creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

법학석사 학위논문

중국 신용평가업 규제의 법정책적 과제

2020년 8월

서울대학교 대학원

법학과 상법 전공

金春来

국문 초록

신용평가는 자본시장의 건전한 성장에 있어 중요한 역할을 담당하고 있다. 그러나 2008 년 글로벌 금융위기의 확대에 기여하였다는 이유로 많은 비난을 받고 있다. 금융위기를 유발한 금융투자상품의 신용보강 과정에서 핵심역할을 담당하였다는 것이다. 그리고 부동산시장에 대한 지나치게 낙관적인 예측으로 이러한 금융투자상품에 실제보다 높은 등급을 부여하였다는 점도 지적되었다. 마지막으로 주택시장이 불안해지고 관련 증권들이 대거 상환되지 못하자 갑자기 신용등급을 하향조정함으로써 시장에 패닉을 초래하였다는 것이다. 이에 신용평가 관련 많은 논의와 연구조사가 이루어졌다. 그 결과, 발행자지급모델로 인한 이해상충의 문제, 과점사태 및 투자자에 대한 민사책임의 문제가 가장 주된 이슈로 주목받았다. 따라서 주요 금융강국들은 이를 중심으로 대규모의 규제개혁을 추진하여 신용평가에 대한 규제를 강화하였다.

신용평가에 관한 국제적인 개혁에도 불구하고 중국은 당시 신용평가규제를 강화할 필요성을 절실하게 느끼지 못하였다. 2008 년 글로벌 금융위기 과정에서 기타 국가처럼 막대한 영향을 받지 않은 점에서 비롯된 것으로 보인다. 하지만 그후 중국 자본시장이 급속히 성장함에 따라 신용평가시장의 문제점들이 날로 부각되어 경제발전의 커다란 걸림돌이 되었다. 이에 중국은 국제적인 동향과 기준에 비추어 뒤늦게 전면적인 개혁을 시행하였다. 그

결과 기존 규제체계를 대대적으로 보완하였고 신용평가 규제체계의 기본적인 골격을 정립하였다. 그러나 중국의 특수한 시장환경과 법정책환경으로 인한 정부의 간섭, 기관별 규제로 인한 감독규제의 역부족 및 투자자 민사구제의 부족 등 문제는 여전히 개선과제로 남아있다. 게다가 중국 국내 신용평가회사들은 불미스러운 사건들로 인해 국내외 신용평가시장에서 공신력을 잃어가고 있다. 이러한 사태는 중국 경제발전에 필요한 대규모의 자금조달에 부작용을 일으킬 수 있다. 이에 신용평가규제에 대한 지속적인 개혁은 시급하고 불가피하다.

이러한 맥락에서 본 논문은 중국 신용평가규제의 개선방안을 모색하는 목적 아래 신용평가의 사회적 가치, 규제 필요성 및 현존 문제점을 분석하였다. 이어서 미국, EU 및 한국의 규제개혁을 중점으로 살펴보는 것을 통해 중국 규제개혁에 대한 시사점을 모색하였다. 그리고 중국 신용평가시장 및 규제체계에 대한 심층적 분석을 통해 문제점을 발견하고 그 해결방안을 제시하였다.

주요어: 신용평가, 규제특권, 평판자본, 문지기책임, 이해상충, 과점, 투자자에 대한 민사책임

학번: 2018-24900

목차

국문 초록 *1*

제 1 장 서론 *1*

제 1 절 연구의 배경과 목적 1

제 2 절 연구의 방법 2

제 3 절 연구의 범위와 구성 3

제 2 장 신용평가의 의의와 구조 *5*

제 1 절 서언 5

제 2 절 신용평가의 개념과 유형 6

1. 신용평가의 개념 6

2. 유형 9

제 3 절 신용평가체제의 형성 및 발전 10

1. 신용평가의 연혁 10

2. 신용평가의 기능 13

2.1. 정보제공기능 13

2.2. 공적인증기능 15

2.3. 표준화기능 15

제 4 절 신용평가 규제의 필요성 16

1. 법리적 분석 16

1.1. 평판자본에 의한 자율규제의 실효 16

1.2. 투자자 자기책임 기능 저하 19

1.3. 문지기책임의 합리성 21

2. 실증 분석 24

제 5 절 현행 신용평가체제의 문제점 28

1. 이해상충의 문제 29

1.1. 형성원인 29

1.2. 해소 필요성 33

2. 과점의 문제 34

2.1. 형성원인 34

2.2. 해소 필요성 36

3. 투자자에 대한 민사책임의 문제 37

3.1. 법리적 분석 38

3.2. 사법 실무상의 문제 40

제 3 장 각국의 규제 개선을 위한 노력 44

제 1 절 서론 44

제 2 절 미국의 개혁 44

1. 이해상충문제 46

2. 과점 47

3. 투자자에 대한 민사책임 48

제 3 절 EU 의 규제 51

1. 이해상충문제 53

2. 과점 54

3. 투자자에 대한 민사책임 57

제 4 절 한국 규제 59

1. 이해상충 61

2. 과점 61

3. 투자자에 대한 민사책임 62

제 4 장 중국 신용평가의 구조와 개선과제 67

제 1 절 신용평가의 구조 67

1. 중국 신용평가의 연혁 67

1.1. 신용평가의 탄생 67

1.2. 신용평가의 발전 70

2. 신용평가시장 발전 현황 및 문제점 71

2.1. 이해상충의 문제 72

2.2. 과점의 문제 75

2.3. 투자자에 대한 민사책임의 문제 80

3. 규제의 구조와 문제점 81

3.1. 조기 규제 81

3.2. 최근 개혁 84

제 2 절 신용평가규제의 개선과제 90

1. 서언 90

2. 통합법 및 기능별 감독체계 91

3. 이해상충 94

3.1. 수수료 지급모델 94

3.2. 로테이션제도 95

3.3. 예비평가에 대한 통제 강화 97

3.4. 신용정보조회체계의 개선 97

4. 과점 97

4.1. 로테이션제도 98

4.2. 의존도 감축 98

4.3. 기타 방안 99

5. 투자자에 대한 민사책임 99

제 5 장 결론 104

참고문헌 107

Abstract *126*

그림 목차

그림 1: 25

제 1 장 서론

제 1 절 연구의 배경과 목적

본 논문은 중국의 신용평가제도 및 그 규제체계의 문제점에 대한 해결 방안을 제시하는 것을 목적으로 한다.

신용평가는 자본시장에서 정보비대칭을 완화하고 규제비용과 거래비용을 절감하는 중요한 역할을 수행하고 있다. 하지만 신용평가시장의 과점사태와 이해상충의 문제가 점차 격화됨에 따라 기존 평판자본에 의한 자율규제만으로 신용평가의 정상적인 기능을 유지할 수 없게 되었다. 또한 투자자들은 신용평가결과의 실제 사용자임에도 불구하고 적절한 보호를 받지 못하여 신용평가의 활용을 주저하고 있다.

신용평가가 국제적으로 주목받기 시작한 배경에는 2008 년 글로벌 금융위기의 확대에 기여한 요인 중 하나로 지적 받은 점이 있었다. 평판자본에 의한 자율규제에 지나치게 의존하고 적절한 규제가 미흡했던 것이 그 주요 원인으로 지적되었다. 이를 계기로, 신용평가규제에 대한 개혁열풍이 전세계 범위에서 일어났다. 개혁은 이해상충, 투자자에 대한 민사책임 관련 규제를 강화하고 과점사태를 완화하는 것에 집중되었다. 미국의 「도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자보호법」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. (2010). 이하 “도

드-프랭크법")과 EU 의 「신용평가회사에 대한 규정」(Regulation (EC) No 1060/2009 of The European Parliament and of The Council of 16 September 2009 on credit rating agencies. 이하 "CRA Regulation")의 2013 년 개정이 가장 대표적이다.

한편, 중국은 2008 년 글로벌 금융위기의 영향을 크게 받지 않았기에 그 당시에는 적극적인 개혁을 추진하지 않았다. 하지만 그후 중국 자본시장은 급속히 성장하였고 최근 정부에서 추진 중인 대형 프로젝트들로 인해 자금 조달수요도 급증하였다. 따라서 글로벌 투자자들은 중국 자본시장에 전례 없는 관심을 보여주고 있다. 그러나, 소위 차이나 디스카운트 문제들로 인해 투자결정을 망설이고 있다. 이러한 현상은 중국 기업 특히 국내 신용평가회사들의 불미스러운 스캔들과 연관된다. 더 큰 문제는 신용평가회사에 대한 불신이 금융규제체계에 대한 우려와 불신으로 이어졌다는 것이다. 이러한 맥락에서 신용평가규제체계의 정립을 통해 건전한 신용평가시장질서를 구축하고 신용평가회사들의 공신력을 향상시키는 것이 시급하다는 것이다. 이에 본 논문은 중국 신용평가체제의 문제점과 개선과제를 분석하고 그 개선방안을 도출하고자 한다.

제 2 절 연구의 방법

본 연구는 주로 신용평가 관련 중국 국내외 문헌, 법령, 정부기관의 정책자료(통계자료, 보도자료 및 연구보고서 등 포함), 판례, 기사 및 주요 신

용평가회사들의 공시자료(연간보고, 홈페이지 공시자료 등)의 분석을 통해 진행한다. 우선, 중국 국내외 문헌과 국제증권감독자기구 (International Organization of Securities Commissions, 이하 “IOSCO”) 및 구미 정부기관의 정책자료, 판례 및 주요 신용평가회사들의 공시자료를 통해 신용평가의 의의와 구조에 대해 설명한다. 다음으로 신용평가 규제 필요성과 신용평가 체제에 존재하는 문제점을 정리한다. 이어서 중국 개선과제에 대한 시사점을 확보하는 목적 아래 법령과 정책자료, 판례 및 국내외 선행연구문헌을 분석하는 것을 통해 미국, EU 및 한국의 규제개혁 및 그 문제점을 정리한다. 그리고 중국 국내외 문헌, 중국 법령, 정부기관의 정책자료, 기사 및 주요신용평가회사들의 공시자료들을 기초로 중국 신용평가시장의 연혁, 신용평가 체제 및 그 규제의 현황과 문제점을 정리한다. 특히 중국 신용평가시장의 특수한 문제점과 2019 년말 개혁후의 잔여과제를 중점적으로 분석한다. 마지막으로 앞의 논의로부터 얻은 시사점을 참고로 개선과제에 대한 해결방안을 모색한다.

제 3 절 연구의 범위와 구성

2008 년 글로벌 금융위기 분석과정에서 현행 신용평가체제의 많은 문제들이 지적되었다. 하지만 본 연구에서는 그중 가장 많이 논의되었고 주요 금융강국들의 중점 개혁대상으로 지목되었던 3 개 문제를 주요 연구대상으로 한다. 즉 이해상충의 문제, 과점의 문제 및 투자자에 대한 민사책임의 문제

에 한정하여 논의하고자 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다.

제 2 장에서는 우선 신용평가의 정의, 유형 및 그 연혁을 소개하여 본 연구를 위한 기초를 마련한다. 그리고 신용평가의 기능에 대한 소개를 통해 신용평가의 사회적 가치와 자본시장에서의 불가결의 역할을 제시한다. 이어서 신용평가의 규제 필요성을 이론적 및 실증적으로 논의한 후, 이러한 규제의 중점이 되는 현행 신용평가체제의 문제점을 논의한다.

제 3 장에서는 미국, EU 및 한국의 규제개혁을 중심으로 국제적인 개편 동향을 살펴보고 중국에 대한 시사점을 모색한다.

제 4 장에서는 중국 신용평가시장의 연혁을 소개한 후, 중국 신용평가시장의 특수한 문제들을 중점적으로 논의한다. 이어서 중국 규제개편의 연혁과 문제점을 논의한 후, 아직 해결하지 못한 문제점을 보완하기 위한 개선안을 제시한다.

제 5 장에서는 지금까지의 논의를 정리하고 결론을 내린다.

제 2 장 신용평가의 의의와 구조

제 1 절 서언

신용평가는 평가대상의 신용정보를 공시함으로써 정보획득비용과 자금조달비용을 절감하기에 자본시장의 원활한 작동에 중요한 기능을 하고 있다.[1] 오늘날 투자실태를 살펴보아도 다수의 투자결정이 신용등급에 의존하고 있듯이 신용평가회사는 자본시장을 형성하는 거대한 권력으로서 작동하고 있다.[2] 문제는 신용평가체제가 제대로 작동되지 않을 경우 자본시장의 발전을 저해할 수 있다는 것이다. 2008 년 글로벌 금융위기 분석결과에서도 지적된 바, Moody's Investor Service (이하 "Moody's"), Standard and Poor's Rating Services (이하 "S&P") 및 Fitch Ratings, Ltd. (이하 "Fitch") (이하 "3 대 신용평가회사" 라고 통칭)등 글로벌 신용평가회사들이 Mortgage-Backed Securities(이하 "MBS") 및 Collateralized Debt Obligations(이하 "CDO") 와 같은 서브프라임 모기지 구조화투자상품 및 그 위험이 자본시장에서 급속히 만연하는 것에 큰 역할을 하였다.[3] 이러한 상품에 대해 지나치게 높은 등급을 부여하였고 그후 서브프라임 사태가 악화되자 등급을 갑자기 떨어뜨림으

---

[1] 이인호, 한국의 신용평가제도 (서울대학교출판부, 2007), pp.2-3.

[2] 이채진, "신용평가회사의 책임과 투자자보호", 홍익법학, 제 15 권 제 2 호 (2014), p.299.

[3] Timothy E. Lynch, "Deeply and Persistently Conflicted: Cedit Rating Agencies in The Current Regulatory Environment", *Case Western Reserve Law Review.* Vol.59(2) (2009), pp.233-234; Deryn Darcy, "Credit Rating Agencies and The Credit Crisis: How The "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It", *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009(2) (2009), p.620.

로써[4] 시장에 패닉을 초래하였다는 것이다.[5] G20 정상회담에서도 기존 신용평가체제에 여러가지 이슈들이 존재하여 제대로 기능하지 못하고 있다는 문제의식이 확산되었고[6] 그 개선이 중요한 의제로 채택된 바가 있다.[7] 하지만 이처럼 수많은 지탄과 의심을 받고 있음에도 불구하고 자본시장에서의 신용평가회사의 위상은 크게 동요되지 않았다. 이와 같은 아이러니한 현상을 이해하기 위하여는 우선 신용평가의 개념, 오늘날 위상이 이루어진 과정 및 그 역할에 대해 살펴보는 것이 필요하다.

제 2 절 신용평가의 개념과 유형

1. 신용평가의 개념

신용평가에 대한 전 세계범위에서 통용되는 법률적 개념은 아직 형성되지 않았고 각 규제당국에서 각자 정의하고 있는 실태이다.[8] 그중 가장 대표적인 미국에서는 신용평가는 기업채무자, 또는 특정 증권이나 금융상품 관

---

[4] 2007 년 12 월부터 글로벌 신용평가사들은 서브프라임 모기지 관련 구조화상품의 신용등급을 급격히 하향조정하기 시작하였다. 그 상세한 소개는 Deryn Darcy (2009), 전게논문, pp.621-622 를 참고할 수 잇다.

[5] 박훤일, "글로벌 금융위기로 대두된 신용평가회사 이해상충 문제의 해결방안", 증권법연구, 제 12 권 제 1 호(2011), pp.113-114.

[6] 박임출, "신용평가 규제법제의 입법론적 과제", 증권법연구, 제 10 권 제 2 호(2009), p.221.

[7] 2008 년 G20 워싱턴 정상회담, 2009 년 4 월 G20 런던 정상회담, 2010 년 11 월 G20 서울 정상회담에서 모두 신용평가제도 및 그 규제체계에 대한 논의가 이루어졌다. 더 구체적인 소개는 김필규, "신용평가 관련 규제체계 개선의 내용과 시사점", BFL, 제 45 호(2011), pp.48-50 참고.

[8] Herwig M. Langohr & Patricia T. Langohr, *The Rating Agencies and their Credit Ratings* (A John Wiley and Sons, 2008), p.23; Arad Reisberg, "The Future Role of Credit Rating Agencies in Contemporary Financial Markets - A Theoretical Perspective", in Dan Prentice and Arad Reisberg (eds), C*orporate Finance Law in the UK and EU* (OUP, 2011), p.171.

련 신용도에 대한 평가를 의미한다고 정의하고 있다.[9] 신용평가를 구성하는 필수적인 요소들만 포괄적으로 규정하고 있는 것으로 보인다.[10] 중국도 크게 다름없이 신용평가는 경제주체 또는 채무금융상품에 영향을 미칠 수 있는 신용위험 요인을 분석하고 그 상환능력과 상환의사에 대해 종합적으로 평가하여 사전 정의된 부호로 표시하는 것이라고 정의하고 있다.[11]

더 심층적인 이해는 실무에서 형성된 정의를 통해 알아볼 수 있다.[12] 가장 대표적인 3 대 신용평가회사의 정의를 살펴보면, 용어 선택상 어느 정도의 차이는 있지만 그 핵심내용에 있어 상당한 공통성을 보여주고 있다. 모두 금융상품의 원리금을 적시에 상환할 가능성 또는 발행자의 전반적인 상환능력을 평가대상으로 하고 있다. 또한 사실 그 자체가 아닌 미래지향적인 의견인 점을 강조하고 있다. 예컨대, Moody`s 는 신용평가를 비금융기업, 금융기관, 구조금융, 프로젝트금융 및 공공부문이 발행한 금융부채의 상대적 신용위험에 대한 미래지향적인 의견이라고 포괄적으로 정의하고 있다. 그리고 신용위험을 기업이 계약상 채무를 이행하지 못할 위험 및 채무불이행 또는 잠식이 발생할 경우 예측되는 재정적 손실이라고 정의하고 있다.[13] 중국

---

[9] Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78c(a)60.

[10] 한국은 신용평가는 금융투자상품, 기업, 집합투자기구, 국가, 지방자치단체 등의 신용상태를 평가하는 것을 의미한다고 정의하고 있다. 자본시장법 제 9 조 제 26 항 제 2 호. EU 도 비슷한 법률 정의를 채택하여 신용평가는 확정되고 정의된 등급분류 순위체계를 사용하여 발표한 법인, 채무 또는 금융부채, 채무증권, 우선주 또는 기타 금융상품, 또는 이러한 부채, 채무증권 또는 금융상품의 발행자의 신용도에 관한 의견을 의미한다고 정의하고 있다. CRA Regulation, Aticle3(1)(a).

[11] 신용평가업관리임시시행방법(信用评级业管理暂行办法), 제 2 조.

[12] Herwig M. Langohr & Patricia T. Langohr, 전게서, p.24.

[13] Moody`s, Moody`s Rating Symbols & Definition, December 2019, p.5. Available at

신용평가회사들도 크게 다를 바 없다. 신용평가를 발행자의 적시 상환능력과 상환의지 및 각 유형 채무의 원리금 상환 가능성 또는 예상되는 손실에 대한 평가라고 정의하고 있다. 그리고 신용평가는 미래지향적인 의견이고 사실 그 자체가 아닌 점을 강조하고 있다.[14]

이와 같이 실무 및 규제상의 정의는 대체적으로 비슷하고 점차 수렴되는 추세를 보여주고 있다. 중국 국내외 학자들의 논의를 살펴보아도, 특정 발행자 또는 특정 금융상품의 신용도를 평가대상으로 하는 점과 신용평가를 "의견"으로 보는 점에서 대체적으로 합의가 이루어진 것으로 보인다.[15] 이에 신용평가의 본질적인 특성에 대해 더 논의할 실익이 크지 않다고 생각한다.

위 정의들에 비추어, 본 논문은 신용평가를 이해관계자로부터 독립적인

---

https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx (Accessed Jan. 2, 2020). S&P 및 Fitch 정의 https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352 (Accessed Jan. 2, 2020), https://www.fitchratings.com/site/definitions (Accessed Jan. 2, 2020)에서 확인할 수 있다.

[14] 中诚信国际信用评级有限公司, "평가 정의", 2014. 5. Available at http://www.ccxi.com.cn/cn/Init/baseFile/1005 (Accessed 2020.1.23); 大公国际资信评估有限公司, Available at http://www.dagongcredit.com/index.php?m=content&c=index&a=lists&catid=214 (Accessed 2020.1.23)

[15] 대표적인 주장들은 아래 문헌에서 찾아볼 수 있다. Herwig M. Langohr & Patricia T. Langohr, 전게서, p.85, p.89, Stephen Harper, "Credit Rating Agencies Deserves Credit for the 2007-2008 Financial Crisis : An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act", Washington and Lee Law Review, Vol.68(4) (2011), p.1930, Aline Darbellay, Regulating Credit Rating Agencies (Edward Elgar, 2013), p.29, Ahmed Naciri, *Credit Rating Governance: Global credit gatekeepers* (Routledge, 2015), p.1 및 Arad Reisberg , 전게서, p.173. 한국의 학자들도 비슷한 주장을 하고 있고 황창선, "심포지엄: 자본시장법 개정의 주요 과제: 자본시장법의 개정과 신용평가 관련 법체계의 정비", 연세 글로벌 비즈니스 법학연구, 제 3 권 제 1 호(2011), p.36 및 박훤일, "정보화 시대의 전문가책임에 대한 고찰", 상사법연구, 제 31 권 제 2 호 (2012), pp.481-482 등 논문에서 확인할 수 있고 일부 경제학 저서에서도 비슷한 정의들을 찾아볼 수 있다. 중국의 대표적인 문헌으로 石新武, 资信评估的理论和方法, 经济管理出版社, 2002 年, p.10, 郭敏华, 信用评级, 中国人民大学出版社, 2004 年, p.3, 朱荣恩, 丁豪樑, 袁敏, 资信评级, 中国时代经济出版社, 2006 年, p.17 및 洪玫, 资信评级, 中国人民大学出版社, 2006 年, p.1 을 참고할 수 있다.

위치에 있는 제 3 자가 특정 금융상품의 상환가능성 또는 그 발행주체의 상환능력을 평가하는 것이라고 정의한다.

2. 유형

신용평가는 구분 기준에 따라 여러 유형으로 구분할 수 있다.

발행자의 의뢰에 따라 수수료를 받고 수행하는 신용평가를 의뢰평가라고 한다.[16] 이와 달리 의뢰와 무관하게 신용평가회사에서 독자적인 판단으로 수행하는 신용평가를 무의뢰평가라고 한다.[17] 의뢰평가는 발행자에 의해 의뢰되고 수수료를 지급받는다. 이에 의뢰자의 간섭 또는 협박에 의해 실제보다 높은 등급을 부여할 수 있기에 공정성 및 객관성이 약화될 수 있다.[18] 반면, 무의뢰평가는 발행자의 입김에 좌우되지 않고 객관적인 정보를 시장에 공시할 수 있다.[19] 그러나 무의뢰평가는 공개정보에 주로 의존하기에 상대적으로 낮은 등급을 주는 경향이 있다.[20] 또한 신용평가회사들이 시장점유율을 높이는 수단으로 악용할 가능성도 있다.[21] 신용평가회사들이 고의로 낮은 등

---

[16] 홍영복, 신용평가의 유효성 연구 (블루칩, 2006), p.33.
[17] 홍영복, 전게서, p.34.
[18] Kia Dennis, "The Rating Game: Explaining Rating Agency Failures in the Buildup to the Financial Crisis", *University of Miami Law Review*, Vol. 63 (July 2009), p.1137; Mia Mahmudur Rahim, "Credit rating agencies' roles have to be reassessed", *Law and Financial Markets Review*, Vol.4(4) (2010), p. 435.
[19] 김병기, 새로운 경제권력 신용등급 (매일경제신문사, 2013), p.285
[20] Jeffrey Manns, "Rating risk after the subprime mortgage crisis: a user fee approach for rating agency accountability", North Carolina Law Review, Vol.87(4) (2009), p.1054; Tim Wittenberg, "Regulatory Evolution of the EU Credit Rating Agency Framework", *European Business Organization Law Review*, Vol.16(4) (2015), p.679.
[21] Jeffrey Manns (2009), 전게논문, p.1053; Lawrence J. White, "Markets: The Credit Rating Agencies", Journal of Economic Perspectives, Vol.24(2) (Spring 2010), p.216.

급을 남발하여 대상기업들에게 압력을 가할 수 있다는 것이다.[22]

이 외에도 평가대상에 따라 발행자신용평가와 특정채무신용평가로 구분할 수 있고,[23] 평가시점에 따라 예비평가, 본평가, 정기평가, 수시평가로 구분할 수 있다.[24]

제 3 절 신용평가체제의 형성 및 발전

1. 신용평가의 연혁

1970 년대까지의 신용평가산업의 발전사는 미국 신용평가산업의 발전사라고 말해도 과언이 아니다.[25] 신용평가회사는 채권시장이 발전됨에 따라 날로 커져가는 투자정보의 공시요구에 부응하여 자생적으로 출현한 것이다.[26] 1909 년에 John Moody 가 미국의 철도회사들이 발행한 채권의 등급을 매긴 "rating manual"을 작성하여 투자자들에게 판매하였다. 이는 오늘날 신용평가의 의미에 가까운 최초의 신용도 자문서비스로 알려져 있다.[27]

신용평가회사가 오늘날의 막강한 영향력을 가지게 된 것은 시장에서 자

---

[22] Arthur R. Pinto, "Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States", *The American Journal of Comparative Law*, Vol.54 (2006), p. 344; Mia Mahmudur Rahim (2010), 전게논문, pp. 435-436.

[23] 구체적인 소개는 김병기, 전게논문, p.260 및 황창선 (2011), 전게논문, p.36 참고.

[24] 구체적인 소개는 아래 문헌에서 찾아볼 수 있다. 홍영복, 전게서, p.24, 정원현, 조원무, 신용평가의 이해와 활용 (새로운 제안, 2012), p.37, 김병기, 전게서, p.283.

[25] Richard Sylla, "A Historical Primer on the Business of Credit Rating", in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, and Carmen M. Reinhart, eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* (Boston, 2002), p.20.

[26] 보다 상세한 소개는 Richard Sylla, 전게서, pp.23-25 에서 참고할 수 있다.

[27] Richard Sylla, 전게서, p.20; 이채진 (2014), 전게논문, p.301.

발적으로 이용되었던 신용평가가 규제목적으로 이용되기 시작해서부터다.[28] 1936 년에 미국 통화감독청(the US Office of the Comptroller of the Currency, 이하 "OCC")은 투자증권규정(Investment Securities Regulation of February 15, 1936)을 통해 국립은행 주 연방저축시스템내 구성원은행은 투자적격 증권에 해당하는 채권만 투자할 수 있도록 규제하기 시작하였다.[29] 그 결과 은행 및 보험회사가 자신의 채권을 취득하기 쉽게 하기 위하여 발행자는 신용평가를 받아야만 했기에 신용평가가 더 보편화되었다.[30] 1970 년 Penn Central 의 82 백만 달러 상당의 기업어음 부도사태로 인해 투자자들은 발행자의 재무상태에 대한 의심에 투자를 꺼려하였다.[31] 이에 초조한 투자자들을 안심시키기 위해 발행자는 자기비용으로 신용평가를 받기 시작하였다.[32] 그 결과 새로운 채권 발행 시 최소 한개의 신용평가를 받는 것이 시장관행으로 정착되었다.[33] 1975 년에 SEC 는 Nationally Recognized Statistical Rating

---

[28] Lawrence J. White, "The Credit Rating: An Industrial Organization Analysis", in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, and Carmen M. Reinhart, eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* (Boston, 2002), p.51; 이원삼, "미국 신용평가회사개혁법의 제정과 우리법상 입법정책적 시사점", 비교사법, 제 15 권 제 1 호(2008), pp.379-380.

[29] Lawrence J. White, "Credit Rating Agencies: An Overview", Annual Review of Financial Economics, Vol.5(2013), p.100; Hickman W. Braddock, *Corporate Bond Quality and Investor Experience*, (Princeton University Press,1958), pp.144-145.

[30] Frank Partnoy, "The Paradox of Credit Ratings", in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, and Carmen M. Reinhart, eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* (Boston, 2002), pp.70-71 에서 더 상세한 소개를 찾아볼 수 있다.

[31] Richard Cantor & Frank Packer, "The Credit Rating Industry", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review,* Vol.19(2) (Summer/Fall 1994), p.4; Frank Partnoy (2002), 전게서, p.72.

[32] Richard Cantor & Frank Packer (1994), 전게논문, p.4; Frank Partnoy, "The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies", Washington University Quarterly, Vol.77(3) (Fall, 1999), p.652.

[33] Richard Cantor & Frank Packer (1994), 전게논문, p.4.

Organizations(이하 "NRSRO")제도를 도입하였다.[34] 이 개념은 금융분야는 물론, 교육분야에서도 광범위하게 사용되었던 것이다.[35] 그 결과 신용평가의 적용범위가 전례없이 확대되었다. 그 후 바젤은행감독위원회 (Basel Committee on Banking Supervision, 이하 "BCBS")에서도 외부신용평가기관 (External Credit Assessment Institutions, 이하 "ECAI")제도를 도입하였다.[36] 그 기준은 NRSRO 지정 기준과 유사하였기에[37] 신용평가의 규제활용이 세계 다수 국가에 도입되는 것을 촉진하였다.[38]

주요 국가들의 신용평가 연혁을 살펴보면, 구미 국가의 신용평가회사는 시장발전수요에 따라 자생적으로 발전해온 것이다. 이와 달리 한국과 중국의 신용평가는 정부의 주도에 도입된 것이다.[39] 다만 후술된 내용을 살펴보

---

[34] Amy K. Rhodes, "The Role of the SEC in the Regulation of the Ratings Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?", Seton Hall Legis. J., Vol.20 (1996), p.321; 김화진, 자본시장법 이론 (박영사, 2016), p.123.

[35] Alessandro Gullo & Isaac Lusgarten, "Credit Rating Agencies Opportunities for Legal and Regulatory Reform", Banking & Financial Services Policy Report, Vol.28(3) (March 2009), p.16. U. S. Securities and Exchange Commission, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2003, January 2003 (이하 "SEC(2003)"), pp. 6-8 에서 상세한 소개를 찾아볼 수 있다. Available at https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf (Accessed Jan. 7, 2020).

[36] Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework Comprehensive Version, June 2006, p.19, pp.27-28. Available at https://www.bis.org/publ/bcbs128.htm (Accessed Jan. 7, 2020)

[37] Christopher M. Bruner & Rawi Abdelal, "To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy", *Journal of Public Policy*, Vol.25(2) (2005), p.196.

[38] Fabian Dittrich, "The Credit Rating Industry: Competition and Regulation", Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln (June 4, 2007), p.17.

[39] 오세경, 황인덕, "글로벌 금융위기 이후 신용평가산업의 환경변화 고찰과 주요 현안에 대한 정책제안", 한국증권학회지, 제 41 권 1 호(2012), p.17; Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, "Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit

면 도입된 배경 및 정부의 통제 정도에 있어 한국과 중국 또한 상당한 차이가 있다는 것을 알 수 있다. 이러한 이유로 중국은 규제이념 및 방식에 있어 여타 국가와 상당한 차이가 있고 현행 신용평가체제에 보편적으로 존재하는 문제점에서도 다소 다른 점을 보여주고 있다.

2. 신용평가의 기능

거시경제 시각에서 볼 때, 신용평가회사는 새로운 리스크의 침입을 통제하는 문지기역할을 수행한다. 신용등급이 낮은 발행자 및 금융상품이 시장에 진입하는 것을 막아줄 수 있기 때문이다.[40] 이러한 역할은 주로 신용평가의 아래와 같은 기능에 의존한다.

2.1. 정보제공기능

발행자는 발행에 불리한 정보를 과소평가하거나 은닉하는 경향이 있기 마련이다.[41] 따라서 합리적인 투자결정을 내리기 위하여는 발행자가 제공한 정보에만 의존할 수 없고 투자대상에 대한 더 정밀한 조사와 분석이 필요하다.[42] 신용평가는 발행자의 재무 및 비재무역량을 전문적으로 분석하여 시장

---

rating industry", Journal of Banking & Finance, Vol.87 (February 2018), p.216.

