

● 연구 논문

서브프라임 위기 이후 신용평가회사를 둘러싼 논란과 시사점

박 현 일*

- | | |
|---------------------------|-----------------------|
| I. 문제의 제기 | III. 신용평가에 대한 비판론의 검토 |
| II. 신용평가의 연혁 및 자본시장에서의 기능 | IV 우리나라에 대한 시사점 |

I. 문제의 제기

최근 서브프라임 모기지론(비우량 주택담보대출)의 부실화로 촉발된 전세계적인 금융위기 속에서 신용평가회사(이하 “신평가”)들이 문제된 채권의 부실 가능성을 제대로 예측하지 못했다는 비난을 받고 있다. 또한 신평가들은 수수료 수입을 올리기 위해 서브프라임 모기지 채권시장의 방만한 성장을 부추겼다는 비난에 직면해 있다. 신평가들이 최고등급(triple A)을 부여한 MBS(mortgage-backed securities: 주택저당채권담보부증권), CDO(collateralized debt obligations: MBS 등을 기초로 한 채무담보증권) 같은 구조화상품이 하루 아침에 무가치해지자¹⁾ 손해를 입은 채권 투자자들뿐만 아니라 신평가의 감독기관 및 주주들까지도 신평가의 책임을 묻고 나섰다.²⁾

* 경희대학교 법과대학 부교수, 국제법무대학원 부원장, 법학박사.

- 1) 실제 신평가들로부터 國債 이상 간다는 슈퍼 시니어(triple A+) 등급을 받은 금융상품에 보증을 선 미국 최대의 보험회사 AIG도 그 보증채무의 부담 때문에 공적 자금을 받아야 하는 위기에 처하였다.
- 2) 잘못된 신용등급 사정으로 금융위기를 악화시켰다는 비난을 받아온 국제적인 신평가 무디스가 미국 뉴욕 맨해튼 지방법원에서 주주들의 증권사기관련 집단소송(class action)에 직면했다. 한국경제신문, “무디스 결국 법정에서 선다. 주주들 집단소송…타격 불가피”, 2009.2.25.

그에 대한 대책으로는, 파이낸셜 타임즈가 社說에서 지적한 것처럼,³⁾ 신평사의 신용등급에 문제가 많은 것은 사실이지만 아주 없앨 수는 없으므로 신용평가의 改革(reform)이 필요하다는 것이 중론이다.

규제감독의 방향으로 이해상충 행위를 금지하고⁴⁾ 진입장벽을 낮추는 것이 거론되고 있다. 다만, 새로운 방법론을 가지고 경쟁하는 것을 허용하더라도 너무 낮추면 신평사가 난립하여 발행자나 주선기관(arranger)들이 ‘신용평가 쇼핑’(rating shopping)에 나설 가능성을 고려해야 한다.

근본적인 문제는 금융상품에 포함된 위험을 한 가지의 척도만으로는 파악할 수 없다는 점이다. 구조화상품(structured products)은 여러 유가증권이나 자산을 기초로 만들어지는 데다 신용등급의 차이가 미묘하고 투자자들은 일정 등급 이상의 증권을 보유해야 하는 까닭에 등급의 하향조정(downgrade) 가능성은 금융상의 위축을 가져오고 결국 신용등급을 떨어뜨리게 된다.⁵⁾

서브프라임 모기지의 경우 금융회사가 대출하자마자 유동화(originate to distribute)해 버리곤 하였는데 신용보강을 거쳤더라도 유동화자산의 위험수준이 어느 정도인지, 누가 최종적인 위험을 부담하는지, 그가 위험을 충분히 감당할 수 있겠는지 측정했어야 했다. 물론 신용평가를 참고하더라도 최종적인 투자자의 결정은 투자자 스스로 책임을 지는 것이지만 그렇다고 신평사가 자신의 신용평가 결과에 아무런 책임이 없다는 의미는 아니다.

그것은 자산유동화 증권(ABS, MBS)을 발행할 때 신용등급을 잘 받기 위해서는 당해 신평사가 제시하는 구조화(structuring) 방안을 따라야 하는 관계로 신평사의 평가(credit rating)와 구조화 자문(advisory) 업무가 서로 이해상충(conflicts of interest)을 빚게 되는 문제점이 지적되었다.⁶⁾ 이에 따라 신평사의 평가업무를 다른 업무와 엄격히 분리시키

3) *Financial Times* Editorial, “Quo vaditis, raters?” February 23, 2009. <<http://www.financialtimes.com/>>.

4) 신평사는 발행자의 의뢰를 받아 그로부터 수수료를 받고 신용평가를 하게 된다. 신용평가는 투자자들에게 대한 투자 가이드 역할을 해야 함에도 발행자의 눈치를 보지 않을 수 없다. 예컨대 많은 신평사들이 지난 10년간 구조화증권의 고수익에 매료된 나머지 신용평가의 독립성(independence)을 스스로 포기하는 경우가 많았다고 한다. *Ibid.*

5) 신평사가 신용등급의 하향조정에 나서면 다른 시장참여자들이 같은 견해를 취하는 까닭에 그 예측은 마치 적중하게 되어 있는 예언(self-fulfilling prophecies)처럼 맞을 수밖에 없다. 그럼에도 신용평가의 시스템적 위험은 신평사나 투자자들이 리스크의 미묘한 차이에도 반응할 수 있도록 그 대책을 마련할 필요가 있다. *Ibid.*

6) 신평사들은 正反對 입장에서의 고충을 토로하고 있다. 구조화상품의 발행자들이 구조화상품에 대해 높은 신용등급을 부여하면서 신용보강(credit enhancement)을 적게 요구하는 신평사에게 신용평가를 의뢰하기 때문에 시장점유를 늘리고 수익을 올리기 위해 잠재적인 리스크는 눈감아주지 않을 수 없었다는 것이다. *Financial Times*, “Rating agencies 'broke bond of trust',” October 23, 2008.

고 이해상충행위를 금지하는 한편 구조화상품에 대해서는 기존 신용등급과 다른 그 특성에 맞는 신용평가기준을 마련해야 한다는 주문이 잇따랐다.

각국의 금융감독당국은 금융위기의 상당 부분이 신평사들의 신용평가가 부실했던 탓으로 돌리고 신평사에 대한 규제와 감독의 강화에 나서고 있다. 우리나라에서도 신용평가회사에 대한 감독을 강화하고 있다. 2009년 3월 국회에서 통과된 「신용정보의 보호 및 이용에 관한 법률」 전부개정법률(“개정 신용정보법” 또는 “개정법”)에 의하면 신용평가회사는 임직원이 준수하여야 할 적절한 기준 및 절차(“내부통제기준”)⁷⁾를 정하고 이를 준수하여야 하며, 이를 위반하였을 때에는 개정법 제52조에 의하여 과태료를 부과하도록 하였다.

본고에서는 이러한 신평사들의 업무행태에 대한 지적이 타당하고 정확한지 검토해보고 우리나라 신용정보법 전부개정법률에서 제시한 규제감독 방안이 어떠한 문제가 있는지 살펴보고자 한다.

II. 신용평가의 연혁 및 자본시장에서의 기능

1. 신용평가의 연혁

신용평가란 발행사의 특정 유가증권에 관한 원리금 상환의 확실성 또는 발행사의 채무에 대한 상환능력을 A, B, C 등의 신용등급 기호(symbol)로 표시하여 이해관계자 및 일반투자자들에게 공시하는 것을 말한다.⁸⁾ 신용평가기관의 역할은 ‘신용평가를 통하여 정보의 투명성과 효율성을 제고’하는 것이다.

신용평가제도의 연혁과 발전과정은 그 나라의 자금조달 형태와 자본시장 구조에 따라 달랐다. 채권이나 주식을 발행하여 자금을 조달하는 나라에서는 중립적이고 공정한 신용평가에 대한 자본시장의 수요(needs)가 커지면서 신용평가기관이 발달하였다. 세계적으로 오늘날과 같은 신용평가는 1900년에 설립된 무디스(Moody's)가 1909년 채권에

7) 신용정보법 개정법률에서 정하는 내부통제기준은 다음 사항을 포함하고 있다.

