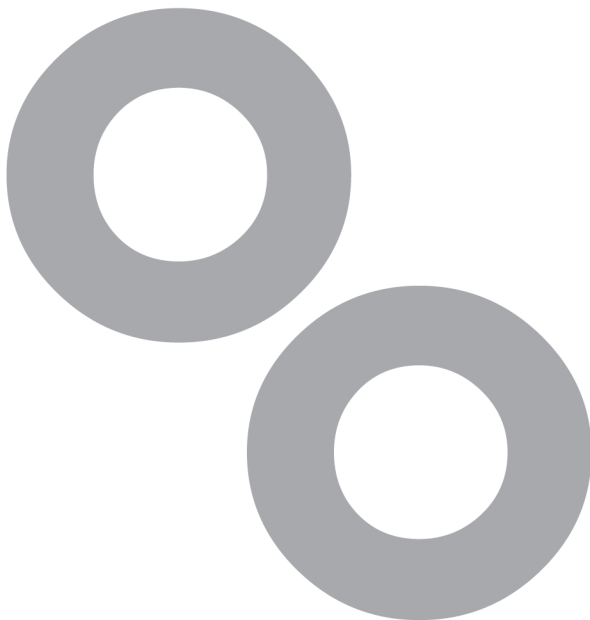


KCMI

Korea Capital
Market Institute

신용평가산업의 역할과 기능 활성화 방안

김필규



자본시장연구원

김필규 (Pil-Kyu Kim)

선임연구위원 / 경영학 박사

연구분야

- Bond Markets
- ABS/MBS

신용평가산업의 역할과 기능 활성화 방안

2015. 12.

선임연구위원

김 필 규



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

신용평가산업은 크레딧채권시장의 중요한 인프라 중 하나이다. 2008년 글로벌 금융위기의 과정에서 글로벌 신용평가사들의 잘못된 평가는 금융위기를 증폭시킨 요인이 되었다. 이는 신용평가 기능이 제대로 작동하지 않으면 신용평가산업에 대한 신뢰 하락에 그치지 않고 크레딧시장의 위기로 이어질 수도 있다는 교훈을 주고 있다. 국내 신용평가산업의 경우에도 짧은 역사와 크레딧채권시장의 미발달 및 반복되는 신용사건으로 인하여 신용평가사에 대한 이해관계자의 신뢰도가 낮은 상황이다. 따라서 국내 신용평가산업의 역할과 기능을 강화하고, 이해관계자의 신뢰도를 제고하기 위한 노력을 지속적으로 기울일 필요가 있다.

본 보고서는 국내 신용평가산업의 당면 문제점에 대한 심도깊은 분석과 글로벌 신용평가 규제체계 변화에 대한 검토를 통하여 국내 신용평가사의 공정성과 신뢰도를 제고하는 방안을 마련하는 것을 목적으로 하고 있다. 국내 신용평가산업에 대한 분석 결과, 발행자의 영향력이 큰 시장구조가 적정한 신용등급 결정에 제약이 되고 이해관계자의 신뢰도를 저하시키는 요인이 되고 있다. 신용평가사들의 평가기준과 신용등급 및 평가의견에 있어 신용평가사 간의 차이가 거의 없다는 문제도 지니고 있다. 특정한 기간에 신용등급 결정기준이 완화되어 신용등급 인플레이션 문제가 발생하기도 하였고, 일부 부도사건에 있어 신용등급의 적시조정이 이루어지지 않았다는 문제도 발견되었다. 한편 외국의 신용평가 규제체계 변화를 살펴보면, 글로벌 금융위기 이후 미국과 EU에서는 신용평가에 대한 새로운 규제체계를 도입하고 투명성 제고를 위한 공시를 강화하고 있으며 신용평가사를 둘러싼 이해상충을 축소하는 방향에서 규제를 강화하고 있다. 그러나 신용평가산업이 지닌 이해상충의 문제를 해결하기 위한 신용평가 수수료체계 개선, 신용평가사 지정제의 도입 및

신용평가 의존도 축소 등의 문제는 여전히 해결되지 않고 장기 과제로 미루어두고 있다.

국내 신용평가산업의 신뢰도를 제고하기 위해서는 신용평가사 자체적으로 신용등급의 적정성과 적시성을 제고하는 노력을 기울일 필요가 있다. 또한 발행자와 신용평가사 간의 이해상충을 완화하는 방안이 마련되어야 한다. 이와 더불어 시장환경 변화에 따라 신용평가제도의 지속적인 개선도 추진되어야 한다.

본 보고서의 작성을 위해 노력을 아끼지 않은 김필규 선임연구위원에게 감사의 뜻을 전한다. 또한 본 보고서의 지정 논평자들과 많은 조언을 해주신 연구조정위원들께도 고마운 말씀을 전한다. 아울러, 본 보고서의 자료수집 및 편집과정에서 수고를 한 표영선 연구원과 김지영 연구조원에게도 감사의 마음을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 전적으로 저자 개인의 견해이며 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2015년 12월

자본시장연구원

원장 신 인 석

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xvii
I. 연구의 배경 및 목적	3
1. 연구의 배경	3
2. 연구의 목적 및 구성	5
II. 신용평가의 역할과 기능	9
1. 신용평가의 기본 개념	9
2. 신용평가산업에 대한 기존 연구	18
III. 국내 신용평가산업의 현황 및 문제점	25
1. 국내 신용평가산업의 현황 분석	25
2. 국내 신용평가 관련 규제체계 분석	36
3. 국내 신용평가산업의 시장구조에 대한 분석	44
4. 신용평가사의 신용등급 결정에 대한 분석	55
IV. 글로벌 신용평가산업의 현황과 제도개선	91
1. 글로벌 신용평가사 현황	91
2. 금융위기와 신용평가	112
3. 글로벌 금융위기 이후 신용평가 제도개선	117

V. 향후 개선 방안	151
1. 신용평가산업의 당면 문제점	151
2. 개선 방안	152
참고문헌	165

표 목 차

<표 II-1> 신용평가등급 체계	10
<표 II-2> 국내 신용평가사의 장기 신용평가등급 체계	11
<표 III-1> 국내 신용평가사 현황	28
<표 III-2> 국내 신용평가사 매출 추이	29
<표 III-3> 신용등급 factor값	32
<표 III-4> 국내 신용평가사의 회사채 등급 보유 추이	34
<표 III-5> 회사채 신용등급 보유기업의 이용 신용평가사 수	49
<표 III-6> 신용등급을 받은 신용평가사 수에 따른 평균 신용등급	50
<표 III-7> 연도별 등급 스플릿 비율 추이	53
<표 III-8> 등급 스플릿이 발생한 기업의 다음연도 등급 조정 내용	54
<표 III-9> 등급 스플릿 발생 이후 신용등급을 조정한 신용평가사	54
<표 III-10> 분석 표본의 연도별 신용등급 분포 추이	61
<표 III-11> 독립변수의 연도별 평균 값	63
<표 III-12> 독립변수의 상관관계	64
<표 III-13> 신용등급 결정요인 ordered probit 회귀분석 결과	67
<표 III-14> 연도별 3년 누적 부도율 추이	73
<표 III-15> 무보증회사채 등급별 평균 누적 부도율(2014년 기준)	74
<표 III-16> 광의의 부도율에 의한 부도율 추이	75
<표 III-17> 부도발생기업 표본의 특성	78
<표 III-18> 부도발생기업 표본의 주요 재무비율 추이	82
<표 III-19> 적시성(RCDB) 요인에 대한 회귀분석 결과	84
<표 III-20> 부도 1년 내 등급조정 여부 결정 Logit 분석 결과	85
<표 IV-1> Moody's의 신용평가 대상 현황	93

<표 IV-2> Moody's 유럽 지사의 신용평가 전문인력 현황	96
<표 IV-3> Moody's의 채권 부도율(2014년 기준)	97
<표 IV-4> Moody's의 회사채 신용등급 전이행렬	99
<표 IV-5> Moody's의 SF채권 신용등급 전이행렬	100
<표 IV-6> S&P의 신용평가 대상 현황	101
<표 IV-7> S&P의 채권 부도율(2014년 기준)	104
<표 IV-8> S&P의 회사채 신용등급 전이행렬	105
<표 IV-9> S&P의 SF채권 신용등급 전이행렬	106
<표 IV-10> Fitch Ratings의 신용평가 대상 현황	108
<표 IV-11> Fitch의 채권부도율(2014년 기준)	109
<표 IV-12> Fitch의 회사채 신용등급 전이행렬	110
<표 IV-13> Fitch의 SF채권 신용등급 전이행렬	111
<표 IV-14> 외국의 신용평가사 규제 체계 도입 현황	123
<표 IV-15> NRSROs에 대한 규정(2007.6)	127
<표 IV-16> SEC final NRSRO rules(2009년 4월 개정)	129
<표 IV-17> 미국 재무부 신용평가 개혁법안의 주요 내용	132
<표 IV-18> 도드-프랭크법의 신용평가 관련 규정	135
<표 IV-19> EU의 신용평가 규제체계 개선의 주요 내용	142
<표 IV-20> EU의 신용평가기관 규제안(2011년 11월 제안)	144

그 립 목 차

<그림 III-1> 신용평가사의 유효신용등급 기업수 추이	30
<그림 III-2> 기업 신용등급 분포 추이	31
<그림 III-3> 연도별 회사채 발행기업의 평균 신용등급 factor값 추이 ...	33
<그림 III-4> 국내 신용평가사에 대한 신뢰도 추이	35
<그림 III-5> 신용등급 적정성 저해 요인 응답 추이	46
<그림 III-6> 연도별 기간더미 추이	69
<그림 III-7> 추정모형을 사용한 신용등급 기준의 변화 추이	71
<그림 III-8> 협의의 부도발생기업의 신용등급 조정 추이	80
<그림 III-9> 광의의 부도발생기업의 신용등급 조정 추이	81
<그림 IV-1> Moody's Corporation의 지역별 수익	94
<그림 IV-2> Moody's Investors Service의 상품별 수익 추이	95
<그림 IV-3> Moody's Analytics의 수익 추이	96
<그림 IV-4> McGraw Hill Financial 수익 추이	102
<그림 IV-5> S&P의 지역별 수익 추이	102
<그림 IV-6> S&P의 영업이익 추이	103
<그림 IV-7> Moody's의 수익구조 및 각 부문의 연평균 성장률	114
<그림 IV-8> 서브프라임 MBS 신용등급 조정 추이	116

약 어 표

ABS	Asset-Backed Securities
CDO	Collateralized Debt Obligations
CESR	Committee of European Securities Regulators
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CP	Commercial Paper
CRA	Credit Rating Agency
CUSIP	Committee on Uniform Securites Identification Procedures
EBA	European Banking Authority
ECAI	External Credit Assessment Institution
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESMA	European Securities and Markets Athority
ESRB	European Systemic Risk Board
FSB	Financial Stability Board
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MBS	Mortgage-Backed Securities
MMF	Money Market Fund
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
RMBS	Residential Mortgage-Backed Security
SEC	Securities and Exchange Commission
SIV	Structured Investment Vehicle
SPV	Special Purpose Vehicle

《 Executive Summary 》

크레딧채권시장이 활성화되기 위해서는 채권시장의 중요한 인프라 중 하나인 신용평가의 기능과 역할이 제고되어야 한다. 국내 신용평가산업은 짧은 역사와 크레딧채권시장의 미발달 및 반복되는 신용사건으로 인하여 신용평가사에 대한 이해관계자의 신뢰도가 높지 않은 상황이다. 따라서 국내 신용평가산업의 역할과 기능을 강화하는 방안에 대한 검토가 지속적으로 이루어져야 한다.

본 연구는 국내 신용평가산업의 당면 문제점을 심도 깊게 검토하고 신용평가사의 공정성과 신뢰도를 제고하는 방안을 마련하는 것을 목적으로 하고 있다. 이를 위해 본 연구에서는 국내 신용평가 관련 자료를 이용하여 신용평가의 적정성, 적시성에 대한 분석을 포함한 신용평가산업의 제반 이슈를 검토하고 당면한 문제점을 도출하였다. 이와 더불어 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽의 신용평가 제도개선 내용과 효과를 검토하였다. 이러한 분석을 기반으로 국내 신용평가산업이 한 단계 도약하기 위한 제도 및 시장 구조의 개선 방안을 제시하고 있다.

신용평가에 관한 기존 연구들을 살펴보면 글로벌 금융위기 이전까지는 주로 신용등급의 정보효과에 관한 연구와 신용등급에 영향을 미치는 요인들에 대한 연구가 주류를 이루었다. 글로벌 금융위기 이후에는 신용평가사의 자료를 기반으로 신용평가사 간 경쟁, 수수료 지불구조 및 규제변화가 신용등급에 미친 영향을 살펴보고 있다. 신용평가에 대한 기존 연구를 종합해보면 신용평가에 대한 규제, 신용평가사 간의 경쟁 및 수수료 지불 방식 등이 신용평가의 행태에 영향을 미치고 있다는 결과를 제시하고 있다.

국내 신용평가지장의 발전은 크레딧채권시장의 발전과 궤를 같이 한다. 외환위기 이전까지 대부분의 회사채는 보증채로 발행되었다. 이에 따라 신용평가사의 역할은 채권발행 가능 기업의 선별에 국한되었다. 외환위기 이후 국내 신용평가산업은 본격적으로 발전하기 시작하였다. 채권시장이 보증채에서 무보증채 위주의 시장으로 급속히 개편되었고 자산유동화제도 도입으로 신용평가의 대상이 확대되었으며 크레딧채권시장 규모도 지속적으로 증가하였다. 이와 같은 환경 변화에 따라 신용평가 관련 규제체계도 정비되었다. 2001년 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률에 근거하여 신용평가업 규제체계가 마련되었고, 2009년 신용평가 관련 법제의 대폭적인 개정이 추진되었다. 2013년에는 그동안 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률에서 규율되었던 신용평가 관련 규정이 자본시장법으로 이관되었고 신용평가 규제체계도 크게 개선되었다.

국내 신용평가산업의 다양한 자료를 이용한 분석결과 국내 신용평가산업은 다음과 같은 문제점을 지니고 있는 것으로 나타났다.

첫째, 회사채 시장구조의 변화에 따라 신용평가의 중요성이 증대되었지만, 국내 신용평가사에 대한 신뢰도는 높지 않은 상황이다. 이와 같이 신용평가사의 신뢰도가 높지 않은 것은 반복되는 신용사건에도 불구하고 신용등급이 적시에 조정되지 않았고, 발행자의 영향력이 큰 상황에서 적정한 신용등급 결정이 이루어지지 않았기 때문으로 판단된다.

둘째, 국내 신용평가산업의 경우 발행자가 수수료를 지불하는 산업구조 등의 영향으로 발행자의 영향력이 큰 상황이며, 이러한 구조는 국내 신용평가산업의 신뢰도에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

셋째, 국내 신용평가사들의 신용등급 동질화 현상이 심화되고 있으며, 평가기준과 신용등급 결정 및 평가의견에 있어 개별 신용평가사의 고유한 기준과 특성을 나타내고 있지 못하고 있다는 문제가 존재한다. 국내 신용평가사의 신용등급 스플릿 발생 추이를 보면 2000년 20.8%에 달했던 등급 스플릿 비율이 2014년 말에는 4.8%로 감소하였다. 스플릿이 발생한 다음연도의 등급 변화를 살펴보면 신용등급이 상향한 기업의 비중이 하락한 비중에 비해 월등히 높은 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 결과는 신용평가 스플릿 기업의 경우 신용등급이 높은 평가사의 사례 등을 들어 등급 스플릿을 해소하려는 적극적인 노력을 기울임에 따라 신용등급을 낮게 매긴 평가사가 신용등급을 상향시켜 등급 스플릿을 해소하기 때문으로 판단된다.

넷째, 국내 신용평가사들의 신용등급 결정기준을 살펴보면 일부 기간에 있어 완화된 기준이 적용되었고, 이와 같은 관대한 평가기준의 적용이 신용등급에 대한 신뢰도를 하락시킨 것으로 나타났다. 신용등급을 받은 기업의 재무상태를 나타내는 다양한 변수와 연도더미를 포함한 회귀분석을 실시한 결과, 기업의 신용도에 영향을 미치는 재무적인 변수들은 대부분 통계적으로 유의하게 신용등급에 영향을 미치는 것으로 나타났고, 대규모 기업집단 소속 여부를 나타내는 더미변수와 신용등급을 부여한 평가사 수도 신용등급에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히 연도더미를 포함한 회귀분석 결과 2010년부터 2013년까지의 연도더미가 통계적으로 유의한 높은 값을 나타내고 있다. 또한 신용등급 결정모형과 실제등급 간의 차이에 대한 분석결과 2010년부터 2013년까지 등급차이가 통계적으로 유의하게 높은 값을 나타내고 있다.

이는 동 기간 상대적으로 관대한 신용평가기준이 적용되고 있기 때문으로 해석할 수 있다. 이렇게 완화된 평가기준은 신용평가사 이해관계자의 신용등급에 대한 신뢰도를 낮추는 요인으로 작용하고 있다.

다섯째, 국내 신용평가사의 부도율은 특정한 등급에서 글로벌 신용평가사에 비해 높은 것으로 나타나고 있으며, 광의의 부도 개념을 도입하는 경우 부도발생 이전의 신용등급 조정이 적시에 이루어지지 못하는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 워크아웃이나 채무재조정 등과 같은 신용사건은 채권은행 주도로 이루어지고 있기 때문에 시장에서 신용사건 발생을 사전에 파악하기 어렵고 이에 따라 신속한 신용등급 조정에도 제약이 존재하기 때문으로 판단된다. 부도기업을 대상으로 신용등급 적시성에 영향을 미치는 요인에 대한 회귀분석결과 부도유형은 신용등급의 적시성에 영향을 미치고 있으나 신용평가사에 대한 규제변화는 적시성에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타나고 있다. 이는 국내 신용평가에 대한 규제 강화가 적시성과 같은 신용평가의 질을 제고하는 규제에 초점을 두기 보다는 주로 행위규제에 초점을 두고 있기 때문으로 해석되어 진다.

한편 본 연구에서는 글로벌 금융위기 이후의 외국의 신용평가에 대한 규제체계 변화 추이를 분석하였다.

서브프라임 모기지 사태의 과정에서 신용평가사들이 잘못된 분석기법과 내부적으로 명확하지 않은 절차 등을 통해 서브프라임 모기지 관련 유동화증권의 신용도를 잘못 평가하였고, 신용평가에 대한 규제도 적절하지 못하여 문제를 증폭시켰다.

특히 신용평가사의 다양한 경영업무 수행, 수수료체계에 따른 이해상충과 소수 신용평가사에 집중된 과점적 시장구조 등이 당면한 문제점으로 지적되고 있다. 또한 신용평가사의 감시를 시장의 평판이나 시장규율에 맡김으로써 신용평가에 대한 적절한 규제가 이루어지지 않았다는 점도 글로벌 금융위기의 한 원인으로 제기되었다.

이에 따라 신용평가사에 대한 규제 강화의 필요성이 제기되었고, 국제기구와 각국 규제기관들이 신용평가사에 대한 규제체계 개선을 추진하였다. 규제체계 개선은 신용평가사의 인가를 확대하되 사후적인 규제와 감독을 강화하고, 신용평가사의 투명성 제고를 위한 공시를 강화하며 신용평가사를 둘러싼 이해상충을 축소하는 방향에서 규제를 강화하는 것을 주요 방향으로 하고 있다. 또한 이해상충을 해소하기 위해 수수료체계의 개선 및 신용평가 지정제도의 도입을 검토하고 신용평가사에 대한 의존도를 축소하는 것도 검토되고 있다.

미국의 경우 2007년 6월 신용평가사의 법적 책임성, 투명성, 경쟁의 촉진을 통하여 투자자를 보호하고 신용평가의 품질을 향상시키는 것을 목적으로 하는 신용평가사 개혁법이 시행되었다. 2009년 4월에는 신용평가사의 공시의무를 강화하고, 구조화증권의 신용평가에 대한 정교성을 제고하며 행동강령을 강화하는 것에 초점을 두고 신용평가개혁법이 개정되었다. 2010년 7월 시행된 도드-프랭크법의 신용평가 관련 법률은 신용평가사에 전문가 책임을 강화하고, 이해상충 문제를 감소시키며, 내부통제와 투명성 제고를 통해 신용평가 과정을 개선하는 것을 목적으로 하여 제정되었다.

이러한 제도개혁을 통해 NRSRO 지정이 확대되었고, SEC 내에 신용평가 전담부서(Office of Credit Ratings)가 신설되어 신용평가에 대한 모니터링, 임점 검사 등을 수행하는 한편 신용평가에 대한 규제 및 감독에 대한 연구를 수행하고 있다. 그러나 신용평가 지정제와 수수료체계의 개선 및 신용평가 의존도 축소 등은 장기적인 검토를 통해 결론을 도출할 예정이다.

유럽의 경우에도 글로벌 금융위기 이후 신용평가에 대한 규제체계의 개선을 추진하고 있다. 2009년에 신용평가규제법이 도입되어 EU 공동의 승인기준을 도입하고 개별 국가의 금융감독기구가 신용평가에 대한 감독을 하는 방안을 도입하였다. 2011년 5월에는 동 법을 개정(CRA2)하여 ESMA가 EU의 신용평가 규제를 담당하게 되었다. 이어서 2013년 5월에 신용평가규제법이 개정되었다(CRA3).

동 개정에서는 국가신용등급의 투명성을 제고하고 신용등급 결정과정에 대한 모니터링을 강화하며, 신용평가사의 책임 강화와 신용평가사에 대한 민사책임을 부과하는 근거를 마련하였다. 또한 신용등급에만 적용되었던 이해상충의 규정을 신용등급 전망(rating outlook)에도 적용하였다. 이와 더불어 개별 신용평가의 수수료를 ESMA에 보고하는 방안도 도입되었다. 그러나 당초 개정안에 포함되었던 신용평가사의 의존도 축소와 신용평가사 순환제도 등은 장기과제로 이월하였다.

본 연구에서는 이상과 같은 분석에 기반하여 향후 국내 신용평가사의 기능과 역할을 강화하기 위하여 다음과 같은 개선방안을 제안하였다.

첫째, 신용평가사에 대한 신뢰도 제고를 위한 노력을 기울일 필요가 있다. 신뢰도에 영향을 미치는 다양한 요인 중 가장 중요한 요인은 신용등급의 적정성과 적시성을 제고하는 것이다. 따라서 신용평가사들이 신용등급의 적시성과 적정성을 제고하는 다양한 노력을 기울이고 신용평가를 둘러싼 다양한 시장관계자가 이를 인정하여야 신용평가산업의 신뢰도가 제고될 수 있다.

둘째, 발행자와 신용평가사 간의 이해상충 완화 방안도 마련되어야 한다. 발행자 우위의 시장구조는 신용등급의 적정성을 저해하는 중요한 요인이 될 수 있다. 따라서 발행자의 영향력을 줄이는 제도의 마련과 더불어 신용평가사 자체적으로 신용평가등급의 적정성을 제고하는 노력을 기울일 필요가 있다.

셋째, 신용평가사에 대한 규제체계가 지속적으로 개선되어야 한다. 국내의 경우 두 번에 걸쳐 신용평가사에 대한 대폭적인 규제체계 개선을 통해 신용평가사의 공정성과 책임성을 제고하는 효과를 거두었다. 향후에도 신용평가를 둘러싼 다양한 환경 변화에 대응하여 지속적인 제도개선을 추진해야 한다. 이러한 규제체계 개선의 기본 방향은 신용평가사가 전문적이고 독립적인 신용평가를 수행하는 역할과 기능을 강화하는 방향이 되어야 한다.

이를 위한 개선 과제로는 부도율 정보의 비교 공시체계가 도입되어야 한다. 신용평가 실적 공시를 위한 가이드라인을 신용평가사가 공동으로 설정하고 관련 기준의 통일성을 제고할 필요가 있다. 다양한 부도율 개념에 따른 부도율의 상호 비교를 통해 신용평가사의 신용등급 적정성 제고를 유도해야 한다. 또한 신용평가의 대상이 되는 신용상품시장의 저변이 확대되고, 신용등급의 활용도도 제고될 필요가 있다.

신용평가사가 독립성과 공정성을 제고하기 위해서는 신용평가를 둘러싼 다양한 이해상충을 해소하기 위한 규제와 내부통제기준이 마련되어야 한다. 신용평가의 공정성 제고를 위한 방안으로 유럽에서 도입되고 있는 신용평가 공정성 보고서의 도입을 검토할 필요가 있다.

국내의 경우 신용평가사의 신뢰도 제고를 위해서는 무엇보다도 발행자 우위의 시장구조를 개선할 필요가 있다. 우선 발행자에게 의존적인 수입구조의 해소를 위해 신용평가사들이 자체적으로 수수료 수입구조를 개선하는 노력이 필요하다. 이와 더불어 글로벌 신용평가 규제체계 개선 방안을 참고하여 수수료 지불구조의 변경 여부를 검토할 필요가 있다.

— << **Abstract** >> —

A Study on the improving functions and role of credit rating agencies in Korea.

To facilitate a credit bond market, it is necessary to improve functions and roles of the credit rating system, one of the most important bond market infrastructure. Due to its short history, undeveloped credit bond market and repetitive credit events, Korea's credit rating agencies have yet earned sufficient confidence among stakeholders. For higher confidence, the overall regulatory framework should be enhanced by figuring out the industry's current problems and analyzing changes in overseas regulatory frameworks.

By conducting an in-depth review on Korea's problems in the credit rating industry, this study aims to devise effective ways to improve CRAs' fairness and confidence. For this, I use Korea's credit rating data to analyze credit assessment's adequacy and timeliness, to review issues surrounding the industry, and to identify problems the industry currently faces. Based on the analysis, I propose plans to improve Korea's regulatory framework and market structure for Korea's credit rating industry.

According to a series of analyses on various industry data, Korea's credit rating industry appears to have the following problems.

First, confidence in Korean CRAs is not so high although changes in the corporate bond market structure have increased the importance of credit rating. The not-so-high confidence in CRAs seems to have stemmed from failure to timely adjust ratings at the time of a credit event, and inappropriateness of ratings amid issuer's high influence.

Second, issuers' influence is high in Korea's credit rating industry. A look at the impact of the credit assessment structure on ratings confirms a market structure giving advantages to issuers under the current issuer-pays model, a conflict of interest affecting the appropriateness of credit assessment.

Third, Korean CRAs show some problems, e.g., deepening homogeneity of ratings, and failure to differentiate their services in terms of rating standards, determinants, and opinions. Their rating splits once peaked at 18.3% in 2000, but fell to the 4% range at the end of 2014. Rating changes in the following years of rating splits occurrence show a far higher percentage of issuers whose rating is upgraded than those with rating downgrades. Such a phenomenon is presumably the result from CRAs' efforts to address rating splits: A CRA who awarded lower ratings actively tries to upgrade its ratings with reference to other CRAs' higher ratings.

Fourth, rating standards show a low level of consistency. There is a certain period of relaxed rating standards, during

which ratings tend to go up. A regression analysis using multiple variables and year dummies shows a statistically significant impact of most financial variables affecting corporate creditworthiness on corporate ratings. In particular, a regression using year dummies show that year dummies from 2010 to 2013 are high with statistical significance. Moreover, another analysis between model ratings and actual ratings for a certain period shows consistent results: Rating splits between 2010 and 2013 remain significantly high. This can be interpreted as more generous rating standards during that period. Such relaxed rating standards serve as one of the factors undermining confidence in credit ratings among stakeholders.

Fifth, bond default rates according to credit ratings are found higher in Korean CRAs compared to global CRAs. If a broader concept is used to define default events, ratings fail to be timely adjusted prior to a default event. In a sample of defaults in the narrow sense, ratings are adjusted timely, but this does not occur in defaults in the broad sense. A possible explanation for this could be difficulties to detect a credit event in advance because any broad-sense default event such as a workout or debt restructuring tends to be led by a creditor bank, which limits CRAs' ability to timely adjust credit ratings.

Also analyzed in this study are post-crisis regulatory trends for overseas CRAs. By adopting inappropriate analysis techniques

and vague internal procedures, CRAs misjudged creditworthiness of asset-backed securities. Also, improper regulation over credit ratings amplified the problem. Other problems in the industry include CRAs' sideline business, conflicts of interest due to the fee structure, and an oligopoly dominated by a small number of CRAs. Furthermore, the industry being under-regulated due to the heavy focus on market discipline and reputation was criticized as one of the causes behind the global financial crisis. This increased the necessity for stronger regulation over CRAs, and accordingly, international bodies and regulators across nations have overhauled the relevant regulatory framework. The overall direction of the overhaul is tougher regulation and oversight while loosening the licensing for CRAs, more stringent disclosure rules for better transparency, and less conflicts of interest. As part of attempt to address conflicts of interest, various plans are currently under review, e.g., introducing a new fee structure and a designated CRA system, and reducing heavy dependence on CRAs.

In June 2007, the US enacted the Credit Rating Agency Reform Act in order to improve credit rating quality for investor protection and welfare by pursuing CRAs' legal accountability, transparency, and more competition.

This was later revised in April 2009 with the focus on stronger disclosure duties on CRAs, and more sophisticated

rating of structured securities, and the introduction of the code of conduct. Also the Dodd-Frank Act that came into effect in July 2010 strengthened CRAs' liability, addressed conflicts of interest, and improved rating procedures with better internal controls and transparency. Also included herein is Securities Exchange Commission(SEC) plans for stronger regulation over CRAs and reduced dependence on CRAs. Through those reforms, more nationally recognized statistical rating organizations(NRSROs) were designated, and the Office of Credit Ratings was created in the SEC for monitoring, on-site inspection, and research on regulation and oversight over credit assessment. But improvements on the designated CRA system, fee structure, and less dependence on credit rating will be materialized after further examination.

Europe also has pushed to overhaul its credit rating regulatory framework since the global financial crisis. In 2009, the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies was enacted to be used as a common, EU-level standard while allowing for each nation's financial supervisory authority to oversee credit rating. Later in May 2011, the legislation was revised(CRA2) for a centralized supervisory regime governed by the European Securities and Market Authority(ESMA). This was subsequently revised again(CRA3) in May 2013.

The latest revision not only strengthened sovereign rating transparency and monitoring over rating procedures, but also created foundations to introduce civil liabilities for CRAs. Also, the conflicts of interest regulation for ratings was extended to rating outlook. On top of this, another plan was introduced to report individual CRAs' fee to ESMA. But reduced dependence on CRAs and mandatory rotation included in the initial proposal were regarded as long-term agenda and left undone.

Based on the aforementioned analysis results, I propose Korea to make the following improvements to bolster the function that credit assessment should play in the credit product market.

First, multi-faceted efforts should be made to improve confidence in CRAs. The most important factors for this should be enhancing credit ratings' appropriateness and timeliness. Hence, CRAs should exert diverse efforts in this area to win confidence among stakeholders.

Second, it is desirable to devise plans to resolve conflicts of interest between issuers and CRAs. The current market structure with issuer advantages may serve as an element to undermine the appropriateness of credit ratings. On top of a regulatory framework to reduce issuers' influence, CRAs should also make self-help efforts to reduce dependence on issuers.

Also recommended are structural improvements, e.g., introducing

an investor-pays model, and improving fee schemes, etc.

Third, persistent improvements are necessary in the regulatory framework for CRAs. Through two major reforms in CRA regulation, Korea achieved the intended effects of enhancing CRAs' fairness and accountability. Going forward, Korea should make ceaseless efforts for regulatory improvements in response to changes surrounding credit assessment. And the overall direction for improvements is to strengthen CRAs' functions and roles as professional, independent credit assessment.

Toward that end, it is wise to introduce a comparative disclosure regime publicizing default rates. CRAs should devise a uniform guideline to publicize credit assessment performance, and enhance consistency of relevant standards. In addition, the appropriateness of ratings should be enhanced via a comparative look on default rates that have various definitions. Also necessary are widening the base for credit products that are subject to credit assessment, and improving the usage of credit ratings. For CRAs to improve their independency and fairness, it is worth considering a credit rating fairness report adopted in Europe as part of attempts to address conflicts of interest.

Among others, Korea should improve the current market structure giving advantages to issuers in order for Korean CRAs

to earn more confidence. CRAs must improve its fee revenue structure to reduce their heavy dependence on issuers. Furthermore, regulatory authorities should review changing the fee structure in reference to global regulatory improvements in this area.

I. 연구의 배경 및 목적

1. 연구의 배경

2. 연구의 목적 및 구성

I. 연구의 배경 및 목적

1. 연구의 배경

신용평가는 회사채와 자산유동화증권 등과 같은 크레딧채권의 원리금이 발행 조건대로 상환될 가능성을 상환에 영향을 미치는 제 요소에 대한 분석을 통해 신용등급이라는 단순한 심벌로 이해관계자에게 제공하는 제도이다. 신용평가는 투자자와 발행주체 간에 존재하는 정보 비대칭을 해소하는 정보제공 기능을 수행하며, 신용등급에 따라 차등화된 위험 프리미엄이 결정되어 시장 효율성을 제고하는 역할을 수행하고 있다.

국내 신용평가산업은 직접금융시장을 활성화시키려는 정부 정책의 일환으로 도입되어 회사채시장의 발전에 따라 기능과 역할이 강화되는 모습을 보여 왔다. 1997년 외환위기가 발생하기 이전까지 국내 회사채시장은 보증채 위주의 시장이 형성되었기 때문에 신용평가의 역할은 미미하였다. 그러나 1998년 이후 회사채시장이 무보증채 위주로 재편되면서 신용평가의 중요성이 증대되었다. 또한 1998년 자산유동화에 관한 법률이 제정되어 자산유동화증권시장이 활성화되면서 신용평가의 대상이 확대되고 신용평가의 역할도 강화되었다.

외국의 경우 신용평가산업은 자생적 수요에 의해 시장이 형성되어 크레딧채권시장의 발전에 따라 신용평가사의 기능과 역할이 강화되었다. 미국과 영국의 경우 1970년대부터 회사채시장이 발전하였고, 1980년대 금융·자본자유화가 증대하면서 S&P, Moody's와 같은 글로벌 신용평가사의 역할이 크게 강화되었다. 특히 글로벌 신용평가사들은 평판자본과 평가대상 확대 등을 통해 국제 채권시장에서의 역할을 강화하였으며, 과점화된 시장지위를 구축하면서 시장에서의 영향력이 크게 높아졌다. 그

러나 엔론사태와 월드컴사태 등으로 신용평가사의 역할에 대한 비판이 제기되었고, 2007년 서브프라임 모기지 사태에서 글로벌 신용평가사들의 구조화증권에 대한 부실한 평가가 글로벌 금융위기를 일으킨 한 원인이 되었다는 비판이 제기되었다. 특히 신용평가사의 감시를 시장의 평판이나 시장규율에 맡김으로써 신용평가에 대한 적절한 규제가 이루어지지 않은 점이 글로벌 금융위기를 증폭시킨 한 요인으로 작용하였다는 문제가 제기됨에 따라 글로벌 신용평가의 규제체계가 크게 변화하고 있다.

크레딧채권시장의 건전한 발전을 위해서는 신용평가산업의 기능과 역할이 강화되어야 한다. 그러나 국내 신용평가사에 대한 이해관계자의 신뢰도는 높지 않은 상황이다. 반복되는 신용사건에 있어 신용평가사들의 신용등급의 신뢰성과 적시성이 낮다는 비판이 지속적으로 제기되고 있다. 특히 국내 신용평가산업의 경우 발행자의 영향력이 상대적으로 커서 신용등급의 적정성이 낮다는 주장이 제기되었다.

이러한 신용평가의 낮은 신뢰성의 이면에는 발행자가 수수료를 지불하는 수수료 체계와 소수 평가사에 집중된 과점적인 시장구조 등 신용평가 산업의 내재적인 구조가 원인이 될 수도 있고, 국내 신용평가 규제 체계, 크레딧마켓 및 신용평가사의 신용평가 능력과 같은 산업의 특성이 영향을 미쳤을 가능성도 있다. 그러나 신용평가산업에 대한 다양한 비판과 주장에도 불구하고 신용평가사의 신용등급 행태, 신용평가등급이 시장에 미친 영향에 대한 체계적인 연구들은 많지 않은 상황이다.

이에 따라 본 연구에서는 국내 신용평가사산업의 특성에 대한 다양한 분석과 외국의 신용평가제도 개선에 대한 검토를 통해 국내 신용평가산업이 당면한 문제점을 검토하고, 신용평가산업의 공정성과 신뢰성을 제고하기 위한 방안을 검토한다.

2. 연구의 목적 및 구성

크레딧채권시장이 활성화되기 위해서는 채권시장의 중요한 인프라 중 하나인 신용평가의 기능과 역할이 제고되어야 한다. 국내 신용평가산업은 짧은 역사와 크레딧채권시장의 미발달 및 반복되는 신용사건으로 인하여 신뢰도가 높지 않은 상황이다. 정부는 신용평가의 기능과 역할을 강화하기 위해 2013년 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법) 개정을 통해 신용평가 제도개선을 추진하였다. 국내 신용평가제도의 개선을 위해서는 신용평가산업이 당면한 문제점을 파악하고 외국 신용평가사 규제체계 변화 내용을 분석하여, 국내 신용평가사의 제도개선 방안을 지속적으로 마련할 필요가 있다.

이에 본 연구는 국내 신용평가산업의 당면 문제점을 심도 깊게 검토하고 신용평가사의 공정성과 신뢰도를 제고하는 방안을 마련하는 것을 목적으로 하고 있다. 이를 위해 본 연구에서는 국내 신용평가사의 현황과 당면한 문제점을 파악하였다. 국내 신용평가사의 자료를 이용하여 신용평가의 적정성, 적시성에 대한 분석을 포함한 신용평가산업을 둘러싼 제반 이슈를 검토하고 당면한 문제점을 도출하였다. 이와 더불어 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽의 신용평가 제도개선의 내용과 효과를 검토한다. 이를 기반으로 국내 신용평가산업이 한 단계 도약하기 위한 제도 및 시장구조의 개선 방안을 제시한다.

본 연구는 국내 신용평가의 당면한 이슈들을 신용평가 관련 자료를 이용하여 분석함으로써 신용평가산업의 세부적인 특성을 분석하고 이에 근거하여 개선방안을 제시한다는 의의를 지니고 있다. 특히 국내외 신용평가를 둘러싼 다양한 이슈들을 실증적으로 분석하고, 보다 구체적인 개선방안을 제시한다는 의의를 지닌다고 볼 수 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장은 신용평가의 역할과 기능에

대해 검토하고, 신용평가산업에 대한 국내외 기존 연구들을 검토한다. 제3장은 국내 신용평가산업의 현황과 문제점을 검토한다. 신용평가산업의 도입 연혁과 관련 제도 및 신용평가산업이 당면한 문제점을 살펴본다. 국내 신용평가사의 신용등급 적시성, 적정성, 신뢰성에 대한 실증적 분석과 기타 다양한 이슈에 대한 검토를 통해 국내 신용평가사의 당면한 문제점을 검토한다. 제4장은 글로벌 신용평가사 현황과 글로벌 금융위기 과정에서 신용평가사에 대해 제기된 다양한 문제와 이를 개선하기 위한 제도개선의 내용을 살펴본다. 제5장은 본 보고서의 주요 내용을 요약하고 향후 신용평가산업의 건전한 발전을 위한 개선방안을 검토한다.

II. 신용평가의 역할과 기능

1. 신용평가의 기본 개념
2. 신용평가산업에 대한 기존 연구

II. 신용평가의 역할과 기능

1. 신용평가의 기본 개념

가. 신용평가의 개념과 체계

신용평가는 특정 유가증권이나 특정채무의 원리금이 발행 조건대로 상환될 가능성을 상환에 영향을 미치는 제 요소에 대한 분석을 통해 일정한 기호 즉 신용평가등급으로 표시하여 투자자 및 금융기관 등 이해관계자에게 제공하는 제도이다. 자본시장법에서는 금융투자상품, 기업·집합투자기구 등에 대한 신용상태를 평가하여 그 결과에 대한 신용등급(기호, 숫자 등을 사용하여 표시한 등급)을 부여하고 그 신용등급을 발행인, 인수인, 투자자, 그 밖의 이해관계자에게 제공하거나 열람하게 하는 행위를 영업으로 하는 것으로 신용평가업¹⁾을 정의하고 있다.

신용평가는 특정한 채권이나 자산유동화증권의 적시상환을 평가하기 위해 발행자의 채무상환에 영향을 미치는 제 요소에 대한 계량적, 비계량적인 분석을 실시하고, 발행증권의 특성을 반영하여 신용등급이라는 단순화된 기호로 신용도에 대한 정보를 제공한다.

신용평가의 대상은 주로 채권(issue rating)과 발행자(issuer rating)에 대한 평가로 이루어진다. 채권에 대한 신용평가는 발행자의 신용도와 발행증권의 특성을 반영하여 상환가능성을 신용등급으로 나타내는 방식이다. 발행자 신용등급은 발행기관의 재무상황 분석 등에 근거하여 대외채무 상환 가능성 전반에 대한 신용도를 나타내는 것이다. 이와 같은 발행자 신용등급은 발행증권 신용등급을 도출하기 위한 기반이 된다. 즉 발

1) 자본시장법 제9조 제26항

행자 신용등급을 기반으로 하여 보증여부, 담보유무, 선·후순위 등과 같은 발행증권의 제반 조건에 따라 신용등급을 상향 혹은 하향하는 방식으로 발행증권의 신용등급이 결정된다.

신용등급은 과거의 부도율 및 신용스프레드 등의 차이를 기준으로 투자등급(investment grade)과 투기등급(speculative grade)으로 구분되기도 한다. 글로벌 신용평가사의 경우 일반적으로 BBB- 이상의 신용도를 지닌 등급을 투자등급으로 정의하고 있고, BB+ 이하의 신용도를 지닌 등급을 투기등급으로 정의한다.

