

# 금융환경 변화에 따른 금융산업의 새로운 인프라 이슈와 정책과제\*

윤석헌\*\* · 신진영\*\*\* · 강경훈\*\*\*\*

이 논문은 금융인프라 가운데서도 정보의 흐름과 관련이 깊은 장외파생상품시장, 신용평가제도, 신용정보공유제도의 개선방안에 대하여 고찰한다. 우선 국내에서도 장외파생상품 중앙청산소 및 거래정보등록소를 설립하고 이에 참가하는 것을 의무화할 필요가 있으며, 감독당국은 집중된 거래정보를 바탕으로 시스템리스크를 측정하고 예방하는 방안을 마련하여야 한다. 신용평가제도와 관련하여서는 감독역량 제고, 신용평가와 겸영업무 간 방화벽 제도화, 신용평가회사의 평가영역 확대 등이 요청되며 일부에서 제기하고 있는 복수신용평가 폐지문제는 등급쇼핑 등의 부작용을 감안하여 신중히 판단할 필요가 있다. 신용정보 공유와 관련해서는 시스템리스크 방지, 개인정보 보호 강화 및 신용정보산업의 건전 경쟁 등을 위해 공적 신용정보집중기관(PCR)의 존속 필요성이 인정되나 정보생산의 유인, 민간시장의 효율성 차원에서 과도한 정보가 집중되지 않도록 하여야 한다.

핵심주제어: 금융하부구조, 장외파생상품시장, 신용평가제도, 신용정보공유제도  
경제학문헌목록 주제분류: G14, G24, G28

## I. 서 론

한국은행의 ‘우리나라의 금융제도(2005)’에 따르면, “금융하부구조란 금융거래가 원활히 이루어지도록 금융시장 및 금융기관을 지원·감시하는 법률체계 또는 기관을 의미하며 중앙은행제도, 지급결제제도, 금융감독제도, 예금보험제도 등이 여기에 해당된다.” 또한 “금융보조기관이란 금융기관 업무 및 금융거래

\* 저자들은 본 저널의 익명의 심사자들의 소중한 논평 및 논문작성 과정에서 조언과 도움을 주신 금융감독원 관계자분들께 감사드린다.

\*\* 숭실대 금융학부 교수, 전화: (02) 828-7386, E-mail: syoon@ssu.ac.kr

\*\*\* 연세대 경영대 교수, 전화: (02) 2123-5467, E-mail: jyshin@base.yonsei.ac.kr

\*\*\*\* 저자, 동국대 경영대 조교수, 전화: (02) 2260-8909, E-mail: khkang@dongguk.edu  
이 논문은 동국대학교의 학술지원을 받아 수행되었음을 밝힌다.

논문투고일: 2010. 6. 20 수정일: 2010. 9. 8 게재확정일: 2010. 9. 17

행위와 밀접하게 관련된 서비스를 제공함으로써 금융제도 전반의 원활한 운영에 기여하는 기관을 말한다. 여기에 분류되는 주요 기관으로는 금융감독원, 예금보험공사, 금융결제원 등 앞에서 이미 설명한 금융하부구조와 관련된 업무를 영위하는 기관과 신용보증기관, 신용평가회사, 한국자산관리공사, 한국증권선물거래소, 한국주택금융공사, 자금중개회사 등이 있다.”

그러나 금융하부구조를 보다 넓게 정의하여 ‘우리나라의 금융제도’에서 정의하고 있는 금융하부구조와 금융보조기관을 함께 포괄하기도 한다. Miller, Mylenko and Sankaranarayanan(2009)에 따르면 금융하부구조는 “금융시스템의 기초 여건으로서 금융중개를 가능하게 하는 기관, 정보, 기술, 규제 및 기준 등을 포괄한다.”<sup>1)</sup> 이에 따라 이들은 지급결제제도, 신용정보시스템, 각종 거래시스템 등을 금융하부구조에 포함시키고 있다.

이 글은 이러한 포괄적인 정의에 따라 금융하부구조를 접근하되 최근 글로벌 금융위기 및 이후의 과정에서 주요한 이슈가 제기되고 있는 부문에 대하여 살펴본다. 사실 금융하부구조는 금융시스템의 효율성뿐 아니라 안정성을 제고하는 데도 중요한 역할을 하는 것으로 이해되어 왔다. 안정적인 지급결제시스템은 신용리스크, 유동성리스크, 운영리스크 등 결제관련 리스크를 축소함으로써 금융위기의 충격을 완화한다. 한편, 신용정보 공유시스템이 잘 발달되어 있는 경우 금융기관의 리스크 관리가 수월해지며 감독당국의 위험 인식에도 도움을 줄 수 있다.

이와 같은 금융하부구조의 금융 안정성 제고 효과를 감안할 때 금융하부구조가 가장 발달해 있는 미국, 유럽 등 선진국에서 금융위기가 발생된 것은 역설적이다. Miller, Mylenko, and Sankaranarayanan(2009)은 금융하부구조를 금융중개가 이루어지고 있는 도로망에 비유함으로써 이 역설을 설명하고 있다. 도로망이 잘 정비되어 있으면 주행이 빠르고 편리하게, 그리고 나쁜 도로망에 비하여 안정적으로 이루어질 수 있다. 그러나 동시에 주행속도가 빨라짐에 따라 교통사고가 날 경우 사고의 규모가 더 커지게 된다.

최근의 글로벌 금융위기는 위의 비유에 더하여 편리해진 도로망에서 신호체계 및 안내판이 제대로 작동하지 못하여 발생한 것으로 이해될 수 있다. 즉, 주행속도는 빨라졌는데 일부 도로에서 신호체계 또는 안내판이 잘못되어 대형 교

1) Definition of financial infrastructure: the underlying foundation for the financial system including the institutions, information, technologies and rules and standards which enable financial intermediation.

통사고가 발생한 것이다. 도로망의 신호체계 및 안내판은 금융시스템에서 ‘정보의 흐름’이다. Vives(2008)는 최근 글로벌 금융위기의 핵심은 금융시장의 ‘정보 흐름’이 제대로 이루어지지 않았기 때문이라고 지적하고, 이에 따라 위기를 해결하기 위해서는 정보격차를 해소하는 것이 필수적이라고 주장한 바 있다. 이번 위기의 출발점은 미국의 서브프라임 모기지 부실사태인데 주택이 담보물로 지당 잡혀 있는 상태에서 어떻게 모기지시장의 부분적인 부실이 이렇게 큰 위기로 발전하게 되었는지가 중요한 의문점이다. 이에 대하여 금융위기 전후에 발생한 금융시장의 정보시스템 문제를 중심으로 고찰할 필요가 있는데, 특히 증권화된 파생상품의 부외거래 문제, 증권화된 파생상품에 대한 잘못된 신용평가의 문제, 금융시장의 정보 비대칭성 심화문제가 중요했던 것으로 평가된다. 나아가 서브프라임 모기지 부실사태 이후 누가 리스크를 부담했는가, 누가 손실을 보았는가, 누가 지급불능 상태인가에 대한 정보가 제대로 공급되지 못한 것이 전 세계적인 금융위기로 발전된 계기라고 할 수 있다.

금융위기 이후 각국은 금융시스템 내에서의 정보흐름을 원활히 하기 위한 다양한 개선책을 논의하고 있는데 금융하부구조 중 정보흐름과 밀접하게 관련된 부분은 금융거래 내역, 특히 장외파생상품 거래를 파악할 수 있는 중앙청산소(Central Counterparty)<sup>2)</sup> 및 거래정보등록소라고 할 수 있다. 물론 중앙청산소는 거래내역의 파악뿐 아니라 거래상대방 위험(counterparty risk)을 줄이는 역할도 한다. 최근 각국 정부 및 국제기구들은 장외파생상품 거래와 관련된 규제에 대하여 논의를 진전시키고 있으며, 우리나라에서도 논의가 이루어지고 있다. 이 글에서는 우선 장외파생상품 거래에 대해 논의한다.

또한 신용평가부문은 글로벌 금융위기와 직결되며 이에 대한 논의 역시 활발하다. 신용평가부문은 기업 및 기업이 발행하는 유가증권에 대한 정보생산을 직접 담당하는 기관으로 금융시스템 정보흐름의 관점에서는 가장 중요한 하부구조의 하나라고 할 수 있다. 은행 등 금융회사들이 대출과정 등에서 생성된 신용정보를 모아 이를 가공하여 다시 금융회사 등에게 제공하는 신용정보부문도 금융시스템의 정보흐름에 필수 불가결한 요소이다. 이 글에서는 우리나라

2) 중앙청산소는 거래상대방 리스크를 부담하는 청산기구로서 결제불이행에 따른 리스크를 부담하지 않고 주로 결제량 산정 및 통보 역할만을 수행하는 단순 청산기구와 대비된다. 중앙청산소는 모든 매도자에게 단일의 매수자로서, 모든 매수자에게는 단일의 매도자로서 거래당사자가 되며 거래에 따른 채무를 인수한다. 이와 같은 거래상대방 리스크의 부담 외에도 중앙청산소는 매매자료의 파악 및 확보, 상계(netting), 위험평가 및 관리, 담보관리, 결제불이행 및 실패의 관리 등의 기능을 수행한다.

신용평가부문의 개선방안에 대해서 살펴보고 아울러 신용정보 공유시스템의 개선방안에 대해서 생각해본다.

## II. 장외파생상품 규제강화와 중앙청산소

국내 파생상품시장은 장외파생상품시장이 압도적인 규모(2008년 3분기 말 현재 잔액기준 98.1%)를 차지하고 있다. 그러나 주가지수관련 파생상품 등 장내 파생상품시장이 세계적인 경쟁력을 가지고 있는 데 반하여 국내 장외파생상품시장은 세계시장과 비교하여 양적으로나 질적으로 매우 취약한 수준에 머무르고 있다. 국내 장외파생상품 취급 기관들은 상품의 개발이나 공급 역할을 수행하지 못하고 주로 유통 또는 판매 기능을 담당하는 데 그치고 있다. 이에 따라 장외파생상품 거래에 대한 규제를 강화하려는 선진국들과 달리 우리나라에서는 오히려 규제를 완화해야 한다는 주장도 나오고 있는 실정이다. 이하에서는 해외에서의 장외파생상품 규제에 대한 논의를 살펴보고 우리나라에서의 개선방안에 대하여 논의한다.

### 1. 해외에서의 장외파생상품 규제논의

2008년 11월 G-20 정상들은 워싱턴에 모여 세계적인 금융위기를 공동의 노력으로 극복하기 위하여 금융시장 개혁을 위한 5대 원칙과 47개의 실천과제를 발표한 바 있다. 이 가운데 장외파생상품 관련 실천과제는 CDS(credit default swap)와 장외파생상품의 거래로 인한 시스템위험의 감소, CDS 거래의 장내화 또는 전자거래 플랫폼으로의 이전, 장외파생상품시장의 투명성 개선, 장외파생상품의 급격한 증가에 대비한 인프라 구축 등을 들 수 있다. 이어 2009년 4월 G-20 런던정상회의에서는 신용파생상품 청산소의 설립과 규제·감독안을 마련하였다. 한편, 2009년 9월 피츠버그 정상회의에서는 장외파생상품에 대한 규제강화의 구체적 목표, 이행시한을 적시한 성명서를 채택하였다. 이에 따라 늦어도 2012년 말까지 표준화된 모든 장외파생상품은 거래소나 전자거래 플랫폼에서 거래가 체결되어야 하고 표준화된 모든 장외파생상품은 중앙청산소를 통해 청산되어야 한다. 또한 모든 장외파생상품은 거래정보저장소(trade repository)에 보고되어야 하며 중앙청산소를 통해 청산되지 않는 상품은 높은 수준의 자본금

규제를 받아야 한다.

