

構造化金融과 特殊目的機構

박 환 일*

《目 次》

I. 머리말	III. 構造化金融에 있어서 SPV의 活用
II. 우리나라의 構造化金融	IV. 構造化金融의 展望

I. 머리말

오늘날 국내외에서 널리 이용되고 있는 構造化金融(structured finance)이란 금융거래상의 특수한 목적을 위하여 특별한 기구(special purpose vehicle: SPV)를 설립하여 거래에 이용하는 것을 말한다.

예컨대 資産流動化(asset-backed securitization: ABS)의 경우 자산보유자(originator)가 유동화 대상자산을 선별하여 SPV에 매각하는 절차를 취하는데 SPV가 동 자산을 담보로 流動化證券을 발행하게 되므로 설령 자산보유자가 破産하더라도 유동화 대상자산은 자산보유자의 파산재단에 귀속됨이 없이 유동화증권의 원리금 상환에 이용된다. 즉 SPV는 유동화 대상자산이 자산보유자의 파산에 영향을 받지 않도록(이를 “bankruptcy remote”라 함) 설립되는 서류상의 존재로서 實體가 없는 會社(paper company)의 형태를 취하고 있다. 미국에서는 파산의 영향을 받지 않도록 하기 위해 신탁(trust)이나 조합(partnership)을 이용하기도 하는데, 우리나라에서는 대부분 회사의 형태를 취하므로 SPV라 하면 특수목적회사(special purpose company: SPC)를 일컫는다.

이러한 특수목적회사는 페이퍼컴퍼니로서 우리나라의 법제에서는 친숙하지 않아 종래 架空회사 또는 紙上회사로 불리곤 하였다. 그러던 것이 외환위기를 겪으면서 구조조정(corporate restructuring)을 원활히 하기 위한 자산유동화, 뮤추얼펀드 등 歐美의 금융기법이 도입됨에 따라 일상적으로 대하는 법률개념이 되었다. 그러나 SPV가 성행한 미국에서도 2002년 초 엔론사의 회계부정 사건을 계기로 SPV 내지 이를 이용한 구조화금융이 새롭게 평가되고 있다. 특수한 목적을 달성하는 것은 어디까지나 적법한 테두리 안에서 이루어져야 하는데 종종 그 한계를 벗어나는 경우가 많기 때문이다.

본고는 현재 우리나라에서 널리 이용되고 있는 구조화금융의 사례를 살펴보고, 우리나라의 자본시장에서 이러한 페이퍼컴퍼니가 많이 활용되고 있는 사정과 현재 SPV가 수행하고 있는 기능, SPV의 종류, 엔론社의 도산 이후 미국에서 SPV에 대한 규제가 어떻게 달라졌으며 구조화금융이 앞으로 어떻게 발전하게 될지 알아보기로 한다.

* 경희대학교 법과대학 조교수, 법학박사.

II. 우리나라의 構造化金融

현재 우리나라에서 페이퍼컴퍼니 형태의 SPV를 설립하고 이를 통하여 자금조달 기타 금융거래를 하는 경우는 크게 세 가지가 있다. 다시 말해서 SPV를 설립하여 달성하려는 목적은 세 가지로 나누어 볼 수 있다.

첫째는 파산으로부터 절연하기 위한(bankruptcy remote) 목적이다. 자산유동화에 있어서 투자자들이 안심하고 투자할 수 있도록 파산과 같은 법률 위험(legal risk)의 해소를 목적으로 설립하는 것이다. 따라서 자산보유자가 일단 SPV에게 자산을 양도하면 특별한 사정이 없는 한 자산보유자가 파산하더라도 당해 자산의 반환을 청구할 수 없다.

둘째는 사업수행의 결과 직접 상환청구(recourse)¹⁾를 받지 않거나 제한적으로 받기 위한(non- or limited recourse financing) 목적으로 설립된다. 이러한 프로젝트 금융(project financing)에 있어서 사업주(sponsor)는 당해 프로젝트 수행에 필요한 자금을 별개의 독립된 사업주체(project company)인 SPV를 통해 차입하므로 SPV는 프로젝트에서 발생하는 현금흐름(cash flow)을 가지고 원리금을 상환하는 것이지 직접 상환의무를 부담하는 것은 아니다.

<그림>

구조화금융의 메커니즘



셋째로 조세절감을 목적으로 SPV가 설립되기도 한다. 예컨대 항공기 리스 금융에 있어서는 투자자 및 貸主(investor/lender)로부터 자금의 차입, 리스물건 소유권의 취득·이전에 따른 조세절감(tax leverage)을 위해 주로 域外 조세피난처(offshore tax haven)에 페이퍼컴퍼니의 형태로 설립된다. 세계적 에너지회사인 엔론사(Enron Corporation)가 회사의 부채를 은닉하기 위해 이용한 것이 SPE(special purpose entity)²⁾였으므로 실질적

1) 본래 'recourse'란 어음배서인에 대한 遡求를 뜻한다. 1차적으로 어음금 지급의무를 지는 발행인이 어음금을 지급할 수 없게 되었을 때 어음배서인이 2차적으로 책임을 진다는 점에서 프로젝트 금융의 'non- or limited recourse'란 사업주가 프로젝트 회사의 채권자에 대하여 상환의무가 없거나 기수령 배당금을 반환하는 범위로 제한된다는 의미로 쓰인다. 따라서 'without recourse'는 상환의무를 면제해주는 사실상의 免責을 뜻하며, 이러한 非遡求금융으로는 프로젝트 금융 외에도 레버리지드 리스(leveraged lease), 포페이팅(forfeiting) 등이 있다.

