

글로벌 금융위기로 대두된 신용평가회사 이해상충 문제의 해결방안*

박 환 일

(경희대학교 법학전문대학원 부교수)

【초 록】

글로벌 금융위기가 구조화상품에 대한 신용평가가 부실했던 데 기인한다고 판단한 주요국의 감독당국은 신용평가회사에 대한 규제·감독의 강화에 나섰다. 우리나라에서도 ‘국제적 정합성’이라는 이름 아래 신용평가와 관련된 이해상충을 방지하는 방안, 진입장벽을 낮추고 자유경쟁을 촉진하는 방안 등이 검토되었다. 이해상충 방지 및 준법감시 체제 구축을 골자로 한 신용평가회사의 표준내부통제기준도 2010년 1월부터 시행되고 있다.

금융위기를 극복하기 위해 각국이 공조체제를 취하는 것은 바람직하지만, 신용평가 산업의 발전을 도모하기 위해 발행자의 ‘신용평가 쇼팽’을 차단하고, 신용평가 성적을 반영한 순환지정 평가제를 적용할 수 있다고 본다. 우리나라가 1997년부터 ‘감사인 순환지정제’를 성공적으로 시행해 온 점에 비추어 다음과 같은 신용평가회사의 순환지정제도의 도입을 제안하고자 한다. 즉, 일정한 발행총액을 넘는 대형 발행 건에 있어서 객관적인 신용평가 실적을 고려하여 순환지정을 하는 것이다. 일정한 자격요건을 갖춘 신용평가회사들로 하여금 번갈아가며 수주하도록 하되, 객관적

* 본고는 2010년 말에 수행한 국회입법조사처 정책연구용역보고서 “신용평가회사의 내부통제 규제현황 및 향후 입법정책 과제” 중의 일부를 신용평가회사의 이해상충 이슈를 중심으로 보완·정리한 것이다. 연구용역보고서의 발표 및 토론과정에서 좋은 의견과 코멘트를 주신 국회입법조사처의 임동춘 박사와 금융외환실 팀원들, 그리고 금융감독원의 박임출 팀장과 한국기업평가의 김문수 실장에게 감사사를 드린다.

인 기준에 따라 증권선물위원회가 순서를 조정하면 될 것이다. 복수평가를 요하는 경우에는 발행자가 다른 신용평가회사를 지정하여 서로 공정하고 정확한 신용평가를 하도록 한다. 아무래도 실적이 좋은 신용평가회사가 신용평가의 기회를 많이 얻게 될 것이다. 정부기관이 신용평가회사를 지정하더라도 발행자가 수수료를 지급하게 되지만 이해상충의 문제는 일어날 여지가 없다고 본다.

주제어: 신용평가 / 글로벌 금융위기 / 구조화상품 / 이해상충 / 신용평가회사 순환지정제

논문투고일: 2011. 3. 7 / 논문심사일: 2011. 3. 30 / 게재확정일: 2011. 4. 12

【차 례】

I. 머리말	1. 우리나라의 신용평가 관련 법 개정 내용
II. 주요국의 신용평가 관련 대책	2. 이해상충에 관한 신용평가 규제론
1. 개 관	3. EU에서의 논의
2. 미 국	4. 순환지정제의 비교 검토
3. 유럽연합(EU)	5. 입법론-신용정보법 및 시행령의 개정안
4. 일 본	검토
5. G20 이니셔티브	IV. 맺음말
III. 이해상충을 둘러싼 신용평가 규제론의 검토	

I. 머리말

1997년 미국의 서브프라임 모기지 대출의 부실화로 촉발된 전세계적인 금융위기는 주요국의 재정완화 정책과 국제공조에 힘입어 진정되는 국면에 있다. 그 과정에서 문제가 된 구조화상품(structured products)의 신용평가를 담당했던 신용평가회사들이 당해 상품의 구조화(structuring)에 관한 자문을 해준 것으로 드러나 실제보다 낮게 신용평가를 해준 게 아니냐는 의혹을 받았다. 그 결과 주요국의 금융위기 대책을 보면 신용평가회사의 이해상충(conflicts of interest) 행위를 일체 금지하는 한편,¹⁾ 신용평가업의 진입장벽은 낮추되 신용평가회사의 난립을 막아 발행사나 주선기관이 ‘신용평가 쇼핑’(rating shopping)²⁾에 나서지 못하도록 하고 있다.

과연 신용평가회사가 금융위기를 몰고 온 장본인인가? 신용평가회사들이 모기지 담보부 채권(mortgage-backed securities: MBS)의 부실 가능성을 제대로 예측하지 못했다는 거센 비난을 받았다. MBS관련 구조화상품을 신용평가함에 있어 좋은 등급을 받을 수 있는 자문을 수행하고, 이러한 수수료 수입을 올리기 위해 서브프라임

1) 신용평가회사는 발행자의 의뢰를 받아 그로부터 수수료를 받고 신용평가를 하게 된다. 신용평가는 투자자들에 대한 투자 가이드 역할을 해야 함에도 발행자의 눈치를 보지 않을 수 없다. 예컨대, 많은 신용평가회사들이 지난 10년간 구조화증권의 고수익에 매료된 나머지 신용평가의 독립성을 스스로 포기하는 경우가 많았다는 비판을 받았다.

2) 구조화상품의 발행사나 주선기관이 높은 신용등급을 부여하면서 신용보강(credit enhancement)을 적게 요구하는 신용평가회사를 찾기 때문에 일부 신용평가회사는 수입을 올리기 위해 잠재적인 리스크를 눈감아 주는 경향이 있었다. *Financial Times*, "Rating agencies 'broke bond of trust'," October 23, 2008.

모기지 채권시장의 방만한 성장을 목과하였다. 그리고 최고등급(triple A)의 신용평가를 받은 MBS와 이를 기초로 한 CDO(Collateralized Debt Obligations)³⁾ 같은 구조화상품의 위험성을 정확히 반영하지 못했고, 금융위기가 닥치자 갑자기 이것들의 신용등급을 떨어뜨림으로써⁴⁾ 시장에 패닉을 야기한 것도 사실이다.

이에 따라 각국은 신용평가 제도를 개혁하고 신용평가회사에 대한 규제·감독의 강화에 나섰다. 특히 미 연방증권거래위원회(SEC)⁵⁾는 CDO 등 구조화상품에 대한 신용평가 방법론에 의문이 제기하고, 신용평가회사들이 구조화상품의 신용평가 건수와 실적을 늘리기 위해 투자은행이 주관하는 MBS, CDO 발행에 협조하지 못하도록 객관적이고 엄정한 방법론을 도입해야 한다는 대책을 내놓았다.⁶⁾ 또한 구조화상품 신용평가에 관한 상세한 정보를 공시할 것을 요구하였다.

본고는 신용평가회사에 대한 주요국들의 대책을 살펴보고 신용평가와 관련하여 미국 금융개혁법의 요지, 유럽연합(EU)과 일본 기타 G20 주요국의 제도와 정책상의 변화를 알아본다. 그 중에서도 신용평가회사의 이해상충 행위를 규제하는 방안이 얼마나 실효가 있을지, 이러한 제도개혁에 비추어 달리 개선방안을 찾을 필요는 없는지 검토하고자 한다.

II. 주요국의 신용평가 관련 대책

1. 개 관

신용평가회사에 대한 규제 및 감독은 미국, EU 등 주요국의 경우 글로벌 금융

3) CDO란 MBS 등을 기초로 한 채무담보증서를 말한다.

4) 신용평가회사들로부터 國債 이상 간다는 슈퍼 시니어(triple A+) 등급을 받은 금융상품에 신용보강을 해준 미국의 AIG 보험사도 보증채무 때문에 부도위기에 빠져 공적 자금을 받지 않을 수 없었다.

5) 미국에서 공인 신용평가회사(nationally recognized statistical rating agency: NRSRO)에 대한 감독기관은 SEC이다. 엔론 사태의 대책으로 2006년 9월 신용평가기관개혁법(Credit Rating Agency Reform Act)이 새로 제정되었고, 증권거래소법(Securities Exchange Act of 1934)에도 제15E조를 추가하였다. 이에 따라 NRSRO는 SEC에 신용평가방법 등을 기재하여 등록할 의무와 각종 보고의무를 가지며, SEC는 이들 신용평가기관을 검사할 수 있게 된다. 그러나 SEC나 州정부는 신용평가의 내용이나 신용평가의 절차·방법에 대해서는 규제할 수 없으며, NRSRO가 제출한 서류로 인하여 민사소송이 벌여질 수 없음을 명시하였다. 박준, “서브프라임 대출관련 금융위기의 원인과 금융법의 새로운 방향 모색,” 『국제거래법연구』, 제17집 제2호(국제거래법학회, 2008), 24-25면.

6) 위의 논문, 19-21면.

위기 전에는 신용평가회사의 자율적인 규제에 맡기는 경향이 많았다. 우리나라에서는 감독당국이 신용평가회사의 행위에 대해 직·간접으로 관여하는 정도가 상대적으로 강했다.

글로벌 금융위기 이후 각국 감독기관은 신용평가업에 대한 규제체계의 개혁을 위하여 개별적인 대응을 모색하다가 그의 한계를 느끼고 국가간 공조를 추진하고 있다.⁷⁾ 제일 먼저 그 기준을 제시한 것이 국제증권감독기구(International Organization of Securities Commissions: IOSCO)의 행동강령⁸⁾이다. IOSCO는 신용평가회사 행동강령을 글로벌 금융위기에 대응하여 2008년 5월 구조화증권의 설계에 관한 자문이나 추천을 금하고, 연간 매출의 10% 이상 수수료를 수취하는 기업 명단 및 평가방법론을 공개하도록 하는 등 개정안을 내놓았다.⁹⁾ 2009년 4월 G20 런던 정상회담에서 각국은 자본시장의 안정성·건전성을 강화하기 위한 여러 가지 조치를 결의하였다. 그 중에서 신용평가회사에 대한 감독은 IOSCO 기본행동강령을 기준으로 하고 2009년 말까지 각국별로 신용평가회사에 대한 감독체계를 정비하도록 했다.

IOSCO 기본행동강령은 신용평가회사에 대한 감독과 감시의 국제적인 표준으로서 중요시된다. IOSCO는 신용평가회사별로 구체적으로 어떻게 적용되고 있는지 조사하여 적용방식의 차이로 인한 문제는 없는지, 규제상의 차이를 노린 거래(arbitrage)가 발생할 여지는 없는지 등을 예의 주시하고 있다.

2. 미 국

글로벌 금융위기의 진원지인 미국에서는 증권거래위원회(SEC)가 중심이 되어 국가공인 신용평가기관(NRSRO)에 대한 전반적인 검토가 행하여졌다. 역사적으로 SEC는 1975년 NRSRO를 처음 지정하였으며, 엔론 사태 이후 사베인스-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act 2002)에 의거 NRSRO의 결정과정에 대한 보고서를 의회에 제출한 바 있다. 미 의회는 2006년 신용평가기관개혁법(Credit Rating Agency Reform Act)을

7) 김필규, "신용평가 관련 규제체계 개선의 내용과 시사점," 『BFL』, 제45호(서울대 금융법센터, 2011. 1), 42-48면.

8) IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. 2000년에 제정되었고 엔론 사태 직후인 2004년과 글로벌 금융위기 대책의 일환으로 2008년에 각각 개정되었다.

9) 박입출, "신용평가 규제법제의 입법론적 과제," 『증권법연구』, 제10권 2호(한국증권법학회, 2009), 233면.

통해 신용평가, 신용평가회사, NRSRO와 관계자, 적격 기관투자자(qualified institutional investors)에 대한 규정을 도입하였다.¹⁰⁾

SEC는 2008년 무디스, S&P, 피치에 대한 감사를 실시하고 신용평가기관 감사 보고서를 발표하였다. 이를 바탕으로 NRSRO 규제강화를 위한 3단계 대응방안을 제시하고 시장참여자들의 의견을 수렴하였다. SEC 신용평가회사 규칙 제1부(Part 1)에서는 투자자들의 신용등급에 대한 이해를 증진시키고, 이해 상충문제를 해결하기 위한 일련의 조치를 규정하였다.¹¹⁾

① 신용평가회사의 정보공개 강화(Form NRSRO)

- 실적통계(Performance Statistics) : 자산 종류별, 기간별(1년, 3년, 10년) 데이터를 비교 가능한 형태로 공개
- 평가절차 및 방법론에 대한 설명 : 구조화상품의 기초자산에 대한 검증 여부 등 자산보유자에 대한 평가 여부와 등급 결정과의 관계, 본 평가와 정기평가에 쓰이는 모델에 대한 설명을 공시

② 기록의 보관(Record Retention)

- 신용평가(rating action)의 기록 및 제출 : 모든 유효등급에 대해 최초 등급 부여 시점부터 현재까지 취한 모든 신용평가의 날짜를 기록하여 보관하고 SEC에 제출
- 구조화상품에 대한 모델 외 적용(out-of model adjustment) 논리의 문서화
- 제3자가 서면으로 제출한 애널리스트에 대한 비판 기록 : 피평가사 혹은 관계자가 원하는 신용등급을 주지 않는 애널리스트에 대해 불만을 제기함으로써 평가절차에 영향을 미치는 것을 방지하기 위한 것임
- 결산보고서 해당 회계연도에 행한 신용평가의 횟수 공개

10) 동 법률은 NRSRO에 대한 정의, NRSRO 신청자격 및 요건 등을 규정하고 있다. NRSRO는 적어도 3년 이상의 업무경험과 적격 기관투자자에 의해 인증된(certified) 기관이라고 정의된다. NRSRO 신청과 관련하여 단기·중기·장기에 걸친 신용평가 결과의 실적, 신용평가 절차 및 방법, 사적 정보의 유용방지, 조직구조, 윤리기준, 신용평가와 관련된 이해상충, 매출기준 상위 각 20개 발행자 및 투자자의 목록 등을 제출하여야 한다. 동 법률의 기본취지는 신용평가회사에 대한 공시의무 및 정보공개 범위를 확대 강화함으로써 신용평가회사의 평가에 대한 수요자(투자자)의 감시를 강화하기 위한 것이다.

11) SEC, *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, July 1, 2009. 구조화상품에 대한 평가절차 강화, 정보공개 확대, 이해상충 방지 등을 주 내용으로 하여 일부 항목을 제외하고는 2009년 4월 발표되었다.

③ 이해상충 방지를 위한 금지 조항

- 등급 관련 컨설팅을 제공한 발행자에 대한 신용평가 금지. 다만, 평가의 가정(assumption)이나 초회 신용평가(initial rating)의 결과에 대한 논의는 허용
- 평가절차(신용등급의 산정과 승인, 평가방법론 작성 및 모델 개발)에 참여한 애널리스트의 수수료 협상 관여 금지
- 피평가사로부터 25달러를 초과하는 선물을 받는 것 금지

제2부(Part 2)에서는 구조화상품의 등급부호를 기존의 등급체계와 달리하는 것에 대하여, 제3부에서는 SEC규정에서 신용등급에 대한 의존도를 줄이는 것에 대해 각각 시장의 반응을 조사하고 있다.¹²⁾

이상과 같은 SEC의 규제개혁에도 불구하고 시장에서는 규제 강화가 미흡하다는 비판이 계속되었고 이에 미 재무부(Dept. of Treasury)는 2009년 7월 신용평가회사의 투명성 제고와 SEC 권한 강화를 골자로 하는 「2009년 신용평가회사 개혁법안」¹³⁾을 의회에 제출하였다. 그 골자는 다음과 같다.

① 이해상충(conflicts of interest)의 금지

- 평가대상회사들에 대한 컨설팅 제공 금지
- 이해상충의 금지 및 관리 관련 공시 강화
- 평가보수의 공개
- 애널리스트가 피평가업체 등으로 이적시 관련 신용평가 검토
- 준법감시인의 지정

② 투명성 공시(transparency & disclosure)

- 등급쇼핑 방지를 위해 사전적으로 등급을 문의한 경우 관련 등급 공시
- 구조화 금융상품에 관한 별도의 등급기호 사용
- 신용등급관련 위험에 대한 정량적·정성적 자료의 공시

③ SEC 감독 및 감시권한(SEC authority and supervision) 강화

- 신용평가회사 전담부서 설치

12) SEC, *Security Rating*, July 1, 2009; *References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, July 1, 2009. Part 2와 Part 3은 시장의 반대로 재검토 혹은 무기한 보류되었으나, 재무부가 금융개혁법안을 제출하면서 여러 기관과 다시 논의하여 검토하는 쪽으로 수정되었다.

13) Department of Treasury of U.S., "Administration's Regulatory Reform Agenda Moves Forward Credit Rating Agency Reform Legislation Sent to Capital Hill," *Press Release*, July 21, 2009.

- 모든 신용평가회사에 대한 등록 의무화
- SEC 내부통제 및 그 절차에 대한 검사권한 부여
- ④ 신용등급에 대한 의존도(reliance on CRA) 축소
 - 재무부, 대통령 자문기구(President's Working Group on Financial Market), SEC가 공동으로 검토 예정
 - SEC는 MMF에 관한 규제에서 신용등급 활용을 제외하는 것에 대한 시장 반응을 조사
 - 신용등급에 대한 의존도를 줄이기 위한 방안을 GAO에 연구 의뢰
- ⑤ 신용평가회사에 대한 SEC조치(SEC Actions on CRA) 강화
 - 구조화상품에 대한 무의뢰 평가 가능: 구조화상품의 신용평가에 사용된 정보의 공개 방안을 거듭 제안
 - 과거의 평가정보 100% 공시 의무화

SEC는 2009년 9월 과거의 평가정보 공시 확대 의무와 구조화상품에 대한 무의뢰 평가(unsolicited rating)를 가능케 하는 규정을 채택하고, 새로운 규정¹⁴⁾을 추가하여 이에 대한 코멘트를 12월까지 수립하였다.

신용평가업무 및 신용평가회사에 대한 규제개혁 논의는 최종적으로 「도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자보호법」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, 이하 '도드-프랭크 금융개혁법')을 통해 법제화되었다. 동 금융개혁법은 2010년 7월 21일 오바마 대통령이 서명함으로써 발효되었는데,¹⁵⁾ 신용평가회사에 관하여는 SEC가 시행에 필요한 규칙의 제정(rulemaking) 등 조치를 취한 후 1년 이내에 단계적으로 시행될 예정이다. 특히 신용평가회사의 전문가책임(expert

14) SEC Final Rule-Disclosure of Structured Product Data, September 17, 2009. SEC가 2008년과 2009년에 제안했던 규칙을 다시 제안한 것이며, 여기에 다음 사항을 새로 추가하였다: ① 잠재적인 이해상충 문제에 대한 추가적인 공시, ② 신용등급의 범위에 대한 중요한 한계사항의 공시, ③ 등급쇼팽이 있었는지 여부의 공시 등

15) 1930년대 이후 금융감독에 관한 최대의 변혁을 초래하게 될 미국의 금융개혁법은 미국에서 활동하는 국내의 금융기관과 사업회사에 대하여 엄청난 영향을 미칠 전망이다. 미국의 은행, 증권, 파생상품, 임원에 대한 보수, 소비자보호, 기업지배구조 어느 것이나 이 법의 영향이 미치지 않는 곳이 없다. 대형 금융기관, 중소 금융기관을 막론하고 생소하고 복잡하기 그지없는 규제환경 속에서 살아남기 위해서는 단계적으로 시행되는 243개의 각종 시행령, 시행규칙과 67건의 연구검토 보고서에 촉각을 곤두세워야 하는 실정이다. Davis Polk & Wardwell, "Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform," July 21, 2010. <<http://www.davispolk.com/publications/>>

liability)과 신용평가 프로세스의 개선, 이해상충 문제의 해소 등에 관한 규정을 포함하고 있다.

① 신용평가회사의 전문가책임 : 종전에는 신용평가회사의 신용평가 등급은 전문가에 의하여 준비되거나 승인된 항목으로 보지 않았기 때문에 증권등록신고서(registration statements)에 신용평가회사의 동의를 요하지 않았다(SEC Rule 436(g)). 도드-프랭크 금융개혁법은 투자설명서(prospectus, prospectus supplement)에 포함된 신용평가회사의 보고서 또는 의견에 대해서도 동의를 구하게 함으로써 신용평가회사에 전문가책임을 부과할 수 있는 근거를 마련하였다. 특히 신용평가와 관련한 정보의 수집·조사에 있어서 상당한 수준의 노력, 간과 등에 대하여 책임을 지도록 했다.¹⁶⁾

② 신용평가 프로세스의 개선 및 이해상충 문제 : 이와 관련하여 일관성 및 품질수준(quality), 투명성, 이해상충, 감시(oversight) 등 4개 부문으로 이루어진 개편안을 마련하였다.

③ 신용평가기준의 일관성 및 수준 확보 : 이를 위한 내부절차 및 방법론, 신용평가인력(애널리스트)의 자격 및 보수교육 등에 대한 규정을 두었다. 그리고 신용평가회사는 신용평가등급 결정을 위한 정책, 절차, 방법론의 준수와 적용을 위한 내부통제기준을 마련해야 한다. 내부통제기준을 마련함에 있어서는 발행기업에 대한 발행자 및 인수자(underwriter)가 제공하는 정보 이외의 외부정보를 활용할 수 있게 하였다.

신용평가회사는 신용평가등급에 사용되는 기호(symbol)의 의미를 공시해야 하며, 이 기호를 모든 평가대상에 일관된 형태로 적용해야 한다. SEC는 신용평가의 정확도 제고를 위한 각 평가대상(categories)별로 신용평가인력의 교육, 경험, 역량 등에 대한 기준을 마련해야 한다.

