

자산유동화증권 (ABS) 시장 발전방안 연구

2002. 11

김 형 태

김 필 규

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

1998년 「자산유동화에 관한 법률」 제정으로 국내에 자산유동화제도가 도입된 이래 자산유동화증권은 국내 자본시장에서 커다란 축으로 성장하고 있다. 발행규모에서 보면 2001년중 자산유동화증권 발행규모가 43조원에 달하고 있으며 전체 회사채시장에서 자산유동화증권의 시장규모도 40%를 상회하고 있는 상황이다. 이와 같이 자산유동화증권 시장의 성장에는 자산유동화증권이 시장참가자에게 다양한 이득을 주는 금융상품이라는 인식의 확대에 주로 기인한다고 볼 수 있다.

그러나 이러한 시장규모의 급격한 증가에도 불구하고 자산유동화증권의 원활한 발행과 건전한 시장 발전을 위해서는 제도나 인프라 및 증권구조의 설계 등 다양한 부분의 개선이 필요한 상황이다.

본 연구에서는 국내외 자산유동화증권의 시장에 대한 분석에 기초하여 향후 바람직한 자산유동화증권 시장을 형성하기 위한 개선방안을 제시하고 있다. 기존의 자산유동화증권 시장 및 발행현황에 대한 분석에 근거하여 문제점을 도출하고, 시장참가자의 설문조사에 근거한 시장의 질적인 문제점을 파악하며, 외국의 자산유동화증권 시장의 현황과 인프라 상황을 비교 분석하여 당면한 문제점을 분석한다.

자산유동화증권 시장에 대한 분석에 따르면 향후 국내 자산유동화증권이 활성화되기 위해서는 자산유동화증권 제도의 근간이 되는 자산유동화에 관한 법이 보다 효율적으로 개선되어야 하며, 특히 새로운 유동화구조의 도입과 대상자산의 확대 및 자산보유자 자격의 확대 등을 통해 다양한 자산을 기초로 유연한 구조의 증권 상품으로서의 기능을 더욱 활성화되 건전한 규제부문은 더욱 강화되어야 하는 것으로 나타났다.

이와 더불어 시장의 다양한 참여자들에게도 각자의 역할과 기능을

활성화하기 위한 노력이 요구된다고 볼 수 있다.

특히 자산유동화증권의 투자자들에게 자산유동화에 대한 관심을 제고시키기 위한 방안의 마련과 더불어 합리적인 가격결정의 메카니즘의 도입이 필요하다고 볼 수 있다. 또한 ABCP Program, Synthetic CBO도입 등에 대한 규제적인 바탕이 적절히 마련되고, master trust, ABS conduit구조의 도입, 파생금융상품 기법을 도입한 자산유동화증권 구조의 도입 등이 활성화되어 보다 효율적인 시장의 기반 마련도 시급한 것으로 나타났다.

본 보고서는 본원의 김형태 박사와 한국기업평가의 김필규 박사의 노고를 통해 작성되었다. 이에 감사의 뜻을 전한다.

마지막으로 본 보고서의 내용과 의견은 전적으로 연구진 개인의견이며 본 연구원의 공식 견해가 아님을 밝혀둔다.

2002년 11월

한국증권연구원

원장 박상용

목 차

I. 서론	3
1. 연구의 배경과 목적	3
2. 자산유동화증권시장의 분석체계	5
3. 연구의 구성	8
II. 자산유동화의 개념과 이론적 근거	13
1. 자산유동화와 증권화의 비교	13
가. 증권화의 개념	13
나. 자산유동화의 개념	14
2. 자산유동화에 관한 법률상 자산유동화	15
3. 증권설계 관점에서의 자산유동화	17
4. 자산유동화의 이론적 근거	18
III. 자산유동화증권시장과 제도의 발전단계별 분석	25
1. 자산유동화제도 분석	25
가. 미국의 자산유동화제도	25
나. 일본의 자산유동화제도	28
다. 한국의 자산유동화제도	30

2. 자산유동화증권시장의 발전단계별 분석	36
가. 도입기(1999 - 2000) : 구조조정수단으로서의 ABS	36
나. 성장기(2001) : 기업자금조달수단으로서의 ABS	39
다. 전환기(2002) : 새로운 도약의 모색	42
3. 자산유동화증권 발행비중 변화추이 분석	45
가. 자산유동화채권의 회사채시장 점유비중 변화추이	46
나. 자산보유자별 자산유동화증권 발행비중 변화추이	47
다. 유동화자산별 자산유동화증권 발행비중 변화추이	49
라. 신용등급별 · 만기별 유동화증권발행비중 변화추이	51
4. 한국 자산유동화증권시장의 특성: 한국 vs 미국	52

IV. 시장참가자, 유동화구조, 유동화증권의 현황분석과 발전 방안59

1. 시장참가자 현황분석과 발전방안	59
가. 자산보유자 현황분석과 개선방안	59
나. 자산관리자 현황분석과 개선방안	62
다. 수탁관리기관(trustee)의 현황분석과 개선방안	64
라. 주간사 증권사의 현황분석과 발전방안	65
마. 신용평가사의 현황분석과 발전방안	67
2. 유동화구조의 현황분석과 발전방안	69
가. 유동화구조 의의와 중요성	69
나. 자산의 양도와 관련된 유동화구조	70
다. 신용보강과 관련된 유동화구조	76
3. 유동화증권 현황분석과 발전방안	80
가. 유동화증권 현황분석	80
나. ABCP	83

V. 유동화자산별 유동화의 현황분석과 발전방안95

- 1. 유동화자산의 분류기준 설정95
- 2. 상환확정형자산 유동화의 현황분석과 발전방안98
 - 가. 자동차할부금융자산의 유동화98
 - 나. 주택저당채권유동화증권(MBS)102
 - 다. CDO107
 - 라. 부실채권유동화112
- 3. 상환비확정형자산 유동화의 현황분석과 발전방안114
 - 가. 미래채권(future flow) 유동화115
 - 나. 신용카드채권 유동화118
 - 다. 매출채권 유동화122
 - 라. 주식유동화와 관련된 이슈127

VI. 자산유동화 구조설계의 혁신133

- 1. 합성(synthetic)CDO134
 - 가. 의의와 유용성134
 - 나. 유동화구조의 특성135
 - 다. 제도적 이슈139
- 2. 파생상품을 활용한 자산유동화 구조141
 - 가. 현금흐름스왑을 활용한 자산유동화 구조141
 - 나. 통화스왑을 활용한 자산유동화 구조144
- 3. 다단계구조와 Pre-IPO주식의 유동화148
 - 가. 의의와 유용성148
 - 나. 유동화구조의 특성149
 - 다. 제도적 이슈150

4. Repackaging Vehicle로서의 자산유동화	152
가. 의의와 유용성	152
나. 유동화구조의 특성	153
다. 제도적 이슈	154
5. 시장가치 CBO(market value CBO)	156
가. 의의와 유용성	156
나. 유동화 구조의 특성	156
다. 제도적 이슈	159
6. 마스터신탁(Master Trust)을 활용한 자산유동화 구조	160
가. 의의와 유용성	160
나. 유동화구조의 특성	162
다. 제도적 이슈	163
VII. 시장참가자 대상 설문조사의 결과 분석	167
1. 주요 설문내용	167
가. 설문의 목적 및 대상	167
나. 설문의 주요 내용	167
다. 설문 응답자의 분포	168
2. 설문결과의 분석	170
가. 자산유동화시장 현황에 대한 설문결과	170
나. 자산유동화 제도 및 정책에 대한 의견	177
다. 자산유동화구조	183
라. 제도 개선방안에 대한 의견	189
3. 설문결과 요약과 시사점	196

Ⅷ. 자산유동화증권시장의 발전 방안	201
1. 후순위채권 매각의 활성화 방안	201
가. 후순위채권 인수관련 문제점	201
나. 후순위채권 매각의 필요성	202
다. 후순위채권 매각의 활성화 방안	203
2. 시장참가자들의 역할 재정립과 전문화	205
가. 자산보유자 개념의 확대	205
나. 자산관리자 업무의 효율화	207
다. 수탁관리기관의 명문화	208
라. 주간사 증권사와 신용평가사의 기능강화	208
3. 자산유동화 구조설계의 혁신을 위한 제도개선	209
가. 합성CDO 활성화를 위한 제도개선 방안	209
나. 마스터신탁 활성화를 위한 제도개선 방안	210
다. 유동화를 전제로 한 MBS 상품설계의 활성화	211
4. 자산유동화 공시관련 딜레마의 해결 방안	212
5. 금융보증(financial guarantee)의 활성화와 단종보험(monoline insurance) 제도의 도입	213
6. 회사정리법·파산법·기업구조조정촉진법의 재정비	217
참 고 문 헌	221
부 록: 자산유동화증권에 대한 설문지	227

표 목 차

<표 III-1> 일본의 자산유동화관련 법률의 주요 내용	29
<표 III-2> 2000년도 자산보유자별 ABS발행 현황	37
<표 III-3> 2000년도 유동화자산 종류별 ABS발행 현황	38
<표 III-4> 2001년도 자산보유자별 ABS발행 현황	40
<표 III-5> 2001년도 유동화자산 종류별 ABS발행 현황	41
<표 III-6> 2002년도 상반기 자산보유자별 ABS발행 현황	44
<표 III-7> 2002년도 상반기 유동화자산 종류별 ABS발행 현황	45
<표 III-8> 자산유보유자별 부실대출채권 유동화 현황	49
<표 III-9> 한국 자산유동화증권시장의 특성: 한국 vs 미국	55
<표 IV-1> 마스터신탁과 단일신탁의 비교	76
<표 IV-2> 국내발행 유동화증권의 자산별 신용보강 비율	78
<표 V-1> 현금흐름 특성에 입각한 유동화자산의 분류	97
<표 V-2> 주택저당채권 유동화증권의 발행 실적	103
<표 VI-1> 현금흐름CBO와 시장가치CBO의 비교	157
<표 VII-1> 응답자의 특성별 자산유동화의 발행 목적의 중요도	172
<표 VII-2> 응답자 특성별 규제기관의 정책방향에 대한 의견	178
<표 VII-3> 규제 프로세스에 대한 응답	182
<표 VII-4> 시장 참여자별 신용보강 수준에 대한 의견	186
<표 VII-5> 투자시 자산유동화구조상의 중요도에 대한 의견	188
<표 VII-6> 자산유동화제도에 대한 의견	194
<표 VII-7> 유동화구조 및 절차에 대한 의견	195
<표 VII-8> 자산유동화시장에 대한 의견	195

그 립 목 차

<그림 I-1> 자산유동화증권시장의 분석체계	7
<그림 I-2> 연구의 구성체계	9
<그림 III-1> 자산유동화관련 제도 및 상품의 변천	35
<그림 III-2> ABS의 회사채시장 점유비중: 공모회사채 기준	46
<그림 III-3> 자산보유자별 ABS 발행비중 변화추이	48
<그림 III-4> 금융회사별 ABS 발행비중 변화추이	48
<그림 III-5> 유동화자산별 ABS 발행비중 변화추이	50
<그림 III-6> 부실채권대상 ABS 발행비중 변화추이	50
<그림 III-7> 신용등급별 ABS 발행비중 변화추이	51
<그림 IV-1> 2단계 유동화의 기본구조	72
<그림 IV-2> 발행 유동화증권의 만기구조 현황	81
<그림 IV-3> 발행 유동화증권의 신용등급 분포	82
<그림 IV-4> 다수자산보유자(multi-seller) ABCP의 구조	86
<그림 IV-5> 이자율 스왑을 활용한 이자율위험관리	87
<그림 IV-6> 이자율 켄을 활용한 이자율위험관리	88
<그림 IV-7> CP중 ABCP가 차지하는 비중: 미국의 경우	89
<그림 IV-8> 차환용 ABCP의 기본 구조	91
<그림 V-1> KoMoCo의 MBS 발행구조	103
<그림 V-2> 신용카드채권 유동화의 일반적인 구조	120
<그림 VI-1> 신용디폴트스왑의 구조	137
<그림 VI-2> SPC가 직접 스왑상대방이 되는 합성CDO	139
<그림 VI-3> 중개은행이 스왑상대방이 되는 합성CDO	140
<그림 VI-4> 현금흐름스왑을 활용한 자산유동화 구조	143
<그림 VI-5> 통화스왑을 대상으로 한 자산유동화	146

약 어 표

ABS: asset-backed security
ABCP: asset-backed commercial paper
AR: advance rate
BISTRO: broad index secured trust offering
CBO: collateral bond obligation
CDS: credit default swap
CDO: collateral debt obligation
CLN: credit-linked note
CLO: collateral loan obligation
FASIT: financial asset securitization investment trust
Freddie Mac: Federal National Mortgage Corporation
Ginnie Mae: Government National Mortgage Association
GT: grantor trust
MBB: mortgage-backed bond
MBS: mortgage-backed security
NPL: non-performing loan
OT: owner trust
PPR: principle payment rate
REITs: real estate investment trusts
REMIC: real estate mortgage investment conduit
RTC: resolution trust company
SPC: special purpose company

1. 서론

1. 연구의 배경과 목적
2. 자산유동화증권시장의 분석체계
3. 연구의 구성

I. 서론

1. 연구의 배경과 목적

1998년 「자산유동화에 관한 법률」 제정으로 국내에 자산유동화제도가 도입된 이래 자산유동화증권(asset-backed security: ABS) 시장은 자본시장의 핵심적 축으로 성장하고 있다. 발행규모에서 보면 2001년중 자산유동화증권 발행규모가 43조원에 달하고 있으며 전체 회사채시장에서 자산유동화증권 시장이 차지하는 비중도 50%에 근접하고 있는 상황이다. 이 같은 자산유동화증권시장의 성장과정에서 자산보유자의 확대, 유동화자산의 다양화, 유동화구조의 혁신, 발행목적의 다양화가 이루어졌다.

자산유동화제도 도입 이후 자산유동화증권시장은 다양한 차원에서 국민경제발전에 공헌하였다. 도입초기에는 은행이나 투신 등 금융권전반의 부실채권을 금융권으로부터 분리하여 금융회사의 건전성을 증대시키고 금융시스템의 안정성을 제고하는데 공헌하였다. 또한 기업자금조달 측면에서도 자본시장을 통한 직접금융이 어려운 중소기업과 벤처기업의 자금조달수단으로서도 기여한 바가 크다. 최근에는 신용카드사와 일반기업들의 자금조달수단으로 각광을 받고 있다. 또한 국가기간산업과 사회간접자본투자에도 자산유동화가 유용한 자금조달수단으로 활용되고 있다. 회사채시장 측면에서는 유동화채권이 구조설계금융(structured finance)의 대표주자로서 회사채시장에서 그 중요도가 증대되고 있다. 특히 경기침체로 회사채시장이 위축되었을 때에는 유동화채권이 차지하는 상대적 비중과 중요성이 증대한다. 주간사 역할을 수행하는 증권사 입장에서는 구조설계금융에 대한 경험을 쌓을 수 있는 기회를 제공받았다. 이 같은 경험은 기업금융시장의 선진화와 증권사의 투자은행 기능강화에 초석이 될 것으로 기대된다.

4 자산유동화증권(ABS)시장 발전방안 연구

이 같은 급속한 시장규모 확대와 다양한 경제적 성과에도 불구하고 우리나라의 자산유동화증권시장은 질적인 성장을 위한 제도개선이 필요하다. 또한 장외파생상품제도의 도입 등 자본시장에 많은 제도적 변화가 있었고 새롭고 혁신적인 자산유동화상품에 대한 수요가 증대하고 있기 때문에 이를 수용할 수 있는 제도적 인프라의 정비가 필요하다. 예를 들어 개별자산의 과거성과에 대한 자료 등과 같이 자산유동화증권의 효율적인 발행의 기본이 되는 인프라구축이 미흡한 상황이다. 또한 자산유동화의 신조류라고 할 수 있는 ABCP Program, 합성CBO(synthetic CBO), 마스터신탁(master trust), 파생상품과의 결합구조 등 새로운 자산유동화구조와 자산유동화상품에 대하여 제도적 기반이 체계적으로 정비되어 있지 못한 실정이다.

실제 시장측면에서도 도입이후 급성장을 거듭해 온 자산유동화증권 시장은 2002년 들어와 그 성장세가 둔화되고 있다. 부실채권을 대상으로 한 자산유동화는 구조조정이 마무리 단계에 들어섬에 따라 대폭 감소하였다. 그리고 최근 자산유동화증권시장을 주도하여 온 신용카드사의 자산유동화증권 발행도 전체 자산유동화증권 발행시장에서 차지하는 비중은 여전히 50%에 근접하지만 그 절대규모는 크게 감소하였다. 즉 부실채권이나 신용카드채권 등과 한 두 가지 유형의 유동화자산이나 자산보유자에 의존한 성장은 한계에 다다랐다고 판단된다. 보다 다양한 유동화자산, 자산보유자의 확대, 유동화구조의 개발을 통해 질적인 성장을 추구해야 할 시점인 것이다. 질적인 성장의 핵심은 유동화상품개발의 혁신에 놓여져야 할 것이다.

현재 국내 자산유동화증권시장은 기존의 단계에 머무를 것인가 아니면 새로운 단계로 도약할 것인가 하는 기로에 서있다. 이 같은 시점에서 자산유동화증권시장의 발전과정과 현황을 총체적으로 분석하고 문제점을 도출하여 그 발전방안을 모색하는 것은 매우 의미 있는 작업이라고 판단된다.

2. 자산유동화증권시장의 분석체계

자산유동화증권(asset-backed security: ABS)은 기업으로부터 분리된 자산자체의 현금흐름과 신용도에 근거하여 상환이 가능토록 구조화된 증권이다. 자산으로부터의 현금흐름에만 의존하여 증권의 현금흐름이 결정된다는 측면에서 발행기업 전체가 책임을 지고 발행하는 일반적 증권과 구분된다. 자산으로부터의 현금흐름을 구조화하여 증권을 발행하는 과정을 자산유동화라고 한다. 결국 유동화라는 과정을 통해 발행되는 증권이 자산유동화증권인 것이다.

그런데 자산으로부터의 현금흐름은 증권투자자가 원하는 현금흐름과 상이하기 때문에 이를 조정하는 과정에서 자산양도구조, 신용보강구조, 회수구조 등 다양한 유동화구조가 결부된다. 유동화구조를 결정하는 핵심적 요인은 유동화자산이다. 즉 현금흐름, 신용도, 만기 등과 같은 유동화자산의 특성에 따라 적합한 유동화구조가 달라지는 것이다. 자산으로부터의 현금흐름이 다양한 유동화구조를 통해 유동화증권으로 변형되는 것이다. 따라서 자산유동화를 통한 자금조달은 구조설계금융(structured finance)의 대표적인 예가 된다.

한가지 유의해야 할 점이 있다. 자산유동화라는 과정과 그 결과로 창출된 유동화 증권이 구별되듯이 구조설계금융(structured finance)과 구조설계증권(structured security)도 명확히 구분되어야 한다. 구조설계증권의 경우는 최종적으로 발행되는 증권에 다양한 파생상품이 내장되는 형태로 구조가 설계된다. 즉 구조설계가 발행되는 증권에 적용되는 것이다. 이에 비해 구조설계금융의 경우에는, 자산유동화에서와 같이, 기업이나 자산으로부터의 현금흐름을 원하는 현금흐름으로 변화시키기 위한 전과정에 구조설계가 포함되는 것이다. 즉 구조설계가 자금조달을 위한 전 과정에 적용되는 것이다. 따라서 구조설계채권은, 발행되는 증권에

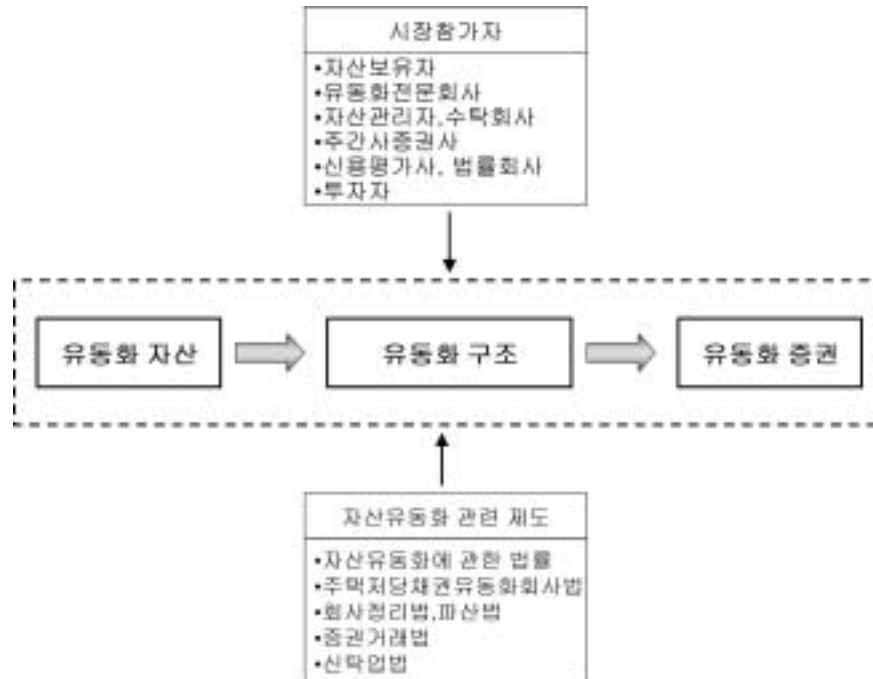
6 자산유동화증권(ABS)시장 발전방안 연구

구조설계가 적용되는 구조설계금융의 특수한 경우로 이해하는 것이 합리적이다. 예를 들어 자산유동화를 통해 발행되는 유동화채권은 일반채권일 수도 있고 구조설계채권일 수도 있는 것이다. 그러나 유동화채권이 구조설계채권이냐에 관계없이 자산유동화를 통한 자금조달은 구조설계금융이다.

자산유동화구조에는 자산양도구조, 신용보강구조, 회수구조, 발행증권구조 등 다양한 구조가 포함되기 때문에 각각의 기능과 관련된 다양한 시장참가자들이 관여하게 된다. 자산보유자, 자산관리자, 업무수탁회사, 신용평가사, 주간사증권사, 법률회사 등이 자산유동화과정에서 기능을 수행하는 대표적 시장참가자들이다. 우리나라의 경우에는 「자산유동화에 관한 법률」이라는 별도의 법을 통해 자산유동화시장이 형성된다. 따라서 유동화자산, 유동화구조, 유동화증권 그리고 시장참가자에 관한 내용이 「자산유동화에 관한 법률」에 규정되어 있다. 그밖에 유동화증권의 발행이나 장외파생상품과의 결합구조에 있어서는 증권거래법이 관련되고 신탁구조를 활용하는 경우에는 신탁업법도 중요한 제도적 인프라가 된다. 또한 자산보유자로부터의 자산분리, 자산보유자의 회사정리개시나 파산과 관련해서는 「회사정리법」과 「파산법」이 중요한 의미를 갖는다.

요약하면 자산유동화란 유동화자산을 유동화구조를 통해 유동화증권으로 변환시키는 것이고 이 과정에 다양한 시장참가자와 제도적 인프라가 존재하게 된다는 것이다. 본 연구에서는 자산유동화증권시장을 유동화자산, 유동화구조, 유동화증권의 관점에서 조망하고 이에 관련된 시장참가자와 제도를 분석한다. 다음 그림은 본 연구에서의 자산유동화증권 시장 분석체계를 나타낸다.

<그림 1-1> 자산유동화증권시장의 분석체계



3. 연구의 구성

본 연구에서는 자산유동화증권시장의 현황분석을 바탕으로 문제점을 도출하고 이에 대한 개선방안을 제시하고자 한다. 특히 시장참가자들을 대상으로 한 설문조사를 통해 보다 현실성 있는 현황과 문제점을 파악하고자 하였다. 또한 앞으로의 자산유동화증권시장 발전은 상품의 혁신 정도에 크게 의존한다는 인식하에, 국내외의 새로운 자산유동화 구조를 소개하고 그 활용방안과 제도적 이슈들에 관하여 심도 있게 논의하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 자산유동화의 특성과 이론적 근거를 분석한다. 제Ⅲ장에서는 자산유동화증권시장과 제도의 발전 단계별 특성을 살펴보고 현황과 문제점에 대한 분석을 한다. 먼저 외국 제도와의 비교를 통해 자산유동화제도를 분석하고 다음에 자산유동화증권시장의 발전단계를 도입기, 성장기, 성숙기 등으로 구분하여 단계별 특성을 살펴본다. 제Ⅳ장에서는 자산유동화증권시장의 시장참가자, 유동화 구조, 유동화증권에 대해 현황과 문제점을 분석하고 발전방안을 제시한다. 제Ⅴ장에서는 유동화자산별로 유동화구조와 유동화증권의 현황을 분석하고 발전방안을 제시한다. 제Ⅵ장에서는 자산유동화구조의 신조류를 살펴보고 국내시장에서의 활용방안을 검토한다. 제Ⅶ장에서는 시장참가자를 대상으로 한 설문조사결과를 분석하고 이를 바탕으로 시장참가자들이 생각하는 국내 자산유동화증권시장의 문제점을 파악한다. 제Ⅷ장에서는 앞에서 논의한 자산유동화 관련제도, 자산유동화증권시장 참가자, 자산유동화구조와 유동화증권, 자산유동화상품개발의 신조류, 그리고 시장참가자에 대한 설문자료 분석에 근거하여 다각적인 차원에서 자산유동화증권시장의 발전방안을 제시하도록 한다.

<그림 1-2> 연구의 구성체계



II. 자산유동화의 개념과 이론적 근거

1. 자산유동화와 증권화의 비교
2. 자산유동화에 관한 법률상 자산유동화
3. 증권설계 관점에서의 자산유동화
4. 자산유동화의 이론적 근거

II. 자산유동화의 개념과 이론적 근거

1. 자산유동화와 증권화의 비교

가. 증권화의 개념

증권화의 개념은 광의의 증권화와 협의의 증권화로 구분할 수 있다. 광의의 증권화는 증권시장에서 거래되지 못했던 거래대상이 증권시장의 거래대상으로 전환되는 과정을 강조하는 개념이다. 협의의 증권화는 발행된 증권의 상환이 발행기업 자체가 아닌 발행기업으로부터 분리된 자산에 전적으로 의존(asset-backed)하여 결정된다는 의미를 강조하는 개념이다. 자산유동화란 바로 협의의 증권화를 의미한다. 본 연구의 대상은 광의의 증권화가 아닌 협의의 증권화 즉 자산유동화이다. 본 연구에서는 광의의 증권화를 '증권화'로 협의의 증권화를 '자산유동화'로 구분하여 사용하도록 한다. 먼저 증권화의 개념을 구체적으로 살펴보도록 한다.

증권시장이 발전함에 따라 이전까지 증권시장에서 거래되지 못했던 자산들이 증권시장에서 거래되고 있다. 대표적인 예가 부동산이다. 투자자들이 부동산에 투자하는 이유는 부동산투자로부터 수익을 기대하기 때문이다. 전통적으로 부동산거래는 부동산자체를 사고 파는 거래가 주류를 이루어 왔다. 그러나 증권시장의 발전에 따라 부동산 자체를 거래하는 것이 아니라 부동산을 기초자산으로 하여 증권을 발행하고 이 증권을 투자대상으로 하는 거래메카니즘이 개발되었다. 부동산투자회사(real estate investment trusts: REITs)가 대표적 예인데, 불특정 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산에 투자하고 그 수익을 투자자들에게 배분하게 된다. 투자자 입장에서는 부동산자체가 아닌 부동산투자를 전제로 한 회사형부동산투자신탁의 주식에 투자하는 것이다.

또 다른 예가 은행대출이다. 은행대출은 차입자인 은행과 대출자인 은행간에 체결한 하나의 재무계약(financial contract)이다. 그런데 신용파생상품(credit derivative)시장이 발전함에 따라 은행대출 특히 은행대출이 포함하고 있는 신용위험이 거래의 대상이 되었다. 더 나아가 신용파생상품이 내장된 신용연계채권의 형태로 거래되는 경우도 많다. 신용연계채권은 일종의 구조설계채권으로 증권시장의 거래대상인 것이다. 이와 같이 금융계약 또는 실물의 거래가 증권의 거래로 변환되는 과정을 금융 또는 자산의 증권화(securitization)라고 한다. 금융의 증권화는 금융의 세계화, 금융의 겸업화와 함께 현대 금융시장의 특성을 규정짓는 대표적 요인으로 인식되고 있다.

나. 자산유동화의 개념

자산유동화는 말 그대로 자산을 유동화시키는 것이다. 유동화의 의미는 거래가능한 증권으로 전환시킨다는 의미이다. 거래가능한 증권으로 만든다는 측면에서는 앞에서 설명한 증권화와 유사하다. 그러나 자산유동화는 자산을 보유하고 있는 기업으로부터 자산을 분리하여 자산자체의 현금흐름과 신용도에만 의존하여 증권을 상환한다는 데에 그 본질적 특성이 있다. 이 같은 특성 때문에 자산을 증권으로 전환하는 과정에서 신용보강 등과 같은 특수한 구조가 첨가된다. 따라서 자산유동화를 정의함에 있어서는 증권발행 뿐만 아니라 기업으로부터의 자산분리, 신용보강, 자금운용, 상환구조, 증권발행을 포괄하는 유동화구조의 설계가 핵심이 된다.

증권화에서 설명했던 부동산의 예를 다시 들어보자. REITs에서는 부동산투자를 증권투자로 변환시켰지만 자산관리자에게 운영을 위탁했다는 것 외에 다른 구조가 첨가되지 않는다. 그리고 부동산은 REITs가 계

속 소유한다. REITs는 이를 표창하는 주식을 발행할 뿐이다. 따라서 REITs는 증권화의 대표적 예이지만 자산유동화의 예는 아니다. 이제 부동산을 기초자산으로 하여 유동화증권을 발행하는 경우를 살펴보자. 이 경우에는 먼저 부동산보유자로부터 부동산을 분리시켜야 한다. 그리고 다양한 유동화구조를 첨가하여 유동화증권을 발행하게 된다. 특히 유동화증권의 경우에는 변제의 우선순위가 상이한 복수계층의 증권이 발행된다는 특성을 갖는다.

이상의 논의를 요약해 보자. 일반적인 의미의 증권화는 자산에 대한 직접거래를 증권시장의 거래대상으로 전환시키는 과정으로 이해한다. 따라서 증권화의 대상자산, 발행되는 증권의 종류, 변환시키는 과정에 대해 아무런 제약이 없는 일반적 개념이다. 이에 반해 자산유동화는, 기업으로부터 완전히 분리된 자산에 근거하여 증권이 발행된다는 특성을 필두로 증권화의 대상자산, 발행되는 증권, 증권으로 변환되는 과정에 다양한 제약이 가해진다. 따라서 자산유동화는 증권화의 특수한 경우로 이해하는 것이 합리적이다. 본 연구의 관심대상도 자산유동화 즉 협의의 증권화인 것이다.

2. 자산유동화에 관한 법률상 자산유동화

자산유동화의 개념은 법률적 차원과 증권설계 관점에서 파악할 수 있다. 제도적 또는 법률적 관점에서의 자산유동화는 1998년 9월에 국회를 통과한 「자산유동화에 관한 법률」에 근거하여 정의할 수 있다. 「자산유동화에 관한 법률」 제2조에 의하면, 자산유동화란 “유동화전문회사가 자산보유자로부터 또는 다른 유동화전문회사로부터 유동화자산 또는 유

동화자산을 담보로 발행된 유동화증권을 양도받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고 당해 유동화자산이나 유동화증권의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 원리금 또는 배당금을 지급하는 일련의 행위”를 의미한다. 정책적인 관점에서 보면, 자산보유자, 유동화자산 그리고 유동화증권의 범위를 어떻게 조정하느냐 하는 것이 정책적 설계요인이 된다. 그 동안 우리나라 자산유동화시장의 발전과정은 자산보유자의 확대과정 그리고 유동화자산의 다양화과정으로 이해할 수 있다.

법률적인 관점에서 볼 때 자산유동화의 가장 큰 특징은 자산보유자와 유동화자산을 절연시키는 것이 진정한 매매(true sale)의 조건으로 충족되어야 한다는 것이다. 「자산유동화에 관한 법률」 제13조에서는 양도의 방식과 관련하여 진정한 매매의 조건이 규정되어 있다. 구체적 조건은 다음과 같다. 첫째, 매매 또는 교환에 의하여 양도가 이루어져야 한다. 둘째, 유동화자산에 대한 수익권 및 처분권은 양수인이 가져야 한다.¹⁾ 셋째, 양도인은 유동화자산에 대한 반환청구권을 가지지 아니하고 양수인은 유동화자산에 대한 대가의 반환청구권을 가지지 아니하여야 한다. 넷째, 양수인이 양도된 자산에 관한 위험을 인수하여야 한다.²⁾

「자산유동화에 관한 법률」에서는 자산유동화계획에 따라 발행되는 출자증권, 사채, 수익증권, 기타의 증권 또는 증서를 유동화증권으로 규정하고 있다. 그리고 자산유동화계획에 따라 신탁회사가 발행하는 수익증권, 유동화전문회사가 발행하는 출자증권, 「주택저당채권유동화회사법」에 의한 주택저당채권유동화계획에 의해 발행되는 주택저당증권은 증권거래법상 유가증권으로 규정되어 있다.

-
- 1) 이 경우 양수인이 당해 자산을 처분하는 때에 양도인이 이를 우선적으로 매수할 수 있는 권리를 가지는 경우에도 수익권 및 처분권은 양수인이 가진 것으로 본다.
 - 2) 다만, 당해 유동자산에 대하여 양도인이 일정기간 그 위험을 부담하거나 하자담보책임을 지는 경우에는 그러하지 아니하다.

3. 증권설계 관점에서의 자산유동화

증권설계(securities design) 관점에서 보면,³⁾ 자산유동화란 먼저 다수의 자산을 합하여 자산의 집합(pool)을 형성하고 이를 바탕으로 우선순위가 상이한 여러 계층(tranche)의 증권을 발행하는 증권설계 또는 구조설계금융(structured finance)의 특수한 경우를 의미한다.⁴⁾

증권설계의 관점에서 자산유동화의 특성을 분석해 보자. 현금흐름배분(cash flow allocation) 측면에서 보면 자산유동화는 기존의 현금흐름을 둘 이상의 현금흐름의 합으로 재구성(repackaging)한다는 특성을 갖는다. 즉 자산으로부터의 현금흐름을 보다 안정된 현금흐름을 갖는 증권과 보다 위험이 높은 현금흐름을 갖는 증권으로 구분하여 각각의 특성에 맞는 투자자들에게 판매한다. 위험배분(risk sharing)측면에서 보면 자산유동화를 통해 다양한 계층의 증권이 발행됨으로써 투자자의 위험성향 또는 위험부담능력에 따라 적절한 증권에 투자할 수 있게 된다. 정보불균형측면에서 보면 자산유동화는 정보불균형을 감소시킴으로써 정보불균형 문제가 심각한 기업으로 하여금 보다 저렴한 자본비용으로 자금을 조달할 수 있게 한다. 소유권배분(control right allocation)측면에서 보면 유동화자산의 소유권이 자산보유자로부터 유동화전문회사로 이전된다. 자산보유자가 자산양도후 자산관리자로서 의결권 행사 등 주주로서의 지위를 유지한다면 진정한 매각(true sale) 요건에 위배된다. 정보민감도측면에서 보면 자산유동화는 증권의 정보민감도를 증대시키는 증권설계방식이다. 규제측면에서 보면, 은행 등의 금융기관은 자산유동화

3) 증권설계에 대한 상세한 논의는 다음을 참조바람. 김형태, 1999, 『투자은행의 증권설계와 금융상품 혁신』, 한국증권연구원 연구보고서 99-04.

4) 증권설계의 관점에서 자산유동화의 특성을 분석한 논문으로는 다음을 참조바람. 최운열·김형태, 1999, “정보민감도증대를 위한 증권설계: 증권화,” 『재무연구』.

를 통해 부실자산을 장부에서 제거함으로써 BIS비율 등에 대한 규제조건을 충족시킬 수 있다.

4. 자산유동화의 이론적 근거

이제까지 자산유동화의 개념과 다양한 특성을 살펴보았다. 이하에서는 자산유동화가 기업의 자금조달과 관련하여 어떠한 기능을 수행하는가를 살펴보도록 한다. 첫째, 자산유동화는 채권자와 주주간에 존재하는 대리비용(agency cost)을 축소시키는 기능을 수행한다. 위험채권 발행시 주주와 채권자간의 이해상충으로 인해 발생하는 대리비용을 감소시킬 수 있다. 유동화채권 보유자는 특정 자산으로부터의 현금흐름에 대해서만 청구권이 존재하기 때문에 기업의 다른 투자로부터의 현금흐름을 향유할 권한이 없다. 따라서 주주의 입장에서 과소투자유인이 감소하게 된다. 또한 유동화채권에 대한 상환은 발행기업의 모든 현금흐름이 아니라 특정한 자산에서 발생하는 현금흐름에 의해 이루어진다. 따라서 유동화채권 보유자는 무담보채권 보유자에 비해 기업에 대해 요구하는 정보의 양이 작다.⁵⁾

자산유동화가 대리비용을 축소시킨다는 관점에서 보면, 상대적으로 대리비용이 높은 기업이 자산유동화를 통해 자금을 조달할 가능성이 높을 것이라는 예상을 할 수 있다. 그런데 대리비용은 부채비율의 증가함

5) 물론 기업자체에 대해 요구하는 정보의 양은 작아도 유동화 구조와 관련하여 요구하는 정보가 많을 수는 있다. 그리고 CDO형태의 유동화와 같이 다수의 유동화자산이 존재할 경우에는 필요로 하는 정보량이 증대할 수 있으나 신용보강구조 등을 통해 신용위험이 통제되기 때문에 유동화채권의 보유자는 각각의 채권에 대한 정보를 요구할 필요가 없다. 이 같은 포인트를 지적해 준 국제금융센터의 오창석 박사에게 감사한다.

수이기 때문에, 부채비율이 높은 기업 또는 높은 부채비율로 인해 재무적 곤경에 처한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 자산유동화를 통한 자금조달유인이 클 것이다. Minton, Olper and Stanton(1997)은 재무적 곤경에 처한 기업이 자산유동화를 통해 자금을 조달하는 경향이 높다는 것을 실증적으로 입증하였다.⁶⁾

둘째, 자산유동화는 내부 경영자와 외부 투자자간에 존재하는 정보불균형(information asymmetry)을 축소하는 역할을 수행한다. 자산유동화를 통해 발행되는 채권(유동화채권)은 그 가치가 특정한 자산(유동화자산)에만 의존하기 때문에, 기업전체의 가치에 의존하는 일반채권에 비해 정보불균형의 가능성이 작다. 따라서 정보불균형이란 측면에서 보면, 정보불균형 문제가 보다 심각한 기업들이 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 자산유동화채권을 발행할 유인이 클 것이라는 예측을 할 수 있다. 정보불균형이 큰 대표적 유형의 기업은 벤처기업과 부실기업이다.⁷⁾ 전자는 미래의 성장가능성에 대하여, 후자는 미래의 회생가능성에 대하여 불확실성과 정보불균형이 존재한다. 우리나라의 경우에도 자산유동화시장 초기에 부실채권을 대상으로 한 자산유동화가 주류를 이루었다. 그 이후에는 벤처기업을 대상으로 한 CBO(collateral debt obligation)나 CLO(collateral loan obligation) 형태의 자산유동화가 큰 비중을 차지하였다.

셋째, 자산유동화는 자산에 포함되어 있는 위험을 적절히 재배분(risk sharing)함으로써 투자자 수요기반을 확대하는 역할을 수행한다. 예를 들어 부실채권 유동화의 경우를 생각해 보자. 부실채권의 성격상 고위험을 선호하는 투자자들만이 부실채권투자에 관심을 가질 것이다. 따라서 고위험을 부담할 수 있는 투자자 기반이 존재하지 않으면 부실채권은

6) Minton, B., T. Opler and S. Stanton, 1997, "Asset Securitization among industrial firms," Working Paper, Ohio State University.

7) 자본시장이 발달하지 못한 국가의 기업들은, 벤처기업이나 부실기업이 아니더라도, 시장의 변동성이 심하여 정확한 평가가 어려운 경우가 많다.

시장에서 소화될 수 없다. 그러나 부실채권을 유동화하면 위험의 정도가 상이한 복수계층의 증권을 발행할 수 있기 때문에 다양한 위험선호를 갖는 투자자의 투자를 유도할 수 있다. 저위험을 선호하는 투자자라면 부실채권 자체에는 투자하지 않겠지만 자산유동화를 통해 발행된 AAA 등급의 채권에는 기꺼이 투자하려 할 것이다. 다양한 투자자기반이 존재하지 않는 우리나라 자본시장 상황하에서 자산유동화는 신용등급이 높은 증권의 발행을 가능하게 하여 특히 신용등급이 낮은 기업의 자금조달에 크게 공헌하였다.⁸⁾

넷째, 자산유동화는 정보불균형 상황하에서 신호전달(signalling)의 기능을 수행할 수 있다. 특히 자산보유자가 후순위채권을 인수하느냐의 여부와 인수하는 정도는 시장에 신호전달 기능을 수행한다. 왜냐하면 위험이 높은 후순위채권을 내부정보보유자(the informed)인 자산보유자가 인수한다는 것은 그 만큼 자산의 실제 위험이 시장의 기대치 보다 작다는 것을 나타낸다고 시장이 해석하기 때문이다. 그러나 이 같은 논리는 모든 자산유동화시장에 적용되는 것은 아니다. 예를 들어 우리나라의 자산유동화시장에서와 같이 후순위채권이 시장에서 소화가 안되어 자산보유자가 자신의 의지와 관계없이 인수할 수밖에 없는 상황에서는 앞의 신호전달 논리가 적용되기 힘들다.

다른 측면에서는, 다수의 자산을 집합화하고 이를 바탕으로 우선순위가 상이한 복수계층(tranche)의 증권을 발행하는 유동화의 본질적 특성이 신호전달기능과 관련된다. 시장에서 자신의 가치를 과소평가 받고 있는 우량기업입장에서는, 자신의 가치를 제대로 평가해 줄 수 있는 투자자 즉 정보보유투자자의 비율이 극대화 되도록 증권을 설계하려 할 것이다.⁹⁾ 이를 위해서는 투자자의 정보획득 유인을 증대시킬 수 있는 증권

8) 이 같은 포인트를 제시해 준 한국증권연구원 오승현 박사에게 감사한다.

9) Lockwood, Rutherford, Herrera(1996)는 자산유동화를 실시한 은행을 우량은행과 불량은행으로 구분하여 실증분석을 한 결과 우량은행은 부의 증가가 있

이 발행되어야 하는데, 정보에 대한 민감도(informational sensitivity)가 높은 증권이 이 같은 기능을 수행한다. 증권을 다양한 계층으로 분해하여 발행하는 자산유동화가 증권의 정보민감도를 증대시킬 수 있는 하나의 방안이 될 수 있다.¹⁰⁾

다섯째, 자산유동화를 통해 발행되는 유동화채권은, 기업의 신용도와 독립적인 담보를 근거로 증권을 발행한다는 점에서 담보부채권(secured bond)과 공통점이 있다. 그러나 양자간에는 중요한 차이점이 존재한다. 먼저 담보자산의 기업으로부터의 독립성 정도에 차이가 존재한다. 담보채권의 경우 담보대상자산이 여전히 기업의 통제권하에 있지만 유동화채권의 경우 유동화자산은 기업의 장부로부터 분리되어 기업의 파산위험으로부터 완전히 독립적이다. 즉 담보채권의 경우에는 먼저 담보자산으로 상환하고 부족할 경우 발행기업의 여타자산도 상환재원이 될 수 있는 반면, 유동화채권의 경우에는 전적으로 유동화자산만이 상환재원으로 사용된다. 또한 채권상환의 근거가 되는 담보자산의 융통성 정도에 차이가 존재하다. 담보채권의 경우 부동산과 같은 특정한 자산만이 담보로 활용되는데 비해 유동화채권의 경우 일반적으로 다양한 자산 또는 자산의 집합이 담보로 활용된다. 최근에는 불확실성이 높은 미래 현금흐름도 자산유동화의 대상이 되고 있다.

있고 불량은행은 부의 감소가 있었다는 연구결과를 발표했다. Lockwood, L., R. Rutherford and M. Herrera, 1996, "Wealth Effect of Securitization," *Journal of Banking & Finance* 20, 151-164.

10) 옵션 등과 같은 파생상품도 증권의 정보민감도를 증대시킬 수 있는 방안이 될 수 있다.

III. 자산유동화증권시장과 제도의 발전단계별 분석

1. 자산유동화제도 분석
2. 자산유동화증권시장의 발전단계별 분석
3. 자산유동화증권 발행비중 변화추이 분석
4. 한국 자산유동화증권시장의 특성: 한국 vs 미국

Ⅲ. 자산유동화증권시장과 제도의 발전단계별 분석

1. 자산유동화제도 분석

자산유동화시장의 발전은 제도적 틀과 밀접한 관계에 있다. 각 국은 자국의 경제적 특성에 적합한 자산유동화제도를 발전시켜왔다. 각 국의 자산유동화시장과 제도를 살펴보면 크게 두 가지 유형으로 구분된다. 첫째 유형은 시장이 먼저 형성되고 이를 뒷받침하기 위해 제도가 마련된 유형이고 두 번째 유형은 자산유동화제도가 먼저 도입되고 이를 바탕으로 시장이 형성되는 경우이다. 전자의 대표적 예가 미국의 자산유동화시장이고 후자의 대표적 예가 한국과 일본의 자산유동화시장이다. 한국이나 일본의 경우 자산유동화를 특별법으로 제정할 수밖에 없었던 이유는, 기존 법체계의 복잡성 때문에, 자산유동화와 관련된 각각의 기존 법조문을 일일이 찾아내어 고치기 어려웠던 때문이었다.¹¹⁾

이하에서는 먼저 미국과 일본의 자산유동화제도를 살펴보고 그 특성을 파악한다. 다음에 이를 비교대상으로 하여 한국 자산유동화제도의 특성을 살펴보기로 한다.

가. 미국의 자산유동화제도

미국의 경우에는 자산유동화제도의 도입을 통해 자산유동화증권시장이 형성된 것이 아니라 수요자와 공급자의 필요에 의해 자생적으로 시장이 형성되었다. 그리고 이를 제도적으로 보완하는 장치를 마련하는 과정을 거치면서 자산유동화증권시장이 형성되었다. 따라서 한국이나 일본

11) 이 같은 내용을 제시해 준 국제금융센터 오창석 박사에게 감사한다.

의 경우와 달리 자산유동화를 규율하는 별도의 법률이 존재하지 않는다.

미국에서의 자산유동화 개념은 1970년대에 등장하였다. 즉 70년대 중반 주택저당공사(government national mortgage association: Ginnie Mae)와 연방저당공사(federal national mortgage corporation: Freddie Mac) 등에서 주택저당대출유동화증권(MBS)을 발행하기 시작하면서 자산유동화증권시장이 태동하였다. 주택저당기관의 주택저당대출유동화증권은 금리변동에 따른 자산의 위험을 투자자에게 전가시키려는 목적으로 발행되었다.¹²⁾ 즉 금리변동에 따른 중도상환위험(prepayment risk)이 주택저당기관의 큰 위험으로 등장하자 이러한 위험을 분산하고 안정적인 조달구조를 마련하기 위해 주택저당채권유동화증권이 발행되었다.

미국의 경우 1980년대 고금리와 높은 이자율의 변동은 새로운 채권상품의 혁신을 촉진시켰다. 그 당시 개발된 대표적인 구조는 무이표채(zero-coupon bond)와 조기상환청구권부 채권(puttable bond)이다. 이러한 구조는 투자자로 하여금 높은 이자율과 이자율 변동성 등으로 인한 위험을 회피하기 위한 구조의 필요성에 의해 도입되었다. 즉 할인채구조는 채투자위험을 감소시키는 역할을 하며, 상환청구권은 쿠폰이자율 이상으로 이자율이 상승하는 것을 보호하는 역할을 수행하였다.

이러한 새로운 구조의 채권 등장과 더불어 80년대 중반, 발행자의 신용도에 근거한 채권이 아닌 자산자체의 현금흐름과 신용도에 근거한 채권이 등장하였다. 즉 대출이나 수취권 등의 기초자산에 근거한 자산유동화증권이 등장하게 되었다. 자동차할부, 신용카드 및 리스회사와 같은 금융기관들이 주택저당대출유동화증권에서 힌트를 얻어 자산을 기초로 한 자산유동화를 시도하였다. 최초의 자산유동화증권은 1985년 5월 리스채권을 기초자산으로 한 Sperry Lease Finance Corp의 자산유동화증권

12) 따라서 inverse FRN형태가 주류를 이루었는데, 복잡한 구조 때문에 투자자들의 투자실패를 야기하였다.

이었다. 약 2개월후에는 General Motor Acceptance Corp이 자동차할부를 기초자산으로 한 자산유동화증권이 발행되었고 그 후 다양한 자산을 기초자산으로 한 자산유동화증권이 발행되었다.

미국의 자산유동화증권 시장은 자산을 보유한 기관의 입장에서 자산 보유로 인한 위험을 투자자에게 전가하고 안정적인 자금조달을 목적으로 자생적으로 발생하여 성장하였다. 미국의 자산유동화를 둘러싼 제반 법제는 증권법(Securities Act 1933), 증권거래법(Securities Exchange Act 1934), 신탁증서법(Trust Indenture Act 1939) 그리고 투자회사법(Investment Company Act 1940) 등을 들 수 있다. 또한 규제적인 측면에서는 자산유동화증권을 유가증권으로 보고 있기 때문에 발행과 발행절차 및 공시등과 관련하여 SEC의 규제를 받고 있다.

따라서 미국의 경우에는 한국이나 일본과 같이 자산유동화에 특화된 구체적인 법률이 존재하지 않는다. 즉 기존의 유가증권 발행과 관련한 제반 법률과 규정에 근거하여 자산유동화증권이 발행되고 있고, 발행과 관련된 규제부분도 기존의 다른 유가증권과 다른 적용을 받고 있지 않다.

다만 유동화 구조설계를 보다 원활히 하여 신상품개발을 촉진하기 위해 일부 신탁관련 법률의 적용근거가 변경되어 왔다. 예를 들어 소비자 금융자산을 기초로 발행되는 자산유동화증권에서 널리 활용되는 마스터신탁(master trust)의 경우 초기의 단일신탁(stand alone) 방식이 지니는 경제적인 비효율을 제거하기 위해 발행되었다. 또한 자산유동화상품이 다양화되고 이를 활용하는 기업이 급속히 확대됨에 따라 FASB140을 통해 자산유동화와 관련된 회계제도를 정비하였다.

최근에 발생한 일련의 기업부정사건이 계기가 되어 ‘종업원 착취방지법(The Employee Abuse Prevention Act of 2002)’이 제안되었다.¹³⁾ 법안

13) 덕 더빈 민주당 상원의원과 빌 델라헌트 민주당 하원의원에 의해 공동발의되었다.

명만 보면 자산유동화와 아무런 관련이 없을 것 같은 이 법안은, SPC로의 자산이전 남용을 막기 위해 SPC에 이전된 자산에 대해 파산법상 절연을 인정하지 않는다는 내용을 포함하고 있다. 즉 SPC의 독립성을 인정하지 않는 것이다. 자산보유자의 신용위험으로부터 독립성이 확보되지 않는다면 SPC에 의한 유동화증권발행은 그 상대적 이점을 찾기 힘들다. 종업원의 이익을 보호한다는 명목하에 미국 자금조달시장의 핵심인 자산유동화시장 전체가 위축되는 결과가 나타날 수 있다는 반대의 목소리가 가중되고 있는 상황이다.¹⁴⁾

나. 일본의 자산유동화제도

일본의 자산유동화제도는 1996년 「특정채권 양도에 관한 법률」 제정을 통해 처음 도입되었다. 그 후 1998년 SPC법률을 제정하여 포괄적인 유동화제도를 도입하였고, 최근에는 「SPC법」을 「유동화에 관한 법률」로 개정하였다. 제도의 개선을 통해 최근에는 다양한 자산보유자들이 유동화를 통해 자금조달이 가능토록 하는 정책을 추진하고 있다.

「특정채권 양도에 관한 법률」은 리스회사, 신용카드회사 및 할부금융회사 등 여신전문금융기관들의 자산유동화증권 발행을 가능토록 한 근거법률이다. 동법은 특정자산 양도와 관련한 절차의 간소화 등에 중점을 두고 제정되었다. 한편 동법은 자산유동화와 관련한 제반 세제상의 문제나 유동화전문회사(SPC)에 관한 규정을 마련하고 있지 않아 제도적인 보완책이 미비한 상황이었다. 이러한 상황에서 유동화에 대한 다양한 기관의 관심이 증대됨에 따라 다양한 기관에서 다양한 자산을 기초로 유동화증권의 발행이 가능토록 하기 위해 일본정부는 1998년 9월 SPC법

14) The Economist, 2002, "Fall-out from financial scandal threatens a crucial debt market," Sep 19.

률을 제정하였다. SPC법은 자산유동화를 목적으로 한 유동화회사의 설립 근거와 유동화회사의 유동화증권 발행 등의 근거 등을 마련하고 있다. 이와 더불어 관련 법률의 포괄적인 개정을 통해 일본내에서의 본격적인 자산유동화제도의 도입을 위한 제도를 마련하였다. 이러한 제도 마련을 통해 일본에서는 여신전문금융기관 뿐만 아니라 은행을 포함한 금융기관과 기업부문에서 유동화증권 발행을 적극 추진할 수 있게 되었다.