1. 평가조직과 영업조직의 분리에 관한 사항
2. 이해상충의 금지에 관한 사항
3. 불공정행위의 금지에 관한 사항
4. 신용평가 대상의 특성에 적합한 신용평가기준 도입에 관한 사항
5. 그 밖에 내부통제기준에 관하여 필요한 사항으로서 대통령령이 정하는 사항

8) 한국기업평가(주), 「신용평가의 이해와 활용」, 새로운 제안社, 2009, 30면.

대하여 신용평가를 하기 시작한 것이 효시였다. 특히 미국의 경우 1930년대 대공황을 전후하여 채권의 평가등급이 투자자들에게 가치 있는 정보로 인정받게 되자 무디스와 스탠다드 앤 푸어스(Standard & Poor's)가 세계적인 신용평가기관으로 명성을 얻게 되었다.⁹⁾

그러나 은행을 통한 자금조달의 비중이 높은 일본이나 우리나라에서는 신용평가에 대한 필요성이 많지 않아 정부 및 관계기관의 주도로 자본시장의 육성 및 투자자보호 차원에서 신용평가회사가 설립되었다. 우리나라에서는 1983년 12월 한국기업평가(주)의 전신인 한국경영컨설팅(주)가 신용평가업무를 개시하였다.¹⁰⁾ 한편 일본의 경우에는 1970년대 자본시장의 자유화, 국제화 추진에 따라 정부의 채권시장 육성정책의 일환으로 일본경제신문에 회사채 신용등급이 공표되기 시작했다. 1979년에는 일본공사채연구소(JBRI)가 설립되어 1985년부터 본격적인 신용평가를 실시하였고, 1998년에는 일본내 1, 2위 신용평가기관인 일본공사채연구소와 일본 인베스터스 서비스(NIS)가 합병되어 일본 신용등급(格付)투자정보센터(R&I)가 설립되었다.¹¹⁾

2. 자본시장에서 신평사의 기능

오늘날 자본시장에서는 자금의 공급과 수요라는 측면에서 기관투자자와 개인투자자, 증권회사, 은행, 기업, 감독기관 등 다수의 이해관계자가 존재한다. 일반적으로 발행자는 기간과 금리 면에서 보다 유리하게 자금을 조달하고자 하는 반면 투자자들은 자본시장을 통해 보다 많은 수익을 올리려고 할 것이다.

이에 따라 발행자는 자신에게 불리한 신용위험과 관련된 정보를 숨기려 들게 마련이므로 만일 투자자가 발행자가 제공한 정보에만 의존하여 투자한다면 예상치 못한 손실을 입을 수 있다. 이와 같이 투자위험요소에 대한 발행자와 투자자간의 정보의 접근성 차이에 기인하는 정보의 불균형 내지 비대칭성(informational asymmetry)을 완화하거나

9) 현재 미국 및 전세계의 신용평가시장은 Standard & Poor's, Moody's Investors Service, Fitch Ratings의 과점체제로 되어 있는데, 미국의 신용평가기관(NRSRO)은 이들을 포함 총 10개사가 있다.

10) 우리나라의 신용평가시장은 외국계 피치(Fitch)가 대주주로 있는 한국기업평가(KR), 은행들이 공동 출자한 전국종합신용평가평가(주)의 후신인 한신정평가(NICE Rating), 그리고 무디스가 자본참여한 한국신용평가(KIS)로 3분되어 왔다. 그러다가 2000년 1월 서울신용평가정보(SCI)가 CP와 ABS 등 일부 증권에 대해 신용평가를 하면서 새로 뛰어 들었다. 위의 책, 31면; 2009년 2월 말 현재 각사의 자본금은 KR 245억원, SCI 77억원, NICE Rating과 KIS 공히 50억원이다. 금감원 2009.3.12자 보도자료.

11) 현재 일본의 신용평가시장은 일본계인 R&I, JCR(Japan Credit Rating Agency) 등 2대 신평사가 상당 부분 점유하고 있는 가운데, 무디스 및 S&P, 피치 등 해외 신평사가 시장공략을 강화하고 있다.

해소하기 위해서는 신용평가기관을 필요로 한다. 즉, 신용평가는 ① 발행자와 투자자의 이해관계로부터 독립된 제3자로서 ② 전문적인 분석능력과 ③ 일관된 판단능력을 토대로 발행자의 신용위험에 대한 적절한 정보를 투자자들에게 제공할 수 있어야 한다.¹²⁾ 신용평가기관은 오랜 기간 다양한 자산 및 기업에 대한 평가경험을 통해 신용평가정보를 적은 비용으로 생산할 수 있으므로 많은 투자자들이 용이하게 이용할 수 있게 하여 자본시장에서의 정보의 非對稱性을 크게 해소시킬 수 있다.

발행자로서도 신용평가를 받음으로써 자금조달의 기회를 확대할 수 있다. 정확한 신용평가정보를 투자자들에게 제공함으로써 자기신용으로 자금을 조달할 수 있게 하는 동시에 발행자의 신용위험에 대한 투자자들의 불확실성을 줄여 자금조달비용을 절감하게 된다.¹³⁾

증권시장 및 감독당국의 입장에서는 유가증권 발행자의 신용등급 및 관련 분석정보가 시장에 유포되어 자본거래의 투명성을 제고할 수 있고, 개별 증권의 신용등급 동향을 파악하여 재무적 건전성을 감시하는 데 유용한 기준으로 삼을 수 있다. 또한 신용등급에 따라 위험 프리미엄을 차등화함으로써 발행자의 신용에 따라 발행조건이 결정되게 하고 자금배분의 효율성을 기할 수 있다.¹⁴⁾

Ⅲ. 신용평가에 대한 비판론의 검토

1. 구조화상품의 부실화 가능성

우리나라에서는 미국과 같은 서브프라임 주택담보대출을 유동화한 사례는 없지만, 부동산 프로젝트 파이낸싱과 관련하여 아파트분양대금청구권 등을 유동화한 증권이 상당히 많이 발행되었다. ABCP 등의 유동화증권은 대부분 시공을 맡은 건설회사가 원리금상환을 보증하였으므로 건설사들이 부동산경기의 위축으로 유동성이 악화될 경우에는 유동화증권이 대량으로 부실화될 가능성을 안고 있다.

그럼에도 우리나라에서는 금융권이 先制的으로 건설사에 대한 구조조정을 실시한 데다¹⁵⁾ 부동산관련 유동화증권을 기초로 하는 구조화상품이 별로 많지 않아¹⁶⁾ 위험이

12) 한국기업평가(주), 앞의 책, 21면.

13) 위의 책, 22면.

14) 위의 책, 22면.

15) 금융위기를 사전에 차단하기 위해 채권은행을 주축으로 한 신용평가단은 2009년 1월 20일 건

파급될 가능성은 크지 않다. 비록 서브프라임과 같은 부동산담보대출의 위험이 현재화 되지는 않았지만, 정부와 국회에서는 신용정보법의 개정에 즈음하여 외국의 예에 못지 않은 규제감독 강화입법을 포함시켰다. 지금까지 신용정보법에서는 총리령으로 정하는 바에 따라 기업내부정보 등의 수집처리 및 이용 등에 관한 내부관리지침을 마련하도록 하였을 뿐 따로 罰則이 없었다. 그러던 것이 개정법에서는 그 내역을 구체적으로 명시한 실행사의 법령준수(compliance) 의무를 강화하고 그 위반 시에는 금융위원회가 행정벌(과태료)을 부과·징수할 수 있게 하였다.

설령 이것이 실행사의 내부통제기준에 불과하더라도 법률로 규정함으로써 그의 위반행위는 違法性을 띠고 신용평가사가 감독당국 및 신용평가 의뢰인, 투자자들의 법률적 공격대상이 될 수 있다는 점에서 이에 관한 입법은 업계와 자본시장에 상당한 파장을 불러올 것으로 예상된다.

