美國과 韓國의 抵當擔保證券에 對한 比較 硏究

정 상 국*

Ⅰ. 序 言
Ⅱ. 美國의 住宅抵當證券(MBS)
Ⅲ. 韓國의 住宅抵當證券(MBS)
Ⅳ. 商業用 不動産 抵當證券(CMBS)
Ⅴ. 結 語

Ⅰ. 序 言

최근 들어 부동산 경기의 활성화에 도움이 되는 不動産 證券化에 대한 관심이 높아지고 있다. 不動産 證券化는 크게 自己資本인 持分에 대한 證券化와 他人資本인 負債에 대한 證券化로 나눌 수 있다.

不動産 구입을 위한 두 가지 資金調達方法을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 타인자본인 부채는 대부분 金融機關에서 부동산을 擔保로 자금을 차입한다. 抵當貸付로 자금을 대출해 준 금융기관은 貸出始作時點에서 貸出滿期時點까지 대출금액만큼 자금이 固定化되어 자금을 다른 용도로 활용할 수가 없다.[1] 이러한 경우에 부동산에 담보로 설정한 抵當權을 다른 금융기간에 매각할 수 있다면, 금융기관은 매각대금으로 또 다른 抵當貸付를 할 수 있을 것이다. 즉, 抵當貸出債券의 流動

* 大邱大學校 不動産學科 敎授

1) 不動産을 담보로 하여 자금을 융통하는 것을 抵當貸付(mortgage loan)이라고 한다. 저당대부를 하는 貸出者(lender)를 抵當投資者(mortgage investor)라 한다. 그리고 自己資本으로 투자하는 투자자를 持分投資者(equity investor)라 한다.(안정근, 현대부동산학, 1995, p. 268 참조)

化는 금융기관이 대출시행 후 대출만기까지 자산으로 잡혀있어 금융기관의 유동성을 제약하는 저당권의 證券化를 의미한다. 抵當擔保證券의 流動化를 통해 金融資金의 擴大 및 圓滑化, 金融商品의 多樣化 및 長期債券市場의 發展 등 여러 가지 經濟的 期待效果가 있을 것이다.[2)]

둘째, 持分資金調達方法은 자기자본인 지분을 금융기관에서 借入하는 것이 아니라 부동산의 소유 또는 이용과 관련된 不動産 持分權을 證券化함으로써 자금을 조달하고 流動性을 높이는 것이다. 이러한 증권을 一般 投資者, 不動産投資會社(REIT; Real Estate Investment Trust), 混合 不動産 投資基金(CREF; Commingled Real Estate Fund) 등에서 매입함으로써 지분투자가 이루어진다.

본 논문의 목적은 他人資本 즉 부채의 證券化에 대한 硏究로써 저당담보증권의 종류와 특성에 대해 소개하고자 한다. 부동산 증권의 유형과 특성에 관한 연구논문으로서 이와 관련된 자료를 수집·정리하고자 시도하였으며, 아직 초기단계의 분석으로 향후 좀 더 구체적이고 세밀한 분석으로 보완할 것을 부연하고자 한다.

본 논문은 이 같은 관점에서 먼저 抵當市場의 구조에 대해 설명한 후, 抵當市場이 가장 발달한 美國의 抵當擔保證券의 流動化仲介機關들이 발행한 住宅抵當證券(MBS; Mortgage-Backed Securities)에 대해 고찰해보고, 韓國의 流動化 仲介機關인 한국주택저당채권유동화(주)(KoMoCo; Korea Mortgage Corporation)에서 발행한 주택저당증권과 비교한 후 참고해야 할 점을 제시한 후, 미국에서 1990년대 중반부터 새로운 저당증권으로 관심을 모으고 있는 商業用不動産 抵當證券(CMBS; Commercial Mortgage-Backed Securities)의 특성에 대해 소개하고자 한다.[3)]

II. 美國의 住宅抵當證券(MBS)

1. 抵當市場의 構造

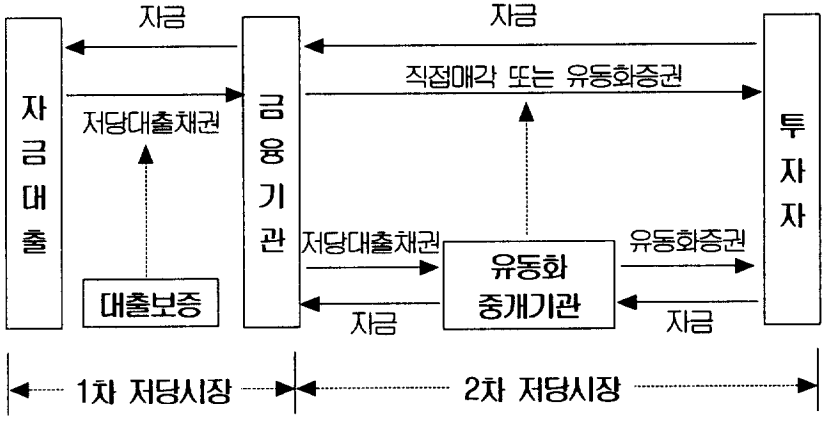
抵當市場은 第1次 抵當市場(primary mortgage market)과 第2次 抵當市場

2) 抵當擔保證券은 장기자금 대출에 따른 자금의 고정화 현상을 완화하거나 새로운 저당대출 재원을 조달할 목적으로 보유중인 저당대출을 바탕으로 발행되는 증권을 총칭한다.

