

별첨

# 신용평가업 등 경쟁도 평가 및 진입규제 개선방안 연구

(요약본)

2021. 8. 12.



한국금융연구원

## <요 약>

### I . 논의의 배경

- 신용평가산업의 자연과점적 특성을 감안하고 시장교란을 방지하는 동시에 유효경쟁을 촉진할 수 있는 진입규제 보완방안을 검토할 필요
  - 신용평가사의 신용등급은 채권시장의 정보비대칭 문제를 완화하는 기능을 수행하며, 각종 금융규제에서 위험관리 기준으로 널리 활용됨.
  - 발행자 지불(issuer-pay) 구조 하에서 나타날 수 있는 부작용을 방지하기 위해 우리나라는 엄격한 진입규제와 영업행위 규제를 시행
  - 우리나라는 무인가 신용평가의 금지와 엄격한 인가제도가 병행되면서 신규 진입이 제한되며 3사 체제가 지속적으로 유지
  - 2~3개사 자연과점이 시장 장기균형이라 하더라도 신규 업체의 시장진입과 합병·퇴출이 발생하는 것이 자연스러우며 미국(2006년), 유럽(2009년)에서도 진입규제를 등록제로 전환한 이후 다수 신규 업체의 시장진입이 이루어짐.

### II . 신용평가산업의 특성

#### 1. 신용평가산업의 기능과 특성

- 신용평가는 정보비대칭성 완화, 크레딧물 거래의 기반으로 활용, 금융계약과 규제의 효율성을 제고하는 등의 기능이 존재(Langohr and Langohr(2009)).

- 신용평가는 신용위험이 내재된 채권 등의 원리금이 발행조건대로 상환될 가능성을 평가하고 단순한 심별로 표현하는 업무를 지칭
- 첫째, 신용평가의 본질적인 기능 중 가장 중요한 것은 발행주체 (기업)의 신용위험을 객관적으로 측정하고 투자자와 발행주체 간에 존재하는 정보 비대칭을 완화하는 정보제공 기능임.
- 둘째, 신용위험이 시장가격으로 나타날 수 있도록 하여 시장 효율성을 제고하며 효율적인 채권 포트폴리오 운용이 가능하도록 함.
- 셋째, 시장참여자에게 신용위험의 공통기준을 제시하여줌으로써 금융 계약과 규제의 효율성을 제고하고 채권발행 목적 이외의 다양한 리스크 관리 분야에 기여

## 2. 신용평가 시장의 과점적 성격

■ 대부분 국가에서 신용평가사들은 2~3개 내외로 과점적 경쟁구조가 나타나는 데 주요 원인은 다음과 같음.

- (평가사와 투자자 간 관계) 첫째, 신규 신용평가사들은 신용평가의 품질에 대한 투자자 등 이해관계자의 신뢰와 활용 범위 확보가 어려움
- (평가 기술) 둘째, 기술적으로도 신용평가의 노하우는 장기 축적되어야 하는 경험자본의 성격 존재하여 신규 업자가 진입할 경우 투자자를 만족시킬 수 있는 품질의 평가를 제공하기 어려움.
- (평가사와 발행기업 간 관계) 셋째, 채권 발행 기업의 입장에서 기존 평가사 외에 추가로 신규 평가사와 신뢰 관계를 형성할 유인 미미
- (발행기업-신평사-투자자 간 관계) 넷째, 평가수수료 변화에 따라 발행기업의 평가의뢰 수요가 크게 변하지 않으며, issuer-pay 구조 하에서 투자자들은 직접적 비용을 부담하지 않는 등 신용평가 수수료 비탄력적인 수요-공급 구조가 존재
- (발행기업-신평사-투자자 간 관계) 다섯째, 이러한 요인들이 복합적

으로 반영되어 신용평가산업은 가격경쟁 보다는 점유율 경쟁으로 이어지고 이는 다시 과점적 구조를 더욱 공고히 하는 효과가 발생

- 국가마다 정도의 차이는 있지만 신용평가의 공공적 성격으로 인해 신용평가 시장에 진입규제 및 영업행위 규제를 부과
  - 첫째, 평가등급의 활용이 발행회사-투자자 간의 관계에 한정되지 않고, 금융감독, 금융계약의 준거 등으로 확장되어 사용되고 있기 때문에 일정 여건을 갖춘 사업자들의 진입을 허용할 필요
  - 둘째, 글로벌 금융위기 이후, 등록제를 통해 신규 신평사의 시장 진입을 유도하고 영업행위 규제 및 감독은 강화하는 추세
  - 셋째, 무분별한 진입과 등급인플레이션 경쟁은 신용평가의 품질을 저하할 위험 → 신용평가 시장의 근간인 신뢰도훼손 가능성

