

임대주택 자산유동화 사례평가 및 구조개선사항 연구

A Study on the Evaluation and Improvement of Rental Housing Asset Securitization in Korea: Case Study on Korea Land and Housing Corporation

이종권¹ · 권치흥²

Jong-Kwon Lee¹ and Chi-Hung Kwon²

(Received December 27, 2012 / Revised January 28, 2013 / Accepted January 30, 2013)

요 약

본 연구의 목적은 현행 임대주택 ABS방식을 평가하고 한계를 개선하는 방향으로 ABS 구조의 재설계를 위한 개선방안을 제시하는 것이다. 따라서 기존 공공임대주택 ABS사례에 대한 평가를 크게 세 가지로 요약하면 다음과 같다. 부외금융효과 측면에서 볼 때, 감독당국의 현행 회계처리지침상 분양전환대금 등 장래채권의 유동화에서는 부외금융효과를 누리고 있지 못하다. 더욱이 국제회계기준(IFRS)이 도입되면서 LH가 SPC를 ‘사실상 지배’하는 구조를 벗어나지 않는 한 장래채권을 기초자산으로 하는 임대주택 ABS는 더 이상 부외금융효과를 기대하기 힘들다. 금융비용 측면에서 볼 때, 유동화 대상자산을 부외처리하지 않아 ABS가 LH의 신용도와 연결되어 있으면서도 LH 일반채권보다 ABS에 금리가 가산되는 것은 매우 비합리적인 현상이다. 한편 유동성 개선효과 측면에서 볼 때, 자산보유자인 LH가 심각한 유동성위기에 처한 상황에서 ABS가 자금조달 다각화 수단으로 역할을 한 것은 인정된다.

이상의 평가결과를 바탕으로 임대주택 자산유동화 개선방안은 크게 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 부외금융효과를 제고하는 것이다. 이를 위하여 현재채권인 임대료 ABS의 회계처리방식을 변경하여 임대료에 해당하는 양도가액 만큼을 임대주택 자산가액에서 차감하는 방식을 제안한다. 둘째, 구조화 비용 및 금리를 절감하는 것이다. 이를 위하여 임대주택 ABS의 포괄 유동화 구조가 가능하도록 자산유동화법 개정을 통해 단일 SPC에 의한 복수의 유동화계획 수행이 가능하도록 하는 방안, LH법 개정을 통하여 자기신탁구조를 허용하는 방안, 임대주택 유동화에 대해서도 법제화 CB의 근거를 마련하는 방안을 제안한다.

주제어 : 임대주택, 자산유동화, 커버드본드, 재원조달

ABSTRACT

This study aimed to assess the rental housing ABS in Korea, and to suggest ways of improving the structure of existing rental housing ABS. Thus, the three major assessment for existing public rental housing ABS case can be summarized as follows : First, when viewed in terms of the accounting treatment, rental housing ABS which use the future receivables as underlying asset, can not enjoy off-balance-sheet effect. Second, when viewed from the point of financing costs, the rental housing ABS interest rate being higher than unsecured bond is very unreasonable nevertheless the ABS being off-balanced. Third, when viewed from the liquidity effect, the originator (LH) use the ABS as a means of diversifying funding in a serious liquidity crisis situation.

The Improvement of rental housing ABS based on the evaluation results can be summarized into two broad. First, it is a plan to handle the off-balance-sheet effect in a way of changing the accounting treatment of rental payment. Second, it is a plan to reducing the structuring cost and interest rate in ways of multi-asset securitization structure, self-trust structure, and adopting legal CB structure.

Key words: Rental Housing, Asset Securitization, Covered Bond, Financing

1. 서 론

년에 5년 공공임대주택의 임대료채권 등을 기초자산으로 하여 최초로 추진하였다.

1.1 연구목적

임대주택 자산유동화는 구 대한주택공사가 1999년~2000

그 이후에는 발행이 중단되었다가, 2010~2011년에 한국토지주택공사(이하 LH)가 5년 및 10년 임대주택의 임대료

1) 한국토지주택공사 토지주택연구원 선임연구위원(주저자: jhcs@lh.or.kr)

2) 한국토지주택공사 토지주택연구원 수석연구위원(교신저자: chihung5@lh.or.kr)

및 향후 분양전환대금, 국민임대주택 임대료 등을 대상 자산으로 하여 3조원 규모의 자산유동화를 추진하였다.

자산유동화(Asset Backed Securitization : 이하 ABS)는 특정 자산을 자산보유자의 파산위험으로부터 절연시킨 후, 이를 담보로 하는 증권을 발행하는 개념이다. 이를 위하여 자산은 당초 자산보유자(originator)의 대차대조표에서 분리되어 자산유동화법상 유동화전문회사등(이하 SPV¹⁾)으로 양도되는 회계적 분리(off-balance, 부외처리)의 과정을 거친다. 이 과정에서 자산보유자는 자산을 매각하는 것과 동일한 재무적 개선효과를 얻을 수 있다. 즉 자산유동화를 통한 자금조달은 자산매각을 통한 현금화와 동일하게 회계처리되므로 '부채의 증대를 수반하지 않는 자금조달'(off-balance financing, 부외금융)의 효과를 얻을 수 있다.

그러나 ABS에 대한 회계처리지침이 갈수록 엄격해지는 경향이 있어 2003년부터 임대주택의 분양전환대금 등 장래채권(future receivables)은 자산유동화의 목적으로 자산유동화법상의 유동화전문회사 등(Special Purpose Vehicle ; 이하 SPV)으로 양도되더라도 부외처리를 못하고 담보부 차입으로 인식토록 함에 따라 부외금융효과는 기대하기 힘든 상황이다.

더욱이 향후 국제회계기준(IFRS) 도입시 실질적인 지배구조를 기준으로 자산보유자와 SPV간의 연결재무제표 작성이 요구될 것인바, 자산유동화법상 "진정한 양도(transfer sale)" 요건에 엄격한 적용이 예상된다.

또한 미국 서브프라임 모기지(sub-prime mortgage) 부실위기는 리스크 분산을 위한 금융혁신의 총아로 평가받던 ABS가 제대로 관리·감독되지 않을 경우 리스크를 금융시스템 전반으로 확산시키는 위험성을 내포함을 여실히 보여준 바, 이를 계기로 ABS에 대한 관리·감독체계가 엄격해지는 추세이다.

이처럼 임대료, 분양전환대금 등 현금흐름을 기초 자산으로 하는 방식의 임대주택 ABS는 부외금융효과를 기대하기 힘들어진데다 복잡한 금융구조에 기인하는 추가적인 비용 소요 등으로 전통적인 자금조달수단(채권발행, 대출)에 비해 ABS의 실익이 분명하지 않다. 즉 채권발행이나 대출과 마찬가지로 부채로 인식되는데다, 복잡한 금융구조로 인하여 금융비용만 추가적으로 가산되기 때문에 기업의 재무활동측면에서 굳이 ABS를 활용할 유인이 불분명하다는 것이다.

이러한 문제의식에서 본 연구는 지금까지 추진된 임대주택 ABS를 평가하고, 금융구조상의 한계점을 정리하고, 구조의 재설계를 통한 개선방안을 모색하고자 한다.

1.2 연구의 범위 및 방법

2장에서는 임대주택 ABS의 기존 사례를 평가하고 한계를

진단하고자 한다. 평가의 관점은 부외금융효과, 금융비용, 유동성개선효과 등 3가지이다. 임대주택 ABS가 전통적 자금조달수단과 비교하여 부외금융효과를 충분히 달성하고 있는지, 금융비용측면에서 어떠한 차이점을 가지는지, 마지막으로 자금조달수단의 다변화라는 차원에서 유동성개선효과가 발생하고 있는지 등의 관점에서 살펴보고자 한다.

임대주택을 대상으로 한 ABS는 LH(구 대한주택공사 포함) 사례가 유일하다시피 하기 때문에 LH의 임대주택 ABS 사례를 중심으로 분석을 진행하였으며, 기초적인 자료는 LH 내부자료와 금융감독원 공시자료를 활용하였다.

3장에서는 글로벌 금융위기 이후 ABS 시장 및 규제의 변화 양상을 살펴볼 것이다. 2009년 미국의 서브프라임 모기지(sub-prime mortgage)를 기초 자산으로 한 ABS 증권의 부실이 금융위기의 중심에 있기 때문에 그 이후의 규제체계 및 시장의 변화 양상을 봄으로써 향후 ABS 여건을 짚어보고자 한다. 또한 ABS의 대안으로서 급부상하고 있는 커버드 본드(covered bond : 이하 CB)의 주요 특징 및 활용가능성도 살펴보고자 한다. 관련 통계자료 및 문헌자료를 주로 참고하였다.