2. 신용정보법상 규제감독의 강화

IMF 위기 직후 정비된 은행법, 증권거래법 등에서는 이른바 글로벌 스탠더드에 따라 금융회사들로 하여금 내부통제기준을 정하게 하고 이에 대한 준법감시 의무를 명문화하였다(예: 은행법 제23조의3). 은행법의 경우 법령의 준수 이전에 자산운영의 건전성, 예금자보호의 목적을 분명히 하고 있으나, 신용정보법 개정법률안에서는 신용평가의 대상을 확장하는 한편 규제감독사항을 열거하고 있다.

신용정보법의 목적은 신용정보업의 건전한 육성과 신용정보의 효율적 이용 및 체계적 관리에 있는 바(신용정보법 제1조), 특히 신용평가에 있어서는 신용평가의 객관성·공정성·독립성·투명성을 확보하는 것이야말로 신용정보업 발전의 전제가 된다는 점에서 그 못지않게 중요하다고 하겠다. 그러나 신용평가업은 이른바 ‘평판자본’(reputational capital)에 의존하는 사업이므로 평판이 나빠지면 자본시장에서 더 이상 문지기(gate keeper) 역할을 할 수 없게 된다. 규제감독을 대폭 강화하는 것은 자칫 신용정보업의 육성은 커녕 그 발전을 저해할 수 있는 것이다.¹⁷⁾

설사 1사, 조선사 1사를 퇴출대상으로, 건설사 11사, 조선사 3사를 워크아웃 대상으로 선정했다. 워크아웃 대상기업은 기업구조조정촉진법에 따라 자구계획, 경영정상화방안 등 기업회생을 위한 기업개선작업을 실시해야 한다.

- 16) 우리나라에서는 「자산유동화에 관한 법률」에 의하여 유동화증권을 발행할 수 있는 자격이 제한되어 있었기에 구조화상품이 방만하게 발행될 가능성이 처음부터 차단되었다.
- 17) 외국에서는 서브프라임 위기 직후 문제가 된 MBS, CDO 등에 대한 신용평가가 실제보다 높게 이루어졌고, 경제상황의 변화에 기민하게 대처하지 못했다는 지적이 있었다. 다른 나라에서는 기존 유가증권 신용평가에 대한 문제점의 비판을 토대로 개혁이 모색되었으나, 우리나라에서

미국에서 문제가 된 MBS의 신용평가과정을 보면, 신평사는 MBS 거래를 주선하는 투자은행이 제공한 MBS 기초자산에 관한 데이터를 토대로 신평가 고유의 모델을 활용하여 예상손실발생에 대한 평가, MBS의 구조에 대한 평가, 기초자산에서 나오는 현금 흐름을 각 순위의 증권에 분배하는 것(waterfall)에 대한 평가 등의 분석을 거쳐 신용등급을 부여한다. CDO의 경우에는 CDO의 기초자산인 MBS 또는 다른 CDO증권의 신용등급을 기초로 분석하게 된다.

미국에서 지적된 MBS, CDO에 대한 신용평가의 문제점은 일단 신용등급이 부여된 후 짧은 기간 내에 下向조정(downgrade)되는 경우가 많았다는 것, CDO 등 구조화상품에 대한 신용평가 방법론이 적정한가 하는 의문이 많이 제기된 것, 서브프라임 대출의 경우 부동산경기가 좋았던 최근 몇 년간의 데이터밖에 참고할 수 없었다는 것, 사기적 대출의 가능성을 과소평가하였다는 것, MBS 주선기관이 제공하는 정보의 정확성을 확인할 수 없었다는 것, 무엇보다도 신평사는 수수료 수입증대를 위해 투자은행과 협조하여 MBS, CDO 발행이 성사되도록 노력하였다는 점을 열거할 수 있다.¹⁸⁾

그밖에도 신용평가기관에 대한 감독을 맡게 된¹⁹⁾ 미국 연방증권거래위원회(SEC)의 조사결과에 따르면, MBS 및 CDO의 신용평가 시 적용되는 신용평가기준이 대외적으로 공표되지 않은 것, 신평사가 가지고 있는 평가모델을 적용한 결과와 다른 수치를 사용한 경우가 자주 있었음에도 그 근거를 밝히지 않아 어떠한 이유로 달리 적용하였는지 파악할 수 없는 것, MBS 및 CDO의 신용평가 절차가 문서화되어 있지 않고 평가방법의 오류를 수정하는 절차가 불충분한 것, 과거의 신용평가를 정기적으로 재검토하지 않았다는 것, 신평사의 임원이 스톡옵션을 받는 관계로 단기적 성과를 위해 과도한 위험을 부담하는 경영을 할 우려가 있다는 점 등이 지적되었다.²⁰⁾

는 구조화상품의 신용평가상의 문제가 노정되기도 전에 외국에서 거론되는 비판론을 확대 적용하여 법제화한 감이 있다.

18) 박 준, “서브프라임 대출관련 금융위기의 원인과 금융법의 새로운 방향 모색”, 국제거래법연구, 제17집 제2호, 2008.12.31, 19~21면.

19) 미국에서 NRSRO에 대한 감독기관은 SEC이다. 엔론 사태의 대책으로 2006년 9월 신용평가기관개혁법(Credit Rating Agency Reform Act of 2006)이 새로 제정되었고, 증권거래소법(Securities Exchange Act of 1934)에도 제15E조를 추가하였다. 이에 따라 NRSRO는 SEC에 신용평가방법 등을 기재하여 등록할 의무와 각종 보고의무를 지며, 연방증권거래위원회는 이들 신용평가기관을 검사할 수 있다. 그러나 SEC나 卍정부는 신용평가의 내용이나 신용평가의 절차·방법에 대해서는 규제할 수 없으며, NRSRO가 제출한 서류로 인하여 민사소송이 벌어질 수 없음을 명시하였다. 위의 논문, 24~25면.

20) 위의 논문, 21면.

3. 신용평가 비판론의 검토

서브프라임 사태를 계기로 국내외에서 거론되고 있는 신용평가를 둘러싼 비판을 문답식으로 알아본다. 과연 신평사들이 무책임하게 신용평가를 한 결과 오늘날의 금융위기가 초래되었는가? 신평사의 문제점만 해결한다면 금융위기의 재발을 방지할 수 있는가? 전술한 바와 같이 신용평가 무용론에서부터 이해상충 방지, 자유경쟁체제의 도입, 새로운 신용등급체계의 창설에 이르기까지 다양한 논의를 검토해보기로 한다.

1) 유가증권 투자를 할 때 신용평가 없이 할 수는 없는가?

미국에서는 유가증권을 공모 발행할 때 신용등급을 받는 것을 의무화하고 있다.²¹⁾ 더욱이 신 BIS협약(Basel II)에서는 위험자산 여부를 신평사의 신용등급에 따라 결정하도록 하고 있어 금융기관의 신용평가 의존도는 더욱 심화될 전망이다. 예컨대 신 BIS협약이나 SEC 규정에서 은행이나 증권사의 최소자본요건(minimum capital requirement) 충족 여부를 판단함에 있어 개별 자산에 부여하는 위험가중치를 신평사²²⁾가 부여한 신용등급에 따라 구분하도록 하고 있다.

그러나 서브프라임 위기 때 일부 구조화상품(MBS, CDO 등)은 거의 무가치한 것으로 드러났다. 극단적이긴 하지만 이들이 투자적격으로 평가받은 일이 없었더라면 아예 투자자들이 투자하지 않았을 터이니 신용평가가 無益하고 오히려 有害하였다는 주장마저 제기되었다. 일반투자자라면 몰라도 기관투자자들은 독자적으로 심사 평가할 능력이 있으므로 신평사의 신용등급에 의존한 나머지 MBS와 CDO에 과도하게 투자하지는 않았으리라는 것이다.

