

유동화보증 확대를 통한 중소기업 정책금융 다변화 방안

연구위원 백인석*

글로벌 금융위기 이후 은행대출을 중심으로 한 국내 중소기업 금융환경이 개선되지 않고 있다. 이에 따라 최근 중소기업의 자금조달 원활화를 위한 정책금융의 중요성이 부각되고 있다.

일반보증 중심의 현행 정책금융은 중소기업 자금조달난 해소에 중요한 역할을 담당하고 있으나 기업과 은행 모두의 도덕적 해이와 이로 인한 자원배분의 비효율을 초래할 잠재적 위험이 내재해 있다. 향후 유동화회사보증 확대를 통해 중소기업의 직접금융시장 접근성을 제고해야 한다. 또한 일반보증과 유동화회사보증정책의 효율적 통합 운영을 통해 중소기업 자금조달원 다변화에 기여할 수 있는 정책적 노력이 필요하다.

I. 서론

중소기업금융은 그 특성상 직접금융시장 보다는 은행대출을 중심으로 한 간접금융시장에 대한 의존도가 높은 특성을 갖는다. 하지만 글로벌 금융위기 이후 국내외 여타 금융기관과 마찬가지로 국내 은행의 위험회피 성향이 지속됨에 따라 중소기업 금융환경이 크게 개선되지 않고 있어, 중소기업 자금조달 애로 해소를 위해 정책금융의 역할이 매우 중요하다.

이에 본고에서는 최근 중소기업을 둘러싼 금융환경을 분석하고 국내 정책금융의 현황 및 특성을 살펴봄으로써 중소기업 자금조달 원활화와 효율적 자원배분을 위한 정책금융의 방향성을 모색하고자 한다.

* 본 고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

Tel: 3771-0633, E-mail: bis@kcmi.re.kr

II. 중소기업 정책금융의 중요성과 국내 현황

중소기업은 대기업에 비해 경영자원이 취약할 뿐 아니라 기업정보에 대한 중소기업과 금융기관·금융시장 간 정보의 비대칭 정도가 높기 때문에 중소기업금융은 여타 기업금융과 차별화된 특성을 갖는다(신중원, 2013).

우선 기업규모에 따른 기업과 금융시장 간 정보비대칭 차이로 인해 대기업은 직접금융시장을 통한 자금조달이 상대적으로 용이한 반면 중소기업은 은행대출에 대한 의존도가 높은 특성을 갖게 된다. 은행은 차입자의 신용과 영업활동에 대한 감시기능을 수행할 수 있기 때문에 차입자의 신용위험에 따른 대출차별화가 가능한 반면 자본시장에는 은행과 같은 역할을 수행할 기관이 존재하기 어렵기 때문이다(Bolton and Freixas, 2000; Townsend, 1979). 따라서 신용위험과 관련된 정보의 비대칭성이 높은 중소기업의 자금조달은 직접금융시장보다는 은행대출을 중심으로 이루어진다(Hoshi et al., 1993). 정도의 차이는 있으나 은행과 중소기업 간에도 정보비대칭성이 존재하기는 마찬가지로 은행 또한 중소기업 보다는 대기업 대출을 선호하게 되며 중소기업 대출은 담보대출 위주로 이루어지는 특성이 있다. 정보의 비대칭성 문제해결을 위해 금융기관은 기업에 대해 담보제공을 요구하거나 공인된 감사보고서 제출 등을 요구하게 되는데, 일반적으로 중소기업의 경우 담보제공 능력이 부족할 뿐 아니라 금융기관이 필요로 하는 정보를 충분히 제공하지 못함에 따라 자금조달에 어려움을 겪게 된다(신중원, 2013). 또한 이러한 정보비대칭성과 함께 중소기업은 대기업에 비해 투자위험이 높기 때문에 보수적인 은행의 경우 투자위험이 낮은 대기업 대출을 선호하게 된다.

이상과 같은 이유로 인해 금융기관이 중소기업에 대한 대출을 회피할 유인이 존재하게 되어 결과적으로 성장성이 높은 중소기업에 적절한 자금이 공급되지 못하는 시장실패가 발생할 가능성이 높다. 중소기업 정책금융은 기본적으로 위에서 언급된 중소기업금융의 특성으로 인한 시장실패를 보완함으로써 중소기업의 자금조달과 금융시장에 대한 접근성을 제고하는 역할을 수행하게 된다.¹⁾

국내 중소기업 정책금융은 크게 ① 총액한도대출제도, ② 신용보증, ③ 정부의 재정자금 지원체도로 구성되어 있다. 신용보증은 보증지원을 받는 중소기업의 형태에 따라 신용보증기금,

1) 은행의 중소기업대출에 있어 또 다른 핵심적인 특징은 은행대출의 경기순응성에 있다. 신용상(2006)에 의하면 중소기업이 대기업에 비해 지배구조 및 회계제도가 불투명해 경기침체에 수익이 악화되면 기업주가 대출자금을 상환하지 않거나 자금을 유용할 가능성이 크다는 점과 은행대출의 쏠림현상 등으로 인해 은행의 중소기업대출이 여타 대출 보다 높은 경기순응성을 가지게 되는 특성이 있다. 이로 인해 자금수요가 높은 경기침체에 은행의 중소기업대출이 더욱 위축되는 결과가 초래될 수 있는데, 임응순 등(2013)에 의하면 정책금융이 은행권의 중소기업대출에 대한 경기순응성을 완화해주는 역할을 하는 것으로 나타났다.

