

Korea Development Institute

채권시장에서의 신용평가기능 개선을 위한 정책방향

임 경 목

발 간 사

한국의 채권시장은 1980년대 이후 지속적으로 성장하여 규모면에서 GDP 대비 채권 발행잔액 기준으로 선진국 수준에 도달하였으나 질적 발전을 보장할 수 있는 법·제도적 뒷받침이나 시장구성원의 질적 개선이 이루어지지 못하여 반복적인 충격을 경험하고 있다. 1999년 대우채 문제로 금융시장에 큰 충격을 준 이후에도 2003년 SK Global 및 카드채 문제가 발생하여 채권시장 투자자를 포함한 금융시장 전반에 다시 충격을 주고 있다. 이는 그간 자본시장 발전을 위해 필수적인 정보의 분석·생산을 담당하는 회계법인·신용평가회사 등의 역량 제고와 관련 제도의 개선이 이루어지지 못한 데 상당 부분 기인한다고 판단된다. 특히, 신용평가회사의 경우 회사채 발행과정에서 핵심적인 업무인 신용평가를 담당하도록 되어 있으며 이러한 기능이 법적으로 강제되어 있다는 점에서 자본시장에서 공적 정보에 가까운 정보생산기능을 담당한다고 보아야 할 것이다. 그럼에도 불구하고 우리나라 신용평가회사들은 SK Global의 분식회계 사실이 공표된 이후에야 동 회사의 신용등급을 뒤늦게 하향 조정하였으며, 카드채의 경우에도 시장에서 이미 동일등급을 부여받은 일반 회사채에 비해 카드채의 유통수익률이 상승하였음에도 신용등급의 조정은 상당 기간 후에야 이루어져 적절한 투자정보를 생산·유통시키는 데 실패하였다고 판단된다. 이에 더하여 신용평가회사 업무 간의 이해상충 문제 및 평가대상 회사에 대한 취약한 교섭력 등 구조적 문제가 상존하고 있다. 신용평가회사의 역량 제고와 관련 제도의 개선이 이루어지지 못할 경우 채권시장의 지속적인 발전을 기대하기 어려운 상황이다.

본 연구는 국내 신용평가회사 관련 법과 주요 선진국 관련 법·제도를 비교·분석하고 채권시장 정보의 수요자에 대한 설문조사를 통해 현행 제도에 대한 시장 참여자의 견해를 분석하여 신용평가회사 관련 정책의 개선방향을 제시하고 있다. 또한 우리나라 특유의 역사적 배경과

경제구조에 의해 발생하는 문제를 진단하고 이에 대한 해결방향도 제안하고 있다. 자본시장의 발전을 위해 중요한 부분임에도 불구하고 과거 연구가 활발하게 이루어지지 못한 부분에 대한 논의의 출발점을 제공하고 있다고 사료된다. 본 연구를 기반으로 추후 신용평가회사와 피평가사 간의 문제 등에 대한 보다 심층적인 연구가 이루어지기를 기대한다.

본 보고서는 본원의 임경묵 박사에게 의해 작성되었다. 저자는 연구과정에서 귀중한 조언과 격려를 아끼지 않은 김준경·김용성·박창균·최용석 박사 등 본원의 동료들에게 심심한 감사의 뜻을 표하고 있다. 또한 자료 수집에 도움을 준 자산운용업협회의 김철배 부장에게 감사하고 있다. 또한 보고서를 개선하는 데 많은 도움을 준 두 분의 검토자들에게 그리고 자료의 분석과 정리에 크게 기여한 김유미 연구원과 이윤주 연구행정원에게도 깊이 감사하고 있다.

끝으로 본 보고서의 내용은 저자의 개인적인 의견이며 본원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀두는 바이다.

2004년 12월
한국개발연구원 원장
김 중 수

목 차

발간사	
요 약	1
제1장 서 론	5
제2장 신용평가의 개념 및 역할에 대한 평가	8
제3장 해외 신용평가회사 현황 및 감독체계	12
제1절 3대 신용평가회사	12
1. 신용평가회사의 역사 및 변천과정	12
2. 미국의 감독체계 및 관련 규제	16
제2절 미국 금융 스캔들과 신용평가회사	18
1. Gatekeeper로서 신용평가회사에 대한 비판들	18
2. 금융 스캔들에 대한 미국 의회의 대응	19
3. 미국 금융감독기관(SEC)의 대응	24
제4장 우리나라의 신용평가산업	26
제1절 우리나라 신용평가회사의 현황	26
제2절 신용평가 관련 제도 및 규정	29
제3절 신용위기와 신용평가회사의 대응	31
제4절 국내 신용평가회사의 평가결과에 대한 분석	38

1. 누적부도율과 이전행렬을 통한 계량적 평가	38
2. 유통수익률과 신용등급 간의 관계를 통한 평가	40
3. 질적 평가: 펀드매니저 설문조사를 바탕으로	44
제5절 국내 신용평가회사와 관련한 이슈들	45
1. 소유·지배구조의 문제	46
2. 부수업무 수행에 따르는 이해상충의 문제	49
3. 역사적 발전 과정 및 제도 측면에서의 문제	52
4. 신용등급에 대한 법리적 해석에서의 문제	53
5. 경제·사회적 차이의 문제	54
제5장 신용평가회사 관련 제도의 개선방향	57
제1절 카드채 사태에 대한 감독당국의 대응	57
제2절 소유 및 지배구조의 개선	58
제3절 이해상충 문제 해결	59
제4절 행위 규범과 운용의 투명성 확보	61
제5절 인프라 구축 및 감독 강화	63
제6장 결 어	68
참고문헌	70
<부록 A> 설문지 및 답변 결과	72
<부록 B> 개별 신용평가회사의 부도율 분석(1998~2003)	78

그림 목 차

[그림 4- 1] LG 카드채의 시장수익률과 신용등급 추이	33
[그림 4- 2] 삼성 카드채의 시장수익률과 신용등급 추이	34
[그림 4- 3] 카드채의 신용스프레드 추이	36
[그림 4- 4] 전업카드사 연체율 추이	37
[그림 4- 5] 채권수익률과 신용등급 간의 관계	43
[그림 4- 6] 채권수익률과 신용등급 간의 관계(금융회사 및 비금융회사) ..	43

요 약

1. 배경 및 목적

우리나라의 회사채시장은 양적으로 꾸준한 성장세를 지속하였으나 여전히 질적 성숙이 그에 미치지 못하는 것으로 평가되고 있으며 외환 위기 이후에도 대우채, 현대채, 카드채 등의 금융시장 불안을 반복적으로 초래하였다. 회사채시장의 질적 발전이 이루어지지 못한 것은 여러 가지 요인에 따른 것으로 평가할 수 있으나, 무엇보다도 관련 인프라의 적절한 구축이 이루어지지 못한 데 가장 크게 영향 받은 것으로 판단된다. 특히 신용평가산업은 실제 발행기업의 채무상환능력을 평가하는 정보의 생성기능을 적절하게 담당하지 못한 채 제도의 이식 수준에 머물고 있다. 본 연구는 미국 SEC 및 미국 학계에서 제기되고 있는 신용평가회사제도 개선 논의를 고려하여 우리나라의 신용평가회사제도 개선의 가능성을 모색한다. 특히, 우리나라 특유의 상황에 의해 발생하고 있는 신용평가산업 내부의 문제점을 지적하고 이를 개선하기 위한 정책방향을 제시한다.

2. 주요 연구내용

가. 신용평가회사의 역할과 규제에 대한 일반론

신용평가회사는 직접금융시장에서 개별 자금수요자의 신용도에 대한 평가를 담당한 후 다수의 자금공급자와 이를 공유함으로써 신용의

과소공급을 방지하는 유용한 역할을 담당할 수 있다. 이와 같은 신용평가회사의 기능에 대하여 신용평가회사들은 자신의 공신력(reputational capital)에 손상이 가지 않도록 신의·성실한 업무를 수행할 것이며 따라서 감독당국의 규제가 불필요할 것이라는 견해, 즉 「규제 무용론」이 학계의 주류를 이루어왔으며 주요 신용평가회사들도 이에 동조하여왔다. 실제 미국의 신용평가회사들은 NRSRO라는 느슨한 규제에 의해 감독되어 왔다. 그러나 1990년대 이후 금융사고의 발생시 신용평가회사들의 역할이 기대에 미치지 못했다는 평가들이 나오면서 신용평가산업이 공신력의 유지라는 유인만으로 효율적인 업무수행을 지속할 수 있느냐에 대한 우려가 증대되었으며, 특히 미국의 2001~2002년 금융 스캔들은 신용평가산업에 대한 신뢰를 크게 악화시킨 사건으로 평가할 수 있다. 최근에는 신용평가산업의 생산물인 신용등급이 금융산업에 대한 규제수단으로 활용된다는 측면에서 규제가 필요하다는 주장이 나타나고 있으며 이를 「규제 필요론」으로 볼 수 있다.

나. 우리나라 신용평가회사에 대한 평가

시장의 수요와 인지도를 바탕으로 성장해온 미국의 신용평가회사와는 달리 우리나라의 신용평가산업은 정부가 직접금융시장을 발전시키기 위해 신용평가회사들을 설립하면서 시작되었다. 본 연구에서는 최근의 카드채 사태로 인해 시장에서 신인도가 급속하게 하락한 신용평가회사의 역할 수행에 대한 전반적인 점검을 크게 세 가지로 나누어 실시하였다.

첫째, 카드채 사태를 전후로 한 신용평가회사의 행태를 분석한 결과 신용평가회사들의 대응이 시장에서 나타난 카드채의 유통수익률 변화에 비해 크게 지연되었음을 발견할 수 있었다. 카드채 사태 이후 신용평가회사들은 대부분 신용카드사 회계의 불투명성으로 인해 신용등급을 하향할 수 없었다고 주장하고 있으며, 시장에서는 2003년 3월 당시 신용평가회사가 카드회사의 평가등급을 급격하게 조정하지 못한 것이 카드채 사태가 더욱 악화될 것을 우려한 금융감독당국의 압력에 의한 것이라는 의견도 존재한다. 그러나 실제 카드채의 신용스프레드 변화 추이

를 살펴보면, 2002년 10월을 전후하여 카드채와 동일등급 회사채 간의 신용스프레드가 이미 증가하고 있었으며, 이에 대한 관심이 필요했던 상황이었다는 것으로 판단된다. 따라서 2002년 중반 이후 카드산업의 위험(risk)이 크게 높아지고 있었던 것으로 사료된다. 따라서 카드채 사태에 대한 신용평가회사의 대응이 적절하였다고 평가하기는 어려울 것이다.

둘째, 카드채 사태에 대한 부정적인 평가와는 달리 신용등급별 누적 부도율 및 이전행렬의 안정성 등은 과거에 비해 개선된 모습을 보이고 있으며, 선진 신용평가회사 수준에 점근적으로 접근해가는 모습을 보였다. 다만 개별 신용등급 간 회사채 유통수익률의 역전현상이 빈번하게 관찰되는 등 개선의 여지는 존재하는 것으로 판단된다.

셋째, 계량분석이 어렵다는 점을 보완하기 위해서 본 연구에서는 신용평가등급의 質的 평가를 등급 정보에 대한 수요자인 펀드매니저에 대한 설문조사를 통해 실시하였다. 신용평가회사 평가등급의 주요 수요자인 펀드매니저들은 신용평가회사의 자료를 자주 이용하지만, 이에 대한 신뢰도는 높지 않은 것으로 나타났다. 특히 피평가기업과의 관계 악화를 우려하여 신용등급이 적시에 변경되지 못하는 점에 대하여 우려를 표명하였다.

다. 우리나라 신용평가산업 특유의 문제들과 대응방향

신용평가산업이 제 기능을 다하기 위해서는 우리나라 특유의 상황에 대한 고려가 필요하다. 본 연구에서는 우리나라 신용평가산업 특유의 문제들을 소유·지배구조 및 부수업무 수행에 따르는 이해상충, 역사적 발전과정, 신용등급에 대한 법리적 해석 및 경제·사회적 차이에 따르는 문제로 분류하여 지적하고 대응방향을 제시하였다.

첫째, 소유·지배구조에 따른 문제점을 해소하기 위해 신용등급을 부여받는 데 있어서 영향 받을 수 있는 은행 등의 금융기관이 신용평가회사의 지분을 보유하는 것을 제한할 것을 제안하였다. 둘째, 이해상충 문제를 완화하기 위해 일정 기간 이상 신용평가업무를 담당하였을 경우 교체할 의무화할 것을 제안하였으며 부수업무 수행을 장기적으로는 금지하되 단기적으로는 부수업무 수행 사실을 평가서에 공개할 것을 제안

하였다. 셋째, 신용평가등급의 신뢰도 강화를 위해 최소한 증권 관련 산업에 준하는 행위규범을 법제화할 필요가 있음을 지적하였으며, 신용평가회사의 조직 측면에서 영업조직과 분석조직의 분리를 강제할 것을 제안하였다. 넷째, 신용등급의 질을 높이기 위해 필수적인 인프라 구축 측면에서 부도 발생 후 회수율 정보를 정부 주도로 확보할 것을 제안하였으며, 우리나라 특유의 상황을 감안하여 신용평가회사에 대한 감독 강화 및 정기적인 평가를 실시할 것을 제안하였다.

3. 결론 및 시사점

회사채시장을 포함한 금융시장의 안정적이고 건전한 발전을 위해 시장에 정보를 제공하는 신용평가회사제도를 지속적으로 점검·개선해야 한다. 물론 미국의 사례가 시사하듯이 여러 이해당사자가 만족할 수 있는 공정한 신용평가제도를 확립하는 것은 매우 어려운 문제일 것이다. 다만, 미국에서도 문제로 제기되었으며 아직 마땅한 해결책을 찾지 못한 부분(예를 들어, 피평가사가 수수료를 지불함에 따라 발생하는 문제 등)은 차치하더라도 우리나라 특유의 상황에 의해 발생하는 문제점의 해결은 정책적으로 추진하는 것이 채권시장을 포함한 자본시장의 발전을 위해 필요한 상황이다. 신용평가제도가 정책적으로 도입된 후 매년 신용평가와 관련하여 발생하는 평가수수료는 우리 사회가 금융시장의 안정적인 성장을 위해 지불하는 비용으로 보아야 할 것이다. 신용평가회사가 처한 여러 가지 어려움에도 불구하고 신용평가회사의 존재 가치를 증명하기 위해서는 감독당국의 감독 강화 및 제도 개선과 더불어 신용평가회사 자체의 부단한 노력이 요구된다 하겠다.

제1장 서론

우리나라에서 기업의 자금조달수단으로서 직접금융시장의 중요성, 특히 회사채시장의 중요성은 이미 오래전부터 강조되어왔으며, 정부는 지속적으로 회사채시장의 육성을 꾀하여왔다. 이를 반영하여 우리나라의 회사채시장은 양적으로 꾸준한 성장세를 지속하였으며, GDP 대비 회사채 규모를 여타 국가들과 비교할 때 이미 상당한 수준에 도달한 상황이다.

그럼에도 불구하고 우리나라 회사채시장은 여전히 질적 성숙이 그에 미치지 못하는 것으로 평가되고 있으며, 외환위기 이후에도 대우채, 현대채, 카드채 등의 금융시장 불안을 반복적으로 초래하였다. 회사채시장의 질적 발전이 이루어지지 못한 것은 여러 가지 요인에 따른 것으로

〈표 1-1〉 주요국의 회사채시장 규모 비교: 잔액 기준

(단위: 10억달러, %)

	미 국	영국	프랑스	독 일	이탈리아	일 본	홍 콩	싱가포르	한 국
1990	1,292 (22.3)	34 (3.4)	56 (4.6)	2 (0.1)	5 (0.4)	332 (10.9)	1 (0.7)	—	34 (13.3)
1995	1,696 (22.9)	49 (4.3)	62 (4.0)	6 (0.2)	4 (0.4)	548 (10.4)	2 (1.4)	—	79 (16.1)
2000	2,371 (24.1)	185 (9.9)	123 (9.4)	25 (1.3)	27 (2.5)	775 (16.3)	5 (3.0)	4 (4.6)	106 (23.0)

주: () 안은 GDP 대비 비중.
자료: BIS 웹사이트.

평가할 수 있으나, 무엇보다도 관련 인프라의 적절한 구축이 이루어지지 못한 데 가장 크게 영향 받은 것으로 판단된다. 특히, 외환위기 이전까지 회사채 발행이 은행 등 금융기관의 보증을 통해 발행되어 적절한 신용평가가 이루어지지 못한 데 상당 부분 기인한 것으로 볼 수 있다. 이에 따라 신용평가기능이 시장 내에서 성숙되지 못하였으며, 신용평가산업의 기능은 실제 발행기업의 채무상환능력을 평가하는 정보의 생성 기능을 적절하게 담당하지 못한 채 제도의 이식 수준에 머물고 있었다.

외환위기 이후 무보증채 중심의 시장으로 전환되었으며 최근에는 ABS 시장이 크게 성장하는 등 외견상 성숙한 시장으로 변모하는 모습을 보였으나 현대채, 카드채 등의 금융사고에서 볼 수 있듯이 시장 내에서 적절한 신용위험에 대한 평가가 이루어지고 있는지 의문스러운 상황이다. 특히, 채무상환능력을 평가하는 역할을 담당하는 신용평가회사의 기능에 대한 불만이 시장에 존재하는 것으로 보인다.¹⁾

신용평가회사의 역할에 대한 불만은 우리나라에 국한된 문제는 아니며 미국 등 선진국에서도 신용평가회사(Credit Rating Agency)에 대한 불만이 미국 Enron 및 WorldCom의 회계부정과 금융사고 이후 촉발된 상황이다. 이에 대응하여 미국 의회는 회계부정 및 금융 스캔들에 대한 대응으로 제정된 금융개혁법(Sarbanes-Oxley Act)을 통해 SEC에 신용평가회사에 대한 제도 개선 여지를 검증하도록 요구하였으며, SEC는 신용평가회사와 관련된 이해당사자(신용평가회사, 채권 발행기업, 투자자) 및 학계의 의견을 반영하여 제도 개선 여지에 대한 설문(Concept)을 실시하였다.²⁾

본 연구는 미국 SEC 및 미국 학계에서 제기되고 있는 신용평가회사 제도 개선 논의를 고려하여 우리나라의 신용평가회사제도 개선의 가능성을 모색하려 한다. 물론 미국 SEC의 제도 개선이 아직 마무리되지 못하고 있어, 신용평가회사를 둘러싼 전반적인 문제에 대한 해법을 제시할 수는 없으나, 우리나라 특유의 상황에 의해 발생하고 있는 신용평가산업 내부의 문제점을 지적하고 이에 대한 해결방안을 제시한다.³⁾⁴⁾

1) “신용평가사 등급조정 뒷북으로 카드채·CP 대량발행 위기 불러”, 『매일경제신문』; “카드사 신용등급 안 내리나 못 내리나”, 『머니투데이』 등 참조.

2) SEC(2003b) 참조.

본 연구는 선진국의 신용평가회사제도와 우리나라 제도에 대한 비교, 과거 신용평가자료를 통한 실증분석 및 신용평가정보의 이용자인 투자자에 대한 설문을 통해 수행되었다. 이하에서는 다음과 같은 순서로 논의를 진행한다. 제2장은 신용평가의 개념 및 방법론에 대한 간략한 소개를 담고 있고, 제3장에서는 선진 신용평가회사에 대한 소개 및 최근 신용평가산업에 대한 미국의 감독당국과 학계의 논의를 소개한다. 제4장은 국내 신용평가산업에 대한 소개 및 국내 신용평가회사의 등급에 대한 분석을 담고 있으며, 제5장은 신용평가회사의 역할 개선을 위한 정책제언이다.

-
- 3) 국내 신용평가산업과 관련된 보고서로는 김병연·김동환·한상일(2000)과 오승현(2001)을 들 수 있다.
 - 4) 본 연구를 기획할 당시에는 신용평가회사들의 부도율 분석이 체계적으로 이루어지기 전이어서 부도율 분석을 실시할 예정이었으나, 금융감독원의 제도 개선으로 개별 회사별로 충실한 부도율 분석이 이루어져 정량적인 분석은 회사채의 유통수익률 자료를 중심으로 간략하게 실시하였다.

제2장

신용평가의 개념 및 역할에 대한 평가

신용평가는 특정 유가증권 또는 채무증권을 발행하는 기업과 금융기관에 대하여, 신용평가기관이 약정기한 내에 원금 및 이자상환의 의무를 이행할 수 있는가를 종합적으로 평가하여 이를 등급으로 공시하는 서비스를 말한다. 이때의 유가증권 또는 채무증권이란 회사채, 기업어음과 같은 고정수입 채무증권(Fixed Income Debt Instruments)를 일컫는다. 신용평가의 중요성은 우리나라의 경우 외환위기 이전에는 거의 인식되지 못하였으나, 외환위기가 발생하면서 세계적인 신용평가회사들이 우리나라의 국가 신용등급을 급격하게 하향 조정한 후 현재는 매우 익숙한 단어가 된 상황이다.⁵⁾

경제학적으로 볼 때 자금수요자와 자금공급자 간에는 정보의 비대칭성(information asymmetry)이 존재하게 된다. 자금수요자의 경우 자금공급자에 대하여 자신에게 유리한 정보만을 제공할 유인이 존재하기 때문에, 채무불이행 가능성이 낮은 자금수요자도 자신의 신용도를 자금공급자에게 알리는 것이 쉬운 과정은 아니다. 따라서 적절한 정보의 전달 체계가 존재하지 않는다면 사회 전체적으로 볼 때 바람직한 자금의 거래가 발생하지 못하는 시장실패(market failure)가 일어날 수 있다. 이와 같

5) 미국 저널리스트인 Thomas Friedman의 서술은 신용평가회사의 위력을 잘 보여주는 것으로 자주 인용된다. “There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful.”

은 시장실패가 간접금융시장에서는 자금의 중개역할을 담당하는 은행과 같은 금융기관을 통해 완화될 수 있는 반면 직접금융시장에서는 개별 자금공급자가 개별 자금수요자에 대하여 신용정보를 스스로 수집·평가하는 과정에서 지나친 비용이 발생할 가능성이 있으며, 신용평가회사는 이런 상황에서 개별 자금수요자의 신용도에 대한 평가를 담당할 후 다수의 자금공급자와 이를 공유함으로써 사회적으로 유용한 역할을 담당할 수 있다. 이와 같은 신용평가회사의 역할 수행은 자금수요자의 정보가 얼마나 정확하게 공개되느냐에 달려 있으며, 이를 보장하기 위해 금융감독기관들은 회계·재무 정보의 공시에 강한 규제를 가해왔다. 이러한 공시 정보의 수집 및 가공을 통해 신용정보(신용등급)를 생성하는 신용평가회사의 생존은 정보 생성을 위해 필요한 수수료 부과가 무임승차자(free-rider)를 배제하면서 확보되는 데 달려 있다. 신용등급은 쉽게 다른 수요자에게 전달될 수 있으므로, 일단 공개되면 그 가치를 빠른 시간 내에 상실할 위험이 있다. 이에 대응하여 현재 시장에서 큰 영향력을 행사하는 선진 신용평가회사나 우리나라의 신용평가회사는 무임승차자 문제를 해결하기 위하여 채권의 발행자(자금수요자)인 기업에 수수료를 청구하고 있다.⁶⁾

채권 등의 유가증권 발행시에 신용평가등급을 받아야 하는 규제가 없다면, 신용평가회사에 신용평가등급을 받기 위해서 채권 등의 발행기업이 기꺼이 평가수수료를 지불하는 것은 신용등급을 받음으로써 자본의 조달조건이 개선될 수 있다는 신뢰가 존재하기 때문일 것이다. 이와 같은 효과는 신용등급을 부여하는 신용평가회사의 등급에 대한 신뢰도 및 신용평가회사의 공신력(reputational capital)에 달려 있을 것이므로 과거 신용평가회사의 신용등급 및 등급을 부여받은 채권의 실적은 신용평

6) BIS(2000)에서 조사되었듯이 최근 시장에 진입하는 신용평가회사들의 경우 발행자에게 수수료(issuer based fee)를 받기보다는 초기의 신용평가회사와 유사하게 투자자에게 정보이용료(subscription based fee)를 통해 사업을 영위하는 평가사들이 나타나고 있다. 투자자에게 정보이용료를 받는 신용평가회사의 경우 발행자에게 수수료를 받는 사업형태에 대해 강한 비판을 제기하고 있다. 특히, Enron 및 WorldCom의 경우에 있어서 신용등급의 하락을 기존 신용평가회사보다 상대적으로 일찍 실시한 것을 제시하면서 이해상충의 문제가 작은 것이 이러한 대응을 가능하게 하였다고 주장하고 있다(SEC의 Hearing에서 Egan-Jones Rating Company의 답변을 참조).