### 3. 신용평가산업 경쟁도 평가의 초점

- 역량을 갖춘 회사의 시장진입과 영업행위 규제를 활용하여 신용평가산업의 품질 경쟁을 유도할 필요
  - 잠재적 진입자에 의한 경쟁압력이 작동할 수 있도록 진입 규제와 프로세스가 충분히 명확하고 유효한지를 점검할 필요
  - 아울러 신용평가시장의 과도한 경쟁이 신용평가 품질하락을 유발하지 않도록 시장규율과 영업행위 규제를 점검
  - 신용평가서비스의 공급측면(신용평가사)과 수요측면(발행기업과 기관투자자)에서 고려되어야 할 다양한 사항을 종합적으로 분석할 필요

## Ⅲ. 신용평가산업 현황

### 1. 신용평가사 현황

- (3+1 구조) 국내 신용평가시장은 한국신용평가, 나이스신용평가 및 한국기업평가 등 3사가 주도
  - 3사의 주요 주주는 글로벌 신용평가사 등으로 구성되어 있으며, 글로벌 신용평가사와 업무 제휴관계를 유지
  
- 신용평가사는 채권 등 부채상품의 신용등급 평가, 등급전망 및 감시 정보 제공, 금융회사 지급능력 평가, 펀드 신용평가 등의 업무를 수행
  - 회사채 등 신용물에 대한 신용평가의 결과는 신용등급으로 표현되며, 국내 신용평가사는 장기등급을 AAA~D로 단기등급을 A1~D로 분류하여 표시
  - 신용평가의 전망적 성격에 해당하는 등급전망(rating outlook)과 등급감시(rating watch) 정보를 제공
  - 자산유동화증권 등 구조화채권에 대한 신용평가, 국가신용등급, 예금, 은행의 재무능력, 보험금 지급능력, 보증기관의 보증능력, 펀드 신용도, 구조조정 등에 대한 평가도 수행
  
- 신용평가사 매출액은 2013년도 이후 지속적으로 증가하고 있는 추세이며, 매출액 기준으로 신용평가 3사가 시장을 고르게 분점하는 모습
  - 신용평가사는 자산을 대출·투자 등으로 운용하는 기관이 아니므로, 재무현황을 살펴볼 때 자산·부채 규모 자체가 크게 중요하지 않지만 자산규모가 2010년 이후 증가 추세
  - 매출액이나 평가건수 기준으로 보았을 때 3사의 시장점유율은 33% 안팎에서 균등하게 배분되어 있음.
  - 평판자본 효과 등으로 인해 우리나라뿐만 아니라 전세계적으로 신용평가산업에서 2~3개사 과점구조가 형성되어 있는 것은 사실이나, 3사가 시장을 균등 분할하고 그 점유율이 안정적으로 유지되는 것은 우리나라에서만 관측되는 현상

- 2010년 이후 신용평가 3사의 ROA와 ROE는 높은 수준을 안정적으로 유지하고 있으며 배당성향도 매우 높은 수준을 기록
  - 2010년 신용평가 3사의 당기순이익은 118.7억원(한기평), 81.9억원(한신평), 64.6억원(나신평)이었는데, 2020년에는 해당 당기순이익이 각각 174.4억원, 142.5억원, 103.1억원으로 확대되었으며 서신평의 경우 2020년 5.4억원 당기순이익을 기록
  - 과거 10년 평균 ROE는 한기평 15.7%, 한신평 40.9%, 나신평 34.3%임.(서울신용평가 5년 평균 - 9.8%)
  - 신용평가사 3사는 배당금을 안정적이고 지속적으로 지급해왔으며 특히 2019년에는 3사 모두 역대 최대 규모의 배당을 지급
  - 신용평가사들의 배당성향(당기순이익 대비 배당의 비율)이 매우 높아서 당기순이익이 배당으로 소진되는 경향이 관측
  - 평가수수료 수입은 2010년 이후 전반적으로 확대되면서 2020년에는 한기평 361억원, 한신평 371억원, 나신평 367억원을 기록

## 2. 일반적 규제체계

### 가. 우리나라

- 2013년 이후 신용평가 규제는 자본시장법에 근간을 두고 있으며, 시행령, 금융투자업규정 및 표준내부통제기준이 세부 내용을 규정
  - 2001년 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률(신용정보법)에 근거하여 신용평가업 규제체계가 마련되었으며 2013년 자본시장법으로 법이 이관
- 우리나라는 미국, 유럽과는 달리 신용평가사로 인가받기 이전에 신용평가사와 유사한 등급 표시 방법으로 기업을 평가할 수 없도록 금지
  - 미국, 유럽, 일본에서도 미등록 신용평가사의 신용등급이 금융규

제, 중앙은행과의 거래 등에서 인정되지는 않지만, 미등록 신평사는 신용평가업무를 영위할 수 있고 시장참가자들이 해당 신용등급을 자율적으로 활용 가능하다는 점에서 차이점 존재

- 신용평가 업무를 하기 위해서는 금융위원회로부터 인가를 받아야 하며 미국, 유럽, 일본 등과 달리 인적·물적 요건을 구체적으로 설정
- 아울러 인가를 받기 위해서는 타당하고 건전한 사업계획, 충분한 전산설비, 투자자·발행인 관련 이해상충 방지 체계를 갖추어야 함.