글로벌 금융위기의 진원지인 미국에서도 장외파생상품에 대한 규제 논의가 활발하다. 우선 미국 상원 농산물위원장인 Thomas Harkin 의원은 2009년 1월 “Derivatives Trading Integrity Act of 2009”를 발의하였는데 이는 장외파생상품 전체를 거래소로 강제 이전하는 것으로 장외파생상품시장의 실질적인 해체를 목적으로 하고 있다. 이와 달리 미국 하원 Collin Peterson 농산물위원장이 2009년 2월 발의한 “Derivatives Markets Transparency and Accountability Act of 2009”는 특정 요건을 만족하는 보고가 이루어지지 않는 한 모든 금융관련 장외파생상품의 청산결제를 위한 청산소 활용을 의무화하고 있다. 또한 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)에게 공공의 이익과 투자자 보호목적으로 대통령의 동의하에 CDS 거래를 중지시킬 수 있는 권한을 부여하였다. 한편, 미국의 Susan Collins 상원의원과 Michael Castle 하원의원이 발의한 “Financial System Stabilization and Reform Act of 2009”는 시스템위험을 감시하고 각 감독기관을 조율할 금융안정위원회(Financial Stability Council: FSC)의 설립을 제안하고 있는데 FSC의 참여기관인 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC), CFTC, 연방준비이사회(Federal Reserve Board: FRB) 의장의 협의하에 CDS 청산소를 지정하게 되어 있다. 이 법안에 따르면 중앙청산소는 FSC의 감독을 받으며 결제를 충분히 담보할 수 있는 수준의 자본금을 확보하고 참여회원에게 청산기금(default fund)의 적립을 부과하도록 하고 있다.

한편, 미국의 SEC가 골드만삭스를 대상으로 소송을 건 이후 미국 의회는 보다 강력한 규제책을 내놓고 있다. 2010년 4월 미 상원의 농산물위원회는 파생상품 거래에 대하여 과거에 비하여 더욱 강한 규제 조항을 통과시켰다. 특히, 논란이 되고 있는 것은 Section 106으로서 이에 따르면 연준으로부터 대출을 받는 은행 등 금융기관은 파생상품 거래가 금지되거나 아니면 파생상품 거래를 담당하는 부서를 별도의 자회사로 분리(spin-off)하여야 한다. 일부에서는 이 조항의 실현 가능성이 높지 않으며 공화당과의 협상과정에서 사용될 협상용 카드(bargaining chip)라고 주장하고 있으나 미국의 대형은행들은 이에 대한 대비책을 마련하느라 분주한 실정이다. 또한 이 법안은 중앙청산소에서 청산될 수 있는 모든 장외파생상품 거래를 거래소를 통하여 이루어지도록 의무화하고 있다. 이 역시 공화당과의 협상과정에서 삭제될 수도 있으나 금융위기 이후 미국의 파생상품 거래에 대한 규제가 오히려 강화되고 있는 사정을 보여준다고 하겠다.

의회에서의 논의와 비슷한 맥락에서 미국 정부도 장외파생상품 거래에 대한 규제강화를 추진하고 있다. 미국 Obama 행정부는 2009년 6월 포괄적인 금융감독 개편안을 발표하면서 5개 분야에 걸친 개혁과제를 천명한 바 있는데, 장외파생상품 감독과 관련된 것은 주로 두 번째 과제인 금융시장에 대한 포괄적 감독강화에 속해 있다. 이에 따르면 증권화 시장(securitization markets)의 투명성을 제고하기 위한 조치를 취할 의무, 신용평가기관에 대한 규제강화, 증권화 기관 및 당초에 대출을 담당한 금융기관들(issuers and originators)이 증권화된 대출 채권과 관계유지 등이 의무화된다. 또한 무질서한 파생상품 거래에 따른 시스템위험을 방지하기 위하여 모든 표준화된 장외파생상품 거래는 중앙청산소를 통하여 청산하도록 의무화하고 중앙청산소는 거래참가자들에게 충분한 증거금을 부과하여야 한다. 파생상품 거래규모가 큰 참가자들에 대하여 자본규제, 감독당국 보고 의무 및 거래상대방 위험관리를 위한 증거금 확보 등의 규제도 부여하고 있다. 거래대금의 결제, 교환 및 청산 시스템(payment, clearing, and settlement system)에 대한 감독은 미 연준에 맡기는 것으로 되어 있다.

Obama 행정부는 2009년 8월 11일 이상의 방안에 대한 구체적인 실행방안을 최종 확정하고 추가 심의를 위하여 의회로 송부하였는데 그 내용 역시 장외파생상품에 대한 규제강화라고 할 수 있다. 우선 글로벌 금융위기의 증폭요인으로 작용하였던 CDS 계약을 표준화된 상품형태로 만들어 보증기금 납부 및 증거금 계정설정 등을 통해 계약이행을 보증하는 중앙청산소 기능을 갖춘 전자거래시스템을 통해 거래가 이루어지도록 의무화하였다. 또한 CDS 거래담당자나 딜러는 각자의 거래내역을 관할당국에 보고해야 할 뿐 아니라 총량지표를 일반 투자자에게 공시하여야 한다. 한편, 맞춤형 특화상품에 대해서는 여전히 장외거래를 허용하되 표준화 상품에 비해 높은 수준의 자본금 및 레버리지 규제가 부과된다. 미 연준은 은행들의 파생상품 거래를 감독하고 SEC와 CFTC는 비은행 투자자와 딜러들의 파생상품 거래를 감독하되 이들 간의 감독권이 상충하는 경우 재무부가 중재권을 행사하도록 하였다.

EU에서도 장외파생상품에 대한 규제는 강화될 전망이다. 유럽집행위원회(EC)는 EU에서의 장외파생상품 규제강화안인 “Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets”을 제시하였는데 이 방안은 우선 장외파생상품시장에서 발생하는 거래와 포지션에 대한 모든 정보를 감독당국이 보유하도록 하고 있다. 또한 장외파생상품시장과 참여자에 대한 투명성 확보와 운영프로세스의 효율화 역시 주요 목표로 제시되고 있으며 거래상대방 위험을 감소하고 중앙 집중화된

인프라 사용을 장려하고 있다.

지금까지 살펴본 해외에서의 파생상품시장 규제강화 논의는 대부분 신용파생상품 등 장외파생상품시장이 서브프라임 사태로 촉발된 금융위기에 책임이 있다고 전제하고 이를 규제하는 데 초점을 맞추고 있다. 특히, 장외파생상품시장에 대한 규제논의의 공통점은 중앙청산소의 설립이다. 중앙청산소가 도입될 경우 거래체결이 장외에서 이루어지는 현재의 CDS 거래 특징을 유지하면서 다자간 상계(multilateral netting)에 의한 거래상대방 위험의 감소와 청산소로 집중되는 거래정보를 통한 감독능력 제고효과를 동시에 얻을 수 있게 된다. CME, ICE, NYSE, Euronext, Eurex 등은 이미 2008년부터 CDS 청산소 설립을 준비하고 있다.

한편, 모든 장외파생상품 거래가 청산서비스의 대상이 되기는 어렵기 때문에 거래정보등록소의 설립이 필요하다. 청산서비스는 유동성이 풍부한 딜러 간 표준계약에 적용되므로 비표준적인 거래와 대고객 거래를 포함하기는 기술적으로 어렵다.<sup>3)</sup> 이에 따라 청산서비스의 대상이 되지 않거나 청산소를 이용하지 않는 계약을 거래정보등록소에 의무적으로 등록하게 함으로써 비록 다자 차감효과를 얻지는 못하지만 거래정보의 사각지대를 없앨 필요가 있다. 미국 증권예탁결제원(Depository Trust & Clearing Corporation: DTCC)의 거래정보저장소(Trade Information Warehouse: TIW)는 장외파생상품의 거래정보를 등록하여 후선업무(결제, 계약정보 보관 및 수정 등)를 대행하는 서비스를 제공하고 있는데 이 거래정보등록소의 역할과 매우 유사하다.

중앙청산소나 거래정보등록소의 이용보다 시장의 투명성 개선과 거래상대방 위험 감소를 위한 보다 강력한 조치로는 Harkin 입법안처럼 모든 장외파생상품 거래를 거래소로 이관하는 방안이 있으나 이는 실질적으로 장외파생상품시장을 해체하는 방안이라고 할 수 있다. 즉, 파생상품거래소에 CDS 등 장외파생상품이 상장되면 CCP 청산은 당연히 수반되므로 청산소보다 근본적인 개혁이 될 것이나, 장내상장을 위한 규격화 요건을 모든 장외파생상품 거래가 충족하는 것은 불가능에 가깝다. 실제로 2007년 3월 Eurex를 필두로 시카고의 주요 파생상품거래소가 CDS를 장내에 상장한 바 있으나 참여자들이 외면함에 따라 거래 규모는 미미하였다.

3) Turner Review에 의하면 CDS 거래 중 50~75% 정도만이 청산서비스에 적합한 것으로 알려지고 있다.

## 2. 우리나라의 장외파생상품 규제현황

그 동안 우리나라의 파생상품 거래에 대한 규제는 주로 BIS의 ‘파생상품 운용관련 리스크관리 가이드라인’ 및 금융감독원의 ‘파생상품 업무처리 모범규준(금융권역 공통)’에 의거하여 이루어져 왔다. BIS 가이드라인은 이사회, 경영진, 리스크관리 부서에서 파생상품 운용관련 리스크관리에 개별적인 역할을 명시하고 있다. 먼저 이사회는 리스크관리 관련 정책승인, 리스크관리 역량강화, 성과평가, 감독에 대한 책임이 있으며, 경영진은 파생상품 거래와 관련한 정책 및 절차가 제대로 운영되고 있는지를 확인할 책임을 진다. 리스크관리 부서의 보상체계는 경영진으로부터 독립적으로 운용되어야 하며 이러한 독립된 과정을 통해 회사의 리스크 익스포저가 경영진과 이사회에 정기적으로 보고되도록 하여야 한다.

금융감독원은 ‘파생상품 업무처리 모범규준(금융권역 공통)’을 제정하여 금융회사의 파생상품 리스크관리를 지도하고 있는데, 이에 따르면 파생상품과 관련된 직무는 거래실행부문(front office), 사후관리부문(back office) 및 리스크관리부문(middle office)으로 구분된다. 거래실행부문은 직접 자기명의로 파생상품 거래를 수행하는 부문으로 트레이더, 금융공학부문 및 영업부문이 포함된다. 사후관리부문은 파생상품 거래시 회계처리, 결제처리, 거래대사, 보고서 작성 등 제반 사후관리 및 지원업무를 담당한다. 리스크관리부문은 금융회사의 전체 리스크에 파생상품 관련 리스크를 포함하여 관리하여야 하며 금융회사는 리스크관리부문의 책임과 역할을 명문화할 필요가 있다.

