



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

오 세 열 지도교수

석사학위 청구논문

우리나라의 자산유동화증권  
(ABS) 발행유인에 관한 연구

- 非금융기업을 중심으로 -

2004년

성신여자대학교 대학원

경영학과

정 지 영

우리나라의 자산유동화증권  
(ABS) 발행유인에 관한 연구  
- 非금융기업을 중심으로 -

오 세 열 지도교수

이 논문을 석사학위 논문으로 제출함

2003년 11월

성신여자대학교 대학원

경영학과

정 지 영

# 인 준 서

정지영의 석사학위 논문으로 인준함

심사위원 \_\_\_\_\_ (인)

심사위원 \_\_\_\_\_ (인)

심사위원 \_\_\_\_\_ (인)

성신여자대학교 대학원

## 논문 개요

자산유동화증권(ABS)의 발행은 부실채권 처리와 BIS비율 제고를 위하여 금융기관이 주로 이용하였으나 최근에는 일반기업(非금융기업)의 ABS 발행이 급증하고 있다. 일반기업의 자산유동화는 발행목적, 규모, 근거자산 및 발행형태 등의 측면에서 금융기관과 차이점이 있다.

본 연구에서는 일반기업이 자산유동화증권(ABS)을 발행하는 유인이 무엇인지에 관하여 살펴보았으며, 이를 위해 다음과 같은 가설을 설정하고 실증분석 하였다.

첫째, 재무적 곤경성(financial distress)이 존재하고 정보비대칭이 높은 기업일수록 ABS를 발행할 유인이 크다는 점이다. 일반적인 무담보채권 발행 대신 추가적인 고정비용을 부담해야 하는 ABS 발행에 참여하는 이유는 재무적 곤경성의 존재 때문이다. 또한 정보비대칭이 높은 기업일수록 외부금융의 이용에 제약을 받으며 자본조달 비용이 증가하게 되므로, 이를 해소하기 위해 해당기업은 일종의 담보채권인 ABS를 발행할 유인을 갖는다.

둘째, 대리인 문제로 인한 경영자의 사적 이익추구와 단기성과주의는 ABS 발행의 유인이 된다는 점이다. 경영자는 일반적으로 단기적인 재무비율 개선을 통해 자신의 성과급을 높이고 기업에서의 지배력을 강화하고자 하는 유인을 갖고 있으며, 이는 자산의 유동화를 통해 재무비율의 개선이 가능한 ABS 발행의 유인으로 작용한다.

본 연구에서는 상기한 두 가지 가설을 검증하기 위해 1999-2002년 기간동안 자산유동화증권을 발행한 기업을 연구대상 표본으로 선정하였으며, 독립표본 t검정(t-test)을 이용한 평균차이분석과 로짓모형(Logit Model)을 이용한 회귀분석을 실시하였다.

본 연구의 실증 분석결과는 다음과 같다.

첫째, t검정 결과 재무적 곤경성을 설명하는 대용변수인 영업이익률과 부채비율, 이자보상비율에서는 통계적으로 유의한 결과를 나타냈으며, ABS 발행기업이 非발행기업과 무보증채권 발행기업보다 재무적 곤경성이 존재할 가능성이 높다는 가설을 지지하였다. 반면 대리인 비용을 나타내는 설명변수인 연구개발비 비율과 경영자의 사적이익 추구 가설을 설명하는 변수인 경영자 지분율은 모두 유의하지 못한 결과를 나타내어 가설이 기각되었다.

둘째, 로짓분석 결과는 t검정과 대부분 유사한 결과를 나타내었으며, 추가적으로 분석한 소유경영 여부, 스톡옵션 보유 여부와 재벌 여부는 모두 유의하지 못한 결과를 나타내어 가설을 기각하였다. 따라서 본 연구의 실증모형에서 대리인 문제에 대한 설명변수는 ABS 발행 유인에 대해 설명력이 없는 것으로 나타났다.

본 연구의 결과를 정리하면 자산유동화증권 발행유인은 대리인 문제와 이로 인한 경영자의 단기성과주의와 사적이익 추구라는 가설을 지지하지 못했으며, 재무적 곤경성이 존재하는 기업이 최후의 자금조달 수단으로서 자산유동화증권 발행시장에 참여할 가능성이 높다는

가설이 입증되었다. 결론적으로 일반기업의 자산유동화증권 발행 유인은 대리인 문제보다는 재무적 곤경성에 따른 외부금융 이용의 어려움과 이를 해소하기 위한 수단으로서의 유인이 강한 것으로 풀이된다.

# 목 차

## 논문 개요

### I. 서론

1. 연구의 배경 및 목적 ..... 1
2. 연구의 구성 ..... 2

### II. 자산유동화 제도

1. 자산유동화증권(ABS)의 개념 및 특징 ..... 3
2. 자산유동화증권과 담보채권, 보증채권, 무보증채권 비교  
..... 7
3. 자산유동화증권의 발행구조 ..... 14

### III. 선행연구 ..... 25

### IV. 실증분석

1. 표본의 선정 ..... 31
2. 연구가설의 설정 ..... 33
3. 연구방법 ..... 40
4. 실증분석 결과 ..... 42

### V. 결론 및 한계점 ..... 49

## 참고문헌

## Abstract(영문초록)

# I. 서론

## 1. 연구의 배경 및 목적

전통적인 자산유동화증권(ABS)발행의 주체는 대부분 금융기관이었으나 최근에는 일반기업(非금융기업)의 ABS 발행이 급증하고 있으며, 이는 기업들에게 ABS가 중요한 자금조달 수단으로 이용되고 있음을 의미한다.

우리나라에서는 자산유동화제도가 1998년 도입된 이후 초기에는 주로 금융기관이 BIS비율(규제자본)을 충족시키기 위한 부외거래(off-balance sheet)의 수단으로 혹은 부실채권의 처리, 자산과 부채의 만기조절을 목적으로 ABS를 이용하면서 국내 자산유동화 시장이 급성장하였다. 그러나 최근 금융기관의 구조조정 성과가 가시화되면서 금융기관뿐만 아니라 일반기업의 ABS발행이 급증하고 있으며, 기업의 중요한 자금조달 수단으로 정착되고 있다.

자산유동화증권이 기업의 주요한 자금조달 수단으로 이용되게 된 원인은 외환위기 이후 금융기관의 구조조정으로 차입이 어려워졌고, 99년 대우사태 이후 회사채시장이 투자자들로부터 외면을 받으면서 직접금융을 통한 자금조달이 어려워지게 되었기 때문이다. 이는 금융기관이 IMF이후 BIS비율 위험가중치가 100%인 대출비중을 축소하고 위험가중치가 낮은 국채 등의 비중을 늘리는 등 대출 포트폴리오를 변화시켰기 때문이다. 이러한 변화는 심각한 신용경색 현상을 낳았으

며 투자등급과 투기등급간의 기준수익률 스프레드(spread) 격차가 99년 이후에 급격히 벌어지기 시작하였고, 이러한 배경은 자산유동화증권이 기업의 자금조달 수단으로 이용된 계기가 되었다.

본 연구는 다음과 같은 이유로 자산유동화증권(ABS)의 발행유인에 대한 연구를 주제로 선정하였다. 첫째, 자산유동화증권은 최근 회사채시장을 대체하는 새로운 자금조달 수단으로 정착되고 있는 상황이지만, 그 동안 이에 관한 연구가 많이 이루어지지 않았다. 둘째, ABS 발행유인에 관한 연구는 주로 전통적인 ABS 발행주체였던 금융기관의 발행유인을 중심으로 이루어져 왔으나, 일반기업(非금융기업)의 ABS 발행유인에 관한 연구는 이루어지지 않았다. 따라서 본 연구에서는 기업들이 어떤 이유로 무담보채권 발행 대신 추가적인 고정비용을 부담해야 하는 ABS 발행 시장에 참여하는지에 대해 살펴보고자 한다. 이를 위해 1999-2002년의 기간동안 자산유동화증권을 발행한 기업의 재무적 특성을 횡단면 분석을 통해서 실증분석 하였다.

## 2. 연구의 구성

본 논문은 총 5장으로 구성되어 있고 각 내용은 다음과 같다. 제 1장 서론에서는 연구의 선정 배경과 연구 필요성이 대하여 소개하였고, 제 2장에서는 자산유동화 제도에 대해서 살펴보았으며, 제 3장에서는 자산유동화 발행유인에 관한 선행연구를 살펴보았다. 제 4장에서는 본 연구의 가설을 검증하기 위한 실증분석을 행하였고, 제 5장에서는 분석 결과를 정리하고 연구의 한계점과 추후 연구방향을 제시하였다.

## II. 자산유동화 제도

### 1. 자산유동화증권(ABS)의 개념 및 특징

자산유동화증권(Asset Backed Securities: ABS)<sup>1)</sup>이란 금융기관 및 기업이 보유하고 있는 특정자산 중 일부를 유동화 대상 자산으로 집합(asset pool)하여, 이로부터 발생하는 현금흐름을 담보로 새로운 증권을 발행하여 자금을 조달하는 방법을 의미한다. 즉, 기업이나 금융기관이 보유하고 있는 자산을 유동화전문회사(SPC)에 매각하여 증권화(securitization)하는 것이다. 자산보유자는 채권 등에 묶여 있는 현금흐름을 조기에 회수하기 위해 이를 담보로 일정한 현금흐름을 창출하며, 주로 대출채권, 매출채권, 부동산 등의 보유자산을 기초로 자금을 조달한다.

자산유동화증권의 가장 큰 특징은 자산보유자가 직접 ABS를 발행하는 것이 아니라, 기초자산을 양도받은 특수목적기구<sup>2)</sup>(Special Purpose Vehicle: 일종의 paper company)에 의해 발행됨으로써 발행기관의 신용도와는 완전히 분리되며, ABS발행 시 신용등급은 자산보유자의 등급에 의해서가 아니라 자산집합의 질에 의해서 결정된다는 점이다. 또한 ABS의 발행과정에서 발행증권의 신용등급을 높이기 위하여 후순위채권 등의 신용보강이 이루어지며, 신용보강이 이루어진

---

1) 자산유동화에 관한 법률은 1998년 9월 16일 법률 제 5555호로 제정되었으며, 2000년 10월 23일 법률 제 6275호로 개정되었다.

2) 특수목적기구는 SPV(Special Purpose Vehicle) 이외에 SPC(Special Purpose Company) 혹은 SPE(Special Purpose Entity)로 불려진다.