2000년 들어 일본정부는 기존의 「SPC법」을 「자산유동화에 관한 법률」로 개편하여 그동안의 유동화과정에서 발생한 다양한 문제점을 개선하고 유동화증권 발행절차를 더욱 간소화하여 유동화증권시장의 활성화를 도모하고 있다. 특히 2000년중 개정된 일본의 「자산유동화에 관한 법률」은 SPC의 최소자본금을 축소하고, 대상자산을 확대함과 더불어 다양한 유동화구조도 가능토록 함으로써 유동화증권의 발전이 촉진될 것으로 기대되고 있다.

<표 III-1> 일본의 자산유동화관련 법률의 주요 내용

구 분	SPC법	자산유동화에 관한 법률
대상자산	부동산, 신탁수익권 등 한정된 자산	모든 자산으로 확대
유동화구조	SPC	특정목적 신탁방식을 포함시킴
SPC최소 자본금	300만엔	10만엔
발행가능 유동화증권	채권으로 한정	채권, CP, 수익증권, 전환사채, 우선출자인수권부사채 등으로 확대

일본 자산유동화제도의 주요 특성은 통산성이 주관이 된 「특정자산 양도에 관한 법률」과 대장성이 주관이 된 「자산유동화에 관한 법률」 등 별개의 유동화관련 법률이 병존한다는 점이다. 이를 통해 자산 및 자산보유자에 특성에 따라 다양한 유동화증권의 발행이 가능하다. 즉 여신 전문금융기관들의 소액채권 유동화의 경우에는 특채법에 근거한 유동화가 주류를 이루고 다른 기관의 경우에는 「자산유동화에 관한 법률」에 근거한 유동화업무를 추진하고 있다.

또한 유동화와 관련한 규제기관의 경우에도 이원화된 규제기관이 존재하고 있다. 「특정채권 양도에 관한 법률」에 근거한 유동화업무를 추진하는 경우 통산성 산하의 자산유동화연구소에 유동화계획을 등록하도록 하고 있다. 이에 반해 「자산유동화에 관한 법률」에 근거하여 유동화업무를 추진할 경우에는 금융감독청에 유동화계획을 등록토록 되어 있다.

또한 일본은 자산양도와 관련한 대항요건의 경우에는 간편한 등기절차를 통해 제3자에 대한 대항요건을 갖추 수 있도록 하고 있으며 포괄 등기제도를 도입하고 등기비용도 대폭 낮추었다. 개별채무자의 대항요건의 경우 특채법에 근거하여 통지 및 광고 등을 통해 개별채무자의 대항요건을 갖추 수 있도록 하고 있다.

다. 한국의 자산유동화제도

한국의 자산유동화에 관한 법제도는 「자산유동화에 관한 법률」과 「주택저당채권유동화회사법」 등 두 가지로 구성되어 있다. 「자산유동화에 관한 법률」은 자산유동화를 지원하는 조성법으로서 자산유동화의 기본개념과 주요 절차 및 자산유동화를 제한하는 기존 법률의 특례조항

등을 주요 내용으로 하고 있다. 또한 「자산유동화에 관한 법률」은 규제법이 아니라 촉진법적인 특성을 갖는다. 즉 법상 자산보유자가 아니라고 해서 유동화를 수행할 수 없다는 것이 아니라 법상 자산보유자가 되면 법이 보장하는 편리성을 향유할 수 있다는 것이다. 또한 「주택저당채권유동화회사법」은 주택저당채권의 원활한 유동화를 위해 주택저당채권유동화회사의 설립 및 운영을 규율하는 법률로서 제정되었다.

1) 도입배경 및 제도

국내 자산유동화 제도는 1998년 9월 「자산유동화에 관한 법률」 제정으로 마련되었다. 「자산유동화에 관한 법률」에서는 자산유동화의 기본적인 개념과 유동화절차 및 자산유동화의 촉진을 위한 제반 특례 등의 내용으로 구성되어 있다.

국내 자산유동화제도의 기본적 특징 중 하나는 자산보유자의 자격을 제한함으로써 자산유동화를 추진할 수 있는 대상을 제한하고 있다는 점이다. 즉 자산보유자와 관련하여 각종 금융기관과 금감위가 인정하는 법인 및 대통령령이 정하는 법인으로 그 자격을 한정하고 있다. 자산보유자 자격을 지닌 기관은 은행, 중금사, 보험사업자, 증권회사, 투자신탁회사, 상호저축은행, 여신전문금융회사 등의 금융기관과 한국자산관리공사, 한국토지공사, 대한주택공사, 국민주택기금의 운용자 및 관리자 등 공공법인 등이다. 또한 일반 법인의 경우 신용도가 우량한 법인이 포함된다. 이와 더불어 예금보험공사 및 정리금융기관, 중소기업진흥공단, 신탁회사, 기업구조조정전문회사, 기업구조조정투자회사, 지방공기업 등도 자산보유자의 자격을 지닌 기관이다. 이와 같이 자산보유자의 자격을 지닌 기관이 유동화를 하는 경우 「자산유동화에 관한 법률」에 근거한 제반의 특례혜택을 받을 수 있다.

유동화자산과 관련한 제도를 보면 현행법상 그 대상이 될 수 있는 자산을 채권, 부동산 및 기타 재산권으로 포괄적으로 규정하고 있다. 그러나 실제에 있어 유동화자산은 양도 등을 행하고 이를 금감위에 등록하여야 하므로 사실상 양도 및 등록이 가능한 재산권이어야 한다. 자산유동화증권을 발행할 수 있는 특별목적기구는 자산유동화법에 근거한 유한회사 형태의 유동화전문회사, 신탁업법에 의한 신탁회사, 자산유동화전업 외국법인 등 세 가지 유형이 있다. 자산유동화증권의 발행절차를 살펴보면 자산유동화계획의 등록, 자산의 양도, 자산양도의 등록, 유동화증권의 발행 및 대금지급의 순서로 진행된다. 자산유동화계획은 자산유동화증권 발행 이전에 금감위에 등록토록 되어 있다. 자산유동화계획에는 등록인에 대한 사항, 자산보유자에 대한 사항, 유동화자산에 대한 사항, 자산유동화계획에 관한 사항 및 기타 투자자 보호를 위해 필요한 사항을 기재하게 되어 있다.

자산의 양도와 관련해서는 「자산유동화에 관한 법률상」 진정한 양도(true sale)와 관련한 요건을 충족하도록 요구하고 있다. 즉 자산유동화는 유동화자산을 자산보유자의 신용위험으로부터 분리하여 유동화자산만을 기초로 증권을 발행하므로 자산보유자와 유동화자산간의 법률적 분리가 중요한 이슈가 된다. 현행 「자산유동화에 관한 법률」에서는 자산보유자가 유동화자산을 양도할 경우 특정한 방식으로 하도록 의무화하여 자산보유자와 유동화자산간의 분리를 명확히 하도록 규정하고 있다.

「자산유동화에 관한 법률」에서는 유동화의 원활화를 도모하기 위해 채권양도의 대항요건에 대한 특례, 등기의 특례 및 기타 신탁업법 등 적용의 특례 등의 조항을 두고 있다. 채권양도의 대항요건에 대한 특례를 보면 일반적인 채권양도는 채권의 양도인이 양도사실을 채무자에게 통지하거나 채무자가 양도사실을 승낙하여야만 채무자에게 대항할 수 있으나, 자산유동화계획에 따른 채권양도는 양수인이 채무자에게 통지하

는 경우에도 채무자에게 대항할 수 있으며 통지가 불가능한 경우에는 공고로 통지에 갈음할 수 있도록 규정되어 있다. 또한 제3자에 대한 대항요건의 경우 자산유동화계획에 따라 금감위에 채권의 양도를 등록한 때에는 당해 채권의 채무자 외의 제3자에 대하여 당해 등록이 발생한 때에 민법상의 대항요건을 갖춘 것으로 간주된다.

근저당권부채권의 확정절차와 관련해서는 자산보유자가 근저당권에 의하여 담보된 채권의 금액을 정하여 추가로 채권을 발생시키지 않고 그 채권의 전부를 양도 또는 신탁하겠다는 의사를 기재한 통지서를 내용증명우편으로 발송하고, 채무자가 10일 이내에 이의를 제기하지 않을 경우 통지서를 발송한 다음날에 당해 근저당권부채권이 확정되는 것으로 하고 있다. 자산유동화제도의 등기상의 특례조항을 보면 우선 자산유동화계획에 따라 양도한 채권이 저당권 또는 질권에 의하여 담보된 채권의 경우 자산양도의 내용을 금감위에 등록하는 때에 유동화전문회사 등은 그 저당권 또는 질권을 취득한 것으로 본다.

이와 더불어 「자산유동화에 관한 법률」에서는 유동화자산을 양도 받고 그 여유자금을 운용하는 경우 신탁재산의 운용대상 제한규정의 적용이 배제된다. 유동화자산의 신탁에 대해서는 자기신탁이 가능하고, 유동화자산을 양도 또는 신탁하는 경우 국민주택채권 매입의무를 면제하는 조항도 존재한다.

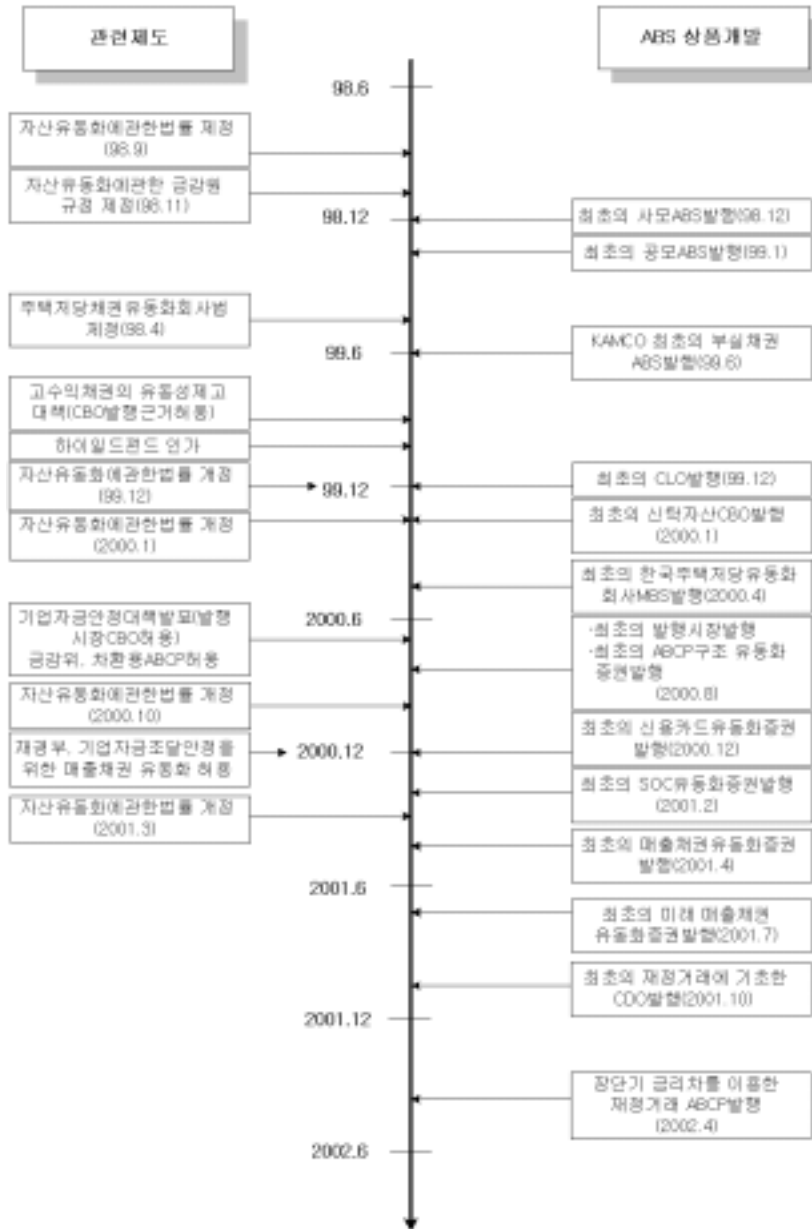
「주택저당채권유동화회사법」은 주택저당채권을 유동화하기 위한 전문중개기관인 주택저당채권유동화회사의 설립 및 운용과 관련한 내용을 담고 있다. 주택저당채권 유동화회사는 자본금 250억원 이상의 주식회사로서 주택저당채권을 유동화하는 전문 중개기관이며, 주택저당유동화업무를 영위하기 위해서는 금감위의 사전 인가를 받아야 한다. 주택저당채권담보부채권(mortgage-backed bond: MBB)는 담보부사채이나 자산유동화증권은 기초자산인 유동화자산이 담보로 설정되어 있지는 않다.

2) 한국 자산유동화제도의 변천 추이

한국의 자산유동화증권시장은 「자산유동화에 관한 법률」의 틀 속에서 도입되었고 발전되어 왔다. 특히 경제환경과 금융환경의 변화에 따른 정부정책과 규제의 변화가 새로운 유동화구조의 도입을 촉진하였다. 예를 들면, 대우사태 이후 신탁부문의 부실자산 증대에 대응하여 정부에서는 고수익채권 유동성대책, 하이일드펀드 허용 등의 조치를 취하였다. 이에 따라 투신운용이 보유하였던 부실채권을 기초자산으로 한 유통시장CBO(secondary CBO)발행이 적극 추진되었다. 또한 2000년 하반기중의 기업 특히 중소기업의 자금사정이 악화되자 기업자금안정대책의 일환으로 발행시장 CBO(primary CBO)발행을 허용하였다. 이에 따라 자금을 필요로 하는 기업이 발행하는 채권을 기초자산으로 유동화증권을 발행하는 발행시장 CBO가 발행되었다.

단기자산을 기초로 장기의 채권을 발행하는 구조인 리볼빙구조의 도입도 2000년말 정부의 기업자금조달원활화 대책이 계기가 되었다. 리볼빙구조를 도입함에 따라 많은 기업들이 매출채권을 기초로 유동화증권을 발행할 수 있었다. 특히 신용카드회사가 보유한 신용카드채권을 대상으로 한 자산유동화는 우리나라 자산유동화시장의 핵심적 섹터로 자리잡게 되었다.

<그림 III-1> 자산유동화관련 제도 및 상품의 변천



2. 자산유동화증권시장의 발전단계별 분석

가. 도입기(1999 - 2000) : 구조조정수단으로서의 ABS

우리나라의 자산유동화증권시장은 금융기관과 기업의 구조조정을 촉진하고 자금조달을 용이하게 하기 위한 목적으로 「자산유동화에 관한 법률」을 통해 1998년 말 도입되었다. 초기 자산유동화증권시장의 특성은 한국자산관리공사(KAMCO), 은행 등의 자산보유자를 중심으로 부실채권을 대상으로 한 자산유동화증권 발행이 주축을 이루었다는 점이다. 즉 IMF 경제위기 이후 금융구조조정 과정에서 금융기관 등이 부실채권 처리, 재무구조 개선, BIS비율 제고를 위해 자산유동화를 적극 활용하였다. 특히 KAMCO는 부실금융기관으로부터 인수한 부실채권을 정리하는 수단으로 ABS를 발행하였다.¹⁵⁾ 구조조정과 관련하여 유동화자산이 의미를 갖는 이유는, 금융기관들이 보유하고 있는 부실채권 그리고 구조조정 관련기구들이 구조조정과정에서 매입한 부실채권이나 부동산을 매각할 수 있는 수단을 제공해 주기 때문이다. 즉 자산유동화는 금융기관이나 구조조정관련기구들에게 중요한 매각전략(exit strategy)으로서의 의미를 갖는다. 자산유동화는 다른 매각전략과 비교할 때, 신속한 회수를 가능하게 하지만 회수율이 높지 않다는 특성을 갖는다.

자산유동화증권시장 도입기의 특성을 자산보유자, 유동화자산, 유동화구조 및 유동화증권의 관점에서 구체적으로 분석해 보도록 한다. 첫째, 자산보유자측면에서는 KAMCO와 은행, 증권사, 투신 등의 금융기관

15) KAMCO가 활용한 부실채권정리방법으로는 자산유동화 외에 국제입찰, 채권개별매각, AMC, CRC, 법원경매, 환매·해제 등이 있다. 이에 대한 상세한 설명으로는 다음을 참조 바람. 김형태·이현진, 2001, 『구조조정시장: 자본시장의 프론티어』, 한국증권연구원 연구보고서 01-01.

III. 자산유동화증권시장과 제도의 발전단계별 분석 37

이 유동화증권 발행의 대부분을 차지하였다. 기업구조조정투자회사(CRV)나 기업구조조정전문회사(CRC) 등 민간구조조정기구들도 자산보유자로 지정되어 있으나 그 업무의 특성상 자산유동화증권 발행실적은 미미하다. 2000년을 기준으로 보면, 자산유동화증권 총 발행액 49.4조원 중 금융기관이 84.5%, KAMCO와 예금보험공사 등의 공공법인이 12.4%를 차지하였고 일반기업의 발행은 1.9%로 매우 미미하였다. 이 시기의 자산유동화는 주로 금융기관 등이 보유한 부실채권을 정리하기 위한 수단으로 활용되고 있음을 알 수 있다. 특히 KAMCO는 21건 4조8천억원(총발행금액의 10%)을 발행하여 명실상부 자산유동화증권시장을 선도하였다. 다음 표는 2000년 중 발행기관별 자산유동화증권 발행현황을 나타낸다.

<표 III-2> 2000년도 자산보유자별 ABS발행 현황

(단위: 억원, %)

구분	금융회사								일반 법인	공공법인				총계
	은행	투신	증권	보험	여전	종금	기타	소계		자산 관리 공사	예금 보험 공사	기타	소계	
금액	60,911	182,923	84,095	5,618	60,796	5,328	16,070	415,741	9,278	48,445	5,158	7,810	61,413	493,832
비중	12.3	37.0	17.0	1.1	12.3	1.1	3.3	84.1	1.9	9.8	1.0	1.6	12.4	100.0

자료: 금감원 ABS발행실적 자료

둘째, 유동화자산 측면에서는 부실채권(distressed debt)을 대상으로 한 유동화가 주류를 이루었다. 부실채권은 다시 부실대출(distressed loan)과 부실회사채(distressed bond)로 구분된다. 실무적으로는 전자를 무수익대출채권(non-performing loan: NPL), 후자를 정크본드라고 한다. 또한 부실채권은 부동산과도 관련된다. 부실채권이 부동산담보부채권이면 채권자는 담보권 행사를 통해 부동산을 획득할 수 있기 때문이다. 은행의 경우에는 부실대출금, 투자신탁의 경우에는 부실회사채 그리고

KAMCO는 양자를 모두 보유하고 있었다. 특히 정크본드의 경우에는 다음에 설명할 CBO의 형태로 발행되었다. 2000년을 기준으로, NPL 대상의 자산유동화는 약 20%정도, 정크본드를 대상으로 한 CBO(collateralized bond obligation)는 약 56%를 차지하여 부실채권 대상의 자산유동화 비중은 76% 정도로 압도적 비중을 차지하고 있다.

<표 III-3> 2000년도 유동화자산 종류별 ABS발행 현황

(단위: 억원, %)

유 동 화 자 산	유가증권				채권(債權)								부 동 산	총 계
	S-CBO (유동 회사채)	P-CBO (인수 회사채)	기타 (토지 수익연 계채권 등)	소계	대출 채권 (일반· 부실)	카드론 · 리스 채권· 오토론 등	주택 지당 채권	토지 분양 대금 채권	카드매 출채권 , 현금 서비스 채권	기업 매출 채권	기타 채권	소계		
금액	204,154	73,073	9,157	286,384	103,118	55,969	13,788	2,260	8,616	9,724	2,063	195,538	11,910	493,832
비율	41.3	14.8	1.9	58.0	20.9	11.3	2.8	0.5	1.7	2.0	0.4	39.6	2.4	100.0

자료: 금감원 ABS발행실적 자료

셋째, 유동화구조 및 유동화기법 측면에서는 CBO형태의 자산유동화가 중요한 역할을 하였다. 그 이유는 채권시가평가제 도입과 부실 증권투자신탁회사의 구조조정과정에서 부실채권을 대상으로 한 CBO 발행이 증가하였기 때문이다. CBO중 유통시장CBO(secondary CBO)는 이미 금융기관이 보유하고 있는 부실회사채를 대상으로 한 CBO로 주로 투신권이 발행하였다. 즉 유통시장CBO는 부실채권정리를 통해 투신권의 재무건전성을 제고하기 위한 목적으로 도입되었다. 이에 반해 2000년 8월에 처음 도입된 발행시장CBO(primary CBO)는 새로 발행되는 회사채나 전환사채를 대상으로 한 CBO로서 주로 증권사가 발행하였다. 특히 발행시장CBO는 회사채 차환발행 및 장기자금조달에 어려움을 겪고 있는 기업

들의 자금조달을 원활히 하기 위한 방안으로 도입되었다. 다수의 기업이 신규로 발행하는 회사채를 증권회사가 먼저 총액인수하여 이를 유동화 전문회사에 매각하고, 이를 기초로 채권담보부증권인 CBO를 발행하여 인수자금을 회수하는 금융기법이다.

나. 성장기(2001) : 기업자금조달수단으로서의 ABS

도입기에서는 부실채권정리와 관련된 구조조정 목적의 자산유동화가 주류를 이루었는데 반해 2001년부터는 일반기업의 자금조달 수단으로서 자산유동화증권시장의 중요성이 증대되기 시작하였다. 특히 신용카드매출채권 및 카드론을 대상으로 한 자산유동화증권시장이 급성장하였고 부실채권정리와 관련해서는 은행권 중심으로 한 CLO(collateralized loan obligation)가 주류를 이루었다. 자산보유자와 유동화자산이 다양화됨에 따라 각각의 특성을 반영할 수 있는 다양한 유동화구조가 개발되었다. 이 시기는 우리나라 자산유동화증권시장이 양적·질적으로 성장한 시기였다. 이제 유동화증권시장 성장기의 특성을 자산보유자, 유동화자산, 유동화구조 및 기법의 관점에서 구체적으로 분석해 보도록 한다.

첫째, 자산보유자 측면에서는 일반법인과 카드사가 포함된 여신전문금융회사의 약진이 가장 큰 특징이다. 금융회사 전체의 발행비중은 이전 단계와 비슷하나 투신의 발행비중이 급감하고 카드사, 할부금융사, 리스사 등 여신전문금융회사의 발행비중이 급증하였다. 또한 자금조달을 위한 일반기업의 자산유동화증권발행도 급증하여 기업의 새로운 자금조달 방법으로 자리잡게 되었다. 이전 단계에서 1%도 안되던 일반기업 발행비중이 8%를 초과하게 되었다. 다음 <표 III-4>는 2001년 중 자산보유자별 자산유동화증권 발행현황을 나타낸다.

<표 III-4> 2001년도 자산보유자별 ABS발행 현황

(단위: 억원, %)

구분	금융회사								일반 법인	공공법인				총계
	은행	투신	증권	보험	여전	종금	기타	소계		자산 관리 공사	예금 보험 공사	기타	소계	
금액	120,461	589	83,032	7,633	214,843	4,355	7,617	438,530	41,335	13,809	9,755	5,913	29,477	509,342
비중	23.6	0.1	16.3	1.5	42.2	0.9	1.5	86.1	8.1	2.7	1.9	1.2	5.8	100.0

자료: 금감원 ABS발행실적 자료

둘째, 유동화자산 측면에서는 부실채권(distressed debt)의 비중이 감소하고 카드매출채권, 매출채권 등의 비중이 증가하였다. 부실채권 중 부실회사채(distressed bond)는 CBO발행과 관련된다. CBO 중에서 중소기업의 자금조달과 관련된 발행시장CBO는 큰 변화가 없으나 부실회사채 정리와 관련된 유통시장CBO의 비중은 급감하였다. 따라서 이전 단계에서 56%에 달하였던 CBO비중은 17%로 축소되었다. 부실채권 중 부실대출금은 CLO와 관련된다. CLO중 부실대출금 즉 NPL을 대상으로 한 CLO는 CLO발행액 전체의 70%정도를 차지하였다. 이 시기에는 KAMCO의 부실채권 유동화가 감소하고 은행 스스로가 자산보유자로서 자산유동화를 수행하였다.

특히 2001년 하반기부터 일반기업의 장래매출채권(future cash flow)을 대상으로 하는 자산유동화증권발행이 크게 증가하였다. 기업의 산업적 특성이 다양함에 따라 유동화자산도 항공요금, 인터넷서비스이용료, 단말기 가입비, 건설분양 및 공사대금, 철강 매출채권 등으로 다양화되었다. 이 시기에 가장 큰 성장률을 보인 유동화자산은 카드매출채권이었다. 정부의 신용카드사용장려정책에 힘입어 신용카드 이용실적이 급증하였고 이 과정에서 발생한 카드매출채권으로 자산유동화를 추진하였기 때문이다. 다음 <표III-5>는 유동화자산별 자산유동화증권 발행현황을 나타낸다.

<표 III-5> 2001년도 유동화자산 종류별 ABS발행 현황

(단위: 억원, %)

유 동 화 자 산	유가증권				채권								부동 산	총계
	S-CBO (유동 회사채)	P-CBO (인수 회사채)	기타 (토지 수익 연계 채권 등)	소계	대출 채권 (일반· 부실)	카드론 · 리스 채권· 오토론 등	주택 저당 채권	토지 분양 대금 채권	카드매 출채권, 현금서 미스채 권	기업 매출 채권	기타 채권	소계		
금액	11,133	75,406	-	86,539	146,922	85,029	8,380	5,913	130,869	36,279	600	413,992	8,811	509,342
비율	2.2	14.8	-	17.0	28.9	16.7	1.6	1.2	25.7	7.1	0.1	81.3	1.7	100.0

자료: 금감원 ABS발행실적 자료

셋째, 유동화구조 및 유동화기법 차원에서는 부분차환ABS(ABCP), 자산교체ABS(revolving ABS), 시장가치ABS(market value ABS), 추가이자 지급형ABS, 다단계ABS 등 새로운 유동화구조와 기법이 도입되었다. 부분차환 ABS란 유동화증권을 장기채권 형태로 발행하지 않고 단기 CP, 즉 ABCP(asset-backed commercial paper)를 반복적으로 차환발행하는 ABS를 의미한다. 이는 유동화자산은 장기인데 유동화증권은 단기인 경우이다. 장단기 금리차이를 이용하여 자금조달비용을 낮출 수 있다는 장점이 있다. 자산교체ABS란 유동화자산을 교체할 수 있는 ABS방식으로 주로 단기매출채권을 대상으로 한다. ABCP와는 반대로 유동화자산은 단기인데 유동화증권은 장기이다. 시장가치ABS란 기초자산의 시장가치가 일정하게 유지된다는 조건하에 기초자산을 적극적으로 변화시킬 수 있는 ABS방식이다. 현금흐름이 일정하게 유지되어야 하는 현금흐름 ABS(cash flow ABS)에 대응되는 개념이다. 대개의 경우 CBO의 형태를 갖고 기초자산을 적극적으로 변화시킬 수 있다는 의미에서 '적극적으로 운영되는 CBO(actively managed CBO)'라고도 한다. 추가이자지급형 ABS란 특정한 조건이 만족될 경우 유동화증권 즉 발행채권에 추가적

이자가 지불되는 일종의 변동금리형태의 ABS이다. 예를 들어 아파트분양대금채권을 기초자산으로 하여 유동화채권이 발행된 경우, 분양율이 일정 수준 이상이면 기본금리 외에 추가적 이자가 지불된다. 다단계ABS란 자산보유자가 유동화자산을 유동화회사에 양도 또는 신탁회사에 신탁하고 유동화증권을 발행하여 다른 유동화회사에 양도 또는 다른 신탁회사에 신탁한다. 다음에 유동화증권을 양수받은 유동화회사 또는 신탁받은 신탁회사는 이를 기초자산으로 최종 투자자를 대상으로 유동화증권을 발행하는 방식이다. 이 방식은 자산보유자나 유동화자산의 특성상 직접 자산유동화가 어려운 경우에 활용된다.

또한 단순한 자금조달수단으로서의 차원을 넘어 규제회피 목적의 자산유동화 활용이 태동되고 있다. 예를 들면 공정거래법상 규제를 회피하면서 계열사 주식을 합법적으로 보유하기 위한 목적의 자산유동화인데 차후 주식의 유동화를 논의할 때 상세히 설명하도록 한다.

다. 전환기(2002) : 새로운 도약의 모색

한국의 자산유동화증권시장은 도입기와 성장기를 거쳐 2002년부터는 전환기에 접어들었다. 부실채권의 정리수단으로서 도입기를 맞이한 이태카드채권을 중심으로 금융회사와 일반기업의 자금조달수단으로서 실로 괄목할 만한 성장을 거듭해 온 자산유동화시장은 2002년부터 그 성장세가 둔화되기 시작했다. 유동화자산의 차원에서 보면 성장세 둔화의 원인은 자명하다. 즉 부실채권을 대상으로 한 ABS는 구조조정이 마무리 단계에 들어섬에 따라 CBO와 CLO 모두 대폭 감소하였다. 그리고 그 동안 자산유동화증권시장을 주도하여 온 신용카드사의 ABS발행도 전체 ABS발행시장에서 차지하는 비중은 여전히 50%에 근접하지만 그 절대규모는 크게 감소하였다. 카드채권 유동화시장도 어느 정도 시장이 충족된

상태이다. 물론 신용카드사의 자산유동화증권발행이 컸던 만큼 차환목적의 자산유동화증권발행은 지속적으로 존재하겠지만 이전과 같은 급속한 성장을 기대하기는 힘들다고 판단된다. 결국 자산유동화증권시장의 양대 축이었던 부실채권 유동화와 신용카드채권 유동화 수요가 모두 급감한 상황이다.

따라서 과거 구조조정과정에서 발생한 부실채권이나 신용카드 활성화 정책과 관련하여 발생한 신용카드채권과 같이 경제상황에 따라 자연 발생적으로 창출된 유동화자산에 의존한 성장은 한계에 다다랐다. 현시점을 자산유동화증권시장의 전환기로 보는 이유가 여기에 있다. 국내 자산유동화증권시장은 침체기에 빠질 것이냐 아니면 새로운 도약을 할 것인가의 기로에 서있는 것이다.¹⁶⁾ 새로운 도약을 위해서는 보다 다양한 유동화자산, 자산보유자, 유동화구조의 개발이 필요하다.¹⁷⁾ 정부의 입장에서 이를 가능하게 하는 자산유동화제도와 관련 인프라의 개선, 시장참가자의 입장에서는 새로운 자산유동화 상품개발에 심혈을 기울여야 할 것이다.

이하에서는 전환기에 접어든 국내 자산유동화증권시장의 특성을 자산보유자, 유동화자산, 유동화구조 및 기법의 측면에서 살펴보도록 한다. 첫째, 자산보유자 측면에서는 일반법인의 자산유동화증권 발행비중이 급증한 것이 가장 큰 특징이다. 은행과 KAMCO의 경우는 유동화 대상부실채권의 감소로 인해, 증권사의 경우는 기업자금사정 호전에 따른 CBO 발행의 감소로 인해 전년 동기대비 자산유동화증권발행이 대폭 감소하였다. 신용카드사를 중심으로 한 여신전문금융회사의 경우에도 카드채권

16) 자산유동화증권시장에 대한 양면적인 전망은 시장참가자를 대상으로 한 설문조사에서도 잘 나타나 있다.

17) 예를 들면, 유동화자산 측면에서는 일반기업의 미래채권을 대상으로 한 유동화나 세수(tax)를 대상으로 한 유동화, 자산보유자측면에서는 지방자치단체, 유동화구조 측면에서는 신용과생상품을 활용한 합성 CDO나 마스터신탁 등이 혁신의 가능성이 높은 분야라고 생각된다.

44 자산유동화증권(ABS)시장 발전방안 연구

의 감소로 인해 전년 동기대비 유동화증권발행이 감소하였다. 그러나 일반기업의 유동화증권 발행비중은 22%로서 전년도 8%에 비해 급격히 증대하였다. 다음 <표 III-6>은 2002년 상반기 중 자산보유자별 자산유동화증권 발행현황을 나타낸다.

<표 III-6> 2002년도 상반기 자산보유자별 ABS발행 현황

(단위: 억원, %)

구분 발행 주체	금융회사								일반 법인	공공법인				총계
	은행	투신	증권	보험	여전	종금	기타	소계		자산 관리 공사	예금 보험 공사	기타	소계	
금액	7,821	-	15,762	-	80,395	-	6,923	110,901	32,243	518	1,636	-	2,154	145,298
비중	5.4	-	10.8	-	55.3	-	4.8	76.3	22.2	0.4	1.1	-	1.5	100.0

자료: 금감원 ABS발행실적 자료

둘째, 유동화자산 측면에서는 카드매출채권의 비중이 더욱 증대되었다. 다른 유동화자산이 감소하면서 전년 동기대비 신용채권의 절대액이 감소했음에도 불구하고 전체 유동화자산에서 차지하는 비중은 50%에 근접할 정도로 더욱 증대되었다. 유동화자산의 대표주자인 신용카드채권이 감소하고 있기 때문에 기존의 유동화자산에만 의존할 경우 유동화자산 규모의 지속적인 축소가 예상된다. 또한 유가증권의 비중은 CBO발행 감소에 따라 축소된 반면, 채권의 경우는 대출채권과 신용채권의 감소에도 불구하고 매출채권, 리스채권, 자동차할부금융채권, 주택저당채권의 증가에 따라 그 비중이 증가하였다. 다음 표는 유동화자산별 유동화증권의 발행현황을 보여준다.

<표 III-7> 2002년도 상반기 유동화자산 종류별 ABS발행 현황

(단위: 억원, %)

유 동 화 자 산	유가증권				채권								부동 산	총계
	S-CBO (유동 회사채)	P-CBO (인수 회사채)	기타 (토지 수익연 계채권 등)	소계	대출 채권 (일반· 부실)	카드론 · 리스 채권· 오토론 등	주택 저당 채권	토지 분양 대금 채권	카드대출 채권 현금 서비스 채권	기업매 출채권	기타 채권	소계		
금액	3,500	4,556	6,727	14,783	13,329	9,148	5,282	-	70,547	28,969	539	127,814	2,701	145,298
비율	2.4	3.1	4.6	10.1	9.2	6.3	3.6	-	48.6	19.9	0.4	88.0	1.9	100.0

자료: 금감원 ABS발행실적 자료

셋째, 유동화구조 및 기법측면에서는 부분차환ABS, 자산교체ABS, 다 단계ABS가 지속적으로 발행됨과 동시에 파생상품과 연결된 유동화구조 가 새로이 시도되고 있다. 파생상품과 연결된 유동화구조는 2002년 7월 부터 증권사에 장외파생상품업무가 허용됨에 따라 더욱 활성화될 것이 다. 특히 신용파생상품을 결합한 합성CDO, 이자율스왑 등을 통해 유동 화자산의 이자율위험을 헤지하는 유동화구조 등은 그 활용도가 매우 높 을 것으로 기대된다.

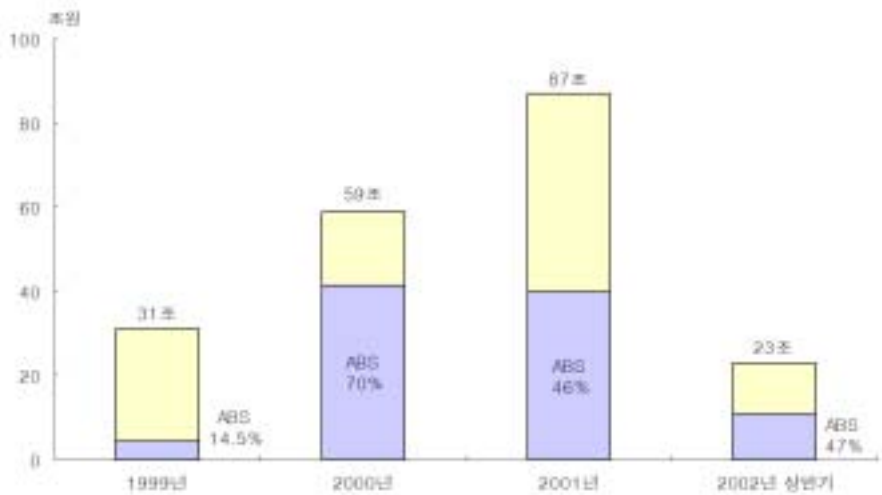
3. 자산유동화증권 발행비중 변화추이 분석

1998년 자산유동화제도 도입 이후 최근까지 우리나라 자산유동화증 권시장의 발전단계 또는 시기를 기준으로 각 단계에서 자산보유자, 유동 화자산, 유동화증권 등의 특성을 살펴보았다. 이하에서는 분석의 시각을 달리하여 자산보유자, 유동화자산, 유동화증권 등을 기준으로 이들이 각 시기별로 어떻게 변화하여 왔는지를 시계열적으로 살펴보도록 한다.

가. 자산유동화채권의 회사채시장 점유비중 변화추이

자산유동화채권이 전체 회사채시장에서 차지하는 비중은 시기별로 차이가 있으나 대개 50% 정도의 중요한 비중을 차지하고 있다. 도입초기 10%대에 머무르던 자산유동화채권 비중은 2000년에 70%로 회사채시장을 주도하였고 최근에도 50% 정도의 비중을 차지하고 있다. 특히 2000년 후반에서와 같이 일반회사채시장이 마비된 시장상황하에서는 자산유동화채권 발행비중이 전체회사채발행의 90%를 상회하는 경우도 있었다. 우리나라 회사채시장에서 자산유동화채권은 하나의 새로운 자산유형(asset class)으로서 그 중요성이 확대되고 있다.

<그림 III-2> ABS의 회사채시장 점유비중: 공모회사채 기준



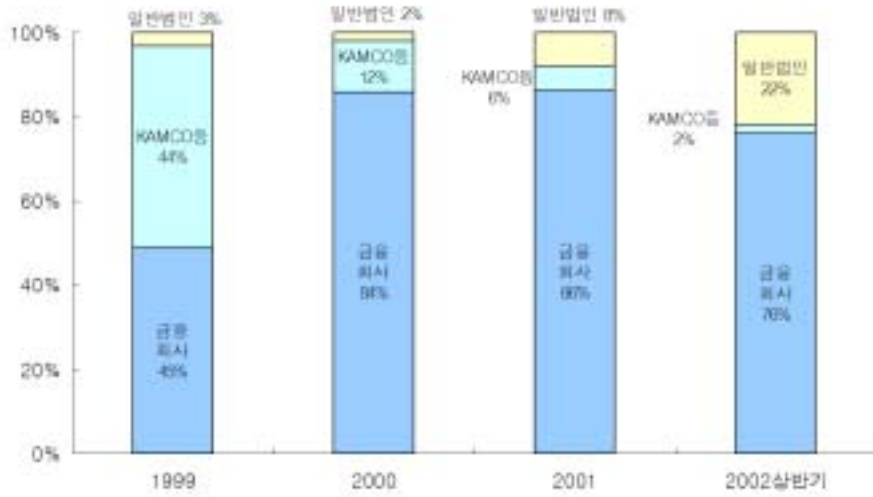
나. 자산보유자별 자산유동화증권 발행비중 변화추이

자산유동화증권시장의 발전단계별로 주도적인 자산보유자가 극명하게 변화하여 왔다. 초기시장에서는 금융권에서 분리된 부실채권의 정리를 담당하는 KAMCO가 가장 대표적인 자산보유자였다. 자산유동화제도 도입시에 가장 중요하게 인식되었던 목적 중의 하나가 자산유동화를 통해 금융권 전반에 걸쳐있는 부실채권을 정리하는 것이었다. 미국의 경우에도 S&L의 구조조정과정에서 RTC(Resolution Trust Company)가 인수한 부실채권을 정리하기 위한 수단으로 활용하면서 자산유동화시장이 급성장하였다. 다만 차이점은 미국의 경우에는 부실화된 주택저당채권의 정리와 관련하여 MBS가 주류를 이루었다는 점이다. 최근에는 부실채권 정리가 마무리 단계에 들어섰고 부실채권정리기금이 부실채권을 매입할 수 있는 시점이 2002년 12월로 한정됨에 따라 유동화시장에서 KAMCO가 차지하는 비중은 미미한 상황이다.

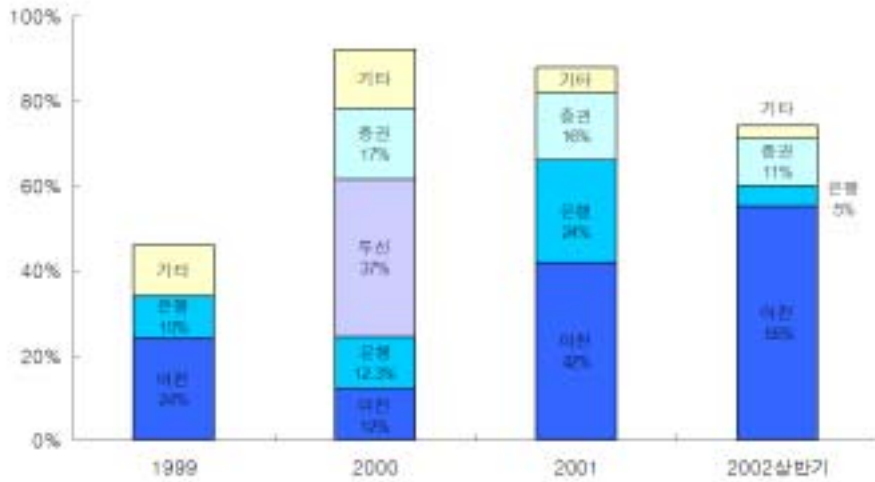
2000년에 들어와서는 대우채의 처리를 위해 자산유동화를 활용한 투신권이 주요한 자산보유자가 되었다. 2001년에는 은행권이 스스로 CLO를 통해 부실채권을 정리하면서 은행이 주요한 자산보유자로 부각되었다. 또한 신용카드시장의 확대에 따라 신용카드채권의 유동화를 통해 자금조달을 모색한 신용카드사 등의 여신전문회사가 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 최근에 그 성장속도가 둔화되기는 하였지만 여전히 신용카드회사는 자산유동화시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 자산보유자이다.

자산유동화시장의 발전에 따라 일반기업의 비중도 지속적으로 확대되고 있다. 초기 2%정도에 불과하던 비중은 2001년에 8%로 증가하였고 2002년 상반기에는 22%에 이르렀다. 기업의 유동화자산이 다양화되고 자산유동화에 대한 기업의 인식이 제고되고 있으며 특히 자사보유자 개념이 신용등급이 낮은 회사로까지 확대되고 있기 때문에 전체 자산보유자에서 일반기업이 차지하는 비중은 지속적으로 증대될 전망이다.

<그림 III-3> 자산보유자별 ABS 발행비중 변화추이



<그림 III-4> 금융회사별 ABS 발행비중 변화추이



다. 유동화자산별 자산유동화증권 발행비중 변화추이

유동화자산은 자산보유자와 밀접한 관계에 있다. 「자산유동화에 관한 법률」에서는 부동산, 채권, 기타의 재산권을 유동화자산으로 열거하고 있다. 기타의 재산권 중 대표적인 것이 유가증권이기 때문에 유동화자산은 크게 부동산, 채권, 유가증권으로 구분될 수 있다.

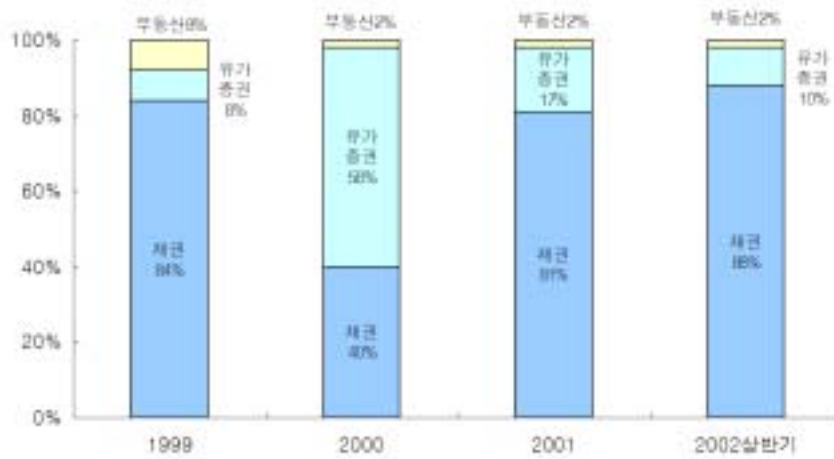
도입초기에 유동화자산 중 채권이 절대적 비중을 차지하고 있었던 것은 금융권 구조조정과정에서 발생한 부실대출채권 때문이었다. 부실채권에는 부실대출채권 외에 정크본드가 있는데 구조조정이 마무리됨에 따라 이들이 차지하는 비중은 감소하고 있다. 2000년에 유가증권비중이 확대된 것은 투신권의 부실채권 즉 정크본드 때문이었다. 2001년 이후 채권의 비중이 확대된 것은 카드매출채권 등이 증대된 것에 주로 기인한다. 또한 일반기업의 자산유동화를 통한 자금조달이 확대됨에 따라 다양한 형태의 채권이 유동화 되고 있기 때문에 기업의 매출채권 등이 차지하는 비중이 지속적으로 상승할 것으로 예상된다.

<표 III-8> 자산유보유자별 부실대출채권 유동화 현황

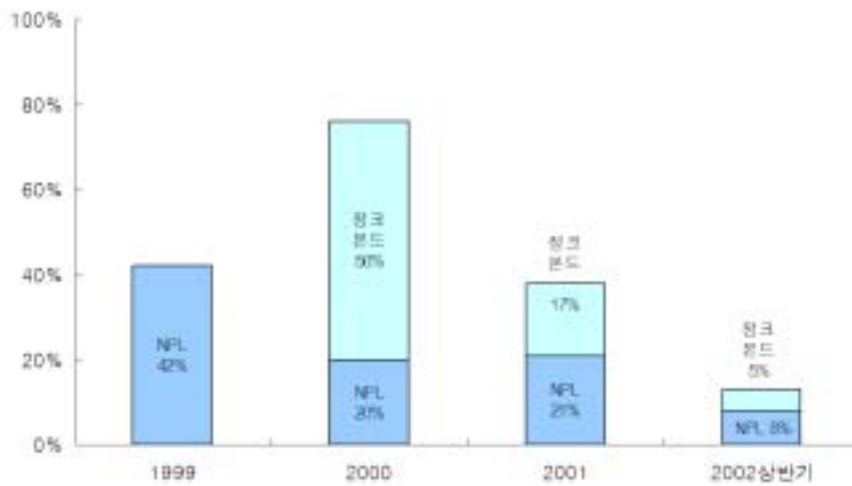
(단위: 억원)

구 분	1999	2000	2001	2002.상	2002.상
은 행	5,680	44,390	80,665	33,183	5,412
한국자산관리공사	18,296	48,445	13,809	1,109	518
예금보험공사	-	5,158	3,579	3,579	1,636
기타(금고, 종금등)	4,594	1,685	7,654	3,433	3,355
합 계	28,570	99,678	105,707	41,304	10,921

<그림 III-5> 유동화자산별 ABS 발행비중 변화추이



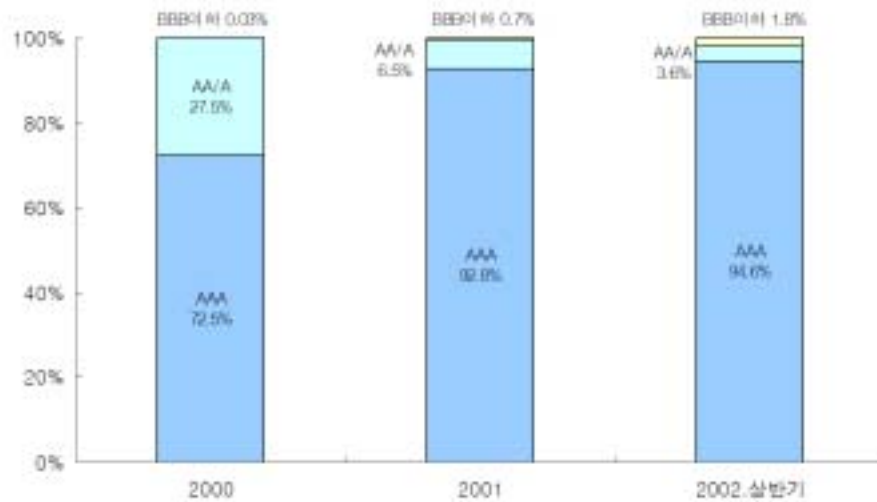
<그림 III-6> 부실채권대상 ABS 발행비중 변화추이



라. 신용등급별 · 만기별 유동화증권발행비중 변화추이

우리나라에서 발행되는 유동화증권은 몇 가지 특징을 가지고 있다. 첫째, 회사채형태의 유동화증권이 대부분을 차지하고 있고 회사채 중에서도 AAA등급 유동화채권이 주류를 이루고 있다. 이 같은 현상은 우리나라 채권시장에 AAA등급채권이 부족하고 낮은 신용등급 채권을 매입할 수 있는 수요기반이 미미하다는 데에서 그 원인을 찾을 수 있다. 또한 데이터 부족 등 신용평가시스템의 미성숙도 과도한 신용보강을 유발하는 요인으로 작용하고 있다. 현재 시장에서 소화될 수 있는 AAA등급의 채권을 만들기 위해 과도한 신용보강이 요구되기 때문에 이는 그대로 발행비용의 증가로 연결된다. 다음 그림은 신용등급별 ABS 발행비중 변화추이를 나타낸다.

<그림 III-7> 신용등급별 ABS 발행비중 변화추이



둘째, 만기의 측면에서 보면, 만기구조가 다양화되고 있는 경향을 보인다. 2000년에는 만기 1년 이하의 채권이 35%, 만기 1년 이상-2년 이하의 채권이 42%를 차지하여 만기 2년 이하의 비중이 80%에 근접하였다. 2001년에는 만기 1년 이하는 18%, 1년 이상-2년 이하는 31%에 불과하고 만기 2년 이상이 70%에 근접한다. 특히 만기 4년 이상 채권은 20%, 만기 5년 이상 채권도 4%를 차지하여 비교적 장기의 채권발행이 증가하고 있음을 알 수 있다. 장기유동화채권의 발행이 증가하고 있는 이유로는, 리볼빙구조의 도입에 따라 단기만기의 유동화자산을 대상으로 장기만기의 유동화증권을 발행할 수 있게 되었다는 점을 들 수 있다. 또한 투자자들의 만기에 대한 선호가 다양화되고 있는 것도 하나의 원인으로 생각할 수 있다. 보다 근본적으로는 국채의 만기가 장기화되면서 가격결정의 기준이 되는 벤치마크가 제공된 것도 유동화채권 만기의 장기화에 기여했다고 생각된다.

4. 한국 자산유동화증권시장의 특성: 한국 vs 미국

이제까지 한국의 자산유동화제도와 시장특성에 대하여 살펴보았다. 이하의 장들에서 한국의 자산유동화시장에 대한 보다 구체적 현황분석과 발전방안에 대한 논의가 이루어질 예정인 바, 현 단계에서는 자산유동화시장이 가장 발전된 미국시장과의 비교를 통해 한국 자산유동화시장의 특성을 개괄적으로 파악해 보고자 한다.

자산유동화의 법률적 근거를 비교해 보자. 미국의 경우에는 시장에서 자생적으로 발전된 자산유동화증권을 증권법이나 증권거래법 등에서 수용하는 형태를 띠 반면, 한국의 경우에는 정부주도로 자산유동화법이 먼저 제정되고 이를 바탕으로 자산유동화시장이 형성되었다. 즉 「자산유

동화에 관한 법률」이 별도로 존재한다. 자산유동화를 규율하는 별도의 법이 존재하는 것은 장점이 될 수도 단점이 될 수도 있다. 하나의 금융 특별법으로서 다양한 특혜가 주어질 수 있다는 점이나 자산유동화법만 개정하면 다양한 구조를 수용할 수 있다는 점에서는 장점이 될 수 있다. 그러나 일반적 증권에 비해 추가적인 규제가 가해질 수 있다는 점에서 단점이 될 수도 있다. 예를 들어 미국의 경우에는 유동화증권발행시 다른 증권과 마찬가지로 유가증권신고서만 제출하면 되지만 우리나라의 경우에는 유가증권신고서와 함께 유동화계획을 제출해야 한다.

최초의 유동화자산이란 측면에서 보면, 미국의 경우에는 주택저당채권담보부채권(MBS)이 초기 유동화시장의 대표적 유동화상품이었으나 우리나라의 경우에는 부실채권유동화가 초기 유동화시장의 주류를 이루었다. 한국과 미국 모두 금융기관의 부실로 인한 구조조정의 추진이 자산유동화시장 발전에 결정적 역할을 수행하였다. 다만 미국의 경우에는 S&L부실화로 인한 부실채권의 대부분이 주택저당채권이었기 때문에 이를 유동화하는 MBS가 구조조정과정에서 중요한 역할을 수행하였다. 한국의 경우에는 IMF경제위기 이후 기업대출이 부실채권의 대부분이었기 때문에 이를 정리하는 과정에서 부실채권유동화가 많이 활용되었다.

