

7. 英國의 住宅金融市場 動向

—저당채권 유동화제도를 중심으로—

이 자료는 주택은행이 발간하는 「주택금융」 2월호에 게재된 연구자료를 전재한 것입니다. 〈편집자주〉

印惠媛(經濟研究院 行員)

'80년대 중반 이후 금융자유화가 진전되면서 영국의 주택금융시장은 주택금융기관의 다변화, 자금중개방식의 전환 및 건축조합의 상업은행 전환 등으로 이어지는 구조개편이 진행되었다. 이 과정에서 다른 국가에 비해 상대적으로 늦기는 하였지만, 저당채권 유동화제도가 도입됨으로써 주택금융이 일반금융시장으로 통합되는 현상이 가속화 되었다.

영국의 저당채권 유동화제도는 자본시장에서 자금을 조달하는 대출전업회사(centralized lender)·외국계은행·보험회사 등의 주택금융시장 참여, 증권화(securitisation)라는 새로운 금융기법을 배경으로 주택자금대출담보증권(MBS)을 발행함으로써 도입되었다. 특히 '87년에는 LIBOR가 소매예금금리보다 낮은 수준을 유지함에 따라 MBS시장은 별도의 정부지원 없이 순조롭게 규모를 확대할 수 있었다.

영국 MBS제도의 몇가지 특징을 살펴보면, 첫째, 주택자금대출이 변동금리로 운용됨에 따라 MBS는 거의 변동금리채권(FRN) 형태로 발행된다. 둘째, 대출채권을 매입하는 독립된 중개기관이 없으며, 대출기관은 특별기관(SPV)인 MBS발행회사를 설립하여 이를 통해 MBS를 발행한다. 셋째, MBS 신용에 대한 정부 차원의 지원이 없기 때문에 신용평가 및 신용보완이 매우 중요하며, 신용보완은 집합보험(pool insurance), 다계층증권을 이용한 초과담보(over-collateralisation)가 이용된다. 넷째, MBS의 만기가 짧다. 주택자금대출의 높은 중도상환율로 MBS 발행회사는 환매청구(call option)를 행사함으로써 MBS가 중도상환되기 때문이다. MBS의 평균만기는 약 7년

이다.

한편 '90년대 들어 주택시장의 침체가 계속되자 MBS를 통해 자금을 조달했던 금융기관이 주택금융 취급을 중단하면서 MBS 발행규모는 급감하였다. 아울러 주택금융시장에서 벗어나기 위해 일부 금융기관이 취급한 주택자금대출을 다른 금융기관에 매각하면서 저당채권 유동화시장은 증권화시장에서 직접매각시장으로 전환되었다. 주요 매각기관은 외국계은행, 보험회사 등이며, 최근 주택금융시장이 회복세를 보이면서 건축조합은 대출 자산규모를 확대하기 위해 적극적으로 대출채권을 매입하고 있다.

이와 같은 영국 주택금융시장의 경험은 저당채권 유동화제도의 도입을 눈앞에 두고 있는 우리나라에게 많은 시준점을 주고 있다. 특히 경쟁심화, 주택은행의 민영화 추진 등 우리나라 주택금융시장의 환경변화는 영국의 '80년대 중반이후 상황과 상당히 유사하다는 점에서 주목할만하다.

영국 MBS제도는 MBS 발행비용과 과다, 한정된 시장참여자 등의 한계로 성공적이라고 평가할 수 없지만 금융시장 전반을 고려하여 독특한 체제를 구축하였다는 점에서 그동안 주택금융제도의 차이를 무시한 채 미국의 MBS제도를 도입방안으로 고려하였던 인식을 전환할 수 있는 실증적인 사례가 될 수 있을 것이다.

결론적으로 우리나라의 저당채권 유동화제도의 도입과 관련하여 가장 중요한 것은 우리나라의 주택사정, 주택시장, 금융시장에 비추어 어떠한 형태가 가장 효율적이며 기대효과가 클 것인가를 결정하는 것이며, 영국의 경험을 고려하여 우리나라 상황에 가장 적합한 구체적인 시행방안이 마련될 경우 예상했던 것보다 저당채권 유동화제도의 활성화를 도모할 수 있을 것이다.

I. 머리말

'80년대 중반까지 부문별·기관별 업무영역이 철저하게 구분되어 온 영국 금융시장에서 건축조합(Building Society)은 주택금융전문기관으로서 독점적으로 주택금융을 취급하였다. 특히 건축조합은 예금이자에 대한 저율분리과세, 법인세 감면 등 각종 우대조치를 받은 데다가 건축조합간의 금리카르텔이 형성되었기 때문에 조달비용이 낮은 소매자금을 통해 안정적으로 주택금융을 취급할 수 있었다. 그러나 '79년 대처수상의 보수당 집권 이후 건축조합에 대한 각종 우대조치가 완화·철폐되고, '80년대부터 본격적으로 금리자유화가 진전되면서 주택금융시장은 새로운 국면을 맞이하였다. 즉 재원이 다양한

상업은행(clearing bank)과 보험회사, 자본시장에서 자금을 조달하는 대출전업회사(centralized lender)¹⁾ 등의 참여로 주택금융의 자금중개방식은 새로운 체제로 전환되었으며, 특히 금융시장의 증권화 추세 속에 저당채권 유동화제도(secondary mortgage market)가 도입되었다. 영국의 저당채권 유동화시장은 다른 국가에 비해 상대적으로 늦은 시기에 형성되었고 주택금융시장 침체와 맞물려 순탄한 발전을 하였다고 할 수 없지만, 금융시장의 제반여건을 감안한 독특한 제도를 창출하였다는 점에서 의미가 크다고 하겠다. 최근에는 MBS시장에서 배제되었던 건축조합이 업무영역 다각화 및 규제탈피를 위해 상업은행으로의 전환이 활발하게 진행되고 있기 때문에 이들의 시장참여와 관련하여 영국의 저당채권 유동화제도의 진로는 많은 주목을 받고 있다.

한편 저당채권 유동화제도의 도입을 눈앞에 두고 있는 우리나라는 여러가지 측면에서 영국의 유동화 추이를 관심있게 살펴볼 필요가 있다. 무엇보다도 우리나라 주택금융시장의 환경변화는 영국의 경우와 유사한 점이 적지 않기 때문이다. 즉, 산업화과정에서 상대적으로 소홀하기 쉬운 주택자금을 집중지원하기 위해 설립된 주택은행의 민영화 추진이나, 최근 시중은행과 주택할부금융회사의 시장참여가 두드러지고 있는 점은 영국의 '80년대 중반 이후의 상황 및 대형건축조합의 상업은행 전환 등 주택금융구조개편과정과 비슷하다. 따라서 다음에서는 최근 영국의 주택금융시장 변화와 저당채권 유동화제도의 첫 과정인 MBS시장 그리고 이로부터 전환된 직접매각시장에 대해서 살펴보고 이로써 우리나라의 주택금융시장에 대한 원점을 도출해 보고자 한다.

II. 최근 주택금융시장의 변화

1. 주택금융시장의 침체

영국의 자가가구는 '80년대에 들어 지속적으로 증가하여 '81년의 986만가구에서 '95년에는 1,330만가구로 약 35% 증가하였다. 이러한 증가세는 '80년대 중반 이후 주택금융시

1) 소매예금은 전혀 취급하지 않고 주로 모회사나 은행으로부터 자금을 차입하거나 채권 등을 발행하여 자본시장에서 자금을 조달하여 대출을 취급하는 금융회사로 '80년대 중반 규제완화 조치에 따라 등장하였음. 우리나라의 주택할부금융회사, 일본의 주택금융전문회사와 유사함

장의 경쟁을 가속화하는 주요 요인이 되었다. 그러나 '95년의 자가가구는 전년에 비해 약 1% 감소하는 등 최근들어 자가가구가 상대적으로 감소하고 있다. 이는 무엇보다도 장기간의 경제불황 및 주택경기 침체로 자가수요가 감소한데다가, 담보부동산의 압류가 증가한데 기인한다.

이에 따라 '88년 40,137백만파운드에 이르렀던 영국의 신규 주택자금대출 규모는 '95년에 14,535백만파운드로 급격히 감소하였으며, 부실대출의 증가로 대출기관의 영업손실이 크게 증가하였다.

	자 가		공 공		민 간		전 체
		비 중	임대주택	비 중	임대주택	비 중	
1981	9,860	57.2	5,460	31.7	1,910	11.1	17,230
1984	10,990	61.3	5,030	28.0	1,920	10.7	17,940
1988	12,248	65.7	4,706	25.2	1,702	9.1	18,656
1991	13,050	67.6	4,436	23.0	1,824	9.4	19,310
1994	13,453	67.9	4,440	22.4	1,927	9.7	19,820
1995	13,326	67.6	4,445	22.6	1,936	9.8	19,707

자료 : Housing in England 1994/95, HMSO

한편 최근의 경기회복 국면에도 불구하고 여전히 주택가격 상승기대가 뒷받침되지 못하고 있고, 영국의 자가주택시장은 어느 정도 성숙되었다는 점에서 향후 주택금융시장의 급속한 규모확대는 기대하기 어려울 것으로 보인다. 현재 자가보유율이 68% 수준에 이르는데다가 공공주택 임차인의 주택구입권리(Right to Buy)에 의한 주택매매도 어느 정도 완결되었기 때문이다. 특히 '90년대 들어 정부의 주택보조금 소감등 자가촉진정책도 대폭 축소됨에 따라 주택구입 수요는 '80년대처럼 크게 증가하지 않을 것으로 예상된다.

또한, 공공예산의 감축과 노령인구의 증가로 노후를 대비한 저축이 증가하면서 주택보다는 보험·연금 등의 금융자산을 선호하는 추세는 그러한 전망을 뒷받침해 주고 있다.

