

# kiri Weekly

2013.2.18 제221호

## 이슈

국제 신용평가기관 기소의 의미

## 포커스

생명보험산업에 대한 금융소득 종합과세 제도 개편의 영향 및 시사점

## 금융보험 해설

손해보험의 이해 (17): 정책성보험 - 풍수해보험

## 글로벌 이슈

주요국 양적완화 정책의 영향과 시사점

일본의 경기침체 지속: 휴·폐업 증가세 지속

## 금융시장 주요지표

**kiri** 보험연구원  
Korea Insurance Research Institute

이슈와 포커스는 연구자 개인의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

서울시 영등포구 여의도동 35-4 8층 보험연구원 (문의: 김세환 부장 / 02-3775-9051)



# 국제 신용평가기관 기소의 의미

박선영 연구위원, 임준환 선임연구위원

## 요약

- 지난 2월 5일 미국 법무부가 구조화 금융상품에 부여되는 신용등급평가와 관련하여 금융사기 혐의로 국제 신용평가회사인 스탠다드앤amp;푸어스(이하 'S&P사'라 함)를 제소하면서 글로벌 금융위기 이후 신용평가의 투명성 여부와 이를 둘러싼 법적 논쟁이 관심을 모으고 있음. 문제가 되는 구조화 금융상품이란 2008년 금융위기 발생 직전에 발행한 주택저당증권(RMBS: Residential Mortgage-Backed Securities)과 이를 담보로 발행된 부채담보부증권(CDO: Collateralized Debt Obligation)을 말함.
- 미국 법무부는 “금융기관 개혁, 정상화 및 집행법”(Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989, 이하 'FIRREA'라 함)의 법률을 토대로 그동안 입증책임이 어려워 사각지대에 놓였던 정부 보증 금융기관에 대한 금융사기 위법행위에 대해 민·형사상 책임을 묻겠다는 방침임.
- 이번 S&P사에 대한 제소건을 필두로 신용등급 평가를 둘러싼 잠재적 법적 논쟁 가능성이 상존하는 만큼 국내 금융회사는 FIRREA에서 정의하고 있는 금융사기에 대한 법적 이해를 명확히 하고 잠재적 금융사기에 대비하는 자세가 필요함.
- 투자자 입장에서는 구조화 금융상품 투자시 외부 신용평가 등급을 참조지표로 활용할 뿐 자체 실사(due diligence)를 통한 신용위험관리를 병행해야 함. 금융회사 입장에서는 한발 나아가 내부적으로 자체 신용평가 방식을 도입해 외부 신용평가회사에 대한 의존도를 낮추고 모니터링 기능을 강화해야 함. 또 제도적으로는 신용평가의 공정성과 투명성을 높이기 위해서 신용평가회사의 설명책임(accountability)을 강화하고 복잡한 금융상품에 대한 차별화된 신용평가 기준 도입, 정보공시(disclosure) 의무를 강화하는 방안이 마련되어야 함.

## 1. 검토배경



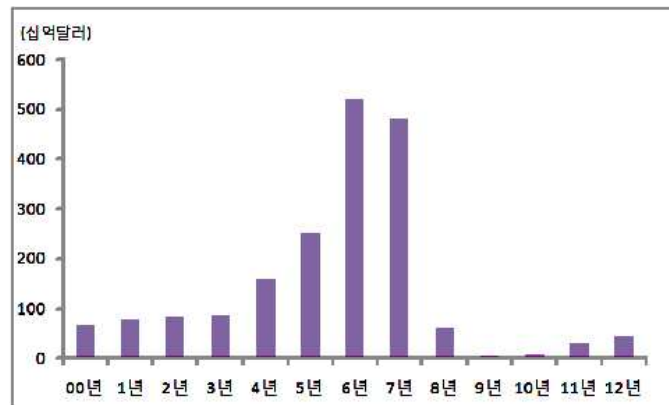
- 최근 들어 구조화 금융상품<sup>1)</sup>의 신용등급 평가를 둘러싸고 법적 소송 문제가 불거지면서 신용등급평가 기관의 역할론과 신용평가 과정의 투명성 제고 문제가 또다시 관심을 모으고 있음.
  - 신용평가회사가 구조화 상품에 대한 신용등급을 결정할 경우 부도확률, 회수율뿐만 아니라 기초자산 간 상관관계를 고려
    - 전통적인 채권에 대한 신용등급 평가는 부도확률과 회수율에 주로 의존
  - 구조화 금융상품의 경우 신용평가회사의 신용등급이 중요한 투자지표로 활용
  - 글로벌 금융위기 전 해외투자 및 대체투자 수단으로 RMBS를 기초자산으로 한 CDO 등 구조화 금융상품에 집중 투자했던 국내 금융회사에도 신용등급 평가의 투명성은 효율적이고 안정적인 자산 운용 측면에서 지속적인 관심의 대상임.
  
