

경희대학교

# 현금흐름과 자산유동화

2018. 5.

박 환 일

KoreanLII.or.kr

# 현금흐름(Cash Flow)의 중요성

- 기업 재무상태의 안정성을 보여주는 바로미터
  - Cash Inflow > Cash Outflow
- 가장 유력한 담보는 담보물의 교환가치가 아닌 장기 안정적인 현금흐름이라는 인식 → Paradigm Shift
  - 저금리시대 연금의 중요성, 직장의 안정성
  - 구조화금융(Structured Finance)에 있어서 신용위험은 원리금 상환을 보장하는 안정된 현금흐름
  - 내부수익율법으로 현금흐름의 현재가치(NPV)를 산정

## Q1. 도심 임대용 빌딩의 시가 산정은?

- Cost 접근법
- Market 접근법
- Income 접근법
- 테헤란로 Star Tower의 경우

## Q2. 회사채 발행에 실패한 항공사의 자금조달을 위한 특단의 대책은?

- 회사채 신용등급 BBB-
- ABS채권의 경우 AA도 가능

# Power of Long-term Stable Cash Flow

## ❖ 담보법제의 **Paradigm Shift**

채권자의 관심이 **저당권 등 자산의 교환가치의 파악**에서  
그 자산에서 나오는 **장기 안정적인 현금흐름의 확보**로 전환

- 담보목적물에 담보물권(저당권, 양도담보)을 설정하고  
채무불이행 시 담보권 실행
- 담보 목적의 자산을 Special Purpose Vehicle에 양도하고  
당해 자산에서 나오는 현금흐름으로 원리금을 지급하는  
유동화증권을 발행(securitization)

# What's the Difference?



담보부 대출 ↔ 상환  
자산 매각 ↔ 환매/재매매  
Recourse(遡求) 가능여부

**Legal Risk = 채무자의 파산**

- 파산관재인인 Strong Arm

→ 파산자의 재산을 조사하여 파산재단으로 편입

∴ 파산이라는 법률리스크를 피하려면

매매(Sale)의 형식을 취하는 것이 안전

*Secured Borrowing v. True Sale*

→ 파산으로부터의 절연(Bankruptcy Remote) = SPV

Q 회사채 원리금을 확실히 상환·지급 받으려면?  
→ 공모 채권의 신용평가(Credit Rating)

A1 원리금을 커버할 수 있는 담보 제공

A2 원리금지급(Cash Flow)용 자산 특별관리  
- 파산에 대비하여 SPV에 양도(True Sale)