〈표 2〉 개인부문의 자산구성비

(단위 : %)

구 분	1981	1991	1992	1993	1994
주 택	36	37	33	30	28
생명보험 및 연금	16	27	31	33	33
주식 및 투자신탁	8	8	9	11	10
National Savings	10	9	9	9	9
건축조합 예금	8	8	8	8	8
기 타	22	11	10	9	12

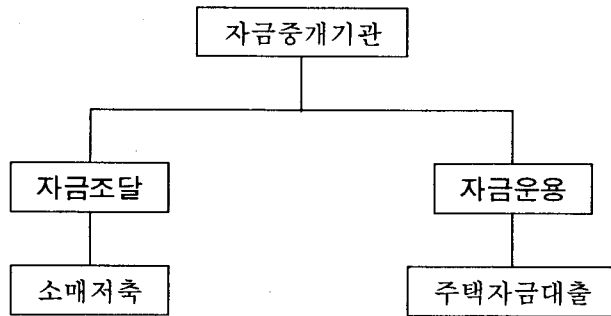
자료 : CSO Social Trends

2. 주택금융의 자금중개방식변화

건축조합이 주택금융을 독점적으로 취급하였던 '80년대 초반까지 주택금융의 자금중개 방식은 건축조합이 조달한 소매저축의 자금을 차주에게 주택자금대출로 제공하는 매우 단순한 형태였다. 금리카르텔에 의해 건축조합의 예금금리는 시장금리보다 낮은 수준이었으나, 제한된 경쟁속에서 저리대출의 기회를 유인책으로 하여 소매자금을 조달하였기 때문에 자금조달에 별다른 어려움이 없었다. 이러한 중개방식에서는 자금중개 기관인 건축조합이 신용 및 채무불이행리스크, 유동성 및 만기리스크, 금리리스크를 직접 평가·부담하며, 모든 기본적인 주택금융기능(대출실행·대출관리·자금조달)도 직접 수행하였다. 따라서 건축조합은 많은 잠재적 리스크를 부담하였다.

그러나 건축조합은 주택가격 대비 대출비율(LTV)을 엄격하게 적용하는 등 제한된 범위에서 주택자금대출을 실행함으로써 리스크를 최소화하였다. 특히 주택자금대출은 변동금리로 운영되었기 때문에 예금금리와 대출금리를 일치시키는데 별다른 어려움이 없었으며, 주택자금대출의 중도상환율이 높기 때문에 중도상환된 자금을 신규대출로 운용하는 등 채투자가 가능하여 유동성 및 만기리스크도 크지 않았다.

[그림 1] 전통적인 자금중개방식



전통적인 자금중개방식은 '80년대 중반이후 주택금융시장의 경쟁심화와 정보기술혁신에 따라 새로운 방식으로 전환되었다. 소매자금 외에 다른 자금의 조달이 엄격히 제한되었던 건축조합은 '83년의 양도성예금증서(CD)발행, '85년의 유러채(Eurobond) 발행에 이어 「건축조합법(Building Society Act, 1986)」의 개정으로 '86년부터 총부채의 20%를 비소매자금(non-retail funds)으로 조달할 수 있게 되었다.²⁾ 따라서 대출금리는 소매자금은 물론 도매자금 등 다양한 자금의 조달비용을 감안하여 결정되는 새로운 환경이 조성되었다.

또한 새로운 대출기관의 등장으로 시장점유율을 높이기 위한 대출기관의 경쟁이 심화되면서 주택자금대출의 만기가 다양해지고 대출조건도 완화되면서 모든 대출기관은 채무불이행 등의 리스크가 실질적으로 증가하였다. 이 과정에서 주택금융의 각 부문간에 리스크를 전가하고 동시에 가능한 범위에서 업무별 전문화가 이루어졌다. 특히 현대적 자금중개로 거액의 자금조달이 가능해졌으며, 동시에 주택자금대출 상품도 다양해졌다.

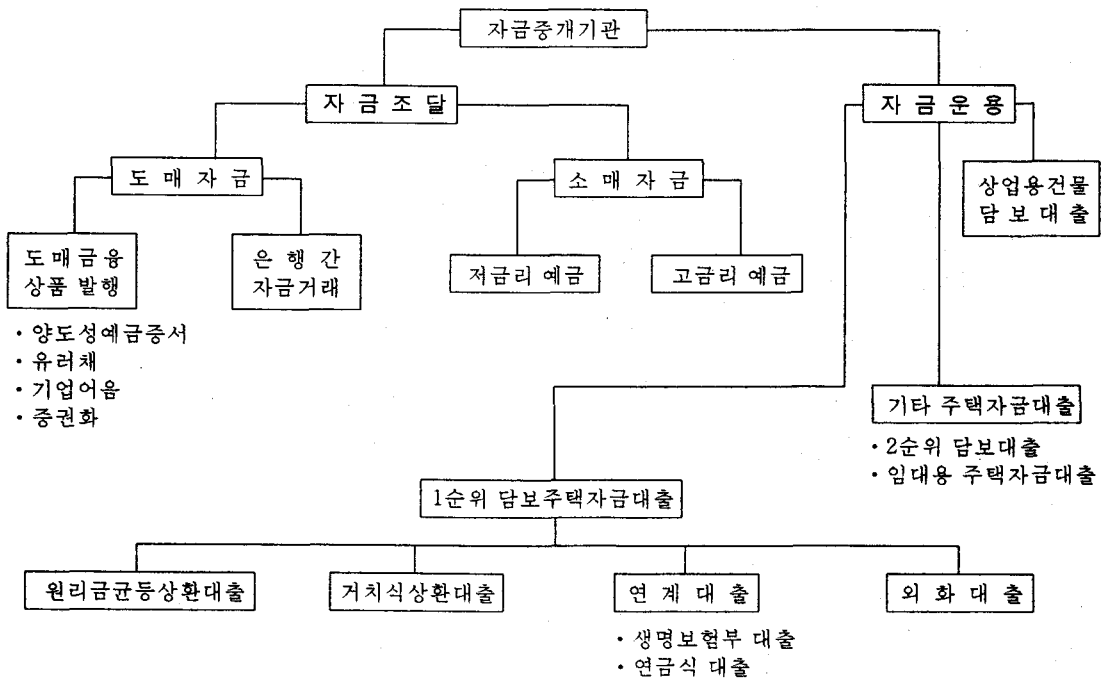
2) 이후 「건축조합법」의 개정에 따라 건축조합의 총부채중 비소매자금의 한도는 '88년 40%, '96년 50%로 각각 증가하였음

〈표 3〉 주요 주택금융기관의 자금조달구조 추이

(단위 : %)

	건 축 조 합		상 업 은 행	
	소 매 자 금	도 매 자 금	소 매 자 금	도 매 자 금
1985	71	29	48	52
1986	52	48	52	48
1987	70	30	25	75
1988	71	29	45	55
1989	48	52	43	57
1990	42	58	34	57
1991	47	53	138	△38
1992	7	93	—	—
1993	43	57	67	33
1994	23	77	69	31
1995	74	26	—	—

〔그림 2〕 현대적 자금중개방식



한편 대출전업회사의 등장 및 MBS제도 도입은 대출실행·대출관리·자금조달 등 각 부문별로 전문적인 역할을 세분화함으로써 대출기관의 탈중개화(disintermediation)를 가져왔다.

이처럼 영국의 주택금융시장은 '80년대 중반 이후 규제완화와 금융기법 발달 등의 영향으로 주택금융의 자금중개방식이 계약저축방식 내지 예수금조달방식의 특별경로에서 일반금융시장과 통합되는 발전단계에 이르고 있다. 앞으로 영국의 주택금융시장환경이 국제금융 및 자본시장으로 확대되면서 소매자금을 보완하거나 대체하는 다양한 금융수단이 개발될 것이며, 이로써 각 중개기능도 더욱 복잡해지고 전문화될 것으로 보인다.

3. 건축조합의 상업은행 전환

금융시장의 규제완화 이후 건축조합의 신규주택자금대출이 상대적으로 감소하고, 건축조합의 당좌예금이 증가하는 등 부문별·기관별 업무영역의 구분이 퇴색되면서 특정금융업무에 대해 특정기관을 이용하던 거래관행이 사라지고 있다. 그 결과 고객유치를 위한 다양한 금융상품 및 서비스제공, 금융기법 개발을 둘러싼 금융기관간의 경쟁이 치열해지면서 업무영역 확대, 서비스개선을 위한 점포망 확충, 기술개발 등에 소요되는 비용을 충당하기 위해 금융기관의 증자가 두드러지는 추세를 보이고 있다.

한편 주택금융시장이 크게 성장하지 않을 것이라는 전망에 따라 건축조합은 주택금융 이외의 업무영역을 확대할 필요성이 제기되었다. 더욱이 금융환경변화 추세에 맞추어 「건축조합법(1986)」이 전면 개정되기는 하였지만 근본적인 규제는 여전히 건축조합의 경쟁력 제고에 큰 장애로 작용함에 따라 일부 건축조합은 동법에서 허용하고 있는 상업은행(clearing bank) 전환을 추진하였다.

건축조합의 상업은행 전환은 크게 세가지 목적에 근거하고 있다.

첫째, 자율적인 업무다각화를 구축할 수 있다. 건축조합에 대해서 신용대출 제한, 신규업무 규제가 지속됨에 따라 건축조합은 업무규제가 없는 상업은행으로 전환함으로써 주택금융부수업무를 개발하고 기존고객을 대상으로 보험·연금 등의 업무를 수월하게 확대할 수 있게 된다.

둘째, 자본금을 확대할 수 있다. 건축조합은 고유사업의 수익, 후순위채권 발행능력에 따라 증자가 제한되는 반면, 은행은 주식발행을 통해 자본금을 확대할 수 있어 지점망

투자, 서비스 개선, 신규사업 추진 등 경쟁력을 향상시킬 수 있게 된다. 따라서 건축조합은 은행전환을 통해 별다른 제한없이 증자를 할 수 있게 된다.