이 모범규준에 따르면 금융회사는 거래실행부문, 사후관리부문, 리스크관리부문 등이 효율적으로 업무를 수행할 수 있도록 전산시스템에 적용할 수 있는 데이터베이스 및 파생상품 관련 리스크를 측정·관리할 수 있는 체계를 구축하여야 하며, 파생상품 관련 리스크를 전체 리스크관리체계에 통합하여 관리해야 한다. 또한 정확한 리스크 산출을 위해 사후관리부문의 데이터와 확인 등 산출대상 포지션의 정합성 검증이 선행되어야 하며 리스크 산출에 사용되는 정보의 누락, 오류 등을 방지할 수 있는 절차를 마련하여야 한다.

파생상품을 포함한 금융회사 전반의 리스크관리에 대한 업무는 금융감독원에서 담당하고 있는데, 분기별로 모든 금융회사로부터 파생상품 거래와 관련된 정보를 ‘파생상품 업무보고서’를 통해서 취득하고 있다. ‘파생상품 거래현황’은 국내 금융회사가 거래하고 있는 파생상품 거래를 상품별·매매목적별로 구분하



여 취합하며, 상품별로 이자율관련, 통화관련, 주식관련, 신용파생상품관련, 귀금속관련, 기타 금속관련, 농축수산물관련, 에너지 등 관련 기타 파생상품으로 구분된다. 또 각 상품별 현황은 위험회피회계 적용거래, Match·중개거래, 매매목적 거래로 구분되나 위험회피회계 적용거래와 Match·중개거래 현황 사이의 중복집계 가능성이 있다.

그런데 장내거래는 선물 및 장내옵션 등 정형화된 상품으로 구성되어 있어 거래현황을 통해서 모든 형태의 거래를 파악할 수 있으나, 장외거래는 종류가 다양하여 세부적인 거래형태별로 파악하기 어려운 실정이다. 예를 들어, 얼마 전 크게 이슈가 되었던 KIKO(Knock In Knock Out) 거래의 경우 전형적인 콜옵션과 풋옵션 거래를 합성한 형태로 장외옵션의 콜옵션과 풋옵션 거래에 포함되어 파악되고 있어 하나의 비정형 파생상품으로 파악하기 어렵다. 또한 단일 계약에 포함되어 있는 여러 파생계약(상품)을 분리해서 집계하기 때문에 장외 파생상품 거래의 특징인 다양성 및 계약의 위험성을 파악하는 데는 한계가 있다.

우리나라의 파생상품 거래 규제 및 감독은 글로벌 금융위기 과정에서 큰 개편을 맞게 되었다. 금융위원회와 금융감독원은 민관합동T/F와의 공동작업을 통하여 파생상품시장 감독체계 개선방안을 마련(2008년 12월)하고 4가지 분야<sup>4)</sup>에 대해 추진과제를 도출한 바 있다. 우선 파생상품시장에 대한 모니터링체계와 관련하여 파생상품시장의 리스크 전이과정별(개별 거래리스크→시스템리스크) 적시 모니터링 및 대응이 가능한 정보취합·해석 체계를 구축하고 취합된 정보의 종합적인 해석·활용에 감독역량을 집중하는 방안을 추진한다. 또한 파생상품·파생결합증권·파생상품펀드 등에 대한 정보가 투자자에게 충분히 전달된 상태에서 투자자의 투자목적·위험감수 능력 등에 맞는 상품이 거래될 수 있도록 파생상품 등의 개발·발행 단계에서 투자자 보호를 위한 최소한의 요건을 충족하였는지를 확인하고, 금융투자업자의 투자권유·판매책임을 강화하고 있다. 반면 금융투자협회에서 외부 전문가 등으로 심의회를 구성, 신규 장외파생상품의 일반투자자 대상 거래의 적정성을 검증하도록 하였다.

한편, 자본시장법령에 따른 금융회사의 파생상품 취급 한도 등 직접적인 건전성 규제는 기존의 수준을 유지하되 금융회사의 내부통제와 관련한 사항은 보완 추진하고 위기 발생시 시스템리스크 내지 투자자 피해를 초래하지 않도록

4) 파생상품시장에 대한 모니터링체계 개편, 상품별·투자자별 특성에 맞는 투자자 보호체계 강화, 파생거래로 인한 금융회사의 부실화 및 시스템리스크 방지, 파생상품시장 감독기능 재정립 등.

운영위험 및 신용위험을 체계적으로 경감·관리할 수 있는 거래 인프라체계를 구축하도록 하였다. 또한 장외파생상품시장의 운영리스크를 줄이기 위하여 매매체결·확인이 동시에 이루어질 수 있는 접속시스템(matching system) 구축 등 거래전산화를 추진하고 장외파생상품시장의 신용리스크 경감을 위한 인프라도 단계적으로 구축하도록 하였다.

파생상품시장에 대한 감독기능을 재정립하기 위하여 자본시장법 상의 포괄주의, 기능별 감독체계 등의 틀에 맞도록 개별 회사, 자율규제기구 및 금융당국이 각각 적절한 파생시장의 관리·감독 업무를 확립하고, 역할을 분담하도록 하였다. 먼저 금융감독당국은 업권별 감독과 더불어 파생상품에 대한 기능별 감독을 추가·강화함으로써 이중의 감독체계를 확립하고 파생상품시장과 밀접한 연관이 있는 구조화상품시장의 감독과 연계·병행하도록 하였다. 자율규제기구는 투자자 보호 등 자율적인 건전 거래질서 유지, 금융투자업자의 건전성 제고 지원, 시장모니터링 관련 조사분석 자료 제공 등을 담당하도록 하였다.

### 3. 장외파생상품시장 개선방안

2008년 12월의 개선방안이 파생상품시장 전반의 포괄적인 감독방안인데다 감독당국과 업계 등 민관 합동작업의 결과임을 감안할 때 일단 동 방안을 일관성 있게 추진할 필요가 있다. 그러나 해외에서 주로 논의되고 있는 청산소 및 거래정보등록소의 설립과 관련해서는 좀더 논의가 필요하다.

우선 해외에서 주로 논의되고 있는 청산소 및 거래정보등록소는 국내에서도 설립될 필요가 있다. 해외 주요국에서 이미 운영되고 있던 기존의 청산소들은 최근 금융위기 과정에서도 원활하게 작동한 것으로 평가되고 있는데 이는 중앙청산소가 시장 투명성 강화뿐 아니라 다자간 상계(multilateral netting)를 통하여 거래상대방 위험(counterparty risk) 및 운영위험(operational risk)을 줄이기 때문이다.<sup>5)</sup> 또한 중앙청산소는 담보 징구 및 마진 콜 등을 보다 엄격하게 적용할 수 있을 것으로 기대된다.

우리나라의 경우 아직 장외파생상품시장의 규모가 크지 않고 파생상품과 관련된 위기를 경험하지는 않았으나 규제의 국제 공조 및 장외파생상품 인프라 구축 등의 차원에서도 중앙청산소의 설립이 요청되고 있다. 홍정훈(2010)에 따

5) BIS의 한 연구에 따르면 CDS 거래가 청산소를 통하여 multilateral netting될 경우 신용위험 노출이 90% 감소하는 것으로 드러났다.

르면 우리나라의 경우 미국과 유럽의 각국과는 달리 CCP가 새로 설립되는 것이기에 때문에 기존 기관의 이해관계를 고려하지 않고 보다 바람직한 형태의 CCP를 도입하는 것이 가능하다. 이에 따라 CCP의 신규 도입을 위해서는 CCP의 산업구조, 조직형태, 소유 및 지배구조 등과 관련한 다양한 요소들이 신중하게 검토될 필요가 있다.

우리나라의 경우 CCP의 도입 초기에는 장외파생상품시장 참가자의 거래비용을 증가시키는 효과가 두드러지기 때문에 시장참가자에 대한 인센티브를 제공할 필요가 있다. 홍정훈(2010)에 따르면 CCP를 통한 파생상품 거래의 경우 최근 국제적으로 자기자본비율 규제상 자기자본 부담을 면제해 주는 방안이 논의되고 있는데, 이와 같이 인센티브가 국내 금융회사에게 제공되기 위해서는 국내 CCP가 국제적 정합성을 갖추어 국제적으로 공인받을 필요가 있다. 또한 CCP는 공공성을 확보하여야 하며 이용자 및 소유자뿐 아니라 감독기구 등의 이해도 반영할 필요가 있다. 그리고 이미 세계 단일 CCP의 필요성 및 아시아 CCP에 대한 논의가 시작되는 가운데 주요국의 CCP 간 경쟁이 확산되고 있어 국내 CCP의 국제경쟁력 확보 역시 주요한 과제로 제기되고 있다. 즉, 국내 CCP는 공공성뿐 아니라 운영의 효율성 제고 및 신용리스크 관리에도 노력할 필요가 있다.

이와 같이 중앙청산소가 도입되고 아울러 거래정보등록소도 설립되는 경우 기 발표된 개선방안의 모니터링 강화와 관련된 세부 과제들은 축소될 필요가 있다. 예를 들어, 정부는 파생시장의 리스크 전이과정별 적시모니터링 및 대응이 가능한 정보취합·해석체계 구축방안을 이미 발표한 바 있으며 이를 위하여 감독원은 파생상품 업무보고서 양식을 개편한 바 있다. 그러나 청산소와 등록소가 신설되어 모든 장외파생상품 거래정보가 집중될 경우 굳이 개별 금융회사로부터 상세한 파생상품 거래정보를 수집할 필요가 없어진다. 오히려 취합된 정보의 종합적인 해석·활용에 감독역량을 집중할 필요가 있으며, 이를 위하여 파생정보 DB 구축을 통한 추이분석 및 민간 전문가들과의 수시 협의가 필요하다.

장외파생상품시장의 운영리스크 및 신용리스크 경감에 필요한 인프라 구축과 관련하여 현재 정부의 파생상품시장 감독체계 개선방안에는 시장참가자들의 참여를 유도하는 쪽으로 방향을 잡고 있는 것으로 알려지고 있으나, 미국 등 국제 논의수준에 맞추어 국내에서도 청산소 또는 거래정보등록소 등록을 의무화할 필요가 있다. 일각에서는 우리나라 파생상품시장이 아직 취약하고 발전 초

기에 있기 때문에 미국 등에서와 같은 정도의 규제강화가 필요하지 않다고 주장하고 있다. 그러나 우리나라 금융시장의 국제화 정도에 비추어 볼 때 글로벌 스탠다드를 따라가는 것이 바람직하며, 실제 국내 대기업들과 관련된 일부 파생상품은 해외의 청산소를 통하여 거래될 것이므로 해외 수준의 규제를 유지할 필요가 있다. 더욱이 세계적으로 파생상품시장에 대한 규제가 강화되고 있는 상태에서 이보다 낮은 수준으로 규제하는 경우 규제차익을 노리는 핫머니의 유출입을 유인하는 결과가 빚어질 수도 있다.

또한 금융회사뿐 아니라 비금융회사의 파생상품 거래에 대해서도 면밀히 검토할 필요가 있다. 비금융회사는 대부분 헤지 목적에 따라 파생상품을 거래하지만 금융회사의 파생상품 거래비용이 높아질 경우 일부 금융회사의 우회거래를 수행할 수도 있을 뿐 아니라 비금융회사가 규제차익을 노리고 적극적으로 파생상품 거래에 뛰어들 유인이 있다. 금융위원회는 2009년 11월 금융회사의 외환건전성 제고를 위한 감독강화 방안을 발표하면서 비금융회사가 실물거래 대비 125%를 넘는 선물환 거래를 억제하는 규제를 신설하였으나 선물환뿐 아니라 일반적인 파생상품 거래에서 비금융회사와 금융회사 간의 규제차익이 발생하지 않도록 점검할 필요가 있다.

