

# 자산유동화에 의한 금융위기의 극복과 시사점

박훤일\*

## 목 차

- |                         |                  |
|-------------------------|------------------|
| I. 머리말                  | IV. 유동화거래의 이노베이션 |
| II. 자산유동화법의 입법취지와 기대효과  | V. 자산유동화법제의 시사점  |
| III. 자산유동화에 의한 금융위기의 극복 |                  |

## 〈국문요약〉

외환위기 당시 금융기관의 부실채권 처리와 기업의 자금조달을 지원하기 위해 제정된 자산유동화법은 금융경제상의 위기가 발생할 때마다 그 위기를 극복하는 데 중요한 역할을 수행하였다. 그 결과 오늘날 유동화증권은 주식, 사채와 함께 자본시장의 큰 축을 담당하고 있으며, 현금흐름이 양호한 자산은 SPC에 양도하거나 신탁을 하는 방식으로 증권을 발행하여 자금을 조달하고 있다. 그러나 시장의 높은 기대와는 달리 법 규정이 사회경제적 수요를 따르지 못하여 부동산 PF의 유동화와 같은 비등록 유동화거래가 성행하게 되었다.

시행 10년을 맞은 우리 자산유동화법은 당초의 입법목적에 그치지 않고, 대우회사채 펀드의 환매압력, 현대그룹의 유동성위기, 카드대란 등 금융위기 때마다 적절한 방식의 유동화를 통해 위기를 극복하곤 하였다. 같은 유동화증권인 ABCP는 달리 자금을 조달할 길이 없는 부동산 프로젝트 금융의 재원으로 이용되고 있다.

자산유동화를 전통적인 금융기관 대출과 비교하였을 때 혁신적인 효과를 보여준 사례는 학자금대출이라 할 수 있다. 종전에는 금융회사에서 학자금대출 받을 때의 이차를 정부가 보전해주는 방식이어서 혜택을 받는 학생이 소수에 그쳤다. 제한된 예산 범위에서 더 많은 학생들에게 보다 좋은 조건으로 학자금을 대출해줄 수 있는 길은 미국 샐리

\* 경희대학교 법학전문대학원 부교수, 법학박사.

#### 4 자산유동화에 의한 금융위기의 극복과 시사점

매(Sallie Mae)와 같은 유동화 거래를 도입하는 것이었다. 그리하여 2005년부터 학자금 대출에 대한 정부지원을 공적 신용보증방식으로 개편하고 학자금대출채권의 유동화(SLBS)를 통해 대출재원을 추가로 조달할 수 있었다.

요컨대 장기 안정적인 현금흐름이 확인되기만 하면, 구조화 방식으로 현금흐름에 영향을 미치는 요인을 배제하고 적절한 방법으로 신용보강을 하여 증권을 발행함으로써 필요한 자금을 조달할 수 있다. 금융기관은 유동화 대상자산을 부외처리(off-B/S)하여 BIS률에서 요구하는 자산건전성을 제고할 수 있다. 해외에서 성공적으로 이루어진 ABS 관련 파이낸싱으로는 엔터테인먼트 사업의 투자자금의 조달이나 전력산업의 민영화에 따른 좌초비용의 유동화, 자연재해로 인한 거대위험을 분산시키는 CAT 본드 발행 등의 사례를 찾아볼 수 있다.

우리나라 자산유동화법은 ABS제도를 도입하고자 하는 외국에 대하여 별로 복잡하지 않은 법적인 틀을 보여준다. 조문이 간단한 만큼 감독기관의 지도가 시장자율규제 형식으로 실시되고 있다. 반면 자산유동화법에 의한 규제가 많아져 법의 테두리를 벗어난 비등록 유동화가 선호되었다. 이에 따라 자산유동화의 목적에 대한 제한을 두지 말고 자산보유자의 자격요건을 완화하며, SPC가 신탁 방식으로 대상자산을 보충해 가면서 여러 건의 유동화증권을 발행할 수 있게 하는 것, 신용파생상품의 거래를 허용하는 것 등의 법제개선안이 거론되고 있다.

신용평가회사는 유동화 거래에서 핵심역할을 수행함에도 전세계적인 금융위기 속에 가장 많은 비난을 받았다. 신용평가회사들이 평가했던 유동화증권의 신용하락 위험을 적시에 지적하지 못했기 때문이다. 이에 따라 유동화증권 발행사에 대한 유동성위험 분석과 사후관리를 강화하고 있다. ABCP 등 감독권 밖의 유동화증권이 대거 발행되었던 우리나라에서는 금융위기의 가능성을 차단하기 위해 KAMCO가 저축은행의 부실채권을 대거 인수하고 금융기관들은 先制的으로 건설사에 대한 구조조정을 단행하였다.

검색주제어: 자산유동화법, 현금흐름, 구조화, 신용보강, 비등록 유동화, 금융위기, 프로젝트 금융

## I. 머리말

우리나라에서 「자산유동화에 관한 법률」(이하 “자산유동화법”)이 제정된 지 10년이 지났다.<sup>1)</sup> 1998년 외환위기 당시 금융기관의 不實債權(non-performing loan: NPL)

을 처리하고 자금조달을 용이하게 하기 위해 제정되었던 자산유동화법이 그 후 금융경제상의 위기가 발생할 때마다 그 위기를 극복하기 위한 수단으로 활용된 것은 매우 특기할 만한 일이다.

그것은 이 법이 자산유동화(asset-backed securitization: ABS)를 신속하게 효율적으로 시행할 수 있도록 법적인 걸림돌<sup>2)</sup>을 제거하고 민·상법의 각종 특례규정을 마련하였기 때문이다. 예컨대 진정양도(true sale)에 관한 규정을 둬으로써(자산유동화법 제13조) 이 조건을 충족하는 한 유동화의 도구(vehicle)가 매우 간단하게 자산보유자(originator)의 倒産으로부터 절연된(bankruptcy remote) 법률관계를 인정받을 수 있게 하였다.

그 결과 오늘날 유동화증권<sup>3)</sup>은 株式, 社債와 함께 자본시장의 큰 축을 담당하고 있다. 특히 2000년대 초에는 안전한 자산을 선호하는 경향(flight to quality)으로 인하여 신용도가 높지 않은 회사채의 발행은 위축된 반면 유동화증권이 대거 발행됨으로써 유동화증권이 전체 회사채 발행시장의 3분의 2를 차지한 적도 있었다.<sup>4)</sup>

그러나 시장의 높은 기대와는 달리 법 규정이 사회경제적 수요를 따르지 못하자 부동산 프로젝트 금융(project finance: PF)의 유동화와 같이 자산유동화법의 테두리를 벗어난 자산유동화가 성행하기도 하였다. 한편 2007년 미국에서 비롯된 서브 프라임 모기지(非優良 주택담보부 대출)의 부실화가 전세계적인 신용경색과 금융위기를 초래하였을 때에는 그와 비슷한 메커니즘을 가진 우리나라의 자산유동화 거래도 위기상황을 맞지 않을까 크게 우려되었다. 이에 따라 법 시행 상의 문제점을 해소하기 위해 추진되었던 자산유동화법의 개정작업도 잠시 보류되었다.<sup>5)</sup>

- 
- 1) 자산유동화법은 1998년 9월 2일 제196회 임시국회에서 통과되고, 같은 달 16일 공포되어 같은 날자로 발효되었다.
  - 2) 동아시아 외환위기 직전 동남아에서 투융자 활동을 벌이던 국내 종합금융회사들은 단기 차입-장기 운용의 미스매치를 해소하고 유동성을 확보하기 위해 리스채권 등의 유동화거래를 시도하였다. 그러나 동 거래를 주선하던 외국의 투자은행과 신용평가기관들이 한국의 관련 법제에 의구심을 갖고, 금융보증(monoline insurance) 회사들이 신용공여를 거절함에 따라 결국 한 건도 성사되지 못하였다.
  - 3) 유동화증권도 영어로는 Asset-Backed Securities이므로 약어는 자산유동화와 마찬가지로 'ABS'이다.
  - 4) 이것은 2000~2001년간의 상황이며, 2008년의 경우 직접금융을 통한 기업의 자금조달 총액(57.8조원)에서 ABS(공모ABS 기준 8.4조원)가 차지하는 비중은 14.4%로 전년도(15.8%)에 비하여 크게 감소하였다. 금융감독원, 2008년 자산유동화증권 발행실적 분석, 2009.2.16. 보도자료. <<http://www.fss.or.kr>>

본고는 자산유동화법의 개정이 필요하다는 전제하에 다음의 질문에 답하는 형식으로 서술하고자 한다.

- ① 자산유동화법의 입법취지와 기대효과는 무엇이었는가.
- ② 우리나라가 자산유동화를 통해 금융위기를 극복한 사례로는 무엇이 있는가.
- ③ 최근 들어 非典型 유동화거래가 성행하게 된 이유와 그에 대한 대책은 무엇인가.
- ④ 자산유동화를 통해 등장한 신종 금융상품에는 무엇이 있는가.
- ⑤ 우리나라 자산유동화법제는 아시아 각국에 어떠한 시사점을 던져주고 있는가.

자산유동화에 관한 입법은 우리와 비슷한 시기에 태국, 일본 등에서도 추진되었기에 국제적으로 비교해 보는 것도 의미가 있다고 본다.<sup>6)</sup> 당시 태국은 우리나라보다 먼저 외환위기를 겪어 부실채권이 많아 누적되었고, 일본은 특수목적법인을 통해 자금을 조달하던 것을 보다 효율화할 필요가 있었다.

## II. 자산유동화법의 입법취지와 기대효과

### 1. 입법취지

자산유동화법은 외환위기 당시 우리 법제에는 생소하였던 자산유동화거래를 도입하여 금융기관, 성업공사(현 자산관리공사), 일반기업의 자금조달을 원활하게 하고 이에 의하여 발행되는 유동화증권에 투자한 투자자를 보호할 목적으로 제정되었다.

