

기업 신용평가사의 문제점과 향후 과제^{*}

여은정^{**}

— 국문초록 —

글로벌 금융위기의 상당 부분은 서브프라임 모기지 기반 자산과 이를 발행한 회사에 대한 비정상적으로 부풀려진 신용평가에 기인하고 있다고 해도 과언이 아니다. 따라서 정확한 신용평가와 이를 위한 제반의 정책과제는 전반적인 금융산업의 효율성과 안정성 제고에 중요한 과제라고 할 수 있다. 본 논문에서는 기업 신용평가사의 현황 및 문제점을 파악하고 향후 바람직한 정책에 필요한 과제를 제시하고자 한다. 국내 신용평가시장을 살펴본 결과 국내 신용평가 3사가 글로벌 3사에 비해 과점적인 시장구조로 인해 초과 이윤을 누리고 있다고 보기 어려운 반면, 신용평가시장에서 등급 부풀리기 현상의 가능성은 배제하기 어려운 것으로 나타났다. 이는 국제적으로 합의된 신용평가사에 대한 규제방안을 우리나라 상황에 맞게 법제화하여 추진하는 동시에 현행 복수평가제 유지 및 신용평가사의 주기적 교체 등을 통해 현재 신용평가산업의 경쟁력을 강화시키는 방향으로 유도해 나갈 필요가 있다는 점을 시사한다.

핵심단어 : 신용평가사, 등급 부풀리기, 수수료 체계, 과점적 시장구조

JEL 분류기호 : D43, G24

I. 서론

주지하다시피 신용정보는 거래주체 간 정보의 비대칭성을 완화시킴으로써 효율적인 금융거래에 필수적인 요소이다. 이러한 신용정보를 바탕으로 발행자 및 발행증권의

투고일 2012년 02월 28일; 수정일 2012년 03월 29일; 게재확정일 2012년 06월 19일

^{*} 본 논문에 유익한 논평을 해 주신 익명의 두 심사자에게 감사드리며, 아울러 본 논문은 전국은행연합회의 연구과제 “기업 신용정보시장 활성화 및 기업 신용평가 강화방안(2009)”의 일부 내용을 바탕으로 전체적으로 재작성하였음을 밝힌다.

^{**} 중앙대학교 경영학부(Tel : 02-820-5542, E-mail : ejyeo@cau.ac.kr)

상환가능성을 등급으로 표시하는 것이 신용평가이다.

2008년 시작된 금번 글로벌 금융위기의 상당 부분은 서브 프라임 모기지 기반 자산 및 이를 발행한 회사에 대한 비정상적으로 부풀려진 신용평가에 기인하고 있다고 해도 과언이 아니다. 일례로 Mason and Rosner(2007)는 잘못 부여된 신용평가가 주택 저당증권(MBS) 및 부채담보부증권(CDO) 시장을 어떻게 왜곡시켰는지 잘 설명하고 있다. 저자들은 글로벌 신용평가사가 부도 위험 등을 평가하는데 중요한 모수들을 과소평가하였다고 주장한다. 이는 요즘처럼 고도로 복잡해진 금융시장에서 잘못된 신용평가가 초래하는 위험이 얼마나 큰 지를 다시 한 번 일깨워주고 있다. 따라서 정확한 신용평가와 이를 위한 제반의 정책과제는 전반적인 금융산업의 효율성과 안정성 제고에 중요한 과제라고 할 수 있다.

이러한 현상이 발생하게 되는 근본적 원인은 다수의 연구에서 지적하고 있듯이 신용평가 시장에서 일반화 된 발행자 부담 수수료 체계¹⁾에 따른 등급 부풀리기 현상에 있다고 볼 수 있다. 발행기업의 입장에서 원하는 등급이 아닌 경우 다른 신용 평가사로 전환할 수 있고 그 결과 가장 좋은 등급을 쇼핑한 후 선택할 수 있는 상황이라면 이러한 사실을 합리적으로 예상하는 신용평가사 입장에서는 발행기업의 평가등급을 우호적으로 부여할 유인이 발생한다. 그러나 Skreta and Veldkamp(2009) 등의 연구에서는, 자산 발행자가 수수료를 부담하며, 신용 평가사 간 경쟁이 이루어지는 형태의 신용평가 시장은 앞서 제시된 근본적 문제점에도 불구하고 최근의 금융위기 이전까지 수십 년간 존속되어 왔기 때문에 경쟁보다는 자산의 복잡성이 등급 쇼핑이 가능하게 된 근본 원인으로 파악하고 있다.

실제로 신용평가산업에서 신용평가사 간 경쟁이 미치는 영향에 대한 연구결과는 아직까지 일치된 바가 없으나 최근에는 경쟁의 부정적인 효과를 주장하는 연구가 긍정적인 효과를 지지하는 연구보다 다소 많은 상황이다. 먼저 경쟁의 긍정적인 측면을 부각시킨 연구로 Ditttrich(2007)은 전통적인 산업조직경제학 이론에 바탕을 두어 높은 진입장벽에 따른 과점적 시장구조에서 발생하는 암묵적인 담합으로 인해 결국 평형 가격이 높게 형성된다는 것을 보임으로써 경쟁 강화의 필요성을 강조한다. White(2009)는 이번 서브 프라임 모기지 사태의 원인으로 발행자 부담 수수료 체계 및 자산의 복잡성, 금융감독 소홀 이외에 특히 국가공인통계평가기관(NRSRO)²⁾ 지정에 관한 법률로 인해 상당 기간

1) 신용등급을 부여받게 되는 자산의 발행기업이 신용평가에 대한 수수료를 지불하는 방식이다.

2) 국가공인통계평가기관(NRSRO : Nationally Recognized Statistical Rating Organization)은 시장에서 신뢰성을 인정받는 평가기관의 신용등급에 대해서 규제적 혜택을 부여하는 공적규제 수단으로 1975년에 도입되었다.

신용평가사 간 경쟁이 제한되었기 때문이라고 주장한다. 이외에도 EU 집행 위원회에서 제안한 신용평가기관 규제방안(2011)에서도 신용평가 산업에서의 경쟁 촉진을 중요한 과제의 하나로 강조하고 있다.

반면, 경쟁이 등급 부풀리기 현상을 심화시킨다고 주장하는 연구들이 상대적으로 다수를 이룬다. 이론 연구가 주를 이루는데 이러한 결과의 근본적인 이유는 파생상품의 확산 및 그에 따른 평가 대상 자산의 복잡성 증가로 인한 등급 쇼핑 가능성의 증가에 기인한다고 보고 있다(Skreta and Veldkamp, 2009). 최근 연구로 Bolton et al.(2012)은 실제 신용평가사의 조건을 가정한 이론 모형을 통해 신용평가시장에서의 경쟁이 오히려 신용평가의 효율성을 저하시키며, 신용평가서비스 시작 전 수수료 선지불,³⁾ 신용평가사에 의해 생성된 모든 신용등급의 강제 공시, 신용평가 방법에 대한 모니터링 등의 규제가 신용 등급의 부풀리기 현상을 완화하고 효율성을 증가시킨다고 주장하고 있다. Camanho et al.(2010) 또한 현재의 발행자 부담 수수료 체계 하에서 신용평가사 간 경쟁은 등급 부풀리기 현상을 심화시켜 이해상충 방지를 위해서 유익하지 않다는 결과를 보여준다. 유사한 실증연구로 Becker and Milbourn(2011)는 기업 신용평가에 대한 자료 분석을 수행한 결과 신용평가사 간 경쟁의 심화가 반드시 긍정적인 결과를 가져오지 않는다고 주장한다. 또 다른 실증연구로 Benmelech and Dlugosz(2010)는 금번 글로벌 금융위기 과정에서 ABS CDO⁴⁾의 신용등급 변화를 분석한 결과, 단일 신용평가사로부터 등급을 부여받은 경우 복수의 평가를 받았을 때에 비해 결과적으로 신용등급 강등의 가능성이 높아지며, 신용등급 강등의 정도도 심해진다는 것을 보여준다. 이는 신용평가시장에서 가장 큰 문제가 되고 있는 등급 부풀리기 현상을 완화하는 데에 복수 평가제의 긍정적인 효과가 상당히 클 수 있다는 점을 시사한다.

현재까지 국내 신용평가시장은 상위 3개사가 시장을 분할해서 점유하는 과점적 시장구조인데다가, 업무의 동질성, 비슷한 시장점유율 등으로 경쟁력 제고의 유인이 적어 신용평가사 간 차이도 거의 없는 상황이다. 또한 국내 신용평가사들 역시 회사채 및 기업 신용등급에 있어 등급 부풀리기 현상에서 자유로울 수 없다는 비판이 존재한다. 특히, 외국 연구와 달리 국내 신용평가 3사가 동질적인 업무를 수행하고 있고 주로 상대적으로 단순한 회사채 평가업무를 담당하고 있다는 점을 고려할 때 등급 부풀리기 현상이 보다 쉽게 나타날 수 있다는 점은 주목할 만하다. 특히 신용평가산업의 영세성

3) 우리나라에서는 이미 시행 중에 있다.

4) 자산유동화증권(ABS)을 기반으로 한 부채담보부증권(CDO)을 지칭하며, 서브프라임 모기지 사태 기간 중 신용등급이 상당부분 강등되었을 뿐 아니라 강등 정도도 가장 심하였다.

및 동질성으로 전반적인 경쟁력 제고가 어려움에 따라 국내의 경우 외국과 유사하게 평가사 간 경쟁심화에서 발생할 수 있는 부작용으로 신용등급 제공에서 정확성 및 적시성 확보에 대한 동기가 떨어지고, 불투명한 신용등급 산출 등의 문제가 심화되는 현상이 있다. 본 연구에서 분석한 바에 따르면 이들 국내 신용평가 3사가 동종 산업이나 금융업에 비해 다소 초과 이윤을 얻고 있으나 글로벌 3사와 비교 시 아직까지 높지 않은 편으로 나타났다.