신용등급에 따라 규제와 감독의 차이를 두는 것은 신용평가에 일종의 규제상의 면허(regulatory license)를 부여하는 효과를 가져온다. 이러한 이용강제는 투자자들이 독자적인 심사를 하지 않고 신용평가기관이 부여한 신용등급에 의존하는 경향을 심화시켜 신용등급의 신뢰도와 관계없이 법규상 요구에 따른 수요를 창출하여 유동화를 증대시키는 데 크게 일조하였다. 이와 같은 신용등급에 의존한 감독이 적절한지에 대한 의문이

21) 미국은 1973년 증권회사에 대한 순자본규제(net capital rule)를 도입하면서 전국적으로 공인된 통계적 신용평가기관(nationally recognized statistical rating organization: NRSRO)으로부터 받은 신용등급이 투자등급인지 여부에 따라 순자산계산 시 감액비율을 달리 하였다. 또한 MMF의 투자대상인 적격증권은 일정 등급 이상의 신용평가를 받은 증권으로 한정하도록 하고, 구조화증권에 대하여 NRSRO로부터 상위 4개의 신용등급 중 하나를 받으면 그 증권을 발행하는 특수목적기구(SPV)를 증권투자회사로 보지 않도록 하는 등, 신용등급이 금융기관의 건전성규제와 자산운용에서 중요한 기준이 되었다. 위의 논문, 23면.

22) 신 BIS협약에서는 이를 외부신용평가기관(External Credit Assessment Institution: ECAI)이라 한다.

제기되자 미 SEC에서도 신용등급에 의존하도록 한 각종 규정의 개정에 나섰다.²³⁾

물론 위험의 측정과 그에 대비한 관리는 금융기관과 기관투자가 고유의 업무이다. 그렇다고 금융기관과 기관투자가가 유망해 보이는 투자대상의 위험도를 파악하기 위해 구조화상품의 수천, 수만 건의 기초자산을 개별적으로 전부 분석한다는 것은 시간과 인력의 낭비가 아닐 수 없다. 이를테면 동일한 MBS나 CDO를 놓고서 다수의 투자자를 위해 투자위험 전반에 대한 독립적이고 신뢰성 있는 의견을 제공할 수 있는 전문적인 기관이 존재한다면, 그에 맡기는 편이 투자자들마다 독자적으로 심사하는 데 따른 중복적이고 과도한 비용의 발생 및 판단상의 오류를 방지할 수 있을 것이다.²⁴⁾ 독립된 신용평가기관이 올바르게 신용평가를 하도록 감독하는 게 낫지 아예 없애버린다면 더 큰 혼란을 불러올 수 있다. 또한 투자자들이 구조화상품에 대한 신용평가방법 및 그 신용등급의 의미를 제대로 이해하였더라면盲目的으로 투자를 아니하였으리라는 비판에도 귀를 기울일 필요가 있다.²⁵⁾

따라서 신평사의 평가에 오류나 부정이 있을 경우에는 해당 신평사에 엄중한 제재를 가하는 한편 기관투자자들에 대해서는 독자적으로 위험을 평가하는 것을 권장하여도 좋을 것이다. 그러나 기관투자가가 아니면 독자적으로 신용평가를 할 수 있는 능력이 없고, 이 경우에도 과도한 비용과 시간을 들이는 데 비해 성과가 만족스럽지 못하다. 오히려 시장에 혼란을 불러올 수 있다. 신평사에 제재를 가하게 되면 정상적인 업무활동마저 위축시킬 수 있다.

그런데 신용평가결과를 활용하여 금융기관의 규제감독의 기준으로 삼는 것은 우리나라도 마찬가지다. 신 BIS협약에 기한 표준법에 따라 외부 신용평가기관(ECAI)의 신용등급을 인정하고 있으며, 증권회사의 영업용 순자본 비율의 산정과 영업행위에 대한 제한, 보험회사의 자산운용, 자산운용회사의 자산운용 등의 기준이 되고 있다. 새로 시행된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 및 그 하위규정에서도 유사한 내용이 들어 있다.²⁶⁾ 그러므로 아무런 代案없이 신평사를 비난하기보다는 신용평가의 신뢰도와 무결성을 제고할 수 있는 방안을 모색하는 것이 급선무이다.²⁷⁾

23) 위의 논문, 23면; SEC는 또한 신용평가기관과 발행자로 하여금 다른 신용평가기관에도 정보를 공개하게 하여 평가를 잘못하지 않는지 서로 감시하고 경쟁하도록 룰 17g-2와 17g-5를 개정할 방침이다. *International Financial Law Review*(이하 *IFLR*), "SEC stops 'race to the bottom' on ratings," Feb 2009 (*IFLR*의 면수가 없는 것은 전자DB인 ProQuest를 통해 검색하였기 때문임).

24) 신용평가기관이 신용등급을 부여할 때 투자자들을 대신하여 이러한 분석을 하여야 했음에도 일반적으로 하지 않은 것으로 나타났다. Technical Committee of IOSCO, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets Final Report*, May 2008, p.8.

25) *IFLR*. "Stop persecuting rating agencies," May 2008.

26) 외국의 사례에 비추어 우리나라에서도 각종 금융감독규제에 있어서 신용등급을 기준으로 하는 것이 타당한지에 대하여 면밀히 재검토할 필요가 있다는 주장이 대두되었다. 박 준, 앞의 논문, 24면.

2) 신평사의 利害相衝은 어떻게 막을 수 있는가?

신평사가 특정 유가증권에 대해 신용등급을 정할 때 그러한 신용평가 서비스에 보수를 지급하는 사람은 투자자가 아니라 당해 증권의 발행자 또는 발행주선기관이다. 이는 일반 사채 발행의 경우에도 마찬가지이지만, MBS나 CDO 같은 구조화상품을 발행할 때에는 발행자가 SPV이고 실질적인 발행업무를 소수의 투자은행들이 수행하기에 이해상충의 우려가 심각해진다. 신평사는 MBS나 CDO를 어떠한 방식으로 구조화하고 신용을 보강(credit enhancement)해야 최우량 등급을 받을 수 있는지 자문을 제공하기 때문이다. 이는 수년 전 엔론, 월드컴이 대규모 회계부정을 저질렀을 때 이들에 대한 회계감사를 한 회계법인이 경영자문을 제공하고 가외의 수수료 수입을 올렸던 것과 매우 흡사하다.²⁸⁾

오늘날 유동화(securitization) 상품은 투자자들의 선호에 따라 여러 종류의 다양한 등급을 가진 증권이 발행되게 마련이다. 유동화 거래는 투자자의 다양한 위험선호를 이용하는 것이므로 처음부터 여러 종류의 증권에 각기 부여될 특정한 신용등급을 염두에 두고 설계된다. 예컨대 MBS에 대한 신용등급을 부여할 때 최악의 상황을 가정하고 스트레스 테스트를 하여 얼마나 많은 모기지 대출 건수가 디폴트에 빠지고 담보를 실행해야 하는지 모델을 가지고 분석을 한다. 그리하여 트리플 A의 신용등급을 부여하는데 필요한 신용보강(credit enhancement)의 정도를 결정하게 된다.²⁹⁾

그런데 이 과정에서 자산보유자가 신평사에 보수를 지급하는 시점은 신용등급이 최종적으로 부여되는 때이며, 그에 이르기 전에는 아무런 보수도 지급하지 않고 심지어 신용보강수준에 불만이 있을 경우에는 다른 신평사를 찾아가기도 한다. 그러므로 시장 점유율을 유지하고 수익을 올리기 위해 타협을 하는 사례가 없다고는 말할 수 없는 실정이다.³⁰⁾

신평사들의 이해상충 문제를 근본적으로 해결할 수 있는 방안은 투자자들이 직접 신용평가에 대한 보수를 지급하도록 하는 것이다. 증권투자자들로부터 각출한 기금으로

27) See *supra* note 25).

28) *Financial Times*, "Reputations to restore," July 21, 2008.

29) 김성용, "MBS, CDO와 투자자의 위험관리", 국제거래법연구 제17집 제2호, 2008.12.31, 114면.

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

특정 증권에 대하여 신용평가를 할 신평사를 선정하게 함으로써 발행자의 압력으로 높은 신용등급을 부여할 유인을 원천적으로 차단할 수 있다.³¹⁾ 또는 특정 증권에 대한 신용평가와 당해 증권발행에 관한 자문 서비스를 동시에 하는 것을 금지하는 방안³²⁾, 신평사의 이사회에는 반드시 일정 수 이상의 사외이사를 선임하도록 하여 영업실적이나 보수와 관계없이 신용평가의 質과 無缺性(quality and integrity)을 유지할 수 있게 하는 방안³³⁾이 추진되고 있다.