기술보증기금 및 지역신용보증재단으로 구분되며, 재정지원은 크게 중소기업진흥공단과 한국 정책금융공사에서 행하는 직접대출과 간접대출의 방식이 있다. 한국은행에서는 총액한도대출 제도와 중소기업의무대출 제도를 통하여 중소기업의 정책자금을 지원하고 있다.

신용보증제도 중 일반보증은 원리금상환에 대한 보증을 통해 신용공여자가 부담하는 위험을 감소시킴으로써 대출 확대를 유도하는 제도로서 대부분의 나라에서 중소기업에 위한 자금 지원 정책 중에서 핵심적인 역할을 담당한다(강종구·정형권, 2006).

III. 글로벌 금융위기 이후 중소기업 금융환경과 정책금융의 역할

본 절에서는 글로벌 금융위기를 전후해서 관찰되는 국내 은행의 중소기업대출 동향을 분석하고, 국내 중소기업 정책금융에서 절대적인 비중을 차지하는 일반보증의 역할을 살펴보고자 한다.

〈표 1〉 기업규모별 부채비율과 차입금 의존도

(단위: %)

	부채비율		차입금의존도	
	대기업	중소기업	대기업	중소기업
1998	295.38	334.37	52.92	43.01
1999	208.94	232.38	44.46	37.82
2000	224.59	179.71	43.64	35.04
2001	201.63	144.74	41.96	34.55
2002	128.88	152.08	31.2	32.89
2003	113.49	147.57	25.85	33.46
2004	91.68	138.65	20.41	31.92
2005	86.13	140.9	19.08	30.79
2006	85.49	132.59	18.13	30.92
2007	88.79	146.98	18.15	36.06
2008	111.46	147.03	20.35	36.61
2009	96.14	168.86	20.06	35.93
2010	86.32	134.41	19.6	35.93
2011	92.6	170.98	21.54	35.81
2012	85.5	165.6	21.9	36.5

자료: 한국은행(2012)

〈표 1〉에 제시된 중소기업의 자금조달 현황을 살펴보면, 글로벌 금융위기 이후 외부차입금 의존도가 지속적으로 증가하여 2012년에는 IMF 외환위기 이후 최고 수준을 기록하였다. 이로 인해 외환위기 이후 꾸준한 감소 추세에 있던 중소기업의 부채비율이 금융위기 이후 급격히 증가하였다. 이에 반해 대기업의 경우에는 금융위기시 부채비율이 급증한 후 감소 추세에 있으며, 차입금 의존도 또한 최근 소폭 증가하였으나 2000년대 중반 이후의 감소 추세를 이어가고 있다.

한편 중소기업의 외부자금 조달원 중에서는 은행대출이 가장 높은 비중을 차지하고 있는 것으로 나타났다. 〈표 2〉에 제시된 바와 같이 중소기업의 은행대출에 대한 의존도는 2000년대 중반 이후 지속적으로 증가하였다. 2009년과 2010년에는 금융위기의 영향으로 정책자금에 대한 의존도가 급격히 증가하며 은행대출의 비중이 일시적으로 감소하였으나, 2011년부터 다시 급격히 증가하기 시작하여 2013년까지 중소기업의 은행대출 의존도가 80% 내외의 높은 수준을 기록하고 있다.

〈표 2〉 중소기업 외부자금 조달 비중

(단위: %)

	은행 자금	정책 자금 ¹⁾	비은행 금융기관자금 ²⁾	주식	회사채	사채	해외자금 차입 등
2001	66.2	24.4	2.6	2.2	0.6	2.5	1.5
2002	70.7	23.4	3.1	0.3	0.2	1.9	0.4
2003	73.2	19.4	3.4	0.5	0.5	2.1	0.9
2004	72.7	19.8	3.3	0.6	0.3	3.1	0.2
2005	72.2	22.7	2.8	0	0.3	1.3	0.8
2006	71.9	24.8	1.5	0.3	0.4	0.9	0.2
2007	74.3	21.7	2.1	0	0.4	1.2	0.2
2008	71.5	21.8	3.9	0.2	0.1	1.8	0.5
2009	62.1	30.8	3.1	0.3	0.8	2.8	0.1
2010	65.9	26.5	3.4	0.2	0.8	1.5	1.6
2011	83.3	10.6	0.9	1.1	3.2	0.4	0.6
2012	80.3	14.2	1.3	0.7	3.4	0.1	0
2013	78.4	14.9	2.5	0	2.2	0.2	1.7

주 1) 중소기업청 등의 소관자금으로 중소기업진흥공단에서 취급하는 직접대출도 포함

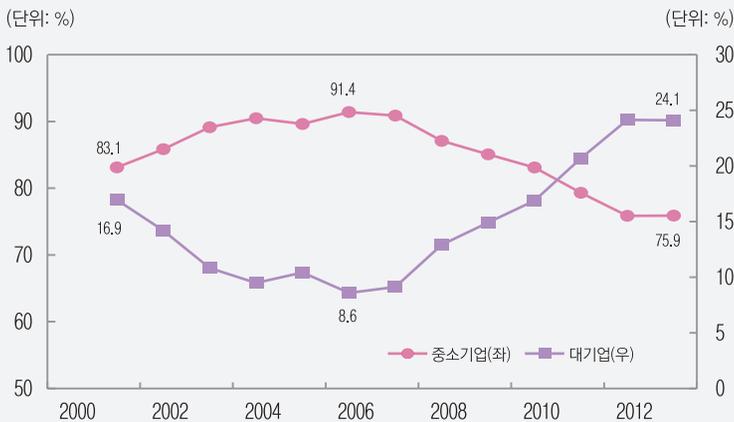
2) (상호)저축은행, 신용협동조합, 새마을금고, 보험사 등을 통한 대출

