

## 커버드본드제도의 시행과 시장변화\*

연구위원 황세운

2014년 4월 15일부터 커버드본드법이 시행된다. 커버드본드의 투자자는 원리금상환에 대하여 발행기관과 담보자산에 대하여 이중청구권을 가지게 된다는 사실이 가장 핵심적인 특징이다. 커버드본드의 국내발행은 신용등급 개선 및 발행금리 인하 효과가 크지 않아 단기적으로는 시장활성화가 제한적일 것으로 예상된다. 장기적 관점에서는 조달수단 다양화와 만기확대에 대한 수요가 커지고 있기 때문에 활용도가 증가할 전망이다. 해외발행은 신용등급 상승으로 인한 비용절감 효과가 기대되기 때문에 상대적으로 조기에 활성화될 가능성이 높다. 제도의 성공적인 정착을 위하여 커버드본드 기초자산에 대한 표준화수준을 높이고, 시장의 활용도를 높이기 위하여 적절한 인센티브를 설계해 나갈 필요성이 크다.

2014년 4월 15일부터 ‘이중상환청구권부 채권 발행에 관한 법률’(이하 커버드본드법)이 시행된다. 지난 2013년 12월 19일 국회에서 통과되었고 2014년 1월 14일 정부에 의해 공포된 커버드본드법이 3개월의 경과기간을 거쳐 마침내 본격적인 시행을 목전에 두고 있다.

커버드본드(Covered bond)는 유럽을 중심으로 활용되고 있는 은행의 자금조달수단이다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국의 금융기관들은 모기지 기초자산으로 하는 유동화증권의 발행을 통한 자금조달에 큰 어려움을 겪었다. 그러나 이와는 대조적으로 유럽의 은행들은 커버드본드 발행

을 통하여 상대적으로 안정적인 자금조달이 가능하였다. 위기과정에서 확인된 커버드본드의 이러한 유용성에 대해 유럽이외의 지역에 있는 국가들도 주목하게 되었고 자연스럽게 커버드본드의 활용은 호주, 뉴질랜드, 칠레, 페루, 우루과이 등을 포함한 전 세계로 확산되어 가고 있는 추세이다. 우리나라의 경우에 있어서도 글로벌 금융위기를 겪으면서 제도도입의 필요성이 강하게 제기되었고, 약 2년여에 걸친 정책당국과 금융회사들의 노력을 통하여 아시아 지역에서는 처음으로 커버드본드법을 제정하기에 이르렀다. 이에 본고는 새로이 도입되는 커버드본드의 특징 및 활용도를 살펴보고, 제도의 시행이 가져올 시장변화에 대해 전망해보고자 한다.

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.



### 커버드본드의 주요 특징 및 활용도

커버드본드는 금융회사(주로 은행)가 중장기 자금의 조달을 위하여 주택담보대출채권과 같은 우량자산을 담보(Cover pool)로 제공하여 발행하는 채권이다. 커버드본드의 투자자는 원리금상환에 대하여 이중청구권(Dual recourse)을 가지게 된다는 사실이 커버드본드의 가장 핵심적인 특징이다. 투자자는 발행회사에 대하여 일차적인 청구권을 가지며, 발행회사가 파산할 경우 담보자산에 대한 우선적인 청구권을 보장받는다. 만일 담보자산만으로는 상환재원이 충분히 확보되지 못한다면 발행회사의 여타 자산에 대해서도 청구권을 가지게 된다. 모기지유동화증권(이후 MBS)이나 담보부사채에 비하여 채권자보호를 두텁게 한 것이다. 커버드본드는 발행이후에도 담보자산이 발행회사의 재무제표에 계속 기록된다는 점에서 MBS와 구별되지만, 발행회사의 파산위험으로부터 절연(Bankruptcy insulation)된다는 점에서는 유사하다.

커버드본드를 발행할 수 있는 기관은 은행이나 주택금융공사와 같은 관련기관으로만 제한된다. 담보로 사용되는 기초자산으로는 LTV 70% 이하의 주택담보대출, 국공채, 국가·공공기관대출, LTV 70% 이하의 선박·항공기 담보대출 등이 포함되었다. 커버드본드의 안전성을 확보하기 위하여 발행기관은 직전 회계연도 말 총 자산의 4%내에서만 발행할 수 있다. 발행기관은 커버드본드 발행시 발행계획과 기초자산집합에 관한 세부사항을 금융위원회에 등록하여야 하며, 등록된 기초자산집합은 발행기관이 파산할 경우 파산절

차로부터 분리된다.

이상과 같은 특성으로 인하여 커버드본드는 은행이 유용하게 활용하는 자금조달수단이다. 커버드본드 시장의 중심인 유럽에서 커버드본드는 무보증 은행채와 더불어 은행의 중요한 자금조달수단이 되었고, 우리나라의 경우에도 은행중심의 금융상품으로 설계되었다. 장기적인 관점에서 커버드본드는 은행채 발행수요를 일정부분 대체할 가능성이 높다. 2013년말 기준으로 은행채의 발행잔액은 약 93조원 수준이며, 동일시점을 기준으로 은행의 커버드본드 발행가능액을 추정하면 약 50조원에 이른다. 적절한 시장환경이 조성된다면 커버드본드가 은행채를 비중있게 대체할 가능성이 충분함을 보여주는 대목이다. 특히 미래에 발생할 수 있는 위기상황에서는 그 활용도가 더욱 높아질 것으로 예상된다.

