

이슬람 채권의 이해*

최두열** 오규택*** 박동규****

<요 약>

본 논문은 최근 국제금융시장에서 많은 관심을 받고 있는 이슬람 채권(수쿱)을 소개하고자 한다. 이슬람 채권은 그 발행이 급증하고 있을 뿐 아니라 그 투자자들이 이슬람 인구뿐만이 아니라 서구의 투자자 계층에게도 확산되어 가고 있다. 또한 발행 국가도 이슬람권이 아닌 서구의 국가로 확산되고 있어 점차 글로벌 채권화하고 있다. 따라서 중동을 비롯한 이슬람권 진출 한국 기업들은 새로운 자금 조달원으로서, 한국의 금융기관 등 자산관리자들은 포트폴리오 운영에 있어서 새로운 운영 대상으로서 이슬람 채권의 원리와 구조에 대하여 알아야 할 필요가 있다.

이슬람 채권은 이슬람 금융의 원리에 바탕을 두고 발행되는데 이슬람 금융은 근본적으로 이자의 수수를 금지하고 있는 대신 이윤과 손실을 분배하는 원리로 이루어져 있다. 이 본 논문에서는 이윤과 손실을 분배하는 이슬람 금융 원리에 의해서도 전통적인 채권과 유사한 채권의 구조화가 어떻게 가능한가를 설명하고자 한다. 세부적으로 이슬람 채권은 그 바탕이 되는 실물자산에 대한 이슬람 금융 계약의 형태에 따라 이자라 수쿱, 살람 수쿱, 무라바하 수쿱, 무사라카 수쿱, 무다라바 수쿱, 이스티스나 수쿱 등으로 구분될 수 있는데 이러한 종류별 이슬람 채권들의 구조와 작동 원리를 구체적으로 설명하고자 한다.

핵심주제어: 이슬람 금융, 이슬람채권, Riba, Sukuk,

* 본 논문은 2007년 재무관련 5개학회 공동학술발표회(2007.5.25-26)에서 발표를 위해 작성된 논문으로서 완성되지 아니한 논문입니다.

** 한국기술교육대학교 산업경영학부 교수 Tel: 041-560-1435 email: dychoi@kut.ac.kr

*** 중앙대학교 경영대학 교수 Tel: 786-7487 email: gtoh@kfiri.co.kr

**** 한양대학교 경영전문대학원 교수 Tel: 2290-0246 email: tkpark@hanyang.ac.kr

I. 서론

본 논문은 이슬람 채권 수쿱(Sukuk)에 대하여 소개하고자 작성되었다. 수쿱은 ‘이슬람 채권’으로 번역되고 있는 금융수단으로서 기본적으로 투자자산 풀에 대한 수익증권(Investment Certificate)이라고 볼 수 있다. 수쿱이란 조성된 자금이 투자자산 풀에 투자되는 계약관계가 이슬람 금융에 따르는 증권을 의미한다.

이슬람 금융이란 이슬람교의 율법 즉 샤리아(Sharia)라고 불리는 이슬람 율법에 맞추어 행하여지는 금융을 의미한다. 이슬람 율법은 이슬람 교도들의 생활 전반에 적용되는 원리로서 금융에 적용되는 이슬람 율법으로서는 이자에 대한 授受를 금지하고(Prohibition of Riba)¹⁾ 도박을 금지하며(Prohibition of Maysir), 불확실한 거래(Prohibition of Gharar)를 금지하는 것 등이 있다.²⁾ 이러한 이슬람 율법에 부합되는 금융거래를 이슬람 금융이라고 한다. 즉, 이슬람 금융은 이자를 받지 아니하는 동시에 투기적인 계약을 금지함에 따라 전통적인 서구 금융과는 그 운용 방식을 달리한다.

전통적인 서구금융에 대비되는 이슬람 금융이 자본시장에 대두된 것은 그 역사가 길지 아니하다. 대부분의 이슬람 세계가 서구의 식민 지배하에 있던 1차대전부터 2차대전 종전시기의 기간 중에는 대부분의 이슬람 국가들이 이자를 주고 받는 서구의 은행 제도를 받아들였으며 이슬람 율법원리가 규범으로서의 역할을 하지 못하였다.

그러다가 2차 대전 이후 이슬람 세계가 서구의 식민 지배에서 벗어나면서부터 이슬람 부흥운동이 발생하기 시작하였으며 이슬람 부흥운동과 결부되어 이슬람 교도들이 신앙과 경제 생활의 일치를 요청하게 됨에 따라 이를 배경으로 1960년대에 다시 등장하게 되었다.³⁾ 즉, 근대적 의미에서의 이슬람 금융은 1960년대부터 시작

1) 이자 금지의 근본적 의미와 이슬람교의 원리에 대해서는 한덕규(2003)를 참조하고 무이자 금융의 세부적인 의미, 목적, 은행의 운영원칙 등에 대해서는 김중관(2000)을 참조할 것

2) 이자의 금지, 도박의 금지 및 불확실한 거래의 금지 원칙에 대한 구체적인 사례에 대해서는 Iqbal and Khan, (ed.), 2005, pp. 4 - pp. 13을 참조할 것.

3) 최초의 이슬람 금융 기관은 Dr. Ahmed el-Naggar에 의하여 1963년 이집트의 농촌 지역에 설립된 Mit Ghamr Local Savings Bank이다.

되었다고 볼 수 있다.

그러나 이슬람 금융은 70년대와 80년대 중에 중동 뿐 아니라 동남아 등으로 확산되는 과정을 거쳐 최근에는 유럽을 비롯하여 전세계적으로 비 이슬람권에도 이슬람 금융기관들이 확산되고 있다. 최근에는 2004.9 영국에서 이슬람 소매은행 Islamic Bank of Britain이 개점을 한 바 있다.⁴⁾ 이에 따라 2004년 초 현재 이슬람 금융기관의 수는 265개로서 자산규모는 2,620억불이며 투자는 4천억불, 그리고 예금은 2,020억불 수준으로 알려지고 있다.⁵⁾ 이슬람 신도들이 금융기관에 예치해 놓은 자산의 규모는 1조 5천억불 정도인 것으로 추정되며 이슬람 금융기관들의 성장률은 연평균 15%에 달하고 있어 향후에 급속히 성장할 것으로 전망된다는 점에서 이슬람 금융의 성장 잠재력을 엿볼 수 있다.⁶⁾

최근 고유가에 힘입어 중동 산유국들을 비롯한 이슬람권의 자금은 급속히 증가되고 있으며 이들 자금을 이슬람 원리에 부합되게 운영하는 이슬람 금융에 대한 수요도 급속하게 증가되고 있다. 이에 따라 이자와 도박 및 불확실한 거래를 금지하는 이슬람 금융원칙에 따라 단순하였던 이슬람 금융 상품의 구조도 최근에는 수쿱을 중심으로 구조화 채권이 발달되고 있으며 이슬람 뮤추얼 펀드 등 다양한 금융상품이 개발되고 있다. 구조화된 채권으로서 최근에는 교환사채⁷⁾ 및 전환사채 수쿱과⁸⁾ 선후순위 구조의 수쿱⁹⁾ 등 전통적 서구금융과 별다른 차이가 없는 금융상품이 만들어 지고 있다.