세제, 유가증권의 업무를 확대할 수 있다. 건축조합은 도매금융 제한으로 다양한 유형의 자금조달과 유가증권 투자를 통한 수익증대가 어려우나, 은행전환을 통해 유동자산의 수익증가는 물론 자금조달 비용에 따라 효율적으로 자금을 조달할 수 있게 된다.

이러한 취지에서 영국에서 두번째로 규모가 큰 건축조합인 'Abbey National'이 '89년 7월 12일 최초로 상업은행으로 전환한 후 성공적인 평가를 받게되자 최대 건축조합인 'Halifax'를 비롯하여 다른 6개 대형 건축조합들도 '97년중에 상업은행으로 전환하거나 또는 상업은행과 합병하는 계획을 추진하고 있다. 이들 기관은 전환 이후에도 상당기간 주택금융에 비중을 두고 점진적으로 업무영역 다각화를 도모할 계획이긴 하지만, 장기적으로 주택금융전문기관으로서의 특성을 크게 완화될 것으로 보인다.

Ⅲ. 주택자금대출담보증권(MBS)시장

1. MBS시장의 변천

영국의 저당채권 유동화제도 '80년대 중반 이후 주택금융 환경변화와 새로운 금융기법인 증권화 추세를 배경으로 주택자금대출담보증권(mortgage-backed security : MBS)이 발행·유통됨으로써 도입되었다.

특히 MBS는 소매금융 기능이 전혀 없는 대출전업회사는 물론 보험회사, 외국계은행의 주요 주택금융 재원이 되었다. '87년에 대출전업회사인 The National Home Loans Corporation(NHL)이 MBS를 발행한 것을 시작으로 한 해동안 9차례에 걸쳐 약 10억파운드 규모의 MBS가 발행되었다. 특히 이 시기에는 건축조합의 소매예금 금리에 비하여 LIBOR가 낮은 수준을 유지하였기 때문에 MBS는 대출전업회사 등 주택금융기관에 매우 유용한 자금조달수단이 되었다. '87년~'88년에는 LIBOR보다 약 0.3% 높은 수준의 금리로 MBS가 발행되었다.

초기 MBS시장의 투자자는 대부분 은행이었으나 MBS의 높은 신용도와 유동성에 대한 인식이 확산되면서 점차 다른 기관투자자도 관심을 갖게 되었다. 이에 따라 MBS는

발행금리가 LIBOR보다 약 0.18% 낮은 수준까지 하락하면서 건축조합이 발행하는 채권에 비해 저렴한 자금조달원이 되었다. 이러한 제반상황에 따라 일부 금융기관은 자금조달 목적보다는 MBS시장의 지속적인 발전에 대비해서 발행경험을 쌓기 위하여 MBS를 발행하기도 하였다.³⁾ 이처럼 영국의 MBS시장은 별도의 정부지원 없이 민간부문에서 순조롭게 도입되었다.

〈표 4〉 자금조달비용의 변화)

(단위 : %)

구 분	건축조합 예금금리	건축조합 대출금리	LIBOR (3개월물)	기준금리 (Base Rate)
1979	12.07	11.94	17.06	13.68
1980	14.77	14.92	14.84	16.32
1981	13.13	14.01	15.75	13.27
1982	12.57	13.30	10.50	11.93
1983	10.39	11.03	9.34	9.83
1984	11.06	11.84	9.95	9.68
1985	12.41	13.47	12.24	12.25
1986	10.92	12.07	10.95	10.90
1987	10.16	11.61	9.70	9.74
1988	9.16	11.05	10.31	10.09
1989	12.04	13.70	13.89	13.85
1990	12.83	15.12	14.77	14.77
1991	10.94	12.93	11.53	11.70
1992	8.84	10.82	9.63	10.00

자료 : Data from of England Quarterly Bulletin, 1984 ; Housing Finance 1991, 1992 ; Financial Statistics 1991, 1993.

3) '80년대 중반에 Barclays Bank는 자금운용에 큰 영향을 미치지 않는 규모(1억 7,500만파운드)에서 LIBOR보다 0.2% 높은 금리로 MBS를 발행하였음.

그러나 '90년대 들어서면서 MBS시장은 새로운 국면을 맞이하였다. '91년 1월에 영란은행(Bank of Englan)이 '93년 1월부터 EC의 자기자본비율 제안을 수용하여 MBS의 위험자산 가중치를 50%에서 100%로 상향하기로 결정하자 MBS의 주요투자자인 은행의 시장이탈이 증가하였다. 더우기 주택시장의 침체로 대출금 연체 및 대손규모가 증가하는 등 주택자금대출의 신용이 불확실해지면서 MBS의 가격기대(price expectation)도 높아져 '91년 초반에는 MBS의 발행금리가 LIBOR보다 0.75~0.8% 정도 높은 수준까지 상승하였다. 결국 '90년 중반 시티은행(Citi Bank)이 MBS시장에서 단일규모로는 가장 큰 4억 7,500만파운드의 STAR 1을 발행한 것을 끝으로 대출전업회사를 제외한 대부분의 금융기관은 MBS 발행을 중단하였다.

한편 표면금리 상승에도 불구하고 대출전업회사의 MBS 발행은 지속되었다. 은행 등 다른 금융기관은 다양한 자금조달 수단이 있기 때문에 MBS시장에서의 자금조달비용이 상승할 경우 다른 재원으로 대체할 수 있는 반면, 대출전업회사는 소매금융 기능이 없는 데다가 자금조달 수단과 자금차입규모가 제한되므로 계속 주택자금대출을 취급하기 위해서는 MBS발행이 불가피하였기 때문이다. '87년~'94년까지의 MBS 발행규모(약 153억 파운드) 중 67%(약 102억파운드), 특히 '97년~'92년 발행된 MBS(약 30억파운드)중 90%(약 27억파운드)가 대출전업회사에서 발행한 것이다.

'92년 중반에 MBS의 위험가중치를 종전과 마찬가지로 계속해서 50%로 유지한다는 영란은행의 새로운 결정과 MBS 발행규모 축소 등의 영향을 받아 MBS의 발행금리가 하락하면서 '93년 이후 MBS시장이 회복되는 기미가 보였지만, 여전히 발행금리는 건축조합 등이 발행하는 채권보다 0.1~0.12% 높은 수준이었다. 대출규모 감소 및 LIBOR의 지속적인 상승으로 건축조합에 대한 경쟁력을 상실한 대출전업회사도 대부분 '90년대 중반에 들어서면서 MBS의 발행은 물론 주택자금대출 취급도 중단하기에 이르렀다. 이로써 '95년의 MBS 발행실적은 매우 저조하였다.

〈표 5〉 주택자금대출담보증권(MBS)의 발생실적

(단위 : 백만파운드)

구 분	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	19955
규 모	1,000	3,301	2,427	2,246	2,759	530	1,272	2,870	710
건 수	9	26	17	17	27	5	16	30	12

자료 : CML, Housing Finance, No.29, Feb. 1996.

2. 증권화의 구조

(1) 증권의 형태

MBS의 전형적인 형태는 변동금리채권(Floating Rate Note : FRN)으로 일반적인 FRN과 마찬가지로 LIBOR에 일정한 마진을 더하여 분기마다 이자가 지급된다. 이처럼 변동금리로 MBS가 발행되는 것은 투자자의 선호를 반영한 것이기도 하지만, 무엇보다도 담보가 된 주택자금대출이 변동금리로 운용되는데 기인한다. FRN 형태를 통해 MBS 금리를 LIBOR에 연동함으로써 차주와 투자자의 이해관계에 객관성을 유지할 수 있게 된다. 또한 영국의 MBS는 담보인 주택자금대출집합의 현금흐름에 따라 투자자에게 원리금이 지급되므로 미국의 원리금이체채권(pay-through bond)과 유사하다.

MBS 투자기반이 확대되면서 다양한 투자욕구를 충족시키기 위하여 MBS 상품도 확대되었다. 투자자의 투자선호기간을 고려하여 MBS의 원리금지급시기를 차등화한 다계층증권(fast-pay tranche / slow-pay tranche)이 대표적인 상품이다. 이러한 다계층증권은 특히 단일 투자자가 발행분을 모두 인수할 수 없는 3억~4억파운드 이상의 대규모 증권을 발행하는 경우 유용하다.

대부분의 MBS가 주택자금대출의 금리형태에 맞추어 변동금리로 발행되지만, 간혹 개

〈표 6〉 투자자별 투자선호기간

투 자 계 층	증권보유비중(%)	선호하는 만기
국 내 은행	30	단기, 중기, 장기
기업	30	단기, 중기, 장기
외 국 은행	10~15	단기, 중기
투자관리그룹/연금기금	10~15	단기, 중기
건축조합	10~15	단기, 중기

자료 : Philip Walsh-Tim Freeman, 'The UK Secondary Mortgage Market-Securitisation and Portfolio Sales', CML, '95. 10.

정금리형 MBS가 발행되기도 하였다. 고정금리증권은 AAA 신용등급의 FRN을 담보로 발행되며, 담보증권 상환된 후 별도의 FRN이 담보로 제공되지 않을 경우 투자자에게 환매청구권(put option)을 행사토록 함으로써 신용을 보완하였다. 고정금리증권은 금리스와 방식을 통해 고정금리 자금시장에서 유리한 비용으로 자금을 조달하는 경우도 있지만, 환매에 따라 추가부담 때문에 제한적으로 발행되어 총발행규모는 전체 MBS시장의 5.3%인 5억 3천만파운드에 불과하다. 그밖에 6개월 이상 연체된 주택자금대출을 담보로 발행된 연체대출담보채권(arrears bond)이라는 독특한 형태의 MBS가 있는데, 이는 다른 MBS에 비해 수익율이 높다는 특징이 있다.