2) SPE는 회계상의 용어로 SPV와 동의어이다. 엔론사는 회사 관계자를 대표로 하는 다수의 SPE를 설립하고 다양한 파생상품(derivatives) 거래를 통해 본사의 부채를 SPE로 옮기고 본사의 수익을 부풀리는 수법

인 경제적 목적 없이 단지 위험관리·부채관리의 필요성에 따라 만들어지는 SPV는 변칙적인 이용(perverse use) 사례로서 재고 또는 비판의 대상이 되었다.³⁾

이밖에도 외국에서는 손실에 대비하여 보험에 가입하는 대신 본사가 특별히 관리하는 자회사(special purpose subsidiary)를 설립하고, 자회사가 본사에 대하여 보험계약을 체결하는 식으로 自家保險(self-insurance)을 들기도 한다. 발생 가능성이 낮은 보험사고에 대비하여 보험회사에 보험료를 납부하는 대신 자회사에 보험료 상당액을 축적하는 이점이 있다. 그리고 파생상품을 취급하는 투자은행(investment bank)들과 같이 리스크가 높은 업무를 수행하는 경우에는 특별자회사를 설립하여 위험을 관리하고 대외신인도를 유지할 수 있다. 再保險(reinsurance)을 들기 어려운 태풍, 지진과 같은 자연재해로 인한 손실을 보전하기 위해서는 SPV를 설립한 후 SPV에 납부되는 보험료를 한데 모아 유동화하는 형식으로 大災害證券(catastrophe bonds: CAT bonds)을 발행할 수도 있다.⁴⁾ 이것들은 현금흐름이 안정적으로 예상되면 설립 가능한 SPV로서 아직 우리나라에서는 도입을 검토하는 단계에 있다.⁵⁾

위에서 살펴본 바와 같이 투자기구(vehicle)를 만들어 거래의 목적을 달성하는 금융기법으로는 에셋 파이낸스(asset-based finance)가 있다. 앞서 설명한 자산유동화(ABS), 프로젝트 금융, 팩토링(factoring), 회사형 부동산투자신탁(real estate investment trusts: REITs) 등이 전형적이다. 에셋 파이낸스란 보유자산을 가지고 자금을 조달하는 여러 가지 다양한 금융기법을 의미하는데 그 구조와 기능을 알아보기로 한다.

종래 기업의 자금조달은 대차대조표(B/S)상 貸邊의 부채·자본에 속한 은행차입, 사채·주식의 발행 등이 주종을 이루었으나, 1990년대 이후에는 借邊의 보유자산을 가지고 자금을 조달하는 방식이 널리 행해지고 있다.⁶⁾ 최근 들어 에셋 파이낸스가 주목을 받는 이유는 자기자본비율(capital adequacy ratio, BIS ratio)의 개선 및 부실자산의 축소에 노력해야 하는 금융기관이나 부채비율을 낮추고자 하는 기업들로서는 가장 효율적인 자금조달방법이 되기 때문이다.

이상의 금융기법의 특색을 살펴보면, 첫째 보유자산을 SPV에 매각·양도하는 등의 방법으로 유동화할 수 있으므로 시장여건을 고려하여 다양한 방법으로 기동성 있게 재원을 조달할 수 있다. 둘째, 에셋 파이낸스는 투자기구에 자산을 매각하는 형식을 취하므로 대상자산을 대차대조표에서 제거(off-balance sheet)할 수 있고, 그 만큼 자기자본비율을 개선할 수 있다. 셋째, 자산의 양도를 요소로 하므로 필연적으로 과세문제가 따르지만,

을 썼다. 그러나 전체적으로 엔론사의 사업이 부진을 면치 못하면서 SPE의 안전운영을 위한 장치가 거의 동시에 마비되는 바람에 연쇄도산 사태를 초래했다. Barbara T. Kavanagh, "The Uses and Abuses of Structured finance", *Policy Analysis*, Cato Institute, July 31, 2003, pp.7-13.

3) *Ibid.*, pp.13-14.

4) *Ibid.*, pp.5-6.

5) 금융감독원 보도자료, 2001.11.20.

6) 이를 흔히 'LHS 펀딩'이라고 부르는데 대차대조표 차변의 자금조달(left hand side balance sheet funding)이라는 뜻이다. Lois R. Lupica, *Asset Securitization: The Unsecured Creditor's Perspective*, 76 *Texas Law Review* 659, 1998, pp.597-598.

투자기구를 자금이 통과하는 導管體(conduit)로 구성할 경우에는 조세감면의 혜택을 받을 수 있다. 넷째, 에셋 파이낸스에 있어서는 거래구조에 적합한 투자기구를 매개로 함으로써 자산보유자의 파산으로부터 절연되는 법적 위험을 해소할 수 있게 된다.

