

자산유동화제도 종합 개선방안의 의미*

선임연구위원 김필규

정부는 투자자 신뢰 속에 성장하는 효율적인 자산유동화시장을 재구축하기 위해 자산유동화에 관한 법률 개정을 포함한 자산유동화제도의 종합 개선방안을 발표하였다. 자산유동화제도 개선은 기업 및 금융기관의 자금조달이 원활히 이루어질 수 있도록 등록유동화제도를 개선하고, 자산유동화증권 구조의 이해상충 문제를 해결하기 위한 자산보유자 위험보유제도를 도입하며, 유동화시장의 투명성을 제고하기 위해 유동화증권 전반의 정보제공을 강화하는 것을 주요 방향으로 하고 있다. 이러한 제도 개선은 자산유동화증권시장의 당면한 문제점을 개선하여 시장 활성화를 도모하고, 시장의 투명성을 높이며, 투자자의 자산유동화증권에 대한 신뢰도를 제고한다는 측면에서 의의를 지니고 있다.

향후 자산유동화제도 개선이 기대하는 효과를 거두기 위해서는 자산유동화에 관한 법률이 신속하게 개정되고, 시장을 위축시키지 않고 건전성을 제고하는 탄력적이고 정교한 위험보유제도가 마련되어야 한다. 또한 다양한 참가자들의 적극적인 정보제공을 통한 효율적인 통합정보 시스템을 구축하고, 자산유동화증권시장의 거래 관행을 개선하고 효율적인 구조를 도입하려는 시장참여자의 적극적인 노력도 필요하다.

자산유동화증권은 기업 및 금융기관의 주요한 자금조달 수단 중에 하나이다. 국내 자산유동화증권 시장은 비등록유동화시장의 투명성이 낮고, 시장제도의 국제적 정합성이 미흡하며, 다양한 기업의 자금조달 수단의 기능이 저하되는 문제를 지니고 있다. 이에 정부는 5월 18일 자산유동화제도의 종합 개선방안을 발표하였다. 투자자 신뢰 속에 성장하는 효율적인 자산유동화시장을 재구축하기 위해 법률 개정을 포함한 시장 전반의 제도 개선을 추진하고 있다. 이러한 제도 개선은 그동안 제기되었던 다양한 문제점을 개선하고, 자산유동화증권시장의 효율성을 제고하며, 투자자의 신뢰를 제고하는 효과를 거둘 것으로 기대된다. 그러나 시장참여자들은 일부 추진방안이 발행자의 부담을 증가시키고 시장을 위축시킬 가능성이 있다는 우려를 제기하기도 한다. 이에 본고에서는 자산유동화제도 개선과 관련한 주요 내용과 쟁점을 살피고, 자산유동화증권시장을 활성화하는 한편 시장의 건전성을 제고하기 위한 바람직한 추진 방안을 살펴본다.

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

국내 자산유동화증권 제도 개선의 배경과 내용

국내 자산유동화증권시장은 자산유동화에 관한 법률에 근거한 등록유동화와 동법에 적용을 받지 않는 ABCP와 AB전단채와 같은 비등록유동화로 구분된다. 국내 자산유동화증권의 잔액은 등록유동화와 비등록유동화가 각각 200조원 내외로 비슷한 규모를 차지하고 있다. 등록유동화의 경우 모기지, 자동차할부, 신용카드 이용대금, 단말기 할부채권과 같은 집합채권의 유동화와 기업이 발행한 채권을 풀링하여 발행되는 CDO(Collateralized Debt Obligation) 등이 주로 발행되고 있다. 반면, 비등록유동화는 양도특례의 적용을 받을 필요가 없는 정기예금이나 부동산 PF 등을 기초로 발행되고 있다.

자산유동화에 관한 법률에 근거한 등록유동화의 경우 자산보유자 요건, 연속 및 추가 발행 금지와 같은 유동화법상 다양한 제약조건이 존재할 뿐만 아니라 유동화계획에 대한 금융감독원의 승인도 필요하다. 이로 인해 보다 간편한 방식으로 유동화의 효과를 거둘 수 있는 비등록유동화의 발행 수요가 크게 늘어났다. 등록유동화증권시장은 시장여건이 크게 변화하였음에도 불구하고 대폭적인 제도 개선이 이루어지지 않아 시장의 다양한 유동화 수요를 반영하지 못하고 있고, 비등록유동화증권시장은 발행증권에 대한 정보가 미흡하고 느슨한 규제로 잠재적 리스크 요인이 존재한다는 문제점을 지니고 있다. 이에 따라 정부는 법 개정을 포함한 자산유동화제도의 전반적인 개선을 통해 시장을 활성화하고, 투명성을 제고하는 방안을 마련하였다.