■ 신평사에 대해서는 준법감시체계, 신용평가업무, 이해상충, 공시, 기밀관리 등과 관련하여 다양한 영업행위 규제가 이루어지고 있음.

- (특수관계 신용평가 금지) 출자관계에 있거나 자사·계열사 상품·서비스 이용을 강요한 법인의 신용평가를 금지
- 신용평가 요청인과의 관계에서 영업이 평가에 영향을 미치지 않도록 다양한 이해상충 제한·금지 조항을 두고 있음.

■ 2016년 이후 기존의 진입규제, 이해상충 방지 규제 외 신용평가 정보의 신뢰성 제고를 위한 제도 개선 조치가 이루어짐.

- 발행기업과 신평사 간 협상력 차이로 인해 발생할 수 있는 등급인플레이션 및 등급쇼핑 문제를 완화하는 목적으로 “제3자의 요청에 의한 신용평가”, “신평사 선정신청제” 등이 도입
- 공정한 신용평가를 저해하는 불건전 영업행위에 대한 제재수준을 강화
- 신용평가사 스스로 평가 역량과 절차를 점검하고 개선하도록 하는 “투명성 보고서” 작성 의무 부과

## 나. 미국

- 발행자 지불 모형 정착으로 등급쇼핑과 등급 인플레이션 문제가 부각되자 SEC는 1975년 NRSRO(Nationally Recognized Statistical Rating Organization) 신용평가사 지정제도를 시행
  - 신평사들은 70년대까지 투자자 구독료에 의존하였으나 70년대 복사기 보급 등으로 인해 발행기업에게 수수료를 수취하는 영업모형으로 전환
  
- 엔론·월드컴 부도와 닷컴버블 붕괴를 계기로 2006년 신용평가기관 개혁법이 제정되며 NRSRO의 지정제가 등록제로 전환되고 이해상충 방지 등 불건전행위 규제를 도입
  - 신용평가시장의 독과점화와 진입장벽으로 작용한 NRSRO 지정제를 폐지하고 등록제로 전환함으로써 신규진입을 유도하고 경쟁을 촉진
  - 신용평가기관 개혁법은 SEC에 신평사의 이해상충을 제한할 수 있는 규정 제정권을 부여하였으며 등록요건에 부합하는 NRSRO 신청 회사의 등록을 처리하도록 의무화
  - 2007~2008년에 걸쳐 신용평가사의 NRSRO 등록이 확대되어 2014년말 기준 10개사, 2020년말 기준 9개사의 NRSRO가 영업
  
- 신용평가기관 개혁법 제15조의E는 NRSRO 신용평가사의 등록 절차와 요건을 규정
  - (i)금융회사·증권사, (ii)보험사, (iii)회사채, (iv)자산담보부증권(ABS), (v)국채·지방정부채·외국국채 5개 권역으로 분류된 영역을 취사선택하여 신청 가능
  - 등록 신청회사의 신용평가 역량을 판단하기 위해 최소 10개 적격기관투자자의 인증을 요구
  - 등록에 필요한 요건을 충족한 경우 SEC가 등록을 거절하기 어렵도록 승인/거절 판단 기준과 요건이 설정되어 있음.



## 다. 유럽(EU)

- EU는 글로벌 금융위기 이후 신용평가 품질 개선을 유도하는 접근방식을 채택하였으나 남유럽 재정위기 이후에는 미국 신평사 주도 시장구도를 개편하기 위해 소형사에 인센티브를 부여하기 시작
  - 2009년, 2011년, 2013년 세 번에 걸쳐 신용평가규제 법안을 도입하였으며 '09년 법안에서는 이해상충 방지체계, 신용등급 제시와 투명성 의무, 등록과 감독과 관련된 내용을 담고 있음.
  - 2011년 개정된 신용평가규제법안(CRA2)은 신용평가사의 감독을 ESMA로 일원화하고 신용평가에 대한 의존도 축소 방향을 제시