감독당국은 파생상품 등 거래정보를 바탕으로 시스템리스크를 측정하고 예방하는 방안에 대하여 보다 구체적인 검토를 할 필요가 있다. 위기를 초래할 수 있는 모든(또는 중요한 모든) 금융회사에 대하여 일률적으로 높은 수준의 규제를 부과하는 것은 재고의 여지가 있으며, 향후 금융위기의 기억이 사라짐에 따라 점점 비판의 대상이 될 것이다. 반면 개별 금융회사의 행태가 축약되어 있는 주요 거시지표를 중심으로 시스템리스크를 관리하는 데도 한계가 있으며 무엇보다 개별 금융회사의 리스크의 합이 전체 금융시스템의 리스크와 일치하지 않는다는 한계가 있다. 이에 따라 개별 금융회사의 리스크와 전체 금융제도의 시스템리스크 간의 관계에 대한 보다 깊은 연구가 필요하다.<sup>6)</sup>

시스템리스크에 대비하여 정보하부구조(information infrastructure)를 구축하여야 한다는 주장도 있다. Squam Lake Working Group<sup>7)</sup>에 따르면 현재 미국 감독

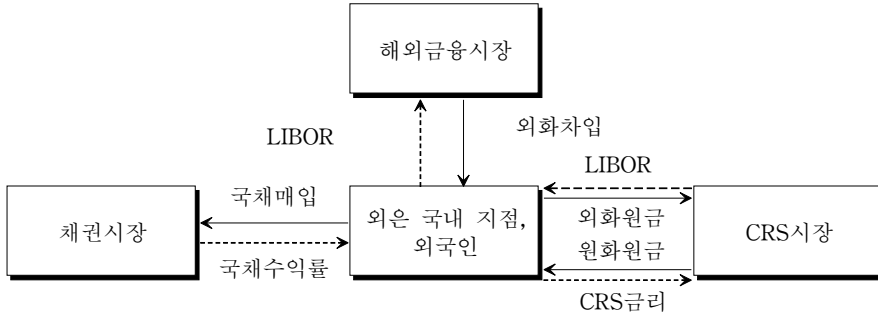
6) 주요한 사례로 핀란드 중앙은행의 BOF-PSS2(지급불능의 파급효과를 측정하기 위한 시뮬레이터) 및 Tarashev, Borio and Tsatsaronis(2009)의 Shapley Value를 이용한 개별 금융회사의 시스템리스크 기여도 측정 연구 등을 들 수 있다.

7) Douglas Diamond, Frederick Mishkin, Raghuram Rajan, David Scharfstein, 신현송 등 저명한 금융학자들로 이루어진 연구단체로 금융위기 이후 개혁방안에 대하여 다양한 보고서를 내놓고 있다.

당국이 수집하는 정보는 개별 금융기관의 건전성에 대한 것이 대부분이며, 금융기관 간의 얽히고 설켜 금융거래에 따라 시스템리스크가 발생할지의 여부에 대해서는 판단하기 어렵다고 한다. 즉, 금융기관 간의 거래가 복잡해짐에 따라 각 금융기관들은 거래상대방의 파산 또는 채무불이행에 따른 거래상대방 위험은 물론 일부 부실 금융기관들의 대규모 자산매각에 따라 자산가격이 급락하는 fire-sale risk를 안고 있다. fire-sale risk는 금융기관의 대차대조표가 점차 시장 가격(mark to market)에 기초하여 작성되고 있기 때문에 더욱 심각할 수 있다. 이와 같은 시스템리스크에 대비하여 금융기관의 상세한 자산보유 내역뿐 아니라 파생상품 거래내역을 파악할 필요가 있는데 이 정보는 감독당국이나 중앙은행이 공유할 필요가 있을 뿐 아니라 일정 기간 이후 일반에게 공개하는 것이 바람직하다. 이는 시스템리스크를 예측하는 감독당국의 능력에도 한계가 있기 때문에 보다 넓은 범위에서 지혜를 모을 필요가 있기 때문인데, 상세한 자산 및 파생상품 보유내역이 바로 공개되는 것은 해당 금융기관의 영업에 애로요인으로 작용할 수도 있기 때문에 일정 시차를 두는 것이 바람직하다. 또한 Squam Lake Working Group은 감독당국 등이 금융시스템 전반의 시스템리스크 정도를 측정하고 이를 평가하는 보고서를 작성하여 대통령 및 의회에 제출하도록 권하고 있다.

한편, 우리나라 금융시스템의 궁극적인 취약점 가운데 하나인 외화유동성과 관련한 파생상품 거래에 대해서는 보다 면밀한 검토가 필요하다. 글로벌 금융위기 이래 국내 은행의 각종 외화유동성 지표는 금감원 지도비율을 지속적으로 상회하여 왔으나 글로벌 신용경색 등에 따라 국내 은행의 외화유동성 사정에 대한 우려가 제기되고 환율이 급등하는 등의 문제점을 노정해 왔다. 즉, 국내 은행의 외화유동성 비율은 금감원 지도비율인 85%를 줄곧 상회하였으며 국내 은행 외화자산 및 부채 사이의 만기불일치 지표인 1개월 갭비율 및 초단기 만기불일치 지표로서 국내 은행의 부도위험과 가장 밀접히 연관된 7일 갭비율도 금감원 지도비율인 -10%와 0%를 각각 상회하였다. 그러나 국내 은행의 외채 차입여건은 글로벌 금융회사들의 연말결산과 BIS비율 제고노력 등으로 인해 2008년 말 급격한 악화를 경험하였는데, 이에 따라 2008년 말 CDS 프리미엄이 일시적으로 700bp까지 치솟았다.

이와 같은 국내 은행의 외화유동성 상황악화는 주로 부외거래의 만기불일치 문제가 심각한 데 기인하는 것으로 알려지고 있다. 즉, 국내 은행들의 대외채무가 급증한 것은 조선업체 등 수출기업 환위험 헤지 목적의 선물환 매도에 대응



〈그림 1〉 CRS 지급을 통한 차익거래

한 일시적인 차입 때문인데, 조선업체와 금융회사 간의 외국환 선도계약과 이에 따른 외국환 위험을 헤지하기 위한 국내 은행의 외화차입 간에 만기 불일치 위험이 상존한다. 또한 국내 은행들이 통화스왑(CRS) 거래를 많이 이용한 것도 2008년 하반기의 외화유동성 불안에 기여하였다. CRS 거래는 거래당사자들이 계약기간의 시점과 종점에 이중통화의 원금을 교환하는 동시에 계약기간 중 이자를 교환하는 거래로서 과거 국내 은행들이 외국계은행 국내 지점과 CRS 거래를 통하여 외화를 조달하다가 글로벌 신용경색을 맞이하여 CRS 만기연장에 애로를 경험하게 된 것이다. 국내 은행들은 이외에도 IRS 거래 또는 IRS 금리와 CRS 금리 간의 차이인 스왑베이스스 거래 등을 통하여 외은 지점과 다양한 거래관계를 맺고 있는데, 국내 금융시장의 구조적 문제점에 기초한 외은 지점 등의 차익거래가 광범위한 쏠림 현상을 야기할 경우 국내 금융시스템의 외화유동성 문제가 불거질 수 있다.

금융위원회는 최근의 외환건전성 위기가 재발되지 않도록 관련 제도를 정비하는 차원에서 2009년 11월 19일 「금융회사의 외환건전성 제고 및 감독강화 방안」을 발표한 바 있다. 이와 같은 정부의 감독강화조치가 우리나라 금융회사들의 외환건전성을 높일 것으로 기대되는 것이 사실이나 외환건전성 감독체계를 근본적으로 개선하는 대책으로는 미흡한 것이 사실이며 개별 조치들도 일부 부족한 점이 있다. 특히, 현재 금융감독원, 기획재정부, 한국은행 등 3개 기관으로 나누어진 외환건전성 감독체계의 개선이 시급한 실정이다.

외환건전성 유지를 위한 주요 규제로서 외화유동성 비율규제를 들 수 있는데 동 규제는 일부 선물환 거래 등을 포함하고 있으나 CRS 및 NDF 등의 거래는 포함하고 있지 않은 문제를 개선할 필요가 있다. 외화유동성 비율규제에 이들 파생상품 거래를 이용한 외국인 차익거래 등이 제외될 경우 동 규제가 국제 금

용시장 상황을 정확히 반영하기 어려우며 향후 특정 항목의 포함 여부에 따른 규제차익이 발생하지 않도록 외화표시 파생상품 전체를 포괄할 필요가 있다. 그리고 외환시장의 시스템리스크를 유발하는 국내 은행 이외 금융회사에 대한 외환건전성 규제의 도입도 검토할 필요가 있다.

### Ⅲ. 신용평가제도의 개선방안

국제적인 신용평가사의 방만한 신용평가 및 이해상충 문제는 이번 글로벌 금융위기의 주요 원인 중 하나로 지적되고 있다. 글로벌 금융위기의 단초로 주목 받고 있는 미국 서브프라임 모기지의 부실은 이를 기초자산으로 한 구조화 증권 등 파생금융상품의 부실로 이어져 글로벌 위기로까지 확대되었는데, 이 과정에서 신용평가사의 부실평가 책임론이 힘을 얻고 있다. 무디스, S&P 등 세계 유수의 신용평가사들은 서브프라임 모기지에 기초한 CDO 등에 AAA 등급을 부여하였는데 그 배경과 관련하여 CDO 신용등급 평가를 담당하는 신용평가사가 발행회사의 CDO 설계를 컨설팅한 것이 이해상충을 초래하였다.<sup>8)</sup> 또한 서브프라임 모기지 관련 금융상품의 경우 역사가 짧아 시계열 자료가 부족한 것도 부실한 평가를 초래한 원인으로 지목되고 있다. 한편, 미국 및 유럽의 경우 신용평가사의 감시를 시장의 평판 등 시장규율에 맡기고 규제기관이 명시적인 규제를 거의 하지 않은데 대한 반성도 나오고 있다.

이와 같이 신용평가제도가 글로벌 금융위기를 초래한 장본인의 하나로 거론되면서 각국의 규제기관과 국제기구들은 신용평가사들의 문제를 검토하고 규제를 강화하는 움직임을 계속하고 있다. 신용평가사에 대한 국제적 규제강화 움직임은 2008년 11월 15일 G-20 정상회담에서도 논의된 바 있다. 이에 따르면 신용평가사는 투자자와 발행자에게 더 많은 정보를 공시하고 구조화 채권과 같은 복잡한 금융상품에 대해서는, 차별적 평가기준을 도입하며 이해상충 방지에 노력한다는 내용을 담고 있다. 이를 2009년 3월 31일까지 이행하도록 되어 있는데, 해당 내용을 신용평가사에서 이행하고 있는지는 국제증권감독기구(IOSCO)에서 모니터링할 예정이다. 2008년 G-20 회의에서 논의된 신용평가사 감독관련 내용강화를 위해 2009년 3월 14일 개최된 G-20 회의에서도 신용평가사의 IOSCO

8) 일반적으로 신용평가사들은 발행기업과 투자은행 사이에서 상대적으로 객관적인 신용평가를 수행하는 것으로 이해되고 있다.

