碩 士 學 位 論 文
指導教授 李 相 泰

土地公社의 不動産證券化商品 開發方案

A case on developing product for
real estate securitization
- In the case of Koland's real estate securitization

1999 年 6 月 日

漢 城 大 學 校 行 政 大 學 院
不 動 産 學 科
不 動 産 學 專 功
李 承 培

碩 士 學 位 論 文
指導敎授 李 相 泰

土地公社의 不動産證券化商品 開發方案

A case on developing product for
real estate securitization
- In the case of Koland's real estate securitization

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 産 學 科
不 動 産 學 專 功
李 承 培

李承培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

제1장 序論 · 1

제1절 硏究 目的 · 1
제2절 硏究 範圍 및 方法 · 2

제2장 不動産證券化의 槪念 考擦 · · · · · · · · · · · · · · · · · 3

제1절 不動産證券化의 槪念 · 3
1. 定義 · 3
2. 流動化와 證券化의 槪念 · 4
3. 傳統的인 金融方式과의 差異 · · · · · · · · · · · · · · · · · · 6
4. 證券化 方式 · 8

제2절 不動産證券化의 構造 · 10
1. 參與者의 役割 · 10
2. 證券化 過程 · 12

제3절 不動産證券化의 效果 · 15
1. 不動産市場과 資本市場에 미치는 效果 · · · · · · · · · · · · · 15
2. 證券化過程의 參與者에게 미치는 效果 · · · · · · · · · · · · · 17

제3장 不動産證券化 制度 · 22

제1절 不動産證券化의 根據 · 22

1. 資産流動化에관한法律 立法 趣旨 · · · · · · · · · · · · · 22
2. 資産流動化에관한法律 主要 內容 · · · · · · · · · · · · · 22

제2절 우리나라의 證券化 制度 · · · · · · · · · · · · · · · · · 23
1. 推進 經過 · 23
2. 流動化 證券 發行 現況 · · · · · · · · · · · · · · · · · · · 24
3. 制度 導入上의 問題點 · 25
4. 活性化를 위한 諸要件 및 課題 · · · · · · · · · · · · · · · 26

제3절 美國의 不動産證券化 事例 · · · · · · · · · · · · · · · · 32
1. 金融危機의 發生과 處理過程 · · · · · · · · · · · · · · · · 32
2. 不實資産의 賣却方法 · 33
3. 整理信託公社와 不動産證券化 · · · · · · · · · · · · · · · 36

제4절 日本의 不動産證券化 事例 · · · · · · · · · · · · · · · · 41
1. 現況 · 41
2. 論議의 展開 · 41
3. 特性과 實績 · 44
4. 最近의 動向 · 53

제4장 土地公社의 不動産證券化 商品 開發 方案 · · · · · 58

제1절 不動産證券化 推進背景 및 事例 · · · · · · · · · · · · · 58
1. 推進 背景 · 58
2. 商品構造 및 販賣不振 原因分析 · · · · · · · · · · · · · · 60
3. 商品構造 改善을 통한 發行 成功 事例 · · · · · · · · · · · 64
4. 土地收益連繫債券 成功的 發行에 따른 效果 · · · · · · · 67

5. 土地收益連繫債券의 限界 · · · · · · · · · · · · · · · · · 69

제2절 企業土地 證券化 商品 開發 方案 · · · · · · · · · · · · · 72
1. 槪要 · 72
2. 對象資産 및 商品化可能性 診斷 · · · · · · · · · · · · · · 72
3. 發行與件 分析 · 73
4. 商品構造 및 商品開發 方案 · · · · · · · · · · · · · · · · · 75
5. 發行時 期待 效果 · 80

제5장 結論 · 81

<參考文獻> · 86

<ABSTRACT> · 88

表 및 그 림 目 次

<表 1> 證券化와 流動化 比較 · 6

<表 2> 不動産 流動化의 方式 · · · · · · · · · · · · · · · · · · · 9

<表 3> 不動産 證券化가 不動産市場과 資本市場에 미치는 效果 · 17

<表 4> 資産保有者의 利益과 費用의 主要 內譯 · · · · · · · · · 20

<表 5> 不動産 證券化가 投資者와 借入者에게 미치는 影響 · · · 21

<表 6> RTC의 資産 回收 戰略 · · · · · · · · · · · · · · · · · · 36

<表 7> RTC 證券化 去來事例 · · · · · · · · · · · · · · · · · · · 38

<表 8> MIF의 資本構造와 N시리즈 構造 · · · · · · · · · · · · · 39

<表 9> 日本의 抵當權型 金融商品 · · · · · · · · · · · · · · · · 48

<表 10> 第1次 土地收益連繫債券 槪要 · · · · · · · · · · · · · · 61

<表 11> 土地收益連繫債券 改善·補完 內容 · · · · · · · · · · · · 67

<表 12> 市場進入費用 · 79

<그림 1> 不動産 證券化의 構造와 不動産 證券化 過程 · · · · · 15

<그림 2> SPC를 利用한 資産流動化의 槪念 · · · · · · · · · · · 55

<그림 3> 企業土地集合化 基本構造 · · · · · · · · · · · · · · · · 77

國 文 抄 錄

97년초 한보철강을 필두로 過多한 借入에 의존하던 大企業의 연쇄부도, 綜合金融會社 등 금융기관의 不實,금융 및 증권시장 불안,이로 인한 대외신인도 下落과 외환시장 混亂 등 여러 요인이 복합적으로 作用하여 마침내 IMF 체제를 초래하였다.

그후 지난 1년동안 外換危機는 克服되었지만 IMF 구제금융에 따른 정책처방이 진행되는 동안 經濟 및 사회 전반에서 치러야 했던 苦痛은 당초 예상보다 훨씬 컸다. 97년 12월3일 합의한 IMF 구제금융 제공 조건에 따른 초고금리는 극심한 자금경색을 가져왔다.企業의 부도가 연일 急增하자 金融機關의 부실규모가 크게 늘어만 갔다.經濟의 기반이 흔들리기 시작했고 급기야는 자산디플레이션과 소비위축으로 참담한 經濟危機 상황을 맞은 적도 있다.

雇傭不安으로 가계 소비는 위축됐고 미래에 대한 不確實性으로 기업은 投資를 기피했으며 채권의 회수가능성에 대한 不安으로 금융기관은 貸出을 회피하였다.消費와 投資가 극심한 침체에 빠지자 실물부문,특히 不動産市場의 침체도 심화되었다.그러나 不動産 價格의 폭락은 不動産 投機만큼이나 우리 경제에 否定的인 影響을 주었다.

부동산 가격의 暴落은 기업의 자산가치를 하락시켜 財務構造 惡化를 심화시켰다.담보가치의 하락으로 資金調達의 어려움이 가중되자 투자가 더욱 위축되었다.企業의 財務構造 惡化는 경제전체의 리스크 허용능력을 저하시켰다.금융기관이 리스크를 회피하고자 安全性 위주로 대출하면서 중소기업의 資金難은 크게 심화되었다.

이처럼 부동산가격 폭락에서 비롯된 여러 부작용을 완화하기 위해 정부는 不動産 및 建設市場 安定施策을 시급하게 마련하지 않을 수 없었다.부동산가격의 움직임은 결국 시장에서 需給에 의하여 결정되기 때문에 정부는 市場原理를 최대한 지키면서 부동산의 수급에 영향을 미칠 수 있는 시책 마련에 주안점을 주었다.부동산시장 안정시책으로는 부동산시장에 대한 규제 완화,不動産의 供給抑制와 需要基盤 擴大,그리고 새로운 不動産 金融制度 도입이 제시되었다.

이 論文은 이러한 정부시책중 특히 새로운 金融制度인 不動産證券化制度가 도입됨에 따라 부동산증권화 상품을 재무구조개선의 도구로 활용하기 위하여 적극적인 태도을 보이고 있는 韓國土地公社의 不動産證券化 商品 開發方案을 硏究하는데 目的을 두었다.

동 硏究를 위하여 우선 99년 1월에 발행한 신종 不動産 金融商品인 土地收益連繫債券의 發行背景,商品構造, 販賣不振 原因分析, 商品構造改善을 통한 發行 成功事例,이에따른 效果 및 限界點를 살펴본 후 이를 한단계 확대·발전시킨 부동산상품인 企業土地 證券化商品의 開發方案을 제시하였다.

제1장 序論

제1절. 硏究 目的

아시아의 4마리 용으로 한때 世界의 이목을 集中받던 우리 經濟는 97년 말 IMF 救濟金融을 받으면서 수 많은 企業들이 倒産하거나 구조조정의 소용돌이 속에서 엄청난 실업자를 양산하는 등 커다란 시련을 겪었다.

97년초 한보철강을 필두로 過多한 借入에 의존하던 大企業의 연쇄부도, 綜合金融會社 등 금융기관의 不實,금융 및 증권시장 불안,이로 인한 대외신인도 下落과 외환시장 混亂 등 여러 요인이 복합적으로 作用하여 마침내 IMF 체제를 초래하였다.

그후 지난 1년동안 外換危機는 克服되었지만 IMF 구제금융에 따른 정책처방이 진행되는 동안 經濟 및 사회 전반에서 치러야 했던 苦痛은 당초 예상보다 훨씬 컸다. 97년 12월3일 합의한 IMF 구제금융 제공 조건에 따른 초고금리는 극심한 자금경색을 가져왔다.企業의 부도가 연일 急增하자 金融機關의 부실규모가 크게 늘어만 갔다.經濟의 기반이 흔들리기 시작했고 급기야는 자산디플레이션과 소비위축으로 참담한 經濟危機 상황을 맞은 적도 있다.

雇傭不安으로 가계 소비는 위축됐고 미래에 대한 不確實性으로 기업은 投資를 기피했으며 채권의 회수가능성에 대한 不安으로 금융기관은 貸出을 회피하였다.消費와 投資가 극심한 침체에 빠지자 실물부문,특히 不動産市場의 침체도 심화되었다.그러나 不動産 價格의 폭락은 不動産 投機만큼이나 우리 경제에 否定的인 影響을 주었다.

부동산 가격의 暴落은 기업의 자산가치를 하락시켜 財務構造 惡化를 심화시켰다.담보가치의 하락으로 資金調達의 어려움이 가중되자 투자가 더욱 위축되었다.企業의 財務構造 惡化는 경제전체의 리스크 허용능력을 저하시켰

다.금융기관이 리스크를 회피하고자 安全性 위주로 대출하면서 중소기업의 資金難은 크게 심화되었다.

정부는 稅收가 감소하여 財政收支,특히 財政收入의 상당부분을 부동산 관련 조세에 의존하는 지방자치단체의 재정자립이 크게 惡化되었다.끝으로 부동산 가격 폭락은 자산에서 발생한 所得을 감소시켜 가계소비를 줄였다.소비가 감소하자 상품재고가 늘어 났고 이 때문에 다시금 제조업 가동률이 떨어지고 生産이 위축되어 景氣下落이 가속화되었다.

이처럼 부동산가격 폭락에서 비롯된 여러 부작용을 완화하기 위해 정부는 不動産 및 建設市場 安定施策을 시급하게 마련하지 않을 수 없었다.부동산 가격의 움직임은 결국 시장에서 需給에 의하여 결정되기 때문에 정부는 市場原理를 최대한 지키면서 부동산의 수급에 영향을 미칠 수 있는 시책 마련에 주안점을 주었다.부동산시장 안정시책으로는 부동산시장에 대한 규제 완화,不動産의 供給抑制와 需要基盤 擴大,그리고 새로운 不動産 金融制度 도입이 제시되었다.

이 論文은 이러한 정부시책중 특히 새로운 金融制度인 不動産證券化制度가 도입됨에 따라 공기업중 증권화 상품 개발에 가장 적극적인 韓國土地公社의 不動産證券化 商品 開發 方案에 관하여 硏究하는데 목적이 있다.

제2절. 硏究範圍 및 方法

韓國土地公社의 不動産證券化 商品開發 方案에 관한 硏究를 위하여 우선 99년 1월에 발행한 신종 不動産 金融商品인 土地收益連繫債券의 發行背景,商品構造, 販賣不振 原因分析, 商品構造改善을 통한 發行 成功事例,이에따른 效果를 살펴본 후 올해중으로 발행하게 될 企業土地 자산담보부증권상품의 개발 방안에 국한하여 硏究의 範圍를 設定하였다.

그리고 效率的인 硏究를 위하여 不動産證券化 槪念,構造,效果등을 고찰한 후 우리나라의 不動産證券化 制度의 導入背景,推進經過,導入上 問題點 등을 논의하였고 미국,일본 등 先進國의 不動産證券化 事例를 살펴보고 한국토지공사의 證券化 商品 開發 方案을 提示하는데 도움을 얻고자 하였다.

제2장 不動産 證券化의 槪念 考擦

제1절 不動産證券化의 槪念

1. 定義

不動産證券化에 대한 槪念을 定義하기에 앞서 證券化(securitization)라는 현상이 무엇인지를 알아볼 필요가 있다.

증권화는 금융의 국제화·자유화와 더불어 80년대이후 금융분야에서의 메가 트렌드(mega trend)중 하나를 차지하는 추세로서 비유동성 금융자산을 收益性 있는 資本市場 證券으로 전환시키는 過程을 말한다.[1]

즉 증권화는 특정 자산에 流動性을 부여하는 금융혁신의 한 방식으로 이 방식은 資金需要者와 供給者 사이에 금융중개기관이 개입되는 간접 금융방식이 아니라 자금수요자와 공급자가 資本市場에서 直接 去來하는 직접금융방식의 일종이라고 말할 수 있다.

이러한 증권화의 현상을 좀 더 구체적으로 정의해보면 증권화란 기존의 貸出債權이나 미래현금흐름을 發生시킬 수 있는 자산을 특수목적회사(SPC:Special Purpose Company)와 같은 도관체(導管體 conduit)에 양도하고

---

1 홍성웅「자산디플레이션과 부동산증권화」한국건설산업연구원 1998 p53에서 인용

特殊目的會社(SPC)는 이를 담보로 投資者에게 有價證券을 發行함으로써 資金을 調達하는 金融方式을 말한다.[2]

이 정의는 한마디로 收益 發生이 가능한 資産을 特殊目的會社(SPC)를 통해 證券化하는 것으로 축약할 수 있다.

그러므로 證券化될 資産의 特性과 特殊目的會社(SPC)의 원활한 역할이 증권화에 결정적인 影響을 미치게 되는 것이다.

證券化의 대상이 되는 資産에는 미래에 현금흐름이 발생될 수 있는 어떠한 형태의 資産도 포함될 수 있다. 즉 住宅抵當貸出,자동차 할부채권,리스료,선박대출,항공리스료,정크본드,부실대출,수출대금,국제전화정산료,상가임대료 등 다양한 資産들의 證券化가 가능하다.

증권화에 대한 이러한 정의에 기초하여 부동산 증권화를 정의한다면 부동산과 부동산 관련 債權들을 도관체에 讓渡하고 그 도관체가 不動産 등을 담보로 증권을 발행하여 자금을 조달하는 방식으로 표현할 수 있다.

따라서 부동산증권화는 일반적인 증권화의 개념과 비교할 때 단지 증권화할 대상 자산을 부동산과 부동산 관련 채권 등으로 한정한 것 이외에는 다를 바가 없는 것이다.

2. 流動化와 證券化의 槪念

현재 不動産 流動化와 證券化는 정확한 개념을 구분하지 않고 함께 사용

---

2 이종구외「국제증권화와 금융혁신」산은조사월보 10월호 1997 참조:여기서 특수목적회사(SPC)는 특수목적회사 그 자체는 물론 신용절연과 이중과세가 방지되는 신탁 등과 같은 도관체도 포함됨.

되고있는데 두 槪念은 확실하게 구분하여 사용할 필요가 있다.

두 개념을 구분하는 기준으로서 두가지를 고려할 수 있는데 첫째는 發行市場과 流通市場의 기준에 근거해서 구분하는 방법이다.

이에 따르면 不動産 證券化는 부동산과 부동산 관련 채권들을 자본시장에 유통시키기 위해 有價證券의 형태로 바꾸는 과정을 의미하고 부동산 유동화는 유가증권으로 발행된 후에 2차 시장(secondary market)에서 거래되는 단계로 각각의 槪念을 구분하고 있다.

즉 證券化는 發行市場(1차시장)의 단계로 그리고 流動化는 流通市場(2차시장)의 단계로 구분하는 것을 말한다.[3]

둘째 부동산 증권화를 유동화의 한 방식으로 이해하는 것이다. 일반적으로 부동산유동화는 부동산 관련 대출 채권들을 金融機關이나 投資者에게 직접 매각하여 流動化하는 방식과 대출 채권들을 특수목적회사(SPC) 등에 양도하고 그 특수목적회사(SPC)가 유가증권을 발행하는 방식으로 구분할 수 있는데 여기에서는 후자의 경우가 不動産의 證券化에 해당된다.

첫번째와 같은 구분 기준은 不動産 流動化와 證券化의 구분을 손쉽게 이해하는데는 도움을 주지만 이 기준으로는 유동화와 증권화 방법의 구분과 금융혁신 발달과정의 이해에는 일정한 한계가 있다.

그에 비해 두번째 구분은 부동산 유동화의 한 방법으로 증권화를 파악함으로써 80년대 초부터 발전해 온 金融革新의 역사적 과정을 이해하는 데에도 도움이 된다.

---

3 홍성웅 전게서 p54 참조

사실 거슬러 올라가 보면 부동산 증권화 이전에도 이미 부동산 유동화형태의 금융혁신의 노력은 쉽게 찾아 볼 수 있다.

즉 貸出債權의 讓渡(assignment), 更新(novation)과 分割 賣却(loan participation) 등과 같은 금융혁신이 바로 그것이며 이를 토대로 최근에 다양한 형태의 證券化 方法으로까지 發展하게 된 것이다.

결론적으로 부동산 유동화는 다수의 자산이나 자산 관련 대출채권 등을 直接投資者에게 賣却하거나 그 資産을 기초로 證券을 發行하여 投資者에게 分散 賣却하는 것으로 定義할 수 있을 것이다.

따라서 不動産 流動化는 부동산이나 부동산 관련 대출채권을 직접투자자에게 매각하는 방식과 부동산을 기초로 해서 證券을 發行하여 投資者에게 매각하는 방식으로 나눌 수 있으며 결국 流動化가 證券化보다는 더 包括的인 槪念이라고 할 수 있다.

<표1> 증권화와 유동화 비교

부동산 시장	부동산 대출시장	부동산 시장
	부동산 대출 채권 (주택저당채권 등)	수익부동산,저수익부동산 무수익부동산
자본 시장	증 권 화	유 동 화
	부동산,대출채권을 기초로 증권을 발행	부동산이나 대출채권의 만기와 상관없이 증권매매가 가능
	발행시장(1차 시장)	유통시장(2차 시장)

3. 傳統的인 金融方式과의 差異

不動産 證券化 方式이 기존의 전통적인 금융방식과 어떤 면에서 다른지, 그리고 부동산 증권화의 구조가 기존 金融構造에 비해 어떤 이점이 있는

지를 살펴보면 부동산증권화라는 金融 革新이 發達하게 된 계기를 쉽게 이해할 수 있다.

부동산 증권화 방식이 傳統的인 金融方式과 다른 점은 첫째 특수목적회사(SPC)는 자산보유자 또는 차입자가 특수목적회사(SPC)에 양도한 자산을 담보로 有價證券을 발행하기 때문에 만약에 원래 資産保有者가 破産하더라도 원리금의 상환 여부는 특수목적회사(SPC)가 보유한 자산의 신용상태에 따라 결정됨으로 자산보유자의 신용위험(credit risk)과는 관계가 없다는 점이다.

그에 비해 傳統的인 金融方式의 경우 借入者의 信用危險에 따라 상환여부가 결정되기 때문에 金融機關은 借入者의 신용상태를 최우선적으로 고려한다. 즉, 擔保資産 그 자체의 信用度가 좋더라도 차입자의 신용이 나쁘다면 대출을 기피하게 되는 것이다.

둘째, 특수목적회사(SPC)가 發行한 證券의 元利金 상환은 SPC에 양도된 자산의 현금흐름에 전적으로 의존한다. 따라서 자산의 현금흐름이 원리금 상환액에 못 미친다 하여도 投資者는 資産保有者 또는 借入者에게 直接的인 請求權을 行事할 수 없다.

셋째, 자산보유자 또는 차입자는 資産을 이미 讓渡했기 때문에 자신의 대차대조표상에는 負債로 計上되지 않는다.

넷째, 특수목적회사(SPC)에 양도된 자산들은 통상적으로 수많은 債權이나 資産들을 집합화한 자산이기 때문에 포트폴리오 효과로 인해 개별 채권의 위험들이 서로상쇄되므로 集合化한 전체 풀(pool)의 危險이 減少하게 된다. 그 결과 신용이 向上되는 效果를 얻을 수 있다.

첫번째에서 세번째까지의 차이점은 자산보유자 또는 차입자가 특수목적회사(SPC)에 양도한 자산과 자신의 信用을 절연(bankruptcy remote)하는 것

에서 출발한다. 이 점은 프로젝트 파이낸스의 스폰서와 프로젝트 會社와의 分離, 즉, 양도한자산 또는 프로젝트의 收益性이 양호하다면 借入者의 信用等級보다 좋은 신용등급을 얻을 수 있다는 프로젝트 파이낸스와 비슷하다. 신용 절연과 마지막 네번째 차이점인 집합화 효과의 결과로 특수목적회사(SPC)가 발행한 증권은 신용제고를 통해 신용등급을 改善시킬 수 있게 된다.

이러한 차이로 인해 不動産 證券化를 利用하면 傳統的인 金融方式에 비해서 상대적으로 저렴한 金融費用으로 財源을 調達할 수 있고 부외 효과,자기자본비율의 改善效果 같은 부수적인 효과를 얻을 수 있기 때문에 부동산 증권화라는 金融革新이 발생하게 되는 것이다.

4. 證券化 方式

앞에서 언급한 바와 같이 不動産 流動化의 方式은 직접매각방식과 증권화방식으로 나눌 수 있다. 不動産 證券化方式을 설명하기에 앞서 먼저 직접매각방식에 대해 살펴 보면 이방식은 부동산이나 부동산 관련 대출채권을 별다른 가공없이 投資者에게 直接 賣却하는 것인데 원래의 채권·채무관계와 원리금 수취권의 양도 여부에 따라 채권양도,대출채권 분할 매각과 대출 갱신 등으로 나눌 수 있다.채권양도는 債權者와 債務者간에 讓渡特約을 맺어 채권자가 필요한 시기에는 어느 때나 貸出債權을 투자자에게 양도할 수 있게 하는 것을 말한다.