- 미국 법무부는 지난 2월 5일 국제적인 신용평가회사인 S&P사가 2008년 금융위기 발생 직전 RMBS를 기초자산으로 발행한 CDO에 대한 신용등급 평가를 잘못했다(“misrepresented”)는 이유로 동사를 금융사기 혐의로 제소하였음.
  - 미국 법무부는 S&P사가 신용등급 평가의 객관성(objectivity)과 독립성(independence)을 위반하였고 이러한 행위가 금융사기혐의에 해당한다고 주장<sup>2)</sup>
  - 미국 연방정부 차원에서 신용평가회사를 금융사기 혐의로 제소하기는 이번이 처음
    - 민간 투자자들이나 미국증권거래위원회(The Securities and Exchange Commission, 이하 ‘SEC’라 함)가 신용평가회사를 제소한 사례는 있었음.

1) 구조화 금융은 개별채권이나 개별대출의 풀을 기초자산으로 해서 새로운 채권을 발행하는 구조로 이때 발행되는 채권은 트랜치(tranche)화되어 일종의 선순위/후순위 구조를 반영하여 투자자에게 다양한 위험-수익구조(risk-return structure)를 제공한다. CDO는 구조화 금융상품의 하나로 동일 기초자산을 담보로 발행되는 ABS(Asset-Backed Securities)와는 달리 대출, 채권 등 다수의 기초자산을 담보로 발행되는 증권으로 자산, 부채, 발행목적, 신용구조 등에 따라 다양하게 분류되며 보유자산을 신용등급별로 나누어 그에 따른 리스크를 투자자에게 이전하는 것이 목적이다. (임준환 · 이민환 · 윤건용 · 최원 (2009), 『구조화금융 관점에서 본 금융위기 분석 및 시사점』)

2) 미국 법무부가 제기한 사기혐의는 (1) mail fraud affecting federally insured financial institutions in violation of 18 U.S.C. § 1341 (미국 연방법 제 18편 형법 및 형사소송법 제 1341조); (2) wire fraud affecting federally insured financial institutions in violation of 18 U.S.C. § 1343 (미국 연방법 제 18편 형법 및 형사소송법 제 1343조); (3) financial institution fraud in violation of 18 U.S.C. § 1344 (미국 연방법 제 18편 형법 및 형사소송법 제 1344조)로 요약됨.

- 한편 글로벌 CDO 발행액 규모는 2008년 금융위기 발발 직전 발행규모가 최고점에 달했으나 금융위기 발발 직후 급격한 감소세를 보이고 있음.
- 2006년 CDO 발행액은 5,200억 달러 규모로 2008년 이후 급감해 2012년 현재 CDO 발행액은 450억 달러에 머물고 있음.

〈그림 1〉 글로벌 CDO 발행액 추이



자료: Securities Industry and Financial Markets Association(SIFMA)(<http://www.sifma.org>).