자산보유자의 자격을 살펴보면, 미국의 경우에는 아무런 규제가 없으나 한국의 경우에는 「자산유동화에 관한 법률」상 적격자로 열거된 자만이 자산보유자가 될 수 있다. 일면 한국의 자산보유자 적격기준이 자산보유자의 범위를 제약하는 요인으로 작용할 수 있으나 「자산유동화에 관한 법률」에서는 지속적으로 자산보유자의 개념이 확대되어왔다. 미국의 경우에는 최근 자산보유자의 개념이 지나치게 확대되어 불량자산보유자로 인한 부작용이 나타나기도 한다.

섹터별 자산유동화시장의 형성정도를 비교해 보자. 미국의 경우에는 신용카드, 자동차할부, 부실채권, CDO, 합성CDO, MBS 등 다양한 섹터

별시장이 형성되어 있다. 한국의 경우에는 물론 최근 다양한 유동화자산을 대상으로 유동화증권이 발행되고 있기는 하지만, 유동화자산의 규모와 지속성 측면에서 섹터별 시장이라고 간주될 수 있는 시장은 신용카드유동화시장 정도라고 생각된다.

후순위채권인수와 관련한 차이점을 비교해보자. 미국의 경우에는 자산보유자가 매입하는 후순위채권 규모가 일정 수준이상이면 진정한 매매로 인정하지 않고 있다. 이에 비해 한국의 경우에는 자산보유자의 후순위채권 매입정도가 진정한 매매의 판단에 영향을 미치지 않는다. 더 나아가 미국의 경우에는 후순위채권을 자산보유자가 아닌 후순위채권전문투자자가 인수하는 것이 일반적이다.

신용공여기관이란 관점에서 보면, 미국의 경우에는 대표적 신용공여기관이 단종보험회사(monoline insurance company)와 같은 전문적 금융보증기관인데 비해, 한국의 경우에는 은행이 대표적 신용공여기관이다. 유동화증권 측면에서도, 미국의 경우는 발행채권의 신용등급이나 구조설계가 다양화되어 있는 반면 한국의 경우에는 AAA등급 선순위채 위주로 시장이 형성되어있다.

<표 III-9> 한국 자산유동화증권시장의 특성: 한국 vs 미국

구분	한국	미국
법률적 근거	자산유동화에 관한 법률	특별법 없음
최초의 유동화	부실채권	MBS
섹터별 시장형성	신용카드ABS시장 형성	다양한 섹터별 시장형성
자산보유자 자격	법에 열거	제약 없음
진정한 매매기준	후순위채권 매입도 진정한 매매로 인정	매입하는 후순위채권이 일정수준 이상이면 진정한매매로 인정않음
유동화기관	유동화전문회사, 단일신탁	SPC, master trust, ABCP conduit, REMIC, FASIT
신용공여기관	은행	단종보험회사 (monoline insurance co.)
후순위채권인수자	자산보유자	전문투자자
유동화증권	AAA등급 선순위채권 위주	· 다양한 등급의 채권 · 메자닌 채권, 구조설계채권
상품개발순서	존재하는 기초자산을 전제로 유동화상품 개발	유동화를 전제로 한 기초자산 상품설계(MBS)

IV. 시장참가자, 유동화구조, 유동화증권의 현황 분석과 발전방안

1. 시장참가자 현황분석과 발전방안
2. 유동화구조의 현황분석과 발전방안
3. 유동화증권 현황분석과 발전방안

IV. 시장참가자, 유동화구조, 유동화증권의 현황 분석과 발전방안

1. 시장참가자 현황분석과 발전방안

가. 자산보유자 현황분석과 개선방안

1998년 「자산유동화에 관한 법률」이 도입된 이래 우리나라의 자산유동화증권시장은 괄목할 만한 성장을 보여왔다. 자산유동화증권시장의 발전에 따라 자산보유자 개념도 점진적으로 확대되어 왔다. 현재 자산보유자(originator)의 개념은 「자산유동화에 관한 법률」 제2조2항, 시행령 제2조, 자산유동화업무감독규정 제2조에 규정되어 있다. 논리적 측면에서 보면, 자산유동화에서는 자산보유자의 신용과 유동화자산의 신용도가 분리되기 때문에 자산보유자에 대한 관심은 상대적으로 낮다고 볼 수 있다. 그러나 현실적 측면에서 보면, 유동화자산은 자산보유자의 영업특성 및 관리능력에 상당한 연관성을 갖고 있다. 또한 일반적으로 자산보유자는 자산관리자의 역할을 수행하기 때문에 자산관리와 관련해서도 중요한 의미를 갖는다.

도입초기에는 은행 등 금융기관, 토지공사나 주택공사와 같은 공공법인, 신용도가 우량한 기업으로서 금감위가 인정하는 일반기업이 자산보유자로 규정되어 있었다. 초기 자산보유자의 개념을 한정하였던 이유는 세제혜택, 저당권이나 소유권에 대한 등기특례 등 자산유동화법상 특혜가 남용될 가능성이 있다고 판단되었기 때문이었다. 부실채권의 효율적 정리를 위해 1999년 12월에 법개정을 통해 KAMCO가 자산보유자로 포함되었다. 2000년 10월에 법과 시행령개정을 통해 기업구조조정투자회사

(CRV), 기업구조조정전문회사(CRC), 예금보험공사, 신용보증기금·기술신용보증기금, 중소기업진흥공단, 신탁회사, 주택저당채권유동화회사, 주택사업 또는 토지개발사업을 영위하는 지방공기업이 새로이 자산보유자에 포함되었다.

자산보유자가 될 수 있는 일반기업은 신용도가 우량한 법인이다. 도입 초기에는 금감위 등록기업으로서 투자적격등급을 받은 기업이거나 주권상장법인·협회등록법인으로서 해외에서 유가증권을 발행한 경험이 있는 기업에 국한되었다. 그 후 2000년 6월 금감위의 업무감독규정개정을 통해 해외유가증권 발행경험에 관계없이 모든 주권상장법인·협회등록법인이 자산보유자에 포함되었다. 최근 2002년 6월에 금감원 규정변경 예고공시를 통해 자산보유자 적격기업을 BB-까지 확대하였다. 이는 투자적격등급 이하의 등급인 BB등급이 새로이 자산보유자로 포함되었음을 의미한다.

자산보유자와 관련된 현행 규정상의 문제점은 다음과 같다. 첫째, 투자비적격등급의 비상장·비등록기업은 자산유동화를 통한 자금조달에 제한을 받는다. 자산유동화의 주요 기능은 일반적 방식으로 자금조달이 곤란한 기업으로 하여금 구조설계금융 방식을 통해 자금조달을 가능하게 하는 것이다. 이 같은 관점에서 보면 벤처기업 등과 같이 투자비적격등급의 기업이 보다 많은 자산유동화 유인을 갖고 있다고 판단된다. 현실적으로도 규제를 회피하기 위해 은행 등 자산보유자 자격을 지닌 기관이 브릿지론을 실행하고 이를 즉시 유동화하여 대출을 상환하는 방식의 유동화가 추진되고 있다. 즉 유동화대상 자산을 담보로 은행으로부터 대출을 받고 이 대출채권을 담보와 함께 SPC에 양도하여 유동화를 하고 있다. 이 경우 형식상의 자산보유자는 은행이 된다. 이 경우 최초 자산보유자의 회사정리절차, 「기업구조조정촉진법」 적용 등이 시작되면 SPC의 채권행사가 제한될 가능성이 있다. 또 다른 방법은 유동화자산을 신탁에 양도하고 신탁이 발행하는 수익증권을 담보로 은행이 기업에 대출을 하여 이 대출채권을 SPC에 양도하여 유동화하는 방법이다. 이 경우도

은행이 형식상의 자산보유자가 되는 구조이다. 이 방법은 기업의 파산시 담보신탁이 회사정리절차 또는 「기업구조조정촉진법」의 대상에서 얼마나 자유로울 수 있는지가 불확실하다는 문제점이 존재한다. 따라서 이들에게 자산보유자의 자격을 부여함으로써 자산유동화법의 직접적인 적용을 받아 현재의 제도하에서 보다 확실한 양도로서 인정받을 수 있게 하는 것이 바람직하다고 판단된다.

둘째, 특정 프로젝트수행을 위해 설립된 특수목적회사(SPC)나 지방자치단체 등이 자산보유자에서 제외되어 있다.¹⁸⁾ 미국의 경우 지방자치단체들은 이미 발생한 세금 뿐 아니라 미래에 수취할 세수를 대상으로 유동화를 시행하고 있다. 자산유동화의 특성이 자산보유자의 신용위험과 관계없이 순수하게 자산에 의해 상환재원이 마련된다는 점에서 전통적인 방법으로 자금조달이 곤란한 주체들에게 최대한 자금조달기회를 제공할 필요가 있다.

현행 규정상의 문제는 아니지만, 자산보유자의 자격제한을 전면적으로 철폐하여 모든 법인격이 자산보유자가 되도록 하자는 일부주장은 현재로서는 시기상조라고 판단된다. 자산보유자의 개념을 모든 법인격에게 확대할 경우, 자산유동화에 대한 감독은 유동화목적 및 유동화구조에 대한 스크린 기능강화를 통해 이루어질 수밖에 없다. 이 경우 금융감독원의 추가적 업무부담이 존재함은 물론 유동화 목적 및 자금사용용도 등의 해석에 있어 금융감독원의 자의성이 개입될 여지가 있다. 또한 자산보유자가 재산회피, 세금탈루 등의 불순한 의도로 자산유동화를 추진할 경우 사전적인 감독이 곤란하다. 특히 자산유동화와 관련된 「회사정리법」, 「파산법」상의 규정이 불명확한 상황에서 신용등급이 낮은 기업이 유동화 이후 파산하였을 경우 부인권 등의 문제가 발생할 수 있다.

18) 최근 제안된 프로젝트금융회사법에서는 명목회사인 프로젝트금융회사를 「자산유동화에 관한 법률」상 자산보유자로 간주하고 있다. 프로젝트금융회사란 명목회사 형태의 특수목적회사로서, 기존 실체를 보유한 프로젝트회사와 달리 이중과세의 문제가 발생하지 않는다는 장점이 있다.

자산유동화의 본질적 특성이 자산보유자의 신용도와 관계없이 유동화 구조의 설계를 통해 자금을 조달하는 것이므로 자산보유자개념의 확대는 자산유동화의 취지에 합당하다고 판단된다. 다만 자산유동화증권시장의 신뢰성을 유지하기 위해서는 자산보유자개념의 지나친 확대도 바람직하지 않다.¹⁹⁾ 따라서 자산보유자의 개념은 시장의 성숙도와 관련 인프라의 구축정도를 고려하여 점진적으로 확대해 나가는 것이 합리적이다.

나. 자산관리자 현황분석과 개선방안

자산관리자(servicer)는 유동화자산과 그로부터 발생하는 현금흐름을 관리하는 기능을 수행한다. 자산관리자는 유동화자산의 청구, 상환, 채권추심 그리고 자산관리업무와 관련된 정보의 제공 및 보고 등 상환과 관련된 주요한 업무를 담당한다. 신탁회사는 스스로 자산관리업무를 수행할 수 있으나 유동화전문회사는 명목회사(paper company)이기 때문에 자산관리위탁계약에 의하여 유동화자산의 관리를 의무적으로 위탁하여야 한다. 「자산유동화에 관한 법률」 제10조에 의하면 자산관리자가 될 수 있는 자는 자산보유자, 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」상 신용조회업무, 신용조사업무, 채권추심업무를 허가받은 신용정보업자, 그리고 자본금10억과 전문인력요건을 갖춘 자산관리전문회사로 구분된다.

자산관리자는 유동화자산을 고유자산과 분리하여 관리하여야 한다. 자산관리자는 유동화증권의 상환에 결정적인 영향을 미치기 때문에 자산관리업무가 정상적으로 이루어지지 않을 경우에는 자산관리업무를 대체할 수 있는 대체자산관리자를 선임하는 경우도 있다. 「자산유동화에 관한

19) 무디스는, 미국의 자산유동화시장을 대상으로 분석한 결과, 자산보유자가 부차적인 중요성 밖에 없는 사업(fringe business)을 영위하고 있는 경우 자산유동화의 결과가 불량하다는 결론을 내렸다.

법률」 제11조에 의하면 자산관리자가 파산하는 경우 유동화자산은 자산관리자의 파산재단을 구성하지 않는다. 따라서 유동화전문회사 등은 자산관리자 또는 파산관재인에게 유동화자산의 인도를 청구할 수 있다. 또한 자산관리자가 위탁관리하는 유동화자산은 「회사정리법」·「화의법」·「파산법」에 의한 보전처분 또는 중지명령의 대상이 되지 않는다.

자산관리자의 업무에 대한 구체적인 내용은 자산관리위탁계약서에 의해 규정된다. 일반적으로 자산관리계약서에 포함되는 내용은 자산관리자의 업무성격, 구체적인 자산관리방법 및 분리관리에 관한 내용, 자산관리의 현황에 대한 보고 및 공시방법, 자금지출 및 구체적인 관리방법 등에 대한 내용을 포함한다.²⁰⁾

이제 자산관리와 관련된 제도상의 문제점과 개선방안을 살펴보자. 첫째, 유동화자산으로부터 발생하는 현금흐름을 자산관리자의 고유자산과 분리관리하는 과정에 문제가 존재한다. 예를 들어 소비자금융상품 유동화의 경우 유동화자산의 건수가 많아서 회수된 현금의 분리관리에 있어 기술적인 문제가 존재한다. 즉 원칙적인 분리관리를 위해서는 회수계좌를 SPC명의로 바꾸는 것이 가장 바람직하나 계좌의 변경 자체의 기술적인 문제점이 존재한다. 회수계좌를 변경하지 않은 상황에서 자산관리자가 파산 등에 처한 경우 파산재단은 자산관리자의 계좌에 법적인 조치를 취하게 되고 이에 따라 유동화자산으로부터 회수된 원리금이 유동화증권의 상환재원으로 활용되는 데에 제한이 존재할 수 있다.

따라서 회수계좌를 변경하지 않아도 분리관리가 이루어질 수 있도록 하는 제도적인 보완이 필요하다. 이를 위해서는 유동화회사의 소유가 확인되는 현금에 대해서는, 회수계좌를 변경하지 않는 경우에도, 사후적으

20) 자산관리계약서의 주요내용은 자산관리자의 업무성격, 자산관리방법, 자산관리 현황 및 공시방법, 기타내용 등으로 구분할 수 있다.

로 전산자료 등을 통해 유동화자산의 회수대금 입을 입증하면 자산관리자의 채권자의 권리행사 대상에서 제외될 수 있도록 자산유동화법상 특례조항이 필요하다.

둘째, 현행 자산관리자의 자격에 대한 규정에는 대체자산관리자에 대한 구체적인 규정이 없다. 자산관리자는 자산유동화증권의 상환에 결정적 역할을 하기 때문에 유사시 대체자산관리자에 대한 규정을 명문화할 필요가 있다. 현재는 자산관리자의 자격을 포괄적으로 해석함으로써 대체자산관리자의 도입이 가능토록 운용되고 있으나 법률 및 시행령 등에 대체자산관리자에 대한 개념을 명확히 포함시킴으로써 보다 상환의 안정성을 제고할 수 있다. 상환의 안정성 제고는 투자대상으로서 유동화증권의 안정성을 제고시켜 유동화시장의 수요확대에 기여할 것이다.

셋째, 자산관리의 원활한 운용을 감시하기 위해서는 수탁관리기관의 감시기능을 강화하여야 한다. 동시에 투자자에게 자산관리현황이 정확히 보고될 수 있는 방안의 마련이 필요하다. 이를 위해서는 현재 자산관리자의 운용상에 있어 제반의 공시와 운용상황이 정확히 투자자 및 제반 이해관계자에게 전달될 수 있는 표준적인 자산관리현황 공시방안이 마련되어야 할 것이다.

다. 수탁관리기관(trustee)의 현황분석과 개선방안

수탁관리기관의 주요한 기능은 투자자를 대신하여 자산관리업무 전반을 감시하는 것이다. 현행 「자산유동화에 관한 법률」상 수탁관리기관의 업무, 자격요건 등에 대한 규정이 없기 때문에 대부분의 수탁관리기관이 업무위탁자의 자격으로 수탁관리업무를 수행하고 있다. 수탁관리기관이 유동화계획 후반부에 선정되어 수탁관리기관이 계약서작성에 참여하지 못하는 경우도 있다.

우리나라의 자산유동화시장은 유동화자산과 자산보유자의 확대, 투자자의 확대, 유동화구조의 다양화 등 양적인 차원에서 급성장하였다. 그러나 현재 시점은 시장참여자들의 기능과 역할이 시장의 요구를 충분히 충족시키지 못하는 실정이다. 따라서 시장참여자들의 기능과 역할 재정비를 통해 질적인 차원에서 시장의 재도약을 도모할 시점이라고 판단된다. 특히 선진화된 수탁관리업무에 대한 수요가 증대하고 있으나 「자산유동화에 관한 법률」에는 이에 관한 규정이 없다. 자산유동화에 대한 수탁관리기관이 되기 위한 자본금요건, 전문인력요건 등을 「자산유동화에 관한 법률」에 명시적으로 규정할 필요가 있다. 수탁관리기관이 법에 명시적으로 도입되면, 자산관리감독기능의 강화, 자산관리자 파산시의 대체관리 기능강화를 통해 자산유동화의 안정성을 증대시킬 것이다. 이는 곧 자산유동화시장의 수요기반 확대로 연결될 것으로 기대된다.

라. 주간사 증권사의 현황분석과 발전방안

자산유동화증권시장의 발전을 위해서는 주간사 증권사의 역할이 무엇보다 중요하다고 볼 수 있다. 주간사 증권사는 유동화증권의 기본적인 구조를 설계하고, 발행 유동화증권의 총액인수를 담당하며 이를 실질적인 투자자에게 판매하는 역할을 담당한다. 국내의 경우 주간사 증권사들이 새로운 구조의 도입과 자산보유자의 발굴을 통한 자산보유자의 확대 및 새로운 자산의 유동화를 적극 추진함으로써 자산유동화증권시장의 확대에 크게 기여해 왔다.

현재 대부분의 증권사들은 자산유동화와 관련한 전담부서를 두거나 기업금융을 담당하는 부서에서 자산유동화 업무를 취급하는 형태로 주간사업무를 담당하고 있다. 특히 자산유동화증권시장의 활성화에 따라 증권사의 자산유동화업무에 대한 관심이 높아졌고 이에 따라 증권사간

의 주간사 업무를 둘러싼 경쟁이 치열해져 있는 상황이다. 주간사 증권사들의 조직을 보면 대부분의 대형 및 중형 증권사들은 자산유동화증권의 주간사업무를 위한 전담조직을 두고 있다. 또한 소형증권사의 경우에도 일부 증권사들은 자산유동화 전담부서를 두고 자산유동화증권 업무를 활발하게 추진하고 있다. 이와 더불어 회사채 인수업무를 할 수 있는 산업은행의 경우에도 자산유동화증권의 주간사업무에 적극적으로 참여하고 있다.²¹⁾

자산유동화증권시장의 활성화를 위해 향후 주간사 업무에 있어 개선되어야 할 점은 다음과 같다. 첫째, 새로운 유동화구조의 적극적인 발굴이 필요하다. 자산유동화증권 도입 초기에는 주간사증권사의 새로운 업무 개발 등에 적극적인 입장을 보였으나 유동화증권시장이 성숙됨에 따라 새로운 업무의 발굴보다는 기존의 유동화체계를 중심으로 한 업무추진에 중점을 두고 있다. 특히 국내의 경우 자산유동화와 관련하여 과도하게 정보의 공시가 이루어지고 있기 때문에 새로운 구조를 개발하기보다는 기존 구조의 활용에 의존한 업무추진에 중점을 두고 있다. 이에 따라 새로운 구조의 원활한 도입에 제약요인으로 작용하고 있다. 따라서 향후 자산유동화증권 시장의 원활한 발전을 위해서는 주간사 증권사의 새로운 유동화구조의 도입이 절실히 필요하다고 볼 수 있다. 이를 위해서는 현행 증권사 신상품 보호제도를 활성화하여 자산유동화 신상품에 대한 배타적 독점권을 확대할 필요가 있다.

둘째, 주간사 수수료와 같은 가격경쟁을 지양하고 서비스 강화 등의 질적인 경쟁이 강화될 필요가 있다. 주간사 업무를 둘러싼 경쟁이 심화될

21) 1999년부터 2001년말 까지 발행된 자산유동화증권의 주간사실적을 비교해 보면 삼성, LG, 대우, 현대, 대신 등 대형증권사의 주간사실적 건수는 전체 건수의 50%를 점하고 있고, 중소형 증권사 및 은행의 비중이 47.18% 그리고 외국계 증권사의 비중은 2.82%를 차지하고 있다.

에 따라 가격경쟁이 치열해지고 각 증권사들이 자산유동화주간사 업무를 적극 추진하는 인센티브를 제약하고 있다. 이러한 주간사 수수료의 가격경쟁의 심화는 발행자의 비용절감의 효과는 존재하지만 자산유동화에 대한 연구개발투자를 꺼리게 하는 요인을 제공함으로써 유동화시장의 질적인 발전을 저해하는 요인으로 작용한다. 자산유동화와 관련된 증권사 주간사 업무의 선진화를 위해서는, 차별화된 새로운 유동화구조의 개발을 통해 높은 주간사 수수료를 획득할 수 있어야 한다. 획득된 높은 수수료는 다시 유동화신상품개발에 투자되는 선순환 구조의 구축이 필요하다.

마. 신용평가사의 현황분석과 발전방안

자산유동화증권은 발행회사의 신용도와는 독립적으로 자산에만 근거하여 발행되기 때문에, 신용평가의 과정을 통해 발행채권의 채무불이행에 대한 엄밀한 평가가 이루어져야 한다. 일반적으로 자산유동화증권은 각종 신용보강과 엄밀한 채무이행에 대한 평가 등을 통해 발행기업의 신용도에 비해 높은 신용등급으로 발행된다. 따라서 동채권의 채무불이행에 대한 평가는 기초자산의 질과 현금흐름, 지불능력과 관련된 다양한 요소 그리고 자산유동화의 전반적인 구조에 대한 엄밀한 평가에 근거하여 이루어진다.

자산유동화증권의 평가는 기본적으로 세 가지 요인에 의해 이루어진다. 우선 자산유동화의 다양한 참가자와 이들간의 거래관계 및 유동화구조에 대한 평가가 이루어진다. 이와 더불어 유동화자산이 창출하는 현금흐름과 유동화증권의 상환을 위해 요구되는 현금흐름에 대한 종합적인 비교분석이 이루어진다. 또한 다양한 신용보강에 대한 평가를 통해 동채권이 최악의 상황에서도 원리금과 이자를 지불할 수 있는지의 여부를 평가한다.

자산유동화증권 신용평가는 기초자산의 분석, 거래참가자에 대한 분석, 거래구조의 분석, 현금흐름 분석, 법률적인 측면에서의 분석 및 신용보강의 효과에 대한 분석을 통해 자산유동화증권의 상환가능성을 평가한다. 국내 자산유동화증권의 신용평가는 한국기업평가, 한국신용정보, 한국신용평가 및 서울신용평가 등 4개 기관에서 담당하고 있다. 자산유동화증권의 구조적인 특성상 상환의 안정성을 평가하는 신용평가의 역할은 필수적이다.

자산유동화증권의 건전한 발전을 위해서는 신용평가기관의 업무에 있어 다음과 같은 개선이 필요하다. 첫째, 자산유동화증권의 신용평가와 관련한 엄밀한 절차와 기준을 설정하고 이에 대한 정보를 시장에 알리려는 노력이 필요하다. 자산유동화증권이 복잡한 구조로 이루어져 있고 이에 대한 투자자 등의 인식이 높지 않은 상황에서 자산유동화 신용평가의 절차와 방법 및 평가기준에 대한 정보를 시장에 알림으로써 유동화증권 투자에 대한 불확실성을 낮추는 기능이 강화될 수 있다.

설문분석 결과를 보더라도 업계나 투자자들이 자산유동화와 관련된 정보를 주로 신용평가사 보고서를 통해 획득하고 있음을 알 수 있다. 이 같은 점을 고려할 때, 신용평가사의 정보공유와 교육기능의 강화는 자산유동화증권시장의 발전과 직결된다고 생각된다.

둘째, 자산에 대한 분석기능을 강화할 필요가 있다. 자산에 대한 분석은 유동화증권의 구조와 신용보강 수준에 매우 중요한 영향을 미치고 있다. 그러나 국내의 경우 자산에 대한 기초자료 구축이 미흡한 상황이다. 따라서 기존에 발행한 자산에 대한 성과를 분석하여 상환가능성을 정기적으로 검토하고 있는 신용평가기관이 자산에 대한 성과를 시장에 적극적으로 알림으로써 투자자의 투자 의사결정에 도움을 주고 유동화구조의 효율성을 제고시키는 기능을 강화할 필요가 있다.

셋째, 투자자에 대한 적극적인 공시기능을 강화할 필요가 있다. 신용

평가기관은 다양한 방식으로 시장에 유동화증권의 구조와 신용도에 대한 공시를 실시하고 있지만 그에 대한 투자자의 접근은 상당히 제한되어 있는 상황이다. 따라서 보다 적극적인 공시기능을 강화함으로써 자산 유동화증권 시장의 활성화에 기여할 필요가 있다.

2. 유동화구조의 현황분석과 발전방안

가. 유동화구조 의의와 중요성

자산유동화는 유동화구조설계를 통해 유동화자산을 유동화증권으로 전환시키는 과정을 의미한다. 유동화구조상 중요한 요인들로는 자산의 양도와 관련된 구조, 신용보강구조, 유동화증권의 상환구조 등이 있다. 그 밖에 자산의 분리관리 방법, 계좌이체방법 등도 실무적으로 중요하다. 이하에서는 진정한 매매와 관련된 구조, 신용보강구조에 대해 구체적인 논의를 전개하고자 한다. 이하에서는 유동화증권이 발행되기 이전까지 매각구조나 신용보강구조에 초점을 맞추고자 한다. 유동화증권과 관련된 구조는 구조설계채권과 관련된 분야로서 절을 달리하여 다루도록 한다.²²⁾

22) 구조설계채권에 관한 구체적인 내용은 다음을 참조바람. 김형태, 2001, 『구조설계채권(structured note) 활성화를 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원 이슈페이퍼 01-07.

나. 자산의 양도와 관련된 유동화구조

1) 양도계약상의 주요 이슈

자산양도와 관련하여 가장 중요한 개념은 해당 자산의 진정한 양도(true sale) 여부이다. 즉 유동화전문회사로 이전된 자산이 자산보유자의 파산 등의 상황에 영향을 받지 않고 예정된 유동화증권 원리금 상환에 활용될 수 있는가의 문제이다. 현재 「자산유동화에 관한 법률」에서는 진정한 양도와 관련한 기본적인 개념을 유동화법에 명시하고 있다. 이와 같이 법률에서 진정한 양도의 개념을 정의한 것은 진정한 양도와 관련한 다양한 오해와 혼동을 줄인다는 장점이 있는 반면, 다양한 양도의 개념을 도입하는데 장애요인으로 작용하기도 한다.

한편 실무적으로는 해당 유동화계획이 진정한 양도조건에 부합하는지의 여부에 대한 법무법인으로부터 법률의견(legal opinion)을 받도록 하고 있다. 이는 유동화구조의 안정성을 제고시키는 주요한 요건이 되고 있다. 따라서 대부분의 유동화계획에 있어 법률자문을 하는 법무법인 뿐만 아니라 해당 유동화계획에 참여하지 않는 제3의 법무법인으로부터 진정한 양도에 대한 의견을 받는 것이 일반적이다. 또한 자산의 양수도와 관련하여 매매대금의 지급방법, 대항요건을 구비하기 위한 제반 절차 등에 대한 검토도 엄밀하게 분석되어야 한다.

자산의 양도에 하자담보책임(with recourse)나 반환청구권이 첨가될 경우에는 진정한 매매여부 판단에 보다 세심한 주의를 기울여야 한다. 특히 우리나라 「자산유동화에 관한 법률」에서는 양수인이 양도된 자산에 대해 하자담보책임을 지는 경우 이를 진정한 매매로 인정하지 않는다. 또한 양도인이 유동화자산에 대한 반환청구권을 갖는 경우에도 진정한 매매로 간주하지 않는다.

양도자산의 적격기준은 유동화증권 발행의 근거가 되는 유동화자산을 명확히 정의하는 것이다. 이와 같은 적격자산은 하자담보, 환매수권의 정의와도 관련성이 높고 자산의 분석에도 영향을 미치기 때문에 매우 중요한 개념이라고 볼 수 있다. 또한 적격자산 기준은 양도자산의 질에 절대적인 영향을 미치기 때문에 이에 대한 다양한 분석에 근거하여 유동화목적에 부합하는 기준이 설정되어야 한다.

이와 더불어 자산양도와 관련하여 양도기준일, 양도일, 양도자산 확정일 등 다양한 기준일자가 존재하며 이에 따라 각 일자별 의미와 실제 양도시 발생하는 이자정산의 문제, 양도자산 선택기준 등에 대한 면밀한 검토가 요구된다.

2) 다단계 양도방식

자산의 양도와 관련된 유동화구조로서 최근 많이 활용되는 구조가 다단계 양도방식이다. 다단계 양도방식은 자산보유자의 신용도가 낮은 경우, 예를 들어 리볼빙자산이나 장래매출채권 등과 같이 직접 자산유동화증권 발행이 어려운 유동화자산을 대상으로 자산유동화를 하는 경우, 또는 역외 자산유동화증권 발행을 추진하는 경우 등과 같이 투자자를 대상으로 직접 자산유동화증권을 발행하기 곤란한 경우에 이용하는 유동화기법이다.

다단계 양도방식의 대부분은 2단계 양도방식이다. 2단계 양도방식의 제1단계에서는 유동화전문회사(1단계 유동화전문회사)나 신탁에 자산을 양도 또는 신탁한다. 동시에 자산을 양도받은 자는 그 자산을 기초로 수익증서나 유동화증권을 발행하여 유동화회사(2단계 유동화전문회사)에 다시 양도를 하는 절차를 밟게 된다. 2단계 양도방식의 제2단계에서는 1단계 유동화를 통해 유동화증권을 양도받은 유동화회사(2단계 유동화전

문회사)가 양도받은 유동화자산을 기초로 최종 투자자를 대상으로 유동화증권을 발행하게 된다.

이제 신용카드를 기초자산으로 한 2단계 유동화구조를 살펴보자. 1단계에서는 자산보유자가 은행 금전채권신탁에 현재 및 장래의 신용카드 사용대금을 신탁하고 신탁회사는 이를 바탕으로 제1종 및 제2종 수익증서를 발행하게 된다. 이중 제1종 수익증서는 제2단계 유동화전문회사에 양도하고, 제2종 수익증서는 자산보유자에게 되돌려준다. 제2종 수익증서는 자산규모의 변동성을 통제하기 위하여 소위 위탁자지분(seller's interest)의 개념으로 사용되어 진다. 제1종 수익증서를 양도받은 유동화전문회사는 이를 바탕으로 자산유동화증권을 발행하여 투자자에게 발행하게 된다.

<그림 IV-1> 2단계 유동화의 기본구조



3) 신탁방식

국내 자산유동화 계획의 경우 외국에서 널리 활용되는 신탁방식은 거의 사용되지 않고 있다. 다만 국내의 경우 신탁방식은 앞서 살펴본 단계 양도방식이나 역외발행 등에 주로 활용되어 진다. 이는 우선 신탁방식의 유동화계획에서 발행하는 수익증권의 상품적인 특성으로 인한 한계에 주로 기인한다. 이와 더불어 국내의 신탁제도가 미국의 경우처럼 다양한 신탁회사를 설립할 수 없는 것도 신탁을 통한 유동화증권의 발행에 제한점으로 작용한다.

특히 미국의 경우 신탁의 설립이 비교적 용이하기 때문에 신탁방식의 유동화가 널리 활용된다. 이와 더불어 양도에 따른 조세문제도 신탁방식을 선호하는 요인이 되고 있다. 실제에 있어 조세문제를 회피하기 위해 GT(granter trust), OT(owner trust), REMIC(real estate mortgage investment conduit), FASIT(financial asset securitization investment trust)등으로 신탁방식이 변화하고 있다. 이러한 다양한 신탁방식들은, 유동화자산의 이자지급이나 지분유지 조건 등과 관련된 이중과세 문제를 해결하기 위한 목적으로 개발된 도관체라고 볼 수 있다.

GT는 수탁자 대신 위탁자 또는 수익자가 자산의 관리, 운용에 대한 결정권을 보유하는 형태의 신탁을 의미한다. 이러한 유형의 신탁방식에서는 유동화자산의 이전에 대한 대가로 신탁이 신탁수익권을 표시하는 증서를 자산보유자나 SPC에 발행하고 이렇게 발행된 증서를 기초로 유동화증권을 발행하는 형식을 취하게 된다. 이러한 방식은 SPC단계에서 별도의 세금을 내지 않는 구조를 만들 수 있다는 장점을 지니고 있다. 그러나 유동화자산인 채권의 원리금을 투자자에게 배분하지 않고 재투자할 경우 세제상의 혜택을 상실하게 되고 한가지 증권밖에 발행할 수 없다는 단점을 지니고 있다.²³⁾

OT방식은 채무형과 지분형 두가지로 증권을 발행할 수 있고 각각의 증권에서 여러 종류의 증권을 발행할 수 있다는 장점을 지니고 있다. 그러나 이러한 방식은 신탁이 단순한 도구 내지 수단으로만 볼 수가 없어 세제상의 혜택을 누릴 수 없다는 단점을 지니고 있다.

REMIC(real estate mortgage investment conduit)은 1986년 세계개혁법에 의하여 도입된 유동화증권 발행수단이다. REMIC이 OT와 구분되는 점은 유동화증권 투자자들에 대한 원리금 지급을 배당이 아닌 이차지급으로 인정받기 위한 세무상의 목적으로 대차대조표에 지분을 유지해야 할 필요가 없다는 점이다. REMIC은 유동화증권 발행자에게 다양한 만기를 가진 여러 가지 증권을 발행하게 하면서도 발행기구 차원에서 과세를 피함으로써 이중과세를 방지할 수 있고 지분에 대해서는 OT에 비해 자유로이 매각할 수 있다는 장점을 지니고 있다. 이러한 REMIC은 주택저당대출채권을 기초자산으로 한 유동화구조에서만 허용하고 있다.

주택저당대출채권이 아닌 자동차대출, 신용카드 대출 등의 채권에 대해서는 1996년에 도입된 FASIT(Financial Asset Securitization Investment Trust)방식이 사용되고 있다. 이러한 방식은 신탁단계에서는 세금을 과세하지 않고, 지분을 가지고 있는 투자자에게 과세하도록 하고 있어 REMIC과 유사한 기능을 가진 신탁구조이다.

국내 자산유동화구조에서의 신탁방식은 주로 앞에서 살펴본 다단계 양도방식이나 역외발행을 위한 방식 등에 도입되고 있다. 이와 같은 신탁구조의 도입은 주로 자산규모의 통제를 위한 방식이나 자산보유자의 자격제한 등을 회피하기 위한 수단 등으로 활용되어 졌다. 그러나 최근

23) 미국 세법상, 신탁이 도관체로 인정되어 이중과세를 면제받기 위해서는 원칙적으로 원리금을 모두 투자자들에게 배분하여야 한다.

발행효율과 제반 비용을 절감하는 유동화구조 도입을 위해 마스터신탁 방식의 도입이 적극 검토되고 있다. 마스터신탁방식이란 단일신탁방식과 대비되는 구조로서, 발행자가 동일 신탁에 다수에 걸쳐 자산을 양도하고 여러 종류의 유동화증권을 발행하는 구조이다. 이와 같은 구조는 신용카드나 자동차할부와 같이 동질의 자산을 여러 번에 걸쳐 양도하고 증권을 발행하는 구조에서 널리 활용되고 있다.

미국의 경우 1986년부터 본격적인 신용카드 자산유동화증권이 발행된 이래 자산유동화를 위한 특별목적기구의 변화가 지속되었다. 즉 초기에는 하나의 신탁구조에서 하나의 유동화증권을 발행하는 단일신탁방식이 주로 활용되었다. 1991년에 들어와 혁신적인 신용카드 유동화구조가 도입되었는데 이것이 바로 마스터신탁 구조이다. 마스터신탁은 신용카드 자산을 몇 번에 걸쳐 자산을 추가하고 추가된 자산에 근거하여 새로운 계층의 증권을 발행하는 구조이다. 또한 신탁에 추가된 신용카드 자산은 특정종류의 자산유동화증권 상환에 사용되는 것이 아니라 발행된 모든 유동화증권의 상환에 사용될 수 있는 구조이다. 이러한 마스터신탁구조는 발행자의 입장에서 새로운 증권을 발행하는데 필요한 제반 비용을 절감시켜주고, 운용비용을 절감시켜주며, 발행절차의 유연성을 제공한다. 한편 투자자의 입장에서는 새로운 유동화증권 발행시에 과거의 성과를 통해 유동화자산의 성과를 추정하기에 용이하고, 자산규모가 증대함에 따라 분산의 효과가 커져 위험이 감소한다는 이득을 제공한다는 측면이 있다. 보다 구체적인 내용은 제VI장 자산유동화 구조설계의 혁신에서 논의하도록 한다.

<표 IV-1> 마스터신탁과 단일신탁의 비교

구 분	단일신탁	마스터신탁
기본구조	1회 양도에 근거하여 일회에 한정된 증권 발행	수회에 걸친 양도로 몇 회에 걸친 증권의 발행이 가능
장점	구조가 이해하기 쉬움 배분의 문제가 단순	신용카드회사의 실적에 근거하여 투자자가 풀의 내용을 쉽게 파악 가능
단점	개별 풀의 성과에 따라 발행증권의 상환가능성이 모두 다르기 때문에 전체 신용카드사의 실적과는 별개임 비용이 많이 드는 구조임 통제적립시에 계좌에 자금이 통제되기 때문에 역마진이 발생할 가능성이 있음	초기 신탁설정시 기본신탁계약이 설정되고 자산추가시 발행시 추가 계약이 추가되는 등 구조가 비교적 복잡함 일부 구조의 경우 하나의 시리즈가 조기상환되면 다른 시리즈의 조기상환을 촉발시킬 위험도 존재

다. 신용보강과 관련된 유동화구조

신용보강 수준의 결정에 있어 가장 중요한 역할을 하는 것은 대상 유동화자산의 가치저하의 위험이다. 이러한 위험은 리스 등 대상고객의 수가 적고 관련정보의 취득이 가능한 경우 가능한 개별 원채무자에 대한 평가를 통해 추정하며, 소매금융부문과 같이 고객의 수가 많고 고객과 관련한 신용정보의 취득이 어려운 경우에는 과거의 대손실적 및 금융기관의 위험관리에 대한 태도 등을 감안하여 추정한다. 또한 적절한 대손확률 추정을 위해서는 해당자산 성격에 따른 대손의 개념을 재정의 할 필요가 있다.

자동차할부금융부문과 같이 원채무자의 수가 많고 해당 채무자의 신

용정보 획득에 제한이 존재하는 경우에는 해당 자산보유자의 과거 연체 및 대손실적을 다양한 차원에서 분석하여 향후 대손확률을 추정한다. 이러한 손실발생확률에 근거하여 목표 신용등급에 부합하는 도산확률 이하가 되도록 신용보강 수준을 결정하게 된다. 다수의 담보대출을 기초자산으로 한 유동화증권(CLO)이나 다수의 채권을 기초자산으로 한 유동화증권(CBO) 및 리스자산을 기초자산으로 한 유동화증권의 경우 원채무자 신용등급의 도산확률이 주어져 있고 랜덤하게 도산한다고 가정하고 이러한 도산확률에 근거하여 자산집합(pool)의 손익액에 대한 확률분포를 도출하고 손실발생확률이 유동화채권 목표 신용등급에 부합하는 도산확률 이하가 되도록 후순위비중을 조정한다.

개별채무자의 신용등급이 없는 경우에는 투자자 이해에 우선하여 가장 보수적인 등급을 적용한다. 자산집합이 특정업종에 집중되어 있는 경우에는 리스크를 고려하여 도산확률에 가중치(stress)를 부여한다. 채무자의 사건별 발생확률과 손실금액을 계산하고 채무불이행 확률의 허용 기준보다 낮은 확률이 되도록 신용보강 수준을 결정한다.

자산의 유형별로 관련위험이 다르기 때문에 신용평가에 있어 다음과 같은 위험요소의 검토 및 통제방안의 마련이 필요하다. 유동화증권 발행 기간중 다수의 채무자에 의해 유동화자산의 원리금이 상환되며, 유동화자산으로부터 발생하는 현금흐름으로 유동화증권의 원리금을 상환하게 되며 이때 유동화자산의 상환과정에서 원리금의 연체 및 대손이 발생하며, 특히 여러 가지 환경변화에 의해 연체 및 대손률이 변동하게 된다. 유동화자산의 가치저하 위험을 충당하기 위해 후순위채, 준비금계정, 초과스프레드, 보증 등 신용보강이 이루어지는 것이 일반적이다.

유동화자산의 가치저하 위험을 평가하기 위해 과거 DATA 분석이나 원채무자에 대한 정밀한 분석을 바탕으로 추정한 대손율을 기준으로 하여 목표등급별로 요구되는 충분한 신용보강이 이루어졌는지를 평가한다.

추정대손을 대비 신용등급별 신용보강 배수 충족여부를 평가하며 이와 더불어 최악의 추정대손을 시나리오 하에서 발생하는 현금흐름으로 유동화증권 원리금 적기상환의 가능성을 평가하게 된다.

국내에서 발행된 자산유동화증권의 신용보강 비율을 유동화자산별로 살펴보면, 소비자 금융부문 유동화증권의 신용보강 비율이 상대적으로 낮은 반면 미래현금흐름, 부동산 및 부실채권의 신용보강 비율은 상대적으로 높다는 사실을 알 수 있다. 또한 CDO의 경우에도 비교적 높은 신용보강비율을 나타내고 있다. 다음 <표 IV-2>는 국내발행 유동화증권의 유동화자산별 신용보강비율을 나타낸다. 이 표에서 신용보강비율이란 전체 유동화증권 발행액에서 각종 신용보강금액 즉 후순위채권발행액, 신용공여액, 초과담보액의 합계액이 차지하는 비율을 의미한다.

<표 IV-2> 국내발행 유동화증권의 자산별 신용보강 비율

구분	후순위비중	총보강비율
부동산관련	17.21%	81.08%
미래현금흐름	8.13%	77.81%
부실채권	34.57%	77.28%
CDO	24.09%	57.69%
매출채권	15.11%	34.23%
리스	20.90%	29.36%
자동차할부	16.43%	22.15%
기타	3.18%	19.12%
신용카드	10.22%	16.72%
대출	9.89%	14.92%
평균	20.73%	52.00%

국내 자산유동화증권의 신용도 제고를 위해 외부의 신용보강방식이 널리 사용되고 있다. 특히 국내 자산유동화증권은 AAA등급을 중심으로 매우 높은 신용등급으로 발행되어야 시장에서 소화가 이루어지기 때문에 외부 신용보강에의 의존도가 상대적으로 높다. 신용공여가 필요한 유동화증권 발행에 있어 유동화회사와 신용공여은행간 별도의 신용공여계약이 체결되어야 한다. 이러한 신용공여계약에 대한 검토에 있어 기존의 표준 여신약관상의 독소조항이 배제됨으로써 유동화증권 상황에 있어 어떠한 상황이 발생하더라도 신용공여가 이루어질 수 있어야 한다. 또한 신용공여가 이루어지는 구체적인 시점과 공여된 신용의 회수와 관련한 구체적인 내용 등도 신용공여 계약상에 명시되어야 하며 필요시에는 수탁관리계약 등에 이러한 내용 등이 명시되어야 한다.

국내 신용보강기관은 대부분 AAA등급 은행과 같은 신용도 높은 은행들이 담당하고 있으며 구체적인 신용보강방법은 발행 유동화회사의 선순위 상환시에 유동성이 부족한 경우 일시적인 자금을 제공하는 신용공여(credit line) 방식이 널리 활용되고 있다. 1999년부터 2001년말까지 발행된 자산유동화증권의 누적 신용공여 규모는 22조원에 달할 정도로 외부보강의 의존도가 높은 시장을 형성하고 있다. 그러나 실제 사용된 신용공여의 규모는 일시적인 자금부족의 현상을 빚는 극히 일시적인 부분에만 사용되어 지고 있다. 외국의 경우에는 자산유동화증권의 외부신용보강이 주로 단종보험회사(monoline insurance company)에 의해 이루어지고 있다.

3. 유동화증권 현황분석과 발전방안

가. 유동화증권 현황분석

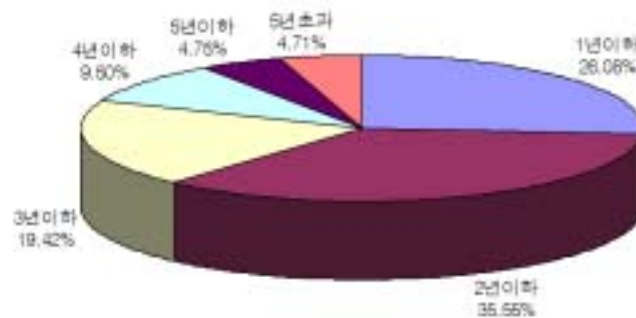
국내 유동화증권시장에서 발행되는 유가증권의 대부분은 채권(bond) 형태이다. 국내 시장에서는 외국에서 널리 활용되는 신탁방식에 의한 자산유동화수익증권(asset-backed certificate)의 발행은 거의 이루어지고 있지 않다.²⁴⁾ 이는 우선 수익증권의 투자저변이 제한적이어서 수익증권 형태의 유동화증권의 소화에 문제가 존재하기 때문으로 해석된다. 즉 기관 투자자가 수익증권을 펀드에 편입할 수 있는 비율이 제한되어 있기 때문에 수익증권 형태의 유동화증권을 발행할 경우 투자자 수요기반이 제한되는 문제점이 존재하기 때문이다.

국내에서 발행되는 유동화증권은 대부분이 채권의 형태로 발행되고 있으며 특히 이표채형태의 만기일시상환 유동화채권의 발행이 주류를 이루고 있다. 이러한 현상은 국내에 구조설계채권시장이 활성화되어 있지 못한 데에 주로 기인한다. 그러나 최근 들어 기존의 획일적 채권상품에서 벗어난 새로운 상품의 개발이 이루어지고 있음을 알 수 있다. 우선 발행증권의 만기구조를 분석하기 위해 1999년부터 2001년말 까지 공모로 발행된 선순위 유동화증권의 만기구조를 살펴보면 기존의 만기가 획일적인 회사채에 비해 다양한 만기구조를 지닌 증권이 발행되고 있는 것으로 나타났다. 전체 발행된 선순위 유동화증권중 1년이하의 만기를 지닌 증권의 비중은 26.08%를 차지하고 있고, 1년초과 2년이하의 만기를 지닌 자산유동화증권의 비중은 35.55%, 2년초과 3년이하는 19.42%를 차

24) 국내에서 신탁방식에 의한 자산유동화 수익증권의 직접 발행은 99년 3월에 한미은행이 자기 신탁방식에 의해 발행된 자산유동화수익증권과 외환은행 신탁에서 발행된 자산유동화수익증권 이외에는 사례를 찾아보기 어렵다.

지하고 있어 전체적으로 3년이하의 81.05%의 단기채권의 비중이 높은 것으로 나타났다. 그러나 기존의 회사채시장에서는 찾아보기 어려운 3년 초과와 장기채가 발행되어 원활히 소화되고 있다는 측면에서 자산유동화증권의 도입이 채권의 만기구조 장기화에 기여했다고 판단된다.

<그림 IV-2> 발행 유동화증권의 만기구조 현황^{a)}



a) 1999년1월부터 2001년 12월까지 공모발행된 선순위 유동화증권 기준
 자료: 한국기업평가 ABS발행 Data-base

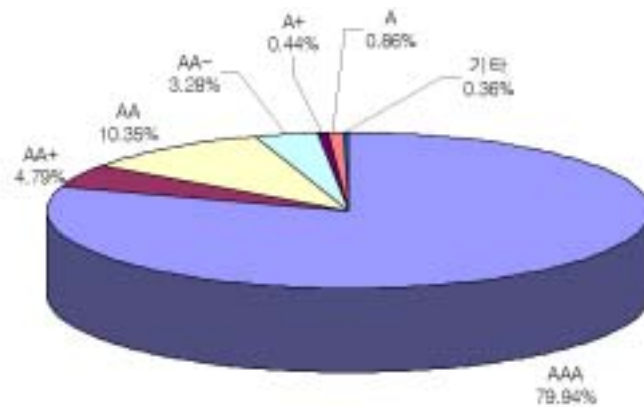
한편 세부적인 이자지급 조건을 보면 자산유동화증권제도의 도입을 통해 기존의 발행이 저조한 변동금리부 채권의 도입이 이루어지는 등 채권시장의 구조변화를 주도한 것으로 나타났다. 1999년부터 2001년말까지 발행된 유동화증권중 총 27건의 1조 3,190억원의 변동금리부채권이 발행되었다. 이와 같은 변동금리부채권의 도입은 유동화자산의 금리위험 변동요인을 시장에 이전하기 위한 목적으로 발행되었다.

또한 유동화자산의 현금흐름이 매우 양호할 경우 등과 같이 일정한

조건이 만족되는 경우에 유동화증권의 기본금리에 추가이자를 지급하기로 하는 유동화증권도 발행되었다. 이러한 구조는 부동산유동화구조에서도 도입되었다. 즉 장래 발생할 아파트분양대금 채권을 기초자산으로 하여 발행한 유동화증권의 금리는 분양율이 일정 기준을 초과하는 경우 기본금리에 추가이자를 지급하는 구조를 도입되었다.

발행된 자산유동화증권의 신용등급을 살펴보면 대부분의 선순위 유동화증권의 신용등급이 높은 등급을 나타내고 있다. 1999년부터 2001년 말까지 발행된 선순위 자산유동화증권의 신용등급 분포를 보면 AAA급이 79.94%를 나타내고 있고 AA급이 18.41%로 발행된 자산유동화증권의 대부분이 AA급 이상의 높은 신용도를 나타내고 있다. 이와 같이 발행 유동화증권의 신용등급이 높은 것은 투자자들이 자산유동화증권에 경우 상대적으로 높은 신용등급을 요구하는 것에 주로 기인하며 이로 인해 신용보강 규모가 과도해지는 문제점이 발생한다.

<그림 IV-3> 발행 유동화증권의 신용등급 분포^{a)}



a) 1999년1월부터 2001년 12월까지 공모발행된 선순위유동화증권 기준
 자료: 한국기업평가 ABS발행 Data-base

나. ABCP

1) 상품개발 배경 및 목적

우리나라에 도입된 ABCP의 구조를 보면 최초 발행시에는 채권형태의 ABS를 발행하고 동채권을 ABCP형태로 차환하는 구조만이 허용됨으로써 외국의 ABCP와는 다소 다른 모습을 보이고 있다. 그럼에도 불구하고 CP형태의 자산유동화 발행구조가 시장에 도입됨으로써 단기채권의 유동화구조에 새로운 가능성을 보이고 있다.

2) 유동화자산과 유동화 구조

가) ABCP의 구조

(1) 기본개념

CP(commercial paper)는 기업이 상거래와 관계없이 단기자금조달을 목적으로 자기신용에 입각하여 발행하는 만기 1년 이내의 유통어음이다. 상거래에 수반되어 발행되는 상업어음(commercial bill)과 구별되는 단기조달 수단이다. 국내의 경우 증금사에 CP의 발행, 인수 및 중계업무가 허용된 이래 증금사와 증권회사가 동업무를 주로 취급하여 왔고 기업의 단기조달수단으로 널리 활용되고 있다.

ABCP는 자산유동화증권의 구조와 CP구조를 결합시킨 유동화방식이다. 유동화자산을 양도받은 특별목적유동화회사가 유동화자산의 현금흐름에 기초하여 단기금융상품인 CP를 발행하는 방식의 유동화구조이다. 즉 ABCP는 단일 혹은 다수의 자산보유자로부터 수집한 자산집합을 바탕으로 CP를 발행하는 일련의 프로그램으로 볼 수 있다.

(2) 유동화자산

ABCP의 대상이 될 수 있는 유동화자산에는 큰 제한이 없다. 외국의 경우 ABCP의 대상 유동화자산은 단기 혹은 중기의 금융자산이 주류를 이루고 있다. 특히 중기의 만기구조를 가진 유동화자산의 경우에는 단기의 ABCP를 발행하여 차환발행을 하는 구조로 ABCP가 활용되고 있다. 예를 들어 신용카드채권, 매출채권, 자동차할부채권, 건강보험료채권 등이 대표적이다.

(3) 주요 참여기관

ABCP의 주요 참여기관으로는 우선 전반적인 CP프로그램을 운영하는 주간사기관과 주요 프로그램 신용보강을 담당하는 신용공여은행, 자산의 관리를 담당하는 자산관리자, 업무위탁자 등으로 구성된다. 주간사기관은 CP의 발행, 인수 및 중개 등의 업무를 담당하며 전제적인 ABCP 프로그램을 운영하게 된다. 외국의 경우에는 주로 투자은행이 이러한 업무를 담당하게 되며, 국내의 경우에는 CP의 중개업무를 주로 증권사나 증권회사가 담당하고 있다. 특히 ABCP프로그램에 있어서는 CP의 발행을 주관하고 제반 프로그램을 설정하는 금융기관(sponsor bank)이 신용보강 및 CP의 유동성 문제를 해결함으로써 상대적으로 높은 신용등급의 ABCP발행이 가능하도록 한다는 측면에서 그 역할이 중요하다고 볼 수 있다. 자산관리자의 경우에는 ABCP가 다수 자산보유자의 구조인가 단일자산보유자의 구조인가에 따라 다소 차이를 보이고 있다. 특히 다수 자산보유자의 ABCP구조의 경우에는 전체풀을 관리하는 특별 자산관리자인 운용대리인의 역할이 중요하다고 볼 수 있다.