3) 차라리 신용평가업에 대한 진입장벽을 낮춰야 하지 않을까?

신용평가란 신평사가 오랫동안 축적해 놓은 데이터를 가지고 고유의 모델을 이용하여 결과를 예측하는 것이므로 예기치 못한 상황에서는 평가 결과에 오류가 생길 수 있다. 신평사는 여러 가지 시나리오를 만들어 놓고 기초자산의 과거 실적(track records)을 바탕으로 그러한 통계적·확률적 추세가 계속 유지될 것이라는 가정 하에 작업을 하는 것이다. 그러나 경제환경은 늘 변화하는 것이며, 전에 일어난 적이 없는 사건이 갑자기 일어날 수도 있다. 무엇보다도 MBS와 CDO 거래는 생긴지 얼마 되지 않아 실적 자료가 충분치 않다. 예를 들어 서브프라임 대출이 부동산경기가 나빠질 때에는 얼마나 회수될 수 있을지는 과거에는 서브프라임 대출이 행해진 적이 없으므로 예측 자체가 무의미하다.³⁴⁾

따라서 특단의 상황까지 고려한 새로운 모델이나 방법론(methodologies)을 가지고 신용평가업을 하려는 사람에게 문호를 개방하자는 주장이 설득력을 얻고 있다. 새로운 모델이나 방법론을 가지고 신용평가의 정확성과 신용등급에 대한 신뢰도를 높일 수 있다면 성공적이라 할 수 있다. 이를 위해서는 신평사가 적용한 일련의 가정과 구체적인 방법론, 신용등급과 대상 증권의 실적을 비교할 수 있는 과거 자료를 빠짐없이 공시해야 한다.³⁵⁾

신용평가에 적용한 가정과 구체적인 방법론, 신용평가의 과거실적을 공시(disclose)하

31) *Financial Times*, "Ratings reform," February 11, 2008.

32) 국제증권감독기구(International Organization of Securities Commissions: IOSCO)가 2008년 5월에 공표한 신용평가기관의 행동강령에서는 신용평가기관이 자신의 신용평가 대상거래의 거래구조 설계에 관한 제안이나 조언을 할 수 없도록 하였다.

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

34) 김성용, 앞의 논문, 115~116면.

35) See *supra* note 24), pp.9-10, 16; EU 집행위에서도 역대 신용평가기관에 대한 감독을 강화하여 신용평가 모델 및 방법론, 핵심 가정(key assumptions)의 공개 및 매년 투명성보고서(transparency report)의 발간 등을 의무화할 방침이다. *IFLR*, "Don't sacrifice competition," Dec 2008/Jan 2009.

도록 한다면 신용평가의 투명성이 제고되어 투자자들과 소통이 원활히 이루어지고³⁶⁾ 시장의 감시를 통해 평가의 공정성·적정성을 확보할 수 있게 될 것이다. 그러나 신평사에 제공한 자사의 정보가 공개되는 것을 꺼리는 발행자들은 오히려 신평사에 대한 정보자료의 제공을 기피할 가능성이 많음을 유의해야 한다.³⁷⁾ 또한 기본적인 예측마저도 불가능한 일반투자자로서는 전문가에 의한 유가증권 투자의 길잡이가 필요하므로, 신용평가가 장래에 대한 예언이 아니라 일정 모델에 입각한 통계적·확률적 예측이라는 제약조건을 받아들일 필요가 있다.

4) 신용평가업에 자유경쟁을 허용하면 어떻게 될까?

신용평가의 진입장벽을 낮추는 것과 함께 보다 개선된 신용평가 방법론을 도입하기 위해서는 신용평가업에 자유경쟁(*free competition*)을 허용하는 것이 가장 직접적이고 효과적이다. 자유경쟁을 통하여 신용평가의 정확성 및 적중도가 입증된 신평사만이 살아남을 수 있기 때문이다.

그러나 신용평가 수수료를 의뢰인인 발행자가 부담하는 현재의 신용평가업계 관행을 고려하면 더 큰 부작용이 우려가 된다. 만일 신평사들이 자유롭게 신용평가 모델을 만들어 쓸 수 있게 한다면, 발행자는 적은 비용으로 마음에 드는 신용등급을 부여해줄 신평사를 찾아다니는 ‘신용평가 쇼핑’이 벌어질 공산이 크다. 그 결과는 수많은 투자자들의 손실로 이어지고 결국에 가서는 신용평가에 대한 신뢰의 실추를 초래하게 될 것이다.

5) 구조화상품에 새로운 신용등급체계를 도입할 필요는 없는가?

신용등급은 증권의 발행자가 만기에 원리금을 지급 상환하지 못할 가능성이라는 신용위험에 관한 의견일 뿐이다. 당해 증권을 원하는 때에 사고 팔 수 없는 유동성위험(*liquidity risk*)까지 모두 고려한 것은 아니다. 그럼에도 거래계에서는 신용위험과 유동성위험을 동일시하는—신용위험이 낮은 증권은 또한 풍부한 유동성을 가진다는—인식이 만연하였다. 이러한 인식은 논리적으로는 근거가 없는 것이지만, 신용등급이 높은 증권이 유통시장에서 상대적으로 활발하게 거래되었던 역사적 경험에 근거한 것이다.³⁸⁾

금번 금융위기에서처럼 서브프라임 대출채권을 기초자산으로 하는 MBS나 CDO가 유

36) 김성용, 앞의 논문, 117면.

37) Michael J. Willis, “US ratings will be chilled,” *IFLR*, Aug 2008.

38) See *supra* note 24), pp.3,10.

동성 부족으로 제대로 거래되지 못함으로써 이들 구조화상품을 보유한 금융기관들이 유동성위기에 빠지게 된 것까지 신용등급은 설명해줄 수 없었다. 지금까지 신용등급이 높은 증권은 유통시장에서도 활발하게 거래가 되었기에 서브프라임 대출채권을 기초로 한 MBS나 CDO는 그 거래가 위축되면서 신용등급까지 강등시키지 않을 수 없었다.

따라서 이들 구조화상품에 대해서는 기존 회사채의 신용등급과는 차별화된 신용평가기준을 도입하여 새로운 기호(symbol) 체계를 마련하자는 주장이 제기되었다.³⁹⁾ 금융이노베이션이 활기를 띠면서 투자자들이 잘 이해할 수 없는 복잡한 금융상품에 대하여는 기존 신용등급과는 다른 평가기준을 도입하여 투자자들에게 그 위험도를 명확히 알릴 필요가 있다는 것이다.

이에 찬성하는 견해는 금융 이노베이션으로 투자자들이 잘 이해할 수 없는 복잡한 금융상품이 출현했을 때에는 기존 신용등급과는 다른 평가기준을 도입하여 투자자들에게 그 위험도를 명확히 알리도록 해야 한다는 것이다.

그러나 신평사가 유동성까지 감안한 새로운 신용평가기준을 도입하더라도 그 채택 여부는 불투명하다. 특히 많은 보수와 연말 보너스를 원하는 자산운용자의 입장에서는 운용위탁의 성과를 평가할 때 동일한 신용등급의 체계 하에서 기준(benchmark)이 되는 지수(index)에 비해 높은 기대수익률을 올릴 수 있는 투자상품을 간절히 필요로 하게 마련이다. 이와 같이 자산운용사가 이를 외면할 가능성이 클 뿐만 아니라,⁴⁰⁾ 그의 이용 여하에 따라서는 투자자들뿐만 아니라 신평사와 발행사도 큰 해를 입을 수 있다. 자산운용사가 더 많은 보수와 보너스를 받기 위해 그 기준이 되는 지표채(Benchmark Index)와 다른 신용등급체계를 외면할 것이라는 것은 ‘대리인의 역설’(Agency Paradox)에 비추어 충분히 예상할 수 있는 일이다.

