

서브프라임 모기지 사태, 무엇이 문제였나?

지난 해 3월부터 시작된 미국 발 서브프라임 모기지 사태가 아직도 그 끝을 보이지 않으며 세계 금융시장을 혼동의 도가니로 몰아넣고 있다. 이번 서브프라임 사태는 세계 최대 금융강국이라는 미국의 대표적인 금융회사들이 문제의 핵심에 자리잡고 있다는 측면에서 기존의 다른 어떤 금융위기보다 큰 충격과 파장을 낳고 있다. 무엇이 문제였고, 이를 통해 우리가 얻어야 할 교훈은 무엇인지 살펴보도록 한다.

세계 최고 금융회사들의 몰락

씨티그룹, 베어 스텐스, 메릴린치, 리먼 브라더스...
지난 일년여간 서브프라임 모기지 사태로 파산을 선언

했거나 막대한 손실 발생으로 경영위기에 휩싸인 세계 최고의 금융회사들이다. 이들은 전통적으로 최첨단 리스크 관리 기법과 소프트웨어로 무장하여 리스크를 측정하고, 손실 발생가능성을 최소화 하기 위해 대규모 리스크 전문가 집단을 고용하고 있는 것으로 알려져 왔다. 그럼에도 불구하고 이들은 이번 서브 프라임 모기지 위기로 인한 대규모 손실을 미연에 방지하지 못했고, 사상 최악의 손실에 실적을 기록함으로써 시장

에 충격을 주고 있다. 과연 이들의 리스크 관리 시스템은 왜 작동하지 않았을까?

〈표 1〉 서브프라임 사태 진행 과정

시 기	내 용	대표적 피해 금융기관
1차 불안(07.2~3)	서브프라임 모기지 연체율 증가로 인한 모기지 대출회사 부실	New Century Financial, HSBC
2차 불안(07.6~8)	모기지 관련 채권(MBS, CDO)의 가치 하락으로 금융회사 손실확대	헤지펀드
3차 불안(07.10~11)	SIV(Structured Investment Vehicles)의 유동성 위기	Citigroup
4차 불안(08.1~2)	모노라인(채권보증회사)의 부실 심화 및 신용등급 하향	MBIA
5차 불안(08.3~4)	서브프라임 외 모기지 채권의 가격하락에 따른 마진콜 급증	Bear Stearns, Calyle Capital
6차 불안(08.6~현재)	투자은행과 모노라인의 신용등급 연쇄 하향으로 신용위기 재부상	Lehman Brothers 위기설

이유 1. 미국 금융 시장의 구조적 문제

이번 서브프라임 모기지 사태의 가장 큰 원인으로 지적되고 있는 것은 현재 미국 금융시장이 가지고 있는 구조적 문제점이다.

과거에는 하나의 금융회사가 고객에게 예금을 모아 이를 대출해주는 단순한 시장 구조가 존재했다(1차 대출시장). 이 상황에서 금융회사는 대출 부실화로 인한 손실을 자신이 그대로 안아야 하기 때문에 대출에 매우 신중한 접근을 할 수 밖에 없었고, 그 결과 모기지 대출 시 철저한 리스크 관리가 이루어졌었다.

그러나 2차 유동화시장(secondary market)의 발달은 대출의 실행과 이 대출에 필요한 자금을 조달하는 작업을 분리해 놓았고, 이는 대출 부실화 리스크가 대출을 실행한 금융기관이 아닌 투자자에게 전가되는 구조를 형성하였다. 당연히 투자자들은 이러한 리스크를 부담하고자 하지 않았고, 미국 정부는 이 문제를 해결해 시장을 활성화하기 위해 Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddie Mac 등의 국책 모기지 업체와 채권보증기관과 같은 중개회사를 탄생시켰다 (Fannie Mae와 Freddie Mac은 최근 유동성 위기에 휩싸인 상태이다). 그 결과 금융회사들이 대출 부실화에 대한 리스크 부담 없이 대출에 필요한 자금 조달이 가능하게 된 것이다.

미국 금융시장의 발달은 전문화된 기능을 수행하는 다양한 시장 참여자의 증가를 초래했고, 서브프라임 모기지 시장의 경우 더욱 그러했다. 채무자-모기지 은행-채권보증기관-투자자로 이루어졌던 단순한 관계사슬이 채무자-전문브로커-모기지 은행-CDO¹⁾(Collateralized Debt Obligation : 부채담보부 증권) 매니저-투자자로 구성되면서 더욱 복잡한 구조를 만들었고, 그 결과 리스크를 생성하는 주체와 리스크를 떠안는 주체 사이

<그림 1> 미국 서브 프라임 모기지 시장의 참여자들



의 거리가 더욱 멀어지는 결과를 초래한 것이다.