## 라. 일본

- 2009년 일본은 금융상품및거래법을 개정하여 신용평가산업 진입정책을 지정제에서 등록제로 전환하는 한편 영업행위 규제를 강화
  - 일본의 신용평가사들은 1970년대 후반 설립, 운영되기 시작하였으며 정부는 1992~2010년 중 신용평가사 지정제를 시행
  - 미국, EU에서와 같이 일본에서도 미등록 신평사의 신용평가업 영위가 가능하지만 미등록 신평사 신용등급 활용은 제한됨.
  - 발행기업과 신용평가사 간 이해상충을 중심으로 공정한 평가에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 주요 행위들을 규제

## 3. 신용평가산업 환경 변화

- 신평평가사의 수익기반을 평가하기 위해서는 회사채, 단기상품, 유동화상품의 발행시장 규모를 살펴볼 필요
  - 2000년 82조원에 머물렀던 회사채 발행액은, 2005년 130조원,

2010년 241조원, 2015년 274조원, 2020년 387조원으로 빠르게 증가하며 신용평가사의 수익기반을 큰 폭으로 확대

- 2013년 이후 유동화상품 중 ABCP와 AB전단채 시장이 폭발적으로 성장함에 따라 신용평가사의 수익기반도 급속히 확대
- 우리나라 무보증 무담보 사모사채 중 상당수도 신용평가사에 신용평가를 의뢰하는데, 사모사채 발행도 점차 증가하는 추세

■ 발행규모는 증가하였으나 신평사에 평가를 의뢰하는 발행기업 수는 정체하고 있어 협상력 차원에서 신용평가사가 여전히 발행기업에 비해 열위에 있다고 평가

- 중복계상을 조정한 결과, 신용평가사에 신용평가등급을 의뢰하여 신용등급을 보유한 업체 수가 2014년초 889개, 2020년초 889개로 차이가 없음.
- 채권 발행규모는 증가하였다고 하더라도 발행기업이 신용평가사를 선택하고 수수료를 지불하는 구조 하에서 발행기업 수가 증가하지 않는 한 여전히 협상력 차원에서 신용평가사는 발행기업에 비해 열위에 있을 수밖에 없음.

## IV. 신용평가산업 경쟁도 분석

### 1. 시장의 획정

■ 신용평가사의 총매출액과 금융상품별 평가수수료 및 평가건수를 활용하여 경쟁도를 분석

- 신용평가사의 고객(기관투자자·발행기업) 입장에서 신용평가 서비스를 대체하기는 어려우므로 일단 본고에서 대체시장 논의는 제외

## 2. 경쟁도 분석

### 가. 단편적 시장집중도

#### 1) 국내시장 시장집중도

- 매출액 · 평가업체 수 기준으로 보면 한신평 · 한기평 · 나신평이 1/3 씩 시장을 균등 분할하고 있으며 점유율의 큰 변화는 관측되지 않음.
- 매출액 HHI(Herfindahl-Hirschman Index)을 살펴보면 3,200선을 안정적으로 유지하고 있어 高집중시장으로 분류 가능하며 평가업체수 HHI를 계산하더라도 동일한 결과가 추산됨.
- 단기상품과 유동화상품 신용평가 업무만 수행하는 서신평의 매출액은 미미한 수준이어서 매출액 기준 산업 CR3는 97% 수준을 유지
- 서신평이 제한 없이 영업하는 유동화상품 신용평가시장에서도 '16~'20년 중 대형 3사의 시장점유율이 97.7%를 상회

#### 2) 미국 시장집중도

- 미국 신용평가시장은 S&P와 Moody's가 양분하고 있는데, 시장 HHI는 3,712로 우리나라보다 시장집중도가 높았으며 CR3도 93~95에 육박
- 10개 신용평가사가 NRSRO로 등록하여 영업하고 있으나 HHI는 3,712, CR3는 95.1에 육박
- 하지만 금융회사, 보험사, 자산유동화증권 신용평가시장에서는 특화된 신평사의 시장점유로 인하여 HHI가 2,332~2,622, CR3가 77.5~84.6으로 시장집중도가 상대적으로 낮은 편

#### 3) 유럽(EU) 시장집중도

- EU 신용평가시장도 S&P와 Moody's가 양분하고 있으며 역내 시장의 HHI는 3,049, CR3는 91.1로 시장집중도가 매우 높은 것으로 나타남.
- 유럽의 소형사 진입·성장 유도 정책 등에 힘입어 개별시장의 집중도는 HHI 2,475~2,798, CR3 80.5~89.1 수준을 기록(보험채 시장 제외)