은행은 조달수단의 다양화뿐만 아니라 만기구조의 장기화를 위해서도 커버드본드를 활용할 수 있다. 현재 은행채는 3년 내외의 만기로 발행되고 있다. 커버드본드의 경우 만기 5년 이상의 장기물 위주로 발행될 가능성이 높아 비중이 커진다면 은행자금조달의 만기구조를 길게 가져가는 데에 도움이 될 것으로 보인다.

### 커버드본드 시장전망

커버드본드법의 시행은 커버드본드의 발행을 위한 제도적 환경이 마련되었음을 의미하지만 새로운 제도의 도입 이후 얼마나 신속히 시장활성화가 이루어질 것인가에 관해서는 여전히 많은 불확실성이 남아 있다. 먼저 커버드본드의 국내

발행에 대해서는 상품성의 차별화에 대한 우려가 높은 상황이다. 커버드본드는 이중상환청구권으로 인하여 은행채보다 더 안전한 상품으로 인식된다. 따라서 은행채의 신용등급보다 더 우수한 등급이 부여될 수 있는 상품이지만, 현실적으로 은행채의 국내 신용등급이 AAA인 점을 감안하면 신용등급상의 차별성을 확보하기가 지극히 제한적이다. 발행금리 측면에서도 안전장치의 강화로 인한 추가적인 발행금리의 인하가능성이 낮은 편이다. 현재 국고채와 은행채간의 금리 스프레드는 약 20~30bp 수준이다. 커버드본드의 금리수준은 이론적으로 국고채와 은행채의 중간수준에서 결정될 것이지만, 양자간의 스프레드가 밀착되어 있기 때문에 발행금리상의 개선효과를 누리기 어렵다. 투자자 측면에 있어서도 은행채의 신용위험이 이미 충분히 낮다고 판단되는 상황에서 추가적인 안전장치의 확보를 위하여 수익률을 포기할 실익이 별로 없다. 결국 국내발행에 있어서는 발행자와 투자자 양방의 인센티브가 높지 않은 상황이다.

국내 발행에 비해서 커버드본드의 해외발행은 상대적으로 시장이 조기에 형성될 가능성이 높다. 은행들은 해외에서 채권을 발행할 경우 국내와 같은 AAA등급을 받지는 못하고 있는데, 커버드본드를 발행할 경우 2~3단계 높은 신용등급의 부여가 가능할 것으로 예상된다. 따라서 발행금리의 추가적인 하락이 충분히 가능할 것으로 보이는데, 원화로의 스왑비용을 고려하더라도 은행이 발행에 관심을 가질 가능성은 높다. 물론 해외발행에 대한 신용등급의 상승은 주택담보대출

의 유동성이 향상되어야 한다는 전제를 두고 있다는 부담이 존재한다. 발행기관의 디폴트가 발생할 경우 담보자산인 주택담보대출을 매각하여 투자자금을 회수해야 한다. 그런데 국내의 경우 주택담보대출이 거래되는 시장이 존재하지 않는 상황이기 때문에 매각을 통한 투자자금의 신속한 회수에 상당한 불확실성이 존재하며, 이러한 불확실성이 해소되지 않는다면 해외발행시 신용등급의 상승이 기대보다 낮은 수준에서 이루어질 가능성도 있다.

이상과 같이 커버드본드의 국내 및 해외시장 전망을 비교해 보았을 때 커버드본드의 차별성 부각이 쉽지 않고 설계구조에 대한 시장의 이해도 부족한 상황이기 때문에 국내시장의 활성화는 상대적으로 더 긴 시간이 필요할 것으로 보인다. 그러나 장기적인 관점에서 접근한다면 국내 커버드본드의 시장발전 가능성은 상당히 양호한 편으로 볼 수 있다. 그간 국내 주택담보대출은 외국에 비하여 만기가 짧았고 변동금리 중심으로 이루어져 왔다. 그러나 고정금리 장기주택담보대출에 대한 수요가 증가하고 있는 추세이기 때문에 은행의 입장에서도 ALM의 관점에서 커버드본드의 발행유인은 커질 수 있다. 또한 향후 금리가 상승세로 전환되고 신용 스프레드와 기간 스프레드가 확대된다면 커버드본드 발행에 의한 발행금리 인하효과가 커질 수 있기 때문에 시장의 활성화를 기대할 수 있다. 위기시 자금조달의 유용한 도구가 된다는 점과 금융위기가 반복적으로 나타난다는 사실도 장기적으로는 커버드본드의 유용성을 높이는 요인이다.



커버드본드제도의 시행은 은행에게 안정적인 장기자금조달 수단을 마련해준다는 점에서 금융 안정성 제고에 기여할 것으로 예상된다. 가계부 채구조 개선을 위한 고정금리 장기주택담보대출의 확대에도 긍정적으로 작용할 것이다. 그렇지만 언급한 바와 같이 커버드본드법의 시행은 시장활성화의 충분조건이 아니라 필요조건일 뿐이다. 호흡을 길게 잡고 시장발전을 위해 일관성 있는 시장개선활동이 이루어질 필요성이 크다. 제도의 성공적인 정착을 위하여 커버드본드 기초자산에 대한 표준화수준을 높이고, 시장의 활용도를 높이기 위하여 적절한 인센티브를 설계해 나가야 할 것이다.