이러한 이슬람 채권은 범세계적으로 확산되어 가고 있다. 2004년 6월에는 독일의 Saxony-Anhalt주에서 유럽에서는 처음으로 수쿱을 발행하였으며,¹⁰⁾ 2006년 7월에는 미국 텍사스 소재 East Cameron Partners(에너지 기업)가 1억6천6백만불의

4) Islamic Bank of Britain은 은행업 면허를 영국 금융감독 당국 Financial Services Authority로부터 받은 바 있다.

5) Sabahi(2004) 참조.

6) Tacy(2006) 참조

7) 말레이시아의 Khazanah Nasional Bhd는 2006.10 세계 최초로 샤리아 원칙에 부합되는 Exchangeable Sukuk Mushyarakah 를 발행한 바 있다.

8) Abu Dhabi에 소재한 석유탐사 및 생산 회사인 Aabar Petroleum Investment Company는 2006년 세계 최초로 4년 만기의 4억6천만불 상당의 전환사채 수쿱을 발행한 바 있다.

9) 2006년 말레이시아의 Mukah Power Generation 건설시 선후순위 수쿱을 만들어 낸 바 있다.

10) Venardos(2005), p.215 참조.

수쿱을 중동지역 투자자들을 비롯한 전세계 기관투자자들에게 사모로 발행한 바 있다.¹¹⁾

이슬람 채권은 최근 동아시아에도 확산되어 최근 일본에서는 미쓰비시 UFJ 금융그룹의 핵심 금융회사인 Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd가 향후 일본기업들을 위한 수쿱을 발행하기 위한 포석의 하나로 말레이시아의 CIMB 은행과 협력하고 있으며, 2007년도에는 중국이 중국사상 처음으로 2억불 상당의 수쿱을 발행할 예정으로 있다.¹²⁾

이러한 현상에서 이슬람 금융은 더 이상 오직 신앙심이 깊은 이슬람 신도들을 대상으로 금융이 아니라 새로운 금융 상품으로서 발전해 나가고 있으며 수쿱도 전세계적으로 통용되는 새로운 글로벌 금융상품의 하나라고 보아야 할 필요가 있다. 범세계적인 이슬람 금융의 확산과 이에 따라 자산관리자들은 이슬람 금융의 원리와 이슬람 채권의 작용 메커니즘과 활용 방안에 대하여 알아야 할 필요가 있으며 국제적으로 이슬람 금융관련 전문 인력에 대한 수요가 급증하고 있다.¹³⁾

그러나 이제까지 국내에서는 이슬람 금융과 이슬람 채권에 대해서는 종교에 기반을 둔 특정한 지역의 금융 현상이라는 측면에서 지역 연구의 일환으로 행하여진 바 있으며 이러한 연구들로서 김중관(2000), 심의섭(2001), 한덕규(2003) 등의 연구가 있다. 그러나 이슬람 금융을 빠른 속도로 글로벌화하고 있는 새로운 금융 방식과 금융상품이라는 측면에서 분석한 연구는 대단히 부족하였던 것으로 보인다. 특히 이슬람 채권 수쿱에 대한 국내 연구는 거의 없었다.

금융산업의 글로벌화를 지향하는 한국도 이슬람 금융에 대해 적극적으로 연구하고 수용하는 자세가 필요하다고 하겠다. 실제 한국에서도 이슬람 금융에 의한 자금이 유입되기 시작하고 있다.¹⁴⁾ 이러한 상황에서 국내 금융기관들은 자산 관리

11) East Cameron Partners가 발행한 수쿱은 미국에서 발행된 최초의 수쿱으로서 미국 내 존재하는 자산을 기초로 국경을 넘어 중동 국가들의 투자자들에게 발행되었다는 데에 그 의의가 있다. Sukukinsider, "East Cameron Gas Sukuk", Issue 01, 2006 참조.

12) 중국이 발행할 예정으로 있는 수쿱은 중국 국영 전력회사를 위하여 Kuwait Finance House가 중동지역 투자자들을 대상으로 2억불 상당의 Sukuk을 발행할 예정으로 있다. 보다 자세한 내용은 Wall Street Journal, "Islamic-Bond Market Becomes Global By Attracting Non-Muslim Borrowers", 2006.11.16 참조.

13) 한국경제신문, "이슬람 전문가 어디 없나요", 2006.5.22, p.11 참조.

자본 조달 등을 위하여 이슬람 금융 상품을 활용하거나 이슬람 자금을 도입하기 위해서는 이슬람 금융원리와 이슬람 채권에 대한 이해가 있어야 할 것이다.

또한 최근의 고유가에 힘입어 중동 지역에서 플랜트 수주 기회가 급격히 늘어나고 있다. 이러한 상황에서 국내 기업들의 경우도 중동을 비롯한 이슬람 지역에서 발주되는 사회간접자본 시설 프로젝트 수주에 있어서 현지 금융을 이용하거나 중동국가들의 넘치는 자금을 활용하여 제3국에 대한 프로젝트에 참여하기를 희망한다면 이슬람 금융에 대한 높은 이해가 있어야 할 것이다. 이를 통하여 현지 이슬람 금융을 활용할 수 있어야 할 것이며 현재 자금 잉여국의 자금을 활용하여 제3국에 대한 사업을 수행할 수 있어야 할 것이다.

이에 따라 본 논문은 이슬람 금융과 상품이 빠른 속도로 글로벌화하고 있는 상황에서 한국의 금융기관들과 기업들이 이슬람 금융 방식에 의하여 자금을 도입하거나 활용함에 있어서 알아야 하는 이슬람 채권 수쿱에 대하여 소개하고자 작성되었다.

본 논문의 순서는 이슬람 금융과 이슬람 채권 수쿱에 대한 이해를 위하여 제 2장에서 이슬람 채권의 원리와 계약 형태에 대하여 알아본 다음 제3장에서 이슬람 채권의 구조와 작동원리에 대하여 논의하고 마지막으로 제 4장에서 결론을 맺도록 하였다.

