



K I P F

# 자산유동화와 조세정책방향

李相燮 · 金珍洙 · 韓相國

1999. 12



## 序 言

IMF 위기 이후 금융기관의 부실채권이 급격히 증가하고 금융기관에 대한 건전성 감독이 강화됨에 따라 자산유동화의 중요성 및 필요성에 대한 인식이 급증하고 있다. 자산유동화는 부동산과 같은 유동성이 없는 대규모 자산의 처분을 비교적 단기간에 성취·가능케 하고 대규모의 자산매각에 따르는 시장가격의 하락을 방지함으로써 금융산업 및 기업구조조정을 원활히 하여 부실자산의 매입에 투입된 공적자금의 회수에 도움을 준다. 자산유동화는 이 밖에도 금융기관 자기자본비율의 증가를 통한 자본의 효율적 이용, 보다 효율적인 자산부채관리를 통한 금융기관 위험관리 능력의 제고, 주택금융의 활성화와 장기적인 주택자금의 안정적인 공급 등 기존의 자금조달수단과 비교할 때 여러 경제적 이점을 가지고 있다.

경제여건의 변화되고 자산유동화의 유용성 및 필요성이 증가됨에 따라 정부는 금융·기업 구조개혁 촉진방안의 일환으로 자산담보부증권(Asset Backed Security)의 발행을 위한 특별법 제정을 추진하여 1998년 9월 16일 총 6장 42조로 이루어진 「자산유동화에 관한 법률」을 제정하였고 이와는 별도로 1998년 12월에 「주택저당채권유동화회사법」을 제정하여 주택저당채권 유동화의 활성화를 위한 유동화중개기관의 설립근거를 마련한 바 있다. 「자산유동화에 관한 법률」의 제정은 자산유동화에 장애가 되어왔던 주요 법적 요인들을 제거하여 자산유동화의 촉진에 중대한 전기를 마련하였으나 자산유동화의 성장과 폭넓은 보급을 위해서는 관련 법규, 회계제도 등의 정립과 아울러 무엇보다도 조세제도의 정비가 병행되어야 한다.

조세는 자산의 유동화에 수반되는 제 거래비용에 중요한 영향을 미침

으로써 자산유동화의 경제적 타당성 및 특정한 자산유동화 구조의 결정에 중요한 역할을 한다.

특히 자산유동화는 자금조달을 위한 새로운 금융거래기법으로서 그 구조와 목적이 일반적인 거래와 다른 점이 많기 때문에 기존의 조세체계는 자산유동화에 커다란 장애요인으로 작용할 수 있으며 미국을 포함한 선진국가들은 자산유동화를 촉진하기 위하여 기존 조세체계의 정비 및 세제혜택을 지속적으로 시행하여 왔다.

본 보고서는 효율적인 자산유동화의 정착과 활성화를 위해서 선행되어야 할 조세체계의 정립에 그 초점을 맞추고 있다. 자산유동화를 위한 조세체계의 정립에 있어서 염두에 두어야 할 가장 기본적인 사항은 자산유동화로 인한 조세부담을 기존의 자금조달 수단보다 커지지 않도록 하며 조세귀착의 위험을 관련 주체들간에 적절히 배분하는 것이다. 그러나 자산유동화 거래의 특성상 이러한 목적을 달성하기 위한 과세체계의 확립은 기존의 조세체계와 많은 부문에 있어서 충돌을 야기하고 조세행정상의 혼란을 초래할 수 있으므로 기존 조세체계의 기본적인 틀 안에서 자산유동화 거래의 경제적 특성을 고려하여 조세 중립적인 자산유동화 과세체계를 확립하는 것이 필요하다. 이러한 시각하에서 본 보고서는 기존의 조세체계가 자산유동화의 관련당사자, 즉 자산보유자, 유동화전문기구, 그리고 투자자에게 미치는 효과에 대한 면밀한 분석을 토대로 경제적이고 효율적인 자산유동화가 이루어질 수 있는 조세체계의 기본방향을 제시하고 있다.

본 보고서는 본원의 李相燮 博士, 金珍洙 博士, 韓相國 博士가 집필하였다. 저자들은 본 보고서를 읽고 유익한 의견을 준 익명의 논평자 두 분, 연구를 수행함에 있어서 자료수집 및 원고정리에 많은 도움을 준 金正鉉, 沈在珍 주임연구원과 李貞美 연구원, 安相淑, 張貞順, 崔美英 연구조원, 그리고 원고교정을 맡아준 출판과 직원 여러분에게도 깊은 감사를

드리고 있다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 저자들의 개인적인 견해이며 본 연구원의 공식적인 견해와 다를 수도 있음을 밝혀 둔다.

1999年 12月

韓國租稅研究院

院長 柳 一 鎬

# 目 次

I. 서  론 .....	11
II. 자산유동화의 개요 .....	14
1. 자산유동화의 개념 .....	14
2. 자산유동화의 역사적, 경제적 배경 .....	17
3. 자산유동화의 경제적 효과 .....	19
4. 자산유동화의 구조 .....	24
5. 자산유동화를 위한 제도적 기반 .....	37
III. 우리나라의 자산유동화제도 .....	43
1. 개요 .....	43
2. 자산유동화의 주요 관련주체 및 업무 .....	45
3. 자산유동화 절차 .....	51
4. 유동화자산의 관리 .....	55
5. 자산유동화법상의 특례조항 .....	56
6. 국내 ABS 발행사례 및 전망 .....	59
IV. 우리나라의 주택저당채권 유동화제도 .....	65
1. 주택저당채권 유동화제도의 도입 배경 .....	65
2. 주택저당채권 유동화제도의 개관 .....	69
3. 우리나라의 주택저당채권 유동화제도 .....	75

V. 주요국의 자산유동화제도 .....	86
1. 미국 .....	86
2. 영국 .....	114
3. 프랑스 .....	115
4. 독일 .....	116
5. 일본 .....	118
VI. 자산유동화 관련 과세제도의 개선방향 .....	131
1. 자산유동화 관련 과세제도의 정비시 고려사항 .....	131
2. 자산보유자에 대한 과세 .....	137
3. 유동화전문회사(SPV)에 대한 과세 .....	143
4. 신탁회사에 대한 과세제도 .....	158
5. MBS 경우의 유동화전문회사에 대한 과세 .....	161
6. 투자자에 대한 과세 .....	165
VII. 요약 및 결론 .....	168
〈참고문헌〉 .....	172

## 표 목 차

〈표 Ⅲ-1〉 국내ABS 발행실적 .....	60
〈표 Ⅳ-1〉 GDP대비 주택금융 규모의 비교 .....	66
〈표 Ⅳ-2〉 주택가격 대비 주택대출자금비율(LTV)의 비교 .....	66
〈표 Ⅳ-3〉 유동화방식의 유형 및 특징 .....	72
〈표 Ⅳ-4〉 주택저당증권 발행방법별 장단점 .....	84
〈표 Ⅴ-1〉 미국의 ABS /MBS 발행현황 .....	91
〈표 Ⅴ-2〉 특정채권법에 의한 유동화실적(조달액기준) .....	120
〈표 Ⅴ-3〉 특정채권법에 의한 유동화실적(잔고기준) .....	120
〈표 Ⅴ-4〉 특별목적회사(SPC) 관련 세계 .....	128
〈표 Ⅵ-1〉 종합합산과세 세율 .....	146
〈표 Ⅵ-2〉 별도합산과세 세율 .....	147
〈표 Ⅵ-3〉 자산유동화의 현행 과세제도 및 개선방안 .....	167

## 그 립 목 차

[그림 Ⅱ-1] 자산유동화 구조 .....	25
[그림 Ⅱ-2] 패스-스루 증권 발행의 구조도 .....	36
[그림 Ⅱ-3] 페이-스루 증권발행의 구조도 .....	36
[그림 Ⅲ-1] 자산유동화의 기본절차 .....	52
[그림 Ⅵ-1] 자산유동화의 단계별 과세 .....	132

## I. 서 론

IMF 위기 이후 금융기관 및 기업구조조정 과정에서 부실채권이 누적되고 이를 원활하게 소화시킬 수 있는 방안의 마련이 절실히 요구됨에 따라 자산유동화의 중요성 및 필요성에 대한 인식이 급증하고 있다. 자산유동화에 대한 인식의 증가는 금융산업 및 기업구조조정을 원활히 하고 이로 인한 재정부담 및 사회적 비용을 최소화하기 위해서는 금융기관의 부실채권과 기업보유 부동산 매각에 소요되는 비용을 국내외 투자자들로부터 쉽게 조달할 수 있는 제도적 장치가 필요한바, 부실자산의 규모와 부동산 시장의 여건을 고려할 때 직접매각방식보다는 증권화를 통한 자산의 유동화가 보다 효과적이고 바람직하다고 여겨지기 때문이다.

한편 BIS 자기자본비율의 충족 등을 통한 금융기관에 대한 건전성 감독이 강화됨에 따라 자산의 건전성 유지 및 자본의 효율적인 이용이 금융기관의 중요한 현안과제로 대두되고 있는 가운데 금융기관이 보유하고 있는 자산에 대한 유동화는 자기자본비율의 증가를 통한 자본의 효율적 이용뿐만 아니라 금융기관의 효율적인 자산부채관리를 통한 위험관리능력의 제고에도 기여할 수 있다는 장점을 가지고 있다. 이 밖에도 자산의 유동화는 침체된 부동산 경기를 진작시키고 주택금융을 활성화하여 장기적인 주택자금의 안정적인 공급에 기여하는 등 여러 측면에서 이의 필요성이 부각되고 있다.

이러한 배경하에서 「자산유동화에 관한 법률」이 1998년 9월에 제정되었다. 「자산유동화에 관한 법률」의 제정은 자산유동화에 장애가 되어 왔던 주요 법적 요인들을 제거하여 자산유동화의 촉진에 중대한 전기를 마련하였다. 그러나 자산유동화의 성장과 폭넓은 보급을 위해서는 관련

법규, 회계제도 등의 정립과 아울러 무엇보다도 조세제도의 정비가 중요하다.

조세는 자산유동화의 구조를 결정하는 데 있어서 가장 중요한 요인 중의 하나라고 할 수 있다. 조세는 자산의 유동화에 수반되는 제 거래의 비용에 중요한 영향을 미침으로써 자산유동화의 경제적 타당성 및 특정한 자산유동화 구조의 결정에 중요한 역할을 한다. 특히 자산유동화는 자금조달을 위한 새로운 금융거래기법으로서 그 구조와 목적이 일반적인 거래와 다른 점이 많기 때문에 기존의 조세체계는 자산유동화에 커다란 장애요인으로 작용할 수 있으며 미국을 포함한 선진국가들은 자산유동화를 촉진하기 위하여 기존 조세체계의 정비 및 세제혜택을 지속적으로 시행하여 왔다.

본 보고서는 효율적인 자산유동화의 정착과 활성화를 위해서 선행되어야 할 조세체계의 정립에 그 초점을 맞추고 있다. 자산유동화를 위한 조세체계의 정립에 있어서 염두에 두어야 할 가장 기본적인 사항은 자산유동화로 인한 조세부담을 기존의 자금조달 수단보다 커지지 않도록 하며 조세위착의 위험을 관련 주체들간에 적절히 배분하는 것이다. 그러나 자산유동화 거래의 특성상 이러한 목적을 달성하기 위한 과세체계의 확립은 기존의 조세체계와 많은 부문에 있어서 충돌을 야기하고 조세행정상의 혼란을 초래할 수 있다. 따라서 기존 조세체계의 틀에서 자산유동화 거래의 경제적 특성을 고려하여 조세 중립적인 자산유동화 과세체계를 확립하는 것이 무엇보다도 시급하다고 하겠다.

본 보고서는 기존의 조세체계가 자산유동화의 관련당사자, 즉 자산보유자, 유동화전문기구, 그리고 투자자에게 미치는 효과를 면밀하게 분석하여 이를 토대로 기존 조세체계의 기본적인 틀 안에서 경제적이고 효율적인 자산유동화가 이루어질 수 있는 조세체계의 기본방향을 제시하고자 한다.

본 보고서는 다음과 같이 구성되어 있다. 제2장에서는 자산유동화의 기본개념, 구조, 그리고 자산유동화 일반에 대한 간략한 소개와 아울러

법률, 회계, 조세 등 자산유동화의 성공적 도입을 위해 갖추어져야 할 하부구조를 간략히 설명하고 있다. 제3장과 4장에서는 우리나라 자산유동화제도 및 주택저당채권 유동화 제도의 현황을 살펴보고 있으며 제5장에서는 외국의 제도 및 사례를 논의하고 있다. 제6장에서는 자산유동화의 활성화를 위한 조세제도의 정비방안을 제시하고 있다. 마지막 제7장은 요약과 결론부분이다.

## II. 자산유동화의 개요

### 1. 자산유동화의 개념

자산유동화란 민간 또는 공공법인이 자기의 상환능력이 아닌 어떤 특정한 자산으로부터의 예상 현금흐름을 기초로 유통가능 채권을 발행하는 것을 의미하는 것으로 자산보유자가 운용자금을 조기에 회수하기 위하여 보유하고 있는 다수의 채권, 부동산 기타 재산권을 모아 이를 기초로 증권을 발행하여 투자자들에게 분산 매각하는 것을 말한다. 따라서 여기서 의미하는 자산유동화란 채권의 직접매각과 같은 광의의 자산유동화가 아닌 협의의 자산유동화를 의미하는 것으로 흔히 이를 증권화(securitization)라고도 일컫는다<sup>1)</sup>.

증권화는 또 다시 簿內證券化(on-balance sheet securitization)와 簿外證券化(off-balance sheet securitization)로 나눌 수 있다. 簿內證券化는 자산보유자가 자신 명의의 자산을 담보로 증권을 발행하는 것으로 이 경우 증권화 또는 유동화되는 자산이 자산보유자의 대차대조표에 남아있고 증권의 발행주체는 자산보유자가 된다. 따라서 자산보유자는 채무자에 대한 신용위험을 부담하고 유동화증권은 자산보유자의 신용도에 따라 영향을 받게 된다. 이러한 자산유동화는 유럽에서 발달되었고(예를 들어 mortgage bond, communal bond 등) 이 경우 발행되는 유동화채권을 흔히 擔保附社債(secured bond)라 칭한다. 簿外證券

---

1) Securitization이라는 용어는 1977년 Bank of America에 의해 최초로 발행된 pass-through security에 관한 Wall Street Journal의 "Heard on the Street"라는 칼럼기사에서 처음 사용되었으며 최근에는 이외에도 Structured Financing이라는 용어를 쓰기도 한다.

화는 유동화증권이 자산보유자와 별개인 독립적인 개체에 의해 발행되는 것을 말한다. 따라서 유동화되는 자산이 자산보유자의 재무제표에 남아 있게 되지 않으므로 모든 위험이 투자자에게로 전가되며 이 경우 발행되는 유동화증권을 資産擔保附證券(Asset Backed Security)이라 칭한다.

住宅抵當證券(Mortgage Backed Security)도 資産擔保附證券의 일종이지만 그 시장규모가 큰 관계로 住宅抵當證券은 여타 資産擔保附證券과 별도로 구분하며 통상적으로 資産擔保附證券은 住宅抵當證券을 제외한 여타 資産擔保附證券만을 지칭하는 의미로 쓰이고 있다. 資産擔保附證券은 일반적으로 자산보유자의 파산으로부터는 독립된 위치를 가지고 있는 유동화전문기구(Special Purpose Vehicle)에 의해 발행된다. 본 보고서에서 다루는 자산유동화는 簿外證券化를 의미한다.

자산유동화 거래는 일반적으로 다음과 같은 특징을 지니고 있다 (Henderson 1997).

- ① 자산보유자가 보유한 자산 또는 채권이 특정한 사업과 영업행위를 목적으로 설립되고 독립적으로 운영되는 유동화전문기구(Special Purpose Vehicle)로 실질적으로 양도된다(true sale).
- ② 자산유동화의 대상이 되는 포트폴리오의 구성에 동질적인 일정한 자격기준이 적용된다.
- ③ 유동화증권의 투자자에게 약정된 원금 및 이자의 상환은 자산을 유동화 전문기구에 양도하는 자산보유자의 신용이 아닌 담보채권으로부터의 수익에 의존한다.
- ④ 유동화증권의 성격이 자산보유자의 재무 건전성 및 기타 상황 변화에 영향을 받지 않는다.
- ⑤ 투자자의 보호를 위한 여러 안전장치가 설정되어 있다.
- ⑥ 자산의 관리가 사전에 규정되어 있다.
- ⑦ 유동화증권의 투자자에게 적시에 원리금 상환을 보장하기 위한 신용보완이 마련되어 있다.
- ⑧ 1개 이상의 국내 또는 국외에서 인정된 신용평가기관으로부터 신

용평가가 행하여진다.

자산유동화는 자산을 근거로 한 자금조달의 한 수단이지만 위에서 언급된 자산유동화의 특징을 살펴볼 때 자산유동화는 자산을 근거로 한 기존의 여타 자금조달수단과 많은 차이점을 가지고 있음을 알 수 있다 (Blum and DiAngelo 1996). 자산유동화와 유사한 자금조달수단이라 할 수 있는 담보부차입과 비교하여 볼 때 법률적인 측면에서 담보부차입과 자산유동화를 통한 자금조달의 가장 큰 차이는 발행증권에 대한 채무 이행의무의 존재 여부이다. 즉 담보부차입의 경우 채권의 상환에 대한 의무가 차입주체, 즉 자산보유자에게 있지만 자산유동화의 경우 자산보유자는 발행증권에 대한 채무의 상환의무가 없다. 이러한 점에서 자산유동화는 계약해제조건부 채권(defeased debt 또는 corporate bond with defeasance provision)과 동일한 성격을 지닌다고 할 수 있다<sup>2)</sup>. 계약해제조건부 채권의 경우 계약해제 옵션이 행사될 경우 일반채권과는 달리 발행당사자가 채권에 대한 책임이 없으며 채권의 이자와 원금에 대한 상환은 신탁계정에 위탁된 위탁증권에 의해 결정되게 된다. 그러나 계약해제조건부 채권과는 달리 자산유동화의 경우 유동화증권의 원금과 이자에 대한 상환이 위탁증권이 아닌 일반채권의 집합을 통하여 보증되며 담보자산의 설정이 유동화증권의 발행과 동시에 이루어진다는 점이 다르다고 하겠다.

채권을 매개로 한 또 다른 자금조달수단으로 대출채권의 완전매각(whole-loan sale)을 들 수 있다. 완전매각의 경우 채권의 관리업무가 매수자에게 완전히 이전하게 되나 자산유동화의 경우 자산보유자가 자산의 매각 이후에도 채무자로부터 채권의 수령 및 투자자에게 이자 및

---

2) 계약해제조건부 채권은 발행주체가 채권의 제약적인 계약조건으로부터 벗어나고자 하거나 조기상환이 불가능할 경우 신탁계정을 설정하고 일정액의 Treasury Bond를 위탁하여 채권의 이자와 원금의 상환을 보증함으로써 대차대조표상 채권의 상환의무로부터 면제될 수 있는 선택권이 있는 채권으로서 계약해제조건의 사용은 1982년 Exxon에 의해 처음 시도되었다.

원금의 지급 등 자산관리업무를 유지한다. 또한 채권직접매각의 경우 원칙적으로 매각자산과 관련된 신용위험과 조기상환위험 등이 100% 매수자에게 이전되나 자산유동화의 경우 내부적인 신용보완을 통하여 위험의 일부를 자산보유자가 보존하는 것이 일반적이다. 현금의 흐름에 있어서도 자산유동화의 경우는 자산으로부터 회수된 현금이 일시적으로 단기투자수단에 투자되거나 회수된 자금이 새로운 자산의 구입에 사용되어 자산보유자/자산관리자의 현금회수시기와 최종투자자에게 지급하는 지급시기간에 괴리가 발생할 수 있는 반면에 완전매각의 경우는 채권으로부터 발생하는 현금의 흐름이 자산의 매수자에게 직접 지급되게 된다.

## 2. 자산유동화의 역사적, 경제적 배경

자산을 담보로 증권을 발행하는 자산의 증권화는 mortgage bond (Phandbrief), communal bond의 발행 등 유럽을 중심으로 오래 전부터 발달되어 왔다<sup>3)</sup>. 그러나 진정한 의미의 자산유동화는 1970년도에 Government National Mortgage Association(GNMA; 약칭 Ginnie Mae)가 자동이체식(pass-through) 주택저당증권을 발행하면서 시작되었다고 할 수 있으며 비주택저당채권의 자산유동화는 이로부터 15년이 지난 후에 컴퓨터 리스를 근거자산으로 Sperry사에 의하여 발행된 유동화증권이 그 효시라고 하겠다.

자산유동화는 미국을 중심으로 발달하여 왔다. 미국에서 자산유동화가 발달하게 된 주요원인으로서 지역적으로 분산되어 있는 다수의 은행들간에 자금의 효율적인 배분과 지역적인 위험의 분산 필요, 금리의 변동과 고정금리의 관행으로 인한 자산과 부채간의 만기불일치 문제의 심화, 주택금융공급의 부족, 금융기관의 부실화에 따른 부실자산의 정리

---

3) 최초의 mortgage bond는 1769년 독일에서 발행되었다고 전해지고 있다(박훤일 외 1999).

필요, 금융기관 신용등급의 악화, 재무 건전성의 강화에 따른 효율적 자본이용의 필요성 증대, 금융기관간 경쟁의 심화로 인한 이윤마진의 감소와 이에 따른 수수료 중심의 영업운영 등과 같은 경제적 유인들과 아울러 금융기관의 새로운 환경에 대한 적극적인 대응, 폭 넓은 기관투자자의 기반을 들 수 있으며 금융감독당국의 진취적인 사고도 미국에서의 자산유동화 활성화에 주요 촉진요소로 작용하였다. 그러나 미국 자산유동화의 발전에 건인차 역할을 한 무엇보다도 중요한 요인은 정부지원 유동화 중개기관의 설립과 법률·회계·조세체계 등 적절한 하부구조의 확립을 통한 정부의 적극적인 지원을 들 수 있다.

자산유동화는 미국은행들이 대출에 따른 자산위험에 대한 노출을 보다 선별적으로 백할 수 있게 함으로써 대출자, 산업, 지역에 대한 위험노출을 보다 효율적으로 관리할 수 있게 해주었으며 기존의 고객대출을 驅逐함이 없이 자금을 조달할 수 있게 해주는 자금의 공급원으로서 중요한 역할을 했다. 한편 은행의 자금중개기능이 축소됨에 따라 자본시장을 이용한 기업의 직접금융 의존 비중이 높아졌으며 특히 1980년대 중반부터는 유동화전문기구의 일종인 conduit를 통하여 기업의 매출채권(receivables)을 근거자산으로 자금을 조달하는 매출채권의 유동화(receivable backed financing)가 기업의 주요 자금조달 수단으로 등장하였다.

미국을 제외한 국가들의 자산유동화 시장은 아직 협소하고 분산되어 있어 미국의 시장과는 커다란 차이를 보이고 있으나 최근 들어 새로운 자금조달수단으로서 자산유동화가 유럽, 중남미, 그리고 아시아의 여러 나라로 빠른 속도로 퍼져가고 있다. 이러한 세계적인 자산유동화시장의 급격한 성장은 금융시장 전반에 걸쳐 광범위하게 진행되고 있는 기능상의 특화(functional specialization)와 채권의 유동성을 제고하기 위한 금융혁신의 한 단면이라고 할 수 있으며 컴퓨터 기술의 발달로 인한 대규모 자료분석과 보다 정교한 모형을 이용한 분석은 이러한 금융혁신의 실현을 가능케 하는 중요한 견인차의 역할을 하였다.

### 3. 자산유동화의 경제적 효과

#### 가. 자산유동화의 이점

자산유동화는 기존의 자금조달수단과 비교할 때 여러 경제적 이점을 가지고 있다.

##### 1) 자금조달비용의 절감

자산유동화의 주요 효과로 자금조달비용의 절감을 들 수 있다. 자산유동화를 통한 자금의 조달은 자산보유자의 신용에 관계없이 결정되므로 신용등급이 낮으나 양질의 채권(receivable)을 보유하고 있는 금융 및 비금융기관은 화폐시장 또는 자본시장에서 자금을 직접 빌리는 것보다 자산유동화를 통해 자금을 조달함으로써 자금조달비용을 절감할 수 있다. 또한 일반적으로 특정기관이 발행할 수 있는 채권의 최대만기는 그 기관의 신용등급에 달려 있다. 그러나 자산보유자는 자산유동화를 통하여 기관의 신용도와 분리된 양질의 유동화증권을 발행함으로써 연금·보험과 같이 장기부채를 보유하고 있는 기관투자자들에게 그들이 선호하는 주식, 국채, 우량사채 등의 대체적인 투자수단을 제공하게 되고, 이로써 자금조달의 기간을 늘릴 수 있는 잇점을 가지게 된다.

##### 2) 자본의 효율적 이용

자산보유자와 유동화전문기구는 자산유동화를 통해서 모두 자본을 효율적으로 이용할 수 있게 된다. 일반적으로 유동화 전문기구는 여타 법인이거나 금융기관과는 달리 감가상각이 되는 고정자산이나 무수익자산과 같은 유희자산은 없고 대차대조표상 필요로 하는 적정자본금요건인 수익자산 즉 유동화자산만이 존재하며, 그 자산에 대해서만 위험도를 결정

하게 된다. 따라서 유동화전문기구의 부채/자본금 비율은 상대적으로 높을 수 있으며 적은 자본금만으로도 많은 액수의 자산을 인수할 수 있게 된다. 한편 자산보유자는 대차대조표상 자기자본비율의 증가로 투자여력이 발생하게 되고 이에 따라 자본이용의 효율성을 제고할 수 있으며 건전성 감독 차원에서 일정한 수준의 자기자본비율을 유지하여야 하는 금융기관은 대출채권보다 위험가중치가 낮은 유동화증권을 보유함으로써 규제자본(regulatory capital)의 요건을 낮추고 자본을 보다 효율적으로 이용할 수 있다.

### 3) 수익의 증대

자산유동화는 자산보유자가 채권을 창출하고 자산을 매각한 이후에도 유동화자산의 관리자 및 신용보완자의 역할을 수행할 수 있게 함으로써 추가적인 자본의 필요 없이 그들에게 수수료 수익과 자산유동화를 통한 초과수입 등 추가적인 수입원을 제공하며 이는 자본의 보다 효율적 이용을 가능케 함으로써 자본수익률을 증가시킨다.

### 4) 금융기관 위험관리 능력의 제고

자산유동화는 금융기관의 중·장기 자산과 이를 위한 자금조달 수단과의 만기를 연계시켜 줄 뿐만 아니라 이들간 이자의 지급과 통화단위를 연계시켜 줌으로써 금융기관에게 효과적인 자산-부채관리의 수단을 제공한다. 또한 자산유동화를 통하여 자산보유자는 신용위험에 대한 노출을 적절히 관리할 수가 있다. 자산유동화는 일반적으로 내부적인 신용보완의 경우와 같이 채무자에 대한 신용위험을 자산보유자로부터 투자자에게로 완전히 이전시키는 것은 아니다. 그러나 자산유동화는 자산보유자의 채무자 신용위험에 대한 노출을 일정한 수준으로 제약할 수 있고 자산보유자의 위험노출에 대한 보다 명확한 청사진을 제시하게 되므로

자산보유자의 사업계획 능력을 제고시킬 수가 있다.

#### 5) 부실자산의 신속한 정리

자산유동화는 부실자산의 정리에 도움을 줄 뿐만 아니라 미국 Resolution Trust Corporation(약칭 RTC)의 경험에서 볼 수 있는 것과 같이 부실화된 금융기관을 처리하는 데도 도움을 준다. 자산유동화기법은 부동산과 같은 유동성이 없는 대규모 자산을 비교적 단기간에 처분하는 것이 가능하며 대규모의 자산매각에 따르는 시장가격의 하락을 방지함으로써 부실자산의 매입에 투입된 공적자금의 회수에도 도움을 준다.

#### 6) 금융시장의 효율성 및 안정성 제고

자산유동화는 기능적 특화를 통하여 시장의 효율성을 증대시킨다. 자산유동화는 대출을 통한 채권의 창출(origination), 채권의 관리(administration), 자금의 조달(funding), 위험관리 등 자금의 증개에 있어서 요구되는 제 업무 및 과정을 기능별로 분리시키고 이를 각 부분의 전문가에게 일임함으로써 금융시장의 효율성과 신속성을 극대화한다. 또한 자산유동화를 위해서는 모든 거래와 절차의 정확한 기록과 문서화가 필수적이다. 자산유동화 과정에서 발생하는 모든 거래와 절차의 기록과 문서화는 금융기관의 경영실태와 그에 대한 성과를 명확히 드러내고 보다 정확한 분석을 가능케 하여 경영개선을 유도한다.

한편 유동화 자산은 유동화 과정에 연루된 여러 시장참여자(자산보유자, 투자은행, 신용평가기관, 투자자 등)에 의해 지속적인 주시를 받음으로써 자산에 내포된 위험이 보다 투명해지고 따라서 가격결정이 보다 효율적으로 이루어진다. 또한 자산유동화는 각 주체가 자신들이 비교우위에 있는 부분에 특화하고 자신들이 관리를 잘할 수 있는 위험만을 택

하게 함으로써 위험의 효율적인 배분을 유도할 뿐만 아니라 유동화 과정에서 위험을 정부 또는 중앙은행의 보호망(safety net)하에 있는 금융기관으로부터 최종투자자에게 이동시킴에 따라 조직적 위험(systematic risk)을 저하시키는 이점도 가지고 있다.

#### 7) 새로운 투자 및 자금조달수단의 제공

마지막으로, 자산유동화는 자산 및 그로부터의 현금의 흐름을 재구성하여 투자자의 구비에 맞는 새로운 투자수단을 제공하고 자산보유자에게는 새로운 자금조달수단을 제공한다. 특히 유동화증권은 듀레이션(duration)이 일반적으로 짧고, 신용등급 하락의 위험과 채권에 내재되어 있는 여러 옵션에 대한 노출이 상대적으로 제한되어 있으며, 회사채와 같은 대체적인 투자수단에 비하여 상대적으로 높은 수익률을 제공하는 등 바람직한 투자수단으로서의 여러 요소를 지녔다고 할 수 있다. 주택저당증권은 장기적인 주택자금의 안정적인 공급에 기여한다.

### 나. 자산유동화의 문제점

#### 1) 높은 비용

자산을 유동화하는 데는 여러 가지 비용이 수반되며 특히 자산유동화 거래의 초기에 요구되는 타당성 조사, 법률자문, 회계감사, 신용평가, 증권 발행, 신용보완 등에 지불되는 거래초기의 착수비용이 높다. 따라서 자산유동화와 여타의 자금조달수단과의 비용을 비교하여 자금조달방법을 결정하게 되는 자산보유자에게 자산유동화의 고비용 구조는 중요한 걸림돌로 작용할 수 있다. 특히 높은 초기의 착수비용으로 인하여 유동화 자산의 규모가 적은 영세 자산보유자의 경우 자산유동화에 대한 경제적 유인이 떨어질 수가 있다.

## 2) 기존 채권자와의 이해상충

자산유동화는 자산보유자가 파산시 채무의 변제에 충당될 수 있는 자산을 양도함으로써 기존 채권자의 권익을 침해할 수가 있으므로 자산보유자는 자산유동화에 앞서서 기존의 자금조달에 있어서 발생한 채무계약과 자산유동화를 위한 자산의 매각간에 상충되는 부분이 없는지 먼저 확인하여야 한다. 또한 자산을 유동화하고자 하는 금융기관 및 기업은 사전에 자산유동화 계획을 채권자에게 알리고 자산의 유동화가 기관의 재무 건전성과 신용등급에 악영향을 미쳐 채권자에게 피해를 입히지 않을 것임을 확신시키는 것이 바람직하다.

## 3) 대상자산의 제약

자산유동화가 모든 자산에 유용한 것은 아니다. 자산유동화는 여러 경제적 그리고 실용적인 이유로 동일한 종류의 자산에 적용되는 것이 일반적이며 특히 표준화되고 문서화가 정형화되어 있으며 통계적 분석이 가능한 동질적인 자산이어야 한다.

## 4) 제도 및 거시적 문제점

거시적인 측면에서 살펴보면 자산의 유동화로 인하여 은행과 은행대출의 역할이 줄어들어 따라 통화정책의 효율성이 저하되고, 금융중개 및 기업지배구조의 양상이 변화될 우려가 있다. 또한 자산유동화의 도입을 위한 법률, 회계기준, 조세 등의 금융하부구조의 변화는 기존의 금융·자본시장의 기반을 뒤흔들어 금융시장의 혼란을 야기시킬 수도 있다. 또한 상대적으로 유동화가 쉬운 우량자산만이 유동화됨으로써 은행의 재무구조가 더욱 악화될 수도 있으며, 자산이 유동화되고 채무자에 대한 신용위험이 투자자로 이전하게 됨에 따라 은행의 대출심사가 완화될 수

있다는 우려도 지적되고 있다.

#### 4. 자산유동화의 구조

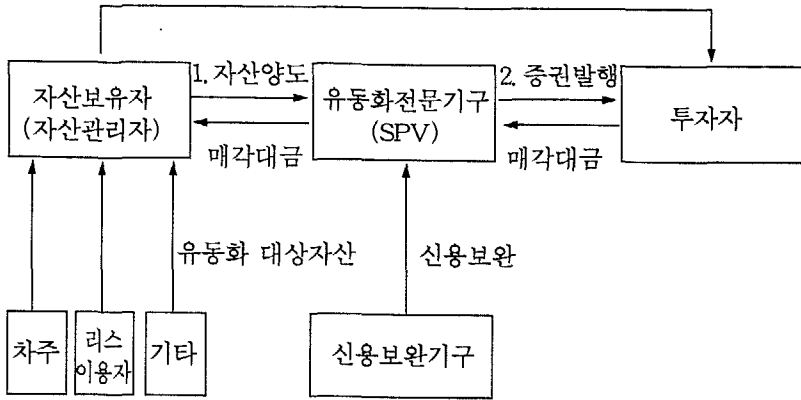
자산유동화 거래의 초점은 그 구조에 있다고 해도 과언이 아니다. 자산유동화의 구조는 일반적인 측면부터 세부적인 측면까지 다양한 측면을 내포하고 있다. 크게는 유동화전문기구의 형태, 유동화전문기구 소재지의 결정, 자산유동화 증권의 유형 등이 구조상의 중요한 문제라고 할 수 있으며 이러한 사항들의 결정은 해당국가의 법률, 회계, 조세 등의 하부구조에 많은 영향을 받는다. 한편 보다 세부적인 문제들로서 목표시장의 설정, 투자수단의 설계, 신용보완방법의 결정 등이 있으며 이러한 사항들에 대한 결정은 유동화 자산의 성격에 따라 달라질 수 있다.

##### 1) 기본구조

자산유동화의 기본구조는 다음과 같다.

- ① 자산유동화의 첫 단계로 자산보유자(originator)가 해당 자산을 유동화전문기구(Special Purpose Vehicle)에 매각하거나 신탁하여 자금을 조달한다.
- ② 유동화전문기구는 양도나 신탁받은 자산을 집합하고 이를 기초로 유동화 증권을 발행하게 된다. 이 경우 일반적으로 동 자산에 대하여 신용평가가 실시되며 높은 신용등급을 받기 위해서는 다양한 형태의 신용보완이 이루어진다.
- ③ 증권이 발행된 경우 근거자산으로부터 발생하는 원리금 또는 배당금을 모아 이를 투자자에게 배분하게 되는데 이때 일반적으로 자산보유자가 자산관리자(servicer)의 역할을 수행하게 된다.

[그림 II - 1] 자산유동화 구조



2) 자산유동화의 주요 관련주체 및 업무

가) 자산보유자(originator)

자산보유자는 신용등급의 향상, 재무구조의 개선 및 자본이용의 효율성 제고 등을 목적으로 유동화자산을 집합하여 특별목적기구에 양도함으로써 자금을 조달하는 주체로서 자격에는 제한이 없는 것이 일반적이다<sup>4)</sup>. 자산보유자는 자산유동화의 근기가 되는 자산을 보유·제공하는 주체로서 채권행위를 통하여 근거자산을 직접 창출하기도 하나 유통시장에서 채권을 매입함으로써 자산을 보유할 수도 있다. 그 어떤 경우라도 자산보유자는 자산에 대한 정확한 문서와 기록 및 실적을 보유하고 있어야 한다.

나) 특별목적기구(Special Purpose Vehicle)

SPV는 자산유동화를 수행하기 위해 설립된 실체를 가지지 않는 서류

4) 우리나라의 자산유동화법에서 규정하고 있는 자산보유자는 은행을 포함한 금융기관, 성업공사, 토지공사, 주택공사, 국제적 신뢰도가 높은 법인, 기타 대통령령이 정하는 자로 한정하고 있다.

상의 회사 또는 기구로서 자산보유자로부터 자산을 양도받고 이를 담보로 유동화증권(또는 자산담보부증권)을 발행하는 주체이며 회사, 조합, 신탁, 기타 특수법인 등의 다양한 형태를 가진다. SPV 설립의 주요 목적은 자산과 자산으로부터의 현금의 흐름에 자산보유자의 파산위험으로부터 분리·보호된 법적 지위를(bankruptcy remote status) 부여함으로써 유동화증권의 신용등급을 향상시키고, 분리된 자산과 현금의 흐름을 바탕으로 이를 효율적으로 재구성하며 이들의 신용을 보완하는 등 여러 경제적 행위를 하기 위함이다. SPV는 Anglo-Saxon 법체계의 수탁자(trustee)와 유사한 존재로서 신탁에서 자산의 소유권이 위탁자에게서 수탁자로 이전되는 것과 같이 자산의 소유권이 자산보유자로부터 SPV로 이전하게 된다. 미국의 경우 상속을 위한 신탁을 설립하기 위해서 제정된 법령이 SPV의 설립을 위해 적용될 수 있었으나 후에 SPV의 법적 지위를 구체적으로 인식하였다.

SPV의 법적 형태 및 성격은 해당 자산유동화계획의 특성, 설립비용 및 절차, 세제 등에 따라 결정되는데 그 형태에 따라 조합형, 신탁형, 회사형으로 나눌 수 있다. 조합형의 경우 법인격이 없으므로 설립 및 해산이 간편하다는 이점이 있으며 신탁형의 경우는 유동화자산을 신탁회사에 신탁하고 신탁회사가 수익증권과 같은 증서를 발행하여 투자자에게 판매하거나 신탁된 금전으로 그 자산을 매입하는 구조를 가진다. 회사형 SPV는 SPV가 주식회사·유한회사 등의 법인격을 가지고 매입한 자산을 근거로 주식 또는 출자증권 등 지분증권을 발행하거나 사채를 발행하는 구조를 가지고 있다. SPV는 보통 1회 발행 후 해산하는 경우도 있고, 한번 설립된 후 지속적으로 유동화 업무를 수행하는 경우도 있다.

유동화전문기구의 한 형태로서 단일 또는 복수의 자산보유자로부터 채권을 매입하고 이를 근거로 단기 화폐시장에서 상업어음(commercial paper : CP)의 발행을 통하여 자금을 조달하는 유동화 전문기구를 conduit이라고 한다. Conduit은 설립 및 운영비용이 여러 자산보유자에게 장기간에 걸쳐 나누어짐에 따라 비용의 절감을 꾀할 수 있고 자산

보유자가 익명을 유지할 수 있으며 conduit이 발행한 CP는 안정적인 투자기반을 가지고 있어 자본시장에서 직접금융을 통하여 자금을 조달하기가 어려운 영세규모 자산보유자의 단기자금 조달수단으로 널리 사용되고 있다.

SPV는 자산을 자산보유자의 파산위험으로부터 분리·보호하여 주지만 유동화증권의 신용도를 제고시키기 위해선 자산보유자의 파산위험으로부터의 분리뿐만 아니라 SPV 자체의 파산을 방지하고 투자자를 보호하는 장치를 마련하는 것이 중요하다. 이를 위해서 SPV가 유동화 계획 이외의 타 업무에 종사하는 것을 금지하고 유동화증권 이외의 다른 종류의 회사채 발행이나 자산을 담보로 이용하는 것을 금지하며 SPV의 파산신청과 업무변경에 대한 엄격한 규제·독립된 회계관리·타회사와의 합병 및 자산의 처분을 금지하는 등의 조치가 취해진다.

#### 다) 수탁자

SPV는 신탁의 형태를 취하거나 신탁에 의하여 소유될 수 있다. 이 경우 유동화전문회사는 유동화 대상자산에 대해서 신탁을 설정하고 수탁자는 유동화증권 투자자의 이익을 대변하여 자산 및 관련당사자의 안정성과 자산으로부터 창출되는 수익에 대한 투자자의 권리를 확보하기 위해 일을 한다.

#### 라) 신용평가기관

자산유동화를 통하여 발행된 유동화증권은 신용위험(credit risk), 유동성위험(liquidity risk), 시장위험(market risk), 조기상환위험(prepayment risk), 운영위험(operational risk) 등 여러 위험요소를 내포하고 있다. 자산유동화의 경우 유동화증권의 투자자가 자산보유자에 대한 청구권(recourse)이 없기 때문에 신용위험이 특히 중요하고 따라서 이를 평가하는 신용평가기관의 역할이 매우 중요하다고 할 수 있으며 대부분의 자산유동화는 1개 이상의 국내 또는 국제적으로 인정되는

신용평가기관으로부터 신용평가 및 신용등급을 받는다.

신용평가기관은 자산의 가치 및 자산으로부터 발생하는 현금의 흐름을 과거 자료를 이용한 여러 가지 시뮬레이션을 통하여 평가하고 이를 바탕으로 신용등급 및 특정한 신용등급을 얻기 위해 필요한 신용보완의 정도를 결정한다. 자산의 가치 및 현금의 흐름 이외에도 자산관리자의 내부통제 및 관리체제, 투자자 보호를 위한 법조항의 명시성, 회계정보의 신뢰성 및 투명성, 기타 신용보완 요인들이 신용평가기관의 신용등급 결정에 있어서 주요한 요인들로 작용한다. 신용평가 등급은 크게는 투자 적격과 투자 부적격의 양 등급으로 나누어질 수 있으며 단기와 장기에 따라 달라 질 수도 있다. 국제적인 신용평가기관으로서 Duff & Phelps, Fitch, Moody's, 그리고 Standard and Poor's 등이 있다.

#### 마) 신용보완기관(credit enhancing agencies)

유동화자산의 신용등급이 적절치 못할 경우 유동화증권의 원활한 유통을 위해서 신용보완이 필요하다. 신용을 보완하는 방법으로는 내부적 및 외부적 방법이 있다. 내부적 신용보완으로는 선순위채권(senior debt)·후순위채권(subordinated debt)을 발행하고 자산보유자가 후순위채권을 인수하는 방법이 있으며<sup>5)</sup> 그 외에도 유동화증권의 발행액을 담보가치 이하로 발행(overcollateralization)하거나 현금담보구좌(cash collateral account)를 설치하는 등의 방법이 존재한다. 외부적 신용보완은 보험회사나 은행, 정부기관 및 국제기구(supernational institutions) 등의 외부 신용보완기관으로부터 부분적(partial guarantee) 또는 전체적(wrap-around)인 신용보증을 받는 것으로 이 경우 유동화증권의 신용등급이 신용보완기관의 신용등급보다 높을 수 없

---

5) 이 경우 자산이 자산보유자로부터 SPV로 진정하게 매각되었느냐(true sale)에 대한 법률 또는 규제상의 문제가 발생할 수 있다. 자산유동화가 가장 발달한 미국에서는 금융기관이 자신이 보유한 유동화자산의 후순위채권을 보유하지 않는 것이 일반적이다. 선순위유동화채권은 공모로 발행되고 후순위유동채권은 사모로 발행되기도 한다.

다는 'weak link rule'이 적용된다. 미국에서는 신용보완만을 전문으로 하는 전문신용증대기관(monoline insurer)이 발달하였으며 이들 기관들은 모두 AAA의 신용등급을 유지하고 있다<sup>6)</sup>.