4장에서는 임대주택 ABS 구조 개선방안을 제시할 것이다. 구조의 재설계는 크게 두 가지 관점에서 접근하였다.

첫째, 부외금융효과를 얻기 위한 유동화 대상자산의 재설계이다. 임대주택 ABS의 대상 자산 중에서 장래채권 범주에 포함되는 분양전환대금은 부외처리가 불가능하다 하더라도, 현재채권인 임대료수입은 원칙적으로 부외처리가 가능하다는 점에 착안하였다.

둘째, 임대주택 ABS의 유동성을 높이고 금융비용을 낮추기 위한 유동화구조의 재설계이다. 자산의 부외처리가 가능하려면 자산유동화법상의 '진정한 양도'의 요건을 충족시켜야 하는데, ABS 관련 회계정책이 갈수록 엄격해지면서 더욱 유동화구조가 복잡해지고 외부신용보강 등 구조화 비용이 추가될 가능성이 높다.

따라서 대상 자산의 부외처리를 통한 부외금융효과에 연연하기보다 ABS의 자금조달 다각화 효과를 중시하여 금융비용을 낮추는 방향으로 유동화구조를 재설계할 필요가 있다. 유동화 구조의 복잡성을 해소하고 투명·간명하게 구조를 재설계함으로써 가산금리 및 추가적인 비용발생의 여지를 최소화하는 것이다. 그 일환으로 임대주택 ABS에 대해서는 단일 SPC를 활용하여 복수의 ABS 시리즈를 정기적으로 발행함으로써 시장성을 높일 수 있는 유동화구조(포괄유동화구조 또는 자기신탁구조)를 검토하였다. 또한 CB 구조의 활용가능성도 검토하였다.

분석을 위한 근거자료로는 감독당국인 금융감독원의 회계처리지침, 회계연구원의 해석자료, 법원 판례 등을 참고하였으며, 한국주택금융공사의 자기신탁구조 사례를 참고하였다.

1) 자산유동화법상 유동화전문회사등(본고에서는 SPV로 지칭)은 유동화전문회사(본고에서는 SPC로 지칭)와 신탁을 포괄한다.

1.3 선행연구 검토

우리나라에서 대규모 임대주택 공급은 LH 및 지자체가 건설하거나 민간이 국민주택기금이나 공공택지의 지원을 받아 건설하는 경우가 대부분이다. 특히 국민임대, 영구임대 등 장기임대주택은 LH가 대부분을 보유·관리하고 있다. 대규모 임대주택을 대상으로 한 ABS 사례도 LH(구 대한주택공사 포함) 사례 외에는 찾기 힘들다.

이러한 한계로 인해 임대주택 ABS와 관련된 선행연구는 주로 LH의 내부자료 및 연구보고서를 참조하였다.

이종권과 김용순(2000)은 ‘5년 공공임대주택’을 유동화대상 자산으로 하여, 임대주택의 ABS방안으로 임대주택의 소유권과 현금흐름을 별도로 분리하여 현금흐름만을 유동화하는 방안을 제시하는 한편, 장래채권의 유동화 적격성 및 부외처리 가능성에 대해 심층 검토를 한 바 있다.

이종권(2004)은 ‘국민임대주택’을 대상으로 현금흐름을 분석하고 ABS 대상 자산으로서의 적격성 및 유동화 효과에 대해 분석한 바 있다. 국민임대주택은 임대종료 시점의 현금흐름을 전혀 추정할 수 없다는 한계가 있기 때문에 임대기간중의 임대료수입만을 대상으로 ABS를 할 경우 유동화효과가 제한될 수밖에 없음을 분석하였다.

이종권과 권치홍(2008)은 ‘10년 공공임대주택’을 대상으로 ABS 구조를 모색하는 한편, 분양전환대금의 부외처리 가능성을 검토하였다.

이상의 선행 연구들이 현행 자산유동화법 체계내에서 성립가능한 구조개발에 중점을 두었다면, 본 연구는 이제까지의 임대주택 ABS의 성과를 평가해보고 현행 자산유동화법 체계내에서의 ABS의 한계를 진단하고, 대안적 구조를 모색하기 위한 시도라는 점에서 차별성이 있다.

2. 임대주택 자산유동화 기본 구조 및 평가

2.1 유동화 대상 자산의 성격

우리나라에서 부동산을 대상으로 하는 ABS의 경우, 대부분 부동산의 법적 소유권은 그대로 두고 현금흐름만 분리하여 유동화하고 있다. 부동산 실물 그 자체를 대상 자산으로 할 경우, SPV로 자산을 양도하는 과정에서 법적 소유권의 이전이 불가피한데, 이에 따라 여러 가지 제약사항이 발생할 수 있기 때문이다. SPV로의 법적 소유권 이전으로 인하여 취득세 및 등록세, 특별부가세 및 부동산등기에 따른 인지세 및 국민주택채권 매입의무가 별도로 발생할 가능성이 높다. 더욱이 임대주택의 경우 다수의 임대주택을 개별 등기이전하는 과정에서의 행정절차상의 비용 및 시간소요가 엄청날 것이고, 임대주택과 관련된 수선유지의무 등의 부담주체가 불명확해질 수 있다.²⁾

따라서 우리나라에서 대부분의 부동산 ABS 사례를 보면,

기초자산은 임대료채권, PF대출채권, 분양대금채권, 공사대금채권, 토지할부대출채권, 부동산신탁 우선수익권, 중도금대출채권 등으로 구성되어 있다. 이들 자산은 부동산 그 자체는 아니며 부동산관련 현금흐름이다.

각 현금흐름의 발생 근거는 채권(債權)-채무(債務)관계를 통해 파악할 수 있다. 임대료채권은 임대주택의 임대차계약에 의해 발생하며 채권자는 임대인, 채무자는 임차인이다. PF대출채권은 PF(Project Financing) 방식으로 이루어지는 아파트 개발사업에서 금융기관이 PF 시행사에 대하여 제공한 대출의 채권을 의미한다. 아파트 분양대금채권의 경우 분양계약에 의하여 형성되며, 채권자는 시행사이고 채무자는 수분양자이다. 공사대금채권은 도급계약에 의하여 생성된 것으로 채권자는 시공사이고 채무자는 시행사이다. 토지매출채권은 토지매매계약에 의해 성립한다.³⁾

임대주택 ABS에서 기초 자산이 되는 임대료 및 분양전환대금⁴⁾에 대하여 좀 더 자세히 살펴보자.

임대료수입은 주택임대차계약에 의거하여 확정적이고 연체율이 낮아 비교적 유동화가 용이한 자산 유형에 속한다.

한편 분양전환대금은 향후 임대주택의 의무임대기간(5년 또는 10년)이 종료된 후 분양전환시 발생하는데, 분양전환가격의 산정기준이 되는 감정가격을 추정하기 힘들고, 분양전환 가격과 시점을 둘러싼 입주자와의 갈등 소지가 있기 때문에 분양전환대금 현금흐름은 현재 시점에서 확정할 수 없다는 한계가 있다.

이처럼 장래에 상품 또는 서비스 등을 제공하는 대가로 현금흐름이 발생할 가능성이 높지만, 현재 시점에서 명확한 계약관계 및 채권-채무관계가 존재하지 않기 때문에 현재 채권으로서의 성립요건을 완전히 갖추고 있지 못하는 경우 장래채권으로 본다. 분양전환대금은 분양전환 계약관계가 현재 시점에서 존재하지 않는다는 점에서 장래채권에 속한다. 또한 토지매출채권도 미완공 토지를 대상으로 한 토지매매계약에 의할 경우, 토지완공이 전제되지 않는 한 채권채무관계가 불완전하기 때문에 이 역시 장래채권의 범주에 속한다.

장래채권 유동화는 채권-채무관계가 불완전한 현금흐름을 기초로 하기 때문에 ‘법률적으로 완전한 양도성을 가지고 있는지 여부’, ‘자산보유자가 장래채권을 향후 안정적으로 창출할 수 있을 것인지 여부’가 유동화 자산으로 인정받기 위한

2) 보다 구체적인 내용은 이종권과 김용순(1999: 32~44)을 참조. 한편 신탁을 활용할 경우에는 부동산 소유권 이전에 따른 각종 세금의 발생문제가 상당 정도 완화될 가능성이 높다.

