

碩士學位論文

住宅抵當債權 流動化에 관한 研究

1998年

漢城大學校 行政大學院

不動產學科

不動產專攻

曹 永 植

碩士學位論文  
指導教授 李相泰

# 住宅抵當債權流動化에 관한 연구

A Study of the Liquidity System of Mortgage Backed Securities

1999年 6月 日

漢城大學校 行政大學院

不動產學科

不動產專攻

曹 永 植

碩士學位論文  
指導教授 李相泰

# 住宅抵當債權流動化에 관한 연구

A Study of the Liquidity System of Mortgage Backed Securities

위 論문을 行政學 碩士學位論文으로 提出함

1999年 6月 日

漢城大學校 行政大學院

不動產學科

不動產專攻

曹 永 植

曹永植의 行政學 碩士學位 論文을 認定함

1999年 6月 日

審査委員長 (印)

審査委員 (印)

審査委員 (印)

# 目 次

<b>제 1 장 序 論</b> .....	1
제 1 절 研究의 目的 .....	1
제 2 절 研究方法 및 範圍.....	4
<b>제 2 장 住宅抵當債權 流動化制度 一般論</b> .....	6
제 1 절 流動化의 概念 .....	6
제 2 절 流動化의 類型 .....	10
<b>제 3 장 外國의 住宅抵當債權 流動化制度</b> .....	22
제 1 절 美國 .....	22
제 2 절 英國 .....	29
제 3 절 日本 .....	32
<b>제 4 장 우리나라 住宅抵當債權 流動化制度</b> .....	38
제 1 절 住宅抵當債權 流動化관련 주요 法律내용 및 特徵.....	38
1. 資産流動化에 관한 法律 .....	38
2. 住宅抵當債權 流動化會社法 .....	50
제 2 절 導入에 따른 效果 및 展望 .....	52

<b>제 5 장 問題點 및 改善方案</b> .....	<b>60</b>
제 1 절 法律的 문제점 및 補完사항 .....	60
1. 資産讓渡에 있어서의 문제.....	60
2. 權利移轉에 있어서의 문제 .....	64
제 2 절 制度的 問題點 및 補完사항.....	71
제 3 절 政策的 示唆點 .....	78
<b>제 6 장 結 論</b> .....	<b>83</b>
<b>參考文獻</b> .....	<b>86</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>89</b>

## 表 目 次

<표 1>美國의 抵當貸出關聯機關.....	22
<표 2>美國의 流動化 仲介機關.....	25
<표 3>美國의 流動化實績 推移.....	26
<표 4>英國의 流動化실적 추이.....	31
<표 5>日本의 流動化실적 추이.....	34
<표 6> 各國의 流動化制度 比較.....	37
<표 7>유동화제도가 住宅市場에 미치는 영향.....	57

# 제 1 장 序 論

## 제1절 研究의 目的

우리나라의 住宅金融은 1980년대 말부터 시작된 주택 200만호 建設計劃의 추진과정에서 나타난 것과 같이 주택부문의 우선순위가 급부상하여 그 재원조성 및 운용규모가 급격히 增大되었다. 그러나 주택경기과열을 억제하기 위한 규제강화 및 부동산 투기 억제, 그리고 주택 200만호 계획의 수행에 따른 주택 供給過剩 및 IMF 경기침체등으로 인하여 최근까지 주택경기가 전반적으로 下向勢를 보여왔다. 현재 우리나라의 주택금융은 국민주택기금과 주택은행의 민영주택자금 등 제도권 金融이 중요한 역할을 하고는 있으나 專貫, 住宅先分讓 등 비제도권 금융의 비중이 오히려 더 높은 실정이다. 더욱이 制度權 住宅資金이 시장기능에 의해 조장되기보다는 不動産 경기에 민감한 國民住宅債券, 請約貯蓄, 請約預金등에 의존하고 있는 실정이다.

이러한 문제점들은 정부의 金融救濟와 住宅市場에 대한 介入에서 기인한다. 경제발전 전략상 정부가 특정부문에 자금을 집중함으로써 투자 우선 순위가 낮았던 住宅部門은 제도권금융을 통한 資金調達이 어려웠으며 서민생활의 住居安定이라는 목적에서 長期低利로 주택자금을 공급함으로써 住宅金融에 대한 超過需要를 야기시켜 신용할당의 부작용을 초래하였다. 또한 分讓價 規制, 先分讓制度로 반강제적인 주택자금의 조달이 용이하여 제도권 주택금융기관들이 자금조달에 소극적이었다.

그러나 주택시장 및 금융여건의 변화에 따라 住宅金融部門도 커다란 변화를 겪을 것으로 예상된다.

우리나라는 不實債權 정리와 외자유치 등 IMF이후의 경제 위기를 타개하기 위한 정책수단으로 98. 9月 임시국회에서 '資産流動化에 관한法律', 그리고 98.12月 정기국회에서는 '住宅抵當債權流動化會社法'을 각각 통과시켰다. 즉, 주택저당채권 유동화제도를 도입하게 된 배경에는 住宅金融 제도의 선진화는 물론 IMF이후 정부의 경제정책, 주택정책과도 밀접한 관련을 갖고 낙후된 住宅金融 시스템을 선진화하여 주택 수요자에게 주택자금대출 기회를 확대코자 하였다. 또한 住宅金融의 活性化를 통해 주택수요를 진작하여 IMF이후 침체된 住宅産業 경기를 活性化하는 돌파구로 활용코자 하였다. 그러나 이러한 취지를 가지고 출발한 유동화관련 법률 등은 일반 資産流動化 부문은 일단 실무선에서 성공적으로 출발하고 있으나, 주택저당채권 流動化에 있어서는 제반 법률적, 경제적인 걸림들로 인해 기대에 부응하지 못하고 있는 실정이다.

'자산유동화에 관한법률'은 금융기관의 財務構造 改善에 우선적인 목적이 있었다. 금융구조 개편을 서두르기 위하여 동법안을 마련하는 과정에서 주택저당채권 流動化를 포괄하도록 당정합의가 이루어졌으므로 동법에서는 결과적으로 주택저당채권 유동화가 消極的으로 이루어 졌다고 볼 수 있다. 다시 말하면 주택저당채권 유동화제도를 충분히 소화할 수 있도록 다양한 방안을 고려할 시간적 여유가 없었으므로 同法을 통하여 주택저당채권 유동화를 가능하게만 하면 된다는 입장이 컸다고 볼 수 밖에 없다. 따라서 '資産流動化에 관한법률'이 포괄하고 있는 주택저당채권 유동화제도의 다양성 許容과 節次上에 있어서 改善이 필요하다고 하겠다.

金融의 流動化란 金融機關들이 대출을 실행하고 그 대가로 취득하게 되는 抵當權附 貸出債權(mortgage loan)을 만기이전에 證券化하여 투자자에게 매각함으로써 자금을 조기에 회수하여 자금의 長期 固定化를 방지하고

금융기관의 流動性 압박을 완화시켜 주택금융의 活性化를 도모하고 신규 대출채권으로 활용할 수 있는 일련의 證券化 과정을 말한다.

1970년대 이후 선진 각국에서 추진되고 있는 金融自率化와 金融證券化 현상은 長期住宅資金의 재원을 조달하는데 있어서 자본시장의 비중을 증대시켜 오고 있으며, 美國의 경우 자금조달의 어려움을 주택자금대출채권 유동화제도를 도입함으로써 극복하게 되었고, 英國의 경우에도 住宅資金 賣出債權의 流動化를 전제로 하는 새로운 형태의 대출기관이 설립되어 주택자금 재원으로서 자본시장의 비중이 커지고 있다.

현재 우리나라는 주택저당채권 유동화관련 법률의 통과로 제도적인 장치를 마련하였으나, 주택금융지원기구의 미비와 법률적인 미비점이 있음을 부인할 수 없다. 다행히 최근 金利自由化의 진전으로 인한 低金利化, 자본시장의 확대, 債券市場의 流通收益率의 하향안정세 등으로 주택저당채권 유동화제도의 活性化 가능성을 기대할 만한 여건이 조성되고 있기는 하다.

또한, 우리나라가 現實적으로 안고 있는 住宅問題와 住宅資金의 상대적인 부족을 考慮한다면, 同 制度의 導入必要性은 그 어느 때보다도 切實하다고 볼 수 있으며, 더구나 國內外的인 金融環境의 變化가 國內金融機關의 존립상에 지대하게 影響을 미치게 될 것은 확실시되는 바, 同 制度에 관하여 研究해 보는 것은 시기적으로 적절하다고 考慮되었기 때문에 本 研究에 임하게 되었다.

따라서, 本 研究의 目的을 우리나라가 당면하고 있는 주택금융의 문제점을 해결하기 위한 방안으로 도입된 住宅抵當債權 流動化制度의 중요성을 인식하고 이미 실시하고 있는 主要先進國들의 제도와 비교 검토하여 우리나라의 제반여건에 맞는 活性化 방안을 모색하는데 있으며, 궁극적으로

로 同 制度를 통하여 우리나라의 住宅金融을 活性化하는데 두고자 한다.

## 제2절 研究方法 및 範圍

住宅에 관한 研究는 다른 分野와의 依存性(interdependent), 提携性(interdisciplinary)을 그 특징으로 하고 있으며<sup>1)</sup> 社會的인 조사연구 방법에 있어서는 해당자료가 모집되는 목적에 따라 探究的 方法(Exploratory Study), 記述的 方法(Description Study), 假定證明的 方法(Hypothesis Testing Study)의 세가지 종류로 구분하고 있다. 당해 研究를 통하여 어떠한 문제에 익숙해지고 그 연후에 본격적인 研究를 할 수 있게 하는 새로운 通察力을 얻게하는 일종의 豫備的 研究가 探究的 方法이다. 한편 研究목적과 특색을 정의하고 기술하거나 또는 각종 현상의 발생빈도를 설정하여 상호간 相關關係를 研究하는데 그 目的을 두고 있는 것이 假定證明的 方法인 것이다.<sup>2)</sup>

본 논문은 위 探究的 方法중에서도 法·制度接的 近方法을 택하였다. 이는 法·制度의 형식과 절차에 대한 正確한 理解를 바탕으로 問題點을 도출하고, 이를 분석·판단하여 동 制度의 실질적 改善方案을 導出하고자 하는 方法이다.

그래서 본 논문의 研究範圍는 주택저당채권유동화의 여러분야 중에서도 유동화에 관련된 法的·制度的인 분야에 한정하여 研究하였으며, 현재 도입된 유동화관련법률의 正確한 理解를 바탕으로 問題點을 도출, 현실적

---

1) S.Lindamood and S.D.Hanna, Housing Society and Consumer, St. Paul West, 1979, p.2

2) 이준범, 현대경영이론, 서울, 박영사, 1991, p.18

인 解決方案을 모색하고자 하였다.

본 研究는 문헌, 보고서, 學術論文 및 정기간행물 등 각종 참고자료를 기초로 문헌조사, 세미나 참석 및 전문가 의견청취등에 의거 작성하였다. 이 논문은 모두 6장으로 구성된다.

제1장 서론에 이어 제2장 住宅抵當債權 流動化제도의 일반론에서는 동 제도의 意義 및 機能과 基本類型에 대하여 알아보고, 제3장은 동 제도를 성공적으로 도입 활용하고 있는 대표적인 住宅金融 선진국인 美國, 英國, 日本 주택금융의 특성과 상호비교를 하여 동제도의 시행상의 長短點을 비교하여 보았다.

제4장에서는 최근 우리나라에 도입된 住宅抵當流動化制度의 관련법률인 ‘資産流動化에 관한 法律’과 ‘住宅抵當債權流動化會社法’의 내용 및 특징을 검토한 후, 同 제도 도입에 따른 住宅市場에의 영향에 대해 살펴보았다.

제5장에서는 동 제도의 활성화를 위한 法律的, 制度的측면의 문제점들과 이에따른 補完策들을 연구하였고 政策的인 시사점들을 제시하였다.

제6장은 결론으로서 본 내용을 요약 정리하여 住宅金融 活性化를 위해 동제도의 도입의 조기 정착에 의미를 두었다. 따라서, 본 논고는 현행 법률적·제도적 미비점을 최대한 보완하여 조속히 실무에서 유동화제도의 效率的인 活性化를 기할 수 있는 것을 目標로 하였다.

## 제2장 住宅抵當債權 流動化 制度 一般論

### 제1절 流動化의 概念

#### 1. 定義

住宅抵當債權(Mortgage) 流動化란 금융기관이 보유한 주택저당채권을 직접 매각하거나 證券化하여 貸出資金을 早期에 現金化함으로써 주택금융에 필요한 자금을 調達하는 것이며, 다음과 같이 구분한다.

1차 市場은 金融機關이 주택 수요자에게 주택의 購入 또는 新築에 소요되는 자금을 대출하고 주택저당채권을 설정하는 市場이고, 2차 市場은 금융기관이 보유한 住宅抵當債權을 직접 매각하거나 이를 근거로 流動化證券(MBS)을 발행하여, 住宅金融에 필요한 자금을 調達하는 市場이다.

또한 住宅抵當債權(Mortgage)과 住宅抵當證券(MBS)은 다음과 같다.<sup>3)</sup> 住宅抵當債權(Mortgage)은 금융기관이 주택을 담보로 설정한 借當權에 의해 담보되는 債權을 의미하며 住宅抵當證券 (MBS : Mortgage Backed Securities)은 금융기관이 보유한 住宅抵當債權을 바탕으로 발행하는 證券으로, 대출채권의 원리금 상환을 근거로 證券을 발행하는 것이다. 그리고 주택저당증권(MBS)은 住宅抵當擔保附證券 등으로도 불리우며, 주택저당채권유동화의 주요한 方面이다.

流動化(Liquidating)는 구체적인 流動化 방법에 따라 여러가지 개념으로 사용된다. 여기서 流動化는 주택저당채권을 원래의 형태대로 또는 주택저당채권을 기초로 流動化證券의 형태로 변환하여 資本市場의 투자자에게

---

3) 박원석외 2인, “주택저당채권 유동화제도의 도입이 주택시장에 미치는 영향”, 삼성경제연구소, 1999.2. p.5

매각함으로써 주택저당채권을 통해 流動資産을 증가시키는 개념으로 사용한다. 즉, 流動化란 金融機關이 보유하고 있는 住宅抵當債權을 원래의 形態대로 集合化하여 投資者에게 매각하거나, 또는 주택저당채권에서 발생하는 일정한 현금흐름을 담보로 다양한 流動化 證券을 발행하여 이를 投資者에게 매각하여 자금을 조달하는 것으로 정의될 수 있다. 따라서 유동화는 固定資産의 賣却과 固定資産의 證券化의 개념으로 사용된다.

住宅資金 貸出機關을 포함한 금융기관은 流動化를 통해 보유자산을 변환시킨다. 資産의 變換은 크게 資産構成의 變化와 資産規模의 變化로 분류할 수 있다. 금융기관이 보유중인 주택저당채권의 매각을 통해 자금을 조달하는 것은 자산의 감소를 통해 새로운 자산의 증가를 낳으므로 자산 구성의 변화에 해당하고, 金融機關이 보유중인 주택저당채권을 기초로 유동화증권 발행하여 資金을 조달하는 것은 負債의 증가를 통해 자산의 증가를 낳으므로 자산규모의 변화에 해당한다.

## 2. 機能

流動化의 탄생 배경이 신용위기에 대한 克復手段임을 고려하면, 유동화는 주택금융과 관련된 위험을 헷지(hedge)<sup>4)</sup>하는 기능을 수행한다. 그리고 유동화제도의 운용으로 資本市場이 급격히 발전한 외국의 사례를 보면 유동화는 금융시장의 건전한 발전을 가져오는 기능도 아울러 수행한다.

住宅資金貸出機關은 유동화를 통해 주택저당채권과 관련된 危險을 유동화 참가자에게 分散할 수 있다. 대표적인 流動化 참가자는 주택자금대출 기관 외에 신용보완기관, 손해보험사, 유동화중개기관, 투자자 등이 있다.

---

4) 헷지(Hedge): 경제학적인 의미로 손실·위험의 방지책이란 의미이며, 危險으로부터의 보호행위임.

주택자금대출기관의 유동성과 관련된 危險은 유동화중개기관 및 투자자에게 분산되고, 차입자의 신용과 관련된 위험은 신용보완기관 및 유동화중개기관이 나누어 부담하며, 그리고 擔保物인 주택과 관련된 危險은 손해보험사가 담당한다. 이와같이 流動化는 주택금융에서 발생하는 위험을 유동화 참가자에게 分散시키는 기능을 수행한다.<sup>5)</sup>

또한 固定資産인 주택저당채권의 유동화를 통해 주택저당채권을 기초로 한 다양한 형태의 流動化證券이 발행될 수 있다. 즉, 자본시장의 투자자에게 다양한 형태의 投資商品을 제공할 수 있다. 이 결과 資本市場은 양적으로 그리고 질적으로 성장할 수 있다.

### 3. 效果

流動化의 이러한 기능 수행은 주택금융시장을 포함한 金融市場에 여러 가지 파급효과를 미친다. 그러한 효과를 살펴보면 다음과 같다.

먼저, 流動化를 통해 유동화증권이 賣買·流通되는 주택자금공급시장(2차주택저당대출시장, secondary mortgage market)이 발달됨으로써, 주택자금대출기관의 주택금융 취급이 확대된다.

주택자금대출기관은 언제든지 일정 조건을 만족하는 주택저당채권을 유동화할 수 있고 住宅資金 供給市場을 통해 資本市場에서 조달된 자금을 지속적으로 공급받아 신규 抵當貸出을 원활히 실행한다. 아울러 주택자금대출기관이 필요에 따라 住宅抵當債權을 流動化함으로써, 주택자금대출기관은 유동성의 확보뿐만 아니라, 보유 자산을 재구성하는 등의 利得을 얻

---

5) 유동화와 관련된 위험은 유동성위험, 차입자의 채무불이행위험, 차입자의 원리금 납입 연체위험, 이자율위험, 차입자의 원리금 조기상환위험, 권원하자위험, 재난위험등이 있음.

을 수 있다.

둘째, 流動化 참가자에게 기능 및 役割에 따라 일정한 수익을 提供함으로써 流動化 참가자에게 利得을 준다.<sup>6)</sup>

유동화증권은 담보물인 주택 이외에 주택자금대출시장에서 借入者에 대한 신용보완과 주택자금공급시장에서의 信用補完 및 信用評價機關에 의한 신용평가로 인해 投資 安全性이 提高된다. 이는 流動化證券이 원활히 소화됨으로써 流動化 참가자에게 각각 利得이 발생한다. 즉, 차입자의 자금 조달 費用을 낮출 수 있는 것 외에 住宅資金貸出機關은 유동성 확보와 원리금수취와 관련된 업무수탁에 따른 手數料 收入을 얻고, 투자자는 높은 投資 安全性과 收益을 얻을 수 있다. 기타기관은 유동화관련 업무 취급에 따른 수수료 수입을 얻을 수 있다.

셋째, 주택자금대출기관은 주택저당채권의 유동화를 통해 BIS기준 自己資本比率을 提高할 수 있다. 주택자금대출기관이 자산 危險加重值가 50%인 주택저당채권을 매각하고 매각대가로 현금을 받는 경우, 현금의 위험가중치는 0%이므로 주택자금대출기관의 자산구성에서 高危險資産의 비중이 줄어 BIS기준 자기자본비율은 제고된다. 주택저당채권의 매각대금으로 유동화증권을 받는 경우, 流動化證券은 자산위험가중치가 20% 또는 10%밖에 되지 않아 이것 역시 고위험자산의 비중축소에 따라 자기자본비율이 쉽게 제고될 수 있다. BIS기준 自己資本比率이 금융기관의 健全性 기준으로 각국에서 활용되고 있으며, 현재 국내 金融狀況하에서는 BIS기준 자기자본비율 제고 문제가 금융기관의 死活과 직결되고 있어 그 중요성이 더욱 높게 인식되고 있다.

---

6) 오규택, “주택저당채권 유동화중개기관 설립방안 공청회 자료”, 1998. p.20

한편 주택저당채권 유동화를 통해 다양한 형태의 流動化證券이 자본시장에 공급됨으로서 資本市場의 투자상품이 다변화되어 투자자의 선택의 폭이 넓어지고, 특히 MBS는 投資의 安全性이 보장되어 投資需要를 촉진함으로써 자본시장이 비약적으로 발달할 수 있다.<sup>7)</sup>

## 제2절 流動化의 類型

流動化 方法에는 固定資産을 직접 매각하는 방법과 고정자산을 기초로 한 유동화증권을 발행하는 방법이 있다. 固定資産의 직접매각을 통한 유동화는 투자자로 하여금 개별자산 관련 危險과 債務者의 信用위험을 부담하게 함으로써, 유동화가 圓滑하게 이루어지지 못한다. 따라서 效率的인 유동화 방법으로 볼 수 없다. 固定資産을 기초로 流動化證券을 발행하는 것은 投資의 安全性 보장이 상대적으로 제고되고, 발행의 기초가 되는 固定資産관련 위험이 유동화과정 참가자에게 분산되므로 固定資産의 직접매각 방법보다 流動化의 效率性이 높다. 固定資産을 기초로 유동화증권을 발행하는 것은 투자의 안전성 보장이 상대적으로 제고되고, 발행의 기초가 되는 固定資産관련 위험이 유동화과정 참가자에게 분산되므로 固定資産의 직접매각 방법보다 流動化의 效率性이 높다<sup>8)</sup>. 따라서 이하에서는 고정자산을 기초로 유동화증권을 발행하는 방법을 중심으로 유동화 類型을 살펴보겠다.