<표 II-1> 신용평가등급 체계

구분	Moody's		S&P		Fitch	
	장기	단기	장기	단기	장기	단기
투자등급 (investment grade)	Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F-1+
	Aa	P-2	AA	A-1	AA	F-1
	A	P-3	A	A-2	A	F-2
	Baa		BBB	A-3	BBB	F-3
투기등급 (speculative grade)	Ba		BB		BB	
	B		B	B	B	B
	Caa	NP	CCC	C	CCC	C
	Ca		CC	D	CC	D
	C		C		C	
			D		DDD	
					DD	
					D	

주: AA~B급의 경우 +, 0, -의 부호가 부여되며, 이러한 구분도 notching의 하나로 간주됨

<표 II-2> 국내 신용평가사의 장기 신용평가등급 체계

등급기호	한국기업평가	나이스신용평가	한국신용평가
AAA	최고 수준의 신용상태, 채무불이행위험 거의 없음	원리금 지급 확실성이 최고 수준이며, 현 단계에서 합리적으로 예측 가능한 장래의 어떠한 환경변화에도 영향을 받지 않을 만큼 안정적인	원리금 지급능력이 최상급임
AA	매우 우수한 신용상태, 채무불이행위험 매우 낮음	원리금 지급확실성이 매우 높지만 AAA등급에 비해 다소 열등한 요소가 있음	원리금 지급능력이 매우 우수하지만 AAA의 채권보다는 다소 열위임
A	우수한 신용상태, 채무불이행위험 낮음	원리금 지급확실성이 높지만 장래 급격한 환경변화에 따라 다소 영향을 받을 가능성이 있음	원리금 지급능력은 우수하지만 상위등급보다 경제여건 및 환경악화에 따른 영향을 받기 쉬운 면이 있음
BBB	보통 수준의 신용상태, 채무불이행위험 낮지만 변동성 내재	원리금 지급확실성은 안정되지만 장래 환경변화로 원리금 지급 확실성이 저하될 가능성이 있음	원리금 지급능력은 양호하지만 상위등급에 비해서 경제여건 및 환경악화에 따라 원리금의 지급능력이 저하될 가능성을 내포하고 있음
BB	투기적인 신용상태, 채무불이행 위험 증가 가능성 상존	원리금 지급확실성에 당면 문제는 없지만 장래의 안정성 면에서는 투기적 요소가 내포되어 있음	원리금 지급능력이 당장은 문제가 되지 않으나 장래 안전에 대해서는 단언할 수 없는 투기적인 요소를 내포하고 있음
B	매우 투기적인 신용상태, 채무불이행위험 상존	원리금 지급확실성이 부족하여 투기적이며, 장래의 안정성에 대해서는 현 단계에서 단언할 수 없음	원리금 지급능력이 결핍되어 투기적이며 불황 시에 이자지급이 확실하지 않음
CCC	불량한 신용상태, 채무불이행위험 높음	채무불이행이 발생할 가능성을 내포하고 있어 매우 투기적임	원리금 지급에 관하여 현재에도 불안요소가 있으며 채무불이행의 위험이 커 매우 투기적임
CC	매우 불량한 신용상태, 채무불이행위험 매우 높음	채무불이행이 발생할 가능성이 높아 상위등급에 비해 불안요소가 더욱 많음	상위등급에 비하여 불안요소가 큼
C	최악의 신용상태, 채무불이행 불가피	채무불이행이 발생할 가능성이 극히 높고 현 단계에서는 장래 회복될 가능성이 없을 것으로 판단됨	채무불이행의 위험성이 높고 원리금 상환능력이 없음
D	채무불이행 상태	원금 또는 이자가 지급불능 상태에 있음	상환 불능 상태임

자료: 신용평가 3사 평가방법론

발행증권의 신용등급은 채무 상환기간에 따라 장기등급과 단기등급으로 구분할 수 있다. 단기등급은 1년 미만의 단기 상환가능성을 기호로 표시하는 것으로 CP나 전자단기사채와 같은 단기채무증권의 등급으로 사용된다. 반면 장기등급은 1년 이상의 만기를 지닌 증권의 상환가능성을 표시하는 것으로 주로 채권의 등급으로 표시된다. 단기등급과 장기등급의 경우 등급 간의 매칭 관계를 지니는 것이 일반적이다. 예를 들어 AAA~AA급의 장기등급은 A1의 단기등급과 매칭이 된다.

신용등급은 현재의 상황에서 특정 증권이나 발행자의 상환 가능성을 나타내는 것이다. 그런데 신용등급 이해관계자들은 향후 신용등급이 어떻게 변화할지에 대한 정보에 대해서도 높은 관심을 갖게 된다. 신용평가사들은 향후의 신용등급의 변동 가능성에 대한 정보제공 확대의 관점에서 등급전망(rating outlook)과 등급감시(rating watch) 정보를 제공하고 있다. 등급전망은 향후 1~2년 이내의 신용등급의 방향성에 대한 정보를 제공하는 체계로 구조화채권을 제외한 모든 장기신용평가 대상에 대해 부여하고 있다. 등급전망은 향후 1~2년 이내 등급의 변동가능성이 적은 경우 안정적(stable), 상향가능성이 있는 경우 긍정적(positive), 하향가능성이 있는 경우 부정적(negative), 그리고 방향성이 불확실할 경우 유동적(evolution) 등의 방식으로 제공된다. 등급감시는 합병 등의 사건이나 단기간 신용등급의 변동이 예상되는 환경 변화가 있는 경우 그 방향성을 알리는 방식으로 도입되었다. 즉 특정한 이벤트로 인하여 신용등급의 변화 가능성이 높은 경우 신용평가사들은 등급변경에 대한 심층적인 검토 사실을 등급감시라는 방식으로 이해관계자에게 정보를 제공한다. 등급감시는 긍정적검토(positive review), 부정적검토(negative review), 점진적 관찰(evolution)의 세 가지 체계로 되어 있다.

글로벌 금융위기 이전까지는 회사채와 구조화증권이 동일한 신용등급 심벌을 사용하였다. 그러나 글로벌 금융위기의 과정에서 구조화증권

의 신용등급 변화와 부도 행태가 기존 회사채와는 다른 특성을 지님에 따라 구조화증권과 회사채의 신용등급을 차별화할 필요가 있다는 주장이 시장참여자와 규제기관으로부터 제기되었다. 이에 따라 글로벌 신용평가사들은 이러한 주장을 받아들여 구조화증권의 신용등급의 경우 신용등급에 sf라는 첨자를 추가하였다. 예를 들어 회사채 BBB의 예상부도와 동일한 부도 확률을 지닌 구조화증권의 신용등급은 BBB(sf)라는 심벌로 표시하고 있다.

신용평가사들은 기업 및 구조화증권 신용평가 이외에도 다양한 신용평가상품을 도입하고 있다. 예를 들어 국가신용등급, 예금, 은행의 재무능력, 보험금 지급능력, 보증기관의 보증능력 평가 등에 대한 신용평가 방식을 도입하고 있으며, 채권형 펀드의 신용도에 대한 신용평가도 실시하고 있다.

일반적인 기업의 신용등급을 결정하는 과정을 살펴보면, 기업의 재무적인 요인과 기업 신용도 판별 모형 등에 근거하여 모형에 의한 신용등급이 결정된다. 이러한 모형에 의한 신용등급에 채무위험, 사업위험, 산업위험 등의 다양한 비재무적 요소 등을 반영하여 기업의 자체적인 신용도가 결정된다. 기업 신용등급은 이러한 자체 신용도에 외부지원가능성 등을 반영하여 결정한다. 외부 지원가능성이란 주주의 지원, 기타 상환을 위한 정부 등의 지원 등을 의미한다. 이와 같이 외부지원가능성을 종합적으로 검토하여 발행자의 신용등급이 결정된다. 발행하는 증권의 신용등급은 발행자 신용등급을 기초로 하여 담보유무, 상환구조, 선후순위 및 기타 상환 조건 등을 반영하여 결정된다.

나. 신용평가의 기능과 역할

신용평가는 크레딧채권시장에서 투자자와 발행주체 간에 존재하는

정보의 비대칭성을 해소하는 정보제공 기능을 수행한다. 신용평가는 발행자와 투자자의 이해관계로부터 독립된 제3자로서 전문적인 분석능력과 일관된 판단능력을 기초로 발행자의 신용위험에 대한 정보를 투자자에게 제공하는 기능을 수행한다. 이에 따라 투자자는 크레딧채권의 매입, 보유, 처분 등을 위한 포트폴리오 구성을 결정함에 있어 신용도를 평가하는 객관적인 지표로 신용등급을 활용하고 있다.

또한 신용평가는 크레딧채권시장의 투명성을 제고하는 기능을 수행한다. 신용평가사들은 발행자의 신용도를 시장에 알리고 신용도의 변화를 지속적으로 감시하여 그 정보를 시장에 제공한다. 신용등급에 따라 차등화된 위험 프리미엄이 결정되며 이에 따라 시장의 효율성이 제고되는 역할을 수행한다.

최근에는 채권발행 목적 이외에 신용등급의 활용이 증대되고 있으며, 특히 투자자의 내부 투자기준과 금융감독 목적상 신용평가등급 활용이 전 세계적으로 확대되는 추세이다. 금융회사나 연기금의 신용투자상품의 운용에 있어 신용등급이 광범위하게 사용되고 있다. 은행의 건전성 감독, 중앙은행 담보제도, 자산운용사의 투자정책 등에 있어 신용등급이 감독 목적으로 활용되고 있다. BIS 자기자본 비율 산정 등에 있어 신용등급이 내부 등급의 기준으로 활용되고 있으며, 표준법에 있어서는 신용등급이 위험자산 측정의 기준으로 사용되고 있다.

그런데 글로벌 금융위기의 과정에서 신용평가에 대한 과도한 의존도가 금융위기 시에 리스크를 확대하는 요인으로 작용하였다는 비판이 제기되었다. 이에 따라 국제기구를 중심으로 신용등급의 의존도를 축소하기 위한 다양한 논의가 이루어지고 있다. 이러한 논의에 따라 미국, 유럽 및 일본의 경우에는 신용등급 의존도 축소를 위한 새로운 규제체계 도입을 추진 중에 있다.

다. 신용평가산업의 특성

신용평가산업은 산업특성과 수익구조 및 시장구조 등에서 일반적인 산업과는 다른 특성을 지니고 있다.

첫째, 신용평가산업은 공공성과 기업성의 양면성을 지닌 산업이다. 신용평가사는 신용평가수수료 등을 통한 수익성을 추구하는 사기업이나 기능적인 면에서는 공공적인 성격이 강한 산업이다. 신용평가부문의 주 수익원은 피평가기업이 부담하는 신용평가수수료인 데 반하여 신용평가 정보의 주 이용자는 투자자들이다.

이와 같이 비용부담과 정보 이용의 주체가 다르기 때문에 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 높다. 즉 비용을 부담하는 발행자가 자신에게 유리한 등급을 부여하는 신용평가사를 선택하는 소위 등급쇼핑을 할 가능성이 높으며, 이로 인하여 신용평가의 적정성을 저해할 가능성이 존재하기도 한다.

둘째, 신용평가산업은 규제적인 장벽 및 눈에 보이지 않는 진입장벽이 존재하는 산업이다. 미국의 경우 NRSRO(Nationally Recognized Statistical Rating Organization)라는 규제적인 장벽이 존재하고 있다. 글로벌 금융위기 이전까지 NRSRO는 외부로 공표된 뚜렷한 기준 없이 신설 신용평가사의 시장진입을 막는 장치로 활용되었다. 그러나 글로벌 금융위기의 과정에서 신용평가산업의 과점적인 시장구조가 신용평가 정보 확대의 장애요인으로 작용한다는 비판에 따라 미국 SEC는 신용평가사의 진입을 일부 확대하는 정책을 추진하였다. 그럼에도 불구하고 현재에도 여전히 NRSRO 진입에 일부 장벽이 존재하는 상황이다.

이러한 규제적인 장벽과 더불어 시장에서의 명성 및 투자자 등급 활용 등의 암묵적 진입 장벽도 존재하고 있다. S&P, Moody's, Fitch와 같

은 글로벌 신용평가사들은 오랜 기간에 걸쳐 국제 자본시장에서 막강한 영향력을 지니게 되었고, 이러한 명성자본(reputation capital)은 눈에 보이지 않는 진입장벽을 구축하게 되었다. 규제기관이 새로운 신용평가사의 진입을 허용하고 신용평가사 간의 경쟁을 촉진하는 정책을 추진함에도 불구하고, 글로벌 자산운용사, 연기금, 보험사 및 은행 등 주요 크레딧채권 투자자들은 글로벌 신용평가사의 등급만을 사용하도록 내부적인 투자기준을 수립하고 있기 때문에 글로벌 신용평가사들의 영향력은 여전히 높은 상황이다.

국내의 경우에도 신용평가사에 대한 엄격한 진입규제가 존재한다. 신용평가산업이 주요한 채권 인프라이고 신용평가사의 난립이 신용평가의 질을 저하시킬 우려가 존재하기 때문이다. 특히 국내 신용평가사 진입요건에는 자본요건, 인적요건, 물적요건 및 전문 분석능력 등 구체적인 기준을 설정하고 있다.

이와 같은 제한된 진입구조로 인하여 대부분의 국가에서 신용평가사들은 3~5개 내외로 과점적 경쟁구조를 지니고 있다. 글로벌 시장의 경우에는 S&P, Moody's, Fitch 등 3개 신용평가사의 시장점유율이 95% 이상을 기록하고 있다. 한편 한국을 포함한 로컬 신용평가시장의 경우에는 신용시장의 규모가 크지 않아 신규 진입의 효익이 낮고 규제적인 진입장벽이 높기 때문에 과점적 시장을 형성하고 있다.

셋째, 과점적인 시장구조에도 불구하고 신용평가사들은 치열한 시장점유율 경쟁을 벌이고 있다. 내재적으로는 명성 및 시장의 신뢰도와 같은 질적인 요소가 주요 경쟁 요소로 작용하고 있으나 외견상으로는 시장점유율이 신용평가사의 경쟁력을 나타내는 주요 지표로 작용하기 때문이다. 특히 일정 수준 이상의 시장점유율을 유지하지 못하는 경우 신용평가시장에서 도태될 수도 있기 때문에 시장점유율은 신용평가사에 있어 매우 중요한 지표로 작용하고 있다. 예를 들어 2000년대 초반까지

S&P와 Moody's가 신용평가시장을 양분함에 따라 상대적으로 점유율이 저조했던 Fitch, IBCA, Thomson Bank Watch 등이 합병을 통해 Fitch라는 글로벌 신용평가사로 성장하게 되었다. 이와 같이 신용평가사의 영향력은 해당 시장의 점유율과 밀접한 관련성을 지니고 있다. 한편 Becker and Milbourn(2011)의 연구에 따르면 신용평가사 간의 경쟁심화는 신용등급의 질을 떨어뜨리는 결과를 가져온다는 주장을 하고 있다. 이와 같이 적정한 규제 하에서 신용평가사 간의 품질 경쟁을 촉진하는 방향으로의 경쟁 촉진은 필요하지만, 수수료수입 확대 경쟁은 신용평가의 품질을 떨어뜨리는 요인이 될 가능성도 있다.

넷째, 신용평가산업은 높은 투입비용을 지닌 산업이다. 신용평가 등급 결정의 절차를 보면 체계화된 지원부문의 자료축적과 전문가의 분석에 근거하여 신용평가기준이 설정되고, 고도로 훈련된 애널리스트의 분석과 판단에 따라 신용등급이 제안되며, 위원회의 검증을 거쳐 신용등급이 결정된다. 이에 따라 재무모형에 기반한 신용등급에 비해 시간과 절차 및 비용이 많이 소요되지만 상대적으로 정교성이 높다는 특성을 지니고 있다. 또한 투자자들은 기업의 신용도에 영향을 미치는 요소들을 산업담당자가 지속적으로 모니터링하여 신속한 등급조정이 이루어질 것을 요구하고 있다. 이와 더불어 투자자들은 신용등급 이외에도 신용등급의 산정근거, 변경사유 등에 대한 설명책임을 요구하고 있으며 미래의 등급변동 가능성 등 과거에 비해 요구하는 정보가 다양해짐에 따라 투입비용은 지속적으로 증대하고 있다.

채권시장의 규모가 커지고 다양한 유형의 채권이 등장함에 따라 투자자들의 신용평가등급에 대한 의존도가 더욱 높아졌다. 투자자의 경우 신속한 투자판단이 필요하기 때문에 상대적으로 단순하면서 높은 신뢰도를 지닌 신용등급이라는 심벌을 널리 활용하게 되었고, 이에 따라 신용평가등급에 대한 의존도가 높아지게 되었다. 진입이 제한된 시장구조 하에서 일부 신용평가사에 대한 높은 의존도는 글로벌 금융위기의 과정

에서 신용평가사들이 잘못된 신용평가를 하였음에도 불구하고 여전히 기존의 글로벌 신용평가사의 등급을 사용할 수 밖에 없는 결과를 초래하고 있다.

2. 신용평가산업에 대한 기존 연구

글로벌 금융위기 이전까지 신용평가에 관한 연구는 주로 신용등급의 정보효과에 관한 연구와 신용등급에 영향을 미치는 요인들에 대한 연구가 주류를 이루었다. 신용등급 정보효과에 대한 연구는 신용등급 변경이 기업의 주식가격이나 채권가격에 미치는 영향을 분석하여 신용등급 변경이 정보적 가치를 지니는지를 분석한 연구들이다. 신용등급에 영향을 미치는 요인들에 대한 연구는 다양한 기업 특성 변수들이나 거시변수 등이 신용등급에 어떤 영향을 미치는지를 분석한 연구들이다.

신용등급의 정보효과에 대한 연구는 신용등급 혹은 신용등급 전망 등이 변경되었을 때 기업가치의 변화에 대한 사건연구(event study)들이 주로 이루어졌다. Pinches and Singleton(1978)의 연구에서는 회사채 신용등급의 변경 공시가 기업의 주식수익률에 미친 영향을 분석하였다. 분석결과 신용등급의 상승과 하락에 따른 비정상수익률(abnormal return)은 신용등급 발표 이전에 나타나고 있어 신용등급 변경공시가 그 자체로서는 정보효과를 갖지 못한다는 결과를 제시하였다. Holthausen and Leftwich(1986)의 연구에서는 일별 자료를 이용하여 신용평가등급의 변화가 기업가치에 미친 영향을 분석하였다. 분석결과 등급 간의 하락의 경우 유의적인 부(-)의 비정상수익률을 나타냈고, 등급 상승의 경우에는 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. Hand et al.(1992)의 연

구는 신용등급 변경이 주식가치와 채권가치에 미치는 영향을 검증하였다. 검증결과 신용등급의 상향변경 발표는 약한 정(+)의 비정상수익률을 나타내었고, 신용등급 하락 시 유의적인 부(-)의 비정상수익률을 보여 신용등급 변경의 정보효과가 존재함을 실증적으로 보이고 있다. Dichev and Piotroski(2001)는 신용등급 상승 기업은 유의한 주식수익률 반응을 발견하지 못하였으나 신용등급 하락 기업은 하락 이후 유의한 부의 초과수익률을 나타낸다는 결과를 제시하였다. Kume and Weir(2013)의 연구에서는 신용평가와 크레딧 스프레드의 관계를 실증적으로 분석하였다. 분석결과 일반적으로 신용등급은 채권투자자에게 일정 부분의 가치 있는 정보를 전달하는 것으로 나타났으며, 신용등급과 크레딧 스프레드는 장기적으로 유의한 상관성을 나타내고 있다는 결과를 제시하고 있다.

이와 같이 신용등급 변경의 정보효과에 대한 연구들에서는 분석방법이나 분석기간에 따라 서로 상이한 결과를 나타내고 있다. 일부의 분석을 제외하고 일반적으로는 신용등급 하락은 정보효과를 지니고 있으나 신용등급 상승은 정보효과를 보이지 않는 것으로 나타나고 있다.

글로벌 금융위기 이후 신용평가의 적시성과 적정성에 대한 다양한 문제가 제기되면서 신용평가산업의 특성이 신용평가등급에 미친 영향을 분석하는 다양한 연구들이 이루어졌다. 신용평가 행태에 대한 연구들은 주로 신용평가사 간의 경쟁이나, 수수료 지불구조 및 신용평가사에 대한 규제변화가 신용등급에 미친 영향을 살펴보고 있다.

Cheng and Neamtiu(2009)의 연구에서는 신용평가사에 대한 규제적인 압력과 투자자의 신용등급 정교성 제고에 대한 압력이 신용평가사의 적시성과 정교성에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 동 연구에서는 신용등급의 적시성과 정교성을 나타내는 변수를 도입하여 신용평가에 대한 규제 강화 이전과 이후의 기간 동안 신용등급의 적시성과 정교성이 제고되었는지의 여부를 분석하였다. 분석결과 신용평가의 규제적인

압력과 투자자의 신용등급 정교성 제고에 대한 압력이 신용등급의 적시성과 적정성을 제고시켰다는 결과를 제시하고 있다.

Beaver et al.(2006)의 연구에서는 등록 신용평가사(NRSRO)와 비등록 신용평가사(Non-NRSRO) 간의 신용등급 특성에 있어 차이가 존재하는지를 분석하였다. 이를 위해 본 연구에서는 Egan Jones Rating의 신용등급을 비등록 신용평가의 신용등급 표본으로 도입하고, Moody's를 등록 신용평가사의 표본으로 도입하여 두 평가사 모두가 신용등급을 부여한 기업을 대상으로 신용등급의 행태를 비교 분석하였다. 분석결과 두 유형의 신용평가사의 신용등급 특성은 예측방식에 있어 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 비등록 신용평가사의 경우 투자자에 대한 정보제공을 위주로 하고 있기 때문에 일관성이 높고 신용등급의 조정에 있어 신속성이 높은 것으로 나타났다. 반면 등록 신용평가사의 경우 비등록 평가사에 비해 보수적인 경향을 나타내며 계약에 따른 일관성을 보인다는 결과를 제시하고 있다.

Becker and Milbourn(2011)의 연구에서는 신용평가사 간의 경쟁력이 신용등급에 미친 영향을 분석하였다. 이를 위해 Fitch의 진입에 따라 기존의 영향력을 지닌 신용평가사의 신용등급이 어떻게 변화했는지를 실증적으로 살펴보았다. 분석결과 Fitch의 진입에 따라 신용등급의 질이 낮아지고 있는 것으로 나타났다. 신용평가사 간의 경쟁이 심화됨에 따라 신용등급은 올라갔고, 신용등급과 채권수익률의 관련성도 낮아진 것으로 나타났으며, 신용등급의 부도예측력도 낮아진 것으로 나타났다.

Bongaerts et al.(2012)는 복수신용평가를 받는 기업의 유인에 대한 실증적인 분석을 실시하였다. 동 연구는 글로벌 신용평가사의 신용등급 수준을 비교하고, 복수의 신용등급을 받는 유인을 정보생산 가설, 등급쇼핑가설 및 규제적 기준 가설로 구분하고, 어떤 요인에 의해 Fitch의 신용등급을 받는지를 실증적으로 분석하였다. 또한 각각의 신용평가사의

부도 예측력도 비교하고 있다. 분석결과 Fitch의 신용등급이 다른 평가사의 신용등급에 비해 관대한 경향이 있다는 결과를 제시하였고, Fitch로부터 신용등급을 받는 유인은 규제적 기준이 가장 큰 영향을 받고 있음을 실증적으로 분석하였다. 또한 세 개의 신용평가사의 부도예측력을 비교한 결과 Fitch의 부도예측력이 가장 낮게 나타나고 있다는 결과를 제시하였다.

Alp(2013)의 연구에서는 1985년부터 2007년까지의 신용평가 기준의 시계열적 변화를 분석하고 있다. 분석결과 1985년부터 2002년까지는 투자등급의 기준이 보다 강화되고 있는 반면 투기등급의 기준은 다소 완화되는 경향을 나타내고 있다. 2002년 이후에는 투자등급과 투기등급 모두에서 신용등급의 기준이 강화되는 추세를 보인다는 결과를 제시하고 있다. 동 연구에서는 신용평가 대상이 확대되는 경우 신용등급 기준이 완화되다가 이후 부도율이 증가하고, 규제가 강화되면 신용등급의 보수화 경향을 나타낸다는 해석을 하고 있다. Baghai et al.(2014)의 연구에서는 1985년부터 2009년까지 신용평가사의 기업 신용등급이 보수적으로 변화하고 있다는 실증적인 결과를 제시하고 있다. 신용등급을 받은 기업들은 신용평가의 보수화 경향에 따라 레버리지가 감소하는 추세를 보이는 것으로 나타났다. 또한 이러한 보수화경향을 반영하여 채권의 신용스프레드도 낮아지는 경향을 보이는 것으로 나타났다.

이상의 연구결과를 종합해보면 신용평가에 대한 규제, 신용평가사 간의 경쟁 및 수수료 지불 방식 등이 신용평가의 행태에 영향을 미치며, 궁극적으로 이러한 산업구조는 기업가치에 영향을 미치고 있다는 결과를 보이고 있다.

Ⅲ. 국내 신용평가산업의 현황 및 문제점

1. 국내 신용평가산업의 현황 분석
2. 국내 신용평가 관련 규제체계 분석
3. 국내 신용평가산업의 시장구조에 대한 분석
4. 신용평가사의 신용등급 결정에 대한 분석

Ⅲ. 국내 신용평가산업의 현황 및 문제점

1. 국내 신용평가산업의 현황 분석

가. 신용평가산업의 발전 연혁

국내 신용평가지장의 발전은 크레딧채권시장의 발전과 궤를 같이 한다. 신용평가산업의 발전 과정을 구분해보면 태동기(1985년~1997년)를 거쳐 신용평가의 중요성이 증대된 성장기(1998년~2007년) 및 안정기(2008년~현재)의 과정을 거치며 발전해왔다.

태동기는 1985년부터 외환위기 이전까지의 시기로 크레딧채권시장 도입에 따라 신용평가가 처음으로 도입되어 적용된 시기이다. 1985년과 1986년에 기업어음과 회사채의 발행 적격기준이 도입되어 신용평가제도가 정부에 의해 마련되었고, 신용평가사가 설립되어 활동을 시작하였다. 1985년에 제2금융권이 주요 주주로 구성된 한국신용평가가 신용평가업을 시작하였고, 이어서 은행권이 출자한 한국신용정보²⁾와 산업은행이 출자한 한국기업평가가 신용평가업에 진출하였다.

외환위기 이전까지 대부분의 크레딧채권은 보증채로 발행되었다. 이에 따라 신용평가사의 역할은 채권발행이 가능한 기업의 선별에 국한되었다. 대부분의 크레딧채권이 보증기관의 신용도에 근거하여 발행되었기 때문에 기업의 신용도에 대한 정교한 분석과 이에 근거한 채권가격 결정은 이루어지지 않았다. 이에 따라 신용등급의 영향력도 제한적이었다.

국내 신용평가산업이 본격적으로 발전한 시기는 외환위기 이후의 기간이라고 볼 수 있다. 1997년 외환위기 이후 자본시장 관련 제도들이 전

2) 한국신용정보는 회사 이름을 나이스신용평가로 변경

반적으로 개편되었고, 채권시장도 기존 보증채 위주의 시장에서 무보증채 시장으로 급속히 개편되었다. 자산유동화제도의 도입으로 인하여 신용평가의 대상이 확대되었고, 크레딧채권시장 규모도 지속적으로 증가하여 신용평가시장이 크게 성장하였다. 또한 신용평가에 대한 인식이 확대되었고 신용등급이 본격적으로 크레딧채권 가격에 반영되면서 신용평가사의 영향력도 제고되었다.

글로벌 금융위기를 전후하여 신용평가사의 책임성과 신뢰성에 대한 이해관계자의 관심도 증대하기 시작하였다. 일부 기업의 신용사건으로 투자자의 신용위험에 대한 민감도가 증대하였고, 크레딧채권시장이 우량채 위주의 시장으로 바뀌기 시작하였다. 이에 따라 신용평가 관련 규제도 크게 변화하였다. 2009년과 2013년에 걸쳐 신용평가사 관련 법률이 크게 개정되면서 신용평가사에 대한 책임성을 강화하고 행위규제가 도입되는 등 규제체계에 커다란 변화가 이루어졌다.

이러한 환경 변화에 대응하여 신용평가사들도 지배구조를 크게 바꾸었고, 신용등급의 적시성과 적정성을 제고하려는 다양한 노력을 기울이는 한편 내부 행위규제를 강화하고, 평가절차를 개선하며 투명성과 공정성을 제고하려는 다양한 노력을 기울이고 있다.

나. 국내 신용평가사 현황

국내에는 한국신용평가, 나이스신용평가 및 한국기업평가 등 전 신용평가 부문을 커버하는 3개의 신용평가사와 CP와 자산유동화증권(Asset-Backed Securities: ABS)만을 평가할 수 있는 서울신용평가가 신용평가 산업을 구성하고 있다. 현재까지 한국신용평가, 나이스신용평가 및 한국기업평가의 3개사가 국내 신용평가산업을 주도하고 있다. 서울신용평가의 경우에는 2000년부터 CP와 자산유동화증권에 대한 제한된 신용평가

업무를 취급하기 시작하였으나 시장점유율은 미미한 상황이다.

국내 신용평가사의 지배구조도 신용평가를 둘러싼 규제와 시장환경의 변화에 따라 크게 변화하였다. 한국신용평가의 경우 설립 시에는 단자사 등 제2금융권이 주요 주주였으나 이후 지배구조가 크게 변화하여 현재는 Moody's가 주요 주주로 되어 있다. 나이스신용평가의 경우 시중은행과 지방은행 등이 주요 주주로 구성되었으나 이후 지배구조가 크게 바뀌어서 현재는 나이스 홀딩스가 주요 주주이다. 한국기업평가의 경우 설립 초기에는 산업은행이 주요 주주였으나 이후 지배구조가 크게 바뀌어 현재는 Fitch사와 기타 주요 주주로 구성되어 있다.

국내 신용평가사들은 다양한 목적으로 글로벌 신용평가사와 업무제휴 및 출자를 추진하였다. 한국신용평가의 경우 1998년 Moody's와 합작 및 기술지원협약을 체결하였고, 2007년 12월에는 Moody's가 최대주주(50%+1주)로 한국신용평가의 경영권을 보유하였다. 한국기업평가의 경우 1999년 Fitch와 신용평가 업무협약을 체결하였고, 2001년에는 Fitch사가 자본참여를 하였으며, 2007년에는 Fitch사가 한국기업평가 지분을 취득하여 최대주주가 되었다. 나이스신용평가의 경우에는 1998년에 DCR과 업무제휴를 맺었으나 DCR이 Fitch에 합병되어 업무제휴가 해지되었다. 나이스신용평가사는 2000년에 일본의 R&I와 업무협약을 체결하였다.

국내 신용평가사의 사업구조를 보면 신용평가 도입 초기에는 신용평가사업과 더불어 컨설팅, 신용정보 및 채권추심 사업 등을 추진하였으나 이후 규제 및 환경의 변화에 따라 신용평가사업과 기타 부수업무의 분리를 추진하였다. 한국신용평가는 1998년 Moody's와 합작을 계기로 신용평가사업과 신용정보사업을 분리하였다. 나이스신용평가의 경우 2007년에 한신정평가에서 기업분리 방식으로 신용평가사업을 분리하였다. 한국기업평가의 경우 신용평가업과 컨설팅, 신용정보업, 리스크솔루션 사업, 채권추심업무 등을 추진하였으나 1999년 채권추심업무를 폐지하였

고, 2008년 신용정보사업을 자회사인 이크레더블로 이관하였으며, 솔루션사업부문은 2013년 한기평플러스의 분할 설립을 통해 이관하여 현재는 신용평가 관련 업무만을 영위하고 있다.

<표 III-1> 국내 신용평가사 현황

	한국신용평가	나이스 신용평가	한국기업평가	서울신용평가 정보
설립일	1985.02.26	1986.09.11	1983.12.29	1992.04.23
평가업무 개시일	1985.09(98.08)	1987.06	1987.11	2000.01
평가종류	모든채권	모든채권	모든채권	CP, ABS
주요주주	Moody's, 나이스인프라	나이스홀딩스	Fitch Ratings	진원이엔씨
외국계 평가사와 제휴 관계	Moody's (98.08.18)	R&I (00.04.25)	Fitch (99.01.20)	JCR (일본계)

자료: 각 신용평가사 홈페이지

국내 신용평가사의 신용평가부문 매출 추이를 보면 2012년까지는 지속적인 성장세를 보였으나 2013년부터 매출이 감소 추세를 보여 2014년에는 신용평가사 전체 매출은 777억원으로 전년 대비 37.1% 감소하였다. 2013년 이후 신용평가 매출액이 감소한 것은 평가대상 기업수의 증가에도 불구하고 회사채 및 ABCP 발행규모 감소와 개별 평가건당 수수료를 낮아진 것이 주요 요인으로 작용하였다. 특히 주요 채권발행 기업들이 신용평가 3사에 대해 신용등급을 받는 대신 신용평가 수수료를 낮춘 경우가 증가한 것도 신용평가 매출규모 감소의 주요 요인으로 작용하고 있다.

신용평가 3사의 매출규모를 비교해보면 평가사 간에 커다란 차이를

보이지 않고 있다. 이는 회사채의 경우 신용평가 3사가 고르게 분점하고 있고, 구조화증권 신용평가의 경우에도 점유율에 있어 차이를 보이지 않는 것이 주요한 요인으로 작용하고 있다.

<표 III-2> 국내 신용평가사 매출 추이

(단위: 억원)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
한국기업평가	213	214	266	262	271	298	267	254
한국신용평가	194	208	263	256	281	298	271	262
나이스신용평가	207	197	267	268	279	307	276	264
서울신용평가	6	4	3	3	3	2	0.4	0.3
합계	620	623	799	789	834	905	814	777

자료: 금융감독원

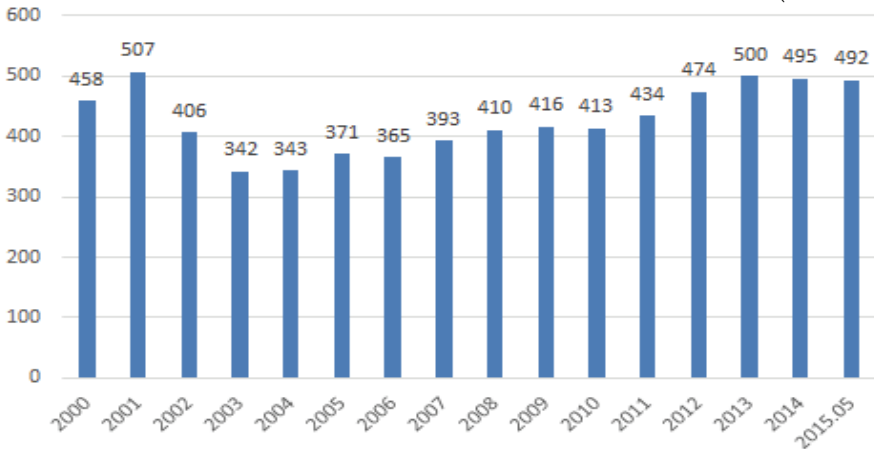
다. 신용등급 분포 추이

국내 3개 신용평가사의 연도별 회사채 신용등급 공시자료를 이용하여 신용등급의 분포, 변화 추이 및 평가사별 신용등급의 차이를 살펴보았다. 분석 자료는 3개 신용평가사의 2000년부터 2014년까지 연도 말 기업 신용등급 공시자료를 이용하였다. 평가사 간의 신용등급의 차이가 존재하는 경우 낮은 신용등급을 유효등급으로 정의하였다.

부도기업을 제외한 신용평가 3사의 유효신용등급 추이를 보면 2000년 458개 기업에서 2001년에는 507개 기업으로 증가하였으나 2004년에는 343개 기업으로 크게 줄어들었다. 이후 점진적으로 신용평가를 받은 기업이 증가하여 2013년 말에는 500개 기업을 기록하였고, 2014년에는 전년에 비해 다소 감소한 492개 기업을 기록하고 있다.

<그림 III-1> 신용평가사의 유효신용등급 기업수 추이

(단위: 개)



자료: 신용평가 3사 신용등급 공시자료

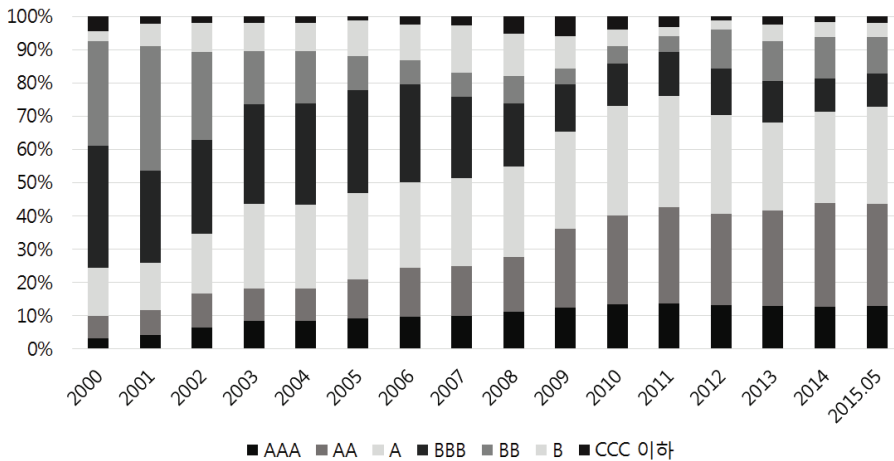
<그림 III-2>는 유효신용등급을 기준으로 신용등급별 비중 추이를 나타내고 있다. 신용등급별 비중 추이를 보면 신용등급이 높은 기업의 비중이 지속적으로 증가한 반면 BBB급 이하의 신용등급을 보유한 기업의 수는 지속적으로 감소하는 추세를 보이고 있다.

등급별로 보면 AAA등급을 받은 기업의 수는 2000년에는 3.28%에 불과했으나 이후 그 비중이 지속적으로 증가하여 2011년에는 13.59%를 기록하였으며, 이후에는 그 비중이 다소 감소하는 추세를 보이고 있다. AA등급과 A등급의 경우에도 그 비중이 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있다.

한편 BBB등급의 경우 2000년에는 36.7%로 높은 비중을 차지하였으나 매년 그 비중이 감소하여 2014년 말에는 10.1%를 기록하였고, 2015년 5월에는 9.96%를 기록하고 있다. BBB급 이하 신용등급을 보유한 기업의 비중은 2000년에 75.6%에서 매년 지속적으로 감소하여 2011년에는

24.0%를 기록하였고, 이후 그 비중이 다소 증가하여 2014년 말에는 28.7%를 기록하고 있다.

<그림 III-2> 기업 신용등급 분포 추이



주 : 유효신용등급 기준

자료: 신용평가 3사 신용등급 공시자료를 기초로 작성

신용등급은 AAA부터 C까지 특정한 기호로 표시되기 때문에 평균적인 신용등급을 구하기 위해서는 각각의 신용등급 노치에 따라 특정한 정수값을 부여하는 환산방식을 적용할 필요가 있다. 이에 본 연구에서는 <표 III-3>과 같이 개별 신용등급 노치에 따라 특정한 값을 부여하여 평균적인 신용등급이나 신용등급을 활용한 회귀분석 등에 사용하였다. AAA 신용등급에 대해서는 최대값인 22를 부여하고 노치별로 1씩 작은 값을 부여하여 C는 2의 값을 부여하는 방식으로 등급 factor값³⁾을 산정하였다.

3) 이하의 분석에서 사용하는 등급 factor값은 다음 표의 값을 동일하게 사용한다.

<표 III-3> 신용등급 factor값

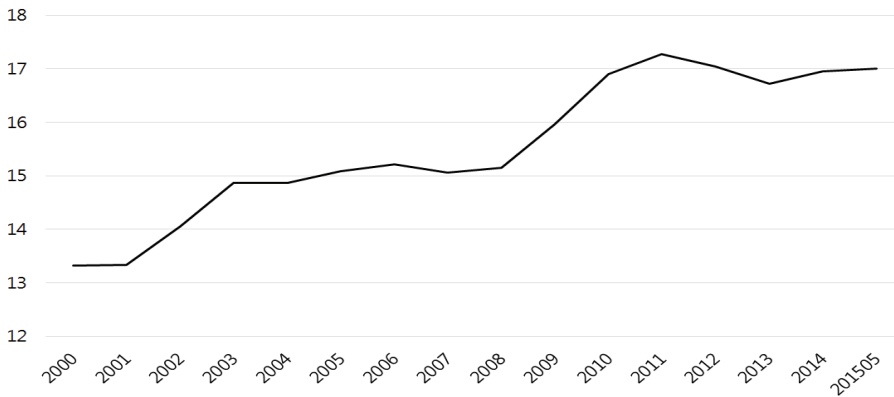
등급	Factor값
AAA	22
AA+	21
AA	20
AA-	19
A+	18
A	17
A-	16
BBB+	15
BBB	14
BBB-	13
BB+	12
BB	11
BB-	10
B	9
B+	8
B-	7
CCC+	6
CCC	5
CCC-	4
CC	3
C	2

<그림 III-3>은 신용등급을 받은 기업들의 평균 신용등급 factor값의 추이를 나타내고 있다. 신용등급 factor값의 추이를 보면 최근으로 올수록 평균 신용도가 높게 나타나고 있다. 회사채 신용등급을 받은 전체 기업의 평균 신용등급 factor값의 추이를 보면 2000년에는 13.3으로 BBB-에 가까운 값을 기록하였으나 이후 신용등급 factor값이 점차 상승하여 2011년에는 17.2로 A등급에 가까운 값을 나타내고 있고, 2014년에는

16.9로 약간 낮아지는 모습을 보이고 있다.

이와 같은 결과는 투자자들의 보수화 경향으로 인하여 신용등급이 낮은 기업들의 경우에는 회사채의 정상적인 발행이 어려워짐에 따라 신용도가 높은 기업들만이 신용등급을 받고 회사채를 발행하고 있는 추세와 기업의 신용등급 상승 추세 등을 반영한 것으로 보인다.