유동화자산의 상환능력을 바탕으로 발행증권의 원리금을 상환하게되므로 자산보유자의 신용도보다 매우 높은 신용등급을 받는 것이 일반적이다. 평가등급별 ABS발행내역을 살펴보면 2002년 현재 AAA등급이 전체 발행 중 95.5%를 차지하고 있으며, 이는 대부분의 자산유동화증권은 최고 등급의 평가를 받을 수 있다는 것을 의미한다. 평가등급별 ABS발행현황은 [표 1]과 같다.

[ 표 1 ] 평가등급별 ABS발행 현황

(단위 : 억원)

구 분	1999년 금액 (비중)	2000년 금액 (비중)	2001년 금액 (비중)	2002년 금액 (비중)
AAA	15,070 (35.2%)	227,038 (73.8%)	337,484 (91.9%)	274,793 (95.5%)
AA	24,580 (57.4%)	77,214 (25.1%)	21,305 (5.8%)	5,314 (1.9%)
A	2,900 (6.8%)	2,552 (0.8%)	3,583 (1.0%)	1,250 (0.4%)
BBB	-	822 (0.3%)	4,877 (1.3%)	6,408 (2.2%)
BB	240(0.6%)	90( 0.0%)	-	-
합 계	42,790 (100%)	307,716 (100%)	367,249 (100%)	287,765(100%)

\* 출처: 금융감독원

자산유동화증권 발행의 경제적 효과로는 유동화 대상 자산이 고유자산에서 분리됨(off the balance sheet)에 따라 자기자본비율, 총자산

수익률(ROA) 및 자산회전율 등 재무지표의 개선을 기대할 수 있다는 점이다. 또한 보유자산(Portfolio)의 구성을 개선할 수 있으며, 높은 신용등급을 받은 유동화증권의 발행을 통해 상대적으로 저렴한 비용으로 자금을 조달할 수 있다. 한편 투자자 측면에서는 신용도가 높고 안전한 새로운 금융상품에 투자할 수 있으며, 동일한 신용등급을 가진 증권에 비해 상대적으로 수익률이 높다.

[ 표 2 ] 직접금융 자금조달실적과 ABS발행 현황

(단위 : 조원)

구 분	1999년	2000년	2001년	2002년
직접금융 실적 * (금융채 제외시)	71.8	73.0	99.4	86.8
- 주식	41.1	14.3	12.2	9.3
- 회사채	30.7	58.7	79.7	52.9
ABS채권 **	4.4	41.0	39.6	29.0
직접금융 대비 ABS비중 (금융채 제외시)	6.1%	56.2%	43.1%	46.6%***

\* : 유가증권신고서 제출(공모) 기준

\*\* : ABS발행총액에서 사모 ABS사채, 유동화출자증권 및 수익증권 제외

\*\*\* : 일반기업(非금융기업)의 매출채권 등을 기초로 한 ABS발행규모는  
6.3조원으로 전년(4.1조원) 대비 53.3%증가하였다.

출처: 금융감독원

[ 표 3 ] 일반기업의 유동화자산별 ABS발행현황

(단위: 억원)

기초자산	1999	2000	2001	2002
일반매출채권	-	1,306	27,010	28,960
건설분양대금	2,278	-	7,986	10,945
통신관련채권	-	782	1,282	17,617
부동산	-	5,127	4,347	2,426
임차보증금반환채권	-	2,063	600	580
대출채권	-	-	110	813
기타	-	-	-	2,027
합 계	2,278	9,278	41,335	63,368

\* 출처: 금융감독원

## 2. 자산유동화증권과 담보채권, 보증채권, 무보증채권 비교

ABS는 보증채권(guaranteed bond)과 무보증채권 (unsecured debt), 담보채권(mortgage bond or secured debt)과 어떤 차이를 갖고 있는지 살펴보겠다. 채권은 보증유무에 따라 보증채권, 무보증채권, 담보채권으로 나눌 수 있다. 기존 채권이 발행기관 또는 보증기관의 원리

금 상환능력을 기초로 하여 발행하는데 비해, 자산유동화증권은 자산 보유자로부터 완전 매각된(True Sale) 유동화자산의 현금흐름이 발행 증권의 원리금을 상환할 수 있는 능력의 바탕이 되어 발행된다.

ABS와 발행구조가 가장 유사한 담보채권(mortgage bond)은 일정한 회사자산을 담보(물상담보)로 제공하여 채권을 발행한다. 담보채권은 담보물의 교환가치만큼 신용도가 제고되며, 담보채권의 발행은 부동산, 동산, 증서가 이들 채권, 주식 등 자산보유자가 보유한 자산에 질권을 설정하여 일반 투자자에게 담보로 제공함으로써 자체 발행하는 경우보다 유리한 발행 조건을 도출해 낸다는 점에서 ABS와 유사하나, 자산보유상태가 지속되므로 자산매각 효과가 없다는 점에서 상이하다.(자산의 매각효과는 off balance sheet을 통한 자본비율 및 재무구조의 개선을 유도할 수 있음)

담보채권은 채권의 원리금 지급에 지장이 있을 경우 수탁기관이 담보자산을 처분하여 채권자의 권리를 행사한다는 점은 ABS와 동일하다. 그러나 채무자가 정상적으로 원리금을 지급하는 상황에서는 원리금의 지급재원은 담보자산에서 창출되는 것이 아니라 채무자의 정상적인 영업수익에서 충당되므로 담보물로부터 발생하는 현금의 사용 용도에 제한을 가하지 않는다. 반면 ABS는 담보물로부터 발생하는 현금흐름만이 ABS의 원리금 지급의 재원이 될 수 있다. 즉 ABS는 자산이 유동화전문회사(SPV)로 양도되나 담보채권은 담보자산이 신탁되는 형태이며, ABS는 대출자산을 대차대조표에서 제거하나 담보채권은 질권설정만 되므로 대차대조표에 계속 존재한다. 또한 ABS는 자

산보유자의 고유등급보다 훨씬 높은 신용등급을 받을 수 있으나, 담보채권은 자산보유자의 신용도와 담보물의 신용도가 복합적으로 작용하여 등급이 매겨지므로 ABS보다 낮은 등급을 부여받게 된다.

지난 1960년대 초 담보부사채신탁법에 의해 혁신적인 자금조달원으로 도입된 담보채권은 ABS와 비슷한 구조를 취하고 있음에도 발행실적이 2002년에는 한 건도 없을 정도로 기업이나 금융기관으로부터 외면을 당하고 있다. 그 이유는 여러 가지가 있겠으나 ABS가 담보채권과 유사한 구조를 가지면서 동시에 담보채권보다 많은 이점을 갖고 있기 때문에 기존의 담보채권의 위치를 ABS가 대체하고 있는 것으로 풀이된다.

[ 표 4 ] 자산유동화증권과 담보채권 비교표

	자산유동화증권	담보채권
근거법률	자산유동화법	담보부사채신탁법
발행자	유동화전문회사(SPV)	자산보유자
자산양도여부	자산이 SPV로 양도됨	자산은 신탁됨
자산보유자의 회계처리	유동화대상 자산을 대차대조표에서 제거함	질권 설정만 되므로 대차대조표에 계속 존재함
신용평가등급	자산보유자의 신용등급보다 매우 높은 신용등급 받음	자산보유자의 신용도와 담보물의 신용도가 복합적으로 작용함
통계적 위험분산	위험분산이 용이함	위험분산이 결여됨

보증채권<sup>3)</sup>은 보증기관의 보증(인적보증)을 붙여 채권을 발행하여 자금을 조달하는 방법으로 주로 정부, 금융기관 등의 보증을 받으며, 담보채권이 물상담보를 제공하는데 반해 인적담보를 제공한다는 차이가 있다. 과거에는 채권발행 시 대부분 금융기관이 원리금 지급을 보증한 채권을 발행하였으며, 이로 인해 발행기업의 신용도 보다는 보증기관의 신용도가 더 우선시 되었다. 이러한 이유는 낮은 기업신용도, 신용평가기관의 미비와 투명성 부족 등으로 인한 국내 회사채 시장의 발달 미비에 기인한다. 그러나 최근엔 발행기업의 신용도 만을 바탕으로 발행하는 무보증채권의 발행이 급증하고 있으며, 이는 국내 채권 시장의 선진화를 나타낸다고 할 수 있다. (최근의 회사채 발행시장은 무보증채권이 대부분을 차지하고 있음)

보증채권은 채권자의 원리금 지급에 대한 보증을 금융기관 등에 의해서 받게 되므로 ABS와 같이 원리금 지급이 보장된다는 면에서 유사하나, ABS는 발행기업의 자산을 일부 떼어내어 이를 담보로 발행하는 반면 보증채권은 담보가 없으며, 발행기업이나 담보자산의 신용도가 아닌 보증기관의 신용도를 바탕으로 신용등급이 매겨진다는 점이 ABS나 담보채권과 차이점이라고 할 수 있다.

무보증채권(unsecured bond)은 제3자의 보증이나 물적 담보의 제공

---

3) 보증채권(guaranteed bond)은 제 3자에 의해서 이차지불과 원금상환이 보증되어 있는 사채로서, 우리나라의 보증채권은 금융기관이나 신용보증기금이 원리금 지급보증을 하고 있으며, 이 경우 발행회사는 인적 또는 물적 담보를 제공하고 보증료를 지불해야 한다. 현행보증료는 금융기관은 원리금 합계액의 9/1,000이고 신용보증기금은 10/1,000이다.

없이 발행회사의 능력과 신용에 따라 채권이 발행되며, 투자자도 자기 책임 아래 발행회사의 원리금상환능력을 판단하여 투자하는 채권이다. 원칙적으로 보증채권에 비해 채권투자자들의 원금회수에 대한 위험부담이 크기 때문에 발행금리나 유통금리가 보증사채 보다 일반적으로 높다. 우리나라는 지금까지 채권발행 시 물적 담보나 금융기관의 지급보증을 요구하는 경우가 많았으나, 미국 등 채권시장이 발달한 선진국에서는 이미 무보증채권 발행이 대부분을 이루고 있다. 보증채권 중심의 채권 발행시장은 채권 기간의 단기화 경향 고착과 발행조건의 획일화 및 기업분석능력의 발달 저해 등 자본시장의 발전과 금융 자율화를 저해한다.

정리하면 과거에 보증채권을 발행하던 기업 중 신용도가 높은 기업은 현재 무보증채권을 발행하고 있으며, 신용도가 낮은 기업은 자산유동화증권 발행을 주로 이용하고 있는 것으로 풀이된다.