SPV는 또 자산유동화 거래에 있어서 유동화자산을 담보로 유동화증권을 발행하는 발행자(issuer)의 역할도 담당한다. 하지만 SPV는 회사로서의 실체가 없는 페이퍼컴퍼니이므로 SPV가 유동화자산의 관리나 발행된 유동화증권에 대한 원리금 지급 기타 업무를 직접 수행하지 않고 자산관리인(servicer)에게 이 일을 위임하고 있다. 이와 같이 SPV는 자산유동화 계획과 관련하여 자산보유자의 다른 자산으로부터 유동화자산의 분리 및 유동화증권의 발행이라는 특수한 기능을 수행하기 위해 이용되는 기구로서, 보통 페이퍼컴퍼니에 불과하고 당해 자산유동화 계획을 달성하고 나면 해산, 소멸하게 된다.

III. 構造化金融에 있어서 SPV의 活用

1. SPV의 機能

자산유동화 등의 구조화금융에 있어서 SPV를 설립하고 이로 하여금 위에서 말한 특별한 기능을 수행하게 하는 이유는 다음과 같다.

첫째, SPV는 실질적인 거래의 주체(예: 자산보유자, 스폰서 등)로부터 법적으로나 경제적으로 분리 독립시키는 장치로서 고안되었다. 예컨대 자산유동화의 경우 자산보유자가 자체 신용으로 은행으로부터 직접 차입을 하거나 자본시장에서 증권을 발행하는 것이 불가능하거나, 자체 신용에 의한 은행차입 또는 자본시장에서의 증권발행에 비해 자신이 보유하고 있는 현금흐름이 확실한 자산 또는 그 집합(pool)을 기초로 자금을 조달하는 것이 유리한 경우에 자산보유자로부터 분리하여 증권을 발행하도록 하는 금융기법이다. 따라서 자산보유자가 유동화자산을 SPV에 일단 양도하고 이렇게 양도된 자산이 자산보유자의 파산으로부터 영향을 받지 않도록 법률관계를 구성하는 한편 유동화자산을 담보로 발행되는 증권의 신용도를 제고함으로써 유동화증권에 자산보유자보다 높은 신용등급이 부여되도록 하기 위해 SPV가 이용되는 것이다.⁷⁾ 이와 관련하여 자산보유자가 SPV에 유동화자산을 양도할 때에는 다툼의 여지가 없도록 진정한 매매 또는 양도(true sale/transfer)의 형식을 취할 것이 요구된다.⁸⁾

7) 이러한 의미에서 전통적으로 기업 전체의 신용·수익을 기초로 주식이나 사채를 발행하는 것을 ‘기업금융형 증권’이라고 한다면 유동화증권은 기업 전체의 신용·수익과는 별개로 그가 보유하는 대출채권 등 현금흐름을 발생시키는 자산을 기초로 발행하는 증권이라는 의미에서 ‘자산금융형 증권’이라고 할 수 있다. 김건식·이중기, “금융자산의 증권화”, 『상사법연구』 제17권 2호, 한국상사법학회, 1998, 77면.

8) 자산유동화에 있어서 자산보유자가 SPV에 유동화자산을 양도하는 것이 ‘진정한 매도’(true sale)가 아니고 금전대차에 따른 ‘담보 목적의 양도’(secured borrowing)로 인정될 경우에는 자산보유자의 파산 시 대상자산이 破産財團에 귀속되기 때문에 미국에서는 다음의 요건을 갖추어야 한다. 즉, 당사자의 의사가 매매임이 분명해야 하고, 자산양도 후에 발생하는 손실의 위험이 SPV에로 전가되어야 하며, 대상자산에 대

둘째, 실질적인 거래의 주체가 의도하는 거래목적은 효율적으로 달성할 수 있도록 단순한 구조를 취해야 한다. 자산유동화에 있어서는 유동화자산을 담보로 증권을 발행하게 되는데 이 자산을 자산보유자로부터 양도받아 소유하게 된 자가 나중에 파산하거나 기타 자산유동화와 관계없는 업무를 수행하면서 채무를 부담하게 되면 유동화자산의 건전성 및 유동화증권 투자자의 이익을 해치게 된다. 이를 방지하려면 유동화자산을 자산보유자로부터 양도받아 소유하는 자는 오로지 자산유동화의 목적을 위해 설립된 특수목적기구여야 하며, 그 업무 범위를 제한함으로써 파산하거나 목적과 무관한 채무를 부담하지 않도록 하여야 한다. 이를 위하여 SPV의 목적이나 권한에 제한을 가하게 된다.

그러므로 SPV는 일시적인 목적을 위하여 설립되어 제한된 업무만을 수행하므로 주로 페이퍼컴퍼니 형태를 취하게 되는 것이다. 우리나라의 「자산유동화에관한법률」(이하 “자산유동화법”)에서도 SPV 즉 유동화전문회사를 설립 절차가 간단한 有限會社로 규정하면서(동법 17조 1항), 사원의 수나 사원총회, 업무 등에 있어서는 실체를 구성하지 않아도 되게끔 特例를 인정하고 있다(동법 18, 19, 22조).

셋째, 구조화금융에 있어서는 대상 자산이나 프로젝트에서 창출되는 현금흐름이 유일한 상환재원이 되므로 이를 온전하게 파악할 수 있도록 거래관계를 투명하게 유지하는 한편 각종 전문가 그룹을 거래당사자로서 참여시킨다. 이를 위해서는 그 중심이 되는 SPV는 페이퍼컴퍼니로 하고 SPV의 위탁을 받아 전문적으로 업무를 수행하는 관련회사가 참여하는 메커니즘을 취하고 있다.⁹⁾ 예컨대 자산유동화의 거래에 있어서는 자산관리회사, 수탁회사, 신용평가회사 등이 참여하고 있다.