가회사의 가치에 큰 영향을 미치게 된다. 따라서 신용평가회사의 생존은 채권의 가치에 영향을 미칠 수 있는 기업의 재무상황(재무적 건전성, 수익성 등), 외부환경(산업의 성장전망, 산업의 경쟁환경 등) 및 비재무사항(경영진, 지배구조 등) 등의 다양한 요인이 반영된 신용등급이라는 변수를 얼마나 효율적으로 생산하는지에 달려 있다. 신용평가회사의 성장 및 시장에서의 영향력이 이와 같은 과거 실적의 축적에 따른 것이며, 신용평가회사들은 자신의 공신력(reputational capital)에 손상이 가지 않도록 신의·성실한 업무를 수행할 것이며 따라서 감독당국의 규제가 불필요할 것이라는 견해가 학계의 주류를 이루고 있었으며, 주요 신용평가회사들도 이에 동조하여왔다.⁷⁾ 이와 같은 주장은 신용평가산업이 전문가적 의견을 생산하여 가치를 창출한다는 점에서 신용평가산업에 대한 정부의 규제는 산업의 효율성을 향상시키는 데 기여하지 못할 것이라는 의견으로 요약할 수 있으며, 「규제 무용론」으로 볼 수 있다.

그러나 신용등급이 금융감독에 직접적으로 이용되게 되면, 위에서 논의한 바와 같이 신용평가회사가 신용등급의 질을 유지하기 위한 노력을 지속하지 않을 가능성이 있다. 즉, 일정등급 이상의 채권만을 투자적격등급으로 규제할 경우 신용평가회사들이 신용등급의 인플레이(적정등급보다 신용등급을 높게 설정하는 행위)를 초래하거나 신용등급의 하향요인이 발생하더라도 꺼릴 가능성이 발생할 수 있다. 특히 이러한 문제는 신용평가산업이 독과점 형태를 지니고 있거나 높은 진입장벽이 존재할 때 심각하게 발생할 수 있다. 물론 이러한 문제가 신용평가회사들의 공신력(reputational capital)에 악영향을 미치게 될 것이므로 신용평가회사들이 자체적으로 규율을 세워 이를 방지할 것이라는 믿음이 존재하였으며, 신용평가회사들도 내부적인 통제시스템 등을 통해 이러한 문제가 발생하지 않도록 노력하고 있다고 주장해왔다.⁸⁾

그러나 1990년대 이후 발생한 금융사고에서 신용평가회사들의 역할

7) Gilson and Kraakman(1984) 및 Choi(1998) 등이 있으며 이와 같은 주장을 공신력(reputational captial view) 학설으로 분류한다. 특히 Choi(1998)는 Moody's와 S&P의 성공은 (금융)규제와 관련 없이 이루어진 것이며, 동 회사들의 스크리닝 능력의 질과 정확성이 현재의 과점구조를 형성하게 한 것이라고 주장하고 있다.

8) 이러한 문제를 해결하기 위해 정부의 인증절차가 필요하다는 의견도 존재한다. BIS(2000) 참조.

이 기대에 미치지 못했다는 평가⁹⁾들이 나오면서 과연 신용평가산업이 공신력의 유지라는 유인만으로 효율적인 업무수행을 지속할 수 있는가에 대한 우려가 나타나고 있다. 신용평가산업의 생산물인 신용등급이 금융산업에 대한 규제수단으로 활용된다는 측면에서 규제가 필요하다는 입장을 보이고 있으며 이와 같은 주장을 『규제 필요론』¹⁰⁾으로 볼 수 있다. 특히 미국의 2001~2002년 금융 스캔들은 신용평가산업에 대한 신뢰를 크게 약화시킨 사건으로 평가할 수 있다. 다음 장에서는 먼저 선진 신용평가산업의 발전과정을 살펴본 후 최근의 금융 스캔들로 인해 촉발된 신용평가회사들에 대한 학계의 비판, 의회와 금융감독기관의 대응과정을 살펴보도록 한다.

9) Cantor and Packer(1995) 등 참조.

제3장

해외 신용평가회사 현황 및 감독체계

제1절 3대 신용평가회사(NRSRO; nationally recognized statistical rating organization)¹⁰⁾

1. 신용평가회사의 역사 및 변천과정

신용평가회사(CRA; Credit Rating Agencies)는 1900년대 미국에서 채무자의 신용을 평가하기 위하여 탄생하였다. 1837년 Louis Tappan이 상인들의 신용을 평가하기 위해 설립한 회사를 신용평가회사의 기원으로 보는 이들도 있지만, 1909년 미국 내 철도회사가 발행하는 채권에 대해 John Moody가 신용도에 따라 신용등급을 매긴 것을 신용평가의 효시로 보는 것이 보다 일반적인 견해이다. 1909년에 John Moody가 신용평가기관을 설립할 때까지 채권시장은 평가기능이 없었음에도 불구하고 독자적인 성공을 거두고 있었다. 이는 이때까지의 채권이 대부분 국·공채였기 때문으로 풀이된다. 미국에서 신용평가회사가 등장하게 된 것은 다음과 같은 요인에 따른 것으로 해석된다.¹¹⁾ 첫째, 넓은 국토와 州別로 규제를 받고 있던 은행시스템의 존재가 자금조달을 위해서 직접금융시장의 발달을 요구하고 있었으며, 둘째 미국의 경우 1836년에 모든 국가

10) 실제로는 캐나다의 Dominion Bond Rating Service가 2003년 NRSRO로 신규지정됨에 따라 SEC에 의해 NRSRO로 인증된 회사는 4개 회사이나, 규모에 있어서 현격한 차이를 보이고 있어 3개사를 중심으로 소개하도록 한다.

11) Sylla(2002) 참조.

부채를 갚은 상황이었으며, 국채 발행 규모는 크지 않아 국채만을 중심으로 하는 채권시장의 발전은 어려운 상황이었다. 셋째, 1850년대 이전에는 철도회사의 자금조달이 은행에서의 대출과 주식 발행으로 가능했으나 이후 규모가 더욱 커지면서 채권을 통한 자금조달이 불가피해진 측면이 있었다. 이에 따라 미국의 회사채시장은 급격하게 성장했으며, 당시 미국의 회사채시장 규모는 세계 최고 규모였다.¹²⁾ 이를 모두 고려할 경우 John Moody의 신용평가기관 설립은 오히려 늦은 감이 있다고 평가된다.

초기 미국 회사채시장에서 3개 기관(Credit Reporting Agencies, Specialized Business/Financial Press 및 Investment Bank)이 신용정보의 공급자로 활약하였는데, 이 중 투자은행(Investment Bank)에 대한 불만이 신용평가회사의 발전에 기폭제로 작용하게 된다. 투자은행은 당시 자신의 신인도(reputation capital)와 유럽의 투자자와의 방대한 네트워크를 활용, 철도회사들의 막대한 채권 발행을 가능하게 하였으며, 투자은행의 내부인이 철도회사의 이사회에 참여하는 등 내부 정보를 독점한 상황이었다. 이에 따라 외부 투자자의 불만이 고조되었으며, 신용정보에 대한 정보 수요가 급격하게 증가하였다.

초기 신용정보를 제공하였던 기관은 Lewis Tappan에 의해 1859년 설립된 Dun and Company와 John Brad Street에 의해 설립된 The Brad Street와 같은 신용정보기관(Credit Reporting Agencies),¹³⁾ Henry Poor에 의해 설립된 The American Railroad Journal과 같은 전문 언론사를 들 수 있다. The American Railroad Journal은 1916년 Moody에 이어서 채권평가업에 진출하게 되고, 1941년 Standard Statistic과 합병하여 S&P를 형성하였으며, 이후 1960년에 McGraw Hill에 합병되었다.

1920년대의 경제공황은 신용평가제도의 중요성을 사회적으로 널리 인식시키는 계기가 되었다. 당시 미국 전체 채권의 3분의 1이 채무불이행에 빠졌으나, 평가등급이 높은 채권일수록 부도발생률이 낮은 것으로

12) 영국이나 프랑스의 3배 규모였던 것으로 알려지고 있다.

13) 두 회사는 1933년에 합병하여 Dun and Bradstreet으로 회사명이 변경된 후 1962년 Moody's Investors Services를 합병한다. 이후 2001년에 다시 Moody's를 분리하여 상장시키게 된다.

알려지면서, 평가등급은 투자자에게 가치 있는 정보로 인정받게 되었다.¹⁴⁾ 또한, 1931년 미국 통화감독청(OCC)이 미국 국법은행(National Bank)의 채권평가시 신용등급을 적용하도록 함으로써 신용평가회사의 등급이 공적 금융규제에 활용되게 된다.

그러나 Moody's, S&P 등의 평가회사가 현재와 같은 위치를 차지하게 된 결정적인 계기는 1970년대 이후의 미국 금융기관의 규제체계 변화와 밀접한 관계를 가진다. 미국 SEC는 대형 철도회사였던 Penn Central의 채무불이행(1972년)으로 직접자금조달시장이 위축됨에 따라 1973년 신용평가의무규정을 도입하였으며, 브로커-딜러의 순자본액을 산출할 때 NRSRO(nationally recognized statistical rating organization)의 신용등급에 기초한 상각률(hair-cut)에 따르도록 한 후이다.¹⁵⁾ 이후 신용평가를 의무화하는 규정이 증권, 연금, 자산운용, 은행, 보험 등에 포함되기 시작하였으며, 미국 의회에서도 입법과정에서 NRSRO라는 용어를 사용하기 시작하였다.

이후 신용평가회사들은 지속적으로 성장하였으며, 예를 들어 S&P의 보유 애널리스트 수는 1972년의 10명에서 1995년에는 800여명으로 증가하였으며, Moody's가 보유한 평가등급은 1975년 600여개에서 1995년에는 20,000여개로 증가하였다.¹⁶⁾ NRSRO로 지정된 신용평가회사들이 이와 같은 성장을 이룩한 것은 물론 공신력(reputational capital)의 축적으로 인한 측면이 존재한다. 그러나 Partnoy(1999) 및 White(2002b)에서 제기된 바와 같이 신용등급을 기반으로 한 금융규제의 도입 및 확대와 NRSRO 진입에 대한 높은 진입장벽 역시 신용평가회사들의 성장에 기여하였을 것으로 판단된다.

3대 NRSRO의 경영상황은 최근까지 베일에 싸여 있었으나, Moody's가 2000년에 상장되면서 일반 대중에게 알려지게 되었다. Moody's는 상장 이후 시장에서 지속적으로 긍정적인 평가를 받으면서 2004년 11월 기준으로 시가총액이 119억달러에 달하고 있으며, 이는 Moody's의 수익

14) 미국의 신용등급과 회사채의 성과에 대한 체계적인 보고서로는 Hickman(1958)을 들 수 있다.

15) SEC Rule 15c3-1

16) Partnoy(1999) 참조.

성 및 성장성에 기인한 것으로 분석된다. Moody's에서 공개한 재무자료에 따르면 1995~2000년 기간 동안의 자산 대비 순이익 비율은 42%를 넘어서고 있으며, 2003 회계연도에도 39%를 기록하였으며, 매출액 증가율도 최근 연도에 20%를 넘어서고 있다.¹⁷⁾

〈표 3-1〉 미국 SEC 공인 NRSRO 현황

	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
본점소재지	뉴욕	뉴욕	뉴욕, 런던	토론토 (캐)
설립연도	1900년	1860년	1913년	1976년
주주	Moody's Corporation	McGraw-Hill (교육출판, 미디어)	FIMALAC (프랑스지주회사)	N.A.
평가개시연도	1909년	1916년	1924년	1976년
SEC공인연도	1975년	1975년	1975년	2003년
직원수(analyst)	2,000명(900명)	5,000명(1,250명)	직원 1,200명	직원 61명(41명)
평가대상 또는 평가실적	약 6,000개 기업, 약 67,000건의 공공채정채무 및 약 136,000건의 기업 및 정부발행 유가증권	수조달러의 채권 및 약 7,000여개 기업 등	약 1,600개 금융기관, 1,000여개의 기업, 약 800개의 보험사 및 17,000건의 지방채 등	약 400개 기업채권 및 우선주, 120여개 SPE발행 유가증권, 60여개 이상의 미국 기업 채무상환 능력 등
평가지역	100개 국가	90여개 국가	75개 국가	캐나다, 미국 등
Global/Regional	Global rating	Global rating	Global rating	Regional rating
사무소, 합작기관	17 Offices 6 Joint ventures	18 Offices and 7 affiliates	40 Offices	뉴욕(Office)
인수합병내역	2002년 : KMV	—	1997년 : IBCA 2000.6 : DCR 2000.11 : TBW	N.A.
세계평가시장 점유율	40%	40%	14%	N.A.

17) White(2002b)는 이와 같은 실적을 NRSRO의 독과점적인 지위에서 비롯된 것으로 해석하고 있다.

신용평가회사의 성장과정에서 신용평가회사의 평가등급의 이용범위가 증가하고 있으며, 이에 더하여 신용평가회사의 업무범위도 지속적으로 확장되어 왔다. 초기 회사채 평가업무에 집중하였던 신용평가회사는 이후 국가신용 및 공공채권, 뮤추얼 펀드, ABS 등의 구조화 증권 등으로 평가대상 금융상품을 확대하였으며, 기업체 이외에도 은행, 증권, 보험 등대부분의 금융기관에 대한 신용평가를 실시하고 있다.

2. 미국의 감독체계 및 관련 규제

미국의 경우 신용평가회사에 대한 법령 등에 명시적인 규제는 거의 존재하고 있지 않으며, 이는 미국의 신용평가회사의 형성 및 발전이 시장 수요에 의해 이루어진 데 주로 기인하는 것으로 보인다.¹⁸⁾ 우선 인증 신용평가회사(NRSRO)로 지정받는 공식적이고 구체적인 절차는 아직 존재하지 않으며, NRSRO 지정은 SEC로부터 No action letter를 받는 것으로 이루어진다.

개별 신용평가회사가 SEC에 NRSRO 인증을 신청하면 SEC 담당자¹⁹⁾들은 공식적으로는 규정되지 않은 검토과정을 거쳐 인증 여부를 결정하게 된다. SEC는 신용평가회사를 NRSRO로 인증하는 데 다음과 같은 요인들을 고려한다고 밝히고 있다.²⁰⁾ 가장 중요하게 고려되는 요인은 당해 신용평가회사의 신용등급이 전국적으로 인정(nationally recognized)받고 있는지 여부이다. 즉, 신용등급의 이용자들에게 당해 신용평가회사의 신용등급이 신뢰가 가는 평가자료로 여겨지고 있는지를 첫째 조건으로 하고 있다.²¹⁾ 이 외에 신용평가회사의 조직구조(organizational structure), 신용평가회사의 재무상황(신용평가를 의뢰한 기업에 영향 받지 않을 수 있는 정도의 재무상황), 신용평가회사 직원의 평가능력 및 규모, 피평가 기업과의 독립적인 관계, 신용등급 산출을 위한 체계적인 과정, 비공개

18) SEC 의장이었던, Issac Hunt의 진술에 따르면 SEC는 약 5년에 한 번씩 NRSRO에 대한 검사를 실시하였던 것으로 나타난다.

19) 시장규제부(Division of Market Regulation) 담당임.

20) SEC(2003b) 참조.

21) 이 조건은 아직 NRSRO로 인증받지 못한 해당회사에게 지나치게 높은 진입장벽으로 작용하고 있다는 비판이 있다.

자료(confidential information)에 대한 내부 통제제도 등이 포함된다.

NRSRO로 활동하는 데 적합하다는 판단이 내려지면 SEC는 증권회사가 해당 신용평가회사를 NRSRO로 간주하여 그 회사의 신용등급을 이용하여 순자본을 산정할 경우 이를 묵인(no action)하겠다는 의사를 밝히게 되며, 이후 NRSRO로 활동할 수 있다. Moody's, S&P 및 Fitch 이후에 NRSRO로 인증받은 사례는 매우 제한적이며²²⁾ 인증받은 회사들도 대부분 기존 회사에 합병되어 현재의 과점구조를 형성하게 되었다. 최근 수년간의 노력의 결과로 DBRS가 네 번째 NRSRO로 지정되었으나, 기존 NRSRO와 비교할 때 시장점유율은 미미한 수준이다. 일본의 신용평가회사들도 NRSRO로 인증받기 위해 신청해둔 상황이나 지배구조 등의 문제로 아직 인증을 받지 못하고 있다.

보다 정확하고 독립적인 신용등급의 생산을 명목으로 미국 규제당국은 NRSRO에 여러 가지 법적 규제에 대하여 적용을 배제하여 주었으며, 최근의 금융 스캔들 발생 전에는 직접적인 감독을 거의 실시하지 않았던 것으로 알려지고 있다. 먼저, 기업의 증권 애널리스트나 투자자에 대한 선별적인 정보의 제공을 방지하기 위하여 제정된 Regulation FD(공정공시)제도의 경우 NRSRO의 임직원은 적용이 배제된다. 즉, NRSRO의 애널리스트들은 일반 증권 애널리스트나 투자자들과 달리 기업의 내부 정보를 선별적으로 먼저 제공받을 수 있다.²³⁾ 또한, NRSRO는 사기(fraud)를 제외하고는 모든 증권규제와 관련된 책임에서 면제된다. SEC Rule 436은 Securities Act의 Section 11의 증권 발행과 관련된 책무에서 NRSRO를 면책하고 있어 NRSRO는 과실이나 부주의로 인한 부적절한 평가에 대해서도 책임에서 면제된다.

22) 1982년 Duff and Phelps Inc., 1983년 McCarthy Crisanti & Maffei, Inc., 1990년 IBCA Limited 및 1991년 Thompson BankWatch, Inc. 등 4개사가 NRSRO로 지정되었음.

23) 17 CFR 243. 100(b)(2)(iii)

제2절 미국 금융 스캔들과 신용평가회사

1. Gatekeeper²⁴⁾로서 신용평가회사에 대한 비판들

신용평가회사에 대한 비판은 과거 예기치 못한 평가대상기관(기업, 지방정부 등)의 재무상황 악화에 적시에 경고음을 내지 못했다는 측면에서 지속적으로 제기되어 왔다. 주목할 만한 비판으로는 신용평가회사에 대한 경고를 지속적으로 제기한 Partnoy(1999)의 연구를 들 수 있다. Partnoy(1999) 등에 의해 미국을 중심으로 한 선진국에서 제기되어온 신용평가회사 이슈는 다음과 같이 정리된다.

우선 Partnoy(1999)는 NRSRO 인증을 위한 높은 진입장벽으로 과점화가 심화되어 신용평가회사들이 경쟁에 노출되지 못하고 이에 따라 신용등급의 질이 하락하고 있다고 주장하고 있다. Moody's나 S&P가 초기 신용평가를 수행하였을 때에는 채권에 대한 신용평가정보를 구독하는 투자자에게서 수익을 얻었으나, 복사기술의 발전으로 인해 신용등급 이용의 무임승차 문제가 발생하여 발행기관에 수수료를 부과하는 방식으로 변경된 후 피평가기관과의 관계 악화 등을 이유로 등급을 적시에 낮추지 못하고 있다는 비판을 제기하였다. 또한 앞서 서술한 바와 같이 미국 금융감독기관이 NRSRO에게 지나친 면책과 감독에서의 예외를 인정한 것이나 미국의 사법기관이 미국 신용평가회사를 지나치게 보호하고 있는 점 등이 신용평가회사가 신용등급의 질을 유지할 유인을 낮추었다고 평가하고 있다. 특히, 미국 금융규제기관들이 NRSRO를 감독 및 규제에 활용하기 때문에 신용평가의 질이 하락함에도 불구하고 신용평가회사의 가치(market value)는 상승하는 현상이 발생한다고 주장한다. 즉, 신용평가회사의 평가등급은 평가등급에 포함되어 있는 정보의 가치 때문에 중요하기보다는 신용평가등급, 특히 NRSRO가 발행하는 등급만이 금융규제에 적용되기 때문에 시장에서 가치를 부여하는 것이라고 주장한다.²⁵⁾

24) Gatekeeper라는 용어는 인지도(reputational capital)을 바탕으로 투자자에게 인증(certification)이나 검증(verification) 서비스를 제공하는 기업 외부의 전문가를 총칭하는 용어로 미국 학계나 금융감독당국에 의해 자주 인용된다. Coffee(2003) 참조.

Partnoy(1999)의 비판 이전에도 1990년대 초반 신용평가회사의 등급이 평가대상의 재무건전성 악화를 적절하게 예측하거나 시장에 경고를 제공하지 못한다는 비판이 제기되었으며, 이러한 현상이 NRSRO제도에 따른 시장진입 제한에 의한 것이라는 주장이 지속적으로 제기되자²⁶⁾ SEC는 1994년의 설문(concept)을 통해 1997년 NRSRO에 대한 인증절차를 중심으로 제도 개선을 시도한다. 그러나 1997년에 제안된 규정은 주로 비공식적으로 SEC에서 NRSRO 인증을 위해 고려하던 사항들을 명문화하는 데 그치고 있을 뿐 아니라 시장진입에 대한 장벽을 오히려 높일 가능성에 대한 우려²⁷⁾를 일으키기도 하였다. 결국 이해당사자 간의 의견 차이를 좁히지 못한 채 NRSRO와 관련된 규정은 변경되지 못하였다.

2. 금융 스캔들에 대한 미국 의회의 대응

2001~2002년에 발생한 미국 대기업들의 회계 및 재무 스캔들은 과거 세계적으로 투명성을 인정받던 미국 금융시장의 신뢰도에 큰 충격을 주게 된다. 2001년 12월 신경제의 주역으로 평가받던 에너지 복합그룹인 Enron이 파산을 신청하였는데, 당시로는 미국 경제에 있어서 가장 큰 규모의 기업 파산이었다.²⁸⁾ 시장의 신뢰를 여러 측면에서 받던 Enron, WorldCom 등의 연쇄적인 파산과 회계부정은 미국 자본시장에 큰 위협으로 비춰지게 되었으며, 미국 의회 및 감독당국은 신속하게 원인 규명과 개혁입법을 추진하게 된다.²⁹⁾ 본 보고서에서 주목하는 것은 새로운 제도의 도입이나 입법뿐 아니라 금융사고의 발생에 대응한 미국 의회

-
- 25) Partnoy(1999)는 이러한 현상을 paradox of credit rating agencies로 명명하고 있다.
 26) 미국 법무부(Department of Justice)는 신용평가회사들의 불공정행위에 대한 조사를 실시한 바 있으며, 소송을 제기하지는 않았으나 신용평가시장에 보다 활발한 경쟁이 필요하다는 의견을 피력하고 있다.
 27) Comments of the United States Department of Justice, Proposed Amendments to Rule 15c3-1, 1998.
 28) 이후 거대 통신기업인 WorldCom이 2002년 파산을 신청함으로써 최대 파산 사건은 현재 WorldCom사의 파산으로 볼 수 있다.
 29) Sarbanes-Oxley Act of 2002가 이러한 노력의 산물이라고 볼 수 있으며, 회계감사, 자본시장, SEC의 역할 등 전반적인 자본시장의 투명성 강화 및 투자자 보호를 추구하였다.