Ⅱ. 이슬람 채권의 원리와 계약형태

1. 이슬람 채권 발행 현황

이슬람 채권 수쿱(Sukuk)은 1990년대에도 발행되었지만 규모가 작아 별로 주목을 받지 못하였다.¹⁴⁾ <표 1>에서 보는 바와 같이 이슬람 채권 수쿱은 2000년만

14) 국내 금융회사로서는 스틱IT투자가 이슬람 금융을 유치하는데 성공하고 있다. 스틱IT투자는 2004년 사우디 아라비아의 SEDCO로부터 1200백만 달러를 유치한 것을 시작으로 모두 1억 5100만 달러의 자금을 끌어들이고 있다. 보다 상세한 내용은 한경, “사우디 부자모임에 회원 가입 한국 IT 투자까지 설득했죠”, 2006.8.9, p. A14 참조.

15) 수쿱은 1990년에 말레이시아의 Shell MDS에서 처음으로 거래 가능한 수쿱을 발행한 일이 있다. Security Commission of Malaysia(2007) 참조.

하더라도 발행 규모가 회사채(Corporate Sukuk) 및 국채(Sovereign Sukuk) 합쳐서 3억3천6백만불에 불과하였다. 그러다가 수쿱이 본격적으로 자본시장에서 주목을 받기 시작한 것은 2001년 바레인의 BMA가 1억불의 국채 수쿱을 발행하면서 부터이다.¹⁶⁾

수쿱은 지속적으로 발행 규모가 증대되고 있으며 2006년도에는 276억6천만불로 기하급수적으로 증가하고 있다. 특히 2006년도에는 전년도 발행규모 120억3천만불에 비하여 2배 이상 급증하고 있는 것을 볼 수 있으며 향후에도 수쿱 발행 증가 추세는 지속될 것으로 전망된다.

<표 1> 연도별 수쿱 발행 규모 추이

(단위: 백만불)

연도	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
회사채	336	530	180	4,537	5,731	11,327	25,100
국채	0	250	800	1,180	1,479	707	2,560
합계	336	780	980	5,717	7,210	12,034	27,660

자료: Islamic Financial Information Service(IFIS)

<표 2>에서 수쿱의 국가별 발행규모(2006년도의 경우)를 보면 말레이시아가 전체의 약 55.6%를 차지하고 있으며 그 다음으로 UAE가 29.9%를, 사우디아라비아가 3.9%를 차지하고 있다. 말레이시아가 수쿱 발행에 있어서 주도적인 위치를 차지하고 있는 것은 말레이시아 정부가 전세계 이슬람 금융허브를 목표로 제도적 기반을 정비하였기 때문으로 보인다.¹⁷⁾

16) Abbsa(2006) 참조.

17) 말레이시아의 Security Council은 1996년에 이슬람 자문위원회(Sharia Advisory Council)을 설립하였으며 2004년 7월에는 이슬람 채권 발행을 위한 각종 규정(Islamic Securities Guidelines)을 제정한 바 있다. 무엇보다 중요한 것은 이슬람 채권 발행시 전통적인 서구의 채권발행 방식보다 추가적인 조세부담이 발생하지 않도록 세제를 정비(tax neutrality)하였던 점이다. 말레이시아의 Tax Neutrality 정책에 대해서는 Marar and Sau-Ngan(2007)를 참조하였다.

<표 2> 국가별 수쿱 발행규모(2006년도)

(단위: 백만불)

국가	발행규모	구성비율(%)
말레이시아	15,389	55.6
UAE	8,295	30.0
사우디아라비아	1,085	3.9
쿠웨이트	1,010	3.7
바레인	798	2.9
브루나이	513	1.8
카타르	270	1.0
미국	166	0.6
파키스탄	134	0.5
합계	27,660	100

자료: IFIS

수쿱의 발행 형태는 연도별로 발행 순위가 뒤바뀌는데 <표 3>에서 2006년도의 수쿱의 발행 형태를 보게 되면 무샤라카가 가장 많으며 그 다음으로 이자라, 무라바하, BBA,¹⁸⁾ 이슬람 교환사채, 무다라바 살람 등의 순서로 발행되고 있다. 세부적인 수쿱의 발행형태에 대해서는 후술하고자 제3장에서 후술하고자 한다.

여기에서 주목해야 할 것은 수쿱은 이슬람 교도들 뿐만이 아니고 전세계적으로 소화되고 있다는 점이다. IDB에서 발행한 수쿱은 대부분 비이슬람 투자자들에게 소화되었으며 Qatar 수쿱은 비이슬람 투자자들(52%)과 이슬람 투자자들(48%) 간에 거의 균등하게 소화된 바 있다. Dubai 수쿱도 비이슬람 투자자들과 이슬람 투자자들간에 거의 균등하게 소화된 바 있다.¹⁹⁾

수쿱은 이슬람 교도뿐만이 아니고 전세계 투자자들에게 소화되고 있다는 의미에서 명실상부한 글로벌 채권이라고 하겠다. 전세계연기금 뮤추얼 펀드 중앙은행 등

18) BBA(Al Bai Bithaman Ajil) Bond는 말레이시아에서만 발행되며 그 발행 구조가 이자 금지 원칙에 위배된다는 여타 이슬람권 국가들의 주장에 따라 글로벌하게 통용되지 못하는 이슬람 채권이다. BBA의 발행 원리와 관련된 문제점에 대해서는 Rosly(2005), pp.87-96을 참조할 것.

19) Grewal(2006) 참조.

은 포트폴리오위험 분산의 차원에서 수쿱을 포트폴리오에 포함시키고 있다.

<표 3> 수쿱의 형태별 발행규모

(단위: 백만불)

발행형태	발행금액	구성비율(%)
무샤라카	9,989	36.0
이자라	4,924	17.8
무라바하	3,308	11.9
BBA	1,734	6.3
이슬람 교환사채	1,210	4.4
무다라바	521	1.9
살람	480	1.8
이스티스나 & 이자라	218	0.8
이스티스나	183	0.7
기타(미분류 포함)	5,544	18.4
합계	27,660	100

자료: IFIS

수쿱의 만기는 1개월부터 10년까지 다양하게 존재하지만 대부분 5년을 전후하여 발행한다.²⁰⁾ 이슬람 채권은 근본적으로 자산이 기초가 된(asset based) 금융 상품이며 구조화된 금융상품이다. 자산이 기초가 됨에 따라 자본 조달 비용을 낮출 수 있다는 측면과 구조화에 따르는 비용이 서로 상반되는데 현실적으로 수쿱의 발행이 급증하는 것을 보면 구조화에 따르는 비용보다 asset based에 따르는 비용절감이 크다는 것을 볼 수 있다.