2. SPV의 條件

구조화금융에 있어서 우선적으로 고려해야 하는 것은 대상자산의 종류, 투자(유치)자금의 성격에 따라 적합한 투자기구(vehicle)를 선정하는 것이다.¹⁰⁾

자산유동화에 있어서는 자산유동화법상 유한회사 형태의 유동화전문회사(SPC)를 설립하거나 신탁회사(은행의 신탁계정 포함)를 이용하여야 한다(자산유동화법 2조 1호). 주택저당채권 유동화의 경우에는 주택저당채권유동화회사(SPC)가 대상채권을 양도받아 이를

한 관리처분권은 SPV가 보유하고, 회계처리상으로도 매개로 인식되어야 한다. 우리나라 자산유동화법 제 13조는 그 요건을 (i) 매매·교환계약에 의할 것, (ii) 양수인이 양도된 자산에 대한 수익권 및 처분권을 가지고 양도인이 이를 가지지 아니할 것, (iii) 양도인은 양도된 자산에 대한 반환청구권을 가지지 아니하고, 양수인은 양도된 자산의 대가에 대한 반환청구권을 가지지 아니할 것, (iv) 양수인이 양도된 자산에 관한 위험을 인수할 것(당해 유동화자산에 대하여 양도인이 일정기간 그 위험을 부담하거나 하자담보책임을 지는 경우는 제외)으로 규정하고 있다. 자산유동화실무연구회, 「금융혁명 ABS-자산유동화의 이론과 구조」, 한국경제신문사, 1999, 98~103쪽.

9) 이러한 견지에서 구조화금융은 거래의 투명성(transparency), 권력의 분립(split of power), 전문성의 존중(professionalism)과 같은 앵글로 색슨의 사상 관념을 가장 잘 반영하고 있다. 소액주주의 권익을 중시하는 기업지배구조(corporate governance) 역시 英美에서 유래한 제도라 할 수 있다.

10) 松村徹·藤原二三夫·岡正規, 「不動産證券化入門」, シグマベイズキャピタル, 1999, 164~166面.

담보로 주택저당채권 담보부증권을 발행하거나 이를 기초로 주택저당증권을 발행한다(주택저당채권유동화회사법 2조 1항 1호).

외국의 구조화금융에 관한 법제를 보면 회사(corporation), 신탁(trust) 외에도 조합(partnership), 회사형 투자신탁(mutual fund) 등의 투자기구를 인정하고 있다. 어떠한 형태를 취하든 간에 투자기구는 투자자보호, 이익의 공평한 분배를 위하여 다음과 같은 조건을 구비하도록 하고 있다.

① 투자기구는 자산보유자가 파산하더라도 투자자의 이익을 보호할 수 있도록 파산으로부터 절연·격리될 것

② 당해 투자에서 발생한 이익에 대한 법인세, 투자자에 대한 소득세 등 二重課稅를 회피할 수 있을 것

③ 자산보유자가 투자기구에 자산을 양도하는 것이 법률적으로나 회계상으로 진정한 매매(true sale)로 인정될 수 있을 것

다만, 상기 세 요건을 모두 충족시키는 것은 信託뿐이고, 나머지는 불완전하게 조건을 갖추었음에도 다소 융통성 있게 허용되고 있는 것이 사실이다. 특히 조세감면의 혜택을 받으려면 관련세법에 규정된 요건을 모두 갖추어야 한다.

3. SPV의 種類

SPV는 어디까지나 법제도의 산물이므로 현지 법제에서 요구하는 조건을 갖추어야 제 기능을 발휘할 수 있다. 따라서 일정한 모형(model)이 있다기보다는 현지 실정법 또는 판례에서 인정하는 조건을 갖추어야 하며 구체적인 거래의 내용에 따라 회사, 신탁, 조합 등 다양한 형태가 이용되고 있음을 알 수 있다.

가. 특수목적회사(SPC)

우리나라에서의 대표적인 구조화금융인 자산유동화나 프로젝트 금융은 모두 法人(會社)일 것을 요한다. 프로젝트 금융을 전제로 하는 「사회간접자본시설에대한민간투자법」(이하 “민간투자법”)에서도 사업시행자는 반드시 주무관청으로부터 사업시행자 지정을 받은 法人일 것을 요구하고 있다(동법 2조 7호). 따라서 시공회사들이 컨소시엄을 구성하여 프로젝트를 추진하더라도 주무관청의 사업승인을 받기 위해서는 이를 법인으로 전환해야 한다. 주무관청도 법인 설립을 조건으로 당해 법인을 사업시행자로 지정하고 있다(동법 14조).

자산유동화의 경우 자산유동화법에 규정되어 있는 몇 가지 특례 - 채권양도 방식의 간소화(동법 7조), 근저당권으로 담보된 채권의 확정(7조의2), 일부 저당권 등기절차의 생략(8조), 조세감면(조세특례제한법 56, 119조) 등의 혜택을 누리기 위해서는 SPV가 상법상의 유한회사여야 한다(자산유동화법 17조 1항).