IV. 우리나라에 대한 시사점

이 글의 첫머리에서 살펴 본 신용정보법 전부개정법률안을 보면 위에서 논의하였던 신평사를 둘러싼 비판들을 先制的으로 잠재우기 위해 법률에 규정하였음을 알 수 있다. 新舊法을 막론하고 우리나라에서는 신용평가업무를 하려면 금융위의 허가를 받아야 하고(현행 신용정보법 및 개정법 제4조), 허가를 받은 신평사는 신용정보법 상의 따

39) BIS Committee on the Global Financial System, "Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings?", *CGFS Papers* No.32, July 2008, p.10.

40) *Financial Times*, "Regulators raise fears over hardwired credit ratings", June 12, 2008.

른 준수사항(현행법 제9조의2, 개정법 제29조)과 동법 및 시행령에 따라 제정된 금융위의 규정을 준수하도록 되어 있다. 미국의 신용평가기관(NRSRO)이 엔론 사태 이후에야 SEC의 감독을 받게 되었고, 이들 신용평가기관이 서브프라임 위기를 사전에 예고하지 못한 문제점이 있음에도 최근 들어서야 SEC 등 외국의 감독기관들이 규제감독안을 마련하고 있는 것에 비하면 매우 신속한 입법조치라 할 수 있다.⁴¹⁾

비록 신평사의 내부통제기준(법 제29조 7항, 8항)에 수록하고 이를 위반하였을 때 감독권을 발동하여 과태료를 부과하는 것에 불과하다고 하지만 그 파급효과는 상상을 뛰어넘을 것으로 생각된다. 그것은 신용평가업이 본래 평판위험에 민감한 서비스업일 뿐만 아니라, 감독기관이 과태료를 부과한다는 것은 문제가 된 신평사 행위의 위법성(illegality)을 정부가 확인하는 꼴이 되므로 피해를 입었다고 주장하는 사람들의 손해배상청구소송 등이 잇따를 가능성이 크다.

1. 개정 신용정보법상 내부통제기준의 타당성

이번에 국회를 통과한 改正 신용정보법의 내부통제기준에 관한 규정 및 위반 시의 과태료 제재를 놓고, 이것이 가장 적절한 규제수단이었는지, 투자자들이나 감독기관 기타 자본시장 참여자들이 달리 피해를 구제받고 잘못을 시정할 수 있는 길은 없었는지 의문이 대두되었다.

1) 평가업무와 영업업무의 분리

신평사가 동일한 고객을 상대로 신용평가 외에 컨설팅 등 다른 영업을 하는 것은 신용평가를 왜곡할 우려가 있다는 주장이다.

구조화상품의 경우 구조화 방안(structuring scheme)에 관한 자문료 수입을 올리기 위해 신용평가를 철저히 하지 못한다는 비판이 있음은 앞에서 살펴본 바 있다. 신평사가 수익성 있는 다른 업무를 유지하기 위해 신용평가대상에 유화적이고 타협적인 태도를 취할 우려가 있다는 것이다.

따라서 평가업무와 자문업무를 철저히 분리시키는 것이 바람직하다. 신평사가 업무 차단벽(firewall)을 쌓고 이에 관한 내부통제기준을 정한 다음 이를 어겼을 때 제재를 가하는 것은 현실적으로 타당한 방법이라고 생각된다.

41) 신용평가기관에 대한 국제적인 감독의 공조체제는 오는 4월에 열리는 G-20 회의에서 구체화 될 전망이다. *Financial Times*, "Re-evaluating and rebuilding a more useful ratings system," March 12 2009 02:00.

2) 이해상충행위의 금지

앞에서 검토한 것처럼 신평사가 신용평가를 위한 정보자료 및 보수를 증권발행자 또는 자산보유자로부터 받는 것은 이해상충의 우려가 있다. 신용평가에 있어서 투자자들이 엄정하고 객관적인 투자정보를 받아 볼 수 있도록 하기 위해서는 신평사가 발행자가 아닌 투자자들로부터 거두는 기금에서 보수를 지급받게 하는 방안을 생각해 볼 수 있다.

그러나 신평사가 의뢰인으로부터 정보자료를 수집한다고 하여 신용평가를 잘못할 수 있다는 것은 지나친 속단일 뿐만 아니라 불특정다수의 투자자들로부터 신용평가 보수지급을 위한 기금을 각출하는 것도 비현실적이다. 복수의 신평사가 경쟁하는 체제 하에서는 의뢰인의 ‘신용평가 쇼핑’을 조장할 우려마저 있다. 설령 신평사가 이를 위반하여 신용평가를 잘못된 경우에도 담당 임직원은 회사를 떠난 경우가 많기 때문에 그 책임을 묻기도 어려운 실정이다.

신평사가 이해상충행위를 하는 경우는 매우 다양하므로 구체적인 사례는 하위규정으로 정하고, 자율적으로 내부통제기준을 정하게 하여 그 구성원들이 自覺을 하게 한 다음 이를 위반했을 때 제재를 가하는 것이 보다 실효성 있는 방법이라고 하겠다. 왜냐하면 이해상충을 우려한 나머지 과도한 규제를 가할 경우 증권발행 내지 신용평가를 둘러싼 금융혁신을 저해하고 궁극적으로는 금융산업의 발전을 가로막을 수도 있기 때문이다.⁴²⁾

3) 불공정행위의 금지에 관한 사항

이에 찬성하는 견해는 신평사가 신용평가 외에 다른 업무를 취급하거나 다른 업종의 계열사를 두고 있는 경우 신용평가의 공정성에 영향을 미칠 수 있으므로 공정거래법을 참고하여 여기서 금지하고 있는 불공정행위⁴³⁾를 명문으로 금지하자고 주장한다.

그러나 이에 반대하는 입장에서는 개정법의 취지가 신평사의 불공정행위를 내부통제기준에 포함시켜 이를 준수하게 하고 그 위반 시 과태료를 부과하는 것은 문제라고 한다. 만일 신평사가 불공정거래가 의심되는 행위를 함으로써 과태료를 부과받을 경우에는 그로 인해 피해를 입었다고 주장하는 사람들이 해당 신평사를 상대로 소송을 벌

42) *IFLR*, “Rating agency regulation,” Aug 2008.

43) 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」(공정거래법) 제23조는 공정한 거래를 저해할 수 있는 다음의 행위를 부당하게 행하는 것을 ‘불공정거래행위’로서 금지하고 있다. ▷ 거래의 거절 ▷ 거래상대방의 차별 ▷ 경쟁자의 배제 ▷ 경쟁자 고객의 유인 ▷ 우월한 지위의 이용 ▷ 상대방의 사업활동을 구속하는 조건의 강제 ▷ 다른 사업자의 활동 방해 ▷ 특수관계인·다른 회사를 지원하기 위한 현저히 유리한 조건의 거래 ▷ 기타 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위

이는 사태를 조장할 수 있음을 우려하고 있다.

더욱이 유가증권이 국경을 넘어(cross border) 활발하게 거래되고 있는 오늘날에는 외국의 투자자들이 우리나라 감독당국이 확인해 준 신평사의 위법행위를 근거로 자국법의 가혹한 불공정거래 제재 조항(예: 징벌적 배상, 집단소송 등)을 원용하여 자국 법원에서 손해배상청구소송을 제기할 가능성이 있다. 이 경우 국내 신평사의 존립마저 위태로워질 우려가 있다. 신평사가 자행할 수 있는 불공정행위는 공정거래법에 의해서도 충분히 규제할 수 있는 만큼 이를 다시 신용정보법에 규정하는 것은 득보다 실이 크다고 생각한다.

4) 신평가 대상의 특성에 적합한 신평가기준의 도입에 관한 사항

유가증권의 개별적인 위험에 그치지 않고 투자에 수반하는 다른 위험까지 평가에 반영해야 할 경우에는 신용등급을 달리해야 한다는 것이다. MBS, CDO와 같이 발행자의 신용위험 뿐만 아니라 거래가 활발하지 않은 유동성위험(liquidity risk), 부동산경기의 침체 같은 시스템적 위험(systemic risk)을 반영해야 하는 구조화상품에 대해서는 신용등급의 기호(symbol) 체계를 달리 해야 한다고 주장한다.