자료: 중소기업중앙회, 중소기업 금융이용 애로실태조사, 각 연호

이상과 같이 중소기업의 외부자금 의존도는 지속적으로 증가하는 반면, 은행은 글로벌 금융위기 이후 중소기업에 대한 대출 비중을 지속적으로 축소하고 있는 것으로 나타났다.²⁾ <그림 1>에 나타난 바와 같이 2000년 이후 글로벌 금융위기 발생 전까지는 은행의 기업대출 중 중소기업대출 비중이 꾸준히 증가하였는데, 이는 중소기업 자금조달원으로서 은행의 기능이 적절했음을 시사한다. 하지만 글로벌 금융위기 이후에는 중소기업의 대출 비중이 급격히 하락하여 2013년 말에는 76%선에 그쳤는데, 2007년에 대기업·중소기업 대출 비중이 각각 (8.6%, 91.4%)이었으나 2013년에는 (24.1%, 75.9%)로 변화되었다. 이러한 은행의 중소기업 대출 회피에는 글로벌 금융위기 이후 심화된 은행의 위험회피가 중요한 원인으로 작용한 것으로 지적된다 (한국은행, 2014).

따라서 중소기업이 자금조달시 은행대출에 대한 의존도가 꾸준히 증가하고 있다는 점을 감안할 때, 최근 은행의 중소기업 대출 회피로 인해 중소기업의 자금조달에 상당한 애로가 있는 것으로 분석된다. 즉, 글로벌 금융위기 이후 은행대출의 기업규모별 양극화가 심화되고 있는 것이다.

<그림 1> 은행의 기업규모별 대출 비중



자료: 한국은행(2013, 2014)

은행의 중소기업에 대한 대출 행태는 양적 축소에 머물지 않고 질적인 측면에서도 지속적으로 악화되고 있는 것으로 나타났다. 우선, 글로벌 금융위기 이후 은행의 중소기업대출 중 담보 및 보증대출의 비중이 꾸준히 증가하고 있는 반면 대기업 대출의 경우에는 금융위기에도 불구하고

2) 이하에 제시되는 은행의 중소기업대출 동향은 한국은행(2013, 2014)의 분석을 토대로 정리되었다.

하고 담보 및 보증대출의 비중이 안정적으로 유지되고 있는 것으로 나타났다. 한국은행(2014)에 의하면 글로벌 금융위기 이후 중소기업에 대한 은행대출이 대기업에 비해 상대적으로 엄격하게 이루어지고 있는 것으로 분석되는데, 은행이 금리, 담보, 만기 등 자금공급 조건을 중소기업에 불리하게 적용하는 행태가 심화되고 있는 것으로 지적되고 있다.³⁾ 이는 중소기업의 특성상 담보가 부족하다는 점을 고려할 때, 은행이 중소기업대출시 공적 보증제도에 대한 의존도가 높아졌음을 시사한다.

이와 같은 은행의 중소기업 대출 회피로 인해 신용보증기금, 기술보증기금 및 지역신용보증기금 등의 은행대출 보증규모는 금융위기 이후 큰 폭으로 확대되고 있다. <그림 2>에 제시된 바와 같이 일반보증 잔액은 2008년 49조원 수준에서 2009년에는 68조원 수준으로 크게 확대되었는데, 특히 2013년 말에는 74조원 수준에 달한다. 이에 따라 <그림 3>에 나타난 바와 같이 은행의 중소기업대출 중 신용보증기금, 기술보증기금 및 지역신용보증기금의 일반보증 비중이 2007년 12% 수준에서 글로벌 금융위기 이후 16% 수준까지 확대되었다. 결국 신용보증기금 등의 대출보증정책이 은행대출의 경기순응성 및 글로벌 금융위기 이후 은행의 중소기업 대출 회피 현상을 완화해주는 역할을 수행하고 있음을 시사한다. 김광희·권선운(2013) 또한 글로벌 금융위기 이후 정책금융기관의 일반보증이 중소기업 자금조달에 크게 기여하고 있음을 지적하고 있다.

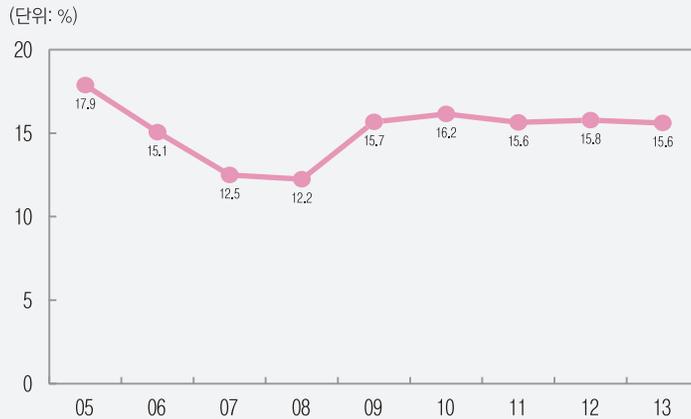
<그림 2> 은행대출 신용보증잔액



자료: 신용보증기금, 기술보증기금, 지역신용보증기금

3) 한국은행(2014)에 의하면 금융위기를 거치며 대기업은 담보·보증대출 비중이 2% 상승에 그친 반면 중소기업은 8%이상 상승하여 대기업에 비해 4배 이상 증가했다. 또한 2009년~2013년 중 중소기업의 평균 신용등급은 상승하고 대기업은 하락했음에도 대출가산금리는 대기업이 더 많이 하락한 것으로 나타났다.

