⁴¹⁾)라고 하며, 가령 용자 계약 당시의 리보금리가 연 8.5% 인데 실제 지

41) 채권시장에서는 ‘가산금리’ 라는 의미이지만, 동일한 단어가 외환, 선물, 채권, 옵션

불금리가 연 9.5%라면 이 차율 1.0%포인트를 스프레드라고 부르며, 이곳은 취급 금융기관의 수수료 수입이 된다. 표현의 예로는 5.625%‘ 25년 외평채 가산금리는 T+78bp/73bp 혹은 Libor(swap)+27bp으로 표현되어 지고 있다.

나. 채권시장 참여형태에 따른 의미

채권시장 참여자입장에서의 각각의 정의는 다음과 같다. 먼저 차입기관의 경우 가산금리는 조달비용(cost) 수준으로 정의되어 지며, A회사 가산금리는 10년 만기 채가 “T+65bp” 이고, B회사가 동이조건에 ”T+80bp” 등으로 표현된다. 이에 반해 투자자의 입장에서는 수익성 지표(우량채권), 위험수준의 척도(투기등급채)로서 정의되어 이용되고 있으며, 금융당국의 경우는 위험수준 대비 수익성(가산금리) 적정성으로 정의되며 그 예로는 투기등급채 가산금리가 너무 낮을 때(가격이 너무 높을 때)는 시장에서 투기에 의한 프리미엄 형성 가능성으로 표현하며 사용되어 지고 있다. 이러한 가산금리는 상승할 때는 “widen” 된다고 하고, 하락할 때는 ”tighten“ 된다고 표현된다.

다. 가산금리 수집(작성)

아시아, 유럽, 미주에서 발생한 사건이 가산금리에 모두 반영된 것은 NY증가 혹은 Asia개장 가이다. 동 가산금리는 현재 시장에서 실제 거래되는 가격과 동일한 수준이어야 하며, 실제 거래되는 가격이라도 개별 특정 Dealer나 투자자 가격은 그들 자신의 포지션(Long or short)을 반영할 수 있으므로 감안해서 수집해야 한다.

라. 이론적 가산금리

가산금리는 14년 만기 외평채 종가 금리에서 10년 만기 미국채 벤치마크 금리를 뺀 것이다. 만약 2014년 만기 외평채 종가 금리가 5.34%, 미국채 금리가 4.67%이면 가산금리는 67bp가 된다고 이론적으로 설명할 수 있지만, 이러한 이론적으로 계산될 수 있는 가산금리가 실제 미국채 금리와 외평채 종가금리를 구한다면 정확한 계산이 가능할 수 있을 것인가라는 의문점이 생길 수 있는데 이는 거의 불가능하다고

선시장 등에서는 서로 다른 의미로 사용됨

말할 수 있다. 일부 언론에서 Reuter, Bloomberg 등에서 개별 채권들의 종장가에 해당하는 금리가 발표되는 점을 활용하여 한 때 ‘가산금리를 일간으로 발표’ 한 바 있지만, 실제 시장에서 제시되는 가격수준과 이론적 가격과 차이가 많이 발행하자 작업을 몇 일만에 중단해 버린 사실이 있다.

마. 가산금리의 중요성

위험도(혹은 신용도)에 따른 적절한 가산금리 형성이 회사채 등 채권시장 성장의 기초가 되며, 불완전시 다양한 부작용 발생 가능성이 높다. 다른 험(risk)에 수익률이 같게 형성되어 있다면, 투자자들은 동 상황을 활용 재정거래를 통해 수익률 극대화를 도모할 수 있는데 도움을 주며 리스크 관리자들은 위험수준이 다름에도 불구하고 적합한 리스크 관리를 수행할 수 없게 된다. 가산금리는 투자자들이 판단하는 “신용도에 대한 킨센서스⁴²⁾” 를 제공하며 동 사항을 반영 신용평가사들은 자신들의 신용등급과 시장에서 형성된 가산금리 수준에서 보이는 신용등급을 수시로 비교하며 “Implied Rating⁴³⁾” 을 산출한다.