및 감독당국의 대응과정이다. Enron의 파산 이후 미국 상원³⁰⁾은 시장의 공·사적 감시기구(SEC & Private Watchdogs)³¹⁾ 역할 수행의 적정성과 역할 수행과 관련된 제도의 검토를 지시하는 한편, 주요 이슈별로 청문회³²⁾를 개최하였다. 이를 통해 체계적으로 얻어진 분석결과와 수집된 정보가 이후 입법과정에 충분히 반영되었을 뿐 아니라, 금융사고의 원인을 분석하고 추후에 이와 같은 사고의 발생을 방지하는 데 크게 기여하고 있다고 판단된다. 따라서 본절에서는 미국 상원 Staff에 의해 작성된 Enron 사태에 대한 보고서를 간략하게 소개하려 한다. Staff의 보고서는 전반적인 이슈를 다루고 있으나, 본절에서는 본 연구에서 주로 다루고 있는 신용평가회사(Credit Rating Agency)가 Enron 사태와 관련하여 어떠한 비판을 받았는지를 살펴봄으로써 우리나라의 신용평가회사 역할 개선과 관련한 시사점을 찾아보려 한다.

Enron 사태와 관련하여 미국 상원 보고서의 문제제기는 시장감시자의 역할이 기대되는 신용평가회사들이 Enron이 파산 신청을 제기하기 4일전까지 투자적격등급을 유지하였다는 데에서 출발한다.³³⁾ 보고서는 과거 신용평가회사의 등급이 상당히 안정적인 결과, 즉 평가등급이 부도율의 예측변수로서 적절하게 기능하였다고 평가하고 있으나 Enron의 경우에는 평가사의 대응이 미흡하였다고 비판하고 있다. 특히, 채권의 평가를 담당한 신용평가회사는 공정공시(Regulation FD: Fair Disclosure)의 제약을 받지 않는 등 여타 시장감시자에 비해 규제 측면에서 혜택이 주어지고 있다는 점을 감안할 때 신용평가회사가 충분한 주의를 가지고 Enron 사태에 대응하였는지 의문을 제기하고 있다. 보고서 작성에서 연구진은 S&P, Moody's 및 Fitch의 애널리스트와 등급 결정에 책임을 지는 평가위원회(rating committee)의 담당자와의 다양한 인터뷰

30) Senate Committee on Governmental Affairs의 의장이었던 J. Lieberman 등에 의해 주도되었다.

31) 사적 감시기구로는 공식적으로 법적 책임이 존재하는 Gatekeeper로 자주 인용되는 회계감사기구(auditor)와 이사회가 있으며, 법적 책임이 상대적으로 높지 않은 증권가의 분석가(analyst)와 신용평가회사도 포함된다.

32) Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies, Hearing Before the Senate Governmental Affairs Committee, 107th Cong.

33) Financial Oversight of Enron(2002), p.97 참조.

를 통해 신의·성실에 기초한 등급 평가가 이루어졌는지를 분석하였다.

2002년 3월경에 3대 신용평가회사는 Enron에 모두 투자적격등급을 부여하고 있었다.³⁴⁾ 이후 Enron은 지속적으로 등급 상향을 꾀하였으나, 3대 신용평가회사는 Enron의 사업영역에 존재하는 위험성을 반영하여 신용등급 상향을 거부하고 있던 상황이었다. 2001년 10월 Enron의 재무담당자는 S&P와 Moody's에 ① 세후 순익이 투자실패로 인한 자산 상각으로 10억달러 감소할 것이며, ② 회계적 실수로 인해 자기자본이 12억달러 감소할 것이라고 연락한다. 신용평가회사의 Enron 담당자들은 이러한 소식에 대하여 다소 놀라기는 했으나 Enron의 재무건전성에 대하여 크게 우려하지는 않았으며 이러한 회계정보의 오류나 순익의 감소가 왜 발생하였는지 적극적으로 알아보지는 않았던 것으로 조사되었다. 2001년 10월 16일에 Enron은 두 주일이나 먼저 신용평가회사에 미리 고지한 바와 같이 하향 수정된 실적을 발표하였다. 2001년 10월 17일에는 Wall Street Journal에서 Enron의 재무담당 책임자(CFO)인 Andrew Fastow가 Enron의 손실을 숨기기 위해 합작회사를 이용했다는 폭로 기사를 발표한다. 이틀후 Andrew Fastow는 재무담당 책임자에서 물러나지만 이러한 과정에서 신용평가회사의 담당자들은 단기적으로 Enron의 유동성 자산만을 확인하는 데 급급했을 뿐 합작회사를 통한 회계부정이나 잠재적인 우발채무에 대해서는 우려하지 않았던 것으로 나타났다. 이 사건 이후 Enron은 유동성 측면에서 어려움을 겪게 되고 10월 25일 S&P는 Enron의 신용등급을 유지하면서 등급전망을 부정적으로 바꾸었으며, Fitch 역시 등급 하향 가능성을 제기한다. 10월 29일에는 Moody's가 신용등급을 Baa2³⁵⁾로 하향조정하였으며, 추가적인 하향 가능성을 제기하였다. 같은 날 S&P의 Enron 담당 애널리스트는 방송 출연에서 S&P가 신용등급 전망을 하향하였으나, Enron에 대한 재무건전성에 대한 신뢰에는 변함이 없다고 주장하였다. 이러한 방송에서의 언급과는 달리 S&P는 11월 1일 Enron의 신용등급을 BBB³⁶⁾로 하향조정하였으나, 다음날 컨퍼런스 콜을 통해 S&P는 Enron에 대한 신뢰가 변함없음을 강조한다. 11월

34) Moody's의 경우에는 Baa1, S&P와 Fitch는 BBB+로 평가하였다.

35) 여전히 투자적격등급이었음.

36) Junk Bond보다 2단계 상위 등급.

5일에는 Fitch가 Enron의 등급을 BBB-³⁷⁾로 하향조정하였으며, SEC가 실시하고 있는 Enron에 대한 조사에 우려를 표명하였다. 그러나 Fitch 역시 단기적인 불확실성이 존재한다고 하여도 Enron이 장기적으로는 과거의 견실한 실적을 유지할 것이라고 주장하였다.

이러한 상황이 벌어지는 중에 Enron은 신용평가회사에 Dynergy와의 합병발표가 있을 것임을 고지한다. 신용평가회사들은 11월 28일까지 Dynergy와의 합병 기대로 Enron에 대한 신용등급을 투자적격 이상 수준으로 유지한 것으로 알려지고 있다. 그러나 합병이 가져올 신규자금의 유입에 대한 기대감을 표현하면서도 11월 9일 S&P와 Moody's는 Enron의 투자등급을 각각 BBB-와 Baa3³⁸⁾으로 각각 하향조정하였다.

11월 19일 Enron은 SEC에 3분기 실적을 보고하였는데, 보고서의 내용은 신용평가회사들에게도 충격적인 내용이었다. 보고서에는 S&P의 11월 9일 신용등급 하향조정이 신용등급 Trigger를 작동시킴에 따라 6억 9천만달러에 달하는 채무상환 의무가 발생하였다는 내용이 포함되어 있었으며, 이러한 신용등급 하향조정과 관련된 Trigger 조항에 대하여 신용평가회사들은 전혀 인지하지 못한 상태였다. 심지어 당시 Enron의 최고 경영진도 이러한 사실을 미리 인지하지 못한 것으로 알려지고 있다. 이러한 상황이 벌어지고 있었음에도 11월 20일 S&P는 Enron의 투자등급을 투자적격등급인 BBB-로 유지했다. 결국 시장에서 Dynergy와 Enron의 합병 가능성이 점차 약화되어간다는 소식이 전해지고 11월 28일 Dynergy가 합병계약을 취소하기 용이한 조건을 취득하였다는 보고가 있는 후 신용평가회사들은 Enron을 '포기'하는 결정을 내린다. 11월 28일 Moody', S&P 및 Fitch는 Enron의 신용등급을 각각 B2.³⁹⁾ B-,⁴⁰⁾ CC⁴¹⁾로 하향조정한다.

미국 상원의 보고서는 신용평가회사의 분석과 대응에서 나타난 문제점을 다음과 같이 정리하고 있다.

37) Junk Bond보다 1단계 상위 등급.

38) Junk Bond보다 1단계 상위 등급.

39) 직전 등급보다 5등급 하향.

40) 직전 등급보다 6등급 하향.

41) 직전 등급보다 8등급 하향.

가. 기업 관련 자료에 대한 불충분한 검토

상원 조사단의 분석결과 신용평가회사의 애널리스트들은 불명확하거나 이해하기 어렵게 진술된 Enron의 보고서에 대하여 충분한 주의를 기울이지 않은 것으로 나타났다. 담당 애널리스트들은 신용등급의 부여 시 공개자료(public information)에 주로 의지하였으며 공개자료에서는 문제점을 발견하기 어려웠다고 주장하고 있으나, 상원의 보고서는 2000년 Enron의 실적 보고⁴²⁾에 주식사향으로 Enron의 내부자인 CFO가 경영하던 SPC(Special purpose company)와의 불투명한 거래가 기재되어 있었다는 점을 충분히 고려하지 못한 책임을 묻고 있다. SPC와 Enron 간의 거래관계를 보다 명확하게 파악하기 어려웠다는 신용평가회사의 애널리스트의 주장과는 달리 2001년의 Proxy Statement에는 2000년의 실적 보고서보다 자세하게 SPC와 Enron 간의 거래내역을 담고 있어서 SPC가 실제로 Enron의 CFO인 Andrew Fastow에 의해 경영되고 있다는 점을 발견할 수 있었다는 점도 지적되고 있다.

나. 단기 vs. 장기 재무건전성

신용평가회사들은 신용등급을 부여할 때 장기적인 생존 가능성에 초점을 맞추어 분석을 실시한다고 주장하지만, Enron에 대한 평가 기록 및 그에 대한 근거를 살펴보면 단기적인 현금흐름에 치중한 분석을 실시하였다는 점이 지적되고 있다. 일례로 Dynergy와의 합병이 진행되던 중에는 Enron의 신용등급에 대한 변화가 크게 나타나지 않았던 데 반해, Dynergy와의 합병이 결렬된 후에는 신용등급을 급격하게 하향조정하였다. 또한, 신용등급 Trigger조항의 발동에 의하여 6억 9천만달러의 채무상환 의무가 발생하였음에도 불구하고 이와 유사한 조항이 장기적인 재무건전성에 영향을 미칠 수 있는지에 대한 조사를 실시하지 않았다고 지적하면서, 장기적인 생존 가능성에 대한 분석이 실제 이루어졌는지에 대하여 의문을 제기하고 있다.

42) 10-K Report

다. 책임 소재의 불명확

신용평가회사의 평가결과가 투자자 및 피평가기업에게 엄청난 영향을 미친다는 사실에도 불구하고 현재 미국의 증권 관련 규제는 부적절한 신용평가에 대한 책임을 신용평가회사에게 지우기 어렵게 되어 있다는 점이 강조되었다. NRSRO로 인증되는 신용평가회사의 경우 Investment Advisers Act of 1940에 따라 SEC에 등록하게 되지만, 이러한 등록이 ‘자발적’으로 이루어지기 때문에 그동안 NRSRO는 일반적인 Investment Adviser에게 부과되는 의무나 책임이 NRSRO에는 적용되지 않는다고 주장해왔다. 따라서 일반적인 Investment Adviser와 같이 신의·성실의 의무(fiduciary duty)나 관련 기록의 보존의무가 강제되지 못한다는 점이 지적되었다. 또한 앞서 언급한 바와 같이 SEC Rule 436이 신용평가회사를 일정 부분 면책하고 있다는 점도 지적되었다.⁴³⁾ 이와 같은 책임 소재의 불명확이 신용평가회사가 책임감을 가지고 신용등급을 부여할 유인을 저해한 요소라고 상원 보고서는 강조하고 있다.

상원 보고서는 결론에서 신용평가회사들이 시장에 대해서 유용한 정보를 제공해온 것은 인정하지만, Enron사태에서 볼 수 있듯이 금융 스캔들이 하나 발생할 때 시장에 주는 충격을 고려한다면 신용평가회사에 대한 제도 개선이 필요하다고 주장하면서 SEC에 이와 관련된 점검을 촉구하였다.

3. 미국 금융감독기관(SEC)의 대응

Sarbanes-Oxley 법에서 SEC에 의한 신용평가회사에 대한 전반적인 점검을 규정⁴⁴⁾하고 미국 상원의 보고서에서 SEC에 대한 문제점들을 지적함에 따라 SEC는 2002년 11월 청문회를 통해 다양한 이해당사자들(3대 신용평가회사, NRSRO가 아닌 개별 신용평가회사) 및 학계의 의견을

43) 우리나라의 자산운용업협회와 유사한 조직인 미국 ICI(Investment Company Institute)는 이미 1998년 NRSRO를 일정 부분 면책하고 있는 SEC Rule 436을 폐지할 것을 주장한 바 있다.

44) Section 702(b) Sarbanes-Oxley Act of 2002 참조.

청취하였으며,⁴⁵⁾ 2003년 1월에는 「자본시장에서의 신용평가회사의 역할과 기능에 대한 보고서」⁴⁶⁾를 의회에 제출하였다.

SEC는 보고서에서 3대 NRSRO에 대한 검사 결과 ① 피평가기업으로부터 수수료를 받기 때문에 발생할 수 있는 잠재적인 이해상충의 문제,⁴⁷⁾ ② 신용평가업무 이외의 부수업무 수행에 따른 이해상충 문제의 악화 우려, ③ 시장지배력을 이용한 불공정행위 ④ FD(공정공시)적용 예외로 얻어진 정보에 대한 내부 통제의 미비, ⑤ SEC의 NRSRO규제 근거의 미비 등이 주요 문제점으로 지적되었다고 보고하고 있다.

SEC는 앞서 제시한 여러 가지 분석을 토대로 미국 증권규제에서 신용등급의 이용과 관련된 의견을 청취하기 위하여 2003년 6월 설문(Concept)⁴⁸⁾을 발표하였다. 설문의 주요 내용은 ① 증권규제에서 NRSRO 활용의 적정성, ② NRSRO 인증을 위한 기준, ③ NRSRO에 대한 감독, ④ 이해 상충 문제, ⑤ NRSRO의 불공정행위, ⑥ 정보 유통(information flow)의 적정성 등을 담고 있으며, 2004년 11월 현재 각국의 금융감독기관, 학계, 신용평가회사(NRSRO 및 Non-NRSRO), 회사채 발행기업, 투자은행 등의 의견이 48건 접수된 상황이다. 현재 신용평가업무제도의 상당 부분이 미국의 제도를 원용한 상황이며, 3대 NRSRO가 우리나라 금융시장에 미치는 영향을 감안할 때 미국의 제도 변화에 대한 지속적인 관심이 필요한 시점이다.⁴⁹⁾

45) 본문에 언급된 비판 이외에 청문회에서 제기된 신용평가회사에 대한 비판을 소개하면 다음과 같다. ① 신용평가회사 임직원이 피평가기업의 이사회에 참여하는 문제, ② 신용평가회사가 주식에 대한 평가를 실시하는 문제, ③ 신용등급 변화에 따른 조기상환 규정(rating trigger)의 공개 확대 및 규제 문제 등이 제기되었다.

46) "Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets", SEC(2003)

47) 또한, 미국 Securities Act of 1933의 Section 17(b)에 따라 증권 발행과정에서 받은 수수료의 공개 의무가 이루어지지 않는다는 점도 우려할 점으로 지적되었다.

48) SEC, "Concept Release on Rating Agencies and the Use of Credit Ratings Under the Federal Securities Laws," 2003.

49) 일본의 경우 금융청(FSA) 등의 정부기관 및 일본 내 신용평가회사들이 적극적으로 의견을 제시하였다.

제 4 장

우리나라의 신용평가산업

제1절 우리나라 신용평가회사의 현황⁵⁰⁾

시장의 수요와 인지도를 바탕으로 성장해온 미국의 신용평가회사와는 달리 우리나라의 신용평가산업은 1980년대 들어 정부가 직접금융시장을 발전시키기 위해 신용평가회사들을 설립하면서 시작되었다. 1970년대까지 은행을 위주로 한 간접금융시장에 의존하던 금융시장 구조에서 벗어나기 위하여 직접금융시장 발전을 시도하였으며, 특히 무담보 기업어음(CP)과 금융기관 보증 회사채 등 장단기 직접금융시장의 육성을 목표로 하였다.

이를 지원하기 위해 정부는 1985년부터 신용평가 3사를 설립토록 하였으며, 유가증권 발행 요건으로 신용평가회사 등급 부여를 의무화하였다. 공식적인 신용평가업무의 도입은 1985년 9월에 평가등급이 B등급 이상인 업체에 한하여 기업어음을 발행하도록 허용하는 이른바 기업어음발행적격업체 선정 기준이 제정된 후이다. 회사채(straight bond)의 경우에는 1986년 3월에 일반사채 및 전환사채의 발행 기준으로 신용평가가 도입되었으며 일반사채는 A등급 이상 전환사채는 BBB등급 이상에 한하여 발행이 허용되었다. 이를 제도적으로 뒷받침하기 위해 1985년 2월 단자사, 종금사, 투신사 등 제2금융권의 공동 출자로 한국신용평가가 설립되었고, 1986년 9월에는 시중은행 및 지방은행의 출자로 전국신용

50) 실제로는 서울신용평가정보가 시장에 진입해 있으나, 평가 실적이 미미하여 주로 3개사를 중심으로 논의를 전개하도록 한다.

평가(現 한국신용정보)가 설립되었다. 한국기업평가는 1983년에 한국산업은행이 출자한 한국경영컨설팅으로 출범하였으며, 1987년 11월 신용평가업무를 개시하면서 한국기업평가로 개명하였다.⁵¹⁾

국내 신용평가시장의 경우, 1994년 기업어음/회사채의 복수평가제 도입에도 불구하고 보증채 위주의 회사채 발행으로 인해 채권 평가수수료가 미미하여 1997년까지 전체 시장규모는 100억원 수준에 머물고 있었다. 그러나 외환위기 이후 채권시장이 무보증채 위주로 전환되면서, 신용평가의 활용도 제고로 신용평가시장은 크게 성장하였다. 이는 정부의 제도 완화와 과거 보증주체들의 보증 기피 현상 때문이었다. 외환위기가 발생하자 정부는 기업들의 자금조달을 원활하게 하기 위하여 1997년 12월 회사채의 발행한도를 크게 확대하였다. 동시에 BIS 비율 하락을 우려한 은행들의 회사채 보증 기피, 보증재원 고갈에 처한 보증보험의 보증이 급격하게 감소하면서 기업들이 무보증 회사채를 발행할 수밖에 없는 상황에 처하였다. 이에 따라 신용평가업무의 급격한 성장이 이루어져왔으며, 1999년 이후에는 기존 일반회사채 이외에 ABS를 비롯한 구조화 증권(Structured Security)이 도입되면서 신용평가산업의 수익구조 다변화가 이루어지고 있다.

〈표 4-1〉 국내 신용평가회사 현황

	한국신용평가	한국기업평가	한국신용정보	서울신용평가정보
설립일	1985. 2. 26 (1998. 8)	1983. 12. 29	1986. 9. 11	1992. 4. 23
평가업무개시일	1985. 9	1987. 11	1987. 6	2000. 1
평가종류	모든 채권	모든 채권	모든 채권	CP, ABS
자본금 (발행주식총수)	50억원 (100만주)	243억원 (486만주)	237억원 (474만주)	137억원 (2,570만주)
업무제휴기관 (제휴일자)	Moody's (1998. 8. 18)	Fitch (1999. 1. 20)	R&I (2000. 4. 25)	JCR (2000. 5 일본)

주: 한국신용평가는 1998년 8월 한국신용평가정보와 한국신용평가로 분리됨.

51) 초기 컨설팅업무를 담당하였던 점이, 현재 한국기업평가가 기업컨설팅 부분에서 강점을 보이는 요소로 판단된다.

현재 우리나라의 주요 신용평가업체로는 한국기업평가, 한국신용정보, 한국신용평가가 있으며 3개 기관 모두 해외 신용평가기관과 제휴를 맺고 있다. 신용평가기관의 소유구조를 살펴보면 한국신용평가의 경우

〈표 4-2〉 신용평가기관 소유구조(보통주)⁵²⁾⁵³⁾⁵⁴⁾

	2003년 12월 현재	1999년 12월 현재
	지분율(5% 이상 주주)	주주구성
한국신용정보	우리은행(9.65%), 하나은행(9.82%), 국민은행(7.85%), 한국신용정보 우리사주조합(7.18%), Tokyo ShokoResearch(6.98%), 정리금융공사(6.25%), 기업은행(6.25%), 외환은행(6.25%)	9개 시중은행(62.95%), 5개 특수은행(25.42%), 6개 지방은행(4.84%), 우리사주조합(4.50%), 전국은행연합회(2.29%)
한국기업평가	한일시멘트(주)(36.73%) 한국산업은행(9.11%) Fitch Ratings, Ltd.(7.44%)	한국산업은행(9.9%), 교보생명(7.0%), 현대증권(7.0%), 한화증권(7.0%) KTB네트워크(7.0%), 연합캐피탈(7.0%) 한일시멘트공업(7.0%), 삼성증권(5.0%), 기보캐피탈(5.0%)
한국신용평가	무디스(50%+1주), 한국신용평가정보(50%-1주)	한국신용평가정보(90%) 무디스(10%)

- 52) 한국신용정보: 2003년 12월 현재 최대주주는 우리은행(본인 9.65%과 광주은행(특수 관계인) 0.21%를 합하여 9.86%)
- 53) 한국신용평가: 회사의 주주구성은 최초 설립시 한국신용평가정보(주)와 Moody's가 각각 90%, 10%의 지분율이었으나, 2001년 12월에 한국신용평가정보(주)가 소유한 주식 중 40%+1주를 Moody's 에 매각
- 54) 한국기업평가: 1999년 5월중 최대주주인 한국산업은행(지분율 : 96.3%)이 지분을 금융기관과 일반법인 등에 매각. 이에 따라 1999년 12월 한국산업은행의 지분율은 9.9%. 한편, 외국신용평가기관인 Fitch Ratings, Ltd.가 2001년 1월 11일자 증자시에 보통주 297,080주를 인수함으로써 2001년 12월 한국산업은행과 동일한 지분율 9.01%를 보유한 최대주주가 됨.

Moody's가 최대주주이며 채권추심업 등을 영위하는 한국신용평가정보가 2대 주주의 역할을 담당하고 있다. 서울신용평가의 경우 2000년 이후 CP와 ABS의 평가기관으로 허가되었으나, 기존 3사의 진입장벽을 넘어 서지 못한 채 미미한 영업실적을 보이고 있는 상황이다.

