

상업용 부동산저당채권유동화증권(Commercial Mortgage-Backed Securities)의 발행 및 유통 활성화에 관한 연구

김지현·김지환

서울사이버대 부동산학과 전임교수·서울사이버대 법무행정학과 전임교수

kimjade@iscu.ac.kr·jiwhank@iscu.ac.kr

A Study on the Development of Commercial Mortgage-Backed Securities

Ji-Hyun Kim·Ji-Whan Kim

Professor, Dept. of Real Estate, Seoul Cyber University·Professor, Dept. of Law and Public Administration, Seoul Cyber University

Abstract: This study aims to explore the scheme for developing commercial mortgage-backed securities (CMBS) market in Korea. One of the major developments in real estate finance during the 1990s was the emergence of a viable market for CMBS. In fact, Korea's first CMBS, Central 1st Securitization Securities, was issued recently and has received an attention in the debt arena. However, unlike residential mortgages-backed securities (RMBS), CMBS has not been provided with needed legislation which might be an obstacle for the development of CMBS. In order to make CMBS easier to be issued and distributed, this paper suggests that government should take into account of establishing or re-establishing appropriate legal framework.

키워드: 상업용 부동산채권, 상업용 부동산채권유동화증권, 특별목적회사

Key word: commercial mortgage, commercial mortgage-backed securities, special purpose company(SPC)

I. 들어가는 말

상업용부동산저당채권유동화증권(commercial mortgage-backed securities; 이하 CMBS)은 1985년 미국에서 최초로 발행한 이후 1990년 대 후반 이후 급속한 성장세를 보이고 있다. 일본의 경우에도 CMBS의 거래량은 2003년-04년 동안 30%가 증가하였으며, 주택저당채권유동화증권(MBS)¹⁾과 더불어 일본의 유동화시장을 주도하는 주요상품으로 부각하고 있다.²⁾

CMBS는 자산보유자들에게 비유동적 상업용 자산을 유동화³⁾하여 자신의 신용등급보다 높게 자본을 조달함으로써 자본조달비용을 낮출 수 있고, 투자자들에게는 수익률이 유사 금융상품에 비하여 높기 때문에 새로운 투자수단이 됨으로써 금융자산의 다양성을 제고할 수 있다는 장점이 있다. 물론 상업용 부동산 시장의 불황으로 인한 담보자산가치의 하락과 채무불이행으로 인한 현금흐름의 부족상황이 발생할 경우에는 투자자 보호에 있어서 문제가 발생하기도 한다. 그럼에도 불구하고 CMBS의 발행은 대상자산을 그대로 관리하면서도 자산보유자들의 현금 보유

환경이 개선된다는 측면에서 그 이용가치가 높다 할 것이다.

세계적 신용평가회사인 무디스는 2005년도 아시아지역의 자산유동화증권 발행이 활발할 것이라 예상하면서 이중 특히 한국과 대만, 싱가포르를 주목하였다.⁴⁾ 특히 싱가포르의 경우 CMBS 발행규모가 아시아 시장 가운데 가장 크며, 부동산관련 유동화증권은 싱가포르 시장의 성장세를 견인하는 중요한 동력으로 평가받고 있다. 국내에서도 주택저당채권유동화증권(MBS)이 도입되어 주택시장 및 금융시장에서 어느 정도 긍정적 평가를 받고 있지만, 이에 반하여 CMBS 시장은 거의 전무한 실정이었다. 물론 상업용 부동산을 활용한 자산유동화증권(ABS)이 발행된 적이 있으나, 이들은 엄밀한 의미의 CMBS라고 보기에는 무리가 있다. 그런데 최근 부동산자체를 기반으로 한 센트럴제일차유동화라는 최초의 CMBS가 발행되어 관심을 끌고 있다. 이런 측면에서 CMBS에 대한 고찰과 우리나라에서의 활성화를 위한 방안을 모색해 보는 것은 의미 있다고 생각한다.

II. CMBS에 대한 개설

1. CMBS의 개념

CMBS는 상업용 부동산저당채권을 기초자산으로 발행되는 일종의 자산유동화증권(ABS)의 한 종류를 말한다. 부동산 관련 저당대출은 크게 주택저당채권(residential mortgage)과 상업용 부동산저당채권(commercial mortgage)으로 구분된다. 주택저당채권의 경우 사회적·정치적 관심으로 인하여 정부가 시장에 개입하는 경우가 많기 때문에 비교적 안정적인 현금흐름을 보

1) 엄밀하게 부동산저당대출유동화증권(mortgage-backed securities, MBS)은 상업용부동산을 대상으로 한 CMBS와 주택을 대상으로 한 주택저당대출유동화증권(residential mortgage-backed securities, RMBS)으로 구별된다. 그런데 이제까지 전 세계적으로 발행된 부동산저당대출유동화증권의 담보 대부분이 주택이었으므로 MBS는 흔히 주택저당대출유동화증권(RMBS)으로 인식되어진다.

2) 연합인포맥스 2005.1.21 재인용

3) 유동화란 간단히 말해서 유동성이 없는 자산을 유동성(liquidity) 있게 하는 것을 말한다. 이에 증권화는 유동화의 한 가지 방법이라 할 수 있다. 우리나라의 경우 '자산유동화에 관한 법률(일명 ABS법)'에 의하여 증권화(securitization)를 통하여야 자산유동화가 가능하므로 흔히 유동화를 증권화와 같은 의미로 사용하는 경향이 높다.

4) 연합인포맥스 2005.1.11 재인용

여주고 있다.⁵⁾ 반면에 공장, 오피스빌딩, 상가, 호텔, 임대주택 등 수익발생을 주목적으로 하는 상업용 부동산저당채권은 경기에 따라 변동성(volatility)이 클 뿐만 아니라, 지역별·유형별로 처한 여건이 각기 다르기 때문에 상당히 위험도가 높은 자산으로 인식되고 이에 따라 CMBS 시장도 그다지 활성화되고 있지 않는 실정이다. CMBS는 이와 같은 특성으로 인하여 자본시장이 발달한 미국에서조차 1990년대 들어서야 비로소 활성화되기 시작하였으며, 이에 는 물론 해당 부동산 및 대출구조에 대하여 엄밀한 분석과 신용평가가 선행되었음은 말할 나위 없다.

2. CMBS의 발행구조와 유형

CMBS의 발행구조는 여러 가지 형태가 있지만, 본고에서는 가장 보편적인 형태로 알려진 미국의 CMBS와 일본의 임대차계약부매각(sale and lease-back)구조에 대하여 알아보도록 하겠다.

2.1 미국의 CMBS의 발행구조와 유형

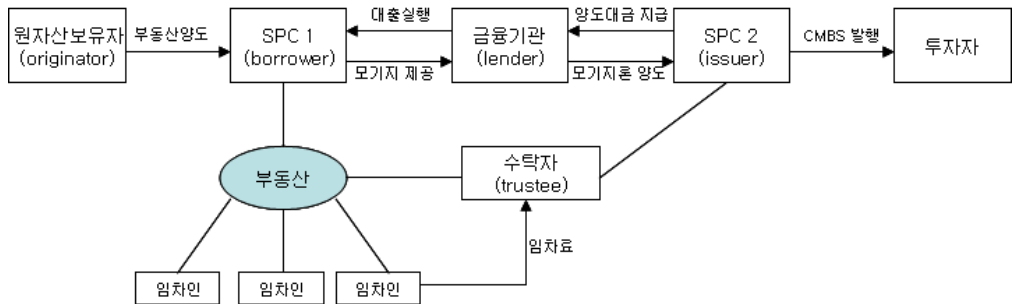
<그림 1>은 미국에서 가장 보편적인 CMBS 발행구조로서 특별목적회사(special purpose company, 이하 SPC)⁶⁾가 자산을 소유함으로써 해당 상업용 부동산의 원자산보유자⁷⁾(originator

or seller)의 신용도와 담보 부동산을 분리하는 특성을 가지고 있다. 미국의 경우는 CMBS 발행에 있어 단수의 원자산보유자(single-seller) 보다는 복수의 원자산보유자(multi-seller)가 보편적이고, 부동산도 여러 개(group property)가 존재하는 것이 일반적이다. 따라서 자산이 하나인 경우(single property)는 CMBS의 발행비중도 낮아 대부분 사모로 발행된다. 이에 가장 보편적으로 발행되는 CMBS의 유형은 다수의 원자산보유자와 다양한 부동산(multi-seller with various property)이며, 도관체(conduit)⁸⁾를 활용하는 경우가 많다.