**<그림 III-3> 연도별 회사채 발행기업의
평균 신용등급 factor값 추이**



주 : AAA=22, AA+=21, AA=20, ~CC=2, C=1의 등급 factor를 사용하여 유효
신용등급을 기준으로 구한 평균 신용등급
자료: 신용평가 3사 공시자료를 기초로 작성

<표 III-4>는 신용평가 3사가 보유하는 기업신용등급을 기준으로 시장점유율을 비교하고 있다. 신용평가사별 점유율 추이를 보면 2000~2012년까지는 한국기업평가가 35%를 상회하는 점유율을 기록하였으나 2013년부터 그 비율이 크게 하락하고 있다. 한국신용평가의 경우에는 2000년 29.6%로 가장 낮은 점유율을 기록하였으나 이후 점유율이 점진적으로 상승하는 추세를 보이고 있다. 최근의 신용평가사들의 점유율을 보면 3개 신용평가사가 각각 33% 내외의 비슷한 점유율을 기록하고 있다.

<표 III-4> 국내 신용평가사의 회사채 등급 보유 추이

	한국신용평가	나이스신용평가	한국기업평가
2000	268 (29.6%)	305 (33.7%)	331 (36.6%)
2001	290 (31.8%)	290 (31.8%)	333 (36.5%)
2002	254 (32.7%)	243 (31.3%)	279 (36.0%)
2003	224 (31.3%)	240 (33.5%)	252 (35.2%)
2004	224 (31.2%)	240 (33.5%)	253 (35.3%)
2005	237 (30.8%)	255 (33.1%)	278 (36.1%)
2006	247 (31.7%)	255 (32.8%)	276 (35.5%)
2007	285 (32.2%)	283 (31.9%)	318 (35.9%)
2008	305 (32.7%)	295 (31.6%)	333 (35.7%)
2009	322 (33.2%)	307 (31.7%)	340 (35.1%)
2010	329 (33.2%)	314 (31.7%)	347 (35.1%)
2011	341 (32.4%)	348 (33.1%)	362 (34.4%)
2012	357 (32.2%)	362 (32.6%)	390 (35.2%)
2013	372 (32.5%)	385 (33.6%)	389 (33.9%)
2014	376 (32.9%)	391 (34.2%)	375 (32.8%)
2015.05	371 (33.0%)	386 (34.3%)	367 (32.7%)

자료: 신용평가 3사 신용등급 공시자료

라. 신용평가사의 신뢰도 추이

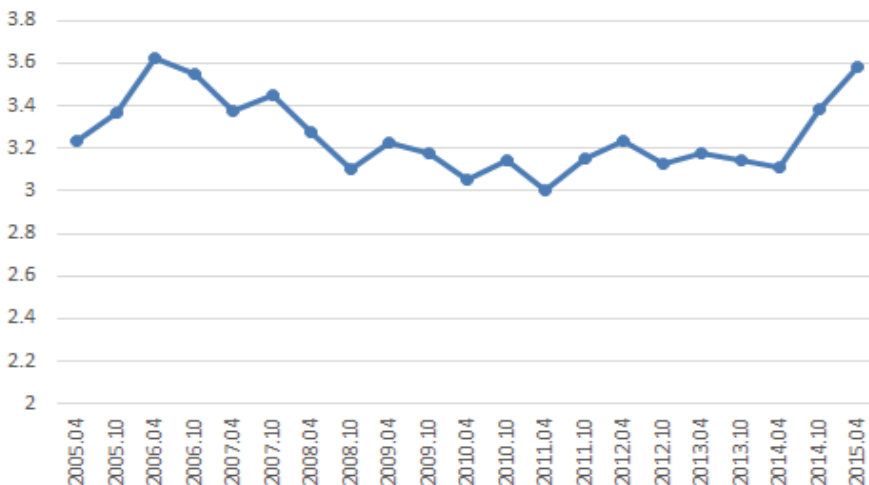
이데일리는 2005년부터 매년 2회씩 신용평가 전문가를 대상으로 신용평가 전문가 설문(SRE)⁴⁾을 실시하고 있다. <그림 III-4>는 신용평가 전문가들의 국내 신용평가사에 대한 신뢰도 설문결과를 나타내고 있다. 동 결과를 보면 신용평가 전문가의 신용평가사에 대한 신뢰도는 높지 않은

4) 이데일리는 연2회 신용평가 전문가를 대상으로 신용평가산업의 신뢰도, 개별 신용평가사의 신뢰도, 신용평가 서비스의 중요도에 대한 질문 및 신용평가를 둘러싼 주요 이슈에 대한 질문 등으로 구성된 신용평가전문가 설문(SRE)을 실시하고 있다.

것으로 나타나고 있다. 신용평가 전문가 설문 결과 추이를 보면 2006년 3월 3.62로 가장 높은 값을 나타낸 이후 지속적인 하락 추세를 보이고 있다. 2011년 5월의 신용평가 전문가 설문의 신뢰도는 3.0으로 가장 낮은 값을 나타내었다. 동 기간에는 건설사 PF(project finance)부실화로 인하여 신용평가사에 대한 신뢰가 낮아진 상황에서 STX 신용등급 유지와 일부 회사에 대한 신용등급 버블 우려 등이 신뢰도 하락을 초래하였다. 2013년 이후에도 신용평가사에 대한 신뢰도는 지속적으로 하락하는 추세를 보이고 있으며, 이는 동양사태 등의 신용사건이 영향을 미친 것으로 판단된다.

이와 같이 신용평가사의 신뢰도가 높지 않은 추세를 보이는 것은 반복되는 신용사건에도 불구하고 신용등급이 적시에 조정되지 않았고, 발행자의 영향력이 큰 상황에서 적정한 신용등급 결정이 이루어지지 않았기 때문으로 판단된다.

<그림 III-4> 국내 신용평가사에 대한 신뢰도 추이



자료: 이데일리, 신용평가 전문가 설문(SRE)

그러나 2014년 하반기부터 신용평가사의 신뢰도는 크게 상승하는 모습을 보이고 있다. 이는 동양 사태로 인하여 국내 신용평가사들이 금융감독당국으로부터 징계를 받은 이후, 엄격한 신용평가기준을 도입하고 재무상황이 나빠진 기업들의 신용등급을 대거 낮추는 등 신속한 신용등급 조정을 추진한 것에 대한 전문가들의 긍정적인 평가로 판단된다.

2. 국내 신용평가 관련 규제체계 분석

가. 신용평가 관련 제도 도입 연혁

국내 신용평가제도는 1985년 기업어음 발행적격업체 선정기준제도를 통해 국내에 도입되었다. 즉 신용평가사로부터 기업어음등급 B등급 이상을 보유한 기업에 한하여 기업어음 발행을 허용하는 제도를 통해 국내에 신용평가 제도가 도입되었다. 1986년에는 일반사채 및 전환사채의 발행적격기준제도가 도입되었다. 이와 같이 외환위기 이전까지 국내 신용평가는 주로 발행적격 기업을 선별하는 기능을 위주로 신용평가업무가 추진되었다. 또한 1994년 5월과 7월에는 기업어음과 무보증사채의 복수평가제도가 도입되었다.

외환위기 이후 채권시장이 무보증회사채 위주로 바뀌면서 신용평가의 중요성이 증대되었고 이에 따라 규제체계도 정비되었다. 2001년 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률에 근거하여 신용평가업 규제체계가 마련되었고, 2009년에는 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률 개정을 통해 신용평가제도를 대폭 개선하였다. 2013년에는 그동안 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률에서 규율되었던 신용평가 관련 규정이 자본

시장법으로 이관되어 신용평가에 대한 근본적인 규제체계 개선이 이루어졌다.

나. 신용평가 규제체계 변화의 주요 내용

1) 2001년 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률

2001년 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률에서는 신용평가의 진입기준을 포함한 신용평가 규제에 대한 법적인 근거를 마련하였다. 동법에서는 신용평가 대상을 유가증권에 한정하였고 투자자보호가 신용평가의 기본 전제임을 적시하였다. 또한 신용평가회사의 투자자와 의뢰인에 대한 손해배상책임조항과 위법한 신용평가에 대한 형사처벌조항이 신설되었다. 이와 더불어 신용평가 진입과 관련해서는 기존의 지정제를 폐지하고 허가제로 변경하였다.

2) 2009년 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률 개정

2009년 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률 개정을 통하여 신용평가 대상을 확대하고 신용평가회사의 책임성을 강화하는 제도개선이 이루어졌다.

우선 신용평가의 대상을 확대하여 “신용평가업무”를 투자자를 보호하기 위하여 금융상품 및 신용공여 등에 대하여 그 원리금이 상환될 가능성과 기업·법인 및 간접투자기구 등의 신용도를 평가하는 행위로 정의하였다.⁵⁾

신용평가업무와 관련하여 인력, 전산설비, 자본금, 사업계획의 타당

5) 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률 제2조 12

성, 전문성 등의 허가요건을 요구하고 있다. 또한 신용평가사는 임직원이 준수하여야 할 적절한 기준 및 절차(이하 “내부통제기준”이라 한다)를 정하고 준수 여부를 확인하도록 하여 신용평가사에 대한 행위규제가 도입되었다.⁶⁾ 동법에 따르면 내부통제기준에는 평가조직과 영업조직의 분리에 관한 사항, 이해상충의 금지에 관한 사항, 불공정행위의 금지에 관한 사항, 신용평가 대상의 특성에 적합한 신용평가기준 도입에 관한 사항, 그 밖에 내부통제기준에 관하여 필요한 사항으로서 대통령령으로 정하는 사항 등을 포함시키도록 하고 있다.

또한 신용평가사의 임직원이나 임직원이었던 자에 대하여 업무상 알게 된 의뢰인의 영업기밀 누설을 금지하는 내용도 도입되었다.

그러나 이러한 개정에도 불구하고 법령의 목적과 범위가 상이한 신용정보법으로 신용평가업을 규율하는 데 한계가 존재하였다. 즉 개인과 기업의 신용정보를 보호하는 것을 기본으로 하는 신용정보법에서 자본시장 발행자의 신용위험을 분석하여 투자자에게 전달하는 것을 목적으로 하는 신용평가업으로 규정하는 것이 법의 정합성에 맞지 않게 되는 문제가 존재하였다.

3) 2013년 자본시장법상 신용평가 관련 규정 도입

2013년 자본시장법 개정을 통해 기존에 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률에 근거하여 이루어졌던 신용평가 관련 제도를 자본시장법으로 이관하였다. 이러한 법적 관할의 변화와 더불어 신용평가에 대한 규제체계도 크게 변화하였다.

우선 자본시장법에서는 신용평가업의 정의를 보다 포괄적으로 하여 신용평가 업무를 확대하였다. 자본시장법에서는 신용평가업을 금융투자

6) 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률 제29조 8항

상품, 기업·집합투자기구, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자의 신용상태를 평가하여 그 결과에 기호, 숫자 등을 사용하여 표시한 등급을 부여하고 그 신용등급을 발행인, 인수인, 투자자, 그 밖의 이해관계자에게 제공하거나 열람하게 하는 행위를 영업으로 하는 것으로 정의하고 있다. 즉 신용평가업을 신용상태를 평가하여 신용등급을 부여하고 이를 열람케 하는 행위로 정의하여 신용도 평가 및 신용등급의 공시행위를 신용평가 업무에 포함시켰다.

신용평가업자 인가와 관련해서는 신용평가업을 영위하기 위해서 금융위원회로부터 신용평가업의 인가를 받도록 요구하고 있다.⁸⁾ 신용평가업 인가 요건을 살펴보면 신용평가업을 영위하기 위한 최소자본금은 50억원이고, 상호출자제한기업집단이나 금융기관이 10%를 초과하여 출자하지 못하도록 출자기업의 제한을 두고 있다. 또한 자본시장법 시행령에서는 인적요건으로 공인회계사 5명 이상과 금융위원회가 정하여 고시하는 요건을 갖춘 증권 분석·평가업무 경력자 5명 이상을 포함하여 20명 이상의 상시고용 신용평가 전문인력을 갖추 것을 요구하고 있다. 대주주요건과 관련해서는 대주주의 충분한 출자능력, 건전한 재무상태 및 사회적 신용을 요구하고 있다. 또한 신용평가회사와 투자자 또는 발행인 사이의 이해상충 방지체계를 갖추 것을 요구하고 있다.

인가절차와 관련해서는 신용평가업 인가를 받으려면 금융위원회에 인가신청서를 제출하고, 금융위원회는 그 내용을 심사하여 3개월 이내에 인가 여부를 결정하도록 하고 있다. 또한 신용평가사가 업무 영위를 위해 인가요건을 유지하도록 요구⁹⁾하고 있다. 또한 신용평가회사가 아닌 자는 신용평가 또는 이와 유사한 명칭 사용을 금지¹⁰⁾하여 신용평가사의

7) 자본시장법 제9조(그 밖의 용어의 정의) 제26항

8) 자본시장법 제335조의2(무인가 신용평가 금지)

9) 자본시장법 제335조의6(인가요건의 유지)

10) 자본시장법 제335조의7(유사명칭 사용 금지)

고유 업무를 보호하는 규정도 도입되고 있다.

기존 신용정보법에서는 신용평가 대상을 금융상품, 신용공여, 기업, 법인, 간접투자기구 등으로 정의하였으나, 자본시장법에서는 신용평가의 대상을 금융투자상품, 기업, 집합투자기구 및 그 밖에 대통령령으로 정하는 자로 정의하여 신용평가 대상을 확대하였다. 특히 자본시장법에서는 기존의 개념적인 논란이 있었던 금융상품을 자본시장법 체계에 맞게 금융투자상품으로 정의하고 금융투자상품과 연계하여 신용평가대상이 확대될 수 있도록 하였다. 또한 법상 대상 이외에 시행령에서는 정부, 지자체, 법률에 의하여 설립된 법인, 비영리법인 등으로 평가대상을 적시하고 있어 신용평가 대상이 더욱 넓어지는 효과를 도모하였다.

신용평가사의 취급업무와 관련하여 자본시장법에서는 신용평가회사의 겸영업무와 부수업무를 재분류하였다. 특히 채권평가회사의 업무가 겸영업무에 포함되었고, 부수업무로는 은행과 금융기관의 신용공여의 원리금상환 가능성에 대한 평가업무와 은행, 보험 및 금융기관의 지급능력, 재무건전성 등에 대한 평가업무 그리고 기존의 부수업무로 영위하고 있는 사업성평가, 가치평가 및 기업진단업무, 신용평가모형과 위험관리 모형의 개발 및 제공업무 등의 업무를 포함시켰다.

개정 자본시장법에서는 내부자율규정에 따라 준수해오던 투자자보호 의무, 이해상충 방지 의무, 공시의무, 불공정행위 금지의무, 의뢰인의 비밀보호의무 등 신용평가의 주요 행위규제를 법제화하였다. 또한 신용평가회사 및 임직원의 성실의무를 신설¹¹⁾하였다. 공시의무와 관련해서는 신용평가방법을 새로 정하거나 변경하는 경우 금융위원회, 거래소 및 협회에 제출하도록 하고 있다.

이외에도 신용평가회사 임직원의 비밀보호의무, 특수관계자의 신용평가를 금지하는 이해상충 방지 의무, 신용평가 과정에서 신용평가회사 또

11) 자본시장법 제335조의9

는 그 계열회사의 상품이나 서비스의 구매 및 이용을 강요하는 것을 금지하는 불공정행위 금지의무 등이 신용평가회사의 행위규제조항으로 입법화되었다. 또한 신용평가회사에 대하여 준법감시인제도를 도입하도록 규정하고 있다.

또한 시행령에서는 투자자보호 또는 건전한 시장질서를 해칠 우려가 있는 다음과 같은 행위를 금지하고 있다.¹²⁾

- ① 신용평가과정에서 다른 신용평가회사와의 면담, 협의 또는 자료 제공 등의 방법을 통하여 신용평가 대상의 신용등급에 영향을 미치는 정보를 교환하는 행위
- ② 신용평가의 요청인 및 그의 이해관계자로부터 신용평가와 관련하여 금융위원회가 정하고 고시하는 재산상의 이익을 제공받는 행위
- ③ 신용평가회사 상호 간에 특수한 관계에 있는 자에 대하여 교차하여 신용평가를 하거나 계열회사의 상품이나 서비스의 구매와 관련하여 연계거래 등을 하는 행위

이러한 행위규제의 실효성을 높이기 위해 금융위원회로 하여금 신용평가회사 및 임직원이 신용평가내부통제기준 및 준법감시인에 관한 의무를 이행하지 않는 경우 행정적 제재를 할 수 있게 하였다.

다. 해외 법제¹³⁾와의 비교

신용평가 관련 법률의 경우 국내의 경우 자본시장법에서 신용평가와 관련한 규제를 명시적으로 정의하고 있고, 미국은 Credit Rating Agency

12) 자본시장법 시행령 제324조의8(신용평가회사의 행위규칙 등)

13) 해외의 신용평가 규제체계와 규제변화의 추이에 대해서는 제Ⅳ장에서 자세히 설명할 예정이다.

Reform Act(2006)와 Financial Regulation Reform(2009. 7. 21) 등을 통해 신용평가 관련 규제를 설정하였다. 유럽의 경우 EU Commission이 신용평가사 규제법을 도입하였다.

신용평가회사의 인허가와 관련하여 미국과 유럽은 사전 등록제도를 도입하고 있고 한국은 인가제도를 도입하고 있다. 인허가제도를 비교해보면 용어의 차이에도 불구하고 신용평가업무를 추진하는 기관이 규제기관의 승인을 받도록 하고 요건을 갖추지 못한 기관은 허가를 하지 않는 제도를 도입함으로써 한국의 체계와 외국의 체계는 근본적으로는 다르지 않다. 인허가 기준의 운영을 비교해보면 미국과 유럽은 내부적 기준에 근거하여 신용평가사의 승인을 하되 사후적인 감독과 감시를 강화하는 방식의 규제체계를 운영하고 있다. 이에 반해 국내의 경우 자본요건, 회사특성, 인적요건, 질적요건 등에 대한 구체적인 기준을 설정하고 있으며, 사후적인 감독도 강한 상황이다.

각국은 신용평가를 감독하는 기구를 지정함으로써 신용평가사가 금융감독체계 하에서 활동할 수 있도록 제도를 개선하였다. 미국은 SEC에 신용평가 감독을 전담하는 부서를 설치하여 감독과 사후 검사 등을 추진하였다. 유럽의 경우 CESR(Committee of European Securities Regulators)이 신용평가사 등록과 검사 및 감독 업무를 담당하고 있다. 한국은 신용평가와 관련한 규제체계 하에서 금융위원회가 법률 및 제도를 담당하고 금융감독원이 신용평가에 대한 감독을 담당하고 있다.

신용평가 관련 규제 대상을 비교해 보면 국내의 경우 신용평가의 업무, 평가절차, 내부통제기준 및 공정성에 대한 요건 등을 규제대상으로 하고 있다. 미국과 유럽의 경우에도 이해상충의 금지, 공시 및 행동규범과 같은 신용평가의 공정성과 투명성 제고를 위한 규제체계를 강화하는 내용을 포함시키고 있다.

독립성과 이해상충방지를 위한 규제체계를 비교해 보면 국내의 경우

신용평가사의 독립성과 이해상충방지를 위해 법률에서 내부통제기준을 설정하도록 하고, 이해상충 발생이 있는 대상에 대한 평가를 금지하고 있으며, 신용평가 방법론 등에 대한 공시를 강제하고 있다. 미국의 경우 공시의 강화, 사전등급에 대한 공시 및 내부통제기준 설정과 이에 대한 SEC의 검사 등을 포함하는 이해상충 방지체계를 마련하였다. 유럽의 경우에는 새로운 금융상품 평가에 대한 방법론 확보, 이해관계자에 대한 평가금지, 피평가기업에 대한 기업지배구조, 자산 및 부채에 대한 상담 및 자문금지, 신용평가전문가의 평가능력 제고 등을 요구하고 있다. 이와 더불어 등급산정의 질적 향상과 방법론 공개 및 투명성 제고 등을 요구하고 있다. 특히 유럽의 경우 신용평가사의 법적구조와 소유권, 내부통제기준, 기록보존, 방법론, 컴플라이언스, 애널리스트의 순환정책 및 수수료 정보 등과 관련한 수익정보 등을 포함하는 투명성 보고서를 매년 작성할 것을 요구하고 있다.

신용평가 정보공시와 관련하여 국내의 경우 신용평가실적서 등 해당 신용평가업자의 평가능력을 파악하는 데 필요하다고 인정되어 금융위원회가 정하는 사항이 기재된 서류를 금융위원회에 제출하고, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따라 한국거래소와 금융투자협회에 비치·공시하도록 하고 있다. 또한 이해상충의 발생가능성이 있는 기업에 대한 평가는 그 정보를 공시하도록 요구하고 있다. 외국의 경우에도 신용평가사의 현황과 이해상충 관련 정보 및 평가방법론 등에 대한 공시를 요구하고 있다. 유럽의 경우 신용평가실적, 평가방법론, 평가에 사용된 정보의 질 등에 관련한 정보를 공시하도록 요구하고 있다. 미국의 경우에도 신용평가실적, 평가방법론, 평가에 사용된 정보의 질 등에 대한 공시를 요구하고 있다.

신용평가의 이용과 관련한 규제를 비교해 보면 국내의 경우 신용평가시장 형성과 유지에 있어 감독기관의 발행 및 유통시장에 대한 규제가 강력한 기반이 되고 있다. 신용평가 의무화와 복수평가제도 등과 같

이 신용평가 이용과 관련한 발행시장 중심의 규제가 존재한다. 투자자 또는 발행자의 요구에 따른 비규제적 신용평가업무가 발생하고 있으나 아직 신용평가시장에서 차지하는 비중은 미미한 상황이다. 미국과 유럽의 경우에는 신용평가사에 대한 의존도 축소를 위한 다양한 방안을 검토하고 있다. G20에서 기계적으로 신용평가에 의존하는 규제와 투자기준 등을 없애는 방안에 대한 검토가 이루어지고 있다.

3. 국내 신용평가산업의 시장구조에 대한 분석

신용평가는 발행자가 신용등급을 의뢰하고 수수료를 지불하지만, 신용평가회사가 생산하는 신용등급 정보는 주로 투자자가 이용하는 구조를 지니고 있다. 이로 인하여 발행자와 신용평가사 간의 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 있다.

국내 신용평가산업의 경우 발행자가 수수료를 지불하는 구조로 인하여 발행자가 우위를 지닌 시장구조를 나타내고 있으며, 이로 인하여 긍정적인 신용평가를 저해하는 요인으로 작용하고 있다는 비판이 제기되기도 한다.

발행자 우위의 시장구조의 문제를 일부 해결하기 위한 방안으로 복수신용평가제도가 도입되었다. 그러나 이러한 복수신용평가가 실제로 등급쇼핑을 방지하고 있는지에 대한 실증적인 연구는 거의 이루어지고 있지 않다.

이에 본 절에서는 신용평가산업이 지닌 수수료 지불구조와 발행자와 신용평가사 간의 관계 및 복수신용평가제도가 국내 신용평가산업 및 신용등급에 어떤 영향을 미치는지를 실증적으로 살펴본다.

가. 발행자 우위의 시장구조와 복수신용평가제도

1) 수수료 지불구조에 따른 이해상충의 문제

신용평가의 수수료 수입구조는 발행자가 수수료를 지불하는 방식 (issuer-pay model)과 신용평가 이용자가 수수료를 지불하는 방식 (subscriber-pay model)으로 구별할 수 있다. 1973년부터 S&P가 발행자에게 수수료를 받는 방식을 도입한 이래 현재는 대부분의 신용평가사가 발행자 지불 방식 구조를 채택하고 있다. 미국의 Egan-Johnson Rating의 경우 과거에는 투자자에게 수수료를 받는 방식의 수입구조를 지니고 있었으나 동사가 NRSRO 자격을 획득한 이후에는 발행자에게도 수수료를 받는 구조를 도입하고 있다.

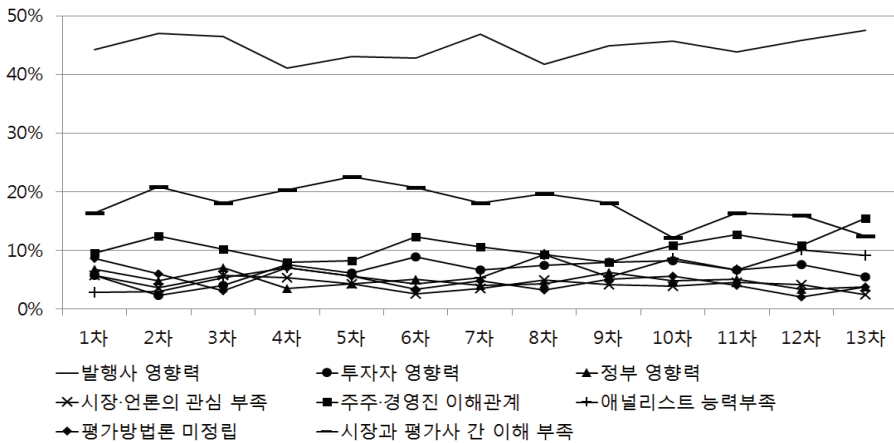
발행자가 신용평가 수수료를 지불하는 상황에서 발행자는 높은 신용등급을 부여하는 평가사를 선택할 유인이 존재하며, 이로 인하여 등급쇼핑의 문제가 발생할 수 있다. 글로벌 금융위기의 과정에서 글로벌 신용평가사들이 구조화증권의 신용평가 과정에서 이해상충의 문제가 다수 발생하였다. 글로벌 금융위기 이후 신용평가사의 이해상충을 해소하기 위한 다양한 정책이 마련되고 있음에도 불구하고 신용평가 수수료 지불에 따른 이해상충의 문제에 대한 근본적인 해결책은 마련되지 않고 있다. 한편 신용등급 이용자가 수수료를 지불하는 경우에도 신용등급 이용자의 이해에 따라 신용등급을 유지하거나 낮은 등급을 선호하는 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 있다.

국내 신용평가사의 경우에도 대부분의 수익은 발행자가 지불하는 신용평가 수수료를 통해 거두고 있다. 국내 신용평가사들은 투자자에게 신용평가 관련 정보를 제공하고 비용을 받고 있지만 그 비중은 상대적으로 높지 않다. 이로 인하여 국내 신용평가산업에 있어 발행자의 영향력은 높은 상황이다. 발행자들은 높은 신용등급을 부여하는 신용평가사에

게 신용평가를 의뢰할 유인이 존재하며, 이로 인하여 등급쇼핑의 문제가 발생할 가능성이 있다. 이러한 등급 쇼핑은 신용평가의 공정성과 신뢰를 저해하는 요인으로 작용하고 있다.

<그림 III-5>는 이데일리 신용평가 전문가 설문에서 신용등급의 적정성을 저해하는 요인에 대한 응답 결과 추이를 보여주고 있다. 동 결과에 따르면 발행사의 영향력이 신용등급의 적정성을 저해한다는 응답의 비중이 지속적으로 높은 비중을 차지하고 있다. 이러한 결과는 국내 신용평가산업이 발행자 수수료에 전적으로 의존하고 있는 상황에서 발행자가 등급의 불만이 있는 경우 신용평가사의 교체 압력 등을 통해 신용등급의 적정성을 저해하고 있다는 인식이 높다는 것을 반증하고 있다.

<그림 III-5> 신용등급 적정성 저해 요인 응답 추이



자료: 이데일리, SRE

이러한 발행자 우위의 시장구조를 해결하기 위해 다양한 제도 개선이 검토되었다. 신용평가회사가 발행자와 신용평가 계약을 맺지 않고 예상 신용등급을 사전에 알려주는 경우 해당 등급에 불만이 있게 되면 다

른 신용평가사에게 신용등급을 의뢰하는 소위 등급쇼핑의 문제가 발생할 가능성이 있다. 이에 따라 자본시장법에서는 신용평가회사가 서면에 의한 계약을 체결하지 아니하고 예상되는 신용등급 또는 특정 신용등급이 부여될 가능성 등에 대한 정보를 직접 또는 간접적으로 요청인 등에게 제공하는 행위를 금지하는 제도를 도입하였다. 또한 신용평가의 저변을 확대하여 특정 기업의 영향력을 줄이려는 정책도 추진되었다.

그럼에도 불구하고 등급쇼핑 등의 문제는 근본적으로 개선되지 않고 있다. 특히 국내 신용평가사의 경우에는 글로벌 신용평가사에 비해 고객 기반이 넓지 않고 신용평가사의 영향력이 낮기 때문에 발행사의 영향력이 상대적으로 큰 상황이다. 또한 특정 신용평가사가 신용등급을 낮추는 경우에는 신용평가사를 교체하는 방식으로 발행사가 신용평가사에 영향력을 행사하는 경우가 빈번히 발생하고 있다.

한편 복수신용평가제도는 등급쇼핑을 방지하는 긍정적인 측면이 존재한다. 국내의 경우 신용평가의 이용을 촉진하고 금융투자상품 신용도를 유지하는 것을 목적으로 기업어음과 무보증사채의 복수평가제도가 도입되어 있다. 특히 일부 금융투자상품의 경우 신용등급 요건을 도입하여 상품의 신용도를 유지하는 제도¹⁴⁾를 운영하고 있다. 기존의 연구에 따르면 복수신용평가가 등급쇼핑을 방지하기 위한 긍정적인 역할이 존재한다¹⁵⁾는 결과를 제시하기도 한다.

그러나 복수신용평가는 발행자의 수수료 부담을 증대시키고, 신용평가사들 간의 무임승차의 문제를 초래할 가능성이 있다는 부정적인 측면도 존재한다. 특히 국내 신용평가사들의 경우 동일한 회사가 받는 두 개의 신용평가등급에 차이가 존재하는 경우가 거의 없고 신용평가사 간의

14) 회사채, 자산유동화증권 인수 및 자산운용 관련 규정 등에서 복수 신용등급을 요구하는 규정을 도입하고 있음

15) 강경훈·이준서(2011)의 연구에서는 복수신용평가 제도가 등급쇼핑을 방지하는 효과가 일부 존재한다는 결과를 이론적 연구를 통해 제시하였음

신용등급 결정 논리나 방식에도 차이가 거의 없기 때문에 복수신용평가의 실효성이 없다는 주장도 존재한다. 또한 복수평가를 받는 기업의 경우 특정한 신용평가사로부터 높은 신용등급을 받는 경우에는 이를 이용하여 다른 평가사의 신용등급 상향의 압력으로 사용하는 경우도 있다.

2) 발행자의 신용등급 의뢰 방식

복수신용등급제도가 실제 시장에서 어떻게 작동하고 있는지를 살펴 보기 위해 2000년부터 2014년까지 신용등급 보유기업이 이용한 신용평가사 수를 분석해 본다. 본 분석에서는 2000년부터 2014년까지 신용평가사의 등급 공시자료를 이용하여 채권 발행기업이 신용등급을 받은 신용평가사의 수가 어떤 변화를 보이고 있는지를 분석하였다.

분석결과 2000년부터 2011년까지는 복수평가를 받는 기업의 비중이 가장 높게 나타났으나, 2012년부터 3개 신용평가사 모두에게 신용등급을 받는 기업의 비중이 높게 나타나고 있다.

연도별 회사채 신용등급을 보유한 발행기업의 복수평가 비중을 살펴 보면 2000년에 76.9%를 기록한 이래 지속적인 감소추세를 보이고 있으며, 2014년 말에는 39.4%로 줄어들었다. 3개 평가사로부터 신용등급을 받는 기업의 비중은 2001년에는 9.7%에 불과하였으나 이후 지속적으로 증가하는 추세를 보여 2014년 말에는 45.7%를 기록하고 있다. 한편 1개 평가사로부터 신용등급을 받는 단수평가 기업의 비중은 2011년까지 크게 감소하였으나 2012년부터는 다소 증가하는 모습을 보이고 있다. 이러한 단수평가기업은 사모채권을 발행하는 기업이거나 프라이머리 CDO의 풀에 편입을 목적으로 신용등급을 받는 기업 등으로 판단된다.

이와 같이 3개 신용평가사로부터 신용등급을 받는 기업의 수가 증가한 것은 평가사 간의 수주 경쟁이 심화됨에 따라 회사채 발행 기업들이

신용평가 3사로부터 모두 평가를 받는 대신 평가수수료를 인하하는 방식으로 평가의뢰 행태가 바뀐 것이 주요한 요인으로 작용하고 있다.

신용평가 3사로부터 모두 신용평가를 받는 기업의 경우 신용평가 과정에서 발행사의 영향력을 높이는 결과를 초래할 가능성이 높다. 평가를 의뢰한 기업은 신용평가사들이 부여한 신용등급의 차이가 발생하지 않으면 연간 동일한 수수료를 지불하고 순환방식으로 3사 신용등급을 보유하게 된다. 그러나 한 평가사가 등급을 낮추는 경우에는 해당 평가사에게 신용등급을 받지 않고 복수평가 방식으로 전환할 가능성이 높기 때문이다.

<표 III-5> 회사채 신용등급 보유기업의 이용 신용평가사 수

(단위: 개사)

연도	단수평가	2개 평가사	3개 평가사	총합계
2000	59	352	47	458
2001	150	308	49	507
2002	94	254	58	406
2003	44	224	74	342
2004	45	224	74	343
2005	57	229	85	371
2006	49	219	97	365
2007	13	267	113	393
2008	13	272	125	410
2009	15	249	152	416
2010	16	217	180	413
2011	17	217	200	434
2012	54	205	215	474
2013	81	192	227	500
2014	74	195	226	495
2015. 05	76	200	216	492

자료: 신용평가 3사 공시자료를 기초로 작성

기업의 평가사 이용 수에 따른 평균 신용등급 추이를 살펴보면 신용평가 3사로부터 모두 신용등급을 받은 기업의 평균 신용등급이 단수 혹은 복수평가 기업에 비해 높게 나타나고 있다. 단수평가 기업의 평균 신용등급 factor값은 10.98로 평균 BB급으로 나타났으며, 복수신용평가를 받은 기업의 평균 신용등급 factor값은 14.98로 평균 BBB+등급을 기록하고 있다. 반면 3개 신용평가사 모두에게 신용등급을 받은 기업의 평균 신용등급 factor값은 18.54로 평균 A+~AA- 등급으로 나타났다.

이와 같이 3개 신용평가사로부터 신용등급을 받은 기업의 평균 신용등급이 높은 것은 신용등급이 높은 대기업들이 주로 3개의 신용평가사로부터 신용등급을 받기 때문으로 해석된다.

<표 III-6> 신용등급을 받은 신용평가사 수에 따른 평균 신용등급

	단수평가	2개 평가사	3개 평가사	총합계
평균 신용등급	10.98	14.98	18.54	15.59

주: AAA=22, AA+=21, AA=20, ~CC=3, C=2의 등급 factor를 사용하여 유효 신용등급을 기준으로 구한 평균 신용등급

3) 소결

발행자 우위의 신용평가산업 구조는 등급쇼핑과 같은 문제를 초래하여 신용평가의 신뢰성을 저해시키는 요인으로 작용하고 있다. 기존의 연구에 따르면 복수신용평가제도가 평가사 간의 수주 관련 경쟁을 완화시켜 등급쇼핑을 방지하는 긍정적인 효과가 존재한다는 결과를 제시하고 있다.

본 연구에서는 복수신용평가제도가 실제 어떻게 적용되고 있는지를 살피기 위해 회사채등급을 보유한 국내 기업들의 신용등급 의뢰 신용평

가사 수를 분석하였다. 분석 결과 최근 들어 3개 신용평가사에 신용등급을 의뢰하는 비율이 가장 높게 나타나고 있다. 특히 신용등급이 높은 대기업들의 경우에는 3개의 신용평가사에 대해 모두 등급을 의뢰하는 것으로 나타났다. 그러나 3개 평가사에 신용등급을 의뢰하는 기업의 비중이 크게 늘어났음에도 불구하고 신용평가사의 수익은 크게 증대하지 않는 것으로 나타났다. 그 이유는 신용평가사 간의 수주 경쟁 심화에 따라 기업들은 신용평가 3사에 신용등급을 의뢰하는 대신 기존의 기업이 지불하는 수수료를 3개사에 안분하는 방식을 도입하였기 때문이다. 이와 같이 평가사간의 수주 경쟁 심화는 복수신용평가의 실질적인 효과를 감소시키고 발행자 우위의 신용평가시장을 심화시키는 것으로 볼 수 있다. 따라서 향후 신용평가사와 발행자 간의 이해상충을 해소하기 위해서는 신용평가사의 발행자에 대한 수주경쟁을 완화하는 근본적인 방안이 검토되어야 한다. 특히 발행자 우위의 시장구조 개선을 위해서는 투자자가 수수료를 지불하는 구조를 포함한 수수료체계와 신용평가사의 수주체계를 개선하는 방안을 고려할 필요가 있다.

나. 국내 신용평가사의 신용등급 스플릿 추이 분석

1) 신용등급 스플릿 분석 방법

국내 신용평가사에 대한 비판 중에 하나는 신용평가사 간 차별화가 없다는 것이다. 평가기준과 신용등급 및 평가의견에 있어 개별 평가사의 고유한 기준과 특성을 가지고 있지 못하다는 비판이 제기되고 있다. 이에 따라 복수평가를 받는 의미가 없다는 주장도 존재한다.

이에 본 연구에서는 신용평가사 간의 등급차이인 스플릿이 어느 정도 존재하는지를 살피고, 스플릿 발생 이후의 신용등급의 변화를 분석하

였다. 이를 위해 2000~2014년 말까지 2개 이상의 신용평가사로부터 신용등급을 받은 기업을 대상으로 신용평가사 간 다른 등급을 부여한 스플릿 기업의 비율과 스플릿 발생기업의 신용등급이 이후에 어떻게 변화하였는지를 분석하였다. 신용등급 자료는 개별 신용평가사의 연말 등급공시 자료를 기초로 하였다.

2) 신용등급 스플릿 발생 추이

<표 III-7>은 연도별로 신용등급을 받은 기업중 등급 스플릿이 발생한 기업의 비율을 나타내고 있다. 신용등급 스플릿 발생의 추이를 보면 2000년 20.8%에 달했던 등급 스플릿 비율이 점진적으로 감소하여 2014년 말에는 4.8%로 줄어든 모습을 보이고 있다.

이는 등급 스플릿이 발생하는 경우 투자자들이 낮은 등급을 유효한 신용등급으로 인식하고 이를 기준으로 가격을 매기고 있기 때문에 신용평가를 의뢰한 기업의 경우 신용등급의 상향을 통해 스플릿을 해소하려는 다양한 노력을 기울이고 있는 데에 기인하는 것으로 보인다. 또한 신용평가사들도 신용등급 스플릿이 발생하는 기업에 대해서는 높은 관심을 보이고 보다 적극적인 신용등급 조정을 한 것도 일부 영향을 미친 것으로 판단된다.

투자등급(investment grade)과 투기등급(speculative grade)으로 나누어 등급 스플릿을 살펴보면 투기등급의 등급 스플릿 비율이 투자등급에 비해 높은 것으로 나타났다. 투자등급에 비해 투기등급의 등급 스플릿 비율이 높은 것은 투기등급의 표본수가 적은 것이 가장 큰 요인으로 작용한 것으로 보인다. 또한 투기등급에 대한 평가기준에 있어 신용평가회사 간에 다소 차이가 존재하는 것도 투기등급에서 스플릿이 커지는 하나의 요인으로 작용하고 있다.

<표 III-7> 연도별 등급 스플릿 비율 추이

	전체표본			투자등급			투기등급		
	기업수	split 기업수	비율	기업수	split 기업수	비율	기업수	split 기업수	비율
2000	399	83	20.8%	263	45	17.1%	136	38	27.9%
2001	357	67	18.8%	252	34	13.5%	105	33	31.4%
2002	312	51	16.3%	243	21	8.6%	69	30	43.5%
2003	298	37	12.4%	244	21	8.6%	54	16	29.6%
2004	298	39	13.1%	244	23	9.4%	54	16	29.6%
2005	314	23	7.3%	285	19	6.7%	29	4	13.8%
2006	316	26	8.2%	282	18	6.4%	34	8	23.5%
2007	380	37	9.7%	295	15	5.1%	85	22	25.9%
2008	397	26	6.5%	300	11	3.7%	97	15	15.5%
2009	401	26	6.5%	327	14	4.3%	74	12	16.2%
2010	397	16	4.0%	349	6	1.7%	48	10	20.8%
2011	417	14	3.4%	382	9	2.4%	35	5	14.3%
2012	420	13	3.1%	388	9	2.3%	32	4	12.5%
2013	419	17	4.1%	386	10	2.6%	33	7	21.2%
2014	421	20	4.8%	384	13	3.4%	37	7	18.9%

자료: 3사 공시자료를 기초로 계산

3) 신용등급 스플릿 이후의 등급 변화

신용등급 스플릿이 발생한 기업을 대상으로 스플릿이 발생한 다음연도의 등급 변화를 살펴보았다. 분석 결과 스플릿이 발생한 다음연도에 스플릿이 유지되는 경우는 24.7%로 나타났고 등급의 상향이나 하향을 통해 스플릿이 해소된 경우는 45.7%를 기록하고 있다.

등급 스플릿이 발생한 다음연도에 등급이 변화한 기업의 신용등급 방향을 보면 신용등급이 상향한 기업의 비중은 61.5%로 나타난 반면 신용등급이 하락한 비중은 38.5%로 나타났다.

투자등급과 투기등급으로 구분하여 스플릿 이후의 변화를 살펴보면

투자등급에서 등급 스플릿이 발생한 이후 신용등급이 유지된 비율은 10.2%로 나타나고 있다. 투자등급에서 스플릿이 발생한 다음연도 등급이 변화한 기업의 등급 변동의 방향을 보면 신용등급이 상향한 비중은 75.9%를 기록하고 있는데 반해 등급 하락 기업의 투자등급 비중은 27.2%를 나타내고 있다. 반면 투기등급의 경우에는 등급 상향의 비중에 비해 등급 하향의 비중이 높은 것으로 나타났다.

