

碩士學位論文

住宅抵當債權 流動化制度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

崔 昌 休

碩士學位論文
指導教授 李相泰

住宅抵當債權 流動化制度에
관한 研究

위 論文을 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

崔 昌 休

崔昌休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

제 1 장 序 論	1
제 1 절 研究의 目的	1
제 2 절 研究의 範圍와 方法	3
제 2 장 住宅金融의 現況과 問題點	4
제 1 절 住宅金融의 現況 및 特性	4
1. 住宅金融 體系	4
2. 住宅金融의 市場構造	5
3. 住宅金融 體系의 特性	7
제 2 절 住宅金融의 環境 變化와 新制度의 摸索	8
1. 住宅市場 構造 變化와 住宅資金 造成 減少	8
2. 住宅銀行 民營化와 住宅金融 體系 整備	8
3. 金融改革과 住宅金融의 擴大 機會	10
4. 金融危機로 인한 새로운 住宅金融制度의 摸索	10
제 3 절 金融革新의 發生 背景	19
1. 不安定한 金利 變動	19
2. 不安定한 換率 變動	19
3. 國際 外債 問題	20
4. 國際 資金 흐름의 變化	20
5. 規制 環境의 變化	21
6. 技術 革新	21

제 3 장 住宅抵當債權 流動化制度의 一般論22

제 1 절 住宅抵當債權 流動化 制度의 概念 22

- 1. 意義 22
- 2. 機能 23

제 2 절 住宅抵當債權 流動化의 導入背景 및 歷史的 意義 27

- 1. 導入背景 27
- 2. 歷史的 意義 33

제 3 절 住宅抵當債權 流動化의 基本方式 35

- 1. 單純賣却 方式 35
- 2. 證券化 方式 38

제 4 절 住宅抵當債權 流動化의 形態와 特性 42

- 1. 形態 42
- 2. 特性 52

제 4 장 先進國의 住宅抵當債權 流動化制度 運用方式54

제 1 절 美國 54

- 1. 導入 및 經過 56
- 2. 運用 構造 62
- 3. 特徵 및 成果 67
- 4. 評價 및 示唆點 71

제 2 절 日本 74

- 1. 導入 및 經過 74
- 2. 運用 構造 77
- 3. 特徵 및 成果 79

4. 評價 및 示唆點	80
제 5 장 住宅抵當債權 流動化制度의 導入 內容 및 改善方案	81
제 1 절 導入內容	82
1. 「資産流動化에 관한法律」에 의한 住宅抵當債權流動化	82
2. 「住宅抵當債權流動化會社法」에 의한 流動化仲介會社의 役割	84
3. 導入內容의 綜合	86
제 2 절 流動化制度의 運用現況 및 導入效果 展望	87
1. 運用現況	87
2. 導入效果 및 展望	90
제 3 절 導入 以後 住宅市場 및 導入에 따른 改善方案	93
1. 導入 以後 住宅市場	93
2. 導入에 따른 改善方案	99
제 6 장 結 論	104
參考 文獻	107
Abstract	111

표 목 차

<표 2-1> 제도권 주택금융체계	5
<표 2-2> 제도권 주택금융의 대출잔액 추이	6
<표 2-3> 주택은행의 공공적 업무	9
<표 2-4> 청약저축 가입자수 추이	15
<표 2-5> 주택금융신용보증기금의 보증실적 및 보증사고 추이	15
<표 3-1> IMF 체제 이후의 부동산 시장 활성화 대책	32
<표 4-1> 미국의 유동화실적 추이	61
<표 4-2> 일본의 유동화실적 추이	76
<표 5-1> 자산담보부증권 발행계획의 등록현황('99. 1.10일 현재)	89

그 림 목 차

<그림 2-1> 주택부문의 자금흐름도	12
<그림 3-1> 주택저당채권 유동화제도의 기본구조	23
<그림 3-2> 대출채권의 分賣 구조도	38
<그림 3-3> 원리금 자동이체증권 발행방식 구조도	40
<그림 3-4> 저당대출 담보부증권 발행 방식 구조도	40
<그림 3-5> 주택Loan 채권신탁 구조도	41
<그림 3-6> 저당증권 발행구조	42

제 1 장 序 論

제 1 절 研究의 目的

우리나라는 慢性的인 住宅資金의 不足을 解消하기 위한 根本적인 解決方
案의 하나로써 抵當貸出債權의 流動化制度 導入에 관한 論議를 持續的으로
해왔다. 이 制度는 住宅金融機關들이 抵當貸出을 賣却(또는 證券化 賣却)하
여 資金을 調達(off-balance sheet financing)하는 制度이다. 즉 貯蓄이나 債
權과 같이 負債의 增加를 통해 資金을 조달하는 것이 아니라 貸出資産의 賣
却을 통해 資金을 조달하는 것이다. 이 제도의 두드러진 特徵은 負債의 長
期化 대신에 長期 資産의 滿期를 短期化함으로써 주택금융기관의 자산과
부채의 期間 一致를 도모하여 運用資金의 回轉率을 높이고, 住宅金融危險을
投資者에게 移轉시키며 資本金을 節約할 수 있다는 점이다.

‘住宅抵當債權의 流動化制度 導入’은 자본시장을 통한 자금조달로 住宅資
金需要者에게 자금공급을 원활히 함으로써, 주택수요를 振作시켜 주택시장
을 活性化하려는데 그 목적이 있다. 주택수요의 진작은 주택공급부문으로
資金流入을 促發시켜 주택산업이 回生할 수 있는 발판이 될 것이다.

따라서 이 제도는 주택금융기관의 長期貸出 運用에 따른 문제점을 해소하
여 持續적인 주택금융의 取扱을 도모하는데 理想的인 금융방식이라 할 수
있다. 반면에 이상적인 만큼 실제로 적용하기는 어려우며 그 도입을 위한
前提條件의 充足도 容易하지는 않다. 우선 자본시장에서 저당대출이 매각되
기 위해서는 저당대출 그 자체가 투자 대상으로서 매력이 있어야 한다. 뿐

만 아니라 주택금융과 자본시장이 하나의 시장으로서 통합될 수 있을 만큼 금융시장이 고도로 발달되어 있어야 한다. 경제안정을 통한 인플레이션 기대금리가 해소되어 長期金融商品에 대한 투자도 가능해야 한다. 이러한 유동화 전제조건들은 충족시키기가 쉽지 않다. 이런 점은 세계에서 유동화제도가 도입된 나라가 얼마되지 않는 사실이 이를 잘 나타낸다.

현재 유동화제도는 미국을 비롯한 외국에서 성공적으로 운용되고 있다. 외국의 유동화제도를 보면 각 국가의 法律制度 및 金融制度의 특성에 맞추어 매우 다양하게 운용되고 있다. 특히 미국은 유동화제도를 가장 성공적으로 활용하고 있는 국가임에도 불구하고, 여타 외국들의 유동화제도는 미국의 제도와 判異하게 운용되고 있다. 이것은 유동화제도의 운용에서 定型化 된 제도나 방식은 없다는 것을 意味한다.

우리나라에서 유동화제도를 실제로 도입할 경우, 圓滑한 機能提高를 위하여 해결해야 할 과제는 매우 다양하고 복잡하다. 왜냐하면 유동화제도를 제대로 운용하려면 法律制度 및 金融制度 등의 變更 및 與件造成이 先行되어야 하기 때문이다. 이것은 유동화제도의 도입이 단순히 제도의 도입만을 의미하는 것이 아니라, 與件의 成熟, 關聯 法體系의 整備, 새로운 金融市場의 形成 등 廣範圍하면서도 具體的인 內容을 포함한다는 것을 意味한다.

따라서 본 연구의 목적은 最近에 確定·公布된 住宅抵當債權 流動化制度의 施行과 關聯하여 抵當債權 流動化가 무엇인지 살펴보고 先進國의 流動化制度의 運用方式을 分析하여 同 制度의 短期 定着을 위한 주택저당채권 유동화제도의 導入 內容·效果展望 및 改善方案을 살펴보는데 있다고 하겠다.

제 2 절 研究의 範圍와 方法

본 연구는 住宅金融 市場을 活性化하고 窮極적으로 無住宅 庶民層의 住宅 購入을 손쉽게 하기 위한 목적의 하나로서 우리나라 住宅金融市場에 住宅 抵當貸出債權의 流動化 制度 導入을 探索하기 위한 것으로 연구의 범위와 구성은 다음과 같다.

本 論文의 構成은 序論에 이어 제2장에서는 우리나라가 當面하고 있는 住宅金融의 現況을 考察하여 住宅市場 構造變化를 豫測하고 金融危機로 인한 住宅 金融의 問題點을 分析하며, 제3장에서는 住宅抵當債權 流動化制度의 概念, 導入背景, 歷史的 意義, 基本方式 및 形態와 特性에 대하여 分析한 후, 제4장에서는 主要 先進國(美國, 日本을 中心으로)의 住宅抵當貸出債權 流動化制度의 導入 및 經過, 運用 構造, 特徵 및 成果, 評價 및 示唆點 等 運用方式에 관하여, 제5장에서는 住宅抵當債權 流動化制度의 導入內容, 運用現況, 導入效果展望, 導入 以後의 住宅市場 및 導入에 따른 改善方案에 대하여, 끝으로 結論에 이르게 되며, 主要文獻과 國內外의 最近 研究報告書를 收集, 調査하는 文獻調査 方法을 基本的인 研究 方法으로 採擇하였다.

제 2 장 住宅金融의 現況과 問題點¹⁾

제 1 절 住宅金融의 現況 및 特性

1. 住宅金融體系

國民住宅基金은 「住宅建設促進法」에 의하여 國民의 住居生活 安定을 도모하고, 주거 수준의 향상을 위한 정부의 住宅建設綜合計劃을 지원하기 위하여 1981년 4월에 설치되었다. 자금 조성은 제1종 國民住宅債券, 제2종 國民住宅債券, 請約貯蓄資金, 財政融資金, 基金貸出金の 回收資金, 國債管理基金豫受金, 住宅福券發行資金 등으로 이루어지고 있다. 자금 운용은 전용면적 60m² 이하의 소형 분양주택과 소형 임대주택의 건설 및 대지조성 자금, 그리고 소형 주택 구입자금으로 低利에 지원하고 있다.²⁾

銀行界의 住宅金融 資金은 市中銀行, 地方銀行, 外國銀行 等の 一般銀行이 예금으로 자금을 조달하여 住宅建設 및 購入資金으로 貸出하고 있다. 특히, 그동안 住宅銀行은 住宅金融을 전문으로 취급하는 特殊銀行으로서 民間住宅金融의 先頭 役割을 담당하여 왔다. 일반예금 이외에도 住宅請約預金, 請約賦金 등의 契約貯蓄資金, 그리고 住宅債券으로 자금을 조성하고 있다. 100m²

1) CERIK IMF 대책반 편저, 한국건설산업연구원, 「IMF 시대의 건설산업(Ⅲ) : 외자유치를 통한 건설·부동산 금융 활성화 방안」 정책연구자료 1998. 4. pp.56-89. 를 인용함

2) 조 만, “시장지향적 주택금융제도”, 「주택금융」 제205호, 주택은행, 1997. p.73.

이하의 주택을 건설 또는 구입하는 住宅建設業體 및 住宅消費者에게 市中金利보다 낮은 政策金利로 支援하고 있다.

'97년 7월 30일 住宅銀行法에 대한 폐지법률안이 議決됨으로써 民營化(商業銀行)³⁾로 인하여 민간 주택금융 부문의 시장 변화가 예상된다.

<표 2-1> 제도권 주택금융체계

구 분	내 용	취급 금융기관
공공 주택금융	국민주택기금 농촌주택개량자금 영세민전세자금	· 주택은행(건설교통부) · 농협 · 주택은행(지방자치단체)
민간 주택금융	민간은행자금 주택할부금융	· 주택은행, 국민은행, 시중은행 · 생명보험회사, 시티은행, 지방은행 · 할부금융회사, 주택할부금융회사

한편, 1996년 1월부터 도입된 住宅割賦金融은 住宅割賦金融會社와 一般割賦金融會社에서 취급하고 있다. 일반 예금을 수취할 수 없으며, 外部借入과 債券發行 등으로 자금을 조성하고 있으며 135m² 이하의 신규 주택구입에 대하여 시장가격으로 지원하고 있다.

2. 住宅金融의 市場構造

은행권 주택자금의 대출 잔액은 1997년 말 현재 약 54조원에 이르고 있는

3) 은행의 英文名稱도 商業銀行의 이미지에 걸맞게 Korea Housing Bank에서 Housing & Commercial Bank(Korea)로 변경한데 이어, 창립 29주년인 '96.7.10 일을 기해 對内外에 파워뱅크를 선언함

데 이 가운데에서 국민주택기금이 전체의 49.0%를 차지하고, 주택은행이 31.2%, 일반은행이 13.4%, 그리고 주택할부금융이 6.4%를 차지하고 있다 (<표 2-2 참조>).

일반은행의 주택자금에 대한 대출 비중이 현저하게 낮은 실정이다. 은행이 예금 수취로 조달한 자금을 주택자금으로 장기 대출할 경우, 자금의 유동성이 낮아지므로 은행은 주택자금의 대출을 기피하는 경향이 있다. 더욱이 정책적으로도 제조업에 대한 자금 대출을 장려하고 있고, 또한 10년 이상의 장기 대출을 규제하여 왔기 때문이다. 1996년부터 시작된 주택할부금융의 역할이 매우 지대하다.⁴⁾ 한 해 동안 국민주택기금의 貸出額이 약 5조원 정도임

<표 2-2> 제도권 주택금융의 대출잔액 추이

단위:10억원

	1985	1988	1990	1992	1994	1995	1996	1997
국민주택기금(A)	2,648.0	3,910.1	7,624.4	11,930.5	17,459.4	19,300.0	22,871.6	26,456.2
한국주택은행(B)	1,998.5	3,291.1	6,170.3	9,250.8	12,748.7	14,403.5	15,320.9	16,839.2
농협	425.7	497.9	535.4	696.2	969.1	1,274.9	1,562.4	1,869.4
국민은행	249.6	403.8	594.9	1,150.1	1,688.3	1,688.4	1,634.4	1,550.3
생명보험회사	78.2	94.8	158.7	942.3	1,058.3	1,142.7	1,201.8	2,057.1
시중은행		232.3	472.7	634.9	690.1	703.1	876.8	1,050.6
지방은행		84.7	169.6	196.5	225.7	230.5	281.9	326.6
외국/기타특수은행		88.8	112.2	193.8	301.1	147.7	319.0	369.5
주택할부금융(C)							1,134.5	3,472.9
합계(D)	5,400.0	8,601.5	15,838.2	25,265.2	35,140.7	39,051.4	45,202.3	53,991.8
국민주택기금비중	49.0%	45.5%	48.1%	47.3%	49.7%	49.4%	50.6%	49.0
주택은행비중	37.0%	38.3	39.0%	37.7%	36.3%	36.9%	33.4%	31.2%
주택할부금융비중	-	-	-	-	-	-	2.5%	6.4%

4) 한국주택은행, "주택경제통계편람", 1996. p.93.

에 비추어 보았을 때, 주택할부금융의 1997년 대출액은 그 절반의 수준에 이르는 것으로 추정된다.

3. 住宅金融 體系의 特性

우리 나라의 주택금융은 정책금융으로서 일반금융과 구분되어 있고, 또한 정책금융의 축소, 금융자유화 및 민영화의 추진으로 환경 변화를 가장 크게 맞이하고 있는 부문이다.

시장기능을 통한 자금의 조성 및 배분이 이루어지지 못하고 주택공급에 관한 규칙에 의하여 주택금융제도는 청약저축제도, 제1종 국민주택채권의 강제 매입, 제2종 국민주택채권의 매입을 위한 채권입찰제, 그리고 住宅先分讓制度 등과 연결되어 있는 실정이다.

신규 주택을 분양 받고자 하는 자는 청약저축, 청약부금, 그리고 청약예금 등 청약관련 저축에 가입하여 일정 기간이 경과되어야만 분양 신청의 자격이 주어지고, 이들의 저축으로 조성된 자금은 국민주택기금이나 주택은행의 주택자금으로 이용된다. 부동산등기 및 각종 인허가 과정에서 개인이나 업체는 제1종 국민주택채권을 매입하여야 하며, 이렇게 조성된 자금은 국민주택기금으로 전입되어 中低所得層을 위한 소형 주택의 건설 공급에 이용되고 있다.

제 2 절 住宅金融의 環境 變化와 新制度의 摸索

1. 住宅市場 構造 變化와 住宅資金 造成 減少

주택시장의 장기 침체로 실수요 위주로 再編되고 있다. 지속적인 주택 가격의 하락과 주택분양 가격의 상승으로 시장 가격과 분양 가격의 차이가 좁혀져 분양 프리미엄에 대한 기대가 사라져감에 따라 투기적 수요가 감퇴하였다. 그리고 그동안 왜곡되었던 주택시장이 점차 정상화되어 가는 상황이다. 주택분양가 자율화, 소형주택 義務建設比率 규제완화 등 주택시장의 규제 완화가 지속적으로 추진되고 있다. 그러나, 이러한 과정에서 주택금융의 자금 조성이 감소하고 있으며, 주택건설업체는 심각한 자금난을 겪고 있다.

2. 住宅銀行 民營化와 住宅金融 體系 整備

공공 및 민간 주택금융을 대표하여 왔던 주택은행의 민영화는 공기업의 민영화라는 외형적인 변화만으로 그치는 것이 아니라, 공공 및 민간 주택금융 체계의 재편을 요구하는 매우 중대한 사안이다. 지금까지 은행권 주택금융의 50% 정도를 국민주택기금이 지원하였고, 주택은행이 40% 정도, 그리고 나머지 은행 및 보험기관이 10% 정도를 담당하여 왔는데, 주택은행이 국민주택기금 또한 관리하고 있으므로 주택은행의 주택금융 취급 비중은 전체의 90% 정도에 이르는 것이다. 더욱이 주택금융이 정책 금융으로 취급되었기 때문에

민간 금융기관으로서 공공의 역할 또한 分擔한 셈이었다. 주택은행의 민영화가 주택금융에 미치는 영향은 다음과 같다.

첫째, 우선 주택은행의 민영화는 주택금융의 商業化를 의미한다.

둘째, 공공과 민간의 역할을 모두 담당하여 왔던 주택은행이 민간 기능으로 전환됨으로써 公共 金融業務의 空白이 예상된다.

셋째, 저당권유동화제도의 부재로 일반 금융기관의 주택금융 참여가 부진한 상황에서 民間 住宅金融 또한 위축될 소지가 있다.⁵⁾

<표 2-3> 주택은행의 공공적 업무

주택은행이 담당하고 있는 공공적 성격의 업무
· 시중 금리보다 낮은 대출 금리 운용
· 100㎡ 이하의 중소형 주택에 대한 자금 지원
· 국민주택기금의 위탁 관리
· 주택공급규칙에 따른 주택공급체계 지원(주택청약관련 저축 취급, 신규 주택 분양신청 및 당첨자 추첨과 중도금 납부 관리)
· 주택복권의 관리
· 영세민 전세자금의 관리
· 국민주택채권의 발행 및 관리
· 주택금융신용보증기금의 관리
· 주택금융 수요 조사 및 주택가격 조사 등 기초 통계 작성 기능

따라서 주택은행의 민영화로 인하여 주택금융체계의 재편과 아울러 민간 주택 금융의 활성화를 위한 제도 개선이 절실하게 요구된다.

5) 금융개혁위원회, “금융개혁 위원회 분과별 과제선정”, 1997. 2. 1. pp.22-30.

3. 金融改革과 住宅金融의 擴大 機會

그 동안 한국의 금융제도는 규제에 의해 이자율위험, 신용위험, 유동성위험 등 金融리스크(financial risk)가 낮았으나 앞으로는 국내외 금융기관간에 자금 조성 경쟁과 자금 대출의 경쟁이 심화될 것이다. 금융개혁은 경쟁체계의 구축과 이를 위한 제도 개선으로 요약할 수 있으며, 결과적으로 금융개혁은 국내외 금융기관의 예금수취 경쟁, 대출 경쟁, 상품개발 경쟁, 금융서비스 경쟁의 심화 등을 의미한다.

금융자유화로 인하여 규제의 리스크 억제 효과가 없어지고 모든 리스크를 금융기관이 스스로 해결해야 하므로 금융기관은 소매금융으로 정당권을 확보할 수 있으며 지역서비스의 특성이 강한 주택금융에의 참여를 확대시킬 것이다.

4. 金融危機로 인한 새로운 住宅金融制度의 摸索

가. 住宅部門의 資金흐름

주택부문의 자금 흐름에 관련되는 행동 주체로는 주택수요자, 주택공급자로서의 주택건설업체, 이들은 중개하는 금융기관, 그리고 대출보증의 기능을 수행하는 신용보완기관 등이 있다.(<그림 2-1> 참조)⁶⁾

住宅資金의 需要者(住宅需要者 및 住宅建設業體)와 住宅資金의 供給者(貯

6) 한국주택은행, "주택금융신용보증기금 업무통계", 1995. p.71.

蓄者, 投資者, 潛在住宅需要者, 海外部門)를 연결하는 금융중개기능을 담당하는 기관으로는 주택금융을 취급하는 국민주택기금, 일반은행, 할부금융기관 등이 있으며, 이들은 종합금융회사, 자본시장 및 해외시장과 연계되어 있다. 신용보완기관으로서는 주택사업공제조합 및 주택금융신용보증기금이 있다. 주택수요자는 주택의 구입 방법에 있어서 신규분양 구입이 67.8%, 중고주택 구입이 25.1%, 신축, 상속 및 증여 등이 7.1%로서 신규분양주택의 구입을 크게 선호하고 있는 것으로 나타났다. 또한, 주택구입자금의 조달 내역을 살펴보면, 자기자금 비율이 73.1%로 가장 높고, 금융기관의 대출금 비중은 24.3% 수준인 것으로 조사되었다.(주택은행, “주택금융수요실태조사”,1995)

가계의 신탁자금 대출도 주택자금으로 쓰인 경우가 많을 것이나 파악이 어려우며 건설금융이 부족한 주택건설업체는 주택선분양제도를 통하여 신규주택의 分讓者로부터 사업 자금의 37% 정도로 조달하고 자체 자금 32%, 국민주택기금과 은행 등을 통한 제1금융권 대출 18%, 종합금융회사를 통한 제2금융권 조달 9%, 자본시장을 통한 직접조달 4% 정도인 것으로 나타났다.(1995년 기준).⁷⁾

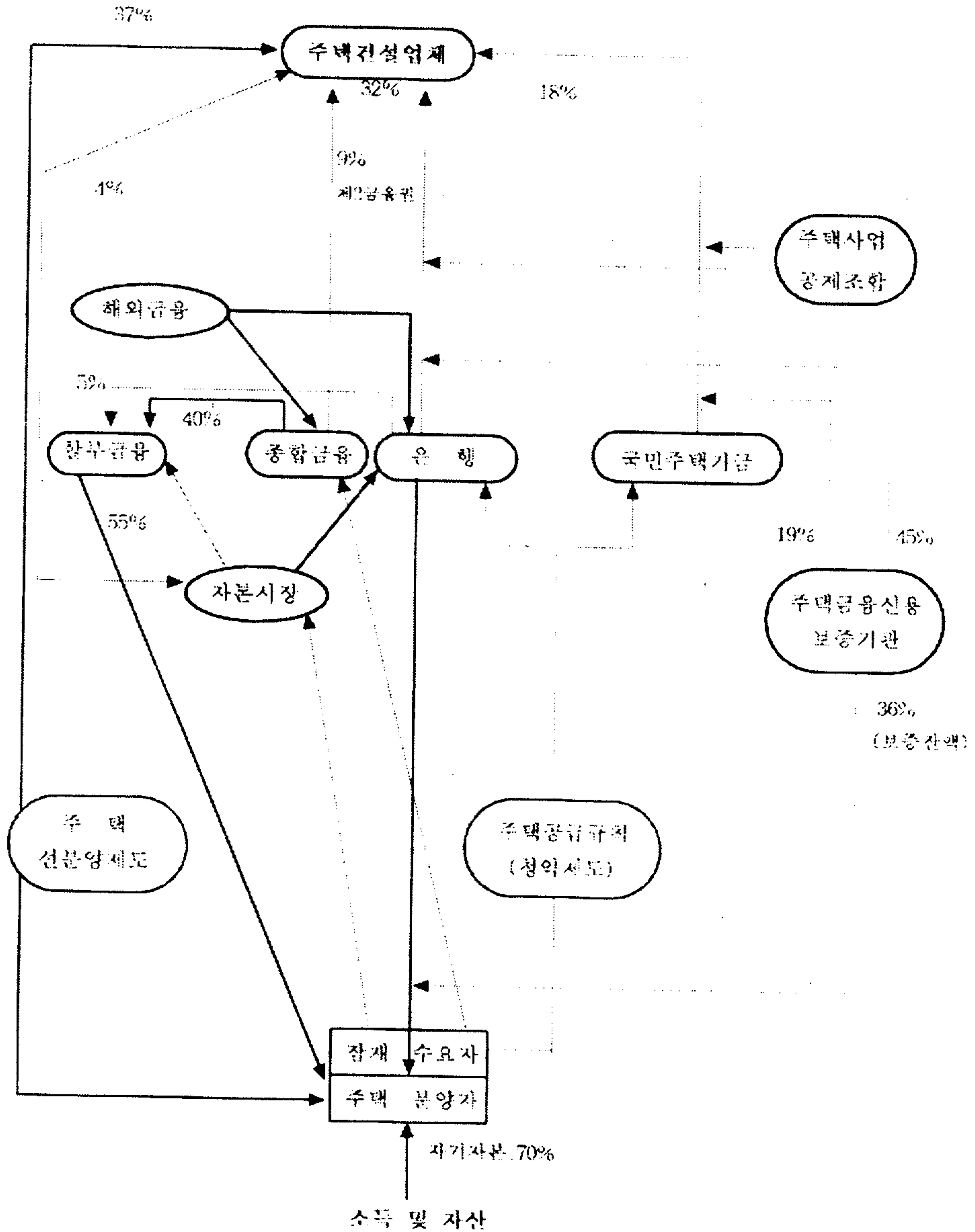
국민주택기금과 주택은행을 중심으로 하는 은행권 주택자금은 주택공급규칙과 연계되어 운용됨으로써 수요자의 계약저축 및 채권의무매입 등 민간자금에 대한 의존도가 높았다.

반면, 주택할부금융은 종합금융회사를 통한 외부 차입으로 자금을 조달하여 주택자금의 대출을 시행하여 왔다. 주택금융 신용보완제도의 일환으로 주택금융신용보증기금과 주택사업공제조합의 대출보증기능이 있다. 주택금융신용보증기금은 개인 및 주택건설업체에 대하여 담보가 부족한 경우에 不

7) 한국주택은행, “주요조사업무자료집, 1996. 12. p.23.

足分에 대한 신용보완기능을 담당하고, 주택사업공제조합은 주택사업체가 금융기관으로 자금을 대출받을 경우 대출보증을 담당하고 있다.

< 그림 2-1 > 주택부문의 자금흐름도



주택금융신용보증의 경우, 보증 잔액을 基準하여 개인 보증 36%, 주택사업체의 국민주택기금에 대한 보증 45%, 그리고 주택사업체의 은행 대출에 대한 보증 19%를 수행하고 있다.

나. 金融危機가 住宅部門에 미치는 影響

외환위기에서 비롯된 우리 나라의 금융위기는 여타 부문에도 마찬가지로지만 주택부문에 심각한 영향을 미치고 있다.