3) 보다 구체적인 내용은 이종희(2010: 403-416)를 참조.

4) 5년 임대주택이나 10년 임대주택의 경우, 각각 5년, 10년의 의무임대기간이 지나면 분양으로 전환하게 된다. 분양전환가격의 산정기준은 임대주택법에 의거하여 결정되는데, 5년 임대주택의 분양전환가격은 전환시점의 감정가격과 당초 건설원가의 가중평균이며, 10년 임대주택의 분양전환가격은 분양전환시점의 감정가격이다.

핵심이다.⁵⁾ 한편 현존하지 않는 자산인 장래채권은 안정적인 현금흐름 발생가능성 측면에서 자산보유자의 신용도와 밀접히 연결되어 있기 때문에, 자산보유자가 높은 신용도를 가진 기관이 아닌 한, 유동화과정에서 은행 등 외부기관의 신용보강이 절대적으로 필요하다.

2.2 기본 구조

자산유동화법상 SPV는 유동화전문회사(Special Purpose Company, 이하 SPC)와 신탁을 포괄한다. 대부분의 ABS는 신탁보다 SPC를 활용하는 경우가 많다.

SPC는 법인격을 가지므로 ABS증권을 채권(Bond) 방식으로 발행하며, 신탁의 경우 ABS증권을 수익권증서의 형태로 발행하게 되는데, 수익증권시장은 채권시장보다 협소하기 때문에 투자자 확보가 상대적으로 불리할 수 있다. 그러나 장래채권 유동화의 경우에는 SPC와 신탁을 모두 활용하는 다단계구조가 많이 채택된다. 즉, ① 자산보유자는 장래채권을 일단 신탁회사에 신탁한다. ② 신탁회사는 신탁받은 장래채권에 대한 수익권증서를 SPC에 양도한다.

② SPC는 양도받은 수익권을 기초로 ABS를 발행하는 구조이다. 수익권은 대개 제1종과 제2종으로 나뉘는데, 제2종(후순위)은 자산보유자에게 교부하고, 제1종(선순위)만을 SPC에게 양도하는 것이 일반적이다. 그냥 SPC만을 활용하는 1단계 유동화구조는 장래채권으로부터 발생하는 현금흐름 전액을 ABS원리금 상황에 우선적으로 사용하여야 하나, 신탁을 활용하는 2단계 유동화구조에서는 제1종 수익권자(여기서는 SPC)에 대한 수익 지급이 완료되면 자산보유자도 제2종 수익권자로서 잔존 현금흐름(Idle Money)을 사용할 수 있는 장점이 있다.

LH가 2010~2011년간 추진한 임대주택 ABS에서도 다단계 구조를 활용하였다.

1단계에서 LH는 임대주택관련채권(10년 임대주택 임대료

및 분양전환대금, 국민임대주택 임대료)을 금전채권신탁하고, 신탁회사는 1·2종 수익권을 발행한다.

2단계에서 신탁회사가 발행한 수익권 중 제1종은 SPC에 양도되며, 제2종은 LH가 인수한다. 10년 임대주택은 조기 분양전환(임대기간의 1/2경과시)이 이루어질 경우, 임대후 5년~10년 사이에 현금흐름이 일시에 유입되어 대규모 유희자금(Idle Money) 발생 우려가 커서 이를 제2종 수익권자인 LH가 활용할 수 있다.

분양전환대금채권은 장래채권으로서 불확실성이 크기 때문에 현재채권보다 더 많은 신용보강이 필요하였다. 유동화사채 총발행금액의 30% 수준에 대해서는 하자담보책임의 형태로 LH가 신용보강을 하였으며, 유동화사채 발행금액의 20% 수준에 대해서는 외부금융기관이 신용공여(Credit Line)의 방식으로 신용보강을 제공하였다.(금융감독원(1999) 참조)

2.3 임대주택 자산유동화 평가

임대주택 ABS는 (구)대한주택공사 시절에 최초로 1999~2000년간 총 8,100억원(선순위채 기준)을 발행한 적이 있으며, (구)한국토지공사와 통합하여 LH로 된 이후 2010~2011년간 3.1조원을 발행하였다. 임대주택 ABS는 LH 외에는 추진한 사례가 거의 없기 때문에 임대주택 ABS에 대한 평가는 LH 사례를 중심으로 진행할 것이다. 또한 평가의 관점은 부외금융효과, 금융비용, 유동성개선효과의 세 가지 관점에서 평가를 해보겠다.

2.3.1 회계적 부외금융효과

ABS에 관한 현행 회계처리지침은 부동산 유동화구조의 복잡성과 다양성에 의해 명확한 회계처리기준이 존재하지 않으나 일반적으로 기업회계기준 제5호 유형자산과 제4호 수익인식에 따라 가장 기본적인 원칙을 유지하고 있는 상황이다.⁶⁾

유동화 자산을 SPV에 양도하는 이유는 부외처리(off-balance,

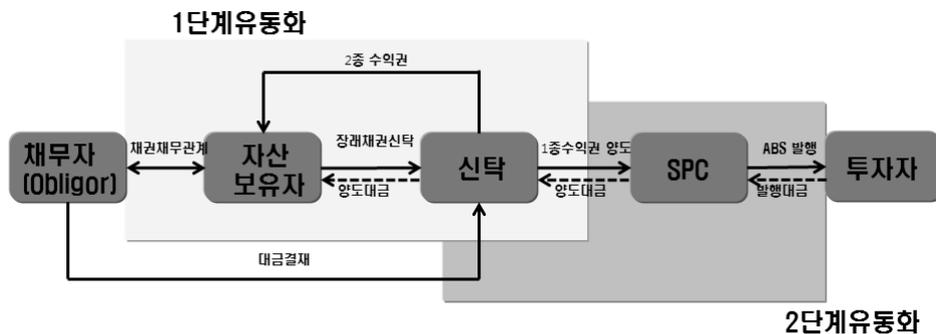


그림 1. 장래채권 유동화의 일반적 구조

5) 분양전환대금채권 등 장래채권의 양도가능성 및 유동화 자산으로서의 인정 가능성 여부에 대한 보다 구체적인 내용은 이종권과 김용순(1999: 36~38)을 참조.

6) 이종권과 권치홍(2008: 38-41) 제인용

자산보유자의 대차대조표로부터 자산을 분리)를 목적으로 한다. 즉 자산보유자의 파산위험으로부터 유동화 자산을 법적으로 절연시키기 위한 것이다. 그러나 임대주택의 소유권과 법적 비용지출의무 등은 그대로 LH가 유지하면서 임대료, 분양전환대금 등 경제적 효익만을 양도할 경우에도 이를 회계상 부외처리할 수 있는가라는 쟁점이 있을 수 있다.

1999~2000년간 추진된 임대주택 ABS의 경우 금감위 질의회신(금융감독원 회계일 8360-827, 1999.6.24)⁷⁾에 입각하여 임대주택으로 향후 발생할 경제적 효익만을 양도하는 경우에도 부외처리가 가능할 수 있었다. 따라서 ABS를 통한 자금조달은 부채로 인식되지 않고, 자산매각으로 인식됨으로써 (구)대한주택공사는 ABS발행액만큼의 부채증대를 회피할 수 있었다. (구) 대한주택공사는 1999~2000년간 5년 공공임대주택 42,910호(추정 가격 2조 6,149억원)를 대상으로 2차례에 걸친 유동화를 추진하여 임대료 및 분양전환대금 총 9,413억원에 해당하는 ABS를 발행한 바 있다. 이 중 선순위채가 8,100억원으로 재무적 투자자에게 발행하였고, 후순위채는 1,313억원으로 자산보유자인 (구)대한주택공사가 인수하였다. 이를 통해 (구)대한주택공사는 선순위채 8,100억원에 해당하는 유동화 효과와 더불어 30% 수준의 부채비율 상승을 회피할 수 있었던 것이다.(이중권(2004: 94-95) 참조)

그러나 2003년부터 회계처리지침이 변경되어 장래채권 ABS의 경우, 과도한 신용보강이 요구된다는 점에서 유동화 자산의 부외처리가 불가능해지게 되었다. 장래매출채권의 자산유동화에 대한 회계처리(금융감독원 해석적용사례 2003-15)에 따르면 유동화목적의 자산양도를 매각으로 인식하지 않고 차입으로 인식하도록 하고 있다.⁸⁾

이처럼 임대주택의 소유권은 그대로 둔 채 현금흐름만 분리하여 분양전환대금 등 장래채권을 기초로 하는 기존 ABS 구조로는 부외금융효과가 소멸됨에 따라 금융비용 측면에서도 특별한 실익이 없는 한, ABS를 추진할 명분이 없어졌기 때문에 2003년 이후 기존 방식의 임대주택 ABS는 중단되었다.