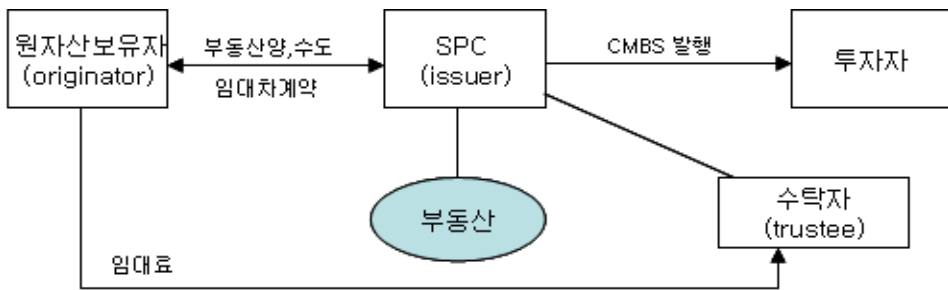
구체적으로 <그림 1>에서 보는 바처럼 원자산보유자는 차주(borrower)의 역할을 하는 SPC1을 설립하여 자산을 양도하고 자산을 소유한 SPC1은 은행과 같은 금융기관들에게 담보를 제공하고 대출을 받는데, 일반적으로 그 대출은 비소구금융(non-recourse loan)형태로⁹⁾ 이루어

- 5) 미국의 Fannie Mae(Federal National Mortgage Association, 연방저당공사)와 Freddie Mac(Federal Home Loan Mortgage Corporation, 연방주택대출저당공사), 우리나라의 주택금융공사 모두 주택저당대출시장을 안정화하고 활성화시키기 위한 정부의 의지를 보여준다고 할 것이다.
- 6) SPC의 경우 주식회사 등의 법인형태를 취해 매입한 자산을 근거로 주식, 출자증권 등의 지분증권과 채권을 발행 할 수 있다.

- 7) 원자산소유자 또는 원차주는 부동산유통화의 기초가 되는 자산을 보유하고 있었던 사람을 말한다. SPC에 자산을 매각한다는 측면에서 매도자(seller)라고 부르기도 한다. 지금까지의 사례에서는 부동산회사 및 은행, 생명보험회사, 일반기업 등 다양한 기업이 원차주가 되었지만 향후 국가나 지방자치단체등도 추가될 가능성이 있다. 우리나라에서는 ABS법에 의하여 자산보유자를 금융 기관 등과 금감위가 인정하는 법인 및 대통령령이 정하는 법인으로 그 자격을 한정하고 있다.
- 8) 도관체(conduit)란 과세의 주체가 되지 않는 기구를 말하는 것으로, 상업용 모기지를 보유하고 있지 않고 단순히 자본이 흐르게 하는 역할을 수행한다고 해서 붙여진 이름이다. 미국에서 도관 대출자(conduit lenders)는 지역 부동산 전문가나 계약자에게 필요한 지역 모기지를 발행하는 은행을 포함하는 사업용 또는 투자은행, 부동산 신디케이터(syndicate)들인 경우가 많다.
- 9) 비소구금융(non-recourse loan)은 대출에 적용되는 구상권(right of indemnity)의 범위를 물적 담보에 한정하기 때문에 담보물건 이외에



<그림 1> 미국의 전형적인 CMBS 발행구조



<그림 2> 임대차계약부매각(sale and lease-back)방식의 CMBS 발행구조

진다. 금융기관은 저당채권이 어느 정도 모이는 시점에 이를 종합하여 SPC2에게 양도하며, SPC2는 이 대출채권을 기반으로 CMBS를 발행하게 된다. 금융기관은 해당 자산을 구입한 자에게 대출을 해준다고 해서 대출자(lender)라고도 한다. 부동산을 소유한 SPC1은 실질적으로 실체가 없는 명목회사(paper company)이기 때문에, 자체적으로 부동산 관리나 임대료 회수 업무를 수행하는 것이 불가능하다. 따라서 유동화자산을 실질적으로 관리해주는 신탁회사(trustee)에게 맡기게 된다. 신탁회사는 투자자를 대신하여 유동화자산 관리업무 등을 감시하고, 회수된 금전 등의 관리 및 여유자금의 안전한

운용 등을 담당하여 유동화자산에서 발생하는 현금흐름이 투자자에게 정상적으로 지급되도록 하는 책임을 지게 된다.

2.2 일본 임대차계약부매각방식 CMBS

<그림 2>는 임대차계약부매각(sale and lease-back)방식의 CMBS 발행구조이다. 이 형태는 1990년대 일본의 부동산 버블현상이 꺼지던 시기에 비영업용 부동산을 조기에 매각하여 자금조달과 구조조정효과를 동시에 얻으려는 목적하에 이용된 것이다. 여기서 임대차계약부매각(sale and lease-back)이란 기업이 소유하고 있는 자산을 금융기관에 매각한 다음 쌍방 간의 임대차계약을 통해 사용권을 얻는 것을 말한다. 이러한 구조에서 유동화채권의 이자는 SPC와

는 소급(遡及)되지 않은 대출을 말한다. 따라서 담보물건을 매각해서 채권액에 미치지 못할 경우에도 이것에 대한 채무가 일절 면책된다.

원자산보유자 사이에 체결된 임대차계약에 의해 원자산보유자가 지급하게 되는 임대료로 지불하게 되며, 부동산의 매각을 통해 유동화채권의 원금 상환재원을 확보하게 된다.¹⁰⁾

3. CMBS의 위험과 통제장치

CMBS는 부동산금융으로써 보편적으로 지니고 있는 위험 및 이외에도 몇 가지 고려해야만 하는 위험요소가 존재한다. 여기에서는 이들 위험 및 위험에 대한 통제장치를 살펴보도록 하자. 이는 CMBS의 신용등급 및 발행과 직결되기에 매우 중요하다.

3.1 유동성위험(liquidity risk)

상업용 모기지의 현금흐름은 임대차계약에 기초를 두고 있기에 임차인의 부도, 파산 등으로 임차료 지급의무를 이행하지 않을 경우, 우발비용이 발생하거나 임대차계약 해지 등으로 일시적인 자금부족이 발생할 수 있다. 이러한 일시적 유동성 위험은 유동화채권의 부도를 야기할 수도 있기 때문에 이를 대비하기 위하여 관리회사(servicer)¹¹⁾ 또는 신탁회사(trustee) 혹은 제3의 기관이 부족자금을 제공하도록 하여야 한다. 이때 제공되는 유동성 공여(供與)는 일정 기간 동안 발생하는 이자와 각종 비용을 충당하

는 규모가 될 것이다. 또한 CMBS의 이자지급 능력을 보여주는 부채상환충당비율(debt service coverage ratio, DSCR)이 일정수준 이하로 떨어지면 초과임대수익으로 펀드를 만들어 이에 대비하기도 한다. 이처럼 CMBS는 자산보유자의 신용이 아니라 유동화대상 자산의 현금흐름을 담보로 발행되기 때문에 이와 같은 유동성위험에 대한 장치가 마련되지 못하면 CMBS 원리금 지급에 차질이 발생할 수도 있으므로, 신용을 높이기 위해 보증보험, 초과담보 등의 방법을 통한 추가적인 신용보강(credit enhancement)이 필요하다.

3.2 자산혼장위험(commingling risk)

자산혼장위험(commingling risk)은 의뢰인으로부터 맡은 자금을 자기의 사업 또는 개인의 금액과 함께 사용하는 것을 말한다. 이에 신탁회사는 차주(SPC1)가 소유한 부동산의 임차인으로부터 임대료를 거두어 SPC2의 계좌(lock box)에 곧바로 입금하도록 하면 현금흐름의 독립성을 확보함으로써 자산혼장위험을 최소화시킬 수 있다. SPC2의 계좌에 입금된 임대료로 운영비용, 세금, 보험료, 유동화사채의 원리금, 자본적 지출 등 유동화구조 내에 필요한 자금을 모두 지급한 후 남는 수익은 차주인 SPC1에게 지급된다. SPC1이 영업목적상 혹은 기술적인 문제로 lock box 설정을 거부하는 경우 임대료는 SPC2의 신탁회사가 관리·운영하도록 되어져 있는 것이 보편적이다.

3.3 차환위험(refinancing risk)

대출채권의 만기와 유동화증권의 만기가 동일하다고 가정할 때, 대출채권 만기 시점에 차환(refinancing)을 통하여 원금상환자금을 조달하지 못하였을 경우 해당 유동화증권은 상환되

10) 우리나라에서도 뉴밀레니엄코람코유동화전문(유)과 뉴밀레니엄코람제이자유동화전문(유)가 이러한 구조를 이용하여 유동화사채를 발행한 사례가 있다.