(2) 증권화 과정

주택자금대출을 증권화하기 위해서는 가장 보편적인 방법은 특별기관(special purpose vehicles : SPV)인 MBS발행회사를 이용하는 것이다. MBS 발행회사는 대출기관과 자본시장 사이에서 MBS를 발행하는 등 다양한 중개기능을 수행한다. 일반적으로 증권화 과정에는 대출기관(originator), MBS발행회사(issuer), 주간사회사(lead Manager), 신탁기관(trustee), 투자자(noteholder) 등이 중심이 되며, 그밖에 대출관리기관, 신용평가기관과 보험회사 등도 관련된다.

증권화절차를 개략적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 대출기관은 직접 취급하거나 매입한 주택자금대출을 대출취급자 및 대출지역 등을 고려하여 일정한 규모로 집합화(pool)한다.

둘째, 대출기관은 주간사회사(증권회사 : investment bank)의 자문을 받아 MBS발행회사(SPV)를 설립하고 이 회사에 대출집합을 매각한다.

셋째, MBS발행회사는 집합보험 등의 신용보완을 거쳐 대출집합을 신탁회사에 수탁한 후 이를 담보로 MBS를 발행한다. 한편 MBS는 신용평가기관의 신용등급 평가를 받아 발행가격을 정하게 된다.

넷째, 주간사회사는 MBS를 인수한 후 이를 투자자에게 매각한다. 그리고 대출기관은 대출집합의 관리자로서 상환원리금을 수납하여 투자자에게 지급한다.

(3) MBS시장의 주요 참여자

1) MBS 발행회사

대출기관은 직접 MBS를 발행하지 않고 별도로 자회사인 MBS발행회사를 설립하여 이 기관에서 MBS를 발행한다. MBS발행회사의 설립은 대출기관이 주택자금대출자산을 별도의 기관에게 매각함으로써 이를 대차대조표에서 제외(off-balance)시켜려는 데 목적이 있다.

이처럼 MBS발행회사는 대출기관과 독립되어 있기 때문에 대출자산의 매각 이후에는 리스크가 대출기관에 전가되지 않는다. 한편 주택자금대출 매각기관은 매입기관의 주식을 소유할 수 없도록 하는 영란은행 및 건축조합감독원(Building Society Commission)의 규제에 따라 MBS발행회사의 주식은 신탁회사가 수탁한다.

MBS발행회사는 단지 MBS발행을 목적으로 설립되기 때문에 별도의 시설을 갖추지 않고 자본금 규모도 최소한의 수준이 형식적인 회사에 불과하다. 따라서 발행된 MBS가 모두 상환되면 MBS회사도 소멸하게 된다. 또한 조세감면을 위해 자선단체를 수익자로 하는 비영리형태를 갖춘다.⁴⁾

2) 주간사회사

대출기관은 증권회사(investment bank) 중에서 주간사회사를 선정한다. 주간사회사는 대출기관의 자산구조와 신용 등을 감안하여 주택자금대출 매각계획 및 MBS발행회사의 설립 등에 관여하고, 발행된 MBS를 인수한다. 이 과정에서 주간사회사는 MBS 인수수수료(고정수익) 외에 MBS 인수가격과 투자자에 대한 매각가격간의 차이(변동수익 또는 손실)을 얻게 된다.

3) 신탁회사

영국의 MBS시장의 두드러진 특성 중에 하나가 신탁회사의 역할이다. MBS시장에서 신탁회사는 크게 두가지의 역할을 수행한다.

4) MBS발행회사는 투자자, 대출기관에 대한 모든 의무가 이행되기 전에는 이익배당을 할 수 없도록 하고 있으며, 실제로도 수익이 발생되지 않도록 운영되기 때문에 신탁이익이 발생한 경우는 거의 없음

첫째는 투자자를 대신하여 증권 및 주택자금대출집합의 관리를 감독하는 것이다. 따라서 신탁기관은 대출관리업무가 적절하게 이루어지는지를 감독하며 관리가 부적절한 경우 관리기관을 변경하는 권한을 갖는다. 또한 증권의 원리금 지급이 이루어지지 않을 경우 각종 신용보완 장치에 따라 투자자의 원리금지급에 관한 권한을 행사할 수 있다.

둘째는 MBS회사의 주식을 보유하는 것이다. 이것은 대출기관에 대한 감독기관의 규제에 따른 변칙적인 방법이라는 것은 위에서 살펴본 바와 같다.

(4) MBS시장의 특징

1) 신용보완

미국은 주택자금대출시장(FHA보험/VA보증) 및 저당채권 유동화시장(유동화증개기관의 원리금지급보증)에서 정부 지원에 의한 신용보완이 이루어지는 반면, 영국은 민간 부문에서 신용보완이 이루어지기 때문에 신용위험이 상대적으로 높은 편이다. 따라서 영국 MBS시장에서 신용보완과 신용평가는 MBS 가격 결정에 중요한 관건이 된다.

일반적으로 MBS의 신용보완은 두가지 방식으로 이루어진다.

우선 담보가 된 주택자금대출집합을 대상으로 보험에 가입하여 주택자금대출의 채무불이행시 보험금의 지급을 통해 원리금이 보전되는 집합보험(pool insurance) 방식이 있다. 이는 개별적인 주택자금대출을 대상으로 하는 것이 아니고 대출집합을 대상으로 70~80% 범위 내에서 발생하는 손실에 대해 보험금을 지급하는 것이다.

그리고 또다른 방식은 2개 이상 계층의 증권을 발행하여 선순위증권에 대해 1차적으로는 발행회사의 자본금에 의해, 2차적으로는 후순위증권에 의해 지급보증을 받는 초과담보(over-collateralisation)방식이다. 이러한 증권은 주택자금대출집합의 90%를 선순위증권으로 나머지 10%를 후순위증권으로 발행하고 전체 집합에서 발생하는 손실을 후순위증권의 범위에서 먼저 부담한다.

'90년 초반까지는 부실대출의 증가에 따른 손실가능성 때문에 후순위증권의 투자자는 거의 없었다.⁵⁾ 따라서 거의 모든 MBS는 집합보험을 통해 신용보완이 이루어졌다. 그리

5) 다만 이 시기에 일본의 리스회사가 높은 수익률(LIBOR+1%)과 영국의 주택가격이 상승할 것이라는 기대로 후순위증권에 투자한 사례가 있음

나 집합보험을 제공하던 주요 보험회사인 Sun Alliance와 Eagle Star가 '91년말부터 집합보험 취급을 중단한데다 보험회사의 신용등급이 하락하면서 다계층증권 방식이 크게 증가하기 시작하였다. 아울러 다계층증권은 일반투자자가 기피하는 후순위증권을 증권회사(또는 대출회사)가 인수·보유하고, 세밀한 자금흐름모형기법(cash flow modelling technique)을 이용해 매우 적은 수준에서 자본금의 보증을 받는 2계층(mezzanine) 증권의 형태로 정비되었다.

특히 다계층증권은 유럽 보험회사의 신용등급 하락 등의 환경변화에 곧바로 영향을 받는 집합보험과 달리 이러한 사건위험(event risk)에 노출되지 않는다는 장점이 있다. 그러나 신용보완 방식의 선택은 무엇보다 MBS발행회사의 자금사정에 달려있다. 집합보험 방식은 발행초기에 자금부담이 큰 반면 다계층증권은 매년 계속해서 비용이 발생하기 때문이다.

2) 신용평가

주로 두개의 신용평가기관, Moody's Investment Service(Moody's)와 Standard & Poor's(S&P)에서 실시하는 신용평가는 신용변동이 가장 큰 차주와 대출기관은 물론 신용보완을 제공하는 보험회사 등 관련기관의 각종 위험을 대상으로 한 상호연관된 평가(dependent rating)로 실시된다.

영국 주택금융시장에서 위험평가는 대체로 5가지 부문에 역점을 두고 있다.

첫째, 변동금리로 운용되는 주택자금대출 금리에 관한 사항, 둘째, 주택자금대출 이후 추가대출 등으로 차입자의 대출비율이 증가할 경우의 대손가능성, 셋째, 대출상환조건(원리금상환방식 및 대출형태⁶⁾), 넷째, 대출관리기관의 관리능력, 다섯째, 담보부동산의 담보능력 및 담보권한 등이다.

신용등급은 증권가격에 결정적인 영향을 미친다. 그러나 신용등급이 낮은 증권은 초기에 발행비용이 많이 들기는 하지만, 최종적으로는 오히려 비용이 적게 되는 경우도 있다. 일반적으로 투자자는 AAA등급의 MBS를 선호하지만, AA등급의 MBS도 손실이 발생한 경우가 없기 때문에 이 등급의 투자도 점차 확대되고 있다. AAA와 AA등급의

6) 생명보험부대출(endowment mortgage)에 의해 보험회사가 대출원금을 상환할 경우 대출집합 신용평가에는 대출만기의 당해 보험회사의 신용도 포함됨

MBS 발행금리는 한 때 0.125%까지 차이를 보인 적이 있으나, 현재는 0.02~0.03%에 불과하다. AA등급으로 발행된 MBS는 '93년 8월 Bank of Ireland Home Mortgage가 발행한 2계층(mezzanine)증권 등 8종의 130억파운드 규모에 달한다. 그러나 경기침체에 따른 주택자금대출 연체 및 대손 증가, 보험회사의 신용하락 등으로 지금까지 신용평가를 받아 발행된 MBS중 절반 이상의 신용등급이 하락되었다.

〈표 7〉 MBS의 신용등급

구 분	최초의 신용등급(증권발행수)	현재의 신용등급(증권발행수)
AAA	82	35
AA+	1	2
AA	16	4
AA-	0	18
A+	1	28
A	7	8
A-	0	0
BBB	1	1
상환된 증권	-	12
	108	108

자료 : Philip Walsh · Tim Freeman, 'The UK Secondary Mortgage Market - Securitisation and Portfolio Sales'. CML. 95. 10.