16) 지금까지 미국의 신용평가회사는 연방대법원의 관례에 의하여 비록 의뢰받지 않은 신용평가를 하고 피평가 기업에 불리한 신용등급을 공표하여 손해를 입더라도 실제적인 악의(actual malice)가 없는 한 공적인 기업 내지 관심사(public concern)에 대한 일종의 표현의 자유(수정헌법 제1조)라 하여 면책되었다. 그러던 것이 이번 도드-프랭크 금융개혁법에서는 신용평가회사의 신용등급을 회계사의 감사보고와 같이 취급하기로 한 것이다. 이에 따라 신용평가회사가 자사의 신용위험 평가방법론에 입각하여 사실관계와 관련 있는 평가대상 증권에 대하여 합리적으로 조사를 하지 않았거나, 그러한 사실관계에 대하여 적합하다고 인정하는, 발행자 및 인수회사와는 무관한 다른 출처에 대하여 합리적으로 검증을 하지 않았음을 알았거나 알 수 있었을 때에는 손해배상책임을 지도록 하였다. Mayer Brown & Jeremiah M. Wagner, "Far-reaching and intrusive," *IFLR*, Feb. 2011, p.39.

④ 신용평가의 투명성 확보: 이를 위하여 SEC가 신용평가회사에 대하여 다양한 공시 의무를 부과할 수 있도록 하였다.¹⁷⁾ 신용평가회사는 신용평가 결과에 대한 정확도를 평가하고 다른 신용평가회사의 평가결과를 비교할 수 있도록 발행회사, 증권, 단기금융상품 등 각 형태별로 최초의 평가등급(initial rating)을 공개해야 한다. 신용평가회사는 평가등급 결정에 사용된 가정과 자료 및 보고서 등에 대한 정보를 공개하여야 하며, 평가등급의 변동이나 불확실성, 한계 등을 밝혀야 한다.

투명성 제고를 위한 SEC의 권한에 따라 신용평가회사의 정책 및 절차, 방법론과 이들 요소의 중대한 변동 사항을 공고하여야 한다. 또한 SEC가 신용평가회사의 정책, 절차, 방법론, 업무행위에 대한 정기적 평가를 통해 평가결과를 공개하도록 한다.

⑤ 이해상충 문제: SEC는 신용평가회사의 등급평가에 영향을 줄 수 있는 영업 및 마케팅에 관한 규제를 마련하여 실행하여야 한다. 이와 관련하여 SEC는 영업 및 마케팅 부서와 평가업무부서의 엄격한 분리를 요구하고 있다. 신용평가회사의 임직원에게 대하여 과거 1년간 신용평가대상 기업과의 고용관계 등으로 초래될 수 있는 이해상충 문제를 SEC가 점검할 수 있게(look back requirement)하였다. 그리고 SEC가 신용평가회사의 이해상충을 방지하기 위한 규정을 조속히 마련하도록 했다.

⑥ SEC의 신용평가회사 및 신용평가업무에 대한 감시: 이 기능은 신용평가회사의 실태조사 및 보고서 제출, 제재권한의 강화 등 다각적인 형태로 실현되고 있다. 이에 따라 SEC는 신용평가회사의 정책, 절차, 방법론, 이해상충 등에 관하여 매년 검사(annual review)를 실시해야 한다. SEC는 평가 관련 인력 및 재무요건 등을 감안하여 해당 신용평가회사에 대하여 특정 업무나 특정 분야에 대한 신용평가를 금지하거나 중지, 등록 취소(de-register)할 수 있다.

이와 관련하여 SEC에 신용평가국(Office of Credit Rating)을 설치하고 신용평가회사의 법집행 위반행위에 대하여 과태료를 부과할 수 있게 했다. 신용평가회사의

17) 미 SEC는 도드-프랭크 금융개혁법(제945조 및 제932조)에 의거하여 자산유동화에 대한 공시를 강화한 규칙(안)(SEC, *Proposed Rules Regarding Diligence and Disclosure in ABS Offerings*, Oct. 2010)을 발표하였는데 그 골자는 다음과 같다.

- 등록(registered) ABS 발행자는 직접 또는 제3자를 통하여 유동화 기초자산(underlying assets)을 심사(review)하고, 기초자산의 성격과 발견 사실, 유동화 결론을 공시해야 하며,
- 등록 ABS의 발행자 및 등록/비등록 ABS의 인수인은 기초자산(pool assets)에 대하여 발견 사실을 SEC에 ABS-15G 양식으로 보고하고,
- SEC 규칙 144A에 의하여 사모발행을 하는 등록 ABS 발행자는 공시한 인수기준과 다른 자산에 대하여 추가공시를 해야 함.

허위표시·사기(fraud) 등으로 인한 피해보상 명령권을 부여하는 한편 지금까지 배제되었던 발행기업의 위법행위에 대한 보고의무를 신용평가회사에 새로 부과할 수 있도록 했다. 특히 각종 법규에서 NRSRO의 신용평가에 의하도록 한 규정(statutory references)을 삭제하고, 신용평가 쇼핑 방지를 위한 방안을 수립하도록 했다.

⑦ 신용평가회사의 지배구조: 이와 관련하여 이사회 과반수를 사외이사로 하고, 이사회의 임무를 명시하였다. 이사회는 신용평가와 관련된 내부절차, 규정, 제재 조치 등에 대한 관리와 함께 이해상충 방지, 내부통제의 효율성, 보상 및 승진정책에 대한 감시의무를 지게 된다.

요컨대 미국의 도드-프랭크 금융개혁법에 포함된 신용평가회사 및 신용평가업무에 대한 규제개혁안은 그 목적을 분명히 하고 있다. 즉, 전반적으로 신용평가회사의 금융시장에 대한 직·간접 책임을 명문화함으로써 신용평가회사의 금융시장 및 금융회사, 투자자에 대한 법적 책임을 강화하고 있는 것이다.

이들다면 금융개혁법은 공시, 내부통제, 지배구조에 기초한 규제체계를 활용한 것이 특징이다. 신용평가회사의 보고, 공시의무를 강화하는 한편 이해상충 방지를 위한 내부통제체계에 대한 규제체계를 강화하였다. 특히 신용평가기능의 독립성 및 객관성 확보를 위해 이사회 구성에 관여하는 것도 통제기능을 중심으로 한 규제체계의 강화에 해당한다.

결론적으로 도드-프랭크 금융개혁법은 신용평가회사가 시장에서 차지하고 있는 위상 및 역할을 인정하면서 신용평가회사의 내부조직체계의 개편과 신용평가업무에 대한 감독기구의 사전적·사후적 관리를 강화하는 쪽으로 선회하는 과정이라 할 수 있다.

3. 유럽연합(EU)

EU에서는 종래 신용평가회사들에 대한 규제가 IOSCO 기본행동강령 및 EU지침¹⁸⁾에 의하여 자율적으로 이루어져 왔다. 그러나 글로벌 금융위기에 직면하여 EU 차원에서 신용평가회사들에 대한 감시와 감독을 강화하기로 하고, 2009년 9월 EU

18) 증권시장에서의 불공정거래를 규제하는 Market Abuse Directive, 적격 외부신용평가기관(ECAI) 지정 요건에 관한 Capital Requirements Directive 등이 있다.

이사회(European Council)와 유럽의회(European Parliament)가 신용평가회사에 대한 규정(EC No 1060/2009 Regulation on Credit Rating Agencies: 이하 'CRA규정')을 제정하였다. EU에서의 최대관심사는 각 회원국이 시행해 오던 신용평가회사 등에 대한 금융감독 권한을 EU 차원에서 행사하는 문제였다.

이를 위해 2009년 3월 집행위원회는 자크 라로지에르(Jacques de Larosière) 보고서를 바탕으로 유럽 금융감독 시스템(European System of Financial Supervisors)을 창설할 것을 제안하였다.¹⁹⁾ 이에 따르면 각 회원국의 금융감독기구인 유럽은행감독청(European Banking Authority), 유럽증권시장감독청(European Securities and Markets Authority: ESMA)과 같은 부문별 감독기구를 통합한 유럽감독청(European Supervisory Authorities: ESA) 산하에서 자국 내의 금융감독을 집행하게 된다. 라로지에르 보고서는 EU 역내에서의 신용평가회사에 대한 인가, 업무 감독은 유럽증권감독위원회(Committee of European Securities Regulators: CESR)에 맡기는 것이 합리적이라고 보았다.²⁰⁾

EU 이사회는 2009년 6월 위원회의 제안을 받아들여 CRA규정을 개정하기로 하고 EU의 통합된 금융감독 시스템이 출범할 때까지 ESMA가 신용평가회사에 대한 감독권을 수행하도록 했다. 유럽의회와 EU 이사회는 2010년 7월 집행위원회에 대하여 금융감독에 관한 각 회원국의 조정과 협력을 제고할 수 있는²¹⁾ 입법안(legislative proposal)을 마련할 것을 요청하였다.

신용평가회사에 대한 규제·감독에 관하여는 2009년의 CRA규정이 2010년 12월 7일부터 시행되고 있다. 아래에서 설명하는 바와 같이 신용평가회사에 대한 규제·감독의 권한, 신용등급 평가와 관련된 민사책임, 내부통제기준 및 신용평가회사의 지배구조, 공시의무, 보고의무, 이해상충의 방지 등과 관련한 포괄적인 개혁을 포함하고 있다.

① 신용평가회사의 감독: EU 역내 신용평가회사는 각 회원국의 감독당국으로

19) Commission Communication on European Financial Supervision of 27.5.2009, COM(2009) 252 final.

20) Commission Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Amending Regulation(EC) No. 1060/2009 on Credit Rating Agencies, 2 June 2010.

21) EU에 통합 금융감독청을 두면 관할권 다툼 없이 일관성 있게 통일적으로 법을 집행할 수 있으나, 적잖은 예산을 들여 감독 시스템을 처음부터 구축해야 하고 각국의 감독기관이나 규제대상인 신용평가회사는 새로운 기구와 거래를 시작해야 하는 문제가 있다. Commission Staff Working Document, "CRA 규정 개정에 관한 영향평가서(Summary of the Impact Assessment)," 2010. 6. 2.

구성된 CESR의 감독을 받고 반드시 등록을 요함. 특히 CESR은 신용평가회사에 대한 평가등급 자료 및 결과를 관리함으로써 신용평가 결과의 사후적 정확도를 투자자들이 알 수 있게 하고, 신용평가회사가 평가업무와 관련하여 위법행위를 한 경우 등록을 취소하거나 법적 책임을 부과할 수 있음.

② 구조화상품에 대한 별도의 등급기호 도입

③ 신용평가회사의 자문업무(advisory service) 금지

④ 구조화상품의 기초자산에 대한 정보가 부족한 경우: 해당 구조화상품에 대하여는 신용평가를 할 수 없게 함.

⑤ 애널리스트의 순환보직(rotation): 신용평가를 담당하는 애널리스트는 이해상충 또는 밀착관계 형성을 방지하기 위해 4~7년 간격의 순환근무를 의무화함.