구조화상품의 경우 기존 회사채와 같은 신평가 모델을 사용할 수 없음에도 기존 모델을 적용함으로써 유동성위험 등 현실적으로 발생 가능한 사태를 예측할 수 없었던 것이 사실이다. 적어도 구조가 복잡한 신종 금융상품에 대해서는 신평가에 적용한 가정과 구체적인 방법론, 신평가의 과거실적 등을 공시하도록 하여 신평가의 투명성을 제고하고 시장의 감시를 통해 평가의 공정성·적정성을 확보할 수 있을 것이다.

그러나 신평가 모델은 기본적으로 과거의 데이터를 토대로 통계적·확률적 추세가 미래에도 유지된다는 가정에 기초한다. 따라서 아무리 최악의 상황(worst case scenario)을 가정하더라도 서브프라임 위기와 같이 주택가격이 폭락하고 전세계적으로 파급되는 상황을 예측하기란 정상적인 평가대상의 범주를 벗어나는 것이다. 또한 기본적인 예측마저 불가능한 일반투자자로서는 전문가들이 알기 쉽게 설명해주는 증권투자의 길잡이가 절대적으로 필요하다.

궁극적으로 신평가는 불확실한 미래에 대한 판단이므로 아무리 정교한 모델을 사용하더라도 평가결과는 불완전할 수밖에 없다. 첨단 금융상품에 대하여 그 특성에 적합한 신평가기준을 도입하도록 강요하기보다는 신평가가 일정 모델에 입각한 통계적·확률적 예측이라는 제약조건을 받아들일 필요가 있다.

계다가 신용위험 이외의 유동성위험은 정도의 차이는 있지만 어느 투자증권이나 지

니고 있는 속성이며, 특히 많은 보수와 연말 보너스를 원하는 자산운용자의 입장에서는 운용위탁의 성과를 평가할 때 동일한 신용등급의 체계 하에서 기준(benchmark)이 되는 지수(index)에 비해 높은 기대수익률을 올릴 수 있는 투자상품을 간절히 필요로 하게 된다.⁴⁴⁾ 다시 말해서 자산운용자가 앞장서 새로운 신용평가기준이나 신용등급기호를 도입하는 것을 반대할 공산이 크다.

결론적으로, 우리나라의 새로 개정된 신용정보법과 같이, 신용평가의 공정성, 투명성을 확보하기 위하여 이상의 내부통제기준을 실행사의 의무사항으로서 규정하고 그 위반 시 제재를 가하는 것의 得失을 따져볼 필요가 있다.

(1)과 (2)는 미국의 엔론 사태 이후 어느 나라에서나 비교적 엄격하게 지켜지고 있으나, (3)과 (4)의 경우 다른 법체계나 시장참여자와의 관계, 濫訴(flux of lawsuits)의 가능성 때문에 이를 명문화하는 데 신중을 기할 필요가 있다. 만일 이러한 사항을 법률로써 규정하게 되면 그 위반행위는 불법행위를 구성하게 되어 손해를 입었다고 생각하는 이해관계인들이 손해배상을 청구하려 들 것이다. 오늘날에는 유가증권이 국경을 넘어 거래가 이루어지고 있으므로 신용평가상의 문제를 내포하고 있는 유가증권은 투자자들의 외면을 받거나 국제적인 소송사태를 야기할 우려마저 있다.

2. 실행사에 대한 손해배상청구의 가능성

실행사의 잘못된 신용평가로 인해 손실을 입었다고 주장하는 사람들은 감독기관의 행정벌에 만족하지 않고 따로 손해배상청구소송을 제기할 가능성이 많다.

우리나라의 「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」에서는 신용평가를 전문으로 하는 자가 유가증권신고서의 기재사항 또는 그 첨부서류가 진실 또는 정확하다고 증명한 경우 허위기재 또는 기재누락에 대한 손해배상책임을 지도록 규정하고 있다(자통법 제 125조 1항 3호). 실행사가 신용평가를 잘못된 데 대한 책임에 관한 논의는 실행사의 신용등급 부여가 어떠한 경우에 증권신고서의 허위기재 또는 기재누락이라고 볼 것이냐의 문제이다.⁴⁵⁾

미국에서는 서브프라임 대출채권을 기초로 한 MBS, CDO에 대한 투자로 손실을 입은 투자자들이 그 손실의 발생원인을 제공한 사람들을 상대로 손해배상을 구하는 소송이 잇따르고 있다. 원고의 입장에서는 당연히 실행평가기관을 피고에 포함시킬 것으로 예상된다. 미국에서는 공모로 증권을 발행하는 경우 증권법(Securities Act of 1933) 제7

44) 김성용, 앞의 논문, 119면.

45) 박 준, 앞의 논문, 26면.

조에 정한 내용을 기재한 증권신고서를 SEC에 제출하여야 하고 그 증권신고서에 중요한 사실의 허위기재 또는 기재누락이 있는 경우에는 증권법 제11조에 따라 발행회사 뿐 아니라 증권신고서에 이름이 기재된 전문가들도 손해배상책임을 부담한다. 그런데 증권법 또는 공정공시 규칙에서 이러한 책임에 대한 예외를 인정⁴⁶⁾하는 것은 신용평가가 신용평가기관의 주관적인 의견이라는 점, 신용평가기관에게 정보를 제공하는 것까지 공시하도록 하면 기업들이 신용평가기관에게 충분한 정보를 제공하지 않을 우려가 있고 일반에 신용평가 결과가 공개되는 만큼 신용평가기관에게 제공한 정보를 일부 투자자만이 이용할 가능성이 없다⁴⁷⁾는 점을 반영한 것이다.

물론 신용평가가 사기적 행위를 금지하는 증권거래소법 (Securities Exchange Act of 1934) 제10조(b)항 및 이에 근거한 SEC Rule 10b-5에 위반하였을 경우에는 손해배상책임을 부담하게 된다. 그러나, 10b-5 위반이 되려면 신용평가에 중대한 오류가 있고 신용평가기관이 그러한 오류에 대한 고의(scienter)가 있을 것을 요하므로 실제로 이러한 손해배상청구는 쉽게 인정되지 않고 있다.

더욱이 미국 법원에서는 신용평가도 표현의 자유(freedom of speech)에 속한다고 보아 신평사를 보호하고 있다.⁴⁸⁾ 즉, 신평사가 신용평가의 의뢰를 받았는지 여부에 관계 없이 해당 기업의 기대에 못 미치는 신용평가 결과를 공표하였더라도 이는 공공성을 띤 표현이므로 손해배상책임을 지지 않는다는 것이다. 그 요건으로는 ①일반적으로 인정되는 평가절차와 방법에 따라 상당한 주의를 기울였을 것 ②입수할 수 있는 모든 정보를 가지고 현실적인 악의(actual malice) 없이 평가하였을 것 ③구체적으로 투자자의 주의를 촉구(bespeaking caution)하는 문언을 기재하였을 것 등이 요구된다.⁴⁹⁾

요컨대 미국에서는 신평사를 상대로 한 손해배상청구소송의 勝訴가능성이 높지 않다. 그렇다면 현 시점에서 외국의 사례를 살피지도 않고 우리나라만 유독 구조화금융

46) 미 SEC 규칙은 NRSRO가 증권법 제11조에 따른 책임을 지지 않도록 이들의 신용평가는 증권법 제7조 및 제11조의 목적상 증권신고서의 일부를 이루는 것으로 보지 않는다고 규정하였다. 또한 공정공시(fair disclosure) 규칙에서도 회사가 신용평가기관에게 신용평가를 목적으로 정보를 제공하는 경우에는 다른 경우와 달리 공정공시 규칙의 적용을 배제하고 있다. Securities Act Rules 436(g)(1), 100(b)(2)(iii).

47) 이러한 공정공시에 대한 예외는 신용평가기관에게 정보의 독점권 내지는 우선점유권을 부여하는 것이 되어 신용평가기관이 더 잘 평가할 수 있다는 오해를 불러일으킬 수 있다는 지적도 있다. 박 준, 앞의 논문, 26면.