2. 이슬람 금융 계약의 형태²¹⁾

수쿱은 그 바탕이 되는 실물자산에 대해서는 이슬람 금융 계약의 형태에 따른다. 따라서 이슬람 채권들의 구조와 작동 원리를 이해하려면 이슬람 금융 계약의 형태를 먼저 이해할 필요가 있다.

20) Abbas(2006) 참조.

21) 이슬람 금융 계약 형태와 그 내용에 대해서는 Vogel and Hayes(1998), pp.182-196과 El Gamal(2006), pp. 46-96 을 참조하였다.

금융에 적용되는 이슬람 율법으로서는 이자(Riba)에 대한 授受를 금지하고 도박(Maysir)를 금지하며 불확실한 거래(Gharar)를 금지하는 것 등이 있다. 이자를 금지하는 샤리아 원칙에 따라 이슬람 금융 거래에 있어서는 서구의 금융기관들이 사용하는 다양한 금융 방식들을 사용할 수는 없다. 그 대신 이슬람 금융에서 사용되는 샤리아 법에 부합되는 이슬람 금융 계약의 형태(mode of financing)로서는 다음과 같은 것들이 있다. 아래 논의하는 금융 계약 중에서 무라바하, 이자라, 살람, 이스티스나 등은 debt financing에 가까운 형태이고 무다라바, 무샤라카 등은 equity financing에 가까운 형태라고 할 수 있다.

가. 무라바하(Murabaha),

무라바하는 mark up, cost plus financing, deferred payment financing 등으로 불리우는 이슬람 금융계약의 하나의 형태이다. 무라바하는 금융기관이 금융 수요자에게 필요 자금을 대출하여 주는 것이 아니라 금융수요자가 필요로 하는 상품이나 기계를 금융기관이 사전에 구입한 뒤 구매원가에 금융기관의 이윤을 덧붙인 가격으로 이를 금융수요자에게 매도함으로써 금융수요자에게 금융을 제공하는 계약을 말한다. 즉 무라바하는 자본을 제공하는 금융기관이 물건을 가지고 있는 seller로부터 물건을 사들여서 여기에 이윤을 덧붙여 재판매하는 금융계약의 형태이다.

여기에서 금융기관의 이윤에는 당연히 자본의 기회비용 포함되어 있는 것으로서 많은 금융기관들이 이윤(mark-up) 산정에 대한 근거로서 Libor를 사용하고 있으며 일종의 Repo와 유사한 거래 형태라고 할 수 있다.²²⁾

나. 이자라(Ijara)

이자라는 금융기관(lessor)이 설비나 건물등을 구입하여 수요자(lessee)에게 리스를 받고 대여해 주는 형태로서 원래는 만기가 되었을 때 수요자(lessee)는 리스 물건을 금융기관에게 반환하는 금융계약의 형태로서 운용리스와 유사하다.²³⁾

22) 무라바하는 상대적으로 위험이 적고 이익회수가 신속하여 이슬람계 금융기관에서 가장 보편적으로 이용되고 있으며 현재 이슬람 금융 상품의 대부분을 차지하고 있다.

23) 이자라 대상 물건에 대한 보수비용과 보험을 금융회사(lessor)가 부담하여야 한다는 점에서 운용

또한 금융기관(lessor)이 리스 만기까지 리스 물건에 대한 소유권을 가지고 있어야 하기 때문에 소유권이 수요자에게 이전되는 금융리스의 경우는 가능하지 않다.²⁴⁾ 이자라를 하기 위해서는 대상 물건이 대상 자산이 분리가능하고 그 자체로서 경제적 가치를 지니고 있어야 한다.

이자라는 후술하는 이스티스나와 결합하여 건설단계에서는 이스티스나로 계약하고 운영단계에서는 이자라로 계약하여 결합한 프로젝트 파이낸싱의 형태들이 중동 국가들에서 최근에 나타나고 있다.²⁵⁾

다. 살람(Salam),

살람이란 Advance Purchase, Forward Purchase로 불리운다. 살람은 통상적인 물건(generic goods)에 대해서 대금은 buyer는 선불(advance payment)로 지급하고 seller는 나중에 물건을 인도하는 매매방식을 말한다.²⁶⁾ 여기서 통상적인 물건이란 특별히 제작하지 않더라도 시중에 존재하는 물건을 말한다.

살람에 의한 가격은 현물가(spot price)에서 seller의 신용위험에 해당되는 부분을 공제하고 또한 미리 대금을 지불하는데 대한 기회비용을 공제해야 한다. 따라서 살람의 가격은 현물가보다 항상 낮다.²⁷⁾

라. 이스티스나(Istisna)

이스티스나는 주문생산에 따른 계약방식으로서 commissioned manufacture라고

리스와 유사하다

24) 만기가 되었을 때 리스 물건을 수요자가 선택에 따라 취득할 수 있는 “엽가 구매권”을 부여하는 경우가 다수 있다. 이러한 이자라 계약을 “ijara waqtina”라고 부르며 외환위기 발생 이전의 한국의 운용리스 방식과 유사하다.

25) 이스티스나와 이자라가 결합된 수륙으로서는 2006.7 UAE의 The National Central Cooling Company('Tabreed')가 발행한 2억불 수륙(만기 5년)이 있다.

26) 살람은 seller의 입장에서는 자신이 보유하고 있지 않은 물건에 대한 매도로서 자신이 보유하고 있지 않은 물건에 대한 매도를 금지(sell not what is not with you)하는 이슬람 율법원리에는 어긋나지만 현실적 필요에 의하여 마호메트 시절부터 인정되어 왔다.

27) 살람에 의한 가격은 현물가보다 낮지만 forward 가격은 통상 보유비용(carrying cost)으로 인해 현물가보다 선물가가 높다. 또한 살람은 계약 당시 먼저 선금을 지불해야 한다는 점에서 계약후 일정 시점에 물품의 인도와 대금 지불이 이루어지는 forward와 차이가 있다.

불리하다. 주문이 없었다면 존재하지 않았을 물건에 대한 생산이라는 점에서 정형화된 물건에 대한 생산을 목적으로 하는 살람과 구별된다. 이스티스나는 buyer가 요청한 사양대로 seller가 만들어 매도하는데 대금 지불은 계약당시 완불, 할부, 기성고에 따라 지불(만들어진 정도에 따라 지불), 인도시 지불 등이 모두 가능하여 대금 지불이 유연한 거래 방식이라는 점이 가장 큰 특징을 가진다.