그러나 최근 투자등급을 받은 회사채의 비중이 급격하게 높아진 반면 이들의 부도율 또한 올라간 점, 동기간 기업의 재무건전성이 향상되지 않은 점 등을 종합적으로 판단할 때 국내 신용평가시장에 등급 부풀리기 현상이 존재하는 것으로 판단된다. 이러한 분석 결과를 고려할 때, 등급 부풀리기 현상을 완화하기 위하여 신용평가사 간 경쟁을 촉진하기 위한 추가 정책은 시급하지 않은 것으로 판단되나, 신용평가 정보의 품질을 개선하는 등 신용평가산업의 전반적인 경쟁력을 제고하는 방향으로 유도하는 것이 바람직할 것이다.

더욱이 국내에서도 최근 복잡한 구조화 상품에 대한 신용평가 수요가 크게 늘어나고 있는 상황을 볼 때, 신용등급 부풀리기 현상이 이전보다 더욱 큰 문제가 될 수 있다는 것은 쉽게 짐작할 수 있다. 또한 대규모 기업집단에서 고객의 평가수수료를 매개로 하여 계열사 전체의 신용평가를 특정 신용평가사와만 계약하는 형태로 신용평가사에 사실상 높은 등급을 부여하도록 압박하는 문제도 심화될 수 있다. 그러나 이러한 현상을 통제할 수 있는 적절한 정책적 수단(복수평가제 유지, 신용평가사 주기적 순환제 등)이 함께 강구된다면 신용평가의 질을 향상시키면서 평가의 효율성도 높이는 방안이 될 수 있을 것이다.

본 논문은 현재 글로벌 금융위기 극복과정에서 미국과 EU 등이 신용평가사에 대한 규제를 대폭 개선하려는 노력을 기울이고 있으며, 국내에서도 신용평가 관련 제도의 개선이 추진되고 있는 시점이라는 점에서 시의 적절한 주제를 다루고 있으며, 향후 관련 제도 개선의 방향을 제시하는 데 기여할 수 있을 것이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 우선 신용평가 및 시스템 전반에 대한 개괄적인 이해를 기반으로 국내 및 글로벌 신용평가사들의 현황과 문제점을 살펴보고, 이를 개선하기 위하여 현재 논의 중인 국내외 여러 가지 개선 방안을 소개하고, 이에 따른 우리나라에서의 기업 신용평가 강화를 위한 정책적 과제들을 제시하면서 끝을 맺고자 한다.

Ⅱ. 기업 신용평가의 개요

1. 신용평가의 역할과 기능

신용평가 제도는 전문적이고 객관적인 평가 능력을 보유한 신용평가사가 특정 유가증권의 원리금이 상환조건대로 상환될 확실성 혹은 발행자의 금융채무 전반에 대한 상환능력을 일정한 기호, 즉 ‘신용등급’으로 표시하여 투자자 등 이해관계자에게 공시하는 것을 의미한다. 다만 신용등급은 발행자 혹은 발행자의 특정 유가증권이 내포하고 있는 신용위험 수준에 대한 신용평가사 고유의 의견일 뿐이라는 데 유의할 필요가 있다.

오늘날 금융시장에는 일반기업, 은행 및 증권사를 비롯한 금융기관, 개인 및 기관 투자자, 감독기관 등 다양한 이해관계자가 존재하는데, 이들은 자금의 공급과 수요라는 측면에서 크게 투자자와 발행자로 대별될 수 있다. 특히 잘 알려진 대로 발행자와 투자자 간 혹은 투자자들 간의 정보 비대칭성으로 인해 금융시장의 비효율성이 종종 야기된다.

신용평가의 필요성은 이러한 정보의 비대칭성을 완화시키는 데에서 시작되었다고 해도 과언이 아니다. 즉, 신용평가는 ① 발행자와 투자자의 이해관계로부터 독립된 제3자로서 ② 전문적인 분석능력과 ③ 일관된 판단능력을 기초로 발행자의 신용위험에 대한 적절한 정보를 투자자에게 제공할 수 있기 때문이다. 아울러 오랜 기간 동안의 다양한 자산 및 업종에 대한 평가 경험을 통해 투자정보 생산에 따르는 비용을 축소함으로써 자본시장의 정보 효율성을 제고시키는 효과를 기대할 수 있다. 또한 신용평가는 발행자에게 효율적인 자금조달 기회를 제공한다. 신용평가는 발행자가 자기신용으로 자금을 조달할 수 있도록 자본조달 기회를 확대시켜 주는 동시에 발행자의 신용위험에 대한 투자자의 불확실성을 줄여줌으로써 자금조달 비용을 절감시켜 줄 수 있다. 시장측면에서 신용평가는 신용등급 및 관련 분석정보를 시장에 제공하여 투명성을 제고시키는 한편 감독당국에게는 재무적 건전성을 감시하는데 유용한 기준을 제공한다. 또한 신용등급에 따라 위험 프리미엄을 차등화하여 발행자의 신용에 따라 발행조건이 결정되게 함으로써 자금배분의 효율성도 제고시켜 준다.

한편 기업 신용등급은 Issuer Credit Ratings 또는 Corporate Credit Ratings라 하며, 이는 발행자의 모든 금융상 채무(Financial Obligation)에 대한 전반적인 적기상환능력, 즉 채무불이행의 가능성을 평가한 것이다. 기업 신용등급이 갖는 의미와 필요성은 아래와 같이 요약된다. 첫째, 기업 신용등급의 평가에 있어서는 채무변제의 우선순위

등 개별채무의 어떠한 특성도 고려하지 않으며, 오로지 발행자의 모든 금융상 채무에 대한 전반적인 채무상환능력을 평가한다. 즉, 발행자의 모든 채무에 대한 채무불이행 가능성에 초점을 맞추며, 개별 채무별 회수 가능성은 고려하지 않는다. 둘째, 기업 신용등급은 법적·제도적 사항을 고려하지 않을 뿐 아니라, 보증인 또는 보험업자 그리고 다른 형태로 특정채무의 신용수준을 향상시킨 자 등의 신용수준 역시 고려하지 않는다. 셋째, 기업 신용등급은 발행자의 특정채무(예를 들어 Bank Loan, 회사채, 기업어음, 우선주 등) 신용등급 결정의 기준점 역할을 한다. 마지막으로 기업 신용등급은 신용평가기관의 신용등급별·업종별 부도율 산정의 기준으로 활용된다. 기업 신용등급이 별도로 공시되지 않은 발행자의 경우에는 기업 신용등급을 대표하는 특정채무의 신용등급이 기업 신용등급을 포괄하게 된다.

2. 신용등급과 부도율

(1) 신용등급에 관한 개요

일반적으로 신용등급은 부채 부담기업의 신용등급(Borrower Risk Rating)을 의미하나 회사채, CP 등과 같이 개별 여신거래의 특수성을 반영한 개별 여신등급(Facility Risk Rating) 까지도 포함된 개념으로 활용되고 있다. 기업의 신용등급 즉, Borrower Risk Rating은 ‘미래의 채무상환 능력에 대한 의견’을 의미한다. 또한 신용등급은 기업의 부도확률(probability of default)을 기초로 산출되기 때문에 동일한 신용등급의 기업에 대해서는 개별 신용거래의 특성에 관계없이 동일한 신용리스크를 갖는 것으로 간주하고 있다.⁵⁾ 특히 미국 유수의 신용평가사인 Moody's사는 신용등급을 특정의 채권에 대한 원금과 이자를 적기에 지급할 수 있는 발행자의 미래 상환능력 및 법적 채무에 관한 평가사의 의견(opinion)으로 정의하고 있다.

그러나 신용등급을 회사채 등 특정 부채, 즉 Facility Risk Rating으로 정의할 때에는 특정 부채의 원리금이 약정대로 상환될 확률을 평가하고 그 평가 결과를 일정한 기호 또는 문장의 형태로 표현함으로써 투자자가 투자정보로 활용할 수 있는 정보체계를 의미하기도 한다. 신용등급의 분류는 일례로 <표 1>과 같이 장기채무등급의 경우 S&P사가 AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D까지 10등급으로 분류하며, Moody's사는 Aaa,

5) 남기풍·장지인·이기환, 『신용위험평가론』, 신영사, 2006, 129-136.

Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C의 9등급으로 평가되고 있다.

그러므로 개별 부채나 채권의 신용등급은 채무기업의 신용등급을 기초로 담보 및 보증과 같은 개별 여신거래와 관련된 특수조건을 반영하여 산정함에 따라서 종종 동일한 기업임에도 개별 채권이나 대출의 신용등급이 상이하게 나타나는 경우도 발생하게 된다. 한편, 동일한 신용등급에서도 신용도 차이를 구분하기 위해 S&P사는 AA~CCC까지

<Table 1> Comparison of the Rating Scales between the Global Agencies and the Korean Agencies

This table shows the comparison of the rating scales between the three big global crediting rating agencies and the Korean agencies. In Korea, if necessary, “+” or “-” is assigned in addition to the ratings from AA to B. Unpublished ratings(or “not publicly rated”) are indicated by the symbol “U” in addition to the assigned ratings.

Definition of Scale	Moody's	S&P	Fitch	Korean Rating Agencies ¹⁾
the highest quality, subject to the lowest level of credit risk.	Aaa	AAA	AAA	AAA
high quality, subject to very low credit risk	Aa1	AA+	AA+	AA
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
upper-medium grade, subject to low credit risk	A1	A+	A+	A
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
medium-grade, subject to moderate credit risk and as such may possess certain speculative characteristics	Baa1	BBB+	BBB+	BBB
	Baa2	BBB	BBB	
	Baa3	BBB-	BBB-	
speculative, subject to substantial credit risk	Ba1	BB+	BB+	BB
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
speculative, subject to high credit risk	B1	B+	B+	B
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
highly speculative of poor standing, subject to very high credit risk.	Caa Ca	CCC+	CCC+	CCC
		CCC	CCC	CC
		CCC-	CCC-	C
		CC	CC	
the lowest rated and are typically in default, with little prospect for recovery of principal or interest.	C	C D	C, DDD, DD, D	D

Source : Each company's website and the Korea Ratings.

+, - 부호를 첨기하고 있으며, Moody's사는 Aa~Caa까지 1, 2, 3의 숫자를 첨기하고 있다. 국내 신용평가사의 등급분류는 S&P의 등급분류체계와 동일한 AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D등 10등급으로 분류하고 있다. 국내 신용평가사로는 한국기업평가, 한국신용평가, 한국신용정보(현 NICE신용평가) 등이 있으며, 이들 신용 평가사는 상대적으로 풍부한 기업 재무정보와 신용평가 경험을 바탕으로 신용평정시스템 구축과 이에 대한 컨설팅 사업을 병행하고 있는 상황이다.