(4) 신용보강

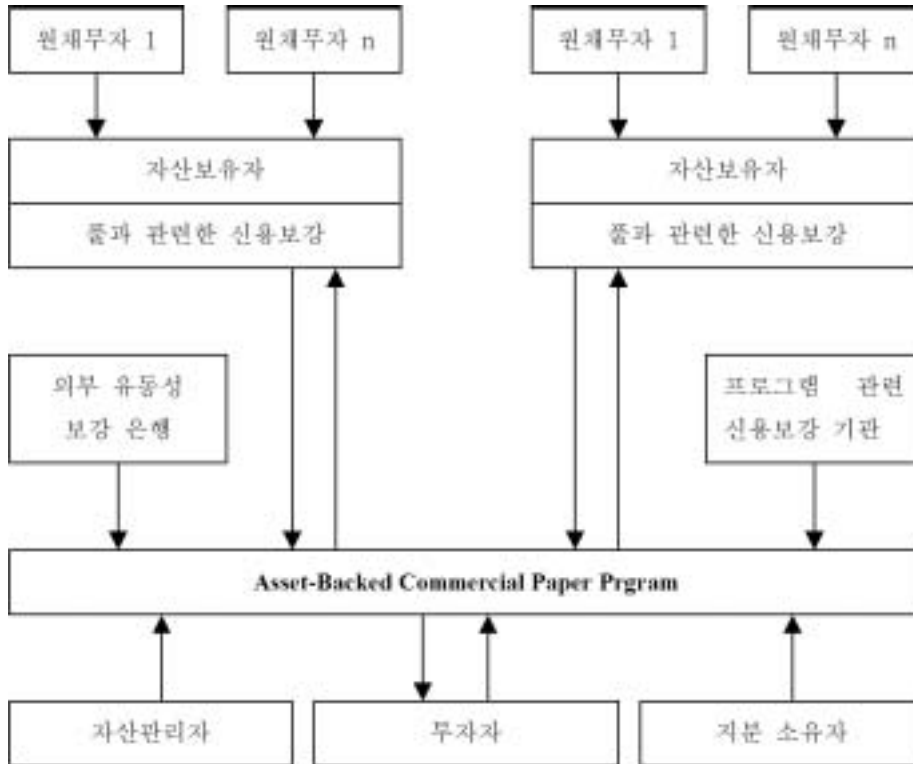
ABCP의 발행구조에 있어 전체 프로그램차원에서의 신용보강 구조가 필수적인 요소로 작용하고 있다. 즉 ABCP는 일회적인 유동화증권의 발행이 아닌 차환을 포함한 일련의 프로그램이기 때문에, 일반적인 ABS에서의 유동화자산에 국한된 신용보강과 더불어 전체 프로그램을 지탱하고 보장하는 구조가 요구된다. 이러한 신용보강은행의 역할에 근거하여 전체 발행CP의 신용도가 제고될 수 있으며 이를 통해 자산보유자의 조달비용 절감 및 원활한 차환발행 및 유통이 가능해질 수 있다.

신용보강수준은 ABCP프로그램의 제반 리스크를 신용보강은행이 보장해주는 방식(full support)과 부분적으로 보장해주는 방식(partial support)으로 구분할 수 있다. 신용보강은행이 제반의 위험을 완전 보장해주는 방식의 경우 발행되는 ABCP는 보강은행의 위험도와 같은 수준으로 평가된다.

(5) 유동화구조

자산보유자의 측면에서 보면, ABCP는 단일한 자산보유자가 있는 경우(single-seller conduit)와 다수의 자산보유자가 있는 경우(multi-seller conduit)로 구분할 수 있다. 단일한 자산보유자의 경우에는 자산보유자가 유동화자산의 관리에 대한 통제권을 지닐 수 있다는 장점을 지니고 있는 반면 모든 비용을 부담해야한다는 단점이 있다. 다수의 자산보유자가 존재하는 경우에는 CP프로그램을 관리하는 자산관리자가 전체의 자산관리를 총괄하게 되며 이 경우 ABCP의 원활한 발행 및 상환을 위해 자산관리자의 역할이 중요하다고 볼 수 있다.

<그림 IV-4> 다수자산보유자(multi-seller) ABCP의 구조



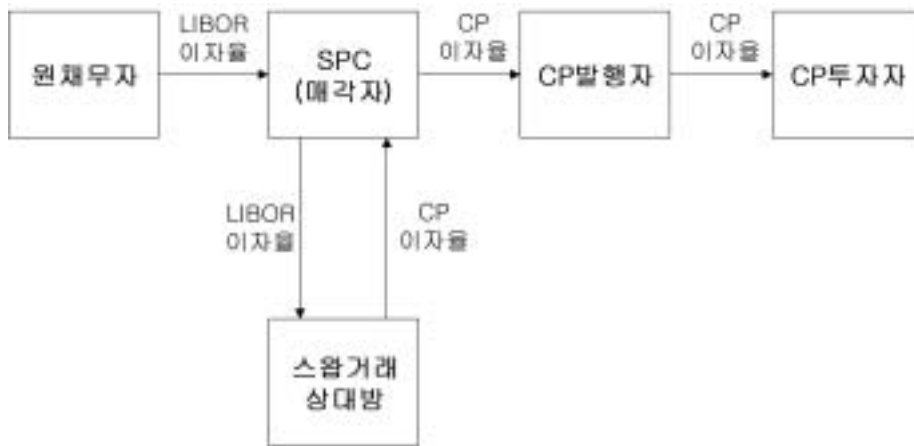
자료: S&P, 1999, "The Rating Process for ABCP Transaction".

나) ABCP의 위험관리

ABCP프로그램에서는 이자율위험을 헤지하기 위하여 이자율스왑이나 이자율캡을 많이 활용한다. 원채무자(obligor)가 지불하는 이자의 기준지표와 CP이자율의 기준지표가 상이할 경우에는 베이스스위험이 존재하게 되고 이를 헤지하기 위해 이자율스왑을 활용한다. 미국의 신용평가기관은 ABCP에 활용되는 이자율스왑이 다음과 같은 몇 가지 조건을 만족할

것을 요구한다.²⁵⁾ 첫째, 스왑거래상대방의 신용등급이 최소한 CP등급 이상이어야 한다. 둘째, 스왑계약의 액면금액이 CP발행규모와 일치해야 한다. 셋째, 신용평가기관의 합성증권기준을 만족해야 한다. 다음 그림은 이자율스왑이 ABCP프로그램 내에 구조화되는 방식을 보여주고 있다.

<그림 IV-5> 이자율 스왑을 활용한 이자율위험관리



자료: S&P, 1999, "Structural Considerations for ABCP Transactions".

이자율갯은 유동화자산으로부터 발생하는 이자가 고정이자율이고 SPC가 지불해야하는 CP이자율은 변동이자율인 경우에 활용된다. 즉 이자율갯은 SPC가 지불해야 하는 CP이자율이 원채무자로부터 수취하는 고정이자율을 초과하는 위험을 헤지하기 위한 수단으로 활용된다. 이자율스왑의 경우과 마찬가지로 이자율갯 상대방의 신용등급은 CP등급보다 높아야 하고 이자율갯계약의 액면금액은 CP 발행액과 일치하여야 한다. 다음 그림은 이자율갯이 ABCP프로그램 내에 구조화되는 방식을 보여주고 있다.

25) S&P, 1999, "Structural Considerations for ABCP Transactions".

<그림 IV-6> 이자율 캡을 활용한 이자율위험관리

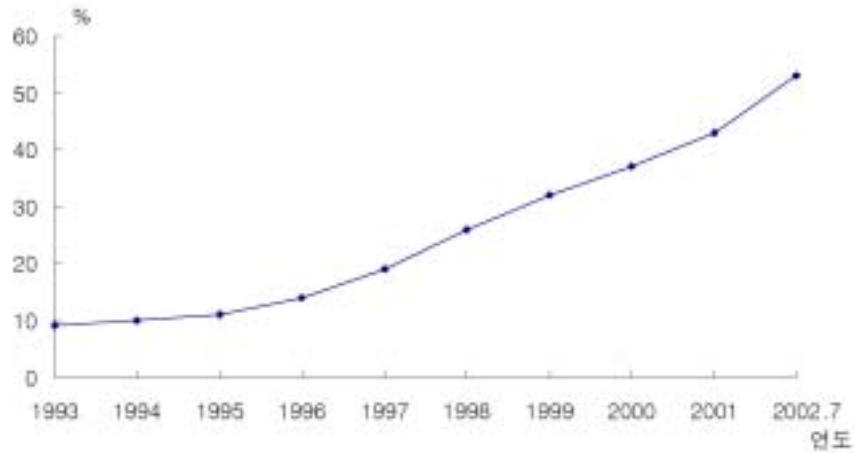


자료: S&P, 1999, "Structural Considerations for ABCP Transactions".

다) 유동화 특성과 제도적 이슈

CP는 기업 및 금융기관 등이 자기신용을 바탕으로 발행하는 만기 270일 이하의 무담보 유통어음을 의미하며, 이러한 어음에 대해서는 미국 증권법상 SEC의 등록의무를 면제해 주고 있다. 미국에서의 CP 발행 잔액은 그 규모가 매년 증가하는 모습을 보이고 있다. 미국 CP시장에서 주요 발행기관은 주로 기업, 은행지주회사, 외국기업 및 외국금융기관 등으로 다양하게 구성되어 있으며, CP중개업무는 메릴린치, 골드만삭스, 리만 브라더스 등과 같은 대형 투자은행들과 은행지주회사의 자회사 등이 담당하고 있다. CP의 주요 투자자들은 MMMF(Money Market Mutual Fund) 및 은행신탁계정이며, 기업, 보험회사 및 연기금 등도 CP를 매입하고 있다. 전체 CP중에서 ABCP가 차지하는 비중은 지속적으로 상승하여 2002년 7월현재 50%를 상회하는 수준이다.

<그림 IV-7> CP중 ABCP가 차지하는 비중: 미국의 경우



자료: Reynolds, B. F., 2002, "The Asset-Backed Commercial Paper Market Evolves," TreasuryPoint, June 21.

이와 같이 미국 내에서의 ABCP발행이 크게 증대된 것은 자산보유자의 입장에서는 단기의 CP형태로 유동화증권을 발행함으로써 비용을 절감하고 보강은행의 신용보강에 따라 신용도 높은 증권의 발행이 가능하다는 이점 때문이다. 이에 따라 자동차할부금융회사와 신용카드회사 및 매출채권 보유기업 뿐만 아니라 다양한 기관에서 ABCP발행을 적극 추진하고 있다. 또한 투자자의 입장에서도 전체적인 CP프로그램에 있어 신용도가 높은 은행이 보강을 하고 있기 때문에 신용도 높은 투자수단을 제공한다는 점에서 높은 호응을 받고 있다. 또한 ABCP주간사 역할을 담당하는 국제적인 투자은행들도 ABCP프로그램의 확대와 새로운 자산을 기초로 한 ABCP의 추진 등을 통해 시장규모의 확대에 기여하였다.

이와 더불어 최근 다양한 신용보강형태와 프로그램 개발 등도 ABCP

의 확대를 촉진하는 요인으로 작용하고 있다. 즉 기존의 100%의 보장형태(full support) 대신 다수의 은행이 공동으로 보장기관의 역할을 하거나 신용보강 및 유동성 보장기관을 분리하는 방식 혹은 신용부분 만을 보장하는 방식 등의 새로운 보장형태가 도입되고 있다. 또한 총수익스왑(total return swap: TRS)방식과 같은 파생금융상품 기법을 도입한 보강의 형태도 활발히 도입되고 있다.

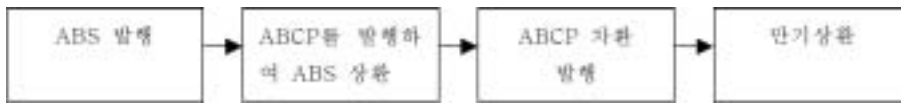
국내의 CP시장을 살펴보면 종금사와 증권사가 CP의 발행, 인수 및 중계업무를 주로 추진하였고, 97년과 98년에 걸쳐 은행, 여전기관 및 보험사에 대해서도 CP할인업무가 허용되어 CP를 취급하는 금융기관의 폭이 크게 넓어졌으나 CP의 할인 및 중개는 여전히 증권사 및 종금사가 담당하고 있는 상황이다. 은행, 은행신탁, 투신사 및 보험사의 경우 CP할인이 크게 활성화되고 있지는 못한 상황이다. 은행의 경우 유가증권매입이 아닌 여신으로 간주되어 동일인 여신한도의 적용대상이 되는데다 당좌대월 및 상업어음 등 단기자금 조달의 수단이 존재하고 있기 때문에 동상품이 크게 활성화되어 있지 못한 상황이며, 은행신탁, 투신사, 보험사 및 여전기관 등은 CP발행기업에 대한 독자적인 심사기능을 갖추지 못하고 있는데다 CP중개수수료도 낮은 수준에 그치고 있어 증권사 및 종금사를 통한 매입을 선호하고 있다. 국내 ABCP시장은 최근 금융감독원이 ABS를 통한 조달비용 절감을 위해 초기에는 유동화자산을 기초로 ABS를 발행하고 ABS채권을 상환하는 조건으로 일정기간마다 CP를 발행하는 구조로의 ABCP발행을 허용함에 따라 국내시장에서의 ABCP도입이 가능해졌다.²⁶⁾

차원발행구조를 도입한 ABCP발행은 유동화전문회사가 유동화자산을 기초로 ABS채권을 발행하는 것은 기존 ABS와 동일하나, 장기 ABS사채가 아닌 단기 ABS사채를 발행한 후, ABS발행구조의 안정성이 입증되는

26) 이에 따라 동양카드 및 LG캐피탈 등이 ABCP프로그램을 포함한 ABS발행을 추진하여 처음으로 ABCP가 발행되었다.

단기 ABS사채의 상환시점부터는 잔존 유동화자산(pool)을 기초로 필요 최소한의 금액만을 ABCP로 발행하여 기발행한 ABS사채를 상환하는 방법이다. 즉 일반적인 ABS의 경우 유동화자산(pool)에서 회수하는 수익으로 ABS의 원리금을 상환하는 발행구조이지만, 부분차환구조 ABS는 ABS증권의 만기를 유동화자산의 만기보다 짧게 발행하면서 ABS증권의 원리금 상환자금중 일부는 유동화자산에서 회수한 수익으로 조달하고 부족분은 단기자금을 조달(기발행채권 차환목적 ABCP 발행)하여 상환한다. 이 때 차환목적으로 발행된 ABCP도 동일한 방법으로 유동화자산의 만기까지 부족분을 계속 ABCP 부분차환발행으로 조달하게 된다.

<그림 IV-8> 차환용 ABCP의 기본 구조



ABCP는 장단기금리차에 따른 자금조달비용 절감, 유동화자산(pool)에서 발생하는 유휴자금(idle money)의 운용손실(기회비용) 회피 등이 가능해지므로 ABS발행의 경제성을 크게 높일 수 있다고 볼 수 있다. 그러나 차환구조가 순조롭게 이루어지기 위해서는 차환과 관련한 추가적인 보장이 요구된다. 즉 미국의 프로그램 전체에 걸친 보장이나 유동성 보장의 구조와 같이 차환가능성과 관련한 전반적인 위험을 신용보강은행이 커버해야만 부분차환ABCP의 도입이 가능하다고 판단된다.

ABCP는 조달기관의 측면에서는 장단기금리차를 이용한 조달비용의 절감효과를 거둘 수 있고, 신용보강은행의 입장에서는 새로운 유동화관련 업무 확대를 통해 수수료수입 제고효과가 존재하며, 투자자의 측면에서는 신용도가 높은 단기금융상품의 투자기회가 확대된다는 측면에서 금

용시장 전체에 긍정적인 효과를 발휘할 것으로 기대된다. 그러나 현재의 ABCP구조는 부분차환을 위해서만 발행이 가능하다는 면에서 미국이나 일본의 ABCP시장에서의 효과를 거두기에는 다소 미흡한 상황이다. 또한 외국의 경우 ABCP의 활성화에 은행의 적극적인 프로그램 개발과 지원이 큰 기여를 하고 있는 반면 국내은행의 경우 ABCP에 대한 이해의 정도와 이의 적극적 활용을 위한 노력은 상대적으로 미흡한 상황이다.

따라서 ABCP시장의 발전을 위해서는 차환목적의 ABCP가 아닌 원래의 ABCP가 허용되어야 한다. 또한 ABCP가 장단기금리차의 존재를 전제로 한다는 사실을 고려할 때, 장단기금리차를 예상하고 투자하는 차익거래 목적의 투자자가 확대되면 ABCP에 대한 수요도 확대될 것이다. 은행의 입장에서 ABCP프로그램과 관련된 시스템을 구축하는 것도 ABCP의 적극적 활용을 위한 인프라가 될 것이다.

V. 유동화자산별 유동화의 현황분석과 발전방안

1. 유동화자산의 분류기준 설정
2. 상환확정형자산 유동화의 현황분석과 발전방안
3. 상환비확정형자산 유동화의 현황분석과 발전방안

V. 유동화자산별 유동화의 현황분석과 발전방안

1. 유동화자산의 분류기준 설정

유동화자산은 자산유동화의 대상이 되는 기초자산(underlying asset)을 의미한다. 현행 「자산유동화에 관한 법률」에서는 유동화자산을 부동산, 채권, 기타재산권으로 규정하고 있다. 기타재산권의 범위가 매우 광범위하므로 일단 법률상으로는 유동화자산에 특별한 제약이 존재하지 않는 것으로 해석된다. 일반적인 유동화자산으로는 주택저당채권, 자동차할부금융, 대출채권, 신용카드, 부동산담보부 대출, 리스채권, 유가증권 등이 존재한다. 이와 더불어 최근에는 미래의 현금흐름, 정부 및 지방정부의 세수, 공공요금, 부동산, 부실채권 등도 유동화되고 있다.

유동화자산의 특성에 따라 발행증권의 신용도가 결정되며 동시에 유동화구조에도 영향을 미치는 중요한 요소이다. 유동화자산의 특성에 따라 관련위험, 현금흐름의 패턴, 양도시 고려사항 등이 달라질 수 있기 때문이다. 유동화자산의 특성에 따라 유동화증권의 형태도 영향을 받는다. 예를 들어 유동화자산의 현금흐름이 매우 불확실한 경우에는 pay-through구조 보다 pass-through구조가 적합하다. 「자산유동화에 관한 법률」에서 기타의 재산권이 포괄적으로 해석되기 때문에 유동화 대상자산에 거의 제한이 없는 상황이다. 그러나 실질적으로 유동화대상이 되는 자산들은 현금흐름의 예측가능성, 자산의 동질성, 진정한 매매(true sale) 가능성 등의 조건에 부합해야 한다.

유동화 자산은 다양한 방식에 의해 분류된다. 일반적으로 자산의 특성이나 유동화증권이 발전된 과정에 따른 분류기준이 널리 활용된다. 미국의 경우 유동화증권의 발전과정과 시장성숙도에 따른 자산분류기준을 보면 일반적으로 전통적인 자산(traditional assets)과 새로운 자산(new

assets)으로 구분하고 있다. 즉 전통적인 자산은 유동화증권 발행에 널리 활용되는 주택저당채권, 자동차할부, 신용카드, 채권, 기업대출, 리스 등의 자산을 의미한다. 새로운 유동화자산은 부실채권, 세수, 공연수입 등과 같은 미래 현금흐름 등을 의미한다. 우리나라의 경우에는 도입초기 대표적 유동화자산이 부실채권이었기 때문에 부실채권이 새로운 자산으로 간주되기 힘들다.

또한 자산의 현금흐름 특성을 기준으로 자산유동화증권을 구분할 수 있다. 이러한 기준에서는 자산의 현금흐름이 정형화되어 있는 상환확정형자산(amortization assets)과 현금흐름이 정형화되어 있지 않은 상환비확정형자산(non-amortization assets)으로 구분하는 기준이다. 전형적인 상환확정형자산은 주택저당채권과 자동차할부 및 기업대출이나 채권 등을 들 수 있다. 또한 대표적인 상환비확정형자산은 신용카드자산과 기업의 매출채권 등을 들 수 있다. 이와 같은 자산의 특성에 따라 유동화구조가 달리 적용되고 있다.

이외에 유동화자산은 다양한 특성에 의해 분류될 수 있다. 즉 이자율, 만기, 원리금지불방법, 담보자산의 유무, 고객구조, 원금규모, 고객의 신용도 등에 따른 분류기준이 도입될 수 있다. 예를 들어 자동차할부금융자산의 경우에도 지불방법이나 고객의 구조 또는 연체시 담보자산의 회수가능여부 등에 따라 분류될 수 있으며 이와 같은 자산의 특성에 따라 신용도 분석 방법도 다르게 적용될 가능성이 있다.

본 연구에서는 현금흐름 특성을 기준으로 자산유동화증권을 MBS, CDO, 자동차할부 등의 상환확정형자산(amortization assets)과 신용카드채권, 매출채권, 미래채권 등의 상환비확정형자산(non-amortization assets)으로 구분하고 각각에 대하여 구체적 논의를 전개하도록 한다.

<표 V-1> 현금흐름 특성에 입각한 유동화자산의 분류

구 분	상환확정형 자산			상환비확정형자산		
	자동차할부	MBS	CDO	신용카드	매출채권	미래현금 흐름
자산의 특성	대표적인 소비자금융 자산, 목적 성대출 자산의 성과가 안정적임	대손의 가능성이 낮음. 중도 상환이 현금 흐름에 영향을 주는 주요요소임	집중도와 개별기업의 부도가능성 이 유동화 구조에 영향을 미침	단기의 자산. 자산수 준, 연체 율, 원금회 수율 등이 유동화 구조에 영향을 미침	연체율, 자 산 규모 이 유지 및 거래 조건 이 유동화 구조에 영향을 미침	자산화의 과정이 필요. 유동화 가 가능한 산업이 제한되어 있음
자산의 현금흐름 에 영향 요소	연체 중도상환	연체 중도상환 회수율	기업의 부도 집중도 회수율	당월회수율 연체율 카드사용율	거래기업 부도 dilution	매출규모 연체율 생산가능성
유동화 구조 상의 특성	자산의 현금흐름 과 유사한 증권설계	담보가치 의 회수율 을 감안한 구조설계	개별기업의 신용도 측정 및 집중도 통제가 필요	자산의 변동성을 통제하는 구조의 도입이 필요	자산의 가치변동에 대한 통제 요소 필요	향후의 현금흐름 발생 가능성이 중요한 요소
신용보강을 결정짓는 요소	연체 중소상환	연체, 중도상환을 담보가치를 감안한 보강수준	부도율 집중도 부도타이밍 회수율	연체 당월회수율 사용률 할당구조	거래기업 의 신용도 매출조건 연체 및 대손	초과담보수 준, 자산보 유자의 신용도, 생산 가능성
구조의 복잡성	단순함	단순함	단순함	복잡함	복잡함	복잡함

2. 상환확정형자산 유동화의 현황분석과 발전방안

상환확정형자산은 원리금의 상환스케줄이 사전에 정해진 자산을 의미한다. 이와 같은 상환확정형 자산은 소비자금융부문과 기업금융부문 그리고 담보를 지닌 자산으로 다시 구분해 볼 수 있다. 소비자금융부문의 대표적인 상환확정형 자산의 유동화로는 자동차할부금융유동화를 들 수 있으며 담보부 상환확정형자산의 유동화로는 MBS를 들 수 있다. 또한 도매금융부문의 상환확정형자산의 유동화로는 CDO를 들 수 있다.

가. 자동차할부금융자산의 유동화

1) 유동화구조의 특성

자동차할부금융은 소비자가 자동차를 구매하는데 대출을 해주는 대표적인 목적대출상품이다. 유동화자산으로서 자동차할부금융의 특성은 자동차할부금융의 대출금리는 대출실행시에 결정되는 고정금리형이 대부분이며 상환방식은 일반적으로 원리금 균등분할구조로 되어 있다는 점이다. 또한 자동차할부금융은 만기가 비교적 짧고 유동화의 구조가 단순하여 대표적인 유동화대상자산으로 활용되고 있다.

미국의 경우 자동차할부금융을 취급하는 금융기관들로서는 은행, 주요 자동차제조회사의 자회사인 할부금융회사, 자동차금융만을 전문으로 취급하는 할부회사 및 다양한 할부금융을 취급하는 할부금융회사 등이 있다. 특히 최근에는 주요 자동차제조회사의 자회사인 자동차할부금융들이 조달비용의 절감을 위해 ABCP형태의 유동화증권 발행을 적극 추진하고 있다.

국내의 경우에는 자동차할부를 주 영업으로 하는 캐피탈회사들과 일

부의 신용카드회사 및 은행 등 다양한 금융기관에서 자동차할부금융을 취급하고 있으나 여신전문금융기관의 비중이 높은 편이다. 국내에서 발행된 자산유동화의 주요 구조상의 특징을 살펴보면 일반적으로 신용보강은 선후순위의 구조를 지니고 있으며 신용보강 수준은 전체 유동화증권 발행에 비해 상대적으로 낮은 수준을 보이고 있다. 이는 소비자금융의 대표적인 자산으로 자산의 현금흐름의 불확실성에 대한 과거자료의 추출이 용이하고 목적성 대출자산으로 연체율 등 자산의 현금흐름에 영향을 주는 요소들의 불확실성이 비교적 작다는 특성에 기인한다.

지금까지 국내에서는 삼성캐피탈, 현대캐피탈, 대우캐피탈, 코오롱할부금융 및 동양카드 등이 실행한 자동차할부금융을 기초자산으로 유동화증권을 발행하였다. 이렇게 발행된 유동화증권의 신용보강구조를 살펴보면 발행된 자동차할부 자산유동화증권의 후순위비율은 전체 발행된 유동화증권의 16.43%를 기록하고 있고, 외부의 신용보강 규모는 전체 발행된 유동화증권의 5.72%로 총 신용보강 수준은 22.15%에 이르고 있다. 발행된 선순위 증권은 대부분이 AA~AAA의 신용등급을 지니고 있다. 국내의 경우, 1999~2000년 중에는 자동차할부금융을 기초자산으로 한 자산유동화증권의 발행이 활발히 추진되었으나 2001년 이후에는 발행이 거의 이루어지지 않고 있다.

발행이 급감된 이유는 먼저 국내 유동화채권의 상환구조가 만기일시 상환구조라는 데에 있다. 즉 자동차할부자산으로부터 발생하는 현금유입과 채권상환을 위한 현금유출간에 불일치가 과대하여 유희자금(idle money)의 운용손실이 크다는 문제점이 존재했다. 또한 자동차할부금융 유동화를 대체할 수 있는 금융상품으로서, 일종의 자동차할부 담보대출인 제휴금융이 활성화 된 것도 자동차할부 자산유동화의 침체요인으로 작용하였다.

2) 자동차할부 자산유동화증권의 문제점과 개선방안

첫 번째 문제점은, 국내 자동차할부 자산유동화증권의 경우 일반적으로 만기일시상환 방식의 자산유동화증권 발행이 주류를 이루어왔기 때문에 채투자수익의 위험요소가 존재하게 된다. 외국의 자동차할부 유동화증권의 경우 자산의 현금흐름과 유사한 방식의 증권 발행을 통해 채투자자산의 규모를 최소화하는 형식의 자산유동화증권이 발행되고 있다. 그러나 국내의 경우 원리금균등상환방식(amortization scheme)의 채권이 소화상의 문제로 발행되고 있지 않기 때문에 구조상 자산의 현금흐름과 유사한 구조의 증권 발행이 사실상 어려운 상황이다. 이에 따라 채투자 위험을 최소화하기 위해 발행채권의 만기를 다양화하는 다양한 계층의 증권발행을 추진하고 있으나 이러한 구조도 채투자위험의 근본적인 해결은 어려운 상황이다. 향후 자동차할부금융 유동화증권 발행의 활성화를 위해서는 자동차할부금융의 현금흐름과 유사한 구조의 증권을 발행하는 구조의 도입이 절실히 필요하다. 이를 위해서는 균등상환방식의 채권이 원활히 소화될 수 있는 시장구조의 개선이 필요하다. 이를 위해서는 균등상환채권에 적합한 가격결정모형의 개발이 필요하다. 만기가 동일하다 하더라도 균등상환 채권의 듀레이션은 만기일시상환 채권의 듀레이션 보다 짧게 마련이다. 그런데 현재 채권시장에서는 만기기준으로 가격이 결정되기 때문에 이 같은 차이가 가격결정에 반영되고 있지 못하다. 또한 균등상환채권에 대한 투자자 특히 기관투자자의 이해와 인식 변화도 필요한 상황이다.

두 번째 문제점은, 기초자산에 대한 충분한 자료가 생성되지 않는 점이다. 자동차할부금융을 기초자산으로 한 유동화증권 평가에 있어 신용도에 영향을 미치는 가장 주요한 요소는 할부금융의 연체율이다. 이와 더불어 조기상환율 등도 현금흐름에 영향을 미치게 된다. 자동차할부금융 자산유동화증권의 신용도 하락위험을 통제하기 위한 방안으로 주로

선후순위나 은행의 신용공여 등의 신용보강이 이루어지게 된다. 국내 자동차할부금융의 경우 본격적으로 영업을 실시한 시기가 1996년이고 1997~1998년중에는 IMF구제금융에 따른 소비자 금융부문의 신용도 하락 등으로 자동차할부영업이 거의 이루어지지 못하였다. 이로 인해 실질적으로 자동차할부가 본격적인 영업을 추진한 기간은 1999년 이후라고 볼 수 있다. 따라서 이 시기의 자료만으로는 자산의 기본 연체 및 대손과 중도상환을 추정하기에 충분한 기간이 되지 못하는 상황이다. 이에 따라 상대적으로 연체율이 높은 시기인 1997~1998년의 자료를 포함한 기초자료 분석이 이루어짐에 따라 상대적으로 신용보강수준이 과도한 상황이다. 또한 신차·중고차 할부의 여부, 차종, 대출상품, 상환방식, 이자율, 대출기간, 채무자의 신용등급 등 다양한 고객특성이 향후 자산의 성과에 영향을 미칠 것으로 추정되지만 이러한 요인들이 자동차할부에 미치는 영향을 체계적으로 분석한 결과는 아직까지 존재하지 않고 있는 상황이다.

자산유동화증권의 발행효율성 및 자산의 기초자료 미흡 등과 같은 문제들로 인해 2001년 이후에는 자동차할부금융을 기초자산으로 한 유동화증권 발행이 거의 이루어지고 있지 않다. 대부분의 자동차할부를 실행하는 금융기관들은 자동차할부자산을 통한 조달방식으로 은행의 제휴금융을 활용하고 있는 상황이다. 그러나 은행의 제휴금융은 자산의 진정한 양도라는 측면에서 문제를 지니고 있다. 즉 대손이 발생하는 경우 자산을 양도한 기관이 그 손실을 보전하는 계약을 맺고 자산을 양도함으로써 진정한 양도상의 문제가 발생할 가능성이 있다. 따라서 향후에는 자산유동화를 통한 조달로의 방향전환이 이루어질 가능성이 매우 높다고 볼 수 있다. 자동차할부의 자산유동화가 활성화되기 위해서는 효율적인 구조의 자산유동화증권 발행이 필요한 상황이며 이를 위해서는 발행증권의 효율적인 구조와 기초자산에 대한 심도깊은 분석이 요구되는 상황이다.

나. 주택저당채권유동화증권(MBS)

1) 유동화구조의 특성

국내 주택저당채권유동화증권(MBS)을 규율하는 법률은 「주택저당채권유동화회사법」과 「자산유동화에 관한 법률」로 이원화되어 있다. 「자산유동화에 관한 법률」에서는 다양한 자산의 유동화에 관하여 규정되어 있으나 「주택저당채권유동화회사법」은 주택저당채권의 유동화에 관해서만 규정하고 있다. 「주택저당채권유동화회사법」에서는 유동화대상이 되는 주택저당채권으로 첫째, 주택의 구입 또는 건축에 소요된 대출자금과 둘째, 이 자금의 상환을 위한 대출자금에 대한 채권으로서 당해 주택에 설정된 저당권에 의하여 담보된 채권으로 규정하고 있다.

국내의 경우 「주택저당채권유동화회사법」에 근거하여 한국주택저당유동화회사(KoMoCo)가 설립되어 지금까지 7회에 걸친 주택저당유동화증권을 발행하였다. 한국주택저당채권유동화회사가 발행한 MBS는 한국주택저당채권 유동화회사의 보증 및 유동화자산의 높은 신용도 등으로 효율적인 발행구조를 지니고 있다. 주택할부금융사인 뉴스테이트 캐피탈과 우리캐피탈 등도 MBS를 발행하였으며 이러한 MBS들은 후순위를 통한 신용보강 이외에도 일정수준의 예치금이나 은행의 신용공여를 통한 신용보강이 이루어지고 있다.

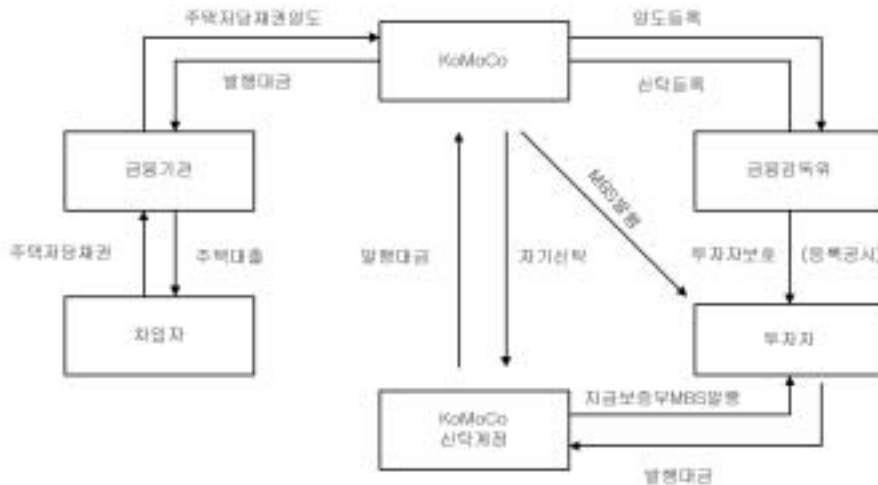
「주택저당채권유동화회사법」에 근거하여 설립된 한국주택저당채권유동화회사(KoMoCo)는 주택금융기반을 확충하여 주택자금을 안정적으로 공급하는 것을 목적으로 1999년 9월에 설립되었다. KoMoCo의 주요 역할은 금융기관으로부터 주택담보대출을 양도받아 이를 기초로 주택저당대출유동화증권(MBS)을 발행하여 투자자에게 매각하는 것이다. 이와 더불어 발행하는 유동화증권의 상환확실성을 제고하기 위해 자기자본의

30배 한도에서 주택저당유동화증권의 지급보증을 할 수 있도록 되어 있다. KoMoCo의 주택저당채권유동화증권의 발행절차를 보면 우선 금융기관으로부터 주택담보대출을 양도한다. 양도받은 주택저당채권을 기초로 KoMoCo는 자기 신탁방식으로 주택저당증권(MBS)이나 주택저당채권담보부채권(MBB)을 발행한다.

<표 V-2> 주택저당채권 유동화증권의 발행 실적(2002년 7월말 현재)
(단위: 건, 억원)

발행회사	발행횟수	총발행금액	선순위	발행근거
KoMoCo	7	25,498	24,535	MBS법
뉴스테이트캐피탈에 의해 설립된 SPC	9	1,665	1,235	ABS법
우리캐피탈에 의해 설립된 SPC	1	410	330	ABS법
합 계	17	27,498	26,100	

<그림 V-1> KoMoCo의 MBS 발행구조



2) MBS 문제점과 개선방안

국내 주택저당대출유동화제도는 주택금융기반을 확충하고 중장기채권시장의 발전을 선도하려는 목적으로 도입되었다. 그러나 그 시장규모는 아직까지는 크지 않는 상황이다. MBS시장규모가 미미한 이유는, 현행 주택담보대출상품상의 문제와 기본적인 자료구축의 문제 및 제도적 측면에서의 문제 등으로 구분할 수 있다. 각각의 차원에서 문제점을 분석하고 그 개선방안을 살펴보도록 한다.

먼저 주택담보대출상품의 문제를 살펴보자. 대부분의 은행들은 주택담보대출을 일반대출로 분류하고 있어 「주택저당채권유동화회사법」을 통한 유동화가 현실적으로 어렵다. 상품특성상에서도 미국의 경우 주택담보대출이 일반적으로 20~30년의 장기분할상환대출인데 비해 국내에서 주로 실행되는 주택담보대출은 3년 이하의 단기대출이다. 상환방식도 만기일시상환 방식이 주류를 이루고 있다. 따라서 조달과 운용의 만기불일치 문제가 심각하지 않기 때문에 은행의 입장에서는 유동화의 필요성을 크게 느끼고 있지 않다. 그러나 현재와 같은 상품구조는 주택저당대출 만기시점의 시장상황에 따라 차주의 상환부담이 증대하는 부작용이 존재한다. 동시에 은행의 입장에서도 금융상황의 변화에 따른 연체증가 등의 부담요인이 발생할 가능성도 있다. 또한 자기자본관리 측면이나 상환가능성의 측면에서 보면, 금융기관들이 보유한 주택저당채권은 우량자산으로 분류되고 있기 때문에 외환위기 이후 이의 매각을 추진하기보다는 오히려 그 규모를 증대시키려는 인센티브가 강하다.²⁷⁾

27) IMF금융위기 이후 주택담보대출은 은행들이 가장 선호하는 자산이기 때문에 이를 매각할 인센티브가 없다. 물론 매각을 하여 조달된 자금으로 새로이 주택담보대출을 하면 되겠지만 현재처럼 적절한 자금운용대상을 찾기 힘들고 유동성자체가 풍부한 상황하에서는 주택담보대출의 매각을 기대하기 힘들다. 이 같은 포인트를 지적해 준 오창석 박사에게 감사한다.

상품차원에서 MBS시장의 활성화를 위해서는 무엇보다도, 미국의 경우에서와 같이, 주택저당대출상품과 MBS상품간의 연계성을 강화할 필요가 있다. 이를 위해서는 MBS발행을 염두에 둔 대출상품개발이 필요하다. 즉 MBS발행을 전제로 표준화된 대출상품을 개발하면 MBS발행절차를 단순화·신속화할 수 있을 것으로 기대된다.²⁸⁾

다음으로 MBS와 관련된 자료구축상의 문제점을 살펴보자. 국내의 경우 주택담보대출을 다양한 금융기관에서 실행하고 있으며 그 규모도 점차 증대하는 상황이다. 그러나 주택담보대출의 주요한 자산특성에 대한 분석은 거의 이루어지고 있지 않는 상황이다. 주택저당채권의 자산특성에 대한 분석이 충분히 이루어지고 있지 못하기 때문에 효율적인 MBS 구조설계가 어려운 상황이다. 특히 주택담보대출의 경우 연체율, 중도상환율, 회수율, 주택대출기간 등의 자산특성이 자산의 현금흐름에 큰 영향을 미친다. 외국의 경우 중도상환 및 대손 등에 영향을 미치는 다양한 소비자 특성 및 자산특성에 대한 분석을 통해 기초자료를 구축하고 이를 바탕으로 효율적인 유동화구조를 만들어 가고 있는 상황이다.

향후 주택저당채권 유동화가 활성화되기 위해서는 효율적인 발행구조를 지닌 주택저당채권 유동화증권이 발행되어야 한다. 이를 위해서는 무엇보다도 주택저당대출의 기초적인 자료가 구축되어야 한다. 또한 주택저당대출의 연체, 대손 및 중도상환 등에 대한 체계적인 분석에 근거한 유동화구조가 도입되어야 한다.

마지막으로 제도적 측면에서의 문제점과 개선방안을 살펴보자. 제도적인 측면에서 보면, 「주택저당채권유동화회사법」이 지나치게 제한적이고 경직적이라는 문제점이 존재한다. 또한 근저당권의 양도, 양도자산

28) 표준화의 중요성을 강조한 논문으로는 다음을 참고바람. Behling, D. J. and K. Eom, 2002, "U.S. Mortgage Markets and Institutions and Their Relevance for Korea," Working Paper, KDI School.

의 회수, 근저당권의 저당권화와 관련된 확정시기의 문제 등에 대해 추가적 정비가 필요하다. 초기에 입법된 「자산유동화에 관한 법률」 및 「주택저당채권유동화회사법」의 경우 근저당권에 대한 해결방안을 제시하지 못함으로써 주택저당대출유동화에 걸림돌로 작용했다. 이에 따라 2001년 1월 12일자로 개정된 「자산유동화에 관한 법률」 및 「주택저당채권유동화회사법」에서는 근저당권의 확정에 관한 규정을 신설함으로써登記 없이도 저당권 양도가 가능토록 하는 조치를 취하였다. 그러나 이와 같은 근저당권의 확정에 대하여 여전히 법률적인 문제를 일부에서 제기하고 있고 실질적인 적용상의 문제도 존재한다.²⁹⁾

운용상의 문제점으로는 피담보채권의 확정을 위하여 내용증명우편에 의한 통지발송 등을 규정화하고 있는데 이와 같은 절차로 인해 유동화의 신속성과 경제성을 해하고 있다고 볼 수 있다. 따라서 신속하고 저렴한 비용으로의 대체안이 필요한 상황이라고 볼 수 있다. 예를 들어 일본의 경우 저당권이 있는 유동화자산의 양도시에는 포괄등기제를 도입하고 있다. 이와 같은 포괄등기제도는登記비용이 상대적으로 저렴하고, 절차도 간편하다는 장점을 지니고 있다. 포괄등기제도의 도입을 검토해 볼 필요가 있다.

이와 더불어 유동화기간이 만료된 시점에서 잔여자산이 남아서 자산을 매각하는 경우에 추가적인 비용이 유발된다는 문제점도 존재한다. 즉 선순위기간이 종료하여 자산규모가 일정수준 이하가 되는 경우 후순위를 조기상환하고 유동화를 종료하는 상황이 발생할 경우 잔여자산의 저당권 이전의 과정에서 추가적인 등록비용이 소요된다는 점이다.

29) 이에 대한 자세한 내용은 다음을 참조바람. 김용호, 2001, “원활한 주택저당채권 유동화를 위한 법적 개선방안”, KoMoCo 법률세미나자료.

다. CDO

1) 유동화구조의 특성

CDO는 다양하게 분산된 비교적 신용도가 낮은 회사채나 기업대출을 집합화하여 여기에서 발생하는 현금흐름에 근거하여 유동화증권을 발행하는 것을 의미한다.

국내 CDO시장은 유통시장CDO(secondary CDO), 발행시장CDO(primary CDO), 재정거래CDO(arbitrage CDO)의 순으로 발전하였다.³⁰⁾ 즉 초기의 CDO는 투신권이 보유하고 있었던 신탁재산의 크린화를 목적으로 발행된 유통시장CDO였고, 2000년 하반기부터는 기업의 자금조달 원활화를 목적으로 발행시장CDO가 발행되었다. 이후 2001년 하반기에는 소위 재정거래를 목적으로 한 CDO가 발행되었다.

2000년 1월부터 7월사이에 투자신탁회사와 은행의 신탁재산의 유동화가 집중적으로 추진되었다. 즉 신탁재산에 편입된 정상채(performing debt) 및 부실채(distressed debt)를 유동화함으로써 신탁회사의 유동성 제고와 신탁재산의 건전화를 목적으로 한 유동화가 추진되었다. 2000년 상반기의 CDO발행이 크게 증대한 것은 1999년 7월 대우사태로 인한 신탁재산의 부실화에 따라 수익증권 환매가 크게 증대하였고 이에 대응하여 펀드의 크린화를 위해 추진되었다. 특히 정부는 투신사에 CBO펀드를 허용함으로써 2001년 1월부터 CBO발행이 급격히 증대하였고, CDO와 금융상품을 연계한 새로운 금융상품이 등장하는 계기가 되었다.

CBO펀드는 회사채 등을 유동화자산으로 하는 유동화증권 중 신용등급이 BB+이하인 후순위 유동화증권에 25% 이상 투자하는 간접투자상

30) 국내에서 발행된 최초의 CDO는 2000년 1월에 한빛은행 신탁계정에 편입되어 있는 회사채를 기초자산으로 발행된 한빛신탁제일차유동화이다.

품으로 대부분의 후순위 유동화증권이 각 투신사 또는 은행 신탁 상품으로 판매되는 CBO펀드에 편입되었다. 후순위 유동화증권의 고위험을 상쇄시킬 수 있는 혜택으로 공모주 우선배정권과 이자소득세 감면 등이 주어졌다. 한편 CBO펀드는 장부가 평가 펀드로서 편입된 후순위 유동화증권이 장부가로 평가되었는데, 따라서 발생가능성이 높은 원래 신탁재산의 원리금 손실을 후순위 유동화증권으로 변환시켜 손실의 시기를 이연시키고 후순위 유동화증권의 만기까지 주식시장에서 획득한 자본이득으로 후순위 유동화증권의 손실을 흡수할 수 있는 버퍼를 마련하는 것이 CBO펀드라는 간접투자상품의 설계 의도였다.

발행시장CDO라는 명칭은 유동화를 위해 유동화자산을 유동화증권 발행일 직전 동일한 날에 발행하고 유동화전문회사가 이를 일시에 인수한다는 특징에 따라 붙여진 이름이다. 그러나 우리나라 발행시장CDO의 경우 유동화자산이 신규발행 된 증권이라는 측면보다 정부기관이 신용위험에 대해 직·간접적으로 보증을 제공했다는 측면이 큰 특징으로 부각된다. 전액보증은 정부기관이 발행되는 선순위유동화증권에 대해 전액 지급보증을 해주는 경우이고, 간접보증은 정부기관이 SPC에 신용공여를 하는 금융기관을 대상으로 해당 대출에 대해 보증을 해주는 경우이다. 예를 들어 정부기관이 간접적으로 보증을 서는 부분보증의 구조에서 유동화자산의 부도가 후순위 유동화증권이 흡수할 수 있는 수준을 넘어서는 경우 SPC는 선순위 유동화증권의 원리금 상환을 위해 신용공여제공기관으로부터 대출을 받게 되는데, 이러한 신용공여에 대해 정부기관이 보증하게 된다.

민간시장의 신용위험을 궁극적으로 정부기관이 인수한다는 측면에서 발행시장CDO는 정부주도의 유동화라고 할 수 있다. 이러한 발행시장CDO에 관여한 정부기관은 신용보증기금과 기술신용보증기금이 있으며, 자금시장 경색에 따른 BBB이하 기업들의 자금지원을 목적으로 하며 유동화에는 대부분 신용보증기금이 부분보증을 썼다. 신용보증기금은 신용

보증기금법에 따라 설립된 기관이며, 기술신용보증기금은 「신기술사업 금융지원에 관한 법률」에 따라 설립된 기관으로 두 기관 모두 보증업무를 영위하면서 결손금이 발생하는 경우 정부가 이를 보전할 수 있도록 되어 있다.

유통시장CDO나 발행시장CDO는 신탁재산의 크린화나 자금시장의 경색을 타개하기 위한 목적에서 추진되었으며, 이러한 CDO의 발행동인은 모두 정책당국의 지원하에 추진되었다. 발행시장CDO는 비록 초과스프레드가 존재하는 유동화가 대부분이었지만 유동화의 동인 자체가 자금시장 경색으로 어려움을 겪고 있는 기업들에 대한 지원이었다는 측면에서 재정거래를 목적으로 한 CDO라고 보기는 어렵다. 그러나 2001년 하반기에 들어서 엄밀한 의미에서의 재정거래를 목적으로 한 CDO가 발행되었다. 산업은행의 주도하에 추진된 굿캐디비제1차와 굿캐디비제2차 유동화가 바로 그것인데 3,500억원의 규모로 발행되었다. 이전의 CDO는 최초 유동화자산이 만기보유되어 자산관리자의 역할은 SPC의 서류 보관, 부도가 발생한 차주에 대한 추심 행위 등에 국한된 것에 비해 산업은행이 주도한 이 유동화에서는 제3의 전문운용기관이 부도 발생을 최소화하면서, 초과 스프레드를 추구할 수 있도록 유동화자산의 중도처분과 신규취득이 가능하도록 구조화되었다.³¹⁾ 산업은행은 전체 조달규모의 14.3%에 해당하는 출자금을 투자했는데 이를 통해 레버리지 투자를 이용한 초과스프레드의 획득, 투기채권 시장의 활성화 등을 달성하고자 했다.

2) CDO의 문제점과 개선방안

CDO발행의 기본전제는 해당 자산집합의 평균수익률이 발행 유동화

31) 이와 같은 측면에서 시장가치 CDO(market value CDO)의 성격을 갖고 있는데 시장가치CDO에 대해서는 자산유동화구조설계의 혁신을 논의하는 장에서 보다 상세히 다루도록 한다.

증권의 수익률에 비해 높고 분산된 자산의 집합을 통해 자산집합의 대손확률이 적정하게 통제될 수 있어야 한다는 점이다. 그러나 국내에 발행된 대부분의 CDO는 비교적 집중된 자산집합을 유동화함으로써 상대적으로 신용보강 수준이 높은 상황에서 발행되었다. 지금까지 발행된 CDO의 평균 보강수준은 후순위 24.1%, 외부신용보강 26% 그리고 기타 보강 7.6%로 총 보강수준은 57.7%에 달한다.

이와 같이 높은 보강수준을 기록한 것은 크게 세 가지 요인에 기인한다. 첫째, 투신권이 보유했던 신탁재산 CDO의 경우 양도자산의 대부분이 부실채권이였다. 부실채권은 현금화의 불확실성이 매우 높은 자산이기 때문에 상대적으로 후순위 및 외부보강수준이 높게 요구되었다는 점이다.

둘째, 발행시장CDO의 경우 자산집합의 분산이 이루어지지 않아 집중도의 문제로 상대적인 신용보강 수준이 높아졌다는 점이다. CDO는 잘 분산된 풀이 과거 기업 부도와 관련한 확률이 향후에도 적용된다는 전제하에 이루어진다. 그러나 자산의 집중도가 심각한 경우 이러한 집중된 풀에 대해서는 개별적인 스트레스를 가함으로써 집중에 의한 위험을 통제하는 방안을 주로 사용한다. 따라서 풀의 집중도가 심각한 경우 상대적으로 높은 신용보강이 이루어질 수 밖에 없다. 이와 같은 집중도의 문제로 인해 국내 CDO의 경우 다른 자산에 비해 비교적 높은 신용보강으로 발행되었다.

셋째, 국내의 경우 기업의 부도율과 회수율에 대한 기초적인 분석자료가 상대적으로 미흡하다는 점이다. 이는 우선 아시아 금융위기 이전에는 보증채위주의 채권시장이 형성되었고, 신용평가기관의 등급도 일관성을 지니지 못해 부도와 관련한 일관된 통계는 1998년 이후에나 수집이 가능하기 때문이다. 또한 부실채권이나 신용등급이 낮은 기업의 채권들이 원활하게 거래될 수 있는 고수익채권시장이 발달하지 못함으로써 신용도

낮은 기업의 채권가격에 대한 체계적인 분석을 할 수 있는 자료가 없다는 점도 부도율과 회수율에 대한 체계적인 분석에 걸림돌이 되고 있다.

신용보강비율이 지나치게 높다는 문제점 외에도, 기존의 유통시장 CDO나 발행시장CDO의 경우 기업부도에 대한 체계적인 분석이 미흡하였고, 유동화의 동인이 시장의 자발적인 니즈에 의해 이루어지고 있지 않았으며, 유동화구조에 있어 보강기관의 역할이 상대적으로 크게 부각됨에 따라 초과수익을 목적으로 한 CDO나 다양한 구조의 도입에 오히려 걸림돌이 되는 문제점들이 발생하였다. 특히 투신 CDO의 경우에도 규제기관의 감독과 감시하에 추진됨에 따라 양도가액 산정 및 발행구조에 있어서도 비효율성이 존재하였다. 발행시장CDO의 경우 발행규모가 증대하면서 보증기관의 보증여력에 대한 투자자의 우려가 증대하였다. 이로 인해 발행시장CDO는 발행수익률 측면에서 상당히 불리한 조건으로 발행될 수밖에 없는 상황을 초래하기도 하였다.

향후 CDO시장의 활성화를 위해서는 무엇보다도 기초자산에 대한 활발한 분석을 통한 효율적인 구조의 도입이 필요하다고 판단된다. 즉 신용도가 비교적 낮은 기업들의 부도율과 회수율에 대한 다양한 분석이 요구된다. 이를 기초로 효율적인 발행구조의 도입이 무엇보다도 필요하다고 볼 수 있다. 다양한 위험선호를 지닌 투자자층의 확대도 CDO시장의 활성화에 크게 기여할 수 있을 것이다. 특히 정크본드시장의 활성화와 이를 응용한 다양한 CDO상품개발이 이루어질 필요가 있다. 예를 들어 CDO를 기초상품으로 하여 CDO펀드를 개발하고 세제혜택 등을 통해 상품성을 제고시킬 경우 고수익채권시장을 활성화하고 기업의 자금조달을 원활히 하는 효과를 거둘 수 있을 것으로 기대된다.