[ 표 5 ] 담보형태별 채권발행 현황

(단위: 백만원)

	보증채권	무보증채권	ABS	담보채권
1999년	1,186,118 (4%)	22,363,600 (80%)	4,444,700 (16%)	5,4000 (0.2%)
2000년	1,456,860 (2.5%)	15,525,900 (27%)	40,994,393 (70%)	65,000 (0.1%)
2001년	667,504 (0.8%)	40,607,151 (50%)	39,618,948 (49%)	100,000 (0.1%)
2002년	797,412 (1.0%)	44,869,000 (60%)	29,020,000 (39%)	-
합 계	4,107,894(100%)	123,366,151(100%)	114,078,041(100%)	219,000(100%)

\* : 전환사채(convertible bond)를 제외한 일반(straight) 발행형태임

( ) : 비중(%)을 나타냄

출처: 금융감독원

### 3. 자산유동화증권의 발행 구조

자산유동화증권의 발행과정을 살펴보면, 자산보유자는 보유자산을 자산유동화를 위해 설립된 특수목적기구에 양도 혹은 신탁하고, 특수목적기구는 양도자산을 집합하여 이들의 현금흐름을 담보로 하는 자산유동화증권을 발행하게 된다. 자산유동화증권은 선순위증권과 후순위증권으로 구분되어지는 두 종류(tranche) 이상의 증권으로 발행되어 선순위증권에 대한 신용보강을 행하는 것이 일반적이다. 기초자산 집합으로부터 발생된 현금흐름은 수탁관리기관(Trustee)에 이전되어 자산유동화증권 투자자들에게 발행증권 순위에 따른 원리금 상환이 이루어진다.

법률적인 측면에서 자산유동화증권 발행의 가장 중요한 의미는 자산보유자가 보유자산을 일정부분 계속 관리하면서도 법률적으로는 관계를 단절시키는 데 있다. 이를 위해서는 채권의 양도와 등기 등 복잡한 법률적 문제가 따른다. 따라서 자산유동화증권 발행 시에는 일반적으로 유동화전문회사(special purpose company: SPC)를 설립하여 동 회사가 자산보유자로부터 기초자산을 매입하고 이를 근거로 자산유동화증권을 발행한 다음 ABS의 원리금 또는 배당금의 지급책임을 담당하도록 하는 등 다소 복잡한 절차를 취하게 된다.([그림 1] 참조)

(1) 자산보유자(Originator), 자산관리자(Servicer)

자산보유자는 보유하고 있는 자산을 집합하여 특수목적기구에 양도

함으로써 자금을 조달하는 주체로서 일반적으로 재무구조 개선, 발행 신용등급 향상을 통한 자본조달비용 절감을 목적으로 ABS를 발행한다.

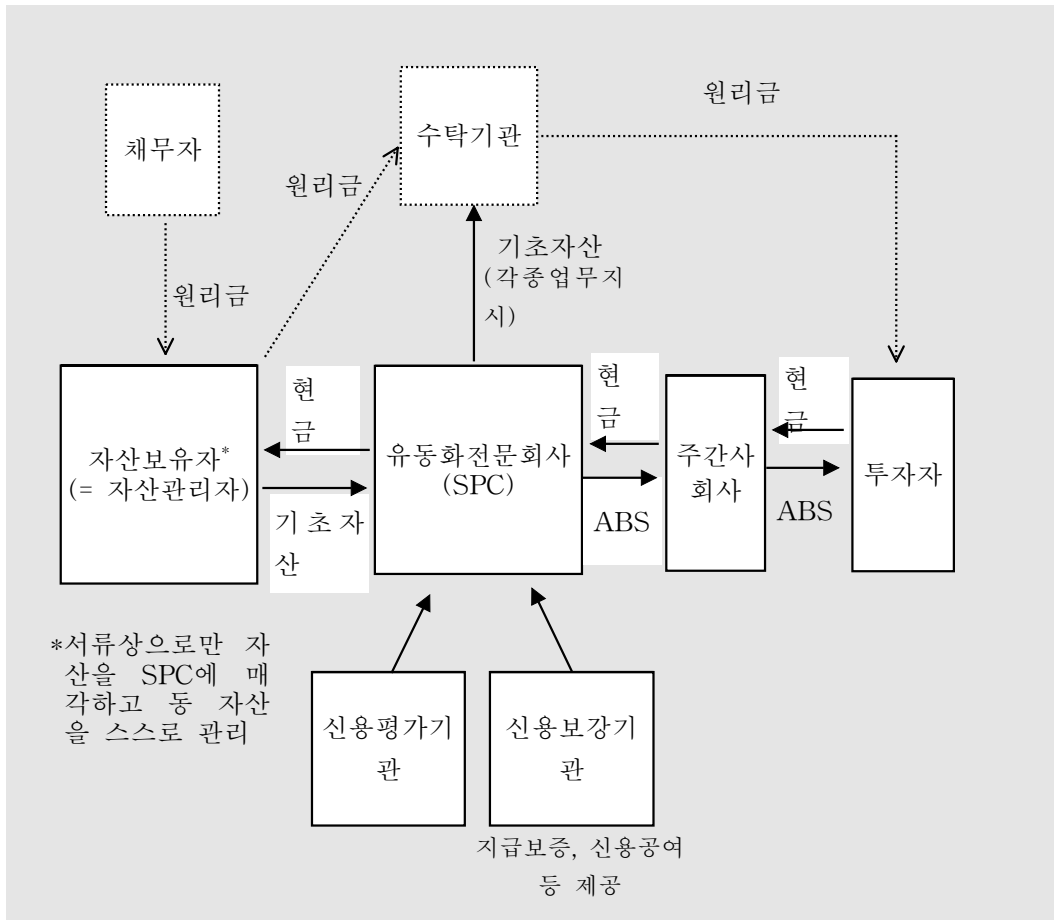
자산관리자는 특수목적기구의 일반적 형태가 서류상의 회사이므로 유동화 기초자산에 대한 직접적인 관리가 어렵기 때문에 필요하다. 자산관리자는 특수목적기구를 대신하여 채권의 추심, 채무불이행에 따른 업무 등을 수행하게 된다. 일반적으로는 기초자산에 대해 상대적으로 많은 정보를 가지고 있는 자산보유자가 자산관리자 역할을 수행하는 경우가 많다. 특수목적기구(유동화전문회사)는 ABS 발행을 위해서만 존재하는 서류상의 회사이며, 실제 ABS원리금 지급사무는 수탁기관이 담당한다. 서류상의 회사에 불과한 유동화전문회사를 설립하는 이유는 채권양도 및 등기업무에 있어서 기존의 민, 상법을 배제함으로써 자산이전 절차를 간편히 하는 데 있다. 또한 우리나라의 경우 유동화전문회사는 법인세 및 이자소득세 원천징수 면제 등 세제상의 혜택도 따른다.

우리나라의 경우 자산유동화법에서 자산보유자를 규정하고 있으며, 이는 다음과 같다.

- a. 한국산업은행, 한국수출입은행, 중소기업은행, 장기신용은행 등 특수은행
- b. 은행법에 의해 인가를 받은 은행
- c. 종합금융회사
- d. 보험회사
- e. 증권회사

- f. 증권투자신탁업법에 의한 위탁회사
- g. 상호신용금고
- h. 여신전문금융업법에 의한 여신전문금융회사
- i. 한국토지공사, 대한주택공사 및 국민주택기금 관리자
- j. 법인으로서 금융감독위원회가 미리 정하는 기준에 따라 당해 법인이 보유하고 있는 자산에 대하여 자산유동화의 필요성이 있다고 금융감독위원회가 인정하는 법인

[ 그림 1 ] 자산유동화증권 발행구조 4)



주 : 1) 굵은 선은 자산유동화증권 발행시 현금흐름을, 점선은 동 유동화증권 발행이후 원리금이 회수되는 순서를 나타낸다. 기초자산의 부도 시에는 자산보유자가 책임지지 않으며, 신용보강기관은 당초 약정한 범위 내에서, 유동화전문회사는 현금보유분에 한해서만 각각 책임이 있다.

4) 방근석, 최두열, 2000, “자산유동화”, 한국경제연구원

## (2) 특수목적기구(Special Purpose Vehicle)

특수목적기구는 기초자산을 보유하고 자산유동화증권을 발행하는 주체로 설립된다. 신탁, 회사, 조합 등의 형태를 가지는 특수목적기구는 원 자산보유자의 위험요소로부터 기초자산의 위험을 분리시켜 자산유동화증권의 신용등급을 향상시키고 신용보완을 행하는 것을 목적으로 하며, 사업영역을 기초자산의 매입과 자산을 담보로 하는 증권의 발행으로 한정하는 것이 일반적이다. 기초자산 집합은 파산을 포함하는 원 자산보유자의 모든 신용위험으로부터 분리되기 때문에 투자자들은 안정적인 자산유동화증권의 상환을 보장받을 수 있다. 보증채권의 경우 발행인의 파산에 의해 상환이 지연될 수 있기 때문에 자산유동화증권이 투자자에게 좀 더 안정적인 투자수단으로 인식될 수 있다.

특수목적기구를 형태별로 살펴보면, 회사형은 주식회사나 유한회사 등의 법인 형태로서 양도받은 자산을 근거로 주식 또는 출자증권 등의 지분증권이나 회사채를 발행한다. 신탁형의 경우는 은행이나 신탁회사의 신탁계정에 자산을 매각하고 수익증권을 발행하는 형태이고, 조합형은 법인설립이 필요 없이 설립 및 해산에 대한 절차가 간단하다는 장점을 가진다. 국내에서는 회사형과 신탁형의 경우에만 자산유동화증권을 발행할 수 있도록 하고 있다.

## (3) 수탁관리기관(Trustee)

유동화전문회사는 법인으로서 실체를 갖추지 못한 서류상 회사에

불과하다. 따라서 유동화전문회사를 위하여 관리회사가 법인의 일상적인 업무를 대행해주고 있다. 관리회사는 유동화전문회사에 비상임이사를 파견하거나 법인유지에 필요한 서류들의 보관, 수탁회사 등 거래 당사자와 관할 행정관청에 대한 각종 보고의무 및 서류제출 등의 서비스를 대행한다.

수탁기관은 다른 증권발행 거래에서와 마찬가지로 채권자보호를 위하여 중요한 역할을 수행한다. 수탁회사의 가장 중요한 임무는 채권자들을 위하여 담보를 관리하고 채무 불이행 시에는 채권자들을 위해 채권 및 담보권을 실행하는 것이다. 또한 채권자 보호를 위한 여러 의무를 부담하며, 자산의 회수 현황이나 일상업무 등의 보고를 받는다.