제2절 신용평가 관련 제도 및 규정

현재 우리나라 신용평가업무에 진입하기 위해서는 「신용정보이용및 보호에관한법률」에 따라 물적·인적 조건을 충족해야 한다. 동법 제5조에서는 신용정보업 중 신용평가업의 허가를 받고자 하는 경우 50억원 이상의 자본금을 요구하고 있으며, 제4조의2에서는 공인회계사 5인 및 3년 이상 유가증권분석에 관한 업무에 종사한 인력을 5인 이상 포함한 30인 이상의 신용평가전문인력을 갖추도록 규정하고 있다. 또한, 금융감독위원회가 정하여 고시하는 전산설비 및 자료관리체계를 갖추어야 한다.

이와 같이 신용평가업무에 대하여 허가를 받게 되면, 신용평가회사가 발행하는 등급은 현재 우리나라의 금융규제에 다양하게 이용되게 된다.

〈표 4-3〉 신용평가회사 설립 요건

근거규정	내 용
신용정보의이용및 보호에관한법률 제5조 (자본금)	신용정보업의 허가를 받고자 하는 자는 다음 각호의 구분에 따른 자본금 또는 기본재산을 갖추어야 한다. 1. 업무의 종류에 신용조회업무 또는 신용평가업무를 포함하는 경우에는 50억원 이상
신용정보의이용및 보호에관한법률시행령 제4조의2 (허가의 세부요건등)	업무의 종류에 신용평가업무가 포함된 경우에는 다음 각목의 인력 및 물적 시설을 갖추는 것 가. 공인회계사 5인 및 3년 이상 유가증권분석에 관한 업무에 종사한 경력이 있는 자 5인을 포함한 30인 이상의 상시고용 신용평가전문인력을 갖추는 것 나. 법 제9조의2제1항의 규정에 의한 평가사항을 평가하는 데 필요하다고 금융감독위원회가 정하여 고시하는 전산설비 및 자료관리체계를 갖추는 것

(아래의 표 참조). 예를 들어, 은행이 기업어음(CP)을 직접 매입할 경우에는 신용평가기관 2개 이상에서 A등급 이상을 부여받은 경우에 한해서 허가되며, ABS(자산유동화증권)의 인수를 위해서는 1개 이상의 평가기관으로부터 신용평가가 의무화되어 있다.

〈표 4-4〉 신용평가 관련 근거규정

평가대상	근거규정	내 용
기업어음	<ul style="list-style-type: none"> • 종합금융업 감독규정 제19조, 제20조 • 종합금융업 감독업무 시행세칙 제11조 	종금사의 무담보어음 매출·중개는 2개 이상의 지정평가기관에 의하여 신용평가등급을 받고 그 신용평가등급 중 최저의 등급이 B급 이상이어야 함.(단 직전 복수등급이 A1인 경우는 단수평가 가능).
	재정경제부 고시 제2001-20호	신용정보의이용및보호에관한법률 제4조의 규정에 의하여 신용평가업무에 대한 허가를 받은 2개 이상의 기관으로부터 B등급 이상의 평가를 받아야 함.
	CP 직접매입 업무처리요령	기업이 단기 운용자금을 조달하기 위하여 기업의 자체신용으로 발행하는 기업어음 중 2개 이상의 전문신용평가기관으로부터 A3급 이상의 신용등급평정을 받은 경우 은행이 직접 할인하여 매입할 수 있음.
	증권업감독규정 제5-50조	증권사의 어음매매·중개는 복수신용평가를 받은 어음에 한함.
무보증회사채	간접투자자산운용업 감독규정 제68조	자산운용회사가 간접투자자산으로 취득할 수 있는 무보증사채는 신용평가기관 중 2개 이상의 자로부터 신용평가를 받은 것이어야 함.
	유가증권인수업무에 관한 규칙 제12조	무보증사채를 인수하는 경우에는 신용정보의이용및보호에관한법률의 규정에 의하여 금융감독위원회의 허가를 받은 2개 이상의 평가기관으로부터 신용평가를 받아야 함.
자산유동화증권(ABS)	유가증권인수업무에 관한 규칙 제12조	1개 이상의 평가기관으로부터의 신용평가 의무화(단, 단수평가 가능)
	자산유동화업무 감독규정 제5조	자산유동화 계획등록시 외부평가기관의 평가의견서 첨부.
자산유동화 자산보유자 인정기준상 투자적격요건	자산유동화업무 감독규정 제2조	자산유동화계획의 등록신청서 제출일로부터 1년 이내에 신용평가회사로부터 투자적격의 평가등급(당해 법인에 대한 평가등급이 없는 경우에는 당해 법인이 발행한 무보증사채에 대한 평가등급을 말한다)을 받은 법인

〈표 4-4〉의 계속

평가대상	근거규정	내용
외국법인 발행 원화표시채권	유가증권의발행및공시등에관한규정 제40조	외국법인 등의 유가증권발행신고서 첨부시 발행인에 관한 신용평가회사의 신용평가서를 첨부(단, 사채발행의 경우에 한함)
상속세법에 의한 상장법인의 주식평가	상속세및증여세법시행령 제56조 제1항 2호	재정경제부령이 정하는 신용평가전문기관 또는 공인회계사법에 의한 회계법인 중 2 이상의 신용평가전문기관 또는 회계법인이 재정경제부령이 정하는 기준에 따라 산출한 1주당 추정이익의 평균가액적용
직접공모주식	유가증권발행의발행및공시등에관한규정 제13조제1항 및 제4항	직접공모시 공모가액의 적정성에 대한 평가 의무화, 분석기관은 감독원장이 별도 지정
상장법인과 비상장법인의 합병비율	증권거래법시행령 제84조의7제2항제1호	합병비율의 적정성에 대하여 재정경제부령이 정하는 외부평가기관의 평가 의무화
정부소유주식 매각가격산정	국유재산법시행령 제38조제6항	매각가격산정시 재정경제부 장관은 필요한 경우에 평가분석업무를 담당하는 상시 근무자가 30인 이상(공인회계사 5인 이상과 유가증권분석업무를 전담하는 자 15인이상이 포함되어야 한다)인 신용평가전문기관에 의뢰하여 그 평가액을 참작할 수 있음
건설하도급 대금지급보증	하도급거래공정화에 관한법률시행령 제3조의2제1항, 공정위고시 2001-14	2개 이상의 신용평가전문기관에서 실시하는 회사채 평가에서 A 이상의 등급을 받은 경우 건설하도급대금지급보증 의무를 면제

제3절 신용위기와 신용평가회사의 대응

2003년 초 SK Global의 분식회계에 따라 발생한 SK Global 채권의 거래 경색과 이어 발생한 신용평가회사의 등급 하향조정 등은 그간 잠재적인 불안요인으로 금융시장에 내재되어 있던 카드채의 거래 경색과 신용카드사의 유동성 위기를 촉발하였다. 본절에서는 미국 의회와 감독당국이 Enron 사태에 대한 사후적인 분석을 실시한 것을 원용하여, 카드

채를 둘러싼 상황의 진행을 신용평가회사의 대응 측면에서 평가해보려 한다.⁵⁵⁾⁵⁶⁾

1999년 이후 신용카드사들은 급속한 성장세를 지속하였는데, 이는 외환위기 이후 금융권의 자산운용 변화, 즉 기업여신의 축소와 가계여신의 확대와 그 궤를 같이한 현상이었다. 신용카드업의 성장에는 정부의 강력한 정책적 지원이 큰 역할을 담당하였다고 평가할 수 있다. 정부는 현금서비스 한도 폐지, 카드사용액 소득공제, 카드 영수증 복권제 등을 통하여 신용카드 사용을 적극 지원하였다. 이와 같은 정부의 지원과 저금리 등에 힘입어 신용카드업은 고성장을 이룰 수 있었다. 대형 은행과 재벌그룹의 계열사로 신용카드산업에 진입한 회사들은 낮은 조달금리를 활용하여, 고금리의 수익을 올릴 수 있었던 현금서비스를 확대하면서 상당 기간 고수익을 창출할 수 있었다. 현금서비스에 집중하면서 위험에 노출되어 있던 상황에서 2002년 이후 정부가 신용카드산업에 대한 정책방향을 규제 강화로 변경하게 되자, 신용카드업계의 실적은 급격하게 악화되게 된다. 특히, ‘사후적’으로 볼 때 2002년 현금서비스 비중을 2004년 말까지 50%로 축소하도록 한 감독규정의 변화는 그간 캐시카우 역할을 담당하였던 현금서비스사업의 위축뿐 아니라 당시 한계점에 도달해 있던 한계대출자나 다중채무자의 재무상황을 크게 악화시켜 신용불량자의 급격한 발생을 촉발하였던 중요한 사건으로 평가된다.

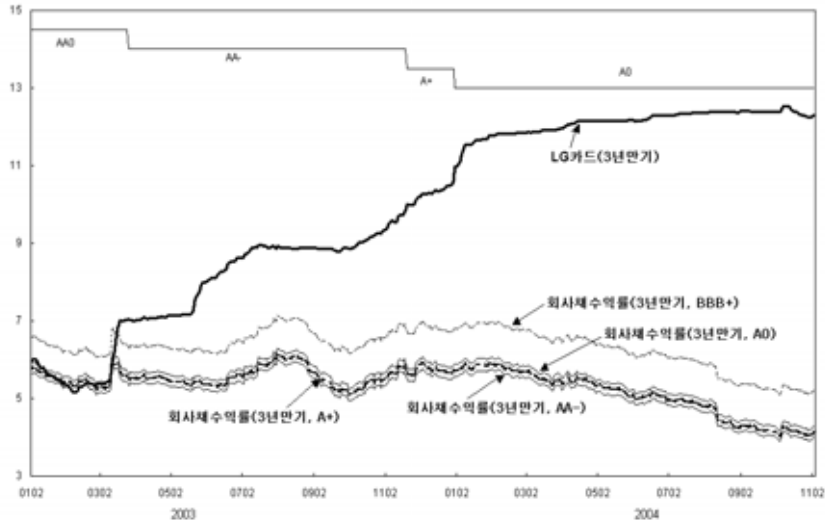
신용카드산업이 고성장을 기록함에 따라 점진적으로 등급을 상향하던 신용평가회사들은 SK Global 분식회계의 발생과 연이어 발생한 카드채의 경색에 대응하여 신용등급을 2003년 들어 하향한다.⁵⁷⁾ 예를 들어, LG카드 채권에 대한 등급은 지속적인 이익 창출로 2002년에는 등급이 AA로 상향되어 있었으나, 2003년 금융시장의 불안이 고조되면서 카드

55) 여러 제약조건으로 인해 미국 의회나 SEC가 실시한 바와 같은 수준(평가 담당자와의 공식적인 인터뷰 등)의 상세한 조사를 수행하지는 못하였으나, 금융사고 발생에 대한 추후 점검을 정성적인 측면에서 실시하여 본다는 데 의의를 두고자 한다.

56) 신용카드와 관련된 정책에 대한 평가는 본 연구의 범위를 넘어서는 것이므로, 신용카드산업에 대한 정책은 단순하게 서술하도록 한다.

57) 이후의 논의는 여전히 독립적인 사업주체로 남아 있는 LG카드 및 삼성카드를 중심으로 한다.

[그림 4-1] LG 카드채의 시장수익률과 신용등급 추이

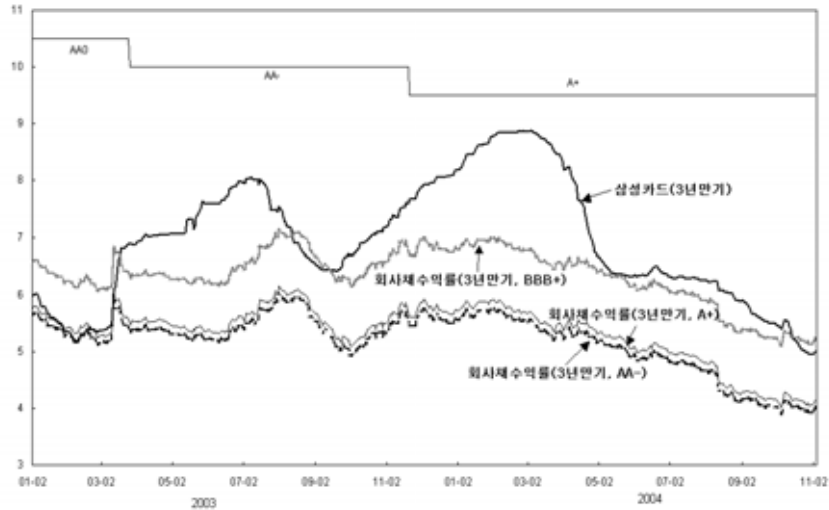


채 수익률이 급등하자 신용평가회사들은 2003년 3월 26일을 기해 등급을 AA에서 AA-로 하향조정한다. 그러나 3월 26일 이전에 카드채의 시장수익률은 이미 BBB+ 등급의 회사채수익률을 상회하는 수준으로 높아져 있었으며, 신용평가회사의 등급과 채권의 시장수익률 간의 괴리는 이후에도 지속된다(그림 4-1 참조).

신용평가회사는 2003년 3월 26일 동시에 등급을 하향하기 전까지는 등급결정과 관련된 리포트를 통해 신용카드사의 성장과 재무건전성에 대하여 매우 우호적인 평가를 내린 것으로 보인다. 예를 들어, 연체율 증가 등으로 신용카드사에 대한 우려가 나타나고 있던 시점인 1월 6일의 LG카드에 대한 AA등급 결정에 대하여 한 신용평가회사의 신용등급 분석은 다음과 같은 내용을 담고 있다.

“한편 최근 영업이 확대되면서 연체채권의 절대규모가 증가하고 있고 연체율 역시 상승한 것으로 나타났으나, 동사(LG카드)는 대규모 영업이익을 바탕으로 지속적인 대손상각을 실시하고 있고, Managed 자산 기준으로 1개월 이상 연체채권에 대해 100%(Coverage Ratio) 가량의 충당금을 적립하고 있기 때문에 경기침체시의 부실채권에 대한 대손부담

[그림 4-2] 삼성 카드채의 시장수익률과 신용등급 추이



능력도 양호한 것으로 판단된다.”⁵⁸⁾

이와 같은 긍정적인 평가는 3월 들어서 신용평가회사들이 신용등급을 하향할 때까지 지속되었으며, 3월에 신용등급을 하향할 당시에도 신용평가회사는 느긋한 평가를 내리고 있었다.

“……경기침체시의 부실채권에 대한 대손부담능력도 양호한 편이다. 그러나 2002년 상반기 이후 정부의 가계대출에 대한 감독강화와 경기위축에 따른 신용불량자 증가 등으로 연체율이 상승하는 추세이고, 더욱이 2002년 12월 말 현재 3조 8천억원 수준인 동사의 대환론 규모가 계속적으로 증가함에 따라 향후에는 영업성장세가 둔화되면서 자산건전성 및 수익성이 ‘다소’ 악화될 우려가 있다.”⁵⁹⁾

하지만 시장에서의 반응은 신용평가회사의 느긋한 신용등급 변화와는 달리 앞서 그림에서 나타난 것처럼 카드채 유통수익률 급등으로 나타났다. 이 과정에서 신용평가회사들의 느장 대응에 대한 비판이 일어나자,⁶⁰⁾ 신용평가회사들은 이후 다양한 경로를 통해 자신들의 입장을

58) LG카드 회사채 본평가, 한국신용평가(2003.1.6)

59) LG카드 회사채 수시평가, 한국신용평가(2003.3.26)

60) 예를 들어, 중앙일보(2003년 5월 11일자, “빨간불 제때 못 켜는 신용평가회사”)에는

밝히고 있다.⁶¹⁾ 카드채와 관련된 보고서에서 신용평가회사들이 제기한 논리는 대부분 신용카드사 회계의 불투명성으로 인해 신용등급을 하향할 수 없었다는 부분과 신용등급의 수준(level)도 중요한 정보이지만 신용등급의 변화 추이에도 중요한 정보를 제공하고 있으므로 신용등급 하향 추세를 보이고 있다는 점을 강조하면서 신용평가회사에 대한 지나친 비판의 부당성을 제기하고 있다.

한편 2003년 3월 당시 신용평가회사가 카드회사의 평가등급을 급격하게 조정하지 못한 것이 ABS 채권에 신용보장을 위해 도입되어 있던 신용등급 Trigger 조항의 발동을 야기하여 연쇄적인 조기상환 요구가 시장에서 발생하고 이로 인하여 카드채 사태가 더욱 악화될 것을 우려한 금융감독당국의 압력에 의한 것이라는 의견도 존재한다. 이에 대한 진위 여부를 판단하기는 어려우나 당시 금융감독당국이 카드채 문제를 해결하기 위해 금융기관에 대하여 상당한 압박을 가하였다는 점을 감안한다면 신용평가회사들이 선제적으로 신용카드회사의 신용등급을 신용등급 Trigger 조항이 발동될 정도로 낮추기는 어려운 상황이었다는 주장에 상당한 개연성이 있다고 판단된다.

이와 같은 신용평가회사의 변명에도 불구하고 카드채와 관련한 신용평가회사의 역할에 대한 시장에서의 평가는 매우 부정적이다. 다음 절에서 보고되듯이 신용평가회사에 대한 설문조사에서 대부분의 펀드매니저들은 카드채의 신용등급을 보다 일찍 낮출 수 있었다고 응답하고 있다.

또한, 2002년 10월경 한 기관투자자가 당시 5%대의 수익률로 거래되던 카드채를 8%의 수익률에 매각한 일이 발생하였고 이후 카드사의 재무건전성에 대한 우려가 시장에 퍼졌던 것으로 알려지고 있다. 물론 시

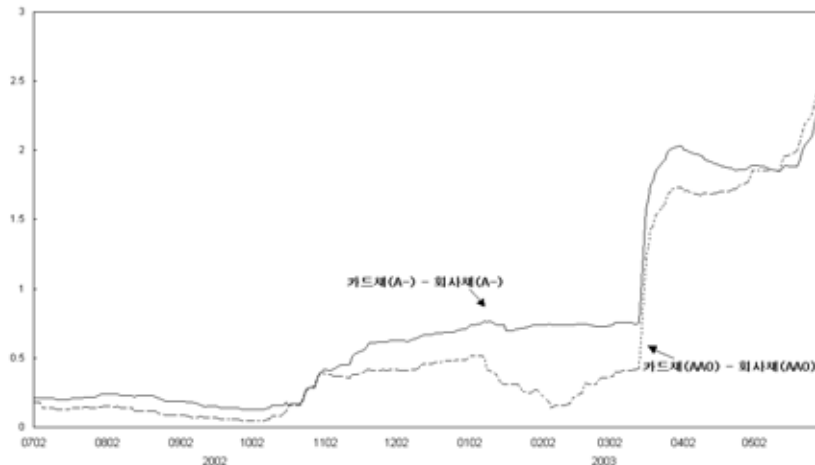
“실제로 3월 중순 신용카드사의 유동성위험이 불거지자 신용평가기관들은 마치 약속이나 한 듯이 같은 달 26일 카드채에 대한 신용등급을 한 단계씩 내렸다……(중략)……삼성증권 채권영업팀 관계자는 카드채가 불안하다는 것은 지난해 카드 연체율이 급상승하면서 예고됐던 것이라며……(중략)……이젠 신용평가기관들의 뒷북 등급조정에 무감각해졌다고 말했다.”로 서술되어 있다.

61) 신뢰도 회복을 위한 노력(2004. 5. 17, 한국기업평가), 시장의 문제제기에 대한辯(2004. 8. 23, 한국기업평가), 신용등급, 최근의 몇 가지 오해에 대한 설명(한국신용정보).

장수익률의 단기적인 변동으로 인해 신용등급을 매번 조정하는 것이 바람직하지는 않을 것이지만, 시장과 괴리된 신용등급에 어떠한 의미를 둘 수 있을지는 의문스러운 상황이다. 실제 카드채의 신용스프레드 변화 추이를 살펴보면, 2002년 10월을 전후하여 카드채와 동일등급 회사채 간의 신용스프레드가 이미 증가하고 있었으며, 이에 대한 관심이 필요했던 상황이었다는 것으로 판단된다. 따라서 2003년 3월 이후 신용등급 하향을 적기에 실시하지 못한 것이 어느 정도 감독당국이 우려했던 시스템 리스크 및 감독당국의 묵시적인 압력과 관련되어 있다고 하더라도 2002년 10월 이후 나타난 신용카드사에 대한 시장의 신뢰하락(즉, 신용스프레드의 확대)이 신용등급에 반영되지 못하였다는 점에 대해서는 여전히 신용평가 회사가 책임을 면하기 어려울 것으로 사료된다. 이와 같은 신용등급과 시장수익률 간의 격차는 펀드매니저들이 신용등급과 시장 간의 괴리에 대한 불만을 토로할 수밖에 없는 상황임을 잘 보여주고 있다.

사후적으로 볼 때 카드채 사태는 위험관리를 동반하지 않은 카드사의 무리한 확장경영에 대한 감독의 실패 및 카드사의 불충분한 정보공개 등에 크게 기인하였다고 볼 수 있다. 그러나 2002년 중반 이후 정부의 감독정책이 현금서비스의 축소, 대손충당금 적립규모의 증대 등으로

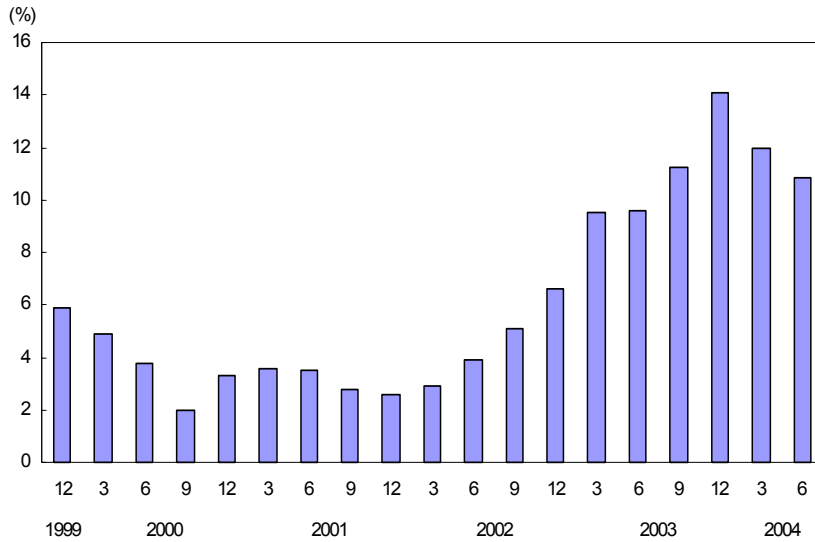
[그림 4-3] 카드채의 신용스프레드 추이



자료: NICE 채권평가.

보다 강화되었으며, 2002년 중반 이후 이미 카드연체율이 급격하게 상승하였다는 점들은 객관적으로 시장에 알려져 있었던 사실이다(아래 그림 참조). 따라서 2002년 중반 이후 카드산업의 위험(risk)이 크게 높아지고 있었던 것으로 사료된다. 특히, 시장에서 카드채에 대한 불안이 유통수익률의 상승으로 나타나 있었다는 점을 감안한다면 신용평가회사의 대응이 적절하였다고 평가하기는 어려울 것이다.

[그림 4-4] 전업카드사 연체율 추이



물론 미국의 NRSRO가 Enron 사태에 대한 답변에서 제기하였듯이 우리나라에서도 피평가기업의 불충분한 정보공개가 신용평가를 어렵게 만들 수 있었을 것이다.⁶²⁾⁶³⁾ 그러나 이와 같은 평가의 한계나 시장의 우

62) “신용카드사들은 채권추심의 편의를 모색하고 적기시정조치의 기준이 되는 공시연체율을 낮추기 위하여 대환대출, 현금서비스 대체 등의 방법을 사용하였는데 이는 실질연체율과의 괴리를 확대시키게 되었다. 한편 투자자나 신용평가회사는 실질연체율을 파악하기 위하여 수시로 자료를 요청하였으나 많은 경우에 있어 신용카드사들은 비협조적이었다.” 이혁준(2003)에서 인용.