결국 미국 모기지 시장이 황홀으로 치달으면서 대출에 대한 리스크를 부담할 필요가 없어진 모기지 은행들은 눈앞의 수익 창출에 급급해 대출 자격이 미달된 고객에게까지 마구잡이로 대출을 실행했다. 이런 상황을 모르는 최종 투자자들 또한 높은 수익률에 현혹되어 자신이 투자한 최첨단 파생상품이 어떻게 구조화 되었는지 관심 두지 않았고, 결과적으로 투자상품에 내재되어 있는 리스크를 무시한 채 투자에 열중한 결과 사태가 이렇게 악화된 것이라는 분석이 지배적인 상황이다(물론 복잡한 금융공학 기법의 적용으로 전문가가 아니고서는 이해할 수 없는 상품의 복잡성 및 투명성 결여도

1) CDO(Collateralized Debt Obligations: 부채담보부증권) : 회사채나 금융기관의 대출채권 등을 모아 유동화시킨 신용파생상품. 이 과정에서 신용등급을 높이기 위해 채권보증회사(모노라인)들이 보증을 서기도 한다.

문제 발생에 기여했다는 사실도 부인할 수 없다).

이유 2. 리스크 관리에 대한 잘못된 이해

서브프라임 부실을 사전에 방지하지 못한 또 다른 이유는 리스크 관리에 대한 금융업계 종사자들의 잘못된 이해라는 지적도 상당한 공감대를 얻고 있다.

일반적으로 현장에 있는 상품개발자, 펀드 매니저, 구조전문가(structures)들은 리스크 관리 기능이 업무를 방해하고 무력화시킨다고 생각하는 경향이 높은 반면, 리스크 관리자들은 자신의 역할을 크로스 컨트리 경주에서의 'co-driver'에 비교하고 있다. 즉, 은행 수익은 현장 전문가들이 창출하는 것이 사실이지만, 아무리 뛰어난 전문가들이라도 보이지 않는 장애물을 지적해 줄 수 있는 'co-driver'가 필요하다는 것이다.

그러나 대부분의 금융기관에서는 부서간 장막이 너무 높기 때문에 리스크 관리와 영업 기능이 완전히 분리되어 있는 경우가 대부분이고, 리스크 관리를 사후처리 작업으로 여기고 있기 때문에 이런 상황이 벌어졌다는 주장이다.

특히 심각한 문제는 IT를 통해 리스크를 관리할 수 있다고 생각하는 사람들이 많다는 것인데, 이는 리스크 관리가 정량적 측정과 정성적 측정의 결합체임을 망각하는 위험한 행동이 될 수 있다는 지적이다. IT는 리스크를 정량적으로 측정하고, 그래프를 그리는 역할을 수행하는 것으로 리스크 관리의 틀에 불과하기 때문에 리스크 관리 모델에 지나치게 의존하는 것은 문제가 있을 수 있다는 것이다.

결론적으로 볼 때 만약 은행의 전략적 비전과 방향, 그리고 조직 역량에 적합한 리스크 성향(일반적으로 이를 리스크 관리 정책이라 한다)을 개발하여 영업 현장에서 자산을 관리하고 자금을 운용하며, 상품을 구조화하는 인력들을 가이드 해줬다면 이번 서브 프라임 손실

과 같은 사태를 사전에 방지할 수 있었을 것이라는 것이다. 리스크 관리를 위한 엄청난 투자도 조직 내 리스크 관리 기능이 핵심 영업 활동의 하나로 인정받지 못하거나 리스크 관리 기능의 독립성이 보장받지 못할 경우 아무 효과를 발휘할 수 없음을 명심해야 한다는 것이다.

이유 3. 신용평가사의 직무 유기

세 번째 이유로 지적되는 것은 채권에 대해 신용등급을 부여하는 신용평가사의 직무 유기이다. 모기지 증권 등의 유동화가 이루어지기 위해서는 신용평가사들의 등급 평가가 필수인데, 이들이 자신의 이익을 먼저 생각하는 등 엉터리로 등급 책정을 해 온 것이 미 증권거래위원회의 조사 결과 드러난 것이다.

