



## 지주회사 신용평가(개정안)

### 일반론 - 신용평가 이슈

#### Analyst Contacts

실장 서찬용  
02-2014-6233  
scy@nicerating.com

연구위원 현승희  
02-2014-6274  
shyon@nicerating.com

#### Date

2023.11.28.

#### [의견 요청 사항]

NICE신용평가는 최근 환경 변화등을 적절히 반영하기 위하여 기존 내용 중 일부를 수정/보완/개선할 예정입니다. 본 개정안의 주요 변경 내용에 해당하는 아래의 사항에 대해 다른 의견이 있거나 더 나은 개선안이 있으면 기탄없이 제시해 주시기 바랍니다.

- (1) 방법론 적용대상 정비
- (2) 평가요소 고려시 과거 실적 적용기간 구체화
- (3) 경상적인 현금유입 항목의 탄력적 적용

#### 방법론의 대상 및 한계 등

본 평가방법론은 신용평가 시 분석 이슈 중 하나인 지주회사를 평가함에 있어 주요 분석대상이 되는 위험요소 및 평가방법에 대한 내용을 설명하고 있다.

본 평가방법론이 포함되어 있는 신용평가 일반론은 신용평가의 의의, 신용등급을 결정하는 일반적인 접근방식 및 신용평가 전반에 공통적으로 적용되는 사항에 대해 설명하고 있다. 다만, 신용평가 일반론은 평가대상의 특성에 따라 제한적으로 적용될 수 있으며, 신용평가 일반론 외에 산업별, 자산별 평가방법론 등의 적용을 받을 수 있다.

#### [평가방법론의 한계]

본 평가방법론은 신용평가에 대한 투자자와 발행자의 이해 제고를 위해 제공하는 것이다. 다만, 본 평가방법론이 개별 평가과정에서 고려되는 모든 요소를 포함하고 있는 것은 아니다. 따라서, 실제 신용등급 도출과정에는 평가방법론에서 설명하고 있는 접근방식에 더하여 개별 특수성에 따른 추가적 평가요소 및 정성적 판단이 반영된다.

#### [평가방법론의 주요 가정 또는 주요 지표]

해당사항 없음.

#### [본 방법론으로 공시된 등급이 받는 영향]

본 방법론의 적용으로 기존에 공시되어 있는 등급이 받는 영향은 없음.

#### [주요 변경 내용]

- 방법론 적용 대상 정비
- 과거 실적 적용기간 구체화
- 경상적인 현금유입 항목의 탄력적 적용

### 〈유의사항〉

NICE신용평가사가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가(주) 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가사가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 "발간물")는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가사는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가사의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가사의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가사의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자이사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가사는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가사는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가사는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가사는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가(주)는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가사에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

## I. 지주회사 개요

### 1. 지주회사 개념 및 분류

지분 보유를 통해 자회사에 대한 지배나 경영참여를 주 사업 목적으로 영위

지주회사(持株會社, holding company)는 지분 보유를 통한 영향력 행사를 근간으로 자회사에 대한 지배나 경영 참여를 주 사업목적으로 하는 회사를 말한다. 단순히 다른 기업의 주식을 보유하는 것만으로는 지주회사로 보기 어려우며, 보유 지분이 특정회사의 의사결정에 중요한 영향을 미칠 수 있을 만큼 충분히 지배하는 경우에 한한다. 이는 실제적 개념에 해당하며 공정거래법상에서는 지주회사를 '주식소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사(공정거래법 제2조 1의2)'로서 '자산이 1,000 억원 이상이고 자회사의 주식가액 합계액이 자산총액의 50% 이상인 회사(공정거래법시행령 제2 조)'로 정의하고 있다.

일반적으로 지주회사는 1. 기업집단에 소속된 다수의 회사를 효과적으로 단일의 경영권으로 통합하거나, 2. 사업의 진입 및 철수를 용이하게 할 수 있는 지배구조를 확립하거나, 3. 다양한 업종으로 다각화되어 있는 기업집단에 소속된 개개 자회사의 사업특성에 부합하는 의사결정 및 조직체제를 확립하거나, 4. 효과적인 자금조달과 배분, 마케팅 공조 및 공유자원 활용 등 기업집단 차원에서의 시너지효과를 제고시키거나, 5. 동일 기업집단 회사간 사업 및 재무위험의 이전을 차단하여 동반 부실화를 회피할 목적 등에 따라 설립된다.

국내의 경우 기업경영 감시체제 등이 미흡한 상황에서 오히려 경제력 집중을 심화시킬 수 있는 지주회사 체제의 역기능에 대한 우려로 1987년 공정거래법 개정을 통하여 오랜 기간 지주회사 설립을 금지하여 왔다. 그러나 1997년 외환위기 이후 기업의 지배구조 개선, 구조조정의 원활한 추진 등이 요구되면서 지주회사의 장점을 활용할 필요성이 제기되었고, IBRD, OECD에서도 기업 투명성 제고 및 기업구조조정 촉진을 위해 우리 정부에 지주회사의 허용을 권고한 바 있다. 정부는 지주회사체제의 단점인 지배력 확장의 악용을 방지하기 위한 제도적 보완장치(지주회사의 부채비율 등)를 전제로 지주회사체제의 장점을 활용할 수 있도록 법률을 개정하여 1999년 4월부터 제한된 요건하에서 지주회사의 설립과 전환을 허용하였다. 이후 다수의 대규모 기업집단에 의하여 수용되어 지주회사가 계속 증가되어 왔으며 특히 2000년대 중반 이후 지주회사 체제는 빠른 속도로 확대되고 있다.