⑥ 연차보고서: 신용평가회사는 매년 연차보고서를 발간·제출하여야 함. 평가등급 결정과 관련된 평가모델, 평가방법론, 주요 가정 등에 대한 자료를 공개하고, 특히 연간 기준 전체 매출의 5% 이상을 차지하는 평가기업에 대한 목록을 공개하여야 함. 이와 아울러 평가업무와 관련하여 초래될 수 있는 이해상충 방지와 독립성 제고를 위한 내부통제체계를 마련함.

⑦ 신용평가의 품질: 신용평가의 퀄리티를 심사하는 내부 기구 설치

⑧ 기업지배구조(governance): 구조화상품 전문가를 포함한 3명의 독립적인 사외이사(non-executive independent director)를 이사회에 선임하도록 함. 이들은 평가에 참여하지는 않더라도 방법론 개발, 평가절차의 품질, 이해상충 방지절차의 효율성, 그리고 거버넌스를 책임지며, 급여는 매출과 연동되지 않음.

⑨ 신용평가회사의 내부통제체계: 신용평가 내용 및 결과를 점검할 수 있는 내부통제 시스템을 갖추고, 독립성 확보를 위한 지배구조를 마련하도록 함. 이사 정원의 1/3 이상 또는 최소한 2인 이상의 독립된 사외이사를 두어야 함.

⑩ 적용범위: EU 역외에서 설립되거나 본사를 두고 있는 신용평가회사는 자회사 형태로 EU의 관련 규제 및 감독기준을 충족하여야 함.

한편 집행위원회가 제안하여 2011년 2분기 중에 시행될 CRA규정의 개정 내용은 다음과 같다.²²⁾

22) <http://ec.europa.eu/governance/impact/planned/ia/docs/2011 Markt_011_credit_rating_agencies_en.pdf> [2011. 2. 28]

- 각 회원국 및 EU법규에서 신용평가에 대한 과도한 의존 감축
- 신용평가시장의 과점 해소
- 신용평가 수수료의 '발행자 지급'(Issuer-Pays)에 따른 이해상충 문제
- 국가신용평가 과정에 있어서의 투명성, 모니터링, 방법론 개선
- 신용평가회사에 대한 민사책임 부과 근거²³⁾ 마련 등

4. 일 본

일본에서도 2009년 6월 신용평가회사[格付會社]에 대한 규제를 강화하는 「금융상품거래법」[金融商品取引法]의 일부개정법률안이 의회를 통과하였다. 동 개정법률은 IOSCO의 기본행동강령에 입각하여 이해상충을 방지하고, 평가의 질을 높이며, 정보 공개 수준을 확대하는 것을 골자로 하고 있다.²⁴⁾

① 등록규제 : 신용평가회사에 대하여 등록제를 도입

② 증권화상품의 공시 : 증권화상품의 추적 가능성(traceability)을 확보하기 위해 기초상품의 내용과 리스크에 관한 정보의 제공을 자율규제의 형태로 의무화함. 이를 위해 ABS, RMBS, CMBS, CLO 등의 증권화상품은 표준화된 정보보고서식(Standardized Information Reporting Package)을 이용하도록 함.

③ 신용평가회사의 의무 : IOSCO 기본행동강령에 따라 공정하고 성실하게 업무를 수행하며, 로테이션 룰, 신용평가 프로세스의 품질관리, 이해상충 방지, 자산유동화 상품의 신용평가에 관한 검증조치 등 체제를 정비함.

④ 감독위원회의 설치 : 경영관리와 재무보고, 법규준수, 품질관리 및 이해상충 방지를 위한 제 방안을 관리·감독하는 다음과 같은 감독위원회를 설립함.

- 감독위원회 구성원의 1/3 이상은 독립적일 것. 해당 신용평가회사 및 그의 모회사, 자회사, 관계회사에 지난 5년간 임직원으로 근무한 자는 제외함.
- 감독위원회의 과반수는 금융분야의 전문성을 보유하여야 함.

23) 잘못된 신용평가로 인해 손해를 입은 투자자가 당해 신용평가회사에 손해배상을 청구할 수 있으나 의 문제는 각 회원국의 법에 따르므로 EU 차원에서 논의할 것은 별로 없다. 다만, 피해자들이 유리한 법정지를 찾아다니는 법정지 쇼핑(forum shopping)이 일어나지 않도록 책임의 근거와 기준을 마련할 필요가 있다는 주장이 지지를 얻고 있다.

24) 黒沼悦郎, “証券法制の見直し,” 世界金融危機と金融法制の見直し(金融法學會第27回大會資料), 金融法務事情 No. 1903, 2010. 8. 10, 38-48面.

- 신용평가 부문의 실적과 독립적인 사외이사의 보수는 무관함.
- 독립적인 사외이사는 부정행위를 행한 경우 해고될 수 있음.
- 독립적인 사외이사가 표명하는 의견은 감독위원회에 정기적으로 보고함.

⑤ 금지행위: 밀접한 관련이 있는 발행자 등의 신용평가, 컨설팅 서비스의 동시제공을 금지함.

⑥ 정보공개 의무: 신용평가방침, 담당 애널리스트의 성명, 발행자·주간사회사(arranger)·자산보유자의 명칭, 신용평가 방법 및 전제 등 주요 정보를 인터넷에 공표하고, 사업연도별로 업무상황을 기재한 설명자료를 작성하여 영업소에 비치함.

5. G20 이니셔티브

2010년 11월 서울에서 개최된 G20 정상회의의 의제를 조율하기 위해 경주에서 열린 재무장관 중앙은행총재 회의에서는 동년 10월 23일 코뮌িকে를 통해 다음 사항을 확인하였다.

“2008년 11월 워싱턴 정상회의에서 ‘개혁원칙 이행’을 위한 실천계획’을 채택한 이후 금융안정위원회(Financial Stability Board: FSB)²⁵⁾의 노력을 바탕으로 괄목할 만한 진전을 이루어 왔다. 우리는 금융규제 개선을 위한 국내적, 국제적 차원의 조치를 취할 것을 약속하였으며, ... 글로벌 금융시스템을 보다 강하게 만들기 위해 다음과 같은 주제들을 서울 정상회의에서 우선적으로 다루기로 합의하였다. ... 감독을 강화하고 감독의 효과성을 제고하기 위한 FSB 권고사항을 채택하며, 장외파생상품시장, 보상관행, 회계기준, 신용평가사에 대한 의존도 축소를 위한 FSB 원칙²⁶⁾ 등 그간 G20이 합의한 모든 금융규제 개혁 의제를 국제적으로 일관성 있고, 비차별적인 방법으로 이행할 것을 약속한다.”²⁷⁾

25) G20 정상회의는 글로벌 금융위기를 극복하기 위해 2008년 11월 미국 워싱턴DC에서 처음 열렸는데, 2009년 4월의 제2회 런던 정상회의에서 금융시장 규제개혁을 위해 기존 금융안정포럼(Financial Stability Forum)을 금융안정위원회(FSB)로 확대 개편하였다. 현재 FSB(위원장: 드라기 이탈리아 중앙은행총재)는 바젤은행감독위원회(Basel Committee on Banking Supervision: BCBS)와 함께 금융 개혁에 관한 G20 정상회의의 자문 역할을 수행하고 있다.

26) FSB는 2010년 10월 ‘신용평가 의존도 축소의 원칙’(Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings)을 재확인하였다. 이에 따르면 각종 기준이나 법률, 규정에 포함된 신용평가 조회(references)의 필요성을 재검토하여 가급적 이를 삭제하고 대체적인 신인도 기준을 찾으라는 내용으로 되어 있다. <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf> [2011. 2. 28]

27) 『조선비즈』, G20 주재무장관-중앙은행총재회의 코뮌িকে(국·영문), 2010. 10. 23. <<http://biz.chosun.com>>

G20 서울 정상회의에서 신용평가회사와 관련하여 유의한 사항은 현행과 같이 신용평가회사가 발행자/피평가기관으로부터 수수료를 받고 신용평가를 하는 것은 이해상충의 우려가 있고, 규제의 일환으로 신용평가에 의존하게 하는 것은 도덕적 해이를 조장하고 금융위기를 다시 초래할 수 있다는 지적이었다. G20 각국은 신용평가 서비스가 진입장벽을 낮춰 중국적으로는 자유경쟁이 가능한 독점적 경쟁시장 (mono-polistically competitive market)²⁸⁾에서 이루어져야 한다고 보았다.

우리나라가 G20 의장국으로서 도출한 결론이므로 이를 준수해야 함은 물론이다. 그러나 앞에서 살펴본 바와 같이 신용평가회사가 당면한 비판이 주로 선진국에서 문제되었던 것이고 보면, 개발도상국에 대한 교량 역할을 해야 하는 우리나라로서는 조금 다른 스탠스를 취할 수 있다고 본다. 다시 말해서 신용평가회사에 대한 규제·감독은 G20 정상회의의 결론대로 시행하더라도, 정보의 비대칭성을 해소하는 신용평가 본연의 서비스는 위축되어서는 안 될 것이다.

Ⅲ. 이해상충을 둘러싼 신용평가 규제론의 검토

1. 우리나라의 신용평가 관련 법 개정 내용

(1) 개정취지와 효과

1) 구조화상품의 부실화 가능성에 대비

우리나라에서는 미국과 같은 서브프라임 주택담보대출을 유동화한 사례는 없지만, 「자산유동화에 관한 법률」(이하 '자산유동화법')이 시행된 이래 금융기관의 부실채권(non-performing loan: NPL)을 유동화한 사례가 많았다. 특히 부동산 프로젝트 파이낸싱(project financing: P/F)과 관련하여 아파트분양대금청구권 등을 유동화한 증권이 많이 발행되었다. 부동산 P/F 대출채권을 기초로 하여 SPC를 통해 발행한

28) 신용평가시장에서 독점적 경쟁이 벌어지는 이유는 신용평가란 대체적인 서비스를 구하기 어려운 차별화된 서비스이기 때문이다. 따라서 완전경쟁이 이루어지기는 어렵고 오히려 경쟁이 많아질수록 신용평가가 부실해지고 질도 떨어진다는 실증적 분석이 있음을 알아야 한다. Martha Lagace, "Why Competition May Not Improve Credit Rating Agencies," *Harvard Business School Working Knowledge*, August 31, 2009. <<http://hbswk.hbs.edu/item/6260.html>>

ABCP 등의 유동화증권은 대부분 시공을 맡은 건설회사가 원리금상환을 보증하였으므로 건설사들이 부동산경기의 위축으로 유동성이 악화될 경우에는 유동화증권이 대량으로 부실화될 가능성을 안고 있었다. 그럼에도 우리나라에서는 금융권이 先制的으로 건설사에 대한 구조조정을 실시한 데에²⁹⁾ 부동산 관련 유동화증권을 기초로 하는 구조화상품이 별로 많지 않아³⁰⁾ 위험이 과급될 가능성은 크지 않았다.