코드 준수뿐 아니라 G-20 국가들도 IOSCO 코드내용을 숙지하고 이를 준수하고 있는지 신용평가사를 모니터링, 관리, 감독하도록 하는 내용을 발표하였다. 한편, 신용평가사의 신용등급이 사전적 경고 역할을 못하고 후행적이며 객관성도 결여되어 있다는 점을 감안하여 채권가산금리, 기업 및 은행의 자산건전성, 재무제표 등의 다른 금융지표를 투자판단을 위한 보조적 자료로 활용할 필요가 있는 것으로 판단된다.

또한 IOSCO는 2004년부터 제시해 온 신용평가사에 대한 규범을 강화하여 신용평가의 이해상충 방지, 투자자와 발행자에 대한 의무강화, 행동규범의 공시등을 강화하는 새로운 행동규범을 제시한 바 있다. 미국 SEC는 2009년 3월 NRSRO 규정을 개정하여 NRSRO의 정보공개 강화, 이해상충 방지, 기록 및 보관 의무 등 IOSCO 행동규범의 일부 조항을 반영하여 NRSRO 규정을 공포하였는데, 동 규정을 통해 신용평가사의 기록을 강화하고 이해상충을 방지하는 것을 NRSRO 유지요건에 포함시켰다.

미국의 SEC도 국제 신용평가사들의 이해상충을 예방하고 책임성과 투명성을 강화하기 위한 개선안을 채택하였는데, 이 개선안은 향후 6개월 후에 발효될 예정이다. 우선 이해상충 방지를 위해 신용평가사는 자신들이 구조화한 채권의 평가를 할 수 없고 신용평가에 참여한 애널리스트는 수수료 협상에 참여할 수 없다. 또한 애널리스트는 25달러 이상의 선물 또는 향응을 받는 것이 금지된다. 투명한 공시와 관련하여 신용평가사들이 2007년 6월 25일 이후 기업으로부터 수수료를 받고 평가한 채권(이런 형태의 채권은 전체의 약 98%를 차지) 중 무작위로 10% 정도의 샘플을 추출하여 평가내용을 늦어도 6개월 안에 신용평가사 홈페이지에 게시하여야 한다. 그리고 애널리스트들이 제기한 이의 신청내용이나 구조화 채권의 신용등급 부여시 관련기록을 보관하여야 한다. 1, 3, 10년마다 모든 자산에 부여한 신용등급 상하향 조정 및 채무불이행 선언내용을 공개하여야 하며, SEC는 주요 신용평가사에 적용하는 위의 규제내용을 중소 신용평가사들에게도 적용할지 여부는 45일간의 공적 회람기간을 거친 후 결정하게 된다.

미국 재무부도 비슷한 맥락에서 신용평가제도 개혁법안을 마련하였다. 우선 이해상충 해소를 위하여 신용평가 고객에 대한 컨설팅을 금지하는 한편 이해상충과 관련한 공시 및 관리를 강화하였다. 특히, 평가보고서에 평가수수료 내역을 공개하도록 하고 퇴직한 직원이 수행한 용역에 대한 적정성 확인도 신설하였다. 또한 등급 쇼핑(rating shopping)을 방지하기 위하여 예비등급을 공시하도록



록 하였으며 개별 신용등급에 대하여 위험에 대한 정성적이고 정략적인 정보공개 의무화하였다.

EU는 2010년 9월경 시행 예정으로 신용평가기관에 대한 직접적인 규제감독 및 의무등록제 도입 추진(AFX UK Focus)을 발표한 바 있다. 이는 신용평가기관의 등록, 감독, 검열 등을 수행하기 위한 자체적인 감독기관을 설립할 것과 채권 신용평가가 역내 또는 제3국의 신용평가사에 의해 이루어졌는지를 명확히 표기할 것을 요구하고 있다. EU의 집행위원회 역시 2008년 11월 12일 공표한 “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies”를 통하여 이해상충의 해소, 등급산정 방법론 개선, 신용평가사 공시의무 강화, EU 역내에서의 효율적 등록과 감독 등을 달성하도록 하였다. 새로 신설된 규제는 신용평가사들에게 자문서비스를 금지하였으며, 평가의 기준이 되는 모형, 방법론 및 주요 가정들을 공개하도록 하였다. 또한 신용평가사들은 매년 투명성 보고서(transparency report)를 발간할 의무를 지게 되었으며 신용평가의 수준에 대한 심사기능을 수행하는 내부 담당부서를 설치하도록 하였다.

호주 감독기관은 최근 글로벌 금융위기 촉발 주범으로 비난받고 있는 신용평가사에게 신뢰성 및 투명성 제고를 위한 실질적인 수행방안 마련을 촉구하는 등 신용평가사에 대한 규제를 강화하고 있다. 지난 11월 호주 금융당국은 금년 7월까지 모든 평가기관은 관련 라이선스를 취득하도록 법제화하고 보고서 발행 시 글로벌 규정에 부합되는지 여부를 보고하도록 하였다.

우리나라 신용평가시장은 외환위기 이후 회사채시장이 무보증채 위주로 전환되면서 신용평가의 중요성이 부각됨에 따라 그 규모가 점차 확대되고 있다. 또한 2008년부터 차주의 리스크를 평가할 때 신용평가회사의 신용등급을 활용할 수 있도록 허용한 바젤Ⅱ를 도입함에 따라 금융감독 차원의 중요성도 증대되고 있다. 그러나 국내 신용평가시장은 과점체제 장기화에 따른 경쟁 제한, 신용평가능력 불신 및 평가결과 왜곡 우려 등으로 신용평가제도가 활성화되지 못해 직접금융시장의 성장을 원활하게 뒷받침하기에는 아직 역부족인 실정이다.

해외 주요국에서와 마찬가지로 국내에서도 신용평가시스템의 공정성, 투명성 제고에 대한 논의 필요성이 제기되고 있다. 물론 신용평가업이 자연발생적으로 나타난 외국과 달리 우리나라에서는 법에 의거하여 신용평가회사들이 설립되었기 때문에 감독의 사각지대에 있다고 보기는 어려우나 신용평가업무, 특히 구조화 채권 등의 신용평가에 대해서 감독당국의 감독역량을 제고할 필요가 있

다. 현재 신용평가회사의 주요 방법론과 핵심적 가정들을 감독당국에 제출하도록 하고 있는데 감독당국이 이에 대한 평가분석을 일반에게 또는 국회 등에 의무적으로 보고하도록 하는 방안을 검토할 필요가 있다.

신용평가회사가 겸영업무를 수행하는 경우 EU의 사례에서와 같이 신용평가와 겸영업무 간 방화벽을 제도화할 필요가 있다. 장기적으로는 신용평가회사가 특정 기업을 컨설팅한 경우 일정 기간 동안 해당기업의 신용평가를 말지 못하도록 규제하는 방안을 고려할 수도 있다. 최소한 이 기업의 신용등급을 제시할 때 해당 기업에 제공한 겸영업무가 무엇이었는지에 대하여 공시하도록 의무화하여야 한다. 아울러 신용평가회사에 일정 기간 동안 근무한 자가 임원인 기업에 대해서는 해당 신용평가회사가 평가하지 못하도록 하는 것이 바람직하며, 은행 등 금융기관이 보유하고 있는 신용평가회사 주식을 처분하도록 유도함으로써 신용평가회사의 지배구조를 개선하는 방안도 함께 검토할 필요가 있다.

또한 자본시장통합법 시행 등 금융환경 변화에 상응하여 신용평가회사의 평가영역을 확대하는 것이 바람직하다. 신용평가 대상영역을 기존의 열거주의에서 포괄주의로 전환하여 자본시장통합법에 의한 금융투자상품 이외에 채권발행자의 원리금 상환능력 등을 포함할 필요가 있는데, 이 경우 국내 신용평가회사가 펀드, 은행여신 등에 대한 평가서비스를 제공할 수 있는 계기가 될 수 있다.

아울러 개별 신용평가회사가 집계하기 어려운 채권회수율 등 신용평가 관련 기초통계는 감독당국이 앞장서서라도 확충해 줄 필요가 있다. 특히, 회수율 통계구축은 투기등급 채권의 최종수익률 정보를 제공함으로써 고수익 채권시장의 활성화에도 기여할 수 있다.

한편, 권효성(2008) 등은 회사채·CP 등의 발행에 의무적으로 적용하고 있는 복수신용평가를 폐지하는 방안을 주장하고 있다. 이는 채권발행자가 가격·질적 경쟁력을 갖춘 신용평가회사를 자유롭게 선택할 수 있도록 함으로써 과점체제에 안주하는 상황을 타개하고자 하는 것이며, 이와 같이 신용평가시장의 경쟁 촉진조치가 시행됨에 따라 “신용평가회사 난립, 공신력 저하 등 일부 부정적인 효과가 나타날 수는 있겠으나 이는 제한적일 것”으로 예상하고 있다. 또한 “평가회사 난립으로 양호한 신용등급을 부여하는 회사를 선호하는 이른바 등급 쇼핑 현상에 대해서는 금융감독당국이 신용평가회사별 신용등급 추이 공시 등으로 대응”할 수 있다고 주장한다. 더욱이 “의무적인 복수평가를 폐지하더라도 중장기적으로 신용평가시장이 성숙되면 채권발행자들의 자발적인 복수평가가 자연스럽게 정착될 것”이라면 굳이 규제를 통하여 복수평가를 강제할 필요가

〈표 1〉 회사채 발행시 미국 기업의 평가회사수

평가회사수	1개	2개	3개	4개 이상
비중(%)	2.6	77.2	19.3	0.9

주: 2002년 미국 114개 기업 대상 설문조사.  
 자료: Baker and Mansi(2002), 권효성(2008)에서 재인용.

없다는 것이다. 실제 미국은 복수평가 규제가 없지만 97% 이상의 기업이 회사채 발행 등에 있어 스스로 복수평가를 실시하고 있으며, 일본도 1996년 복수평가 폐지 이후 복수평가가 일반화되어 있다고 설명한다.

이처럼 의무적인 복수평가제도가 폐지되더라도 투자자의 압력에 따라 자연스럽게 복수평가가 일반화된다면 굳이 복수평가제도를 유지할 필요가 없을 것이다. 그러나 반대로 투자자들이 복수평가를 유도하는 것이 당연하다면 굳이 복수평가 의무제도를 폐지하는 실익이 무엇인지도 의문이다. 더욱이 등급 쇼핑 등의 부작용이 생각보다 간단하지 않을 수도 있다. 예를 들어, Benmelech and Dlugosz(2009)에 따르면 이번 글로벌 금융위기의 진원지라고 할 수 있는 모기지 관련 구조화 채권의 발행시 평가회사수가 한 개인 구조화 채권평가에서 향후 등급이 변경될(따라서 애초에 발행자의 입맛에 맞게 평가되었을) 가능성이 높은 것으로 분석되었다. 구조화 채권의 발행에 있어서도 평가회사수가 하나인 경우는 흔하지 않다. 그러나 일부 채권의 등급정보가 시장 전체의 신뢰를 크게 저해할 수 있으므로 복수평가제도 폐지에 대해서는 신중할 필요가 있다.