(2) 신용등급과 부도율

일반적으로 신용평가사의 평가결과에 대한 정확성 여부는 일정기간 동안 평가한 무보증회사채의 등급별 실제 부도율을 분석함으로써 검증할 수 있는데, 신용평정 시스템의 정확성과 일관성 확보를 위해서는 부도의 정의가 매우 중요한 역할을 한다. 일반적으로 부도(default)는 차주 또는 채권발행자가 채무를 이행할 수 없는 상태를 의미하는데, 국제결제은행(BIS)은 다음과 같은 사건이 1개 이상 발생할 경우 채무자의 부도로 정의하고 있다.

- 채무자가 원금과 이자 또는 수수료를 포함하여 채무 전액을 지급할 가능성이 없는 것으로 판정된 경우
- 대손상각, 특정 대손충당금 설정 또는 원금, 이자, 수수료의 면제 또는 연장 등의 채무조정과 같은 신용손실사건이 발생한 경우
- 채무자가 채무를 90일 초과하여 연체한 경우
- 채무자가 파산신청 또는 이와 유사한 형태로 채권자들로부터 법적 보호를 신청한 경우

이와 같은 신용등급별 부도율은 신용리스크 계량화의 출발점으로써 예상손실 및 예상외 손실을 산출하는 중요한 자료로 활용되고 있다. 신용리스크가 변동하는 기본적인 이유는 신용평가 대상기업에 대한 신용등급의 변화이고, 신용등급은 채무불이행의 상대적인 정도를 나타내는 지표로서 채무불이행의 가능성을 계량화하여 구간으로 표현한 것이라고 할 수 있다. 따라서 신용리스크는 기업이 지니고 있는 부도율에 의해 나타낼 수 있으므로 부도율이 신용등급별로 측정되고, 측정된 등급별 부도율은 해당 등급을 가진 기업의 신용위험을 나타내는 지표로서 의미를 갖게 된다. 한편 특정 신용등급의 부도율은 특정 신용등급의 부도업체수를 연초의 신용등급 보유업체수로

나누어 산출하기도 한다. 일반적으로 부도율은 신용등급별 과거의 실제 부도 경험치를 이용하는 방법과 재무제표 등에 기초한 부도예측모형 등을 이용하여 산출하고 있는데 어느 방법이나 부도율은 전체 특정신용등급을 받은 기업수 대비 이듬해 특정신용등급에 속하는 부도기업수의 비중으로 산출된다.

과거의 재무정보 및 부도관련 데이터가 충분하지 않은 기업의 경우는 신용등급별 부도율의 산정에 있어서 통상 신용평가사의 등급별 회사채 부도율을 활용하기도 한다. 일반적으로 신용등급이 낮을수록 기하급수적으로 부도율이 증가하는 경향을 보이고 있다.

3. 신용평가시스템

(1) 신용리스크의 측정

신용리스크는 거래상대방의 채무불이행에 따른 손실 가능액으로 계량화됨에 따라 예상손실(Expected Loss)과 예상외손실(Unexpected Loss)로 구분되며, 실무적으로는 예측 불가능한 예상외손실만을 의미한다. 예상외손실은 미래에 실현될 손실이 예상손실을 초과하는 부분으로 자기자본으로 보전해야 하는데, 이는 익스포저, 부도율, 회수율의 변동성에 의해 결정되며 통상 CreditMetrics, CreditRisk+ 등 통계적 확률모형을 이용하여 VaR 값으로 산출한다. 한편, 예상손실은 과거 경험과 현재 시장여건을 고려할 때 현재의 익스포저 중 미래의 일정기간 내 손실로 예상되는 금액으로 영업비용으로 간주되며 대손충당금으로 보전해야 한다. 즉, $\text{예상손실(EL)} = \text{익스포저} \times \text{부도율(EDF)} \times \text{손실률(LGD)}$ 로 나타내어진다.⁶⁾ 또한 신용리스크 계량화시 차주에 대한 신용등급 산정이 필수적이며, 동일 신용등급으로 분류된 기업의 신용도는 동질적, 즉, 부도율의 기대치 및 표준편차가 같다고 전제한다.

(2) 신용평정시스템

신용평정시스템은 크게 계량모형시스템(Statistical-Based Process), 전문가 판단시스템

6) 예상부도율(expected default frequency)은 과거 거래기업 자료 등을 기초로 산출한 각 신용등급별 · 일정기간 후(통상 1년)의 부도발생확률을 의미하며, 손실률(loss given default)은 차주의 부도시 발생할 수 있는 자산가치의 손실비율로서 통상 담보처분 등을 통한 회수가능 비율인 회수율을 차감하여 산출되고 있어 $\text{손실률} = 1 - \text{회수율(recovery rate)}$ 로 나타난다.

(Expert Judgement-Based Process)으로 분류할 수 있으며, <표 2>는 양 시스템에 대해 간략하게 비교·분석한 것이다. 위 두 가지 시스템의 중간 형태라고 할 수 있는 제한적 전문가 판단시스템(Constrained Expert Judgement-Based Process)도 종종 활용되고 있다.

<Table 2> Statistical-Based Process vs. Expert Judgement-Based Process

This table shows the comparison of two different credit rating assessment process, which are statistical-based process and expert judgement-based process. Obviously, constrained expert judgement-based process is in between the two.

	Statistical-Based Process	Expert Judgement-Based Process
object	corporate credit(issuers)	securities(corporate bonds, CP, etc)
assumption	going concern	bond's maturity(3year, 5year)
characteristics	business risk rating	finance risk rating
frequency	after the final settlement term (semi-annual check)	at the time of bond issuance (quarterly check)
factor	financial, industrial, managerial factors	free cash flow, corporate bond condition
formula	$f(\sum W_i X_i) : 0 \leq f(x) \leq 1$	$ASST_{MV} + \sum \frac{FCF_N}{(1+r_n)} \approx \sum DEBT_{MV}$
purpose	financial supervising(soundness)	global investment reference
pass scale	above B grade	above BBB grade
rating agencies	Moody's subsidiary company, KMV	S&P, Fitch

Source : "Credit Risk Evaluation" by Nahm et al., 2006.

먼저 계량모형시스템은 재무적 요소만 평정하여 신용평점 또는 부도확률을 산출하고 신용등급을 부여하는 방식으로 신용평점, 부도확률 등의 두 가지 형태로 분류한다. 먼저 신용평점모형은 차주의 신용도를 차등화 할 수 있는 평정지표들을 평정부문별로 선정한 후, 중요도에 따라 지표별 그리고 부문별 가중치를 부여하여 각각의 점수를 산출하고, 이를 합산하여 종합점수를 산출하는 방식이다. 다음으로 부도확률모형은 Logit 회귀분석모형, Merton 모형 등 통계적인 확률 모형을 이용하여 평정대상 기업의 예상부도확률을 추정하고 신용등급을 부여하는 방식이다. 즉, 기업의 자산가치가 부채가치 이하로 하락시 부도가 발생한다는 가정 하에 자산의 시장가치와 부채 및 주가의 변동성을 이용하여 평정대상 기업의 예상부도율(Expected Default Frequency)을 산출하여 이를 등급화 하는 형태로 평가하는 것이다.

다음으로 전문가 판단모형은 동종 산업 평균과 과거실적 및 미래의 잉여현금흐름

(FCF) 등 기본적인 자료를 바탕으로 재무 및 비재무적 요소를 모두 전문가의 경험과 판단에 기초하여 평정하여 신용등급을 부여하는 방식이다. 여기에서는 신용분석 전문가인 심사역이 특정기업에 대한 신용정보를 평가하고 그들의 경험과 판단에 근거하여 신용평정 또는 신용공여에 대한 의사결정을 수행한다.

마지막으로 제한적 전문가판단시스템은 재무적 요소에 대한 계량적 평가를 병행하여 제한적 범위 내에서 평정자의 주관적 판단을 토대로 재무적 요소를 평정하고 최종 신용등급을 부여하는 방식이다. 재무제표 등과 같이 기업신용을 측정할 수 있는 재무항목은 부실위험도를 기대부실확률로 매핑(mapping)하여 재무등급을 계산하고, 영업위험 등 비재무항목은 중요도에 따라 신용평정에 필요한 요소를 추출한 후 각 요소마다 항목 가중치를 주어 신용평점으로 환산하고 있다. 구체적으로 우선 계량평가의 경우 대부분의 신용평가사가 평가부문을 수익성, 안정성, 활동성, 현금흐름 등으로 분류하고, 부문별 평가지표에 가중치를 감안하여 평점을 산출하는 종합평점방식을 채택하고 있다.⁷⁾ 다음으로 비계량평가의 경우 산업위험, 경영위험, 영업위험, 기술위험 등으로 분류하고, 부문별 평가항목에 따라 평가자가 주관적으로 평가하고 있다.⁸⁾ 다만 평가자의 오차를 최소화하기 위해 통상 각 평가항목마다 여러 개의 세부조사항목과 평가매뉴얼을 평가자에게 제공하기도 한다. 여기서 비계량적 평가 요소와 계량적 평가요소들은 독립적인 관계에 있는 것이 아니라 상호 의존적이며 최종적인 신용등급 결정을 위해 유기적으로 조정·통합된다고 볼 수 있다.

일반적으로 신용평정에 사용되는 모형들은 신용 구성요소에 대한 계량 및 측정 가능성 등에 의해 앞서 언급한 세 가지 구성모형의 적절한 결합으로 구축된다. 즉, 비계량적(질적), 계량적(양적) 평가가 함께 수행된다.⁹⁾ 신용평가시스템은 재무모형과 비재무모형으로 구분하고, 비재무모형은 항목들 중 계량 및 측정이 가능한 계량 비재무 모형과 그렇지 못한 순수 비재무모형 등 세 가지의 하위모형이 결합된 형태로 구축된다. 나아가 기업규모에 따라 회계 관행이 다르고 거시경제 및 거래선 등 경영환경의 영향에 대한 대응 및 적용하는 정도가 다르기 때문에 규모와 업종별 하위의 세부모형으로 구분되고 있다. 따라서 계량시스템하의 신용등급평정 모형은 기업의 자산규모에 따라

7) 경우에 따라서는 종합평점을 산출하지 않고 현금흐름 등을 이용한 부도예측모형에 의해 직접 부도확률을 산출하고 이에 해당하는 신용등급을 부여하는 부도확률추정방식을 채택하기도 한다.