일반적으로 자체사업 영위 여부에 따라 '순수지주'와 '사업지주로 구분

지주회사의 분류기준은 다양할 수 있으나 일반적으로 자회사 지배관리 이외에 독립적인 자체사업 영위여부에 따라 '순수지주'와 '사업지주'로 구분된다. 이는 경제적 실질에 따른 구분기준으로 순수지주회사의 경우 자회사만을 보유 관리하는데 비해 사업지주회사는 자회사 관리 이외에 별도의 자체사업도 영위하는 차이점을 지닌다. 한편, 법률상 구분기준에 따르면 공정거래법상의 '일반지주회사'와 금융지주회사법상의 '금융지주회사'로 구분될 수 있다. 법률적으로는 순수지주회사와 사업지주회사의 개념을 구분하지 않고 있으며, 지배하는 자회사의 사업영역에 따라 일

반지주회사와 금융지주회사로 구분되고 있다. 다만, 일반지주회사는 공정거래법을 적용받고, 금융지주회사는 금융지주회사법의 적용을 받는 구조이다.

한편, 다른 회사에 대한 자본 참여를 주목적으로 하는 회사라는 광의의 지주회사 정의를 적용할 경우 사모펀드 등 투자전문회사도 지주회사로 분류될 수 있다. 다만, 지배관계를 통한 경영참여 여부에 초점을 맞추는 협의의 정의에 따른 분류가 보다 지주회사의 실질을 반영하는 것으로 판단되며, 이에 따르면 투자전문회사는 지주회사의 범주에서 제외된다.

## 2. 방법론 적용대상

본 방법론 적용은 순수지주에  
적용하며, 사업지주는 산업별  
방법론 적용

본 평가방법론은 사업자회사들에 대한 경영관리가 주요 영업활동인 순수지주회사에 대하여 적용되며, 사업지주회사의 경우 자체 사업기반에 근거한 개별 산업별 평가방법론을 적용한다. 따라서 아래에서 언급되는 지주회사는 별다른 언급이 없는 한 순수지주회사를 의미한다.

지주회사를 일반기업과 차별화하여 평가하는 것은 지주회사가 가진 사업목적, 사업영위 형태 및 소유구조상의 특수성 등에 따라 나타나는 신용위험 상의 특성을 적절히 반영하기 위함이다. 본 방법론에서 대상으로 하고 있는 지주회사 및 지주회사가 지배하는 자회사는 경제적 실질에 따른 것으로 주식회사, 합자회사 등 다양한 법률적 실체를 포괄한다.

사업의 실질 반영하여 순수지  
주 특성 지배적일 경우 본 방  
법론 적용 가능

아울러, 이하에서 설명하는 지주회사 신용등급 결정논리는 경제적 실질의 관점에서 법률적으로 공식적인 지주회사가 아니나 실질적으로 지주회사적 특성을 보유하고 있는 경우에도 적용된다. 또한, 일부 사업을 영위하더라도 지주회사의 실질(자산, 현금흐름 등)을 반영하여 순수지주회사의 특성이 지배적일 경우 본 평가방법론을 적용할 수 있다.

본 지주회사 평가방법론에서는 지주회사 평가 시 고려되어야 하는 주요 특성 및 평가요소를 추출한 후, 주요 평가요소를 범주화하고, 범주화된 평가요소 중 주요 항목에 대해 검토하여 이를 종합하는 방법을 취하고 있다. 다만, 실제 평가요소의 복잡성과 투자대상에 대한 개별적인 고려의 필요성에 따라 당사는 본 평가방법론에 적시된 제반 평가요소에 대한 평가와 더불어 추가적인 위험요소에 대한 포괄적인 논의를 통해 최종적으로 신용등급을 결정하고 있다.

## II. 지주회사 신용위험의 특성

### 1. 지주회사의 기본구조

지주회사가 보유하는 주요 자산은 사업자회사, 관계회사 등에 대한 투자자산으로서 매출채권, 재고자산 등의 운전자본과 생산설비 등의 유형자산이 불필요하며, 사업자회사나 관계회사, 투자회사가 창출하는 영업현금흐름을 직접적으로 수령하지 않는다.

사업자회사 등으로부터의 경상적 현금유입은 일반적으로 배당금, 이자수익, 경영자문수수료, 브랜드 사용료 등의 행태를 띤다. 이를 통하여 판매와 일반관리비, 이자비용, 지주회사 주주에 대한 배당 등의 자금소요에 충당한다. 비경상적으로는 사업자회사, 관계회사, 투자회사 등 투자자산 처분, 대여금 회수 등을 통하여 자금을 조달하여 자회사에 대한 출자 및 대여, M&A 등의 자금소요에 대응한다.

따라서 주요 사업자회사의 현금창출능력과 재무상태가 악화되면 지주회사 역시 이에 크게 영향을 받으므로 지주회사와 사업자회사의 신용도는 매우 밀접한 관계를 가진다.

### 2. 지주회사 채무의 구조적 후순위성

지주회사가 신용위험에 있어 일반기업과 가장 큰 차이를 보이는 점은 지주회사의 경우는 대부분의 자산이 자회사의 지분으로 구성되어 있어 부도 등의 경우 채권회수시 지주회사의 채권자가 자회사의 채권자 대비 우선순위 및 회수율 등에 있어 불리한 점이 나타날 수 있다는 점이며, 이를 지주회사 채무의 '구조적 후순위성(Structural Subordination)'이라 한다.

#### [신용위험의 구성요소]

$$\begin{array}{ccc} \text{예상손실률(EL)} & = & \text{부도발생 가능성(PD)} \times \text{부도발생 시 손실률(LGD)} \\ \text{(Expected Loss)} & & \text{(Probability of Default)} \quad \text{(Loss Given Default)} \end{array}$$

지주회사의 부도발생가능성(PD; Probability of Default)은 지배구조상 위상, 자회사의 다변화수준, 자체적인 채무부담 및 자산가치 수준 등에 따라 자회사 전반의 신용도 수준 또는 주력 자회사의 신용도와 같거나 다른 모습을 보일 수 있다. 그러나, 지주회사 채권의 부도발생 시 손실률(LGD; Loss Given Default)은 일반적으로 지주회사 채무의 '구조적 후순위성(Structural Subordination)'에 따라 자회사 채권에 비해 높게 나타날 개연성이 크다.