11) servicer는 SPC를 대신하여 자산에서 발생하는 채권을 회수하는 사람을 말한다. 채권회수인은 정상채권의 회수를 담당하는 'master servicer'와 부실채권의 회수를 담당하는 'special servicer'로 구분되는데, 전자는 채권 관리자(loan administrator)라고 부르기도 한다.

지 못하는 것을 차환위험이라고 한다. 차주는 시장금리의 급등, 부동산경기의 침체 등 시장여건이 변하거나 본인의 능력부족으로 차환에 실패하기도 한다. 따라서 차환위험을 줄이기 위해 대출채권의 만기보다 유동화사채의 만기를 길게 설정하는 방법을 사용한다. 이는 관리회사가 자산을 매각하거나, 경매절차를 거치는 등 대체적인 자금조달에 있어 시간을 확보하기 위함이다. 최종적인 대체자금조달수단은 법원의 경매이기 때문에 tail period는 일반적인 지역별 법원의 경매절차기간을 분석하여 설정한다. 여기서 tail period란 유동화증권의 예상만기일과 최종만기일사이의 기간(time gap)을 일컫는 것으로 담보부채권의 만기일보다 유동화증권의 만기일을 길게 연장하는 것을 의미하므로 extension period라고도 한다. tail period가 설정되면 유동화증권의 원리금이 예상만기일에 전액 지급되지 않아도 채무불이행 상태가 아니다. 즉 tail period를 설정하는 목적은 기본적으로 유동화거래 참여자로 하여금 담보자산에 대한 처분권을 확보하고 매각에 필요한 시간을 충분히 확보하여 담보자산의 투매를 방지하고 담보자산의 회수가치를 최대화하는 데 있다고 할 것이다.

3.4 법적위험(legal risk)

대부분의 유동화에서 요구되는 것과 같이 CMBS구조도 기본적으로 원자산보유자의 부도위험에서 완전히 분리되어야 한다. 즉, 채권자취소권이나 대위권·부인권 등의 법률문제에 관한 위험이 없거나 최소화되어 있어야 한다. 만일 그렇지 못할 경우 원자산보유자의 파산시 파산절차에 따라 차주나 유동화채권발행인이 자산에 대한 담보권자로 참여하기 때문에 상환재원의 일부 손실 혹은 지급시점의 지체 등을 겪을 수 있게 된다. 倒産隔離(bankruptcy remoteness)는 SPC를 원자산소유자나 기타 개인 및 기업에서 독립시켜 자본 관계를 단절시키므로 실제 누

구라도 주주권을 행사할 수 없는 존재로 만들기 위한 조치이다. 이를 위해 기본적으로 차주와 채권발행인 모두 SPC 형태로 설립되고, 원자산보유자가 부동산을 차주에 양도하여 담보부동산이 원자산보유자의 신용도와 절연되도록 한다.

4. CMBS의 신용평가

CMBS는 주택저당채권유동화증권(MBS)과 마찬가지로 부동산을 담보로 발행되는 채권의 유동화증권에 해당하지만, 현금흐름 발생 주체와 중도상환의 형태가 다르기 때문에 신용평가에 있어서도 차이가 발생한다. 예를 들어 주택저당채권의 경우에는 현금흐름의 발생원천이 채무자의 소득이지만, CMBS는 해당 부동산자체에서 발생하는 임대소득이다. 따라서 주택저당채권의 부도확률은 채무자의 부채상환금액 대 소득비율(debt to income ratio, DTI)로 측정하지만, CMBS는 부동산에서 발생하는 소득 대 채무상환비용을 측정하는 부채상환충당비율(debt service coverage ratio, DSCR)을 사용한다. 이에 CMBS의 신용상태를 평가하기 위해서는 담보부동산과 대출채권의 신용도를 분석하여야 하며 미국의 경우처럼 복수의 대출채권으로 저당채권의 풀이 구성되었을 때에는 포트폴리오 분석이 추가적으로 필요하다.

4.1 담보 부동산 분석

CMBS의 원리금이 모두 부동산으로부터 확보되어야 하기 때문에 부동산과 관련된 신용위험을 측정하기 위해서는 부동산의 가치와 부동산으로부터 발생하는 현금흐름에 대한 평가가 중요하다. 이러한 평가에는 DSCR과 주택담보대출비율(loan to value ratio, LTV)이 이용된다.

1) 해당 부동산의 가치

CMBS도 어디까지나 부동산을 담보로 한 대출채권의 유동화상품이므로 해당 부동산의 가치를 질적으로 평가하는 작업은 매우 중요하다. 부동산의 가치가 높게 평가되면 임대료 책정에 있어서도 주도적일 수 있고 공실률도 낮게 되므로, 결국 자산의 질적 수준은 현금흐름의 규모를 결정짓는데 중요한 역할을 하게 된다. 일반적으로 부동산의 질적 평가는 감정평가보고서나 엔지니어링 보고서를 검토한 후 현장실사를 통해 이루어지는데 이때 입지조건, 빌딩의 수명이나 규모, 층간높이, 빌딩관리시스템, 편의시설, 입차인의 신용도, 임대차조건, 경영시스템들이 주요한 점검사항이 된다. 이외에도 기초자산이 대규모 빌딩 한 건으로 구성되거나 도관체구조로 발행되는 경우에는 특히 빌딩 운영자의 경험이나 능력이 매우 중요하게 작용하기 때문에 자산관리자에 대한 분석 또한 필수적이다.

2) 현금흐름(cash flow)의 분석

유동화기간 중 당해 부동산으로부터 발생하는 수익과 운영비용을 산출하여 순현금흐름(net cash flow, NCF)¹²⁾을 분석할 필요가 있다. 해당 부동산의 수익 창출능력은 임대료수준과 공실률에 의해 결정되는데 이는 유형별 임대시장의 동향 및 경기전망, 개별 부동산의 입지여건 및 특성, 지역별 부동산의 수급상황 뿐만 아니라 당해 부동산에 속한 임차인의 집중도와 신용도도 영향을 주기 때문에 일반적으로 과거실적 및 추세 등을 고려하여 추정된다. 한편 비용 산출은 자산관리수수료, 부동산 보유세 및 각종 부담금, 손해보험료, 유지보수비, 자본적 지출, 임대차

중계 수수료 등의 과거실적, 부동산의 현 상태, 물가상승률 전망 등이 고려되어 추정된다.

미국의 경우 상업용 부동산의 유동화에 있어 다가구주택, 산업용부동산, 소매판매시설, 업무용사무실, 호텔 등의 순으로 위험도가 증가하는 것으로 나타나고 있다. 이에 CMBS의 1/4 정도는 위험도가 상대적으로 떨어지는 임대용 다가구주택을 근거로 발행되고 있다. (표 1 참조)

<표 1> 미국의 CMBS의 발행종류와 규모, 1995년 말 기준 (단위: 백만 달러)

상업용부동산의 종류	발행액	(%)
다가구주택(multi-family)	6,517.0	36.1
소매점(retail)	4,507.9	25.0
업무용사무실(office)	2,414.7	13.4
산업용(industrial)	773.7	4.3
호텔(hotel)	1,236.6	6.9
기타	1,336.3	7.4
합계	18,032.2	100.0

자료: 방근석·최두열(2000) 『자산유동화』, 한국경제연구원.

그렇지만 이는 일반적 특성을 고려한 것에 불과하므로 위험수준에 대한 판단은 개별 부동산의 특성을 반드시 반영하여 이루어져야 한다고 본다. 현금흐름분석을 위해서는 수익과 비용에 관한 최소 3년 이상의 장기간 실적에 대한 자료가 필요한데 이러한 자료가 존재하느냐의 여부는 신용평가결과에 상당한 영향을 미치게 된다. 국내에는 업무용 오피스 사무실을 제외하고 상업용 부동산에 대한 현금흐름의 자료가 거의 존재하고 있지 않기에 추후 CMBS의 활성화를 위해서는 무엇보다 자료축적이 시급한 실정이다.

12) 부동산에서 발생하는 NCF는 흔히 NOI(net operating income)로 측정한다. NOI는 임대료를 포함한 모든 수익에서 운영경비와 소수 유지예비비를 뺀 값으로 순(純)운용수익이라 할 수 있다.