이러한 거래구조에 있어서는 SPC를 둘러싸고 자산보유자와 투자자 - 그것도 부채

(debt)형 투자자와 지분(equity)형 투자자, 선순위·후순위채(senior-subordinated note)의 투자자 - 그리고 신용평가회사 사이에 이익상반이 생길 수 있으므로 그 균형을 도모하는 구조를 취하는 것이 중요하다.¹¹⁾

또한 SPC는 자산보유자의 파산으로부터 절연되어야 하며(자산유동화법 13조), 세법상으로도 導管性(conduit)을 인정받을 수 있어야 한다. 우리 세법에 의하면 유동화전문회사가 배당가능이익의 90%를 배당한 경우 이를 당해 사업연도의 소득금액에서 공제해주고 있다(법인세법 51조의2 1항 1호).

일본에서도 자산유동화를 위한 특정목적회사(SPC)에 조세특례를 인정해주고 있다. 즉, ▷SPC가 수입의 90% 이상을 배당하는 경우 이를 SPC의 損金으로 산입할 수 있으며, ▷유동화증권의 투자자의 소득세나 주민세는 현행법 규정에 따라 지분증권이면 양도차익이나 배당소득이 실현되고, 채무증권이면 이자소득이 발생하는 것으로 하고 있다.

SPC의 短點이라면 자산보유자가 대상자산을 양도한 시점으로부터는 일부 자산의 교체 내지 추가가 원칙적으로 불가능하다는 점이다. 그러나 우리나라에서는 기업의 재무구조 개선을 위하여 매출채권(account receivables)을 기초로 유동화증권을 발행할 수 있게 하면서 대상자산의 流動交替(revolving)¹²⁾를 허용하였다. 왜냐하면 유동화증권은 만기가 長期인 반면 기초자산은 1~3개월의 短期인 경우가 많아 투자자보호를 위해서는 기초자산이 일정하게 유지되도록 할 필요가 있었기 때문이다.¹³⁾

SPV를 자회사 형태로 설립하는 경우에는 SPV가 자산보유자와 실질적으로 연결(substantive consolidation)되지 않도록 유의해야 한다. 만일 자산보유자가 SPV에 대한 지분을 일정 비율 이상 보유하는 경우에는 연결채무제표상으로 자산을 처분하는 의의가 없고, 실질적으로 연결된 두 기관은 어느 한 기관이 파산하면 파산채권자가 파산재단을 상대로 청구를 하는 경우 두 기관 모두 응해야 하기 때문이다.¹⁴⁾

자산유동화에 있어서는 SPV를 두 단계로 또는 해외와 국내에 각각 설립하는 예도 있다. 전자는 법률상의 진정한 매매와 회계처리상의 매매를 단계적으로 인식하기 위한 것

11) 上掲書, 164~166面.

12) 이 방법을 '回轉式'이라고도 하는데, 일정 기간 동안 기초자산에서 나오는 현금흐름을 가지고 오직 이자만 지급할 뿐 원금을 상환하는 대신 남는 현금으로는 새로운 자산을 구입하여 기초자산에 추가하므로 기초자산의 구성은 동태적으로 바뀌게 된다. 따라서 신용카드 채권, 매출채권 등 만기가 단기인 자산을 가지고도 장기의 유동화증권을 발행할 수 있다. 회전기간이 끝난 다음 원금상환용 재원을 축적하였다가 분할상환하거나 만기에 일시상환한다. 방근석·최두열, 『자산유동화』, KERI연구보고서 2000-03, 한국경제연구원, 2000, 208~209쪽.

13) 자산유동화법상 유동화자산은 '채권·부동산 기타의 재산권'으로 규정되어 있으므로(동법 2조 3호) 매출채권을 기초로 유동화하는 것도 아무런 문제가 없다. 금융감독위원회는 2000년 12월 초 기업의 유동화증권 발행절차를 개선하여, ① 금융감독위원회에 등록된 유동화 기초자산의 교체를 허용하되, 투자자보호를 위해 본래의 기초자산과 동일한 유형과 특성을 가진 자산에 한하여 유동교체를 인정하고, ② 금융감독위원회가 자산의 변경등록 내용을 공시하여 투자자보호에 만전을 기하도록 했다.

14) 실질적 연결 가능성이 있는 경우에는 당해 요건의 해당 여부를 검토한 변호사로부터 SPV와 자산보유자가 실질적으로 연결되어 있지 않다는 법률의견서(non-substantive consolidation opinion)를 청구하도록 해야 한다.

이다. 후자는 역외 조세피난처에 SPV를 설립하여 세금을 절감하는 한편 국내에서의 발행에 따른 여러 가지 특례를 인정받기 위함이다.

나. 信託

자산유동화 제도가 처음 신탁에서 비롯되었을 정도로 신탁은 투자기구로서의 조건을 완벽하게 갖추고 있다. 신탁제도는 신탁재산과 수탁자의 재산을 구별하여 관리해야 하므로 자산보유자의 파산으로부터 완전히 절연되는 것이다. 또한 대상자산에서 회수되는 현금흐름을 신탁회사가 효율적으로 안전하게 관리하므로 수탁자의 재산과 혼동되거나 손실이 발생할 염려도 없다.