流動化 대상이 되는 자산은 통상적으로 장래에 일정한 현금흐름(cash

---

7) 실제로 말레이시아는 유동화제도를 운용하여, 유동화증권의 한 종류인 주택저당채권담보부채권(MBB)을 발행하여 채권시장의 발달을 도모하였으며 현재 성공적인 결과를 보이고 있음.

8) 김상열외 2인, “유동화중개기관을 통한 주택저당채권 유동화방안”, 주택산업연구원, 1998. 7, p.8

flow)이 지속적으로 발생하는 자산으로서 住宅抵當債權(mortgage), 商業用不動産貸出債權(commercial mortgage), 移動住宅抵當債權(manufacturing housing or mobile homes mortgage), 住宅持分權貸出債權(home equity loan)<sup>9)</sup>, 自動車割賦販賣債權(auto loan), 그리고 신용카드할부대출채권 등이다. 이런 자산을 기초로 발행되는 유동화증권을 유형별로 주택저당증권(mortgage backed securities ; MBS, 이하 MBS), 상업용부동산저당증권(commercial mortgage backed securities ; CMBS, 이하 CMBS), 그리고 자산담보부증권(asset backed securities ; ABS, 이하 ABS)으로 크게 구분할 수 있다.

住宅抵當債權은 MBS를 통해, 상업용부동산대출채권은 CMBS 발행을 통해, 그리고 신용카드할부대출채권 및 자동차할부판매채권과 주택지분권대출채권 및 이동주택저당채권은 ABS 발행을 통해 각각 유동화된다. 여기서 住宅抵當債權을 대상으로 발행되는 다양한 형태의 MBS를 중심으로 유동화의 유형을 살펴보면 다음과 같다.

주택구입자가 住宅資金貸出機關으로부터 주택자금을 대출받으며, 주택자금대출 기관은 채권채무계약에 따른 채권확보와 주택에 대한 抵當權을 설정받음으로써 주택저당채권을 확보한다. 주택자금대출기관은 주택저당채권을 기초로 MBS를 발행하거나, 流動化仲介機關이 주택저당채권을 매입하고 이를 기초로 MBS를 발행한다. 유동화제도의 본거지라고 할 수 있는 美國에서 발행하는 MBS는 住宅抵當債權擔保附債券(mortgage backed bond ; MBB, 이하 MBB), 住宅抵當債權持分移轉證券(mortgage pass through security ; MPTS, 이하 MPTS), 住宅抵當債權元利金移替債券(mortgage pay-through bond ; MPTB, 이하 MPTB), 그리고 多階層債

---

9) 주택지분권대출채권은 이미 1순위저당대출이 이루어진 주택에 대해 다시 2순위저당대출(제한적으로 3순위저당대출)한 것을 말함.

券(collateralized mortgage obligation ; CMO, 이하 CMO) 구분된다.

### 1.住宅抵當債權擔保附債券 (mortgage backed bond ; MBB)

MBB는 발행 기초인 주택저당채권에 대한 所有權은 발행기관이 보유하면서, 擔保物인 주택저당채권의 가치와 발행기관의 信用을 기초로 발행되는 債券이다. MBB는 발행기관의 負債로 발행됨으로써, 주택저당채권 관련 위험이 여전히 발행기관에 집중되어 流動化를 통한 危險分散 效果를 제고시키지 못한다. 따라서 MBB 발행에 따른 危險이 발행기관에 집중되므로 MBB의 流通性은 크게 저하되고, 이에 따라 住宅抵當債權이 원활하게 流動化되는 것에는 한계가 있다.

그리고 MBB 발행에 따른 발행기관의 債務不履行 위험을 완화하여 투자자의 안전성을 제고시키기 위해, 발행되는 MBB의 액면가액 이상의 가치를 가지는 담보물이 제공되어야 한다. 또한 이러한 擔保物은 제3의 신탁기관에 위탁·보관됨으로써 MBB 발행기관의 이중발행을 방지하고 발행기관의 도산에 따른 파산자산에서 제외시켜 투자자의 투자 안전성을 제고시킨다. 이를 위해 信託機關은 擔保物이 신탁될 때의 가치를 유지하고 있는지 일정기간마다 재평가하고, 擔保物 가치가 부족한 경우 추가담보물을 발행자로 하여금 補充·提供토록 한다.

한편, MBB 발행기관은 超過擔保物의 규모를 줄이기 위해 부가적인 신용보완을 받을 수 있는데, 예를 들면 타 기관이 발행기관을 위해 발행한 信用狀을 제출하거나 保證會社나 保險會社가 발행하는 保證證券이나 保險證券을 제출할 수 있다. MBB는 주택자금대출기관에 의해 주로 발행되지만 流動化중개기관에 의한 발행도 가능하다.

주택자금대출기관이 MBB를 발행하는 경우, MBB에 대한 投資의 安全

성을 보장하기 위해 제공되는 초과담보의 규모가 크다. 특히 주택자금대출기관의 신용도에 따라 발행가액의 2배이상의 초과담보 제공이 요구되기도 하여 발행비용이 크다<sup>10)</sup>. 발행기관이 다양하고 담보가 되는 주택저당채권의 특성에 차이가 있으므로 투자자는 정확한 투자정보를 얻기 위해 많은 비용과 노력을投入해야 한다. 이 결과 MBB에 대한 투자는 효과적으로 이루어지지 못한다. 따라서 일정한 조건을 충족하는 MBB에 대해 유동화중개기관이 保證을 실시함으로써, MBB 발행을 위한 超過擔保 규모가 縮小되고 投資者의 투자결정을 보다 용이하게 하여 MBB에 대한 투자를 效果的으로 유도할 수 있다.

유동화중개기관이 MBB를 發行하는 경우, 우선 유동화중개기관은 주택자금대출기관으로부터 주택저당채권을 매입하고, 이를 기초로 유동화중개기관이 MBB를 발행하는 체계를 갖는다. 流動化仲介機關이 주택저당채권 유동화 중개업무를 독점 또는 寡占體制로 運營하는 경우, 유동화가 국민경제에 미치는 광범위한 효과에 비추어 볼 때, 일반적으로 유동화중개기관에 높은 公信力이 부여되므로 MBB 발행에 드는 비용이 크게 축소된다. 즉, MBB 발행을 위한 超過擔保 규모가 크게 하락하고, 유동화업무를 유동화중개기관이 집중관리함으로써 전체적인 유동화 관리비용도 감소하며, 유동화에 따른 위험을 다루기 위한 金融機關 개발도 용이하게 된다.

유동화중개기관은 受信機能없이 資本金을 기초로 MBB를 발행하므로, 住宅抵當債權을 지속적으로 매입하기 위한 유동성확보의 어려움이 한계로 지적되고 있다. 또한, 유동화중개기관이 매입하는 주택저당채권의 元利金 전액회수에 장기간이 소요되는데 비해, 이를 기초로 발행되는 MBB는 상대적으로 단기로 발행되므로, 지속적인 주택저당채권 매입을 위한 자금마

---

10) 미국의 경우 MBB의 담보비율은 발행 액면가의 125-240%임.

런 방법으로 MBB 발행은 한계를 가진다는 것이다.

그러나 발행된 MBB의 상환만기시에 일정한 가격검토기간을 정해두고, 유동화중개기관과 MBB 보유자간에 가격을 재조정하여 상환만기를 연장토록 하면, 발행된 MBB의 만기를 계속해서 연장할 수 있다. 장기자금을 운용하는 기관투자자에게 시장상황에 따라 단기운용도 가능하며, 협의에 따라 장기로도 운용가능케 됨으로써, 유동화중개기관은 MBB 발행을 통해 조달된 자금으로 住宅抵當債權을 지속적으로 매입할 수 있다. 한편, 유동화중개기관은 주택저당채권에 대한 所有權을 가지고 있으므로, 유동화중개기관이 시장의 변화에 따라 발생하는 주택저당채권의 가치 변화와 조기상환 등에 따른 危險을 부담하게 된다. 다양한 情報의 축적과 金融技法 개발로써 이러한 위험은 어느 정도 회피할 수 있지만, 負債로서 MBB 발행에 따른 危險은 궁극적으로 유동화중개기관의 몫이다.

## 2. 住宅抵當債權持分移轉證券(mortgage pass-through security;MPTS)

MPTS는 주택저당채권을 기초로 발행되는 MBS의 일종으로서, 발행 기초인 주택저당채권에 대한 소유권이 지분형태로 투자자에게 이전되는 일종의 지분이전증권이다. 즉, 채무자로부터 수취된 원리금에서 일부를 수수료로 제외하고 지분만큼 투자자에게 이전된다. 주택저당채권에 대한 지분권이 이전되므로, 주택저당채권과 관련된 위험도 MPTS 투자자에게 이전된다. 따라서 MBB와는 달리 MPTS를 발행할 때 초과담보 제공은 필요하지 않다. 일반적으로 위험이 높을수록 收益率도 높은 금융상품의 속성에 따라 투자자에 대한 위험의 집중으로 投資者에게 높은 수익률이 제공되어야 한다.

한편, 投資者는 투자에 따른 危險을 분석하여 향후 현금흐름에 대한 정

확한 정보를 확보하기 위해 擔保로 제공된 주택저당채권에 대한 가치평가와 채무자에 대한 信用評價 등을 실시할 필요가 있다. 이러한 절차를 투자자가 수행하기에는 많은 비용과 노력이 들고, 정확한 정보의 수집을 위한 분석은 사실상 불가능에 가깝다. 이와 같이 投資者에 대한 위험의 집중과 위험의 크기를 정확히 評價하는 것이 곤란하여 MPTS에 대한 투자의 안정성이 크게 낮아져 MPTS를 이용한 유동화 규모는 미미할 것이다. 그러므로 MPTS에 대한 投資 유인을 높이기 위해 MPTS의 현금흐름에 대한 안정성을 제고시킬 수 있는 방안이 강구되어야 한다<sup>11)</sup>.

MPTS는 주택자금대출기관과 유동화중개기관에 의해 각각 발행될 수 있다. 주택자금대출기관이 MPTS를 발행하는 경우, 통상적으로 特別目的會社를 통하여 발행하게 되는데, 住宅資金貸出機關은 주택저당채권을 집합하여 특별목적회사에 매각하고 特別目的會社는 이를 기초로 MPTS를 발행한다. 住宅資金貸出機關이 다양하게 존재하고 이들이 보유하는 주택저당채권의 종류도 상이하므로, MPTS도 매우 다양하게 발행된다.

이런 경우 투자자는 자본시장내의 모든 住宅抵當債權을 분석하지 않고서는 MPTS와 관련된 정보를 얻을 수 없어 MPTS에 대한 투자를 쉽게 결정하지 못한다. 따라서 투자자는 MPTS에 대한 投資를 꺼리게 되므로 MPTS를 이용한 주택저당채권의 유동화실적은 낮은 수준에 머물 것이다. 이와 같은 MPTS에 대한 투자의 불안전성으로 인해 MPTS 투자수익률은 높아야 하고, 이것은 결국 MPTS를 이용한 자금조달 비용을 크게 증가시키므로 유동화의 效率性이 낮아진다.

이러한 MPTS의 流通上 한계는 유동화중개기관의 保證으로 어느 정도 해결될 수 있다. 주택자금대출기관이 發行하는 MPTS에 대해 元利金 적

---

11) 미국의 경우 유동화중개기관이 MPTS투자자에 대해 원리금의 적기지급을 보증함.

기지급보증을 유동화중개기관이 제공하면, 투자자는 유동화중개기관의 신용상태 파악으로 투자결정을 할 수 있어 투자결정에 필요한 정보 취득비용을 크게 감소시킬 수 있다. 특히, 높은 公信用을 보유한 유동화중개기관이 원리금의 적기지급을 保證하는 경우 유동화중개기관의 신용상태에 대한 조사비용도 생략할 수 있을 뿐만 아니라, 投資의 安全性도 크게 제고된다. 결국 유동화중개기관의 保證은 자본시장을 통한 資金調達 비용을 낮추어 유동화제도의 효과를 극대화시킨다.

유동화중개기관이 MPTS를 발행하는 경우, 유동화중개기관은 주택자금대출기관으로부터 주택저당채권을 매입하고, 買入·保有 중인 주택저당채권을 기초로 MPTS를 발행하게 된다. 이때에도 MPTS 투자자가 주택저당채권에 대한 권리를 지분에 비례하여 보유한다. 따라서 주택저당채권과 관련된 위험은 투자자에게 전가되므로 투자의 안전성은 다소 떨어진다. 이러한 투자의 불안전성을 보완하기 위해서 流動化仲介機關은 자신이 발행하는 MPTS에 대해 원리금 적기지급보증을 제공한다.

### **3.住宅抵當債權元利金移替債券(mortgage pay-through bond ;MPTB)**

MPTB는 주택저당채권이나 MPTS를 기초로 발행되는 債券으로서, 발행기관이 발행 기초인 擔保資産에 대한 소유권을 가지며, 담보자산으로부터 발생하는 현금흐름은 MPTB의 투자자에게 이전된다. 그러므로 MPTB는 MBB와 MPTS의 주요 특징을 함께 지니고 있다. 즉, MPTB가 발행기관의 부채로서 발행되는 점에서 MBB와 유사하고, 담보자산으로부터 발생하는 현금흐름이 투자자에게 이전되는 점에서 MPTS와 유사하다<sup>12)</sup>.

만일 MPTS에 공신력있는 기관의 원리금지급에 대한 별도의 보증이

---

12)김상렬외 2인, 전게서, p.13

없으면, 주택저당채권이나 MPTS 중에서 어느 것을 기초로 MPTB를 발행하여도 발행금리에는 큰 차이가 없다. 따라서 주택저당채권보다 MPTS가 더 많은 과정을 거쳐 그만큼 많은 費用이 소요되므로 이 경우 MPTB의 발행 기초는 주로 住宅抵當債權이 될 것이다. 반면, MPTS의 원리금 지급에 관한 별도의 보증이 있는 경우, 擔保價值 면에서 MPTS가 주택저당채권보다 더 높으므로 MPTB의 발행 기초는 주로 MPTS가 될 것이다.

앞에서 언급한 바, MPTB는 발행기관의 부채로서 발행되므로 투자자의 안전성을 보장하기 위해 MBB와 같이 發行價額 이상의 초과담보물을 제공하여야 한다. 이러한 초과담보물은 주택저당채권이나 MPTS, 國債로 할 수 있으며, 超過擔保物의 규모는 MBB와 마찬가지로 담보물의 가치와 발행기관의 신용에 달려있다. 또한 MPTB의 담보자산으로부터 생기는 현금흐름이 투자자에게 이전됨으로써, 담보자산의 조기상환에 따른 위험도 투자자가 부담하게 된다. 이와 같이 MPTB의 경우 투자자가 현금흐름의 이전에 따른 부담을 지므로 擔保物의 가치와 발행기관의 신용상태가 동일할 때 초과담보물 규모는 MBB보다 작다. MPTB 발행기관은 발행하는 MPTB의 신용등급을 높이기 위해 MBB처럼 추가적인 信用補完을 받을 수 있는데, 예를 들면 타 금융기관이 발행하는 신용장이나 보증보험회사가 발행하는 보증증권이나 보험증권을 제출할 수 있다.

MPTB는 주택자금대출기관이나 유동화중개기관에 의해 발행될 수 있다. 주택자금대출기관이 발행하는 경우, 주택저당채권이나 MPTS를 발행 기초로 하므로 兩擔保資産의 가치에 따라 MPTB의 발행금리는 차이가 나며, 더욱이 다양하게 존재하는 住宅資金貸出機關의 신용상태에 따라 MPTB의 발행금리도 다양하다. 따라서 현금흐름위험을 부담하는 투자자의 입장에서 투자할 MPTB를 결정하는 것은 매우 어려우므로, MPTB 발

행금리는 높아질 것이다. 그러나 원리금 지급에 관한 보증이 있는 MPTS를 기초로 하면 그 만큼 투자의 安定性이 보장되므로 MPTB의 發行金利 즉, 자본시장으로부터 자금의 조달비용이 낮아진다. 하지만 MPTS는 주택저당채권보다 추가적인 과정을 거쳐야 하고, 이에 따라 發行費用이 증가하는 단점이 있다.

MPTB를 유동화중개기관이 발행하는 경우에도 주택저당채권과 MPTS가 발행기초가 되고, 兩者의 가치 차이에 따라 MPTB의 발행금리도 달라진다. 만일 유동화중개기관이 MPTS의 원리금에 대해 자신이 직접 支給保證을 하면, 住宅抵當債權을 기초로 하는 경우보다 추가적인 비용의 투입 없이 MPTB의 發行金利를 낮출 수 있다. 다만 이 경우 유동화중개기관의 대외 신인도가 문제이므로, 유동화중개기관이 높은 公信用을 가지는 경우 MPTB 발행을 통한 주택자금 조달효과는 증대된다.

#### **4. 多階層債券(collateralized mortgage obligation ; CMO)**

MBS의 미래 현금흐름은 조기상환위험에 따라 크게 달라진다. 따라서 이러한 조기상환위험의 크기는 투자자의 가장 중요한 투자 결정요인이다. 투자자의 입장에서 본 조기상환위험의 크기는 MBS의 종류에 따라 다른데, MBB가 MPTS와 MPTB보다 相對적으로 더 작다. 여기서 투자자가 부담하는 조기상환위험의 크기가 MBB보다는 크지만 MPTS와 MPTB 보다는 작은 새로운 증권을 생각해 볼 수 있다. 바로 이것이 새로운 MBS 파생상품인 CMO이다.

CMO는 MPTB와 마찬가지로 住宅抵當債權과 MPTS를 기초로 발행되는 채권으로서, 發行機關의 負債로 계상되며 담보자산의 현금흐름은 투자자에게 이전된다. 그러나 MPTB가 1개의 계층을 가지는 것과는 달리

CMO는 복수의 階層(tranches)을 가진다. 그리고 投資者는 위험선호도 및 자산운용계획에 따라 계층을 선택한다.

CMO는 다양한 滿期構造를 가지는 일련의 계층으로 구성되어 발행되고 만기구조별 위험에 따라 收益率이 결정되므로, 滿期가 장기일수록 미래 현금흐름의 不確實性이 증가하여 상대적으로 높은 수익률이 주어야 한다. 그러므로 위험을 선호하거나 長期資産을 운용하는 투자자는 만기가 장기인 계층에 투자하여 높은 收益率을 기대할 것이고, 위험을 기피하거나 단기자산을 운용하는 投資者는 상대적으로 收益率은 낮지만 현금흐름의 불확실성이 낮은 단기의 만기를 가지는 계층에 투자한다.

이것은 계층별 담보자산의 早期償還速度(prepayment speed)에 따라 階層別 債券(class bonds)의 현금흐름이 달라지기 때문이다. CMO는 발행기관의 부채인 점에서 MBB와 동일하고, 현금흐름이 투자자에게 이전되는 점에서 MPTS와 동일하다. 그러나 投資者가 부담하는 조기상환위험의 크기 면에서 CMO는 MBB 및 MPTS와 다르다.

MBB는 주택저당채권의 조기상환위험을 발행기관이 전담하므로 투자자의 부담은 없는 반면, MPTS의 경우 투자자가 조기상환위험을 전담한다. 한편, CMO의 경우 현금흐름이 투자자에게 이전되므로 투자자가 조기상환위험을 전담하지만, 계층별 채권의 만기가 다양하므로 조기상환위험은 MPTS와 같으나 계층 선택에 따라 조기상환위험 부담이 달라진다. 이것이 CMO의 가장 매력적인 投資誘因이다. 이러한 CMO의 早期償還危險分散에 따라 높은 투자유인이 제공되므로 CMO를 통한 자금조달 비용이 낮아진다. CMO의 등장으로 투자유인이 높은 다양한 채권이 자본시장에 공급됨으로써 자본시장 발달을 加速化하고, 이를 통해 住宅資金은 낮은 비용으로 조달 가능하게 되어 住宅金融의 기능이 더욱 提高되고 있다.

CMO는 주택자금대출기관이나 유동화중개기관에 의해 발행될 수 있다. 주택자금대출기관이 발행할 때 주택저당채권을 기초로 하거나 MPTS를 기초로 할 수 있다. 住宅資金貸出機關이 CMO 발행을 위해 주택저당채권을 담보로 하는 경우와 MPTS를 擔保로 하는 경우 발행금리에 차이가 난다. 주택저당채권을 기초로 CMO를 발행하는 경우 채무자의 채무불이행이 발행했을 때 債務完濟까지 시간 및 금전면에서 많은 비용이 소요된다. 그러나 원리금에 대한 적기지급의 보증이 있는 MPTS를 기초로 하는 경우 채무불이행이 발생하여도 MPTS에 대한 보증기관이 우선 투자자에게 원리금을 지급하고, 보증기관이 채무자에게 구상권을 행사하는 과정을 따르기 때문에 그만큼 투자자의 원리금 회수비용이 절감된다. 따라서 CMO 발행을 위해 주택저당채권보다 MPTS를 기초로 하는 경우 자금조달 비용이 상대적으로 낮아진다. 일반적으로 MPTS의 元利金에 대한 保證을 실시하는 기관의 公信力이 높을수록 자금조달 비용의 절감 효과는 커진다. 한편, CMO가 발행기관의 負債이므로 발행기관의 채무불이행위험에 따른 투자의 불안정성을 해소하기 위해 特別目的會社를 설립하여 해당 담보자산만을 기초로 CMO를 발행하면 發行金利는 낮아진다.