부도발생시의 구조적 후순위성에 따른 손실률 차이 가능성에 따라 지주회사의 신용위험은 일반 기업과 차별화될 수 있다. 다만, 지주회사가 지분보유를 통해 사업을 영위함에 따라 나타나는 다른 특성(후순위성 완화 요인) 및 지주회사의 자체적 특성이 이와 같은 부도발생 시 손실률의 차이를 보완하거나 상쇄시킬 수 있어 다른 특성을 같이 감안해야 한다.

후순위 채권의 후순위성은 계약관계에서 기인하는데 비해, 지주회사 채권의 후순위성은 기업의 소유구조에서 발생

지주회사는 일반적으로 자회사 지배 또는 투자목적으로 투자자산을 보유하고 사업목적 자산을 직접 보유하지 않는다. 이에 따라 지주회사의 경상적인 현금흐름 원천은 자회사 등으로부터 발생하는 배당금, 경영자문료, 브랜드사용료 등이며 이를 통해 경상적 경비, 이자비용 등의 자금소요를 충당한다. 지주회사의 외부금융채권자에 대한 주된 채무상환 재원은 배당금 등 자회사로부터의 유입현금이므로, 자회사로부터의 현금유입 중단 내지 지연은 다른 채무상환 수단이 확보되지 않는다면 지주회사 외부금융채권자에 대한 채무불이행으로 이어질 가능성이 높다.

또한, 지주회사와 자회사가 동시에 파산할 경우, 자회사 보유자산은 우선 자회사 채권자에 대한 채무 변제에 충당된다. 파산 후 지주회사 채권자가 채권회수에 활용하는 자산은 지주회사의 자회사에 대한 지분이다. 다만, 자회사에 대한 출자지분은 자회사 채권자가 자회사 보유 자산을 통하여 채권을 회수한 후 남는 잔여자산에 대한 청구권으로 전환된다. 이에 따라, 자회사의 채권자가 채권회수 후 잔존하는 자산은 지주회사 채권자가 채권을 회수하기에 현저히 부족하거나 경우에 따라서는 전무한 경우도 있을 수 있다.

결국, 지주회사 채권자는 자회사 채권자에 비하여 자회사 보유자산을 통한 채권회수에 관하여 일반적으로 후순위적 지위에 있다고 볼 수 있다. 이와 같이 자회사 자산을 통한 채권 회수에 관하여 지주회사 채권자가 자회사 채권자에 비하여 열등한 지위에 있는 현상을 “지주회사 채무의 구조적 후순위성”이라 한다. 후순위채권 역시 채권회수 순위에 있어 후순위적 지위를 보유하는데 이는 계약관계에서 발생함에 비하여 지주회사 채권의 후순위성은 기업의 소유구조에서 발생한다는 점에서 차이가 있다.

다만, 지주회사 채무의 구조적 후순위성은 지주회사 및 자회사의 채무부담 수준, 사업다각화 수준 등에 따라 강화되거나 약화될 수 있어 후순위성에 영향을 줄 수 있는 구체적인 요소에 대한 검토가 필요하다. 후순위채권 등 선순위채권 대비 후순위성이 인정될 경우 일반적으로 선순위채권 대비 1 notch 이상 하향 조정됨을 감안할 때, 지주회사의 경우에도 후순위성이 인정되며 그 후순위성이 기타 요인으로 상쇄 또는 보완되지 않는 경우에 지주회사의 신용등급은 일반적으로 계열 전반의 신용수준에 비해 1 notch 이상 낮게 부여된다.

한편, 자회사 신용등급과 지주회사 신용등급간 격차는 투자등급보다 투기등급에서 더욱 확대될 수 있다. 이는 예상되는 채권회수율이 투자등급보다 투기등급에서 훨씬 낮기 때문이다.

### Ⅲ. 지주회사 신용평가

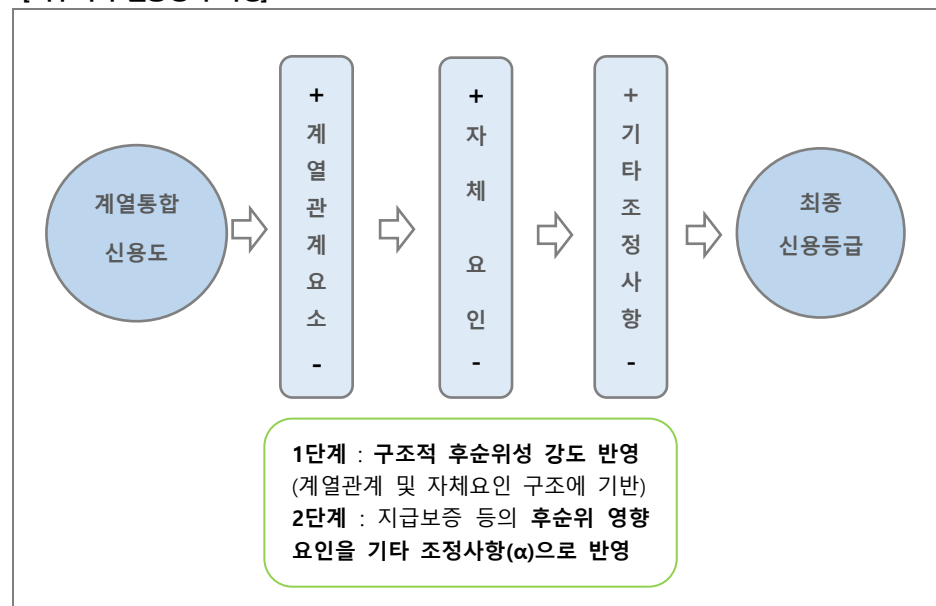
계열통합 신용도를 근간으로  
구조적 후순위성 강도와 후순  
위 영향 요인 반영

지주회사 신용등급은 계열통합 신용도<sup>1</sup>를 근간으로 구조적 후순위성 강도를 종합적으로 반영하여 최종등급을 산출한다.