주택건설업체의 자금난으로 부도업체가 속출하고 있으며, 주택건설업체간의 상호 보증으로 연쇄 부도의 우려가 있다. 주택건설업체의 대량 도산은 금융기관의 자금 대출에 대한 보증을 수행하였던 주택사업공제조합이나 주택금융신용보증기금의 부실화를 초래할 우려가 있다. 이렇듯 금융위기로 인한 주택자금 공급의 어려움은 그 동안의 주택관련제도와 연계되어 운용된 주택금융체제로 인하여 총체적인 어려움으로 확대되고, 주택산업 및 주택금융 전반을 무력화시킬 것이다.

다. 住宅金融機關의 問題

1) 國民住宅基金

국민주택기금은 제1종 및 제2종 국민주택채권의 발행, 국민주택청약저축 자금, 재정융자, 국채관리기금 예수금 등으로 자금을 조성하여 소형 주택건설을 주로 지원하고 있다.

국민주택기금은 공공 주택금융으로서 자금 운용에 있어서는 급격한 변화를 반영하기 어려우나 자금 조성에 있어서는 급격한 변화에 민감한 영향을 받는다. 일반 경기 및 부동산 경기의 침체로 각종 인허가 및 부동산 등기와 登錄時에 강제 매각되던 제1종 국민주택채권의 발행이 부지한 실정이다. 주택분양가 자율화의 확대에 의한 채권입찰제 실시의 急減으로 제2종 국민주택채권의 발행 또한 急減할뿐만 아니라, 2003년부터는 20년 만기가 도래하기 시작하여 그 동안 조성해 온 자금을 상환해야 하는 부담이 있다. 1997년 1월 제2종 채권의 매입 계획 중에서 40%만이 매각되었고 60%는 포기되었다.

IMF 금융지원 이후 재정 긴축으로 인한 주택부문 재정용자의 불확실성이 높아지고 있으며, 국채관리기금의 채권 발행 또한 고금리 상황과 인수기관의 부실화로 어려움 있다. 주택청약저축의 가입자 수보다 해지자 수가 월등히 많아 국민주택기금의 자금 조성을 잠식하고 있는 실정이다.(<표 2-4 참조>) 특히, 1997년 11월 이후 중도해지자의 수가 급증하고 있다.

주택건설업체의 대량 부도 영향으로 국민주택 건설자금의 대출금에 대한 채권이 부실화될 우려가 있다. 주택금융신용보증기금의 국민주택기금 사업자 대출에 대한 보증사고가 1997년 말 이후 급격하게 증가하고 있다.

국민주택기금의 자금 조성 위축 및 기존 대출금의 부실화가 당면 문제로 대두되고 있다.

국민주택기금의 역할 재조명과 함께 자금 조성의 확보가 요구되고 있다. 또한, 개인 및 주택건설업체의 대량 부도 事態下에서 기존 대출금의 부실에 따른 영향을 최소화할 수 있는 방안이 마련되어야 할 것이다.

<표 2-4> 청약저축 가입자수 추이

단위:좌수, 억원

구분	연월	신규가입	해 약			계속입금	잔고	증감 전년말대비
			계	당첨	중도			
좌수	1995	130,115	271,969	28,841	243,128	-	663,594	-141,854
	1996	97,507	222,132	12,353	209,779	-	538,969	-124,625
	1997.11	8,734	14,464	768	13,696	-	477,017	-61,952
	1997.12	7,617	18,925	889	18,036	-	465,709	-73,260
	1998.1	6,201	27,260	969	26,291	-	444,650	-21,059
금액	1995	109	8,614	1,444	7,170	6,250	20,370	-2,255
	1996	80	7,461	615	6,846	4,892	17,881	-2,489
	1997.11	9	567	46	521	311	15,633	-2,248
	1997.12	8	652	49	603	328	15,317	-2,564
	1998.1	5	943	50	892	270	14,649	-668

자료 : 주택은행

<표 2-5> 주택금융신용보증기금의 보증실적 및 보증사고 추이

단위: 억원

구분	96.12	97.12	98.2
보증실적 잔액(A)	32,697	42,815	43,025
보증사고 잔액(B)	1,868	6,353	7,911
보증사고율(B/A)	5.7%	14.8%	18.4%

2) 住宅銀行 및 一般銀行

첫째, 자금 조성이 어렵다. 단기채권의 만기 연장 불능으로 자금 조성의 어려움이 가중되고 있는 실정이다. 주택은행의 주요 자금 조성원인 차세대 주택부금 및 주택청약관련 예금의 가입자 수가 감소하여 주택자금의 조성에 어려움을 겪고 있다. 차세대주택부금의 해약 사유로서, 생활 자금 부족(30%), 고금리(30%), 그리고 주택청약의 불필요(40%)로 각각 응답되었다. 고금리로 인한 자금 조성의 비용이 증대되고 있다.

둘째, 자금운용 측면의 어려움이 있다. 경기 침체로 인한 부실 채권이 증대하고 있는 실정이다. 유동성 부족으로 신규 대출이 억제되고 있으며, 특히 단기 신탁자금을 장기 주택대출로 활용할 수 없는 입장에 처하였다.

셋째, 대출금리의 인상에 한계가 있다. 예수금리의 인상은 대출금리의 인상을 초래하지만 대출시장에 있어서 금리를 탄력적으로 운용하기에는 한계가 있는 실정이다. 도의적인 측면, 집단적인 저항, 은행의 이미지 관리 등을 고려하여야만 된다. 주택은행의 경우, 시장금리와 연동된 주택대출 상품인 파워(power) 주택자금대출에서도 여타 은행의 대출금보다 1% 낮게 설정하였다.

넷째, 금융기관의 구조 조정이다. 금융기관은 단기적으로 對顧客서비스에 관심을 두기보다는 금융위기 하의 자구책을 모색하는 데 여념이 없는 상황이다. BIS비율을 맞추기 위하여 기존 대출을 회수하고, 유동자산을 확보하기에 노력하고 있으며, 신규 대출은 억제할 수밖에 없는 실정이다. 그리고, 부실 채권의 처리 문제 또한 금융기관이 당면한 과제이다. 또한, 경쟁력 증대를 위하여 절대적으로 대규모 인원을 감축하여야 한다.⁸⁾

특히, 주택은행의 경우 그 동안 주택금융의 독점적인 지위 확보로 여타은행에 비하여 건전성을 유지하여 왔으나, 주택은행의 민영화로 인하여 독점적 지위가 당분간은 유지되겠지만 점차 없어지게 될 것이며, 그나마도 수요 침체로 기존의 저축 자금 또한 계약을 해지하는 추세이다.⁹⁾

금융위기가 점차 완화되어 가면서 금융기관은 자금 運用處로서 기업보다는 안정성이 높은 주택자금의 대출을 선호할 것이나 주택저당채권 유동화의 부재로 한계에 부딪친 상황이다. 이를 활성화하기 위하여 저당채권유동화제도의 도입이 시급한 실정이다.

3) 住宅割賦金融

1996년 1월부터 도입된 주택할부금융제도는 현재 주택할부금융회사 10개사와 할부금융회사가 20개사에서 취급하고 있다.

財政經濟部의 자료에 의하면, 1997년 말 현재 주택자금 대출의 잔액은 도합 3조 4,833억원에 이르고 있다. 이 가운데 주택할부금융회사가 1조 5,214억원, 그리고 일반할부금융회사가 1조 9,619억원을 대출한 상황이다. 이러한 규모는 1996년 말의 대출잔액 1조 1,000억원(주택할부금융회사 6,400억원, 일반할부금융회사 4,600억원)에 비하면 3배 이상 급증한 것이다.¹⁰⁾

금융위기의 여파로 주택할부금융회사에서는 신규 대출은 물론 거래중인 중도금 대출마저 중단하게 됨으로써 주택분양자의 중도금 마련에 非常이 걸

8) 한국주택은행, "주택경제통계편람", 1996. p.151.

9) 상계서, p.156.

10) 재정경제원, "주택저당채권 유동화제도 도입방안", 1997. 4. p.93.

렸다. 종합금융회사로부터의 자금 차입 중단 및 기존 차입금에 대한 회수에 따라 주택할부금융회사의 영업이 상당히 곤란한 상황에 처했다.

주택할부금융사의 차입금 1조 9,336억원(1997년 11월 말 잔액) 중에서 1998년 1/4분기까지 만기가 도래하는 차입금의 규모는 총 9,761억원으로 전체 차입금의 50.5%에 달한다. 住宅割賦金融會社の 중도금 未貸出 규모는 약 4,400억원 정도이나 주택할부금융 대출계약을 아직 하지 않은 분양자들까지 감안하면 그 규모는 더욱 커질 것이다.¹¹⁾

더욱이 고금리 하에서 차입으로 조성된 자금으로 개인에게 주택자금을 대출하려면 대출금리가 그보다 높아야 할 것이나, 시장 상황에 맞추어 금리를 급격히 인상하기 어려운 현실로 인하여 주택할부금융회사는 逆金利 狀況에 처해있는 실정이다. 현재의 주택금융 문제를 해결하기 위해서는 무엇보다도 금융시장의 안정이 우선되어야 하겠지만 주택금융 부문에서는 주택저당채권 유동화가 시급하다. 주주회사가 주택건설업체로서 함께 어려움을 겪고 있어 자본금 증액이 어려운 상황이다.

채권 발행으로 주택할부금융 자금의 약 55%를 조달하고 있어 채권 발행의 확대에 어려움을 극복할 수 있겠으나, 할부금융채에 대한 인식이 낮고 인수기관인 금융기관이 어려움을 겪고 있어 자본시장에서의 자금 조달 또한 어려운 실정이다. 그러나, 주택저당채권에 대한 외국인 투자가 관심이 높아 주택저당채권의 유동화가 이루어지면 자본시장 개방의 효과를 주택금융 자금의 확대에 활용할 수 있을 것이다.

11) 상계논문, p.90.

제 3 절 金融革新의 發生 背景

1. 不安定한 金利 變動

지난 수년 간 국제 금융 시장에서 금리는 큰 폭의 변동을 보여 왔다. 상품의 시장 가격은 금리에 의해 결정되므로 투자자들은 금리의 변동에 따라서 투자 자산의 가치도 같이 변화하게 되는 불확실성에 직면하게 된 것이다. 그리하여 투자자들은 투자 자산을 金利 危險에서 보호할 수 있는 革新을 渴求하게 되었다. 은행을 비롯한 금융 기관들도 금리의 변동폭이 커짐에 따라 자산 부채 관리에 있어서 여러 가지 어려움에 직면하게 되었으며 이에 대응하기 위해 여러 가지 혁신의 개발이 필요하게 되었다

2. 不安定한 換率 變動

변동 환율 제도가 시행되기 전인 1973년 전에는 대다수의 전문가들은 환율이 변동환율제도하에서 상당히 안정적일 것이라고 예측했었다. 그들의 이러한 예상은 대부분 시장의 수요와 공급에 의하여 결정된 가격들이 안정적이라는 사실에 근거를 둔 것이었다. 그러나 이러한 낙관적 예상은 완전히 빗나갔고 환율은 예측 불가능할 정도로 심한 변화를 보였다.

이와 같은 환율의 불안정성은 국제금융시장 참가자들을 상당한 수준의 換 리스크에 직면하게 하였으며 이에 대처하기 위한 금융 혁신이 절실히 요구되었다.

3. 國際 外債 問題

1982년 멕시코의 채무 불이행 선언 이후 급속도로 누적되어 온 개도국 외채는 국제 신용 위험의 심각성을 부각시켰다. 국제 신용 위험의 상승은 은행들의 국제 신디케이트 론 시장 참여 활동을 현저히 저하시켰고 동시에 유로 크레디트 시장의 축소를 야기하게 되었다. 1970년대의 주요 금융 혁신으로 국제 자금 조달의 주요 수단이었던 국제 신디케이트 론 시장이 쇠퇴하게 되자 이를 보강하는 또는 대신하는 금융 혁신이 절실히 필요하게 된 것이다.

4. 國際 資金 흐름의 變化

OPEC 국가들은 두 차례의 석유 파동에 힘입어 막대한 經常 收支 黑字를 이루었고 70년대 중반부터 80년대 초까지 국제 금융 시장의 주요 자금 공급자로서의 역할을 수행하였었다. 즉 자금이 OPEC산유국으로부터 은행을 통한 간접 금융 방식으로 경상 수지 적자 개도국들로 가는 것이 국제 자금 흐름의 주류였다. 그러나 82년부터는 산유국의 경상 수지가 적자를 보이기 시작했으며 반면에 일본 및 서독 등의 경상 수지는 급격한 흑자를 보였는데 특히 일본의 경우 최대의 주요 자금 공급원으로 부상했다. 이와는 대조적으로 미국은 1982년의 적자 반전을 기점으로 세계 최대 채무국으로 전락하였다. 이처럼 일본의 주요 자금 공급자로서의 부상과 미국의 주요 자금 수요

자로의 전략은 선진국에서 선진국이라는 국제 자금 흐름의 변화를 의미할 뿐만 아니라 자금의 이동 방식이 은행을 통한 간접 금융 방식에서 직접 금융 방식으로의 전환을 의미한다. 자금 운용에 있어 단순했던 OPEC 투자자들과는 달리 일본, 서독 등의 투자자들은 고도의 자금 운용 기술을 가지고 수익성과 유동성이 높은 주식, 채권 등의 증권 형태의 자산을 선호하고 최대 자금 수요자인 미국도 은행을 통한 자금 조달보다 증권 발행을 통한 직접 금융 방식을 선호하는 경향이 있다.

5. 規制 環境의 變化

금융 혁신의 발생 원천을 금융 규제 변화에서 찾는 견해도 있다. 금융 규제에는 주로 상한 금리 규제와 지준 규제, 업무 영역 규제, 세율 규제 등이 있다. 전통적인 전업주의의 업무 영역 규제가 완화되면 종래 특정 금융 기관이 금융 상 특전을 독점적으로 향유할 수 있게 해주던 장벽이 제거된다. 이러한 장벽의 제거는 이윤 창출의 새로운 기회를 제공하여 기존 금융 기관과 새로 진입한 금융 기관이 생존 경쟁을 벌이기 위해 금융 혁신을 시도해야 할 유인을 발생시킨다. 그리고 금융 상품들의 세율 구조가 바뀌어 기존 금융 상품의 질을 변경하거나 신상품의 등장을 유도하여 금융 혁신을 발생시키기도 한다. 또한 규제의 변화는 상품들 간의 상대적 수익성을 변경시킴으로써 이윤 발생 소지가 생기고 금융 혁신의 유인을 발생시킨다.

6. 技術 革新

금융 혁신의 발생 원천을 컴퓨터와 통신 기술의 혁신에서 찾는 견해도 있다. 컴퓨터 기술 혁신은 업무 처리에 있어 단순히 手作業을 대체한다는 소극적 의미보다는 금융 기관의 영업 활동의 성격을 바꾼다는 혁신적 의미가 더 중요하다. 기술혁신은 거래의 결제 비용, 원거리 거래에 따른 거래 비용을 크게 감소시키고 이는 금융 거래 활동을 대폭적으로 촉진시켰다. 또한 이러한 기술의 발달은 각 금융 시장 간의 통합을 가속화시켰고, 범세계적인 24시간 거래를 가능하게 하여 새로운 금융 혁신에 대한 범세계적 시장 형성에 이바지하였다.

제 3 장 住宅抵當債權 流動化制度의 一般論

제 1 절 住宅抵當債權 流動化制度의 概念

1. 意義

住宅抵當貸出(mortgage)¹²⁾流動化는 資金 需要者에게 資金을 貸出한 후 資金 供給者(주로 金融機關)가 保有하게 되는 모기지(mortgage)에 流動性을 附與하는 制度로서, 抵當權付貸出債權을 滿期前에 個別債權 또는 이를 集團化(pool)하여 제2차 抵當貸出 流通市場에 賣却(the sale of mortgage loans)하거나 個別貸出 債權 自體가 化體된 有價證券(日本の 抵當證券)이나

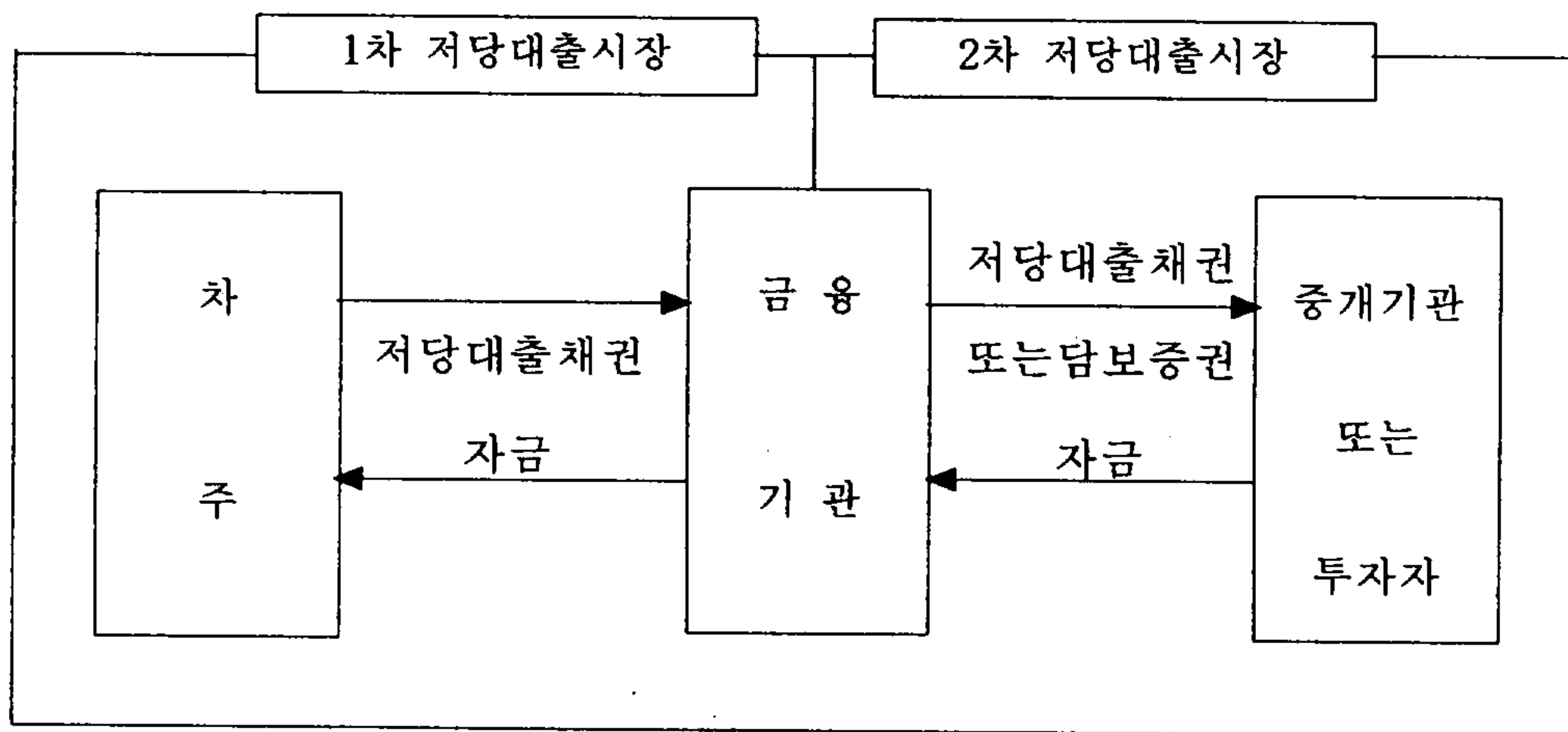
12) 미국에서 Mortgage는 부동산 담보대출을 의미하나 본래 금전소비대차에 있어 차주의 채무변제를 담보하기 위해 차주 또는 제3자 소유의 부동산에 설정하는 저당권 내지 일체의 우선변제권(lien) 또는 그에 관한 제반 서류를 말함.

貸出債權의 集合에 대한 持分權을 表彰하는 元利金 自動移替 證券(美國의 Mortgage-Backed Securities:MBS, 이하 MBS)을 發行 및 賣却하는 方法等으로 資金化함으로써 이를 새로운 貸出財源으로 活用하는 制度를 말한다.

그러나 주택저당채권 유동화제도를 넓은 뜻으로 정의하면 當初의 貸出債權은 貸出을 實行한 金融機關이 그대로 보유한 채 同 貸出債權을 바탕으로 金融機關이 自身の 債務로서 獨立的인 債權을 발행하여 資금을 조달하는 방법까지 모두 포함된다.

즉, 주택저당대출채권 유동화제도는 貸出機關 자신이 보유하고 있는 抵當權付貸出 債權을 基礎로 하여 資금을 調達하는 모든 方法을 包括하여 總稱한다고 볼 수 있다.

<그림 3-1> 주택저당채권 유동화제도의 기본구조



2. 機能

유동화제도의 기능은 궁극적으로 주택금융기관이 流動化하고자 하는 목

적 또는 효과이기도 한데 동 제도가 도입 시행되는 국가의 주요 정책 목표나 금융환경에 따라 약간씩 차이는 있으나 일반적으로 다음과 같은 기능을 한다.¹³⁾

가. 資産賣却을 통한 資金調達

유동화는 소매저축이나 채권 등의 채권발행을 통한 자금조달이 아니라 자산 매각을 통한 자금조달 (off-balance sheet financing)이다.

즉, 부채발행을 통한 자금조달은 신규부채와 현금자산이 동시에 증가하여 總資産이 증가하는 형태이나 자산매각을 통한 자금조달은 장기자산이 현금 자산으로 전환될 뿐 총자산은 변화되지 않는다.

유동화는 장기 주택저당대출을 취급하는데 매우 필요하다. 왜냐하면 장기 대출은 자금회수 속도가 느리기 때문에 대출수요가 증가하는 상황에서는 회수자금으로 신규저당대출을 취급하기 어려우며, 장기부채를 통한 자금조달도 금융시장 내의 여러 장애요인들로 인해 쉽지 않기 때문이다. 이런 경우 자산 매각을 통하여 현금화하는 것이 효과적인 대안이 된다.

특히 저당대출을 조기에 매각할수록 자금회전율이 높아져 자금의 장기 고정화가 방지되므로 효율적인 자금 운용을 도모할 수 있다.

나. 資金需給의 不均衡 解消

미국과 같이 州들간의 업무영역이 규제되어있는 경우를 제외하고는 지역

13) 주택은행 경제연구실 조사자료 188 "저당대출 유동화 제도의 도입여건과 파급 효과" 1995.12. p.57

간의 분산투자효과를 얻을 수 있는 국가는 별로 없는 편이지만, EC와 같이 전 금융기관이 하나의 시장으로 통합되고 있는 경우에는 중앙기관 형태의 유동화기관이 없더라도 證券化 방식을 통해 유동화제도가 활성화되어 지역간의 자금수급 불균형이 해소되고 지역별 분산투자도 이루어져 주택금융의 활성화에 보다 기여할 수 있을 것이다.

유동화제도의 활성화는 지역간뿐만 아니라 금융기관간의 자금수급 불균형을 해소하는데도 기여할 것이다. 저당대출의 증권화를 통해서 생명보험회사나 연금기금과 같이 장기자산을 보유하고 있는 기관과 주택금융기관과 같이 장기자금을 필요로 하는 금융기관과의 연결을 보다 촉진할 수 있기 때문이다.

다. 金利變動 危險의 回避

금융기관의 예금, 대출금의 만기구조가 단기성 예금, 장기성 대출위주로 구성되어 있는 경우 金利 上昇時 단기위주의 자금 조달 비용은 즉시 상승하는 반면 자금운용 수익률은 고정되어 금리 리스크에 직면하게 되는데 이러한 금리변동위험은 주택자금대출이 固定金利付 貸出일 경우에는 더욱 현저하게 나타난다.

미국의 경우 1970년대 후반의 금리상승기에 고정금리부 저당대출 자산을 많이 보유하고 있던 주택금융 취급 기관이 도산하게 되었다. 미국에서는 동기간중의 경험이 이자율 변동 위험의 회피 수단으로서 대출채권 증권화를 촉진하였다.

라. 流動性 危險 緩和

주택금융기관은 주로 단기의 소매저축에 의존하여 자금을 조달하여 장기
의 저당대출을 취급한다. 따라서 貯蓄者들의 예치 기간이 짧아질수록 유동
성 위험이 증가하며 심한 경우 지급 불능 사태에 빠질 수도 있다. 이런 위험
은 저당대출의 매각을 통해 자산의 만기를 短期化함으로써 해소할 수도 있
고 자산만기의 단기화 대신 장기채권 등의 발행으로 부채 만기를 장기화함
으로써 완화할 수도 있다.

마. 資金調達 費用의 切感과 收益性 向上

금융기관은 자금조달을 위한 예금 收入時 보험료를 지불할 뿐만 아니라
一定率의 지급준비금을 보유하여야 함으로써 이자수입 減少化라는 기회비
용에 직면하게 된다.

저당대출을 유동화하게 되면 매각채권에 대한 회수자금에 대하여는 지급
준비금과 보험료에 대한 부담이 없어 자금조달비용이 절감된다. 또한 대출
채권을 매각할 경우, 최초대출에 대한 수입이자와 同 대출의 매각에 따른
지급이자와의 차액을 자금 부담없이 획득할 수 있고 同 매각으로 인한 회수
자금을 유리하게 재운용, 수익을 증대시킬 수도 있다.

바. 資金市場을 통한 資金調達

유동화제도는 유동화중개기관을 이용하여 자금을 조달할 경우 유동화 중
개기관이 개별주택 금융기관에 비하여 자본시장에의 접근이 용이하며 중개
기관이 정부의 지원을 받는다면 개별주택 금융기관들에 비해 높은 신용등
급을 받을 수 있어 보다 낮은 금리로 자금을 조달할 수 있다.

또 중앙기관에서 표준화된 증권을 대량으로 발행하는 것이 거래비용을 낮출 수 있으며 증권의 유동성(liquidity)도 높일 수 있다. 즉 주택금융기관들은 유동화 중개기관을 통해 간접적으로 자본시장에서의 주택자금조달을 확대할 수 있을 것이다.

사. 自己資本比率 提高

최근 금융자율화의 진전으로 금융기관의 안정성에 대한 우려가 높아짐에 따라 BIS(국제결제은행)의 은행 자기자본비율에 대한 국제적 통일기준¹⁴⁾이 작성되어 위험자산보유에 대한 자기자본 비율규제를 강화하는 추세에 있다. 유동화제도가 시행되어 대출채권을 매각할 경우, 대출채권이 B/S(대차대조표)상에서 제외됨에 따라 위험자산규모가 감소되어 자기자본비율이 제고된다.

제 2 절 流動化 制度의 導入背景 및 歷史的 意義

1. 導入背景¹⁵⁾

14) 1988년 COOK위원회에서 결의하여 중간목표를 거쳐 1992년까지 자기자본 비율 8%를 목표로 하고 있다.

- 자기자본비율산식=자기자본/위험성자산×100%
- 위험성자산에는 스왑, 옵션 등 은행의 대차대조표에 계상되지 않는 부외자산(off-balance) 항목도 포함된다.

15) 정희남, “21세기 새로운 투자방법 : 부동산 증권화의 정착을 위한 과제”, 한국감정원, 세미나자료, 1999, p.11

우리 나라에서 부동산 證券化·流動化가 본격적으로 논의된 배경은 무엇보다도 외환위기 이후 초래된 자산디플레이션 현상이었다. IMF 1년 동안에 주택가격은 평균 20%, 전세가격은 평균 30% 내외가 하락하였고, 전국의 지가는 평균 33% 하락한 것으로 추정되었다. 특히 금융 및 기업구조 조정, 경기후퇴 등으로 상업 및 업무용 건물의 空室率이 급증하면서 상업·업무용지 가격은 평균 40%, 그리고 공장용지 가격은 평균 50% 이상 하락하였다. 이 과정에서 이른바 부동산 不敗에 대한 신화가 깨지게 되었다.