유동화중개기관이 CMO를 발행하는 경우에도 주택저당채권과 MPTS를 발행기초로 제공할 수 있다. 주택자금대출기관의 경우처럼 유동화중개기관이 住宅抵當債權보다 MPTS를 기초로 할 때, CMO의 발행금리가 낮아져 자금조달비용이 상대적으로 저렴할 수 있다. 이때 MPTS는 公信力 있는 기관에 의한 元利金 支給保證이 있는 경우이다. 원리금 지급보증을 타 公信力 있는 기관이 할 수 있지만, 流動化仲介機關 자체가 높은 공신력을 확보하고 있으면 자신의 公信力을 바탕으로 保證을 실시할 수 있어 자금조달 비용은 더욱 낮아질 수 있다.

CMO는 投資者需要를 유인하기 위해 다양한 구조의 계층으로 구성될 수 있다. 따라서 수익극대화를 추구하는 기관에 의해 CMO가 발행될 때 CMO에 대한 투자수요 유인효과는 極大化 될 수 있다<sup>13)</sup>.

---

13) 바로 이러한 장점 때문에, 이 채권은 1980년도 初 연방주택저당공사에 의해 처음 개발된 후, 현재 미국에서 가장 지배적인 채권의 발행수단이 되었다.

# 제3장 外國의 住宅抵當債券 流動化制度

## 제1절 美國의 流動化제도

美國의 流動化제도는 오랜 역사를 가지고 시장상황에 대응하면서 발전하여 왔다. 그 결과 현재 美國은 고도로 발달된 流動化制度를 운용하고 있다. 미국의 流動化제도의 특징은 한마디로 복수의 流動化중개기관을 포함하는 流動化 구조이다. 流動化중개기관은 주택저당채권을 流動化하는 中樞的 기관으로서 公信力을 확보하고 있으며, 주택저당증권을 발행하거나 주택자금대출기관<sup>14)</sup>이 발행하는 주택저당증권에 대한 元利金 適時支給保證을 실시하고 있다. 복수의 流動化중개기관은 각각 고유한 설립배경에서 출발하여 상호보완 및 경쟁관계를 유지하면서 발전하여 왔다.

### <표 1> 미국의 저당대출 관련기관

<1차 저당대출시장> *대출기관: 상업은행, 저축기관(저축대부조합: Savings & loan Association, 저축은행: saving bank), 저당대출회사(Mortgage company), 생명보험사 등 *주택금융신용보증기관: 연방주택청(FHA), 재향군인청(VA), 저당대출보험회사(MIC) 등
<2차 저당대출시장> *流動化중개기관: 정부저당금고(GNMA), 연방저당공사(FNMA), 연방주택금융저당공사(FMLMC)

자료: 주택은행, "선진국의 주택시장과 주택금융", 조사자료 1994. pp.140-141

### 1. 導入背景

'70년대까지 金融機關들의 영업구역 제한으로 자금잉여지역과 부족지역 간의 자금수급상 불균형이 발생하였고 자금부족지역내 住宅金融機關의 저당대출을 資金剩餘 지역내 투자기관에게 매각하는 직접방식으로 流動化

14) 정확히는 주택자금대출기관이 설립한 특별목적회사를 의미함.

제도가 시작되었다.

또한, 주택금융기관들의 資金調達 방식의 변화 필요성이 증대하였는 바, '70년대 들어 金利上昇으로 住宅金融機關이 비주택금융기관의 고금리상품에 대항한 시장금리형 상품 취급으로 자금조달비용 상승과 低金利 장기주택대출로 수지가 악화되었고 '80년대 이후 住宅需要 증가로 금융기관들의 자금조달방식의 변화가 필요하였다. 그리고 期間不一致와 이자율변동위험 증가에 따른 流動性 압박을 해소하기 위해 포트폴리오에 포함된 저당채권을 매각하게 되었고 간접적으로 債權을 讓渡하는 방식의 재금융이 아니라 취득한 대출채권을 전부 有價證券化하여 자금을 조달하였다.

## 2. 流動化制度의 構造

流動化方式은 주택금융기관이 저당대출을 유동화중개기관에 매각하면 이를 중개기관이 證券化하여 매각하는 방식을 주로 사용하는데, 대표적인 유동화중개기관으로는 FNMA(연방저당공사), GNMA(정부저당금고), FHLMC(연방주택금융저당공사)등이 존재하며, 주택금융기관으로부터 매입한 저당대출채권을 집합화(pooling)하여 이를 담보로한 증권(MBS)발행이 활성화하고 있다. 또한, 주택금융기관은 유동화중개기관에 저당대출을 매각하거나 직접 증권화한다.

### ①FNMA(연방저당공사)

주택저당대출기관의 장기 주택자금대출로 인한 유동성 악화를 방지하기 위해 설립하였는데 초기에는 주로 연방주택청(FHA)보험부 저당대출을 매입하였다. FNMA는 '68년 주택도시개발법에 따라 정부저당공사(GNMA)와 신연방저당공사(FNMA)로 분리되면서 민영화되었고 '72년부터 연방주

택정보험부 저당대출과 재향군인정보증부 저당대출외에 일반저당대출도 매입하고 있다. 또한, 주택금융기관으로부터 抵當貸出을 매입한 후 다른 주택금융기관이나 일반투자자들에게 매각하지 않고 만기까지 투자자산으로 보유(38년~80년)하며 매입자금은 초기에는 財務省證券의 발행을 통하여 조성하였고 56년부터는 債券市場에서 직접 無擔保債券을 발행하여 조달하고 있다.

81년부터 보유저당대출채권을 담보로 한 자동이체식증권(Pass Through Security)을 발행(MBS의 가장 기본적인 형태)하였다. 자동이체식증권은 저당대출집합에서 발행되는 현금흐름(대출상환원리금)을 발행되는 증권수에 비례하여 배분하는 형태의 證券을 말한다.

## ②FHLMC(연방주택금융저당공사)

'70년 긴급주택금융법에 따라 12개 연방주택대부은행의 출자로 설립된 위 동사는 일반저당대출의 매입이 주목적인 바, '71년 저당대출의 집합을 담보로 참가증서(Participation Certificate)를 발행하기 시작하여 流動化로 촉진되는 MBS의 시장에서 競爭關係를 유지하면서 주택자금 공급시장등의 발전을 선도하고 있다.

위 2개의 유동화중개기관은 주택저당채권을 기초로 MPTS를 발행하고 이를 자본시장에서 매각하여 조달한 자금을 주택자금대출시장을 통해 신규주택자금으로 공급한다.

## ③GNMA(정부저당금고)

GNMA는 연방정부기관인 FHA나 VA가 부보한 주택저당채권을 유동화하는 기관으로 설립되었다. GNMA는 FNMA나 FHLMC처럼 주택저당채

권을 매입하여 MPTS를 발행하는 것이 아니라, 주택자금대출기관이 발행하는 MPTS에 대해 보증만 실시한다. 이는 FNMA나 FHLMC의 MBS 프로그램과 형식상 유사하다.

우선 주택자금대출기관은 GNMA의 보증기준에 부합하는 주택저당채권을 선별하여 주택저당채권 집합을 만들고, 이를 GNMA에 제시하여 GNMA의 원리금 적시지급보증을 받는다. 元利金 適時支給의 내용은 FNMA처럼 차입자의 채무불이행여부에 상관없이 매월 지정한 날짜에 투자자에게 담보물에 대한 지분만큼 元金과 利子를 지급하는 것이다. 그리고 GNMA는 주택도시개발성 산하의 정부기관이므로, GNMA의 보증은 연방정부의 보증과 동일한 효력을 지닌다. 주택자금대출기관은 이러한 GNMA의 보증을 획득한 MPTS를 발행한다.

<표 2> 미국의 유동화 중개기관

구분	FNMA (연방저당공사)	GNMA (정부저당공사)	FHLMC (연방주택금융저당공사)
설립연도	1938	1968	1970
초기 설립주체	국가주택법에 의거하여 설립	주택 및 도시개발청(HUD) 산하기관으로 설립	연방주택대부은행이사 회 산하기관으로 설립
유동화 대상자산	일반저당대출 유동화(72년 이후)	· 정부기관(FHA/VA)보증부 저당대출에 대한 유동화증권 보증 · 유동화 증권 발행 안함	일반저당대출 유동화
민영화 여부	68년 민영화	공공주택 금융기능을 담당하기 때문에 민영화 유보	89년 FIRREA에 의해 민영화

자료: 주택은행, 「주택저당채권 유동화방안 연구」, 1989

주택은행, 「저당대출 유동화제도의 도입여건과 파급효과」, 1995

이러한 유동화중개기관에 의한 유동화 실적은 <표3>과 같다. 여기서 미국은 유동화 제도를 운용하여 거의 매년 전체 주택저당채권중 50% 이상을

유동화시키는 것으로 나타나 자본시장에서 주택자금의 조달이 활성화되어 있음을 알 수 있다.

<표 3> 미국의 유동화 실적추이

(단위:십억달러, %)

구분	주택자금대출실적(A)	MBS 발행금액(B)	유동화 비율(B/A)
1989	452.9	213.9	47.2
1990	458.4	259.4	56.6
1991	562.1	307.8	54.8
1992	893.7	528.7	59.2
1993	1,019.9	665.5	65.3
1994	768.7	421.9	54.9
1995	635.8	301.3	47.4
1996	808.1	409.0	50.6

자료: Mortgage Market Statistical Annual(1997)

### 3. 중요한 特徵

美國 주택저당채권 유동화제도의 중요한 특징은 다음과 같다.

첫째, 流動化중개기관이 주택금융시장의 변화에 대응하면서 또는 변화를 선도하면서 발달하여 온 것을 들 수 있다. 특히 유동화중개기관을 중심으로 하는 주택자금공급시장은 저축대출조합을 주축으로 하는 주택자금대출시장의 변화에 대응하면서 주택자금 공급의 핵심기관으로 역할을 담당하여 왔다.<sup>15)</sup>

둘째, 유동화중개기관은 연방정부의 지원에 힘입어 높은 공신력을 확보하고 있다. 현재 GNMA는 주택도시개발성 산하의 정부 기관이며, 「연방주택법」의 설립 근거 규정에 의하면 연방 정부는 민간 기업인 FNMA,

15) 유동화대상 채권의 범위도 주택저당채권에서 출발하여 일반상업저당대출, Card Loan, 자동차할부대출금등으로 확대되는 추세임.

FHLMC에 대해 監督 및 간접적인 지원을 할 수 있다. 유동화중개기관과 연방정부와의 이러한 관계에 따라 GNMA는 연방정부의 公信用을 갖고 있으며, FNMA와 FHLMC도 準정부기관으로 인식되어 높은 공신력을 확보하고 있다.

셋째, 유동화중개기관이 주택자금 차입자의 信用補完을 중복하여 실시하고 있다. 차입자에 대한 信用補完은 주택자금대출시장에서 1차적으로 이루어지는데, FHA와 VA가 공공신용보완기관으로서 연방정부의 특별한 지원이 필요한 계층에 대해 신용보완을 하고, 民間보증(보험)회사는 주로 공공신용보완을 받지 못하는 중소득층 이상의 차입자에 대해 신용보완을 하고 있다. 유동화 중개기관의 영업형태도 1970년대에 금리가 급격히 상승하면서 金利變動리스크가 심화되자 현재는 SWAP방식<sup>16)</sup>이 普遍化되었다.

넷째, 유동화중개기관은 유동화제도의 핵심기관으로서 주택자금공급시장을 과점하고 있다. 즉, FHA와 VA의 주택저당채권의 유동화는 GNMA가 대부분을 담당하고 있으며 FNMA와 FHLMC는 일반주택저당채권의 50% 이상을 유동화하였다.

다섯째, 유동화에 참여하는 기관이 다양하다. 주택자금대출시장에는 주택자금수요자 외에 주택자금대출기관, 신용보완기관, 손해보험사 등이 참여하고, 주택자금공급시장에는 유동화중개기관 뿐만 아니라 유동화중개기관과 긴밀한 관계를 맺고서 유동화 업무에 수반되는 부수업무를 처리하는 다양한 代行機關(agents)이 있다.

---

16) SWAP방식이란 유동화중개기관이 매입한 대출채권을 자체자산으로 보유하는 것이 아니라, 대출채권을 매입과 동시에 이를 중개기관 명의의 원리금 자동이체증권으로 전환하여 대출기관에게 교부함으로써 중개기관이 금리변동 리스크를 회피하려는 방식을 말한다.

여섯째, 유동화중개기관은 주택금융시장과 자본시장의 연계를 원활히 수행하고 있다. 유동화중개기관에 의해 주택자금공급시장이 발달함에 따라 자본시장의 투자자금이 주택금융시장에 효과적으로 유입되고 있다.

#### 4. 示唆點

美國의 유동화제도를 보면 혁명적인 발달이라기 보다는 進化的인 발달을 해 온 점에 비추어 볼 때, 미국은 시장여건을 면밀히 분석하고 이에 적합한 형태의 流動化制度를 도입하였다. 따라서 우리나라도 유동화중개기관이 발행하는 MBS에 대한 투자 유인을 極大化하기 위해 투자의 安全性이 어느 수준까지는 보장이 되어야 한다. 특히 주택저당채권 관련 危險이 투자자에게 전가되는 MBS를 발행할 때는 주택자금대출시장에의 신용보완 외에 住宅資金供給市場에서의 신용보완이 추가되어야 한다. 주택자금공급시장에서의 신용보완은 유동화중개기관에 의해 이루어지는 것이 바람직하다. 이를 위해 유동화중개기관에 높은 공신력을 부여하는 정부의 조치가 뒷받침되어야 한다. 이러한 유동화중개기관의 높은 공신력은 신용보완 비용의 절감을 위해서도 필요하다.

流動化仲介機關을 단수 또는 소수로 설립하여 유동화중개기관에게 獨占的 또는 寡占的 지위를 부여하는 것이 필요하다. 이러한 지위를 부여받은 유동화중개기관은 주택저당채권의 유동화 업무를 용이하게 집중·관리할 수 있으며, 주택저당채권 및 MBS의 標準化를 달성하여 거래비용을 절감함으로써 주택저당채권의 大量流動化를 통한 規模의 經濟를 실현할 수 있다.

美國의 流動化制度를 볼 때 연방정부가 주택금융시장에 능동적으로 참여하여 주택금융시장의 변화 물결에 적극적으로 대처하면서 유동화제도를

도입 및 확립하는데 크게 기여한 점은 높이 평가되어야 한다. 특히 聯邦政府가 유동화중개기관에 대해 明示的 또는 暗默的으로 공신력을 부여하여 유동화 비용을 절감할 수 있었던 것은 오늘날과 같은 效率的 流動化제도의 확립에 큰 밑거름이 되었다.

## 제2절 英國의 流動化制度

### 1. 導入背景

英國은 1970년대 말과 1980년대 초에 시행하였던 금리자유화 조치와 건축조합(Building Society)에 대한 규제완화 등을 통하여 住宅金融市場에 변화가 발생하였으며 특히 金融市場의 유동화 추세 속에서 주택저당채권의 유동화제도가 도입되었다.

80년대 들어 住宅景氣가 호황국면('85~'87)을 맞으면서 주택금융시장에서의 경쟁이 격화하였는 바, 이는 所得增加, 주택금융시장 自律化(상업은행에 대한 여신규제 해제 등), 주택가격상승 등에 起因하였다. 특히 주택금융시장의 自律化는 住宅金融市場에서의 경쟁 격화와 都賣市場을 통한 자금조달 확대 계기로 작용하였다.

이러한 상황에서 1980년대 중반에 주택저당대출 전문취급기관으로 抵當貸出 專門會社(Centralized Lender)가 설립되어 건축조합의 시장점유율은 더욱 감소하였다. 당시 건축조합은 변동금리채권(floating rate note)을 發行하여 일정부분 資金을 조달하였으나 發行限度가 설정되어 있어 충분한 재원을 조성하기에는 다소 부족하였다. 그러나 抵當貸出專門會社는 소매금융기능이 전혀 없는 대신 資本市場으로부터 필요 資金을 전부 조달하

는 재원조성방식을 취하고 있어 자본시장으로부터 자유로운 자금조달이 가능하였다. 抵當貸出專門會社는 저당대출로 발생한 住宅抵當債權을 기초로 MBS를 발행하여 자본시장에서 자금을 調達하였는데, 이로부터 영국에서 주택저당채권의 유동화제도가 실시되기 시작하였다.

英國의 저당대출전문회사는 일본의 주택금융전문회사와 우리나라의 주택할부금융사와 類似한 기능을 수행하고 있으며, 1987년 저당대출전문회사의 하나인 국립주택대출공사(National Home Loans Corporation)가 주택저당채권을 기초로 한 MBS를 최초로 發行한 것을 시작으로 지속적으로 유동화를 실시하고 있다.

결국 1980년대 중반 이후 주택저당채권의 流動化趨勢를 배경으로 저당대출전문회사의 MBS가 발행됨으로써 주택저당채권의 유동화제도가 도입되었다. 英國의 유동화는 저당대출전문회사가 설립한 特別目的會社를 통해 이루어지고 있다.

## 2. 運用構造

英國의 유동화제도는 주택자금대출기관인 저당대출전문회사가 특별목적회사를 설립하여 特別目的會社가 MBS를 발행하는 구조를 채택하고 있다.

주택자금대출기관은 주택자금수요자에게 住宅資金을 대출해주고 주택저당채권을 확보하며, 주택자금대출기관은 확보한 주택저당채권의 집합물을 설립한 特別目的會社에게 양도한다. 住宅抵當債權의 집합물은 보험회사의 보험을 부보하여 특별목적회사에 양도된다.

특별목적회사는 주택저당채권의 집합을 신탁기관에 위탁하고 신탁기관은 受益權證書를 발행한다. 신탁기관이 발행한 수익권증서를 기초로 특별

목적회사는 MBS를 발행하며 주간사회사(investment bank)를 통하여 투자자에게 매각한다.

<표 4> 영국의 유동화실적추이

(단위:백만파운드,%)

구분	1991	1992	1993	1994	1995
주택저당대출실적(A)	64,579	53,725	54,075	57,881	57,097
주택저당증권발행액(B)	2,759	530	1,272	2,870	710
유동화비율(B/A)	4.3	1.0	2.4	5.0	1.2

자료: 인혜원, "영국의 주택금융시장동향" 「주택금융」, 한국주택은행, 1997

실제로 상위 표에 나타난 바와 같이 영국의 유동화는 1980년대말 活性化 되었으나 1990년대에 접어들어 住宅市場의 沈滯와 주택저당채권의 유동화 제도에 대한 정부의 支援不足으로 인해 유동화 실적은 상당히 감소하였다. 따라서 유동화실적은 미미한 수준으로 전체적으로 미국과 비교할 때 영국의 유동화는 활성화되지 않은 상황이다.

### 3. 特徵 및 시사점

英國의 流動化제도는 유동화중개기관없이 특별목적회사를 통하여 시행되고 있다. 특별목적회사는 MBS를 발행할 때 集合化된 주택저당채권을 담보로 이용하게 된다. 擔保로 제공되는 주택저당채권의 집합은 위험측면에서 각각 다른 형태와 크기의 危險을 가지게 된다. 이는 MBS가 담보로 제공되는 주택저당채권의 집합에 따라서 각각 다른 위험을 內包하고 있다는 것을 의미한다.

영국의 경우 주택저당채권을 流動化하는 기관은 抵當貸出專門會社이다. 저당대출전문회사는 住宅資金貸出을 위한 재원을 MBS의 발행을 통하여 조성하고 있다. 저당대출전문회사는 住宅資金 貸出殘額 基準으로 1995년

현재 약 6%의 시장점유율을 보이고 있어 상당히 미미한 시장점유율을 보이고 있다. 따라서 영국의 유동화제도는 미국과는 달리 활성화되지 않고 있다.

영국의 유동화제도가 활성화되지 않은 이유는 다음과 같이 정리될 수 있다. 첫째, MBS를 발행하는 특별목적회사의 공신력이 낮아 MBS에 대한 투자수요가 적었으며 도산의 위험이 있어 MBS의 발행금리도 높을 수밖에 없었다. 둘째, 수많은 특별목적회사가 개별적으로 MBS를 발행하고 있어 다양한 형태의 MBS로 다양한 투자유인을 높일 수 있으나 비표준화에 따른 多様性은 오히려 MBS 投資者들의 투자결정을沮害하는 요소로 작용하였다. 셋째, 住宅金融市場에서 가장 큰 시장점유율을 차지하고 있는 건축조합이 채권을 발행하여 자본시장으로부터 자금을 조달할 수 있도록 허용됨으로써 건축조합은 住宅金融市場에서의 과점적인 지위는 유동화를 근간으로 住宅金融市場에 참여한 저당대출전문회사와의 경쟁에서 여전히 우위를 점하게 되어 결국 流動化制度의 活性化는 실패하였다. 마지막으로, 유동화를 위한 신용보완방법으로 민간보험사의 집합보험을 이용하고 있어 신용보완에 따른 비용이 증가함으로써 유동화비용도 증가하였다.