3) 金融機關의 抵當貸出은 크게 住居用 不動産 抵當貸出과 商業用 不動産 抵當貸出로 나눌 수 있을 것이다. 상업용 부동산은 주거용 부동산을 제외한 여러 가지 유형의 부동산을 포함한다. 즉, 매장용(Retail), 사무실용(Office), 공장용(Industry), 숙박용(Hotel/Motel) 등을 포함한다.

(secondary mortgage market)으로 구분된다. 제1차 저당시장은 저당대부를 원하는 借入者와 저당대부를 제공하는 金融機關으로 이루어지는 시장으로, 금융기관에서 차입자에게 대출자금이 전해지고 차입자는 금융기관에게 抵當貸出債券을 설정한다. 제2차 저당시장은 저당대출채권이 처음 만들어 진 후에, 만들어 진 저당대출채권들이 매매되는 시장이다. 즉, 기존의 저당대출채권들이 거래되는 시장이다. 제1차 저당시장에서 만들어진 저당대출채권이 직접 혹은 증권의 형태로 資本市場에서 매매되는 시장으로서, 1차 貸出機關들은 抵當貸出債券을 제2차 저당시장에 매각하고 필요한 자금을 조달하므로, 제2차 저당시장은 抵當의 流動化에 결정적인 역할을 하고 있다. 만약 제2차 시장이 없다면 1차 대출기관들은 자금이 곧 부족해서 더 이상 저당대부를 할 수 없을 것이다. 제1차 저당대출기관의 저당대출채권을 유동화 시키는 美國의 대표적 流動化仲介機關은 聯邦抵當協會(FNMA), 政府抵當協會(GNMA), 聯邦住宅貸付抵當會社(FHLMC) 등이 있다.

<그림 1> 抵當債券 流動化의 基本構造



(출처: 주택저당채권 유동화제도 도입방안)

<그림 1>은 第1次 抵當市場과 第2次 抵當市場과의 關係를 보여준다. 차입자에게 자금을 대출해준 1차 대출기관들은 설정된 抵當貸出을 직접 투자자에게 매각하거나 혹은 流動化 仲介機關에 매각한다. 유동화 중개기관은 저당담보증권을 보증하거나(GNMA) 저당대출채권을 매입해 저당 pool을 구성한 후 이를 바탕으로 저당담보증권을 발행하여(FNMA, FHLMC) 투자자에게 매각하여 新規資金을 調達한다.[4]

4) FNMA와 FHLMC는 표준매입 프로그램으로 30년 固定利子率 貸出, 變動利子率 貸出, 參與貸付와 2차 저당을 매입한다. 표준프로그램의 부수적 산물은 차입자, 부동산평가, 차입자를 선별

제2차 저당시장의 주요 기능을 보면 다음과 같다.

첫째, 抵當貸出債券의 流動性을 增加시킨다.

둘째, 滿期不一致 문제와 연관된 利子率 危險을 減少시킨다.

셋째, 자금여유가 있는 지역에서 자금이 부족한 지역으로 원활한 資金흐름을 도울 수 있다.

넷째, 抵當貸出機關이 抵當需要에 비해 충분한 자금을 확보하지 못하고, 다른 金融機關에 장기 投資資金의 여유가 있는 경우에 기관간의 원활한 자금흐름을 도울 수 있다는 점이다. 이와 같은 기능을 수행하면서 제2차 抵當市場이 발달되었다.

2. 抵當擔保證券의 流動化 仲介機關

1) 聯邦抵當協會(FNMA; Federal National Mortgage Association, Fannie Mae)

FNMA는 1938년 再建築金融會社의 下部機關으로 설립되었다. FNMA의 주목적은 제2차 金融市場에서 FHA 저당을 지원하기 위해 설립되어, 나중에는 VA 저당도 지원했다.[5] 1954년 FNMA 再說立(recharter)시에 美財務省이 FNMA가 $2.25Billon 어치의 抵當을 구입할 수 있도록 했다. 이 保證은 FNMA채권과 어음을 1968년 주택 및 도시개발법(HUD; Housing and Urban Development Act)에 의해 완전히 민영화 되었다.

FNMA의 세 가지 주요 機能은 다음과 같다.

① FHA와 VA 貸付에 대한 第2次 抵當市場에서 지원

② 債務不履行에 의해 取得한 不動産과 抵當의 淸算(流動化)

③ 支援貸付프로그램의 管理이다.