라. 부실채권유동화

1) 유동화구조의 특성

우리나라의 경우 초기 자산유동화시장은 구조조정과정에서 발생한 부실채권을 대상으로 한 유동화가 주류를 이루었다. 부실채권 유동화는 크게 세 가지 방향에서 추진되었다. 첫 번째 유형은 자산관리공사가 발행한 부실채권유동화였다. 자산관리공사는 은행으로부터 매입한 특별채권을 적극 유동화하였다. 특히 동자산은 원채무자의 연체가 발생하거나 회수 스케줄이 변동하는 경우 매각은행으로부터 환매를 할 수 있는 환매권부 자산이었다. 따라서 현금흐름의 변동성 위험이 크지만 신용도의 측면에서는 환매를 통해 보강이 이루어진 자산을 유동화 한 케이스이다. 두 번째 유형은 은행권이 스스로 부실채권 처리를 위하여 CLO형태의 자산유동화를 수행하였다. 각 은행들은 부실채권 비율을 낮추기 위한 방안으로 다양한 부실채권의 유동화를 추진하였다. 세 번째 유형은 은행 및 자산관리공사의 부실채권을 매입한 국내외 자산관리회사들이 유동화구조를 통해 부실채권을 유동화하는 방식이다. 특히 외국계 자산관리회사들은 사모방식의 부실채권 유동화증권을 다수 발행하였다.

부실채권은 기본적으로 현금흐름의 추출이 어렵기 때문에 현금흐름을 유도하기 위한 스킴의 도입이 유동화 성공에 관건이다. 이에 따라 일반적으로는 해당 무수익성 자산으로부터 현금흐름을 유도하기 위해 환매규정이나 해당 자산의 경매 등을 통한 청산가치의 스킴이 도입되기도 한다. 경매를 전제로 한 유동화증권의 경우 기본적으로 청산가치에 근거한 가치산정과 경매와 관련한 불확실한 요인을 통제함으로써 발행 유동화증권의 원리금을 보장하는 구조를 채택하게 된다. 이외에 자산관리공사의 경우, 환매권이 부착된 법정관리, 화의기업 등의 특별채권을 유동화자산으로 규정함으로써 불확실한 현금흐름이 환매라는 약정을 통해

확실성이 제고되는 구조를 활용하였다.³²⁾

2) 부실채권유동화의 문제점과 개선방안

국내 부실채권 유동화의 가장 큰 문제점은 보강비율이 높다는 점이다. 1999년부터 2001년말 까지 발행된 부실채권 유동화의 평균 신용보강 비율은 77.28%로 다른 자산의 유동화에 비해 신용보강비율이 월등히 높은 것으로 나타나고 있다. 이와 같이 신용보강 비율이 높은 것은 부실자산의 경우 향후의 현금흐름에 대한 불확실성이 다른 자산에 비해 높다는 사실에 기인하다.

이와 더불어 발행하는 유동화증권이 대부분 원리금을 정해진 기간에 적시 상환해야 하는 pay-through형태의 유동화채권이라는 점도 높은 신용보강을 필요로 하는 요인이다. 또한 부실채권에 국한된 문제는 아니지만, 시장에서 요구하는 유동화채권의 신용등급이 높기 때문에 이에 부합하는 증권의 발행을 위해 신용보강 수준이 높아진 결과이다.

부실채권 유동화의 신용보강 형태를 살펴보면 후순위비율은 34.57%, 외부보강비율은 22.37%, 기타 보강비율은 20.33%를 나타내고 있다. 특히 은행권이 보유한 부실채권 유동화의 경우 자산보유자의 환매권이 신용보강 수단으로 주로 활용되고 있다. 이와 같은 신용보강 형태가 주로 활용된 데에는 은행의 높은 신용도를 유동화의 구조에 활용함으로써 선순위 증권의 발행수준을 높이려는데에서 그 원인을 찾을 수 있다. 그러나 이와 같은 신용보강 형태로 인해 유동화자산과 자산보유자간의 절연에 문제가 존재할 수 있고, 자산보유자의 입장에서는 향후의 자산의 회수율

32) 환매조건이 첨가된 자산유동화는 진정한 매매의 조건에 위배되며 동시에 금융권의 부실을 금융권으로부터 완전히 분리하여 하나의 공적자산관리기관에 부담시킨다는 자산관리공사 본연의 설립취지에도 어긋난다는 논란이 있었다. 초기 이후에는 환매조건이 첨가되지 않았다.

등이 저조할 경우 추가적인 부담을 질 수 있다는 문제점을 지니고 있다.

부실채권 유동화에 있어 양도가격의 산정은 부실채권의 시장가치에 근거하여 산정되어야만 효율적인 유동화구조가 마련될 수 있다. 그러나 국내의 경우 부실채권의 시장가치를 산정하는데 자료상의 제약이 존재하기 때문에 양도가액 산정에 한계를 지니고 있다. 따라서 대부분의 부실채권 유동화의 경우 장부가액에 근거하여 양도가액을 산정하고 있다. 즉 기존의 장부가액에서 대손충당금을 차감한 가격에서 양도가격을 산정하기 때문에 시장가치를 반영한 양도금액 산정이 이루어지고 있지 않다. 따라서 시가를 고려하게 되면 신용보강 수준이 상대적으로 높게 나타나게 된다.

향후 부실채권 유동화증권시장의 활성화를 위해서는 무엇보다도 유동화자산의 시장가치를 정확히 산정할 수 있는 방안의 마련이 필요하다. 이를 위해서는 기존의 부실채권 매각가격에 대한 기초자료가 체계적으로 구축되어야 하며 부실채권의 회수율에 대한 정확한 자료구축도 필수적이다. 유동화증권 차원에서는 pass-through방식의 유동화증권 발행이 활성화되어야 한다. 부실채권과 같이 현금흐름의 불확실성이 높은 자산을 대상으로 채권과 같은 형태의 유동화증권 발행하는 경우 신용보강수준이 높아지는 것은 당연하다. 따라서 부실채권의 특성에 적합한 유동화증권을 개발하는 것도 부실채권 유동화증권시장의 발전에 핵심적인 요인이 될 것이다.

3. 상환비확정형자산 유동화의 현황분석과 발전방안

상환비확정형자산은 원리금의 상환스케줄이 사전에 정해지지 않는 자산을 의미한다. 따라서 이러한 자산의 유동화에는 자산규모를 통제할

수 있는 구조의 도입이 필요하다. 일반적으로 상환비확정형자산의 유동화에 있어서는 향후의 현금흐름중 확실성이 높은 부분과 그렇지 못한 부분으로 구분하는 구조를 도입하고 있다. 상환비확정형자산의 대표적인 예는 신용카드채권, 매출채권과 같은 미래채권과 주식 등이다.

이하에서는 먼저 미래채권유동화의 일반적 특성과 제도적 이슈를 살펴본다. 다음으로 미래채권이지만 별도의 섹터를 형성하고 있는 신용카드채권 유동화와 매출채권 유동화를 살펴본다. 마지막으로 최근 논란이 되고 있는 주식의 유동화와 관련된 이슈를 논의하도록 한다.

가. 미래채권(future flow) 유동화

1) 유동화구조의 특성

미래채권이란 특정시점에서 볼 때, 채권성립요건을 완전히 갖추지 못하여 현재 채권이 성립하였다고 단정할 수 없으나 미래에 그 요건을 갖출 것으로 예상되는 채권을 의미한다. 미래채권은 금액, 만기, 수익률 등의 조건이 미래의 상황에 따라 결정되고 채권발생 조차도 불확실성을 내포하고 있다. 즉 미래채권에 대한 권리가 유동화전문회사에 이전된 후에도 완전히 자산보유자로부터 절연되지 않고 자산보유자의 미래채권 창출능력에 의존하게 된다. 대표적인 미래채권으로는 신용카드채권, 매출채권, 항공운임, 미래의 공연 및 음반수입, 천연자원채취계약, 도로 및 교량의 통행료 등을 들 수 있다. 즉 미래에 상품이나 서비스를 제공한 대가로 발생하는 채권은 모두 미래채권이 될 수 있다. 국내의 경우 항공요금, 타이어매출채권 등에서 미래 현금흐름의 유동화가 이루어졌다. 아시아나, 대한항공 등의 미래 항공요금을 기초로 한 유동화증권이 발행되었고, 금호산업의 자동차메이커에 대한 미래 타이어매출채권을 기초로 한 유동화증권이 발행되었다.

미래채권의 유동화란 이 같은 미래채권을 대상으로 한 유동화를 의미한다. 그런데 자산유동화를 위해서는 채권의 양도가 전제되어야 하고, 채권의 양도가 유효하기 위해서는 원칙적으로 채권이 존재해야 한다. 우리나라 판례에 의하면 미래채권이 양도성을 인정받기 위해서는 특정가능성과 발생가능성의 조건을 만족하여야 한다. 특정가능성이란 양도의 목적인 채권을 다른 채권과 구별하여 동일성을 인식할 수 있음을 의미한다. 발생가능성이란 가까운 미래에 채권이 발생할 것임을 상당히 높은 확률로 기대할 수 있음을 의미한다.³³⁾

예를 들어, 매출채권의 경우에는 특정가능성 조건과 발생가능성 조건을 만족시킨다. 즉 기업의 특정한 매출채권은 기업의 다른 채권과 용이하게 구분할 수 있다. 또한 창출기업이 독과점 산업에 속하여 있어 신규 진입이 용이하지 않거나 대체재가 존재하지 않을 경우에는 안정적인 매출채권의 창출이 가능하다. 즉 발생가능성 조건을 만족한다. 고속도로 통행료의 경우에도 통행량 등을 근거로 미래채권의 규모 등을 합리적으로 예측할 수 있다. 즉 발생가능성조건을 만족한다. 미래채권이 특정기간 특정한 고속도로로부터의 통행료에 근거하기 때문에 특정가능성 조건도 만족한다. 지방자치단체 등에서 기반시설을 설치하는 경우에는 미래의 세금을 유동화자산으로 한다. 이 경우 특정가능성 조건이 만족되기 위해서는 다양한 세수 중 어떠한 종류의 세수(예: 종합토지세, 환경세)를 대상으로 할 것인가가 확정되어야 한다. 동시에 발생가능성 조건을 만족하기 위해서는 지방자치단체가 상당히 높은 확률로 특정한 정도의 세수를 확보할 수 있다고 기대할 수 있어야 한다.

미래채권의 유동화에 있어서는 미래채권의 변동성가능성을 흡수하기 위해 위탁자지분(seller's interest)이라는 구조를 활용한다. 또한 신용카드

33) 김민정, 2001, “장래매출채권 유동화와 관련한 법률 이슈,” 한국신용평가 Special Report 2.

채권과 같은 단기성 미래채권을 대상으로 장기유동화증권을 발행할 경우 리볼빙구조(revolving structure)를 많이 활용한다.³⁴⁾ 리볼빙구조란 현금발생기간을 리볼빙기간(revolving period)과 상환기간(amortization period)으로 구분하는 구조이다. 리볼빙기간에는 유동화자산에서 발생하는 현금흐름을 유동화증권의 상환에 사용하지 않고 미래채권을 추가매입 하는데 사용한다. 이 기간 동안에는 유동화증권의 원금상환은 없고 이자만 지급된다. 유동화계약에 의해 사전에 정해진 리볼빙기간이 끝나면 상환기간이 시작된다. 이 기간에는 추가적인 채권매입을 중단하고 유동화자산에서 발생하는 현금흐름을 유동화증권의 원금상환에 사용한다. 특히 자산보유자의 채무불이행이나 미래채권의 발생불가능 또는 양도불가능과 같은 조기상환사유가 발생하면 리볼빙기간이 자동 중단되고 상환기간이 시작되는 구조가 사용된다. 이는 미래채권의 질 저하 등으로부터 유동화증권 투자자를 보호하기 위한 장치이다.

2) 미래현금흐름 유동화의 문제점과 개선방안

미래현금흐름 유동화에 있어 가장 큰 문제점은 동구조의 도입에 있어 법률적인 문제가 존재한다는 점이다. 즉 미래현금흐름이 유동화대상 자산이 될 수 있는가와 관련하여 다양한 논쟁이 이루어지고 있다. 지금까지의 잠정적인 결론은 발생가능성과 채무확정성이 있는 경우 자산화할 수 있고 이에 따라 미래현금흐름의 유동화가 가능하다고 보고 있다. 이와 더불어 양도와 관련하여 미래현금흐름을 미이행쌍무계약으로 볼 수 있다는 해석과 채권자의 취소권 및 부인권 행사 가능성이 존재한다는 법률적인 문제가 존재한다.

일반적으로 미래현금흐름은 자산보유자의 신용도와 관련성이 높다. 그

34) 리볼빙구조에 관한 상세한 내용은 다음을 참조바람. 이수철, 2000, “미래채권 유동화,” NICE CREDIT.

러나 국내의 자산유동화증권은 대부분이 높은 신용등급을 요구하고 있기 때문에 과도한 외부 신용보강이 필요하다는 점이다. 따라서 보다 안정적인 구조하의 미래현금흐름 유동화가 정착되기 위해서는 법률적인 문제의 해결과 더불어 신용도의 측면에서 다양한 통제장치의 마련이 필요하다. 특히 미래현금흐름 유동화가 활성화되기 위해서는 현재와 같이 높은 신용등급만으로 증권이 발행되는 시장구조가 개선되어야 할 필요가 있다.

나. 신용카드채권 유동화

1) 유동화구조의 특성

국내 신용카드 산업은 IMF경제위기 이후 전반적인 경기의 회복과 금융인프라의 재구축 과정속에서 가장 높은 성장을 보인 금융산업이다. 이와 같이 신용카드 산업이 비약적인 발전을 보인 데에는 신용카드를 활성화시키려는 정책기조가 일정기간 지속되었다는 점을 들 수 있다. 둘째는 카드 사용고객이 점차 확대되고 카드 사용이 상당부분 정착되었다는 점이다. 셋째는 신용카드사의 조달비용이 상대적으로 낮아 자산의 수익성이 높은 부문이었다는 점이다. 특히 상대적으로 규모의 경제효과가 높은 카드산업은 높은 자산규모 증대와 수익성 증대 등으로 인해 카드산업의 효율성과 시장발전을 위한 다양한 인프라에 대한 투자도 크게 활성화되었다.

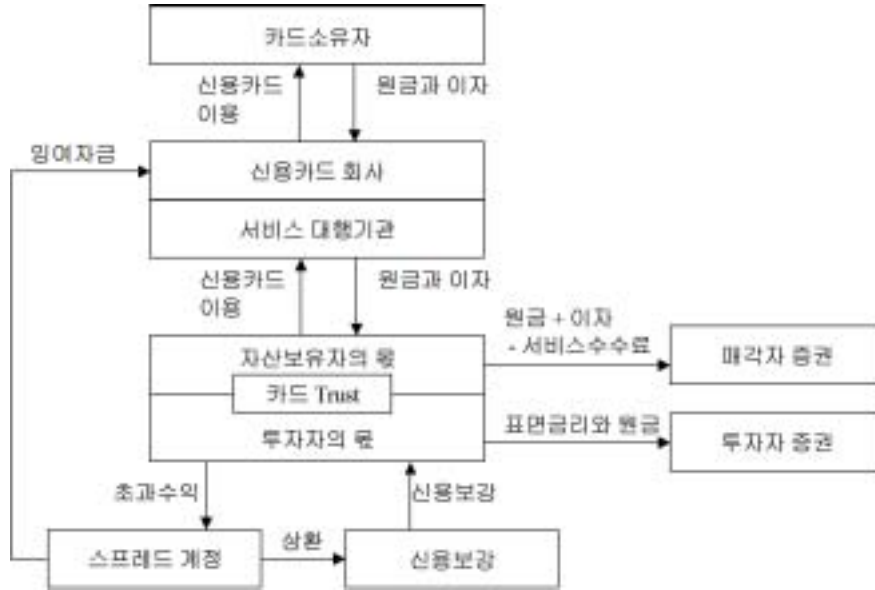
이와 같이 신용카드부문의 자산규모가 급격히 증대하자 카드자산을 이용한 자금조달에 신용카드사가 높은 관심을 기울이게 되었고, 정부가 유동화구조에 있어 리볼빙구조를 허용함에 따라 자산유동화증권 발행이 크게 증대하여 현재에는 국내에서 발행하는 전체 유동화증권 발행규모 중 신용카드 부문이 차지하는 비중이 가장 높은 것으로 나타나고 있다.

특히 현금서비스 사용규모의 급격한 증대는 신용카드회사들이 신용카드 자산의 유동화를 적극 추진케 하는 커다란 동인으로 작용하였다. 이에 따라 2000년말부터 시작된 신용카드 자산유동화증권은 2001년 들어서는 전체 자산유동화중 그 비중이 가장 높은 비율을 차지하는 정도로 높은 성장세를 보였고 이러한 추세는 2002년에도 지속되고 있다.

이제 유동화자산과 유동화구조의 특성을 살펴보자. 신용카드채권은 단기에 현금화되는 특성을 지니고 있고 미래의 사용대금을 활용하여 유동화증권을 발행하기 때문에 기존의 유동화구조와는 다른 구조를 지니고 있다. 신용카드자산의 유동화에 있어 일정고객들이 미래에 사용할 신용카드 이용대금의 계정을 양도하게 된다. 단기의 유동화자산을 대상으로 장기의 유동화증권을 발행하기 위해 리볼빙구조가 도입된다. 리볼빙구조란 신용카드 채권 회수로 인한 현금을 다시 신용카드 채권을 매입하는데 사용하는 개념을 의미한다. 현금흐름규모 및 자산규모의 변동성을 통제하기 위해 위탁자지분(seller's interest)과 투자자지분(investor's interest)으로 자금이 배분되고 투자자지분에 근거하여 자산유동화증권이 발행된다.

일반적으로 신용카드 유동화는 리볼빙기간과 통제적립기간으로 구분된다. 리볼빙기간중에는 투자자들은 이자만을 받게 된다. 유동화자산으로부터의 현금흐름은 새로운 신용카드 사용대금 채권을 사는데 사용되어진다. 이러한 리볼빙 구조로 인하여 단기의 신용카드 사용대금 채권을 기초로 장기의 유동화증권의 발행이 가능해진다. 리볼빙 기간이 종료되면 통제적립을 통해 발행한 자산유동화증권의 원금상환재원을 마련하게 된다. 상환기간은 원금회수율(monthly payment rate)에 따라 기간이 달라지게 된다. 월별 원금회수율이 낮은 경우 통제적립기간이 길어진다.

<그림 V-2> 신용카드채권 유동화의 일반적인 구조



일반적으로 신용카드 유동화의 신용보강은 자산의 수익률, 원금회수율, 대손율 등이 영향을 미친다. 신용카드 유동화의 신용보강의 방법은 후순위방식과 신용공여방식 등이 주로 이용되며 이와 더불어 자산의 수익률과 발행증권의 비용률간의 차이인 초과스프레드도 주요한 신용보강수단이 된다.

신용카드 유동화의 경우 조기상환규정을 둬으로써 구조적인 위험 및 자산의 신용도 하락에 대응하는 방안이 마련되어 있다. 일반적으로 조기상환을 유발시키는 요인으로는 자산관리자의 신용도가 하락하거나 자산관리업무를 원활히 수행하지 못하는 경우, 초과 스프레드가 0이하가 되는 경우, 최소 위탁자지분 규모가 일정수준 이하로 감소하고 일정기간 치유가 되지 않는 경우 그리고 투자자지분 이하로 자산규모가 감소하는 경우 등이 있다.

한국의 신용카드채권과 미국의 신용카드채권은 유동화자산으로서의 성격이 상이하다. 즉 한국의 신용카드채권 유동화는 미국의 신용카드채권 유동화와 비교하여 몇 가지 측면에서 차이를 보이고 있다. 미국의 신용카드는 리볼빙카드(revolving card)로 대표되는데 반해 국내 신용카드는 charge card로 대표되고 있다. 즉 리볼빙카드는 고객이 자신의 당월 결제비율을 정하고 나머지부분은 리볼빙이 되는 특성을 지니고 있다. 반면에 국내의 신용카드는 일시불, 현금서비스의 경우 일정기간내에(10~45일) 서비스 받은 금액을 전액 상환해야 하는 구조를 지니고 있기 때문에 리볼빙카드에 비해 높은 원금회수율(principle payment rate: PPR)을 보이고 있다. 또한 미국의 신용카드 유동화의 경우 리볼빙 사용대금이 주된 대상이 되고 있는데 반해 국내 신용카드 유동화의 경우 대상자산에서 현금서비스 자산이 주류를 이루고 있다. 미국의 신용카드 유동화는 신용카드 자산을 몇 번에 걸쳐 양도하고 양도된 자산에 근거하여 새로운 class의 증권을 발행하는 구조인 마스터신탁이 주류를 이루고 있는데 반해 국내 신용카드 유동화는 하나의 신탁 또는 양도에 의해 한번의 유동화가 이루어지는 단일신탁방식이 주류를 이루고 있다.

2) 신용카드 유동화의 문제점과 개선방안

신용카드 유동화는 해당자산의 수익성이 높고, 단기에 현금화된다는 자산특성으로 인해 가장 효율적인 구조로의 유동화증권 발행이 가능하였다. 발행의 신속화를 위해 발행증권 전체를 외부 보강기관의 신용보강에 의해 발행된 사례를 제외하면 신용카드 유동화의 평균 신용보강 비율은 10.5% 내외 정도로 가장 효율적인 발행구조를 지니고 있다 그러나 이와 같은 효율적인 발행구조에도 불구하고 국내 신용카드 유동화는 다음과 같은 측면에서 문제점을 지니고 있다.

첫째, 신용카드의 연체 및 회수에 대한 정확한 자료구축이 미흡하다. 즉 외견상 신용카드의 연체율은 외국의 신용카드사에 비해 낮은 것처럼 보이지만 이와 관련한 정확한 자료가 발표되지 않고 있는 실정이다. 또한 연체율의 정의에 있어서 미도래 원금부분이 제외되어 있다는 측면은 전반적인 자료의 신뢰성 및 유동화구조의 안정성을 해칠 가능성이 있기 때문에 이에 대한 개선이 필요한 상황이다.

둘째, 새로운 구조의 도입에 규제적인 한계를 지니고 있다. 외국의 경우 다양한 신탁제도의 도입을 통해 신용카드 유동화에 효율성을 제고시켜 나간 점을 비추어 볼 때 국내 상황에 적합한 신탁구조 및 유동화구조를 정착시키려는 노력이 무엇보다도 필요한 시점이라고 볼 수 있다. 특히 최근에는 신용카드 유동화에 있어 제반비용 절감 등을 목적으로 한 마스터신탁의 도입을 적극 추진하고 있으나 법률적인 완결성 및 규제기관의 경직적 해석 등으로 인해 동구조의 도입에 난항을 보이고 있는 상황이다.

셋째, 신용카드 자산의 특성상 유동화의 대상이 되는 자산에 있어 제한이 존재한다. 즉 외국의 경우 리볼빙카드가 주류를 이루고 있는데 반해 국내의 경우 현금서비스 자산과 할부구매 부분이 주로 유동화되고 있고 일시불 사용대금의 유동화에는 한계를 지니고 있다.

다. 매출채권 유동화

1) 유동화구조의 특성

매출채권 유동화는 제조기업이 정상적인 영업활동을 통해 생성된 물품대금채권 및 받을 어음을 조기에 현금화하기 위해 자산유동화증권을 발행하는 것을 의미한다. 기업들은 이러한 유동화를 통해 재무비율을 개

선하고 자산을 연계한 안정적인 자금조달의 효과를 도모하고 있다. 특히 2000년말 리볼빙구조가 도입된 이래 2001년 현대석유화학이 최초로 매출채권자산을 유동화한 이래 국내의 많은 기업들이 매출채권을 기초자산으로 한 유동화를 추진하였다. 초기의 매출채권 유동화는 다양한 구조를 도입하는 방안이 검토되었으나 최근에는 신탁비할당 방식이 주류를 이루는 구조로 발행되고 있다.

국내에서 주로 발행되는 매출채권 유동화의 기본적인 구조는 자산보유자가 거래하는 다양한 기업들로부터의 매출채권을 유동화신탁하고 자산보유자와 유동화회사에 수익증권을 발행함으로써 매출채권의 변동성을 통제하는 신탁과 유동화회사의 2단계 구조를 도입하고 있다. 특히 신탁된 유동화자산 회수에 따르는 혼장위험(commingling risk)을 통제하기 위하여 개별 채무자에 대한 채권양도통지 및 동의서를 받아 회수금원의 입금계좌를 단일화하는 구조를 지니고 있다.

매출채권 유동화증권의 신용보강은 일반적으로 신탁비할당에 의해 이루어지고 있다. 즉 신탁재산에서 회수되는 금원은 유동화회사와 자산보유자에게 지급되는데 통산 유동화회사가 자산보유자에 비해 우선권을 갖게 되며 자산보유자의 지분은 자산의 변동성을 커버하는 역할뿐만 아니라 신용보강의 역할도 담당하는 구조로 활용된다. 따라서 위탁자지분이 일정 수준 이하가 되면 특별유보금을 유보하는 구조가 도입되어 있으며 일반적으로는 외부 보강기관의 신용공여도 활용되고 있다.

2) 매출채권 유동화의 문제점과 개선방안

매출채권의 리볼빙구조에서는 거래처에서 매일 발생하는 매출채권이 발생과 동시에 양도되며, 반대로 기존의 매출채권에서 회수된 금원으로 매일 매매대금을 지급하는 구조를 취하고 있다.

따라서 매출채권 리볼빙 구조의 관리를 위해서는 매일 매일의 매출채권 발생실적과 회수실적, 매출채권의 잔존금액을 일별로 파악하고 그 결과를 수탁관리기관(trustee)에게 보고할 수 있는 시스템을 갖춰야 한다. 그러나 국내 기업들의 회계처리 시스템을 보면 대부분이 한 달 동안 발생한 매출을 월말에 합산하여 매출로 인식하고 있으며, 이에 따라 기존 회계처리 시스템상의 매출채권 관리기준과는 별도로 영업실적을 관리하는 시스템을 운영할 수 있어야 한다. 특히 유동화계획의 원활한 수행을 위해서는 자산관리실적 데이터를 산출하여 즉시 보고할 수 있는 시스템을 구축하여야 한다.

유동화자산의 집금계좌와 관련하여 두 가지 방법이 사용되고 있다. 하나는 자산관리자 즉 자산보유자가 유동화 이전에 집금계좌로 사용하는 계좌로 수금하여 이를 즉시 유동화전문회사 또는 신탁 명의의 계좌로 이체하는 방법이며, 다른 하나는 자산양도시 채무자에 대한 통지를 통해 집금계좌를 변경하여 유동화자산의 회수금액이 유동화전문회사 또는 신탁 명의의 집금계좌로 직접 이루어지게 하는 것이다.

두 가지 방법 중 자산보유자의 계좌로 수취하여 SPC 명의 계좌로 이체하는 방법은 자산보유자가 정상적일 경우에는 별 문제가 없으나, 유동화계획기간 중 자산보유자가 파산하는 경우 자산보유자 명의의 계좌로 회수되는 유동화자산의 회수대금이 자산보유자의 고유재산으로부터 상환되는 현금과 혼장됨으로써 SPC의 권리행사에 제한이 가해질 위험이 크다. 이 경우 자산보유자가 파산하는 즉시 집금계좌를 SPC명의로의 계좌로 변경하여 유동화자산의 상환대금을 수취하여야 하나 수많은 거래처에 대해 집금계좌를 변경하도록 하는 것이 영업관행상 또는 실무적으로 어려움이 있을 뿐만 아니라 상당한 시간이 소요될 것으로 예상된다.

회전기간이 매우 짧은 매출채권의 특성상 계좌변경을 추진하는 기간 중 유동화자산의 상당부분이 자산보유자 명의의 집금계좌로 상환되고,

상환대금의 경우 현금으로서 구분관리가 되지 않는다는 측면에서 「자산유동화에 관한 법률」 제12조(자산관리자의 파산 등)에서는 "①자산관리자가 파산하는 경우 자산관리자가 위탁관리하는 유동화자산(유동화자산을 관리·운용 및 처분함에 따라 취득한 금전 등의 재산권을 포함한다)은 자산관리자의 파산재단을 구성하지 아니하며, 유동화전문회사 등은 그 자산관리자 또는 파산관재인에 대하여 유동화자산의 인도를 청구할 수 있다. ②제1항의 규정은 「화의법」에 의한 화의절차 또는 「회사정리법」에 의한 회사정리절차가 개시된 경우에 관하여 이를 준용한다. ③자산관리자가 위탁관리하는 유동화자산은 자산관리자의 채권자가 이를 강제집행할 수 없으며, 「파산법」·「화의법」또는 「회사정리법」에 의한 보전처분 또는 중지명령의 대상이 되지 아니한다" 라고 규정하여 유동화자산이 자산관리자의 파산위험으로부터 절연될 수 있도록 하고 있다. 그러나 유동화자산으로부터 회수되는 상환대금이 자산보유자의 고유재산으로부터 회수되는 금원과 동일한 계좌로 수취되어 혼장되는 경우 자산유동화법 제12조 규정에 의한 보호를 받을 수 없다는 법률의견이 있다. 따라서 자산유동화법 제12조의 규정에도 불구하고 SPC의 즉각적인 권리행사에 제한이 가해질 위험이 있음을 감안하면 자산유동화구조 설계시 유동화자산의 상환이 SPC명의로 계좌로 직접 이루어지도록 하는 것이 필요하다.

이와 같은 문제에 대한 대안으로 집금계좌의 명의를 자산보유자와 SPC의 공동명의로 하고 상호간의 지분율을 특정하는 한편 공동반환특약부예금이 아님을 명시하는 방식으로 공동명의 계좌를 개설하여 공동명의 계좌에 예치되는 금원이 분할채권의 효력을 갖도록 구조화하는 방안이 연구되고 있으나 이의 법률적 효력에 대해서도 확실하지 않은 측면이 있는 것으로 판단된다. 따라서 매출채권 유동화가 활성화되기 위해서는 법률적 또는 실무적으로 집금계좌에 대한 대안이 마련되어야 할 것이다.

매출채권이 다른 유동화자산과 차별화되는 특징 중의 하나로 가치하락 위험을 들 수 있다. 실제로 매출채권의 회수금액에 영향을 미치는 여러종류의 가치하락 요소들이 있는데 종류에 상관없이 가치하락의 결과는 매출채권으로부터의 현금유입의 감소요인으로 작용한다. 따라서 매출채권 유동화를 구조화하는 경우 양도된 매출채권에서 발생할 수 있는 가치하락 요인을 추정하여 이를 매매대금 산정시에 반영하거나 또는 신용보장 수준 결정시에 반영하여야 한다. 이를 위해서는 해당 매출채권에서 발생할 수 있는 가치하락 요인을 파악하고 각각의 가치하락 요인에서 파생할 수 있는 가치하락의 크기 및 가치하락이 발생하는 기간을 산정하여야 한다.

매출채권의 가치하락 요인으로는 반품, 할인, 단가정정, 장려금지급 등 다양한 유형이 있을 수 있으며, 자산보유자의 영업관행의 차이, 해당 제품 및 시장 특성에 따라 차이가 난다. 따라서 업체별 및 제품별로 각각 가치하락 요인을 파악하는데 세심한 주의를 기울여야 한다. 한편 향후에 발생할 가치하락의 크기 및 기간을 추정하기 위해서는 가치하락과 관련한 영업상의 규정 및 관행을 파악하고 가치하락 관련 과거 데이터를 분석하여야 한다.

매출채권의 적기 상환가능성은 다른 유동화자산에 비하여 크게 떨어지는데 이는 거래처의 지급불능 사유에 의해서라기 보다는 매출채권에는 금융비용(financial charge)이 거의 부과되지 않으며 연체시에도 연체 이자가 적용되지 않아 적시에 지불할 동기가 크지 않기 때문이다. 실제로 국내 기업들의 매출채권 관리시스템을 살펴보면 거래처에 대한 여신 제공시 부동산, 예금, 보증보험증권 등으로 담보를 설정하고 담보가액 한도 내에서 여신을 제공함으로써 매출채권의 대손위험을 관리하는 방법이 주류를 이루고 있다. 이에 따라 결제기간(credit term), 연체 또는 대손 인식에 대한 기준 및 관리가 철저하지 않고 이에 대한 과거 데이터의 축적도 부족한 상태이다.

자산유동화증권의 구조화를 위해서는 유동화자산의 연체 또는 손실 위험을 측정하고 이에 근거하여 목표신용등급을 감안한 스트레스 시나리오 하에서의 신용보강 수준을 결정하는 것이 필수적이다. 이를 위해서는 자산보유자의 과거 매출채권 상환실적 데이터에 기초하여 연체 및 대손 수준을 추정하여야 한다. 특히 매출채권의 리볼빙구조하에서는 장래에 발생할 매출채권에 대한 연체 및 대손 실적을 추정하여야 하므로 과거자료 뿐만 아니라 매출채권 결제조건 및 자산보유자의 거래처에 대한 여신제공 기준과 동 기준의 변경가능성을 추정하고 나아가 영업관련 정책 또는 기준의 변경이 매출채권의 현금흐름에 미치는 영향에 대해 추정하여 구조화에 반영하여야 한다.

구조화의 어려움 외에 매출채권 유동화를 어렵게 하는 이유 중의 한 가지가 경제성의 문제이다. 대부분의 자산보유자들이 보유하고 있는 매출채권의 규모가 크지 않아 리볼빙구조의 유동화를 통해 조달할 수 있는 자금조달의 규모가 기대하는 수준에 미치지 못하고 있으며, 미래현금흐름구조의 경우 조달규모는 확대할 수 있으나 유동화증권의 신용도를 높이는데 한계가 있다. 조달가능 자금의 규모가 일정 수준에 이르지 못하는 경우 유동화를 위해 여러 가지 복잡한 절차와 비용이 수반되는 점을 감안하면 유동화를 통한 자금조달이 비용 측면에서 경제적 유인을 제공하지 못하게 된다. 따라서 매출채권 유동화를 위해서는 투자자보호 측면뿐만 아니라 경제적 측면에서 효율성 있는 구조화가 필요하다. 이를 위해서는 multi-seller 구조, CP conduit 구조 등 혁신적인 유동화구조의 개발과 이를 위한 제도적 지원이 필요하다고 생각된다.

라. 주식유동화와 관련된 이슈

최근 벤처캐피탈과 대규모기업집단에 속하는 기업들을 중심으로 보유주식을 기초자산으로 하는 자산유동화가 추진되고 있다. 보유하고 있

는 비상장·비등록 주식이나 계열사 주식을 활용해 자금을 조달하겠다는 것이 주요 목적이었다. 이 과정에서 과연 주식을 기초자산으로 하는 자산유동화가 가능한가, 가능하다면 어떠한 조건을 만족하여야 하는가 등에 관하여 논란이 지속되었다. 주식유동화에는 몇 가지 문제점이 존재한다.

첫째, 주식이 「자산유동화에 관한 법률」상 기타 재산권에 속하기는 하지만 그 성격상 유동화에 적합한 자산은 아니라고 판단된다. 즉 유동화자산이 되기 위해서는 현금흐름의 예측가능성이 전제되어야 하는데 주식은 미래의 현금흐름을 예측하기 힘들다.

둘째, 주식과 같이 변동성이 큰 형태의 자산을 기초로 하여 채권과 같은 pay-through 형태의 증권을 발행하기 위해서는 엄청난 신용보장이 필요하다. 신용평가사 입장에서 평가하고 신용등급을 부여할 수 있는 구조를 만들기 힘들다. 현실적으로 자산유동화가 발달된 외국에서도 이 같은 형태의 유동화 예를 찾기 힘들다.

셋째, 현실적으로 자산보유자가 자산관리자의 기능을 수행한다는 점을 고려하면, SPC에 주식 양도 후 의결권행사와 같은 주주로서의 권한을 행사할 수 있다. 물론 이는 진정한 양도(true sale)조건에 위배된다.

넷째, 공정거래법상 출자총액제한 회피, 증권거래법상 내부자거래 또는 5%를 회피, 주식위장분산에 악용될 가능성이 있다. 보유주식을 잠시 SPC에 양도하였다가 풋백옵션을 통해 회수하면 되기 때문이다.

이상의 논의로부터 주식유동화는 유동화목적에 면밀히 검토하여 제한적으로 허용되어야 할 것이다. 즉 주식유동화시 자산보유자가 의결권을 행사하지 못하도록 하여야 한다. 출자총액 제한 대상기업이나 자산보유자가 최대주주인 경우에는 주식의 위장분산 가능성이 존재하므로 허용하지 않는 것이 바람직하다. 특히 기업이 명심해야 할 사항은 자산유동화가 만병통치약이 아니라는 점이다. 자산유동화는 자산유동화에 적합

한 경우에 사용되어야 효과적이다. 자산유동화에 적합하지 않은 상황이라면 다른 방식을 고려하는 것이 합리적이다. 예를 들어 보유주식을 완전매각할 목적은 아니고 다만 보유주식을 활용하여 일시적으로 자금을 조달할 목적이라면 주식스왑(equity swap)이나 주식repo(equity repo)를 활용하는 것이 효율적이다.³⁵⁾

35) 주식스왑이란 주식의 소유권은 계속 보유하면서 일정기간 동안 다른 자산과 현금흐름만을 교환하는 계약을 의미한다. 주식repo란 미래에 환매수(또는 환매도)할 것을 조건으로 주식을 매도(또는 매입)하는 계약이다. 주식Repo에 대한 상세한 논의는 다음을 참조 바람. 김형태·이현진, 2001, 『환매조건부채권매매(repo)의 활성화 방안』, 한국증권연구원 연구보고서 2001-03.

VI. 자산유동화 구조설계의 혁신

1. 합성(synthetic)CDO
2. 파생상품을 활용한 자산유동화 구조
3. 다단계구조와 Pre-IPO주식의 유동화
4. Repackaging Vehicle로서의 자산유동화
5. 시장가치CBO(market value CBO)
6. 마스터신탁(Master Trust)을 활용한 자산유동화 구조

VI. 자산유동화 구조설계의 혁신

자산유동화시장의 발전을 위해서는 자산유동화 구조설계의 혁신을 통한 유동화상품의 발전이 필수적으로 요구된다. 이하에서는 우리나라 시장에서도 활용도가 높을 것으로 기대되는 합성CDO(synthetic CDO), 파생상품을 활용한 유동화구조, 다단계 유동화구조, 자산재구성(repackaging) 수단로서의 유동화구조, 시장가치CBO(market value CBO), 마스터신탁(master trust) 등에 대해 설명한다. 각각의 상품에 대해 그 의의와 유용성, 유동화구조, 제도적 이슈들을 논의한다. 특히 우리나라의 경우에는 자산유동화를 규정하는 「자산유동화에 관한 법률」이 별도로 존재하기 때문에 각각의 구조를 도입함에 있어 제도적 장애요인이 존재하기 마련이다. 따라서 새로운 유동화구조 도입과정에서 예상되는 제도적 상충사항을 파악하고 이를 효율적으로 해결하기 위한 방안들을 논의하도록 한다.

본 장에서 논의할 새로운 유동화상품에는 미국 등 외국의 상품 뿐 아니라 국내에서 개발된 상품들도 포함된다. 이들은 상품의 신규성이 인정되어 증권사 신상품심의위원회로부터 일정기간 독점적 배타권을 부여받은 상품들이다. 구체적으로 메리츠증권, 우리증권, 한누리증권이 개발한 유동화신상품에 대해 설명하도록 한다. 이들은 국내의 특수한 경제적 환경하에서 발생하는 문제를 해결하기 위하여 고민하고 이를 새로운 유동화상품의 개발로 연결했다는 점에서 매우 고무적이라고 현상이라고 판단된다. 그러나 이들 상품의 경제적 유용성에도 불구하고 이를 시행하는 과정에는 여러 가지 제도적 장애요인이 존재한다. 따라서 이들 상품과 관련된 제도적 이슈들을 분석하고 이를 합리적으로 해결하기 위한 방안에 대해 논의를 전개하도록 한다.

1. 합성(synthetic)CDO

가. 의의와 유용성

합성CDO(synthetic CDO)는 전통적 CDO와 달리 유동화자산에 대한 소유권과 경제적 위험 특히 신용위험(credit risk)을 분리하는 형태의 CDO이다.³⁶⁾ 그 과정에서 신용디폴트스왑(credit default swap: CDS) 등의 신용파생상품(credit derivative)이 유동화구조에 포함된다는 특성이 있다. 즉 자산유동화와 장외파생상품이 결합된 대표적 경우이다. 기존의 CDO를 일반적으로 현금흐름 CDO(cash flow CDO)라고 부르는데 이 경우에는 자산보유자가 자산을 SPC에 양도하고 SPC는 양도받은 자산으로부터 회수될 것으로 예상되는 금액을 상환재원으로 하여 CDO를 발행한다. 따라서 투자자의 수익은 전적으로 유동화자산의 성과에 의존한다. 합성 CDO는 자산자체를 양도하지 않고 신용디폴트스왑이나 총수익스왑과 같은 신용파생상품계약을 통해 기초자산의 신용위험만을 SPC에, 궁극적으로는 투자자에게 이전한다. 결국 투자자의 수익은 기초자산의 신용위험에 크게 의존하며 CDO계층에 따라 신용위험에의 노출정도가 달라진다. 최초의 합성CDO는 1997년에 스위스은행이 Glacier Finance사를 대상으로 발행한 CDO이다. 미국이나 유럽에서는 합성CDO가 일반화되어 있고 특히 유럽의 경우 합성CDO가 CDO의 대부분을 차지한다. 최근 일본에서도 최초로 합성CDO가 발행되었다.

합성CDO의 경제적 유용성은, 자산자체를 양도하지 않고 신용위험만을 분리하여 이전한다는 특성에 기인한다. 합성CDO의 유용성은 다음과

36) 신용위험이란 자금의 차입자가 약속한 시일에 약속한 금액을 상환하지 못할 위험을 의미한다. 실무적으로는 채무불이행위험과 동일한 개념으로 사용된다.

같다. 첫째, 합성CDO는 자산을 양도하지 않고 기초자산의 신용위험만을 이전하기 때문에 자산의 양도에 따른 법적인 절차와 비용을 절감할 수 있다. 즉 자산매각을 통하지 않고 자산보유자의 신용위험으로 부터 유동화자산을 분리할 수 있다. 둘째, 기초자산이 대출채권인 경우 대출채권 양도나 대출관련정보의 시장유출문제를 해결할 수 있다. 특히 대출채권의 이전이 고객관계의 유지에 악영향을 미치는 경우에 효과적으로 활용될 수 있다. 셋째, 자산보유자 입장에서 보유자산의 신용위험을 전가함으로써 자기자본규제를 경감시키는 효과를 얻을 수 있다.

나. 유동화구조의 특성

1) 신용디폴트스왑³⁷⁾

신용디폴트스왑(credit default swap: CDS)이란 보장매입자(protection buyer)가 보장매각자(protection seller)에게 매기 일정한 수수료를 지불하고 준거자산(reference asset)과 관련된 신용사건(credit event)이 발생할 경우에 손실을 보상받는 재무계약이다. 고정된 수수료는 보통 프리미엄이라고 불리는데 bp로 표시되고 분기마다 한번씩 지불된다. 보장매입자는 신용위험을 전가하는 위험전가자(risk seller)이고 보장매각자는 신용위험을 부담하는 위험부담자(risk buyer)가 된다. 신용디폴트스왑을 통해 보장매입자는 고정된 현금흐름을 지불하고 신용사건이라는 상태에 의존하는 현금흐름(state contingent claim)을 받게 된다.

신용디폴트스왑 계약에 있어서 가장 중요한 요소는 신용사건(credit event)을 정의하는 일이다. 신용사건은 원금이나 이자의 지급불능, 대출

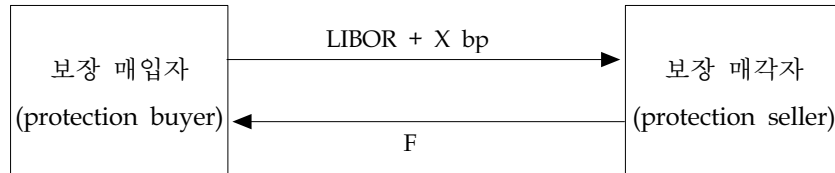
37) 신용디폴트스왑을 포함하여 신용파생상품에 관한 상세한 논의는 다음을 참조바람. 김형태·이준희, 2000, 『신용파생상품에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 2000-02.

기업의 파산, 워크아웃이나 구조조정관련 제반 사건, 신용등급의 일정수준 이하로의 하락, 신용스프레드의 일정수준 이상으로의 확대 등 거래목적에 따라 다양하게 정의될 수 있다.³⁸⁾ 신용사건이 되기 위해서는 두 가지 조건을 충족해야 한다. 첫째 조건은 중요성(materiality) 기준으로서 일정수준 이상의 준거자산 가격변화를 유발하는 사건이어야 한다는 것이다. 둘째, 신용사건이 되기 위해서는 일반투자자가 활용할 수 있는 공적인 정보(public information)이어야 한다. 보다 구체적으로는 둘 이상의 국제적으로 명성이 있는 뉴스제공기관에 의해 확인될 수 있어야 한다.

신용사건 발생시 보장매각자의 보장매입자에 대한 손실보전의 형태는 현금, 실물자산 그리고 양자의 혼합이 모두 가능하다. 먼저 현금결제 방식을 살펴보자. 손실보전금액은 일반적으로 준거자산의 액면가격과 신용사건 이후의 시가와의 차액으로 계산되는데 일정기간 동안에 걸친 딜러들의 폴(poll)에 의해 결정된다. 액면가격을 'F'라고 하고, 신용사건이 발생한 t시점의 가격을 'P(t)'라 하면 이 경우 손실보전금액은 $\text{Max}[F - P(t), 0]$ 이다. 위험부담의 대가로 보장매각자는 매기 LIBOR + X만큼의 프리미엄을 받는다. 유동성이 떨어지는 준거자산을 대상으로 한 신용디폴트스왑 계약의 체결시에는 액면의 몇 %로 손실보전액을 사전에 규정할 수도 있다.

38) ISDA(International Swap and Derivative Association)는 7개의 신용사건(credit event)에 대해 열거하고 있다. 즉, ①파산(bankruptcy), ②합병시의 신용사건(credit event upon merger), ③교차채무불이행(cross default), ④신용등급하락(downgrade), ⑤지급불능(failure to pay), ⑥지급거절(repudiation), ⑦구조조정(restructuring) 등을 대표적 신용사건으로 열거하고 있다.

<그림 VI-1> 신용디폴트스왑의 구조



2) 합성CDO의 구조

합성CDO는 차익거래를 목적으로 하는 ‘차익거래 합성CDO’와 자기 자본 규제의 경감효과를 목적으로 하는 ‘대차대조표 합성CDO’로 구분된다. 이제 신용디폴트스왑을 활용한 대차대조표 CDO의 기본적 구조를 살펴보도록 하자.

첫째, 은행을 위주로 한 자산보유자는 대출채권과 같은 유동화자산을 SPC에 양도하는 대신에 SPC와 신용디폴트스왑을 체결하여 신용위험만을 SPC에 전가한다. 자산유동화에서 핵심적 이슈는 자산을 자산보유자의 신용위험으로부터 단절시키는 것이다. SPC에의 자산양도는 자산을 자산보유자의 신용위험으로부터 단절시키는 하나의 방법에 불과하다. 다른 방법은 자산보유자가 SPC와 신용디폴트스왑계약을 체결하는 것이다. 물론 자산보유자는 위험을 전가시키는 보장매입자(protection buyer)가 되고 SPC는 위험을 인수하는 보장매각자(protection seller)가 된다.³⁹⁾

둘째, SPC가 발행하는 유동화증권은 신용사건의 발생여부에 따라 그 성과가 결정되는 신용연계채권(credit-linked note: CLN)의 형태를 갖게 된다. 파산이나 부도와 같은 신용사건 발생시 SPC가 보장매입자인 자산보유자에게 지불해야 하는 손실부담위험은 발행채권계층의 역순으로 채

39) 총수익스왑(total return swap: TRS)의 경우에는 자산보유자가 총수익지급자, SPC가 총수익수취자가 된다.

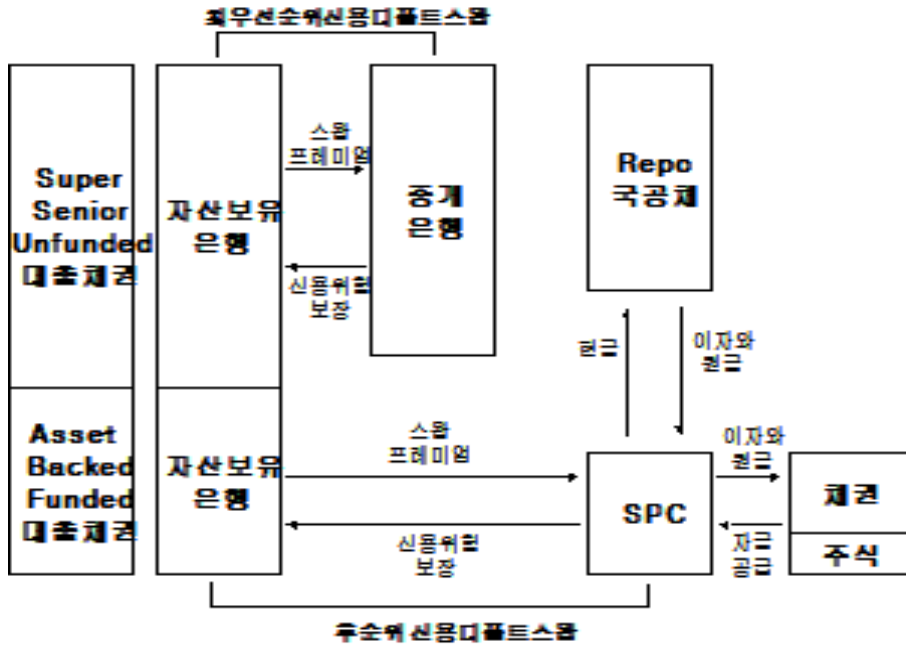
권투자자들에게 이전된다. 이중 신용위험을 가장 먼저 흡수하는 지분계층은 일반적으로 자산보유자가 보유하게 된다. 이는 기초자산과 관련된 자산보유자의 도덕적 해이를 방지하는 수단이 된다.

셋째, SPC가 유동화채권을 발행하여 조달한 자금은 주로 신용도가 높고 유동성이 높은 자산을 매입한다. 매입한 자산으로부터 발생하는 금액은 신용사건 발생시 자산보유자에게 지급하여야 할 금액으로 사용되고 나머지는 유동화채권의 원리금 상환 등에 사용된다. 아무리 신용도가 높은 자산이라 할지라도 시장위험에 노출되어 있기 때문에 시장위험을 최소화하기 위해 SPC는 풋옵션을 매입하거나 발행된 유동화채권 중 최고등급채권(예: AA) 이상인 금융회사와 Repo계약을 체결하는 것이 일반적이다.

넷째, 합성CDO는 기초자산 금액과 이를 기초로 발행되는 유동화채권의 상대적 규모에 따라 전액조달구조(fully funded structure)와 부분조달구조(partially funded structure)로 구분된다. 일반적으로 많이 사용되는 구조는 부분조달구조이다. 보통 기초자산 규모의 5%-15%정도가 채권으로 발행되어 자금조달에 활용된다. 최초의 부분조달구조 예는 1997년 JP Morgan이 발행한 BISTRO(broad index secured trust offering)이다. 기초자산 금액이 발행되는 유동화채권 금액을 초과하는 부분조달구조에서 이 초과부분에 해당하는 계층을 최우선순위계층(super senior tranche)이라고 한다. 정의상 발행되는 유동화채권 중 최고등급채권 이상의 신용도를 갖고 있기 때문에 별도로 OECD은행 등과 신용디폴트스왑계약을 체결하여 추가적 규제혜택을 향유할 수 있다.

합성CDO는 SPC가 직접 자산보유자의 스왑거래상대방이 되는 구조와 중개은행이 스왑거래상대방이 되는 구조로 구분된다. 다음 <그림 VI-2>, <그림 VI-3>은 각각의 구조를 나타낸다.

<그림 VI-2> SPC가 직접 스왑상대방이 되는 합성CDO



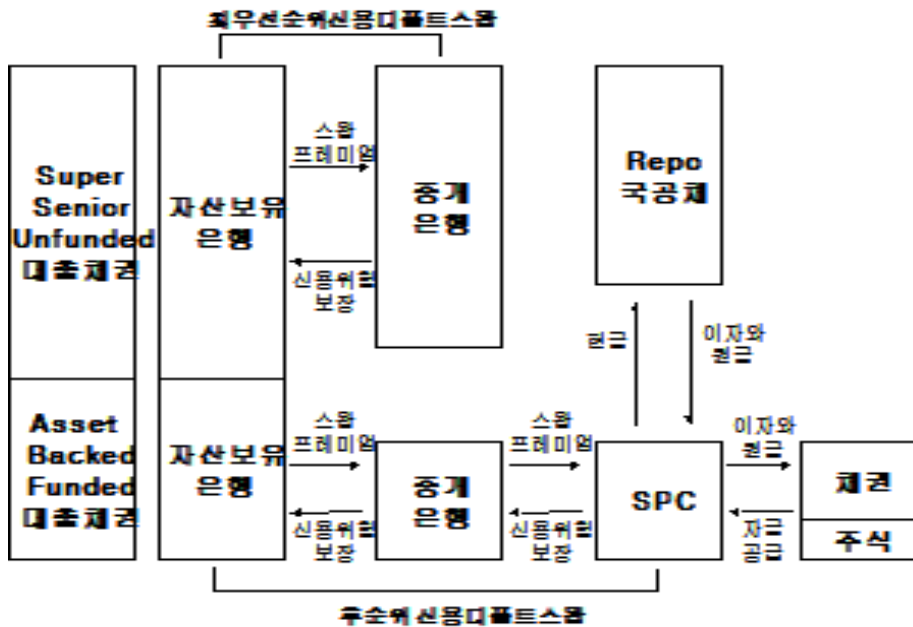
자료: Goodman, L. S., 2002, "Synthetic CDOs: An Introduction," Journal of Derivatives.