바) 자산관리자(servicer)

SPV는 유동화증권의 발행주체로서 채권을 추심하고 담보권을 직접 실행하여야 하지만 실제적으로는 유동화자산을 자산보유자로부터 분리하기 위해 세워진 법적 수단에 불과한 서류상의 회사이므로 스스로 유동화자산에 대한 관리업무를 수행하는 것이 곤란하다. 따라서 SPV의 자산 및 자산의 현금흐름을 관리하는 자산관리자의 역할이 필요하다. 자산관리자는 채권의 추심, 채무 불이행시의 집행업무, 부동산의 매각, 임대료 수수 등의 업무를 수행하게 되는데 대부분의 경우에는 자산보유자가 자산관리자의 역할을 담당하게 된다. 외국의 경우에는 이를 전문적으로 하는 기관들이 존재하기도 한다.

사) 주선기관(Arranger)

성공적인 자산유동화 거래를 위해서는 자산유동화 과정의 여러 측면에 대한 전문지식을 보유하고 있는 전문가 집단의 도움이 필수적이다. 이 중에서 특히 주가 되는 주체는 주선기관(arranger)이다. 주선기관은 자산유동화의 전과정에 걸쳐 관련되는 유일한 외부기관으로서 자산보유자에게 자산유동화거래를 제안하고 이에 대한 자료를 수집하고 분석하여 이의 경제적 타당성 여부를 타진하고 유동화증권의 판매와 유통시장에서의 거래를 지원한다. 또한 주선기관은 자산유동화에 연루된 여러 전문가 집단의 활동을 적절히 조절·관리하여 자산유동화가 효율적이고

---

6) Moody's Investor Services에 의하면 1986~1995년 기간 동안 발생한 자산담보부 증권(ABS)의 신용등급 하락의 대부분은 관련 신용보완기관의 신용등급 하락에 기인한 것으로 조사되고 있다(Bhattacharya and Fabozzi 1996).

비용 경제적으로 이루어질 수 있도록 하는 데 중요한 역할을 한다. 우리나라의 경우 자산보유자가 이러한 업무를 모두 수행하는 것으로 인식되는 경우가 있으나 자산보유자는 유동화 과정에서 하나의 당사자에 불과하고 그 업무는 증권회사 등 전문회사에 맡기는 것이 바람직하다.

#### 아) 변호사, 회계사

주선기관 이외의 주요 관련 전문가 집단으로서 투자자에게 법률자문을 제공하는 법률고문을 들 수 있다. 변호사는 자산유동화 계획의 수립에서 거래의 종결까지 관련된 모든 법률문제를 검토함으로써 법적인 측면의 타당성을 검증하고 각종 계약서를 작성하며 최종적으로 법률의견서를 발급한다.

자산유동화 거래에 수반되는 자산보유자의 회계처리와 유동화 전문가의 감사를 위한 회계전문가의 역할도 중요하다. 회계전문가는 유동화 자산 및 자산보유자의 재무제표를 분석하고 주선기관 및 신용평가기관의 자산 실사를 지원하는 역할을 한다.

### 3) 자산유동화의 대상범위 및 유동화증권의 형태

#### 가) 대상범위

자산유동화의 대상범위에 대해서는 일반적으로 특별한 제약은 없지만 자산유동화의 경제적 이점과 특성을 고려할 때 다음과 같은 특성을 가진 자산이 적합하다. 첫째로 서류의 양식이 정형화(standardization)되어 있고 채권의 형태가 동질적(homogeneous)이어서 자산을 집합시키기 용이하다. 둘째로 신용의 특성을 이해하기 쉽고 상환형태가 명확하며 현금흐름의 예측이 가능하다. 셋째, 상환 연체를 및 채무 불이행률이 높지 않고 과거의 자료를 이용하여 이들을 추정할 수 있다. 넷째, 차입자가 광범위하게 분포되어 있어 위험의 분산을 꾀할 수가 있다. 이런 요건을 만족하는 유동화자산의 예로는 주택저당채권, 리스채권, 자동차 할부채

권, 신용카드채권 등을 들 수 있다.

(1) 주택저당채권(Mortgages)

주택저당채권이란 특정한 부동산을 담보로 미리 약정된 계약에 따라 일정액의 원리금을 지급받는 대출채권을 말하며 주택저당증권(Mortgage Backed Securities)은 주택저당채권의 집합을 근거로 발행되는 유동화증권을 지칭한다. 주택저당증권시장은 미국을 중심으로 발달하였으며 미국의 자산유동화는 주택저당증권을 시작으로 여타 담보자산의 유동화로 확대·발전되어 왔다<sup>7)</sup>. 미국의 주택저당채권 유통시장은 최초의 주택저당증권이 발행되기 이미 오래 전부터 존재하여 지역간의 자금 편중을 완화하는 데 기여해 왔으나 유동성의 결핍과 높은 거래비용으로 인하여 전체적인 자금조달 제약을 크게 향상시키지는 못하여 왔다. 주택저당증권을 통한 주택저당채권의 유동화는 주택저당채권의 유통시장을 촉진시켜 주택금융자원의 기반을 과거의 주택금융기관으로부터 금융기관 전반 및 일반투자자에게로 확산시킴으로써 주택자금의 안정적인 공급에 크게 기여하였다<sup>8)</sup>.

원칙적으로 주택저당증권의 근거자산으로 거주용(residential) 또는 상업용(commercial) 주택저당채권 등 모든 종류의 주택저당채권이 사용될 수 있으나 현재 발행·유통되고 있는 대부분의 주택저당증권은 거주용 주택저당채권의 유동화증권이다. 주택저당대출채권은 정기적으로 원리금이 지급되므로 채무형 증권(debt securities)을 발행하는 것이 적합하며 증권의 만기는 채무 불이행시 채권회수절차에 소요되는 시일을 감안하여 주택저당대출채권의 집합 중에서 가장 장기인 채권보다 적어도 2년여 정도 긴 것이 일반적이다. 주택저당증권은 증권의 성격에 따라 크게 자동이체형 주택저당증권(Mortgage Passthrough Securities), 원리금 이체형 주택저당증권(Collateralized Mortgage Obligation ;

---

8) 주택저당증권의 발달과정에 대한 보다 자세한 내용은 제5장 미국의 유동화제도를 참조.

약칭 CMO), Stripped 주택저당증권으로 나눌 수 있으며 원리금 이체형 주택저당증권과 Stripped 주택저당증권은 일반적으로 파생주택저당증권(Derivative MBS)이라고 한다.

#### (2) 신용카드채권

신용카드채권은 카드대금채권<sup>9)</sup>과 카드론채권<sup>10)</sup>으로 나눌 수 있으며 몇 개월 단위로 상환과 차입을 반복하는 특성을 가지고 있다. 따라서 신용카드채권의 유동화증권을 발행하기 위해서 일정기간 동안 매월 회수된 카드결제대금을 신규 채권의 매입·교체에 재투자하여 담보자산의 만기를 연장하는 것이 일반적이며 유동화구조를 설계하는 데 있어서 자산의 양도가 현재의 채권뿐만 아니라 미래의 채권도 양도할 수 있게 하는 것이 중요하다(박훤일 외, 1999). 신용카드채권은 채권발생의 변동폭이 매우 크기 때문에 CP(Commercial Paper)가 가장 적합하나 자산의 축적단계와 분할상환단계의 두 단계를 거치는 마스터 신탁구조에 의한 장기발행도 가능하다(박훤일 외, 1999).

#### (3) 대출채권

미국에서 대출채권의 유동화는 1980년대 재무상황의 악화로 인하여 어려움을 겪고 있던 금융기관들이 자기자본비율과 자본이용의 효율성을 제고하기 위한 수단으로 이용되기 시작하였다. 자산보유자인 금융기관은 대출채권의 자산유동화를 통하여 자기자본이익률(ROE)과 부채비율을 개선하고 수익성과 자산/부채관리의 효율성을 제고할 수 있다.

#### (4) 리스채권

최초의 리스자산 유동화는 1985년의 Sperry사의 컴퓨터 리스채권이였다. 리스채권의 유동화는 SPV에 장래의 리스료 채권만을 양도하는 방법과 리스대상물과 리스료 채권을 모두 양도하는 방법이 있으며 금융리스(finance lease)와 운용리스(operating lease)에 의한 리스채권

9) 생활의 편의상 카드를 사용함으로써 발생하는 채권.

10) 카드로 대출을 받고 매달 원금 일정액을 상환하면서 미상환 잔액의 이자를 지급하는 채권.

모두의 유동화가 가능하다. 그러나 리스채권은 신용카드나 자동차대출 자산과 비교하여 자산의 동질성이 낮아 포트폴리오의 구성이 어렵고 자산관리업무 부담이 큰 편이며 채권의 특성상 조세문제가 또한 걸림돌로 작용할 수 있다.

(5) 매출채권(trade receivable)

매출채권은 고객에게 상품·서비스를 제공함에 따라 발생하는 외상매출채권을 말하며 자산유동화가 가장 많이 이용되는 자산 중의 하나이다. 매출채권도 채권의 만기가 주로 단기이고 변동폭이 큰 자산의 집합이라는 점에서 신용카드채권과 유사하며 주로 conduit을 통한 CP의 발행을 통하여 유동화 한다.

(6) 장래채권

장래에 확실히 발생하리라고 예견되는 채권을 근거자산으로 자금을 조달하는 방법으로 채권금액이 일정수준에 달하는 특정시점까지는 자산의 이전이 일어나지 않는다. 그러므로 장래채권이 발생하여 자산보유자의 대차대조표에 올라 양도되기 전까지는 부외유동화가 아니다. 장래채권의 유동화는 석유·커피·철강과 같은 상품의 수출과 관련된 고정 물량의 장기적·반복적 공급계약에 따른 상품대금 채권과 같이 채권의 규모가 확정적이거나 최소규모를 사전에 확정지을 수 있는 경우와 전기·통신요금 채권·티켓 판매대금 채권·근로자임금 송금채권 등과 같이 가변적인 미래 현금흐름에 대한 유동화가 있다.

(7) 기타

이 밖의 유동화 대상자산으로서 자동차 할부대출채권과 공공기관의 학자금 대출, 정부조달 납품계약, 전력요금 등 공공부분 소유자산이 있으며 최근 들어 자산범위가 더욱 확대되어 상대적으로 유동화가 어려운 상업용 부동산, 다세대주택 등의 부동산뿐만 아니라 연예인이나 스포츠스타들의 명성이나 전속계약권 등을 담보로 한 유동화증권의 발행이 이루어지고 있다.

## 나) 유동화증권

유동화자산을 담보로 발행되는 유동화증권은 주식, 출자증권, 회사채, 기업어음, 수익증권 등 여러 형태로 발행될 수 있다. 담보의 종류에 따라 크게 주택저당증권(MBS)과 기타 자산담보부증권(ABS)으로 분류할 수 있으며 기타 자산담보부증권의 종류로는 신용카드의 납입금, 자동차 할부금, 상업용 건물 대부금, 리스채권, 학생대출금 등의 유동화증권을 포함하여 CLOs(Collateralized Loan Obligations), CBOs(Collateralized Bond Obligations)<sup>11) 12)</sup>, HELs(Home Equity Loan Securities) 등이 있다.

유동화증권은 또한 기초자산의 위험전가 방법에 따라 사동이체식증권(pass-through security)과 원리금이체식증권(pay-through security)으로 구분할 수 있다<sup>13)</sup>. 사동이체식증권은 대출채권을 집합화하여 신탁회사에 신탁하고<sup>14)</sup> 그 집합의 일정지분을 표시하는 수익증권을 발행함으로써 원채권에 대한 변제가 그대로 투자자에게 이전되는 형태를 말한다. 이 경우 자산관리자는 회수된 자금(원리금 + 만기전 상환(prepayment))을 비례적으로 할당하여 투자자에게 전달하며 집합자산의 소유권은 투자자가 갖게 된다. 원리금이체식증권은 유동화자산을 담보로 채권을 발행하는 것으로 이 경우 유동화자산의 소유자는 SPV가

11) CLO와 CBO는 각각 은행의 기업대출과 고금리 회사채 포트폴리오를 기초자산으로 발행된 유동화증권으로 여타 대출관련 자산유동화 행위는 자본의 효율적 이용이 주요 동기인 반면 CLO와 CBO는 裁定去來(arbitrage transactions)의 성격이 강하다. 특히 CLO는 최근 유럽에서 발행되는 자산담보부증권 중 큰 부분을 차지하고 있다.

12) CBO는 투자 부적격 고수익사채(junk bond)를 근거자산으로 발행되는 투자적격등급의 유동화 증권으로서 그 기본개념은 CMO와 유사하나 증서(tranche)가 만기가 아닌 신용등급에 의하여 구분된다는 점에서 차이가 있다. CBO는 많은 양의 junk bond를 보유하고 있는 투자자가 포트폴리오의 규모를 줄이고 junk bond 투자자의 기반을 확대하기 위하여 개발되었다.

13) 이 용어들의 번역은 신성환·배철호(1995)를 따랐다. pass through 증권과 pay-through bond의 특성에 대한 보다 자세한 내용은 제V장의 미국의 조세부문을 참조하라.

14) 이 경우 수여자신탁(grantor trust)을 사용한다.

되므로 유동화증권의 소유자가 자산에 대한 권리를 보유하고 있는 자동 이체식증권과는 위험전가 방식이 다르게 나타나며 이러한 차이는 조세에 있어서 중요한 의미를 가지게 된다. 원리금이체식 유동화증권은 mortgage bond와 같은 담보부사채와 유사하다고 할 수 있으나 유동화 자산의 현금흐름과 유동화증권의 원리금상환이 밀접하게 연계되어 있다는 점과 자산이 자산보유자(originator)의 대차대조표로부터 SPV로 이전되었기 때문에 채무자에 대한 신용위험이 투자자에게로 이전된다는 차이점이 있다<sup>15)</sup>. 1983년에 처음 소개된 후 폭발적으로 증가해온 CMOs(Collateralized Mortgage Obligations)<sup>16)</sup>도 원리금이체식 유동화증권의 일종이다. CMOs는 자동이체식 주택저당증권이 가지는 역볼록현상(inverse convexity)<sup>17)</sup>을 해결하기 위해 개발된 주택저당증권의 일종으로 자동이체식 주택저당증권을 담보로 하여 여러 계층(multi-class)의 유가증서(tranche)를 발행하고 미리 정해진 순서대로 자산으로부터의 원리금을 지급함으로써 조기상환위험을 관리할 수 있는 능력을 향상시켜 준다.

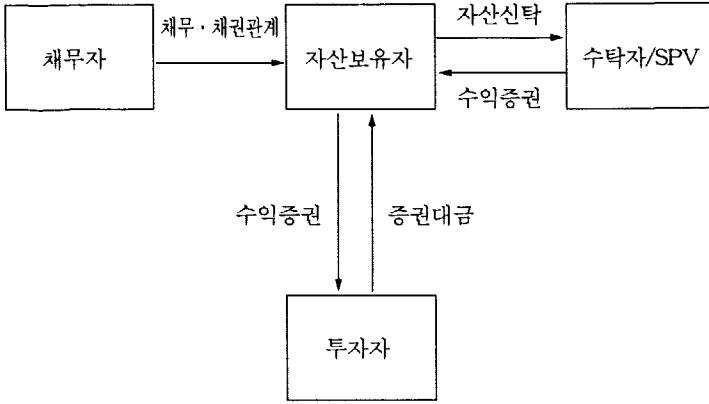
---

15) mortgage bond와 같이 자산보유자가 직접 발행하는 원리금이체식채권도 원리금이체식유동화증권이라고 할 수 있으나 이 경우의 자산유동화는 부외유동화(off-balance securitization)가 아니므로 본 논문에서 취급하는 협의의 자산유동화증권이라 할 수 없다.

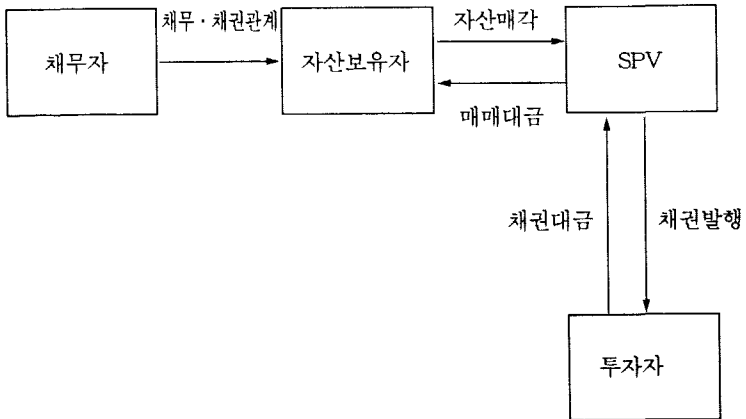
16) CMO를 신성환·배철호(1995)는 주택담보부 채무증서, 윤승한(1998)은 복층형주택저당증권이라 각각 번역하고 있다.

17) 일반적인 회사채의 가치는 금리가 하락함에 따라 증가하지만 주택저당채권과 이를 담보로 발행된 자동이체 주택저당증권은 금리가 하락함에 따라 채권이 만기 전 상환될 수 있으므로 가격이 하락할 수 있다.

[그림 II -2] 패스-스루 증권 발행의 구조도



[그림 II -3] 페이-스루 증권발행의 구조도



## 5. 자산유동화를 위한 제도적 기반

자산유동화의 성공적 도입을 위해서는 이를 위한 법적 근거를 마련하는 것과 자산유동화를 비용 경제적으로 수행할 수 있는 회계, 조세 및 규제체계 등의 하부구조를 설립하는 것이 무엇보다도 중요하다. 그러나 자산유동화를 도입하고 촉진시키기 위한 하부구조의 변화는 금융시장을 교란하고 기존의 금융체제와 충돌이 일어나는 등의 여러 가지 문제를 야기할 수도 있다. 실제로 1980년대 이후 여러 OECD국가들의 경험에서 볼 수 있듯이 변호사, 감독규제기관, 투자자가 모두 만족할 수 있는 하부구조를 수립하는 데는 많은 시간과 여러 시행착오를 겪어왔으므로 이에 대한 지속적인 개선이 불가피하다. 본절에서는 자산유동화의 성공적인 도입을 위해 선행되어야 할 법적·제도적 하부구조의 제 측면을 간략히 살펴보고자 한다.

### 가. 법적 기반

자산유동화를 위한 근거법의 설정에 있어서 현재에 사용되고 있는 자산유동화체제의 대부분이 미국에서 개발되었기 때문에 미국의 법령이나 관행을 쫓아가고 있는 실정이다. 그러나 미국의 기법을 다른 체제에 적용하는 데 있어서 여러 문제가 발생할 수 있다. 예를 들어 여러 국가의 법률체계하에서 SPV와 같이 자산보유자의 파산위험으로부터 분리·독립된 법적 지위를 가진 기관을 설립하는 데 어려움이 있으며, 이 경우 법령을 개정하거나 법령의 새로운 해석을 할 필요가 있게 된다<sup>18)</sup>. 채권의 이전이 법적으로 또는 실질적으로 가능한가 하는 문제 또한 중요하다. 채권의 이전이 법적으로 가능하더라도 채무자가 이를 반대할 수 있는 권

18) 예를 들어 프랑스는 SPV와 여러 측면에서 유사하나 프랑스의 법률체계에 보다 적합한 Fonds Communs de Creances(FCC)의 설립을 위해 법률을 개정하였다.

리를 가질 수 있으며 자산보유자가 채무자에게 채권이전의 목적에 대해 통보하는 것을 의무화하는 경우도 있다. 그러나 실제로 자산유동화가 적합한 자산들은 대규모의 채무자로부터 발생하는 동질적인 채권들인 관계로 개별적인 통지가 어렵고 많은 비용이 소모되므로 자산유동화의 활성화를 위해서는 이에 대한 법적 보완이 이루어져야 한다. 예를 들어 자산유동화 초기의 일본이나 스위스 주택저당채권의 경우 차입자 전체의 개별승인을 획득하여 유동화증권을 발행하도록 하였으나 최근에는 민법상의 채무자 보호 조항을 완화하여 대개의 자산보유자들이 최초 대출시 미리 양도 동의를 포괄적으로 받아두는 방식을 취하고 있다.

SPV로의 채권의 이전이 자금조달(financing)이 아닌 '진정한 매각(true sale)'으로 인정될 수 있는 명확한 법적 기준의 마련도 중요한 문제이다<sup>19)</sup>. 채권의 이전이 '진정한 매각'으로 인정되지 않을 경우 자산보유자가 파산하거나 회사정리절차에 들어가면 유동화자산이 법적으로 파산재단이나 정리회사에 귀속될 수 있으므로 이는 자산유동화의 커다란 걸림돌로 작용할 수 있다. 자산보유자는 변호사로부터 자산의 양도가 자산보유자의 파산에 영향을 받지 않는다는(non-recourse) 법률의견서를 획득하여 이해관계자에게 제시하는 것이 필요하다. 이 밖에도 채무자의 프라이머시 및 자산보유자에 대한 기존 투자자의 보호 등이 자산유동화를 위한 근거법의 설정에 있어서 고려되어야 할 중요한 사항이다.

## 나. 회계기준

자산유동화를 위한 회계 및 규제요건 중 중요한 것은 첫째, 자산유동화와 연관된 금융기관의 특정 업무활동이 대차대조표상 부외항목으로 처리(off-balance sheet treatment)가 가능한가 하는 문제이다. 자산

---

19) 일반적으로 진정한 매각의 판단기준은 자산보유자의 양도자산에 대한 권리의 포기, 자산보유자에 대한 상환청구권(recourse)의 존재 유부, 양도가격의 적정성, 양도자산의 부외처리(off-balance sheet treatment)의 여부 등이 있다.

의 유동화가 이루어지기 위해선 SPV로 이전된 자산이 회계상으로 자산 보유자의 대차대조표로부터 분리되었다는 것, 즉 SPV로의 자산의 이전이 회계상으로 자금조달(financing)이 아닌 실질적인 자산의 매각(sale)으로 인정되어야 하며 이는 '진정한 매각'의 법적 판단기준에 있어서도 중요한 요인이 된다. 둘째, SPV와 자산보유자의 회계를 연결대상으로 처리해야 하는가의 문제가 있으며, 셋째, 자산보유자가 잔여지분을 보유하는 경우 동 지분의 평가 및 수익인식을 어떻게 해야 하는가 또한 중요한 문제라고 하겠다.

회계와 관련된 또 하나의 주요한 문제는 회계절차의 투명성이다. 유동화증권의 신용등급을 올바르게 평가하기 위해서는 유동화증권의 기초자산에 대한 올바른 회계정보의 존재가 무엇보다도 중요하다. 특히 점차 세계화 되어가고 있는 자본시장에서 자산유동화를 통하여 자본을 조달하기 위해서는 국제적인 기준에서 회계절차의 투명성을 확보하는 것이 중요하다. 회계의 투명성 및 충분한 정보가 확보되지 못할 경우 이는 자산유동화의 비용을 증가시키고 자본조달수단으로서 자산유동화의 경제적 타당성을 저하시켜 자산유동화의 활성화를 저해하는 요인으로 작용할 수 있기 때문이다.

#### 다. 조세체계

자산유동화의 구조를 결정하는 데 있어서 가장 중요한 요소 중의 하나가 조세의 문제이다. 조세는 자산의 유동화에 수반되는 제거래의 비용에 중요한 영향을 미침으로써 자산유동화의 경제적 타당성 및 특정한 자산유동화 구조의 결정에 중요한 역할을 한다. 특히 자산유동화는 자금조달을 위한 새로운 금융거래기법으로서 그 구조와 목적이 일반적인 거래와 다른 점이 많기 때문에 기존의 조세체계는 자산유동화에 커다란 장애요인으로 작용할 수 있으며 미국을 포함한 선진국가들은 자산유동화를 촉진하기 위하여 기존 조세체계의 정비 및 세제혜택을 시행하여 왔다.

효율적인 자산유동화의 활성화를 위해서 고려되어야 할 조세체계 정립의 주요과제는 자산유동화로 인하여 조세부담이 커지지 않도록 하는 것과 조세귀착의 위험을 관련 주체들간에 적절히 배분하는 것이다. 자산유동화 관련 조세체계의 정립에 앞서 조세당국은 기존의 조세체계가 자산보유자, 유동화전문기구, 그리고 투자자에게 미치는 효과를 면밀하게 분석하고 기존 조세체계의 기본적인 틀 안에서 경제적이고 효율적인 자산유동화가 이루어질 수 있는 조세체계의 개선방안을 강구해야 할 것이다.

자산유동화와 관련된 과세문제는 크게 유동화전문기구에 대한 과세, 자산보유자에 대한 과세, 그리고 유동화증권의 투자자에 대한 과세로 나누어서 볼 수 있다.

#### 1) 유동화전문기구에 대한 과세

일반적으로 유동화전문기구에 대한 과세는 유동화전문기구의 법적 또는 과세목적상의 분류, 그리고 유동화전문기구가 발행하는 유동화증권의 종류 및 성격에 따라 달라질 수 있으나 일반적으로 법인의 경우 법인세 과세의 대상이 된다. 그러나 유동화전문기구는 영업이득의 추구를 목적으로 설립된 적극적인 영리법인 아닌 자산의 유동화를 위한 서류상의 법인이므로 법인세의 부과가 면제되거나 법인세가 부과될 경우 자산유동화 과정에서 발생하는 비용은 유동화전문기구의 세금에서 공제되어야 한다. 한편 채권의 채무자로부터 유동화전문기구에 지불된 이자에 대한 원천과세가 문제가 될 수도 있다.

#### 2) 자산보유자에 대한 과세

자산보유자에 대한 과세는 조세의 목적상 자산보유자와 유동화증권을 발행하는 특별목적기구가 종합과세가 되느냐 또는 분리과세가 되느냐

여부 그리고 자산의 양도가 조세의 목적상 자금조달(financing)로 처리되느냐 또는 자산매각(sale)으로 처리되느냐에 따라 발생소득 인식 및 과세의 시점이 달라질 수 있다. 과세목적상 채권의 양도가 자산매각으로 처리될 경우 거래와 동시에 양도차익이 실현되고 이에 대한 과세가 징수되게 되는 반면 채권의 양도가 자금조달로 인식될 경우 거래로부터 소득이 발생하는 시점에 따라 자산의 유효기간에 걸쳐 과세가 이루어지게 된다. 거래 전기간에 걸친 자산보유자의 예상과세액은 자산의 양도가 자금의 조달 또는 자산매각으로 인식되느냐에 관계없이 커다란 차이를 보이지 않을 것이나 자산보유자의 현금흐름 및 이자 비용 등을 감안할 때 자산보유자는 세금의 납부를 지연하는 것을 선호할 것이며 따라서 자산보유자의 입장에서는 자산의 양도가 조세목적상 자금조달로 분류·처리되는 것이 유리하지만 자금조달로 처리받기 위한 경제적 비용이 클 수가 있다(Blum and DiAngelo, 1996). 이 밖에도 일반적으로 자산관리 등 자산보유자가 제공하는 서비스의 수수료에 대해 부가가치세가 과세된다.

### 3) 유동화증권 투자자에 대한 과세

투자자에 대한 과세는 투자자의 성격 및 발행증권의 종류에 따라 달라지며 투자자의 이자·배당·양도차익 등에 대한 세금의 원천징수, 신고납부의 필요성 또는 면세 여부는 유동화전문기구가 소재한 국가의 내국세법과 조세조약에 따라 결정된다. 외국인 투자자가 자산소재지에 고정사업장을 두고 있으면 원천징수과세가 없는 대신 당해 사업장에 귀속되는 소득으로서 법인세가 부과되는 경우도 있다.

### 4) 기타

자산양도와 관련하여 인지세·등록세 등의 거래세(transfer tax)가

부과될 수도 있으며 이러한 거래세는 다단계 거래구조를 가지고 있는 자산유동화의 구조를 더욱 복잡하게 만들 뿐 아니라 비용을 증가시켜 자산유동화의 커다란 장애요인으로 작용할 수 있다.

## 라. 기타 고려 사항

이 밖에도 채권계약의 적절한 문서화 및 정형화, 자산유동화를 적절히 지원할 수 있는 back-office 체제의 개발, 채권시장의 수요기반 확충, 신용평가능력의 제고 및 평가기관의 육성, 그리고 금리의 현실화도 자산유동화의 성공적 도입을 위해 구축되어야 할 주요 하부구조들이다.

자산유동화의 성공적 도입과 발전을 위해서는 본장에서 언급된 하부구조의 구축이 필수적이나 적절한 하부구조의 개발이 반드시 미국에서와 같은 자산유동화의 성장을 의미하는 것은 아니다. 자산유동화의 발전은 적절한 하부구조의 구축뿐만 아니라 자산유동화를 필요로 하는 경제적 유인의 존재도 중요하다. 예를 들어 자산유동화는 금리의 변동이 심하여 금융기관의 자산/부채관리(Asset Liability Management)가 어렵거나, 금융기관이 심한 부실자산분제를 겪고 있을 때, 기존 주택금융의 공급이 미흡하거나 수요를 충족하지 못할 때, 그리고 직접금융이 발달한 나라일수록 발달 가능성이 높다. 반면 금융기관들의 자기자본비율이 높고 건실하며 자산/부채간의 듀레이션 불균형을 관리할 수 있는 수단이 존재하면 그만큼 자산유동화의 유인이 저하된다고 할 수 있다.

### Ⅲ. 우리나라의 자산유동화제도

#### 1. 개요

##### 가. 자산유동화제도의 도입배경

자산유동화제도는 미국, 유럽 등 금융선진국에서는 이미 보편화된 자금조달 수단이며 그 비중도 계속 확대되고 있는 추세이다. 우리나라에서는 1997년부터 일부 종금사를 중심으로 자산유동화를 위한 작업이 추진되었으나 외환위기의 발생으로 인하여 계획 자체가 무산된 바 있다. 그러나 IMF체제하에서 강도 높게 추진된 금융기관 및 기업의 구조조정과정에서 발생한 부실채권의 정리, BIS 자기자본비율의 충족 등 금융기관에 대한 건전성 감독의 강화, 안정성이 높은 금융상품에 대한 투자수요의 증가 등으로 인해 자산유동화의 중요성에 대한 인식이 급증하게 되었다. 이는 자산유동화가 구조조정에 소요되는 비용을 국내외 투자자들로 부터 쉽게 조달할 수 있는 제도적 장치로서 재정 부담 및 사회적 비용의 최소화에 기여하며, 금융기관의 효율적인 자산부채관리를 통한 위험관리능력의 제고에도 기여할 수 있는 등 많은 장점을 가지고 있기 때문이다. 아울러 자산유동화는 침체된 부동산 경기를 되살리고 주택금융을 활성화하여 장기주택자금의 안정적인 공급에 기여하는 등 여러 측면에서 그 필요성이 인정되었다.

이에 정부는 자산담보부증권(ABS : Asset Backed Securities)의 발행을 위한 특별법 제정을 추진하여 1998년 9월 16일 총 6장 42조로 이루어진 자산유동화에 관한 법률을 시행하기에 이르렀다. 1998년 11월 13일에는 자산유동화법에서 위임된 사항과 실무적인 업무처리 절차 및

방법 등을 기술한 자산유동화업무처리에 관한 규정을 제정하여 공포하였다. 동 규정은 1999년 5월 21일 한 차례 개정되었는데 이는 중소기업진흥사업을 목적으로 하는 법인을 자산보유자의 범위에 포함시킴으로써 중소기업의 자금조달을 지원하기 위해 자산유동화증권을 발행할 수 있도록 하기 위한 것이다.

특기할 사항은 그동안 별도의 법률로 입법이 추진되어 오던 부동산저당채권담보부증권(MBS : Mortgage Backed Securities)의 유동화 문제도 이 법안이 추진되는 과정에서 통합되었다는 것이다. 그 이유는 주택저당채권을 일반자산의 유동화와 구별하여 독립적인 법안을 만드는 것이 무의미하다고 판단되었기 때문이다. 그러나 주택저당채권은 본질적으로 그 기간이 장기인데다 국가가 정책적으로 지원해야 하는 성질을 갖고 있다는 점에서 이의 유동화를 진담할 중개회사에 대해서만 달리 규정한 주택저당채권유동화회사법을 1999년 1월 통과시켰다. 따라서 주택저당채권의 유동화는 유한회사인 유동화전문회사 또는 신탁회사를 통해서도 할 수 있지만 별도의 법에 따라 설립된 주식회사인 주택저당채권유동화중개회사를 통해서도 할 수 있게 되었다.

#### 나. 자산유동화법상의 자산유동화의 개념

자산유동화란 대출채권 등의 자산을 보유한 자가 운용자금을 조기에 회수하기 위하여 다수의 채권을 모아 제3자에게 매각하거나 동 채권을 기초로 증권을 발행하여 투자자들에게 분배하는 것을 말한다. 그러나 우리나라의 자산유동화법은 기본적으로 자산유동화를 촉진하기 위하여 여러 가지 특례조항을 두고 있으며 이에 그 개념을 매우 한정적으로 열거하고 있다. 즉, 자산유동화의 범위를 유동화전문회사 또는 신탁회사와 같은 특수목적회사를 매개로 한 증권화(asset securitization) 방법으로 제한하고 있다. 이와 같이 중개기관을 통하도록 한 취지는 유동화의 기초자산을 독립된 별개의 법인에 대한 양도 또는 신탁의 범리로써 보장

함으로써 자산보유자의 파산으로부터 투자자를 보호하고 자산유동화의 원활화를 기하려는 것이다. 나아가 전업 외국법인을 중개기관에 포함시킨 것은 해외에서의 증권화를 위한 것으로 이해할 수 있다.

자산유동화법은 금융기관 또는 기업이 보유한 자산에 대하여 유동화를 지원 내지 촉진하기 위하여 여러 가지 특례조항을 두고 있으며, 이에 동법에서는 자산유동화의 개념을 매우 한정적으로 열거하고 있다. 즉, 자산유동화법에서는 자산유동화를 다음의 3가지 유형 중에서 하나에 해당하는 경우로 한정하고 있다(자산유동화법 제2조 제1호).

- ① 유동화전문회사(자산유동화업무를 전업으로 하는 외국법인을 포함한다)가 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익으로 유동화증권의 원리금 또는 배당금을 지급하는 일련의 행위
- ② 신탁업법에 의한 신탁회사(신탁업무를 겸영하는 은행을 포함한다. 이하 신탁회사라 한다)가 자산보유자로부터 유동화자산을 신탁받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익으로 유동화증권의 수익금을 지급하는 일련의 행위
- ③ 신탁회사가 유동화증권을 발행하여 신탁받은 금전으로 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익으로 유동화증권의 수익금을 지급하는 일련의 행위

## 2. 자산유동화의 주요 관련주체 및 업무

### 가. 자산보유자

자산보유자는 신용등급의 향상, 재무구조의 개선 및 자본이용의 효율성 제고 등을 목적으로 유동화자산을 집합하여 특별목적기구에 양도함

으로써 자금을 조달하는 주체이다. 자산유동화법상에 나타난 자산보유자의 유형은 첫째, 모든 금융기관 둘째, 성업공사, 한국토지공사, 대한주택공사 및 국민주택기금 셋째, 금융감독위원회가 인정하는 일반기업 및 대통령령이 정하는 자의 3가지로 구분할 수 있다. 일반적으로 자산보유자의 자격에는 제한이 없으나 금융기관의 보유자산을 유동화하는 데 일차적인 목적을 두고 있는 우리나라의 경우 자산보유자의 개념도 주로 금융기관으로 한정되어 있는 것이 특징이다.

## 나. 특별목적기구

자산유동화법에서는 자산을 유동화하기 위한 매개체 또는 수단으로서 이용되는 특별목적기구(SPV : Special Purpose Vehicle)에 대하여 유동화전문회사 등이라는 용어를 사용하고 있는데, 이는 유동화전문회사·자산유동화를 전업으로 하는 외국법인 및 신탁회사(신탁업무를 겸영하는 은행 포함)를 모두 포괄하는 개념이다. 이 중에서 자산유동화업무를 전업으로 하는 외국법인은 설립근거법인 해당 국가의 관련 법률에 의해 그리고 신탁회사는 신탁업법에 의해 그 설립 및 영업활동, 업무의 감독 등에 대한 규제가 이루어지므로 자산유동화법에서는 유동화전문회사에 대해서만 규정하고 있다.

### 1) 설립 및 운영

유동화전문회사라 함은 자산유동화의 증대를 위해 상법상 유한회사의 형태로 설립된 특수목적법인을 말한다. 이와 같이 회사의 형태를 제한하는 이유는 유동화전문회사는 자산유동화를 수행하기 위해서 설립된 실체를 가지지 않는 서류상의 회사(paper company)로서 주주가 유한책임을 지며 회사의 설립, 운영 및 해산이 용이한 유한회사의 형태가 가장 바람직하기 때문이다. 별도의 규정이 없을 때에는 상법상 유한회사에 관

한 규정이 그대로 적용되므로 유동화전문회사의 자본총액은 1천만원 이상으로 하여야 하며 출자 1좌의 금액은 5천원 이상으로 균일하게 하여야 한다.

그러나 자산유동화법은 사원 총수 및 사원총회에 관해 유동화전문회사에 대한 일부 특례를 인정하고 있다. 우선 유한회사의 사원 총수는 50인을 초과하지 못한다는 상법 규정의 적용이 배제된다. 이는 유동화증권의 전부 또는 일부를 출자증권으로 발행하는 경우에도 사원 수가 50인으로 제한된다면 모집·매출에 의한 자금조달이 불가능하므로 사원 수를 2인 이상으로만 규정하고 상한선을 폐지한 것이다. 다음으로 유동화전문회사의 경우에는 총사원의 동의가 없어도 사원총회를 서면으로 할 수 있도록 허용하고 있다. 그 이유는 유동화전문회사는 서류상의 회사로서 실질적으로 출자증권에 대한 투자자가 의결권 행사 등을 통해 회사운영에 참가하는 경우를 예상하기 어렵고 대부분의 업무가 자산관리자 또는 유동화전문회사의 업무를 위임받은 자에 의해 행해지게 되므로 서면결의를 원칙으로 하여 회사운영의 편의성을 제고하려는 것이다.

## 2) 업무

유동화전문회사는 자산유동화계획에 나열된 업무<sup>20)</sup>만을 처리할 수 있도록 엄격히 제한된다. 즉, 겸업이 불가능하므로 자산유동화와 관련된 업무 이외의 업무를 영위할 수 없다.

또한 유동화전문회사는 본점 외의 영업소를 설치할 수 없으며 직원을 고용할 수도 없다. 이처럼 서류상 회사에 불과한 유동화전문회사가 모든

20) 자산유동화계획에 따라 나열된 업무는 다음과 같다.

① 유동화자산의 양수·양도 또는 다른 신탁회사에의 위탁, ② 유동화자산의 관리·운영 및 처분, ③ 유동화증권의 발행 및 상환, ④ 자산유동화계획의 수행에 필요한 계약의 체결, ⑤ 유동화증권의 상환 등에 필요한 자금의 일시적인 차입, ⑥ 여유자금의 투자, ⑦ 기타 제1호 내지 제6호의 업무에 부수하는 업무

관련 업무를 직접 수행할 수는 없으므로 유동화자산의 관리·운용 및 처분에 관한 업무는 자산관리자에게, 그 외의 업무는 자산유동화계획이 정하는 바에 따라 자산보유자 또는 기타 제3자에게 위탁해야 한다. 그러나 유동화전문회사의 업무 중 일부 사항에 관한 업무<sup>21)</sup>는 타인에게 위탁할 수 없도록 제한된다.

### 3) 해산 및 합병

유동화전문회사도 상법상 엄연한 법인이므로 존속기간 만료, 유동화증권의 상환 완료, 파산 등 일정한 사유가 발생하면 해산 또는 청산의 대상이 된다. 그러나 유동화전문회사의 해산사유를 법률로 명시하고 있는 바 법정사유 이외의 사유로 인한 임의해산은 불가능한 것으로 판단된다. 이는 유동화전문회사의 임의해산을 통한 상속 또는 증여 등 탈법행위를 사전에 차단하고 유동화증권이라는 사채권을 소유한 투자자의 이익을 소수의 출자자가 해치지 못하도록 하는 데 그 목적이 있다.

이에 덧붙여 유동화전문회사는 다른 회사와 합병하거나 다른 회사로 조직을 변경할 수 없도록 금지된다.

## 다. 자산관리자

특별목적기구는 유동화증권의 발행주체로서 채권을 추심하고 담보권을 직접 실행해야 하지만 실제로 특별목적기구는 유동화자산을 자산보유자로부터 분리하기 위해 설립된 법적 수단에 불과한 서류상의 회사이므로 스스로 유동화자산에 대한 관리업무를 수행하는 것이 곤란하며 따

21) 일부 사항에 관한 업무는 다음과 같다.

- ① 사원총회의 의견을 받아야 하는 사항, ② 이사의 회사대표권에 속하는 사항, ③ 감사의 권한에 속하는 사항, ④ 유동화자산의 관리에 관한 사항, ⑤ 기타 위탁하기에 부적합한 사항으로서 대통령령이 정하는 사항

라서 특별목적기구의 자산 및 자산의 현금흐름을 관리하는 자산관리자의 역할이 필요하다. 이에 자산유동화법에서는 유동화전문회사 등(신탁회사 제외)으로 하여금 자산관리위탁계약에 의해 자산보유자 또는 신용정보업자, 즉 자산관리자에게 유동화자산의 관리를 위탁하도록 규정하고 있다.

대부분의 경우에는 자산보유자가 자산관리자의 역할을 담당하게 되는데, 이들은 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률의 규정에 불구하고 채권추심업무를 수행할 수 있다. 이 때 채권추심업무는 구체적으로 신용정보의 제공, 이용자인 채권자의 위임에 의하여 신용불량자에 대한 재산조사, 변제의 촉구, 채무자로부터의 변제금 수령 등 채권자를 대신하여 채권을 행사하는 행위를 말한다.

한편 자산관리자는 유동화전문회사 등으로부터 관리를 위탁받은 유동화자산과 이를 관리·운용·처분함에 따라 취득하는 금전을 그의 고유재산과 구분하여 관리하여야 하며, 유동화자산의 관리에 관한 장부를 별도로 작성·비치하여야 한다. 이는 유동화증권의 원리금 상환 또는 배당금 등의 지급을 위한 유일한 원천으로서 유동화자산을 정확히 분리하여 관리하는 것이 필수불가결한 요소이기 때문이다.

## 라. 외부평가기관(분석기관)

외부평가기관의 평가의견서는 모든 경우에 제출해야 하는 것은 아니며, 유동화전문회사 등이 국내에서 모집의 방법으로 유동화증권을 발행하는 경우에 한하여 제출의무가 부과된다. 따라서 국내에서 사모 방법으로 유동화증권을 발행하거나 공모 또는 사모 여부에 관계없이 외국에서 발행하는 경우에는 이를 제출할 필요가 없다.

여기서 말하는 평가는 일반적인 의미의 신용평가나 전문 신용평가회사에 의한 감정을 지칭하는 것이 아니라 우량자산뿐만 아니라 불량자산도 포함되어 있을 수 있는 유동화자산에 대한 일반적인 검토 또는 유동

화자산의 구성 및 내용에 대한 분석을 의미한다. 그리고 이를 평가할 수 있는 외부평가기관은 증권거래법 시행규칙에 규정된 외부평가기관으로서 구체적으로는 유가증권인수업무에 관한 규정에 의하여 지정된 주식간사회사, 신용평가회사 및 공인회계사법에 의한 회계법인이 포함된다.

한편 평가의견서와는 별도로 외부평가기관이 작성한 자산실사보고서를 자산양도 등의 등록신청서와 함께 제출하는 경우 증빙서류 등에 대한 확인절차를 생략할 수 있다. 여기서 자산실사보고서란 외부평가기관이 유동화의 대상이 되는 자산에 대하여 실사를 실시한 후 그 결과를 기술한 보고서를 지칭한다.

#### 마. 신용평가 및 보완기관

신용평가기관은 자산의 가치 및 자산으로부터의 현금흐름을 과거의 자료를 이용한 여러 가지 시뮬레이션을 통하여 평가하고 이를 바탕으로 신용등급 및 특정한 신용등급을 얻기 위해 필요한 신용보완의 정도를 결정한다. 자산의 가치 및 현금흐름 외에도 자산관리자의 내부관리체제, 투자자 보호를 위한 법 조항의 명시성, 회계정보의 신뢰성 및 투명성, 기타 신용보완요인들이 신용평가기관의 신용등급 결정에 있어서 주요한 요인들로 작용한다.