- 2008년 금융위기 직전까지 급증했던 구조화 금융상품 가운데 상당수가 부실화되면서 신용등급평가를 둘러싼 국제 소송이 늘고 있음.
  - 오바마 정부가 구조화 금융의 신용평가와 리스크 관리에 소홀했던 신용평가회사와 투자금융회사의 안일한 영업관행에 대해 금융사기 혐의를 두고 연방정부 차원에서 민·형사상 법적 책임을 물으려는 움직임을 가시화하면서 국제적인 이슈가 되고 있음.
- 본고에서는 S&P사의 금융사기 피소를 계기로 구조화 금융 신용평가를 둘러싼 문제점, 신용평가관련 국제 소송이 미치는 파장을 살펴보고, 그리고 국내 금융산업에 미치는 시사점을 살펴보고자 함.

## 2. 미국 법무부의 제소내용 및 S&P사의 반박



### 가. 근거법

■ 미 법무부는 “금융기관 개혁, 정상화 및 집행법”(Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989, 이하 ‘FIRREA’라 함)을 근거로 S&P사를 금융사기 혐의로 제소함.

- FIRREA<sup>3)</sup>는 1980년대 미국의 저축대부조합 (Saving & Loans)의 연쇄 도산을 계기로 금융기관의 부실책임자에 대한 민·형사상 책임을 대폭 강화하여 책임규명 및 자금회수의 효율성을 높이기 위해 1989년 8월 9일 제정
- 오바마 정부는 글로벌 금융위기 직후인 2009년 11월 금융사기를 근절하기 위해 테스크포스팀(Financial Fraud Enforcement Task Force)을 구성하여 FIRREA를 부활시켜 금융사기 건에 대한 소송을 늘리고 있음.
  - BoA가 주택담보대출 영업을 하면서 FHA(Federal Housing Administration)와 미국 연방정부의 모기지 지원 관련 프로그램에 피해를 준 혐의로 피소돼 2012년 3월 200억 달러 배상에 합의
  - The Bank of New York Mellon이 외환거래시 위법행위로 피소
  - Allied Home Mortgage는 정부의 수백만 달러 보증을 유발한 혐의로 피소

■ FIRREA의 특징은 별도의 독립된 개별법으로 편성되어 있지는 않으며 이미 여러 법률에 산재되어 있는 금융관련 규정들을 개정, 수정하는 방식으로 구성되어 있다는 점

- 정부가 금전적 피해를 직접적으로 보지 않았을지라도 정부에서 보증한 금융기관(“federally-insured financial institution”)이 불법행위에 상응하는 금융거래로 인해 금전적 손실을 입었을 경우 미국 법무부가 조사권을 발동하고 민·형사상 소송을 제기할 수 있도록 길을 열어놓고 있음.
  - 미국 연방법 제18편 1341조와 1343조에서 주장하는 광범위한 사기행위가 폭넓게 적용되지만 연방정부가 보증한 금융기관에 영향을 미치는 사기행위만을 다루고 있음.<sup>4)</sup>

3) 권오승·신영수·김대인 (2009), 『미국의 경제위기극복 및 경제활성화 법제연구-2009년 경기부양법(ARRA)을 중심으로』, 법제처.

4) FIRREA reaches those frauds only when the conduct "affect(s) a federally insured financial institutions", (Andrew W. Schilling, BNA's Banking Report, July, 2012).

- FIRREA의 민사상 소송을 유발하는 위법행위는 연방정부가 보증한 금융기관이 기망행위에 노출되거나 영향을 받는("affected") 경우임.
- 금융기관에 대한 정의는 형법 18 U.S.C. § 20 (미국 연방법 제 18편 형법 및 형사소송법 제 20조)에 기술되어 있는데 은행 및 유관기관 등<sup>5)</sup>을 말함.
- 그동안 금융사기의 경우 고의 과실을 입증하는 것이 사실상 어려워 최종 판결에서는 기각되는 경우가 다반사였는데 FIRREA에서는 입증책임의 의무를 완화해 금융사기와 관련된 소송이 다소 용이해졌음.
  - 입증책임 원칙의 조건완화<sup>6)</sup>로 인해 정부는 목격자의 증언이나 사기죄를 명백히 입증하는 문서 등 직접적인 증거 없이도 소송에 나설 수 있음.
  - 위반 건당 백만 달러에서 5백만 달러까지 손해배상을 청구할 수 있고 부정청구금지법(False Claims Act, 이하 'FCA'라 함)과 병행할 경우 실제 손해액의 세배 이상 배상금을 청구할 수 있음.