〈그림 3〉 중소기업대출 중 일반보증 비중

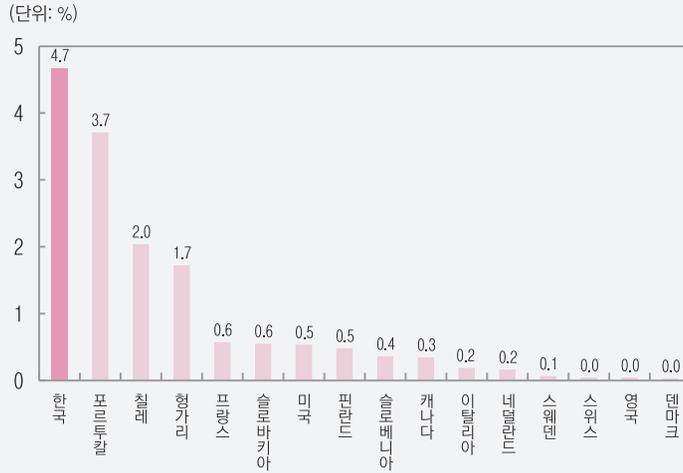


자료: 신용보증기금, 기술보증기금, 지역신용보증기금

하지만 향후 보증기관의 대출보증 규모를 추가적으로 확대하는 정책에는 신중을 기해야 할 것으로 판단되는데, OECD(2013)의 조사에 따르면 우리나라의 중소기업 정책금융 중 일반보증 규모는 주요국 가운데 가장 높은 수준을 기록하고 있다. 〈그림 4〉에서, 2010년 말 GDP 대비 중소기업 정책금융을 비교해 보면 비중우리나라의 일반보증 비중은 4.7%로 일본을 제외한 주요 16개국 중 가장 높은 수준이다. 우리나라와 비슷한 일반보증 규모를 가지는 국가는 포르투갈, 칠레 및 헝가리 정도이다. 우리나라의 일반보증 규모는 절대적인 비율 수준 뿐 아니라 유사한 GDP를 가지는 국가들에 비해서도 매우 높은 수준이다.⁴⁾

4) 대출보증 규모의 적정성의 논의에 있어 〈그림 4〉와 같이 주요국의 GDP 대비 신용보증잔액 비율을 이용하는 분석에 대해서 국가별로 경제여건 및 금융시장의 발전 정도가 다르기 때문에 그 의미가 제한적이라는 지적이 존재한다(신종원, 2013). 하지만 일부 선진국을 제외할 경우, 우리나라의 주식시장과 회사채시장의 발전 정도가 다른 국가에 비해 매우 높다는 점을 감안할 때, 일반적인 분석의 한계를 감안하더라도 우리나라의 중소기업 정책금융 비중이 과도한 수준이라는 점은 간과할 수 없는 사실일 것이다.

〈그림 4〉 주요국 GDP 대비 중소기업 정책금융 (일반보증) 비중



주 : 중소기업 정책금융은 중소기업 대출에 대한 정부(공적기관)의 보증 규모와 중소기업에 대한 정부(공적기관)의 직접 대출을 합산한 금액, 2010년 기준
 자료: OECD(2013)

결과적으로 향후에도 은행의 중소기업대출이 자발적으로 확대되지 않는 한 정책금융을 통한 중소기업 자금조달지원은 지속될 필요가 있다. 하지만 일반보증의 추가적인 확대에 치중하기 보다는 다음 절에서 논의되는 바와 같이 일반보증의 한계점을 보완할 수 있는 유동화회사 보증의 확대를 통해 균형 있는 중소기업금융정책을 도모할 필요가 있다.

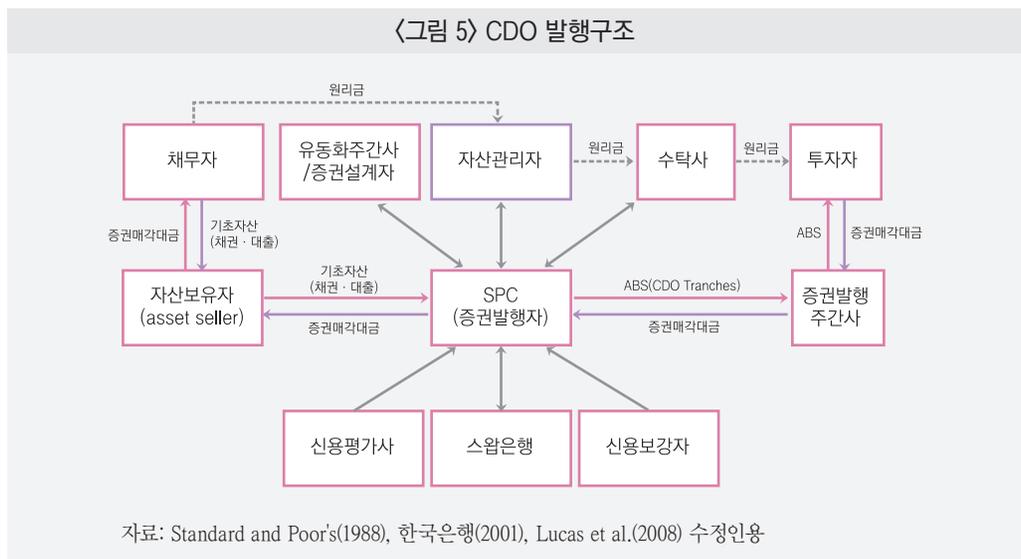
IV. 국내 유동화회사보증정책의 현황 및 활성화 방안

1. 자산유동화회사의 개요

자산유동화란 자산보유자의 자산풀(asset pool) 및 이로부터 발생하는 미래 현금흐름에 대한 청구권을 유동화전문회사(SPC)에 이전하여 투자자에게 지급하는 일련의 과정을 의미한다 (Fabozzi and Kothari, 2007). 이때 SPC에 의해 발행되는 증권을 광의의 자산유동화증권(Asset Backed Securities: ABS)이라 하는데, ABS는 기초자산의 종류에 따라 MBS, 협의의 ABS 및 CDO(Collateral Debt Obligations)로 구분될 수 있다. 본고에서 살펴보고자 하는 CDO는 회사채