부동산 가격 하락보다도 더 심각하게 인식된 것은 부동산 거래의 동결이었다. 이로 인해 전세파동이 일어났고 미분양에 따른 건설산업 붕괴마저 우려되었다. 게다가 담보부동산 및 기업부동산의 처분이 불가능하여 금융 및 기업 구조조정에 커다란 차질이 발생하게 되었다. 부동산시장을 안정시키고 경제구조조정을 원만히 추진하기 위하여 정부는 일부에서 투기조장이라는 비난을 받으면서까지 부동산 및 건설시장 활성화 조치를 시급히 마련하지 않을 수 없었다. 정부의 부동산시장 활성화 조치는 다음과 같이 네 가지로 요약할 수 있다.

가. 不動產 去來關聯 規制 廢止 또는 緩和

실수요자의 원활한 부동산 거래를 촉진하기 위하여 거래 관련 규제를 대폭 폐지 또는 완화하였다. 토지시장에서 투기억제 수단으로 인식되어 왔던 토지거래 신고구역과 허가구역을 해제하였고, 1998년 11월에는 토지거래 신고제도 자체를 폐지하였다. 주택시장에서 투기억제 수단으로 인식

되어 왔던 住宅分讓權의 轉賣 規制, 民營아파트의 再當籤權 制限, 아파트 請約 制限, 청약 倍數制 등 제반 규제도 폐지하였다.

나. 不動産 保有關聯 規制 緩和

부동산의 공급과잉을 억제하여 부동산의 수급을 조절할 수 있도록 부동산 보유관련 규제를 크게 완화하였다. 이를 위해 특정계층의 과도한 부동산보유에서 비롯된 사회적 갈등을 완화하기 위해 1989년에 도입하였던 토지공개념 제도를 폐지 또는 완화하였다. 보유부동산의 처분보다는 활용을 촉진할 수 있도록 비업무용 부동산 관련 규제도 대폭 완화하였다. 법인의 자산 재평가 대상자산의 범위에 비업무용 부동산을 포함시키고 비업무용 부동산에 대한 담보제공도 허용하였다.

다. 需要促進을 위한 不動産關聯 租稅 緩和

부동산 수요를 촉진할 수 있는 시책을 시행하였다. 먼저 민간의 수요촉진을 위해서 부동산관련 조세를 크게 완화하였다. 취득세·등록세의 즉각적인 인하가 바람직하지만 지방정부의 재정상태를 고려하여 우선 농어촌특별세·교육세 등 부가세를 폐지하였다. 소형 신규주택과 기업용 부동산의 경우 취득세·등록세와 국민채권 매입의무를 면제함으로써 투자수익률을 제고시켰다.

이 외에도 법인설립, 사무실 설치 및 공장의 신·증설을 위해 부동산을 취득할 경우 취득세·등록세 과세대상에서 제외하였다. 부동산에 대한 여

신금지제도도 폐지하였고, 잠재적인 부동산 수요가 유효수요로 전환될 수 있도록 전세금반환자금, 중도금대출자금, 미분양주택자금, 임대주택자금, 재개발사업자금 등 부동산 취득자금을 대규모로 그리고 직접 지원하였다.

그러나 이들 조치에도 불구하고 민간부문의 투자수요 확대에 한계가 있었다. 예컨대 금융기관의 부실채권 담보부동산이나 기업부동산이 경기침체 등의 요인으로 시장에서 원활히 처분되지 못했다. 수요가 없는데 공급만 과잉되자 부동산가격 폭락이 더욱 예견되었다.

따라서 위축된 민간수요를 대신하여 공공부문에서 공급된 부동산을 매입할 수 있도록 하였다. 금융기관 부실채권 담보부동산을 매입할 수 있도록 1997년 11월에 성업공사에 33조원의 부실채권정리기금을 설치하였다. 또한 한국토지공사를 통해 기업의 자금난을 완화하고 원활한 구조조정을 지원하기 위해 4조원에 달하는 기업 보유토지도 매입하였다. 대한주택공사를 통해서도 3천억원 규모의 미분양 아파트를 매입하였다.

국내수요의 촉진만으로 공급과잉을 충분히 해소할 수 없었다. 따라서 외국인에게 부동산시장을 대폭 개방할 필요성이 제기되었다. 이에 따라 건축물의 分讓供給業 및 賃貸業에 외국인 투자를 전면 허용하였고, 토지개발 공급업과 賃貸業 역시 전면 개방하였다. 더 나아가 외국인의 토지취득에 대한 규제도 1998년 6월부터 전면 폐지하였다.

라. 不動產 派生 金融商品 開發 및 金融制度 導入

기존의 부동산 정책만 가지고는 부동산수요를 충분히 창출하는데 한계가 있을 뿐만 아니라, 과거 압축성장기에 만들어진 투기억제 수단을 해제

하는 것만으로 부동산경기를 정상화시키는데 미흡하다고 판단했기 때문이었다. 게다가 공적자금을 투입하여 매입한 부실채권 담보부동산과 기업부동산을 조속히 처분하지 않을 경우, 일반 국민에게 궁극적으로 전가될 구조조정비용이 너무 커질 가능성 때문이었다.

결국 資産擔保付債權(ABS: Asset Backed Security)과 住宅抵當債權擔保付債權(MBS: Mortgage Backed Security)의 도입을 추진했고, 不動産投資信託(REIT: Real Estate Investment Trust) 제도도 빠른 시일내에 도입하기로 하였다. 이들 부동산 파생상품을 통해 부동산의 유동화를 추진하고, 부동산의 유동화를 지원하기 위해 부동산의 증권화 개념을 도입하였다.

한편, IMF 체제 이후 부동산 분야에 있어서 우리가 직면한 가장 커다란 문제는 가격의 폭락보다는 오히려 거래의 위축이었다. 기업의 구조조정을 위해 매각이 불가피한 빌딩 등 대형부동산은 대기업의 연쇄부도와 불투명한 경기전망으로 인해 수요자를 찾기가 거의 불가능한 상황에까지 이르게 되었다.

이에 정부는 시장에 쏟아져 나온 부동산 매물이 순조롭게 소화되어 자금이 원활하게 유통될 수 있는 길을 마련해 주기 위하여 획기적인 부동산 시장 활성화 대책을 시행하게 되었다. 이에는 ①규제완화 ②대외개방 ③세계지원 ④금융지원 ⑤직접매입 등 크게 5가지로 구분된다.(〈표 3-1〉 참조)¹⁶⁾

16) 김창섭, “구조조정기의 부동산 정책과 향후 과제”, 한국감정원, 「부동산 Research」 1999년 봄(창간)호, p.10

<표 3-1> IMF 체제 이후의 부동산 시장 활성화 대책

구분	대책명	대책내용	시행방법	시행일
규제완화	토지거래허가·신고 구역 전면해제	전국토의 70%를 차지하던 허가·신고구역을 전면해제	해제고시	97.12.20 98. 4.20
	택지소유상한제 폐지	택지소유상한제를 폐지하여 규모와 용도에 관계없이 택지취득 허용	택지소유상한법 폐지	98. 9.19
	주택공급규제 완화	아파트 재당첨 제한기간 단축 아파트 분양권 전매제한 완화 주택전매제한 폐지	주택공급규칙 개정 주택법시행령 개정 주택법 개정	98. 6.15 98. 8.27 99. 3
	아파트분양가 자율화	민간택지에 건설되는 민영주택 25.7평초과 공영택지에 건설되는 주택 25.7평이하 공영택지에 건설되는 주택	주택분양가원가 연동제시행지침 개정	98. 1. 1 98.10. 1 99. 1. 1
	임대주택 조기분양 허용	임대주택 건설자금의 조기회수가 가능하도록 조기분양	임대주택법시행령 개정	98.11.13
대외개방	토지시장 전면개방	외국인의 국내토지 취득을 전면허용	외국인토지법 개정	98. 6.26
	부동산업 전면개방	건물임대업·분양공급업 대외개방 토지임대업·개발공급업 대외개방	외국인투자에 관한 규정 개정	98. 4. 1 98. 5. 8
	부동산박람회 개최	국제부동산박람회를 개최하여 부동산 매물·가격·취득절차 등 각종 정보를 국내외 투자자에게 제공	한국종합전시장에서 개최	98. 7.2-4
	투자유치단 파견	대미·대일 투자유치단을 파견하여 개방정책을 홍보하고 투자·매물정보를 소개	유치단 파견	98.6.7-13 98.10.6-10
	부동산정보센터 설치	부동산정보센터를 설치하여 외국인에게 각종 투자정보를 제공	한국감정원에 설치	99. 1
세제지원	개발부담금 부과중지	99년말까지 개발부담금 부과를 중지하고, 2000년이후 부과율을 50%에서 25%로 인하	개발이익환수법 개정	98. 9.19
	양도세 감면	재무구조 개선을 위한 부동산 양도시 특별부가세 면제 구조조정을 위한 부동산 양도시 특별부가세 50% 감감 재무구조 개선 및 구조조정용 부동산 취득시 5년분의 양도소득세 면제	조감법 개정	97.12.13 98. 2.24 98. 9.16
	비업무용 부동산 범위축소	주택신축용지·공장용지에 대한 판정유예기간 연장 구조조정·부채상환 등을 위해 매각되는 토지를 제외	법인세법시행규칙 개정 지방세법시행령 개정	97.12.31 98. 7.16
	신축주택 구입에 대한 한시적 세제감면 (98.5.22-99.6.30)	5년분의 양도소득세 면제 취득세·등록세 25% 감감 국민주택채권 매입부담 50% 감감	조감법 개정 지방세감면조례개정 시달 주택법시행규칙 개정	98. 9.16 98. 5.27 98. 8.14
	주택자금 지원확대 (8조 9,900억원)	전세보증자금 : 3,000억 미분양주택자금 : 9,000억 아파트중도금등 : 36,400억 아파트중도금 대출확대 : 41,500억	국민주택기금 등에서 대출	98. 5.18~ 98. 5.20~ 98. 6.22~ 98.12.12~
금융지원	주택업체 보증확대	IBFD차관 2억불 및 재정 2천억원을 주택신용보증기금에 용자 국민주택기금에서 주택사업공제조합에 2천억원 용자	IBFD, 재정에서 용자 국민주택기금에서 용자	98. 5.28 98. 7.29
	금융제한 전면폐지	토지매입·부동산업 등에 대한 여신금지제도 폐지 비업무용 부동산 등의 담보취득제한 폐지	금융기관여 신용규정 개정	98. 1.26
	부동산투자신탁 허용	은행의 신탁계정에서 부동산을 매입·개발할 수 있도록 허용	신탁업법시행령 개정	98. 4. 1
	자산유동화제도 도입	특별목적회사를 통해 자산담보부 채권(ABS)을 발행	자산유동화법 제정	98. 9.16
	주택저당채권 유동화 제도 도입	유동화중개회사를 통해 주택저당채권 담보부채권(MBS)을 발행	주택저당채권유동화 중개회사법 제정	99. 1
	직접매입	한국토지공사	토지공사에서 3조5천억원의 금융기관 부채상환용 기업보유토지를 매입	매입조치
상업공사		상업공사에서 부실채권 담보부동산을 인수	매입조치	98. 4~
대한주택공사		주택공사에서 3천억원의 미분양주택을 매입	매입조치	98. 9. 7~

2. 歴史的 意義¹⁷⁾

이와 같은 우리 정부의 도입 동기는 부동산 證券化와 流動化를 일찍부터 도입한 서구, 특히 미국에서도 찾아볼 수 있다. 1930년대 세계적인 大恐慌 및 金融危機와 이로 인한 資産디플레이션의 破局結果는 익히 알려진 바 있다. 이때 미국은 주택담보부채권의 유동화를 통해 자산디플레이션을 극복하고 국내경제를 회생시키며 궁극적으로 금융위기를 극복하고자 하였다.

미국은 또한 1980년대 말에 다시 재연된 금융기관의 파산사태를 극복하기 위하여 자산담보부채권과 부동산투자신탁증권의 유동화와 증권화를 활성화시키고자 하였다. 이러한 政策對應은 미국외에도 1980년대의 영국, 1990년대 초의 북유럽 3개국, 그리고 1990년대 말의 일본에서도 찾아볼 수 있다.

이들 나라에서도 금융위기로 초래된 부동산시장의 침체를 극복하기 위하여(또는 일본의 경우와 같이 부동산시장의 버블붕괴로 초래된 금융위기를 극복하기 위하여) 부동산 거래의 촉진이 필요했지만, 부동산이 갖고 있는 특성 때문에 부동산의 자유로운 유통이 제한받게 되자 이를 극복하기 위하여 부동산의 증권화 및 유동화를 추진하였던 것이다.

결국 부동산의 증권화·유동화는 부동산 거래를 촉진하기 위해 부동산을 금융자산으로 전환시키고, 이를 바탕으로 궁극적으로는 금융위기를 극복하기 위한 것이었다. 이 결과는 당초 예상보다 부동산 시장과 금융시장

17) 정희남, 전제논문, p.14

간의 통합을 급진전시켰고, 이러한 통합은 또다시 자본시장과 부동산시장의 회복 및 활성화를 촉진시켜 주었다.

그러나 부동산시장과 자본시장의 통합은 금융위기의 극복과정에서 나타난 결과만이 아니었다. 그것은 자본주의 체제의 발달과정에서 예견될 수 있었던 것이었다. 사실 자본주의에 대한 정의는 다양하다. 그러나 자본주의의 다양한 특성은 자본가의 절도나 음모에 있는 것이 아니라, 잉여 가치의 획득과 사용에 의한 자본의 축적에 있다. 이러한 자본축적에 대한 욕구와 집념은 자본주의가 역동적으로 활동하기 위한 필수 요소이기도 하다. 잉여 가치의 형태로 나타나는 자본 확대에 대한 끝없는 갈망, 그리고 이것을 위한 상호경쟁의 지속적인 압력이 자본축적을 가져왔다.

그런데 어떤 유형의 자본주의든지 자본주의의 기본 신념 중 하나는 생산수단과 재산의 사적 소유권을 인정하는 것이다. 자본주의 체제에서는 일반적으로 재산이 사적으로 소유되는 바, 부동산 역시 대부분 그렇다. 사유재산권은 부동산 소유권에 대한 배타적 권리가 보장되지 않으면 의미가 없다. 이러한 권리는 총체적인 권리(bundle of rights)로서 부동산의 독점적 이용, 자유로운 처분, 장래의 소득뿐만 아니라 현재의 이용가치에 근거하여 계산한 지대 요구에 관한 권리 일체를 포함한다. 따라서 부동산 소유자는 독점적 권리를 행사할 수 있고, 다른 사람이 자기 재산을 이용하는 것을 배제할 수 있다. 개발이익 또는 자본이득과 같이 부동산에서 발생한 모든 소득 역시 소유자에게만 전적으로 귀속된다.

그러나 사적 재산권은 법률적인 소유권 이상의 권리이다. 자본축적에 대한 경쟁 압력은 (생산수단을 소유한) 자본가뿐만 아니라 부동산소유자가 자신의 재산권을 '혁신'하지 않으면 안되게 만들고 있다. 이러한 소유권

혁신은 이미 확립되어 있는 지리적 입지와 상업 및 산업의 공간적 관계까지 포함한다. 다시 말해 재산권은 排他的인 권리뿐만 아니라 공간에 대한 확장 指向的 권리 또는 공간의 재편성 권리까지를 내포한다. 부동산 소유권에서 擴張的인 권리는 '투자된 소유권에 대한 단순한 권리 주장뿐만 아니라, 부동산의 물리적 특성을 변경하고, 인간의 공간적·사회적 관계를 전환시키며, 물리적·사회적 환경의 주요 국면을 혁신할 수 있는 권리'를 의미한다. 이것이 도시화를 지향하는 부동산개발의 주된 핵심이다.

제 3 절 住宅抵當債權 流動化의 基本方式

저당대출을 투자가에게 만기 전에 직접 매각하느냐 증권화하여 매각하느냐에 따라 단순매각방식과 증권화방식으로 구분하고, 단순매각방식을 직접매각방식이라고도 한다.

1. 單純賣却 方式

단순매각방식은 주택금융기관들이 저당대출을 증권화 하지않고 그대로 (whole loans)매각하는 방식으로 일반투자가에게 직접 매각하는 직접매각방식과 유동화 중개기관에게 매각하면 유동화 중개기관에서는 일반채권 등의 발행을 통해 자금을 조달하는 중개방식으로 나눌 수 있다.

특히, 저당대출은 그 특성상 매각이 용이한 것이 아니어서 금융기관이 아닌 일반 투자자들이 저당대출에 직접 투자하는 것은 어려운 일이다.

일부 거액의 상업용 부동산의 경우에는 저당대출기관과 일반투자자들간의 직접 매각이 이루어지기도 하지만 주택 금융기관과 유동화 중개기관과 같이 讓渡人과 讓受人이 특수관계에 있지 않는 한 그 유동성에는 한계가 있다.

결국 저당대출의 매매를 위해서는 대형중개기관, 즉 미국에서의 연방저당공사 (Fannie Mae)같은 중개기관 설립이 필수적이다. 초기의 연방저당공사의 경우를 보면 주택금융기관으로부터 저당대출을 매입하였지만 이를 다시 다른 주택금융기관이나 일반투자자들에게 매각한 것이 아니라 만기까지 투자자산으로 보유하여, Fannie Mae도 주택금융기관이 직면하고 있는 자산과 부채의 만기 불일치 위험을 똑같이 떠맡고 있었다.¹⁸⁾

여기서 단순매각방식을 제3자에게 매도할 때 권리, 의무의 승계내용에 따라 更改, 分賣 및 채권양도로 분류할 수 있으며 그 내용은 다음과 같다.

가. 更改 (novation of loans)

기존 대출에 관련된 양도자의 권리와 의무는 소멸되고 새로운 대출약정을 맺는 형태로서 이를 위해서는 채무자 및 보증인의 동의가 필요하며 기존 대출채권에 수반된 권리와 의무는 특약이 있으면 讓受者에게 承繼된다. 이 방식은 거래절차가 복잡하여 유동화방식으로는 이용되지 않고 있다.

나. 分賣 (loan sub-participation)

18) Fannie Mae가 오랜동안 이자율 위험 등 제반 위험이 높은 장기저당대출에 대해 투자할 수 있었던 것은 정부의 묵시적인 보증으로 낮은 금리로 자금을 조달할 수 있었으며, 지역별 및 매입시기별로 분산되어 있는 저당대출을 대규모의 투자자산 (portfolio)의 형태로 보유하고 있었기 때문이다.

分賣는 양도자가 채무자로부터 원리금을 회수하는 경우에 한하여 讓受者에게 상환하는 것을 조건으로 대출채권의 일부를 양도하는 것을 의미하는데 債權 讓受者는 讓渡者에 대해서만 權利 行使를 할 수 있으며 債權 讓渡者 및 債務者에 대한 信用리스크를 부담하게 된다.

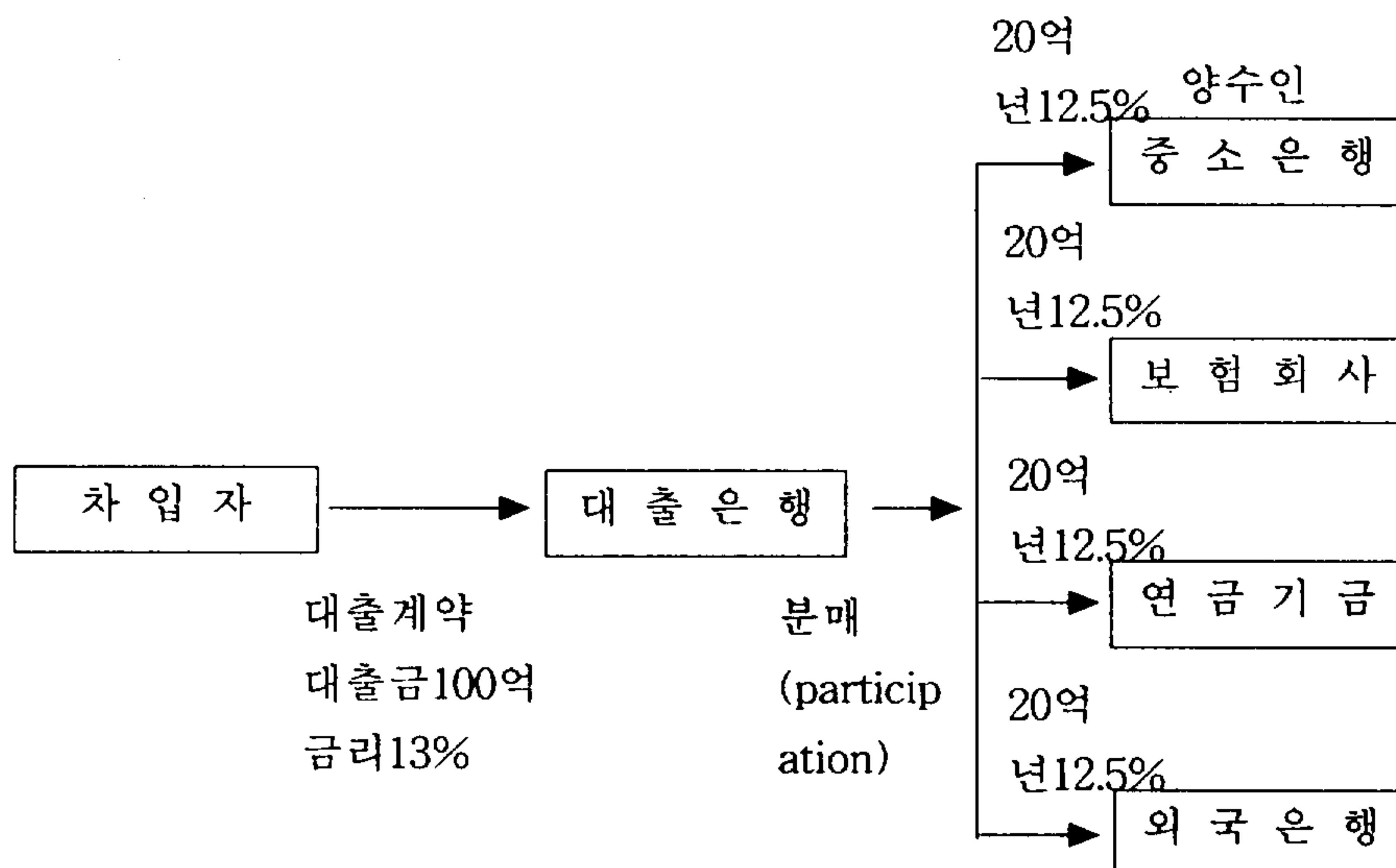
資金力과 貸出審査能力을 겸비한 양도은행이 대출계약에 따라 대출을 실행하고 同貸出債權은 중소규모의 은행, 차입수요가 부진한 지역의 지방은행 및 非金融機關 등으로 구성된 讓受人 (participant) 과 分賣 (participation) 契約을 체결하여 양도인이 보유하고 있던 원리금을 회수할 권리의 전부 또는 일부를 양수인에게 매각하는 방식이다.

당초 대출은행은 대출채권 賣却時 당초 貸出利率보다 낮은 이자율로 분할 매각함으로써 자금을 회수하여 유동성을 제고함과 동시에 매각되지 않은 대출채권에 대해서는 당초의 이자율에 의한 수입으로, 매각된 대출에 대해서는 당초 대출이자율과 分賣貸出利率과의 차이에 해당하는 수익을 갖게 된다. 상기 내용을 도표로 그려보면 <그림3-2>와 같이 나타낼 수 있다.

다. 貸出債權의 讓渡(assignment)

대출채권양도는 대출관련 권리만 양도되고 계약상의 地位(commitment)는 이전되지 아니하는 형태로서, 대출채권에 대한 請求權 및 擔保處分權을 동시에 양도하는 형태(statutory assignment)와 청구권만을 양도하는 형태(equitable assignment)가 있는 바, 전자의 경우에는 채무 不履行時 채권양수자가 직접 채권청구 소송을 할 수 있으나 후자의 경우에는 채권 양도자의 承諾 없이는 채권 청구소송을 할 수 없다.

<그림 3-2> 대출채권의 分賣 구조도¹⁹⁾



2. 證券化 方式

증권화 방식은 利率, 滿期, 償還方式 등이 비슷한 저당대출을 대량으로 集
 合化하여 이를 기초로 MBS(mortgage-backed securities)를 발행하는 방식
 을 말하며, 이 방식은 투자가가 직접채무자의 신용조사나 담보물 평가를 할
 필요가 없어 단순매각방식에 비하여 유동성이 제고되므로 주택저당채권의
 유동화에는 주로 이 방식이 많이 사용된다.

이 방식은 증권 발행 방식에 따라 원리금자동이체 발행방식, 담보부증권
 발행방식, 채권신탁제도, 저당증권 발행방식 등으로 분류할 수 있다.

19) 이해룡 “대출채권의 증권화” 조사월보(89.5) 한국산업은행

가. 元利金移替債券 方式(pay-through bond)

주택금융기관이 보유하고 있는 주택자금대출채권 중 유사한 조건의 대출채권을 集合化(pool)한 후 同集合에 대한 지분권을 나타내는 원리금 자동이체 증권을 발행하여 투자자에게 매각하여 발행한 방식을 말하는데 이 증권은 주택금융기관 명의로 발행하기도 하나 공신력을 제고할 목적으로 정부 관련 유동화 중개기관의 명의로 발행하여 유동성을 높여주기도 한다.

현재 이 방식은 미국에서 주로 보편적으로 사용되고 있으며 최근 미국에서는 투자가로 하여금 제반 리스크 관리를 보다 용이하게 할 수 있게 함으로써 증권의 상품성을 제고하고자 多階層證券(CMO)²⁰⁾ 등 元利金 自動移替證券을 이용한 새로운 증권상품의 개발이 활발히 진행되고 있다.

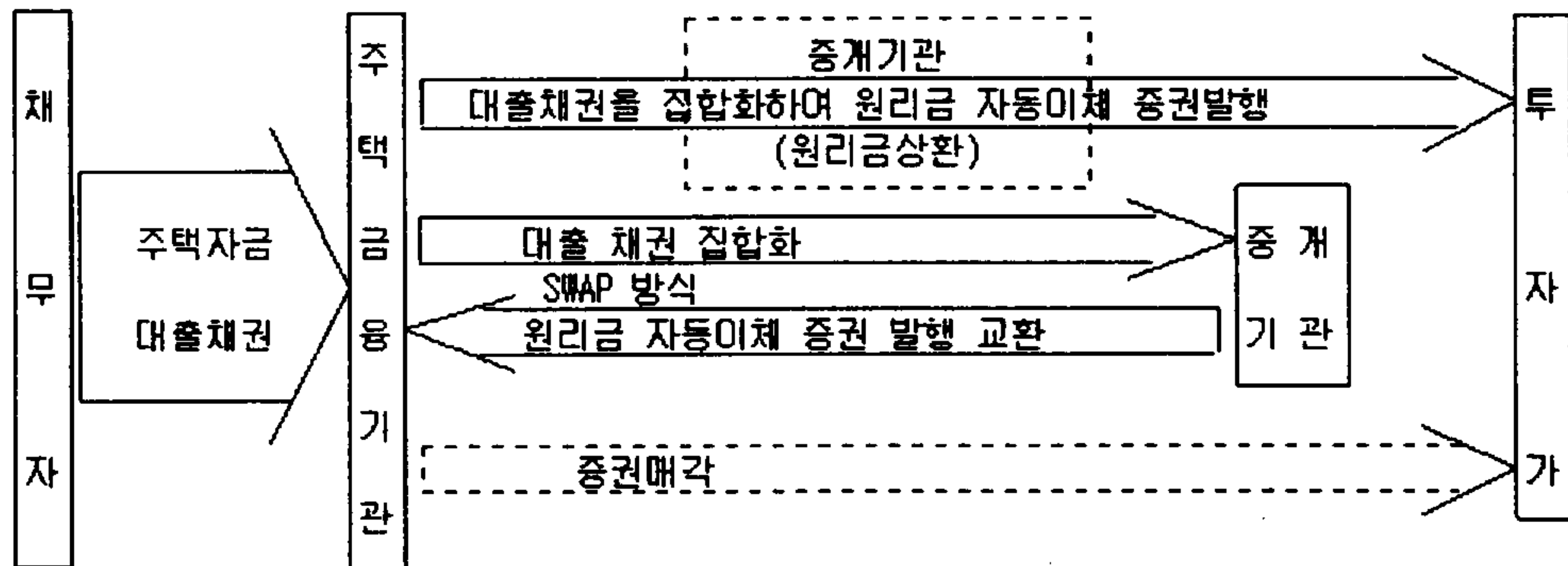
나. 抵當貸出擔保付 證券發行 方式(Mortgage Backed Bond)

주택금융기관이 대출채권을 그대로 보유하고 同대출 채권을 바탕으로 주택금융기관 명의로 저당대출 담보부채권(mortgage backed bond)을 발행하여 투자자에게 매각하는 방식을 말하는데 이 증권은 금리 및 만기가 확정되고 저당대출채권이 담보로 되어 있어 안정성이 높으면서도 금리변동 및 중도 상환 리스크가 없으므로 투자자는 같은 금리 수준일 경우 원리금 자동이

20) CMO(Collateralized Mortgage Obligation)는 복수만기를 가진 원리금자동이체 증권으로서 원리금자동이체증권과 마찬가지로 저당대출 또는 자동이체식증권을 담보로하여 발행기관의 채무로써 발행되며 담보로부터 발행되는 cash flow는 CMO의 cash flow와 연결되나 원리금자동이체채권이 단일만기를 가진데 비하여 CMO는 복수만기 형식으로 되어있어 투자자는 원금상환이 순차적으로 이루어짐으로써 후순위계승투자자는 선순위계층에 대한 원금상환이 완료된 뒤에야 원금상환이 이루어진다.