이스티스나는 앞서 논의한 이자라와 결합하여 프로젝트 수행의 건설단계에서 적합한 금융방식이다. 이스티스나는 이자라 외에도 다른 이슬람 금융 방식과 결합하여 다양한 프로젝트 파이낸스 구조를 만들어 낼 수 있다. 이스티스나는 통상의 건설금융(construction financing) 매우 유사한데 건설금융과 다른 점은 이스티스나와 통상의 건설계약과 다른 점은 물건을 만들되 그 물건을 만드는 원자재를 반드시 보유하여 물건을 만들어야 한다는 점이다.²⁸⁾ 지불 방식이 유연하다는 점 외에 물건의 실제로 확실하게 존재해야 거래를 할 수 있다는 이슬람 상거래 원칙에 비하여 커다란 예외에 속하는 금융거래 방식이라고 할 수 있다.

마. 무다라바(Mudaraba)

무다라바는 특정 사업에 자본을 제공하는 자본가(라불말, rabbul-mal, financier)와 경영을 제공하는 사업가(무다리브, mudarib, borrower, entrepreneur)사이의 계약으로서 수익이 발행하는 경우 사전에 약정한 이익 배분율에 따라 이익을 투자자에게 지급하는 계약 형태를 말한다.

여기에서 중요한 점은 사업가에 대한 이익 분배 비율을 반드시 사전에 약정한다는 점이다. 그리고 무다라바에 있어서는 자본을 제공하는 자본가(rabul-mal)는 자본만을 제공하고 사업가(mudarib)는 경영 즉 노동만을 제공하되 수익이 발행하지 않거나 사업이 실패하였을 경우 손실은 전적으로 투자자만이 부담한다는 것이다. 즉 사업가(mudarib)는 자신이 제공한 경영 즉 노동에 대해서만 손실을 볼 뿐 투자자(rabul-mal)에게 경영실패에 따르는 금전적인 보상 책임을 부담하지는 않는다.

무다라바는 미국에 있어서 뮤추얼펀드와 매우 유사한 운영 구조를 가지고 있다.

28) 이슬람 금융 거래에서는 만일 물건을 만드는데 필요한 원자재를 가지고 있지 않다면 이는 고용 계약에 불과하다고 간주하여 이점이 통상의 건설계약에 따른 건설 금융과 다른 점이다.

즉 무다라바 계약 방식은 서구 금융 방식에 있어서 펀드와 유사한데 자본을 제공하는 펀드가입자의 역할을 rabul-mal이 담당하고 운용(경영)을 제공하는 자산운용사의 역할을 mudarib가 담당한다고 할 수 있다.²⁹⁾

바. 무샤라카(Musharaka)

무샤라카는 자본가와 사업가의 공동출자를 하고 공동경영을 하고 이익 또는 손실을 사전 계약에 따라 배분하는 것으로서 기본 원칙은 손실을 출자비율에 따라 분담하지만 이익은 사전 약속한 비율에 따라 배분한다는 계약으로 Profit Sharing, 또는 Equity Participation 방식으로 불리운다.

자본가와 사업가가 자본을 함께 출자한다는 점에서 무다라바와 상이하며 또한 자본가가 경영에 참여할 권리를 가진다는 점에서 무다라바와 상이하다. 그러나 자본가는 사업가에게 경영을 위임할 수 있다.³⁰⁾

무다라바에서는 사업가가 출자를 하지 않으며 따라서 경영상 손실에 대해서도 전혀 책임을 지지 않지만 무샤라카에서는 사업가도 일부 출자를 함에 따라 손실에 대해서도 일부 책임을 진다는 점이다.

무샤라카는 서구 금융방식에 있어서 limited liability partnership을 이용한 PEF(Private Equity Fund)와 많은 유사점을 가지고 있다. 즉 출자에 있어서는 general partner 와 limited partner가 모두 출자하는데 양자간에 1:99의 비율로 출자를 하더라도 성과배분(carried interest)에 있어서는 20:80의 비율로 분배한다는 것이다. 이러한 이유 때문에 무샤라카는 구조조정 및 장기 인프라 개발 자금 동원 등에 적합한 금융방식이라고 하겠다.

3. 이슬람 채권의 기본 구조

29) 무다라바 계약과 뮤추얼 펀드의 구조적 유사성은 이슬람의 무다라바 계약이 서구의 펀드의 제도적 원형이라는 점에서 그 원인을 찾을 수 있다. 즉 이슬람 지역의 무다라바 계약의 형태는 오스만 제국을 거쳐 유럽에서는 commenda라는 계약 형태로 계승되었으며 영미법에서 벤처 캐피탈을 비롯하여 펀드 등 파트너쉽을 근간으로 하는 자금 운용 조직 형태로 진화되었다는 것이다. 보다 자세한 내용에 대해서는 Cizakca(1996) pp. 10-62를 참조할 것.

30) Norton Rose(2005) 참조. www.nortonrose.com/html_pubs.

수쿱(Sukuk)은 이슬람 채권으로 번역되고 있는 금융수단으로서 기본적으로 투자 자산 풀에 대한 수익증권(Investment Certificate)이다. 수쿱은 기초 자산에서 나오는 현금 흐름에 대한 청구권뿐만이 아니라 기초자산에 대한 소유권을 가지고 있으며 이점이 현금 흐름에 대한 청구권만을 가지고 있는 전통적 채권과 다르다. 수쿱은 반드시 자산에 의하여 뒷받침 되어야 하는데 이 자산은 앞서 논의한 무다라바, 무라바하 등의 이슬람 원리에 부합되는 계약에 의하여 운영되는 것이라야 한다.

또한 수쿱은 채권의 존속기간 동안 채권 발행에 있어서 기초가 되는 자산에서 발생하는 리스료, 자산을 사고 파는데 따르는 이익, 또는 자산을 기초로 한 조인트 벤처 기업활동을 통하여 발생하는 이윤 등을 투자자들에게 투자 수익으로 지급하는 것이다. 따라서 투자자들에게 지불되는 투자수익은 외형상 금리가 아니다.

수쿱은 기본적으로 자산에 기초한 증권(asset based securities)이다.³¹⁾ 수쿱은 자산의 운용(매각, 리스 등) 또는 자산을 기초로 하는 공동사업운용을 통하여 기초가 되어 발생할 미래의 수익을 기초로 형태로 발행한다는 점에서 자산유동화(asset backed securitization; ABS)과 유사한 측면을 가지고 있다.³²⁾ 그러나 수쿱은 기초 자산에서 나오는 현금 흐름에 대한 청구권뿐만이 아니라 기초자산에 대한 소유권을 가지고 있으며 이점이 현금 흐름에 대한 청구권만을 가지고 있는 전통적 채권이나 대출채권을 유동화한 증권과 다른 점이다.