다. 제도적 이슈

첫째, 「자산유동화에 관한 법률」상 진정한 매매의 조건을 만족하느냐에 대한 논란이 예상된다. 현행 규정상 진정한 매매를 위해서는 매매 또는 교환에 의한 방법만이 인정되고 있는 바, 신용디폴트스왑과 같은 신용파생상품을 통한 신용위험 이전방식도 허용될 필요가 있다. 자산유동화의 핵심은 자산을 자산보유자의 신용위험으로부터 단절시키는 것이다. 현행법상 인정되고 있는 매매 또는 교환은 신용위험을 단절시키는

하나의 방법에 불과하다. 신용디폴트스왑도 신용위험을 이전하는 하나의 방법이 될 수 있는 바, 거래상대방 위험에 대한 적절한 통제를 전제로, 「자산유동화에 관한 법률」에서 수용할 필요가 있다.

<그림 VI-3> 중개은행이 스왑상대방이 되는 합성CDO



자료: Goodman, L. S., 2002, "Synthetic CDOs: An Introduction," *Journal of Derivatives*.

둘째, 신용디폴트스왑에서의 신용사건(credit event)의 개념과 신용평가사에서 사용하는 채무불이행(default)의 개념이 불일치 되는 문제가 발생한다. 왜냐하면 신용평가사에서 사용하는 채무불이행개념과 ISDA에서 인정하는 신용사건간에 차이가 존재하기 때문이다. 이 문제는 우리나라

에만 국한된 문제는 아니다. 미국에서는 시장의 혼란을 막기 위해 Moody's나 S&P등에서 양자간의 차이에 대한 입장을 표명하고 있다. 우리나라의 경우에도 합성CDO가 허용될 경우 신용평가사의 신용사건과 채무불이행의 관계에 대한 명확한 의견표명이 선행되어야 할 것이다.

셋째, 증권거래법상 신용파생상품이 허용되어 있지 않아 증권회사의 적극적 활용에 제약이 존재한다. 특히 외국의 경우 투자은행이 중개은행으로서 스왑거래상대방이 되는 경우가 많다. 자산유동화업무 뿐만 아니라 장외파생상품업무를 활성화를 위해서도 증권회사에게 조속히 신용파생상품업무를 허용될 필요가 있다.

2. 파생상품을 활용한 자산유동화 구조

가. 현금흐름스왑을 활용한 자산유동화 구조

1) 의의와 유용성

유동화자산을 양도받은 SPC는 그 신용등급을 유지하고 채권자의 권리를 보호하기 위하여 그 유희자금의 운용대상이 신용도가 높은 금융상품으로 제한 받고 있다. 따라서 SPC의 현금유입과 현금유출간에 불균형이 큰 경우 유희자금(idle money)으로 인한 기회비용이 크게 발생한다. 이론적인 관점에서 볼 때 유희자금을 축소할 수 있는 효율적 방법은 유입되는 현금흐름을 즉시 유동화증권 투자자에게 지불하는 pass-through 방식이다. 그러나 이 방식은 상환의 예측가능성이 감소되어 현재 우리나라 자산유동화시장에서 투자자들이 수용하기 꺼려하는 구조이다. 현실적으로는 투자자의 입장에서 상환의 예측가능성을 어느 정도 확보한다는

전제하에 기업의 입장에서 유휴자금을 축소하기 위해 3개월 이표채나 1개월 CP를 연쇄적으로 발행하는 방법을 활용하고 있다.

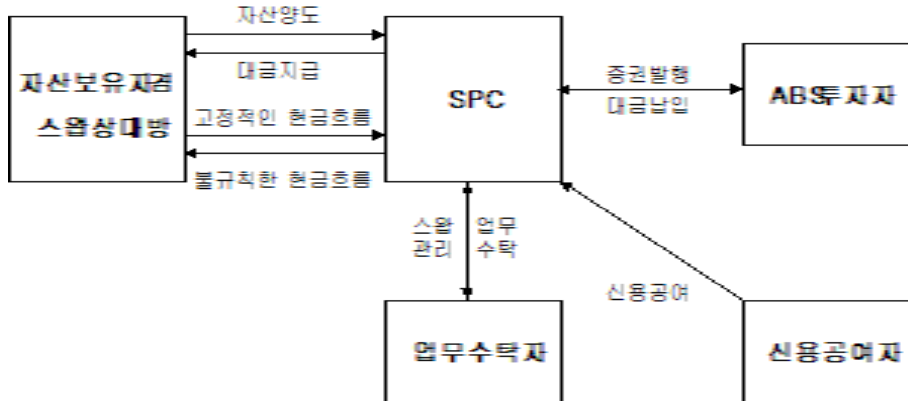
현금흐름스왑을 활용한 자산유동화구조는 이 같은 유휴자금을 최소화하기 위한 목적으로 도입되었다. 즉 유동화자산으로부터 발생하는 변동적인 현금흐름을 유동화회사채 원리금 상환에 사용될 수 있는 고정적인 현금흐름으로 교환하는 스왑계약을 통해 SPC의 유휴자금 문제를 해결하려는 유동화구조이다.

2) 유동화구조의 특성⁴⁰⁾

현금흐름스왑 유동화구조의 특성은 자산보유자로부터 자산을 양도받은 SPC가 자산보유자와 스왑계약을 체결하는 것이다. 스왑계약에서 SPC는 유동화자산으로부터 발생하는 변동적인 현금흐름을 즉시 스왑상대방인 자산보유자에게 지불하고 약정한 시점에 확정된 현금흐름을 받는다. SPC가 자산보유자에게 지불하는 금액에는 상한(cap)이 설정되어 있는데 이 수준을 적절히 설정하는 것이 구조설계의 핵심이 된다. 만일 상한 수준이 너무 높으면 위기발생시 그 차액을 신용공여자가 제공해야 하므로 신용공여자의 위험이 커진다. 반대로 상한 수준이 너무 낮으면 유휴자금의 최소화라는 본래의 목적을 달성할 수 없게 된다. 다음은 현금흐름스왑을 활용한 자산유동화의 기본구조를 나타낸다.

40) 이하에서는 메리츠증권에서 개발한 상품을, 현금흐름스왑을 활용한 자산유동화구조의 구체적 예로서 설명하도록 한다. 이 상품은 증권사 신상품심의 위원회에서 1개월의 독점적 판매권을 획득한 바 있다.

<그림 VI-4> 현금흐름스왑을 활용한 자산유동화 구조



3) 제도적 이슈

자산유동화의 본질적 특성을 고려할 때 유동화자산은 자산보유자의 신용위험으로부터 절연(bankruptcy remote)되어야 한다. 절연을 위해서는 유동화자산의 이전이 진정한 매매(true sale)이어야 한다. 「자산유동화에 관한 법률」 제13조에 의하면 자산보유자로부터 SPC로의 유동화자산 이전이 진정한 매매로 인정받기 위해서는 다음의 조건을 만족해야 한다. 첫째, 매매 또는 교환에 의하여 양도가 이루어져야 한다. 둘째, 유동화자산에 대한 수익권 및 처분권은 양수인이 가져야 한다. 셋째, 양도인은 유동화자산에 대한 반환청구권을 가지지 아니하고 양수인은 유동화자산에 대한 대가의 반환청구권을 가지지 아니하여야 한다. 넷째, 양수인이 양도된 자산에 관한 위험을 인수하여야 한다. 자산보유자가 SPC의 스왑거래상대방이 된다고 할 때 문제가 될 수 있는 요건은, 양수인인 SPC가 양도된 자산의 위험을 인수해야 한다는 요건이다. 이제 그 구체적인 내용을 분석해 보자.

현금흐름스왑을 활용한 유동화구조에서는 자산보유자가 동시에 스왑 거래상대방이 된다. 따라서 스왑으로부터 자산보유자가 수령하는 현금흐름이 원래 유동화자산으로부터의 현금흐름과 동일하면 자산의 위험이 SPC에 이전되었다고 평가하기 힘들다. 따라서 적절한 증권설계와 신용보강 등을 통해 자산보유자가 수취하는 현금흐름과 원래 유동화자산의 현금흐름과 충분히 상이할 경우에만 진정한 매각 조건을 만족할 수 있다.

일반적인 유동화구조에서는 이전된 유동화자산이 자산보유자의 신용 위험으로부터 절연되어 안정적인가만을 확인하면 된다. 즉 자산보유자의 채무불이행위험과 파산가능성만이 문제가 된다. 그러나 자산보유자와의 스왑이 포함된 유동화구조에서는 SPC의 스왑계약불이행 가능성도 문제가 된다. 왜냐하면 이 경우 자산보유자가 스왑계약에 따라 유동화자산에 대한 권한을 행사할 가능성이 있기 때문이다. 자산보유자가 스왑의 거래 상대방이 되고 스왑거래가 유동화구조의 일부로 포함된 만큼 스왑계약에 대해서도 절연 또는 진정한 매각기준이 적용되어야 마땅하다.

SPC가 자산보유자에게 지불한 현금흐름 합계가 약정된 금액을 하회할 경우에는 신용공여자를 통한 보강이 필요하다. 자산보유자가 스왑계약을 이행하지 못했을 경우에는 후순위채권과의 상계나 신용공여자의 신용공여 등을 통한 보강이 필요하다.

나. 통화스왑을 활용한 자산유동화 구조

1) 의의와 유용성

우리나라와 같이 수출입 의존도가 높은 경제구조 하에서는 기업들이 외화자산과 외화부채를 보유하는 경우가 많다. 기업입장에서는 환율변화로 인한 환위험을 어떻게 효율적으로 관리하느냐가 중요한 기업채무 이

슈가 된다. 그런데 중소기업 입장에서는 헤지에 대한 인식과 지식부족 그리고 담보부족으로 인하여 스스로 통화스왑이나 선물환거래를 수행하기 힘든 실정이다. 즉 개별중소기업은 낮은 신용등급과 담보부족으로 인하여 통화스왑이라는 장외파생상품거래에서 은행의 거래상대방이 되기 어렵다.

자산유동화방식을 통하여 중소기업들에게 요구되는 담보제공부담을 감소시킬 수 있다면 중소기업들에게 통화스왑을 통한 환위험헤지기회를 제공할 수 있다. 특정은행이 개별중소기업들과 각각 통화스왑계약을 맺고 이를 집합화하여 도출된 순포지션(net position)을 SPC에 양도함으로써 은행은 중소기업의 채무불이행위험을 SPC로 이전할 수 있게 된다. 이 경우 은행은 자산관리자로서의 의무만 부담하면 되기 때문에 위험관리차원에서 중소기업들에게 요구되던 담보요구를 철회할 수 있게 된다. 결국 통화스왑을 유동화함으로써 중소기업들에게 통화스왑을 통해 효율적으로 환위험을 관리할 수 있는 기회를 제공할 수 있다.

2) 유동화구조의 특성⁴¹⁾

첫 번째 단계에서는 은행이 각각의 중소기업들과 통화스왑계약을 맺고 이를 각 통화별로 집합화한다. 은행의 입장에서는 각 통화별로 자산 또는 부채의 순포지션만 남게 된다. 은행은 기업으로부터 외화(예; 달러화)를 매입할 경우 기준환율 보다 낮은 환율을 적용하고 외화를 매도할 경우에는 기준환율 보다 높은 환율을 적용함으로써 스프레드 수익을 획득할 수 있다.

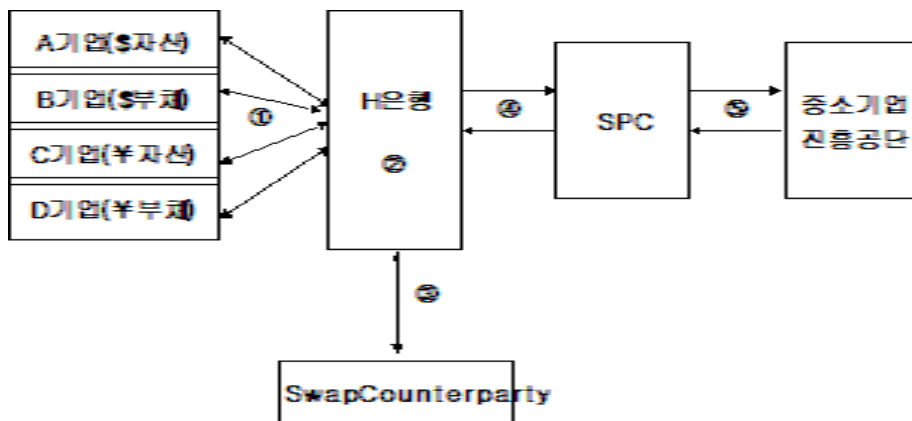
두 번째 단계에서는 첫 번째 단계에서 계산된 순포지션의 헤지를 위해 제3자와 통화스왑이나 선물환계약을 체결한다. 결국 중소기업 대신에

41) 이하에서는 한빛증권(현 우리증권)에서 개발한 상품을 활용하여 통화스왑이 포함된 자산유동화구조를 설명하도록 한다. 이 상품은 증권사 신상품심의위원회에서 3개월의 독점적 판매권을 부여받았다.

은행의 외환전문인력이 중소기업을 위하여 환위험 헤지업무를 수행하는 것이다. 또한 각각의 통화스왑별로 헤지를 수행하지 않고 먼저 모든 계약을 매칭시킨 후 남은 포지션만을 일괄적으로 헤지함으로써 전체 헤지 비용을 절감할 수 있다.

세 번째 단계에서는 통화스왑으로부터 은행이 획득하는 스프레드 수익을 SPC에 양도한다. SPC가 발행하는 출자증권은 중소기업진흥공단이 인수한다. 결국 통화스왑에서 발생하는 스프레드수익을 유동화자산으로 하여 관련위험을 중소기업진흥공단에 전가시키는 구조이다. 중소기업진흥공단 입장에서는 직접적으로 중소기업들과 통화스왑계약을 체결할 수 없기 때문에 유동화증권의 인수를 통해 간접적으로 중소기업을 지원하는 효과를 얻는다. 유동화증권이 출자증권의 형태를 갖기 때문에 출자자인 중소기업진흥공단은 배당의 형태로 수익을 얻는다. 다음 그림은 통화스왑을 유동화하는 대표적인 예를 나타낸다.

<그림 VI-5> 통화스왑을 대상으로 한 자산유동화



- ① : Currency Swap ④ Bid-offer spread 양도
- ② : Pooling & Matching ⑤ 자산유동화증권 인수
- ③ : Net Position Hedge

3) 제도적 이슈

통화스왑을 대상으로 한 유동화구조는 통화스왑이라는 일종의 장외파생상품을 대상으로 한 자산유동화라는 특성을 갖는다. 「자산유동화에 관한 법률」에 의하면 채권이나 부동산 외에 기타의 재산권이 유동화자산으로 규정되어 있는 바, 통화스왑으로부터의 현금흐름은 기타의 재산권으로 해석될 수 있다. 또한 단순한 자금조달이 아니라 환위험관리라는 특수한 목적을 위하여 자산유동화가 활용된 예이다.

통화스왑이 장외파생상품이라는 사실을 고려할 때, 증권회사의 경우에는 자산유동화업무와 장외파생상품업무간에 제도적 충돌가능성이 존재한다. 즉 모든 증권회사는 「자산유동화에 관한 법률」상 자산보유자가 될 수 있으나 증권거래법상 장외파생상품업무를 수행할 수 있는 증권회사는 제한되어 있기 때문이다.⁴²⁾ 즉 증권거래법상 장외파생상품업무가 허용되지 않은 증권회사라도 「자산유동화에 관한 법률」상 유동화계획에 의한 스왑거래는 수행 가능하다. 장외파생상품업무를 수행할 수 있는 증권사를 제한하는 것이 합리적이냐 하는 문제는 다른 차원의 문제이고 우선 장외파생상품업무에 대한 양 법간의 일관성을 제고할 필요가 있다.

42) 예를 들면 주식파생상품과 이자율파생상품은 자기자본 3,000억원 이상의 증권사에게만 허용되어 있고 통화파생상품은 자기자본 1,000억원 이상의 증권사에게 허용되어 있다.

3. 다단계구조와 Pre-IPO주식의 유동화

가. 의의와 유용성

벤처기업에 대한 효율적 자금공급을 위해서는 벤처캐피탈의 투자재원 확보가 중요하다. 코스닥시장의 침체로 인해 벤처기업의 주식공개시장이 위축된 상황하에서 벤처캐피탈은 투자자금 회수에 어려움을 겪고 있다. 물론 미국 나스닥의 경우 IPO외에 M&A를 통한 투자자금회수가 일반화되어 있지만 우리나라의 경우에는 M&A를 통한 투자자금회수가 활성화되어 있지 못하다. 투자자금회수가 원활히 이루어지지 못하면 새로운 벤처기업에 대한 신규투자도 어려워진다.

이 같은 상황하에서 벤처캐피탈이 보유하고 있는 등록전(pre IPO) 주식을 유동화시키고 이를 통해 자금조달을 도모할 목적으로 개발된 것이 신탁회사를 활용한 등록전 주식의 유동화이다. 벤처캐피탈의 주요 자산이 투자한 벤처기업들의 주식임을 고려할 때, 등록전 주식의 유동화방법은 벤처기업의 투자재원 마련에 큰 도움을 줄 수 있을 것으로 예상된다. 즉 벤처캐피탈이 보유한 저수익성 자산을 신탁을 통해 담보로 제공함으로써 외부의 신용보강 없이 신용등급을 향상시켜 자금조달비용을 절감할 수 있다.

나. 유동화구조의 특성⁴³⁾

첫 번째 단계에서는 벤처캐피탈회사가 보유한 등록전 주식의 상장차익의 일부를 추가이자로 지급한다는 조건으로 은행으로부터 대출을 받는다. 상장차익은, 신탁된 주식이 IPO된 후 매도가격에서 공모가격을 차감한 금액이 양이 되는 주식만을 대상으로 한다. 특히 시장에서 공정하게 결정되는 공모가격과 매도가격에 의해 상장차익이 결정되므로 객관성이 보장된다. 동시에 벤처캐피탈이 아닌 수탁회사가 계산을 담당하므로 투명성이 보장된다.

두 번째 단계에서는 벤처캐피탈이 보유하고 있는 등록전 주식을 신탁회사에 신탁한다. 벤처캐피탈이 보유하고 있는 등록전 주식은 은행의 대출채권에 대해 담보역할을 수행한다. 이때 담보대상을 벤처캐피탈의 신용위험으로부터 절연하기 위해 신탁회사에 신탁하게 된다.

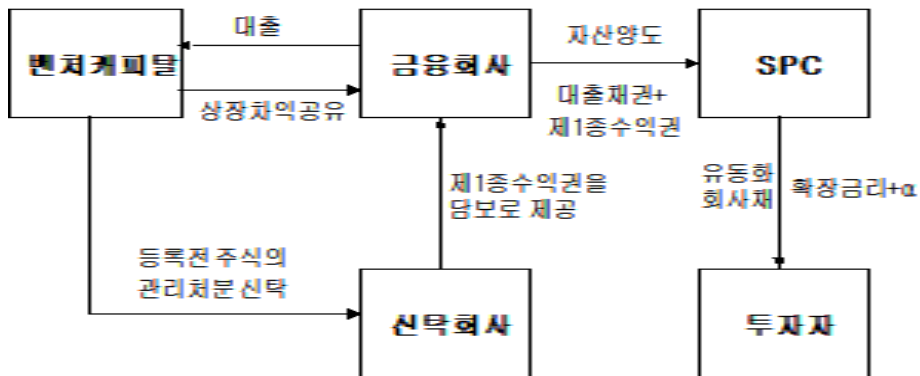
세 번째 단계에서는 대출채권에 대한 담보로 신탁된 등록전 주식으로부터 발생하는 수익권을 대출은행에 담보로 제공한다. 이 경우 수익자가 위탁자 자신이 아닌 제3자이기 때문에 타익신탁의 형태를 갖게 된다. 자익신탁의 형태 즉 벤처캐피탈이 스스로 수익권을 제공받게 되면 신탁재산인 주식이 여전히 벤처캐피탈의 신용위험에 노출되는 문제점이 존재한다. 따라서 신탁설정 당시부터 채권자인 은행을 수익권의 수익자로 지정함으로써 신탁재산인 주식을 위탁자인 벤처캐피탈의 신용위험으로부터 절연할 수 있게 된다. 신탁회사가 발행하는 수익권은 세 가지 종류로 구분된다. 제1종 수익권은 선순위수익권으로서 위탁자인 벤처캐피탈이 대출금을 상환하지 못할 경우 은행이 우선적으로 권리를 획득하는

43) 이하에서는 다단계구조를 활용한 유동화상품의 구체적 예로서 한누리증권이 개발한 Pre-IPO주식의 유동화상품을 설명하도록 한다. 이 상품은 증권사 신상품심의위원회에서 3개월의 독점적 판매권을 부여받았다.

수익권이다. 제2종 수익권은 후순위수익권으로서 위탁자가 대출금을 정상적으로 상환한 후 배당권이 발생하며 신탁원본수익권 범위내에서 위탁자에게 귀속된다. 제3종 수익권은 신탁원본에서 발생하는 수익수익권으로서 신탁회사가 보유하는 등록전 주식의 매도가와 장부가의 차이에 해당된다.

네 번째 단계에서는 SPC를 설립하고 투자자들에게 유동화회사채를 발행한다. 발행되는 유동화회사채의 특성은 대출채권의 현금흐름에 기초하여 확정금리를 제공하지만 등록전 주식이 IPO될 때 발생하는 상장차익의 일부를 추가이자로 지급한다는 것이다. 따라서 투자자 입장에서는 확정이자와 함께 주가상승으로 인한 자본이익도 획득할 수 있다.

<그림 VI-6> 신탁회사를 활용한 등록전 주식 유동화구조



다. 제도적 이슈

첫째, 벤처캐피탈이 보유주식을 신탁회사에 신탁하는 절차가 수반되기 때문에 담보신탁 후에도 벤처캐피탈이 실질적으로 주식을 소유 또는

투자하고 있는 것으로 인정할 수 있느냐 하는 문제가 발생할 수 있다. 이 문제가 중요한 이유는 벤처캐피탈의 투자정도가 벤처기업지정요건과 밀접히 관련되어 있기 때문이다. 즉 「벤처기업 육성에 관한 특별조치법」에 의하면 벤처캐피탈의 투자금액이 당해 기업 자본금의 20% 이상이거나 주식인수총액이 당해 기업 자본금의 10% 이상일 경우 벤처기업으로 인정된다. 벤처캐피탈이 벤처기업주식을 신탁회사에 신탁하면 당해 주식의 명의가 변경되기 때문에 신탁된 주식은 벤처캐피탈 투자주식으로 인정받지 못할 가능성이 있다. 그러나 벤처캐피탈의 수익권 양도를 금지하고 신탁주식의 의결권을 벤처캐피탈이 보유하도록 하면 소유에 준하는 보유로 간주될 수 있다고 유권해석 된다.⁴⁴⁾

둘째, 벤처캐피탈이 주식을 신탁한 후 매도하게 되면 벤처캐피탈이 직접 양도하는 것이 아니라 신탁회사의 명의로 양도하는 형태가 되므로 주식양도차익에 대한 비과세혜택을 적용 받지 못할 가능성이 있다. 조세특례제한법 제13조에서는 벤처캐피탈이 벤처기업에 출자함으로써 취득한 주식을 양도할 때 발생하는 양도차익에 대해 과세하지 않는다고 규정하고 있다. 신탁회사 명의로 양도된다 하더라도 주식양도의 경제적 실질이 채권에 대한 담보를 제공하기 위한 것이고 실질적 수익권이 벤처캐피탈에 귀속되기 때문에 비과세혜택을 받을 수 있다고 유권해석 되고 있다.⁴⁵⁾

44) 중소기업청의 벤처지정관련 유권해석 55470-109, 2002.3.5

45) 국세청 유권해석 46012-10825, 2001.12.27

4. Repackaging Vehicle로서의 자산유동화

가. 의의와 유용성

최근 교환사채의 발행이 급증하고 있다.⁴⁶⁾ 발행회사 입장에서는 교환 옵션제공으로 인해 저렴한 이자율로 자금을 조달할 수 있고 투자자입장에서는 안정된 이자와 함께 주가상승으로 인한 시세차익을 향유할 수 있다는 장점이 있다.⁴⁷⁾ 특히 2001년부터 자사주를 대상으로 한 교환사채가 허용되었기 때문에 그 발행규모는 지속적으로 확대될 것으로 예상된다. 전환사채나 신주인수권부사채의 경우에는 신주를 발행해야 하기 때문에 기존주주의 이익침해가능성이 존재하여 다양한 법적 규제가 존재한다. 이에 반해 교환사채의 경우에는 이미 발행된 주식의 소유권이 이전되는 것에 불과하므로 기존주주의 이익을 침해할 가능성이 적어 법적 규제가 거의 없다.

증권거래법과 상법에 의하면 신주인수권부사채에 대해서는 사채권과 신주인수권이 분리될 수 있는 분리형 신주인수권부사채가 허용되고 있다. 그러나 교환사채에 대해서는 사채권과 교환권의 분리가 인정되고 있지 않다. 그런데 교환사채에서 사채권과 교환권이 분리되면 투자자들의 다양한 투자목적에 보다 효과적으로 충족시켜 줄 수 있다. 즉 단순히 채권투자의 목적을 가진 투자자, 교환옵션 투자를 통해 주가상승이익을 향유하려는 투자자, 그리고 양자를 모두 함께 추구하는 투자자의 투자목적

46) 교환사채의 특성과 제도적 문제점 그리고 그 개선방안에 대해서는 다음을 참조바람. 김형태, 2001, 『구조설계채권 활성화를 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원 이슈페이퍼 01-07.

47) 교환사채의 경우 교환대상 유가증권을 증권예탁원에 예치하여야 하기 때문에 보유유가증권의 담보화 또는 고정화를 초래한다는 단점이 있다.

을 모두 충족시켜 줄 수 있게 된다. 자산유동화계획을 통해 교환사채를 유동화신탁에 신탁하고 이를 기초자산으로 하여 채권적 성격의 수익권과 교환권적 성격의 수익권을 분리함으로써 교환사채의 분리효과를 달성할 수 있다. 교환사채의 분리가 가능해지면 시장의 유동성 증대와 수요기반이 확대에 기여할 것으로 예상된다.

나. 유동화구조의 특성⁴⁸⁾

첫 번째 단계에서는 교환사채를 신탁회사에 신탁하고 이를 기초자산으로 하여 채권적 속성을 표창하는 A형 수익증권과 교환권적 속성을 표창하는 B형 수익증권으로 분리하여 발행한다. 두 번째 단계에서는 A형 수익증권은 SPC에 양도되어 유동화채권의 형태로 채권투자자에게 매각된다. 결국 이 유동화채권은, 채권을 기초자산으로 하는 수익증권을 기초자산으로 하는 유동화채권이다. B형 수익증권은 교환사채보유자에게 이전되어 자신이 직접 보유하거나 다른 주식투자자에게 매각된다.

이 구조의 특성 중 하나는 B형 수익증권 보유자의 교환권 행사로 말미암아 A형 수익증권 보유자인 SPC의 권한이 소멸된다는 것이다. 교환권 행사가능기간 중 주가가 교환가격을 상회하는 경우를 생각해 보자. 이 경우 B형 수익권자가 교환권을 행사하면, 교환사채의 성격상 채권의 소멸과 동시에 주식매입권한이 발생하므로, A형 수익증권도 소멸하게 된다. A형 수익증권 보유자 입장에서는 이자와 원금을 받을 수 있는 채권적 성격의 미래 현금흐름대신 일시에 현금을 수령하게 된다. 이 경우 이자수령권의 소멸에 따라 유동화사채의 원리금상환에 문제가 발생할

48) Repackaging Vehicle로서의 자산유동화 활용사례로는, 한누리증권이 개발한 교환사채권 분리상품을 설명하도록 한다. 이 상품은 증권사신상품심의위원회에서 3개월의 독점적 판매권을 부여받았다.

수 있는데, SPC가 은행과 수령한 현금을 일정한 금리를 보장하는 정기 예금계약을 체결함으로써 해결할 수 있다.

이제 교환권 행사기간 중 주가가 교환가격을 하회하는 경우를 생각해 보자. 이 경우에는 B형 수익권자가 옵션프리미엄만을 포기하고 교환권을 행사하지 않을 것이다. 따라서 A형 수익권자인 SPC는 정기적인 이자와 함께 만기에 원금을 지급받게 된다. SPC는 지급받는 이자와 원금을 재원으로 유동화사채를 상환하게 된다.

<그림 VI-7> 자산유동화를 통한 교환사채의 사채권과 교환권 분리



다. 제도적 이슈

자산유동화를 통해 교환사채의 사채권과 교환권을 분리하는 구조는 몇 가지 제도적 이슈를 야기할 수 있다. 첫째, 가장 근본적 이슈로, 어떠

한 방법을 사용하든 과연 교환사채를 사채권과 교환권으로 분리하는 것이 허용될 수 있는가의 문제이다. 신주인수권부사채의 경우에는 이미 분리형이 인정되고 있고 신주발행을 수반하지 않는 교환사채가 신주인수권부사채에 비해 주주의 이익을 해할 가능성이 작다는 점을 고려하면 양자의 분리를 반대할 명백한 논거를 찾기 힘들다.

둘째, 금전이 아닌 교환사채를 대상으로 수익증권을 발행할 수 있는나 하는 문제이다. 신탁업법제17조의2 수익증권발행 규정을 보면, 금전신탁의 경우에만 수익증권을 발행할 수 있다고 규정하고 있다. 그러나 「자산유동화에 관한 법률」 제32조에서는 자산유동화계획에 따른 수익증권발행에 대해서는 「신탁업법」 제17조2의 규정을 적용하지 않는다고 규정하고 있기 때문에 교환사채를 대상으로 한 수익증권 발행에는 문제가 없다.

셋째, 유동화신탁을 통해 발행되는 교환권을 표창하는 수익증권이 과연 유가증권인가의 여부가 이슈가 될 수 있다. 증권거래법에 의하면 신탁회사가 발행하는 수익증권과 자산유동화법에 의한 자산유동화계획에 따라 신탁회사가 발행하는 수익증권은 모두 유가증권으로 인정되고 있다. 또한 수익증권의 기초자산이란 측면에서 보면, 신탁업법상 금전신탁만이 수익증권의 기초자산이 될 수 있다. 그러나 자산유동화계획에 의한 경우 금전신탁 이외의 모든 신탁대상 자산이 수익증권의 기초자산이 될 수 있으므로 유가증권인 교환사채를 대상으로 한 신탁회사의 수익증권 발행이 가능하다. 따라서 교환사채를 기초자산으로 하여 신탁회사가 발행한 수익증권은 증권거래법상 유가증권이 된다고 판단된다. 특히 교환권을 표창하는 수익증권의 경우 교환권 자체가 신탁대상인 유가증권으로 인정되느냐가 논란의 대상이 되고 있다. 교환권을 표창하는 수익증권이 증권거래법상 유가증권으로 인정되면 증권회사는 이를 대상으로 위탁매매, 인수, 매매 등의 업무를 수행할 수 있다. 동시에 공시의무와 불공정거래에 대한 규제 등이 적용되어야 할 것이다.

5. 시장가치 CBO(market value CBO)

가. 의의와 유용성

시장가치CBO(market value CBO)는 일반적인 현금흐름CBO(cash flow CBO)와는 달리 기초자산의 집합은 변화시킬 수 있으나 기초자산집합의 시장가치가 일정하게 유지되어야 하는 CBO이다. 기초자산이 고정되어 있지 않고 적극적으로 변화시킬 수 있다는 의미에서 적극적으로 운영되는 CBO(actively managed CBO)라고도 한다. 기초자산의 시장가치가 급속히 하락할 위험이 있기 때문에 발행된 유동화채권의 등급별로 시장가치의 일정비율만 채권으로 발행 가능하다. 즉 시장가치의 일정비율은 쿠션으로 유지해야 한다.

시장가치CBO는 기초자산으로부터의 현금흐름을 예측하기 힘든 경우에 활용가능성이 높다. 예를 들어 정크본드, 부실채권, 전환증권, 주식 등이 대표적 예이다. 특히 시장가치CBO는 자산관리자가 거래를 통해 기초자산의 현재가치를 유지하고 증대시킬 수 있는 능력을 보유한 경우에 유용하다. 우리나라의 경우, 채권시가평가제도가 도입되어 객관적 시가평가를 위한 기반이 마련되었고 채권시장의 발전을 위해 정크본드시장의 활성화가 필요하다는 인식을 고려할 때, 시장가치CBO는 중요한 의미를 갖는다고 생각된다.

나. 유동화 구조의 특성

현금흐름CBO의 구조설계에서는 기초자산 즉 유동화자산의 신용위험 관리에 초점이 맞추어진다. 이에 비해 시장가치CBO에서는 시장가치의 유

지가 핵심이기 때문에 신용위험 외에 기초자산의 시장가치에 영향을 미치는 이자율위험, 유동성위험 등 시장위험의 관리가 중요하다. 따라서 현금흐름CBO 구조설계의 초점은 유동화자산의 현금흐름을 예측하는 것이지만 시장가치CBO에서는 유동화자산 가격의 변동성을 예측하는 것이다. 다음 <표 VI-1>은 현금흐름CBO와 시장가치CBO를 비교하고 있다.

<표 VI-1> 현금흐름CBO와 시장가치CBO의 비교

구분	현금흐름CBO	시장가치CBO
Pool특성	Pool 구성내역이 유동화 사채 만기시까지 거의 변동없음	Pool 구성내역이 자산관리자의 판단에 따라 수시로 변동
투자전략	최초 편입후 만기시까지 보유 (buy-and-hold)	적극적인 trading (active trading)
현금유입 원천	Pool을 구성하는 기초자산으로부터 발생하는 원리금	Pool을 구성하는 기초자산의 매매로부터 발생하는 수익
자산관리자 역할	수동적(원리금 회수)	능동적(기초자산의 관리, 운용, 처분 등)
주요위험	기초자산의 부도(default)	기초자산의 가치하락 및 유동성 저하

시장가치CBO구조의 안정성 확보를 위해서는 특정기간 동안 자산가치의 하락을 견딜 수 있는 구조설계가 필요하다. 이 같은 유동화구조를 설계함에 있어 핵심적 개념은 채권발행허용비율(advance rate: AR)이다. AR은 각 자산유형별로 특정 등급의 유동화채권을 최대 몇 %까지 발행할 수 있는가를 나타내는 지표이다. 예를 들어 AAA등급회사채가 유동화자산인 경우 B등급의 유동화채권을 발행하기 위해서는 시가의 96%까지 발행할 수 있고 AAA등급의 유동화채권을 발행하기 위해서는 시가의

87%까지 발행할 수 있다. 즉 AAA등급회사채를 대상으로 할 때 목표등급이 B인 경우의 AR은 96%이고 목표등급이 AAA인 경우의 AR은 87%이다. 각각의 기초자산에 대하여 AR을 통해 최대조달가능금액을 계산하면 전체 CBO집합을 대상으로 한 최대채권발행금액을 결정할 수 있다. 다음 표는 각 자산유형별 AR의 예를 나타낸다.

<표 VI-2> 자산유형별 채권발행허용비율

(단위: %)

자산유형 \ 신용등급	B	BB	BBB	A	AA	AAA
현금	100	100	100	100	100	100
CD, CP	100	100	99	99	99	99
선순위 담보대출	96	95	93	91	89	87
AAA회사채	96	95	93	91	89	87
AA회사채	96	95	93	91	88	86
A회사채	96	94	92	89	87	84
BBB회사채	96	94	91	88	85	82
BB고수익채권	94	92	90	86	82	77
BB이하 고수익채권	93	89	85	80	73	66
투자등급 CB	90	95	80	70	60	50
고수익CB, PIK, Zero, SetUp	88	91	76	63	52	40
메자닌증권, 부실채권	85	80	73	60	55	27
이머징시장증권	85	78	71	50	40	27
주식, 비유동적 채권	85	78	71	50	41	27

자료: FitchIBCA, 1999, "Market Value CBO/CLO Rating Criteria", June 1.

AR의 주요 결정요인은 유형별 기초자산의 가격의 변동성이다. 즉 자산가격의 변동성이 클수록 AR은 작아진다. 유형별 기초자산의 대응가격으로 사용되는 것은 시장에서 수용되는 각종 지수들이다. 미국의 경우,

BB, B, C 등급의 정크본드에 대해서는 Merrill Lynch High Yield U.S Corporate Index, 부실채권에 대해서는 Altman Distressed Public Bond Index, Bank Loan에 대해서는 Loan Pricing Corp의 Index, 상장주식에 대해서는 S&P 500지수를 사용하여 AR을 도출한다.

다. 제도적 이슈

국내시장에서 시장가치CBO가 활성화되기 위해서는 무엇보다도 각 자산유형별로 AR을 결정할 수 있어야 한다. 아직까지 국내에는 AR계산을 위한 충분한 자료가 구비되어 있지 않은 상황이다. AR의 객관적 결정을 위해서는 정크본드지수, 파산지수 등과 같이 대응가격으로 활용할 수 있는 다양한 지수의 개발이 필요하다. 또한 채권시가평가제도의 발전도 중요한 인프라가 된다.

시장가치CBO에서는 특히 자산관리자의 전문적 능력이 중요하다. 시장가치CBO에서는 자산관리자가 포트폴리오 운용경험, 체계적 자산부채 관리 시스템, 시가평가 능력, 체계적 준법감시 및 보고시스템을 갖추어야 한다. 이 같은 도입여건이 갖추어지지 않은 상태에서 시장가치CBO가 도입되면 부작용이 발생할 수 있다. 따라서 신용평가사의 등급부여시 자산관리자의 전문성에 대한 평가가 중요하며 다른 구조에 비해 주기적인 사후감시 활동이 중요하다.

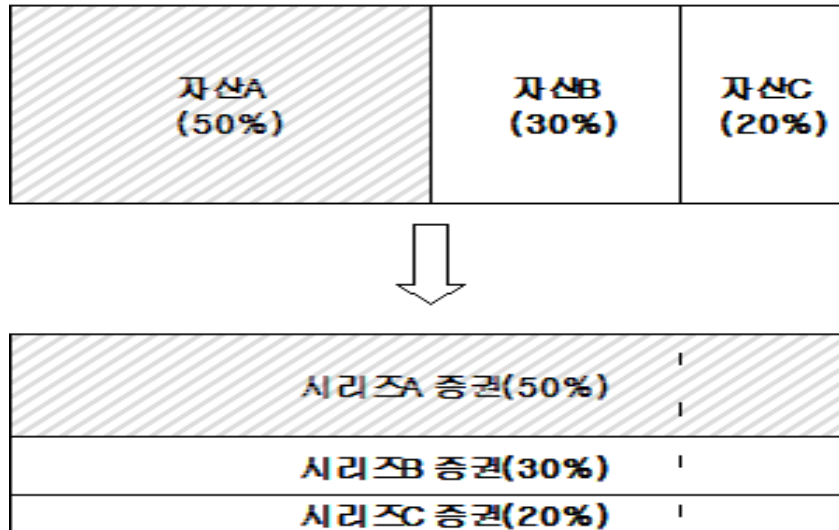
6. 마스터신탁(Master Trust)을 활용한 자산유동화 구조

가. 의의와 유용성

현재 우리나라에서 활용되고 있는 신탁구조는 단일신탁(stand alone trust)구조로서 하나의 SPC 또는 신탁이 설정되고 여기서 하나의 유동화증권이 발행된다. 따라서 새로운 유동화증권을 발행하기 위해서는 다시 SPC나 신탁을 설립하여야 한다. 마스터신탁(master trust)은 단일신탁에 대응되는 개념으로서 하나의 신탁에서 계속적으로 유동화증권을 발행할 수 있는 신탁구조를 의미한다. 발행되는 각각의 유동화증권을 시리즈(series)라고 한다. 마스터신탁은 주로 신용카드채권과 같은 미래채권의 유동화에 많이 활용된다.

마스터신탁의 가장 큰 특징은, 각각의 시리즈가 전체 신탁자산의 일부분을 각각 100%씩 보유하는 것이 아니라 전체 신탁자산을 대상으로 일정비율의 지분에 해당하는 권리를 보유한다는 것이다. 즉 새로운 자산이 추가되고 새로운 시리즈채권이 발행될 경우, 자산을 각 시리즈별로 구분하는 것이 아니라 전체자산을 하나의 대상으로 하여 여기서 발생하는 이자와 원금을 각 시리즈가 공유(sharing)하는 것이다. 이 같은 마스터신탁의 특성에 대한 명확한 이해는 마스터신탁의 효율적 활용을 위해 필수적으로 선행되어야 할 일이다. 다음 <그림 VI-8>은 마스터신탁의 특성을 보여주고 있다.

<그림 VI-8> 마스터신탁의 특성: 원금과 이자의 공유



마스터신탁의 특성인 이자회수액과 원금회수액의 공유는 통제적립기간 (controlled accumulation period)을 단축시키는 기능을 수행한다. 마스터신탁에 여러 개의 시리즈가 포함되어 있을 경우 특정시점에서 통제적립기간에 있는 시리즈는 소수에 불과한 것이 일반적이다. 따라서 회전기간 중에 있는 대부분의 시리즈에서 발생하는 현금은 특정시점에서 상환에 충당할 필요가 없기 때문에 통제적립기간에 있는 시리즈에 할당할 수 있다. 통제적립기간 중에 적립되는 금액은 요구불예금과 같이 항상 현금화할 수 있는 자산으로 보유해야 하므로 기회비용이 발생한다. 현재 우리나라 신용카드채권 유동화에서는 보통 4개월 정도의 통제적립기간이 적용되고 있다.

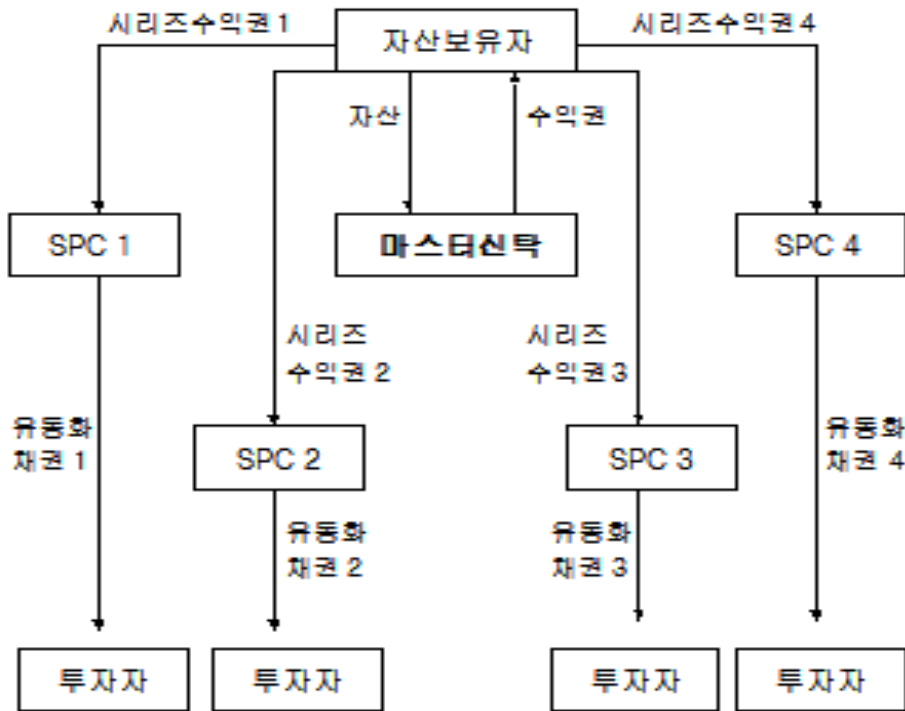
이제 마스터신탁의 경제적 유용성을 살펴보자. 마스터신탁구조에서는 이자와 원금의 공유를 통해 통제적립기간을 단축할 수 있기 때문에 자산보유자 측면에서 유희자금(idle money)으로 인한 기회비용을 축소시킬 수 있다.

투자자입장에서 보면 원금과 이자의 공유는 채권의 적기상환가능성을 제고시키는 효과가 있다. 그밖에 마스터신탁에서 총괄적인 조건이 확정되기 때문에 각각의 유동화증권 발행시 유동화계획의 등록과 신고기간을 단축시킬 수 있을 것으로 예상된다. 이 기간이 단축되면 그 만큼 이자율변동위험에 대한 노출위험을 감소시킬 수 있다.

나. 유동화구조의 특성

마스터신탁의 구조는 크게 두 단계로 구분된다. 첫 단계에서는 위탁자인 자산보유자와 수탁자인 마스터신탁간에 신탁계약을 체결한다. 그리고 자산보유자는 유동화자산을 신탁하고 수탁자는 이를 기초자산으로 자산보유자에게 수익권을 발행한다. 즉 자익신탁의 형태를 갖는다. 두 번째 단계에서는 위탁자인 자산관리자가 자익신탁을 통해 보유하게 되는 수익권을 마스터계약에 따라 시리즈수익권으로 분할하여 각각 유동화전문회사에 양도한다. 유동화전문회사는 시리즈수익권을 바탕으로 유동화증권을 발행한다. 마스터신탁에서는 위탁자인 자산보유자가 수익권 일부를 추가로 분할하여 신규로 시리즈수익권을 발행할 수 있는데 자산의 추가신탁이 병행되는 것이 일반적이다. 신규로 수익권이 발행될 때 각 시리즈수익권간의 지급 및 할당에 관한 사항은 미리 마스터계약에서 규정된다.

<그림 VI-9> 마스터신탁의 구조



다. 제도적 이슈

첫째, 마스터신탁구조에서는 하나의 신탁에 근거하여 복수의 유동화증권이 발행되기 때문에, 하나의 유동화전문회사에 대하여 한번의 유동화계획만을 허용하고 있는 「자산유동화에 관한 법률」 제3조2항이 걸림돌이 될 수 있다. 신탁의 경우에는 이 규정의 적용이 배제되므로 문제가 없다. 유동화전문회사에 대해서는 유동화계획을 어떻게 해석하느냐에 따라 입장이 달라질 수 있다. 하나의 유동화전문회사에 대하여 하나의 유동화계획만을 허용하는 이유가 유동화자산의 혼재위험을 최소화하여 투자자를 보호하기 위함

이라면 오히려 마스터신탁구조는 단일의 유동화계획으로 해석될 수 있다. 왜냐하면 각각의 시리즈증권은 별개의 유동화자산에 근거하는 것이 아니라 전체 유동화자산, 즉 동일한 유동화자산에 대한 지분을 표창하고 있기 때문이다. 달리 표현하면 신규로 추가된 수익권은 신규로 추가된 신탁자산에 대해서만 권리를 보유하는 것이 아니라 기존에 설정된 신탁자산과 신규자산을 합한 신탁자산 전체에 대하여 권리를 보유한다는 것이다. 이 같은 논리 하에서는 현행법 하에서도 마스터신탁구조가 활용가능 하다고 판단된다.

둘째, 마스터신탁구조에서는 신탁자산이 추가로 첨가되고 이를 전제로 신규수익권이 발행되기 때문에 추가되는 신탁자산의 질(quality)이 문제가 된다. 그러나 이 문제는 마스터계약에 자산적격기준 등을 규정함으로써 해결할 수 있다. 즉 추가되는 자산은 최소한 기존의 자산과 동일해야 한다는 적격기준을 마련한다. 또한 일정 기간내(예: 1년)에 일정수준(예: 10%)이상의 자산을 추가할 경우에는 원천적으로 신용평가사의 동의를 얻거나 최소한 기존 유동화증권 등급에 영향이 없다는 확인을 받도록 하는 계약조항이 필요하다.

VII. 시장참가자 대상 설문조사의 결과 분석

1. 주요 설문내용
2. 설문결과의 분석
3. 설문결과 요약과 시사점

VII. 시장참가자 대상 설문조사의 결과 분석

1. 주요 설문내용

가. 설문의 목적 및 대상

본 연구에서는 자산유동화증권시장의 현황 및 향후 발전방향을 살펴 보기 위해 각계의 자산유동화 관련 전문가를 대상으로 설문조사를 실시하였다. 자산유동화에 대한 설문은 2002년 7월부터 8월에 걸쳐 실시되었으며 자산유동화증권 발행에 참여한 경험이 있는 주간사증권사, 자산보유자, 업무위탁자, 수탁관리기관, 신용평가기관, 법무법인 및 회계법인 담당자 등을 대상으로 하였다. 실제 자산유동화증권의 발행과정에 참여한 경험이 있는 기관 및 전문가를 대상으로 한 설문이 자산유동화증권 시장의 전반적인 현황과 문제점 파악 및 개선방안의 도출에 보다 유용한 정보를 제공할 수 있을 것으로 판단하였기 때문이었다.

본 설문은 자산유동화증권 발행에 참여한 주간사, 자산보유자, 업무위탁자 및 기타 참여기관을 대상으로 총 138명에게 우편 및 e-mail로 설문지를 배포하였고 이중 78매가 회수되어 57%의 회수율을 보였다.

나. 설문의 주요 내용

첫 번째 부분은 자산유동화증권의 시장현황에 대한 질문이다. 자산유동화시장에 대한 전반적인 평가와 자산유동화증권의 발행목적 중 가장 큰 목적이 무엇인지를 질문하였다. 또한 자산유동화증권의 효익과 시장

의 기여도 등에 대한 질문도 실시하였다.

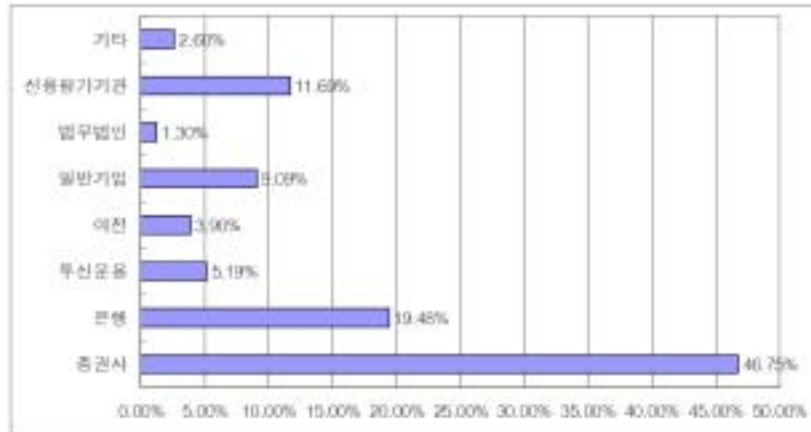
두 번째 부문에서는 자산유동화의 정책과 제도에 대한 응답자의 평가를 질문하였다. 현재의 정책방향에 대한 응답자들의 평가와 최소자본금, 자산보유자 자격, 공시제도 등에 대한 응답자의 의견을 물었고, 전반적인 자산유동화증권의 규제 절차에 대한 적정성을 질문하였다.

세 번째 부분은 현재 국내에서 발행되는 자산유동화증권의 구조에 대한 전반적인 질문을 실시하였다. 네 번째로 자산유동화증권의 효율적인 발전을 위한 응답자의 의견을 물었다. 마지막으로 답변자의 기본적인 인적사항에 대한 질문을 실시하였다.

다. 설문 응답자의 분포

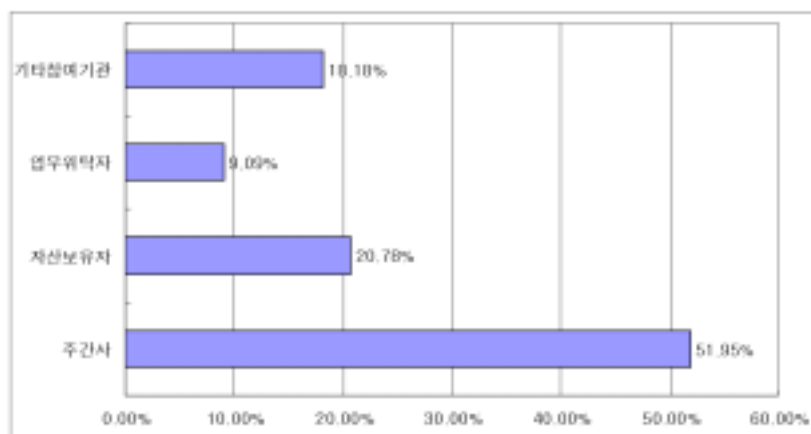
본 설문에 응한 78명을 대상으로 응답자의 분포를 살펴보면 자산유동화증권 발행에 참여한 대상기관들이 비교적 고르게 응답을 한 것으로 나타났다. 소속기관별로는 증권사의 비중이 47%로 가장 높은 비율을 차지하고 있으며 이외에도 은행의 비중은 20%를 차지하고 있다. 한편 투신운용, 여신전문회사, 일반기업, 법무법인, 신용평가사 등이 비교적 고른 분포를 보이고 있다.

<그림 Ⅶ-1> 설문대상자의 소속



자산유동화와 관련하여 주로 담당한 업무를 살펴보면 전체 응답자의 51.95%가 주간사였고, 이외에 자산보유자, 기타 참여기관 및 업무위탁자의 순서로 그 비중이 높은 것으로 나타났다.