<표 III-8> 등급 스플릿이 발생한 기업의 다음연도 등급 조정 내용

	상향	하향	유지	소멸	합계
기업수	166	104	122	102	494
투자등급	126	47	82	29	284
투기등급	40	57	70	73	240

자료: 3사 공시자료를 기초로 하여 계산

스플릿이 발생한 이후 신용등급을 변경한 신용평가사를 살펴보면 신용등급 상승의 경우에는 신용등급이 낮은 평가사가 신용등급을 상향시킨 비중이 높게 나타나고 있다. 이와 같은 결과는 기업이 신용등급이 높은 평가사의 사례 등을 들어 등급 스플릿을 해소하려는 적극적인 노력을 기울임에 따라 신용등급을 낮게 매긴 평가사가 신용등급을 상향시켜 해소하기 때문으로 판단된다.

<표 III-9> 등급 스플릿 발생 이후 신용등급을 조정한 신용평가사

구 분		유효등급 평가사	타평가사	합계
등급 상향	투자등급	107	19	166
	투기등급	30	10	40
등급 하락	투자등급	8	39	57
	투기등급	18	37	47

이상에서와 같이 평가사 간의 등급 스플릿 추이를 분석한 결과 최근 들어 등급 스플릿의 비중은 감소하는 추세를 보이고 있으며, 이러한 등급 스플릿 해소는 투자등급의 경우 신용등급이 낮은 평가사가 신용등급을 상향시켜 해소되는 비중이 높은 것으로 나타났다.

4. 신용평가사의 신용등급 결정에 대한 분석

가. 신용평가 기준에 대한 분석

1) 신용등급의 적정성에 대한 검증

신용평가사의 신용등급 결정 프로세스를 보면, 기업의 재무적인 특성을 반영하여 모델 신용등급을 산출하고, 전문성이 높은 신용평가 담당자가 다양한 비재무적인 요인과 계열관계 등을 검토하여 발행사의 자체신용도(stand-alone rating)를 파악하며, 다양한 외부 지원을 감안하여 발행자 신용등급을 제안하고, 위원회의 심의를 통해 기업 신용등급이 결정된다. 발행채권의 신용등급은 기업 신용등급을 바탕으로 발행되는 채권의 선순위, 담보조건 등의 발행의 제반 조건을 반영하여 등급이 상향 혹은 하향되는 조정을 거치게 된다.

발행자의 신용등급은 단순한 재무적인 조건에 의해 결정되지 않고 비재무적 요인과 산업 환경 등에 영향을 받기 때문에 모형에 의한 신용등급은 최종 신용등급과 다를 가능성이 있다. 그럼에도 불구하고 기업의 재무적 특성은 신용등급을 결정하는 주요한 요인이 되기 때문에 이를 모델화하여 신용등급 결정기준이 보수화되는지 혹은 관대화되고 있는지와 같은 신용등급의 경향을 파악할 수 있다.

최근 글로벌 금융위기의 과정에서 발행사가 신용평가 수수료를 지불하는 구조가 적정한 신용등급 결정에 제약이 존재한다는 주장이 있다. 또한 국내의 경우에는 발행사가 우위를 차지하는 구조로 인하여 신용등급의 적정성이 저해될 가능성을 제기하는 주장도 존재한다. 이러한 주장에도 불구하고 신용평가사의 신용등급 적정성을 실증적으로 분석하고 그 결과를 제시한 연구는 많지 않다. 신용등급은 신용평가의 전문적인 판단에 따라 결정되기 때문에 외부에서 신용등급의 적정성을 검증하는 데에 제약이 존재하기 때문이다. 그러나 최근에는 재무 모델을 이용하여 신용등급의 일관성 및 적정성을 분석하거나, 채권 스프레드를 이용하여 신용등급의 적정성을 분석하는 연구결과가 일부 제시되고 있다.

이에 본 절에서는 재무적 요인을 도입한 모형을 이용하여 신용평가사의 신용등급 기준이 특정한 시기에 완화되었는지의 여부를 실증적으로 분석한다.

2) 기존의 연구

신용등급 결정 기준의 변화 추이를 실증적으로 분석한 기존의 연구들은 신용등급에 영향을 미치는 다양한 변수들을 도입하여 신용등급 결정모형을 설정하고 신용평가 기준의 변화 추이를 분석하고 있다. 이러한 연구들에서는 자산규모, 이자보상배율, 매출액영업이익률, 레버리지 비율, 부채 대비 영업이익율, 영업이익 증가율, 현금성자산비율, 총자산 대비 전환사채 비중, 총자산 대비 유형자산 비중, 총자산 대비 자본적지출 비율 등의 기업 재무변수와 거시경제변수, 시간 더미변수 및 주가 베타, 주가의 비체계적 위험(idiosyncratic risk) 등의 변수 등을 도입하여 신용등급 결정요소를 분석하고 있다.

Alp(2013)의 연구에서는 S&P의 1985년부터 2007년까지의 기업 신용평가 결과를 대상으로 동일한 위험특성을 지닌 기업의 신용등급이 상승했는지 혹은 하락했는지를 실증적으로 분석하였다. 이를 위해 동 연구에서는 ordered probit model을 도입하여 기업특성 변수와 연도 변수를 도입한 신용등급 결정모형을 설정하였다. 분석결과 1985년부터 2002년까지는 투자등급 기준은 엄격해졌으나 투기등급의 기준은 완화되는 모습을 보였고, 2002년부터 2007년까지 제반의 특성이 동일한 경우 1.5 notch의 등급이 하락하는 추세를 보이고 있다는 결과를 제시하고 있다. 또한 신용스프레드에 대한 실증분석결과 기준의 변화를 반영하는 모습을 보이고 있다는 결과를 제시하였다.

Baghai et al.(2014)의 연구에서도 1985년부터 2009년까지의 기간을 대상으로 기업 신용평가 기준이 보수적으로 변화하였는지를 실증적으로 분석하고, 이러한 보수적인 기준의 적용이 신용스프레드에 미친 영향과 자기자본구조에 미친 영향을 분석하였다. 실증분석결과 기업 특성변수를 통제하였을 때, 표본 기업의 평균 신용등급은 3notch 정도 하락한 것으로 나타나 평가기준이 보수화되는 경향을 나타내고 있다는 결과를 제시하고 있다. 또한 신용평가의 보수화 경향에 따라 기업들은 레버리지를 줄이고 현금보유를 확대하는 경향을 나타내고 있다는 결과를 제시하였다. 이와 더불어 신용평가의 보수화 경향을 반영하여 신용스프레드도 축소되고 있다는 결과도 제시하고 있다.

국내의 신용평가 등급 적정성에 대한 연구로는 강경훈 외(2015)의 연구에서 채권스프레드에 기초한 BIR(bond implied rating)과 실제 등급을 비교하는 방식으로 등급 인플레이션이 존재하는지의 여부를 실증적으로 분석한 연구가 있다. 분석결과 2009~2012년 기간에 등급 인플레이션 문제가 존재한다는 결과를 제시하고 있다.

3) 분석방법론

본 분석에서는 신용등급을 받은 비금융기업의 신용등급과 재무비율을 포함한 기업특성 변수를 이용하여 신용등급 결정모형을 설정하고, 모형에 의한 신용등급과 실제 신용등급 간의 차이가 존재하는지를 검토하여 기간별로 신용등급 기준이 보수화되었는지 혹은 관대화 되었는지의 여부를 분석한다.

이를 위해 본 연구에서는 국내 신용평가사의 신용등급을 받은 비금융기업을 표본으로 하여 신용평가 결정모형을 설정하였다. 분석 표본은 2000년부터 2014년 말까지 신용등급을 보유한 비금융기업 중에 재무자료가 존재하는 기업을 대상으로 하였다.

본 분석의 종속변수는 기업의 신용등급 환산 factor를 사용하였고, 독립변수로는 기존의 신용등급 결정모형에 대한 연구와 국내 신용평가사의 신용평가 방법론 등에서 사용한 변수를 선정하였다.

본 분석에서는 자산규모, 이자보상배율, 매출액영업이익률, 레버리지 비율, 부채 대비 영업이익율, 현금성자산비율, 총자산 대비 유형자산 비중, 총자산 대비 자본적지출 비율, 총자산회전율 등의 재무비율과 상장 여부와 대규모기업집단여부 더미변수 등을 독립변수로 도입하였다.

회귀모형에 사용된 주요 재무비율이 신용등급에 미치는 영향을 살펴 보면 다음과 같다. 기업규모의 경우 일정 규모 이상의 기업들이 회사채를 주로 발행하며, 자산규모가 클수록 신용등급이 높아질 가능성이 존재한다. 이에 따라 기업규모를 나타내는 대표적인 변수인 자산규모를 도입하여 신용등급에 미치는 영향을 분석한다. 이자보상배율은 이자비용을 영업수익으로 커버하는 비율을 의미한다. 이에 본 연구에서는 기업의 건전성을 나타내는 대표적인 변수인 이자보상배율을 도입하여 동 변수가 신용등급에 미친 영향을 분석한다. 한편 기업의 부채비율이 높아지면 부

도확률이 높아지게 된다. 이에 따라 본 연구에서는 명목 레버리지를 이용하여 동 변수가 신용등급에 미친 영향을 살펴본다. 이익 관련 지표로는 고정부채 대비 영업이익률을 사용하였다. 또한 유동성 지표인 현금보유비율의 경우에도 신용등급에 영향을 미칠 가능성이 높기 때문에 동 변수를 독립변수로 도입하였다. 유형고정자산의 경우 담보로의 활용도 및 기업의 자산구성의 주요 특성변수로 널리 활용된다. 이에 본 연구에서는 유형고정자산 비중을 도입하여 담보자산 비중이 신용등급에 미치는 영향을 분석한다. 총자산회전율은 기업의 활동성을 나타내는 변수로 기업의 활동성이 높을수록 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 있다.

이러한 재무변수와 더불어 계열기업 소속여부 더미변수를 도입하여 계열기업 소속여부가 신용등급에 미치는 영향을 분석하고 있다. 한국의 경우 계열기업들의 명시적, 암묵적 지원이 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 따라서 이러한 요인을 고려하여 본 분석에서도 계열기업 여부를 나타내는 더미변수를 도입하여 신용등급에 미치는 영향을 살펴보았다.

또한 신용등급이 경기의 영향을 받을 수 있을 가능성이 있기 때문에 해당 연도의 경제성장률, 설비투자증가율 등과 같은 거시적인 변수를 도입하여 경기변동의 요소를 통제하였다.

독립변수는 신용평가등급과의 시차를 반영하여 신용등급 부여 1년 이전의 자료를 이용하였다. 또한 극단치를 제거하기 위해 비율 자료의 경우 상하위 0.1%의 값에 대해 윈저라이즈하는 방법을 도입하였다. 신용등급 결정의 분석 모형은 ordered probit 회귀모형을 사용하였다.

$$\begin{aligned} rating = & \alpha_i + \beta_1 size + \beta_2 cover + \beta_3 leverage + \beta_4 pr\ to\ ltd + \beta_5 cash \\ & + \beta_6 tan\ asset + \beta_7 turnover + \beta_8 condum + \beta_9 econo \\ & + \beta_{10} year\ dum + \epsilon_t \end{aligned}$$

where rating= 신용등급 factor
 size = $\log(\text{총자산})$
 pr to ltd = 영업이익/고정부채
 cover = 이자보상배율
 leverage = 부채비율
 cash = 현금성자산 비율
 tan asset = 유형고정자산 비율
 turnover = 매출액/총자산
 con dum = 대규모 기업집단 여부 더미
 econo = 거시경제 변수(경제성장률, 설비투자)
 year dum = 연도 더미

이와 더불어 기존의 연구에서 사용하였던 매출액 영업이익률(profit), 총자산 대비 자본지출 비율(capex), 채권발행규모(bond) 등의 변수를 추가한 확장모형 분석도 실시하였다.

본 연구에서는 연도별 신용등급 기준의 변화가 있었는지의 여부를 살피기 위해 2001년부터 2014년까지의 기간 더미를 도입하였다. 기간 더미가 양의 값을 가지는 경우 신용평가가 관대함을 나타내고, 음의 값을 가지는 경우 신용평가 기준이 보수적임을 나타낸다.

4) 분석결과

가) 기초통계량

본 분석에 사용된 표본의 기간별 신용등급 추이는 <표Ⅲ-10>과 같다. 표본의 신용등급 추이를 보면 기간이 경과함에 따라 신용등급이 높은 표본의 비중이 늘어나는 추세를 보이고 있다. 2006년까지는 BBB 등급의

비중이 가장 높은 것으로 나타났으나 이후에는 A등급의 비중이 높게 나타나고 있다. 반면 BB이하 등급의 경우에는 그 비중이 지속적으로 감소하는 추세를 보이고 있다. AAA의 경우에는 2012년까지는 매년 표본수가 늘어나는 추세를 보이고 있다.

<표 Ⅲ-10> 분석 표본의 연도별 신용등급 분포 추이

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC 이하	총계
1999	4	17	56	153	130	12	33	405
2000	5	17	60	123	171	28	25	429
2001	11	19	59	100	97	32	22	340
2002	14	19	67	91	47	24	14	276
2003	13	19	68	92	47	24	12	275
2004	12	27	74	105	34	36	8	296
2005	12	31	74	96	25	36	13	287
2006	11	29	78	90	26	54	12	300
2007	12	33	82	72	32	51	26	308
2008	12	56	97	54	19	37	33	308
2009	15	79	111	48	21	20	23	317
2010	16	87	120	53	20	11	19	326
2011	17	95	118	63	54	12	11	370
2012	18	107	111	61	60	22	21	400
2013	17	112	117	48	61	21	14	390
2014	17	107	118	46	52	17	17	374

독립변수로 사용된 표본기업의 재무적 특성을 나타내는 변수들의 연도별 평균값 추이는 <표 Ⅲ-11>과 같다.

기본 회귀분석모형에 사용된 개별 변수별 추이를 보면 신용등급을 보유한 기업의 자산규모는 전반적으로 증가 추세를 보이는 가운데 연도별로 다소 변동성을 보이고 있다. 이자보상배율의 경우에는 연도별로 변동성을 보이는 가운데 기업 수익여건이 나빠지는 시기에는 낮은 값을 나타내고 있다. 연도별로 이자보상배율의 평균값을 보면 2008년에는 최저치를 기록하고, 이후 다소 증가하였으나 2014년에는 다시 감소하는 모습을 보이고 있다. 고정부채 대비 영업이익률을 보면 2011년에 최대값을 보였으나 이후 감소하는 추세를 보이고 있다. 연도별 고정부채 대비 영업이익률의 평균을 비교해보면 2006, 2010, 2011년에는 10 이상의 높은 비율을 보이고 있으나 2001, 2003, 2005, 2008, 2009년에는 상대적으로 낮은 값을 보이고 있다. 부채비율의 경우에는 2007년까지는 감소추세를 보였으나 2008년 일시적으로 증가하였고, 이후에는 연도별로 다소 변동성이 높은 추세를 보이고 있다. 현금성자산의 비중은 2006년까지 증가하는 추세를 보였으나 이후에는 다소 감소하였고, 2009년에는 현금성자산 비율이 크게 증가한 이후 다소 감소하는 추세를 보이고 있다. 유형고정자산 비중의 경우에는 연도별로 변동성을 보이는 가운데 2007년까지는 감소하는 추세를 보였으며, 이후에는 다소 증가하는 모습을 보이고 있다. 기업의 활동성을 나타내는 총자산 회전율의 경우에는 2000년부터 2005까지는 1 이상을 기록하였으나 2006년 이후에는 1 이하의 저조한 모습을 보이고 있다.

확장모형에 사용된 독립변수의 연도별 추이를 살펴보면 영업이익률 평균은 연도별로 변동성을 보이는 가운데 2006년부터 2009년까지는 마이너스를 기록하고 있다. 이후에는 영업이익률이 다소 개선되는 모습을 보여 2014년도에는 3.6%를 기록하였다. 자본적지출 비중의 경우에는 연도별로 다소 변동성을 보이고 있다. 회사채 잔액 규모는 연도별로 증가하는 추세를 보이고 있다.

<표 III-11> 독립변수의 연도별 평균 값

	총자산규모	이자보상 배율	고정부채 대비 영업이익률	부채비율	현금성자산 비중
1999	26.53	1.42	7.77	0.629	0.031
2000	26.31	2.81	9.82	0.648	0.019
2001	26.51	32.25	4.98	0.639	0.029
2002	27.04	30.32	7.87	0.622	0.031
2003	27.03	22.37	2.85	0.614	0.043
2004	26.82	39.49	8.00	0.589	0.042
2005	26.90	40.24	5.98	0.568	0.054
2006	26.81	32.19	10.12	0.566	0.051
2007	26.94	58.75	8.07	0.570	0.046
2008	27.31	56.35	6.85	0.615	0.048
2009	27.59	53.23	6.00	0.567	0.065
2010	27.80	39.46	13.26	0.573	0.049
2011	27.66	42.41	17.03	0.583	0.047
2012	27.57	18.31	8.67	0.608	0.045
2013	27.65	22.08	8.74	0.598	0.043
2014	27.71	7.47	7.78	0.585	0.044
전체평균	27.14	29.59	8.52	0.600	0.042
	유형고정 자산 비중	총자산 회전율	영업 이익률	자본적 지출 비중	회사채 잔액
1999	0.396	0.868	0.014	0.105	10.564
2000	0.380	1.015	0.049	0.075	10.538
2001	0.372	1.013	0.000	0.053	10.553
2002	0.395	1.019	0.037	0.050	10.757
2003	0.385	0.993	0.024	0.018	10.715
2004	0.374	1.104	0.050	0.061	10.611
2005	0.355	1.046	0.025	0.056	10.678
2006	0.335	0.978	-0.023	0.063	10.695
2007	0.310	0.872	-0.028	0.060	10.746
2008	0.325	0.908	-0.049	0.083	10.877
2009	0.331	0.859	-0.004	0.067	11.028
2010	0.321	0.859	0.064	0.102	11.092
2011	0.323	0.977	0.028	0.060	11.092
2012	0.329	1.002	0.000	0.048	11.003
2013	0.335	0.959	0.011	0.050	11.027
2014	0.332	0.949	0.036	0.034	11.110
전체평균	0.350	0.962	0.362	0.060	10.314

더미변수를 제외한 독립변수의 상관관계를 살펴보면 대부분의 변수 간의 상관관계가 0.2 이하로 높지 않은 것으로 나타나고 있다. 다만 확장모형에서 사용된 일부 변수가 비교적 높은 상관관계를 나타내는 변수가 있다. 대규모 계열기업 여부 더미변수와 자산규모 및 채권발행잔액과 자산규모 간에는 높은 상관성을 보이고 있다. 이에 따라 기본모형을 도입한 회귀분석의 경우에는 다중공선성의 문제가 크지 않을 것으로 판단된다.

<표 III-12> 독립변수의 상관관계

	자산 규모	이자 보상 배율	부채 비율	영업 이익/ 고정 부채	현금성 자산 비율	유형 고정 부채	총자산 회전율	계열 기업 여부	영업 이익률	자본적 지출	채권 발행 잔액
자산규모	1.000										
이자보상 배율	0.006	1.000									
부채비율	-0.175	-0.090	1.000								
영업이익/ 고정부채	0.001	-0.010	0.032	1.000							
현금성 자산비율	-0.051	0.213	-0.110	-0.037	1.000						
유형고정 부채	0.218	-0.058	-0.009	0.013	-0.240	1.000					
총자산 회전율	-0.098	0.038	0.151	-0.022	0.065	-0.151	1.000				
계열기업 여부	0.519	0.028	-0.146	-0.041	0.002	0.044	0.035	1.000			
영업 이익률	0.192	0.030	-0.263	0.053	-0.085	0.004	0.047	0.088	1.000		
자본적 지출	0.046	-0.015	-0.146	0.053	-0.045	0.324	-0.118	0.002	0.053	1.000	
채권발행 잔액	0.825	-0.226	-0.037	0.013	-0.134	0.252	-0.117	0.413	0.151	0.058	1.000

나) 회귀분석 결과

신용등급 결정요인과 평가 기준의 변화 추이를 살펴보기 위해 연도 더미와 기업특성 변수를 도입한 ordered probit 분석을 실시하였다.

<표 III-13>은 기본모형과 확장모형의 결과를 나타내고 있다. 분석결과 기업특성을 나타내는 대부분의 변수들은 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

개별 독립변수들이 신용등급에 미치는 영향을 살펴보면 자산규모의 경우 신용등급에 통계적으로 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 자산규모가 클 경우 신용등급이 높은 것으로 나타났다.

기업의 건전성 평가지표인 이자보상배율의 경우 신용등급에 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 레버리지 비율의 경우에는 통계적으로 유의성이 높게 기업의 신용등급에 부의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 부채비율이 높은 기업의 경우 신용등급이 낮아지는 것으로 나타났다.

고정부채 대비 영업이익률의 경우에도 통계적으로 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 현금보유비율의 경우에도 신용등급에 통계적으로 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 유형고정자산 비중의 경우에도 신용등급에 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 담보자산의 비중이 높을수록 신용등급에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 지지하는 결과이다.

또한 총자산회전율도 통계적으로 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 활동성이 높은 기업일수록 신용등급이 높게 나타난다는 것을 지지하는 결과이다. 대규모기업집단 여부를 나타내는 더미변수는 통계적 유의하게 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 다른 재무적인 요소를 통제한 경우 대규모 기업집단 소속 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 신용등급이 높게 나타나고 있다는 것을 지지하는 결과이다.

회귀분석의 연도더미 계수를 살펴보면, 2000년, 2007년을 제외한 다른 기간은 통계적으로 유의한 결과를 나타내고 있다. 특히 2010~2013년 연도더미의 계수는 통계적으로 유의하게 높은 계수값을 보이고 있다. 이와 같은 결과는 재무적인 요인 이외에 신용등급을 결정하는 다른 요인에 의해 연도별로 신용등급이 차이를 보이고 있다는 것을 나타내는 결과이다. Alp(2013), Baghai et al.(2014)의 연구에서는 신용등급의 영향을 미치는 결정모형에 연도더미를 포함시켜 연도별 신용등급의 보수화 정도를 살펴보고 있다. 그들의 연구에 근거하여 본 분석의 연도더미 계수를 해석해 보면, 국내 신용평가사의 경우 2010~2013년에 상대적으로 관한 신용평가 기준을 적용하고 있다는 것으로 해석할 수 있다.

신용등급 결정요인에 대한 표준모형과 더불어 본 연구에서는 Baghai et al.(2014)의 연구에서 사용한 기업 특성 변수와 신용등급 부여 평가사의 갯수 및 거시경제변수 등을 추가한 확장모형 ordered probit 분석을 실시하였다. 분석결과에서도 추가한 변수들이 모두 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 영업이익률, 자본적지출 등의 기업 특성변수들은 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다만 영업이익률을 도입하는 경우 고정부채 대비 영업이익률의 통계적 유의성이 낮아지는 결과를 보이고 있다.

개별 기업의 신용등급 평가사 수의 경우에도 신용등급을 받는 평가사의 수가 많을수록 신용등급이 높게 나타나고 있다. 이와 같은 결과는 동일한 재무적 요인을 통제한 경우 신용등급을 받는 평가사의 수가 많을수록 신용등급에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 보여주는 결과이다. 이러한 결과는 기업들이 복수 이상의 신용등급을 받는 경우 평가사에 대한 영향력이 증대하여 높은 신용등급을 받을 수 있다는 것을 간접적으로 나타내는 결과라고 볼 수 있다.

<표 III-13> 신용등급 결정요인 ordered probit 회귀분석 결과

	ordered probit 회귀분석 결과 (기본모형)	ordered probit 회귀분석 결과 (확장모형)
자산규모	0.5929 (50.34) ***	0.3845 (19.31) ***
이자보상배율	0.0004 (6.53) ***	0.0007 (9.08) ***
부채비율	-2.3594 (-31.94) ***	-2.7779 (-30.3) ***
고정부채 대비 영업이익률	0.0004 (1.86) *	0.0004 (1.46)
현금성자산비율	0.7450 (2.75) ***	0.8485 (2.72) ***
유형고정부채비율	0.7294 (11.29) ***	0.6148 (8.02) ***
총자산회전율	0.1650 (8.94) ***	0.1877 (9.08) ***
대규모 기업집단 여부 더미	0.1684 (4.79) ***	0.1417 (3.63) ***
영업이익률		0.3206 (6.31) ***
자본적지출		0.7248 (6.27) ***
회사채잔액		0.3507 (10.37) ***
평가사		0.2515 (7.71) ***
연도더미 2000	0.1125 (1.59)	0.0825 (1.07)
연도더미 2001	0.1365 (1.82) *	0.2146 (2.70) ***
연도더미 2002	0.1930 (2.43) **	0.2600 (3.10) ***
연도더미 2003	0.1976 (2.48) **	0.2550 (2.94) ***
연도더미 2004	0.2875 (3.68) ***	0.3570 (4.30) ***
연도더미 2005	0.2204 (2.79) ***	0.3043 (3.67) ***
연도더미 2006	0.1776 (2.28) **	0.2169 (2.58) ***
연도더미 2007	0.0989 (1.28)	0.1559 (1.84) *
연도더미 2008	0.2379 (3.04) ***	0.3973 (4.53) ***
연도더미 2009	0.4778 (6.09) ***	0.6294 (7.12) ***
연도더미 2010	0.5593 (7.17) ***	0.9531 (6.79) ***
연도더미 2011	0.5621 (7.50) ***	0.7242 (8.66) ***
연도더미 2012	0.5059 (6.87) ***	0.7280 (9.13) ***
연도더미 2013	0.5487 (7.41) ***	0.7317 (9.07) ***
연도더미 2014	0.5276 (7.05) ***	0.7915 (9.55) ***
LR chi2	5450.6	4777.3
sample	5,353	4,264

주: 이 표는 신용등급 결정 요인에 대한 ordered probit 회귀분석 결과이다. 종속변수는 당해연도 신용등급 factor값을 사용하였고, 독립변수는 1기 이전의 값을 이용하였다. *, **, ***는 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미한다.

확장모형의 연도 더미변수의 경우에도 2000년을 제외한 기간은 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나고 있어 기간별로 신용평가 기준이 다르게 적용되고 있음을 알 수 있다. 또한 연도 더미변수의 계수값의 경우에도 기본모형과 동일하게 2010~2013년에 높은 값을 나타내고 있다. 이와 같이 신용평가에 영향을 미치는 일부 기업특성 분석을 추가한 확장모형의 분석에서도 신용등급에 영향을 미치는 요인들이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 연도 더미의 경우에도 기본모형과 유사한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

다) 신용평가 기준 변화 추이

Alp(2013), Baghai et al.(2014)의 연구에서는 신용평가 기준과 관련성이 높은 변수와 더불어 연도 더미변수를 포함한 회귀분석을 통해 각 기간의 보수화 경향을 살펴보고 있다. 동 연구에서는 신용등급에 영향을 미치는 다양한 기업 특성 변수와 거시경제변수 및 연도별 더미변수를 도입한 회귀분석을 통해 신용등급에 영향을 미치는 재무적인 요인을 통제했을 때 연도별 더미변수가 신용등급의 관대화 경향을 나타내는 지표로 해석 하고 있다.

본 연구에서도 이러한 연구 방법을 도입하여 기간 더미변수의 계수값을 비교하여 기간별로 신용평가기준이 보수화 혹은 관대화의 경향을 지니는지를 살펴보았다.

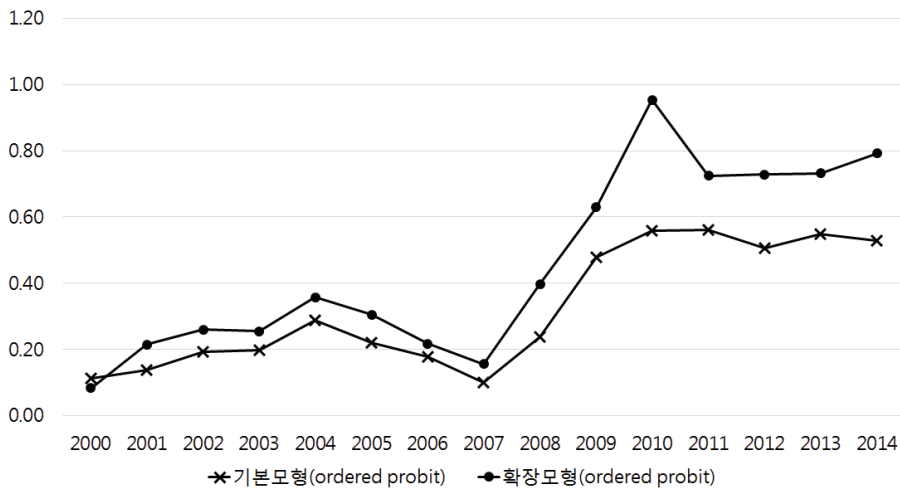
<그림 III-6>은 기본모형과 확장모형의 연도별 더미값의 추이를 나타내고 있다. 연도더미 계수값의 추이를 보면 2004년까지 완만하게 증가하다가 2007년까지는 감소하였고, 이후 2010년까지 크게 상승하다가 다소 감소하는 추세를 보이고 있다.

이와 같은 결과를 해석해 보면 국내 신용평가사들의 경우 재무적인

요인 이외의 다른 요인으로 인하여 2009년부터 신용평가 기준이 관대화 되는 경향을 보이고 있으며, 2010년과 2011년에 가장 관대한 기준을 적용하고 있고 이후에는 다소 보수화되는 경향을 보이는 것으로 해석할 수 있다. 특히 신용평가사 간의 경쟁이 치열해진 2009년 이후에는 상대적으로 높은 연도더미 계수값을 나타내어 평가사간의 경쟁이 신용등급 결정에 있어 관대화하는 결과를 초래한 것으로 해석해 볼 수 있다.

국내 신용평가사들은 2014년 동양사태 이후 일부 기업의 신용등급 하락 등을 통해 신용평가 기준이 다소 강화되고 있으나 2007년 이전의 기준에 비해서는 여전히 관대한 기준이 적용되고 있는 것으로 나타나고 있다.

<그림 III-6> 연도별 기간더미 추이



연도별 더미변수는 회귀분석 과정에서 나타날 수 있는 누락된 변수를 통제하기 위한 목적으로 사용되기 때문에 신용평가의 관대화 경향을 직접적으로 설명하는데 한계가 존재한다. 즉 연도별 더미변수가 신용평가의 관대화경향의 대용치로 해석하기 보다는 누락된 변수에 의한 효과

라는 비판이 제기될 수 있다.

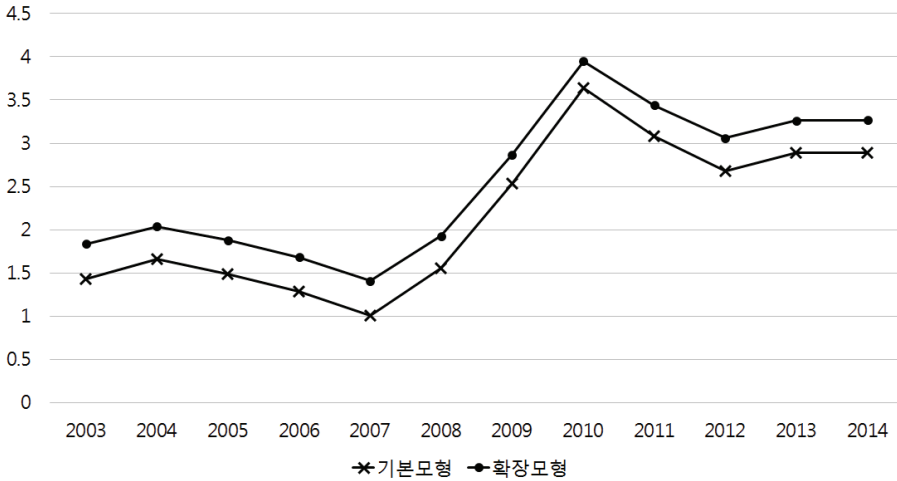
이에 따라 본 연구에서는 신용평가 관대화 경향에 대한 추가분석을 실시하였다. 본 연구에서는 분석의 엄정성을 제고하기 위해 특정한 기간(1999~2002년)의 표본을 대상으로 신용평가 결정모형을 설정하고 동 모형을 이용하여 2003~2014년까지의 동 모형에 근거한 신용등급을 추정하고 실제 등급과의 차이를 살펴으로써 신용등급 결정에 있어 관대화의 경향이 존재하는지에 대한 엄정성 분석을 실시하였다.

기준년도의 모형은 연도 더미변수를 제외한 기본모형 변수와 통계적으로 유의한 변수만을 도입한 확장모형 변수들의 회귀계수를 이용하여 모형등급을 추정하였다.

실제등급과 모형등급 간의 차이에 대한 연도별 평균값 추이는 <그림 III-7>과 같다. 실제등급과 모형등급 간의 차이의 연도별 평균값의 추이는 연도더미를 이용한 결과와 유사한 모습을 보이고 있다. 실제등급과 모형등급 간의 차이의 추이를 보면 2007년까지는 신용등급 기준이 보수화의 경향을 지니다가 2008년 이후부터 신용등급 기준이 관대화되는 경향을 나타내어 2010년에 가장 관대한 것으로 나타나고 있고, 이후에 다소 보수화되는 경향을 나타내고 있다.

이상의 결과를 종합해 보면 국내 신용평가사의 경우 2007년 이후부터 2010년까지 재무적인 요인 이외에 질적인 평가요소의 적용에 있어 관대한 기준을 적용하는 경향을 나타내고 있으며 이후에는 다소 보수화되는 경향을 나타내고 있다. 이와 같은 결과는 글로벌 신용평가사들이 기업 신용평가에 있어 점진적으로 보수적인 신용평가기준을 적용하고 있는 추세와는 상반된 결과이다. 즉 글로벌 신용평가사들은 기업에 대한 평가기준에 있어 점진적으로 보수화되는 경향을 나타내는 반면 한국의 신용평가사들은 다양한 요인에 의해 신용등급이 관대화되고 있는 것으로 나타나고 있다.

<그림 III-7> 추정모형을 사용한 신용등급 기준의 변화 추이



5) 소결

이상에서와 같이 기업의 재무상태를 나타내는 다양한 변수와 연도더미를 포함한 회귀분석을 통해 국내 신용평가사의 신용등급 결정요인 및 연도별 신용평가기준의 보수화 정도를 분석하였다.

분석결과 기업의 신용도와 관련성이 높은 특성변수들은 통계적으로 유의하게 신용등급에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히 일반적으로 신용등급에 영향을 미치는 재무변수와 더불어 대규모 기업집단 소속 여부를 나타내는 더미변수의 경우에도 신용등급에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 대규모 기업 집단 소속기업의 경우 계열의 지원 가능성을 감안하여 신용등급이 결정되기 때문에 개별 기업에 비해 높은 등급을 부여하는 경향이 있다는 것을 지지하는 결과이다.

확장모형에서는 신용등급을 받는 평가사 수가 신용등급에 영향을 미치는지의 여부도 분석하기 위해 개별 기업이 신용평가를 받는 기업수를

변수에 추가하여 분석을 하였다. 분석 결과 신용평가사 수가 신용등급에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 신용평가사 간의 경쟁 심화로 인하여 복수평가를 받는 대기업들이 추가로 평가를 받는 대신 신용등급 쇼핑을 하고 있다는 측면으로 해석해 볼 수 있다.

본 연구에서는 시기별로 신용등급 기준의 변화 추이를 살피기 위해 기간 더미를 포함한 회귀분석을 실시하였다. 분석 결과 일부 기간을 제외한 대부분 기간의 기간더미가 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있다. 이와 같은 결과는 신용평가에 영향을 미치는 재무적인 요인 이외에도 기간에 따른 다른 요인이 신용등급에 영향을 미치고 있음을 나타내는 결과이다. 이와 같은 요인은 신용평가의 정성적인 요인이나 경제 사이클 등의 요인과 더불어 신용평가 기준이 시기에 따라 변화함으로써 발생하는 결과로 보여진다.

기간대별로 기간더미의 추이를 보면 2010년부터 2013년까지의 기간더미가 통계적으로 유의한 높은 값을 나타내고 있다. 이와 같은 결과는 동 기간에 상대적으로 관대한 신용평가기준이 적용되고 있다고 해석할 수 있다. 한편 Alp(2013), Baghai et al.(2014) 등이 글로벌 신용평가사의 기업 신용등급을 대상으로 한 분석 결과 2002년 이후 보수적인 경향을 나타내고 있다는 결과와는 반대로 나타나고 있다. 즉 글로벌 신용평가사들은 2002년 이후 기업에 대한 신용평가기준이 점차 보수적 기준을 적용하고 있음을 나타내고 있는데 반해 국내 신용평가사들은 평가기준이 완화되는 추이를 보이는 것으로 나타났다. 이러한 완화된 평가기준은 신용평가사 이해관계자의 신용등급에 대한 신뢰도를 낮추는 요인으로 작용하고 있다. 한편 2014년 하반기부터 국내 신용평가사들이 일부 재무상황이 나빠진 기업의 신용등급을 강등시키고 있다. 그러나 본 연구는 2000년부터 2014년 말까지를 분석대상으로 하고 있기 때문에 이러한 신용평가 행태의 변화가 본 분석에는 포함되지 않고 있다.

나. 신용등급 조정의 적시성 분석

1) 국내 신용평가사의 부도율 추이

신용평가사의 사후적인 성과는 등급별 부도율 및 등급별 전이율로 나타난다. 이상적인 등급별 부도율은 등급 간의 적절한 차이가 존재해야 하며, 특히 투자등급과 투기등급 부도율 간에는 부도율이 뚜렷하게 차이를 보여야 한다.

국내 신용평가사의 등급별 평균 누적 부도율<표Ⅲ-14>을 보면 등급별 부도율 역전 현상과 같은 특이사항은 발생하지 않고 있다. 그러나 투기등급 부도율이 지나치게 높게 나타나고 있으며, 투자등급의 경우에도 A급과 BBB급의 부도율이 과거에 비해 악화되는 모습을 보이고 있다.

2014년 기준 부보증회사체의 등급별 평균 누적 부도율<표Ⅲ-15>을 보면 기간이 경과함에 부도율이 점진적으로 상승하는 모습을 보이고 있으며, 투자등급과 투기등급 간에 부도율이 큰 차이를 보이고 있다.

<표 Ⅲ-14> 연도별 3년 누적 부도율 추이

(단위: %)

		2010	2011	2012	2013	2014
투자등급	AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	A	0.05	0.05	0.29	0.46	0.59
	BBB	0.84	1.11	1.30	1.53	1.59
투기등급	BB	9.01	8.81	8.77	9.12	9.04
	B이하	15.49	15.15	16.60	16.52	16.32

자료: 금융감독원, 신용평가회사의 신용평가실적 분석, 각년도

<표 III-15> 무보증회사채 등급별 평균 누적 부도율(2014년 기준)

(단위: %)

구분		1년차	2년차	3년차	4년차	5년차	6년차	7년차	8년차	9년차	10년차
투자 등급	AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	A	0.10	0.30	0.59	0.83	1.07	1.16	1.27	1.27	1.27	1.34
	BBB	0.43	1.08	1.59	2.11	2.52	2.70	2.85	2.89	3.02	3.33
투기 등급	BB	4.34	7.18	9.04	9.97	10.50	10.92	11.30	12.02	12.36	12.43
	B이하	10.13	14.10	16.32	16.70	16.79	16.88	16.99	17.26	17.70	18.03
투자등급		0.19	0.43	0.70	0.97	1.20	1.30	1.40	1.42	1.48	1.66
투기등급		6.71	10.03	12.05	12.75	13.09	13.38	13.66	14.23	14.59	14.74

자료: 금융감독원, 2014년 신용평가회사의 신용평가실적 분석

이와 더불어 국내 신용평가사의 부도율의 근본적인 문제는 글로벌 신용평가사와 국내 신용평가사의 부도에 대한 정의가 서로 다르다는 점이다. 글로벌 신용평가사의 경우에는 부도 등에 추가하여 채무의 가치가 하락하는 구조조정이나 채무재조정 등도 부도로 간주하여 부도율을 산정하고 있다. 국내 신용평가사의 경우 부도 등에 추가하여 워크아웃 및 기업구조조정촉진법 적용 등의 채무재조정 등으로 원리금 지급이 적기에 이행되지 아니한 경제적 의미의 부도에 근거한 광의의 부도율을 산정하는 경우 협의의 부도율에 비해 크게 상승하는 모습을 보이고 있다.

2014년도 광의의 부도율에 근거한 국내 신용평가사의 연간 부도율은 0.49%로 협의의 부도율 값인 0.19%에 비해 크게 상승한 모습을 보이고 있다. 특히 2010년과 2013년의 경우 워크아웃 기업이나 채무재조정 기업 등의 증가로 인하여 광의의 부도율이 크게 상승하는 모습을 보이고 있다.

<표 III-16> 광의의 부도율에 의한 부도율 추이

구 분	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년
투자적격등급	1.36	0.45	0.41	1.40	0.49
투기등급	12.14	5.62	16.22	16.19	7.69
전 체	2.96	0.93	1.54	2.80	1.24

자료: 금융감독원, 2014년 신용평가회사의 신용평가실적 분석

2) 부도기업의 신용평가 조정 적시성에 대한 분석 방법

신용평가사들의 주요한 기능 중에 하나는 채권을 발행한 기업의 신용도에 영향을 미치는 요소를 지속적으로 감시하고 신용등급에 영향을 미치는 변화가 존재하는 경우 적시에 신용등급을 조정하는 것이다.

이에 본 연구에서는 신용등급을 받고 부도가 발생한 기업을 대상으로 부도까지의 신용등급 조정이 어떻게 이루어졌는지를 살펴봄으로써 신용등급의 적시성에 대하여 살펴본다.