63) 그러나 2002년 9월 말 현재 LG, 국민, 외환 3사의 대환대출 총액이 3조 6,546억원에서 2003년 2월 말에는 7조 1,503억원으로 5개월 만에 95% 이상 상승하였을 뿐 아니라, 대환대출의 연체율이 같은 기간 21.8%에서 32.2%로 10%p 이상 증가하였다는 것

려 등이 신용등급뿐 아니라 평가내용에 전혀 반영되지 못하였다는 점은 카드채 사태와 관련하여서 신용평가회사가 제 역할을 다하지 못하였다는 점을 입증한다고 하겠다.

제4절 국내 신용평가회사의 평가결과에 대한 분석

신용평가회사 평가등급에 대한 분석은 등급별 부도율에 대한 분석, 등급의 안정성, 다양한 방법으로 이루어질 수 있으며, 본 연구에서 계량적 평가는 주로 등급과 시장수익률 간의 관계를 중점적으로 살펴보려 한다. 우리나라 신용평가등급의 경우 등급별 부도율에 대한 분석, 등급의 이전행렬(transition matrix)을 통한 등급의 안정성에 대한 평가 및 여타 계량적 평가가 어려운 것은 무엇보다도 평가등급 분석을 위해 사용할 수 있는 등급의 숫자가 부족하다는 데 있다. 또한, 채권의 수익률에 나타나 있는 정보와 등급의 적정성을 측정하기 위해서 필요한 부도채권의 회수율⁶⁴⁾ 자료도 축적되어 있지 못한 상황이다. 엄밀한 계량분석이 어렵다는 점을 보완하기 위해서 본 연구에서는 신용평가등급의 質的 평가를 등급 정보에 대한 수요자인 펀드매니저에 대한 설문조사를 통해 실시하였다.

1. 누적부도율과 이전행렬을 통한 계량적 평가

2003년 금융감독원이 개별 신용평가회사에 대하여 연간 부도율 분석을 실시하도록 지시한 후 개별 3사 및 금융감독원은 누적부도율, 이전행렬, 신용등급의 변동 현황 등에 대한 상세한 분석을 실시하였다. 과거 이와같은 분석이 회사별로 공개된 경우가 없었다는 점을 감안할 때 신용평

은 시장에 경고를 내려야 할 상황이었음을 시사하고 있다.

64) 채권 발행기업의 부도 발생시 채권 금액의 회수가 어느 정도 이루어질 수 있는지를 측정하는 회수율(recovery ratio)은 신용등급 차이에 존재하는 수익률 스프레드와 신용등급 간의 관계를 엄밀하게 평가하기 위해 필수적인 자료이지만, 우리나라의 경우 부실채권의 유통시장이 공식적으로 발달하지 못하여 자료의 축적이 이루어지지 못한 상황이다.

가회사에 대한 감독 및 정보공개가 진일보한 것을 보여주고 있다. 개별 3사에서 체계적인 분석을 실시하였으므로, 본 소절에서는 우리나라 신용평가회사의 신용등급에 대한 계량적 평가를 우리나라의 평균누적부도율과 이전행렬을 선진 신용평가회사와의 비교로 대체하기로 한다.

우선 1998~2003년 기간의 평균누적부도율을 살펴보면, 신용등급이 높을수록 부도율이 낮고, 기간이 늘어날수록 전반적으로 부도율이 상승하는 등 적절한 신용등급 부여에 나타나야 할 부도율 특성을 나타내고 있다. 특히, 투자등급과 투기등급 간에 부도율 차이가 확연히 나타나고 있다는 점도 신용등급의 유효성을 확인해주고 있다. 선진 신용평가회사의 5년차 누적부도율과 비교할 때에도 투자등급의 부도율이 선진 신용평가회사의 수준에 근접해가고 있음을 알 수 있다. 투기등급의 경우에는 아직 누적부도율에서 큰 차이를 보이고 있으나, 우리나라의 투기등급 회사채 발행 개수가 매우 적다는 점을 고려할 때 직접적인 비교에 의한 해석은 주의가 필요하다.

〈표 4-5〉 1998~2003년간 평균누적부도율

(단위: %)

	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.18	0.18	0.18
BBB	0.21	0.54	0.96	2.08	3.38
BB	3.45	5.53	7.27	8.09	8.09
B이하	12.16	14.98	17.31	17.31	17.31
투자등급	0.11	0.28	0.57	1.18	1.85
투기등급	5.60	7.87	9.80	10.35	10.35
전체	2.01	2.97	3.87	4.46	4.48

자료: 금융감독원.

〈표 4-6〉 외국 신용평가회사의 5년차 평균누적부도율

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC이하	투자	투기	전체
S&P	0.10	0.27	0.62	3.20	12.34	26.59	50.46	1.20	21.31	7.14
Moody's	0.12	0.24	0.54	2.16	11.17	31.99	60.83	0.96	22.45	7.07

자료: 금융감독원.

〈표 4-7〉 신용등급의 이진행렬(1998~2003년)

(단위: %)

		연말등급							계
		AAA	AA	A	BBB	BB	B이하	D	
연 초 등 급	AAA	99.4	0.6	—	—	—	—	—	100.00
	AA	5.1	84.3	9.6	1.0	—	—	—	100.00
	A	—	7.7	81.3	8.9	0.3	1.8	—	100.00
	BBB	—	—	5.9	86.0	5.8	2.0	0.3	100.00
	BB	—	—	0.1	8.4	77.8	9.0	4.7	100.00
	B이하	—	—	—	0.4	9.0	73.0	17.6	100.00

자료: 금융감독원.

한편 신용등급의 이진행렬을 살펴보면, 등급의 안정성이 개선되고 있음을 알 수 있으며, 투자등급에서 투기등급으로의 전이도 자주 발생하지 않는 것으로 나타난다. 1981~2002년간 Moody's(S&P)의 투자등급이 약 88%(87%), 투기등급이 73%(67%) 정도로 유지되었음을 감안한다면, 우리나라 투자등급의 유지율이 81.3~99.4%로 나타난 것은 우리나라 등급의 안전성이 선진 신용평가회사에 근접하고 있음을 시사한다.

2. 유통수익률과 신용등급 간의 관계를 통한 평가

만일 신용등급이 적절하게 부여되었다면, 시장에서 거래되는 회사채의 유통수익률에 신용등급의 정보가 반영되는 것이 당연할 것이다. 이는 채권시장의 참가자들이 채권 발행주체의 신용도에 민감하게 반영할 것이고 이러한 신용도가 반영되어 있는 신용평가회사의 평가등급이 회사채수익률에 영향을 줄 것이기 때문이다. 따라서 신용등급과 회사채수

익률 간의 관계를 살펴보는 것은 의미 있는 작업으로 판단된다.

회사채수익률에는 부도확률로 대표되는 신용등급 이외에도 여러 가지 요인들이 반영되어 있을 것이므로 신용등급이 회사채수익률을 모두 설명할 수는 없을 것이다. 예를 들어, 회사채의 유동성(liquidity)의 정도는 회사채수익률에 영향을 미칠 수 있을 것이므로 유동성에 대한 정보가 회사채수익률의 엄밀한 분석을 위해서는 필요할 것이다. 또한, 부도확률 이외에도 부도가 발생하였을 때 채권을 모두 손실하는 경우는 거의 없을 것이며, 일정 부분의 채권은 회수할 수 있을 것이므로, 회수율 정보가 부도확률 이외에도 신용등급과 회사채수익률 간의 관계를 정확하게 평가하는 데 필수적인 정보가 된다.⁶⁵⁾ 그러나 우리나라에는 앞서 언급한 바와 같이 부도채권의 회수율 정보가 체계적으로 수집된 적이 없어, 이와 같은 분석은 불가능하다. 따라서, 본 연구에서는 실무적으로 이용되는 기술통계량에 대한 점검을 통해 신용등급과 회사채수익률 간의 관계를 살펴보도록 한다. 분석에 사용된 회사채수익률은 한국채권평가의 시가평가자료이며 3년 만기 유통수익률을 기준으로 분석을 실시하였다.

분석대상이 되는 회사채 등급별 기술통계량(descriptive statistics)은 다음의 표와 같다. 우선 신용등급별 평균수익률은 전반적으로 신용등급과 유사한 형태를 보이고 있으나, 신용등급이 A0인 채권의 수익률이 A-인 채권에 비해 높게 나타나고 있어 평균수익률에서 등급 간 수익률의 역전이 일어나는 것을 알 수 있다. 이는 현재 LG카드채의 수익률이 등급에 비해 매우 높은 수준이어서 발생하는 현상으로 LG카드채를 제외할 경우 평균수익률과 신용등급 간에는 비교적 안정적인 관계가 존재하는 것으로 나타난다. 그러나 각 등급별 수익률 분포를 살펴보면 등급 간 수익률의 역전현상이 자주 관찰되고 있어 신용등급과 수익률 간의 안정적인 관계에 대하여 긍정적인 평가를 내리기 어렵다. 예를 들어, 신용등급이 AA0인 회사채의 경우 유통수익률이 3.69~3.89에 분포되어 있는 반면 신용등급이 AA-인 회사채의 경우 유통수익률이 3.72~3.89에 분포되어 있어, 신용등급이 AA-인 회사채의 수익률이 신용등급이 AA0인 회사

65) Elton, Gruber, Agrawal, and Mann(2001) 참조.

〈표 4-8〉 신용등급자료의 기초통계량

신용등급	기업수	평균	표준편차	Median	Q ₁	Q ₃	최솟값	최댓값
AAA	25	3.66	0.027	3.65	3.64	3.69	3.61	3.7
AA+	5	3.73	0.0445	3.72	3.71	3.78	3.68	3.78
AA0	6	3.79	0.073	3.79	3.75	3.83	3.69	3.89
AA-	12	3.90	0.247	3.84	3.75	3.93	3.72	4.62
A+	22	4.12	0.338	4.00	3.90	4.17	3.80	5.00
A0	17	4.62	2.000	4.08	3.96	4.27	3.81	12.3
A-	19	4.35	0.404	4.17	4.08	4.33	4.01	5.34
BBB+	27	4.91	0.610	4.90	4.43	5.10	4.23	6.79
BBB0	22	6.38	0.491	6.41	6.21	6.75	5.02	7.19
BBB-	18	7.65	0.725	7.63	7.32	7.78	6.74	9.97

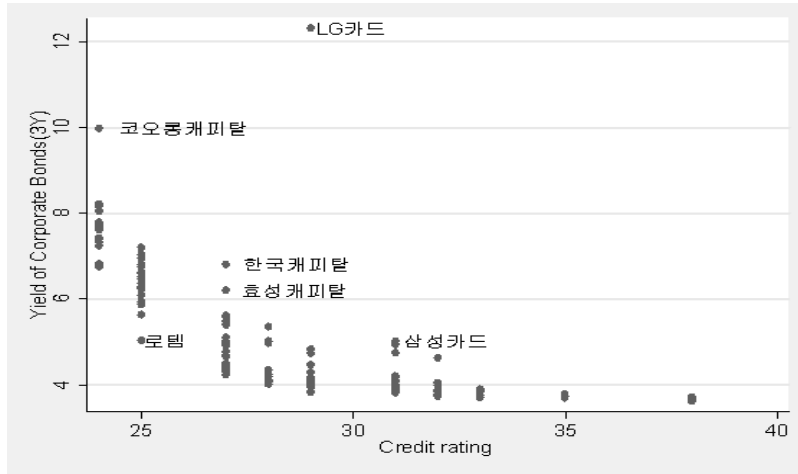
주: 한국채권평가.

의 회사채수익률보다 낮은 경우가 존재함을 알 수 있다.

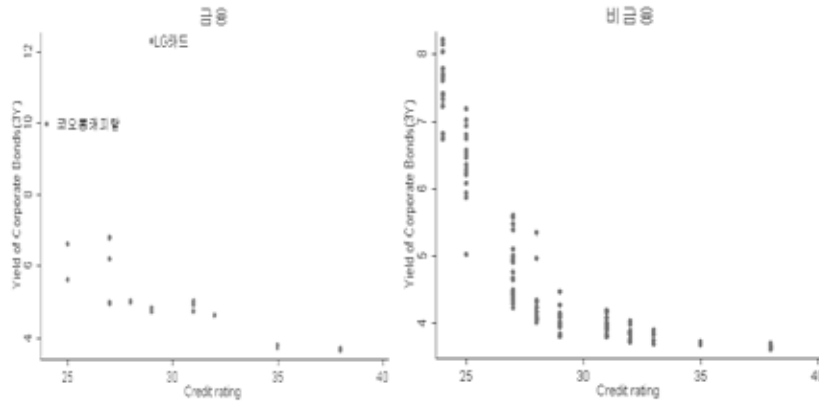
다음의 그림은 신용등급을 수치화하여(낮은 숫자일수록 신용등급이 낮음을 의미) 회사채수익률과 비교한 것이다. 전반적으로 신용등급이 낮을수록 회사채수익률이 높게 나타나고 있으나, 신용등급별 회사채수익률이 역전현상을 자주 보이는 것을 알 수 있다. 회사채수익률이 예외적으로 신용등급과 괴리되는 경우가 금융업에서 많이 관찰되고 있어, [그림 4-6]에서는 금융업과 비금융업을 분류하여 신용등급과 회사채수익률 간의 관계를 살펴보았다. [그림 4-6]의 우측에 제시된 비금융회사채에 대한 그래프에서 신용등급과 회사채수익률의 역전현상이 여전히 나타나고 있어 등급 간 수익률의 역전 문제가 금융업과 비금융업 간의 문제는 아닌 것으로 판단된다.

물론 여타 변수들이 유통수익률에 반영되어 있을 것이므로 시장의 유통수익률과 신용등급 간에 언제나 1대1 관계가 존재할 수는 없을 것이다. 그러나 시장의 평가와 신용등급이 지속적인 괴리를 보인다면, 신용등급의 유효성에 대한 시장의 의문만을 증가시킬 것이고 결국 신용평가회사가 담당하여야 할 경제적인 기능을 수행하지 못할 것이다. 회사채

[그림 4-5] 채권수익률과 신용등급 간의 관계



[그림 4-6] 채권수익률과 신용등급 간의 관계(금융회사 및 비금융회사)



수익률과 신용평가등급 간의 괴리에 대한 신용평가회사와 감독당국의 지속적인 관심이 필요하다고 판단된다.⁶⁶⁾

66) 신용평가등급과 회사채수익률 간의 관계에 대한 해외 자료의 분석을 통해 벤치마크로 활용할 필요가 있을 것이다. 국내에 대한 보다 엄밀한 평가를 위해서는 해외 자료에 대한 분석이 추가되어야 하나 자료 및 시간의 제약으로 포함하지는 못하였다. 추후 연구과정에서 반영할 예정이다.

3. 질적 평가: 펀드매니저 설문조사를 바탕으로

신용평가회사의 등급에 대한 질적 평가는 이미 미국⁶⁷⁾이나 일본⁶⁸⁾에서 이루어진 바 있으며, 우리나라에서도 과거 투신협회(現 자산운용업협회)에서 신용평가회사에 대한 평가를 연도별로 시행할 때 채권 펀드매니저를 대상으로 실시한 바 있다. 신용평가회사에 대한 질적 평가를 보다 정확하게 하기 위해서는 발행자인 기업, 인수자인 증권사에 대한 평가가 동시에 이루어져야 하겠으나, 본 연구에서는 우선 신용등급의 이용자이면서 등급의 변화에 따라 당사자의 자산운용실적이 영향을 받게 되기 때문에 상시적으로 채권의 수익률 및 평가등급에 대한 관심을 기울이게 되는 채권 펀드매니저를 중심으로 설문을 실시하였다. 설문조사는 2004. 10. 10~11. 8 기간중 자산운용업자와 증권사 등에서 채권을 담당하는 펀드매니저를 대상으로 실시하였으며, 자세한 설문내용은 부록에 수록되어 있다. 약 120부 정도의 설문을 발송하였으며, 회수된 답변지는 46개이다.⁶⁹⁾ 답변자의 특성을 살펴보면 펀드매니저로 근무한 경력이 1~14년(평균 5.8년)으로 나타났으며, 증권사 근무자가 13명, 여타 자산운용업에 종사하는 자가 33명이었다.

설문결과를 요약하면 다음과 같다. 먼저 펀드매니저들의 대부분⁷⁰⁾은 채권매매에 신용등급을 중요한 참고자료로 이용하고 있는 것으로 나타났으나, 신용평가회사의 등급 변화의 적시성이나,⁷¹⁾ 신용등급과 유통수익률 간의 관계에는 상대적으로 부정적인 의견을 보였다. 또한, 카드채의 경우 신용등급 하락이 보다 빨리 이루어질 수 있었을 것이라는 의견

67) Baker and Mansi(2002) 및 미국 AFP(Association for Financial Professional)에 의해 실시된 Rating Agencies Survey: Accuracy, Timeliness, and Regulation(2002) 참조

68) JCIF(Japan Center for International Finance)는 1998년 금융기관과 제조기업을 대상으로 일본의 신용평가산업이 직면하고 있는 주요 이슈에 대한 견해를 조사한 바 있다.

69) 신용평가회사에 대한 불만을 평소 느끼고 있는 매니저들이 주로 답변하였을 가능성이 있으므로, 조사결과에 편의(bias)가 존재할 수 있을 것으로 판단된다.

70) 대체로 매번과 거의 매번 이용한다는 답변이 94%에 달하였다.

71) 대체로 적시에 변경 못함(49%)과 거의 적시에 변경하지 못함(13%)으로 나타났으며, AFP의 서베이에서 이와 유사한 질문에 대하여 미국의 기관투자자들은 적시성에 대하여 상당히 부정적인 입장(25%), 매우 부정적인 입장(10%)을 보이고 있다. 직접적인 비교는 쉽지 않지만, 국내 기관투자자의 불만이 상대적으로 큰 것으로 나타나고 있다.

을 보이고 있다. 신용등급의 적시 변경이 이루어지지 못하는 이유에 대해서는 피평가기업과의 관계 악화 우려에 따른 것이라는 의견을 보이고 있어 이해상충 문제에 대한 펀드매니저의 우려를 반영하고 있다.⁷²⁾ 이에 더하여 피평가기업이 신용등급 결정과정에 압력을 행사할 수 있다는 의견을 보이고 있어, 향후 피평가기업과 신용평가회사 간의 수평적인 관계 설정이 신용등급의 질 개선을 위한 중요한 과제임을 보여주고 있다.

3개사 중 선호하는 평가사가 있는지에 대한 질문에 과반수 이상이 비슷하다는 답변을 하고 있어, 신용평가회사에 대한 차별적인 평가가 시장에서 이루어지지 않는 것으로 보인다. 현재 3사 중심으로 되어 있는 신용평가산업에 신규진입 필요성을 묻는 질문에 대해서는 필요성을 인정하는 측과 필요성을 인정하지 않는 의견이 거의 유사하게 조사되어 과점체제로 인한 문제점과 다수 신용평가회사의 난립으로 인한 폐해에 대한 우려가 동시에 작용하고 있는 것으로 판단된다. 신용평가회사에 대한 정기적인 평가가 필요한가라는 질문에 대하여서는 거의 모든 응답자가 필요성을 인정하고 있어, 신용평가등급에 대한 평가 필요성을 보여준다.

요약하면 신용평가회사 평가등급의 주요 수요자인 펀드매니저들은 신용평가회사의 자료를 자주 이용하지만, 이에 대한 신뢰도는 높지 않은 것으로 나타났다. 특히 피평가기업과의 관계 악화를 우려한 신용등급 변경의 적시성 부재에 대하여 우려를 표명하고 있다. 신용평가회사의 등급이 피평가기업과의 관계로 인해 왜곡되지 않도록 제도적인 개선과 감독 및 평가의 지속적인 추진이 필요할 것이다.

제5절 국내 신용평가회사와 관련한 이슈들

앞서 언급한 바와 같이 미국에서 지적되고 있는 이슈들은 대부분 우리나라에도 적용되는 문제들로 판단된다. 이에 더해 우리나라의 경우 경제환경이나 신용평가산업 발전과정의 특이성으로 인해 우리나라만의

72) 피평가기업과의 관계 악화 우려(48%), 감독기관의 간섭(21%), 신용평가회사의 역량 부재(21%), 신용평가회사의 모회사나 관계회사의 압력(9%)으로 나타남.

문제점들을 보유하고 있다. 아래에서는 우리나라 신용평가산업에 대한 문제점을 짚어보도록 한다.⁷³⁾

1. 소유·지배구조의 문제

우리나라에서 신용평가회사를 설립할 경우 주주구성에 있어서 「신용정보이용및보호에관한법률」에 따른 제한이 존재한다. 현재 신용평가회사의 소유·지배구조 및 피평가대상기업과 관련된 규제는 다음과 같다. 먼저 「신용정보이용및보호에관한법률」에서는 상호출자제한기업집단에 속하는 회사가 100분의 10 이상을 출자한 법인, 금융기관 등이 100분의 10 이상을 출자한 법인 등이 신용평가업무를 수행하는 것을 금지하고 있다. 이는 대기업집단이나 금융기관이 신용평가회사를 소유·지배할 경우 평가결과에 영향을 줄 가능성을 경계하여 도입된 규정으로 판단된다. 이를 준수하기 위해 현재 금융기관이 신용평가회사의 지분을 보유한 경우 대부분 10%를 넘지 않는 것을 볼 수 있다. 그러나 이와 같은 지분제한에도 불구하고 실제 소유·지배구조에 따른 문제는 여전히 우리나라 시장에 존재하고 있는 것으로 보인다. 신용평가회사가 금융기관과 밀접한 관계를 가지게 될 경우 평가의 독립성이 훼손될 가능성이 있다. 이는 신용평가회사가 부여하는 신용등급 변화에 피평가기업뿐 아니라 회사채를 보유하고 있는 금융기관이 영향 받게 되기 때문이다. 즉, 신용등급 변화에 따라 신용평가회사의 모회사인 금융기관이 손해를 볼 가능성이 높은 상황에서 신용평가회사가 적기에 신용등급 변화를 실시하지 못할 가능성이 존재한다. 따라서 금융기관과 신용평가회사 간의 상호 지분소유는 바람직하지 않다고 판단하는 것이 일반적인 논의이다.

현재 우리나라의 신용평가시장에서 소유·지배구조가 시장경쟁 및 평가의 독립성에 미치는 영향을 단적으로 관찰할 수 있게 하는 것은 산업은행과 한국기업평가 간의 관계이다. 산업은행은 ‘은행’이지만 외환위기 이후 채권시장에서 그 영향력을 꾸준히 확대해왔으며, 2004년에는

73) 설문을 조사하는 데 도움을 주신 자산운용업협회 관계자분들, 문제점 파악을 위해 협조해주신 설문 응답자분들과 신용평가산업에 종사하고 계신 분들께 진심으로 감사드립니다.

〈표 4-9〉 채권인수시장에서 산업은행의 비중 추이

(단위: 조원, %)

	전체 발행금액	산업은행	발행금액 비중
1999	37.73	1.05	2.8
2000	68.82	6.46	9.4
2001	89.46	15.79	17.6
2002	59.77	5.21	8.7
2003	56.85	6.58	11.6
2004	38.97	6.68	17.1
합계	351.61	41.78	11.9

자료: 증권전산.

40개가 넘는 증권회사가 존재함에도 불구하고 시장점유율을 17%까지 높인 상황이다.⁷⁴⁾ 앞서 살펴본 바와 같이 산업은행은 여전히 한국기업평가를 9% 이상 소유하고 있다. 따라서, 산업은행의 채권시장에서 영향력이 신용평가 업무의 ‘공정한’ 경쟁을 저해할 가능성이 존재한다.