비록 미국에서와 같이 서브프라임과 같은 부동산담보대출의 위험이 현재화되지는 않았어도, 정부와 국회는 2009년 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」(이하 ‘신용정보법’)의 개정에 즈음하여 외국의 예에 못지않은 규제·감독의 강화를 단행하였다. 지금까지 신용정보법에서는 총리령으로 정하는 바에 따라 기업내부정보 등의 수집처리 및 이용 등에 관한 내부관리지침을 마련하도록 하였을 뿐 따로 벌칙은 없었다. 그러나 새로 개정된 신용정보법에서는 신용평가회사의 법령준수(compliance) 의무를 강화하고 그 위반시에는 금융위원회가 행정벌(과태료)을 부과·징수할 수 있게 하였다. 내부통제기준이 신용평가회사의 내부기준에 불과하더라도 법률로 규정함으로써 그의 위반행위는 違法性을 띠게 된다.

그 결과 신용평가회사가 내부통제기준에 위반할 경우에는 감독당국 및 신용평가 의뢰인, 투자자들의 법률적 공격대상이 될 수 있으므로 업계와 자본시장에 상당한 과장이 예상된다. 만일, 증권시장이 부진에 빠져 투자자들이 손해를 입는 경우에는 문제가 심각해질 것이다. 만일 투자자들이 신용평가회사가 내부통제기준을 위반했다고 문제를 제기하고 감독당국이 과태료를 부과한다면 신용평가회사들은 투자자들로부터 막대한 손해배상청구 소송을 당할 가능성도 많다.³¹⁾

29) 금융위기를 사전에 차단하기 위해 채권은행을 주축으로 한 신용평가단이 2009. 1. 20일 건설사 1사, 조선사 1사를 퇴출대상으로, 건설사 11사, 조선사 3사를 위크아웃 대상으로 선정하였다. 그 결과 위크아웃 대상기업은 기업구조조정촉진법에 따라 자구계획, 경영정상화방안 등 기업회생을 위한 기업개선작업을 실시하지 않을 수 없었다.

30) 우리나라에서는 자산유동화법에 의하여 유동화증권을 발행할 수 있는 자격이 제한되어 있어(동법 제2조 제2호) 구조화상품이 방만하게 발행될 가능성이 처음부터 차단되었다.

31) 신용평가회사와 그 임직원이 이해상충 금지를 규정한 내부통제기준을 위반하더라도 과태료 부과나 형사제재가 불가능하다는 견해가 있다(박임출, 앞의 논문, 249면). 그러나 신용평가 과정에서 이익상충 행위를 자행한 결과 투자자들이 상당한 손해를 입었다면, 이를 적발한 감독당국으로서 업무개선 조치에만 그칠 수 없을 것이며, 법원에서도 신용평가회사 임직원의 직무상의 의무위반 행위에 대하여 응분의 책임을 물을 것으로 예상된다.

2) 신용정보법상 규제·감독의 강화

신용정보법의 목적은 신용정보업의 건전한 육성과 신용정보의 효율적 이용 및 체계적 관리에 있으므로(제1조), 신용평가에 있어서 신용평가의 객관성·공정성·독립성·투명성을 확보하는 것이 무엇보다 중요하고, 이는 신용정보산업 발전의 전제가 된다.

IMF 위기 직후 은행법, 증권거래법 등에서는 글로벌 스탠더드에 따른 내부통제 기준을 정하게 하고 이에 대한 준법감시(compliance) 의무를 명문화하였다(예: 은행법 제23조의3). 은행법의 경우 법령의 준수 이전에 자산운영의 건전성, 예금자보호의 목적을 분명히 하고 있으나, 신용정보법에서는 규제·감독 사항만 열거하고 있을 뿐이다.

그런데 신용평가업은 이른바 ‘평판자본’(reputational capital)에 의존하는 사업이므로 평판이 나빠지면 자본시장에서 더 이상 문지기(gate keeper) 역할을 할 수 없게 된다. 이러한 견지에서 규제·감독을 대폭 강화하는 것은 자칫 신용정보업의 육성이 아니라 그 발전을 저해할 우려가 있음을 알아야 한다.³²⁾

미국에서 문제가 된 MBS의 신용평가 과정을 보면 규제·감독의 사각지대에 노정되어 있었다. 일반적으로 신용평가회사는 MBS 주선 투자은행이 제공한 MBS 기초자산에 관한 데이터를 토대로 신용평가회사 고유의 모델을 활용하여 예상손실 발생에 대한 평가, MBS 구조에 대한 평가, 기초자산에서 나오는 현금흐름을 각 순위의 증권에 분배하는 것(waterfall)에 대한 평가 등의 분석을 거쳐 신용등급을 부여하게 된다. 그리고 CDO의 경우에는 CDO의 기초자산인 MBS 또는 다른 CDO증권의 신용등급을 기초로 분석하는 것이 보통이다. 그런데 이와 같은 MBS, CDO에 대한 신용평가에 있어 일단 신용등급이 부여되었더라도 경기가 퇴조를 보이게 되면 짧은 기간 내에 下向조정(downgrade)되는 경우가 많았다.

(2) 금융감독원의 표준내부통제기준 시행

신용평가회사에 대한 규제는 사전적 규율, 내부통제기준에 의한 감독, 사후적

32) 외국에서는 서브프라임 위기 직후 문제가 된 MBS, CDO 등에 대한 신용평가가 실제보다 높게 이루어졌고, 경제상황의 변화에 기민하게 대처하지 못했다는 지적이 있었다. 다른 나라에서는 기존 채권 신용평가에 대한 문제점의 비판을 토대로 개혁이 모색되었으나, 우리나라에서는 구조화상품의 신용평가상의 문제가 현재화되지 않았음에도 외국에서 거론되는 비판론을 거의 그대로 받아들여 법제화한 감이 있다.

규제 세 가지 방법으로 이루어진다.³³⁾

사전적 규율은 신용평가회사에 대한 인정체계(recognition)를 마련하여 규제체계에 편입하는 방식이다. 인정체계는 평가업무에 대한 단순한 승인 이외에 평가결과를 규제내용에 포함하는 식으로 이루어진다. 내부통제기준에 의한 감독은 신용평가회사의 공정한 평가와 독립성 확보, 이해상충의 해소를 명시한 내부통제기준을 자체 시행하도록 하고 관련 규정의 미비, 위반 사례가 발생할 경우에 제재조치를 부과하거나 시정조치를 요구하는 방식이다. 사후적 규제는 신용평가회사의 신용평가 결과를 통계적 형태로 검증하거나 과거자료를 공개하는 형태로 신용평가회사의 신뢰도를 사후적으로 검증하는 방식이다. 사후적 규제 방식은 신용평가회사에 대한 신뢰도를 검증할 수 있는 정보를 투자자들에게 제공함으로써 시장규율에 위한 감시체계를 강화하는 것이지만, 새로운 금융상품이 나왔을 때 단기간에 시장규율이 형성되기 어려운 문제가 있고 금융환경의 변화나 새로운 신용위험이 초래될 경우에 적용하게 어려운 것이 단점이다.

금융감독원은 2009년의 신용정보법 개정시 두 번째 방식을 택하였다. 금융감독원은 2009년 9월 30일 신용평가회사 임직원이 업무처리 과정에서 준수하여야 할 사항을 정한 「신용평가회사 표준내부통제기준」을 제정·공표하고 2010년 1월 2일부터 시행하고 있다. 표준내부통제기준에서는 이해상충 방지 및 준법감시체제 구축, 평가결과에 대한 공시 강화, 불공정행위 금지, 신용평가업무 행위준칙 및 윤리기준 등을 제시하고 있다.³⁴⁾ 이를 나누어 요지만 설명하면 다음과 같다.

1) 이해상충 방지 및 준법감시체제

- 영업담당조직과 신용평가조직간 정보 및 직원의 교류를 제한
- 신용평가업무를 수행하는 애널리스트의 순환보직체계를 마련
- 이해상충 관계에 있는 자에 대해 신용평가를 금지
 - 직전 사업연도 총수익의 10% 이상을 기여한 자, 당해 회사로부터 신용평가를 제외한 기타 용역을 제공받은 이후 1년이 경과하지 않은 자에 대하여는 신용평가가 금지됨(다만, 공시한 경우는 예외).

33) 정병욱, “자본시장 건전성 향상을 위한 신용평가 역할 제고 방안,” 한국신용평가-한국재무학회 공동 세미나(2010. 10) 발표자료에서 인용.

34) 금융감독원 보도자료 “신용평가 공정성 제고를 위한 표준내부통제기준 마련,” 2009. 10. 26. <<http://fss.or.kr/>>

- 평가대상이 발행한 금융투자상품을 소유하는 직원의 신용평가 금지
 - 회사의 애널리스트가 신용평가대상 차주나 신용평가대상 증권의 발행자, 인수기관 등으로 부터 선물 또는 접대를 받은 경우에도 신용평가가 금지 됨.
 - 준법감시책임자와 준법감시부서를 설치
- 2) 신용평가결과에 대한 공시 강화
- 평가의 한계, 특성, 데이터의 제한 내용을 신용평가서에 기재
 - 구조화금융상품의 평가방법론, 기초자산의 정보에 대한 검증 여부 공시
 - 부도분석, 행동규범, 수수료체계 등 주요 정책을 홈페이지에 공시
- 3) 불공정행위의 금지
- 서비스 상품의 이용 여부에 따라 등급 조정·거부·철회 금지
 - 구조화금융상품 평가시 그 기초자산에 대한 평가를 강요하는 행위 금지
 - 신용평가 과정에서 취득한 정보를 이용하는 행위 금지
- 4) 신용평가업무 행위준칙
- 신뢰성 있는 신용평가를 수행하기 어려운 경우 신용등급 부여를 자제
 - 애널리스트가 평가하는 구조화상품의 설계 제안·권고 등 금지
- 5) 임직원의 윤리기준 명시
- 임직원이 지분증권 등을 매매할 경우 준법감시책임자에 신고
 - 준법 모니터링 프로그램을 구축·운영, 내부제보·신고제도 운영
 - 신용평가 자료를 신용등급 소멸일부터 최소 3년간 보관하도록 의무화

내부통제기준이 법률에 명시되어 시행됨으로써 기대되는 효과는 무엇인가? 우선 공정하고 객관적인 신용평가를 위한 환경을 조성하는 한편 국제적 정합성과 함께 국내 신용평가회사의 국제적 신인도를 제고할 수 있다. 2008년 11월 15일 워싱턴DC에 이어 2009년 4월 2일 런던에서 열린 G20 정상회의에서는 국제권고기준인 IOSCO 행동강령의 내용 등을 법규화하고 국제적으로 협력할 것을 합의한 바 있다.