## 나. 제소내용 및 S&P사의 반박

- 미국 법무부는 신용평가모형의 투명성과 객관성에 대한 허위진술, 사적인 목적 하에 최신 업데이트된 부도확률모형의 시행보류, 신용평가 하향조정 지연 등의 논거를 들어 S&P사를 제소하였음(〈표1〉 참조).
  - 허위진술: S&P사가 신용평가 행동강령(Code of Conduct)에서 공시한 신용평가모델의 투명성과 객관성에 대해 허위진술(false representation)을 했다는 점(110-116조항)
  - 고의적 업데이트 지연: 2007년 3~6월에 발행된 CDO의 편입자산인 RMBS의 신용평가 하향조정 가능성을 미리 인지했음에도 불구하고 어떤 조치도 취하지 않았다는 점(200-269조항)
  - 최신 부도확률 모형 시행보류: 경쟁사와의 수주경쟁과 시장점유율 축소를 우려해 최신 자료가 업데이트된 부도확률 모형인 LEVELS 6.0의 시행을 보류했다는 점(144조항)
  - 시장변화 미반영: RMBS감시팀의 신용평가하향조정 제안을 제때 반영하지 않았다는 점(211조항)

5) The definition of a "financial institution" under 18 U.S.C. § 20 was: insured depository institutions, credit unions with accounts insured by the National Credit Union Share Insurance Fund, a federal home loan bank or member of the federal home loan bank system, a system institution of the Farm Credit System, a small business investment company, a depository institution holding company, a federal reserve bank or a member bank of the Federal Reserve System, an organization operating under § 25(a) of the Federal Reserve Act and a branch or agency of a foreign bank.

6) "Preponderance of the evidence" "civil standard, not the more exacting "beyond a reasonable doubt" standard.

- CDO 가치평가모형: 시장점유율 확대를 목적으로 자신의 비즈니스 모델에 적합한 쪽으로 CDO모형을 왜곡한 점(158-169조항)

■ 이에 반해 S&P사는 미국 법무부가 제기한 사기혐의에 대해 조목조목 반박하고 있음.

- 신용평가모델의 객관성을 담보하기 위해 신의성실의 원칙(principle of good faith)하에 의무를 다했음.
- 2007년 3월에서 7월까지 1,500개 이상의 서브프라임 RMBS에 등급조정을 했고 법무부가 주장하는 내부 등급조정 논란은 다양한 구조화 과정을 통해 이미 충분한 신용보강(credit enhancement)이 이뤄진 뒤 부과된 등급이기 때문에 논외의 대상임.
- 부도확률모형의 다른 업데이트 버전 (LEVEL 5.6)을 도입했음.
- S&P사의 경영진은 2007년 2월 부실화된 RMBS에 대한 사전 조치에 나섬.
- 제안된 CDO 평가모형이 객관적인 분석에 기초하고 있다고 판단했음.