이상 英國의 경험으로부터 特別目的會社를 통한 유동화는 결국 유동화 비용을 상승시켜 流動化制度의 정착을 저해할 수 있다는 결론을 잠정적으로 도출할 수 있다.

### 제3절 日本의 流動化制度

1997년 까지도 日本은 별도의 流動化仲介機關이나 특별목적회사의 설립 없이 유동화제도를 시행하고 있다. 과거 일본의 유동화제도는 抵當證券制度, 住宅貸出債權信託制度, 住宅抵當證書制度의 3가지 방식으로 운용되고

있다. 이 중에서 신탁기관을 이용하여 유동화를 운용하는 방식은 주택대출 채권신탁제도이며 나머지 2가지의 운용방식은 流動化를 위한 특별한 기관 없이 住宅資金貸出機關이 직접 주택저당채권을 유동화하는 방식을 채택하고 있다.

## 1. 導入背景 및 現況

20년대 金融恐慌의 여파로 不動産 擔保貸出을 취급하는 지방은행의 경영악화 심화로 일본 부동산협회가 不動産抵當法案을 정부에 건의(1930)하여 저당증권법을 제정 시행(1931)하기에 이르렀다. 이후 65년 들어 금융기관들의 주택금융참여와 주택금융전문회사의 설립이 확대되고 자금조달과 운용의 기간불일치 문제가 대두되었고, 73년 1차 오일쇼크로 금융긴축정책 실시로 주택자금 확보가 곤란하게 되었다. 그래서, 75년부터 주택저당증서제도를 도입하여 대출기관의 資金調達과 運用의 不一致를 해소하고자 하였던 바, 抵當證書制度는 金利 등 대출조건이 동일한 주택저당채권을 일정액으로 묶어 이를 주택저당증서로 證書化하여 이 증서를 투자자에게 매각하는 유동화 방식이다. 여기서 住宅抵當證書는 주택저당채권의 양도를 위한 양도계약증서이다.

90년대 들어 버블붕괴 과정에서 부실채권이 대량 발생하여 금융기관이 보유하고 있는 擔保不動産을 포함한 불량채권의 신속한 처리가 필요하게 된 바, 특정목적회사에 의한 증권화 필요성이 대두 되었다. 일본의 유동화 추이는 아래 표에 보는 바와 같이 유동화는 활성화되지 않았으며, 1996년 0.4%의 유동화실적을 나타내고 있어 유동화를 통한 資金調達方式은 큰 기여를 하지 못한 것으로 나타났다.

<표 5> 일본의 유동화실적 추이

(단위:십억엔,%)

구분	1990	1995	1996
주택자금대출실적(A)	25,009	38,040	33,098
유동화 실적(B)	2,180	217	131
유동화율(B/A)	8.7	0.6	0.4

주 : 유동화실적은 저당증권만을 포함한 수치임  
 자료: 주택산업연구원(1998.7)

## 2. 構造 및 仲介機關

현재 일본의 유동화제도는 저당증권제도, 주택저당증서제도, 주택저당채권 신탁제도, 특별목적회사(SPC)에 의한 유동화제도 등 4가지다.

① 抵當證券制度는 31년 '抵當證券法'에 의해 도입된 유동화제도이다.

저당증권은 대출채권과 대출채권을擔保로 한 저당권을 하나로 묶은 일종의 유가증권으로서 抵當證券의 발행대상은 토지, 건물 등에 대한 저당권에 한한다.

저당증권회사가 住宅資金 需要者에게 주택자금을 대출하고 관할 등기소에 저당증권의 교부를 신청하면 登記所가 저당증권을 발행하는 바, 저당증권회사는 발행된 저당권에 移書하여 저당증권보관기관에 예치한 후 보관증을 교부받아 모기지 증서와 보관증을 합쳐 投資者에게 개별적으로 판매한다. 모기지증서는 저당증권의 지분권을 의미하며 저당증권의 판매와 보호예수 증명한다. 또한 저당증권회사는 채무자가 상환한 원리금을 투자자에게 전달하는 기능을 수행한다<sup>17)</sup>.

② 주택저당증서제도는 다수의 貸出債權을 一括적으로 양도하여 금융기관의 자금조달과 운용상 기간 불일치를 완화하기 위한 제도(74년 도입)이

17) 박원석외 2인, "주택저당채권 유동화제도 도입", 삼성경제연구소, 1999.2, p.15

다. 주택자금대출기관이 주택자금수요자에게 대출을 실시하여 확보한 住宅抵當債權들중 유사한 대출조건으로 이루어진 주택저당채권집합을 구성, 이를 바탕으로 주택저당증서를 발행하여 投資者에게 매각한다. 은행, 신용 금고, 보험회사, 주택금융전문회사 등이 발행하고 인수 가능(단, 주택금융 전문회사는 인수기간에서 제외)하며, 주택자금대출기관은 채무자가 상환한 원리금을 투자자에게 지불하고, 채권관리, 관련문서 보관, 채무자 도산 시 채권회사 등 대리업무도 수행한다. 그리고 住宅抵當證書는 일종의 채권 형태로 MBS의 현금흐름 형태는 없다.

③ 住宅抵當債權信託制度는 우리나라의 주택할부금융회사와 유사한 주택금융전문회사의 주택자금 조달 활성화를 위해 73년 도입되었다. 주택금융전문회사가 주택대출 후 확보한 주택저당채권을 신탁은행에 위탁하며 신탁은행은 주택저당채권을 바탕으로 受益權證書를 발행, 투자자에게 매각하고 신탁은행은 수익을 정기적으로 배당하고 수익권증서 만기시 원금 상환한다. 이는 MBS중 자동이체식증권(Pass-Through Security)과 유사하나, 자동이체식증권은 매달 원리금의 일정부분이 상환되는데 반해 수익권증서는 이자는 매달 상환되나 원금은 만기에 償還한다.

④ '특별목적회사(SPC)<sup>18)</sup>에 의한 특정자산의 유동화에 관한 법률'은 98년 6월에 제정되어 9월부터 시행하였다. 금융기관의 自己資本比率 향상, 불량채권처리의 촉진, 부동산 거래의 활성화가 주요 목적으로 SPC를 활용하여 특정자산을 流動化 시키는 제도이나 도입 초기로 활성화 여부는 미지수이다. 流動化 시키고자 하는 자산에 대한 증권을 발행하여 생긴 자금으로 다른 자산을 취득한 뒤, 관리·처분하여 생긴 수익금으로 다시 證券에 대한 원리금을 지불하는 구조이다. 또한 유동화 대상이 되는 특정자산을 부

18) 특별목적회사는 특정자산의 관련업무 및 부대업무로 한정하여 특정자산의 관리 및 처분은 수탁자에게 위탁함.

동산은 택지 또는 건물, 지명채권, 신탁수익권 등이다.

### 3. 評價 및 最近動向

日本の 경우 주택자금대출기관은 예수금을 통하여 주택자금대출을 위한 충분한 자금을 조달하고 있어 流動性不足 문제를 겪지 않고 있으며 이러한 점이 주택저당채권의 유동화가 활성화되지 않은 요인으로 작용하고 있다. 다른 요인으로 抵當證券, 住宅抵當證書, 受益權證書 등의 유동화증권의 再讓渡가 불가능하다는 점을 들 수 있다. 이는 流動化증권의 전전유통을 저해하여 流動性이 減少하며 투자유인을 감퇴시킨다. 이러한 요인들로 인해 주택금융시장과 資本市場의 連繫가 미약하며 유동화제도가 活性化되지 못하고 있다. 그러나, 최근들어 특별목적회사를 통한 유동화제도를 추진하고 있는 바, 동경물산의 특별목적회사, 삼릉지소 등이 SPC법을 이용하여 부동산을 증권화 하는 등 SPC법이 최근들어 활용되는 趨勢이다. 향후 活性化 여부는 SPC가 취급하는 투자상품이 投資者의 니즈에 얼마나 수요창출에 기여 가능할 것으로 보인다. SPC법 이전에는 流動化 중개기관이나 특별목적회사를 설립하지 않고 유동화제도를 운영하였으며 SPC를 제외한 流動化證券의 유통성은 아직까지 未洽<sup>19)</sup>한 실정이다.

---

19) 96년현재 유동화율이 0.4%로 유동화를 통한 자금조달 실적이 미미

<표 6> 각국의 유동화제도 비교

구 분	미 국	영 국	일 본
유동화기관의 형태	유동화증개기관	특별목적회사	신탁은행, 주택자금대출기관
유동화기관의 역할	주택저당증권의 발행과 원리금적시지급 보증	주택저당증권의 발행	수익권증서의 발행과 지급보증
유동화기관의 공신력	높음	낮음	낮음
유동화증권의 유통성	높음	높음	매우 낮음
유동화비용	규모의 경계를 실현하여 낮음	개별발행과 비표준화등에 따라 다소 높음	제도가 복잡하고 유동화증권의 재양도비용이 높음
유동화제도의 활성화 여부	활성화되었음	활성화가 미미함	활성화가 미미함

## 제4장 우리나라 住宅抵當債權 流動化制度

### 제1절 住宅抵當債權流動化관련 주요 法律內容 및 特徵

#### 1. 資産流動化에 관한 法律

政府는 '98.4.14에 발표된 금융, 기업 구조개혁 촉진방안의 일환으로 資産擔保附證券(ABS) 발행을 위한 특별법 제정을 추진하게 되었고, 그 후 공청회등을 통해 각계의 의견을 수렴한 후 '98.8.8 법률안을 국회에 제출하였고, '98.9.2 국회의결을 거쳐 '98.9.16부터 총 6장42조로 이루어진 「자산유동화에 관한 법률」 (이하 “자산유동화법”)이 시행되기에 이르렀다.

한편, 금융감독위원회는 '98.9월초부터 동 법률에서 위임한 사항과 자산유동화제도의 시행에 필요한 사항을 정하는 규정제정 작업에 착수하게 되었고, '98.11.13자로 총 6장 24조로 이루어진 「資産流動化業務處理에 관한 規定」 (이하 “자산유동화규정”)을 제정하게 되었다('98.11.14 시행).

현재 자산유동화법과는 별도로 「住宅抵當債權流動化會社法」의 제정(99.1.29)하였고, 동 법이 시행되어 주택저당채권에 대해서는 자산유동화법에 의한 유동화전문회사등을 활용하거나 주택저당채권유동화중개회사법에 의한 專門仲介機關을 활용할 수 있어 그 만큼 원활하게 유동화를 할 수 있을 것으로 기대된다.

자산유동화법률은 일반자산 및 채권의 유동화에 더 큰 비중을 두고 있으며, 별도로 MBS의 활성화를 위해 주택저당채권유동화회사법을 제정한 바, 본 논고에서는 자산유동화관련법률 중 MBS와 관련있는 사항들에 대해 검토해 본다.

## 가. 制度의 概要

資産流動化란 대출채권 등의 자산을 보유한 자가 운용자금을 조기에 회수하기 위하여 다수의 채권을 모아(pooling) 제3자에게 매각하거나 동 채권을 기초로 증권을 발행하여 투자자들에게 分配하는 것을 말하며, 제 3자에 대한 매각보다는 證券(ABS)의 발행을 통한 賣却을 통상 의미한다. 자산유동화법에서는 자산유동화를 다음의 세가지 경우로 정하고 있다.(법제2조)<sup>20)</sup>

- 1.流動化전문회사(자산유동화업무를 전업으로 하는 외국법인 포함)가 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익으로 유동화증권의 원리금·배당금을 지급하는 일련의 행위
- 2.신탁회사(신탁업무를 겸영하는 은행 포함)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

## 나. 流動化資産

資産流動化에 있어서는 자산보유자가 가지고 있는 기초자산을 유동화전문회사등에 양도 또는 신탁하여야 하는데, 그 대상이 되는 자산을 유동화자산이라고 한다.

---

20) 증권감독원, 「자산유동화업무 해설편람」, 1998.9, p.6

자산유동화가 가장 발달한 미국의 경우 1970년대에 주택저당채권(mortgage)을 대상으로 한 자산의 유동화가 활발하였으나, 그 후 주택저당채권 이외의 자산으로 그 대상이 확대되었고 현재는 거의 모든 자산을 그 대상으로 하고 있다.

우리나라의 경우 資産流動化法에서는 유동화자산을 “자산유동화의 대상이 되는 債權·不動産 기타의 財産權”(법 제2조 제3호)으로 정의하고 있어 모든 재산권이 포함된다고 할 수 있으나, 流動化資産은 양도등을 이행하고 이를 등록하는 것이 義務化되어 있으므로 讓渡 및 登錄이 가능한 재산권이어야 할 것이다.

#### 다. 流動化專門會社

資産을 流動化하기 위한 매개체 또는 수단으로서 이용되는 회사 또는 법인을 일반적으로 특별목적기구(Special Purpose Vehicle)라 하며, 자산유동화법에서는 유동화전문회사, 신탁업법에 의한 신탁회사(신탁업무를 겸영하는 은행포함) 및 자산유동화업무를 전업으로하는 외국법인에 대하여 유동화전문회사등이라고 규정하고(법 제3조 제1항), 이들을 통한 자산의 유동화만을 동법에 의한 자산유동화로 인정하고 있다.

##### 1) 會社의 形態

자산유동화법에서는 유동화전문회사를 상법상의 유한회사 형태로 설립하도록 규정하고 동법에서 특별히 정한 사항 이외에는 상법의 관련규정이 적용되도록 하였으며, 그 외에 신탁회사는 신탁업법, 자산유동화업무를 전업으로 하는 외국법인은 설립근거법인 당해 국가의 관련 법률에 의하여 규제를 받게된다.

이는 설립 및 해산 등의 절차를 간소하게 함으로써 자산유동화제도를 활

성화하기 위한 것이다.

## 2)業務와 業務의 委託

자산유동화법에 의하면 유동화전문회사는 자산유동화계획에 따라 다음의 업무를 행한다.(법 제22조)

- 1.유동화자산의 양수 양도 또는 다른 신탁회사에의 위탁
- 2.유동화자산의 관리·운용 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 제 1호 내지 제 6호의 업무에 부수하는 업무

流動化專門會社는 상기 업무중 유동화자산의 管理·運用 및 處分에 관한 업무는 자산관리자(자산보유자또는 신용정보의이용및보호에관한법률 제4조제3항제1호) 내지 제3호의 업무를 허가받은 신용정보업자에게 위탁하여야 한다(법 제10조). 그 외의 業務는 자산보유자 또는 대통령령이 정하는 기타 제3자에게 위탁하여야 하며(법 제23조), 대통령령이 제정되지 않은 관계로 現在로서는 자산보유자에게만 위탁이 가능하다.

그러나 유동화전문회사의 업무중 다음의 업무는 타인에게 위탁을 하여서는 아니된다(법 제23조).

- 1.사원총회의 의결을 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

## 라. 流動化證券

자산유동화법에서는 유동화증권에 대하여 “유동화자산을 기초로 하여 자산유동화계획에 따라 발행되는 출자증권·사채·수익증권 기타의 증권 또는 증서”로 규정하고 있으므로 (법 제2조제4호) 그 범위에 대해서는 특별한 제한이 없다.

### 1) 出資證券

자산유동화법에서는 유동화전문회사의 성격을 유한회사로 규정하고 있으므로 그 출자지분을 표창하는 증권으로서 출자증권을 발행할 수 있다 (법 제28조). 상법상 有限會社는 사원의 지분에 관하여 지시식 또는 무기명식의 증권을 발행할 수 없고, 지분의 양도시 사원총회의 특별결의를 거쳐야 하며 對抗要件을 갖추어야 한다. 그러나 流動化專門會社의 경우 출자증권의 발행 및 양도에 관하여 商法에 대한 特例를 인정하여 무기명식의 증권을 발행할 수 있고(법 제28조), 商法上 持分讓渡의 요건을 제재하고 있다(법 제30조).

출자증권을 발행하는 경우에는 출자증권에 다음 각호의 사항을 기재하고 이사가 기명날인 또는 서명하여야 한다(법 제29조).

1.회사의 상호

2.회사의 성립년월일

3.회사의 총출자좌수

4.1좌의 금액

5.배당이나 재산분배에 관하여 내용이 다른 수종의 지분권에 관한 정함이 있는 경우에는 그 종류와 내용

## 6. 일련번호

### 2) 社債

유동화전문회사는 상법상의 有限會社이지만 자산유동화계획에 따라 사채를 발행할 수 있으며, 사채의 발행에 관하여 상법 제3편제4장제8절제1관(통칙) 및 제2관(사채권자집회)의 규정을 준용하도록 하고 있다. 유동화전문회사가 사채를 발행하는 경우 상법 제469조 및 제470조의 적용을 배제하여 사채의 발행을 이사회 결의에 의하지 않고 자산유동화계획에 의하도록 하고, 상법상 순재산액의 4배까지로 되어 있는 사채총액의 제한규정이 적용되지 않는다(법 제31조).

### 3) 受益證券

信託會社는 자산유동화계획에 따라 유동화증권으로서 수익증권을 발행할 수 있다(법 제32조제1항). 이 경우 신탁회사는 신탁업법 제17조의 2에 의한 금융감독위원회의 인가를 받지 않아도 된다.

### 4) 外部評價

流動化專門會社등이 국내에서 모집(증권거래법 제2조제3항의 규정에 의한 모집을 말함)의 방법으로 유동화증권을 발행하는 경우에는 증권거래법 시행규칙 제36조의 13에서 정한 外部平價機關의 평가를 받고 평가의견서를 자산유동화계획의 등록시 첨부하여야 한다(규정 제5조제2항). 외부평가 기관에 해당되는 기관은 '98. 9월 현재 68사<sup>21)</sup>가 지정되어 있다.

外部平價機關이 평가를 하는 경우에는 資産流動化計劃, 유동화자산 및 유동화증권에 관한 사항 등을 고려하여야 하며, 평가의견서에는 ①평가의 개요 및 기준, ②유동화자산에 대한 평가내용 및 평가금액, ③기타 투자자

---

21) 1.금감위로부터 주식의 인수 및 청약에 관한 간사회사로 지정받은 자(33사)  
2.금감위로부터 무보증사채권의 신용평가 전문기관으로 지정받은 자(3사)  
3.회계법인(32사)

보호를 위하여 필요한 사항을 기재하여야 한다.

또한 評價와 관련하여 공인회계사, 변호사 또는 감정인 등 다른 전문가의 의견이나 감정결과 등을 인용하는 경우에는 그 내용을 기재하고 관련 전문가의 확인서를 첨부하여야 한다.

## 라. 資産讓渡등의 登錄

### 1) 登錄時期

자산보유자 또는 유동화전문회사등이 자산유동화계획에 따른 유동화자산(유동화자산을 제3자가 점유하고 있는 경우 그 제3자에 대한 반환청구권을 포함)을 양도·신탁 또는 반환이나 유동화자산에 대한 질권 또는 저당권의 설정이 있는 때에는 지체없이 그 사실을 금융감독위원회에 등록하여야 한다(법 제6조).<sup>22)</sup>

### 2) 登錄主體

#### ① 資産保有者

자산유동화계획에 따라 유동화전문회사등에 유동화자산을 양도하거나 신탁회사에 신탁한 경우에는 당해 유동화자산을 양도 또는 신탁한 자산보유자가 등록을 하여야 한다(법 제6조제1항제1호).

#### ② 유동화전문회사등

다음의 경우에는 자산유동화전문회사등이 등록을 하여야 한다(법 제6조제1항제2호).

1. 유동화전문회사등이 자산유동화계획에 따라 유동화자산을 자산보유자에게 양도하거나 양도의 취소 등을 이유로 반환한 경우

2. 유동화전문회사가 자산유동화계획에 따라 유동화자산을 다른 유동화

---

22) 동 사항에 대하여는 민법의 규정에 의한 별도의 동기를 하지 않아도 된다.

전문회사에 양도하거나 그 유동화전문회사로부터 당해 유동화자산을 반환 받은 경우(이 경우 당해 유동화자산을 양도하거나 반환받은 유동화전문회사가 등록한다)

3.유동화전문회사등이 자산유동화계획에 따라 유동화증권의 투자자를 위하여 제3자에 유동화자산에 대한 질권 또는 저당권을 설정하거나 해지한 경우

### 3)讓渡 등의 登錄申請書의 제출

자산보유자 등이 자산의 양도등을 登錄하고자 하는 경우에는 資産讓渡 등의 登錄신청서(양도등록신청서)를 금융감독원장에게 제출하여야 하며, 양도등록신청서에는 금융감독위원회가 정하는 사항을 기재하여야 하고 관련증빙서류를 첨부<sup>23)</sup>하여야 한다(규정 제9조)

<기재사항>

1.양도등의 개요

2.양도등 대상자산의 종류별 세부명세

3.양도등의 방법

가. 양도등의 방법·일정 및 세부내용

나. 대금지급방법 등

4. 양도등의 계약상의 특수한 내용

가. 양도의 취소요건, 양도인의 우선매입권등

나. 위험의 부담, 하자담보책임등

5.채무자에 대한 대항요건 구비여부

6.법 제7조 또는 제8조의 규정에 따라 양도등에 대하여 특례규정이 적용

---

23) 첨부서류는 ①자산양도 등의 계약서 ②법 제 8조의 규정이 적용되는 양도 등 대상자산의 증빙서류등(제 11조 제1항의 규정에 의한 증빙서류등을 말함)에 대한 전자기록이다.