[40] Matthias Lehmann, "Civil Liability of Rating Agencies-an Insipid Sprout from Brussel", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 11, No. 1 (2016), p.62.

[41] Dieter Kerwer, "Holding global regulators accountable: the case of credit rating agencies", *Covernance*, Vol.18(3) (July 2005), p.460.

[42] 정원현, 조원무, 전게서, p.23.

에 공시하는 "정보적 중개" 역할을 담당하고 있다.[43] 이러한 역할은 개별적인 투자자들의 반복작업을 감소하기에 시장의 전반적인 정보탐색비용을 절감시킬 수 있다.[44] 발행자 또한 자본시장에서의 대외신용도를 감안하여 보다 합리적인 자금조달방안을 세울 수 있고[45] 높은 등급을 투자유치에 이용할 수 있다.[46] 기타 금융기관은 신용등급에 따라 대출 및 담보조건을 조율하는 것을 통해 위험을 감소할 수 있다.[47] 이와 같이 신용평가는 위험 프리미엄의 차등화를 통해 투자자금이 우량 자산에 흘러가도록 유도할 수 있기에 자금배분의 효율성도 제고할 수 있다.[48] 또한 오랜 역사를 거쳐 누적해온 경험과 노하우, 검증된 평가모델의 운용 및 전문가 집단의 채용으로 신용평가회사는 규제당국을 능가한 정보력과 분석력을 갖추었다. 이에 규제활동에 유용한 정보를 보완하는 역할도 할 수 있다.[49]

---

[43] Aline Darbellay & Frank Partnoy, "Credit Rating Agencies under the Dodd-Frank Act", Banking & Financial Services Policy Report, Vol.30(12) (Dec 2011), p.2.; Matthias Lehmann, 전게논문, pp.61-62.

[44] Stefan Grundmann and Wolfgang Kerber, "Information Intermediaries and Party Autonomy - The Example of Securities and Insurance Markets", in Stefan Grundmann, Wolfgang Kerber, and Stephen Weatherill(eds.), *Party Autonomy and the Role of Information in The Internal Market* (Berlin; New York: Walter de Gruyter, 2001), p.269; Matthias Lehmann, 전게논문, pp.61-62.

[45] 황창선 (2011), 전게논문, p.38; 정원현, 조원무, 전게서, p.24.

[46] John C. Coffee Jr., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* (Oxford University Press, 2006), p.287.

[47] 김병기, 전게서, p.257.

[48] 김태중, 이기세, 전성일, "신용등급쇼핑과 기업가치", 국제회계연구, 제 77 집 (2018.2), p.4; 정원현, 조원무, 전게서, p.24. 박임출, 전게논문, p.225.

[49] Alessio M. Pacces, Alessandro Romano, "A Strict Liability Regime for Rating Agencies", *American Business Law Journal*, Volume 52, Issue 4(2015), p.674.

2.2. 공적인증기능

공적인증기능은 시장에서 일정한 공신력을 가지고 있거나 국가로부터 공인된 신용평가회사의 평가결과를 규제에 활용하면서[50] 생성한 기능이다.[51] 주로 규제당국의 공시기준, 투자제한기준 및 자산건전성기준 형태로 나타난다.[52] 이러한 기능이 작용하면서 신용평가회사는 규제당국으로부터 규제 준수에 관련된 가치가 있는 재산권(이하 "준법 재산권"), 즉 규제특권이[53] 부여된다. 규제특권에 의해 신용평가회사는 후술된 바와 같이 정보제공의 역할을 초월하여 자본시장에 더 중대한 영향을 가할 수 있게 된다.

2.3. 표준화기능

신용평가는 신용도에 대한 상대적인 평가로서[54] 신용등급의 상대적인 순위를 반영하는 평가결과를 동일한 직관적인 기호로 표시한다.[55] 이러한 방식을 통해 비교하기 어려운 다른 유형 또는 다른 국가의 투자대상의 위험성을 보다 쉽게 비교할 수 있게 한다.[56] 이러한 의미에서 정보적 가치와 무관하게

---

[50] 황창선 (2011), 전게논문, p.39.
[51] 이원삼 (2008), 전게논문, p.383; Fabian Dittrich, 전게논문, p.9.
[52] 각 기준에 대한 상세한 소개는 황창선, "자본시장법 개정과 신용평가회사 관련 규제의 변화", BFL, 제 60 호(2013. 7), pp.55-56 참고할 수 있다.
[53] Andrea Miglionico, "Market failure or regulatory failure? The paradoxical position of credit rating agencies", *Capital Market Law Journal*, Vol. 9(2) (2014), p.199; Lawrence J. White (2010), 전게논문, p.214.
[54] Stephen Harper, 전게논문, p.1930.
[55] Timothy J. Sinclair, "Reinventing Authority: Embedded Knowledge Networks and the New Global Finance", *Environment and Planning C: Government and Policy*, Vol.18(4) (August 2000), pp.491-492.
[56] Fabian Dittrich, 전게논문, p.13.

표준화된 평가과정 및 결과 자체만으로 시장참여자들에게 의미가 있다.[57]

제 4 절 신용평가 규제의 필요성

지금까지 수많은 비난과 지적을 받았음에도 불구하고 여전히 광범위하게 활용되고 있는 이유를 앞서 소개한 신용평가의 경제적 및 사회적 가치에서 찾을 수 있다고 본다. 문제는 여러 내외적 요인에 의해 항상 이론의 기대에 맞추어 기능하는 것이 아니라는 것이다. 아래에서는 그 심층적인 원인을 분석하고 이러한 논의로부터 신용평가의 규제 필요성 및 정당성을 도출해내고자 한다.

1. 법리적 분석

1.1. 평판자본에 의한 자율규제의 실효

신용평가회사는 오랜 시간동안 유사한 서비스를 제공하는 과정에 평판자본이 축적되면서 지금의 지위를 이룬 것이다.[58] 이러한 과정에 신용평가회사는 외부규제를 거의 받지 않았다. 이는 평판자본이론과 밀접한 연관이 있다.[59] 평판자본이론에 따르면 부실평가는 신용평가회사의 평판을 말살하지

---

[57] Herwig M. Langohr & Patricia T. Langohr, 전게서, p.50.

[58] John C. Coffee, "Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid", *Business Lawyer,* Vol.57 (2002), p.1405; Andrea Miglionico, 전게논문, p.197. 평판의 축적 관련 보다 상세한 논의는 Douglas W. Diamond, "Reputation Acquisition in Debt Markets", Journal of Political Economy, Vol.97(4) (1989) 참고할 수 있다.

[59] Amadou N.R. Sy, "The systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets", *World Economics*, Vol.10(4) (2009), p.73; Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild, Frank D'Souza, "Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Idea? Credit Rating Agency Reform in

않더라도 손상시킬 수 있다.[60] 투자자의 신뢰를 상실할 경우 궁극적으로 발행자의 의뢰까지 잃게 되기 때문이다.[61] 따라서 평판으로부터 얻을 수 있는 이익을 위해 신용평가회사는 정확한 등급을 보장할 인센티브가 있기에 별도의 외부규제가 필요하지 않다는 것이다.[62] 하지만 2001 년 엔론 파산을 계기로 회계법인, 신용평가회사 등 문지기들이[63] 기업의 위법행위에 협조한다는 비난이 가해지기 시작하였다.[64] 따라서 문지기역할에 대한 반성이 대두되었고[65] 평판자본 이론에 대한 논의가 제기되었다. 그 결과 아래와 같은 요인에 의해 평판자본에 의한 자율규제만으로 역부족임을 깨닫게 되었다.

1.1.1. 과점의 문제

신용평가시장은 자연적인 과점 특성이 있다.[66] 과점 시장에서는 암묵적

---

the Aftermath of the Global Financial Crisis", *Stanford Journal of Law, Business & Finance,* Vol.17(2) (2012), p.180.

[60] Steven L. Schwarcz, "Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox", University of Illinois Law Review, Vol.2002(1) (2002), p.14; Arad Reisberg, 전게서, p.181.

[61] Caleb Deats, "Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agency's Faulty Methodologies from Regulation?" Colum. L. Rev., Vol.110 (2010), p.1826.

[62] Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild, Frank D'Souza, 전게논문, p.180; Kia Dennis, 전게논문, p.1114.

[63] 문지기는 상당한 평판자본과 정보에 기대어 직무를 수행하는 반복적 행위자이기에 위법행위를 억지할 유인이 크고, 협조에 의한 위법행위가 발생하는 것을 저지할 수 있는 능력이 있는 독립적인 전문가집단을 의미하고, 증권분석가, 회계법인, 신용평가회사는 모두 그 범주에 속한다. 김정연, "증권변호사의 문지기 역할과 책임", BFL, 제 82 권 0 호 (2017), pp.85-86; John C. Coffee, "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms", Boston University Law and Review, Vol.84 (2004), pp.308-309.

[64] 김정연, 전게논문, p.84.

[65] John C. Coffee (2002), 전게논문, pp.1044-1045.

[66] Panagiotis K. Staikouras, "A theoretical and empirical review of the EU Regulation on credit rating agencies: in search of truth, not scapegoats", Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol.21(2) (2012), p.81. 신용평가시장의 자연적인 과점 특성은 후술을 통해 구체적으로 논의될 예정이다.

인 담합 또는 공통의 경쟁전략이 형성될 수 있기에[67] 다양성이 약화된다. 따라서 개개 기업의 특성 또는 우세를 이해할 필요성이 떨어지기에 평판의 가치도 하락하게 된다는 것이다.[68]

1.1.2. 규제특권의 문제

Partnoy 교수는 "규제특권이 형성됨에 따라 신용평가회사는 준법 재산권도 판매하게 되기에 평판자본에 의한 자율규제가 더 이상 예상처럼 기능하지 않는다"고 설시한바가 있다.[69] 신용등급이 규제당국의 실질적인 규제에 포함되어 특권이 인정된 경우, 시장은 신용평가업무에 대한 경계를 늦추게 되기에 평판의 중요성이 하락하게 되다는 것이다.[70] 1929 년 대폭락시기 신용평가의 정보적 가치는 급락하였다. 단 1930 년부터 신용평가가 규제에 활용되기 시작하면서부터 시장참여자들이 다시 신용평가를 광범위하게 사용하기 시작하였다.[71] 이러한 현실은 신용평가의 가치는 더 이상 평판에 의해 결정되는 것이 아님을 잘 보여주었다.[72] 그 후 1970 년대부터 규제특권이 강화됨에 따라 신용등급은 사용자의 규제비용을 절감할 수 있는 점에 의해 가치가 인정되었다.[73] 그 결과 평판자본은 신용평가회사의 행위에 대해 전과 같

---

[67] John C. Coffee (2002), 전게논문, p.1415.
[68] Douglas W. Diamond, 전게논문, p.829.
[69] Frank Partnoy (1999), 전게논문, p.682.
[70] Frank Partnoy (1999), 전게논문, p.682.
[71] Frank Partnoy (1999), 전게논문, pp.686-687.
[72] Frank Partnoy (1999), 전게논문, pp.686-687.
[73] Frank Partnoy (1999), 전게논문, pp.681-682; 평판자본론의 지지자인 Coffee 교수도 규제활용에 의해 시장참여자들은 정보 또는 투자결정을 위해 신용평가를 사용하기보다 규제당국의 요구를 만족하기 위해 사용한다는 점을 인정하였다. John C. Coffee Jr. (2006), 전게서, pp.288-290.

은 영향력을 가하지 못하게 되었다.[74]

이러한 맥락에서 평판자본에 의한 자율규제만으로 더 이상 신용평가의 선순환을 기대하는 것은 무모하기에 적절한 규제가 필요하다는 것이다.

1.2. 투자자 자기책임 기능 저하

투자자 자기책임 원칙의[75] 정상적인 작동은 투자자의 자기판단이 가능한 것을 전제로 한다. 신용평가회사는 중립적인 제 3 자로서 전문성을 이용하여 다양한 기업의 신용위험을 평가하여 등급화 및 그룹화 형태로 시장에 공시한다.[76] 따라서 다양한 위험 선호도를 가진 투자자들이 다양한 방식으로 위험과 그 보상 사이의 적정한 절충점을 찾을 수 있도록 할 수 있다는 것이다.[77] 하지만, 규제특권이 형성됨에 따라 투자판단에 필요한 사전 리스크 확인 및 사후 리스크 관리에 대한 투자자들의 인식과 노력은 많이 약화되었다.[78] 투자책임을 감소하기 위해 규제기관이 인정한 신용등급을 기계적으로 수용하는 소극적인 행태가 관행으로 정착되었기 때문이다.[79] 그리고 겉보기

---

[74] Frank Partnoy (1999), 전게논문, pp.690-698; Frank Partnoy, "How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers." In Yasuyuki Fuchhita and Robert E. Litan(eds.), Financial Gatekeepers—Can They Protect Investors?", (Brookings Institution Press, Baltimore, 2006), p.64.

[75] 자기책임 원칙에 대한 보다 상세한 논의는 이현경, "자기책임의 원칙과 카지노 사업자의 보호의무 - 대법원 2014. 8. 21. 선고 2010 다 92438 전원합의체 판결에 관하여", 법경제학연구, 제 12 권 2 호(2015), pp.112-113 참고.

[76] Joshua D. Krebs, "The Rating Agencies: Where We Have Been and Where Do We Go From Here?", *J. Bus. Entrepreneurship & L.*, Vol.3(1) (2009), p.134, p.136.

[77] Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild, Frank D'Souza, 전게논문, pp.179-180.

[78] 구본성, "신용평가회사의 규율체계 논의와 정책적 고려사항", 금융정보연구, 제 1 권 제 1 호 (2012), p.5.

[79] 구본성, 전게논문, p.5.

에 세련된 기관투자자마저 부동산 버블시기에 서브프라임 모기지론으로 구성된 투자상품에 엄청난 규모의 투자를 했다.[80] 이러한 사실로부터 구조화금융상품의 난해성 및 신용평가회사에 대한 의존도와 신뢰의 정도를 보아낼 수 있다.[81] 게다가 신용평가회사들은 구조화상품의 신용보강 외관을 구축하는 작업에 적극적으로 참여했다는 것이다.[82] 이러한 현실에도 불구하고 투자자들이 스스로 손실을 부담하게 하는 것은 정당성이 부족하다. 각 규제당국의 투자자보호와 자본시장 안정성 유지의 목표에도 어긋난다고 본다.

판례를 살펴보아도 "사적 자치의 원칙을 근거로 한 자기결정, 자기책임의 원칙은 어느 경우에나 반드시 관철되어야 하는 절대적 명제는 아니므로 일정한 경우에 신의성실, 권리남용의 금지, 사회질서 등을 위하여 제한될 수는 있을 것"이고[83] "자기책임의 원칙은 위험부담의 중요한 사항인 투자신탁의 구성, 투자대상, 투자비중 등에 관하여 정확한 정보가 제공되고 이에 따라 투자자의 투자결정이 적정하게 이루어질 것을 전제로"[84] 한다고 판시하여 자기책임원칙의 적용은 조건이 있음을 시사하고 있다.

이러한 맥락에서 투자자 자기책임 원칙이 정상적으로 기능하기 위하여는 신용평가의 정확성을 확보하는 규제를 강화하는 것이 필요하다는 것이다.

---

[80] Timothy E. Lynch (2009), 전게논문, p.232.
[81] Timothy E. Lynch (2009), 전게논문, p.233.
[82] Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild, Frank D'Souza, 전게논문, pp.192-193.
[83] 대법원 2014. 8. 21. 선고 2010 다 92438 전원합의체 판결.
[84] 대법원 2007. 9. 6. 선고 2004 다 53197 판결.

1.3. 문지기책임의 합리성

평판자본 및 투자자 자기책임의 기능이 저하되면서 신용평가회사와 계약관계가 없는 투자자들은 더 많은 투자위험에 노출되었다. 물론 일반법리에 따라 신용평가회사의 불법행위책임을 추궁할 수 있지만, 후술된 바와 같이 실효성이 떨어지기에 특별보호가 필요하다. 이러한 특별보호의 이론적 근거는 문지기이론과 투자자보호 원칙에서 찾을 수 있다.

1.3.1. 문지기의 책임과 합리적인 신뢰

문지기는 필수적인 협조 또는 동의를 보류하는 것을 통해 위법행위를 저지하는 능력이 있다. 또한 상당한 평판자본과 정보에 기하여 전문적인 의견을 제공하고 반복적인 검증업무를 수행하기에 위법행위를 억지할 유인이 크다.[85] 통상적으로 증권분석가, 회계법인, 신용평가회사 등을 모두 그 범주에 포함시킨다.[86] 문지기들이 그 역할을 다하지 못하여 손실을 초래한 경우 전문가책임을 부담하게 된다.[87] 이는 전문가가 직무수행에 있어 주의의무를 다하지 못하여 그 전문성에 대한 신뢰로 인해 손해를 입은 자에 대해 부담하는 책임이다.[88] 전문가의 업무상 과실 또는 불완전이행을 비전문가가 입증하기 어렵다는 판단에서 이루어진 것이다.[89] 신용등급은 전문가적 판단이고[90]

---

[85] 김정연, 전게논문, pp.85-86; John C. Coffee (2002), 전게논문, p.1405.
[86] 김정연, 전게논문, p.86; John C. Coffee (2004), 전게논문, p.309.
[87] 박훤일 (2012), 전게논문, p.470.
[88] 박훤일 (2012), 전게논문, p.470, p.473.
[89] 박형남, "감정평가과오에 대한 법적 책임-전문가책임의 관점에서", 부동산연구, 제9권0호 (1999), p.96; 박훤일 (2012), 전게논문, p.470.
[90] Andrea Miglionico, 전게논문, p.204.

투자자들의 투자결정에 중대한 영향을 미친다.[91] 이에 신용평가회사도 기타 문지기와 마찬가지로 이러한 신뢰에 부합하는 전문가책임을 지는 것이 상당하다.[92] 또한 적정한 책임은 신용평가의 정확도를 강화하고 문지기 역할을 효과적으로 수행하게 하는 인센티브를 제공할 수 있다.[93] 그리고 평가대상의 품질에 대해 공적인증 역할을 하는 신용평가회사가 그 자체의 품질에 대해 책임지지 않는 것도 아이러니하다.[94] 규제특권 등에 의해 시장에서 기타 전문가보다 더 막대한 역량과 영향력을 가지고 있음에도[95] 불구하고 전문가책임을 면제할 정당성 또한 부족하다.[96]

투자자들이 신용등급을 사용하는 이유는 단순히 신용등급이 손쉽게 취득할 수 있는 투자 관련 정보라는 점이 아니다. 신용평가는 고도의 전문성과 분석능력에 기한 전문가 식견이라는 믿음에 있다.[97] 구조화 상품에 대한 투자판단에 있어 신용등급은 더구나 중요한 판단지표로 사용되고 있다. 실제로 금융감독기관마저 규제과정에 신용등급에 의존하는 실태를 고려할 때 신용등급에 대한 투자자의 의존을 비합리적이라고 하는 것도 아이러니하

---

[91] Tim Wittenberg, 전게논문, p.701.
[92] 박훤일, "신용평가에 따른 손해배상청구의 법적 문제", 경영법률, 제14권2호(2004), p.134; Andrea Miglionico, 전게논문, p.209.
[93] Aline Darbellay & Frank Partnoy, 전게논문, p.3; Sung Hui Kim, "Gatekeepers Inside Out", The Georgetown Journal of Legal Ethics, Vol.21(2) (2008), p.426.
[94] Andrea Miglionico, 전게논문, p.203.
[95] Christopher M. Bruner, "States, Markets, and Gatekeepers: Public-Private Regulatory Regimes in an Era of Economic Globalization", Michigan Journal of International Law, Vol.30(1) (2008), p.168; Joshua D. Krebs, 전게논문, p.134.
[96] Andrea Miglionico, 전게논문, p.203.
[97] 송옥렬, "신용평가회사의 문지기책임", BFL, 제 82 호(2017. 3), p.72.

다.[98] Bathurst 사건을[99] 살펴보아도 수소법원 뉴사우트웨일스 지방법원은 원고는 "합리적인 근거에 기초한 의견이고 S&P 의 합리적인 주의와 기술에 의해 얻어낸 결과이다"고 한 S&P 의 진술에 의해 이러한 의견을 전문가 의견으로 보고 의존한 것이기에 신용등급에 대한 신뢰에 기하여 투자결정을 내리는 것은 합리적이다고 보는 것이 상당하다고 하였다. 따라서 법원은 신용평가회사가 주의의무를 위반한 경우까지 면책조항에 따라 책임을 면제하지 않는다고 판결하였다.

1.3.2. 투자자 보호의 필요성

신용평가회사의 손해배상책임 근거를 증권인수인에게 손해배상책임을 부과한 이유와 같은 맥락에서 투자자 보호의 필요성에서 찾아볼 수 있다.[100] 투자자 보호는 이미 주요 규제당국의 중요한 규제목적으로 등극하였다. 또한 앞서 설명한 바와 같이 신용평가회사는 자본시장에서 대체불가능한 지위

---

[98] Frank Partnoy (2002), 전게논문, p.80.

[99] 이 사건에서, ABN Amro Bank NV (이하"ABN Amro")이 2006 년 발행한 구조화금융상품 Constant Proportion Debt Obligation(이하 "CPDO")에 대해 S&P는 최고등급AAA를 부여했지만 금융위기가 발생하자 CPDO의 가치가 10% 이하로 급락하였고, 원고들은 S&P의 신용등급에 대한 믿음에 해당 상품을 구매한 것이라 주장하면서 S&P와 발행자 ABN Amro 및 인수인 Local Government Financial Services (이하, "LGFS")를 상대로 부실표시와 일반불법행위로 인한 손해배상을 청구하였다. Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No.5) [2012] FCA 1200. 본 사건에 대한 보다 더 상세한 평석은 Aarushi Sahore, "ABN Amro Bank NV v. Bathurst Regional Council : Credit Rating Agencies and Liability to Investors", *Sydney Law Review*, Vol.37 (2014)를 참고할 수 있다. 그 후 항소를 제기한 사건으로 ABN Amro Bank NV v. Bathurst Regional Council (2014) 224 FCR 1. 있다. 이 사건에 대한 평석은 Rommel Harding-Farrenberg and Kieran Donovan, "ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council", *Business Law International*, Vol.16(1) (Jan. 2015)를 참고할 수 있다.

[100] 김현동, 이재열, "증권인수인의 주의의무와 손해배상책임에 관한 연구", 법학논총, 제 28 권 제1호 (2011), p.203; 이원삼, "신용평가회사의 손해배상 책임에 대한 상당한 주의의무 항변", 법학연구, 제 30 권 제 1 호 (2019), p.97.

에 처해 있고 중요한 역할을 하고 있다. 실제 투자에 있어 신용평가에 대한 투자자들의 의존도 또한 무시할 수 없다. 이러한 점들을 참작할 때 신용평가회사의 전문가책임을 인정하는 것은 정책적인 면에서도 투자자 보호를 위한 필요한 수단이다는 것이다.

2. 실증 분석

이론적으로 신용평가회사는 개별 의뢰인을 위해 평판에 먹칠하지 않을 것 같지만, 1990 년대의 경험은 전혀 다른 현실을 보여주었다.[101] 2008 년 글로벌 금융위기 또한 신용평가체제의 문제점들을 단적으로 보여주었다.[102] 2008 년 글로벌 금융위기 전, 미국에서 MBS 는 주로 공기관(government sponsored enterprise, 이하 "GSE")을 통해 발행되었다.[103] 엔론 사태 후 미국 연방저축은행(the US Federal Reserve Bank, 이하 "FRB")은 연방기준금리를 낮추었다. 경제회복을 촉진하기 위한 것이지만 뜻밖에 서브프라임[104] 차입인들의 수요를 자극했다.[105] 이에 많은 신용기관들은 기존 대출기준을 고수하

---

[101] John C. Coffee (2002), 전게논문, p.1405.

[102] Jennifer Payne, "The Role of Gatekeepers", in Niamh Moloney, Eilis Ferran & Jennifer Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation* (Oxford University Press, 2016), p.274.

[103] 박준, "서브프라임 대출관련 금융위기의 원인과 금융법의 새로운 방향 모색", 국제거래법연구, 제 17 권 제 2 호(2008), p.5; 이채진 (2014), 전게논문, p.303.

[104] 서브프라임은 프라임 차입인 대비 수입이 낮거나 신용기록이 불량한 이유로 채무불이행 위험이 높은 차입인에게 제공되는 신용 또는 대출 계약을 의미한다. Fabian Amtenbrink & Jakob De Haan, "Regulating credit ratings in the European Union: a critical first assessment of Regulation 1060/2009 on credit rating agencies", Common Market Law Review, Vol.46(6) (December 2009), p.1943.

[105] Tim Wittenberg, 전게논문, p.673.

지 않고 수익증명 없이 대출을 승인하기 시작하였다.[106] 이와 동시에 주택 수요가 늘어남에 따라 부동산가격은 상승세를 보여주었다. 사람들은 이러한 상승세가 지속적으로 유지될 것이라고 예상하였고 주택가격 상승분으로 대출금이 충분히 보장받을 수 있을 거라고 믿었다.[107] 이러한 믿음에 신용도가 상대적으로 낮은 차입인들에게도 주택담보대출을 실행했던 것이다.[108] 그리고 대출자금 조달 수요를 만족하기 위해 일반 사기업인 금융기관들에 의한 민간차원의 MBS 가 발행되기 시작하였던 것이다.[109]

MBS 의 기본 거래구조를 아래 그림 1 과[110] 같다.

그림 1:

---

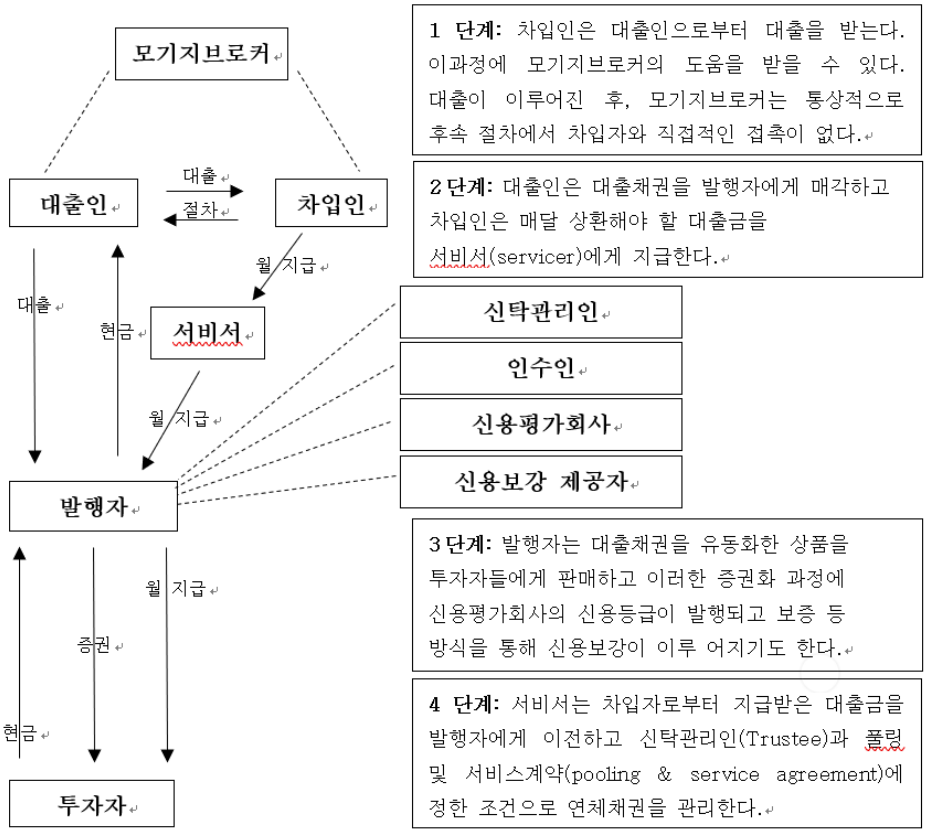
[106] Thomas M.J. Möllers, "Regulating credit rating agencies: the new US and EU law—important steps or much ado about nothing?", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 4(4) (2009), p.478;

[107] The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Report on the Subprime Crisis, Final Report (May 2008), p.2; Tim Wittenberg, 전게논문, p.673.

[108] 이채진 (2014), 전게논문, p.303.

[109] 이채진 (2014), 전게논문, p.303; Deryn Darcy, 전게논문, p. 615.

[110] https://marketoracle.co.uk/Article3036.html (Accessed 2020.01.18). 최승재, "미국 서브프라임 모기지 관련 소송의 현황과 전망", 증권법연구, 제 10 권 제 2 호(2009), pp.413-414.



금융위기를 유발한 MBS 의 거래구조는 사실상 그림 1 보다 더 복잡한 구조를 취하였다. 우선 특별목적회사(이하 "SPV")를 설립하여 서브프라임 모기지 대출채권을 당 SPV 에 매각함으로써[111] 신용기관의 대차대조표를 분리시켜 파산격리 효과를 이루었다.[112] 그리고 SPV 가 대출채권을 집계하여 MBS (또는 Residential Mortgage-Backed Securities, 이하 "RMBS")형태로 유동화 하였다.[113] 문제는 이러한 MBS 는 신용도가 낮은 서브프라임 대출에

[111] Deryn Darcy (2009), 전게논문, p.615.
[112] Tim Wittenberg, 전게논문, p.674.
[113] Andrew Johnston, "Corporate governance is the problem not the solution: critical appraisal of the European Regulation on Credit Rating Agencies", Journal of Corporate Law Studies, Vol.11(2) (2011), pp.397-398; Jeffrey Manns (2009), 전게논문, p.1041.

의해 담보된 것이기에 하나의 완전체로 발행할 경우 높은 등급을 받기 어렵다는 것이다. 이에 신용평가회사의 조언에 따라 MBS를 여러 리스크 등급의 트란쉐(tranche)로 분할하여 발행하는 방식을 취하였다.[114] 이러한 방식에 따르면, 손실은 우선 가장 낮은 순위의 트란쉐(first-loss tranche)에 할당된다. 그리고 손실이 해당 트란쉐의 가치를 초과한 경우에만 직후 순위의 트란쉐에 순차적으로 초과부분의 손실이 할당되는 것이다.[115] 이와 같은 방식을 통해 높은 순위의 트란쉐는 낮은 순위 트란쉐들에 의해 일정기간내에 손실 위험에 노출되지 않을 수 있다. 이에 상대적으로 높은 신용등급을 받을 수 있었던 것이다.[116] CDO의 발행도 마찬가지로 새로운 SPV를 설립하여 BBB등급을 받은 MBS 트란쉐 및 기타 영역의 BBB 등급 트란쉐를 집계한 후 여러 트란쉐로 분할 발행하였다.[117] 이러한 절차를 거쳐 MBS 및 CDO 상품은 신용도가 대체적으로 낮은 무형자산을 기초자산으로 하고 있음에도 불구하고 높은 신용등급을 취득했던 것이다.[118] 이 과정에서 우선 신용평가회사는 MBS 관련 구조화상품의 신용평가자문(특히 트란쉐를 통한 신용보강 방식에 대한 자문)을 수행했다는 것이다.[119] 그리고 MBS 및 이를 기초로 한 CDO 등 구조화 상품에 대해 지나치게 낙관적인 신용등급을 부여함으로써 그 확

---

[114] Deryn Darcy (2009), 전게논문, pp.616-617; Tim Wittenberg, 전게논문, p.674.
[115] Thomas M.J. Möllers, 전게논문, pp.491-492; Timothy E. Lynch, 전게논문, pp.232-233.
[116] Tim Wittenberg, 전게논문, p.674; Andrew Johnston, 전게논문, p.398.
[117] Thomas M.J. Möllers, 전게논문, p.492; Tim Wittenberg, 전게논문, pp.674-675.
[118] Timothy E. Lynch (2009), 전게논문, p.232.
[119] Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild, Frank D'Souza, 전게논문, pp.192-193.