그에 반해 대출채권 분할 매각은 채권자가 채무자와의 債權·債務關係를 그대로 유지하면서 단지 投資者에게 元利金 수취권을 매각하는 방식을 말한다. 한편 앞의 두가지 방식에서는 원래의 채권·채무관계가 그대로 존속되는데 비해 貸出更新은 원래의 채권·채무계약을 없애고 투자자와 채무자간에 동일한 契約을 다시 締結하는 것을 말한다.이러한 직접매각방식은 채권을 매입한 사람이 재매각을 할 때마다 계약관계를 다시 맺어야 하고 抵當權을 다시 설정함으로써 상당한 비용이 발생되는 문제점이 있다.[4]

이러한 문제를 해결하기 위해 노력한 결과 不動産 證券化라는 금융혁신 수단이 발달하게 되었는데 부동산 증권화 방식도 여러가지로 다양하다.

대체로 보면 資産擔保附證券 (ABS: Asset Backed Securities), 住宅抵當證券(MBS:Mortgage Backed Securities) 등과 같은 증권을 발행하여 매각하는 방법과 대출채권을 표창하는 증권을 발행하여 매각하는 방법, 그리고 대출채권을 信託하고 수익증서를 발급받아 매각하는 방법 등 세가지로 나뉜다. 이를 좀 더 상세히 살펴보면 먼저 부동산이나 부동산 대출채권을 기초로 증권을 발행하는 방법이란 대출채권을 담보로 금융기관 명의의 증권을 발행하거나 不動産이나 부동산 대출채권을 특수목적회사(SPC)나 주택저당채권 유동화 중개기관에 양도하고 그 대출채권을 擔保로 證券을 發行하여 一般投資者에게 賣却하는 것을 말한다.

둘째, 不動産 貸出債權을 표창하는 증권을 발행하는 방법이란 부동산 대출채권중 유사한 채권을 모아 이에 대한 持分權을 표창하는 증권을 발행하여 賣却하는 것을 의미한다.

끝으로 기존의 信託制度를 이용해 부동산이나 부동산 대출채권을 신탁회사에 신탁하고 받은 受益證券을 投資者에게 매각하는 방법도 부동산 증권화

<표2> 부동산 유동화의 방식

부동산 및 부동산 관련 대출채권의 유동화	직접매각 방식	· 부동산 대출채권 양도 · 부동산 대출채권 분할 매각 · 대출의 갱신
	증권화 방식	· ABS,MBS 등 의 증권을 발행 · 매각 · 대출채권을 표창하는 증권을 발행 · 매각 · 대출채권을 신탁하고 수익증서를 발급받아 매각

4 심광수「자산유동화제도 도입방안」공청회자료 1998 pp 5~6 참조

의 한 방식이라 볼 수 있다.[5]

제2절 不動産證券化의 構造

不動産 證券化의 構造가 金融革新의 한 方式으로 널리 알려지게 된 것은 이 구조가 지닌 效率性에 기인한다고 볼 수 있다. 즉, 기존의 금융방식에 비해서 증권화방식은 去來費用과 대리인 문제 등을 최소화하면서 그 혜택을 극대화하여 기존의 금융방식보다 수입대비 總費用에서 우월한 구조를 갖추었기 때문에 活性化될 수 있었던 것이다.따라서 부동산 증권화의 구조를 分析할 때도 이런 原則에 입각해 분석할 필요가 있다.

먼저 不動産 證券化의 效果를 높이기 위해 資産保有者와 신용 절연이 될 수 있도록 특수목적회사(SPC)와 같은 도관체를 이용하였고,자산보유자와 특수목적회사(SPC)간의 자산매매거래도 진정한 賣買(true sales)형식을 갖추어 자산보유자가 파산하더라도 자산에 대한 權利 確保가 가능하도록 했다.

그리고 SPC의 設立費用,資産賣買에 따른 각종 세금부담,특수목적회사(SPC)와 투자자에 대한 세금부과 등과 같은 거래비용을 세제 혜택과 制度的 裝置를 통해 최소화하고 있다. 다른 한편 투자 운영 주체의 代理人 문제도 각종 규제와 감시를 통해 해소시키는 구조를 갖추고 있다. 이런 분석의 틀에서 부동산 증권화에 참여하는 主體들 각각의 역할과 부동산 증권화의 진행과정을 살펴보면 다음과 같다.

1. 參與者의 役割

不動産 證券化의 過程에 參與하는 주체들은 자산보유자(originator),주

---

5 상게유인물 pp 6~7

간사(lead manager), 특수목적회사(SPC), 信用評價機關(credit rating),신용보완기관,리스크헤징기관,자산관리자(servicer),투자자(investor),차입자 등이 있다.[6]이들 참여자 각각은 不動産 證券化의 과정에서 자신이 맡은 역할을 수행하고 있는데 참여자들이 각자 맡은 역할을 적절하게 遂行해야 부동산 증권화를 통한 財源調達이 效率的으로 이루어 질 수 있다.

각 參與者의 機能과 役割에 대해서 살펴보면,첫째 자산보유자란 부동산이나 부동산 담보채권을 보유하는 자를 말하는데 흔히 金融機關들이 주종을 이루고 있다.資産保有者는 1차적으로 차입을 희망하는 자와 교섭하고 차입조건을 심사하여 융자를 실행하는 機關인데 증권화에 있어서 이 최초의 대출기관이 資産保有 및 賣却機關의 역할을 하게 된다.

둘째, 특수목적회사(SPC)와 같이 不動産과 不動産 擔保債權을 양수하고 이에 기초해서 증권을 발행하는 도관체인데 이는 오로지 證券化와 관련 한정된 업무만을 수행하는 회사를 말한다.이 SPC는 자산보유자의 신용과 완전히 절연되어 있어 설사 자산보유자가 파산해도 그 영향을 받지 않는다. 그리고 세제면에서도 특수목적회사(SPC)에는 면세가 이루어져 이중과세를 회피할 수 있게 된다.대부분의 도관체는 특수목적회사(SPC)의 형태를 띠지만 때로는 최초 대출기관 또는 인수회사의 자회사나 관련회사로 설립되는 경우도 있다.

셋째, 主幹社는 증권화의 전과정에 대한 노하우를 토대로 資産保有者에게 적절한 거래형태,증권발행의 종류,특수목적회사(SPC)의 設立,증권의 인수 및 소화 등에 대한 諮問 役割을 수행한다.

넷째, 信用評價機關은 특수목적회사(SPC)가 發行하는 證券을 分析하고 그 증권의 신용등급을 부여하는 역할을 주로 한다. 또한 신용등급이외에도 증권에 대한 客觀的인 投資情報를 投資者에게 提供하는 機能도 한다.

---

6 상게유인물 pp 7~10

다섯째, 信用補完者는 특수목적회사(SPC)가 발행한 증권이 지급불능이 되었을 때 그 손실을 보전하는 역할을 한다. 신용보완자로는 支給保證 機能을 지닌 금융기관,추가 담보를 제공하는 資産保有者,스프레드 계정(spread account),준비금(reserve fund) 등이 있다.

여섯째, 리스크 헷징기관은 不動産證券化의 過程에서 이자율 리스크,만기의 불일치,환 리스크 등을 헷징하는 役割을 수행한다.이런 헷징 기관들은 手數料를 받고 리스크를 헷징함으로써 증권의 信用을 향상시키는 것이다.

일곱째, 資産管理者는 부동산과 부동산 담보채권들의 현금흐름을 관리하고 회수하는 역할을 한다. 흔히 原債務者를 가장 잘 아는 자산보유자나 원채권자들이 그 業務를 수행한다.

여덟째, 投資者는 不動産 證券化를 통해 발행된 증권에 투자를 하는 기관이나 개인을 말한다. 이런 증권에 주로 투자하는 기관으로는 金融機關,연기금,투자자문 등 매우 다양하다.

아홉째, 借入者는 자산보유자나 원채권자에게 不動産을 擔保로 提供하고 資金을 調達하는 자를 말한다.

不動産 證券化에 간여하는 참여자들이 맡은 각각의 역할들이 모여 하나의 형태로 構造化된 것이 부동산 증권화의 금융구조를 이루게 된다. 이 구조에서 각 參與者들은 각자의 기능에 대한 수수료나 이득을 얻게 되는데 참여자간의 적절한 견제와 協力으로 부동산증권화의 金融構造가 效率的으로 運營되는 것이다.

2. 證券化 過程

不動産證券化의 과정을 간략히 정리하면 먼저 資産保有者가 借入者에게

不動産을 擔保로 貸出하고 보유한 대출채권을 특수목적회사(SPC)에 매각하면 그 특수목적회사(SPC)는 다시 대출채권을 기초로 有價證券을 發行하여 投資者에게 賣却하여 財源을 調達한다. 그리고 대출채권에서 발생되는 현금흐름을 자산관리자가 관리 및 회수하여 특수목적회사(SPC)를 통해 投資者에게 支給하게 된다.여기까지가 부동산 증권화에서 가장중심을 이루는 과정이다. 이밖에도 이런 주요 過程을 補助하는 여러가지 업무가 발생하게 되는데 이러한 업무로는 증권화의 과정이 원활하게 이루어지도록 주간사와의 契約,증권에 대한 信用評價의 의뢰,신용보강을 위한 신용보완자와의 계약, 그리고 不動産과 不動産 債權을 관리하고 원리금 수취를 대행하는 資産管理者와의 契約이다.

이상과 같이 不動産 證券化의 주요 과정과 補助的인 過程을 종합하여 가장 전형적인 업무 흐름을 기술하면 다음과 같다.

① 資産保有者가 不動産을 擔保로 貸出을 實行하고 차입자로 부터 그에 해당되는 不動産 擔保를 設定한다.

② 資産保有者는 향후 특수목적회사(SPC)가 발행하게 될 有價證券의 원활한 消化를 위해 이 분야에 경험이 많은 投資銀行이나 證券社와 주간사 계약을 맺는다. 그리고나서 主幹社나 資産保有者가 특수목적회사(SPC)를 設立한다.

③ 信用評價機關에 不動産 擔保證券에 대한 信用平價를 依賴하고 필요할 경우에는 信用補完者와 信用向上 契約을 맺고 수수료를 지급한다. 그런 후에 資産管理者와 資産의 管理와 處分을 委任하는 계약을 맺고 만약에 금리,만기와 환율 등의 불일치가 발생될 경우 리스크 헷징기관에 手數料를 支給하고 리스크를 헷징한다.

④ 資産保有者는 자신이 保有한 不動産이나 不動産 擔保債券을 특수목적회사(SPC)에 매각하고 賣却代金을 受領한다.

⑤ 특수목적회사(SPC)는 買入한 資産을 기초로 有價證券(채권,수익증권,출자지분 등)을 發行하여 投資者에게 賣却한다.

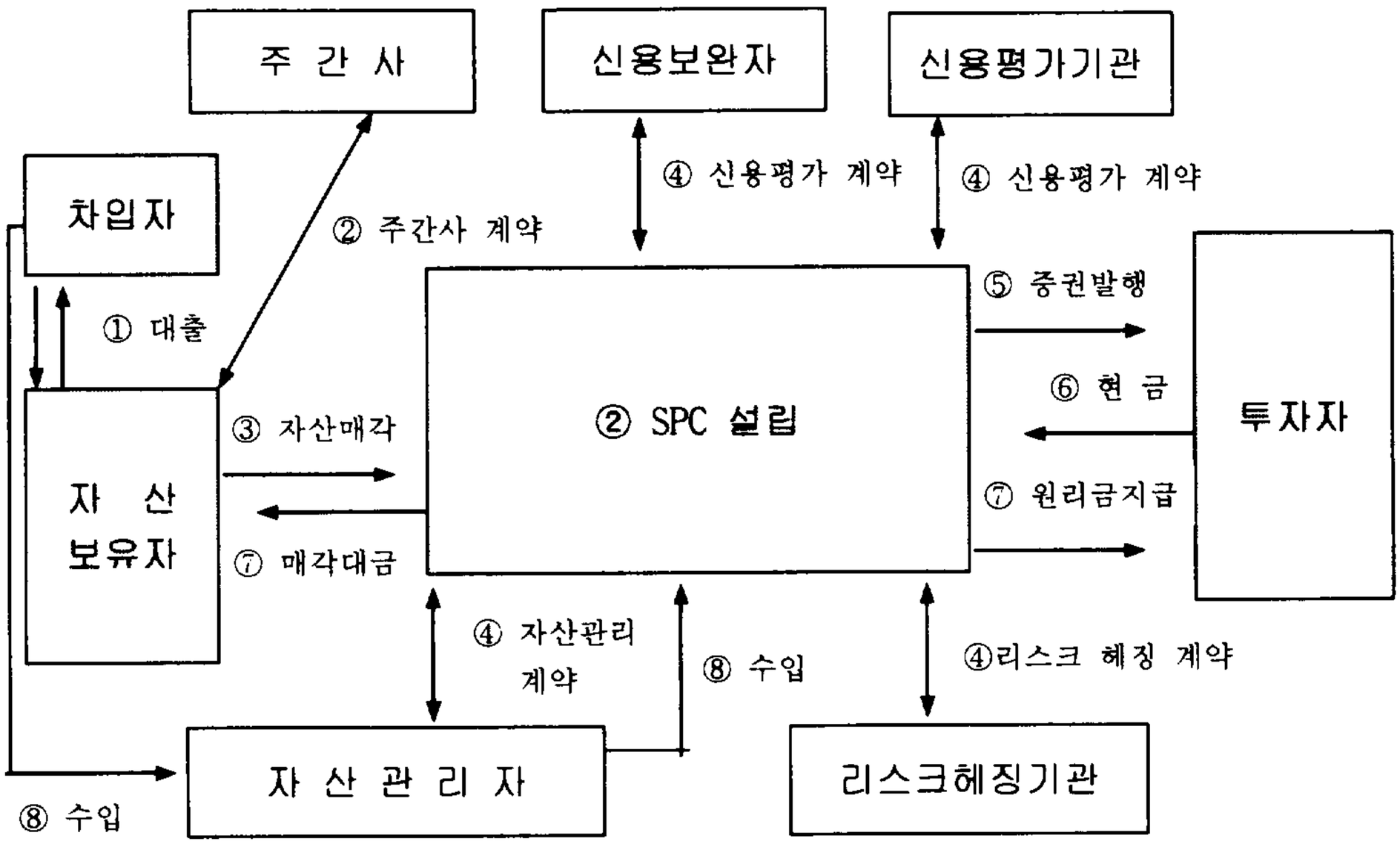
⑥ 投資者는 有價證券을 買入하고 그에 해당되는 현금을 지급한다.

⑦ 投資者로 부터 현금을 受領한 특수목적회사(SPC)는 資産保有者에게 資産賣却代金을 지급한다.

⑧ 資産管理者는 특수목적회사(SPC) 保有資産의 미래 현금흐름에 따라 원채무자로부터 이자나 원금 등을 수취하고 資産의 管理에 필요한 費用을 지출한 후에 특수목적회사(SPC)를 거쳐 투자자에게 이자나 원금 등을 지급한다.

⑨ 資産管理者는 특수목적회사(SPC)의 保有資産을 매각하거나 회수한 대금을 특수목적회사(SPC)를 통해 投資者에게 원리금을 상환한다.

<그림1> 부동산 증권화의 구조와 부동산 증권화 과정



제3절 不動産證券化의 效果

1. 不動産市場과 資本市場에 미치는 效果

不動産 證券化는 직접적으로는 不動産 金融市場에 더 나아가서는 부동산 시장 전반에 미치는 영향이 매우 크다. 부동산 증권화가 부동산 시장에 미치는 영향에 대해 몇가지 살펴보면 첫째 不動産 金融이 크게 활성화된다는 점이다.지금까지 부동산에 대한 貸出은 작은 규모의 주택금융을 제외하고는 많은 규제를 받아 왔다.골프장 등 소위 사치성 레저시설에 대한 금융 규제에서부터 오피스 수요자에 대한 금융도 원활하지 못하였다. 그러나 不動産 證券化 制度가 도입되면 建設 需要者 金融, 특히 주택 수요자 금융이 크게 활성화될 것으로 예상된다.즉,住宅抵當債券이 증권화되면 주택가격 대비 대출비율이 높아져 住宅 需要者의 실질 資金負擔 규모는 현재에 비해 많이 낮아 질

것으로 보인다.

둘째, 不動産 證券化를 통해 不動産 市場과 資本市場이 유기적으로 통합됨으로써 부동산 시장의 先進化를 기할 수 있다. 즉, 증권화라는 과정을 통해 不動産의 動産化 양상이 두드러지게 된다는 것이다. 不動産을 기초로 각종 증권이 발행되고 流通되면서 부동산시장의 상당부분이 자본시장으로 편입될 것이고 따라서 양 시장이 분리됨으로써 발생되었던 非效率이 크게 개선될 것으로 보인다.비근한 예로 不動産 市場이 資本市場과 격리되었던 70~80년대의 不動産 價格의 폭등 현상은 앞으로는 보기 힘들어 질 것이다.

셋째, 不動産市場 특히 사무실 임대시장 등의 불투명성이 상당부분 해소될 것이다. 不動産은 投資資金에 비해 과세기준이 낮고 또한 임대 수입에 대한 세무신고도 불성실해 賃貸收入과 費用에 대한 정확한 정보가 제공되지 못하였다.그러나 부동산 증권화는 거래의 투명성에서 출발하기 때문에 부동산 관련 정보 일체가 앞으로는 누구나 알 수 있도록 투명화될 것이다.

넷째, 不動産에 대한 評價 機能의 큰 변화가 예상된다. 특히 과거와 같이 不動産의 자본가치를 중시하는 기존의 거래사례비교법이나 원가법보다는 발생되는 收益의 흐름에 기초한 不動産評價 方式으로 바뀌게 될 것이다.

다섯째, 不動産市場을 둘러싼 각종 정보 인프라가 조속히 갖추어 질 수 있을 것이다.왜냐하면 이런 정보 인프라의 토대가 없다면 불특정 다수인을 상대로 財源을 調達하는 不動産 證券化가 이루어 질 수 없기 때문이다.

한편, 不動産 證券化는 證券化의 過程을 거쳐 자본시장에서 거래가 이루어지기 때문에 資本市場에 미치는 영향도 매우 크다. 첫째,부동산 증권화를 통해 발행된 증권,특히 住宅抵當證券은 장기 채권시장의 활성화를 가져올 것이고 또한 장기 채권의 대표 채권으로 정착되어 금리 변동의 기준 역할을 수행할 수 있을 것으로 보인다.둘째, 不動産 관련 증권이 지속적으로 공급되기

때문에 資本市場의 전체규모를 확대시킴으로써 資本市場의 發展에도 크게 기여할 것이다. 셋째, 不動産 證券은 타 증권에 비해 안전하면서도 다양한 기간과 높은 金利條件을 지니고 있기 때문에 다양한 需要와 취향을 갖고 있는 投資者에게 폭넓은 投資商品을 提供할 수 있어서 資本市場의 질을 향상시킬 것으로 보인다.넷째,不動産 담보대출을 한 금융기관들이 보유채권을 증권화하여 資金을 調達할 수 있기 때문에 재대출 여력과 대출회전율이 높아 질 것이다.

<표3> 부동산 증권화가 부동산시장과 자본시장에 미치는 효과

구 분	기 대 효 과
부동산시장	· 부동산 금융의 활성화 · 부동산시장의 자본시장으로의 통합화 현상 · 부동산시장의 투명성 및 부동산에 대한 평가 기능강화 · 부동산 정보 인프라의 조기 구축
자본시장	· 장기 채권시장의 대표 채권 기능 효과 · 자본시장의 규모 확대 · 다양한 투자상품의 제공 · 금융기관의 대출 여력 확대 효과

2. 證券化 過程의 參與者에게 미치는 效果

(1) 資産保有者

不動産 證券化가 資産保有者에게 미치는 效果를 費用과 便益 分析을 통해 살펴보면 먼저 資産保有者가 얻게 되는 편익은 거래를 통해서 얻을 수 있는 혜택과 재원조달의 결과로 얻을 수 있는 혜택으로 나눌 수 있다. 우선 거래를 통해서 얻어지는 혜택은 아래와 같이 정리할 수 있다.

① 金融市場에 대한 過剩 노출의 억제 : 자기 신용으로 資金을 借入하는

규모가 작아지므로 자신의 신용이 金融市場에 과잉 노출되지 않아서 資金調達費用을 줄일 수 있을 것이다.

② 效率的인 資産 購入 : 구입할 자산, 그 자체의 신용이 좋아야 證券化를 통해 資金을 調達할 수 있기 때문에 결과적으로 효율적인 資産 購入을 하게 된다.

③ 資産價値의 파악 : 證券化를 하기 위해서는 資産價値의 평가가 필수적이기 때문에 資産保有者는 자신이 보유한 자산의 적절한 가치를 쉽게 파악할 수 있게 된다.

④ 規制되지 않는 金融方式 : 금융기관들은 흔히 資産保有者가 일정 규모이상을 차입할 경우 대출금의 조기상환을 요구할 수 있는 권리를 보유하고 있다. 그러나 證券化 方式을 통한 차입은 이런 규제를 받지 않는다.

⑤ 財務的 賣却 措置 : 자회사를 매각하고자 할 경우 사전에 자회사의 資産을 證券化하여 財務構造를 改善하면 자회사의 매각가치를 增加시킬 수 있다.

⑥ 手數料 所得의 發生 : 資産保有者들은 證券化의 過程에서 통상 자산의 원리금 관리와 처분업무를 담당하는 경우가 많다.따라서 이 업무를 통해 서비스 手數料를 얻을 수 있다.

⑦ 危險의 減少 : 특수목적회사(SPC)가 보유한 자산은 자산보유자의 신용과는 절연되어있기 때문에 資産保有者의 破産危險을 제거시킬 수 있다.또한 損失을 投資者나 신용보완자에게 전가시킬 수 있어 원채무자의 파산으로 인한 위험을 감소시킬 수 있다.

⑧ 子會社 水準의 金融 : 證券化 方式을 利用하면 자회사 수준에서도 資本市場을 통한 直接的인 財源調達이 가능하여 질 것이다.

⑨ 財務諸表上의 流動性 增加 : 流動性 增加는 추가로 流入된 資産으로 負債를 償還하거나 新規投資를 통해 추가 수익을 기대할 수 있어서 재무제표상의 유동성이 改善되는 效果를 얻을 수 있다.

⑩ 매우 낮은 絶對 費用 : 傳統的인 金融方式으로 신규 자금을 조달하면 자본비용이 상대적으로 높은데 반하여 증권화는 기존 자본 구조의 변화없이 추가 財源을 調達할 수 있는 이점이 있으므로 資本費用의 上昇을 막을 수 있

다.

⑪ 낮은 限界 金融費用(marginal financing cost) : 證券化는 부채 형태로 財源을 調達하는 경우의 限界 費用보다 더 낮은 비용으로 資金을 調達할 수 있다. 즉, 證券化의 總 金融費用이 부채 발행에 대한 총 금융비용에 비해 낮다.

다음으로는 證券化를 통해 調達된 財源으로 負債를 償還하거나 추가 투자를 함으로써 발생되는 利益을 들 수 있다. 예를 들면 조달된 자금으로 부채를 상환하면 負債規模와 負債比率을 줄일 수 있을 것이다.