48) 유럽에서도 미국 법원의 견해를 지지하는 것은 아니다. 일례로 EU 집행위에서는 2008년 11월 신용평가는 특정 유가증권의 부도 가능성에 관한 단순한 의견(opinion)이 아니며 전문가의 중과실책임(gross professional misconduct)을 물을 수 있도록 하겠다고 밝혔다. *IFLR*, "EC makes ratings agencies accountable," Dec 2008/Jan 2009.

49) 박원일, "신용평가에 따른 손해배상청구의 법적 문제", *경영법률* 제14집 2호, 한국경영법률학회, 2004.3, 147면.

상품 등 첨단금융상품에 대해 차별화된 신용평가기준을 도입하도록 하고 이를 게을리 하였을 때 행정상 제재를 가하겠다고 하는 것은 새로운 문제를 일으킬 공산이 크다. 만일 이렇게 한다면 국내 자본시장에서 이미 상당한 비중을 차지하고 있는 외국인투자자들이 새로운 신용등급체계를 신뢰할 수 없다는 이유로 이를 기피하거나, 아니면 그 虛點을 노리고 손해배상청구 소송을 남발할 우려가 있기 때문이다. 그 결과 해당 금융상품의 거래가 활발하지 못해 국내 투자자들이 피해를 볼 수 있으며, 손해배상 소송을 당한 국내 신평사나 발행사는 커다란 법률 리스크와 평판 리스크의 증가에 봉착하게 될 것이다.

이제는 조만간 신용정보법 개정법이 시행될 예정이므로 신평사들이나 감독당국은 訴訟沙汰에 대한 충분한 대비가 필요하게 되었다. 예컨대 신평사가 불공정행위 혐의가 있다 하여 금융감독당국이 과태료를 부과하는 것은 공정거래법 위반 혐의에 대하여 공정거래위가 고발하여 검찰이 공소를 제기하는 것⁵⁰⁾과 차이를 두어야 할 것이다. 일반적으로 신평사는 발행자와 일정한 긴장관계를 형성하고 있다. 발행사가 신평사로부터 원하는 수준의 신용등급을 부여받지 못할 경우 신평사에 대해 손해배상청구 소송의 위협을 가해올 수 있으며, 실제로 등급을 상향조정했을 때에는 발행사의 경쟁사로부터, 또 등급을 하향조정했을 때에는 투자자로부터 ‘트집’ 또는 ‘보복’성 소송을 당할 가능성이 많다.

이러한 경우에 증권집단소송과는 비교도 안될 정도의 濫訴가 우려된다. 감독당국이 ‘傳家の 寶刀’를 자제하지 않는다면 사법부에 불필요한 부담을 지우게 되고 결국 국가 사회적 비용의 증가로 이어질 것이며 외국인투자자들이 이에 가세할 경우에는 國富의 유출마저 일어날 수 있다고 본다.

50) 이를 공정거래위원회의 專屬告發制라 하는데, 공정위가 독자적으로 판단하여 신평사를 고발하고 검찰이 형사처벌을 위해 해당 신평사와 그 대표에 대해 공소를 제기하는 경우 대체로 형사재판으로 끝나게 마련이다. 그러나 해당 신평사가 과태료 처분을 받게 되면 그의 위법행위를 정부가 확인해 주는 셈이 되므로 그로 인해 피해를 입었다고 주장하는 이해관계인들이 거액의 손해배상청구 소송을 잇달아 제기할 공산이 크다. 이는 신용정보업의 건전한 육성을 도모한다는 입법(전부개정)취지와는 달리 신용정보업을 위축시키는 결과를 가져오게 될 것이다.

참고 문헌

- 김성용, “MBS, CDO와 투자자의 위험관리”, 국제거래법연구 제17집 제2호, 2008.12.31.
- 박 준, “서브프라임 대출관련 금융위기의 원인과 금융법의 새로운 방향 모색”, 국제거래법연구 제17집 제2호, 2008.12.31.
- 박환일, “신용평가에 따른 손해배상청구의 법적 문제”, 경영법률 제14집 2호, 한국경영법률학회, 2004.3.
- 한국기업평가(주), 「신용평가의 이해와 활용」, 새로운 제안社, 2009.
- 금융감독원 보도자료 “2008년 중 신용정보회사 영업현황(잠정)”, <<http://www.fss.or.kr/kr/main.html>>.
- 한국경제신문, “무디스 결국 법정예 선다. 주주들 집단소송…타격 불가피”, 2009.2.25.
- Michael J Willis, “US ratings will be chilled,” *International Financial Law Review*, Aug 2008.
- BIS Committee on the Global Financial System, “Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings?,” *CGFS Papers* No.32, July 2008. <<http://www.bis.org/publ/cgfs32.pdf?noframes=1>>
- SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008.
<<http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>>
- Technical Committee of IOSCO, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets Final Report*, May 2008.
<<http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/85312A11-A927-4F63-810A-082C1A2CF5F8/9759/RelIOSCOsobrePapelCRAMercProdEstrut.pdf>>
- Financial Times*, “*Quo vaditis, raters?*” February 22, 2009 22:19. <<http://www.ft.com/>>
- _____, “Re-evaluating and rebuilding a more useful ratings system,” March 12, 2009 02:00.
- _____, “Rating agencies 'broke bond of trust',” October 23, 2008.
- _____, “Reputations to restore,” July 21, 2008.
- _____, “Regulators raise fears over hardwired credit ratings,” June 12, 2008.
- _____, “Ratings reform,” February 11, 2008.
- International Financial Law Review*, “SEC stops ‘race to the bottom’ on ratings,” Feb 2009.
- _____, “EC makes ratings agencies accountable,” Dec 2008/Jan 2009.
- _____, “Rating agency regulation,” Aug 2008.
- _____, “Stop persecuting rating agencies,” May 2008.

Some Arguments regarding Credit Rating Agencies after Sub-Prime Crisis and Their Implications to Korea

Park, Whon-II*

These days in the worldwide economic turmoil, credit rating agencies are to blame owing to their inaccurate and flawed ratings of structured products like MBS, CDO, etc. As *Financial Times* admitted in its editorial "Quo vaditis, raters?" of February 22, 2009, we cannot live with their current practices, but nor can we live without them; their function - assessing the risk of securities - is indispensable. Reform is essential.

Credit rating agencies (CRAs) are paid by issuers of securities and not by those who invest in them. They have traded their independence to chase the lucrative business of rating asset-backed securities which came to market in the last decade.

Regulators must put an end to the noxious combination of privileged status and conflicts of interest. Reducing barriers to entry would be healthy: competition can lead to improved methodologies. If barriers are too low, however, issuers will go rating-shopping to the laxest rater. A regulatory stamp of approval must be required that guarantees independence and competence, not entrenched privilege. No business should be done with issuers of securities that need ratings. Conflicts of interest cannot be removed if CRAs are paid by issuers. But the core problem lies in the nature of risk assessment itself.

CRAs' attempt to capture credit risk by one simple measure just led investment banks to package securities so as to obtain triple-A ratings. This potential for systemic risk in the rating regime itself is one problem that must be addressed. CRAs and investors must employ more nuanced measures of risk. CRAs say investors must ultimately take responsibility for their judgments. That is no reason not to hold CRAs more responsible for theirs.

Against these backdrops, Korean Financial Regulators (FSS) initiated to include the reinforced regulatory scheme into the newly amended Credit Information Act - a tough

* Associate Professor of Law at Kyung Hee University.

standard for internal control, the violation of which lead to the imposing of administrative fine on CRAs. The mandatory separation of rating and advisory services, and prohibition of conflicts of interest are quite right. However, addressing unfair practices and sophisticated methodologies in the new act went too far. To our disappointment, it could invoke unexpected flux of lawsuits against CRAs by investors at home and abroad.

주제어: 신용평가기관, 신용등급, 구조화상품, 금융위기, 신용위험, 정보의 비대칭성, 이해 상충, 규제감독, 신 BIS를
credit rating agency (NRSRO), credit rating, financial crisis, credit risk, informational asymmetry, conflicts of interest, regulation, Basel II capital adequacy requirements