〈표 1〉 S&P사 제소건의 주요 쟁점과 법무부와 S&P사의 입장정리

쟁점	기소내용	반박
허위진술 (false representation) (110-116조항)	- 행동강령(Code of conduct)이나 웹페이지 상에 신용평가과정의 투명성, 객관성 등을 강조하고 수차례에 걸쳐 투자자들을 대상으로 이를 홍보했지만 시장점유율 확대와 타 신용평가사와의 경쟁을 의식해 발행사들의 눈치를 보고 평가모델의 객관성과 투명성을 담보하지 못했음.	- 신용평가모델의 객관성을 담보하기 위해 신의성실의 원칙(principle of good faith)하에 의무를 다했음.
고의적 업데이트 지연 (200-269조항)	- S&P가 2007년 3월에서 6월 사이 발행된 CDO에 편입될 RMBS가 부실화돼 신용등급이 하향조정 될 것을 미리 알고 있었음에도 불구하고 아무 조치도 취하지 않았음.	- 2007년 3월에서 7월 사이 1,500개 이상의 서프라임 RMBS에 등급조정을 했음. - 법무부가 주장하는 내부의 등급조정 논란은 다양한 구조화 과정을 통해 신용보강(credit enhancement)이 이뤄진 뒤 부과된 등급이기 때문에 논외의 대상임.
부도확률 모형 (144조항)	- 2005년 1월 서프라임 모기지 관련 새로운 데이터를 반영해 최신 업데이트된 부도확률 모형인 "LEVEL 6.0"을 도입할 것이라고 발표하고 정확한 신용평가 모델이 될 것으로 기대한다고 선전한 뒤 정확한 설명 없이 보류함.	- 부도확률모형의 다른 업데이트 버전 (LEVEL 5.6)을 도입했음. - 인용된 이메일에서 언급된 RMBS 딜은 부도확률 모형과 상관없음.

	- S&P사의 애널리스트가 자사의 보수적인 기준 때문에 경쟁사인 무디스사에 RMBS 수주를 뺏겼다고 하며 신용등급 기준을 완화해야 한다고 주장한 이메일 내용을 인용함.	
시장변화 반영 (211조항)	- S&P사 경영진이 RMBS시장 감시팀의 등급 조정 제안을 묵살했음.	- 법무부는 이같은 주장에 대한 증거자료를 제시하지 않음. - 경영진은 2007년 2월 부실화된 RMBS에 대한 사전조치를 취했음.
CDO 가치평가모형 (158-169조항)	- CDO 평가모형을 수정하면서 자신의 시장 점유율을 유지하는데 유리하도록 왜곡 사용	- 제안된 모형이 분석적으로 적절하다고 판단했음.
피해규모 (275조항)	- 손해액이 50억 달러를 초과하는 것으로 추산	- 손해액 추산의 정확성 의문 - 손해액 50억 달러 주장은 S&P가 CDO 신용평가와 관련해 받은 수수료 1,300만 달러에 비해 과도함.

자료: 미국 법무부(<http://www.justice.gov>) 소장내용과 S&P사의 (<http://www.standardandpoors.com>) 반박자료를 재정리함.

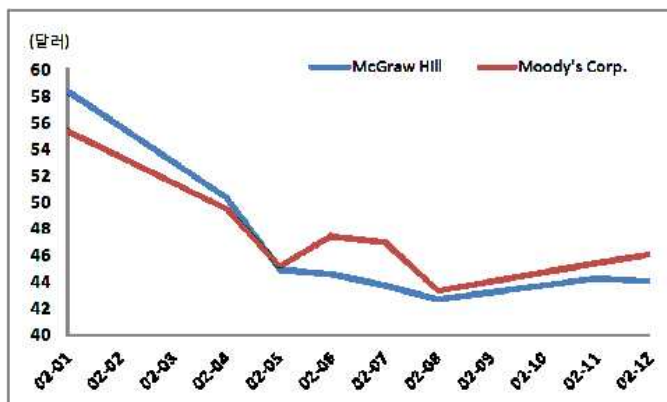
### 3. 제소내용에 대한 관점 및 평가: 시장반응



■ 이번 S&P사의 제소는 미국 법무부가 전면에 나서 글로벌 금융위기 이후 불거진 신용평가회사의 안일한 영업 관행에 대해 민·형사상 법적 책임을 묻는 신호탄이 될 것으로 분석되면서 신용평가회사 관련 주가는 하락(〈그림 2〉 참조)

- S&P사의 모회사인 McGraw Hill의 주가는 S&P사 피소가 발표된 지난 2월 4일 이후부터 일주일간 약 25%가량 급락
  - 4일 하루만에 58.34달러에서 50.3달러로 13.8%가 떨어져 1987년 주식시장 폭락 이래 일일평균 가장 큰 하락세를 보였음.
- S&P사의 경쟁사인 무디스의 주가도 동반하락세를 보이면서 지난 2월 4일 10.7% 하락해 2월 12일 현재 46.09달러를 기록