3) MBS의 환매청구권 및 중도상환

일반적으로 MBS발행회사는 대출기관의 자금지원을 받아 일정시점에서 투자자에게 환매청구(call option)를 행사할 수 있다. 이에 따라 MBS의 만기전 상환비율은 연간 40% 이상인 것으로 알려져 있다. 이처럼 MBS의 중도상환율이 높은 가장 큰 이유는 주택자금대출의 중도상환이 많기 때문이다. 영국은 주택매매에 따른 양도소득이 과세되지 않는 등의 이유로 주거이동이 잦아데다가(동일주택의 평균거주연수 6.8년) 주택 매수인에게 주택자금대출 채무인수가 허용되지 않기 때문이다. 고정금리 주택자금대출에 대해 가중

치를 두거나 중도상환 수수료를 부과하는 예외적인 경우를 제외하고 일반적인 주택자금 대출의 중도상환율은 MBS가 발행되기 시작한 이래 현재까지 연평균 15%에 이르고 있다.

한편 MBS의 담보가 된 대출집합에서 일부 대출이 상환되면 다른 신규대출로 대체(substitution)함으로써 MBS의 평균만기가 연장될 수 있기 때문에 이러한 추가보완도 MBS의 중도상환에 많은 영향을 미친다. 그러나 MBS의 발행금리가 낮은 시기에는 신규대출을 기존의 대출집합에 추가보완하기 보다는 별도로 MBS를 발행하는 것이 대출기관에 유리하므로 추가보완은 MBS 발행금리수준에 따라 좌우된다.

통상 MBS발행회사는 MBS 발행 후 7년이 경과할 때 환매권을 행사하고 있다. 실제로 이 시기에는 주택자금대출 집합의 1/4 정도가 중도상환되기 때문에 MBS발행회사입장에서는 MBS를 환매한 후 잔여 대출집합을 보완하여 신규 MBS를 발행하는 것이 관리비용 등의 측면에서 훨씬 효율적이다.

3. MBS시장의 평가 및 향후 전망

(1) MBS시장의 평가

1) 주택금융시장의 구조개편 도모

MBS를 통한 자금조달구조는 차주와 대출기관을 자본시장의 투자자와 직접 연계하는데 그치지 않고 MBS발행·대출관리·신용보완 등 각 기능의 세분화·전문화를 가져왔으며, 또한 주택금융 위험이 MBS시장의 참여자에게 전가되었다는 점에서 획기적인 것이었다. 그 결과 주택금융시장의 위험평가기법의 발달과 주택금융의 탈중개화(disintermediation)가 촉진되었다. 이는 건축조합이 자본시장에서 자금조달을 위해 채권을 발행한 경우에도 자금조달·대출실행·관리 등을 담당함으로써 중개기능을 유지하였던 점과 대조된다. 한편 MBS시장을 통해 자본시장에서의 자금조달이 확대되면서 주택금융기관은 자본시장의 자금조달 및 투자에 보다 많은 관심을 보이기 시작했다. 결국 건축조합도 「건축조합법」의 개정 등으로 도매금융기능을 확대하였고, 이러한 과정을 거쳐 주택금융의 점차 일반금융시장(general finance market)으로 통합되고 있다.

2) 과도한 MBS 취급비용

MBS는 소매자금이나 다른 FRN 등의 채권 등 도매자금의 조달비용에 비하여 상대적으로 비용효율성(cost-effectiveness)이 높을 경우 유용한 자금조달 수단이 된다. 그러나 영국의 MBS시장의 제반요건은 MBS 발행비용을 증가시켜 종국적으로 차주의 부담으로 전가됨으로써 다른 재원에 비해 경쟁력을 상실했다. 가장 큰 문제점은 신용평가 및 신용보완에 과도한 비용이 들었다는 점이다. 영국의 MBS시장 규제에 불확실성, 대규모·정기적 증권발행 결여 등으로 MBS의 투자위험이 높은 반면, 미국의 경우와 같이 신용보완을 위한 준정부기관으로서 유동화증개기관이 없었기 때문에 신용보완에 많은 비용이 소요되었다. 또한 한정된 투자계층으로 이들에 대한 할인매각은 MBS의 발행수익을 낮추는 원인이 되었다.

3) 발행기관 및 투자계층 미흡

주택자금대출 취급비중이 상대적으로 적은 새로운 대출기관(대출전업회사, 외국계은행, 보험회사 등)이 주로 MBS를 발행하였기 때문에 MBS시장의 규모를 확대하기에는 근본적으로 한계가 있다. 특히 건축조합은 주택자금대출 취급비중이 가장 높음에도 불구하고 업무영역 및 범위에 대한 법적 제한 때문에 시장참여가 제한되었으며, 이는 MBS시장의 발전에 결정적인 장애요인이 되었다. 따라서 주택금융시장 침체에 따른 새로운 대출기관의 시장이탈은 결국 MBS시장의 쇠퇴를 의미하였다.

한편 MBS의 투자계층은 주로 은행 등 금융기관에 치중되어 있기 때문에 MBS의 가격결정은 이들 기관에 의해 조정을 받아 자금조달비용을 높이는 결과를 가져왔다. 또한 특정기관의 투자편중으로 이들 기관에 대한 규제나 자금사정 등에 따라 MBS시장도 변동되었다. 이처럼 MBS의 투자기반이 한정된 것은 유가증권 투자제한 때문에 건축조합의 투자가 미약하였고, 개인 및 다른 기관투자자는 MBS에 대한 인식 부족과 더불어 발행기관의 환매청구권(call option) 행사 등에 따라 MBS의 만기가 불확실하는 등 투자수익을 예측하기 어렵기 때문이었다.

〈표 8〉 대출기관별 주택자금대출 잔액

(단위 : 백만파운드, %)

구분	1980	1985	1990	1994	1995 ¹⁾
건축조합	42,696 (81.4)	97,213 (76.3)	176,661 (59.9)	23,766 (61.5)	222,130 (57.1)
지자체	3,809 (7.3)	3,632 (2.8)	1,877 (0.6)	410 (0.1)	219 (0.1)
보험회사·연금기금	2,030 (3.9)	2,707 (2.1)	4,752 (1.6)	2,618 (0.7)	2,756 (0.7)
상업은행	2,880 (5.5)	21,111 (16.6)	85,677 (29.0)	115,890 (30.8)	137,914 (35.4)
대출전업회사	—	971 (1.0)	24,038 (8.2)	24,521 (6.5)	24,658 (6.3)
기타	1,026 (1.9)	1,798 (1.4)	2,068 (0.9)	1,388 (0.4)	1,372 (0.4)
합계	52,441 (100.0)	127,432 (100.0)	295,073 (100.0)	376,593 (100.0)	389,049 (100.0)

주 : 1) '95년 3/4분기말 현재

자료 : CML, Housing Finance, No.29, Feb. 1996.

4) 기타 자산의 증권화 촉진

자산담보부채권(asset-backed bond)시장에서 80% 이상을 차지하고 있는 MBS는 시장규모가 현저하게 감소하였지만, MBS시장에서 발달된 증권화기법은 다른 유형의 자산에까지 증권화를 확대하는 결과를 가져왔다. 현재 다양한 유형의 자산을 대상으로 30억 파운드 이상의 자산이 증권화되었다.

또한 상업은행과 건축조합의 입장에서도 주택자금대출이 아닌 다른 대출자산을 증권화하는 것이 여러가지 면에서 훨씬 유리할 수 있다.

첫째, 자본적정성 규제(capital adequacy purpose)에서 주택자금대출 자산의 위험가중치는 50%이기 때문에 위험가중치가 높은 다른 자산에 비하여 매각(off-balance) 필요성

〈표 9〉 다른 자산의 증권화 현황('95년 10월 현재)

자 산 유 형	최초의 증권화 시기	증권화 잔액(백만파운드)
자동차대출	'90년 7월	1,000
가계담보대출	'92년 11월	190
영업용 교통수단 리스 및 임대매매 수취계정	'92년 12월	180
스와 수취계정	'93년 5월	116
가계신용대출	'93년 8월	650
소규모 매표소 리스	'93년 9월	275
상업용건물담보대출	'93년 12월	500
신용카드 수취계정	'95년 7월	200

자료 : Philip Walsh · Tim Freeman, 'The UK Secondary Mortgage Market - Securitisation and Portfolio Sales'. CML, '95. 10.

이 상대적으로 적다.

둘째, 대부분의 다른 자산(특히 개인신용대출의 경우)은 대손을 상쇄할 수 있을 만큼 이자수익이 높기 때문에 대출기관의 자본규모가 적은 경우에도 증권화를 실행할 수 있다.

셋째, 대출만기가 짧기 때문에 투자계층이 다양하며 담보집합의 대출이 중도상환돼도 다른 신규대출로 보완하여 증권화를 지속하기가 용이하다.

(2) MBS시장의 향후 전망

현재 MBS의 발행실적이 절정기의 절반 수준에도 미치지 못해 시장회복이 어렵다는 전망이 지배적이다. 그러나 MBS시장은 최근 여러가지 장애를 극복함으로써 투자자에게 건전성과 유통성에 대한 신뢰를 주었기 때문에 장기적으로 MBS제도는 모든 시장참여자에게 유용한 제도로서 재도약할 것으로 기대된다.

특히 다음과 같은 시장여건 변화는 그러한 기대에 보다 낙관적인 영향을 줄 것으로 보인다.