2. 신용등급과 가산금리 변동추이

1998년 4월 외화표시 외평채를 처음으로 발행할 당시 355bp이었던 가산금리는 러시아 금융위기 등 주변상황이 악화되면서 1998년 8월 1000bp까지 치솟았다.⁴⁴⁾ 1999년 1월 25일 우리나라가 S&P사로부터 투자적격등급을 회복하면서(BB+→BBB-), 1999년 1월 25일 당시 335bp이었던 외평채가산금리가 1월 26일에는 290bp로 떨어졌다. 1999년 11월 11일 S&P사가 우리나라 신용등급을 다시 1단계 상승시키자(BBB→BBB) 1999년 11월 10일 205bp이었던 외평채가산금리는 11월 12일에 185bp로 200bp보다 낮아졌다. 1999년 이후 외환위기로 낮아졌던 국가신용등급이 상승하고, 우리나라 금융 산업의 영업환경도 개선된 것으로 평가되어 2001년 이후

42) 일반적인 합의

43) 암시적 등급

44) 이 절에서 언급된 외평채가산금리는 2008년이 만기인 10년 만기 외평채의 가산금리로 미국 10년 만기 채무부증권을 기준으로 산출된 것임.

시중은행들의 신용등급이 대부분 상향 조정되었다. 신용도가 개선되어 감에 따라 은행들의 차입여건도 함께 개선되었다. 11대 시중은행 1년 미만 단기차입금 평균 가산금리(spread)는 2000년 말 76bp에서 2001년 12월말 32bp수준으로 하락하였다. 신디케이트 대출등 중장기 차입금 조달금리도 하락하여, 2001년 제1사분기 중 Libor+83bp 수준이던 차입금의 평균가산금리가 제4사분기에는 Libor+47bp수준을 기록하였다. 2002년 3월 28일 무디스가 우리나라의 신용등급을 A3로 상향조정하면서 A등급을 회복하게 되자, 바로 다음 4월 8일자로 외평채 가산금리는 47bp까지 하락했다. 2002년 5월 13일 Fitch사의 신용등급 상향조정 절차 개시를 발표하면서 6월 7일에는 가산금리가 37bp로 떨어졌다. 2003년 1월 말까지 120bp 수준에서 안정세를 보이던 외평채 가산금리가 최근 200bp내외까지 상승하였다. Moody's의 신용전망이 하향 조정된 이후 점차 상승하면서 불안정한 모습을 보이던 외평채 가산금리가 2003년 3월에 들어서서는 보다 상승하는 추세를 보이고 있는데, 특히 2003년 3월 12일에는 197bp를 기록하였다. 이러한 수준은 우리나라보다 국가신용등급이 낮은 태국의 가산금리 수준을 넘어서 말레이시아 수준까지 상승한 것으로 우리 경제에 대한 외국인투자자들의 불안감이 그만큼 확대되었다는 점을 반영한다.⁴⁵⁾ 물론 최근의 단기외화차입 가산금리 수준이 1997년 말 외환위기 당시의 250bp수준에 비해 크게 낮은 수준임을 감안할 때, 가산금리의 상승만으로 국내 은행의 차입·차환에 결정적인 문제가 있는 것으로 판단할 수는 있다. 또한 외평채 가산금리도 1998년 4월 발행당시 350bp 수준이었고 러시아 경제위기로 파급효과에 대한 우려가 심화되었던 1998년 8월 중에 600bp정도 균등하여 8월 31일 1,010bp 이상으로 상승했던 경험을 상기할 때, 동 가산금리가 최근 60bp 정도 상승한 것만으로 우리 경제에 대한 외국인의 불안심리가 크게 악화되었다고 볼 수도 없다.⁴⁶⁾ 이러한 신용등급 상