더욱이 최근 들어 국제회계기준(IFRS)이 도입되면서 ABS 회계처리지침은 지급보다 더욱 강화될 전망이다. 국제회계기준에서는 자산유동화법상의 SPC에 대하여 자산보유자가 ‘사

실상 지배’하는 것으로 인정될 경우, 재무제표를 연결하도록 하고 있다.⁹⁾ 임대주택 분양전환대금과 같은 장래채권을 대상으로 하는 ABS에서는 자산보유자인 LH에 의한 명시적인 하자담보범위(기존 사례에서 대개 유동화사채금액의 30%)가 넓고, 신용보강을 제공하는 외부기관에 대해서도 궁극적으로는 LH가 책임(back-up)을 지는 구조이기 때문에 LH가 SPC를 ‘사실상 지배’하는 구조이다. 따라서 국제회계기준을 따르더라도 임대주택 분양전환대금과 같은 장래채권의 ABS는 과도한 신용보강구조로 인하여 당초의 자산보유자인 LH가 유동화목적의 SPC를 사실상 지배하는 것으로 인정되어 재무제표가 연결될 가능성이 매우 높다. 결국 현행 자산유동화법 체계내에서 장래채권을 기초자산으로 하는 임대주택 ABS는 더 이상 부외금융효과를 기대하기 힘들게 되었다.

2.3.2 금융비용

ABS도 주식, 채권과 마찬가지로 유가증권의 일종이다. 유가증권의 발행에 따른 금융비용은 유가증권의 표면금리, 기타 옵션비용, 발행과정에서의 수수료 등 제반 비용으로 구분할 수 있다. ABS발행에 따른 금융비용의 적정성을 평가하기 위하여 본 연구에서는 동일 신용등급의 일반 채권발행과 비교해보고자 한다.

이론적으로 볼 때, ABS는 자산보유자로부터 SPV로 양도된 자산을 담보로 하여 SPV의 명의로 발행되는 것이기 때문에, ABS의 신용등급은 담보자산의 적격성에 의존하게 된다. 그러나 현실에서는 담보자산의 적격성만을 보고 투자가 이루어지는 경우는 드물며, 대부분 당초 자산보유자의 하자담보와 외부적 신용보강(credit line 등)을 요구하고 있다.

ABS의 신용위험은 주로 담보자산의 적격성이나 자산보유자의 하자담보능력에 문제가 발생할 경우 발생하는데, 이에 대비한 최후적인 신용보강수단으로서 제3의 외부기관에 의한 긴급 신용공여(credit line)이나 지급보증에 요구되는 것이 일반적이다. 이로 인해 ABS의 신용등급은 궁극적으로 외부 신용보강기관의 신용등급에 연결된다고 볼 수 있다. 외부적 신용보강은 보통 AAA 등급의 금융기관이 제공하는 경우가 많다.¹⁰⁾ LH의 임대주택 ABS 사례에서도 AAA 등급의 국내 은행에서 외부신용보강을 담당하였다.

7) 임대주택 현금흐름의 자산유동화에 관한 회계처리지침(금융감독원 회계일 8360-827, 1999.6.24)에 따르면, ‘자산유동화계획 및 자산양도를 자산유동화에관한법률에 정하여진 요건에 따라 금융감독위원회에 등록을 한 후, 유동화전문회사로부터 임대주택에서 발생하는 미래현금흐름(임대료, 보증금, 분양금액 등)을 일시에 수령한다면...(중략)... 당해 임대아파트의 매각대금(잔금)을 전액 수령한 것에 해당하므로 임대아파트에 대한 매각손익을 인식하여야 할 것’

8) 장래매출채권의 자산유동화에 대한 회계처리(금융감독원 해석적용사례 2003-15)에 따르면 ‘장래매출채권기업회계기준등에관한해석 52-14...(중략)...이 경우 유동화대상이 장래매출채권인 경우 회사가 자산유동화를 통하여 수령하는 유동화대금은 ‘유동화채무’로 회계처리하는 것이 타당하다.’

9) 현행 기업회계기준은 유동화전문회사(SPC)에 대한 지분을 30% 초과 시 재무제표를 연결하는 반면, 국제회계기준은 지분을 50% 초과 시 연결되나, 50% 이하일 경우에도 ‘사실상 지배’ 여부로 판단

10) 신용보강을 제공하는 기관에 대해서는 대개 당초 자산보유자가 지급보증계약을 별도로 체결하는 경우가 많다. 자산유동화계획 및 자산양도계약은 감독당국인 금융위원회에 등록하여야 하지만, 외부 신용보강과 관련한 지급보증계약관계는 당초 자산보유자와 외부 신용보강기관간에 별도로 이루어지는 이면계약의 성격을 가진다. 이 때문에 공개할 의무가 없기 때문에 이를 객관적으로 확인할 수 있는 방법은 없다.

1) 가산금리

일반 무보증 채권(unsecured bond)의 경우 별도의 구조화 과정이 필요없이 곧바로 기업의 신용등급을 토대로 발행되는데 점에서 스트레이트 본드(straight bond)로 불리기도 한다. 반면, ABS는 개별 건별로 기초 자산이 이질적이고, 복잡한 구조화의 과정을 거친다는 점에서 구조화 채권(structured bond)으로 불린다.

ABS와 같은 구조화 채권은 개별 건별로 담보자산내역이 이질적이고 복잡한 구조화의 과정이 매개됨으로써 일반 무보증 채권에 비하여 유통성이 떨어지는 것으로 인식된다.

2010년 기준으로 LH가 무보증 일반채권 및 임대주택ABS에 대해 국내 2개 신용평가기관으로부터 받은 평가등급은 공히 AAA이다. 이처럼 동일 신용등급의 채권임에도 불구하고, ABS에 대해서는 일반 무보증 채권에 비하여 유통성이 다소 떨어진다는 점에서 가산금리가 추가되는 것이 일반적이다.

LH가 추진한 임대주택 ABS의 경우에도 발생시점별로 가산금리의 절대적 수준은 다르지만, 2010년 11월 발행한 국민 임대주택 ABS의 경우 만기별(1년~9년) 발행금액으로 가중 평균한 가산금리는 LH 무보증 채권에 비교하여 28bp¹¹⁾이다.

2) 구조화비용

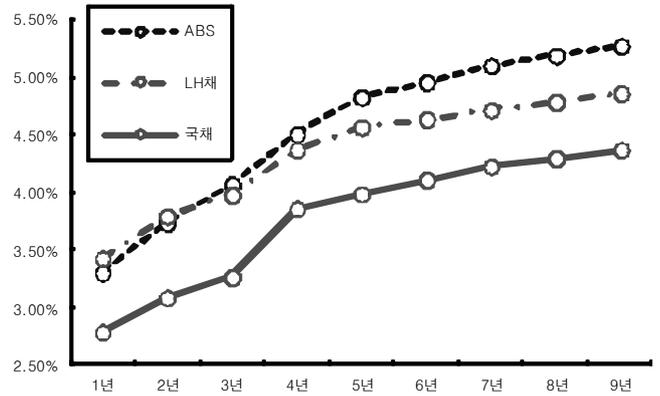
일반 무보증채권은 1년단위로 기업 신용평가를 받으면, 이 기업 신용등급을 기초로 지속적으로 채권을 발행할 수 있지만, ABS의 경우에는 개별 건별로 별도의 신용평가가 필요하며, 구조화의 과정에서 추가적으로 비용이 발생한다.

ABS 구조화를 위한 추가적인 비용으로는 자산실사수수료, 법률자문수수료, SPC 업무위탁수수료, 외부신용보강 수수료 등이 있다. 이들 비용은 임대주택 ABS의 경우 선순위 ABS 발행총액기준으로 10~20bp가 소요되었다. 결국 임대주택 ABS는 LH 무보증채권에 비교하여 가산금리가 붙고, 구조화비용이 수반된다는 점에서 절대적인 금융비용 측면에서는 불리하다. 이처럼 금융비용면에서의 불리함에도 불구하고, ABS는 부외금융효과라는 잇점이 있기 때문에 기업이 재무전략적 판단 하에 선택가능한 대안적 자금조달수단으로 기능할 수 있었다.