A1 담보부 사채의 경우

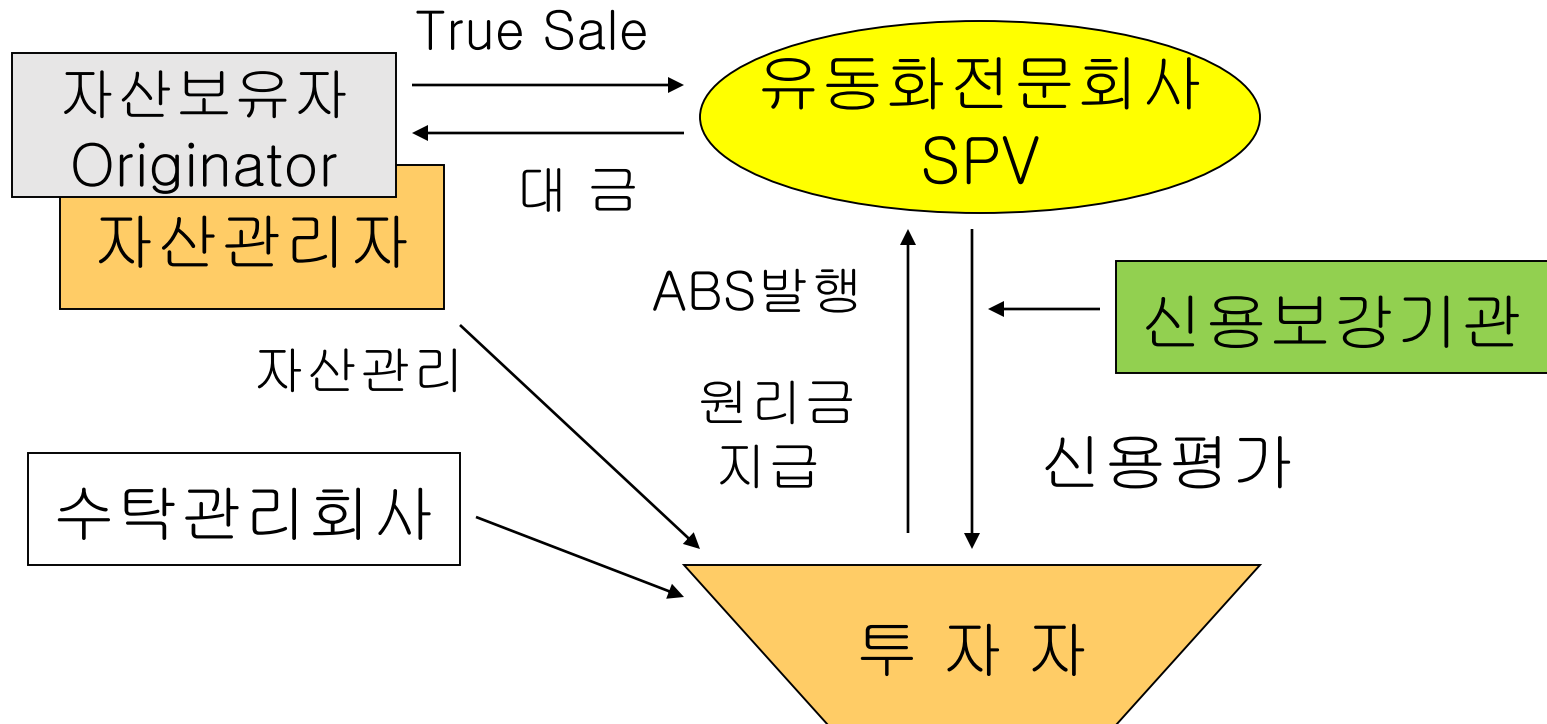
= 담보부사채신탁법에 의한 물상담보권이 부착된 사채

- 발행자가 총사채권자를 위하여 수탁회사에 자산을 담보로 제공
- 수탁회사는 총사채권자를 위하여 물상담보권 취득, 보존, 실행
- 발행자의 채무불이행시 수탁회사가 담보권을 실행

→ 문제는 담보로 제공할 만한 마땅한 자산이 없다는 것

# 자산유동화의 조건

- 안정된 Cash Flow
- SPV의 설립(structuring)



# 자산유동화 적격 자산 = Cash Flow가 기대되는 모든 자산

자산보유자	유동화 대상 자산
은행 금융회사 보험회사	<ul style="list-style-type: none"> <li>-대출채권, 주택저당채권, 비업무용 부동산</li> <li>- 신용카드 채권, 대출채권, 중소기업 채권, 자동차 할부금채권, 각종 기계설비·항공기 리스 채권</li> <li>- 보험료 예상수입</li> </ul>
정부기관 지방자치단체 공공시설 운영기관	<ul style="list-style-type: none"> <li>-국세 기타 정부수입 채권, 공공자금 대출채권</li> <li>-지방세수입 채권, 공공 임대주택 임대료 채권</li> <li>-이용료, 임대료 기타 수수료 수입</li> </ul>
무역회사 제조회사 유통회사 통신회사	<ul style="list-style-type: none"> <li>-외상매출(수출대금) 채권</li> <li>-할부판매 채권, 부품공급대금 채권</li> <li>-외상매출 채권, 장기공급계약상의 채권</li> <li>-국제전화 정산요금 채권, 장기계약상의 채권</li> </ul>