8) 거시경제 전망, 산업동향 그리고 계열위험과 경영전략, 재무정책, 자산의 질, 재무용통성 등 개별 기업 수준에서의 다양한 특성 요소가 고려된다.

9) (주)한국기업평가 발간의 “신용평가의 이해와 활용” 내용 중 일부 발췌·인용하였다.

외부감사대상인 법인 모형과 비외감법인 모형 및 영세기업 모형으로 구분되는 것이 일반적이다.¹⁰⁾

대부분의 국내 신용평가사들은 재무제표 작성주기 등을 감안하여 대상 기업에 대한 신용평가를 연 1회 정기적으로 실시하는 것을 원칙으로 하되, 특별한 등급변동요인 발생시 신용등급을 재평가하는 것을 원칙으로 하고 있다. 종종 기업의 신용등급이 낮을 경우 신용평가주기를 짧게 하는 등 신용등급별로 차등화하기도 한다.

마지막으로 부채와 자본항목은 기업이 보유하고 있는 자산의 소유지분을 나타내는데 기업존속을 판별하기 위해서는 재무구조가 중요한 역할을 한다. 일례로 단기 부채의 비중이 상환시기 즉, 만기가 특정시기에 집중되어 있으면 기업에게 불리한 금융상황 하에서는 상환자금 마련을 위해 고율의 이자를 감수하거나 실제 가치에 훨씬 미달하는 가격으로 자산을 매각하는 방법을 선택할 수밖에 없다. 따라서 기업의 생존에 관련된 각종 비율, 예를 들어 총자산회전율, 매출액증가율, 운전자금회전기간(변화량), 재고자산회전기간(변화량) 등을 적절하게 사용하는 것이 중요하다.

Ⅲ. 기업 신용평가사 현황 및 문제점

1. 국내 기업 신용평가사 현황

국내 신용평가 시장은 해외와 유사하게 독과점체제를 형성하여 기존의 3개사 경쟁체제에서 2000년 이후 서울신용평가의 가세로 4개사 경쟁체제로 다소 다각화된 상태를 유지하고 있다.¹¹⁾ 하지만 후발 주자인 서울신용평가는 공신력의 부족과 기존 회사들의 공고한 지위로 인해 시장점유율이 극히 낮았고, 2003년 3월에는 상당한 자본 잠식 상태를 나타내기도 하여 사실상 기존 3개사가 시장을 분할해서 점유하고 있는 상황이라고 할 수 있다.

국내 신용평가 시장 규모는 매출기준 1997년 100억 원 내외에서 시작하여 <표

10) 외부감사대상 법인모형 : 총자산 70억 원 이상인 기업, 비외감 법인모형 : 총자산 10억 원 이상 70억 원 미만 기업, 영세기업 모형 : 총자산 10억 원 미만인 기업을 대상으로 한다.

11) 종래 한국기업평가, 한국신용평가, 한국신용정보(현 NICE신용평가) 3개사 경쟁체제에서 2000년 1월 서울신용평가정보 주식회사가 기업어음 및 자산유동화증권에 대한 평가기관으로 지정 받았다.

<Table 3> Sales and Market Structure of the Korean Rating Industry

This table not only shows the sales, market shares of the Korean credit rating agencies, but also presents the market concentration index, HHI(Herfindahl-Hirschman Index) and unsecured corporate bonds statistics for each agency from 2007 to 2011. Seoul credit ratings(SR) is not dealing with any business of evaluating unsecured corporate bonds. Sales are in KRW 100 million and “mkt share(market shares)” are in percentage term.

		2007		2008		2009		2010		2011	
		sales	mkt share	sales	mkt share	sales	mkt share	sales	mkt share	sales	mkt share
Credit rating agencies	KR	213	34.4	214	34.3	266	33.3	262	33.2	271	32.5
	KIS	194	31.3	208	33.4	263	32.9	256	32.4	281	33.7
	NICE	207	33.4	197	31.6	267	33.4	268	34.0	279	33.4
	SR	6	1.0	4	0.6	3	0.4	3	0.4	3	0.4
	Total	620	100.0	623	100.0	799	100	789	100	834	100.0
Market Concentration	HHI	3,279		3,291		3,307		3,308		3,308	
Unsecured Coporate Bonds	KR	275	35.4	319	36.0	336	36.1	344	35.4	349	35.2
	KIS	245	31.6	283	31.9	303	32.5	321	33.1	329	33.2
	NICE	256	33.0	285	32.1	293	31.4	306	31.5	314	31.6
	Total	776	100.0	887	100.0	932	100.0	971	100.0	992	100.0

Source : Korea Financial Supervisory Service(FSS).

3>에서와 같이 2011년 현재 기준으로 약 834억 원 규모로 크게 성장하였다. 2011년 현재 기준 시장점유율은 한국신용평가, NICE신용평가, 한국기업평가가 각각 33.7%, 33.4%, 32.5%를 차지하여 3사 균점현상이 지속되는 양상을 이어가고 있다. 마지막으로 평가 실적을 살펴보면, 2011년 연초 기준으로 국내 신용평가사가 평가하고 있는 회사채 발행 업체수는 총 992개 업체로 전년 대비 21개사(2.2%)가 증가한 것으로 나타난다. 투자등급(AAA등급~BBB등급) 업체수는 885개로 전년(809개) 대비 76개(9.4%)가 증가한 반면, 투기등급(BB등급~C등급) 업체수는 107개로 전년(162개) 대비 55개(34.0%)가 감소한 것으로 나타난다.

한편 주지하다시피 국내 신용평가산업의 시장집중도 척도인 HHI 수치는 점차적으로 증가하여 2008년 말 3,291을 기록한 후 2011년 말 현재 3,308을 나타내어 다소 감소하였으나 시장 집중도는 지속적으로 상당히 높은 상황이라고 볼 수 있다.¹²⁾

12) HHI 수치는 각 기업의 시장점유율을 제곱한 것의 합으로 보통 HHI 수치가 1800 이상이면 시장이 매우 집중되어 있는 상황으로 평가한다.

2. 기업 신용평가사의 문제점

(1) 글로벌 신용평가사 문제점

최근 전 세계가 미국 서브프라임 모기지 부실사태로 촉발된 글로벌 금융위기를 겪으면서 각국의 경제전문가 및 감독당국은 이와 같은 심각한 위기의 재발 방지를 위한 각종 대응책 마련에 고심 중이다. 금번 글로벌 금융위기 과정에서 금융회사나 감독당국뿐 아니라 신용평가사 역시 평가대상 채권의 신용등급을 과도하게 부풀림으로써 금융위기를 증폭시키는 데 일조를 했다는 비판을 거세게 받고 있다. 특히 신용평가사의 이해상충 문제 및 과점적인 신용평가 시장의 폐해 등 신용평가제도 전반에 걸쳐 문제점이 노출되었다.

1) 현행 글로벌 신용평가제도의 문제점

주지하다시피 금번 글로벌 금융위기의 주요한 원인 중 하나로 신용평가사의 실책이 지적되고 있다. 신용평가사가 복잡한 파생상품에 대해 부적합한 과거 데이터 및 결점이 많은 모형을 사용함으로써 내재된 위험을 제대로 파악하지 못하고 높은 신용등급을 부여하는 등 신용평가에서 여러 가지 문제점이 제기되어 비판의 목소리가 높아지고 있다.

현행 글로벌 신용평가제도의 가장 큰 문제점은 신용평가사가 투자자가 아닌 증권을 발행하는 회사로부터 보수를 받는 유인체계(발행자 부담 수수료 체계)로 인한 이해상충으로 볼 수 있다.¹³⁾ 그 동안 신용평가사는 주택담보부증권(MBS), 부채담보부증권(CDO) 등 파생상품에 대한 평가뿐 아니라 복잡한 파생상품의 설계 및 자문 서비스 제공을 통해 수익을 창출해 왔다. 신용평가사의 수익 중 자산 평가를 의뢰한 회사로부터 받는 수수료가 상당한 비중을 차지함에 따라 자산의 등급을 부풀릴 유인이 자연스럽게 발생한 것으로 보인다. 이와 같은 유인체계가 금번 서브 프라임 사태에서와 같이 엄청난 규모의 자산에 대한 부실평가를 초래한 주요한 원인이라는 지적이 많다.

현행 글로벌 신용평가제도의 또 다른 문제점은 신용평가 산업에 대한 진입규제로 인해 신규진입이 억제되고 산업 내 경쟁이 제한되는 과점적인 시장구조로 인해 신용등급의 정확성 및 적시성이 떨어지고, 불투명한 신용등급 산출 등 이해상충 문제가 심화되었다는 점이다. 특히 발행기관의 요청 없이 신용평가사의 필요에 의하여 평가하는

13) 이에 대한 자세한 논의는 4)절 “발행자 부담 수수료 체계에 관한 추가 논의”를 참고하길 바란다.

신용평가(unsolicited rating)의 경우에는 의도적으로 발행기관의 신용등급이 부정적으로 평가될 수 있어 공정성이 저하되어 왔다.

2) 미국의 신용평가사 규제 방안

이러한 문제를 해결하기 위해 미국 증권거래위원회(SEC)는 신용평가사의 이해상충 문제를 완화하고 투명성을 강화하기 위한 규제 개선안을 마련하여 2009년 4월부터 적용하기로 하였다. 이번 개선안은 신용평가사들이 수행한 신용평가의 정확도에 대해서 지속적으로 보고토록 하고, 신용평가사가 직접 발행에 간여한 자산에 대해 신용평가를 금지하는 것을 골자로 하고 있다. 특히 이해상충을 완화하기 위해 신용평가사는 직접 구조화과정에 간여한 채권에 대한 평가를 할 수 없도록 규정하고 있다. 또한 신용평가에 참여한 애널리스트는 수수료 협상에 참여할 수 없도록 하고 있다. 투명성을 강화하기 위해 신용평가사들이 2007년 6월 25일 이후 기업으로부터 수수료를 받고 평가한 채권 중 무작위로 10% 정도 표본을 추출하여 평가 내용을 6개월 이내에 홈페이지에 게시하도록 규정하고 있다.