그러나 2003년 이후 장래채권 ABS에 대한 회계처리지침 변경을 계기로 임대주택 ABS의 부외금융효과를 더 이상 기대할 수 없게 된 상황에서 금융비용면에서의 불리함을 무릅쓰고 2010년 이후 임대주택 ABS가 재추진된 것은 다음에서 설명할 유동성 개선효과에 기인한다.

2.3.3 유동성 개선효과

ABS가 수반하는 유동성 개선효과는 크게 두가지로 구분



자료 : 금융투자협회 금리통계를 기초로 재구성

그림 2. LH 무보증채권과 임대주택ABS 만기별 금리비교(2010.11월, 유통수익률 기준)

해볼 수 있겠다.

첫째, 비유동자산(부동산, 대출채권, 매출채권 등)을 유동자산(유가증권, 현금 등)으로 전환함으로써 유동성을 개선하는 것이다. 2010년 이후 추진된 LH 임대주택 ABS의 경우, 유동화에도 불구하고 자산의 부외처리가 불가능하여, 비유동자산인 임대주택이 대차대조표에 그대로 남아있으므로 이런 의미에서의 유동성 개선효과는 없다.

둘째, 자산보유자가 재무적 어려움에 처해 자체적인 신용도만으로는 채권발행, 대출 등 전통적인 자금조달이 어려울 경우, 양질의 자산을 유동화하는 방식으로 자금을 조달하는 경우이다.

LH의 경우, 2010~2011년에 걸쳐 심각한 유동성 위기를 경험하였다. 2010.07월말 기준으로 LH가 발행한 무보증 채권 잔액은 55조원으로 국내 공기업채권(특수채) 발행잔액 201조원의 27%를 차지할 정도로 발행물량이 과다하였기 때문에 추가적인 채권발행이 어려워지는 유동성 위기 상황에 봉착한 바 있다(채권통계는 이데일리 본드웹(<http://www.bondweb.co.kr>) 참조).

이처럼 LH 채권 발행이 어려운 2010~2011년의 유동성 위기상황에서 임대주택 ABS는 3.1조원의 자금조달 다각화 수단으로 기능하였다.

3. 글로벌 금융위기 이후 자산유동화 규제 및 시장 변화

3.1 ABS시장의 위축과 규제강화

2000년대 미국 모기지시장의 급격한 확대가 가능하였던 기술적 조건은 서브프라임 모기지를 대상 자산으로 한 ABS, 즉 서브프라임 MBS(mortgage-backed-securitizations)와 신용위험 스왑상품인 CDS(Credit Default Swap) 등 파생금융상품의 발전이다. 2007년말부터 주택가격의 하락이 시작되면서

11) bp는 basis point로 1/100%p.를 의미한다.

표 1. LH 임대주택 ABS 사례

구분	공공임대ABS-1차	국민임대ABS-2차	국민임대ABS-3차	임대주택ABS-4차
발행일	2010. 9.30	2010.11.30	2011. 4.29	2012. 3.12
대상자산	임대료, 보증금, 분양전환대금	임대료	임대료	임대료
발행액	11,000억원	10,000억원	10,000억원	12,000억원
대상호수	18,253호	105,053호	94,778호	110,748호
ABS단기	0.5년~10년(17개)	0.5년~9년(18개)	0.5년~10년(20개)	0.5년~10년(20개)
가중평균단기	8.05년	4.68년	5.71년	5.72년
가중평균금리	4.96%	4.82%	5.01%	4.36%
가산금리	LH채권+42bp	LH채권+28bp	LH채권+37bp	LH채권+35bp

자료 : LH 내부자료

서브프라임 모기지대출이 부실화되고 이는 곧바로 서브프라임 MBS와 CDS의 가치 하락으로 연결되었고, 이에 투자하였던 글로벌 금융자본의 몰락과 금융위기가 초래된 바 있다.¹²⁾

특히 ABS의 속성상 자산의 부외처리 및 증권화라는 신용 위험 이전과정에서의 복잡한 구조, 규제체계의 허술함, 신용 평가기관의 도덕적 해이 등이 겹쳐 금융부실의 책임소재와 부실규모를 제대로 파악할 수 없게 되었으며, 이는 금융시스템 리스크를 더욱 심화시키는 결과를 낳았다.¹³⁾

이처럼 제대로 관리되지 못한 ABS가 서브프라임 모기지 대출의 무분별한 확장을 가능케 한 수단으로 역할하고, 또한 부실위기의 파급과정에서 책임소재의 불투명성을 초래한 원인으로 인식되면서 ABS를 비롯한 복잡한 금융상품에 대한 규제체계가 강화되었다.

규제강화의 주요 방향은 ABS증권의 공시를 강화하고 ABS증권 신용평가체계 개선을 도모하며, 각국 국제기관의 공조를 통해 전 세계 ABS증권 시장자료를 통합적으로 구축 및 관리하는 방안, ABS증권 투자 및 거래상대방에 대한 자본요건을 강화하는 경향으로 나아가고 있다.¹⁴⁾

한편 전 세계 ABS시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 미국 시장의 경우, 2007년 3분기 이후 ABS 발행규모가 급격히 감소하는 추세이다.

유럽의 ABS시장도 2000년부터 2006년까지 5배정도 성장 하였으나 2007년 후반에 발생한 미국 서브프라임 모기지 여파로 급격히 위축되었다. 유럽 ABS시장은 2006년 발행금액이 4,810억 유로로 절정을 기록한 후, 2007년 금융위기 이후 4,537억 유로로 감소한 바 있다.

표 2. 금융위기(2008년) 이후 우리나라 ABS 발행추이 (단위: 억원)

구분	'08년	'09년	'10년 (하반기)	'11년 상반기
유동화법	87,428	192,641	114,797	60,512
상법	135,399	143,544	186,995	66,761
기타	41,524	109,910	77,973	42,838
합계	264,351	446,095	379,766 (228,937)	170,111

자료 : 한국기업평가

표 3. CB와 ABS(MBS) 구조의 특징 비교

구분	CB	MBS (ABS)
발행기관	금융기관(자산보유자)	특별목적기구(SPC)
근거법	특별법	특별법
담보자산 회계처리	On-balance	Off-balance
담보자산 관리	자산대체 가능	자산대체 제한적
담보자산 우선청구권	○	○
발행기관에 소구권	○	×

우리나라도 글로벌 금융위기의 영향으로 투자자의 ABS 기피현상이 심화되고, 과도한 신용보강 요구 등으로 ABS 발행이 위축되는 추세이다.

2011년 상반기 국내 유동화증권 발행금액은 17조원으로 2010년 하반기 22.9조원에 비하여 25.7% 감소하였다. 특히 자산유동화법의 규제를 회피하기 위하여 상법¹⁵⁾에 의거하여 주로 발행되었던 부동산 PF대출채권 ABS시장의 위축이 두드러진다.

15) 상법에 의한 ABS의 경우 자산유동화법의 규제체계를 벗어나므로 발행절차의 간소화, SPC의 재활용 가능성 등에서 유리한 점이 있다. 상법상 ABS는 대부분 부동산 PF 대출을 기초자산으로 하였다. 발행 형태는 채권보다 CP(Commercial Paper) 형태의 ABCP(Aseet-Backed-CP)에 편중되었다. 자산유동화법상의 SPC는 필요에 따라 회사채나 CP로 발행 할 수 있지만, 상법상 SPC의 경우에는 상법 제470조(총액의제한)에 의거 사채 발행총액이 순자산의 4배 이내로 제한되어 대규모 지분투자가 선행되지 않는 이상 사실상 대규모 회사채 발행이 어렵기 때문이다.

12) 이종권(2008: 191-194), 전창환(2009: 161-165) 참조
 13) 보다 자세한 내용은 이종권(2008: 184-193) 참조
 14) 2010년 7월 제정된 닷-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)은 2007-2009년 미국의 금융위기 이후 미국 금융규제체계의 취약점을 근본적으로 보완하기 위하여 2009-2010년에 걸쳐 상하 양원에서 발의·심의하였다. 이 법의 기본 취지는 규제완화로 금융업의 활성화를 촉진하고자 했던 종래의 방침을 바꾸어 많은 점에서 규제를 강화하는데 있다(전창환(2011) 참조).

3.2 커버드본드(CB) 시장의 성장

이처럼 미국식 구조화채권인 ABS 시장이 급격히 위축되는 가운데 유럽식 구조화채권이라 할 수 있는 커버드본드(Covered Bond : 이하 CB) 시장이 대안으로 부상하고 있다.

CB란 금융기관들이 보유하는 자산 중 일부를 담보자산 집합(이하 커버풀, cover pool)으로 설정하고, 이를 기초로 발행되는 일종의 유동화증권을 지칭한다.