체증권보다 선호하게 된다.

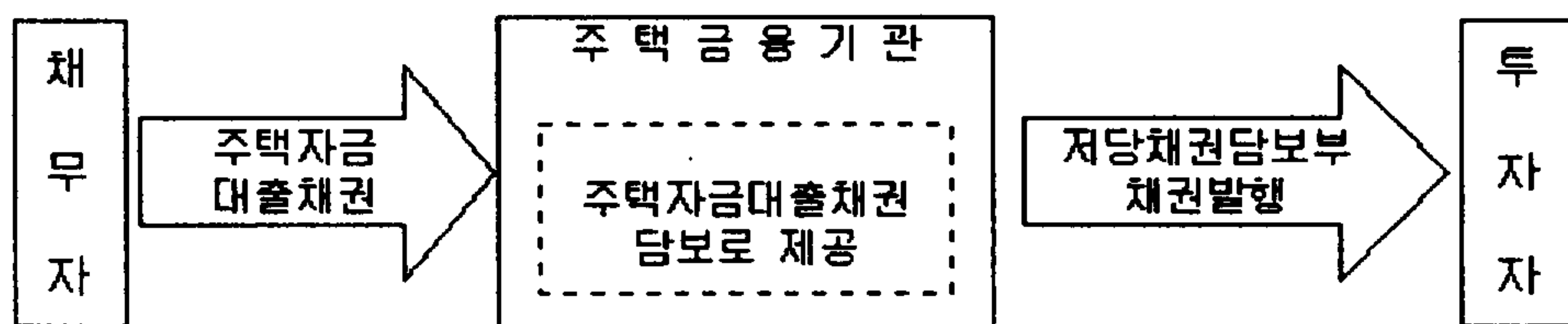
<그림 3-3> 원리금 자동이체증권 발행방식 구조도



우리나라에서도 擔保付 社債信託法에 의거 저당권부 대출채권을 담보로 하여 擔保付債券을 발행할 수 있다.

이 증권의 발행은 캐나다에서 일부 시행되고 있으며 서독에서 발행되는 저당권 담보채권(Hypotheken Pfandbriefe)이나 프랑스에서 발행되는 저당어음(Billet)은 이 방식에 해당된다.

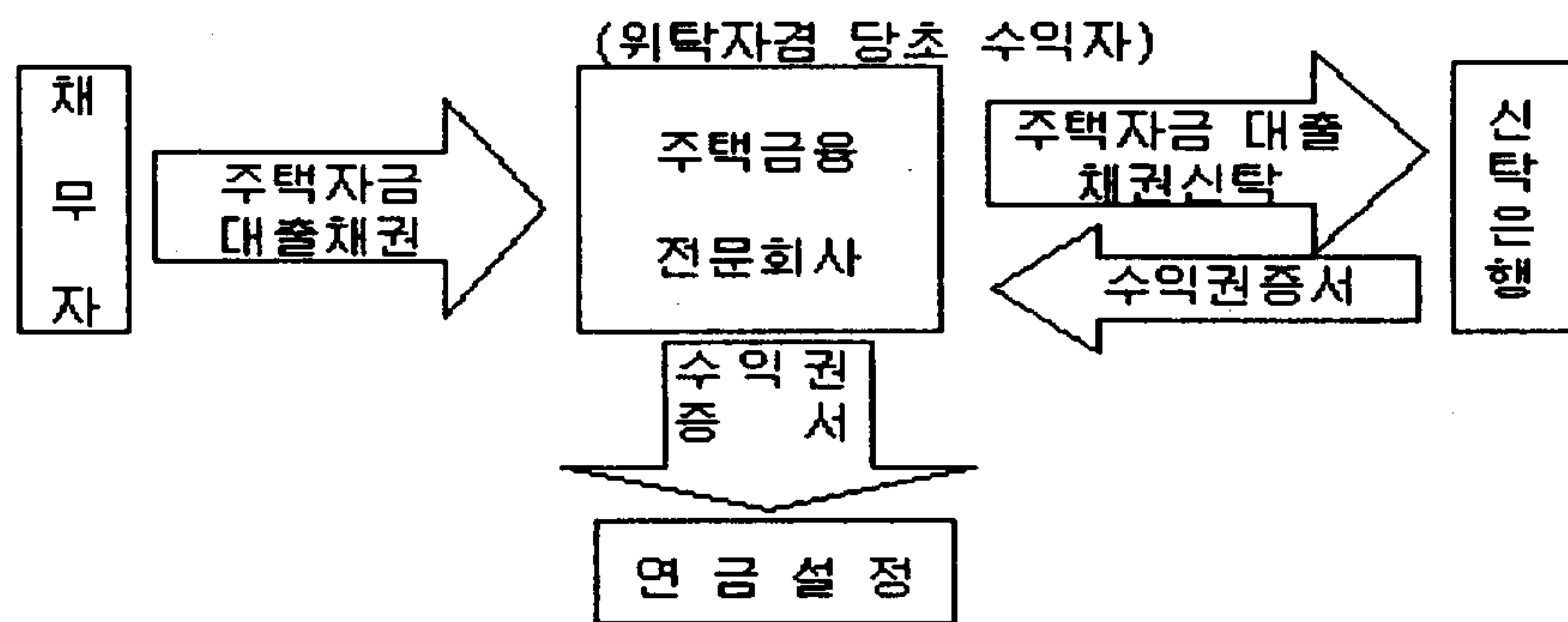
<그림 3-4> 저당대출 담보부증권 발행 방식 구조도



다. 債權 信託制度

대출채권 보유은행은 위탁자, 신탁회사는 수탁자가 되어 하나 이상의 대출채권을 신탁하고 수탁자로부터 받은 수익증권을 제3자에게 매각하는 형태로 일본의 주택loan채권신탁제도가 대표적인 제도인 바 위탁자인 주택금융전문회사가 보유중인 대출채권 중 제반 조건이 동일한 것을 일정단위로 집합하여 受託者인 信託銀行에 信託하고 신탁은행은 受益權證書를 발행, 이를 기관투자자에게 양도하여 資金化하는 제도이다.

<그림 3-5> 주택Loan 채권신탁 구조도



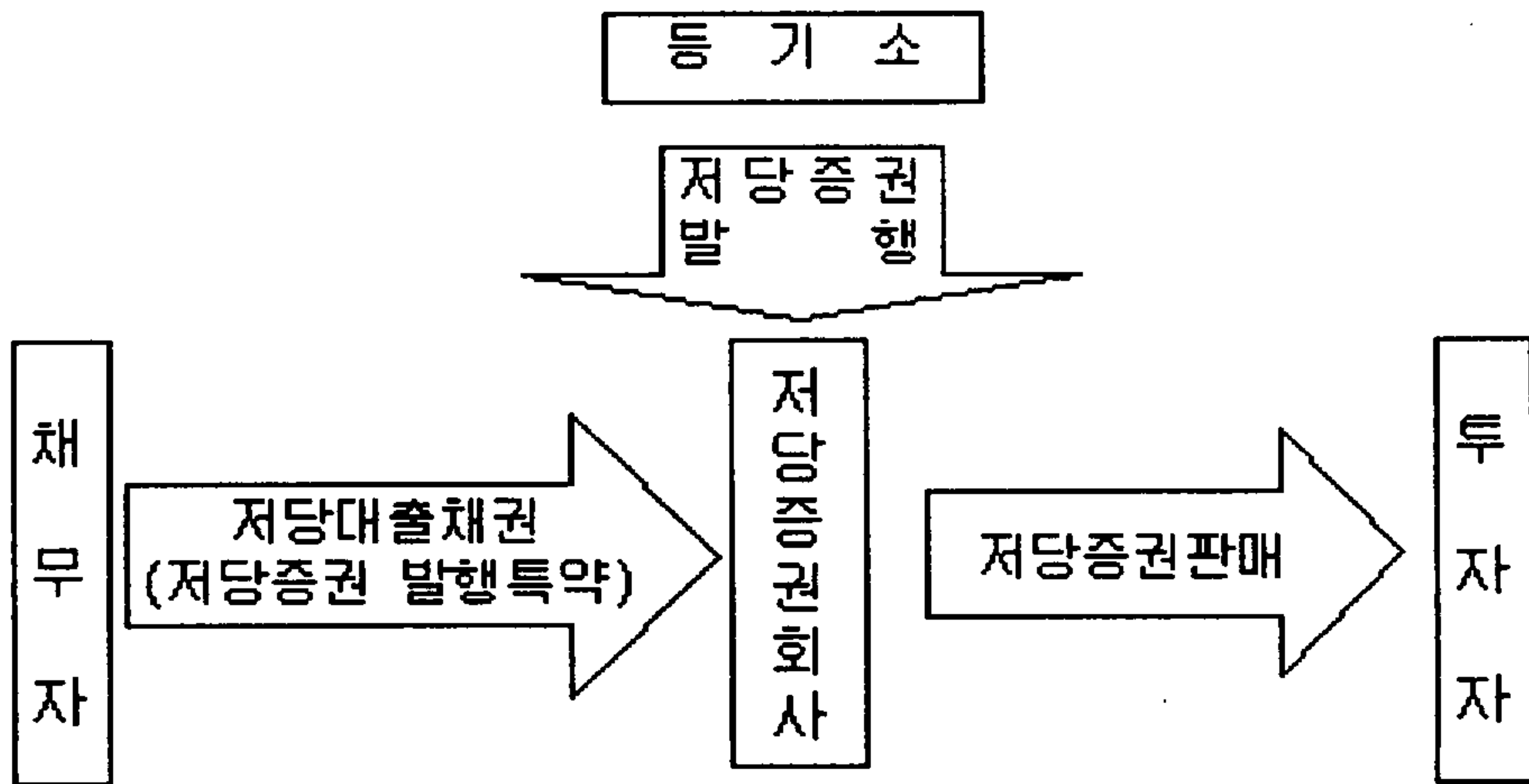
라. 抵當證券의 發行

1931년 일본에서 제정된 抵當證券法에 의거 시행되고 있는 독특한 제도로서 債權者(抵當權者)가 債務者와 抵當證券發行의 특약을 맺고 관할 등기소로부터 저당증권을 發行받아 이를 채권자가 배서하여 제3자(투자가)에게 양도함으로써 대출채권을 회수하는 제도이다.

저당증권은 배서에 의하여 양도되며, 저당증권 소지인은 그 辨濟期 도래시 일정한 지급장소에서 증권을 제시하고 원리금을 支給받으며 저당권과

피담보채권의 처분은 저당증권에 의해서만 가능하다.

<그림 3-6> 저당증권 발행구조



제 4 절 住宅抵當債權 流動化의 形態와 特性

1. 形態

抵當貸出의 證券化는 저당대출을 금융 시장에서 거래될 수 있는 상품으로 전환시키는 것을 말한다. 대표적인 증권화 방식으로는 元利金 自動移替證券(Pass-Through Security) 형태가 있으며, 이 증권이 중도상환에 따른 만기가 불확실해지는 단점을 해소하기 위해 파생상품으로 개발된 多階層 債券(CMO: Collateralized Mortgage Obligation)이다. 그리고 저축대부

조합(S&L)과 같은 주택금융기관 자신들이 보유하고 있는 저당대출을 담보로 직접 발행하는 MBS로는 住宅抵當債券擔保付債券(MBB : Mortgage-Backed Bond)이 있다.

가. 元利金 自動移替證券(Pass-Through Security)

이 증권은 저당권에 의해 담보되는 저당대출의 집합에 대한 지분권을 나타내는 증권이다. 이 증권은 주택금융기관이 저당대출을 유동화중개기관에 매각하면 유동화중개기관은 이를 集合化하여 讓渡擔保信託(Grantor Trust)²¹⁾을 설정한 후 이 신탁에 대해서 지분권을 나타내는 일종의 주식 형태로 발행되는 증권이다. 따라서 이 증권의 투자자는 저당대출집합을 지분형태로 소유함과 동시에 그 집합 전체에서 발생하는 현금흐름(貸出償還元利金)을 證券數에 비례하여 配分받는다. 저당대출집합은 하나의 커다란 저당대출처럼 취급됨에 따라 일반적으로 만기, 이자율, 상환방식 등 대출조건이 비슷한 저당대출로 구성된다.

이 증권에서 지급하는 현금흐름은 저당대출집합에서 발생하는 현금흐름인 대출상환원리금으로 총당되는데, 구체적으로는 매월 상환기로 약정된 원금, 이자 및 中途償還金(prepayment)으로 구성된다. 그러나 이들 두 현금흐름이 정확하게 일치하는 것은 아니다. 그 이유는 주택금융기관이 借

21) 양도담보신탁(Grantor Trust)은 투자자들에게 신탁되어 있는 이익(interest)에 대한 소유권을 인정함과 동시에 지분권 소유자들이 신탁자산을 직접 소유하고 있는 것으로 간주, 세금을 부과하는 신탁형태이다. 이 신탁은 주택금융기관으로부터 저당대출을 매입하여 이를 담보로 Pass-Through Security를 발행할 때 사용된다. 신탁으로 매월 귀속되는 현금흐름(이자와 원금)을 투자자들이 지분형태로 소유하되, 발행증권수에 비례하여 현금흐름을 배분한다.

入者들로부터 상환원리금을 대행하여 수납한 후 대출관리수수료 및 원리금 적기 지급보증료 등의 비용을 공제하여 투자자들에게 지급하기 때문이다. 또 다른 이유는 차입자들로부터 대출원리금이 수입되는 일자와 MBS 투자자들에게 원리금이 지급되는 일자가 다른 점 때문이다.

원리금 자동이체증권을 통한 증권화는 자산이 매각되는 형태이기 때문에 주택금융기관의 자산에서 해당 抵當貸出이 除外된다. 이에 따라 장기대출금이 조기에 상환되는 효과가 발생하여 발행자의 유동성 위험(liquidity risk)이 낮아진다는 이점이 있다. 발행자는 조달자금의 만기가 단기인 경우 이 증권의 발행을 통해 조기에 증권화할수록 자산의 만기가 단기화됨에 따라 유동성 위험이 감소하게 된다.

또 이 증권은 저당대출이 매각됨으로써 발행자는 MBB와는 달리 주택금융 위험을 투자자들에게 전가시키는 효과를 얻을 수 있다. 그 결과 투자자들은 저당대출을 그대로 매입하는 것에 비해 증권화를 통해 매입하는 경우 위험이 감소되는 점은 있지만 궁극적으로는 주택금융기관들이 부담하고 있던 주택금융위험을 떠맡게 된다. 따라서 저당대출채권 유동화제도가 도입되기 위해서는 투자자들이 그런 위험을 부담하고서도 MBS에 대한 투자를 할 수 있을 만큼 충분한 수익이 보장되어야만 한다. 즉, 현금흐름의 원천인 저당대출금리가 다른 금융상품에 비해 경쟁력이 있을 만큼 충분히 높아야 한다.

이 증권의 투자자들이 부담하게 되는 위험은 고정금리부 저당대출을 증권화한 경우 그 증권의 만기는 중도상환으로 인하여 짧아지기는 하지만 대체로 다른 금융수단보다 장기임에 따라 상대적으로 이자율위험이 크다. 또 차입자들이 중도상환(prepayment)²²⁾에 따라 증권의 만기가 불확실해지

면서 수익이 변동되는 중도상환위험(prepayment risk)을 부담하게 된다.

그리고 주택이 담보로 제공되기도 하지만 信用危險(credit risk)이 완전히 해소되는 것도 아니다. 즉, 차입자들이 개인적인 사정으로 상환불능에 빠지거나 주택가격이 하락하여 담보가치가 대출잔액(투자금액)보다 낮아질 위험이 있기 때문이다. 따라서 유동화중개기관이 저당대출을 매입하여 단순히 보유하는 경우와 달리 증권화를 이용하여 일반 투자자들에게 매각하기 위해서는 저당대출의 신용위험에 대한 보완이 마련되어야 한다. 특히 대출비율(loan-to-value ratio)이 높은 경우에는 주택가격의 하락에 대비하여 신용보완이 필수적이다. 이를 위해서는 미국의 FHA보험과 같은 정부가 지원하는 신용보완기구를 설립하거나 또는 민간 보험회사들에 대한 저당대출보험의 취급이 이루어져야 한다.

나. 元利金 移替債券(Pay-Through Bond)

이 채권은 기초자산(the underlying asset)에서 발생하는 현금흐름을 이용하여 증권화된 元利金 移替債券과 같이 證券數에 비례하여 균등하게 배분하는 형태의 단일증권이 아니라 償還優先順位가 다른 채권(Pay-Through Bond)을 발행하는 방식이다. 이런 채권의 대표적인 형태로는 CMO(Collateralized Mortgage Obligation)가 있다.

담보자산인 저당대출집합은 元利金 移替債券과 같이 투자자들에게 매각

22) 중도상환(prepayment)이란 미리 정해진 할부원금을 초과하여 원금을 상환하는 것을 말한다. 중도상환이 발생되면 원금이 계획보다 앞당겨져 상환되고 그로 인해 대출금 잔액이 줄어든 만큼 할부금이 당초보다 작아져서 기대현금흐름의 변화를 가져오며, 형식적인 만기까지 변화하게 된다.

되는 것이 아니라 발행자가 그대로 소유하면서 담보로 제공된다. 따라서 이 채권은 발행자의 채무가 되는 형태이다. 그러나 이 채권에서는 저당대출집합의 자산가치가 담보가 되는 것이 아니라 현금흐름이 담보가 되는 형태이기 때문에 元利金 移替債券과 마찬가지로 저당대출집합에서 발생하는 현금흐름은 전부 투자자들에게 이전된다. 즉, 이 채권은 각 계층의 개별 채권마다 지급되는 현금흐름은 다르지만 이들 각 계층의 현금흐름을 모두 합하면 담보자산인 저당대출집합에서 발생하는 總現金흐름과 일치하게 된다. 따라서 이 채권의 실질적인 담보는 담보자산인 저당대출집합의 자산가치가 아니라 현금흐름이므로 MBB와 달리 담보물의 자산가치의 변동에 따라 신용위험이 크게 달라지지 않는다.

그러나 차입자가 상환불능에 빠질 때에는 담보자산의 현금흐름을 가지고 元利金 移替債券의 현금흐름을 충당하지 못하게 될 위험이 있다. 이러한 신용위험은 궁극적으로는 발행자가 부담하지만 발행자의 신용과 관계 없이 그 위험을 완화하기 위하여 準備基金(reserve funds)의 적립이나 보험회사의 저당대출집합보험 또는 다른 금융기관에 의한 지급보증 등을 통한 신용보완(credit enhancement)이 이루어져야 한다.

이 채권은 특수회사를 설립하지 않고 담보방식으로 발행하는 경우에는 MBB와 마찬가지로 발행자가 저당대출집합을 소유하고 있음에 따라 자산 매각 처리를 통한 자본금 절감의 효과는 얻을 수 없다. 그러나 저당대출집합의 소유권은 이전되지 않더라도 현금흐름의 일치를 통해 실질적인 매각효과를 얻을 수 있으므로 발행자는 담보자산인 저당대출 집합의 소유에 따른 利率變動危險, 中途償還危險, 流動性危險等을 해소할 수 있게 된다.

그리고 이 채권은 ①차입자와 투자자간에 현금흐름이 연결되기 때문에 MBB보다는 낮은 수준의 초과담보가 요구되며, ②원리금 이체방식이나 만기구조를 투자자의 요구에 맞게 발행기관이 조정할 수 있으며, ③저리의 저당대출집합을 가지고 증권화를 하는 경우 元利金 移替債券과 달리 저당대출의 매각에 따른 손실을 일시에 계상할 필요가 없는 등의 장점이 있다.

다. 多階層 證券(CMO : Collateralized Mortgage Obligation)

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 주택저당채권지분이전증권(mortgage pass-through security ; MPTS, 이하 MPTS)과 주택저당채권원리금이체채권(mortgage pay-through bond ; MPTB, 이하 MPTB)보다 상대적으로 더 작다. 여기서 투자자가 부담하는 조기상환위험의 크기가 MBB보다는 크지만 MPTS와 MPTB보다는 작은 새로운 증권을 생각해 볼 수 있다. 바로 이것이 새로운 MBS 파생상품인 CMO이다.

CMO는 MPTB와 마찬가지로 주택저당채권과 MPTS를 기초로 발행되는 채권으로서, 발행기관의 부채로 計上되며 담보자산의 현금흐름은 투자자에게 이전된다. 그러나 MPTB가 1개의 계층을 가지는 것과는 달리 CMO는 복수의 계층을 가진다. 그리고 투자자는 위험선호도 및 자산운용 계획에 따라 계층을 선택한다.

CMO는 다양한 만기구조를 가지는 일련의 계층으로 구성되어 발행되고 만기구조별 위험에 따라 수익률이 결정되므로, 만기가 장기일수록 미래 현금흐름의 불확실성이 증가하여 상대적으로 높은 수익률이 주어져야 한다. 그러므로 위험을 선호하거나 장기자산을 운용하는 투자자는 만기가 장기인 계층에 투자하여 높은 수익률을 기대할 것이고, 위험을 기피하거나 단기자산을 운용하는 투자자는 상대적으로 수익률은 낮지만 현금흐름의 불확실성이 낮은 단기의 만기를 가지는 계층에 투자한다.

이것은 계층별 담보자산의 早期償還速度에 따라 계층별 채권(class bonds)의 현금흐름이 달라지기 때문이다. CMO는 발행기관의 부채인 점에서 MBB와 동일하고, 현금흐름이 투자자에게 이전되는 점에서 MPTS와 동일하다. 그러나 투자자가 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 조기상환위험도 계층별로 차이가 있다. 따라서 CMO의 경우 전체 조기상환위험은 MPTS와 같으나 계층 선택에 따라 조기상환위험 부담이 달라진다. 이것이 CMO의 가장 매력적인 투자유인이다. 이러한 CMO의 조기상환위험 분산에 따라 높은 투자유인이 제공되므로 CMO를 통한 자금조달 비용이 낮아진다. CMO의 등장으로 투자유인이 높은 다양한 채권이 자본시장에 공급됨으로써 자본시장 발달을 가속화하고, 이를 통해 주택자금은 낮은 비용으로 조달 가능하게 되어 주택금융의 기능이 더욱 제고되고 있다.

CMO는 주택자금대출기관이나 유동화중개기관에 의해 발행될 수 있다. 주택자금대출기관이 발행할 때 주택저당채권을 기초로 하거나 MPTS를 기초로 할 수 있다. 주택자금대출기관이 CMO 발행을 위해 주택저당채권을 담보로 하는 경우와 MPTS를 담보로 하는 경우 발행금리에 차이가 난다. 주택저당채권을 기초로 CMO를 발행하는 경우 채무자의 채무불이행이 발생했을 때 債務完済까지 시간 및 金錢面에서 많은 비용이 소요된다. 그러나 원리금에 대한 적기지급의 보증이 있는 MPTS를 기초로 하는 경우 채무불이행이 발생하여도 MPTS에 대한 보증기관이 우선 투자자에게 원리금을 지급하고, 보증기관이 채무자에게 求償權을 행사하는 과정을 따르기 때문에 그 만큼 투자자의 원리금 회수비용이 절감된다. 따라서 CMO 발행을 위해 주택저당채권보다 MPTS를 기초로 하는 경우 자금조달 비용이 상대적으로 낮아진다.

일반적으로 MPTS의 원리금에 대한 보증을 실시하는 기관의 공신력이 높을수록 자금조달 비용의 절감 효과는 커진다. 한편, CMO가 발행기관의 부채이므로 발행기관의 채무불이행위험에 따른 투자의 불안정성을 해소하기 위해 특별목적회사를 설립하여 해당 담보자산만을 기초로 CMO를 발행하면 발행금리는 낮아진다.

유동화중개기관이 CMO를 발행하는 경우에도 주택저당채권과 MPTS를 발행 기초로 제공할 수 있다. 주택자금대출기관의 경우처럼 유동화중개기관이 주택저당채권보다 MPTS를 기초로 할 때, CMO의 발행금리가 낮아져 자금조달비용이 상대적으로 저렴할 수 있다. 이 때 MPTS는 공신력 있는 기관에 의한 원리금 지급보증이 있는 경우이다. 원리금 지급보증을 타 공신력 있는 기관이 할 수 있지만, 유동화중개기관 자체가 높은 공신

력을 확보하고 있으면 자신의 공신력을 바탕으로 보증을 실시할 수 있어 자금조달 비용은 더욱 낮아진다.

CMO는 투자 수요를 유인하기 위해 다양한 구조의 계층으로 구성될 수 있다. 따라서 수익극대화를 추구하는 기관에 의해 CMO가 발행될 때 CMO에 대한 투자수요 유인효과는 극대화 될 수 있다.

라. 抵當貸出 擔保付 債權(MBB : Mortgage-Backed Bond)

MBB는 발행 기초인 주택저당채권에 대한 소유권은 발행기관이 보유하면서, 담보물인 주택저당채권의 가치와 발행기관의 신용을 기초로 발행되는 채권이다. MBB는 발행기관의 부채로 발행됨으로써, 주택저당채권 관련 위험이 여전히 발행기관에 집중되어 유동화를 통한 위험분산효과를 제고시키지 못한다. 따라서 MBB 발행에 따른 위험이 발행기관에 집중되므로 MBB의 유통성은 크게 저하되고, 이에 따라 주택저당채권이 원활하게 유동화되는 것에는 한계가 있다.

따라서 MBB 발행에 따른 발행기관의 채무불이행 위험을 완화하여 투자자의 안전성을 제고시키기 위해, 발행되는 MBB의 額面價額 이상의 가치를 가지는 담보물이 제공되어야 한다. 또한 이러한 담보물은 제3의 신탁기관에 위탁, 보관됨으로써 MBB 발행기관의 이중발행을 방지하고 발행기관의 도산에 따른 파산자산에서 제외시켜 투자자의 투자 안전성을 제고시킨다. 이를 위해 신탁기관은 담보물이 신탁될 때의 가치를 유지하고 있는지 일정기간마다 재평가하고, 담보물 가치가 부족한 경우 추가담보물을 발행자로 하여금 보충, 제공토록 한다.