이처럼 신용평가회사는 유동화계획의 입안단계에서부터 유동화증권의 발행 및 사후관리의 전 과정에 걸쳐 핵심적인 역할을 수행하고 있으나, 자산유동화계획의 등록과 관련하여 반드시 신용평가회사에 의한 신용평가를 받을 의무는 없다. 그러나 유동화증권회사가 유동화증권을 회사채의 형태로 공모하는 경우에는 유가증권인수업무에 관한 규정에 따라 당해 회사채에 대해 신용평가를 받아야만 한다. 다만 이 경우에 있어서도 동 규정에 따라 복수의 신용평가를 받아야 하는 다른 일반 무보증사채와는 달리 유동화증권에 대하여는 단수평가만으로도 충분하다.

### 3. 자산유동화 절차

#### 가. 유동화자산의 범위

자산유동화법은 유동화자산을 자산유동화의 대상이 되는 채권, 부동산, 기타의 재산권을 말한다고 규정함으로써 유동화자산의 범위에 대해 기본적으로 제한을 두고 있지 않다. 즉, 자산보유자는 엄격하게 제한하되 유동화가 가능한 자산의 범위는 포괄적으로 인정함으로써 자산유동화의 활성화를 도모하고 있으며 시장원리를 존중하여 시장에서 상품화할 수 있는 모든 자산은 유동화의 대상이 될 수 있도록 허용하고 있다.

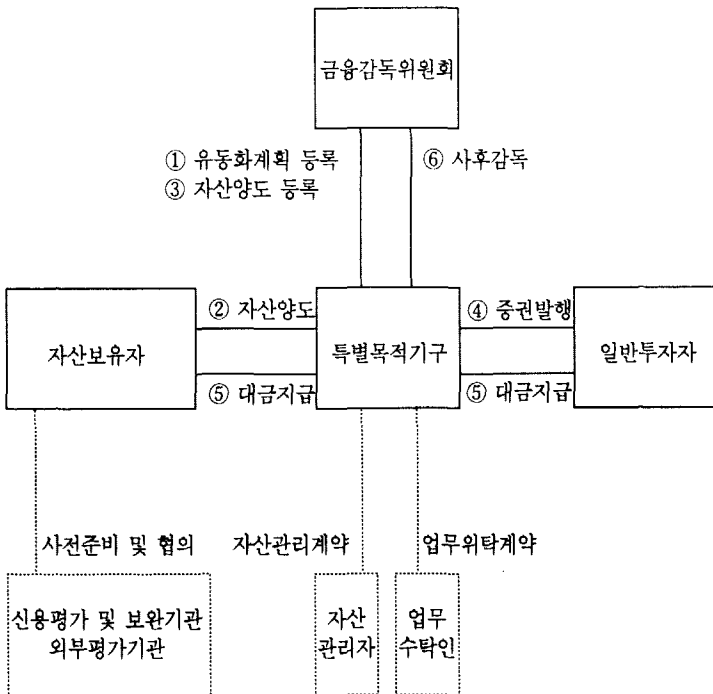
일반적으로 유동화자산이라 하면 영업활동과정에서 획득 또는 보유하게 된 자산을 말한다. 일반대출채권, 주택지당채권, 매출채권, 할부금융채권 및 부동산 등이 전형적인 유동화자산에 속한다. 특허권, 의장권, 실용신안권 등 무체재산권도 유동화가 가능하다. 한 마디로 유형·무형의 구분없이 자산가치가 있는 것이면 모두 인정된다고 할 수 있다. 또한 보유목적에 따른 제한도 없다. 영업활동과정에서 얻은 것은 물론 투자목적의 자산이나 업무용 부동산, 비품 등도 원칙적으로 모두 유동화할 수 있다. 다만 업무용 자산의 경우에는 이를 유동화전문회사 등에 실질적으로 양도 또는 신탁해야 한다는 규정 때문에 현실적으로 유동화하기에 어려운 면이 존재한다. 투자목적의 자산에 대하여도 자산유동화를 인정할 것 인지는 논란의 소지가 있지만 법률상 이를 명시적으로 제한하는 조항은 전혀 없다.

#### 나. 자산유동화의 절차

자산유동화의 기본적인 절차를 정리하면 [圖 Ⅲ-1]과 같이 표현할 수 있다. 우선 실무적인 사전 준비단계로서 자산유동화의 구체적인 구조 및 절차를 정하고 계획을 수립해야 한다. 다음으로는 법률상에 명시된

자산유동화의 제1단계로서 자산유동화계획을 금융감독위원회에 등록해야 한다. 이어 제2단계에서는 자산보유자가 당해 자산을 유동화전문회사 등에 양도 또는 신탁한 후 그 사실을 금융감독위원회에 등록함으로써 자금을 조달하게 된다. 마지막으로 제3단계에서는 유동화전문회사 등이 양도 또는 신탁받은 자산을 집합하여 이를 기초로 유동화자산의 매입가액 또는 평가가액 총액의 범위 내에서 출자증권, 사채, 수익증권 등의 형태로 유동화증권을 발행한다. 유동화증권의 발행이 완료되면 자산유동화계획에 따른 근거자산의 관리 운용 및 처분에 의하여 발생된 수익으로 유동화증권의 원리금을 상환하거나 배당금 등을 투자자에게 지급하게 되는데 이 경우 일반적으로 자산보유자가 자산관리자의 역할을 수행하게 된다.

[그림 III - 1] 자산유동화의 기본절차



## 1) 자산유동화계획의 등록

자산유동화법의 적용을 받아 보유자산을 유동화하고자 하는 유동화전문회사, 자산유동화업무를 전업으로 하는 외국법인 및 신탁회사는 유동화자산의 범위, 유동화증권의 종류, 유동화자산의 관리방법 등을 기재한 자산유동화계획의 등록신청서를 금융감독원장에게 제출해야 한다. 이는 자산유동화계획을 변경하고자 하는 경우에도 동일하며, 다만 경미한 사항을 변경하는 경우에는 예외를 인정하고 있다. 이 때 유동화전문회사 등(신탁회사 제외)이 등록할 수 있는 자산유동화계획은 1개로 제한된다. 따라서 국내에서 상법상 유한회사의 형태로 설립된 유동화전문회사는 1개의 유동화계획이 종료되면 해산절차를 밟아야 한다.

이와 같이 자산유동화에 관한 전반적인 사항을 자산유동화계획에 담아 사전에 금융감독위원회에 등록하도록 의무화하고 그 수를 1개로 제한한 것은 투자자를 보호하고 자산유동화법 시행에 따른 사회적 부작용을 최소화하기 위한 제도적 장치로서 이해할 수 있다.

## 2) 자산양도의 등록

자산유동화의 과정에서 가장 중요한 절차는 유동화자산의 양도라고 할 수 있다. 자산보유자가 소유하고 있는 유동화자산을 실질적으로 유동화전문회사 등에 양도해야만 유동화전문회사 등이 이를 기초로 하여 유동화증권을 발행할 수 있기 때문이다. 이에 자산유동화법에서는 단순한 담보권의 설정이 아닌 진정한 의미의 자산양도가 이루어지도록 하기 위해 자산양도의 방식을 다음과 같이 엄격히 제한하고 있다. 첫째, 매매계약에 의해 이루어져야 한다. 둘째, 유동화자산에 대한 수익권 및 처분권은 양수인이 가져야 한다. 셋째, 양도인은 유동화자산에 대한 반환청구권을 가지지 않고 양수인은 유동화자산에 대한 대가의 반환청구권을 가지지 않아야 한다. 넷째, 양수인이 양도된 자산에 관한 위험을 인수하여

야 한다.

자산보유자 또는 유동화전문회사 등은 자산유동화계획에 따른 유동화 자산의 양도·신탁 또는 반환이나 유동화자산에 대한 질권 또는 저당권의 설정이 있을 때에는 지체없이 자산양도 등의 등록신청서를 금융감독원장에게 제출해야 한다.

### 3) 유동화증권의 발행

자산유동화의 궁극적인 목표는 유동화증권의 발행 및 판매를 통한 현금화 또는 자금조달이라고 할 수 있다. 여기서 유동화증권이라 함은 유동화자산을 기초로 하여 자산유동화계획에 따라 발행되는 출자증권, 사채, 수익증권 및 기타의 증권 또는 증서를 말한다. 그러나 기타의 증권 또는 증서의 의미에 대하여 특별히 제한할 필요는 없으므로 실질적으로 발행가능한 유동화증권의 종류에는 제한이 없다고 볼 수 있다. 다만 이 중 유동화전문회사가 발행하는 출자증권과 유동화전문회사 등(신탁회사 포함)이 발행하는 기타의 증권 또는 증서는 증권거래법상에 명문의 규정이 없기 때문에 현재로서는 증권거래법상의 유가증권으로 볼 수 없어 그 발행 또는 유통에 많은 제약이 따른다는 문제점이 있다.

유동화증권의 발행한도는 유동화자산을 양도한 시점에서 적정한 평가에 의하여 산정된 실제양도가액의 범위 이내, 즉 유동화전문회사 등이 양도받은 유동화자산의 매입가액 또는 신탁받은 유동화자산의 평가가액의 총액 이하로 제한된다. 다만 유동화전문회사가 유동화증권의 상환 등을 위하여 외부로부터 일시적으로 차입한 자금이 있는 경우에는 그 금액만큼 발행한도를 줄여야 한다. 이렇게 규제하는 이유는 유동화전문회사가 발행하는 유동화증권은 그 종류를 불분하고 당해 회사의 자산만을 기초로 발행되는 것이므로 자산의 가치를 초과하여 증권을 발행하는 경우 투자자 보호가 곤란하기 때문이다. 따라서 유동화증권의 발행총액을 회사가 양수한 자산의 총액으로 한정함으로써 무담보 형태인 유동화증권

의 담보력을 제고하는 데 그 목적이 있다고 할 수 있다.

자산유동화계획에 따른 유동화증권의 발행에 관하여는 자산유동화법에 달리 정함이 있는 경우를 제외하고는 상법, 증권거래법 기타 관계법령에 따라야 한다. 그러나 유동화증권은 보증사채, 무보증사채 또는 담보부사채와 그 내용 또는 성격이 확연히 다르므로 증권거래법 및 관련 규정상의 내용에 대한 여러 가지 특례조항이 필요하다. 이에 유동화전문회사 등이 자산유동화계획을 등록한 경우에는 등록법인관리규정에 의한 유가증권 발행인의 등록을 한 것으로 보며, 유동화전문회사 등이 사채의 형태로 유동화증권을 발행하는 경우에는 유가증권인수업무규정에도 불구하고 1개 이상의 신용평가회사로부터 그 채권에 대하여 평가를 받을 수 있도록 허용하고 있다. 이 외에도 유동화전문회사 등이 모집의 방법으로 유동화증권을 발행하는 경우에는 자산유동화업무처리규정에서 따로 정한 사항이 없으면 유가증권발행신고 등에 관한 규정, 상장법인 등의 주요 경영사항신고 및 사업보고서 등에 관한 규정 및 유가증권인수업무에 관한 규정을 준용하도록 하고 있다.

#### 4. 유동화자산의 관리

자산유동화에 있어서 가장 중요한 요소 중의 하나는 유동화자산의 관리에 대한 것이다. 유동화자산은 유동화증권의 원리금 상환 또는 배당금 등의 지급을 위한 사실상 유일한 원천이 되는 것이므로 이를 정확히 분리하여 관리하는 것은 필수불가결한 것이라 할 것이다. 유동화전문회사 등(신탁회사를 제외한다)은 서류상으로만 존재하는 회사로서 직원을 고용할 수 없으며 직접 유동화자산을 관리할 수도 없으므로 당연히 자산관리위탁계약에 의하여 자산보유자 및 신용정보업자, 즉 자산관리자에게 유동화자산의 관리를 위탁해야 한다(자산유동화법 제10조). 마찬가지로 사원총회나 이사, 감사 등의 고유업무를 제외한 일반업무도 자산유동화계획이 정하는 바에 따라 자산보유자, 기타 제3자에게 위탁하여야 한

다(자산유동화법 제23조).

자산유동화법은 자산관리자로 하여금 유동화전문회사 등으로부터 관리를 위탁받은 유동화자산과 이를 관리·운용·처분함에 따라 취득하는 금전을 그의 고유재산과 구분하여 관리하도록 하고 있으며, 유동화자산의 관리에 관한 장부를 별도로 작성 비치하도록 하고 있다(자산유동화법 제11조).

## 5. 자산유동화법상의 특례조항

### 가. 자산양도 등의 등록에 따른 특례

현행 민법에서는 지명채권을 양도하는 경우 양도인이 확정일자가 있는 증서를 채무자에게 통지해야 하고, 채무자가 승낙하지 않는 경우 채무자 및 기타 제3자에게 대항하지 못하도록 규정하고 있다. 또한 부동산의 물권변동에 관하여는 성립요건주의를 취하고 있으며 그 성립요건이 등기이므로 등기가 없으면 효력이 발생하지 않는 것이 아니라 아예 물권변동이 성립하지 않게 된다. 그러나 자산유동화법은 자산유동화를 촉진하기 위해 일정요건을 갖출 경우 이러한 민법상의 일반원칙에 대한 특례를 허용하고 있다.

우선 채권양도의 대항요건에 관한 특례를 두고 있다. 이는 다수의 채권으로 구성된 유동화자산의 양도를 이해관계자에게 일일이 통지, 승낙받는 것이 사실상 불가능하므로 이에 대한 절차를 간소화하기 위한 것으로서 채무자에 대한 대항요건의 특례와 제3자에 대한 대항요건의 특례를 두고 있다. 전자는 양도인 또는 양수인이 채무자에게 2회 이상 내용증명 우편으로 채권양도의 통지를 발송하였으나 반송된 경우 2개 이상의 일간신분에 채권양도 사실을 공고하면 통지를 한 것으로 간주한다는 것이다. 후자는 자산유동화계획에 따라 행하는 채권의 양도에 관해 등록을 한 경우 당해 유동화자산인 채권의 채무자 외의 제3자에 대하여는 대항요건을

갖춘 것으로 본다는 것이다.

다음으로 자산유동화법은 저당권 및 소유권의 취득에 관하여도 민법상의 규정에 대한 특례를 두고 있다. 저당권 취득에 대한 특례규정은 효율성 제고와 제3자 보호라는 측면에서 도입된 것으로 자산유동화계획에 따라 양도한 채권이 저당권에 의하여 담보된 채권인 경우 근저당권의 이전등기를 하지 않아도 유동화전문회사 등은 금융감독위원회에 자산양도 등의 등록이 있는 때에 저당권을 취득한 것으로 인정하도록 한 것이다. 그리고 부동산 소유권 취득에 대한 특례규정은 성업공사 또는 한국토지공사가 금융기관의 부실자산정리, 부실징후기업의 자구계획지원 및 기업의 구조조정을 위해 취득한 부동산을 자산유동화계획에 따라 유동화전문회사 등에 양도 또는 신탁한 경우 유동화전문회사 등은 금융감독위원회에 자산양도 등의 등록이 있는 때에 그 부동산에 대한 소유권을 취득하도록 규정한 것이다.

#### 나. 자산관리자의 파산에 관한 특례

유동화증권에 대한 투자자를 보호하기 위해서는 유동화증권의 상환을 위한 유일한 물적 담보라 할 수 있는 유동화자산이 자산관리자 또는 업무수탁인 등의 해산 또는 파산으로부터 영향을 받지 않도록 하는 장치가 마련되어야 한다. 이를 위해 자산유동화법은 다양한 특례조항을 두고 있는데 우선 자산관리자가 파산하는 경우 위탁관리하는 유동화자산은 자산관리자의 파산재단을 구성하지 않으며 유동화전문회사 등은 그 자산관리자 또는 파산관재인에 대해 유동화자산의 인도를 청구할 수 있도록 허용하고 있다. 이는 화의법에 의한 화의절차 또는 회사정리법에 의한 회사정리절차가 개시된 경우에 관하여도 준용된다. 아울러 자산관리자가 위탁관리하는 유동화자산은 자산관리자의 채권자가 이를 강제집행할 수 없으며, 파산법·화의법 또는 회사정리법에 의한 보전처분 또는 중지명령의 대상이 되지 않도록 예외를 인정하고 있다.

### 다. 시설대여계약의 양도에 관한 특례

자산보유자가 자산유동화계획에 따라 유동화전문회사 등에게 시설대여계약 또는 연불판매계약에 의한 채권을 양도 또는 신탁한 경우 자산유동화법은 자산보유자에게 그 변경 또는 해지를 할 수 없도록 제한하는 특례규정을 두고 있다. 그 이유는 현행 관련 법률과 판례 및 학설상 시설대여계약이 미이행 쌍무계약인지의 여부가 분명하지 않고 자산관리인에게 해지의 선택권이 있는지도 불분명하기 때문이다.

### 라. 신탁업법의 적용특례

자산유동화법은 신탁업법의 적용에 대하여도 특례조항을 두고 있다. 우선 신탁회사가 자산유동화계획에 따라 유동화자산을 양도받은 경우와 자산유동화계획에 따라 유동화자산을 양도 또는 신탁받은 신탁회사가 자산유동화계획에 따라 여유자금을 운용하는 경우에는 신탁업법의 규정에 의한 신탁자금운용의 제한을 받지 않도록 하고 있다. 또한 은행의 경우에는 자기가 겸영하고 있는 신탁계정을 통한 자산의 유동화가 가능하도록 하기 위하여 예외적으로 자기계약을 할 수 있도록 허용하고 있다. 나아가 투자자 보호를 위해 기존 은행신탁계정의 운용과 자산유동화를 위한 신탁계정을 엄격히 구분하여 관리·운용토록 명시하고 있다.

### 마. 유동화전문회사에 대한 특례

자산유동화법에서는 유동화전문회사에 대해 상법상 규정의 적용을 배제하는 특례조항을 두고 있다. 우선 상법상으로는 배당가능이익 내에서만 이익배당이 이루어지도록 제한하고 있으나 유동화전문회사의 경우에는 출자증권에 투자한 투자자의 자금회수를 용이하게 하기 위하여 정관이 정하는 바에 따라 대차대조표상의 자산에서 부채, 자본금 및 준비금

을 공제한 금액을 초과하여 배당할 수 있도록 하고 있다. 또한 상법상으로는 자본의 증가 및 감소에 대해 사원총회의 결의가 필요하다고 되어 있으나 유동화전문회사의 경우에는 정관에 정함이 있으면 별도의 사원총회의 결의가 없더라도 자본을 변동시킬 수 있도록 허용하였다.

## 6. 국내 ABS 발행사례 및 전망

### 가. 자산유동화법 제정 이후의 자산유동화 사례

1998년 9월 자산유동화법이 제정되고 이어 11월 자산유동화업무처리규정이 마련됨에 따라 1999년 5월 21일 현재까지 발행된 자산유동화증권의 현황을 정리하면 <표 III-1>과 같다. 이에 따르면 6개사에 의해 총 9,306억원(후순위증권 2,458억원 포함)에 달하는 유동화증권이 발행된 것으로 나타난다.

각 사례별로 유동화자산, 유동화증권의 종류, 발행 규모 및 조건 등에 대해 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 동양카드는 1998년 12월 30일 국내 최초로 52,097건의 할부금융자산 및 대출자산(카드론) 등을 담보로 총 2,460억원 규모의 ABS를 사모방식으로 발행하였다. 유동화중개기관은 오리온유동화전문유한회사이며, 주관사는 동양증권이 맡았다. 이는 자산유동화를 통해 할부금융채권 및 카드론채권을 조기에 현금화하여 자금조달을 원활히 하고 재무구조의 건전성 제고 및 중소기업에 대한 금융지원 효과를 갖는다는 점에서 의미가 있다. 동양카드는 ABS를 선순위채와 후순위채의 두 가지 종류로 발행하였는데, 선순위채는 1,600억원 규모이며 만기 1년, 금리 11%로 동양계열사 및 보험회사 등에서 인수하였으며 후순위채는 860억원 규모로 만기 1년 6개월, 금리 19%로 동양카드가 전액 인수하였다.

〈표 III - 1〉 국내ABS 발행실적

(단위 : 억원)

발행회사 (유동화전문회사)	대상자산	자산보유자	발행금액		
			계	선순위	후순위
퍼스트	자동차할부채권	삼성할부금융	625	490	135
오리온	할부채권 /카드론	동양카드	2,460	1,600	860
하나로	리스채권	동양증권	1,231	1,000	231
LSKA Holdings	부동산담보채권	성업공사	2,012	1,408	604
한미신탁	대출채권	한미은행	982	700	282
현대캐피탈오토	자동차할부채권	현대캐피탈	1,996	1,650	346
오토1999-1	자동차할부채권	대우캐피탈	2,740	2,290	450
하나로2	Super Koland채권	세종증권	2,100	2,000	100
캠코미래1차	특별채권	성업공사	3,200	2,950	250
우풍99-1	대출채권	우풍상호신용금고	653	400	253
TCM Korea	특별채권	성업공사	339	339	-
우정99-1	대출채권	우정상호신용금고	381	190	191
신중앙99-1	대출채권	신중앙상호신용금고	363	230	133
캠코미래2차	특별채권	성업공사	3,600	3,250	350
계	14건		22,682	18,497	4,185

삼성할부금융(현 삼성캐피탈)은 삼성자동차의 할부채권을 담보로 1999년 1월 23일 자산유동화증권을 발행하였다. 발행목적은 할부매출채권을 조기에 현금화하여 자금조달을 원활히 하고 재무구조의 건전성 제고 및 자금조달 비용의 감소 효과를 얻기 위해서이다. 삼성할부금융은 양도자산(자동차할부대출채권 5,040건)을 평가금액(629억원)의 98.6%인 620억원을 받고 자산유동화전문회사인 퍼스트유동화전문유한회사에 양도하였으며 양도자산에 대한 평가 및 실사는 주간사인 삼성증권

이 담당하였다.

발행된 ABS는 3년 만기에 625억원 규모로 선순위채권과 후순위채권 두 종류로 발행되었으며 신용등급 A를 획득하였다. 선순위채권은 490억원 규모로 일반인을 대상으로 공모발행되었으며 대출채권 회수시 우선적으로 지급할 예정으로 금리는 3년 만기 회사채수익률에 0.3% 포인트 가산한 수준에서 결정되었다. 이에 비해 후순위채권은 135억원 규모로 삼성할부금융이 인수하며 대출채권이 부실화될 경우 삼성할부금융이 위험을 부담하는 조건으로 발행되었으며 금리는 25%에 달한다.

동양종합금융은 보유중인 리스채권을 유동화한 자산유동화증권을 1999년 3월~4월 동안 3차례에 걸쳐 발행하였다. 발행금액은 총 1,231억원이며 선순위사채 1천억원은 만기가 1년, 2년, 3년의 CLO(Collateralized Loan Obligation) 방식으로 발행되어 기관투자가 및 일반인에게 판매되었다.

성업공사는 1998년 10월 1일 인가가 취소된 종합금융회사로부터 인수한 채권 중 법정관리 또는 화의인가 결정을 받은 (주)진로, (주)우성건설 등 13개 기업의 부실채권 2,075억원을 대상으로 자산유동화 방식에 의한 제1차 매각을 실시하였다. 이들 부실채권의 매입대금은 21억원이며 이 중 96%가 무담보채권으로 구성되어 있다. 이에 대한 입찰을 실시한 결과 최종적으로 골드만 삭스(Goldman Sachs Securities(Ltd.))가 낙찰을 받아 매가가액으로 부실채권 장부가액의 12.25%에 달하는 254억원을 성업공사에 선급금으로 지급하였다. 아울러 골드만 삭스가 최초 투자분(254억원)과 15%의 내부수익률을 적용하여 얻은 수익 및 초기 발생비용(20만달러) 이상으로 회수하는 부분에 대하여 57.2%(진로 50%, 기타 업체 60%)를 수령하기로 옵션을 체결하였다<sup>22)</sup>.

22) 이는 잔여이익분배조건부(RRS: Residual Retention Scheme) 자산매각 방식에 의해 이루어진 것이다. 이 방식에 의하면 투자자는 특별목적기구를 통해 공사로부터 자산(통상 상환기간이 10년 내지 20년에 이르는 장기 채권)을 매수하면서 특별채권의 원금 기준 일정액을 매입대금으로 지불하게 된다. 그리고 성업공사와 투자자가

성업공사의 제2차 매각은 1998년 12월 22일에 국내 금융기관으로부터 인수한 1, 2차 매입분 및 5개 정리은행 매입분 중 5,411억원의 일반 담보부채권과 235억원의 유입부동산을 합한 총 5,646억원이 대상이 되었으며 역시 자산유동화 방식에 의해 이루어졌다. 이는 1,191개 업체의 부실채권으로 구성되어 있는데 매입원가는 자산가액 대비 42.3%인 2,388억원 수준이다. 입찰 결과 미국의 부동산전문투자기관인 론스타 펀드(Lone Star Fund)가 최종 낙찰자로 선정되었는데, 제1차 매각 때에는 달리 유동화전문회사 지분참여 방식을 도입하여 투자기관이 부실채권을 액면가의 35.6%인 2,012억원으로 평가하고 평가액의 70%인 1,409억원을 지급하였으며 나머지 30%는 성업공사가 지분으로 보유하는 형태를 띠었다. 성업공사와 론스타펀드는 공동으로 유동화전문회사를 설립하여 부실채권을 증권화해 개별투자자에게 매각하게 된다. 이러한 과정을 통해 채권회수금이 발생하면 투자기관의 투자금액에 대해 연 20%의 내부수익과 원금을 먼저 배분하고 다음으로 성업공사의 보유지분에 대하여 연 20%의 내부수익과 원금을 배분하게 된다. 그리고 자산가치가 상승하여 잔여이익이 발생하면 이에 대하여 성업공사와 투자기관이 40 : 60의 비율로 배분하는 옵션을 부여하였다.

한미은행도 1999년 3월 4일 신탁대출자산을 담보로 1천억원의 자산유동화증권을 발행하여 판매를 완료하였다. 한미은행은 다른 금융기관들이 유동화전문회사를 설립하여 회사채 형식으로 자산유동화증권을 발행한 것과는 달리 신탁계정에서 직접 수익증권을 발행하는 방식으로 유동화증권을 발행하였다.

현대캐피탈은 최근 국민은행을 수탁관리기관으로 2,380억원 규모의 자산유동화증권을 발행하였다. 이번 자산유동화증권은 현대캐피탈이 보

---

특별채권의 관리 및 회수과정에서 투자자가 지불한 대금과 이 대금에 대하여 계약기간 동안 일정한 수익률을 가산한 금액으로 정산한 후 산존가격이 있을 경우 양자간 일정비율로 배분하는 방법이다.

유한 우량 자동차할부채권을 담보로 하며 4월에 발행되어 현대증권이 판매를 담당하였다.

삼성캐피탈은 삼성코럽유동화전문회사를 세워 삼성자동차 할부채권을 담보로 ABS를 발행하였다. 만기는 1·2·3년 세 종류가 있다. 1년채는 3년만기 회사채 유통수익률보다 0.3%포인트 낮고 2년채는 0.4%포인트 높다. 3년채는 3년만기 회사채 유통수익율보다 0.5%포인트 높다. 한편 삼성캐피탈은 3,277억원 규모의 ABS를 발행할 때 437억원어치의 후순위채를 자체 인수하여 일반 투자자들의 위험을 크게 줄여줌으로써 매각이 용이하게 이루어지도록 하였다.

한국토지공사는 10월 5일 국내 최초로 기업토지를 담보로 5,550억원 규모의 ABS를 발행하였다. 채권 종류별로는 기관투자자에게 매각된 선순위채 4,050억원, 토지공사가 자체 인수한 후순위채 1,500억원으로 구성되어 있으며 단일 기업이 발행하는 ABS로는 국내 최대 규모다. 만기는 3년과 5년의 두 가지며, 발행금리는 3년채가 9.4%로 발행전일 기준 3년만기 회사채 유통수익률보다 0.05%포인트 낮고 5년채는 10.15%로 0.07%포인트 높은 것으로 나타났다.

#### 다. 자산유동화의 전망

중소기업청과 중소기업진흥공단은 중소기업의 자금난 해소를 위한 ABS 발행을 계획하고 있다. 이들은 중소기업이 발행한 무보증회사채를 전액 매입한 후 이를 담보로 3천억원 규모의 채권을 발행할 계획을 갖고 있다. 전체 발행물량의 70%는 선순위채권으로 발행되며 금리는 중소기업 회사채 금리보다 2%포인트 낮은 수준에서 결정될 예정이다. 나머지 30%의 후순위채는 신용보증기금 또는 기술보증기금에서 지급보증을 서고 금리는 중소기업 회사채 금리에 2%포인트를 가산한 수준에서 결정될 예정이다.

한국토지공사도 1차분 ABS 발행을 성공리에 마친 데 이어 1999년

말까지 3회에 걸쳐 1조원 규모의 ABS를 추가로 발행할 계획을 가지고 있다. 이 밖에도 상당수의 할부금융사, 자동차회사, 신용카드사들은 1999년 중에 ABS 발행을 추진하였다. 현대자동차를 비롯한 자동차업체들은 자동차 할부판매와 관련된 매출채권이나 대출자산을, LG카드는 자동차 할부채권을, 현대할부금융은 매출채권 등을 대상으로 1999년 한 해 동안 1조원 규모의 ABS 발행을 준비했던 것으로 밝혀졌다.

또한 정부는 투신사가 가지고 있는 신용등급 BB<sup>+</sup> 이하의 부실채권을 담보로 ABS를 발행해 이를 시장에 매각함으로써 투신사의 부실채권을 해결해 주는 방안을 추진하고 있다. 정부는 이를 위해 자산유동화전문회사를 만들어 이 회사가 투신사의 부실채권을 일단 사들인 뒤 이를 담보로 자산유동화채권을 발행하도록 할 계획이다. 부실채권 가운데 기업 내용이 상대적으로 좋은 곳도 있어 이 부분은 이자가 낮은 선순위 채권으로 발행하고 나머지 부실기업의 채권은 이율은 높되 위험도 큰 후순위채권으로 발행하는 방안이 검토되고 있다.

앞으로 자산유동화 관련 법률이 제·개정되어 되어 지방자치단체, 예금보험공사 등 공공적 성격이 강하고 실질적인 ABS 발행 수요가 있는 기관이 자산보유자 범위에 포함되고 아울러 근거당권 있는 채권 양도의 간소화, 국민주택채권 매입의무 면제 등의 조치가 실시되면 자산유동화증권의 발행이 더욱 활성화될 것으로 기대된다.

## Ⅳ. 우리나라의 주택저당채권 유동화제도

### 1. 주택저당채권 유동화제도의 도입 배경

#### 가. 주택금융의 현황

최근까지 우리나라 주택정책의 목표는 주택보급률의 제고를 통해서 국민의 주거안정을 도모하는 것이었다. 이를 위하여 정부는 주택행정수단과 주택금융을 정책적으로 혼합 운용하여 왔다. 그러나 규제 및 공급 위주의 주택정책으로 인해서 주택금융은 금융부문에서 상대적으로 낙후된 상태를 벗어나지 못하고 있다가 최근에 이르러서 조금씩 변화된 모습을 보이고 있다.

주택금융은 주택관련자금을 적정하게 조달하고 자금을 최대한 효율적으로 운영함으로써, 주택시장에서 주택수급을 원활히 하고 나아가 주택가격의 안정과 국민의 주거수준 및 복지수준을 향상시키는 역할을 담당하고 있다. 따라서 이와 같은 주택금융은 자금조달과 자금운용면에서 일반금융과는 다른 특징을 가지고 있다. 일반적으로 자금운용의 장기성, 저당권과 채권의 동시 확보성, 자산가치의 변동성, 소매금융, 그리고 정책적 금융이라는 특징을 가지고 있다고 알려져 있다.

우리나라 주택금융의 현황을 주택금융 규모, 주택가격 대비 주택대출 자금비율 및 주택금융체계 측면에서 개략적으로 살펴보자.

현재 우리나라의 주택금융 규모는 비교적 적은 수준이라고 할 수 있다. 아래의 <표 Ⅳ-1>에서 보는 바와 같이 GDP대비 주택금융의 비율이 12.8%에 불과해 다른 선진국의 절반 수준에도 미치지 못하는 형편이다. 주택금융의 규모가 적은 것은 그 동안 고도성장 과정에서 정부의 정

책금융배분의 우선 순위가 산업금융에 있었기 때문에 금융기관들이 주택금융에 소극적이었음을 반영하는 것이라 하겠다.

〈표 IV-1〉 GDP대비 주택금융 규모의 비교

(단위 : %)

구 분	한국(95년)	미국(94년)	영국(94년)	일본(92년)
주택금융/GDP	12.8	54.5	55.2	34.7

자료 : 김상렬 외(1998), 「주택금융 활성화를 위한 주택저당채권 유통화제도의 연구」, 주택산업연구원

주택가격 대비 주택대출자금비율(LTV : Loan To Value)은 〈표 IV-2〉에서 보는 바와 같이 20%대로 다른 외국에 비해 매우 낮은 수준이다. 이는 GNP에 비해 주택금융의 규모가 적을 뿐만 아니라 소득수준에 비해 높은 주택가격으로 주택자금의 수요에 비해 주택금융 공급이 충분하지 못한 결과라고 할 수 있다. 따라서 주택수요자가 이용할 수 있는 주택금융의 규모가 너무 작아서 인해 주택수요자의 상당수가 주택시장에 진입하지 못하고 있는 실정이다.

〈표 IV-2〉 주택가격 대비 주택대출자금비율(LTV)의 비교

(단위 : %)

구 분	한국(95년)	미국(94년)	영국(94년)	일본(92년)
LTV	21.6	78.8	70.8	63.5

자료 : 김상렬 외(1998), 「주택금융 활성화를 위한 주택저당채권 유통화제도의 연구」, 주택산업연구원

현재 우리나라의 주택금융체계는 제도권 주택금융<sup>23)</sup>과 비제도권 주

23) 국민주택기금으로 대표되는 공공주택금융과 주택은행의 민영자금으로 대표되는 민간주택기금으로 구성되어 있다.

택금융<sup>24)</sup>으로 분리되어 운영되고 있다. 제도권 주택금융이 주택수요자 및 주택공급자들의 자금조달에 큰 기여를 하여온 것은 사실이나 역할면에서 미흡한 수준을 벗어나지 못하고 있다. 예를 들면, 1997년말 전체 주택금융 164조원 중에서 제도권 주택금융 규모는 33%에 불과하고 나머지 67%는 비제도권 주택금융인 전세자금에 의존하고 있는 실정이다. 제도권 주택금융도 대부분 주택은행이나 국민주택기금의 정책자금이 대부분인 자금이고 장기적인 자금조달 방안이 없는 대다수의 금융기관은 주택금융을 취급하기 힘든 실정이다. 기존의 주택금융도 주택자금 조달이 경기 의존적이어서 안정적인 주택자금 공급에 차질을 주고 있는 형편이다.

주택금융체계를 자본시장과의 연계기준에서 보면 분리된 주택금융체계(segmented housing finance system)<sup>25)</sup>와 통합된 주택자금체계(integrated housing finance system)<sup>26)</sup>로 분류할 수 있으며, 선진국의 경험에 의하면 양자가 복합적으로 잘 운용되어야만 주택수요자 및 주택공급자들의 자금조달에 기여할 수 있는데, 우리나라는 통합된 주택자금체계에 막 진입한 단계에 있으며, 향후에는 양자가 복합적으로 잘 운용될 것으로 기대된다.

---

24) 전세보증금으로 대표되는 수요자금용과 선분양제도의 선납금으로 대표되는 공급자 금융으로 구성되어 있다.

25) 주택금융전문기관, 상업은행, 정부관련기관 그리고 저축은행 등이 가계로부터 수취하는 예금 및 대출상환금 또는 보험회사·연금·기금 그리고 투자신탁회사 등의 투자자들로부터 수취하는 국공채 판매대금 등에 의하여 주택자금을 조달하는 체계를 의미한다.

26) 주택자금대출기관이 주택자금공급기관을 매개로 하여 주택저당채권을 증권화(securitization)하고 이를 자본시장에서 투자자에게 매각함으로써 주택자금을 조달하는 체계이다.

## 나. 도입배경

우리나라의 주택금융의 발전을 도모하기 위해서는 앞에서 본 것처럼 주택수요자가 이용할 수 있는 주택금융의 규모가 국민경제 및 주택가격에서 차지하는 비중이 적으므로 이를 증대시켜야 하고, 주택금융제도 및 주택금융시스템을 선진화시켜서 자본시장에서 주택자금을 조달할 수 있도록 해야 한다는 점 등이 해결해야 할 과제로 대두되었다.

또한 최근 들어 금융기관에 대한 건전성 감독이 강화되고 있는 가운데 BIS비율의 제고 등 자산 건전성의 유지가 금융기관의 중요한 현안과제로 대두되고 있고, 금융부문에서의 규제완화와 더불어 금융기관의 자산 운용의 위험성이 높아지는 것이 불가피하게 되어 효율적인 자산부채관리를 통한 위험관리능력의 제고가 시급하게 되었다. 특히 현재 추진되고 있는 금융기관 및 기업의 구조조정과 더불어 대출채권과 기업보유 부동산을 국내외 투자자들에게 원활하게 매각하여 구조조정에 따른 사회적 비용을 최소화할 수 있는 제도적 장치의 마련이 시급히 요구되고 있는 실정이다.

이와 더불어 앞에서 본 바와 같이 취약한 주택금융체계로 인해 IMF 사태 직후 주택금융시장이 혼란에 봉착한 경험을 우리는 가지고 있다. 즉 부동산거래 위축으로 국민주택기금의 조달규모가 급격히 감소하였으며, 주택할부금융의 경우 금리상승으로 금리위험에 노출됨에 따라 극심한 경영압박에 직면하게 된 경험을 우리는 가지고 있다.

이와 같은 상황에서 정부는 주택금융규모를 확대하고 시스템을 선진화하기 위하여 주택저당채권 유동화제도의 도입을 추진하게 되었으며, 정부는 1998년 총 6장 42조로 이루어진 「자산유동화에 관한 법률(이하 '자산유동화법' 이라고 함)」을 제정 및 시행하게 되었다. 同法에 따라 주택저당채권이 유동화될 수 있는 법률적 근거가 마련되었다고 할 수 있다.

또한 정부는 자산유동화법과는 별도로 「주택저당채권유동화회사법」

을 1998년 12월에 제정해서 주택저당채권 유동화의 활성화를 위한 유동화중개기관의 설립근거를 마련하였다. 주택저당채권 유동화를 추진하게 된 배경에는 주택금융제도를 선진화시키려는 목적은 물론 낙후된 주택금융시스템의 선진화를 통하여 주택수요자에게 주택자금대출 기회를 확대하는 한편 IMF사태 이후의 금융위기를 해소하기 위한 부실채권 정리와 경기침체를 극복하기 위한 경기부양수단으로 유동화제도를 활용하고자 하는 것이다.

## 2. 주택저당채권 유동화제도의 개관

우리나라 주택금융의 발전을 도모하기 위해서는 주택자금 조달체계를 개편하여 자본시장에서 주택자금을 조달할 수 있어야 한다. 즉 분단된 주택금융체계와 통합된 주택자금체계를 복합적으로 잘 운용해서 주택수요자 및 주택공급자들의 자금조달에 기여해야 할 것이다. 이를 위해서는 주택저당채권 유동화제도의 활성화를 도모해야 할 것이다. 이하에서는 주택저당채권 유동화제도에 대한 일반적인 개요에 대하여 알아보기로 한다.

### 가. 주택저당채권의 개념

유동화제도(secondary mortgage market system)란 주택자금공급기관이 자본시장에서 주택자금을 조성하는 한 가지 방법으로서 자본시장에서 주택저당채권을 단순매각 또는 증권화방식을 통해 매각하여 주택자금을 조달하는 제도이다. 유동화(liquidating)의 개념은 구체적인 유동화방법에 따라 여러 가지 개념으로 사용될 수 있다. 여기서 유동화는 주택저당채권을 원래의 형태나 증권의 형태 또는 채권(주택저당채권을 기초로 한 채권 또는 일반채권)의 형태로 발행하여 이들을 투자자들에게 매각하여 주택저당채권을 유동자산화하는 개념으로 사용된다.

유동화제도는 주택자금의 조성방식에서 매우 중요한 의미를 가지는데 주택금융에서 유동화의 필요성은 다음과 같다. 첫째, 유동화는 주택자금의 장기 고정성을 해소하여 자금의 유동성을 확보하고 유동성 위험을 방지한다. 주택자금 대출기관은 단기 위주로 자금을 조달하여 장기로 대출을 실행한다. 따라서 대출기간 동안 자금은 고정되어 있고 이에 따라 자산과 부채의 불일치로 인해 유동성 위험이 발생하게 되는데 주택자금대출기관은 유동화로 유동성 위험을 전가할 수 있다.

둘째, 유동화는 분단된 주택금융체계에서 발생할 수 있는 주택재원조성의 한계를 해소할 수 있다. 저축시장에서 예수금수취방식으로 주택재원을 조성할 경우 각 금융기관간 경쟁이 치열할 뿐만 아니라 대부분 단기조달방식이어서 자금조성에 한계가 있다. 그러나 주택저당채권을 이용하여 자본시장에서 자금을 조달하면 저축시장에서 신규자금을 확보한 것과 동일한 효과를 얻을 수 있을 뿐만 아니라 자산의 회전을 제고함으로써 재무구조를 개선할 수 있는 효과를 가진다. 또한 자본시장에서도매방식에 의하여 저축시장의 소매방식보다 저렴한 비용으로 자금을 조달할 수 있다는 장점도 있다.

셋째, 유동화는 이자율 위험 등 각종 위험을 시장참가자들에게 분산시킬 수 있다. 이자율체계는 변동금리제와 고정금리제로 나눌 수 있다. 만약 주택자금 대출기관이 자금조달금리와 자금운용금리를 동일한 이자율체계로 운용한다면 이자율 변동에 따른 위험은 발생하지 않는다. 주택금융은 단기 위주로 자금을 조달하고 장기로 자금을 운용하기 때문에 자금조달 및 운용간의 금리체계가 일치하기 어렵다. 이 경우 이자율 변동은 주택자금대출기관의 수익에 영향을 미치게 된다. 유동화는 주택저당채권을 투자자에게 이전하는 효과를 가지므로 주택자금대출기관은 이자율 위험 등 각종 위험을 전가 또는 분산시킬 수 있다.

넷째, 유동화는 금융기관의 자기자본비율을 제고시키는 장점을 가지고 있다. 국제결제은행(BIS)은 금융시스템의 안전성과 금융기관의 건전성 제고를 위하여 자기자본비율(자기자본/위험가중 총자산)을 8%

수준으로 유지하도록 요구하고 있다. 주택저당채권은 위험가중치가 50%인 반면 주택저당채권이 증권으로 유동화되면 위험가중치가 20%로 감소됨으로써(미국의 경우), 자기자본의 증가 없이도 자기자본비율을 제고시킬 수 있는 장점을 가지고 있다.

다섯째, 유동화는 금융기관간 자산구성원칙에 따른 자금수급의 불균형을 해소할 수 있다. 금융기관별로 자산구성방식이 각기 다르기 때문에 단기자금으로 장기대출을 실행하는 주택자금대출기관은 장기자산인 주택저당채권을 유동화하여 유동성 부족을 해결할 수가 있고, 자금을 장기로 운용할 필요가 있는 연금기금, 투자신탁회사, 생명보험회사와 같은 기관투자자들은 유동화된 주택저당채권을 보유함으로써 장기자산의 비중을 증가시킬 수 있다.

#### 나. 주택저당채권 유동화의 형태

유동화하는 데는 여러 가지 방법이 존재하고 구조도 매우 복잡하다. 또한 금융시스템의 발전정도와 유형에 따라 국가마다 유동화방식이 각각 다르다. 유동화방식은 단순매각방식과 증권화(securitization)방식으로 크게 2가지로 분류할 수 있으며 특히 증권화방식에 의하여 발행된 주택저당채권을 기초로 한 증권을 총칭하여 주택저당채권(mortgage-backed-securities : MBS)이라고 한다. 각 유동화방식의 유형 및 특징은 아래의 <표Ⅳ-3>과 같다.

먼저 단순매각방식은 주택저당채권을 원래의 형태 그대로 기관투자자 등 투자자에게 매각하여 현금화하는 방식이다. 그러나 현실적으로 유동화의 실효성이 거의 없다고 할 수 있다. 그 이유는 첫째, 유동화의 기본 목적인 주택저당채권의 유동성을 확보하기 어렵다. 즉 기관투자자를 비롯한 투자자들이 대출이자율, 상환방식, 상환기간 및 대출금액 등의 대출조건이 각각 다른 다양한 주택저당채권에 투자하는 것이 쉽지 않기 때문이다. 따라서 이 방식은 양도인과 양수인이 특수관계에 있지 않는 한

유동성에는 한계를 보인다<sup>27)</sup>. 둘째, 주택저당채권 투자에 따른 관리부담이 발생한다. 왜냐하면 투자자들은 주택저당채권을 그대로 양도받으므로 채무자의 신용상태나 담보가치 등을 직접 파악하고 관리해야 하기 때문이다.