하는 과정, 대출을 일으킬 때 保險取得과 같은 분야에 標準化된 과정을 발전시켰다. FNMA혹은 FHLMC가 자기들 형식에 맞지 않는 抵當貸付는 구입하지 않았기 때문에 1차 抵當貸付機關들이 여기에 따랐다. FNMA와 FHLMC는 개별적인 저당을 매입하여 큰 저당 pool을 만든 후 증권들을 발행한다.

5) 聯邦住宅管理局(FHA ; Federal Housing Administration)의 FHA 프로그램에 의한 저당을 FHA 저당이라 하고 在鄕軍人管理局(VA ; Veterans Administration)의 VA 프로그램에 의한 저당을 VA抵當이라 한다. (안정근, 현대부동산학, 1995, p. 296 참조)

2) 政府抵當協會(GNMA: Govermment National Mortgage Association, Ginnie mae)

특별연방주택 프로그램에 대한 支援抵當收入을 처리하는데 특별보조, 관리 그리고 정산기능은 住宅 및 都市開發部에 남았다. 이 기능을 수행하기 위해 1968년에 HUD법에서 政府抵當協會(GNMA: Government National Mortgage Association) 즉 지니 매(Ginnie Mae)가 설립되었다.

GNMA는 세가지 주요 기능을 보면 다음과 같다.

① FNMA에 의해 구입된 抵當의 管理와 淸算(整理)
② 聯邦支援 프로그램에 대한 特別 補助與否
③ 抵當擔保證券에 대한 保證을 제공하기 위해 FHA-VA抵當物에 대한 保證이다.

3) 聯邦住宅貸付抵當會社(FHLMC: Federal Home Loan Mortgage Corporation, Fredie mac)

聯邦住宅貸付抵當會社(FHLMC)는 1970년 긴급주택금융법(Emergency Home Finance Act)에 의해 설립되었다. 聯邦住宅抵當會社(FHLMC)의 우선 목적은 제 2차 저당시장을 제공하고 재래적 저당의 貸出機關들에 대해 流動性을 높이는데 있다. FHLMC의 초기자본은 12개 지역의 聯邦住宅貸付銀行에 $100million의 投票權이 없는 普通株를 賣買함으로써 조달했다.

3. 抵當擔保證券(MBS; Mortgage-Backed Securities)의 種類와 特性

抵當擔保證券의 경우 종류가 많지만 그 특성에 따라 세 가지 기본유형으로 持分型(equity-type), 債券型(bond-type), 持分債券混合型(hybrid-type)으로 그 구체적인 내용은 아래에서 자세히 설명하고자 한다.

1) 持分型(equity-type) MBS

抵當 pool에서 발생하는 現金흐름에 대한 持分權과 抵當貸付의 所有權을 모두 投資者에게 賣却하는 형태로써 대표적인 형태는 移替證券(MPT; Mortgage Pass-Through)이 있다.[6] 이것은 1960년대 중반에 도입된 초기의 MBS로써, 투자자들은

6) FHLMC가 자체 抵當移替프로그램으로 발행하는 移替證券은 參與證書(PC ; Participation

저당권자와 같이 저당 pool의 소유지분을 가지고 저당의 元金과 利子를 합한 月 納入額과 滿期前 辨濟(prepayment)에 따른 現金收支를 가진다.[7]

투자자들은 MPT의 상당히 높은 收益率, 流動性, 無危險性 때문에 選好한다. 그러나 많은 투자자들은 滿期前 辨濟 때문에 일어나는 現金收支의 不正確性은 싫어한다.[8] 이체증권의 투자자들은 抵當貸出機關과 똑같이 수시 償還의 危險(callability risk)을 가진다. 이러한 이유 때문에 정확한 현금흐름을 보장할 수 있는 다른 MBS가 발달하게 되었다.

2) 債券型(bond-type) MBS

抵當貸付의 현금흐름과 소유권을 발행기관이 가지면서 抵當貸付를 擔保로 하여 자신의 負債로 發行하는 債券形態의 MBS이다. 대표적인 형태는 抵當債券(MBB; Mortgage-Backed Bond)이 있다.

抵當債券은 회사채와 비슷한 지불을 약속하는 저당과 관련된 債券型으로써 보통 매 6개월마다 이자를 만기까지 지불하고, 만기일에 액면가를 지불한다. 抵當의 所有權은 發行機關에 있고 투자자들은 抵當에 대한 所有權이 없다. 이러한 債券들은 個別金融機關에서 발행되어 지고 주로 재래적 저당에 의해 擔保되어 진다.

저당 pool에 있어서 課擔保는 滿期前 辨濟와 債務不履行危險에 대한 不確實性에 대해 緩衝作用을 한다. 어떤 발행기관들은 저당 pool에 대한 保險이나 금융기관의 信用狀(letter of credit)을 제공함으로써 MBB의 信用等級을 더 높일 수 있다.[9]

Certificate)라 한다.