우선 기업 자금조달 활성화의 기반 마련을 위해 유동화거래 참여자를 확대하고, 다양한 자산의 활용도를 제고하며, 다양한 유동화 구조를 허용하고, 자산관리자 자격도 정비할 예정이다. 또한 지식재산권의 유동화 활성화 기반을 마련하고, 등록절차의 간소화 방안도 마련할 계획이다.

한편 자산유동화증권시장의 건전성 제고를 위한 방안도 추진된다. 유동화거래 이해상충을 방지하는 위험보유 규제를 도입하고, 유동화증권의 신용평가 품질을 제고하기 위해 신용평가사의 공시를 강화하고 신용평가 기초자료의 정확성을 제고하는 방안이 도입된다. 또한 자산유동화증권시장의 투명성 제고를 위해 비등록유동화를 포함하여 통합정보시스템을 구축할 예정이다.

등록유동화제도의 개선

자산유동화제도 개선방안은 등록유동화증권시장의 활성화를 위해 법 개정을 포함한 다양한 방안을 마련하고 있다. 우선 자산보유자의 자격을 확대한다. 자산보유자(originator)는 유동화 대상 자산을 보유한 기관으로 보유자산을 유동화하여 실질적으로 자금을 조달하는 기관이다. 자산유동화에 관한 법률에 따른 유동화증권의 자산보유자는 법과 시행령에 열거되어 있는 적격 기관에 한정하고 있다. 개선방안에서는 자산보유자의 자격요건을 확대하여 일반법인에 대한 일률적인 신용도 요건을 폐지하고, 국가·지자체, 서민금융기관 등에 대해 자산보유자 자격을 부여하는 등 자산보유자 자격을 확대할

예정이다. 한편 다수의 자산보유자가 자산을 양도하여 유동화증권을 발행하는 구조가 허용되는 등 다양한 유동화 구조 도입을 촉진하는 제도도 마련된다.

다양한 자산의 유동화를 촉진하는 방안도 추진된다. 자산유동화에 관한 법률상 유동화 대상이 될 수 있는 자산은 채권, 부동산 및 기타 재산권으로 포괄적으로 규정되어 있다. 법률상으로는 재산권 행사를 할 수 있는 대부분의 자산들이 유동화의 대상이 된다. 그러나 실제에 있어 유동화자산은 매매나 교환 방식의 양도가 가능해야 하고, 규제기관에 양도등록을 해야 하기 때문에 양도 및 등록이 가능한 재산권으로 한정이 된다. 즉 자산의 가치를 산정하고 자산의 소유권을 유동화회사로 양도할 수 있으며, 현금흐름이 어느 정도 예측 가능한 자산이 주로 유동화된다. 이에 따라 무체재산권과 미래 매출채권 등의 경우 자산 요건에 대한 다양한 쟁점이 존재하였고 이를 우회하기 위해 브리지론 구조가 도입되기도 하였다. 이번 제도 개선방안에는 무체재산권과 미래 매출채권 등이 유동화대상으로 폭 넓게 활용될 수 있도록 자산의 정의를 재정비하는 내용이 포함되어 있다. 또한 지식재산권의 유동화가 가능하도록 유권해석을 통해 지적재산권 유동화의 법률적 불확실성을 해소하고, 지식재산권 유동화 시범사업도 추진할 예정이다.

이와 같은 제도 개선이 이루어질 경우 등록유동화증권시장의 다양성이 제고되고 시장규모가 증가하는 효과를 거둘 것으로 예상된다. 우선 자산보유자의 자격 요건이 확대되면 국가·지자체 및 신용도가 낮은 기업 등이 자산유동화 구조를 도입한 자금조달이 확대될 것이다. 특히 신용도가 낮은 기업의 경우 보유한 자산을 활용한 자금 조달의 기회가 확대될 것으로 보인다. 다수의 자산보유자가 참여하는 유동화구조를 허용하게 되면 다수 기업들의 매출채권을 모아서 유동화하는 멀티셀러 ABCP와 같은 구조의 도입이 가능하며, 이를 통해 중소기업의 자산유동화증권을 통한 자금조달이 원활하게 이루어질 수 있다. 또한 지적재산권을 보유한 혁신기업들이 동 자산의 현금흐름을 활용한 자금조달도 가능해질 수 있다.