---

5) 금융위원회는 자산유동화법의 개정을 위한 태스크포스 팀을 2004년과 2006년, 2008년 구성하였고 마지막에는 개정법률안까지 마련하였다. 2008년 8월 전광우 금융위원장은 “자본시장을 통한 직접금융을 활성화하기 위해 신용파생계약을 활용한 유동화 등 다양한 구조의 자산유동화를 위험관리가 가능한 범위 안에서 활성화하고 자산유동화증권의 발행이 가능한 기업의 범위를 확대하겠다”고 공언하였다. 그러나 2008년 9월 국회 논의과정에서 리먼 브라더스의 파산을 몰고온 합성 CDO(synthetic collateralized debt obligation)에 대한 논란이 불거져 법안 자체가 보류되고 말았다.

6) 동아시아 각국이 1997년과 2007년의 금융위기를 겪으면서 전통적인 은행대출과 비교하여 자산유동화 거래가 어떠한 역할을 수행하였는지 살펴본 자료로는 Douglas W. Arner, et al, “The global credit crisis and securitization in East Asia,” *Capital Markets Law Journal*, Vol.3 No.3, 2008.

당초 이 법은 주택저당채권의 증권화에 의한 장기적인 주택자금의 안정적 공급을 통하여 주택금융기반을 확충하는 것도 목적으로 하고 있었으나(법 제1조), 1999년 「주택저당채권유동화회사법」이 별도로 시행되었다.<sup>7)</sup>

자산유동화는 자산보유자(originator) 자신의 신용으로는 자금조달이 어려운 경우에 그가 보유하고 있는 양질의 자산을 모아(pooling) 유동화함으로써 동 자산의 담보력으로 자금을 조달하고 자산보유자의 자금조달비용을 낮출 수 있게 하는 금융기법이다. 또한 자산유동화는 자산보유자가 이미 보유하고 있는 자산을 매각 등의 방법으로 처분함으로써 簿外처리(off-balance sheet treatment)를 가능하게 하고, 위험 자산 대신 현금자산을 보유하게 되어 금융기관의 자기자본비율(BIS ratio)을 개선하는 효과를 거둘 수 있다.<sup>8)</sup>

정부당국이 외환위기를 극복하기 위한 방안으로서 자산유동화 입법에 착안한 것은 미국의 저축대출조합(savings and loan association: S&L)이 1989년 집단도산의 위기에 처하였을 때 정리신탁공사(Resolution Trust Corporation: RTC)가 나서서 자산유동화의 방법으로 부실채권을 정리한 사례가 있었기 때문이다. 우리 법제가 이러한 거래방식에 생소한 까닭에 서둘러 법적 근거와 특례규정을 마련할 필요가 있었다.

본래 美國에서는 지역밀착형 저축기관인 S&L이 저당권부 대출(mortgage loan)을 취급하면 정부저당금융공사(GNMA: Ginnie Mae)가 이를 모아(pooling) 저당권부채권(mortgage-backed securities: MBS)을 발행하곤 하였다. 1980년대 초 월가에서 공사채 트레이딩을 전문으로 취급하던 살로먼 브라더스사가 MBS의 시장성에 착안<sup>9)</sup>

7) 주택저당채권유동화법은 자산유동화법보다 늦게 1999년 4월 30일 시행되었는데, 주택자금의 공급을 원활히 하기 위해 본래 미국에서 유동화가 시작되었던 주택저당채권담보부채권(MBS)을 발행하는 것을 목적으로 주택저당채권유동화회사를 설립하였다. 2003년 12월 말에는 「한국주택금융공사법」을 제정하여 정부 및 한국은행이 전액 출자하는 한국주택금융공사를 설립하고 그 안에 주택금융신용보증기금을 설치하여 공사가 주택저당채권과 학자금대출채권의 유동화 업무 및 주택금융신용보증 업무를 수행하도록 했다. 본고에서 '자산유동화'라 함은 넓은 의미에서는 MBS를 포함한 ABS를 말한다.

8) 자산유동화 실무연구회, 「금융혁명 ABS - 자산유동화의 구조와 실무」, 한국경제신문사, 1999, 288~289면.

9) 그 계기가 된 것은 1978년 봄 살로먼 브라더스의 GNMA 채권부에서 경영진에 올린 짤막한 보고서였다. 미국 내 공업지대(Rust Belt)에서 기후가 온화한 지역(Sun Belt)으로 인구가 이동하면서 新舊 지역간 S&L에 주택구입자금(mortgage loan)의 수요가 늘거나 줄어들고 있는 바 그에 따른 자금수급의 불균형은 선벨트 인구유입지역의 S&L의 모기지론을 유동화하여 인구유출지역의 S&L에 매각함으로써 해소할 수 있다는 제안이었다. Michael Lewis,

하고 본격적인 시장조성자(market maker)의 역할을 수행하면서 MBS 시장은 비약적으로 발전하게 되었다. 이러한 MBS 시장의 발달은 그와 유사한 방식으로 자산을 유동화하여 자금을 조달하는 기법을 유행시켰다. 예컨대 1985년 스페리(Sperry)사가 리스로 채권, 1986년 제너럴 모터스의 금융자회사인 GMAC가 자동차할부금 채권, 1987년 뱅크원이 신용카드 채권 그리고 멕시코 국영전화회사의 미국 장거리전화회사에 대한 국제전화회선 사용정산료 채권을 각각 유동화하는 데 성공함에 따라 ABS 대상이 크게 확대되었다.<sup>10)</sup>

그 결과 현금흐름(cash flow)이 장기 안정적으로 예상되는 자산에 대하여는 이를 信託(trust) 또는 특수목적기구(special purpose vehicle: SPV)에 양도<sup>11)</sup>함으로써 증권을 발행하여 불특정 다수의 투자자들에게 매각하는 자산유동화 기법이 우리나라에 정식 도입되었다. 이는 유동화의 절차와 감독에 관한 사항을 법령으로 상세히 규정한 것이며 미국 등 선진 각국에서 기존 법제 하에서 법원 관례의 지지를 바탕으로 거래가 확립된 것과는 다른 양상이었다. 1997년 바트貨의 폭락으로 외환위기를 맞았던 泰國은 같은 해 6월 「증권화를 위한 특수목적법인에 관한 법률」<sup>12)</sup>을 제정하여 자산유동화를 실시하였다. 日本에서는 이미 1992년 신용카드·리스 채권을 증권화하는 「특정채권 등에 관계된 사업의 규제에 관한 법률」이 제정되었는데, 유동화의 대상을 금융기관의 부실채권과 부동산 등으로 확대한 「특정목적회사에 의한 특정 자산의 유동화에 관한 법률」, 「채권양도의 대항요건에 관한 민법의 특례 등에 관한 법률」이 우리 자산유동화법과 같은 1998년 9월에 그 시행을 보게 되었다.<sup>13)</sup>

## 2. 기대효과

우리나라 자산유동화의 역사는 다소 특이한 점을 발견할 수 있다. 외환위기 당시 발생한 부실채권의 처리가 주된 목적은 아니었지만 실제로 ABS를 통하여 부실채권의 처리와 외화조달이라는 두 가지 목적을 일거에 달성<sup>14)</sup>하고 외환위기 해결에

*Liar's Poker - Rising through the Wreckage on Wall Street*, 1989, Penguin Books, p.89.

10) 자산유동화 실무연구회, 앞의 책, 23면.

11) 자산을 담보로 증권을 발행할 때에는 구조화(structuring)의 과정을 거치게 되므로 자산담보부증권을 구조화증권(structured securities)이라고도 한다.

12) Royal Enactment on Special Purpose Juristic Persons for Securitization, 1997.

13) 자산유동화 실무연구회, 앞의 책, 24면.

지대한 공헌을 하였던 것이다. 현실적으로 1998년 정부당국이 자산유동화법의 시행을 통해 기대했던 것은 자산관리공사(KAMCO)가 금융기관들로부터 일괄 양수한 부실자산(NPL)을 조속히 처분하는 일이었다. 자산유동화법에서도 KAMCO가 유동화증권을 용이하게 발행할 수 있도록 여러 가지 특례조항을 두었거니와, 그 결과 KAMCO는 1999년 6월 국내 처음으로 부실채권을 담보로 하여 선순위채권(senior bonds) 2,950억원과 후순위채권(subordinated bonds) 250억원의 유동화증권을 발행할 수 있었다. 이것을 시발로 KAMCO는 2000년 말까지 국내외에서 일반 및 특별채권 7조2천억원을 바탕으로 총 13회에 걸쳐 유동화증권을 발행하였다.<sup>15)</sup> 이 가운데 2000년 7월 해외에서 발행된 유동화증권은 외화표시 특별채권을 기초로 한 것이며 아시아에서는 최초로 부실채권을 담보로 국제금융시장에서 유동화증권의 발행에 성공하기도 했다.<sup>16)</sup>

이러한 성공사례가 점차 확산되면서 자산유동화가 가능한 금융기관들이나 법률상 자격을 갖춘 기업들은 자산유동화를 적극적으로 추진하였다. 첫 번째 메리트는 자산보유자의 입장에서 유동화증권의 신용등급(credit rating)을 자산보유자 자신의 신용등급보다 크게 높일 수 있으므로 그만큼 조달 코스트를 낮출 수 있다는 점이었다. 그리고 위험자산을 簿外(off-B/S)처리하고 보유자산의 포트폴리오를 다양화할 수 있다는 점과 신용도가 높으면서도 수익률이 좋은 양질의 투자상품을 제공하여 투자자층을 확대할 수 있다는 점도 부각되었다.

우리나라에서는 현금흐름이 안정적으로 발생하는 자산에 대하여는 그것을 3~4천억원 단위로 모을 수 있으면 SPV를 만들거나 신탁계정을 이용하여 유동화증권을 발행하는 금융혁신(financial innovation)이 일대 유행을 하게 되었다. 이러한 거래 방식이 정착됨에 따라 종래 어렵게 생각되었던 금융위기 상황이 예상과는 달리 쉽게 해결되는 양상이 거듭 반복되었다.