수쿱은 자산에서 미래에 발생할 현금흐름을 기초로 현재의 현금흐름으로 구조화

31) 국내에서 판매되는 수익증권의 경우와 다른 점은 Sukuk의 경우는 투자 자산의 풀에 대하여 收益權과 所有權을 가지고 있으나 수익 증권의 경우는 투자자산 풀에 대한 所有權은 없으며 오직 收益權만을 가진다는 점이 다른 점이라고 하겠다.

32) 수쿱이 ABS와 다른 점은 ABS에서는 미래 현금흐름을 기초자산으로 하는 ABS 등을 비롯하여 실물자산과 연결되지 않은 ABS 등이 발행되지만 수쿱은 반드시 실물 자산에 기초하여 발행된다는 점이다. 또한 ABS에서는 기초자산을 자산보유자의 파산으로부터 절연(bankruptcy remote)하기 위하여 SPV가 반드시 설립되지만 수쿱에서는 SPV가 자산보유자의 파산으로부터의 절연보다는 대부분 투자자들로부터 자금을 모집하여 수쿱을 발행하는 발행자(Issuer)의 지위로서 설립된다. 아울러 구조화 방법에 따라서 매우 다양한데 ABS에서는 SPV에서 나오는 현금 흐름으로 원리금이 상환되는 구조로 만들어지지만 수쿱에서는 이자에 해당하는 부분은 자산에 대한 활용을 통하여 그리고 원금에 해당하는 부분은 주로 기초자산을 채권자가 채무자로 하여금 다시 매입(repurchase undertaking)하도록 하거나 아니면 채권자가 일반에게 매각하는 방식을 통하여 회수하는 구조로 만들어진다.

한다는 측면에서 향후 발전할 가능성이 매우 높은 금융상품이다. 자산을 기초로 한 증권이기 때문에 상환에 대한 안정성이 높아 낮은 신용등급으로도 소화가 가능한 금융상품이기 때문에 금융기관과 자산운용자들을 비롯한 금융기관들은 관심을 가져할 필요가 있다.

Ⅲ. 이슬람 채권의 종류

1. 이슬람 채권의 유형

이슬람 금융 기관들에 대한 통일적이 회계 및 감독기준을 제공하고 있는 AAOIFI(Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institutions)는 발행이 가능한 수쿱의 종류를 기초자산의 종류에 따라 14가지로 구분하고 있다.³³⁾ 이들 수쿱은 크게 3가지로 구분할 수 있는데 실물 자산에 대한 매각에서 발생할 이윤을 유동화시키는 경우(무라바하 수쿱과 살람 수쿱 등)와 실물자산에 대한 리스를 통해 발생할 임대 수익이나 리스로 유동화 시켜 발행하는 경우(이자라 수쿱) 및 파트너쉽을 통해서 발생할 이윤을 유동화시켜 발행하는 경우(무다라바 수쿱과 무샤라카 수쿱) 등 크게 3가지 형태로 나눌 수 있다.

또한 수쿱은 서구 금융에 있어서 채무적 성격을 가지고 있는 수쿱과 지분적 성격을 가지고 있는 수쿱으로 구분할 수 있다. 채무적 성격을 가지고 있는 수쿱으로는 무라바하 수쿱, 이자라 수쿱, 살람 수쿱, 이스티스나 수쿱 등이 있으며 지분적 성격을 가지고 있는 수쿱으로는 무다라바 수쿱 및 무샤라카 수쿱 등이 있다.

수쿱을 발행하는데 있어서 단일 기초자산만을 포함시켜야 하는 것은 아니다. 최근에는 기초자산에 있어서 어느 하나의 계약 형태 자산만을 포함한 것이 아니라 여러 종류의 계약의 형태를 포함한 하이브리드 수쿱이 나타나고 있다.³⁴⁾

33) 14가지의 수쿱으로서는 기초 자산의 종류에 따라 Suku Al Salam, Sukuk Al Istisna, Sukuk Al Murabaha, Sukuk Al Musharaka, Sukuk Al Mudaraba, Sukuk Al Wa kala, Sukuk Al Muzra, Sukuk Al Musaqqa, Sukuk Al Muqarasa, Sukuk Ijara Mowsufa Bithima, Sukuk Manfaa Ijara, Sukuk Manfa Ijara Mowsufa Bithima, Sukuk Milkayat Al Khadamat 등이 있다. 보다 자세한 내용은 Jaffer(ed.)(2004) pp.73-75를 참조할 것.

34) IDB(Islamic Development Bank)에서는 2003년에 4백만불에 해당하는 하이브리드 수쿱(만기

본 연구에서는 이 중에서 발행 규모가 많고 정형적으로 사용되고 있는 아래의 대표적 수쿱 구조를 사례와 함께 논의하기로 한다.

2. 무라바하 수쿱(Sukuk al-Murabaha)

앞서 논의한 바와 같이 무라바하 계약은 물건을 매도하는데 있어서 물건을 구입한 가격에 이윤을 포함한 가격으로 거래 당사자간에 매매를 하는 금융 거래 형태를 말한다. 무라바하 수쿱은 이러한 무라바하 계약에 따라 미래에 발생할 물품 판매 이익을 유동화시켜(trade receivable securitization) 자금을 조달하는 증권이라고 할 수 있다. 물건을 매입하기 위한 자금조달을 위해서 발행된 증서로서 증서의 소유자 즉 투자자는 무라바하로 조달된 물건에 대한 소유권을 가진다.

무라바하 수쿱의 발행사례로서는 바레인 소재 Arcapita Bank(과거 First Islamic Investment Bank)가 2005.10.19에 발행한 2백만불의 5년만기 무라바하 수쿱이 있다.³⁵⁾ 이 수쿱은 기초 자산으로 실물이 아니라 2백만불의 실물(metal)을 살 수 있는 London Metal Exchange의 metal warrant를 사용하였던 점에 특색이 있다. 투자자들은 중동지역뿐만이 아니라 유럽 아시아 등에서도 투자하였는데 투자자들에게 대한 수익은 Libor(3개월) + 175bps로 Libor에 연동시켜 변동금리로 구조화하였다.³⁶⁾

2008년)을 발행한 바 있다. 이 하이브리드 수쿱은 이자라 자산(전체 기초 자산 중 51% 이상)과 그 밖에 이스티스나 자산과 무라바하 자산으로 구성된 기초 자산 풀을 바탕으로 한 수쿱을 발행하였다. 이 구조에 있어서 혁신적인 부분은 유통이 가능하지 않은 무라바하 자산과 이스티스나 자산을 유통이 가능한 이자라 자산 풀에 포함시켜 유동화 하였다는 점이다. 보다 자세한 내용은 Brian Kettell의 "Islamic Bonds(Sukuk) Case Study(7), - US \$ 400 million Islamic Development Bank Sukuk: Hybrid Sukuk", www.islamicbankingcourses.com 을 참조할 것.