평가방법론의 적용 대상에 해당하는 순수지주회사는 자회사 보유를 통한 경영지배를 주목적으로 하므로 일반기업과 달리 자체 역량의 평가로 신용위험 수준이 평가될 수 없는 특성이 있다. 이에 따라 순수지주회사 평가 시에는 자체역량 평가를 통한 자체신용도 산정이 불필요하며, 해당 계열 전반의 사업 및 재무위험을 출발점으로 해서 평가해야 한다.

이 같은 지주회사의 본원적 특성에 따라 자회사 전반의 사업 및 재무위험을 감안하기 위하여 지주회사와 지주회사가 지배하고 있는 자회사들을 단일기업으로 가정하여 평가, 도출한 계열통합 신용도를 지주회사 신용평가의 출발점으로 활용한다. 다만, 계열 내에서 비핵심 자회사에 대한 절연가능성이 존재하고, 지주사의 핵심 자회사에 대한 배타적인 경영통제가 가능할 경우, 예외적으로 계열통합 신용도가 아닌 핵심 자회사 신용등급이 출발점이 될 수 있다.

#### [지주회사 신용평가 과정]



<sup>1</sup> 지주회사와 지주회사가 지배하는 자회사를 단일기업인 것으로 가정하고 사업위험과 재무위험을 평가하여 가상의 신용등급을 부여할 수 있으며, 이를 통합신용도라 한다. 산업별 방법론 총론을 적용하여 산출되는 지주회사가 소속된 계열집단의 '계열통합 Profile'을 통합신용도의 대응치로 활용한다. 계열통합 Profile은 계열 내 지원을 제약 없이 사용가능하다는 전제 하에서, 계열을 단일 경제실체로 가정하고 산정한 계열의 개념적인 채무상환능력을 의미한다.

계열통합 신용도 도출 이후에는 1 단계로 전술한 지주회사의 구조적 후순위성 강도를 지주회사와 자회사와의 계열 관계요소, 지주회사의 자체요인을 토대로 각각 평가하여 반영하고, 2 단계로 자회사 차입금 수준 및 분포, 핵심 자회사 지급보증 수혜 등의 기타 조정사항( $\alpha$ )을 감안하여 지주회사의 최종신용등급을 도출한다.

계열관계 요소 및 지주사 자체요인을 근간으로 지주회사로서의 구조적 후순위성이 강한 가운데 후순위성 영향 요인으로 이를 충분히 보완하거나 상쇄하지 못할 경우에는 최종신용등급은 계열통합 신용도 대비 낮게 부여될 수 있다. 한편, 계열 관계요인과 자체요인으로 인해 구조적으로 후순위성이 약하거나 없을 것으로 예상되거나 후순위성 영향 요인으로 충분히 보완할 경우에는 최종신용등급이 계열통합 신용도와 같이 부여될 수 있다. 또한, 계열 관계관계 및 자체요인을 통해 예상되는 지주회사 채무의 후순위성 수준 대비 기타 고려요소 등에서 나타난 후순위성 상쇄효과가 더 클 것으로 판단될 경우에는 지주회사의 최종신용등급이 계열통합 신용도 대비 높게 부여될 수도 있다.

일반적인 계열기업의 평가과정과 지주회사의 평가를 비교할 때 계열통합 신용도 및 계열관계 요소를 고려하는 과정은 그 실질이 거의 유사하다. 다른 점은 자체사업을 영위하는 일반 계열기업의 경우는 자체적 사업 및 재무위험을 종합한 자체신용도를 출발점으로 삼아 계열관계를 반영하지만, 순수지주회사는 계열통합 신용도를 출발점으로 삼아 계열관계 및 자체 요인에 따른 구조적 후순위성 강도, 후순위성 영향 요인 등을 감안한다는 점이다.



[순수지주회사 후순위성 주요 평가요소와 평가수준(Grid)간 대응관계]

범주	하위범주	평가지표 (가중치)	AAA	AA	A	BBB	BB	B	비고
구조적 후순위성 강도	구조적 후순위성 평가수준		극히 약함	매우 약함	약함	보통	강함	매우 강함	
	계열요인	다각화된 사업위험 (10%)	3개 이상의 이질적인 사업 부문의 다수 제품/서비스 생산/제공 및 각 사업에서 균형 있는 실적 달성	3개 이상의 이질적인 사업 부문의 다수 제품/서비스 생산/제공	2개 이상의 이질적인 사업 부문의 다수 제품/서비스 생산/제공	단일 계열의 다수의 제품/서비스 생산/제공	단일 계열의 소수의 제품/서비스 생산/제공	단일 제품/서비스 생산/제공	계열 전체
		계열신인도 (20%)	AAA급	AA급	A급	BBB급	BB급	B급	계열 전체
	지주사 자체요인	투자/재무정책 (10%)	극히 보수적	매우 보수적	보수적	보통	공격적	매우 공격적	지주 별도
		핵심 계열사에 대한 지배력 (10%)	극히 높음	매우 높음	높음	보통	낮음	매우 낮음	
		현금흐름 안정성 평가 (10%)	경상경비총당률 > 150% 또는 자체C/F 안정성 극히 우수	경상경비총당률 > 120% 또는 자체C/F 안정성 매우 우수	경상경비총당률 > 100% 또는 자체C/F 안정성 우수	경상경비총당률 > 80% 또는 자체C/F 안정성 보통	경상경비총당률 > 60% 또는 자체C/F 안정성 열위	경상경비총당률 60% 이하 또는 자체C/F 안정성 매우 열위	지주 별도
		재무안정성 평가 (20%)	Double Leverage < 100% 또는 지주사 자체 재무안정성 극히 우수	Double Leverage < 110% 또는 지주사 자체 재무안정성 매우 우수	Double Leverage < 130% 또는 지주사 자체 재무안정성 우수	Double Leverage < 150% 또는 지주사 자체 재무안정성 보통	Double Leverage < 170% 또는 지주사 자체 재무안정성 열위	Double Leverage < 170% 이상 또는 지주사 자체 재무안정성 매우 열위	지주 별도
	재무적 융통성 (20%)	극히 우수	매우 우수	우수	보통	열위	매우 열위	지주 별도	
기타 조정사항(α)			전망조정, 후순위성 영향 요인, 상기에서 미반영된 정성 평가요소 등을 기타 조정사항으로 추가 반영						