## 나. 시장경쟁의 실증단면

- 본절에서는 발행기업의 신용평가사 선정과 교체, 수익성 등을 통해 신용평가산업 내 경쟁의 실증단면들을 살펴보고자 함.
- 국내외 신용평가산업은 2~3개 회사가 과점하고 있기 때문에 HHI와 CR3와 같은 축약적인 단편적 지표로는 시장경쟁의 동태적 변화를 입체적으로 조망하기 어려움.
- 2010년대 후반 들어 신용평가사를 교체한 발행업체 수와 신용평가를 받는 업체 수 대비 신용평가사 교체한 업체 수 비중이 늘어나고 있어 발행기업 평가 수주를 위한 경쟁은 치열해지고 있는 것으로 판단
- 2010년대 신용평가사 3사의 본평가 평균수수료가 하락한 것으로 추정되며, 발행기업 수주경쟁이 이러한 수수료 인하를 유발했을 가능성이 있음.
- 신평사 3사 모두 안정적이고 높은 수준의 영업이익률과 배당성향을 보이고 있는 점을 미루어 볼 때 평가수주, 품질, 평판 측면의 경쟁강도가 높은 산업이라 간주하기 어려움.
- 우리나라 신용평가사 등급 간 차별성이 아직 부족한 것은 발행사 우위 구조와 안정적 과점의 단면이라고 할 수 있음.
- 우리나라 신용등급은 글로벌 기준에 비해 3~6단계 높은 수준에서 형성되고 있으나 등급 인플레이션 문제는 등급 적시성·안정성·차별성 이슈에 비해 회사채시장 활성화에 큰 장애요인은 아님.
- S&P와 Moody's 2사간 등급 스플릿 비율이 20%를 상회하는 데

반하여 우리나라 신용평가사 3사간 스프릿 비율은 6~7% 수준에 머무름.

- 2010~2014년 중 3.1~4.3%까지 하락했던 등급 스프릿 비율이 2014년 이후 상승세로 반전한 것은 금융당국의 신용평가사 규제·감독 강화와 기관투자자들을 중심으로 한 시장규율이 강화에 기인하는 것으로 평가
- 우리나라 신용평가사들의 신용등급이 동질화되는 원인은 평가사들이 타사보다 엄밀한 방법론을 적용하거나 먼저 등급을 하향조정하는 데 부담을 느끼고 있고, 안정적 과점 하에서 새로운 평가방법론과 접근방식을 개발·적용할 유인이 미미하기 때문임.

#### 다. 경쟁의 목표

■ 신용평가시장이 양면시장이지만 이 중 발행기업에게만 수수료를 수취하는 점을 감안할 때 지표 상 관측되는 경쟁은 결국 발행기업에 대한 신용평가 수주 경쟁임을 유의하여야 함.

- 시장규율이 제한적으로 작동하는 시장에서는 앞절의 경쟁도 지표로 관측되는 경쟁은 결국 등급쇼핑과 등급차익거래(rating arbitrage)의 단면일 수 있음을 유의할 필요

■ 품질 측면에서는 지난 10년간 신용평가사 3사 신용등급의 정확성, 안정성 등이 개선된 것으로 평가

- 등급별 부도율, 기간누적 부도율, 예측력 지표, 부도발생 이전 등급변화 등을 통해 살펴보면 신용평가사 3사의 신용등급 정확성은 2010년 이후 개선되는 추세
- 다만 신용등급의 품질은 회계투명성, 기업지배구조, 평가기업 산업 특성 등 구조적인 요인들이 복합적으로 작용한 결과이므로 신용평가사만의 책임과 역량으로 귀결할 수는 없음.

## 라. 수요자(기관투자자) 만족도

- 발행자지불 구조에서 경쟁이 신용평가 품질경쟁으로 연결되기 위해서는 기관투자자 중심으로 시장규율이 정상적으로 작동하여야 함.
- 크레딧시장 주요 기관투자자를 중심으로 이루어지는 SRE 설문조사 추이를 보면 2010년대 신용평가 신뢰도가 개선되고 있는 것으로 나타남.
- 금투협 설문조사에 따르면 신용평가사들의 평균적인 신용평가 품질은 '17년 이후 점진적으로 개선되고 있는 것으로 평가
- 최근 금감원 신용평가 전문가 설문조사에 따르면 신용평가의 적정성과 등급 평정의 투명성에 대한 긍정적 의견이 대다수를 차지하였으며, 설문자들은 공시 강화, 금융투자협회 신평사 역량평가 등의 제도 개선이 이와 같은 품질 개선에 기여하였다고 평가

## V. 채권평가사 경쟁도 분석

### 1. 시장 개요 및 특성

- 채권형 상품의 자산평가서비스는 규모의 경제와 평판자본의 중요성으로 인해 과점이 나타나기 쉬운 시장으로 판단
- 자산운용 기관은 투자자산의 가격정보를 필요로 하는데, 채권형 상품에 대해 시가평가 정보를 자산운용 기관에 제공하는 회사들이 존재
- 자산평가회사는 펀드 등 투자기관에 비상장주식의 시가평가 자료를 정기적으로 제공하기도 함.