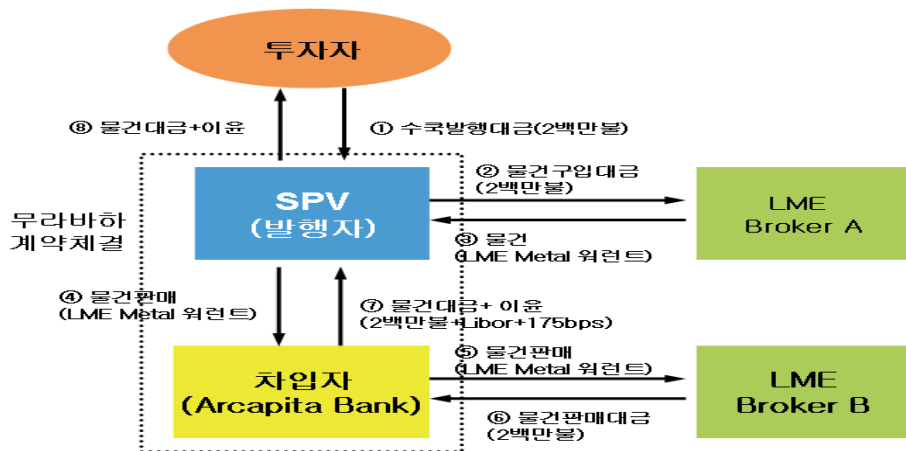
35) 이 무라바하 수쿱의 주관사(mandated arranger)로서는 Bayerische HypoVereinsbank AG, Standard Bank Plc, WestLB 등의 4개사가 담당하였다. 이 수쿱은 당초 발행 금액이 2억불(당초 달러화 발행 부분이 USD155m과 유로화 발행 부분이 €46m으로서 함께 USD200m이었으나 oversubscribe 되어 약 USD210m에 소화되었다. 이 부분은 Haneef(2006)과 www.arcapita.com의 Arcapital 은행에 대한 보도자료를 참고할 것.

36) 이 구조와 거의 동일한 구조를 World Bank에서 인도네시아에서 발행할 계획으로 있다. Ham(2007) 참조.

<그림 1>에서 일반적인 무라바하 수쿱의 발행단계를 보면 다음과 같다.

① SPV와 채무자간에 무라바하 주계약(Murabaha Master Agreement)를 체결한다. 그 계약의 내용은 SPV가 물건을 매입가격(X)에 매입하여 이윤(P)을 붙여 차입자에게 (X+P)에 매도할 것이며 차입자는 이윤이 포함된 대금 (X+P)를 X는 채권의 만기시에 지불하겠으며 P는 주기적(분기별, 반기별)로 분할하여 지불하겠다는 것이다. 이러한 무라바하 주계약에 따라 SPV는 투자자들에게 무라바하 수쿱을 발행하여 발행대금(X)을 납입받는다.

<그림 1> 무라바하 수쿱의 발행 구조



자료: Haneef(2006)을 수정하여 작성

②, ③ SPV는 수쿱 발행대금(X)으로 상품 공급자로부터 현물가격으로 물건을 X만큼 매입한다(이 때 상품은 자금조달을 위한 매개체로서만 사용되기 때문에 어떠한 상품이라도 샤리아 원칙상 상거래가 가능한 물건이라고 하면 상관없다)

④ 구입한 물건을 SPV는 채무자에게 (X+P)에 판매한다.

⑤, ⑥ 채무자는 SPV로부터 받은 물건을 X에 현물시장에 매도하여 자금을 조달한다. 즉 채무자의 자금조달 방법은 SPV로부터 받은 물건을 매도함으로써 자금을 조달하는 것이다.

⑦ 채무자는 물건 값을 SPV에게 상환하는데 원금에 해당되는 X는 수쿱 만기시에 지불하고 이윤에 해당되는 P는 분기별 또는 반기별로 할부로 지급한다.

비록 이자를 금지하는 이슬람 채권이지만 무라바하 수쿱 발행 구조에서 이윤에 해당되는 P를 고정시키고 P를 기간별로 나누어 지급하도록 하면 고정금리 채권 발행과 동일한 현금 흐름을 복제할 수 있다. 또한 주기적으로 지불되는 이윤 P에 대하여 당초 계약시 Libor에 연동시키면 변동금리 채권과 동일한 현금흐름을 복제해 낼 수 있다.

3. 이자라 수쿱(Sukuk al-Ijara)

이자라는 앞서 논의한 것처럼 운용리스와 매우 유사한 이슬람 금융계약의 형태로서 기초자산 매각 기초자산 채리스 기초자산 매매입(Sale, Lease Back and Resale)의 과정에서 발생하는 리스료를 유동화시켜(lease receivable securitization) 자금을 조달하는 기법이라고 할 수 있다.

이자라 수쿱은 수쿱 발행 구조 중 많이 쓰이는 구조 중의 하나이며 리스요율은 계약 당시에 고정된다. 고정된 리스요율은 서구의 고정금리 채권의 현금흐름과 동일한 현금 구조를 가지기 때문에 이슬람 금융에 있어서 고정금리 채권과 유사한 역할을 수행한다.³⁷⁾

이자라 수쿱의 발행 사례로서는 2004년 10월 두바이 정부가 발행한 5년만기 10억불 이자라 글로벌 수쿱이 있다. 두바이 정부가 사용한 기초자산은 두바이 항공국(Department of Civil Aviation)이 소유하는 두바이 국제공항의 대지와 부속 건물이다. 두바이 정부는 SPV로서 Dubai Global Sukuk FZCO(이하 FZCO)를 수쿱 발행자로서 두바이 공항 내의 관세자유지역(Free Zone) 내에 설립하고 기초자산을 FZCO에 이전하였다. FZCO는 이를 기초자산으로 하여 투자자들에게 수쿱을 발행하고 수쿱 발행대금은 두바이 정부의 기초자산에 대한 매입에 사용하였다.³⁸⁾

37) 이자라 수쿱이 고정 리스 요율을 가지면 고정금리 채권과 유사하지만 리스 기간을 단기로 하면서 재계약(revolving)이 되는 구조로 만들면 새로운 리스기간마다 리스요율을 변경할 수 있도록 구조화하면 이자라 수쿱은 변동금리 채권과 유사한 현금흐름을 복제하도록 구조화될 수 있다.