증권화방식은 주택저당채권을 증권화하여 이를 투자자에게 매각함으로써 현금화하는 방식으로 단순매각방식보다 주택저당채권의 유동성을 제고한다는 장점을 가지고 있다. 발행하는 증권의 유형에 따라 주택저당채권지분이전증권, 주택저당채권원리금이체증권, 주택저당채권담보부채권, 저당채권 등 4가지 주택저당증권(이하 MBS)이 있다.

주택저당채권지분이전증권(mortgage-pass-through securities :

〈표 IV-3〉 유동화방식의 유형 및 특징

방안	거래 상품	특징	
단순매각	주택저당채권	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 거래가 어려움</li> <li>· 투자자들의 관리부담 발생</li> </ul>	
증권화	MBS	MPTS (주택저당채권 지분이전증권)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 투자자는 모든 권리를 이전받고 위험을 부담</li> <li>· 발행기관은 이체액을 관리 및 송금</li> </ul>
		MPTB (주택저당채권 원리금이체채권)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 투자자는 리스크가 적은 반면</li> <li>· 발행기관의 부담증가</li> </ul>
		MBB (주택저당채권 담보부채권)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· MPTB보다 발행기관의 부담증가</li> <li>· 투자자에게 이전되거나 이체되는 권리는 없음</li> </ul>
		MB (저당채권)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 발행기관의 신용도가 매우 높음</li> <li>· 발행기관의 상환부담이 가장 높음</li> </ul>

27) 이상호·인혜원(1995), 『저당대출의 유동화제도의 도입여건과 파급효과』, 주택은행.

MPTS) : 이 증권은 개별 주택저당채권 가운데서 종류, 이자율, 상환기간이 비슷한 것들을 집합화 (pooling) 하여 발행된 유가증권을 투자자에게 매각하는 방식이다. 이것은 고액의 만기구조로 표준화된 저당증권으로, 증권의 매각(이전)에 따라 주택저당채권이 가진 대출채권의 상환으로 발생하는 원리금 수취권과 주택저당채권에 대한 지분권이 모두 투자자에게 이전된다. 따라서 자금 차입자가 상환하는 원리금(cash flow)은 수수료만 공제한 후 최종 증권보유자에게 패스스루(통과)하여 지불된다. 증권을 발행한 금융기관 입장에서는 증권이 매각됨과 동시에 저당채권의 소유권도 이전되기 때문에 증권은 대차대조표상에서 제외된다. 그 결과 원리금의 조기 상환, 혹은 채무 불이행(default)의 위험도 원래의 저당대출채권에서 새로 발행된 증권(MPTS)으로 이전되며, 저당대출에 따른 일체의 위험이 증권의 최종 소유자에게 그대로 이전(pass-through)된다. 결국 MPTS는 만기구조가 장기이며 각종 위험을 투자자에게 전가할 수 있다는 특징을 갖는다. 주택저당채권은 통상 만기가 20~30년이기 때문에 MPTS도 동일한 만기구조를 갖게 되며 주로 장기 금융상품 투자자에게 선호된다. 그러나 투자자들이 자신들에게 전가되는 위험을 감수하고 투자할 수 있으려면 각종 신용보완기관의 보험 또는 보증이 필수적이며 또한 수익률이 위험을 감수할 정도로 높아야 한다. 더구나 차입자가 원리금을 조기에 상환하는 경우가 많기 때문에 투자자는 상환기일에 따른 합리적인 투자를 결정할 수 없다는 단점이 있다.

주택저당채권원리금이체채권(mortgage pay-through bond : MPTB) : 이는 MPTS와 동일한 방식으로 발행되지만 주택저당채권이 가진 대출채권의 상환으로부터 발생하는 원리금수취권에 대한 지분권을 투자자에게 매각하는 방식이다. 즉 채무자의 주기적인 상환액에 대한 지분권을 투자자에게 이체하지만 채무자의 채무불이행시 담보주택을 처분하여 얻는 원리금에 대한 소유권은 발행기관이 보유한다. 이 방식은 주택저당권은 담보로만 제공되므로 대차대조표상에 자산으로 그대로 남아 있고 발행된 채권은 발행기관의 부채로 계상되므로 자산매각 이외의

자금조달(on-balance sheet financing)이며, 발행기관이 채무자로부터 수령하는 상환액과 투자자에게 지불하는 이체액의 현금흐름이 수금 및 송금과 관련한 수수료(servicing fee)를 제외하면 동일하다는 특징을 가지고 있다. MPTB는 단기부터 장기까지 다양한 만기구조를 가지고 있어 투자자의 범위를 확대시킨다는 장점이 있으며, MPTS와 마찬가지로 조기 상환 위험, 이자율 위험, 그리고 원리금 납입연체 위험을 투자자들이 부담하게 된다. 또한 MPTB는 만기구조가 다양하여 시간이 경과할수록 채무가 감소하기 때문에 추가적인 채권발행이 가능하다는 장점을 가지고 있다<sup>28)</sup>. 따라서 이 채권은 금융기법이 고도로 발달된 금융시스템에서 운용의 실효성이 커진다. 왜냐하면 대출조건 및 만기구조가 다양한 주택저당채권을 투자자가 선호할 수 있는 하나의 채권으로 발행하는 것은 고도의 금융기법을 요하기 때문이다.

주택저당채권담보부채권(mortgage-backed bond : MBB) : 이는 투자자에게 이전되거나 이체되는 권리는 없이 발행기관 자신의 채권을 투자자에게 매각하는 방식이다. 즉 주택저당채권이 가진 대출채권의 상환액 지분권과 주택저당권의 소유권을 발행기관이 가지면서 발행기관이 자신의 부채로 채권을 발행하는 것이다. 이 방식은 위의 MPTB와 마찬가지로 자산매각 이외의 자금조달(on-balance sheet financing)방식이다. 그러나 MPTB나 MPTS와는 달리 발행기관이 채무자로부터 수령하는 상환액을 그대로 투자자에게 이체하는 것이 아니라 자신의 부채로 된 채권에 대하여 새로운 상환액을 지급하는 것이므로, 채무자로부터 상환액과 투자자에 대한 상환액의 현금흐름이 동일하지 않다. MBB는 일반적인 회사채(corporate bond)와 비슷한 특성을 지니며, 원리금을 분할해 별도의 약정기일에 투자자에게 지불하도록 되어 있다. 채무자가 지불한 원리금이 발행자가 보유하고 있는 채무상환에 충당되고 MBB에

---

28) 미국은 MPTB로 CMO(collateralized mortgage obligation)를 발행하고 있으며 1983년 발행 이후 주택저당채권의 유동화수단으로 큰 호응을 얻고 있다.

대한 원리금은 발행기관에서 별도 상환한다. MBB는 이자율위험 중 일 부분이 투자자에게 전가되므로 발행기관은 주택자금대출기관이 전가한 거의 모든 위험을 부담하여야 한다. 따라서 발행자의 신용도가 높아야 하며, 자산가치를 담보로 발행되는 채권이기 때문에 채권보전이 충분하여야 한다. 이 채권은 만기시까지 부채로 계상되므로 발행기관의 부담이 높아 주택자원의 장기적인 조성에 근본적인 한계를 가지고 있다.

저당채권(mortgage bond : MB) : 이 방식은 위에서 설명하고 있는 MBB와 동일한 성격을 가지고 있으나 특정한 주택저당채권을 기초로 하여 채권을 발행하는 것이 아니라, 불특정한 주택저당채권이나 일반신용을 기초로 하여 채권을 발행한다는 차이점을 가지고 있다. 따라서 이 방식은 발행기관의 신용도가 높아야 하고 상환부담에 대한 책임이 크다. 따라서 발행기관이 주택자금대출기관인 경우 주택가격에 대한 대출금액의 비율을 낮게 유지하거나 또는 대출금액보다 더 많은 금액을 담보로 설정하기도 한다.

### 3. 우리나라의 주택저당채권 유통화제도

#### 가. 제도 도입의 의의

주택금융제도의 선진화를 도모하고 부실채권 정리와 경기침체의 극복을 위한 경기부양수단으로 유통화제도를 활용하기 위하여 「주택저당채권유통화회사법」을 제정한 바 있다. 주택저당채권의 유통화는 이를 통하여 장기적으로 안정적인 자금을 조달하는 것이 가능하기 때문에 금융기관의 주택자금 대출이 확대되고, 주택금융 시장의 활성화를 촉진시킬 것이다. 기존의 주택가격대비 주택대출자금비율(LTV)이 20%대에 불과하기 때문에 주택금융의 확대를 통하여 주택금융의 수요를 견인할 수 있는 여지가 충분할 것으로 사료된다. 특히 시장베이스에서 주택금융의 확대가 이루어질 수 있는 계기를 마련할 수 있을 것으로 전망된다.

또한 금융기관이 장기적인 자금조달수단을 확보할 수 있어 주택금융을 확대하고 시스템을 효율화하는 데에도 기여할 수 있을 것으로 전망된다. 주택금융 자금조달과 운영의 기간 일치가 가능해져 금융기관이 주택금융에 적극적으로 참여하는 것이 가능하다. 주택할부금융의 경우 단기 자금 조달에 의존하는 구조를 개선시킬 수 있어 금리위험을 회피하는 것이 가능해질 것으로 전망된다.

한편 정부가 IMF 구제금융사태 이후 유동화제도를 전격적으로 도입한 데에는 금융위기하에서 금융기관의 부실채권 정리를 위한 방편으로 유동화제도를 활용하려는 목적이 내포되어 있다고 할 수 있다. 주택저당채권 유동화를 포함한 자산유동화제도는 금융기관의 부실채권 처리를 위한 주요수단으로 활용이 가능하다. 미국의 경우 1980년대 S&L의 부실로 금융위기가 심화되었을 때 부실채권 처리를 위한 방편으로 자산유동화제도를 적극 활용한 바 있다<sup>29)</sup>. 금융기관이 보유한 자산(담보채권)을 유동화할 경우 부실채권 처리는 물론 자기자본비율(BIS) 상승효과도 기대할 수 있을 것이다.

금융기관의 부실채권 정리의 방편으로 유동화제도를 활용하려는 정부의 의지는 법안의 내용에 반영되어 있다고 할 수 있다. 주택저당채권 유동화제도를 독자적인 법률보다는 자산유동화제도에 포괄하여 도입한 것은 유동화제도의 정책적 목적이 강조된 것을 뒷받침한다고 할 수 있다. 즉 「자산유동화에 관한 법률」에서 주택저당채권(MBS)을 자산담보부증권(ABS : Asset Backed Securities)의 한 유형으로 포함하고 있는 것이다. 또한 주택저당증권을 유동화전문회사(SPC : Special Purpose Company)를 통하여 발행하도록 한 것은 금융기관의 자기자본비율 제고를 위한 목적이라고 할 수 있다. 보유자산을 유동화할 수 있는 자산보유자의 범위에 부실채권 전담기구인 성업공사, 토지공사를 명시한 것은

---

29) 박원석 외(1999), 『주택저당채권 유동화제도의 도입이 주택시장에 미치는 영향』, 연구보고서, 삼성경제연구소.

이러한 정부의 의지를 엿볼 수 있다.

마지막으로 정부가 IMF구제금융 사태 이후 외환유동성 확보를 위한 외자유치 노력의 일환으로 주택저당채권 유동화제도를 도입하였다는 특징을 가지고 있다. IMF쇼크가 외환 유동성 부족에서 기인한 만큼 정부는 외환 보유하고 확대를 위해 외자유치를 정책의 우선순위로 놓고 다각적인 노력을 기울이고 있으며, 현재 정부는 주택저당증권(MBS)의 상당 부분을 국제자본시장에서 외국투자가에게 매각할 계획으로 있다. 보유 자산을 유동화할 수 있는 자산보유자의 범위에 외국법인을 의도적으로 포함시킨 점은 주택저당증권의 도입을 외자유치로 연결하려는 의도로 볼 수 있을 것이다.

#### 나. 주택저당채권유동화회사법<sup>30)</sup>

##### 1) 개념 및 정의

정부는 앞에서 설명한 자산유동화법과는 별개로 1998년 12월 주택저당채권유동화회사법을 제정하여 주택저당채권의 유동화를 통한 주택금융의 기반을 확충하고자 하고 있다. 금융기관이 주택의 구입 또는 신축에 소요되는 자금을 대출하고 당해 주택에 저당권을 설정한 경우, 금융기관으로부터 이 채권을 양도받아 이를 기초로 하여 채권 및 증권을 발행하는 채권유동화회사제도를 도입하여 주택자금을 장기적·안정적으

---

30) 금년 개정안에서는 금융기관이 보유한 주택저당채권의 유동화를 원활히 수행하는 데 있어 제약이 되는 요인들을 해소하여 주택저당채권 유동화의 활성화를 도모하고 있다. 개정안의 주요 내용에는 첫째, 등록절차의 구체적 명시(제5조) 둘째, 채권유동화를 위한 주택저당채권의 양도가 담보권의 설정으로 오인되는 일이 없도록 요건 명시(제5조의 2) 셋째, 근저당권에 의하여 담보된 주택저당채권의 유동화를 촉진하는 조치(법 제6조의 2) 넷째, 채권유동화의 효율적 운용 도모를 위하여 일부 경우에는 신탁업법에 의한 공탁의무·준비금적립의무 등을 적용하지 아니하도록 하는 조치(제12조 제8항) 등이 있다.

로 공급할 수 있도록 함으로써 주택금융의 기반을 확충하려는 것이다. 이 법은 전문 26개조와 부칙으로 구성되어 있다.

동법은 주택자금의 장기적·안정적 공급으로 주택금융의 기반을 확충하기 위하여 주택저당채권유동화회사의 설립·운영과 주택저당채권담보부채권 및 주택저당증권의 발행에 관하여 필요한 사항을 규정함으로써 국민경제의 건전한 발전에 기여함을 목적으로 하고 있다(법 제1조).

먼저 동법 제2조에서는 ‘채권유동화’에 대하여 정의하고 있는데 그 내용은 아래와 같다.

- 주택저당채권유동화회사가 금융기관으로부터 주택저당채권을 양도받아 이를 담보로 하여 주택저당채권담보부채권을 발행하고 원리금을 지급하는 행위
- 주택저당채권유동화회사가 금융기관으로부터 주택저당채권을 양도받아 이를 기초로 하여 주택저당증권을 발행하고 그 주택저당채권의 관리·운영 및 처분에 의한 수익을 분배하는 행위

동법에서 규정하는 ‘주택저당채권유동화회사’란 이 법이 규정하고 있는 채권유동화업무를 영위하고자 하는 자로서 금융감독위원회의 추천을 거쳐 재정경제부장관의 인가를 받은 자를 말한다(법 제3조 제1항). 또한 인가를 받고자 하는 자는 아래의 요건을 갖추어야 하며(법 제3조 제2항), 인가를 받고자 하는 자는 신청서에 금융감독위원회가 정하는 서류를 첨부하여 금융감독위원회에 제출하여야 한다.

- 주식회사일 것
- 자본금이 250억원 이상일 것
- 자기자본비율이 대통령령이 정하는 기준 이상일 것

## 2) 채권유동화계획의 등록 및 채권의 발행

주택저당채권유동화회사(이하 ‘채권유동화회사’라 함)는 채권유동화를 하고자 하는 때에는 금융감독위원회가 정하는 서류를 갖추어 채권유

유동화에 관한 계획(이하 '채권유동화계획'이라 한다)을 금융감독위원회에 등록하여야 한다. 등록된 채권유동화계획을 변경하고자 하는 경우에도 또한 같다(법 제4조 제1항).

채권유동화회사가 채권유동화계획에 따라 금융기관으로부터 주택저당채권을 양도받은 때에는 지체없이 그 사실을 금융감독위원회에 등록하여야 한다(법 제5조 제1항). 등록에 필요한 서류는 전자문서(전산망 또는 전산처리설비를 이용하여 제출하는 서류를 포함한다)의 방법에 의하여 제출할 수 있다(법 제5조 제2항). 그러나 동법은 채권유동화계획에 따른 주택저당채권의 양도는 양도인 또는 양수인이 채무자에게 통지하거나 채무자가 승낙하지 아니하면 채무자에게 대항하지 못한다는 특별규정을 두고 있어 채무자에 대한 최소한의 보호조치를 하고 있다(법 제6조 제1항). 다만, 양도인 또는 양수인이 채무자에게 2회 이상 내용증명우편으로 채권양도의 통지를 하였으나 소재불명 등으로 반송된 때에는 채무자의 주소지를 주된 보급지역으로 하는 2 이상의 일간신문(전국을 보급지역으로 하는 일간신문이 1 이상 포함되어야 한다)에 채권양도 사실을 공고함으로써 그 공고일에 채무자에 대한 채권양도의 통지를 한 것으로 보고 있다.

한편 동법에서 주택저당채권유동화회사는 주택저당채권담보부채권, 주택저당증권 및 회사채를 발행할 수 있다고 규정함으로써 주택저당채권의 유동화 형태를 제시하고 있다. 먼저 채권유동화회사는 담보부사채 신탁법이 정하는 바에 따라 주택저당채권담보부채권을 발행할 수 있다. 또한 채권유동화회사가 채권유동화계획에 따라 주택저당채권담보부채권을 발행하기 위하여 주택저당채권에 질권을 설정하는 때에는 지체없이 그 사실을 금융감독위원회에 등록하여야 한다(법 제11조 제1항 및 제2항).

또한 채권유동화회사는 신탁법 제2조의 규정에 불구하고 채권유동화계획에 따라 자신을 수탁자로 하는 신탁을 설정하여 주택저당증권을 발행할 수 있다(법 제12조 제1항). 이때 신탁설정은 이를 금융감독위원회

에 등록한 때부터 그 효력이 발생하는 것으로 한다(법 제12조 제2항). 주택저당증권은 무기명식으로 하는 것이 원칙이지만 주택저당증권의 수익자의 청구가 있는 경우에는 기명식으로도 가능하도록 하고 있다. 이 주택저당증권을 취득하는 자는 당해 주택저당증권에 관한 권리·의무를 승계하도록 하고 있다(법 제12조 제3항 및 제5항). 채권유동화회사는 대통령령이 정하는 바에 따라 신탁법 제29조의 규정에 불구하고 채권유동화의 대상이 아닌 자산으로 당해 채권유동화회사가 발행한 주택저당증권을 취득할 수 있다(법 제12조 제7항). 채권유동화회사는 주택저당증권(당해 채권유동화회사가 발행한 주택저당증권을 포함함)에 대하여 당해 채권유동화회사의 자기자본의 20배를 초과하지 아니하는 범위 내에서 지급보증을 할 수 있다(법 제13조).

마지막으로 채권유동화회사는 자기자본의 10배의 범위 안에서 회사채를 발행할 수 있으며, 자기자본의 범위 안에서 자금을 차입할 수 있다. 이 경우 주택저당채권담보부채권의 발행총액은 회사채의 발행액에 포함되지 아니한다.

### 3) 주택저당채권의 관리

채권유동화회사는 채권유동화의 대상이 되는 주택저당채권<sup>31)</sup>과 채권유동화의 대상이 아닌 자산을 구분하여 관리하여야 하며, 주택저당채권은 채권유동화계획별로 구분하여 관리하여야 한다(법 제9조). 이 규정에 의하여 구분·관리되는 주택저당채권은 채권유동화회사의 파산재단을 구성하지 않는다(법 제9조 제2항). 또한 이와 같이 구분·관리되는 주택저당채권에 대하여는 채권유동화회사의 채권자가 이를 강제집행할 수 없으며, 파산법·화의법 또는 회사정리법에 의한 보전처분 또는 중지명령의 대상이 되지 아니한다(법 제9조 제3항).

31) 주택저당채권을 관리·운동 및 처분함에 따라 취득한 금전 등의 재산권을 포함한다.

채권유통화회사는 채권관리위탁계약에 의하여 금융기관 또는 허가받은 신용정보업자 (이하 '채권관리자'라고 함)에게 주택저당채권의 관리·운용 및 처분에 관한 업무를 위탁할 수 있도록 하고 있다(법 제10조 제1항). 채권유통화회사는 채권관리위탁계약을 해지한 경우 이로 인하여 채권관리자의 변제수령권한이 소멸되었음을 이유로 하여 주택저당채권의 채무자에게 대항할 수 없다. 다만, 채무자가 채권관리자의 변제수령권한이 소멸되었음을 알았거나 알 수 있었을 경우에는 그러하지 아니한다(법 제10조 제3항). 채권관리자는 위탁받아 관리하는 주택저당채권을 그의 고유재산과 구분하여 관리하여야 하며, 그 주택저당채권의 관리에 관한 장부를 별도로 작성·비치하여야 한다(법 제10조 제4항). 채권관리자가 파산하는 경우 관리하는 주택저당채권은 채권관리자의 파산재단을 구성하지 아니하며, 채권유통화회사는 그 채권관리자 또는 파산관재인에 대하여 주택저당채권의 인도를 청구할 수 있다(법 제10조 제5항). 마지막으로 채권관리자가 본 규정에 의하여 위탁을 받아 관리하는 주택저당채권은 채권관리자의 채권자가 이를 강제집행할 수 없으며, 파산법·화외법 또는 회사정리법에 의한 보전처분 또는 중지명령의 대상이 되지 아니한다(법 제10조 제7항).

#### 4) 감독

금융감독위원회는 주택저당채권담보부채권 및 주택저당증권의 투자자를 보호하고 채권시장의 안정을 도모하기 위하여 채권유통화회사의 업무를 감독하고 이에 필요한 명령을 할 수 있으며, 금융감독기구의 설치 등에 관한 법률에 의하여 설립된 금융감독원 원장으로 하여금 채권유통화회사의 업무와 재산상황을 검사하게 할 수 있도록 하고 있다(법 제16조). 금융감독위원회는 채권유통화회사가 경영의 건전성을 확보할 수 있도록 하기 위하여 대통령령이 정하는 바에 따라 경영지도기준을 정할 수 있다. 또한 경영지도기준을 충족시키지 못하는 등 경영의 건전성을

크게 해칠 우려가 있다고 인정되는 때에는 자본금의 증액, 이익배당의 제한 등 경영개선을 위하여 필요한 조치를 요구할 수 있다.

금융감독위원회는 위의 규정(제16조)에 의한 검사를 위하여 필요한 때에는 채권유동화회사에 대하여 그 업무 및 재산상황에 관한 보고서를 제출하게 할 수 있다(법 제22조). 채권유동화회사는 금융감독위원회가 정하는 바에 따라 매월의 영업보고서와 매영업연도의 업무보고서를 금융감독위원회에 제출하여야 한다. 채권유동화회사는 금융감독위원회가 정하는 바에 따라 경영상황에 관한 주요정보 및 자료를 공시하여야 한다.

## 라. 우리나라 주택저당채권 유동화제도의 특징

현재 우리나라에 도입된 주택저당채권 유동화제도는 주택금융시스템의 효율화뿐만 아니라 IMF사태 이후의 경제위기 극복정책으로 도입된 만큼 외국의 사례와는 다소 차이가 존재하고 있다. IMF사태 이후 주택저당채권의 유동화는 자산유동화의 관점에서 포괄적이고 전격적으로 도입되었다. 미국 등 유동화제도가 발달한 국가에서 수십년에 걸쳐서 발달한 제도가 한꺼번에 도입된 만큼 그 운영에 있어서 차별적인 대응이 필요할 것이다.

우리나라에서 도입된 주택저당채권 유동화제도의 주요특징을 살펴보면 아래와 같다.

### 1) 주택저당증권(MBS)의 발행을 통한 유동화

우리나라의 주택저당채권 유동화제도는 기본적으로 증권화, 즉 주택저당증권(MBS)발행을 전제로 도입되었다고 할 수 있다. 「자산유동화에 관한 법률」과 「주택저당채권유동화회사법」을 보면 주택저당채권 유동화란 주택저당증권의 발행과 유통을 전제로 하고 있음을 알 수 있

다<sup>32)</sup>. 이는 유통화제도를 외자유치 등 자본시장에서 대규모 자금을 모집하기 위한 수단으로 도입한 만큼 증권화가 가장 기본적인 구조가 된 것이라고 할 수 있으며 따라서 우리나라에 있어서 유통화는 곧 증권화라고 볼 수 있는 것이다.

또한 다양한 주택저당채권이 발행될 수 있도록 포괄적 규정이 지배적이란 특징을 가진다. 「자산유통화에 관한 법률」에서는 유통화할 수 있는 자산의 범위를 ‘자산유통화의 대상이 되는 채권, 부동산, 기타의 재산권’으로 정의하고 있어(「자산유통화에 관한 법률」 제2조 제3호) 유통화할 수 있는 자산의 범위를 포괄적으로 규정하고 있다.

## 2) 주택저당채권(MBS)의 발행방법

현행 법률에서는 대출 금융기관의 경우 보유한 주택저당채권을 유통화전문회사나 신탁회사에 매각하든지 유통화중개기관에 매각하여 MBS 발행이 가능하도록 하고 있다. 「자산유통화에 관한 법률」에서는 특수목적회사(Special Purpose Company)인 유통화전문회사와 신탁회사를 통하여 MBS를 발행할 수 있도록 규정하고 있다. 「주택저당채권유통화회사법」에서는 동법에 의해 설립된 유통화중개기관에 주택저당채권을 매각하여 유통화중개기관이 MBS를 발행할 수 있도록 규정하고 있다.

유통화전문회사와 신탁회사를 통하여 MBS를 발행하는 방법은 아래의 <표 IV-4>에서 나타난 바와 같이 각각의 장단점이 있다. 따라서 어떠한 기관을 통하여 MBS를 발행할 것인가는 증권화가 이루어지는 주택저당채권의 집합 구조, 발행여건 등에 의해 결정될 것이다. 외국의 경우와 같이 유통화자산을 보유한 금융기관이 직접 주택저당채권담보부

---

32) 이에 대한 법률의 내용에 대해서는 「자산유통화에 관한 법률」 제2조 제1호 및 「주택저당채권유통화회사법」 제2조 제1호를 참조하기 바람.

채권(MBB: mortgage-backed bond)을 발행하는 것은 고려하고 있지 않는데 그 이유는 유동화의 목적 중의 하나가 금융기관이 보유한 부실채권 처리를 위한 것이기 때문이다.

〈표 IV-4〉 주택저당증권 발행방법별 장단점

발행주체	장 점	단 점
유동화전문회사	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 금융기관이 직접 유동화업무를 관장 가능</li> <li>○ SPC에서 회사채발행 등이 가능하기 때문에 자금 풀 구성에서 유연성 발휘 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 이종과세 문제 발생</li> </ul>
신탁회사	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 이종과세 문제 회피 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 신탁회사를 통한 증권발행에 따른 번거로움</li> <li>○ 신탁수수료의 부담</li> </ul>

자료 : 박원석 외(1999), 『주택저당채권 유동화제도의 도입이 주택시장에 미치는 영향』, 연구보고서, 삼성경제연구소.

그러나 「주택저당채권유동화회사법」에서는 유동화중개기관(채권유동화회사)이 주택저당채권담보부채권과 주택저당증권(주택저당채권지분이전증권: MPTS)을 발행할 수 있도록 규정하고 있다.

### 3) 유동화중개기관의 설립 자유화

현행 법률에서는 유동화중개기관의 경우 일정한 요건만 갖추면 설립할 수 있도록 규정하여 복수의 민간 유동화중개기관의 설립이 가능하다는 특징을 가지고 있다. 유동화중개기관(주택저당채권 유동화회사)의 설립요건으로는 회사의 형태, 자본금, 자기자본비율에 대한 규정만 있어 일정수준 이상의 건전성 요건만 갖추면 설립이 가능하다<sup>33)</sup>. 따라서 설립

33) 법률상 요건에 대해서는 「주택저당채권유동화회사법」 제3조를 참조바람.

주체는 민간이나 공공기관에 관계없이 가능하며, 복수의 유통화중개기관도 설립이 가능한 상태라고 할 수 있다. 현재 미국의 경우 유통화중개기관이 민영화되어 있으나 이는 공공부문에서 시작하여 공신력을 가진 상태에서 민영화한 것이므로 우리나라의 유통화중개기관과는 차이가 존재한다.

유통화중개기관의 설립을 시장기능에 맡도록 자유화하는 것은 다음과 같은 장단점을 가진다. 공공기관을 운영함에 따른 정부의 부담, 유통화중개기관의 민영화 추세 등을 감안하면 유통화중개기관의 설립을 자유화하는 것은 장점이라고 할 수 있다. 그러나 주택금융의 공공적 성격과 MBS의 목표를 감안할 때 유통화중개기관의 설립 자유화는 유통화중개기관의 공신력문제, 유통화중개기관이 발행한 MBS의 신용도문제 등의 문제가 발생할 수도 있다.

## V. 주요국의 자산유동화제도

### 1. 미국

#### 가. 자산유동화제도

과거 20년 간 자산유동화는 미국 금융시장의 가장 중요한 특징 중의 하나였다. 미국은 전통적으로 자금의 중개에 있어서 은행을 중심으로 한 금융기관과 직접자본시장간에 균형을 이루어 왔으나 은행과 같은 전통적인 금융기관으로부터의 자금이탈(disintermediation)과 이들 금융기관을 통한 간접금융의 비중이 점차 약화되고 있으며 자산유동화는 이러한 추세의 한 측면이라고 할 수 있다.

미국 자산유동화의 촉진요인들로서는 무엇보다도 정부지원 유동화중개기관의 설립과 적절한 법률·회계·조세체계 등의 하부구조의 확립을 통한 정부의 적극적인 지원을 들 수 있다. 지역적으로 분산되어 있는 다수의 은행들간에 효율적인 자금의 지역적 배분과 지역적인 위험의 분산 필요, 고정금리의 관행으로 인한 자산과 부채간의 만기 불일치 문제의 심화, 주택금융 공급의 부족, 금융기관의 부실화에 따른 부실자산의 정리와 자본의 효율적 이용의 필요성 증대 등과 같은 경제적 유인과 금융기관의 새로운 환경에 대한 적극적인 대응, 금융기관간의 경쟁, 폭 넓은 기관투자가의 기반과 금융감독기관의 진취적인 사고도 미국에서 자산유동화의 활성화에 주요 촉진요인으로 작용했다.

미국의 성공적인 경험을 통하여 자산유동화에 대한 긍정적인 인식이 국제적으로 널리 퍼지기 시작하였으며 이에 따라 1980년도 후반부터 몇몇 OECD국가들을 중심으로 자산유동화의 성공적 도입과 개발을 위한

정책적 노력이 시작되었다.

### 1) MBS(Mortgage Backed Securities : 주택저당증권)

자산유동화로 인해 미국에서 발행된 유동화증권 중 그 비중이 가장 큰 것이 주택저당증권으로서 유통되고 있는 전체 유동화증권의 80% 이상을 차지하고 있다. 그 발행잔액은 1998년 6월말 현재 2조 8천억달러에 달하고 있으며<sup>34)</sup> 현재 미국 주택저당채권의 2/3 가량이 증권으로 유통화 되고 있다.

전통적으로 주택금융은 저축대부조합(Savings and Loans)과 상호저축은행(mutual savings banks)을 중심으로 한 저축금융기관에 의하여 제공되어 왔다. 따라서 주택금융의 공급은 이들 저축금융기관의 예금에 의한 자금조달에 크게 의존할 뿐 아니라 법과 정부의 규제로 인하여 이러한 저축금융기관들의 저축과 대출에 대한 자금중개는 일정한 지역에 국한되어 지역간의 자금편중현상을 초래하여 왔다. 지역간의 자금편중현상은 주택저당 중개인(mortgage banker)의 출현으로 완화되었으나 전체적인 자금조달의 제약은 크게 향상되지 못하였다. 특히 1960년대 말 금리가 상승하여 이들 예금금융기관으로부터의 자금이탈 현상이 심화되고 자산과 부채의 만기 불균형으로 인한 자산/부채관리가 심각한 문제로 대두되게 되었다. 이러한 문제에 대처하기 위해서 주택저당채권의 유통시장을 촉진시켜 주택금융자원의 기반을 과거의 저축금융기관으로부터 금융기관 전반으로 확대하고 주택저당대출 관련 금융기관의 자산/부채관리 능력을 제고시키는 것이 필요하였다. 주택저당채권의 유통시장을 활성화하기 위해서는 주택저당채권을 투자자의 구미에 맞게 만드는 것이 필요하였고 주택저당증권의 개발은 이러한 경제적 요구에 부응한 금융시장 혁신의 결과라고 할 수 있다.

34) 윤승한(1998) pp 59.

미국에서 주택저당채권 유통화를 활성화시킨 요인 중에서 주택금융의 원활한 공급과 주택저당채권의 유통촉진을 위한 정부의 지속적인 지원과 이를 위해 설립된 정부기관(government agencies) 또는 정부지원기관들(government sponsored entities : GSE)의 적극적인 역할은 무엇보다 중요하다 하겠다. 주택저당채권의 유통화를 위한 정부의 지원은 1930년대 대공황 시절부터 시작되었다. 연방주택청(Federal Housing Administration)은 주택저당대출의 채무 불이행에 대한 보험(또는 보증)을 제공함으로써 주택저당대출을 증진시키기 위하여 1934년에 미국 의회에 의하여 설립되었으며 주택저당대출에 대한 투자위험을 감소시키고 보증대상 주택저당채권의 요건을 확립함으로써 주택저당대출의 정형화를 유도하여 주택저당채권 유통화의 밑거름이 되었다.

1938년에는 FHA에 의해 보증된 주택저당채권의 유통시장 개발을 목적으로 정부기관인 FNMA(Federal National Mortgage Association : 약칭 Fannie Mae)가 설립되었다<sup>35)</sup>. FNMA는 FHA 주택저당채권을 매입하여 유통성을 제공함으로써 이들 주택저당채권의 유통시장을 조성하는 업무를 수행하였으나 커다란 성과를 이루지 못하였다.

이에 따라 미국 의회는 1968년 Fannie Mae를 현재의 Fannie Mae와 정부기관인 GNMA(Government National Mortgage Association : 약칭 Ginnie Mae)로 나누고, Ginnie Mae로 하여금 정부의 신용(full faith and credit of the U. S. Government)을 바탕으로 FHA, VA(Veterans Administration), FmHA(Farmers Home Administration)에 의해 보증된 주택저당채권시장에 자금을 공급하고 유통시장을 활성화하도록 하였다. Ginnie Mae는 지정된 주택저당대출기관이 발행하는 자동이체 주택저당증권의 보증을 수수료로 받고 제

---

35) Fannie Mae는 현재 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장되어 있는 민간기업이나 Freddy Mac과 같이 정부에 의해 인가된(chartered) 법인이기 때문에 정부지원기관(Government Sponsored Entity)라고 부른다. 미국 재무성은 Fannie Mae와 Freddy Mac의 사채를 22억 5천만달러까지 매입할 수 있다.

공하여 비유동적인 주택저당채권을 정부에 의해 원리금이 보증된 유동적인 증권으로 전환시킴으로써 주택금융의 공급과 유통시장의 활성화에 이바지하였다. 1970년에 처음으로 발행된 Ginnie Mae 자동이체 주택저당증권이 실질적인 유동화증권 발행의 효시라고 할 수 있다.

1970년에 미국 의회는 Fannie Mae로 하여금 정부기관에 의하여 보증되지 않은 일반주택저당채권(conventional mortgage)의 매입을 허락하였고 일반주택저당채권시장을 활성화하기 위하여 정부지원기관(GSE)인 FHLMC(Federal Home Loan Mortgage Corporation : 약칭 Freddy Mac)를 설립하도록 하였다. Freddy Mac은 주로 일반 주택저당채권을 매입하여 이를 담보로 주택저당증권<sup>36)</sup>을 발행하고 이를 보증함으로써 일반 주택저당채권시장의 활성화와 유동화에 기여하였다. 특히 1983년에 Freddy Mac에 의해서 처음 발행된 CMOs와 1984년부터 시작된 스왑 프로그램은 주택저당채권의 유동화뿐만이 아니라 전반적인 자산유동화의 성장·발전 및 혁신에 중요한 역할을 하였다<sup>37)</sup>. Fannie Mae도 1981년부터 매입한 주택저당채권을 담보로 주택저당증권을 발행하고 이에 대한 보증업무를 시작하였으며 Freddy Mac과 같이 스왑 프로그램을 운영하고 있다.

과거 20여년간 미국에서 발생한 주택저당증권시장의 급격한 성장의 배후에는 이들 정부기관 또는 정부지원기관의 유동화중개기관으로서의 역할이 매우 중요했으며 이들 정부지원 유통중개기관이 발행한 주택저당증권은 1998년 6월 30일 현재 약 2조 5,400억달러에 달하며 전체 발행잔액의 90% 이상을 차지하고 있다. 반면에 이들 세 기관이 정하는 유동화 자격요건(예를 들어 채권액의 상한제한, 대출/자산가격 비율의 상

36) Freddy Mac의 주택저당증권을 Participation Certificate이라고 하며 최초의 PC는 1971년에 발행되었다.

37) Freddy Mac은 현금 프로그램과 스왑 프로그램의 두 가지 경로를 통하여 유동화증권을 발행하였는데 1984년에 시작된 스왑 프로그램의 원래 목적은 부실 저축금융기관에 유동성을 제공하기 위한 것이었다.

한제한 등)을 충족시키지 못하는 주택저당채권(nonconforming mortgages)의 유동화는 민간 유동화 중개기관에 의하여 정부 관련기관의 보증 없이 유동화 되어왔다. 최초의 민간 중개기관에 의한 일반주택저당증권(private label mortgage backed securities)은 1977년 Salomon Brothers를 주관사로 Bank of America에 의하여 발행된 자동이체식 주택저당증권이다. 민간주택저당증권시장의 개발 및 발전은 주택저당채권 유동화에 있어서 민간부분 개발의 필요성을 인식한 정부의 지원<sup>38)</sup>과 민간부분 혁신의 결과이다. 특히 1984년에 제정된 「Secondary Mortgage Market Enhancement Act(SMMEA)」는 널리 알려진 신용평가기관에 의해 AA 이상의 신용등급을 부여받은 민간주택저당증권에 대해 이들 증권을 연방인가은행(federally chartered banks), 저축금융기관(thrifts) 및 주정부의 규제를 받는 금융기관의 투자대상으로서 위치를 부여함으로써 이들 증권의 시장성을 제고시켰다. SMMEA와 더불어 SEC(Security and Exchange Commission)의 민간주택저당증권에 대한 발행등록요건 규제완화<sup>39)</sup> 및 1986년에 취해진 세법개정<sup>40)</sup>은 민간부분 발행 주택저당증권의 시장 개발에 견인차 역할을 하였으며 1998년 6월말 현재 민간부문에 의해 발행된 주택저당증권의 잔액은 약 2,700억달러에 달하고 있다.

38) 미국 정부는 정부기관 및 정부지원기관의 보증으로 인한 정부의 잠재적 부담을 줄이기 위해 민간부분 육성의 필요성을 인식하였다.

39) 주택저당증권의 발행시 발행기관은 보통 증권의 매출과 동시에 담보자산을 집합하므로 발행증권을 SEC(Security Exchange Commission)에 등록할 당시 담보자산의 성격을 정확히 파악할 수 없다. SEC는 이러한 미확정 자산(blind pool)을 담보로 한 증권의 등록을 금지하고 있으므로 SEC의 등록이 변경된 정부지원기관 보증증권(agency security)과 달리 발행에 어려움이 있었다. 이러한 어려움을 해소하기 위하여 SEC는 1983년에 주택저당증권발행의 등록조건을 완화하여 미확정 자산을 담보로 하더라도 일정한 신용등급과 미확정 자산에 대한 충분한 정보를 제공할 경우 등록과 일괄등록(shelf registration)을 허락하고 정기적인 증권의 공시의무도 완화하였다.

40) 1986년 세법개정(Tax Reform Act of 1986)이 통과되기 이전의 세법하에서는 수여자신탁(grantor trust)이 단일종류의 자동이체증권을 발행할 경우 수여자신탁을

2) ABS

MBS시장의 성공은 다른 자산의 유동화로 이어졌다. 1985년 Sperry Lease Corporation의 리스채권의 유동화를 효시<sup>41)</sup>로 대량 집합화가 가능하고 과거의 자료를 이용하여 채무 불이행률을 예측할 수 있으며 계약조건 및 문서화가 정형화되어 있는 자산을 중심으로 유동화되기 시작해서 지금은 신용카드의 납입금, 자동차 할부금, 상업용 건물 대부금, 리스채권, 기업대출 등이 유동화되고 있다. ABS의 유동화는 1998년 6월 말 현재 약 5,500억달러에 이르고 있다.

〈표 V - 1〉 미국의 ABS/ MBS 발행현황

(단위 : 10억달러)

담보자산	1995	1996	1997	1998Q1
신용카드	48.7	54.7	46.1	9.7
자동차대출	33.3	38.7	42.0	8.7
조립주택	6.3	8.6	9.8	3.4
학자금대출	3.6	9.5	14.4	4.6
기타	11.8	29.7	65.2	16.1
총 ABS	119.2	174.0	233.0	57.4
Agency MBS	269.1	370.5	368.0	132.5
Private MBS	37.6	39.6	63.6	105.6
Private CMBS	16.6	28.4	41.6	18.3
총 MBS	322.9	438.5	473.2	256.4

자료 : OECD, DAFPE /CMF(98)30

하나의 도관(conduit)으로 취급하여 세금부과의 대상으로 취급하지 않았으나 수여자 신탁이 복합증권(multi-class bonds)을 발행할 경우 세금부과의 대상이 되는 제약이 있었다. 1986년의 세법개정(Tax Reform Act of 1986)은 새로운 신탁기관인 부동산저당채권 투자중개기관(Real Estate Mortgage Investment Conduit)을 도입하여 복합유동화증권을 발행하는 데 있어서 조세제약을 제거함으로써 민간주택저당증권을 개발·구성하는데 융통성을 부여하였다.

41) ABS 거래의 효시들 1960년대 초 Continental Bank가 Sears Roebuck and Co.의 신용카드 납입금을 유동화한 사례로 보는 경우도 있다(Asiamoney Dec 1997 / Jan 1998).

### 3) 부실자산의 유동화

자산유동화의 중요한 적용분야 중의 하나가 부실자산의 정리이다. 자산의 유동화는 부실저축대부조합(S&L)을 정리하기 위해 1989년에 설립된 정리신탁공사(Resolution Trust Corporation : RTC)의 부실자산 정리에 커다란 기여를 했다. 부실자산의 정리를 위하여 RTC는 초기에는 전통적인 자산매각에 의존하였다. RTC의 매각자산은 투자은행(investment bank)이나 경영권(managerial control)의 획득을 목적으로 한 개인투자자에게 매입되었으나 RTC는 매각된 자산이 결국 자산의 재구성(repackaging)을 통하여 유동화되는 것을 인식하고 1992년 4월 이후 직접적인 자산의 유동화를 부실자산 정리방법으로 선호하기 시작했다. RTC가 보유하고 있던 일부분의 주택저당채권은 Ginnie Mae 나 Fannie Mae의 자산유동화 풀(pool)에 포함되었으나 대부분의 자산은 RTC의 CMO로 유동화되었다. 초기에는 유동화가 쉬운 개인주택저당채권이나 소비자 대부 등이 유동화되었으며 유동화가 상대적으로 어렵고 채납비율이 높은 주택저당채권이나 다세대거주용 주택저당채권(multi-unit residential mortgage) 등도 결국 유동화되었고 RTC가 발행한 대부분 자산담보부채권은 AA 또는 AAA의 등급을 받았다. 정형화가 되어 있지 않고 분량이 커서 위험분산(diversification)이 어려운 자산들, 자료의 분석을 통한 통계적 확률을 구하기 어려운 자산들도 집합화(pooling)와 신용보완을 통하여 유동화되었다. RTC의 자산유동화기법은 유동성이 없는 대규모 자산의 처분을 비교적 단기간에 성취할 수 있도록 하였고 정부의 직접적 지원을 자제토록 함으로써 재정의 건전화에도 기여하는 이중효과를 가져왔다.