14) 이미현, “자산유동화 10년의 회고와 전망” 좌담회(이하 “BFL좌담회”), BFL 제31호, 서울대학교 금융법센터, 2008.9. 9면.

15) 정재룡·홍은주, 『금융산업의 뉴 프론티어 부실채권 정리』, 삼성경제연구소, 2003, 109면.

16) KAMCO의 외화표시 유동화증권은 외국의 금융전문지에서 ‘Deal of the Year’로 선정될 정도로 혁신적인 기법을 도입하였다. 예컨대 해외에서의 ABS 발행은 국제적인 자산거래와 운영, 그리고 조세절감을 위해 국내와 해외 조세피난처에 두 개의 SPC를 설립하는 방식으로 추진되었다. 위의 책, 110면.

### Ⅲ. 자산유동화에 의한 금융위기의 극복

#### 1. 위기극복의 사례

자산유동화가 MBS에서 시작된 외국과는 달리 우리나라에서는 ABS가 정책적으로 이용됨으로써 자산유동화 기법은 금융위기가 발생할 때마다 비장의 妙策(hidden card)처럼 이용되었고 또 그때마다 소기의 성과를 거둘 수 있었다.

외환위기 당시 KAMCO가 국내외에서 ABS증권의 발행에 잇따라 성공함에 따라 자산유동화법이 매우 유용한 것으로 드러났다. 상법상의 유한회사인 유동화전문 회사에 대한 다양한 사채발행의 허용(자산유동화법 제31조), 진정한 양도(true sale)요건의 명시(동법 제13조), 채권양도의 대항요건 및 근저당권으로 담보되는 채권의 확정 등 특례 인정(제7조 및 제8조 1항), 공기업에 대한 특례 인정(제8조 2항, 제36조), 각종 세제상의 특례(제36조의2, 조세특례제한법 제119조 1항 13호, 법인세법 제73조, 제51조의2 등)는 자산유동화법의 이용을 크게 확장시켰다.

2000년에는 투자신탁계정, 금융기관의 고유계정이 보유한 회사채를 대상으로 하여 CBO(collateralized bond obligation)를 발행하는 것이 유동화 거래의 주류를 이루게 되었다. 당시 대우그룹의 해체와 현대그룹의 유동성 위기로 촉발된 투신권 보유 대우그룹 및 현대그룹 회사채 펀드의 부실화를 막기 위하여 유통시장 CBO(Secondary CBO)가 대거 발행되었기 때문이다. 여기서 한 걸음 더 나아가 자체 신용만으로는 채권발행이 곤란한 중소·중견기업들의 자금조달상의 애로를 해소하기 위해 발행시장 CBO(Primary CBO)<sup>17)</sup>의 발행도 정부의 지원 하에 여러 차례 행하여졌다. 이와 같이 S-CBO, P-CBO 발행이 보편화되면서 우리나라에서도 사실상 투자등급에 미

---

17) 발행시장 CBO(P-CBO)란 기업이 자금조달을 위해 신규로 발행하는 B~BBB등급의 회사채를 기초로 발행하는 ABS채권(CBO)을 말한다. 예컨대 1~2백개의 중소기업이 신규로 발행할 채권(회사채 또는 CP)을 증권회사가 3~4천억원 단위로 인수하여 SPC에 매각한 후 SPC가 이를 기초로 CBO를 발행하여 자금을 조달하는 금융기법을 말한다. 신용보증기금은 P-CBO에 대하여 신용보장을 하여 AAA의 신용등급을 받을 수 있게 하였다. P-CBO는 중소·중견기업의 자금조달 지원이라는 정책적인 목적은 달성할 수 있었으나 대신 신용보증기금의 부실화를 초래하게 되었다.



달하는 '정크 본드' 시장이 형성되는 결과를 가져왔다. 투자자들로서는 고위험-고수익(high-risk high-return) 채권인 정크 본드보다는 안전한 고수익 투자상품에 투자할 수 있게 된 셈이다.

2000년 말부터는 신용카드채권의 유동화가 시작되었다. 유동화 대상자산이 다양화되었다기보다는 외환위기를 극복하는 과정에서 신용카드가 남발되어 카드회원의 현금서비스 등의 이용이 급증하였던 탓이다. 2001년 들어서 신용카드 채권 및 매출채권 등의 장래채권을 기초자산으로 한 유동화거래가 활발히 이루어져 2002년에는 신용카드관련 유동화증권의 비중이 전체 유동화증권의 55.7%를 차지하기도 했다.<sup>18)</sup> 그리하여 2003년 들어 신용카드사 부실 우려가 커지면서 두 차례에 걸쳐 카드債 위기가 촉발되었다. 카드사들이 유동성 위기에 처하자 매스터 트러스트(master trust)를 돌파구 삼아 자금조달에 나섰다. 이를 계기로 카드사의 유동화증권에 대한 투자자들의 불안심리가 고조되어 ABS 전반에 대한 신뢰성에 금이 가기에 이르렀다.

그러나 2005년부터 2007년 사이에는 부동산 대출(project finance)에 기초한 ABCP 등 PF 유동화 수요가 급증하였음에도 금융감독당국이 자산유동화법에 의한 유동화에 부정적이었다. 그 결과 상법상의 주식회사를 통하여 유동화를 하는, 자산유동화법에 의하지 않은 비전형·비등록 유동화 거래가 활기를 띠었다. 더욱이 2008년에는 전세계적인 금융위기의 여파로 은행들이 외화유동성에 압박을 받게 되자 그 타개책으로 크로스보더(cross-border) ABS를 추진하고 있다. 안팎으로 외화유동성의 압박을 받고 있는 국내 은행들이 자산유동화법의 테두리 안에서 구조화 커버드 본드(structured covered bond)<sup>19)</sup>를 발행하는 방안을 모색하고 있는 것이다. 국내 은행들이 보유하고 있는 주택저당대출채권을 담보로 하는 RMBS(residential mortgage-backed securities) 또는 커버드 본드 발행에 많은 관심을 갖고 있다.<sup>20)</sup>

18) 금융감독원, "2005년 자산유동화증권(ABS) 발행실적 분석", 2006.2.7. 보도자료.

19) 커버드본드는 은행이 보유하고 있는 공기업 등 공공부문에 대한 대출, 주택담보부 대출채권 등을 담보로 발행되는 채권이다. 대상자산의 풀을 담보로 잡고 그의 현금흐름으로 원리금을 상환하는데, 저당권이 이전되지 않고 대상자산이 발행자의 대차대조표에 남게 되는 것이 ABS와 다른 점이다. 채권자는 담보자산에 대한 우선변제권과 발행은행에 대한 상환청구권을 갖게 되므로 ABS보다 안전한 것으로 평가된다. 상세한 내용은 최성현, "커버드 본드(Covered Bond)의 담보 구조", 『은행거래법의 법적 쟁점과 과제』, 은행법학회 제3회 정기학술대회, 2009.3.27 참조.

20) 국민은행은 2009년 5월 9일 총액 10억불의 5년 만기 7.25% 커버드본드를 아시아 최초로 발행하는 데 성공하였다.

이와 같이 자산유동화 거래는 한국 경제에 닥친 금융위기 때마다 이를 극복하는 유력한 수단으로서 활용되었다. 일단 금융위기가 극복되고 부실채권 물량이 줄어들면서 유동화에서 부실채권이 차지하는 비율은 대폭 축소되고, 유동화 대상자산은 대출채권, 매출채권, 신용카드채권 등 정상적인 채권 중심으로 바뀌었다.<sup>21)</sup> 다만, 이 과정에서 자산유동화법이 자산보유자의 자격을 제한하고 있기 때문에 그 혜택을 받지 못하는 기업은 非登錄 유동화라는 비정상적인 유동화방법을 택하지 않을 수 없었다.<sup>22)</sup>

요컨대 우리나라 자본시장은 대우그룹의 해체와 현대그룹의 유동성 위기에 따른 투자신탁에 대한 환매 요구, 중소기업의 자금조달 상의 애로, 카드 대란의 가능성, PF방식에 의한 부동산 개발의 성행 어느 것이나 자산유동화가 아니었으면 그 해결이 불가능했을 정도로 자산유동화는 금융·경제의 위기상황을 극복함에 있어 핵심 역할을 하였음을 알 수 있다.

## 2. 위기극복의 메커니즘

이상 살펴본 자산유동화의 이용사례는 자산유동화법 제정 당시 기대하였거나 예상하였던 거래는 아니었다. 그보다는 대상자산의 담보가치가 아니라 수익가치[cash flow]를 기초로 자금을 조달하는 것이 오늘날의 추세라는 점, SPV의 설립 등 구조화를 통해 법률 리스크를 회피할 수 있다는 점 등 자산유동화의 이점이 금융위기 때마다 부각된 결과라고 보아야 할 것이다.

우리나라 자산유동화법은 기존 유동화거래의 질서를 수렴하였다기보다 새로운 거래방식을 창설한 것이다. 이를테면 자산유동화법에 입각한 유동화계획 등록제도가 시행됨에 따라 이는 구조화 금융상품의 사전심사기능을 하였고 정부당국이 이를 인증해주는 것으로 투자자들은 받아들여지게 되었다. 사전심사제도는 ABS시장이 발전하는 데 있어 대외적 신뢰확보라는 측면에서 순기능을 하였다. 그러나 시장이 성숙단계에 접어들면서 이러한 사전심사제도는 거래를 지원하기 보다는 점점 규제하

---

21) 외환위기를 겪는 과정에서 국내 금융기관들이 사채보증을 꺼리자 그 동안 주종을 이루었던 보증부 사채가 줄어들고 무보증사채가 많이 발행되었다. 신용도가 우량한 기업이 아니면 사채를 발행할 수 없는 상황이 되자 신용도가 다소 떨어지는 기업의 경우에는 ABS가 사채를 대체할 수 있는 좋은 자금조달수단이 되었다.