한편, 調達된 資金으로 새로운 資産을 取得했다면 그 자산을 이용해 수익을 증가시킬 수도 있으므로 總資産 收益率 또는 自己資本 利益率의 증가를 기대할 수 있게 된다.만약에 資産保有者가 금융기관이라면 금융기관의 건전성 지표인 국제결재은행(BIS) 自己資本比率을 改善시키는 效果도 있을 것이다.

資産保有者가 不動産 證券化를 통해 支出하는 費用 항목들을 直接去來費用과 間接去來費用으로 나누어 살펴보면 첫째,직접거래비용으로는 증권의 표면금리에 대한 이자 지출 비용과 신용 향상 조치가 취해 졌다면 信用補完者에게 支拂하는 手數料, 그리고 기타 각종 서비스 수수료 등이 있다.

둘째, 不動産 證券化 去來에서 간접적으로 발생되는 비용으로는 거래의 과정에서 여러기관들이 관여함으로써 생기는 업무부담,각종 행정처리에 따른 비용의 증가,조기상각에 따른 부담과 證券化를 위한 사내 전문가 양성의 부담 등을 들 수 있을 것이다.

資産保有者들은 費用과 便益 分析을 통해 利益을 極大化하려고 할 것이기 때문에 증권화의 총비용을 負債와 資本의 限界 金融費用 또는 가중 평균 자본비용과 비교하여 증권화의 실행여부를 판단하게 된다. 이런 측면에서 볼

때 不動産 證券化에 따른 費用의 支出보다는 그 편익이 더욱 크고 특히 자산 보유자의 信用水準이 취약할수록 더 큰 效果를 얻을 수 있을 것이다.

<표4> 자산보유자의 이익과 비용의 주요 내역

이 익	거래이익	· 자기신용의 금융시장 과잉 노출 억제 · 효율적인 자산 구입 · 자산가치의 파악 용이 · 규제되지 않은 금융방식 · 재무적 매각조치 · 수수료 소득의 발생 · 위험감소 · 자회사 수준의 금융 · 재무재표상의 유동성 증가 · 매우 낮은 절대비용 · 낮은 한계 금융비용
	수익에 따른 혜택	· 총자산수익률(ROA) 개선 · 부채의 감소 · 자본구조의 개선(BIS비율 개선)
자본시장	직접거래비용	· 표면금리비용 · 신용 향상 비용 · 각종 서비스 수수료
	간접거래비용과 다른 사항	· 여러기관 관여 증가에 따른 업무부담 · 행정비용 · 조기 상환 부담 · 증권화에 대한 사내전문가 양성 부담

(2) 투자자

不動産 證券化가 도입되면 投資者는 다양한 金融商品을 선택할 수 있는 기회를 갖게 된다. 특히 만기가 장기이면서도 매우 안정적인 금융상품,그리고 상대적으로 위험에 비해 고수익인 금융상품에 대한 투자 기회를 갖게 될

것이다.또한 통상 그 규모가 과대하여 不動産 投資를 망설여왔던 잠재 투자자들이 少額 投資의 기회를 갖게 되며 이를 통해 不動産 投資의 저변을 확대시키는 效果를 기대할 수 있다.

(3) 借入者

不動産 證券化가 借入者에게 미치는 效果로는 단기적이고 직접적인 혜택은 그다지 없어 보이지만 몇가지 間接的인 效果를 기대할 수 있다. 먼저 담보가치 비율(LTV : Loan to Value)이 擴大될 可能性이 높은데 특히 住宅抵當貸出이 도입되면 전에는 전체 구입자금의 70% 가량을 자기 자금으로 조달해야 했지만 도입이후에는 20~30% 정도의 자기자금으로도 住宅을 구입할 수 있을 정도로 借入與件이 改善 될 것이다. 또한,不動産 證券化를 통해 金融機關의 健全性 및 流動性이 제고되면 調達 金利보다는 최소 1%이상 낮은 금리로 차입이 가능해 져 金融費用 負擔을 줄이는 效果를 함께 얻게 될 것이다.

<표5> 부동산 증권화가 투자자와 차입자에게 미치는 영향

구 분	기 대 효 과
투자자	· 낮은 위험에 비해 높은 수익률의 금융상품 투자기회 확대 · 투자대상의 다양화(우량 장기채권 등)
차입자	· 차입 기회와 규모의 확대 · 대출회전율이 높아 차입 금리 하락 효과 예상

제3장 不動産證券化 制度

제1절 不動産證券化의 根據

1, 資産流動化에관한法律 立法 趣旨

政府는 構造調整에 어려움을 겪고 있는 金融機關 등이 保有하고 있는 債權이나 不動産을 容易하게 賣却할 수 있는 制度的 裝置를 마련함으로써 負債를 減少하고 構造調整에 所要되는 資金을 신속히 調達할 수 있도록 98년 9월 16일 동 法律을 公布하고 施行에 들어가게 되었다.

즉 金融機關,成業公社 土地公社 등이 保有하고 있는 채권·토지 등의 자산을 조기에 현금화하여 資金調達을 원활하게 함으로써 金融機關 등으로 하여금 財務構造의 健全性을 높일 수 있게 하고 住宅抵當債券을 증권화하여 장기주택자금을 안정적으로 供給함으로써 住宅金融基盤을 擴充하기 위하여 금융기관 등으로 부터 資産을 讓渡받아 이를 기초로 증권을 발행·판매한 후 당해 資産의 管理 또는 處分에 의하여 發生하는 收益을 投資者에게 配分하는 資産流動化制度를 確立하려하는데에 立法趣旨가 있다고 볼 수 있다.

2. 資産流動化에관한法律 主要 內容

資産流動化에관한法律의 주요 내용을 살펴보면 첫째, 金融機關 등으로 부터 讓渡받거나 信託받은 資産을 기초로 하여 證券을 發行하고 당해 자산의 管理·運用에 의한 수익으로 그 증권의 元利金 등을 지급하는 자산유동화업무는 이 법에 의한 流動化專門會社 및 信託業法에 의한 信託會社와 자산유동화 업무를 전업으로 하는 외국법인이 이를 취급할 수 있도록 하고 있다.

둘째, 流動化 對象 資産을 債權·不動産 기타의 재산권으로 규정함으로써 양도 가능한 자산이면 어느 것이나 가능하도록 하고 있다. 이는 법률적으

로 制限하는 方法을 피하고 資本市場의 自律에 맡기고 있는 것으로 判斷된다.

셋째, 資産流動化業務를 행하고자 하는 유동화전문회사 등은 미리 자산유동화계획 즉 流動化 資産의 範圍,流動化 證券의 種類,流動化 資産의 管理方法 등을 金融監督委員會에 登錄하도록 하고 있다.

제2절 우리나라의 證券化 制度

1. 推進 經過

우리나라는 資本市場 규모가 상당함에도 불구하고 資産證券化制度가 導入되기도 전에 IMF를 맞이하게 되었다.그러나 관리체제 직전인 1997년초부터 이미 銀行 및 綜合金融社들은 자산유동화에 대해 구체적으로 검토하였으며 재경부도 1997년 10월 외국환관리규정을 개정할 당시 외국환은행의 해외매매 및 Loan Participation 去來를 自由化하고 자산담보부증권을 통한 외화자산의 매각을 財經部長官의 허가사항에서 신고사항으로 變更하였다.

이에따라 많은 金融機關들이 자산담보부증권(ABS)발행을 추진하였으나 IMF 구제금융 이후 국가신용도가 투자부적격으로 下落함에 따라 모든 종금사 및 은행들의 외화자산 자산담보부증권(ABS)의 發行이 中斷되었다.

이후 1998년중 자산담보부증권(ABS) 발행제도의 確立에 결정적으로 기여한 기관은 성업공사로서 '자산유동화에 관한 법률' 제정과 세법의 개정을 주도하였고 1998년중 2회에 걸쳐 不實與信의 海外賣却에 成功하였다. 성업공사는 증권화 대상이 부실자산이라는 근본적인 어려움이 크지만 1999년에는 본격적인 보유여신 및 擔保 不動産의 證券化 活動이 예상되고 있다.

또한 아시아의 金融狀況이 好轉됨에 따라 ING, Deutsche/BT, Bear Stearns, Morgan Stanley, Chase, Goldman Sachs,CSFB 등 주요 국제금융기관들도 자사의 자산담보부증권(ABS) 專門家들을 아시아에 投入하여 자산담보

부증권(ABS)發行에 착수하고 있다.

향후 달러표시 자산담보부증권(ABS)의 海外發行에 있어서 한국물은 일본·태국·인도네시아·말레이시아 등 아시아 국가와의 發行 競爭이 豫想된다.따라서 한국의 발행자들은 자산담보부증권(ABS) 發行構造를 外國 投資者의 選好에 맞추어 先進化시켜야 할 것이며 원화표시 자산담보부증권(ABS)경우는 국내 소화를 위한 內國 投資者 開發이 지속적으로 이루어 져야 할 것이다.

국내 시장이 형성되기 위해서는 投資者들이 과거 보증사채 투자에서 보였던 投資 行態를 버리고 전적으로 信用評價에 依存하는 投資 判斷을 採擇해야 하며 자산담보부증권(ABS)의 收益率이 동일 신용등급 회사채와 비교하여 너무 불리하지 않게 形成되어야 할 것이다.

또한 發行者 측에서 자산담보부증권(ABS) 내용에 대한 公示가 충분히 이루어져야 하나 아시아 지역의 경우 歐美와 달리 證券化 資産에 대한 統計를 얻기가 어려우므로 發行 豫定者들은 조기에 정보수집 및 資産管理를 위한 시스템 착수에 서둘러야 할 것이다. 따라서 이러한 統計 준비 작업으로 인해 본격적인 資産 流動化는 1999년 이후가 될 것으로 예상된다.

2. 流動化證券 發行 現況

98년 5월 資産流動化法의 制定 作業에 着手한 후 동년 9월 자산유동화에 관한법률이 제정되어 국내에서도 資産流動化證券 發行을 위한 制度的 裝置가 마련되었다. 또한 98년 11월에는 자산유동화에 관한 금융감독위원회의 규정이 마련되는 한편 租稅部門의 補完도 이루어져 資産流動化證券 發行을 위한 분위기가 성숙되었다.

99년 3월말 현재 총 4건의 資産流動化證券의 發行이 이루어 졌다. 99년

1월 삼성할부금융의 자동차할부채권을 流動化資産으로 퍼스트유동화전문유한회사가 최초의 자산유동화증권을 發行하였고 3월에는 동양종금의 리스자산

을 유동화자산으로 하나로유동화전문유한회사가 자산유동화증권을 발행하였으며한미은행 固有計定 역시 실행한 企業貸出을 동행 신탁계정에 신탁하고 이를 기초자산으로 資産流動化證券을 3월에 발행 하였다. 이외에도 현대케피탈을 포함한 할부금융사들이 자산유동화증권을 추진중에 있으며 리스회사,대기업 등도 이의 發行에 지대한 관심을 보이고 있다.

이처럼 流動化 對象 資産이 비교적 현금화가 용이한 자동차 할부채권,리스채권, 貸出債權으로 국한되고 있었으나 99년 3월 성업공사가 부동산 담보채권을 대상으로 자산담보부증권(ABS)을 발행함으로써 명실공히 우리나라에서도 不動産 流動化의 새로운 전기를 마련하게 되었다.

그러나 한가지 안타까운 것은 公募形式이 아닌 사모형식에 의하여 발행되었다는 점이며 不動産을 기초자산으로 한 증권 투자의 大衆化를 위해서는 不動産 金融 發展 方案 硏究가 폭넓게 이루어 지고 이에 따른 정책적인 관심과 배려도 수반되어야 할 것이다.

3. 制度 導入上의 問題點

많은 金融機關 및 企業들이 資産流動化證券의 發行에 높은 관심을 보이고 있음에도 불구하고 현재 국내에서의 동 證券 發行에는 몇가지 問題點을 지니고 있다.

우선 市場의 측면에서 보면 資産流動化證券에 대한 投資者의 인지도가 매우 낮다는 점이다.이로 인해 發行되는 資産流動化證券의 신용도를 감안한 합리적인 금리결정시스템이나 원활한 流通 등에 있어 만족할 만한 수준에 도달하기까지는 오랜 기일이 걸릴 것 같다.

發行者의 측면에서는 資産流動化證券 發行을 위해 과거자료의 정비나 자산의 신용도에 대한 合理的인 자료 정비 및 시스템 마련 등에 있어 미흡한

상황이다.즉,金融機關의 경우 과거의 연체 및 대손자료 등이 다양한 기준에 의해 분석되고 이에 根據하여 신용보강수단이 마련되어야 함에도 불구하고 지금까지는 過去의 延滯 및 대손 등에 대한 분석 등이 정확히 이루어지지 않고 있을 뿐만 아니라 過去資料도 整備되지 않고 있는 狀況이다. 또한 다양한 기준하에서 신용리스크 分析에 適合한 資料도 충분히 정비되지 않고 있는 狀況이다.

制度的인 측면에서는 資産流動化證券 發行을 위해 필수적인 要素인 대체 資産管理者의 槪念이 現行 法律體系하에서는 導入되기 어려운 構造로 되어 있어 신용도가 낮은 金融機關 등이 資産의 信用度에 근거한 資産流動化證券의 발행이 어려운 상황이며 또한 受託管理機關의 개념 등이 도입되지 않은 점 등이 원활한 資産流動化에 걸림돌이 되고 되고 있는 狀況이다.

이에 따라 市場,投資者,發行者 및 制度與件 등에 점진적인 改善을 통해 자산유동화증권 발행의 여건을 擴大시키는 方案의 마련이 시급한 것으로 판단된다.

4. 活性化를 위한 諸要件 및 課題

(1) 活性化를 위한 諸要件

1) 特殊目的會社(SPC)에 대한 稅制惠澤

特殊目的會社(SPC)가 도관체(conduit)의 機能을 遂行하는데 그치고 있음에도 불구하고 法人稅를 납부하게되면 特殊目的會社(SPC)나 주택저당증권(MBS)투자자 양쪽이 二重課稅되는 결과가 된다, 따라서 成業公社,土地公社 등이 누리고 있는 稅制上 惠澤이 特殊目的會社(SPC)로 자산이 양도된 후에도

계속 유지되도록 함으로써 이들 기관들에게 流動化의 이점를 享有할 수 있도록 하여 資産流動化의 活性化를 꾀할 필요가 있다.

2) 개발자·관리자(Developer/Manager)제도 도입

日本은 95년에 「不動産特定共同事業法」시행으로 개발자·관리자 制度를 導入하였으며 미국의 경우도 86년 부동산투자신탁(REIT's)에 運營·管理機能을 허용하여 管理者가 持分에 同參함으로서 投資者에게 安定感을 주는 專門性이 確保되었다. 우리나라도 不動産證券化 制度의 活性化를 위하여는 하루속히 개발자·관리자(Developer/Manager)제도를 도입하여 專門性을 確保할 필요가 있다.

3) 부동산투자신탁(REIT's)의 早期 導入

현재의 株式市場 활황을 不動産에 연결시키는데에는 부동산투자신탁(REIT's)이 적합하다. 주택저당채권(MBS)은 長期債 比重이 크므로 長期消化를 위하여는 모기지 부동산투자신탁(Mortgage REIT's)을 통해 需要基盤을 擴充할 수 있을 것이다. 토지,오피스 빌딩,상가 등 침체부문의 활성화에도 부동산투자신탁(REIT's)의 役割이 필요하다.또한 부동산투자신탁(REIT's)에 익숙한 外國人 投資者들이 不動産 擔保附 不實與信을 헐 값에 사서 언젠가는 내국인에게 되팔아 시세차익을 얻게 될 것이다.따라서 國內 投資者들도 지분형 부동산투자신탁(Equity REIT's)을 통해 저평가된 不動産을 長期 投資할 수 있도록 投資環境을 만들어 不動産 證券化를 活性化시킬 필요가 있다.이를 위해서는 부동산투자신탁(REIT's)의 조기 도입이 필요하다.

4) 특수목적회사(SPC)에 대한 運用 制約 緩和

특수목적회사(SPC)에 대하여 法人稅가 免除되어 稅金負擔이 없어진다고 하더라도 流動化 計劃 登錄時 對象 不動産을 確定시켜야 하기 때문에 특수목적회사(SPC) 보유 부동산의 交替에 어려움이 있다.그러므로 日本의 예와 같

이 우리도 流動化 計劃 登錄時 대상 부동산을 特定시키지 말고 복수의 후보로서 條件만을 記載하도록 하고 상한금액내에서 借入도 가능하도록 특수목적

회사(SPC)에 대한 運用 制約 緩和로 부동산 증권화를 活性化하여야 한다.

이밖에도 不動産證券化 活性化를 위해서는 不動産 價値 評價가 去來事例比較方式 내지는 原價方式에서 벗어나 收益還元方式으로의 轉換이 필요하며 자산유동화법상 까다로운 資産保有者 要件을 대폭 緩和하여야 할 것이며, 不動産 證券化의 早期 定着을 위한 政府의 지속적인 政策的 支援과 관심이 필요하다.또한 不動産證券化制度의 施行시 주어지는 혜택에 대한 국민들의 의식전환과 컨센서스가 필요하며 不動産市場의 透明性·公正性·客觀性 確保를 위한 不動産에 대한 정보인프라 構築이 필요하다

(2) 定着을 위한 課題

不動産市場과 資本市場의 結合을 통하여 不動産 證券化 市場이 形成되게 된다.證券化市場이 定着되기 위해서는 먼저 시장안에서 실제 움직이는 經濟主體의 活動이 원활해 질 수 있는 與件 조성이 무엇보다도 필요할 것이다.또한 證券市場은 전체 시장의 한 부문이기 때문에 전반적인 經濟與件의 改善도 필요할 것이다.

한편 한 사회는 市場만이 存在하는 것은 아니다.國家와 政府도 있다.따라서 不動産 證券化市場의 定着을 위해서는 시장과 정부의 役割分擔이 보다 明確해져야 할 것이다.또한 부동산증권화에 參與하는 構成員만이 한 사회를 구성하는 것은 아니다.이들 시장에 참여하지 못하는 구성원도 있기 때문이다.따라서 政府政策은 부동산증권화시장에 참여할 수 있는 자와 그렇지 못한 구성원간에 적절한 힘의 均衡을 維持하고 갈등을 緩和할 수 있는 役割을 담당해야 할 것이다.

이하에서는 이러한 전반적인 틀 속에서 우선 不動産 證券化 市場의 定着

과 관련한 정부의 役割에 대해 살펴보고 그 다음으로 不動産 證券化市場의 定着을 위해 전반적인 經濟與件은 어떻게 改善되어야 하는 지를 살펴본 다음 끝으로 不動産 證券化市場 자체의 定着을 위해서 市場參與者들을 어떻게 活性化시켜야 하는지 살펴보고자 한다.

1) 政府와 市場間의 明確한 役割 分擔

政府는 不動産 證券化市場에서 適用될 規則을 公正하게 그리고 透明하게 만들어 주어야 한다.또한 證券化市場의 모든 過程이 透明하고 公正하고 정직하게 일어나도록 監視 및 監督機能을 强化할 필요가 있다.아울러 부동산 증권화시장이 제 機能을 發揮할 수 있도록 적어도 초기에는 適切한 支援을 해 주어야 할 것이다.그 예로는 자산담보부증권(ABS),주택저당증권(MBS),부동산 투자신탁 仲介機關들은 資産保有者와 투자자사이를 연결해 주는 도관체 役割을 擔當하기 때문에 取得稅·登錄稅 등 移轉課稅나 讓渡所得稅는 免除하고 法人稅도 초기에는 減免 및 免除할 필요가 있다.

不動産證券化의 活性化與件이 충분히 成熟할 경우 일부의 우려처럼 不動産市場의 過熱이 豫想되는 바 不動産市場의 恒久的인 安定化方案을 지금부터 적절히 마련할 필요가 있다.이를 위하여는 市場經濟原理에 입각한 不動産 供給 및 利用·計劃·開發·管理의 전반적인 規制體系를 早期 整備하여야 하며 부동산관련 정보망의 정비와 租稅體系의 개편도 필요할 것이다

또한 政府가 不動産 證券化市場의 監督機能 强化를 이유로 필요이상으로 시장에 깊이 개입하여서는 안될 것이며 不動産 證券化市場의 進出入이나 價格統制 등 市場活動의 基本要素에 대한 規制는 피하는 것이 바람직할 것이다

2) 全般的인 經濟與件의 改善

不動産 證券化 또는 流動化는 결국 不動産 去來의 促進과 利用의 效率性을 위한 것이다.그런데 不動産 去來의 促進과 效率的 利用은 不動産 價格 또

는 不動産에서 發生하는 收益의 흐름과 관계가 있다.즉,부동산가격이 계속 하락하는 한 또는 부동산에 대한 需要가 回復될 수 없을 정도로 經濟與件이

惡化될 경우 아무리 정교하게 마련된 부동산증권화제도를 도입한다하더라도 不動産 去來는 일어나지 않을 것이다.그렇게 되면 不動産證券도 資本市場에서 流通되지 못할 것이다.

이것은 不動産을 證券化한다고하더라도 投資한 부동산증권에서 기대하는 것은 부동산에서 發生하는 所得이라는 본질적인 特性에서 비롯된다.그리고 부동산에서 발생하는 제반 所得은 經濟與件에 크게 좌우된다.따라서 부동산 증권화가 활성화되기 위한 가장 本質的인 條件은 全體 經濟가 安定的으로 움직여야 한다는 것이다.따라서 經濟與件의 改善 뿐만 아니라 不動産市場의 조기안정을 위해서라도 企業 및 金融機關의 構造調整을 신속하고 철저하게 추진함으로써 우리 經濟 體質을 튼튼하게 만들어야 할 것이다.

不動産證券化는 不動産市場의 活性化를 위하여 도입하였지만 부동산 가격이 지나치게 높을 경우 적절한 投資收益率 確保가 어렵게 될 것이다.물론 경제여건이 개선되어 不動産價格이 지속적으로 上昇할 可能性이 있는 경우에는 별개의 문제가 되겠으나 그렇지 않을 경우에는 資本市場의 대체 수익률이 떨어지거나 地代水準이 일정하다고 할 경우 不動産 價格이 낮아져야 한다는 것이다.따라서 不動産 證券化市場이 定着되기 위해서는 資本市場과 不動産市場이 장기적으로 안정되어야 할 것이다.

3) 不動産 證券化市場의 基礎與件 强化

不動産 證券化 및 流動化를 成功的으로 推進하기 위해서는 무엇보다도 부동산 증권화시장이 제대로 作動할 수 있는 여건조성이 필요하다.먼저 가장 중요한 것은 부동산 증권화 및 유동화와 관련한 모든 過程이 透明해야 한다. 不動産의 價値 評價,不動産의 移轉 및 仲介,不動産 管理,不動産 證券의 信用評價,不動産 證券化 및 流動化와 관련한 제반 租稅,기타 모든 過程이 透明해

야할 것이다.