되는 자산이 있는 경우 그 법률상 특별효력의 내용

7.증빙서류등(제11조 제1항의 규정에 의한 증빙서류등을 말한다)의 공시에 관한 사항

8.기타 투자자보호를 위하여 필요한 사항

4)증빙서류등에 대한 확인

자산양도등의 등록을 신청하는 경우에는 대상자산과 관련한 채권계약서, 질권 또는 저당권의 설정계약서 및 그 등기필증 또는 등록필증, 부동산에 대한 등기필증 기타 관련증빙서류의 원본을 제시하고 금융감독원장의 확인을 받아야 한다.

金融監督院長은 제시된 증빙서류를 讓渡등의 대상자산의 종류별 세부 명세와 대조한 후 이상이 없는 경우 등록사실에 대한 확인을 한 후 제출인에게 반환한다. 流動化專門會社등은 확인을 받은 증빙서류의 관리책임자 및 보관장소를 指定하여야 하고 금융감독원장 또는 당해 유동화증권에 대한 투자자의 閱覽요구가 있는 경우에는 언제든지 이에 응하여야 한다.

#### 마. 流動化證券의 發行

자산유동화계획에 따라 유동화증권을 발행하는 경우 자산유동화법에 달리 정하고 있는 경우를 제외하고는 상법·증권거래법 기타 관계법령이 적용되므로(법 제27조) 有價證券의 발행에 관한 일반적인 사항에 대하여는 상법의 규정이 적용될 것이고, 유동화증권을 공모로 발행하는 경우에는 증권거래법의 관련규정의 적용을 받게 된다.<sup>24)</sup>

따라서 資產流動化規定에서는 모집의 방법으로 유동화증권을 발행하는 경우 동 규정에서 따로 정한 사항이 없으면 금융감독위원회의 '유가증권

24) 증권감독원, 전게서, 1998.9, p.20

발행신고등에 관한 규정', '上場法人등의주요경영사항신고및사업보고서'등에 관한 규정 및 有價證券引受業務에 관한 규정을 준용하도록 하고 있다(규정 제15조).

또한 유동화전문회사등이 자산유동화계획을 등록한 경우에는 등록법인 관리규정에 의한 유가증권발행인의 등록을 한 것으로 보며(규정 제13조), 사채의 형태로 유동화증권을 발행하는 경우에는 유가증권인수업무규정 제35조제1항의 규정에 불구하고 1이상의 신용평가회사로부터 평가를 받도록 하는 등의 특례조항을 마련하였다(규정 제14조).

#### 바. 流動化資産의 管理

信託會社를 제외한 유동화전문회사등은 유동화 자산의 管理業務를 자산보유자 및 신용정보업자(자산관리자)에게 위탁하여야 하며(법 제10조). 사원총회나 이사·감사등의 고유업무를 제외한 일반업무를 자산보유자 기타 제3자에게 위탁하여야 한다(법 제23조).이 경우 委託契約書 등에 해당사항을 구체적으로 명시하여야 한다.<sup>25)</sup>

資産管理者는 관리를 위탁받은 유동화자산과 이를 관리·운용·처분함에 따라 취득하는 금전을 그의 固有財産과 區分하여 管理하여야 하며, 유동화자산의 관리에 관한 장부를 별도로 작성·비치하여야 한다(법 제11조).

流動化자산의 區分管理라 함은 유동화자산과 고유재산을 物理的으로 구분하고 證憑書類를 별도로 보관하여 관리하는 것을 말하며, 금전의 구분관리라 함은 별도의 계정을 설정하여 관리하는 것을 말한다. 또한 장부

---

25) ①위탁업무의 내용, 범위 및 방법 ②위탁수수료 등 관련비용 및 지급방법 ③기타 투자자 보호를 위하여 필요한 사항

의 별도 작성·비치라 함은 유동화자산에 대하여 별도의 관리대장(장부 및 기록)을 유지하는 것을 말한다. 이 경우 관련업무를 전산시스템을 이용하여 처리할 경우에는 고유재산과 신탁재산을 구분할 수 있도록 하는 것을 말한다(규정 제17조).

이러한 사항은 법 제23조의 규정에 따라 일반업무를 위탁받는 업무수탁인의 경우에도 준용된다(규정 제18조).

유동화자산의 관리에 있어서 주의하여야 할 점은 원채무자로부터 수취한 元利金の 移替問題이다. 다수의 債權을 集合化하여 유동화하는 경우 채권에서 발생하는 現金흐름이 직접 유동화전문회사등의 계정으로 이체되도록 강제한다는 것은 과도한 時間的·經濟的인 부담을 초래하는 것이며 자산유동화제도의 定着을 위해서도 바람직하지 않다. 그렇다고 해서 채무자로부터 수취한 금전을 즉각 이체하지 않고 資産保有者의 計定으로 상당기간 보유하게 된다면 유동화전문회사가 자산보유자의 파산위험으로부터 완전히 分離(Bankruptcy Remote)되지 않아 유동화증권의 투자자에게 막대한 피해를 주게 된다.

따라서 關聯法規에서 이러한 사항에 대해 명시적으로 정한 바는 없지만 자산보유자가 원채무자로부터 수취한 금전 등은 지체없이 유동화전문회사의 계정으로 移替되어야 할 것이며, 이와 관련한 업무처리방법이 계획등록신청서에 상세히 公示되어야 한다.

또한 外部評價機關이나 신용평가회사는 자산유동화계획이나 유동화증권에 대한 평가를 실시함에 있어서 이체업무 등과 관련한 자산보유자의 내부업무처리시스템을 평가항목에 반드시 포함시켜야 할 것이며, 자산보유자의 해당 감독기관은 자산보유자에 대한 調査 또는 檢査시 이러한 사항을 중점적으로 점검하게 될 것이다.<sup>26)</sup>

## 사. 資産流動化에 따른 特例事項

### 1) 債權讓渡의 對向要件에 관한 特례 및 등기의 特례

자산유동화법에서는 민법상의 채권양도에 대한 對向要件에 관하여 채무자에 관한 對向要件의 特례와 제3자에 대한 對向要件의 特례로 나누어 규정하고 있다.

### 2) 조세감면의 特례

조세감면규제법에서는 기업 및 金融機關構造調整을 위한 稅制支援차원에서 유동화전문회사에 대하여 특별부가세 및 등록세·취득세에 대한 特례를 두고 있다.

#### ① 特別附加稅의 免除

유동화전문회사(외국전업법인 포함)가 자산유동화계획에 따라 1999년 12월 31일까지 자산보유자로부터 취득한 부동산을 취득일로부터 5년(대통령령이 정하는 바에 의하여 1회에 한하여 6월의 범위내에서 기간을 연장한 경우에는 그 연장한 기간을 말함)이내에 양도함으로써 발생하는 양도차익에 대하여는 특별부가세의 100분의 50에 상당하는 세액을 감면한다(조감법 제40조의 16).

#### ② 登錄稅 및 取得稅 免除

유동화전문회사가 자산유동화계획에 따라 자산 보유자로부터 1999년 12월 31일까지 취득한 부동산의 소유권 이전등기와 저당권에 의해 담보된 채권의 저당권의 이전등기에 대해 등록세를 면제하며(조감법 제113조), 동기간중 취득한 부동산에 대하여는 취득세를 면제한다(조감법 제114조).

#### ③ 기타의 特례사항

신탁업법에서는 신탁회사가 신탁재산에 속하는 금전을 운용하는 경우

---

26) 증권감독원, 전제서, 1998.9, p.25

국공채 등의 유가증권에 대한 투자나 대출 등에 한정하여 운용하도록 제한을 가하고 있으나(신탁업법 제15조의2), 신탁회사가 자산유동화계획에 따라 유동화자산을 양도받은 경우와 그 여유자금을 운용하는 경우에는 동 규정의 적용을 배제하였다(제 16조제1항).

또한, 신탁법 제2조 및 민법 제563조의 규정에 따르면 신탁회사는 자기계약이 금지되어 있으나 신탁회사가 유동화자산을 管理·運用하는 경우에는 동 규정의 적용을 배제하여 이를 가능하게 하였다(법 제16조제2항).

#### 아. 計劃登錄申請書 등의 提出

유동화전문회사나 자산보유자 등이 자산유동화법 또는 자산유동화규정에 따라 계획등록신청서, 변경등록신청서, 양도등록신청서 및 기타 신고서류를 제출하는 경우 각각 3부를 작성하여 서면으로 금융감독원장에게 제출하여야 한다. 그 첨부서류도 각각 3부를 제출하여야 하나, 양도등의 등록시에 첨부되는 양도등의 대상자산에 대한 전자기록은(규정 제10조제2호의 전자기록) 1부만 제출하면 된다.

금융감독원장은 제출된 서류중 1부에 대해 내용의 교체 또는 변경을 방지하기 위한 조치를 한 후 등록사실에 대한 확인과 함께 신청인에게 교부한다(규정 제20조).<sup>27)</sup>

## 2. 住宅抵當債權 流動化會社法

'98.5월 당정협의회에서 財政經濟部가 추진 중이던 자산유동화에 관한 법률과 정책기획단이 추진중이던 주택저당채권 流動化關聯法律(案)을 자

27) 증권감독원, 전게서, 1998.9, p.27

산유동화에 관한 법률에 통합입법하기로 결정하고 公信力있는 주택저당채권유동화회사의 설립을 위해 별도의 중개회사 設立法을 마련하기로 결정했다.

'99.1월 건교부 주관으로 住宅抵當債權 流動化를 制度的으로 活性化하기 위한 공신력있는 주택저당채권유동화회사 설립 추진으로 關聯會社 設立法인 「주택저당채권유동화회사법」이 국회를 통과하게 되었다. 이 법의 주요내용을 보면 다음과 같다.

첫째, 債權流動化업무를 할 수 있는 회사는 자본금 250億원 이상의 주식회사로서 자기자본비율이 대통령령이 정하는 기준이상일 것이 요구되며, 금융감독위원회추천을 거쳐 재경부장관이 인가하도록 하고 있다. 즉, 유동화 중개기관의 경우 일정한 요건만 갖추면 설립할 수 있도록 규정하여 복수의 민간 유동화중개기관의 설립이 가능하며 設立主體는 민간이나 공공에 관계없다.

유동화중개기관 설립을 시장기능에 맡겨 自由化하는 것은 다음과 같은 장단점이 존재한다. 공공기관을 운영함에 따른 정부의 부담, 유동화중개기관의 민영화 추세 등을 감안하면 유동화중개기관 설립을 자유화하는 것은 장점이고, 단점은 주택금융의 공공적 성격과 MBS 목표를 감안할 때 유동화중개기관의 설립자유화는 유동화중개기관의 공신력 문제, 유동화중개기관이 발행한 MBS의 信用度문제등이 발생 가능하다는 것이다.

둘째, 同法에서는 유동화중개기관이 住宅抵當債權附담보부채권(MBB)과 주택저당증권(MBS)을 발행할 수 있도록 규정하고 있다. 담보부채권(MBB)은 유동화중개기관의 경우에만 許容하고 있다. 저당채권담보부채권은 주택저당채권을 담보로 하여 발행되는 채권이고, 주택저당증권은 주택

저당채권을 基礎로하여 발행하는 수익증권으로 자신을 受託者로 하는 신탁을 설정하여 발행 가능하다. '자산유동화에 관한 법률'에서는 특수목적회사(Special Purpose Company)인 유동화전문회사와 신탁회사를 통하여 MBS발행을 하도록 했으나, 주택저당채권유동화회사법에서는 동 법에 의해 설립된 유동화중개기관에 주택저당채권을 매각하여 중개기관이 MBS할 수 있도록 규정하고 있다.

셋째, 채권양도의 對抗要件 및 抵當權取得에 관한 特例 및 주택저당채권의 관리등은 자산유동화에 관한 법률의 내용과 거의 같다.

중개기관은 住宅資金貸出機關으로부터 주택저당채권을 매집하여 MBS를 개발, 資本市場에 매각하는 역할을 담당하므로, 국가의 주택정책으로도 신임도가 높은 중개회사설립이 필요한 상황이다.

'99. 1월 주택건설촉진법이 개정되어 국민주택기금의 가칭 「韓國住宅抵當(株)」에 대한 出資根據를 마련하게 되었다.

이 법은 民間에서 다수의 仲介會社를 설립하는 것을 허용하고 있으나, 이 제도 시행초기에 민간의 출자만으로는 중개회사가 충분한 공신력을 인정받기 곤란하여 유동화제도의 성공적인 도입을 어렵게 할 우려가 있어 정부는 유동화제도의 조기정착을 위하여 중개기관에 일부를 출자하되 기관운영에 있어서 民間의 창의와 정부의 公信力이 조화를 이루도록 할 예정이다.

## 제2절 導入에 따른 效果와 展望

### 1. 住宅消費者에 미치는 影響

住宅消費者 입장에서 주택저당채권 유동화 제도의 도입은 금융기관의

자금조성에 있어서 都賣金融의 확대로 조성금리를 낮출 수 있고 이에 따라 시장금리에 의한 주택자금 대출금리의 하락을 도모할 수 있으며, 부담 능력에 따라 貸出限度를 확대 시켜준다는 효과가 있다. 그러나 우리나라에서는 단기적으로 커다란 효과를 기대하기 어렵다.

同制度가 단기적으로 효과를 발휘하려면 대출수요가 많은 반면 주택자금공급이 상대적으로 부족한 상황이 되어야 하는데, 최근의 주택금융시장의 동향은 이와는 반대로 주택자금수요는 시중유동성 풍부하여 급격히 위축되고 있지만 금융기관의 주택자금 공급은 확대되고 있어 1차 대출시장에서 자금의 超過供給 현상을 보이고 있기 때문이다.<sup>28)</sup>

그러나 많은 사람들이 주택저당채권 유통화제도가 도입되면 미국처럼 집값의 20% 정도만 내돈을 내고 나머지 80%는 새로운 제도에 의하여 손쉽게 대출을 받아 예전보다 훨씬 수월하게 내집을 마련할 수 있는 것으로 인식하고 있다. 이는 제도 도입을 추진하는 과정에서 언론이나 이해관계자들의 과장된 설명에 기인하고 있다고 본다. 또한 貸出이 수월해 진다고 하여 住宅구입이 수월해진다는 것은 아니다. 貸出金에 대한 금리부담가능여부가 중요하기 때문이다. 과거처럼 어떻게 해서든지 주택을 구입만하면 주택가격이 상승하여 이익을 보던 시기는 지나갔다. 더군다나 금융위기 이후의 고용불안으로 꾸준한 소득도 기대하기 어려운 상황에서 금리가 낮아졌다 해도 많은 돈을 빚으로 얻어 주택을 구입하여는 사람은 많지 않을 것이기 때문이다.

그러나, 短期的인 도입효과가 낮다고 하여 제도도입이 실패하였다고 2분법적으로 단언할 수는 없다. 제도도입의 성공, 실패를 논할 것이 아니라 주택금융 자율성장을 위한 제도도입 자체에 커다란 의미를 부여해야 하

---

28) 윤주현, “주택저당채권 유통화제도의 도입효과 및 개선방안”, 부동산리서치, 한국감정원, 1999.3, p.48.

며, 주택시장상황 및 1차 대출시장 상황의 변화에 따라 그 도입효과의 부침이 있음은 당연하다. 유동화율이 높아야만 제도도입이 성공했다고 말할 수 없기 때문이다. 굳이 성과를 따지자면 유동화율이 낮아도 시장상황에 맞게 움직이는 것 자체가 성공요인이라고 하겠다.

## 2. 住宅金融機關에 미치는 영향

住宅金融機關 입장에서 주택저당채권 유동화제도의 도입은 커다란 의미를 가진다. 왜냐하면 당장은 活性化되지 않는다 하더라도 금융기관 자금조달 수단이 확대되었기 때문이다. 同制度가 도입되지 않으면 금융기관들은 주택자금 대출기간동안 流動性이 제약되어 住宅資金貸出을 持續적으로 취급하기 어려우나, 주택저당채권을 流動化할 수 있으면 그러한 제약없이 金融機關 경영전략의 자율성을 제고할 수 있기 때문이다.

우리나라의 住宅金融機關을 크게 국민주택기금, 일반은행, 그리고 주택할부금융 등으로 나누어 보고 이들 각각의 입장에서 도입효과를 검토하면, 먼저 국민주택기금은 低利로 운용되고 있기 때문에 시장금리와 대출금리의 차이에 대한 정부의 지원 없이는 주택저당채권을 유동화하기 어렵다. 따라서 국민주택기금은 주택정책적 차원에서 그 자금조달의 수단으로서 抵當債權流動化를 검토할 수 있겠다. 이를 위해서는 정부차원에서 국민주택기금채권의 발행, 국채관리기금으로부터의 예수금, 저당채권의 유동화 등 국민주택기금의 자금조달 수단들을 비교 검토할 필요가 있다. 단기적으로 국민주택기금은 건설교통부가 추진하고 있는 流動化仲介會社에 대한 자금출자, 同회사의 운용결과에 따른 손익배당 등의 영향을 받는 정도이다. 유동화중개회사에 대한 국민주택기금의 출자는 현재 일부 이루어지

고 있는 바, 이는 설립초기에 유동화중개기관의 정상화 및 對外신인도등에서 중요한 의미를 갖는다. 그러나 장기적으로는 국민주택기금의 유동화중개회사의 출자참여가 수익사업을 위해서인지, 住宅政策的 목적에서인지를 명확히 할 필요가 있다.

주택은행을 비롯한 일반은행의 경우 단기적으로 導入效果를 크게 기대하기는 어렵지만 제도 도입자체는 금융기관들이 주택자금의 확대할 수 있는 기반조성에 기여하는 바가 크다 하겠다. 유동화제도가 도입되어 있지 않다면 住宅資金 대출확대가 일시적일 수 있으나 유동화가 가능하다면 유동성 제약없이 주택자금 貸出擴大가 가능하기 때문이다. 外國의 경우에서도 金融改革 이후 일반은행들은 산업체 대출보다는 가계대출, 특히 주택을 담보로 하는 住宅資金 貸出을 선호하게 되어 주택자금 공급을 확대하고 있는 추세이다. 우리나라도 현재 금융기관들이 住宅資金 공급이 충분한 상황이다.

주택할부금융의 경우 주택저당채권 유동화제도의 도입효과를 가장 크게 누리는 분야라고 하겠다. 왜냐하면 주택할부금융회사들은 자금조성의 기간 불일치가 심각하여 '97년말의 外換危機 이후 극심한 자금난을 겪고 있는데 실세금리로 대출된 주택저당채권을 매각하여 자금난을 완화하는데 단기적으로 커다란 효과를 기대할 수 있을 것이다. 주택할부금융사들이 보유하고 있는 시장금리에 의한 주택저당대출채권은 저리로 대출하였던 여타금융기관의 대출채권보다는 유동화하기에 유리하기 때문이다

### 3. 投資家 및 資本市場에 미치는 영향

投資者의 입장에서 주택저당채권 流動化制度의 도입은 투자상품 多樣化

라는 측면에서 환영을 받을 수 있다. 기존 채권공급은 단기채 중심으로 공급되어 있고, 5년 이상의 長期債 비중은 '97년말 현재 2.7%에 불과한 실정이다<sup>29)</sup>. 流動化제도의 도입초기에는 유동화 증권이 다양화에 쉽게 적용하기 어려울 것이나 투자상품의 다양화는 점차 자본시장의 확대를 선도할 수 있을 것이다. 주택저당채권담보부증권의 경우 국채보다 信用危險度가 높지만 주택이 擔保되어 있으므로 會社債보다는 危險度가 낮아 선택의 폭이 확대될 수 있기 때문이다. 美國의 경우 유동화증권 시장이 자본시장을 선도하고 있음에 비추어 볼 때 주택저당채권 유동화제도의 도입이 자본시장에 미치는 영향을 짐작할 수 있을 것이다.

#### 4. 住宅市場에 미치는 영향

현재 도입된 住宅抵當債券 유동화 제도의 특징은 IMF쇼크와 밀접한 관련을 갖고, 資産流動化의 관점에서 包括的이고 전격적으로 도입되었다. 그리고 주택저당채권 유동화제도가 住宅金融시스템의 효율화뿐만 아니라 IMF이후의 經濟危機 克服政策으로 도입된 만큼 외국의 제도와의 다소 차이가 있다.<sup>30)</sup>

MBS도입은 중장기적으로 주택시장에 긍정적 영향을 즉, 주택시장 전반의 수요공급 확대 및 가격안정에의 기여등을 미칠 것으로 예상되나 단기적으로는 기존 주택(기준공 주택)시장의 수요증대에만 영향을 미칠 것으로 보인다. 주택시장은 주택금융시장활성화를 계기로 專貫制度 위축에 따른 自家住宅需要增加와 주택공급확대로 주택가격 안정에 기여할 것이다.

29) 윤주현, 전계서, 부동산리서치, 한국감정원, 1999.3, p.49.