이후 2010년 소위 도드-프랭크 금융개혁법, 공식적으로는 도드-프랭크 월가 개혁안과 소비자 보호법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, 이하 도드-프랭크법)을 통해 보다 구체적이고 체계적으로 법제화되었다. 도드-프랭크법 가운데 신용평가(회사)에 관련된 부분은 신용평가 과정과 이해상충 문제의 개선을 통해 신용평가의 투명성을 제고하고, 신용평가사에 대한 과도한 의존도를 축소시키는 데 초점을 두고 있다.

보다 자세히 살펴보면, 신용평가사에 대한 전반적인 규제를 강화하고, 신용평가사 위원회(Credit Rating Agency Board)를 설치하고 동 기구에서 신용평가사의 평가방법론, 평가절차, 정책 및 내부통제관리, 지배구조 등에 대한 전반적인 조사권한을 부여하고, 각종 법규에서 신용등급에 관한 조항을 삭제하여 신용등급의 의존성을 줄이는 한편, 신용평가사의 고의 또는 과실에 대한 투자자 소송을 용이하게 하였다.¹⁴⁾ 이는 신용평가사에 대한 전문가로서의 책임을 부과할 수 있는 법적 근거를 마련하였다는 점에서

14) 과거에는 신용평가사의 신용평가 등급이 전문가에 의한 준비 또는 승인된 항목으로 간주되지 않았기 때문에 채권 발행시 등록서류에 신용평가사의 동의를 요구하지 않았다(SEC Rule 436(g)). 따라서 동법은 신용평가사로 하여금 신용등급 부여에 관한 전문가적 책임을 부과할 수 있는 근거를 마련 하였으며, 특히 신용평가와 관련한 정보의 수집 및 조사 등에 있어서 상당한 수준의 노력이나 간과 등에 대하여 책임을 질 수 있도록 하였다.

기존의 신용평가사에 대한 규율체계와 부분적으로 차별화된다고 볼 수 있다.

3) EU와 그 밖의 신용평가사 규제 방안

EU 역시 2009년 이해상충 문제 뿐 아니라 발행자 지급모델에 따른 부작용을 해소하고 신용평가 과정의 투명성을 확보하기 위해서 신용평가사에 대한 직접적인 규제 감독 및 의무등록제 추진 등을 포함한 규제방안을 제시하였다. 이를 위해서 신용평가사의 관리 및 감독, 검열 등을 수행하기 위해 자체적인 감독기관을 설립하고, 채권 신용평가 주체를 명확하게 표기하도록 하였다. 또한 고객과의 보수합의 내용뿐 아니라 신용등급 평가시 사용한 모델과 방법 및 전제조건 등을 공개하고, 등급산정과 관련한 세부내용을 담은 연례보고서를 발간하도록 하였다.

이후 EU 규제방안은 2010년 개정과정을 거쳐 최종적으로 2011년 11월 신용평가의 투명성과 시의성 제고, 신용평가에 대한 과도한 의존도 축소, 신용평가사의 다양성과 독립성 제고, 신용평가사의 법적 책임강화 등을 골자로 하는 규제방안으로 거듭나게 되었다. 이와 같은 EU의 규제는 신용평가사에 대한 과도한 의존도를 축소하고 신용평가사의 법적 책임을 강화한다는 점에서 취지상 미국의 규제와 유사하나 평가인력의 순환근무와 구조화 상품에 대한 복수평가의 의무화, 지분에 따른 평가서비스 제공금지 등에서는 한층 강화된 규제로 볼 수 있다. 특히 국채의 신용등급 판정에서 신용평가 방법에 대한 정보 공개의무를 강화하고 평가주기 및 발표시간을 규제하는 등 재정위기 발생 이후 잇따른 신용등급 강등에 대한 유로존의 반감을 반영하고 있다고 평가된다.¹⁵⁾

따라서 현재의 추이를 볼 때 신용평가사에 대한 EU의 규제가 미국의 경우보다 다소 강도 높은 수준으로 진행될 것으로 전망된다. EU의 신용평가기관 규제의 이면에는 다양한 사업모델을 보유하고 있는 현행 대형 신용평가사를 규제함으로써 중소기업의 시장진입 장벽을 낮추고 경쟁을 촉진하면서, 중장기적으로 유럽계 신용평가사의 성장이 가능한 환경을 조성하고자 한다고 평가할 수 있다.

이와 같은 감독당국의 신용평가사들에 대한 규제 움직임에 대해 신용평가사들은 자체적으로도 글로벌 혁신을 표방하고 내부 규제방안을 마련하고 있는 상황이다. 일례로 S&P는 신용평가사들에 대한 국제윤리 강령을 제정하고, 신용평가를 수행한 기업에 대한 컨설팅 서비스 제공을 금지하도록 하였다. 한편, 지역별로 특정한 요구사항이 중복되는 것을 방지하기 위해 글로벌 협력을 강화하는 노력도 수반되었다. 아울러 애널리스트들의

15) 보다 자세한 내용은 대외경제정책연구원 보고서(2012)를 참조하길 바란다.

주기적인 순환 근무, 신용등급 관련 정보의 외부 공개 강화, 독립적인 옴부즈맨 제도 도입 등의 조치를 자체적으로 마련하였다.

4) 발행자 부담 수수료 체계에 관한 추가 논의

여러 가지 규제 개선방안에도 불구하고 미국 증권거래위원회 위원장인 Mary Schapiro를 비롯한 많은 전문가들이 이러한 조치가 현행 글로벌 신용평가제도의 근본적인 문제점을 해결하기에 충분하지 않다는 우려를 표명하였다. 전통적인 시장주의자들은 신용평가사간 경쟁체제 강화만으로도 이해상충 문제가 완화될 수 있다고 주장한다. 이러한 논리의 바탕에는 경쟁이 강화되면 신용평가 결과가 정확하지 않은 회사의 경쟁력이 약화될 것이기 때문에 문제가 해결된다는 것이다. 그러나 신용평가사의 유인체계를 바꾸지 않는 한 이러한 문제가 신용평가사간 경쟁강화로만 해결되기는 힘들다고 볼 수 있다.

이와 같은 주장은 Skreta and Veldkamp(2009)의 연구 결과가 뒷받침할 수 있다. 만일 모든 신용평가사들이 자신들의 평가에 따라서 자산 가치평가에 대한 진실한(sincere) 보고서를 낸다고 가정한다. 이 가정 하에서는 채권과 같은 단순한 형태의 자산에 대한 신용평가는 신용평가사별로 큰 차이가 없게 될 것이며, 당연히 회사도 신용평가사간 차별성을 느끼지 못하게 된다. 반면, 파생상품과 같이 복잡한 형태의 자산에 대한 신용평가는 신용평가사별로 차이가 나게 된다. 이 경우 발행회사는 신용 등급을 높게 주는 신용평가사를 찾는 과정인 등급 쇼핑(rating shopping)에 나서게 되며 결국 발행회사는 신용평가사간 등급 편차(rating dispersion)가 큰 복잡한 자산을 선호하게 된다는 것이다. 따라서 복잡한 자산 선호는 다시 신용평가를 어렵게 만들거나 신용평가사로 하여금 자신들의 진실한 평가보다 과대평가된 등급을 발행회사측에 부여할 동기로 작용하여 경쟁이 강화될 수는 있어도 이해상충 문제는 여전히 존재한다는 것을 시사한다.

일각에서는 이해상충 문제를 완화하기 위해 채권 발행회사가 아닌 투자자들이 신용평가에 대한 보수를 지급하도록 하는 것이 신용평가사의 유인체계에 보다 잘 부합한다는 주장을 펴기도 한다. 즉 신용평가 대상 채권의 주요 구매자인 연기금이나 보험사 등이 비용을 공동출자하여 감독기관이 선정한 신용평가사를 통해서 신용평가를 하자는 것이다. 이 경우 유인 불일치에서 야기되는 이해상충 문제는 확실히 완화되겠지만 또 다른 문제가 야기될 수 있다. 채권 구매자측에서 신용평가비용을 부담할 경우 개별 구매자는 평가를 위한 비용을 공동출자(pool)하여야 한다. 그러나 이 경우 진실된

평가등급을 부여받는 것이 보장되는 대신 이번에는 구매자들 사이에서 무임승차(free ride)를 할 유인이 생기게 된다. 이 같은 무임승차 유인으로 인해 결국 구매자측에서 신용평가사에 출자되어야 할 금액이 적정금액에 미치지 못하게 됨에 따라 신용평가에 대한 정확도가 하락하여 신용평가의 공정성이 저해되고 이는 새로운 형태의 비효율을 야기시킨다.

한편 합리적 기대가설(rational expectations) 하에서 신용평가사의 편향도(bias)를 정확히 예측한다면 이와 같은 신용등급 부풀리기는 크게 문제가 되지 않는다는 견해도 있다. 그러나 합리적 기대가설이 성립하는 경우 균형점에서 지나치게 많은 수의 자산에 대해서 최고 등급(AAA)이 부여되는 문제점이 발생할 수 있다. 따라서 이 역시 최고 등급이 지니는 정보의 가치를 현저히 떨어뜨림으로써 또 다른 종류의 비효율성을 야기시키게 된다.

마지막으로 정부가 직접 운영하는 신용평가기관을 고려해 볼 수도 있으나 여러 가지 문제로 인해 현실적인 대안이 되기는 어렵다. 또한 이 역시 여러 가지 정치적인 논란과 지나친 시장에 대한 간섭이라는 비판에서 자유롭지 못하게 될 우려가 있다.

이와 같이 효율적이고 공정한 신용평가가 어려운 이유는 신용평가가 공정하게 수행되더라도 대부분 구매자들이 적정비용을 지불하고 정보를 얻기보다는 무임승차하려는 유인이 더 커져 비용을 충당할 자금이 늘 부족하게 되기 때문이라고 할 수 있다. 더욱이 신용평가가 부풀려져 있는 통상적인 상황에서는 신용평가 결과가 어떠한 경우에도 비효율적이다. 최악의 경우에는 금번 서브 프라임 모기지 사태에서 경험한 바와 같이 부풀려진 신용등급을 양산하고 이를 기반으로 한 잘못된 투자가 계속 반복될 여지가 존재한다.