실제 아래의 표들에서 볼 수 있듯이 산업은행이 주관사인 채권발행의 경우 한국기업평가의 시장점유율이 여타 금융기관이 주관사인 경우와 비교할 때 매년 높게 나타나고 있다. 이러한 상황에서 산업은행이 인수 및 주선을 담당하는 채권의 발행에서 ‘공정한 경쟁’이 이루어지기를 바라는 것은 무리일 것이며, 한국기업평가의 평가결과 역시 산업은행의 이해관계와 상충될 우려가 존재한다. 이해상충의 우려는 산업은행이 상당수 기업의 주 채권은행이며 기업구조조정과정에서 많은 기업들의 지분을 보유하게 되었다는 점에서 더욱 심각한 상황이다. 이와 같은 시장구조를 감안할 때 시장에서 보다 공정한 경쟁이 이루어질 수 있도록, 산업은행과 한국기업평가 간의 관계를 정리할 필요가 있다.

한편, 한국신용정보의 경우 기업공개를 실시하였음에도 여전히 은행이 주주로 포함되어 있다. 은행의 경우 회사채의 주요 투자자이며, 신용

74) 산업은행이 증권업의 고유업무인 인수·주선업무를 확대하는 것은 신용평가산업에 대한 논의를 제외하더라도 금융산업 전체적인 측면에서 시급하게 분석·검토되어야 할 문제로 판단된다.

〈표 4-10〉 주간사가 산업은행인 경우 신용평가를 받은 회사채의 발행금액 및 비중

(단위: 조원, %)

	한기평	한신정	한신평	전체 발행금액 ¹⁾
1999	0.50 (90.8)	0.36 (66.1)	0.02 (3.7)	0.55 (100)
2000	4.05 (68.4)	2.30 (38.8)	3.62 (61.2)	5.93 (100)
2001	8.50 (63.6)	6.59 (49.3)	6.80 (50.9)	13.35 (100)
2002	4.43 (91.7)	2.93 (60.5)	2.36 (48.9)	4.83 (100)
2003	5.10 (79.8)	4.41 (69.0)	3.49 (54.6)	6.39 (100)
2004	5.70 (86.7)	4.43 (67.4)	3.70 (56.3)	6.57 (100)
합계	28.28 (75.2)	21.02 (55.9)	20.00 (53.2)	37.62 (100)

주: 1) 산업은행의 전체 회사채 발행건수의 경우, 신용평가를 받은 회사채의 경우만을 포함시킴: 무보증(318건), 담보부(417건), 보증(1건)이 신용평가를 받음.
2) () 안은 산업은행 전체 발행금액 대비 신용평가회사별 발행금액 비중임.

〈표 4-11〉 산업은행을 제외한 경우 신용평가를 받은 회사채의 발행금액 및 비중

(단위: 조원, %)

	한기평	한신정	한신평	전체 발행금액 ¹⁾
1999	21.61 (72.4)	15.49 (51.9)	16.32 (54.7)	29.85 (100)
2000	36.62 (71.8)	22.37 (43.8)	28.38 (55.6)	51.03 (100)
2001	35.05 (56.9)	37.38 (60.7)	32.99 (53.6)	61.56 (100)
2002	36.73 (74.6)	30.38 (61.7)	28.99 (58.9)	49.26 (100)
2003	33.05 (79.4)	25.54 (61.4)	27.03 (65.0)	41.62 (100)
2004	14.58 (60.4)	16.99 (70.4)	17.43 (72.2)	24.15 (100)
합계	177.64 (69.0)	148.16 (57.5)	151.15 (58.7)	257.46 (100)

주: 1) 산업은행을 제외한 전체 회사채 발행건수의 경우, 신용평가를 받은 회사채의 경우만을 포함시킴: 무보증(1832건), 담보부(2906건), 보증(14건) 채권이 신용평가를 받음.
2) () 안은 전체 발행금액 대비 신용평가회사별 발행금액 비중임.

등급의 변화에 따라 자신의 경영성과 및 자산운용에 제약을 받는다는 점을 고려할 때 신용평가회사를 소유하는 것은 잠재적인 이해상충의 문제를 야기할 수 있다. 물론, 은행과 관련된 채권의 평가에서 한국신용정보가 상대적으로 유리한 경쟁환경을 가지게 될 우려도 존재한다.

2. 부수업무 수행에 따르는 이해상충의 문제

우리나라의 신용평가회사들은 부수업무로 정보의 판매, 추심업무, 컨설팅업무 등을 수행하고 있다. 한국신용평가의 경우 최대주주 중 하나인 한국신용평가정보가 채권추심업무를 수행하고 있으며, 한국기업평가는 컨설팅업무를, 한국신용정보는 자체적으로 채권추심업무를 수행하고 있다. 개별 신용평가회사들은 이와 같은 부수업무를 수행하고 있을 뿐 아니라 전체 매출에서 부수업무가 차지하는 비중이 작지 않은 상황이다.

〈표 4-12〉 우리나라 신용평가회사의 수익구조

(단위: 백만원, %)

한국신용평가 2003. 12. 31	영업수익	14,440	
	용역수입	1,504	10.4
한국기업평가 2003. 12. 31	영업수익	25,136	
	컨설팅	5,350	21.3
한국신용정보 2004. 06. 30	신용평가	7,688	
	신용정보	4,865	
	채권추심	20,777	
	시장조사	2,866	
	금융사업	-	
	기타	-	
	전략사업	2,371	
	계	42,166	
	채권추심 제외한 총계	21,389	
	비중(%)	11.1%	

자료: KIS Line.

부수업무의 수행이 신용평가업무와 동시에 이루어질 경우 신용평가 업무의 공정성에 영향을 미치거나 신용평가결과의 신뢰도를 훼손할 가능성이 존재한다. 예를 들어, 컨설팅업무를 수행하는 것은 컨설팅 결과가 경영에 반영됨에 따라 신용등급이 상승하였다는 분석을 초래할 우려가 존재하고 있으며, 채권추심업무를 수행하는 경우 본 업무인 신용평가업무가 채권추심업무를 잃게 될 우려에 의해 영향 받을 가능성이 존재하는 등 본업과 부수업무를 동시에 수행함에 따라 신용평가의 질이 실제 하락하거나 신용평가의 질에 대한 의문이 증폭될 가능성이 존재한다.

실제 <표 4-13>에 보고된 바와 같이 개별 신용평가회사의 부수업무 수행과 신용평가업무 수행실적을 살펴본 결과 신용평가업무를 의뢰한 대부분의 기업이 부수업무 수행을 의뢰한 것으로 나타나고 있다.⁷⁵⁾

<표 4-13> 개별 신용평가회사의 부수업무 수행과 신용평가업무 수행

A. 한국신용정보

채권추심업무 고객	신용평가 여부
KT	○
KTF	○
LGT	○
SK텔레콤	○
두루넷	○
하나로통신	×
리얼텔레콤	채권 발행 기록 없음
LG카드	○
삼성카드	○
외환카드	○
국민카드	○
현대캐피탈	○
산은캐피탈	○

75) 채권추심이나 컨설팅업무 수행에 대한 정보를 모두 취합한 것이 아니며 각사의 사업보고서와 Website에서 조사한 사례만이 포함되어 있어 누락된 사례가 존재할 가능성은 있다.

〈표 4-13〉의 계속

B. 한국기업평가

컨설팅 고객	신용평가 여부
대우종합기계	채권 발행 기록 없음
데이콤	○
부산도시가스	채권 발행 기록 없음
거평그룹	채권 발행 기록 없음
고합그룹	○
기아특수강	채권 발행 기록 없음
만도기계	채권 발행 기록 없음
신원	채권 발행 기록 없음
진도그룹	×
충남방직	○
한라건설	○
한국부동산신탁	채권 발행 기록 없음
한라시멘트	채권 발행 기록 없음
한라중공업	채권 발행 기록 없음
해태전자	채권 발행 기록 없음
영진약품	채권 발행 기록 없음
동산씨앤지	채권 발행 기록 없음

C. 한국신용평가

한신평정보를 통한 채권추심 고객	신용평가 여부
KT	○
KTF	○
SK텔레콤	○
데이콤	○
대우종합기계	채권 발행 기록 없음

자료: 각사 홈페이지 및 사업보고서; 증권전산.

부수업무의 수행이 필연적으로 등급에 영향을 준다고 단언할 수는 없으나 본 업인 신용평가업무의 공정성과 신뢰도를 강화하기 위해 제도적인 개선을 검토할 시점으로 판단된다.

3. 역사적 발전과정 및 제도 측면에서의 문제

시장의 수요에 의해 도입·발전된 미국의 신용평가회사제도와는 달리 우리나라에서는 신용평가산업이 채권시장의 발전을 위해 인위적으로 도입·육성되었다는 점을 감안할 필요가 있다.

미국의 경우 최소한 1975년 NRSRO라는 인증제도가 도입되기 전에는 진입에 대한 제한이 존재하지 않았으므로, 신용평가회사들이 경쟁을 통해 공신력(reputational capital)을 축적하였던 역사적 배경을 가지고 있으며, 최근의 비판에도 불구하고 이에 대한 시장의 신뢰도 구축되었던 경험이 있다.

반면 우리나라의 경우에는 외환위기 이전까지는 신용평가업무가 제도의 이식에 그친 측면이 있으므로, 신용평가회사의 신용등급에 대한 신뢰가 축적된 경험을 가지지 못하고 있다. 따라서 NRSRO들이 주장하는 것과 같이 부적절한 신용평가에 따라서 손상될 것을 우려할 정도의 공신력이 축적되어 있는지 의문스러운 상황이다. 따라서 신용평가회사들이 신용평가등급에 대한 공신력이 하락될 가능성에 대한 우려로 피평가 대상기업과의 관계 악화에도 불구하고 신용등급을 효율적으로 부여할 것이라는 기대를 하는 것이 상대적으로 어려울 것이다. 이에 더하여 신용평가회사가 3개 회사로 과점형태를 지니고 있는 상황에서 회사채 발행의 경우 2개 이상의 신용평가회사에게 신용등급을 부여받게 됨에 따라 신인도 하락에 따른 시장 퇴출 가능성은 거의 없다고 볼 수 있는 상황이다. 이와 같이 시장규율에 의한 감독이 신용평가회사에 작동하지 않을 가능성이 높다는 점을 감안할 때 금융감독기관 등에 의한 규제 및 감독이 미국에 비해 강하게 적용되어야 할 것으로 판단된다.

4. 신용등급에 대한 법리적 해석에서의 문제

우리나라 신용평가회사의 신용등급 관련 업무에 대하여 미국에 비해 보다 강한 규제가 필요하다고 판단된다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 신용등급이 금융감독 측면에서 보다 공식적으로 이용된다는 점뿐 아니라 사법부의 판결 근거로 이용된다는 점 또한 고려되어야 하기 때문이다. 미국의 경우 신용평가회사의 신용등급을 바탕으로 내려진 판례는 대부분 신용평가회사의 등급은 사적 의견의 표현이므로 이를 근거로(즉, 예를 들어 채권등급이 투자적격등급이라는 점을 근거로) 한 투자에서 손실이 발생했다고 하더라도 신용평가회사에 그 책임을 물을 수 없다는 견해를 보이고 있다.⁷⁶⁾ 예를 들어, 제퍼슨 학군 사건⁷⁷⁾은 1993년 차환 목적으로 제퍼슨 학군이 발행한 채권에 대하여 신용평가 의뢰를 받지 않은 Moody's가 1년 전의 자료를 토대로 동 채권에 대한 그릇된 기사를 전자정보망에 등록함으로써 학군에 손실을 초래하고 업무를 방해하였다는 취지의 소송 사건이었다. 1심 판결은 Moody's의 의견이 공공관심사에 대한 것이고 허위의 사실을 포함하지 않았다고 하여 수정헌법 제1조에서 보장하는 표현의 자유를 이유로 제퍼슨 학군의 청구를 기각하였는데, 이후 연방고등법원에서도 1심 판결을 유지하였다. 이와 유사한 논리로 대부분의 신용평가회사 관련 소송은 원고가 대부분 패소하였으며, 승소한 경우에도 피해액에 비해서 매우 미약한 보상만이 주어져왔다.⁷⁸⁾

이에 반해 우리나라에서는 신용평가회사의 등급으로 인한 손해배상 청구 사례는 아직 없으나 신용평가등급을 판결의 주요 근거로 사용한

76) 미국 오렌지 카운티 파산사건으로 잘 알려진 *County of Orange vs. McGraw-Hill Companies, Inc.*, 1998 US Dist.에서는 S&P가 미 헌법상의 표현의 자유가 언론사와 같은 특정인 또는 단체에 속하지 않고 표현의 자유를 행사하는 누구한테나 적용되는 것이므로 기업의 재무상태에 관하여 표시를 한 S&P의 자유가 보장된다는 주장이 법원에 의해 현실적인 악의(actual malice)가 없었다는 이유로 받아들여졌다.

77) 미국 제퍼슨 학군 사건으로 알려진 *Jefferson County School District No. R-1 vs. Moody's Investor's Services, Inc.*

78) 다만 미국 의회, 금융감독당국 및 학계에서 신용평가회사를 포함한 Gatekeeper에 대하여 보다 책임소재를 명확하게 할 필요가 있다는 주장이 제기되고 있어 향후 신용평가회사에 대한 법적 책임이 강화될 가능성이 있다. 학계의 논의로는 Partnoy(2004), Coffee(2003) 등을 참조.

사례가 존재하고 있다는 점에서 차이를 보인다. 대표적인 사례⁷⁹⁾로는 예금보험공사를 대리한 한국투자신탁증권 주식회사(원고)가 과거 한국투자신탁증권의 임원(피고)을 상대로 선량한 관리자의 주의 의무를 위반하여 원고에게 손해를 가하였으므로 그 손해를 배상하라는 청구에 대한 판결이다.⁸⁰⁾ 원고는 피고가 한국투자신탁증권의 임원으로 재직중이던 기간(1999. 3. 4~1999. 8. 26)에 대우계열사 발행의 무보증채권(기업어음 포함)을 매입하였는데 당시 대우계열사의 자금사정이 날로 악화되고 있던 상황에서 대우채권을 매입한 것은 피고의 선관주의 의무를 위반한 것이므로 손해를 배상하여야 한다고 주장하였다. 본 사건에 대한 판결은 다음과 같은 이유로 손해배상청구를 기각하였다. 판결에 따르면 신용평가기관들은 적어도 1998년 12월 말까지는 대우계열사들을 투자적격대상기업으로 평가하였으며, 대우계열사에 대한 신용평가등급이 투자부적격으로 하향한 것은 1999년 2월 시점이었고 피고들이 1999년 2월 이후에는 대우채의 보유 비율을 축소하였다는 점 등을 근거로 피고에게 책임이 없다는 판결을 내렸다.

이 판결은 신용평가회사의 평가등급을 기초로 투자행위를 할 경우 선량한 관리자의 의무를 다한 것으로 간주하고 있다는 점에서 중요한 시사점을 갖는다. 즉, 신용평가등급에 따라 적절한 평가를 한다면 손해배상청구에서 자유로울 수 있다는 것을 의미하기 때문이다. 따라서 우리나라 법원에서 신용평가등급을 공적 규율의 근거로 이용하고 있다는 점을 감안할 때 우리나라에서는 신용평가등급의 정확성이 보다 강하게 요구된다 하겠다.⁸¹⁾

5. 경제·사회적 차이의 문제

우리나라 신용평가산업의 시장환경에서 고려하여야 할 또 다른 문제는 우리나라의 경제·사회 구조의 특이성에서 기인한다. 앞서 SEC의

79) 서울지방법원 사건 2001가합45985 손해배상(기) 참조.

80) 신용평가등급을 인용한 판례로는 서울지방법원 사건 2001가합73553 손해배상(기)도 있다.

81) 이러한 측면에서 볼 때 우리나라에서는 미국 법원 및 NRSRO에 의해 주장되는 것과 같이 신용평가등급을 단순한 의견(opinion)으로 보기는 어렵다고 판단된다.

NRSRO 인증 기준에서 언급하였던 바와 같이 신용평가회사의 독립적이며 공정한 평가를 위해서는 신용평가회사와 피평가사 간의 적절한 거리 확보가 필수적일 것이다. 우리나라의 경우 이와 같은 거리 확보가 최소한 두 가지 측면에서 감안되어야 한다.

먼저, 우리나라의 경우 사회적 친밀도에 의해 공적인 업무가 영향 받을 가능성이 높은 것으로 일반적으로 여겨진다. 이러한 상황에서 신용평가회사와 회사채 발행기업 간의 관계가 지나치게 가까워진다면 평가업무의 공정성을 훼손할 가능성이 존재한다. 실제 1998년 이후 신용평가를 받은 기업들이 신용평가회사를 교체한 경우는 852개 회사 중 188개에 그치고 있어 한번 신용평가회사를 결정한 경우 대부분의 기업들이 신용평가회사와의 관계를 유지하는 것을 보여주고 있다. 물론 동일 신용평가회사와의 관계를 지속적으로 유지하는 것은 신용평가회사의 기업에 대한 이해도를 높이고 정보의 교환과정에서 발생할 수 있는 발행기업의 부담을 줄여준다는 점에서 긍정적인 측면이 존재한다. 그러나 이와 같은 관계가 지나치게 오래 지속될 경우 사적 친밀도와 거래관계에서 형성된 관행에 의해 신용평가업무가 적절하게 이루어지지 않을 우려도 증가한다. 이와 같은 우려가 회계감사의 경우 일정 기간이 지나면 감사법인을 교체하도록 한 주요 요인이었다는 점을 되새겨볼 필요가 있다.

〈표 4-14〉 기업에 따른 신용평가회사 변경 여부

전체 회사수	852
신용평가회사 유지 회사	664
신용평가회사 변경 회사	188

주: 기간(1998년 1월~2004년 4월).

한편 우리나라의 경우 계열구조를 형성한 기업집단이 다수 존재하고 있다는 점도 공정하고 독립적인 신용평가업무를 수행하는 데 장애로 작용하고 있을 가능성이 있다. 신용평가업무가 독립적으로 수행되기 위해서는 앞서 언급한 바와 같이 개별 평가대상에 대한 수수료 수입비중이

크지 않아야 한다는 것이 일반적인 견해이다.⁸²⁾ 그러나 우리나라의 경우 기업집단의 존재로 인해 개별 회사에 대한 수수료 비중은 낮더라도 기업집단별 수수료 비중은 매우 크게 나타날 가능성이 존재한다. 이 경우 신용평가회사가 ‘공정한’ 평가를 통해 기업집단의 한 계열회사의 신용등급을 적용할 경우 기업집단별 회사채 평가 물량 전체를 잃을 수 있다는 우려로 평가결과에 영향을 미칠 위험이 존재한다. 실제 기업집단별 신용평가회사의 평가 횟수를 살펴보면 기업집단별 선호가 반영되고 있는 것으로 판단된다. 이와 같은 현상이 경쟁을 통해 자연스럽게 발생하였다면 신용등급 부여에 영향을 주지 않겠지만 과거 신용등급 부여과정에서 발생한 의견 불일치로 인한 결과라면 신용평가회사의 독립적인 평가를 저해하고 있을 가능성이 있다. 기업집단 전체의 신용평가가 특정 회사에 집중되는 경우 감독기관의 보다 면밀한 주의가 요구된다고 판단된다.

〈표 4-15〉 계열집단 소속회사의 신용평가회사의 평가 횟수
(기간 1998년 1월~2004년 4월)

	A 평가사	B 평가사	C 평가사	전체
A 그룹	186	80	170	436
B 그룹	123	123	142	388
C 그룹	39	57	28	124
D 그룹	119	99	84	302
E 그룹	71	2	66	139
F 그룹	87	94	92	273
G 그룹	34	38	20	92
H 그룹	36	29	24	89
I 그룹	193	109	148	450
J 그룹	27	29	17	73
K 그룹	41	12	31	84

주: 기간(1998년 1월~2004년 4월).

82) S&P는 가장 큰 고객의 수수료 비중이 2% 미만이라고 보고하고 있다. SEC 청문회 자료에서 인용.

제5장 신용평가회사 관련 제도의 개선방향

제1절 카드채 사태에 대한 감독당국의 대응

카드채 사태로 신용평가회사에 대한 시장의 불만이 고조되고 감독기관의 역할에 대한 우려가 나타나자, 금융감독원은 보도자료를 통해 신용평가제도의 신뢰성 제고방안 발표를 통해 제도 개선 의지를 표명하였다.⁸³⁾ 금융감독원의 신뢰성 제고방안은 크게 나누어 신용평가회사에 대한 감독 강화와 평가능력 제고를 위한 신용평가회사의 자율적 추진 사항으로 되어 있다.

우선 신용평가회사에 대한 감독 강화를 위해 기업신용위험에 대한 공시확충, 신용평가정보의 일괄 공시 등을 실시하고 있다. 이를 통해 신용평가 정보에 대한 투자자의 접근 용이성 및 비교 가능성을 제고하여 시장 규율 강화를 꾀하고 있다. 또한 신용평가회사의 업무 공정성을 제고하기 위하여, 그간 여러 번 문제점으로 제기되던 컨설팅업무에 대한 제한을 실시하였다. 즉, 신용평가회사가 피평가사를 대상으로 컨설팅업무를 수행할 경우 유착에 의해 공정성이 저해될 우려가 있다는 이유로 동일 법인에 대한 신용평가업무와 컨설팅업무 동시 수행을 제한하였다. 다만, 이러한 제한에서 금융기관 등 제3자 의뢰에 의한 기업진단 등 업무성격상 신용평가의 공정성을 저해하지 않는 컨설팅업무는 제외되었다. 또한, 신용평가인력이 컨설팅업무를 수행할 수 없도록 방화벽을 설

83) 금융감독원 보도자료, 2003. 8. 26, 자본시장감독실 채권시장팀.

치하도록 권고하고 있다. 이와 함께 신용평가업무에 대한 내부통제 (quality review) 시스템을 강화하였으며, 연간으로 신용평가결과 분석 (default study)을 실시하여 신용평가결과의 적정성이 평가·비교될 수 있도록 하고 있다.

앞서 제시한 내용들 중 상당 부분이 이미 실행되고 있어, 과거에 비해 신용평가회사에 대한 감독 및 모니터링은 크게 개선된 것으로 평가할 수 있다. 개별 신용평가회사들은 2003년 신용등급에 대한 부도율 분석을 실시하였으며, 그 결과를 공개하고 있다.⁸⁴⁾ 이와 같이 꾸준한 제도 개선 노력이 지속적으로 이루어져야 할 것이며, 금융감독원의 최근 조치에서 포함되지 못한 이슈들에 대하여서도 추가적인 검토 및 개선이 필요할 것이다. 2절 이후에서는 앞 장에서 분석된 우리나라 신용평가회사의 이슈에 대한 정책 대응방안을 모색한다.

제2절 소유 및 지배구조의 개선

신용평가결과에 대한 신뢰도를 높이기 위해서는 우선 신용평가등급에 결정적으로 영향을 받게 되는 금융기관을 포함한 투자자와 신용평가회사 간에 적절한 거리가 확보되도록 하는 것이 필요하다. 소유·지배구조의 중요성은 BIS(2003) 및 SEC가 DBRS를 NRSRO로 인증한 No-action Letter⁸⁵⁾에 드러나 있다. BIS의 BASEL II 규제에 대한 제안에서 BIS는 금융감독당국이 외부신용평가기관(ECAI; external credit assesment institution)을 인증할 때 고려해야 할 기준 중 하나로 독립성 (independence)을 제시하고 있다. BIS는 외부신용평가기관이 독립적이어야 하며 외부의 정치적 또는 경제적 압력에 의해 신용등급 부여에 영향 받지 않아야 한다고 지적하고 있다. 또한 이사회나 주주구성 등이 이해상충을 일으키지 않아야 한다고 지적하고 있다. SEC는 소유·지배구조의 중요성을 직접적으로 언급한 적은 없으나, No-action Letter에서

84) 2004년 초 3사는 모두 부도율 분석결과를 공개한 바 있다.