Cheng and Meamtiu(2009)의 연구에서는 규제체계 변화 및 투자자의 비판 증대가 신용평가의 적시성과 적정성에 미친 영향을 실증적으로 분석하였다. 이를 위해 동 연구에서는 1996년부터 2005년까지 부도가 발생한 표본을 대상으로 부도 이전까지의 신용등급 조정 경과일수와 부도발생 이전 1년간의 가중평균 신용등급을 신용등급의 적시성을 나타내는 변수로 도입하여 기업의 특성과 규제의 변화 등이 신용등급 적시성에 영향을 미쳤는지를 분석하는 회귀분석을 실시하였다.

본 연구에서는 2008년부터 2014년까지 신용등급을 받은 기업 중 부도, 회생절차신청, 채무불이행 발생 등의 협의의 부도사건과 기업구조조정촉진법 적용, 워크아웃, 사적화의 및 구조조정 등의 광의의 부도사건이 발생한 기업을 대상으로 부도 이전까지의 신용등급의 조정 기간을

구분하여 적시성을 비교하고, 기업 특성을 반영한 부도기업의 적시성 요소에 대한 회귀분석을 실시하였다.

본 분석에서는 부도발생 1년 전의 평균 신용등급 factor의 역수(RCDB)를 종속변수로 하고, 신용등급에 영향을 미치는 독립변수를 도입하여 신용등급 결정 요소와 부도의 개념 및 규제환경 변화 등이 신용등급에 적시성에 어떤 영향을 주고 있는지를 살펴본다.

기업의 재무적인 특성을 나타내는 변수로는 부도발생 1년전 결산기를 기준으로 기업규모, 채권발행 잔액, 레버리지, 총자산영업이익률, 매출액증가율, 차입금의존도, 이자보상배율 등의 재무 변수를 도입하였다. 또한 부도가 임박한 기업의 경우에는 재무상황이 급변하기 때문에 각 재무변수의 증가율을 포함한 회귀모형을 설정하였다.

이와 더불어 본 분석에서는 광의의 부도와 협의의 부도 간에 신용등급 적시성에 차이가 존재하는지의 여부와 신용평가사에 대한 규제강화가 신용등급의 적시성에 영향을 미쳤는지를 살펴보기 위한 변수를 도입하였다. 기업구조조정촉진법 적용, 워크아웃 등의 광의의 부도사건은 은행 등이 주도하기 때문에 신용평가사가 해당 사건이 발생하기 이전에 이를 파악하여 신용등급을 조정하기 어렵다는 문제가 존재한다. 이에 따라 광의의 부도 사건의 경우에는 협의의 부도에 비해 상대적으로 신용등급의 신속한 조정에 제약이 존재하고 이에 따라 상대적으로 신용등급의 적시성이 낮을 가능성이 존재한다. 이를 검정하기 위해 본 분석에서는 광의의 부도 여부를 나타내는 더미변수를 도입한 분석을 실시하였다.

신용평가사에 대한 규제 강도도 신용등급 적시성에 영향을 미칠 가능성이 있다. Cheng and Neamtiu(2009)의 연구에서는 신용평가기관에 대한 규제 강화 및 신용등급 적시성에 대한 이해관계자의 비판이 증가할 경우 신용평가사들은 신용등급 강등을 보다 신속하게 하여 신용평가사의 평판을 유지하려는 경향이 강하다는 주장을 하고 있다. 이에 본 연

구에서는 규제강화 이전과 이후로 구분한 더미변수를 도입한 실증분석을 통해 규제강화가 부도기업 신용등급 조정에 어떤 영향을 미쳤는지를 실증적으로 분석한다. 국내 신용평가사에 대한 규제는 2009년에 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률을 개정하여 신용평가사에 대한 책임성을 강화하는 규제가 도입된 바 있다. 이에 본 분석에서는 신용평가회사의 책임성을 강화하는 2009년 규제변화의 영향을 중점적으로 살펴보기 위해 규제가 신용평가 행태에 본격적으로 영향을 미친 2011년 이후 기간에 더미변수를 도입하여 규제 강화가 신용등급의 적시성에 미친 영향을 살펴본다.

신용등급 적시성 관련 변수(RCDB)를 종속변수로 한 회귀분석 모형은 다음과 같이 설정하였다.

$$timeliness = \beta_1 default_type + \beta_2 reg_dum + \sum_{i=3}^n (\beta_i corp_char_i) + \epsilon$$

where *timeliness* = 신용등급 적시성 변수(RCDB)
 default type = 광의의 부도 여부 더미
 reg dum = 규제강화 여부를 나타내는 더미
 corp chari = 기업 특성 변수

3) 분석결과

가) 부도 발생기업 표본의 특성

부도 발생기업 표본의 연도별 특성을 살펴보면 협의의 부도기업의 경우 2009~2010년에 부도기업이 증가하였고, 이후 다소 감소하는 추세를 보이다가 2012년에는 10개 기업의 부도가 발생하였다. 광의의 부도기업의 경우에는 2009년과 2013년에 많이 발생한 것으로 나타났다.

주요 부도사건을 살펴보면 투자등급에서 부도가 발생한 기업들은 2010년 금광기업, 2011년의 대한해운, 2012년의 삼환기업, 웅진, 2013년 팬오션, 동양시멘트, 2014년에 동부건설 등이 투자등급에서 부도가 발생하였다. 광의의 부도기업의 경우에는 협의의 부도에 비해 투자등급에서 신용사건이 다수 발생하였다. 광의의 부도 개념에서는 풍림산업, 삼호, 금호산업, 금호타이어, 현대시멘트, 벽산건설, 한일건설, 국제종합기계, 고려개발, 쌍용건설, STX조선해양, 경남기업, STX중공업, STX 등이 투자등급에서 신용사건이 발생하였다.

부도 직전의 등급을 보면 협의의 부도의 경우 부도 직전 등급 factor값 평균이 7.57로 B~B-의 신용등급을 지니고 있는 것으로 나타났으며, 광의의 부도의 경우 등급 factor값이 12.23으로 BBB~BB+정도의 등급으로 나타났다.

<표 III-17> 부도발생기업 표본의 특성

	협의의 부도			광의의 부도		
	표본수	부도직전 등급	부도이전 1년간 등급평균	표본수	부도직전 등급	부도이전 1년간 등급평균
2008	5	8.00	8.95	4	8.25	9.08
2009	7	5.43	8.20	7	12.57	13.00
2010	11	4.73	6.30	5	12.20	12.40
2011	5	10.00	10.15	2	14.00	14.46
2012	10	7.60	8.10	0	-	-
2013	4	12.50	12.50	7	13.14	13.14
2014	4	10.50	10.50	1	16.00	16.00
전기간	46	7.57	8.59	26	12.23	12.55

주 : 등급은 신용등급의 factor값을 의미함

자료: 신용평가 3사 공시자료

부도 이전 1년간 신용등급 평균을 보면 협의의 부도의 경우 등급 factor 값이 8.59로 B+~B 정도의 신용등급을 지니고 있는 것으로 나타난 반면, 광의의 부도의 경우 신용등급 factor 값이 12.55로 BBB~BB+ 정도의 등급으로 나타났다.

부도 발생 이전까지의 신용등급 조정을 보면 협의의 부도의 경우 신용등급의 조정이 크게 이루어진 반면 광의의 부도의 경우에는 상대적으로 신용등급 조정이 이루어지지 않은 것으로 나타났다.

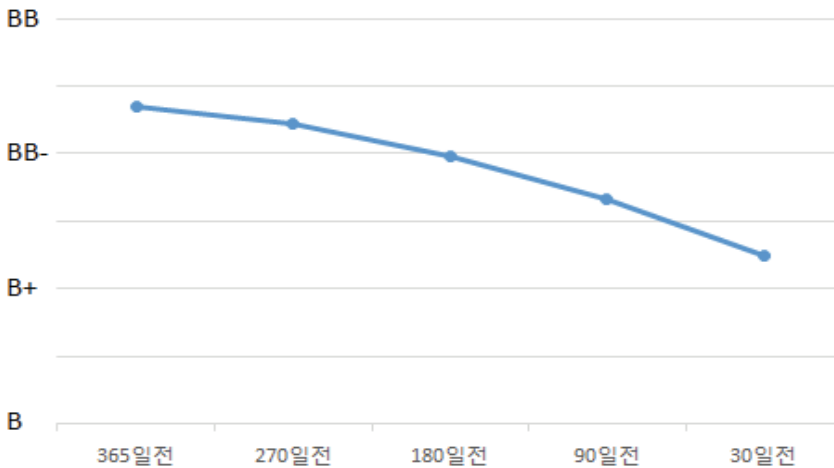
나) 부도발생기업의 신용등급 조정 추이

2008년부터 2014년까지 부도가 발생한 기업의 신용등급 조정 추이를 살펴보면 전체 부도발생기업(협의+광의)의 경우 부도발생 1년 전의 평균 신용등급은 BB~BB-(신용등급 factor 10.35)를 기록하였고, 이후에도 순차적인 등급 하향이 이어져서 부도발생 30일 전에는 B+(신용등급 factor 9.25) 등급까지 하락한 것으로 나타나고 있다.

협의의 부도와 광의의 부도가 발생한 기업 간에 신용등급 조정에 차이가 존재하는지를 살펴보기 위해 표본을 두 개로 나누어 부도 이전의 신용등급 조정 추이를 살펴보았다.

협의의 부도발생기업의 부도발생 이전의 신용등급 변화 추이를 보면 부도발생 1년 전에는 평균 신용등급이 BB-(신용등급 factor 값 9.04) 였으며, 이후 등급의 점진적인 조정이 이루어져서 부도이전 30일에는 B~B-(신용등급 factor 값 7.57)로 하락하는 모습을 보이고 있다. 즉 협의의 부도 발생기업은 전반적으로 낮은 등급을 부여한 상황에서 부도 이전 1년 동안 평균적으로 1.5notch 등급 하락이 이루어지고 있어 신속한 신용등급 조정이 이루어지고 있는 것으로 나타났다.

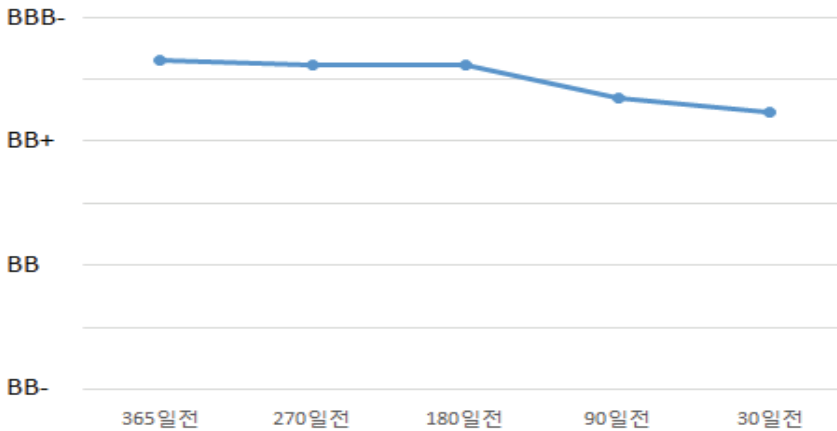
<그림 III-8> 협의의 부도발생기업의 신용등급 조정 추이



광의의 부도가 발생한 기업의 경우에는 부도 발생 1년 전에 평균 등급이 BBB~BB+(신용등급 factor 12.65)를 기록하고 있고, 부도발생 30일 이전까지 등급 하락 폭도 0.4notch에 불과한 것으로 나타났다. 이를 통해 광의의 부도기업의 경우에는 협의의 부도 발생 기업에 비해 신용등급이 높고, 등급 조정 폭도 상대적으로 적은 것으로 나타났다.

이와 같은 결과는 워크아웃이나 채무재조정 등과 같은 광의의 부도 사건은 채권은행의 주도로 이루어지고 있기 때문에 시장에서 신용사건 발생을 사전에 파악하기 어렵고 이에 따라 신속한 신용등급 조정에도 제약이 존재한다. 특히 채권은행 주도로 이루어지는 워크아웃이나 채무재조정의 경우에는 주채권은행과 회사채 투자자 간의 형평성의 문제가 발생할 가능성이 높기 때문에 상대적으로 채권투자자에게 불리한 결과를 초래할 가능성이 높다.

<그림 III-9> 광의의 부도발생기업의 신용등급 조정 추이



다) 부도기업의 부도 이전 재무특성

부도기업의 부도 이전 재무특성을 살펴보기 위해 부도 이전까지의 주요 재무비율의 추이를 살펴보았다.

기업규모를 나타내는 총자산규모 평균의 경우 부도 3년 전까지 크게 하락하다가 이후에는 다소 증가하는 모습을 보이고 있다. 레버리지의 경우에는 부도발생 이전까지 지속적으로 증가하는 모습을 보이고 있다. 총자산영업이익률의 경우에도 부도 이전까지 수익성이 지속적으로 악화되는 추이를 나타내고 있다. 이는 부도기업의 경우 영업성과와 수익성이 악화됨에 따라 부채에 의존도가 높아지고 있음을 나타내는 결과이다.

협의를 부도와 광의의 부도로 나누어 재무상태의 변화를 비교해보면 광의의 부도 대상 표본의 자산규모와 레버리지가 협의의 부도 대상 표본에 비해 자산규모가 큰 것으로 나타나고 있다.

수익성 추이를 살펴보면 협의의 부도 기업의 경우 부도 5년 전부터 영업이익률이 마이너스를 기록하여 적자가 지속되는 모습을 보이고 있

는데 반해 광의의 부도 표본의 경우에는 이전까지는 영업이익을 보이다가 부도 1년 전에 적자로 돌아서고 있는 것으로 나타났다.

한편 레버리지의 경우에는 협의의 부도기업과 광의의 부도기업 모두 지속적으로 부채비율이 높아지는 추세를 보이는 것으로 나타났다.

<표 III-18> 부도발생기업 표본의 주요 재무비율 추이

전체 표본					
	자산총계 (백만원)	레버리지	총자산영 업이익률	이자보상 배율	신용등급 factor값
부도 5년 전	1,725,859	0.622	0.004	10.36	13.27
부도 4년 전	1,556,636	0.635	0.019	33.17	12.90
부도 3년 전	1,210,512	0.660	-0.014	33.40	12.05
부도 2년 전	1,305,050	0.746	-0.231	-1.38	10.87
부도 1년 전	1,421,981	0.820	-0.567	-1.52	9.92
협의의 부도기업					
	자산총계 (백만원)	레버리지	총자산영 업이익률	이자보상 배율	신용등급 factor값
부도 5년 전	1,040,373	0.576	-0.032	13.64	12.73
부도 4년 전	1,187,276	0.609	-0.006	51.06	12.14
부도 3년 전	716,748	0.634	-0.044	52.13	10.42
부도 2년 전	707,890	0.746	-0.379	-2.71	9.26
부도 1년 전	782,552	0.799	-0.955	-2.02	8.59
광의의 부도기업					
	자산총계 (백만원)	레버리지	총자산영 업이익률	이자보상 배율	신용등급 factor값
부도 5년 전	2,833,184	0.699	0.062	5.06	13.82
부도 4년 전	2,181,707	0.678	0.060	3.57	13.53
부도 3년 전	2,027,122	0.704	0.036	1.69	14.22
부도 2년 전	2,308,278	0.745	0.007	0.80	13.48
부도 1년 전	2,307,344	0.850	-0.045	-0.83	11.81

이와 같이 협의의 부도기업과 광의의 부도기업 간에는 규모, 수익성에 있어 차이를 보이고 있으며, 신용등급 수준과 변동에 있어서도 차이를 나타내고 있다. 그러나 협의의 부도기업과 광의의 부도기업 모두 부채비율이 지속적으로 증가하고 수익성이 낮아지는 추세를 보이고 있다.

라) 등급조정 적시성에 대한 회귀분석 결과

본 연구에서는 2008년부터 2014년까지 발생한 신용사건 중에 금융업을 제외한 기업을 대상으로 신용등급 적시성에 영향을 미치는 요인에 대한 회귀분석을 실시하였다.

부도발생 1년 전의 평균 신용등급의 역수(RCDB)를 종속변수로 한 회귀분석 결과 일부 기업의 재무적인 변수가 신용등급 적시성에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업규모의 경우 기업규모가 클수록 부도기업의 등급조정 적시성이 낮은 것으로 나타났으며, 기업의 영업이익률이 클수록 부도기업의 등급조정의 적시성이 낮게 나타나고 있다. 매출증가율의 경우에는 기업의 신용등급 조정의 적시성에 유의적인 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

광의의 부도를 나타내는 더미변수는 통계적으로 유의한 부의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 광의의 부도가 발생한 기업이 통계적으로 유의하게 부도 시의 등급조정의 적시성이 낮은 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 기업구조조정촉진법 적용, 워크아웃 등의 광의의 부도사건은 은행 등이 주도하기 때문에 신용평가사들이 사전에 신용사건을 예측하고 신용등급을 적시에 조정하는 데 제약이 존재하기 때문이다.

한편 신용평가사에 대한 규제 강화를 나타내는 더미변수의 경우 신용등급 적시성에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 글로벌 신용평가사를 대상으로 한 Cheng and

Neamtiu(2009)의 연구와는 다른 결과이다. 이는 국내 신용평가에 대한 규제 강화가 적시성과 같은 신용평가의 질을 제고하는 규제에 초점을 두기 보다는 주로 행위규제에 초점을 두고 있기 때문으로 해석되어 진다. 즉 미국의 경우에는 엔론과 월드컴의 부도사태 등으로 인하여 신용평가사에 대한 적시성에 대한 투자자의 비판이 제기된 이후 신용평가사의 규제가 도입되었기 때문에 신용평가사의 규제 강화가 적시성을 제고하는 결과를 초래하였다. 그러나 국내의 경우에는 주로 행위규제 강화에 초점을 두고 있기 때문에 신용등급 적시성을 제고하는 유인으로 작용하는 데 제약이 존재한 것으로 판단되어 진다.

<표 III-19> 적시성(RCDB) 요인에 대한 회귀분석 결과

	모형 1	모형 2
기업규모	-0.0474 (-3.91) ***	-0.0518 (-3.97) ***
레버리지	0.0135 (1.50)	0.0120 (1.25)
회사채잔액	0.0906 (2.06) **	0.0702 (1.50)
총자산 영업이익률	-0.0302 (-2.62) **	-0.0312 (-2.52) **
차입금 의존도	-0.0181 (-0.47)	-0.0060 (-0.14)
이자보상배율	0.00001 (0.01)	-0.0009 (-0.38)
매출액 증가율	0.0267 (3.62) ***	0.0266 (3.19) ***
자산 증가율	-0.0039 (-0.22)	-0.0081 (-0.38)
레버리지 증가율	-0.0486 (-1.60)	-0.0445 (-1.26)
영업이익증가율	-0.0013 (-0.85)	-0.0022 (-1.36)
차입금의존도 증가율	0.0016 (0.14)	0.0014 (0.11)
이자보상배율 증가율	0.0015 (0.77)	0.0028 (1.33)
광의의 부도 더미	-0.0248 (-2.14) **	
규제변화 더미		-0.0013 (-0.09)
절편	0.3602 (5.19) ***	0.4087 (5.27)
Adj R-square	0.6791	0.6288
n	43	43

주: 이 표는 기업의 적시성을 나타내는 변수에 영향을 주는 요인에 대한 회귀분석 결과이다. 여기서 종속변수 RCDB=부도 발생 1년전 신용등급 factor의 평균의 역수를 의미한다. () 내는 t값을 의미하며, *** 99% 유의수준, ** 95% 유의수준, * 90% 유의 수준에서 유의미한 값을 의미한다.

마) 부도이전 신용등급 변화여부에 대한 로짓분석 결과

부도 이전 1년 이내 신용등급이 변화 여부를 종속변수로 하여 로짓 회귀분석을 실시한 결과는 <표Ⅲ-20>과 같다.

기업 재무변수 중에는 기업규모, 회사채잔액 및 자산증가율 등이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 즉 기업규모가 큰 경우, 회사채 잔액이 큰 경우, 총자산 영업이익률이 큰 경우에는 부도 1년 이내의 등급조정이 이루어지지 않을 확률이 높은 것으로 나타나고 있다.

<표 Ⅲ-20> 부도 1년 내 등급조정 여부 결정 Logit 분석 결과

	종속변수 (부도 1년 내 등급조정 여부 더미)
기업규모	-5.7527 (-2.31) **
레버리지	2.7597 (1.48)
회사채잔액	-29.6843 (-1.65) *
총자산 영업이익률	-112.880 (-1.67) *
차입금 의존도	-8.3879 (-0.96)
이자보상배율	3.3766 (1.52)
매출액 증가율	2.8967 (0.64)
자산 증가율	10.7267 (1.94) *
레버리지 증가율	20.7267 (1.58)
영업이익증가율	-0.2573 (-0.64)
차입금의존도 증가율	-2.7199 (-0.89)
이자보상배율 증가율	0.05982 (1.02)
광의의 부도 더미	4.1233 (1.61)
절편	53.9257 (2.36) **
chi-square	38.14
n	43

주: 이 표는 기업의 적시성을 나타내는 변수에 영향을 미치는 요인에 대한 logit 회귀분석 결과이다. 여기서 종속변수 부도 1년 이내 신용등급 변경 여부를 나타내는 더미를 의미한다. () 내는 t값을 의미하며, *** 99% 유의수준, ** 95% 유의수준, * 90% 유의 수준에서 유의미한 값을 의미한다.

반면 광의의 부도 여부를 나타내는 더미변수의 경우에는 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 결과는 광의의 부도와 협의의 부도 간에 부도 1년 이전 신용등급을 신속하게 변경하는 것에는 차이가 존재하지 않는 것으로 해석할 수 있다.

4) 소결 및 시사점

이상에서와 같이 국내 신용평가사들의 부도율 추이를 살펴보고, 부도 기업의 신용등급 조정 적시성에 영향을 주는 제반 요인에 대한 실증분석을 실시하였다.

분석결과 국내 신용평가사의 부도 개념은 글로벌 신용평가사에 비해 협소한 개념으로 정의하고 있고, 부도율의 경우에도 BBB급과 투기등급이 높은 수준을 보이고 있다. 부도발생 이전의 신용등급 조정의 경우 협의의 부도 표본의 경우에는 부도발생 이전에 일부 신용등급 조정이 이루어진 것으로 보이나, 광의의 부도의 경우에는 신용등급 조정이 적절하게 이루어지지 않은 것으로 평가되고 있다. 이와 같은 결과는 워크아웃이나 채무재조정 등과 같은 광의의 부도 사건은 채권은행의 주도로 이루어지고 있기 때문에 시장에서 신용사건 발생을 사전에 파악하기 어렵고 이에 따라 신속한 신용등급 조정에도 제약이 존재하기 때문으로 판단된다.

부도기업을 대상으로 신용등급 적시성에 영향을 미치는 요인에 대한 회귀분석을 실시한 결과 부도유형에 따라 부도발생 1년 전 평균 신용등급의 역수에 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 그러나 광의의 부도와 협의의 부도 간에 신용등급 조정시기의 차이가 존재하는지에 대한 실증분석 결과에서는 부도의 개념에 따라 부도 1년 이내의 신용등급 변화에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

한편 신용평가사에 대한 규제변화가 적시성에 미치는 영향에 대한 분석에서는 규제변화가 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타나고 있다. 이는 국내 신용평가에 대한 규제 강화가 주로 행위규제에 초점을 두고 있기 때문으로 해석되어 진다.

IV. 글로벌 신용평가산업의 현황과 제도개선

1. 글로벌 신용평가사 현황
2. 금융위기와 신용평가
3. 글로벌 금융위기 이후 신용평가 제도개선

IV. 글로벌 신용평가산업의 현황과 제도개선

1. 글로벌 신용평가사 현황

가. 글로벌 신용평가사의 성장 배경

미국이나 영국과 같이 직접금융시장을 통한 자금조달비중이 높은 나라에서는 발행자 및 투자자의 필요에 따라 신용평가산업이 자생적으로 도입되어 발전하였다. 신용평가에 대한 인식은 세계 대공황을 계기로 높아지기 시작하였다. 1930년대 대공황 시기 미국 전체 채권의 3분의 1이 채무불이행에 빠졌으나, 신용평가등급이 높은 채권은 부도발생률이 낮아 평가등급이 투자자에게 가치 있는 정보로서 인정받기 시작하였다. 1931년 미국 재무성은 통화감독청(OCC)을 통해 은행들의 자산평가 시 신용등급을 적용토록 함으로써 최초로 신용평가등급을 규제에 반영하기도 하였다.

신용평가사의 위상은 1970년부터 급격히 제고되었다. 채권시장의 육성을 위해 1973년 신용평가의무규정(Rule 15c3-1, 1973), 1975년 NRSRO(공인신용평가사) 지정제도를 도입하여 신용평가사를 적극 육성하기 시작하면서 신용평가사의 기능과 역할이 강화되기 시작하였다. 도입 초기 NRSRO는 시장으로부터 인정을 받는 신용평가사를 지정하는 방식으로 도입되어 기존의 신용평가사의 업무영역을 보호하는 역할을 담당하였다. 1973년 이후 신용평가를 의무화하는 규정이 증권·연금·은행·부동산·보험법 등에 포함되어 유통시장에서 신용평가등급의 활용도가 높아지기 시작하였다. 또한 금융·자본자유화가 본격화되는 1980년대 이후 국제금융시장 규모가 급격히 증대하면서 세계적인 신용평가사의 위상이 크게 제

고되었다.

글로벌 신용평가사들은 평판자본과 평가대상의 확대 등을 통해 국제 금융시장에서 과점체계를 형성하였고, 이를 기반으로 국제금융시장에서의 위상을 강화하였다. 과점화된 시장환경에서 글로벌 투자가 확대되면서 신용등급에 대한 투자자의 의존도가 증대하게 되었다.

나. Moody's(Moody's Investors Service)

1) 회사 개요

Moody's는 1900년 John Moody & Company라는 사명으로 설립되었다. 금융기관, 정부기관, 일반기업(제조업, 광산, 용역, 식품업)의 정보와 통계를 수록한 “Manual of Industrial and Miscellaneous Securities”를 발간하면서 시장에서 입지를 구축하기 시작하였다. Moody's는 1975년 SEC로부터 NRSRO 지정을 받았다.

모회사인 Moody's Corporation의 계열에는 신용평가를 담당하는 Moody's Investors Service와 신용평가와 관련한 정보 판매 및 솔루션과 컨설팅업무를 담당하는 Moody's Analytics로 구성되어 있다. Moody's Investors Service는 기업금융그룹(Corporate Finance Group), 금융기관 그룹(Financial Institutions Group), 구조화금융그룹(Structured Finance Group), 투자자서비스그룹(Investors Services Group), 사업개발그룹(Business Development Group)으로 구성되어 있다. Moody's Investors Service는 2014년 말 현재 1,108명의 애널리스트와 189명의 신용평가 애널리스트 관리직을 두고 있다.

신용평가의 공정성에 대한 관심이 증대되면서 Moody's는 2006년부터 신용평가업무와 정보제공업무를 분리하였다. 신용평가업무는 Moody's

Investors Service가 담당하고 신용평가 이외의 정보제공, 신용위험측정, 구조화증권 가치평가 및 경제예측 등은 Moody's Analytics가 담당하고 있다. 주가 등의 정보를 이용하여 신용등급을 추정하는 KMV는 Moody's Analytics로 흡수되었다.

Moody's는 2014년 말 현재 채권기준 76만 건의 신용평가등급을 보유하고 있다. 이는 2013년 86만 건에 비해 약 10만 건 정도 감소한 실적이다. 이와 같이 보유 신용등급이 크게 감소한 것은 글로벌 금융위기 이후 글로벌 국채시장의 침체로 인하여 국채와 지방채의 평가건수가 크게 감소한 데에 기인한다.

<표 IV-1> Moody's의 신용평가 대상 현황

구분	금융기관	보험사	기업	ABS	국채·지방채· 외국국채
2013년	53,383	3,418	40,008	76,464	728,627
2014년	52,049	3,336	41,364	71,504	673,166

주 : 평가 대상 건수 기준

자료: Moody's, Annual Certification of Form NRSRO

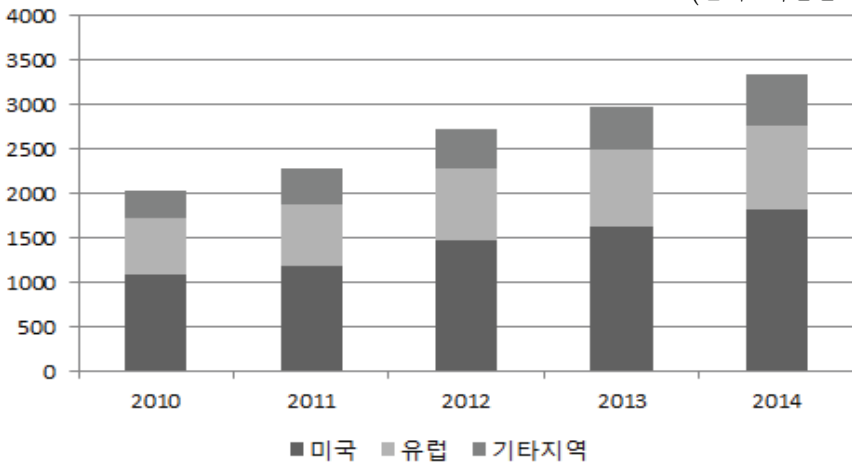
Moody's 수익구조를 살펴보면 Moody's Corporation의 2014회계년도 영업이익은 전년에 비해 12.2% 증가한 33억 3,430만달러를 기록하고 있다. 부문별로 보면 신용평가 부문인 Moody's Investors Service의 수익이 전년 대비 9.1% 증가한 22억 4,780만달러를 기록하였고, 정보사업부문인 Moody's Analytics의 수익은 전년 대비 18.6% 증가한 10억 6,850만달러를 기록하였다. 이러한 수익증대의 효과로 인하여 Moody's Corporation의 당기순이익은 9억 8,870만달러로 전년에 비해 22.9% 증가하였다.

지역별 수익을 보면 미국지역의 수익 비중은 전체 수익의 54.4%를

차지하고 있고 유럽지역이 28.6%, 아시아를 포함한 기타 지역의 비중이 17.0%를 차지하고 있다.

<그림 IV-1> Moody's Corporation의 지역별 수익

(단위: 백만달러)



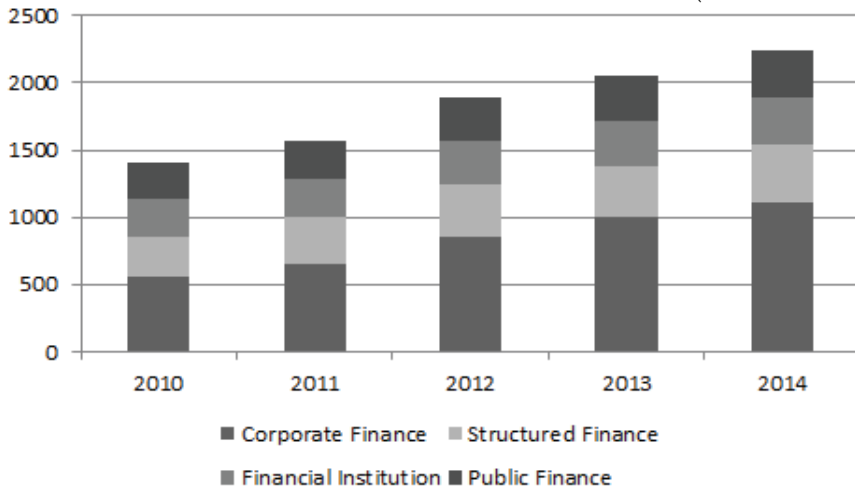
자료: Moody's, Annual Report

신용평가부문인 Moody's Investors Service의 수익은 지속적인 증가세를 기록하고 있다. 2014년 Moody's Investors Service 수익은 22억 4,780만달러로 전년에 비해 9.1% 증가하였고, 영업이익은 전년에 비해 15.0% 증가한 12억 2,780만달러를 기록하고 있다.

2014년도 상품별 수익구조를 보면 기업평가부문이 49.4%, 구조화금융부문이 19.0%, 금융기관 평가 부문이 15.8% 그리고 공공평가 부문이 15.9%를 차지하고 있다. 상품별 수익구조의 변화 추이를 보면 기업평가 부문과 구조화금융부문의 수익비중은 증가하는 데 반해 금융기관 및 공공평가 부문의 비중은 전년 대비 감소하고 있다.

<그림 IV-2> Moody's Investors Service의 상품별 수익 추이

(단위: 백만달러)

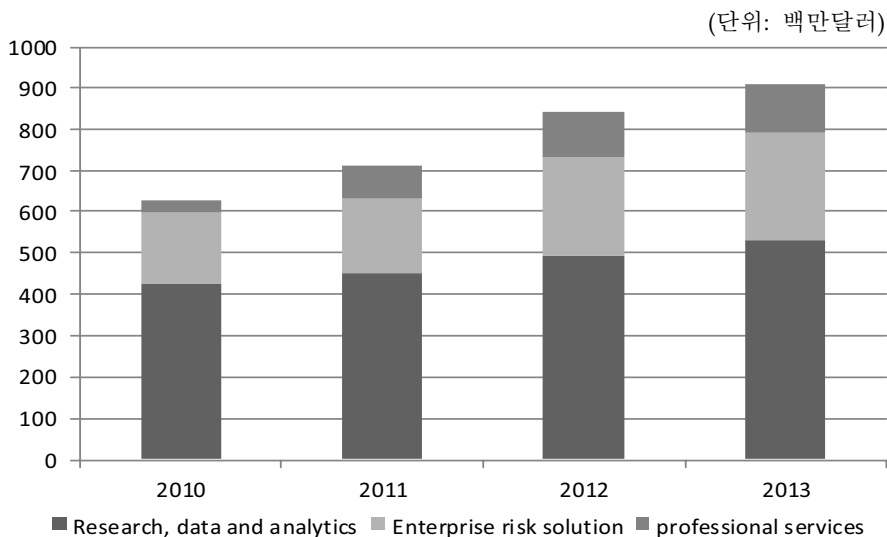


자료: Moody's, Annual Report

Moody's Analytics의 수익추이를 보면 신용평가 관련 정보와 리스크 솔루션에 대한 수요 증가에 힘입어 수익규모가 지속적으로 증가하고 있다. 2014회계년도 Moody's Analytics의 수익은 전년에 비해 18.6% 증가한 10억 6,850만달러를 기록하였다. 이와 같은 수익성 제고에 힘입어 Moody's Corporation의 수익 중에 Moody's Analytics가 차지하는 비중도 2013년에 30.4%에서 2014년에는 32.2%로 증가하였다.

Moody's Analytics의 사업부문별 수익구조를 보면 MIS의 신용평가 정보 판매를 포함한 다양한 정보제공을 통한 수익이 전체 수익의 53.5%를 기록하고 있고, 리스크 솔루션 사업이 전체 수익의 30.7%를 차지하고 있다.

<그림 IV-3> Moody's Analytics의 수익 추이



자료: Moody's, Annual Report

Moody's는 미국 이외에도 유럽, 아시아 및 라틴아메리카에 18개의 자회사와 전 세계에 걸친 지점을 두고 있다. 아시아의 경우에는 싱가포르, 홍콩, 호주, 인도, 일본, 베이징, 타이페이 등에 지점을 두고 있다. 이와 더불어 Moody's는 Moody's 인도네시아, Moody's 인디아, 한국신용평가, 중국 채신 등을 관계회사로 두고 있다.

<표 IV-2> Moody's 유럽 지사의 신용평가 전문인력 현황

(단위: 명)

	런던	독일	프랑스	스페인	이탈리아	기타
신용평가 전문인력	314	66	29	25	15	10

2) 신용평가 성과

2014년도 기준 Moody's의 기업부문 부도율은 안정된 모습을 보이고 있으나 구조화금융부문의 부도율은 높은 수준을 기록하고 있다.

회사채 부도율의 경우 서브프라임 모기지 사태 이후에도 과거의 수준을 유지하고 있고, 등급 간에도 차별화되는 모습을 보이고 있으며, 투자등급과 투기등급 간에도 일정한 차이를 보이고 있다.

반면 구조화금융 부도율의 경우에는 2007~2008년 서브프라임 모기지 관련 유동화증권의 대규모 부도로 인하여 높은 수준을 기록하였다. 구조화증권 Aaa등급의 3년 누적 평균 부도율이 5.13%를 기록하고 있고, Aa의 경우에는 26.86%를 기록하여 기업부문 부도율에 비해 현저히 높은 수준을 나타내고 있다. 등급 간 부도율 수준에 있어서도 3년 누적부도율의 경우 Aa급이 B급, Caa급보다 높은 이상현상을 나타내고 있다.

<표 IV-3> Moody's의 채권 부도율(2014년 기준)

(단위: %)

	연간 부도율		3년 누적부도율		10년 누적부도율	
	기업부문	SF	기업부문	SF	기업부문	SF
Aaa	0.00	0.35	0.00	5.13	0.00	24.83
Aa	0.00	1.02	0.00	26.86	0.37	45.16
A	0.00	2.05	0.24	26.19	1.34	54.63
Baa	0.00	4.47	0.51	28.44	4.95	65.39
Ba	0.20	5.64	5.15	29.37	24.55	63.33
B	0.83	1.09	10.06	18.69	42.91	73.19
Caa	1.07	2.00	14.61	14.05	53.36	91.53

주 : 1993~2014년 평균 부도율 기준

자료: Moody's, Annual Certification of Form NRSRO 2014

Moody's의 기업부문 회사채 신용등급 전이행렬의 추세를 보면 투자등급의 경우 투기등급에 비해 등급유지율이 높은 것으로 나타났다. A급 이상의 경우에는 등급이 상향한 비율에 비해 등급이 하락한 비율이 높게 나타나고 있고, Baa등급의 경우에는 상향비율과 하락비율이 비슷한 비중을 차지하는 것으로 나타났다.

회사채의 평균 1년간 전이행렬을 등급별로 보면 Aa등급과 A등급의 경우 등급 상향 비중에 비해 하향 비율이 월등히 높은 것으로 나타났다. 반면 Baa등급의 경우에는 하향 비율이 다소 높으나 그 차이가 크지 않은 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 Baa등급의 경우 등급이 하락하게 되면 투기등급으로 강등되기 때문에 등급 하향 조정에 신중함을 기하고 있기 때문으로 해석되어 진다.

회사채 개별등급의 3년 누적 전이행렬을 보면 전체 등급에 걸쳐 신용등급 상향 비중에 비해 하향 비중이 높은 것으로 나타났다. Aaa급의 경우 3년 평균 신용등급이 유지된 비율은 63.16%인 반면, 등급이 하락한 비율은 19.72%를 기록하고 있다. Aa급의 경우 등급이 상향한 비율은 1.83%에 불과하고 신용등급이 유지된 비율은 59.5%를 기록하였으나 등급이 하락한 비율은 22.75%를 기록하고 있다. 이와 같이 Aa급의 등급 상향 비율이 낮은 것은 등급을 상향시킬 경우 최고 등급이 되기 때문에 등급 상향을 되도록 하지 않는 경향을 반영한 것으로 보인다. 한편 A급의 경우 등급이 상향한 비율은 3.35%이고, 등급이 유지된 비율은 64.83%인 반면 등급이 하락한 비율은 16.39%를 기록하고 있다. Baa등급의 경우 등급이 유지된 비율은 64.6%이고 투기등급으로 하락한 비율은 10.37%이고 등급이 상향한 비율은 7.68%를 기록하고 있다. Ba등급의 경우에는 투자등급으로 상향한 비율이 11.8%, 등급이 하락한 비율은 17.5%를 기록하고 있다.

<표 IV-4> Moody's의 회사채 신용등급 전이행렬

(단위: %)

Average One-Year Transition(1983~2014)								
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	85.87	7.23	0.99	0.00	0.09	0.01	0.01	5.81
Aa	0.73	84.68	8.73	0.54	0.07	0.05	0.00	5.20
A	0.02	1.45	86.58	6.07	0.50	0.14	0.06	5.18
Baa	0.02	0.06	3.32	86.14	3.65	0.73	0.27	5.81
Ba	0.01	0.04	0.24	5.34	74.67	8.21	1.24	10.25
B	0.00	0.02	0.09	0.28	4.08	74.12	8.95	12.45
Caa-C	0.00	0.01	0.02	0.12	0.38	6.92	67.91	24.64
Average Three-Year Transition(1983~2014)								
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	63.16	16.62	2.72	0.03	0.36	0.00	0.00	17.12
Aa	1.83	59.50	19.94	1.96	0.53	0.29	0.03	15.91
A	0.08	3.27	64.83	13.98	1.67	0.50	0.24	15.42
Baa	0.05	0.24	7.39	64.60	7.22	2.30	0.85	17.35
Ba	0.01	0.07	0.83	10.88	40.96	13.73	3.78	29.73
B	0.02	0.04	0.17	1.01	6.98	40.03	13.00	38.75
Caa-C	0.00	0.01	0.08	0.27	1.24	10.16	29.17	59.08

주 : 1983~2014년 평균 등급 전이율

자료: Moody's, Annual Certification of Form NRSRO 2014

Moody's의 구조화금융 신용등급 전이행렬을 보면 기업부문 채권에 비해 신용등급의 변동성이 높게 나타나고 있다.

신용등급별 3년 누적 등급 변동을 살펴보면 Aaa 구조화증권의 등급 유지비율은 43.3%에 불과하며, 등급 하향 비율은 21.8%에 달하고 있다. Aa~Baa등급의 경우에는 신용등급 유지비율은 평균 31.2%이고 등급 하락 비율은 40.1%에 달하고 있다,

이와 같이 구조화금융 신용등급의 하락률이 높은 것은 서브프라임 모기지 관련 구조화금융상품의 신용등급이 대거 하락한 데에 기인한다.