CB는 세계 금융위기에도 불구하고 유럽을 중심으로 꾸준히 증가하여 발행잔액은 2003년 1조4,985억 유로에서 2010년 말 2조5,041억 유로로 동 기간 중 약 67% 증가하였다. (European Covered Bond Council) 유럽에서 CB 발행이 발달한 것은 CB 투자자에 대한 강력한 보호가 유럽연합의 규정과 각 국가의 특별법에 의해 보호받았기 때문이다.

독일 Pfandbrief는 Pfandbriefgesetz법(2005), 스페인 Cédulas Hipotecarias(CHs)는 1981년에 제정한 Law2/1981에 의거하고 있다. 덴마크 CB는 1850년에 법제화되었다. 프랑스 Obligations Fononnières는 19세기부터 발행하기 시작하였으며 법령체계는 2001년부터 금융법(Code Monétaire et Fin Foier)으로 통합되었다.¹⁶⁾

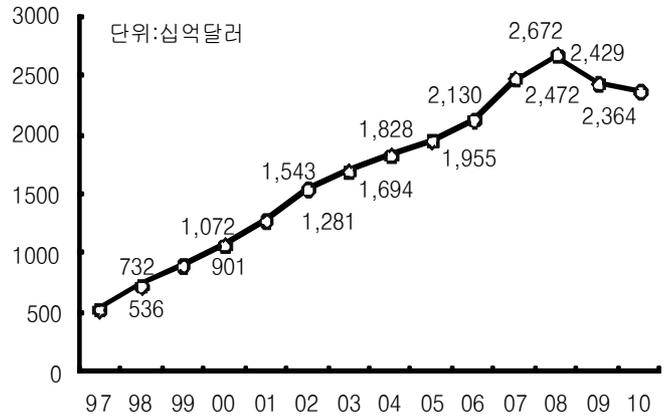
CB 특별법은 공통적으로 다음과 같은 투자자 보호 장치들을 포함한다. CB 발행을 위해 구성된 커버풀은 발행기관의 대차대조표에서 부외처리되지 않고 그대로 남아 있어 자산보유자가 커버풀의 관리책임뿐만 아니라 CB에 대한 원리금 상환의무까지도 가진다.¹⁷⁾ 커버풀은 감독당국에 등록되어 발행기관의 여타 자산과 구분하여 관리되지만, 발행기관은 상시적으로 커버풀의 담보능력을 보장하고 유지, 관리하여야 하며, 커버풀에 포함된 담보자산 가운데 일부가 부실화 될 경우 새로운 담보자산으로 대체할 수 있다. 투자자는 법에 근거하여 담보자산에 대한 우선 청구권을 가질 뿐 아니라, 담보자산이 부실화될 경우 발행기관에 직접 지급을 청구할 수 있는 이중청구권(dual recourse)을 가진다.

미국은 2008년 금융위기를 겪으면서 문제점으로 지적되어 온 MBS를 대체할 대안으로서 CB도입을 적극적으로 검토하기 시작하였고¹⁸⁾ 2008년 7월 미국 재무부는 “주택담보대출 CB에 관한 모범규준”을 마련하였고, 2011년 3월 관련법(US

16) 정소민(2008) 등을 참조

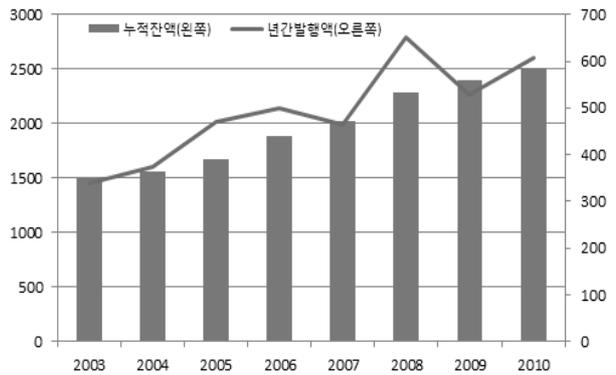
17) ABS의 경우 유동화대상 자산을 SPV에 양도한 후 당초의 자산보유자가 유동화 자산의 관리에 소홀해지는 도덕적 해이문제가 있으나, CB는 담보자산을 당초 자산보유자가 그대로 보유하면서 담보자산의 부실 책임을 진다는 점에서 자산보유자의 도덕적 해이를 예방할 수 있다(Ahlswede, 2011).

18) CB가 발행자의 대차대조표에 남아있다는 것은 투자자와 대출자의 경제적 유인을 강화시켜 발행은행으로 하여금 기초자산의 신용상태에 보다 민감하게 만들어 디폴트 위험을 낮출 수 있고, 발행구조가 상대적으로 단순하고 투명하게 유지되고 양질의 수익자산만을 포함하도록 조정하게 되는 것도 CB의 장점이다.(Bernanke, 2008)



자료 : SIFMA

그림 3. 연도별 미국 ABS 발행잔액 추이



출처 : European Covered Bond Council (ECBC) website

그림 4. 유럽의 CB 현황(단위 : 10억 유로)

Covered Bond Act of 2011)이 하원에 제출되었다.

우리나라는 2008년 7월 대통령 주재의 국가경쟁력강화위원회를 거쳐, 금감원이 2010년 6월 ‘은행의 우선변제권부채권 발행 모범규준¹⁹⁾’을 발표한 바 있다. 유럽의 경우 CB는 특별법에 근거한 법제화(statutory) CB인 반면, 우리나라는 아직 법이 마련되어 있지 않기 때문에 은행들을 중심으로 자산유동화법에 기초한 구조화(structured) CB 도입이 추진 중이다.²⁰⁾

예외적으로 한국주택금융공사는 ‘한국주택금융공사법’ 제 31조에 근거하여 법제화 CB 발행이 가능하다.²¹⁾ 즉 한국주

19) 모범규준의 경우 담보자산의 파산절연 등에 대한 법률적 효력은 없으나, 금융당국이 CB의 적격 발행자, 적격담보 요건, 최소 초과담보 비율, 담보자산의 관리 및 감독 기준, 담보자산이 파산절연성 등 기본 틀을 제시하고 있다.

20) 2009년 5월 국민은행이 국제시장에서 만기 5년의 10억 달러 규모의 CB를 발행한 바 있다(금리 : 미 국제금리에 스프레드 550bp를 가산한 7.25% / 발행근거 : 국내의 자산유동화법 / 발행 구조 : 국민은행 무담보채권과 ABS증권을 결합 / 커버풀 : 주택담보대출채권, 신용카드대출채권).

21) 한국주택금융공사는 해외시장에서 2010년 7월, 5억 달러, 그리고 2011년의 2월과 7월에 보증자리론(만기20년)을 기초로 각각 2억

택금융공사는 자기자본의 50배 이내의 범위에서 주택저당대출채권(모기지)을 담보로 채권을 발행할 수 있으며, 투자자에게는 동 담보자산에 대한 우선변제권과 더불어 주택금융공사에 대해서도 상환청구권을 행사할 수 있는 이중소구권을 보장하고 있다.

CB는 ABS에 비하여 구조가 간명하고 투명하다는 것이 장점이다. ABS(MBS)는 담보 자산이 자산보유자의 대차대조표에서 완전히 이전되어 사라지므로 잠재된 리스크가 불투명해지는 데 반해, CB는 담보자산이 대차대조표에 남아있고, 제도적 차원에서 공적 감시의 대상으로 엄격히 규제된다.

또한 CB는 담보자산에 대한 청구권과 더불어 자산보유자에 대한 소구권까지 부여되므로 금리면에서도 유리하게 적용받을 수 있다.

그러나 우리나라에서 CB의 법제화까지는 상당히 논란이 예상된다. 기존 자산유동화법에서는 자산을 자산보유자로부터 절연시키기 위하여 SPV를 활용한 양도나 신탁의 과정을 거치도록 하고 있는데 반하여, CB에 대해서는 이런 과정이 없이 그냥 감독당국에 등록하는 것만으로도 법적 효력을 갖도록 하는 것은 기존 법체계와 맞지 않다는 것이다. 또한 CB의 법제화는 무보증 채권 중심인 우리나라의 전통적인 채권 시장을 왜곡시킬 가능성도 배제할 수 없다.

4. 임대주택 ABS 구조개선사항

앞의 2장에서 살펴본 바와 같이, 당초 (구)대한주택공사가 임대주택 ABS를 추진한 것은 부외금융효과가 컸기 때문이다. 그러나 2003년부터 회계처리지침이 변경되어 분양대금 전환대금 등 장래채권을 유동화 자산으로 활용하는 현행 구조를 지속할 경우, 유동화 자산의 부외처리는 불가능하다.