## 2. 규제 체계

- 채권평가사에 대해서는 기본적인 인적·물적 요건을 갖추면 시장진입을 허용하는 등록제를 운영 중
  - 채권평가서비스에 대한 규제는 자본시장법상 펀드에 한정되어 있으나, 펀드가 채평가사의 주요 고객이므로 현실적으로 자본시장법을 통해 채평사를 효과적으로 규율 가능

## 3. 경쟁도 분석

### 가. 우리나라

- '11년 FN자산평가의 시장진입 이후 시장 전반의 HHI 지수는 감소하는 추세이나 여전히 고집중시장에 해당하는 수준
  - 2000년 이후 3개사가 시장을 분할해오다 '11년 FN자산평가의 신규 진입에 따라 2020년말 기준 4개사가 영업 중
  - 채권평가사의 영업수익은 크게 부채증권과 파생상품에 대한 **시가평가 정보 이용수수료**(전통적 업무), 비상장주식과 주식관련사채 **공정가치 평가수수료**, 신용·유동성리스크 관리시스템 구축, TR 거래보고 업무 시스템 구축에 관한 **컨설팅보수**, OTC 문서자동화 구축 및 보수, ELS 신탁시스템, 전산업무위탁서비스, 채권관련 자료 제공 등 **'DB 이용 등 수수료'**로 구분
  - 전체 매출액을 기준으로 했을 때 시장 HHI는 '15년 3,032에서 '20년 2,848로 점진적으로 감소하는 모습
  - 매출 중 가장 큰 부분을 차지하는 채권 등에 대한 시가평가 이용수수료에 한정된 HHI는 '20년 2,722로 전체시장 HHI에 비해 다소 낮은 편

## 나. 글로벌 시장

- 전반적으로 BVAL, Refinitiv, IDS, Markit 4사가 시장을 주도하는 것으로 판단되나 고유동성 채권에서는 BVAL, Refinitiv, IDS 3사가 저유동성 채권에서는 Markit의 점유율이 높은 것으로 보임.
- 미국, 유럽 등에서는 자산평가업이 등록·인가를 필요로 하지 않고 평가회사가 대부분 비상장법인인 까닭에 자료 확보에 한계가 존재하지만 본고에서는 비공개 전수조사 자료 활용하여 시장 점유구도를 판단
- Bloomberg BVAL, Refinitiv, ICE Data Services, IHS Markit이 거래 채권에 대해 시가평가 커버리지(93~95%)가 가장 넓었으며 특히 회사채와 국채 시장의 시가평가 커버리가 넓은 편
- 보유 채권 기준으로는 IHS Markit의 호가 제시 비율이 가장 높지만 거래 채권 기준으로는 4사가 유사한 수준을 보이는 이유는 IHS Markit은 유동성이 낮은 부채증권\*의 시가평가에 보다 특화되어 있기 때문

## VI. 정책 제언

### 1. 신용평가산업 경쟁정책 이슈

- 2006~2010년 이후 미국, 유럽, 일본 등은 신용평가사 진입정책을 등록제로 전환하여 경쟁 촉진을 유도하되, 부작용에 대처하기 위해 영업행위 규제와 시장규율을 강화하는 접근방식으로 전환
- 신용평가사의 신규 진입이 야기할 시장 혼란을 우려한 세계 주요 각국은 1970년대 이후 2006~2010년까지는 신용평가사 지정제를 운용하며 진입정책을 보수적으로 운용



- 하지만 2~3사 과점체제와 지정제 안에서는 기존 신용평가사의 혁신과 품질경쟁을 촉발할 유인이 부재하여, 미국('06년), 유럽('09), 일본('10) 등은 지정제를 등록제로 전환하며 경쟁을 촉진하되, 시장 부작용에 대처하기 위해 영업행위 규제와 시장규율을 강화하는 접근방식을 채택

■ 우리나라의 경우 기관투자자의 신평사에 대한 시장규율이 미약하여 등급 인플레이션 우려가 존재하고, 신규 진입희망 회사의 평판과 평가 이력을 판단할 근거가 부재하여 그간 인가에 신중하게 접근

- 미국, 유럽, 일본 등과 달리, 우리나라에서는 인가 이전 신평평가업무가 금지되어 있어 인가희망 업체가 평판과 신평평가 이력을 축적할 수 없고 이에 따라 인가심사 시 신평평가 역량을 판단할 자료와 근거가 사실상 전무