위험보유규제의 도입

이번 개선방안에는 자산유동화증권의 구조상 발생하는 이해상충의 문제를 해결하고, 시장의 신뢰를 높이며, 글로벌 정합성을 제고하기 위해 자산보유자 위험보유제도를 도입할 예정이다. 자산보유자 위험보유제도는 글로벌 금융위기의 과정에서 자산보유자의 위험이 시장에 모두 이전됨으로써 적정한 자산관리의 유인이 낮아지는 문제를 해결하기 위해 도입된 제도이다. 신용위험 이전거래에서 모든 신용위험이 투자자로 이전되면 자산보유자는 여신심사를 제대로 할 유인이 낮아지고, 수익을 확대하기 위해 공격적인 대출을 통해 유동화 규모를 확대시킬 가능성이 높아지며, 자산의 사후 관리 유인도 크게 감소할 수 있다. 이에 따라 미국, 유럽 및 일본 등 자산유동화시장이 활성화되어 있는 대부분의 국

가들은 자산보유자가 일정 수준의 위험을 보유하는 제도를 도입하였다. 그러나 위험보유와 관련한 세부적인 규제방식은 국가마다 상이한 모습을 보이고 있다. 미국은 다양한 보유방식을 허용하였고, 특정한 요건에 부합하는 주택담보대출, 상업용 부동산, 상업용대출 및 자동차할부 등의 적격 자산과 주택저당공사가 인수한 주택담보대출 등에 대해 위험보유 요건을 완화하거나 면제해주는 제도를 도입하였다. 일본도 비교적 탄력적인 위험보유규제를 도입하고 있다. 반면 유럽은 자산보유자가 적어도 5% 이상의 위험을 인수하였음을 확약한 경우에만 투자를 할 수 있도록 보다 강화된 위험보유규제를 도입하였다.

위험보유규제가 시장에 미치는 영향은 국가마다 커다란 차이를 보이고 있다. 미국의 경우에는 최근 자산유동화증권시장이 다시 활성화되는 모습을 보이는 데 반해 유럽은 글로벌 금융위기 이후 자산유동화증권시장이 지속적인 침체를 보이고 있다.

그동안 우리나라는 위험보유제도의 도입을 미루었다. 위험보유제도가 자산보유자의 부담을 증가시켜 자산유동화증권시장을 위축시킬 가능성이 있기 때문이다. 그러나 국내에 자산유동화의 이해상충 문제를 적절하게 통제하는 수단이 존재하지 않아 글로벌 표준과의 차이가 존재하고, 국내 자산보유자가 해외에서 유동화증권을 발행하는 경우 준거 규제에 대한 혼란이 발생할 가능성이 있으며, 글로벌 표준과의 차이로 인한 불이익도 일부 발생하고 있기 때문에 더 이상 위험보유제도를 미루기 어려운 상황이다. 이에 따라 정부는 시장의 충격을 최소화하는 방식으로 위험보유규제의 도입을 추진할 계획이다. 위험보유규제 방식을 보면 자산보유자·주간사 등에게 규제 의무를 부여하고 세부 정보를 공개하도록 하고, 다양한 위험보유 구조를 허용하며, 위험보유비율은 명목가치를 기준으로 산정하는 방식을 도입할 예정이다. 신용위험이 낮거나 이해상충 여지가 적은 유동화구조, 기초자산 등에 대해서는 미국과 같이 규제를 면제 또는 완화하는 제도의 도입을 추진하고 있다.

이와 같은 탄력적인 제도를 도입할 경우 위험보유규제가 자산유동화증권시장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 일단 국내 집합채권 유동화의 경우 대부분 자산보유자가 일정 수준의 위험을 보유하고 있기 때문에 추가적인 자산보유자의 부담은 크지 않을 것이다. 또한 신용도가 높은 자산이나 자산보유자의 이해상충이 낮은 경우에는 예외를 적용하여 규제 도입이 자산보유자의 높은 부담으로 작용할 가능성은 낮다.

자산유동화 통합 정보제공 체계의 도입

국내 자산유동화증권 관련 정보제공은 등록유동화와 비등록유동화 간에 커다란 차이를 보이고 있다. 등록유동화의 경우 유동화계획등록 등에서 세부적인 공시기준이 도입되어 있고, 유통시장 공시는 유동화회사의 사업보고서 공시를 통해 이루어지고 있다. 유동화계획등록은 거래참여자, 자산의 특성,

유동화구조, 신용보강 등 자산유동화증권의 특성과 위험을 파악할 수 있는 구조로 구성되어 있다. 그러나 유동화계획등록의 내용이 일부 중복되거나 불필요한 내용이 포함되어 있고, 자산보유자의 과거 유동화실적과 같은 중요 사항이 공시 대상에 포함되지 않고 있다는 문제가 있다. 한편 비등록유동화의 경우에는 임의적 정보제공에 의존하여, 발행 증권에 기초적인 정보조차 공개되지 않고 있다. ABCP와 AB전단채는 일정한 요건을 만족시키는 경우 사모로 취급되기 때문에 유동화계획등록 및 증권신고 등을 면제하고 있으며, 한국예탁결제원의 세이브로(SEIBro)를 통해 ABCP 및 AB전단채의 일반적인 발행 정보가 제공되고 있으나 전반적인 유동화구조를 파악하는 데에는 미흡한 상황이다.