## 나. 법적 기반

### 1) 미국의 True Sale 규정

미국에서는 통일 상법전(Uniform Commercial Code : UCC) 제9장에 의하여 동산은 물론 증권, 일반채권, 무체재산권까지도 일정한 요건에 따라 담보부차입(secured financing)의 대상으로 취급될 수 있기 때문에 SPV에 양도된 자산도 파산법원의 입장에서는 담보부차입으로 해석될 수 있다. 이 경우 자산보유자가 파산하게 되면 SPV에 양도된 자산이 파산재단에 속하게 되고 유동화증권의 투자자들은 양도된 자산을 담보로 가진 채권자로 취급되게 된다. 이러한 사태를 방지하기 위해 자산유동화의 구성시 SPV로의 자산의 양도가 법적인 근거에 입각한 진정한 매각임을 확인하는 것이 중요하며 이러한 차원에서 자산보유자는 자산유동화의 구성시 SPV로의 자산의 양도가 진정한 매각이라는 변호사의 법률의견서를 첨부한다.

미국의 파산법원은 일정한 판단기준을 적용하여 해당자산의 양도가 진정한 매매인지의 여부를 판단한다. 미국에서 진정한 매매로 인정받기 위한 몇 가지 요건은 다음과 같으나 진정한 매각의 판정을 받기 위해서 아래의 요건을 모두 충족시켜야 되는 것은 아니다.

- ① 계약서의 내용과 형식에서 당사자의 의사에 의한 매매임이 확인되어야 한다.
- ② 유동화자산의 양도 후에 발행하는 손실의 위험이 SPV에게로 전가되어야만 한다. 법원으로부터 진정한 매매 여부를 판단할 때 손실의 위험이 전가되었는지를 고려하며 이때 상환청구권이 있는가의 여부도 검토된다. 상환청구권의 성질 및 정도를 검토하여 양도된 유동화자산의 손실의 위험이 SPV에게로 전가되었는지를 판단하며 이는 진정한 매매인지를 결정하는 중요한 요인이 된다.
- ③ 자산보유자의 유동화자산에 대한 권리를 최소화하는 것이 필요하

다. 즉, 자산보유자가 유동화자산에 대한 환매권을 가지거나 SPV의 유동화자산 처분을 금지하는 등 양도 후에도 유동화자산에 대한 지배가 계속된다면 이를 진정한 매매라고 보기는 힘들다.

- ④ 자산보유자의 자산이 SPV로 진정한 양도가 되었다면 대차대조표에서 제외되어야 한다. 즉, 회계처리상으로도 양도행위가 매매로 인정되어야 한다.

## 2) 대항요건<sup>42)</sup>

미국의 대항요건에 대한 규정은 동산과 부동산에 따라 다르다. 우선 동산에 대한 규정은 통일 상법전(UCC : Uniform Commercial Code) 제9장 「담보부 금융거래에 관한 통일규칙」에 따르며 그 내용은 다음과 같다. 첫째, 담보취득자는 담보부 금융거래에 대하여 주정부에 Financing Statement라는 신고서로 등록해야만 담보제공자가 이중차입으로 담보를 제공하는 위험으로부터 보호받을 수 있다. 둘째, 자동차 할부 금융의 경우는 담보물인 자동차가 주에 따라서는 질권등록 대상물이 되므로 Financing Statement보다 주법이 우선 적용된다. 셋째, 자동차·리스 등의 거래에서는 계약서 자체가 동산 저장문서의 역할을 수행하므로 저장문서를 점유하는 자에게 우선권이 인정된다.

부동산에 대한 규정을 살펴보면 저장채권의 양도는 어음의 형태로서 배서교부에 의해 양도가 효력을 갖게 되며, 대항요건 관련문제가 원칙적으로 발생하지 않는다. 또 양도된 사실을 정부가 운영하는 Recording System에 거래일자 순으로 공시하고 있으나 공신력은 약한 실정이다. 따라서 실제저당권에 대한 신뢰도는 보험회사의 권원보험<sup>43)</sup>에 의해 유

42) 본절의 내용은 김규진(1999)를 참조하였음.

43) 권원보험은 부동산 등기 및 Recording System의 공신력이 낮아 이중거래가 발생할 수 있는 위험만을 보완하는 것이다.

지된다. 저당권이 양도될 때 차입금의 원리금이 지불되지 않을 경우 부동산에 대한 권리가 박탈된다는 점을 차입자가 확인 서명한 저당계약서와 어음이 함께 유통되며, 여기에 반드시 권원보험증서가 첨부되는 시장 관행이 정착되어 있다. 또한 권원보험은 전국적으로 통일되어 있어 주법상의 부동산제도의 상이점을 극복하게 해주었다.

#### 다. 자산유통화에 대한 세법<sup>44)</sup>

미국에서 자산유통화에 대한 세법은 미국 자산유통화의 대부분을 차지하고 있는 주택저당증권을 중심으로 발전되어 왔다. 주택저당증권에 대한 세무처리는 초기에는 팩토링에 대한 과거의 세법판례를 기본으로 전개되어 왔으나 1986년의 REMIC 입법을 통하여 자산유통화 관련 세법의 새로운 전기를 마련하였다.

##### 1) REMIC과 주택저당증권 관련 세법

1986년에 시행된 세법개정(Tax Reform Act of 1986)은 자산유통화 특히 주택저당채권의 유통화에 중대한 전기를 마련하였다. 1986년의 세법개정은 부동산저당투자신탁(Real Estate Mortgage Investment Conduits : 약칭 REMICs)과 REMIC에 의해 발행된 주택저당증권의 투자자에 대한 새로운 과세근거를 정립하여 그 이전에는 발행이 어려웠던 다양한 종류의 주택저당증권의 발행을 가능하게 하고 주택저당채권의 유통화에 중대한 전기를 마련하였다.

주택저당증권은 다른 일반채권과는 달리 원리금의 지급에 있어서 원금이 분할되어 상환될 수 있으며 주택저당증권의 근거자산이 되는 주택저당채권이 조기 상환될 경우 주택저당증권도 또한 조기 상환되게 되는

---

44) 본절의 내용은 Peaslee and Nirenberg(1994)를 참조하였음.

콜옵션이 내재되어 있다. 조세측면에서 볼 때, 주택저당증권은 전통적인 채권과 두 가지 차이점을 가지고 있다. 첫째로 기관투자자가 소유한 주택저당증권은 부동산 투자와 관련된 특정한 조세혜택을 받을 수 있으며 둘째로, 특정한 주택저당증권은 발행주체의 채권이나 주식이 아닌 주택저당채권에 대한 소유지분(ownership interests)으로 취급되는 특징이 있다. 주택저당증권과 관련된 과세의 제 문제는 이러한 주택저당증권의 특징과 REMIC 규정, 그리고 non-REMIC 주택저당증권 발행주체의 법적 구조와 관련되어 발생한다.

#### 가) 유동화 전문기구의 과세

주택저당증권 유동화 전문기구에 대한 과세는 발행된 주택저당증권의 종류 그리고 과세목적상 유동화 전문기구의 분류에 따라 정해지게 된다. 현재 발행되고 있는 주택저당증권의 종류는 자동이체식증서(pass-through certificates), 원리금이체식증권(pay-through bonds), 원리금이체식증권 발행주체의 지분(equity interests in issuers of pay-through bonds), 그리고 REMIC 지분(REMIC interests)이 있으며 REMIC의 지분은 다시 정규지분(regular interests)과 잔여지분(residual interests)이 있다. 이들 주택저당증권은 투자자의 기호에 맞는 주택저당채권의 유동화를 위하여 독립적으로 또는 복합적으로 사용될 수 있으며 이들 주택저당증권을 발행하는 유동화전문기구는 일반적으로 과세의 대상이 되지 않는다. 반면에 법인의 주식형 주택저당증권이 발행될 경우 법인이 보유하고 있는 주택저당채권으로부터의 소득은 법인세의 대상인 반면 주식의 배당을 통한 소득의 배분은 손금산입이 되지 않으므로 주식형태의 주택저당증권 발행은 경제적 타당성이 없다고 할 수 있다.

현재 발행되고 있는 주택저당증권들은 발행주체에 대한 과세문제를 여러 방법을 통하여 해결하고 있다. 자동이체식증권의 경우 과세목적상 하나의 도관(conduit)으로서 과세의 대상으로 분류되지 않는 수여자신

탁(grantor trust)을 사용하고 있으며 원리금지급이체형증권(pay-through bonds)을 발행하는 유동화 전문기구는 일반적으로 담보채권으로부터의 소득에 대해 법인세를 내야 하지만 유동화증권에 대해 지불되는 이자가 손금산입이 되므로 세금에 대한 부담이 크지 않다. REMIC은 법령에 따라 조세감면의 대상이 된다.

한편 pay-through 증권을 발행하는 non-REMIC 기관에 대한 과세 기준은 1992년의 Taxable Mortgage Pools(TMPs)에 대한 조세규정으로 인하여 크게 변하였다. TMP 규정은 REMIC이 비과세 대상으로서 다단계 주택저당증권(multi-class MBS)을 발행할 수 있는 유일한 주체로서 확립시키기 위하여 1986년의 REMIC에 관한 법률제정 이후 5년의 과도기를 거쳐 제정되었다. TMP 규정에 따르면 주택저당증권 발행자 보유자산의 80% 이상이 채권증서(debt obligations)이고 이 채권 중 50% 이상이 부동산 담보부채권(real estate mortgages)이며 만기가 다른 2 종류 이상의 pay-through 증권을 발행할 경우 이를 과세상 법인으로 간주하고 과세소득에 대하여 법인세를 부과하게 된다. 주택저당증권의 발행자가 TMP로 분류되게 되면 법인세의 과세대상이 될 뿐만 아니라 다른 법인과 합동으로 과세신고를 할 수 없게 규정하고 있다. 따라서 발행주체가 pay-through bond를 발행하고 그 결과 TMP로 분류가 된다면 pay-through 증권의 발행을 통하여 자산을 유동화할 경제적 유인이 없어지게 되며 따라서 이 경우 자산보유자는 REMIC 또는 기타의 방법을 이용하여 주택저당채권의 유동화를 피하고자 할 것이다.

1992년 TMPs 규정의 도입 이후 발행되고 있는 대부분의 주택저당증권은 REMIC의 지분이나 자동이체식증권의 형태를 취하고 있으나 주택저당채권을 담보로 pay-through bond를 발행하더라도 1가지 종류의 pay-through bond만을 발행하거나 또는 담보가 되는 주택저당채권이 채무 불이행 상태에 있는 부실채권인 경우는 TMP 규정이 적용되지 않으므로 pay-through bond를 발행할 수 있다. 이들 증권 이외에 또 다

른 신탁증서로서 자동이체형 증권의 형태를 취하지만 기본적으로는 신탁이 발행하는 채부증서와 동일한 성격을 지닌 자동이체형 채권증서(pass-through debt certificates)가 있으며 이는 자동차 대부금, 신용카드채권과 같은 비주택저당채권의 유동화에 주로 쓰이고 있으나 이와 유사한 형태의 증권이 주택저당채권의 유동화에도 사용되고 있다.

(1) 자동이체증권(pass-through certificates)

자동이체증권은 주택저당채권을 보유하는 신탁 또는 위탁계약(custodial arrangement)에 의해 발행되는 것이 일반적이다. 자산보유자는 담보채권을 신탁에 양도하고 그 대가로서 pass-through 증권을 받고 그 전부 또는 일부를 투자자에게 판매하게 되며 그 증권은 주택채권의 소유권을 표창하는 증서, 즉 소유지분으로 간주된다.

발행주체에 대한 과세를 피하기 위해서 신탁은 과세목적상 법인이 아닌 비과세 대상인 신탁으로 구분이 되어야 한다. 과세목적상 신탁으로 구분되기 위해서는 한 가지 종류의 소유지분(ownership interest)만이 존재하며<sup>45)</sup> <sup>46)</sup> 신탁계약상 주택저당채권 포트폴리오 구성의 변경 또는 회수된 원리금의 재투자에 대한 권한이 제한되어 있어야 한다. 이러한 조세상의 제약 때문에 pass-through 증권은 일반적으로 한 가지 종류로 발행되게 되며 pass-through 증권의 소유자는 담보자산인 주택저당채권에 대한 비례적인 소유지분을 소유하게 된다. 예를 들어 1,000개의 pass-through 증권이 발행되었을 경우 각 증권의 보유자는 채권의 원리금 지급에 대하여 1/1000의 권리를 수여받게 되며 수탁자는 통상적으로 매월 채무자로부터 받은 원리금을 기타 서비스 비용을 제외하고 pass-through 증권의 투자자에게 이전한다<sup>47)</sup>

45) 신탁의 다단계 소유지분에 대한 제약을 일명 'Sears Regulations'이라 한다.

46) Stripped pass-through certificates이나 선순위 및 후순위증서(senior and subordinated certificates)의 발행은 다단계 소유지분으로 분류되지 않는다.

47) 주택저당채권의 원리금에 대해 확정비용을 적용하지 않고 변동비용을 적용하는 pass-through 증권을 발행하기로 하는데, 이러한 pass-through 증권을 stripped pass-through certificates라고 칭하며 이러한 증권은 발행사와 투자자간 예상 조기

pass-through 증권을 발행하는 신탁이 조세목적상 신탁으로 분류되는 경우 671조항에 명시되어 있는 수여자신탁 규정에 따라 과세를 하게 되며 따라서 신탁은 하나의 도관으로 간주되어 비과세되는 반면, pass-through 증권의 소유자는 신탁에 속한 주택저당채권의 소유자로 인식되어 소유지분의 비율에 따라 주택저당채권으로부터 발생한 소득에 대해 과세되게 된다. 이 경우 투자자는 신탁으로부터 이자를 지급받은 시기가 아닌 채무자가 이자를 신탁에 지급한 시기를 기준으로 과세소득 신고를 해야 한다. 투자자는 채무자가 신탁에 지급한 총 이자액에 대해서 소득신고를 하되 자산유동화 과정에서 소요되는 비용은 일정한 범위 내에서 공제를 받을 수 있게 된다.

pass-through 증권의 발행시 채무자의 채무 불이행에 대해 투자자를 보호하기 위하여 신용보완을 하는데 이 경우 신용보완의 일환으로 선순위 및 후순위 pass-through 증권을 발행할 수가 있다. 주택저당채권의 채무자가 채무를 불이행할 경우 불이행 채권이 후순위 증권에 우선적으로 적용됨으로써 선순위 증권 투자자를 보호하게 된다. 이와 더불어 자산보유자로부터 조달되거나 초기에 후순위 증권에 적립된 현금으로 조달된 예비기금(reserve fund)의 설립을 통하여 추가적인 신용보완을 하기도 한다.

## (2) 원리금이체형증권(pay-through bonds)

주택저당채권의 소유지분을 나타내는 pass-through증권과는 달리

---

상환율(expected prepayment rate)에 대한 괴리가 있을 때 발행된다. stripped pass-through certificates의 발행은 초기에는 할인 또는 할증판매된 주택저당채권을 액면가격발행증권(par securities)으로 전환시킴으로써 조기상환 패턴의 변화가 투자자에게 미치는 영향을 줄여주는 데 기여했으나 PO Strips(100% principal)과 IO Strips(100% interest)와 같이 주택저당채권보다 더 큰 폭의 할인과 할증을 창출함으로써 조기상환 패턴의 변화가 투자자에게 미치는 영향을 증폭시키는 데 사용할 수도 있다. PO strips는 조기상환이 높을 것이라고 예상하는 투자자가 구입할 것이며 금리하락으로 인하여 발생할 수 있는 손실에 대한 헤지 수단으로 사용할 수 있다.

pay-through bond는 주택저당채권을 담보로 법적 주체에 의해 발행되는 채무증서이다. 따라서 pass-through 증권과는 달리 pay-through bond의 소유자는 근거자산인 주택저당채권에 대한 직접적인 소유권은 없다. 또한 pay-through bond의 원리금 지급은 담보자산인 주택저당채권의 원리금지급과 동일하지는 않으나 통상적으로 이들간에는 상당히 밀접한 관계가 있다. 일반적으로 pay-through bond의 원리금 지급은 채권의 원리금지급과 회수현금의 단기투자로부터 발생한 이익에 선적으로 의존하며 조기 상환된 주택저당채권의 원금은 mandatory call의 형태로 pay-through 증권의 투자자에게 지불된다.

Collateralized Mortgage Obligation(약칭 CMO)은 pay-through bond의 일종으로서 여러 계층의 증권으로 나뉘어져 발행되며 각 계층의 증권들은 일반적으로 만기가 다르고 원리금 지급의 우선 순위가 다르다. CMOs는 일반적으로 자산보유자에 의해 설립된 소유자신탁(owner trust), 법인, 또는 조합형태의 유동화전문기구에 의해 발행되며 1991년 이후부터는 소유자신탁이나 조합과 같은 비법인 유동화전문기구에 의하여 발행될 경우 발행기관은 TMP 규정에 의하여 과세목적상 법인으로 분류가 된다.

소유자신탁을 통하여 pay-through bond를 발행할 경우 자산보유자는 일정한 현금을 수탁자(주로 은행)에게 이전하고 그 대가로 신탁에 대한 소유지분(owner interest)을 발급받게 된다. CMOs의 발행과 함께 주택저당채권의 소유권이 신탁으로 이전되고 CMOs의 발행대금은 자산보유자에게 이전된다. 수탁자에게 이전된 주택저당채권은 CMOs 투자자의 보호를 위하여 채권발행계약(bond indenture)에 따라 채권수탁기관(bond trustee)에 다시 저당 설정되며 CMOs의 잔존기간 동안 채권수탁자(bond trustee)는 저당채권으로부터 지급된 현금 및 현금으로부터의 투자수익을 바탕으로 CMOs의 원리금을 지불하는 기능을 수행하며 필요경비 및 CMOs의 원리금을 지불한 후 잔여금액을 소유자신탁에 양도한다. 양도된 잔여금액은 소유자신탁의 지분소유자에게 배

분되게 된다. pay-through bond의 발행자가 소유자신탁이 아닌 경우에도 기본적인 구조에는 커다란 차이가 없다.

CMOs는 pass-through 증권보다 최근에 개발된 주택저당증권으로서 CMOs의 원리금은 기본적으로 주택저당채권 포트폴리오로부터의 원리금지급에 의존한다. 그러나 pass-through 증권과는 달리 CMOs는 만기와 원리금 지급에 대한 우선 순위가 각기 다른 여러 계층의 채권(tranche)을 발행한다는 데 차이가 있다. 가장 흔히 쓰이는 pay-through 증권의 종류로서 'fast-pay'와 'slow-pay'가 있는데 이 경우 만기가 짧은 fast-pay 채권의 원금이 완전히 상환된 이후에 slow-pay 채권의 원금이 상환되게 된다. planned amortization class(PAC) 채권의 경우 원금상환시기의 변동을 support classes bond를 통하여 조정함으로써 미리 정해진 상환계획에 따라 원금의 상환이 이루어지게 된다. 이 밖에 CMOs에 의하여 발행되는 채권의 종류로 interest accrual class 채권이 있는데 이 채권의 이자 또는 원금은 이보다 앞선 계층의 채권이 완전히 상환되기 전까지 지급되지 않고 발생하는 이자는 앞선 계층의 원금을 상환하는 데 쓰게 된다. CMOs의 발행초기에는 만기가 가장 긴 한 가지 종류의 interest accrual bond만이 발행되어 우선 순위가 앞선 모든 채권을 보조하였으나(이 경우 interest accrual bond를 Z-bond라고 칭한다.) 요즈음은 여러 종류의 interest accrual bond를 발행하기도 한다.

발행증권이 여러 계층으로 분리된다는 것 이외에도 CMOs와 pass-through 채권은 다음 3가지의 주요한 차이점을 가지고 있다. 첫째, CMOs는 주택저당채권의 이자율이 고정금리라도 변동금리로 발행할 수 있다. 둘째, 주택저당채권의 이자는 매달 지불되는 데 반하여 CMOs의 이자는 보통 분기별로 지불된다. 따라서 발행자는 매달 지불되는 주택저당채권으로부터의 이자를 다음 분기의 CMOs에 대한 이자지급 시기가 돌아오기까지 투자해야 하는 책임이 있다. 셋째, CMO는 통상적으로 담보자산의 가치가 상승하였을 때 이를 매각하고 발행채권을 조기 상환함

으로써 발행자가 이익을 얻을 수 있도록 call option을 가지고 있다.

주택저당증권의 발행형태로서 pass-through 증권과 pay-through 증권간의 결정에 있어서 가장 큰 요인은 조세의 문제이다. 예를 들어 Non-REMIC 신탁이 여러 종류의 pass-through 증권을 발행할 경우 pass-through 증권은 신탁의 소유지분을 나타내는 증서로 간주되기 때문에 1986년에 제정된 Sears Regulations에 의하여 과세목적상 과세의 대상인 법인으로 분류되고 pass-through 증권은 주식으로 간주되게 된다. 따라서 신탁은 주택저당채권으로부터 발생하는 총소득에 대해 법인세를 내야 하며 pass-through 증권의 투자자에게 지불된 배당에 대해서는 공제를 받지 못한다. 반면 pay-through bond의 경우 과세 목적상 채권으로 인정되기 때문에 이자지급에 대한 손비처리가 인정되며 또한 투자자에 대한 과세도 주택저당채권으로부터 유동화 전문기구에 지급된 현금이 아닌 최종투자자에게 지급된 현금을 기준으로 과세가 이루어진다.

### (3) Pay-Through Bonds 발행자의 출자지분(equity interest)에 대한 과세

확정된 일정에 따라 일정액의 원리금이 지급되는 채권의 발행자가 현금의 흐름이 불확실한 자산만을 보유하고 있을 경우 발행자는 자산과 부채간 현금흐름의 불일치가 일어날 경우 이를 메워줌으로써 투자자에게 약정된 원리금 지급할 수 있도록 일정액의 자본금을 갖추는 것이 필요하다. 그러나 발행채권에 대한 원리금 지급이 자산인 담보채권의 현금흐름과 긴밀히 연계되어 있다면 투자자를 보호하기 위해 자본이 반드시 필요하지는 않다. 특히 발행채권의 담보가 되는 근거자산 자체가 채권이므로 발행채권이 소유지분의 성격을 가지지 않아도 발행채권에 대한 현금지급과 자산으로부터의 현금흐름간에 1 대 1의 대칭관계를 이룰 수가 있으며 이 경우 발행자는 투자자의 보호를 위해 특별히 자본을 마련할 필요가 없으므로 자본이용의 효율성을 제고시킬 수 있다.

그러나 경제적으로 효율적이라고 할 수 있는 이러한 결과는 과세상의

문제점으로 인하여 성취되기 어렵다. 미국에서는 과세목적상 채권과 주식(또는 지분) 간의 구분이 외형적인 특징이 아닌 본질적인 성격과 기능에 따라 구분이 되어 발행형식상 채권이라고 하더라도 과세목적상 지분 또는 주식으로 인식될 수가 있다. 즉 발행된 증권이 외형적으로 채권의 형태라도 발행주체가 담보채권으로부터 발생한 현금의 흐름을 투자자에게 전달하는 도관(conduit)으로서의 역할만 수행한다면 채권의 소유자는 담보자산에 대한 진정한 소유자로 간주되고 과세목적상 발행채권은 주식 또는 소유지분(owner interest)로 규정되어 과세가 될 수 있기 때문에 비록 경제적으로는 효율적이라 할 수 있으나 조세상의 문제로 인하여 바람직하지 못한 결과를 초래하게 된다. 따라서 과세목적상 유동화증권(즉 pay-through bond)을 채권으로 분류되게 하기 위해서는 유동화 전문기구의 자본 또는 소유지분과 구분될 수 있는 특성을 유동화증권에 부여하는 것이 필요하다.

과세목적상 채권과 주식 또는 소유지분간의 구분에 대한 명확한 규정은 없으나 일반적으로 유동화증권이 채권으로 분류되기 위해서는 일정액의 소유지분증서의 발행과 담보채권으로부터의 원리금 지급과 유동화증권의 투자자에 대한 지급간에 어느 정도의 괴리가 존재하여야 한다. 예를 들어 CMOs 또는 pay-through bond의 경우, 1) pay-through bond의 이자지급이 3개월 이상이며 매월 지급되는 주택저당채권으로부터의 원리금은 투자자에게 지급되기까지 화폐시장에서 실세금리에 투자되고 2) pay-through bond의 원금잔액이 발행원금액의 20% 정도로 감소하였을 경우 발행자가 액면가격으로 채권을 상환할 수 있는 권리를 가지고 있으며 3) 지분소유자에게 배당될 수 있는 예상금액의 현재가치가 총채권발행액의 1~2%에 달하는 등의 요건이 충족될 때 과세목적상 이들 증권을 채권으로 인식하는 데 문제가 없다고 해석하고 있다. 이러한 경우 과세당국은 대차대조표상 최저자본금을 요구하지 않는 것이 보통이다.

pay-through bond 발행자의 지분발행에 따른 과세는 발행자(즉 유

동화전문기구)의 과세상 분류(즉 법인·신탁 또는 조합), 발행자의 과세소득 및 소득의 발생시기에 따라 결정된다. 지분증서 발행자가 과세목적상 조합 또는 신탁으로 분류될 경우 발행주체는 비과세 대상이 되고 과세소득에 대해서는 지분의 소유자에게 소유지분에 비례하여 실제 배당여부에 관계없이 과세되게 된다. 반면 발행주체가 법인일 경우 과세소득에 대해서 세금을 내야 하며 몇 가지 예외적인 경우를 제외하고는 이중과세가 되게 된다.

#### (4) REMICs(Real Estate Mortgage Investment Conduits)

전술한 바와 같이 수여자신탁은 여러 계층으로 나누어서 발행되는 pass-through 증권을 발행할 수 없다. 반면 pay-through 증권은 여러 종류의 채권으로 나누어서 발행할 수는 있으나 원리금의 지급이 담보채권의 현금 흐름과 일치하는 pay-through 증권을 발행할 수 없다는 문제가 있다. 이와 같이 특정한 유동화증권의 형태가 경제적으로 효율적인에도 불구하고 과세상의 제약으로 인하여 발행이 제한될 수 있다. 또한 pay-through bond의 경우 발행이 가능하더라도 재무회계상 그리고 특정 기관투자자에 대한 과세상의 불이익<sup>48)</sup> 등의 문제와 pay-through bond 발행주체의 지분의 경우 가성적인 소득(Phantom Income)의 발생으로 인한 조세문제 등이 발생한다<sup>49)</sup>. 주택저당증권 발행에 있어서 발생하는 이러한 과세상의 문제점들을 해결하기 위하여 1986년에 시행된 조세개혁법에서 REMIC 규정(sections 860A—sections 860G)을 제정하였다.

근본적으로 REMIC 규정은 여러 계층의 pass-through 증권(multi-

48) Thrift나 REIT은 자산의 일정부분 이상이 부동산 대출 등 특정자산으로 구성되어 있을 때 세제상의 혜택을 받게 된다. 그러나 pass-through 증권과는 달리 이들 기관투자자들이 보유하고 있는 pay-through bond는 부동산대출로 인정되지가 않는다.

49) Phantom income은 과세소득(taxable income)의 흐름과 경제적 실질소득(economic income) 발생시기의 차이로 인하여 발생하는 가성적인 소득으로서 만기와 수익률이 다른 여러 계층의 채권을 발행할 경우 이자지불의 이연으로 인하여 채권발행의 초기에 주로 발생한다.

class pass-through certificates)의 발행에 따르는 과세문제를 해소 시킴으로써 경제적으로 보다 효율적인 주택저당채권의 유통화가 이루어 질 수 있도록 하기 위하여 제정되었다. 이 규정은 포트폴리오의 구성 및 주택저당증권의 발행조건에 대한 일정한 요건을 갖춘 주택저당채권 포트폴리오가 과세목적상 REMIC으로서 취급될 수 있는 근거규정을 마련하고 REMIC과 REMIC에 의해 발행된 지분에 대한 과세근거를 규정하였다.

REMIC 규정은 일정한 주택저당채권 포트폴리오와 그를 담보로 발행되는 주택저당증권에 대하여 이들의 법적 형태에 관계없이 기능적 특성에 근거하여 적용되는 과세 규정이다. 예를 들어 REMIC은 법적으로 신탁, 법인, 조합 또는 법적인 실체는 아니지만 단순히 분리된 채권의 집합 등 여러 형태를 취할 수 있다. 이와 마찬가지로 REMIC에 의해서 발행되는 증권(REMIC interests)의 분류도 그 발행증권의 외적 형태에 관계없이 그 특성에 따라 기능적으로 구분된다. 이러한 기능적 특성에 입각한 규정은 REMIC 및 REMIC 지분의 법적인 형태가 재무회계나 기타 비조세적인 목적에 따라 효율적으로 구성될 수 있게 하고 있다.

REMIC은 법령에 의하여 비과세 대상으로 처리되고 REMIC의 보유 자산으로부터 창출된 모든 소득은 REMIC 지분의 소유자에게 배당된다. 규정에 의하면 REMIC의 지분은 정규지분(regular interests)과 잔여지분(residual interests)의 두 종류에 한하여 발행될 수 있으며 정규지분은 여러 계층으로 나누어져 발행될 수 있으나 잔여지분은 한 가지 종류로만 발행될 수 있다. 정규지분은 원금이 확정되어 있고 이자가 고정 또는 변동 금리에 의하여 정해진다는 측면에서 채권의 성격을 가지고 있으나 주택저당채권으로부터 회수된 이자의 일정부분을 지급할 수도 있다. 정규지분과 달리 잔여지분은 발행종류의 제한 외에 커다란 제한이 없다. REMIC의 모든 소득은 지분 소유자에게 배분이 되는데 정규지분은 채권과 동일하게 취급되어 투자자에게 소득이 배분되며 정규지분에 대해 지불된 이자를 제외한 잔여소득은 잔여지분의 투자자에게 모두 배

분된다.

REMIC의 정규지분과 잔여지분은 과세목적상 조합으로 간주되는 소유자신탁(owner trust)이 발행하는 pay-through bond와 소유지분(equity interests)과 유사하다고 할 수 있으나 다음의 두가지 측면에서 주요한 차이점이 있다고 하겠다. 첫째, REMIC과 REMIC 지분의 경우 이들의 외형적 법적 형태에 대한 제약이 없다. 둘째, REMIC의 정규지분은 pay-through bond와는 달리 법령에 의하여 채권으로 간주되며 따라서 과세목적상 채권으로 분류되기 위하여 최소 자본금요건이나 주택저당채권으로부터의 소득과 정규지분에의 배당지급간의 불일치 등에 대한 제약이 없다. 그러나 한편 REMIC을 설립한 자산보유자의 과세와 기관투자자가 보유하고 있는 정규지분을 부동산 대출로 인정하는 측면에 있어서 정규지분은 채권이 아닌 소유지분으로 간주되고 있다.

REMIC 규정의 제정은 주택저당채권의 유동화에 있어서 커다란 장애가 되어 왔던 조세의 문제를 상당부분 해소하여 주택저당채권의 유동화에 커다란 기여를 하였으나 모든 문제를 해결할 것은 아니다. 수여자신탁과 같이 REMIC의 영업활동은 고정된 주택저당채권으로부터 지급되는 원리금을 즉각적으로 투자자에게 이전시켜주는 것에 국한되는 극히 제약적인 것이며 REMIC은 pay-through bond 발행자의 지분에 발생하는 가성적 소득의 발생과 같은 문제들을 해결하지 못하고 있다.

#### (5) Pass-Through Debt Certificate

pass-through debt certificate은 신탁이 보유한 담보채권에 대한 소유지분으로 분류되는 pass-through 증권과 신탁에 의해 발행되는 채권(pay-through bond)의 중간형으로 자동차 할부채권, 신용카드채권 등 비주택저당채권의 유동화를 위해 설립된 신탁에 의하여 주로 발행되어온 유동화증권의 한 형태로 그 외형은 pass-through 증권의 형태를 취하고 있으나 경제적으로는 신탁에 의해 발행되는 채권의 성격을 가지고 있다. pass-through debt certificate은 기본적인 성격이 채권임에도 불구하고 재무회계 등 비과세목적상 소유지분으로 분류되며 따라서

자산보유자는 pass-through debt certificate의 발행시 재무회계상 채권의 발행이 아닌 신탁자산의 매각으로 기록하게 된다. 일반적으로 pass-through debt certificate에 대한 지급금액은 담보채권의 현금흐름과 밀접하게 연결이 되어 있지 않으나 상당한 정도의 초과담보(over-collateralization)를 통하여 신탁은 발행증권에 대한 원리금을 지급하며 이 경우 신탁의 잔여지분은 자산보유자가 보유하게 된다.

과세목적상 pass-through debt certificate은 일반적으로 채권으로 분류되나 확정적인 것은 아니며 이는 과세당국의 해석에 따라 변할 수 있다. pass-through debt certificate이 채권이 아닌 소유지분으로 분류될 경우 과세상 신탁의 자격을 상실하고 신탁의 성격에 따라 법인 또는 조합으로 분류되어 과세되게 되나 조합으로 분류될 경우 과세상 커다란 차이는 없다. pass-through debt certificate이 주택저당채권의 유동화에 널리 쓰이지 않고 있다. 그 이유로는 첫째로 1986년 REMIC 규정의 제정으로 인하여 1987년 초부터는 주택저당채권의 유동화를 위해 설립된 신탁이 REMIC의 자격을 취득할 수 있고 이 경우 REMIC을 통하여 pass-through debt certificate의 발행자가 추구하는 과세상의 목적을 보다 확실하게 성취할 수 있고, 둘째로 REMIC 규정이 적용이 되지 않을 경우에도 주택저당채권 자산의 성격상 pass-through debt certificate이 발행신탁의 채권이라는 것을 뒷받침하기가 어렵다. 그럼에도 불구하고 흔히 'kitchen sink' 라고 불리는 거래에서 pass-through debt certificate과 유사한 주택저당증권이 발행되어 왔다.

#### 나) 자산보유자에 대한 과세

자산보유자라 함은 유동화증권이 발행되기 이전에 담보채권의 소유자로서 유동화증권이 발행된 이후(일시적이거나) 유동화증권의 일부분이나 전부, 또는 유동화증권 발행자의 지분을 소유한 주체를 말한다. 자산보유자에 대한 과세는 1) 자산의 이전과 유동화증권의 발행을 통한 자산유동화가 과세목적상 자금의 조달 또는 자산의 매각으로 분류되느냐의

여부 및 2) 자산의 매각으로 처리될 경우 자산보유자가 보유한 자산 중 매각된 부분에 따라 결정된다. 일반적으로 담보를 목적으로 한 자산에 대한 저당권의 설정은 과세의 대상이 되지 않는 반면 자산이 매각되었을 경우에는 매도자에게 양도차익이 실현되고 이에 대해 과세가 부과된다<sup>50)</sup>.

자산보유자에 대한 과세는 pass-through 증권, pay-through bonds 그리고 REMIC 지분 등 자산유동화의 방법 및 발행증권의 종류에 따라 달라진다.

#### (1) pass-through certificates

수여자신탁에 의해 pass-through 증권이 발행될 경우 자산보유자에 대한 과세는 비교적 간단하다. 자산보유자는 수여자신탁에 의해 발행된 pass-through 증권을 교부받는 동시에 주택저당채권을 수여자신탁으로 이전하게 되는데 이 거래 자체는 과세의 대상이 되지 않는다. 그러나 자산보유자가 지급받은 pass-through 증권을 외부 투자자에게 판매했을 경우 이는 주택저당채권의 소유권 지분의 양도를 의미하므로 양도차익이 발생하게 되고 이 양도차익에 대해서 과세가 이루어진다. 이 경우 양도차익은 pass-through 증권의 판매대금과 판매된 pass-through 증권의 소유지분에 해당되는 채권의 기준가격(adjusted basis)의 차이가 된다.

#### (2) pay-through bond의 경우

pay-through bond의 발행을 통한 자산유동화는 두가지 단계를 거치게 된다. 1단계에서 소유자 신탁과 같은 유동화 전문기구는 투자자를 대상으로 pay-through 증권을 발행한다. 2단계에서 자산보유자는 보유 담보채권의 일부 또는 전부를 채권의 발행대금 및 기타 지분과 교환하여

---

50) 미국의 국세청은 1991년 자산보유자에 대한 초과 수수료(excess servicing fee)는 해당 주택저당채권의 소유지분으로 간주한다고 판정하였다. 이러한 해석으로 자산보유자의 양도차익은 증가하게 되었다.

채권의 발행자에게로 이전한다. 여기서 pay-through bond의 발행 자체는 담보채권의 매각으로 보지 않으며 따라서 이 단계만으로 과세가 이루어지지 않는다. 담보채권의 이전에 대한 과세는 상당히 복잡하며 다음의 요소들에 의존한다. 첫째, 과세목적상 채권의 이전이 매각 또는 유통화증권 발행자의 소유지분과의 교환으로 분류되는가의 여부, 둘째로 자산보유자에 의해서 소유된 발행자 소유지분의 정도, 셋째로 수여자신탁·조합·법인 등 과세목적상 pay-through bond 발행자의 분류 등에 따라 달라질 수 있다. 수여자신탁으로 분류될 경우 채권의 이전에 따른 손익은 수여자신탁의 소유지분이 자산보유자 이외의 제3자에게 소유되어 있는 정도에 따라 발생된다. 조합의 경우에는 자산의 매각이익은 과세목적상 인정이 되지만 손실은 조합이 발행자 소유권 지분의 50%이상을 소유하고 있을 경우 인정하지 않는다. 반면 채권이 소유지분과 교환될 경우에는 손익이 인정되지 않는다. 마지막으로 법인의 경우 채권의 매각에 따른 손익이 인정되지만 법인과 발행주체간에 합동과세신고를 할 경우 과세가 이연될 수 있다. 그러나 발행주체의 유형에 관계없이 그리고 채권의 이전에 따른 손익발생 인정의 여부에 관계없이 자산보유자가 발행자의 소유지분을 제3자에게 매도할 경우 이에 대한 손익이 실현되며 실현된 손익은 과세의 대상이 된다.

### (3) REMICs

자산보유자가 주택저당채권을 REMIC의 지분과 교환하여 REMIC으로 양도할 경우 과세상의 손익은 발생하지 않으나 양도된 채권의 총가치(aggregate adjusted basis)는 REMICs 지분의 상대적 가치에 따라 각 지분에 배분되며 자산보유자가 지분의 일정부분 또는 전부를 제3자에게 매도하였을 경우 과세상 판매수익과 판매지분에 할당된 채권의 기준가치 차이만큼의 손익이 발생한 것으로 인정한다. REMIC의 지분이 담보채권과 교환되지 않고 발행자에 의하여 직접 판매가 되어도 자산보유자의 과세에는 커다란 차이가 없다.

이상의 논의에서 살펴본 바와 같이 자산보유자의 과세에 있어서

REMIC을 통한 주택저당채권의 유동화와 pay-through bond 발행을 통한 자산유동화의 커다란 차이점은 채권의 양도에 따른 평가차익(즉 발행증권의 시장가격 - 양도채권의 기준가격(adjusted basis))에 대한 인정 시점이다. pay-through 증권을 발행하는 non-REMIC의 경우 pay-through 채권의 발행은 과세상 평가차익의 발생을 초래하지 않고 소유지분이 제3자에게 판매되었을 경우에만 판매된 소유지분의 비중에 따라 양도차익의 발생을 인정하는 반면 REMIC의 경우 잔여지분(residual interest) 뿐만 아니라 채권과 동일한 성격을 지닌 정규지분의 판매시에도 양도차익의 실현이 인정된다는 차이점이 있다. pass-through 증권의 발행시 자산보유자의 과세는 REMIC 경우와 non-REMIC의 경우간에 커다란 차이가 없다고 하겠다.

#### 다) 투자자에 대한 과세

투자자에 대한 과세의 관점에서 주택저당증권은 3가지 종류로 분류할 수가 있다. 첫째 채권으로 과세 되는 주택저당증권, 둘째 발행주체의 순영업이익에 따라 과세되는 REMIC의 잔여지분과 non-TMP 소유자신탁이 발행하는 소유지분, 그리고 마지막으로 법인의 주식과 같이 과세가 되는 TMPs의 소유지분 등이 있다.

채권으로 과세가 되는 주택저당증권으로서는 REMIC의 정규지분, 그리고 담보채권의 소유권 지분으로 분류되는 pass-through 증권, 그리고 발행주체의 사채인 CMOs와 같은 pay-through bonds가 있다. pass through 증권의 경우 각 담보채권의 소유권을 표시하는 증서로 간주되므로 과세상 담보가 되는 각 주택저당채권으로부터의 소득 및 손실에 대해서 과세가 되어야 하는 것이 원칙이나 전체 주택저당채권 포트폴리오를 하나의 채권으로 간주하여도 대부분의 경우 실질적으로 과세결과가 동일하므로 pass-through 증권에 대한 이자소득의 과세에 있어서 소득이 동일한 채권으로부터 창출되는 것으로 간주한다. 일반적인 채권 증서(debt instrument)와 같이 채권(지금부터 채권으로 과세가 되는

주택저당증권을 채권이라 칭한다)이 액면가로 발행되었을 경우 원금의 상환은 과세의 대상이 아니며 이자는 일반소득에 포함되어 과세된다. 채권이 만기전에 매도되었을 경우 발생한 매매차익은 자본이득(capital gains)으로 자본이득세가 부과되게 된다. 이 경우 매매차익은 채권의 매도가격과 매입가격에서 채권의 이자 지급 등을 감안하여 조정된 조정가격(adjusted basis)의 차이이다.

주택저당채권이 할인 또는 할증 발행되었을 경우 실현된 소득의 이자 소득과 자본이득소득 간의 구분 그리고 소득의 발생시기에 대한 처리가 중요한 문제가 된다. 과세목적상 채권에 대한 소득은 일반적으로 3가지로 분류된다. 첫째로 이자소득, 발행시 할인소득(Original Issue Discount : 약칭 OID) (또는 할증비용), 그리고 시가할인소득(또는 자본소득 : Market Discount) (또는 할증비용)이다. OID는 채권의 정해진 만기가치(stated redemption price)<sup>51)</sup>와 발행가격의 차이를 의미하는 반면 시가할인소득은 채권시장가격의 하락으로 인하여 발생하는 소득을 의미한다. 과세목적상 발행시 할인소득과 시가할인소득과의 가장 근본적인 차이점은 발행시 할인소득의 경우 고정수익률방식(constant yield method)에 따라 발행시 만기수익률(yield to maturity)을 적용하여 할인소득의 일정부분을 이자소득의 발생으로 산입할 수 있으나 시가할인소득의 경우(일부의 예외규정을 제외하고) 채권의 매각이나 원금의 상환시를 제외하고 소득에 포함시키지 않는다.

과세목적상 일정기간( $t$ 기) 중 발생한 OID 소득은  $t+1$ 기부터 지급될 모든 현금의  $t$ 기말 현재가치에  $t$ 기중 지불된 정기이자 외의 지불금(즉 stated redemption price에 포함될 수 있는 지불금)을 더한 가치와  $t$ 기 초의 조정발행가격(adjusted issue price)과의 차이이다.  $t$ 기 초의 조정발행가격은 발행가격에  $t$ 기 이전까지의 OID 발생부분을 더하고  $t$

---

51) stated redemption price는 원금뿐만이 아니라 복리채의 이자와 같이 정기지급이자(qualified stated interest payments)가 아닌 이자지급도 포함한다.

기 이전까지 지불된 정기이자 외의 지불금을 차감한 액수이다. 산정된 OID소득은 그 기간중 발생한 이자소득으로서 과세소득에 산입 되게된다. 이와 같은 주택저당채권의 OID에 대한 기간과세처리는 pay-through bond를 adjusted issue price 이하에 구입한 투자자에게도 적용된다. 주택저당채권의 OID의 산출을 위해서 필요한 만기수익률과 향후 지급액의 현재가치를 산출하기 위해서는 원금의 예상조기상환율이 필요하며 현재 사용되고 있는 방식은 PAC(prepayment assumption catch-up method) 방식으로 1986년 세법개정을 통해 소개되었다.

pay-through bond와 REMIC의 정규지분은 그 자체가 채무증서로 분류되어 증서의 발행가치에 의하여 OID가 결정되나 pass-through 증권의 경우 담보채권에 대한 소유권을 의미하므로 pass-through 증권의 OID는 담보채권의 OID가 있을 경우에 존재하게 된다.