지주회사 신용평가 시의 평가요소를 실제 적용함에 있어 일반적으로 최근 3개년 과거실적의 평균값을 사용하되, 특수한 사정이 있는 경우에는 기간을 달리 적용할 수 있다. 지주회사 신용평가 시의 주요 평가요소를 요소별로 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

1. 계열통합 신용도

‘계열통합 Profile’을 통합신용도의 대응치로 활용

지주회사에 미치는 자회사들의 사업, 재무역량의 효과를 반영하는 대표적인 방법은 지주회사 및 자회사를 하나의 경제적 단일체로 가정하여 통합신용도를 부여하고, 지주회사와 자회사의 상호 의존도와 지원 능력의 차이를 감안하여 지원 수혜 또는 부담 가능성을 반영하는 방법이다.

지주회사와 지주회사가 지배하는 자회사를 단일기업인 것으로 가정하고 사업위험과 재무위험을 평가하여 가상의 신용등급을 부여할 수 있으며, 이를 통합신용도라 한다. 이 때 동일 지주회사 하에 같이 지배되는 기업을 단일기업에 소속된 사업부문 또는 내부조직으로 가정한다. 일반적으로 산업별 방법론 총론을 적용하여 산출되는 지주회사가 소속된 계열집단의 '계열통합 Profile'을 통합신용도의 대응치로 활용하며, 현실과는 다른 가정에 따라 도출한 가상적인 신용도이므로 외부에 공개하지는 않는다.

계열통합 신용도 즉 계열통합 Profile을 산출하는 구체적 방식은 일반론[산업별 평가방법론-총론 2]를 참고하기 바란다.

## 2. 계열관계에 따른 구조적 후순위성 강도 반영

계열기반의 다각화 수준, 계열 전반의 신인도 등을 주요 평가 요소로 활용

계열통합 신용도가 도출되면 먼저 계열관계를 분석하고, 계열관계 구조에 따른 구조적 후순위성 강도를 평가하여 반영한다.

객관적 평가가 가능한 평가지표로서 '계열기반의 다각화된 사업위험'과 '계열전반의 신인도' 수준이 반영된다. 다만 계열관계에 대한 구조적 후순위성 평가 특히 자회사로부터의 지원수혜 가능성 및 자회사에 대한 지원가능성으로 인한 후순위성 강도 판단은 정성적 평가가 불가피할 때가 있는데 이럴 경우 '기타 조정사항( $\alpha$ )'의 일환으로 감안될 수 있다.

### 다각화된 사업위험

계열기반의 다각화된 사업위험 수준과 관련해서는 계열 사업기반이 다각화되어 있을수록 사업위험이 분산되어 경기대응력이 높아지고, 지주회사가 특정 사업부문에서 받는 영향이 완화되거나 스트레스 상황에서 사업부 매각 등을 통해 대응할 수 있어 후순위성 강도가 약한 것으로 평가될 수 있다. 또한, 다각화되어 있는 다수 우량 자회사의 자산 또는 현금흐름에 대한 통제권을 통해 위기 시 지주회사의 재무적 부담에 원활한 대응이 가능할 것으로 판단될 경우에도 지주회사로서의 구조적 후순위성 강도가 약한 것으로 평가되며 통합신용도 수준으로 보다 우호적인 평가가 가능하다.

### 계열 신인도

계열전반의 신인도 수준의 경우 계열신인도가 높을수록 지주회사의 PD(부도확률)이 낮아지며 일반적으로 LGD(부도발생시 손실률)도 낮아짐으로 지주회사로서의 구조적 후순위성 강도가 약한 것으로 평가된다. 반대로 계열신인도가 낮은 경우에는 지주회사로서의 구조적 후순위성 강도

가 강한 것으로 평가될 것이다. 개념적으로는 정성적 평가요소에 가까우나 실무적용에 있어서는 상대평가의 객관성을 높이기 위해 해당 계열의 계열통합 Profile 수준을 평가지표로 활용한다.

### 3. 지주사 자체요인에 따른 구조적 후순위성 강도 반영

#### 독립적 법적실체로서 지주회사 자체특성 요소 반영 필요

계열통합 신용도를 기반으로 계열관계 요소와 더불어 지주회사의 자체요인을 검토하여 그에 따른 구조적 후순위성 강도를 평가하여 반영한다. 본 방법론의 적용대상인 순수지주회사는 자체적인 제품제조 또는 서비스제공 등을 주력 사업으로 영위하지 않기 때문에 자체적인 사업 및 재무위험 분석의 결과를 지주회사의 신용등급에 반영함에 있어 제한적인 측면이 존재한다. 그러나, 지주회사는 엄연히 자회사와 분리된 법적실체로서 자체적인 특성요인을 검토하여 지주회사 신용등급 결정에 있어 반영할 필요가 있다.