등급 쇼핑에 대해서는 글로벌 금융위기 이후 연구가 활성화되고 있다. 우선 Bolton, Freixas, and Shapiro(2009)는 채권 발행기업으로부터 신용평가 수수료를 받는 신용평가 업무의 구조에 따라 발행기업의 등급 쇼핑 유인에 부응하려는 신용평가사의 유인구조를 분석하고 경쟁적인 시장구조보다 독점적인 신용평가사의 존재가 바람직할 수 있음을 제시하였다. Damiano, Li, and Suen(2008)은 Bolton, Freixas, and Shapiro(2009)와 비슷한 맥락에서 중앙집권적인 신용평가(centralized rating)가 분권형(decentralized rating)보다 우월하다고 주장하고 있다. Sangiorgi, Sokobin, and Spatt(2009)는 높은 신용등급을 받는 것이 금융감독 측면에서 유리할 경우 신용등급 쇼핑에 대한 유인이 발생할 수 있음을 보였다. Skreta and Veldkamp(2008)은 신용평가사들이 정확한 신용등급을 산정하더라도 CDO 등과 같이 복잡한 구조화 채권의 경우에는 발표되는 신용등급에 체계적인 편향(systematic bias)가 발생할 수 있음을 보였다.

복수평가 의무제도의 의미도 이와 같은 분석에 기초하여 생각해 볼 수 있다. 채권을 발행하는 기업들은 좋은 등급을 받고자 하며 따라서 신용평가업무를 맡기는 것을 미끼로 되도록 유리한 등급을 얻어내고자 하는 등급 쇼핑의 유인을 가지고 있다. 신용평가사들은 채권 발행기업으로부터 신용평가 수수료를 받기 때문에 단기적으로 등급을 유리하게 책정할 유인을 가지고 있으나, 장기적으로는 신용평가사의 평판(reputation)을 유지하기 위해서 엄격하게 등급을 책정하려는 유인도 가지고 있는 것으로 상정해 볼 수 있다. 한편, 투자자들은 발행기업의 등급 쇼핑 유인과 신용평가사들의 유인을 이해하고 있으므로 각 신용평가사가 생산한 신용등급을 할인(discount)하려고 하지만 완벽하게 할인하지는 못한다고 가정할 수 있다.

이러한 상황에서 복수평가제도가 존재하는 경우에는 신용평가사들의 입장에서 발행기업의 등급 쇼핑에 부응하지 않을 때의 단기적 손실이 복수평가제도가 존재하지 않는 경우에 비하여 작아지게 되어 등급 쇼핑을 억제하는 효과가 기대된다. 이와 같은 효과는 개별 신용평가사의 경우로 국한되지 않고 신용평가산업 전반에 걸쳐 나타날 수 있는데 이는 어느 한 신용평가사가 위와 같은 유인을 가지고 있을 때 그 결정이 경쟁 신용평가사의 등급 산정에 영향을 미치기 때문이다. 그리고 투자자들이 이러한 효과를 감안하여 자체적으로 복수의 신용등급을 요구할 수도 있는데, 이 경우 자발적으로 복수의 신용등급을 얻으려고 하는 우량 기업과 등급 쇼핑을 통해 하나의 신용등급을 받는 비우량 기업으로 시장이 분할될 수도 있다.

한편, 지금까지 살펴본 여러 방안들은 신용평가회사의 등급 쇼핑 유인을 완화하고 신용평가산업을 발전시키는데 유용할 수 있으나 신용평가회사의 도덕적 해이문제의 궁극적인 원인이라고 할 수 있는 피평가자와의 유착문제를 완전히 해결하지는 못한다고 할 수 있다. 즉, 신용평가회사의 경우 피평가자가 지불하는 수수료를 주요 수입원으로 하는 현재의 사업모델(issuer's pay)이 바뀌지 않는 한 완전한 개선책이 나오기 어렵다. 문제는 투자자들이 신용평가회사에게 수수료를 지불하는 사업모델(investor's pay) 역시 투자자들 사이에서 정보가 공유되는 문제가 있다는 것이며, 실제 미국에서 이러한 사업모델에 기반한 신용평가사들이 아직 자리를 잡지 못하고 있다. 이와 같은 상황에서는 공적 부분이 신용평가사를 지정하거나 피평가자가 지불하는 수수료를 공공부문이 분배하는 등의 방안도 생각할 수 있는데 시장의 자율기능을 지나치게 위축시키지 않는 범위 내에서 구체적인 방안을 연구할 필요가 있다.

#### IV. 신용정보공유제도의 개선방안

신용정보공유제도는 은행 등 금융기관이 각자 구축한 신용정보 데이터를 공유하는 제도이다. 신용정보공유제도는 최근의 글로벌 금융위기에서 특별히 이슈로 부각되지는 않았으나 금융제도 내에서 정보의 흐름과 직결되는 문제라고 할 수 있으며 신용정보 공유 풀의 데이터에 기초한 신용평점이 자산유동화에 사용되기도 한다. 이하에서는 신용정보공유제도의 효과에 대해서 간략히 살펴보고 우리나라 신용정보공유제도의 개선방안에 대하여 논의한다.

신용정보가 원활하게 공유될 경우 우선 차입자의 위험에 대한 추정이 정확해짐에 따라 대출이 효율화되는 효과를 생각해 볼 수 있다. 대부분의 차입자는 여러 금융기관을 상대하기 때문에 이들 금융기관의 정보를 모으면 동 차입자의 예상 연체율을 보다 정확하게 예측할 수 있게 되는데, 연체율 예측력이 크게 향상될 경우 금융기관들은 신용공여 규모를 늘리면서도 연체율을 낮게 유지할 수 있다. 특히, 부정적 정보뿐 아니라 긍정적 정보까지 교환하게 되면 금융기관의 리스크관리가 현저히 제고되고 이에 따라 신용공여 규모도 확대될 수 있다. 그리고 신용정보 공유의 확산은 신용불량자의 수도 줄일 수 있는데 이는 금융기관의 신용평가가 보다 정확해질 뿐 아니라 개별 차입자의 채무상황에 대한 정보가 공유됨으로써 ‘돌려막기’ 등을 통하여 감당할 수 없을 정도로 부채규모가 커지는 것을 예방하기 때문이다.

또한 신용정보의 공유는 대출기관의 정보 이질성 감소에 따른 경쟁촉진효과를 가지고 올 수 있다. 즉, 정보의 공유는 금융기관의 해당 고객에 대한 독점력(monopoly power)을 소멸시킴으로써 금융기관 간 경쟁을 촉진하며 이에 따라 금융기관들이 차입자로부터 획득할 수 있는 정보지대(informational rent)를 축소하여 금융소비자 보호에 기여하게 된다.

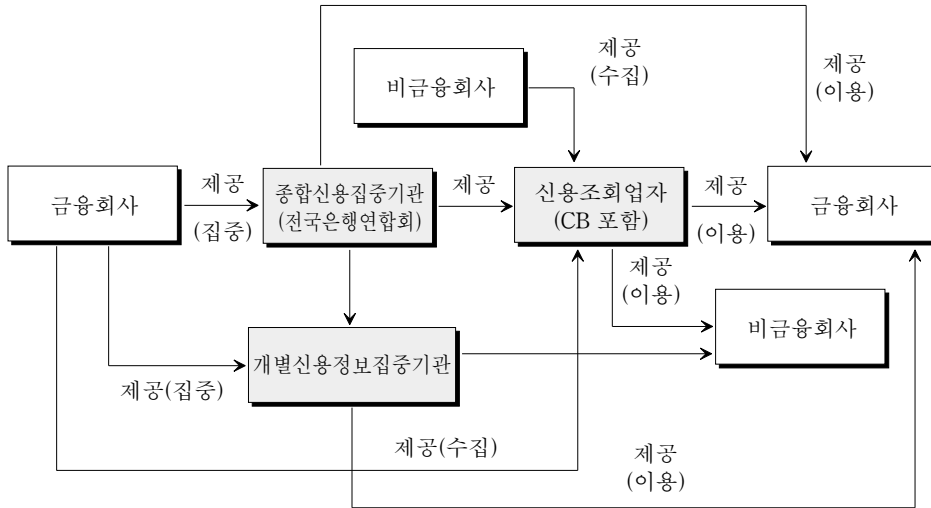
차입자의 명성관리효과로 인한 도덕적 해이 감소도 신용정보 공유의 중요한 효과이다. 신용정보가 공유되는 경우 차입자는 자신의 평판 또는 신용경력을 해칠 가능성에 대한 우려로 인해 과도하게 위험한 투자를 시도하거나 노력을 게을리하는 단기적인 도덕적 해이유인을 줄이게 된다. 평판효과가 존재하는 경우 평판이 담보(reputation collateral)로서 기능하게 되어 물적 담보(physical collateral)의 필요성이 줄어들기 때문에 신용정보의 공유는 신용대출 확대에도 기여할 수 있다.

그러나 신용정보의 공유는 단점도 있는데, 특히 소비자의 프라이버시를 침해할 가능성이 있다. 개인정보가 누출되었을 때의 손실은 돌이킬 수 없는 성질(irreversibility)을 가지고 있는데다 최근 신용정보의 가치가 커지고 마케팅 목적의 신용정보 사용도 늘어나면서 사생활 침해문제가 중요한 사회문제로 대두되고 있는 실정이다. 한편, 각 금융기관들이 공유되는 신용정보에 근거하여 상대방 금융기관의 고객을 유인하는 경쟁이 유발될 수도 있으며 신용정보 공유가 정보생산의 유인을 약화시킬 수도 있다.

이와 같은 신용정보의 공유를 담당하는 기관은 법에 기초한 강제력에 따라 정보를 집중하느냐, 아니면 사적계약에 기초하여 정보를 수집하느냐에 따라 PCR(public credit registry)과 민간 CB(credit bureau)로 구분된다. PCR 및 CB와 관련한 세계 각국의 사례를 살펴보면 신용정보 공유 메커니즘의 디자인에 있어서 만국에 통용되는 정답은 없으며, 각국 금융산업의 발전 정도, 제도적 환경, 사회적 통념 및 관행 등에 적합한 시스템을 구축하는 것이 중요하다. 예를 들어, 미국, 일본 등의 경우 PCR은 존재하지 않고 민간 CB만 있는데 미국의 신용정보산업은 전 세계 신용정보산업을 선도하고 있는 실정이다. 반면 프랑스, 벨기에 등 유럽 국가에서는 민간 CB가 없고 PCR만 있는데, 특히 벨기에의 경우 PCR과 민간 CB가 공존하다가 민간 CB가 폐쇄되고 PCR만 존속하게 된 독특한 사례를 보여주고 있다. 한편, PCR과 민간 CB를 모두 가지고 있는 해외 주요국으로는 독일, 이탈리아 등 유럽 국가들과 칠레, 브라질, 아르헨티나 등 남미 국가들을 들 수 있다.