<표 IV-5> Moody's의 SF채권 신용등급 전이행렬

(단위: %)

Average One-Year Transition(1983~2014)								
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	77.62	2.26	1.65	1.31	1.06	1.06	1.82	13.22
Aa	4.92	68.73	5.36	3.59	2.34	2.61	4.76	7.69
A	1.15	3.28	67.53	6.35	3.80	3.55	6.48	7.85
Baa	0.34	0.69	3.14	65.73	6.04	5.39	11.78	6.89
Ba	0.15	0.22	0.98	4.14	61.19	7.32	19.34	6.65
B	0.04	0.08	0.20	0.81	3.95	58.08	31.79	5.05
Caa-C	0.00	0.00	0.01	0.04	0.32	0.74	89.92	8.96
Average Three-Year Transition(1983~2014)								
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	43.29	3.34	2.78	2.61	2.30	2.64	8.13	34.90
Aa	8.12	32.63	6.81	5.23	4.13	3.55	17.17	22.37
A	2.59	4.40	31.85	7.09	5.85	4.48	20.63	23.12
Baa	1.02	1.25	4.21	29.05	6.91	6.84	29.78	20.93
Ba	0.59	0.74	2.18	4.86	25.29	7.70	38.64	20.00
B	0.13	0.21	0.62	1.96	4.65	24.74	52.97	14.73
Caa-C	0.02	0.02	0.06	0.19	0.85	1.01	67.06	30.79

주 : 1983~2014년 평균 등급 전이율

자료: Moody's, Annual Certification of Form NRSRO 2014

다. S&P(Standard and Poor's)

1) 현황

S&P는 1860년 투자정보서비스회사로 설립되어 1926년 채권신용평가

업무를 개시하였고, 1966년 McGraw-Hill사의 100% 자회사가 되었으며, 1975년 SEC로부터 NRSRO 공인을 받았다.

S&P는 종합 금융정보서비스 기관으로 신용평가, 주가지수, 리스크 관리, 투자 분석, 데이터, 가치 평가 등 다양한 분야의 사업을 하고 있다. 전 세계에 걸친 신용평가 사업 이외에 S&P Capital IQ는 다양한 형태의 금융자산 자료 제공 업무를 하고 있다. S&P DJ Indices는 글로벌 인덱스 제공과 가치평가 서비스를 담당하고 있다. 현재 1조 5,000억달러 이상의 투자자산이 S&P지수에 연동되어 있으며, S&P지수에 벤치마크 되어 있는 자금이 4조 9,000억달러에 이르고 있다. C&C는 기업과 상품 시장에 특화된 정보제공 서비스를 담당하고 있다.

S&P가 100여개 국가에서 신용등급을 부여한 채권의 총 규모는 약 34조 달러에 이르며 S&P가 발표한 등급 수는 110만 건을 초과하고 있다. S&P의 애널리스트 수는 1,157명이고, 애널리스트 관리직은 214명이다.

<표 IV-6> S&P의 신용평가 대상 현황

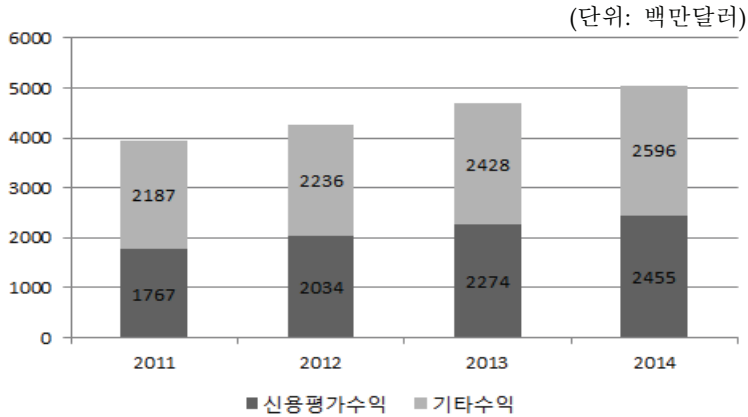
구분	금융기관	보험사	기업	ABS	국채·지방채· 외국국채
2013년	59,000	7,200	49,700	90,000	918,800
2014년	61,000	6,800	53,000	85,200	970,200

주 : 평가 대상 건수 기준

자료: S&P, Annual Certification of Form NRSRO

2014년도 McGraw Hill Financial의 총수익은 전년 대비 7.4% 증가한 50억 5,100만달러를 기록하였다. 사업부문별로 보면 신용평가부문 수익은 전년 대비 8.0% 증가한 24억 5,500만달러를 기록하였고, 기타 사업부문 수익은 전년에 비해 6.9% 증가한 25억 9,600만달러를 기록하였다.

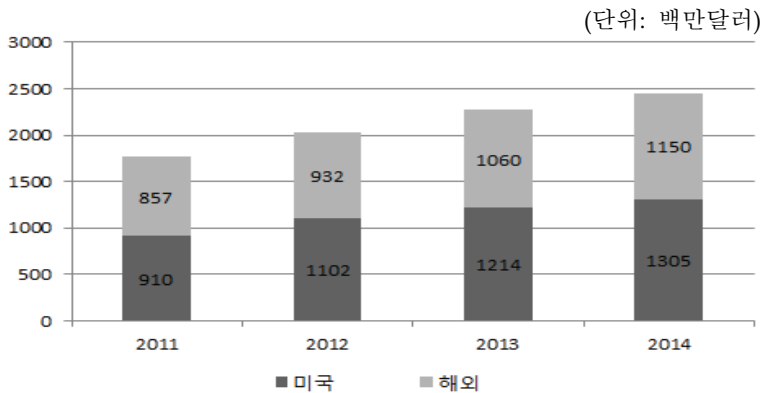
<그림 IV-4> McGraw Hill Financial 수익 추이



자료: McGraw Hill Financial, Annual Report

2014년도 S&P의 수익은 24.6억달러를 기록하고 있는데 이중 53.2%는 미국 내 신용평가를 통한 수익이고 46.8%는 해외 신용평가 수익이다. S&P의 신용평가부문 수익은 글로벌 금융위기 이후에도 지속적인 증가세를 나타내고 있다.

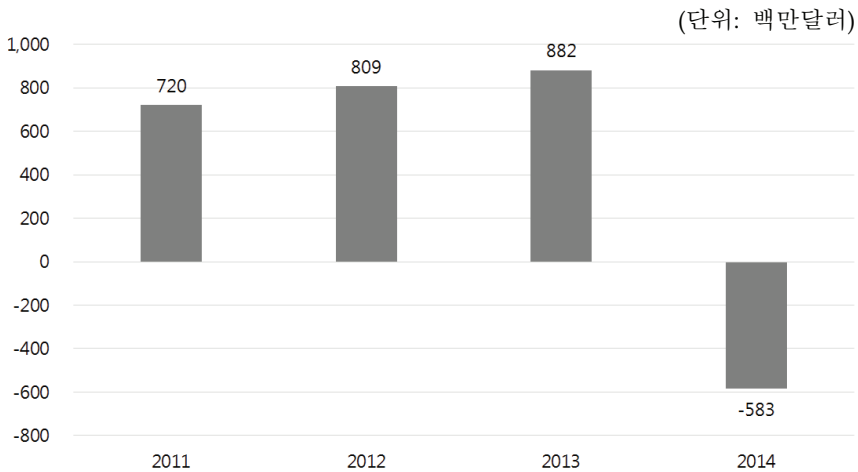
<그림 IV-5> S&P의 지역별 수익 추이



자료: McGraw Hill Financial, Annual Report

S&P의 영업이익을 보면 2013년까지 지속적인 증가세를 보여 왔으나 2014년에는 글로벌 금융위기 당시에 신용평가 오류와 관련한 벌금으로 인하여 대규모 적자를 기록하였다.

<그림 IV-6> S&P의 영업이익 추이



자료: McGraw Hill Financial, Annual Report

S&P 역시 아시아 각국의 지사를 두고 있으며, 자회사 형태의 진출도 추진하고 있다. S&P는 인도의 CRISIL(58.5%), 타이완의 Taiwan Ratings Corporation(51%)의 경영권을 인수하였다. 홍콩, 일본의 경우에는 신용평가업무를 하는 사무소를 두고 있으며 중국, 한국, 말레이시아에도 사무소를 설치하였으나 평가업무를 수행하지는 않고 있다.

2) 신용평가 성과

2014년도 기준 S&P의 부도율을 보면 기업부문의 부도율은 안정된 모습을 보이고 있으나 구조화금융부문은 높은 수준을 기록하고 있다. 회사

채부도율은 과거 수준을 유지하고 있고, 등급 간에도 일정한 차이를 보이고 있어 안정된 모습을 보이고 있다.

그러나 구조화금융 부도율은 서브프라임 모기지 관련 유동화증권의 대규모 부도로 인하여 높은 수준을 나타내고 있다. 구조화금융 부도율의 경우 3년 누적부도율이 10년 누적부도율에 비해 높은 수준을 나타내는 이상현상을 보이고 있다. 이는 서브프라임 모기지 부실화의 기간 동안 일시적으로 서브프라임 모기지 관련 구조화금융상품의 부도가 급격히 증가한 데에 기인한다.

<표 IV-7> S&P의 채권 부도율(2014년 기준)

(단위: %)

	연간부도율		3년 누적부도율		10년 누적부도율	
	기업부문	SF	기업부문	SF	기업부문	SF
AAA	0.00	0.09	0.00	1.02	0.24	0.50
AA	0.00	0.31	0.03	6.62	0.44	1.74
A	0.03	0.53	0.14	9.10	1.46	4.86
BBB	0.16	1.34	0.86	15.03	5.12	17.05
BB	0.65	2.59	4.07	19.05	15.92	24.88
B	4.89	5.71	16.22	27.60	33.84	48.02
CCC	28.02	31.66	44.15	66.55	53.92	61.40

주 : 1981~2014년 평균 부도율 기준

자료: S&P, Annual Certification of Form NRSRO 2014

회사채 신용등급의 3년 기준 전이행렬을 보면 투자등급의 경우에는 신용등급의 상향에 비해 신용등급의 하향 비중이 월등히 높은 것으로 나타나고 있다. 반면 투기등급의 경우에는 신용등급 상향 비율과 하향 비율이 비슷한 분포를 나타내고 있다.

<표 IV-8> S&P의 회사채 신용등급 전이행렬

(단위: %)

Average One-Year Transition(1981~2014)								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	WR
AAA	86.9	8.23	0.80	0.00	0.07	0.00	0.00	4.00
AA	0.42	90.12	4.19	0.72	0.13	0.06	0.00	4.33
A	0.06	0.66	89.87	4.65	0.47	0.17	0.01	4.20
BBB	0.01	0.03	1.46	89.57	2.39	0.47	0.05	5.87
BB	0.00	0.04	0.14	3.01	82.61	4.05	0.53	8.98
B	0.00	0.01	0.11	0.09	1.78	77.28	4.48	11.86
CCC	0.00	0.00	0.17	0.24	0.51	13.01	43.33	14.72
Average Three-Year Transition(1981~2014)								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	WR
AAA	66.03	18.58	3.48	0.30	0.15	0.07	0.00	11.40
AA	0.92	71.69	11.79	2.23	0.78	0.25	0.04	12.29
A	0.12	2.15	71.10	11.77	1.68	0.63	0.07	12.39
BBB	0.03	0.13	4.92	69.06	6.53	1.85	0.18	16.67
BB	0.02	0.08	0.59	9.93	51.22	9.05	1.24	23.77
B	0.02	0.02	0.34	0.61	6.38	42.18	5.49	28.99
CCC	0.00	0.00	0.14	0.71	1.75	16.46	10.47	26.32

주 : 1981~2014년 평균

자료: S&P, Annual Certification of Form NRSRO 2014

S&P의 구조화금융 신용등급 전이행렬을 보면 회사채에 비해 신용등급의 변동성이 높은 것으로 나타나고 있다. AAA등급 구조화증권의 3년 누적 등급 유지비율은 49.1%를 기록하고 있고 등급 하향 비율은 16.6%에 달하고 있다. AA~BBB등급의 경우에는 신용등급 유지비율은 평균 39.0%이고 등급 하락 비율은 24.4%에 달하고 있다. 3년등급 전이율 상

으로 AA등급 구조화증권이 CCC등급으로 하락한 비중도 9.1%를 기록하고 있다.

<표 IV-9> S&P의 SF채권 신용등급 전이행렬

(단위: %)

Average One-Year Transition(1981~2014)								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	WR
AAA	80.22	2.63	1.23	0.85	0.59	0.71	0.81	12.86
AA	3.25	77.14	3.19	2.17	1.50	1.63	3.76	7.10
A	0.91	3.04	75.10	3.98	2.15	1.88	5.20	7.34
BBB	0.51	0.88	2.28	73.13	4.08	3.31	7.84	6.88
BB	0.08	0.16	0.71	2.20	66.07	6.96	15.83	4.97
B	0.03	0.03	0.17	0.41	1.90	61.10	24.68	3.68
CCC	0.00	0.00	0.00	0.04	0.31	1.03	63.77	3.18
Average Three-Year Transition(1981~2014)								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	WR
AAA	49.13	4.58	2.44	1.73	1.21	1.22	3.45	35.24
AA	6.76	42.79	5.27	3.14	2.66	3.11	9.11	22.15
A	2.42	5.01	38.23	5.93	3.51	3.53	11.09	23.27
BBB	1.57	1.66	3.98	34.81	5.67	4.98	15.34	21.45
BB	0.26	0.70	1.22	3.71	29.34	7.60	21.60	15.40
B	0.09	0.10	0.50	1.02	2.84	27.10	23.64	10.55
CCC	0.01	0.01	0.05	0.18	0.63	1.34	23.97	7.25

주 : 1981~2014년 평균 부도율 기준

자료: S&P, Annual Certification of Form NRSRO 2014

라. Fitch Ratings

1) 현황

Fitch Ratings는 1913년 설립된 후 회사채 신용평가를 중심으로 업무를 확대하여 세계시장에서 Moody's, S&P에 이어 세 번째로 높은 시장 점유율을 기록하고 있다. 1997년 미국의 Fitch Investors Service와 영국의 IBCA가 합병하였고 이후 DCR, Thomson Bank Watch의 합병을 통해 시장점유율을 크게 제고시켰다.

Fitch Group은 프랑스의 Fimalac S.A.와 미국의 Hearst Corp이 공동으로 소유하였으나 Fimalac S.A.의 지분을 Hearst Corp에 매각하여 현재는 Hearst Corp이 최대 주주가 되었다.

Fitch Group은 Fitch Ratings, Fitch Solutions, Fitch Learning 그리고 BMI Research로 구성되어 있다. Fitch Ratings는 신용평가업무를 수행하며, Fitch Solutions는 신용분석 자료 및 분석 솔루션을 제공하고 신용평가 관련 정보의 제공 서비스도 담당하고 있다. Fitch Learning은 전문인력 개발 회사이며, BMI Research는 거시경제분석, 산업분석 및 금융시장 분석을 전문으로 하는 회사이다.

Fitch Ratings의 신용평가 대상은 기업, 금융기관 및 구조화증권 등이며, 기업 신용평가부문에 있어서는 S&P, Moody's에 비해 열세를 보이고 있다. Fitch Ratings는 뉴욕과 런던을 거점으로 활동하여 전세계적으로 50개 지점을 운영하고 있다. Fitch Ratings의 애널리스트는 829명이며 애널리스트 관리자는 326명이다.

글로벌 금융위기 이후 신용평가부문은 Fitch Ratings가 담당하고 기타 정보제공과 마케팅 부문은 Fitch Solutions가 담당하고 있다. Fitch의 경우 글로벌 금융위기 이전에는 구조화증권의 평가와 자문업무를 담당

하는 Fitch Derivatives를 자회사로 두고 있었으나, 글로벌 금융위기 이후에는 구조화증권 평가부문은 Fitch Ratings로 흡수하고 기타 정보제공 및 분석툴을 제공하는 부문은 Fitch Solutions로 분리하였다.

Fitch Ratings는 채권 및 발행기업의 신용평가서비스를 제공하며 기업 평가부문, 금융기관 평가부문, 보험평가부문, 구조화금융 평가부문, 공공 평가부문, 인프라스트럭처 및 프로젝트 평가부문으로 구성되어 있다.

Fitch Solutions는 채권데이터, 분석 툴 개발 및 다양한 정보제공 서비스 업무를 수행하고 있으며 Fitch Ratings의 정보를 판매하는 채널의 역할도 담당하고 있다. Fitch Solutions가 제공하는 상품은 Fitch Ratings의 리서치, 위험 및 성과 평가 툴, 구조화금융 솔루션, 가격 및 가치평가 서비스를 제공하고 있다.

2014년 현재 Fitch Ratings의 등급부여 건수는 30만건 정도로 S&P의 1/3 수준이다.

<표 IV-10> Fitch Ratings의 신용평가 대상 현황

구분	금융기관	보험사	기업	ABS	국채·지방채· 외국국채
2013년	49,821	3,222	15,299	53,612	204,303
2014년	46,260	3,011	15,558	42,237	194,086

주 : 평가 대상 건수 기준

자료: Fitch Ratings, Annual Certification of Form NRSRO 2014

2) 신용평가 성과

2014년도 기준 Fitch의 부도율을 보면 기업부문의 부도율은 안정된 모습을 보이고 있으나 구조화금융부문은 높은 수준을 기록하고 있다.

회사채부도율은 S&P나 Moody's와 비슷한 수준을 유지하고 있으나 AAA등급의 신용사건이 발생하여 AAA급의 1년 부도율이 0.11%를 기록하고 있고, 3년 누적 부도율은 0.34%를 기록하여 AA~A급 간의 등급 역전 현상이 발생하고 있다.

구조화금융 부도율의 경우 서브프라임 모기지 관련 유동화증권의 대규모 부도로 인하여 높은 수준을 나타내고 있다. 기간별로 보면 2000년부터 2006년까지는 낮은 부도율을 기록하였으나 2007년 부도율이 소폭 상승하였고, 2008년부터 2010년에 걸쳐 대규모 부도가 발생하여 부도율이 급격히 상승하였다. 이에 따라 AAA급 구조화금융상품의 3년 누적부도율은 5.29%를 기록하고 있다. 또한 3년 누적부도율이 10년 누적부도율에 비해 높은 수준을 나타내는 이상현상을 보이고 있다.

<표 IV-11> Fitch의 채권부도율(2014년 기준)

(단위: %)

	연간부도율		3년 누적부도율		10년 누적부도율	
	기업부문	SF	기업부문	SF	기업부문	SF
AAA	0.11	0.95	0.34	5.29	0.97	0.50
AA	0.03	1.57	0.07	9.51	0.27	5.32
A	0.07	3.25	0.36	15.74	1.68	12.26
BBB	0.17	5.88	0.98	22.86	4.18	19.00
BB	0.94	12.93	4.01	32.02	10.26	20.80
B	1.93	19.74	6.72	43.65	10.79	31.48
CCC	23.52	45.14	34.73	74.91	39.88	87.30

주 : 1990~2014년 평균 부도율 기준

자료: Fitch Ratingss, 2014 Transition and Default Studies

회사채 신용등급의 전이행렬을 보면 A등급 이상의 경우 등급 상향에 비해 하향 비중이 높은 것으로 나타났다. 반면 BBB등급의 경우에는 상향 비율과 하향 비율이 비슷한 분포를 보이고 있다. 투기등급의 경우에는 신용등급 상향 비율이 하향 비율에 비해 다소 높은 것으로 나타났다.

<표 IV-12> Fitch의 회사채 신용등급 전이행렬

(단위: %)

Average One-Year Transition(1990~2014)							
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
AAA	87.18	5.30	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.12	85.44	8.61	0.35	0.02	0.02	0.00
A	0.01	1.84	87.55	5.02	0.41	0.06	0.03
BBB	0.00	0.13	3.09	86.56	3.13	0.47	0.13
BB	0.02	0.03	0.08	7.32	75.52	5.63	1.22
B	0.00	0.00	0.18	0.35	7.53	75.50	4.56
CCC	0.00	0.00	0.00	0.29	1.74	17.01	46.08
Average Three-Year Transition(1990~2014)							
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
AAA	66.55	11.15	1.15	0.11	0.00	0.00	0.00
AA	0.26	63.07	19.82	1.83	0.15	0.03	0.00
A	0.01	4.23	67.11	10.91	1.39	0.30	0.02
BBB	0.00	0.34	6.92	66.05	5.51	1.45	0.51
BB	0.00	0.14	0.57	16.36	44.60	8.84	1.86
B	0.00	0.00	0.30	1.63	14.52	46.81	3.41
CCC	0.00	0.00	0.00	1.94	5.01	25.69	12.92

주 : 1990~2014년 평균 부도율 기준

자료: Fitch Ratings, 2014 Transition and Default Studies

Fitch의 구조화금융 신용등급 전이행렬을 보면 회사채에 비해 신용등급의 변동성이 높은 것으로 나타났다. 등급별 전이행렬을 살펴보면 AAA등급 구조화증권의 3년 누적 등급 유지 비율은 46.3%에 불과하고, 신용등급이 하락하는 비율이 높은 것으로 나타났다. 또한 AA~BBB등급의 경우에는 신용등급 유지비율은 평균 31.8%이고 등급 하락 비율은 16% 내외를 기록하고 있다. 구조화금융의 등급 전이행렬의 특성을 보면 신용등급이 낮을수록 등급 유지비율이 낮아지는 특성을 보이고 있다.

<표 IV-13> Fitch의 SF채권 신용등급 전이행렬

(단위: %)

Average One-Year Transition(1990~2014)								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	WR
AAA	79.61	1.34	1.05	1.02	0.65	0.56	1.10	0.40
AA	6.82	70.68	4.24	3.36	2.03	1.35	1.29	0.66
A	1.96	4.99	69.27	5.54	3.06	2.32	1.97	0.43
BBB	0.48	1.27	3.67	67.20	5.71	4.76	3.36	0.57
BB	0.13	0.39	1.73	4.34	60.39	8.88	5.51	0.53
B	0.07	0.05	0.32	1.33	4.15	59.46	10.75	0.47
CCC	0.01	-	0.05	0.15	1.48	2.08	48.77	0.40
Average Three-Year Transition(1990~2014)								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	WR
AAA	46.33	2.27	2.17	2.23	1.27	1.22	1.71	1.25
AA	10.46	34.73	4.27	4.54	3.56	3.90	3.61	1.74
A	4.92	6.32	31.35	5.45	3.80	4.33	4.34	1.24
BBB	1.93	2.47	4.63	29.17	5.19	5.60	5.50	1.56
BB	0.67	1.14	2.91	5.85	25.14	7.20	6.20	1.28
B	0.25	0.26	0.99	2.09	4.99	24.77	8.81	1.22
CCC	0.05	0.03	0.17	0.33	1.34	1.89	15.75	1.08

주 : 1990~2014년 평균 부도율 기준

자료: Fitch Ratings, 2014 Transition and Default Studies

2. 금융위기와 신용평가

가. 글로벌 금융위기의 과정

서브프라임 모기지 사태와 관련하여 신용평가사의 책임론이 제기되고 있다. 신용평가회사들은 잘못된 분석기법과 내부적으로 명확하지 않은 절차 등을 통해 서브프라임 모기지 관련 유동화증권의 신용도를 잘못 평가하였고, 신용평가에 대한 규제도 적절하지 못하여 문제를 증폭시키는 요인이 되었다는 것이다.

서브프라임 모기지 사태의 과정을 살펴보면, 글로벌 저금리 상황에서 서브프라임 모기지가 급격히 증대하였고, 이러한 과정에서 다수의 서브프라임 모기지가 유동화되어 다양한 투자자에게 신용위험이 이전되었다. 서브프라임 모기지를 실행한 금융기관은 서브프라임 모기지를 기초로 Non-agency MBS를 발행하였다. 이러한 서브프라임 모기지에 기초한 MBS의 경우 선순위는 신용도가 높은 증권을 선호하는 금융기관들이 인수하였고, 신용도가 낮은 tranche의 경우에는 헤지펀드가 인수하거나 중순위·후순위 증권을 모아 CDO와 ABCP의 기초자산으로 사용하였다. 이와 같이 서브프라임 모기지를 기초로 한 다양한 증권(non-agency MBS, CDO, ABCP)은 투자은행, 펀드 및 헤지펀드 등에 다양한 투자자들이 투자함으로써 서브프라임 모기지의 신용위험이 다양한 투자자에게 이전되었다.

이러한 상황에서 서브프라임 모기지가 부실화되자 이를 기초로 발행된 RMBS가 부실화되고, RMBS를 기초자산으로 활용된 CDO와 ABCP 및 신용파생상품이 같이 부실화되어 이에 투자한 금융기관이 커다란 손실을 입게 되었다. 또한 SIV(structured investment vehicle)에 대한 유동성 보강기관도 이에 대한 유동성 보강이 적절하게 이루어지지 못하는

문제가 발생하였다. 이와 같이 서브프라임 모기지사태는 서브프라임 모기지과 관련한 신용위험이 유동화라는 구조를 통해 다수의 투자자에게 이전된 상황에서 동 자산이 부실화됨에 따라 이에 투자한 모든 금융기관의 연쇄적인 부실화를 초래한 것이 주요 요인이 되었다.

이러한 서브프라임 모기지 유동화를 통한 신용위험 이전의 과정에서 투자자들은 신용평가사가 제시하는 신용등급에 과도하게 의존하여 투자 의사결정을 하였다.

신용평가사는 다양한 요인으로 인하여 실제 위험보다 낙관적인 등급을 제시하였다. 신용평가사들은 과거 데이터를 기초로 한 평가모형을 설정하였으나 금융상황의 변화로 인하여 모수가 급격히 변화함으로써 결과적으로 부실한 평가가 이루어졌다. 또한 서브프라임 모기지의 부실화가 진전되자 기존에 평가한 유동화증권의 신용등급을 급격히 조정함으로써 금융기관들이 보유한 서브프라임 관련 유동화증권이나 신용파생상품의 가치가 하락하여 위기를 확대시키는 결과를 초래하였다.

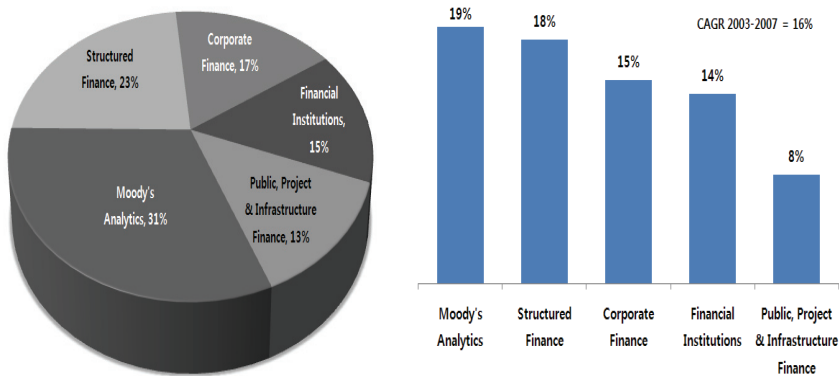
나. 서브프라임 모기지 사태와 신용평가

서브프라임 모기지 부실로 주요 금융기관의 손실이 확대되면서 구조화증권 신용등급의 부정확성에 대한 문제가 제기되고, 신용평가사에 대한 책임론 확산되었다. 신용평가사에 대해 제기된 주요한 문제점으로는 구조화증권 신용평가 수익 확대를 위해 관대한 평가가 이루어졌고, 구조화채권과 관련한 평가기법이 불충분하여 서브프라임 모기지 유동화에 대한 부적절한 평가가 이루어졌으며, 신용평가의 과정에서 이해상충의 문제로 인하여 공정한 평가가 이루어지지 못하였다는 점이 지적되고 있다.

우선 구조화증권시장의 급성장에 따른 수익증가로 우호적 평가유인

이 증가하였고 이로 인하여 구조화증권에 대한 정확한 평가가 이루어지지 못했다는 비판이 제기되고 있다. 글로벌 금융 위기가 발생하기 이전 몇 년간 금융시장의 과잉유동성을 바탕으로 투자자들의 고위험·고수익 자산에 대한 선호가 증가함에 따라 구조화증권시장이 급성장하였으며, 이에 따라 구조화증권 부문의 신용평가 수익도 확대되었다. Moody's사의 구조화 금융부문은 2008년 말 기준으로 4억 1,720만달러 이상의 수익을 올려 전체 수입의 약 23%를 차지하였으며, 2003~2007년 연평균 18%의 성장률을 기록하였다.¹⁶⁾ 이와 더불어 신용평가사들은 MBS, CDO 등 구조화증권에 대한 설계 및 자문서비스 제공을 통해 수익을 창출하기도 하였다. 이러한 수익기회 확대에 따라 신용평가사들은 상대적으로 관대한 신용평가 기준을 도입하였고, 이러한 관대한 신용평가 기준이 구조화증권의 부실화를 초래하는 한 요인이 되었다.

<그림 IV-7> Moody's의 수익구조 및 각 부문의 연평균 성장률



주 : 수익구조 그래프는 2008년 회계연도 기준이며, 성장률 그래프는 2003년부터 2007년의 연평균 성장률임

자료: Moody's Investor Presentation

16) 글로벌 금융위기 발발에 따라 구조화금융 부문의 2003~2008년 연평균 성장률은 -3%로 크게 감소함

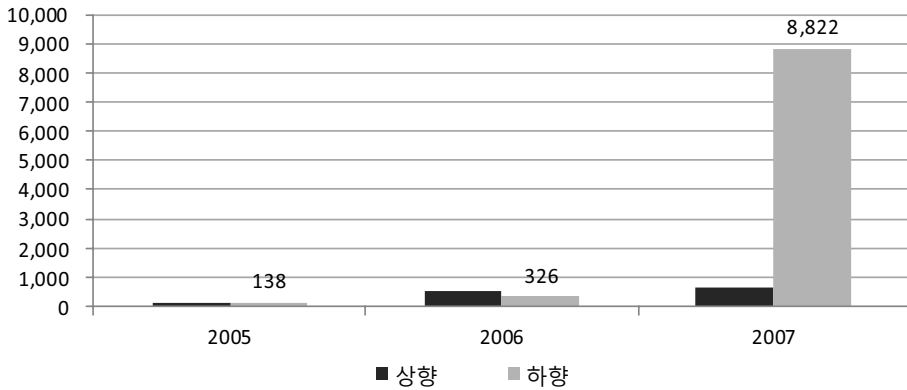
발행자의 등급쇼핑 유인 문제도 제기되고 있다. 구조화상품 발행자는 해당 상품에 대한 높은 신용등급을 부여하거나 신용보강을 적게 요구하는 신용평가사에게 평가를 의뢰할 유인이 있으며, 잠재적 리스크를 의도적으로 축소시킬 유인이 존재한다. 이와 같이 관대한 신용등급을 부여하는 신용평가사에 대해 신용등급을 의뢰하는 경향은 구조화증권 신용등급의 적정성을 저해하는 요인으로 작용하였다.

또한 잘못된 모수와 모델의 적용으로 인한 부실한 신용평가와 급격한 신용등급 조정이 신용위기를 확산시키는 한 요인으로 작용하였다. 서브프라임 MBS나 CDO 등 구조화증권의 경우에는 리스크 특성이 일반채권과 완전히 상이함에도 불구하고 일반채권의 등급평가와 유사하게 진행한 것이 잘못된 결과를 초래하였다. 구조화 금융상품에 대한 신용등급 산정모형 및 산정방법이 불완전하고, 시계열자료가 부족할 뿐만 아니라, 리스크 특성에 대한 정보제공 능력이 미흡한 상황이었다. 특히 CDO 평가에 있어서 신용리스크를 유발하는 경제적 요인들이 경기하락 시 동조화되는 중요성을 간과한 평가가 이루어짐에 따라 결과적으로 부정확한 모수에 의한 평가가 이루어졌다.

신용평가 과정 상 오류의 문제도 제기되고 있다. Moody's의 일부 직원들은 10억 달러 규모의 CDO 등급 산정과정에서 컴퓨터 코드 오류로 A1을 Aaa로 잘못 입력하는 등의 신용평가의 오류도 발견되고 있다. 또한 구조화증권의 신용등급결정 시 공표되지 않은 기준을 사용하였으며, 공표된 기준들도 주관적이고 애매한 부분이 많아 공표된 기준을 준수했다고 보기 어려운 상황이었다.

이와 더불어 금융위기가 진행됨에 따라 글로벌 신용평가사들이 서브프라임 모기지와 관련한 구조화상품에 대한 신용등급을 일제히 급격하게 하락시킴에 따라 위기를 증폭시키는 요인이 되었다.

<그림 IV-8> 서브프라임 MBS 신용등급 조정 추이



주: 글로벌 신용평가 3사 합계

글로벌 금융위기 이후 신용평가사의 컨설팅 업무 등 다양한 겸영업무 수행에 따른 이해상충의 문제가 제기되기도 하였다. 신용평가사들은 그들의 핵심적인 신용평가 비즈니스를 보완하기 위해 사전등급평가 및 기업컨설팅 서비스와 같은 부수적인 비즈니스를 영위하였다. 신용평가사가 신용평가업무와 컨설팅업무 등을 겸영함에 따라 수익원 확보를 위해 컨설팅 제공업체에 관대한 신용등급을 부여할 가능성이 증대되었다. 피평가사 입장에서는 보다 호의적인 등급을 부여받기 위해, 또는 등급 결정에 있어 불이익을 받지 않기 위해 신용평가사의 부수적인 서비스들을 구매할 가능성도 존재하였다.

구조화금융 거래의 경우 신용평가사가 발행자에게 계획하고 있는 등급을 받기 위해 SPV를 어떻게 설계해야 하는지에 대한 조언을 하는 것이 관례로 되어 있어 평가업무와 구조화 자문업무 간 이해상충이 발생하기도 하였다. SEC가 2007년부터 신용평가의 이해상충의 문제를 조사한 결과에 따르면 3대 신용평가사의 구조화증권 구조설계 컨설팅이 공정한 신용평가사를 저해하는 대표적 요인으로 지적되고 있다.

신용평가사에 대한 적절한 규제체계 부재가 구조화증권의 부실한 평가의 한 요인으로 작용했다는 주장도 존재한다. 미국이나 유럽의 경우 신용평가사의 감시를 시장의 평판이나 시장규율에 맡김으로써 규제기관이 신용평가에 대한 규제를 거의 하지 않았다. 2004년 12월 IOSCO의 권고에 따라 code of conduct가 도입되었으나 구체적인 평가활동의 공정성을 제고하는 요인으로 작용하지는 못하였다. 또한 2007년 6월에 미국에서 Credit Rating Agency Reform Act가 시행되었으나 평가의 과정과 결과에 대한 감독은 도입되지 않았다.

이와 같이 신용평가사에 대한 느슨한 규제와 감독이 신용평가사의 구조화금융 신용평가의 적정성을 저해하는 요인으로 작용하였으며, 궁극적으로 부실한 평가를 하게된 하나의 원인으로 작용하였다는 주장이 제기되었다.

이에 따라 신용평가사에 대한 규제 강화의 필요성이 제기되었고, 국제기구와 각국 규제기관들이 신용평가사에 대한 규제 체계 개선을 추진하게 되었다.

3. 글로벌 금융위기 이후 신용평가 제도개선

가. 서브프라임 모기지 사태 이전의 신용평가제도

1) 미국의 신용평가제도

미국의 신용평가 산업은 정부의 통제나 규제가 거의 없는 환경에서 발달해 왔으며, 평가기관의 독립성, 평가 품질, 분석의 일관성, 과거 실

적, 평가 영역 등에 있어 투자자들의 평가를 중요하게 여겨 왔다. 신용평가산업은 언론기관과 마찬가지로 전문영역 및 자유로운 평가의견을 보장하는 제도 하에서 성장해 왔다.

미국의 NRSRO제도는 시장에서 신뢰성을 인정받는 신용평가사의 신용등급을 공적 규제에 적용하는 일종의 신용평가사 인정제도(Nationally Recognized Statistical Rating Organizations: NRSRO)로 도입되었다. 당초 NRSRO제도는 1975년 증권거래위원회(SEC)가 증권회사 자기자본규제에 신용평가 등급을 이용할 목적으로 도입되었다. SEC의 증권회사 순자본규제에 의하면, 미국의 증권회사는 순자본 산정 시 보유자산의 위험도에 따라 자산의 시장가치에서 일정비율을 할인(haircut)하여야 하며, 만약 특정 유가증권에 대하여 2개 이상의 NRSRO에 의해 투자등급으로 책정될 경우 순자본 산정 시 할인율을 일정수준까지 줄일 수 있도록 허용하였다. 그 후 NRSRO는 전미보험감독관협회 등 공공기관의 정책목적이나 민간회사의 자체투자기준에 관한 내규에 널리 사용되게 되었다.

미국의 NRSRO제도는 2000년 이전까지는 신용평가시장의 독과점화 및 진입장벽으로 작용해온 것으로 평가되고 있다. 신용평가사는 자신의 공신력(reputation capital)을 유지하는 것이 가장 중요하고 신의성실에 입각하여 업무를 수행할 것이므로 감독당국의 규제가 불필요하다는 규제무용론이 통용되어 왔다. 또한 SEC는 NRSRO의 확대를 적극적으로 추진하지 않았고, NRSRO에 대한 규제 및 관리도 마련되지 않았다. 반면 2개 이상의 NRSRO로부터 투자적격등급을 받은 발행자에 대해 특혜(순자본 산정 시 haircut 비적용)를 부여하거나 NRSRO로부터 신용등급을 취득한 유가증권에 대해 공모절차를 간소화하는 제도로 활용되었다. 또한 MMF의 경우 NRSRO로부터 단기신용등급 중 상위 2개 등급을 취득한 금융상품으로 투자대상이 제한되었고, CP에 40% 이상을 투자하는 Mutual Fund에 대해서는 2개 이상의 NRSRO로부터 단기 최고등급을 취득한 발행자의 CP에 투자할 것을 권고하였으며, MBS 등 유동화 관련

증권의 경우 1개 이상의 NRSRO로부터 단기신용등급 중 상위 2개 등급을 취득할 것을 요구하였다. 이와 같이 NRSRO제도가 주로 신용등급 취득을 의무화하는 방식으로 운영되었고, 제한된 평가사에 한하여 NRSRO 자격을 부여함에 따라 동 제도는 신용평가사의 안정적 영업권을 보장해주는 역할을 하였다고 볼 수 있다.

그러나 엔론사태와 월드컴사태를 계기로 신용평가 이용자들은 NRSRO가 발행자 신용도에 대한 정보를 시장에 충분히 제공하지 못하고 있다는 비판을 제기하고 NRSRO제도의 개선을 요구하였다.

이에 따라 1997년 SEC는 다음과 같은 기준에 따라 공인신용평가사의 선정기준을 변경할 것을 제안한 바 있다.

- ① 미국 내 대다수의 이용자로부터 신뢰할 수 있는 회사로서 인식되어 있을 것
- ② 신뢰할 수 있을 만한 업무수행을 위해 충분한 스태프(교육, 경험, 인원 수 등), 자금 및 조직을 갖추고 있으며 발행자 등의 경제적 압력으로부터 독립된 경영을 행사할 수 있을 것
- ③ 정확하고 신뢰할만한 신용평가를 보증할 수 있는 체계적인 평가기법을 보유하고 있을 것
- ④ 평가대상기업의 고위급 경영진과 접촉하고 있을 것
- ⑤ 평가대상기업 등으로부터 얻은 비공개정보의 취급에 관한 내부규정이 정비되어 있을 것

이와 더불어 SEC는 신용평가사의 독립성의 관점에서 발행자로부터 평가수수료를 받는 것 자체가 채권발행액에 비례하는 수수료체계가 잠재적으로 이해상충의 가능성이 있다는 문제를 제기하기도 하였다. 그러나 수수료체계에 대한 SEC의 문제 제기는 구체적인 규정의 도입이나 수수료체계 개선으로 이어지지는 않았다.

2000년대 들어 국제증권감독기구(IOSCO)가 신용평가기관의 기본행동 규범(Code of Conduct Fundamentals)을 발표하였고, 바젤위원회와 각국 감독기관의 ECAI 지정기준 설정 등 유관기관 및 감독기관의 규제가 확대되어 왔다.

이러한 국제기구의 신용평가에 대한 규제 도입의 권고와 더불어 2007년에는 미국에서도 신용평가개혁법(Credit Rating Agency Reform Act)을 제정하면서 신용평가에 대한 규제를 도입하였다. SEC가 발표한 Proposed Rule(2007.2)과 Final Rule(2007.6)에 따르면 과거의 비조치의견서(No-action Letter)를 통한 NRSRO 지정 방법은 투명성이 결여되어 있고 진입장벽으로 작용한다는 문제제기를 하고, 신용평가개혁법 제정을 통해 신용평가사 규제에 대한 근본적인 변화가 필요함을 강조하였다.

신용평가개혁법(2007)의 주요 내용을 살펴보면, NRSRO 지정제를 폐지하고 NRSRO 등록제로 전환하였다. 또한 NRSRO 등록 신청 시 활동가능성을 판단할 수 있는 정보 제출을 의무화하고, 신용평가사에 대한 SEC의 감독권한을 명기하였다. 이와 같이 신용평가개혁법 제정을 통해 신용평가산업의 경쟁을 촉진하는 정책을 추진하였으나, NRSRO라는 문호가 모든 신용평가사 또는 신용평가사가 되기를 원하는 회사들에게까지 개방되지는 않았다. 또한 신용평가사에 대한 구체적인 도입기준 및 규제가 마련되지 않아 실질적인 규제체계는 글로벌 금융위기 이후에 마련되었다.

2) EU의 신용평가제도

EU의 경우 글로벌 금융위기 이전까지는 시장의 자발적인 수요와 신용평가사의 평판 등에 근거하여 신용평가정보가 이용되었으며, 개별 국가의 경우 신용평가사의 설립·업무영역 등을 규제하는 제도가 거의 존

제하지 않았다.