22) 이미현, 앞의 BFL좌담회, 10면.

는 쪽으로 중점이 옮겨갔다. 포괄적인 조항에 근거하여 감독을 받는 것이 늘어나자 2005년부터는 심사를 받지 않는 非典型 유동화거래가 증가하기 시작했다.<sup>23)</sup>

한편 자산유동화 거래는 ABS, ABCP, MBS, CBO 등 다양한 새로운 금융상품을 만들어 투자자들에게 제공하였을 뿐만 아니라 구조화금융(structured financing)에 대한 업계의 인식 제고와 거래의 선진화에 기여하였다. 나아가 자산유동화를 위한 실사 및 평가과정을 거치면서 기존 리스크 관리체계를 되짚어보는 계기가 되어 기업, 금융기관의 리스크 관리체계 정비에도 기여하였다. 한 마디로 자산유동화는 금융거래의 패러다임에 변혁을 몰고 왔다.<sup>24)</sup>

그러나 본질적으로 자산유동화 거래는 창의적인 금융혁신(financial innovation)을 요구하고 있는 만큼 앞으로도 법의 규제가 가해진다면 이를 피하고자 하는 거래방식이 속속 출현할 것으로 보인다. 그 동안 활기를 띠었던 부동산 PF 유동화 사례를 보면 창의적인 유동화 거래와 법 규정의 차이를 어떻게 극복할 것인가의 문제에서 비롯되었음을 알 수 있다.

우리나라에서 비전형 유동화가 성행하게 된 이유는 자산보유자의 자격이라든가, 유동화계획의 등록절차 및 일정상의 제약, 발행분담금의 부담 등 자산유동화법상의 각종 규제가 가해졌기 때문이다. 부동산경기가 호황을 맞게 되면서 부동산 PF대출 등 유동화의 수요가 크게 늘어났음에도 감독기관이 엄격한 조건을 내세워 등록을 잘 받아주지 않았다. 금융감독원 실무담당자가 가이드라인을 정하고 규제를 가하기 시작하자 등록을 거치지 않는 비전형 유동화 거래가 활기를 띠게 되었던 것이다.<sup>25)</sup>

## IV. 유동화거래의 이노베이션

### 1. 비전형 유동화거래의 성행

자산보유자가 실정법인 자산유동화법을 떠나 유동화거래를 시도한다는 것 자체

23) 비전형 유동화거래가 활기를 띠기 시작한 2005년 ABCP는 전체 유동화시장에서 발행 건수 기준으로 32%를 차지했으나 2006년에는 51%, 2007년에는 74%로 폭발적으로 증가했다.

24) 김용호, 앞의 BFL좌담회, 10면.

25) 위의 BFL좌담회, 14면.

가 혁신이다. 왜냐하면 현행 자산유동화법이 여러 가지 특례를 부여하고 있는 것은 사실이지만, 자산보유자의 신용도가 좋아야 하고 기초자산의 종류나 유동화증권의 종류, 거래구조 등에 있어 제약이 있을 뿐만 아니라 유동화계획의 등록을 받는 감독 당국이 세부적인 지도기준(guideline)을 마련하여 시행하고 있기 때문이다. 그 결과 현재 우리나라에서는 자산유동화법에 의하지 않는 비전형 유동화거래가 널리 행하여지고 있다.<sup>26)</sup>

비전형 유동화거래는 ABL(asset-backed loan)과 ABCP(asset-backed commercial paper)로 나누어 볼 수 있다. ABL은 현금흐름이 보장되는 자산을 담보로 하여 증권을 발행하는 것이 아니라 대출을 행하는 것이고, SPV가 아니라 은행을 중심으로 이루어지는 점에서 ABS와 차이가 있다. 반면 ABCP는 신용평가기관의 신용평가를 거쳐 기업어음(CP)을 발행하는 형식으로 거래가 이루어진다. 통상 ABCP는 ABS와 같이 유한회사를 SPC로 하여 발행되거나 아니면 주식회사를 SPC로 하여 발행된다. 유동화를 단일거래로 하는 경우에는 단일 SPC 방식을 취하고, 반복거래로 하는 경우에는 콘duit(conduit: 導管)<sup>27)</sup>방식을 취하게 된다.

기초자산의 유형별로 나누면 부동산 PF대출채권의 유동화와 크레딧 디폴트 스왑(CDS)·신용연계사채(credit linked note: CLN) 등 신용파생거래에 기초로 한 유동화가 있다. 비전형 유동화거래가 ABCP 방식을 취하는 이유는 상법상 주식회사의 경우 사채발행한도가 순자산액의 4배로 제한되므로 ABS 발행총액을 맞출 수 없

26) 김용호·이선지·유이환, “비등록유동화거래의 실태와 법적 문제”, BFL 제31호, 서울대학교 금융법센터, 2008.9, 48면.

27) ‘Conduit’이란 말 그대로 액체(자금)가 들어왔다가 그대로 흘러나가는 도관이다. 신한은행이 2003년 ABCP를 반복적으로 발행하기 위해 ‘골드워그’이라는 콘duit을 설립한 이후 은행, 증권사들이 경쟁적으로 콘duit을 만들어 ABCP를 발행하고 있다. 그 결과 콘duit을 통한 ABCP 잔액은 2004년 말 1.5조원에서, 2006년 말 6.3조원, 2007년 5월 말 13조원으로 매년 배로 늘어났다. 은행들로서는 보유자산을 콘duit에 매각하면 부외처리가 가능하고 부외자산에는 50%의 위험가중치만 적용받게 된다. 따라서 많은 은행들이 PF대출 등 고위험 고수익 자산을 늘리는 한편 이를 콘duit에 매각하고 ABCP를 발행하였던 것이다. 마치 미국의 금융회사들이 비우량 주택담보부대출(subprime mortgage loan)을 마구잡이로 늘리고 이를 RMBS, CDO 등으로 유동화(originate to distribute)한 것과 흡사하였다. 감독의 사각지대에서 위험여신이 증가한 결과 미국의 서브프라임 위기와 같은 사태가 국내 부동산 PF, ABCP 시장에도 불어닥칠 가능성이 커지자, 콘duit의 ABCP 발행정보를 자산유동화법에 의한 SPC에 준하는 수준으로 공시하도록 의무화하자는 논의가 대두되었다. 머니투데이, “‘ABCP 공장’ 콘duit 전성시대”, 2008.6.23.10:20. <<http://stock.mt.co.kr/>>

고 SPC의 자본금을 마련하기도 어렵기 때문이다. 반면 CP 발행을 위해서는 SPC가 최저자본금 요건만 갖추면 되므로 ABCP거래가 활성화되었다.<sup>28)</sup> 그러나 2005년부터 CP거래가 폭발적으로 늘어나면서 금리가 상승하고 종종 시장교란이 일어나곤 하였다. 결국에 가서는 CP매입보장 약정을 통한 신용보강을 제공한 은행들의 수익 구조 및 자금조달에 영향을 미치게 되었다.

법제도 측면에서 보더라도 콘딧을 통한 ABCP 발행은 자산유동화법의 각종 규제를 피하였다는 점에서 ‘금융 이노베이션’이라 할 만하다. 그러나 단기성 자금으로의 과도한 쏠림 현상<sup>29)</sup>은 우려를 자아내었다. 특히 감독당국이 건설사의 유동화증권(ABS) 발행 조건을 강화하면서 설립절차가 간편하고 공시의무도 없는 콘딧을 통한 ABCP 발행이 급증하였다.<sup>30)</sup> 결과적으로 등록 유동화증권은 건설해졌지만 또다른 비등록 유동화증권인 ABCP 시장은 신용경색이 일어나거나 건설사의 자금난이 심화될 경우 차환발행이 곤란해지고 금융시장 전체를 뒤흔들 수 있는 폭발력을 갖게 되었다. 과거 대우사태, 카드대란 등의 금융위기 때 보았듯이 기업들이 자금조달을 은행 단기차입금과 CP에 의존하는 것은 위험을 자초하는 일이기 때문이다. 이에 따라 비전형 유동화거래를 자산유동화법의 틀 안에 받아들여야 한다는 목소리가 점점 커지고 있다.

프로젝트 금융을 기초로 한 ABCP는 은행이 해당 프로젝트에 대출하는 것과 동일한 효과를 가져온다. ABCP는 은행이 신용을 공여하고 백업하는 형식으로 발행되기 때문에<sup>31)</sup> 구조화의 적정성, 기초자산의 부도로 인하여 일반투자자에게까지 피

28) 김용호, 앞의 BFL좌담회, 14면.

29) 2007년 중 자산유동화법에 의하여 발행된 등록 유동화증권은 건수 기준으로 전체의 24.5%로 2005년의 68.1%에서 3분의 1로 줄어들었다. 반면 상법상의 주식회사인 콘딧을 통해 발행하는 비등록 유동화증권인 ABCP는 같은 기간 중에 폭발적으로 증가하였다. 이러한 추이는 2008년에도 큰 변화가 없었다. 2008년 중 등록 유동화증권의 발행총액은 20.6조원으로 2007년에 비해 4.2% 증가하였으나, 발행건수는 81건으로 전년도의 106건에 비하여 23.6% 감소한 것으로 나타났다. 금융감독원, “2008년 자산유동화증권(ABS) 발행실적 분석”, 2009. 2.16. 보도자료.

30) 2008년 6월 현재 ABCP 잔액은 29.7조원으로 전체 CP발행액의 46%를 차지한다. 이 중 건설사 ABCP는 12.3조원으로 전체 부동산 PF 잔액 100조원에서 차지하는 비중은 크지 않지만, 수개월 내에 돌아오는 만기구조상 유동성 위기의 파급력만큼은 무시할 수 없다. 머니투데이, “CP 발행액 65조 육박, 은행 유동성 악화 시 공멸 우려”, 2008.6.11.14:35.