# 자산유동화(Asset-Backed Securitization)란?

금융기관/기업의 보유자산을 풀링하여 SPV에 양도  
현금흐름 및 신용보강을 바탕으로 SPV가 발행한 증권  
= 채권, CP, 신탁수익증권, 출자증서

## 자산유동화의 특성

- Cash Flow가 안정적인 동질적인 자산의 집합(Asset Pooling)
- Cash Flow 확실한 장래의 채권(Future Cash Flow)에 대해서도 인정
- 자산보유자의 신용으로부터 독립적인 구조(Bankruptcy Remote)
- 신용보강(Credit Enhancement)에 의한 Rating 향상, Cost 절감

## 유동화증권과 일반 회사채의 비교

	유동화증권	일반 회사채
발행 주체	자산보유자가 설립한 SPV	발행 회사
상환자금의 원천	유동화자산의 수익력 (현금흐름)	기업의 전반적인 수익과 자금조달
상품 구조	다양한 참가자와 신용보강 조치	보증 또는 무보증
신용평가	유동화자산의 현금흐름 > 원리금 상환	발행회사의 원리금상환능력, 보증기관의 신용

## 자산유동화(ABS)의 활용

- 본래 주택저당채권(Mortgage)의 유동화에서 유래  
→ Mortgage-Backed Securitization: MBS
- IMF 이후 금융기관 부실채권 정리, 공적 자금 회수  
→ 팔리지 않는 자산 증권발행을 통해 유동화  
→ 약간의 Cash Flow만 예상되면 신용보강을 통하여 유동화 가능
- 대우 무보증사채 → Secondary CBO
- 중소기업·벤처기업의 회사채 → Primary CBO

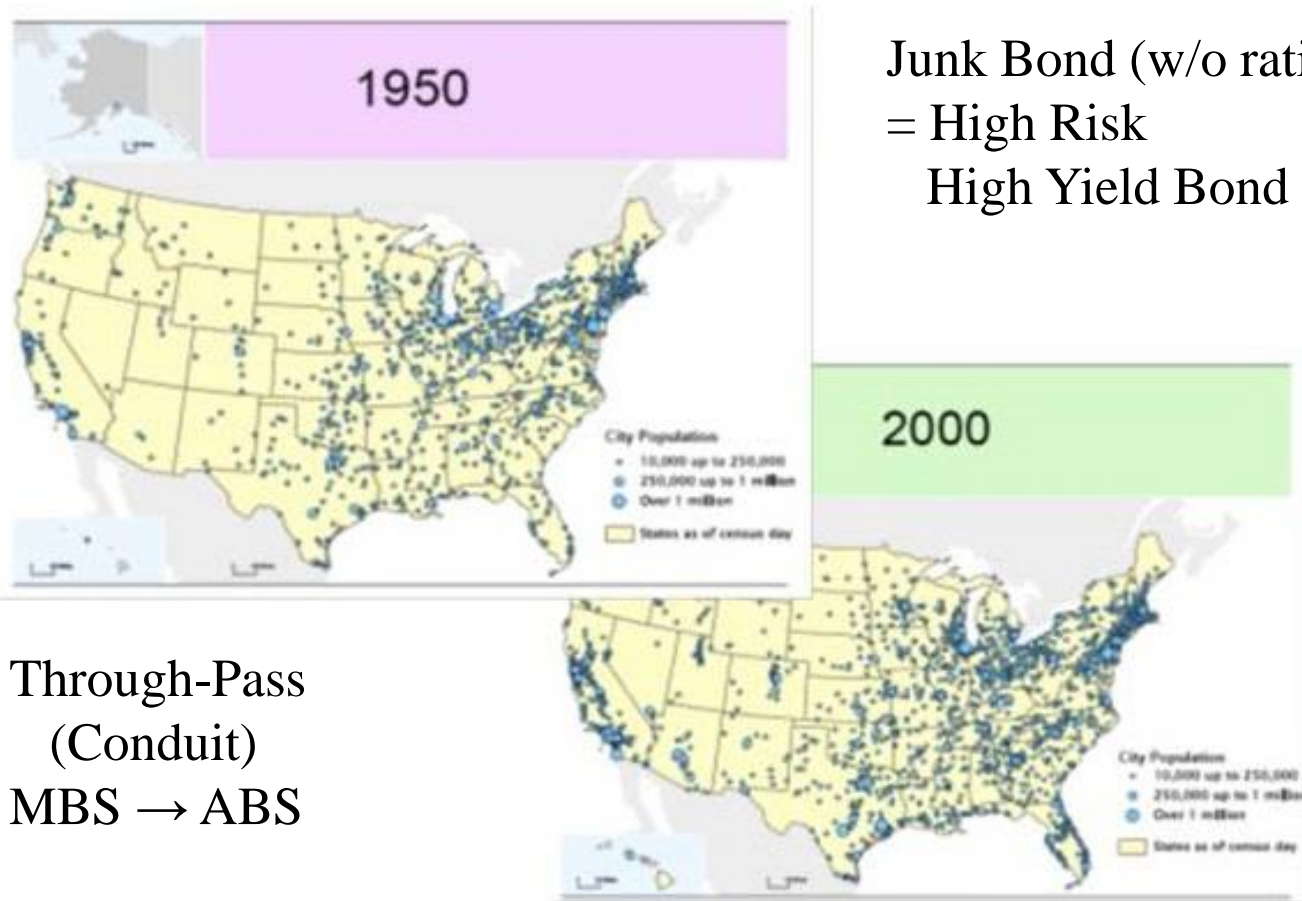
When CBO = Collateralized Bond Obligation,