및 은행대출 포트폴리오를 기초자산으로 하는 ABS로서, 기초자산이 회사채 포트폴리오인 경우를 CBO(Collateral Bond Obligations), 은행대출이 기초자산인 경우를 CLO(Collateral Loan Obligations)로 분류한다. CBO와 CLO는 다시 각각 신규 발행 채권 및 신규 대출 채권을 기초로 하는 Primary CBO/CLO와 이미 발행된 채권 및 기존 대출 채권을 유동화하는 Secondary CBO/CLO로 구분할 수 있다.⁵⁾

CDO 발행구조는 자산보유자가 보유자산 즉, 유동화대상 채권 또는 대출포트폴리오를 SPC에 양도하고, 양도된 자산에 대한 구조화(structuring) 과정을 통해 산출되는 자산유동화증권을 투자자에게 매각하는 과정을 거치게 된다.



CDO의 가장 중요한 특징은 기초자산의 신용위험을 투자자에게 이전시키는 유동화과정에 있는데, 이는 기초자산품을 서로 다른 위험/수익의 특성을 가진 계층적 자산군으로 구조화함으로써 이루어진다. 트랜치화(tranching)으로 불리는 CDO 자산은 수익배분 및 손실 변제 순위에 있어 계층적 구조를 갖는데, 일반적으로는 선순위 트랜치-중순위 트랜치-equity 트랜치로 구성된다. 우선 기초자산으로부터 발생하는 이자와 원금으로 구성되는 CDO의 수익은 정해진 규칙에 의해 선순위 트랜치-중순위 트랜치-equity 트랜치 순으로 배분하게 된다. 반면 손실

5) 최근 들어 CDO의 기초자산에는 회사채와 은행대출 외에 ABS, MBS 및 CDO 자체도 활용되고 있다(Lucas et al., 2008). 기초자산이 ABS와 MBS인 CDO는 'CDO of ABS'라 하며, 기초자산이 CDO인 경우는 'CDO of CDO' 또는 'CDO square'로 지칭된다. CDO는 이와 같은 기초자산의 종류 외에도 유동화목적, 위험전가방법 및 신용구조(credit structure)에 따라 다양한 종류로 구분될 수 있다.

이 발생하는 경우, equity 트랜치는 선순위 및 중순위 트랜치 보다 우선적으로 손실을 부담하는 역할을 하게 된다. 이에 따라 equity 트랜치는 기초자산 포트폴리오에 내재해 있는 신용위험을 가장 많이 부담하게 된다.⁶⁾

기초자산을 선정하고 투자자의 위험선호 및 유동화목적에 따라 트랜치를 구성하는 과정에서 자산의 신용위험을 관리하게 위한 다양한 방법의 신용보강(credit enhancement)이 이루어진다. 신용보강방법에는 내부적 신용보강(internal credit enhancement)과 외부적 신용보강(external credit enhancement)이 있는데, 대부분의 CDO 거래에서는 하나의 신용보강 방법에 의존하지 않고, 복수의 신용보강 수단을 동시에 활용하는 것이 보편적이다. 특히, 외부적 신용보강(external credit enhancement) 방법은 제3의 보증기관이 하나 또는 복수의 CDO 트랜치에 대해 신용보증(credit insurance)을 제공함으로써 이루어지는데, 이하에 살펴보는 바와 같이 국내에서 정책적 목표에 의해 발행되는 CDO의 경우에는 공적 기관이 외부적 신용보증을 제공하는 기능을 수행하게 된다.

2. 유동화회사보증의 확대 필요성

본 절에서는 유동화회사보증의 확대 필요성을 유동화회사보증 대상기업과 투자자인 자본시장 측면에서 논의하고자 한다.

정부 분석에 의하면 우리나라 기업생태계는 단계별 성장사다리가 단절되어 중소기업이 중견기업으로 성장하거나 또는 글로벌 전문기업으로 도약하는데 한계가 있는 것으로 나타났다(관계부처 합동, 2013). 중소기업청의 '2013년 중소기업실태조사보고'에 따르면 국내 중소기업(2012년 기준)은 성장기와 성숙기에 각각 52.0%와 32.4%가 분포하고 있으며, 진입기에 11.4%, 쇠퇴기에 4.3% 순으로 분포한 것으로 나타났다. 이와 같은 성장단계에 따른 다양한 기업 분포는 성장경로별로 적합한 정책금융을 활용한 자금지원 필요성을 시사한다(김세중·홍성철, 2010). 정책금융 관점에서 기업의 성장사다리 구축을 위해서는 성장단계에 있는 중소기업이 중견기업으로 성장하거나 규모가 큰 중견기업에 대한 안정적인 자금조달 지원이 중요할 것이다. 그러나 일반보증의 경우 기업별 지원한도가 30억원으로 제한되어 있어 위에 언급된 중소·중견기업의 자금수요를 충족시키는 데 제약이 존재한다. 따라서 이러한 성격의 자금수요는 유동화회사보증을 통해 보완할 필요가 있다.⁷⁾ 또한 만기 측면에서도 일반보증의 경우 만기가 1년 이내로 단

6) 따라서 equity 트랜치는 선순위 및 중순위 트랜치에 손실을 완충해 주는 초과담보(over-collateralization)의 역할을 하게 되므로,

7) 신용보증기금법, 기술신용보증기금법 및 지역신용보증재단법에 의해 동일 기업에 대한 일반보증의 한도는 신용보증기

기자금의 성격을 가지나 유동화회사보증의 경우에는 만기가 3년 이내로 비교적 장기자금조달을 가능하게 하는 장점이 있다.