이에 따라 한국예탁결제원을 통해 일원화된 유동화증권 통합정보시스템을 도입하는 방안이 추진된다. 통합정보시스템은 등록유동화와 비등록유동화를 모두 포함한 유동화증권시장 전반의 정보를 구축하며, 발행 정보, 자금조달 주체, 기초자산, 신용보강 등과 같은 유동화 관련 핵심정보를 통일된 기준으로 수집하여 제공한다. 유동화관련 정보는 관련 정보의 접근성이 높은 금융감독원, 신용평가사, 한국예탁결제원, 주권증권사 및 금융투자협회 등으로부터 수집하며, 한국예탁결제원이 동 정보를 통합하여 단일 플랫폼으로 정보를 제공할 예정이다.

이와 같은 정보체계 구축을 통해 자산유동화 관련 정보 투명성이 크게 제고되는 효과를 거둘 수 있다. 특히 비등록유동화에 대한 정확한 정보를 빠짐없이 수집하여 제공함으로써 시장의 위험을 정확히 파악하고 대처하는 능력을 제고할 수 있을 것이다. 또한 비등록유동화의 기초자산 특성, 거래참여자 정보 및 신용보강 정보 등이 제공됨으로써 투자자의 유동화증권에 대한 합리적인 투자판단에 도움이 되고, 유동화증권에 대한 신뢰가 제고될 것으로 기대한다.

자산유동화제도 개선의 성공요인

현재 추진되는 자산유동화제도의 종합 개선방안은 그동안 미루어왔던 자산유동화제도의 문제점을 개선하여 기업 및 금융기관의 자산유동화증권을 통한 자금조달을 활성화하고, 시장의 투명성을 제고하여 자산유동화증권에 대한 투자자의 신뢰도를 제고한다는 측면에서 의의를 지니고 있다고 볼 수 있다.

향후 자산유동화제도 개선이 기대하는 효과를 거두기 위해서는 법 개정이 원활히 이루어져야 한다. 자산보유자의 확대, 다수의 자산보유자 구조의 도입 및 자산의 정의에 대한 정비 등은 법·시행령의 개정이 전제되기 때문이다.

자산보유자의 위험보유의 경우에는 다양한 시장참여자의 의견을 반영하여 탄력적인 제도가 마련될 필요가 있다. 유럽의 사례와 같이 획일적이고 강화된 규제가 도입될 경우 자산보유자의 유동화증권 발행 유인이 크게 낮아져서 전체 유동화증권시장을 위축시키는 결과를 초래할 수도 있다. 따라서 제도 도입에 앞서 개별 자산보유자와 자산별 현황을 파악하고 시장에 미치는 영향을 검토하여 탄력적이고

정교한 위험보유규제를 도입할 필요가 있다.

자산유동화 통합정보 구축이 기대하는 성과를 거두기 위해서는 다양한 참여자들이 보유한 정보를 적시에 정확하게 구축하고 이를 효율적으로 제공하는 방안이 마련되어야 한다. 이를 위해 정보를 보유한 기관들의 정보제공 근거 규정을 정비해야 한다. 또한 이해관계자의 수요에 부합하는 유동화증권 관련 정보를 정교하게 정의하고, 동 정보가 효율적으로 전달될 수 있는 플랫폼을 구축해야 한다.

이와 더불어 자산유동화증권시장 관련 인프라가 개선되어야 한다. 예를 들어 다수 기업의 매출채권을 통한 자금조달을 활성화하기 위해서는 멀티셀러 ABCP 프로그램이 마련되어야 하며, 금융회사가 상시적으로 매출채권을 할인하여 유동화하기 위한 시스템을 구축할 필요가 있다. 또한 지적재산권 유동화가 성공을 거두기 위해서는 다수의 지적재산권을 모으고 현금흐름을 통제하며, 효율적인 지적재산권을 관리하는 기구의 도입도 검토될 필요가 있다.

이와 같이 유동화제도 개선이 성공을 거두기 위해서는 법과 제도의 개선과 더불어 유동화구조가 원활하게 작동할 수 있도록 유동화증권 시장의 관행이 개선되고 시장 활성화를 위한 인프라 구축도 필요하다.