현재 우리나라 개인 신용정보 공유시스템은 기초정보의 집중을 제도적으로 의무화하고 있는 집중부문(신용정보집중기관)과 계약에 기초한 정보의 수집부문(민간 CB)이 공존하고 있는 형태이다. 정보의 집중부문을 통한 신용정보의 관리와 공유는 종합신용정보집중기관인 전국은행연합회와 4개의 업종별 개별 신용정보집중기관들이 담당하고 있으며, 계약에 기초한 개인 신용정보의 수집과 신용정보의 가공·평가 및 조회서비스 제공은 신용조회업을 허가 받은 민간 신용정보업자(CB)가 담당하고 있다. 한편, 신용정보집중기관들은 비영리 사단법인으로서 개인 신용정보를 집중, 제공할 수는 있으나 개인 신용정보의 가공 및 평가는 제도적으로 금지하고 있다.

결국 우리나라 개인 신용정보공유체계는 종합 및 개별 신용정보집중기관이 모은 기초정보를 민간 신용정보업자에게도 제공하고, 민간 신용정보업자는 신용정보의 가공, 평가 및 추가 수집을 담당하는 이원화된 구조를 가지고 있다.



자료: 이인호·강경훈(2010).

〈그림 2〉 우리나라 신용정보공유제도 개관

정보집중기관으로의 정보집중이 법으로 정의된다는 점에서 외국의 PCR과 유사한 측면이 있으나 집중정보 관리의 주체가 민간기관이라는 점에서 이들과는 차이가 있다. 또한 정보의 수집·집중과 가공·평가 정보의 유통을 모두 담당하는 미국 등의 CB와도 차별화되는 독특한 시장구조라 할 수 있다. 이에 따라 우리나라 신용정보공유제도의 현재 구조는 PCR과 민간 CB가 공존하는 유형의 하나로 분류할 수 있으며, 그 중에서도 PCR과 CB가 밀접하게 연계되어 있는 형태이다.

이와 같은 우리나라 신용정보 공유시스템의 고유한 특성에 따라 종합신용정보집중기관의 공공성 및 중립성에 대하여 지속적으로 문제가 제기되고 있다. 우선 민간 CB의 정보수집 능력이 향상됨에 따라 신용정보집중기관의 집중업무와의 중복에 대한 우려와 함께 민간 CB 사이의 경쟁에 개입하는 데 따른 문제가 지적되고 있다. 또한 전체 금융업권의 신용정보 공유를 담당하는 종합신용정보 집중업무가 금융업권의 일부인 은행권을 대표하는 전국은행연합회를 통해 이루어지면서 잘못된 인식이 생겨나거나 여러 가지 불만이 생겨나고 있다. 아래에서는 이상의 문제들을 해결하기 위하여 PCR과 민간 CB 사이의 역할분담이 어떻게 되어야 하는지 그리고 PCR의 중립성 및 대표성을 제고하기 위한 방안에 대해서도 검토한다.<sup>9)</sup>

9) 이하의 내용은 주로 이인호·강경훈(2010)을 참고하였다.

먼저 시스템리스크의 방지 및 개인정보 보호 등을 위해서는 공공적 성격을 가진 PCR이 필요하며 이에 따라 앞으로도 당분간 PCR이 존속되어야 한다는 점이 강조되어야 한다. 시스템리스크의 방지는 여러 유럽의 PCR들이 공통으로 가지고 있는 목적으로 우리나라에서도 유효하다고 할 수 있다. 또한 개인정보 유출에 대한 사회적 거부감이 크게 확산되고 있는 우리 현실에서 공공정보 등을 다루기 위해서는 PCR의 존재가 필요하다. PCR의 경우 신용정보를 이용한 영업으로부터 추가 이윤을 획득할 유인이 적으므로 민간 CB사가 이들을 직접 취급하는 데서 오는 위험을 어느 정도 줄일 수 있기 때문이다.

PCR이 신용정보산업 내에서 수행하는 경쟁정책적 역할을 생각할 수도 있다. 신용정보산업의 경우 규모의 경제가 큰 데다 ‘신용정보’라는 재화의 특성이 일반 재화와 많이 다르며 대출시장(credit market)에 지대한 영향을 줄 수 있다는 점에서 보다 세심한 경쟁정책적 고려가 필요하다. 또한 신용정보산업은 본래 자연독점의 성격이 강하기 때문에 독과점의 폐해를 차단하는 것이 중요하다. 우리나라의 경우 2009년 1월 30일 공정거래위원회에서 한신정-한신평정의 합병을 승인함으로써 CB시장이 2개 회사(KCB와 한신정+한신평정)에 의해 복잡화된 바 있다. CB들과 유사한 기능을 수행하는 PCR이 낮은 수수료를 유지하는 경우 과점 CB들 간의 담합에 따른 수수료 인상을 예방할 수 있다. 아울러 신용정보 수집의 거래비용이 큰 경우에 민간 CB들 간의 경쟁이 특정 종류의 신용정보 수집에 특화된 CB들의 지역적 독점(local monopoly)으로 이어질 수도 있는데 PCR로 집중하는 정보를 가감함으로써 이러한 지역적 독점현상을 완화할 수 있다.

그러나 이와 같이 PCR의 필요성이 인정된다고 하더라도 PCR로 지나치게 많은 정보가 집중되는 것은 바람직하지 않다. 예를 들어, PCR이 모든 금융회사(또는 비금융회사까지 포함해서)의 모든 정보를 집중하는 경우를 생각해 보자. 이 때에는 신용정보의 풀이 가장 크기 때문에 연체위험의 예측력도 가장 크고 차입자의 도덕적 해이를 방지하는 평판효과도 가장 크게 된다는 장점이 있지만 각 금융회사로 하여금 신용정보 생산의 유인을 빼앗는다는 중대한 단점이 있다.

또한 이러한 정보생산의 관점에서 PCR이 민간 CB 간의 정보격차를 해소하는 역할도 어느 정도 제한될 필요가 있다. 만일 금융회사들이 특정 CB와의 사적인 계약에 따라 자발적으로 정보를 공유한다면 이는 정보공유가 해당 금융회사의 향후 정보생산에 그다지 문제가 되지 않기 때문일 것이다. 이 점에서 자발적인 정보공유를 이끌어내는 CB의 정보수집 능력이 중요하며 이러한 능력이



경쟁의 한 축을 이루는 것은 당연하다. 신용정보시장에 민간 CB를 도입하는 이유는 경쟁의 원리를 이용하여 신용정보시장의 효율성을 제고시키기 위함인데 이를 위해서는 민간 CB들이 이윤을 추구할 동기가 있어야 하며 이에 따라 민간 CB들 간의 차별성이 어느 정도 허용될 필요가 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이 PCR과 민간 CB들 사이에는 상호 보완과 견제가 조화롭게 이루어질 필요가 있는데, 현재 우리나라의 경우 민간 CB들을 계속해서 발전시키는 한편으로 PCR의 기능이 더욱 활성화될 필요가 있다. 특히, PCR은 금융소외현상을 해소하는 데 큰 역할을 할 수 있다. 즉, 해외 선진국에서와 달리 긍정적 신용정보가 제대로 공유되지 못함에 따라 상환능력이 충분한 서민들이 제도금융권에 접근하지 못하는 금융소외현상은 PCR의 기능을 활성화함으로써 크게 완화될 수 있다.

그 주요한 통로의 하나로서 PCR이 대부업체 신용정보를 제도권 금융기관과 공유함으로써 제도권과 비제도권 대출시장의 분리현상을 개선하는 것을 들 수 있다. 현재 대부업체들은 신용정보법상 금융기관이 아님에 따라 신용정보 집중의무가 없는 데 반해, 제도권 금융기관의 신용정보를 조회함에 따라 제도권 대출시장과 대부시장이 분리되는 문제가 지속되고 있다. 대부업체 이용자들의 신용정보가 공유되지 못함에 따라 연체 없이 성실하게 원리금을 상환한 대부업체 이용자들도 계속해서 고리의 대부업체를 이용해야 하는 문제가 있는데 이 문제는 대부업체의 신용정보를 공유함으로써 해소가 가능하다. 이와 관련하여 얼마 전 일본에서 도입한 ‘지정 신용정보기관 제도’ 등을 참고하여 대부업체의 신용정보를 집중하는 방안을 검토할 필요가 있다. 이 제도는 대부업자가 자사고객의 개인 신용내역을 국가가 지정한 신용정보기관에 의무적으로 보고하는 제도이다.

우리나라에서도 모든 등록 대부업체들로 하여금 신용정보 제출을 의무화하는 것이 바람직하나 영세한 대부업체로부터 신용정보를 체계적으로 제공받는 것이 현실적으로 어려운 만큼, 우선 대형 대부업체를 대상으로 신용정보 공유제를 시행하고 향후 공유범위를 확대하는 방안을 생각할 수 있다. 현재 대부업이 금융업으로 정의되지 않고 있어 대부업자들에게 신용정보법이 적용될 수 없으므로 관련 법규를 정비하는 한편 정보제출 대상 대부업체는 금융감독원에서 검사·감독하는 방안을 검토하여야 한다. 신용정보법령을 개정함으로써 신용정보 제공·이용자의 범위에 대부업자를 포함시킬 수 있으나 실질적인 대부업자의 정보공유 참여를 위해서는, 대부업자들에 대한 금감원의 상시 검사·감독이 필

요하며 이는 대부업법령의 개정이 전제되어야 하기 때문이다.

전기·수도·가스요금 등의 납부실적과 같은 긍정적 정보를 공유하는 것도 저소득층 서민에 특징적인 신용정보 미비(thin file)문제를 완화하여 금융소외 극복에 기여할 수 있다. 이와 같은 정보들은 사생활 침해문제와 직결되는데다 우리나라의 경우 주로 정부 또는 공사에 의해 보유하고 있어 민간 CB들에 제공되기 어려운 상황인 것을 감안할 때 PCR의 보다 적극적인 역할이 요청된다.

이와 같은 PCR의 금융소외 극복 노력과 함께 금융안정 역할도 강조될 필요가 있다. 유럽의 주요국에서 감독당국이나 중앙은행들이 금융안정 차원에서 PCR을 운영하고 있는데, 이에 비해 우리나라 PCR의 경우 금융안정 역할이 미미한 형편이다. 그러나 현재도 신용정보집중기관인 은행연합회의 신용정보가 감독당국에 제공되는 데다 공유 신용정보의 종류와 범위 역시 감독당국에서 통제할 수 있다는 점을 감안할 때, PCR의 금융안정 감시기능의 제도적인 기초는 마련되어 있다고 할 수 있다. 한편, PCR의 경쟁정책 기능과 관련하여 민간 CB들 사이의 경쟁이 지역적 독점현상으로 이어져 신용정보시장의 분할(segmentation)이 지나치게 심화되는 경우 PCR의 집중기능을 통하여 이를 완화시켜 주는 방안도 생각해 볼 수 있다.

PCR이 지금까지 살펴본 기능을 원활하게 수행하기 위하여 전제되어야 하는 과제들도 있다. 우선 종합신용정보집중기관의 중립성 및 공공성 제고를 들 수 있다. 앞에서 살펴본 것처럼 우리나라 개인 신용정보 공유체계는 종합 및 개별 신용정보집중기관이 모은 기초정보를 민간 신용정보업자에게도 제공하고, 민간 신용정보업자는 신용정보의 가공, 평가 및 추가 수집을 담당하는 이원화된 구조를 가지고 있다. 또한 정보집중기관으로의 정보집중이 법으로 정의되고 있어 외국의 PCR과 유사한 측면이 있으나 집중정보 관리의 주체가 민간기관이라는 점에서 이들과는 차이가 있다. 결국 우리나라 신용정보공유제도의 현재 구조는 PCR과 민간 CB가 공존하는 유형의 하나로 분류할 수 있으며, 그 중에서도 PCR과 CB가 밀접하게 연계되어 있는 형태이다.