한편, MBB 발행기관은 초과담보물의 규모를 줄이기 위해 부가적인 신용보완을 받을 수 있는데, 예를 들면 타 기관이 발행기관을 위해 발행한 신용장을 제출하거나 보증회사나 보험회사가 발행하는 보증증권이나 보험증권을 제출할 수 있다. MBB는 주택자금대출기관에 의해 주로 발행되지만 유동화중개기관에 의한 발행도 가능하다.

주택자금대출기관이 MBB를 발행하는 경우, MBB에 대한 투자의 안전성을 보장하기 위해 제공되는 초과담보의 규모가 크다. 특히 주택자금대출기관의 신용도에 따라 발행가액의 2배이상의 초과담보 제공이 요구되기도 하여 발행비용이 크다. 발행기관이 다양하고 담보가 되는 주택저당채권의 특성이 차이가 있으므로 투자자는 정확한 투자정보를 얻기 위해 많은 비용과 노력을 투입해야 한다. 이 결과 MBB에 대한 투자는 효과적으로 이루어지지 못한다. 따라서 일정한 조건을 충족하는 MBB에 대해 유동화중개기관이 보증을 실시함으로써, MBB 발행을 위한 초과담보 규모가 축소되고 투자자의 투자 결정을 보다 용이하게 하여 MBB에 대한 투자를 효과적으로 유도할 수 있다.

유동화중개기관이 MBB를 발행하는 경우, 우선 유동화중개기관은 주택자금대출 기관으로부터 주택저당채권을 매입하고, 이를 기초로 유동화중개기관이 MBB를 발행하는 체계를 갖는다. 유동화중개기관이 주택저당채권 유동화 중개업무를 독점 또는 과점체제로 운영하는 경우, 유동화가 국민경제에 미치는 광범위한 효과에 비추어 볼 때, 일반적으로 유동화중개기관에 높은 공신력이 부여되므로 MBB 발행에 드는 비용이 크게 축소된다. 즉, MBB 발행을 위한 초과담보 규모가 크게 하락하고, 유동화업무를 유동화중개기관이 集中管理함으로써 전체적인 유동화 관리비용도 감소하

며, 유동화에 따른 위험을 다루기 위한 금융기법 개발도 용이하게 된다.

한편, 유동화중개기관은 수신기능 없이 자본금을 기초로 MBB를 발행하므로, 주택저당채권을 지속적으로 매입하기 위한 유동성확보의 어려움이 한계로 지적되고 있다. 다시 말해서, 유동화중개기관이 매입하는 주택저당채권의 원리금 전액회수에 장기간이 소요되는데 비해, 이를 기초로 발행되는 MBB는 상대적으로 단기로 발행되므로, 지속적인 주택저당채권 매입을 위한 자금마련 방법으로서 MBB 발행은 한계를 가진다는 것이다.

그러나 발행된 MBB의 償還滿期時에 일정한 가격검토 기간을 정해두고, 유동화중개기관과 MBB 所有者 間에 가격을 재조정하여 상환만기를 연장토록 하면, 발행된 MBB의 만기를 계속해서 연장할 수 있다. 장기자금을 운영하는 기관투자자에게 시장상황에 따라 단기운용도 가능하며, 협의에 따라 장기로도 運用可能하게 됨으로써, 유동화중개기관은 MBB 발행을 통해 조달된 자금으로 주택저당채권을 지속적으로 매입할 수 있다. 한편, 유동화중개기관은 주택저당채권에 대한 소유권을 가지고 있으므로, 유동화중개기관이 시장의 변화에 따라 발생하는 주택저당채권의 가치 변화와 조기상환 등에 따른 위험을 부담하게 된다. 다양한 정보의 축적과 금융기법 개발로써 이러한 위험은 어느 정도 회피할 수 있지만, 부채로서 MBB 발행에 따른 위험은 궁극적으로 유동화중개기관의 몫이다.

2. 特 性

증권화의 가장 대표적인 형태인 元利金 自動移替證券(Pass-Through

Security)는 저당대출이 증권형태로 변화되었으나 그 증권은 기초자산인 저당대출집합에 대한 지분권을 나타내는 형태이므로 이 증권의 매각은 바로 저당대출을 單純賣却하는 것과 동일하다.

元利息 移替債券(Pay-Through Bond) 方式中 「賣却方式」의 경우 주택금융기관이 저당대출집합을 일단 별도의 특수회사에 매각하여 그 회사 명의로 Pay-Through Bond를 발행하므로 Pass-Through Security 방식과 같이 저당대출의 매각이 이루어진다. 그러나 담보방식의 경우 MBB와 마찬가지로 발행자가 저당대출집합을 자기자산으로 보유하되 담보로 제공하여 Pay-Through Bond를 발행하는 방식이다.

비록 자산매각 형태는 아니지만 담보자산인 저당대출집합의 현금흐름(대출원리금)과 신규부채인 Pay-Through Bond의 현금흐름(투자자에게 지불하는 원리금)을 일치시킴으로써 실질적인 현금흐름의 매각이 이루어진다. 따라서 저당대출집합과 Pay-Through Bond 간의 만기가 일치됨으로써 자본금 절감과 신용위험의 해소는 이루어지지 않지만 신규 대출재원의 확보와 함께 유동성위험과 현금흐름위험이 이전되는 효과가 발생된다.

이에 반해 MBB는 자산가치를 담보로 발행되는 일종의 담보부회사채로서 자산매각 형태가 아닐뿐더러 저당대출집합의 현금흐름과 MBB의 현금흐름도 일치하지 않기 때문에 「담보방식」의 Pay-Through Bond와 같은 현금흐름의 매각도 이루어지지 않는다. 따라서 MBB는 무담보채권(debenture), 讓渡性定期預金證書(Certificate of Deposit)와 같이 주택금융기관이 부채발행을 통해서 도매자금을 조달하는 수단이라고 할 수 있다.

이와 같이 MBB의 특성들을 토대로 볼 때 주택금융기관이 유동화중개기관을 거치지 않고 저당대출집합을 직접 증권화하여 일반투자자들에게 매각하는 경우 자산매각 형태인 Pass-Through Security와 특수회사의 설

립을 통해 자산매각을 실현하는 「매각방식」의 Pay-Through Bond는 완전한 유동화수단이 된다. 한편 자산매각의 형태는 아니지만 현금흐름이 매각을 통하기 때문에 실질적인 자산매각 효과가 있는 「담보방식」의 Pay-Through Bond는 일종의 準유동화 수단으로 볼 수는 있지만 자산의 담보가치를 이용하는 MBB는 유동화수단으로 보기는 어렵다.

이런 정의는 유동화중개기관이 보유하고 있는 저당대출을 증권화하여 일반투자자들에게 매각함으로써 주택금융기관이 아닌 스스로를 위하여 유동화하는 경우에도 적용될 수 있다.

제 4 장 先進國의 住宅抵當債權 流動化制度

運用方式²³⁾

제 1 절 美 國

미국의 유동화제도는 오랜 역사를 가지고 시장상황에 대응하면서 발전하여 왔다. 그 결과 현재 미국은 고도로 발달된 유동화제도를 운용하고 있다. 미국의 유동화제도의 특징은 複數의 流動化仲介機關을 포함하는 유동화 구조이다.

유동화 중개기관은 주택저당채권을 유동화 하는 中樞的 機關으로서 公信力을 확보하고 있으며, 주택저당증권을 발행하거나 住宅資金貸出機關(정확히는 주택자금대출기관이 설립한 特別目的會社)이 발행하는 주택저당증권에 대한 元利金 適時支給保證

23) 주택산업연구원, “유동화중개기관을 통한 주택저당채권 유동화 방안”, 연구보고서 1998. 7. 을 인용하였음

을 실시하고 있다.

복수의 유동화 중개기관은 각각 고유한 설립 배경에서 출발하여 상호 補充 및 競争關係를 유지하면서 발전하여 왔다.

미국의 주택금융제도는 1970년대 초반에는 영국과 매우 유사한 住宅金融制度를 가지고 있었다. 즉 법률에 의해 단기로 자금을 조달하여 장기(20 ~ 25년) 固定利率로 대출하던 貯蓄貸付組合 또는 貯蓄銀行 위주였다.

그러나 1970년대 후반 들어 이자율이 급상승하자 이자율 상한을 規制받던 저축기관의 채산성이 악화되어 이에 대한 대책으로 1980년대 초반에 變動金利付 抵當貸出을 취급할 수 있게 하였고 저당대출 이외의 자산에 대한 투자제한도 解除하는 등 사실상 저축기관에 대한 모든 금리규제를 철폐하는 금융개혁 및 주택금융개혁을 단행하였다. 금융개혁의 목표는 저당발행기관의 자금지원을 통한 자가보유 독려와 은행 도산방지 등의 금융제도 안정성 추구에 있었는데 이로써 2차 저당시장의 발달과 함께 저당은행산업이 급격히 발달하는 계기를 마련하였다.

즉 2차 抵當市場의 도입배경을 살펴보면 ① 1970년대 후반 이후 採算性이 惡化되고 있는 저축기관의 保有抵當貸出에 대한 유동성을 提高시키고, ② 자금여력이 있는 年金基金 및 保險會社의 주택금융 참여를 유도하며, ③ 州間營業이 제한된 상황에서 저당대출시장을 통해 資金剩餘地域과 資金不足地域을 연결시킬 필요가 있었고 ④ American Dream으로 特徵지워질 수 있는 自家保有政策으로 인하여 주택금융자금 확대에 대한 정책적 優先順位가 높았던 시기였음을 지적할 수 있겠다.

다음에서 유동화중개기관을 포함하는 미국의 주택저당채권 유동화제도에 대하여

알아본다.

1. 導入 및 經過

1930년대 이전에는 미국의 주택저당대출은 주로 저축대출조합(Saving & Loan Association ; S&L)에 의해 이루어졌다. 주택저당대출이 활발히 일어난 1920년대 대표적인 주택저당대출은 주택가격 대비 住宅資金貸出額 비율이 약 50%이며, 만기가 5~7년 그리고 이자는 반년 단위로 정기적으로 지급하는 만기일시상환 저당대출(balloon mortgage)이었다. 이 저당대출은 통상 만기에 再貸出이 이루어졌다. 저축대출조합은 저당대출을 실행하고 확보한 주택저당채권을 보유함으로써 저축대출조합은 대출기간 동안 주택금융 관련 위험을 부담하였다.

그러나 1930년대 대공황으로 인해 주택금융시장이 붕괴되면서 기존 저당대출의 만기연장이 어려워지면서 채무자의 채무불이행이 늘어나고, 담보물인 주택의 가격폭락으로 저축대출조합은 급격히 부실화되었다. 이러한 저축대출 조합을 포함한 주택자금 대출기관에 대한 자금공급을 위해 상업은행의 聯邦準備銀行(Federal Reserve Bank)에 상응하는 기관으로 聯邦住宅貸出銀行(Federal Home Loan Bank ; FHLB, 이하 FHLB)이 1932년에 설립되었다. FHLB는 주택자금 대출기관의 주택저당채권을 매입하고 신규 주택자금을 공급하였으며, 이를 위한 자금조달은 자본시장에서 무담보채권을 발행하여 차입하였다. 그러나 이러한 FHLB의 자금조달 방법은 차입의 한계로 인해 지속적인 대규모 주택자금을 공급하는데 한계가 있었다.

연방정부는 주택시장의 재건과 이를 통한 경제 회복을 도모하기 위해 「聯邦住宅法(National Housing Act)」의 제정을 통해 획기적인 조치를 취하였다. 이러한 조치

의 주요 내용은 첫째, 연방정부 차원에서의 민간에 대한 신용보완 제공, 둘째, 장기 주택저당대출 상품의 도입, 셋째, 연방기관으로서 유동화중개기관의 설립을 들 수 있다.

「연방주택법」의 제정으로 주택자금 차입자에 대해 연방차원의 신용보완을 위해 연방주택청(Federal Housing Administration ; FHA, 이하 FHA)이 설립되었으며, 기관의 부실화로 인해 예수금이 급격히 줄어 신규 주택자금 공급에 어려움을 겪고 있던 저축대출조합의 예금자 보호를 위한 예금보험기관으로서 연방저축대출보험공사(Federal Savings and Loan Insurance Corporation ; FSLIC)를 설립하였다.

FHA가 주택저당대출의 채무불이행위험에 대한 보험을 제공함으로써, 주택저당 대출이 장기화되고 아울러 標準化 되었다. 장기 주택저당대출 상품으로 30년 만기의 고정금리 대출로서 월별 할부상환조건 주택저당대출이 도입되었다. 그러나 저축대출조합을 비롯한 금융기관은 단기로 조달된 자금으로 장기 주택저당대출을 실시하게 되어 신규 주택저당대출을 위한 자금 마련에 한계를 가지게 되었다.

연방정부는 1938년에 FHA보험부 주택저당채권을 유동화 하기 위해 유동화중개기관인 연방저당공사(Federal National Mortgage Association ; FNMA, 이하 FNMA)를 설립하였다. FNMA는 주택자금대출기관이 보유하고 있는 주택저당채권을 매입하고 이를 만기까지 보유하였다. 이 때 매입대상이 되는 주택저당채권에 대한 특별한 매입조건을 두지 않았다. FNMA는 1948년부터 在郷軍人廳(Veterans Administration ; VA, 이하 VA) 보증부 주택저당채권도 매입하기 시작하였으며, 이 때부터 본격적으로 주택자금공급시장이 출발한 것으로 볼 수 있다. FNMA는 초기에 주택저당대출을 매입하기 위한 자금을 財務省證券의 발행을 통해 조달하였으나 주택저당대출 매입규모가 증가하면서 資金調達源의 多樣化를 꾀하게 되었다.

1954년 FAMA는 「聯邦住宅法」의 개정을 통해 첫째, 연방차원에서 FHA보험부 주택저당채권이나 VA보증부 주택저당채권에 대한 주택자금공급시장의 활성화를 도모하고, 둘째, 보유 주택저당채권과 채무불이행으로 취득한 담보물의 관리에 힘쓰고, 셋째, 저소득층에 대한 주택저당대출에 대한 지원을 포함한 특별지원프로그램의 수행을 담당하도록 하였다.

FHA보험부 주택저당채권과 VA보증부 주택저당채권의 대출이자율은 시장이자율보다 낮은 수준으로 규제를 받았다. 이러한 저이자율정책을 원활하게 수행하는데 필요한 막대한 자금을 조달하기 위해, FNMA가 채권을 발행할 수 있는 조치를 취하였다. FNMA는 채권 발행을 통해 조달한 자금으로 이자율 상승기에 주택자금 대출기관에게 신규 주택저당대출을 위한 자금을 공급하였다. 그러나 FNMA가 주택저당채권을 매입·보유함에 따라 주택저당채권 관련 위험을 전담하는 과정에서, 이자율의 등락에 따라 자금의 조달비용(발행채권의 이자율)과 운용비용(주택저당채권 이자율)의 차이에서 발생하는 수익을 얻을 기회가 제공되었다.

한편, 주택저당채권에 대한 민간 투자기관들은 시장이자율이 상승하지만 주택저당채권 이자율이 증가하지 못하자 주택저당채권에 대한 투자를 줄이고 대신 주식이나 사채에 대한 투자를 늘렸다. 이러한 상황으로 인해 자본시장의 자금이 주택 금융시장으로 유입하는 규모가 줄어들게 되자, FNMA의 기능을 제고할 필요가 있었다.

이런 필요성에 따라 1954년 「聯邦住宅法」의 개정시 FNMA에 대한 연방정부의 간섭을 줄이고 민간기업으로서 기능을 부여하고자 하였다. 이러한 새로운 형태의 FNMA의 운영에 필요한 자금조달을 목적으로 FNMA는 無議決 優先株를 발행하여 재무성이 인수토록 하고, 無議決 普通株를 발행하여 FNMA에 주택저당채권을 매각하고자 하는 기관이 매입하도록 하였다. 추가적인 소요자금은 어음이나 채권을 발행

하여 조달토록 하였다. 이와 같은 부채의 증가를 통한 자금조달에 따른 FNMA의 부실화를 보전하기 위해 재무성이 22억5천만달러의 FNMA 발행 채권을 취득하도록 하였다. 이에 따라 FNMA의 대외공신력은 제고되고 자금조달비용이 낮아지게 되었다.

1968년 「住宅都市開發法(Housing and Urban Development Act)」의 제정에 따라 FNMA의 자산, 부채 및 경영을 완전히 민간기구로 이관하게 하기 위해 財務省이 보유하고 있던 FNMA의 우선주를 없애 버림으로써 FNMA는 정부가 지원하는 민간회사로 전환하였다. 한편, 기존 FNMA의 기능 중에서 민간회사인 FNMA에 넘겨지지 않고 남은 기능은 住宅都市開發省(Department of Housing and Urban Development) 내에 남겨두었다. 이러한 기능을 전담하여 수행할 기구로서 政府抵當金庫(Government National Mortgage Association ; GNMA, 이하 GNMA)가 FNMA와 별도로 住宅都市開發法에 의해 설립되었다.

GNMA의 주요 기능은 첫째, 이전의 FNMA가 취득·보유한 주택저당채권의 관리 및 유통화 기능, 둘째, 연방정부의 주택정책을 지원하기 위한 특별지원 대출기능, 셋째, FHA보험부 주택저당채권과 VA보증부 주택저당채권을 기초로 발행되는 MBS에 대한 보증기능을 들 수 있다. 이에 따라 GNMA가 보증하는 MBS가 1970년에 처음 발행되었다. 이러한 기능을 수행하기 위한 자금은 財務省 지원 자금과 공공차입에 의해 조달하였다.

한편, FHA보험부 주택저당채권이나 VA보증부 주택저당채권이 아닌 일반주택 저당채권(conventional mortgage)은 總住宅抵當債權에서 차지하는 비중이 높음에도 불구하고 1970년대 초까지 유통화 되지 못하였다. 일반주택저당채권을 보유하고 있던 주택자금대출기관은 이자율 변동 특히, 1960년대 중·후반기에 발생하였던 이자율 변동에 따라 유동성 부족문제에 봉착하였다. 이에 따라 일반주택저당채권 유통화가 시급한 현안으로 부상하자, 1970년 「緊急住宅金融法(Emergency Home Finance

Act)」을 제정하여 聯邦住宅貸出抵當公社(Federal Home Loan Mortgage Corporation ; FHLMC, 이하 FHLMC)가 설립되었다.

FHLMC의 가장 주된 설립 목적은 일반주택저당채권의 유동화였다. 이러한 기능을 수행하기 위한 자금은 12개 지역 FHLB에게 무의결 보통주를 매각하여 조달하였다. 이렇게 FHLMC가 일반주택저당채권을 매입하자 FNMA도 1970년부터 일반주택저당채권을 매입하기 시작했다. FHLMC는 일반주택저당채권을 기초로 1971년에 참가증서(Participation Certificate ; PC, 이하 PC)를 최초로 발행하였다. 1977년에는 아메리카은행(Bank of America)이 최초로 MPTS를 발행하여 민간부문에서 발행되는 MBS의 효시가 되었다. 1981년까지 FNMA와 FHLMC는 주택저당채권을 매입하고 현금으로 대금을 지불하였으나, 1981년부터 현금 대신 원리금 적시지급이 보장된 MBS로 대금을 지불하기 시작하였다. 이것은 재정거래로 스왑프로그램(swap program)을 통해 이루어졌다.

1970년대 말에서 1980년대 초까지 높은 인플레이션과 이자율의 상승 현상이 발생하였다. 이로 인해 주택저당채권을 보유한 기관들은 매우 큰 손실을 입었다. 특히 주택저당채권을 대규모로 매입·보유하고 있던 FNMA는 불안정하고 급격한 금리변동으로 인해 막대한 손실을 입었다. 연방정부는 금리변동에 대처할 수 있도록 저축기관에게 變動金利付 대출을 취급할 수 있도록 허용하고, 이에 따라 FNMA와 FHLMC도 변동금리부 주택저당채권을 매입하기 시작하였다.

한편, GNMA, FNMA와 FHLMC가 발행하는 MPTS의 경우 원리금 적시지급을 보장받음으로써 차입자의 채무불이행에 따른 손실을 극소화하였으나, 여전히 현금흐름의 변동에 따른 손실위험은 투자자가 전담하였다. 특히 이자율이 급격히 변동하는 시기를 경험한 투자자는 이자율 변동에 따른 손실 위험을 크게 인식하게 되었고, 이 때문에 원리금 자동이체증권(MPTS)에 대한 투자유인이 위축되었다. 1983년에

FHLMC가 처음으로 발행한 다계층 증권(CMO)는 주택저당채권 집합을 조기상환위험의 크기가 상이한 여러 개의 계층으로 분할함으로써, 이러한 현금흐름의 위험을 투자자에게 효율적으로 배분하게 되어 주택자금대출을 크게 확대하는데 기여하였다.

<표 4-1> 미국의 유동화실적 추이

(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)

1980년대 초반의 불안정한 금리변동에 대처하기 위해 1980년대 중반이후 다양한 금융기법들이 개발되면서 금융기관간의 경쟁과 高危險商品의 취급에 따라 금융기관의 건전성 관리가 중요한 정책목표가 되었다. 이에 따라 1989년 「金融機關 改革, 救濟 및 規制強化法(Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act)」이 제정되었다. 이 법률은 정부지원기관인 FNMA와 FHLMC가 설립의 선후나 시장 점유율의 차이에 상관없이 같은 지위에 있음을 확인하고, 양 기관의 면허가 동등한 것으로 규정하였다. 이렇게 정립된 유동화중개기관인 GNMA, FNMA와 FHLMC의 기본 골격은 유지되면서 현재에 이르고 있다.

이러한 유동화중개기관에 의한 유동화실적은 <표4 -1>과 같다. 여기서 미국은 유동화제도를 운용하여 거의 매년 전체 주택저당채권중 50% 이상을 유동화시키는 것으로 나타나 자본시장에서 주택자금의 조달이 활성화되어 있음을 알 수 있다.

2. 運用 構造

유동화제도의 운용구조는 MBS의 종류에 따라 구분되어진다. MBS는 MBB, MPTS, 그리고 CMO로 크게 구분할 수 있으며, 이러한 MBS 발행과정이 곧 유동화제도의 운용구조를 나타낸다. 그러므로 유동화제도 운용과정에서 유동화 중개기관의 효과를 알아보기 위해, MBB, MPTS, MPTB, 그리고 CMO 발행 과정에서 유동화중개기관이 담당하는 기능을 살펴본다.

유동화중개기관은 정부기관으로 GNMA와 政府後援機關(Government Sponsored Enterprise ; GSE)인 FNMA와 FHLMC, 또한 純粹民間仲介機關(Private Conduits)으로 분류될 수 있다. 그런데 GNMA는 FHA보험부 및 VA보증부 주택저당채권을 유동화시키고 있으며, FNMA와 FHLMC는 일반주택저당채권을 주로 유동화하면서 FHA보험부 및 VA보증부 주택저당채권도 일부 유동화도 담당하고 있으며, 그리고 순수 민간중개기관은 GNMA와 FNMA 및 FHLMC가 취급하지 않는 非適格 住宅抵當債權을 流動化한다.

순수민간중개기관의 1994~1996년동안 MBS 발행실적이 총 MBS발행금액에서 12.0%에 불과하므로, 본 연구에서는 순수민간중개기관의 MBS를 제외한 FHA보험부 및 VA보증부 주택저당채권과 일반주택저당채권을 기초로 발행되는 MBS를 중심으로 유동화 운용구조를 살펴보고자 한다. 각 유동화중개기관별로 유동화 운용 구조를

분석하면 다음과 같다.

가. FNMA와 FHLMC를 통한 運用構造

현재 FNMA와 FHLMC는 일반주택저당채권을 기초로 발행되는 MBS의 시장에서 경쟁관계를 유지하면서 주택자금공급시장의 발전을 선도하고 있다. 이 2개의 유동화 증개기관은 주택저당채권을 기초로 MPTS를 발행하고, 이를 자본시장에서 매각하여 조달한 자금을 주택자금대출시장을 통해 신규주택자금으로 공급한다.

주택자금대출기관은 주택자금수요자(차입자)에게 주택자금을 대출하고, 이에 대한 대가로서 대출금의 원리금 수취에 대한 권리와 원리금 수취를 보장하기 위해 주택에 대해 저당권을 설정한다. 이렇게 형성된 주택저당채권을 주택자금대출기관은 FNMA와 FHLMC에게 매각하여 신규 대출을 위한 자금을 조달하고, FNMA와 FHLMC는 매입한 주택저당채권을 증권화하여 매각함으로써 자본시장으로부터 주택저당채권 매입자금을 회수한다.

FNMA와 FHLMC는 주택자금대출기관으로부터 매입할 수 있는 주택저당채권에 대한 표준적인 매입기준을 제시한다. 이러한 매입기준에 적합한 주택저당채권만이 매입대상이 된다. 표준적인 매입기준에는 차입자의 신용상태, 담보물인 주택의 가치 및 지역적 특성 등을 파악할 수 있는 엄격한 조건들이 포함된다.

FNMA와 FHLMC에 의해 위와 같이 발행되는 주택저당증권은 MPTS이다. 이는 원리금수취와 담보물에 대한 지분권을 나타내는 것으로, 투자자는 MPTS발행가액만큼 지분권을 가진다. 따라서 MPTS의 총액면가액과 담보가액은 동일하다. 따라서 지분권의 이전으로 차입자와 투자자 간에 현금흐름이 그대로 연결되어 있다. MPTS는 발행의 기초가 되는 주택저당채권과 관련된 위험이 투자자에게 이전되므로, 투자자

의 입장에서는 투자의 안전성이 크게 낮아진다. 이렇게 투자의 안전성이 낮아지면, MPTS 발행기관은 투자자에게 더 높은 수익률을 제시하여야 하지만 이 경우 유동화 비용이 크게 증가하여 유동화의 효율성은 크게 떨어진다.

따라서 MPTS발행을 통한 유동화의 경우 투자자에게 집중되는 주택저당채권관련 위험을 분산하여 MPTS 발행 비용을 낮추는 것이 필요하다. 이를 위해 주택자금대출 기관은 차입자에게 채무이행을 담보하기 위해 제공한 저당권외에 부족한 신용을 보완하기 위해 저당대출보험(보증)에 가입하도록 요구한다. 이것은 차입자의 채무불이행으로 담보물을 처분하였을 때, 담보가액의 부족에 따른 투자자의 손실을 보충하기 위해 필요하다.

특히 FNMA와 FHLMC는 民間保險(保證)會社의 보험(보증)을 받은 일반 주택저당 대출을 주로 매입하므로, 이들 민간보험(보증)회사의 파산위험으로 인해 정부기관인 FHA나 VA의 보험부 및 보증부 주택저당채권을 매입하는 경우에 비해 투자의 안전성이 떨어진다. 또한 채무불이행이 발생하면 투자자는 채권 회수를 위해 시간과 비용을 투입해야 하고, 이런 점은 MPTS에 대한 투자의 장애 요소가 된다.

따라서 투자의 안전성을 제공하기 위해 FNMA와 FHLMC는 MPTS 투자자가 부담하는 위험 중에서 차입자의 원리금납입연체위험과 종국적인 채무불이행위험을 분담한다. 이러한 위험을 분담하기 위해 FNMA와 FHLMC는 발행하는 MPTS의 원리금에 대한 보증을 실시한다. 즉, FNMA와 FHLMC는 MPTS 투자자에게 발행 기초인 주택저당채권에서 생기는 원리금을 투자 지분만큼 지급할 것을 보증한다.

