



금융상품의 이해 1: 자산유동화증권(ABS)

이경아 연구원

- 자산유동화증권(ABS: Asset-Backed Securities)이란 자산이나 부채집합(asset/debt pool)을 담보로 하여 발행된 증권을 가리키며 증권발행과 관련된 일련의 거래를 자산유동화(securitization)라 함.
 - 미국 최초의 자산유동화증권은 주택담보대출을 담보로 발행된 주택저당증권(MBS: Mortgage-Backed Securities)임.
 - 현재 미국 자산유동화증권 시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 기초자산은 주택순가저당대출(home equity loan), 신용카드매출채권(credit card receivables), 학자금대출(student loan), 자동차할부대출(auto loan) 등임.
 - 자산유동화증권은 근거가 되는 기초자산 유형에 따라 크게 부동산 자산유동화증권(real estate backed ABS)과 신용 민감 구조화상품(credit-sensitive structured products)로 구분됨.

- 자산유동화는 대출 금융기관(original loan originator)이 보유한 소규모의 비유동(illiquid)자산을 결합(pooling)한 뒤 이를 특성별로 구분(tranching)하여 유동성(liquid)있는 증권으로 발행하는 과정임.
 - 증권화와 관련된 일체의 거래는 특수목적기구(SPV: Special Purpose Vehicle)의 설립을 통해서 이루어지는데, 이 때 특수목적기구는 기초자산 발행자인 금융기관과는 완전히 독립적인 법적·경제적 실체로 파산격리체(bankruptcy remote entity)라고 함.
 - 증권발행의 대상인 기초자산(부채)은 최초에 신용을 제공한 금융기관에서 특수목적기구로 이전되며 자산을 이전한 금융기관을 '기초자산 매도자(collateral seller)', 특수목적기구를 신규로 발행되는 '유동화증권 발행자(issuer)'라 칭함.

- 유동화증권은 자산군별(asset class) 특성에 따라 수종의 증권(tranches)으로 나뉘어 발행되는데 이는 구조화(structuring)를 통해 기초자산의 신용위험을 원활히 배분(redistribute the credit risk of asset pool)하기 위함임.

- 일반적인 구조화 방식에는 원금상환 순서에 따른 ‘순차상환 구조(sequential pay structure)’와 부도 시 손실흡수 순서에 따른 ‘선순위-후순위 구조(senior-subordinate structure)’ 방식이 있음.
 - 순차상환구조에서 Class A증권 투자자는 Class B증권 투자자보다 우선적으로 원리금을 지급받게 되는데, 이 때 유동화증권 투자자는 원리금의 조기상환 정도에 따라 단축위험(contraction risk)과 연장위험(extension risk)을 부담하여야 함.
 - 기초자산이 포함하고 있는 신용위험은 다른 원리금 상환 및 부도율을 갖는 수종의 증권으로 발행되는데 이러한 구조화·세분화 과정을 통해 비유동자산의 신용위험 배분이 촉진될 수 있음.
- 유동화증권에는 부도 시 원리금 상환을 보장하는 안전장치인 신용보강(credit enhancement)이 통상적으로 수반되며, 이를 통해 특수목적기구(유동화증권 발행자)는 자금조달 비용을 낮출 수 있음.
- 유동화증권의 발행대금으로 유입된 자금은 기초자산의 양도 대금으로 지급되므로 자산유동화 과정에서 발행증권의 신용등급 산정은 매우 중요함.
 - 신용보강은 자산유동화증권 기초자산 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 여러 가지 상황을 분석하여 기대손실 규모를 파악한 후 이러한 손실에도 불구하고 원리금 가치가 보전될 수 있도록 하는 일련의 안전장치임.
 - 신용보강에는 외부 신용보강과 내부 신용보강이 있는데, 외부 신용보강은 주로 단종보험사(monoline insurer) 등의 제3자 보증을 통해서 이루어지며, 내부 신용보강에는 초과담보 설정(overcollateralization), 유보금적립(reserve fund), 선순위/후순위 구조화(senior/subordinate structure) 등이 있음.
- 자산유동화를 통해 금융기관(기초자산 매도자)은 비유동자산을 대차대조표에서 완전히 제거함으로써 위험자산에 대한 요구 자기자본 규모를 낮출 수 있고, 자산매각으로 유입된 현금을 활용하여 추가적인 대출을 창출할 수 있으며, 필요 시 차입 등에 의존하지 않고 보유자산을 활용하여 낮은 비용의 자본조달을 할 수 있다는 이점을 얻을 수 있음.
- 첫째, 금융기관은 위험자산을 특수목적기구(유동화증권 발행자)에게 양도함으로써 자신의 대차대조표에서 관련 위험자산을 제거할 수 있는데, 이로 인해 비유동위험자산 보유로 인한 과도한 자기자본 적립부담을 줄이고 자본을 좀 더 효율적으로 활용할 수 있음.
 - 둘째, 금융기관은 자산양도를 통해 유입된 현금으로 새로운 대출을 창출할 여력(originate still more loans)을 추가적으로 확보할 수 있음.