3) DSCR과 LTV

DSCR 즉 부채상환충당비율은 일정기간 동안

부동산에서 발생하는 순(純)현금흐름을 CMBS의 이자비용 등으로 나눈 값으로 성격상 만기 전 CMBS의 이자지급능력을 평가하는 잣대가 된다. CMBS가 만기 일시상환 구조가 아닌 원금분할상환구조로 발행되었다면 본문에는 CMBS의 이자 외에 같은 기간 내 분할상환되는 원금까지 포함시켜야 한다. 따라서 CMBS는 유통화기간 중 대출채권의 이자를 상환할 수 있는가하는 이자지급능력 내지 부도가능성을 판단하는 기준이 된다. 일반적으로 DSCR이 1.0 보다 밑돌게 된다면 차환이 필요한 시점에 이자율이 상승하게 될 때 이자지급도 위태로워져 부도가 날 것이라고 판단한다. 상업용 부동산의 DSCR은 적어도 1.25는 되어야 유통화증권을 발행할 수 있다고들 하지만, 신용평가기관은 그보다 더 높은 수준인 1.3-1.4 정도를 요구하기도 한다. 비교적 안정적 현금흐름이 있다고 평가받는 상업용 부동산은 다가구주택, 상점, 그리고 물류창고시설 등이고 호텔, 오피스, 요양원, 휴양지, 별장 등은 시설이나 운영 상태에 따라 현금흐름이 급격히 달라지는 경향이 있어 상대적으로 위험이 높다고 간주되기에 더 엄격한 기준을 적용받게 된다. CMBS는 차환의 가능성이 매우 중요하므로 이를 판단하기 위해 스트레스 DSCR(stressed DCR)을 이용하기도 한다. 스트레스 DCR이란 분자에 장기적인 이자율 상승위험까지 고려한 것을 말한다. 따라서 이 값이 크면 클수록 차환시점의 이자율 상승위험에 대비한 대처능력이 높다고 할 수 있다.¹³⁾ 요컨대, 현재의 DSCR은 만기 이전의 부도위험을 측정하기에 적절하고, 스트레스 DSCR은 차환의 가능성 및 만기시점의 부도위험을 측정하기에 적절하다고 할 것이다.

한편, 대출금액 대 자산가치 비율을 말하는

13) 보통 CMBS구조에는 예상만기시점 차환에 실패할 경우를 대비하여 부동산 매각을 통해 원금 상환재원을 확보할 수 있도록 법적으로 충분한 기간(legal tail)이 요구된다.

LTV는 CMBS의 원금을 부동산가치로 나눈 값으로 CMBS의 원금상환능력을 평가하는 기준이 된다. CMBS는 원금을 차환자금으로 상환하거나 또는 부동산 매각대금으로 상환하는 구조이기 때문에 원금상환가능성을 평가할 때 기본적으로 LTV를 가장 중요시 한다. 여기서 부동산의 가치는 NCF를 적정한 자본환원율(cap rate)로 나눈 추정수익가치와 감정평가보고서 상의 감정평가액을 참고로 추정한다.¹⁴⁾ 상업용 부동산의 종류나 질 등에 따라 다르기는 하지만 대출시장에서 일반적으로 받아들여지는 LTV는 64~75% 정도이다. 보통 상대적으로 위험성이 떨어지는 소매상가나 다가구주택용 담보대출의 경우 LTV가 다소 높아도 괜찮지만, 호텔 등은 상당히 낮은 수준의 LTV를 요구하고 있다.

4.2 모기지 분석

모기지의 특성도 신용수준을 결정하는데 매우 중요하다. 만기일시상환이나 일부분 상환하는 대출구조에서는 분할상환대출구조와 비교할 때 만기시점 이전의 부도확률은 낮게 유지할 수 있으나, 차환의 규모가 만기시점의 시장상황이나 이자율에 의존하기 때문에 만기시 부도확률이 상당히 높게 올라갈 가능성이 있다. 반면 대출기간 동안 상당한 수준의 원금분할상환이 이루어지는 대출구조에서는 신용도를 높이기 위해서 현금흐름의 확실성이 높은 초기년도에 일정 수준 이상 원금상환이 이루어지도록 하거나, 다수의 원자산보유자와 다양한 자산으로 구성된

14) CMBS 기초자산인 부동산의 LTV는 만기시점의 모기지 잔고를 현금흐름을 기초로 산출한 모기지 풀의 자산가치로 나누거나 최초 모기지 잔고를 모기지 풀의 자산가치로 나눔으로써 산출되는데, 감정가액이나 공시지가가 아닌 NCF를 기준으로 산출되기 때문에 일반적인 LTV와는 비교적 큰 차이를 보일 수 있다.

모기지구조에서는 일정한 대출채권에서 발생한 초과현금흐름을 자금이 부족한 다른 대출채권의 현금으로 이용(cross-collateralization)하기도 한다. 한편, 모기지 원자산보유자의 상환청구권이 있는 경우에는 담보부동산 뿐만 아니라 원자산 보유자의 신용이 추가적인 담보가 되기 때문에 신용도에 긍정적으로 작용한다.

4.3 포트폴리오(portfolio) 분석

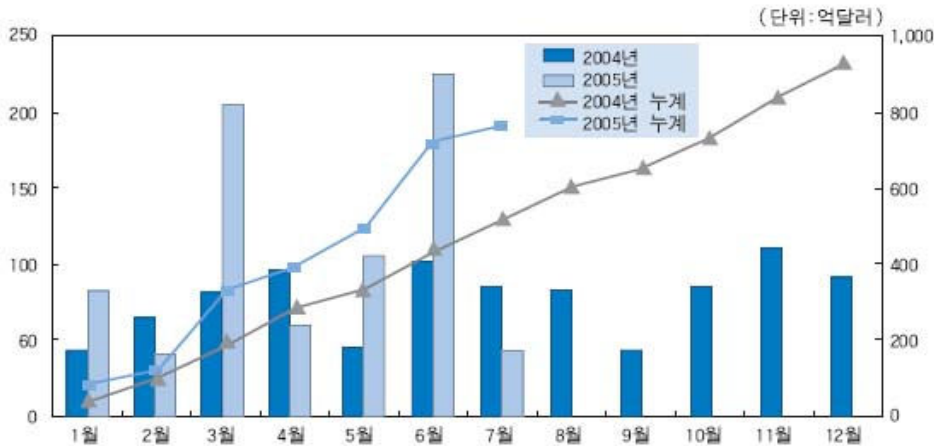
CMBS 발행이 다수의 모기지에 기초한다면, 개별 모기지 하나하나에 대한 평가 후 전체 모기지풀에 대한 전반적인 평가가 필요하다. 모기지 풀을 구성하는 채권들의 위험과 수익률이 다양할수록 트랑쉬(tranche)는 여러 유형의 투자자에게 매력적으로 보이게 되는데 보편적으로 모기지풀 분석에는 모기지 및 담보부동산의 분산도(diversity)가 중요한 평가기준이 된다. 왜냐하면 자산의 유형이 다양할수록 각 부동산의 고유한 위험이 혼합되어 모기지풀의 기대손실을 완화시키는 데 도움이 되고, 지역적 분포가 다양할수록 시장침체에 따른 위험뿐만 아니라 지진과 같은 자연재해의 피해를 완화시키는 역할을 담당하기 때문이다. 이에 분산도가 높으면 포트폴리오 효과에 따른 위험분산으로 신용등급이 높아지게 된다. 따라서 CMBS의 신용도는 트랑쉬의 신용등급 뿐만 아니라 모기지 풀의 성격과 위험정도에 영향을 받게 된다.

III. 외국의 CMBS 제도와 운영

1. 미국의 CMBS

미국은 1985년 Olympia & York社가 American Express의 본사 빌딩을 담보로 최초의 CMBS가 발행 되었다. 그러나 그 당시에는 보험회사 등 금융기관들이 직접 부동산투자에 참여하고 있었기에 그다지 활용도가 높지 못하였다.

미국에 있어 CMBS가 활성화되기 시작한 것은 1989년 금융기관 구조조정 관련 법(Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989, FIRREA)의 산물인 정리신탁공사(Resolution Trust Corporation, RTC)의 출범과 관련이 깊다. RTC는 연방정부회사로서 1980년대 금융부문 규제완화, 세계화 등에 힘입어 시중자금이 상업용 부동산시장으로 대거 유입되어 급팽창 한 후 갑자기 부동산경기가 급속하게 냉각되면서 위기에 빠진 저축대부조합, 상업은행, 보험회사 등의 부실자산을 정리하기 위하여 설립되었다. 즉 RTC는 냉각된 부동산시장에서 엄청난 양의 상업용 모기지를 빠른 시일 내에 매각해야 하는 임무를 맡았던 것이다. 한편, 이 당시 자본시장의 주요 투자자들은 상업용 부동산 시장이 근본적인 가치에 비하여 상당히 저평가되어 있고, RTC가 자산을 빠른 시일 내에 매각하여야 한다는 정치적 압력을 받고 있다는 사실에 주목하였다. 이에 RTC로 하여금 CMBS를 발행하고 투자자들이 안심하고 투자할 수 있도록 신용평가 기관이나, 월가의 투자분석가(analyst)들로 하여금 CMBS의 위험도를 평가하여 등급을 결정하여 제공하도록 하였다. 이후 많은 금융기관들은 재무구조 개선, 불필요한 자산매각 등을 위하여 CMBS를 발행하게 되었으며 1991-95년 중 RTC의 CMBS 발행액은 약 170억 달러에 달하였다. 더구나 1993년부터 부동산시장 회복에 따른 금융기관들의 부동산담보 대출 확대에 의해 민간 기업들까지 CMBS 발행에 적극 동참하였다. 여기에 증권회사들 간에 소규모의 다양한 채권 발행자들을 대상으로 한 증권화를 용이하게 하는 도관체의 설립이 확산