〈그림 2〉 S&amp;P사 피소 후 신용평가회사 주가 추이



#### ■ 전문가들은 이번 S&P사 소송결과를 지켜보겠다는 관망론적 분위기

- 전문가들은 신용평가모델의 정확성과 객관성을 법적으로 판결하기 어렵고 금융사기를 입증하는 것이 어렵다고 보고 있기 때문
  - 신용평가회사들의 모델해저드와 불건전 영업관행이 허위진술 등 사기죄에 해당하는지 입증하는 것이 쉽지 않을 것이라는 예상이 지배적

## 4. 구조화금융 신용평가의 문제점



#### ■ 구조화 금융상품의 경우 일반 회사채에 비해 신용등급이 1년 안에 보다 많이 강등

- 구조화 금융 상품에 대해 기존 등급을 받은 뒤 1년 이내에 신용평가 등급이 조정될 가능성이 회사채에 비해 현저하게 높은 것으로 나타났음(Zhou and Kuma(2012)).
  - 특히 AAA 등급의 경우에도 1년 이내에 A 또는 그 이하로 떨어지는 비율이 6.38%에 이르렀고 BB 또는 그 이하로 신용등급이 급격하게 추락한 경우도 3.98%에 달했음(〈표2〉 참조).

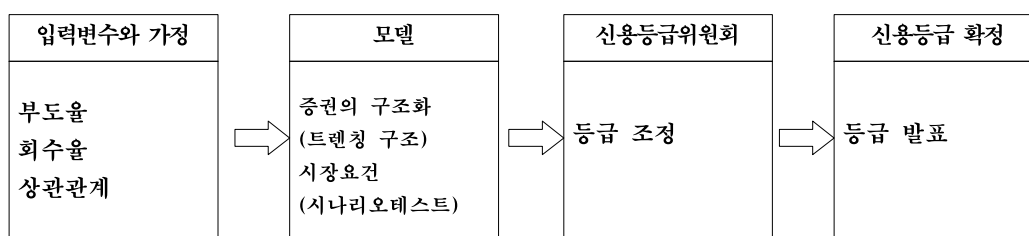
〈표 2〉 1984~2009년 사이에 신용등급 평가 1년 이내에 신용등급이 하락한 비율

기존등급	조정등급	구조화 증권	회사채
AAA	A 또는 이하	6.38%	0.37%
AAA	BB 또는 이하	3.98%	0.04%
AA	BBB 또는 이하	12.41%	0.50%
AA	BB 또는 이하	10.07%	0.11%

자료: Bin Zhou and Pavitra Kumar (2012), "Economic Considerations in Litigation Against the Credit Rating Agencies", (<http://www.brattle.com>) Brattle Group discussion paper 재정리.

■ 일반적인 신용평가 절차를 보더라도 신용평가회사의 전반적인 이해상충 문제가 제기될 가능성이 큼.

〈그림 3〉 신용평가 절차 및 흐름도



자료: Bin Zhou and Pavitra Kumar (2012), "Economic Considerations in Litigation Against the Credit Rating Agencies", (<http://www.brattle.com>) Brattle Group discussion paper 재정리.

- 신용평가회사는 구조화 금융상품 발행기관에 각종 정보를 제공하고 수수료 수입을 취하며, 발행기관은 취득한 정보를 바탕으로 높은 신용등급을 받게 되는 이해상충의 문제가 발생함.
  - 구조화 상품의 발행기관은 등급쇼핑(rating shopping)을 통해 신용보강(credit enhancement)을 적게 요구하는 신용평가회사를 찾고, 이를 의식한 일부 신용평가회사는 수입을 올리기 위해 등급을 실제보다 높게 평가하는 등급 인플레이 문제가 발생함.
  - 급격한 시장변화를 적시에 평가모델에 반영하는 것이 신용평가 시스템에 중요함에도 불구하고 신용평가회사들의 느장대응이 비판을 받았음.
  - 2007년 초 서브프라임 모기지 부실 문제가 대두되었음에도 불구하고 글로벌 신용평가기관들은 2007년 4/4분기에 가서야 신용등급을 하향조정했음.