산을 가속시켰다는 것이다.[120] 그 후, 2005 년 이후부터 주택시장이 불안해지기 시작했고 주택담보대출자의 상환능력이 악화되면서 MBS 및 관련 증권들이 대거 상환되지 못하는 사태가 발생하였다.[121] 그러나 신용평가회사는 이러한 주택시장의 변화를 모니터링하고 이에 따라 적시에 신용등급을 조정하지 못하였다.[122] 그러다가 사태가 이미 심각해진 후 갑자기 구조화상품들을 대규모로 강등함으로써 시장에 패닉을 초래하여 금융위기사태를 악화시켰다는 것이다.[123]

위에서 분석한 바와 같이 평판자본에 의한 자율규제와 투자자 자기책임원칙만으로 신용평가시장의 건전한 성장을 확보하는 것은 이미 불가능하다. 이에 신용평가의 기능과 사회적 가치를 계속하면서도 현행 체계의 문제점들로 인한 부작용을 최소화하기 위하여는 적당한 규제가 필요하다는 것이다. 그리고 이러한 규제는 신용평가의 기능을 저해하는 요인을 해소하는 것을 규제 중점으로 하는 것이 당연하다. 따라서 아래에서는 현행 신용평가체제의 정상적인 작동을 방해하는 문제점을 살펴본다.

제 5 절 현행 신용평가체제의 문제점

신용평가회사가 2008 년 금융위기의 증폭에 기여한 것은 현행 신용평가

---

[120] Fabian Amtenbrink & Jakob De Haan, 전게논문, p.1921.Kern Alexander, "The risk of ratings in bank capital regulation", European Business Law Review, Vol.25(2) (2014), p.304.
[121] Deryn Darcy (2009), 전게논문, p.619; 이채진 (2014), 전게논문, p.303.
[122] Tom Hurst, "The role of credit rating agencies in the current worldwide financial crisis", Company Lawyer, Vol.30(2) (2009), pp.62-63; Arad Reisberg, 전게서, p.185.
[123] 박훤일 (2011), 전게논문, p.114; Tom Hurst, 전게논문, p.62.

체제에 존재하는 문제점에서 비롯된 것이다. 그중 가장 주목할 필요가 있는 이슈에는 이해상충의 문제, 과점체계 및 투자자에 대한 신용평가회사의 민사책임의 문제가 포함되어 있다. 이러한 문제들은 실제로도 국제 금융기관과 학자들의 관심사는 물론 주요 규제당국의 중점 규제대상으로 등극하였다. 그 이유는 이러한 문제의 형성원인과 그 해소 필요성에 대한 분석을 통해 이해할 수 있다. 따라서 아래에서는 이러한 문제점에 대해 간단히 정리하고자 한다. 그리고 이러한 분석을 통해 정확한 해결책의 마련에 시사점을 제공하고자 한다.

1. 이해상충의 문제

신용평가는 사회적 효율성의 제고와 자본시장의 발전에 중요한 가치가 있다. 문제는 발행자와 신용평가회사가 공모하여 목표등급을 달성하는 등급주도식 거래를 진행할 가능성이 있다는 점이다.[124] 특히 1970 년대부터 발행자지급모델로 전환되면서부터 등급주도식 거래로 인한 이해상충 문제가 더 격화되었고 자본시장의 안정을 위협하는 문제로 대두하여 나타났다.[125]

1.1. 형성원인

1.1.1. 발행자지급모델

---

[124] Caleb Deats, 전게논문, p.1828.

[125] Caleb Deats, 전게논문, p.1829; 이원삼, “신용평가회사의 민사책임 – 최근 미국에서의 논의를 중심으로”, 기업법연구, 제 23 권 1 호 (2009), p.63.

신용평가회사는 공공적 성격이 강한 특성을 지니고 있지만 본질적으로는 영리를 추구하는 기업이다.[126] 따라서 평가대상인 발행자가 수수료를 지급할 경우, 신용평가회사는 지속적인 의뢰관계를 유지하기 위하여 발행자의 기호에 맞추어 신용등급을 조정할 인센티브가 있다.[127] 물론 투자자와 발행자의 요구에 모두 부합되는 신용평가를 제공하는 것이 최적의 선택이지만, 문제는 양자의 요구가 항상 일치한 것이 아니다는 것이다. 이러한 상황에서 신용평가회사가 발행자의 이익을 우선하는 것은 당연하다.[128] 투자자는 무료로 신용등급을 사용하고 후술할 바와 같이 신용평가회사와 계약관계가 없기에 현실적으로 책임추궁이 어렵기 때문이다.

이와 같은 문제는 구조화 금융상품에 있어 더 격화될 수 있다.[129] 전통채권시장에는 발행자 정보가 상대적으로 많이 공개되어 있기에 외부 분석가 또는 평론가들은 신용평가의 부실점을 상대적으로 쉽게 발견할 수 있다.[130] 반면, 구조화상품의 기초자산에 대한 정보는 공개자료를 통해 획득하기 어렵고 복잡한 거래구조에 의해 불투명성이 강하다.[131] 그리고 그 설계에 있어 발행자는 더 큰 재량권을 가지고 있기에 목표등급에 달성할 수 있도록 상품의 구성 또는 구조를 변경할 수 있다.[132] 구조화상품의 복잡한 구조와 개별

---

126 Christopher M. Bruner, 전게논문, p.168; Joshua D. Krebs, 전게논문, p.134.
127 Kern Alexander, 전게논문, p.297; Andrew Johnston, 전게논문, p.408;
128 이정수, “신용평가업 규제의 현황과 문제점 그리고 개선방향”, 증권법연구, 제 17 권 제 1 호(2016), p292.
129 Tim Wittenberg, 전게논문, p.678.
130 Lawrence J. White (2013), 전게논문, p.108
131 Lawrence J. White (2013), 전게논문, p.109.
132 Andrew Johnston, 전게논문, p.409.

성이 강한 특성은 신용평가회사에게 평가결과에 대한 더 넓은 재량공간도 제공하고 있다.[133] 그리고 수익 창출면에서도 전통적인 채권이 비교할 바가 아니되고[134] 다수의 경우 성과급의 형태로 수수료가 부과되기 때문이다.[135]

1.1.2. 등급쇼핑

신용평가회사가 예비평가 서비스까지 제공할 경우, 발행자는 여러 신용평가회사로부터 미리 비공개적인 평가결과를 받아보고 최적의 신용평가를 선택할 수 있게 된다.[136] 따라서 이러한 선택권을 이용하여 신용평가회사에 가압할 수 있게 된다.[137] 이와 같이 신용평가회사를 대상으로 신용등급을 어떻게 매길지를 타진하는 것을 통해 가장 높은 등급을 부여하는 신용평가회사를 선택하는 행위를 등급쇼핑이라고 한다.[138] 구조화 금융투자상품에 있어, 신용평가회사는 전통채권 대비 평가결과에 대한 재량권이 더 크다.[139] 이러한 점은 신용평가회사의 고객유치에 편의를 제공하기에 구조화 금융상품에서의 등급쇼핑현상은 더 심각하다.

---

[133] 이원삼 (2009), 전게논문, p.64; Joseph R. Mason and Josh Rosner, "Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions", *Mortgage-Backed Security Ratings*, (May, 2007), p.13. Available at http://ssrn.com/abstract=1027475.

[134] Kenneth C. Kettering, "Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development", Cardozo L. Rev., Vol.29(4) (2008), p.1681; Lawrence J. White (2013), 전게논문, p.109.

[135] CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance (May 2008)(이하 "CERS's Second Report"), CESR/08-277, p.35; Deryn Darcy (2009), 전게논문, p.641.

[136] Deryn Darcy (2009), 전게논문, p.641.

[137] CESR's Second Report, p.36; Tim Wittenberg, 전게논문, p.679.

[138] Kia Dennis, 전게논문, p.1137; 김태중, 이기세, 전성일, 전게논문, pp.4-5.

[139] 이원삼 (2009), 전게논문, p.64.

1.1.3. 신용보강 자문 서비스

신용평가회사가 평가서비스를 제공함과 동시에 신용등급 유지 또는 개선에 대한 자문 서비스를 제공할 경우에도 이해상충이 유발될 수 있다.[140] 특히 구조화 금융상품에 있어, 신용평가회사는 최종 등급의 형성에 상당한 영향을 미칠 수 있다. 구조화 방식의 개발, 거래구조의 설계 및 신용보강에 대한 조언을 통해 목표등급 달성에 필요한 요건들을 미리 알려줄 수 있기 때문이다.[141] 또한 구조화 금융상품의 불투명성, 복잡성, 개별성 및 난해성 등 특성은 신용평가회사에게 보호망을 제공함과 다름없다. 따라서 신용평가회사가 평가기준 또는 평가모델을 발행자에게 유리한 방향으로 조율할 가능성도 더 크다는 것이다.[142]

1.1.4. 무의뢰평가에 의한 협박

발행자지급모델에서 이해상충문제는 주로 의뢰평가에서 많이 발생한다.[143] 하지만 신용평가회사가 불순한 목적으로 무의뢰평가를 이용할 경우에도 이해상충문제를 유발할 수 있다. 즉 신용평가회사가 고의로 낮은 등급을 남발하여 대상기업이 평가를 의뢰하도록 가압할 수 있다는 것이다.[144]

1.1.5. 기타 이해관계

---

[140] SEC (2003), pp.19-20; 이채진 (2014), 전게논문, p.304.
[141] Joseph R. Mason and Josh Rosner, 전게논문, p.13.;
[142] Joseph R. Mason and Josh Rosner, 전게논문, p.13; 박훤일 (2011), 전게논문, p.131.
[143] Tim Wittenberg, 전게논문, p.677.
[144] Thomas M.J. Möllers, 전게논문, pp.487-488; Mia Mahmudur Rahim (2010), 전게논문, pp. 435-436.

신용평가회사와 발행자 사이에 자금관계 또는 기타 이해관계가 존재할 경우 신용평가 결과의 독립성 및 객관성이 방해될 수 있다.[145] 신용평가회사의 이사 또는 담당 애널리스트가 평가대상 회사의 주식을 소지하거나 평가대상이 신용평가회사의 주식을 소지한 경우가 바로 그 대표적인 예다.[146]

1.2. 해소 필요성

신용평가회사는 이해상충문제로부터 자유로운 유인체계에서 독자적으로 분석하고 평가할 수 있어야만 한다.[147] 연구결과에 따르면, 등급쇼핑기업은 재무구조가 상대적으로 취약함에도 불구하고 오히려 주식시장의 참여자들로부터 더 높은 시장반응을 이끌어냈다.[148] 이와 같이 등급쇼핑은 투자자의 오인을 초래할 수 있다. 이러한 현상이 반복됨에 따라 결국 투자자들의 신뢰를 상실하게 되고 발행자와 신용평가회사의 장기적인 발전에도 불리하다. 궁극적으로 신용평가시장의 건전한 발전에도 유해무익하다. 이해상충문제로 인한 부실평가의 후폭풍이 시장에 대한 파괴적인 영향은 2008 년 글로벌 금융위기를 통해 이미 검증되었다. 이러한 맥락에서 효과적인 수단으로 이러한 부작용을 최소화하는 것이 시급하다는 것이다.

---

[145] CESR, Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies, CESR/05/139b, 30 March 2005; Tim Wittenberg, 전게논문, p.680.
[146] Tim Wittenberg, 전게논문, p.680.
[147] 박훤일 (2011), 전게논문, p.131.
[148] 김태중, 이기세, 전성일, 전게논문, pp.3-4.

2. 과점의 문제

2.1. 형성원인

2.1.1. 자연적인 과점 특성

신용평가회사의 가장 원초적인 성장은 평판의 축적에 의해 이루어진 것이다.[149] 평판은 오랜 시간의 신용평가활동을 통해 검증된 채무불이행의 확률과 신용등급 사이에 존재하는 일정한 연관성에 대한 믿음에서 온 것이다.[150] 이에 신규 진입자는 상당한 자금, 전문인력 및 시간을 투자하여[151] 확인 가능한 역사기록을 창설하고 입증하는 것이 필요하다.[152] 문제는 신용평가는 채무불이행 상대적 가능성에 대한 의견이다. 따라서 그 정보적 가치는 동일하거나 유사한 방법론 및 척도에 의해 평가한 수량에 따라 증가된다는 것이다.[153] 이에 새로운 방법론과 척도를 개혁하는 것을 통해 짧은 시간내 경쟁력을 갖출 가능성이 작다.[154] 반면, 같은 방법론을 사용할 경우, 현직 신용평가회사보다 정보적 가치가 더 있는 신용등급을 제공하지 못하기에 경쟁

---

149 Tim Wittenberg, 전게논문, p.673.
150 Tim Wittenberg, 전게논문, p.673.
151 Matthias Lehmann, 전게논문, p.63; U.S. Securities and Exchange Commission, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations as Required by Section6 of The Credit Rating Agency Reform Act Of 2006, June 2008, p.40.
152 Andreas Horsch, "Regulation of credit rating companies: an economic point of view", European Business Law Review, Vol.25(2) (2014), p.243; Tim Wittenberg, 전게논문, p.675.
153 H. Kent Baker & Santtar A. Mansi, "Assessing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.29(9) & (10) (2002), p.1387.
154 Matthias Lehmann, 전게논문, p.63.

을 개시하기조차 어렵다.[155] 게다가 평가방법론의 불투명성 및 난해성에 의해 신규 진입자로서는 단기간내에 그 평가 품질의 우열을 입증하기도 어렵다.[156] 또한 특별 사정없이 기존 협력사를 동등한 평판을 가진 타사로 교체할 경우 등급향상을 위한 수작으로 의심을 사게 되어 오히려 조달비용이 인상될 수 있다. 이에 발행자들은 신규 신용평가회사를 선택할 인센티브가 크지 않다는 것이다.[157] 이러한 맥락에서 신용평가시장은 자연적인 과점 특성이 있다고 말할 수 있다.[158] 사실상 주요 신용평가회사들은 지난 100 년동안 전세계 신용평가시장을 통제해왔고,[159] 통계수자에 따르면 95%에 가까운 시장점유율에 달한 적도 있다.[160]

2.1.2. 규제활용에 의한 격화

1970 년대부터 신용평가회사의 규제특권은 더 강화되었고[161] 영업수단은 더 이상 평판이 아니라 이러한 규제특권 자체로 전환되었다.[162] 하지만 SEC 는 3 대 신용평가회사의 신용등급을 사용할 것을 염두에 두고 NRSRO 제도를 도입한 것이다.[163] 그리고 도입 당시 NRSRO 지정기준이 없었을 뿐만 아

---

155 Tim Wittenberg, 전게논문, p.676.
156 Matthias Lehmann, 전게논문, p.63.
157 Panagiotis K. Staikouras, 전게논문, p.82.
158 Panagiotis K. Staikouras, 전게논문, p.81.
159 Tim Wittenberg, 전게논문, p.676; 김필규, 전게논문, p.39.
160 Claire A. Hill, "Regulating the Rating Agencies", *Washington University Law Quarterly*, Vol.82(1) (Spring, 2004), p.60; Andreas Horsch, 전게논문, p.242.
161 Frank Partnoy (2006), 전게서, p.64.
162 Aline Darbellay & Frank Partnoy, 전게논문, p.2.
163 Amy K. Rhodes (1996), 전게논문, p.322.

니라 감독규제에 관한 언급도 전혀 없었다.[164] 따라서 인증절차가 불투명하여 여타의 신용평가회사는 NRSRO 의 인정을 받기 어려웠다.[165] 물론 그후 1997 년에 NRSRO 의 지정기준에 관한 개정안을 발표하였지만[166] 닭이 먼저냐 달걀이 먼저냐는 식의 기준과 다름없었다.[167] 전국적인 지명도, 정확하고 신뢰성 있는 평가를 확보할 만한 적절한 직원, 재무자원, 조직구조 및 체계적인 평가절차 등을 요구했던 것이다.[168] 설상가상으로 기타 분야에서도 NRSRO 의 신용등급이 적용되기 시작하였다는 것이다.[169] 이에 전국적인 지명도를 쌓아가는 것이 더욱 어려워졌기에 신규 진입자는 NRSRO 인증을[170] 단념하지 않을 수 없었다.[171] 그 결과 기존 인정받은 소수 신용평가회사들의 절대적인 우위와 경쟁력이 더 강화되었다.[172] 이러한 과정을 거쳐 쌓아온 경쟁력은 국제 자본시장에 진출함에 따라 전세계 범위에서의 우위로 이어졌다.

2.2. 해소 필요성

새로운 진입자는 생존압박에 의해 새로운 기술과 문제해결방식을 가장

---

164 Amy K. Rhodes (1996), 전게논문, p.322; 이원삼 (2008), 전게논문, p.385.
165 Claire A. Hill, 전게논문, p.54; Richard Cantor & Frank Packer, 전게논문, p.8.
166 1997 년 SEC 가 Net Capital Rule 개정안과 동시에 발표한 것이고 종국적으로 동 제안을 기초한 규정을 제정하지 않았다. 이원삼 (2008), 전게논문, pp.386-388.
167 오세경, 황인덕, 전게논문, p.10; SEC (2003), p.37.
168 SEC, Capital Requirements for Brokers or Dealers Under the Securities Exchange Act of 1934, Exchange Act Release No. 39457 (December 17, 1997), pp.11-12. Available at https://www.sec.gov/rules/proposed/34-39457.txt (Accessed 2020.1.23)
169 Lawrence J. White (2002), 전게서, p.54.
170 ECAI 기준도 NRSRO 지정기준과 거의 유사하기에 같은 문제가 발생한다. Christopher M. Bruner & Rawi Abdelal, 전게논문, p.196.
171 Lawrence J. White (2002), 전게서, p.54; 이원삼 (2008), 전게논문, pp.387-388.
172 SEC (2003), p.36.

많이 활용할 가능성이 높고 평판에 대한 간절함도 높다.[173] 반면, 이미 우위에 처한 신용평가회사는 평판의 축적에 대해 큰 욕구를 느끼지 않을 뿐만 아니라 새로운 기술과 방법론의 개발과 적용을 방해할 가능성도 있다. 또한 과점시장에서는 신용평가회사간 암묵적인 담합이 이루어질 가능성이 더 크고 공통경쟁전략이 형성될 수도 있다.[174] 이러한 경우, 신용평가회사들은 시장발전에 맞추어 새로운 기술과 방법론을 개발하는 것에 열중하지 않게 되기에 신용평가의 다양성은 물론 정확도도 점차 떨어지게 된다.[175] 따라서 정확한 투자결정에 역효과를 일으키게 되고 궁극적으로 발행자조차 신용평가회사와의 관계에서 수동적인 위치에 처하게 될 수 있다. 게다가 과점상태에서 신용평가회사는 단기이익을 선택할 인센티브가 더 강하기에 이해상충의 문제도 따라서 격화될 수 있다. 이러한 맥락에서 과점사태의 해소는 투자자 보호는 물론 신용평가시장의 건전한 성장과도 밀접한 연관성이 있는 문제이기에 규제대상으로 지목을 받는 것은 당연하다는 것이다.

3. 투자자에 대한 민사책임의 문제

신용등급에 대한 시장참여자들의 의존도가 전례없이 강화된 오늘날, 부실평가는 투자자의 판단 실수를 초래할 수 있다. 이러한 이유에서 신용평가회사의 민사적 책임이 기인되는 것이다.[176] 단, 투자자는 신용평가회사와의

---

[173] Douglas W. Diamond, 전게논문, p.829.
[174] John C. Coffee (2002), 전게논문, p.1415.
[175] 구본성, 전게논문, p.11.
[176] Matthias Lehmann, 전게논문, p.62.

직접적인 계약관계 부재로 민사책임을 추궁함에 있어 많은 문제에 봉착하게 된다. 그 주된 이유는 아래와 같이 정리할 수 있다.

3.1. 법리적 분석

3.1.1. 일반불법행위 책임의 문제

이론적으로 부실평가로 인한 손실에 대해 투자자들은 민법 일반법리에 따라 신용평가회사의 일반불법행위 책임을 추궁할 가능성이 있다.[177] 다만 불법행위, 고의 또는 과실, 손해의 발생 및 손해액, 인과관계의 존재를 모두 입증해야 한다.[178] 하지만, 금융상품의 복잡성, 난해성과 신용평가의 미래지향성 특성 및 사실이 아닌 의견이라는 특성 등에 의해 그 입증이 어렵다는 것이다.[179] 게다가 투자자는 신용등급에 의존할 의무와 강압이 없기에 일반법리에 따라 손해인과관계를 입증하는 것은 더구나 어렵다.[180] 설령 입증이 가능하더라도 엄청난 시간과 비용이 필요하기에 실효성 있는 구제와는 상당한 괴리가 있다.[181]

3.1.2. 특별법에 따른 손해배상책임의 문제

특별법에 따른 민사책임은 앞서 논의한 바와 같이 문지기이론과 투자자

---

[177] 이원삼 (2009), 전게논문, p.79.
[178] 송옥렬, 전게논문, p.77; 周俊杰, "信用评级机构监管法律问题研究" ,博士学位论文 ,武汉大学 (2014) , pp.133-135.
[179] Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild, Frank D'Souza, 전게논문, p.184; Andrea Miglionico, 전게논문, p.205.
[180] Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild, Frank D'Souza, 전게논문, pp.183-184.
[181] Tim Wittenberg, 전게논문, p.701.

보호 원칙에서 그 정당성과 근거를 찾을 수 있다. 하지만 특별민사책임을 인정하더라도 여전히 많은 문제에 봉착하게 된다. 우선 신용평가의 통계적, 기술적 요인으로 인해 손해액 계산의 난이도를 감안할 때 과연 투자자들이 충분한 배상을 받을 수 있는지에 의문이 간다.[182] 설령 산정이 가능하더라도 신용평가회사들이 모든 투자자들에게 배상할 재력이 충분하지 않을 수도 있다는 것이다. 심지어 과중한 책임으로 인해 신용평가회사들이 파산할 가능성도 있다는 것이다.[183] 과중한 책임에 대한 두려움에 신용평가회사들이 수수료를 대폭 인상하거나 일부 서비스의 제공을 중단 또는 지나치게 보수적인 신용등급을 부여하는 소극적인 조치를 취할 가능성도 있다.[184] 과중한 책임은 신규 회사들이 신용평가시장에 진입하는 것까지 억제하는 효과가 있기에 과점상태를 더 악화시킬 수도 있다.[185] 그 결과 오히려 투자자들에게 더 큰 불편을 초래하는 아이러니한 현상이 발생할 수 있다는 것이다.[186] 민사책임 추궁이 용이해질 경우에도 여타의 문제를 유발할 수 있다. 우선, 투자자들의 남소 현상이 발생할 우려가 있다.[187] 그리고 투자자들 사이에서 신용등급을 유일한 판단기준으로 사용하거나 기계적으로 따르는 군집행위 현상이 발생하여 의존 현상이 더 악화될 수 있다.[188] 책임추궁이 용이할 경우, 시간

---

[182] Jennifer Payne, 전게서, p.273; 이채진 (2014), 전게논문, p.315.
[183] Jennifer Payne, 전게서, p.273; Alessio M. Pacces, Alessandro Romano, 전게논문, p.687.
[184] Alessio M. Pacces, Alessandro Romano, 전게논문, p.676; Jennifer Payne, 전게서, p.273.
[185] Jennifer Payne, 전게서, p.273.
[186] Jennifer Payne, 전게서, p.273.
[187] Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild, Frank D'Souza, 전게논문, p.217.
[188] Matthias Lehmann, 전게논문, pp.63-64; Harry Edwards, "CRA 3 and the liability of rating agencies: inconsistent messages from the regulation on credit rating agencies in Europe", Law

과 비용을 들여 신중한 투자판단을 하는 것보다 신용등급을 전적으로 신뢰하는 것이 더 효율적이고 안전한 수단이 될 수 있기 때문이다.[189]

3.2. 사법 실무상의 문제

3.2.1. 신용등급에 대한 법원의 판단

역사적으로 법원은 신용등급을 사실성 진술이 아닌 실행 불가능한 미래 전망에 대한 예측적 "의견"으로 인정해왔다.[190] 또한, 신용등급을 수정헌법(First Amendment to the Constitution)과 같은 법률문헌의 보호를 받는 의사표현으로 인정해왔다.[191] 이에 신용평가회사가 투자자에 대해 민사적책임을 진 적이 거의 없었다.[192] 신용등급을 수정헌법의 보호를 받는 언론으로 인정한 대표적 판례로 Scott Paper 사건이[193] 있다. 그후 County of Orange 사건에서는[194] 더 나아가 신용평가회사가 전문가로서 주의의무를 다하지 못하였

---

and Financial Markets Review, Vol.7(4) (August 2013), p.191.

[189] Matthias Lehmann, 전게논문, p.64.

[190] 예컨대, Jefferson County School District v. Moody 's Investor's Servs. Inc., 175 F.3d. 848 (10th Cir. 1999) 판례에서 법원은 신용등급은은 일종 의견이지 사실적 주장이 아니다고 판시하였다. Matthias Lehmann, 전게논문, p.65.

[191] Jennifer Payne, 전게서, p.272. 표현의 자유는 유럽인권조약(Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms), 이하 "ECHR") 제10조와 유럽연합기본권헌장(Charter of Fundamental Rights of the European Union, 이하 "CFR") 제11조에도 규정되어 있기에 미국과 비슷하게 신용등급을 표현의 자유로 보호할 지여부에 대한 논의는 유럽에서도 가능하다. 단, 실제로 법원에서 판시한 사례는 찾기 어렵다. Matthias Lehmann, 전게논문, p.65.

[192] Aline Darbellay & Frank Partnoy, 전게논문, p.2; Frank Partnoy (2002), 전게서, p.79.

[193] In re Scott Paper Co. Sec. Litig., 145 F.R.D. 366 (E.D.Pa.1992). 이 사건에 대한 상세한 소개는 이원삼 (2009), 전게논문, p.66 에서도 찾아볼 수 있다.

[194] County of Orange v. McGraw Hill Companies, Inc., 245 B.R. 151 (C.D.Cal.1999).

더라도 현실적인 악의가[195] 있는 경우에만 민사책임을 진다는 원칙을 확인하였다.[196] 이에 투자자들이 승소할 가능성이 더 희박했다.[197]

그후 부실평가 관련 분쟁들이 속출됨에 따라 신용등급에 대한 수정헌법 보호를 반대하는 의견을 제시한 판례들도 늘어나는 추세를 보여왔다.[198] 특히 Abu Dhabi 사건에서[199] 법원은 신용등급이 배포된 범위, 신용평가회사의 주관 및 인지상태와 이해상충의 존재 등을 감안하여 신용등급은 공적 관심사항에 해당하지 않는다고 판시하였다.[200] 최근 판례에서[201] 법원은 "신용등급은 의견에 해당하더라도 투자자들은 신용등급을 단순한 의견으로 신뢰한 것이 아니라 그 의견을 뒷받침해주는 사실에 대한 믿음에 의해 신용등급을 사용하는 것이기에 그 사실이 틀린 경우에는 책임을 인정하는 것이 상당하다"

---

[195] 현실적인 악의기준은 N.Y. Times Co. v. Sullivan, 376 U.S. 254, 279-80 (1964)판례에서 확정된 것으로, 거짓인 것을 알고 있거나 거짓인지 여부를 무모하게 간과하는 것을 의미하고 표현의 자유가 실제로 의미를 가지려면 숨쉴 공간이 필요하다는 판단에 수정헌법보호를 받는 의사표현에 대해 현실적인 악의가 존재하지 않는 이상 책임을 면제함과 동시에 헌법보호를 받는 의사표현은 공적 중요성에 관한 사항이어야 함을 강조하였고, Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders, Inc., 472 U.S. 749, 758-59(1985) 판례에서 공적관심사항에 관한 의사표현을 공적 중요성 요구에 부합된다고 판시하여 공적관심사항에 관한 것일 때 현실적인 악의 기준을 적용하도록 하였다. Caleb Deats, 전게논문, pp.1832-1833.

[196] 현실적인 악의를 판단함에 있어, 법원은 피고가 사실상 공개한 내용의 진실성에 대해 심각한 의심을 가지고 있었다는 결론을 내릴 수 있는 충분한 증거를 요구하였다. 박휜일(2012), 전게논문, p.487; 송옥렬, 전게논문, pp.77-78.

[197] Caleb Deats, 전게논문, pp.1833-1834; Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild, Frank D'Souza, 전게논문, pp.185-186.

[198] Aline Darbellay & Frank Partnoy, 전게논문, p.2.

[199] Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc., 651 F. Supp. 2d 155 (S.D.N.Y. 2009).

[200] 본 판례에 관하여 Caleb Deats, 전게논문, pp.1838-1849 에서 상세한 논의가 이루어지고 있다.

[201] 예컨대 Abu Dhabi Commercial Bank v Morgan Stanley ('Abu Dhabi II'), 888 F Supp 2d 431 (SDNY 2012), King County v IKB Deutsche Industriebank AG, 863 F Supp 2d 288 (SDNY 2012), California Public Employees` Retirement System v Moody's Investor Services, 226 Cal App. 4th 643(2014) 등 판례.

고 판시한 바 있다.[202] 이러한 판례들은 투자자들이 부실평가를 신뢰할 만한 정당성이 인정될 가능성을 보여주고 있다. 문제는 신용등급은 미래전망에 대한 추측 의견이기에 신용등급의 부실여부는 정확성에 대한 판단이 아니라 상대적인 객관성에 대한 판단이다는 것이다. 따라서 신용평가회사가 정상적인 업무 프로세스에 따라 신용등급을 산정한 경우, 발행자와 공모한 사실이 잘 드러나지 않은 이상, 부실평가로 인정될 가능성이 크지 않다고 본다. 투자자에 대한 신용평가회사의 민사책임을 인정한 최초 사건인 Bathurst 사건도[203] 사실상 신용등급을 뒷받침한 분석이 아주 불합리한 상황에서 신용평가회사의 책임을 인정한 것이다.[204] 다만 이러한 판례들의 새로운 시각과 동향은 신용평가회사의 막가파식으로 신용등급을 발행했던 "행복한 시기"에 경종을 울리는 시범타로서 의미가 있다.[205]

3.2.2. 법원 전문성의 부족

신용평가회사에 대한 투자자의 민사책임을 인정하는 것은 법원에 신용등급의 정확도에 대해 재평가할 권리를 부여하는 것과 마찬가지다.[206] 문제

---

[202] Matthias Lehmann, 전게논문, p.66.

[203] Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No.5) [2012] FCA 1200.

[204] Rommel Harding-Farrenberg and Kieran Donovan, "Duty of Care, Rating Agencies and the 'Grotesquely Complicated' Rembrandt: Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5)", *Business Law International*, Vol.14(2) (May 2013), p.194. 이 사건은 신용등급을 발행하기 전 S&P 와 발행자 사이에 적극적인 소통이 있었던 점 및 발행자가 비합리적인 평가모델로 산정한 점이 분명한 사안이기에 보편적인 참고가치는 크지 않을 것으로 예상된다. 송옥렬, 전게논문, p.82.

[205] Rommel Harding-Farrenberg and Kieran Donovan (2015), 전게논문, p.91.

[206] Matthias Lehmann, 전게논문, pp.64-65.

는 하루가 다르게 진화되는 금융투자상품의 난해성과 전문성으로 인해 판사들이 정확히 재평가할 능력이 부족할 수 있다는 것이다.[207] 물론 이러한 문제는 사법인력의 전문성 강화를 통해 점진적으로 해소될 수 있다고 본다.