또한 무보증 일반 채권에 비하여 ABS의 복잡한 금융구조로 인한 가산금리와 구조화비용 등 금융비용면에서의 불리함에도 불구하고, 2010년 이후 임대주택 ABS가 재추진된 것은 LH가 2010~2011년의 유동성 위기상황에서 무보증 일반 채권 이외의 자금조달 다각화 수단으로 ABS를 활용하였던 것에 기인한다.

그러나 국제회계기준에서는 유동화목적의 SPC에 대해서도 실질적 지배여부를 기준으로 연결재무 인식여부를 판단하게 되어 있어, 현행 장래채권을 대상자산으로 하는 임대주택 ABS 구조로는 과도한 신용보강이 요구되고 있어 SPC에 대한 실질적 지배로 간주될 가능성이 높다. 이에 따라 향후에는 실질 차주인 LH를 기준으로 금융기관의 투자한도관리가 이루어질 경우, 무보증 일반 채권과 통합적으로 투자한도관리가 이루어질 개연성을 배제할 수 없으며, 이렇게 되면 임대주택 ABS는 자금조달 다각화수단으로도 활용 여지가 크게 제

한될 수 있다. 궁극적으로 임대주택사업의 안정적인 재원마련이 힘들어질 수 있다.

따라서 공공임대주택사업의 안정적 재원조달 수단으로 ABS의 활용가능성을 지속적으로 확보하기 위해서는 현행 임대주택 ABS구조의 개선이 필요하다.

그 방안으로서 첫째, 부외금융효과를 얻기 위해서는 어떠한 개선이 필요한지, 둘째, 부외금융효과보다 금융비용 절감에 중점을 둔다면 어떠한 개선이 필요한지를 검토해보겠다.

4.1 부외금융효과 제고 방안

앞의 2.3.1에서 살펴본 바와 같이 임대주택의 분양전환대금은 장래채권 범주에 해당하며 이를 기초 자산으로 한 ABS는 부외금융효과를 기대할 수 없다.

2010~2011년간 LH가 임대주택 ABS를 할 때의 대상 자산은 10년 공공임대주택의 임대료 및 분양대금, 국민임대주택의 임대료이다.

이 중 임대료는 현존하는 임대차계약관계에 의거하기 때문에 장래채권에 해당한다고는 볼 수 없다. 그러나 임대료를 유동화하는 경우에도 부외처리를 하지 않고 있는데, 이는 임대료에 상응하는 대차대조표상 자산항목이 현재 존재하지 않는다는 회계적 견해에 기인한다.

본 연구에서는 임대료에 해당하는 양도가액 만큼을 임대주택 자산가액에서 차감하는 방식으로 부외처리하는 방안을 개선사항으로 제시하고자 한다.

이러한 제안에 대해서는 현행 기업회계기준의 근간을 이루는 회계의 발생주의 원칙에 위배된다는 지적이 가능하다. 그러나 앞의 2장 3절 1)에서 살펴본 바와 같이, 금융감독원 지침(금융감독원 회계일 8360-827, 1999.6.24)에 의거하여 임대주택의 소유권과 비용지출의무는 그대로 LH가 유지하면서 임대료, 분양전환대금 등 향후의 경제적 효익만을 양도할 경우에도 이를 회계상 자산매각으로 인식할 수 있었다. 다만, 2003년 이후에는 금융감독원 지침변경(금융감독원 해석적용 사례 2003~15)에 의하여 분양전환대금 등 장래채권의 경우에는 자산매각으로 인식할 수 없게 된 것이다. 따라서 임대료는 현재의 임대차계약관계에 의거하여 현존하는 채권으로 볼 경우, 유동화를 할 경우 그 가액만큼을 회계상 자산차감으로 처리할 여지는 존재한다 할 수 있다.

4.2 금융비용 절감방안

4.2.1 구조화비용의 절감방안

현행 자산유동화법에서는 매 유동화 계획마다 별도의 SPC를 설립하고, 별도의 자산실사(due dilligence) 및 구조화(structuring), 신용평가(rating)의 과정을 거치도록 하고 있다. 자산유동화법 제3조(자산유동화계획의등록)의 2항에 따르면

달러, 5억 달러 규모의 CB를 발행하였으며, 국내시장에서도 2011년 6월 2,500억원 규모의 CB를 발행한 바 있다.

유동화전문회사등(신탁회사 제외)이 제1항의 규정에 의하여 등록할 수 있는 자산유동화계획은 1개에 한한다. 즉 현행 법체계내에서는 ‘단일’ SPC가 ‘복수’의 유동화계획을 수행하는 것은 불가능하다.

이는 유동화 대상자산 건별로 자산관리를 명확히 하여 혼장(commingling)의 위험을 최소화하고, ABS의 건전성을 철저히 하려는 취지에 기인한다.

현행 자산유동화법에서도 ‘신탁회사’를 활용하는 경우에는 ‘복수’의 유동화계획을 수행할 수 있도록 하고 있지만, 신탁회사를 활용할 경우에는 ABS를 채권형식이 아닌 수익증권의 형태로 시장에 매각해야하기 때문에 시장투자자가 제한적이라는 한계가 있다.

이로 인해 SPC를 활용하는 ABS의 경우 매 유동화 건마다 유동화 구조가 달라지는 복잡성의 문제가 있고, 투자자 입장에서는 동질의 표준화된 상품으로 받아들이기 어려운 정보비대칭성의 문제가 있다. 그 만큼 ABS의 유통성과 시장성이 떨어질 수밖에 없다.

따라서 동질적인 자산이 연속적으로 지속적으로 발생하는 경우라면, 단일 SPC가 복수의 유동화계획을 수행하는 (가칭) ‘포괄 유동화구조’가 가능할 수 있도록 하고, 그 대신 자산의 구분관리 요건을 강화하도록 하는 방안을 제시하고자 한다.

포괄 유동화가 가능해지면 매 유동화계획마다 별도의 SPC를 설립하고 청산하는 절차 및 비용을 지출하지 않아도 되고, 투자자 입장에서 단일 SPC에서 동일 유형의 자산을 기초로 일종의 시리즈 ABS를 발행하는 것이므로 정보접근이 용이할 것이다. 이는 ABS의 구조화에 따른 복잡성과 정보비대칭성을 줄여서 ABS의 시장성을 높이는 방안이 될 수 있다.

공공임대주택은 주택정책의 큰 변화가 없는 한, 지속적으로 건설될 것이다. 임대주택 재원을 안정적으로 확보하는 방안의 일환으로 임대주택 ABS가 지속적으로 안정적으로 추진되기 위해서는 복잡성과 정보비대칭성을 최소화하여 구조화비용을 절감하는 방안이 시급하다 할 것이다.

만약 포괄유동화구조를 임대주택 ABS에 대해서만 허용하는 것이 특혜라는 논란의 소지가 있다면, 대안으로 자기신탁구조의 활용방안을 제시하고자 한다.

우리나라 신탁법(제2조)에서는 자기 신탁을 인정하지 않고 있으나 자산유동화법과 한국주택금융공사법에서는 예외적으로 허용하고 있다.²²⁾ 즉 한국주택금융공사는 자신을 수탁자로 하는 신탁을 설정할 수 있고, 자기신탁계정에서 발행하는 MBS에 대해서는 고유계정에서 MBS원리금 전액을 지급보

증하고, 공사법상 정부가 공사의 손실금을 보전하도록 되어 있다. 한국주택금융공사의 자기신탁계정에서 발행하는 MBS는 수익증권의 형태지만, 고유계정에 의한 지급보증이기 때문에 투자자에게 수익증권의 신용도는 한국주택금융공사가 직접 발행하는 채권과 동일하게 인식된다.

이처럼 한국주택금융공사는 자기신탁구조로 인해 별도의 SPC를 유동화건별로 설립할 필요도 없고, 고유계정에 의한 지급보증을 통해 투자자 기반을 확보함으로써 MBS 발행을 항상적으로 수행할 수 있다.

한국주택금융공사에 대해서 자기신탁구조를 허용하고, 고유계정에 의한 지급보증 및 정부에 의한 손실보전이 가능한 것은 서민주거안정과 자가마련 촉진을 위한 주택금융의 활성화라는 정책적 취지가 그 배경이 되고 있다. 또한 미국 MBS 시장을 주도하고 있는 GSE(Government Sponsored Enterprise : FNMA, FHLMC 등 정부후원기업을 통칭)가 민간 금융기관으로부터 매입한 모기지를 담보로 MBS를 발행할 때 자체 보증을 제공해주는 선행 사례가 참조된 것으로 보인다.