#### (4) 신용보강기관(Credit Enhancer)

발행된 증권이 투자 적합 신용등급을 받기 위해서 자산유동화 과정에 신용보강기관이 참여하게 된다. 신용보강이란 자산유동화증권 상환에 영향을 미칠 수 있는 기초자산의 기대손실 규모를 예측하고, 예측 범위 내 손실발생 시에도 원리금 상환에 문제가 없도록 발행의 안정성을 확보하는 과정이다. 이러한 신용보강은 발행증권의 파산확률을 줄이고, 발행 신용등급을 향상시켜 일반적으로 AA+등급 이상으로 자산유동화증권이 발행된다.

신용보강작업에는 통계적, 법률적 분석이 따르기 때문에 신용평가기관이나 법률회사 등이 참여하는 것이 일반적이며 자산유동화증권의 발행목적, 기초자산의 성격 및 신용평가기관의 평가결과 등에 따라 다

양한 신용보강장치가 동원된다.

신용보강 방법은 내부적 신용보강과 외부적 신용보강으로 나눌 수 있다. 내부적 신용보강은 자산보유자가 증권설계(Securities Design) 시에 위험요소를 제거하기 위해 스스로 신용보강을 행하는 방식이며, 초과담보(Overcollateralization), 선·후순위 구조(Senior, Subordinated Structure), 현금담보구좌(Spread Account) 등의 방법이 있다. 선, 후순위 구조는 ABS 발행시 선순위채권과 후순위채권으로 구분하여 발행하여 위험을 후순위채권에 전가함으로써 선순위채권의 신용등급을 향상시키는 방식이다. 원리금의 지급순서를 차등화하면 선순위 채권에 대한 원리금은 보다 확실히 보장되며, 후순위 채권은 정크본드(junk bond)시장에서 소화시키거나 자산보유자가 직접 인수하게 된다.

초과담보는 증권 발행액을 담보가치 이하로 발행하는 방식을 의미하며, 현금담보구좌는 별도로 설정된 계정으로 잉여현금흐름을 일정 기간동안 보관하여 향후 발생하는 손실 보전에 사용한다. 외부적 신용보강은 자산유동화구조 외부의 제 3자에 의해 부분적 혹은 전체적인 신용보강을 행하는 경우이다. 이에 보험회사, 자산보유자 관계회사, 은행 등에 의한 지급보증이나 은행의 신용공여가 포함된다. 신용공여(Credit Line)는 기초자산의 현금흐름이 자산유동화증권 상환액과 일치하지 않을 경우 계약된 은행이 단기적으로 해당 금액만큼 대출을 행하여 유동성을 공급하는 계약이다. 실제 자산유동화증권 발행 시에는 한가지 방법만 사용되는 것이 아니라 여러 신용보강장치가 중복되어 원리금보장을 보다 확실하게 하고 있다.

[ 표 6 ] 자산유동화증권 발행을 위한 내부신용보강 장치

신용보강수단	내 용
선, 후순위 구조화	원리금 보장순서를 정하여 각기 다른 신용등급으로 발행
현금흐름 차액적립	ABS에 대한 이자지급액이 기초자산으로부터 유입되는 금액보다 다소 작더라도 설계하여 동 차액을 유동화전문회사의 적립금 계정(reserve account)에 계속 누적시킴으로써 유사시 현금상환능력을 보장하는데 이용됨
할인 매각	자산보유자가 기초자산의 평가액보다 다소 낮은 가격으로 유동화전문회사에 매각함으로써 유동화전문회사가 처음부터 여유자금(reserve)을 보유하도록 하며, 동 자금은 ABS 만기 시까지 선순위채 투자자에 대한 안전장치로 이용됨
환매 요청권	기초자산의 신용등급 저하 등 원리금 상환이 의문시되는 상황이 발생하면, 자산보유자가 자산유동화증권을 매입하도록 의무화
자체보증	자산보유자가 자산유동화증권의 원리금 지급을 자체신용으로 보증

[ 표 7 ] 선·후순위 별 ABS 발행추이

(단위: 억원)

구 분	1999	2000	2001	2002
선순위	56,348(83.2%)	359,545(72.8%)	440,566(86.5%)	359,821(90.4%)
후순위	11,361(16.8%)	134,287(27.2%)	68,786(13.5%)	38,453(9.6%)
총 계	67,709(100%)	493,832(100%)	509,342(100%)	398,274(100%)

주: 각 수치는 발행금액을 나타내며, ( )는 비중을 나타냄

주: 선순위 비중이 90.4%로 전년보다 상승하였는데, 이는 신용보강차원에서 후순위 ABS 발행비중이 상대적으로 높았던 부실채권 ABS나 Primary-CBO 발행이 감소한데 기인함

출처: 금융감독원

#### (5) 투자자

유동화전문회사가 발행하는 자산유동화증권이 사모방식의 경우 소수의 기관투자자가 인수하고, 공모방식인 경우에는 인수단이 이를 인수한 후 일반인을 상대로 판매한다. 투자자들은 주로 신용평가기관의 신용등급에 기초하여 투자여부를 결정하게 된다.

유동화증권 시장에서는 은행, 보험회사, 연기금 등의 기관투자자가 투자자의 대부분을 차지한다. 이 기관투자자들은 대개 자신들의 투자 운용규정에 따라 자산유동화증권을 투자대상에 일정부분 포함시키고

있다.

#### (6) 신용평가기관

자산유동화증권을 발행하려면 신용평가기관의 신용등급 획득이 필요하다. 특히 공모발행의 경우에는 일정 수준 이상의 신용등급 획득이 필수적이다. 이들 신용평가기관은 주로 주선기관으로부터 자산유동화의 거래조건과 자산 및 자산보유자에 관한 정보를 받아 예상 현금흐름, 청산가치, 거래에 수반된 법적 경제적 위험을 평가하기 위해 자산 및 거래에 대하여 자산실사를 행하며, 이를 위해 법무법인<sup>5)</sup>과 회계법인<sup>6)</sup>의 참여가 이루어진다. 국내에서 발행되는 자산유동화증권은 한국기업평가, 한국신용평가, 한국신용정보, 서울신용평가 등 4개 신용평가사 중 2개 사에서 등급을 부여받도록 되어 있다.

자산유동화의 발행구조는 위와 같이 다소 복잡한 구조로 이루어져 있다. 그러나 이러한 발행과정과 신용평가 기관의 실사 등을 통해 정

---

5) 자산유동화에서 변호사는 자산보유자, 주선기관, 수탁회사, 신용평가기관 등을 위해 구조화 단계부터 거래가 종료될 때까지 각종 법률문제를 검토하고 자문함으로써 법적인 측면에서 거래구조의 타당성을 검토하는 한편, 자산실사를 지원하고 각종 계약서를 작성하며 최종적으로는 법률의견서를 발급한다.

6) 회계법인은 유동화자산 및 자산보유자의 재무제표를 분석하고, 주선기관 및 신용평가기관의 자산실사를 지원하는 역할을 수행한다. 또한 회계사는 자산양도에 따른 위험분석과 관련하여 자사의 양도가 자산보유자의 대차대조표에서 자산의 매각으로 처리된다는 것, 유동화전문회사에 대한 자산의 양도가 적정한 대가를 받고 이루어졌다는 것, 양도시점에서 자산보유자가 파산상태가 아니라는 것 등을 확인해주는 역할을 수행한다.

보의 비대칭을 낮출 수 있으며, 또한 신용보강 시 선,후순위채권 디자인 (security design) 역시 정보비대칭을 감소시킬 수 있는 수단으로 이용될 수 있다.

금융기관과 일반기업의 자산유동화의 차이점에 대해서 간단히 살펴보면 일반기업의 경우 유동화 대상 자산이 매출채권이나 미래현금흐름, 고정자산 등이 포함되어 있기 때문에 실사시간도 상당히 길며 복잡한 양상을 띤다. 자산유동화법규에서도 금융기관과는 달리 일반기업의 경우에는 자산실사를 수반하는 공모사채만 발행할 수 있고 사모사채는 발행할 수 없다고 규정하고 있다.<sup>7)</sup> 또한 자산유동화증권을 발행하는데는 막대한 수수료가 발생하는데, 자산유동화증권을 수시로 발행하지 않고 발행규모도 적은 일반기업은 금융기관보다 규모의 경제 효과를 보기 힘들며, 대상자산의 특성으로 인해 실사 등에 들어가는 수수료도 더 많다.

---

7) 김규진, “ABS의 이해와 활용”, 새로운 제안 출판사

### Ⅲ. 선행 연구

Myers & Majluf(1984)는 이들의 연구에서 자본조달 순위가설(A pecking order of corporate finance)을 주장했다. 이들의 자본조달 순위가설에 의하면 정보의 비대칭 하에서 기업은 유보이익, 부채, 주식 발행의 순서로 자본을 조달한다고 하였다. 이들은 정보비대칭의 존재로 인해 외부자금(부채, 주식)이 내부자금(유보이익)보다 자금조달 비용이 더 많이 소요된다고 하였다.

이들은 기업의 가치에 대한 정보를 경영자가 투자자보다 더 많이 가지고 있기 때문에 경영자는 기존 주주의 가치극대화를 위해 행동할 것이라고 가정하였다. 이와 같은 정보불균형 하에서 투자자는 해당기업에 대한 정확한 정보를 갖고 있지 못하며, 이에 따라 과소평가(discount)와 감시비용(monitoring costs)이 발생하게 되므로 정보비대칭으로 인해 자본조달 비용이 커지게 된다. 외부금융의 경우 채권/주식발행비, 인수기관의 수수료 등 각종 직접비용뿐만 아니라 정보비대칭에 따른 감시비용, 과소평가 등 간접적인 비용이 발생한다. 따라서 경영자는 자본조달 비용을 절감하기 위해 자금조달에 있어 채권이나 주식 등의 외부금융보다는 유보이익 등의 내부금융을 선호하게 된다.

채권 발행은 상기한 바와 같이 외부금융으로서 경영자와 채권자 사이에 정보비대칭이 존재하며, 채권발행을 통한 자본조달은 내부유보를 통한 조달보다 더 많은 금융비용을 수반하게 된다. 채권자는 정보비

대청이 높은 기업일수록 더 높은 이자를 요구할 것이며, 이로 인해 정보비대칭 정도가 상대적으로 큰 기업일수록 높은 이자비용을 부담해야 한다. 즉, 정보비대칭의 존재는 레몬 프리미엄(lemon premium)인 정보비용을 부담하게 한다.