■ 이에 시장진입 실효성을 제고할 수 있는 인가제도 개선방안과 관련 부작용에 대처할 수 있는 영업행위 규제 개선방안을 제언

- 해외 주요시장과 우리나라 시장 간 크레딧 및 신평평가 시장규모, 기관투자자의 다양성과 신평평가 역량, 규제연혁(regulatory path) 등 측면의 간극을 감안할 때 우리나라의 신평평가산업 진입규제를 즉시 등록제로 전환하면 관련 시장혼란이 야기될 가능성이 적지 않음.
- 단기적으로는 우선 인가 프로세스의 예측성과 시장진입의 실효성을 제고할 수 있는 단계적 접근법이 필요하다고 판단
- 시장진입 또는 수주경쟁으로 불거질 수 있는 부작용에 대한 우려를 사전적으로 불식시키고 사후적으로 적절히 대응할 수 있도록 영업행위 규제 측면의 개선방안도 모색

## 2. 신평평가산업 인가제도 개선방안

### 1) 무의뢰평가 제도 도입

- 무의뢰평가 도입이나 제3자의뢰평가의 실질화는 신규 업체의 업력
  - 평판 축적과 평가 수주에 크게 기여할 수 있음.
- 하단 세 가지 방안에 공통적으로 무의뢰평가(unsolicited rating) 허용 또는 제3자의뢰평가의 실질화를 적극적으로 검토할 필요
- 미국, EU, 일본 등 주요 시장에서는 신용평가가 의뢰에 기반해야 한다는 의무 조항이 없음.
- 신규 업체가 무의뢰평가나 연기금등을 통한 제3자의뢰평가를 활용하면 평가업체 집합(rating universe)를 확대하고 평가 이력을 축적하면서 시장에서 평판과 이력을 구축해 나갈 수도 있음.
- 신규 업체는 기존 신용평가사와 다른 신용등급, 평가모형 등을 내세울 수도 있는데, 무의뢰평가와 제3자의뢰평가가 없다면 기존 신용평가사가 평가하고 있는 발행기업의 신용등급과 대조되는 결과는 시장에 알리기가 어려움.

## 2) (방안 ①) 현재 인가방식 유지

- (방안 ①) 현재 신용평가산업 인가체계와 접근방식을 유지
  - 우리나라는 신용평가산업의 경쟁이 발행기업에 대한 신용평가사의 협상력 축소와 신용등급 인플레이션 심화를 유발할 가능성 등을 우려하여 인가제를 통해 보수적인 진입정책을 채택
  - (장점) 신규 업체 진입으로 발생할 수 있는 등급 인플레이션 문제와 시장혼란을 최소화
  - (단점) 무인가평가 금지에 따라 진입희망 업체의 신용평가 역량을 과거 업력과 성과를 통해 판단하는 것이 불가능하기 때문에 업체의 의지와 자본력만을 믿고(leap-of-faith) 인가 여부를 판단해야 함.
  - 또한 발행자 수수료 지불(issuer-pay) 영업모형이 정착된 시장에

서는 신규 신평사 진입이 단기적으로 등급 인플레이션을 유발할 가능성이 높기 때문에, 시장혼란 방지를 우선적으로 고려한다면 현실적으로 신규 인가는 이루어지기 어려움.

### 3) (방안 ②) 평가이력 축적과 인가단위 모듈화

■ (방안 ②) 인가심사에 필요한 평가업력을 축적할 수 있는 현실적 기반을 마련하여 인가의 실효성 제고

- 무인가평가는 여전히 금지하되, 신규 업체가 일정 기간 일부 분야에서 평가 역량을 검증한 후 인가단위를 확대할 수 있도록 유도
- 일정 기간 축적된 신용평가 자료를 인가당국과 인가당국이 위임하는 전문위원회 등을 통하여 검증하여 인가심사 시 핵심 자료로 활용
- 신용평가 역량을 판단하는 기준과 절차를 명확히 함으로써 인가 절차에 관한 예측가능성을 제고하고 실질적인 시장진입을 유도할 수 있는 장점이 존재
  - \* 신용평가 이력과 경험이 부재한 업체가 인가를 받음으로써 발생할 수 있는 시장혼란을 최소화할 수 있으며 부분인가 등을 활용할 경우 시장혼란 위험을 일부 크레딧시장에 국한시킬 수도 있음.
- 인가희망 업체는 관련 부문 수익 없이 일정 기간 영업손실을 감내해야 하고 따라서 자금력을 보유한 업체만이 진입을 도모할 수 있는 단점도 존재

### 4) (방안 ③) 인가 이전 제3자의뢰 평가 허용과 인가 모듈화

■ (방안 ③) (방안 ②)에 추가적으로 인가 이전 무의뢰평가를 허용하여 실질적 품질경쟁을 촉진

- (방안 ②)와의 차이점은 인가 이전 무의뢰 평가를 허용하여, 인가를 희망하는 업체가 투자자를 대상으로 서비스 이용료를 수취

(subscriber-pay 모형)하고 평가한 등급과 관련 평가보고서를 자유로이 공시하는 것을 인정한다는 것임.