30) 박원식의 2인, 전계논문, 1999.2, p.37

첫째, 住宅金融活性化로 주택금융이 원활해지면 우리나라만의 독특한 전세제도의 이용은 점차 감소될 전망이다. 專貫制度는 유동성 부족으로 인하여 공공 금융기관으로부터 住宅金融이 충분히 공급되지 않아 임대인과 임차인 사이에 자연발생적으로 생긴 일종의 私金融制度 인데 MBS制度가 정착되면 주택금융의 流動性 확대를 가져오게 되고 이는 부담이 과중한 私金融機能의 자연스러운 위축을 초래하여 專貫制度의 필요성은 감소할 것이며 주택구입자금의 負擔輕減에 따른 자가주택 需要의 증가로 전세제도가 위축될 것이다.

<표 7>유동화제도가 주택시장에 미치는 영향

구분	영향도	내용
주택금융시장 활성화	기여	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주택의 금융자산화로 다양한 주택금융상품 활성화</li> <li>· 주택담보대출의 유동화로 금융기관들의 주택관련 대출 여력 확대</li> </ul>
주택수요의 확충	잠재 수요 증가 ↓ 실수요 증가	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 단기적-주택 구입자금의 부담해소로 잠재적 주택 수요 증가</li> <li>- 기존주택(기준공 주택)시장에 대한 관심 증대</li> <li>· 장기적-주택가격안정과 구입 용이에 따라 투기적 주택 수요감소 및 실수요 증가</li> <li>- 신규 및 기존주택시장의 균형된 발전에 기여</li> </ul>
주택공급의 확대	미흡 ↓ 기여	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 단기적-선분양제도와 연계미흡으로 직접적 영향 곤란</li> <li>· 장기적-선분양제도 연계시 주택업체들의 공급 확대기여</li> </ul>
주택가격의 안정	미흡 ↓ 안정	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 단기적-주택가격 결정에 직접적인 영향은 미흡</li> <li>- 기존 주택시장을 중심으로 자가주택에 대한 수요집중시 일시적 가격상승가능성 상존</li> <li>· 장기적-자가주택수요증가와 전세주택의 매물화로 주택 가격의 하향안정세 유지</li> </ul>

자료:박원식외2인, 「주택저당채권 유동화제도」, 삼성경제연구소사금융, 1999.2

둘째, 주택수요 확충측면에서는 단기적으로는 주택구입에 따른 초기 자금

부담 경감으로 잠재적 주택수요 증대에 기여할 것이며, 장기적으로는 잠재적 수요가 현실화되어 실수요를 중심으로 한 주택수요 증가가 예상된다. 短期的 측면에서 住宅購入資金의 부담경감으로 신규주택등 선택의 폭이 넓어져 잠재적 주택수요 증가에 기여 할 것이다. 당장은 실질적인 수요확대는 미흡할 것으로 보인다. 왜냐하면 MBS발행시 발행금리 수준이 높을 경우에는 住宅需要者의 자금부담으로 가시적인 주택수요의 증가가 곤란한 경우가 발생할 수도 있기 때문이다, 그러나 中長期的으로 볼 때 IMF이후 지속적인 住宅價格 하락에 따른 주택가격 안정화 추세로 전세 수요가 자가수요로 전환될 때 전세제도의 위축이 예상되며 신규주택 시장뿐만이 아니라 기존 주택시장도 활성화 될 것으로 보인다.

셋째, 住宅供給 측면에서 살펴보면 단기적으로 직접적인 주택공급 확대에 기여하기는 곤란할 것이다. MBS제도는 주로 주택을 擔保로 하는 형태이기 때문에 공급자(주택건설업체)가 수요자(주택구입자)에게 주택준공 전에 분양하는 현재의 선분양 제도하에서는 활용도가 매우 제한적이며 이 제도는 위축된 주택수요의 증대를 위해 도입된 것이어서 주택공급 측면에서 신규주택시장에 미치는 영향은 미흡할 것으로 판단된다. 그러나 장기적으로는 住宅金融 活性化 및 住宅需要 증가에 따라 주택공급 확대에 기여할 것인 바, MBS제도가 住宅建設業體들의 분양제도와 연계될 경우 주택공급 역할을 담당하는 신규주택시장이 활성화 가능시 되며 기존주택시장의 자가주택수요가 신규 주택시장으로 확대되어 分讓率 제고에 따른 주택건설업체들의 공급확대 의욕을 고취하게 될 것이다.

넷째, 주택가격 안정 측면에서는 短期的으로 주택가격에 직접적인 기여는 곤란할 것이나, 長期的으로는 자가주택 수요와 전세수요간의 수급조절로 주택가격안정에 도움을 줄 것이다<sup>31)</sup>. 즉, 短期的으로는 주택구입자금의

부담 경감에 따라 주택수요가 증가할 경우, 기존 주택시장을 중심으로 한 자가주택 수요 증대로 일시적인 주택가격 상승 가능성도 배제할 수 없으며, 신규주택시장에 대한 정부의 한시적 지원혜택 종료시 주택수요자의 기존주택 시장에 대한 관심이 증가할 것이다. 또한 장기적으로 기존주택 시장은 자가주택 수요 증가에 따른 專貫需要 감소와 전세주택의 매물화로 주택가격의 하락세 또는 안정세를 유지할 것이며, 주택투자에 대한 투기적이득(capital gain) 감소로 임대주택과 같은 안정적 투자가치 대상으로 전환될 것이다. 따라서, 신규주택시장은 주택수요자의 신규주택시장 유도를 위한 건설업체간의 가격경쟁으로 住宅價格의 하향 안정세가 예상된다.

---

31) 박원석외 2인, 전게서, p.55

## 제5장 問題點 및 改善方案

### 제1절 法律的 問題點 및 補完事項

住宅抵當債權流動化會社法이 99.1월 제정되어 주택저당대출채권의 양도시  
저당대출채권의 양도에 따른 권리자의 변동을 ‘저당대출채권의 등록제도’  
를 도입하는 등 나름대로의 활성화 방법을 강구하였는 바, 전격적인 시행  
에 앞서 도출된 법률적인 문제점을 파악해보고 개선방안을 강구해본다.

#### 1. 資産讓渡의 문제

流動化를 위해서는 유동화중개기관등에 대하여 채권 및 물권을 집합적  
으로 이전하여야 한다는 점에서 커다란 특색이 있으며, 다수의 권리가 일  
체적으로 이전될 때, 그 동안 민법이 예정하고 있는 채권양도에 있어서의  
對抗要件 및 物權移轉의 등기를 갖추는 문제가 그리 간단하지 않다는 점  
에서 문제는 출발한다.

##### 가. 債權讓渡의 對抗要件

통상 金融機關이 갖고 있는 주택저당채권을 유동화하기 위해 특별한  
법적인 조치를 요하는 것은 指名債權인데 지시채권이나 無記名債券 양도  
의 경우에는 그 증서상에 배서교부 혹은 교부로써 채권양도가 이루어지는  
데 반하여, 指名債權의 양도에 있어서는 債權讓渡를 위한 對抗要件을 갖  
추어야한다. 현행 민법 제450조는 債務者에 대하여는 채권양도 사실을 채  
권의 양도인이 채무자에게 통지를 하거나 채무자로부터 承諾을 받아야 하  
며, 제3자에 대항하기 위해서는 確定日字 있는 서면으로 위의 通知나 承

諾을 받아야 한다. 그런데 현재 금융기관들이 현실적으로 채권양도의 사실을 채무자에게 통지하기 위하여 書面을 작성하고 통지하는데 많은 인력,시간,비용이 들고 債務者의 소재지 불명 등으로 그 통지가 반송된 경우의 처리 문제도 간단치 않은 문제를 남기도 있다. 그래서 자산유동화법에서는 이에 대한 特例를 두고 있는데 이는 다음과 같다.

### 1) 債務者에 대한 對抗要件

우선 채무자에 대한 대항요건에 관하여 住宅抵當債權流動化會社法 제6조에서 규정하고 있는 바, 자산유동화계획에 따른 채권의 양도사실을 양도인 또는 양수인이 債務者에게 通知하거나 채무자가 承諾하지 아니하면 債務者에게 對抗하지 못하도록 하고 있다. 다만, 양도인 또는 양수인이 당해 債務者에게 다음 각호의 132)의 주소로 2회이상 내용증명우편으로 채권양도의 통지를 발송하였으나 所在不明 등으로 반송된 때에는 채무자의 주소지를 주된 보급지역으로 하는 2개이상의 일간신문(전국을 보급지역으로 하는 일간신문이 1개이상 포함)에 채권양도사실을 공고함으로써 그 공고일에 채무자에 대한 債權讓渡의 통지를 한 것으로 보도록 하여 채무자에 대한 통지절차를 간소화 하였다(법 제7조).<sup>33)</sup>

채무자외의 제3자에 대해서는 資産流動化計劃에 따라 채권의 양도를 등록한 때에는 당해 채권의 債務者(유동화자산에 대한 返還請求權의 양도

32) 1. 당해 저당권의 등기부 또는 등록부에 기재되어 있는 채무자의 주소(등기부 또는 등록부에 기재되어 있는 주소가 채무자의 최후 주소가 아닌 경우 양도인 또는 양수인이 채무자의 최후 주소를 알고 있는 때에는 그 최후 주소)

2. 당해 저당권의 登記簿 또는 登錄簿에 채무자의 주소가 기재되어 있지 아니하거나 등기부 또는 등록부가 없는 경우로서 讓渡人 또는 讓受人이 채무자의 최후 주소를 알고 있는 때에는 그 최후 주소

33) 증권감독원, 「자산유동화 업무해설」, 1998.9, p.24

인 경우 그 流動化資産을 점유하고 있는 제3자를 포함)외의 제3자에 대하여 당해 등록이 있을 때에 민법상의 대항요건을 갖춘 것으로 본다.

즉, 유동화중개기관이 저당대출채권의 등록 이후의 권리변동사항을 등록 원부에 기록유지 함으로써 이를 통하여 진정한 권리자의 공시기능을 수행 하도록 하고 있다.

이 규정은 일단 채무자에 대한 對抗效果는 현재 민법에 의한 것과 같은 것으로 보여지지만, 몇가지 점에서 問題點이 있는 것으로 보인다. 첫째, 債權讓渡의 통지를 채권의 양수인도 할 수 있는 것으로 한 점인데, 이는 법이론상 문제가 있다고 보여진다. 왜냐하면, 民法이 債權의 양수인이 통지를 하지 못하도록 규정하고 있는 것은 양수를 받지 않은 자가 허위로 채권양도의 통지를 債務者에게 하는 것을 막자는 취지인 것으로 보여지기 때문이다. 이에 대한 개선방안을 日本이 최근 마련한 채권양도 대항요건에 관한 민법의 特例등에 관한 法律에서 찾아보면, 同法律 제2조 2항은 양수인도 통지를 할 수 있게 하고 있으나, 이 경우에는 債權양도의 등기를 하고 그 등기사항증명서와 함께 통지하도록 하여, 허위의 채권양도 통지를 원칙적으로 봉쇄한 것이라는 점에서 시사점을 찾을 수 있다. 따라서 우리나라의 경우에도 만약 양수인도 債權讓渡의 통지를 할 수 있도록 한다면 이는 금융감독위원회가 발행하는 채권양도등록증명서와 함께 통지하도록 할 것이다.

둘째, 債務者에 대한 통지를 內容證明郵便으로 하라는 것인지의 여부가 不分明하다. 만약 그렇다면, 이는 오히려 현재 民法上的의 채무자에 대한 채권양도의 통지요건보다 더 강화된 것이어서 부당하기 때문이다. 또한 채무자에게 채권양도의 통지 및 승낙을 요구하고 있는데 문구의 내용이 불분명하다. 하나의 유동화계획에는 수만명의 債務者가 있게 마련인데 이들

에게 통지하는 것은 行政上·時間上의 문제가 있고 더욱이 개개 채무자 입장에서 자산의 주택이 담보되어 있는 채권자의 유동화계획에 선뜻 승낙하기가 쉽지 않을 것이다<sup>34)</sup>. 이러한 條項은 유동화제도의 활성화를 제약할 수 있는 만큼 동조항에 대한 분명한 해석이 가능하도록 개선이 요구되며, 자산보유자는 향후 주택자금대출시 '향후 유동화 계획에 해당채권이 포함될 경우 이를 承諾한다'는 사전적인 許諾書를 받아두는 것이 유리하다고 생각한다.

셋째, 주소불명의 경우에 한하지만, 新聞의 公告로 債權讓渡의 채무자에 대한 대항요건을 갖추는 채무자가 不測의 손해를 볼 수 있는 것이어서 문제가 있다. 이것은 채무자 자신이 認知하기 전에 대출채무가 제3채권자에게 넘어갈 경우 채권자에게 대항할 수 있는 요건으로 제3채권자(양도인)에게 대항할 수 있겠느냐의 여부와 관련을 갖는다. 현행 금융거래상 與信去來約款에서 채무자의 주소변경 등의 경우, 期限利益喪失등 중요한 통보를 前주소에 함에 따른 불이익을 債務者가 부담토록 하였고, 공정위의 약관심사에서도 이를 긍정적으로 보는 만큼 이 부분은 債務者의 책임에 속한 다 할 것이다. 대신에 양도시 금융기관은 信義誠實의 原則에 입각하여 통보에 있어서 최대한 注意義務가 있다고 할 것이므로 여신거래시 최근의 통보 가능한 주소로의 갱신에 만전을 기해야 할 것이다.

## 2) 제3자에 대한 對抗要件

채무자 이외의 제3자에 대한 대항요건으로는 동법<sup>35)</sup>에 따르면 민법에

---

34) 금융감독원에서는 통지만으로 대항요건을 갖는 것으로 유권해석하고 있으나 이것도

채무자의 혼란을 가중 시킬 것으로 생각한다.

35) 주택저당채권 유동화회사법을 말함.

따른 확정일자 있는 서면에 통지 대신, 금융감독위원회에 채권양도 사실을 등록함으로써 제3자에 대한 대항요건 갖추도록 하고 있다. 이는 확정일자 있는 서면에 의한 통지를 요하는 민법상 제3자 대항요건에 관한 특례로서 대량·다수 채권양도시 발생하는 절차의 번잡을 회피하기 위해 인정하는 것이다.

이는 입법론적으로 보아, 미국의 UCC 제9편의 규정과도 유사하며, 일본이 최근 제정한 債權讓渡對抗要件에 관한 민법의 特例法과도 마찬가지로, UNCITRAL이 제시하고 있는 Model과도 일치하는 것이어서 바람직한 것으로 보인다.

## 2. 權利移轉의 問題

### 1) 抵當權移轉시 登記省略문제

우리 민법은 物權變動과 관련하여 形式主義를 취하고 있다. 즉 물권변동이 일어나기 위해서는 부동산에 대해서는 반드시 登記를 해야하고, 동산에 대해서는 占有의 移轉을 해주어야만 한다. 이러한 物權變動의 형식주의는 자산유동화를 위해서는 커다란 장애물이 아닐 수 없다<sup>36)</sup>. 왜냐하면, 예컨대 5천억원어치 抵當權附債權을 양도하는 경우 각 債權額을 2500만원으로 가정하면 한꺼번에 2만건의 登記를 하여야 하는데 그 비용과 시간이 대단히 많이 소요되는 문제점을 안고 있다. 즉 抵當權이전에 필요한 업무처리를 위해 소요되는 시간을 건당 1시간으로 잡을 경우, 2만건의 登記를 하기 위해 2만 시간이 필요하며 35억 4천만원이 소요될 것으로 推算한다. 이러한 문제를 해결하기 위해서 주택저당채권유동화회사법 제7조에

---

36) 그런데 동산물권의 이전과 관련하여 점유의 이전은 관념적 점유의 이전으로도 충분한 것이고, 그 절차가 크게 문제로 되는 것은 아니므로 이하에서는 부동산 물권변동과 관련된 문제만을 검토한다.

따라 金融監督委員會에 채권양도의 登錄을 한 시점에 저당권도 登記없이 이전되도록 特例化 하였다<sup>37)</sup>.

이러한 특례를 인정한 이유는 資産유동화시 資産유동화의 대상이 되는 資産이 저당권부채권인 경우, 매자산별로 登記하는 것은 많은 시간과 비용을 초래하고, 그에 따라 積정한 資産유동화 시기를 놓친다는 것과 登記 지연에 따라 채권양도와 物權양도간 시차가 크게 발생하는 경우 채무자에 의한 불법적인 物權處分行爲 誘因이 증가함으로써 주택저당채권부증권 발행이 지연되고 對外信認度를 저하할 우려가 있다는 점, 流動化를 하더라도 일단 대출금융기관(저당채권보유자) 명의의 저당권 登記가 이루어져 있으므로 일반인에 대한 거래의 안전은 해치지 않는다는 점을 그 근거로 한다. 이 제도는 우리 民法상 物權變動중 법률행위에 의한 物權변동은 반드시 登記를 하여야만 된다는 根本原則을 깨트린 것으로 지나치게 便宜主義적인 발상임을 부인할 수 없다. 따라서 결국 이 해결방안은 현실적으로 조속한 시일내에 부동산등기의 電算化제도를 완비하여 抵當權의 이전시에 最단시간에 附記登記를 할 수 있도록 조치해야 할 것이다. 전산화로 인해 유동화대상 物權에 대해 集合登記가 이루어질 수 있도록 코드화 되어야 할 것이다.

---

37) 주택저당채권유동화회사법 제7조는 “채권유동화회사는 제5조 제1항의 규정에 의한 등록이 있는 때에 채권유동화계획에 따라 양도받은 주택저당채권을 담보하기 위하여 설정된 저당권을 취득한다”임. 또한 동법 제5조 제1항은 “채권유동화회사가 채권유동화계획에 따라 금융기관으로부터 주택저당채권을 양도받은 때에는 그 사실을 금융감독위원회에 등록해야 한다.”임.

## 2) 根抵當權이전시 登記省略問題

抵當權이란 특정채권의 담보를 위한 것이 아니라, 증감변동하는 不特定의 채권을 擔保할 것을 목적으로 하는 저당권을 말한다. 즉, 담보형태가 일반저당권에 비해 包括的이고, 담보설정도 대출채권의 130%이상 설정도 가능한 것이다. 그리고 一般抵當權은 양도시 채권양도계약에 의하나 근저당권은 기본계약 즉 양도인인 채권은행과 양수인, 담보제공자 3자가 반드시 협의하도록 되어있다.

抵當權과 根抵當權이 큰 차이<sup>38)</sup>가 있음에도 불구하고 자산유동화법은 제 8조에서 抵當權에 대해서만 금감위에 등록하면 債權讓渡를 인정하는 특례 조항을 두고 있다. 금융기관은 거의 一般抵當權이 아닌 根抵當權을 설정하고 있기 때문에 문제가 발생한 것이다.

根抵當權의 讓渡性 및 移轉登記 可否에 관한 등기사무처리지침<sup>39)</sup>에 의하면 根抵當權移轉 可否에 대하여는 다음과 같이 定하고 있다.

根抵當權의 被擔保債權이 확정전에는 채권자 지위이전은 債務者, 債權者, 引受者의 3인 합의하에 가능하지만, 그렇지 않은 경우에는 불가능한 것으로 규정하고 있다. 따라서 根抵當權을 유동화하기 위해서는 먼저 피담보채권을 확정하여 일반저당으로 전환할 필요가 있다. 이는 유동화의 선결과제이다. 왜냐하면, 債權額이 확정되어야만 投資者는 자신이 취득한 증권의 담보가 얼마인지를 正確하게 파악할 수 있게 된다. 현재 학설·판례가 인정하는 根抵當權의 確定事由를 보면 다음과 같다.

---

38) 일반저당권을 설정한 채권은 돈을 빌린 채무자의 의사와 상관없이 돈을 빌려준 금융기관이 제3자에게 이를 양도할 수 있는 데 반해, 근저당권이 설정된 채권은 양도인인 채권은행과 양수인 그리고 돈을 빌리면서 담보를 제공한 채무자가 반드시 협의해야 한다.

39) 대법원제정 등기예규 제880호(1997.9.9)

- ①確定時期의 到來
- ②당해 부동산에 대한 強制換價절차 개시
- ③債務者 또는 근저당권자의 破産
- ④채무자 또는 根抵當權設定者에 대한 회사정리절차개시 결정
- ⑤피담보채권의 범위를 특정채권만으로 하는 변경등의 사유가 발생하면 된다.

위의 사유중 ⑤의 경우인 根抵當權설정계약중 피담보채권의 범위에 관한 약정을 변경함에 따라 根抵當權이 特定債權만을 담보하게 되는 경우<sup>40)</sup>에는 그 근저당권은 確定 된다고 볼 수 있으므로, 이 方法으로 현재도 피담보채권액을 확정할 수 있다.

다만, 이 경우 피담보채권액을 확정하기 위해서는 채무자와 채권자(根抵當權者)가 합의를 요한다고 볼 것이다. 따라서, 모든 債務者를 일일이 불러서 이러한 합의를 함에는 상당한 부담이 되는 것이 사실인 것이므로 채무자를 소환하지 않고 채권액을 확정하는 특례조치가 필요할 것이다.

우리와 똑같이 資産流動化과정에 있고 根抵當제도를 유지하고 있는 日本의 경우 1998년 金融機關이 보유하고 있는 근저당권에 의해 담보된 채권양도 활성화를 위한 임시조치법(평성 10.10.16 법률 127호) 제3조는 금융기관이 債務者에 대한 債權 전부를 특정채권회수기관에 매각하는 경우, 채무자에 대하여 그 취지 및 당해 根抵當權이 담보해야 할 원본을 새롭게 발생시키지 않는다는 의사를 기재한 書面에 의해 통지한 때, 일본 민법 제398조의20조 제1항의 규정에 의해 根抵當權의 被擔保債權額은 확정된다고 함으로써 이 문제를 해결하고 있다.