45) 중국의 경우 외국투자자들이 아시아 경제권에서 중국의 비중을 높이 평가하는데다 중국정부에 국채시장 개입 및 화교자금에 의한 풍부한 매수기반 등으로 인해 외화표시 국채가산금리가 우리나라 보다 낮은 수준에서 유지되고 있으며, 태국의 경우에는 우리나라보다 국가신용등급이 낮음에도 불구하고 경제의 대외의존도가 낮고 인보 측면에서도 상대적으로 안전하기 때문에 외화표시 국채 가산금리가 상대적으로 낮게 유지되고 있는 것으로 보인다.

46) 특히, 3월 13일에는 정부의 금융시장 안정조치 발표 등에 따라 외평채 가산금리가 14bp 하락했으며, 17일까지도 183bp 수준으로 유지하고 있다.

승시 외평채 가산금리가 하락한 결과를 바탕으로 하여 분석한 자료에 따르면 우리나라의 경우 신용등급 1등급 상승시 차입금리가 35bp정도 하락하여 매년 5억 달러 이상의 차입비용을 절감할 수 있다.⁴⁷⁾

<표-28> S&P Rating과 가산금리

S&P	만기(Asset Swap Offer Spread 평균값)							
	1	2	3	5	9	10	24	29
BBB	14	30	52	53			177	
BBB+	16	6		48	62			
A-	3	10	15	31	78		133	81
A	4	10	88	20	37	49		
A+	-4	0	15	19	33			
AA		-4			31			
AA-			3		19			37
AA+	-13							
AAA	-14	-17	-18		15			

<표-29> Moody's Rating과 가산금리

Moody's	만기(Asset Swap Offer Spread 평균값)							
	1	2	3	5	9	10	24	29
Baa3		27	54	70	100			
Baa2	14	30		40	149			
Baa1	10	13	17	40	43		141	81
A3	14	15	50	26	58		151	
A2	4	7	14	22	31	49		
A1	-6	1	17	19	38			81
Aa3	-1	3		20	30			
Aa2	-2	-3	4	13	24			
Aa1			3					37
Aaa	-16	-17	-18		15			

3. 국가신용등급과 해외유입의 상관관계

Cantor와 Packer(1996)는 신용평가발표가 국제 가산금리에 미치는 영향에 대해 분석한 결과 국제신용평가기관들이 국가신용도를 상향조정하여 발표한 경우 예상

47) 재정경제부 보도자료(2001.11.13), “S&P 한국 국가신용등급 상향조정”, 국제금융과

한 것과 같이 가산금리는 하락하였으며, 통계적으로도 유의한 결과를 얻었다. 한편 국가신용등급을 하향조정하여 발표한 경우에는 가산금리는 예상대로 상승하였지만, 통계적으로는 유의한 결과를 얻지 못했다. 이들의 연구에서 가산금리에 대한 신용평가발표의 영향은 투자적격단계의 장기외화표시채무보다는 투자부적격단계에 있는 장기외화표시채무에 더 큰 영향을 미친 것으로 나타났다.⁴⁸⁾ Reisen과 Maltzan(1999)가 1989년부터 1997년까지의 29개 국채에 대해 국제신용평가기관의 신용평가발표와 국채 가산금리의 관계를 연구한 결과에서는 국가신용등급 하향 조정 발표 시 가산금리가 상승하는 현상이 국가신용등급 상승시 가산금리가 하락하는 경향보다 통계적으로 더 유의한 것으로 나타났다. 또, 선진국의 국채 가산금리 변화보다는 신흥시장국의 국채 가산금리의 변화가 더 통계적으로 유의하다고 밝혔다.⁴⁹⁾⁵⁰⁾ 2002년 현재 우리나라 해외차입의 기준금리는 외화표시 외평채의 가산금리이다. 외평채는 외화를 조달하기 위해서 국가가 발행하는 채권이라고 할 수 있다. IMF초기 정부의 외평채 발행이 크게 증가한 것은 달러부족으로 국내외환시장의 위기가 급증하자 정부가 외화조달에 적극적으로 나서게 되었기 때문인데, IMF초기 국내 민간 기업들의 대외신용도가 급격히 하락하면서 민간기업의 신용을 가치고는 외화조달이 어려워지자, 정부가 외화조달을 위해 외평채 발행을 늘린 것이다.