그 밖에 신용평가의 독립성을 확보하는 것도 중요한 이슈이다. 신용평가는 이해상충 문제로부터 자유로운 유인체계(incentive)하에서 이루어지고 감독당국, 입법기관, 권력기관으로부터 어떠한 지시나 압박을 받지 않고 애널리스트가 독자적으로 신용평가를 할 수 있어야 한다. 분석 및 평가에 있어서의 독립성은 경험에 입각하여 다양한 분석과 평가를 시도할 수 있게 하고, 시장의 신뢰를 회복하는 데 크게 도움이 될 것이다.³⁵⁾

우리나라에서도 금융감독원의 「신용평가회사 표준내부통제기준」에 따라 각 신용평가회사는 준법감시조직을 설치하고 자체 내부통제기준을 새로 만들어 2010년 1월 2일부터 시행하고 있다. 이해상충의 방지를 위한 구체적인 내용을 보면, 평가조직과 영업조직을 분리하고 신용평가가 금지되는 경우를 열거하는 등 대부분 국내 신용평가회사들이 자체적으로 이미 시행하고 있던 사항이지만, 일부 항목은 최근 들어 해외에서 논의되었던 사항과 국내 감독당국이 추가한 사항도 있다.³⁶⁾

2. 이해상충에 관한 신용평가 규제론

글로벌 금융위기 이후 신용평가회사에 대한 비판이 적정하였는지, 아니면 규제과잉인지 이해상충에 관한 문제를 중심으로 검토하고자 한다.³⁷⁾

신용평가회사의 이해상충은 어떻게 막을 수 있는가? 신용평가회사가 특정 증권에 대해 신용평가를 할 때 보수를 지급하는 사람은 투자자가 아니라 당해 증권의 발행자 또는 발행주선기관이다. MBS, CDO 같은 구조화상품을 발행할 때에는 발행자가 SPV이고 소수의 투자은행들이 발행업무를 수행하기에 이해상충의 우려가 크다. 신용평가회사의 구조화 방법, 신용보강(credit enhancement)에 관한 자문이 최우량 등급을 받을 수 있는 요건이 되기 때문이다.³⁸⁾

자산유동화 거래는 투자자의 다양한 위험선호를 이용하는 것이므로, 예컨대 MBS에 대한 신용등급을 부여할 때 최악의 상황을 가정하고 스트레스 테스트를 하

35) 정병욱, 앞의 논문.

36) 최근의 신용평가업무에 대한 규제체계 정비에 해외에서는 등록제로 전환(미국 제외)하고, 범규의 틀에서 규제를 하고 있는 점이 특징이다. 우리나라는 기존 허가제의 틀에다 내부통제기준이라는 행동강령을 신용정보법에 편입하였다.

37) 박원일, “서브프라임 위기 이후 신용평가회사를 둘러싼 논란과 시사점,” 『국제법무연구』, 제13권 1호 (경희대 국제법무대학원, 2009. 2), 18-23면에서 전재.

38) *Financial Times*, “Reputations to restore,” July 21, 2008.

여 얼마나 많은 모기지 대출 건수가 디폴트에 빠지고 담보를 실행해야 하는지 모델을 가지고 분석하게 된다. 트리플 A의 신용등급을 받는 데 필요한 신용보강(credit enhancement)을 결정³⁹⁾하는 과정에서 자산보유자가 신용평가회사에 보수를 지급하는 시점은 신용등급이 최종적으로 부여될 때이므로 신용보강 수준에 불만을 품고 다른 신용평가회사를 찾아가지 않게끔 타협하는 사례도 없지 않았다.⁴⁰⁾

신용평가와 관련된 이해상충 문제를 근본적으로 해결하기 위해서는 지급처럼 발행자가 신용평가 수수료를 지급(Issuer-Pays model)하는 대신 ▷증권투자자들로 부터 거둔 기금이나 세금으로 특정 증권에 대한 신용평가 수수료를 지급함으로써 부당한 신용등급의 유인을 차단하는 방안, ▷특정 증권에 대한 신용평가와 당해 증권 발행에 관한 자문 서비스를 하는 것을 금지하는 방안,⁴¹⁾ ▷신용평가회사의 이사회에 일정 수 이상의 사외이사를 선임하도록 하여 영업실적이나 보수와 관계 없이 신용평가의 質과 無缺性(quality and integrity)을 확보하는 방안⁴²⁾ 등이 논의되었다.

3. EU에서의 논의 내용

EU 집행위원회는 2010년 11월 5일 각계 전문가들에 대하여 신용평가회사에 관한 공적 자문(Public Consultation)을 요청하였다.⁴³⁾ EU가 글로벌 금융위기에 대한 대책의 일환으로 2009년에 제정한 신용평가회사 감독규정(CRA Regulation)은 역내 신용평가회사의 등록을 의무화하고, 이해상충의 최소화, 신용평가 과정의 투명성 제고를 위해 감독을 강화한다는 내용으로 2010년 12월 7일 발효되었다. EU 집행위원회

39) 김성용, "MBS, CDO와 투자자의 위험관리," 『국제거래법연구』, 제17집 제2호(국제거래법학회, 2008), 114면.

40) 예컨대, 2007년 매출의 44%를 구조화상품의 신용평가에서 올린 무디스의 경우 CEO가 "일부 산업의 경우 신용평가를 수수하기 위해 신용보강은 적게 요구하고 최고의 신용등급을 선뜻 내주었던 까닭에 신용평가의 질이 떨어지는 문제에 봉착"하였음을 시인했다. *Financial Times*, "Rating agencies broke bond of trust," October 23, 2008; 신용평가회사들은 비록 평판위험(reputational risk)에 민감하다고 하지만 단기적인 성과에 신경을 써야 하는 임직원들은 그들이 인지한 위험이 현재화하더라도 두드러진 성과를 챙기고 회사를 떠난 다음에 터지기를 바랐다. SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staffs Examinations of Select Credit Rating Agencies*, 2008, p.12.

41) IOSCO가 2008년 5월에 개정한 신용평가기관의 행동강령에서는 신용평가기관이 자신의 신용평가 대상거래의 거래구조 설계에 관한 제안이나 조언을 할 수 없도록 했다.

42) EU 집행위가 2008년 11월에 내놓은 방안이다. *IFLR*, "EC makes ratings agencies accountable," Dec. 2008/Jan. 2009.

43) European Commission, Public Consultation on Credit Rating Agencies, 5 November 2010. EU 집행위 웹사이트 <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper_en.pdf>

는 새로운 통합 감독기구(ESMA)를 설치하고 구조화상품에 대한 신용평가의 투명성을 제고하기 위하여 CRA 감독규정의 개정안을 다시 제안한 바 있다.

EU 집행위원회는 IMF가 국가신용평가에 대한 문제를 제기하고, G20 서울 정상회의에 즈음하여 금융안정위원회(FSB)가 신용평가에 대한 의존도 감축 원칙을 강조함에 따라 행동에 나섰다. 즉, 다음과 관련하여 신용평가회사에 대한 추가적인 감독의 강화가 필요한지 시장참여자, 감독기구 기타 이해관계자들에 대하여 2011년 1월 7일까지 정책의견을 제시해 줄 것을 요청하고 후속조치를 검토하고 있다.

- 외부 신용등급에 대한 의존도 축소 및 구조화상품에 관한 공시 확대
- 국가신용평가에 대한 투명성, 모니터링, 방법론, 평가절차의 개선
- 공적인 신용평가회사의 신설 등 진입장벽의 완화
- 신용평가회사의 손해배상책임에 관한 회원국 법제의 조율
- 이해상충을 피하기 위해 발행자가 수수료를 지급하는 방식의 개선 등

마지막의 수수료 지급방식은 이해상충의 해결과 직결되는 문제이다. 신용평가 수수료를 발행자가 지불하는 경우의 이해상충의 문제를 해결하기 위해 투자자가 지불하는 방안(Subscriber/Investor-Pays model), 성과에 따라 수수료를 지불하는 방안(Payment-upon-Results model), 거래소에서 지불하는 방안(Trading venues Pay model), 정부가 신용평가기금이나 채권등록세를 거두어 지불하는 방안(Government as Hiring Agent model)이 대안으로 검토되었다.

EU의 CRA규정은 발행자의 수수료 지급에 따른 이해상충 문제를 해소하기 위해 신용평가회사 연간 매출의 5% 이상을 수취한 피평가자의 이름을 밝히고 애널리스트는 수수료에 관한 협상에 참여할 수 없도록 하고 있다. 채무증서를 발행하는 발행자가 신용평가를 의뢰하고 수수료를 지불하는 경우 신용평가회사는 발행자로부터 금전적인 이익을 얻고 장래 영업을 확대할 수 있으므로 실제보다 신용등급을 좋게 해주려는 경향이 있다. 그 결과 투자자들은 신인도가 떨어지는 증권에 비용을 지불하고 때로는 손해를 보게 된다.

발행자가 신용평가 수수료를 지불하는 방식(Issuer-Pays model)에 대한 대안으로 다음과 같은 모델이 고려되고 있으나 각기 일장일단이 있다.

① 투자자 지불 방식(Subscriber/Investor-Pays model) : 신용평가회사간의 경쟁을 촉진할 수 있으나, 투자자들에게 부담이 커진다. 대형 투자자들이 자체적으로 또는

공동으로 신용평가회사를 운영하는 방안도 있다.

② 결과에 따른 지불 방식(Payment-upon-results model) : 신용평가 결과를 보고 기금에서 사후적으로 수수료를 지급한다.

③ 거래소 지불 방식(Trading venues Pay model) : 상장된 채권에 적용할 수 있으며, 비등록 채권의 경우에는 투자자 지불 방식에 의한다.

④ 정부기관 지불 방식(Government as Hiring Agent model) : 미국의 도드-프랭크 금융개혁법에서와 같이 신용평가 감독기구에서 일정 기준에 따라 지급한다.

⑤ 공공법인 지불 방식(Public Utility model) : 정부가 설립한 공적 신용평가회사가 민간 신용평가회사와 경쟁적으로 신용평가 서비스를 수행하도록 한다.

그런데 EU 문서는 발행자 지급 방식은 과연 신용평가 결과를 왜곡시키는지, 위의 대안 중에서 가장 타당성이 있는 방식은, 또 그 이유는 무엇인지, 그 밖에 고려할 수 있는 대안은 없는지 묻고 있다.⁴⁴⁾

4. 순환지정제의 비교 검토

중요한 직책을 자격을 갖춘 사람이 돌아가며 맡는 방식을 순환제(rotation)라 한다. 지금도 EU의 의장국이나 스위스 연방의 대통령직은 회원국, 연방위원이 돌아가며 맡는 관행이 있다. 일본의 사무라이 채권시장에서도 대형 증권사가 주간사회사를 번갈아 맡는 관행이 있었다. 우리나라에서는 1997년부터 '상장법인에 대한 감사인 순환지정제도'를 시행하고 있다. 그 결과 감사인과 피감사회사의 이해상충과 유착을 효과적으로 막을 수 있었다고 평가되고 있다. 과연 이 제도를 증권발행시장에서 신용평가회사를 선정할 때에도 원용할 수 있을까.

우선 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」(이하 '외감법')상의 이 제도를 살펴본 후 무슨 시사점을 얻을 수 있는지 알아보기로 한다.

1996년 말에 국회를 통과하여 1997년 1월 1일부터 시행된 외감법 개정법률에서는 외부감사인을 선임할 때 회계법인에 대한 공시자료를 활용할 수 있게 하고, 객관적 기준에 의하여 선임하도록 하는 한편, 상장법인에 대해서는 3개 사업연도 단위로 외부감사인을 선임하게 하여 외부감사인의 독립성을 제고하였다. 이와 함께 감

44) *Id.*, pp.26-28.