이와 같이 신용평가체제는 이해상충, 과점사태 및 투자자에 대한 민사책임의 문제들로 인해 그 역할을 다 하지 못하고 있다. 따라서 2008 년 글로벌 금융위기이후 주요 규제당국들은 이러한 문제점을 중점으로 개혁을 추진한 것으로 보인다. 이러한 문제점은 중국 신용평가체제에서도 쉽게 찾아볼 수 있고 마찬가지로 규제당국으로부터 주목받고 있다. 그러나 "중국특색시장경체계"에서 성장해온 중국 신용평가체제에서 이러한 문제들은 다소 다른 양상을 드러내고 있다. 구체적인 내용은 제 4 장에서 논의한다.

[207] 판사들은 신용등급을 재구성할 전문성은 부족하만 그 신용평가 방법론에 문제가 있는지 여부를 판단할 능력은 있다는 주장도 있다. Matthias Lehmann, 전게논문, p.65.

제 3 장 각국의 규제 개선을 위한 노력

제 1 절 서론

2008 년 글로벌 금융위기를 기점으로 국제사회는 신용평가회사에 대한 규제를 강화하는 추세를 보여왔다.[208] 본 장에서는 앞에서 논의한 현행 신용평가체제에 존재하는 문제점을 중점으로 국제적인 규제동향을 소개하고자 한다. 그 중에서 미국, EU 및 한국의 규제개혁을 대표적으로 분석하는 것을 통해 중국의 개선방안에 대한 시사점을 모색하고자 한다.

제 2 절 미국의 개혁

미국은 1975 년에 NRSRO 제도를 도입하였지만, 적극적인 규제체계는 마련하지 않았다. 그리고 2001 년 Enron 사태 발생이후 전면적인 조사와[209] 여러 차례의 청문회를[210] 통해 신용평가회사에 대한 규제를 논의하였다.[211] 그 결과 2005 년에 「신용평가회사의 정의와 규제에 관련한 개혁안」을[212] 제

---

[208] 김필규, 전게논문, p.42.

[209] Order In the Matter of the Role of Rating Agencies in the U.S. Securities Markets Directing Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934, and Designating Officers for Such Designation (March 19, 2002). 1934 년 증권거래법 제 21 조(a) 및 자문법(Advisers Act)상 검사권(examination authority)에 따라 미국 증권시장에서의 신용평가회사의 역할에 대한 전문적인 조사를 수행할 것을 지시하였다.

[210] The Current Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, Hearings Before the U.S. Securities and Exchange Commission (November 15 and 21, 2002). Available at http://www.sec.gov/spotlight/ratingagency.htm (Accessed 2020.2.19)

[211] 이원삼 (2008), 전게논문, p.389.

[212] Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization, Release No. 34-51572, (April 19, 2005), 70 FR 21306 (April 25, 2005).

안하였고 2006 년 9 월에 「Credit Rating Agency Reform Act」(이하 "CRARA")를[213] 통과하였다. CRARA는 신용평가, 신용평가회사 및 NRSRO의 정의를 명시하였고[214] 지정제를 등록제로 전환하였다.[215] 또한 NRSRO 의 신청요건과 심사기준 및 절차,[216] 자료 작성 및 보관의무,[217] 강매행위 또는 부당행위의 금지[218] 등 내용도 명시하였다. 동 법은 신용평가 규제의 기본 구조를 구축함으로써 지난 100 년간 시장자율에 맡겨졌던 신용평가에 적극적인 법적규제를 시행하는 패러다임 전환을 시사하였다.[219] 그러나 투자자에 대한 민사책임 관련 규제가 부족하고[220] 신용평가회사의 부실평가 및 이해상충 등 문제들을 효과적으로 해소하지 못하였다. 그 결과 2008 년 글로벌 금융위기의 폭발로 그 실패를 선고하였다.[221]

공교롭게도 2008 년 글로벌 금융위기의 중점 비난 대상이었던 3 대 신용평가회사가 모두 미국에 소재하여 미국의 신용평가 규제는 온갖 회의와 비난을 받았다. 따라서 이를 계기로 미국은 신용평가 규제에 관한 적극적인 논의와 조사를 추진하였고 최종적으로 2010 년에 도드-프랭크법을 통해 법

---

[213] Credit Rating Agency Reform Act of 2006, Pub. L. No. 109-291, 120 Stat. (2006). CRARA 에 대한 보다 구체적인 소개는 Lawrence J. White, "A New Law for the Bond Rating Industry", *Regulation*, Vol 30 (1) (Spring 2007), pp.51-52, 이원삼 (2008), 전게논문, pp.395-400 에서 찾아볼 수 있다.
[214] CRARA § 3(a), 120 Stat. p.1328 (2006).
[215] CRARA § 4(a), 120 Stat. p.1329 (2006).
[216] CRARA § 4(a), 120 Stat. pp.1329-1337 (2006).
[217] CRARA § 5(1)(2), 120 Stat. p.1338 (2006).
[218] CRARA § 4(a), 120 Stat. pp.1334-1335 (2006).
[219] Lawrence J. White (2007), 전게논문, p.52; 박임출, 전게논문, p.228.
[220] Stephen Harper, 전게논문, pp.1945-1946; 이채진 (2014), 전게논문, p.302.
[221] Stephen Harper, 전게논문, p.1945.

제화하였다. 그 구체적인 내용은 아래와 같다.

1. 이해상충문제

도드-프랭크법은[222] 신용평가회사는 신용평가 정책, 절차 및 방법론의 시행과 준수를 관리하는 효과적인 내부통제구조를 구축할 것을 요구하고 있다.[223] 그리고 이해상충 관리 및 공시에 관한 정책과 절차의 확립 및 시행과 SEC 에 대한 내부통제 연간보고 의무도 규정하고 있다.[224] 이외에 준법감시인의 자격제한 및 독립성 유지를 위한 금지행위를 규정하고 있고 준법감시인 및 사외이사의 보수를 회사 영업수익과 연계시키는 것을 금지하고 있다.[225] 신용평가회사의 내부통제의 강화 및 지배구조의 개선을 통해 이해상충의 발생을 감축하고자 하는 것으로 보인다. 이러한 조치는 상대적으로 낮은 비용으로 감독규제를 시행할 수 있는 장점이 있다.[226]

이 외 임직원이 과거 1 년간 평가대상 회사에 이직할 경우 해당 임직원이 참여한 평가를 소급 검토할 것도 요구하고 있다.[227] 그리고 신용평가 방법 및 실적의 공시 규제를 강화하였다. 신용평가 절차 및 방법론에 관한 정

---

[222] 도드-프랭크법 조항에 대한 더 상세한 소개는 Stephen Harper, 전게논문, pp.1949-1951, 송옥렬, 전게논문, p.79, 박훤일 (2011), 전게논문, p.120 등 많은 논문에서 찾아볼 수 있다.
[223] Dodd-Frank Act § 932(a)(2), 124 Stat. 1873 (2010).
[224] Dodd-Frank Act § 932(a)(2), (8), 124 Stat. p.1873, p.1882 (2010).
[225] Dodd-Frank Act § 932(a)(5), (8) 124 Stat. p.1876, p.1882 (2010)
[226] John C. Coffee, Jr., "Ratings Reforms: The Good, The Bad and the Ugly", HARV. BUS. L. REV., Vol.1 (2011), p.270.
[227] Dodd-Frank Act § 932(a)(4), 124 Stat. p.1875 (2010).

보, 신용평가의 제한성에 관한 정보,[228] 역사 실적에 대한 정보를 포함한 정량적 정보까지 모두 공시하도록 하고 있다.[229] 신용평가의 투명성을 제고하는 것을 통해 이해상충문제를 예방하는 것이다.

2. 과점

사실 CRARA 제정 과정에서 규제당국은 이미 그 당시의 2 대 신용평가회사(Moody's 와 S&P)가 신용평가시장을 통제하고 있는 것을 인지하였다.[230] 그럼에도 불구하고 신용등급을 건전성규제에 계속 활용했기에 과점사태는 계속되었다.[231] 이로 인한 모순과 등급팽창 문제들도 더 격화되어[232] 자본시장의 안정까지 위태로워졌다. 이러한 사태를 해결하기 위하여 도드-프랭크법은 기존 법률상 신용등급 의무조항을 삭제하였다.[233] 그후, SEC 또한 신용평가를 참조하는 많은 규정들을 폐지하였다.[234] 그러나 앞서 소개한 바와 같이 신용평가는 규제당국의 감독활동에 중요한 참고가치가 있다.[235] 따라서

---

[228] Dodd-Frank Act § 932(a)(8), 124 Stat. p.1880 (2010).
[229] Dodd-Frank Act § 932(a)(8), 124 Stat. p.1881 (2010).
[230] CRARA § 2, 120 Stat. p.1327 (2006).
[231] 이채진 (2014), 전게논문, p.302.
[232] Alessio M. Pacces, Alessandro Romano, 전게논문, p.683.
[233] 주로 연방예금보험법(The Federal Deposit Insurance Act), 연방주택공사 재무 안정 및 건전성법(Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992), 투자회사법(Investment Company Act of 1940), (Revised Statutes of the United States), 미국수정법률(Revised Statutes of the United State), 1934 년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 등 법률상의 신용등급 참조의무를 삭제하였다. Dodd-Frank Act § 939, 124 Stat. pp.1885-1887 (2010).
[234] SEC, Removal of Certain References to Credit Ratings Under the Securities Exchange Act of 1934, Release No. 34-71194; File No. S7-15-11. Available at http://www.sec.gov/rules/final/2013/34-71194.pdf. (Accessed 2020.2.29)
[235] Alessio M. Pacces, Alessandro Romano, 전게논문, p.674.

신용평가를 대체할 적합한 대안이 개발되지 않은 현시점에 기존 규제특권을 무차별하게 삭제하는 것이 과연 최적의 선택인지 의문이 간다.[236]

3. 투자자에 대한 민사책임

도드-프랭크법은 신용평가회사는 채권시장에서 중요한 문지기 역할을 수행하고 본질적으로 상업성을 가지고 있기에 기타 문지기와 동등한 책임 및 감독 기준을 적용해야 한다고 명시하고 있다.[237] 그리고 신용평가회사에서 제공한 진술내용은 증권법상 등록된 공인회계법인이나 증권분석가가 제공한 내용과 마찬가지로 강제집행 및 패널티조항을 적용한다고 명시하고 있다.[238] 이로써 종래 수정헌법상 표현의 자유로 인정해왔던[239] 규제당국의 태도전환을 시사하고 있다. 그 결과 신용평가회사에 대하여 1934 년 증권거래법 15E 조항에 따른 민사적 소권이 부여되지 않았던 역사에[240] 종지부를 찍어주었다. 또한 금전적 손해배상청구에 있어, 신용평가회사가 고의 또는 무모하게 평가대상 관련 사실요소에 대해 합리적인 조사를 하지 않았거나 신용평가회사가 유능하다고 판단되는 독립적인 외부정보원으로부터 합리적인 검증을 받지 않았음을 유추할 수 있는 사실만 증명하면 충분하다고 규정하고 있다.[241] 그 결과, 종래 사실적 악의기준에 의해 소송 제기 단계에서 많이

---

236 Alessio M. Pacces, Alessandro Romano, 전게논문, p.684.
237 Dodd-Frank Act § 931, 124 Stat. p.1872 (2010).
238 Dodd-Frank Act § 933(a), 124 Stat. p.1883 (2010).
239 CRARA § 4(a), 120 Stat. p.1336 (2006). Caleb Deats, 전게논문, p.1830.
240 CRARA § 4(a), 120 Stat. p.1336 (2006). 박준 (2008), 전게논문, p.25.
241 Dodd-Frank Act § 933(b) (2), 124 Stat. pp.1883-1884.

기각된 사태를 상당한 정도에서 완화시켰다.[242]

도드-프랭크법의 가장 중대한 개혁조치는 Rule 436(g)를 폐지한 것이다.[243] 공모로 증권을 발행할 경우, 1933 년 증권법 (Securities Act of 1933) 제 7 조에 따른 증권신고서를 SEC 에 제출해야 한다. 그리고 증권신고서에 중요한 사실이 허위기재 또는 오해를 유발하지 않는 신고서의 작성에 필요한 중요사실 또는 필수 기재사항이 누락된 경우, 동법 제 11 조에 따라 발행회사 및 증권신고서에 서명한 전문가는 손해배상책임을 부담한다.[244] 물론 투자자가 이러한 허위기재 또는 누락의 사실을 이미 알고 있음을 입증한 경우에는 책임을 부담하지 않는다.[245] 그러나 Rule 436(g)에 의해 신용등급은 전문가에 의해 준비 또는 승인된 사항으로 간주되지 않았기에 증권신고서에 신용평가회사의 동의를 요구하지 않았다.[246] 따라서 신용평가회사는 기타 전문가와 달리 이러한 책임의 적용이 배제되었다.[247] 물론 신용평가회사가 사기행위를 행한 경우, 1934 년 증권거래법 제 10 조(b)항에 의해 손해배상책임을 부담할 수 있다. 하지만 동 조항을 적용하기 위하여는 중대한 오류가 있고 그 오류에 대한 고의가 입증되어야 했기에 실제로 적용하기 쉽지 않았다.[248] 따라서 Rule 436(g)가 폐지됨에 따라 신용등급에 대해서도 Rule 436 이 적용되기에

---

[242] 박준, "기업금융활성화와 신종증권에 관한 자본시장법의 개정", 상사판례연구, 제 24 권, 제 3 호 (2011), p.82; Stephen Harper, 전게논문, p.1953.
[243] Dodd-Frank Act § 939G, 124 Stat. p.1890 (2010).
[244] Securities Act of 1933 § 7, § 11(a).
[245] Securities Act of 1933 § 7, § 11(a).
[246] Securities Act Rule 436(g)(1) 17 C.F.R. § 230.436(g)(1).
[247] 박준 (2008), 전게논문, p.26; 박훤일 (2011), 전게논문, p.119.
[248] John C. Coffee Jr. (2006), 전게서, p.302; 박준 (2008), 전게논문, p.26.

신용평가회사도 1933 년 증권법 제 11 조상 주의의무에 따른 책임을 질 수 있게 된 것이다.[249] 문제는 신용등급을 증권신고서에 기재하기 위해 발행자가 신용평가회사의 서면동의를 받은 경우에만 신용평가회사가 책임을 진다는 것이다.[250] 즉, 신용평가회사가 서면동의를 거부한 경우, 여전히 1933 년 증권법 제 11 조상 책임을 지지 않는다는 것이다. 그 결과, 책임을 피하기 위해 신용평가회사들이 증권신고서에 신용등급을 기재하는 것을 거부함으로써 유동화증권 시장이 마비된 사태까지 발생하였다.[251] 이에 SEC 는 부득이하게 비조치의견서를[252] 발급하여 유동화증권 발행 시 증권신고서에 신용등급을 포함시키는 규정의 시행을 일시 중단하였다.[253]

도드-프랭크법은 최초로 투자자에 대한 신용평가회사의 민사책임을 입법한 획기적인 개혁이다.[254] 동 법은 신용평가회사의 책임을 강화하였고[255] 투자자들이 더 수월하게 소송을 제기할 수 있도록 하였다.[256] 그러나 발행자

---

[249] John C. Coffee, Jr. (2011), 전게논문, pp.264-265; 송옥렬, 전게논문, p.79.
[250] 박준 (2011), 전게논문, pp.81-82.
[251] Alessio M. Pacces, Alessandro Romano, 전게논문, p.678; 송옥렬, 전게논문, p.79.
[252] SEC, No-Action Letter (Response of the Office of Chief Counsel Division of Corporation Finance, RE: Ford Motor Credit Co. LLC and Ford Credit Auto Receivables Two LLC Incoming Letter dated July 22, 2010) (Nov. 23, 2010). Available at http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2010/ford072210-1120.htm. (Accessed 2020.2.23). SEC는 2010년 7월 22일에 첫 비조치의견서(2011년 1월 24일까지 유효)를 발급하였고 2010년 11월 23일에 두번째 비조치의견서를 발급하여 유효기간을 연장하였다.
[253] Brigitte Haar, "Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA3 - Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence", Goethe University Frankfurt, Research Center SAFE - Sustainable Architecture for Finance in Europe, SAFE White Paper, No. 1 (Working Paper, 2013), p.8; John C. Coffee, Jr. (2011), 전게논문, p.265.
[254] 이채진 (2014), 전게논문, p.306.
[255] 박훤일 (2011), 전게논문, p.121.
[256] 이채진 (2014), 전게논문, pp.304-305.

지급모델에 의한 이해상충 이슈를 철저하게 해소하지 못하였다. 더 큰 문제는 NRSRO 만 규제하고 있기에 아주 극단적인 상황에서 신용평가회사들은 NRSRO 인증자격을 포기하는 것을 통해 규제의 적용을 피할 가능성도 있다는 것이다.[257]

제 3 절 EU 의 규제

EU 는 종래 신용평가회사들에 대한 직접적인 규제가 거의 이루어지지 않았고 주로 시장자율과 IOSCO 의 「Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies」(이하 "기본행동강령")[258] 및 EU 지침에[259] 의거한 간접적인 규제에 의존해왔다.[260] 신용평가회사에 대한 본격적인 규제강화는 2008 년 금융위기후부터 시작되었다.[261] 2008 년 5 월 유럽증권감독위원회(Committee of European Securities Regulators, 이하 "CESR")는 시장자율만으로 IOSCO 기본행동강령을 보완하는 것은 역부족이고 평판자본에 의한 자율 또한 과점시장구도에 의해 실제로 큰 효과가 없다고 공표한 바가 있다.[262] 같은 맥락에서 유럽위원회(European Community, 이하 "EC")는 2008 년

---

[257] John C. Coffee, Jr. (2011), 전게논문, p.264.
[258] IOSCO, "Code of Conduct Fundamental for Credit Rating Agencies", (2008).
[259] 예컨대 자본요건지침(Capital Requirements Directive, CRD I 은 Directive 2006/48/EC of the European Parliament and the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions (recast), O.J. 2006, L 177/1 (as amended)와 Directive 2006/49/EC of the European Parliament and the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions (recast), O.J. 2006, L 177/201 (as amended)로 구성됨). 동 지침은 적격 외부신용평가기관(ECAI) 지정 요건 등을 규정하였다.
[260] 박훤일 (2011), 전게논문, p.121.
[261] 황창선 (2013), 전게논문, p.63.
[262] CESR's Second Report, pp. 58-59.

11 월 12 일에 「신용평가회사에 관한 유럽의회 및 이사회의 규제안」(Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies)을 제기하였다. 그리고 그 일부 내용에 대한 수정을 거쳐 2009 년 9 월에 CRA Regulation 을 반포하였다. 동 규정은 미국과 유사하게, 내부통제체계와 공시의무를 강화하는 것을 통해 이해상충문제 및 과점의 문제를 완화시키는 방식을 취한 것으로 보인다.[263] 그후 2009 년말부터 유로존 국가부채위기가(이하 "유럽국채위기") 발생하였고[264] 신용평가회사의 역할과 과점사태에 대한 회의와 비판이 다시 제기되었다. 이러한 배경에서 2011 년 5 월에 CRA Regulation 의 개정이 이루어졌다.[265] 2011 년 개정은 유럽증권시장감독청(European Securities and Markets Authority, 이하 "ESMA")에서 신용평가회사에 대한 감독권을 수행하도록 하였다. 그리고 신용평가에 대한 과도한 의존, 신용평가시장의 과점 및 이해상충문제를 해소하는 법적 근거를 마련하였다.[266] 그후 2013 년 5 월에 다시 대대적으로 개정되어[267] 현

---

[263] 2009 년 CRA Regulation 에 대한 설명은 구본성, 전게논문, p.16 를 참고할 수 있다.

[264] 2009 년 10 월 그리스에서 정권교체가 이루어지면서 재정적자 은폐가 드러났다. 11 월에 그리스 국채 신용등급이 떨어지면서 유로존 위기에 대한 우려를 유발시켰고 자본금이 유럽에서 유출되는 사태가 발생하였다. 그후 2010 년 4 월에 유럽중앙은행과 국제화폐기금조직이 그리스에 1200 억유로를 지원하여 계약위반을 막고자 할 무렵, S&P 는 그리스 국채 신용등급을 투자부적격 등급(BB+이하)으로 하향조정하였다. 2011 년 6 월에 부도위험 등급(CCC 이하)으로 강등되었고, 2011 년 중 아일랜드, 포르투갈, 이탈리아도 A 등급을 상실하면서 유로존 국가들의 신용등급이 연쇄적으로 하향조정됨에서 유럽국채위기로 이어졌다. 강유덕, "EU 의 신용평가기관 규제배경과 전망", 지역경제포커스, Vol.6(6) (2012.3), p.3; Aline Darbellay & Frank Partnoy, 전게논문, p.1.

[265] Regulation (EU) No 513/2011 Amending Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies [2011] OJ L145/30.

[266] 박훤일 (2011), 전게논문, p.124.

[267] Regulation (EU) No 462/2013 of The European Parliament and of The Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies.

재 가장 중요한 규제 근거로 기능하고 있고 구체적으로 아래 내용들이 포함되어 있다.

1. 이해상충문제

2013 년 개정은 주로 독립성 확보를 위한 내부통제체계[268] 및 지배구조를[269] 마련할 것을 요구하고 있다. 그리고 발행회사 및 그 관련 제 3 자에게 회사 구조, 자산 등에 대한 신용등급 관련 자문 및 조언을 제공하는 것을 금지하고 있다.[270] 단, 시장에 대한 예측, 경기상황에 대한 추측, 가격분석과 같은 통상적인 데이터분석 등 부수적인 서비스는 금지하지 않고 있다. 다만 그 제공사실을 해당 발행자의 신용평가서에 공시할 것을 요구하고 있다.[271] 특히 동 법 Annex I 에 이해상충의 전형적인 상황들을 세부적으로 규정하는 것을 통해 이해상충 방지를 위한 보다 명확한 참고기준을 제시하고 있다. 구조화증권의 발행에 있어, 복수평가를 의무화하고[272] 그 중 최소 한 신용평가회사의 시장점유율이 10%미만일 것을 요구하고 있다.[273] 특정 신용평가회사가 발행회사에게 유리한 신용등급을 발행하는 것을 방지하기 위한 것이다.[274] 또한 광범위한 공시의무를 부여하여 신용평가의 투명성을 제고하는

---

[268] CRA Regulation, Art 6(4).
[269] CRA Regulation, Annex I, Section A.
[270] CRA Regulation, Art 6(2), Annex I, Section B, 4
[271] CRA Regulation, Art 6(2), Annex I, Section B, 4
[272] CRA Regulation, Art 8c.
[273] CRA Regulation, Art 8d.
[274] 송옥렬, 전게논문, p.80.

것을 통해 이해상충 발생 가능성을 감소하고 있다.[275] 이외에 기존 애널리스트 및 평가 승인자의 로테이션조항을 유지하고 있다.[276] 이와 동시에 동일 발기인의 재증권화상품에 대해 신용평가회사의 로테이션을 강요하는 Article 6b 를 새로 추가하였다.[277] 특정 신용평가회사와 발기인 사이에 장기적인 이익관계가 형성되는 것을 방지하기 위한 것이다.[278]

2. 과점

3 대 신용평가회사의 과점사태를 완화하고 경쟁을 자극하기 위해 2013 년 개정은 신용평가회사의 강제 로테이션제를 도입하였다. 즉, 재증권화에[279] 대한 신용평가를 제공한 경우, 신용평가회사는 계약일로부터 4 년내 동일 발기인의 기초자산 관련 신규 재증권화의 신용평가를 수행할 수 없다는 것이다. 단, 4 개이상의 신용평가회사가 평가를 제공함과 동시에 각 신용평가회사가 평가하는 비율이 10%이상인 경우는 제외한다.[280] 시장에서 주도적 지위에 있는 신용평가회사가 평가업무를 독점하는 것을 방지하기 위한 것이다.

---

[275] CRA Regulation, Art 8, Art 10, Art 11. 이외에 Annex I 에 구체적인 요구사항을 명시하였다. 예컨대 신용평가회사의 신용등급 관련 평가방법, 평가모델, 기본 가설, 평가실적 등 내용을 모두 공시하도록 요구하고(Annex I Section E.), 연간 총매출의 5%이상 해당하는 평가대상 리스트, 평가대상 기업 또는 금융상품에 투자한 애널리스트 명단 등 정보도 공시하도록 규정하고 있다. (Annex I, Section B, 2, 3.)

[276] CRA Regulation, Art 7(4).

[277] CRA Regulation, Art 6b.

[278] 보다 상세한 논의는 후술 "2. 과점에 관하여" 부분에서 진행하도록 한다.

[279] 재증권화는 기초 풀(pool)의 익스포져와 관련된 위험을 분할 발행하고 그 중 최소 하나의 기초익스포져가 유동화 포지션을 구성하는 증권화를 의미한다. Directive 2006/48/EC, Art 4 (40a) .

[280] CRA Regulation, Art 6b (1), (2).

이와 동시에 재증권화 관련 신용평가계약이 만기 후, 신용평가회사는 계약기간에 상당한 기간동안(최대 4 년) 동일 발기인의 기초자산 관련 재증권화에 관한 신용평가계약을 새로 체결할 수 없다고 규정하고 있다.[281] 냉각기간을 도입하는 것을 통해 일정 기간동안 동일 발기인에게 평가를 제공하는 것을 제한함으로써 경쟁을 자극하는 것이다.[282] 구조화증권의 발행에 있어, 복수평가를 의무화함과[283] 동시에 그 중 한 신용평가회사의 시장점유율이 10% 미만일 것을 요구하고 있다.[284] 중소규모의 신용평가회사들이 경쟁에 참여할 수 있도록 하기 위한 것이다. 하지만 이러한 조치는 인위적으로 신용평가시장의 자율경쟁을 간섭하는 것이다. 따라서 적정한 도를 초과할 경우 신용평가의 질적 향상에 역효과를 일으킬 가능성도 있고[285] 시장규율의 정상적인 기능까지 저해할 우려가 있다.

이외에, 신용기관, 투자회사, 보험회사, 재보험회사, 연금관리기관 등 기관투자자들이 신용등급에 전적으로 또는 기계적으로 의존하지 않고 스스로 신용평가를 수행할 것을 요구하고 있다.[286] 그리고 구조화금융상품의 발행자, 발기인 및 보증인은 구조화금융상품의 기초자산의 신용 및 성능에 관한 정보, 증권화거래구조에 관한 정보, 현금흐름과 유동화익스포져 담보에 관한

---

[281] CRA Regulation, Art 6b (3).
[282] Harry Edwards, 전게논문, p.190.
[283] CRA Regulation, Art 8c.
[284] CRA Regulation, Art 8d.
[285] 신용평가회사는 수동적으로 자신의 평가 순차를 기다리면 되기에 평가의 질을 향상하는 것을 통해 경쟁력을 키우는 동기가 줄어들 수 있다는 비난도 있다. Harry Edwards, 전게논문, p.190.
[286] CRA Regulation, Article 5a (1).

정보 및 현금흐름과 기초익스포져 담보가치에 대한 정통적이고 포괄적인 스트레스 테스트를 실시함에 필요한 정보를 공시하도록 요구하고 있다.[287] 실제로 공개 루트를 통해 이용할 수 있는 정보가 불충분한 실태에 비추어 취한 보완수단인 것이다. 이와 같은 방법은 구조화금융상품에 대한 투자자의 정보 접근성을 개선하고 보다 정확한 자체평가를 수행하는데 도임이 될 것으로 예상된다. 또한 스스로 신용평가를 수행할 능력을 갖춘 기관투자자만 그 적용대상으로 하고 있는 점은 일반 투자자의 현실적 어려움을 고려한 합리성이 돋보인다. 그러나 신용평가의 대체방안이 마련되지 않은 이상, 신용등급에 대한 의존도는 현저한 변화가 일어나지 않을 것으로 예상된다.[288]

동 규정은 금융감독기관의 규제에 신용등급에 대한 전적인 또는 기계적인 의존을 유발할 수 있는 내용을 규정하는 것을 금지하고 있다.[289] 이와 동시에 EC 에서 2020 년까지 관련 법률을 검토하여 이러한 문제를 초래할 수 있는 조항을 모두 삭제하고 적정한 대체방안을 정비할 것을 요구하고 있다.[290] 감독규제에 신용등급을 활용함으로써 초래된 과도한 의존을 실질적으

---

[287] CRA Regulation, Article 8b (1). 이러한 정보는 ESMA 에서 운영하는 웹사이트에서 공시하도록 요구하고 있다.

[288] Tim Wittenberg, 전게논문, p.695.

[289] 구체적으로 유럽은행관리국(European Banking Authority, 이하 "EBA"), 유럽보험연금관리국(European Insurance and Occupation Pensions Authority, 이하 "EIOPA"), 유럽시스템위험위원회(European Systemic Risk Board, 이하 "ESRB") 및 ESMA 등 기관의 지침, 건의 또는 기술표준초안 등에 신용등급에 대한 전적인 또는 기계적인 의존을 잠재적으로 유발할 수 있는 내용을 규정하는 것을 금지하고 있다. CRA Regulation, Art 5b.

[290] CRA Regulation, Art 5c. 이에 따라 수정된 EU 지침으로 Directive 2013/14/EU of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Directive 2003/41/ EC on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision, Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) 및 Directive

로 해소하기 위한 것이다.[291] 단, 미국과 달리 신용등급에 대한 참고내용을 모두 삭제할 것을 요구하는 것이 아니라 신용등급에 대한 전적인 또는 기계적인 의존을 유발할 가능성이 있는 조항들만 금지하고 있다.[292] 이러한 규정의 시행으로 신용등급의 조정결과에 따라 자산을 처분하는 투자자들의 군집행위로 격화된 경기순응성 영향도 어느정도 완화될 것으로 기대된다.[293]

3. 투자자에 대한 민사책임

신용평가회사의 민사책임에 대한 대표적인 조항으로 Article 35a 가 있다.[294] 민사책임이 인정되려면 아래 요건을 동시에 갖추어야 한다. 1)동 규정 Annex III 에 규정된 불법행위가 있어야 한다. 2) 이러한 불법행위는 고의 또는 중과실에 의해 발생한 것이어야 한다. 3) 이러한 불법행위로 인해 신용등급의 산정에 영향을 미쳤어야 한다. 4) 손해와 인과관계가 존재해야 한다. 5) 투자자는 신용등급에 대한 합리적인 신뢰에 의해 투자결정을 내린 것으로 인정되어야 한다.[295] 문언만 보면 Annex III 위반의 모든 경우가 민사책임의 원인이 될 것으로 보인다. 그러나 신용등급의 산정에 영향을 미칠 수 있고

2011/61/EU on Alternative Investment Funds Managers (AIFM) in respect of over-reliance on credit ratings 등이 있다. Tim Wittenberg, 전게논문, p.695-696.

[291] Tim Wittenberg, 전게논문, p.696.

[292] Alessio M. Pacces, Alessandro Romano, 전게논문, pp.683-684.

[293] 신용평가회사의 규제특권이 인정될 경우, 특정등급으로 하향 조정된 자산은 투자적격성을 상실한 것이란 인식에 투자자들은 신중한 판단을 거치지 않고 즉각적으로 해당 자산을 매각하는 경향이 있고, 해당 자산의 자본적격성 대우에도 해로운 영향을 끼칠 수 있기에 경기순응성 영향을 더 격화할 수 있다. Harry Edwards, 전게논문, p.187.

[294] CRA Regulation, Art 35a (1).

[295] CRA Regulation, Art 35a.