법인세, 소득세 등의 관련 조세는 實質課稅의 원칙에 따라 단순한 명의인인 수탁자가 아니라 실제로 수익을 향수하는 신탁수익권자가 신탁재산의 소유자로서 부담하게 된다. 즉 신탁에 있어서는 완전한 導管性이 인정되는 것이다. 특히 신탁은 부동산에서 발생하는 현금흐름을 신탁수익권으로 분배할 수 있기 때문에 패스-쓰루(pass-through)형 상품에 적합하다. 이러한 이유에서 신탁수익권을 SPV 등의 투자기구와 조합한 신상품을 개발할 수 있는 여지가 많다.¹⁵⁾

다만, 신탁의 경우에는 제3자에의 양도성이 제한되는 단점이 있다. 우리나라의 증권거래법은 동법에서 유가증권으로 열거한 것만 유가증권으로 인정하고 있는데(동법 2조), 자산유동화를 통하여 발행되는 유동화증권 가운데 유동화전문회사의 출자증권, 신탁회사가 발행하는 수익증권, 주택저당채권유동화회사가 발행하는 주택저당증권은 유가증권으로 지정되어 있다(증권거래법시행령 2조의3).

다. 회사형 투자신탁

우리나라에서도 1998년 제정된 증권투자회사법에 의하여 페이퍼컴퍼니인 회사형 투자신탁(mutual fund)을 설정할 수 있다. 즉 회사형 투자신탁은 주식회사의 형태를 취한 증권투자 펀드를 말하며 투자자들로부터 모은 자산의 50% 이상을 유가증권에 투자해야 한다. 투자자들은 당해 증권투자회사의 주식을 인수하게 되며 이익배당을 받을 뿐만 아니라 주주로서 펀드의 운용에 대해 일정한 권리를 주장할 수 있다.

현행 우리 세법상으로는 증권투자회사(뮤추얼 펀드)가 배당가능이익의 90%를 배당한 경우 이를 당해 사업연도의 소득금액에서 공제하고(법인세법 51조의2 1항 2호), 증권투자회사로부터 받는 배당소득금액에서 상장 유가증권(코스닥 주식, 벤처기업 주식 포함)의 양도차익으로 배당하는 금액은 제외하기로 하였다(조세특례제한법 91조의2).

일본 세법상으로도 회사형 투자신탁은 펀드의 단계에서 투자수익의 90% 이상을 배당

15) 미국에서 신탁 방식으로 자산을 유동화할 때에는 위탁자가 자산의 관리·운영권을 갖는 그랜터 트러스트와 수탁자가 독자적으로 여러 종류의 증권을 발행할 수 있는 오너 트러스트 두 가지가 있다. 전자의 경우 신탁은 지분에 불과하므로 SPV 단계에서 따로 과세되지 않는다. 자산유동화실무위원회, 앞의 책, 91~92쪽.

할 경우 법인세를 물지 않아도 된다. 또 투자자산의 50% 미만은 유가증권이 아닌 자산으로 구성할 수 있으며, 그 범위 내에서 실물자산을 취득하거나 양도하는 등의 거래를 할 수 있다.¹⁶⁾

회사형 부동산투자신탁으로는 2001년 7월 1일자로 시행된 「부동산투자회사법」에 의하여 설립되는 자본금 500억원 이상의 'K-REITs'가 있다. 리츠의 경우 기업구조조정 목적으로 설립된 페이퍼컴퍼니인 'CR-REITs'(부동산투자회사법 49조의2 이하)에 한하여 과세특례가 인정되고 있다.

라. 組 合

일본에서는 「不動産特定共同事業法」에 의하여 민법상의 任意組合이나 상법상의 匿名組合을 설치하여 부동산을 소액으로 나누어 투자하는 것도 가능하다. 다시 말해서 부동산 특정공동사업자를 영업자로 하고 불특정 다수의 투자자가 (익명)조합원으로서 이에 출자하는 것이다.

일본의 부동산특정공동사업법은 그 동안 수 차례 개정된 결과 현재 최저판매액을 구좌당 5억엔으로 낮추었고 제3자에 대한 양도도 자유롭게 인정하고 있다. 또한 대상자산을 교체 또는 추가할 수 있고, 출자총액의 2/3 이상을 부동산에 투자하기만 하면 나머지 1/3은 SPC가 발행한 증권 기타 금융상품으로 운용할 수 있으므로 투자펀드로서 활용하는 것도 가능하다. 다만, 투자자보호가 불충분하여 부동산특정공동사업법에서는 당해 조합에 대하여 개업규제, 사업규제를 하고 있으나, 투자자보호의 견지에서는 다소 미흡한 실정이다. 더욱이 익명조합은 부동산을 소유하고 관리·운용하는 영업자의 파산으로부터 절연되어 있지 않다는 문제가 있다.

IV. 構造化金融의 展望

SPV를 매개로 하는 구조화금융이 널리 이용되기 시작한 것은 미국에서 금융 이노베이션이 활기를 띠었던 1970년대 초부터였다. 처음에는 GNMA 등 정부계 저당금융공사의 유동화 중개를 통하여 주택저당채권을 유동화(mortgage-backed securitization: MBS)하다가 살로몬 브라더즈와 같은 투자은행의 시장조성 노력에 힘입어 전국의 저축금융기관(S&L)의 주택저당채권을 수집하고 이를 유동화한 상품 MBS를 S&L을 비롯한 투자자들에게 판매하였다. 1980년대 중반에는 리스료, 크레딧카드 채권, 자동차할부금 등 현금흐름이 안정적인 자산을 대상으로 한 유동화(ABS)가 활발히 행하여졌다.