**\* 다만 미국, EU, 일본 등에서와 같이 당국의 인증을 거치지 않은 무의뢰평가 등급은 자본시장법, 은행법, 보험업법 등 금융법 및 관련 규정에서 인정되지 않음.**

- 시장진입을 원하는 업체가 3~5년 동안 평판과 성과를 축적하면서 수익을 창출할 수 있기 때문에 (방안 ②)에 비해 진입을 시도하는 업체가 많아질 것으로 판단
- 또한 인가 이전 평가업무를 수행하면서 기관투자자, 크레딧 애널리스트 등 평가서비스 수요자로부터 규율을 받기 때문에 평가서비스의 질도 그만큼 제고될 수 있고 시장진입 희망 업체 입장에서 인가 신청 여부를 보다 실질적으로 가늠할 수 있음.
- 인가 이전 무의뢰 평가 허용에 따라 단기적으로 시장 혼란이 초래될 위험도 고려하여야 함.

### 3. 신용평가산업 영업행위 규제 개선 사항

- 진입규제 개편이 등급 차익거래(rating arbitrage)나 인플레이션으로 이어지지 않도록 다음과 같은 영업행위 규제 개선이 병행될 필요
- (이해상충 규제 강화) 신용평가 업무에서 영업이나 마케팅 요인이 영향을 미치지 않도록 규정을 명확히 하고 인가요건에 계열사·대주주의 이해상충 가능성을 검토하도록 규정
  - 신규 신용평가사의 계열사·대주주가 발행기업으로부터 수취하는 광고비, 자문비 등을 고려하여 높은 신용등급이 부여되거나 신용평가사의 계열사·대주주가 발행기업과 맺고 있는 관계를 활용하여 발행기업에게 해당 신용평가사 평가 의뢰를 유도할 가능성
- (인가요건 유지) 신용평가사 인가유지 의무의 동태적·상시적 점검을 강화

- 신용평가사는 인가 취득 이후에도 인가 당시 요구되는 인가 요건을 유지할 의무가 있으며, 이를 위반할 경우 인가취소 사유에 해당하므로 신용평가사가 인가요건을 유지하는지 여부를 동태적·상시적으로 점검하도록 제도를 개선할 필요
- 나아가 대주주가 외국법인인 경우도 제재사실이 신용평가사 업무에 영향을 미치는지 감안하여 인가유지 여부를 판단하도록 할 필요

#### 4. 채권평가사 경쟁정책 평가

- 등록제를 적용하고 있기 때문에 국내 시장 여건 변화에 따른 진입·퇴출 수요에 유연하게 대처할 수 있을 것으로 판단
  - 장외거래 상품에 대한 가치평가 서비스는 규모의 경제 등으로 과점 형성 가능성이 높으며 실제 미국·유럽과 우리나라의 시장집중도도 높은 편
  - 산업 특성상 과점이 형성되더라도, ①기술 개발이나 신규 서비스를 통한 신규 진입자의 시장 편익 증대 가능성을 배제하여서는 안 되며, ②시장규모 확대·축소와 서비스 경쟁에 따라 진입·퇴출이 발생하는 것이 자연스럽기 때문에 진입·퇴출은 유연하게 허용되어야 함.
  - 등록제를 통해서 신기술이나 신규 서비스 확보나 시장규모 확대에 따라 역량과 의지를 갖춘 업체가 진입을 희망할 때 이를 유연하게 수용할 수 있음.
- 최근 5번째 업체가 시장에 진입하였는데 향후 추가 진입수요 발생 시 자산평가서비스 시장의 특성을 감안하여 시장여건, 산업구도, 서비스 품질 변화 등을 종합적으로 고려할 필요
  - 자산평가서비스는 펀드 투자자 보호와 금융시장 규율에 중요한 영향을 미치는 인프라이므로 향후 추가적인 진입수요 발생 시 시장환경, 산업구도, 자산평가서비스의 품질 등을 종합적으로 고

려하는 것이 바람직

- 현재 우리나라 시장 관행과 신뢰도를 감안할 때 등록제는 등록업체에 대한 검사·감독, 등록업체의 자료 보고 등을 활용하여 펀드의 가치평가 관련 영업행위 이슈나 신뢰도 문제에도 대처할 수 있는 장점 존재
  - 집합투자기구(펀드)와 집합투자회사(운용사)의 신뢰도가 아직 충분하지 않은 상황이며 특히 시장유동성이 낮고 시가평가가 어려운 일부 크레딧 상품에 투자하는 펀드의 가치평가 관련 공정성, 객관성, 투명성 이슈가 반복적으로 제기됨.