## 5. 국내에 주는 시사점



- 국내에도 구조화 금융관련 다수의 소송이 진행되고 있으나 이 중에서 신용평가회사에 대한 소송은 농협과 무디스, S&P사 간 소송임.
  - 농협이 외국인 투자자 15곳과 더불어 모건스탠리와 무디스, S&P사를 상대로 소송 중
    - 1,000만 달러를 투자한 농협은 당초 아부다비상업은행을 비롯한 외국 기관들이 뉴욕 연방법원에 제기한 소송에 2010년 말 합류함.
    - CDO를 비롯한 파생금융상품에 투자한 원금 87억 달러를 날리게 된 기관투자자들은 소장에서 신용평가회사들이 허위로 최고등급을 부여했다(falsely issued their highest ratings)고 주장함.
    - 최근 법원에서는 무디스와 S&P사에 대한 사기혐의(fraud claims)와 모건스탠리에 대한 사기방조죄(a claim of aiding and abetting fraud)에 대한 기각 요청이 거부돼 오는 5월 재판을 기다리고 있음.
  
- 국내 금융기관들은 신용평가회사를 상대로 한 소송 이외에도 CDO 발행자인 투자은행들을 대상으로 한 소송에 관여돼 있음.
  - 흥국생명과 흥국화재가 지난 2007년 말 미국 서브프라임 사태로 손실된 투자금액의 40%가량을 골드만삭스로부터 돌려받기로 했음.
  - 우리은행이 2005~2008년 총 1억 4,300만 달러의 CDO를 매입했다가 손실을 본 뒤 뉴욕법원에 제기한 소송이 공소시효 문제로 최근 기각됨.

〈표 3〉 국내 금융권 CDO관련 소송 일지

2011년 흥국생명, 골드만삭스에 손배소
2011년 우리은행, 씨티은행 등에 손배소
2012년 5월 우리은행, Royal Bank of Scotland (RBS)에 패소
2013년 2월 우리은행, Bank of America (BoA)에 패소
2013년 2월 흥국생명, 골드만삭스와 투자손실 206억 원 회수 합의

자료: 한국경제(2013. 2. 8) 재정리.

- 이번 소송을 계기로 국내외적으로 구조화 금융상품에 대한 신용평가의 투명성을 요구하는 시장의 목소리가 커지면서 신용등급 평가의 투명성을 제고하는 전기가 마련될 것으로 기대
  - 금융기관들은 미국 FIRREA 등에서 규정하고 있는 금융사기에 대한 법적인 이해를 명확히 하고 향후 소송 결과가 민간차원에서 진행 중인 구조화 금융 관련 소송에 미칠 영향을 지켜볼 필요가 있음.
  
- 국내 금융기관은 구조화 금융상품 투자시 신용평가등급에 대한 의존도를 줄이는 한편 등급 인플레 가능성을 염두에 두고 자체 신용위험 평가시스템을 강화하는 방안을 강구해야함.
  - 외부 신용평가등급은 구조화 상품 투자시 참조지표로 활용해야하며 투자자들 스스로 자체 실사(due diligence)를 통한 신용위험관리가 병행되어야 함.
  - 금융회사는 내부적으로 자체적인 신용도 평가방식을 도입해 외부 신용등급 평가결과를 모니터링하고 신용평가회사에 대한 의존도를 낮춰야 함.
  - 신용평가의 공정성과 투명성을 높이기 위해서 신용평가회사의 설명책임(accountability)을 강화하고 복잡한 금융상품에 대한 차별화된 신용평가 기준 도입, 정보공시(disclosure) 의무를 강화하는 방안이 마련되어야 함. [kiri](#)