이러한 FNMA와 FHLMC의 원리금 보증 내용은 다소 차이가 있다. FNMA는 차입자의 채무불이행시 원금과 이자를 매월 일정한 날짜에 투자자에게 지불할 것을 보증한다. FHLMC는 非골드參加證書(Non-Gold PC)의 경우, 이자는 매월 일정한 날짜에

지불하지만 원금은 차입자로부터 회수분만 지급하고, 종국적으로 債務不履行時 1년 이내에 남은 원금과 이자의 변제를 보증한다. 그러나 골드참가증서(Gold PC)의 경우 FNMA는 FNMA와 동일한 내용의 원리금 적시지급보증을 제공한다. 전체적으로 FNMA보다 FNMADML 보증이 엄격하다.

FNMA와 FHLMC는 주택저당채권의 매입시 대금을 현금으로 지불하거나 MBS(MBS Program)으로 불린다. 주택자금대출기관이 MBS프로그램을 이용할 경우 포트폴리오(portfolio ; 資産選擇)의 구성에서 MBS 보유에 따른 이점을 살릴 수 있다. 즉, 주택저당채권의 (자산)위험가중치는 50%이지만 이러한 주택저당채권을 기초로 발행된 MBS는 (자산)위험가중치가 20%로 낮아져 주택자금대출기관의 자기자본비율을 제고할 수 있다. 또한 MBS는 주택자금대출기관이 대외차입을 위해 채권을 발행할 때 담보로 사용할 수 있으며, 이 경우 MBS의 높은 공신력으로 인해 債權發行價額 대비 담보비율을 낮출 수도 있다.

유동화중개기관인 FNMA와 FHLMC는 주택저당채권 滿了時까지 MPTS의 기초가 된 주택저당채권에 대한 管理業務(servicing ; 원리금의 징수, 보험료 납부, 납입된 원리금의 이체 등)를 주택자금대출기관에게 위탁한다. 이러한 관리업무의 委託價에 따라 유동화중개기관은 주택자금대출기관에게 위탁 수수료를 지불한다.

나. GNMA를 통한 流動化 運用構造

FHA 보험부나 VA 보험부 주택저당채권은 주로 GNMA를 통해 유동화된다. FNMA와 FHLMC도 이들 주택저당채권의 유동화를 취급하지만, GNMA는 연방정부 기관인 FHA나 VA가 부보한 주택저당채권을 유동화하는 기관으로 설립되었다.

GNMA는 FNMA와 FHLMC처럼 주택저당채권을 매입하여 MPTS를 발행하는 것

이 아니라, 주택자금대출기관이 발행하는 MPTS에 대해 보증만 실시한다. 이는 FNMA와 FHLMC의 MBS 프로그램과 형식상 유사하다.

우선 주택자금대출기관은 GNMA의 보증기준에 부합하는 주택저당채권을 선별하여 주택저당채권 집합을 만들고, 이를 GNMA에 제시하여 GNMA의 원리금 적시지급보증을 받는다. 원리금 적시지급의 내용은 FNMA처럼 차입자의 채무불이행 여부에 상관없이 매월 지정한 날짜에 투자자에게 담보물에 대한 지분만큼 원금과 이자를 지급하는 것이다. 그리고 GNMA는 주택도시개발성 산하의 정부기관이므로, GNMA의 보증은 연방정부의 보증과 동일한 효력을 지닌다.

주택자금대출기관은 이러한 GNMA의 보증을 획득한 MPTS를 발행한다. 주택자금대출기관이 GNMA의 보증을 받아 MPTS를 발행하는 방식에는 크게 2가지가 있다. 주택자금대출기관이 자신을 발행기관으로 하여 MPTS를 발행하거나, 주택저당채권을 유동화를 전문으로 하는 지상회사(paper company)인 특별목적회사에 매각하고 특별목적회사로 하여금 MPTS를 발행토록 하는 것이다. 특별목적회사를 통해 MPTS를 발행하는 것은 주택저당채권 및 MPTS와 관련된 위험을 주택자금대출기관과 분리하여 주택자금대출기관의 파산위험으로부터 투자자를 보호할 수 있다.

MPTS를 발행하는 경우 주택자금대출기관이 직접 발행하거나 특별목적회사를 통해 발행하거나 큰 차이가 없으나, 특히 발행기관의 부채로 남는 MBS 즉, MPTB나 CMO 등을 발행할 경우 해당 MPTB나 CMO와 관련되지 않는 요인에 의한 발행기관의 파산위험을 배제하는 것은 발행비용의 절감을 위해 중요하다. 이를 위해 주택자금대출기관은 주택저당채권 집합을 특별목적회사에 매각하고, 특별목적회사가 해당 주택저당채권 집합에 대해 GNMA의 보증을 받아 MBS를 발행하도록 한다. 이렇게 MBS 발행을 통해 조달된 자금을 주택자금대출기관은 신규주택저당 대출금으로 활용한다.

GNMA는 당초 GNMA- I 프로그램을 통하여 固定金利付 주택저당채권을 기초로 한 MBS에 대해 보증을 제공하였으나, 1983년 11월 GNMA- II 프로그램을 개발하여 변동금리부 주택저당채권을 기초로 한 MBS에 대한 보증기능도 수행하기 시작하였다. 또한 GNMA- I 프로그램은 발행기관이 단수인 반면에 GNMA- II 프로그램의 경우 발행기관은 다수이다. 이는 1980년대 초반 금융위기를 거치면서 금융규제 완화의 일환으로 주택자금대출기관이 變動金利付 주택저당대출을 실시할 수 있게 됨에 따라 이를 유동화 할 필요성이 있어 생긴 것이다.

3. 特徵 및 成果

미국은 流動化制度를 중심으로 한 住宅金融이 活性化되어 있다. 미국 유동화제도의 特徵 및 成果를 살펴보면 다음과 같다.

가. 特徵

미국 주택저당채권 유동화제도의 主要한 特徵은 다음과 같다.

첫째, 유동화중개기관이 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.

주택금융시장이 비교적 안정되었던 1930년대 이전에는 대출기간이 5~7년 정도로 길지 않고 통상 滿期時 再貸出이 이루어지는 주택저당대출을 주로 취급하였기 때문

에 유동성 문제가 크지 않았고 따라서 주택저당채권의 유동화 필요성이 작았다. 그러나 1930년대 대공황으로 채무자의 상환능력이 크게 저하되면서 주택저당 채권을 대규모로 보유 중이던 저축대출조합을 비롯한 주택자금대출기관은 심각한 유동성 부족 문제에 직면했다.

이러한 주택자금대출기관의 유동성 부족을 해소하기 위해 FHLS와 FNMA가 설립되었다. FNMA는 초기에 연방정부의 신용보완(즉, FHA 보험과 VA보증)을 받은 주택저당채권을 매입·보유함으로써 주택자금대출기관의 주택저당채권을 유동화 하였다. 연방정부의 신용보완의 대상이 되지 않는 주택저당채권이 늘어나면서 이를 유동화하고자 FHLMC를 설립하였다. 1980년대 초반 높은 인플레이션과 불안정한 이자율의 변화에 대응하기 위해 주택자금대출기관은 변동금리부 주택저당대출을 취급하였고, 이에 유동화중개기관은 변동금리부 주택저당채권을 유동화하기 위한 프로그램을 개발하였다. 이렇게 유동화중개기관은 주택금융시장과 자본시장을 연계하는 주택자금공급시장의 발달에 중추적인 역할을 담당해 왔다.

둘째, 유동화중개기관은 연방정부의 지원에 힘입어 높은 공신력을 확보하고 있다. 현재 GNMA는 주택도시개발성 산하의 정부기관이며, 「연방주택법」의 설립 근거규정에 의하면 연방정부는 민간기업인 FNMA와 FHLMC에 대해 감독 및 간접적인 지원을 할 수 있다. 유동화중개기관과 연방정부와의 이러한 관계에 따라 GNMA는 연방정부의 공신력을 갖고 있으며, FNMA와 FHLMC도 준정부기관으로 인식되어 높은 공신력을 확보하고 있다.

셋째, 유동화중개기관이 주택자금 차입자의 신용보완을 중복하여 실시하고 있다. 차입자에 대한 신용보완은 주택자금대출시장에서 1차적으로 이루어지는데, FHA와 VA가 공공신용보완기관으로서 연방정부의 특별한 지원이 필요한 계층에 대해 신용보완을 하고, 민간보증(보험)회사는 주로 공공신용보완을 받지 못하는 중소득층 이상

의 차입자에 대해 신용보완을 하고 있다. 이러한 주택자금대출시장에서의 신용보완은 차입자의 채무불이행으로 인해 담보물인 주택을 처분하였을 때 미상환원리금에서 처분價額을 제외한 담보의 不足分을 보충한다. 그러나 이 경우 투자자는 잔존원리금의 회수에 많은 시간과 노력을 소모하고, 이것은 MPTS에 대한 투자유인을 감소시킨다. 그러므로 유동화중개기관은 MPTS의 원리금 적기지급을 보증함으로써, 차입자의 신용을 추가적으로 보완하여 MPTS에 대한 투자 유인을 증대시킨다.

넷째, 유동화중개기관은 유동화제도의 핵심기관으로서 주택자금공급시장을 과점하고 있다. 즉, FHA와 VA의 주택저당채권의 유동화는 GNMA가 대부분 담당하고 있으며, FNMA와 FHLMC은 일반주택저당채권의 50% 이상을 유동화하였다(조만, 1997). 따라서 유동화중개기관은 과점적 지위를 가지고 유동화 업무를 집중적으로 취급하고, 이에 따라 유동화 과정에서 발생하는 유동화 관련 정보를 생산·수집하고 한편으로 이를 관리·공개하는 기능을 담당하고 있다.

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 대행기관(agents)이 있다.

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

나. 成 果

유동화중개기관은 주택자금공급시장의 발달을 선도하면서 주택자금대출시장의 변

화에 적절히 대응함으로써 주택자금대출시장의 발달을 촉진하였다. 이것은 유동화중개기관이 가진 특징에서 비롯되는 성과의 결과이다. 유동화중개기관이 성취한 주요 성과는 다음과 같다.

첫째, 유동화중개기관은 주택자금대출기관으로 하여금 매입조건에 부합하는 주택저당채권을 필요시 언제든지 매각할 수 있게 함으로써 신규 주택자금을 원활히 공급하였다.

둘째, 유동화중개기관의 높은 공신력과 주택자금공급시장에서의 과점적 지위로 인해 자금조달 비용이 줄어들었다. 유동화중개기관이 연방정부의 명시적 또는 암묵적 지원에 의해 높은 공신력을 확보하고, 이러한 공신력을 바탕으로 차입자에 대한 간접적인 신용보완(원리금 적기지급보증)을 실시함으로써 신용보완에 소요되는 비용을 낮출 수 있었다. 또한 주택자금대출기관이 주택저당채권을 매각할 때 유동화중개기관의 매입조건을 충족하여야 한다. 유동화중개기관은 매입할 수 있는 주택저당채권에 대한 표준조건을 제시하고 이를 만족시키는 주택저당채권만을 매입함으로써, 주택저당대출이 상당 수준 표준화되었다. 그리고 유동화중개기관은 주택저당대출 표준화와 마찬가지로 MPTS도 표준화하였다. 이러한 표준화를 통해 MBS에 대한 투자 유인이 제고되고 거래비용이 절감되었다.

셋째, 유동화중개기관은 MPTS와 투자 유인이 높은 파생상품의 개발을 통해 대규모 자금을 조달하여 주택자금대출시장에 공급하였다. 유동화중개기관의 MPTS는 발행기관의 높은 공신력으로 신용평가기관에 의해 최고의 신용등급을 받고 있으며, 또한 원리금 적기지급보증을 통해 차입자의 신용을 재차 보완함으로써 투자유인을 크게 증대시켰다. 그리고 MPTS의 높은 투자 유인을 기초로 다양한 형태의 파생상품이 개발되어 자본시장에 공급되고 있다. 이러한 MPTS 및 파생상품은 투자 유인이 매우 높으므로, 이를 통해 자본시장에서 대규모 자금을 용이하게 조달하여 주택자금대출

시장에 공급하는 것이 가능하다.

넷째, 유동화 과정에 다양한 기관이 참여하고, 이들 기관의 역할과 기능이 유동화 제도의 진화에 따라 제고됨으로써 주택금융체계가 발달하고 유동화제도의 효율성이 크게 증대되었다. 주택자금대출시장과 주택자금공급시장에서 주택자금대출기관, 신용보완기관, 손해보험사, 유동화중개기관의 관련 대행기관은 유동화중개기관을 축으로 유동화 과정에서 일어날 수 있는 위험을 분담하고, 또한 이들 기관이 동종업계 내에서 경쟁을 통해 비용을 절감하고 서비스를 향상시킴으로써 주택금융체계의 발달을 가져오고, 이를 통해 유동화제도에 의한 비용 절감 효과는 종국적으로 주택자금수요자의 대출이자율을 낮추고, 이를 통해 주택수요자가 주택을 구입할 때 소요되는 자금을 원활히 조달하는데 크게 기여하였다.

다섯째, 유동화중개기관을 통해 주택정책이 효과적으로 전달된다. GNMA는 연방정부의 지원을 필요로 하는 저소득층 등의 계층에 실시된 주택자금대출로 발생한 주택저당채권을 유동화하는 업무를 담당하고 있다. 따라서 GNMA는 정책 지원이 필요한 부문에 소요되는 자금을 지속적으로 공급하여 정부의 주택정책 실현에 기여한다.

4. 評價 및 示唆點

미국의 유동화제도의 運用構造를 평가하고, 여기서 그 시사점을 도출하면 다음과 같다.

가. 評 價

미국의 유동화제도는 주택금융시장의 與件變化에 적절히 대응하면서 漸進적으로 進化해 왔다. 그 결과 현재와 같이 자국의 주택금융시장 환경에 적합한 유동화제도를 확립하였다. 이와 마찬가지로 유동화중개기관도 혁명적으로 변화한 것이 아니라 서서히 발달하였다. 그리고 주택자금대출시장에서의 신용보완 이외에 주택자금공급시장에서 유동화중개기관이 신용보완을 실시함으로써 MPTS의 투자유인이 크게 증대되었다. 이러한 MPTS를 기초로 투자자들에게 매력적인 파생상품을 개발·공급함으로써 주택자금공급시장이 비약적으로 발전하였고, 더불어 주택자금대출시장의 발달이 촉진되었다.

이러한 기능을 수행하는 유동화중개기관은 각각 역할과 기능을 유지하면서 경쟁 또는 상호 보완관계 속에서 발전하여 왔다. 운영의 효율성 측면에서 공공 소유구조인 GNMA보다 민간 소유구조인 FNMA나 FHLMC가 경영상 혁신적인 자세를 취해 유동화제도의 효율성을 제고하는데 크게 기여하였다. 이것은 FNMA와 FHLMC가 혁신적인 MBS 상품개발, 운영경비의 절감, 대출채권인수여부 결정의 효율화 등을 통해 유동화제도를 성공적으로 이끈 점에서 알 수 있다.

미국의 유동화제도를 볼 때 연방정부가 주택금융시장에 능동적으로 참여하여 주택금융시장의 변화 물결에 적극적으로 대처하면서 유동화제도를 도입 및 확립하는데 크게 기여한 점은 높이 평가되어야 한다. 특히 연방정부가 유동화중개기관에 대해 명시적 또는 암묵적으로 공신력을 부여하여 유동화 비용을 절감할 수 있었던 것은 오늘날과 같은 효율적 유동화제도의 확립에 큰 밑거름이 되었다.

나. 示 唆 點

미국의 유동화제도를 보면 혁명적인(revolutionary) 발달이라기 보다는 진화적인

(evolutionary) 발달을 해 온 점에 비추어 볼 때, 유동화제도를 도입하려는 경우 도입 여건을 면밀히 분석하고 이에 적합한 형태의 유동화제도를 도입하여야 한다.

유동화중개기관이 발행하는 MBS에 대한 투자 유인을 극대화하기 위해 투자의 안전성이 어느 수준까지는 보장이 되어야 한다. 특히 주택저당채권 관련 위험이 투자자에게 전가되는 MBS를 발행할 때는 주택자금대출시장에서의 신용보완 외에 주택자금공급시장에서의 신용보완이 추가되어야 한다. 주택자금공급시장에서의 신용보완은 유동화중개기관에 의해 이루어지는 것이 바람직하다. 이를 위해 유동화중개기관에 높은 공신력은 신용보완 비용의 절감을 위해서도 필요하다.

유동화중개기관을 단수 또는 소수로 설립하여 유동화중개기관에게 독점적 또는 과점적 지위를 부여하는 것이 필요하다. 이러한 지위를 부여받은 유동화중개기관은 주택저당채권의 유동화 업무를 용이하게 집중·관리할 수 있으며, 주택저당채권 및 MBS의 표준화를 달성하여 거래비용을 절감함으로써 주택저당채권의 대량 유동화를 통한 규모의 경제를 실현할 수 있다.

유동화제도의 도입시 유동화를 위한 주택자금공급시장을 조기에 확립하고 이를 통해 주택자금대출시장의 지속적 성장을 도모하기 위하여 유동화중개기관은 민간이 주도적으로 소유하고 경영하는 구조로 설립되어야 한다. 그리고 민간의 유동화중개기관으로 하여금 파생금융상품의 개발, 가격결정 매카니즘, 그리고 기타 영업상에 필요한 하부구조의 육성을 추진하도록 하는 것이 바람직하다.

제 2 절 日 本

일본은 별도의 유동화중개기관이나 특별목적회사의 設立없이 유동화제도를 시행하고 있다. 일본의 유동화제도는 저당증권제도, 주택대출채권신탁제도, 주택저당증서제도의 3가지 방식으로 운용되고 있다. 이중에서 신탁기관을 이용하여 유동화를 운용하는 방식은 주택대출채권신탁제도이며 나머지 2가지의 운용방식은 유동화를 위한 특별한 기관 없이 주택자금대출기관이 직접 주택저당채권을 유동화하는 방식을 채택하고 있다.

1. 導 入 및 經 過

저당증권제도는 1920년대말 대공황에 따른 지방은행의 자금사정의 악화를 방지하기 위해서 1931년 「抵當證券法」에 의하여 도입된 유동화제도이다. 이 제도는 독일의 저당증권제도를 모태로 하고 있다. 그러나 저당증권제도는 주택저당채권의 유동화를 위한 制度라기 보다는 부동산금융을 보완하기 위해 만들어진 제도이다.

저당증권은 도입초기 이용실적이 저조하였으나, 1973년 저당증권을 전문으로 취급하는 저당증권회사가 설립됨으로써 활성화되기 시작하였다. 특히 금리자유화와 아울러 배서양도절차를 간소화시키려는 저당증권회사의 노력으로 크게 활성화되었다. 즉 저당증권이 지분권을 나타내는 주택저당채권증서로 거래되는 방식을 채택하여 배서양도절차가 간소화되었다.

그러나 이 제도는 저당증권의 발행 및 양도 등과 관련된 절차가 복잡하고 저당증권회사의 공신력도 높지 않다는 문제점을 나타내었다. 이에 더하여

저당증권은 채무자와 채권자가 명확히 대응되고 있어 채무자의 채무상환불이행이나 조기상환에 따른 위험이 그대로 채권자에게 전가되어 유통성이 저해되고 있다.

주택저당채권신탁제도는 1973년 주택금융전문회사의 원활한 주택자금조달을 위하여 도입되었다. 주택금융전문회사는 우리나라의 주택할부금융사와 성격이나 자금조달이 유사한 주택금융을 전문적으로 취급하는 회사이다. 대부분의 주택금융전문회사는 도시은행의 자회사형태로 설립되었다. 주택금융전문회사는 母企業인 도시은행 등으로부터 단기차입금이나 주택저당채권신탁제도에 따른 주택저당채권의 유동화를 통해 자금을 조달하고 있다. 그러나 주택금융전문회사의 도산으로 주택저당채권신탁제도는 더 이상 유동화의 방식으로 이용되지 않고 있다.

주택저당증서제도는 주택자금수요의 지속적인 증가로 인한 주택자금대출기관의 자금조달과 운용의 불일치 문제를 해소하기 위해서 1974년부터 도입되었다. 주택저당증서제도는 금리 등 대출조건이 동일한 주택저당채권을 일정액으로 묶어 이를 주택저당증서로 證券化하여 이 증서를 투자자에게 매각하는 유동화 방식이다. 여기서 주택저당증서는 주택저당채권의 양도를 위한 양도계약증서이다.

주택저당증서는 주택금융전문회사 뿐만 아니라 도시은행, 상호은행, 신용금고 등 민간금융기관도 발행할 수 있다는 점에서 주택저당채권신탁제도와 다르다. 그러나 여전히 소매저축시장에서의 자금조달 기능이 없는 주택금융전문회사가 대부분의 실적을 보이고 있다. 양수기관은 주택저당증서를 제3자에게 양도할 수 없으며, 양수기관은 최초의 채무자에게 직접 권리를 행사할 수 없다. 주택저당증서제도는 양수기관이 금융기관으로 한정되어 있고

再讓渡가 금지되어 있어 유통성이 현저히 떨어지는 단점을 가지고 있다. 따라서 저당증권제도와 마찬가지로 유동화에 크게 기여하지 못하고 있다.

<표 4-2> 일본의 유동화실적 추이

(단위 : 십억엔, %)

구 분	1990	1995	1996
주택자금대출실적 (A)	25,009	38,040	33,098
유 동 화 실 적 * (B)	2,180	217	131
유 동 화 율 (B/A)	8.7	0.6	0.4

주 : 유동화실적 * 은 저당증권만을 포함한 수치임

주택저당증서는 1997년 5월부터 대출채권신탁에 통합되어 정확한 통계를 집계하는 기관이 없으며 주택저당채권신탁은 주택금융전문회사의 도산으로 실적이 전무한 상황이므로 저당증권을 기초로 유동화추이를 살펴 볼 수 있다. 일본의 유동화 추이를 <표 4-2>에 보는 바와 같이 유동화는 활성화되지 않았으며, 1996년 0.4%의 유동화실적을 나타내고 있어 유동화를 통한 자금조달방식은 큰 기여를 하지 못한 것으로 나타났다.

최근 일본에서는 자산의 유동화를 위한 법안을 마련중에 있으며 입법이 완료되면 자산의 유동화관련 법안을 통해 주택저당채권도 유동화가 가능할 것으로 예상된다. 그러나 전통적으로 일본은 저축성향이 높아 주택자금대출 기관은 예수금을 통하여 충분한 재원을 확보할 수 있어 주택저당채권의 유동화는 활성화되지 않을 것으로 예상된다.

2. 運用構造

일본에서 시행되고 있거나 시행되었던 抵當證券制度, 住宅抵當債權信託制度, 그리고 住宅抵當證書制度의 3가지 유동화 방식의 운용구조는 다음과 같다.

저당증권제도는 저당증권회사가 주택자금수요자에게 주택자금을 대출하고 관할 登記所에 저당증권 교부신청서와 저당권자의 권리에 관한 登記畢證 등의 서류를 첨부하여 저당증권의 교부를 신청한다. 관할등기소는 債務者(住宅資金需要者)와 이해관계인 등에게 저당증권의 발행에 대해 이의가 없음을 催告하고 이의가 없으면 저당증권을 발행한다. 저당증권회사는 저당증권을 투자자에게 매각하고 저당증권은 저당증권보관기구에 보관시키고 보관에 따른 보관증을 交付받아 이를 투자자에게 양도한다.

저당증권회사는 채무자가 상환한 원리금을 투자자에게 전달하는 기능을 수행한다. 채무자가 원리금을 상환하지 않을 경우 저당증권회사는 투자자에게 매각한 저당증권 보관증을 매입하여 투자자에 대한 채무를 변제하거나 유사한 저당증권 보관증을 차환하여 투자자를 보호한다. 그러나 적절한 신용보완 없이 주택저당채권을 유동화함으로써, 저당증권회사가 부담해야 할 위험은 매우 크다. 그리고 단지 保管證만을 투자자에게 교부함으로써, 投賣問題가 발생하자 「抵當證券業의 規制等에關한 法律」과 「抵當證券法」에 근거하여 裏書하여 原抵當證券을 인도하는 방법이 쓰여지기도 한다.

주택저당채권신탁제도는 주택금융전문회사가 주택자금수요자에게 주택자금을 대출하고 주택저당채권을 확보한다. 주택금융전문회사는 주택저당채

권을 신탁은행에 위탁하고 신탁은행은 受託한 주택저당채권을 바탕으로 수익권증서를 투자자에게 매각한다. 신탁은행은 정기적으로 수익을 투자자에게 배당하고 수익권증서 만기시 원금을 상환한다.

주택저당채권신탁제도를 통해 발행되는 수익권증서는 MBS와 매우 유사한 기능을 가지고 있다. 특히 MPTS와 유사하다. 그러나 원리금의 상환방식에서 MPTS의 경우 매달 원리금의 일정 부분이 상환되나 주택저당채권신탁제도의 수익권증서는 만기시 원금이 상환되며 이자는 매달 상환된다.

마지막으로 주택저당증서제도는 주택자금대출기관이 주택자금수요자에게 주택자금을 대출하고 주택저당채권을 확보한다. 주택자금대출기관은 대출조건이 유사한 주택저당채권의 집합을 구성하여 이를 바탕으로 주택저당증서를 발행하여 투자자에게 매각한다. 이때 주택자금대출기관은 대장성에 주택저당증서의 발행 및 양도계획을 제출한다. 주택저당증서를 양수하는 기관은 주택금융전문회사를 제외한 금융기관이며 주택저당증서는 지명채권방식으로 양수된다.

주택자금대출기관은 채권을 관리하고, 관련 문서를 보관하고, 채무자의 倒産時 債權回收 등의 대리업무를 수행한다. 주택자금대출기관은 채무자가 상환한 원리금을 투자자에게 지불하나 주택자금대출기관이 발행하는 주택저당증서는 채권의 형태에 가까우므로 MBS의 현금흐름 형태를 띠지 않는다. 또한 주택자금대출기관은 채무자의 채무불이행에 따른 투자자의 손실을 방지하기 위해서 지불보증을 제공하여 채무불이행이 발생했을 경우 투자자로부터 주택저당증서를 매입한다.

주택저당증서는 주택금융전문회사 뿐만 아니라 도시은행, 상호은행, 신용

금고 등 민간금융기관도 발행할 수 있다는 점에서 주택저당채권신탁제도와 차이를 보인다. 그러나 소매저축시장에서 자금조달 기능이 없는 주택금융전문회사가 대부분의 실적을 보이고 있다.

3. 特徵 및 成果

일본의 유동화제도는 抵當證券制度, 住宅抵當債權信託制度, 住宅抵當證書制度의 3가지 방식으로 이루어지고 있다. 3가지 방식은 모두 유동화중개기관이나 특별목적회사를 이용하지 않고 주택저당채권의 保有者와 投資者간의 직접적인 계약에 의해서 유동화제도가 운용되고 있다.

주택저당채권신탁제도는 신탁은행을 이용하여 주택저당채권을 유동화하고 있어 통상적인 유동화제도와 가장 가까운 운용구조를 가지고 있다. 그러나 채무자로부터 발생한 현금흐름이 투자자에게 그대로 연결되지 않는다는 점에서 수익권증서는 MPTS와는 다르다.

일본의 경우 유동화증권인 저당증권, 주택저당증서, 수익권증서 모두 자유롭게 유통되지 않아 유동화제도의 활성화가 미미한 실정이다. 저당증권의 경우 원칙적으로 再讓渡가 불가능하다. 그러나 裏書로써 再讓渡가 가능하도록 하였으나 投賣의 문제를 惹起시켜 유통성을 저해하고 있다. 한편 주택저당증서제도와 주택저당채권신탁제도는 지명채권방식으로 양도가 가능하나 주택저당증서제도의 경우 再讓渡는 원칙적으로 불가능하며 주택저당채권신탁제도의 경우 委託者(주택자금대출기관)와 受託者(신탁은행)의 중개로써 再讓渡가 가능하다. 따라서 일본의 주택저당채권 유동화제도는 유동화증권

의 유통성을 활성화시키는 요인이 적어 유동화실적이 미미하다.