다음으로 일반보증의 또 다른 중요 특징 중 하나는 은행의 중개기능에 의한 중소기업 정책 금융이기 때문에 ‘중소기업과 자본시장간 연계기능이 없다는 점이다. 따라서 유동화회사보증을 통해 중소기업직접금융 활성화를 도모할 수 있을 것이다. 특히, 다양한 위험/수익 특성이 내재된 유동화회사보증을 통해 자본시장의 투자수요를 충족시킴으로써 중소기업과 관련된 회사채시장의 기반을 강화하는 효과를 기대할 수 있다(Adams et al., 2004). 유동화회사보증의 회사채시장 내 역할과 관련하여, 시장안정 P-CBO의 경우 지난해부터 심화된 회사채시장 양극화의 확산을 방지하는데 효과가 있는 것으로 분석된다. 정부에 따르면 시장안정 P-CBO 정책이 일시적 유동성 애로를 겪고 있으나 경영정상화가 가능하다고 판단되는 기업에 대해 자구노력을 전제로 만기 회사채 차환을 지원함으로써 회사채 차환리스크를 경감시키는 ‘최후의 안전판’으로서 긍정적 역할을 수행한 것으로 평가된다(새 경제팀의 경제정책 방향, 관계부처 합동, 2014).⁸⁾ 한편, 유동화회사보증은 회사채시장 내에서 우량등급 회사채 공급을 확대함으로써 회사채시장의 수요와 공급간 균형 회복에도 기여할 수 있다. 최근 회사채시장에서는 지난해 정부의 공공기관 정상화 대책 이후 공사채 순발행이 감소함에 따라 우량등급 신용채권에 대한 공급 부족 현상이 지속되고 있다(기획재정부, 2013). 따라서 공사채를 대체할 수 있는 우량등급 회사채에 대한 수요가 급증하고 있어 동 회사채시장 섹터에 수요-공급간 불균형이 발생하고 있는데, 유동화회사보증을 기반한 채권형 상품을 통해 우량등급 회사채시장에 대한 공급 확대 효과를 기대할 수 있을 것이다.

3. 국내 유동화회사보증정책 현황

국내 유동화회사보증은 외환위기 이후 일부 대기업 및 중견·중소기업의 자금조달지원을 위해 2000년에 도입되었으며, 발행 주관은 신용보증기금, 기술보증기금, 중소기업진흥공단이 담당하고 있다. 국내에서 정책적 지원에 의한 유동화회사보증의 형태는 모두 P-CBO 형태를 갖는다.

금, 기술보증기금 및 지역신용보증기금의 보증액 합산 기준 30억원을 넘지 못하도록 되어 있다. 이에 반해 신용보증기금 P-CBO의 경우에는 신용등급별로 차이는 있으나 최고 250억원으로 한도가 설정되어 있다.

8) 실제로 지난해 이후 시장안정 P-CBO 발행 규모는 BBB 등급 이하 무보증회사채시장의 전체 발행규모에 근접한다. 이는 BBB 이하 등급의 기업들이 무보증 회사채를 통해 조달한 규모에 근접하는 자금을 회사채시장에서 P-CBO를 통해 조달했음을 의미한다.

국내 유동화회사보증시장 규모는 <표 3>에 제시된 바와 같다. 2000년~2003년까지 약 2조원~9.6조원 수준까지 시장이 성장하였으나, 2003년 이후 글로벌 금융위기까지는 차환용 위주로 1조원 미만의 소규모로만 발행되었다. 글로벌 금융위기 이후 신용경색과 이로 인한 기업자금조달난 해소를 위해 신용보증기금 P-CBO를 중심으로 유동화회사보증 규모가 급증하며 지난해에만 3조원이 넘는 규모로 다시 확대되고 있다.

발행 주관 기관별 P-CBO의 특성은 다음과 같다. 신용보증기금은 중소·중견기업의 원활한 회사채 발행 지원과 대규모 회사채 만기도래로 일시적 유동성 어려움을 겪는 기업을 지원하기 위해 P-CBO를 발행하며 신용보강을 담당하고 있다. 기술보증기금 P-CBO는 자체신용으로 직접금융시장에서 자금조달이 어려운 기술혁신형기업에게 회사채 발행을 통한 자금조달을 지원하기 위해 도입되었다. 중소기업진흥공단P-CBO의 경우에는 성장성은 유망하지만 자체 신용으로 회사채발행이 어려운 중소기업의 자금조달 지원을 목표로 도입되었다. 각 기관별 P-CBO의 특성은 <표 4>에 요약된 바와 같다.