지주회사의 자체요인 평가 시 주요 검토요소는 일반기업의 자체기반 검토요소와 대동 소이하다. 다만, 지주회사 평가 시 일반기업 대비 보다 중점적으로 검토가 필요한 요소를 설명하면 다음과 같다.

#### 투자/재무정책

#### 지주회사의 투자/재무정책이 공격적일수록 후순위성 강도 강한 것으로 평가

지주회사의 투자정책 또는 전략은 지주회사의 신용도 검토에 있어 중요하게 검토된다. 경영권 확보를 통한 경영참여 목적 또는 지분투자를 통한 자본차익 시현의 목적 등에 따라 지주회사의 투자자산 구성과 그에 따른 현금흐름의 차이가 나타날 수 있다.

또한, 지주회사의 인수합병 등 다양한 자금수요에 대하여 대응하는 태도(차입의존 성향), 지주회사 주주에 대한 배당정책 등 재무정책도 중요시 된다. 특히, 소요자금을 자기자본으로 조달하는가 타인자본으로 조달할 것인가, 타인자본 중에서도 어떠한 성격의 자금을 활용할 것인가가 중요한 분석요소가 될 수 있으며, 타인자본 조달 시에는 소요자금 대비 그 부담의 수준을 어떻게 관리하고 있는가가 중요한 검토요소로 작용한다.

지주회사가 공격적인 투자를 행할수록, 외부차입에 의존적일수록 지주회사로서의 구조적 후순위성이 발생할 가능성이 높아지므로 후순위성 강도가 강한 것으로 평가된다. 반대로 보수적인 투자, 재무정책을 유지해 온 경우에는 지주회사로서의 구조적 후순위성 강도가 약한 것으로 평가됨으로써 지주회사의 신용도에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

## 對 핵심자회사 지배력

핵심자회사에 대한 지배력이 높을수록 후순위성 강도 약한 것으로 평가

핵심자회사는 계열기반 내에서 차지하는 비중 및 기여도가 가장 높음으로써 특별한 경우를 제외하고는 자회사들 중 자체신용도가 가장 높을 것이다. 핵심자회사가 아닌 실적이 부진하거나 전망이 불투명한 자회사의 경우 구조조정이나 매각될 가능성이 상존한다. 이에 반해, 핵심자회사는 외부매각가능성이 가장 낮으며 계열 내 최후의 보루로서의 역할을 수행할 것이다. 활용가능한 자산 및 재무여력도 가장 클 뿐만 아니라 위기상황에서 그룹차원의 자금조달 창구는 대외신인도가 가장 높은 핵심자회사가 담당할 것이기 때문이다. 결국, 핵심자회사의 그룹 내 비중이 매우 높은 상황에서는 핵심자회사의 자체신용도가 곧 계열전체의 계열통합 신용도에 해당한다고 볼 수도 있을 것이다.

이 같은 측면에서 지주회사의 핵심자회사에 대한 지배력은 중요한 평가요소이다. 이에 따라 앞서 계열관계에 따른 지주회사로서의 후순위성 강도 평가에서 언급된 다각화된 사업위험, 계열신인도 수준 등과는 다른 지주회사 자체요인 측면의 후순위성 평가요소로 볼 수 있다.

계열 내에 신용도가 각기 다른 다수의 자회사가 존재하는 경우, 핵심자회사의 신용도가 계열 전체 신용도의 평균개념인 계열통합 신용도에 비해 높은 것이 일반적이다. 핵심자회사에 대한 지주회사의 지배력이 높을수록 유사시 핵심자회사의 자산이나 재무역량을 활용할 수 있는 여지가 존재한다. 이를 고려할 경우 핵심자회사에 대한 높은 지배력은 지주회사의 후순위성 강도를 약화시킬 수 있는 요소로 작용할 수 있다. 반면, 핵심자회사에 대한 낮은 지배력은 지주회사의 후순위성 강도를 강화시킬 수 있으며, 계열통합 신용도 대비 notch down 수준을 높이는 요인으로 작용할 수 있다.

실무적용에 있어서는 핵심자회사에 대한 지배력 수준의 평가를 위해 핵심자회사에 대한 지분율 수준, 통상적인 계열통제 수준 등을 종합적으로 감안하며, 계열 관계에서의 지배적 긴밀성 평가 요소를 주요 검토요소로 활용한다.

## 현금흐름 안정성 : 경상경비충당률 + 질적 요인

경상경비충당률을 주요 평가 지표로 활용하며 높고 건조할수록 후순위성 강도 약한 것으로 평가

지주회사의 경상적인 현금유출 대비 현금유입이 클수록 자체적인 잉여현금 창출능력 및 지주회사 채권투자자에 대한 적기상환능력이 안정적으로 확보됨에 따라 지주회사의 후순위성 강도가 약한 것으로 평가될 수 있다. 지주회사의 자체 현금흐름 분석 시에는 '경상경비충당률'로 대표되는 경상적인 현금유입 항목(배당금수익, 임대료수익, 브랜드로열티, 경영관리수수료, 금융수익 등)에 대비한 경상적인 현금유출 항목(판매관리비(상각비 제외), 금융비용, 배당금/법인세 지급액 등)의 비교가 중시된다. 자회사 등으로부터의 현금유입 및 주주에 대한 배당부담 등은 지주회사의 재무정책에 따라 결정되어지는 것으로 이에 대한 파악이 우선 이루어질 필요가 있다.

경상적 현금유입 대비 현금유출 부담의 비교는 그 정도와 변동성, 그리고 예측가능성 등 정성적 측면에서 검토될 수 있다. 일반적으로 배당 및 수수료 수입 등은 기본적으로 자회사의 현금흐름 창출능력에 의해 결정되나, 그 이외에 지주회사의 자회사 보유 지분율, 발행주식 종류 및 주주구성, 배당성향, 법률적인 제약 등이 지주회사 현금유출입의 변수로서 작용할 수 있어 이 같은 질적요인에 대해서도 필요시 검토가 이루어진다.