<그림 Ⅶ-2> 자산유동화와 관련하여 주로 담당한 업무



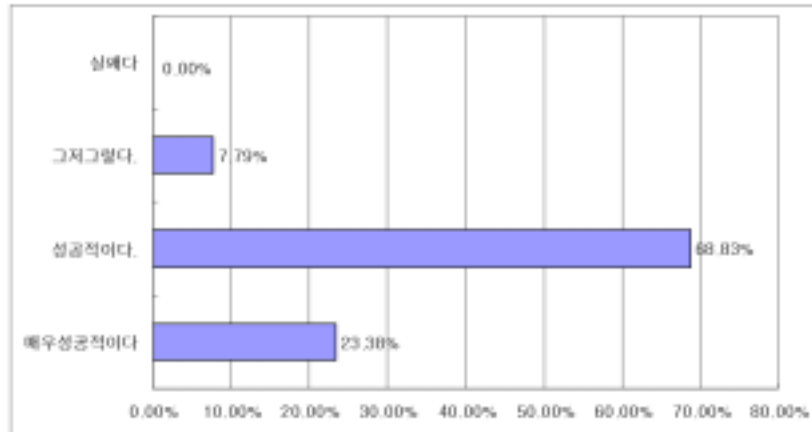
응답자의 자산유동화 종사기간은 2년이상 3년 미만이 가장 높은 비중을 나타내고 있다. 또한 직급별로 보면 차장, 과장, 대리 등 실무자 비중이 고르게 나타나고 있다. 특히 본 분석에서는 주요한 설문내용과 관련하여 자산유동화와 관련한 담당업무별로의 의견차이를 살피기 위해 일부 설문내용에 대해서는 cross-tab분석을 실시하였다.

2. 설문결과의 분석

가. 자산유동화시장 현황에 대한 설문결과

자산유동화증권시장에 평가를 묻는 질문에서 대부분의 응답자들이 자산유동화증권시장에 대해 성공적이라는 평가를 하고 있다. 응답자중 매우 성공적이라고 응답한 비율이 23.38%에 달하고 있고 성공적이라고 응답한 비율이 63.83%에 달하고 있다. 한편 그저 그렇다고 답한 응답자는 7.79%, 실패라고 답한 응답자는 한 명도 없어 전반적으로 설문 응답자들은 자산유동화증권시장이 성공적이라고 평가하고 있다. 이와 같이 대부분의 응답자들이 자산유동화증권시장을 성공적으로 평가하는 것은 다양한 목적에 부응한 새로운 구조의 도입과 규제기관의 적극적인 지원 등으로 자산유동화증권시장이 단기간에 커다란 규모로 성장한데 기인한 것으로 보여진다.

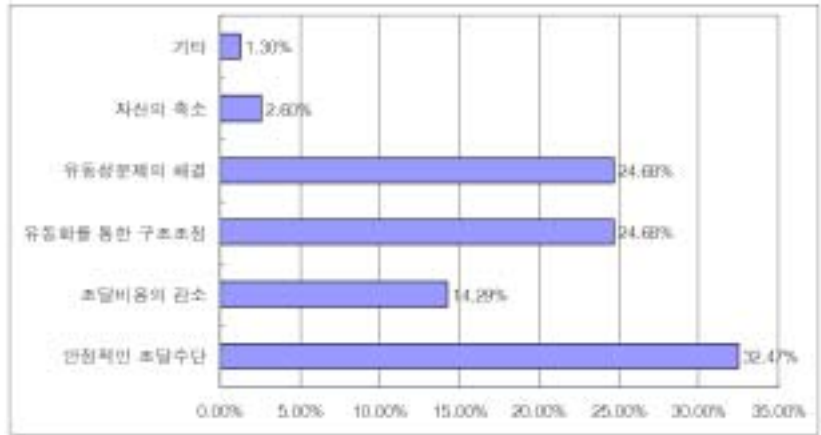
<그림 Ⅶ-3> 전반적인 시장에 대한 평가



한편 자산보유자의 자산유동화증권 발행목적 중 가장 큰 목적이 무엇인지에 대한 질문에 대해 안정적인 조달수단으로의 활용이라는 답변이 32.47%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 이외에 유동성문제의 해결 및 자산유동화를 통한 구조조정 등의 목적에 응답한 비중이 각각 24.68%를 차지하고 있다. 이와 같은 결과는 전반적인 응답자들이 자산유동화증권이 자산보유자의 안정적인 조달구조에 수단으로 활용되고 있다는 판단을 하고 있는 것을 뒷받침하는 결과이다.

한편 주요 참여업무별로 자산보유자의 자산유동화증권 발행목적 중 가장 큰 목적이 무엇인지에 대한 응답 결과를 비교해보면 참여업무별로 유동화증권 발행목적에 대한 인식이 서로 다르게 나타나고 있다. 즉 자산보유자의 경우 안정적인 조달수단과 구조조정에의 활용 등의 목적이 가장 높은 비중을 차지하고 있는데 반해 주간사의 경우 안정적인 조달문제와 유동성문제의 해결을 목적으로 발행한다는 응답의 비중이 높은 것으로 나타났다.

<그림 VII-4> 자산보유자의 자산유동화증권 발행 목적



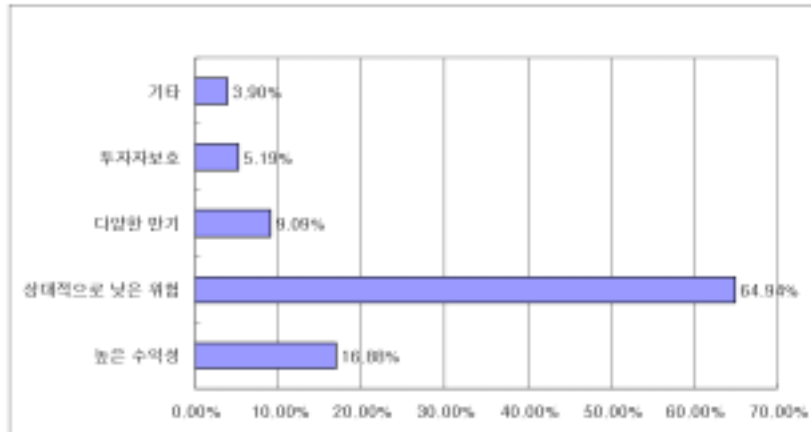
<표 VII-1> 응답자의 특성별 자산유동화의 발행 목적의 중요도

(단위: %)

구 분	안정적인 조달수단	조달비용의 절감	구조조정 에 활용	유동성문 제의 해결	자산의 축소	기 타
주간사	32.5	17.5	15.0	27.5	5.0	2.5
자산보유자	31.3	18.8	31.3	18.8	0.0	0.0
업무위탁자	42.9	14.3	42.9	0.0	0.0	0.0
기타 참여기관	28.6	0.0	35.7	35.7	0.0	0.0
평 균	32.5	14.3	24.7	24.7	2.6	1.3

자산유동화증권이 투자자에게 제공하는 가장 큰 효익이 무엇인가라는 질문에 대해 응답자의 64.94%가 상대적으로 낮은 위험의 증권이라는 답변을 하고 있다. 또한 높은 수익성 때문이라는 답변도 16.88%에 달했다. 이와 같은 결과는 높은 신용도를 가진 수익성 높은 투자수단이 적은 국내 상황에서 자산유동화증권이 상대적으로 낮은 위험의 고수익 투자수단으로 투자자에게 높은 효익을 제공한다는 판단에 기인한 것으로 보여진다.

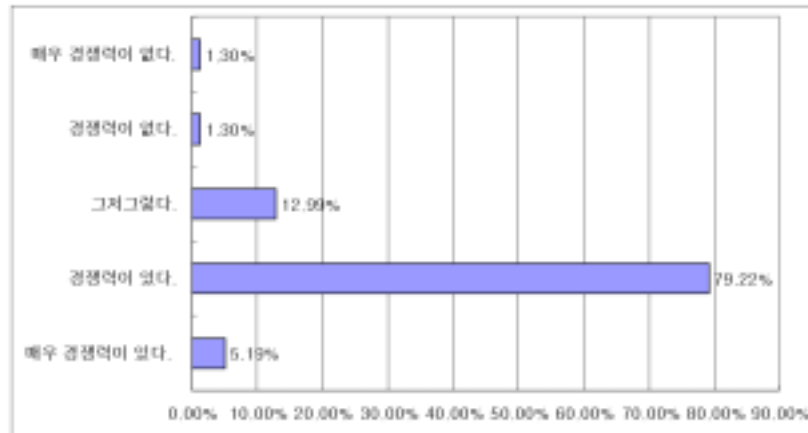
<그림 Ⅶ-5> 자산유동화증권이 투자자에게 제공하는 효익



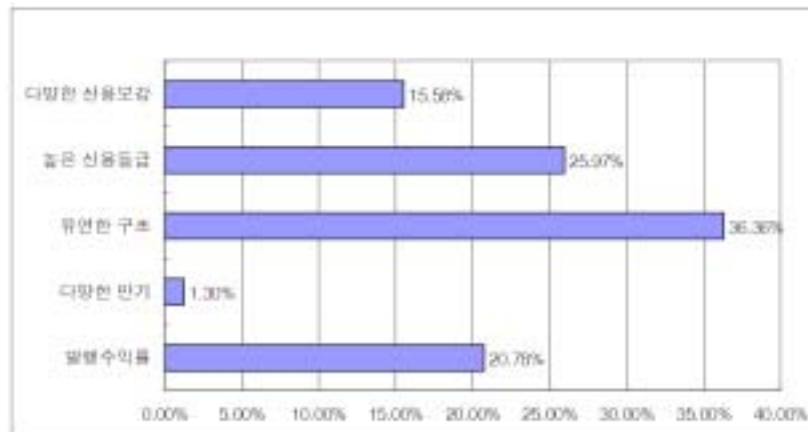
조달수단으로 자산유동화증권이 다른 조달수단에 비해 경쟁력이 있는가라는 질문에 대해 응답자의 79.22%가 경쟁력이 있다는 응답을 하고 있다. 이와 같은 결과는 자산유동화증권이 조달수단의 제한으로 인한 자산보유자의 당면한 문제를 쉽게 해결하는 수단으로의 경쟁력을 크게 평가한 결과라고 보여진다.

자산유동화증권이 다른 조달수단과 비교하여 어떤 부문에서 경쟁력을 지니는가에 대한 질문에 대해 유연한 구조가 가장 경쟁력 있는 부문이라는 응답의 비중이 가장 높게 나타나고 있다. 이외에 높은 신용도, 발행수익률의 이점 및 다양한 신용보강수단의 이점의 순으로 응답률이 높은 것으로 나타났다.

<그림 VII-6> 조달수단으로의 자산유동화증권의 경쟁력

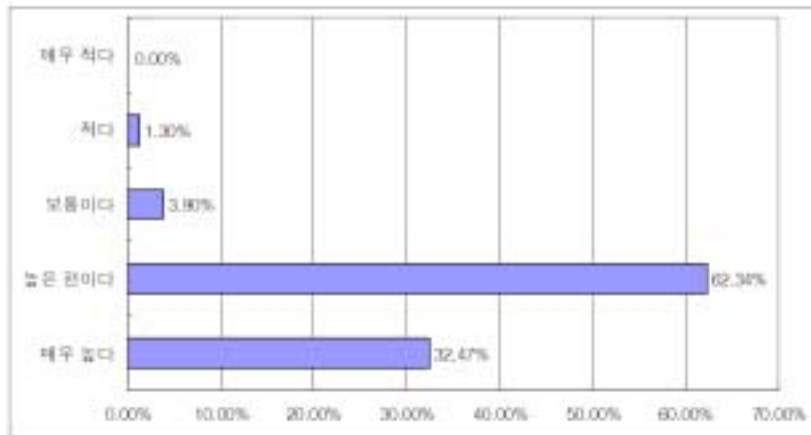


<그림 VII-7> 자산유동화증권의 다른 조달수단과 비교한 경쟁력



자산유동화증권의 국내 금융시장에 대한 기여도를 묻는 질문에 대해 전체 응답자중 94.8%가 기여도가 높다 혹은 기여도가 매우 높다는 응답을 하고 있다. 이는 자산유동화증권의 도입이 자산보유자의 당면한 문제를 해결하고 유동화의 다양한 구조가 국내 금융시장에 다양한 금융기법의 도입을 촉진하는 등 금융부문의 전반에 걸쳐 기여하고 있다는 판단에 근거한 것으로 판단된다.

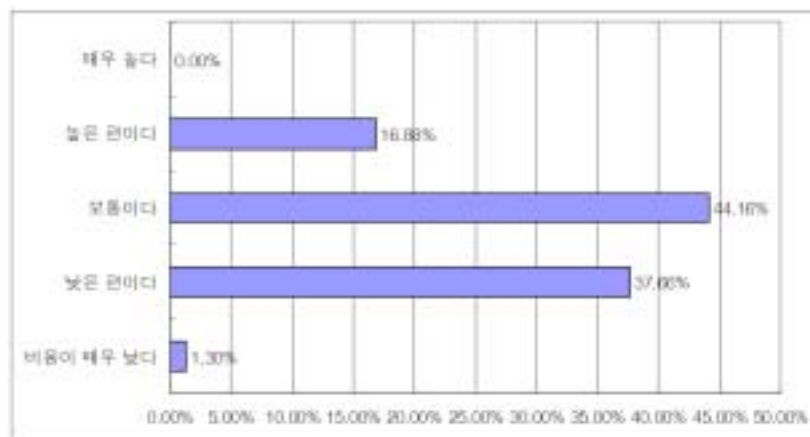
<그림 Ⅶ-8> 자산유동화증권의 국내 금융시장에의 기여도



자산유동화증권의 발행비용과 관련하여 자산유동화증권을 통한 조달비용이 현재의 다른 비용에 비해 어떻다고 생각하는가에 대한 질문에 대해 보통이라는 응답의 비중이 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 한편 조달비용이 상승할 것이라는 응답이 16.88%인데 비해 조달비용의 절감 효과가 있을 것이라는 응답의 비중은 38.96%를 차지하여 자산유동화증권이 전반적인 조달비용을 절감시킨다는 응답의 비중이 높은 것으로 나타났다.

이와 같은 결과는 자산유동화증권이 자산보유자의 신용등급보다 높은 신용도로 발행됨으로써 상대적으로 자금조달비용이 절감되는 효과를 거두는 반면 자산보유자의 신용도가 높거나 자산유동화와 관련한 제반 비용이 과다한 경우 총조달비용상의 효과가 높지 않음을 반증하는 결과이다. 따라서 자산유동화증권을 통한 조달비용의 하락효과는 일부에 국한되는 현상이지 전반적인 조달비용을 낮추는 효과를 보이지는 않는다는 결과로도 해석할 수 있다.

<그림 VII-9> 자산유동화의 조달비용



이상과 같은 자산유동화증권시장 전반에 대한 응답자의 설문결과를 종합해보면 대부분의 응답자들이 자산유동화증권의 도입에 대해 국내 금융시장에 긍정적인 효과를 보인 성공작이었다는 평가를 하고 있는 것으로 나타났다.

또한 자산유동화증권의 유연한 구조와 높은 신용도로 인해 투자자의 요구에 부응하는 상품을 만들어내고 있는 것으로 나타났다. 자산보유자의 입장에서는 자산유동화증권이 다른 조달수단에 비해 비교적 경쟁력 있는 조달수단으로 자리잡고 있음을 보여주는 결과라고 생각된다.

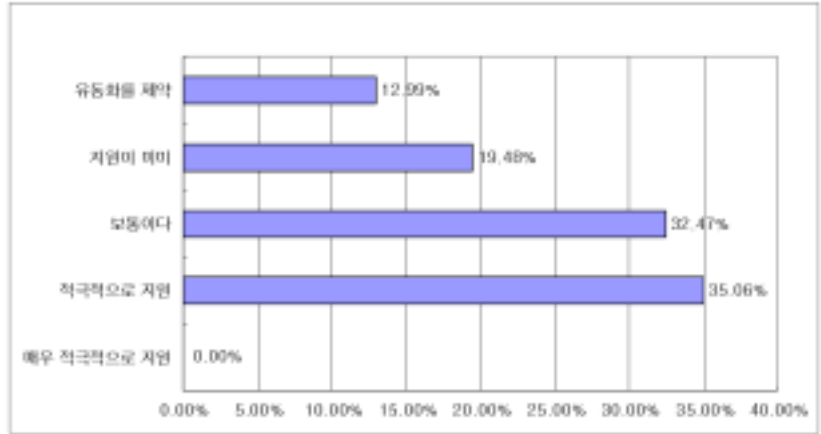
나. 자산유동화 제도 및 정책에 대한 의견

국내 자산유동화증권시장은 「자산유동화에 관한 법률」 제정 및 정부의 자산유동화 촉진정책에 힘입어 높은 성장을 보여 왔다. 그러나 다른 한편으로는, 자산유동화시장이 일정한 궤도에 올라 다양한 구조의 도입을 통한 유동화증권 발행을 시도하는 과정에서 기존의 제도와 정책이 시장발전에 장애요인으로 작용하는 점도 없지 않다.

따라서 본 연구에서는 현재의 정책 및 규제방향에 대한 질문을 통해 현행의 규제 및 정책에 대한 시장참여자의 판단을 분석하였다. 유동화와 관련한 정부의 정책방향에 대한 시장참여자의 생각을 묻는 질문에 대해 적극적으로 지원하고 있다는 응답이 35.06%를 차지하고 있는 반면 지원이 미미하다 또는 정책방향이 유동화를 제약하고 있다는 응답도 32.47%를 차지하고 있다.

이와 같은 결과는 자산유동화제도의 도입으로 자산유동화증권 발행이 가능해지고 정부의 유동화를 촉진하는 정책에 힘입어 시장규모가 크게 증대하였지만, 현재의 시점에서는 자산유동화에 관한 제도와 규제가 새로운 자산 및 다양한 구조의 도입 등에 있어 제약요인으로 작용하고 있다는 시장참여자의 판단을 반영하는 것으로 해석된다.

<그림 VII-10> 규제기관의 자산유동화에 대한 정책방향



응답자 특성별로 규제기관의 자산유동화 정책방향에 대한 인식은 다른 결과를 나타내고 있다. 즉 주간사의 경우 정책당국의 지원이 적극적이라고 응답한 비중이 30.0%로 비교적 높게 나타난 반면 자산보유자와 기타 참여기관의 경우 6.3%, 7.1%로 비교적 낮은 것으로 나타났다.

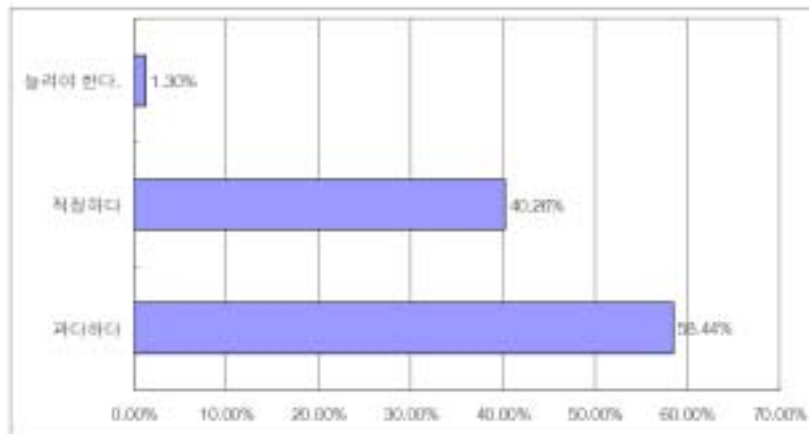
<표 VII-2> 응답자 특성별 규제기관의 정책방향에 대한 의견

(단위: %)

구 분	적극적으로 지원	보통이다	지원이 미미하다	유동화를 제약한다.
주간사	30.0	2.5	35.0	20.0
자산보유자	6.3	0.0	37.5	37.5
업무위탁자	28.6	0.0	42.9	0.0
기타참여기관	7.1	0.0	35.7	42.9
평 균	20.8	1.3	36.4	26.0

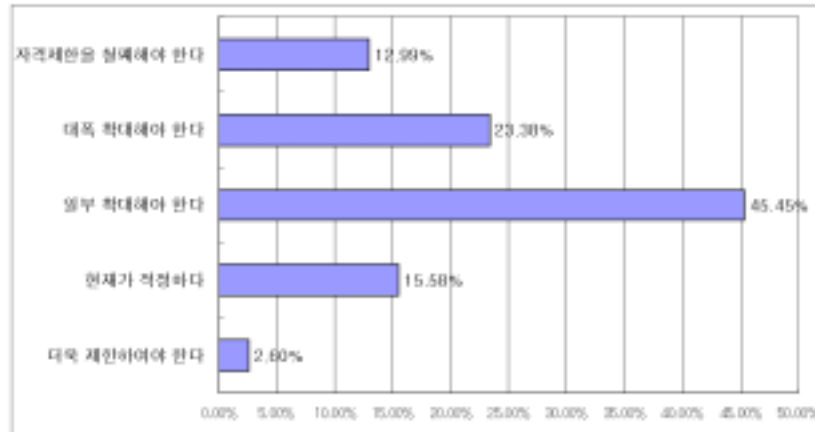
세부적인 유동화관련 제도에 대한 질문에 있어 우선 현행의 자산유동화법상 최소자본금이 1000만원으로 되어 있는 제도에 대한 시장참여자의 의견을 질문한 바, 응답자의 58.44%가 과도하다는 응답을 하고 있다. 전반적인 유동화의 비용 측면에서 유동화회사의 최소자본금은 상대적으로 적은 규모이지만 일부의 시장참여자들은 이러한 최소자본금 규모가 과다하다고 생각하고 있다는 결과를 보이고 있다.

<그림 Ⅶ-11> 유동화회사의 최소자본금에 대한 의견



자산보유자의 자격제한에 대한 시장참여자의 의견을 묻는 질문에 대해 전반적으로는 자격을 확대해야 한다는 의견의 비중이 높은 것으로 나타났다. 전체 응답자중 45.45%가 일부 자산보유자 자격을 확대할 필요가 있다는 응답을 했고 자격요건을 대폭 확대하거나 철폐해야 한다는 응답의 비중도 36.27%를 차지하고 있다. 이와 같은 결과는 현재의 열거주의 형식으로 되어 있는 자산보유자의 자격요건이 실효성이 적거나 자산유동화의 발전을 저해하고 있다는 판단에 근거한 것으로 보인다.

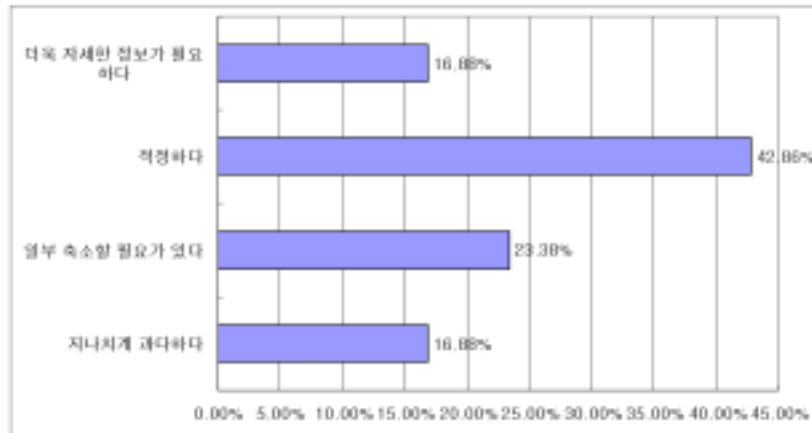
<그림 VII-12> 자산보유자 자격제한에 대한 의견



현행의 공시시스템과 관련하여 공시자료의 범위와 내용이 적정하냐라는 질문에 대해 적정하다라는 응답의 비중이 가장 높은 것으로 나타났다. 한편 일부 축소할 필요가 있다라는 응답이 23.38%, 지나치게 과다하다라는 응답이 16.88%로 나타나 현재의 금감원 공시시스템의 축소를 원하는 응답자의 비중이 40.26%에 이르고 있음을 알 수 있다.

국내의 경우 자산유동화와 관련한 대부분의 정보가 공시되고 있으며 발행 이후에도 유동화회사의 사업보고서가 분기별로 공시되고 있다. 이와 같은 공시시스템은 유동화와 관련한 내용들을 외부인이 상세히 파악할 수 있다는 측면에서 유동화증권 발전에 상당한 기여를 하고 있다. 그러나 실질적인 공시내용을 보면 유동화계획서 이외에도 양도신고서, 유가증권 발행신고서 및 제반 계약서와 부속서류 등을 모두 공시토록 되어 있어 과다한 공시에 대한 시장참여자의 부정적인 반응이 나타났다고 해석된다.

<그림 Ⅶ-13> 공시자료의 적정성



공시자료의 활용도를 파악하기 위해 공시자료에 대한 유용성의 정도가 어떠한가에 대한 질문을 하였다. 설문결과 유용하다와 매우 유용하다라는 응답의 비중이 90.91%를 차지하여 금감원의 공시시스템에 대한 활용도는 매우 높은 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 새로운 금융상품인 자산유동화증권에 대한 자료가 제한되어 있는 상황에서 금융감독원의 공시시스템의 의존도가 매우 높음을 반증하는 결과라고 보여진다.

자산유동화증권의 규제프로세스에 대한 설문대상자들의 반응을 살피기 위해 유동화계획의 등록프로세스와 관련한 시장참가자들의 적정성에 대한 질문을 실시하였다.

설문결과 등록소요기간과 등록관련서류 및 등록비용 등에 대한 시장참가자의 응답이 부정적인 것으로 나타났다. 즉 등록절차와 관련해서는 적정하다라는 응답이 42.86%로 부적정하다라는 응답에 비해 높은 반면 등록소요기간과 등록관련서류 및 등록비용과 관련해서는 부적정하다라는 응답의 비중이 높음을 알 수 있다.

이와 같은 결과는 자산유동화증권의 경우 유동화계획을 등록한 이후에 검토에 소요되는 일정기간이 필요하고 양도 이후에도 유가증권 신고서 처리기간이 소요되는 등 규제기관의 검토시간으로 인한 발행 지연 등에 대해 시장참여자들이 부정적인 반응을 나타낸 결과라고 보여진다. 또한 등록 비용과 관련해서도 현행의 발행분담금이 지나치게 과다하다라는 응답의 비중이 46.75%로 적정하다라는 응답에 비해 높은 것으로 나타났다.

<표 VII-3> 규제 프로세스에 대한 응답

구 분	매우 적정하다	적정하다	보통이다	부적정하다
등록절차	0.00%	42.86%	37.66%	19.48%
등록 소요기간	0.00%	14.29%	37.66%	48.05%
등록 관련 서류	0.00%	23.38%	38.96%	37.66%
등록 비용	0.00%	18.18%	35.06%	46.75%

자산유동화제도 중 시급히 개선되어야 할 내용에 대해 기술토록 한 질문에 대해 자산유동화제도, 유동화절차 및 기타 부문에서 다양한 의견이 나왔다. 우선 제도적인 측면에서 자산보유자의 자격제한을 철폐하거나 확대해야 하고 최소자본금을 축소해야 한다는 의견이 나왔다. 또한 후순위채 보유 및 신용보강에 대한 기준을 확립해야 하고 마스터신탁 등과 같은 새로운 구조의 도입이 필요하다는 의견도 존재한다. 이외에도 자산유동화의 세무적인 문제, SPC 주주구성 및 공정거래법의 보완 등에 대한 다양한 의견이 존재한다.

유동화절차와 관련해서는 절차의 간소화 및 유동화와 관련한 법률의

해석에 있어 유연성을 제고해야 한다는 의견이 존재한다. 기타 부문에 있어서는 유동화자산의 효율적인 자산관련 정보가 공시되는 시스템의 구성에 대한 의견이 존재하며 이외에도 다양한 신용등급의 유동화증권이 발행될 수 있는 여건의 마련 및 자산관리부문의 업무추진에 대한 의견도 존재한다.

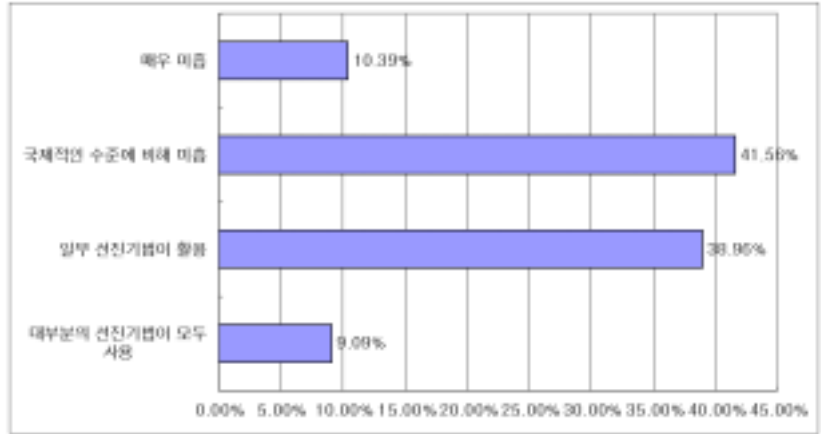
전반적인 유동화제도와 관련한 의견을 종합해보면 자산유동화증권시장의 활성화를 위해서는 전반적인 규제 완화와 규제프로세스의 원활화를 요구하고 있는 것으로 나타났다. 이와 더불어 시장인프라 측면에서 유동화구조의 안정성을 제고시키는 정보제공의 원활화와 세무제도의 보완 및 기존 법률 체계의 보완 등을 요구하고 있는 것으로 나타났다.

다. 자산유동화구조

국내에서 발행되는 자산유동화증권의 구조에 대한 질문에서는 전반적인 구조의 수준과 신용보강에 대한 의견 및 유동화의 제반 구조에 대한 중요성의 인식 정도를 질문하였다. 우선 자산유동화증권의 구조가 선진 금융시장에서 발행되는 자산유동화구조와 비교할 때 어느 정도의 수준인가를 묻는 질문에 대해 아직까지 미흡한 수준이라는 응답이 주류를 이루고 있다.

유동화구조의 수준과 관련해서 대부분의 선진 금융기법이 모두 활용되고 있다는 응답의 비중이 9.09%에 불과한 반면 국제적인 수준에 비해 미흡하다는 응답이 41.56%, 일부 선진기법이 활용되고 있다는 응답이 38.96%를 차지하고 있다. 이와 같은 결과는 국내 자산유동화증권이 초기 개발단계에 있어 다양한 유동화구조의 적용에 한계가 존재하고 따라서 향후의 유동화기법의 측면에서 개발의 여지가 많음을 나타내고 보여진다.

<그림 VII-14> 선진 금융시장과 비교한 국내 자산유동화 구조의 수준



선진금융기법의 활용도가 높다고 생각하는 자산을 선택해 달라는 질문에 대해 응답자의 60%가 신용카드 부문이라는 응답을 하고 있다. 이와 같은 결과는 신용카드 유동화의 경우 자산특성을 분석하는 다양한 기법이 필요하고, 신탁구조를 도입한 다단계 유동화구조를 도입하고 있으며, 다양한 조기통제장치(triggering)의 도입 및 할당 등의 구조가 도입됨으로써 상대적으로 선진적인 금융기법이 도입되고 있다는 인식에 근거한 것으로 판단된다. 또한 이러한 결과는 향후의 새로운 유동화기법의 도입이 활발히 이루어져야 하는 부문이 신용카드 부문이라는 것으로도 해석할 수 있을 것이다. 그 밖에 선진금융기법의 활용도가 높다고 생각하는 자산으로는 미래 현금흐름, 매출채권 그리고 MBS 등을 지적하고 있다.

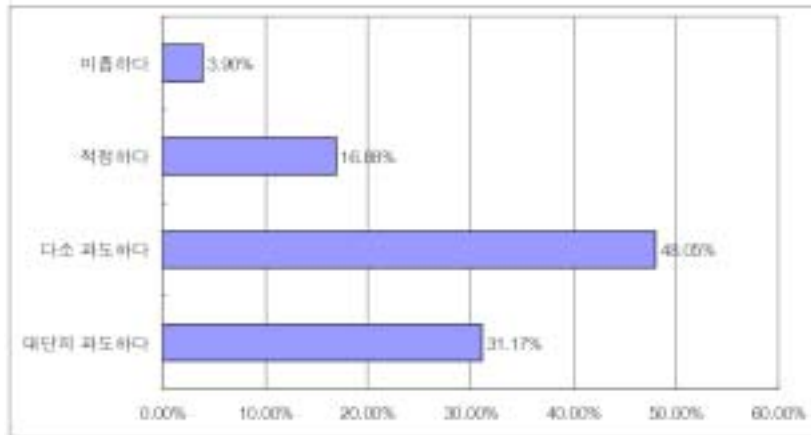
<그림 Ⅶ-15> 선진 금융기법의 활용도가 높다고 생각하는 자산



국내 자산유동화증권의 신용보강 수준에 대한 의견을 묻는 질문에 대해 과도하다라는 응답비중이 높게 나타났다. 설문 결과 신용보강 수준이 미흡하다라는 응답률이 3.9%, 적정하다라는 응답률이 16.88%에 불과한 반면 다소 과도하다라는 응답이 48.05%, 대단히 과도하다라는 응답이 31.17%를 차지하고 있다.

이와 같은 결과는 국내 자산유동화증권시장에서 다양한 자산의 유동화가 추진되는 가운데 현금흐름의 확실성이 낮은 자산이 다수 유동화되었고, 투자자들이 높은 신용등급의 유동화채권을 선호함에 따라 신용보강 수준이 과도하게 이루어진 데에 기인한 것으로 해석할 수 있다.

<그림 VII-16> 국내 자산유동화증권의 신용보강 수준



시장참여자별로 신용보강 수준에 대한 의견을 살펴보면 서로 다른 결과를 나타내고 있다. 주간사 및 자산보유자의 경우 신용보강 수준이 과도하다는 의견의 비중이 압도적으로 높은 것으로 나타났다. 한편 기타 참여기관의 경우 다소 과도하다는 의견 다음으로 적정하다라는 의견의 비중이 높은 것으로 나타났다.

<표 VII-4> 시장 참여자별 신용보강 수준에 대한 의견

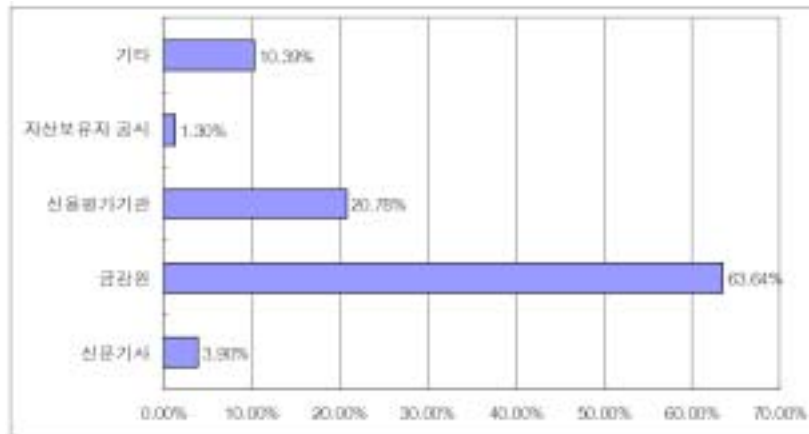
(단위: %)

구분	매우 과도하다	다소 과도하다	적정하다	미흡하다
주간사	40.0	47.5	10.0	2.5
자산보유자	25.0	62.5	12.5	0.0
업무위탁자	42.9	28.6	28.6	0.0
기타참여기관	7.1	42.9	35.7	14.3
평균	31.2	48.1	16.9	3.9

Ⅶ. 시장참가자 대상 설문조사의 결과 분석 187

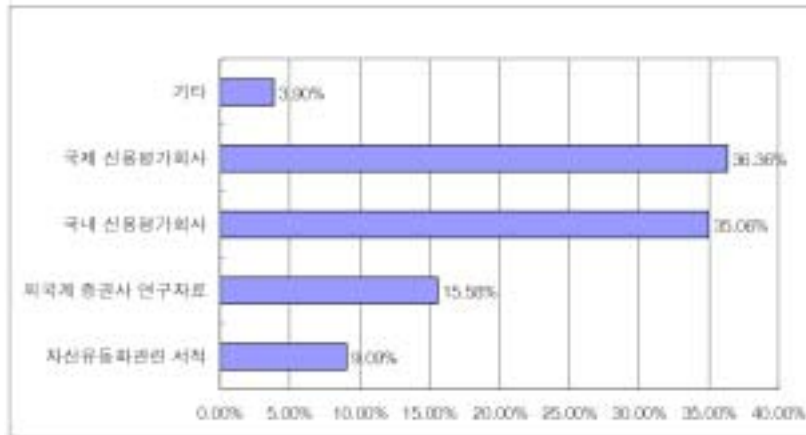
국내 자산유동화증권의 관련자료 입수경로의 경우 가장 높은 비중이 금감원의 공시자료를 활용하는 것으로 나타났다. 다음으로는 신용평가기관의 공시자료의 활용도가 높은 것으로 나타났다. 이와 같이 금융감독원의 공시자료에의 활용도가 높은 것은 금융감독원의 공시자료가 유동화와 관련하여 자산유동화계획, 양도등록신청서, 유가증권 발행신고서 및 제반 계약서 등 다양한 자료를 제공하는데 기인한 것으로 판단된다. 또한 신용평가기관의 경우에는 유동화증권의 신용도와 관련한 정보의 제공과 더불어 자산유동화증권의 신용평가 기준 및 제반 유동화기법에 대한 정보제공을 하고 있기 때문에 이에 대한 활용도가 비교적 높은 것으로 나타나고 있다.

<그림 Ⅶ-17> 국내 자산유동화증권 관련자료 입수 경로



새로운 유동화구조에 대한 정보입수경로를 묻는 질문에 대해 국내외 신용평가기관이 발행하는 자료의 의존도가 비교적 높은 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 상대적으로 신용평가기관이 다양한 유동화구조에 대한 소개자료를 제공한다는 것을 반증하는 결과라고 보여진다.

<그림 VII-18> 새로운 유동화구조에 대한 정보입수 경로



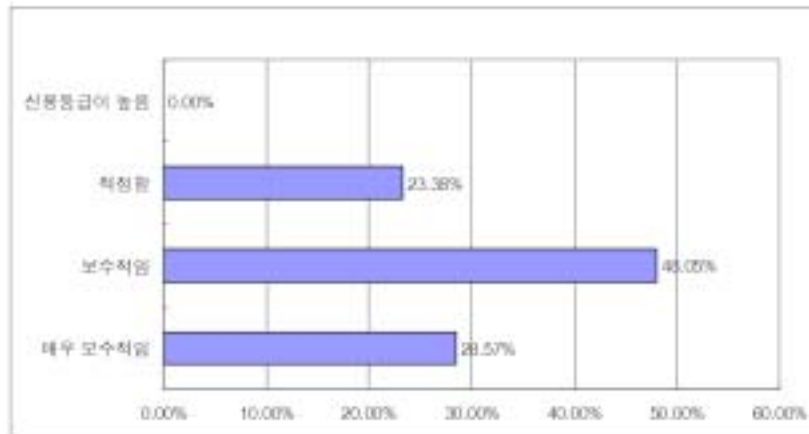
자산유동화증권의 제반 구조의 중요도에 대한 설문에서 시장참여자들은 구조의 안정성, 유동화자산, 신용보강수준 및 유동화증권의 수익률 등을 중요한 요소로 보고 있다. 한편 보증여부와 관련해서는 다른 항목에 비해 그 중요도가 낮다고 생각하는 것으로 나타났다.

<표 VII-5> 투자시 자산유동화구조상의 중요도에 대한 의견

구 분	매우 중요	중요	보통	중요하지 않음
유동화자산	58.44%	37.66%	2.60%	1.30%
신용보강수준	45.45%	49.35%	3.90%	1.30%
신용보강기관	25.97%	49.35%	20.78%	3.90%
보증여부	7.79%	36.36%	36.36%	19.48%
유동화증권의 만기	16.88%	44.16%	33.77%	5.19%
유동화증권의 수익률	48.05%	42.86%	9.09%	0.00%
자산보유자 신용도	18.18%	42.86%	31.17%	7.79%
유동화구조의 안정성	66.23%	27.27%	6.49%	0.00%

자산유동화증권은 복잡한 구조와 다양한 보강장치 등으로 인해 자산유동화증권의 구조적인 안정성과 신용도와 관련한 정보제공에 있어 신용평가사의 역할이 매우 중요한 증권이라고 볼 수 있다. 이러한 자산유동화증권의 신용평가와 관련한 시장참여자의 의견을 묻는 질문에 있어 시장참여자의 상당부분이 신용평가사의 자산유동화증권 신용평가가 보수적으로 이루어지고 있다는 응답을 하고 있다. 반면 현재의 신용평가가 적절하다고 응답한 비율은 23.38%에 불과하다.

<그림 VII-19> 자산유동화증권 신용평가 등급에 대한 의견



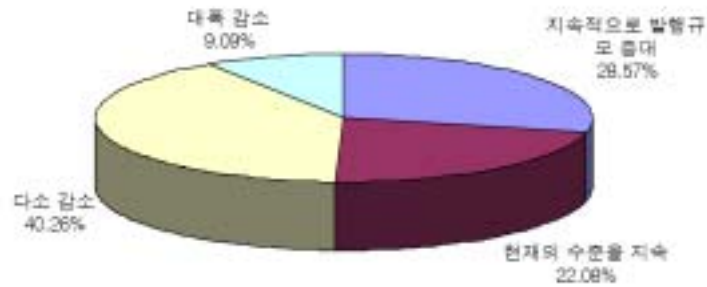
라. 제도 개선방안에 대한 의견

향후의 국내 자산유동화증권시장에 대한 시장참여자의 응답은 전반적으로는 부정적인 전망이 높은 것으로 나타났다. 즉 자산유동화증권 시장이 대폭 감소한다는 응답이 9.09%를 차지하고 있고, 다소 감소할 것으로 보는 의견이 전체의 40.28%를 차지하고 있다. 반면 현재 수준을 지속

할 것으로 보는 비중은 22.08%로 나타나고 있고 시장규모가 지속적으로 증대할 것으로 보는 시장참여자의 비중은 28.57%를 차지하고 있다.

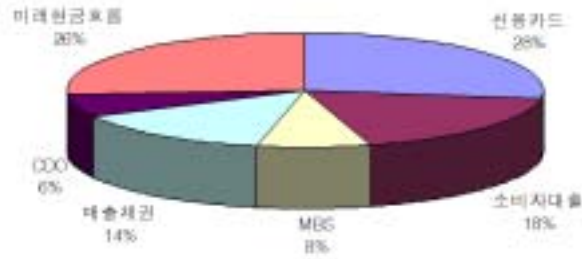
이와 같이 자산유동화증권 시장에 대한 전망에 대한 질문에 대해 부정적인 의견이 높은 것은 2002년 상반기 중 자산유동화증권시장의 발행규모가 전년에 비해 대폭적으로 감소한 영향이 크게 작용한 것으로 보인다. 그 동안 국내 자산유동화시장은 매년 급성장을 거듭해 왔기 때문에, 올해 자산유동화시장의 발행규모 감소는 시장에 충격을 주기에 충분하다. 결국 부실채권이나 신용카드채권과 같은 소수의 특정 유동화자산에 의존하여 시장을 확대·발전시키는 것은 이제 한계에 이르렀다고 시장 스스로 평가하고 있는 것이다.

<그림 VII-20> 향후 국내 자산유동화증권시장 전망



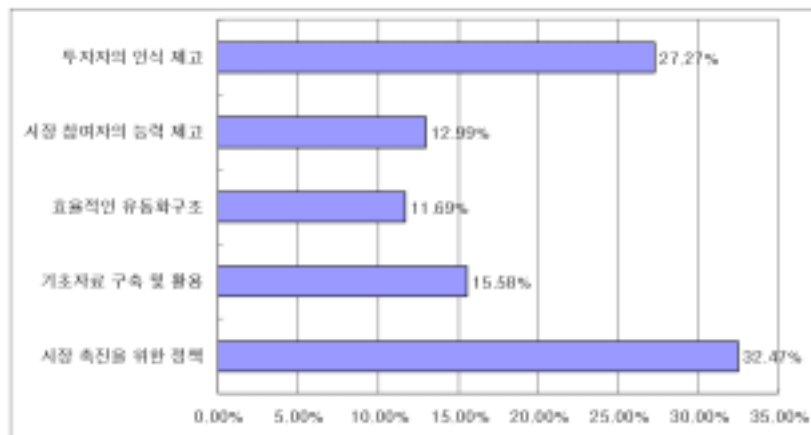
향후에 발행이 활발히 추진될 것으로 예상되는 자산에 대한 질문에 대해서는 신용카드, 미래현금흐름, 소비자대출 및 매출채권의 순으로 그 비중이 높은 것으로 나타났다.

<그림 VII-21> 향후 발행이 가장 활발할 것으로 예상되는 자산



향후 자산유동화증권의 투자활성화를 위해 가장 중요한 개선부문에 대한 질문에 있어 시장축진을 위한 정책이 중요하다는 응답의 비중이 가장 높은 것으로 나타났다. 이와 더불어 투자자들의 자산유동화증권의 인식제고와 자산에 대한 기초자료 구축 및 활용 등에 대한 응답률이 다른 문항에 비해 높은 것으로 나타났다.

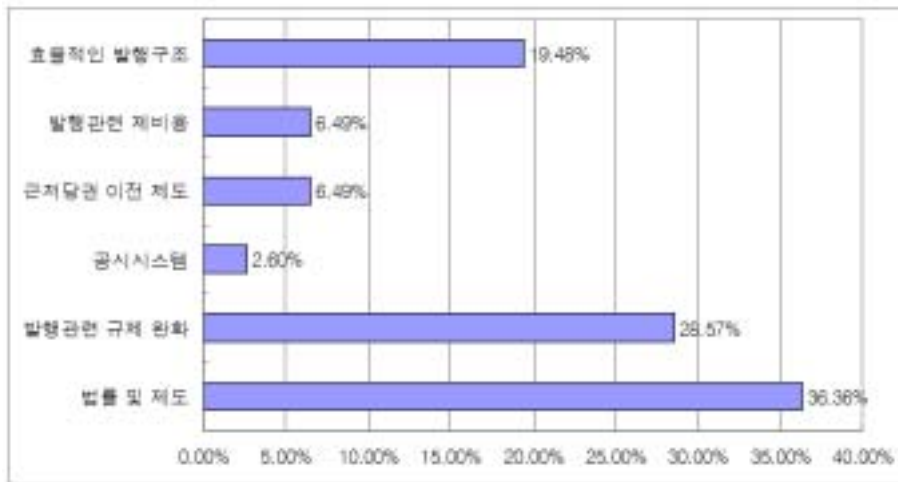
<그림 VII-22> 시장발전을 위한 개선부문



한편 자산유동화증권의 시장 활성화를 위해 시급히 개선되어야 할 부문에 대한 질문에 대해 법률 및 제도의 개선이 필요하다는 응답이 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 발행관련 규제의 완화 및 효율적인 발행구조의 개발 등의 비중도 비교적 높은 것으로 나타났다.

이와 같은 결과는 우리나라의 자산유동화증권시장이 법률제정에 따른 제도에 근거하여 태동하였고, 그 동안의 과정에서 자산유동화를 촉진하는 정책추진이 자산유동화증권시장에 매우 중요한 영향을 미쳐 왔다는 인식의 공감대가 형성된 결과라고 보여진다.

<그림 VII-23> 자산유동화증권 시장활성화를 위해 시급히 개선되어야 할 부문



자산유동화증권시장의 활성화를 위해 시급히 개선되어야 할 부문에 대한 응답자의 기술을 정리해보면 유동화제도의 경우 유동화와 관련한 제반의 제약을 완화하고 유동화관련 절차를 간소화하며, 새로운 구조의

Ⅶ. 시장참가자 대상 설문조사의 결과 분석 193

활성화를 규제기관에서 허용할 것을 요구하고 있다. 유동화구조와 관련해서는 지나친 외부보강 보다는 자산에 근거한 구조의 도입과 이에 대한 평가가 적정히 이루어질 것을 원하고 있고, 다른 한편에서는 신용보강을 전문으로 하는 단종보험사(monoline insurance company)의 등장을 원하는 응답도 있다.

자산유동화시장과 관련한 부문에 있어서는 우선 유동화와 관련한 정보 등을 포함한 인프라구축이 필요하다는 응답이 있고, 신용평가와 관련하여 과도한 외부보강보다는 자산자체의 신용도에 근거한 평가가 이루어져야 한다는 주장도 존재한다. 또한 투자자에게 자산유동화증권을 적극적으로 알리기 위한 다양한 방안의 모색에 대한 주장도 있다.

<표 VII-6> 자산유동화제도에 대한 의견

- 자산보유자 자격제한 철폐 및 확대
- 후순위채 보유 및 신용보완에 대한 기준을 신BIS규제 시행 이전에 확립
- Master 구조의 도입으로 미국과 같이 항상 유동화를 통한 자금조달(7일이면 가능)이 가능해야 기업의 유동성 지원 등 효과적이라고 생각됨
- 세무적 문제 : 양도관련 국세청 해석에 있어 SPC와 자산보유자와의 특수관계로 해석하지 않는 것이 바람직함
- 발행가능 자산유동화증권의 확대
- SPC최소자본금 축소
- SPC의 주주구성 : 공정거래법 및 기타 주주구성
- 규제가 너무 심하고 신상품의 보호가 이루어지지 않고 있음
- SPC청산절차가 2개월 정도로 가정시 당해년도 해산과 청산이 완료되면 유보되었던 채무감면액(후순위채권자 원금상환 부족분)에 대한 손비가 인정되나 해산과 청산이 회계년도말에 겹칠 경우 복잡한 문제야기
- SPC청산시 후순위채권자가 인수한 채권의 상환액부족분에 대한 손비인정문제가 세법에 미반영되어 개선필요
- SPC의 이사를 명의이사제로 하는 방법
- 유동화와 관련한 제한을 시장자율에 맡길 필요가 있음.
- 자산유동화를 제약하는 각종 법률 및 제도의 정비
- 발행절차의 간소화와 시간 단축
- 신용파생상품과 연관된 합성CDO 등의 허용을 통한 시장규모의 확대가 필요하다고 봄
- 계좌변경이 원활히 이루어질 수 있도록 관련 법률제도 개선

<표 Ⅶ-7> 유동화구조 및 절차에 대한 의견

<p>유동화 구조</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 지나친 외부신용보강에 치중하지 말고 대상자산 및 구조의 안정성에 근거한 평가가 이루어져야 함 • 실질적인 발행비용의 절감효과 도모 • 정확한 발행정보를 바탕으로 한 유통시장의 활성화가 필요 • 외부신용보강방법으로서 보험사의 monoline insurance를 활성화하여 은행의 credit line설정으로 인한 부담을 경감시킬 필요가 있을 것으로 보임
<p>유동화 절차</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 유동화등록 소요기간 단축 • 행정절차 간소화 : 유동화계획과 유가증권신고서제도를 통합 • 유동화대상자산 및 발행구조의 탄력적 인정 • 공시자료 범위 축소 • 법규 해석 및 적용의 유연성, 관련 부서(재경부, 금감위, 금감원 등)들간의 업무 협조를 강화해야 함

<표 Ⅶ-8> 자산유동화시장에 대한 의견

<ul style="list-style-type: none"> • 유동화를 하는 것이 가장 경쟁력있는 시스템으로 인프라를 구축하여야 시장규모 확대와 유동화의 긍정적인 면이 극대화 될 것임 • 신용평가사의 평가제도의 개선(과도한 외부보강에 근거한 평가등급 부여를 지양) • 투자자의 유동화 채권에 대한 인식제고 • 투자자에 대한 홍보활동 강화를 위해 지속적인 매체 홍보가 필요 • 기관투자자에게 ABS발행(또는 발행예정자)들과 공동 IR의 기회 마련 • 동일 신용등급내 pricing격차 축소 • 비용절감을 위한 참여기관의 공동 노력 • 자산유동화관련 data의 생성 및 축적과 공시 시스템 보완 • 자산관리자, 수탁관리기관, 신용평가사 등 참여기관의 공시기능 강화 • 시장참여자의 능력제고 및 일정수준 이상의 fee보장 • 시장참여자간의 정보교환을 활발히 추진 • 자산보유자의 과거자료 및 사후관리 자료 생산 및 공시 시스템 개선 • AAA등급 또는 AA등급이 아닌 ABS증권을 소화해 낼 수 있는 시장의 도입 필요 • Back-up servicer의 실질적인 업무추진방안 미흡 • 발행시 너무 보수적인 신용등급의 부여로 과도한 신용보강이 요구되고 있으며, 과도한 유휴자금이 발행하고 있음 • 회계, 평가기준 등 제반 의사결정이 필요한 부분에 대한 통일된 기준 정립 • 발행된 자산유동화증권별 특성이 해당 증권의 예탁 및 상장 정보에 제대로 기재 되어 투자자가 쉽게 인식할 수 있는 시스템 구축

3. 설문결과 요약과 시사점

본 연구에서는 자산유동화증권시장의 현황 및 향후 발전방향을 살펴 보기 위해 각계의 유동화증권 관련 전문가를 대상으로 설문조사를 실시 하였다.

