



투자수단으로서 비금융기업 영구채 현황 및 특징

황인창 연구위원, 홍민지 연구원

여약

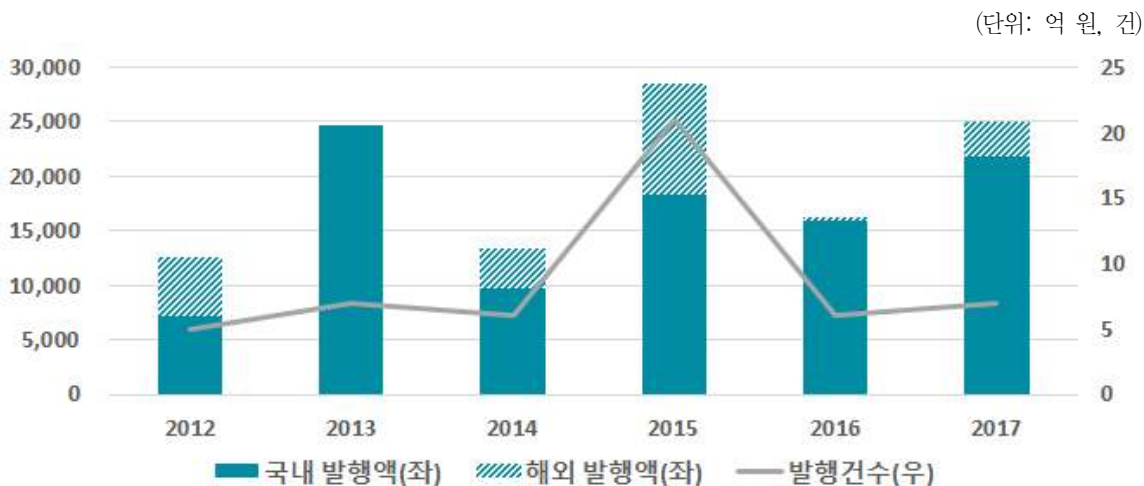
영구채(Perpetual Bond)란 만기(상환일)가 없고 영구히 이자를 지급하는 회사채로 채권과 주식의 특성이 모두 존재하는 신종자본증권의 한 종류임. 국내 비금융기업의 영구채 발행규모는 2012년부터 2017년까지 12조 원(44개사, 52건)임. 비금융기업 영구채의 평균 발행금리는 4.31%로 국고채 5년물 수익률에 비해 2.14%p 높지만 조기상환 여부와 조기상환 후 발행기업의 재무구조 악화 등의 위험이 있는 것으로 분석됨. 따라서 비금융기업 영구채는 투자수익률 제고 측면에서 보험회사의 대체투자 수단이 될 수 있을 것으로 평가되지만, 영구채를 투자 포트폴리오에 편입하기 위해서는 신용위험평가 및 관리능력이 필요함

- 영구채(Perpetual Bond)란 만기(상환일)가 없고 영구히 이자를 지급하는 회사채를 의미하는데, 채권과 주식의 특성을 동시에 갖는 신종자본증권(또는 하이브리드증권, Hybrid Securities)의 한 종류임
 - 실무적으로 최초 발행 시 만기(예, 30년)가 정해져 있으나 만기가 도래하더라도 자동으로 만기가 연장되거나 발행자가 만기를 임의로 연장할 수 있는 권한을 갖는 경우가 일반적임
 - 통상 발행자가 특정시점(예, 발행 후 5년) 이후 조기상환권(콜옵션)을 가지며, 조기상환권을 행사하지 않는 경우 금리를 상향 조정(step-up)하는 조건이 부여된 경우가 일반적임
 - 상환의무 및 만기 측면에서 채권과 주식의 특성을 동시에 갖는데, 회계상 자본으로 인정됨
 - 원금 상환의무와 만기가 있다는 점에서 채권과 가깝지만, 발행자의 의사로 연장이 가능하기 때문에 사실상 만기가 영구적이라는 점에서 주식의 성격을 가짐

- 국내 비금융기업의 영구채 발행은 2012년에 시작되었고, 2017년까지 44개사가 12조 원(52건)을 발행함(그림 1) 참조
 - 국내 발행규모는 9.7조 원(43건)으로 모두 사모로 발행됨
 - 해외 발행규모는 2.3조 원¹⁾(9건)으로 주로 공모(6건, 2.1조 원)와 미 달러화(8건, 2.2조 원)로 발행됨

- 2013년 영구채를 회계상 자본으로 인정하기 시작하였고, 2015년까지 저금리로 인한 고금리 채권 투자수요 확대로 발행이 증가하였으나 2016년부터 금리상승기에 접어들면서 발행 건수가 감소함

〈그림 1〉 비금융기업의 영구채 발행 현황



자료: 금융감독원(2018), “일반기업의 영구채(신종자본증권) 발행 현황 및 시사점”