7) 移替證券에는 두 종류가 있다. 하나는 先순위(senior) MPT이고 다른 하나는 後순위(subordinated) MPT이다.

8) 利子率이 하락할 때에는 滿期前 辨濟가 빨리 일어난다. 이런 경우 만기전 변제에 의해 받는 금액은 만기전 변제가 일어나지 않았을 때 받는 이자율보다 더 낮은 이자율로 재투자하게 된다.

9) MBB는 S&P (Standard and Poors)와 Moody's 같은 評價機關들에 의해 다음과 같은 사항을 기준으로 이루어진다.

① 抵當 pool에 속한 抵當의 品質(quality)
抵當의 品質은 保險, 貸付比率, 用度 (주거용, 상업용, 제1저당 혹은 제2저당 등등) 등에 따라 달라진다.

② 抵當利子率과 MBB 利子率의 差異

③ 抵當 pool에서 個別抵當의 滿期前 辨濟가 일어날 確率

④ 抵當 pool에서 個別抵當들의 地域的 分散

⑤ 과담보금액

3) 持分 債券 混合型(hybrid-type) MBS

持分型과 債券型의 특성이 결합된 것으로서 저당 pool의 현금흐름은 지분형 MBS처럼 투자자에게 이체되지만, 저당 pool의 소유권은 채권형 MBS처럼 발행기관이 가진다. 대표적인 형태는 ① 移替債券(MPTB; Mortgage Pay-Through Bond)과 ② 擔保抵當債券(CMO; Collateralized Mortgage Obligations)이 있다.

① 移替債券 (MPTB; Mortgage Pay-Through Bonds)

移替債券(MPTB)은 混合型 證券으로 移替證券(MPT)과 抵當債券(MBB)의 중간 정도의 抵當擔保證券(MBS)이다. 저당채권의 경우, 발행기관이 저당 pool의 소유권을 가지는 것처럼 MPTB도 발행기관이 소유권을 가지고 MPTB를 부채로 발행한다. 또한 MPT처럼 투자자에게 배당되는 현금수지는 이자의 額面利子率(coupon rate)에 근거를 두며 상환계획이나 만기전 변제에 의한 원금은 저당 pool에 발생하는 대로 이체된다. 그래서 MPTB의 투자자는 MPT의 투자자처럼 수시 償還의 危險(callability risk)을 가지게 된다. MPTB는 MBB와 반대로 발행기관은 만기전 변제 위험을 책임지지 않으며 투자자가 책임진다. 저당의 계획된 상환과 만기전 변제에 의해 채권의 원금이 이체되므로 채권의 원금이 감소하여 과담보 금액은 MBB보다 적다. MPTB은 MBB의 평가에 사용되는 것과 같은 요소들에 의해 평가된다.

② 擔保抵當債券(CMO; Collateralized Mortgage Obligations)

擔保抵當債券(CMO)은 저당 Pool을 담보로 발행되는 負債證券이다.[10] 투자자들이 저당 Pool에서 個別權限을 소유한 移替證券과는 반대로 CMO는 발행기관이 저당 pool의 소유권을 가진다. 그리고 저당 pool에 대한 부채로서 채권을 발행한다. 그러나 MPT와 MPTB처럼, CMO도 모든 償還과 만기전 변제 現金收支는 투자자에게 지불된다. MBB와 MPTB처럼 증권에서 설정한 資産과 저당 pool에 대해 발행된 부채금액의 차이는 발행기관의 持分을 구성한다.

같은 저당 Pool에 多段階 滿期構造를 가지고 있는 점이 CMO와 다른 증권들과의 큰 差異點이다. 예를 들면, 3, 5, 7년 滿期構造는 여러 投資者階層의 투자 요구에 부응하기 위해 발행기관에 의해 정해진다. 多段階 證券을 發行함으로써, 發行機關은 저당 Pool의 현금흐름과는 아주 다른, 각 각 서로 다른 만기와 현금흐름을 가진 증권을 효과적으로 고안해 낸다. CMO는 불확실한 현금흐름을 투자자가 선호하는 현

10) 1983년에 聯邦住宅貸付抵當會社(FHLMC)에 의해 도입되었다.

금흐름으로 재배열한 것으로써 그 목적은 서로 다른 償還期間을 가진 여러 가지 다른 형태의 抵當債券으로 현금수지를 재배열하는 것이다. 이와 같은 서로 다른 저당채권 형태를 트랜치(tranches)라 한다. 다시 말하면, 抵當債券의 發行總額을 몇 개의 계층으로 배분한 후, 각 계층마다 서로 다른 이자율을 적용하고, 元金이 지급되는 순서를 다르게 정하는 것이다.