31) 이러한 ABCP는 증권회사가 관여하여 은행도어음의 형태로 발행되므로 자본시장통합법상 증권으로 분류된다. 私募요건을 충족하려면 6개월 동안 50매 이내로 발행되어야 한다. 김용

해가 미치지지는 않지만 해당 은행에는 큰 손해를 안겨줄 수 있다.

자산유동화법 테두리 밖에서 이루어지는 비전형 유동화거래의 경우 자산유동화법이 그 준거법이 될 수 없음은 분명해 보인다. 비전형 유동화거래에도 민법 등 국내 판례나 미국의 기준을 적용하나 사안에 따라서는 자산유동화법의 기준에 따라 판단할 수도 있다. 자산유동화법의 규정이 기본적으로 기존 판례를 반영한 것이므로 둘 사이에 큰 차이는 없다. 자산유동화법은 금융감독원과의 협의에 의한 기준을 따르고, 업무처리관행에 있어서도 비전형 유동화의 경우와 조금 다르지만 대체로 거의 비슷하다. 전형 유동화의 경우 금감원 기준에 어긋나면 유동화가 불가능하지만, 비전형 유동화는 변호사가 진정양도 의견(true sale opinion)을 제시하면 유동화거래가 이루어지는 것이 보통이다.<sup>32)</sup>

여기서 비전형 유동화의 경우 진정양도는 큰 문제가 되지 않는다. 왜냐하면 PF 대출이나 자산매각의 경우처럼 실제 장부상에서 떨어버릴 자산을 가지고 유동화를 하기 때문이다. 또 ABCP는 신용보강기관의 신용에 기하여 발행되는 것이므로 도산의 절연(bankruptcy remoteness)을 굳이 필요로 하지 않는다. 실제로 M&A 거래에서 신용을 공여한 은행은 M&A가 성사되면 유동화의 방법으로 떠나는(exit) 경우가 많은데 기초자산이 주식이어서 비전형 유동화인 ABCP를 많이 이용하게 된다.<sup>33)</sup>

## 2. 신종 금융상품의 개발

자산유동화는 오늘날 각광을 받는 자금조달수단이지만 금융기관으로부터 자금을 빌리는 것과 다르다. 전통적인 대출(classical lending)은 일정 기간 자금을 빌려주고 이자와 함께 돌려받는 것이므로 대출금액과 기간, 차주의 신용에 따라 금융비용이 달라진다. 이에 비해 자산유동화는 대상자산의 자산가치가 아니라 현금흐름을 중시하고, 그 수입이 원리금 상환(debt service)에 충분하다는 것을 전제로 자산보유자의 도산으로부터 절연된 구조(structuring)를 취해 증권을 발행(securitization)하는 것이다. 그러므로 돈을 빌려주는 대출(loan)은 중세 이래 바뀐 게 별로 없지만 자산유동화는 마치 트랜지스터가 집적회로(integrated circuits)로 바뀐 것처럼 질적인 변

호, 앞의 BFL좌담회, 17면.

32) 이미현, 위의 BFL좌담회, 17~18면.

33) 위의 BFL좌담회, 18면.

화를 보였으며, 그 변화는 앞으로도 무궁무진할 것으로 예상된다.<sup>34)</sup>

대표적인 사례가 학자금대출의 유동화라 할 수 있다. 본래 학비지원을 필요로 하는 대학(원)생들에 대하여 정부는 금융회사가 학자금을 대출을 할 때 이차를 보전해주는 방식을 취하였다.<sup>35)</sup> 일반적으로 신용도가 떨어지고 달리 보증인을 구할 수 없는 대학(원)생들에게 금융회사가 학자금을 빌려줄 때에는 높은 금리를 부과할 수밖에 없다. 통상 금융회사들은 단기로 자금을 조달하여 장기로 학자금대출을 하게 되므로 그에 따른 신용위험과 취급비용, 수익을 보장받아야 했기 때문이다. 따라서 정부가 그에 상응하는 이차를 보전해주고 차입자가 졸업 후에 소득이 생기면 갚을 수 있도록 장기간에 걸쳐 저리로 빌려주었다. 그러나 재정의 경직성으로 인하여 재정부담은 누적적으로 증가함에도 학자금 수혜인원을 늘리거나 대출금액을 올리지 못하고 있었다.

제한된 예산범위에서 더 많은 학생들에게 보다 좋은 조건으로 학자금을 대출해 줄 수 있는 길은 없는가? 2003년에 국회와 학계, 업계에서 그 개선방안을 연구하여 제안한 바에 의하면<sup>36)</sup> 이구동성으로 1970년대 초에 정부지원 유동화전문기구로서 설립된 미국 샬리매(Sallie Mae)<sup>37)</sup>를 벤치마킹할 필요가 있다는 것이었다.

이에 따라 정부는 2004년 10월 국무조정실에서 혁신적인 개선방안을 마련하여 그해 12월 정부부처 합동 학자금대출준비기획단을 발족하였다. 그 골자는 기존 이

34) David Edwards, "Patent Backed Securitization: Blueprint For a New Asset Class," GERLING NCM Credit Insurance, Inc., 2002, p.1. <[http://www.securitization.net/pdf/gerling\\_new\\_0302.pdf](http://www.securitization.net/pdf/gerling_new_0302.pdf)>

35) 기존 정부보조 학자금대출은 1975년부터 실시되었는데 등록금 마련이 어려운 대학(원)생이 금융회사로부터 학자금대출을 받으면 정부가 대출자의 일부(2005년 1학기의 경우 학자금대출 연리 8.25% 중 학생부담 4%를 제외한 4.25%)를 정부가 금융회사에 보전해주었다. 이러한 학자금대출은 교육인적자원부의 비중이 제일 컸으며(약 50%) 그 외에 학술진흥재단, 공무원연금관리공단, 사학연금관리공단, 노동부, 근로복지공단에서도 무이자 또는 저리로 시행하였다. 정정일, "전자신용보증에 의한 학자금대출유동화의 법적 고찰", 경희대학교 국제법무대학원 석사학위논문, 2008.8, 5면.

36) 김효석, "학자금대출 유동화 어떻게 도입할 것인가", 국회 정책연구보고서 No.20, 2003.9.; 이창용 외, 『자산유동화시장 활성화 방안: 정부지원 학자금 대출제도 관련』, 서울대 경제학부, 2003; 한국주택학회, "유동화 기초자산의 안정적 확보 및 영업기반 강화방안 연구", 한국주택금융공사 연구용역보고서, 2005.6. 위의 학위논문에서 재인용.

37) Student Loan Marketing Association의 약칭이었으나 2004년 말 민영화가 완료되어 현재는 SLM Corp의 자회사로 운영되고 있다. 2007년 말 현재 샬리매의 임직원 수는 약 12천명이다. 위의 학위논문, 11면 각주 12) 참조.

차보전방식을 '신용보증 및 유동화방식'으로 전환하고, 한국주택금융공사의 개인보증 경험 및 주택저당채권의 유동화에 관한 노하우를 활용하기로 결정하였다. 즉 2005년 7월 학자금대출신용보증기금을 설치하고 학자금대출에 대한 정부지원을 기존 이차보전 방식에서 공적 신용보증방식으로 개편하는 한편, 학자금대출채권의 유동화(student loan-backed securitization: SLBS)를 통해 대출재원을 조달하는 제도를 마련함으로써 학생들의 대출수요에 신속적으로 대응할 수 있도록 하였다.<sup>38)</sup>

그 구체적인 메커니즘은 금융회사는 학자금대출을 취급한 후 주택금융공사에 바로 매각하는 방법으로 신용위험(credit risk)과 기간불일치위험(mismatch risk)에서 벗어나게 하는 것이다. 학자금대출의 신용위험은 정부와 주택금융공사가 부담하며, 기간불일치위험은 자본시장에서 장기자금조달로 해결할 수 있도록 公的신용보증에 의한 유동화목적부 학자금대출을 도입한다.

그리하여 학생은 금융회사와 학자금대출신용보증기금에 대하여 각각 대출 및 신용보증신청을 한다. 채권자인 금융회사는 보증인인 학자금대출신용보증기금의 신용보증서를 담보로<sup>39)</sup> 학생에게 대출을 한다. 금융회사는 이 대출채권을 주택금융공사에 매각한다. 주택금융공사는 자신을 위탁자 및 수탁자로 하는 자기신탁을 설정하고 매입한 학자금대출채권을 기초자산으로 하여 투자자들을 대상으로 SLBS를 발행한다. 자본시장에서 투자자는 SLBS 대금을 지급하고 이 대금은 주택금융공사를 거쳐 금융회사에 학자금대출채권 매각대금으로 상환된다. 금융회사는 이 상환자금을 다시 학자금대출재원으로 활용한다. 금융회사는 주택금융공사와 계약을 맺어 원리금 회수 등 채권관리업무를 수행하고 그에 대한 수수료를 수취한다. 이 과정에서 정부는 학자금대출 및 신용보증에 대한 기본계획을 수립하고 예산을 편성하여 필요한 재원을 학자금대출신용보증기금에 출연하며, 주택금융공사는 SLBS에 대한 적시 지급보증을 통하여 신용보강(credit enhancement)을 하게 된다.<sup>40)</sup>

그 결과를 보면 기존 이차보전 방식에 의하여 학자금대출을 지원할 경우 20년 동안 총 6,163억원의 재정부담이 발생하며 재정지원의 레버리지는 1.6배가 된다. 이

38) 위의 학위논문, 23면.

39) 주택금융공사는 보증업무 프로세스를 전자화하여 대출신청을 하는 학생의 보증신청은 물론 보증약정 등 채무자에 대한 보증업무를 인터넷을 이용하여 전자적으로 처리하고 있다. 그리하여 윈스톱으로 일을 처리하고, 시간과 비용의 절감을 꾀할 수 있게 하였다. 위의 학위논문, 41~42면.

40) 위의 학위논문, 23~24면.