- 셋째, 자금 필요 시 사채발행이나 차입을 하는 대신 보유하고 있는 비유동자산을 유동화 함으로써 필요 자금을 확보하고 이를 유용하게 사용할 수 있음.
 - 예를 들어, 신용카드회사는 운영자금의 상당 부분을 신용카드 매출채권 유동화를 통해 조달하는데, 이는 신용카드회사가 자신의 신용등급으로 사채를 발행하는 것보다 신용카드 매출채권을 유동화 하는 것이 조달비용 측면에서 더 유리하기 때문임.

- 유동화를 통한 자본조달비용 절감이 가능한 것은 신용절연(bankruptcy remoteness)과 신용보강(credit enhancement) 때문임.
 - 신용위험과의 절연을 통해 유동화증권은 금융기관(기초자산 매도자)의 신용등급보다 높은 신용등급을 받을 수 있으며, 이로 인해 자본조달 비용을 절감할 수 있음.
 - 예를 들어, 신용카드회사의 모든 위험이 고려된 신용카드회사의 기업 신용등급에 비해 해당 자산의 신용위험만이 고려된 신용카드매출채권의 신용등급이 높음.
 - 신용보강을 통해 유동화증권의 신용등급은 상향될 수 있음.

- 투자자 입장에서도 위험자산의 효율적 프론티어(efficient frontier)확대와 투자 포트폴리오 다변화(diversified portfolio)를 통해 투자효용이 증가할 수 있다는 이점이 있음.
 - 첫째, 유동화를 통해 투자수요와 투자자금이 있으나 거래의 불확실성과 비유동자산에 대한 위험평가가 어려워 포기하였던 고수익·비유동자산에 대한 투자가 가능해졌음.
 - 둘째, 구조화 과정에서 기초자산집합 내의 다양한 개별 비유동자산들은 위험/수익 특성(risk/return profile)에 따라 세분화되어 증권으로 발행되는데, 이를 통해 투자자는 자신들의 위험성향(risk appetite)과 투자기간(time horizon)에 적합한 증권에 투자할 기회를 얻음.
 - 이는 ① 시장 전체적인 관점에서 자산유동화를 통해 위험자산의 투자기회집합인 효율적 프론티어(efficient frontier)가 확대된 것으로 볼 수 있으며, ② 위험자산에 대한 정규화된 투자처가 확보됨으로써 비유동 위험자산의 거래가 활성화되고 이로 인한 유동성 비용(liquidity cost), 거래비용(transaction cost) 등 마찰적 비용의 감소가 가능함.
 - 셋째, 전통적인 투자자산인 주식, 채권과 비교적 상관관계가 낮은 다양한 기초자산(신용카드, 리스, Project Finance 수익 등)이 투자포트폴리오에 편입됨으로써 포트폴리오 다변화로 인한 위험분산효과(diversification effect)를 기대할 수 있음.