사인평가제도를 제도화하고 평가기준 등을 한국공인회계사회가 중심이 되어 마련하도록 하여⁴⁵⁾ 외부감사인이 자율적으로 조직을 개선할 수 있는 기반을 구축하였다. 그러나 감사인평가의 시행상에 문제점이 드러나자 2001년 4월부터는 증권선물위원회가 해당 감사인의 회계처리기준 위반행위를 공시함으로써 감사인 선정대상에서 배제하는 네거티브 방식으로 바꾸었다. 즉, 회사 또는 감사인이 회계처리기준에 위반하여 재무제표를 작성한 경우, 감사보고서에 기재해야 할 사항을 기재하지 아니하거나 허위로 기재한 경우에 그 위반사실을 공시하게 하여 부실감사 가능성을 사전에 차단하고 회계정보의 신뢰성을 제고하도록 했다.

외감법은 이에 증권선물위원회가 감사인을 지명하는 경우를 규정하고 있다.⁴⁶⁾ 이를테면 자산총액이 1천억원을 넘는 회사, 지분의 과반수를 점하는 대주주가 대표이사를 하는 회사, 감사인 선임·교체에 문제가 있는 회사, 감사인이 회계처리기준을 위반하거나 임무를 게을리하여 회사에 손해를 입힐 우려가 있는 회사 등이 이에 해당한다.

요컨대, 외감법에 의한 감사인의 순환지정제는 외부감사인이 최소한 3개 사업연도는 상장법인의 회계감사를 맡을 수 있게 보장함으로써⁴⁷⁾ 감사인이 회사의 눈치

45) 1997년 초기에는 재정경제원장관(당시의 정부조직)이 증권관리위원회에 위임하여 감사인의 조직 및 운영 등에 대한 평가를 실시하되, 그 평가대상, 항목 및 배점, 평가시기, 평가방법, 평가심의기구의 구성에 관한 사항 등은 한국공인회계사회가 재정경제원장관의 승인을 얻어 정하도록 했다.

46) 주식회사의 외부감사에 관한 법률 제4조의3(증권선물위원회에 의한 감사인 지정 등) ① 증권선물위원회는 회사가 감사 또는 감사인선임위원회의 승인을 받아 요청한 경우에 해당 회사의 감사인을 지명하거나 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 회사에 대하여 3개 사업연도의 범위에서 증권선물위원회가 지명하는 자를 감사인으로 변경선임하거나 선정할 것을 요구할 수 있다. 이 경우 증권선물위원회가 지명하는 자는 회계법인으로 한정한다.

1. 제4조제1항·제5항 또는 제4조의2제1항에 따른 기간 내에 감사인을 선임하지 아니한 회사
2. 회사가 감사인을 교체한 사유가 부당하다고 인정되거나 제4조제2항 또는 제4조의2제1항을 위반하여 감사인을 선임한 경우의 해당 회사
3. 증권선물위원회의 감리 결과 제13조에 따른 회계처리기준을 위반하여 재무제표 또는 연결재무제표를 작성·공시한 사실이 지적된 회사. 다만, 증권선물위원회가 정하는 경미한 위반으로 지적된 회사는 제외한다. [2012. 1. 1. 시행]
4. 자산총액이 대통령령으로 정하는 금액 이상인 회사 중 대주주 및 그 대주주와 대통령령으로 정하는 특수관계에 있는 자가 합하여 발행주식총수(의결권이 없는 주식은 제외한다. 이하 같다)의 100분의 50 이상을 소유하고 있는 회사로서 대주주 또는 그 대주주와 특수관계에 있는 자가 해당 회사의 대표이사인 회사
5. 유가증권시장 상장법인 중 대통령령으로 정하는 바에 따라 증권선물위원회가 공정한 감사가 필요하다고 인정하여 지정하는 회사
6. 대통령령으로 정하는 거래은행이 대통령령으로 정하는 사유로 증권선물위원회에 감사인 지정을 요청하는 경우의 해당 회사
7. 그 밖에 공정한 감사가 특히 필요하다고 인정되어 대통령령으로 정하는 회사

를 보거나 감사인과 피감사회사 간에 유착이 생기지 않도록 했다. 여기서 3년이라는 기간 단위는 여러 가지 사정이 고려된 것으로 보인다. 예컨대, 사내감사의 임기도 3년이고, 회사의 회계처리기준은 수시로 바뀌는 게 아니므로 적어도 3년은 연속하여 회계감사를 하여야 의미 있는 회계정보를 찾아낼 수 있기 때문이다.⁴⁸⁾

5. 입법론-신용정보법 및 시행령의 개정안 검토

증권 발행총액을 기준으로 일정한 금액을 초과하는 대형 발행 건에 있어서 신용평가회사가 좋은 평가를 약속하고 신용평가를 수주하는 것을 방지하는 동시에 여러 가지 신용평가 실적을 고려하여 순환지정을 하는 것이 본 제안의 골자이다. 주무관청은 「금융위원회의 설치 등에 관한 법률」(이하 ‘금융위원회법’)에 의하여 금융위원회로부터 위임받은 ‘자본시장의 관리·감독 및 감시 등의 업무를 수행(동법 제19조 제4호)⁴⁹⁾하게 되어 있는 증권선물위원회이다.⁵⁰⁾ 일정 자격요건을 갖춘 신용평가회사들⁵¹⁾을 순환제(rotation)로 지정하되, 자료제출의 협조, 최근의 신용평가 사례 중에서 투자등급 부도율 등을 고려하여 조정하도록 한다.

이러한 제안에 대해서는 찬반 양론이 예상된다. 비판적인 입장에서는 신용평가

47) 손성규·이은철 교수는 2000~2004년 5년간 손익구조변경 수시공시 자료를 수집해 감사인과 피감사기업간 의견불일치 정도를 측정하고, 이것과 차기 감사인 교체 사이에 관련이 있는지 분석했다. 그 결과 의견불일치와 감사인 교체 사이에는 正의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 경영자의 기회주의적 행동으로 경영자와 감사인 사이에 의견불일치가 발생하고, 감사인이 동조하지 않으면 감사인 교체를 압박한다는 논리를 확인한 것이다. 2007년 경영관련학회 통합학술대회, 2007. 8. 21.

48) 같은 이유에서 회사가 발행하는 증권을 평가할 때에는 담당임원의 임기나 신용평가기준의 계속성이 아무런 관계가 없으므로 1회로 족하다고 본다.

49) 본고에서 제안하는 것처럼 신용정보법에 근거규정을 마련한다면 금융위원회법 제19조 제5호(기타 다른 법령에서 증권선물위원회에 부여된 업무)에 의하여 증권선물위원회가 담당하게 된다.

50) 미국의 도드-프랭크 금융개혁법에서도 감독기관, 발행자·투자자·신용평가업계의 대표들로 구성되는 Credit Rating Agency Board가 임의(random)로 또는 객관적인 기준에 따라 선정하는 것을 예정하고 있다. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Sec.939F(b)(2), p.523.

51) 우리나라의 신용평가시장은 외국계 피치(Fitch)가 대주주로 있는 한국기업평가(KR), 은행들이 공동출자한 전국종합신용평가평가(주)의 후신인 한신정평가(NICE), 그리고 무디스가 자본참여한 한국신용평가(KIS)로 3분되어 왔다. 2000년 1월 서울신용평가정보(SIREN24)가 새로 진입하여 CP와 ABS 등 일부 증권에 대해 신용평가를 시작했다. 한국기업평가(주), 「신용평가의 이해와 활용」, 새로운 제안社, 2009, 31면; 2010년 2월말 현재 각사의 자본금은 KR 245억원, SIREN 178억원, NICE와 KIS 공히 50억원이며, KR·NICE·KIS 3사가 신용평가시장을 거의 3분하고 있다. 금융감독원 2010. 3. 8일 및 2010. 4. 12일자 보도자료. 그런데 2010년 11월 합병한 것은 한국신용평가정보의 신용조회업(CB) 부문과 한국신용정보의 CB 부문으로, 양사의 CB 부문은 NICE 신용평가정보로 발족하였다.

회사들이 선정기준에 맞춰 아주 보수적으로 신용평가를 할 가능성이 많고, 선정기준이 신용평가의 방법론 및 프로세스에 대해서까지 사전적으로 감독을 하려들 것이며, 기존 복수평가제의 존재의의가 사라지는 결과 신용평가회사들의 수익 감소라는 또 다른 불안요인이 생길 수 있음을 지적한다. 이 경우에도 발행자가 수수료를 지급하게 되면 이해상충의 문제는 여전히 남을 것이라 한다.

운용의 묘를 살려 증권선물위원회가 신용평가회사 1사를 지정하되 또 다른 1사는 발행자로 하여금 선정하게 한다면, 신용등급 쇼핑의 여지를 차단하는 동시에 선정자가 서로 다른 두 신용평가회사가 서로 경쟁적으로 공정하고 정확한 신용평가를 하게 만들 수 있다. 그 결과가 다음의 신용평가에 음으로 양으로 영향을 미치게 될 터이므로 신용평가업계가 상호 감시하고 컴플라이언스에 노력을 기울이게 만드는 효과를 기대할 수 있다.

따라서 입법론으로는 신용정보법 제29조(신용평가회사의 준수사항) 다음에 다음 조항을 신설한다.

제29조의2(증권선물위원회에 의한 신용평가회사 지정 등)

- ① 신용평가 대상인 증권의 발행총액이 대통령령으로 정하는 금액을 초과하는 경우에는 대통령령이 정하는 바에 따라 증권선물위원회가 당해 증권에 대하여 신용평가를 할 자를 지정한다. 이 경우 발행자가 지정하는 신용평가를 할 자는 그와 중복되어서는 아니된다.
- ② 증권선물위원회가 제1항에 따라 신용평가회사를 지정할 때에는 다음 각 호의 사항을 고려하여야 한다.
 1. 제29조제1항부터 제4항까지 사항의 준수 여부
 2. 제29조제5항에 따라 금융위원회에 제출하는 신용평가실적서 등의 내용
 3. 제29조제7항의 내부통제기준의 준수 여부
 4. 제29조제9항 그 밖의 관계 법규의 준수 여부
- ③ 제2항 각 호의 기준항목에 대한 가중치와 계량화 기준은 대통령령이 정하는 바에 따라 금융위원회가 정한다.

시행령에서는 다음과 같이 제도화하는 것이 바람직하다. 이를테면, 발행총액 기준을 회사채, 유동화증권, 단기증권 등 종류별로 세분화하고, 공정성을 기하기 위해 복수평가를 요하는 객관적인 기준을 마련한다. 또한 증권을 시리즈로 발행하는 경우에는 전체를 한 건으로 처리한다. 또한 증권선물위원회가 신용평가회사를

지정하는 것은 순환제(rotation)로 하되, 신용평가회사 평가항목을 계량화함에 있어 감점 사유가 있으면 지정순서를 조정하여 그만큼 신용평가회사로 지정되는 횟수와 빈도를 줄인다. 반대로 실적이 좋은 신용평가회사에 대하여는 인센티브를 주도록 한다.