국내에서 발행된 P-CBO의 구조는 대부분 선순위와 후순위 트랜치로만 구성되어 있다.⁹⁾ 국내에서 정책적 목적이 아닌 시장의 자체적 필요에 의한 유동화회사 발행이 활성화되지 못한 가장 중요한 원인 중 하나가 후순위채의 처리와 신용보강 방법이다(김형석, 2013). 신용보증기금과 기술보증기금이 주관하는 P-CBO에서는 은행의 신용공여와 후순위채 발행을 통해 선순위사채를 발행하고, 나머지 후순위채는 기초자산의 차주로 참여하는 기업이 인수하는 구조를 가지는데, 여기서 신용보증기금이 신용공여를 약정한 은행에 대해 보증을 제공하는 방식으로 자금을 지원한다. 중소기업진흥공단이 발행하는 유동화회사에서도 선순위 유동화사채에 대한 신용보강은 은행의 신용공여 및 후순위사채 발행을 통해 이루어진다. 하지만 신용보증기금나 기술보증기금 P-CBO와는 달리 후순위사채를 중소기업진흥공단이 인수하는 방식을 취한다. 즉, 중소기업진흥공단주관 P-CBO에서는 은행과 중소기업진흥공단이 위험을 분담하게 된다. 신용보증기금·기술보증기금 및 중소기업진흥공단의 자금 지원 방식은 각각 장단점을 가지고 있다고 볼 수 있으나, 위험공유(risk-sharing) 측면에서 볼 때 신용보증기금·기술보증기금의 경우 자금지원을 받는 차주기업들에게 위험을 부담하게 함으로써 정책자금지원의 일반적인 잠재적 부작용으로 지적되는 기업의 도덕적 해이 문제를 방지하는 특징을 가진 것으로 평가할 수 있다.

9) 중소기업진흥공단 발행 P-CBO에서는 일부 중순위채 구조가 도입된 바 있다(김형석·이종훈, 2014)

〈표 3〉 연도별 P-CBO 발행실적

(단위: 억원)

연도	신용보증기금		중소기업진흥공단		기술보증기금		합계	
	건수	발행금액	건수	발행금액	건수	발행금액	건수	발행금액
2000	24	72,026	1	445	0	0	25	72,471
2001	27	79,021	1	1,300	6	15,662	34	95,983
2002	8	7,447	1	690	0	0	9	8,137
2003	13	21,064	1	800	0	0	14	21,864
2004	8	7,497	2	1,572	0	0	10	9,069
2005	3	2,744	4	3,413	0	0	7	6,157
2006	3	2,891	1	332	0	0	4	3,224
2007	2	911	2	1,321	0	0	4	2,232
2008	5	11,429	1	1,283	0	0	6	12,712
2009	10	37,942	2	1,120	0	0	12	39,062
2010	6	18,028	1	800	0	0	7	18,828
2011	7	15,322	0	0	2	2,992	9	18,314
2012	16	27,087	0	0	1	2,254	17	29,341
2013	16	27,095	0	0	2	3,146	18	30,241

자료: 한국신용평가

〈표 4〉 신용보증기관들의 P-CBO 발행 프로그램

기관	발행유형	발행목적	신용보강방법
신용보증기금	중소·중견 P-CBO	자체 신용으로 사채자금 조달이 어려운 중소기업에게 자금지원	선순위 유동화사채에 신용보강
	시장안정 P-CBO	대기업을 포함하여 회사채 만기도래로 일시적 유동성 어려움을 겪는 기업의 자금지원	선순위 유동화사채에 신용보강
기술보증기금	기술혁신형기업 P-CBO	직접금융 조달이 어려운 기술 혁신형 기업에게 회사채 발행을 통한 자금조달	선순위 유동화사채에 신용보강
중소기업진흥공단	중소기업전용 P-CBO	성장성이 유망하지만 회사채발행이 어려운 중소기업의 자금확보	후순위 유동화사채를 인수함으로써 신용보강

자료: 신용보증기금, 기술보증기금, 중소기업진흥공단

4. 국내 유동화회사보증 활성화 방향

전술한 바와 같이 기존의 국내 유동화회사보증의 특징은 첫째, CDO 중 P-CBO에 집중되어 있으며, 둘째, CBO 중에서도 회사채를 기초자산으로 선순위와 후순위채로만 구성된 단순한 구조를 갖는다는 점으로 요약될 수 있다. 이에 향후 고려할 수 있는 유동화회사보증의 활성화 방안은 다음과 같다.

우선 중순위 트랜치를 포함하여 유동화회사 구조를 다양화할 필요성이 있다. 현재와 같이 선순위와 후순위 트랜치로 이원화된 유동화 구조는 발행과 관련된 모든 신용위험을 발행기업과 보증기관이 부담하게 되며, 자본시장 투자자는 위험 분산에 아무런 역할을 하지 않는다는 문제점이 있다. 또한 시장에 매각되는 유동화증권이 선순위채로만 한정되기 때문에 안정성은 높지만 그에 상응하여 기대수익률이 낮기 때문에 투자자의 다양한 위험선호를 충족시키기에 한계가 있다. 이와 같이 중순위채를 포함하는 유동화구조는 중위험·중수익형 금융상품시장의 중요한 구성 요소로도 발전할 수 있을 것이다. 트랜치 구조의 다양화와 함께 기초자산도 확대될 필요가 있다. 예를 들어, 회사채 외에도 지적재산권이나 매출채권 등을 기초자산으로 하는 유동화회사보증 프로그램의 도입을 검토할 필요가 있다.