외부금융인 채권 중에서 담보채권은 발행기업의 가치보다는 담보의 가치를 고려하기 때문에 투자자들은 무담보채권에 비해 정보비대칭 정도가 낮고 더 안전하다고 인식하고 있으며 상대적으로 낮은 이자율을 요구할 것이다. 따라서 정보비대칭 정도가 큰 기업이 담보채권 발행을 선호할 것이라고 이들은 주장하였다.

자산유동화증권은 일종의 채권이라고 볼 수 있으며 외부금융으로서의 성격을 갖는다. **James(1988)**는 자산유동화증권은 일종의 담보채권으로 볼 수 있으며, 담보채권은 상기한 바와 같이 정보비대칭을 해소하고 자본조달 비용을 낮출 수 있으므로, ABS의 발행 역시 같은 효과를 얻을 수 있다고 주장했다.

그 이유는 자산유동화증권의 원리금 지급이 발행기업에 의해서가 아닌 담보 자산의 현금흐름에 의해 이루어지므로, 투자자들은 무담보채권에 비해 발행기업에 대해 적은 정보를 요구하게 되며 엄격한 채권약정(bond covenants)이 필요하지 않게 된다. 만일 정보비대칭과 대리인 문제가 존재하는 경우에는 채권자들은 부채에 대한 요구수익률을 높이게 된다. **James(1988)**는 부채의 대리인 비용이 높고 정보비대칭이 높은 기업이 자산유동화증권 발행을 선호할 것이라고 결론지었다.

Minton, Opler & Stanton(1997)의 연구에서는 기업들의 자산유동화증권 발행 결정요인을 ABS 발행기업과 非발행기업 간의 재무적 특성 비교를 통해 실증분석 하였다. 이들은 1987-1994년의 기간동안 ABS를 발행한 일반기업(非금융기업) 중 41개의 기업을 표본으로 선정하여 횡단면 분석을 실시하였다. 이들은 미국에서 자산유동화증권 발행시장을 이용하는 기업은 재무적 곤경성(financial distress)이 있고 정보비대칭 문제와 부채의 대리인 문제로 인해 무담보채권 조달 비용이 비정상적으로 높을 것으로 가정하고, 이에 대해 실증분석 하였다.

이들은 정보비대칭이나 대리인 문제의 정도를 정확하게 측정하는 것은 어렵지만, 신용위험이 높고 기업성과가 낮은 기업일수록 자금조달 과정에서 이러한 문제가 크게 대두된다고 보았으며, 실증분석 결과 대부분 통계적으로 유의한 결과를 나타냈다. 즉 낮은 이자보상비율(EBITDA/이자비용)과 높은 부채비율로 측정되는 신용위험이 높고 영업이익률, 시장가치 비율로 측정되는 기업성과가 낮은 기업일수록 무담보채권 조달비용의 증가로 자산유동화증권 발행 시장을 이용한다고 결론지었다.

Lockwood, Rutherford & Herrera(1996)의 연구에서는 자산유동화증권 발행이 발행기업 주주들의 부(wealth)에 어떤 영향을 미치는지에 대하여 실증분석 하였다. 이들은 ABS 발행은 시장에서 기업의 유동성문제를 해결하고 부외거래를 통해 자본비율이 상승하는 긍정적인 신호(signaling)로 작용할 수 있다는 가정 하에 실증분석 하였다.

이를 위해 1985-1992년 기간동안 발행된 294개의 ABS 발행기업을 연구대상으로 한정하고, ABS발행과 기업가치간의 관계를 사건연구(event study)를 통하여 살펴보았다. 또한 금융업, 제조업 등 산업별 자산유동화증권 발행에 의한 부의 효과 차이를 연구하였다.

분석결과에 따르면 전체 표본에서는 공시당일 +0.45%의 초과수익률이 발생하였으나, 산업별 분석에서는 결과가 상이하게 나타났다. 금융기관의 경우 공시당일의 누적수익률이 +2.79%의 초과수익률을 나타낸 반면 제조업체에서는 결과가 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 ABS 발행이 산업별로 다른 경제적 효과를 나타낸다고 볼 수 있는데, 이들은 ABS 발행이 금융기관의 경우에는 부실채권의 처리와 부외거래를 통한 BIS비율의 상승 등의 호재(good news)로 작용한 반면, 제조업체의 경우에는 발행기업의 유동성 악화와 무담보채권 발행이 어려운 정도의 재무적 곤경성을 나타내는 악재(bad news)로 작용한다고 결론지었다.

Thomas(2001)의 연구에서는 1991-1996년까지 발행된 236개의 ABS 발행기업을 대상으로 Lockwood外(1996)와 같은 ABS 발행에 의한 주주 부(wealth)의 효과를 연구하였으며, Lockwood外(1996)의 연구와는 상이한 결과를 나타냈다. 전체 표본뿐만이 아니라 산업별 표본 모두에서 통계적으로 양의 초과수익률을 나타내어 Lockwood外(1996)의 결과와는 달리 산업별 구분에 관계없이 ABS 발행공시 자체가 시장에서 호재로 받아들여진다고 이들은 결론지었다.

Iacobucci & Winter(2001)의 연구에서는 대리인 문제에 따른 경영자의 사적 이익추구와 단기성과주의가 ABS의 발행유인이 될 수 있다고 가정하고 로지스틱 회귀분석을 이용하여 실증 분석하였다. 이들은 실증분석에서 ABS 발행유인의 설명변수로 경영자 인센티브 비율(기본급을 제외한 성과급)을 이용하였다. 경영자의 보수는 주로 자신의 재직 기간 내의 경영성과에 의해 결정되는 경우가 대부분이다. 따라서 경영자는 장기적인 관점에서의 경영성과 향상보다는 자신의 재직기간 중의 단기성과에 집착하게 된다. 즉 장기적인 기업이익의 희생을 대가로 하여 단기적인 경영성과에 치중하게 된다.

또한 자산유동화증권의 기초자산은 현금흐름이 양호하고 양질의 자산이어야 하기 때문에, 우량자산이 증권화된 이후에는 신용도가 떨어지는 자산만이 남게 되어 필요 이상의 유동화는 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 그리고 우량자산의 매각 대가로 현금이 유입된다고 하더라도 기존의 채권자들이 당해 매각가격에 이의가 있을 수 있다. 즉 경영자와 채권자간의 자산유동화에 따른 이해상충 문제가 발생할 소지가 있다.<sup>8)</sup>

즉 경영자는 단기성과주의로 인해 각종 재무비율을 제고하기 위하여 ABS를 발행할 가능성이 높으며, 경영자의 보수에서 성과급의 비율이 높은 기업일수록 이러한 현상은 강해진다고 이들은 주장하였다.

---

8) 일반적으로 유동화 대상자산은 신용평가기관이 자산에 대한 실사를 통해서 기존 채권의 회수, 현금흐름을 분석하고 이를 토대로 신용도를 평가할 수 있어야 하며, 현금흐름이 다소 불확실하더라도 원리금 상환을 담보할 자산가치가 충분히 안정적이고 자산의 처분에 많은 시간과 비용이 들지 않아야 가능하다.

실증분석 결과 경영자의 인센티브 비율이 높은 기업일수록 ABS 발행 유인이 높은 것으로 나타났다.

## IV. 실증분석

### 1. 표본의 선정

본 연구에서는 1999-2002년 동안 자산유동화증권(ABS)을 발행한 非금융기업을 연구 대상 표본으로 선정하였다. ABS가 도입된 1998년은 도입초기로 인한 기업들의 인식부족과 외환위기로 인한 재무제표의 왜곡현상으로 인해 연구 대상에서 제외하였다.

ABS 발행 공시자료는 금융감독원 전자공시시스템에서 추출하였고, 非금융기업 중 ABS 발행기업은 상장법인, 코스닥등록법인, 금감위 등록법인, 기타기업을 합쳐서 총 106건이었다. 이 중 연구대상 기업을 상장법인으로 한정하였으며 위의 기간 중 합병, 도산한 기업이나 관리종목에 포함되어 있는 기업, 자료누락이 있거나 자본잠식 등의 비정상적 경영상태에 있는 기업은 연구대상에서 제외하였다. 위와 같은 기준에 따라 선정한 연구대상 표본(event 기업군)은 총 44개이다.

이와 더불어 ABS 발행기업과의 비교를 위해 대응표본(통제기업군)의 선정이 필요하였으며, 대응표본은 ABS 非발행기업군과 무보증채권 발행기업군 두 개의 그룹으로 나누어 선정하였다. 이를 위해 동기간 ABS 발행공시가 없었던 상장기업(금융업종 제외) 중에서 무작위로 130개 기업을 선정하여 ABS 非발행기업 표본으로 구성하였다. 또한 동기간 무보증채권을 발행한 상장기업을 대상으로 176개 기업을 무작위로 선정하여 무보증채권 발행기업 표본을 구성하였다.

실증분석을 위한 재무자료는 ABS 발행 전년도 12월 결산 재무제표를 기준으로 하였으며, 분석에 필요한 재무자료들은 한국신용평가(주)의 KIS-FAS와 한국상장회사협의회에서 제공한 상장회사DB, 금융감독원 전자공시시스템, (주)KIS 채권평가 DB, 한국채권연구원의 채권 데이터베이스 등에서 제공된 자료를 이용하였다.

[ 표 8 ] 요약통계량

Variables	event기업군*	control기업군(a)**	control기업군(b)***
	Mean(Std. Dev.)	Mean(Std. Dev.)	Mean(Std. Dev.)
<b>RETURN</b>	0.0592(1.6330)	0.0831(0.1024)	0.0766(0.0852)
<b>LEV</b>	2.1418(3.9526)	1.2059(0.9141)	1.7101(0.8149)
<b>ICR</b>	1.7503(8.6801)	2.3811(4.2513)	2.1904(5.1330)
<b>LR</b>	0.7131(1.3160)	0.8715(0.9174)	0.7562(1.2090)
<b>REC</b>	0.1528(0.1636)	0.1342(1.2511)	0.1256(1.4223)
<b>RD</b>	0.0114(3.9507)	0.0137(2.4205)	0.0098(2.9763)
<b>MO</b>	0.0394(0.9531)	0.0587(0.2698)	0.0442(0.8170)

\* : ABS 발행기업군

\*\* : ABS 非발행기업군

\*\*\* : 무보증채권 발행기업군

주: RETURN 영업이익률, LEV 부채비율, ICR 이자보상비율, LR 유동비율  
REC 매출채권비율, RD 연구개발비비율, MO 경영자지분율

## 2. 연구가설의 설정

본 연구에서는 일반기업의 ABS 발행유인을 고찰하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

Minton外(1997)의 연구에서 살펴보았듯이 자산유동화증권 발행하는 기업은 재무적 곤경성(financial distress)의 존재와 대리인 문제로 인한 무담보채권 조달 비용이 비정상적으로 높다고 가정하고, 이에 해당하는 대응변수를 선정하여 실증분석 하고자 한다. 재무적 특성을 나타내는 대응변수로는 영업이익률과 유동비율, 이자보상비율, 그리고 매출채권 비율로 선정하였다.