## 2) FASIT(Financial Asset Securitization Investment Trusts)과 일반자산 유동화의 과세<sup>52)</sup>

주택저당채권 유동화의 활성화를 위한 REMIC과 같은 세법의 비주택저당채권에 대한 적용은 REMIC의 입법이 이루어진 후 10여년이 지나서 FASITs(Financial Asset Securitization Investment Trusts)에 대한 입법으로 비로소 이루어졌다. FASIT은 REMIC과 유사한 성격의 과세상의 실체(Taxable Entity)로서 이의 설정 및 이에 대한 과세규정은 비주택저당채권 일반자산의 유동화를 촉진하기 위하여 REMIC의 규정을 바탕으로 1996년 입법을 통하여 신설되었으며 1997년 9월 1일 처음으로 적용되기 시작했다. REMIC과 같이 FASIT도 과세상의 실체로서 해당 유동화전문기구의 법적인 형태에 관계없이 유동화자산의 구성, 유동화전문기구 지분의 종류 및 성격, 특정 지분(소유

52) 본절의 설명은 Milbank, Tweed, Hadley, and McCloy(1998)을 참조하였음.

지분) 소유자 등에 대한 일정한 요건을 만족시킬 경우 과세목적상 그 자격을 취득할 수 있다.

FASIT이 되기 위한 자격요건으로는 1) 자산요건(asset test), 2) 지분요건(interest test), 3) 잔여지분의 소유자요건, 4) 비특정투자회사 요건 등이 있다. 첫째로 해당 유동화전문기관은 FASIT의 자격을 선택한 후 90일이 경과한 이후부터 현금, FASIT의 소유자에 의해 직접 또는 간접적으로 발행된 채권 이외의 특정 채무증서, 유질처분된 특정자산(foreclosure property), 다른 REMIC 또는 FASIT의 지분 등 허용된 자산만을 보유해야 한다. 그러나 REMIC과는 달리 허용된 자산의 매입에 대한 제한이 없다. 둘째로, FASIT의 모든 지분은 정규지분(regular interest)이거나 소유지분(ownership interest)이어야 한다. FASIT의 소유지분은 단일종류이어야 하며 일정한 자격조건을 갖춘 단일법인(RIC, REIT, REMIC, 조합이 아니고 법인세의 면제를 받지 않는 국내 C Corporation) 또는 계열사에 의하여 소유되어야 한다. 정규지분은 과세상 채권으로 분류되며 고수익지분(high-yield interests)을 포함하여 만기가 30년 미만이며 원금의 일정부분을 지급하고 고정 또는 변동금리를 지급하여야 하는 자격조건이 있다. 고수익지분은 특정한 자격을 가진 투자자에게만 소유가 허용되며 미자격 투자자에 대한 고수익지분의 양도는 과세목적상 인정되지 않는다.

FASIT은 REMIC과 마찬가지로 법령에 의하여 과세가 되지 않고 FASIT의 손익은 FASIT에 대한 소유지분을 가진 수익자의 손익으로 보아 소유지분의 보유자에게 직접과세된다. 그러나 허용되지 않은 거래에 종사하였을 경우 이로부터의 순발생소득에(보유가 허락되지 않은 자산으로부터의 소득, 허락되지 않은 자산의 처분, FASIT에 의해 창출된 대출로부터의 소득 등) 대한 100%의 벌금과세가 부과된다. 100% 벌금과세는 FASIT이 적극적인 금융서비스 업무의 수단이 아닌 자산유동화의 활성화를 위한 수동적인 협의의 유동화기구로서의 위치를 정립시키기 위한 조치이다. 그러나 FASIT은 REMIC보다 자산의 매매에 대한

계약이 훨씬 자유롭고 융통성이 있는 것이 특징이다.

FASIT의 과세소득은 발생주의 방식(accrual method of accounting)에 의하여 결정되며 지불이자, OID 등에 따른 손금산입은 고정수익률방법(constant yield method) 및 기타 OID 산출규정에 따라 결정된다. 한편 과세소득에 100%의 벌금과세가 부과되는 허용되지 않은 거래로부터의 수익은 제외된다. FASIT의 소유자는 FASIT의 지분소유로 인해 발생한 소득을 다른 종류의 손실과 상계할 수 없고, 이월결손금 계산에서도 FASIT에서 발생한 소득은 합산되지 않는다. 또한 FASIT 지분보유로 인해 발생한 소득은 FASIT 지분소유자의 최저한세 계산 목적상 과세표준의 최저한 금액이 된다.

또한 FASIT은 FASIT 소유자가 유동화자산을 양도하고 그 대가로 소유지분을 가지게 되면, 이를 유상양도로 보아 양도차익 또는 차손을 인식하고 자산보유자의 FASIT 소유지분의 취득원가는 유동화 자산의 공정가치와 장부가액의 차액에 따라 가감하게 된다. 고수익지분(high-yield interest)을 포함한 regular interest를 보유한 투자자는 이를 통상의 채무증서와 같이 취급하여 발생주의에 따라 소득을 인식한다. high-yield interest로부터 발생한 소득은 그 보유자의 다른 종류의 손실과 상계되지 않으며 이월결손금과도 상계되지 않는다.

## 2. 영국

영국은 미국 다음으로 자산유동화 시장의 규모가 큰 국가이다. 그러나 MBS와 ABS 시장의 규모는 1994년 잔액기준으로 각각 160억파운드, 30억파운드에 불과하여 미국시장과 커다란 차이를 보이고 있다. 영국에서 주택저당채권의 유동화는 1980년대 중반에 등장한 Special Mortgage Lenders(SMLs)라는 자산의 유동화를 통하여 주택자금을 조달하는 전문회사에 의하여 대부분 이루어졌다. 1985~1986년에 새로 설립된 SML에 의하여 MBS의 발행이 급성장했으나 1988년을 정점으로 주

춤해지기 시작해 아직까지 전체 주택저당대출의 약 3% 정도만이 유동화되고 있을 뿐이다.

영국은 법률이나 규제체계가 미국과 유사하여 자산유동화가 비교적 용이한 여건을 갖추고 있다. 그럼에도 불구하고 자산의 유동화가 활성화되지 못한 큰 이유는 발행자와 투자자의 관심과 수요의 부족이다. 발행자의 측면에서 주택자금의 대부분을 차지하고 있는 일반은행이나 상호저축은행(building societies)은 자본이 건설하고 비교적 저리의 자금공급처를 보유하고 있으며 주택저당대출이 대부분 변동금리로 이루어져 자산유동화의 필요성이 높지 않으며 투자자의 측면에서도 MBS의 대부분이 변동금리로 발행되어 연금의 투자수단으로 적절하지 못했다. 또한 1990년대초에 걸친 MBS의 위험가중도에 대한 불확실성도 MBS에 대한 투자의 커다란 장애요인으로 작용하였다. 그러나 현재 계속적으로 자산의 유동화가 진행되고 있고 향후 전망도 낙관적이다.

### 3. 프랑스

프랑스도 1980년대 후반에 정부와 금융기관들이 자산유동화의 중요성을 인식하기 시작하였다. 그러나 미국이나 영국과는 달리 하부구조의 문제로 역외 자산유동화(off-shore securitization)나 아니면 자산유동화를 위한 새로운 국내 하부구조(법, 규제 등)를 개발하느냐는 갈림길에서 후자를 선택하였다.

프랑스는 유럽에서 최초로 자산유동화법을 제정하였다. 1988년에 자산으로부터의 현금흐름을 SPV와 유사한 기관인 Fonds Commun de Creances(FCC)로 이전할 수 있도록 법령이 제정되었으나 여전히 걸림돌이 존재하였다. 이러한 걸림돌을 제거하기 위해 1992~1993년 법령을 개정하였으며 최근에는 담보자산의 대체 허용(1994년), FCC의 지속적 유동화 업무 및 부실자산 인수의 허용, 외환 스왑거래의 허용 등 자산유동화의 촉진을 위한 지속적인 규제정비를 해온 결과 현재는 자산유동

화의 활성화를 위한 상당히 선진화된 법률과 규제구조를 갖추고 있다는 평가를 받고 있다. 이러한 하부구조의 정비와 더불어 거주용 주택저당채권, 상업용 부동산대출, 소비자 대출 등 잠재적으로 유동화가 가능한 자산의 풍부한 공급, 최근 금융기관의 부실자산 증대, 유동화증권에 대한 수요의 증대, 최근 금리의 하향화 추세와 자본의 효율적 이용에 대한 압력의 증가에 따른 금융기관의 유동화 필요성 증대 등으로 프랑스의 자산 유동화의 잠재적 성장 가능성은 높다고 하겠다. 그럼에도 불구하고 실제 자산유동화는 아직 미미한 수준에 머물고 있다<sup>53)</sup>.

여러 긍정적인 여건의 조성에도 불구하고 자산유동화가 활성화되지 못하는 주요요인으로는 프랑스의 분산적이고 이질적인 금융시장의 특성을 들 수 있다. 프랑스의 금융시장체계는 그 성격과 역할이 다양한 여신 금융기관들로 이루어져 복잡하고 이질적이며 이들 이질적인 여신기관에 의한 대출, 특히 주택대출이 정형화되어 있지 않고 위험 프로필이 다양하여 이를 평가하기 위한 투자자의 부담이 크다. 이 밖에도 주택대출금리가 정책적으로 낮게 정해져 있으며, 자료의 미비로 인한 가치평가(valuation)의 어려움, 부동산을 유동화하는 데 있어서 존재하는 법률적 어려움<sup>54)</sup>도 자산유동화의 주요 장애요인으로 지적되고 있는 실정이다.

#### 4. 독일

독일은 금융기관의 건전성으로 인하여 자기자본비율의 확충을 위한 미국형 자산유동화에 대한 필요성이 크지 않았다. 또한 독일은 mort-

53) 1997년에 ABS의 발행은 690억프랑(약 113억달러)에 불과하였으며 Credit Lyonnais와 같은 소수의 대규모 유동화가 커다란 비중을 차지하고 있다.

54) 프랑스의 자산유동화 법률은 부동산의 유동화와 관련하여 부동산 대출과 그로부터의 현금흐름에 대한 채권의 유동화만을 허락하고 부동산 자체에 대한 유동화는 허락하지 않고 있다. 그러나 부동산 유동화에 대한 이러한 법률적 제약이 비록 임시적이기는하나 어느 정도 극복되고 있다.

gage bond(phandbrief) 시장의 발달로 주택금융이 활성화되어 있고 고정금리의 사용에도 불구하고 자산/부채의 관리가 상대적으로 효율적으로 시행되고 있어서 자산유동화 도입에 대한 경제적 유인이 크지 않았다. 은행감독기관도 자산유동화에 대해서 호의적이지 못했는데 이는 SPV가 부실하면 이러한 채무를 은행이 떠맡을 가능성이 있다는 우려 때문이었다. 따라서 독일의 자산유동화는 비금융기관과 은행들의 역외 자산유동화회사를 통한 간헐적인 유동화증권의 발행이 전부였다.

그러나 최근 들어 자산유동화에 대한 인식이 점차 고조되고 있으며 이에 따라 자산유동화도 장래에 보다 활발해질 조짐이다. 특히 그 동안 자산유동화에 회의적인 시각을 견지하고 있던 독일연방 은행감독기관(Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen; BAK)이 1997년 5월에 자산유동화에 대한 지침을 발표하고 자산유동화의 중요성을 공식적으로 인정함으로써 독일의 자산유동화 활성화에 중요한 전기를 마련하였다. 지침사항은 매우 세부적이고 자산보유자와 SPV의 관계, 실질적인 매각 등과 같은 주요한 사항들을 다루었다.

그러나 지침의 발표가 일각에서 기대한 바와 같은 자산유동화의 커다란 증가를 아직까지는 가져오지 못하였다. 물론 새로운 개념과 규제환경 변화를 이해하고 적응하는 데는 어느 정도의 시간적 소요가 요구되지만 금융기관 및 기업의 보수적인 성향, 채권의 매각으로 인한 대(對) 고객관계의 악화에 대한 우려, 자산유동화와 관련된 규제의 계속적인 개선 필요 등도 자산유동화의 활성화가 크게 진전되지 못한 요인으로 지적되고 있다. 금융기관과 기업간의 고객관계와 프라이버시를 중요시하는 기업문화(corporate culture)로 인하여 독일의 자산유동화는 중소기업의 채권(receivable)을 담보로 상업어음(CP)을 발행하는 자산담보부 CP가 주를 이루어 왔으나 은행간 경쟁의 심화, Euro의 등장으로 인한 투자계층의 확대 등으로 인하여 CLO의 발행이 점차 증가하고 있으며 CLO시장의 성장잠재력은 높게 평가되고 있다. 또한 주택저당증권(MBS)도 mortgage bond(Phandebrief)의 보완적 수단으로서 그

시장 가능성이 긍정적으로 평가되고 있어 아직까지 성장이 미미하지만 독일 자산유동화 시장의 장래는 긍정적이라 볼 수 있다.

## 5. 일본

### 가. 현황

최근 일본에서는 금융기관이 보유한 불량채권 문제의 해결방안으로서 자산유동화(증권화)<sup>55)</sup>가 주목을 받고 있다. 그 이유는 금융기관의 불량채권 문제를 근본적으로 해결하기 위해서는 종래와 같은 간접상각 등 회계상의 처리만으로는 불충분하고, 대출채권의 담보인 부동산 등을 유동화 함으로써 자금회수 및 현금흐름의 개선을 도모할 필요가 있으며 또 자산유동화를 통해 금융기관의 BIS 자기자본비율을 높일 수 있기 때문이다. BIS 자기자본비율을 높이기 위해서는 분자가 되는 자기자본을 확대하든지 아니면 분모가 되는 위험자산을 축소해야 한다. 그러나 자본조달(equity financing)에 의한 자기자본의 확대는 증시침체 등으로 인해 현실적으로 어려워 분모인 위험자산을 축소할 수밖에 없으므로 대출채권 등의 유동화를 추진하게 되었으며 특히, 1998년 4월부터는(일부는 1999년 4월부터) 조기사정조치제도가 도입되어 그러한 움직임이 가속화되고 있다.

일본의 경우 자산유동화는 1990년 3월 금융기관의 일반대출채권을 대상으로 하여 허용되었으며, 이어 1993년 6월에는 「특정채권 등에 관한 사업의 규제에 관한 법률(이하 특정채권법이라고 함)」의 제정으로 리스·크레디트카드회사가 보유한 리스·크레디트채권도 그 대상으로 인정

---

55) 통상 유동화와 증권화는 같은 의미로 사용되고 있으나 엄밀히 말하면 증권화는 유동화의 일부라고 할 수 있다. 자산유동화란 금융기관 등이 보유한 자산 및 채권을 소액화하여 투자자에게 매각하는 것이고 그 중에서도 증권인 형태로써 판매하는 것이 증권화이다.

되어 시장이 확대되었다. 특정채권법에 의한 자산유동화로는 양도, 조합, 신탁 등 3가지 방식이 있었으나 1996년 4월에는 증권화방식이 추가되었으며 그 외에도 1995년 6월에는 새로이 허용된 대출채권의 분리매각(Loan Participation)방법을 이용하여 금융기관이 일반대출채권을 유동화하게 되었다.

사실 일본에 있어서 증권화의 역사는 1931년 「저당증권법」의 제정으로 이미 법률적 기반이 마련되었으나 실제로는 1973년에 「주택대출채권 신탁제도」, 1974년에 「주택저당증서제도」가 각각 도입되면서 시작되었다고 할 수 있다. 그러나 1996년 4월 자산유동화증권(ABS : Asset Backed Securities)이 허용될 때까지는 증권화에 대한 관심 및 필요성이 적었고, 또한 다른 유동화 방법으로도 충분하였기 때문에 증권화는 정체되었다. 그러나 1990년대에 들어 이른바 버블붕괴 과정에서 부실채권이 대량으로 발생하였고 금융기관이 보유하고 있는 담보부동산을 포함한 불량채권의 신속한 처리가 필요하였기 때문에 특정목적회사에 의한 증권화 필요성이 대두되었고 1998년 6월 15일 「특정목적회사에 의한 특정자산의 유동화에 관한 법률(이하 SPC법이라고 함)」이 제정·공포되었다.

일본자산유동화연구소의 자료에 따르면 특정채권법에 의한 ABS의 조달실적은 1996년 4월부터 1998년 3월까지 3,705억엔, 잔고는 1998년 3월말 기준 2,860억엔에 달한다.

이처럼 ABS는 리스·크레디트카드 업계의 자금조달수단을 다양화하고, 재무구조의 개선을 목적으로 허용되었으나 최근 들어서는 전반적인 자산유동화제도의 발전 계기를 제공하고 있다.

현재 일본의 경우 직접매각방식의 대출채권 유동화제도가 주류를 이루고 있으며, 주로 주택금융을 중심으로 하여 유동화증권의 발행이 이루어지고 있다. 그러나 최근에는 유동화대상 자산을 점진적으로 확대하고 있으며, 이와 동시에 은행, 리스 및 금융회사(Financial Company) 등에서 대출 및 매출채권을 증권화하는 경향을 보이고 있다.

〈표 V-2〉 특정채권법에 의한 유동화실적(조달액 기준)

(단위 : 억엔)

구 분	조 달 액	신탁방식	양도방식	조합방식	ABS방식
93. 6~94. 3	2,653	1,616	1,037	-	-
94. 4~95. 3	4,947	3,085	1,862	-	-
95. 4~96. 3	6,281	3,602	2,590	89	-
96. 4~97. 3	12,246	8,044	2,817	200	1,185
97. 4~98. 3	29,251	18,514	8,217	0	2,520
합 계	55,378	34,861	16,523	289	3,705

〈표 V-3〉 특정채권법에 의한 유동화실적(잔고기준)

(단위 : 억엔)

구 분	잔 고	신탁방식	양도방식	조합방식	ABS방식
94. 3 말	2,794	2,449	345	-	-
95. 3 말	4,741	3,208	1,533	-	-
96. 3 말	6,379	3,736	2,554	89	-
97. 3 말	9,399	5,829	2,471	0	1,099
98. 3 말	19,738	9,889	6,989	0	2,860

일본 은행들의 자산유동화 사례를 보면 후지은행은 대출채권 분할매각거래로 동사의 자산을 매각하는 방식을 도입하였고, 쓰미모토은행도 위험가중치가 높은 자산의 축소를 통해 BIS비율을 높이고자 기업대출채권 8,000억엔을 CP와 유로채권 형태로 유동화하는 등 은행들의 유동화증권 발행이 크게 확대되고 있는 것으로 나타났다. 또한 일본은행들은 BIS비율 제고와 자산축소 및 자금조달원의 다양화 등을 목적으로 대출 및 매출채권 등을 대상자산으로 한 유동화증권의 해외발행을 적극 추진하고 있다.

한편 1998년 SPC법이 제정된 이후 특별목적회사를 통한 유동화가 활발히 추진되고 있다. 東京建物が SPC법이 시행된 이후 최초로 1998년 11월 26일 특정목적회사를 설립하여 65억엔 규모의 유동화증권을 발행

한 것을 시작으로 하여 三菱地所도 SPC를 이용한 증권화로 48억엔의 사업자금을 조달하는 등 점차 그 이용이 활발해지고 있다<sup>56)</sup>. 이와 같이 SPC를 이용한 부동산 유동화는 부동산투자의 수요 창출에 기여할 수 있을 것으로 기대되며 앞으로의 활성화 여부는 SPC가 취급하는 투자상품이 투자자의 욕구에 얼마나 부합하는지에 달려 있다고 하겠다.

## 나. 자산유동화(증권화)의 형태

### 1) 저당증권제도

이 제도는 부동산담보대출을 실행한 채권자(주로 저당증권회사)가 채무자의 사전동의 및 등기소의 허가를 받아 저당증권을 발행하고 이를 채권자가 배서하여 제3자(투자자)에게 양도함으로써 대출채권을 회수하는 제도이다. 즉 대출채권과 그것의 담보인 저당권을 하나로 표창하는 유가증권으로 간단히 저당증권의 이서·양도로써 저당권과 대출채권을 동시에 양도할 수 있도록 하여 유동성을 제고한 상품이다. 이 제도는 이미 1931년에 부동산담보대출을 취급하는 지방은행 등 금융기관의 경영난을 완화해주기 위하여 「저당증권법」을 제정함으로써 도입되었으나 실제 활성화된 것은 1973년 이후이다. 저당증권은 그 액면가가 주로 50만 엔이나 100만 엔으로 비교적 소액이고 저당증권업규제 등에 관한 법률에 근거하므로 안정성이 높아 개인투자자들까지도 활발히 참여하고 있는 실정이다.

저당증권은 저당권자의 신청에 의해 등기소가 발행하며 배서방식에 의해 양도되며 저당증권 소지인은 변제기일 도래시 일정한 장소에서 증권을 제시하고 원리금을 지급받게 된다. 그러나 현실적으로는 저당증권업자가 저당증권을 제3자인 보관기관에 보관신청하고 보관증 또는 주택

56) 日經新聞, 1998년 11월 26일자 및 日刊建設工業新聞 1998년 10월 8일자.

담보대출채권증서를 발행받아 이를 투자자에게 판매·유통시키게 되는데 이는 다음과 같은 이유에서이다. 우선 저당증권을 분실하였을 때에는 법원의 판결을 거쳐야 재교부할 수 있으므로 시간 및 비용이 많이 든다. 또한 채무자가 채무를 완전 이행한 경우에 저당증권이 없으면 저당권 말소 등 등기수속이 불가능하므로 채무자는 저당증권의 소재를 알고 있어야 하며 투자자에게 원리금 지급, 증권의 재매입 등을 위해서도 저당증권의 소지인이 명확히 알려질 필요가 있다.

이 제도의 도입 초기에는 담보부동산평가의 부정확성, 저당부동산의 유동성 결여 등으로 거의 이용되지 않았으나 1980년대 중반 이후 금융자유화의 진전으로 저당증권이 자유금리상품으로 취급되면서 그 이용이 크게 증가하였다.

## 2) 주택저당증서제도

주택저당증서제도는 1970년대 들어 주택수요가 급증하여 민간 금융기관의 주택자금 대출비중이 커짐에 따라 주택금융의 원활화를 위하여 1974년 9월에 도입되었다. 본 제도는 주택을 담보로 한 대출채권을 보유하고 있는 금융기관이 조건(대출금리, 만기 등)이 유사한 대출채권을 일정액으로 통합하여 양도하는 경우 발행하는 증서로서 금융기관이 각각의 채권을 개별적으로 양도하는 것은 사무수속이 번잡하므로 다수의 대출채권을 일괄적으로 묶어 양도하기 위해 개발된 것이다.

이를 발행하는 주체는 은행, 상호은행, 신용금고, 보험회사, 기타 금융기관 및 주택금융회사이며 인수주체는 은행, 상호은행, 신용금고, 보험회사 등의 금융기관에 한정되고 있다. 또한 미국 등과는 달리 재매각이 금지되어 있어 유통시장이 존재하지 않는다. 따라서 인수기관들이 주택저당증서를 현금화할 수 있는 유일한 방법은 발행기관에 대해 재매입의 무 이행을 요구하는 것뿐이다. 발행기관은 주택대출채권의 양도 후 5년 이상 일정기간마다 재매입 의무를 지고 있다.

주택저당증서는 고정금리부로 발행되며 액면은 5억~10억엔 단위로 높은 편이다. 그러나 증서에 확정일자가 기재되지 않아 대출채권에 대한 인수기관의 대항력이 불완전하므로 인수기관의 의사결정은 담보물건보다도 양도기관의 신용에 의존하는 편이다. 전매가 허용되지 않으므로 유동성은 매우 적다.

### 3) 주택론채권 신탁제도

일본은 1965년에 주택관련 대출만을 전문적으로 처리하기 위한 주택금융전문회사제도를 도입하였다. 주택금융전문회사는 미국의 S&L과 마찬가지로 상대적으로 단기의 차입으로 장기의 주택관련 대출을 행하므로 금리변동위험에 노출될 뿐만 아니라 대출재원의 부족도 문제시되었는데 이러한 문제를 해결하기 위해 1973년 6월에 주택론채권신탁이 주택금융전문회사의 새로운 자금조달수단으로 도입되었다. 주택론채권 신탁은 여러 가지 주택론채권을 일괄신탁하여 다양한 수익증권과 교환한 후 이를 유통시킴으로써 주택자금대출 재원을 확보하는 제도이다. 신탁의 위탁자는 은행, 기타 금융기관 또는 주택금융전문회사가 되고 신탁의 수탁자는 신탁은행이 된다. 매입자는 기관투자자에게 한정되며 개인은 제외되고 지명채권 양도에 의한 상대거래에 의해 유통된다. 주택대출은 많은 경우 변동금리부이나 주택대출채권신탁은 고정금리부 주택대출에 한정되어 있어 한계가 있다.

### 4) 지방채증서

금융기관에 대해서는 지방공공단체나 지방공사에 대해 대출한 대출채권을 유통화하고 지방정부에 대해서는 자금공급을 안정화하기 위한 수단으로 1989년에 정식 도입되었다. 지방채증서는 민법상의 지명채권 양도방식에 의해 대출채권이 양도된 것을 나타내는 증거증권으로 금융기

관이 투자자에게 지명채권 양도를 행하고 양도한 대출채권의 명세를 기재한 지방채증서를 발행한다. 주택대출채권신탁과 마찬가지로 기관투자자만이 매입할 수 있고 개인투자자는 제외되어 있으며 전매가 금지되어 있어 유통시장이 없다. 최저양도대금은 1억엔 이상으로 고액이다.

#### 5) 일반대출채권의 유동화

BIS 자기자본비율 규제와 일본은행의 대출증가 억제 지도에 대한 대응책의 일환으로 일반기업에 대한 대출채권을 유동화하기 위해 1990년 3월 양도방식(Assignment)에 의한 유동화제도가 도입되었다. 1992년 12월에는 신탁방식에 의한 유동화제도가 도입되었으며 1995년 6월에는 대출분할매각거래(Loan Participation)가 도입되었다.

대출양도는 대출채권 직접매각방법의 하나로 대출관련 권리만 양도되고 상환의무는 양도되지 않으며, 또한 매각대상 금융기관은 주로 지방은행과 외국은행으로 특정은행에 특정거래기업에 대한 채권이 과다 집중되지 않도록 건당 매각단위를 50~100억엔 정도로 하고 있다.

#### 다. 자산유동화 지원을 위한 제도 정비

최근 들어 일본에서도 자산의 유동화(증권화)를 위한 법제 정비가 급속도로 이루어지고 있다. 그러나 불량채권 처리를 주목적으로 한 부동산의 유동화·증권화에 치중함으로써 제약이 많고 실무적으로 이용하기 어려운 실정이다. 지금까지의 관련제도의 개선내용을 요약하면 아래와 같다.

##### 1) 부동산특정공동사업법(1995년 4월)

1995년 4월부터 시행된 이 법률은 다수의 투자자가 출자하여 대규모

부동산프로젝트를 원활히 실행할 수 있도록 지원하는 것을 목적으로 하고 있다. 즉, 투자자가 출자한 자금을 자본으로 하여 부동산회사 등 부동산사업전문가가 부동산사업을 수행하고 그 운용수입을 투자자에게 분배하는 구조이다.

부동산특정공동사업에는 임의조합방식, 익명조합방식, 임대차방식의 3종류가 있으며, 대표적인 예로는 1995년 부동산특정공동사업법 시행 직후 리조트개발회사인 泉郷(株)가 리조트시설을 소액화한 사례가 있다. 그러나 이 법률에 기초하여 부동산프로젝트를 실행하는 데에는 비용이 많이 들고 기타 여러 가지 제약이 있는데, 이로 인하여 동법에 의하여 부동산유동화를 시행하는 데 커다란 장애가 되고 있다. 보다 구체적으로 설명하면 우선 부동산소액화상품은 증권거래법상의 유가증권이 아니기 때문에 유동성이 없다. 그리고 부동산특정공동사업자는 사업내용에 대하여 지방자치단체장, 대장대신, 건설대신으로부터 각각 허가를 받아야 하는데 이를 위해서는 일정금액의 최저자본금 또는 출자금(1억엔 또는 2천만엔)을 필요로 하며, 사업소별로 택지건물거래주임자 등 일정한 자격을 가진 업무관리자를 선임하여야 한다. 또 투자자(사업참가자)에게 투자를 권유함에 있어 금전대부 또는 융자를 할 수 없기 때문에 투자자를 모으는 데 있어서 기동성이 결여되는 등의 문제를 안고 있다.

이처럼 부동산사업의 유동화에 엄격한 요건을 갖출 것을 요구하는 이유는 과거 소위 버블경제시기에 부동산소액화상품에 투자한 일반투자자들이 그후 버블경제가 붕괴되면서 부동산개발회사가 도산함에 따라 손해를 본 것이 사회문제화된 것을 교훈으로 한 때문이다. 결국 투자자 보호에만 중점을 둬 따라 부동산을 유동화 하는 데에는 실무적으로 이용하기 어려운 법률이 되고 만 것이다.

## 2) 특정채권법의 규제완화(1996년 4월)

1996년 4월에 개정 특정채권법시행령이 시행되어 리스·크레디트카

드채권(특정채권)을 대상으로 한 ABS발행이 허용되었다. 즉 특정채권법에 기초를 둔 유동화로서 종래의 신탁방식, 양도방식, 조합방식에 새로이 ABS방식이 추가된 것이다. ABS방식에 의한 유동화상품은 증권거래법상의 특정유가증권이 되기 때문에 신탁방식, 양도방식, 조합방식에 비해 그 유동성이 우월하다. 특정채권법 자체는 자산유동화를 위해 자금조달자와 투자자의 균형을 배려하여 고안되었는데, 예를 들면 제3자에 대한 채권양도의 대항요건으로서 공고제도를 도입하여 자금조달자의 발행절차를 간소화하는 한편 투자자를 보호하기 위하여 자산유동화계획을 미리 토산성에 제출하게 하고, 계획의 적정성을 공적기관인 일본자산유동화연구소가 지정금융기관으로서 심사하도록 하였다. 이에 따라 Orient Co.가 1996년 9월에 자동차대출채권을 담보로 하여 일본에서 ABS 제1호(300억엔)를 공모 발행한 것을 시초로 하여 1996년에는 5건, 합계 900억엔을 유동화하였다. 그후 리스·크레디트카드채권(특정채권)의 유동화동향을 보면 신탁방식을 이용하는 사례가 현저히 많지만, ABS방식에 의한 유동화도 순조로이 확대되고 있는 추세이다.

### 3) 특별목적회사(SPC)에 의한 특정자산의 유동화에 관한 법률 (1998년 9월)

특별목적회사에 의한 특정자산의 유동화에 관한 법률(이하 'SPC법'이라고 함)은 증권화의 구조에 하자가 없는 특별목적기구(SPV: Special Purpose Vehicle)의 설립을 용이하게 하기 위한 법률로서 1998년 6월 정기국회에서 통과되어 9월부터 시행되었다. 기존의 법적인 구조하에서 자산유동화를 행하는 경우에는 SPV로서 민법상의 임의조합, 상법상의 익명조합, 신탁계약 등을 활용하는 것을 생각해볼 수 있으나, 그 어느 경우를 이용하더라도 발행된 증권은 양도성·유동성이 결여되어 증권화하기에는 불충분하였다. 증권화를 촉진하기 위해서는 양도성·유동성이 높은 주식형 또는 채권형의 증권화상품을 동시에 발행하

는 것이 필요하고, 이를 위해서는 특별목적회사(SPC)가 필요하다. 그러나 SPCL를 주식회사로 설립하는 경우 종래는 회사법의 적용을 받아 최저자본금 1,000만원과 직원 3명을 갖추어야 하며, 회사 자체가 법인세 납부의무를 부담하기 때문에 이중과세의 문제가 생긴다. 이러한 비용의 증가는 유가증권에 대한 이자율의 저하를 초래하고 결과적으로 투자자에게 매력있는 상품을 제공하는 데 장애가 되어 자산유동화를 저해하게 된다.

SPCL법에서 규정한 특별목적회사는 법적으로는 주식회사와 유한회사를 합친 형태이며 발행할 수 있는 증권은 우선출자증권(우선주식에 가까움), 특별채권, 특별약속어음 등이 있다. 특별목적회사의 최저자본금은 유한회사의 경우 300만원, 직원 수는 1명 이상으로 완화되었으며 또한 특별목적회사에 대한 법인세를 경감하는 조치가 이루어졌다. 더욱이 특별목적회사가 그 소득의 90% 이상을 투자자에게 분배하는 등 일정요건을 충족한 경우에는 지급배당금의 손금산입이 인정되었으며, 그밖에도 증권화를 진행하는 데 있어서의 세계상의 우대조치가 강구되고 있다.

이러한 혜택을 부여받기 위하여 특별목적회사는 자산유동화계획을 첨부하여 금융감독청장관에 등록신청을 해야 하는데 특히, 우선출자증권과 특별사채는 증권거래법상의 유가증권이기 때문에 공모의 경우 유가증권신고서, 유가증권보고서(사업보고서) 등의 공시를 해야 한다.

더구나 특별목적회사에 대해서는 몇가지 불편함이 지적되고 있는데 이는 다음과 같다. 첫째, 자금차입에 제한이 있고 둘째, 우선출자증권에 대한 증자 또는 감자를 할 수 없으며 셋째, 자산의 교체가 불가능할 뿐만 아니라 매건마다 이를 설립하여야 하며 넷째, 증권의 추가발행이 불가능하고 다섯째, 특별사채의 발행총액이 200억원 이상인 경우에는 감사법인의 감사를 받아야 한다.

그러나 이것은 이번의 SPCL법이 불량채권 및 부동산등 위험이 높은 자산을 유동화하는 것을 주된 목적으로 하기 때문이며, 투자자 보호를 위해서는 이러한 제약이 불가피하다고 할 것이다.

〈표 V-4〉 특별목적회사(SPC) 관련 세제

대 상	항 목	내 용
SPC	법인세	○ 지급배당의 손금산입조치 마련 · 소득의 90% 이상의 배당 등을 조신으로 배당의 손금산입이 가능
	등록면허세	○ SPC의 설립등기에 정액과세제도 마련 · 자본금의 7/1,000(최저15만엔) → 3만엔
투자자	소득세·주민주세	○ 현행법의 규정예 따라 과세
부동산	등록면허세	○ 50/1,000 → 25/1,000
	부동산취득세	○ 통상의 1/2(20/1,000)
	특별토지보유세	○ 비과세

SPC법의 기본적인 방향은 미국의 부동산증권화의 대표적인 상품인 부동산투자신탁(Real Estate Investment Trust : REIT)과 유사한 유동화 계획을 세우는 것이며, 이를 위해 부동산의 유동화에 중점을 두었다. 그러나 본래 SPC는 광의의 증권화를 보급시키기 위한 도구로서 단순히 위험이 높은 자산 및 부동산 등을 대상으로 한 것은 아니다. 따라서 향후에는 특별목적회사가 자금조달 및 자산의 재구성을 자유로이 할 수 있도록 개선되어야 할 것이다. 다행히 1998년 12월부터 허용되는 회사형 투자신탁이 특별목적회사가 발행하는 증권을 매입하게 될 것이고, 건설성의 산하단체인 민간도시개발추진기구가 SPC법을 이용하여 양질의 부동산을 대상으로 한 증권화를 검토하고 있기 때문에 이에 따라 SP법에 의한 증권화가 전개될 것으로 기대된다.

#### 4) 채권양도의 대항요건에 관한 민법의 특례 등에 관한 법률(1998년 10월)

증권화의 방법은 간단한 것이 좋으며 특히, 자산 또는 채권의 보유자(이하 원채권자라고 함)가 SPV에 채권을 양도할 때 그 채권의 양도를

제3자에 대항할 수 있도록 하는 것이 필요하다. 그렇지 않으면 가령 원채권자가 도산한 경우에는, SPV가 원채권자의 파산관재인에게 그 양도를 대항할 수 없어 결과적으로 증권투자자에 대한 원리금 지급에 지장을 초래하게 된다. 그런데 제3자에 채권양도를 대항하기 위해서는 민법규정(제467조)에 의해 개별 채권마다 채무자에 확정일자가 있는 증서에 의한 통지·승낙이 필요하다. 자산유동화를 위하여는 불특정 다수의 자산을 SPV에 양도하는 것이 통례이기 때문에 이러한 체제하에서는 그 절차가 번잡하여 증권화가 매우 어렵게 된다. 따라서 증권화를 촉진하기 위하여 간단한 절차로 제3자에 대항할 수 있도록 이번에 민법의 특례법이 정기국회에서 통과되었다(10월 시행).

이러한 새로운 법률을 통해 원채권자는 등기소에 있는 채권양도 등 등기화일에 등기만 하면 제3자에 대항할 수 있게 되어, 개개의 채권마다 채무자에게 확정일자가 있는 증서에 의한 통지·승낙은 불필요하게 되었다<sup>57)</sup>. 물론 1993년 6월부터 특정채권법에 기초한 리스·크레딧카드채권의 유동화에 대해서는 신문에 공고하므로써 제3자에 대항하는 것이 가능하지만, 이번 특례법은 리스·크레딧카드채권에 한정되지 않고 보다 광범위하게 적용되어 지명금전채권의 양도에 대해서도 간단한 절차를 통해 제3자에게 대항할 수 있게 되었다.

##### 5) 채권관리회수업에 관한 특별조치법(1998년 10월)

자산유동화 과정에서는 채권관리회수업자(Servicer)가 필수적이다. 채권회수업자는 SPV를 위해 채무자로부터 채권회수를 전문으로 하는 업자로서, 그 업무는 채권회수업무 외에 채권연체 감시, 담보권의 행사 등도 포함한다. 일반적으로 원채권자가 채권회수업자를 겸임하는 경우도 많으나 자산유동화가 보편화된 미국에서는 다수의 민간채권회수업자

57) 다만 이것은 절차를 간소화할 뿐이고 진정한 매각을 증명하는 것은 아니다.

가 변호사에 한정되어 있어 일반 민간업자가 채권회수업자가 되는 것은 불가능하다. 이에 따라 민간업자가 채권회수업무를 할 수 있도록 하기 위해 「채권관리회수업에 관한 특별조치법」이 임시국회에 상정되었다. 이번의 채권회수업자 법안은 일본정부의 금융재생 종합계획(Total plan) 관련 법안으로 금융기관, 비은행금융기관의 불량화된 대출채권의 회수를 염두에 둔 것이다. 따라서 폭력단의 참여를 배제하는 의도에서 채권회수업자는 변호사가 참여해야 하고, 자본금을 최저 5억엔 이상으로 하는 등 그 설립요건을 엄격하게 하였다. 앞으로 채권회수업자는 불량채권의 회수뿐만 아니라 광범위한 자산유동화를 위하여 크게 기여할 것으로 보인다.

#### 6) 회사형 투자신탁(사모투자신탁)의 허용(1998년 12월)

1998년 12월에는 일본에서도 회사형 투자신탁(증권투자법인)이 허용되었다. 회사형 투자신탁은 일반투자자로부터 모집한 자금으로 회사를 설립하고, 투자자는 주주로서 그 회사에 참여하여 수익의 배분 등 주요 사항에 대하여 그 의사를 반영할 수 있기 때문에 현재보다 기동성이 있는 자산운용이 가능하게 된다. 특히 자산유동화를 위해 불특정 다수 투자자의 자금을 모으는 데는 회사형 투자신탁과 같은 집단적인 투자구조가 적합하다<sup>58)</sup>. 미국에서는 부동산투자신탁(REIT: Real Estate Investment Trust)등 유동화·증권화상품에 대한 주요투자자로서 회사형 투자신탁이 거론된다. 일본에서도 회사형 투자신탁에 의한 증권화상품의 구입이 증권화시장 확대의 원동력이 될 가능성이 아주 크다고 할 것이다.

---

58) 이는 계약형 투자신탁이 증권화상품의 투자에 적합하지 않다는 의미가 아니며 단지 양자를 비교할 때 상대적으로 그렇다는 뜻이다.

## VI. 자산유동화 관련 과세제도의 개선방향

### 1. 자산유동화 관련 과세제도의 정비시 고려사항

정부는 금융·기업 구조개혁 촉진방안의 일환으로 자산담보부증권(ABS) 발행을 위해서 「자산유동화에 관한 법률」을 제정했고, 주택금융제도의 선진화, 부실채권 정리와 경기침체의 극복을 위한 경기부양수단으로 유동화제도를 활용하기 위하여 「주택저당채권유동화회사법」을 제정한 바 있다. 상기 법은 기존의 법체계와 조화될 수 있는 범위 내에서 가능한 한 필요한 절차를 간소화하고 각종 도산 관련 법률적 위험을 제거 내지 최소화해서 자산유동화를 촉진 및 지원함을 목적으로 하고 있다. 따라서 이와 같은 법의 제정 및 시행으로 자산유동화에 장애가 되어 왔던 주요 법적 요인들이 제거되어 자산유동화의 촉진에 중대한 전기가 마련되었다고 할 수 있다.

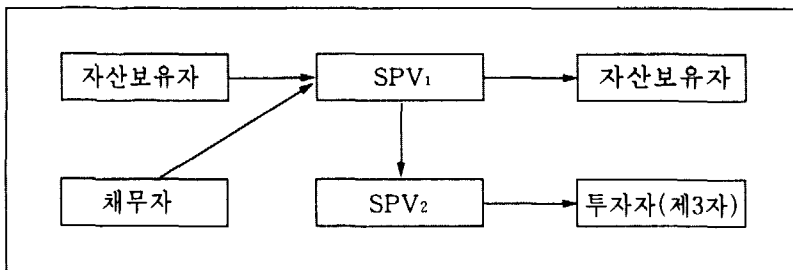
비록 자산유동화 촉진의 중대한 전기가 마련되었지만 자산유동화의 성장과 폭넓은 보급을 위해서는 조세문제를 반드시 고려해야 한다. 자산유동화에 있어서 조세문제는 거래의 경제적 타당성과 특정한 자산유동화 구조를 결정하는 데 중요한 역할을 하기 때문이다. 즉, 자산유동화는 통상의 거래와는 다른 목적과 구조를 가지고 있기 때문에 조세지원을 제공하지 않으면 세부담이 과중하게 되어 거래의 실익이 감소하고 다른 자금조달 수단에 비해 비경제적이 되는 경우가 많기 때문이다. 특히 금융산업 및 기업의 조정을 원활히 촉진 및 지원해야 한다는 정책목표의 달성이라는 측면에서 볼 때, 세부담으로 인해서 자산유동화가 다른 자금조달수단에 비해서 비경제적이 된다면 同 정책목표의 달성은 어려울 것이다. 따라서 당해 거래에 부과될 가능성이 있는 세목을 자산유동화의 각

단계에서 검토해서 가급적이면 유동화 이전에 비해 더 많은 세금을 부담하는 일이 없도록 하는 거래구조를 만들어야 할 필요성이 있다. 실제로 선진국에서는 이와 같은 목적의 달성을 위해서 자산유동화에 관해서 세제상의 여러 가지 혜택을 부여하고 있는 실정이다.

자산유동화의 성장과 보급을 위해서는 우선적으로 자산유동화를 다른 자금조달 수단에 비해 비경제적으로 만드는 조세체계상의 요인을 파악해서 제거하는 것이 중요하다. 나아가서 자산유동화제도의 도입 초기 단계에서는 자산유동화를 활성화시키기 위한 조세지원을 제공하는 것도 필요할 것이다. 이와 같은 조치를 통해서 자산유동화가 활성화된다면 자산유동화를 하고자 하는 자산보유자뿐 아니라 투자자에게도 이익이 되며, 나아가서는 금융산업 및 기업의 구조조정을 원활히 촉진 및 지원함으로써 경제의 활성화 및 세수증대에 도움이 될 수 있을 것이다.

자산유동화와 관련된 조세문제는 자산보유자, 유동화전문회사(SPV), 투자자로 나누어서 각각에 해당되는 세목을 분석하는 것이 바람직할 것이다([그림 VI-1]참조). 이와 더불어 유동화전문회사가 채무자로부터 자산을 직접인수한 경우 및 다단계 유동화전문회사(multi-tier SPV)에 대한 과세문제도 검토해야 한다. 또한 자산의 양도, 특히 매매대금의 지급과 관련하여 자산보유자 또는 유동화전문회사가 얻은 이익 또는 손실이 각 당사자의 세금에 어떠한 효과를 미치는지 검토하는 것도 중요하다.

[그림 VI-1] 자산유동화의 단계별 과세



자산유동화와 관련된 조세문제를 검토할 때에는 다음 사항을 기본적으로 고려하는 것이 바람직할 것이다.

첫째, 자산유동화는 자금조달을 위한 금융거래기법이므로 유동화대상 자산 그 자체보다 그로부터 창출될 수익권이 과세대상이 되어야 한다.