결론적으로, 선진국에 비해 투자부적격단계에 있을 가능성이 상대적으로 큰 신흥시장국의 국채에 대한 신용평가조정이 투자적격단계에 있는 국채에 대한 신용평가조정보다 국채 가산금리에 대한 영향력이 크다는 것이다. 1997년 외환위기 이후 투자부적격으로 하향조정되었던 우리나라 국가신용등급 변동과 외국환평형기금채권 가산금리 변동과의 관계도 이러한 결론을 뒷받침해 주고 있다.

48) Richard Cantor and Frank Packr(1996), "Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings", Economic Policy Review(Vol2), Federal Reserve Bank of New York

49) Helmut Reisen and Julia von Majltzan(1999), "Boom and Bust and Sovereign Ratings", International Finance

50) 우리나라 해외차입 여건 결정요인에 관한 연구/윤은용 서강대대학원 일부인용

<표-30> 우리나라 국가신용등급 변화와 외평채 가산금리 · 외자도입액

(단위 억 달러, bp)

		1997	1998	1999	2000	2001.12월
Moody's		A3(97.11) Baa2(97.12) Ba1(97.12)	-	Baa3(99.2) Baa2(99.12)	-	-
Fitch IBCA		A+ (97.11) A(97.11) BBB-(97.12) B-(97.12)	BB+ (98.2)	BBB-(99.1) BBB(99.6)	BBB+ (00.3)	-
S&P		A+ (97.10) A-(97.11) BBB-(97.12) B+ (97.12)	BB+ (98.2)	BBB-(99.1) BBB(99.11)	-	BBB+ (01.11)
외평 채 가산 금리 (bps)	5년 만기	-	512.7	184.8	152.3	135.0
	10년 만기	-	525.9	230.3	211.1	199.7
외자도입액		208.80	84.70	104.50	85.81	82.30

자료 : Bloomberg

제 7 장 결 론

1970년대 우리나라 경제개발 계획 수립단계에서 1980~1990년대 구체적으로 실행하는 단계를 거치며 개발도상국에서 선진국으로 도입되는 과정과 외국과의 개방 무역이 활발히 추진됨에 따라 우리나라는 해외자금의 유입에 대한 필요성이 날로 대두되고 왔다. 개발도상국과 신흥공업국에서의 나타나는 핫머니의 위험성 있는 해외유입을 방지하고 우리경제 발전에 도움이 되는 해외유입을 유치하기 위해서는 국가신인도라 할 수 있는 국가신용등급을 꾸준히 상승시켜야 할 필요성이 있다.

국가신용등급은 신빙성 있는 신용등급기관의 평가로 인해 결정지어 진다. 신용평가기관의 대표라 할 수 있는 Moody's, S&P, Fitch의 신용평가기준에 부합하여 안정적인 투자적격인 등급을 유지하여 외국자본의 유출입의 기준이 되는 외평채의 금리를 안정화 시켜야 할 것이다. 외평채가 모든 해외유입의 근간이라고 할 수는 없다. 해외유입의 다변화로 다양한 방법과 기준으로 유입의 다변화가 이뤄지고는 있지만, 해외유입의 가장 큰 기준으로 자리 잡고 있는 것은 틀림없는 현실이다. 외평채의 금리를 안정화시키고 외국인투자를 안정적으로 유치 우리나라 경제발전의 도움을 이끌어야 할 것이다. 그에 대한 근거가 되는 것은 우리가 지금까지 살펴본 내용과 같이 우리나라의 신용등급이 투자적격단계에서 투자 부적격 단계로 신용도가 하락하는 경우 외평채의 가산금리가 급격히 상승으로 인한 해외유입이 아주 큰 변화의 폭으로 감소하는 상황에 직면하게 되는 현상과 투자 부적격 단계에서 투자적격단계로 반응이 발생하는 경우 해외유입은 그 전과는 더 작은 폭이지만 외평채에 대한 가산금리가 하락 해외유입이 증가하는 현상이 발생한다. 지속적으로 국가신용등급이 투자적격단계 범위 안에서 신용등급이 조금의 등락을 보이더라도 해외유입은 큰 영향을 받지 않고 안정적으로 유입량은 유지 하게 된다.