둘째,과정의 투명성과 관련하여 不動産 價格 및 地代 所得을 정확히 평가할 수 있는 評價技法의 開發이 요구된다.과거에도 原價方式,比較方式,收益方式 등 다양한 評價方法을 가지고 個別 不動産의 價値와 價格을 정확히 평가하는 것이 물론 중요하였다.그러나 부동산 증권화에서는 개별 부동산 뿐만 아니라 不動産의 集合(asset pool)에 대한 危險度와 장래 현금흐름을 正確히 파악하는 것이 무엇보다도 강조된다.이는 投資者에게 不動産 및 관련 채권의 가치,위험도,현금흐름 등 客觀的인 情報를 提供하는 일이 보다 중요하게 대두되기 때문이다.

셋째,不動産 證券化 및 流動化와 透明成果 不動産 評價技法의 선진화를 추구하기 위해서는 관련 情報에 대한 인프라 구축이 선행되어야 한다.그리하여 국내외 투자자에게 不動産의 位置,賣買 및 賃貸價格,建物의 공실율,투자 및 임대수익률 등 관련 投資指標를 公示함으로써 부동산시장의 透明性을 제고해야 한다.

넷째,不動産 證券化 관련업무에 대한 專門家 養成이 시급하다.ABS이든지 MBS이든지,REITs이든지 간에 不動産 證券化는 이들 證券을 購買하는 投資者와 投資機關의 存在가 필수적이다.이들 투자자들은 부동산관련 증권의 收益性과 危險性을 投資者 대신 綜合的으로 評價할 수 있는 능력을 갖추고 아울러 投資者가 信賴할 수 있는 信用評價機關을 필요로 한다.不動産 證券化 과정에서 이들 信用評價機關은 부동산별로 축적된 기초자료를 활용하여 不動産 및 관련 債權의 信用等級을 부여하는 役割을 담당할 것이다.

다섯째, 자산담보부증권(ABS),주택저당증권(MBS),부동산투자신탁(REITs) 制度 등을 통한 관련 不動産의 證券을 取得한 사람에게 돌아가는 元利金은 資産保有者의 信用狀態와 관계없는 대신에 궁극적으로는 仲介機關에 讓渡된 資産의 현금흐름에 전적으로 의존한다.따라서 중개기관에 양도된 不動産에서 最大의 收益을 올릴 수 있도록 資産을 運用할 수 있는 專門家 集團이 필요하

다. 따라서 不動産 證券化 및 流動化가 成功하기 위해서는 不動産管理의 專門家나 專門機關이 반드시 존재해야 한다.

제3절 美國의 不動産流動化 事例

1. 金融危機의 發生과 處理過程

80년대 美國의 金融危機는 금융 규제 완화과정에서 발생한 과도한 금리 경쟁에서 촉발되었다.당시 미국내 금융기관들은 규제 완화에 힘입어 고수익·고위험의 資産에 대해 競爭的으로 貸出하였다. 이에 따라 부동산,LBO(매수자금의 대부분을 매수 할 기업의 자산 등을 擔保로 한 借入金으로 調達하는 방법:Leveraged Buy Out),개도국 대출이라는 소위 3L(Land,LBO,LDC)자산이 급격히 增加하였다.[7]

이 상황에서 외채 위기와 불황의 도래,자산 디플레이션의 심화 등으로 이들 貸出이 不實化되면서 金融機關의 破産으로 이어졌다.특히 이 시기에 타격을 크게 입은 金融機關은 短期 負債로 장기 대부를 하는 저축대부조합(S&L:Savings and Loan Association)들 이었다. 당시 S&L은 가계부문의 소액 저축성 예금을 모아 모기지 론(mortgage loan)을 제공하는 금융기관이었다.

70년대 후반 고금리 金融商品이 등장하면서 S&L의 자금이 이들 고금리 상품으로 대거 이동하였다.이를 보완하기 위해 저축대부조합(S&L)에 대한 규제가 대폭 완화되었고 저축대부조합(S&L)의 不動産 貸出이 급증하였다, 이후 농업 불황,에너지 가격 하락,不動産 景氣 沈滯가 發生하면서 이들 조합이 급격히 不實化되었다.

그런데 이러한 金融危機가 더욱 擴大된 것은 초기 단계에 다음과 같은

---

7 LBO 대출은 Leveraged Buy Out 대출의 약자로 매수자금의 대부분을 매수할 기업의 자산 등을 담보로 한 차입금으로 조달하는 방법을 말함.

잘못된 대응책이 사용되었기 때문이다.첫째는 組合 監督機關인 연방주택자금대출은행이사회는 監督規定을 緩和하여 처리를 지연하는 寬容政策을 실시하

였다. 둘째,동 이사회 산하의 연방저축대부조합보험공사도 비경쟁적인 入札에 주로 의존하여 破産 組合을 賣却하는 등 비효율적인 정리방식을 사용하였다.그리고 조합에 대한 지속적인 規制緩和와 危險度에 關係없이 동일한 보험료를 징수하는 預金保險制度로 인해 조합 경영자들은 고위험,고수익 자산에 대한 投資를 選好하게되었고 결과적으로 組合의 不實化를 促進하게 되었다.

이와 같은 金融界의 道德的 解弛로 인한 放漫한 經營과 監督으로 인하여 S&L의 不實은 더욱 擴大되었다. 결국 不實債權이 누적되면서 감독이 다시 강화되었고 美國 政府는 1989년 부실은행 정리를 위한 금융기관개혁구제집행법을 입법하였다. 이 법에 따라 연방주택자금대출은행이사회는 저축감독청으로 대체되었고 예금보호기능은 연방예금보험공사로 이관되었으며 저축대부조합(S&L)의 資産處理를 위해 정리신탁공사(RTC:Resolution Trust Corporation)가 設立되었다.

당시 美國의 不實銀行 處理 方向은 상업은행의 경우는 合併을 통해 해결하는 것이었고 S&L의 경우는 RTC를 통해 정리하는 것이었다.이렇게 함으로써 미국은 金融危機 克服費用을 최소화할 수 있었다.부실화된 상업은행들은 부실자산으로 인한 손실액을 자구노력(84%)과 예금보험의 부담(16%)으로 처리하였으며 S&L의 경우에는 전체 손실의 25%만 자구노력과 예금보험으로 처리하고 나머지 75%는 정리신탁공사(RTC)에 財政 資金을 投入하여 處理하였다.

2. 不實 資産의 賣却 方法

RTC는 다음과 같은 資産 處分 우선 순위를 마련하였다.[8] 첫째, 원리금이 償還되고 있는 1~4세대 주택 모기지,다가구(5세대이상 주택) 및 商業用 建物

---

8 박훤일 「자산의 증권화와 특수목적회사」 논문 1998 pp 41~42 참조

모기지와 소비자 대출, 기타 비(非)모기지 여신에 대해서 우선적으로 證券化 方法을 採擇하였다. 둘째, 연체중인 다가구 모기지와 商業用 모기지에 대해

서는 복수투자기금(MIF:Multiple Investor Fund)거래를 하였다.셋째, 연체중인 1~4세대 모기지 및 消費者 貸出, 그 밖에 證券化 또는 복수투자기금거래에 적합하지 않은 모기지와 대출 자산에 대해서는 매매센터(National Sales Center)가 수행하는 구조화 매각,일괄 매각,론 세일,貸出 競賣로 去來하였다.

1) 直接賣却

초기 정리신탁공사(RTC)는 個別 賣却 方式을 주로 사용하였으나 이후 競賣,貸出債權 賣却,一括 販賣 方式과 같은 다양한 직접 매각 방식을 이용하였다. 少額資産의경우는 公開發聲 競賣方式에 의해 處分하였다. 그리고 고액 자산이나 대출채권 일괄 매각시에는 縫合入札 賣却 方式을 사용하였다. 다수의 대출 및 부동산을 모아 포트폴리오를 구성하여 일괄 매각하는 방식도 활용되었다. 이 패키지의 최소 단위는 1억 ~ 1억 5,000만불로 小規模 投資者는 參加할 수 없는 方式이었다.

2) 持分參與

정리신탁공사(RTC)는 연체된 貸出債權과 土地 등 不動産 관련 자산을 처분하기 위해 持分 參與(equity participation)방식을 고안하였다. 이 방법은 RTC와 투자자가 공동 파트너쉽을 조성하고 資産處分에 의해 받게 되는 현금 흐름을 分割하는 방식이었다. 투자자의 참가는 경쟁입찰방식으로 이루어지며 투자자는 유한 合資會社의 管理와 處分을 맡았다.

여기서 投資者集團의 구성은 복수투자자기금(MIF), 전국토지기금(NLF : National Land Fund),투자조합(joint venture partnership) 등의 형태였다.그런데 이 방법은 대상 자산을 패키지로 구성하는데 상당한 시간이 걸리고 資

産處分에 따른 運營費用도 적지 않게 드는 短點이 있었다.

3) 證券化 賣却

초기에는 주택 모기지중 양질의 자산의 경우 Fannie Mae(Federal Nation ai Mortgage Association, FNMA), Freddie Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC)과 같은 住宅 抵當 債權 流動化 機構에 직접 매각하였다.

1991년 이후에는 이들 기관의 직접 매각 기준에 적합하지 않은 住居用 住宅 모기지와 商業用 또는 다가구 주택 모기지로서 元利金 償還이 이루어지고 있는 경우에는 RTC 자체의 證券化 方式이 이용되었다.

4) 民間 活用

1990년 8월에서 1995년까지 標準資産管理處分計劃에 의해 민간기업이 관리한 資産의 장부가는 353억불에 달했다. 그리고 1995년말 결산한 결과를 보면 이 방법에 의해 장부가의 95%를 회수하는 성과를 올렸다. 이처럼 정리신탁공사(RTC)는 會計,監査,資産의 管理 處分,不動産 鑑定,不動産 販賣,컨설팅 등의 업무에 전문 민간 기구를 活用하였다. 정리신탁공사(RTC)의 활동 기간 중 총 민간 발주 건수는 16만건에 이르고 금액도 53억불에 달했다.

이상의 정리신탁공사(RTC) 資産回收戰略을 정리해 보면 아래표와 같다. 즉, 자산의 형태와 성격에 따라 구분해 보면 대개 6가지의 回收 戰略을 사용하였다고 할 수 있다.먼저 收益性있는 주택 모기지가 가장 安定的인 販賣戰略을 구사할 수 있는 상업용,다가구 모기지의 경우에는 證券化 方式이 주로 活用되었다. 반면에 수익성이 없는 모기지는 一括 賣却이나 지분 참여 방식을 주로 사용하였다.債權回收 不動産의 경우도 個別 賣却이나 持分 參與 方式이 주로 사용되었다.

<표6> 정리신탁공사(RTC)의 자산 회수 전략

자산형태	주택모기지	상업용,다가구 모기지	채권회수부동산 (REO)	비투자 등급 증권
수익성자산	· 정리 거래 · 증권화 거래 · 봉합 경매 매각	· 증권화 거래 · 지분 참여 · 일괄매각 또는 경매	· 중개인에 의한 개별 매각 · 지분 참여 · 봉합 경매 · 일괄 매각	· 경쟁 경매 · 발행자에게 매각 · 교환/입찰제
무수익성자산	· 포괄 처분 · 지분 참여 · 일괄매각 또는 경매	· 포괄 처분 · 지분 참여 · 일괄 매각 또는 경매 · 개별대출매각		

주: REO(Real Estate Owned)는 차입자의 상환 불이행으로 대부자가 소유하게 된 부동산을 의미함.

3. 整理信託公社와 不動産 證券化

(1) 初期 證券化

整理信託公社(RTC)는파산 저축대부조합으로부터 抵當貸出(mortgage)債權과 일반貸出 債權을承繼하였으며 1990년까지는 주로 Fannie Mae나 Freddic Mac에 현금 매각하거나 이들 機關의 證券과 交換하는 方法을 이용하였다. 그리고 Fannie Mae나 Freddic Mac의 기준에 부합하지 않는 모기지를 1991년 6월부터 정리신탁공사(RTC)자체의 증권화 방식으로 賣却하였다.정리신탁공사(RTC)는 이 방법에 의해 250억불 이상의 저당 대출 채권을 매각하였다.이로써 정리신탁공사(RTC)는 Fannie Mae나 Freddic Mac에 이어 미국내 주택저당증권(MBS)의 세번째 큰 發行者가 되었고 미국과 유럽의 2차 저당시장에 가장

중요한 投資資産을 提供할 수 있었다.

초기에는 1~4세대 住宅 抵當 貸出이나 변동 금리 대출과 같은 저당 대출 채권을 증권화하였는데 이러한 證券化의 目的은 첫째, 資産回收 價値를 提高하고 둘째, 정리신탁공사(RTC) 資産의 賣却을 促進하기 위한 것이었다.

그런데 정리신탁공사(RTC)는 초기 재무부로 부터 政府保證을 완전하게 받지 못했다.당시 재무부는 정리신탁공사(RTC) 자산에 대한 보증을 기피하였는데 이는 첫째, 자산 거래가 일어나지 않을 경우 모든 危險을 정부가 떠안아야 되고 둘째, 정리신탁공사(RTC) 증권과 재무부 증권과의 競爭 關係가 成立되기 때문이었다.이에따라 정리신탁공사(RTC)는 자신의 채권을 보증할 제3자를 구해야 했으나 현실적으로 이것이 어려웠고 결국 자체 信用 補完 方法을 사용하였다.

정리신탁공사(RTC)의 자체 信用 補完 方法으로는 준비금(reserve fund), 추가 담보제공 (over-collateralization),스프레드 계정(spread accounts),우선·열후 구조(senior·subordinated structure) 등이 提供되었다.이러한 신용 보완 방법들은 기초자산의 회수지연때문에 發生할지도 모르는 損失로 부터 投資者들을 보호하기 위한 곳이다. 그리고 정리신탁공사(RTC)는 이와 같은 신용 보완을 통해 민간투자자의 리스크를 分擔하여 줌으로써 높은 매각가격을 받을 수 있게 되었다. 만약 이러한 리스크의 부담없이 부실자산을 그대로 매각할 경우에는 채무 불이행의 危險 可能性때문에 대폭적인 가격 할인이 불가피했을 것이다.

다음 표는 典型的인 정리신탁공사(RTC)의 證券化 去來의 예인데 현금 準備金,劣後債,超過利子 등 信用 補完 方法이 結合된 方式이다.총액 11억3,800만불 규모의 거래에서는 원금의 26%가 현금 준비금으로 積立되어 投資者의 損失을 補完하도록 되어 있다.그리고 債權의 종류는 6가지로 發行되는데 신용등급이 높은 우선채부터 상환이 이루어 지고 열후채는 정리신탁공사(RTC)

가 자체 매입하게 된다.그리고 超過利子는 모기지 대출이자와 투자자 증권 이자의 차이인데 이 이자 차이는 준비금을 충당하거나 열후채의 損失分을 支拂하는데 사용되면서 추가적인 擔保物의 役割을 하게 된다. 그렇지만 證券化 過程에서 이들 증권의 시장 이자율이 재무부 借入에 따른 동일 기간 이자율보다 1%포인트나 높기 때문에 처리 비용이 더 많이 所要되었다.

또한 각 資産 形態를 이러한 증권화 계획에 얼마나 포함할 것인지를 결정해야 하는데 너무 많은 자산을 대상으로 할 경우 자산 처분 과정에서 애로로 作用할 수 있다는 問題點이 있었다.그러므로 이러한 證券化가 만병통치약은 아니었지만 당시 시장 상황에서 RTC의 資産 賣却에 대단히 유용하게 活用되었다고 할 수 있다.

<표7> RTC 증권화 거래 사례

모기지 대출	
대출건수	2,117건
금융기관 수	238기관
미지불 원금 수지	1,138백만불
현금 준비금 수지	
미지불 원금 수지의 26%	296백만불
채권종류	
AAA등급	740백만불
AA등급	57
A등급	102백
BBB등급	68
BB등급	125
B등급	46
합 계	1,138백만불
이자율	
모기지 대출	9.45%
증 권	7.45%
초 과	2.0%

(2) 無收益 資産의 證券化

1992년부터 상업용 저당증권(CMBS?)의 기법은 무수익성,또는 저수익성 대출과 채권 회수 부동산(REO)의 處分에 活用되었다.이러한 방식의 대표적인 成功事例로는 수익성이 없는 상업용 부동산을 대상으로 정리신탁공사(RTC)가 開發한 N(Non performing Loan) 시리즈가 있다. 그 방식을 살펴보면 우선 정리신탁공사(RTC)는 특수목적회사(SPC)에 이들 資産을 賣却하고 현금과 지분(51%)을 획득한다. 그리고 투자자는 현금으로 債權(보통 신탁 자산의 60% 발행)을 買入하고 信用있는 資産管理人이나 서비서가 지분(49%)에 參與하는 方式으로 투자를 한다.따라서 자산이 청산됨에 따라 최초 수입은 채권을 회수하는데 사용하고 그 후에 信託 資産의 남은 40%에 해당되는 持分 投資者들에게 配當이 이루어진다.

정리신탁공사(RTC)가 개발한 持分 參與 方式의 대표적인 다른 예로는 복수투자기금을 들 수 있다.이 기금은 채권을 두가지 형태로 발행하였다.하나는 수익이 완전히 보장되는 優先債權이고 다른 하나는 상대적으로 낮은 등급의 후순위 채권이었다.여기서 후순위채권은 우선 채권에 현금흐름이 먼저 支拂되고 나서 지불되었다.그리고 지분구조는 RTC가 25~50%를 投資하고 나머지는 民間 投資者에게 買入하도록 하였다.

<표 8> MIF의 자본구조와 N시리즈 구조

MIF(복수투자자기금)의 자본구조

MBS 복수신용평가등급 기관투자자 판매 최고 신용등급에 대한 100% 원금 지불	
지 분	
신탁운영자 및 서비서	RTC

N시리즈

우선채권 높은 투자등급,기관투자자 판매, 현금흐름 우선 지불	
후순위 채권 낮은 투자등급,기관투자자 판매, 현금흐름 후순위 지불	
지 분	
MIF 투자자	RTC 25~50%

(3) 土地資産의 處分

정리신탁공사(RTC)는 1991년 여름까지 土地處分에 크게 노력을 기울리지 않았다.그러다1991년 여름 정리신탁공사(RTC)는 토지전담팀을 構成하고 토지자산의 在庫評價를 실시하였다. 그 결과 당시 추세대로라면 재고토지를 처분하는데 16년이 걸릴 것으로예상되었다.그래서 이들 資産의 販賣를 促進하기 위해 持分 參與의 方式을 도입하였다.

지분참여방식(equiyt participation)의 대표적인 성공 사례는 전국토지기금(NLF: National Land Fund)을 들 수 있다. 이 방법은 RTC가 매각이 어려운 무수익성 商業用 不動産 貸出의 處分에서 그 노하우를 획득한 N시리즈를 應用한 것이다.이 방법은 특히 저수익성 토지 용자나 未開發된 土地의 賣却에 活用되었다.

그 내용을 보면 우선 정리신탁공사(RTC)가 低收益性 土地 貸出이나 미개발된 토지를 기금에 제공하고 이에 따라 75%의 持分을 獲得하게 된다. 그리고 資産管理人,디벨로퍼를 포함한 投資者는 資産 回收 過程을 담당하는 일반 파트너로서 25%의 지분으로 투자하고 이러한 지분에 기초하여 賣却 收益을 配分하였다.

이 때 開發費用은 파트너 비용으로 배분전에 공제되었다.이 방법은 RTC의 미개발 토지 자산 처분에 대단히 유용한 방법으로 活用되었다.그리고 帳簿價가 10억불에서 20억불 범위의 대규모 토지 자산 집합에 대해서는 복수투자기금 방식을 활용하였다.

이상의 방법을 사용하여 1993년부터 1994년 상반기까지 土地와 不動産 擔保 貸出 160억불을 處分하였다. 이 결과 1995년 2월말 이러한 자산 형태의 재고는 8,500만불 수준으로 減少하였다.

제4절 日本의 不動産流動化 事例

1. 現況

다른 先進國에 비해 부동산 관련 金融의 發展이 늦었던 일본에서 특정목적회사(SPC:Special Purpose Company)의 設立을 통해 金融機關이 가지고 있는 擔保 不動産을 證券化하여 소액 투자자들에게 賣却하는 方案이 98년 9월부터 시행되었다.또한 프로젝트금융(project finance)의 발생에 근거하여 부동산 개발 프로젝트의 收益力이나 資産 價値를 擔保로 資本市場으로부터 事業者가 直接 資金을 調達하는 不動産 證券化의 導入도 推進되고 있다.

이처럼 日本이 不動産의 所有 또는 이용과 관련된 不動産 金融을 社債券과 같이 細分化해 증권화를 꾀함으로써 流動性을 부여하는 것은 부동산 가격의 대폭락이 金融機關의 構造調整을 어렵게 하고 결국 이것이 日本 經濟를 뒷걸음질치게 한 원인이라고 보기 때문이다.

따라서 不實 債權化한 不動産을 소액 투자자에게 매각하고 나아가 새로운 不動産 開發을 위한 資金을 調達할 수 있는 방안으로 부동산 증권화가 검토되고 있는 것이다.다음에서는 일본에서의 不動産證券化 論議의 展開過程을 살펴보고 현재 시행중인 일본 부동산 증권화의 現況과 內容을 分析한다.

2. 論議의 展開

不動産 證券化를 소유권형의 증권화만이 아닌 저당권(채권)형의 유동화부터 살펴 본다면 그 역사는 지난 20년대말 大恐慌으로 인한 지방은행의 자금사정 惡化를 防止하기 위하여 독일의 '저당증권제도'를 모델로 1931년 저당증권법을 制定하여 도입한 저당증권에서부터 찾을 수 있다.이후 민간 주택 구입자금을 제공하는 주택금융전문회사와 주택 금융 취급 기관의 資金調達을 지원하고 運用의 불일치를 해소하기 위해 1973년 주택론(loan)채권신탁,1974

년 주택저당증서 등 저당권과 주택 대부 채권의 유동화를 위한 制度가 시행되고 있다.

그러나 이러한 抵當 債權의 流動化와는 달리 所有權의 證券化는 지가가 급등하던 1987년 당시 경제기획청 심의관이 부동산 증권화의 한가지 유형인 미국의 부동산투자신탁(REITs)[9]이 지가를 현재화 시키지 않으면서 부동산을 유통시키는 有效한 手段으로 거론함으로써 商品化되었다.

특히 당시는 1985년 프라자 합의로 政府의 低金利 政策 등 금융완화정책이 초래되고 經濟의 國際化가 진전됨에 따라 사무실 需要가 急增하고 그로 인해 대도시권 상업지 지가가 폭등(도쿄권 87년 48.2%,88년 61.6%)함에 따라 많은 投資者들이 현금 자산보다 안전하고 期待 收益을 充足하는 確實한 자산으로 인식되는 不動産 市場에 많은 資金을 流入시켰다.여기에 덧붙여 정부가 토지과다보유세 등 土地利用 促進을 위한 稅制를 마련하자 토지소유자들이 상속세,소득세 등 절세요소를 가미한 不動産 會社나 金融機關에 의해 추진된 등가 교환,사업 수탁,토지 신탁 등의 土地 有效 利用을 活用한 不動産 商品에 큰 關心을 보인 것에도 원인이 있다.