CLO = ?    CDO = ?

# 자산유동화의 원조는 미국의 MBS

\* Mortgage-Backed Securitization (주택저당채권담보부 증권)

- ✓ 1960-70년대 선벨트 지역으로의 인구이동
- ✓ S&L 자금수급의 불균형
- ✓ 1980년대 레이건 행정부의 Deregulation과 Junk Bond의 성행



## 자산유동화법의 특례

- SPV = Paper Company = 상법상의 유한회사
- True Sale 요건을 법률로 규정 → 법적 안정성
- 채권양도 대항요건
  - 양수인인 SPV도 통지 가능
  - 채무자앞 통지 = 주소 불명시 신문공고로 같음
  - 제3자에 대하여는 자산양도의 금감위 등록으로 같음
- KAMCO, LH공사 등 저당권 등기 생략 → 비용절감
- 근저당권부 채권의 결산기전 일부 이전 → 거래실정 반영
- 다양한 유가증권 발행, 다단계 자산유동화 가능
- 조세감면 특례 → SPV를 Conduit로 인정

# 에셋 파이낸스(Asset-based Finance)

보유자산을 이용하여 자금을 조달하는 각종 금융기법

→ LHS Funding

- 자산유동화(asset-backed securitization: ABS): CBO, CLO
- 부동산담보부채권의 유동화(mortgage-backed securitization: MBS)
- 부동산투자신탁(real estate investment trusts: REITs): 간접투자
- 프로젝트 금융(project financing)
- 팩토링(factoring): 채권양도의 특례

## 에셋 파이낸스 2

### ➤ SPV의 특징

- 매매, 양도 등으로 기동성 있는 자금조달 가능
- Off-Balance Sheet Financing 으로 BIS 자기자본 비율 개선
- Conduit 성격의 투자기구를 통하여 조세절감  
→ 조세특례제한법상의 근거 필요
- Bankruptcy Remote 등 법률 리스크 해소  
→ 일본에서는 不動産特定共同事業法에 의한 민법상의 임의조합, 상법상의 익명조합을 설립, 투자자 모집