손해인과관계가 인정되어야 하기에 실제로 문제가 되는 경우는 많지 않다.[296] 주로 신용등급의 산정에 있어 주의를 기울이지 않은 경우로 한정된다.[297] 구체적으로 평가방법에 정한 정보를 모두 활용하지 못한 경우와[298] 과거 경험에 기하여 적절하고 일관성 있는 검증된 평가방법을 사용하지 않은 경우가 있다.[299] 여기서 합리적인 신뢰는 Article 5a(1)에 부합되거나 또는 기타 합리적인 주의를 기울였음을 의미한다.[300] Article 5a(1)상 자체평가의무가 부가된 기관투자자의 경우, 자체평가를 수행하였는지 및 그 평가가 충분하고 정확한지 여부에 따라 판단한다. 따라서 자체평가에 결함이 있는 경우 그 기여과실에 따라 신용평가회사의 손해배상책임을 감면하는 것도 충분히 가능하다.[301] 문제는 이러한 의무가 부가되지 않은 투자자의 합리적인 주의에 대한 명확한 규정이 없고 각 회원국이 독자적으로 정의할 수 있도록 하고 있다는 것이다.[302] 따라서 회원국의 국내법상 정의 또는 법원의 판단에 따라 완전히 다른 결론이 이루어질 수 있고[303] 법정지쇼핑현상을 유발할 우려도 있다.[304] 입증책임에 관하여, 불법행위의 존재 및 이러한 불법행위가 신

---

[296] 예컨대 동 규정 Annex III, Section I, 26 상 신용평가회사가 등록 철회된 후 3 년이상 기록을 보존할 의무를 위반한 행위의 경우, 신용등급에 영향을 미칠 것으로 보이지 않는다. Tim Wittenberg, 전게논문, p.703.
[297] Harry Edwards, 전게논문, p.188; 송옥렬, 전게논문, p.81.
[298] CRA Regulation, Annex III, Section I, 42.
[299] CRA Regulation, Annex III, Section I, 43.
[300] CRA Regulation, Art 35a.
[301] Harry Edwards, 전게논문, p.189.
[302] CRA Regulation, Art 35a (4).
[303] Carsten Thomas Ebenroth & Thomas J. Dillon, Jr., "The international rating game: an analysis of the liability of rating agencies in Europe, England and the United States", Law and Policy Int Bus, Vol.24(3) (1993), p.784; Matthias Lehmann, 전게논문, p.79.
[304] Tim Wittenberg, 전게논문, p.684

용등급에 영향이 있다는 정확하고 상세한 정보를 제공하는 입증책임은 청구인의 책임이라는 일반 원칙을 채택하였다.[305] 그 완화책으로 각 관할당국 법원은 청구인이 제시한 사실을 검토함에 있어, 투자자가 신용평가회사의 전담분야 정보에 접근하지 못할 수 있는 사안을 고려할 의무가 있다고 규정하고 있다.[306] 그러나 이러한 내용은 투자자의 입증책임을 실제로 감면하는 것은 아니다.[307] 따라서 투자자들은 여전히 충분한 손해배상을 받기 어려울 것으로 예상된다.[308] 실제로 유럽에서 신용평가회사가 투자자에 대해 동 규정상 책임을 진 사례가 아직 없는 것으로 알려져 있다.[309]

제 4 절 한국 규제

민간주도에 의해 자생적으로 성장해온 구미 신용평가시장과 달리 한국 신용평가시장은 정부주도에 도입된 것으로 공적규제가 당연시 여겨져 왔다.[310] 신용평가에 대한 본격적인 법률적 규제는 2001 년 3 월 28 일 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」(이하 '신용정보법')의 개정을 통해 시작한 것이다.[311] 동 법은 신용평가회사의 지정제를 허가제로 전환하고 허가요건을

---

[305] CRA Regulation, Article 35a (2). 신용평가회사가 스스로 CRA Regulation 에 규정된 불법행위가 없거나 불법행위가 신용등급에 영향이 없음을 입증하도록 한 초기 제안을 포기한 것으로 보인다. Harry Edwards, 전게논문, p.188.
[306] CRA Regulation, Article 35a (2).
[307] Tim Wittenberg, 전게논문, p.703.
[308] Tim Wittenberg, 전게논문, p.704.
[309] 송옥렬, 전게논문, p.81.
[310] 오세경, 황인덕, 전게논문, p.17; 이채진 (2014), 전게논문, p.300.
[311] 이원삼 (2008), 전게논문, p.402; 이채진 (2014), 전게논문, p.311.

명시하였으며, 신용평가업무의 범위, 신용평가업자의 준수사항과 금지사항 등 내용을 규정하였다.[312] 그후 2008 년 글로벌 금융위기가 발생하였고 그 원인분석과정에 신용평가체제의 문제점들에 대한 비난이 비등하였다. 이러한 반성에 한국도 신용평가규제를 보완하는 작업으로 2009 년 4 월에 신용정보법을 개정하였다. 2009 년 개정법은 신용평가회사의 이해상충문제에 있어 내부통제기준에 의한 규제방식을 택하였다.[313] 그리고 제 40 조 6 호에서 신용평가업무를 하면서 고의 또는 중대한 과실로 해당 금융투자상품, 법인 및 간접투자기구에 대한 투자자 및 신용공여자 등에게 중대한 손실을 끼치는 일을 금지함으로써 투자자에 대한 배상책임이 인정될 여지를 두었다.[314] 문제는 입증책임에 대한 별도의 규정이 없기에 투자자는 결국 일반법리에 따라 신용평가회사의 고의 또는 과실 등을 입증해야 한다는 것이다.[315] 또한 신용평가업을 규제 목적, 범위 및 업무 특성상 모두 상당한 차이가 있는 신용조회업, 신용조사업 등과 하나의 법에서 규율함으로써 적용상 혼란과 모순이 발생하게 된다 것이다.[316] 이러한 문제를 해결하기 위해 2013 년 5 월에 신용

---

[312] 2001 년 개정 신용정보법상 신용평가 관련 규제에 대한 상세한 소개는 이원삼 (2008), 전게논문, pp.402- 409 에서 확인할 수 있다.

[313] 박임출 (2009), 전게논문, p.222; 박훤일 (2011), 전게논문, p.129.

[314] 이채진 (2014), 전게논문, pp.313-314; 송옥렬, 전게논문, p.74. 동 조항은 투자자에 대한 중대한 손실을 초래하는 것을 금지하고는 있으나 그 책임에 대한 명문의 규정이 없고 이를 근거로 투자자가 손해배상 책임을 주장할 수 없다고 보아야 한다는 주장도 있다. 이원삼 (2009), 전게논문, p.78.

[315] 박훤일 (2004), 전게논문, p.138.

[316] 예컨대 동 법 제 43 와 같이 신용정보주체 또는 의뢰인에 대한 보호를 중점으로 하는 조항들은 정보불균형을 감소하고 투자자를 보호하는 신용평가의 기본 기능 및 목적과 거리가 멀다. 황창선 (2011), 전게논문, pp.54-55.

평가회사 관련 규정을 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 "자본시장법")으로 이관하는 개정이 이루어졌다.[317] 자본시장법은 신용평가회사 규제에 대한 가장 중요한 현행법으로 아래와 같은 내용을 규정하고 있다.

1. 이해상충

일정 비율이상의 출자관계에 있는 특수관계자에 대한 신용평가 및 강매행위의 금지와 같은 영업행위규제를 규정하고 있다.[318] 또한 내부통제기준을 마련하도록 요구하고 있다.[319] 그리고 「금융투자업규정시행세칙」을 통해 표준내부통제기준을 정하여[320] 세부적인 요구를 명시하고 있다. 그러나 동 법은 내부통제기준을 마련하지 않은 행위만 제재하고 있다.[321] 신용평가회사 및 그 임직원이 자체 내부통제규정을 위반한 행위를 동 법 위반행위로 인정할 것인지에 대한 명확한 규정은 없다는 것이다.[322] 따라서 내부통제 위반행위에 대해 감독기관이 제재할 수 있는지 문제가 발생하게 된다.[323]

2. 과점

자본시장법은 기존 신용정보법상 허가주의를 인가주의로[324] 전환하여 진

---

317 이채진 (2014), 전게논문, p.300; 김화진, 전게서, p.124.
318 자본시장법 제 335 조의 11 제 7 항 및 동법 시행령 324 조의 8.
319 자본시장법 제 335 조의 8 제 2 항.
320 금융투자업규정시행세칙 제 6-5(〈별표 31〉)
321 자본시장법 제 449 조 제 1 항 44 의 2.
322 이정수, 전게논문, p.297.
323 이정수, 전게논문, p.297; 박임출, 전게논문, p.249.
324 자본시장법 제 335 조의 3.

입규제를 완화하고 있다.[325] 신용등급에 대한 과도한 의존도의 문제로 인한 과점사태에 있어, 구미와 다른 정책을 취하고 있다. 즉, 신용평가에 의존하는 규제를 삭제하거나 신용평가에 대한 시장참여자들의 의존도를 감소하기 위한 조항을 별도로 규정하지 않고 있다. 신용평가에 대한 의존도를 급격히 감축할 경우 워낙 외국 신용평가회사 특히 3 대 신용평가회사 대비 우세가 없는 한국 국내 신용평가업계의 기반 자체가 흔들릴 수 있다는 우려에서 기인한 것으로 보인다.[326]

3. 투자자에 대한 민사책임

자본시장법은 신용평가회사를 비롯하여 공인회계사, 감정인 등의 거짓기재 및 누락 기재 행위에 관하여 증권의 취득자에 대한 배상책임을 명시하고 있다.[327] 문지기역할을 수행하는 기능적 유사업무 수행자와 동일한 책임추궁 방법을 적용하고 있는 것이다.[328] 동 조항상 투자자에 대한 민사책임은 아래 요건을 동시에 갖추어야 한다. 1) 신용평가회사는 증권신고서의 기재사항 또는 그 첨부서류가 진실 또는 정확하다고 증명하여 서명하거나[329] 자기의 평가·분석·확인 의견이 기재되는 것에 대하여 동의하고 그 기재내용을 확인하여야 한다.[330] 2) 증권신고서(그 첨부서류 포함)의 중요한 사항에 관하여

---

325 황창선 (2013), 전게논문, p.62.
326 황창선 (2011), 전게논문, p.35.
327 자본시장법 제 125 조.
328 이원삼 (2019), 전게논문, p.96.
329 자본시장법 제 125 조 제 1 항 제 3 호.
330 자본시장법 제 125 조 제 1 항 제 4 호.

거짓기재 또는 누락이 있어야 한다. 3)투자자가 손해를 입었어야 한다. 4)이러한 손해는 앞의 거짓기재 또는 누락과 인과관계과 존재해야 한다. 통상적으로 공모절차의 증권신고서에는 신용평가회사의 신용평가서가 첨부되어 있기에 신용평가서가 첨부서류인 점은 이슈가 되지 않는다.[331] 문제는 신용평가서상 신용평가회사의 서명이 신용평가서가 "진실 또는 정확하다고 증명"하기 위한 것인지, 단순히 자신이 작성했다는 의미로 한 것인지에 대한 논쟁이 유발될 수 있다는 것이다.[332] 실제 사안에서는 주로 신용평가회사를 자기의 평가·분석·확인 의견이 기재되는 것에 대하여 동의하고 그 기재내용을 확인한 자로 인정하는 것을 통해 본 논쟁을 피하고 있다.[333] 인과관계의 입증에 있어, 배상책임을 질 자가 청구권자의 손해액의 전부 또는 일부가 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 발생한 것이 아님을 증명한 경우에는 그 부분에 대하여 배상책임을 지지 아니한다고 규정하고 있다.[334] 따라서 손해인과관계에 대한 입증책임이 전환되어 있다.[335] 이와 같이 투자자의 손해배상청구 가능성을 인정함과 동시에 신용평가회사가 책임을 면제할 공간도 둠으로써 과중한 책임으로 인한 부작용을 감소하고 있다. 구체적 내용을 살펴보면, 신용평가회사가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명하

---

[331] 송옥렬, 전게논문, p.75.
[332] 송옥렬, 전게논문, p.75.
[333] 송옥렬, 전게논문, p.75.
[334] 자본시장법 제 126 조 2 항.
[335] 김현동, 이재열, 전게논문, p.200; 이원삼 (2019), 전게논문, p.100.

거나, 투자자가 증권 취득의 청약을 할 시점에 이미 거짓기재 또는 누락 사실을 안 경우에는 신용평가회사는 배상책임을 지지 않게 된다.[336] 그러나 자본시장법은 "상당한 주의"에 대한 명확한 정의를 규정하지 않고 있다. 물론 판례를 통해 상당한 주의의무의 범위와 수준을 판단할 수 있겠지만, 자본시장법 제 125 조를 근거로 제기된 소송이 아직 적은 관계로 그 모호성에 대한 보완 작업이 아직 필요하다.[337] 하급심판결에서[338] 신용평가회사의 주의의무와 관련하여 법원은 증권의 발행에 관여하는 전문가들의 지위를 고려할 때, "전문가들은 발행회사가 제공한 정보를 그대로 신뢰해서는 안되고, 이를 각자가 갖추고 있는 전문적인 능력에 기초하여 합리적인 조사(검증)를 하고 그에 따른 의견을 제시해야 "한다고 판시하였다. 이어서, "다만 전문가가 증권신고서나 그 첨부서류에 자신의 의견을 기재함에 있어서 자신이 아닌 다른 사람이 제공하는 정보에 기초하는 경우, 그것이 그 분야의 전문가가 제공하는 것일 때에는 그 신뢰성을 의심할 만한 사정이 존재하지 않는 한 이를 의견형성의 기초로 삼은 데 과실이 없고, 그 정보가 그 분야의 전문가가 제공한 것이 아닌 경우에는 이를 신뢰할 만한 합리적인 이유가 있어야만 이를 의견형성의 기초로 삼은 데 과실이 없다고 할 것이다."고 하였다. 그리고 신용평가회사는 "재무제표의 중요한 부분에 거짓의 기재가 있다는 점을 알

---

336 자본시장법 제 125 조 제 1 항.

337 김현동, 이재열, 전게논문, p.199.

338 이 사건에서, 후순위 사채를 발행한 저축은행의 재무상태에 분식회계가 발생한 것이 드러나자 그 후순위 사채를 취득한 원고들이 저축은행 및 그 외부감사인 회계법인, 모집위탁 받은 증권회사, 신용평가업무를 맡은 신용평가회사 등을 상대로 손해배상을 청구하였던 것이다. 서울중앙지법 2014. 2. 14. 선고 2012 가합 501894 판결.

지 못했고, 이에 대해 자신의 지위에서 요구되는 상당한 주의의무를 다 했다고 할 것이므로, 이로 인한 손해에 대해 자본시장법 제125조 제1항의 배상책임을 지지 않는다."고 판시하였다. 이러한 논리는 미국 1933 년 증권법 제 11 조상[339] 공모 발행 관여자의 주의의무 이행여부를 판단하는 기준에서[340] 유래한 것으로 보인다.[341] 전문정보에 대해 비전문가가 스스로 조사하더라도 전문가보다 정확하게 이해하기 어렵고 엄청난 비용을 초래할 수도 있기에 오히려 전문가의 의견에 따르는 것이 더 효율적일 것이라는 판단에 의한 것으로 보인다.[342] 감사보고서와 같이 전문가가 제공한 정보가 아닌 기타 사항에 대해 법원은 이를 신뢰할 만한 합리적인 이유가 있어야만 이를 의견형성의 기초로 삼은 데 과실이 없다고 판시하였다.[343] 그러므로 신용평가회사는 발행자가 제공한 기타 정보에 대해 합리적인 조사 및 검증 절차를 거쳐야 하는 점은 논쟁의 여지가 없다. 따라서 평가대상의 사업실적 및 재무상태를 파악할 수 있는 기타 자료에 대한 합리적인 조사결과와 감사보고서에 대해 합리적인 비교 검토를 통해 재무제표상의 이상한 점을 발견할 가능성도 있다는 것이다. 판례는 신용평가회사를 회계감사 분야의 전문가에서 제외시키

---

[339] Securities Act of 1933 § 11 (a), (b).

[340] 미국 1933 년 증권법 제 11 조상 상당한 주의의 항변에 대한 보다 상세한 소개는 천경훈, "재무정보의 부실공시에 대한 상장회사 이사의 책임과 '상당한 주의' 항변", 증권법연구, 제 18 권 제 2 호 (2017), pp.137-139 를 참고할 수 있다.

[341] 송옥렬, 전게논문, p.76.

[342] 송옥렬, 전게논문, p.76.

[343] 이 사안에서 원고들이 문제삼고 있던 허위기재 사항이 외부감사인이 작성한 감사보고의 내용에 대한 원용이기에 비전문가가 제공한 정보에 대한 합리적인 신뢰와 관련하여 법원은 별도 다루지 않은 것으로 보인다.

고 있다. 그러나 신용평가자료의 범위에는 신용평가대상의 사업실적 및 재무상태를 파악할 수 있는 자료가 포함되어 있다는 것이다.[344] 게다가 신용평가회사는 적합한 지식과 경험을 보유한 전문인력으로 평가실무 관련 부서를 구성하여 신용평가업무를 수행하여야 한다는 것이다.[345] 그리고 실제로 신용평가회사는 회계법인 못지않은 난해한 업무를 수행하고 있고 그 업무에는 다량의 재무관련 및 사업위험 관련 분석이 포함되어 있다.[346] 따라서 신용평가회사가 재무제표를 검토할 전문성이 부족하다고 보고 감사보고서에 대한 합리적인 신뢰를 인정한 점에 의문이 간다.[347] 법원의 이러한 논리에 따라 신용평가회사의 손해배상책임을 판단할 경우, 신용평가회사가 통상적인 업무절차에 따라서 신용평가업무를 수행하는 한, 실제로 손해배상책임을 질 가능성은 크지 않다고 본다.[348] 또한 동 법은 거짓기재 또는 누락기재에 한정하여 손해배상책임을 규정하고 있다. 이에 평가방법이 부당 또는 불충분한 원인으로 인한 부실평가에 대해 투자자는 결국 민법상 일반원리에 따라 손해배상책임을 추궁하게 된다는 것이다. 따라서 입증 어려움에 의해 소송을 포기하거나 충분한 보상을 받지 못하는 사태는 크게 달라지지 않는다는 것이다.

---

[344] 금융투자업규정시행세칙 제 6-5 조, 〈별표 31〉의 제 52 조.
[345] 금융투자업규정시행세칙 제 6-5 조, 〈별표 31〉의 제 24 조 제 2 항.
[346] 이원삼 (2019), 전게논문, pp.110-111.
[347] 이원삼 (2019), 전게논문, pp.110-111.
[348] 송옥렬, 전게논문, p.76.

제 4 장 중국 신용평가의 구조와 개선과제

제 1 절 신용평가의 구조

최근 중국은 건전한 신용평가체제의 정립에 주력해왔고 그 결과 상당한 성과를 이루었지만 여전히 많은 문제가 남아있다. 정확한 개선안을 도출해 내기 위해 우선 이러한 문제들이 형성된 배경에 대해 알아보도록 한다.

1. 중국 신용평가의 연혁

1.1. 신용평가의 탄생

중국 신용평가는 정부가 주도한 경제개혁의 일환으로 도입된 것이고 초기에는 주로 정책 및 규제에 힘입어 발전해 온 것이다.[349] 1980 년대 중반 중국 정부는 계획경제 투자융자체계 개혁과 더불어 시장융자수단을 도입하는 실험으로 기업채권의 발행을 허용하기 시작하였다.[350] 따라서 발행기업의 신용을 평가할 필요가 생겼고 이에 정부 감독기관체계내에서 신용평가기관을 설립하였다. 1987 년에 최초의 신용평가기관 길림성자신평가회사(吉林省资信评估公司)가 설립되었다.[351] 이어서 각 성(省) 정부에서 신용평가기관의 설립

---

[349] Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, 전게논문, p.216; 澎秀坤, "国际社会信用评级机构规制及其改革研究", 博士学位论文 , 苏州大学 (2012.3) , p.127.

[350] 1987 년 3 월에 국무원은 「기업채권관리임시실행조례」(企业债券管理暂行条例)를 제정하여 채권에 대해 일괄적인 관리를 시작하였다. 동 규정은 그 후 1993.8.2 에 「기업채권관리조례」(企业债券管理条例)에 의해 폐지되었다. 澎秀坤, 전게논문, pp.127-128.

[351] Heather Lee, "Regulation of gatekeepers after the financial crisis: an example of credit rating agencies in China", *The Company Lawyer*, Vol.37(11) (2016), p.352.

을 대대적으로 추진하여 전국에 90 개이상의 신용평가회사가 설립되었다.[352] 하지만 이러한 신용평가회사들은 중국인민은행(中国人民银行 , The People's Bank Of China ,이하 "PBOC") 각 지점의 하부 조직으로 설립되었던 것이기에 독립성이 없었다.[353] 평가대상도 본 지역에서 발행된 기업채권에 한정되어 아주 제한적으로 운영되었다.[354] 그리고 S&P 의 등급부호를 참고하였음에도 불구하고 실질상 상당한 괴리가 있었다.[355] 전체적으로 오늘날 신용평가와는 거리가 멀었고 적정한 리스크 정보를 제공하지 못하였다.[356] 그후 1988년에 중국은 경기과열현상이 발생하여 채권 남발현상과 심각한 물가폭등 사태가 발생하였다.[357] 이 과정에 신용평가기관들이 역할을 제대로 수행하지 못하여 신용도가 낮은 기업들이 채권을 발행한 것으로 밝혀졌던 것이다.[358] 이에 1989 년 9 월에 PBOC 는 기존 평가회사의 업무를 모두 신용평가위원회에 이관하도록 하였다.[359] 1990 년 8 월에 각 지방에서 신용평가위원회를 설립할 수 있다고 규정하고 동 위원회는 영리를 목적으로 하지 않는다고 명시하였다.[360] 따라서 이러한 신용평가 역시 오늘날 신용평가와 상당한 거리가

---

352 澎秀坤, 전게논문, p.128.
353 周俊杰, 전게논문, p.137.
354 周俊杰, 전게논문, p.137; 서봉교, "중국 신용평가사의 국제화 사례와 한국 신용평가산업에 대한 의미", 현대중국연구, 제 19 집 2 호(2017), p.173.
355 Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, 전게논문, p.217.
356 澎秀坤, 전게논문, p.128.
357 澎秀坤, 전게논문, p.128; 周俊杰, 전게논문, p.137.
358 澎秀坤, 전게논문, p.128; 周俊杰, 전게논문, p.137.
359 「인민은행이 설립한 증권회사, 신용평가회사를 취소할 것에 관한 중국인민은행 통지」(关于撤销人民银行设立的证券公司、信誉评级公司的通知), 1989.9.19 반포.
360 「신용평가위원회 설립 유관 문제에 관한 중국인민은행의 통지」(关于设立信誉评级委员会有关问题的通知), 1990.8.11 반포.

있다.

그후 중국 정부는 신용평가시장의 성장을 추진하기 위한 규정 및 정책들을 지속적으로 반포하였다. 1992 년에 국무원은 평가업무를 채권발행의 필수절차로 명시하였다.[361] 1993 년 8 월에는 「기업채권관리조례」(企业债券管理条例)를 반포하여 적격한 신용평가기관으로부터 평가를 받을 수 있다고 규정하였다. 같은 해 11 월에는 채권에 대한 신용평가제도를 구축할 것을 명시하여 신용평가의 발전을 추진하였다.[362] 이러한 배경에서 수많은 비정부소속 신용평가회사들이 탄생하였다.[363] 그후 1998 년 제정된 「증권법」(证券法)은[364] 증권 관련 신용평가를 도입하였다.[365] 2000 년 11 월에는 최초로 사회신용제도의 구축을 제기하여 신용평가의 중요성을 강조함으로써 신용평가회사의 발전을 적극 추진하였다.[366] 2001 년 3 월에 재정부는 담보기관에 대한 정기적 평가제도를 도입하였다.[367] 같은 해 4 월, 국가경제무역위원회와 PBOC 등 10 개 부서에서는 중소기업과 중개기관에 대한 신용평가 기준을 제정할

---

361 「증권시장에 대한 거시관리를 강화할 것에 관한 통지」 (关于进一步加强证券市场宏观管理的通知) 1992.12.7 반포.

362 「사회주의시장경제체제 구축 관련 약간 문제에 과한 중공중앙의 결정」(中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定) 1993.11.14 반포.

363 상하이신스지투자서비스유한회사(上海新世纪投资服务有限公司, 이하 "신스지", 1992 년 7 월 설립), 중국청신증권평가유한회사(中国诚信证券评估有限公司, 이하 "중청신", 1992 년 10 월 설립), 선전즈신평가회사(深圳市资信评估公司, 이하 "서전즈신", 1993 년 3 월 설립), 다궁국제자신평가회사(大公国际资信评估公司, 이하 "다궁", 1994 년 설립) 등이 대표적이다. 澎秀坤, 전게논문, p.128.

364 1998 년 12 월 29 일에 제정되었고 1999 년 7 월 1 일부터 시행.

365 증권법(1998 년) 제 157 조.

366 「국민경제와 사회발전 15 규획」(国民经济和社会发展十五规划). 周俊杰, 전게논문, p.138.

367 「중소기업융자담보기관리스크관리임시실행방법」(中小企业融资担保机构风险管理暂行办法), 제 18 조.

것을 요구하였다.[368] 이와 같은 정부의 적극적인 추진에 신용평가회사의 업무범위는 점진적으로 확대되었다. 하지만 업무범위는 기업채권 평가와 대출기업의 평가에 한정되었고 그 당시 채권의 발행규모 또한 미미했다.[369]

1.2. 신용평가의 발전

그후 은행간 대출시장이 발전됨에 따라 새로운 금융상품들이 도입되면서 중국 신용평가업은 본격적인 성장기에 들어섰다.[370] 이에 부응하여 2006년에 PBOC는 「신용평가관리지도의견」(信用评级管理指导意见, 이하 "지도의견")을[371] 제정하였다. 동 의견에 따르면 관할부서의 인가를 받은 신용평가회사만 신용평가업무를 수행할 수 있다. 2007년에 증권감독관리위원회(证券监督管理委员会, China Securities Regulatory Commission, 이하 "CSRC")은 「증권시장 신용평가업무관리 임시시행방법」(证券市场信用评级业务管理暂行办法, 이하 "증권시장임시방법")을[372] 제정하였다. 동 방법은 CSRC 로부터 허가를 받은 신용평가회사만 증권 평가업무를 수행할 수 있다고 규정하였다.[373] 그리고 같은 해 7 월에 「회사채발행실험방법」(公司债券发行试点办

---

368 「중소기업 신용관리업무를 강화할 것에 관한 약간 의견」(关于加强中小企业信用管理工作的若干意见).
369 서봉교, 전게논문, p.173
370 서봉교, 전게논문, p.173.
371 2006.3.29 제정된 중국인민은행의 부문규범성문건이고 은행간 채권시장과 신용대출시장에서 금융상품, 차입기업 및 담보기구의 신용평가업무를 수행하는 신용평가회사에 대한 내부관리제도, 평가원칙, 평가자료 보존, 평가인원의 행위규범 등 요구사항을 규정하고 있다.
372 2007.9.1부터 시행한 CSRC의 부문규장이고 증권시장에서 신용평가를 제공하는 신용평가회사는 CSRC 의 허가를 받아야 한다고 규정함과 동시에 그 신청조건, 신용평가회사의 공시의무 및 이해상충 관련 요구를 규정하고 있다.
373 澎秀坤, 전게논문, p.130.

法)[374]을 통해 공개시장을 통한 회사채를[375] 도입하여 더 많은 민간회사들이 자본시장을 통해 자금을 조달할 수 있도록 하였다. 이와 동시에 우량등급의 유지를 채권발행조건으로 규정함으로써[376] 신용평가시장의 성장을 자극하였다. 2008 년에 PBOC 도 비금융기업이 채무금융상품을 발행할 경우 적격한 신용평가회사의 신용평가를 받아야 한다고 규정하였다.[377] 그후 다양한 금융상품들이 출시됨에 따라 신용평가시장은 점진적으로 성장하여 지금의 규모를 이루었다.

2. 신용평가시장 발전 현황 및 문제점

지난 2018 년 9 월까지 중국은 총 83 억 달러의 채무불이행이 발생했다. 그중 일부 회사채가 중국 국내 신용평가회사로부터 AA+등급을 받은 바가 있는 것으로 밝혀졌다.[378] 심지어 최초평가결과가 AAA 등급인 채권들마저 채무불이행 사태가 발생하였다.[379] 2018 년 8 월에는 중국에서 가장 대표적인 국내 신용평가회사인 다궁이 CSRC 로부터 1 년 동안 새로운 신용평가서비스

---

[374] 2007.8.14 에 제정한 CSRC 부문규장이고 2015 년 「회사채권발행과 거래관리방법」(公司债券发行与交易管理办法)이 제정됨에 따라 폐지되었다.

[375] 여기서 "회사채는 회사가 법정절차에 따라 발행하고 1 년이상의 기한내 원리금을 상환할 것을 약정한 유가증권이다." 회사채발행실험방법, 제 2 조.

[376] 회사채발행실험방법, 제 7 조.

[377] 「은행간채권시장비금융기업채무금융상품관리방법」 (银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法), 제 9 조.

[378] China Knowledge. (2019, January 8). New rules expected for China's credit rating agencies to curb conflict of interest in the industry. https://www.chinaknowledge.com/News/DetailNews/84162/Credit-rating

[379] 예컨데 "17 沪华信 MTN002", "18 浩通 01"등 채무불이행 채권들은 신용평가회사로부터 AAA 등급을 받은 것으로 밝혀졌다. 简尚波, "中资信用评级机构开放发展策略研究", 西南金融 , 2019 年 12 期 , 总第 461 期 (2019) , p.23.

의 제공을 금지하는 처벌을 받은 바가 있다.[380] 대상회사에 컨설팅 서비스를 제공하였고 정당한 이유없이 등급을 상향조정하였으며 내부통제체계가 미흡하고 평가모델에 하자가 있는 것으로 밝혀졌다.[381] 이와 같이 중국 국내 신용평가시장에서도 부실평가로 인한 문제들이 많이 발생하고 있다. 동시에 계획경제체제에서 시장경제체제로 전환하는 과정에 정부주도에 의해 도입된 중국 신용평가시장의 발전 또한 정책적 판단에 의해 좌우지되고 있다.[382] 따라서 이러한 시장 및 정책적 환경으로 인해 중국 신용평가체제에 존재하는 문제점들은 국제신용평가시장과 다소 다른 양상을 보여주고 있다.

2.1. 이해상충의 문제

아직 초창기에 처해있는 중국 국내 신용평가회사들은 더 많은 신용평가 경험을 통해 역사기록을 창설하고 평판자본을 축적하는 것이 시급하다. 따라서 빠른 시간내의 시장점유와 수익을 위해 단기이익을 선택할 인센티브도 더 크다는 것이다.[383] 게다가 발행자지급모델까지 적용됨으로써 국내 신용평

---

[380] Andrew Galbraith, (AUGUST 17, 2018), In rare move, China punishes ratings agency Dagong over violations. https://www.reuters.com/article/us-china-bonds-ratings/in-rare-move-china-punishes-ratings-agency-dagong-over-violations-idUSKBN1L20K7; Peng Qinqin and Tang Ziyi, (Dec 02, 2019) Regulators Unveil New Rules to Clean Up Credit Ratings, https://www.caixinglobal.com/2019-12-02/regulators-unveil-new-rules-to-clean-up-credit-ratings-101489790.html

[381] 中国证券监督管理委员会北京监管局行政监管措施决定书（2018.8.27）. http://www.csrc.gov.cn/zjhpublicofbj/gongg/201808/t20180828_343183.htm

[382] Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, 전게논문, p.216; 澎秀坤, 전게논문, p.131.

[383] Xiaolu Hu, Haozhi Huang, Zheyao Pan, Jing Shi, "Information asymmetry and credit rating: A quasi-natural experiment from China", Journal of Banking and Finance, Vol.106 (2019), p.135.

가회사들은 이해상충에 더 취약하다.[384] 그리고 아래와 같은 "중국특색" 요인들은 이러한 사태를 더 악화시키고 있다.