(2) 국내 신용평가사의 문제점

1) 평가등급 부풀리기 등의 문제

금번 글로벌 금융위기 과정에서 신용평가사에 의한 평가등급 부풀리기 현상이 가장 직접적인 위기의 원인으로 손꼽힌다. 이는 기본적으로 신용등급을 부여받는 발행기업이 수수료를 내는 발행자 부담 수수료 체계의 결과물로 이해될 수 있다. 왜냐하면 만약 발행기업이 원하는 등급이 아닌 경우 다른 신용평가사로 전환할 수 있으며 그 결과 가장 좋은 등급을 쇼핑 후 선택할 수 있어 이러한 사실을 합리적으로

예상하는 신용평가사 입장에서는 발행기업의 평가등급을 우호적으로 부여할 유인이 발생하기 때문이다.

국내 신용평가사들도 동일한 수수료 체계 하에서 영업하고 있으므로 이와 같은 평가등급 부풀리기 현상 및 이에 따른 문제점이 있는 지 여부를 점검하도록 한다. 첫째, 신용평가사에 의해 투자등급으로 평가를 받은 회사채 발행기업의 비중을 살펴보면 <표 4>에서 보듯이 2009년에 78%에서 2011년 89.2%로 11.2%p나 크게 상승한 것을 알 수 있다. 물론 2009년에는 글로벌 금융위기 여파로 투자등급 회사채 발행기업의 비중이 전년도에 비해 줄어든 건 사실이나 이후 금융위기가 어느 정도 극복되었다는 그 간의 거시경제 여건 등을 감안하더라도 상승 추세는 상당히 강한 것으로 판단된다. 또 한 가지 흥미로운 점은 글로벌 금융위기 여파가 가장 심했던 2008년을 제외하고 2009년부터 0으로 유지되어 오던 투자등급의 부도율 역시 2011년 0.23%로 상승했다는 점이다(<표 5>).

둘째, 이와 같은 등급 부풀리기 현상에 관한 보다 정밀한 분석을 위해 동기간 유가증권시장에 상장된 기업의 재무건전성을 함께 살펴보기로 한다.¹⁶⁾ 기업의 재무건전성을 나타내는 지표는 여러 가지가 있을 수 있으나 본 분석에서는 대표적인 지표로 볼 수 있는 자기자본이익률(ROE)과 부채비율에 한정하여 살펴보기로 한다. <표 6>에서 볼 수 있듯이 2009년 유가증권시장에 상장된 기업의 재무건전성 지표의 중간값은 ROE 7.4%, 부채비율 83.4%로 나타나며, 2011년 동수치는 ROE 5.4%, 부채비율 84.9%로 2009년에 비해 전혀 나아졌다고 보기 어렵다. ROE는 오히려 2.0%p 하락하였으며, 부채비율 역시 1.5%p 상승한 것으로 나타난다. 이와 같이 동기간 기업의 재무건전성은 나아지지 않았음에도 불구하고 동기간 투자등급으로 평가를 받은 회사채 발행기업의 비중이 상승함과 동시에 투자등급의 부도율도 같이 상승하였다는 점은 평가등급 부풀리기 현상을 지지해 주는 또 하나의 근거로 볼 수 있다.

셋째, 글로벌 금융위기라는 강력한 거시경제 전반의 대형 쇼크에도 불구하고 투자등급 평가기업의 비중이 한 번도 감소하지 않고 꾸준히 증가한 사실도 평가등급 부풀리기 현상을 지지해 주는 근거로 볼 수 있다. 아울러 <표 7>에서 보듯이 투자등급의 경우 2004년 이후 상향비율이 하향비율보다 2~4배 이상 높게 나타나고 있는 점도 이와

16) 전체 회사채 발행기업의 재무정보를 구하기가 어려워 동기간 유가증권시장에 상장된 기업의 재무정보로 해당 기업의 재무건전성을 가늠하고자 하였다. 동기간 회사채 발행기업의 수가 764~992개이고 유가증권시장 상장기업의 수도 699~732개로 표본이 상당수 겹칠 것으로 예상될 뿐 아니라 코스닥 기업에 비해 유가증권시장에 상장된 기업들이 회사채 발행을 보다 빈번하게 또 용이하게 한다는 사실을 염두에 두고 분석하였다. 본 분석을 제안해 준 익명의 심사자에게 감사를 표한다.

<Table 4> Trend of Investment and Non-Investment Grade Corporate Bonds

This table shows the recent trend of investment and non-investment grade corporate bonds from 2006 to 2011. “Y.o.Y change(year over year change)” and numbers in parentheses are in percentage term and others are the number of companies. As of early 2011, total number of companies is the sum of objects for the top three credit rating companies’ evaluation, which is 992.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total	764	776	887	932	971	992
Investment Grade	660 (86.4)	669 (86.2)	701 (79.0)	727 (78.0)	809 (83.3)	885 (89.2)
Y.o.Y change	-	1.4	4.8	3.7	11.3	9.4
Non-Investment Grade	104 (13.6)	107 (13.8)	186 (21.0)	205 (22.0)	162 (16.7)	107 (10.8)
Y.o.Y change	-	2.9	73.8	10.2	△21.0	△34.0

Source : Korea Financial Supervisory Service(FSS).

<Table 5> Default Rates of Investment and Non-Investment Grade Bonds

This table shows the recent trend of default rates for investment and non-investment grade corporate bonds from 2002 to 2011. All numbers are in percentage term.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Investment Grade	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.00	0.29	0.00	0.00	0.23
Non-Investment Grade	4.85	3.81	15.11	6.77	1.92	0.00	5.91	8.29	12.96	7.48
Total	1.79	1.06	3.00	1.20	0.52	0.00	1.47	1.82	2.16	1.01

Source : Korea Financial Supervisory Service(FSS).

<Table 6> Financial Soundness Indices of KRX Listed Companies

This table shows the most frequently used financial soundness indices, “ROE(return on equity)” and “Debt ratio” of KRX listed companies from 2006 to 2011. All numbers are the average values in percentage term of each index of the KRX listed companies in the corresponding year and the numbers in the parentheses are the median values.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Return of Equity(ROE)	4.34 (8.63)	3.97 (8.17)	1.03 (5.81)	4.83 (7.40)	6.82 (8.84)	0.90 (5.43)
Debt Ratio	149.4 (86.8)	149.5 (85.5)	183.4 (92.8)	153.7 (83.8)	144.2 (80.9)	194.6 (84.9)

Source : KISVALUE.

<Table 7> Trend of Grade Change of Corporate Bonds

This table shows the long historical trend of grade change of corporate bonds from 1998 to 2011. All numbers are in the percentage term. Up(Down) ratio : number of companies whose grades have been upgraded(downgraded)/number of investment(non-investment) grade companies×100, excluding only notch(+, -) changes and regarding all the grades lower than B as the same grades due to small sample size.

	Investment Grade		Non-Investment Grade	
	Up Ratio	Down Ratio	Up Ratio	Down Ratio
1998	0.56	35.00	5.51	33.07
1999	5.17	14.29	10.05	8.47
2000	6.26	4.47	6.85	5.95
2001	5.53	4.84	5.86	7.49
2002	5.34	1.96	5.76	11.52
2003	4.93	5.11	3.81	9.52
2004	7.68	2.14	10.07	16.55
2005	6.51	0.49	5.26	7.52
2006	8.48	1.52	6.73	6.73
2007	6.43	1.49	1.87	3.74
2008	3.52	4.85	0.00	8.06
2009	4.81	1.93	0.00	12.20
2010	4.94	1.48	3.70	13.58
2011	3.50	0.68	0.00	7.48
Average	5.43	3.71	4.92	10.33

Source : Korea Financial Supervisory Service(FSS).

같은 현상을 뒷받침한다고 볼 수 있다. 마지막으로 지난해 국내 신용평가 3사가 조정한 신용등급의 상향 건수가 하향 건수보다 평균 3.4배 많다는 사실도 등급 부풀리기 현상을 지지해 주는 요소로 볼 수 있다. 또한 A등급 이상을 받은 발행기업의 비중이 2008년 54.8%, 2009년 60.6%, 2010년 70.5%, 2011년 77.3%로 매년 증가하고 있는 점도 경기회복에 따른 등급 상승 이상의 의미를 가질 수 있다. 왜냐하면 글로벌 금융위기 이전인 2005년과 2006년 동 비중은 각각 50.5%, 53.7%에 불과했다는 점에 유의할 필요가 있다.¹⁷⁾

일반적으로 단순한 상품에 대한 신용평가지 등급 부풀리기 현상이 복잡한 구조화 상품의 경우에 비해 상대적으로 적은 경향이 있음을 고려할 때 국내 신용평가사들의 등급 부풀리기 현상에 대한 가능성은 충분히 주목받을 만하다고 본다. 더욱이 국내에서도 최근 복잡한 구조화 상품에 대한 신용평가 수요가 크게 늘어나고 있는 상황을 볼 때, 신용등급 부풀리기가 이전보다 더욱 큰 문제가 될 수 있다는 것은 쉽게 짐작할 수 있다.

또한, 대규모 기업집단에서 계열사 전체의 신용 평가를 특정 기업과만 계약하는 형태로 대규모의 평가수수료를 매개로 하여 신용평가사에게 사실상 높은 등급을

17) 자료 : 금융감독원.

부여하도록 압박하는 문제 등이 지적된 바 있다. 이는 신용평가 시장에서의 경쟁 증가가 보다 낮은 가격과 정확한 신용평가 제공을 가능하게 할 수도 있지만, 대규모 기업집단의 협상력을 강화시키는 계기로 작용할 수도 있다는 점을 시사한다는 점에서 추후 관련 연구과제로 수행할 가치가 있을 것이다.

2) 과점적 산업구조에 따른 영향

앞서 언급한 대로 글로벌 신용평가 시장에서 현재의 과점적 산업구조에 따른 폐해가 빈번히 지적되면서 기존 글로벌 3사의 영향력을 다소 줄이면서 진입장벽을 낮추려는 시도가 활발히 진행 중에 있다. 이에 국내 신용평가사들 역시 과점적인 산업구조를 지니고 있어 이에 따른 문제점이 야기되고 있는 지 분석할 필요가 있다. 따라서 이와 같이 과점적인 시장 구조 하에서 실제로 신용평가사가 시장에서 과점적 지위를 이용하여 초과 이윤을 누리고 있는지 살펴보고자 한다. 기본적으로 이들 신용평가사가 타 유사 산업분야 또는 글로벌 신용평가사들에 비해 높은 수익성을 나타내고 있는지의 여부를 점검하고자 한다. 2004년~2011년 중 이들 신용평가 3사의 당기순이익과 총자산은 <표 8>에서와 같고, 두 값의 비율인 총자산이익률(이하 ROA)을 사용하여 수익성 지표로 삼는다. <그림 1>은 각 신용평가사 별 ROA의 연별 추이를 나타내고 있다.