이러한 需要를 背景으로 不動産 開發業者가 오피스 빌딩,분양아파트,호텔 등 이미 開發한 不動産을 投資者가 쉽게 접근하여 구입할 수 있도록 적은 금액으로 분할하여 '不動産 小口化'라는 商品을 販賣하기 시작한 것이다.하지만 부동산 소구화 상품은 부동산 사업을 목적으로 不特定 多數의 投資者를 통한 資金調達方法으로 상품화한 것은 아니라는 점에서 不動産 開發이 목적은 아니었다.

이어서 日本 國鐵의 장기 채무를 상환하기 위하여 국철로부터 承繼받은

---

9 공모에 의해 다수의 투자자로부터 모은 자금을 통해 조합 또는 펀드의 형태로 부동산 투자를 한 후 운용수익을 투자자에게 배분하는 구조를 의미한다.

土地資産의 處分을 목적으로 설립된 '국철청산사업단'도 부동산 소구화 방식을 採擇하였다.

이처럼 부동산 소구화를 응용한 不動産 證券化 商品이 시중에서 발매됨에 따라 미국에서 행해지는 부동산 증권화 수법 (REITs,REMIC:Real Estate Mortgage Investment Conduit)[10]의 내용과 特性을 分析함으로서 일본에의 도입 가능성이 檢討되었다.

1988년 10월에는 건설성 도시국,전문가,민간기업,관계단체가 함께 참가하는 '도시개발에 있어서 부동산 증권화 연구회'가 발족되어 都市開發을 위한 資金 調達 手段으로 證券化를 檢討하는 시도도 있었다. 이어서 1988년 12월에는 건설성 부동산업과와 미쓰이,미쓰비시,스미토모,하세코,토와 등 6개 업체가 '부동산증권화 연구회'를 구성하여 不動産 小口化 商品의 理論化를 도모하였다.

그러나 1992년 이후 不動産 市場이 급속하게 냉각됨에 따라 金融機關이 가지고 있는 擔保 不動産의 처분이 현저하게 어려워지는 등 금융기관의 구조조정의 문제에 직면하게 되었다.이를 解決하기 위한 方案으로 1992년 8월18일 발표된 '금융 행정의 운영 방침'에서 金融機關이 融資의 擔保로 보유하고 있는 부동산을 사들이는 것을 목적으로 하는 회사의 設立이 검토되었다.이를 계기로 미국의 정리신탁공사(RTC)의 업무와 활동을 검토하는 등 '담보 부동산'의 流動化 方案이 다각도에서 검토되기 시작하였다.이를 契機로 일부금융기관이 부동산 담보 론(loan)의 賣却 方式을 實行하려고 시도하였으나 일반화되지는 못하였다.[11]

---

10 REIT와 REMIC은 일정한 조건을 만족시키면 투자자로 부터 모은 자금을 부동산에 투자,운용해서 수익을 분배하는 구조로 도관체의 역할을 한다.단 REMIC은 투자대상이 모기지에 한정된다.

11 담보 부동산에는 복수의 담보권이 설정되어 있는 경우도 있는데 이해관계가 복잡하여 감정평가기법의 개발이 필요하기 때문이다.

한편 地價暴落,不動産會社의 倒産,금융기관 불량 채권의 증가 등 버블경제가 崩壞되는 과정에서 다수의 투자자가 피해를 입는 事例가 속출하였다.따라서 투자된 재산으로 사업 운영을 주관하는 經營管理者를 規制함으로서 소유와 경영의 분리에 따른 투자자의 投資 危險을 最少化하기 위한 제도를 갖추어야 한다는 주장이 提起되었다.

이러한 관점에서 부동산 공동 투자시 投資者에 대한 事業 情報 公開,사업자의 허가제를 도입하는 한편,거래 규칙을 明確하게 規定하여 투자자가 안심하고 投資할 수 있도록 하고 개발자와 관리자제도를 뒷받침하는「不動産特定共同事業法」이 1994년 制定되었다.

지속되는 經濟不況과 심각한 자산 디플레이션 문제를 解決하기 위해서는 金融機關의 부실채권처리와 土地의 有效 利用이 必須的이라는 점에서 1998년 3월 마침내 「특정목적회사(SPC)에의한특정자산의유동화에관한법률」이 국회에 提出되어 9월부터 施行되고 있다.

3. 特性과 實績

(1) 不動産 證券化의 特性

우선 저당권(debt)형 증권은 저당 증권,주택 저당 증권,주택 론(loan), 債權信託으로 分類되어 질 수 있으며 이 들 증권이 갖고 있는 특성이 무엇인지 具體的인 내용을 하나 하나 살펴보기로 한다.

抵當證券이란 토지,건물 또는 地上權이라는 부동산 자산을 목적으로 하는 저당권과 이 저당권에 의해 擔保된 金錢 債權이라는 2가지 권리 내용을 새로운 1장의 권리 증서에 傳記하고 이것을 法律에 따라 有價證券으로 인정한 것이다.

抵當 證券은 1931년 저당증권법에 의하여 도입되었으며 1987년 제정된 「저당 증권업의 규제에 관한 법률」에 의해 抵當 證券 業務를 영위할 수 있는 자의 자격이나 저당증권의 거래 방법에 관해서 세부적인 規制가 행해지게 되었다.

저당 증권의 기본 구조는 부동산을 擔保로 하는 融資를 업으로 하는 저당 증권회사가 債務者와 금전 소비자 대차 계약 및 저당권 설정 계약을 締結하고 담보가 충분함을 證明하는 서류를 첨부해서 登記所에 申請하여 이러한 계약에 근거한 권리·의무를 有價證券으로 變換하는 것이다.

抵當 證券은 도입 초기에는 이용 實績이 저조하였으나 1973년 저당 증권을 전문으로 하는 저당증권회사[12]가 설립됨으로써 活性化되기 시작하였다.특히저당증권회사는 背書 讓渡 節次를 簡素化하기 위해 저당 증권의 持分權을 나타내는 주택 저당 채권 증서를 거래하는 方式을 導入하면서 금리 자유화와 더불어 크게 活性化되었다.

그러나 이 制度는 抵當 證券의 發行 및 讓渡 등과 관련된 절차가 복잡할 뿐만 아니라 저당증권회사의 公信力이 높지 않다는 問題點을 가지고 있다.또한 저당증권은 각각 個別 債務者와 債權者가 명확히 對應되고 있어 채무자의 상환 불이행이나 早期 償還에 의한 위험때문에 유통이 저해되고 있다.즉,주택 저당 채권은 集合化 및 標準化한 證券이 아니라는 特性때문에 流通性에 限界를 지니고 있다.

주택 론 채권신탁은 주택 론 채권을 信託 財産으로 하는 受益權 證書를 發行하고 주택 론 채권을 流動化시키는 信託이다. 주택 론 채권 신탁은 1973년 주택 금융 전문회사의 원활한 주택 자금 조달을 위하여 도입되었다. 이에

---

12 저당증권회사는 주로 금융기관,증권회사,부동산회사 등에 의해 각각 출자·설립된 자본금 1억엔 이상의 대금업자이다.

따라 住宅 金融 專門會社는 모기업인 도시은행 등으로부터 短期 借入金으로 資金을 調達한 후 住宅 및 不動産 資金 貸出을 취급하다가 단기 자금 조달로 장기 자금 운용이라는 기간 불일치에 따른 流動性 危險을 減少시킬 수 있었다.특히 1988년 銀行을 비롯한 金融機關에도 주택 론 채권 신탁의 이용이 안정됨에 따라 債權의 流動化가 促進되었다.

주택 론 채권 신탁은 還買 方式과 賣却 方式의 2가지로 운영되고 있다. 환매 방식은 주택자금 대출기관이 信託期間 종료시 또는 조기 상환 및 채무불이행 발생시 주택 저당 채권을 환매하거나 이를 다른 住宅 抵當 債權으로 交換해 주는 義務가 賦課되는 方式이다.한편 매각 방식은 주택자금 대출채권을 완전하게 賣却함으로써 대차대조표의 資産 計定에서 주택자금 대출채권은 사라지고 현금계정이 그 금액만큼 增加하는 방식이다.

주택 론 채권 신탁은 信託 報酬를 發生시키는 점에서 대출 금리에 비해 調達 金利가 上昇하고 또한 위탁자는 조기 상환과 債務 不履行에 따른 주택 저당 채권의 교환 의무를 負擔한다는 短點을 가지고 있다.특히 90년대 후반 증권의 發行者인 주택금융 전문회사가 不良 債權으로 인해 파탄 상태에 빠짐에 따라 이용 實績이 急減하고 있다.

주택저당증서는 금리 등 貸出 條件이 동일한 주택저당채권을 일정액으로 묶어 이를 주택저당증서로 證券化하여 이 증서를 投資者에게 賣却하는 방식으로 住宅抵當證書는 住宅抵當債券의 讓渡를 위한 일괄 매도 증서이다.

주택저당증서는 住宅金融 取扱 擴大에 따른 주택금융 전문회사를 비롯한 민간 金融機關의 資金 調達과 運用의 不一致를 解消하기 위하여 1974년부터 導入되었다.

주택저당증서의 發行節次는 다음과 같다. 먼저 주택저당증서를 발행하려는 讓渡 機關인 주택자금 은행,상호은행,주택금융 전문회사 등의 대출기관은

발행 계정을 대장성에 제출하고 주택저당증서를 발행하여 이 證書를 지명 채권 양수 방식으로 住宅金融 專門會社를 除外한 銀行,相互銀行 등의 양수 금융기관에 賣却하여 資金을 調達한다.그러면 讓受 金融機關은 讓渡 金融機關에 債權 管理 및 證書 保管 등의 業務를 委託하고 양도 금융기관은 債務者로부터 수납하는 償還元利金에서 각종 手數料를 제외한 금액을 양수 금융기관에 인도한다.그리고 동시에 양수기관에 대해 원리금 적시 支給을 保證한다.

住宅抵當證書는 주택금융 전문회사뿐만 아니라 도시은행,상호은행,신용금고 등 民間 金融機關도 발행할 수 있다는 점에서 주택금융 전문회사만이 發行할 수 있는 주택저당채권신탁제도와 차이를 보인다. 그러나 여전히 小賣貯蓄 市場에서 자금 조달 기능이 없는 주택금융 전문회사가 높은 實績을 보이고 있다.

양수기관은 주택저당증서를 제3자에게 讓渡할 수 없으며 양수기관은 최초의 債務者에게 직접 權利를 行事할 수 없다.주택저당증서 제도는 양수기관이 金融機關으로 한정되어 있고 再讓渡 또한 금지되어 流通이 어렵다는 단점을 가지고 있다.이러한 유통의 제약 등으로 주택저당증서는 不動産 流動化에 기여하지 못하고 있다.

<표9> 일본의 저당권형 금융상품

구 분		저당증권	주택저당증서	주택 론 채권신탁
제도 창설시기		1931년	1974년	1973년(1988 제도수정)
제도의 근거		· 저당증권법 · 저당증권업의 규제 등에 관한 법률	· 은행국장 지침 ('73)	· 금융제도조사회 답신 · 은행국장 지침('88)
목 적		저당권부 채권의 유동화	주택대부채권의 유동화	주택 대부채권 유동화 은행 자기자본비율향상
증권의 법적 성격		채권과 저당권을 표상하는 광의의 유가증권	증거 증권 (지명채권 양도방식)	좌동
상품내용	대상채권	저당권부채권	주택대부채권 (저당권,주택 론.보증보험,보증회사 지명채권)	좌동
	양도기관	저당증권회사	금융기관	좌동
	양도방법	저당증권 이서양도	지명채권 양도방식	좌동
	양수기관	법인,개인	금융기관	기관투자자
	양도기간	1~5년	채권의 잔존기간	금융기관이 위탁자인 경우 5년이상
	보증 등	이서인에 대한 상환청구권 있음	양도인에 대한 보증책임없음	환매방식에는:환매 또는 교환의무가 있으나 매각방식에는 없음

이제 所有權(equity)型을 대표할 수 있는 不動産 小口化[13]에 대하여 살펴보기로 한다.

---

13 不動産小口化란 부동산을 소액단위로 나누어 투자가 용이하도록 계좌화한 것을 의미한다.

부동산 소구화 상품은 1987년 이래 여러가지 유형이 등장하였다. 그 구조는 事業用 不動産의 所有權을 分割하여 소구화하고 그 사업용 부동산으로부터 얻어지는 收益을 持分에 따라 分配하며 일정 기간(통상 10년)경과 후에 당해 사업용 부동산을 매각해서 그 差額을 지분에 따라 분배하는 것이다.

부동산 소구화 상품은 事業用 不動産의 管理·運營 및 處分方法에 따라 '신탁형'과 '비신탁형'으로 크게 나누어 지며 비신탁형의 대표적인 것으로는 '조합형'이 있다.

信託型이란 부동산 신탁[14]을 이용한 것으로 사업 대상 부동산의 공유 지분을 취득한 투자자가 당해 부동산의 賃貸 및 賣却을 목적으로 사업 수탁자와 信託 契約을 締結하는 형태이다. 투자자와 업무 집행자(수탁자)는 분리·운영되며 투자자는 투자 계약(신탁계약)상 受託者의 사업 운영에 따른 신탁수익의 분배를 기대하는 것이다.

즉, 不動産 投資者는 부동산업자가 건설한 구분 소유 건물(토지의 공유지분권부)의 고유 지분을 구입 직후 信託銀行 등에 신탁한다.신탁 목적은 土地의 管理·運用·處分으로 投資期間은 통상 10년이다.신탁은행 등은 10년간의 기간 수익을 신탁 배당으로 投資者에게 配當하고 10년후 수탁 재산인 구분 소유 건물을 처분하고 原本을 投資者에게 分配함으로서 信託을 종료한다.

한편 조합형이란 민법상의 '임의조합'을 이용한 것이다.즉,부동산 회사(개발자)는 구분 소유 건물 등의 共有 持分權을 不動産 投資者에게 賣却하고 投資者는 구입한 공유 지분을 임의조합에 出資해서 임의조합의 보통 조합원이 된다.조합의 집행 조합원은 출자된 조합 재산인 不動産의 管理 ·運用·및 處分을 행한다.통상 관리 운용은 당해 建物을 賣却한 不動産 會社에 일괄

---

14 부동산신탁이란 토지소유자의 땅에 신탁기관이 자금조달 및 기획을 통해 건물을 짓고 임대 및 관리하며 소유자에게 수익을 배당하는 것을 말함.

임대하는 방법이 행해지고 매기의 賃貸料는 조합원에게 분배금으로 지불된다.또한 일정기간 경과 후 당해 조합 재산을 제3자에게 賣却함으로서 조합은 解散된다.

신탁형과 조합형의 차이점은 投資者가 購入한 共有 持分權을 信託으로 하는가 임의조합에 現物出資하는가에 있다.결국 소구화한 부동산 전체의 관리·운용·최종 처분을 신탁은행에서 하느냐 임의조합에서 하느냐 하는 것에 차이가 있는 것이다.신탁과 조합의 어느 쪽도 도관체(conduit)로서 2중 과세의 回避가 도모되는 점에서 法人稅나 所得稅는 課稅되지 않으며 투자자 단계에서만 과세된다.

조합에는 民法上의 임의조합[15]외에 상법상의 '匿名組合'[16]이 있지만 商法上의 익명조합은 영업의 주체인 영업자에 대한 課稅와 出資者에 대한 과세라는이중 과세가 부과되기 대문에 부동산 소구화 상품으로는 주로 민법상의 임의조합이 이용된다.

부동산 소구화 방식중 임의조합 방식에 金錢 出資 方式이 덧붙여지고 나아가 익명 방식이 포함된 投資 方式이 導入되었다.이것이 1995년 4월 시행된 「부동산특정공동사업법」에 근거한 不動産 特定 共同 事業 方式이다.건설성의'부동산공동투자사업연구회'에서는 '부동산 공동 투자 사업을 사업 주체가 參加者가 제공하는 資金이나 土地 등을 일괄해서 합동 운용하고 부동산 사업 등을 통해서 얻어진 利益을 參加者에게 分配하는 事業'으로 정의하고 있다.

任意組合 方式은 부동산 소구화 상품의 신탁 방식과 유사한 것으로 공유

---

15 임의조합이란 2인이상이 출자에 의해 공동으로 사업을 영위하기 위한 계약을 함으로써 구성된다.

16 당사자 일방(출자 조합원)이 영업자를 위해 출자하고 영업자로 부터 그 영업에서 발생하는 이익의 배분에 관여하는 계약을 함으로써 성립된다.

지분권외에 현금도 조합에 出資할 수 있다는 점에서 소구화 상품과는 차이가 있다.익명조합 방식이 부동산 특정 공동 사업의 최대 特徵으로 공동 사업을 추진하는 자가 영업자가 되어 자기의 사업으로 당해 사업을 행하게 됨으로써 영업자의 다른 사업이 不動産 事業에 影響을 미치지 않도록 하기 위해 특정 목적회사(SPC)를 별도로 設立하는 것이 일반적인 양상이다.

그러나 「부동산특정공동사업법」은 投資者의 保護로 인해 不動産의 賣買,交換 등의 去來 行爲와 거래후 부동산의 賃貸借 管理에 대한 규제 등 不動産 經營 및 管理業者에 대한 規制가 지나치게 과도하여 부동산 공동 사업을 추진하는 것을 어렵게 만들었다.1995년말까지 추진사업이 2건에 불과하다는 것이 이를 反證하고 있다.

혼합(hybrid)형으로는 不動産 변환 론(loan) 方式을 들 수 있다. 이 방식은 '국철사업단'이 전액 출자한 자회사가 사업 부동산에 프로젝트를 企劃하고 그 프로젝트를 投資者(법인)에게 公開하여 收益性을 擔保로 資金을 저리로 借入하여 事業을 運營한 후 일정기간이 지나서 事業 不動産의 價値가 上昇할 경우 投資者에게 금전이 아닌 不動産 共有 持分權으로 돌려주는 방식이다. 즉,부동산 사업주체(부동산 소유자)에게 低利 融資를 하는 條件으로 투자자에게 장래 一定한 價格으로 부동산 持分을 取得할 수 있는 權利를 부여하여 조합이나 신탁방식으로 不動産 共同 投資 契約을 締結하는 形態이다.

부동산 변환 론방식은 不動産 公有持分 轉換 段階와 공동투자 계약 단계로 나눌 수 있다. 우선 投資者는 부동산전환 모기지(convertible mortgage) 契約을 통하여 금전 대신에 공동 사업 대상인 부동산 공유 지분을 취득한 후 당해 부동산을 賃貸 또는 賣却을 목적으로 조합형이나 신탁형으로 공동 투자한다.

그러나 부동산 전환 모기지 契約上 부동산 공유 지분으로의 取得權은 투자자의 選擇에 달려 있으므로 장래 일정 시기에 投資者가 공유 지분으로 정

환하여 취득하지 않을 경우 不動産 共同事業 遂行이 어려워 진다.따라서 부동산 전환 모기지 계약 내용에 장래 일정시기에 典型的인 投資 契約을 締結하는 趣旨의 合意가 包含될 필요가 있다.

이 方式은 事業主體로서는 低利 資金 調達이 가능하고 投資者가 사업 부동산에 대하여 변환권을 行事하기까지 일정기간(보통 15년)동안은 事業主體가 不動産 事業을 계속할 수 있다는 장점이 있다.

반면에 일정 기간이 지나도 事業 不動産의 價値가 上昇하지 않거나 오히려 下落한다면 投資者가 金錢으로 償還을 요구하는 경우도 發生할 수 있어 償還 負擔이 따를 수도 있다.投資者로서는 향후 프로젝트를 통한 사업 부동산의 價値 上昇을 기대하여 固有 持分權으로 변환할 목적으로 事業主體에 低利의 資金을 貸出하지만 예상과는 달리 不動産 價値가 上昇하지 않을 경우 融資 資金의 利子 損失이 發生할 수 있다.

不動産 변환 론 방식은 비교적 규모가 큰 土地를 對象으로 하고 保險 關聯 會社 資産 運用의 일환으로 利用되는 投資 方式이다.事業主體가 不動産 변환 론과 관련하여 設立한 出資 子會社로는 1990년 4월에 설립된 레일시티동개발(주)와 레일시티서개발(주)가 있다.

(2) 不動産 證券化 實績

抵當權型 證券化인 抵當 證券의 販賣 殘高는 매우 높은 편이다.반면에 1994년 기준시 가장 낮은 實績을 보이는 주택 론 채권 信託의 경우 住宅金融專門會社의 整理에 따른 營業力 弱化에 기인하여 그 實績이 매우 낮게 나타나고 있다.

부동산 소구화 상품은 1987년 제1호 商品이 販賣되기 시작하여 1994년말 기준시 국내 상품이 3만 589계좌로 5,852억엔,海外商品이 1만 507계좌에

1,848억엔으로 모두 4만 1,096계좌에 7,701억엔이 販賣되었다. 또한 不動産 변환 론 상품은 33계좌 7,359억엔의 去來 實績을 보였다.

그러나 1992년 이래 不動産 所有權型의 去來는 전반적으로 부진한 실적을 보여 1994년에는 도입 당시와 비슷한 양상을 보였다. 이는 不動産 價格의 急落으로 인해 不動産 投資에 대한 관심이 크게 줄어 든 것에 기인 한 것으로 分析되고 있다.

4. 最近의 動向

(1) 特殊目的會社에 의한 證券化

1991년 이래 지속적인 景氣 不況의 原因이 總需要 不足에 있음을 감안할 때 景氣를 진작하기 위해서는 자산 디플레이션[17]을 극복하는 것이 주요 과제로 대두되었다.자산 디플레이션 克服의 最善策은 金融機關이 保有하고 있는 擔保不動産을 포함한 不良 債權의 迅速한 處理 및 土地의 有效 活用에 있다는 것이 일본 및 저명한 외국 경제학자들의 지적이었다.

이러한 배경하에서 1997년 2월 '종합토지정책추진요강"에서 金融機關이 가지고 있는 擔保 不動産의 處理 方案으로 특정목적회사(SPC)의 설립이 제시되었으며 4월11일 '담보 부동산 등 관계연락협의회'를 開催하여 土地 流動化 綜合對策을 정리하였다.이때 거론 된 대책이 (舊)주택금융 전문회사의 담보 不動産을 정부가 사들여 福祉的 용도로 利用하는 것과 擔保 不動産을 證券으로 변환하는 手法의 본격적인 도입이었다.

이후 1년여의 논의를 거쳐 대장성이 不動産,債權 등 資産의 流動化를 목

---

17 1991년이후 97년까지 일본의 수도권 중고 아파트의 총자산 디플레이션을 산출한 결과 총 8만 4,000억엔의 자산디플레이션이 발생한 것으로 조사되었음.「주간주택」1998. 2.26 p3 참조

적으로 하는 특정 목적회사에 관한 법안의 要綱을 整理하여 「특정목적회사의 증권 발행에 의한 특정 자산의 유동화에 관련된 법률」안을 1998년 3월 국회에 제출,심의를 거쳐 9월1일 부터 施行하게 되었다.