2.1.1. 국유기업 및 정부의 암묵적인 간섭

중국 국내 신용평가회사는 법인형태를 취하고 있지만 간접적으로 정부나 정부산하 사업조직(事业单位)에 의존하는 경우가 많다.[385] 그리고 국유기업이 주주인 경우도 있다.[386] 따라서 소위 "꽌씨(관계)"유지를 위하여 정부의 암묵적인 지시 또는 기호에 부합되는 평가결과 또는 더 우호적인 거래조건을 제공할 수 있다는 것이다.[387] 실제로 일반 3 대 신용평가회사와의 제휴관계를 통해 선진적인 평가체계를 정비한 중청신, 레인허 등 주요 신용평가회사들마저 국유기업의 채권에 대해 민영기업보다 높은 등급을 부여한 것으로 밝혀졌다.[388] 이와 같은 현실은 중국 국내 신용평가회사들의 공신력에 대한 더 많은 회의와 불신을 자아내고 있다.[389]

---

[384] Heather Lee, 전게논문, p.356.

[385] Heather Lee, 전게논문, p.354.

[386] 예컨대 동방금성국제신용평가유한회사 (东方金诚国际信用评估有限公司, 이하 "동방금성")의 지배주주는 재정부에서 설립한 국유기업 China Orient Asset Management Corp, (中国东方资产管理有限公司, 이하 "COAMC") 이다.

[387] He, L. (2019, April 18). China's government takes control of US-bashing credit rating agency Dagong, … South China Morning Post. https://www.scmp.com/business/china-business/article/3006739/beijing-takes-control-rating-agency-dagong-following-last ; Heather Lee, 전게논문, p.356.

[388] Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, 전게논문, p.216, p.217; Heather Lee, 전게논문, p.352, p.357.

[389] Winnie P.H. Poon, "Credit Ratings in China", Benton E. Gup eds., *Capital Markets, Globalization, and Economic Development,* (Innovations in Financial Markets and Institutions, 2005), p.203; Xie Yu, (17 July 2017). Here's why China is flooded with AAA-rated bonds: confusion and rivalry among regulators. https://www.scmp.com/business/china-business/article/2102862/heres-why-china-flooded-aaa-rated-bonds-confusion-and.

2.1.2. 공개정보의 부족과 발행자정보의 허위성 문제

신용평가회사는 주로 공개 루트와 발행자를 통해 평가에 필요한 정보를 취득한다. 그러나 중국은 건전한 신용정보조회시스템이 정비되어 있지 않고 관할기관에서 각자 관련 정보를 관리하고 있다. 그리고 공개정보가 아주 제한되어 있고 신청에 의해 유료로 제공되는 정보조차 양적 및 질적으로 모두 부족하다.[390] 이에 신용평가회사는 발행자가 제공한 정보에 더 많이 의존하고 있다.[391] 하지만 휴지화 된 내부관리규범, 부실한 회계감사체계 등으로 인해 분식회계, 증빙서류 위조 사태가 심각하여 발행자가 제공한 정보는 신빙성이 낮은 실태다.[392] 따라서 신용평가회사의 신의칙 준수 정도에 따라 신용평가의 질과 결과가 완전히 달라질 수 있다는 것이다.[393] 이러한 상황에서 발행자지급모델을 적용함으로써 신용평가회사들은 정밀한 검증절차를 거치지 않고 발행자가 제공한 정보를 기계적으로 받아드릴 가능성이 더 크다는 것이다.[394] 게다가 후술할 신용평가 규제체계의 미비 문제까지 가세되어 중국 신용평가회사들은 이해상충문제에 더 취약하다.[395] 이러한 맥락에서 중국

---

390 澎秀坤, 전게논문, p.134.
391 澎秀坤, 전게논문, p.134.
392 Scott Kennedy, "China's Credit Rating Agencies Struggle for Relevance", The China Business Review, Vol.30(6) (2003), p.39; Joel Baglole Staff Reporter of THE WALL STREET JOURNAL. (Jan. 5, 2004). Credit ratings in China can be mere guesswork. https://www.wsj.com/articles/SB107325895776114600 (Accessed 2020.3.1)
393 Jing Bian, "Regulating the Chinese credit rating agencies: progress and challenges", Journal of Money Laundering Control, Vol.18(1) (2015), p.76.
394 澎秀坤, 전게논문, p.135.
395 Scott Kennedy, "China's Emerging Credit Rating Industry: The Official Foundations of Private Authority", The China Quarterly, Vol.193 (2008), p.66.

신용평가시장의 이해상충문제의 해소는 신용평가규제체계의 정립만으로 부족하고 전반적인 시장질서 개선이 필요하다. 이에 단기간내 해소되기 어려울 것으로 예상된다.[396]

2.2. 과점의 문제

구미 신용평가시장은 이미 3 대 신용평가회사의 확고한 통제구도가 형성되었다. 이와 달리, 아직 초창기에 있는 중국 신용평가시장에서는 여러 개 주요 신용평가회사들이 나란히 경쟁하고 있고 절대적인 우위에 처한 자가 아직 없다.[397] 따라서, 중국 신용평가시장에서 과점의 문제는 아직 구미 신용평가시장처럼 심각하지 않다고 말할 수 있다. 다만, 아래에서 논의할 바와 같이, 3 대 신용평가회사의 과점사태가 중국에서 재현될 가능성은 충분히 있기에 주목할 필요가 있다. 다만 현재 중국 신용평가시장에서는 치열한 경쟁과 보편적으로 낮은 국내 신용평가회사들의 경쟁력이 더 큰 문제가 되고 있

---

[396] James L. Chan & Yang Quanshe, "New development: China seeks better capital investment and credit assessment", Public Money & Management, Vol.40(1) (2020), p.83; Flatt, Daniel. (Sep 2010). China launches new credit rating agency. Euromoney Institutional Investor PLC. http://lps3.search.proquest.com.libproxy.snu.ac.kr/docview/758915281/citation/5992C79E1A484D7APQ/1?accountid=6802

[397] Xiaolu Hu, Haozhi Huang, Zheyao Pan, Jing Shi, 전게논문, p.135. 2020 년 3 월에 중국증권업협회(中国证券业协会)에 등록된 중청신의 "2019 년 신규발행채권보유비용검증연간보고"를 살펴보아도, 2019 년 신용평가시장 점유현황은 기업채권시장의 경우, 중청신 24%, 중정평웬(中证鹏元资信评估股份有限公司)24%, 레인허즈신평가유한회사(联合资信评估有限公司, 이하 "레인허") 15%, 신스지 14%이고, 공개발행 회사채 신용평가시장의 경우, 중청신 45%, 레인허 33%이며, 상업은행채권시장의 경우 중청신 46%, 레인허 26%, 신스지 16%인 것으로 되어 있다. 中诚信国际 , "2019 年新发债券利差检验年报" , (2020.3) https://jg.sac.net.cn/pages/publicity/creditRatingFrame.html?aoi_id=683&is_org_search=no (Accessed 2020.3.30)

다고 생각한다.

2.2.1. 치열한 경쟁

중국 신용평가시장의 주요 타깃인 채권시장에서 시장성이 있는 채권은 주로 은행간 채권시장에 집중되어 있다.[398] 2011 년 1 월부터 상업은행은 외부 신용평가결과를 신용공여의 직접적인 근거로 사용할 수 없고 중대한 투자를 함에 있어 원칙적으로 내부평가에 의존하게 되었다.[399] 따라서 신용평가회사의 은행권 관련 시장이 점차 위축될 것이기에 경쟁이 더 심화될 것이다.[400] 문제는 이와 같이 점차 축소되는 시장규모 대비 이미 수많은 신용평가회사들이 설립되어 있다는 것이다.[401] 게다가 여러 개의 주요 신용평가회사가 나란히 경쟁하고 있기에 신용평가회사들 사이의 경쟁은 더 치열하다.[402] 물론 이미 3 대 신용평가회사의 과점구도가 형성된 구미 시장 대비 중소규모 평가사 및 신규 진입자들이 살아남을 가능성은 더 크다고 본다.

이와 동시에, 선진적인 평가방법과 노하우를 전수받기 위해 2006 년부터 글로벌 신용평가사들의 지분참여를 허용하기 시작하였다. 그 결과, 2006 년에

---

[398] Heather Lee, 전게논문, p.356.

[399] 중국은행업감독관리위원회(中国银行业监督管理委员会 , China Banking Regulatory Commission, 이하 "CBRC")에서 제정한 「외부신용평가를 사용하는 상업은행의 행위를 규범화 할 것에 관한 통지」(关于规范商业银行使用外部信用评级的通知) 제 2 조, 제 3 조. 2018 년 4 월 CBRC 와 중국보험감독관리위원회(中国保险监督管理委员会, China Insurance Regulatory Commission, 이하 "CIRC")는 중국은행보험감독관리위원회(中国银行保险监督管理委员会, China Banking and Insurance Regulatory Commission, 이하 "CBIRC")로 통합되었다.

[400] Heather Lee, 전게논문, p.354.

[401] PBOC 2018 년말 통계기준 전국에 총 97 개의 신용평가회사가 설립되어 있다. PBOC, 2018 연간보고, p.65. Available at http://www.pbc.gov.cn/chubanwu/114566/115296/index.html (accessed 2020.3.5)

[402] Xiaolu Hu, Haozhi Huang, Zheyao Pan, Jing Shi, 전게논문, p.135.

Moody's 가 중청신의 49%지분을 인수하였고, 2007 년에 Fitch 가 레인허의 49%지분을 인수하였다.[403] S&P 도 2008 년에 신스지와 전략적제휴계약을 체결하는 것을 통해 중국 시장에 진입하였다.[404] 2019 년 1 월에 S&P 는 중국에서 독자법인을 설립하는 것까지 승인을 받았다.[405] 이와 같이 3 대 신용평가회사의 중국 진출에 대한 중국 정부의 긍정적인 태도는 최근 중국 경제발전 수요와 신용평가시장 실태에서 비롯된 것이다.[406] "일대일로(一带一路)" 협력 프로젝트를 비롯한 대형 프로젝트의 자금조달 수요를 만족시키기 위하여 국채시장을 확대하여 외국 투자금을 유치하는 것이 필요하다.[407] 따라서 독립적이고 공신력이 있는 신용평가회사가 필요하지만 중국 국내 신용평가회사들은 이러한 조건에 부합되지 않다는 것이다.[408] 또한 국제 신용평가회사와의 경쟁을 통해 국내 신용평가회사들의 평가수준을 제고하고 신용도의 향상을 유도하기 위한 목적도 있다.[409] 평론가들은 이러한 정책은 중국 채권시장의 효율성을 현저하게 개선할 것이라고 긍정적으로 평가하고 있다.[410] 그러

---

[403] Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, 전게논문, p.220; 서봉교, 전게논문, p.175.
[404] Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, 전게논문, p.220; 서봉교, 전개논문, p.175.
[405] S&P Global. (2019, January 28). S&P global ratings receives first of-its-kind approval to enter China domestic bond market. https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/sp-global-ratings-receives-first-of-its-kind-approval-to-enter-china-domestic-bond-market ; Peng Qinqin and Tang Ziyi, 전게뉴스.
[406] James L. Chan & Yang Quanshe, 전게논문, p.83.
[407] 2018.6.10 국무원은 「외국자금을 효율적으로 이용하여 경제의 고품질적인 발전을 추진할 것에 관한 국무원의 약간의 조치에 관한 통지」(国务院关于积极有效利用外资推动经济高质量发展若干措施的通知)을 반포하여 적격외국투자자 관련 제도를 구축하여 더 많은 외국 장기 투자금을 유치할 것을 요구하였다. Retrieved from http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-06/15/content_5298972.htm)
[408] James L. Chan & Yang Quanshe, 전게논문, p.83.
[409] James L. Chan & Yang Quanshe, 전게논문, p.83.
[410] Zhou, L. (2019, January 30). Bond market efficiency to improve with presence of to

나 이러한 정책으로 국내 신용평가회사들에게 가해질 경제적 충격 또한 주목할 필요가 있다. 이러한 정책으로 인해 국내 신용평가회사들이 아예 시장에서 퇴출되어 3 대 신용평가회사의 과점사태가[411] 형성될 가능성도 있다는 것이다. 또한 2008 년 글로벌 금융위기과정에서 이미 부실평가로 공신력이 훼손된 3 대 신용평가회사의 진입이 과연 중국 국채시장의 성장을 추진할 수 있는지 여부는 시간을 두고 지켜봐야 할 것이다.

2.2.2. 낮은 경쟁력

중국 신용평가회사는 아직 초창기에 있기에 평가 방법론, 모델, 노하우 및 전문인력 등 여러 면에서 미숙하다.[412] 게다가 충분한 평가경험을 기반으로 한 역사기록도 정비되지 않았기에 글로벌 신용평가회사들과 비교할 바가 안된다. 그러나 더 큰 문제는 정부 및 국유기업의 간섭과 영향력에서 기인된다. 중국 채권시장에서 국유기업은 신용평가회사의 주요 고객층을 구성하고 있다.[413] 국유기업이 신용평가회사에 투자하는 경우도 종종 존재한다. 이

---

p ratings firms. China Daily. Retrieved from http://www.chinadaily.com.cn/a/201901/30/WS5c50ea5ba3106c65c34e7330.html

[411] Moody's 는 2006 년에 중청신의 49%지분을 인수하였고 2017 년 증자과정에 추가출자를 포기하여 지분비율은 30%로 떨어졌다. Fitch 는 2007 년에 리엔허의 49%지분을 인수하였고 2018 년에 모든 지분을 양도하였다. 이로부터 Moody's 및 Fitch 도 S&P 와 마찬가지로 독자법인을 설립하여 전면적으로 시장경쟁에 참여할 것으로 예상된다. 지분변경 관련 정보는 중국 기업공상정보조회시스템 (企业工商信息查询系统)을 통해 확인할 수 있다. https://www.ubaike.cn/show_18809188.html, https://www.ubaike.cn/show_11237412.html

[412] 중국은행간시장거래상협회(中国银行间市场交易商协会, The National Association of Financial Market Institutional Investors, 이하"NAFMII") 2018 년 3 분기 "신용평가기구 업무운영 및 준법상황 통보"에서 신용평가회사들의 평가모델에 많은 문제가 있다고 지적한바가 있다. Available at http://www.nafmii.org.cn/zywyh/xypj/201811/t20181120_73683.html (accessed 2020.2.25).

[413] Scott Kennedy (2003), 전게논문, p.37; Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, 전게논문, p.219; China Credit: A Guide to Investing in the Onshore Market. (November 2

에 중국 신용평가회사는 정부기관 또는 그 산하 사업조직의 간섭에서 벗어나기 어렵다.[414] 이러한 상황에서 신용평가회사는 수동적으로 정부 및 그 산하조직의 암시에 따라 평가결과를 제공하는 것이 더 경제적이다.[415] 따라서 평가방법 및 절차의 혁신을 통해 경쟁력을 제고하고 평판을 축적할 인센티브가 억제된다는 것이다.[416] 이러한 사태는 시장규율의 작동을 저해하고 국내 신용평가회사들의 경쟁력 제고에 불리하며 시장자원 낭비도 초래할 수 있다.[417] 설상가상으로 계획경제 관리모델에 적응해온 규제당국은 신용평가회사에 대해 과잉간섭을 가하고 있다는 것이다.[418] 과잉간섭은 신용평가회사가 평가대상에 따라 차별화된 방법론 또는 모델을 개혁하는 것을 저해기에 그 성장에 불리하다. 무엇보다 이미 국제시장에서 정부 산하 기관과 다름없다는 낙인이 찍힌 국내 신용평가회사들의 공신력 부족 사태를 더 악화시킨다는 것이다.

6, 2019). https://www.alliancebernstein.com/library/China-Credit-A-Guide-to-Investing-in-the-Onshore-Market.htm.

[414] 서봉교, 전게논문, p.180; Bo Huang, Liqing Chen & Lin He, "How Can Government Support Affect Behaviors of Investors and Rating Agencies in a Corporate Bond Market? Evidence from China's Corporate Bond Market", Emerging Markets Finance and Trade, Vol.56(3) (2020), p.486.

[415] He, L. 전게뉴스.

[416] Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, 전게논문, p.216.

[417] Heather Lee, 전게논문, p.357.

[418] "신용평가회사는 신용평가 요소, 표식 및 정의에 대한 중국인민은행의 요구(별첨 참고)에 따라 채무자의 지무상태, 리스크 관리, 경영능력…을 분석하고…" 지도의견, 제 6 조. 별첨을 살펴보면 신용평가 수행 시 고려하여야 할 세부적인 사항, 신용등급의 구분, 부호 및 그 정의 등 구체적인 내용까지 규정하고 있다.

2.3. 투자자에 대한 민사책임의 문제

중국 투자자들도 마찬가지로 신용평가회사와의 계약관계 부재로 민사책임을 추궁함에 있어 많은 어려움을 겪고 있다. 중국 국내 신용평가회사들은 공신력이 부족하고 이해상충에 더 취약하기에 중국 투자자들은 더 높은 위험에 노출되어 있다고 말할 수 있다. 하지만 후술될 바와 같이 증권법상 제한적인 규정을 제외하고 투자자에 대한 특별보호조치가 없다는 것이다. 이에 중국 투자자들은 충분한 사후구제를 받지 못하고 있는 실태다. 과거 판례를 살펴보아도 투자자들이 신용평가회사를 상대로 민사소송을 제기한 사례가 거의 없었다.[419] 이러한 사태의 형성원인에는 그 당시 신용평가시장이 활성화되지 않았고 투자자들의 법률의식이 낮은 점이 있다. 그리고 일반법리에 따른 과중한 입증부담으로 승소 가능성이 작았던 점도 상당한 역할을 했다고 본다.

사법실무를 살펴보면, 중국은 신용평가를 표현의 자유로 보호하는 전통이 없다. 오히려 증권법상 신용평가회사의 허위진술행위 관련 민사소송에 있어 행정처벌결정 또는 형사판결을 소송 개시 전제조건으로 하는 사법절차가 문제가 되고 있다. 2002 년 1 월에 최고인민법원은 중국증권감독관리위원회 및 그 산하 기관에서 유효한 처벌결정을 내린 허위진술행위만 접수한다

[419] 章辉, “论我国信用评级机构的监管完善-兼评美国信用评级危机”, 法学研究, 总第 255 期, 第 6 期（2015）, p.119.

고[420] 명시한 바가 있다.[421] 이어서 2003 년 2 월에 관련 행정처벌이 취소된 경우 소송을 종결한다고 명시하였다.[422] 이에 행정처벌결정 또는 형사판결이 이루어지지 않은 이상 투자자의 민사소송 청구는 각하될 수 있다는 것이다. 최근 증권영역에서 투자자들이 신용평가회사를 상대로 민사소송을 제기한 사례들이 속출하고 있다. 하지만, 행정처벌결정 또는 형사판결을 제공하지 못한 이유로 각하되었다.[423] 「증권법」상 허위진술행위로 신용평가회사가 투자자에 대해 민사책임을 진 사례도 아직 없는 것으로 알려져 있다.[424] 따라서 중국의 가장 큰 과제는 투자자에 대한 실효성 있는 특별보호조항을 마련하고 민사소송의 개시를 저해하는 사법절차를 폐지하는 것이라고 본다.

3. 규제의 구조와 문제점

3.1. 조기 규제

앞서 소개한 신용평가 관련 초기 규정들은 주로 신용평가체제의 구축 및 발전에 초점을 맞추었다. 이에 신용평가회사에 대한 명문 규제가 거의 이루어 지지 않았다. 신용평가회사에 대한 본격적인 법적규제는 2006 년 지

---

420 접수(受理)는 「중국민사소송법」(民事诉讼法)제 119 조에 규정된 소송 제기 요건을 갖춘 제소신청을 받아들이는 행위를 의미한다.

421 「증권시장내 허위진술 관련 민사배상안건 문제의 접수에 관한 최고인민법원의 통지 」(最高人民法院关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知) 제 2 조.

422「증권시장내 허위진술 관련 민사배상안건의 심사에 관한 최고인민법원의 약간 규정」(最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定) 제 6 조, 제 11 조.

423 吉林省长春市中级人民法院民事裁定书(2019)吉 01 民初 897 号 , 吉林省长春市中级人民法院民事裁定书(2019)吉 01 民初 894 号.

424 田彧,“信用评级机构民事责任法律问题研究”, 硕士学位论文 , 中国政法大学 (2018.10) , p.81.

도의견과 2007 년 증권시장임시방법이 시행되면서부터 비로소 시작하였다.[425] 지도의견에서는 은행간 채권시장과 신용대출시장에서 평가업무를 수행하는 신용평가회사에 대한 규제를 규정하고 있다. 주로 내부관리제도, 평가원칙, 평가자료 보존의무, 임직원의 행위규범 관련 요구들이 규정되어 있다. 증권시장임시방법에서는 증권시장에서 신용평가를 제공하는 신용평가회사의 신청조건, 공시의무, 이해상충방지 관련 요구들이 규정되어 있다.

하지만 이러한 규제들은 우선 부문규장 또는 그 하위 규범에 의해 규정된 것으로 그 법적 효력이 낮다.[426] 다음으로, 신용평가대상별 감독규제기관이 상이하고 통합적인 감독관리시스템이 부족하다.[427] 그리고 각 기관에서

---

[425] Heather Lee, 전게논문, p.353.

[426] 「입법법」(立法法) 제 5 장에 따르면, 중국의 법률법규는 대체적으로 헌법, 전국인민대표대회 및 그 상무위원회가 제정한 법률, 전국인민대표대회상무위원회가 제정한 법률해석, 국무원이 제정한 행정법규, 지방 인민대표대회 및 그 상무위원회가 제정한 지방성법규, 국무원 산하 각부, 위원회, 중국인민은행, 심계서 및 기타 행정관리기능이 있는 직속부서가 제정한 부문규장, 지방정부가 제정한 지방성규장으로 구성되어 있다. 그 효력 등급은 내림차순으로 헌법, 법률과 법률해석, 행정법규, 부문규장과 지방성법규, 동급 및 하급 지방정부규장이다. 국무원 산하 각부, 위원회 등 행정기관에서 반포한 부문규범성문건은 입법법에 명시된 법률체계에 포함되지 않기에 엄격하게 구분할 경우 법률적효력이 없지만 관할기관에서 반포한 지시사항 또는 요구로서 피관할대상에게 실제 구속력은 있다. Heather Lee, 전게논문, p.353; 周俊杰, 전게논문, p.140.

[427] PBOC, CSRC 및 CBRC 이외에 CIRC 도「보험회사의 기업채권투자 관리 임시시행방법」(保险公司投资企业债券管理暂行办法)을 제정하여 보험회사는 CIRC 의 인가를 받은 신용평가회사로부터 AA 이상의 등급을 받은 기업채권에 투자할 수 있다고 명시하고 그후 공문을 통해 중청신, 다궁, 레인허, 상하이웬둥즈신평가회사 (上海远东资信评估公司, 이하 "웬둥") 및 신스지 등 5 개 회가를 적격 신용평가회사로 인정한바가 있다. 기업채권의 신용평가는 국가발전개혁위원회(国家发展和改革委员会, National Development and Reform Commission, 이하 "NDRC")의 승인을 받아야 한다. NDRC 는 2016 년부터 매년마다 기업채권 관련 신용평가를 수행하는 적격 신용평가회사에 대해 평가작업을 시행하였고 그 평가결과를 공시하고 신용기록에 반영함과 동시에 평가결과 따라 격려 또는 징계조치를 취할 것이라고 명시한바가 있다. 「2015 년 기업채권신용평가기관에 대해 신용평가작업을 진행할 것에 관한 국가발전개혁위반공청의 통지」(国家发展改革委办公厅关于开展 2015 年度企业债券信用评级机构信用评价工作的通知), 제 1 조, 제 4 조. Winnie P.H. Poon, 전게논문, p.204; Xiaolu Hu, Haozhi Huang, Zheyao Pan, Jing Shi, 전게논문, p.135.

제정한 규제는 그 적용범위가 한정적이고[428] 내용상 일관성이 없다.[429] 그 결과 신용평가회사들의 업무에 혼선을 빚어낼 뿐만 아니라[430] 준법비용도 증가시킨다는 것이다.[431] 내용을 살펴보아도 많은 중요한 사항에 대한 규제가 이루어지지 않았다. 우선, 신용평가 또는 신용평가회사에 대한 명확한 정의가 없기에 규제대상의 판단 기준이 불분명하다.[432] 다음으로, 내부통제, 공시의무 등에 있어, 원칙적인 요구만 규정되어 있고 이해상충방지 관련 세부적인 기준도 미흡하다.[433] 가장 큰 문제는 「증권법」상 제한적인 규정을[434] 제외하고 투자자에 대한 민사책임 관련 규정이 전혀 없기에 투자자에 대한 보호가 부족하다는 것이다.[435]

---

428 Heather Lee, 전게논문, p.353.

429 예컨대, 지도의견 제 9 조에 따라 신용평가회사는 평가자료를 영구적으로 보존할 의무가 있는 반면, 증권시장임시방법 제 23 조는 계약 만기 후 5 년까지 보존할 것을 요구하고 있다.

430 Jing Bian, 전게논문, p.76; 澎秀坤, 전게논문, pp.139-140.

431 刘栋，“我国信用评级市场法律规制问题研究”，硕士学位论文，浙江财经大学（2018.10），p.41; Xianfeng Jiang and Frank Packer, “Credit ratings of domestic and global agencies: What drives the differences in China and how are they priced?”, BIS Working Papers No 648 (June 2017), p.6.

432 Heather Lee, 전게논문, p.353.

433 Heather Lee, 전게논문, p.353; 澎秀坤, 전게논문, p.140.

434 “증권서비스기회사가 증권발행, 상장, 거래 등 증권업무활동을 위해 회계감사보고, 자산평가보고, 재무고문보고, 신용평가보고 또는 법률의견서 등 서류를 작성 또는 제공한 경우, 근면하게 직책을 다해야 하고 그 기초자료 내용의 진실성, 정확성, 무결성에 대해 확인하고 검증하여야 한다. 작성 또는 제공한 자료에 허위기재, 오인성 진술 또는 중대한 누락이 발생하여 타인에게 손실을 초래한 경우, 귀책사유가 없음을 입증한 경우를 제외하고 발행인 및 상장회사와 연대책임을 부담한다.” 2005 년 개정 증권법 제 173 조. 본 조항은 신용평가회사가 증권 관련 신용평가를 수행하는 경우에만 적용되고 은행간 채권시장에서의 신용평가행위에 적용되지 않기에 그 적용범위가 한정적이다.

435 Heather Lee, 전게논문, p.356; 章辉, 전게논문, p.119.

3.2. 최근 개혁

3.2.1. 통합 규제의 탄생

기존 규제체계의 문제들을 해소하기 위하여 2019 년 11 월 26 에 PBOC, NDRC , 재정부 , CSRC 등 4 개부서에서 공동으로 「신용평가업관리임시시행방법」을 제정하여 신용평가에 대해 통합적인 규제를 구축하는 시도를 시작하였다.[436] 그 핵심내용은 아래와 같다.

1) 신용평가의 정의

우선, 동 방법 제 2 조는 국제 금융시장에서 보편적으로 사용하는 정의를 참고하여 신용평가의 정의를 명시하고 있다. 그리고 신용평가회사를 법적 절차에 따라 설립하여 신용평가업무를 수행하는 중개기관이라고 정의함으로써 규제의 적용대상 및 범위를 분명하게 하고 있다.

2) 이해상충

우선 신용평가회사는 독립적으로 평가를 수행하고 어떤 조직 또는 개인의 간섭도 받지 않는다는 원칙을 규정하고 있다.[437] 이어서 제 5 장 제반을 거쳐 독립성 확보 관련 요구를 규정하고 있다.[438] 제 6 장에서는 신용평가회사의

---

[436] 이에 앞서 2018 년에 PBOC 와 CSRC 는 공동성명을 통해 이미 은행가채권시장(또는 거래소채권시장)에서 평가업무를 수행할 자격을 취득한 신용평가회사는 거래소채권시장(또는 은행간채권시장)에서 평가업무를 수행할 것을 신청할 수 있고 PBOC, CSRC 및 NAFMII 중국은행간시장거래상협회는 상호 인정 그린채널을 설립할 예정이라고 설시한바가 있다. 중국인민은행, 중국증권감독관리위원회공고 [2018] 제 14 호(2018.9.7)
http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/3581332/3730109/index.html

[437] 신용평가업관리임시시행방법, 제 8 조 제 3 항.

[438] 예컨대, 신용평가회사와 일정 비율이상의 출자관계가 있는 특수관계자에 대한 신용평가를 금지하고, 신용평가회사 또는 그 실제소유자가 평가서비스를 제공하기 전 6 개월내 및 평가기

기본적인 공시사항, 독립성 관련 사항[439] 및 기초정보원에 대한 공시의무 등 정보공시 관련 구체적인 요구사항을 규정하고 있다. 또한 평가대상 및 그 관련 제 3 자에게 전문가 조언 또는 자문을 제공하는 것을 금지하고 호객행위, 평가결과를 왜곡하는 행위 및 사취행위를 금지하고 있다.[440] 그리고 평가대상회사에 이직하는 고층관리자와 평가담당자의 2 년내의 관련 평가작업을 소급 검토하도록 요구하고 있다.[441] 국내 신용평가회사들의 독립성 및 투명성 부족으로 인해 이해상충문제가 범람하고 공신력이 낮은 실정을 개선하기 위한 것이다.[442]

3) 경쟁

이번 개혁은 허가제를 등록제로 전환하여 진입규제를 완화시켰는데[443] 신용평가시장의 경쟁을 자극할 것으로 예상된다. 그리고 평가대상에 대한 실사를 통해 기초정보의 신뢰도 및 충분성을 확보하고 실사기록을 보관할 것을 요구하고 있다.[444] 또한 최초 평가결과에 대해 3 급심사 절차를 적용하

간에 평가대상이 발행한 증권 등 상품을 거래한 경우에도 신용평가를 금지하고(제 34 조), 본인 또는 직계가족이 평가대상과 일정한 출자관계 또는 특정 고용관계가 존재하는 임직원은 회피제도를 적용하도록 하고(제 35 조), 건전한 기업지배구조를 구축하여 주주 또는 실제소유자의 간섭을 방지하고, 합리적인 내부조직구조를 통해 신용평가업무부서가 영업, 마케팅 등 부서로부터 독립하도록 하고 준법부서를 설립하여 준법감시를 시행할 것을 요구하고 있으며(제 36 조) 임직원의 봉급을 평가대상의 등급 또는 발행결과와 연관시키는 것을 금지하고 있다.(제 37 조)

439 예컨대 연간 총수익의 5%이상에 해당하거나 Top20 에 해당하는 고객의 명부, 평가대상 또는 관련 제 3 자에게 기타 부가서비스를 제공한 상황 등.

440 신용평가업관리임시시행방법, 제 32 조.

441 신용평가업관리임시시행방법, 제 15 조.

442 「신용평가업관리임시시행방법」관련 PBOC 의 기자회견 답변(2019.11.29). Available at http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3934019/index.html (Accessed 2020.3.2)

443 신용평가업관리임시시행방법, 제 9 조.

444 신용평가업관리임시시행방법, 제 21 조.

도록 요구하고 있다.[445] 이에 더불어 평가대상이 평가에 필요한 핵심정보를 제공하지 않거나 제공한 자료에 허위기재, 오인성 진술 또는 중대한 누락이 있는 경우, 신용평가회사는 평가를 종료 또는 철회할 수 있다고 규정하고 있다.[446] 현재 국내 발행자 정보의 신빙성문제로 인한 신용평가의 공신력 문제를 완화하고 국제 시장에서의 평판과 경쟁력을 제고하기 위한 것이다.

4) 신용평가회사의 책임

동 방법은 과태료 금액을 인상하였고[447] 다양한 제재조치를 명시하고 있다.[448] 하지만 행정책임만 규정하고 있고 신용평가회사의 민사책임에 대한 언급이 없다.