---

40) 예컨대 종전에는 기본계약에서 발생하는 불특정 다수의 채권과 함께 특정채권만을 담보하는 것으로 하였으나, 이를 변경하여 특정채권만을 담보로 하기로 변경한 경우 등임.

근저당의 피담보채권을 강제적으로 特定債權만으로 확정하더라도 그 범위가 주택저당대출채권등으로 특정되므로 별 문제가 없을 것이다.

根抵當의 피담보채권을 強制的으로 확정시키는 경우 채무자가 기존의 근저당을 활용하여 추가대출을 받을 수 있었는데, 이러한 기회를 박탈하는 것으로 위헌의 소지가 있다고 지적하고 있으나 첫째, 根抵當의 경우 피담보채권을 貸出金融機關의 特定債權으로 한정한다면 채무자의 담보여력이 그 만큼 늘어나는 효과를 기대할 수 있어서 특별히 債務者에게 부당하지 않으며 둘째, 根抵當의 경우 이를 활용하여 추가대출을 받을 수 있다는 것은 사실이 그리할 뿐, 추가대출을 할 것인가의 여부는 根抵當權의 債權者의 권리이지, 채무자가 이를 積極的으로 요구한다고 하여 채권자가 반드시 이를 들어주어야 할 의무가 있는 것은 아니며, 셋째, 제3자와의 관계에서 根抵當의 채권액이 確定되더라도 제3자는 이미登記되어 있는 채권최고액을 신뢰하고 거래하였을 것이므로 제3자가 불측의 손해를 보는 경우란 없다고 할 것이다.

따라서, 이 해결방안은 근저당권의 피담보채권을 특별법을 제정하는 방향으로 해야 할 것이다. 다만, 銀行등 金融機關 입장에서는 유동화를 위하여 특정채권만 양도하고 그 담보로 근저당권을 이전하는 경우, 당해 특정채권 이외의 다른 채권에 대해서는 擔保權을 상실하거나, 채무자로부터 다른 代擔保의 제공을 요청하여야 하는 현실적인 문제가 있다.

그러나 이 문제는 金融機關이 이러한 손실을 부담하고서라도 유동화를 해야 할 필요성이 있다면, 다른 채권에 대하여 擔保를 포기하고 유동화를 하는 것이며 그렇지 않을 때에는 流動化를 포기하여야 하는것이지, 양자를 모두 보장해 주는 것은 발행될 流動化證券의 안정성을 해치는 것으로 불가능하다고 할 것이다.<sup>41)</sup>

### 3) 기타 檢討되어야 할 문제들

첫째, 우리나라에서는 각종의 優先特權 즉, 租稅優先特權, 勤勞者의 임금 우선특권 그리고 住宅賃借人의 보증금에 대한 우선특권과 법정담보물권이 존재함으로써 저당권과의 優先順位와 관련하여 衝突의 문제가 발생할 수 있다. 이러한 우선특권의 가장 큰 문제는 공시가 이루어지지 않는다는 점이다. 이들 각각의 우선특권은 배당을 하는 경우, 그 배당의 순위에 따라 참가할 수 있는 것이며, 國稅우선특권의 경우에는 國稅徵收法상의 경매로 하며, 그 행사를 위해서는 강제경매청구를 하여야 한다.

이 경우 現行法에 의하면 抵當權 등도 원칙적으로 소멸하게 된다. 이것의 해결방안으로는 부동산의 權原保險制度를 적극 도입하여 權原調査시에 유의해서 조사토록하여 해결토록 해야 할 것이다.

둘째, 향후 流動化에 있어서 가장 큰 영향을 미칠 法的인 문제들중의 하나인 抵當權의 獨立의 原則을 채택하는 문제이다. 왜냐하면 우리나라의 경우 후순위 저당권이 실행될 때, 전순위 저당권도 함께 소멸하도록 되어 있으며, 심지어 일반채권자가 강제경매를 하는 경우에 목적물위의 모든 담보권이 함께 소멸하도록 되어 있어서 안정된 유동화증권을 발행하는데 장애요인이 되기 때문이다.

셋째, 登記의 公信력과 관련한 문제이다. 抵當權의 유동화는 그 토대가 바로 물적재산이므로, 그 물적 토대가 어떠한 사유로 인해 상실되어서는 안된다. 즉 轉傳流通되는 저당권과 그 피담보채권을 취득한 자가 그의 채권의 변제확보를 위한 담보권인 抵當權이 제3자의 권리주장으로 상실당할 수 있다면 누구도 저당권부채권을 취득하려고 하지 않을 것이며 결과

---

41) 윤부찬, “자산유동화제도에 관한 고찰”, 한국부동산법학회 학술대회, 1999, p.76

적으로 抵當權의 유동화가 달성될 수 없을 것이기 때문이다. 이를 방지하기 위해서는 등기의 公信력을 인정하여 그 등기를 신뢰한 자의 신뢰를 보호하여야만 한다.

이러한 登記의 公信력<sup>42)</sup>은 현행 登記制度하에서는 認定할 수 없는 것이며 또 이를 가까운 장래에 등기제도를 개선하여 인정할 수도 없을 것이다. 抵當權附證券도 부동산에 의해 擔保되어 있으므로 부동산에 대한 등기의 공신력이 인정되어야만 원활한 유통이 가능해진다.

그런데 獨逸의 경우에는 등기의 公信력을 인정하고 있지만, 미국의 경우에는 등기제도가 없고, 不動產登錄制度가 있을 뿐이다. 이러한 不動產登錄制度는 부동산자체를 등록하는 것이 아니고, 단지 부동산거래에 관한 계약서를 등록할 뿐이며, 이 등록에 공신력이 부여되는 것은 아니다<sup>43)</sup>.

그럼에도 불구하고 미국의 모게지의 流動化는 가장 성공적이라고 평가할 정도로 발달되어 있다. 생각컨대 登記의 公信력을 인정하고 있지 않은 우리나라의 부동산등기에 관하여 조속한 시일내에 公信력을 부여하기란 매우 어렵다.

그 이유는 우리 등기제도의 현실상 實體的 진실대로 등기가 이루어지기 매우 힘들고, 국민들도 등기를 사실대로 하고 있지 않기 때문이다. 그렇다면 우리와 마찬가지로 不動產登記에 대해 公信력이 없으면서도 저당권의 유동화를 성공적으로 달성하고 있는 美國의 제도를 고려할 때 우리나라의 저당권의 유동화를 위한 토대를 제시할 수 있을 것이다.

따라서 현행 不動產登記제도하에서 저당권의 유동화를 위한 토대로 미국의 權原保險(title insurance)과 같은 제도를 도입하면, 登記의 公信력을

---

42) 등기의 공신력이란 저당권의 내용과 등기부의 내용이 일치하는 것을 말한다.

43) 물론 Torrence system을 채택하고 있는 하와이, 일리노이, 메사츄세츠, 미네소타 주등에서 토렌스 등기제도가 시행중인 곳에서는 등기의 공신력이 인정된다.

인정한 것과 거의 같은 효과를 거둘 수 있다고 본다<sup>44)</sup>.

## 제2절 制度的인 問題點 및 補完事項

### 1. 住宅抵當債權擔保付債券 발행관련

住宅抵當債權擔保附債券은 住宅抵當債權을 擔保로 발행되는 債券 (mortgage-backed bond ; MBB,)으로 '주택저당채권유동화회사법'에서는 유동화중개기관에만 발행을 허용하고 있다. 그러나 '자산유동화에 관한 법률'에서는 또한 유동화전문회사를 통한 MBB 발행이 가능토록 하였다.

金融機關이 보유자산을 신탁하거나 特別目的會社인 流動化專門會社에 매각하는 형태만을 상정하여 법안이 마련됨으로써 金融機關이 보유하고 있는 住宅抵當債權을 중개회사 이외의 金融機關에 매각할 수 없으며, 금융기관이 보유자산을 賣却하지 않고 이를 擔保로하여 채권을 발행하는 형태인 MBB의 직접 발행을 包括하지 못하고 있다.

金融機關이 보유자산을 매각하지 않고 직접 MBB를 發行하는 것이 좀 더 효율적임에도 불구하고 여타자산과 마찬가지로 SPC인 유동화전문회사를 설립하여 MBB를 발행하도록 함으로써 金融機關의 效率的인 유동화를 저해하고 있다. 5년 이상의 장기채 비중이 2.7%('97년도)에 불과한 우리나라의 債券市場에서 일반투자자는 장기투자에 쉽게 적응하기 어려울 것이므로 流動化制度의 도입초기에는 단기채 發行부터 시작하여 점차 장기채로 전환해야 市場衝擊이 적을 것으로 사료된다. 기관투자자들도 금리변동, 중도상환, 채무불이행 등으로 收益率 및 상환기간이 가변적인 증권형 보다는 상환기간 및 收益率이 발행시점에서 확정적인 債券型(MBB)을 선

44) 윤부찬, 「저당권의 유동화에 관한 연구」, 연세대, 1996.12, p.3

호할 것으로 보인다.<sup>45)</sup>

그러나 ‘자산유동화에 관한 법률’에서는 허용하고 있는 流動化專門會社를 통한 MBB의 발행은 다음과 같은 問題點을 안고 있어 효율적이지 못하다. 첫째, 예기치 않은 借入者의 채무불이행시에 MBB의 적기상환이 곤란하다는 점이다. MBB를 자산보유자가 직접 발행하는 경우에는 별도의 재원으로 적기 지급후 擔保權을 實行할 수 있으나 SPC의 경우에는 이러한 대응이 불가능하다 할 것이다.

둘째, 金利變動 危險을 흡수하기 곤란하다는 점이다. 담보로 제공된 주택자금대출은 變動金利인 반면 MBB는 일반적으로 固定金利로 발행되므로 저당대출의 금리가 내려갈 경우에는 SPC의 파산이 우려가 된다.

셋째, 財務構造의 改善效果를 기대하기 어렵다는 점이다. 담보자산과 MBB의 현금흐름 및 만기가 달라서 MBB의 滿期到來시 잔존 대출채권의 환매를 통한 債務辨濟가 필요하다. 따라서 자산유동화의 우선목표인 재무구조 개선을 위한 off-balancing 效果를 기대하기가 어렵다.

따라서 ‘자산유동화에 관한 법률’이 주택저당채권 유동화제도까지 포괄하는 法이라면 자산보유자의 다양한 住宅抵當債權 流動化를 허용할 수 있도록 법개정이 이루어져야 할 것이다.

## 2. 債權讓渡事實의 登錄관련

주택저당유동화회사법 제5조에 의하면 住宅抵當債權의 양수·양도사실을 민법에 따른 서면있는 통지 대신 금융감독감위원회에 채권양도 사실의 등록하도록 하여 債務者외의 제3자에 대한 對抗要件으로 하고 있다. 이 등록제도에 있어서는 첫째, 登錄의 방식 및 내용의 문제에 있어서 어

---

45) 윤주현, 전게서, 부동산 리서치, 1999 봄, p.49

떻게 해야 적절한 公示效果를 거둘수 있느냐를 고려해야 한다. 이는 일반 채권 등록부를 편재함에 있어서 人的編成의 방식, 즉 사람을 기준으로 편재할 수 밖에 없을 것인데, 이 경우 채권액, 채권발생일, 채무자의 동일성 등이 정확하지 않으면 債務의 동일성 역시 부정될 소지가 있기 때문에 세심한 주의가 필요하다.

둘째, 登錄場所에 관한 접근의 容易性이 문제가 되는 바, 金融監督委員會의 사무소는 서울에만 존재하고 있기 때문에 만약 이해관계인이 개별 금융기관이 보유하고 있는 債權의 양도사실에 관하여 열람하고자 하는 경우, 그 정보를 쉽게 접근하여 열람할 수 있어야 한다. 만약 그것이 불가능 할 때에는 금감위에 등록으로 채권양도사실에 대한 公示의 기능은 거의 발휘될 수 없을 것이다.

셋째, 등록으로 인한 사생활 보호문제로 금융감독위원회에서 개별 채무자의 인적사항 및 채무상황에 대하여 공시를 하고 나아가 개별금융기관이 다른 金融機關으로의 債權讓渡 사실을 공시하는 경우, 만약 누구든지 그 정보에 접근 할 수 있는 길을 열어 놓은 경우 개인의 사생활을 적지 않게 침해하는 것으로 볼 수 있다. 따라서 공개할 정보의 내용·정보공개의 대상, 방법등에 관하여 면밀한 검토를 요한다고 볼 것이다.

### 3. 稅制支援 側面

住宅抵當債權 流動化제도의 활성화를 위해 각종 세제지원이 뒷받침되어야 할 것인 바, 첫째, 주택저당채권 양도시 賣却損의 法人稅 控除 및 還給을 고려할 수 있다. 즉 기존의 주택저당채권을 讓渡함에 따라 발생하는 금융기관의 賣却損에 대하여는 法人稅를 공제하거나 과거 納付稅額에서 환급 처리 해줄 수 있겠다.

둘째, 유동화중개기관에 대하여는 經營的인 안정을 위하여 제1金融機關과 동등하게 대우해 줄 필요성이 있다. 방법상으로는 유동화중개기관이 적립하는 대위변제 준비금을 損金으로 인정해 주고, 代位辨濟에 대한 대손충당금 損金認定 한도를 貸損實積率에 채권 잔액을 곱하여 계산한 금액으로 인정해 줄 수 있겠다. 또한 유동화중개기관이 감독관청의 승인등 객관적 기준에 의하여 처리한 것은 貸損金으로 인정해 주고, 당해 사업연도의 소득금액 계산에 있어서 支給利子를 손금에 算入하지 아니하는 기준초과 借入金 한도를 自己資本의 5배를 초과하는 自己資本의 20배를 초과하는 借入金으로 확대를 고려해 볼 수 있고, 유동화중개기관을 법인세법상 금융기관에 포함하여 利子所得 등에 대한 源泉徵收를 면제해 줄 수 있겠다.

셋째, 주택저당증권의 去來費用 인하를 위해 조세지원 측면으로, 유동화중개기관이 발행하는 주택저당증권, 주택저당채권 담보부채권 및 주택저당채권 유동화와 관련되는 諸文書에 印紙稅 면제등을 고려해 볼 수 있다.

넷째, 住宅資金貸出 수요의 확대를 위한 租稅支援 측면으로는 주택자금 차입금의 원리금 상환액에 대한 연간 所得控除限度를 연72만원(원리금의 100분의40)에서 이자 전액으로 확대실시가 필요한 바, 이는 현재 政府가 시행을 검토중이며 공제한도를 일단 180만원으로 고려하고 있다.

다섯째, 外國人 投資 및 外貨誘致투자 측면에서의 租稅支援에서 고려하면 유동화중개기관이 발행한 외화표시 주택저당증권 및 주택저당채권 담보부채권으로부터 발생하는 利子소득에 대해 소득세 및 법인세를 면제하도록 하며, 流動化仲介機關이 주택저당증권 및 주택저당채권을 국외에서 발행하여 조달한 외화자금을 예치함으로써 지급받는 소득에 대하여는 법인세를 면제토록 하는 방안을 강구할 수 있겠다.

궁극적으로 주택저당채권 유동화제도의 조기정착을 위해서는 도입초기 투자자를 유인하고 중개기관의 자금조달 비용을 절감할 수 있는 세제지원이 필수적인 바, 稅制支援은 단기적으로 投資者에 대한 收益率을 상승시키고, 장기적으로는 주택저당대출의 金利를 하향시킬 것이다.

#### 4. 債券市場 등 流通市場 측면

抵當權의 유동화제도를 도입함에 있어서 經濟的인 걸림들로 지적되어 오고 있는 것으로는 抵當證券을 소화할 수 있는 채권시장의 未發達, 시장 실세금리와는 별개로 운영되어온 대출시장의 金利決定 메카니즘, 한정된 국가자원의 주택부분에 대한 배분정도등을 들고 있다. 우선 채권시장의 여건을 검토하면 우리나라의 債券市場은 기업 및 개인부분의 자산투자 구성의 변화로 인한 수요증가 및 債券을 통한 기업의 자금조달이 확대됨에 따라 流通量과 시장규모가 확대되어 외부충격 흡수 능력이 향상되었으며 향후에는 장기국공채 및 금융채의 발행이 增大되어 長期債市場도 活性化 될 것으로 전망하고 있다.

그러나, 이러한 채권의 발행규모의 확대에도 불구하고 발행채권의 대부분이 발행기관의 특수성과 금리규제에 의하여 자발적인 引受·소화구조가 구축되지 않음으로서 극히 후진성을 면치 못하고 있다. 債券의 소화실태를 보면 국내채권의 소화구조는 채권수급의 불균형과 발행 및 유통수익률간의 격차에 따라 歪曲現狀이 지속되어 왔는 바, 이는 첫째, 채권투자자의 인식부족과 제2 금융권의 高收益 상품에 대한 선호에 따라 채권수요기반이 취약하여 물량초과 공급현상이 지속되었고 둘째, 발행금리의 규제로 발행 및 유통수익률간의 격차가 채권시장의 자율기능을 저해하여 금융기관 등 기관투자자에의 강제할당방식에 지나치게 의존하고 있는데 기인한

것이다. 抵當貸出과 채권시장의 금리차이 이외에도 債券市場내에서 장기 채에 대한 流通收益律이 탄력적으로 調停될 수 있어야 하며 단기채 위주에서 장기채로의 債券收益率의 其間構造<sup>46)</sup>의 재배치가 적절하게 이루어져야 한다.

한편 유동화제도가 활성화되기 위해서는 市場金利구조면에서 대출기관에게는 유동화증권의 발행금리 또는 貸出債權양도시의 적용금리가 대출금리보다 낮아 마진을 보장할 수 있어야 하고 투자자에게는 타금융상품보다 높은 收益을 보장할 수 있어야 한다. 그러나 우리나라의 住宅金融은 복지 금융의 성격이 강하며 금리의 기간 구조가 왜곡되어 있으며, 주택자금은 낮은 금리라는 인식이 자리잡고 있다. 실제에 있어서도 住宅金融은 장기 저리로 운영되어 오고 있다. 이러한 逆마진을 어떻게 해결할 것인가가 경제적인 측면에서 주요한 과제라고 할 것이다. 이는 결국 종국적으로 금리 구조의 개선으로 해결되어야 한다.

한국의 채권발행시장이 금리규제적인데 비하여 유통시장은 비교적 경쟁적이며 실세금리를 반영하고 있다. 채권시장이 잘 정비되고 금리자유화가 이루어진 선진국의 경우 발행금리와 유통수익율 사이에 큰 차이를 보이지 않는데 비하여, 한국은 會社債의 경우도 그 차이가 3% 정도에 달하고 있다. 발행이율에다 인수수수료, 지급보증료, 되안기(return)에 의한 자금부담 및 매매손 등을 감안하면 채권발행기관의 資金調達費用은 유통수익율에 수렴한다고 볼 수 있다. 따라서 流動化制度의 도입을 위해서는 주택자금 대출채권을 기초로하여 발행된 證券의 발행금리가 채권시장의 유통수익율 이상이 되어야 한다. 이를 위해서는 住宅資金貸出金利는 채권유통수

---

46) 채권수익율의 기간구조(term structure of yields)는 채권가격의 결정요인 중에서 채무 불이행 위험, 세제상 조건 및 시장성등 다른 조건이 모두 같고 만기까지의 잔존기간만이 다를 경우 만기까지의 잔존기간과 채권수익율간의 관계를 말한다.

익율에다 주택자금대출의 실행 및 관리비용과 유동화와 관련하여 소요되는 비용 및 金融機關의 적정 收益 등을 합한 수준에서 결정되어야 한다<sup>47)</sup>.

流動化가 활발하게 운용되고 있는 美國의 경우를 보면 住宅資金 貸出金利는 단기 기업대출은 물론 정부채등 다른 증권에 비해 수익률보다도 높아 유동화했을 때 소화가 용이하며, 日本의 경우에도 유동화의 주요대상이 되고 있는 住宅金融專門會社의 주택자금 대출금리는 다른 증권에 비해 금리는 물론 도시은행의 주택자금 대출금리에 비해 상당히 높은 수준이다<sup>48)</sup>.

## 5. 抵當保險 및 危險保險의 導入 必要性

抵當保險을 저당권설정자가 그 채무를 불이행하는 경우, 그 채무이행을 보험하는 것을 말한다<sup>49)</sup>. 이는 저당대출을 한 금융기관의 손실을 鎭堡해 주기 위한 것이다. 그런데 저당대출금융기관이 손실을 보게 되는 것은 다음의 세가지 요건이 充足되었을 때이다. 즉 첫째, 채무자가 채무를 불이행하고 둘째, 저당목적물의 가치가 저당채권의 殘存債權額에 미치지 못하여야 한다. 즉 擔保不足事態가 발생하여야 하며 셋째, 채무자로부터 부족액의 지급을 받을 수 없는 상황이라야 한다.