IV. 맺음말

글로벌 금융위기가 구조화상품에 대한 신용평가가 부실했던 데 기인한다고 판단한 미국을 비롯한 주요국의 감독당국은 신용평가회사에 대한 규제·감독의 강화에 나섰다. 그러나 서브프라임 위기의 원인이 신용평가상의 문제가 아니라 구조화의 과정과 위험관리에 문제가 있었던 것으로 드러남에 따라 전세계적 금융위기가 어느 정도 진정된 이 시점에서 신용평가의 본질과 필요성을 다시 생각해 볼 필요가 있다.

우리나라에서는 규제·감독에 대한 ‘국제적 정합성’이라는 이름 아래 신용평가와 관련된 이해상충을 방지하는 방안, 진입장벽을 낮추고 자유경쟁이나 새로운 방법론을 도입하는 방안, 구조화상품에 대하여 새로운 신용등급체계를 도입하는 방안이 검토되었다. 특히 금융감독원이 2010년 1월부터 시행하고 있는 신용평가회사 표준내부통제기준을 보면 이해상충방지 및 준법감시 체제 구축, 평가결과에 대한 공시 강화, 불공정행위 금지, 신용평가업무 행위준칙 및 윤리기준 등이 상세히 기술되어 있다.

본고에서는 미국, EU, 일본 등의 신용평가회사에 대한 규제·감독 강화에 대하여 살펴보았거니와, 그 배경과 경제상황이 다른 우리나라에서도 일률적으로 같은 기준을 적용해야 하는지 재고할 필요가 있다. 우선 글로벌 금융위기 이후 신용평가회사가 감당해야 했던 비판은 MBS, CDO 등 구조화상품에 대한 신용평가가 무용지물일 정도로 크게 틀렸다는 것이었다. 그러나 금융위기의 본질은 신용평가의 방법론이나 신용등급체계, 정보의 부족 때문에 빚어진 게 아니었다. 또한 신용평가회사에 새롭게 요구되고 있는 신용평가 대상에 관한 정보가 많을수록 과연 정확한 판단이 가능한지도 의문이다. 신용과생상품까지 결합되어 있는 구조화상품에 관하여 복잡하기 그지없는 정보를 많이 입수하였다고 해서 위험을 회피할 수 있는 것은 아

니기 때문이다. 중요한 것은 과거의 유사한 사례·상품에 관한 데이터를 집적해 두고 위험이 현실화될 가능성을 정확히 예측할 수 있는 관련 정보의 분석능력이라 하겠다.⁵²⁾

금융위기를 극복하기 위해 각국이 공조체제를 취하는 것은 바람직하지만, 우리나라의 입장에서는 오히려 선진국 신용평가회사들의 활동이 위축된 것을 계기로 새로운 입지를 찾아 나설 필요가 있다고 본다. 무엇보다도 신용평가산업의 발전을 도모하기 위해서는 발행자의 '신용평가 쇼핑'을 차단하고 신용평가 정보가 보다 건설적으로 이용될 수 있게 적용범위를 확대하는 것을 모색할 필요가 있다.⁵³⁾ 정보의 비대칭성이 심하게 나타나는 부문에서 발행규모에 따른 복수평가제, 신용평가성적을 반영한 순환지정평가제를 적용할 수 있다고 본다. 우리나라에서는 1997년부터 '상장법인에 대한 감사인 순환지정제도'를 시행하고 있다. 그 결과 감사인과 피감사회사의 이해상충과 유착을 효과적으로 막을 수 있었다. 이 제도를 증권발행시장에서 신용평가회사를 선정할 때에도 원용할 수 있을 것으로 생각된다.

증권의 발행총액 기준으로 일정한 금액을 초과하는 대형 발행 건에 있어서 신용평가회사가 좋은 평가를 약속하고 신용평가를 수주하는 것을 방지하는 동시에 여러 가지 신용평가 실적을 고려하여 순환지정을 하는 것이 골자이다. 일정한 자격요건을 갖춘 신용평가회사로 하여금 번갈아가며 수주하도록 하되, 자료제출의 협조, 최근의 신용평가 사례 중에서 투자등급 부도율 등을 고려하여 증권선물위원회가 지정하도록 한다. 복수평가를 요하는 경우에는 발행자가 다른 신용평가회사를 지정하여 서로 공정하고 정확한 신용평가를 하도록 한다. 아무래도 실적이 좋은 신용평가회사가 신용평가의 기회를 많이 얻게 될 것이다. 수수료 지급방식은 이해상충의 해결과 직결되는 문제이다. 그러나 위와 같이 정부기관이 신용평가회사를 지정하는 경우에는 종전과 같이 발행자가 수수료를 지급하여도 아무 문제가 없다고 본다.

52) 박원일, 『신용평가회사의 내부통제 규제 현황 및 향후 입법정책 과제』, 국회입법조사처, 2010. 12. 27면.

53) 위의 보고서, 54면.

■ 참고문헌

- 김성용, “MBS, CDO와 투자자의 위험관리,” 『국제거래법연구』, 제17집 2호(국제거래법학회, 2008. 12).
- 김필규, “신용평가 관련 규제체계 개선의 내용과 시사점,” 『BFL』, 제45호(서울대학교 금융법센터, 2011. 1).
- 박임출, “신용평가 규제법제의 입법론적 과제,” 『증권법연구』, 제10권 2호(한국증권법학회, 2009).
- 박 준, “서브프라임 대출관련 금융위기의 원인과 금융법의 새로운 방향 모색,” 『국제거래법연구』, 제17집 제2호(국제거래법학회, 2008. 12).
- 박원일, 『신용평가회사의 내부통제 규제 현황 및 향후 입법정책 과제』, 국회입법조사처(2010. 12).
- _____, “서브프라임 위기 이후 신용평가회사를 둘러싼 논란과 시사점,” 『국제법무연구』, 제13권 1호(경희대 국제법무대학원, 2009. 2).
- _____, “신용평가에 따른 손해배상청구의 법적 문제,” 『경영법률』, 제14집 2호(한국경영법률학회, 2004. 3).
- 안수현, “회계제도개혁법(안)의 비교법적 검토-미국 Sarbanes-Oxley Act와의 비교를 중심으로,” 『월간 공인회계사』(2003. 12).
- 이원삼, “신용평가회사의 민사책임-최근 미국에서의 논의를 중심으로,” 『기업법연구』, 제23권 1호(기업법학회, 2009).
- 정병욱, “자본시장 건진성 향상을 위한 신용평가 역할 제고 방안,” 한국신용평가-한국재무학회 공동 세미나 발표자료(2010. 10).
- 한국기업평가(주), 『신용평가의 이해와 활용』, 새로운 제안(2009).
- 黒沼悦郎, “証券法制の見直し,” 世界金融危機と金融法制の見直し(金融法學會第27回大會資料), 金融法務事情 No. 1903, 2010. 8. 10.
- M. Brown & J. Wagner, “Far-reaching and intrusive [reform of credit rating agencies],” *IFLR*, Feb. 2011.
- Martha Lagace, “Why Competition May Not Improve Credit Rating Agencies,” *Harvard Business School Working Knowledge*, August 31, 2009.
- Davis Polk & Wardwell, “Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform,” July 21, 2010. <<http://www.davispolk.com/publications/>>
- European Commission, Public Consultation on Credit Rating Agencies, 5 Nov. 2010.
- _____, Commission Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on Credit Rating Agencies, 2 June 2010.
- _____, Communication on European Financial Supervision of 27.5.2009, COM (2009) 252 final.
- Securities and Exchange Commission, Proposed Rules Regarding Diligence and Disclosure in ABS Offerings, October 2010.
- _____, Security Rating, July 1. 2009.
- _____, References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, July 1, 2009.

_____, Summary Report of Issues Identified in the Commission Staffs Examinations of Select Credit Rating Agencies, 2008.

인터넷 언론매체(학술DB 포함): *Financial Times*, *International Financial Law Review*, *Chosun Biz* 등
인터넷 자료 [2011. 2. 28. 최종 접속]

- 금융감독원 <<http://fss.or.kr/>>
- 미국 증권거래위원회 <<http://www.sec.gov/>>
- 미국 재무부 <<http://www.treasury.gov/>>
- 유럽연합 집행위원회 <http://ec.europa.eu/internal_market>
- 국제증권감독기구 <<http://www.iosco.org/>>
- G20 금융안정위원회 <<http://www.financialstabilityboard.org/>>

How to Solve the Conflicts of Interest of Credit Rating Agencies after the Global Financial Crisis

Whon-II Park

ABSTRACT

Based on the belief that inaccurate and improper credit ratings of structured finance products resulted in the global financial crisis, the regulators of the United States and other major countries increased their monitoring and supervision of credit rating agencies. Since the real problem was not caused by the credit rating but the structuring process and risk management, we have to think about what the credit rating is, and what makes it necessary.

In Korea, systemic efforts to prevent conflicts of interest, to promote competition and new methodologies, to introduce new symbols and systems of rating and so forth, have been taken and carried out to reform the credit rating agencies in line with the so-called global standards. In particular, the standard internal control standards have been implemented by the Financial Supervisory Service since January 2010, in which prevention of conflicts of interest, enhanced compliance, disclosure of credit rating process and results, and no more unfair activities are called for in a concrete manner.

This paper examines the new regulations and supervision of credit rating agencies introduced by the United States, EU, Japan and the IOSCO. Some questions remain that Korea has to apply identical measures even though its background and economic circumstances are quite different from those of other countries.

It seems to be necessary for the growth of Korean credit rating industry to discourage rating shopping rather than to reduce the reliance on external ratings. So as to solve the information asymmetry, double ratings in line with the aggregate amount of bond issues, nomination of credit rating agencies by rotation based upon their performances are strongly

recommended. Take a precedent of the auditor rotation system which has been successfully implemented since 1997. This half-mandatory system has brought to halt the close relations between the auditors and audited companies, and ensured the independent auditing for at least three years.

The author's suggestion is summarized as follows:

- To select a credit rating agency by rotation in case that the aggregate amount of bond issues exceed a certain amount;
- To assess the rating performances including credit rating default ratios of the rated issuers during the past few years;
- To take into consideration the agency's voluntary disclosure of information and cooperative attitude toward the regulators; and
- To authorize the above-mentioned functions to the Securities and Futures Commission in the Financial Services Commission.

Accordingly, credit rating agencies with good performances have more chances to do rating jobs. Sometimes, the "Issuer-Pays" model is believed to have something to do with conflicts of interest. However, the newly suggested "Government as Umpire" model does not care who pays for the rating service. Where double ratings are required for a sophisticated and large-amount bond issue, the issuer should nominate a different credit rating agency so that two agencies may observe the fair play rule in a competitive manner.

Key Words: credit rating, global financial crisis, structured products, conflicts of interest, rotation of credit rating agencies