공공임대주택도 서민주거안정 차원에서 정책적 취지는 명확하기 때문에, 한국주택금융공사 사례처럼 공공임대주택을 건설하는 LH 및 지자체에 대해서도 자기신탁구조를 활용할 수 있도록 하는 법 제도적 개선이 적극 고려되어야 할 것이다.

4.2.2 금리절감방안

ABS의 경우 담보자산의 부외처리가 원칙이고 자산보유자가 ‘진정한 양도’의 요건에 위배되지 않는 범위에서의 제한적인 하자담보책임 외에는 일체의 상환책임을 지지 않는 것을 원칙으로 하고 있다.

한편 CB의 경우 담보자산을 부외처리하지 않는 것을 원칙으로 하여 자산보유자의 상환책임을 명확하고, 또한 특별법에 의하여 담보자산에 대한 투자자의 우선적인 변제권을 분명하게 보장하고 있는 등 명확하고 간명한 구조이다.

그러나 현행 임대주택 ABS 구조는 임대료, 분양전환대금 등 유동화 자산을 부외처리하지 않는 구조이면서도 유동화계획 등록을 통해 엄격하게 구분관리함으로써 투자자에게 우선적인 변제권을 보장하고, 각종 신용보강구조(자산보유자 LH에 의한 명시적인 하자담보범위가 유동화사채금액의 30% 수준이고, 신용보강을 제공하는 외부기관에 대해서도 궁극적으로는 LH가 책임을 지는 구조)를 통해 사실상 자산보유자 LH가 ABS에 대한 궁극적 상환책임을 지고 있다.

결국 현행 임대주택 ABS는 본질적으로는 CB의 특성을 그대로 갖고 있으면서도 형식적으로 복잡하고 까다로운 ABS의 절차를 취하고 있다.

이처럼 현행 임대주택 유동화구조가 사실상 CB와 같은 특성을 가지면서도 제도적으로는 자산유동화법 체계에 의한 ABS구조를 택하는 ‘내용과 형식의 불일치’로 인해 임대주택

22) 자산유동화법 제16조 제2항에 따르면 ‘신탁업자는 자산유동화계획에 따라 유동화 자산을 양도 또는 신탁함에 있어서 신탁법 제2조, 민법 제563조 및 제596조의 규정에 불구하고 자기계약을 할 수 있다.’ 한편 한국주택금융공사법 제32조 제1항에 따르면 ‘공사는 신탁법 제2조의 규정에 불구하고 채권유동화계획에 따라 자신을 수탁자로 하는 신탁을 설정하여 주택저당증권을 발행할 수 있다.’

ABS의 발행금리는 LH 무보증 채권에 비하여 우대를 받지 못하고 오히려 (+)의 가산금리가 추가되고 있어 금융비용측면에서 합리성이 결여되어 있다.

따라서 임대주택 유동화에서 형식적인 재무개선을 도모하는 부외금융의 효과보다 실질적인 금융비용 절감에 중점을 둔다면, 자산유동화법상의 ABS구조보다 CB구조를 활용하는 방안을 모색할 필요가 있다.

임대주택 임대료수입은 연체위험이나 공실위험이 크지 않고 지속적인 임대료채권이 누적적으로 발생할 가능성이 높다는 점에서 담보자산의 대체가능성이 중요시되는 CB구조에 적합한 현금흐름 특성을 갖고 있다.

임대주택 유동화에 대해서도 법제화 CB²³⁾의 근거가 마련된다면, 부외(off-balance) 구조화 금융으로서의 ABS와 부내(on-balance) 구조화 금융으로서의 CB의 장·단점을 적절히 활용하는 합리적인 임대주택 유동화구조를 설계할 수 있을 것이다.

5. 결론

기존 공공임대주택 ABS사례에 대한 평가를 크게 세 가지로 요약하면 다음과 같다.

먼저 부외금융효과 측면에서 볼 때, 1999~2000년의 임대주택 ABS는 재무적으로 부외금융효과를 얻을 수 있었으나, 2003년 이후 장래채권 유동화에 대한 회계처리지침 변경으로 2010~2011년의 임대주택 ABS에서는 부외금융효과를 얻지 못하는 한계가 있다.

금융비용 측면에서 볼 때, 유동화 대상자산을 부외처리하지 않아 ABS가 당초 자산보유자인 LH의 신용도와 연결되어 있으면서도, LH 일반채권보다 ABS에 금리가 가산되는 것은 비합리적이다.

이처럼 부외금융효과도 기대하기 힘들고, 금융비용 측면에서의 합리성 결여에도 불구하고 2010~2011년간 임대주택 ABS가 추진된 것은 유동성 개선효과에 기인한다.

유동성 개선효과 측면에서 볼 때, 2009년 (구)대한주택공사와 (구)한국토지주택공사가 통합하면서 이들 2개 기관의 채권잔액이 1개 기관으로 통합관리되면서 금융기관의 투자한도 제약에 문제가 발생하는 등 심각한 유동성 위기에 처한 상황에서 ABS가 자금조달 다각화 수단으로서 유동성 개선에 기여한 효과는 크다 할 것이다.

이상의 평가결과를 바탕으로 향후의 임대주택 자산유동화 개선방안을 크게 두 가지로 제시하였다.

첫째, 부외금융효과와 제고방안으로서 임대료 유동화에 따른 회계처리방식을 재검토하는 방안이다. 그 일환으로 임대료에 해당하는 양도가액 만큼을 임대주택 자산가액에서 차감

하는 방식을 제안하였다.

둘째, ABS의 재무적 효과로서 형식적인 부외금융효과보다 실질적인 금융비용 절감에 중점을 두는 방안이다. 그 일환으로 포괄 유동화 구조 또는 자기신탁구조를 활용하여 ABS의 구조화비용을 절감하고 시장성을 높이는 방안, 임대주택 유동화에 법제화 CB의 근거를 마련하는 방안을 제시하였다.

본 연구는 LH 발행사례를 기초로 기존 임대주택 ABS를 평가하고 개선사항을 제시하는데 주 목적을 두었다. 본 연구 결과가 임대주택 ABS의 활성화와 임대주택사업의 안정적인 재원마련을 위한 다각적인 연구의 일환이 되기를 기대한다. 각각의 개선사항에 대한 보다 심층적인 타당성 검토는 후속 연구로 남기고자 한다.

감사의 글

본 논문은 LH의 연구비 지원으로 수행된 이종권 등(2011)의 “LH 자산유동화 체계 개선방안 연구” 중 일부 내용을 재수정하여 작성하였습니다.

참고문헌

1. 금융감독원(1999), 마이홈 자산유동화계획서.
2. 이종권(2008), “미국 서브프라임모기지 부실위기의 원인파괴 경로”, 「동향과 전망」, 73: 173~203.
3. 이종권(2004), 「임대주택 자산유동화 제도개선방안」, 주택도시연구원.
4. 이종권, 권치홍(2011), 「LH 자산유동화체계 개선 방안」, 한국토지주택연구원.
5. 이종권, 권치홍(2008), 「장기임대주택 자산유동화 방안」, 주택도시연구원.
6. 이종권, 김용순(1999), 「임대주택 자산유동화방안」, 주택도시연구원.
7. 이종희(2010), 「부동산구조화 금융의 이해」, 서울: 부연사.
8. 전창환(2009), “2008년 미국의 금융위기 : 원인과 교훈”, 「동향과 전망」, 75: 161~165.
9. 전창환(2011), “1997년 한국의 외환·금융위기 이후 구조조정과 증권화”, 「동향과 전망」, 81: 70~111.
10. 정소민(2008), “유럽의 커버드본드제도에 관한 고찰”, 「BFL」, 제30호.
11. Ahlswede, S. (2011), *Bank Funding of Residential Mortgages in the EU*, Deutsche Bank Research. EU Monitor 86 (August 12, 2011).
12. Bernanke, B. (2008), *The Future of Mortgage Finance in the United States*. (available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081031a.htm>)
13. ECBC (2011), *Fact book 2011*.
14. European Covered Bond Council, 통계자료.
15. 이데일리 본드웹 <http://www.bondweb.co.kr>.
16. 금융투자협회 <http://www.kofia.or.kr>.

23) 앞의 각주20에서 언급한 법제화CB의 사례 참조