



금융상품의 이해 (17): 부채담보부증권(CDO) (2)

이경아 연구원

■ 구조화 증권은 위험결합과 트랜칭(risk pooling and tranching) 과정을 거쳐 위험등급별로 발행되며, 전통적 채권과는 다른 복잡성(complexity) 및 위험 특성(risk properties)을 지님.¹⁾

- 첫째, 일반 채권에 비해 구조화 증권의 신용등급은 시간 의존적(time-dependent)임.
 - 금융위기와 같이 불리한 시장 상황이 지속되면서 신용경색이 초래될 경우 시간이 흐름에 따라서 위험집단에 속한 자산 간 부도상관성이 증가할 수 있으며, 이로 인해 수익률의 변동성이 크게 증가할 수 있음.
- 둘째, 채권에 비해 구조화 증권의 신용등급은 구조 의존적(structure-dependent)임.
 - 예를 들어, 트랜치 간 우선순위 설정, 담보자산 운용 사항 및 운용수익률 등에 따라 투자자 간 위험부담 정도가 달라질 수 있으며, 상품의 구조설계에 따라 투자자 간 이해상충이 발생할 수 있음.
- 셋째, 동일 신용등급이어도 일반 채권과 구조화 증권의 손실발생 확률의 개념은 다를 수 있으며, 사전적으로 예상치 못한 손실(ex-ante unexpected loss) 위험에 노출될 가능성이 있음.
 - 채권과 구조화 증권의 신용등급이 같고, 기대예상손실 값이 같을 경우에도 비정상적인 상황 하의 특정 손실을 의미하는 예상치 못한 손실이 차이를 나타낼 수 있음.
 - 예를 들어, 부도 발생 시 일반 채권의 경우 '회수율(recovery rate) > 0'이지만 하면 원금의 일정 부분 '원리금 X (1-회수율)'에 대해서만 손실이 발생하지만, 후순위 구조화 증권의 경우 일반 채권과 동일한 BBB 신용등급이라도 부도 시 원리금 회수가 불가능할 수 있음.
- 넷째, 일반 채권에 비해 구조화 증권은 복잡한 상품 구조를 갖는데, 이의 주요한 원인은 ① 위험결합과 위험등급별 증권화 과정(risk pooling and tranching), ② 구조화 증권의 상품구조에 담보자산운용자 같은 제 3의 참여자 포함 등임.
 - 일반 채권 발행 시에는 특수목적기구나 담보자산운용자가 필요하지 않으나 구조화 증권에는 발행자 · 투자자 이외에도 거래당사자가 필요하므로 이로 인한 이해상충의 소지가 있음.

1) CDO는 대표적인 구조화 금융상품으로 일반적인 특성에 해당하는 내용을 구조화 금융 중심으로 정리함.

- 구조화 증권은 구조설계에 따라 등급별 증권 보유자의 위험정도가 달라지므로, 일반 채권이 담보 자산의 신용위험에 대한 정보를 담고 있다면 구조화 증권의 가치평가에는 위험 구조로 인한 위험부담까지 고려되어야 함.

● 다섯째, 일반 채권에 비해 구조화 증권은 담보자산에 대한 정보 비대칭(asymmetric information)이 심하고 상품의 투명성이 낮은 편임.

- 증권화 과정에서 기초자산의 신용위험 정보는 신용보강 이후의 신용정보로 대체되기 때문에 투자자들이 갖는 정보 비대칭 정도가 일반 채권에 비하여 높을 수밖에 없음.
- 금융위기 당시 이러한 구조화 증권의 정보 비대칭성으로 인해 투자자들의 피해가 가중되고 경쟁적 증권화 과정에서 기초자산의 실질 담보여력에 비해 과도한 유동성이 창출되는 결과가 초래되었음.

■ 구조화 증권 거래에서 금융기관(자산보유자, originator), 투자목적기구(SPV), 투자자는 다음과 같은 거래 유인을 지님.

- 금융기관은 ① 보유 자산의 신용위험 감소, ② 자산의 신용위험에 적용되는 규제 자본 경감, ③ 자금조달 비용 감소, ④ 신규대출 창출을 통한 자본효율성 제고를 모색할 수 있음.
- 투자자는 구조화 증권 투자를 통해 ① 높은 투자수익률을 기대할 수 있고, ② 구조화 증권을 이용하여 다양한 차익거래 전략을 실행할 수 있으며, ③ 손쉽게 신용위험에 대한 투자할 수 있음.
- 투자목적기구(SPV)는 구조화 증권 거래에 참여함으로써 ① 높은 수수료 수입을 창출할 수 있고, ② 자금조달 금리와 자금운용 금리 차이만큼의 차익을 기대할 수 있음.