典型的인 CMO는 3~4개의 트랜치(tranches)로 나누어진다. 그리고 저당 Pool에서의 현금수지가 불확실하기 때문에 殘餘現金收支(residual cash flow)를 미리 확보하는 트랜치(tranches)가 있다. 이것을 잔여트랜치라 한다. 잔여트랜치는 CMO의 발행기관에서 소유하기 때문에 발행기관은 CMO에 대한 지분을 가지며 잔여트랜치에서 얻어지는 현금수지는 持分收益이다.[11]

4. 부동산저당투자도관(REMIC; Real Estate Mortgage Investment Conduit)

MBS를 발행하는 第2次 抵當市場의 機關들은 이중과세 문제를 해결하려고 노력해 왔다. 抵當에서 발생하는 현금수지는 發行機關으로 들어가서 그 다음에 투자자에게로 돌아온다. 만약 발행기관이 현금수지를 받았을 때 세금이 부과된다면, 투자자에게도 세금이 부과될 것이다. 稅金負擔은 抵當證券화의 장점을 相殺시킬 정도로 그 영향이 아주 크다.[12]

---

11) CMO의 특별한 형태로 stripped MBS가 있다. 이것은 두 종류가 있다. 하나는 저당 pool에서 발생하는 모든 이자를 받을 수 있는 權利(IO; Interest Only)를 가지고 또 다른 하나는 모든 元金 支給額 (계획된 상환 원금과 만기전 변제 금액)을 받을 수 있는 權利(PO; Principal Only)를 가진다.

IO와 PO에 대한 채권들은 특히 利子率의 변동이 심할 때 특이한 支給形態를 나타낸다. 어떤 투자자들은 그들이 소유하고 있는 다른 자산의 이자율 변화에 대한 효과에 반대되는 효과를 가지기 위해 이들을 구입한다. 만기전 변제가 낮을 경우 IO를 매입하고, 만기전 변제가 높을 경우 원금의 회수가 빠른 PO를 매입한다.

12) 二重課稅를 피할 수 있는 방법은 저당을 소유하는 讓渡人 信託(Grantor Trust) 만들어 냄으로써 이루어졌다.

讓渡人 信託은 특히 MPT에 잘 이용되었다. 만약 인가된 讓渡人 信託의 規定에 맞으면 信託은 非課稅 되고, MPT에 투자한 투자자들에게만 稅金이 부과된다. 信託이 인가를 얻기 위해서는 다음의 조건들을 충족시켜야 한다.

① 漢詩的 期間 ② 自然的인 解體(모든 투자자에게 완불한 후에는 Trust에 어떤 재산도 남아 있어서는 안된다.) ③ 資産이 Trust에 信託된 후에는 어떤 活動的인 管理를 하지 말 것 등이다.

1986년 稅法改正때 議會가 부동산저당투자도관(REMIC; Real Estate Mortgage Investment Conduit)을 만들었다. 이로써 발행기관이 과세부담 없이 다단계 CMO를 발행할 수 있게 했다. 본질적으로 이 法의 의도는 發行機關이 抵當들과 所得의 管理에 있어서 融通性을 提供하는 것이다. 株式會社, 合作會社, 信託, 組合 등 모든 企業形態가 REMIC의 지위를 가질 수 있다.[13]

Ⅲ. 韓國의 住宅抵當證券(MBS)

한국주택저당채권유동화(주)(KoMoCo)는 1999년 9월 建設交通部 45.04%, 國民銀行 14.99%, 外換銀行 14.99%, 住宅銀行 14.99%, 三星生命 9.99%의 持分構成과 資本金 1001억으로 設立되었다.[14]

KoMoCo는 國民住宅基金保有 住宅抵當債券을 대상으로 두 차례의 주택저당증권(MBS)을 발행했다. 1차 발행은 2000년 4월 7일 國民住宅基金保有 住宅抵當 債券을 대상으로 住宅抵當證券을 발행했다. 총 發行金額은 3,976억원(선순위 3,690억, 후순위 286억)으로 9단계 CMO형태의 만기구조를 가지고 있다. 先順位 CMO의 金利構造는 3년만기 國庫債基準收益率(8.98%)±spread이다. 2차 발행은 2000년 9월 1일 國民住宅基金保有 住宅抵當 債券을 대상으로 住宅抵當證券을 발행했다. 총 발행금액은 5,000억원(선순위 4,790억, 후순위 210억)으로 11단계 CMO형태의 滿期構造를 가지고 있다. 선순위 CMO의 금리구조는 3년만기 국고채기준수익률(7.79%)±spread이다.[15]

KoMoCo가 발행한 住宅抵當證券의 특성과 앞에서 소개한 住宅抵當證券의 種類와 特性은 <표 1>에 요약되어 있다. <표 1>에서 보듯이 일반적인 CMO와

13) 機關, 信託, 會社들은 다음과 같은 거래에 관련되지 않는 한 友好的인 稅金 地位를 유지할 수 있다.
① 適格抵當(Qualified Mortgage)이 아닌 다른 자산에서 발생한 소득을 취득할 경우
② mortgage portfolio가 아닌 다른 서비스에서 얻은 手數料
③ pool이 90일 안에 다 팔려 나갈 경우를 제외하고 pool이외의 다른 저당을 사고 파는 것.