둘째, 과세로 인해서 자산보유자로부터 투자자에게 이르기까지의 일련의 흐름이 방해되지 않아서 자산보유자와 투자자 모두에게 이익이 되는 구조가 되어야 한다.

셋째, 자산유동화 과세체계가 기존 조세체계 및 새로이 제정된 자산유동화 관련법의 테두리 안에서 중립적이 되어야 한다.

넷째, 자산유동화를 촉진하고 지원하는 조세지원방안을 도출하되, 공평과 효율이라는 관점에서 도출해야 한다<sup>59)</sup>.

다섯째, 자산유동화를 촉진하기 위해서 유동화대상자산의 유통 및 보유단계에서의 세부담은 가볍게 하고, 동 자산의 매각으로 발생하는 양도 이익에 대한 감면은 신중히 고려해야 한다.

[그림 VI-1]을 통하여 각 단계별 과세문제를 살펴보자.

### 가. 자산보유자에 대한 과세문제

자산보유자에 대한 과세문제는 다음과 같다.

첫째, 자산보유자와 유동화전문회사(SPV)를 연결과세할 것인가 분리과세할 것인가 하는 문제가 있다. 만일 자산보유자와 유동화전문회사를 특수관계인으로 보아 유동화전문회사를 별도의 납세의무자로 취급하지 않는다면 연결과세가 가능할 것이지만, 별도의 납세의무자로 취급한다면 자산보유자와 유동화전문회사를 분리과세하는 것이 타당하다.

59) 자산담보부증권(ABS)의 발행 및 유통이 원활히 이루어질 수 있도록 각종 장애물을 제거해서 경제가 활성화되어 세수가 증대된다면 이는 효율의 범주에 속할 것이며, 여타 자금조달 수단간에 세부담의 차이가 없도록 하는 것은 공평의 범주에 속할 것이다.

둘째, 자산의 양도가 과세목적상 자금조달(financing)로 처리되느냐 또는 자산매각(sale)으로 처리되느냐에 따라 발생소득 인식 및 과세의 시점이 달라질 수 있다. 과세목적상 채권의 양도가 자산매각으로 처리될 경우에는 거래와 동시에 양도차익이 실현되고 이에 대한 과세가 이루어지게 되는 반면, 채권의 양도가 자금조달로 인식될 경우 거래로부터 소득이 발생하는 시점에 따라 자산의 유효기간에 걸쳐 과세되는 것이다. 거래 전기간에 걸친 자산보유자의 예상과세액은 자산의 양도가 자금의 조달 또는 자산매각으로 인식되느냐에 관계없이 커다란 차이를 보이지 않을 수도 있지만, 현행 자산유동화에 관한 법률에서는 동법 제13조에 규정된 방식에 의해서 이루어질 경우 자산의 양도를 자산매각(진정한 매매 또는 진정한 양도)으로 처리하고 있다.

#### 나. 유동화전문회사(SPV)에 대한 과세

먼저 진정한 매매(true sale) 또는 진정한 양도(true transfer)와 관련된 과세문제를 검토해 보아야 할 것이다. 자산유동화와 관련된 가장 중요한 법률문제는 유동화전문회사 및 유동화증권이 자산보유자의 파산으로부터 영향을 받지 않아야 한다는 것이다. 이를 위해서는 자산보유자가 유동화전문회사에게 유동화 자산을 양도하는 것이 금전대차에 따른 ‘담보목적의 양도(secured finance)’가 아니라 ‘진정한 매매(true sale)’ 또는 ‘진정한 양도(true transfer)’로 인정될 수 있도록 법률 구성을 해야 한다. 실제로 현행 자산유동화에 관한 법률 제13조(양도의 방식)에서는 자산유동화계획에 따라 4가지 요건(매매계약에 의한 것<sup>60</sup>),

---

60) 자산유동화에 관한 법률 제2조 제1호 나목은 매매와는 달리 신탁계약을 통하여 자산이 신탁되는 것이므로, 제13조 제1항의 규정이 적용되지 않는다. 그러나 자산유동화에 관한 법률 제2조 제1호 다목의 방식은 자산보유자로부터 신탁회사로의 유동화자산의 이전은 신탁에 의한 것이 아니기 때문에 제13조 제1항의 규정이 적용된다.

양도자산에 대한 관리지배권의 이전, 양도자산 및 양도대금에 대한 반환 청구권의 부존재, 자산에 관한 위험의 이전)을 동시에 갖추면 이를 담보권의 설정으로 보지 않고 진정한 매매 또는 진정한 양도가 되도록 법률 구성을 하고 있다. 자산보유자가 유동화전문회사에게 유동화 자산을 양도하는 것이 진정한 매매 또는 진정한 양도라면 자산의 매매 또는 양도에 따른 조세문제가 따르게 된다.

그러나 유동화전문회사가 주식회사와 같은 법인의 형태를 취하는 경우라도 유동화전문회사를 자산유동화를 위한 사실상 실체가 없는 도구로 간주하여 별도의 과세대상으로 인식하지 않아야 한다는 주장도 있다. 즉 유동화전문회사는 자산유동화라는 특별목적을 위하여 설립·운영되는 장부상으로만 존재하는 명목회사(paper company)로서 유동화증권을 발행하기 위한 단순한 도구에 불과하며, 유동화자산을 자산보유자로부터 분리하기 위해서 세워진 법적 수단에 불과한 명목회사이므로 별도의 과세대상으로 인식하지 않아야 한다는 것이다. 따라서 이와 같은 관점에서 본다면 그 소득에 법인세를 부과하는 것은 바람직하지 않다고도 볼 수 있다.

유동화전문회사를 별도의 납세의무자로 취급하지 않음(즉 별도의 과세대상으로 인식하지 않음)으로써 유동화전문회사 단계에서 세부담을 덜어 주는 방안을 검토해 볼 수 있을 것이다. 예를 들면 미국에서는 유동화전문회사가 법인의 형태를 취하더라도 1986년에 제정된 조세개혁법(Tax Reform Act)에서 규정하는 일정 요건을 갖추고, 다단계 저당채권 담보부 채권(CMO)을 발행하는 부동산저당투자기구(REMICs)인 경우에는 패스-스루형 증권(pass-through securities) 발행을 위한 단순한 도구에 불과한 것으로 취급되어 법인세를 면제받을 수 있다(pass-through tax treatment)<sup>61)</sup>.

61) 한편 이와는 약간의 거리가 있지만, 부동산 투자신탁(REITs)에 대한 과세규정이 참고가 될 수 있을 것이다. 즉 부동산 투자신탁의 경우에는 유동화전문회사가 법인

이와 같이 자산의 양도를 수반하는 자산유동화거래에 있어서 그 양도로 인한 손익의 인식과 관련하여 조세문제를 검토함으로써 조세상의 불이익이 없도록 할 필요가 있다. 또한 자산유동화의 각 당사자가 서로 다른 국가에 소재하는 경우에는 여러 가지 국제조세상의 문제점을 검토해야 한다.

#### 다. 투자자에 대한 과세

투자자에 대한 과세는 투자자의 성격 및 발행증권의 종류에 따라 달라지며 투자자의 이자·배당·양도차익 등에 대한 세금의 원천징수, 신고납부의 필요성 또는 면세 여부는 유동화 전문기구가 소재한 국가의 내국세법과 조세조약에 따라 결정된다. 통상 유동화전문회사가 역외금융센터의 조세피난처에 설립되는 경우가 많으므로 면세되는 예가 많을 것이다.

#### 라. 기타

자산양도와 관련하여 인지세·등록세 등의 거래세가 부과될 수 있다. 우리나라의 경우 부동산이나 기타 등록가능한 자산의 양도시에는 취득세·등록세·농어촌특별세 등의 조세가 부과되기도 한다. 경우에 따라서는 이러한 거래세는 다단계 거래구조를 가지고 있는 자산유동화의 구조를 더욱 복잡하게 만들 뿐 아니라 비용을 증가시켜 자산유동화의 커다란 장애요인으로 작용할 수 있다.

한편 유동화전문회사가 경매 등을 통하여 채무자로부터 자산을 직접

---

의 형태를 취하더라도 수입의 75% 이상을 부동산에서 얻고 배당가능 소득의 95% 이상을 출자자에게 배당하는 경우에는 투자신탁을 위한 단순한 도구에 불과하다는 이유로 법인세가 면제되고 있다.

인수하는 경우와 다단계 유동화전문회사(multi-tier SPV)가 취득 및 양도하는 자산에 대한 과세문제도 함께 검토해야 한다.

## 2. 자산보유자에 대한 과세

### 가. 현행 세제에 의한 과세

금융기관 또는 매출채권을 취득하는 기업이 자산보유자의 전형적인 예이다. 우리나라 자산유동화에 관한 법률 제2조에 의하면, 자산보유자는 한국산업은행·한국수출입은행·중소기업은행·장기신용은행 등의 특수은행, 은행법에 의해 인가를 받은 은행, 종합금융회사, 보험사업자, 증권회사, 상호신용금고, 성업공사, 한국토지공사, 대한주택은행 및 국제적 신인도가 높은 법인 등이다.

이와 같이 자산보유자를 공공성이 강한 법인 및 국제적 신인도가 높은 법인 등으로 한정하고 있는 것은 현단계가 자산유동화 관련제도가 정착되는 과정에서 있다고 보기 때문이라고 판단된다.

자산보유자에 대해서는 유동화자산의 양도 및 관리 등과 관련하여 법인세, 부가가치세, 특별부가세, 인지세 등이 부과된다.

#### 1) 법인세

자산유동화법 제2조에 열거된 자산보유자가 유동화자산을 양도하거나 유동화자산을 양도후 관리를 해주고 수수료를 수령하거나, 유동화자산을 양도하고 유동화전문회사의 지분이나 후순위채를 취득하여 이러한 증권과 관련된 소득이 있을 때에는 그 금액은 다음과 같이 익금 또는 손금에 산입되어 법인세가 부과된다.

- ① 유동화자산의 양도로 발생하는 이익 또는 손실은 자산보유자의 익금 또는 손금에 산입된다.

- ② 자산보유자가 유동화전문회사에 자산을 양도한 후에도 자산관리자(Servicer)로서 유동화자산에 대한 관리업무를 수행하는 경우 자산관리의 대가로 수령하는 수수료는 자산보유자의 익금에 산입된다.
- ③ 자산보유자가 유동화자산을 양도하고 유동화전문회사(SPV)의 지분이나 후순위채를 취득하는 경우 이러한 증권과 관련된 소득이 있을 때에는 그 금액은 익금에 산입된다.
- ④ 자산보유자와 유동화전문회사간에 '특수관계인' 관계가 성립하는 경우, 유동화전문회사(SPV)에 대한 자산보유자의 자산양도시 자산양도가액이 '시가'에 미달하면 법인세법 제52조 및 법인세법 시행령 제88조에 따른 부당행위계산의 부인대상이 된다. 즉, 자산을 시가보다 낮은 가액으로 거래하는 경우에는 부당행위의 유형에 속하게 되어 부당행위계산의 부인대상이 된다. 만일 이렇게 되면 시가와 실제 양도가액의 차이는 자산보유자의 익금으로 계산된다. 시가가 불분명한 경우 시가의 관정은 다음과 같이 한다. 부동산의 경우는 감정평가법인의 감정가를 적용하고, 감정가가 없으면 공시지가를 적용하여 판단하는 것이 보통이다. 채권의 경우는 감정평가법인의 감정가가 없으면, 상속세 및 증여세법에 제61조(부동산 등의 평가) 내지 제64조(부채재산권 등의 평가)의 규정을 준용하여 평가한 가격을 시가로 본다.

## 2) 부가가치세

저당권부채권을 양도하는 경우에는 부가가치세법 시행령 제1조 제1항에서 규정하는 권리의 양도에 해당하여 부가가치세를 납부해야 하지만, 실제 실무상 채권양도시 부가가치세를 징수하고 있지 않다.

금융·보험용역의 제공에 대해서는 부가가치세가 면제되는데, 자산관리자(Servicer)로서의 용역제공은 금융·보험용역의 제공에 해당되기

때문에 면제된다<sup>62)</sup>.

부동산 양도의 경우는 다음과 같이 과세된다.

- ① 토지 : 부가가치세가 면제(부가가치세법 제12조 제1항 제12호)
- ② 건물 : 부가가치세가 10%의 세율로 부과

### 3) 특별부가세

특별부가세는 법인세의 일종으로서 법인이 토지·건물 등의 부동산 및 주식 등을 유상으로 양도함에 따라 발생한 양도차익에 대하여 과세하는 세금이다. 이는 양도차익이 발생했을 때 개인과 법인의 세부담 불형평을 시정하기 위하여 부과되고 있다.

대통령이 정하는 금융기관이 저당권을 실행하거나 채권을 변제받기 위하여 2000년 12월 31일 이전에 취득한 자산을 양도하거나 성업공사가 2000년 12월 31일 이전에 취득한 자산을 양도함으로써 발생하는 양도차익에 대하여는 특별부가세의 50%를 감면한다(조세특례제한법 제48조). 다만 금융기관이 당해 자산을 취득한 날로부터 2년(성업공사의 경우에는 5년) 내에 양도하는 경우에 한하여 적용한다.

특별부가세의 세율은 일반자산이 15%이며, 미등기전매의 경우에는 30%이다. 여기에 특별부가세의 10%가 부과되는 주민세를 포함하면 일반자산의 경우 16.5%, 미등기전매의 경우 33%의 세금을 부담하게 되는 것이다.

### 4) 인지세

유동화자산양도계약서를 국내에서 작성하는 경우에는 각 원본마다 35만원이다.

---

62) 부가가치법 제12조 제1항 제10호 및 시행령 제33조 제1항

## 나. 개선방안

자산보유자에 대한 부가가치세 및 인지세의 과세는 크게 문제가 되지 않는다. 그러나 자산보유자가 자산을 양도함에 따라 발생하는 양도차익에 대해서는 법인세와 특별부가세가 부과되는데, 몇 가지 측면에서 동세목의 과세문제를 좀 더 자세히 검토해 보기로 한다.

### 1) 법인세 문제

자산보유자에 대한 과세를 함에 있어서 유동화대상 자산이 채권인 경우에는 동 자산의 양도가 과세목적상 자금조달(financing)로 처리되느냐 또는 자산매각(sale)으로 처리되느냐에 따라 과세시점이 달라질 수 있다. 채권의 양도가 자산매각으로 처리될 경우 거래와 동시에 양도차익이 실현되고 이에 대한 조세가 징수되어야 한다. 반면에 채권의 양도가 자금조달로 인식될 경우에는 거래로부터 소득이 발생하므로 소득이 발생하는 시점에 따라 동 자산의 유효기간에 걸쳐 매년 과세하자는 의견이 있다(물론 거래 전기간에 걸친 자산보유자의 예상과세액은 자산의 양도가 자금의 조달 또는 자산매각으로 인식되느냐에 관계없이 커다란 차이를 보이지 않을 수도 있을 것임). 이 방안의 타당성을 검토해 본다.

자산보유자가 유동화전문회사(SPV)에게 유동화 자산을 양도하는 것은 '진정한 양도' 또는 '진정한 매매'로 간주되므로 자산보유자와 유동화전문회사는 별개의 법적 주체이다. 그럼에도 불구하고 자산보유자가 유동화전문회사를 설립하는 경우가 대부분이므로 특수관계인 관계가 성립되는 경우가 많으며, 또한 자산보유자는 유동화자산을 양도하고 유동화전문회사의 지분이나 후순위채를 취득하는 경우가 대부분이고 자산보유자가 자산의 양도후에도 자산관리자(Servicer)로 남아 있는 경우가 대부분이므로 자산보유자는 유동화전문회사로부터 자유로울 수 없다. 따라서 자산의 양도시 한번에 법인세를 과세하기보다는 유동화전문회사

의 해산시까지 유동화전문회사의 소득과 연결하여 매년 과세하자는 주장이다.

만일 자산보유자의 과세를 이연한다면 다음과 같은 방법으로 이연할 수 있다. 자산보유자가 유동화전문회사에 자산을 양도하는 경우 발생한 자산의 양도차익에 상당하는 금액은 당해 사업연도의 소득금액 계산에 있어서 이를 손금에 산입하여 과세를 이연받도록 하는 방안이다. 손금에 산입하는 금액은 자산의 양도시 시가에서 자산 양도전일의 장부가액을 차감한 금액으로 하되, 그 금액은 당해 주식의 압축기장충당금으로 계상하도록 한다. 압축기장충당금은 유동화전문회사의 소득이 발생할 때 이를 익금에 산입함으로써 법인세를 과세할 수 있다.

그러나 앞서서도 설명한 바와 같이 자산유동화와 관련된 가장 중요한 법률문제는 유동화전문회사 및 유동화증권이 자산보유자의 파산으로부터 영향을 받지 않아야 한다는 것이다. 이를 위해서는 자산보유자가 유동화전문회사에게 유동화 자산을 양도하는 것이 금전대차에 따른 ‘담보 목적의 양도(secured finance)’가 아니라 ‘진정한 매매(true sale)’ 또는 ‘진정한 양도(true transfer)’로 인정될 수 있도록 법률을 구성을 해야 한다. 따라서 자산보유자와 유동화전문회사는 완전히 별도의 납세의 부자로 간주하고 채권의 양도를 자산매각으로 처리하여 양도시 한번에 법인세를 과세하는 것이 바람직할 것이다. 현행 자산유동화에 관한 법률 제13조에 의하면, 同條에 규정된 방식에 의해서 자산 양도가 이루어질 경우 이를 자산매각(진정한 매매 또는 진정한 양도)으로 처리하고 있으므로 채권의 양도를 자산매각으로 처리하여 양도시 법인세를 과세해야 할 것이다.

## 2) 특별부가세 문제

현행 조세특례제한법 제48조에서는 자산보유자에게 세제지원을 한시적으로 해주고 있다. 이 법에서는 대통령이 정하는 금융기관이 저당권을

실행하거나 채권을 변제받기 위하여 2000년 12월 31일 이전에 취득한 자산을 2년 내에 양도하거나 성업공사가 2000년 12월 31일 이전에 취득한 자산을 5년 내에 양도함으로써 발생하는 양도차익에 대해서 특별부가세의 50%를 감면하도록 하고 있다. 이것은 자산유동화를 통해 특히 금융기관의 구조조정을 촉진하겠다는 정부의 의지가 담겨져 있는 것으로 보인다.

자산유동화제도를 서둘러 도입하게 된 목적 중의 하나가 금융산업 및 기업의 구조조정을 원활히 달성함으로써 우리나라의 금융위기를 타개하려는 것이라고 볼 때 기업의 구조조정을 위한 자산유동화일 경우에 한해서 특별부가세의 감면기한을 연장해 주는 방안을 검토해 볼 수 있을 것이다. 특히 자산유동화에 관한 법률은 자산유동화와 관련된 비용을 절감하고 유동화전문회사의 설립을 용이하도록 해서 자산유동화를 원활히 추진하고 자산유동화의 활성화를 도모할 수 있도록 하기 위하여 요소 요소에서 자산유동화를 적극적으로 지원하는 모습을 갖추고 있다. 예를 들면, 채권양도의 대항요건에 관한 특례(同法 제7조) 및 저당권 등의 취득에 관한 특례(同法 제8조)를 인정하고 있어서, 채무자에 대한 통지 및 저당권이전등기 등 민법상 자산양도절차를 생략 가능하도록 하고 있는 등 법 전체가 자산유동화를 적극적으로 지원하는 모습을 갖추고 있다. 특별부가세의 감면기한 연장은 이와 같은 지원 의도와도 상통할 것이다.

따라서 이러한 입법 취지와 부합되도록 하기 위해서 또 기업의 구조조정을 원활히 추진할 수 있도록 하기 위해서, 기업의 구조조정을 위한 자산유동화일 경우에 한해서 특별부가세의 감면기한을 한시적으로 연장해 주되, 2000년말 이전에 취득한 자산으로 한정할 것이 아니라 그 이후에 취득한 자산도 가능하도록 하고, 금융기관이 취득한 자산도 성업공사가 취득한 자산과 마찬가지로 5년 내에 양도하는 경우 특별부가세를 감면해 주는 방안이 바람직하다고 판단된다. 한시적인 기한연장과 더불어 특별부가세의 감면율을 신축적으로 조정하는 방안도 함께 고려하는 것이 바람직하다고 판단된다.

그러나 자산보유자가 유동화자산을 매각해서 얻은 이익은 자본이득이라는 점을 생각한다면, 기업의 구조조정이 어느 정도 마무리된 시점에서 특별부가세의 감면문제를 원칙론적인 면에서 재고해야 할 것이다. 특히 여타 자금조달 수단간에 세부담의 차이가 없도록 하는 것이 공평의 범주에 속한다는 점을 생각하면, 기업의 구조조정이 어느 정도 마무리된 시점에서 자산유동화 관련 특별부가세의 감면제도를 폐지하는 것이 바람직하다고 보여진다.

### 3. 유동화전문회사에 대한 과세

#### 가. 현행 세제에 의한 과세

##### 1) 법인세

- i) 유동화전문회사의 총소득에 대하여 국내에서 법인세를 납부하여야 한다.

법인세율은 과세표준이 1억원 이하인 경우에는 17.6%(법인세 16% + 주민세 10% 포함)이다. 과세표준이 1억원을 초과하는 경우에는 30.8%(법인세 28% + 주민세 10% 포함)이다.

자산보유자와 유동화전문회사간에 '특수관계인' 관계가 성립하는 경우, 유동화 전문회사에 대한 자산보유자의 자산양도시 자산양도가액이 '시가'를 초과하면 법인세법 제52조 및 법인세법 시행령 제88조에 따른 부당행위계산의 부인대상이 된다. 즉, 자산을 시가보다 높은 가격으로 거래하는 경우에는 부당행위의 유형에 속하게 되어 부당행위계산의 부인대상이 된다. 만일 이렇게 되면 유동화전문회사에 시가와 실제 양도가액의 차이를 손금불산입한다.

- ii) 저당채무자가 지급하는 금액 중 이자로 총당되는 부분에 대한 원천징수문제에는 다음과 같은 두 가지 견해가 있을 수 있다.

첫째, 유동화전문회사는 대출채권매입을 통하여 국내금융기관의 대출자로서의 지위를 승계하는 것이므로, 이는 '비영업대금의 이익'으로 보아 소득세법 제 16조에 따른 이자소득에 해당하므로, 법인세법 39조에 따라 지급되는 이자액의 27.5%(법인세 25% + 주민세 10%)를 원천징수하여야 한다. 단, 이 경우에는 유동화전문회사가 총소득에 대하여 납부하여야 할 법인세 계산시 지급된 원천징수액은 공제하여 주므로 이중과세문제는 없다.

둘째, 유동화전문회사는 투자목적으로 대출채권의 지위를 취득한 것뿐이지 유동화전문회사가 직접 대출한 것은 아니므로, '비영업대금의 이익'이 아니라고 보는 경우에는 원천징수가 없다.

첫째와 둘째 어느 쪽으로 보더라도 납부되는 총세액에는 차이가 없고, 다만 납부시기 및 납부방법상에 차이가 있을 뿐이다. 즉, 유동화전문회사가 강구적으로 부담하는 세금은 유동화전문회사의 총소득에 상응하는 법인세뿐이다. 현행 법인세법은 유동화전문회사를 원천징수를 면제받는 금융·보험업(은행, 농협·수협·축협, 보험사, 증권사 등)으로 분류하고 있으므로 후자에 가깝다고 하겠다.

## 2) 자산의 취득과 관련된 과세

자산유동화와 관련된 비용을 절감해서 금융산업 및 기업구조조정을 지원하고 부실자산에 투입된 공적자금의 조기 회수에 도움을 주기 위해서 세법에서는 유동화전문회사에 대한 세제지원 조항을 두고 있다. 그러나 신탁회사나 신탁업을 영위하는 은행은 지원대상에 포함되지 않는데 이는 이미 동일한 내용의 지원이 다른 방법을 통하여 이루어지고 있기 때문이다.

자산유동화를 위해서는 자산유동화계획을 금융감독위원회에 등록하여야 하며(법 제3조), 등록된 자산에 대해서는 각종 세금이 감면된다.

한편 동 계획에 따라 자산보유자로부터 1999년말까지 취득한 부동산 등의 자산에 대해서는 여러 가지 세제지원이 이루어지고 있다.

가) 취득세

유동화전문회사가 자산유동화법 제3조의 규정에 의하여 등록한 자산유동화계획에 따라 자산보유자로부터 1999년 12월 31일까지 취득한 부동산에 대해서는 취득세가 면제된다(조세특례제한법 제120조 제1항 제12호).

나) 등록세

- ① 저당권 이전 : 자산유동화법 제3조의 규정에 의하여 등록한 자산유동화계획에 따라 자산보유자로부터 1999년 12월 31일 이전에 취득한 자산에 관하여는 등록세를 면제한다(조세특례제한법 제119조 제1항 제13호).
- ② 부동산 소유권 이전 : 자산유동화법 제3조의 규정에 의하여 등록한 자산유동화계획에 따라 자산보유자로부터 1999년 12월 31일 이전에 취득한 자산에 관하여는 등록세를 면제한다(조세특례제한법 제119조 제1항 제13호). 단, 추후 등기시 등록세 외의 기타 등기비용(등기대행수수료 등)은 발생할 것이다.
- ③ 경매신청, 가압류, 가처분에 관한 등기 또는 가등기 : 등록세를 면제한다(조세특례제한법 제119조 제1항 제13호).
- ④ 국민주택채권매입 : 면제된다(자산유동화법 제36조).

다) 농어촌특별세

유동화전문회사가 조세특례제한법 제119조 제1항 제13호 및 동법 제120조 제1항 제12호의 규정에 의하여 감면받은 등록세 또는 취득세에 대하여는 농어촌특별세를 부과하지 않는다(농어촌특별세법 제4조).

### 3) 유동화전문회사의 부동산보유로 인하여 법인세 외에 추가로 발생하는 조세

유동화전문회사의 부동산보유로 인하여 법인세 외에 추가적으로 부담하는 조세에는 주로 부동산의 보유단계에서 발생하는 조세이다. 재산세, 종합토지세, 도시 계획세, 사업소세, 개발이익부담금, 자산재평가세 등이 있다.

#### ① 재산세

주택에 대한 세율은 초과누진세율로서 과세시가표준액의 0.3%~7%이다. 별장·골프장·고급오락장에는 5%의 세율이 적용되며, 도시 주거지역 내의 공장용 건축물에는 0.6%의 세율이 적용된다(산출된 각 과세대상의 세액에 대해서는 재산세액의 20%에 상당하는 교육세가 부가된다).

#### ② 종합토지세

지방세법 제234조의 15 제2항의 규정에 해당하는 토지(종합합산 과세대상)의 종합토지세는 <표 VI-1>의 세율을 적용하여 계산한 금액을 그 세액('종합합산세액'이라 함)으로 한다.

<표 VI-1> 종합합산과세 세율

과세표준	세 율
2,000만원 이상	과세표준액의 1,000분의 2
2,000만원 초과 ~ 5,000만원 이하	4만원 + 2,000만원 초과금액의 1,000분의 3
5,000만원 초과 ~ 1억원 이하	13만원 + 5,000만원 초과금액의 1,000분의 5
1억원 초과 ~ 3억원 이하	38만원 + 1억원 초과금액의 1,000분의 7
3억원 초과 ~ 3억원 이하	178만원 + 3억원 초과금액의 1,000분의 10
5억원 초과 ~ 10억원 이하	378만원 + 5억원 초과금액의 1,000분의 15
10억원 초과 ~ 30억원 이하	1,128만원 + 10억원 초과금액의 1,000분의 30
30억원 초과 ~ 50억원 이하	5,128만원 + 30억원 초과금액의 1,000분의 30
50억원 초과	1억 1,128만원 + 50억원 초과금액의 1,000분의 50

종합합산 과세대상 토지에는 별도합산 과세대상 토지, 분리과세 대상 토지 및 비과세·면제 또는 감면대상을 제외한 토지이다. 즉 주거용 건축물의 부속토지, 부채지주의 소유 농지, 법인 소유 농지, 임야(분리과세대상 제외), 공장용지 중 기준초과토지, 목장용지 중 기준초과토지, 나대지 및 잡종지 등이다.

지방세법 제234조의 15 제3항의 규정에 해당하는 토지(별도합산 과세대상)의 종합토지세는 <표 VI-2>의 세율을 적용하여 계산한 금액을 그 세액(‘별도합산세액’이라 함)으로 한다. 별도합산과세대상토지란 일반 영업용 건축물 부속토지를 말한다.

<표 VI-2> 별도합산과세 세율

과세표준	세 율
1억원 초과	1,000분의 3
1억원 초과 ~ 5억원 이하	30만원 + 1억원 초과금액의 1,000분의 4
5억원 초과 ~ 10억원 이하	190만원 + 5억원 초과금액의 1,000분의 5
10억원 초과 ~ 30억원 이하	440만원 + 10억원 초과금액의 1,000분의 6
30억원 초과 ~ 50억원 이하	1,640만원 + 30억원 초과금액의 1,000분의 8
50억원 초과 ~ 100억원 이하	3,240만원 + 50억원 초과금액의 1,000분의 10
100억원 초과 ~ 300억원 이하	8,240만원 + 100억원 초과금액의 1,000분의 12
300억원 초과 ~ 500억원 이하	3억 2,240만원 + 300억원 초과금액의 1,000분의 15
500억원 초과	6억 2,240만원 + 500억원 초과금액의 1,000분의 20

지방세법 제234조의 15 제2항 제3호 내지 제6호의 규정에 해당하는 토지(분리과세대상)의 종합토지세는 다음의 세율을 적용하여 계산한 금액을 그 세액(분리과세액)으로 한다.

- ㉠ 자경농지, 종중농지, 특수개발립, 영림계획인가림, 종중림, 기준면적 내의 목장용지 : 과세표준액의 1,000분의 1
- ㉡ 기준면적 내의 공장용지, 한국토지공사·대한주택공사·수자원공사의 분양·공급·임대용 토지, 발전시설용, 채광인가된 광구내 토지, 염전, 공유수면매립토지 : 과세표준액의 1,000분의 3

㉔ 골프장·별장·고급오락장용 토지 및 주택의 부속토지로서 기준면적을 초과하는 토지 : 과세표준액의 1,000분의 50

③ 도시계획세

도시계획구역에 위치한 부동산의 경우에는 0.2%세율이 적용된다.

④ 사업소세

사업소 연면적 1㎡당 250원씩 부과되며, 사업주에게 납세의무가 있다. 사업주가 납부하지 않은 경우에는 건축물 소유자가 2차 납세의무를 부담한다(지방세법 시행령 206조).

⑤ 개발이익부담금

유동화전문회사가 개발이익환수에 관한 법률에 따른 개발사업을 시행하는 경우에 부담한다.

⑥ 자산재평가세

자산을 재평가하는 경우 재평가차액에서 이월결손금을 공제한 금액의 1% 내지 3%를 자산재평가법에 따른 재평가세로서 납부하여야 한다(자산재평가법 제 9조~제 13조).

⑦ 부가가치세

상시주거용 주택 및 그 부속토지의 임대용역을 제외한 부동산임대용역에 대하여는 세율 10%의 부가가치세가 부과된다.

⑧ 취득세·등록세

추후 유동화전문회사가 직접 경매에서 유입(상계유입)하는 부동산은 취득세, 등록세의 면제여부가 분명하지 않다.

#### 4) 자산의 양도와 관련된 과세

##### 가) 법인세

유동화전문회사가 자산을 제3의 매수자에게 매각하여 양도차익을 얻는 경우 이 양도차익은 유동화전문회사의 익금에 산입되어 법인세를 부담하여야 한다.

나) 특별부가세

자산유동화에 관한 법률 제2조 제5호의 규정에 의한 유동화전문회사(자산유동화업무를 전업으로 하는 외국법인을 포함한다)가 동법 제3조의 규정에 의하여 등록한 자산유동화계획에 따라 1999년 12월 31일까지 자산보유자로부터 취득한 부동산을 그 취득한 날부터 5년 이내에 양도함으로써 발생하는 양도차익에 대하여는 특별부가세의 100분의 50에 상당하는 세액을 감면한다(조세특례제한법 제56조). 다만 양도시한에 있어서 유동화전문회사 및 유동화전문외국법인이 다음에 해당하는 때에는 1회에 한하여 6월의 범위 내에서 기간을 연장할 수 있다(동법 시행령 제52조).

- ㉠ 예금자보호법 제3조의 규정에 의한 예금보험공사, 동법 제36조의 3의 규정에 의한 정리금융기관 또는 금융산업의 구조개선에 관한 법률 제2조 제1호의 규정에 의한 금융기관이 당해 부동산을 취득한 날부터 5년 이내에 공매를 하였으나 유찰된 경우
- ㉡ 소송의 계류 등으로 인하여 처분기한의 연장이 불가피한 경우로서 재정경제부장관이 인정하는 경우

특별부가세의 감면은 1998년 9월 16일 이후 최초로 양도하는 분부터 적용한다.

다) 제3의 매수자에 대한 과세

제3의 매수자가 유동화전문회사로부터 부동산을 매수하는 경우 그 매수자는 취득세와 등록세를 부담하여야 한다.

5) 다단계 유동화전문회사(multi-tier SPV)

자산유동화는 1단계의 유동화전문회사(특수목적기구)를 거쳐서 이루어지는 것이 일반적이지만, 자산유동화의 거래구조에 따라서는 유연성을 부여해야 할 필요 때문에 2단계 내지는 다단계의 유동화전문회사(특

수목적기구가 필요한 경우도 종종 있을 수 있다. 이에 현행 「자산유동화에 관한 법률」 제6조 제1항 제2호 나목은 유동화전문회사가 자산유동화계획에 따라 유동화자산을 다른 유동화전문회사에 양도하는 경우를 규정하고 있어서 2단계 내지는 다단계의 유동화전문회사를 이용한 자산유동화도 이미 법 제정 당시부터 예견하고 있다고 볼 수 있다. 또한 재정부 질의 회신인 「금정 41210-38(1999. 2. 4)」에서도 하나의 자산유동화계획에 복수의 유동화전문회사가 포함되는 것이 가능하다고 유권해석을 내리고 있다. 따라서 현단계에서는 2단계 내지 다단계의 유동화전문회사를 이용한 자산유동화가 가능하다고 있다고 할 수 있다. 그러므로 자산보유자로부터 유동화자산을 양수한 유동화전문회사가 직접 유동화증권을 발행하지 않고 제2의 유동화전문회사에 대상자산을 재양도한 다음, 그 제2의 유동화전문회사가 유동화증권을 발행할 수도 있을 것이다.

이처럼 2단계 내지는 다단계의 유동화전문회사를 이용한 자산유동화가 가능하며, 2단계 내지는 다단계의 유동화전문회사와 관련된 조세는 1단계의 유동화전문회사가 부담하는 조세와 대동소이하다. 다만, 1단계의 유동화전문회사가 자산유동화에 관한 법률 제2조에서 규정하는 자산보유자의 범위에 속하지 않기 때문에, 현단계에서 동법의 범위에 의하면 취득세, 등록세 및 특별부가세의 간면 여부는 불투명하다고 하겠다.

## 나. 개선방안

### 1) 유동화전문회사에 대한 세제상의 취급

현행 세제상에서는 유동화전문회사는 유한회사로서 법인세의 부과대상이 되고 있다. 그러나 유동화전문회사는 자산유동화라는 특별목적을 위하여 설립·운영되는 장부상으로만 존재하는 명목회사(paper company)로 보아야 할 것이다. 자산유동화의 성격상 유동화전문회사는 사

실상 실체가 없는 도구에 불과하기 때문에 이를 별도의 과세대상으로 인식하는 것은 바람직하지 않다고 판단된다. 즉, 유동화전문회사는 영업이익의 추구를 목적으로 설립된 적극적인 영리법인이 아닌 자산의 유동화를 위한 서류상의 법인이므로 일반 영리법인에 대한 과세와 동일하게 과세하는 것은 문제가 있다. 또한 유동화전문회사에 양도되는 유동화 대상 자산은 보유·이용목적이 아니라 자산유동화를 위한 수단으로서 유동화전문회사가 일시적으로 보유하는 상품에 불과하다. 한편 「자산유동화에 관한 법」은 자산유동화와 관련된 비용을 절감하고 유동화전문회사의 설립을 용이하도록 해서 자산유동화를 원활히 추진할 수 있도록 하기 위하여 채권 양도의 대항요건에 관한 특례 및 저당권 등의 취득에 관한 특례를 인정하는 등 법 전체가 자산유동화를 규제하기보다는 적극적으로 지원하는 모습을 갖추고 있다. 따라서 가능한 유동화전문회사를 별도의 납세의무자로 취급하지 않음으로써 유동화전문회사 단계에서 세부담을 완화해 주는 것이 바람직할 것이다.

유동화전문회사 단계에서 세부담을 완화해 주는 방안<sup>63)</sup>으로는 유동화전문회사가 유동화자산에서 얻는 소득에 대해서는 법인세가 부과되지 않도록 하거나, 법인세가 부과되더라도 유동화전문회사의 이익이 일정비율 이상 투자자에게 분배되는 경우, 분배된 유동화전문회사의 이익이 모두 손비처리될 수 있도록 하는 다음의 두 가지를 생각해 볼 수 있다.

첫째, 유동화전문회사를 독립적인 실체로 인정하지 않고 완전한 도관(conduit)으로 취급하는 방법이다. 즉, 유동화전문회사를 완전한 도관으로 보아서 유동화전문회사에 대해서는 법인세를 부과하지 않는 방법이다.

---

63) 자산유동화에 관한 법률 제2조 제1항 가목 지분형 유동화증권이 대상이며, 이자가 지급되는 나목 및 다목의 채무형 유동화증권에 대한 세부담 완화방안은 다음 페이지의 「2) 유동화증권의 종류 및 성격과 관련된 과세문제」 참조.

둘째, 유동화전문회사를 부분적인 도관으로 취급하는 방법이다. 즉, 유동화전문회사에 대한 법인세 과세를 원칙으로 하되, 유동화전문회사 이익이 일정비율 이상을 그 투자자에게 분배하는 경우 그 분배된 부분을 모두 손금으로 산입할 수 있도록 허용하는 방법이다. 여기서 일정비율 이상이라고 할 때 그 비율을 정함에 있어서 외국의 예가 참고가 될 수 있다. 일본의 경우 유동화전문회사가 소득의 90% 이상을 배당하면 그 배당은 유동화전문회사의 손금으로 산입할 수 있도록 하고 있다. 따라서 우리나라에서도 유동화전문회사(SPV) 이익이 투자자에게 90% 이상 분배되는 경우 그 분배되는 부분을 모두 손금산입할 수 있도록 하는 것이다. 그러나 투자자에게 배분되는 배당가능금액으로서 90% 정도는 예시적인 수치이며, 여러 가지 상황에 따라 신축성 있게 운용될 수 있을 것이다.

1999년의 세제개편안에서는 후사의 방안을 채택하여 SPC에 대해 배당가능금액의 90% 이상을 배당할 경우 배당액을 소득공제하도록 하고 있다.

## 2) 유동화증권의 종류 및 성격과 관련된 과세문제

유동화전문회사와 관련된 과세문제 중의 하나는 유동화전문회사가 발행하는 유동화증권의 종류 및 성격과 관련된 과세문제이다. 자산유동화에 관한 법률은 자산유동화계획에 따라 발행하는 유동화증권의 수를 제한하고 있지 않으므로 다양한 형태의 유동화증권이 발행될 수 있다. 그러나 유동화전문회사가 발행하는 증권은 크게 지분형 유동화증권과 채무형 유동화증권으로 나누어질 수 있다. 지분형 유동화증권은 주식회사가 아닌 법인의 지분권을 표시하는 출자증권의 형태로 발행되며, 출자증권의 투자자는 배당을 지급받는다. 채무형 유동화증권은 선순위채(senior note or bond) 또는 후순위채(junior /subordinated note or bond) 등의 채권의 형태로 발행되며, 채권의 투자자는 이자를 지급받으

며 동 이자는 투자자의 소득에 합산되어 과세되며, 동 이자를 지급한 유동화전문회사는 손금인정을 받는다. 그러나 선순위채와 후순위채에 대해서 과세할 때, 양자를 동일선상에서 취급해야 할지는 신중히 고려해야 한다<sup>64)</sup>. 정관에 따라 후순위채권자에게 배분하는 방법을 채택한다면 앞의 양자는 모두 채권이지만, 후순위채 보유자에게는 선순위채 보유자에게 이자를 지불하고 난 후의 잔여수입이 배분되므로 후순위채는 주식과 같은 성격(따라서 이는 배당소득과 유사함)을 가지고 있고, 경우에 따라서는 조세회피통로로도 활용될 가능성이 있다. 미국의 부동산저당 투자기구(REMICs)에 대한 과세제도에서는 후순위채에 대한 초과소득(excess inclusion)<sup>65)</sup>을 이자소득으로 인정하지 않고 부동산소득과 같이 취급하여 과세하고 있다. 따라서 후순위채에 지급하는 이자소득을 손금산입하고 있는 현행 제도를 재고할 필요가 있다고 판단된다. 또한 미국의 부동산저당 투자기구(REMICs)에 대한 과세제도에서는 후순위채 보유자가 비거주 외국인 또는 외국법인인 경우 조세감면 등의 혜택을 배제하고 있으며, 조세조약에 의한 제한세율이 적용되지 않고 국내세법에 의해 30%의 원천징수세율이 적용된다는 점도 참고할 필요가 있다고 판단된다.

### 3) 세제지원의 기한문제

현행 조세특례제한법에서는 유동화전문회사에 대한 세제지원을 한시

64) 유동화전문회사가 유동화대상자산으로부터 발생하는 수익 및 동 자산의 매각 등으로부터 발생하는 cash flow를 투자자에게 배분하고 남는 것을 처리하는 방법에는 첫째, 후순위채권자에게 배분하는 방법 둘째, 유동화전문회사의 지분을 가지고 있는 유동화대상자산의 보유자의 잔여재산 배분청구에 의해서 배분하는 방법 셋째, 상법상의 중간배당에 의하는 방법 등이 있다. 이와 같은 배분 방법은 통상적으로 유동화전문회사 설립시에 정관에 명시하게 되며, 그 정관에 따라 처리된다.

65) 장기연방채 이자의 120%이내의 소득을 정상적 소득이라고 하고, 동 소득을 초과하는 소득을 초과소득이라고 한다.

적으로 해 주고 있다. 이 법에서는 취득세 및 등록세의 감면시한을 1999년 12월 31일까지 취득하는 것으로 제한하고 있으며, 특별부가세의 50% 감면을 취득일로부터 5년 이내에 양도하는 경우로 한정하고 있다. 이것은 자산유동화를 활성화함으로써 기업의 구조조정을 촉진하겠다는 정부의 의지가 담겨져 있는 것으로 보인다. 그러나 취득세 및 등록세의 경우 다음과 같은 이유로 한시적인 감면으로 그칠 것이 아니라 영구적인 감면으로 전환되어야 한다고 판단된다.

첫째, 자산유동화는 기업의 구조조정을 단시일 내에 달성하고 우리나라의 금융위기를 타개하기 위해서도 필요한 제도이지만, 향후 자본시장의 발전과 더불어 지속적으로 확장되어야 하는 제도이다.

둘째, 자산유동화는 유동화자산 그 자체보다 그로부터 창출될 수익권을 대상으로 하는 새로운 금융기법으로서 추가비용의 증가가 없는 자산유동화가 가능해야 거래가 활성화될 수 있다.

셋째, 유동화전문회사는 자산유동화를 위해 만들어진 서류상의 회사에 불과하며, 자산에 대한 궁극적 소유권은 유동화증권 투자자 등에게 있다고 보는 것이 타당하다.

넷째, 유동화전문회사가 취득하는 유동화 대상자산은 보유·이용목적이 아니라 자산유동화를 위한 수단으로서 유동화전문회사가 일시적으로 취득해서 보유하는 상품에 불과하다.

한편 정부는 기업구조조정을 위한 세제지원 기간을 2000년 6월 30일까지 6개월간 연장하겠다는 개정안을 국회에 제출했다. 이는 현재의 경제상황이 구조조정 진행과정에 있고 향후 기업구조조정이 원만히 마무리 되기 위해서는 정부의 정책적인 지원이 추가적으로 필요하다는 상황을 반영한 것으로 판단된다. 그러나 동 개정안은 조세특례제한법에 규정된 양도소득세와 특별부가세 등 일부 세목만을 적용대상으로 하고 지방세인 취득세와 등록세의 감면규정은 적용기한 연장에서 제외되어 있어서, 향후 기업구조조정을 마무리하기 위한 기업의 노력에 상당한 애로로 작용할 수 있을 것으로 판단된다. 따라서 취득세와 등록세의 감면 적용

기한을 함께 연장해서 기업의 향후 구조조정의 마무리에 도움이 되도록 해야 할 것이다.