5) 규제권한

이번 개혁에서 가장 큰 변화는 통합적인 규제기관을 명시한 것이다. 동 방법은 PBOC 를 신용평가산업의 주관부서로 명시하고 있다.[449] 따라서 기존 각 관할기관의 규제내용상의 차이, 기관별 인가 등으로 인한 비효율적인 사태가 점차 개선될 것으로 기대된다. 하지만 NDRC, CSRC 및 재정부를 신용평가업무 관리부서로 정하여 신용평가업무에 대한 일정한 감독관리권을 부여하고 있다.[450] 이러한 점에서 완전한 통합 규제가 이루어졌다고 보기 어렵다. 이는 기관별 규제체계의 한계이고 각 관할기관 간의 분쟁을 최소화하

---

445 신용평가업관리임시시행방법, 제 23 조.
446 신용평가업관리임시시행방법, 제 31 조.
447 「신용평가업관리임시시행방법」 관련 PBOC 의 기자회견 답변(2019.11.29).
448 신용평가업관리임시시행방법, 제 8 장.
449 신용평가업관리임시시행방법, 제 3 조 제 1 항, 제 4 조.
450 신용평가업관리임시시행방법, 제 3 조 제 2 항, 제 5 조.

기 위한 부득이한 선택이라고 생각한다. 이 외에 신용평가회사 및 그 고층 관리자에 대한 신용기록파일을 정립하여 전국 신용정보공유플랫폼에 포함하도록 요구하고 있다.[451]

동 방법은 신용평가 관련 중국 최초의 통합규제라는 점에서 의미가 있다. 무엇보다 여러 규제기관 각자위정의 혼란 사태를 완화하였다는 점에서 긍정적인 평가를 받을 만하다. 그리고 구체적인 행위규범과 감독규제기준과 수단을 명시함으로써 신용평가회사의 독립성, 투명성을 향상시키는데 큰 도움이 될 것으로 예상된다.[452] 그러나 글로벌 신용평가회사들의 진입이 용이해지게 됨에 따라 아직 초창기에 있는 중국 국내 신용평가회사들이 아예 시장에서 퇴출될 위험도 있다고 생각한다. 과연 중국 당국의 기대에 부합되는 좋은 결과를 낳을 수 있을지는 아직 미지수이다. 또한 투자자에 대한 민사책임이 명시되지 않았기에 투자자에 대한 특별보호가 여전히 이루어지지 않고 있다. 무엇보다 NDRC, CSRC 및 재정부의 감독관리권을 유지함으로써 완전한 통합 규제가 이루어지지 않은 점은 향후 가장 큰 개선과제가 될 것으로 예상된다. 마지막으로, 동 방법은 부문규장으로 제정되었기에 그 법적 효력이 상대적으로 낮다. 따라서 신용평가에 대한 전문입법임에도 불구하고 「증권법」과 같은 상위 법과 모순될 경우 적용할 수 없는 문제도 있다는 것이다.

---

451 신용평가업관리임시시행방법, 제 7 조.

452 「신용평가업관리임시시행방법」 관련 PBOC 의 기자회견 답변(2019.11.29).

3.2.2. 증권법의 개혁

비슷한 시기인 2019 년 12 월에 「증권법」 개정이[453] 이루어졌다. 동 법은 등록제를 도입하여 진입규제를 완화시켰고[454] 기존 수수료 제한조항까지[455] 삭제하였다. 이로써 신용평가시장의 경쟁을 자극하는 것이다. 본 개혁은 신용평가회사의 허위기재 및 누락기재로 인한 배상책임 및 입증책임의 전환 규정을 유지하였다.[456] 또한 일정기간내 증권거래를 금지하는 조항의 적용범위를 확대하였다. 동 제한을 발행자 뿐만 아니라 그 지배주주, 실제소유자 또는 인수인, 중대자산거래자에게 감사보고 또는 법률의견서 등을 제공한 경우까지 적용하고 있다.[457] 그리고 신용평가회사의 비밀유지의무[458] 및 의뢰인이 제공한 자료를 보존할 의무를[459] 명시하여 신용평가회사의 행위규제를 강화하고 있다.

동 법은 법률차원에서 신용평가규제를 명문화한 유일한 입법이란 점에서 중요한 의미가 있다. 문제는 신용평가회사를 증권서비스회사의 한 유형으로 규정하여 기타 증권서비스회사와 일괄적인 규제원칙을 적용하고 있다는 것이다. 그 결과, 신용평가회사의 특수성에 대한 고려가 부족하다. 그리

---

[453] 2019.12.28 일 개정, 2020.3.1 부터 시행.
[454] 2019 년 개정 증권법, 제 160 조 2 항.
[455] "증권서비스업무에 종사하는 투자자문회사와 신용평가회사는 국무원 주관부서에서 규정한 기준 또는 규정에 따라 수수료를 수취하여야 한다" 2014 년 개정 증권법 제 172 조. 본 조항은 1998 년 제정 증권법에 규정된 조항으로 가격경쟁으로 인한 부당경쟁을 방지하기 위한 목적에서 제정된 것이다.
[456] 2019 년 개정 증권법, 제 163 조.
[457] 2019 년 개정 증권법, 제 42 조 제 2 항.
[458] 2019 년 개정 증권법, 제 41 조.
[459] 2019 년 개정 증권법, 제 162 조.

고 증권발행 관련 신용평가업무를 제공하는 행위에만 적용하기에 그 적용범위도 한정적이다.[460] 또한 허위기재 및 누락기재로 인한 배상책임을 추궁함에 있어 기존 사법해석에 대한 개정이 이루어지지 않았다. 그 결과, 신용평가회사에 대한 행정처벌결정 또는 형사판결이 이루어지지 않은 이상 「증권법」에 따른 투자자의 민사소송은 각하될 수 있다. 따라서 투자자들의 민사구제상 고충은 여전히 해결되지 않았다는 것이다.[461] 게다가 신용평가회사에 대해 강력한 행정조치를 취하는 경우도 드물기에 실제로 신용평가회사의 불법행위에 대한 효과적인 억제가 이루어지지 않고 있다는 것이다. 지금까지의 행정처벌결정을 살펴보면 회계사사무소 또는 로펌 및 그 임직원에 대한 종업금지결정은 보편적이다. 반면, 신용평가회사에 대해 업무금지를 명하거나 그 임직원을 엄벌한 경우가 거의 없다.[462] 주로 경고 또는 내부규정에 따라 문책하고 시정할 것을 명하고 있다.[463] 2018 년에 가장 큰 이슈가 되었던 다궁에 대한 행정처벌은 최근 몇 년 CSRC에서 내린 가장 엄중한 처벌이다. 그럼에도 불구하고 그 처벌은 부적격 임원의 해임, 위반사항의 시정 및 시

---

[460] Heather Lee, 전게논문, p.353.

[461] 사실 지난 2015 년 최고인민법원의 업무보고서 「현재 상사심판업무 관련 최고인민법원의 여간 문제」(법적효력은 없음)에서 이미 이러한 사법절차의 불합리성에 대한 논의와 지적이 이루어졌다. 하지만 지금까지 동 사법해석에 대한 개정이 이루어지지 않았다. 「最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题」(2015.12.24).

[462] 刘栋, 전게논문, p.46.

[463] 2015 년 지방 CSRC 는 관할지역내 신용평가회사에 대한 현장점검을 시행하였다. 점검결과 일부 신용평가회사에 내부통제체계 미비, 공시제도 부재, 일부 공시사항 누락 또는 은닉 등 많은 문제들을 발견하였다. 다만 이에 대한 행정결정을 살펴보면 주로 경고 또는 기한내 시정을 명하고 있다. 李光磊，金融时报 (2016.03.19)，证监会系统对 6 家证券评级机构采取行政监管措施完成公司债券发行人首次现场检查工作.
https://www.financialnews.com.cn/jg/dt/201603/t20160319_94170.html

정기간내 새로운 업무의 금지에 불과했다.[464] 이러한 맥락에서 중국 증권시장의 투자자들은 더 심각한 신용위험에 노출되어 있다는 것이다.

제 2 절 신용평가규제의 개선과제

1. 서언

중국 채권시장은 세계 채권시장 2 위에 등극함에 따라[465] 전세계 투자자들의 주목을 받고 있다. 그러나 자본시장에서의 중국 국내 신용평가회사들의 수많은 스캔들과[466] 이로 이어진 차이나 디스카운트문제들은 해외 투자자들을 주저하게 하고 있다.[467] 이러한 사태는 앞서 언급된 혼란스러운 자본시장질서 및 부실한 규제체계에서 기인된 것이라고 말할 수 있다. 특히 중국 국내 신용평가의 공신력 저하문제는 오랜 시간 동안 통합적이고 전면적인 신용평가규제가 이루어지지 않은 점과 밀접한 연관성이 있다고 본다. 이에 중국 자본시장의 지속적인 발전과 투자자들의 신뢰를 회복시키기 위하여는

---

[464] 中国证券监督管理委员会北京监管局行政监管措施决定书（2018.8.27 http://www.csrc.gov.cn/zjhpublicofbj/gongg/201808/t20180828_343183.htm

[465] 「신용평가업관리임시시행방법」관련 PBOC 의 기자회견 답변(2019.11.29); Peng Qinqin and Tang Ziyi, 전게뉴스.

[466] 앞서 소개한 다궁 사건이 대표적이다. 이 외에 2005 년에 웨둥은 Fuxi Investment Holding Limited 가 발행한 단기채권 "06 Fuxi CP01"에 A-1 등급을 부여한 바가 있다. 그 후 Fuxi 가 상하시 사회보장기금 스캔들에 연루되어 자산이 동결되자 웬둥은 주주에 대한 미공개 대출보증이 존재한다는 핑계로 채권 등급을 갑자기 C 로 강등함으로써 대륙 최초의 정크본드를 탄생시켰다. Jin Sheng, "The Debt Ratings Debate and China's Emerging Credit Rating Industry: Regulatory Issues and Practices", Athens Journal of Law, Vol. X(Y) (2019), pp.19-20. https://www.athensjournals.gr/law/2019-1-X-Y-Sheng.pdf

[467] 서봉교, 전게논문, p.168.

건전한 신용평가규제체계의 정립이 시급하다.[468] 이러한 배경에서 중국은 국제적인 규제동향과 개혁조치들을 참고하여 2019 년말에 전면적인 개혁을 실행하였고 상당한 성적을 거두었다. 하지만 여러 종합적인 요인에 의해 앞서 논의한 바와 같이 미결된 과제들이 남아있다. 이하에서는 중국 실정을 기초로, 앞에서 논의한 이론과 금융강국들의 개혁을 참고하여 그 개선안을 도출해내고자 한다.

2. 통합법 및 기능별 감독체계

현행 규범들을 살펴보면 「증권법」을 제외하고 법적 효력이 상대적으로 낮기에 실무에 있어 상위 법에 의해 배제될 가능성이 있다. 특히 규범성문건의 경우, 엄격한 의미상의 법률법규에 해당되지 않기에 법원에 대해 절대적인 구속력이 없다.[469] 이에 전문적인 입법을 통해 강력한 구속력이 있는 법률을 제정하는 것이 필요하다고 생각한다.[470]

현행 기관별 규제체계를 개혁하지 않는 이상 규제의 중복문제와 유사한

---

[468] Jing Bian, 전게논문, p.68.

[469] 규범성문건은 법원의 판결 의거로 할 수 없고 법원의 재량에 의해 필요한 경우, 판결이유의 설시에만 적용할 수 있다. 그 법적 의거는 아래와 같다. "본 규정 제 3 조, 제 4 조, 제 5 조 규정 외의 규범성문건에 대해 심사필요에 따라 그 합법성 및 유효성을 검토확인한 경우 판결이유를 설시하는 의거로 할 수 있다." 「판결문에 법률, 법규 등 규범성법률문건을 인용하는 것에 관한 최고인민법원의 규정」(最高人民法院关于裁判文书引用法律、法规等规范性法律文件的规定) (사법해석), 제 6 조. 또한 지방법원 민사판결에서 하급심 법원이 규범성문건에 해당되는 지방 행정규범을 판결 의거로 직접 적용함으로 법률 적용에 하자가 있다고 판시한바가 있다. 湖南省怀化市中级人民法院民事判决书 (2017)湘 12 民终 1228 号. 贺煜, "试论行政规范性文件在司法审判领域中的效力", 智富时代, 2017 (03) , p.152.

[470] Heather Lee, 전게논문, p.360.

금융상품을 취급할 때 차별적인 규제가 적용되는 문제는 계속될 것이다.[471] 다양한 복합상품이 출시되어 업종간 구분이 점점 모호해짐에 따라 규제공백이 발생할 위험성도 더 커질 것이다.[472] 하지만 기능별 규제는 기관별 특성 또는 업종의 경계와 무관하게 동일한 기능을 수행하는 금융상품에 대해 공동의 기준과 원칙을 적용하는 것이 가능하다.[473] 따라서 장기적으로 판단할 때, 기능별 규제원칙에 따른 통합법을 제정하는 것이 바람직하다.[474] 이러한 통합법체계에서 다양한 금융상품(또는 다양한 발행자)은 그 기능 및 위험상의 유사성에 따라 하나의 포괄적인 개념으로 통합할 수 있다.[475] 따라서 이러한 금융투자상품 또는 그 발행자를 평가대상으로 하는 신용평가에 대한 통합규제도 자연스럽게 이루어 질 수 있다는 것이다.

이러한 통합법을 제정함에 있어 「신용평가업관리임시시행방법」상 핵심 내용을 모두 동 법에 이관하되 후술된 내용을 보완하는 것이 필요하다. 통

---

471 이종한, "금융규제체계 비교를 위한 방법론 연구", 한국경제연구원 세미나자료, (2006.3.30), p.122; 刘栋, 전게논문, p.42.

472 이원우, "변화하는 금융환경 하에서 금융감독체계 개선을 위한 법적 과제", 공법연구, 제 33 집 제 2 호 (2005), p.45, p.48; 이종한, 전게논문, p.126.

473 이원우, 전게논문, p.47; 정순섭, "특집_자본시장법 제정의 금융법상 의의와 과제: 금융규제법체계의 관점에서 본 자본시장법 -시행 4 년의 경험과 그 영향-", BFL, 제 61 호 (2013), p.10

474 한국은 자본시장법이 바로 기능별 규제원칙에 따라 자본시장 관련 법률들을 단일한 법으로 통합하는 것을 통해 통합금융감독체계를 구축한 전형적인 입법이다. 정순섭, "해설: 자본시장통합법의 적용범위", BFL, 제 16 호 (2006), p.108. 기능별기준에 따른 통합법의 제정 방식 및 주요쟁점에 관한 내용은 본 논문에서 상세하게 논의하지 않는다. 이와 관련된 상세한 논의로 이원우, 전게논문을 참고할 수 있다.

475 한국 자본시장법상 금융투자상품이 바로 금융상품의 기능과 위험을 중점으로 금융규제를 설계한 전형적인 예다. 이러한 금융투자상품의 기능과 위험을 기초로 한 기능적 정의에 대한 상세한 설명은 정순섭, "논문: 금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성 -자본시장통합법상 금융투자상품의 개념을 중심으로-", 서울대학교 법학, 제 49 권 1 호 (2008), pp.284-287 참고할 수 있다.

합법과 증권법의 관계에 있어, 증권법상 신용평가 관련 조항은 증권영역에 대한 특별법으로 이해하는 것이 합리적이다. 따라서 증권법상 명문규정이 없는 사항은 통합법상 요구를 적용한다는 것이다.

그리고 앞서 논의한 바와 같이 계획경제체계에서의 관리모델에 적응해 온 중국 규제당국은 행정간섭이 과도하다. 이에 신용평가에 대한 규제를 강화함에 있어 과잉간섭을 방지하고 시장조율기능을 향상시키는 것에 더 많은 노력을 기울여야 할 것이다.[476] 특히 정부기능전환(政府职能转变) 작업을[477] 가속화하여 행정간섭을 최소화하는 것이 시급하다. 이는 국내 신용평가회사의 공신력 저하문제 및 경쟁력 저하 문제를 해소하기 위한 불가피하고 또한 가장 어려운 과제라고 말해도 과언이 아니다.

이러한 맥락에서 중국 신용평가 규제체계의 개혁은 결국 금융감독규제체계의 전반적인 개혁으로 이어질 것이기에 상당한 시간이 필요하다. 이에 우선 신용평가 관련 제반 규범을 다시 검토하여 「신용평가업관리임시시행방법」과 모순되는 내용을 숙청하는 것을 통해 규제의 일관성을 확보하는 것이 바람직하다. 그리고 통합 정보공유시스템을 구축하여[478] 각 관할기관의 규제

---

[476] 简尚波, 전게논문, p.30.

[477] 1993 년 11 월 14 일에 개최한 중국공산당 제 14 기 중앙위원회 제 3 차 전체회의에서 「사회주의시장경제체제를 구축 관련 여간 문제에 관한 중공중앙의 결정」(中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定) 을 통해 정부기능을 전환하여 경제에 대한 거시적 통제체계를 구축할 것에 관한 요구를 제기하였다. 동 규정에 따라 정부는 국민경제를 통제함에 있어 필수적인 행정수단만 사용하고 기업경영활동을 직접적으로 간섭하여서는 아니된다고 하였고 그후 여러 차례의 정부보고에서도 이러한 요구를 강조하였으며 정부기능의 전환작업을 가속화할 것을 요구하였지만 아직까지 완전한 전환이 이루어지지 않은 것으로 보인다.

[478] 戚庆余, “分业监管体制下多层嵌套资管产品的法律规制”, 现代管理科学 , 2019 年第 2 期 , p.53.

실황을 실시간 공유하는 것을 통해 현단계의 혼란사태를 완화하는 작업을 병행하는 것을 고려해야 할 것으로 본다.

3. 이해상충

3.1. 수수료 지급모델

발행자지급모델이 변경되지 않는 이상, 현행 신용평가체제에 존재하는 이해상충 문제를 근본적으로 해소하는 것은 불가능하다.[479] 이에 기존 지급모델을 여타 모델로 대체하는 방안들이 논의되고 있다.[480] 문제는 여타 지급모델들도 모두 장단점이 병존하고 있다는 것이다. 예컨대 투자자지급모델은 무임승차의 문제가 있기에 발행자지급모델에 의해 대체되었던 것이다.[481] 결과지급모델은[482] 실적에 따라 사후적으로 지급함으로써 부실평가를 방지하고 투자자의 신뢰를 회복시키는데 유리하다.[483] 하지만 실적 및 지급의 산정 기준 및 그 합리성, 기금 관리의 투명성 및 그 비용부담 등 문제들이 발생할 수 있다. 거래소지급모델은 상장된 채권에는 적용할 수 있지만 거래소에 등

---

[479] Thomas M.J. Möllers, 전게논문, p.487; Alessio M. Pacces, Alessandro Romano, 전게논문, p.680.

[480] 더 구체적인 소개는 오세경, 황인덕, 전게논문, pp.27-30 에서 찾아볼 수 있다. 박임출, 전게논문, pp.260-262 및 Lawrence J. White (2013), 전게논문, pp.110-111 에서도 일부 지급모델에 대한 논의가 이루어졌다.

[481] Kern Alexander, 전게논문, p.308.

[482] 신용평가 수수료의 상당분을 기금에 적립하고 신용등급의 실적에 따라 신용평가회사의 수수료 수준을 결정하여 지급하는 방식이다. 박훤일 (2011), 전게논문, p.134; 오세경, 황인덕, 전게논문, p.27.

[483] European Commission, Public Consultation on Credit Rating Agencies, 5 November 2010 (이하 "EC (2010)"), p.27. https://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/cra/docs/cpaper_en.pdf(Accessed 2020.3.20)

록되지 않은 채권에는 적용하기 어려운 문제가 있다.[484] 그리고 공공법인지급모델은[485] 신용평가회사가 공공기관의 이해관계에 충실한 관료기관으로 변질될 가능성이 존재한다.[486] 이와 같은 이유로 각 규제당국에서는 발행자지급모델을 쉽게 폐지하지 못하고 여전히 신중한 태도를 취하고 있는 것으로 보인다.[487] 따라서 중국도 신중한 접근이 필요하다고 생각한다. 그리고 중국은 최근에 간신히 신용평가규제체계의 골격을 정립하여 이해상충 관련 규제를 강화하였고 그 효과가 검증되지 않았다. 게다가 중국은 입법절차가 유연하지 않기에 개편에 더 신중한 편이다.[488] 따라서 현행 지급모델에서 완화조치를 취하는 것이 더 경제적이고 현실적이다고 생각한다. 이에 본 논문은 기존 발행자지급모델을 유지하는 전제로 여타의 보완조치를 제시하고자 한다.

3.2. 로테이션제도

애널리스트의 로테이션제도를 도입하여 애널리스트와 평가대상 사이에 장기적인 이익관계가 형성하는 것을 방지해야 한다. 그리고 신용평가회사의

---

[484] EC (2010), p.28.; 오세경, 황인덕, 전게논문, p.27.
[485] 정부가 공적 성격의 평가기관을 설립하는 것을 통해 투자자들이 그 평가결과를 민영 신용평가회사의 신용등급과 비교하게 하도록 하는 방식이다. EC (2010), p.28.
[486] 오세경, 황인덕, 전게논문, p.27.
[487] EU 는 2010 년에 투자자지급모델, 결과지급모델, 거래소지급모델, 정부기관지급모델 및 공공법인지급모델에 대해 검토한 바가 있지만, 어떤 방식이 최적의 대안인지에 대해 결론을 내리지 못하였다. EC (2010), pp.27-28.
[488] 최근 제정된「신용평가업관리임시시행방법」은 2016 년 10 월에 의견수렴을 시작해서부터 최종 확정까지 3 년이상의 시간이 걸렸다.

로테이션제도를 도입하는 것이 필요하다. 동일 발기인과의 장기적인 거래관계가 이루어짐에 따라 신용평가회사가 경제적으로 평가대상에게 의존하고 지배되는 현상을 방지하기 위한 것이다.[489] 물론 이러한 제한은 계약기간내의 이해상충까지 방지할 수 없지만 지속적인 관계의 형성을 단절할 수 있기에 기타 행위규범 대비 강력한 통제력이 있다고 본다.

적용대상에 있어, EU 의 CRA Regulation 은 구조화금융상품의 재증권화에 한정하여 적용하고 있다. 그 이유는 구조화금융상품은 강한 개별성에 의해 새로운 신용평가기관을 교체해도 기존 인지의 상실위험이 상대적으로 작기 때문이라고 한다.[490] 하지만, 사실상 구조화금융상품의 재증권화 과정에서 기존 방법론과 기술을 활용할 수 있기에 교체로 인한 기존 인지의 상실위험이 작다는 점은 설득력이 부족하다.[491] 그리고 국내 신용평가회사들의 정부 또는 국유기업과의 "꽌씨" 유지 인센티브를 고려할 때 중국은 더 강력한 통제가 필요하다고 생각한다. 이에 그 적용대상에 있어, 일반 기업과 정부(및 그 산하조직) 및 국유기업을 구분하여 후자에 대해 더 강력한 규제를 적용할 것을 고려할 수 있다. 정부(및 그 산하조직) 또는 국유기업의 경우, 모든 금융투자상품에 대해 신용평가회사의 로테이션제도를 강제하는 것이다. 반면, 일반 기업은 그 구조화금융상품의 재증권화에 한정하여 로테이션제를 적용하는 것이다.

---

489 Tim Wittenberg, 전게논문, p.688.
490 CRA Regulation, recital (14).
491 Harry Edwards, 전게논문, p.190.

3.3. 예비평가에 대한 통제 강화

등급쇼핑을 방지하기 위하여 주요 금융당국들은 평가대상에 대한 사전 자문과 예비평가 뿐만 아니라 본평가의 평가대상이 아닌 자에 대한 예비평가도 규제하고 있다.[492] 중국은 예비평가에 대한 명문 규제가 이루어지지 않았다. 이에 본평가의 대상에 대해 예비평가를 수행하는 것을 금지하고 예비평가를 제공한 모든 기업 및 금융상품의 리스트를 공시하도록 하는 것이 필요하다.

3.4. 신용정보조회체계의 개선

신용평가의 정확성은 기초정보의 정확성에서 시작된다. 이에 건전한 신용정보조회체계를 구축하는 것을 통해 공개정보의 범위를 확대하고 그 접근성을 향상시킬 필요가 있다. 중국 평가대상들이 제공하는 기초정보가 보편적으로 신빙성이 없는 실정을 고려할 때 이러한 작업은 더 시급하다.

4. 과점

중국 신용평가시장에서는 3대 신용평가회사의 과점 위험과 치열한 경쟁환경에서 국내 신용평가회사들이 보편적으로 경쟁력이 낮은 문제가 병존하고 있다. 이에 중소규모의 신용평가회사들의 성장을 유도함으로써 전반적인 경쟁력을 향상시키는 것을 통해 과점사태를 방지하는 것이 더 바람직하다고

[492] 예컨대 CRA Regulation, Annex I, Section D, Part I, 6.

생각한다. 따라서 아래와 같은 방안을 제안한다.

4.1. 로테이션제도

앞서 설명한 바와 같이 신용평가회사의 로테이션제도를 적용하는 것이다. 이와 동시에 EU CRA Regulation Art 6b 와 유사하게 동일 평가대상에 대해 복수의 신용평가회사가 평가를 제공하는 경우를 제외하는 것이다. 이러한 조치를 통해 시장에서 우위를 차지한 신용평가회사가 장기적으로 특정 발행자의 신용평가업무를 독점하는 것을 방지하는 것이다. 그리고 구조화증권의 발행에 복수평가를 의무화하고 그 중 최소 한 신용평가회사의 시장점유율이 일정 비율 미만일 것을 요구하는 것이다. 이로써 중소규모의 신용평가회사들이 경쟁에 참여할 수 있는 기회를 제공하는 것이다.

4.2. 의존도 감축

한국과 마찬가지로 중국은 신용평가 역사가 짧고 국내 신용평가회사들이 보편적으로 경쟁력이 부족하다. 그러기에 맹목적으로 신용평가에 대한 모든 시장참여자들의 의존도를 감축할 경우 그 부작용이 더 클 수 있다. 이러한 리스크를 참작할 때, 현단계 중국은 한국을 참고하여 신용평가에 대한 의존도를 감축하는 조치는 일단 보류하는 것이 합리적이다.

4.3. 기타 방안

중소기업에 대한 세금혜택, 첨단 기술 또는 노하우의 혁신을 장려하는 방식과 같은 거시적인 통제수단을 고려해 볼 수 있다. 정책적으로 발전가능성이 있는 중소규모 신용평가회사의 성장을 유도하는 것이다.

5. 투자자에 대한 민사책임

발행자의 신용불량과 신용평가회사들의 공신력 상실로 인해 중국 자본시장에 대한 투자자들의 신뢰가 일락천장한 실태다. 이를 감안할 때 투자자 보호를 강화하는 것은 중국 신용평가시장 및 자본시장에 대한 투자자의 믿음과 기대를 회복시키는데 불가결하다. 물론 행정책임 및 형사책임을 강화하는 방식도 있지만, 민사책임을 강화하는 방식이 중국 실정에 더 적합하다. 우선, 신용평가회사의 위법비용을 향상시키는 효과 외에 투자자의 손실까지 보완할 수 있기에 더 실효적이다는 것이다.[493] 그리고 행정책임을 가중시키는 방식은 이미 지나친 행정간섭이 이루어지고 있는 사태를 더 악화시킬 우려도 있기 때문이다. 다만 현행 중국 「불법행위책임법」(侵权责任法)을 살펴보면, 전문가의 불법행위책임에 대한 언급이 없다. 2020 년 5 월 28 일에 제정된 「민법전」(民法典)에도[494] 전문가책임에 대한 특별규정이 없다. 따라서 투자자에 대한 전문가책임 규칙의 도입은 민법 일반법리에 대한 효과적인

---

[493] 田彧, 전게논문, p.39.

[494] 2021 년 1 월 1 일부터 시행 예정. 동 법전에 의해 「불법행위책임법」이 폐지될 예정이다.

보충규칙으로 기능할 것으로 예상된다.

하지만 앞서 설명된 바와 같이, 과중한 책임은 많은 문제들을 유발할 수 있다. 이에 투자자 보호와 신용평가시장의 성장 사이에서 적정한 절충점을 찾는 것이 필요하다. 그 절충방안으로 EU CRA Regulation, Art 35a 을 템플릿으로 한 민사책임 규제를 제안한다. 그 구성요건은 아래와 같다. 우선 신용평가회사가 법정의무를 위반하였고, 이러한 위반행위는 고의 또는 중대한 과실에 의해 발생한 것이어야 한다. 다음으로 위반행위로 인해 신용등급의 결과에 영향을 미쳤고 투자자에게 손실을 초래하여야 한다. 마지막으로 투자자는 이러한 신용등급에 대한 합리적인 신뢰에 의해 투자결정을 내린 것이어야 한다. 그리고 각 구성요건을 아래와 같이 규정하는 것이다.

1) 법정의무의 범위

여기서 법정의무라 함은 「신용평가업관리임시시행방법」상 본평가를 수행함에 있어 동 방법상 평가절차 및 업무규칙에 따라 평가업무를 수행할 의무, 독립성 확보 관련 의무 및 정보공시의무 등 의무를 의미한다. 앞서 논의한 바와 같이 신용평가는 사실적 판단이 아니기에 그 부실여부의 판단은 정확성에 대한 판단이 아니다. 따라서 법정의무 위반과 같은 보다 객관적인 판단기준을 명시하는 것을 통해 신용평가회사들이 신용평가의 이러한 특성을 이용하여 책임을 회피하는 것을 방지하는 것이다. 「증권법」상 허위기재 또는 누락기재로 인한 손해에 한정하여 특별보호를 제공하는 문제도 보완할 수 있다. 또한 신용평가 결과에 영향을 미치는 것을 구성요건으로 하고 있

기에 실제로 민사책임을 초래할 수 있는 법정의무의 범위가 지나치게 넓어지는 것을 방지할 수 있다.

2) 합리적인 신뢰

합리적인 신뢰를 논의할 때, 일반투자자와 전문투자자를 구분할 필요가 있다.[495] 전문투자자는 스스로의 전문인력 및 자원을 이용하거나 그 자산으로 전문가를 의뢰하여 투자대상의 신용위험을 확인할 수 있다. 반면, 일반투자자는 스스로의 힘으로 투자대상의 위험성에 대한 정확하고 전면적인 조사와 분석이 어렵다. 그 결과, 발행자와의 정보비대칭이 심각하고 복잡한 구조화금융상품에 있어 정보비대칭은 더 심각하다. 이러한 맥락에서 일반투자자는 소비자와 유사성을 가지게 되어[496] 많은 국가에서는 일반투자자에 대하여 특별한 보호를 제공하고 있다.[497] 이에 전문투자자의 경우, 충분한 자체평가 또는 이에 상당한 조사 및 분석을 진행하였는지 여부에 따라 판단하고 자체평가의 기여과실에 따라 손해배상책임을 감면하도록 한다.[498] 반면, 일반투자자의 경우, 신용평가회사가 법정의무를 위반한 사실 또는 신용평가가 부실

---

[495] 일반 투자자와 전문 투자자의 구분기준에 관한 규정으로 CSRC 에서 2017 년 7 월 1 일부터 시행한 「증권선물투자자적합성 관리방법」(证券期货投资者适当性管理办法)이 있다. 동 방법은 우선 전문투자자에 대해 열거식으로 정의를 내린 후, 일반투자자는 전문투자자가 아닌 투자자를 말한다고 정의하고 전문투자자와 일반투자자 간 서로 전환할 수 있는 조건도 규정하고 있다. 동 방법 제 7 조-제 11 조. 단 동 방법은 증권 및 선물거래에만 적용되는 규정으로 관련 내용을 신용평가 관련 통합 규제에 도입하여 신용평가대상에 해당하는 모든 금융상품거래에 적용하도록 규정하는 것이 필요하다고 본다. 본 논문 논의 범위에 포함되는 내용이 아니기에 더 상세한 논의는 생략한다.

[496] 김건식, 정순섭, 자본시장법(두성사, 2013), pp.150-152.

[497] 예컨대, 한국은 일반투자자에 대한 투자권유에 있어 적합성원칙을 적용하고 있다. 자본시장법, 제 46 조.