1999년 EC는 Financial Service Action Plan을 발표하여 신용평가사에 대한 시장규율의 기본적인 가이드라인을 설정하였다. Financial Service Action Plan은 피평가기업 내부정보 이용 등을 금지하는 우월적 지위 남용 방지, 신용평가사가 금융업을 겸영할 경우 방화벽 설정 등에 의한 관계자간 이해상충 방지, 바젤Ⅱ 도입과 관련한 적격 신용평가사의 요건 설정 등을 주요 내용으로 하고 있었다. 또한 적격 신용평가사는 평가의 객관성·독립성 유지, 평가등급의 사후관리 여부, 평가절차의 투명성 및 시장 인지도 등 요건을 기준으로 선정하도록 권고하고 있으며, 신용평가사에 대해 국제증권감독기구(IOSCO)의 윤리강령을 준수하도록 권고하는 한편 준수 여부에 대한 정기적인 모니터링을 요구하고 있다.

2003년 팔마라트 부정회계 사건을 계기로 신용평가회사에 대한 규제 의 도입을 검토하였으나 2006년 9월 일단 규제도입을 보류하고 IOSCO의 신용평가기관의 기본행동규범을 자율적으로 준수하는 방식을 도입하였다.

EU의 경우 서브프라임 모기지 사태 이후 신용평가규제법의 제정을 통해 신용평가사에 대한 규제를 도입하였다. 2007년 10월 EU 재무장관 회의에서 다시 신용평가회사에 대한 규제의 필요성이 제기되었고, 2008년 5월 유럽증권규제감독위원회(The Committee of European Securities Regulators: CESR)는 기본행동규범의 준수상황과 구조화금융 상품에 대한 신용평가회사의 역할에 대한 보고서를 공표하였다. 이후 2008년 7월 유럽이사회는 신용평가회사에 대한 규제의 도입을 공식적으로 결정하였다. 특히 유로존 위기를 거치면서 신용평가회사에 대한 규제 논의의 초점이 신용평가사에 대한 의존도 축소, 국가신용등급 평가의 투명성 제고 및 신용평가사에 대한 법적 책임 강화 등으로 변화하고 있다.

나. 서브프라임 모기지 사태 이후 신용평가 제도개선 추이

글로벌 금융위기가 발생한 이후 각국의 규제기관과 국제기구들은 글로벌 신용평가사들의 문제를 검토하고 신용평가에 대한 규제를 강화하는 방향으로의 규제체계 변화를 추진하고 있다.

신용평가 제도개선의 기본 방향은 신용평가사에 대한 투명성과 공정성을 강화하는 방향에서 규제를 강화하는 것이다. 이를 위해 기존의 신용평가 관련 규제를 개선하거나 새로운 규제체계를 도입하고, 신용평가의 감독체계를 마련하였다. 또한 신용평가사의 이해상충을 완화하기 위하여 행위규제를 도입하고, 신용평가 수수료체계에 대한 개선 방안을 검토하는 한편 신용평가사의 의존도 축소 방안도 검토하고 있다.

IOSCO는 2004년부터 제시해 온 신용평가사에 대한 규범을 강화하여 신용평가의 질, 이해상충 방지체계, 투자자와 발행자에 대한 의무 강화, 행동규범의 공시 등을 강화하는 새로운 행동규범을 제시하였다.

미국 SEC는 2009년 4월 NRSRO의 정보공개 강화, 이해상충 방지, 기록·보관의무 등 IOSCO 행동강령 일부 조항을 반영하여 NRSRO 규정을 공포하였다. 이와 더불어 미국은 이해상충의 방지, 투명성과 공시강화, 신용평가사에 대한 SEC의 권한과 감독을 강화하는 것을 주요 내용으로 하는 신용평가개혁법안을 마련하였다.

EU의 경우에는 신용평가사의 이해상충 방지, 등급산정 방법론 개선, 신용평가사의 투명성 제고 및 역내 규제차익 방지 등을 주요 내용으로 하는 신용평가규제법을 도입하였다.

이러한 신용평가제도의 개선은 일본과 호주 등에도 영향을 주어 두 나라 모두 새로운 신용평가 규제체계를 도입하였다.

<표 IV-14> 외국의 신용평가사 규제 체계 도입 현황

규제기관		규제내용
IOSCO		• 2003년 9월, “Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies” 발간 • 2004년 12월, “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” 제정 • 2008년 5월, “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” 개정
미국	Credit Rating Agency Reform Act of 2006	• 2006년 9월 29일, “Credit Rating Agency Reform Act” 미의회 및 대통령 승인 • NRSRO의 지위로 신용평가사를 규제하기 위한 다양한 규칙을 SEC에서 제정 • NRSRO가 산정한 신용등급의 절차 및 방법론과 내용에 대해 SEC가 규제하지 못하도록 함
	SEC	• 2007년 5월/6월, “NRSRO Rules” 승인 • 2008년 6월, “NRSRO Rules” 개정 • 2009년 2월, “NRSRO Rules” 개정 • 2009년 9월, “NRSRO Rules” 개정, 2010년까지 개정 작업 지속적으로 이루어짐
	Treasury	• 2009년 7월, CRA Reform 규정 제정(2009년 6월 오바마 플랜 중 일부분)
EU		• 2008년 7월, EC는 CRAs의 등록 및 감독에 대한 규정 초안을 제안한 자문보고서 발간 • 2008년 11월, EC가 Proposal 발간 • 2009년 4월, European Parliament and the Council of the EU에 의해 Proposal 승인
일본		• 2009년 3월 4일, FSA Japan은 CRAs 규정을 포함해 FIEL의 개정을 제안 • 2009년 6월 17일, 일본국회가 개정안 통과 • 2009년 10월 16일, 초안법안으로 공청회 개최
호주		• 2010년 1월 1일, CRA에 대한 Financial Services 라이선스에 대한 면제 취소

다. 국제기구의 신용평가 제도개선 권고

1) IOSCO(2008.05)의 code of conduct 개정

IOSCO는 2004년 12월 신용평가의 기본행동규범(Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies)을 제정하였다. 서브프라임 사태가 발생함에 따라 IOSCO는 2007년 11월 태스크포스를 구성하고 2008년 5월 신용평가기관의 기본행동규범령을 개정하였다.

IOSCO의 신용평가 기본행동규범은 신용평가의 질, 이해상충 방지체계, 투자자와 발행자에 대한 의무 강화, 행동규범의 공시 등과 관련하여 다음과 같은 규범을 포함하고 있다.

첫째, 신용평가의 질과 성실성 제고를 위해 공시된 평가방법론에 따라 평가분석과 관련되어 주지한 제반 정보의 철저한 분석에 기초한 의견을 공시하도록 문서화된 절차를 도입하고 이행해야 한다. 또한 신용도에 대한 의견을 입증할 수 있는 내부자료를 보관하고, 구조화상품 기초자산의 리스크 특성이 크게 바뀌었을 때, 현 구조화상품의 신용평가방법론과 평가모델의 적절성을 검토해야 한다.

둘째, 신용평가가 공시되고 발행자 또는 채무에 대한 신용평가를 중단하는 경우에는 이를 고지하도록 하고, 신용평가사가 행동규범 및 관계법, 규정을 준수할 수 있도록 관련 정책과 절차를 수립하고, 이에 따라 관련 책임자를 명시해야 한다.

셋째, 이해상충 방지체계와 관련하여 신용평가의 의견과 분석, 평정 결과에 영향을 미칠 수 있는 이해관계의 충돌을 인지하고, 이를 제거하거나 관리하고 필요할 경우 이를 공개하는 내부절차 및 메커니즘을 도입해야 한다. 이해상충 방지를 위한 공시와 관련하여 컨설팅 수입 등 신용평가 서비스와 관련되지 않은 보수를 공시하고, 신용평가사는 연매출

의 10% 이상 차지하는 발행자, 자산보유자, 주관회사, 고객 또는 회원사(이들의 계열사 포함)를 공시해야 한다. 또한 등급을 공시할 때 평가를 받는 구조화상품 관련한 모든 정보를 공시해야 한다.

넷째, 투자자와 발행자에 대하여 피평가기관과 증권 관련 등급결정사항을 적시에 공시하고, 신용등급결정 시 사용된 주요 방법론 또는 방법론에 대한 설명자료는 열람할 수 있게 하며, 신용평가절차, 평가방법론 및 평가과정(발행자가 공시한 재무제표의 자료와 현저하게 다른 재무제표 조정내용 및 적용가능하다면, 평정과정에 대한 설명 등 포함)에 대한 충분한 정보를 공시해야 한다.

다섯째, 행동규범 공시와 관련하여, 신용평가사는 자사 행동규범을 공시하고 자사 행동규범 조항들이 IOSCO의 신용평가사 활동원칙 및 기본행동규범을 충족하는지 여부를 외부에 알려야 한다.

이와 같이 IOSCO의 신용평가사 기본행동규범은 이해상충을 방지하기 위한 행위규범과 신용평가 관련 정보의 공시 등을 통해 신용평가의 공정성과 투명성을 제고하는데 초점을 두고 있다.

2) G20 신용평가 의존도 축소 논의

글로벌 금융위기를 극복하고 새로운 금융질서를 수립하기 위한 협의기구인 G20 정상회담이 2008년부터 개최되었다. G20 정상들은 2008년 11월 회담에서 신용평가기관의 IOSCO 제반 지침 이행을 촉구하고 2010년 4월 런던회의에서 IOSCO에 지침 준수여부에 대한 감시기능을 부여하기로 합의하였다. 또한 2010년 토론토 G20 정상회의에서는 신용평가의 의존도 축소 방안이 주요 의제에 포함되었다. 2010년 11월 서울에서 개최된 G20 정상회의에서는 금융규제 및 금융회사의 자산운용에 있어 신용평가사에 대한 의존도를 축소하는 FSB(Financial Stability Board)의 원칙을 승인하였다.

대부분의 국가에서 은행 건전성 감독, 중앙은행의 담보, 펀드매니저의 투자정책 등에 있어 기계적으로 신용평가에 의존하는 규정이 도입되어 있고, 신용평가에 대한 과도한 의존도가 금융위기를 증폭시켰다는 비판이 제기되었다. 이에 따라 FSB가 신용평가 의존도 축소에 대한 검토 작업을 거쳐 신용평가 의존도 축소를 위한 원칙을 마련하였다.

신용평가에 대한 의존도 축소 원칙의 내용을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 기준제정기관과 기구, 법률 및 규제 등에서 신용평가에 대한 의존도를 축소하는 방안을 마련해야 한다.

둘째, 은행, 시장참여자, 기관투자자들의 신용평가등급에 대한 의존도를 낮추고 자체적인 신용도 평가 방식을 도입하여야 한다. 그러나 신용평가회사의 유용성을 인정하고 금융회사의 규모, 평가능력, 관련 투자자산의 범위 등에 따라서 차등화된 내부 평가 방법의 도입은 인정하고 있다.

셋째, 중앙은행의 담보증권 인수, 은행의 건전성 규제 및 자산운용사와 기관투자자의 투자기준 등에 있어 기계적으로 신용평가사의 등급을 적용하는 것을 지양하고 자체적인 평가방식을 도입해야 한다.

이러한 원칙에 근거하여 각국의 규제기관이 신용평가사의 신용등급에 대한 의존도 축소를 위한 구체적인 실행 방안을 마련하여 추진하도록 요구하고 있다.

라. 미국의 신용평가 제도개선

1) 신용평가개혁법(Credit Rating Reform Act of 2007)

엔론, 월드컴 등의 부도사건 시 신용평가사의 적시성에 대한 비판이 제기됨에 따라 신용평가의 품질 향상을 위한 제도개선이 추진되었다.

<표 IV-15> NRSROs에 대한 규정(2007.6)

구 분	주요 내용
등록서류	• Form NRSRO 제출: 신용애널리스트 및 관리인의 수, 등급의 분류, 등급의 수, chief compliance officer 등
기록	• 현재 신용등급에 관련된 구체적인 사항 • 신용평가 절차 및 방법론 • 신용평가 기초자료인 내부 기록 • 마케팅 자료 • 신용평가활동과 관련된 내·외부 커뮤니케이션 자료 • 3년 간 보유
연간 재무보고서 (SEC에 제출)	• NRSRO의 감사재무자료(예외 존재) • NRSRO의 모회사의 감사재무자료 • 순이익 기준 상위 20개 발행사와 subscriber의 비감사 재무보고서 • 수익원천에 관한 비감사 재무보고서
비공개 정보의 남용 방지	• NRSRO 내외부에서 내부자거래, 비공개 정보와 신용 등급 유포행위의 금지정책
이해상충	• 신용평가를 위해 NRSRO에 발행인이 대가를 지불한 경우, 다른 서비스에 대해 대가를 지불한 경우 등을 포함하는 이해관계에 대한 공시, 이해상충에 대해 설명하고 이를 관리하기 위한 서면 정책 및 절차 공시 • 한 개인이 신용등급 요청함으로써 얻는 순수익이 총순수익의 10%를 상회할 경우 신용등급 발행 및 유지 금지
금지 행위 및 관행	• 불공정, 사기, 남용 등의 관행에의 연루 금지 • 구조화금융 거래의 기초자산에 대한 경쟁자의 등급을 반경쟁적인 목적으로 “notching”하는 행위 금지

2006년 9월 신용평가사의 법적 책임성, 투명성, 경쟁의 촉진을 통하여 투자자를 보호하고 공익증진을 위하여 신용평가의 품질을 향상시키는 것을 목적으로 하는 신용평가개혁법이 제안되었고, 2007년 6월부터 시행되었다.

신용평가개혁법은 표현의 자유라는 명분 아래 시장규율에 맡겨왔던 신용평가 규제체계를 근본적으로 바꾸는 전환점이 되었다.

동법은 NRSRO를 등록제에서 허가제로 전환하고, SEC가 NRSRO에 대해 감독과 검사를 할 수 있도록 하는 내용을 포함하고 있다. NRSRO로 지정받은 신용평가사들은 SEC에 당해 회사의 재무자료, 모회사의 재무자료를 제출해야 하며, 순이익 기준 상위 20개 발행사의 재무보고서와 수익원천에 대한 보고서를 제출해야 한다. 또한 이해상충에 대한 공시를 요구하고 있다.

동법의 제정에 따라 SEC는 NRSRO에 대해 공시, 기록, 회계, 업무관행 등에 대해 감독을 할 수 있는 권한을 부여받게 되었다.

2) 신용평가개혁법의 개정(2009.4)

서브프라임 모기지 사태의 과정에서 신용등급의 정확성과 적시성에 대한 문제가 제기됨에 따라 미국은 2009년 4월 신용평가개혁법을 개정하였다. 서브프라임 모기지 사태 이후 SEC는 3개 신용평가사에 대하여 검사를 실시하였고, 동 결과를 바탕으로 2008년 6월 NRSRO의 신용평가 절차 및 방법론의 투명성 제고 방안, 2008년 7월 신용평가에 대한 과도한 의존도 축소 방안 등을 마련하였다. 이러한 개혁안에 기초하여 2009년 4월 신용평가개혁법을 개정하였다.

신용평가개혁법 개정안은 신용평가사의 공시의무를 강화하고, 구조화증권의 신용평가에 대한 정교성을 제고하는 것에 초점을 두고 있다.

신용평가개혁법 개정안의 주요 내용을 살펴보면, NRSRO의 1년, 3년, 10년의 부도 및 등급전이 통계 공시 등 NRSRO의 정보공개를 강화하였다. 또한 발행자가 지불한 신용등급 중 10% 무작위추출 샘플에 대한 공시를 요구하고 있다. 이와 더불어 이해상충 방지, 기록·보관의무 등 IOSCO

행동강령 일부 조항을 반영하여 신용평가사는 자신이 자문을 제공한 자산유동화증권의 평가를 수행할 수 없게 하고, 신용분석가는 수수료 협상에 관여할 수 없게 했으며, 자신이 평가업무에 관여한 발행회사로부터 25달러를 상회하는 선물이나 향응을 받지 못하게 하였다.

<표 IV-16> SEC final NRSRO rules(2009년 4월 개정)

구 분	주요 내용
Form NRSRO	• 부도 및 등급전이 통계(1년, 3년, 10년) • 구조화금융의 기초자산에 대한 성과 검증에 대한 정보 • 신용등급에 영향을 미치는 구조화금융 자산보유자(originator)의 질(quality)에 대한 평가여부 및 평가 방법
신용등급 공시	• 발행자가 지불한 신용등급 중 10% 무작위추출 샘플, NRSRO 웹사이트에서 신용평가 후 6개월 이내 서류에 대한 공시
자료보관	• 현재등급과 관련된 모든 부여등급(최초등급에서 현재 등급까지), 등급부여일, 가능하면 CUSIP 또는 Central Index Key number • 구조화증권의 평가에 있어서 모형에서 도출된 신용등급과 발행된 신용등급이 다를 경우 이에 대한 근거 • 서면 커뮤니케이션 자료(신용애널리스트의 신용등급의 결정, 유지, 모니터링, 변경, 철회에 대해 제기된 complaint 포함)
연간 보고서(SEC에 제출)	• 신용평가와 관련된 기밀 연간보고서 제출
신용등급 산정 및 유지 금지	• 기업, 법적 구조, 자산, 부채, 행위, 증권발행 등에 대해 채무자에게 추천 금지 • NRSRO내의 직원이 대가가 지불된(fee paid) 등급의 협상, 토론, 조정 등에 참여 금지 • 채무자로부터 정상적인 업무행위에 대해 받은 보상(25달러 이하) 이외의 보상(gift)을 받은 신용애널리스트가 신용등급을 결정하고 모니터링 참여 금지

동 개정안에서는 신용평가사의 기록을 강화하고, 이해상충을 방지하는 것을 NRSRO 유지의 요건에 포함시켰다. 그러나 구조화증권에 대한 공시강화 및 구조화증권의 등급 심벌 도입 등은 도입되지 않아 당초 제안에 비해 후퇴한 내용으로 신용평가 개혁법 개정안이 마련되었다.

3) 미국 재무부의 신용평가 규제 개혁안(2009.7)

2009년 7월 미국 재무부는 이해상충 해소, 신용평가의 투명성 및 공시 강화, SEC의 감독권한 강화, 신용평가사에 대한 의존도 축소 등을 포함한 신용평가산업에 대한 근본적인 규제 개혁안을 발표하였다.

동 개혁안의 주요 내용을 살펴보면, 이해상충 해소를 위해 신용평가사에 대해서 회계사 등의 전문 서비스 제공자가 부담하는 요건과 동일하게 업무에 대한 제한을 부여하고, 피평가 회사에 대해서 컨설팅 서비스 제공을 금지하였다.

신용평가 수수료 지급 방식, 사업 관계, 자회사 등과 관련하여 야기될 수 있는 이해상충에 대해 공시하고 관리하는 것을 의무화하였다. 모든 보고서에 개별 평가에 대해서 발행자가 지불한 수수료를 공개해야 하며, 이와 함께 지난 2년간 해당 발행자가 지불한 수수료의 총계를 함께 공개하도록 하고 있다.

퇴직 직원이 수행한 용역의 적정성을 확인(look-back requirement)하는 내용도 도입되었다. 신용평가사 직원이 과거에 평가를 수행하였던 발행자에게 고용되는 경우 그 직원이 담당했던 과거 신용평가 내역에 대한 적정성을 검토하도록 하고 있다. 또한 신용평가사에 대한 준법감시인 제도의 도입을 의무화하였다. 준법감시인은 신용평가, 마케팅, 판매, 보상 책정 관련 업무와 관련되어서는 안 되며 매년 SEC에 관련 보고를 제출해야 한다.

투명성과 공시 강화와 관련해서는 등급쇼핑을 막기 위해 발행자에게 각 신용평가사로부터 받은 모든 예비등급을 공시할 것을 요구하고 있다. 이를 통해 투자자들이 얼마만큼의 등급쇼핑이 일어났는지에 대한 확인과 함께 공시된 등급과 얼마만큼의 불일치가 있었는지 확인할 수 있도록 하였다.

구조화 상품에 대해서는 별도의 등급 기호로 표시할 것을 의무화하였다. 신용평가 보고서에 포함되어야 할 내용과 관련하여 신용평가사는 개별 신용등급에 대해서 데이터 신뢰성에 대한 평가 내역, 부도 확률, 부도 시 손실의 정도(severity of loss), 가정 변화에 따른 민감도 분석 등의 내용을 포함하고, 동 정보가 다른 증권과 비교가 가능하도록 제시할 것을 요구하고 있다.

또한 동 규제개혁안은 SEC의 신용평가사에 대한 감독 권한을 강화하는 내용을 포함하고 있다. SEC 내에 신용평가사 감독을 위한 별도의 부서를 설치하고, 모든 신용평가사에 대해 의무 등록 시스템을 도입하였다. SEC는 각 신용평가사에 대해서 등급 결정과 관련한 정책과 과정에 대한 자료 요구와 함께 각 신용평가사가 그들의 정책과 공시 내용에 적합하게 신용평가가 이루어지고 있는지 내부 통제, 실사(due diligence), 평가 방법론에 대한 검사를 수행하는 제도를 도입하였다.

한편 신용평가사에 대한 의존도 축소를 위한 방안으로 대통령의 Working Group, 재무부, SEC는 각종 규제에서 신용등급이 사용되는 것을 어떻게 조정할 것인지 검토하도록 요구하고 있으며, SEC는 신용등급 관련 의존도를 낮추는 것을 목적으로, MMF 관련 제도 개선과 관련하여 MMF 관련 규제에서 신용등급 관련 제한을 삭제하는 것에 대한 공개 의견 수렴 진행하도록 요구하였다.

<표 IV-17> 미국 재무부 신용평가 개혁법안의 주요 내용

구 분	주요 내용
이해상충 방지	• 신용평가를 위해 접촉한 기업에 대한 컨설팅 서비스 제공 금지 • 이해상충에 대한 공시와 관리를 강화 – 법령에 의해 신용평가사가 받는 수수료, 업무관계(business relationship), 제휴관계, 기타 이해상충 요소들에서 발생할 수 있는 이해상충에 대해 관리하고 공시 • 신용평가리포트에 발행기업이 지급한 수수료에 대해 공시 • 직원이 피평가사에 취업한 경우 신용등급에 이해상충으로 인한 영향이 있는지를 검토 • 컴플라이언스 담당자(compliance officer)를 임명하고 정기적으로 SEC에 보고
투명성과 공시강화	• 예정등급의 공시 의무화 – 발행기업이 다양한 신용평가사로부터 사전등급을 받은 경우 이를 모두 공시 • 구조화 상품의 위험을 구별하기 위해 차별화된 등급체계를 도입 • 등급 부여 시 위험의 양적·질적 공시 의무 – 신용평가사는 신용등급을 받은 증권에 대한 위험과 성과 변동에 대해 추가적으로 양적·질적공시 의무화 – 신용평가 보고서에 자료의 신뢰도, 부도확률, 부도 시 손실, 가정 변경 시 등급 변화 등을 포함시킴
SEC의 권한과 감독 강화	• 신용평가사의 감독을 강화하기 위해 SEC 내에 전담부서 설치 • 모든 신용평가사가 의무적으로 NRSRO에 등록 • 내부통제프로세스에 대한 SEC의 조사권한 부여 – 모든 신용평가사가 신용평가 시 사용하는 정책과 절차에 대해 설명한 서류를 SEC에 제출
신용평가사에 대한 의존도 축소	• 미국 재무부는 신용등급의 사용에 대해 SEC 및 PWG와 공동으로 조사를 실시함 • MMF에 대한 규제 시 신용등급 참조를 삭제 • 신용평가사에 대한 의존성을 줄이기 위한 연방 및 주법령 내에서 신용등급의 의존성에 대해 검토
SEC의 조치	• 구조화상품에 추가적인 등급을 산정할 수 있도록 함 • 발행기업이 지급한 수수료를 공시하도록 함 • 신용평가사에 대한 규정과 감독 강화

4) 도드-프랭크법 상의 신용평가 규제(2010.7)

2010년 7월부터 시행되고 있는 도드-프랭크법은 신용평가사의 전문가 책임을 강화하고, 이해상충 문제를 감소시키며, 내부 통제와 투명성 제고를 통해 신용평가 과정을 개선하는 것을 목적으로 하고 있다. 또한 동 법안은 SEC의 신용평가사에 대한 규제를 강화하고, 신용평가사에 대한 의존도를 축소하는 방안도 포함되어 있다.

신용평가사의 전문가 책임 강화와 관련하여 투자설명서에 포함된 신용평가사의 보고서와 의견에 대해 동의를 구하는 제도를 도입하였다. 특히 신용평가와 관련한 정보의 수집, 조사에 있어 상당한 수준의 노력, 간과 등에 대하여 책임을 지도록 하고 있다.

이해상충의 해소와 관련하여 신용평가 정책과 절차의 준수 여부를 감시할 수 있는 내부 통제방안을 확립하도록 하고, SEC에 컴플라이언스 연차보고서 제출을 의무화하였다. 또한 독립 이사회의 유지 등을 통해 신용평가사의 기업 지배구조 개선을 요구하였고, 판매 및 마케팅적 요소가 신용등급에 영향을 미치지 못하도록 하는 단계적 조치도 도입하였다. 또한 직원들과 연관된 이해상충 가능성의 평가를 위한 절차를 확립하고 일정상황 하에서 종전 직원들에 대한 공적 보고서를 SEC에 제출하도록 하였다.

신용평가과정에서의 투명성을 높이기 위해 신용평가기관들은 표준양식을 사용하여 방법론을 공개적으로 알리도록 하고 있다. 자산유동화증권의 발행자와 인수자는 그들이 제3자로부터 얻은 실사 보고서의 정보를 공개적으로 알려야 하며, 신용평가사들 간 비교를 용이하게 하기 위하여 각 신용평가사는 자신이 행한 이전 신용평가의 정확성을 나타내는 정보를 정기적으로 발표해야 한다.

SEC는 구조화상품에 대한 신용평가과정과 관련된 이슈들을 연구 조사하고, 구조화증권 발행자와 인수자에 의한 등급쇼핑(rating shopping)과 관련하여 최초 평가 시 이들의 등급쇼핑을 방지하기 위해 신용평가를 강제 지정하는 권한을 SEC에 부여하는 것을 검토하도록 요구하고 있다.

SEC의 감독 권한 강화와 관련해서는 SEC 내에 신용평가사 감독을 위한 별도의 기구를 설치하고, 신용평가사의 정책, 절차, 방법론, 이해상충 등에 대한 검사를 매년 실시하도록 하고 있다. SEC는 평가 관련 인력 및 재무요건 등을 감안하여 해당 신용평가회사에 대하여 특정업무나 특정분야에 대한 신용평가를 금지하거나 중지, 등록 취소(de-register)할 수 있는 방안도 포함하고 있다.

신용평가사의 의존도 축소와 관련하여 증권의 리스크 프로파일(risk profile)에 영향을 주는 다양한 요소들을 기관투자자들이 독립적으로 조사하도록 요구하고, 모든 연방기관들은 관련 규제에서 신용도의 평가나 신용등급의 사용을 요구한 부분에 대해 재검토 할 것을 요구하고 있다. 또한 신용평가사에게 제공되던 정보의 공정 공시 규제로부터의 포괄적인 면제조항을 제거하였다.

이와 더불어 도드-프랭크 법은 신용등급 평가과정에 대한 추가적인 연구를 요구하고 있다. SEC는 이해상충문제에 대한 연구와 신용평가와 관련된 용어 연구, 신용등급 결정과정의 평가를 위한 시장 스트레스 조건의 표준화에 대한 연구 등을 수행할 것을 요구하였고, 신용평가사에 대한 보상지급 수단과 신용평가 분석가들을 위한 독립적인 전문조직의 창설을 위한 연구를 수행할 것을 요구하였다.

<표 IV-18> 도드-프랭크법의 신용평가 관련 규정

구분	주요내용
신용평가사 지배구조 개선	• 신용평가 정책과 절차의 준수여부를 감시할 수 있는 내부통제의 확립 • 증권거래위원회에 컴플라이언스 연차리포트 제출 • 독립이사회의 유지 • 신용분석가 자격기준 부과 • 종전 직원들과 연관된 이해상충 가능성의 평가를 위한 절차 확립 및 일정 상황 하에서 종전직원들에 관한 공적보고서를 증권거래위원회에 제출
이해상충 축소	• SEC 신용평가 전담 부서는 신용평가 기준들을 관리하고 정기적으로 컴플라이언스 검사를 시행 • 일정요건들을 만족시키지 못한 특정 증권군에 대해 신용평가기관의 등록을 연기시키거나 취소시킬 권한 부여
신용평가 투명성 제고	• 신용평가사들은 표준양식을 사용하여 방법론을 공개 • 자산유동화증권의 발행자와 인수자는 그들이 제3자로부터 얻은 실사리포트 정보를 공개 • 신용평가사들 간 비교를 용이하게 하기 위하여 각 신용평가사는 자신이 행한 이전 신용평가의 정확성을 나타내는 정보를 정기적으로 발표 • 신용등급 결정시 고려하는 정보의 범위를 확대 • 구조화증권의 등급쇼핑을 방지하기 위해 신용평가기관을 강제 지정하는 권한을 증권거래위원회가 갖도록 하였음
공정 공시 면제조항	• 신용평가기관에게 제공되던 정보의 공정공시 규제로부터의 포괄적인 면제조항을 제거
구조화증권 신용평가 제도의 개선	• 발행자는 신용등급을 평가 받기 위해 신용평가사에 제공한 정보를 기타 신용등급을 의뢰하지 않은 평가사에도 제공 • 발행자로부터 직접 의뢰를 받지 않은 신용평가사가 해당 상품에 대하여 충분한 정보를 가지고 “무의뢰 평가”를 할 수 있도록 함

5) 규제개선의 효과

미국의 신용평가제도를 개선하려는 일련의 제도개선에 근거하여

2007~2008년에 걸쳐 NRSRO 지정이 확대되었다. 이에 따라 과거 5개에 불과하였던 NRSOR가 2014년 말에는 10개¹⁷⁾로 확대되었다.

도드-프랭크법에 근거하여 SEC 내에 신용평가 전담부서(Office of Credit Ratings)가 신설되었다. SEC의 신용평가 전담부서는 신용평가에 대한 모니터링, 임점검사 등을 수행하는 한편 신용평가에 대한 규제 및 감독에 대한 연구를 수행하고 있다.

SEC의 신용평가전담부서는 2011년부터 매년 신용평가사에 대한 검사를 실시하고 동 결과를 연간 검사 보고서(annual examination report)의 형태로 공시하고 있다.

SEC의 신용평가사 검사는 NRSRO가 평가기준과 정책에 근거하여 신용평가를 실시하고 있는지의 여부와 이해상충의 문제에 대한 검사, 윤리 강령의 실행여부, 신용평가사의 내부통제, 지배구조, 컴플라이언스 업무, 이직한 애널리스트의 이해상충 여부에 대한 감시 등을 포함하고 있다. 2013년 검사의 경우에는 신용평가사의 공시 정책과 방식에 대한 검사, 신용평가사의 컴퓨터와 소프트웨어에 대한 투자, 지정된 컴플라이언스의 역할, 신용평가사의 내부통제 현황, 신용등급 결정 과정 등에 중점을 둔 검사를 실시하였다. 일부 평가사들에 대한 검사 결과 사전에 정해진 평가방법론과 절차를 따르지 않고 있으며, 소형 신용평가사의 경우 등급의 사후관리 시스템이 미흡하였고, 대부분의 신용평가사들이 신용평가에 사용된 기록의 관리가 부족하다는 검사 결과를 제시하였다.

또한 SEC는 2011년 S&P가 진행한 6건의 CMBS(Commercial Mortgage-backed Securities)신용등급 산정 시 발행사에게 유리하도록 원

17) NRSRO는 A.M. Best, DBRS, Egan-Jones Ratings, Fitch, HR Ratings de México, Japan Credit Rating Agency, Kroll Bond Rating Agency, Moody's Investors Service, Morningstar Credit Ratings, Standard & Poor's Ratings Services 등 10개 회사임

칙 없이 신용평가기준을 변경하였고, 일관성 없는 등급을 산정하여 연방 증권법을 위반하였다고 S&P를 검찰에 고발하였다. 동 사건과 관련하여 2015년 1월 주요 일간지는 S&P가 13억 달러의 벌금을 지불하기로 미국 법무부와 합의했다고 보도하고 있다. 동 사건과 관련하여 S&P의 모회사인 MacGrowHill Financial은 2014회계년도 결산 시에 벌금지불을 감안하여 특별손실을 계상하였고 이에 따라 2014회계년도 S&P는 당기순손실을 기록하였다. 또한 일부 보도에서는 미국 법무부가 Moody's에 대해서도 서브프라임 모기지 사태에서 구조화증권 신용등급 산정과 관련한 관련 법률 위반사실이 있는지를 조사하고 있다고 보도하고 있다. 이와 같이 미국 정부는 신용평가사에 대한 규제체계 개선과 더불어 글로벌 금융위기의 과정에서 신용평가사의 오류에 대한 손해배상 등과 같은 법률적인 절차도 병행하여 추진하고 있다.

한편 SEC는 신용평가사의 이해상충의 문제의 주요 원인이 수수료체계와 발행자가 신용평가를 의뢰하는 방식에서 발생하였다는 점에 주목하여 신용평가 수수료체계 개편 및 구조화증권 신용평가 지정제 도입을 검토하였다. 이에 따라 SEC는 2013년 5월부터 신용평가 협의회(Credit Ratings Roundtable)을 운영하여 신용평가 수주체계와 수수료체계의 개선을 검토하였다.

신용평가 협의회에서는 다음과 같은 네 가지 방식의 수수료체계 개편방안을 검토하였다.

- ① Investor-Owned Credit Rating Agency(IOCRA) Model: 투자자들이 설립한 신용평가사를 도입하여 기존 신용평가사의 신용등급을 동시에 사용하는 방안
- ② Stand-alone Model: 발행자가 직접 신용평가사에 수수료를 지불하지 않고 증권발행 및 유통 수수료에 신용평가 수수료를 포함시키고 이를 제3의 기관이 수집하여 신용평가사에 지불하는 방식

③ Designation Model: 발행자는 구조화증권의 모든 정보를 제공하고 수수료를 특정기관에 예치하며, 신용평가사는 사전 신용평가를 실시하고, 발행 시 제3의 기관이 지정한 신용평가사가 구조화증권의 신용평가 결과를 공시하고 특정기관으로부터 수수료를 받는 구조

④ User-Pay Model: 구조화증권 신용평가 정보를 이용하는 고객들이 계약에 근거하여 수수료를 지불하는 방식

신용평가 수수료 징수체계 개편에 대한 신용평가 협회회의 검토결과 대안으로 제시된 각각의 수수료 징구체계 방안은 다음과 같은 문제점을 지니고 있다고 분석하고 있다.

① Investor-Owned Credit Rating Agency(IOCRA) Model은 새로운 신용평가사 도입의 실현가능성이 낮을 뿐만 아니라 현실적으로 구조화증권 투자자가 발행자가 되는 경우가 많기 때문에 이를 구별하기 어렵다는 문제가 제기되고 있다.

② Stand-alone Model은 발행자의 지불을 일시적으로 이연하는 방식으로 이해상충의 근본적인 문제를 해결하기 어렵다는 비판이 제기되고 있다.

③ Designation Model은 지불 방식의 실제 적용에 제약으로 작용하며 구조화증권의 경우 유통시장이 발전하지 않아 비용징구에 제약이 존재한다는 비판도 제기되고 있다. 또한 동 방안은 사전 신용평가에서 충분한 노력을 기울이지 않는 모델 헤저드의 문제가 발생할 가능성이 있다.

④ User-Pay Model은 신용평가 이용자를 특정하기 어렵기 때문에 현실적인 도입에 제약이 존재한다.

이에 따라 다양한 대안의 검토에도 불구하고 발행자가 수수료를 지

불하는 구조의 근본적인 개선은 장기 과제로 이월하였다.

또한 SEC는 도드-프랭크법안의 권고에 따라 신용평가 협의회를 통해 구조화증권의 신용평가 지정제도에 대한 각계의 의견을 수렴하였다. 구조화증권의 신용평가 지정제도의 도입에 대한 의견수렴 결과 다음과 같은 다양한 문제점이 제기되고 있다.

- ① 신용평가사를 지정하는 제3의 기관이 개별 구조화증권에 대해 충분한 이해를 지니고 적합한 신용평가사를 지정할 수 있는지에 대한 문제가 제기되었다.
- ② 지정 절차에 따른 시간이 소요됨에 따라 발행자의 자금조달의 타이밍에 문제가 발생할 수 있다.
- ③ 지정에 따른 불확실성이 구조화증권시장의 침체를 야기할 수 있다는 우려를 제기되었다.
- ④ 적격 신용평가사를 지정하는 것이 실질적인 평가의 질을 제고하는 데 도움이 되기보다는 평가사의 독립성을 훼손할 가능성에 대한 우려가 제기되었다.

이에 따라 SEC는 구조화증권 신용평가 이해상충 해소를 위한 신용평가사 지정 방식을 포함한 근본적인 해결 방안은 장기적 검토를 통해 결론을 도출할 예정이다.

SEC는 신용등급 의존도 축소를 위한 2차에 걸친 의견 수렴을 실시하였으나 근본적인 해결 방안을 도출하지 못하고 장기과제로 이월하였다. 또한 발행자가 신용등급을 평가 받기 위해 신용평가사에 제공한 정보를 신용등급을 의뢰하지 않은 평가사에도 제공하여 무의뢰평가를 실시하도록 권고한 사항의 경우에도 구체적인 실행 방안이 추진되지 못하고 있는 상황이다.

마. 유럽의 제도개선

1) 신용평가 규제의 도입 연혁

EU 역내 신용평가사들에 관한 규제는 IOSCO 행동규범(code of conduct)을 근거로 한 자율규제(voluntary compliance) 방식이었다. 글로벌 금융위기로 인한 신용평가에 대한 규제 도입의 필요성이 제기됨에 따라 EU는 신용평가사 규제법을 제정하였고, 두 번에 걸친 개정을 통해 신용평가 관련 규제체계를 마련하였다.

EU의 신용평가규제법(regulation No 1060)은 2009년에 도입되었다. 동법에서는 EU 공동의 승인기준을 도입하고 개별 국가의 금융감독기구가 신용평가에 대한 감독을 하는 규제체계를 도입하였다. 이후 2011년 5월에는 동법을 개정(CRA2)하여 ESMA가 EU의 신용평가 규제를 담당하게 되었다. 이어서 2013년 5월에는 신용평가사의 의존도를 축소하고 국가 신용등급 결정의 투명성을 제고하는 한편 장기적으로 신용평가사 교체 등을 포함한 신용평가사의 경쟁 제고를 주요 내용으로 하는 개정안(CRA3)이 마련되었다.

2) 신용평가사 규제 법안: CRA1(2009.10)

EU 집행위원회(Commission of the European Communities)는 2008년 11월 신용평가규제법안(Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies)을 제안하였다. 동 법률안은 2009년 4월 구주연합 의회 및 각료 이사회의 집행위원회에서 채택되어 신용평가사에 대한 규제체계가 도입되었다.

동 법률은 다음과 같은 목적으로 제정되었다. 첫째, 신용평가사들은

등급 산정 과정에서 이해상충을 지양하거나 최소한 적절하게 관리해야 한다. 둘째, 신용평가사들이 사용하는 등급 산정 방법론을 개선하고 등급 산정의 질을 제고시켜야 한다. 셋째, 신용평가사들로 하여금 공시 의무를 지게 하여 투명성을 제고한다. 넷째, EU 역내에서 효율적 등록과 감독을 담보하고 “forum shopping¹⁸⁾” 행태의 규제 차익이 발행하지 않도록 한다.

신용평가규제법의 주요 규제 내용은 다음과 같다. EU 내에서 신용등급을 사용할 수 있는 적격 신용평가사는 EU 내에 위치해 있어야 하며, 제3국에서 이루어진 신용평가의 경우에는 등록된 신용평가사로부터 인증을 받도록 하고 있다.

신용등급의 투명성 제고를 위해 규제의 적용을 받는 적격 신용평가사는 평가의 기준이 되는 모형, 방법론 및 주요 가정들을 공개해야 한다. 복잡한 상품(complex products)들의 평가는 구체적 표식(symbol)으로 구분해야 한다. 신용평가사는 매년 투명성 보고서(transparency report)를 발간할 의무를 가지며, 신용평가의 수준(quality)에 대한 심사(review)기능을 수행하는 내부부서를 설치해야 한다.

이해상충 방지를 위한 방안으로 영업관계에 의하여 신용평가등급이 영향을 받지 않도록 모든 필요한 조치를 취해야 하며, 신용평가 과정의 독립성을 유지해야 한다. 또한 이해상충이 발생할 소지가 있는 경우에는 이를 인지, 제거, 관리 및 공시하도록 요구하고 있으며, 연 수익 5% 이상을 기여한 기관의 명단과 등급 철회 등에 대해서는 공시를 요구하고 있다. 또한 신용평가사는 신용등급을 받는 기업을 대상으로 자문서비스를 제공할 수 없으며, 양질의 정보가 충분히 확보되지 않는 이상 금융상품의 등급을 산정할 수 없도록 하고 있다.