에 반하여 새로운 신용보증 및 유동화 방식에 의하면 같은 기간 총 800억원의 재정 부담으로 1조원의 학자금대출을 지원할 수 있게 되므로 그 레버리지는 12.5배에 달한다. 즉, 같은 재정부담을 갖고도 공적 신용보증에 의한 학자금대출이 기존 이차보전 방식보다 7.7배의 대출확대 효과<sup>41)</sup>를 올릴 수 있는 것이다.<sup>42)</sup>

요컨대 백지상태에서 그림을 그리듯이 장기 안정적인 현금흐름이 확보되기만 하면, 그것이 대출금 이자든지 수수료든지 매출금이든지, 구조화(structuring) 방식으로 현금흐름에 영향을 미치는 요인을 배제하고 적절한 신용보강을 붙여 증권으로 발행함으로써 필요한 자금<sup>43)</sup>을 조달할 수 있게 된다. 금융기관은 유동화 대상자산을 부외처리(off-B/S)하여 자산건전성을 제고할 수도 있다.

### 3. 자산유동화의 향후 전망

자산유동화가 작금의 금융위기를 세계적으로 전파하는 데 일조하였다는 점에서 자산유동화제도가 발전하려면 다음의 여러 가지 의문점에 긍정적인 답변이 나와야 할 것이다. 우선 앞으로 자산유동화의 발전방향은 어떻게 모색할 것인가? 발행시장·유통시장 CBO처럼 한국만의 독특한 수요에 따른 유동화 거래의 모델을 찾아볼 수는 없는가? 우리나라에서의 부동산 PF 유동화 거래도 미국의 서브프라임 모기지의 유동화와 비슷한 메커니즘을 거쳤는데 전반적으로 금융시장에 파괴적인 영향력을 미치지 않는겠는가? 미국발 서브프라임 위기가 전세계적으로 파급된 과정을 볼 때 자산유동화 자체가 잘못된 것인가, 아니면 신용평가에 문제가 있었는가?

전문가들의 분석에 의하면, 미국의 서브프라임 위기는 다원적인 요인에 의하여 발생한 것이다. 미국에서는 처음부터 모기지론에 대한 유동화가 보편화되면서 모기

41) 위의 학위논문, 27~28면: 주택금융공사의 학자금대출채권 유동화실적(SLBS 발행)은 매년 1.5~1.7조원으로 은행 및 주택금융공사의 주택저당채권 유동화실적(MBS 발행) 대비 30~40%의 비중을 차지하고 있다.

42) 학자금대출채권의 유동화는 절대적인 지원규모는 크게 늘렸지만 대출이자율 시장금리에 연동시키는 결과 상당히 높은 이자를 부과하고 있다. 2009년 3월 교육과학기술부는 서민경제 활성화 및 교육비 부담 완화를 위해 학자금대출을 받은 학생이 거치기간 동안 납부하는 대출이자 7.3%의 10%를 2009년 말까지 지원해주기로 했다.

43) 자산유동화는 그 절차가 복잡한 데다 신용보강기관, 신용평가회사, 자산관리자 등 다수의 참가자들에 대한 수수료의 부담이 적지 않아 신용등급 상승에 따른 이차부담 절감효과를 감안할 때 유동화증권의 발행총액이 적어도 1천억원 이상은 되어야 하는 것으로 알려져 있다.

지 은행의 주택담보부 대출은 전통적인 예대 마진을 목적으로 하기보다는 수수료 수입 위주의 박리다매형 영업형태로 바뀌었다. 즉 모기지 론을 대출해주자마자 이를 유동화(originate and distribute: O&D)하는 거래형태가 보편화되어 모기지 은행들의 자금조달 부담을 경감시키고 모기지 대출재원을 풍부하게 공급하는 원동력이 되었다.<sup>44)</sup> 그러나 O&D로 인하여 원 대출채권에 부수하는 신용위험 등의 위험이 양수인에게 이전되어 모기지 은행들은 차입자의 디폴트 가능성에 대비하지 않고 수수료 수입을 올리는 데 주력하게 되었다. 이러한 모기지론의 디폴트 가능성에 대하여는 신용부도 스왑(credit default swap: CDS)을 모노라인 등 금융보증보험회사와 체결하여 신용보장을 취하였다. 그런데 주택경기의 냉각으로 서브프라임 모기지의 연체가 급증하는 등 부실화되자 이에 대해 신용보장을 제공한 모노라인 업체들이 CDS 상의 의무를 감당하지 못하고 붕괴되고 말았다. 또한 이들과 CDS를 체결하여 보장을 매입한 투자은행들에게 연쇄적으로 손실이 파급되었다.<sup>45)</sup>

결국 서브프라임 모기지의 부실은 미국 굴지의 투자은행들인 메릴린치, 리먼 브라더스, 베어스텟스가 파산하거나 다른 회사에 인수되는 계기를 촉발하였다. 이들 투자은행들은 규제감독이 엄격하지 않은 것을 기회로 차입을 극대화하여 고위험 고수익 자산에 공격적으로 투자하였을 뿐만 아니라<sup>46)</sup> 전세계적인 네트워크를 통하여 이러한 고위험 고수익 투자자산을 유통시켰다. 이 과정에서 신용평가기관들은 위험의 분산과 신용보장만 믿고서 각 위험이전 단계에서 일어날 수 있는 유동성부족의 가능성은 간과하였고, 더욱이 유동화 자산에 대해 높은 신용등급을 부여함으로써 금융위기가 확산되는 데 일조하였다.<sup>47)</sup>

44) 양기진, “서브프라임 모기지론의 부실화와 금융위기 - 대출관련 문제를 중심으로”, 국제거래법연구 제17집 2호, 국제거래법학회, 2008.12.31, 67면.

45) 위의 논문, 69~70면.

46) 위의 논문, 59~60면.

47) 신용평가회사는 서브프라임 모기지의 경우 모기지은행의 O&D 관행에 따라 신용보장이 있더라도 유동화자산의 위험수준이 어느 정도인지, 누가 최종적인 위험을 부담하는지, 그가 위험을 충분히 감당할 수 있겠는지 측정했어야 했다. 물론 신용평가를 참고하더라도 최종적인 투자자의 결정은 투자자 스스로 책임을 지는 것이지만 그렇다고 신용평가회사가 자신의 신용평가 결과에 아무런 책임이 없다는 의미는 아니다. 그리고 유동화증권(ABS, MBS)을 발행할 때 신용등급을 잘 받기 위해서는 당해 신용평가회사가 제시하는 구조화(structuring) 방안을 따라야 하는 관계로 신용평가회사의 평가(credit rating)와 구조화 자문(advisory) 업무가 서로 이해상충(conflicts of interest)을 빚게 되는 문제점이 지적되었다. 박현일, “서브프라임 위기 이후 신용평가회사를 둘러싼 논란과 시사점”, 국제법무연구

우리나라에서도 은행들을 중심으로 부동산 PF대출이 활발하였고 이것이 비등락 유동화거래를 통해 ABCP 발행의 급증으로 이어진 것은 앞에서 살펴본 바와 같다. 그러나 미국의 서브프라임 모기지론이 유동화와 신용보강을 거쳐 RMBS, CDO 등을 매개로 전세계적으로 유통된 것과는 달리 우리나라에서는 부동산 유동화증권이 널리 유통되지 못하고 단기에 차환발행(refinancing)되는 것이 보통이었다. 그러다가 서브프라임 위기로 우리나라의 부동산 PF 유동화증권에 대한 불안감이 고조되자 KAMCO가 부실화될 우려가 있는 저축은행의 PF대출채권을 선제적으로 1조7천억원 어치나 인수하였다.<sup>48)</sup> KAMCO는 또한 2008년 4분기에만 9,700억원의 금융사 부실채권을 인수해 금융계의 건전성 확보를 지원했다.<sup>49)</sup> IMF 위기를 겪은 우리나라는 공공부문에서 부실채권의 증가를 방지함으로써 시장의 신뢰를 유지할 수 있었던 것이다.

이와 같이 우리나라의 자산유동화 시장은 부실화 요인에 대해 선제적으로 대응하는 한편 금융혁신적 요소에 대하여는 적극 권장하는 분위기가 팽배해 있다. 근자에는 사회간접자본(SOC) 건설 재원을 자산유동화 방식으로 조달하는 기법도 다양화되고 있다. 예컨대 2002년 4월 대전시는 지하철 건설재원을 조달하기 위해 2백억원의 유동화채권을 발행했다. 대전시에 지하철 운영시스템을 리스해준 프로젝트 회사는 리스료를 받아 유동화채권의 원리금을 상환하는 구조이다. 같은 구조화금융에 속하는 PF와 ABS를 접목시킨 거래도 자주 이용되고 있다. 이는 둘 다 현금흐름을

제13권 1호, 경희대 국제법무대학원, 2009.2.27, 12면.

48) 금융위원회와 금융감독원은 2009년 3월 30일 금융권의 PF대출 사업장에 대한 전수조사 실시 결과 및 대응방안을 발표하였다. 저축은행을 포함한 전 금융권의 부동산 PF대출은 2,443개 사업장에서 총 81.7조원(2008.9월말 기준)이며, 권역별로는 은행 1,263개(50.5조원), 저축은행 899개(12.2조원, 2008.6월말 기준), 보험회사 158개(5.3조원), 여신전문금융회사 270개(4.3조원), 증권회사 157개(2.8조원) 등으로 나타났다. 2008년 12월 현재 저축은행을 제외한 금융권 PF대출 연체율은 평균 3.0%(연체금액 2.2조원)로, 은행권의 기업대출 연체율(1.5%)과 비교하였을 때 다소 높은 수준이나 자산관리공사를 통해 부실이 우려되는 PF채권을 사후정산조건부 방식으로 매입하고, 은행연합회가 금융권을 대표하여 매각조건협의 등 PF대출채권 매각업무추진에 주도적 역할을 하도록 하여 PF대출 부실 사업장의 신속한 정리를 도모하였다. 또한 저축은행권에서 시행 중인 'PF대출 자율 구조조정 협약'제도를 수정·보완한 후 전 금융권으로 확대 시행하기로 했다. 금융감독원, "금융권 PF대출 사업장 실태조사 결과 및 대응방안", 2009.3.30. 보도자료; 한국경제신문, "PF사업장 10% 위험", 2009.3.31.