14) KoMoCo의 設立目的은 다음과 같다.
① 住宅金融資金의 供給을 통한 住宅金融基盤 확충
② 金融機關의 收益性, 財務健全性 및 危險管理에 기여
③ 새로운 投資機會提供과 中長期 債券市場 發展에 기여
④ 住宅金融 및 資本市場 發展으로 金融産業 先進化

15) 자세한 자료는 KoMoCo 홈페이지(www.komoco.co.kr) 참조할 것.

KoMoCo가 발행한 CMO의 差異點은 抵當 集合體(Pool)의 過擔保 條項이다.[16]

KoMoCo의 경우 선순위와 후순위에 의한 滿期構造로서 선순위에 대해서는 KoMoCo가 全額支給保證條件으로 과담보 없이 評價金額 全額을 住宅抵當債券으로 발행했다. 만약 不動産價値가 下落하여 Pool의 가치가 선순위 債券 發行額 이하로 하락한다면 가치하락부분은 KoMoCo가 어떤 방법으로 資金을 調達하여 지급보증할 것인가에 대한 구체적인 언급이 없다. 즉, 저당 Pool의 價値의 變化에 대해 市場價値로 評價하여(mark-to-market) 과담보가 지속되도록 하는 점이 부족하다.

또한, 二重課稅部分에 대한 구체적인 언급이 없다. MBS를 발행해서 抵當을 구입하는 자금으로 사용하는 제2차 저당시장 주체인 KoMoCo는 수입이 있을 것이며, 이것은 투자자에게 移替(pass-through)될 것이다. 이 경우, MBS를 발행하는 기관의 수입과 투자자에게 전해지는 현금수지에 이중과세되는 것을 피해야 한다.

유동화 중개기관의 수입은 대출기관의 대출금리와 유동화 중개기관 발행의 저당담보증권의 수익률의 차이(spread)이다. 미국의 경우 이 차이는 약 0.5% 내외이다.

KoMoCo의 경우를 보면 1, 2차 증권 발행시 국민주택기금의 대출금리는 9% 수준이었다. 1차 발행시 수입은 9% - 8.99% = 0,01%로 거의 수입이 없는 상태이나 2차 발행시의 수입은 9% - 7.79% = 1.21%로 상당히 높은 편이다. 이런 차이가 일정한 기준을 중심으로 변화한다면 자본시장에서 발행증권의 수익률이 예측가능한 안정된 증권이 될 것이다.

16) 抵當은 信託會社(trust)에게 맡겨지고 受託者(trustee)는 저당 pool의 가치에 대한 어떤 변화에 대해 市場價値로 評價한다(mark-to-market). 그래서 過擔保가 지속되도록 한다. 이것은 과담보(125% 에서 240%)에 사용된 抵當의 市場價値가 발행시기에 합의된 수준 혹은 債券의 유효기간동안 합의된 수준으로 유지되는 것을 보장하기 위해 주기적으로 행해진다. 만약, 信託중인 저당의 市場價値가 합의된 과담보 수준 이하로 떨어지거나, 혹은 저당 pool에서 과도한 만기전 변제나 債務不履行 때문에 줄어든다면 發行機關은 같은 品質의 추가적인 저당을 저당 pool에 채워 넣어야만 한다. 만약, 發行機關이 추가저당을 채워 넣지 않는다든지 혹은 證券發行의 規定을 지키지 않는다면, 受託者는 證券所有者를 보호하기 위해 信託중인 모든 抵當擔保를 賣却할 것이다.

<표 1> 抵當擔保證券에 대한 要約

	MBB	MPT	MPTB	CMO	KOMoCo
(1) 利子支給에 따른 證券種類	負債	持分	負債	負債	負債
(2) 證券段階	하나	하나	하나	다수	다수
(3) 元金移替	없음	직접	직접	優先順位	優先順位
(4) 滿期前辨濟危險에 대한 責任	發行機關	投資者	投資者	投資者	投資者
(5) 課擔保	예	아니오	예	예	아니오
(6) 課擔保에 대한 市場價値 調査	예	해당없음	아니오	아니오	아니오
(7) 신용증가이용	예	아니오	예	아니오	아니오
(8) 알수 있는 滿期	예	아니오	아니오	아니오	아니오

Ⅳ. 商業用 不動産 抵當證券(CMBS; Commercial Mortgage-Backed Securities)

商業用 不動産 抵當證券(CMBS; Commercial Mortgage-Backed Securities)은 商業用 不動産의 子芩調達에 중요한 財源이다.[17] MBS가 住居用 不動産抵當貸出에 의해 발행된 것처럼 CMBS는 商業用 不動産抵當貸出에서 派生된 證券이다.