특수목적회사(SPC)[18]를 活用한 特定 資産의 流動化란 유동화시키고자 하는 자산에 대한 증권,즉 자산담보부증권(ABS)을 발행하여 생긴 자금으로 資産을 取得한 뒤 管理·處分하여 생긴 收益金으로 다시 證券에 대한 元利金을 支拂하는 制度를 의미한다.

여기서 證券化의 對象이 되는 資産은 지명 금전 채권(은행의 대출채권, 리스채권,기업의 매출채권 등),不動産(土地,建物),상기 자산을 신탁한 신탁수익권 등의 특정자산에 한정된다.SPC는 자산담보증권인 수익증권과 채권을 동시에 發行할 수 있다.수익증권은 증권법상의 유가증권으로 우선 出資證券(equity),特定 社債券(debt),특정 약속어음(CP)으로 구분된다.

SPC는 特定資産의 유동화에 관련된 업무 및 부대업무만을 할 수 있으며 설립요건도 임원 1인,감사 1인이상,최저 투자금 300만엔으로 株式會社와 비교할 때 매우 간소하다. 또한 SPC는 商法上의 會社와는 다른 명목상의 법인(paper company)이며 行政當局에의 登錄이 業務開始 要件이 된다.

특수목적회사(SPC) 본체에 대한 法人稅는 支拂利子나 配當(이익의 90%이상을 배당하는 경우)을 손금으로 인정함으로 실질적으로 비과세되며 SPC가 保有하는 土地에대해서도 特別 土地 保有稅가 비과세되며 양도차액은 配當으로 보아 비과세된다.

특수목적회사(SPC)의 도입 효과로는 不動産에 대한 投資를 소단위로 分

---

18 SPC는 특수목적회사,특정목적회사로 번역하여 쓰여지고 있으며 우리나라에서는 서류상 회사(Paper Company)로 유동화 전문회사의 뜻으로 사용되고 있음.

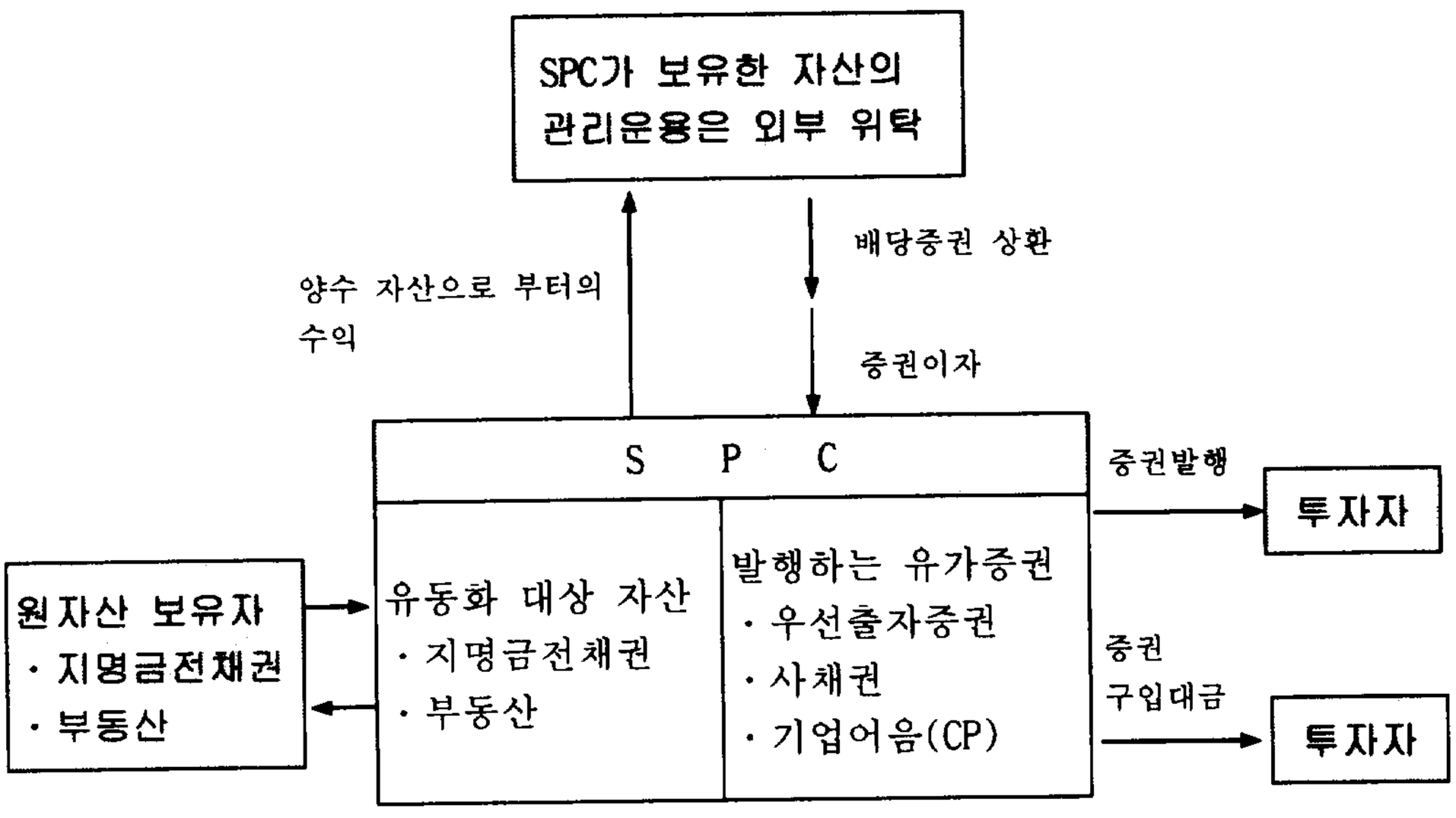
割(계좌화)하여 販賣함으로써 少額 資金을 가진 投資者가 不動産 投資에 參與할 수 있게 되어 需要를 創出하는 效果가 있을 것으로 보인다.

더욱이 金融機關이 保有하고 있는 지명 금전 채권이나 不實 債權인 담보 부동산을 인수하여 일반 투자자들에게 증권 형태로 賣渡하면 金融機關의 자기자본비율이 개선되어 그 만큼 대출여력이 커질 것이다.또한 기업의 입장에서도 새로운 資金調達의 手段이 열린다고 할 수 있다.

그러나 특수목적회사(SPC)그 자체는 不動産이나 債權의 일시 취급 장소로서의 요소가 강하기 때문에 實際 賣買業은 거래업자에게 委託될 것임으로 업무를 위탁 받은 不動産業者의 능력이 중요하다.

또한 특수목적회사(SPC)가 設立된다고 해도 특수목적회사(SPC)가 취급하는 投資 商品이 投資者에게 매력적인 것이 되지 않는 한 '그림만 그려진 꽃병'에 지나지 않는다는 지적도 있을 수 있어 市場 展望은 결코 밝지만은 않다고 할 수 있다.

<그림 2> SPC를 이용한 자산 유동화의 개념



다만 1997년 이후 日本의 不動産 價格이 最低値에 가깝다는 판단이 확산되고 있어 미국이나 유럽의 투자자들이 不動産 擔保債權의 買入을 늘리고 있는 점에서 SPC의 자산담보증권이 침체된 不動産 市場을 자극하는 계기가 될 것이라는 낙관론도 제기되고 있다.

(2) 都市開發을 위한 資金調達로서의 不動産 證券化

1988년의 '都市開發에 있어서의 不動産 證券化 硏究會'를 이어서 1998년 1월 설립된 '부동산 증권화 등의 활용에 의한 도시개발사업추진위원회'가 8월 중간 보고를 하였다.미국식 부동산투자신탁(REITs)방식으로 投資者를 모집하고 發行한 證券이 주식시장에서 거래되는 형태의 부동산 증권화 수법을 도입하기 위해서는 投資者 스스로가 投資 判斷을 할 수 있는 정보 공시,투자 인덱스의 제공과 같은 投資市場의 인프라 정비가 필요함을 제안하였다.

情報公示란 不動産 證券化 商品은 그 특성상 증권의 발행자나 증권 그 자체에 관한 정보외에 擔保 不動産에 관련된 情報의 公開가 중요하기 때문에 증권 발행사는 물론이고 지속적으로 공개 항목에 포함해야 한다는 것이다.또한 부동산 투자 인덱스에 관해서는 주식시장의 '日經平均'이나 'TOPIX'와 같은 不動産 證券의 인덱스 확립이 필요하다는 것이다.[19]

이러한 制度의 整備와 함께 추진위원회는 不動産의 評價 方法,부동산 증권화 상품의 위상,부동산 투자 고문,公的인 支援策의 活用,개발형의 증권화 등에 대해 지속적으로 연구한 후 都市開發事業을 위한 資金調達方案으로 不動産 證券化가 推進될 수 있을 것으로 보고 있다.

19 일본에서 부동산과 관련된 지수는 住友生命總合硏究所에 의한 住生綜合인덱스, 住友信託銀行과 住友基礎硏究所의 공동개발에 의한 STIX,일본 부동산연구소의 전국임대료 통계 등이 있다.

'都市開發에 있어서의 不動産 證券化 硏究會'와는 별도로 일본 건설성이 중심이 되어 '金融環境의 變化에 따른 住宅 政策 등의 方向에 관한 硏究會'를 構成하여 住宅 政策의 새로운 방향 제시의 일환으로 맨션의 건설·운용 등의 資金調達에 效率的인 미국식 REITs의 도입을 검토하고 있다.이 연구회의 활동이 종료되는 2000년 하반기에는 具體的인 政策이 提示될 것으로 보인다.

제4장 土地公社의 證券化 商品 開發 方案

제1절 不動産證券化 推進背景 및 事例

1. 推進 背景

(1) 基本 背景

韓國土地公社는 土地를 取得·管理·開發 및 供給하여 土地資源의 效率的인 利用을 促進하고 國土의 綜合的인 利用·開發을 圖謀하여 健全한 國民經濟의 發展에 이바지할 目的으로 1979년 設立된 政府의 土地政策 執行 專門機關이다.

이러한 目的을 지니고 設立된 政府投資機關인 까닭에 收益性보다는 公共性이 우선시 되고 土地를 商品으로 취급하는 業務의 特殊性으로 말미암아 土地需給調節次元에서 11조원에 이르는 방대한 在庫土地를 소유하고 있다.

IMF체제이후 企業의 構造調整을 돕기 위하여 '98.4.14 제4차 經濟對策調整會議에서 토지공사로 하여금 3조5천억원에 달하는 企業의 構造調整用土地 買入 計劃이 決定되었고 토지공사는 정부의 시책에 따라 98.5.30부터 토지매입에 착수하였고 買入資金은 모두 자체 土地債券 發行을 통하여 충당하였다.

IMF체제이후 가뜩이나 위축된 不動産 市場은 더욱 沈滯되었으며 토지공사의 土地供給 또한 IMF체제이전에 비하여 50%이상이나 격감하였고 설상가상으로 매각한 토지조차 무더기로 解約이 되는 등 사태로 심각한 經營危機 狀況에 직면하게 되었다.

이러한 와중에서 대내적으로는 IMF 救濟金融이후 어려운 金融市場與件下

에서 토지공사의 經營懸案課題인 자금압박해소를 위하여 安定的으로 장기 저리의 차입선을 確保하기 위한 방안으로서 保有資産의 流動化를 기하고 대외적으로는 資産과 連繫된 債券發行으로 梗塞된 國內金融市場의 신활로를 개척하므로써 국내최초로 不動産證券化의 先導的 役割을 完遂하기 위해서 土地收益連繫債券 發行을 推進하였다.

결국 토지공사입장에서는 保有 土地의 早期賣却效果를 示顯하고 투자자 입장에서는 일반채권투자시보다 많은 수익이 돌아 갈 수 있도록 함으로써 양측 모두를 만족시키고자 상품구조를 설계하였다.

(2) 財務構造不實化 防止

財務構造上 누증되고 있는 在庫資産을 流動化시켜야만 되는 매우 절박한 상황으로 '98년말 기준 토지공사의 總資産은 13조 8,173억원으로서 그중 負債가 11조 117억원,資本이 2조 8,056억원으로 自己資本대비 負債比率은 392%이며,연간 金融費用도 '98년의 경우 약8,000억원이 支給되었으며 '99년의 경우 약 1조원이상이 지급될 것으로 예상되는 매우 심각한 실정이었다.

열악한 財務構造의 가장 큰 원인은 보유하고 있는 11조 2,338억원에 달하는 在庫資産(기업토지 2조 5,000억원을 제외하면 8조 7,338억원임)에 있으며 따라서 높은 負債比率에 따른 과대한 金融費用負擔을 줄여 건전한 재무구조를 이루는 것이 최대 경영현안과제로 대두되었다.

이를 위해선 在庫資産賣却이 最大의 方案이나 不動産市場 등 實物經濟與件上 限界가 있어 土地賣却에만 依存할 수 없는 상황이므로 어떠한 형태로든 先賣却 效果를 가져 올 수 있는 在庫資産의 流動化를 통하여 이를 解消하여야한다는 점에서 長期 低利의 資金을 安定的으로 確保하기 위한 방편으로 土地收益連繫債券 發行이 推進되었다

이처럼 토지공사는 經營危機 狀況의 돌파구로 不動産證券化制度를 적극적으로 도입하였고 不動産의 特性중의 하나인 投資의 固定性 극복을 위하여 攻擊的 經營의 일환으로 資産流動化에 經營 力量을 結集하고 있다.

2. 商品 構造 및 販賣不振 原因 分析

(1) 제1차 土地收益連繫債券의 構造

토지공사는 땅값이 오르면 利子도 따라 오르는 土地收益連繫債券을 국내에서 最初로 開發하여 '98.1.28 發行하였다.이 채권은 土地公社가 보유하고 있는 優良 土地들을 特定한 뒤,이와 연계하여 표면금리 4%로 채권을 발행하고 땅값이 오르면 土地를 賣却하여 그 差益을 追加的으로 投資者들에게 나누어 주는 不動産 連繫型 新種 金融 商品인 것이다.

이 債券은 滿期 10년의 無記名式 이표채로 一般 少額投資者들도 投資할 수 있도록 백만원권,천만원권,일억원권의 3종으로 發行되었다.표면이자 4%는 債券發行日로부터 3년이 지나면 價格이 많이 오른 土地부터 段階的으로 賣却하여 그 差益을 매년 지급하도록 되어 있다.

그러나 3년이 되기 전이라도 連繫土地가 속해 있는 地域의 地價가 20%이상 오를 때에는 土地를 賣却하여 利子를 支給할 수 있으며 채권발행일로부터 5년이 지나면 中途償還이 가능하며 이 경우 表面金利가 낮은 점을 감안하여 일정 收益率을 保障해 주고 있다.즉,채권발행일전 1주일간의 5년만기 국채수익률 평균금리에서 1%를 빼고 남은 금리와 표면금리와의 차이를 채권발행일부터 중도상환일까지 複利로 計算하여 支給하도록 되어 있으며 이럴 경우 매년 표면금리이상의 收益率은 무조건 保障되는 셈이다.

또한 정부의 금리하향안정화정책 지속시 사채금리가 지금보다 더 내릴 수 있다는 점까지 감안하면 앞으로 땅값이 오르지 않더라도 投資者는 별 損失이 없다는 계산이 나온다.따라서 땅값이 오르면 그 만큼 利益을 더 얻을

수 있다는 점에서 일반채권과 다르고 또 最低 收益率이 保障되고 投資 對象 土地가 特定된다는 점에서일반적인 變動金利附 債券이나 不動産 投資信託과도 다르다.

連繫土地는 상업·업무용지, 근린생활용지,주택용지 중에서 위치적으로 역세권 또는 대로변 각지 등에 인접해 있거나 生活便益施設과의 接近性이 우수하여 價格 上昇이나 早期賣却이 기대되는 토지로 묶고 있다.

不動産 投資에 관심은 있으나 資金不足이나 危險 負擔 등의 사유로 직접 투자를 하지 못하고 있는 投資者를 겨냥하였다. 직접 땅을 보고 투자여부를 결정할 수 있기 때문에 投資效果面에서는 직접투자와 다를 바가 없고 직접투자에서 오는 리스크를 부담하지 않고 取得稅·登錄稅 免稅,綜合土地稅·讓渡所得稅 50% 節減 등 節稅 效果도 間接的으로 享有할 수 있도록 설계되어 있다.

<표10> 제1차 토지수익연계채권 개요

구 분	내 용
명 칭	한국토지공사 제1차 토지수익연계채권
발 행 형 태	무기명식 이권부 변동금리부 등록 채권
발 행 이 율 - 표 면 이자 - 추가 이자(α)	4% + α 연 4% 토지매각에 따른 이익발생시 해당 토지의 관련비용 차감 후 추가이자 지급
중도 상환시 보장 수익률	청약일전 1주일간의 한국증권업협회가 고시하는 5년만기 국고채 수익률 평균 금리 - 1%
만 기	10년(발행후 5년이 경과한 날로부터 중도상환 신청 가능
발 행 총 액	2,000억원
청 약 일	'99. 1.25 ~ 1.26

(2) 販賣不振 原因 分析

'99.1.25~26 양일간 접수한 제1차 土地收益連繫債權 請約結果 당초 발행 예정금액 2,000억원의 16%에 불과한 325억원으로 個人投資者가 208건에 65억원을,機關投資者가 8건에 260억원을 請約하였다.본 채권이 新種金融商品으로서 新規市場開拓등 販賣에 어려움이 있는 점을 감안하더라도 매우 부진한 실적을 보였다

제1차 토지수익연계채권 販賣 不振 원인을 內部環境과 外部環境측면에서 나누어 分析한 結果는 아래와 같다.

1) 內部環境

우선 商品構造 側面에서 보면 債券滿期構造가 10년으로 長期이고 중도상환신청을 5년이후부터 할 수 있는 長期債라는 점에서 投資者들이 부담을 가지고 있엇던 것으로 분석되었고 본 채권은 不動産과 連繫된 商品으로서 일반 여타채권과는 달리 그 構造가 複雜할 수 밖에 없는 관계로 개인투자자의 경우 본채권구조를 理解하는데 다소 어려움이 있었던 것으로 나타나고 있다.

또한 본채권은 無記名式債券으로서 構造的으로 賣買는 가능하나 新種商品으로서 流通市場이 充分하게 형성되기가 곤란한 관계로 일반시장에서 유통이 거의 이루어지지 못할 것이라는 우려감 팽배도 판매부진 원인으로 분석되고 있다.아울러 발행후 5년이 경과한 날로부터 一定 保障收益率(6.76%)로 中途 償還을 行事할 수 있지만 발행후 3년까지는 債券連繫土地의 賣却이 保留되므로 동 기간동안은 추가 收益을 낼 수 없어 表面利子 4%만을 받게 되므로 投資者는 初期收益率이 적을 수밖에 없다는 데서 否定的 認識을 가지고 있었던 것도 한 몫을 한 것으로 分析되어 진다.

土地賣却利益을 追加로 投資者에게 支給하는 것이 큰 매력이 될 것으로 생각하였으나 投資者의 입장에서는 不確實性의 時代에 未確定 金利라는 면이 오히려 否定的으로 作用한 것으로 分析되었다.

두번째로 弘報側面에서보면 機關投資者의 경우 자체 채권팀에 대하여는 상품구상시부터 豫備投資說明會를 거치는 등 個別投資相談을 통해 충분한 홍보가 되었으나 해당 부동산팀에 대한 弘報가 미흡하여 최종 投資決定에서 否定的으로 作用되었으며 개인의 경우 본채권에 대한 충분한 홍보부족으로 본채권에 대한 이해도 및 저변확대에 실패한 것도 한 것도 한요인이 된 것으로 分析되고 있다.

즉 언론매체를 활용한 약 2주간의 集中弘報로 언론과 金融界에서 상당한 반응과 관심을 보였고 이것이 투자와 직접 연결될 것으로 다소 낙관적으로 전망하였던 것이 販賣戰略의 큰 차질을 가져왔던 것 같다.

또한 土地公社 및 主幹社의 주요고객은 물론 一般投資者에 대한 고객접점에서의 투자상담등 충분한 홍보가 이루어지지 못하였던 것도 그 原因이 있으며 직원들에 대한 충분한 敎育을 하지 못하여 共感帶 形成에 실패하고 지사 판매망을 충분히 活用하지 못하였고 본채권이 한국증권업협회를 통해 流通收益率이 매일 고시되는 등 언제 어디서든 자유롭게 賣買가 되기는 어려우나 證券社를 통해 또는 사인간에 얼마든지 매매를 할 수 있다는 점에 대해 충분한 說明이 부족하였던 것도 販賣 저조의 한 원인으로 分析되었다.

다음으로 기타측면에서 보면 連繫土地의 鑑定評價金額이 高評價된 것으로 인식하여 投資收益展望을 不透明하게 보고 있었던 점, 청약대행은행에 대한 보다 치밀한 교육과 弘報不足으로 동은행 販賣網을 충분히 활용하지 못하였고 특히 청약대행은행의 消極的이고 다소 방관적인 업무자세도 판매부진의 원인으로 作用되었다고 볼 수 있다.

2) 外部環境

販賣 不振原因을 찾기 위해 外部環境을 살펴보면 일반적으로 투자자들이 향후 不動産景氣 回復에 상당한 기간이 소요될 것으로 예상하여 투자수익전망을 不透明하게 보고 있었으며 본채권의 표면금리 및 滿期保障收益率이 상대적으로 낮은 점에 비추어 시중실세금리가 청약접수기간전후로 가파르게 상승한 것이 不利하게 작용하였던 것으로 分析된다.

또한 연초부터 계속적으로 證市가 활황을 보임에 따라 투자자의 자금이 대거 증시로 몰렸고 동시에 뮤추얼 펀드의 가세로 優良顧客의 많은 자금이 이미 빠져 나간 狀態였다는 점이 指摘될 수 있다.

3. 商品構造 改善을 통한 發行 成功 事例

(1) 基本 推進 方向

우선 대내·외 모니터링을 통해 1차 土地收益連繫債券 발행시의 問題點 등을 보다 폭 넓게 파악하고 이를 토대로 제2차 發行條件을 구상·완성하여 2차 채권발행 추진하되 대도시 권역에서 소규모의 投資說明會 開催를 통하여 一般投資者의 債券에 대한 이해도 및 저변 확대를 도모하여야 할 必要性이 제기되었다.

(2) 商品構造 主要 改善 補完 內容

첫째, 商品構造에 있어 향후 모니터링을 통하여 投資者가 選好하는 기간을 참작하여 滿期期限을 10년에서 7년으로 短縮하였고 중도상환 신청기간을 5년에서 3년으로 단축하였으며 이자지급방법도 매6개월 후급에서 매3개월 후급으로 調整하였다.

둘째, 현행 賣却保留期間 3년을 모니터링 결과를 參酌하여 매각 보류기간을 短縮하는 方案을 檢討하고 현행 시·도별 平均地價上昇率이 20%이상으로 되어 있는 매각보류기간전 賣却條件도 10%로 下向調整하였다.