1) 주택시장의 회복

MBS시장의 성쇠와 밀접한 관련이 있는 주택시장은 경제회복과 더불어 점차 장기침체에서 벗어나고 있다. '96년 2/4분기의 주택가격이 전년에 비해 2.7% 증가하면서 주택매매도 활발해져 '96년 6월 현재 주택매매건수는 99,000건으로 전월에 비해 2% 증가하였다. 이러한 추세에 맞추어 주택자금대출 규모도 확대되고 있다. '96년 2/4분기의 주택자금대출 잔액은 398,423백만파운드로 전년대비 20%, 신규대출의 경우도 4,707백만파운드로 전년대비 15%로 각각 증가하였다. 특히 대출승인 규모가 18,792백만파운드(전년대비 26%)임에 따라 주택자금대출시장 규모는 지속적으로 증가할 것이다. 특히 1996년 4월 1일부터 주택조합(housing association) 임차인이 거주주택을 구입하고자 할 경우 구입가격을 할인하여 주는 「주택구입구보조제도(Voluntary Purchase Grant Schem)」가 시행됨에 따라 주택구입 수요를 촉진할 수 있을 것으로 기대된다.

주택가격 상승 등에 힘입어 MBS의 신용에 많은 영향을 미치는 주택자금대출 연체규모도 계속 급감하고 있다. 이러한 상황은 투자자의 입장에서 MBS가 다른 채권에 비해 신용도가 높은 투자수단으로 새롭게 인식할 수 있는 계기가 될 수 있을 것이다.

2) MBS의 가격 하락

제1차 주택금융시장의 회복으로 MBS의 신용보완비용이 감소하는데다가 이미 증권화에 필요한 하부구조 투자도 이루어졌기 때문에 MBS 발행에 따른 고정비용도 감소하고 있다. 또한 계속 높은 수준을 보였던 각종 수수료도 합리적인 수준으로 조정됨으로써 MBS의 발행비용은 점차 하락할 것으로 보인다. 한편 당분간 신규 대출자산다는 이미 실행된 주택자금대출집합을 근거로 증권화가 이루어지는 등 MBS의 규모는 크게 증가하지 않을 것으로 예상되는데, 이러한 MBS의 공급규모 축소는 발행금리를 낮추는 요인이 될 것이다.

3) 건축조합과 상업은행의 참여가능성

MBS는 자금조달수단이 될 수 있다. 또한 주택금융 이외의 신규사업을 수행하기에는 자본규모가 적고 소매자금만으로는 자금조달이 부족한 소규모 건축조합이나, 대출자산의 매각필요성에도 불구하고 고객관계를 중시하는 상업은행의 경우에도 관심의 대상이 되고 있다.

특히 이들 기관의 시장참여에 큰 걸림돌이 되었던 각종 규제의 철폐가 진행되고 있으며 회계기준도 마련되는 등 MBS시장 참여여건도 점차 개선되고 있다. 우선 '94년 4월 발표된 '금융보고기준 5(Financial Reporting Standards 5 : FRS 5)'에서는 증권화된 대출자산의 회계처리 기준을 두고 있다. 이에 의하면 대차대조표의 자산부문에 자산매각으로 발생한 채무금액(예를 들어 MBS의 신용보완)을 연계표시(linked presentation)함으로써 연계된 금액은 부채부문에 기재하지 않도록 하고 있다. 특히 FRS 5에서는 환매청구권에 대한 제한규모도 규정하고 있다.

한편 건축조합감독원이 '94년 6월 증권화 지침안(Draft Prudential Note on Securitisation)을 발표함으로써 실질적으로 건축조합의 증권화가 가능해졌다. 그리고 이를 「건축조합법」에 명문화하는 논의가 진행됨에 따라 관련규정이 마련될 경우 건축조합의 증권화가 촉진될 것으로 기대된다. 이미 개별적으로 건축조합의 승인을 받아 증권화를 실시했던 일부 건축조합의 경험⁷⁾은 MBS발행에 큰 기여를 할 것이다.

그러나 MBS시장의 전망과 관련하여 이러한 요인 외에도 전반적인 금리수준 및 다른 자금시장 상황 등에 따라 MBS시장의 진로가 크게 달라질 수 있다는 점을 감안하여야 할 것이다.

IV. 주택자금대출 직접매각시장

1. 직접매각시장의 변천

'90년대 들어 주택금융시장에서 벗어나기 위한 일부 금융기관의 주택자금대출 자산 매각이 두드러지면서 직접매각시장이 활발해졌다.

주택자금대출 직접매각(이하 '직접매각'이라 함)은 지방자치단체가 취급한 공공주택자금대출을 건축조합 등에게 매각함으로써 비롯되었다. 지방자치단체는 '70년대 중반까지 주택정책의 일환으로 주택금융을 취급하였으며, '80년대 초반에 공공주택 불하정책에 따

7) Leeds Permanent와 National & Provincial은 분매(sub-participation)를 통해 주택자금대출 증권화를, Bristol & West는 상업용 부동산대출을 담보로 AAA 신용등급의 채권을 발행한 적이 있음

라 공공주택의 임차인에게 거주주택을 매입할 수 있는 권리(Right to Buy)가 인정되자 매입자금을 지원하기 위해 대출규모를 확대하였다. 그러나 점차 공공주택정책이 축소되고 지방재정 부담이 증가하자 각 지방자치단체는 실행한 주택자금대출채권을 건축조합 등에게 매각하면서 직접매각시장이 형성되었다. 한편 '80년대 중반에 주택금융시장에 진입한 새로운 대출기관은 MBS를 발행하는 것 외에 집합화하기 어려운 대출을 중심으로 소규모의 대출자산을 매각함으로써 자금을 조달하기도 하였다.

직접매각시장은 '88년 케미칼은행(Chemical Bank)이 영국에서 실행한 주택자금대출을 파리국립은행(Banque Nationale de Paris)에 매각한 것을 기점으로 점차 확대되었으며, 특히 주택금융시장에서 영업손실이 증가한 외국계은행, 보험회사, 대출전업회사가 주택금융 취급을 중단하기로 결정한 최근 2~3년간 그 규모가 크게 증가하였다.

대부분의 매매는 비공개로 실행되고 거래규모도 전혀 드러나지 않기 때문에 시장규모를 정확하게 파악하기가 어렵지만, '93년~'94년에 약 70억파운드, '95년에는 약 66억파운드의 주택자금대출자산이 직접매각 방식을 통해 거래된 것으로 보인다. 그리고 '80년대말 이후 직접매각된 주택자금대출자산 규모는 '95년말 현재 약 200억파운드로 추정된다.⁸⁾ 특히 주택경기가 회복되기 시작한 최근에는 직접매각 규모가 크게 증가하여 직접매각 시장의 규모가 주택자금대출 시장에서 취급한 신규대출의 절반수준에 이르고 있다.

이처럼 주택자금대출자산의 직접매각방식에서 증권화방식으로 발전하는 일반적인 저당채권 유동화제도 발달단계와 달리 영국은 증권화시장에서 직접매각시장으로 전환되는 상반된 과정을 거쳤다.

2. 매각기관과 매입기관

모든 유형의 주택금융기관은 매입기관으로서 또는 매각기관으로서 직접매각시장에 참여하여 왔다. 다만, 상업은행은 거의 시장에 참여하고 있지 않는데, 이는 대출자산을 매각함으로써 고객과의 관계가 이완되며, 대출을 매입하는 경우에도 고객과의 관계는 제한적으로 형성된다고 판단하였기 때문이다. 따라서 대부분의 상업은행은 그룹회사의 주택

8) 가장 큰 규모의 거래는 최근 UCB Home Loan Corporation이 Nationwide 건축조합에게 매각한 24억파운드의 규모임

자금대출을 제외하고는 다른 금융기관의 주택자금대출을 거의 매입하지 않고 있다.

(1) 매각기관

대출자산의 매각은 재무규제에 따른 자금조달 수단으로 또는 주택금융시장에서 벗어나기 위하여 실행된다. 매각목적은 매입기관의 인수조건에 많은 영향을 미친다는 점에서 중요하다. 주택금융시장에서 벗어나려는 의도보다 자금조달을 목적으로 하는 매각기관은 수익을 극대화하는 수준에서 매매가격을 결정하려고 하기 때문이다. 그러나 현재 대부분의 매각기관은 주택금융시장에서 벗어나기 위한 수단으로 직접매각을 실행하고 있다.

현재 주요 매각기관은 '80년대 중반 이후 주택금융시장에 진입한 외국계은행과 보험회사 등이다. LIBOR로 조달한 자금으로 높은 수익을 도모하거나, 다른 금융상품의 교차판매의 기회를 얻기 위해 주택금융시장에 참여했던 이들은 '90년대 초반 경제불황속에서 주택금융시장에서의 손실이 크게 증가하자 주택자금대출 자산을 매각하기 시작하였다.

대출전입회사도 주요 매각기관 중에 하나인데 이들은 저당채권 유통화시장이 형성되기 시작한 '80년대 중반부터 MBS를 발행하기엔 부적절한 소규모 주택자금대출을 매각하여 자금을 조달하곤 하였다. 그밖의 매각기관으로는 업무영역 다각화를 위하여 주택자금대출 자산을 매각하는 일부 건축조합과 금융회사(finance house), 지방자치단체 등이 있다. 그러나 금융회사 및 지방자치단체의 대출자산 매각은 빈번하게 발생하는 반면 그 규모는 1천만파운드 미만에 불과하기 때문에 매각기관으로서 별다른 주목을 받지 못하기 있다.

(2) 매입기관

매각기관과 달리 매입기관은 주도적인 기관이 없다는 점이 특징인데, 매매과정이 복잡하고 매입경쟁이 치열하여 정기적인 매입이 거의 이루어지지 않기 때문이다.

대출전입회사는 초기에 MBS 발행을 위해 주택자금대출집합을 구성하고자 대출자산을 매입하곤 하였으나, MBS시장이 쇠퇴하면서 현재는 단지 주택자금대출 자산의 규모를 확대하기 위하여 또는 보다 우수한 관리기법으로 자산을 운용함으로써 대출실행기관이 관리하는 경우보다 수익을 증대할 수 있는 경우에 대출자산을 매입하고 있다.