- 투자수단으로서 영구채는 일반적인 채권에 비해 고금리·투자 다각화 등에서 투자유인이 있지만, 유동성 위험·만기불확실위험·파산위험 등 투자위험이 상대적으로 높음

- 일반 회사채에 비해 더 높은 이자를 지급하고, 발행사마다 각기 다른 다양한 발행조건을 제시하기 때문에 투자포트폴리오 다양화 측면에서 장점이 있음
- 영구채는 유통시장이 활성화되지 않아 조기상환 이전에 투자금을 회수할 수 없는 유동성 위험을 갖고, 투자자에게 상환요구권이 없기 때문에 금리상승 시 발행사가 만기를 연장하는 경우 가격하락위험이 발생할 수 있음
- 영구채는 후순위 조건이므로 주주와 유사하게 발행사 파산 시 투자금을 회수하기 어려움

- 데이터 분석 결과, 2012~2017년까지 발행된 비금융기업 영구채의 평균 발행금리는 4.31%로 국고채 5년물 수익률에 비해 2.14%p 높음(〈표 1〉 참조)

- 비금융기업 영구채의 발행금리는 발행사의 신용등급이 낮아질수록 높아지는 경향이 있으나, 발행시기와 발행구조에 따라 큰 차이가 있음

1) 2017년 12월 말 매매기준율로 환산

〈표 1〉 비금융기업의 영구채 발행금리

구분	AAA	AA+~AA-	A+~A-	BBB+ 이하	무등급	전체
건수	5	7	8	6	17	43
발행금리(%)	3.75	4.21	5.16	3.45	4.39	4.31
국고채 5년과 차이(%p)	0.84	1.80	2.88	1.33	2.50	2.14

주: 국내 발행만을 분석대상으로 함
 자료: 각 발행사 사업보고서, 연합뉴스포맷스 데이터를 이용하여 계산

■ 2017년 조기상환 예정 영구채 중 조기상환을 실시하지 않은 채권이 있고, 2018년 조기상환 예정 영구채 발행사 중 일부는 조기상환 시 재무구조가 급격히 악화될 가능성이 존재함

- 2017년 조기상환 예정 영구채 규모는 1.3조 원(10건)이었는데, 이 중 실제 조기상환이 이루어진 영구채는 1.1조 원(5건)임(〈그림 2〉 참조)
- 2018년 조기상환 예정 영구채(3.6조 원, 15건)의 경우, 조기상환 시 발행사의 부채비율은 평균 334%p 상승하고, 부채비율이 800%p 이상 상승하는 회사도 일부(3개사) 존재함(〈표 2〉 참조)
 - 부채비율 하위 1분위 영구채 발행기업의 조기상환 후 부채비율 증가폭은 38%p이지만 부채비율 상위 1분위 기업의 경우 1152%p 상승함

〈그림 2〉 연도별 영구채 조기상환 예정 규모



자료: 금융감독원(2018), “일반기업의 영구채(신종자본증권) 발행 현황 및 시사점”

〈표 2〉 2018년 조기상환 예정 영구채 발행사의 조기상환 전후 부채비율(추정)

구분	평균	그룹 1	그룹 2	그룹 3	그룹 4
부채비율(A, %)	352	935	250	158	65
조기상환 후 부채비율(B, %)	686	2087	355	198	103
부채비율 변동분(B-A, %p)	334	1152	105	40	38

주: 1) 2017년 말 연결재무제표를 기준으로 산출

2) 자본이 음(-)인 발행사(1개사)는 분석대상에서 제외하고, 부채비율에 따라 4그룹으로 나뉘 분석

3) 부채비율=부채총액/자본총액

4) 조기상환 후 부채비율=(부채총액+회사채 차환발행액)/(자본총액-영구채 상환액)

자료: 각 발행사 사업보고서 데이터를 이용하여 계산

■ 비금융기업 영구채는 투자수익률 제고 측면에서 보험회사의 대체투자 수단이 될 수 있을 것으로 평가되지만, 영구채를 투자 포트폴리오에 편입하기 위해서는 신용위험평가 및 관리능력이 필요함

- 최근 지속된 저금리 환경은 보험회사 운용자산이익률 하락으로 이어져 상대적으로 수익률이 높은 투자자산에 대한 관심이 높아지고 있음
 - 과거 10년 동안 생명보험회사와 손해보험회사의 운용자산이익률은 각각 3.3%p, 4.2%p 하락함
- 비금융기업 영구채의 평균 발행금리(4.3%)는 2017년 보험회사의 평균 운용자산이익률(3.4%)보다 0.9%p 높아 보험회사 대체투자 수단으로 고려할 수 있음
- 영구채는 일반 회사채보다 상품이 복잡하고 투자위험, 특히 파산위험이 높기 때문에 영구채 투자를 위해서는 신용위험평가 및 관리능력을 갖출 필요가 있음
 - RBC 제도상 신용위험계수는 2.4%(AAA)~12%(무등급)로 부동산프로젝트금융(PF)의 위험계수와 동일함 **kiri**