CMBS의 도입이유는 住宅抵當債券(MBS)의 발행처럼 제2차 저당시장을 통한 流動性 증가이다. CMBS도 방법론과 구조에서 MBS와 아주 비슷하다. 그러나, CMBS는 다음과 같은 여러 가지 이유로 MBS보다 危險性이 높다.

첫째, 住宅抵當貸出보다 抵當保險이 부족하다.

둘째, 여러 가지 유형의 不動産에 대한 抵當들의 混合이므로 각각의 不動産 危險에 대한 완전한 분석을 하기가 어렵다.

셋째, 비록 個別 不動産에 대한 CMBS일 지라도 그 不動産의 危險에 대해서 일반적인 投資者를 확신시키기 어렵다. 특히, 債務不履行(Default)危險의 가능성은 CMBS와 MBS의 중요한 差異點이다. 그래서 流動化 Pool을 구성한 抵當貸出은 대상자산의 안전성 및 元利金 回收可能性이 높은 과거실적을 가지고 있는 商業用 不

17) 1990년대 초반에는 商業用 貸出에 대한 證券化가 가속되어 왔다. 1992년에 商業用 抵當證券의 금액은 14.4 billion, 1993년에 $17billion이 發行되었다. 1992년 RTC 활동이 감소함에도 불구하고($9billion에서 $3billion) CMBS는 增加했다. 1997년, CMBS는 $40billion이 發行되었다. (Olasov and Aldridge, 1999)

動産 및 賃貸아파트에 貸出한 銀行, 保險社 등으로부터 가져온다. 또한 貸出資産賣却을 원할 때 個別貸出資産의 流動化는 개별자산의 금액이 크고 貸出條件이 표준화되어 있지 않기 때문에 買受者를 찾기가 어렵다. 그러므로 이런 商業用 抵當貸出債券을 Pool에 모은 후, Pool에 대한 채권을 소액으로 발행하여 다수의 투자자에게 판매함으로써 자금을 조달할 수 있다. 이렇게 함으로써 商業用 不動産抵當貸出의 流動化로 商業用 不動産抵當貸出의 자금을 확대하고 원활화 할 수 있을 것이다.

초기의 CMBS는 규모가 큰 개별 不動産(예를 들면, 광역시의 규모가 큰 단일 사무실빌딩)에 대한 抵當에서 발행되었다. 다음 단계는 소규모의 서로 다른 유형의 부동산들을 모은 集合體(Pool)를 擔保로 하여 증권을 발행하였다. 최근에는 서로 다른 지역의 서로 다른 유형의 부동산을 모은 集合體(Pool)를 담보로 하여 증권을 발행하고 있다. 가장 바람직한 CMBS는 적절한 貸付比率(Loan-to-Value ratio)과 합당한 負債堪當比率(Debt Coverage Ratio)을 가지고, 상당한 稅前現金收支와 稅後現金收支를 발생시키며, 지역시장상황에 비추어 실질적인 수익률을 보이는 商業用不動産으로 구성된 抵當 Pool에서 발행한 CMBS이다.(Struble, 1999)

CMBS발행은 독립적인 信用評價士로부터 信用等級을 획득한다. Pool내의 抵當貸出 성격이 住宅貸出과 상이하므로 CMBS는 發行者의 信用等級에 의존한다. CMBS 발행이 성공적이기 위해서는 發行主體가 충분한 信用補完을 제공하여 投資家측의 default위험을 무난한 수준까지 줄여 주어야 한다.[18] 위와 같은 이유로 대부분의 CMBS는 Moody's 와 S&P 같은 信用評價機關에 의해 信用等級을 받는다. 信用等級은 투자자에게 CMBS의 위험에 대한 情報를 提供한다.

최상의 信用等級을 얻기 위해서는 적어도 다음과 같은 條件을 가져야 한다. (Riddiough, 2000)

① 貸出書類의 標準化

② 償還期間의 延長(최고 5-7년의 Bullet loan)[19]

---

18) 信用補完에는 다음과 같은 方法들이 있다.(신창득, 김영곤, 신규진, 2000)

① 發行主體 또는 제3자의 保證

② 保證證券(Surety bounds) 및 信用保證書(Letters of credit)

③ 선불(Advance Patment)契約

④ 抵當權의 교체 및 환매수 契約

⑤ Lease 讓渡(assignment)

⑥ 課擔保

⑦ Cross Collateralization, Cross default 條項(Blanket Mortgage)

19) Bullet loan은 國債나 會社債와 같이 元金償還은 거치되고 매월 이자만 납부하다가, 滿期에 元金이 일시 償還되는 條件이다.

③ 최소한의 負債서비스와 貸付比率유지

④ 初期標準期間에 대한 만기전 변제 禁止

다양한 貸出條件과 규제를 가지고 있는 商業用 貸出에서 완전한 標準化를 기대하기 어려울 것이다. 그러므로 CMBS의 발전에 있어서 중요한 점은 CMBS 抵當의 標準化이다.