<그림 3> 최근 미국의 CMBS 월간 발행액 추이 (단위: 억달러)

자료: 한국금융연구원 (2005)

된 것도 CMBS의 발행을 부추긴 요인으로 작용하였다.¹⁵⁾

이처럼 미국에서 CMBS는 1990년대 후반까지 발전·확대되어 주식시장을 급속도로 성장하게 하는 동력이 되었다. 하지만 1998년 러시아 경제위기와 대형 헤지펀드의 파산우려로 인하여 투자은행들의 증권화 업무가 위축되면서 상황은 돌변하게 되었고, 이에 따라 CMBS의 발행은 감소세로 돌아섰다. 더구나 CMBS를 전제로 비소구 대출채권(non recourse loan)¹⁶⁾을 대량으로 비축하고 있었던 금융기관은 큰 타격을 받게 되었으며, 실제로 파산하는 금융기관도 발생하

게 되었다. 이러한 CMBS 시장의 혼란은 투자자들에게 CMBS 투자에는 일정한 위험이 내재하고 있다는 사실을 재인식하게 하는 계기가 되었다. 1999년이 되면서 시장은 다시 안정을 되찾아 새로운 CMBS가 발행되면서, 시장은 점차 확대되고 있는 추세를 보이고 있으며 최근 이러한 경향은 현격하다. 즉 2005년 상반기에만 720억 달러의 CMBS가 발행되었는데 이는 2004년 한해에 발행된 CMBS 940억 달러에 근접한 수준이다. 이처럼 미국의 CMBS 시장은 지난 10년간 약 10배가량 증가하여 2000년 말 이미 부동산투자신탁(REITs)보다 비중이 커지기 시작하였으며, ¹⁷⁾ 2005년 6월 현재 발행 잔액이 5,000억 달러에 육박하고 있다.¹⁸⁾ (그림 3 참조)

15) 도관체의 활성화를 계기로 미국에서 CMBS는 부동산담보대출시장에서 점유율을 크게 높일 수 있었다. 특히 미국의 MBS 발행에 있어 CMBS의 점유율은 2000년 말에 16.8%를 기록하여 저축기관의 감소분을 거의 흡수하였다. (한국금융연구원, 2001)

16) 비소구 대출채권이란 어떤 사업에서 발생하는 현금흐름만을 상환의 재원으로 하는 대출 형태를 말한다. 따라서 부동산의 경우 해당 자산의 임대수입과 매각대금만이 상환의 재원이 된다.

17) 2000년 미국에서 발행된 CMBS는 1,980억 달러로 부동산투자신탁(REITs)의 시가총액보다 1,387억 달러를 상회하고 있다.

18) 최근 미국 CMBS 시장의 급성장은 미연방준비이사회(FRB)의 정책금리인상에 따른 단기 금리 상승 등에도 불구하고 장기금리가 4% 내외에 머물면서 투자자들이 국채나 회사채에 비해 상대적으로 고수익의 시현이 예상되는 CMBS에 대한 투자를 확대하고 있는 것에서

미국 CMBS의 구조적 특징은 트랑쉬(tranche)와 저당권후순위화(subordination)로 대변될 수 있다. 언급하였듯이 미국에서 CMBS는 수많은 상업용 부동산 모기지를 모아서 하나의 증권화대상 자산을 구성하는 이른 바 풀링(pooling)에 의하여 발행되어지는 경우가 많다. 트랑쉬라 불리는 분할채권은 모기지의 유동화에서 위험이나 조건이 다른 여러 가지 종류의 채권을 설정하는 것을 말하는데 바로 이 트랑쉬가 주어진 모기지 풀에서부터 창조된다. 각 트랑쉬는 풀의 현금 흐름에 대한 여러 가지 유형의 지급요구에 따라 구분되는데, 저당채권자가 채권의 지급요구에 있어서 다른 채권보다 순위가 밀리게 되는 것을 저당권후순위화(subordination)라고 한다. 즉, 현금 지급요구 순위가 높아 투자 위험도가 낮은 선순위부분은 선순위사채(senior tranche)가 되며, 순위가 낮은 후순위 부분을 후순위사채(subordinated tranche)가 된다. 그리고 이 중간 단계는 메자닌사채(mezzanine tranche)가 된다. 현금흐름 지급요구의 순위는 대출금 회수와 신용위험에 의하여 결정되는데, 대출금 회수는 증권의 기간 및 이자율위험에 영향을 받고 신용위험은 채무불이행위험과 관련이 있다. 일반적으로 CMBS에서는 채무불이행 위험이 보다 중요하다고 여겨지는 경향이 있다.¹⁹⁾ 이상에서 보듯이 미국의 경우 대부분의 CMBS는 상업용 모기지를 풀링하고 이를 트랑쉬로 재포장하여 채권시장의 투자자들을 유인하는 구조적 특징을 갖고 있다. 물론 투자자들은 예상 수익 및 위험 정도에 따라 등급이 결정된 트랑쉬를 보고 투자를 결정할 것이다. 투자은행, 도관체, 신용평가기관²⁰⁾과 같은 중개기관들은 자본의 공급자

를 부동산투자자들과 연계시키므로 CMBS 발행 과정이 원활하게 작동하게 만든다. 물론 제공하는 서비스에 대한 대가로서 이들은 특정 자본의 흐름과 자산 가치를 취득하게 된다.

CMBS 시장은 이질적인 투자자들이 금융시장을 어떻게 운용하여 나가는 지를 보여주고 있다. 일반적으로 CMBS에서 신용등급이 높은 선순위 트랑쉬들은 연금기금, 생명보험사, 채권, 뮤추얼펀드와 같은 보수적인 기관들이 선호하며, 공격적인 투자자들은 투기적 정크 트랑쉬(B등급)에 관심을 갖고 있다. 고위험 고수익(high-risk and high-return)을 추구하는 공격적인 투자자들은 상업용 부동산의 위험에 대하여 상당한 지식과 경험을 가지고 있는 경우가 많다. 따라서 투기적 트랑쉬 시장은 규모가 그다지 크지 않다.

이처럼 미국에서 CMBS는 상업용부동산에 효율적인 새로운 자금원이자 동시에 투자자들에게는 새로운 투자 상품으로 각광을 받고 있다. 또한 CMBS의 발전은 공사채시장의 다양화, 상업용 부동산담보대출 공급주체의 구조변화 등 자본시장 전반에 커다란 영향을 미치고 있다.

2. 일본의 CMBS

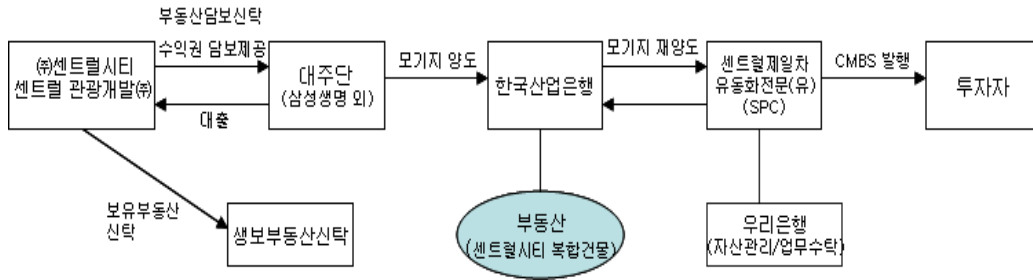
일본의 부동산저당대출 증권화시장은 1993년 6월 '특정채권에 관련된 사업규제에 관한 법률'의 시행을 계기로 사채와 기업어음의 증권화가 가능해지고 1998년 비은행이 보유한 4,400억 엔의 리스모기지(lease mortgage) 유동화가 이루어지면서 활성화되기 시작하였다. 그러나 주택금융전문회사의 부실채권 처리문제로 인해 담보부동산이나 모기지의 유동화에 대한 관심이 증대하게 되면서 1998년에 SPC법이 제정되었고,

중 회사채 등의 채무에 대해 그 원금과 이자 지급의 가능성을 평가하는 기관을 말한다.