셋째, 표면금리 4%가 個人投資者 및 機關投資者에게도 상당한 負擔으로 작용하였으며 특히 기관투자자의 경우 土地賣却利益을 期待할 수 없는 3년동안 實績評價에 惡影響을 크게 우려하는 경향이 있어 본채권의 매력을 느낄 수 있도록 표면금리를 4%에서 5%로 上向調整하였다.

넷째, 弘報戰略에 있어 치밀한 홍보계획과 충분한 홍보기간동안 모니터링을 포함한 사전 弘報를 强化하여 본채권에 대한 理解度 및 저변확대에 주력하고 직원들에 대한 철저한 敎育을 통하여 商品說明에 자신감 및 판매마인드를 고취시켰다.

다섯째, 금번 請約接受時 나타난 접수창구직원의 이해부족 등 서비스미흡사항들을 是正하고 포스터를 부착하는 등 去來銀行을 통한 마케팅을 적극적으로 실시하였다.

여섯째, 販賣戰略에 있어 신디케이트구성을 主幹社에 一任하여 운영하지 않고 판매단 구성에 직접 간여하여 優良金融機關이 參與하도록 하는 등 판매단 구성에서 부터 신중을 기하고 引受手數料중 판매 수수료율에 대하여도 판매단의 각기 실적에 따라 차등적용하는 성과급제를 도입하는 등 販賣團 構成 및 管理에 철저를 기하였다.

일곱째, 土地公社 및 主幹社 등의 優良顧客에 대해서는 사전투자설명서 송부 및 개별 상담실시 등 顧客接點에서의 맨투맨식 販促活動을 展開하였고 土地收益連繫債券에 投資한 자가 채권연계토지를 매입하고자 하면 매각을 위한 입찰시 優先權을 賦與하고 토지매입시 賣却代金으로 納付될 수 있는 方案이 檢討되었다.

(3) 제2차 土地收益連繫債券의 成功的 發行

'99 1월 販賣한 土地收益連繫債券 총 2,000억원중 불과 16%인 325억원만 消化됨으로서 사실상 不動産 間接投資商品 販賣의 진입장벽이 엄청나게 두텁다는 것을 실감하였다.[20] 1차 발행때의 失敗를 거울삼아 이를 철저하게 보완 개선하여 5월3일 판매에 착수한 이래로 불과 일주일만에 5,000억원의 債券이 날개돋힌 듯 모두 팔려나갔다.

成功的인 販賣의 根本的인 原因은 1차 발행시에 비해 이번 2차 발행은 收益性·換金性·安定性 등 債權投資에 필요한 3박자가 投資者들의 구미에 맞게 전향적으로 크게 補完 改善되었고 아울러 金利의 下向安定趨勢가 지속되고 있는데다가 지난 해 4/4분기를 저점으로 地價도 상승기류를 타고 있는 등 1차 발행시에 비해 投資與件이 好轉된 점이 이처럼 좋은 결과를 가져온 것으로 分析된다.

또한 連繫土地에 대한 基礎價格 算定의 客觀性 確保를 위하여 감정평가법인 선정시 주간사로부터 권역별로 鑑定評價法人을 2배수 추천을 받아 발행사가 선정하는 節次를 거치도록 하였으며, 債券連繫土地에 대한 透明한 관리를 위하여 土地賣却委員會를 構成하여 投資者를 직접 참여시키는 등 투자자들의 욕구를 상당부분 反映한 것이 크게 작용한 것으로 보인다.

---

20 99년 1월 판매한 제1차 토지수익연계채권은 325억원어치만 팔려나갔데 대학발전기금,화재보험사,투신사 등 기관투자자에게 260억원이 판매되었고 개인투자자에게는 65억원어치만 판매되는데 그쳤다.

<표11> 토지수익연계채권 개선 보완 내용

구 분	1차 발행조건	2차 발행조건
만 기	10년	7년
표면이자	4%	5%
이자지급방법	6개월마다 후급	3개월마다 후급
중도상환 - 신청가능기간 - 중도상환보장 수익률	발행일로부터 5년 5년만기국고채수익률 - 1%	발행일로부터 3년 3년만기국고채수익률 + 0.2%
발행규모	2,000억원(325억원 소화)	5,000억원
주간사	1개 기관 (한은살로만스미스바니증권)	3개기관 공동 (삼성,현대,한은살로만 스미스바니증권)
감정평가기관 선정	토지공사에 일임	주간사 추천 토지공사 선정
토지매각방법	토지공사에 일임	토지매각위원회를 설치·운영

4. 土地收益連繫債券 成功的 發行에 따른 效果

(1) 不動産間接投資 大衆化의 先導的 役割 期待

土地收益連繫債券이 成功的으로 發行됨으로써 앞으로 타 정부투자기관 및 일반 건설업체에서도 보유자산과 연계된 유사한 金融商品의 출현이 뒤따를 것으로 보이며 이는 企業의 또 다른 流動性 確保方案으로서 기업의 자금경색

緩和를 통한 企業投資心理誘發 등 派生效果도 期待된다.

또한 ABS(資産擔保附證券), MBS(住宅抵當債券), REITs(不動産投資信託)등 현재 낙후된 국내부동산 펀드 시장을 活性化하고 不動産間接投資를 大衆化시킬 수 있는 중요한 전기가 될 것으로 보인다.

그동안 고액의 資金이 所要되는 不動産直接投資의 일반적인 거래통념에서 벗어나 적은 자금으로도 不動産에 間接投資를 할 수 있음에 따라 앞으로 활발하게 推進될 것으로 豫想되는 부동산 뮤추얼펀드 형태의 투자로의 징검다리 役割을 할 것으로 보이며, 더 나아가 株式投資처럼 一般投資者들이 기업자산에 대한 일정 지분으로 參與하여 유리한 시점에서 投資資産으로의 전환 또는 讓渡 등 不動産에 대한 間接投資가 완전히 가능해질 수도 있어 전반적으로 우리 經濟에 미치는 影響은 매우 클 것으로 전망된다.

(2) 國內經濟 및 不動産市場의 活性化에 寄與

土地收益債券의 등장으로 不動産景氣 침체로 냉각된 企業所有 不動産의 流動化에 물꼬를 트는 시발점이 됨으로써 國內經濟 자금흐름이 원활해질 것으로 기대되는데 이는 기업의 새로운 附加價値 創出을 위한 投資財源의 擴充을 가져와 결국 국내 경제의 總需要를 진작시키는 效果를 가져다 줄 것으로 보인다.

또한 不動産市場의 間接投資가 활발하게 이루어질 경우 沈滯된 不動産市場에 활기를 불어 넣고 長期的으로는 土地市場을 回復시키는 견인차 역할을 할 것으로 기대된다.

(3) 長期的으로 海外資金 誘致效果 期待

본 채권 발행이 國內市場에서 成功함으로써 앞으로 해외펀드시장의 문도 두드릴 것으로 展望되는데 이미 외국에서 활발하게 利用되고 있는 ABS방식이

아닌 순수 국내개발 金融商品으로서 본 상품이 海外市場에서 선을 보이게 되면 新種商品으로서의 인기를 끌 것으로 보인다.

5. 土地收益連繫債券의 限界

2차 土地收益連繫債券은 1차 발행시에 비하여 滿期構造,表面利子,利子支給方法,중도상환기간,중도상환시 보장수익률 등을 대폭 補完하여 發行함으로써 5,000억원에 이르는 巨額의 資金을 단시일내에 조달할 수 있었다.

土地公社는 지금까지 資金調達用債券 發行을 통해 부족자금을 조달해 왔으나 자금조달원을 다변화하고 유리한 자금조달수단을 강구하기 위하여 新種不動産金融商品으로 동 채권을 開發하여 發行하였다.

동 채권은 국내 최초로 不動産을 證券化함으로써 매각되지 않은 부동산을 대상으로 현금흐름을 創出하여 土地公社의 경영여건 개선에 이바지하고 재도약의 토대를 구축하는데도 기여하였다.

특히 2차 土地收益連繫債券은 投資者들의 好評속에 成功的으로 發行됨으로써 不動産專門機關으로서의 이미지를 提高하고 현금흐름 개선에 크게 기여하였다.

동 채권이 토지와 연계된 국내 최초의 不動産投資 金融商品으로 부동산 간접투자시대의 막을 열었고 不動産 證券化의 선도적 役割로 不動産市場 活性化에도 寄與하였으며 長期的으로 海外資金誘致도 可能할 수 있을 것 같다.

또한 동 채권을 開發하여 發行함으로써 자산담보부증권(ABS)등 후속 부동산 금융상품의 市場進入을 용이하게 하는 橋頭堡를 확보하였다는 점은 높이 評價될 수 있을 것이다.

割引賣却, 長期無利子 割賦販賣로도 賣却되지 않던 土地를 流動化하여

자금흐름을 改善함으로써 信用等級向上등 資金調達費用 節減에 기여하였고 종전의 資金調達用債券 發行을 통한 부족자금조달 일변도에서 탈피하여 자금조달원을 多邊化하는데에도 일조하였다

그러나 위와 같은 土地收益連繫債券의 肯定的인 측면에도 불구하고 몇 몇 限界點이 露出되었다.

첫째, 土地賣却에 따른 追加利子 支給으로 費用이 過多 發生하게 됨에 따라 賣出額 純利益率 등 경영지표상 收益性이 惡化되고 再投資를 위한 재원 확보에도 차질을 초래하여 經營에 상당한 부담으로 작용할 수도 있다.

둘째, 향후 債券收益率이 下落하게 되면 投資者가 債券을 계속 보유하겠지만 債券收益率이 上昇하게 되면 일시에 풋옵션을 行事할 수 있어 자금압박의 심화로 流動性이 惡化되고 중도상환요구에 대한 예측곤란으로 적절한 자금수급계획 수립에 어려움이 있을 것이다.

셋째, 供給價格 算定을 위한 鑑定評價時 기존 공급가격에 비해 약 12% 가량 감가되었음으로 보유토지 전체가격이 위 비율만큼 감소되는 결과를 초래하였으며, 債券 連繫土地 매각보류로 團地 活性化 및 여타 토지의 조기매각에 장애가 될 수도 있다.

넷째, 土地收益連繫債券 發行은 사전에 計劃된 일정에 따라 추진되어야 함으로 2차 발행시와 같이 중도상환이율 결정기간에 金利가 급격히 上昇할 경우 資金市場狀況에 유연한 對應이 곤란하여 자금조달용채권보다 비용면에서 오히려 불리할 수도 있게 될 것이다..

다섯째, 土地賣却에 따른 추가수익을 投資者에게 모두 지급함으로써 이자절감과 再投資財源인 "販賣收益의 拋棄"라는 경영상 선택의 문제를 남기고 있다.[21]

이러한 여러가지 限界點을 고려할 때 앞으로 지속적인 發行與否는 1,2차 발행때보다는 實益面에서 유리한 방향으로 추진하는 것이 바람직할 것이다. 토지수익연계채권은 토지공사 信用度의 악화로 자금조달용채권의 발행이 여의치 않고 高金利를 부담하게 되거나 토지수익연계채권의 조달금리가 상당히 낮은 경우에 발행의 실익이 있고 현재와 같이 低利의 資金調達이 가능한 시기에는 발행을 유보하는 것이 經營에 바람직할 것이다.

따라서 資金調達與件이 좋은 자금시장에서는 토지수익연계채권보다는 보유토지를 대상으로한 자산담보부증권(ABS) 등 여타 不動産金融商品을 개발하여 資金을 調達하는 방안이 강구되어야 하며 특히 정부 토지정책 수행과정에서 매입한 企業土地[22]에 대한 證券化 商品開發이 조속히 이루어 질 필요가 있다.

---

21 예를들면 5000억원을 調達하는데 년간 14억 5천만원을 절감하는 대가로 12% 할인된 가격으로 販賣한 후의 利益金 전부를 投資者에게 추가로 지급하는 것은 재투자 재원의 부족을 초래하여 經營에 부담으로 작용할 소지가 있다

22 企業土地란 98년 4월14일 청와대 경제대책조정회의 결과 기업의 구조조정을 돕기 위하여 토지공사로 하여금 기업으로 부터 금융기관의 부채상환에 충당할 목적의 토지에 한하여 채권을 발행하여 매입하도록 하였는데 이 토지를 기업토지라고 부른다.

제2절 企業土地 證券化 商品 開發 方案

1. 概要

韓國土地公社가 자산유동화법률에 의거 流動化專門會社(SPC)를 設立하여 流動化專門會社(SPC)에 公社保有 企業土地의 일부를 讓渡(true sale)하고 SPC의 이름으로 企業土地를 基礎로 한 流動化證券(ABS)을 發行하여 企業土地를 실제 賣却하기 이전에 미리 資金을 調達하고 流動化證券(ABS)발행후 토지공사는 資産管理者로서 SPC에 讓渡한 企業土地(連繫土地)를 適正時點에 集中賣却하여 流動化證券(ABS)元利金을 償還하는 構造이다.

2. 對象資産 및 商品化 可能性 診斷

1) 對象資産

土地公社의 資産중 자산유동화법률상 ABS발행이 가능한 資産은 企業土地·在庫土地·造成中인 土地·割賦賣出債權 등을 들 수 있다. 이중 재고토지(조성택지·산업용지·관리토지)는 법체계상 ABS발행이 가능하나 資産流動化法律上의 所有權 移轉節次 特例規定(8조②, 36조)과 租稅特例制限法上의 取得稅·登錄稅 減免規定이 適用되지 않기 때문에 發行費用이 過多하고 절차가 복잡하다는 短點이 있다. 따라서 在庫土地의 流動化는 자산유동화법률 등을 개정한 후 추진하는 것이 經濟的인 效益이 있을 것으로 판단된다.

또한 造成中인 土地는 流動化資産의 管理·賣却機能 이외에 개발 기능이 추가되므로 현행 법체계상 ABS보다는 不動産投資信託(REITs)이나 프로젝트금융(project financing)으로 추진함이 바람직할 것임으로 여기서는 證券化 대상 자산을 企業土地에 국한하여 살펴보기로 한다.

2) 商品化 可能性 診斷

證券化 對象資産이 안정적 현금흐름(cash flow)을 내재하고 있거나 創出시켜야 한다는 점에서 부동산 자체의 證券化는 불가하다는 것이 지금까지의 시각이었다.企業土地의 경우에도 자산 자체로부터 發生되는 현금흐름이 없고 연계토지 매각시에만 현금흐름(cash flow)이 일어나므로 현금흐름이 대단히 不規則的이어서 流動性 과부족사태에 대한 우려 때문에 투자자 유치가 어려울 것으로 여겨져 왔다.

그러나 企業土地를 공시지가의 71%수준으로 買入한 것은 상품화 가능성을 높일 수 있다는 희망를 제시하여 주고 있다.商品化에 제일 중요한 것은 企業土地가 얼마나 우량한가,얼마나 적기에 제값 받고 매각될 수 있느냐는 것이며 이는 投資者들이 자산실사과정을 거쳐서 判斷할 사항인 것이다. 현재의 현금흐름이 전혀없다는 企業土地 流動化의 障碍要因을 연도별 連繫土地 賣却計劃으로 보장하거나 기타 신용보강으로 해결함으로써 證券化를 실현해 나갈 수 있을 것이다.

3. 發行與件 分析

1) 發行利子率 豫想 및 展望

企業土地 資産擔保附證券(ABS)을 만기구조 5년을 가진 商品으로 개발하여 판매할 경우 연간 8.34%의 利子를 支拂하여야 하는데 이는 자금조달용채권의 이자율 7.84%와 土地收益連繫債券 이자율 7.2%+α(토지매각이익배당금)와 比較할때 자산이 담보되었음에도 불구하고 오히려 더 높은 利子率을 부담하여야 하는 불리한 결과를 가져오는 것으로 분석되었다.[23]

---

23 위에 제시한 이자율은 기업토지 자산담보부증권을 99.6.8일 기준으로 발행하였을 경우를 기준으로 예측한 것임.

利子率이 자산의 담보없이 자체 信用에 의하여 發行되는 자금조달용채권보다 높은 이유는 자산담보부증권(ABS)이 會社債로 간주된다는 점을 들 수 있다.즉 토지공사가 발행하는 자금조달용채권은 그간 쌓아온 높은 市場 認知度와 공사채에 대한 특별한 대접으로 發行利率이 낮게 형성될 수 있고 경우에 따라서는 발행기관이 채권시장에서 이자율 결정에 깊이 관여할 수 있어 상대적으로 유리한 이자율로 債券發行이 가능하다.

그러나 土地公社가 企業土地를 대상으로 자산담보부증권(ABS)을 발행한다하더라도 발행주체는 토지공사가아닌 特殊目的會社(SPC)가 됨으로 金融市場에서는 동 증권을 會社債로 취급하게 되고 流通市場마저 형성되어 있지 않아 0.5% 정도의 流動性 프리미엄을 부담하여야하는데 이는 초기 市場進入에 따른 費用으로 지불하여야 할 것 같다.

결국 市場進入 초기에는 資金調達用債券보다 불리한 이자율로 자산담보부증권을 發行할 수 밖에 없으나 동 證券의 市場認知度가 제고되고 유통시장이 활성화되면 流動性 確保가 가능하며 우량은행을 수탁사로 선정하여 원리금 지급보증 등을 통한 신용보강이 이루어지고 주간사 선정시 이자율에 대한 평가비중을 높게 주고 금융시장 동향에 따라 발행시기를 결정함으로써 점차적으로 이자율을 끌어내릴 수 있을 것으로 전망된다.

2) 連繫土地관련 租稅負擔

資産擔保附證券(ABS) 발행시 發行時點에서 집합화된 土地에 대하여 매출로 처리됨으로 특별부가세를 2~3년 앞당겨 納付하여야 함에 따라 불가피하게 현금유출이 수반될 것으로 예상되나 연간 선납하는 특별부가세는 146억원으로 현금유출 규모는 그다지 크지 않을 전망이다.[24]

---

24 특별부가세가 146억원으로 산출된 근거는 기업토지 5,000억원을 특수목적회사에 양도시 30%의 매각이익이 발생한다는 것을 전제로 특별부가세율 9.75%

자산유동화에관한법률상 특수목적회사(SPC)에 대하여 토지보유시 발생하는 종합토지세와 사업영위에 따른 법인세가 면제되지 않고 있어 소정의 세금을 부담하여야하나 특수목적회사(SPC)에 대한 종합토지세,법인세가 면제되고 기업토지 매입자에 대하여도 취득세,등록세를 면제되도록 함으로써 자산담보부증권(ABS)이 활성화되도록 정책적 지원이 뒷받침되어야 할 것이다.

4. 商品構造 및 商品 開發方案

(1) 基本構造

자산담보부증권(ABS)發行豫定金額에 상응하는 企業土地를 集合(pooling)하여 특수목적회사(SPC)에 양도하고 특수목적회사 명의로 선순위채·후순위채 2종류의 자산담보부증권을 발행하여 선순위채는 一般投資者에게 賣却하여 먼저 필요자금을 調達하고 후순위채는 土地公社가 인수하도록 한다.

土地公社는 連繫土地 賣却代金으로 先順位債의 元利金을 償還하고 난 뒤 후순위채 채권자(또는 배당권자)로서 連繫土地 賣却利益을 회수하고 최종적으로는 특수목적회사 주주로서 殘餘財産을 모두 되찾아 오는 構造로 設計한다.

(2) 企業土地 賣却 展望

98년 6월부터 99년 6월까지 1년동안 총 776건,3,705천평,2조5,155억원의 企業土地를 買入하여 이중 13건,59천평,640억원을 매각하고 99년 6월 현재 763건,3,646천평,2조 4,515억원의 土地를 保有하고 있다.

(농어촌특별세,주민세 포함)를 적용하여 산정됨.

기업토지는 公示地價對比 70.3%의 低價로 買入하였다는 점에서 價格競爭力을 갖춘 資産으로 評價되고 있으나 현시점에서 需給을 고려하지 않고 많은 물량을 일시에 시장에 출회할 경우 賣却利益 極大化가 요원할 뿐만 아니라 매각도 불투명할 것으로 전망됨으로 段階的 賣却이 바람직할 것으로 分析되었다.

(3) 企業土地 商品化 方案

1) 基本方向

企業土地 買入으로 매년 2,500억원의 利子를 負擔하여야 하고 4년후인 2003년에는 3조원에 이르는 債券元利金償還이 예정되어 있어 企業土地 資産擔保附證券을 開發하여 發行함으로써 賣却과 同一한 效果를 실현하고 원리금 상환 내지는 신규 사업자금으로 活用할 필요가 있다.

또한 賣却時期 및 物量調節을 통한 매각이익극대화를 위하여는 우량토지와 장기보유 예상토지를 적절히 안분하여 集合化(Pooling)하여야 할 것이다.

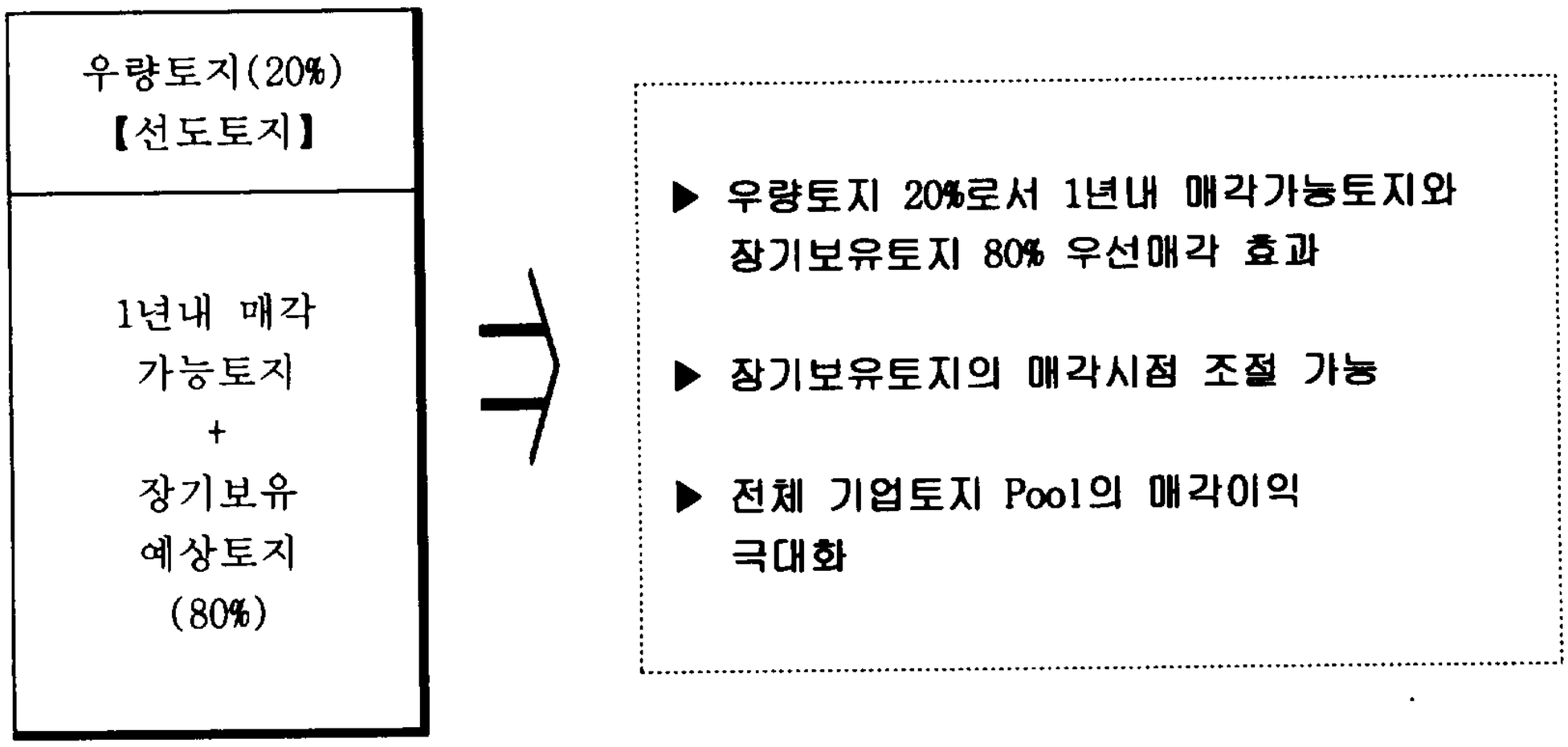
기업토지 자산담보부증권은 賣出債權을 기초로 한 자산담보부증권과는 달리 현금흐름이 없는 不動産을 대상으로 하는 까닭에 초기 市場進入에 상당한 진통이 예상된다.