16) 일본에서는 少數(2~49인)의 適格 기관투자자를 대상으로 한 私募투자신탁을 설정할 수 있는 바, 투자자의 수요에 대응한 각종 다양한 타입의 투자신탁을 설정할 수 있다. 회사형 투자신탁에 비해 상품설계가 자유롭고 유동성이 떨어지는 유가증권이나 다른 SPC를 투자대상으로 하는 것도 가능하다. 그러나 부동산을 대상으로 투자 운용하려면 이에 정통하고 경험이 많은 투자자문회사가 있어야 한다.

한편 프로젝트 금융은 1970년대 영국의 석유공사(BP)가 북해 유전의 개발에 착수하면서 SPV를 설립함으로써 BP가 직접 원리금 상환의무를 지지 않는 구조를 취하게 되었다. 왜냐하면 위험도가 높은 석유탐사를 하면서 공기업이 과도한 부채에 노출되는 것이 바람직하지 않았기 때문이다. 1972년 SPV가 프로젝트 금융을 조달하는 데 성공함에 따라 BP는 자신의 대차대조표에 계상하지 않고(off-balance-sheet financing) 프로젝트 소요비용을 마련할 수 있었다.

이와 같이 SPV는 설립절차가 매우 간편하므로 그때그때 필요에 따라 만들면 되는 것이다. SPV는 자산유동화를 비롯한 에셋 파이낸스에서 기대 이상의 성과를 발휘하였으나, 엔론사가 분식회계에 이를 활용함으로써 그 適法性을 의심을 받기에 이르렀다. 엔론사는 SPV에 대한 규제의 맹점을 이용하여 본사와 전혀 관련이 없어 보이는 SPV를 만들어 놓고 SPV에 부채를 숨기거나 SPV와의 가공 거래를 통해 수익을 부풀렸다.¹⁷⁾

엔론사의 분식회계 내용이 알려짐에 따라 미국에서는 SPV를 규율하는 특별법을 제정해야 한다는 움직임이 있었다.¹⁸⁾ 그러나 엔론사가 SPV를 이용한 것은 일반적인 구조화 금융 방식과 거리가 있는 것이었고, 대다수의 기업은 특별한 목적을 위하여 필요할 때마다 SPV를 설립하는 것에 지나지 않았다. 또 미국에서만 SPV 규제를 하는 것은 대외경쟁력에 지장을 초래할 우려가 있었다. 이에 따라 사베인스-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act of 2002)에서는 구조화금융 자체는 손대지 않고, 경영진으로 하여금 회계내용을 책임지고 공시하게 하는 것과 회계기준을 강화하는 쪽으로 결론이 났다.

우리나라에는 SPV를 규율하는 법규정은 아직 없지만 SPV가 페이퍼컴퍼니임에도 사회적으로 유익한 여러 가지 사업을 수행한다는 점에서 그 존재의의는 자못 크다고 하겠다. 그것은 외환위기 이후 우리나라에 도입된 구조조정 전문기구들¹⁹⁾이 전통적인 法人論에 비추어 실체도 없고 사회적 기능이 불투명한 경우가 많음에도 법인격을 인정하는 것과 비슷하다고 할 수 있다.²⁰⁾ 구조조정 전문기구들에게 법인격을 인정한 이유는 구조조

17) 대표적인 사례가 1997년에 설립된 chewco(Chewco)이다. 엔론사와 캘리포니아 공무원연금기금(CalPERS)은 공동에너지개발투자(Joint Energy Development Investments) 사업에 50 대 50으로 출자하고 있었는데 CalPERS를 엔론사의 다른 사업에 투자하도록 하려면 CalPERS의 JEDI 지분을 양수할 제3 투자자를 물색해야 했다. 그러나 이것이 실패하자 회사 간부의 이름으로 chewco라는 회사를 만든 다음 두 은행으로부터 신용대출을 얻어 CalPERS 지분을 사들였다. chewco의 일이라곤 은행차입금 및 당장 처분하기 곤란한 JEDI 지분을 관리하는 것뿐이었는데 엔론사의 부채를 떠안는 대가로 chewco의 대표인 직원은 큰 돈을 벌 수 있었다. chewco의 대표를 엔론사 임원 중에서 선임할 수 없었던 것은 이들의 명단은 이미 SEC에 보고되어 있었기 때문이다. Kavanagh, *op.cit.*, pp.8-9.

18) 예컨대 사베인스-옥슬리법 제401조에서는 증권거래위원회(SEC)로 하여금 簿外去來(off-balance-sheet transactions)의 공시요건을 강화하고 SPE의 활동과 규제에 관한 보고서를 의회에 제출하도록 했다. 동법 제705조에서는 일반회계국(GAO)에 대하여 엔론사의 SPE에 관여한 투자은행들의 역할을 조사 보고하도록 했다. *Ibid.*, p.2.