건축조합은 최근 들어 비교적 활발하게 주택자금대출을 매입하고 있다. 특히 최근 2년 동안 대출자산 매입으로 수익이 증가하자 20대 건축조합 중 대부분이 2~3회에 걸쳐 대출자산을 매입하였고 특히 Nationwide와 Birmingham Midshire는 자주 시장에 참여하고 있다.

3. 직접매각과정

(1) 매각절차

주택자금대출은 다른 대출에 비하여 절차가 복잡하기 때문에 대출자산의 매매 역시 상당히 오랜 시간이 소요된다. 소규모 매매의 경우 1~2개월, 대규모 또는 복잡한 경우에는 1년 이상이 소요되는 등 차이가 있기는 하지만, 통상적으로 매각이 완료되기까지는 3개월 내지 9개월이 소요된다. 특히 초기에는 대출실행비용에 비하여 매각가격이 낮았기 때문에 매각결정 이후 매매가 완료되기까지 상당한 시차가 있었으나, 최근에는 매매가격이 높게 성사되면서 매매소요기간도 단축되고 있는 추세이다.

대규모의 매각이나 대출전업회사와의 거래는 제한된 경매방식에 의하여 이루어진다. 다만 극히 예외적인 경우 또는 매입기관과 매각기관간에 거래관계가 있었던 경우에는 경매를 거치지 않고 ‘협상(negotiation)’에 의하기도 한다. 일반적으로 매각의 첫 절차는 매각기관이 도매은행(merchant bank)이나 증권회사(investment bank)를 매각위탁기관으로 지정하는 것으로 시작된다. 경매에 참여한 약 4~5개의 기관은 매각기관과 위탁기관이 마련한 정보자료를 제공받는다. 정보자료에는 매각기관의 자산 및 매각대상 대출자산의 규모 및 특성을 비롯하여 주택자금대출자산의 총규모 및 대출실행과 관리절차, 자금조달 방식 등이 수록되며 그 내용은 컴퓨터 디스켓으로 배부된다. 경매참가기관은 이 자료를 바탕으로 주택자금대출 및 영업에 관하여 서면으로 질의할 수 있다.

이후 매각기관은 잠정적으로 경락기관(preferred purchaser)을 선정하게 된다. 잠정적인 경락기관은 1개의 금융기관으로 결정하는 것이 일반적인데, 이러한 결정이 있기 전에 2~3개의 경매참여기관에 대해 매매계약의 조건을 제시하고 수용의사를 타진하는 단계를 거친다. 그러나 이 과정에서 부실우려가 있는 주택자금대출을 포함시키는 등 경락기관에 불리한 조건이 포함되는 경우가 많다. 매매계약이 체결된 후 매매가 완료되기 전까지 매

각기관은 차주에게 대출자산 매각사유 및 매입기관 선정배경을 통지하여야 한다.

매각 이후에 진행되는 주택자금대출의 관리 및 운용에 관한 세부적인 약정은 매매가격 결정과 계약체결에 매우 중요한 사항이 된다. 주택자금대출의 관리가 잘못 이루어질 경우 차주에게 매우 불리해질 수 있으며, 대출의 예상상환율이 실제상환율과 많은 차이를 보일 경우 매각기관 및 매입기관 모두에게 큰 타격이 될 수 있기 때문이다. 매각기관이 제3자에게 위탁하여 대출을 관리해 온 경우 매입기관이 이전의 관리방법을 그대로 수용할 것인지도 계약체결시 결정하여야 한다. 특히 복잡한 대출이나 부실대출은 차주와 계속 관계해온 관리기관이 매입기관보다 효율적으로 관리를 수행할 수 있다는 점에서 매입기관은 동일한 관리기관에 대출관리를 위탁하는 것이 일반적이다.

(2) 매매가격 결정

주택자금대출의 매매가격 수준은 매매규모보다 훨씬 더 파악하기가 어렵다. 양 당사자들이 매매가격을 공개하지 않는데다가 부실주택자금대출(non-performing mortgage)과 우량주택자금대출(performing mortgage)⁹⁾은 각각 할인과 프리미엄이 적용되기 때문에 그 가격을 추정하기가 더욱 어렵다. 다만 시기별 각 주택자금대출의 할인과 프리미엄의 변동폭은 대략적으로 살펴볼 수 있다. '93년까지 우량주택자금대출의 프리미엄은 거래가격의 1% 이내였으며, 부실대출의 할인율은 그보다 조금 높은 수준이었다. 한편 '93년부터 금리가 하락하면서 금융기관의 주택자금대출 수익도 증가하였으나, 신규 주택자금대출 규모는 '80년대 중반수준으로 회복되지 않았다. 따라서 주택금융기관은 주택자금대출 매매를 통해 주택자금대출을 자산 규모를 확대하고자 하였다. 이러한 영향으로 우량주택자금대출 매매시 프리미엄은 '93년에 3%, '94년에는 4~5%로 상승하였다. 또한 더이상 주택가격이 하락하지 않을 것이라는 전망과 대출관리능력이 향상된데 힘입어 부실주택자금대출의 할인율도 낮아졌다. 이처럼 '94년~'95년의 주택자금대출 매매가격의 급격한 상승은 직접매각시장의 활발한 거래를 촉진시키는데 큰 몫을 하였다.

최근 주택자금대출의 매매가격 산정방식은 크게 달라지지 않았으나, 주택자금대출의

9) 우량주택자금대출(performing mortgage)은 일반적으로 1개월 이상 이자상환이 연체되지 않은 주택자금대출임

신용에 관한 낙관적인 전망과 주택자금대출시장의 경쟁심화는 매매가격 형성에 많은 영향을 미치고 있다. 일반적으로 매입기관이 매입가격을 산정할 때 우량주택자금대출에서 발생하는 자금흐름의 평가와 전체 주택자금대출자산의 손실부담(특히 부실대출의 경우)에 관한 분석을 기초로 한다. 우량주택자금대출 매입에 따른 프리미엄의 수준은 관리비용과 투자수익을 충족시킬 수 있는 자금흐름의 평가(cashflow valuation)에 근거한다. 이것은 주택자금대출 상환원리금의 수입에 따른 연간 손익, 이자 및 관리비용, 상환율 등을 감안한 자금흐름 모형을 이용하는데, 특히 금리마진과 상환율은 매입기관의 수익에 크게 영향을 미치기 때문에 그 예측이 중시된다.

아울러 매입한 대출에서 발생할 수 있는 손실부담에 관한 분석을 통해 프리미엄을 조정한다. 이러한 분석에는 저당권행사율과 담보가액 변동의 예상, 대출금 상환보증보험 등의 보험금 지급수준 등이 감안된다. 매각기관은 매각가격을 높이기 위하여 매각자산의 전부 또는 일부에 대해 지급보증을 하거나 또는 매매대금 일부의 분납 내지 2~3년간 대출금상환과 연계한 대금납부 등을 허용하고 있다.

(3) 매각대출의 신용보완

1) 주택자금대출보험

일반적으로 주택자금대출채권이 매각되면서 대부분의 대출금상환보증보험(Mortgage Indemnity Insurance : MIG)과 이 보증보험에서 보전된 부분 이외의 손실에 대한 집합보험(pool insurance)도 함께 이전된다. 이와 관련하여 보험금청구의 적격성에 대해 보험회사가 많은 이의제기를 하고 있다. 대출금상환보증보험의 경우 계약체결시 보험계약의 양도에 관한 사항이 포함되어 있지 않으며 채권양도에 관한 일반적인 법원리가 보험의 경우에도 해당된다고 볼 수 없다는 것이 보험회사의 입장이다. 따라서 보험회사는 보험에 가입한 대출채권을 매각할 경우 매입기관에 대해 재계약을 체결토록 하고 있다. 재계약에서는 매입기관의 보험금 지급청구에 따라 보험금을 지급할 수 있으나, 보험금 지급 및 거절 등에 관한 관례를 준용하여 보험금을 차감지급할 수 있도록 하고 있다. 한편 집합보험은 최초의 계약조건에 따라 이전되고 있다.

2) 매각기관의 지급보증

매각대상 대출자산의 적절한 대출서류 및 자료의 구비, 담보능력, 주택자금대출 상환 보증보험의 적합성 등 제반사항을 고려하여 매각기관은 각 대출에 대해 지급보증을 하고 있다. 그러나 대출자산 매매시장의 경쟁이 심화되면서 매각기관에 유리하게 지급보증계약이 체결되고 있다. 예를 들어 매입기관의 대출채권 인수가 지체되거나 그 과정이 원만치 않을 경우 매각기관은 지급보증을 상당수준 제한하고 있다. 매각기관의 지급보증은 주로 지급보증기간 및 보증한도가 중심이 되는데, 동일한 매각기관이라도 매각자산 및 매입기관에 따라 보증내용을 달리한다. 일반적으로 대출자산 양도후 2년 이내에, 매각자산의 5% 범위 내에서 매각기관이 지급보증을 하고 있다.

(4) 차주에 대한 보호

주택자금대출은 차주의 가계에서 가장 큰 대출채무이며, 또한 대출조건이나 금융기관의 명성 등을 고려하여 거래할 대출기관을 결정하기 때문에 대출채권 양도는 차주의 권익에 큰 영향을 미칠 수 있다. 주택자금대출 채권양도에 관한 실무지침은 환경부(Department of Environment)나 건축조합협회(Building Society Association)에서 관할한다. 이러한 실무지침은 임의규정이기 때문에 모든 매각기관에게 강제적으로 적용되지는 않지만, 일반적으로 주택자금대출 매각에 따른 주택자금대출이자 세액공제(MIRAS : Mortgage Interest Relief at Source)¹⁰⁾ 등 차주의 보호문제는 이 규정을 기준으로 이루어진다.