영업이익률은 매출액 대비 영업이익의 비율로 선정하였으며, 기업의 유동성을 의미하는 유동비율은 유동부채 대비 유동자산의 비율로 선정하였다. 부채비율은 자기자본 대비 부채의 비율로 선정하였다. 이자보상비율은 기업의 채무상환능력을 나타내는 지표로, 기업의 영업이익으로 금융비용을 얼마나 감당할 수 있는지를 보여주는 지표이다.

이자보상비율은 이자비용 대비 EBITDA의 비율로 나타내는데, 이자보상비율이 1이면 영업활동에서 창출한 돈을 이자지급비용을 모두 쓴다는 의미이며, 1보다 클 경우 해당 기업은 자체 수익으로 금융비용을 능히 감당하고 추가이익을 낼 수 있다는 의미이다.

EBITDA(earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)는 법인세, 이자, 감가상각비 차감 전 영업이익을 의미한다. 즉, EBITDA는 영업이익에 순금융 비용과 감가상각비를 더해서

계산하는데, 기업이 영업활동을 통해 벌어들인 현금창출 능력을 나타내는 수익성 지표이다. EBITDA에는 이자비용을 이익에 포함하기 때문에 자기자본과 타인자본에 대한 기업의 실질이익창출 금액과 현금 지출이 없는 비용인 감가상각비를 비용에서 제외함으로써 기업이 영업활동을 통해 벌어들인 현금창출 능력을 보여준다. 또한 국가 간 혹은 기업 간에 순이익이 상이하게 계산되는 요인(세제 등의 차이)을 제거한 후, 기업의 수익창출 능력을 비교할 수 있는 지표로 널리 이용된다.

또한 일반기업의 ABS 발행내역을 살펴보면 대부분 매출채권을 기초자산으로 발행하고 있다. 이는 금융기관이 대출채권이나 부동산, 카드채권 등을 기초자산으로 발행하는 것과 상이하며, 일반기업이 매출채권을 유동화하기 위해 자산유동화증권을 많이 이용한다고 볼 수 있다. 따라서 매출채권을 많이 보유한 기업일수록 ABS 발행유인이 크다고 판단되며, 이를 검증하기 위해 총 매출액 대비 매출채권의 비율을 매출채권 비율이라는 대응변수로 선정하였다.

#### §가설 1§

자산유동화증권 발행기업은 非발행기업에 비해 재무적 곤경성(financial distress)이 존재할 가능성이 높다. 기업의 재무상태를 나타내는 여러 가지 지표 중에서 ABS 발행 유인인 재무적 곤경성을 설명할 수 있는 다음의 네 가지 재무비율을 대응변수로 선정하였다. 수익성 지표인 영업이익률과 유동성지표인 유동비율, 부채상환능력 지표인 이자보상비율 그리고 재무 레버리지 지표인 부채비율을 선정하였다.

따라서 기업의 ABS 발행은 위의 네 가지 재무비율의 정도에 따라 결정될 것이다.

또한 일반기업의 자산유동화증권 발행은 대부분이 매출채권을 기초 자산으로 하고 있으므로, 매출채권 비중이 높은 기업이 ABS를 발행할 가능성이 높다. 따라서 매출채권 비율은 ABS 발행 결정에 영향을 미칠 것이다.

Antunovich(1996)의 연구에 의하면 정보 비대칭이 큰 기업들은 여유자금(slack)을 보다 많이 보유하려는 경향이 강하다고 주장했는데, 그 이유는 이러한 기업들은 자본시장에 접근하는데 어려움이 있기 때문이다. 예를 들어 연구개발(R&D)의 비중이 큰 기업들은 외부자금조달에 더 큰 어려움을 겪을 수 있는데, 연구개발은 정보의 비대칭이 가장 큰 투자의 한 형태이기 때문이다. 즉 정보비대칭이 높은 기업은 자본시장에의 접근이 용이하지 않고 높은 대리인 비용을 발생시키며, 이는 유동자산 보유 결정 유인으로 작용할 수 있다.<sup>9)</sup>

본 연구에서는 정보비대칭이 높은 기업의 유동자산 보유 유인으로 인해 이들 기업이 자산유동화를 발행할 가능성이 높다고 가정하였으며, 정보의 비대칭과 부채의 대리인 비용 정도를 나타내는 대응변수로 매출액 대비 연구개발비 비율을 사용하였다.

기업은 성장기회가 많을수록 투자결정의 융통성이 커지게 되어

---

9) 김영산, 윤형덕, 2001, “한국기업의 유동성 보유비율 분석 - 재벌과 비재벌 기업의 비교”, 응용경제

R&D와 같은 무형자산과 기타 전문적 생산활동을 위한 특수자산 등에 투자를 많이 하게 될 것이다. 채권자들은 기업의 무형자산 및 특수자산에 대한 투자결정을 효율적으로 감시할 수 없고, 기업에서도 이들 자산에 대한 중요한 정보가 경쟁기업에 누설되는 것을 바라지 않을 것이다. 채권자들이 기업의 투자결정을 실질적으로 감시할 수 없게 된다면 소유경영자 측에서는 위험한 투자안을 추진함으로써 채권자의 부를 주주의 부로 이전시키려는 유인을 갖게 된다. 그러므로 채권자들은 부채에 대한 높은 보상을 요구하게 되며, 그 결과 감시 및 보증비용의 형태로 부채의 대리인 비용이 발생하게 된다.<sup>10)</sup>

선행연구에서는 대리인 비용에 대한 대응변수로 위와 같은 자산구성(자산의 특수성) 이외에 성장기회를 나타내는 장부가치 대비 시장가치 비율, Tobin's q, 매출액 성장률, 연구개발비비율 등도 사용하고 있으나, 본 연구에서는 매출액 대비 연구개발비 비율을 부채의 대리인 비용의 proxy로 설정한다.

### §가설 2§

정보비대칭이 크고 부채의 대리인 비용이 높은 기업일수록 자본시장에의 접근이 용이하지 않아 유동자산을 보유하려는 유인을 가지며, 이는 기업의 자산유동화증권 발행 유인으로 작용한다. 따라서 정보비대칭과 대리인 비용의 대응변수인 연구개발비 비율이 높은 기업일수록 자산유동화증권 발행 가능성이 높으며, 연구개발비 비율은 자산유

10) Shliefer, Vishny, 1986, "Liquidation value and debt capacity: a market equilibrium approach", Journal of Finance 47

동화증권 발행 결정에 영향을 미칠 것이다.

Iacobucci外(2001)의 연구에서 살펴보았듯이 경영자는 자신의 사적 이익 추구하고 단기성과주의로 인해 자신이 경영하는 기업의 자본비율을 비롯한 각종 재무지표의 제고를 위해 자산유동화증권을 발행할 가능성이 높다고 하였다. 특히 경영자의 보수체계에서 기본급이 아닌 성과급의 비중이 높을수록 자산유동화증권 발행유인이 더 높다고 보았다. 경영자 노동시장에서는 경영성과를 바탕으로 보수와 고용여부를 결정하며, 경영자는 기업성과 및 각종 재무지표를 높이기 위해 노력할 것이다.

일반적으로 소유지분율이 적은 고용경영인은 기업에서의 권한이 약하므로 자신의 재량권 확대와 경영자를 필수 불가결한 존재로 인식시키기 위해 경영성과와 재무비율을 높이려고 노력한다. 또한 경영자는 위험회피적(risk averse)이기 때문에 자산의 유동화를 통한 현금흐름의 안정성을 추구할 것이다.

그리고 유동성 보유에는 기회비용이 수반되므로 외부자금을 쉽게 조달할 수 있다면 유동성 비율을 보다 낮게 유지할 것이다. 재벌기업의 경우 내부거래나 상호지급보증을 통해 각 계열사간의 간접적인 금융지원이 이루어지기도 하고, 특히 금융기관을 포함하고 있는 경우 소속기업들은 유리한 조건으로 금융혜택을 받을 수 있으며, 은행 등으로부터의 외부자금 조달이 비교적 용이하여 쉽게 유동자산을 조달할 수 있다. 즉 외부자금조달의 용이성과 계열사의 금융지원과 내부거래 등

으로 인해 여타기업에 비해 유동성 부족을 보다 쉽게 극복할 수 있는 이점을 갖고 있으며, 이는 결과적으로 유동성 수요가 작아지는 원인이 되며 따라서 자산유동화증권을 발행할 유인도 적어질 것이다.

또한 일종의 성과급이라고 할 수 있는 스톡옵션을 부여받은 경영자일수록 자산유동화증권을 발행할 유인이 높을 것이다. 스톡옵션은 기업이 임직원에게 주는 확정보수로 인식되었지만, 현실적으로는 주주들에게 돌아갈 이익을 떼어내 우수 임직원에게 보상하는 성과 연동형 보수로 보아야 한다.

그리고 경영자가 소유경영자인가 非소유경영자인가의 여부에 따라서 자산유동화증권 발행유인이 다를 것이다. 일반적으로 고용계약을 맺은 非소유경영인(고용경영인)이 경영성과에 대한 집착이 더 강할 수 있으며, 따라서 非소유경영자가 소유경영자보다 자산유동화증권 발행 유인이 더 높을 것이다.

위와 같은 자산유동화증권 발행 유인을 설명하기 위해 본 연구에서는 경영자 지분율을 설명변수로 선정하였으며, 경영자 지분율은 총 발행주식수 대비 대표이사의 소유주식수를 사용하였다.

또한 추가적으로 소유경영자 여부와 재벌여부, 그리고 경영자 스톡 옵션 보유여부를 설명변수(더미변수)로 선정하였다. 재벌기업과 非재벌기업 분류기준은 공정거래위원회가 선정한 대규모기업집단 자료를 사용했다. 상장기업의 경우 현재 경영자 인센티브(성과급) 자료를 공시하지 않고 있으며, 이러한 이유로 경영자 인센티브 비율을 설명변수로 사용할 수 없었다.

### §가설 3§

경영자의 사적 이익추구와 단기성과주의로 인해서 경영자 지분율이 낮은 기업은 경영자의 재량권 확대와 지배 통제할 수 있는 자원의 확대, 위험회피 등을 위해 자산유동화증권을 발행할 가능성이 높다.