경상적 현금유입이 현금비용 대비 충분히 큰 경우에는 지주회사로서의 후순위성 강도가 약한 것으로 평가된다. 결국 경상경비충당률이 높고 견조할수록 지주회사로서의 후순위성 강도가 약한 것으로 평가되며, 구조적 후순위성에 따른 계열통합 신용도로부터의 notch down 폭을 낮추는 요인으로 작용한다.

### 재무안정성 : Double Leverage + 질적 요인

Double Leverage를 주요 평가지표로 활용하며, 낮을수록 구조적 후순위성 강도가 약한 것으로 평가

Double Leverage는 자회사 출자액(지분법적용 투자주식 등)을 자기자본으로 나누어 산출되며, 지주회사의 자체 재무안정성을 평가하기 위한 대표적 정량지표이다. 지주회사의 재무안정성과 관련하여 투자자산의 구성과 가치(변동가능성 및 배당가치), 보유 차입금의 규모와 구성 등 질적 요인도 필요시 함께 고려될 수 있다.

채무부담이 낮을수록 지주회사가 부동산 등 자회사지분 이외의 자산을 많이 보유할수록 LGD(부도발생시 손실률)가 낮아지므로, Double Leverage 지표가 낮을수록 지주회사로서의 구조적 후순위성 강도가 약한 것으로 평가된다.

### 재무적 융통성

특히 현금흐름의 안정성이 낮은 지주회사의 경우 더욱 면밀한 검토 필요

인수합병 또는 부실한 자회사 지원과 관련하여 자금소요가 발생할 수 있어 지주회사 자체 측면에서의 재무적 융통성도 주요 평가요소에 해당한다.

재무적 융통성을 제고시킬 수 있는 요소로서 유형자산 등 보유자산의 추가 담보여력, 자회사의 추가 배당여력, 가용 현금성 자산 보유수준, 자회사 지배 목적 이외의 자산 처분을 통한 유동성 확보 가능성, 자회사채권 회수 여력, 지주회사 주주에 대한 배당금 조정가능성, 미사용 금융기관 여신한도, 자본시장 접근성 등에 대한 검토가 이루어진다. 자회사에 대한 지분율이 높은 가운데 상장을 통한 자금조달이 가능할 경우에는 긍정적 요인으로 반영된다.

한편, 재무적 융통성을 제약하는 요소로는 자회사 수익창출능력의 불안정성, 금융기관과의 개별 특약(covenant)에 따른 자산 처분 또는 추가 차입 제약, 재무적으로 취약한 자회사에 대한 지원 부담, 인수합병 또는 추가적인 지분 취득과 관련된 자금 소요, 특정시기에 집중된 차입금 만기구조 등을 고려할 수 있다.

특히, 현금흐름의 안정성이 낮은 지주회사의 경우, 자회사 등으로부터의 배당확보가 불가능하거나 차환 및 신규차입이 불가능한 경우 등 스트레스 상황을 가정한 충분한 재무적 융통성 확보 여부에 대한 면밀한 검토가 필요하다. 지주회사의 자체 재무적 융통성이 풍부할 경우, 자회사 부실 등에 따른 연쇄 부실화(도산) 가능성이 낮아짐으로써 PD(부도확률)가 낮아질 뿐만 아니라, 자회사로부터의 재무적 자원 유입 없이도 자체 재무여력을 통한 원리금 상환이 가능할 것이므로 LGD(부도발생시 손실률)도 낮아질 것이다. 따라서, 지주회사의 자체 재무적 융통성이 풍부할수록 지주회사로서의 후순위성 강도는 약한 것으로 평가된다.

#### 4. 기타 조정사항(α)

구조적 후순위성이 인정되더라도 이를 완화 또는 상쇄시킬 수 있는 기타 특성요인 등을 추가로 고려

앞서의 구조적 후순위성 평가 과정에서 정형화/계량화가 어려움에 따라 미반영된 정성 평가요소가 있을 경우, 기타 조정사항(α)의 일환으로 추가 반영된다.

지주회사 채무의 구조적 후순위성을 완화시키거나 상쇄시킬 수 있는 기타 조정사항(α)의 주요 내용으로 자회사 차입금 수준 및 분포, 현금흐름 안정성에서 감안하지 않은 부수적 사업을 통한 자체 현금흐름, 지급보증 등 지주회사와 자회사간의 계약관계, 기타(전망, 지원 제공/수혜의 계열 관계의 정성적 요인, 계열 이외의 외부 지원가능성(정부 등), 최대주주의 지주사 경영참여 수준 등)가 있다.

다만, 기타 조정사항(α)은 계열관계 요소와 지주사 자체 요인과 무관한 별개의 것이 아니라 그에 포함된 것이므로 중복 반영되지 않는 범위 내에서 종합적으로 고려하여 판단해야 한다.

#### 자회사 차입금 수준 및 분포

자회사 차입규모가 작거나, 특정 자회사에 집중되어 있는 경우 후순위성 완화 가능

사업자회사의 차입금 규모가 매우 경미한 상태가 안정적으로 유지되는 경우 지주회사 채무의 구조적 후순위성은 완화될 수 있다. 이는 자회사 파산 시에도 자회사의 선순위 채권자가 변제받은 후 사업자회사 잔여재산을 통하여 지주회사 채권자가 충분히 변제받을 수 있기 때문이다.