V. 結語

住宅抵當證券(MBS) 流動化 仲介機關인 한국주택저당채권유동화(주)는 미국의 저당유동화중개기관인 FNMA와 FHLMC의 발달과정과 比較해 보면 資本金문제에 있어서 훨씬 많은 자본금이나 정부보증이 필요하다고 보여진다. 그리고 二重課稅(double taxation)되는 것은 피해야 하며, 收入 부분도 일정한 기준을 중심으로 예측가능한 상태를 유지하는 것이 바람직할 것이다. 또한, MBS는 課擔保와 信用補完을 통해 지속적으로 信用向上(credit enhancement)을 추구해야 할 것이다. 높은 信用等級의 MBS가 市場性이 높고, 또한 流動性도 높다.

住居用 不動産에 대한 住宅抵當證券의 發行은 住居用不動産貸出에 의해 固定化되었던 住宅貸出資金을 流動化 함으로써 住宅貸出資金의 擴大와 圓滑化가 가능하게 되었다. 그러나 金融機關은 住宅資金貸出뿐만 아니라 商業用 不動産資金貸出도 함께 하고 있다. 2000년 3월말 全體貸出金 가운데 국민주택기금대출총계는 약 36조원이고 산업별대출총계는 약181조원으로 산업별대출총계가 약 5배이다.[20] 만약 한국에서도 주택저당증권의 발행처럼 商業用 不動産 抵當證券을 발행한다면 상업용부동산저당대출에 의해 고정화되었던 商業用 不動産 抵當貸出資金을 流動化함으로써 商業用 不動産貸出資金의 확대와 원활화가 이루어 질 것이다. 다시 말하면, CMBS 발행은 MBS 발행보다 더 많은 자금이 不動産 市場에 유입되어 不動産 景氣의 활성화에 큰 기여를 할 것이다.

20) 주택금융(2000), 주택금융, 제221호, pp. 120-121
조사통계월보(2000, 8월), 한국은행, pp. 56-57

<參考文獻>

1. 안정근(1995), 현대부동산학, 서울:법문사
2. 윤부진(1998), 주택저당채권 유동화제도 도입을 위한 법적인 문제 검토, 새정치국민회의 정책토론회
3. 윤주현(1998), 주택저당채권 유동화제도 도입방안, 새정치국민회의 정책토론회,
4. 정상국(1999), 부동산증권의 유형과 특성, 부동산학연구, 제5집 제2호
5. Biasucci, J. and M. Martell. (1990), Buying and Selling Mortgage Servicing, Secondary Mortgage Markets, Vol. 6, Winter.
6. Bowen, H. (1999/2000), Commercial Real Estate Finance- Global or Local?, Real Estate Issues, Winter
7. Brueggeman, William B., Jeffery D. Fisher(2000), 「부동산 금융과 투자」(Real Estate Finance and Investment, 10rd ed.,), 신창덕, 김영곤, 김규진 공역, 서울: 부연사
8. Brueggeman, William B., Jeffery D. Fisher, and Leo D. Stone(1989), Real Estate Finance, Boston, IRWIN
9. Clauretie, T. and G. Sirman(1999), Real Estate Finance, New Jersey:Prentice Hall
10. Dibernardo, R.(1999), The Recovery of the CMBS Market, Real Estate Review, Spring
11. Dougherty, A. J.(1989), The (next-to-the) last word in financial innovation, Secondary Mortgage Market, Vol. 6, Spring
12. Golbin, A. (2000), New CMBS Index Aids Invester, The Real Estate Finance Journal, Winter
13. Hess, A. and C. Smith, Jr. (1988), Elements of Mortgage Securitization, Journal of Real Estate Finance and Economics, 1: 331-346
14. Lore, K. (1987), Mortgage-Backed Securities, New York: clark Boardman
15. Lucas J. R. (2000), How Commercial Real Estate Caught up with Technology, The Real Estate Finance Journal, Summer
16. McElhone, J. (1987), The bare facts about strips, Secondary Mortgage Markets Vol. 4, Summer
17. Muldavin, S. (1999), Mortgage Markets Robust as CMBS Market Recovers,

Real Estate Finance, Summer

18. Olasov, B. and J. Aldridge(1999), When the Levee Breaks: Cautionary Tales for the CMBS Industry, Real Estate Review, Winter
19. Quercia. R. and M. Stegman. (1992), Residential Mortgage Default: A Review of the Literature, Journal of Housing
20. Riddiough, T. J.(2000), Forces Changing Real Estate for at Least a Little While: Market Structure and Growth Prospects of the Conduit-CMBS Market, Real Estate Finance, Spring
21. Struble, D.(1999), Back to Basics Approach:The Commercial Real Estate Industry at the Millenium, The Real Estate Finance Journal, Fall
22. Waller N.(1988) Residential Mortgage, default; a clarifying analysis; Housing Finance Review Vol 7, Fall/Winter.