85) No-action Letter to Dominion Bond Rating Service Limited(2003)

DBRS에 대한 구조에 대한 평가를 서술하면서 DBRS가 직·간접적으로 금융기관을 지배하고 있지 않으며, DBRS가 금융기관에 의해 영향 받지 않는다는 점을 평가내용에 포함하고 있다.⁸⁶⁾ 이는 금융기관과의 지배구조 연계가 공정한(fair) 신용등급의 산정에 필수적임을 인정하는 것으로 판단된다. 실제 주요 NRSRO의 경우에는 금융기관과 직·간접적으로 연계되어 있지 않다는 점도 감안할 필요가 있다.

현재 우리나라의 주요 신용평가회사 중 2개 회사의 지분을 은행 등 금융기관이 보유하고 있다는 점은 우리나라 신용평가등급의 신뢰도를 낮추는 점으로 작용할 우려가 있다. 정책적으로 신용등급을 부여받는데 있어서 영향 받을 수 있는 은행 등의 금융기관이 신용평가회사의 지분을 보유하는 것을 적어도 중장기적으로는 해소할 필요가 있다.

제3절 이해상충 문제 해결

우선 신용평가시장에서 신용평가회사가 공정한 평가를 수행할 수 있는 제도적 여건을 마련하는 것이 필요하다. 특히 근본적으로 신용평가 산업이 이해상충(conflict of interest)이 존재하는 산업이라는 측면에서 이를 방지하거나 최소화하는 노력이 요구된다.⁸⁷⁾ 즉, 본질적으로 신용평가 시장은 평가를 받는 기업이 평가수수료를 제공하기 때문에 앞서 언급한 바와 같이 이해상충의 여지가 큰 측면이 존재한다. 우리나라의 경우 회사채시장의 규모가 전체적으로는 그리 작다고 할 수 없으나 기업집단(재벌)의 존재로 인해 실제 고객의 수는 상당히 제한된 상황이다. 따라서 신용등급의 하향을 ‘과감하게’ 실시할 경우 발생할 수 있는 고객과의 관계 악화에 대한 우려가 선진 신용평가회사에 비해 신용등급 부여에

86) “DBRS does not directly or indirectly control any financial institutions, nor is it so controlled by such an institution.”위의 Letter에서 인용

87) 본 논문에 대한 세미나 참석자들과 한 논평자는 신용등급의 수요자인 금융기관이 신용평가 수수료를 부담하는 방식을 제안하였다. 아직까지 선진국에서도 도입되지 않은 방식이며 수수료의 부담방식 및 채권 발행기업의 영향력 감소에 따른 불만 등을 감안할 때 보다 심층적인 분석이 필요할 것이지만, 장기적으로 고려할 만한 가치가 있다고 판단된다.

보다 크게 영향을 끼칠 가능성이 있다.⁸⁸⁾ 이 경우 선진 신용평가회사들이 한 회사에서 받는 수수료 수입의 비중이 얼마 되지 않기 때문에 명성(reputation)을 희생하면서까지 부적절한 신용등급을 낼 유인이 없다는 논리도 우리나라에서 적용하기는 어려운 상황이다.

위에서 제기된 문제 이외에도 신용평가회사들이 피평가기관과 오랜 관계를 유지함에 따라 발생할 수 있는 유착관계를 방지할 필요가 있다.⁸⁹⁾ 회계법인과 피감기관 간의 오랜 유착에 의해 발생하였던 부실회계감사와 마찬가지로 신용평가업무가 오랜 관계에 의해 공정성을 잃을 가능성이 존재한다. 회계법인의 경우 일정 기간 이상 회계감사업무를 수행한 경우 더 이상 회계업무를 담당하지 못하도록 한 것을 기준으로 삼아 신용평가업무의 경우에도 일정 기간 이상 신용평가업무를 담당하였을 경우 교체를 의무화하는 것을 검토할 필요가 있다. 물론 현재 3개 신용평가회사가 시장을 과점하고 있는 상황이므로, 이를 통한 효과가 제한적으로 나타날 가능성이 존재한다. 그러나 일정 기간 이후 신용평가담당자를 교체하여야 한다는 규정이 도입된다면, 신용평가시장에 신규로 진입한 업체에 기회를 제공할 수 있으므로, 시장의 긴장도를 높이는 면에서도 기여할 수 있을 것으로 판단된다.

또한 신용평가업무 이외에 여타 서비스를 제공할 경우 여타 서비스에 대한 보상이 평가결과에 영향을 줄 가능성도 존재한다. 전술한 바와 같이 우리나라의 신용평가회사들은 신용평가업무 이외에 컨설팅이나 채권추심 등의 부수업무를 담당하고 있어 컨설팅이나 채권추심업무를 제공이 신용평가 결과에 영향을 미칠 가능성이 존재한다. 특히 채권추심이나 컨설팅을 수행하면서, 신용등급을 부여한 경우가 다수 존재한다는 점은 등급 부여의 신뢰도에 큰 흠결을 남길 수 있다.

미국의 경우에도 이에 대한 우려가 나타나고 있다. SEC의 Concept에서 부수업무 제공의 권유를 금지하겠다는 것을 NRSRO 인증의 조건으

88) 한 신용평가회사는 신용등급을 정상화(하향) 조정함에 따라 시장점유율이 크게 감소한 것으로 나타났다고 주장한 바 있다. 『월간조선』 2000년 9월호 “한국 신용평가기관의 평가는 과연 신뢰할 만한가?” 참조.

89) 유착관계로 인한 평가의 질 하락을 방지하기 위해 신용평가회사 임직원에 대한 영업행위준칙(증권회사의 경우 자산운용자에 대한 편의제공 금지 규정이 도입된 바 있음) 등을 제정하여 접대·향응의 제한 등을 도입할 필요가 있다.

로 포함해야 할 필요가 있는냐는 질문⁹⁰⁾에 대한 Northern Trust의 답변은 부수업무 등이 신용평가시장의 공정성에 미칠 수 있는 영향을 잘 보여주고 있다. Northern Trust는 “채권 발행사의 경우 원하는 등급을 받기 위해 부수업무를 수용할 수밖에 없다”고 진술하면서, 이런 행위를 금지해야 한다고 주장하고 있다.⁹¹⁾⁹²⁾

컨설팅이나 채권추심업무가 신용평가결과에 영향을 실제로 미쳤는지를 분석하는 것은 매우 어려운 일이지만, 부수업무 수행에 따른 신용평가업무의 질 하락에 대한 우려가 존재한다는 것 자체가 신용평가등급의 신뢰도를 낮출 수 있다고 판단된다. 따라서 부수업무가 신용평가업무에 영향을 줄 수 있는 경우 이러한 부수업무를 분리하는 것을 정책적으로 추진할 필요가 있다. 단기적으로는 신용평가결과를 공개할 경우에 부수업무로 어떤 업무를 담당하고 있는지를 공시하는 것이 필요하다. 업무의 분리에 시간이 필요하다면, 시장에서 최소한 부수업무를 평가업무와 동시에 실시하는지, 과거 평가사가 피평가기업과 어떤 관계를 가지고 있었는지 시장에서 평가할 수 있도록 해야 할 것이다.

한편 신용평가업에 대한 규정은 여타 신용정보업, 특히 채권추심업과는 본질적으로 차이를 가지고 있는 측면을 감안하여, 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」에 포함하기보다는 「증권거래법」으로 이전하는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

제4절 행위 규범과 운용의 투명성 확보

신용등급이 금융감독에 이용된다는 측면에서 신용등급은 공적 정보에 가까운 측면이 있다. 따라서 신용등급과 관련된 정보를 취급하는 신

90) Concept Question 47& 48 참조.

91) “……that of the linked service, the security issuer has no meaningful choice but to hire the rating agency to perform a service that the issuer does not need, in order to receive what is an essential service, the rating of a particular securities issue or other service ……”

92) 독일의 Simens, Data Conversion Specialist, 미국 California의 연금기금인 CalPers 및 일본의 R&I 등도 유사한 답변을 하고 있다.

용평가회사의 임직원에 대한 행위규범(code of conduct)이 규정되어야 할 것이며, 이를 어겼을 경우 적절한 제재가 이루어지도록 할 필요가 있다. 신용등급을 받는 것이 의무화되어 있는 상황에서 시장에 의한 평가에 따른 규율 확립이 어렵다는 점을 고려하여야 할 것이다. 신용등급이 적시에 변경되지 못한다는 비판이 시장에 존재하기는 하지만, 신용등급의 변화는 채권의 가격에 여전히 영향을 미칠 수 있다는 점에서 주식시장에서의 애널리스트에 준하는 규율이 이루어질 필요가 있다. 이와 같은 공적 규제는 신용평가회사에 대하여 미국의 사례를 참고하여 우리나라에서도 공정공시(Fair Disclosure)에 대한 예외를 인정하고 있는 점을 감안할 때 더욱 필요한 상황이다.⁹³⁾

특히 국내 자본시장의 취약성을 감안한다면 이러한 행위규범을 개별 회사의 윤리 규정에 위임하기보다는 보다 공적인 규제를 통해 실시하는 것이 바람직하다. 즉, 최소한 증권 관련 산업 종사자와 유사한 수준의 규제가 신용평가산업 관련 임직원에게도 적용될 수 있도록 제도적인 개선이 요구되는 시점이다. 예를 들어, 「증권거래법」과 「간접투자자산운용업법」에서는 임직원의 증권거래의 제한, 미공개 정보에 대한 누설 금지 등을 담고 있다.⁹⁴⁾ 반면, 신용평가회사의 임직원에 대한 직접적인 규제는 「신용정보이용및보호에관한법률」 및 관련 규정에 명시적으로 도입되지 못한 상황이다. 신용평가업무에 대한 시장의 신뢰도를 높이고 투명성을 강화한다는 측면에서 관련 법규를 제·개정할 필요가 있다고 판단된다. 특히 문제가 발생할 우려가 존재하는 것은 미공개 정보의 이용을 통한 유가증권에 대한 투자 및 피평가기업의 접대 및 향응 제공 등으로 볼 수 있다. 증권 관련 산업 종사자에 대한 사례를 기초로 제도를 정비하는 것이 바람직하다.

또한 신용평가회사의 조직 측면에서는 영업조직과 실제 분석업무를 담당하는 부서의 분리 및 신용등급 분석업무 담당자에 대한 보수가 영업실적과 상관없이 결정되도록 하는 것이 필요하다. 우리나라의 관행을

93) 상장법인공시규정 제5조의5(공정공시 의무의 적용예외) 참조.

94) 증권거래법 제42조(임원등의 매매거래의 제한), 제59조(정보의 제공 또는 누설의 금지), 간접투자자산운용업법 제15조(임직원의 유가증권매매 등의 제한), 제21조(미공개 운용정보의 이용금지) 등을 참조.

고려할 때 영업조직과 분석업무 담당 부서의 분리가 쉬운 일은 아니겠으나, 최소한 동일인이 영업과 분석을 담당함에 따라 발생할 수 있는 문제점을 완화해줄 수 있을 것으로 기대된다.⁹⁵⁾ 또한 분석업무 담당자에 대한 보수가 영업실적에 연동됨에 따라 발생할 수 있는 분석업무 담당자의 부담을 덜어줄 필요가 있다.⁹⁶⁾

한편, 시장에서는 한 회사에 대한 신용등급이 동일날짜에 자주 변경되는 것에도 의심의 눈초리를 보내고 있는 상황이다. 공정한 신용등급 부여가 자본시장에 공급될 수 있도록 감독기관의 꾸준한 모니터링이 필요할 것이다.

제5절 인프라 구축 및 감독 강화

앞서 제시한 여러 제도적 개선이 효과를 보기 위해서는 신용평가등급과 관련된 인프라의 구축이 중요하다. 신용등급의 적정성이나 채권 유통수익률 간의 관계 등을 평가하기 위해서는 무엇보다 먼저 부도 발생시 채권의 회수율(Recovery Rate)이 어느 정도 수준인지 파악할 수 있어야 한다. 실제 등급별 발행채권이 투자자에게 최종적으로 어떠한 수익률을 제공하였는지를 분석하기 위해서는 부도 발생 채권의 회수율이 필수적이기 때문이다. 미국의 경우 일찍이 Hickman(1958)의 연구에서 회수율을 감안한 최종 채권의 수익률 분석에서 투기등급 회사채의 수익률이 투자등급 회사채의 수익률보다 높게 나타난 것으로 밝혀진 바 있다. 즉, 위험을 어느 정도 감내할 경우 투기등급 채권에 대한 투자가 높은 수익률을 올리게 해줄 수 있다는 함의를 지니고 있었다.

이 연구결과는 Milken이 1970~80년대 이후 미국 Junk Bond 시장의 급성장을 주도하는 데 크게 기여한 것으로 알려지고 있다.⁹⁷⁾ 최근에도

95) 선호하는 신용평가회사가 있다고 답변한 펀드매니저의 경우 그 이유로 영업조직과 분석조직의 상대적인 분리를 그 이유로 들고 있다.

96) S&P 및 Moody's는 영업성과가 분석담당자의 보수와 연계되어 있지 않다는 점이 독립적인 평가를 위해 핵심적인 사항임을 강조하고 있다.

97) Sylla(2002) 참조.

〈표 5-1〉 미국 회사채의 투자수익률 분석

(단위: %)

평가등급	Default Rate	Promised Yield	Realised Yield	Loss Rate
I	5.9	4.5	5.1	-0.6
II	6.0	4.6	5.0	-0.4
III	13.4	4.9	5.0	-0.1
IV	19.1	5.4	5.7	-0.3
V-IX	42.4	9.5	8.6	0.9
No rating	28.6	4.8	4.6	0.2

자료: W. Braddock Hickman, *Corporate Bond Quality and Investor Experience* (Princeton: Princeton University Press, 1958), pp.10~11.

〈표 5-2〉 신용등급별 회수율

(단위: %)

신용평가등급	회수율
AAA	68.34
AA	59.59
A	60.63
BBB	49.42
BB	39.05
B	37.54
CCC	38.02
Default	0

자료: Altman and Kishore(1998).

Moody's 등의 신용평가회사는 부도 발생 이후 시장에서 거래가 체결된 가격을 조사하는 방법 등을 이용하여 회수율 통계를 작성하고 있다.

그러나 우리나라의 경우 부도채권에 대한 공식적인 거래시장이 형성되지 못하여, Moody's 등의 방법론을 원용하는 것은 불가능한 상황이다. 따라서 실제 부도채권을 보유한 금융기관들이 어느 정도 회수에 성공하였는지를 집계하는 방법이 현재 우리나라에서 회수율 정보를 구축할 수 있는 유력한 방안으로 판단된다. 다만, 금융기관의 입장에서 부도채권의

회수율 정보를 자발적으로 공개하는 것을 기대하기 어려운 상황임을 감안한다면, 정책적으로 회수율 정보를 집계·구축하는 것을 고려할 필요가 있다.

회수율 정보의 체계적인 구축은 우리나라의 투기등급 채권의 발행 활성화에도 기여할 것으로 판단된다. <표 5-3>에 보고된 바와 같이 우리나라의 채권 발행은 투자적격등급에 집중되어 있으며 투기등급의 회사채 발행은 미미한 상황이다. 본 연구를 위해 다양한 면접을 실시하는 과정에서 투기등급 채권의 발행 및 거래가 쉽게 일어나지 않는 이유에 대하여 실무를 담당하는 금융기관 임직원들은 크게 두 가지 측면에서 문제점을 제기하였다. 먼저, 투기등급 채권 발행기업의 회계정보에 대한 낮은 신뢰로 인하여, 투기등급 채권에 대한 인수 유인이 떨어진다는 지적이 있었다. 기업분석의 기초자료인 회계정보 신뢰도 제고를 위한 지속적인 노력이 필요하다고 하겠다. 이와 함께 부도 발생의 경우 실제 회수율이 어느 정도 되는지 체계적인 정보가 시장에 존재하지 않는다는 문제점이 지적되었다. 이에 따라 부도 발생과 관련한 기대수익률이 형성되지 못하는 점이 상대적으로 부도율이 높은 투기등급채권의 인수를 저해한다는 것이다. 따라서, 회수율 정보의 구축은 장기적으로 투기등급 채권의 발행을 촉진하여 신용도가 상대적으로 낮은 기업의 자본시장 접

<표 5-3> 신용등급별 무보증 일반회사채 발행 현황

(단위: 억원, %)

	2001		2002		2003		2004. 1~ 9	
	건	금액	건	금액	건	금액	건	금액
총 계	360	385,349	324	230,203	253	178,351	278	182,557
A등급 이상	170	219,133	105	135,927	120	116,760	110	120,690
BBB	149	93,154	165	77,420	105	44,924	158	60,436
(BBB+)	37	19,709	39	20,554	20	14,350	41	24,295
(BBB0)	66	48,904	59	32,316	49	18,926	79	24,461
(BBB-)	46	24,541	67	24,550	36	11,648	38	11,680
BB등급 이하	41	73,062	54	16,856	28	16,667	10	1,431

주: 신용평가등급은 발행 당시의 신용평가등급 기준임.

자료: 금융감독원.

근도를 높일 뿐 아니라 결과적으로 투기등급 채권 신용평가등급의 모수를 증가시켜 신용평가등급의 적정성 평가에도 기여할 것으로 판단된다.

이와 함께 신용평가회사에 대한 감독 강화 및 정기적인 평가를 실시할 필요가 있다. 앞서 서술한 바와 같이 우리나라의 신용평가회사에 대한 감독 및 평가는 여러 가지 이유로 미국에 비해 강조될 요인이 존재한다. 신용평가회사에 대한 감독 측면에서는 시장정보를 활용하여 일정 수준 신용등급과 시장수익률 간에 괴리가 발생할 때 이에 대한 점검을 실시하는 것을 고려할 수 있을 것이다. 또한, 과거 투신협회(현 자산운용협회)에서 담당하던 신용평가기관에 대한 평가제도를 다시 도입하는 것을 검토하는 것이 바람직해보인다. 현재 3개사의 과점으로 시장규율이 거의 작동하지 않는 상황임을 고려할 때 정보의 이용자 및 감독당국의 지속적인 점검이 신용평가등급의 적정성 제고에 크게 기여할 것으로 판단된다.⁹⁸⁾

한편, 감독 강화를 추진함과 동시에 신용평가회사에 지나친 부담이 지워지지 않도록 제도를 개선할 필요가 있다. 신용평가회사에 대한 지나친 규제는 신용정보의 원활한 생성에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 존재하기 때문이다. 우리나라의 신용평가회사는 「신용정보의이용및보호에 관한 법률」과 「증권거래법」에 의해 손해배상 책임에 노출되어 있다. 먼저 「신용정보의이용및보호에 관한 법률」 제28조에는 신용평가업무를 담당하는 신용정보업자가 자신에게 책임 있는 사유로 의뢰인에게 손해를 입힌 때에는 이를 배상하여야 한다고 규정되어 있으며, 「증권거래법」에서도 제14조에서 유가증권신고서의 기재사항 또는 그 첨부서류가 진실 또는 정확하다고 증명하여 서명한 공인회계사·감정인 또는 신용평가를 전문으로 하는 자에 대하여 손해배상 책임을 규정하고 있다. 「신용정보의이용및보호에 관한 법률」의 경우 신용평가를 받은 발행회사에 대한 책임을 묻고 있는 반면 「증권거래법」에서는 투자자에 대한 책임을 묻고 있어 규제 목적에 차이가 있다 하겠다. 현재 우리나라의 경우 회사채 발행에 있어서 피평가기업의 압력 및 관계 악화에 대한 우려가 신용평가등급의 적기(timely) 하향조정을 막고 있다는 일반적인 인식을 감안

98) 평가결과의 공개도 필수적으로 추진되어야 할 것이다.

할 때 원활한 정보의 생성을 위해서 「신용정보의이용및보호에관한법률」상의 손해배상청구 조항은 삭제하는 것이 바람직하다.⁹⁹⁾

이와 함께 신용평가의 내용에 대한 책임 측면에서는 분석의 한계를 명확하게 신용평가에 포함하도록 의무화할 것을 제안한다. 우리나라의 카드채 사태나 미국의 Enron 사태에서 볼 수 있듯이 신용평가회사들은 피평가기업의 정보제공이 원활하지 못하였던 점을 주로 강조한다. 신용등급의 이용자들은 신용등급의 부여가 어떠한 정보를 이용하여 이루어졌으며, 어떠한 정보의 이용이 불가능하였는지를 제공받을 필요가 있다. 예를 들어, 카드채 평가에서 신용카드회사들이 대환대출 및 연체율에 대한 정보를 적절하게 제공하지 못하였다면, 신용등급의 부여에서 이와 같은 사실이 분석의 한계로 포함되는 것이 등급의 적절한 해석에 기여하였을 것이다. 신용평가회사의 등급 부여에 있어서 분석의 한계로 명시되지 않은 사항으로 인해서 부실 평가가 발생한 경우에는 보다 명확한 책임을 물을 수 있게 제도를 변경하는 것이 신용등급의 정보가치를 높이는 데 기여할 것으로 판단된다.

마지막으로 신용평가에 대한 감독에 있어서 다양한 제재수단을 확보할 것을 제안한다. 현재 부적절한 신용평가에 대한 제재는 주의, 경고, 영업정지, 허가의 취소 등으로 규정되어 있다. 그러나 주의, 경고의 경우 현재의 과점구조를 고려할 때 규율효과가 미미할 것이며 영업정지는 회사채 발행기업의 선택을 축소한다는 면에서 이용될 가능성이 매우 낮다고 판단된다. 외환위기 이후 여타 금융업에 과징금을 포함한 금전적인 제재가 도입되었던 것처럼 규율을 강제할 수 있는 벌칙의 다양화가 고려되어야 할 것이다.

99) 미국의 NRSRO에 대한 제도 개선에서도 NRSRO가 보유한 면책조항 중 투자자에 대한 면책조항을 삭제하는 것이 주로 거론되고 있다.

제6장 결 어

자본시장의 건전한 발전을 위해 관련 인프라의 확충이 필요하다는 것을 언급하는 것 자체가 이제 진부한 이야기가 되어버릴 정도로 이미 여러 연구에서 강조되어 왔으며, 이에 대한 인식은 시장 참여자나 감독 기관 역시 공유하고 있을 것이다. 현대 채권시장의 인프라에서 신용평가회사의 역할은 지속적으로 증가하고 있으며, 은행 감독 기준으로 BASEL II가 도입될 경우 신용평가회사의 중요성은 더욱 커질 것이다. 따라서 회사채 시장을 포함한 금융시장의 안정적이고 건전한 발전을 위해 시장에 정보를 제공하는 신용평가회사제도를 지속적으로 점검·개선해야 한다.

물론 미국의 사례가 시사하듯이 여러 이해당사자가 만족할 수 있는 공정한 신용평가제도를 확립하는 것은 매우 어려운 문제일 것이다. 다만, 미국에서도 문제로 제기되었으며 아직 마땅한 해결책을 찾지 못한 부분(예를 들어, 피평가사가 수수료를 지불함에 따라 발생하는 문제 등)은 차지하더라도 우리나라 특유의 상황에 의해 발생하는 문제점의 해결은 정책적으로 추진하는 것이 채권시장을 포함한 자본시장의 발전을 위해 필요한 상황이다.