해외시장에서 조차 발행 선례가 없는 土地를 基礎로 한 不動産金融 商品의 限界를 克服하고 成功的으로 販賣될 수 있는 지 여부가 최대의 관건이 될 것이며 이의 성공적 판매시에는 기업토지 자산담보부증권 發行이 지속적으로 이루어질 수 있을 것이다.

企業土地 자산담보부증권의 최대 약점인 현금흐름을 원활히 하기 위하여는 발행년도에 2년분의 利子支給額인 800억원 정도의 현금유입이 수반되어야 한다.

따라서 자산담보부증권 발행예정액의 20%인 1,000억원은 조기매각이 가능한 초우량 토지를 장기보유 예상토지와 함께 集合化 대상에 포함시켜 투자자에게 기업토지의 현금흐름에 문제가 없다는 점을 보여줌으로써 자산담보부증권 연계자산의 健全性과 安定性을 홍보하고 資金調達方式의 새로운 전기를 마련함은 물론 財務構造改善도 가능할 수 있을 것이다.

<그림 3> 기업토지 집합화 기본구조



2) 企業土地 集合化 構成 方案

資産擔保附證券 발행 예정 규모중 조기매각 가능토지는 20%로 구성하고 1년이내 賣却可能土地와 중장기 보유 예상토지를 비율을 적절히 안분하여 구성함으로써 賣却利益의 極大化를 실현할 수 있을 것이다.

企業土地의 地目別 構成은 대지가 53%,공장용지가 29%로 전체의 82%로 대부분을 차지하고 있으며 面積別구성은 3천평이상 토지가 전체면적의 87%를 차지하고 있고 地域別로는 首都圈과 嶺南圈이 각각 45%로 대부분을 차지하고

있으므로 地目別·面積別·地域別로 危險이 分散될 수 있도록 적절한 포트폴리오를 구성하여야 할 것이다.

용도변경,분필예정토지 등 장기보유의 실익이 큰 토지는 2·3차 자산담보부증권 발생시 집합화 대상토지에 포함하고 賃貸중인 土地는 임대계약해지 절차가 복잡하고 契約不履行의 문제 등이 있으므로 1차 자산담보부증권 집합화 대상토지에서는 除外하는 것이 바람직 할 것이다.

3) 특수목적회사에 대한 양도가격

자산담보부증권 連繫土地를 特殊目的會社에 양도하는 가격은 買入價格(공시지가의 71%)기준,매입시 공시지가 기준,감정평가 기준 등의 방법이 있으며 매입가격 양도시에는 증권의 안정성 확보는 가능하나 매출이익이 발생하지 않아 발행의 실익이 없으며 공시지가 기준으로 양도시에는 현재 시점의 부동산 평가가격보다 증권가격이 高評價되어 증권 발행시 높은 이자율과 과다한 신용보강 요구로 發行費用이 增加될 우려가 많다.

그러므로 IMF 체제이후 거품이 제거된 土地價格을 適正하게 반영하고 있는 鑑定價格(99년 6월 기준시 공시지가의 85%수준 예상)을 기준으로 특수목적회사에 讓渡하여 5천억원의 賣出認識 및 鑑定價格과 매출원가 차이만큼의 매출이익을 실현하는 것이 바람직할 것이다.

현재의 不動産市場與件이 회복 내지는 과열기미를 보이고 있다고는 하지만 이는 국지적인 현상에 불과하며 전반적인 분위기는 여전히 침체되어 있으며 내년 상반기부터는 회복될 것으로 많은 不動産專門家들이 예측하고 있으며 상당수의 需要者들도 이에 동의하고 있는 점을 감안하면 연계토지 5천억원중 조기매각 대상토지인 1천억원의 토지만을 감정하여 공시지가대비 감정가격의 평균단가를 적용하여 特殊目的會社로 讓渡함으로써 鑑定評價費用을

절감하고 향후 不動産景氣가 活性化되는 시점에서 평가하여 매각함으로써 賣却利益의 極大化를 실현할 수 있을 것이다.

4) 滿期構造·市場進入費用

滿期構造는 市場에서의 圓滑한 消化를 위해서는 3년 만기가 적정하나 연계토지를 賣却하여 先順位債를 모두 상환하기 위해서 자산담보부증권의 만기를 보다 장기로 할 필요성이 있으므로 3~5년 정도로 만기를 정하고 경우에 따라서는 만기구조를 3년·5년의 2종류로 하여 發行함이 바람직할 것이다.

企業土地 자산담보부 증권이 새로운 商品이므로 상품구조설계(arrange) 비용·信用補完 費用·信用評價(rating) 費用 등 初期 市場進入費用이 발행금액의 0.8%정도 소요가 예상되나 土地公社 財務構造에 상당한 改善效果가 있으므로 초기 시장개척을 위하여는 市場進入費用을 적극 부담하는 등 공세적으로 발행할 필요가 있는 것으로 판단된다.

<표 12> 시장진입비용(5천억원 발행 가정시)

항 목	40억원	비고
o 상품구조설계 수수료	10	· 발행금액의 0.2%(SPC 설립비용 포함)
o 상품판매 수수료	15	· 발행금액의 0.3%
o 신용등급 취득비용(2개 기관)	3	· (3천만원 + 매각자산의 0.03%) X 2 * 기관당 1억5천만원 한도
o 변호사·회계사 비용	1	
o 사채발행 분담금	4.5	· 액면금액의 0.09%
o 수탁사(Trustee) 수수료	5	· 발행금액의 0.1%(지급보증 수수료 포함)
o 감정평가 수수료 기타	1.5	· 발행시는 연계토지 1/5만 감정, 추가감정시 별도산정

5. 發行時 期待效果

企業土地 ABS의 발행시 期待效果로는 먼저 負債比率을 改善시키고 필요資金을 미리 調達함으로써 財務構造를 安定的인 構造로 변모시킬 수 있으며 자산담보부증권(ABS) 발행액에 대한 賣出認識으로 在庫土地回轉率과 매출활동성을 크게 제고시킬 수 있다. 또한 企業土地 賣却에 따른 營業利益의 早期實現으로 과다한 負債構造와 經常收支를 크게 개선시키는 효과가 기대될 수 있다.

IMF이후 賣却不進에 따른 在庫資産 增加, 資金事情 惡化, 신규사업 중단의 악순환을 끊고 정상적인 경영활동 추진 발판 마련이 가능하게 될 것이다. 또한 재무비율 개선으로 토지공사의 기업어음(CP),회사채 발행과 관련된 신용평가(rating) 등급향상에 기여하여 資金調達債券 發行金利 引下를 기대할 수 있다

土地公社가 企業土地를 특수목적회사(SPC)에 讓渡하고 필요자금을 우선調達함에 따라 企業土地 賣却時點을 자산담보부증권(ABS)元利金 償還計劃과 不動産景氣 展望에 따라 조절함으로써 賣却利益 極大化를 도모할 수 있고 不動産 證券化를 통해 부동산 소액 투자기회를 제공하고 換金性(流動性)을 높임으로써 부동산투자 저변 확대와 不動産市場 活性化에 크게 기여할 것으로 전망된다.

그리고 不動産流動化市場 선점을 통한 현금흐름없는 부동산 자체의 유동화를 실현하므로 不動産證券化에 선구적 역할을 담당하고,부동산증권 발행시장을 선점하는 效果를 거양할 수 있을 것이다.

제5장 結論

이 論文은 토지공사의 不動産 證券化 상품 개발 방안에 대하여 중점적으로 논의하는데 그 목적이 있다.

不動産證券化 商品은 流通市場이 形成되어 있지 않음에 따라 물량 소화에 어려움이 있고 이자율 또한 유동성 프리미엄 부담으로 기존 會社債에 비하여 다소 높은 편이다.

아직은 不動産證券化制度 도입이 초기 단계인 까닭에 부동산증권화제도가 活性化되고 하루속히 정착되기 위해서는 정부의 많은 관심과 定着을 위한 적절한 시장 개입이 필요한 실정이다.

土地公社에서 개발하여 출시할 예정으로 있는 자산담보부증권은 현금흐름이 없는 토지를 대상으로 하고 있다는 점에서 成功的 發行에 대하여 낙관만 할 수 없는 혼미한 상황이다.

자산유동화에관한법률상 土地가 流動化의 대상에 포함되어 있기는 하지만 토지만이 갖는 록특한 특성에 대한 정책적 배려와 지원이 거의 이루어지지 않아 부동산증권화시장의 장벽이 아직은 높은 실정이다.

토지공사의 부동산증권화 상품 개발 방안을 연구하기 위하여 먼저 제2장에서는 不動産證券化의 定義,不動産流動化와 證券化의 差異,不動産證券化와 傳統的인 金融方式의 差異,不動産證券化의 方式등 부동산증권화의 개념을 폭넓게 고찰하였다.

제3장에서는 資産流動化制度에 대하여 이의 근거가 되는 자산유동화에관한법률의 立法趣旨와 主要內容,우리나라 證券化制度의 推進經過,證券 發行現況,導入上의 問題點,活性化를 위한 諸要件 및 課題 등에 대하여 살펴본후

선진국중 증권화시장이 가장 발달한 미국과 이웃 日本의 不動産流動化 事例를 살펴보았다.

그리고 제4장에서는 韓國土地公社의 첫 不動産 證券化 商品인 토지수익연계채권의 발행 사례를 심도 있게 살펴보았고 연내 발행을 목표로 추진중인 企業土地 자산담보부증권(ABS)에 대하여도 商品의 槪要,商品化 可能性,상품구조 및 발행방법,발행시 기대효과 등에 대하여 심도있게 고찰하였다.

政府는 IMF체제에서 초래된 不動産市場의 沈滯를 克服하기 위해 98년말 자산담보부채권 유동화제도를 導入하였고 99년초에는 주택저당담보부채권 유동화제도를 도입하였다.정부는 이들 不動産 파생상품을 통해 부동산시장의 침체를 극복하고 궁극적으로는 外換危機를 조기에 해소하고자 하였다.

이같은 導入背景은 앞서 살펴 본 미국,일본 등 先進國의 자산유동화 사례에서도 확인할 수 있었다.不動産 證券化를 추진했던 다른 나라에서도 부동산의 증권화는 不動産을 商品化하여 需要處를 발굴하고 이들 潛在需要를 현실화시킴으로써 그들 국가에서 經驗한 金融危機를 克服하고자 하였다.

그러나 다른 한편으로는 不動産 證券化는 자본주의의 발전과정에서 나타난 投資商品으로서의 不動産 特性 變化를 반영하기 위해서도 필요했다.

不動産 證券化란 부동산이라는 資産을 仲介機關에 讓渡하고 중개기관은 이를 담보로 投資者에게 有價證券을 發行하여 자금을 조달하는 직접 금융방식이라고 할 수 있다.한편 不動産 流動化는 발행된 증권이 증권시장 또는 자본시장에서 자유롭게 유통되는 과정이라고 할 수 있다.

이와 같은 不動産 證券化는 자산보유자와의 신용절연,비소구권,대차대조표에서 資産 및 負債의 완전한 양도,集合化된 資産의 信用度 向上이라는 특성때문에 전통적인 부동산 담보대출 방식에 비해 유리하다. 그러므로 상시적

으로 先投資가 發生되고 회수기간과의 불일치로 社債 發行形式으로 자금을 조달함으로써 負債比率 增加에 따른 財務構造 惡化를 초래하는 전통적인 자금조달방식은 지양되는 것이 마땅할 것이다. 자산담보부증권(ABS)을 통한 자금조달은 流動性 확보, 賣出 早期實現 및 財務構造改善 등을 실현할 수 있는 훌륭한 자금조달 방식인 것이다. 토지를 주상품으로 취급함에따라 자금회임기간이 장기인 土地公社로서는 서둘러 도입하여야 할 매력적인 제도임으로 기업토지를 기초로 한 不動産證券化 商品 開發은 토지공사의 社運을 좌우할 정도로 굉장히 중요한 과제이다.

不動産 證券化가 성공적으로 추진될 경우 不動産市場과 金融市場에 미치는 파급효과는 적지 않을 것이다.먼저 부동산시장에 미치는 영향으로는 不動産 金融의 活性化,不動産市場의 先進化와 透明化,시장 기능의 제고와 정부규제의 縮小 등을 꼽을 수 있다.금융시장에 미치는 영향으로는 企業 및 金融構造調整의 圓滑한 推進,금융시스템 선진화,자본시장의 발달 그리고 기업 및 가계부문의 信用創出 能力提高 등을 기대할 수 있을 것이다.

이러한 肯定的인 파급효과가 가시화되기 위해서는 여러조건이 충분히 성숙해야만 가능하다.이들 條件으로 크게 세가지, 즉 政府와 市場의 명확한 역할 구분,전반적인 經濟與件의 改善,그리고 부동산 증권화시장 자체의 活性化 등을 들 수 있을 것이다.

먼저 不動産 證券化市場의 활성화와 관련하여 정부는 부동산 증권화시장 안에서 적용될 규칙을 公正하게 그리고 透明하게 만들어야 한다.또한 부동산 증권화시장이 제 기능을 發揮할 수 있도록 적어도 초기에는 적절한 지원을 해주어야 한다.그리고 부동산 증권화시장안에서 활동할 수 있는 經濟主體와 客體가 가능한한 다양화되도록 與件을 조성해야 한다.

그러나 不動産 證券化市場의 왜곡을 초래할 정도로 政府가 깊이 개입해서는 않될 것이다.특히 부동산 증권화시장의 진출입 제한과 價格에 대한 인위적인 조작 등은 피해야 할 것이다.

둘째, 不動産 證券化는 결국 부동산 거래 촉진과 效率的 利用을 통해 부동산 관련 所得을 높여주어야 한다.따라서 不動産 證券化가 活性化되기 위한 가장 本質的인 條件은 우리경제가 안정적으로 움직여야 한다는 것이다.이를 위해 企業 및 金融機關의 構造調整을 迅速하고 철저하게 추진하여 우리 경제 체질을 강화해야 할 것이다.동시에 資本市場의 收益率은 현재보다 낮아져야 하며 不動産市場의 收益率은 현재보다 높아져야 한다.이를 위해 不動産 賣買價格은 당분간 안정을 유지해야 할 것이다.

끝으로 不動産 證券化市場이 제대로 작동할 수 있는 여건조성이 필요하다.무엇보다도 不動産 證券化와 관련한 모든 과정이 透明해야 한다.과정의 透明性과 관련하여 不動産 價格 및 賃貸所得을 正確히 評價할 수 있는 평가기법의 開發도 요구된다.證券化 過程의 透明性과 不動産價値 評價技法의 선진화를 추구하기 위해서는 관련 정보 특히,不動産投資指標 등의 인프라 구축이 先行되어야 한다.아울러 부동산 증권화 관련 信用評價를 담당할 專門家를 양성하고 評價機關의 分析能力과 分析技法을 조속히 先進化해야 할 것이다. 중개기관에 양도된 不動産에서 최대의 收益을 올릴 수 있는 자산운용 전문가 집단의 養成도 필요하다.

또한 政府의 적극적인 역할도 필요할 것이다.먼저 證券化 仲介機關의 역할이 資産保有者와 投資者사이를 連繫해 주는 도관체 役割을 담당하는 점을 고려하여 仲介機關에 대한 租稅制度 改善을 우호적으로 검토할 필요가 있다. 證券化市場에서 일어나는 제반 과정이 透明·公正하게 일어날 수 있도록 감시하고 감독하는 기능을 강화해야 할 것이다.政府政策은 무엇보다도 사회 각 구성원간에 일어날 수 있는 갈등을 客觀的이면서 공정하게 조정하는데 있다는 점을 고려하여 不動産市場의 항구적인 安定化 方案을 지금부터 적절히 마련해야 할 것이다.

이들 여건이 빠른 시일내에 定着되기 어렵다는 점을 고려하면 不動産 證券化의 效果가 일부에서 기대하고 있는 것과 같이 당장 가시화되기는 어려울

것으로 展望된다.무엇보다도 우리의 不動産 價格이 여전히 높은 수준을 유지하기 때문이다.그러나 이러한 不動産 金融制度가 적절하고 적합하게 마련되고 우리 경제가 다시 회복된다면 不動産 證券化가 장기적으로 不動産市場과 資本市場에 미칠 肯定的인 波及效果는 매우 크게 될 것이다.

不動産 證券化市場의 活性化를 위한 여건 개선은 정부만 담당해서 이루어지는 것이 아니며 證券化市場에서 活動하는 각 경제주체가 자기 분야에서 효과적이면서 생산적인 체질 개선을 추진하여 우호적인 여건을 만들어야 한다.아울러 不動産 投資에 대한 일반국민들의 인식도 轉換되어야 한다.社會的 認識轉換에는 不動産 投資 특히 외국인의 國內 不動産 投資에 대한 否定的인 認識,그리고 不動産을 所有해야 한다는 認識을 바꾸어 나가야 한다. 부동산 투자 확대가 건전한 經濟活動에 필요조건이며 不動産의 효율적인 이용이 소유 그자체보다 개인과 사회 모두에게 유리하다는 共感帶가 자연스럽게 形成되어야 할 것이다.

<參 考 文 獻>

1.書 籍

김규진, 「ABS 이해와 활용」 , 서울, 새로운제안, 1999.
김대식외2, 「경제학원론」, 서울, 현대출판사, 1996
김창희, 「채권투자」, 서울, 대우증권, 1996.
문길섭, 「부동산의 증권화」, 서울, 한국경제신문사, 1998.
오호수, 「회사채발행실무」, 서울, LG증권, 1999.
이정전, 「토지경제론」, 서울, 박영사, 1993.
이필상·김봉주·이현석, 「신금융상품론」, 서울, 증권서적출판부, 1997.
임준환, 「한국의 금융·외환위기 원인과 IMF 프로그램하의 대책」, 서울, 경문사, 1998.
허재영, 「토지정책론」, 서울, 법문사, 1993.
홍성웅, 「자산 디플레이션과 부동산증권화」,서울,한국건설산업연구원, 1998.

2.論 文 및 기 타

박신영,「새로운 토지금융제도의 도입:부동산 증권화의 모색」, 1992.
박훤일, 「자산의 증권화와 특수목적회사」, 1998.
법무법인 대일, ABS 발행 세미나 자료 , 1999.
삼성경제연구소, 「IMF 충격에 따른 자산디플레이션 현상과 대책」, 1998.
손재영·김관영,「IMF 지원 금융이후 부동산시장 전망」,국토 1월호, 1998.
신응호, 「자산유동화에 대한 고찰」, 1992.
심광수,「자산유동화제도 도입 방안」자산유동화 입법 공청회 자료, 1998.
이용만, 「자산디플레이션에 의한 장기복합 불황 가능성 진단」, 1998.
이종구·오규택, 「국제증권화와 금융혁신」산은조사월보 10월호, 1997.

이종욱, 「경제위기극복을 위한 구조조정방안」, 1998.
윤주현, 「주택저당채권 유동화제도 도입 방안」, 1998.
정운찬, 「IMF 구제금융과 거시경제정책」, 1998.
정희남·김창현, 「거시경제정책이 토지시장에 미치는 영향」, 1997.
한국감정원, 「부동산증권화정착을 위한 과제」 세미나 자료, 1999.
한국개발연구원, 「경제위기극복과 구조조정을 위한 종합대책」, 1998.

ABSTRACT

A case on developing product for real estate securitization
- In the case of Koland's real estate securitization

Lee, Seung Bae
Major in Real Estate
Dept. of Real Estate
Graduate School of Public Administration
Hansung University

In the early 1997, a series of big companies' bankruptcy, starting with the case of Han Bo Steel, caused by their excessive borrowing, the insolvency of merchant banks, the instability of financial and stock market and, accordingly, the downgrading of credit and the confusion of foreign exchange market brought about the IMF trusteeship.

For the passed a year since then, the foreign exchange crisis was overcome but the economic and social sacrifice that we went through while the IMF trusteeship was going on was much more serious than we thought. The excessively high interest rate that was agreed in the terms of IMF bailout program caused serious tightness of funds. The insolvency size of banks was growing more and more according to the increasing bankruptcy of companies. The foundation of national economy began to be shaken and, finally, we had ever experienced economic crisis because of asset deflation and the decrease of consumption.

The household consumption was declined by the instability of employment, companies avoided investment because of the uncertainty of future situation, and banks also shirked loans because of the risk of redemption. The depression of object economy, especially real estate market, became serious according to the serious recession of consumption and investment. The sudden fall of real estate price caused as much negative effect as real estate speculation.

The slump of real estate price decreased asset value of companies and made financial structure worse. The decrease of collateral value of assets made companies' funding difficult and it decreased investment more and more. The deterioration of companies' financial structure dropped the capacity of risk tolarance of whole national economy. Small companies' financial difficulties became more serious because banks gave loans based on safe redemption to avoid risks.

The government had to prepare policies urgently to stabilize real estate and construction market to alleviate negative effects caused by the slump of real estate price. The government put importance on policies that can control real estate demand and supply within the market principle because the movement of real estate price is decided by the demand and supply in the market. The alleviation of regulation in real estate market, control of new supply and enlargement of demand, and introduction new system for real estate financing were suggested as policies for real estate market stabilization.

The purpose of this paper is to study Korea Land Corporation's plan to develop securitization of real estae assets. Korea Land Corporation is trying positively to use real estate securitization as a tool for the enhancement of financial structure. For this study, I reviewed the background of issue, structure, the cause of inactive sales, reorganization of structure, and
the effects and limits of Profit-Related Land Bond(PRLB) that was launched in Jan. 1999. Then I suggested the development method of the Asset Backed Security of Corporation Real Estate that has been developed as a derivative of PRLB