실무지침에 의하면 매각기관은 대출채권의 양도가 완료되기 전에 각 차주에게 대출을 매각하는 이유와 매입기관을 선정한 이유 등을 통지하여야 한다. 이와함께 매입기관의 자산규모와 향후 제공하는 업무 등을 보장하는 내용을 함께 동봉하는 것이 관례이다. 차신의 대출채무가 매각되는 것을 원하지 않는 차주가 있을 경우 매각기관과 매입기관은 차주에게 다른 대출기관으로부터 차환대출(remortgage)을 받도록 주선하고 있다.

10) 주택자금대출 이자에 대한 소득세 감액만큼 상환이자에게 차감징수한 후 공제액을 세무당국에서 금융기관에게 일괄지급해 주는 제도임

차주의 보호와 관련하여 가장 중요한 사항은 금리변경 및 상환원리금 연체시의 처리문제이다. '95년 7월 1일부터 시행된 「불공정 소비자계약에 관한 규제(Unfair Terms in Cosummer Contract Regulation)」에 이 문제를 다루고 있는데, 이에 의하면 차주와 공정한 거래를 할 수 있도록 대출기관에게 많은 법적 의무를 부과하였으며, 극단적인 경우 차주가 대출채권의 매각에 반대할 수 있는 권한을 행사할 수 있는 것으로 간주하고 있다. 그러나 대출채권 매각이 중립적이거나 차주에게 유리하게 이루어질 경우에는 공정한 계약으로써 차주가 대출채권 양도를 반대할 수 없다. 따라서 대출채권 매각에 있어서 매입기관의 금리변경 및 대출연체의 처리문제는 최소한 매입기관의 처리관행과 동일하거나 차주에게 유리하도록 이루어지고 있다.

4. 향후 전망

주택자금대출 매매시장의 규모는 '80년대 후반에 연간 수백만파운드의 규모에 불과하였으나, 최근 규모가 급증하여 '95년까지 약 70억~80억파운드에 이르고 있다.

현재 소규모 주택자금대출채권의 매각절차를 표준화하기 위한 여러가지 방안이 강구되고 있으며, 이러한 방안이 마련될 경우 직접매각시장규모는 한층 확대될 것으로 전망된다. 그러나 무엇보다도 이 시장의 장기적인 발전은 주요 매입기관인 건축조합의 움직임에 따라 좌우된다고 하겠다.

직접매각시장이 보다 활성화될 경우 '80년 후반에 다양한 금융기관이 경쟁적으로 주택금융시장에 참여하였던 현상과는 반대로 건축조합을 중심으로 한 전통적인 주택금융기관으로 주택금융시장이 통합되는 결과를 가져올 것이라는 예측도 제시되고 있다.

IV. 시준점

일반적으로 주택금융의 발전정도는 경제발전에 비례하는 것으로 알려져 있다. 즉 자금조달수단의 성격에 따라 원시적 형태인 직접경로(direct route)에서 계약저축방식(con-

tractual route), 가장 보편적인 형태인 예수금조달방식(deposit taking route), 자본시장과 연계한 저당은행방식(mortgage bank route)으로의 발전단계(M. Boleat, 1985)를 거치거나, 또는 주택금융시장과 자본시장의 연계정도에 따라 분단형태(segmented housing finance system)에서 통합형태(integrated housing finance system)로 나아가는 것(J. W. Christian, 1991)이 일반적이다.

우리나라의 경우는 계약저축과 일반예수금에 의한 혼합방식이라고 할 수 있는데 그동안 안정적인 주택자금 재원부족 해소를 위한 대안으로 주택저당채권 유동화제도 도입이 논의되어 왔으나, 장기채시장의 미발달, 주택자금의 저금리 운용에 따른 순마진 발생 등 여건 미성숙으로 검토차원에 머물러 왔다. 그러나 최근 금융자유화와 함께 진행된 금리자유화, 자본시장 개방 등 동제도의 여건이 호전됨에 따라 정부에서도 대출채권 유동화제도의 도입의지를 천명한 바 있다. 즉, 우리나라의 장기금융발전의 청사진이라고 할 수 있는 '장기금융비전 2020'에서는 '97년중 유동화제도의 구체적 도입방안을 마련할 계획이며, 한국은행에서도 '대출채권유동화업무'를 은행 부수업무의 하나로 규정할 계획임을 발표('96년 12월 1일)한 바 있다. 이와같은 정책전환은 금융시장이 발달할수록 금융의 증권화현상이 심화되고, 특별기관이나 특별경로에 의한 주택금융체제가 쇠퇴하면서 주택금융에 대한 지원과 규제 등 정부의 역할이 감소하는 한편 경쟁적이고 시장지향적인 일반금융체제와 통합되는 추세임(Diamond Jr. Lea, 1992)을 감안할 때 합당한 조치로 판단된다.

이와같은 관점에서 금융환경변화에 대응하여 형성된 영국의 저당채권 유동화제도의 경험은 그와 유사한 주택금융체제를 갖추고 있는 우리에게 많은 점을 시사하고 있다. 특히 그동안 주택금융제도의 차이를 무시한 채 유동화제도가 정착된 미국의 제도만을 저당채권 유동화제도의 형태로 도입하여야 한다는 인식을 전환할 수 있는 실증적인 사례가 될 수 있을 것이다.

앞에서 살펴본 바와 같이 영국의 유동화제도는 그동안 많은 시행착오를 거쳐왔고 그 실적도 아직은 저조한 수준이라 완전히 정착되었다고 할 수 없다. 그러나 유동화제도의 도입으로 주택금융의 기증분화가 촉진되었고, 주택금융 재원으로써 비소매자금(nonretail fund)의 유용성이 새롭게 인식됨으로써 주택금융시장과 일반금융시장의 통합을 앞당기

는 계기가 되었다는 점에서 저당채권 유동화제도의 도입효과는 상당히 크다고 하겠다.

따라서 우리나라의 경우도 유동화 시장의 규모만을 가지고 도입효과를 비판적으로만 판단하기 보다는 그에 못지 않게 주택금융제도의 선진화를 가져올 수 있다는 긍정적인 측면도 중시하여야 할 것이다.

그러나 무엇보다도 유동화제도의 본연적인 기능이 원활하게 수행되고 동제도가 조기에 정착하는 것이 바람직하며, 이 점과 관련하여 정부의 지원없이 순전히 민간부문을 중심으로 유동화제도가 운영되었던 영국의 경우에 비해 우리나라는 정부지원 의지나 제도정비의 수준에 따라 다소 유리할 수 있다는 점을 고려하여야 할 것이다.

영국의 경험을 바탕으로 하여 우리나라에서 저당채권 유동화제도가 조기에 정착되기 위한 방안을 모색해 보면 다음과 같다.

첫째, 주택금융규제 완화 및 주택금융기관 확대가 선행되어야 할 것이다. 우선 주택금융기관이 유동화시장에 적극적으로 참여할 수 있도록 각종 제약요인을 해소하는 한편 관련 규정과 제도가 정비되어야 한다. 또한 주택은행 이외에 다른 금융기관 체제에서는 증권화의 하부구조 마련이 어렵고 대출자산 매매 자체가 유명무실해지는 등 실질적으로 도입효과를 기대할 수 없기 때문이다.

둘째, 유동화제도에 대한 정부의 관심과 지원이 필요하다. 민간보다 정부차원에서 신용보완기능을 수행할 경우 비용을 절감할 수 있고 투자기반도 확충할 수 있다는 것은 미국과 영국의 대조적인 실례를 통해서도 검증되었다.

셋째, 투자기반 확대 및 다양한 상품개발이 이루어져야 한다. 투자기반이 특정계층에 편중될 경우 외부환경에 따라 유동화시장이 많은 영향을 받을 수 있고, 이들이 발행가격 결정을 주도하여 비용증가를 초래할 수 있기 때문이다. 이를 위해서는 무엇보다도 각 투자계층의 선호에 적합한 상품개발이 필요하다. 영국의 경우 자체 시장에 적합한 독특한 상품들을 개발하였던 것은 주목할만 한다. 그러나 상품설계에 있어서 금리를 비롯한 채권시장분석 뿐만 아니라 주변환경(주택경기, 주택시장, 주거형태, 경제상황 등)에 대한 정확한 전망이 무엇보다도 중요하다. 따라서 시장을 정확하게 예측할 수 있는 기법을 구축하기 위한 투자도 적극적으로 이루어져야 할 것이다.

넷째, 유동화제도의 도입효과를 극대화하기 위하여 유동화 대상 대출을 선정할 필요가

있다. 이는 금리여건을 감안하여 시행이 용이한 고금리대출을 우선적으로 할 것인지 아니면 금리가 낮더라도 주택자금대출규모가 큰 금융기관의 대출을 포함할 것인지를 선택하는 문제이다. 고금리대출로 주로 틈새시장을 공략하였던 대출전업회사가 유동화 시장을 주도하였던 영국의 경우 금융시장 변화에 따라 대출전업회사가 곧바로 시장을 벗어남으로써 안정적인 저당채권 유동화제도의 발전을 저해하였다는 점을 미루어볼 때 우리나라에서는 주택자금대출 규모가 큰 금융기관의 대출을 유동화의 우선대상으로 하는 것이 훨씬 설득력이 있다고 하겠다.

결론적으로 저당채권 유동화제도의 도입과 관련하여 가장 중요한 것은 우리나라 주택사정, 주택시장, 금융시장에 비추어 어떠한 형태가 가장 효율적이며 기대효과가 큰 것인가를 결정하는 일이라 하겠으며, 위의 네가지 사항을 고려하여 우리나라 상황에 가장 적합한 시행방안이 마련될 경우 예상했던 것보다 저당채권 유동화제도의 활성화를 기대할 수 있을 것이다.