별다른 추가 분석 없이도 <표 8>과 <그림 1>을 살펴보면, 회계연도 2010년 말 현재 국내 신용평가 3사의 평균 ROA는 25.3%(중간값 26.7%)으로 나타난다. 동기간 전체 상장기업의 평균 ROA가 1.1%(중간값 4.0%)이며, 신용평가사가 속한 산업인 상업서비스업¹⁸⁾ 평균 ROA가 5.0%(중간값 4.7%)로 신용평가 3사의 평균치인 25.3%(중간값 26.7%)에 비해 현저히 낮은 것을 알 수 있다. 따라서 국내 신용평가 3사는 동일업종 평균보다도 월등하게 높은 수익성을 나타내고 있다고 볼 수 있다.¹⁹⁾

그러나 동기간 글로벌 금융위기의 주요 원인을 제공한 글로벌 신용평가사의 동일 수익성 지표와 비교할 경우 이와 같은 해석은 주의를 요한다. 2010년 말 현재 글로벌 신용평가사의 평균 ROA는 35.16%로 국내 평균 25.3% 보다 약 10%p나 높은 것으로 나타남을 알 수 있다.

따라서 현재 국내 신용평가산업이 유사산업이나 금융업보다 수익성이 다소

18) KIS-IC Industry Group 분류에 의거하여 기존 신용평가사가 포함된 산업을 찾아 동일산업에 속한 기업 ROA의 평균 및 중간값을 산출하였다.

19) 참고로 신용평가산업을 금융업으로 간주한다 해도 2010년 말 금융업의 평균 ROA가 은행산업 0.5%, 증권산업 1.6%(1.8%)로 신용평가산업의 평균 ROA에 비해서 월등히 낮음을 알 수 있다.

높다고 해서 과점적인 구조로 인해 초과이익을 누리고 있다고 주장하기 어려운 상황이다. 이는 국내 신용평가사의 시장점유율이 비슷하고 업무의 동질성이 강하여 차별화된 경쟁력을 가지기 어려울 뿐 아니라 글로벌 신용평가사에 비해 규모가 영세하고 전문화가

<Table 8> Net Income, Total Asset and ROA of the 3 Korean Credit Rating Agencies

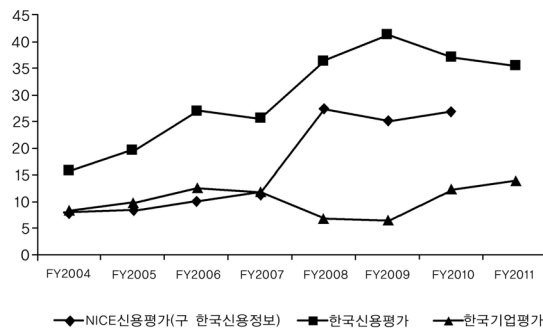
This table shows performance statistics for the Korean credit rating agencies from FY2004 to FY2011. "Net Income", "Tot. Asset(Total Asset)" are in KRW million. "ROA(return on asset)" is in the percentage term. Since FY2008, the financial data of NICE ratings are used due to the split of rating division from the mother company, NICE holdings in November 2007.

Company	Item	FY2004	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008 ¹⁾	FY2009	FY2010	FY2011
NICE	Net Income	7,870	8,883	13,016	15,447	3,754	5,155	6,460	
	Tot. Asset	99,932	107,039	127,694	132,675	13,759	20,536	24,203	NA
	ROA(%)	7.9	8.3	10.2	11.6	27.3	25.1	26.7	
KIS	Net Income	3,261	5,217	5,928	5,839	7,308	8,834	8,191	8,397
	Tot. Asset	20,681	26,815	21,926	22,915	20,140	21,435	22,164	23,799
	ROA(%)	15.8	19.5	27.0	25.5	36.3	41.2	37.0	35.3
KR	Net Income	4,653	6,258	8,132	8,531	4,674	5,033	10,021	11,847
	Tot. Asset	56,049	63,689	65,570	71,524	69,529	79,869	82,109	85,656
	ROA(%)	8.3	9.8	12.4	11.9	6.7	6.3	12.2	13.8

Source : KISVALUE.

<Figure 1> Trend of ROAs of the 3 Korean Credit Rating Agencies

This figure shows the recent trend of ROAs of the Korean credit rating agencies from FY2004 to FY2011. The green line with triangle symbols represents the ROAs of Korea ratings. The blue line with diamond symbols represents the ROAs of NICE ratings. The brown line with square symbols represents the ROAs of KIS ratings. All values are in percentage term.



Source : KISVALUE.

<Table 9> Trend of ROAs of the Global Credit Rating Agencies

This table shows performance statistics(ROAs) for the global credit rating agencies from FY2008 to FY2011. It is worthwhile to compare this one with <Table 8>. “ROA(return on asset)” and “Average ROA” are in the percentage term. ROAs of Fitch ratings are excluded because the only available ROA data is those of the mother company FIMALAC, which owns 50% of Fitch ratings’s shares. In addition, those numbers are quite outlying compared to those of two other rating companies.

Company	Index	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011
Moody’s	ROA	32.87	22.74	22.47	24.21
S&P	ROA	33.82	46.06	47.84	N/A
Average ROA		33.34	34.4	35.16	-

Source : Bloomberg.

미약한 점에 기인한다고 보인다. 이를 감안하여 향후 현행 복수평가제 유지 및 평가사 주기적 교체 등의 개선규정을 고려함으로써 신용평가 정보의 질을 향상시키면서 전반적인 산업에서의 경쟁력을 제고할 필요가 있다.

3. 국내 신용평가사에 대한 규제 개선안

금융감독원은 2009년 9월 글로벌 금융위기 이후 논의된 신용평가제도에 대한 개선방안을 바탕으로 『신용평가 공정성 제고를 위한 표준내부통제기준』<표 10>을 마련한 바 있다. 동 기준은 이해상충의 방지 및 준법감시 체제의 마련, 신용평가결과에 대한 공시 강화, 불공정행위의 금지, 신용평가 관련 행위준칙, 임직원의 윤리기준 등을 포함하고 있다. 이는 신용평가사에 대한 내부통제적 관점과 간접적 방식에 의거한 규율체계를 강화한 정책이라 할 수 있다.

아울러 적격 외부신용평가기관(External Credit Assessment Institutions, ECAI) 관리 방안의 일환으로 국내 3대 신용평가사에 대한 사후관리 방안을 마련한 바 있다.²⁰⁾ 동 방안에는 국내 ECAI의 신용등급별 부도율 수준에 대한 모니터링을 매년 실시하는 한편, 지정기준의 중요한 변경사항이나 지정기준을 충족하지 못할 경우에 개선계획 제출과 필요시 ‘ECAI 지정위원회’를 통해 취소하는 등 감독조치 절차가 가능하도록 하였다. 적격 외부신용평가 기관의 지정은 평가요인의 객관성, 평가기관의 독립성, 신용평가방법론의

20) 보다 자세한 내용은 구본성(2012)을 참조하길 바란다.

일관성 및 투명성, 평가등급의 신뢰성 등을 감안토록 하고 있다. 이러한 감독체계는 신용평가사의 평가방법에 대한 사후검증과 이해상충 방지, 정보의 투명성 등에 근거하고 있는 규율체계라 할 수 있다. 동 규율체계는 규제당국에 의한 감독 권한을 부분적으로 허용하는 한편 이에 상응하는 책임을 부과하는 형태라 할 수 있다.

이처럼 최근에 이루어지고 있는 국내 신용평가지장 및 신용평가업무에 대한 규율체계의 정비는 미국 및 EU 등의 관련 개선방안과 그 맥락을 같이한다고 평가된다. 이는 국내 신용평가지장 역시 글로벌 신용평가지장과 유사한 과점구조이며 평가방식을 비롯한 업무가 상당히 유사하다는 점에서 비롯된 것이라 볼 수 있다. 다만 국내 신용평가사들은 비교적 업무의 동질성이 강하고 규모의 영세성이 있어 구체적인 규율 및 개선방안에서는 차이를 가져올 수 있다.

<Table 10> The Standard Internal Control Guidelines for the Korean Credit Rating Agencies

This table shows the main contents of standard internal control guidelines for the Korean credit rating agencies proposed in 2009.

Avoidance of conflicts of interest and Reinforcement of regulatory and compliance system	• Restriction on information sharing and employee exchange between sales and evaluation divisions • Analyst training and rotation • Prohibition of rating by any analyst who has conflicts of interest • Employment of regulatory and compliance specialist and establishment of related division
Disclosure of performance statistics	• Disclosure of credit rating methodologies, characteristics, and limitation • Specific and additional disclosure for ratings related to structured products and validation of underlying asset assessment • Disclosure of default probability analysis, codes of behavior, fee schemes
Prohibiting unfair practices	• Ban of change, rejection, and withdrawal of credit ratings related to other ancillary business • Ban of ratings enforcement for structured products • Ban of usage of information obtained during a process of credit rating for other purpose
Behavior standards	• Restraint of assigning credit ratings if a proper assessment is difficult to be done • Prohibition of suggestion and recommendation for designing structured products by analysts
Ethical standards	• Report of purchasing shares by employees to the regulatory and compliance specialist • Adoption of regulatory and compliance program and internal whistleblowing system • Duty of maintaining internal files related to credit rating activities at least for 3 years

Source : Korea Financial Supervisory Service(FSS).

Ⅳ. 국내 신용평가 강화를 위한 과제와 맺음말

앞서 살펴본 바와 같이 국내 신용평가사의 현재 문제점을 해결하고 신용평가 역량을 강화하기 위해 다음과 같은 과제를 추진할 필요가 있다.