또한, 지주회사가 다수의 자회사를 보유한 가운데 자회사의 차입금이 소수의 자회사에 집중되어 있을 경우 지주회사 채무의 후순위성은 완화될 수 있다. 지주회사 채권자는 상대적으로 차입부담이 낮은 다른 자회사로부터 발생하는 배당금 또는 해당 주식의 매각을 통하여 채권을 회수할 수 있기 때문이다. 다만, 이는 차입부담이 높은 자회사와 지주회사간 사업, 재무적 긴밀도가 높지 않고 신용위험의 전이 가능성이 낮은 경우에 가능하다.

## 부수적 사업을 통한 자체적인 현금흐름 창출능력과 자산에 의한 보호능력

자체 현금창출력과 부동산 등 비영업자산에 의한 보호 능력 확보시 후순위성 완화 가능

지주회사가 사업자회사를 통하여 사업을 운영한다고 하여도 통상 부동산 등 비영업자산을 직접 보유하면서 수익활동을 수행하는 것이 일반적이다. 이처럼 자회사 지배관리 이외에 부수적으로 일부 수익사업을 자체적으로 수행하거나 이와 관련된 자산을 보유하고 있을 경우 이는 파산 시 지주회사 채권자에게 채권변제수단으로 활용될 수 있다. 자체적인 현금창출 및 자산 기반을 통해 차입부담에 대응할 수 있을 경우 지주회사 채무의 후순위성은 약화되거나 소멸될 수 있다.

## 지급보증 등 지주회사와 자회사간의 계약관계

신용도가 우수한 자회사가 제공하는 지주회사 채무에 대한 지급보증은 후순위성의 직접적 완화 가능

지급보증은 일반적으로 지급보증 수혜자의 신용도를 지급보증 제공자의 신용도로 대체시킨다. 이러한 논리는 지주회사와 자회사간에도 마찬가지로 적용된다. 신용도가 우량한 주요 자회사의 지주회사 차입금에 대한 지급보증은 지주회사 채권자의 채권을 자회사의 채권과 동등한 순위로 상승시킴으로써 구조적 후순위성을 극복할 수 있게 한다. 자회사의 지주회사에 대한 지급보증 외에도 자회사의 지주회사 채무에 대한 담보제공, 기타 개별특약(debt covenant)에 대한 조정 등을 통해 지주회사 채무의 구조적 후순위성을 극복하거나, 완화시킬 수 있다.

한편, 지주회사와 자회사간의 계약 또는 거래관계에 따른 후순위성에의 영향 외에도 자회사 영위사업의 특수성과 법적, 제도적 규제 등에 따라 지주회사와 자회사간 재무적 거래가 절연되거나, 제한되는 경우, 또한 제도적인 지원 가능성이 인정되는 경우가 있다. 법적, 제도적 규제 및 지원 등에 따라 지주회사 채무의 후순위성이 영향받을 수 있어 이와 같은 규제 및 지원 등에 따른 영향을 기타 조정사항에 포함시켜 검토할 필요가 있다.

## 기타

이외에도 사업특성상 핵심자회사 등에 대한 정부 등 계열 이외의 외부 지원가능성이 매우 높은 경우(PD 를 낮춤으로써 후순위성 완화), 실적기준 기존 고려사항의 향후 전망에 따른 변동가능성이 있는 경우(전망의 경우 양방향 모두 가능) 등도 지주회사로서의 구조적 후순위성 조정사항으로서 고려된다.

한편, 계열관계에 대한 구조적 후순위성 평가, 특히 자회사로부터의 지원수혜 가능성 및 자회사에 대한 지원가능성으로 인한 후순위성 강도 판단은 정성적 평가가 불피하여 '기타 조정사항 (α)'의 일환으로 감안될 수 있다.

지주회사의 자회사로부터의 지원 수혜 또는 자회사에 대한 지원가능성은 지주회사의 지배구조에서의 위상, 지주회사와 자회사간의 사업적, 재무적 긴밀도, 지주회사와 자회사간 신용위험 전이 가능성 등 정성적 요인에 따라 차별화될 수 있다. 지주회사의 자회사 보유 지분율이 높아 경영권 확보가 확고한 가운데 자회사와의 사업적, 재무적 긴밀도가 높고 신용위험의 상호간 전이 가능성이 높을 경우에는 지주회사 신용등급을 계열통합 신용도 또는 주요 자회사 신용등급 수준에서 큰 폭으로 차별화하기는 어렵다.

계열 사업기반이 다각화되었어도 자회사로부터 지원확보가 용이하지 않은 제도적 규제 또는 사업특성상 절연 구조, 혹은 자회사로의 높은 지원부담 가능성은 지주회사의 실질적 후순위성을 강화하는 질적 요인에 해당하며, '기타 조정사항( $\alpha$ )'적용시에 계열통합 신용도 수준에서의 notch down 요인으로 고려될 수 있다.

## IV. 종합

지주회사 신용평가는 자회사를 포함한 계열통합 신용도를 기반으로 검토된다는 점에서 일반기업의 신용평가와 차별화된다. 또한, 계열통합 신용도 도출 이후에는 지주회사의 구조적 후순위성 수준을 결정짓는 계열관계 요소, 지주회사 자체요인, 기타 특수성을 고려한 기타 조정사항( $\alpha$ ) 등을 검토하여 종합적으로 감안해야 하는 특성이 있다. 특히, 지주회사 채권의 경우 자회사 채권에 비해 부도발생 시 손실률이 높게 나타날 수 있는 구조적 후순위성의 특성을 가지고 있어 일반기업과 차별화된 추가적인 검토가 필요하다.

한편, 본 평가방법론에서는 계열통합 신용도 도출 이후 추가적인 고려가 필요한 요소를 범주화해서 제시하고 있으나, 각각의 요소는 상호 밀접하게 연관되어 있으며 지주회사 신용위험에 복합적으로 작용하고 있다. 이에 따라 지주회사 신용평가는 본 평가방법론에 기술되어 있는 다양한 평가요소에 대한 검토와 이를 종합한 판단을 통해 이루어지고 있다.