# 프로젝트 금융의 역사

- 프로젝트 금융의 원조: 로마제국의 트라야누스 황제
  - 로마는 정책적으로 주변민족과의 평화로운 교류를 통하여 *Pax Romana* 건설
  - 다키아 정복후 107-112년간 내탕고를 지출하여 도로, 교량, 공공건물 건설
  - 아폴로도로스라는 천재적인 엔지니어의 도움
- SPV: British Petroleum과 북해유전
  - Non-Recourse Financing = Aggressive Financing
- BOT: Hopewell Holdings의 中國선전 화력발전소
- PFI (Private Finance Initiative)
  - DBFO (Design-Build-Finance-Operate)



## 프로젝트 금융의 재원조달 방법

- 국가(ECA) – 국제금융기구의 공공차관
- 상업금융기관 : Co-financing, Syndicated Loan
- SEC Rule 144A에 의한 사모사채 발행
- ABS 기법을 이용한 유동화증권
- 초장기의 본격적인 SOC 채권의 등장
- 헤지펀드 성격의 인프라 펀드(Infrastructure Fund)

# SOC채권의 특징

- 투자대상: 사회간접자본(SOC)시설 건설
  - 민간투자법 제58조
- 10년 이상의 장기채로 발행
- High Risk High Return 기대
- 신용보강을 통하여 Rating 개선 가능
- 본래 SEC Rule 144A에 의하여 사모사채 발행
- 자산유동화 기법을 적용하여 공모발행
  - 최근 들어 Non-ABS 채권도 증가

# SOC채권의 사례 연구

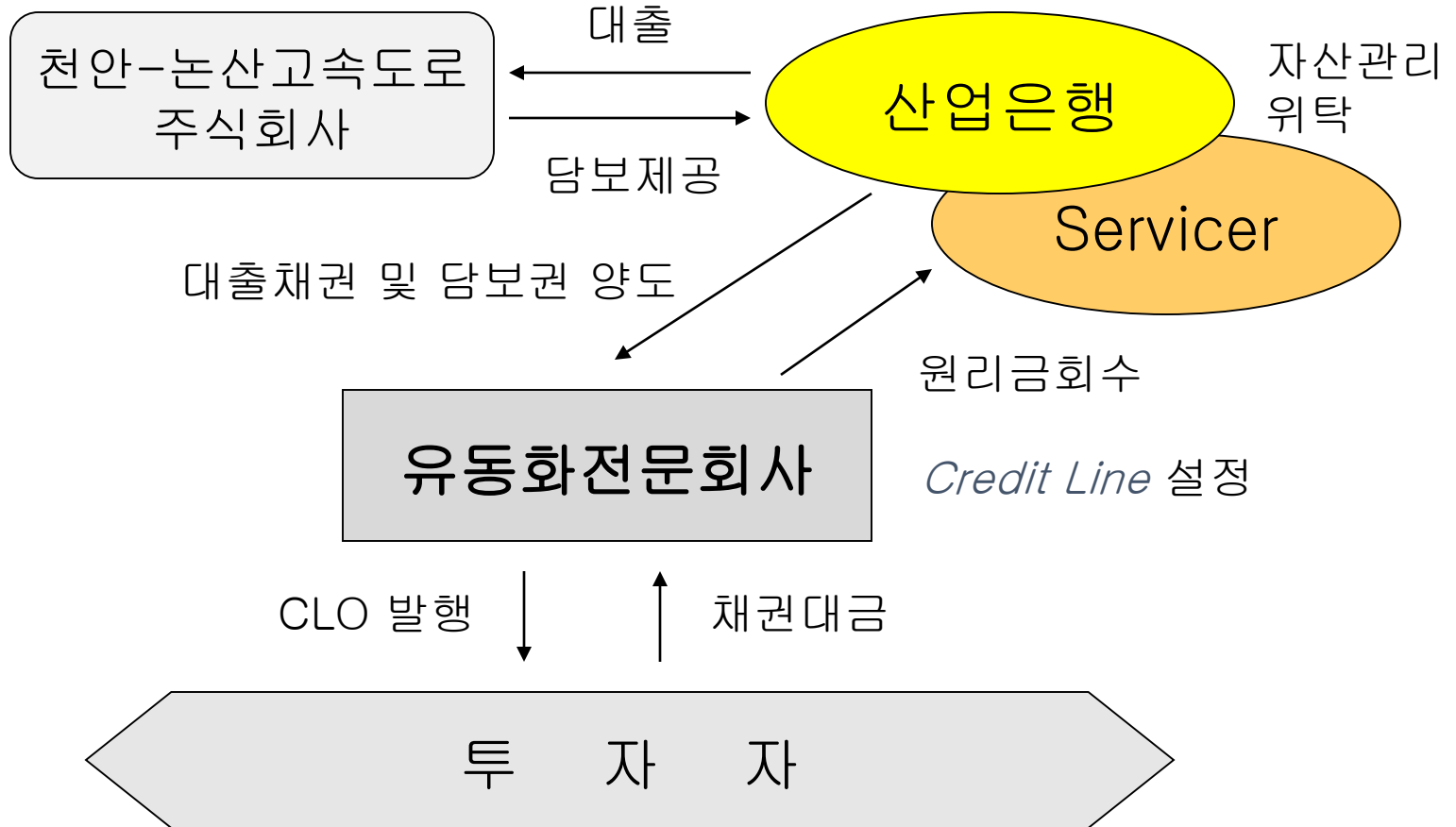
## ❖ 천안·논산 고속도로 SOC채권 (2001. 2)