이와 같은 우리나라 신용정보 공유시스템의 고유한 특성에 따라 종합신용정보집중기관의 공공성 및 중립성에 대하여 지속적으로 문제가 제기되고 있다. 우선 민간 CB의 정보수집 능력이 향상됨에 따라 신용정보집중기관의 집중업무와의 중복에 대한 우려와 함께 민간 CB 사이의 경쟁에 개입하는 데 따른 문제가 지적되고 있다.

또한 전체 금융업권의 신용정보 공유를 담당하는 종합신용정보집중 업무가

금융업권의 일부인 은행권을 대표하는 전국은행연합회를 통해 이루어지면서 잘못된 인식이 생겨나거나 여러 가지 불만이 제기되기도 한다. 비은행 금융기관은 집중기관이 은행권 위주로 운영된다는 문제를 제기하고 있으며, 신용정보회사는 자기들 업권 특성은 무시하고 금융기관 위주로 운영된다는 불만을 가지고 있다. 반면 은행들은 종합신용정보집중기관과 은행연합회를 동일시하여 공정한 종합신용정보집중 업무 운영에 적극적으로 협조하지 않는 사례가 발견되는데, 예를 들어 신용정보집중 업무와 관련하여 제재금을 부과하는 경우 은행연합회에 대하여 불만을 제기한다.

종합신용정보집중기관의 지배구조와 관련하여 현재 신용정보집중 업무를 수행하기 위해서는 신용정보협회의 결의를 얻어야 하나 신용정보협회 구성원 대다수가 금융기관으로 구성되어 있어 금융기관의 직접적인 이익에는 적극적인 반면 객관적이고 공공적인 측면에는 다소 소극적인 문제도 있다. 그리고 신용정보 집중·관리에 대한 개별 금융업권의 업무 특성, 규모, 이해관계 등이 상이하여 신속하고 객관적인 의사결정에 효율적으로 대처하지 못함에 따라 종합신용정보집중기관의 기능 수행에 애로가 초래되기도 한다.

이러한 문제점들을 감안하여 향후 종합신용정보집중기관의 지배구조를 정비하는 한편 중립성 및 공공성을 제고하는 방안을 마련하되 다음의 사항에 유의할 필요가 있다. 우선 최근 글로벌 금융위기 이후 각국 정부 및 여러 국제기구들의 금융정보 생산 및 유통에 대한 규제강화 움직임에 주목할 필요가 있다. 특히, 신용정보집중기관의 금융안정 감시기능을 강화하는 차원에서 PCR을 중앙은행이나 감독당국에 설치하는 방안도 생각해 볼 수 있다. 이 경우 PCR로 집중되는 정보를 현재와 같이 민간 CB에게도 제공하느냐의 여부를 고려하여야 하는데 계속해서 민간 CB에 PCR의 집중정보를 제공하는 경우 공적인 기관이 영리법인 간의 경쟁에 직접 개입하게 되는 문제가 발생한다. 반대로 유럽 주요국의 모델에서와 같이 민간 CB에게 더 이상 집중정보를 제공하지 않는 경우 단기적으로 신용정보시장에 혼란이 발생할 우려가 있으며, 직접적이지는 않더라도 간접적으로 민간 CB들 사이의 경쟁에 개입하는 문제가 남아 있다.<sup>10)</sup>

이와 달리 PCR의 소유지배구조를 큰 틀에서 현재와 비슷하게 유지한다고 하

10) 유럽 주요국의 경우 PCR과 CB 시장이 구분되는 다양한 장치가 있는데, 예를 들어 PCR의 최소보고기준(threshold)을 들 수 있다. 독일이나 이탈리아 등의 경우 PCR들이 높은 수준의 최소보고기준을 설정하고 있어 CB들의 시장이 확보된다고 할 수 있다. 독일의 경우 PCR의 최소보고기준이 1.5백만 유로로서 매우 높은 수준이며 이탈리아의 경우도 75,000유로의 높은 최소보고기준을 적용하고 있다.

더라도 신용정보협의회가 전체 금융기관을 효과적으로 대표할 수 있는 방안을 모색하고, 아울러 신용정보협회의 권한과 위상을 격상하여, 실질적인 의사결정기구 역할을 수행할 수 있도록 개선하는 것이 바람직하다. 한편, 신용정보협회 및 종합신용정보집중기관이 높은 공공성을 지닌 신용정보집중 업무를 수행하는 점을 감안하여 감사(감사원 또는 국정감사) 및 감독을 제대로 받도록 제도화할 필요가 있다. 마지막으로 신용정보협회 및 종합신용정보집중기관의 업무 및 예산집행 등과 관련한 공시를 강화할 필요도 있다.

## V. 결 론

지금까지 금융시스템 내의 정보흐름과 관련되는 세 가지 금융하부구조, 즉 장외파생상품 중앙청산소, 신용평가제도, 신용정보공유제도의 개선방안에 대하여 고찰해 보았다. 각각의 주요 정책과제는 다음과 같이 요약할 수 있다.

우선 장외파생상품시장의 운영리스크 및 신용리스크 경감에 필요한 인프라 구축과 관련하여 미국 등 국제 논의수준에 맞추어 국내에서도 청산소 또는 거래정보등록소를 설립하고 이에 참가하는 것을 의무화할 필요가 있다. 또한 감독당국 등에 집중되는 파생상품 등 거래정보를 바탕으로 시스템리스크를 측정하고 예방하는 방안에 대하여 보다 구체적인 검토가 필요하다. 이와 관련하여 Squam Lake Working Group의 주장처럼 시스템리스크에 대비한 정보하부구조(information infrastructure)의 구축을 생각해 볼 수도 있다.

신용평가제도와 관련하여서는 구조화 채권 등의 신용평가에 대한 감독당국의 감독역량 제고, 신용평가와 겸영업무 간 방화벽을 제도화 및 신용평가회사의 컨설팅을 받은 기업에 대한 신용평가 금지조항의 도입, 신용평가회사의 평가영역을 확대, 채권회수율 등의 기초통계 확충의 과제가 제기된다. 한편, 일부에서 제기하고 있는 복수신용평가 폐지문제는 등급 쇼핑 등의 부작용을 감안하여 보다 신중히 판단할 필요도 있다.

마지막으로 신용정보공유제도와 관련해서는 시스템리스크의 방지 및 개인정보 보호강화 등을 위해 앞으로도 PCR의 존속 필요성은 인정되며, 일부에서는 PCR의 경쟁정책적 역할을 주장하기도 하나 정보생산의 유인 등을 위하여 PCR로 지나치게 많은 정보가 집중되지 않도록 할 필요도 있다. PCR은 공공정보, 대부업체 정보 등 민간 CB가 수집하기 어려운 정보의 집중에 보다 전문화할

필요가 있으며 PCR의 중립성 및 대표성 제고도 필요하다.

## 참 고 문 헌

- 권효성, 『신용평가제도의 현황과 활성화 방향』, 한국은행 조사연구자료 2008-8, 2008.
- 남길남, “과생산품관련 규제 감독의 바람직한 방안,” 5개 재무관련 학회 공동학술 연구발표회 특별심포지움 발표자료, 2009.
- 이인호 · 강경훈, “PCR과 민간 CB의 상생적 발전 방안,” 『조사연구리뷰』, 금융감독원, 2010.
- 한국금융연구원 · 자본시장연구원 · 보험연구원, 『금융선진화를 위한 비전 및 정책과제』, 한국금융연구원 정책조사보고서 2010-03, 2010.
- 한국은행, 『우리나라의 금융제도』, 2005.
- 홍정훈, “우리나라 증권결제제도 발전 방향과 중앙은행의 역할,” 한국은행 지급결제제도 컨퍼런스 발표자료, 2010. 7. 6.
- Baker, H. Kent and S. A. Mansi, “Assessing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Nov./Dec. 2002.
- Benmelech, Efraim and Jennifer Dlugosz, “The Credit Rating Crisis,” Working Paper, 2009.
- Bolton, Patrick, Xavier Freixas, and Joel Shapiro, “The Credit Rating Game,” Working Paper, Graduate School of Business, Columbia University, 2009.
- Damiano, E., H. Li, and W. Suen, “Credible Ratings,” *Theoretical Economics* 3, 2008.
- Financial Services Authority, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March (Turner Review), 2009.
- \_\_\_\_\_, “A Regulatory Response to the Global Banking Crisis,” Discussion Paper 09/2, Mar. 2009.
- Group of Thirty, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, January 15, 2009.
- Miller, Margaret, Nataliya Mylenko, and Shalini Sankaranarayanan, “Financial Infrastructure—Building Access Through Transparent and Stable Financial

Systems,” *Financial Infrastructure Policy and Research Series*, World Bank and International Finance Corporation, 2009.

Sangiorgi, Francesco, Jonathan Sokobin, and Chester Spatt, “Credit-Rating Shopping, Selection and the Equilibrium Structure of Ratings,” Working Paper, Tepper School of Business, Carnegie Mellon University, 2009.

Skreta, Vasilliki and Laura Veldkamp, “Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation,” Working Paper, New York University, 2008.

Squam Lake Working Group on Financial Regulation, “A New Information Infrastructure for Financial Markets,” Working Paper, Feb. 2009.

Tarashev, Nikola, Claudio Borio, and Kostas Tsatsaronis, “The Systematic Importance of Financial Institutions,” *BIS Quarterly Review*, Sep. 2009.

US Department of the Treasury, “Financial Regulatory Reform: A New Foundation,” Jun. 2009.

Vives, X., “The Crisis, Information, and the Market,” mimeo, 2008.

[Abstract]

## Recent Changes in Financial Environment and Policy Issues Related with Financial Infrastructure

Suk Heun Yoon\* · Jhin Young Shin\*\* · Kyeong-Hoon Kang\*\*\*

This paper discusses policy tasks in Korea with regard to OTC derivatives markets, credit rating system and credit information sharing system, which are closely related with information flows in the financial systems. Firstly, a CCP and a repository for OTC derivatives trading should be established. Supervisory authorities should make efforts to measure and prevent systemic risks based on the information collected through those institutions. Secondly, supervisory authorities' ability to examine CRA's ratings of structured financial products should be enhanced. In addition, chinese walls between credit rating business and other concurrent businesses should be in place. The current regulation requiring bond issuers to acquire at least two ratings should not be repealed hastily. With regard to the credit information sharing system, the current PCR should be sustained since it contributes to reducing systemic risks, enhancing privacy protection and making level competition field in the credit information industry. However, the PCR's collection of information should be limited in order to encourage financial institutions to voluntarily produce and disseminate credit information.

**Keywords:** financial infrastructure, OTC derivatives markets, credit rating system, credit information sharing system

**JEL Classification:** G14, G24, G28

---

\* Professor, School of Finance, Soongsil University, Tel: (02) 828-7386, E-mail: syoon@ssu.ac.kr

\*\* Professor, Yonsei School of Business, Tel: (02) 2123-5467, E-mail: jyshin@base.yonsei.ac.kr

\*\*\* Main author, Asst. Professor, Dongguk Business School, Tel: (02) 2260-8909, E-mail: khkang@dongguk.edu

— |

| —

— |

| —