우리나라 내적인 부분과 외적인 부분이 안정적으로 투자가 이뤄진다면 그 기반을 토대로 우리나라의 꾸준한 경제발전과 안정을 이끌어 낼 수 있을 것이

참 고 문 헌

【국내문헌】

- 윤은용 “우리나라 해외차입 여건 결정요인에 관한 연구” 서강대 경제대학원(2003)
- 양태건 “국가신용등급이 해당국가의 금융시장에 미치는 영향과 대응방안” 중앙대학교 국제경영대학원(2000)
- 박범진 “복수신용평가기관들의 신용등급 결정요소 차이에 관한 실증적 연구” 한양대 대학원(2000)
- 박기원 “한국경제개발에 있어서 외자도입의 실태와 분석” 대구대 대학원(1999)
- 서영직 “국가신용등급이 금리와 환율에 미치는 효과” 서강대학교 경제대학원(1998)
- 안경숙 “국가신용등급의 결정요인에 관한 연구” 서강대학교 대학원(1998)
- 김일환 “신용평가의 이해” 한국 금융연수원 도서출판실(2005)
- 윤옥자, 장규호 “외환위기 전후 금리 · 환율 · 주가 변동성에 관한 분석 : 금융시장간 변동성 차이를 중심으로” 한국은행 금융연구실 경제분석 제10권 제1호(2004)
- 저원현 “우리나라 국가신용등급 현황과 상향과제” 기업평가 제16권 제2호(2003)
- 허창수 “해외자금조달의 유인과 장애” 증권법연구 제3권 제2호(2002)
- 허민영 “단기 해외 자본 유출입의 결정요인 : 한국 외환위기를 전후로 한 실증분석”
- “국가신용등급” 입법전자 정보실(2002)
- “Moody’s 우리나라 국가신용등급 상향조정” 재정경제부 보도자료(2002.3)
- “국가신용등급 A 등급회복 이후 외평채 가산금리 동향(2002)” 재정경제부
- 박종현 “국가신용등급” 입법정보 제55호(2002)
- “국가신용등급 상향을 위한 정책과제” 대통령 자문 정책 기획위원회(2002)
- 홍광석 “Moody’s와 S&P의 신용등급평가” 농협조사부(2001)
- 조성규 “국제 신용평가 기관의 평가기준 및 등급분류체계” 보증월보 98.12
- “국제 신용평가 기관의 국가신용평가” 상은조사(98.9)
- “외국인 투자 및 외자도입에 관한 법률” 재정경제부(1998)
- 석광현 “외자도입(현지금융 포함)의 실무와 법적인 문제점” 商事法연구(1998)

【국외문헌】

“Bloomberg, South Korea’s Rating Raised Two Notches by Moody’s” 2002/03/28

“Moody’s, Sources And Uses of Moody’s Country Credit Statistics and Rating, January” 2002

“Korean Reversal on Reform Buys Short-Term Credit Even as Longer-Term Dangers Sink in Standard & Poors” 2001/02/13

“Sovereign Credit Ratings A Primer 2002” Standard & Poors