- 당초 7300억원을 프로젝트 금융으로 조달 예정
- 시장여건을 고려, 산은 단독 대출후 유동화
- 대출조건과 채권발행조건을 일치(pass-through)
- 교통량·타당성조사에 만전
- 5-15년 만기 6종류의 채권
- All-in-Cost 8.59%

## ⇒ 프로젝트 금융과 자산유동화(CLO)를 접목

- SPV를 주체로 한 Structured Financing의 공통점
- 발행자, 투자자, 주선은행 공히 Win-Win 거래

# 프로젝트 파이낸스 + 자산유동화(CLO)



## PF + ABS 의 고려사항

- 대출시장의 경색, 채권시장의 풍부한 유동성
- 자금을 고정금리부로 장기 조달할 필요성
- 대출구조와 채권구조의 연계
- 채권투자자의 담보권 공유
- 위험의 분산(Risk Allocation)
  - 재무적, 기술적 타당성분석에 철저

## P/F + ABS 의 조건 검토

- Collateralized Loan Obligation의 활용
  - Borrower가 직접 채권을 발행한 것과 같은 효과
- Security Package
  - Ramp-up 기간중 출자자 보증, 자금보충약정
  - Financial Covenants
    - 주식처분, 채무부담, 담보제공 금지; 이익배당 제한
  - 주식에 대한 질권 설정
  - 관리운영권에 대한 근저당권 설정
  - 기타 계약상의 권리에 대한 양도담보 약정
- 자금관리: Escrow Account 이용
  - 채무불이행에 대한 특별취급

## SOC 채권의 전망

- 금융 이노베이션 활기, ABS 제도개선 기대
- P/F 기법을 이용한 대규모 파이낸싱의 활성화
- 전력산업의 민영화
  - 민영화 좌초비용(Stranded Cost)의 유동화
- 남북경협 활성화에 따른 금융지원 증가 예상
  - ABS을 이용함으로써 새로운 자원 확보 가능
- BOT 대신 PFI 방식을 적용하는 것도 가능
  - Private Finance Initiative = DBFO
  - 정부가 Client로서 안정된 Cash Flow 보장

# 통일시대 SOC 건설재원의 확보

- 土地 공유 - 임대
  - 지역별로 地代 수입을 통합 관리, 住民들에 귀속
  - 국영기업의 私有化를 통해 주민들에 바우처 교부
- PFI (private finance initiative)의 적용
  - BLT (build-lease-transfer)와 유사
- ABS와 P/F를 결합한 금융거래
  - Primary CBO/CLO 거래의 성행
- 과다한 통일비용 부담없는 균형있는 발전 도모