4. 評價 및 示唆點

일본의 유동화제도는 流動化仲介機關이나 特別目的會社 없이 이루어지고 있다. 저당증권제도는 독일식의 저당증권발행 방식을 채택하여 유동화체계가 복잡하다. 또한 저당증권제도는 주택저당채권만을 전문적으로 유동화하는 제도가 아니라 부동산 전체를 대상으로 하고 있어 주택저당채권만을 대상으로 유동화를 운용하는 特化한 제도보다는 효율성이 떨어진다.

또한 3가지 방식 모두 유동화증권의 유통성이 낮아 제도의 활성화를 저해하고 있다. 이와 아울러 높은 저축성향으로 예수금을 통한 자금조달이 용이하다는 점은 주택자금대출기관이 주택자금대출을 위한 재원조성이 용이하다는 것을 의미하며 결국 유동화제도를 통한 자본시장으로부터의 자금조달의 필요성이 크지 않다는 것이 일본의 유동화제도가 활성화되지 않은 요인이 된다.

결론적으로 일본의 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 저당증권, 주택저당증서, 수익권증서 등의 유동화증권의 재양도가 불가능하다는 점을 들 수 있다. 이는 유동화증권의 전전 유통을 저해하여 유동성이 감소하며 투자유인을 감퇴시킨다. 이러한 요인들로 인해 주택금융시장과 자본시장의 연계가 미약하며 유동화제도가 활성화

되지 못하고 있다. 왜냐하면, 재양도가 용이해야 유동화증권에 대한 충분한 투자수요를 확보할 수 있으며 자본시장과의 연계가 강해질 수 있기 때문이다.

제 5 장 住宅抵當債權 流動化制度의 導入 內容 및 改善方案

'98년 9월 재정경제부가 마련한 「資産流動化에 관한法律」이 국회를 통과함에 따라 주택금융의 새로운 전기를 맞이할 주택저당채권 유동화제도가 우리나라에도 도입되었다.

주택저당채권 유동화제도는 '80년대부터 우리나라에 소개되었으나 學界 및 研究界의 관심을 끌었을 뿐 그 동안 정책적인 관심을 받지 못하였다. '93년부터 시작된 신경제 5개년 계획의 주택부문계획에 '94-'96년 중 주택저당채권 유동화제도의 도입을 검토하도록 함으로써 정책적인 관심을 받았으나 이 계획은 실행되지 못한 채 새 정부가 들어서게 되었다. '98년 새 정부가 들어서면서 대통령 임기 중에 추진해야 할 100대 과제 중의 하나로 주택부문에서는 유일하게 '주택보급률 100% 달성' 이라는 과제가 포함되었다. 이를 이루기 위한 수단으로서 주택저당채권 유동화제도를 도입하겠다는 계획이 포함되어 있었고, 이 계획이 조기에 실천된 셈이다.

또한 주택저당채권 유동화제도의 도입과 함께 검토되기 시작한 유동화중개기관의 설립법안이 재정경제부에 의해 마련되어 「주택저당채권유동화회

사법」이 '99년 1월 공포되었다. 이에 따라 동법에서 정한 기준을 만족시키는 주식회사 형태의 중개기관 설립이 누구나 가능하게 되었다. 주택저당채권 유동화회사의 설립에 관해서는 그 동안 건설교통부가 참여하는 민간중심의 단일기구로 추진되어 왔으나 소관부처가 건설교통부에서 재정경제부로 옮겨지면서 다수의 기구설립을 허용하도록 되었다. 따라서 동법에 의해 처음으로 건설교통부가 참여하는 민간중심의 유동화중개기구가 금년 6월 설립을 목표로 준비중에 있다.

제 1 절 導入內容

1. 「資産流動化에 관한法律」에 의한 住宅抵當債權 流動化

재정경제부가 마련한 「資産流動化에 관한法律」이公布됨으로써 우리나라도 주택저당채권 유동화제도가 도입되었다.

자산유동화제도란 유동화업무담당기관이 금융기관 등으로부터 자산을 讓渡받거나 信託받아 이를 기초로 하여 증권을 발행·판매한 후 당해 자산의 管理·運用에 의한 수익을 투자자에게 配分하는 것으로서 자산유동화업무는 同法에 의하여 설립된 特殊目的會社(SPC)인 유동화전문회사, 信託業法에 의한 신탁회사, 자산유동화업무를 專業으로 하는 외국법인이 담당할 수 있다. 보유자산을 유동화 할 수 있는 자산보유자에는 특수은행으로서 韓國産業銀行, 韓國輸出入銀行 등이 포함되고, 은행법에 의한 金融機關, 綜合金融會社, 保險事業者, 證券會社, 證券投資信託業法에 의한 委託會社, 相互信用金庫, 與

信專門金融會社, 成業公社, 韓國土地公社, 大韓住宅公社, 國民住宅基金管理
者, 金融監督委員會가 인정하는 法人, 기타 大統領令이 정하는 자 등으로 규
정되어 있다.

동법에 의하면 자산보유자는 ①신탁회사에 보유자산을 신탁하고, 신탁회
사는 유동화증권을 발행하여 투자자에게 매각하거나 ②서류상의 유한회사인
유동화전문회사를 설립하여 보유자산을 양도하고, 유동화전문회사가 유동화
증권을 발행하여 투자자에게 매각하는 형태, 또는 ③자산유동화업무를 전업
으로 하는 외국법인에 보유자산을 양도하고, 이 법인이 유동화증권을 발행하
여 투자자에게 매각하는 형태 등으로 보유자산을 유동화 할 수 있다. 여기에
서 유동화증권이란 유동화자산을 기초로 하여 자산유동화계획에 따라 발행
되는 出資證券, 社債, 受益證券, 其他의 證券 및 證書 등을 포괄하고 있다.

자산유동화를 시행하기 위해서는 유동화업무를 담당하는 자는 유동화계획
을 金融監督委員會에 등록하여야 한다. 신탁회사를 제외한 유동화전문회사
등은 1개의 자산유동화계획에 한하여 등록할 수 있다. 유동화계획에는 流動
化專門會社에 관한 사항, 資產保有者에 관한 사항, 流動化資産의 種類·總額
및 評價內容 등 당해 유동화자산에 관한 사항, 유동화증권의 종류·총액·발
행조건 등에 관한 사항, 유동화자산의 관리·운용 및 처분에 관한 사항 등이
명시되어야 한다.

그리고 유동화계획에 따른 채권의 양도는 양도인 또는 양수인이 채무자에
게 내용증명우편으로 통지하고 승낙을 받아야 하나, 소재불명으로 반송된 경
우에는 채무자의 주소지를 주된 보급지역으로 하는 2개이상의 일간신문에
채권양도사실을 공고함으로써 채권양도의 통지를 대신한다. 또한 자산보유
자 및 유동화전문회사 등은 유동화계획에 따른 유동화자산의 양도·신탁 또

는 반환, 유동화자산에 대한 질권 및 저당권의 설정이 있는 경우 지체없이 금융감독위원회에 그 사실을 등록하여야 한다.

그러므로 주택저당채권은 주택금융기관이 보유한 자산의 하나로서, 「資産流動化에 관한法律」이 정하는 바대로 유동화를 시행함으로써 주택저당채권 유동화제도가 운용될 수 있도록 되어 있다.

2. 「住宅抵當債權流動化會社法」에 의한 流動化仲介會社의 役割

「주택저당채권유동화회사법」은 주택자금의 장기적·안정적 공급으로 주택금융기반을 확충하고 국민경제의 건전한 발전을 목적으로 유동화중개기관인 유동화중개회사의 설립·운영과 주택저당채권 유동화증권의 발행에 필요한 사항을 규정하고 있다.

‘주택저당채권’이란 주택의 구입 또는 건축에 소요된 대출자금에 대한 채권으로서 당해 주택에 설정된 저당권에 의하여 담보된 채권을 말하며, ‘채권 유동화’라 함은 유동화회사가 ‘금융기관’으로부터 주택저당채권을 양도받아 이를 기초로 ‘유동화증권’을 발행·판매하고 當該資産의 관리·운용에 의한 수익을 투자자에게 배분하는 것이다. 유동화증권에는 住宅抵當債權擔保付債權과 住宅抵當證券이 있는데 ‘住宅抵當債權擔保付債權’은 주택저당채권을 담보로 하여 발행하는 채권이고, ‘주택저당증권’은 주택저당채권을 기초로 하여 발행하는 수익증권을 말한다.

채권유동화업무를 영위하기 위해서는 금융감독위원회의 추천을 거쳐 재정

경제부 장관의 인가를 받아야 한다. 인가요건으로서는 주식회사의 형태로서 자본금은 250억원 이상이 되어야 하고, 대통령령이 정하는 기준 이상의 자기 자본 비율을 갖추어야 한다. 유동화중개회사가 주택저당채권을 유동화하기 위해서는 유동화계획을 금융감독위원회에 등록하여야 한다.

또한 유동화중개회사가 유동화계획에 따라 금융기관으로부터 주택저당채권을 양도받은 때에는 그 사실을 지체없이 금융감독위원회에 등록하여야 하며, 유동화중개회사는 채권유동화의 대상이 되는 주택저당채권과 고유자산을 구분관리해야 하고, 주택저당채권은 유동화계획별로 구분하여 관리해야 한다. 유동화중개회사가 주택저당채권을 위탁관리하는 경우에도 수탁자는 자기자산과 구분하여 관리해야 한다.

유동화중개회사는 擔保付社債信託法이 정하는 바에 따라 주택저당채권담보부채권(MBB)을 발행할 수 있으며, 신탁법의 규정에 관계없이 유동화계획에 따라 자신을 수탁자로 하는 신탁을 설정하여 주택저당증권(MBS)을 발행할 수 있다. 또한 주택저당증권에 대하여 당해 유동화중개회사는 자기자본의 20배를 초과하지 않는 범위 내에서 지급보증을 할 수 있다.

자금조달을 위해 유동화중개회사는 자기자본의 10배 범위 내에서 회사채를 발행할 수 있으며, 자기자본의 범위 내에서 자금을 차입할 수 있다. 이 경우 주택저당채권담보부채권의 발행 총액은 회사채의 발행액에 포함되지 않는다.

금융감독위원회는 유동화증권의 투자자를 보호하고 채권시장의 안정을 도모하기 위하여 유동화중개회사의 업무를 감독하고 금융감독원장으로 하여금 유동화중개회사의 업무와 재산상황을 검사하게 할 수 있다. 재정경제부 장관

및 금융감독위원회는 유동화중개회사의 업무 중 주택정책수행에 영향을 미친다고 인정되는 사항에 관해서는 미리 건설교통부장관과 협의해야 한다.

3. 導入內容의 綜合

주택저당채권 유동화제도를 담고 있는 「자산유동화에관한법률」과 유동화중개기구 설립근거인 「주택저당채권유동화회사법」에 나타나 있는 우리나라의 주택저당채권 유동화제도의 내용을 종합하면 다음과 같다.

① 주택금융기관이 주택저당대출채권을 분리 소유하는 형태로 유동화가 추진되었고 ② 주택저당채권을 증권화하여 매각하며 ③ 유동화중개회사를 두되 ④ 다수의 유동화중개회사를 허용하고 ⑤ 유동화중개회사의 기능은 보증기능과 저당채권의 매입기능을 모두 포괄하고 ⑥ 유동화중개회사가 주택금융기관으로부터 매입한 주택저당채권을 담보로 유동화증권을 발행하며 ⑦ 유동화중개회사의 자본금 구성은 공공, 민간의 제한이 없으며 ⑧ 주택금융기관이나 유동화중개회사가 유동화증권을 발행할 때 그 형태는 채권형과 지분형 모두 허용함으로써 발행기관의 자율성을 부여하고 있다.

따라서 주택저당채권을 보유하고 있는 주택금융기관들은 「자산유동화에관한법률」에 의거하여 ① 주택저당채권을 신탁회사에 신탁하거나 ② 유동화중개회사를 설립하여 유동화증권을 발행하거나 ③ 자산유동화업무를 전문으로 하는 외국법인에게 주택저당채권을 양도하는 등의 방법으로 주택저당채권을 유동화 할 수 있으며, 또한 「주택저당채권유동화회사법」에 의거하여 ④ 재경부장관의 인가로 설립된 주택저당채권 유동화중개회사에 주택저

당채권을 매각함으로써 주택저당채권을 유동화 할 수 있다.

「자산유동화에 관한 법률」이 시행중이므로 '99년 1월 현재 ①과 ②와 ③에 의한 주택저당채권 유동화가 가능하다. 그러나 주택저당채권 유동화회사법은 국회에서 통과되었으나 동법에 의거한 주택저당채권 유동화회사가 아직 설립되지 않았으므로 ④의 방법에 의한 주택저당채권 유동화는 현재로서는 불가능하며, 이 방법에 의한 주택저당채권 유동화는 금년 6월 이후에나 가능하게 될 것으로 보인다.

제 2 절 運用現況 및 導入效果 展望

1. 運用現況

제도 도입기간이 짧아 제도의 운용현황이 충분하지 못하나 유동화증권의 發行現況 및 유동화중개회사의 設立現況 등을 알아보기로 한다.

가. 流動化證券(ABS 및 MBS)의 發行現況

'99년 1월 15일 현재 금융감독위원회에 등록된 자산유동화계획은 2건에 불과하다. 이들은 모두 資産擔保付債權(ABS)의 발행계획이고, 住宅抵當債權擔保付證券(MBS)의 발행계획은 아직 등록된 것이 없다.

국내 처음으로 시행된 流動化計劃으로는 동양카드(주)가 특수목적회사인 오리온 流動化專門會社를 설립하여, 카드대출채권 및 할부채권을 양도하고, 동 有

限會社가 이를 담보로 하여 유동화증권을 발행한 것이다. 오리온은 '98년 12월 30일에 2,460억원(선순위 1,600억원, 후순위 860억원)의 자산담보부증권(ABS)을 발행하였다. 뒤따라 삼성할부금융이 퍼스트流動化專門有限會社를 설립하여 삼성할부금융이 보유한 자동차할부채권을 양도하고, 동 유한회사가 자동차할부채권을 담보로 하여 유동화증권을 발행한다는 계획이 있다. 동 유한회사는 '99년 1월중에 선순위로 490억원, 후순위로 135억원 등 625억원의 ABS를 발행할 계획이라 한다. 이밖에도 아직 可視化되지는 않았으나 각기의 자산보유자들이 자산담보부 증권의 발행을 검토하고 있을 것으로 생각된다.(〈표 4-2 참조〉) 하나로 유동화전문 유한회사, LSKA Holdings I Ltd등 3사, 한미은행(신탁) 등이 유동화증권을 발행할 계획이다.

주택저당채권을 담보로 하는 유동화증권 발행계획은 금융감독위원회에 아직 등록된 바가 없다. 그러나 주택할부금융채권을 유동화 하려는 몇몇 움직임이 나타나고 있다. 대우증권이 주간사가 되고, 미국의 May flower사가 상품구성을 하는 방법으로 1,500억원 규모의 주택할부금융채권 유동화계획을 추진중에 있다고 한다.

또한 동양증권이나 교보증권에서도 각기 500억원 정도의 주택할부금융채권 유동화계획을 추진중이라 한다. 주택저당채권을 담보로 하는 유동화증권의 발행은 주택할부금융사의 재무구조개선을 위하여 주택할부금융채권을 중심으로 당분간 활발할 것이나, 주택수요가 크게 살아나지 않는 한 유동화증권발행이 지속되기는 어렵다. 금융기관의 주택금융공급은 부족한 상태가 아니므로 단기적으로 금융기관의 유동화증권 발행은 많지 않을 것으로 생각된다.

<표 5-1> 자산담보부증권 발행계획의 등록현황('99. 1. 10일 현재)

유동화전문 회사	오 리 온		퍼 스톱	
자산보유자	동양카드(주)		삼성할부금융	
자산유형	카드대출채권, 할부대출채권		자동차할부채권	
발행금액	2,460억원		625억원	
	선순위1,600억원(사모)	후순위860억원(사모)	선순위490억원(공모)	후순위135억원(사모)
발행금리	년 11%	년 19%	년 8.3%	3년간 55%
상환만기	99.12.30(1년)	2000.6.30(1년반)	2002.1.23(3년)	2002.1.23(3년)
증권발행일	1998.12.30		1999.1.23	

자료 : 금융감독원, 인터넷 “공개자료-자산유동화관련 자료”

나. 流動化仲介會社의 設立現況

'99년 1월 현재 「주택저당채권유동화회사법」에 의하여 재정경제부장관의 인가를 받은 유동화중개회사는 아직 없다. 다만, 유동화중개회사를 설립하기 위하여 건설교통부가 국민주택기금을 통해 일부 출자하고 나머지 出資者를 모집중에 있는 민간중심의 주식회사가 가시화 된 것이 유일한 상황이다.

이는 제도 도입 초기부터 유동화중개회사를 설립하기 위하여 건설교통부를 중심으로 운영되던 準備團을 그대로 활용하여 추진하고 있기 때문에 가장 먼저 가시화 되고 있는 것이다. 이밖에도 금융기관이나 정부투자기관 및 증권회사 등 많은 업체들이 관심을 보이고 있으나 중개회사 설립에 적극적으로 나서고 있지는 않은 상황이다.

2. 導入效果 및 展望

가. 住宅消費者에 미치는 影響

주택소비자 입장에서 주택저당채권 유동화제도의 도입은 금융기관의 자금 조성에 있어서 도매금융의 확대로 조성금리를 낮출 수 있고 이에 따라 시장금리에 의한 주택자금 대출금리의 하락을 도모할 수 있으며, 부담능력에 따라 대출한도를 확대시켜준다는 효과가 있다. 그러나 우리 나라에 있어서 단기적으로는 커다란 효과를 기대하기 어렵다.

동제도 도입의 단기효과가 크다면 대출수요가 많은 반면 주택자금공급이 부족한 상황이 되어야 하는데, 최근의 주택금융시장 동향은 이와는 반대로 주택자금대출 수요는 IMF 금융위기의 여파로 급격히 위축되고 있지만 금융기관의 주택자금 공급은 확대되고 있어 1차 대출시장에서 자금의 超過供給 현상을 보이고 있기 때문이다.

그러나 많은 사람들이 주택저당채권 유동화제도가 도입되면 미국처럼 집값의 20% 정도만 내돈을 내고 나머지 80%는 새로운 제도에 의하여 손쉽게 대출받아 예전보다 훨씬 수월하게 내집을 마련할 수 있는 것으로 인식하고 있다. 이는 제도 도입을 추진하는 과정에서 언론이나 이해세력의 과장된 설명에 기인하고 있다고 하겠다.

또한 대출이 수월해진다고 하여 주택구입이 수월해지는 것은 아니다. 貸出金은 金利를 덧붙여 갚아야 하는 빛이다. 과거처럼 어떻게 해서든지 주택을 구입만 하면 주택가격이 상승하여 때돈을 벌던 시대는 지나갔다. 더군다나 금융

위기 이후의 고용불안으로 꾸준한 소득도 기대하기 어려운 상황에서 금리가 낮아졌다 해도 많은 돈을 빚으로 얻어 주택을 구입하려는 사람은 많지 않을 것이기 때문이다.

단기적인 도입효과가 낮다고 하여 제도의 도입이 失敗하였다고 2分法的으로 단언할 수는 없다. 제도도입의 성공, 실패를 논할 것이 아니라 주택금융 自律成長을 위한 제도도입 자체에 커다란 의미를 부여해야 하며, 주택시장상황 및 1차 대출시장상황의 변화에 따라 그 도입효과의 부침이 있음은 당연하다. 유동화율이 높아야만 제도 도입이 성공했다고 말할 수 없기 때문이다. 굳이 성과를 따지자면 유동화율이 낮아도 시장상황에 맞게 움직이는 것 자체가 성공이라고 하겠다.

나. 住宅金融機關에 미치는 影響

주택금융기관의 입장에서 주택저당채권 유동화제도의 도입은 커다란 의미를 가진다. 왜냐하면 당장 활성화되지 않는다 하더라도 금융기관의 자금조달 수단이 확대되었기 때문이다. 동제도가 도입되지 않으면 금융기관들은 주택자금 대출기간동안 유동성이 제약되어 주택자금대출을 취급하기 어려우나, 주택저당채권을 유동화 할 수 있다면 그러한 제약없이 금융기관 경영전략의 자율성을 제고할 수 있기 때문이다.

우리 나라의 주택금융기관을 크게 國民住宅基金, 一般銀行, 그리고 住宅割賦金融 등으로 나누어 보고, 이들 각각의 입장에서 도입효과를 검토해 보자.

1) 국민주택기금은 저리로 운용되고 있기 때문에 시장금리와 대출금리의 차이에 대한 정부지원이 없이는 주택저당채권을 유동화하기 어렵다. 따라서 국

민주택기금은 주택정책적 차원에서 그 자금조달의 수단으로서 저당채권유동화를 검토할 수 있다. 이를 위해서는 정부차원에서 국민주택기금채권의 발행, 국채관리기금으로부터의 예수금, 저당채권의 유동화 등 국민주택기금의 자금조달수단들을 비교 검토할 필요가 있다.

단기적으로 국민주택기금은 건설교통부가 추진하고 있는 유동화중개회사에 대한 자금출자, 동회사의 운영결과에 따른 손익배당 등의 영향을 받는 정도이다. 유동화중개회사에 대한 국민주택기금의 출자는 유동화중개회사가 공공기관으로서 住宅政策的 목적을 수행해야 그 출자의 합리성을 찾을 수 있으나 현재 추진중인 민간중심의 유동화중개회사는 주택정책적 목적으로 운영이 어렵기 때문에 국민주택기금 출자의 명분이 약하다고 본다. 따라서 국민주택기금의 유동화중개회사 출자참여가 수익사업을 위해서인지, 주택정책적 목적에서 인지를 분명히 할 필요가 있다.

2) 주택은행을 비롯한 일반은행의 경우 단기적으로 도입효과를 크게 기대하기는 어렵지만 제도 도입자체는 금융기관들이 주택자금을 확대할 수 있는 기반조성에 기여하는 바가 크다 하겠다. 유동화제도가 도입되어 있지 않다면 주택자금 대출 확대가 일시적일 수 있으나 유동화가 가능하다면 유동성 제약없이 주택자금 대출 확대가 가능하기 때문이다. 외국의 경우에서도 금융개혁 이후 일반은행들은 産業體 貸出보다는 家計貸出, 특히 주택을 담보로 하는 주택자금 대출을 선호하게 되어 주택자금 공급을 확대하고 있는 추세이다. 우리나라도 현재는 금융기관들의 주택자금 공급이 충분한 상황이라 하겠다.

3) 주택할부금융의 경우 주택저당채권 유동화제도의 도입효과를 가장 크게 누리는 분야라고 하겠다. 왜냐하면 주택할부금융회사들은 자금조성의 기간구조 불일치가 심각하여 '97년 말의 외환위기 이후 극심한 자금난을 겪고 있는데

실세금리로 대출된 주택저당채권을 매각하여 자금난을 완화하는데 단기적으로 커다란 효과를 기대할 수 있을 것이다. 주택할부금융회사들이 보유하고 있는 시장금리에 의한 주택저당대출채권은 저리로 대출하였던 여타금융기관의 대출채권보다는 유동화하기에 유리하기 때문이다.

다. 投資者 및 資本市場의 立場

투자자의 입장에서 주택저당채권 유동화제도의 도입은 投資商品의 多樣化라는 측면에서 환영받을 수 있다 하겠다. 기존의 채권공급은 단기채권 중심으로 공급되어 있고, 5년 이상의 장기채 비중은 '97년 말 현재 2.7%에 불과한 실정이다. 유동화제도의 도입초기에는 유동화증권의 다양화에 쉽게 적응하기 어려울 것이나 투자상품의 다양화는 점차 자본시장의 확대를 선도할 수 있을 것이다. 주택저당채권담보부증권의 경우 국채보다는 신용위험도가 높지만 주택이 담보되어 있으므로 회사채보다는 위험도가 낮아 투자자의 선호도에 따라 선택의 폭이 확대될 수 있기 때문이다. 미국의 경우 유동화증권 시장이 자본시장을 선도하고 있음에 비추어 볼 때 주택저당채권 유동화제도의 도입이 자본시장에 미치는 영향을 짐작할 수 있을 것이다.

제 3 절 導入 以後 住宅市場 및 導入에 따른 改善方案

1. 導入 以後 住宅市場

외환위기 이후 주택정책의 대변화는 규제완화, 새로운 MBS제도, 부동산시

장 개방으로 나누어 볼 수 있다. MBS유동화제도는 관련 법률의 통과와 유동화중개기관 설립이 가시화되면서 윤곽이 서서히 드러나고 있다. 이 제도는 선진주택금융제도로 본격적으로 활성화되면 주택시장에는 엄청난 변화가 나타날 것이다.

가. 先進 住宅金融制度로 進·步

MBS제도는 주택자금대출기관이 주택자금 대출 후 취득한 저당채권을 만기전에 유동화 중개기관을 통해 투자자에게 매각하거나 이를 담보로 증권을 발행해 유통시키는 것이다. 주택은 막대한 자금이 소요되고 장기간 저축을 해야 구입할 수 있는 자산이기 때문에 주택금융은 규모가 크고 장기대출이 필요하다. 그러나 현행 주택금융제도하에서는 금융기관 입장에서 볼 때 단기자금을 조달하여 장기로 대출해주어야 하기 때문에 대출기간 동안 자금이 묶이게 되고 이에 따라 자산과 부채의 만기 불일치에 따른 유동성 문제로 대출확대는 물론 장기대출을 기피하게 된다.

즉, 주택자금 대출기관의 고정자산을 현금, 채권, 증권으로 유동화 함으로써 주택시장으로 자금유입을 촉진하여 새로운 주택자금을 확충하는 선진화된 주택금융제도다. 주택시장에 유동성이 풍부해지는 만큼 주택구입자금 마련이 쉬워지고 주택시장도 활기를 띠게 된다.

우리나라 주택금융은 규모가 작아 일반 서민들은 자기 돈이 없으면 주택마련이 사실상 불가능한 실정이다. GDP대비 주택자금비율을 비교해보면 우리나라는 12.8%(97년)에 불과해 영국 55.2%, 미국 54.5%, 일본 34.7%, 프랑스 28.8%(이상 96년) 등 선진국에 비해 매우 낮은 것으로 나타나고 있다. 이에

따라 주택자금 조성방법이 소매저축시장에 의존해 더 많은 자금을 안정적으로 확보하기 위해서는 도매자본시장을 활용할 수 있는 MBS제도 도입의 필요성이 제기되어 왔다.

나. MBS 매력있는 準金融商品으로 浮上

MBS제도가 활성화되면 우리나라 주택시장도 장기적으로 풍부한 주택자금유입을 바탕으로 주택자산의 유동성이 좋아지면서 거래가 활성화 될 것이다. 동시에 MBS 거래과정을 통해 신뢰할 수 있는 신용평가기관의 평가를 바탕으로 주택가격도 합리적으로 결정될 수 있을 것으로 보인다. 주택 수요·공급 패턴이 근본적으로 바뀌면서 현행 전세제도와 선분양 제도의 변화도 불가피해 보인다. 이와 함께 금융기법 선진화, 외국자본 유치 등의 부수적인 효과도 기대된다.

MBS제도가 주택시장에 미치는 영향은 우선 주택수급을 매개하거나 변화시킴으로써 주택경기를 조절하는 기능을 한다. MBS발행이 허용되면 주택저당이라는 고정자산이 유동화되면서 유동성 부족문제가 해결되기 때문에 대출규모가 커지고 장기대출이 가능해지는 등 주택금융이 보다 원활해질 수 있다. 미국처럼 모기지 제도가 잘 발달되어 있는 나라의 가계는 MBS 제도를 이용해 집을 장만하는 것이 보편화되어 있다.