자산유동화증권 시장에 대한 평가를 묻는 질문에서 대부분의 응답자들이 자산유동화증권시장에 대해 성공적이라는 평가를 하고 있다. 응답자들은 자산유동화증권이 발행자에게는 안정적인 조달수단과 유동성문제 해결 및 자산유동화를 통한 구조조정 목적달성의 효익을 제공한다는 응답을 하고 있다. 한편 투자자에게는 상대적으로 낮은 위험의 증권에의 투자기회를 제공하고 높은 수익성을 제공하는 증권이라는 평가를 하고 있다. 특히 응답자들은 자산유동화증권이 다른 조달수단과 비교하여서도 유연한 구조와 높은 신용도, 발행수익률의 이점 및 다양한 신용보강 수단 등을 제공하는 경쟁력 있는 금융상품이라는 평가를 하고 있다. 따라서 대부분의 응답자들은 자산유동화증권이 국내 금융시장에 대한 기여도가 높다는 평가를 하고 있다.

자산유동화와 관련한 현재의 정책 및 규제방향에 대해서는 상반된 결과를 보이고 있다. 즉 정부의 유동화와 관련한 정책에 대해 적극적으로 지원하고 있다는 응답과 지원이 미미하다 또는 유동화를 제약하고 있다는 응답이 비슷한 비중으로 갈리고 있다. 세부적인 유동화관련 제도에 대한 질문에 있어 우선 현행의 「자산유동화에 관한 법률」상 최소 자본금은 과도하다고 대답한 응답자의 비중이 높았으며, 자산보유자의 자격 제한에 대한 시장참여자의 의견을 묻는 질문에 대해 전반적으로는 자격을 확대해야 한다는 의견의 비중이 높은 것으로 나타났다. 현행의 공시시스템과 관련하여 공시자료의 범위와 내용이 적정하다라는 응답의 비중이 가장 높은 것으로 나타났다. 또한 공시자료의 활용도의 경우 유용도

가 높다는 응답이 대부분을 차지하고 있다. 자산유동화증권의 규제프로세스에 대한 설문대상자들의 반응을 보면 등록소요기간과 등록관련서류 및 등록비용 등에 대한 시장참가자의 응답이 부정적인 것으로 나타났다.

전반적인 유동화제도와 관련한 의견을 종합해보면 자산유동화증권시장의 활성화를 위해서는 전반적인 규제의 완화와 규제프로세스의 원활화를 요구하고 있는 것으로 나타났다. 이와 더불어 시장인프라의 측면에서 유동화구조의 안정성을 제고시키는 정보제공의 원활화와 세무제도의 보완 및 기존의 법률체계의 보완 등을 요구하고 있는 것으로 나타났다. 유동화구조에 대한 질문을 종합해보면 국내 자산유동화증권이 초기 개발단계에 있어 다양한 유동화구조의 적용에 한계가 존재하고 따라서 향후의 유동화기법의 측면에서 개발의 여지가 많다는 의견을 제시하고 있다. 또한 신용보강과 관련해서는 신용보강수준이 과도하다라는 응답의 비중이 높게 나타났다.

향후의 국내 자산유동화증권시장에 대한 시장참여자의 응답은 전반적으로는 부정적인 전망이 높은 것으로 나타났다. 향후에 발행이 활발히 추진될 것으로 예상되는 자산에 대한 질문에 대해서는 신용카드, 미래현금흐름, 소비자대출 및 매출채권의 순으로 그 비중이 높은 것으로 나타났다.

이상의 결과를 종합해보면 우리나라의 자산유동화증권시장이 법률제정에 따른 제도에 근거하여 태동하였고, 그동안의 과정에서 자산유동화를 촉진하는 정책추진이 자산유동화증권 시장에 매우 중요한 영향을 미쳐 왔다는 인식의 공감대가 형성되었다고 볼 수 있다. 그러나 구조적인 측면에서는 아직도 개발의 여지가 많다는 의견을 제시하고 있다. 따라서 향후 자산유동화증권시장의 활성화를 위해서는 규제 및 시장인프라의 개선과 함께 효율적인 유동화구조를 개발하기 위한 시장참가자의 노력 또한 절실하다는 의견을 피력하고 있다.

Ⅷ. 자산유동화증권시장의 발전 방안

1. 후순위채권 매각의 활성화 방안
2. 시장참가자들의 역할 재정립과 전문화
3. 자산유동화 구조설계의 혁신을 위한 제도개선
4. 자산유동화 공시관련 딜레마의 해결 방안
5. 금융보증(financial guarantee)의 활성화와 단종보험(monoline insurance)제도의 도입
6. 회사정리법 · 파산법 · 기업구조조정촉진법의 재정비

VIII. 자산유동화증권시장의 발전 방안

1. 후순위채권 매각의 활성화 방안

가. 후순위채권 인수관련 문제점

우리나라 자산유동화증권시장에서 자산유동화를 통해 발행되는 유동화증권 중 선순위채권을 제외한 후순위채권은 거의 예외 없이 자산보유자가 인수한다. 이때 후순위채권의 가격은 유동화자산평가액에서 선순위채권 금액을 차감한 금액으로 결정된다. 후순위채권 가격결정 과정에는 두 가지 문제점이 존재한다. 첫째, 유동화자산의 평가가 회계법인에 따라 상이해질 수 있다는 점이다. 일반적으로 미래현금흐름을 적절한 할인율로 할인하는 방법을 사용하는데 회계법인에 따라 적용하는 할인율에 큰 차이가 있다는 점이다. 둘째, 유동화자산의 평가액은 회계법인에 의해 결정되고 선순위채권 금액은 신용평가사 등에 의해 이미 정해져 있기 때문에 후순위채권 금액은 종속적으로 결정된다. 따라서 후순위채권 가격의 결정이 아무런 경제적 의미를 갖지 못하고 동일한 자산을 유동화하더라도 자산보유자에 따라 그 결과가 상이해 질 수 있다. 즉 후순위채권의 규모가 달라질 수 있고 매각이익 또는 손실 여부가 달라질 수 있는 것이다.

후순위채권가격의 종속적 결정은 손익계산서 측면에서는 이익조작의 가능성을, 대차대조표 측면에서는 보유 후순위채권 규모의 조작가능성을 야기할 수 있다. 예를 들어 장부가치가 100인 유동화자산이 있는데 실제 가치는 10이라고 가정하자. 후순위채권의 가치가 종속적으로 결정되는 상황하에서는 다음과 같은 손실인식의 지연이 가능하다. 즉 유동화자산의 실체가치가 10인데 50으로 평가하고 후순위채권 40을 떠 안는 것이

다. 이 경우 추가적 손실 40만원은 후순위채권 만기에 인식하게 된다. 이것이 바로 우리나라 자산유동화증권시장에서 후순위채권과 관련된 문제의 핵심이다.

이 같은 문제는, 후순위채권을 정확히 평가하여 인수할 주체가 존재하면 자연스럽게 해결될 수 있다. 즉 자산보유자 외에 시장에서 후순위채권을 인수할 주체가 있으면 이들이 결정한 가격은 시장가격이 된다. 이 경우에는 후순위채권의 가격이 종속적으로 결정되는 것이 아니라 유동화자산의 가치를 반영하여 독립적으로 결정된다.

후순위채권 가격결정과 관련된 문제점 외에, 자산보유자의 후순위채권 인수와 관련하여 진정한 매각(true sale)의 문제가 존재한다. 미국의 경우에는 자산보유자가 인수하는 후순위채권 발행규모가 유동화증권 총 발행규모의 일정수준 이상이면 이를 진정한 매각으로 인정하지 않는다. 자산보유자가 후순위채권 인수로 인해 자산매각 이후에도 여전히 상당한 수준의 위험을 부담하기 때문이다. 우리나라의 경우에는 후순위채권 발행규모에 관계없이 진정한 매각으로 인정되고 있는 실정이다. 후순위채권 인수로 인한 자산보유자의 위험노출을 고려할 때, 우리나라의 경우에도 일정수준 이하의 후순위채권 발행에 대해서만 진정한 매각으로 인정해 주는 것이 합리적이라고 판단된다.

나. 후순위채권 매각의 필요성

첫째, 우리나라의 경우 자산유동화 과정에서 자산보유자가 후순위채권을 인수하여 그 위험을 부담하게 된다. 그런데 시장에는 구조설계능력을 바탕으로 후순위채권과 관련된 위험을 부담하지 않으면서 자산유동화 업무를 통해 위험을 매매하려는 시장참가자가 존재한다. 이 같은 시장참가

자가 존재하면 시장의 효율성을 증대시킬 수 있다. 그러나 우리나라의 경우 반드시 후순위위험을 부담해야 되기 때문에 이 같은 시장참가자들이 그 기능을 수행하기 어렵다. 후순위채권에 전문적으로 투자하는 주체가 존재하여 후순위채권과 관련된 위험을 부담하면 위험을 부담하지 않고 유동화업무를 수행하는 시장참여자들을 활성화할 수 있을 것이다.

둘째, 후순위채권 투자자들에 의해 후순위채권 가격이 시장에서 결정되면 자산유동화가 자산보유자의 회계적 이익이나 재무상태를 왜곡할 가능성이 감소된다. 후순위채권의 가격이 시장에 의해 독립적으로 결정되기 때문이다.

셋째, 미국의 경우 투자은행 등과 같이 재정거래(arbitrage)를 목적으로 유동화자산을 양수하고 유동화하는 시장참가자들이 증대될 것이다. 다양한 목적의 시장참가자가 증대되면 유동화시장도 그 만큼 활성화된다. 우리나라 시장에서도 재정거래수요가 크지만 후순위채권 인수 때문에 재정거래가 발생하고 있지 못하다. 재정거래 목적의 투자자들은 위험 부담을 원하지 않기 때문에 이들의 기능이 활성화되기 위해서는 위험을 부담해줄 주체가 필요하다. 즉 후순위채권을 인수할 투자자가 필요하다.

넷째, 자산보유자 입장에서 자금조달의 효율성을 높일 수 있다. 즉 후순위채권도 매각되므로 이전에 비해 동일한 자산으로 보다 많은 자금을 조달할 수 있다.

다. 후순위채권 매각의 활성화 방안

후순위채권 매각의 활성화를 위해서는 후순위채권 가격이 합리적으로 결정될 수 있어야 한다. 그렇다면 누가 시장에서 가장 합리적인 가격을 제시할 수 있겠는가? 두 가지 관점에서 분석할 수 있다. 첫째, 후순위채권이 선순위채권에 비해 자산의 가치를 보다 민감하게 반영한다는

점을 고려할 때, 유동화의 기초자산 즉 유동화자산에 전문적 지식과 경험이 있는 주체가 가장 합리적인 가격을 제시할 수 있을 것이다. 즉 그 자산을 가장 잘 아는 투자자가 제일 정확한 가격을 제시할 수 있다. 예를 들어 부실채권을 대상으로 한 유동화에서 후순위채권 가격은, 부실채권 투자를 전문으로 하는 벌치펀드나 부실채권펀드가 가장 정확히 제시할 수 있을 것이다. 부동산을 대상으로 한 유동화라면 부동산투자회사나 부동산투자신탁 등 부동산전문 투자자들이 후순위채권의 가격을 합리적으로 결정할 수 있다. 결국 후순위채권시장은 그 기초자산에 특화하여 시장이 형성되는 것이 합리적이다.

둘째, 후순위채권은 현재 신용평가등급을 받고 있지는 않지만, 정크본드 등급으로 평가되는 것이 일반적이다. 따라서 미국의 경우를 보면 정크본드 투자자들이 자산유동화 과정에서 발행된 후순위채권에도 투자한다. 정크본드시장의 활성화가 후순위채권시장 활성화에 영향을 미치는 것이다.

후순위채권 매각이 활성화되기 위해서는 투자자 이외에 주간사 기능을 수행하는 증권사의 역할이 제고되어야 한다. 후순위채권의 경우는 자산보유자와 후순위투자자 사이에 존재하는 정보불균형 문제 때문에 그 가격결정에 어려움이 존재한다. 이 같은 정보불균형을 축소하기 위해서는 지속적으로 기초자산에 대한 정보가 시장에 공급되어야 한다. 지속적인 정보제공이 없을 경우 유통시장이 형성되기 힘들고 후순위채권의 신용도가 정기적으로 검토되기 힘들다. 이 같은 정보제공 기능은 신용평가사 또는 증권사에 의해 수행되는 것이 합리적이다. 특히 채권매각을 통해 이익을 보는 주체가 증권사라는 점을 고려하면 증권사입장에서 시장을 창출하고 유지하는 기능을 수행하여야 한다. 증권사가 이 같은 연구조사기능을 수행하기 위해서는 장기적인 관점에서의 성과평가와 투자가 필요하다. 단기실적에만 의존하여 유동화업적이 평가되고 6개월마다 자산유동화팀 자체가 교체되는 작금의 상황하에서는 이 같은 기능 활성화

를 기대하기 힘들다.

후순위채권을 자산보유자가 인수하지 않고 매각할 경우 발생할 수 있는 문제점은, 과연 자산보유자가 모든 위험을 매도한 경우에도 도덕적 해이 없이 자산관리업무를 수행할 수 있을 것인가 하는 점이다. 또한 신용카드사의 대출기준 완화와 같이 기초자산의 신용도를 떨어뜨리는 결과가 나타날 수 있다. 이 같은 문제의 해결방법으로는 반복게임(repeated game)을 가능하게 하는 메카니즘을 설계하는 것이다. 마스터 신탁이나 ABCP 도관체와 같이 여러 번 유동화증권 발행을 가능하게 하여 스스로 명성(reputation)을 쌓을 유인을 제공하는 것이다. 이를 위해서는 한번 신뢰를 상실하면 시장에서 퇴출될 수 있는 제도운영이 전제되어야 한다.

2. 시장참가자들의 역할 재정립과 전문화

자산유동화증권시장에는 다양한 시장참가자가 존재하여 각각의 기능을 수행하고 있기 때문에 이 같은 시장참가자들이 제 기능을 원활히 수행하느냐의 여부가 자산유동화증권시장 발전에 핵심적 요인이 된다.

가. 자산보유자 개념의 확대

자산유동화의 본질적 특성이 자산보유자의 신용도와 관계없이 유동화 자산과 유동화구조의 설계를 통해 자금을 조달하는 것이므로 자산보유자 개념의 확대는 자산유동화의 취지에 합당하다고 판단된다. 다만 자산유동화증권시장의 신뢰성을 유지하기 위해서는 자산보유자개념의 지나친 확

대도 바람직하지 않다. 따라서 자산보유자의 개념은 시장의 성숙도와 관련 인프라의 구축정도를 고려하여 점진적으로 확대해 나가는 것이 합리적이다.

특히 현행법상 지방자치단체와 프로젝트 수행을 위해 설립된 특수목적회사 등은 자산보유자개념에 포함되어 있지 않은 바, 이들을 자산보유자로 새로이 지정할 필요가 있다. 미국의 경우 지방자치단체가 기반시설 등의 설치를 위해 자금을 조달할 경우 특정한 세수(tax)를 유동화자산으로 하여 유동화증권을 발행하는 경우가 많다.⁴⁹⁾ 현재 우리나라 지방자치단체는 지방채를 발행할 수 있으나 사업의 성격에 따라 유동화증권의 발행이 효율적인 경우가 많다. 따라서 지방자치단체가 「자산유동화에 관한 법률」상 자산보유자로 지정되면 자금조달에 큰 도움을 받을 수 있을 것이고 시장관점에서는 새로운 섹터의 자산유동화시장이 생성될 수 있을 것이다.

또한 투자비적격등급의 비상장·비등록기업의 경우에도 자산유동화를 통한 자금조달에 제한을 받는 바, 실질적으로는 브릿지론이나 신탁양도 방식 등 편법을 통해 자산유동화를 시행하고 있다. 이들에게 자산보유자의 자격을 부여함으로써 자산유동화법의 직접적인 적용을 받아 합법적 제도하에서 보다 확실한 양도로서 인정받을 수 있게 하는 것이 바람직하다고 판단된다.

다만 투자비적격기업이 자산유동화를 활용할 경우에는 우량한 자산을 양도하여 채권자의 이익을 저해할 가능성이 있으므로 기존 채권자에 대한 보호장치의 마련이 선행되어야 한다. 이 같은 채권자 보호기능은, 자산보유자인 기업이 발행한 회사채의 수탁회사가 수행하는 것이 합리

49) 진정한 매각이 곤란한 자산에 대해서는, 유동화방식 대신에, 지방자치단체가 발행주체가 되지만 특정한 세수를 상환재원으로 사전에 지정해 놓는 특정수익담보부채권(revenue bond)을 발행하여 자금을 조달하는 경우가 많다.

적이다. 예를 들어 채권발행계약서에 자산유동화를 포함하여 자산양도와 관련된 제약사항을 명확히 규정하여 채권자자의 이익에 반하는 무분별한 자산양도를 방지하여야 할 것이다.

나. 자산관리자 업무의 효율화

자산관리자는 유동화자산으로부터 창출되는 현금흐름에 근거하여 자산유동화증권을 상환하는 과정에서 핵심적 기능을 수행하고 있다. 현재까지는 자산관리자가 재무적 곤경에 처하여 자산관리를 지속할 수 없는 경우가 일부 발생한 경우는 있으나 이러한 상황이 자산유동화증권 상환을 저해하는 단계에까지 이른 사례는 없었다. 그러나 외국의 경험과 사례를 고려할 때, 자산관리업무가 자산유동화증권의 상환에 핵심적 요인으로 작용하는 만큼 자산관리업무가 효율적으로 지속될 수 있는 다양한 보강장치의 마련이 필요한 상황이다. 자산관리자의 신뢰성 제고는 유동화구조의 신뢰성 제고와 직결된다.

자산관리업무의 효율성을 도모하여 자산보유자에게 문제가 발생하여도 자산자체의 신용도로 증권의 상환이 가능한 구조를 만들기 위해서는 자산관리와 관련한 다양한 인프라의 개선이 요구된다. 우선 지급결제방식에 측면에서는 유동화자산으로부터의 회수금액이 유동화전문회사로 직접 수납될 수 있는 시스템구축이 필요하다. 만약에 이러한 계좌변경의 비용이 과다하고 시간이 많이 소요된다면 회수계좌를 변경하지 않아도 분리관리가 이루어질 수 있는 제도적인 보완이 필요하다. 유동화회사의 소유가 확인되는 현금에 대해서는, 회수계좌를 변경하지 않는 경우에도, 사후적으로 전산자료 등을 통해 유동화자산의 회수대금 입을 입증하면 자산관리자의 채권자의 권리행사 대상에서 제외될 수 있도록 자산유동화법상 특례조항이 필요하다.

현행 자산관리자의 자격에 대한 규정에는 대체자산관리자에 대한 구체적인 규정이 없는 바, 자산관리자는 자산유동화증권의 상환에 결정적 역할을 하기 때문에 유사시 대체자산관리자에 대한 규정을 명문화할 필요가 있다.

다. 수탁관리기관의 명문화

수탁관리기관의 주요한 기능은 투자자를 대신하여 자산관리업무 전반을 감시하는 것이다. 특히 최근 들어 혁신적 유동화구조의 도입 등 선진화된 수탁관리업무에 대한 수요가 증대하고 있으나 「자산유동화에 관한 법률」에는 이에 관한 규정이 없다. 따라서 자산유동화에 대한 수탁관리기관이 되기 위한 자본금요건, 전문인력요건 등을 「자산유동화에 관한 법률」에 명시적으로 규정할 필요가 있다. 수탁관리기관이 법에 명시적으로 도입되면, 자산관리감독기능의 강화, 자산관리자 파산시의 대체관리 기능강화를 통해 자산유동화의 안정성을 증대시킬 것이다. 이는 곧 자산유동화시장의 수요기반 확대로 연결될 것으로 기대된다.

라. 주간사 증권사와 신용평가사의 기능강화

향후 자산유동화증권시장의 원활한 발전을 위해서는 주간사 증권사의 새로운 유동화구조의 도입이 절실히 필요하다고 볼 수 있다. 이를 위해서는 현행 증권사 신상품 보호제도를 활성화하여 자산유동화 신상품에 대한 배타적 독점권을 확대할 필요가 있다. 또한 주간사 수수료와 같은 가격경쟁을 지양하고 서비스 강화 등의 질적인 경쟁이 강화될 필요가 있다. 자산유동화와 관련된 증권사 주간사 업무의 선진화를 위해서는, 차별화된 새로운 유동화구조의 개발을 통해 높은 주간사 수수료를 획득할 수 있어야 한다. 획득된 높은 수수료는 다시 유동화신상품개발에

투자되는 선순환 구조의 구축이 필요하다.

신용평가사 입장에서는 자산유동화증권의 신용평가와 관련한 엄밀한 절차와 기준을 설정하고 이에 대한 정보를 시장에 알리려는 노력이 필요하다. 설문분석 결과를 보더라도 업계나 투자자들이 자산유동화와 관련된 정보를 주로 신용평가사 보고서를 통해 획득하고 있음을 알 수 있다. 이 같은 점을 고려할 때, 신용평가사의 정보공유와 교육기능의 강화는 자산유동화증권시장의 발전과 직결된다고 생각된다. 다음으로 자산에 대한 분석기능을 강화할 필요가 있다. 자산에 대한 분석은 유동화증권의 구조와 신용보강 수준에 매우 중요한 영향을 미치고 있다. 그러나 국내의 경우 자산에 대한 기초자료 구축이 미흡한 상황이다. 따라서 기존에 발행한 자산에 대한 성과를 분석하여 상환가능성을 정기적으로 검토하고 있는 신용평가기관이 자산에 대한 성과를 시장에 적극적으로 알림으로써 투자자의 투자 의사결정에 도움을 주고 유동화구조의 효율성을 제고시키는 기능을 강화할 필요가 있다.

3. 자산유동화 구조설계의 혁신을 위한 제도개선

가. 합성CDO 활성화를 위한 제도개선 방안

합성CDO는 유동화자산에 대한 소유권과 신용위험을 분리하는 형태의 CDO이다. 국내 시장에 합성CDO를 도입하기 위해서는 다음과 같은 몇 가지 제도개선이 필요하다. 첫째, 「자산유동화에 관한 법률」상 진정한 매매의 조건을 만족하느냐에 대한 논란이 예상된다. 현행 규정상 진정한 매매를 위해서는 매매 또는 교환에 의한 방법만이 인정되고 있는 바, 신용디폴트스왑과 같은 신용파생상품을 통한 신용위험 이전방식

도 허용될 필요가 있다. 자산유동화의 핵심은 자산을 자산보유자의 신용 위험으로부터 단절시키는 것이다. 현행법상 인정되고 있는 매매 또는 교환은 신용위험을 단절시키는 하나의 방법에 불과하다. 신용디폴트스왑도 신용위험을 이전하는 하나의 방법이 될 수 있는 바, 거래상대방 위험에 대한 적절한 통제를 전제로, 「자산유동화에 관한 법률」에서 수용할 필요가 있다.

둘째, 신용디폴트스왑에서의 신용사건(credit event)의 개념과 신용평가사에서 사용하는 채무불이행(default)의 개념이 불일치 되는 문제가 발생한다. 왜냐하면 신용평가사에서 사용하는 채무불이행개념과 ISDA에서 인정하는 신용사건간에 차이가 존재하기 때문이다. 이 문제는 우리나라에만 국한된 문제는 아니다. 미국에서는 시장의 혼란을 막기 위해 Moody's나 S&P등에서 양자간의 차이에 대한 입장을 표명하고 있다. 우리나라의 경우에도 합성CDO가 허용될 경우 신용평가사의 신용사건과 채무불이행의 관계에 대한 명확한 의견표명이 선행되어야 할 것이다.

셋째, 증권거래법상 신용파생상품이 허용되어 있지 않아 증권회사의 적극적 활용에 제약이 존재한다. 특히 외국의 경우 투자은행이 중개은행으로서 스왑거래상대방이 되는 경우가 많다. 자산유동화업무 뿐만 아니라 장외파생상품업무를 활성화를 위해서도 증권회사에게 조속히 신용파생상품업무를 허용될 필요가 있다.

나. 마스터신탁 활성화를 위한 제도개선 방안

첫째, 마스터신탁구조에서는 하나의 신탁에 근거하여 복수의 유동화증권이 발행되기 때문에, 하나의 유동화전문회사에 대하여 한번의 유동화계획만을 허용하고 있는 「자산유동화에 관한 법률」 제3조2항이 걸림돌이 될 수 있다. 신탁의 경우에는 이 규정의 적용이 배제되므로 문제가 없다. 유동화

전문회사에 대해서는 유동화계획을 어떻게 해석하느냐에 따라 입장이 달라질 수 있다. 하나의 유동화전문회사에 대하여 하나의 유동화계획만을 허용하는 이유가 유동화자산의 혼재위험을 최소화하여 투자자를 보호하기 위함이라면 오히려 마스터신탁구조는 단일의 유동화계획으로 해석될 수 있다. 왜냐하면 각각의 시리즈증권은 별개의 유동화자산에 근거하는 것이 아니라 전체 유동화자산, 즉 동일한 유동화자산에 대한 지분을 표창하고 있기 때문이다. 달리 표현하면 신규로 추가된 수익권은 신규로 추가된 신탁자산에 대해서만 권리를 보유하는 것이 아니라 기존에 설정된 신탁자산과 신규자산을 합한 신탁자산 전체에 대하여 권리를 보유한다는 것이다. 이 같은 논리 하에서는 현행법 하에서도 마스터신탁구조가 활용가능 하다고 판단된다.

둘째, 마스터신탁구조에서는 신탁자산이 추가로 첨가되고 이를 전제로 신규수익권이 발행되기 때문에 추가되는 신탁자산의 질(quality)이 문제가 된다. 그러나 이 문제는 마스터계약에 자산적격기준 등을 규정함으로써 해결할 수 있다. 즉 추가되는 자산은 최소한 기존의 자산과 동일해야 한다는 적격기준을 마련한다. 또한 일정 기간내(예: 1년)에 일정수준(예: 10%)이상의 자산을 추가할 경우에는 원천적으로 신용평가사의 동의를 얻거나 최소한 기존 유동화증권 등급에 영향이 없다는 확인을 받도록 하는 계약조항이 필요하다.

다. 유동화를 전제로 한 MBS 상품설계의 활성화

현재 우리나라 자산유동화시장에서는 이미 특정한 형태로 존재하는 기초자산을 전제로 이에 맞추어 유동화가 진행되었다. 유동화시장의 질적인 발전을 위해서는 유동화상품을 전제로 기초자산 상품이 설계될 필요가 있다. 대표적인 예가 MBS이다. 미국의 MBS시장에서는 주택저당채권 자체가 유동화를 전제로 표준화되어 차입자에게 제공된다. 따라서

대출 즉시 컴퓨터를 통해 표준화된 주택저당채권이 MBS과정에 편입되는 것이다. 이 같은 현상은 신용카드채권, 자동차할부채권 등 표준화가 상대적으로 용이한 다양한 자산으로 확대되고 있다. 이를 위해서는 금융회사를 비롯한 자산보유자들이 유동화를 전제로 한 기초자산 설계의 필요성을 인식하고 관련 시스템을 갖추어야 한다.

4. 자산유동화 공시관련 딜레마의 해결 방안

우리나라의 경우 자산유동화증권 발행과 관련하여 지극히 상세한 공시가 요구되고 있다. 구체적인 유동화구조가 모두 포함된다. 사실 과도한 공시는 그 동안 우리나라 자산유동화시장의 양적인 발전을 가능하게 한 일등공신이였다. 왜냐하면 새로이 개발된 유동화상품을 아무런 비용 없이 모방 할 수 있었기 때문이였다. 다분히 후발주자이익(second-mover advantage)이 존재하는 시장이였다. 그러나 신상품개발을 전제로 질적인 성장을 모색하는 시점에서는 과도한 공시와 이로 인한 모방확대는 신상품개발 의욕을 저하시켜 유동화시장의 선진화를 저해한다. 유동화시장의 질적 성장을 위해서는 신상품개발에 자금과 시간을 투자할 수 있는 여건을 조성해 주어야 한다. 즉 선발주자이익(first-mover advantage)이 존재하는 시장이 되어야 한다.

신상품개발이라는 측면에서만 본다면 공시내용을 어느 정도 축소하는 것이 합리적일 수도 있다. 그러나 유동화증권은 증권거래법상 유가증권이다. 따라서 투자자보호가 중요한 이슈가 된다. 투자자보호의 측면에서만 본다면 정보공시를 축소하는 것은 논란의 여지가 많다.

어떻게 하면 이 같은 딜레마를 해결할 수 있겠는가? 정보공시를 축소하지 않고 증권사의 유동화 신상품개발 의욕을 고취할 수 있겠는가?

다행스럽게도 방법이 있다. 현재 운용되고 있는 '증권사 신상품개발에 관한 협약'을 강화하는 것이다. 즉 정보를 공시하여 투자자를 보호하되 신상품개발자에게 일정기간 독점적 판매권을 부여하여 투자비용을 충분히 환수할 수 있게 유도하는 것이다.⁵⁰⁾ 이를 위해서는 현재 최대 6개월로 되어 있는 독점적 판매기간을 1년으로 확대할 필요가 있다. 보다 적극적으로는 단순한 협약의 차원이 아닌 법률적 차원에서 금융신상품 보호를 고려해볼 필요가 있다. 즉 자산유동화상품을 포함한 금융신상품개발에 대해서도 특허법상 보호가능성 검토가 필요한 시점이다. 신상품개발에 투자하면 충분히 보상받을 수 있고 이 같은 사실이 시장에서 입증될 때 비로소 상품혁신에 입각한 유동화시장의 질적인 성장이 가능해질 것이다.

5. 금융보증(financial guarantee)의 활성화와 단종보험(monoline insurance)제도의 도입

국내 자산유동화증권시장에서 대표적인 외부신용보장은 은행의 신용공여(credit line)의 형태로 이루어져 왔다. 1999년과 2000년에 걸친 초기 자산유동화시장에서 부실채권의 유동화나 발행시장CBO 등에서 은행의 신용공여는 중요한 역할을 수행하였다. 또한 각종 개인 대출자산의 유동화에서 자료의 부족으로 인한 불확실성을 해결해 주는 역할을 수행함으로써 자산유동화증권시장의 확대에도 크게 기여하였다. 그러나 그 이후 은행에 의한 신용공여 제공이 급격하게 줄어들게 되었는데, 부실채권과 같이 신용공여가 많이 필요한 자산을 대상으로 하는 유동화가 많이 줄어들어 기인한다. 또한 신용공여가 은행의 BIS비율의 산정에 포함됨

50) 이론적인 차원에서도, 특허 등을 통한 상품보호는 상품개발투자자 상품혁신을 유도할 수 있는 합리적 메카니즘으로 인식되고 있다.

으로써 은행이 신용공여 제공을 최대한 억제하고 있다는 이유도 있다.

은행의 신용공여 축소는 가능한 한 신용공여를 축소할 수 있는 방향으로의 유동화구조 개발을 촉진하였다는 긍정적 측면이 있다. 반면, 필연적으로 전문적인 금융보증을 필요로 하고 또 금융보증을 통한 유동화구조가 보다 효율적인 시장의 확대를 저해하는 요인으로도 작용하였다. 그런데 우리나라 자산유동화시장에서의 신용공여는 선진국의 금융보증과 비교할 때 문제점을 갖고 있다. 현실적으로 국내 자산유동화시장에서의 금융보증은 유동화증권의 원리금 전체에 대한 보증이 아니라 유동화전문유한회사에 일정한 금액을 대출해 주기로 하는 한도대출약정의 형태이다. 진정한 의미의 금융보증과는 차이가 있는 것이다. 예를 들어, 보증이 아닌 대출의 경우에는, 우발채무발생시 채권자의 지위가 상대적으로 약하고 대출계약이행을 하지 않을 경우 은행은 민사상의 책임을 질 뿐이다. 또한 자산유동화증권을 비롯한 금융상품의 경우에는 그 구조의 분석이나 가치평가에 고도의 전문성이 필요함에도 불구하고 전문적인 금융보증기관이 존재하지 않는다는 문제점도 있다.

자산유동화시장의 발전을 위해서는 금융보증의 기능을 강화할 필요가 있다. 금융보증은 특히 불확실성이 높은 유동화자산의 경우 기존의 유동화구조를 다양하게 혹은 효율적으로 만들뿐만 아니라 시장을 확대할 수 있다는데 그 필요성이 있다. 금융보증으로 인하여 투자대상의 신용도가 향상되고, 복잡한 유동화구조에 의한 위험을 보증기관의 위험으로 단순화시킴으로써 투자자들의 접근가능성을 더 높이게 된다. 이것은 유동화증권에 대한 투자자의 범위를 넓히는 역할을 할 뿐 아니라 기존 투자자의 투자규모를 늘일 수 있는 근거를 제공하게 될 것이다.

자산보유자의 관점에서도 유동화자산의 범위확장, 발행비용의 축소, 유동화구조나 증권의 다양화 등을 통해 시장의 확대와 효율성의 증대에 기여할 수 있다. 내부신용보강이 어려운 자산의 경우 금융보증을 통해

신용보장을 함으로써 유동화자산의 범위를 넓힐 수 있고, 신용위험이나 유동성위험의 일부를 보증기관이 인수하고 그로 인해 절감할 수 있는 발행비용의 일부만을 보증료로 함으로써 자산보유자의 발행비용 축소를 통해 유동화구조의 효율성을 증대시킬 수 있다.

미국에서는 비록 금융보증만을 전업으로 하는 단종보험회사(monoline insurance)가 1980년대 이후 그 역할을 하고 있다. 일본에서도 손해보험사들이 1990년 중반 이후부터 자산유동화증권에 금융보증을 제공하고 있다. 미국의 단종보험회사는 금융보증만을 전업으로 하는데 이는 미국의 금융시장이 고도로 발전하는 과정에서 금융보증을 제공하기 위해 금융시장의 구조, 전략, 규제 등에 대한 깊은 이해와 전문성이 요구되기 때문이다. 1970년대에 주로 설립되어 1980년대 중반 이후의 은행에 대한 BIS규제로 은행들의 보증여력이 크게 줄어들었다는 것이다. 일본의 경우도 유사한데, 1990년대 중반 이후 일본 은행들의 신용등급이 하락하면서 높은 신용의 보증을 제공할 수 있는 은행의 수가 줄어들었고, 은행들이 자기자본비율을 높이는 것에 치중하면서 보증업무에 매우 소극적인 입장을 취하게 되었다. 이러한 상황에서 높은 신용도를 가진 손해 보험사들의 신용보장이 중요한 역할을 하게 되었다.

우리나라 자산유동화시장에서 금융보증의 필요성은 점점 증대하고 있다. 자산유동화시장의 확대, 장외파생상품의 도입, 장외파생상품과 자산유동화의 결합 등은 금융보증의 폭넓은 역할을 요구하게 될 것이다. 앞서서도 언급했듯이 국내 자산유동화시장에서 기존의 금융보증은 진정한 의미의 금융보증이라기 보다 단순한 형태의 신용공여에 불과하다. 선진국 자산유동화시장에서의 금융보증과 국내시장의 신용공여는 보증의 견고성이나 전문성 정도에서 큰 차이가 난다.

자산유동화시장의 질적 발전을 위해서는 현재의 단순한 신용공여를

전문적인 금융보증차원으로 발전시킬 필요가 있다. 미국 등의 예를 보면 자산유동화시장에서 보증기관이 신용위험을 인수함으로써 발행자와 투자자의 요구를 동시에 만족시키는 효율성을 갖고 또한 일정수준 이상의 지속적인 보증능력을 갖기 위해서는 다양한 능력이 전제되어야 한다. 먼저 보증으로 인한 손실최소화를 실현할 수 있는 신용분석능력과 유동화 자산에 대한 감시능력이 요구된다. 또한 자본시장과 금융상품에 대한 고도의 전문성과 신용위험에 대한 적절한 가격결정기능을 갖추어야 한다. 결론적으로 국내 자산유동화 시장에는 단순히 신용공여기능을 수행하는 기관이 아니라 전문성과 시장기능을 갖춘 금융보증기관의 도입이 필요한 것이다.

현재 우리나라의 제도하에서 금융보증을 제공할 수 있는 기관은 보증보험사로 제한되어 있다. 이는 금융보증이 보증보험의 일부로 간주되고 있고 우리나라는 보증보험 전업체제이기 때문이다.⁵¹⁾ 그러나 자산유동화증권에 대한 금융보증이 자본시장에 대한 고도의 전문적 지식을 요구하고 있고 보증기관의 높은 신용도가 필수적이라는 측면에서 볼 때, 금융보증업무를 보증보험사만의 업무영역으로 제한하는 것은 합리적이지 못하다고 생각된다. 또한 자본시장의 발전에 따라 자산유동화 뿐만 아니라 파생금융상품, 프로젝트금융 등 다양한 분야에서 금융보증의 필요성이 증대되고 있다. 이와 같이 자본시장에서 금융보증의 중요성이 급증하고 있다는 현실을 고려할 때, 미국과 같은 전문적 단종보험회사를 도입하거나 기존의 손해보험사에 금융보증업무를 허용함으로써 금융보

51) 우리나라의 보증보험은 1915년 일본 보험회사가 신용보험을 판매한 것이 효시이며 전 손해보험회사가 보증보험상품을 취급할 수 있는 다원화체계를 유지하였다. 그러나 1969년 보증보험전업사인 대한보증보험사가 설립됨에 따라 전업사와 비전업사체제로 바뀌었고 대한보증보험사의 위기를 계기로 정부는 보증보험사업의 일원화를 실시, 1970년 5월 이후 현재까지 전업체제를 유지하고 있다. 이희춘·신동호·이기형·이준섭, 1997, 『보증보험의 발전방안 연구』, 보험 발원 연구보고서.

증 수행주체를 다원화하는 것이 금융보증산업의 경쟁력제고에 도움이 될 것이다. 더 나아가 금융보증산업의 발전은 자산유동화시장의 발전에도 중요한 인프라로서의 기능을 수행할 것이다.

6. 회사정리법·파산법·기업구조조정촉진법의 재정비

자산유동화시장 특히 미래채권 유동화시장의 활성화를 위해서는 「회사정리법」과 「파산법」을 재정비할 필요가 있다. 미래채권의 유동화에서 채권의 양도가 단순한 채권양도행위 뿐만 아니라 미래채권을 지속적으로 발생시킬 의무까지 포함한다고 해석되면 자산유동화를 위한 미래채권의 양도는 미이행쌍무계약으로 해석될 가능성이 있다. 「회사정리법」 제103조와 「파산법」 제50조에 의하면 「회사정리법」상 관리인 또는 「파산법」상 파산관재인은 미이행쌍무계약의 해제 또는 이행을 선택할 수 있는 권한을 부여받고 있다. 만일 미래채권의 양도가 미이행쌍무계약으로 해석된다면 「회사정리법」상 관리인이나 「파산법」상 파산관재인은 계약의 이행여부를 임의로 선택할 수 있게 된다. 관리인이나 파산관재인에 의한 임의선택권 행사는 SPC의 채권행사에 예측불가능성을 증대시켜 결국 미래채권 유동화를 위축시키는 결과를 가져올 것이다.⁵²⁾ 따라서 「회사정리법」상 자산유동화를 위한 미래채권 양도에 대해서는 관리인이나 파산관재인의 임의결정권을 배제할 필요가 있다.

이제 자산유동화와 관련 구조조정촉진법상의 문제점과 개선방안을 살펴보자. 구조조정촉진법상 부실징후기업으로 판정된 기업에 대해 신용

52) 이 같은 문제점은 자산유동화 외에도 장외파생상품이나 환매조건부채권매매(repo)에도 발생한다. 미국의 회사정리법인 chapter11에서는 시장의 안정성을 보호하기 위해, 특정한 조건하에서 repo, 선도계약, 스왑계약 등에 대해 채권행사금지조항(automatic stay)의 적용을 면제하고 있다.

공여를 한 채권금융기관은 채권행사에 제약을 받게 된다. 유동화자산의 양도 또는 신탁행위가 구조조정촉진법상 신용공여로 해석된다면 SPC가 보유하는 채권에 제약이 가해질 가능성이 있다. 구조조정촉진법에서는 대출채권, 지급보증, 유가증권 등을 포함하여 기업에 대하여 상환을 청구할 수 있는 모든 채권을 포괄적으로 신용공여라고 지칭하고 있다. 따라서 특히 미래채권유동화의 경우, 구조조정촉진법상의 신용공여에 해당되지 않기 위해서는 진정한 매매요건의 완벽한 구비가 필요하다. 시장의 혼란을 피하기 위해서는, 자산유동화에 대해서 신용공여규정의 적용을 배제한다는 명문화된 배제규정 첨가도 고려해 볼 만 하다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 금융감독원, 2002, 『기업공시제도 해설』.
- 김민정, 2001, “장래매출채권 유동화와 관련한 법률 이슈”, 한국신용평가 Special Report 2, 11. 26.
- 김승훈, 2001, “Market Value CBO의 신용평가”, NICE CREDIT.
- 김용호, 2001, “원활한 주택저당채권 유동화를 위한 법적 개선방안”, KoMoCo 법률세미나자료.
- 김필규, 2002, “자산유동화의 효율적인 전개방향”, 경희대학교 국제법무 연구 제6호.
- 김필규, 2001, “국내 자산유동화증권의 발행수익률에 관한 연구”, 증권 학회 2001 정기학술대회 발표자료.
- 김형태, 2001, 『구조설계채권(structured note) 활성화를 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원 이슈페이퍼 01-07.
- 김형태, 1999, 『투자은행의 증권설계와 금융상품 혁신』, 한국증권연구원 연구보고서 99-04.
- 김형태·박용서, 1999, 『고수익채권에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 99-03.
- 김형태·이준희, 2000, 『신용파생상품에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 2000-02.
- 김형태·이현진, 2001, 『환매조건부채권매매(repo)의 활성화 방안』, 한국증권연구원 연구보고서 2001-03.
- 김형태·이현진, 2001, 『구조조정시장: 자본시장의 프론티어』, 한국증

222 자산유동화증권(ABS)시장 발전방안 연구

권연구원 연구보고서 01-01.

방근석·최두열, 2000, 『자산유동화』, 한국경제연구원.

오창석·홍정훈, 1997, 『한국의 금융증권화 현상과 대응방안』, 한국증권연구원 연구보고서 97-03.

우영호·고광수·김형태·오승현·이정길, 2002, 『회사채시장 개선방안』, 한국증권연구원 연구보고서 02-01.

이수철, 2000, “미래채권 유동화”, NICE CREDIT.

이희춘·신동호·이기형·이준섭, 1997, 『보증보험의 발전방안 연구』, 보험개발원.

자산유동화실무연구회, 1999, 『금융혁명 ABS: 자산유동화의 구조와 실무』, 한국경제신문사.

최운열·김형태, 1999, “정보민감도증대를 위한 증권설계: 증권화”, 『재무연구』.

Behling, D. J. and K. Eom, 2002, “U.S. Mortgage Markets and Institutions and Their Relevance for Korea,” Working Paper, KDI School.

Benveniste, L. M., 1987, “Securitization with Recourse: An Instrument that offers Uninsured Bank Depositors Sequential Claims,” *Journal of Banking and Finance* 11, 403-424.

Fabozzi, F. J., 2000, *Investing in Asset-Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates.

Fabozzi, F. J., 1998, *Handbook of Structured Financial Products*, Frank J.

Fabozzi Associates.

FitchIBCA, 1999, "Implication of Securitization for Finance Companies,"
November 15.

FitchIBCA, 1999, "Market Value CBO/CLO Rating Criteria," June 1.

Goodman, L. S., 2002, "Synthetic CDOs: An Introduction," *Journal of Derivatives*.

Lockwood, L., R. Rutherford and M. Herrera, 1996, "Wealth Effect of Securitization," *Journal of Banking & Finance* 20, 151-164.

Minton, B., T. Opler and S. Stanton, 1997, "Asset Securitization among industrial firms," Working Paper, Ohio State University.

Moody's, 2002, "Securitization and its Effects on the Credit Strength of Companies: Moody's Perspective 1987-2002," March.

Moody's, 1998, "Moody's Approach to Rating Market-Value CDOs," April 3.

Reynolds, B. F., 2002, "The Asset-Backed Commercial Paper Market Evolves," TreasuryPoint, June 21.

Tavakoli, J. M., 2001, *Credit Derivatives & Synthetic Structures*, John Wiley & Sons, Inc.

The Economist, 2002, "Fall-out from financial scandal threatens a crucial debt market," Sep 19.

S&P, 1999, "Evaluating Credit Risk for ABCP Transaction".

S&P, 1999, "Structural Considerations for ABCP Transactions".

S&P, 1999, "The Rating Process for ABCP Transaction".

224 자산유동화증권(ABS)시장 발전방안 연구

국세청, <http://www.nts.go.kr/>

금융감독원, <http://www.fss.or.kr/>

중소기업청, <http://www.smba.go.kr/>

한국기업평가, <http://www.rating.co.kr/>

한국신용정보, <http://www.nice.co.kr/>

한국신용평가, <http://www.kisrating.com/>

부 록: 자산유동화증권에 대한 설문지

자산유동화증권에 대한 설문지

안녕하십니까?

본 연구원에서는 『자산유동화증권(ABS)시장 발전방안 연구』에 관한 연구를 추진하고 있습니다.

본 설문조사는 자산유동화증권 전문가를 대상으로 자산유동화증권 제도 및 시장에 대한 현황과 개선방안에 대한 의견을 수렴하여 향후 자산유동화증권 시장의 개선방안 도출 마련에 활용하는데 목적을 두고 있습니다.

본 조사의 내용은 조사목적으로만 활용될 것입니다. 해당 항목마다 객관적이고 정확하게 기재하시어 실효성 있는 자료가 될 수 있도록 협조하여 주시기 바랍니다. 여러 전문가들의 성실한 답변이 자산유동화증권 시장 활성화에 기여할 것으로 기대합니다.

감사합니다.

2002. 7

한국증권연구원 김형태

※ 다음 질문에 대하여 귀하께서 평소 생각하시던 바를 답하여 주시기 바랍니다.

* 다음은 자산유동화증권 시장 현황에 대한 질문입니다.

1. 전반적인 자산유동화증권 시장을 평가할 때 어떻다고 생각하십니까?
.....()

- ① 매우 성공적이다. ② 성공적이다. ③ 그저 그렇다. ④ 실패다.

2. 자산보유자의 자산유동화증권 발행목적중 가장 큰 목적은 무엇이라고 생각하십니까?()

- ① 안정적인 조달수단의 마련 ② 조달비용의 절감
- ③ 유동화를 통한 구조조정 ④ 유동성 문제의 해결
- ⑤ 자산의 축소 ⑥ 기타 ()

3. 귀하께서는 자산유동화증권이 투자자에게 제공하는 가장 큰 효익이 무엇이라고 생각하십니까?()

- ① 높은 수익성 ② 상대적으로 낮은 위험 ③ 다양한 만기
- ④ 투자자 보호 ⑤ 기타 ()

4. 자산유동화증권은 다른 조달수단에 비해 경쟁력이 있다고 보십니까?
.....()

- ① 매우 경쟁력이 있다. ② 경쟁력이 있다.
- ③ 그저 그렇다. ④ 경쟁력이 없다.
- ⑤ 매우 경쟁력이 없다.

5. 자산유동화증권이 기존의 다른 조달수단에 비해 어떤 부문이 가장 경쟁력이 있다고 보십니까?()

- ① 발행수익률 ② 다양한 만기 ③ 유연한 구조
- ④ 높은 신용등급 ⑤ 다양한 신용보강

6. 자산유동화증권 제도의 도입이 국내 금융시장에 대한 기여도는 어떻다고 생각하십니까?()

- ① 매우 기여도가 높다. ② 기여도가 높은 편이다.
- ③ 보통이다. ④ 기여도가 적다
- ⑤ 기여도가 매우 적다

7. 자산유동화증권을 통한 조달코스트는 현재의 다른 조달수단과 비교해볼 때 어떻다고 생각하십니까?()

- ① 비용이 매우 낮다. ② 낮은 편이다. ③ 보통이다.
- ④ 높은 편이다. ⑤ 매우 높다.

8. 2002년중 국내 자산유동화증권의 발행은 2001년에 비해 어떤 것이라고 생각하십니까?()

- ① 매우 큰 폭으로 증가할 것이다.
- ② 다소 증가할 것이다.
- ③ 2001년과 비슷한 수준을 유지할 것이다.
- ④ 다소 감소할 것이다.
- ⑤ 매우 큰 폭으로 감소할 것이다.

9. 향후 3년후 자산유동화증권 시장은 2001년과 비교해볼 때 어떤 수준이 될 것으로 예상하십니까?()

- ① 매우 큰 폭으로 증가할 것이다.

- ③ 일부 자산보유자 자격을 확대할 필요가 있다
- ④ 자산보유자 자격을 대폭 확대할 필요가 있다.
- ⑤ 자산보유자 자격제한을 철폐해야 한다.

4. 현재의 금융감독원의 dart system에서는 국내 자산유동화에 관한 다양한 자료를 공시하고 있습니다. 귀하께서는 dart system 공시자료의 범위와 내용이 적절하다고 생각하십니까?()

- ① 지나치게 과도한 정보를 제공하고 있다.
- ② 일부를 축소할 필요가 있다.
- ③ 적절하다
- ④ 더욱 자세한 정보가 필요하다

5. 국내 자산유동화의 공시자료에 대한 귀하의 유용성의 정도는 어떠하십니까? ()

- ① 매우 유용하다 ② 유용하다 ③ 유용하지 않다.

6. 자산유동화증권 발행에 있어 유동화계획의 등록, 양도등록 등과 같은 감독기관의 등록프로세스와 관련하여 평소 귀하의 생각을 표시해주십시오

매우 적절하다 적절하다 보통이다 부적절하다

자산유동화등록 절차 ① -----②-----③-----④ ()

자산유동화등록 소요기간 ① -----②-----③-----④ ()

자산유동화등록 관련 서류 ① -----②-----③-----④ ()

자산유동화 등록 비용 ① -----②-----③-----④ ()

7. 자산유동화 제도 중 가장 시급히 개선되어야 할 내용에 대한 귀하의 의견을 기술하여 주십시오

()

* 다음은 국내에서 발행되는 자산유동화증권의 구조에 대한 질문입니다.

1. 현재 국내에서 발행되는 자산유동화증권의 구조가 선진 금융시장에서 발행되는 자산유동화 구조와 비교해 볼 때 어느정도 수준이라고 생각하십니까?()

- ① 대부분의 선진 금융기법이 모두 활용되고 있다고 생각한다.
- ② 일부 선진 금융기법이 활용되고 있다.
- ③ 국제적인 구조에 비해 다소 미흡하다고 생각한다.
- ④ 국제적인 구조에 비해 매우 미흡하다고 생각한다.

2. 다음의 자산을 기초로 한 자산유동화증권중 선진 금융기법의 활용도가 가장 높다고 생각하시는 자산을 하나만 골라 주십시오

.....()

- ① 신용카드 ② 소비자 대출 ③ MBS ④ 부실채권
- ⑤ 매출채권 ⑥ CDO ⑦ 리스 ⑧ 미래 현금흐름

3. 국내 자산유동화증권의 전반적인 신용보강 수준에 대해 귀하의 생각은 어떠하십니까?()

- ① 신용보강 수준이 대단히 과도하다고 생각한다.
- ② 신용보강 수준이 다소 과도하다고 생각한다.
- ③ 신용보강 수준이 적정하다고 생각한다.
- ④ 신용보강 수준이 미흡하다고 생각한다.

4. 다음중 귀하께서 국내 자산유동화증권과 관련한 자료 및 유동화 구조 등에 관한 자료를 주로 입수하는 주요 경로는 어떤 것입니까?

.....()

- ① 신문기사
- ② 금융감독원 dart system
- ③ 신용평가기관의 공시자료
- ④ 자산보유자의 공시
- ⑤ 기타 ()

5. 다음중 귀하께서 자산유동화증권에 투자의사결정을 내리신다고 할때 각각의 요인에 대한 어느정도 중요성을 두고 투자하실지의 정도를 표시해 주십시오

매우 중요하다 중요하다 보통이다 중요하지 않다

대상유동화자산 ① -----②-----③-----④ ()

신용보강수준 ① -----②-----③-----④ ()

신용보강기관 ① -----②-----③-----④ ()

보증여부 ① -----②-----③-----④ ()

유동화증권의 만기 ① -----②-----③-----④ ()

유동화증권의 수익률 ① -----②-----③-----④ ()

자산보유자의 신용도 ① -----②-----③-----④ ()

유동화구조의 안전성 ① -----②-----③-----④ ()

- ⑤ 자산유동화증권에 대한 투자자의 인식 제고
- ⑥ 기 타 ()

3. 자산유동화증권의 투자 활성화를 위해 가장 필요한 사항은 무엇이라고 생각하십니까?()

- ① 투자자의 자산유동화에 대한 인식 제고
- ② 자산유동화증권에 대한 다양한 정보의 제공
- ③ 자산유동화증권 활성화 정책의 추진
- ④ 신용보강 수준 제고를 통한 자산유동화증권의 안정성 제고
- ⑤ 기 타 ()

4. 다음중 자산유동화 대상 자산중 향후 발행이 가장 활발할 것으로 예상되는 자산은 어떤 것이라고 생각하니까?()

- ① 신용카드 ② 소비자 대출 ③ MBS ④ 부실채권
- ⑤ 매출채권 ⑥ CDO ⑦ 리스 ⑧ 미래 현금흐름

5. 자산유동화증권 시장의 활성화를 위해 가장 시급히 개선되어야 할 제도개선은 무엇이라고 생각하십니까?()

- ① 자산유동화를 제약하는 각종 법률 및 제도의 정비
- ② 자산유동화 등록 및 발행 관련 규제의 완화
- ③ 공시시스템
- ④ 근저당권 이전 등에 관한 제도의 개선
- ⑤ 발행관련 제비용의 감소
- ⑥ 효율적인 자산유동화구조의 개발