49) 한국경제신문, "금융회사 부실채권 인수 등 경제위기 발빠른 대응", 2009.5.4.

중시하고 특수목적기구(SPV)를 이용하기에 어렵지 않게 적용할 수 있는 것이다.<sup>50)</sup> 이와 같이 인프라 사업은 장기 안정적인 현금흐름이 예상되므로 PF 공여자의 동의가 있는 경우 일정 사업부문을 ABS 방식으로 유동화하여 추가 재원을 마련할 수 있는 것이다.

그밖에 해외에서 이용되고 있는 ABS 관련 파이낸싱 사례를 보면 상당한 수익이 기대되는 엔터테인먼트 사업의 투자자금의 조달<sup>51)</sup>이나 지적재산권의 유동화를 통한 IT벤처기업의 자금조달,<sup>52)</sup> 전력산업의 민영화에 따른 坐礁비용(stranded cost)의 유동화,<sup>53)</sup> 태풍·홍수·지진 등 자연재해(catastrophe)로 인한 거대위험을 분산시키는 ART(alternative risk transfer) 기법으로서 CAT 본드 발행<sup>54)</sup> 등의 사례를 찾아볼 수 있다.

- 
- 50) 2001년 2월 천안과 논산을 연결하는 고속도로 건설재원을 조달할 때 PF+ABS 기법이 적용되었다. 산업은행이 소요자금 중에서 7,300억원을 대출한 후 그 원리금을 유동화하는 방식으로 만기 5~15년짜리 6종의 채권을 발행하고(all-in cost 8.59%), 대출조건과 채권발행 조건을 일치(pass-through)시키는 거래구조를 취했다. 산업은행은 천논고속도로(주)에 대한 담보를 그대로 SPC에 양도함으로써 차주, 주선기관, 투자자에게 공히 윈-윈하는 거래를 실현할 수 있었다.
- 51) 세계적인 록 가수 데이비드 보위는 1997년 음반 로열티 수입을 기초로 이른바 Bowie Bonds를 U\$55백만 발행하였고, 영국의 뮤지컬 제작사인 앤드류 로이드 웨버의 RUG사는 2000년 소유 뮤지컬 극장의 수입을 풀링하여 £84백만의 유동화채권을 발행하는 데 성공하였다. 박현일, “영화제작투자자와 법률”, 디지털재산권법연구 제6집, 한국지적소유권학회, 2002. 12.
- 52) 권재열, “IT벤처기업의 자금조달수단으로서의 지적재산권의 유동화”, CLIS Monthly 2003-3호, 정보통신정책연구원, 2003.3.10. 5~15면.
- 53) 발전사업이 민영화된 미국 캘리포니아주의 PSE&G사는 2001년 좌초비용을 전력요금에 가산하는 것을 전제로 U\$25억의 유동화채권을 발행하는 데 성공하였다. Moody's, Pre-Sale Report, “PSE&G Stranded Utility Costs Securitization”, Jan.12, 2001; 박현일, “전력 산업 구조개편의 효율화를 위한 좌초비용의 유동화 방안”, 상사법연구 제25권 1호, 한국상사법학회, 2006.5.
- 54) 우리나라에서도 태풍, 홍수 등을 담보하는 농작물, 자연재해, 산림화재보험 등 大災害危險보험의 개발을 검토하고 있다. 박현일, “보험 리스크의 증권화 - CAT본드를 중심으로”, 고려법학 제44호, 고려대 법학연구원, 2005.4.

## V. 자산유동화법제의 시사점

### 1. 자산유동화법의 형식

우리나라의 자산유동화 법제가 수 차례의 금융경제 위기를 극복함에 있어 중요한 역할을 한 것으로 나타났지만, 한국의 상황이 세계 기준에서 볼 때 덜 심각했다는 뜻은 아니다. 예를 들어 2008년 9월 리먼 브라더스사가 파산하였을 때 국내에서의 유동화증권 발행도 큰 폭으로 감소하여 유동화증권 시장의 유동성 회복을 위한 특단의 조치를 마련해야 했다.<sup>55)</sup>

우리나라의 자산유동화법은 제도개선의 여지는 없는가? 또는 자산유동화제도를 도입하거나 개선하고자 하는 외국에 대하여 무슨 시사점을 줄 수 있는가? 자산유동화를 규율하는 특별법이 존재한다는 것은 다양한 특혜가 주어질 수 있고, 다양한 유동화의 구조를 수용할 수 있다는 점에서 장점이 될 수 있다. 반면, 일반 증권에 비해 추가적인 규제가 가해질 수 있다는 점에서 단점이 되기도 한다.<sup>56)</sup>

우선 자산유동화법의 법적인 틀(legal frame)을 살펴볼 필요가 있다. 우리나라의 자산유동화법은 제정 당시 조문이 많지 않아 나머지 부분은 시장에 맡겼다. 시장참가자들로서는 유동화계획을 등록하는 과정에서 감독기관과의 협의를 거쳐 감독기관의 의사판단 및 정책방향을 반영하지 않을 수 없었다. 감독기관의 이러한 행정지도는 유동화 업무에 관한 시장자율규제 형식의 모범규준(best practices)으로 시행되고 있다. 이를 테면 모범규준의 채택 여부는 자율적으로 판단하라고 하지만, 유동화증권 발행 시 주관사로 하여금 모범규준의 채택 여부를 금융감독위 앞 신고서에 명

55) 이는 국민연금이 금융시장 지원을 위해 11월 중 현대캐피탈, 삼성카드, 신한카드 등의 금융회사가 발행한 9,800억원 규모의 유동화증권을 매입해준 다음부터 여신전문금융회사의 유동화증권 발행규모가 확대되었기 때문이다. 또한 정부가 중소기업에 대한 자금지원을 위해 신용보증기금이 보증을 한 P-CBO(5건, 2조1,228억원)와 건설업체 지원을 위해 주택금융신용보증기금이 보증한 P-CBO(1건, 4,044억원)가 각각 발행되었다. 한편, 리먼 사태 이후 국제금융시장 여건이 더욱 악화되면서 해외 ABS 발행도 중단되었으나, 2009년 1월 삼성카드가 카드채권을 기초자산으로 한 200억원 규모의 해외 ABS 발행에 성공하였다.

56) 김형태·김필규, 「자산유동화증권(ABS) 시장 발전방안 연구」, 한국증권연구원 연구보고서 02-01, 2003.1, 53면.

시하게 하고 신용평가회사의 등급평정 때 채택 정도를 감안하도록 유도하는 식이다.<sup>57)</sup>

우리 자산유동화법의 장점은 조문이 많지 않고 규제체계가 단순하여 유동화 거래의 기본 틀만 제공하였지 나머지는 시장에 맡겼다는 점이다. 반면 행정지도에 의한 규제가 많아져 시장에서는 비전형 유동화를 선호하게 되었다. 예컨대 부동산 PF ABS 같은 경우에는 금감원이 규제를 강화하기 전에 상대적으로 신용위험이 큰 상품이 유동화증권으로 나왔었다. 금융기관이 사업성이 좋고 위험이 적은 프로젝트에 대한 대출상품은 자신이 보유하고, 금융기관 대출이 안 되는 프로젝트들이 증권사를 통해 유동화증권으로 발행되었기 때문이다. 그러자 감독기관은 이에 대해 규제를 가하기 시작했다.

비전형 유동화가 폭발적으로 늘어난 것은 감독기관에서 이를 자산유동화법의 틀 속에 포섭하기를 거부하여 비등록 유동화를 택하지 않을 수 없었던 데 기인한다. 결국 비전형 유동화거래가 늘면서 등록 유동화 거래에 대한 시장의 관심이 줄어들 수밖에 없었고 법개정 논의가 시작되었다.<sup>58)</sup> 예컨대 자산유동화의 목적에 대한 제한을 두지 말고 자산보유자의 자격요건을 완화하며, SPC가 信託 방식으로 대상자산을 보충해 가면서 여러 건의 유동화증권을 발행할 수 있게 하는 것, 합성 CDO 등 신용파생상품의 거래를 허용하는 것 등의 법제개선안이 거론되었다.<sup>59)</sup>

## 2. 자산유동화와 신탁의 활용

자산유동화의 거래에서 신탁을 보다 적극적으로 활용할 필요가 있다. 유동화 대상자산에서 나오는 현금흐름을 자산보유자의 도산위험으로부터 절연하는 방법으로는 신탁이 SPV 못지않게 효과적이기 때문이다.

57) 유동화증권의 발행에는 증권사, 은행, 신용평가회사, 회계법인 등 다수의 기관이 참여하고 있으나, 각 참여자의 역할 및 책임소재가 불분명하여 ABS시장의 불안정성이 종종 야기되었다. 이에 2004년 5월 ABS제도개선을 위한 민관합동 태스크포스가 구성되어 ABS 투자자를 보호하고 ABS시장의 건전한 발전을 지원하기 위한 모범규준안을 마련하여 2005년 4월부터 시행하였다.

58) 김용호, 위의 BFL좌담회, 13면.

59) 임형섭, “구조화 금융의 현황(Korean Structured Finance Update)”, Fitch Ratings세미나, 2009.11.13.

우리나라 자산유동화법에서 유동화 기구로서 SPC 외에 신탁을 이용할 수 있게 하고 있거니와 신탁을 많이 활용하게 된 계기는 신용카드사의 신용카드 대금채권이 장래에 지급을 받는 채권인 데다 현금흐름이 불확정적이어서 초과현금(excess cash)이 종종 발생한 데 기인한다. 이러한 경우에 유동화기구는 수탁자(fiduciary)로서 장래의 유동적인 현금흐름을 안전하게 확보하고 있어야 한다.