먼저 현행 복수 평가제의 유지 및 신용평가사의 주기적 교체 의무화 등을 통하여 국내에서도 이슈가 되고 있는 등급 부풀리기 현상을 다소 완화시킴과 동시에 신용평가에 보다 높은 공정성을 기대할 수 있을 것이다. 특히 국내의 경우, 계열사 신용평가 몰아주기를 통해 대규모 기업집단의 협상력이 부당하게 높아지는 것을 막기 위해 기업집단 내 개별 기업들 중 특정 신용평가사의 비율이 일정 수준을 넘지 못하도록 제한을 두는 것을 의무화하는 방안 등을 고려할 수 있을 것이다.

신용평가사의 신용등급 산정에 따른 비용을 금융상품 발행자가 부담하는 현 수수료 체계를 개편하지 않는다면, 잠재적으로 발생 가능한 이해상충 문제를 해결하고 등급산정의 투명성을 제고하려는 노력이 강화되어야 할 것이다. 이를 위해서는 앞서 제시된 적절한 정보교류 차단장치의 설치 못지않게 중요한 것이 사후 관리방안의 수립이다. 정보교류 차단장치 설치를 의무화하여도 신용평가 이외 사업의 비중이 높을 경우 실질적인 이해상충을 방지하기에는 한계가 있기 때문이다. 또한 등급산정의 투명성 제고를 위해 신용평가사의 영업모델, 자금조달, 평가업무와 자문 업무의 분리 등에 대한 세밀한 검토가 필요하다. 일례로 신용평가사의 전체 수익 중 발행자로부터 얻는 수익이 차지하는 비율의 상한을 부과하거나, 발행자가 등급 산정시마다 신용평가사를 복수로 선정하고 이 중에서 무작위로 채택되도록 하는 시스템 등을 고려할 수 있다.

이와 함께 신용평가사 간 데이터, 평가방법론, 우수사례 등을 공유할 수 있도록 네트워크 활성화가 수반되어야 하며, 신용평가 정보의 공시의무를 강화하여 우수한 신용평가 방법론이 확산됨으로써 산업 전체에 긍정적인 외부효과를 기대할 수 있을 것이다. 일례로 구조화 상품의 경우 기초자산 정보에 대한 발행자의 공시 의무를 강화함으로써 투자자들의 신용등급 의존도를 줄이고 상품 투자에 대한 직접적인 판단을 유도할 수 있다. 나아가 대형 투자자를 중심으로 시장 참가자들이 투자대상에 관한 정보를 직접 수집할 유인을 부여하여 시장이 신용평가사의 역할을 일부 수행하도록 함으로써 투자 결정시 투자자의 책임을 강화할 필요가 있다. 가령, 규모가 큰 기관투자자의 경우에 한해서 투자자가 신용평가에 관련한 제반의 수수료를 직접 신용평가사에 지급하는 방안도 등급 부풀리기 현상을 완화시키고 평가의 효율성 제고를 위해 고려할 수 있다.

<참 고 문 헌>

1. 강유덕, “EU의 신용평가기관 규제배경과 전망,” KIEP 지역경제 포커스, 대외경제 정책연구원, 2012.
(Translated in English) Kang, Y. D., “Background and Outlook for EU’s Regulation Guidelines of Credit Rating Agencies,” *Research Focus on Local Economies*, KIEP, 2012.
2. 구분성, “신용평가회사의 규율체계 논의와 정책적 고려사항,” 『금융정보연구』, 제1권 제1호, 2012, 1-21.
(Translated in English) Gu, B. S., “Re-regulation of Credit Rating Agency and Policy Implications,” *Review of Financial Information Studies* 1(1), 2012, 1-21.
3. 남기풍 · 장지인 · 이기환, 『신용위험평가론』, 신영사, 2006, 129-136.
(Translated in English) Nahm, K. P., J. I. Jang, and K. H. Lee, “Credit Risk Evaluation,” Shinyoung publishing company, 2006.
4. 박민식, “미국 도드-프랭크 법안의 신용평가회사 규제내용과 시사점,” 서신평 2010년 Report, 2010, 서울신용평가정보.
(Translated in English) Park, M. S., “The Impact of the Dodd-Frank Act on Credit Rating Agency Reform and Policy Implications,” Seoul Credit Ratings, 2010.
5. 이인호, 『한국의 신용평가제도』, 2007, 서울대학교 출판부.
(Translated in English) Lee, I. H., “Korea’s Credit Rating System,” Seoul National University, 2007.
6. 전홍배, “국내은행의 신용평가시스템 운용현황과 향후과제,” 경제교실 강의자료, 2002, 한국은행.
(Translated in English) Chun, H. B., “Korean Banks’ Credit Rating System,” Lecture notes for Economics class, Bank of Korea, 2002.
7. 한국기업평가, 『신용평가의 이해와 활용』, 2009.
(Translated in English) “Application and Understanding of Credit Rating System,” Korea Ratings, 2009.
8. Becker, Bo and Todd Milbourn, “How did increased competition affect credit ratings?,” *Journal of Financial Economics* 101, 2011, 493-514.
9. Benmelech, Efraim and Jennifer Dlugosz, “The Credit Rating Crisis,” Harvard University,

- 2010, mimeo.
10. Bolton, Patrick, Xavier Freixas, and Joel Shapiro, "The Credit Ratings Game," *Journal of Finance* 67(1), 2012, 85-112.
 11. Camanho, Nelson, Pradyumn Deb, and Zijun Liu, "Credit Rating and Competition," London School of Economics, 2010, mimeo.
 12. Dittrich, Fabian, *The Credit Rating Industry : Competition and Regulation*, University of Cologne, 2007, mimeo.
 13. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010.
 14. European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of The Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, 2011.
 15. Mason, Joseph and Josh Rosner, "Where did the risk go? How misapplied bond ratings cause mortgage backed securities and collateralized debt obligation market disruptions," 2007, SSRN Working Paper #1027475.
 16. Mathis, Jerome, James McAndrews, and Jean-Charles Rochet, "Rating the Raters: Are Reputation Concerns Powerful Enough to Discipline Ratings Agencies?," *Journal of Monetary Economics* 56(5), 2009, 657-674.
 17. Partnoy, Frank, "The Paradox of Credit Ratings," *Law and Economics Research Paper* 20, University of California, San Diego, 2001.
 18. _____, "Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies : An Institutional Investor Perspective," Council of Institutional Investors, 2009.
 19. Skreta, Vasiliki, and Laura Veldkamp, "Ratings Shopping and Asset Complexity : A Theory of Ratings Inflation," *Journal of Monetary Economics* 56(5), 2009, 678-695.
 20. Lawrence J. White, "The Credit Rating Agencies and The Subprime Debacle," *Critical Review : A Journal of Politics and Society* 21(2-3), 2009, 389-399.

< Abstract >

The Credit Rating Agencies : Causes of Failures and their Remedies

Eunjung Yeo *

Undoubtedly, credit information mitigates information asymmetry for financial transactions amongst financial market participants. Based on the credit information, evaluation made by a credit rating agency of the debt issuer's ability to pay back the debt is the key concept of credit ratings.

The global financial crisis of 2007~2008 has called attention to the causes of ratings failures and the conflicts of interest in the credit ratings industry. For example, Mason and Rosner (2007) show that the big three ratings agencies are often confronted with an array of conflicting incentives, which can affect choices in subjective measurements of risk. They also analyze the fundamental differences in rating structured finance products vs. traditional products; the resulting inefficiencies of rating structured finance products cause investors to discredit U.S. markets. Therefore, accurate ratings and supporting policy measures are necessary to achieve efficiency and stability of the financial industry.

Underlying fundamental causes for these rating failures are suspected to be the rating inflations mainly caused by the issuer-pay system as noted by a number of researchers. If issuers can easily switch to other rating agencies and shop for the best ratings, any rational rating agency has incentives to assign ratings favorable to issuers. Thus issuer-pay system is mainly blamed for rating failures. However, Skreta and Veldkamp (2009) argue that more important cause is not the fee system but the complexity of securities rated, which facilitates rating shopping.

Interestingly, there is no consensus yet regarding the effect of competition on the credit rating industry. Recent studies lend a greater support to the negative effect of competition than to the positive effect of it. Most of the positive effect of competition is based on the argument that basic industrial economics predicts tacit collusion between the incumbents, leading to a high price equilibrium (Dittrich, 2007). White

* School of Business, College of Business & Economics, Chung-Ang University
(Tel : +82-2-820-5542, E-mail : ejyeo@cau.ac.kr)

(2009) also points out that due to legislation of NRSRO competition is highly limited in the credit rating industry.

On the contrary, the negative effect of competition is based on the argument that competition aggravates rating inflations (Skreta and Veldkamp, 2009; Camanho et al., 2010). More recently, Bolton et al. (2012) show that competition can reduce efficiency, as it encourages ratings shopping. Similarly, Becker and Milbourn (2011) find that competition leads to lower quality in the ratings market. Using data of the collapse of the credit ratings of ABS CDOs, Benmelech and Dlugosz (2010) argue that tranches rated solely by one agency, and by S&P in particular, were more likely to be downgraded by January 2008 and tranches rated solely by one agency are more likely to suffer more severe downgrades. This study implies that mandatory multiple ratings are helpful in mitigating rating inflation problem.

We analyze causes of ratings failures such as rating inflations and other problems arising from the oligopolistic market structure of the Korean credit rating industry. We find that the three big credit rating agencies in Korea seem to enjoy a high degree of oligopolistic market power at the first glance. However, compared to the global rating agencies, some qualifications seem necessary. It is mainly based on the fact that the Korean credit rating agencies have similar business models and thus similar market shares, so that they are less specialized and small compared to the global rating agencies. We also provide some evidence of rating inflations caused by Korean rating agencies although the most of the financial products are simple to be evaluated in Korea.

Our main results imply that globally recommended regulatory measures should be adapted with some modification to the credit rating industry in Korea and the competitiveness of the industry should be strengthened through, for example, maintaining the requirement of multiple credit ratings, and introducing a forced rotation of credit rating agencies. They also imply that issuers' disclosure regarding the underlying asset pools of structured finance products is expected to help investors to make their own credit risk assessment, rather than leaving them to rely solely on external ratings.

Key words : Credit Rating Agencies, Rating Inflation, Issuer-Pay Model,
Oligopolistic Market

JEL Classification : D43, G24