또한 중소기업의 직접금융시장 접근성을 제고하기 위한 새로운 유동화 구조방식으로 중소기업대출에 기반을 둔 CLO의 도입을 적극적으로 검토할 필요성이 있다. CLO는 중소기업에 대한 자금지원시 민간금융기관을 적극적으로 활용한다는 점에서 의미가 있다. 현행 P-CBO에서는 정책금융기관이 자금지원을 주도하고 있다. 실제로 독일이나 일본에서는 SME CLO가 중소기업에 대한 금융지원 수단으로 매우 유용하게 활용되고 있다. 독일과 일본은 중소기업금융에 있어서 은행 의존도가 매우 높다는 특징으로 인해 은행대출을 활용한 CLO가 활성화되어 있다. 따라서 우리나라의 경우도 은행에 대한 의존도가 높다는 점에서 CLO와 같은 새로운 유동화 기법의 도입을 검토할 필요가 있는 것으로 판단된다. 이러한 CLO 방식의 새로운 유동화 구조는 민간차원의 중소기업 금융 확대와 향후 하이일드 채권시장의 육성을 위해 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

다음으로 원금이 만기에 일시상환되는 현재의 유동화구조와 함께 원금이 분할상환되는 구조의 유동화 방식의 도입도 고려할 수 있다. 매년 미리 정해진 일정률의 금액을 상환함으로써 개별기업의 신용위험을 축소시키는 효과를 기대할 수 있을 것이다. 따라서 현재와 같이 일시상환형 유동화 방식과 분할상환형 유동화 방식을 동시에 운영함으로써 기업의 자금조달 방식에 대한 다양성을 제고할 수 있을 것이다.

V. 결론

글로벌 금융위기 이후 은행을 비롯한 금융기관의 위험회피 심화는 우리나라 은행에만 국한된 현상은 아니며, 이로 인해 향후에도 중소기업의 자금조달에서 정책금융이 중요한 역할을 담당해야 할 필요가 있다. 하지만 중소기업금융 역량 강화를 위한 은행의 자발적 노력이 뒷받침되지 않는 한 일반보증을 중심으로 하는 중소기업 정책금융의 양적 확대는 오히려 자원배분의 비효율을 초래할 가능성이 있다.

따라서 향후 일반보증의 한계를 보완할 수 있는 유동화회사보증의 확대를 통해 중소기업 금융의 효율화를 제고할 필요가 있다. 위험공유를 통해 도덕적 해이를 예방함과 동시에 위험재구성(risk repackaging)으로 기업과 투자자의 다양한 위험선호를 반영함으로써 자원배분의 효율화를 도모할 수 있을 것이다. 마지막으로 일반보증을 통한 간접금융지원과 유동화회사보증을 통해 중소기업 직접금융시장을 활성화함으로써 균형 있는 정책금융 추진과 함께 중소기업 자금조달원 다변화를 위해 노력해야 할 것이다.

〈참고문헌〉

- 강종구·정형권, 2006, 『중소기업 정책금융지원 효과 분석』, 한국은행.
- 관계부처 합동, 2013, 『중견기업 성장사다리 구축 방안』.
- 관계부처 합동, 2014, 『새 경제팀의 경제정책 방향』.
- 기획재정부, 2013, 『공공기관 정상화 대책 실행 계획』.
- 김광희·권선윤, 2013, 『은행과 중소기업 공생의 길: 은행의 중소기업대출리스크 경감과 중소기업금융 확대 방안』, 중소기업연구원 중소기업 포커스 제52호.
- 김세종·홍성철, 2010, 『맞춤형 지원정책 수립을 위한 중소기업 성장경로에 관한 연구』, 중소기업연구원 연구보고서 10-1.
- 김형석, 2009, 『Primary CDO 발행 현황』, 한국신용평가정보(주).
- 김형석·이중훈, 2014, 『국내 CDO 시장의 흐름 & 신상품 도입의 가능성』, 한국신용평가정보(주).
- 신용상, 2006, 은행권 중소기업대출의 경기순응성 분석, 『한국금융학회』.
- 신종원, 2013, 『국내 중소기업 신용보증제도의 주요 이슈와 해외 운영사례의 시사점』, 산업연구원 Issue Paper 2013-336.
- 임응순·이선호·황진영, 2013, 『중소기업 정책자금 지원의 경기대응 효과 분석』, 국회예산정책처.
- 중소기업중앙회, 『중소기업 금융이용 애로실태 조사』, 각연호.
- 중소기업청, 2013, 『2013 중소기업실태조사보고』.
- 한국은행, 2001, 『우리나라 자산유동화증권(ABS) 시장의 현황과 발전방향』.
- 한국은행, 2012, 『기업경영분석 및 결과』.
- 한국은행, 2013.10, 『금융안정보고서』.
- 한국은행, 2014.4, 『금융안정보고서』.
- Adams, M., Jhooty, M., Wong, J., 2004, *CDO Methodology: Industry Study, Securitizations*, Toronto: Dominion Bond Rating Service Limited.
- Bolton, P., Freixas, X., 2000, Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information, *Journal of Political Economy* 108(2), 324-351.

- Fabozzi, F. J., Kothari, V., 2007, *Securitization: The Tool of Financial Transformation*, Working Paper, Yale University.
- Hoshi, T., Kashyap, A., Scharfstein, D., 1993, *The choice between public and private debt: An examination of post-regulation corporate financing in Japan*, working paper, MIT.
- Lucas, D. J., Goodman, L. S., Fabozzi, F. J., 2008, *Collateralized Debt Obligations*, (in *Handbook of Finance Vol. 1.*, (eds) Fabozzi, F., John Wiley & Sons.
- OECD, 2013, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2013: An OECD Scoreboard Final Report*.
- Standard and Poor's, 1988, *Global CBO/CLO Criteria*.
- Townsend, R. M., 1979, *Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification*, *Journal of Economic Theory* 21, 265-293.