더욱이 2001년 대법원에서 “담보목적의 신탁이더라도 他益신탁이기만 하면 신탁재산, 신탁수익권이 위탁자의 소유로서 파산재단에 속하지 않는다”<sup>60)</sup>며 신탁에 도산절연의 효과를 인정함으로써 신탁을 이용한 자산유동화가 획기적으로 늘어났다.<sup>61)</sup> 다만, 이 경우 회계상으로는 부외처리를 하지 않아 여전히 위탁자의 자산인 것처럼 되어 있어 매매의 경우와 다르고 다른 채권자보호라는 측면에서 문제가 있는 것으로 지적되고 있다.<sup>62)</sup>

### 3. 유동화증권에 대한 신용평가의 문제

미국 서브프라임 위기 이후 전세계적인 금융위기에서 가장 비난을 많이 받은 유동화 관계기관은 신용평가회사(credit rating agency)들이었다. 신용평가회사들이 유동화증권의 신용하락 위험을 적절히 지적하지 못하였을 뿐만 아니라, 심지어는 최고 등급의 신용평가를 받은 유동화증권이 휴지조각이 된 경우마저 있었다.

60) 신탁법상의 신탁은 위탁자가 특정의 재산을 수탁자에게 이전하거나 기타의 처분을 하고 수탁자로 하여금 수익자의 이익을 위하여 또는 특정의 목적을 위하여 그 재산을 관리, 처분하게 하는 법률관계를 말하므로, 신탁자가 어음거래약정상의 채무에 대한 담보를 위하여 자기 소유의 부동산에 대하여 수탁자와 담보신탁용 부동산관리·처분신탁계약을 체결하고 채권자에게 신탁원본 우선수익권을 부여하고서, 수탁자 앞으로 신탁을 원인으로 한 소유권이전등기를 경료하였다면, 위탁자의 신탁에 의하여 신탁부동산의 소유권은 수탁자에게 귀속되었다고 할 것이고, 그 후 신탁자에 대한 회사정리절차가 개시된 경우 채권자가 가지는 신탁부동산에 대한 수익권은 회사정리법 제240조 제2항에서 말하는 '정리회사 이외의 자가 정리채권자 또는 정리담보권자를 위하여 제공한 담보'에 해당하여 정리계획이 여기에 영향을 미칠 수 없다고 할 것이므로 채권자가 정리채권 신고기간 내에 신고를 하지 아니함으로써 정리계획에 변제의 대상으로 규정되지 않았다 하더라도, 이로써 실권되는 권리는 채권자가 신탁자에 대하여 가지는 정리채권 또는 정리담보권에 한하고, 수탁자에 대하여 가지는 신탁부동산에 관한 수익권에는 아무런 영향이 없다고 할 것이다. 대법원 2001.7.13. 선고 2001다9267 판결.

61) 황호석, 앞의 BFL좌담회, 19면.

62) 이미현, 위의 BFL좌담회, 22면.

서브프라임 위기 당시와 현재의 상황을 고려할 때 신용평가회사로서는 최근의 자금흐름 동향에 경계를 늦추지 못하고 있다. 일례로 2008년 3월 한국기업평가(Korea Ratings)는 2007년 결산실적을 반영할 때부터 CP 발행기업에 대한 유동성위험 분석과 사후관리를 강화하기로 했다. 기업의 본질적인 신용상태의 변화가 서서히 진행되는 것과 달리 유동성 위험은 갑자기 폭발적으로 일어날 수 있기 때문이다. 신용평가업계에서는 2005년부터 두드러졌던, 기업의 차입구조가 단기화되고 ABCP 등으로 과도한 쏠림현상이 나타나는 것, 일부 업종에서 우발채무가 급증하는 현상 등은 분명 경계대상이라고 밝혔다.<sup>63)</sup>

우리나라에서는 미국과 같이 서브프라임 주택담보대출채권을 여러 단계에 걸쳐 유동화한 사례는 없지만, 부동산 프로젝트 파이낸싱과 관련하여 아파트분양대금청구권 등을 유동화한 증권이 상당히 많이 발행되었다. ABCP 등의 유동화증권은 대부분 시공을 맡은 건설회사가 원리금상환을 보증하였으므로 건설사들이 부동산경기 위축으로 유동성이 악화될 경우에는 유동화증권이 대량으로 부실화될 가능성을 안고 있었다.<sup>64)</sup>

그럼에도 우리나라에서는 금융권이 先制的으로 건설사에 대한 구조조정을 실시한 데다<sup>65)</sup> 부동산관련 유동화증권을 기초로 하는 구조화상품이 별로 많지 않아<sup>66)</sup> 위험이 파급될 가능성은 크지 않았다. 비록 서브프라임과 같은 부동산담보대출의 위험이 현재화되지는 않았지만, 정부와 국회에서는 신용정보법의 개정에서 즈음하여 외국의 예에 못지않은 규제감독 강화입법을 포함시켰다.<sup>67)</sup> 설령 이것이 신용평가회사의 내부통제기준에 불과하더라도 법률로 규정함으로써 그의 위반행위는 違法性

63) 머니투데이, “CP 사후관리 강화한다. 정기 평가에도 수수료 과금. 유동성 분석 보강”, 2008. 3.31.16:49.

64) 각주 48) 참조.

65) 금융위기를 사전에 차단하기 위해 채권은행을 주축으로 한 신용평가단은 2009년 1월 20일 건설사 1사, 조선사 1사를 퇴출대상으로, 건설사 11사, 조선사 3사를 워크아웃 대상으로 선정했다. 워크아웃 대상기업은 기업구조조정촉진법에 따라 자구계획, 경영정상화방안 등 기업회생을 위한 기업개선작업을 실시해야 한다.

66) 우리나라에서는 자산유동화법에 의하여 유동화증권을 발행할 수 있는 자격이 제한되어 있었기에 구조화상품이 방만하게 발행될 가능성이 처음부터 차단되었다.

67) 지금까지 신용정보법에서는 총리령으로 정하는 바에 따라 기업내부정보 등의 수집처리 및 이용 등에 관한 내부관리지침을 마련하도록 하였을 뿐 따로 罰則이 없었다. 그러던 것이 개정법에서는 그 내역을 구체적으로 명시한 신용평가회사의 법령준수(compliance) 의무를 강화하고 그 위반 시에는 금융위원회가 행정벌(과태료)을 부과·징수할 수 있게 하였다.



을 띠고 신용평가회사가 감독당국 및 신용평가 의뢰인, 투자자들의 법률적 공격대상이 될 수 있다는 점에서 이에 관한 입법은 업계와 자본시장에 상당한 파장을 불러올 것으로 예상된다.<sup>68)</sup>

### 〈참고문헌〉

- 권재열, “IT벤처기업의 자금조달수단으로서의 지적재산권의 유동화”, CLIS Monthly 2003-3호, 정보통신정책연구원, 2003.3.10.
- 김용호·이선지·유이환, “비등록유동화거래의 실태와 법적 문제”, BFL 제31호, 서울대학교 금융법센터, 2008.9.
- 김형태·김필규, 『자산유동화증권(ABS)시장 발전방안 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 02-01, 2003.1.
- 박준외, “자산유동화 10년의 회고와 전망” 좌담회, BFL 제31호, 서울대학교 금융법센터, 2008.9.
- 박훤일, “서브프라임 위기 이후 신용평가회사를 둘러싼 논란과 시사점”, 국제법무연구 제13권 1호, 경희대 국제법무대학원, 2009.2.27.
- \_\_\_\_\_, “전력산업 구조개편의 효율화를 위한 좌초비용의 유동화 방안”, 상사법연구 제25권 1호, 한국상사법학회, 2006.5.
- \_\_\_\_\_, “보험 리스크의 증권화 - CAT본드를 중심으로”, 고려법학 제44호, 고려대 법학연구원, 2005.4.
- \_\_\_\_\_, “영화제작투자와 법률”, 디지털재산권법연구 제6집, 한국지적소유권학회, 2002.12.
- 양기진, “서브프라임 모기지론의 부실화와 금융위기 - 대출관련 문제를 중심으로”, 국제거래법연구 제17집 2호, 국제거래법학회, 2008.12.31.
- 자산유동화 실무연구회, 『금융혁명 ABS-자산유동화의 구조와 실무』, 한국경제신문사, 1999.
- 정재룡·홍은주, 『금융산업의 뉴 프론티어 부실채권 정리』, 삼성경제연구소, 2003.
- 정정일, “전자신용보증에 의한 학자금대출유동화의 법적 고찰”, 경희대학교 국제법무대학원 석사학위논문, 2008.8.
- 최성현, “커버드본드(Covered Bond)의 담보 구조”, 『은행거래법의 법적 쟁점과 과제』, 은행법학회 제3회 정기학술대회, 2009.3.27.

68) 박훤일, “서브프라임 위기 이후 신용평가회사를 둘러싼 논란과 시사점”, 16면.

Douglas W. Arner, et al., "The global credit crisis and securitization in East Asia," *Capital Markets Law Journal*, Vol.3 No.3, 2008.

David Edwards, "Patent Backed Securitization: Blueprint For a New Asset Class," GERLING NCM Credit Insurance, Inc., 2002.

〈[http://www.securitization.net/pdf/gerling\\_new\\_0302.pdf](http://www.securitization.net/pdf/gerling_new_0302.pdf)〉

Michael Lewis, *Liar's Poker - Rising through the Wreckage on Wall Street*, Penguin Books, 1989.

금융감독원 보도자료 〈<http://www.fss.or.kr>〉

대법원 종합법률정보 〈<http://glaw.scourt.go.kr/jbsonw/jbson.do>〉

법제처 종합법령정보센터 〈<http://www.klaw.go.kr>〉

머니투데이 〈<http://stock.mt.co.kr/view/mtview.php?no=2008061316065410810&type=1>〉

기타 한국경제신문 등 인터넷 뉴스는 네이버에서 검색 〈<http://www.naver.com>〉

[이상 인터넷 자료는 2009.5.10 최종 검색]