[498] Harry Edwards, 전게논문, p.189; Tim Wittenberg, 전게논문, p.702.

한 사실을 알고 있거나 알 수 있었음에도 불구하고 투자를 한 경우를 제외하고 합리적인 신뢰가 존재하는 것으로 인정하는 것이다. 물론 그 입증책임은 신용평가회사가 부담하는 것이 합리적이다.

3) 입증책임

신용평가회사가 법정의무를 위반하였는지 여부와 실제로 손해가 발생하였는지 여부의 입증책임만 투자자가 부담하도록 한다. 신용평가회사가 고의 또는 중대한 과실이 존재하는지 여부 및 이러한 위반행위가 신용등급에 영향이 있는지 여부는 신용평가회사가 입증하도록 한다. 그리고 신용평가회사의 고의 또는 중대한 과실을 판단함에 있어 한국 판례상 법리를 참고할 수 있다. 신용평가회사가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 입증한 경우에는 고의 또는 중대한 과실이 없다고 보는 것이다. 여기서 상당한 주의의무를 판단함에 있어 신용평가에 사용한 기초정보가 전문가에 의해 형성된 것인지 여부에 따라 상이한 기준을 적용한다. 우선, 기초정보가 그 분야 전문가에 의해 형성된 것인 경우, 그 진실성에 대해 의심할 만한 상당한 사정이 존재하지 않는 한 별도의 검증을 요하지 않는다는 것이다.[499] 이러한 경우를 제외하고 신용평가회사는 기초정보에 대해 관련 법령, 업계 관행 및 내부절차에 따라 합리적인 조사와 검증 절차를 수행할 의무가 있도록 한다.[500] 이와 같은 입증책임의 배당을 통해 투자자에 대한 보호 부

[499] 서울중앙지법 2014. 2. 14. 선고 2012가합501894 판결.
[500] 서울중앙지법 2014. 2. 14. 선고 2012가합501894 판결.

족과 과잉보호 사이의 적정한 균형을 도모하는 것이다.

그리고 사법실무에 있어 앞서 지적된 증권영역에서의 행정처벌결정 또는 형사판결을 민사소송의 전제로 하는 사법절차를 폐지하는 것이다.[501] 최고인민법원은 이와 같은 전제절차를 통해 남소를 방지하고 소송제기단계에 원고가 관련 증거를 제공하기 어려운 문제를 해결하고자 한다고 밝혔다.[502] 하지만 판사의 전문성 부족 및 심판상 현실적인 어려움은 당사자의 구제권을 제한하는 정당한 이유가 될 수 없다고 본다.[503] 무엇보다 민사소송의 개시조차 어려울 경우, 모든 법적 보호조치는 결국 탁상공론으로 전락하게 될 수 있기에 본 사법해석을 폐지하는 것은 필수적이다는 것이다.

---

501 田彧, 전게논문, p.83.

502 기자회견에서 최고인민법원 부원장 Li Guoguang(李国光)의 답변. 李国光副院长就《最高人民法院关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》答人民法院报记者问 (2002.1.16). http://www.pkulaw.cn/fulltext_form.aspx?Gid=1090521445&Db=lawexplanation (Accessed 2020.3.24)

503 田彧, 전게논문, p.82.

제 5 장 결론

이상으로 신용평가의 의의와 구조, 문제점 및 이러한 문제점에 대한 미국, EU 및 한국 등 3 개 지역의 규제현황과 중국의 신용평가시장 및 그 규제에 존재하는 문제점을 살펴보았다.

본 논문은 중국 신용평가시장, 특히 신용평가규제체계에 존재하는 문제에 대한 해결방안을 제시하는 것을 목적으로 하고 있다. 이에 우선 신용평가의 정의 및 연혁을 살펴보는 것을 통해 신용평가의 기본적인 내용을 알아보았다. 이어서 신용평가의 기능에 대한 검토를 통해 신용평가는 자본시장에서 시장참여자의 거래비용과 규제당국의 규제비용을 절감하고 자금배분의 효율성을 제공하는 중요한 역할을 수행하고 있다는 것을 인지하였다. 그리고 현행 신용평가체제에서 평판자본에 의한 자율규제와 자기책임원칙이 정상적으로 기능하지 못하고 있다는 것을 인지하였다. 이어서 문지기이론에 대한 논의를 통해 투자자에 대한 신용평가회사의 민사책임을 인정할 필요성과 합리성을 도출하였다. 그리고 2008 년 글로벌 금융위기 형성단계에 신용평가회사의 역할과 귀책사유를 논의하는 것을 통해 규제의 필요성에 관한 더 확고한 증거를 보여주었다. 그 다음 현행 신용평가체제에서 가장 이슈가 되는 이해상충의 문제, 과점의 문제 및 투자자에 대한 민사책임문제의 형성원인과 해소 필요성을 논의하였다. 이로써 이러한 문제점들이 각 규제당국의 중점적인 규제대상으로 등극한 이유를 잘 보여주었다. 그 다음, 앞에서

논의한 신용평가체제의 문제점에 대한 미국, EU 및 한국의 개혁을 중심으로 검토하였다. 이러한 과정을 통해 국제적인 개혁동향을 이해하고 중국 규제 개혁에 대한 시사점을 모색하였다. 마지막 장에서는 우선 중국 신용평가의 연혁을 검토하여 기초적인 이해를 가졌다. 이어서 정부주도로 구축된 중국 신용평가시장에 존재하는 문제들의 특수한 양상을 중점적으로 논의하여 중국 개선과제와 난점을 시사하였다. 그리고 중국의 규제를 분석하여 2019 년에 일신된 중국의 신용평가규제체계를 보여줌과 동시에 여전히 해결되지 못한 개선과제를 도출하였다. 마지막으로 앞에서 논의한 3 개 지역의 개혁방안을 참고로, 현단계 중국에 부합되는 기능별 규제에 따른 통합규제체계의 구축, 이해상충 규제의 강화, 과점사태의 완화, 투자자에 대한 민사책임의 도입 등 4 개 면에서 개서방안을 도출해냈다.

수많은 대규모 장기프로젝트의 자금조달수요를 만족시키기 위하여는 국내외 투자자들의 신뢰를 회복시키는 것이 시급하다. 중국 국내 신용평가회사들의 공신력을 제고하는 것은 이러한 목표의 달성을 위한 필수적인 작업이다. 또한, 장기적으로 볼 때, 건전한 신용평가시장의 구축은 중국 자본시장의 국제경쟁력을 제고하고 나아가 세계 금융시장의 새로운 중심지로 성장하기 위한 하나의 통과 의례이다. 이러한 이유로, 중국은 2019 년 말부터 대대적인 개혁을 통해 규제권한을 한 관할부서에 통합하는 첫 걸음을 내딛었다. 그 결과 국제적인 개혁동향과 보조를 맞춘 규제방식이 기본적인 기저를 이룬 신용평가규제체계의 기본 틀을 정립함으로써 기존 규제체계를 일신하

였다. 하지만 투자자에 대한 민사책임 및 통합규제체계의 구축과 같은 핵심적인 내용들은 여전히 미결의 과제로 남아있기에 중국의 개혁은 계속되어야 할 것이다. 구미 금융강국의 선진적인 개혁이념과 정부주도에 의해 도입된 점과 짧은 역사 면에서 유사성을 가지고 있는 한국의 선도적인 개혁들은 중국의 향후 개혁에 많은 시사점을 제공하고 있다. 이러한 시사점을 참고하여 점진적으로 개선과제를 해결하다 보면 중국도 언젠가 금융대국이 아닌 금융강국으로 성장하여 금융선진국들과 나란히 할 것이라고 기대한다.

참고문헌

〈국내문헌〉

단행본

1. 김건식, 정순섭, 자본시장법 (두성사, 2013).
2. 김병기, 새로운 경제권력 신용등급 (매일경제신문사, 2013).
3. 김화진, 자본시장법 이론 (박영사, 2016).
4. 이인호, 한국의 신용평가제도 (서울대출판부, 2007).
5. 정원현, 조원무, 신용평가의 이해와 활용 (새로운 제안, 2012)
6. 홍영복, 신용평가의 유효성 연구 (블루칩, 2006).

논문, 보고서

1. 강유덕, "EU 의 신용평가기관 규제배경과 전망", 지역경제포커스, Vol.6(6) (2012.3).
2. 구본성, "신용평가회사의 규율체계 논의와 정책적 고려사항", 금융정보연구, 제 1 권 제 1 호 (2012 년).
3. 김정연, "증권변호사의 문지기 역할과 책임", BFL, 제 82 권 0 호 (2017).
4. 김태중, 이기세, 전성일, "신용등급쇼핑과 기업가치", 국제회계연구, 제 77 집 (2018.2).
5. 김필규, "신용평가 관련 규제체계 개선의 내용과 시사점", BFL, 제 45 호 (2011).

6. 김현동, 이재열, “증권인수인의 주의의무와 손해배상책임에 관한 연구”, 법학논총, 제 28 권 제 1 호 (2011).

7. 박임출, “신용평가 규제법제의 입법론적 과제”, 증권법연구, 제 10 권 제 2 호(2009).

8. 박준, “서브프라임 대출관련 금융위기의 원인과 금융법의 새로운 방향 모색”, 국제거래법연구, 제 17 권 제 2 호(2008).

9. 박준, “기업금융활성화와 신종증권에 관한 자본시장법의 개정”, 상사판례연구, 제 24 권, 제 3 호 (2011).

10. 박형남, “감정평가과오에 대한 법적 책임-전문가책임의 관점에서”, 부동산연구, 제 9 권 0 호 (1999).

11. 박훤일, “신용평가에 따른 손해배상청구의 법적문제”, 경영법률, 제 14 집 2 호 (2004).

12. 박훤일, “글로벌 금융위기로 대두된 신용평가회사 이해상충 문제의 해결 방안”, 증권법연구, 제 12 권 제 1 호(2011).

13. 박훤일, “정보화 시대의 전문가책임에 대한 고찰”, 상사법연구, 제 31 권 제 2 호 (2012).

14. 송옥렬, “신용평가회사의 문지기책임”, BFL, 제 82 호(2017. 3).

15. 서봉교, “중국 신용평가사의 국제화 사례와 한국 신용평가산업에 대한 의미”, 현대중국연구, 제 19 집 2 호(2017).

16. 이원삼, “미국 신용평가회사개혁법의 제정과 우리법상 입법정책적 시사

점", 비교사법, 제 15 권 제 1 호(2008).

17. 이원삼, "신용평가회사의 민사책임 – 최근 미국에서의 논의를 중심으로", 기업법연구, 제 23 권 1 호 (2009).

18. 이원삼, "신용평가회사의 손해배상 책임에 대한 상당한 주의의무 항변", 법학연구, 제 30 권 제 1 호 (2019).

19. 이원우, "변화하는 금융환경 하에서 금융감독체계 개선을 위한 법적 과제", 공법연구, 제 33 집 제 2 호 (2005).

20. 이정수, "신용평가업 규제의 현황과 문제점 그리고 개선방향", 증권법연구, 제 17 권 제 1 호(2016)

21. 이종한, "금융규제체계 비교를 위한 방법론 연구", 한국경제연구원 세미나자료, (2006.3.30).

22. 이채진, "신용평가회사의 책임과 투자자보호", 홍익법학, 제 15 권 제 2 호 (2014).

23. 이현경, "자기책임의 원칙과 카지노 사업자의 보호의무 – 대법원 2014. 8. 21. 선고 2010 다 92438 전원합의체 판결에 관하여", 법경제학연구, 제 12 권 2 호(2015).

24. 정순섭, "해설: 자본시장통합법의 적용범위", BFL, 제 16 호 (2006).

25. 정순섭, "논문: 금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성 – 자본시장통합법상 금융투자상품의 개념을 중심으로–", 서울대학교 법학, 제 49 권 1 호 (2008).

26. 정순섭, “특집_자본시장법 제정의 금융법상 의의와 과제: 금융규제법체계의 관점에서 본 자본시장법 –시행 4 년의 경험과 그 영향–”, BFL, 제 61 호 (2013).

27. 천경훈, “재무정보의 부실공시에 대한 상장회사 이사의 책임과 ‘상당한 주의’ 항변”, 증권법연구, 제 18 권 제 2 호 (2017).

28. 최승재, “미국 서브프라임 모기지 관련 소송의 현황과 전망”, 증권법연구, 제 10 권 제 2 호(2009).

29. 황창선, “심포지엄: 자본시장법 개정의 주요 과제: 자본시장법의 개정과 신용평가 관련 법체계의 정비”, 연세 글로벌 비즈니스 법학연구, 제 3 권 제 1 호(2011).

30. 황창선, “자본시장법 개정과 신용평가회사 관련 규제의 변화”, BFL, 제 60 호(2013. 7).

판례

1. 대법원 2014. 8. 21. 선고 2010 다 92438 전원합의체 판결.

2. 대법원 2007. 9. 6. 선고 2004 다 53197 판결.

3. 서울중앙지법 2014. 2. 14. 선고 2012 가합 501894 판결.

〈외국문헌〉

구미어 문헌

단행본

1. Ahmed Naciri, *Credit Rating Governance: Global credit gatekeepers* (Routledge, 2015).
2. Aline Darbellay, *Regulating Credit Rating Agencies* (Edward Elgar, 2013).
3. Arad Reisberg, "The Future Role of Credit Rating Agencies in Contemporary Financial Markets – A Theoretical Perspective", in Dan Prentice and Arad Reisberg eds, *Corporate Finance Law in the UK and EU* (OUP, 2011).
4. Frank Partnoy, "The Paradox of Credit Ratings", in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, and Carmen M. Reinhart, eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* (Boston, 2002).
5. Frank Partnoy, "How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers." in Yasuyuki Fuchhita and Robert E. Litan eds., Financial Gatekeepers—Can They Protect Investors?", (Brookings Institution Press, Baltimore, 2006).
6. Herwig M. Langohr & Patricia T. Langohr, *The Rating Agencies and their Credit Ratings* (A John Wiley and Sons, 2008).
7. Hickman W. Braddock, *Corporate Bond Quality and Investor Experience*, (Princeton University Press,1958).
8. Jennifer Payne, "The Role of Gatekeepers", in Niamh Moloney, Eilis Ferran & Jennifer Payne eds., *The Oxford Handbook of Financial*

Regulation (Oxford University Press, 2016).

9. John C. Coffee Jr., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* (Oxford University Press, 2006).
10. Lawrence J. White, "The Credit Rating: An Industrial Organization Analysis", in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, and Carmen M. Reinhart, eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* (Boston, 2002)
11. Richard Sylla, "A Historical Primer on the Business of Credit Rating", in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, and Carmen M. Reinhart, eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* (Boston, 2002).
12. Stefan Grundmann and Wolfgang Kerber, "Information Intermediaries and Party Autonomy – The Example of Securities and Insurance Markets", in Stefan Grundmann, Wolfgang Kerber, and Stephen Weatherill eds., *Party Autonomy and the Role of Information in The Internal Market* (Berlin; New York: Walter de Gruyter, 2001).
13. Winnie P.H. Poon, "Credit Ratings in China", Benton E. Gup eds., *Capital Markets, Globalization, and Economic Development,* (Innovations in Financial Markets and Institutions, 2005).

논문, 보고서

1. Aarushi Sahore, "ABN Amro Bank NV v. Bathurst Regional

Council : Credit Rating Agencies and Liability to Investors", *Sydney Law Review*, Vol.37 (2014)

2. Alessio M. Pacces, Alessandro Romano, "A Strict Liability Regime for Rating Agencies", *American Business Law Journal*, Vol.52(4) (2015).
3. Aline Darbellay & Frank Partnoy, "Credit Rating Agencies under the Dodd-Frank Act", *Banking & Financial Services Policy Report*, Vol.30(12) (Dec 2011).
4. Alessandro Gullo & Isaac Lusgarten, "Credit Rating Agencies Opportunities for Legal and Regulatory Reform", *Banking & Financial Services Policy Report*, Vol.28(3) (March 2009).
5. Amadou N.R. Sy, "The systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets", *World Economics*, Vol.10(4) (2009).
6. Amy K. Rhodes, "The Role of the SEC in the Regulation of the Ratings Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?", *Seton Hall Legis. J.*, Vol.20 (1996).
7. Andrea Miglionico, "Market failure or regulatory failure? The paradoxical position of credit rating agencies", *Capital Market Law Journal*, Vol. 9(2) (2014).
8. Andreas Horsch, "Regulation of credit rating companies: an economic point of view", *European Business Law Review*, Vol.25(2) (2014).

9. Andrew Johnston, "Corporate governance is the problem not the solution: critical appraisal of the European Regulation on Credit Rating Agencies", *Journal of Corporate Law Studies*, Vol.11(2) (2011).

10. Arthur R. Pinto, "Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States", *The American Journal of Comparative Law*, Vol.54 (2006).

11. Bo Huang, Liqing Chen & Lin He, "How Can Government Support Affect Behaviors of Investors and Rating Agencies in a Corporate Bond Market? Evidence from China's Corporate Bond Market", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol.56(3) (2020).

12. Brigitte Haar, "Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA3 – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence", *Goethe University Frankfurt, Research Center SAFE – Sustainable Architecture for Finance in Europe*, SAFE White Paper, No. 1 (Working Paper, 2013).

13. Caleb Deats, "Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agency's Faulty Methodologies from Regulation?" *Colum. L. Rev.*, Vol.110 (2010).

14. Carsten Thomas Ebenroth & Thomas J. Dillon, Jr., "The international rating game: an analysis of the liability of rating agencies in Europe,

England and the United States", *Law and Policy Int Bus*, Vol.24(3) (1993).

15. Christopher M. Bruner, "States, Markets, and Gatekeepers: Public-Private Regulatory Regimes in an Era of Economic Globalization", *Michigan Journal of International Law,* Vol.30(1) (2008).
16. Christopher M. Bruner & Rawi Abdelal, "To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy", *Journal of Public Policy*, Vol.25(2) (2005).
17. Claire A. Hill, "Regulating the Rating Agencies", *Washington University Law Quarterly*, Vol.82(1) (Spring, 2004).
18. Deryn Darcy, "Credit Rating Agencies and The Credit Crisis: How The "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It", *Columbia Business Law Review,* Vol. 2009(2) (2009).
19. Dieter Kerwer, "Holding global regulators accountable: the case of credit rating agencies", *Governance*, Vol.18(3) (July 2005).
20. Douglas W. Diamond, "Reputation Acquisition in Debt Markets", *Journal of Political Economy*, Vol.97(4) (1989).
21. Fabian Amtenbrink & Jakob De Haan, "Regulating credit ratings in the European Union: a critical first assessment of Regulation 1060/2009 on credit rating agencies", *Common Market Law Review*, Vol.46(6) (December 2009).

22. Fabian Dittrich, "The Credit Rating Industry: Competition and Regulation", *Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln* (June 4, 2007).

23. Frank Partnoy, "The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies", *Washington University Quarterly*, Vol.77(3) (Fall, 1999).

24. Harry Edwards, "CRA 3 and the liability of rating agencies: inconsistent messages from the regulation on credit rating agencies in Europe", *Law and Financial Markets Review*, Vol.7(4) (August 2013).

25. Heather Lee, "Regulation of gatekeepers after the financial crisis: an example of credit rating agencies in China", *The Company Lawyer*, Vol.37(11) (2016).

26. H. Kent Baker & Santtar A. Mansi, "Assessing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.29(9) & (10) (2002).

27. James L. Chan & Yang Quanshe, "New development: China seeks better capital investment and credit assessment", *Public Money & Management*, Vol.40(1) (2020).

28. Jeffrey Manns, "Rating risk after the subprime mortgage crisis: a user fee

approach for rating agency accountability", *North Carolina Law Review*, Vol.87(4) (2009).

29. Jin Sheng, "The Debt Ratings Debate and China's Emerging Credit Rating Industry: Regulatory Issues and Practices", Athens Journal of Law, Vol. X(Y) (2019).
30. Jing Bian, "Regulating the Chinese credit rating agencies: progress and challenges", *Journal of Money Laundering Control*, Vol.18(1) (2015).
31. John C. Coffee, "Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid", *Business Lawyer,* Vol.57 (2002).
32. John C. Coffee, "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms", *Boston University Law and Review*, Vol.84 (2004).
33. John C. Coffee, Jr., "Ratings Reforms: The Good, The Bad and the Ugly", *HARV. BUS. L. REV.,* Vol.1 (2011).
34. Joseph R. Mason and Josh Rosner, "Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions", *Mortgage-Backed Security Ratings*, (May, 2007).
35. Joshua D. Krebs, "The Rating Agencies: Where We Have Been and Where Do We Go From Here?", *J. Bus. Entrepreneurship & L.*, Vol.3(1) (2009).

36. Kenneth C. Kettering, "Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development", *Cardozo L. Rev.*, Vol.29(4) (2008).

37. Kern Alexander, "The risk of ratings in bank capital regulation", *European Business Law Review*, Vol.25(2) (2014).

38. Kia Dennis, "The Rating Game: Explaining Rating Agency Failures in the Buildup to the Financial Crisis", *University of Miami Law Review*, Vol. 63 (July 2009).

39. Lawrence J. White, "A New Law for the Bond Rating Industry", *Regulation*, Vol.30 (1) (Spring 2007).

40. Lawrence J. White, "Markets: The Credit Rating Agencies", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.24(2) (Spring 2010).

41. Lawrence J. White, "Credit Rating Agencies: An Overview", A*nnual Review of Financial Economics*, Vol.5(2013).

42. Matthias Lehmann, "Civil Liability of Rating Agencies–an Insipid Sprout from Brussel", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 11, No. 1 (2016).

43. Mia Mahmudur Rahim, "Credit rating agencies' roles have to be reassessed", *Law and Financial Markets Review*, Vol.4(4) (2010).

44. Miles Livingston, Winnie P.H. Poon, Lei Zhou, "Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry", *Journal of Banking & Finance*, Vol.87 (February 2018).

45. Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild, Frank D'Souza, "Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Idea? Credit Rating Agency Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis", *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol.17(2) (2012).

46. Panagiotis K. Staikouras, "A theoretical and empirical review of the EU Regulation on credit rating agencies: in search of truth, not scapegoats", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol.21(2) (2012).

47. Richard Cantor & Frank Packer, "The Credit Rating Industry", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review,* Vol.19(2) (Summer/Fall 1994).

48. Rommel Harding-Farrenberg and Kieran Donovan, "Duty of Care, Rating Agencies and the 'Grotesquely Complicated' Rembrandt: Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5)", *Business Law International*, Vol.14(2) (May 2013).

49. Rommel Harding-Farrenberg and Kieran Donovan, "ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council", *Business Law International*, Vol.16(1) (Jan. 2015).

50. Scott Kennedy, "China's Credit Rating Agencies Struggle for Relevance", *The China Business Review*, Vol.30(6) (2003).

51. Scott Kennedy, "China's Emerging Credit Rating Industry: The Official

Foundations of Private Authority", *The China Quarterly*, Vol.193 (2008).

52. Stephen Harper, "Credit Rating Agencies Deserves Credit for the 2007-2008 Financial Crisis : An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act", *Washington and Lee Law Review*, Vol.68(4) (2011).
53. Steven L. Schwarcz, "Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox", University of Illinois Law Review, Vol.2002(1) (2002).
54. Sung Hui Kim, "Gatekeepers Inside Out", *The Georgetown Journal of Legal Ethics*, Vol.21(2) (2008).
55. Thomas M.J. Möllers, "Regulating credit rating agencies: the new US and EU law—important steps or much ado about nothing?", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 4(4) (2009).
56. Timothy E. Lynch, "Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in The Current Regulatory Environment", *Case Western Reserve Law Review*. Vol.59(2) (2009).
57. Timothy J. Sinclair, "Reinventing Authority: Embedded Knowledge Networks and the New Global Finance", *Environment and Planning C: Government and Policy*, Vol.18(4) (August 2000).
58. Tim Wittenberg, "Regulatory Evolution of the EU Credit Rating Agency Framework", *European Business Organization Law Review*, Vol.16(4)

(2015).

59. Tom Hurst, “The role of credit rating agencies in the current worldwide financial crisis”, *Company Lawyer*, Vol.30(2) (2009).

60. Xiaolu Hu, Haozhi Huang, Zheyao Pan, Jing Shi, “Information asymmetry and credit rating: A quasi-natural experiment from China”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.106 (2019).

61. Xianfeng Jiang and Frank Packer, “Credit ratings of domestic and global agencies: What drives the differences in China and how are they priced?”, *BIS Working Papers* No 648 (June 2017).

판례

1. ABN Amro Bank NV v. Bathurst Regional Council (2014) 224 FCR 1.

2. Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc., 651 F. Supp. 2d 155 (S.D.N.Y. 2009).

3. Abu Dhabi Commercial Bank v Morgan Stanley (‘Abu Dhabi II’), 888 F Supp 2d 431 (SDNY 2012).

4. Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No.5) [2012] FCA 1200.

5. California Public Employees` Retirement System v Moody’s Investor Services, 226 Cal App. 4th 643(2014).

6. County of Orange v. McGraw Hill Companies, Inc., 245 B.R. 151

(C.D.Cal.1999).

7. Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders, Inc., 472 U.S. 749,762(1985).

8. In re Scott Paper Co. Sec. Litig., 145 F.R.D. 366 (E.D.Pa.1992).

9. Jefferson County School District v. Moody 's Investor's Servs. Inc., 175 F.3d. 848 (10th Cir. 1999).

10. King County v IKB Deutsche Industriebank AG, 863 F Supp 2d 288 (SDNY 2012).

기타 자료:

1. Andrew Galbraith, (August 17, 2018), In rare move, China punishes ratings agency Dagong over violations. https://www.reuters.com/article/us-china-bonds-ratings/in-rare-move-china-punishes-ratings-agency-dagong-over-violations-idUSKBN1L20K7

2. China Credit: A Guide to Investing in the Onshore Market. (November 26, 2019). https://www.alliancebernstein.com/library/China-Credit-A-Guide-to-Investing-in-the-Onshore-Market.htm

3. China Knowledge. (2019, January 8). New rules expected for China's credit rating agencies to curb conflict of interest in the industry. https://www.chinaknowledge.com/News/DetailNews/84162/Credit-rati

ng

4. Flatt, Daniel. (Sep 2010). China launches new credit rating agency. Euromoney Institutional Investor PLC. http://lps3.search.proquest.com.libproxy.snu.ac.kr/docview/758915281/citation/5992C79E1A484D7APQ/1?accountid=6802

5. He, L. (2019, April 18). China's government takes control of US-bashing credit rating agency Dagong, … South China Morning Post. https://www.scmp.com/business/china-business/article/3006739/beijing-takes-control-rating-agency-dagong-following-last

6. Joel Baglole Staff Reporter of THE WALL STREET JOURNAL. (Jan. 5, 2004). Credit ratings in China can be mere guesswork. https://www.wsj.com/articles/SB107325895776114600

7. Peng Qinqin and Tang Ziyi, (Dec 02, 2019) Regulators Unveil New Rules to Clean Up Credit Ratings. https://www.caixinglobal.com/2019-12-02/regulators-unveil-new-rules-to-clean-up-credit-ratings-101489790.html

8. Xie Yu, (17 July 2017). Here's why China is flooded with AAA-rated bonds: confusion and rivalry among regulators. https://www.scmp.com/business/china-business/article/2102862/heres-why-china-flooded-a

aa-rated-bonds-confusion-and

9. Zhou, L. (2019, January 30). Bond market efficiency to improve wit h presence of top ratings firms. China Daily. http://www.chinadaily.com.cn/a/201901/30/WS5c50ea5ba3106c65c34e7330.html

중국어 문헌

단행본

1. 郭敏华， 信用评级， 中国人民大学出版社，2004 年.

2. 洪玫， 资信评级， 中国人民大学出版社, 2006 年.

3. 石新武, 资信评估的理论和方法，经济管理出版社，2002 年.

4. 朱荣恩, 丁豪樑，袁敏，资信评级，中国时代经济出版社，2006 年.

논문 및 기타 자료

1. 贺煜,“试论行政规范性文件在司法审判领域中的效力”, 智富时代, 2017（03）.

2. 简尚波,“中资信用评级机构开放发展策略研究”, 西南金融，2019 年 12 期，总第 461 期（2019）.

3. 李光磊，金融时报 （2016.03.19），证监会系统对 6 家证券评级机构采取行政监管措施完成公司债券发行人首次现场检查工作 https://www.financialnews.com.cn/jg/dt/201603/t20160319_94170.html

4. 刘栋，“我国信用评级市场法律规制问题研究”，硕士学论位文，浙江财经大学（2018.10）.

5. 澎秀坤,“国际社会信用评级机构规制及其改革研究”，博士学位论文，苏州大学（2012.3）.

6. 戚庆余,“分业监管体制下多层嵌套资管产品的法律规制”，现代管理科学，2019 年第 2 期.

7. 田彧,“信用评级机构民事责任法律问题研究”，硕士学位论文，中国政法大学（2018.10）.

8. 章辉,“论我国信用评级机构的监管完善-兼评美国信用评级危机”，法学研究，总第 255 期，第 6 期（2015）.

9. 周俊杰,“信用评级机构监管法律问题研究”，博士学位论文，武汉大学（2014.11）.

판례

1. 湖南省怀化市中级人民法院民事判决书（2017)湘 12 民终 1228 号

2. 吉林省长春市中级人民法院民事裁定书(2019)吉 01 民初 897 号

3. 吉林省长春市中级人民法院民事裁定书(2019)吉 01 民初 894 号

Abstract

Legal Policy Tasks for Regulations of Credit Rating Agencies in China

Jin Chunlai
Department of Law
The Graduate School
Seoul National University

Credit rating plays an important role in the sound growth of the capital market by mitigating information asymmetry and reducing information acquisition costs and regulatory oversight costs. But credit rating agencies have been criticized owing to their contribution to outbreak and expansion of 2008 Global Financial Crisis. It was pointed out that the credit rating agencies have played a critical role in the credit reinforcement for issuing MBS and CDOs which caused the financial crisis and failed to adequately assess the risk of related securities by issuing erroneous ratings with the overly

optimistic assumptions. Then, they downgraded related securities when the housing prices began to plunge and many securities were defaulted, causing panic in the market. In this regard, the public attention to the credit rating agencies was heightened greatly, and the major criticisms centered on the issues of conflict of interest due to the issuer-pays-model, oligopoly by major credit rating agencies, and civil liability to investors, and the major countries tried to strengthen regulations on credit rating agencies by large-scale reforms focus on these issues.

Notwithstanding a wave of reform initiated by major countries worldwide, China, who hasn`t been adversely affect during the 2008 financial crisis, wasn`t desperate for strengthening the regulations back then. However, the capital market of China has grown rapidly since then, and drawbacks of the credit rating market and regulatory system was magnified, becoming a stumbling block to economic development. In response, China belatedly made sweeping reforms in accordance with international trends and standards. As a result, the existing regulatory system has extensively improved and a basic framework of regulatory system based on modern regulatory methods has been established. However, the problems such as the interference from state-owned enterprises and the government due to the special market environment and legal policy issues, inadequacy of supervision due to institutional

regulation, and the lack of civil remedies to investors, which are fundamentally important for restoring investor confidence remain unsolved, so continuous reform is needed. Given that mainland credit rating agencies are losing public confidence both in domestic and foreign credit rating markets, which hinders the massive financing needed for China's economic development, such reforms are more urgent.

From this perspective, this article analyses the problems existing in the credit rating system and the necessity of regulatory after looking through the social value of credit rating, imbued with purpose of seeking improvement scheme for China's credit rating regulations. Then, we grasp the implication to China`s reform by looking into the regulatory reforms in the United States, the EU and Korea. Finally, we present solutions to the problems found through in-depth analysis of China's credit rating market and regulatory system.

Keywords: credit rating, regulatory licenses, reputational capital, gatekeeper liability, conflict of interest, oligopoly, civil liabilities to investors

Student Number: 2018-24900