따라서 여기서 가장 중요한 것은 저당목적물의 價額이 채권액에 미치지 못하는 경우가 빈번히 발생하여야 저당증권 내지 보증제도가 필요하다고 할 것이다. 이는 결국 대출비율을 어떻게 하느냐에 따라 달라진다. 우리나라

47) 신기섭, “주택저당채권 유동화제도의 도입필요성과 도입방안”, 한국주택은행, 주택금융, 1990, p.30

48) 이정훈, “한국 주택저당채권의 유동화 방안”, 부산대 석사논문, 1997.2, p.61

49) 윤부찬, 전제논문, p.235

라에서 저당보험제도의 도입의 필요성이 있다면 주택금융의 목적을 어디에 두느냐에 따라 그 결론이 달라질 수 있다.

그러나 현실적으로 현재와 같은 높은 시장이자율 상황에서는 대출한도 자체가 소액으로 한정될 수 밖에 없고 貸出比率을 높일 수가 없으므로 저당보험은 필요치 않다고 생각된다. 그러나 장차 시장이자율이 하락하여 장기·고액대출이 행하여질 수 있는 상황에 도달하여 貸出이율을 높일 경우에는 이러한 抵當保險의 도입의 필요성이 있다고 할 것이다.<sup>50)</sup>

위의 저당보험 내지 보증은 필요가 없을 수 있어도 목적물의 위험보험 즉 화재보험 등은 그 가입을 요하는 것으로 보아야 한다. 왜냐하면 상대적으로 장기인 저당대출기간 동안에 목적물이 멸실·훼손케되어 抵當目的物이 소실케되고, 抵當設定者가 채무불이행을 하는 경우 불측의 손해를 보게 되기 때문이다. 다만 이와같은 보험을 가입케하면 抵當權設定者의 대출비용이 증가하게 되는 문제점은 있다.

### 제3절 政策的 示唆点

주택저당채권 유동화제도가 주택정책과 관련되므로 정부가 참여하는 유동화중개기관이 설립된다면 公共性을 강조해야 한다. 유동화중개기관의 설립이 기정 사실화 되었음으로 중개기관의 성격을 공공·민간·민관합동 중에서 어느것이 가장 바람직할 것인가의 문제를 고려해야 할 것이다.<sup>51)</sup>

최근 유동화제도가 입법 시행하게 된 바, 효율적인 방향으로 운용될 수 있도록 이를 뒷받침하는 제도적인 보완이 필요할 것이며 특히 MBS유동

50) 윤부찬, 상계논문, p.223

51) 정부는 국민주택기금에서 일부 지분을 출자하되 민간이 창의성이 발휘되도록 민간금융 전문가에 의해 운영되도록 유도할 것이라고 밝힌 바 있다.

화제도를 주력시장 등과 긴밀히 연계시켜 住宅政策등 다른 정책과의 시너지효과를 도모해야 할 것이다. 그래서, 住宅抵當債權流動化 제도를 주택금융시스템을 선진화하는 계기로 활용하는 것이 필요하며 유동화제도를 효과적으로 활용할 경우에 규모와 구조면에서 취약한 住宅金融시스템을 先進化하기 위한 계기가 될 수 있을 것이다.

이런 맥락에서의 정책적 시사점으로 첫째, 관리수수료 및 관련거래비용 절감을 최소화하는 방안이 강구되어야 한다. 즉, 유동화제도가 활성화되기 위해서는 金錢收益率의 차이를 最小化하는 것이 절실히 필요한 바, 유동화증권발행에 따른 등기이전 등 法的인 문제등으로 인해 발생하는 비용의 최소방안과 유동화 관련기구들의 운영을 효율화하여 관리수수료 부담을 줄이는 노력이 있어야 할 것이다.

현재와 같이 신탁회사를 제외한 SPC와 유동화중개기관을 통하여 MBS를 발행할 경우 자산 운영수익에 대한 法人稅와 배당소득세를 이중으로 부담하는 문제가 발생하는 바, MBS 수익에 이중으로 과세될 경우 주택 수요자는 높은 貸出金利를 부담해야하고 투자자는 낮은 투자수익을 감수해야 하므로 MBS를 활성화하는데 상당한 제약으로 작용할 것이다.

이러한 MBS발행에 따른 이중과세 문제를 해결하기 위하여 MBS를 발행하는 SPC와 유동화중개기관에 대하여 조세 도관체(conduit)로 인정하는 방안을 검토할 수 있는 바, 일정한 요건을 갖출 경우 SPC와 유동화중개기관에 대하여 法人稅를 감면해야 한다. 이것은 현재 二重課稅를 면제하고 있는 뮤추얼 펀드와의 형평성 문제를 볼 때도 二重課稅 문제를 해결하는 것이 타당할 것이기 때문이다.

둘째, MBS의 信用度를 높이고 활성화시키기 위해서는 공신력있는 유동화중개기관이 필요시 되는바, 住宅抵當債權流動化會社法에 의하면 일정

요건만 갖추면 유동화중개기관 설립이 자유롭기 때문에, 시장기능에 맡기고 있는 상황이다. 이는 유동화중개기관의 난립으로 공신력이 하락할 수 있는 요인이 될 수 있고, 유동화시장의 안정성마저 해칠 우려가 있다. 최근, 정부와 IFC 및 일부 금융기관들의 컨소시엄구성 가칭 「韓國住宅抵當(株)」<sup>52)</sup>를 설립하여 유동화제도의 中樞的 역할을 갖도록 할 예정인 바, 유동화중개기관의 설립 및 운영에 대한 감독권을 가지고 있는 금융감독위원회의 적절한 역할이 필요하며, MBS시장의 여건이 성숙되는 시점에서 유동화중개기관에 더 많은 공공의 자본참여가 바람직할 것으로 보인다.

이와 더불어 유동화 중개업무를 원활하게 수행하고 투자자를 위해 투자 정보를 제공하기 위해서는 주택금융 관련 통계자료가 필요한 데, 유동화중개기관에게 주택금융시장의 활성화를 위해 정보의 체계적인 수집·관리가 요구되며 기존 주택은행이나 국민주택기금등이 보유하고 있는 정보에 접근할 수 있도록 법률적인 보장이 필요할 것이다. 또한 시행초기에는 대외 신인도의 제고 및 제도상 미비점의 보완을 위해 유동화중개기관에 대한 정부의 지도와 감독이 있어야 할 것이다.

셋째, 流動化制度와 주택시장과의 연계강화로 주택공급을 유기적으로 연결하여 주택시장의 경기조절 기능을 부여하는 것도 강구할 필요가 있는 바, 이를 위하여 현재 流動化制度가 주택수요자에 대한 자금공급으로 주택수요 견인에 초점을 맞추어 있는 만큼 주택공급 확대를 위하여 주택공급자에 대한 자금조달을 확대하는 방안을 모색할 수 있겠다.

또한, 분양에 따른 시세 차익이 없어지는 국면에서 先分讓制度의 이점

---

52) 현재 건교부 주관으로 자본금 1천억원 규모의 MBS중개기관 설립기획단이 정부 과청 청사에 사무소를 설치하고 있고, 同 회사는 건교부가 국민주택기금에서 25%를 출자하고, 국민은행 외환은행·주택은행·현대투자신탁이 각각 15%씩, 세계은행의 자매 금융기관인 IFC(국제금융공사)가 10%, 삼성생명이 5%를 출자한다.

이 없는 만큼 완공시까지 미분양 사태는 향후 계속될 것으로 전망되는 바, 주택공급업자에 대한 자금조달 방안은 현재 資金調達의 부담과 건설 위험을 주택수요자에게 전가시키는 先分讓制度의 문제와 동시에 고려하는 것이 필요하다고 하겠다. 자산유동화증권(ABS)과 住宅抵當證券(MBS)을 효과적으로 연계시켜 주택공급업자에게까지 자금조달을 확대할 필요가 있다. 金融機關은 건설부지, 시설 등을 擔保로 주택공급업자에게 자금을 대출하고, 이에 대한 자금을 資産流動化證券을 발행하여 조달할 수 있는 바, 주택건설업자의 信用度가 낮더라도 당해 주택건설사업이 유망한 경우 프로젝트 파이낸싱 형태로 대출도 가능하며 입주시 주택의 소유권이 건설업자에서 입주자에게 이전되는 상황에서 금융기관은 건설업자에게 나간 대출을 입주자에게 장기대출로 전환하고, 이에 대한 자금을 MBS를 발행하여 조달할 수 있다. 따라서 유동화제도가 주택공급자에 대한 자금조달 수단으로까지 확대될 경우, 주택시장의 경기조절기능을 가질 수 있을 것이다.

마지막으로 MBS제도 활성화로 전세제도가 위축될 것을 대비한 주택정책의 개선이 필요하다. 현재의 住宅政策은 월세제도 보다는 전세제도에 많은 비중을 두고 있으며 이로 인하여 IMF이후 專賣價格 하락에 따라 전세분쟁을 경험하기도 하였는 바, 전세입자가 대거 주택 구입시장이나 월세시장으로 이동할 경우 스폰지게임에 빠져 있는 기존 주택소유자가 전세자금을 반환하지 못하여 일시적인 혼란이 발생할 우려가 있으므로 완충적인 장치로써 금융기관의 자금공급 방안을 마련할 필요가 있다<sup>53)</sup>. 非自家住宅자를 위한 임대주택의 活性化 측면에서도 전세 대신 월세형태로 주택 임대시 소득세를 신고하여야 하는 등 차별적 조치의 해소가 필요하다.

---

53) 박원석외 2인, 전게서, p.67

또한, 현재 추진중인 住宅景氣 活性化對策은 新規分讓 住宅市場에만 초점을 맞추고 있어 주택시장 전체의 활성화에 노출되고 있다. 따라서 MBS제도 도입을 계기로 정부의 역할도 신규분양주택시장만을 위한 편중된 시장참여 형태에서 주택금융시장의 활성화를 통한 신규 및 기존주택시장의 균형된 발전을 위한 자생력제고 역할로의 전환이 필요하다 하겠다.

## 제 6 장 結 論

우리나라 97년말 현재 전체 住宅金融 164조중 제도권 주택금융 규모는 33%에 불과하고 나머지 67%는 비제도권 주택금융인 전세자금에 의존하고 있다<sup>54)</sup>. 이렇듯 국내 현실은 住宅金融 규모가 적을 뿐 아니라 주택금융시스템도 취약한 바, 고도성장기를 거치면서 資本配分이 산업생산 분야에 비중을 두어 왔음을 부인할 수 없다.

IMF이후 經濟危機로 인해 발생한 전반적인 資産디플레이션 추세하에서 주택가격 역시 유래없는 급격한 하락 추세를 보여 98년 한해동안 대략  $\Delta$  15~30%대에 이르고 있다. 지금까지 많은 연구가 있었음에도 이제서야 流動化制度를 전격적으로 도입한데는 金融危機下에서 금융기관의 부실채권 처리를 위한 주요수단으로 활용하려는 정부의 의지가 內包되어 있다. 住宅抵當債權流動化制度를 독자적인 법률보다는 자산유동화제도에 포괄하여 도입한 것은 유동화제도의 정책적 목적이 강조된 것을 뒷받침한다. 주택저당증권을 유동화전문회사를 통하여 발행하도록 한 것은 금융기관의 자기자본비율 제고를 목적으로 하며, 유동화중개기관의 공신력문제, 중개기관이 발행한 MBS의 신용도 문제등으로 회사 설립시 일정기준을 정하고 있다. 금융기관이 직접 MBB를 발행하는 방안은 유보하였다.

이제 시작된 住宅抵當債權 유동화제도의 활성화여부는 참가자들이 유동화시장에서 얼마나 이익을 올릴 수 있느냐에 달려 있는 바, 금융기관이

---

54) 윤주현, “주택저당채권 유동화제도의 도입방안”, 홍성웅(편), 「자산디플레이션과 부동산의 증권화」, 한국건설산업연구원, 1998. p.223

주택저당채권을 創出하고 이를 효과적으로 證券化할 수 있도록 하는 금융시스템의 안정과 효율이 유동화제도 活性化의 主 觀건이 될 것이다. 즉, 금융기관이 시장금리 수준에서 주택저당대출을 적극적으로 확대하여 유동화가 가능한 주택저당대출을 충분히 보유함과 동시에 보유한 抵當債權을 유동화해야 할 만큼의 金融機關의 유동성 압박이 어느 정도 존재해야 할 것이다. 또한 금융기관이 대출금리와 자본시장에서의 증권수익률 차이로 적절한 스프레드를 획득할 수 있도록 金融市場의 안정화가 필요하며 동시에 유동화증권 발행이 가능하도록 長期債券市場이 성숙될 것을 요구한다. 그리고 투자자 입장에서는 MBS가 안전하고 수익성이 있는 투자수단이 되는지 여부도 생각해 봐야 할 것이며 유동화증권의 수익율과 여타 금융시장 금리와의 차이, 자금을 장기적으로 운용할 수 있는 투자자의 존재가 절대적으로 필요한 것이다.

이렇듯 주택저당채권의 活性化의 여부를 결정하는 流動化參與者의 의지는 경제여건, 주택시장, 금융시장의 여건등에 영향을 받는다.

특히, 金利의 경우 대출금리와 MBS 收益率 차이가 적을수록 유리하기 때문에 유동화 관련한 거래비용, 수수료등이 최소화 될 수 있도록 효율적 운용이 필요하다.

그러나 동제도의 活性化에 現實的으로 부딪히는 여러가지 제약을 “관련 특별법”으로만 해결하기 어려우나 언제까지나 환경의 미비 탓으로 이와같은 훌륭한 부동산금융제도를 실행하지 않을 수는 없다. 다행히 최근의 금융여건은 채권금리의 下向安定化, 유동화중개회사의 설립, 정부의 주택부문활성화 노력과 더불어 同제도의 실행을 눈 앞에 두고 있다.

위 논고에서 선진국의 사례를 살펴본 바와 같이 주택저당채권을 유동화함으로써 住宅金融을 資本市場과 연계하여 住宅資金의 안정적 공급을 도

모할 수 있고 자금의 장기고정화 방지로 금융기관 자금운용의 유동화 및 運用과 配分の 효율성을 제고함으로써 경제회복과 함께 증대되는 住宅金融 수요를 충족시킬 수 있을 뿐만 아니라 대출채권의 유동화는 금융기관의 효율적인 危險管理 수단이 된다는 측면에서 활성화가 시급하다고 생각한다. 그러나 이들 도입에 따라 住宅市場, 住宅金融市場 및 전체 金融市場에 미치는 영향이 크게 달라질 것이므로 여건변화에 따른 구체적인 실행 방안 등에 면밀한 제도적, 法的 뒷받침이 추가로 필요할 것이다. 마지막으로 주택저당채권 유동화제도의 도입방향은 금융기관의 유동화를 지원하는 형태이어야 한다. 이를 위해서는 금융기관이 주택저당채권을 유동화하는데 장애가 되는 요인을 파악하여 이를 해소하는 방향으로 나가야 한다. ‘자산유동화에관한법률’이 진정한 주택저당채권 유동화제도를 포괄하기 위해서는 유동화 방법의 다양성을 포함할 수 있도록 하고 추진과정에서 파악되는 문제점을 지속적으로 개선해야 할 것이다. 또한 유동화중개회사의 존재도 금융기관의 효율적인 유동화를 지원토록 유도되어야 하며 민간금융전문가의 영입 및 교육훈련을 통하여 초창기의 공공기관성격에 민간활력을 유지할 수 있을 것이다.

## 參考文獻

### [國內文獻]

- 곽윤직, 「부동산등기법」, 서울:박영사, 1993.
- 김상용, 「부동산담보법」, 서울:삼지원, 1986.
- 방경식, 「부동산학개론」, 서울:범론사, 1995.
- 이준범, 「현대경영이론」, 서울:박영사, 1991.
- 김상렬외 2인, 「주택금융활성화를 위한 주택저당채권 유동화제도의 연구」, 주택산업연구원, 1998
- 김상렬외 2인, 「유동화증개기관을 통한 주택저당채권 유동화방안」, 주택산업연구원, 1998
- 김상렬외 2인, 「주택저당채권 유동화 방안 연구」, 주택산업연구원, 1999.3
- 박신영, “일본의 부동산증권화정책,”홍성웅(편) 「자산디플레이션과 부동산증권화」, 한국건설산업연구원, 1999.
- 박원석외 2인, “주택저당채권 유동화제도의 도입이 주택시장에 미치는 영향”, 삼성경제연구소, 1999.2
- 배연기, “80년대 후반 미국 금융위기의 시사점”, 「장은국제금융」, 1998
- 신용호, “자산유동화에 대한 고찰”, 「리스정보산업」, 1992.9.
- 윤부찬, “자산유동화제도에 관한 고찰”, 한국부동산법학회 학술대회, 1999.
- 윤주현, “주택저당채권 유동화제도의 도입방안”, 홍성웅 편저, 「자산 디플레이션과 부동산 증권화」, 한국건설산업연구원, 1998
- , “부동산정책변화와 부동산의 증권화”, 부동산리서치, 한국감정원, 1999.
- 이근중, 한국의 주택금융 30년, 「주택금융」, 주택은행, 1997. 7
- 이상영, “자산디플레이션과 부동산구조조정 「건설산업동향」 30호, 한국건

설산업연구원, 1998.6.

이상영외 3인, 「부동산투자회사제도의 도입방안에 관한 연구」, 한국건설  
산업연구원·신신법률사무소, 1999

인혜원, 저당채권 유동화제도의 법적 고찰, 「주택금융」, 주택은행, 1996.2

인혜원, “최근 일본 주택자금대출제도의 주요 특징”, 「주택금융」, 주택은  
행, 1997.11

서근태, “한국 주택저당채권의 유동화 방안”, 부산대 석사학위 논문, 1997.2.

윤부찬, “저당권의 유동화에 관한 연구”, 연세대학교 대학원 박사학위논  
문, 1996.

이정훈, “한국주택저당채권 유동화 방안”, 부산대 석사학위 논문, 1997.2.

정홍식, “할부금융영업개시가 은행의 주택금융에 미치는 영향”, 「주택금  
융」, 주택은행, 1996.5

주택은행, 「저당대출 유동화제도의 도입여건과 파급효과」, 1995

주택회보, 1998.5-1999.6월호, 한국주택협회

증권감독원, 「자산유동화 업무해설」, 1998.9.

홍성용 편, 「자산디플레이션과 부동산증권화」, 한국건설산업연구원, 1998

#### [外國文獻]

S.Lindamood and S.D.Hanna, Housing Society and Consumer, St. Paul  
West, 1979,

Ginnie Mae Guides, *about Issuers All Programs & Initiatives*, 1999

Brueggeman W.D., Fisher J.D., *Real Estate Finance and Investment*,  
IRWIN, 1993

Dreier U.H., Housing Finance and Housing Policy after Unification  
of Market and Socialist Economics.

Federal Reserve Bulletin, Monetary Policy Report to the Congress,  
1989.

P. Malpass, Reshaping Housing Policy, London, Routledge, 1990

W.F. Smith, Housing, The Social and Economic Elements, Berkeley :  
University California Press, 1971.

L. S. Bourne, The Geography of Housing, London, Edward Arnold, 1981.

## [Abstract]

### The Study of the Liquidity System of Mortgage Backed Securities(MBS)

Cho , Young Sig

Major in Real Estate

Dept. of Real Estate

Graduate School of Public Administration

Hansung University

There has been no steady housing finance in Korea during past 30 years despite of a sudden increase of housing demand resulted from rapid economic growth and urbanization. The housing investment priority was low and housing finance volume in comparison with GDP does not hit the half of it in advanced countries. The housing finance rate contrasted with its price is only 30%.

But recently housing financial market changes rapidly. For example, the mortgage backed securities system introduced in 1998 will alter many things.

Until now, domestic housing finance's problems are the low rate of loan contrasted with housing price, weak loan system of commercial

banks, semi compulsory fund making, vague differences between public and commercial finance and big portion of informal finances like deposit money for the lease of houses and pre-selling system.

The domestic housing financial sources depend on short-term money mainly and has no relation with capital market. It is difficult for banks to deal with 1-3 year moneys as long-term, more than 10 years, housing funds because of floating danger.

To solve these problems, fixed mortgage loan should be floatable and activated and housing finance must be larger.

So, this thesis understood the importance of MBS, recently inducted, and compared with other countries' system. Namely it aims to suggest a activating solution suitable for Korea by clarifying the problems from the MBS in terms of law and system.

Government made 'company law floating mortgage backed securities' (1999. 1. 29). Which is to float MBS using professional mediation agencies. The introduction of floating system since IMF's relief fund supply is said to treat junk bond of banks and induct foreign capitals for overseas currencies.

So, whole system was inducted instead of MBS related laws. It seems difficult to expect good results unless law problems and systematic defects are solved.

This thesis attempted to the solution for these problems in terms of law. Because of the actual difficulties of this system's activation, the practice of this good system must not be delayed. Fortunately the practice of this system is just around corner owing to bond rate's low stabilization, government's establishment of broker facilities and activating housing part.

MBS system is basically for financial institutions management efficiency of assets and danger and expanding money sources. For the real housing finance of customers, every participants should escape from the excessive optimism.

Banks have to manage and absorb the danger from housing finance managing assets and debts efficiently because they treat it as long term financing. It is urgent to develop standard housing loan merchandises for the floating mortgage backed securities. Housing finance system can't be advanced in a day. Every participants in the market should get accustomed to the new paradigm with patience.