비롯되는 것으로 분석된다. (한국금융연구원, 2005)

19) 반면에 RMBS에서는 주거용 대출에 있어 조기상환(prepayment)의 위험이 가장 중요하게 인식되고 있다.

20) 신용평가기관(rating agency)은 증권화 상품



<그림 4> 센트럴제일차유동화 구조

SPC법에 의한 유동화가 진전됨에 따라 리스모기지의 유동화는 크게 축소되기 시작하였다. 그렇지만 현실적으로 CMBS 발행에 있어 일본 내 SPC를 이용하기 보다는 해외에 설립된 SPC 또는 일반 기업체를 활용한 경우가 많았기에 일본의 초기 부동산증권화는 부동산이나 부동산신탁 수익권을 기초로 하는 증권이 많았으며 이중 약 50%가 임대차계약부매각(sale and lease-back)의 형태를 취하고 있다.

앞서 설명하였듯이 임대차계약부매각방식은 CMBS의 변형된 형태이기는 하지만, 이 방식에 의한 일본의 임대차계약부매각방식의 CMBS 발행 잔액은 2001년 3월말 기준 약 1조 엔에 달하는 것으로 추정되고 있다. 따라서 앞으로 금융기관에서 비소구대출을 적극적으로 취급하게 되면 CMBS도 상당히 활성화되리라 예상하고 있다. 실제로 CMBS의 거래량은 2003-04년 동안 30%를 증가하였으며, MBS와 더불어 CMBS는 일본의 유동화시장을 주도하는 주요상품이라는 평가를 받기 시작하고 있다.²¹⁾

그렇지만 전반적으로 일본에서는 유동화시장이 아직 발달하지 못하였고 비소구대출구조가 상대적으로 보편화되지 못하였기에 미국에 비교할 때 CMBS시장은 시작단계에 불과하다고 할 것이다.

21) 연합뉴스포맥스 2005.1.21 재인용

IV. 우리나라 CMBS 발행사례 분석

이제까지 국내에서 상업용 부동산을 활용한 자산유동화증권(ABS)은 뉴밀레니엄코담유동화전문(유한회사, 이하 유), 뉴밀레니엄코담이차유동화전문(유), 카이제오차유동화전문(유) 등이 있는데 이들 모두 은행의 신용공여²²⁾로 SPC가 발행한 ABS의 원금 또는 원리금을 모두 상환할 수 있는 구조로 되어 있기 때문에 부동산 자체의 위험이 신용평가과정에 직접 반영되지 않았으므로 본격적인 CMBS로 보기에는 어렵다고 할 것이다. 그런데 2005년 1월에 발행된 센트럴제일차유동화전문(유)의 경우는 은행의 신용공여 없이 오직 부동산의 가치와 부동산에서 발생하는 현금흐름을 기초로 발행되었으며 투자가가 비교적 높은 A등급²³⁾을 부여받은 바 있어

22) 신용공여(credit exposure)란 자산의 담보가치만으로는 자산보유자가 목표로 하는 신용평가등급을 획득할 수 없을 경우, ABS에 대해 지급보증 업무 수탁기관이 행하는 것을 말한다. 이때 지급보증기관은 자산으로부터 발생하는 현금흐름이 일정기간 지연되거나 일정하지 않아 증권의 원리금을 예정된 기일에 지급할 수 없는 경우를 대비하여 원리금 지급을 한시적으로 보장해준다.

23) 한국신용정보에 따르면 A등급은 원리금 지급 확실성은 인정되지만, 장래 환경변화로 지급 확실성이 저하될 가능성이 있는 단계를 말한다.

본격적인 CMBS 발행사례로 주목할 만하다.

1. 센트럴제일차유동화의 개요

센트럴제일차유동화의 전체적인 유동화과정의 기본구조는 <그림 4>에서 보는 바와 같이 (주)센트럴시티와 (주)센트럴관광개발이 삼성생명 외 8개금융회사로 이루어진 대주단²⁴⁾에게 기초자산에 대하여 부동산담보신탁을 설정하고 수익권 담보권을 제공하여 대출을 받고, 대주단은 모기지를 한국산업은행에게 양도하였으며, 한국산업은행은 이 모기지를 SPC인 센트럴제일차유동화(유)에게 다시 양도하고, SPC는 이를 기초로 CMBS를 발행하는 것으로 되어 있다. 한국산업은행은 모기지의 이자를 3개월 선납조건으로 지급하고 SPC는 이를 재원으로 각종비용과 CMBS 이자를 지급하게 되며, CMBS 원금은 모기지의 차환 또는 담보 신탁된 부동산의 처분대금으로 상환하게 된다.

담보부동산은 서울 서초구 반포동에 소재하는 토지와 센트럴시티 복합건물로서 백화점, 호텔, 쇼핑몰, 극장, 스포츠센터, 예식장으로 이루어진 대형 문화유통단지이다. 현재 최대 임차인은 (주)신세계로 신세계백화점을 운영하고 있으며, 센트럴관광개발(주)은 J.W. Marriott Seoul 호텔로 영업을 하고 있다. 센트럴시티 복합건물은 비교적 높은 소득과 소비성향을 가지고 있는 아파트단지 주민 및 고속버스터미널에 입지하여 호텔이용 등 유동인구가 풍부하여 매우 우수한 상업적 가치를 보유한 부동산으로 평가되어 2000년 감정평가금액이 1조 109억 원에 달하고 있다.

모기지는 2001년 1월에 3,700억 원이 실행된

후 일부 상환되어 평가 당시 2,800억 원의 대출 원금이 남아있었으며, SPC는 이를 기초로 2,910억 원의 CMBS가 발행되었다.²⁵⁾ CMBS의 만기와 대출채권의 만기가 거의 일치하도록 구성하여 전형적 tail period가 의견상 나타나지 않고 있다.

한국신용평가(2005)에서는 (주)센트럴시티와 센트럴관광개발(주)의 부동산임대사업 및 호텔사업의 성과 및 향후 전망을 고려하여 담보부동산의 NCF를 추정한 결과, DSCR은 1.4배, LTV는 44.0% 라고 평가한 바 있다. 그러나 DSCR은 해당부동산의 수익(NOI)보다는 자산의 가치 측면에서 접근한 면이 없지 않고, LTV의 경우도 등기부상의 선순위 채권과 동순위 채권만을 고려한 경우와 휘트니스 회원보증금을 고려한 경우의 값이 다르게 나타나므로 추후 데이터가 확보될 경우 다시 추정해볼 필요가 있다고 본다.

2. 센트럴제일차유동화의 특징

2.1 원자산보유자와 부동산간의 신용 미분리

미국에서 보편적인 CMBS의 발행구조는 SPC가 자산을 소유함으로써 해당 상업용 부동산의 원자산보유자의 신용도와 담보 부동산을 분리하는 특성을 가지고 있다. 그러나 센트럴제일차유동화의 경우 SPC1이 존재하지 않기 때문에 (주)센트럴시티와 센트럴관광개발(주)에 신용문제가 발생하게 되면 담보 부동산으로부터의 현금흐름을 투자자가 배타적으로 완전하게 확보할 수 없는 상황이 발생할 수 있다.²⁶⁾ 예를 들어

24) 대주단은 교보생명보험(주), 삼성생명보험(주), 대한생명보험(주), 동부화재해상보험(주), 신세계건설(주), 쌍용화재해상보험(주), 우리은행, 하나은행, 조흥은행으로 구성되었다.

25) CMBS 발행금액이 대출원금을 초과할 수 있는 근거는 변경된 대출조건에 따라 차주가 "대출조건변경수수료"를 원금 상환시점에 지급하도록 하여 대출채권 평가금액이 대출원금을 상회하기 때문이다.

CMBS를 발행한 SPC 즉 센트럴제일차유동화(유)는 모기지의 이자를 적시에 지급받지 못할 위험에 노출될 수도 있고, 이로 인하여 CMBS에 기술적인 부도(technical default)가 발생할 수 있다. 추가적으로 SPC가 보유한 모기지가 회사정리법상의 정리담보권으로 분류되어 정리절차에 기해 채권을 상환 받을 가능성도 존재하며, 기업구조조정촉진법상의 신용공여로 분류될 경우 채권의 조정으로 인하여 모기지 자체가 감액될 여지도 존재한다.

이런 구조적 특성은 아무리 DSCR이 1.4배라 해도 유동성위험에 빠질 가능성이 있다는 점을 배제하지 않을 수 없다. 따라서 센트럴제일차유동화에서는 신용도의 연결위험을 통제하기 위하여 SPC가 CMBS의 이자지급을 지연하더라도 기한의 이익이 상실되지 않을 것을 발행조건으로 설정하였다. 차주명의로의 계좌에 대한 가압류 등의 법적 조치로 인하여 모기지의 이자지급이 지연되더라도 CMBS가 부도 처리되지 않기 위한 조치인 것이다. 또한 연체를 하더라도 SPC는 연체이자를 부담하지 않으며 다만 원금과 정상이자를 모두 상환하고도 잔액이 남아 있으면 추가적으로 이자를 지급하는 조건으로 구성되어 있다.