18) forum shopping은 미국 내에서 각 주마다 다른 법률 체계를 이용하여 가장 유리한 법정 판결을 이끌어 낼 수 있는 주에서 소송을 하는 행태를 일컫음

<표 IV-19> EU의 신용평가 규제체계 개선의 주요 내용

구 분	주요 내용
EU 내 신용평가 사용조건	• 신용평가사가 EU 내에 위치해 있으며 등록된 경우 금융 기관은 자기자본 규제목적으로 신용등급 사용 가능 • 제3국에서 이루어진 신용평가의 경우에는 등록된 신용평가사로부터 인증을 받도록 함 • 인증을 위해 제3국 신용평가가 동 규정에 따른 규제와 동등한 조건을 갖추고 있음을 입증
이해상충 방지체계	• 이해상충을 위한 조직 및 운영상 조건 — 영업관계에 의하여 신용평가등급이 영향을 받지 않도록 모든 필요한 조치를 취함 — 신용평가과정의 독립성 유지, 이해상충의 인지, 제거, 관리 및 공시, 연 수익 5% 이상을 기여한 기관의 명단 공시, 등급 철회 공시 — 평가대상법인 등에 대한 상담, 자문 서비스 제공 금지 • 이해상충방지를 위한 내부 조직 인력 조건 — 직원 등이 평가대상회사, 관련 제3자, 평가대상의 직간접으로 연관된 사람과 수수료 지불 협상 금지 • 애널리스트와 평가 승인자의 순환 보직 — 수석 애널리스트 4년, 일반 애널리스트 5년, 승인자 7년 초과 금지
신용평가의 질	• 신용평가 방법론, 모델과 주요 가정에 대한 공시 의무화
신용등급 제시와 투명성 의무	• 구조화금융상품의 차별화된 신용등급 사용 • 무의뢰 신용등급을 포함한 신용평가의 정책과 절차를 공시 • 신용등급의 한계와 특성을 명시 — 정보의 질 만족여부에 대한 공시
등록과 감독	• 공동체 내에 설립된 신용평가사만이 등록신청 가능 • 등록절차 • 회원국 주무당국은 감독 및 모니터링 책임 보유, 서류에 의한 접근 및 정보 요구에 대한 포괄적인 권한 보유

이해상충 방지를 위해 평가대상회사 등과 직간접으로 연관된 직원은 수수료 지불 협상을 할 수 없도록 하고 있다. 또한 공정한 평가를 위해 수석 애널리스트는 4년, 일반 애널리스트는 5년, 신용평가 승인자는 7년을 초과하여 동일 기업을 평가 할 수 없도록 하고 있다.

신용평가의 지배구조와 관련해서는 신용평가사는 적어도 2인 이상의 독립된 이사진을 구성해야 하며, 이사의 보수는 신용평가사의 사업성과 무관해야 하고, 5년 이하 단임으로 직업상의 비리(professional misconduct) 시에만 해임될 수 있고, 또한 적어도 2인 중 한명은 유동화와 구조화금융 전문가여야 한다.

3) CRA 규정 개정: CRA2(2011.6)

2011년 6월에는 신용평가 규제법을 개정하였다. 동 개정안에서는 각국 규제기관이 담당하였던 신용평가사에 대한 모니터링과 감독을 ESMA(European Securities and Market Authority)로 일원화 하였다. 이에 따라 ESMA는 EU 내의 적격 신용평가에 대한 규제, 감독 및 상시적인 모니터링을 추진하게 되었다. 또한 ESMA는 적격 신용평가사를 지정하고, 신용평가사로부터 자료를 징구받아 이를 공시하는 역할을 담당하며, 효율적인 감독을 위한 다양한 연구활동을 추진하게 되었다.

또한 CRA2에서는 신용평가의 의존도를 축소하고, 신용평가사에 대한 감독과 모니터링 체계를 개선하는 방안을 제시하고 있다.

4) 신용평가 규제법 개정 제안(2011.11)

EU 집행위원회는 2011년 5월 신용평가기관에 대한 추가적인 규제 개선을 위한 자문절차를 시작하여 같은 해 11월에 초안을 제출하였다.

<표 IV-20> EU의 신용평가기관 규제안(2011년 11월 제안)

항 목	주 요 내 용
신용 평가의 투명성과 시의성 제고	국가 신용등급의 경우 현재의 12개월 대신 6개월마다 신용평가를 실시
	국가 신용등급을 발표할 때에는 유럽의 근무시간 외에 발표함으로써 거래시작 이전 시장이 충분히 반응할 시간을 주어야 함
	금융상품의 경우 신용등급 발표 하루 전에 발행자에게 신용등급을 통보
	국가 신용등급 또는 전망 발표 시에는 명확하고 이해하기 쉬운 설명보고서를 첨부. 미리 정해진 경제변수(GDP, 물가상승률, 재정, 무역수지 등)에 대한 정량적, 정성적 평가와 함께 신용등급 고려 시 각 변수에 적용한 가중치 제시
신용 평가사에 대한 과도한 의존도 축소	발행자는 파생상품에 대한 고유한(specific) 정보를 공개해야 하며 신용평가기관은 평가에 사용된 방법론과 가정을 설명하는 가이드를 제공
	EU의 금융규제기관(ESMA, EBA, EIOPA, ESRB)들은 신용평가기관의 평가를 기준으로 사용하는 규정을 삭제하거나 줄이도록 함
	각 부문별 조항을 통해 은행, 보험사, 투자펀드 등의 금융기관들이 스스로 평가할 수 있는 방안을 확대
신용 평가사의 다양성과 독립성 제고	신용평가기관은 3년 이상 동일한 발행자에 대한 신용평가업무를 담당할 수 없음. 다만 복수의 신용평가기관으로부터 평가를 받을 경우, 예외가 가능하나 최대 6년까지만 가능
	수석애널리스트(lead analyst)의 경우 한 평가대상기관의 평가업무를 최대 4년까지만 담당할 수 있음
	특정 신용평가기관에 대해 5% 이상의 지분을 갖고 있는 주주는 다른 신용평가기관의 지분을 5% 이상 보유할 수 없음. 다만 양 신용평가사가 한 그룹에 속할 경우에는 예외가 가능
	신용평가기관은 자신의 지분을 10% 이상 소유한 대주주와 이해관계가 있는 기관에 대한 신용평가 업무를 할 수 없음
	특정 신용평가기관의 지분을 5% 이상 보유하고 있는 대주주는 이 신용평가사가 평가업무를 담당한 기관에 대해 컨설팅 서비스를 제공할 수 없음
	구조화 상품의 경우 이 상품에 대한 신용평가 비용이 발행자에 의해 지불될 경우 복수의 신용평가기관으로부터 평가를 받아야 함
신용 평가사의 책임 강조	투자자는 신용평가기관이 의도적 또는 부주의로 신용평가기관에 대한규제를 준수하지 않고, 이로 인해 손해가 발생했을 경우 신용평가기관에 민사상의 책임을 물을 수 있음
	투자자는 신용평가기관의 규정위반 여부만 확인하면 제소가 가능. 동 위반이 의도적 또는 부주의로 인한 것인지 여부는 신용평가기관이 입증해야 함

EU 집행위원회의 규제안(regulation)은 신용평가의 투명성 제고, 신용평가에 대한 과도한 의존도 축소, 신용평가기관의 다양성과 독립성 제고, 신용평가기관의 법적 책임 강화를 주요 내용으로 하고 있다.

동 규제안은 국가 신용등급 발표 시 신용등급 산정에 사용한 객관적 자료와 방법론을 상세히 공개할 것을 요구하고 있으며, 단기적 금융변동성을 최소화하기 위해 발표시점을 규정하는 등 국가 신용평가와 관련된 제반 요구를 강화하고 있다.

기업과 금융상품에 대한 신용평가에서는 신용평가업무의 순환제, 지분 제한, 자문서비스 제한, 복수의 신용평가 의무화 등 그동안 지적되어 온 이해상충의 문제를 완화시키고, 신용평가지장의 과점체제를 줄이는 방안을 도입하고 있다.

또한 신용평가기관의 부적절한 신용평가로 투자자의 손실이 발생할 경우, 투자자가 신용평가기관에 대해 보다 수월하게 민사소송을 제기할 수 있게 함으로써 신용평가기관에 대한 법적 책임을 강화하였다.

EU의 규제안은 신용평가기관에 대한 과도한 의존도를 축소하고 신용평가기관의 법적 책임을 강화한다는 점에서 취지상 미국의 규제와 유사하나, 평가인력의 순환근무와 지분에 따른 평가서비스 제공금지, 구조화상품(structured product)에 대한 복수평가의 의무화 등에서는 한층 강화된 규제안을 도입하고 있다.

5) CRA 규정 개정: CRA3(2013.5)

EU 집행위원회는 신용평가 규제법 개정 제안(2011.11)에 대한 다양한 의견수렴을 실시하였다. 이와 같은 의견수렴을 바탕으로 2013년 5월부터 신용평가규제법의 개정안(CRA3)을 시행하고 있다.

신용평가규제법 개정안은 당초 제안에 비해 상당부분 완화된 내용으로 최종안이 마련되었으며, 특히 당초 제안에 포함되었던 신용평가 순환제도, 신용평가 의존도 축소 방안 등은 장기적인 검토 과제로 이월하였다.

주요 개정내용은 다음과 같다. 우선 국가신용등급의 투명성을 제고하고 신용등급 결정과정에 대한 모니터링을 강화하는 내용을 포함하고 있다. 또한 신용평가사의 책임 강화와 신용평가사에 대한 민사책임을 부과하는 근거를 마련하였다. 또한 신용등급에만 적용되었던 이해상충의 규정을 신용등급 전망(rating outlook)에도 적용하였다. 이와 더불어 개별 신용평가의 수수료를 ESMA에 보고하는 방안이 도입되었다.

한편 신용평가사 간의 경쟁을 강화하기 위한 방안으로 도입되었던 구조화증권의 신용평가사 교체 방안은 동일한 자산을 기초로 재유동화를 하는 경우에만 신용평가사를 교체하도록 하는 완화된 내용으로 도입하였고, 회사채를 포함한 전반적인 신용평가 교체 방안은 장기과제로 이월하였다. 또한 신용평가 의존도 축소 방안도 2020년까지 최종안을 마련하도록 장기과제로 이월하였다.

6) 규제개선 효과

EU의 신용평가 규제체계 도입에 따라 2014년 말 현재 22개 신용평가사¹⁹⁾가 적격 신용평가사로 ESMA에 등록하였다.

EU의 경우에는 CRA2 이후로 신용평가사에 대한 감독을 ESMA로 단일화하고 신용평가사에 대한 규제기관의 감독 및 연례 검사를 실시하고

19) 적격 신용평가사는 S&P, Moody's, Fitch, Economist Intelligence, CERVED group, AM Best Europe, ARC Rating, Assekuranz Rating, Axesor, BCRA, Capital Intelligence, Creditreform Rating, CRIF, Dagong Europe, DBRS, Euler Hermes Rating, European Rating Agency, Feri EuroRating Services, GBB, ICAP Group, Scope Credit Rating, Spread Research 등 22개사

있다. 이와 더불어 신용평가사에 대한 이해상충 감소를 위한 다양한 방안이 도입되고, 이를 통해 신용평가사에 대한 감시와 감독을 강화하고 있다.

그러나 당초 도입을 추진하였던 신용평가사 지정제도, 수수료체계의 개선 및 의존도 축소 등은 근본적으로 해결 방안을 마련하지 못하고 장기적인 과제로 이월하여 개선을 검토할 예정이다.

신용평가사의 진입 및 감독의 강화에도 불구하고 2012년 말 기준 EU 시장에서 S&P, Moody's, Fitch의 시장점유율은 87.0%에 달하고 있다.

V. 향후 개선 방안

1. 신용평가산업의 당면 문제점

2. 개선 방안

V. 향후 개선 방안

1. 신용평가산업의 당면 문제점

본 연구는 국내 신용평가의 당면 문제점을 검토하고 신용평가사의 독립성·투명성·책임성을 강화함으로써 투자자 보호 및 시장신뢰 제고 방안을 마련하는 것을 목적으로 하고 있다. 이를 위해 본 연구에서는 국내 신용평가산업의 현황과 당면한 문제점을 파악하고, 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽의 신용평가 제도개선의 내용과 효과를 검토하였다. 또한 신용평가를 둘러싼 제반 이슈를 검토하고 한국 상황에 적합한 제도개선 방안을 제시하였다.

국내 신용평가사들의 당면 문제점은 다음과 같이 요약될 수 있다.

첫째, 신용평가 이해관계자들의 신용평가사에 대한 신뢰도가 낮은 상황이며 이러한 낮은 신뢰도는 빈번한 신용사건에도 불구하고 신용평가사가 적시에 신용등급을 조정하지 못한 문제에 근거한다.

둘째, 신용평가 과정에 대한 공시체계가 적절하게 마련되지 않아 신용평가의 투명성이 낮다는 문제가 있다.

셋째, 신용평가사들이 신용평가 이용자에 대한 다양한 서비스 확대 노력에도 불구하고 신용등급 적정성에 대한 근본적인 신뢰가 낮다는 문제가 존재한다. 특히 발행자의 영향력이 큰 시장구조가 신용평가등급 적정성에 부정적인 영향을 미치고 있다. 근본적으로 신용평가 수입의 상당부분을 발행자에 대한 수수료에 의존하고 있기 때문에 발행자와 신용평가사 간의 이해상충의 문제가 상존하는 구조를 지니고 있다. 특히 국내의 경우 신용상품시장이 발달하지 않고 회사채 발행기업이 한정되어 있는 환경에서 신용평가사 간의 점유율 경쟁이 치열한 상황이다. 이와 같

은 시장구조는 신용평가사의 독립성과 공정성에 제약요인으로 작용할 가능성이 높다.

2. 개선 방안

가. 기본방향

국내 신용평가 제도개선 의 기본 방향은 신용상품에 대한 신용평가사의 분석능력을 제고하고, 공정하고 정교한 정보를 생산하여 적시에 신용평가정보가 시장에 제공되어 투자자들이 이를 반영하여 투자의사결정을 할 수 있도록 하는 신용평가 본연의 기능과 역할을 강화하는 것이다.

이를 위해서는 다음과 같은 방향에서 신용평가 제도와 신용평가산업의 기능과 역할이 개선되어야 한다.

첫째, 신용평가사에 대한 신뢰도 제고를 위한 다각적인 노력을 기울일 필요가 있다. 신용평가사의 신뢰도는 다양한 요인에 의해 영향을 받을 수 있다. 그러나 신뢰도에 영향을 미치는 다양한 요인 중 가장 중요한 요인은 신용등급의 적정성과 적시성을 제고하는 것이다. 따라서 신용평가사들이 신용등급의 적시성과 적정성을 제고하는 다양한 노력을 기울이고 신용평가를 둘러싼 다양한 시장관계자가 이를 인정하여야 신용평가산업의 신뢰도가 제고될 수 있다.

둘째, 발행자와 신용평가사 간의 이해상충 완화 방안도 마련되어야 한다. 발행자 우위의 시장구조는 신용등급의 적정성이 저해되는 중요한 요인이 될 수 있다. 따라서 단기적으로는 발행자의 영향력을 줄이는 제도의 마련과 더불어 신용평가사 자체적으로 신용평가등급의 적정성을

제고하는 노력을 기울일 필요가 있다. 또한 투자자 지분 신용평가사의 도입이나 수수료 지불방식의 개선 등과 같은 구조적인 개선방안도 검토되어야 한다.

셋째, 신용평가사에 대한 규제체계가 지속적으로 개선되어야 한다. 국내의 경우 두 번에 걸쳐 신용평가사에 대한 대폭적인 규제체계 개선이 이루어져 왔으며, 이를 통해 신용평가사의 공정성과 책임성을 제고하는 효과를 거두었다. 향후에도 신용평가를 둘러싼 다양한 환경 변화에 대응하여 지속적인 제도개선을 추진할 필요가 있다. 이러한 규제체계 개선의 기본 방향은 신용평가사로 하여금 크레딧채권시장의 전문적이고 독립적인 평가를 수행하는 역할과 기능을 강화하는 방향이 되어야 한다.

나. 신용평가의 신뢰도 제고

국내 신용평가제도는 신용평가에 대한 정부의 지원과 규제가 신용평가산업의 도입과 발전에 기반이 되어 왔다. 이에 따라 국내 신용평가 산업은 규제 의존도가 높으며, 신용평가 이용고객이 신용등급을 적극 활용하고 이에 기반하여 신뢰도가 형성되는 외국과는 신뢰도 형성의 구조가 다른 상황이다.

신용평가사의 신뢰성은 신용등급의 적정성을 제고하고, 시장에 적극적인 평가의견을 제시하는 것이 중요한 요소로 작용한다. 신용평가사들은 신용평가 서비스의 다양화와 신용평가의 적정성 제고를 위한 다양한 노력을 기울이고 있으나 발행자 우위의 시장구조가 지속되고, 신용평가에 대한 관심이 낮은 상황에서 신뢰도의 제고에 제약이 존재하였다. 그러나 2014년 하반기 이후에는 신용평가사들이 재무상태가 악화된 기업의 신용등급을 적극적으로 조정하는 등 신용등급의 적시성과 적정성을 제고를 위한 노력을 기울이고 있다. 그 결과 2014년 하반기 이후 신용평

가사에 대한 이해관계자의 신뢰도도 제고되고 있다. 이처럼 신용평가사의 신뢰도 제고의 가장 핵심은 신용등급의 적정성과 적시성을 제고하는 것이다.

신용평가의 적정성은 사후적으로는 부도율과 신용등급 전이율로 평가될 수 있다. 국내의 경우에는 신용평가 부도율에 대한 평가를 통해 신용평가의 적정성을 감독하는 제도가 마련되어 있다. 이러한 신용평가의 적정성에 대한 감독에 있어서도 정교성이 제고되어야 한다. 이를 위해서는 부도율 별점제도에 있어 부도 이전의 신용등급과 부도 발생일까지의 등급조정의 기간을 감안한 차등 평점 방식이 도입되어야 한다. 기업의 성장단계 및 경제상황의 변화에 따라 한계기업이 발생할 수 있다. 이러한 한계기업이 등장하는 경우 사전에 기업의 부실화를 정확히 파악하고 적시에 신용등급을 조정하는 것이 신용평가의 중요한 기능 중의 하나이다. 따라서 이러한 신용등급의 적시성을 이해관계자가 파악할 수 있도록 신용평가에 대한 감독이 이루어져야 한다.

또한 부도율 정보의 비교 공시체계가 도입되어야 한다. 신용평가 실적 공시를 위한 가이드라인을 신용평가사가 공동으로 설정하고 관련 기준의 통일성 제고할 필요가 있다. 또한 다양한 부도율 개념에 따른 부도율의 상호 비교를 통해 신용평가사의 신용등급 적정성 제고 유도해야 한다.

향후에는 점진적으로 신용평가에 대한 규제적 의존도를 줄여나가는 방안을 검토할 필요가 있으며, 신용평가사가 자체적으로 신뢰도를 형성하기 위한 다양한 노력이 필요한 상황이다. 최근 신용평가사들은 기업 신용등급의 적정성을 높이기 위해 신용평가 기준을 강화하고, 일부 재무상황이 악화된 기업들의 신용등급을 과감히 조정하고 있다. 이러한 신용평가의 행태 변화에 따라 신용평가에 대한 신뢰도도 높아지고 있는 상황이다. 이러한 등급의 적정성 제고와 더불어 신용평가사들이 자체적으

로 시장과의 원활한 커뮤니케이션을 통한 신용평가에 대한 이해도를 제고하는 노력도 기울일 필요가 있다. 특히 신용평가의 본원적인 기능에 기반하여 신용상품시장에 신용도와 관련한 정보가 적절하게 적시에 제공될 수 있도록 신용평가사의 적극적인 노력이 이루어져야 신용평가사에 대한 신뢰도가 제고될 수 있다.

다. 신용평가 저변의 확대

국내의 경우 신용평가의 대상이 되는 국내 신용상품시장은 주요 선진국에 비해 시장규모가 크지 않으며, 시장상황에 따라 발행규모의 변동성이 높다. 따라서 신용평가 대상 확대를 위해 평가기법의 개발, 평가대상 확대를 위한 평가능력 제고 및 다양한 신용평가 상품의 개발 등과 같은 신용평가사의 노력이 필요하다.

제도적으로는 자본시장법 개정을 통해 신용평가 대상을 확대하는 제도 개선이 이루어졌다. 자본시장법에서는 신용평가 업무를 포괄적으로 정의하고, 부수업무로 신용공여의 신용도 평가, 금융기관의 지불능력 평가 및 시행령에서 정하고 있는 사업성평가와 신용평가모형의 개발 등을 포함하고 있다. 그러나 국내의 경우 규제에 의하지 않고, 자발적인 수요에 의해 신용평가가 확대되는 경우는 거의 없는 상황이다. 따라서 신용과 연계성이 높은 상품의 경우에는 신용평가의 대상을 확대하는 방안을 마련할 필요가 있다. 특히 ELS, DLS와 같이 신용과 연계성이 높은 상품이나 채권형펀드 등에 대해 시범적인 신용평가를 실시하고, 이러한 정보를 시장에 알리는 노력을 해야 한다. 또한 신용상품시장에서 신용등급의 활용도를 높이는 다양한 노력도 필요하다.

이와 더불어 신용상품시장의 활성화되어야 한다. 다양한 유형의 고정이자부증권의 도입과 신용시장의 확대가 신용평가의 질과 폭을 제고하

는데 가장 중요한 요소이기 때문이다.

이와 더불어 신용상품시장에서 신용등급의 활용도가 제고되어야 한다. 신용등급은 투자자에게 합리적 투자의사 결정을 위한 자료가 되며, 시장에서는 가격결정의 기준이 되고 기업의 신용위험에 관한 정보를 투자자에게 제공하여 신용정보의 부족 또는 비대칭성에서 발생할 수 있는 손실로부터 투자자를 보호하는 역할을 하고 있다. 따라서 신용등급의 활용범위를 확대하는 정책도 추진될 필요가 있다.

라. 신용평가사의 이해상충 축소

신용평가사가 독립성과 공정성을 제고하기 위해서는 신용평가를 둘러싼 다양한 이해상충을 해소하기 위한 규제와 내부통제기준이 마련되어야 한다.

글로벌 신용평가에 대한 규제의 경우 신용평가사의 이해상충을 해소하기 위해 행위규제를 강화하는 방안으로 개선되고 있다. 국내의 경우에도 자본시장법 개정을 통해 신용평가의 규제근거를 마련하고, 신용평가사의 행위규제를 강화하는 내용으로 수정되었다.

향후에도 신용평가사의 이해상충의 문제를 해결하기 위해 행위규제는 강화하되 신용평가사의 자체적인 신용평가 능력의 제고를 전제로 신용등급 결정의 독립성을 제고하는 방향에서의 규제가 이루어질 필요가 있다. 특히 신용평가업무가 전문화되고 고도화되어 있는 상황에서 규제기관이 신용평가의 구체적인 신용등급의 적정성에 대한 감독은 현실적으로 어려운 상황이다. 따라서 신용평가회사에 대한 규제 대상은 신용평가의 업무절차 및 공정성과 관련한 행위규범에 중점을 두고 시행되어야 한다. 또한 신용등급의 적정성 제고 등과 관련하여 신용평가 공시내용을

보완하는 방식으로 규제체계를 마련할 필요가 있다.

신용평가의 공정성 제고를 위한 방안으로 유럽에서 도입되고 있는 신용평가 공정성 보고서의 도입을 검토할 필요가 있다. 이를 통해 신용평가의 이해상충이 발생할 소지를 사전에 공시하고, 이를 회피하는 내부적인 절차를 자체적으로 마련하는 것이 장기적으로 신용평가의 독립성과 공정성을 제고하는 방안이 될 수 있다.

이와 더불어 신용평가 품질 제고를 위해 시장 규율을 강화하는 방안도 마련되어야 한다. 이를 위해서는 우선 신용평가사가 제공하는 정보의 체계적인 비교가 가능하도록 비교 공시사이트를 마련하고, 신용평가 방법론 개정 등에 시장참여자의 의견 청취절차를 도입하는 것을 검토해 볼 수 있다.

마. 발행자 우위의 구조 개선

국내의 경우 신용평가사의 신뢰도 제고를 위해서는 무엇보다도 발행자 우위의 시장구조를 개선할 필요가 있다. 우선 발행자에게 의존적인 수입구조의 해소를 위해 신용평가사들이 자체적으로 수수료 수입구조를 개선하는 노력이 필요하다. 이와 더불어 글로벌 신용평가 규제체계 개선 방안을 참고하여 수수료 지불구조의 변경 여부를 검토할 필요가 있다.

발행자 우위의 시장구조를 개선하는 방안의 하나로 신용평가 대상을 확대하는 방안이 마련될 필요가 있다. 제도적인 보완에도 불구하고 신용평가시장 규모가 축소하거나 신용평가사 간 수수료 경쟁이 심화될 경우 공정한 신용평가가 이루어지기 어려운 상황이 발생할 수 있다. 국내의 경우 자발적인 신용평가 수요가 거의 없기 때문에 평가를 강제하는 제도가 일부 도입될 필요가 있다.

제한된 범위에서 임의평가제도를 도입하는 것도 발행자의 의존도를 낮추는 효과를 거둘 수 있다. 그러나 과거에 임의평가제도는 글로벌 신용평가사들이 시장을 확대하기 위한 수단으로 주로 활용되었다. 따라서 임의평가는 제한된 범위에서 도입되어야 한다.

발행자 우위의 신용평가 구조를 해소하는 방안의 일환으로 신용평가사의 정기적인 교체나 신용평가 지정 방식도 검토할 필요가 있다. 특정한 기업에 대해 일정기간 신용평가를 하게 되면 신용평가사를 교체하는 방식을 도입하여 신용평가사가 발행자의 수수료 지불로 인하여 신용등급을 높게 부여하는 문제를 일부 해결할 수 있을 것으로 보인다.

그러나 신용평가의 정기적인 교체 방식을 도입하는 경우 피평가기업의 신용도에 대한 지속적인 관찰이 어렵게 되어 신용등급의 정교성을 저해할 가능성이 있다. 과점체계에서 신용평가사가 자동적으로 교체되면 신용평가서비스를 제고할 유인을 저하시킬 가능성이 있다. 또한 기존의 평가사들 간의 교체가 이루어지는 경우에는 신규 신용평가사 진입에 제약요인이 된다는 단점도 존재한다.

규제기관이나 제3의 기관이 신용평가를 지정하고 신용평가의 적정성을 모니터링하는 구조를 도입하여 신용평가사의 공정성을 제고하는 방안도 하나의 대안이 될 수 있다. 그러나 신용평가에 대한 충분한 이해와 공정한 지정기준을 지닌 제3의 기관이 존재하지 않는 경우에는 지정절차에 대한 문제가 제기될 수 있으며, 지정절차에 따른 시간과 비용 등의 문제와 신용평가사의 독립성을 훼손할 수 있다는 문제도 제기될 수 있다. 따라서 신용평가 순환제나 지정제를 도입하는 경우에는 발생할 수 있는 부작용을 최소화하기 위한 면밀한 검토가 필요하다고 볼 수 있다.

또한 글로벌 신용평가 규제체계 개선 방안을 참고하여 수수료 지불구조의 변경 여부를 검토할 필요가 있다. 수수료 지불구조 변경에 있어 각각의 대안이 지닌 문제점이 존재하기 때문에 이를 최소화하는 방안이

마련되어야 한다. 예를 들어 투자자 지불구조가 도입될 경우 무임승차의 문제나 신용등급의 보수화 경향의 문제가 발생할 가능성이 있다. 따라서 수수료 지불구조의 변화가 궁극적으로 신용평가의 적시성, 적정성 및 신뢰성을 제고할 수 있는 방안이 되는지에 대한 근본적인 검토와 더불어 실제 적용여부에 대한 검토가 선행되어야 한다.

한편 투자자 수수료 수입에 근거한 신용평가사 도입을 검토할 필요가 있다. 투자자에게 신용평가 정보를 제공하는 신용평가사를 신설하는 경우 기존의 신용평가사와 전혀 다른 측면에서의 신용평가 정보를 제공하는 효과를 거둘 수 있다. Beaver et al.(2006)의 연구에 따르면 투자자가 비용을 지불하는 신용평가사의 경우 신용평가에 영향을 미치는 정보를 신속하게 반영하여 신용등급을 변경하고 있으며, 신용등급의 변화도 발행자 지불 평가사에 비해 균형적(systematic)이라는 실증적인 연구 결과를 제시하였다. 또한 동 연구에 따르면 투자자가 비용을 지불하는 신용등급 변화가 시장에 미치는 영향도 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타나고 있다.

그러나 국내 신용평가 규제체계는 발행자가 비용을 지불하는 구조에 기반하여 신용평가 규제가 마련되어 있기 때문에 투자자가 비용을 지불하는 신용평가사 도입에 제약요인이 되고 있다. 예를 들어 투자자가 비용을 지불하는 신용평가사의 경우에는 임의평가 방식의 평가가 이루어져야 하는데 현행의 법률에서는 임의평가를 허용하고 있지 않고 있다. 따라서 발행자가 수수료를 지불하는 신용평가사의 도입을 위해서는 신용평가를 규제하는 법률의 개선이 필요하다. 또한 글로벌 신용평가시장에서 투자자가 수수료를 지불하는 신용평가사의 성공적인 도입과 정착의 사례가 거의 없기 때문에 도입여부의 검토와 도입 방안 및 제도적인 근거 등에 대한 엄밀한 검토가 필요하다.

바. 신용평가 관련 규제체계 개선

국내 신용평가 관련 규제는 자본시장법 개정을 통해 크게 개선되었다. 그동안 법적 정합성에 문제가 제기되었던 신용평가 관련 규제가 자본시장법으로 이관되었고, 신용평가 규제체계도 국내 상황에 적합하게 개선되는 효과를 거두었다. 또한 신용평가사에 대한 행위규제를 대폭 강화하는 법제를 도입하고, 명확한 법률적인 근거로 신용평가를 감독·관리하는 체계를 도입하였다.

그러나 향후 신용평가의 건전한 발전을 위해서는 일부 제도의 개선도 필요한 상황이다.

우선 신용평가업무에 대한 정의와 관련하여 고유업무와 부수업무를 재정의할 필요가 있다. 신용평가사의 업무는 엄격한 행위규제를 부담하는 고유업무와 그 외의 부수업무를 구분하여 규제하는 것을 목적으로 하고 있다. 그런데 신용공여에 대한 평가는 업무의 성질상 신용평가의 본질적인 업무임에도 불구하고 부수업무로 정의하여 규제 목적에 부합하지 않는 문제가 발생할 가능성이 있다. 따라서 신용평가 고유업무에 대한 정의의 개선이 필요하다.

또한 자본시장법 시행령에서는 신용평가과정에서 다른 신용평가회사와 면담, 협의 또는 자료 제공 등의 방법을 통하여 신용평가 대상의 신용등급에 영향을 미치는 정보를 교환하는 행위를 투자자보호 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 행위로 정의하고 이를 금지하고 있다. 그러나 구조화증권 평가 등에 있어서는 신용평가사 간의 협의가 필요한 경우가 존재하기 때문에 다양한 사례를 검토하고 건전한 거래질서를 해칠 우려가 있는 신용평가사 간의 정보교환을 재정의할 필요가 있다.

임의평가를 금지하는 조항도 개선될 필요가 있다. 금융투자업 규정²⁰⁾

에 따르면 신용평가회사가 서면에 의한 계약을 체결하지 아니하고 예상되는 신용등급 또는 특정 신용등급이 부여될 가능성 등에 대한 정보를 직접 또는 간접적으로 요청인 등에게 제공하는 행위를 금지하고 있다. 이러한 규정은 신용평가업의 신규진입, 평가영역 추가 및 발행자 우위의 시장 개선을 위한 방안으로 무의죄평가 실시의 법적 제약이 되고 있다. 따라서 제한된 범위 내에서 특정한 목적의 임의평가제도를 제한적으로 허용하는 방안도 검토될 필요가 있다.

20) 금융투자업규정 제8-19조의 10(신용평가회사의 행위규칙 등)

참고 문헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 강경훈, 배영수, 한재준, 2015, 국내 회사채 시장의 등급인플레이션 분석, 『한국증권학회지』, 제44권 1호, 221~245.
- 강경훈, 이준서, 2011, 복수평가제도가 신용등급 쇼핑에 미치는 영향에 관한 연구, 『금융연구』, Vol.25 No.3.
- 강유덕, 2012, 『EU의 신용평가기관 규제배경과 전망』, 대외경제정책연구원 지역경제포커스, Vol.6 No.6.
- 김필규, 2007, 국제적인 신용평가기관의 위기와 시사점, 자본시장연구원 『자본시장weekly』, 2007-08호.
- 김필규, 2011, 신용평가 관련 규제체계 개선의 내용과 시사점, 서울대학교 금융법센터 『BFL』, 제45호.
- 김필규, 2009, 『신용평가사 규제개편 관련 국제 논의동향 및 국내 산업에의 영향』, 자본시장연구원 연구용역보고서.
- 김필규, 2014, 『신용평가 제도개선 방안』, 자본시장연구원 연구용역보고서.
- 박상용, 원종현, 2014, 계열지원가능성에 대한 재조명, 한국신용평가, 『Special Report』.
- 박임출, 2009, 신용평가 규제법제의 입법론적 과제, 『증권법연구』, 제10권 제2호, 219-267.
- 박원일, 2011, 글로벌 금융위기로 대두된 신용평가회사 이해상충 문제의 해결방안, 『증권법연구』, 제12권 제1호.
- 박원일, 2010, 『신용평가회사의 내부통제 규제 현황 및 향후 입법정책 과제』, 국회입법조사처 정책연구용역보고서.

- 엄성필, 2013, 산업별 평가방법론, 독자신용등급을 적용, 나이스신용평가 『Special Reoprt』 .
- 오세경, 황인덕, 2012, 글로벌 금융위기 이후 신용평가산업의 환경변화 고찰과 주요 현안에 대한 정책제안, 『한국증권학회지』 제41권 1호, 1-39.
- 유건, 안희준, 송준호, 성하혁, 2014, 공기업 독자신용등급에 대한 심층분석, 한국신용평가 『Special Report』 .
- 윤영환, 2014, “회사채시장 활성화를 위한 신용평가제도 개선방안”, 금융투자협회 『금융투자』 4월.
- 윤영환, 2012, 회사채 수요기반을 키우려면, 금융투자협회 『불스리뷰』 12월.
- 윤우영, 마재열, 유준기, 2013, 신용평가에 대한 비판 톺아보기, 한국기업평가 『Issue Report』 .
- 정광호, 2012, 독자신용등급을 포함한 계열관계 반영 평가방법론에 대한 의견 요청, 나이스신용평가 『Special Reoprt』 .
- 조원무, 2014, KR 부도정의 및 부실화 유형별 Raring Policy, 한국기업평가 『Issue Report』 .
- 조원무, 2012, 독자신용등급 결정방식을 반영한 계열신용평가, 한국기업평가 『Issue Report』 .
- 한국기업평가, 2009, 『신용평가의 이해와 활용』 , 새로운 제안.
- 한국기업평가, 『KR신용평가 일반론』 , 2014.
- 황창선, 2013, 자본시장법 개정과 신용평가회사 관련 규제의 변화, 나이스신용평가 『Special Reoprt』 .

<보도자료>

금융감독원, 신용평가 공정성 제고를 위한 표준내부통제기준 마련, 보도자료, 2009. 10. 27.

금융감독원, 신용평가회사의 신용평가실적 분석, 보도자료, 각년도.

금융위원회, 신용평가시장 선진화 방안, 보도참고자료, 2012.1.

금융투자협회, 신용평가기관 평가결과, 각년도.

한국기업평가, KR 신용평가 업무실적 현황, 각년도.

한국신용평가, KIS Rating Performance Analysis, 각년도.

나이스 신용평가, 장기신용등급평가 결과 분석, 각년도.

<해외문헌>

Andreas Milidonis, 2013, Compensation incentives of credit rating agencies and predictability of changes in bond ratings and financial strength ratings, *Journal of Banking & Finance* 37 (No. 9), 3716-3732.

ALP, 2013, Structural Shifts in Credit Rating Standards, *The Journal of Finance* 68, 2435 - 2470.

Baghai, Ramin P., Henri Servaes and Ane Tamayo, 2014, Having rating agencies become more conservative? Implication for capital structure and debt pricing, *The Journal of Finance*, Vol. 69. No. 5.

- Beaver, William H., Catherine Shakespeare and Mark T. Soliman, 2006, Differential properties in the ratings of certified versus non-certified bond-ratings agencies, *Journal of Accounting and Economics* 42, 303-334.
- Becker, Bo and Todd Milbourn, 2009, Reputation and competition: evidence from the credit rating industry, Harvard Business School Working Paper.
- Becker, Bo and Todd Milbourn, 2011, How did increased competition affect credit ratings?, *Journal of Financial Economics* 101, 493 - 514.
- Cheng, Mei and Monica Neamtiu, 2009, An empirical analysis of changes in credit rating properties: Timeliness, accuracy and volatility, *Journal of Accounting and Economics* 47, 108-130.
- Dichev, I. and J. Piotroski, 2001, The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Change, *Journal of Finance* 56, 173-203.
- Duff, Angus and Sandra Einig, 2009, Credit Ratings Quality: The Perceptions of Market Participants and Other Interested Parties, *The British Accounting Review* 41, 141-153.
- ESMA, 2013, *Guidelines and Recommendations on the Scope of the CRA Regulation*.
- ESMA, 2014, *Credit Rating Agencies Annual Report*.
- ESMA, 2014, *Consultation Paper on CRA3 implementation*.
- EU Commission, 2010, *Proposal for amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*.

- EU Commission, 2013, *Amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council.*
- Fitch Ratings, 2013, *Application for Registration as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO).*
- GAO, 2012, *Alternative Compensation Models for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations.*
- Han Xia, 2014, Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies?, *Journal of Financial Economics* 111 (Issue 2), 450-468.
- Hand, John R.M., Robert W. Holthausen and Richard W. Leftwich, 1992, The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices, *Journal of Finance* (June), 733-752.
- Holthausen and R.W. Leftwich, 1986, The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices, *Journal of Financial Economics* 17, 57-89.
- Iannotta, Giuliano , Giacomo Nocera, Andrea Resti, 2013, Do investors care about credit ratings? An analysis through the cycle, *Journal of Financial Stability* 9 (Issue 4), 545-555.
- IOSCO, 2011, *Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies.*
- IOSCO, 2008, *Revised Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.*
- IOSCO, 2008, *Report on the Subprime Crisis.*

- Jiang, John, Mary Harris Stanford and Yuan Xie, 2012, Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence, *Journal of Financial Economics* 105 (Issue 3), 607-621.
- Kiff, John, Sylwia Nowak, and Liliana Schumacher, 2012, Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings, IMF Working Paper.
- Kume, Weir, 2013, Causality Relationship between Bond Ratings and Credit Spreads.
- Manso, Gustavo, 2013, Feedback Effects of Credit Ratings, *Journal of Financial Economics* 109 (Issue 2), 535-548.
- Milidonis, Andreas, 2013, Compensation Incentives of Credit Rating Agencies and Predictability of Changes in Bond Ratings and Financial Strength Ratings, *Journal of Banking & Finance* 37, 3716 - 3732.
- Moody's, 2013, *Application for Registration as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO)*.
- Pinchs, G.E. and J.C. Singleton, 1978, The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes, *Journal of Finance* 33, 29-44.
- S&P, 2013, *Application for Registration as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO)*.
- SEC, 2013, *Summary Report of Commission Staff's Examinations of each Nationally Recognized Statistical Rating Organization*.
- SEC, 2013, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*.

- SEC, 2011, *Report on Review of Reliance on Credit Ratings: As Required by Section 939A(c) of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.*
- SEC, 2013, *Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study: As Required by Section 939C of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.*
- SEC, 2003, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the operation of the Securities Markets.*
- SEC, 2012, *Report to Congress Credit Rating Standardization Study: As Required by Section 939(h) of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.*
- SEC, 2012, *Report to Congress on Assigned Credit Ratings: As Required by Section 939F of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.*
- SEC, 2008, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies.*
- US Public Law, 2006, *Credit Rating Agency Reform Act of 2006.*

<연구총서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-05	위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구	이승호, 김한수, 현석, 주현수, 강현주	15.12
15-04	단기자금시장 구조개편에 대한 평가와 정책과제	백인석, 주현수, 황세운, 서현덕	15.10
15-03	주식시장의 구조적 변화: 거래회전을 감소의 원인 분석	강소현, 김준석, 양진영	15.05
15-02	글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향	신보성, 권재현, 김종민, 이효섭, 천창민	15.05
15-01	한국파생상품시장의 현황진단과 발전방향	남길남, 이효섭, 천창민	15.04

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-03	신용평가산업의 역할과 기능 활성화 방안	김필규	15.12
15-02	DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 비교 - 투자위험을 중심으로 -	홍원구	15.03
15-01	비과세 종합저축투자계좌 도입에 관한 연구	홍원구, 천창민, 김재철	15.03
14-08	가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구	김재철, 남재우, 장지혜	14.12
14-07	우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 관한 연구	이승호	14.12
14-06	선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석	강현주, 서현덕, 주현수	14.12
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기간간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정윤모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재철, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상현	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김규림	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이윤재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정윤모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김규림	08.03
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이윤재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이윤재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정윤모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이윤재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정윤모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12

<조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-08	미국의 증권형 클라우드펀딩 규제와 시사점	천창민	15.12
15-07	금융중개의 발전과 사모펀드의 역할	송홍선	15.09
15-06	아시아자율규제기구(Asian SRO) 설립 논의와 시사점	현석, 황세운	15.07
15-05	미국 증권회사의 특화·전문화 전략: 부티크IB 사례 중심으로	최순영	15.05
15-04	금융투자상품 불완전판매 규제 현황 및 시사점	정운모, 이효섭	15.03
15-03	영국의 금융 영업행위 규제 및 감독 체계 변화와 시사점	이성복, 이승진	15.03
15-02	미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점	남재우, 박용린, 천창민	15.01
15-01	해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점	박용린, 김종민	15.01
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재철, 빈기범, 박진모, 김란영	09.08
09-01	신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이용재, 장병훈, 한지연	09.07

<정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역외 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국채 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 율타리은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재철, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내외 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업계의 대응	김재철, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재철, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 - 역전환채권 구조를 중심으로 -	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리사주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자자주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재철, 빈기범, 신보성 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	추가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 신상품 연구: ETFs, HOLDERS, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤모, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

<Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융 · 재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지 · 환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

<오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드·연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01

연구보고서 15-03

신용평가산업의 역할과 기능 활성화 방안

인 쇄 2015년 12월 23일

발 행 2015년 12월 29일

저 자 김필규

편집인 신인석

발행처 자본시장연구원

주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143

전 화 3771-0600

팩 스 786-7570

인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-137-1-93320

www.kcmi.re.kr

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891371
ISBN 978-89-6089-137-1