

미국 기업 채무불이행 위험모형의 예측력 약화

- 미국 기업들의 채무불이행 위험모형(corporate default risk model)은 글로벌 금융위기 이후 약 5년에 이르는 미국의 완화적 통화정책으로 인해 기업의 채무불이행율을 예측하는 분석적 프레임워크 차원에서 전반적으로 예측력이 약화되고 있는 것으로 평가됨
- 은행의 대출약관(loan covenants)을 통한 일별 채무불이행 억제 정책에 대한 투자자들의 긍정적인 인상이 바로 기업채무불이행 위험모형이 잘못된 예측을 하는 이유 중의 하나로 분석되고 있음
- 한편, 최근 BIS는 미국 Federal Reserve의 양적완화 축소 연기결정으로 회사채시장이 과열 양상을 보이고 있다고 평가하고 있는 가운데, 대출업체의 보호장치가 약한 약식대출(covenant-lite loan)과 정크본드 발행이 크게 증가하고 있음

- 최근 미국 기업들의 채무불이행 위험모형(corporate default risk model)은 글로벌 금융위기 이후 약 5년에 이르는 미국의 완화적 통화정책으로 인해 기업의 채무불이행율을 예측하는 분석적 프레임워크(analytical frameworks) 차원에서 전반적으로 예측력이 약화되고 있는 것으로 평가됨
 - 기업의 채무불이행 위험을 미리 예측하기 위한 모형들은 다양하게 존재하지만, 이러한 모형들이 기업 채무불이행 위험을 얼마나 정확하게 예측할 수 있는 지에 대한 의문점도 존재함
 - 외형상으로 정상적으로 보이는 기업이라도 해당 기업을 움직이는 다양한 경영지표를 분석하여 기업의 채무불이행율(default rates)을 정확하게 수치화하는 것은 결코 쉽지 않은 작업으로 평가되고 있음
 - 최근 기업의 채무불이행 가능성을 예측하기 위해 투자자들이 이용하는 대다수 기업 채무불이행 모형들은 아직 기업의 채무불이행 증가를 예측하지 못하고 있으며, 일부 다른 채무불이행 모형들은 구체화되지 않은 채무불이행의 급등을 예측하고 있는 것으로 나타남
 - Citigroup은 일부 기업의 신용모형(corporate credit models)들이 실제로 결코 발생하지 않는 채무불이행의 급등을 예측하고 있는 것에 주목하고 있음
 - 과거 5년 동안 기업들은 양적완화정책(quantitative easing)과 수익률에 목마른 투자자들로 인해 그들의 채무에 대한 재융자(refinancing)를 통해 채무불이행을 모면할 수 있었던 것으로 관측됨
 - 초저금리와 Federal Reserve의 채권매입 프로그램은 달러표시 자금시장에서 미국 기업들의 채무상환을 연장하도록 조력하고 있음
 - 상당수 기업들은 최근 몇 년 동안 기업 대출 및 채권에 대한 자금 유입이 지속됨에 따라 그들의 차입능력이 증대되고 있으며, 수익률에 절망하고 있는 투자자들은 옵션이 거의 없는 상태이나, 저등급 채권에 대한 매수를 확대하고 있는 것으로 전해짐



- S&P(Standard & Poor's)에 따르면, 채무불이행율은 현재 2.3%에서 유지되고 있어 역사적 평균인 4.5% 아래에 놓여있는 등 기업 채무불이행율과 기업의 잠재적인 신용등급의 하향조정을 의미하는 부정적 성향(negative bias)은 몇 년 동안 매우 낮은 수준에 머물러 있음

□ 은행의 대출약관(loan covenants)을 통한 일별 채무불이행 억제 정책에 대한 투자자들의 긍정적인 인상이 바로 기업채무불이행 위험모형이 잘못된 예측을 하는 이유 중의 하나로 분석되고 있음

- 은행들은 대출에 수반되는 위험을 통제하기 위하여 차입자가 지켜야 할 계약사항인 대출약관의 부속을 통해 일별 채무불이행을 억제하고 있는데, 이는 투자자들에게 이러한 위험이 돌출되지 않을 경우에는 좋은 인상을 주고 있는 것으로 평가됨
- 이러한 투자자들의 긍정적인 인상은 기업 채무불이행 위험모형이 잘못된 예측을 하는 이유 중의 하나로 평가되고 있음
- 다만, 일부 전문가들은 기업 채무불이행 위험 모형들이 잠재되어 있는 기업 위험 측정에 실패한 것에 대해 동의하지 않고 있음

□ 한편, 최근 BIS(Bank for International Settlements)는 미국 Federal Reserve의 양적완화 축소 연기결정으로 회사채시장이 과열 양상을 보이고 있다고 평가하고 있는 가운데, 대출업체의 보호장치가 약한 약식대출(covenant-lite loan)과 정크본드(junk bond) 발행이 크게 증가하고 있음

- BIS의 반기보고서에 따르면, 미국 Federal Reserve의 양적완화 지속결정으로 인해 초저금리 현상이 지속됨을 강조하면서 현재 회사채시장의 과열 현상에 대해 매우 이례적인 것으로 평가하고 있음
- 또한, BIS는 대형 금융회사들로 구성된 신디케이트론들(syndicated loans)이 회사채와 같은 위험 자산에 대규모 투자된 것에 대해 우려감을 표명하고 있음
 - BIS 반기보고서에 따르면, 2013년 7월~11월 사이에 구성된 신디케이트론 중 40%가 회사채와 같은 위험 자산에 투자할 목적으로 조성된 것으로 보고됨
- S&P Capital IQ에 따르면, 2013년부터 당해 11월 중순까지 대출업체에 대한 보호장치가 보다 약한 약식대출 규모는 2,250억 달러로 2007년의 1,000억 달러를 크게 상회한 것으로 집계됨
 - 약식대출의 증가는 신규 레버리지대출의 55%가 약식대출이라는 의미로 받아들여지고 있음
- 대형 정크본드의 부도는 아직까지 없는 가운데, 대형 정크본드가 부도났을 경우의 충격은 비교적 국지적일 것으로 전망되고 있음
 - Dealogic에 따르면, 취약한 재무상황을 반영하고 정크본드로 발행된 신규 채권의 규모는 2013년 380억 달러에 달하는 것으로 나타남
 - Citigroup은 대형 정크본드가 부도났을 경우에 등가격 위험(at-the-money risk)을 억제하고 꼬리위험(tail risks)을 추가하는 것이 대비책 중의 하나로 인식하고 있음

선임연구원 박태준