2.2 Tail Period 설정방식

언급하였듯이 tail period란 유동화증권의 예상만기일과 최종만기일 사이의 일정기간을 말하는 것으로 센트럴제일차유동화에서는 대출채권의 만기와 CMBS의 만기가 동일하게 구성되어 있어 tail period가 외견상 나타나지 않고 있는 듯하다. 그러나 CMBS의 궁극적인 상환재원은 담보 부동산을 처분한 금액이므로 실질적으로는 tail period가 존재한다고 볼 수 있다. 왜냐하면

26) 일본의 임대차계약부매각방식 CMBS도 담보 자산 소유자와의 신용분리 문제가 존재한다.

대출계약상 CMBS 발행 후 3.5년이 되는 시점에 차주는 만기 시 모기지 상환가능성을 증빙하는 자료를 제출할 의무를 가지게 되고 이를 시행하지 못할 경우 기한의 이익을 상실하는 조건을 두고 있기 때문이다. 모기지 상환가능성을 증빙하는 자료는 2개 이상의 신용평가사로부터 AA 이상의 신용평가등급을 받은 금융기관이 일방적으로 철회 또는 해지를 할 수 없는 조건으로 작성된 지급보증서 또는 ABS 상환을 위한 신용공여약정서를 말한다. 따라서 3.5년 시점에 차주가 이러한 증빙자료를 제출하지 못할 경우 SPC는 담보권을 실행하여 CMBS 상환재원을 확보하게 된다.

V. CMBS의 활성화를 위한 개선 방안

1. 제도적인 개선 방안

1.1 CMBS에 관한 입법의 필요성

우리나라 '자산유동화에 관한 법률(이하 ABS법)'에서는 금융기관 등의 자산보유자가 보유하고 있는 유동화자산(채권이나 부동산 기타의 재산권을 말한다)을 유동화증권 발행을 통하여 투자자들에게 유통시키는 것을 규율하고 있다. 또한 주택저당채권도 ABS법에 의해서 유동화시킬 수 있지만, 주택저당채권은 유동대상 자산의 성격자체가 매우 특수하고, 특별법으로 규율할 필요성이 제기되어 '주택저당채권유동화회사법(이하 MBS법)'이 제정·시행되고 있다. MBS법과 ABS법의 가장 큰 차이점은 ABS법이 유동화전문회사의 형태가 명목적인 유한회사인데 비하여 MBS법에서는 실체를 지닌 주식회사라는 점이다. 이러한 차이점에서 알 수 있는 바와 같

이 유동화전문회사는 당해 자산의 유동화를 위한 1회적 목적임에 한하지만, 주택저당채권의 채권유동화회사는 계속적으로 주택저당채권의 유동화를 할 수 있게 되어있다.

현재 우리나라에서는 CMBS를 개별적으로 규율하는 법률은 존재하지 않고 있다. 따라서 CMBS의 발행 및 규율은 ABS법에 의해서 이루어지고 있는데, 이는 ABS법이 부동산, 동산, 채권 등 모든 자산을 유동화할 수 있도록 되어있기 때문이다. 그러나 주택저당채권이 ABS법에 의해 규율되기에는 그 성격상 맞지 않는 것이 있고 규율내용 또한 미흡하여 주택저당채권유동화회사법률을 제정하였듯이, 상업용 부동산저당채권의 경우에도 유동화자산의 특수한 성질을 고려하여 규율할 필요가 있다고 생각한다. 일례로 우리나라 최초의 CMBS라 할 수 있는 센트럴제일차유동화는 ABS법을 근거로 발행되었다. 따라서 센트럴제일차유동화전문 유한회사는 당해 자산을 유동화시키는 것으로 그 목적 소임을 다한다. 이것은 대규모 단일 상업용 부동산의 유동화에는 상관없지만, 다양한 종류의 상업용 부동산저당채권을 풀로 하고 계속적으로 CMBS를 발행하는데 치명적 제약이 된다. 따라서 CMBS를 활성화하기 위해서 상업용 부동산 종류별로 저당채권 풀을 구성하여 지속적으로 유동화하는 것이 필요하며, 이를 위해서 MBS법과 같은 입법적 보완이 필요하다고 본다. 더욱이 ABS법이 기본적으로 부동산 유동화가 주목적이 아니라 자산보유자의 구조조정 지원을 목적으로 한 제도라는 점에서 CMBS와는 거리가 있다 할 것이다.

CMBS는 일반적으로 상가, 오피스, 호텔 등의 상업용 부동산을 대상으로 발행한다고 생각되지만, 미국의 경우에서 보다시피 CMBS 발행에 있어 다가구 임대주택이 차지하는 비율은 상당히 높다.(표 1 참조) 이러한 점을 고려할 때 앞으로 우리나라 임대주택산업을 활성화함에 있어 CMBS는 자금 확보 측면이나, 투자의 안정성

확보라는 측면에서 활용성이 높다고 할 것이다. 이에 부동산이라는 상품자체의 특수성 및 추후 임대주택을 대상으로 한 CMBS의 발행을 고려할 때, MBS법을 개정하여 CMBS도 함께 적용·규율해 보는 방안에 대하여 고민해볼 필요성이 있다고 본다. 즉, MBS법에서 인정되고 있는 주택저당채권담보부채권 발행(동법 11조), 주택저당증권의 발행(동법 12조) 그리고 이에 대한 지급보증에 관한 규정(동법 13조)을 CMBS에도 준용할 필요성이 있다고 생각된다. 또한 ABS법 제31조 제2항에서는 유동화전문회사가 사채발행을 함에 있어 상법 제470조의 규정을 준용하지 않고 있으므로, 사채발행한도가 없게 되어 있다. 이에 반해 MBS법에서는 채권유동화회사가 자기자본의 10배의 범위 안에서 회사채를 발행할 수 있도록 제한을 하고 있다(동법 14조). 이런 차이는 ABS법상의 유동화전문회사는 유동화를 위한 명목상의 회사이고, MBS법상의 채권유동화회사는 실질상의 존속회사이기 때문에 비롯된다. CMBS를 발행하는 경우에는 실질적으로 존속하는 회사형태가 바람직하며 이 경우 사채권자의 이익보호를 위하여 사채발행한도 제한에 관한 규정을 둘 필요성이 있다.

그 밖에도 CMBS의 발행시장 및 유통시장에 대한 구체적인 정보공시 및 허위공시에 대한 감독과 제재 등에 관한 규정의 정비가 도모되어야 할 것이고, 투자자보호를 위하여 유동화증권에 대한 투자 권유 시에 투자자에 대한 설명의무를 다하도록 하는 정비가 있어야 할 것이다.

1.2 CMBS 담보자산범위의 확대 필요성

아직까지 우리나라는 주택의 경우 선분양을 통하여 건설자금을 마련하는 경우가 일반적이다. 그러나 업무용 빌딩이나 호텔 등 선분양을 할 수 없는 부동산 개발이나 대단위 상업용 용지 개발에 있어서는 토지 구입비, 공사비, 관리

비용을 조달하기 위하여 대출이 불가피하다. 그러나 이러한 대출에 있어서는 완공된 부동산의 수익적 현금흐름의 불확실성으로 말미암아 대출 기관들이 대출을 기피하고 있다. 이 경우 CMBS의 담보자산의 범위에 공사 중인 부동산을 기초로 하는 대출채권이나 분양대금채권을 CMBS의 담보자산의 범위에 포함시켜 CMBS를 발행하게 한다면 상업용 부동산 개발시장을 활성화시킬 수 있을 것이다.

1.3 CMBS 시장 참여자의 확대 필요성

우리나라 부동산투자회사법에서는 부동산투자회사법상의 차입제한으로 인하여 CMBS의 발행이 불가능하다. 그러나 미국의 경우 부동산투자회사(REIT)는 CMBS의 중요한 시장참여자로서 그 역할을 다하고 있다. 그런 측면에서 부동산투자회사에 대한 법적 규제의 완화를 검토해 볼 필요성이 있다고 본다. 또한 투자은행, 도관체, 신용평가기관 등 다양한 금융기관들이 자본의 공급자를 부동산투자자들과 연계시키게 함으로써 CMBS 발행과정이 원활하게 작동하게 만들어야 할 것이다.