이와 더불어 지방세감면조례는 기업의 구조조정을 지원하기 위해서 사업의 양도 및 양수에 대해서 취득세 및 등록세를 감면하도록 규정하고 있는데, 대부분의 동 규정 또한 금년말까지 한시적으로 적용되고 있다. 따라서 동 규정의 감면 적용기한도 연장해서 기업의 향후 구조조정의 마무리에 도움이 되도록 해야 할 것이다.

유동화전문회사(SPV)가 자산유동화계획에 따라 1999년 12월 31일 까지 자산보유자로부터 취득한 부동산을 그 취득한 날부터 5년 이내에 양도함으로써 발생하는 양도차익에 대하여는 특별부가세의 100분의 50에 상당하는 세액을 감면하고 있다(조세특례제한법 제56조). 이는 자산유동화를 원활히 추진하고 자산유동화의 활성화를 도모하기 위한 조치이다. 따라서 이러한 입법 취지와 부합되도록 하기 위해서 또 기업의 구조조정을 원활히 추진할 수 있도록 하기 위해서, 기업의 구조조정을 위한 자산유동화일 경우에 한해서 특별부가세의 감면 기한을 연장하는 조치가 필요하다고 판단된다. 한시적인 기한연장과 더불어 특별부가세의 감면율을 신축적으로 조정하는 방안도 함께 고려함이 바람직하다고 판단된다. 실제로 국회에 제출된 금년의 세법개정안에 의하면, 동 기한을 2000년 6월 30일까지 연장하고 있다. 정책적인 필요에 의해서 동 기한이 더 연장될 수도 있다.

그러나 유동화전문회사(SPV1 또는 SPV2)가 유동화자산을 매각해서 얻은 이익은 자본이득이므로, 기업의 구조조정이 마무리된 시점에서 특별부가세의 감면문제를 재고해야 할 것이다. 특히 여타 자금조달 수단 간에 세부담의 차이가 없도록 하는 것이 공평의 범주에 속한다는 점을 생각하면, 기업의 구조조정이 어느 정도 마무리된 시점에서 자산유동화 관련 특별부가세의 감면제도를 폐지하는 것이 바람직하다고 판단된다.

#### 4) 자산(부동산)의 취득과 관련된 과세문제

조세특례제한법 제56조에 의하면 부동산의 경우에 특별부가세의 면제 대상으로서의 유동화자산을 자산보유자로부터 유동화전문회사가 직접 취득하는 경우로 제한하고 있다<sup>66)</sup>. 그러나 실제로 일어나는 자산유동화에서는 유동화전문회사가 자산보유자가 아니라 채무자로부터 부동산을 취득하게 되는 경우가 더 많을 것이다. 즉, 부동산담보부 채권을 자산보유자가 유동화전문회사에 양도한 후 유동화전문회사는 동 채권의 회수 과정에서 경매에 참가하는 등의 방법으로 부동산을 유입하게 된다. 이때는 유동화전문회사가 채무자로부터 부동산을 취득하는 것이 되므로 조세특례제한법의 규정상 특별부가세를 감면할 수 있는지가 불투명하다. 따라서 부동산의 경우에는 당해 부동산을 자산보유자가 아니라 채무자로부터 인수하는 경우에도 유동화전문회사에게 취득세 및 등록세를 면제해 줄 필요가 있다.

#### 5) 자산(부동산)의 보유와 관련된 과세문제

자산보유자가 한국토지공사나 대한주택공사 등인 경우 자산유동화에 의해 이들 기관이 보유하고 있던 부동산을 유동화전문회사(SPV)가 보유하게 되면 다음과 같이 세부담이 자산유동화 이전보다 급격히 높아질 수가 있다는 문제가 있다.

자산보유자가 한국토지공사나 대한주택공사인 경우 자산유동화 이전에는 지방세법시행령 제194조의 15 제4항에 의해 이들 기관이 보유하고 있는 토지는 분리과세 대상으로서 저세율이 적용된다.

---

66) 그러나 취득세와 등록세의 면제를 규정하고 있는 조세특례제한법 제119조 및 제120조의 규정으로는 유동화전문회사의 부동산 취득에 대하여 반드시 자산보유자로부터 매입할 것을 요구하지는 않는 것으로 보인다.

그러나 자산유동화에 의해 유동화전문회사(SPV)가 부동산을 보유하게 되면 그 부동산은 지방세법 제234조의 8에 의해 종합합산 또는 별도합산의 과세대상이 된다. 종합합산의 경우 종합토지세는 최소 세액이 과세표준액의 1,000분의 2이며, 최대세액은 1억 1,128만원에 50억원 초과금액의 1,000분의 50의 세율을 적용하여 계산한 금액을 더한 금액이다. 별도합산의 경우 종합토지세는 최소세액이 과세표준액의 1,000분의 3이며, 최대세액은 6억 2,240만원에 500억원 초과금액의 1,000분의 20의 세율을 적용하여 계산한 금액을 더한 금액이다.

이와 같은 세율 적용에 따라 자산보유자가 한국토지공사나 대한주택공사인 경우 자산유동화 이전에 비해 자산유동화 이후 세부담이 급격히 높아질 수가 있다는 문제가 발생하며, 이는 자산유동화를 저해하는 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 한국토지공사나 대한주택공사가 기업의 구조조정과 관련하여 취득한 부동산을 유동화하는 경우에는 과세의 연속성이 존중되어야 한다는 측면에서 분리과세 대상으로 분류하여 저세율이 적용될 수 있도록 함으로써 자산유동화로 인해 세부담이 급격히 높아지는 것을 방지해야 할 것이다. 한편 토지공사가 기업의 구조조정과 재무구조개선을 위해서 인수한 토지의 일부를 바탕으로 토지수익연계채권을 발행할 때, 동 대상토지를 보유하고 있는 동안에는 종합토지세의 분리과세 대상이 되므로, 상품간의 형평을 위해서도 저세율이 적용되는 분리과세 대상으로 분류하는 것이 타당하다고 판단된다.

#### 6) 다단계 유동화전문회사에 대한 세제상 취급

자산유동화의 거래구조에 따라서는 유연성을 부여해야 할 필요 때문에 2단계 내지는 다단계의 유동화전문회사(SPV)가 필요한 경우가 종종 있다. 이에 현행 「자산유동화에 관한 법률」 제6조 제1항 제2호 나목은 2단계의 유동화전문회사를 이용한 자산유동화를 이미 법 제정 당시부터 예정하고 있어서 현단계에서는 2단계 내지 다단계의 유동화전문회사

를 이용한 자산유동화가 가능하다.

2단계 내지 다단계의 유동화전문회사와 관련된 조세는 1단계의 유동화전문회사가 부담하는 조세와 대동소이하지만 1단계의 유동화전문회사가 자산유동화에 관한 법률 제2조에서 규정하는 자산보유자의 범위에 속하지 않기 때문에, 현단계에서 취득세, 등록세 및 특별부가세의 감면 여부는 불투명하다.

2단계 내지 다단계의 유동화전문회사는 자산유동화의 거래구조의 유인성을 위해서 필요한 존재이고, 이 또한 자산유동화를 위해서 만들어진 명목상의 회사에 불과하다. 특히 현행 「자산유동화에 관한 법률」에서 동 회사를 이미 규정하고 있으므로, 자산보유자와 1단계 유동화전문회사에 적용되는 각종 조세감면규정이 적용되도록 해서 유동화전문회사 단계에서의 세부담이 완화되도록 하는 것이 합리적이라고 판단된다. 즉 1단계 유동화전문회사를 자산보유자로, 2단계 내지 다단계의 유동화전문회사를 1단계 유동화전문회사로 간주해서 자산보유자와 1단계 유동화전문회사에 적용되는 각종 조세감면규정이 적용되어야 할 것이다.

#### 4. 신탁회사에 대한 과세제도

##### 가. 현행세제에 의한 과세

###### 1) 신탁에 의한 자산유동화

자산유동화에 관한 법률 제2조에 따르면 신탁회사를 통한 자산유동화의 방법은 다음의 두 가지이다.

- ① 신탁업법에 의한 신탁회사(신탁업무를 겸영하는 은행을 포함한다. 이하 신탁회사라 한다)가 자산보유자로부터 유동화자산을 신탁받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익으로 유동화증권의 수익금을 지급한다

(자산유동화에 관한 법률 제2조 제1항 나목).

- ② 신탁회사가 유동화증권을 발행하여 신탁받은 금전으로 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익으로 유동화증권의 수익금을 지급한다(자산유동화에 관한 법률 제2조 제1항 다목).

이와 같이 신탁회사를 통한 자산유동화가 두 가지 방법으로 나누어지는 이유는 대체로 그 목적이 다르기 때문이다. 신탁회사가 자산보유자로부터 신탁받은 유동화자산을 기초로 유동화증권을 발행하는 경우는 주로 자산의 매각을 목적으로 하는 것이고, 신탁회사가 유동화증권을 발행하여 신탁받은 금전으로 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받는 경우는 주로 자산의 운용을 목적으로 하는 것이다. 1999년초 한미은행이 자산담보부증권(ABS)을 발행한 방법은 전자에 해당하며, 후자의 방법은 금전신탁과 거의 유사하다고 볼 수 있다.

한편 신탁회사를 통한 자산유동화의 방법이 이와 같이 두 가지로 나누어짐에 따라 자산유동화에 관한 법률 제13조(양도의 방식) 제1항의 적용 여부에 차이가 있다. 자산유동화에 관한 법률 제2조 제1호 나목은 매매와는 달리 신탁계약을 통하여 자산이 신탁되는 것이므로, 제13조 제1항의 규정이 적용되지 않는다. 자산유동화에 관한 법률 제2조 제1호 다목의 방식은 자산보유자로부터 신탁회사로의 유동화자산의 이전은 신탁에 의한 것이 아니기 때문에 제13조 제1항의 규정이 적용된다.

## 2) 신탁세제의 현황

신탁회사가 자산보유자로부터 신탁받은 유동화자산을 기초로 유동화증권을 발행하는 경우 일반 유동화전문회사와는 달리 조세부담이 거의 없다. 유동화전문회사의 경우 자산보유자로부터 1999년 12월 31일까지 취득한 부동산에 대해서만 취득세, 등록세 그리고 농어촌특별세가 면제되지만, 신탁회사의 경우에는 이러한 세금이 부과되지 않는다. 또한 일

반 유동화전문회사에 부과되는 법인세와 특별부가세가 신탁회사에는 부과되지 않는다.

다음으로 신탁회사가 유동화증권을 발행하여 신탁받은 금전으로 자산 보유자로부터 유동화자산을 양도받는 경우에는 신탁회사가 유동화자산을 자산보유자로부터 양도받는 것이므로 '진정한 매매(true sale)'가 일어나는 것이다. 따라서 일반 유동화전문회사에 대한 과세분제와 거의 유사한 분제가 발생한다.

## 나. 개선방안

신탁회사가 자산보유자로부터 신탁받은 유동화자산을 기초로 유동화증권을 발행하는 경우는 조세문제가 거의 발생하지 않지만 신탁회사가 유동화증권을 발행하여 신탁받은 금전으로 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받는 경우는 일반 유동화전문회사와 거의 유사한 과세분제가 발생한다. 그런데 신탁과세에 대한 과세제도는 잘 정비된 것으로 보기는 어렵다. 그 이유는 신탁에 대한 두 가지 다른 이론이 존재하기 때문이다. 신탁이론에 의해 신탁에 대한 과세문제는 신탁재산에서 발생하는 소득을 그 원천별로 구분하여 각기 과세하여야 한다는 견해와 신탁소득은 모두 '신탁의 이익'으로서 이자소득으로 과세해야 한다는 견해로 나누어져 있다.

첫째, 발생원천에 따라 소득구분을 해야 한다는 견해는 신탁도관이론에 근거한 주장으로서 신탁회사가 신탁재산을 관리·처분하는 과정에서 발생한 소득을 수익자에게 지급함에 있어 수익자가 분배받는 소득은 그 발생원천에 따라 구분하여야 하며, 소득 중에서 원천징수대상이 되는 소득만을 원천징수하여야 한다는 것이다. 이 견해에 의하면 소득세법상 세율이 각기 다른 소득을 일괄적으로 이자소득으로 과세하는 것은 과세형평상 부당하다고 할 수 있다.

둘째, 이자소득으로 과세해야 한다는 견해는 신탁실체이론에 근거한

주장으로서 신탁소득의 구분에 있어서 그 발생원천을 불문하고 신탁재산에 귀속하는 소득의 지급은 '신탁의 이익'으로 간주하여 이자소득으로 과세한다는 것이다.

이와 같은 논란이 발생하는 주된 이유는 세법상의 규정이 신탁의 종류에 따라 그 적용례를 명확히 하고 있지 않기 때문이다. 소득세법과 법인세법에서는 실질과세의 원칙에 따라 신탁재산에 속한 소득은 신탁의 수익자 또는 위탁자를 신탁재산 소유자로 간주하여 세법을 적용한다고 규정하고 있다<sup>67)</sup>. 신탁재산의 실질적 소유자로 간주하는 총칙적인 규정에 따르면, 각 개별수익에 대하여 신탁재산의 운용 내용별로 소득을 구분하여 과세하도록 되어 있다<sup>68)</sup>. 이는 신탁도관이론을 적용한 결과이다. 그러나 소득세법의 다른 개별적인 규정에서는 신탁실체이론의 적용으로 신탁소득을 이자소득 또는 배당소득으로 확정하고 있는 실정이다<sup>69)</sup>.

한편 자산유동화에 관한 법률 제16조(신탁업법 등 적용의 특례)는 유동화자산의 취득 또는 여유자금의 운용이 자산유동화계획에 따라 이루어지는 한 신탁업법(제15조의 2)상의 신탁자금운용상의 제한을 받지 않도록 함으로써 신탁을 통한 자산유동화 업무의 활성화를 도모하고 있다. 따라서 세법에 신탁의 종류에 따라 어떤 이론을 따를 것인지를 명확히 해서 자산유동화의 활성화에 방해가 되어서 안될 것이다.

## 5. MBS 경우의 유동화전문회사에 대한 과세

### 가. 현행 세제에 의한 과세

주택저당채권담보부증권(MBS)은 유동화의 대상자산이 자산담보부증권(ABS)보다 대체적으로 장기인 점에 차이가 날 뿐, 일반 자산담보

67) 소득세법 제46조 제5항과 법인세법 제4조.

68) 재정원 소득 46011-106(1995. 7. 26)도 같은 취지의 견해를 보이고 있다.

69) 소득세법 제16조 제1항 제5호와 제17조 제1항 제5호.

부증권과 본질적으로 다르지 않다. 또한 주택저당채권유동화회사법상 금융기관에 해당하는 자산보유자는 동법에 따른 유동화와 자산유동화에 관한 법률에 따른 유동화가 모두 가능하다. 전체적으로는 부과되는 조세가 자산담보부증권과 유사하며, 간략히 정리하면 다음과 같다.

자산 보유자인 주택금융기관, 성업공사 및 한국토지공사 등은 자산을 유동화하기 위하여 유동화전문회사, 신탁회사 및 유동화중개기관(주택저당채권유동화회사) 등으로 해당 자산(주택저당채권, 부동산 등)을 이전한다. 주택저당채권을 이전하는 경우, 동 채권을 보유하고 있던 주택금융기관, 성업공사 및 한국토지공사 등에는 부담세액이 없다. 새로이 동 채권을 취득하는 유동화전문회사, 신탁회사 및 유동화중개기관에는 등록세가 한시적으로 면제되며(조세특례제한법 제120조 제1항 제13호), 국민주택채권의 매입은 면제된다.

주택금융기관, 성업공사 및 한국토지공사 등이 부동산소유권을 이전하는 경우에는 특별부가세가 50% 감면된다(조세특례제한법 제56조). 건물에 대해서는 부가가치세가 부과된다. 새로이 부동산소유권을 취득하는 유동화전문회사, 신탁회사 및 유동화중개기관에는 취득세 및 등록세가 한시적으로 면제된다(조세특례제한법 제120조 제1항 제13호).

한편 유동화전문회사, 신탁회사 및 유동화중개기관이 부동산을 소유하는 경우에는 각종 조세가 부과된다. 부동산관련 조세로는 재산세, 종합토지세(종합합산과세), 도시계획세, 사업소세, 개발이익부담금, 자산재평가세 및 (임대관련) 부가가치세를 부담한다. 이외에도 법인세(주민세 포함)가 부과된다.

다만 유동화전문회사, 신탁회사 및 유동화중개기관이 국외에서 설립되더라도 유동화 대상자산인 부동산이 국내에 있으므로 고정사업장이 국내에 있는 것처럼 법인세를 납부해야 함에 유의해야 한다.

## 나. 개선방안

부동산의 양도를 수반하는 주택저당채권 유동화거래에 있어서 그 양도로 인한 손익의 인식과 관련하여 조세문제를 검토함으로써 조세상의 불이익이 없도록 해야 할 것이다. 자산의 유동화를 추진하는 주체로서 자산담보부증권(ABS)에서는 유동화전문회사와 신탁회사가 있지만, 주택저당채권담보부증권(MBS)에는 유동화전문회사와 신탁회사 외에도 유동화중개기관(주택저당채권유동화회사)이 있다. 유동화전문회사가 장부상으로만 존재하는 명목회사(paper company)로서 유동화증권을 발행하는 단순한 도구임에 비하여, 현행 주택저당채권유동화회사법에 의하면 유동화중개기관(주택저당채권유동화회사)은 주식회사로서 법인의 형태를 취하고 있으며 실체가 있다는 점에서 차이가 있다. 유동화전문회사와 유동화중개기관 사이에는 비록 이와 같은 차이가 존재하지만, 양자는 모두 자산유동화를 위한 도구 내지는 유동화자산을 자산보유자로부터 분리하기 위해서 세워진 법적 수단이다. 특히 주택저당채권유동화회사법상 금융기관에 해당하는 자산보유자는 동법에 따른 유동화와 자산유동화에 관한 법률에 따른 유동화가 모두 가능하다는 점이 이러한 사실을 간접적으로 뒷받침하고 있다.

따라서 과세 측면 그리고 기업의 구조조정 과정에서 발생한 부실채권의 처리를 원활히 해야 한다는 관점에서 볼 때, 양자가 유동화자산에서 얻는 소득을 모두 과세대상으로 인식하지 않아서 법인세가 부과되지 않도록 하거나 특정 요건을 충족시 손비처리될 수 있도록 하여 과세대상으로 인식하지 않는 것이 자산유동화의 활성화에 도움이 될 것으로 판단된다. 미국에서는 유동화전문회사가 법인의 형태를 취하더라도 법(Tax Reform Act)에서 규정하는 일정 요건을 갖추고 다단계 저당채권 담보부 증권(CMO)을 발행하는 부동산저당 투자기구(REMICs)인 경우에는 과세대상으로 인식하지 않고 있음이 좋은 예이다. 따라서 유동화전문회사 및 유동화중개기관을 완전한 도관(conduit) 또는 부분적인 도관으

로 취급해서 세부담을 완화해 주는 것이 바람직하다. 특히 자산유동화에 관한 법률 제7조(채권양도의 대항요건에 관한 특례)는 지명채권의 양도의 대항요건을 자산유동화를 위한 목적 범위 내에서 대폭 완화하고 있고, 제8조(저당권 등의 취득에 관한 특례)에서는 등기·등록의 공시력과 거래의 안전을 현저히 저해하지 않는 범위 내에서 등기·등록 요건을 완화를 시도하고 있다는 점 그리고 자산유동화는 향후 자본시장의 발전과 더불어 지속적으로 확장되어야 하며, 유동화자산 그 자체보다 그로부터 창출될 수익권을 대상으로 하는 금융기법으로서 추가비용의 증가가 없는 자산유동화가 가능해야 거래가 활성화될 수 있는 점 등을 참조하여 유동화전문회사 및 유동화중개기관을 과세대상으로 인식하지 않거나 유동화전문회사 및 유동화중개기관이 유동화자산에서 얻는 이익의 일정비율 이상을 투자자에게 분배하는 경우에는 손비처리 되도록 하는 것이 바람직하다고 판단된다.

이중과세라는 측면에서 보면, 유동화전문회사 및 유동화중개기관에서 발생한 이익은 투자자에게 귀속되거나 경우에 따라서는 자산보유자에게 귀속되어서 과세된다. 따라서 유동화전문회사 및 유동화중개기관 단계에서 과세된다면 1차적으로 양 기관에 과세되고, 2차적으로 투자자 또는 자산보유자에게도 과세되므로 이중과세의 문제가 발생된다. 따라서 이중과세를 해소하는 차원에서 유동화전문회사 및 유동화중개기관을 과세대상으로 인식하지 않는 것이 바람직하다고 판단된다.

한편 주택금융기관, 성업공사 및 한국토지공사 등 자산보유자가 토지를 보유하고 있는 경우에는 종합토지세를 납부하되 저세율의 분리과세대상이지만, 동일한 토지를 유동화전문회사, 신탁회사 및 유동화중개기관이 보유하는 경우에는 고세율의 종합합산 과세대상이 된다. 우선적으로 이 문제를 해결해야 할 것이다. 계속성의 원칙이 존중되어야 한다는 차원에서 보면, 저세율의 분리과세 대상이 되는 것이 바람직하다고 하겠다.

## 6. 투자자에 대한 과세

### 가. 현행 세제에 의한 과세

유동화전문회사가 발행하는 증권이 지분형 유동화증권인 경우 투자자는 출자증권을 보유함으로써 배당을 지급받고 유동화전문회사의 해산시 자본이득 또는 자본손실을 얻게 된다. 자본이득과 배당에는 소득세가 부과된다.

다음으로 유동화전문회사가 발행하는 증권이 채무형 유동화증권인 경우를 살펴보자. 채권이 액면가로 발행되었을 경우 원금의 상환은 과세의 대상이 아니며 이자는 소득에 포함되어 소득세가 부과된다.

조세조약에 의하여 감면되지 않는 한 외국주주 또는 채권자에 대한 배당소득 및 이자소득은 지급되는 금액의 27.5%(법인세 25% + 주민세)를 원천징수해야 한다. 한미조세조약은 배당소득에 대한 원천징수세율을 15%(주민세 포함하면 16.5%)로, 이자소득에 대한 원천징수세율을 12%(주민세 포함하면 13.2%)로 제한하고 있다.

투자자에 대한 과세는 투자자의 성격 및 발행증권의 종류에 따라 달라지며 투자자의 이자·배당·자본이득 등에 대한 세금의 원천징수, 신고납부의 필요성 또는 면세 여부는 유동화전문기구가 소재한 국가의 내국세법과 조세조약에 따라 결정된다.

### 나. 개선방안

투자자에 대한 과세제도는 그 자체에 문제가 있기보다는 유동화전문회사에 대한 과세제도의 미비로 인해 이중과세가 되고, 이로 인해서 결국 투자자의 손실이 초래된다는 것이다. 즉 유동화대상자산에서 발생하는 이익은 투자자에게 귀속되거나 경우에 따라서는 자산보유자에게 귀속되어서 과세되므로, 유동화전문회사에게 과세된다면 1차적으로 유동화전

문회사에 과세되고, 2차적으로 투자자 또는 자산보유자에게도 과세되므로 이중과세의 문제가 발생된다.

이처럼 투자자에 대한 과세문제는 유동화전문회사에 대한 과세제도와 맞물려 있으므로 유동화전문회사에 대한 과세문제를 명확히 하면 자연스럽게 해결되는 것이다. 각종 세제지원으로 인해서 자산보유자로부터 투자자에게 이르기까지의 일련의 흐름이 더욱 원활하게 된다면 자산보유자와 투자자 모두에게 이익이 되고 나아가서는 자산유동화의 활성화에 도움이 된다는 차원에서 보면, 앞서서도 언급한 바와 같이 우리나라에서도 유동화전문회사에 대해 과세하지 않거나 손비처리(소득공제)하도록 해서 투자자에 대한 이중과세문제를 해결하는 방안이 바람직할 것이다. 1999년 세법개정안에서는 배당가능금액의 90% 이상을 배당할 경우 배당액을 소득공제하도록 하고 있어서 이중과세문제가 상당부분 해결될 것으로 판단된다.

한편 자산유동화의 현행 과세제도 및 개선방안을 정리한 것이 <표 VI-3>이다.

〈표 VI-3〉 자산유동화의 현행 과세제도 및 개선방안

		자산보유자	유동화전문회사	투자자
취득 단계	현행	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>•취득·등록세:특정자산 한시적 면제</li> <li>•국민주택채권매입:면제</li> <li>•농어촌특별세:취득·등록세 감면 대상자산 면제</li> </ul>	-
	개선 방안	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>•취득·등록세:감면시한 연장 → 영구감면</li> <li>•SPV가 부동산을 채무자로부터 인수하는 경우:취득·등록세 면제</li> </ul>	-
관리 및 보유 단계	현행	<ul style="list-style-type: none"> <li>•법인세:관리수입, 증권관련소득 등</li> <li>•부가가치세:건물</li> <li>•인지세:유동화자산양도계약서</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•법인세:총소득</li> <li>•부동산보유:세산세, 종합토지세, 도시계획세, 사업소세, 개발이익부담금, 자산재평가세 등</li> <li>※법 § 2①다목의 경우 일반SPV와 유사한 과세문제 발생</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•지분형유동화증권:배당, 자본이득→소득세</li> <li>•채무형유동화증권:이자→소득세</li> </ul>
	개선 방안	<ul style="list-style-type: none"> <li>•법인세:채권양도를 자산매각으로 인식하여 과세</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•법인세:부과되지 않도록 하거나 손비처리(소득공제)</li> <li>•채무형 유동화증권의 후순위채에 지급하는 이자소득을 손급산입하는 현행제도 재고 필요</li> <li>•SPV가 土公·土公으로부터 취득한 토지→계속 분리과세대상으로 분류</li> <li>•다단계 SPV:1단계 SPV에 적용되는 각종 조세감면규정 적용</li> <li>※법 § 2①다목의 경우:신탁도관이론 또는 신탁실체인론 중 하나로 통일</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•SPV과세제도와 연결되어 있으므로, 同과세 문제를 명확히 하면 해결됨</li> </ul>
양도 단계	현행	<ul style="list-style-type: none"> <li>•법인세:양도차익</li> <li>•특별부가세:특정 자산 50%감면</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•법인세:양도차익</li> <li>•특별부가세:특정 자산 50% 감면</li> </ul>	-
	개선 방안	<ul style="list-style-type: none"> <li>•특별부가세:감면시한 연장, 감면을 신축적조정→감면제도 폐지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•특별부가세:감면시한 연장, 감면율의 신축적조정→폐지</li> </ul>	-

## Ⅷ. 요약 및 결론

IMF 위기 이후 금융기관 및 기업구조조정 과정에서 누적되는 부실채권이 증가하고 이를 원활하게 소화시킬 수 있는 방안의 마련이 절실히 요구됨에 따라 자산유동화의 중요성 및 필요성에 대한 인식이 급증하고 있다. 자산유동화에 대한 인식의 증가는 금융산업 및 기업구조조정을 원활히 하고 이로 인한 재정부담 및 사회적 비용을 최소화하기 위해서는 금융기관의 부실채권과 기업보유 부동산 매각에 소요되는 비용을 국내 외 투자사들로부터 쉽게 조달할 수 있는 제도적 장치가 필요한바 부실자산의 규모와 부동산 시장의 여건을 고려할 때 직접매각방식보다는 증권화를 통한 자산의 유동화가 보다 효과적이고 바람직하다고 여겨지기 때문이다.

또 한편 BIS 자기자본비율의 충족 등을 통한 금융기관에 대한 건전성 감독이 강화됨에 따라 자산의 건전성 유지 및 자본의 효율적인 이용이 금융기관의 중요한 현안과제로 대두되고 있는 가운데 금융기관이 보유하고 있는 자산의 유동화는 자기자본비율의 증가를 통한 자본의 효율적 이용뿐만 아니라 금융기관의 효율적인 자산부채관리를 통한 위험관리능력의 제고에도 기여할 수 있다는 장점을 가지고 있다. 이 밖에도 자산의 유동화는 침체된 부동산 경기를 진작시키고 주택금융을 활성화하여 장기적인 주택자금의 안정적인 공급에 기여하는 등 여러 측면에서 필요성이 부각되고 있다.

이에 따라 정부는 금융·기업 구조개혁 촉진방안의 일환으로 자산담보부증권(ABS) 발행을 위한 특별법 제정을 추진하여 1998년 9월 16일 총 제6장 제42조로 이루어진 「자산유동화에 관한 법률」을 제정하였다. 또한 이와는 별도로 정부는 주택금융제도의 선진화, 부실채권 정리와 경

기침체의 극복을 위한 경기부양수단으로 유동화제도를 활용하기 위하여 1998년 12월에 「주택저당채권유동화회사법」을 제정해서 주택저당채권의 유동화의 활성화를 위한 유동화중개기관의 설립근거를 마련한 바 있다.

「자산유동화에 관한 법률」의 제정으로 자산유동화에 장애가 되어 왔던 주요 법적 요인들이 제거됨으로써 자산유동화의 촉진에 중대한 전기가 마련되었다. 그러나 자산유동화의 성장과 폭넓은 보급을 위해서는 관련 법규, 회계제도 등의 정립과 아울러 무엇보다도 조세제도의 정비가 병행되어야 한다.

조세는 자산의 유동화에 수반되는 제거래의 비용에 중요한 영향을 미침으로써 자산유동화의 경제적 타당성 및 특정한 자산유동화 구조의 결정에 중요한 역할을 한다. 따라서 조세는 자산유동화의 구조를 결정하는데 있어서 반드시 고려해야 할 중요한 요소 중의 하나라고 할 수 있다. 특히 자산유동화는 자금조달을 위한 새로운 금융거래기법으로서 그 구조와 목적이 일반적인 거래와 다른 점이 많기 때문에 기존의 조세체계는 자산유동화에 커다란 장애요인으로 작용할 수 있다. 미국을 포함한 선진 국가들은 자산유동화를 촉진하기 위하여 기존 조세체계의 정비 및 세제 혜택을 지속적으로 시행하여 왔다.

본 보고서는 경제적이고 효율적인 자산유동화의 정착과 활성화를 위해서 선행되어야 할 조세체계의 정립에 그 초점을 맞추고 있다. 자산유동화를 위한 조세체계의 정립에 있어서 염두에 두어야 할 가장 기본적인 사항은 자산유동화로 인한 조세부담을 기존의 자금조달 수단보다 커지지 않도록 하며 조세귀착의 위험을 관련 주체들간에 적절히 배분하는 것이다. 그러나 자산유동화 거래의 특성상 이러한 목적을 달성하기 위한 과세체계의 확립은 기존 조세체계와 많은 부문에 있어서 충돌을 야기하고 조세행정상의 혼란을 초래할 수 있다. 따라서 기존의 조세체계의 틀에서 자산유동화 거래의 경제적 특성을 고려하여 조세 중립적인 자산유동화 과세체계를 확립하는 것이 필요하며 이러한 목적을 달성하기 위해

다음과 같은 세계개편방안이 고려되어야 한다.

첫째, 기업의 구조조정을 위한 자산유동화일 경우 특별부가세의 감면기한을 연장해 주는 방안을 검토해 볼 수 있다. 자산유동화제도를 서둘러 도입하게 된 목적 중의 하나는 금융기관과 기업의 구조조정을 통해 우리나라의 금융위기를 타개하려는 것이다. 이러한 목적을 달성하기 위해서 기업의 구조조정을 위한 자산유동화의 경우 특별부가세의 감면대상을 2000년말 이전에 취득한 자산으로 한정할 것이 아니라 그 이후에 취득한 자산도 포함하도록 하고, 금융기관이 취득한 자산도 성업공사가 취득한 자산과 마찬가지로 5년 이내에 양도하는 경우에는 특별부가세를 감면해야 한다.

둘째, 자산유동화의 성격상 유동화전문회사(SPV)는 영업이익의 추구를 목적으로 설립된 적극적인 영리법인 아닌 자산의 유동화를 위한 서류상의 법인이므로 유동화전문회사를 독립적인 실체로 인정하지 않고 완전한 도관으로 취급하여 유동화전문회사에 대해서 법인세를 부과하지 않거나 법인세가 부과되더라도 유동화전문회사가 지급하는 모든 비용이 손비처리될 수 있도록 하여 세 부담을 덜어 주는 것이 바람직 할 것이다.

셋째, 현행 조세특례제한법에서는 취득세 및 등록세의 감면시한을 1999년 12월 31일까지 취득하는 것으로 제한하여 유동화전문회사에 대한 세제지원을 한시적으로 해주고 있다. 그러나 자산유동화의 경제적 이득과 유동화전문회사는 자산유동화를 위해 만들어진 서류상의 회사로 그 궁극적 소유권은 유동화증권 투자자 등에게 있다는 점을 고려할 때 자산유동화의 활성화를 위해서는 취득세 및 등록세의 한시적 감면을 영구적인 세제감면으로 전환하는 것이 바람직하다.

넷째, 조세특례제한법에 의하면, 유동화전문회사가 자산보유자로부터 부동산을 직접 취득하는 경우에 한하여 특별부가세가 면제된다. 그러나 실제로는 유동화전문회사가 채무자로부터 부동산을 취득하게 되는 경우가 더 많을 것이다. 따라서 유동화전문회사가 유동화계획에 따라 취득하는 부동산의 경우에는 당해 부동산을 자산보유자가 아니라 채무자로부터

터 인수하는 경우에도 특별부가세를 면제해 줄 필요가 있다.

다섯째, 자산보유자가 한국토지개발공사나 대한주택공사인 경우 자산유동화 이전에 비해 자산유동화 이후 세부담이 급격히 높아질 수가 있다는 문제가 발생하며, 이는 자산유동화를 저해하는 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 한국토지개발공사나 대한주택공사가 기업의 구조조정과 관련하여 취득한 부동산을 유동화하는 경우에는 분리과세를 적용할 수 있도록 함으로써 자산유동화로 인해 세부담이 급격히 높아지는 것을 방지해야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

- 김규진, 『ABS 이해와 활용』, 새로운 제안, 1999.
- 김대훈·이상호, 「저당채권 유동화를 위한 주택자금대출의 금리수준과 문제점」, 『주택금융』, 2월호, 한국주택은행, 1996.
- 김상렬, 『우리나라 주택금융의 현황과 문제점』, 주택산업연구원, 1997.
- 김상렬·권주안, 「IMF체제가 주택금융에 미치는 영향」, 『주택금융』, 1분기호, 한국주택은행, 1998.
- 박원석 외, 『주택저당채권 유동화제도의 도입이 주택시장에 미치는 영향』, 연구보고서, 삼성경제연구소, 1999.
- 박환일 외, 『금융혁명 ABS』, 한국경제신문사, 1999.
- 신기섭, 「주택저당채권제도의 도입에 관한 법적·경제적 여건분석」, 『주택금융』, 7월호, 한국주택은행, 1995.
- 신성환·배철호, 「우리나라 은행자산의 증권화에 관한 연구」, 『연구보고서』, 한국금융연구원, 1995.
- 유석호, 「자산의 유동화제도에 관한 고찰」, 『조사일보』, 9월호, 증권감독원, 1998.
- 윤승한, 『자산유동화의 이론과 실무』, 삼일세무정보주식회사, 1998.
- 이종구, 오규택, 「국제증권화와 금융혁신」, 『산업경제』, 한국산업은행, 1997.
- 이중희, 『주택경제론』, 박영사, 1997.
- 인혜원, 「주택저당채권 유동화제도의 법적고찰」, 『주택금융』, 2월호, 한국주택은행, 1996.
- 조 만, 「주택저당대출의 미시적 분석」, 『주택금융』, 8월호, 한국주택은행, 1997.

- 주택산업연구원, 『주택금융 활성화를 위한 주택저당채권 유동화제도의 연구』, 연구보고서 98-9, 1998.
- 증권감독원, 『증권의 이론과 실제』, 1997.
- 高瀬博司, 『擔保不動産の流動化』, 銀行研修社, 1995.
- 金子榮作, 『債權・不動産流動化のすすめ』, 東洋經濟新報社, 1994.
- 深浦厚之, 『債權流動化の經濟學』, 日本評論社, 1998.
- 日本不動産研究所, 「日本における不動産證券化の現状」, <http://www.reinet.or.jp/jp/7-syoken/7B-jsyoken.htm>, 1999.
- Bhattacharya A. and Frank Fabozzi ed., *Asset Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates, 1996.
- Downes, John and Jordan Goodman, *Dictionary of Finance and Investment Terms*, 4th edition, Barron's Educational Series, 1995.
- Euroweek, various issues.
- Fabozzi, Frank ed., *The Handbook of Mortgage Backed Securities*, 4th ed., Probus Publishing Co., 1995.
- Fabozzi, Frank and Franco Modigliani, *Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets*, Harvard Business School Press, 1992.
- Henderson, John ed., *Asset Securitization: Current Techniques and Emerging Market Applications*, Euromoney, 1997.
- Kendall, Leon and Michael Fishman ed, *A Primer on Securitization*, The MIT Press, 1996.
- Milbank, Tweed, Hadley, and McCloy, *Financial Asset Securitization Investment Trusts*, Memorandum, 1998.
- OECD, *Recent Trends and Developments in Securitization*, DAFFE/CMF(98)30, 1998.
- Peaslee, James and David Nirenberg, *Federal Income Taxation of*

Mortgage Backed Securities, Probus Publishing Co  
1994.

Thompson, John K., *Securitization, An International Perspective*  
OECD, 1995.

〈국문요약〉

## 자산유동화와 조세정책방향

李相燮 · 金珍洙 · 韓相國

자산유동화는 부동산과 같은 유동성이 없는 대규모 자산의 처분을 비교적 단기간에 성취·가능케 함으로써 원활한 금융산업 및 기업구조 조정과 부실자산의 매입에 투입된 공적자금의 회수에 도움을 줄 뿐만 아니라 자본의 효율적 이용을 촉진하고, 금융기관 위험관리능력의 제고시키며, 주택금융의 활성화와 장기적인 주택자금의 안정적인 공급에 기여하는 등 기존의 자금조달수단과 비교할 때 여러 경제적 이점을 가지고 있다.

IMF 금융위기 이후 경제여건의 변화로 자산유동화의 유용성 및 필요성에 대한 인식이 고조됨에 따라 정부는 「자산유동화에 관한 법률」의 제정을 통하여 유동화에 장애가 되어 왔던 주요 법적 요인들을 제거하고 자산유동화의 촉진에 중대한 전기를 마련하였다. 그러나 자산유동화의 성장과 폭넓은 보급을 위해서는 관련 법규, 회계제도 등의 정립과 아울러 무엇보다도 조세제도의 정비가 병행되어야 한다.

조세는 자산의 유동화에 수반되는 제거래의 비용에 중요한 영향을 미침으로써 자산유동화의 경제적 타당성 및 특정한 자산유동화 구조의 결정에 중요한 역할을 한다. 자산유동화를 위한 조세체계의 정립에 있어서 염두에 두어야 할 가장 기본적인 사항은 자산유동화로 인한 조세부담을 기존의 자금조달 수단보다 커지지 않도록 하며 조세귀착의 위험을 관련 주체들간에 적절히 배분하는 것이다. 자산유동화의 활성화를 위한 조세중립적인 자산유동화 과세체계의 확립을 위해 고려되어야 할 조세개편의 주요내용은 다음과 같다.

첫째, 기업의 구조조정을 위한 자산유동화의 경우 특별부가세의 감면 대상을 2000년말 이전에 취득한 자산으로 한정할 것이 아니라 그 이후에 취득한 자산도 포함하도록 하고, 금융기관이 취득한 자산도 성업공사가 취득한 자산과 마찬가지로 5년 이내에 양도하는 경우에는 특별부가세를 감면해야 한다.

둘째, 현행 조세특례제한법에서 1999년 12월 31일까지 한시적으로 적용하고 있는 취득세 및 등록세의 감면은 영구적인 세제감면으로 전환되어야 할 것이다. 또한 유동화전문회사가 유동화계획에 따라 취득하는 부동산의 경우에는 당해 부동산을 자산보유자가 아니라 채무자로부터 인수하는 경우에도 특별부가세를 면제해 줄 필요가 있다.

셋째, 한국토지개발공사나 대한주택공사가 기업의 구조조정과 관련하여 취득한 부동산을 유동화하는 경우에는 분리과세를 적용할 수 있도록 함으로써 자산유동화로 인한 세부담의 증가를 방지하는 것이 필요하다.

넷째, 자산유동화의 거래구조의 유연성을 위해서 설립되는 2단계 내지는 다단계의 유동화전문회사도 또한 명목상의 회사에 불과하며 현행 「자산유동화에 관한 법률」에서 이미 규정하고 있으므로, 1단계 유동화전문회사에 적용되는 각종 조세감면규정이 적용되도록 해서 유동화전문회사 단계에서의 세부담이 완화되도록 하는 것이 합리적이라고 판단된다.

<Abstract>

## **Asset Securitization and Tax Reforms**

Sang-Sub Lee, Jinsoo Kim, Sang Kook Han

Securitization has many economic benefits. It allows a large volume of illiquid assets to be liquidated in a relatively short time period. Doing so, securitization facilitates restructuring of financial industry and corporate sector, and helps the government to recover quickly the money she injected to bail out failed financial institutions. As for the other economic benefits securitization brings, it enables financial institution to utilize its capital more efficiently and manage risks more effectively; and it also provides a stable source of long-term funds for housing finance.

The currency crisis at the end of 1997, followed by the severe financial crisis and economic downturn, provided the policy makers with strong economic incentives for the introduction of securitization. After a few months of deliberation, the so called 「Act on Asset Securitization」, which is the basic legal framework for asset securitization, was finally enacted by the National Assembly in September, 1999. The introduction of the Act eliminated many legal obstacles, which make securitization difficult, if not impossible, and uneconomical, and provided the basic legal infrastructure needed to be in place to promote securitization in Korea. However, developing a viable asset securitization market calls for a proper tax system in place as well as legal and accounting frameworks.

Tax could have a significant influence on the feasibility and the structure of securitization by affecting the cost of the transactions involved in securitization. The main objective of securitization tax structuring is to avoid any increase in the overall tax bill, and allocate the risks of tax incidence adequately among the parties involved. In order to achieve this objective, the following tax reforms should be considered: First, in order to facilitate corporate restructuring, the exemption of special value added tax applied currently to the assets acquired by SPV before the end of the year 2000, needs to be extended. Furthermore, the tax exemption should be considered to be applied to financial institutions as well as KAMCO.

Second, the temporary exemption of acquisition and registration taxes effective currently only until the end of the year 1999 under the Special Tax Treatment Control Law, should be provided on a permanent basis. Furthermore, the exemption of special value added tax on the real estate acquired by SPV from originator should be extended to the case where SPV acquires directly from debtors.

Third, the securitization of the real estate assets acquired by Korea Land Corporation and Korea Housing Corporation in relation to corporate restructuring, should be allowed for separate taxation.

Fourth, the special tax exemptions available for single layer securitization involving one SPV should be extended to multi-layer securitization.

## 〈著者略歷〉

### 李相燮

서울大學校 農經濟學科 卒業  
美國 University of North Carolina 經濟學 博士  
現, 韓國租稅研究院 研究委員

### 金珍洙

韓國外國語大學校 貿易學科 卒業  
美國 University of North Carolina-Chapel Hill 經濟學 博士  
現, 韓國租稅研究院 研究委員

### 韓相國

東國大學校 卒業  
臺灣 國立政治大學校 法學 博士  
現, 韓國租稅研究院 研究委員

政策報告書 99-02

## 자산유동화와 조세정책방향

1999年 12月 28日 印刷

1999年 12月 30日 發行

著者 李相燮·金珍洙·韓相國

發行人 柳一鎬

發行處 韓國租稅研究院

☎37-130 서울特別市 松坡區 可樂洞 79-6

電話：2186-2114(代), 팩시밀리：2186-2179

登錄 1993年 7月 15日 第21-466號

組版 및 印刷 상 일 인 쇄

© 韓國租稅研究院 1999

ISBN 89-8191-158-4

\* 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.

값 6,000원