또한 소유경영자보다는 非소유경영자가, 재벌기업보다는 非재벌기업이, 경영자가 스톡옵션을 보유한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 자산유동화증권을 발행할 가능성이 높다.

따라서 경영자 지분율과 소유경영 여부, 재벌 여부, 스톡옵션 보유 여부는 자산유동화증권 발행 결정에 영향을 미칠 것이다.

### 3. 연구방법

본 연구에서는 자산유동화증권 발행유인에 대한 각 가설을 검증하기 위하여 실증분석을 크게 두 가지로 나누어 실시하였다.

첫째는 대응변수로 선정된 재무비율의 평균차이분석(t-test)을 실시하였다. 평균차이분석에서는 Event기업군인 ABS 발행기업과 Control 기업군인 ABS 非발행기업, 무보증채권 발행기업을 표본으로 선정하였다. 무보증채권 발행기업을 통제기업군으로 추가 선정한 이유는 일종의 채권발행으로서의 성격을 갖는 자산유동화증권 발행을 일반적인 채권발행 유인이나 외부금융 조달 유인(자금의 초과수요)과 구분하여 순효과(net effect)를 검증하기 위한 목적이다.

둘째는 각 설명변수와 자산유동화증권 발행간의 관련성을 좀 더 심층적으로 파악하기 위해 종속변수가 이변량인 로짓모형(Logit Model)을 이용하여 분석을 실시하였다. 평균차이 검정은 개별변수에 근거한 단일변량 분석(univariate analysis)이므로, 그 분석결과가 단편적인 정보만을 제공한다는 문제가 있을 수 있으므로 로짓분석을 추가로 실시한다. 로짓분석에서는 t-test의 분석결과를 보완하고, 이와 더불어 대리인 문제에 따른 경영자의 사적이익 추구 가설을 추가적으로 검증하였다.

본 연구에서 가설을 검증하기 위한 모델은 독립표본 t검정과 다음에 나타나 있는 로짓모형이며, 각 가설의 검증에 사용된 설명변수와 대응변수는 [표 9]와 같다.

### 【 Logit Model 】

$$Y_i = \alpha + \beta_1(\text{RETURN}) + \beta_2(\text{LEV}) + \beta_3(\text{ICR}) + \beta_4(\text{LR}) + \beta_5(\text{REC}) + \beta_6(\text{RD}) + \beta_7(\text{MO}) + \beta_8(\text{JB}) + \beta_9(\text{OWN}) + \beta_{10}(\text{SD})$$

[ 표 9 ] 모형에 이용된 변수 요약

---

<종속변수>

$Y_i \Rightarrow$  더미 변수 (ABS 발행기업=1, 非발행기업=0)

---

<설명변수 및 대용변수>

**재무적 곤경성**

영업이익률(RETURN)  $\Rightarrow$  영업이익/매출액

부채비율(LEV)  $\Rightarrow$  부채/자기자본

이자보상비율(ICR)  $\Rightarrow$  EBITDA/이자비용

유동비율(LR)  $\Rightarrow$  유동자산/유동부채

매출채권비율(REC)  $\Rightarrow$  매출채권/매출액

**정보의 비대칭성과 대리인문제**

연구개발비비율(RD)  $\Rightarrow$  연구개발비/매출액

경영자지분율(MO)  $\Rightarrow$  대표이사 소유주식수/총 발행주식수

재벌 여부(JB)  $\Rightarrow$  더미변수 (재벌기업 계열사=1, 나머지=0)

소유경영자 여부(OWN)  $\Rightarrow$  더미변수 (소유경영자=1, 나머지=0)

경영자 스톡옵션 보유 여부(SD)  $\Rightarrow$  더미변수

(스톡옵션 보유=1, 나머지=0)

---

#### 4. 실증분석 결과

본 연구의 실증분석 결과를 살펴보면 다음과 같다.

본 연구에서는 Event기업군인 ABS 발행기업의 대응변수는 통제기업군인 非발행기업, 무보증채권 발행기업의 대응변수와 통계적으로 유의미한 차이를 나타낼 것이라는 가설에 대한 검증을 위해 독립표본 T 검정을 실시하였다.

ABS 발행기업과 非발행기업의 분석결과를 살펴보면, 매출채권 비율과 연구개발비 비율, 경영자 지분율을 제외한 나머지 변수에서 통계적으로 유의한 차이를 나타냈다. - 값을 나타낸 영업이익률은 ABS 발행기업이 非발행기업보다 낮다는 것을 의미하며, + 값을 나타낸 부채비율은 ABS 발행기업이 非발행기업에 비해 높다는 것을 의미한다. 또한 - 값을 나타낸 이자보상비율은 ABS 발행기업이 非발행기업에 비해 낮다는 것을 의미하며, - 값을 나타낸 유동비율은 ABS 발행기업이 非발행기업에 비해 낮다는 것을 의미한다.

ABS 발행기업과 무보증채권 발행기업과의 분석결과를 살펴보면, 대부분 非발행기업군과의 분석 결과와 일치하게 나타나고 있으나 유동비율과 매출채권 비율의 결과가 일치하지 않았다. 매출채권 비율이 모두 + 값을 나타냈으며, 이는 ABS 발행기업이 통제기업군에 비해 높다는 것을 의미한다.

이는 전체적으로 ABS 발행기업이 여타의 기업에 비해 재무적 곤경성이 존재할 가능성이 높다는 가설을 일부 지지한다는 결론을 내릴

수 있다.

반면에 정보비대칭과 대리인 비용을 나타내는 변수인 연구개발비 비율과 경영자 지분을 변수는 모두 통계적으로 차이가 없는 것으로 나타났다. 따라서 대리인 문제와 경영자의 사적이익 추구 가설은 기각되었다.

[ 표 10 ] 평균차이분석(t-test) 결과

Variables	Panel A	Panel B
RETURN	-3.875**	-2.916**
LEV	3.941**	2.185*
ICR	-2.478*	-2.179*
LR	-2.128*	-1.542
REC	1.610	2.351*
RD	-0.448	0.287
MO	-1.079	-0.323

\* : 5%수준에서 유의함 (양쪽)

\*\* : 1%수준에서 유의함

위의 수치는 t-value를 나타내며, 양쪽검정임

Panel A : ABS발행기업과 非발행기업간 분석결과임

Panel B : ABS발행기업과 무보증채권 발행기업간 분석결과임

로짓모형을 이용한 분석은 ABS 발행기업과 非발행기업군을 합친 표본을 대상으로 하여 분석하였다. 각 설명변수 간의 상관관계를 살펴보면, 영업이익률과 부채비율, 이자보상비율, 유동비율, 매출채권 비율이 각각 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 상관관계가 높은 변수들은 회귀분석 시에 다중공선성 문제가 있을 수 있으므로, 해당변수를 통제하여 추가적인 분석을 실시하였다.

[ 표 11 ] 변수간 상관관계

Variables	1	2	3	4	5	6	7
RETURN	1.000						
LEV	0.176*	1.000					
ICR	0.302**	-0.181*	1.000				
LR	-0.138	-0.104	0.382**	1.000			
REC	0.176*	-0.093	0.088	0.113	1.000		
RD	0.071	0.098	-0.021	-0.017	-0.042	1.000	
MO	0.102	0.054	-0.028	-0.032	0.006	0.011	1.000

\* : 5%수준에서 유의함

\*\* : 1%수준에서 유의함

주: 위의 수치는 Pearson 상관계수를 나타냄

로짓분석 결과를 살펴보면 다음과 같다. 재무적 곤경성을 설명하는 변수는 위의 평균차이분석(t-test) 결과와 대부분 일치한 결과를 나타냈다. 영업이익률과 부채비율, 이자보상비율, 유동비율이 통계적으로 유의한 결과를 나타내어 이들 변수가 자산유동화증권 발행 결정에 영향을 미친다고 볼 수 있다. 반면 매출채권 비율은 일부 모형에서만 유의한 결과를 나타냈으며, 따라서 매출채권 비율이 자산유동화증권 발행에 영향을 미친다는 결론을 내릴 수 없었다. 대리인 문제와 이로 인한 경영자의 사적이익 추구 가설에 대한 설명변수는 모두 유의하지 않은 결과를 나타냈다. 연구개발비비율과 경영자 지분율이 통계적으로 유의하지 않은 결과를 나타냈으며, 재벌 더미와 스톡옵션 더미, 소유경영 더미변수도 유의하지 않게 나타났다.

[ 표 12 ] 로짓모형 분석 결과 ( I )

Dependent = dummy 변수(0/1)			
Variables	Model (1)	Model (2)	Model (3)
RETURN	-	-0.4353(0.0979)**	-1.0245(0.5523)*
LEV	0.4239(0.0805)*	-	0.3490(0.1030)*
ICR	-0.8723(0.3719)*	-0.1265(0.0558)	-
LR	-0.1898(0.1121)	-0.3202(0.2778)*	-0.3172(0.1442)*
REC	0.2987(0.2053)*	0.0154(0.1058)	0.0559(0.2716)
RD	0.0909(0.0660)	-0.0476(0.0371)	-0.0016(0.0014)
MO	-0.0926(0.1422)	-0.3832(0.2082)*	0.1227(0.1805)
-2LL	99.96	98.94	99.38
chi-square	10.95	11.96	11.52

\* : 5%수준에서 유의함

\*\* : 1%수준에서 유의함

주: 위의 수치는 계수를 나타내며, 괄호는 표준오차를 나타냄

[ 표 13 ] 로짓모형 분석 결과 연결 (Ⅱ)

Dependent = dummy 변수(0/1)		
Variables	Model (4)	Model (5)
RETURN	-0.3964(0.1232)**	-0.5117(0.1790)**
LEV	0.6193(0.1472)*	0.3108(0.2217)*
ICR	-0.2839(0.1081)**	-0.4735(0.2045)*
LR	-	-0.3816(0.2188)*
REC	0.1070(0.4471)	0.1992(0.3469)
RD	-0.1195(0.1648)	-0.0014(0.0011)
MO	-0.1329(0.1916)	-0.0715(0.1845)
OWN	-	-0.1994(0.2146)
JB	-	0.0867(0.0930)
SD	-	-0.0014(0.4590)
-2LL	101.17	109.51
chi-square	9.74	11.75

\* : 5%수준에서 유의함

\*\* : 1%수준에서 유의함

주: 위의 수치는 계수를 나타내며, 괄호는 표준오차를 나타냄

본 연구에서는 자산유동화증권 발행 유인을 설명하는 가설로 자산유동화증권 발행기업의 재무적 곤경성과 대리인 문제로 설정하여 T검정과 로짓분석을 통해 위의 가설을 검증하였다. 분석 결과 재무적 곤경성을 나타내는 설명변수인 영업이익률과 부채비율, 이자보상비율, 유동비율은 대부분 유의한 결과를 나타내어 본 연구의 가설을 지지하였다. 그리고 매출채권 비율은 일부에서만 유의한 결과를 나타내어 가설에 대한 결론을 내릴 수 없었다.