19) 구조조정 전문기구에는 증권투자회사법 제76조에 의한 기업구조조정기금(CRF), 자산유동화법 제17조에 의한 유동화전문회사(SPC), 산업발전법 제14조에 의한 기업구조조정전문회사(CRC), 구조조정투자회사법 제3조에 의한 기업구조조정투자회사(CRV), 부동산투자회사법 제3조에 의한 부동산투자회사(K-REITs), 부동산투자회사법 제49조의2에 의한 기업구조조정부동산투자회사(CR-REITs) 등이 있는데 CRC, K-REITs를 제외하고는 모두 페이퍼컴퍼니이다. 박훤일, 앞의 논문, 108~109쪽의 표 참조.

정을 둘러싼 법률관계의 안정을 도모할 수 있다는 점, 상법상의 株式會社 형태를 취할 경우 출자와 투자금의 회수가 자유롭다는 점, 출자자들로부터 독립하여 자산을 가장 효율적으로 관리·운영할 수 있는 전문기관을 선임할 수 있는 점, 채권자가 도덕적 해이에 빠지지 않고 구조조정을 수행할 수 있는 점, 관리를 전문기관에 위탁함으로써 기구의 운영비를 절감하고 법인세의 이중과세를 피할 수 있는 점 등이 있기 때문이다.²¹⁾

20) 박원일, “구조조정기구의 법인격에 관한 고찰”, 『경희법학』 제36권 1호(2001.8), 경희법학연구소, 109-111쪽.

21) 松村徹·篠原二三夫·岡正規, 前掲書, 141~142面, 186面.

참고문헌

- 김건식·이중기, “금융자산의 증권화”, 『상사법연구』 제17권 2호, 한국상사법학회, 1998.
- 김병일, 『자산유동화 과세제도에 관한 연구』, 경희대학교 박사학위논문, 2002.8.
- 박훤일, 『민간주도에 의한 프로젝트 금융의 법적 연구』, 경희대학교 박사학위논문, 2000.2.
- _____, “구조조정기구의 법인격에 관한 고찰”, 『경희법학』 제36권 1호, 경희법학연구소, 2001.8.
- 방근석·최두열, 『자산유동화』, KERI연구보고서 2000-03, 한국경제연구원, 2000.
- 자산유동화실무연구회, 『금융혁명 ABS-자산유동화의 이론과 구조』, 한국경제신문사, 1999.
- 國枝繁樹, “『特定目的會社による特定資産の流動化に關する法律』およびその關係法律の整備法の概要”, 『金融法務事情』, 1998.8.25
- 松村徹·篠原二三夫·岡正規, 『不動産證券化入門』, シグマベイズキャピタル, 1999.
- American Bar Association, *Structured Finance Techniques*, 1995.
- John Henderson (ed.), *Asset Securitization: Current Techniques and Emerging Market Applications*, Euromoney Publications, 1997.
- Barbara T. Kavanagh, “The Uses and Abuses of Structured finance”, *Policy Analysis*, Cato Institute, July 31, 2003
- Lois R. Lupica, Asset Securitization: “The Unsecured Creditor’s Perspective”, 76 *Texas Law Review* 659, 1998.
- IFLR, *Structured Finance Yearbook 2002*, International Financial Law Review, Dec. 2002.
- 금융감독원 보도자료 <<http://www.fss.or.kr>>
- 주제어: 구조화금융, 특수목적기구, 신탁, 자산유동화, 프로젝트 금융, 기업구조조정, 사베인스-옥슬리법
- Key Words: structured finance, SPV, SPC, trust, ABS, project finance, corporate restructuring, Sarbanes-Oxley Act

【Abstract】

Special Purpose Vehicles in Structured Finance

Whon-II Park

Structured finance means any transaction that makes use of a special purpose vehicle (SPV). "SPV" is a term widely used in corporate restructuring in the aftermath of the foreign exchange crisis in 1997. Take an example of asset-backed securitization (ABS). An originator selects a pool of assets and conveys it to an SPV. Then the SPV floats the securities in the capital market, whose debt service will be secured by the cash flows from the underlying assets. In this transaction, the SPV is a paper company for the purpose of "bankruptcy remoteness". In the United States, a trust, partnership or corporation is used as the vehicle.

In Korea, this kind of paper company was usually regarded as illegal. But the situation has dramatically changed after the so-called IMF crisis. We witnessed the mushrooming of a variety of SPVs in the process of corporate restructuring. Mutual funds, corporate restructuring company (CRC), corporate restructuring vehicle (CRV), real estate investment trusts (REITs) are examples among others.

However, the discovery that Enron Corporation created many special purpose entities (SPEs) to hide assets and debt from the general investing public gave rise to a distorted view of the uses and legitimacy of structured finance. The general perception was that structured finance and SPEs serve no real economic purpose but were used to mislead the investors. But structured finance has been a sound risk management tool, dating back to the early 1970s. Mortgage-backed securities (MBS), asset-backed securities (ABS), a project company in the non- or limited recourse financing and a special purpose subsidiary for the purpose of risk management are products of structured finance.

The Sarbanes-Oxley Act instructed the Securities and Exchange Commission (SEC) to tighten the disclosure requirements of off-balance-sheet transactions and to produce a report on the activities and regulations of SPEs. Structured finance has unparalleled merits as a financial scheme like transparent transactions and inherent checks and balances protecting the interest of all parties involved, from seller to investor.