또한 개별 신용평가회사들은 경제적인 존재 이유인 잠재적인 자금공급자와 자금수요자 간의 정보 비대칭성의 축소를 공정한 위치에서 실시할 수 있도록 꾸준히 노력해야 할 것이다. 개별 신용평가회사들은 여러 가지 문제를 들어 시장에서 공정하고 보다 정확한 평가를 하기 어렵

〈표 6-1〉 신용평가회사들의 영업실적

(단위: 백만원, %)

	한국신용평가			한국신용정보			한국기업평가		
	순이익	총자산	ROA	순이익	총자산	ROA	순이익	총자산	ROA
1998	302	6,245	4.8	1,217	39,474	3.1	3,217	26,171	12.3
1999	1,328	7,961	16.7	3,262	43,577	7.5	4,476	40,283	11.1
2000	2,635	11,165	23.6	6,647	66,280	10.0	6,135	44,850	13.7
2001	4,958	16,109	30.8	7,341	64,719	11.3	6,548	36,659	17.9
2002	2,486	14,590	17.0	5,808	80,509	7.2	2,848	53,816	5.3
2003	3,218	17,920	18.0	1,254	82,118	1.5	4,612	55,921	8.2

주: 12월 결산일 기준.

다는 주장을 펴지만, 외환위기 이후 3개사 모두 단 한 번의 순손실을 낸 적이 없다는 점은 급변하는 우리나라의 금융시장을 고려할 때 상대적으로 심한 경쟁이나 위협에 처하지 않고 제도를 통한 암묵적인 보호 속에 성장하였다는 것을 보여주고 있다. 이에 더하여 사업보고서 등을 통해 살펴본 개별 신용평가회사의 보수수준은 상당히 높은 수준에 달하고 있는 것으로 나타난다.

신용평가제도가 정책적으로 도입된 후 매년 신용평가와 관련하여 발생하는 평가수수료는 우리 사회가 금융시장의 안정적인 성장을 위해 지불하는 비용으로 보아야 할 것이다. 신용평가회사가 처한 여러 가지 어려움에도 불구하고 신용평가회사의 존재 가치를 증명하기 위해서는 감독당국의 감독 강화 및 제도 개선과 더불어 신용평가회사 자체의 부단한 노력이 요구된다 하겠다.

참 고 문 헌

- 김병연·김동환·한상일, 『신용평가산업의 발전방향』, 한국금융연구원, 2000. 9.
- 김성수, 『신용등급, 최근의 몇 가지 오해에 대한 설명』, NICE Report
- 박현일, 『신용평가에 따른 손해배상청구의 법적 문제』, 한국경영법률학회
Vol.14, No.2, 2004.
- 오승현, 『신용평가제도의 바람직한 방향』, 한국증권연구원, 2001. 4.
- 오희장, 『신용등급변경이 주가가격평가에 미치는 영향』, 『경영학연구』, 제28권
제4호, 1999.11.
- 이혁준, 『2003년 신용카드 사태의 교훈과 신용평가사의 시각』, NICE Issue
Report, 2003.
- 한국기업평가, 『한국기업평가(주) 부도율 분석(1998~2003)』, 2004.
- 한국신용평가, 『부도율 분석』, 2004.
- 한국신용정보, 『장기신용등급 결과 분석』, 2004.
- AFP(Association for Financial Professionals), "Rating Agencies Survey: Accuracy,
Timeliness, and Regulation," November 2002.
- Altman, Edward., "Measuring Corporate Bond Mortality and Performance," *Journal
of Finance*, Vol. XLIV, No.4, 1989.
- Altman, Edward and V Kishore, "Default and Returns on High Yield Bonds:
Analysis through 1997," mimeo, NYU Salomon Center 1998.
- Baker, Kent and Sattar A. Mansi., "Assessing Credit Rating Agencies by Bond
Issuers and Institutional Investors," *Journal of Business Finance and
Accounting*, Vol. 29, November/December 2002.
- BIS, "Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information,"
BASEL Committee on Banking Supervision Working Paper, August 2000.
- BIS, "The New Basel Accord," Consultative Document, Bank for International
Settlements, April 2003.
- Cantor, Richard and Frank Packer, "The Credit Rating Industry," *Journal of Fixed
Income*, No.5, December 1995.
- Choi, Stephen., "Market Lessons for Gatekeepers," *Northwestern University Law
Review*, Vol 92, 1998.

- Coffee, Jr John., "Gatekeepers Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms," Working paper 237, the Center for Law and Economics Studies Columbia Law School, September 2003.
- Elton, Edwin J, Martin J. Gruber, Deepak Agrawal, and Christopher Mann, "Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds," *Journal of Finance*, Vol. LVI, No. 1, February 2001.
- Gilson, Ronald and Reinier H. Kraakman., "The Mechanisms of Market Efficiency," *Virginia Law Review*, Vol. 549, 1984.
- Hickman, Braddock., *Corporate Bond Quality and Investor Experience*, NBER, Princeton University Press, Princeton, 1958.
- Partnoy, Frank, "The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies," *Washington University Law Review*, Vol. 77 No. 3, 1999.
- Partnoy, Frank, "Barbarians at the Gatekeepers?: A proposal for a Modified Strict Liability Regime," University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper No. 14, 2004.
- Report of the Staff, "Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs," Senate Committee on Governmental Affairs, October 2002.
- SEC, "Concept Release on Rating Agencies and the Use of Credit Ratings Under the Federal Securities Laws," June 2003a.
- SEC, "Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets," January 2003b.
- Sylla, Richard., "An Historic Primer on the business of credit rating," in R. Levich, G Majnoni, and C. Reinhart(eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, 2002.
- White, Lawrence J., "Don't like the "power" of the bond rating firms? Basel 2 will only make it worse," in *Bumps on the road to Basel: An anthology of views on Basel 2*, CSFI, 2002a.
- White, Lawrence J., "The Credit Rating Industry: An industrial organization analysis," in R. Levich, G Majnoni, and C. Reinhart(eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, 2002b.

부록 A 설문지 및 답변 결과

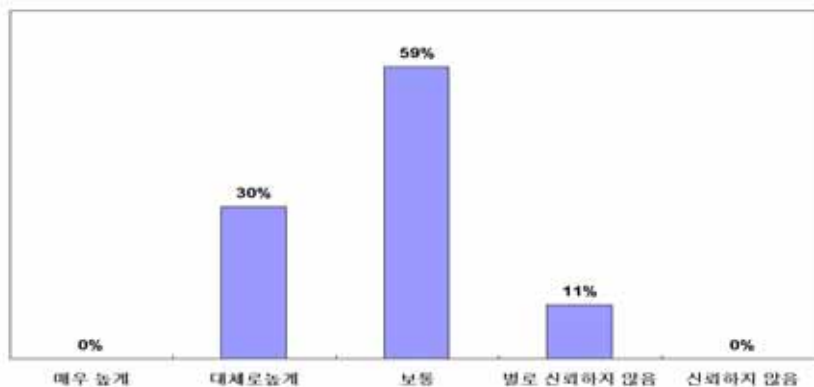
※ 한국개발연구원(KDI)은 “신용평가회사의 역할 개선방안”이라는 연구를 수행하고 있습니다. 이와 관련하여 신용평가회사 채권등급의 주이용자인 펀드매니저분들을 대상으로 다음과 같이 설문조사를 하고자 합니다. 바쁘시겠지만 설문에 적극적으로 참여해 주시면 연구에 큰 도움이 될 뿐 아니라 신용평가제도 개선을 통해 자본시장발전에 일조할 수 있을 것입니다. 설문의 응답은 연구의 목적으로만 사용될 것이며 이외의 어떠한 자료로도 사용되지 않을 것입니다. 귀중한 시간을 내주셔서 대단히 감사합니다. (참고로 미국 SEC의 경우 Enron 및 WorldCom 등의 금융사고 이후 신용평가회사제도를 개선하기 위한 움직임을 보이고 있습니다.)

근무하고 계신 회사명: _____

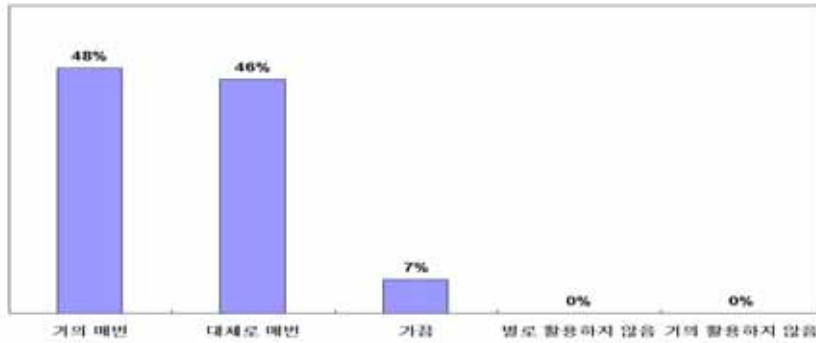
채권펀드 운용 경력: _____년

<등급의 질 관련>

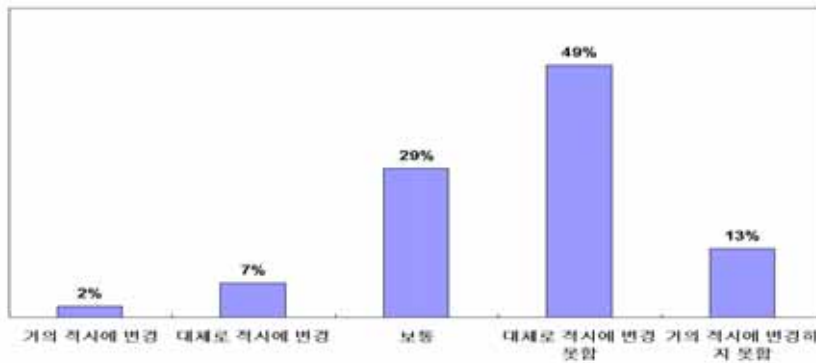
1. 신용평가회사의 평가등급을 어느 정도 신뢰하십니까?



2. 채권 매매에 있어서 신용평가회사의 평가등급을 얼마나 활용하십니까?



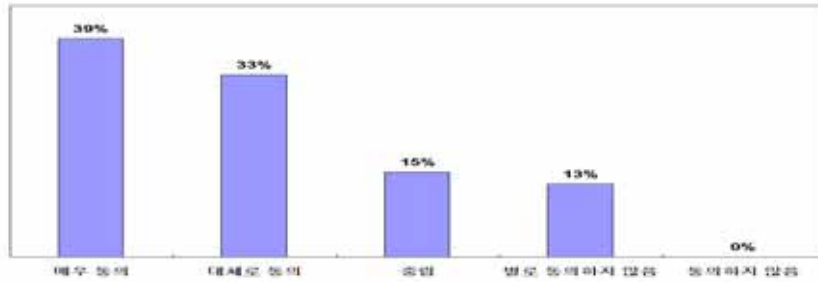
3. 시장에서는 신용평가회사의 등급이 기업의 부채 상환능력 변화를 적시에 반영하지 못한다는 우려가 존재합니다. 신용평가회사의 등급 변화 적시성에 대하여 어떻게 평가하십니까?



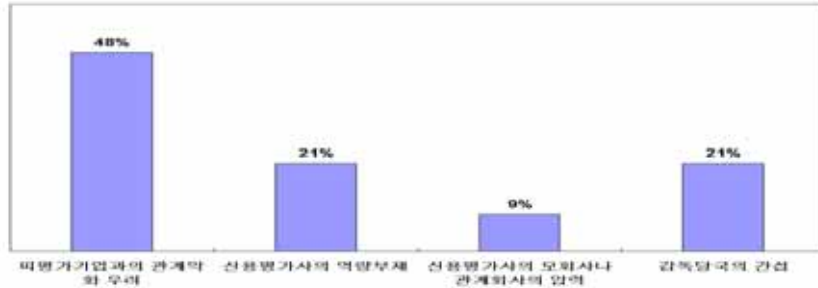
4. 신용등급 변화가 시장정보를 반영하는 채권 유통수익률 변화를 적절하게 반영한다고 생각하십니까?



5. LG 카드채의 경우 신용평가회사의 평가등급 하향 이전에 이미 시장에서 크게 할인된 가격으로 거래된 것으로 나타나고 있습니다. 펀드매니저의 입장에서 볼 때 신용등급 하향이 보다 빨리 이루어질 수 있었다고 보십니까?

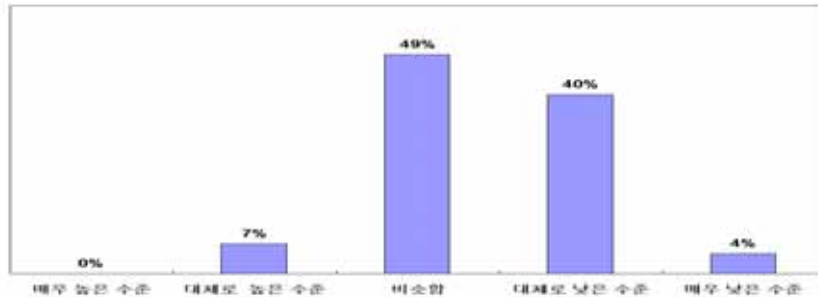


6. 신용평가등급의 변화가 적기에 이루어지지 않는다고 느끼신다면, 다음 중 어떤 요인에 의해 신용평가등급이 뒤늦게 반영된다고 생각하십니까?



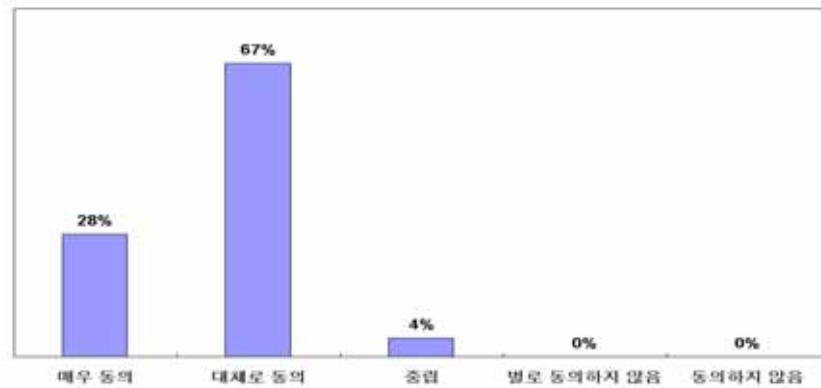
<업무규율 관련>

7. 공적 정보에 가까운 신용평가등급을 생산하는 신용평가회사의 임직원에게 대한 업무 규율 수준이 사적 시장인 증권 관련 산업에 비해 어떠한 수준이라고 생각하십니까?

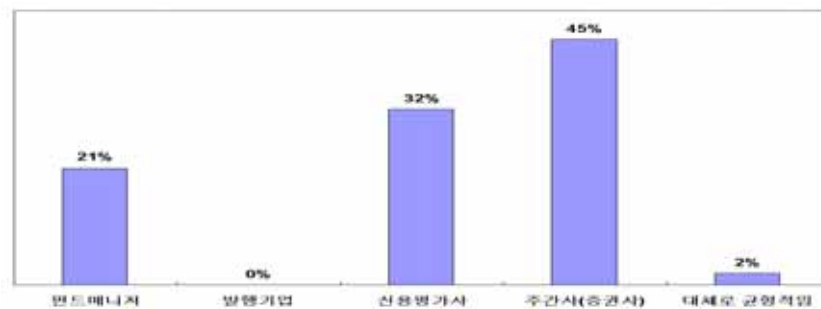


<이해상충 관련>

8. 발행기관에서 수수료를 받는 신용평가회사의 영업구조를 고려할 때 대형 고객의 경우 신용평가가 독립적으로 이루어지지 못할 우려가 존재합니다. 실제 등급 결정과정에서 발행사의 압력이 존재한다고 보십니까?



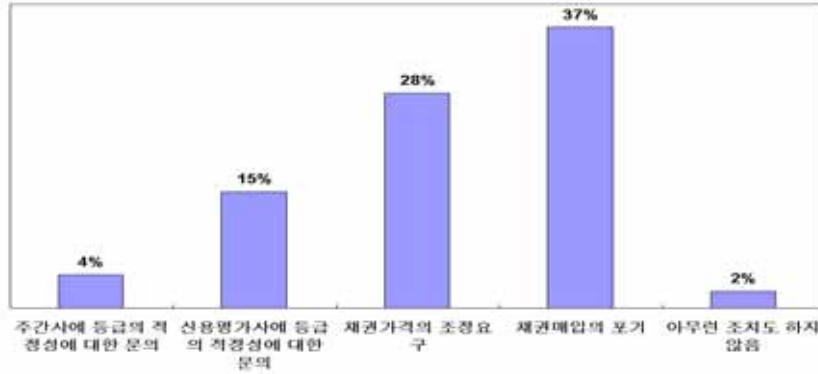
9. 채권시장의 발전을 위해서는 투자자(주로 펀드매니저), 발행기업, 주간사, 신용평가회사 등 4대 주체의 균형적인 역할이 필요하다는 것이 정설입니다. 우리나라에서 가장 취약한 교섭력을 가진 주체는 어디라고 생각하십니까?



10. 신규 발행된 채권 매입시 평가등급에 대하여 불만을 가지신 경우가 있습니까?

① 예(76.1%) ② 아니오(23.9%)

11. 8번 질문에 대하여 ‘예’라도 답하신 경우, 어떤 조치를 취하셨습니다?
(하나 이상 답하셔도 됩니다)

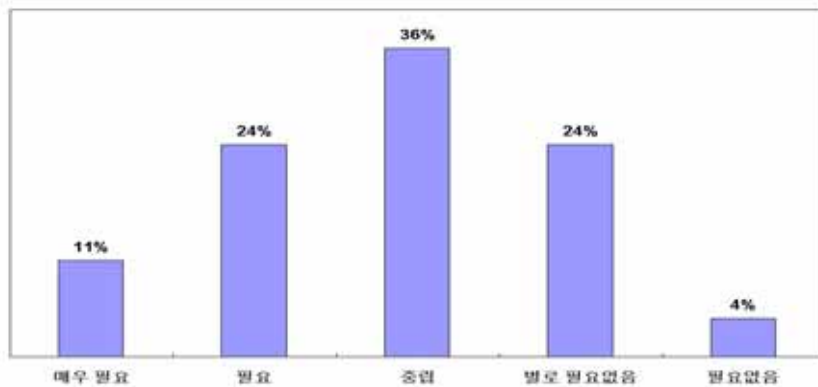


12. 9번 질문에서 ①~④에 해당하는 조치를 시도하신 경우, 만족스러운 결과를 얻으셨습니까?

① 예(42.4%) ② 아니오(57.6%)

<시장진입 관련>

13. 현재 우리나라 채권 평가기관은 3사가 과점체제를 형성하고 있습니다. 신규업체의 진입이 필요하다고 보십니까?



〈평가 관련〉

14. 과거 투신협회는 신용평가회사의 평가등급에 대한 평가를 실시하여 왔으나, 현재는 중단된 상태입니다. 미국의 경우 투자자 및 독립적인 기관을 통한 신용평가회사에 대한 평가를 정기적으로 실시하는 것을 고려중입니다. 신용평가회사에 대한 정기적인 평가가 필요하다고 보십니까?
① 예(93.5%) ② 아니오(6.5%)
15. 자체적으로 채권을 평가하는 업무를 담당하는 부서나 직원이 있습니까?
① 예(51.1%) ② 아니오(48.9%)

부록 B

개별 신용평가회사의 부도율 분석(1998~2003)

아래의 표는 1998~2003년 기간 동안의 우리나라 3대 신용평가회사의 누적부도율과 신용등급 이전행렬 분석을 각 회사가 2003년에 발표한 「부도율 분석」자료에서 취합한 것이다. 한국신용평가의 평가실적이 상대적으로 다소 우위에 있는 것으로 나타나고 있으나, 개별 회사별 평가 기업에 차이가 존재하기 때문에 실적을 직접적으로 비교하는 것은 주의가 요구된다. 누적부도율에서 3개 회사 모두 신용등급이 높을수록 부도율이 낮게 나타나고 있으며, 이전행렬도 안정적인 모습을 보이고 있어 신용등급의 정보가치는 과거에 비하여 크게 개선된 것으로 보인다.

〈표 B-1〉 누적부도율(1998~2003)

1. 한국신용평가

(단위: %)

	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.56	0.56	0.56
BBB	0.00	0.29	0.29	0.83	0.83
BB	4.51	6.74	8.99	10.35	10.35
B이하	10.08	11.73	12.77	12.77	12.77
투자등급	0.00	0.14	0.33	0.60	0.60
투기등급	5.99	8.06	9.95	10.83	10.83
전체	2.13	3.01	3.83	4.34	4.34

〈표 B-1〉의 계속

2. 한국기업평가

(단위: %)

	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	0.36	0.80	1.35	2.19	4.06
BB	2.70	4.34	5.46	5.46	5.46
B이하	12.50	15.80	18.81	18.81	18.81
투자등급	0.20	0.44	0.76	1.25	2.22
투기등급	5.05	7.10	8.74	8.74	8.74
전체	1.87	2.79	3.60	3.90	4.53

3. 한국신용정보

(단위: %)

	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	0.21	0.47	1.12	3.08	4.92
BB	3.27	5.68	7.64	8.82	8.82
B이하	14.16	17.70	20.57	20.57	20.57

〈표 B-2〉 신용등급의 이진행렬(1998~2003)

1. 한국신용평가(WR을 배제)

(단위: %)

		연말등급						계	
		AAA	AA	A	BBB	BB	B이하		D
연 초 등 급	AAA	100.0						100.00	
	AA	2.7	89.2	6.3	1.8			100.00	
	A		8.4	80.2	9.3		2.1	100.00	
	BBB			6.6	85.7	6.0	1.7	100.00	
	BB				5.9	78.5	9.4	6.3	100.00
	B이하					13.2	72.5	14.3	100.00

<표 B-2>의 계속

2. 한국기업평가(WR을 배제)

(단위: %)

		연말등급							계
		AAA	AA	A	BBB	BB	B이하	D	
연 초 등 급	AAA	98.39	1.61						100.00
	AA	6.80	81.55	10.68	0.97				100.00
	A		7.12	82.77	8.24	0.37	1.50		100.00
	BBB			5.33	88.00	4.67	1.56	0.44	100.00
	BB			0.33	10.30	75.42	10.30	3.65	100.00
	B이하				1.16	4.65	75.58	18.60	100.00

3. 한국신용정보(WR을 배제)

(단위: %)

		연말등급							계
		AAA	AA	A	BBB	BB	B이하	D	
연 초 등 급	AAA	100.0							100.00
	AA	6.1	81.6	12.2					100.00
	A		7.7	80.8	9.2	0.4	1.8		100.00
	BBB			6.1	84.1	6.9	2.7	0.3	100.00
	BB				8.6	79.9	7.2	4.3	100.00
	B이하					7.7	71.8	20.5	100.00

정책연구시리즈 2004-04
채권시장에서의 신용평가기능 개선을 위한
정책방향

2004년 12월 24일 인쇄 값 4,000원

2004년 12월 31일 발행

저 자 **임 경 목**

발행인 **김 중 수**

발행처 **한국개발연구원**

서울특별시 동대문구 청량리동 207의 41
청량사서함 113호, 대표전화: 958-4114
팩시밀리: 961-5092

등 록 1975년 5월 23일 제6-0004호

인 쇄 **신성인쇄**

© 한국개발연구원 2004

ISBN 89-8063-217-7

* 잘못된 책은 바꿔드립니다.