2. 운용상의 개선 방안

2.1 국내 시장의 성숙

CMBS의 활성화를 위해서는 CMBS의 발행·유통을 위한 국내 시장이 성숙될 필요가 있다. 채권 시장의 지속적인 확대와 채권 이자율 스프레드의 감소 및 안정화, 상업용 부동산 매매시장의 활성화 및 공실률의 감소 등은 CMBS 활성화에 기여할 것이다. 그런 점에서 최근 경기침체로 인하여 상업용 부동산의 주된 임차인에 해당하는 기업의 자본구조 및 경영실적이 좋

지 못하다는 점은 당분간 CMBS 활성화에 제약으로 작용할 것이다.

한편, CMBS를 발행하기 위해서 상업용 부동산 저당대출 시장의 활성화가 필요하다. 상업용 부동산은 상가, 오피스빌딩, 호텔, 숙박업 부동산이나 유통업 부동산 등 그 종류가 다양하다. 특히 숙박업이나 유통업 같은 특수한 목적의 부동산은 채무불이행이 발생하여 유질처분을 하더라도 그 수요가 매우 제한적이고 다른 용도로 전용도 어렵다는 단점이 있고, 이것은 저당대출의 확대 및 활성화에 부정적인 요인으로 작용한다. 따라서 상업용 부동산의 용도별, 지역별 저당대출의 표준적인 기준을 마련하고 이에 따라 체계화·시스템화 된 대출거래가 이루어져야 할 것이다. 이러한 제도적 뒷받침이 있어야만 CMBS의 발행에 신뢰성을 갖출 수 있을 것이라 생각된다.

2.2 상업용 부동산에 관한 정보공개

CMBS 시장의 참여자는 담보자산의 가치 또는 수익의 안정성에 민감하게 반응할 수밖에 없다. 따라서 부동산 산업의 미시적·거시적 동향, 지역적 편차, 업종별 수익성 현황 및 그 예측에 대한 정보창출 및 제공이 중요하다. 선진국에 비하여 우리나라는 위와 같은 정보공개가 미흡하고, 주요 오피스빌딩을 제외하고 전체 상업용 부동산의 수익률이나 수익지표에 관한 분석 자료를 주기적으로 제공하는 것도 미흡하다. 따라서 투자자 또는 시장참여자를 위하여 상업용 부동산에 관한 각종 정보를 체계화하고, 이를 주기적으로 제공하는 방안을 적극 모색하여야 할 것으로 생각된다. 특히 정보를 공시하도록 하는 기관과 허위 내지는 부실공시에 관한 감독을 행하는 기관을 특정할 필요성이 있다.

2.3 CMBS 발행구조의 다양화

CMBS는 센트럴제일차유동화처럼 대규모 소수의 대출채권을 이용하여 발행하는 방법, 미국에서 보편적인 다양한 저당채권을 풀(pool)로 구성하여 발행하는 방법, 또는 한국자산관리공사나 금융기관 등에서 보유하고 있는 상업용 부동산을 담보로 한 부실채권을 처리하기 위한 목적으로 발행하는 방법 등이 있을 수 있다. 우리 실정에 적합한 CMBS 발행구조를 창출해 내는 것은 CMBS 활성화에 매우 중요하다 할 것이다. 요컨대, 전문기관에서 투자자의 욕구에 부합하는 CMBS 구조를 개발하여야만 발행시장 및 유통시장에서 그 시장성이 확보될 것이다.

2.4 CMBS 유통시장 구축

CMBS는 발행단계에 있어서의 여러 제도정비도 중요하지만 동 증권의 거래 활성화를 위해서는 유통시장의 정비도 필요하다. 주식시장의 경우 증권거래소 또는 코스닥 같은 시장 시스템 구축, 투자자 보호를 위한 법률정비, 전문기관 및 전문 인력 확보 등 각종 인프라 구축이 잘 되어 있다. CMBS의 활성화를 위해서도 공개주식시장을 모델로 하여 유통시장 시스템 구축 및 정비방안이 필요하다 할 것이다.

VI. 맺음말

CMBS는 비유동적 상업용 자산을 유동화함으로써 자본조달의 비용을 낮출 수 있고, 투자자들에게는 투자대상의 다양화를 가져올 수 있다는 장점 때문에 상당한 관심을 끌고 있다. 실제로 미국 및 금융 선진국에서 CMBS는 아직까지 자본시장에서 차지하는 비율이 낮지만 전통적인 상업용 부동산 금융의 변화를 야기하면서

자본시장의 주요 상품으로 빠르게 성장하고 있다. 우리나라에서도 최초의 CMBS라 할 수 있는 센트럴제일차유동화가 최근에 발행되었다. 그러나 미국 등 선진국의 CMBS 구조와 비교할 때 센트럴제일차유동화는 몇 가지 취약점들이 발견되고 있다. 우선 제도적으로 센트럴제일차유동화는 ABS법에 그 근거를 두고 있으나, ABS법은 상업용 부동산의 특수성을 반영한 입법이라 할 수 없을 뿐 아니라, 다양한 부동산 모기지풀 구성 및 지속적인 CMBS 발행의 한계가 있으므로 오히려 MBS법의 규정을 준용하는 것이 나올 수도 있다는 판단도 든다. 물론 현실적으로 MBS법은 어디까지나 주택저당채권에 한하므로 CMBS에 준용할 수 없다. 따라서 CMBS의 특수성을 감안한 제도적 정비가 필요하고, 그 대안으로 MBS법에 상업용 부동산저당채권도 포함시키는 방안을 제고해 볼 것을 제안한다. 또한 상업용 부동산 개발단계에서의 CMBS 발행을 위한 여러 제도적 정비도 검토해 볼 필요성이 있다.

이외에도 CMBS의 활성화를 위해서 운용측면에 있어서도 상업용 부동산저당대출 시장의 활성화, 상업용 부동산에 관한 정보창출 및 그 공개 방안, 국내 시장에 적합하면서 다양한 CMBS 구조개발 등의 문제점 해결이 선행되어야 할 것이다. 이를 위해서는 보다 심층적인 실증적·이론적 연구가 후속되어야 할 것이다.

참고문헌

1. 건설교통부, 『CMBS의 활용방안에 관한 연구』, 2002.
2. 권기혁, “CMBS의 신용평가”, 『신용평가』 2월호, 한국신용평가, 2005.
3. 금융감독원, 『기업공시제도 해설』, 2003.

4. 김규진, “근저당권부 채권의 증권화 실적 및 대안: 부동산금융의 관점에서”, KAMCO 리포트 10월호, 2003.
5. 김근용·윤주현, 『부동산금융상품의 가치결정과 위험관리 기법에 관한 연구』, 국토연구원, 2001.
6. 김민정, “한국주택금융공사 설립에 즈음하여: MBS 발행현황과 주요 신용평가방법”, 『신용평가』 11월호, 한국신용평가, 2003.
7. 김민정, “미국 모기지회사의 현황과 신용평가: Fannie Mae와 Freddie Mac을 중심으로”, 『신용평가』 9월호, 한국신용평가, 2004.
8. 문현근, “CMBS의 신용보강 산출”, 『신용평가』 9월호, 한국신용평가, 2004.
9. 방근석·최두열, 『자산유동화』, 한국경제연구원, 2000.
10. 심은수, “CMBS의 구조와 신용평가”, 『신용평가』 12월호, 한국신용평가, 2002.
11. 심은수, “CMBS 사례분석: 센트럴제일차유동화”, 『신용평가』 4월호, 한국신용평가, 2005.
12. 이성근, 『부동산금융론』, 삼영사, 2000.
이소환, 『부동산투자신탁(REITs)제도의 도입방안』, 한국건설산업연구원, 1998.
13. 이창용, 『자산유동화시장 활성화 방안』, 국회재정위 연구용역보고서, 2003. 12.
14. 주택산업연구원, 『주택저당채권유동화제도 운영방안』, 1999.
15. 한국금융연구원, “주요국의 상업용모기지증권(CMBS)시장 현황 및 전망”, 『주간국제금융동향』, 제10권 35호, 2001.
16. 한국금융연구원, “미국 CMBS시장, 급성장”, 『주간금융브리프』, 제14권 30호, 2005.
17. Ambrose, Brent and Anthony B. Sanders, "Commercial Mortgage backed Securities (CMBS): Prepayment and Default", presented at Cambridge/Maastricht Conference, 2001.
18. Geltner, David and Norman G. Miller *Commercial Real Estate Analysis and Investment*, South-Western, 2001.
19. 小澤寛·前展和彦·小池圭五, 『よくわかる不動産証券化』, 東洋經濟新報社, 1999.
20. 中央三井, 『Asset Management 부동산증권화의 구조와 전략』, 정대석 역, 부연사, 2001.
21. 川村雄介·下井雅裕, 『金融の証券化』, 東洋經濟新報社, 1986.