또한 MBS는 높은 안전성과 낮은 유동성을 특징으로 하는 주택시장을 높은 유동성과 낮은 안전성의 금융시장과 연계시켜 시너지효과를 가져옴으로써 안전성과 유동성을 동시에 갖춘 매력 있는 준금융상품으로 부상할 수 있을 것으로 보인다.

다. 潛在 住宅需要의 有效需要化

MBS제도는 주택 수요·공급 패턴에도 변화를 몰고 올 것이다. 주택저당채권 유통화제도의 도입을 계기로 유통화 중개기관에 의해 주택저당채권의 중개가 활발해지면 금융기관 등 기관투자가와 자본시장 등 비주택부문의 여유자금을 주택시장으로 유입되도록 촉진함으로써 주택자금을 대규모로 조성할 수 있다. 이 자금이 주택 수요자와 생산자에게 지원되는 과정에서 주택공급은 물론 주택수요를 변동시켜 주택시장의 수급조절 기능에 영향을 미치게 될 것이다.

특히, 주택수요 측면에서 수요자금용의 변화는 주택구입희망자의 구매력을 조절하여 주택에 대한 유효수요를 변화시킬 수 있다. MBS제도의 도입은 우선 자본축적이 상당한 아파트 전세입자 등의 잠재 주택수요를 부추길 수 있을 것으로 보인다. 주택자금 수요자에게 양적·질적으로 다양한 대출기회를 제공함으로써 유통화제도가 잘 발달되어 있는 미국 등 선진국처럼 주택가격의 20% 정도만 있으면 20~30년간 장기대출로 쉽게 집을 살 수 있기 때문이다.

우리나라는 90년대들어 대량의 주택공급이 지속되면서 주택의 절대부족이 상당히 해소된 상태이나 아직도 자가주택거주율이 60%에도 미치지 못하는 데다 서구에 비해 주택에 대한 소유개념이 지배적인 가치관 등을 고려할 때 주택 잠재수요는 여전히 큰 편이다.

라. 立稻先賣의 先分讓制度 점차 퇴조

MBS제도의 활성화로 주택 및 주택서비스에 대한 수요패턴이 변하면서 우리나라만의 독특한 전세제도는 점진적으로 사라질 것으로 보인다. 전세제도는 원래 공공 금융기관으로부터 주택금융이 충분히 공급되지 않아 임대인과 임차인 사이에 자연발생적으로 생긴 일종의 私金融 제도라고 할 수 있다. MBS제도가 정착되면 부담이 과중한 사금융 기능이 위축될 수밖에 없기 때문에 전세제도의 필요성도 줄어들게 될 것이다. MBS제도를 활용할 수 없는 계층을 중심으로 주택이용시 임대료 개념이 확산되면서 전세제도 대신 월세제도가 자리를 잡을 것으로 보인다.

현재의 아파트 선분양 제도도 완공후 분양제도로 점진적으로 바뀌어 될 것이다. 현행 주택선분양 제도와 전세제도는 제도권의 주택금융의 취약성 때문에 소비자로부터 자금을 조달하는 제도다. 전세계약시 전세입자에게 전세채권을 강제 매각하거나 주택분양제도를 통하여 민간 자금을 동원하는 낡은 주택금융 메커니즘으로 더 이상 작동되기 어려울 것이다. 앞으로 MBS제도가 정착되고 부동산투자신탁의 도입으로 주택공급자금융이 원활해지면 굳이 선분양제도를 통해 자금을 조달해야 할 필요가 줄어들 것이다.

마. MBS제도 短期上昇・長期安定 요인

이 제도가 도입되면 기존 집값은 어떻게 변동될 것인가? 이것이 초미의 관심사다. MBS제도 도입이 주택가격에 미치는 영향은 한마디로 단언하기 어렵다. 파급효과는 두가지 경로를 따를 것으로 보인다. 하나는 전세입자의 일부가 구매수요자로 전환되면서 주택가격은 상승압력을 받을 것으로 보인다.

다른 한편으로는 구매수요자로 돌아선 전세입자들이 두고 간 전세매물이

급증하면서 전세가격, 즉 임대료가 떨어지고 이 때문에 다시 주택가격이 떨어질 것이란 예상이다. 마치 98년 전세가격이 큰 폭으로 떨어지면서 전세대란이 일어났고 이것이 집값 하락을 가속화시킨 것과 같은 현상이다. 아무튼 집값은 원칙적으로 전체 수요와 공급의 원칙에 좌우된다. MBS제도가 도입되었다고 해도 집값이 크게 달라질 요인은 현재 없다.

물론 단기적으로는 잠재 주택수요를 현실화시키는 효과가 있기 때문에 가격상승 요인으로 작용할 수 있다. 그러나 장기적으로 시장의 자동조절기능을 통해 주택가격을 안정시키는 역할을 한다. 동시에 MBS 거래과정을 통해 신뢰할 수 있는 신용평가기관의 평가를 바탕으로 주택가격은 보다 합리적으로 결정될 수 있을 것이다.

바. 수십년간 月給의 70%를 매달 貸出元利金으로 償還?

그러나 MBS제도가 도입되었지만 여건 미비로 1, 2년내에 본격적으로 활성화되기는 힘들 것으로 보인다. 외국보다 과도하게 높은 집값, 낮은 소득수준, 높은 대출금리, 주택보급률 포화상태, 세제미비 등 MBS제도가 활성화되기까지 아직 넘어야 할 고개가 많다.

우선 제도적인 측면에서 관련제도 및 여건, 즉 MBS제도의 인프라가 미비되어 있다. 예컨대 신뢰할 수 있는 MBS유동화 중개기관 설립 문제, 투자자가 신뢰할 수 있는 신용평가기관 확충 문제, 국내 장기채권시장 기반 취약, MBS 관련 금융기법 축적 미비, 등기 공신력 같은 법적인 문제 등을 MBS제도가 활성화되려면 상당한 시일이 필요할 것으로 보인다.

무엇보다도 주택금융 수요자 입장에서 볼 때 현재와 같은 높은 대출금리와

집값수준 하에서는 관련제도가 정비되더라도 MBS 활성화를 통해 주택수요를 부추기기는 힘들 것이다. 예컨대 신도시 지역의 1억5천만원 정도의 30평대 아파트를 구입하고자 할 때 집값의 67%인 1억원을 만기 20년 짜리 연 11% 대출금리로 장기주택금융대출을 받을 수 있다고 가정할 경우 주택구입자는 매달 원리금을 합해 1백3만원을 부담해야 한다는 계산이 나온다. 우리나라 근로자들의 월평균 임금수준이 98년 기준으로 1백43만원이라는 점을 감안했을 때 수십년간 매달 월급의 70%를 집어넣어야 한다. 이렇게 과중한 부담을 무릅쓰고 집을 살려는 수요자는 그리 많지 않을 것이다. 미국의 경우에는 집값이 우리보다 훨씬 싸고 주택금융 대출금리가 7% 내외로 부담이 없는 수준이어서 평균적으로 월소득의 20~30%정도만 내고도 집을 소유할 수 있기 때문에 MBS가 활성화되고 있다.

소득에 비해 높은 집값수준도 걸림돌이다. 98년 연소득 대비 주택가격비율 (Price to Income Ratio : PIR)이 4.5배에 달하는 것으로 추정된다. 평균적으로 연소득을 5년 동안 한푼도 쓰지 않고 모아야 집을 장만할 수 있다는 의미다. PIR 배수는 MBS가 활성화되어 있는 미국 등 선진국에 비해 여전히 높은 수준이다. 차입자의 상환능력을 고려할 때 주택자금 수요자입장에서 이 제도를 적극적으로 활용하기를 기대하기는 어렵다.

2. 導入에 따른 改善方案

住宅抵當債權 流動化制度의 導入과 관련하여 改善되어야 할 事項은 크게 두 가지로서, ① 「資産流動化에 관한法律」이 包括하고 있는 住宅抵當債權

流動化制度의 多樣性 許容과 節次上的의 改善點이고, ② 住宅政策的 目的을 위하여 公共性 있는 流動化仲介會社가 設立되어야 한다.

「자산유동화에관한법률」은 금융기관의 재무 구조개선에 우선적인 목적이 있었다. 금융구조 개편을 서두르기 위하여 同法案을 마련하는 과정에서 주택저당채권 유동화를 포괄하도록 당정합의가 이루어졌으므로 同法에서는 결과적으로 주택저당채권 유동화가 소극적으로 다루어졌다고 볼 수 있다. 다시 말하면 주택저당채권 유동화제도를 충분히 포괄할 수 있도록 다양한 방안을 고려할 시간적 여유가 없었으므로 同法을 통하여 주택저당채권 유동화를 가능하게만 하면 된다는 입장이 컸다고 볼 수밖에 없다.

따라서 금융기관이 보유자산을 신탁하거나 특별목적회사인 유동화전문회사에 매각하는 형태만을 상정하여 법안이 마련됨으로써 금융기관이 보유하고 있는 주택저당채권을 중개회사 이외의 금융기관에 매각할 수 없으며, 금융기관이 보유자산을 매각하지 않고 이를 담보로 하여 채권을 발행하는 형태인 주택저당채권 담보부채권의 직접 발행을 포괄하지 못하고 있다는 점이다.

금융기관이 보유자산을 매각하지 않고 직접 MBB를 발행하는 것이 좀더 효율적임에도 불구하고 여타 자산과 마찬가지로 SPC인 유동화 전문회사를 설립하여 MBB를 발행하도록 함으로써 금융기관의 효율적인 유동화를 저해하고 있다.

5년 이상의 장기채 비중이 2.7%('97년)에 불과한 우리나라의 채권시장에서 일반투자자는 장기투자에 쉽게 적응하기 어려울 것이므로 유동화제도의 도입초기에는 단기채 발행부터 시작하여 점차 장기채로 전환해야 市場衝擊

이 적을 것으로 사료된다. 機關投資者들도 金利變動, 中途償還, 債務不履行 등으로 收益率 및 償還期間이 可變的인 증권형보다는 상환기간 및 수익률이 발행시점에서 확정적인 채권형(MBB)을 선호할 것으로 보인다.

그러나 「資産流動化에 관한法律」에서 허용하고 있는 유동화전문회사를 통한 MBB의 발행은 다음과 같은 問題點을 안고 있어 效率的이지 못하다.

첫째, 예기치 않은 차입자의 債務不履行時에 MBB의 適期償還이 困難하다는 점이다. MBB를 자산보유자가 직접 발행하는 경우에는 별도의 財源으로 적기 지급후 담보권을 실행할 수 있으나 SPC의 경우에는 이러한 대응이 불가능하다.

둘째, 금리변동 위험을 흡수하기 곤란하다는 점이다. 담보로 제공된 주택 자금대출은 변동금리인 반면, MBB는 일반적으로 고정금리로 발행되므로 저당대출의 금리가 내려갈 경우에는 SPC의 파산우려가 있다.

셋째, 재무구조의 개선효과를 기대하기 어렵다는 점이다. 담보자산과 MBB의 현금흐름 및 만기가 달라서 MBB의 滿期到來時에 殘存 貸出債權의 환매를 통한 채무변제가 필요하다. 따라서 자산유동화의 우선 목표인 재무구조의 개선을 위한 off-balancing 효과를 기대하기 어렵다. 따라서 「자산유동화에 관한법률」이 주택저당채권 유동화제도까지를 포괄하는 법이라면 자산보유자의 다양한 주택저당채권 유동화를 허용할 수 있도록 법개정이 이루어져야 할 것이다.

또다른 문제로는 동법 제7조 채권양도의 대항요건에 관한 특례이다. 여기에서는 '자산유동화계획에 따른 채권의 양도는 양도인 또는 讓受人이 채무자에게 통지하거나 채무자가 승낙하지 아니하면 채무자에게 대항하지 못하며,

다만 양도인 또는 讓受人이 당해 채무자에게 2회 이상의 내용증명우편으로 통지하였으나 소재불명 등으로 반송된 때에는 2개 이상의 일간신문에 채권 양도 사실을 공고한 것으로 대신한다'는 것이다. 채무자에게 채권양도의 통지 및 승낙을 요구하고 있는데, 문구의 내용이 불분명하다.

또한 하나의 유동화계획에는 數萬名の 채무자가 있게 마련인데 이들에게 일일이 通知하는 것은 行政上·時間上의 문제가 있고, 더욱이 개개 채무자의 입장에서는 자신의 주택이 담보되어 있는 채권자의 유동화계획에 선뜻 승낙하기가 쉽지 않다. 금융감독원에서는 통지만으로 대항요건을 갖는 것으로 유권해석하고 있으나 이것도 채무자들을 혼란시킬 것으로 생각된다. 이러한 조항은 유동화제도의 활성화를 제약하게 될 것이다. 따라서 同條項에 대한 분명한 해석이 가능하도록 개선이 요구되며, 자산보유자는 향후 주택자금 貸出時에 '향후 유동화계획에 해당채권이 포함될 경우 이를 승낙한다'는 사전적인 許諾書를 받아 두는 것이 유리할 것으로 생각된다.

다음으로는 주택저당채권 유동화제도가 주택정책과 관련되므로 정부가 참여하는 유동화중개기관이 설립된다면 공공성을 강조해야 한다는 점을 지적하고 싶다.

유동화중개회사의 설립이 기정 사실화된 것이라면 중개기관의 성격은 公共, 民間, 民官合同 중에서 어느 것이 가장 바람직할 것인가의 문제이다. 공공기관으로 시작하는 경우 公信力の 確保를 통하여 자금조달비용이 낮아진다는 장점이 있지만 民間活力에 뒤질 수 있다는 우려의 목소리가 높다. 반면 민간기관인 경우 효율성 제고에 유리하겠으나 설립초기의 信用度를 확보하기가 어렵다는 문제가 있다. 이에 따라 民官合同을 바람직하게 보는 시각이 지배적이다.

그러나 주택정책적 목적에서 건설교통부 중개회사의 설립을 검토한다면 공공기관으로 출발해야 한다. 공공기관이라 하더라도 일부 공무원의 轉職이 豫想되겠지만 민간의 금융전문가를 迎入하지 않을 수 없다. 민간금융전문가의 영입 및 교육훈련 등을 통하여 공공기관으로서도 民間活力을 유지할 수 있을 것이다.

현재 건설교통부가 추진하고 있는 것처럼 주식회사 형태로서 政府持分이 50% 이하라면 정부는 하나의 투자자로서의 권한 이외에는 住宅政策的 目的에서 會社の 利益에 反하는 결정을 도출해 내기 어려울 것이다. 주식회사의 형태로는 주주총회에서 선출된 理事의 議決權이 지배적이므로 정부에서 選任한 이사가 있다 하더라도 주택정책적인 결정이 이사회를 통과하기 어렵다. 다수의 중개회사 설립이 허용된 상태에서 특정의 민간중개기관에 대한 국민 주택기금의 출자는 그 합리성을 찾기 어렵다. 결론적으로 말하자면, 주택저당채권 유동화제도의 도입방향은 금융기관의 유동화를 지원하는 형태가 되어야 한다. 이를 위해서는 금융기관이 주택저당채권을 유동화하는데 장애가 되는 요인을 파악하여 이를 해소하는 방향으로 나가야 한다. 「자산유동화에 관한법률」이 진정한 주택저당채권 유동화제도를 포괄하기 위해서는 유동화 방법의 다양성을 포함할 수 있도록 하고 추진과정에서 파악되는 問題點을 持續적으로 개선해야 할 것이다. 또한 유동화중개회사의 存在도 금융기관의 효율적인 유동화를 지원하는 형태가 되어야 한다. 유동화중개회사 설립을 위한 出資 強要나 유동화증권의 금융기관에 대한 強制消化 등 중개기관의 존재로 인하여 금융회사의 非效率을 招來하지 않도록 해야 할 것이다.

제 6 장 結 論

住宅抵當 貸出債權 流動化制度 導入의 窮極的인 目的은 우선 생각할 수 있는 것이 金融機關의 預金, 貸出의 滿期構造가 短期性預金과 長期性貸出로 구성되어 있을때 金利 變動과 流動性 危險 때문에 長期貸出을 回避하고 있는 금융기관에게 이러한 危險을 除去하여 주는 것이다. 또한 資金運用의 回轉率과 效率性을 동시에 높여주며 주택자금대출 시장이 長期貸出인 관계로 이의 取扱에 積極적이지 못하였던 금융기관들에게 安定的인 財源造成을 통하여 주택금융 取扱을 活性化시켜 慢性的인 주택자금 不足 문제를 解消하고자 하는 것이다.

同制度가 도입되면 분명 주택금융기관의 자금 부족문제와 期間不 一致는 크게 완화되어 우리나라 주택금융의 劃期的인 擴充을 이룰 수 있는 전기가 될 것으로 기대된다.

동제도를 도입하기 위해서는 먼저 저당채권의 발행 및 유통이 圓滑하도록 채권시장의 育成 및 整備가 이루어져야 하며, 특히 장기채 시장의 육성이 필요할 것이다. 또한 저당채권의 유통촉진 및 투자자 보호를 위해 저당채권에 대한 標準化가 필요하며, 대출기관의 보호를 위해 재산권의 法的管理 및 유지를 위한 登記制度의 公信力 確保 등 제도적인 문제가 先決되야 할 것이다.

우리나라는 최근에 금융기관의 자금조달을 원활하게 하여 재무구조의 건전성을 높이고 長期的인 住宅資金의 安定的인 供給을 통하여 住宅金融基盤을 擴充하기 위하여 住宅抵當債權 流動化를 包括하는 '資産流動化에 관한

法律'을 確定公布하였으나, 입법내용이 유동화증권(ABS)發行爲主의 법제화로 되어있어 주택저당채권 유동화제도 활성화 도모에는 不適切하다고 할 수 있다.

따라서 도입초기에는 금융기관 등의 유동성제고 및 주택금융기반 확충에 기여할 수 있도록 SPC를 통한 pass-through 방식의 MBS발행외에 금융기관의 MBB발행 및 금융기관간 직접매각 등의 유동화수단에 대한 追加規程이 필요하다. 현 단계에서 주택저당채권 유동화제도는 法律, 制度, 經濟 與件을 勘案하여 2단계로 나누어 도입한다. 즉 1단계에는 유동화 관련 情報의 不在에 따라 투자자의 투자에 대한 不確實性이 增大하여 MBS가 제대로 소화되지 못할 가능성이 있다. 따라서 이 시기에는 유동화중개기관은 회사채와 유사한 MBB의 발행을 통하여 자본시장으로부터 자금을 조달한다.

MBB의 발행으로 유동화제도에 대한 經驗과 情報가 蓄積되고 금융기법도 뒷받침되어 채권시장의 투자자가 위험을 관리할 수 있는 능력이 提高되는 중장기에는 유동화제도 시행 2단계로서 MPTS와 MPTB를 발행할 수 있다.

이러한 시행방안을 통하여 유동화제도가 실시되기 위해선, 法律, 制度, 經濟 與件이 조성되어야 한다. 법률 여건으로 주택저당채권 유동화제도와 유동화중개기관의 설립에 관한 相關규정을 내용으로 하는 특별법이 제정되어야 한다. 제도 여건으로 抵當權 消滅과 저당목적물의 毀損 또는 滅失을 補充·補完할 수 있도록 權原保險과 災難保險의 도입이 필요하다. 또한 채무자의 채무불이행에 따른 抵當權者의 損失 發生 危險을 補充하기 위해서 現行의 低所得層에 대한 住宅金融 信用保證基金의 보증과 더불어 餘他 所得階層의 채무자에 대한 보증보험회사의 저당대출보험이 提供되어야 한다.

한편, 우리나라 채권시장의 경우 현재 국공채와 회사채가 중심으로 이루고 있으며, 회사채의 경우 4년 미만의 단기채가 주종을 이루고 있다. 이처럼 채권시장은 少數의 상품과 短期債 상품 위주로 운용되고 있어, 장기 자금조달 창구로서 채권시장의 기능을 다하지 못하고 있다. 그러므로 여러 종류의 MBS를 발행·공급함으로써, 채권시장에서 거래되는 상품의 종류를 多樣化하여 채권에 대한 投資需要를 擴大시키고 債權市場의 發達을 가져올 수 있다.

결론적으로 주택저당채권 유동화는 그에 관한 法律이 制定되었다거나 그 必要性이 切實하다고 해서 당연히 성공하는 것은 아닐 것이다. 미국의 예에서 본 바와 같이 주택저당채권 유동화를 둘러싼 經濟的, 社會的, 法律的 環境의 成熟을 前提로 해서만 발달하고 피어날 수 있는 去來 形態인 것이다.

參 考 文 獻

1. 國內文獻 및 論文

- 곽윤직, 「물권법」, 서울 : 박영사, 1992.
- _____, 「채권법」, 서울 : 박영사, 1989.
- _____, 「부동산등기법」, 서울 : 박영사, 1993.
- 김상용, 「부동산담보법」, 서울 : 법원사, 1996.
- 이중희, 「주택경제론」, 서울 : 박영사, 1997.
- 이필상 · 김봉주 · 이현석, 「신금융상품론」, 서울 : 증권서적출판부, 1997.
- 홍성웅, 「자산 디플레이션과 부동산증권화」, 서울 : 한국건설산업
연구원, 1998.
- 주택산업연구원, 「주택금융활성화를 위한 주택저당채권 유동화제도의
연구」, 서울 : 주택산업연구원, 1998. 7.
- _____, 「유동화중개기관을 통한 주택저당채권 유동화방안」
서울 : 주택산업연구원, 1998. 7.
- CERIK IMF 대책반 편저, 「IMF 시대의 건설산업(Ⅲ) : 외자 유치를
통한 건설 · 부동산 금융 활성화 방안」, 한국건설산업연구원, 1998. 4.
- 한국감정원, 「부동산 Research」, 1999년 봄 · 창간호
- 새정치국민회의 정책위원회, 「주택저당채권 유동화 중개기관 설립을

- 위한 공청회」 자료, 새정치국민회의, 1998. 6. 11.
- 김상렬, 「주택금융의 현황 및 문제점」, 주택산업연구원, 1997.
- _____, “자산유동화에 관한법률 및 주택저당채권 유동화주식회사법 검토”, 주택산업연구원 「주택포럼」 1998. 12월호
- _____. 권주안·신동수, “주택저당채권 유동화 방안 연구”, 주택산업연구원 「주택포럼」 1998. 6월호
- 정희남, “21세기 새로운 투자방법 : 부동산 증권화의 정착을 위한 과제”, 한국감정원, 세미나자료, 1999.
- 윤주현·손경환, “금융위기시대의 주택부문 현안문제와 대책”, 국토개발연구원, 1998. 3.
- 조봉환, “주택자금대출채권의 증권화에 관한 연구”, 서강대학교 대학원 석사학위 논문, 1990.
- 윤부찬, “저당권의 유동화에 관한 연구-미국의 모기지 유동화를 중심으로”, 연세대학교 법학과 박사학위 논문, 1996.
- 안시형, “주택저당증권의 도입에 관한 연구”, 서강대학교 국제경제학 석사학위 논문, 1997.
- 김홍남, “주택저당채권유동화 방안에 관한 연구”, 고려대학교 경영대학원 석사학위 논문, 1997.
- 지승용, “주택저당채권(Mortgage) 유동화제도에 관한 연구”, 연세대학교 경영대학원 석사학위 논문, 1998.

- 장지영, “주택저당채권 유동화제도 도입 방안에 관한 연구”,
 홍익대학교 국제경영대학원 석사학위 논문, 1998.
- 건설교통부, “주택금융체계 개선방안”, 1997. 6.
- 금융개혁위원회, “금융개혁위원회 분과별 과제선정”, 1997. 2. 1.
- 재정경제원, “주택저당채권 유동화제도, 도입방안”, 1997. 4.
- 이상빈, “자산유동화제도의 도입과 전망”, 전국은행연합회,
 「금융」, 1998. 9월호
- 조 만, “시장지향적 주택금융제도-미국의 최근 추세와 한국에 대한
 시사점”, 「주택금융」, 주택은행, 제205호, 1997. 7.
- 주택은행, “21세기를 향한 주택금융의 발전방향” 창립 30주년 기념
 국제 심포지움 결과보고서, 주택은행, 1997. 7.
- _____, “주택은행의 민영화와 주택금융의 발전방향”, 주택은행, 1997.
- _____, “주요조사업무자료집”, 주택은행, 1996. 12.
- _____, “주택경제통계편람”, 주택은행, 1996.
- 주택은행 조사부, “저당대출 유동화제도의 도입여건과 파급효과”,
 「조사자료 188」, 주택은행, 1995.
- 주택은행, 「주택경제통계편람」, 각 연호
- 한국은행, 「경제통계연보」, 각 연호
- 한국산업은행, 「조사월보」, 각 연호

2. 國外 文獻

Bartlett, William W., Mortgage-Backed Securities - Products, Analysis, Trading, 1989.

Cagamas Berhad, The Secondary Mortgage Market, 1997.

_____ , Annual Report, 1997.

Fabozzi, Frank J., and F.Modigliani, Mortgage and Mortgage - Backed Securities Markets, 1992.

Fannie Mae, Annual Report, 1997.

Freddie Mac, Annual Report, 1997.

Ginnie Mae, Annual Report, 1997.

[Abstract]

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

Choi, Chang-hyu

Major in Real Estate

Dept. of Real Estate

Graduate School of Public Administration

Hansung University

A national economic crisis under the IMF situation depending on a foreign exchange crisis a great deal influences over all realms like society and culture, and demands a substantial adjustment of an economic structure.

Under such a situation, the housing industry also could not be excluded. In case of the housing industry been excluded in the financial policy so far, a reduction of housing purchasing power and a fast-increased expense of loan according to high-unemployment and reduced-income have shrunk from the housing construction companies, and have enticed a bankruptcy of housing construction companies and a decrease of real estate prices, therefore they get indicated the assets deflation making stagnation accelerated.

The low capacity of primary mortgage market necessarily limits the provisions of funds for mortgage loans. It is due to the underdevelopment of the housing finance system, that is, the primary mortgage market is not integrated with the capital market. What one needs now is the development of secondary mortgage market system allowing the expansions of funds by integrating the housing finance market with the capital market.

The secondary mortgage market system is operated in many countries. The secondary mortgage market facilities, such as the Fannie Mae, the Freddie Mac and the Ginnie Mae in U.S. and the Cagamas in Malaysia, provide needed funds to the primary mortgage market by issuing the MBS(Mortgage-Backed Security) in the capital market. The existence of the secondary mortgage market facility is necessary for the following reasons ; (i)it may reduce the cost of fund through the economies of scale and proper public trust ; (ii) the issuance of MBS may be facilitated by mitigating the risks of the primary mortgage market institutions and investors ; (iii) it may reduce the handling costs of mortgage loans by applying guide-lines and standardization.

The bond market in Korea is underdeveloped in the sense that the market is overcrowded with the short-term bonds and the government bonds. The Korean legal system related to the mortgage prevents smooth mortgage transfers. However, the underdevelopment of the bond market can be overcome by issuing the MBS because the MBS is usually long-term security and guarantees the stability and high yield for investors. If we use the trust for mortgages and the registration certificates for liability rights, legal obstacles can be minimal. Considering that the financial system and skills are not

developed enough for adopting the U.S. style MBS program operation at the beginning, we can propose the two-stage development plan of the secondary mortgage market operation. At the first stage, secondary market institution buys the mortgages from primary mortgage market institutions and issue the MBB(Mortgage-Backed Bond) as done by the Cagamas in Malaysia. With the development of bond market, financial system and the accumulation of financial skills, we can go into the next stage of issuing the MPTS(Mortgage Pass-Through Security) and the MPTB(Mortgage Pay-Through Bond). At this stage the primary mortgage market institutions may issue the MPTS and MPTB while the secondary market institution provides the guarantee for timely payment of the principal and interest of the MPTS.

Through such an enforcement plan, housing financial institutions can achieve the intrinsic purpose of the mortgage bond liquidity system supplying financial sources from assets markets, and investors can get a proper method of investment, consequently they will contribute to the economic safety and development.