CDO 시장에서 신용평가사가 차지하는 위치를 살펴보면 이런 상황들이 어떻게 가능했는지 알 수 있다. 일례로, 일반적인 상황에서는 거래가 이루어지거나 이루어지기 직전에 신용평가사가 채권을 평가하여 신용등급을 매기나, CDO시장에서는 신용평가사의 평가가 거래의 성사 여부를 결정하는 구조를 유지하고 있다. 다시 말하면 CDO는 금융기관 같아서, 자산을 구매한 후 채권을 발행하는데 이는 곧 신용평가사가 유리한 등급을 부여해야만 CDO가 다른 금융기관 대비 더 경쟁력 있는 조건으로 자산을 구입할 수 있다는 이야기가 된다.

문제는 신용평가사가 CDO가 설립될 때 이에 대한 신용 평가를 해주는 대가로 금전적 보상을 받게 되어 있다는 것으로 - CDO가 설립되지 못하면 신용평가사는 수입이 없다 - 이런 수입 구조 하에서 신용평가사의 객관적인 평가를 기대하기는 무리라는 것이다.

한편, 신용평가사의 평가 기준 또한 첫째, 과거의 자료를 근거로 신용등급을 책정하고, 둘째, LTV(Loan to Value)나 DTI(Debt to Income) 등의 수치만 참고

할 뿐 대출 파일을 일일이 살펴보지 않으며, 셋째, 대출이 부실화되었을 때 손실을 공유하지 않고, 넷째, 품질이 명확하지 않은 대출(신용 경력이 안 좋은 대출자들에게 제공된 대출 서류가 부실한 대출 등)이 서브프라임 모기지 풀에 편입되는 것을 용인한다는 한계점을 지니고 있다는 지적이다.

자산 유동화의 편익과 비용

앞서 언급한 세가지 이유 중 최근 가장 많은 논란을 불러 일으키고 있는 것이 바로 자산 유동화 문제이다. 자산 유동화는 우량자산의 매각으로 자산건전성이 하락할 수 있고 증권화 과정에서 비용이 발생한다는 등의 단점에도 불구하고 자금조달비용의 절감, 자산-부채간 미스매치의 해결, 위험의 이전, 대차대조표 개선, 미래 현금흐름의 현재화 등과 같은 많은 편익으로 지난 수십년간 전세계 금융회사들에 의해 애용되어온 자산관리 기법 중 하나이다.

최근 국내 금융시장에서도 국내 시중은행들의 수익마진 및 예대율 악화 문제를 동시에 해결해 줄 수 있고, 은행의 수입 증가에 기여할 수 있다는 장점 - 대출채권 매각으로 생긴 자금을 유리한 조건으로 다시 운용하여 수익을 창출하거나 자산관리자 또는 수탁회사로서 채무자로부터 대출원리금 수납, 투자자 앞 원리금 이체, 연체 독촉 및 담보물 관리업무 등 매각 대출채권의 원리금 상황과 관련된 각종 부대업무를 처리함으로써 수수료 수입 발생 - 이 부각되면서 자산 유동화에 대한 관심이 급증하고 있는 상황이다.

그러나 여기서 짚고 넘어가야 할 부분은 자산 유동화가 리스크에 대한 은행의 경계심을 마비시키고, 결과적으로 은행의 심사태도 및 능력을 현저하게 저하시키는 결과를 초래할 수 있다는 사실이다. 나아가 자산 유동화에 의한 리스크의 무한 전가가 금융기관들로 하여금 리스크를 무시하고 안이한 대출 경쟁을 하도록 유인할 가능성도 배제할 수 없다는 것이 일부 전문가들의 지적

이다.

서브프라임 사태의 교훈

서브프라임 사태는 새로운 수익원 창출에 급급한 금융회사의 과욕과 금융시장의 상황에 걸맞지 않은 금융규제 완화 및 자율화 등의 부적절한 금융감독, 그리고 최첨단 금융기법 속에 내재된 높은 리스크에 대한 정확한 인식 없이 그저 경쟁 금융회사가 하나까 나도 한다는 금융회사의 “따라 하기” 식 사업확대가 얼마나 참혹한 결과를 불러올 수 있는가를 잘 보여준 사례라 하겠다. 최근 급변하고 있는 국내 금융환경 속에서 국내 금융회사들 또한 미국의 모기지 은행이나 상업은행, 그리고 투자은행들이 직면했던 신 수익원 개발과 단기간의 고수익 확보라는 유혹에 직면할 가능성은 과거 어느 때보다 높아진 상태다. 바로 이것이 우리 금융회사들이 여전히 진행 중인 서브프라임 사태를 끝까지 지켜보고, 반면교사로 삼아야 할 이유가 아닐까 한다.

FSB연구소 미래전략팀 한유경 ykhan21@shinhan.com