반면 대리인 비용을 나타내는 연구개발비 비율과 경영자의 사적이익 추구를 나타내는 경영자 지분을 변수는 모든 분석 결과에서 유의하지 않은 것으로 나타나 본 연구의 가설이 기각되었다. 그리고 추가적으로 분석한 재벌여부와 소유경영 여부, 스톡옵션 보유 여부에 대한 검증에서도 모두 유의하지 못한 결과를 얻어 가설을 기각하였다.

따라서 일반기업의 자산유동화증권 발행 유인은 해당기업의 재무적 곤경성에 의한 것이라는 가설이 지지되었으며, 대리인 문제와 이로 인한 경영자의 사적이익 추구 가설은 기각되었다.

## V. 결론 및 한계점

자산유동화증권(ABS)의 발행은 기존의 부실여신을 감소시키거나 자산과 부채의 만기조절, 혹은 일반기업의 회사채를 인수해서 이를 재발행함으로써 재정이익을 얻을 목적(Primary CBO등)으로 금융기관들이 주로 이용하였으나 최근에는 일반기업의 ABS 발행이 급증하고 있다.

일반기업은 금융기관이 자산유동화증권을 발행하는 이유와는 여러 가지 면에서 차이점이 있다. 발행목적과 발행규모, 근거자산, 발행형태 및 자산유동화증권의 설계 등에서 차이가 존재하며 이는 금융기관의 자산유동화증권 발행 유인과 구분된다.

본 연구에서는 일반기업이 자산유동화증권(ABS)을 발행하는 유인이 무엇인지에 관하여 살펴보았으며, 이를 위해 다음과 같은 가설을 설정하고 실증분석 하였다.

첫째, 재무적 곤경성이 존재하고 정보비대칭이 높은 기업일수록 ABS를 발행할 유인이 크다는 점이다. 일반적인 무담보채권 발행 대신 추가적인 고정비용을 부담해야 하는 ABS 발행에 참여하는 이유는 재무적 곤경성의 존재 때문이다. 또한 정보비대칭이 높은 기업은 외부금융의 이용에 제약을 받으며 자본조달 비용이 증가하게 되며, 이를 해소하기 위해 담보채권의 일종인 자산유동화증권을 발행할 가능성이 높다. 따라서 재무적 곤경성이 존재하고 정보비대칭이 높은 기업이 자산유동화증권을 발행할 유인이 높다는 가설을 설정하였다.

둘째, 대리인 문제로 인한 경영자의 사적 이익추구와 단기성과주의는 ABS의 발행 유인이 된다는 점이다. 경영자는 일반적으로 단기적인 재무비율 개선을 통해 자신의 성과급을 높이고 기업에서의 지배력을 강화하고자 하는 유인을 갖고 있으며, 이는 자산의 유동화를 통해 재무비율의 개선이 가능한 ABS 발행의 유인으로 작용한다.

본 연구에서는 상기의 두 가지 가설을 검증하기 위해 1999-2002년 기간을 연구대상 기간으로 하였으며, 동기간 ABS 발행기업을 연구대상 표본으로 선정하여 독립표본 t검정을 이용한 평균차이분석과 로짓모형을 이용한 회귀분석을 실시하였다.

연구방법은 첫째 t검정(t-test)을 이용한 평균차이분석을 실시하였다. Event기업군은 ABS 발행기업, 그리고 이에 대응하는 Control기업군은 ABS 非발행기업, 무보증채권 발행기업을 선정하여 각 대응변수의 평균차이를 분석하여 위의 가설을 검증하였다.

둘째, 위의 t검정을 보완하고 경영자의 사적이익 추구 가설을 심층적으로 검증하기 위해 로짓모형(Logit Model)을 이용한 횡단면 분석을 실시하였다.

각 가설을 검증하기 위한 설명변수는 재무적 곤경성을 설명하는 재무비율로서 영업이익률, 부채비율, 이자보상비율, 유동비율, 매출채권비율을 선정하였다. 정보비대칭성과 대리인 비용을 검증하기 위한 설명변수는 연구개발비 비율, 경영자 지분율, 소유경영 여부, 스톡옵션 보유 여부 등을 선정하였다.

본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, t검정 결과 영업이익률과 부채비율, 이자보상비율에서는 통계적으로 유의한 결과를 나타냈으며, ABS 발행기업이 非발행기업과 무보증채권 발행기업보다 재무적 곤경성이 존재할 가능성이 높다는 가설을 지지하였다. 그러나 유동비율과 매출채권 비율은 통일된 결과를 나타내지 않아서 가설에 대하여 결론을 내릴 수 없었다.

반면 대리인 비용을 나타내는 설명변수인 연구개발비 비율과 경영자의 사적이익 추구 가설을 설명하는 변수인 경영자 지분율은 모두 통계적으로 유의하지 못한 결과를 나타냈다. 따라서 t검정 결과는 재무적 곤경성 가설을 지지하는 결과를 얻은 반면, 대리인 문제와 경영자의 단기성과주의 가설은 기각되었다.

둘째, 로짓모형 분석 결과는 영업이익률과 부채비율, 이자보상비율, 유동비율 등은 t검정과 대부분 유사한 결과를 나타내었으며 본 연구의 가설을 지지하였다. 반면 연구개발비 비율과 경영자 지분율, 재벌여부, 스톡옵션 보유 여부, 소유경영 여부는 통계적으로 유의하지 못한 결과를 얻어 가설이 기각되었다. 따라서 본 연구의 실증모형에서 대리인 이론 가설에 대한 변수는 ABS 발행 유인에 대해 설명력이 없는 것으로 나타났다.

본 연구의 결과를 정리하면 자산유동화증권 발행유인은 대리인 문제와 이로 인한 경영자의 단기성과주의와 사적이익 추구라는 가설을 지지하지 못했으며, 재무적 곤경에 처한 기업이 최후의 자금조달 수단으로서 자산유동화증권 발행시장에 참여할 유인이 크다는 가설이 입증되었다.

결론적으로 일반기업의 자산유동화증권 발행 유인은 대리인 문제보다는 재무적 곤경성에 따른 외부금융 이용의 어려움과 이를 해소하기 위한 수단으로서의 유인이 강한 것으로 풀이된다.

본 연구의 한계점은 우선 일반기업이 본격적으로 ABS발행시장에 참여하게 된지 비교적 짧은 시간이 지났기 때문에 표본선정에 있어 여러 가지 제약을 받았다는 점이다. 여러 연도별 표본기업과 다양한 재무자료를 얻을 수 있었다면, ABS발행요인과 기업특성에 관한 좀 더 다양하고 폭넓은 분석이 이루어질 수 있었을 것이다. 또한 이후의 연구에서는 횡단면 분석 이외의 좀 더 다양한 분석방법을 이용하는 것이 바람직할 것이라고 생각한다.

## 참고문헌

방근석, 최두열, 2000, “자산유동화”, 한국경제연구원

김영산, 윤형덕, 2001, “한국 기업의 유동성 보유비율 분석 - 재별과  
非재별기업의 비교”, 응용경제

이창용, 오규택, 양두용, 2001, “고수익채권시장 활성화에 관한 연구”,  
한국채권연구원

자산유동화실무연구회, 1999, 금융혁명 ABS, 한국경제신문사

E. Iacobucci, R. Winter, 2001, “Asset securitization and asymmetric  
information”, Working paper

H. Thomas, 2001, “Effect of Asset securitization on seller  
claimants”, Journal Financial Intermediation 10(3/4)

B. Minton, T. Opler, S. Stanton, 1997, “Asset securitization among  
industrial firms”, Working paper

L. Lockwood, R. Rutherford, M. Herrera, 1996, “Wealth effects of  
asset securitization”, Journal of Banking & Finance 20(1)

Antunovich, 1996, "Optimal Slack Policy under Asymmetric Information", Working Paper, Northwestern University

Shliefer, Vishny, 1986, "Liquidation value and debt capacity: a market equilibrium approach", Journal of Finance 47

C. James, 1988, "The use of loan sales and standby letters of credit by commercial banks", Journal of Monetary Economics 22

Williamson, 1988, "Corporate finance and corporate governance", Journal of Finance 43

L. Glosten, L. Harris, 1988, "Estimating the components of the bid-ask spread", Journal of Financial Economics 21

M. Jensen, 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", American Economic Review

S. Myers, N. Majluf, 1984, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics 13

# ABSTRACT

A Study on the Incentives of Issuing the Asset Backed Securities  
- Concerning on Non-Financial Firms -

Jung, Ji Young

Department of Business Administration

Graduate School of Sungshin Women's University

Asset Backed Securities(ABS) mainly have been used by financial institutions for raising of BIS ratio and disposal of insolvent obligation, but the ABS issue of non financial firms is increasing rapidly recently. There are a number of differences between the asset securitization of non financial firms and financial institutions in some key ways.

In this paper, I examined why non financial firms use asset backed securities market to finance operations and performed empirical analysis for following hypotheses testing.

In this study, I hypotheses that as follows. First, firms will prefer to securitize when capital market frictions related to weak financial position

and agency costs of unsecured debt. Second, firms will prefer to securitize that there are high information asymmetry and managerial agency problems related to manager's "hidden action" being sensitive to incentive compensation scheme, managerial reputation and corporate control.

For testing these hypothesis, I used t-test by comparing the financial characteristics between firms that chose to securitize assets and do not securitize in 1999–2002 period. And I used logit regression model which dependent variables was bivariate to further investigate managerial agency problems hypothesis.

The results of empirical analysis are as follows:

Firms that securitize assets are much closer to financial distress than firms do not. Operating profit ratio, leverage ratio, interest coverage ratio, and current ratio which explain financial condition showed statistically significant results. This is consistent with hypothesis that the securitization decision is driven in part by firm's efforts to avoid debt financing costs that arise when issuing unsecured debt.

But the R&D costs ratio and management ownership, and the adoption of stock options etc. which explain managerial agency problems showed statistically insignificant results.

In conclusion, the incentives of ABS issuance are capital market frictions

in using outside debt financing related to weak financial position rather than managerial agency problems.