38) 발행된 수쿱은 Euroclear와 Clearstream에 예치를 하였으며 Luxembourg 주식시장과 Dubai 주식 시장에 상장하였다.

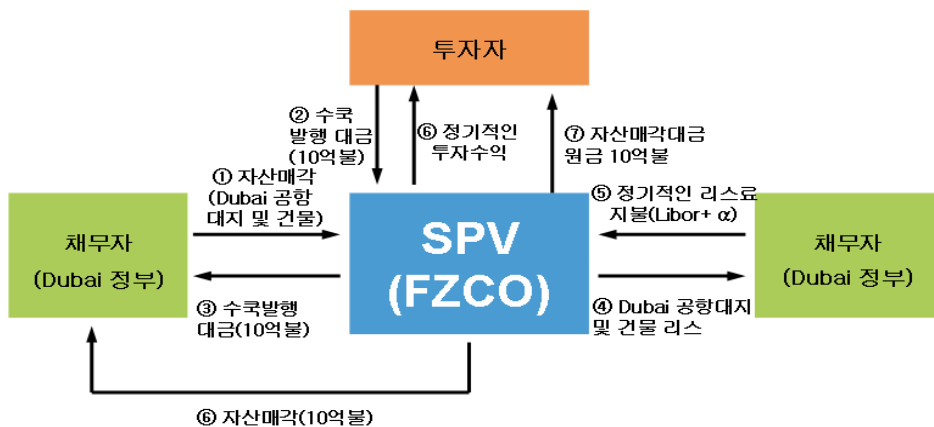
수족의 기초자산(공항 대지와 부속건물)은 다시 두바이 정부에 임대되었고 임대
에 있어서 주계약(Master Lease Agreement)은 각각 6개월짜리의 10개의 계약으로
이루어 졌다. 매각 자산을 다시 리스한 후 두바이 정부는 FZCO에게 리스료를 정
기적으로 지불하였다. 이 리스료는 Libor에 연동하여 지급하기로 계약하여 변동 리
스료의 형태로 투자자들에게 지불되었는데 이부분은 전통적 채권의 coupon에 해당
되는 부분이다.

5년의 계약기간이 끝나면 두바이 정부는 당초 매각하였던 기초자산을 다시 재매
입(purchase undertaking)하며 재매입을 위해 FZCO에 지불된 금액은 원금으로 투
자자들에게 상환하는 구조이다.³⁹⁾

전형적인 수족 이자라의 발행 구조를 <그림 2>을 통해서 보면 다음과 같다.⁴⁰⁾

① 우선 자산보유(채무자)는 SPV에게 자신이 보유한 자산을 사전에 협의된 가
격으로 자산을 매도한다. 이 협의된 금액은 자산보유자(채무자)가 조달하고자 하는
금액, 즉 원금(X)이다.

<그림 2> 이자라 수족의 발행 구조



자료: Kettell(2006)을 수정하여 작성

39) Kettell(2006)을 참조하여 작성하였다.

40) 이부분은 Dar al Istithmar(2006)을 참조하여 작성하였다.

② 자산을 이전받은 SPV는 자산을 담보로 원금(X)에 해당되는 수쿱을 발행한다.

③ 수쿱 발행 대금(X)은 자산보유자에게 지급된다.

④ SPV와 자산보유자간에 자산보유자가 매도한 자산을 자산보유자가 임차인(lessee)으로서 일정기간 동안(예: 5년) 리스한다는 리스 계약을 체결한다. 이 부분은 국내에서도 외환위기 이전에 기업들의 자금조달 방법으로 성행하였던 Sale & Lease Back과 동일하다

⑤ SPV는 정기적으로 정하여진 리스료를 당초의 자산보유자(임차인, lessee)로부터 정기적으로 수취하며

⑥ 이렇게 SPV가 수취한 리스료는 이자라 수쿱 투자자들에게 보유하고 있는 액면의 비율대로 (pro rata) 지급된다

⑦ 채권의 만기가 되면 SPV는 자산을 당초의 자산보유자(임차인, lessee)에게 사전에 정해진 가격(X)로 다시 매도한다.⁴¹⁾

4. 살람 수쿱(Sukuk al-Salam)

살람이란 앞서 논의한 바와 같이 정형적인 물건(주문을 통해서 생산되는 물건이 아님)을 미래의 일정 시점에 인도하는데 그 대금은 현재 전액을 선불로 지불하는 거래 방식이다.

살람 수쿱은 투자자를 대표하는 SPV가 물건을 선불로 구입하여 매도하는데 구입가격과 매도가격의 차이를 이윤의 원천으로 하여 투자자들에게 판매되는 수익증권이다. 즉 수쿱 살람은 살람 거래를 통해서 미래에 발생할 실물 자산 판매 이익을 유동화시켜서 자금을 조달하는 증권이라고 할 수 있다.⁴²⁾

41) 만일 이자라 계약 기간동안 임차인이 정하여진 리스료를 지불하지 못하였다면 지불하지 못한 모든 미지급 리스료까지 포함하여 지급하여야 한다.

42) 살람 수쿱은 미래에 발생할 실물 자산 판매이익을 유동화 시켜서 자금을 조달한다는 측면에서는 무라바하 수쿱과 동일하다. 다만 살람 수쿱은 자금을 조달하고자 하는 투자자들로부터 채무자에게 필요한 자본이 먼저 지불되고 나서 채무자로부터 받은 물건을 투자자들이 판매하여 발생하는 이윤을 유동화하는 구조를 가지고 있는 반면 무라바하 수쿱의 경우는 투자자들로부터 채무자에게 물건이 먼저 지불되고 나서 채무자로부터 받은 물건 값에 포함된 이윤을 유동화한 것이다.

살람 수쿱에 대한 투자자들은 조달된 물건인 기초자산에 대한 소유권을 가지며 기초자산에 대한 매도 가격에 대하여 결정할 수 있다. 투자자를 대표하는 SPV는 구입한 물건을 미래에 정해진 시점에 매도하기 위하여 대리인을 지정할 수 있는데 채무자가 그 대리인이 될 수가 있다.

살람 수쿱에 대한 실제 발행 사례로서는 바레인 정부가 발행한 수쿱이 있다. 바레인의 중앙은행(Centra Bank of Bahrain, CBB)은 2001년부터 단기 국채인 91일 짜리 살람 수쿱 시리즈를 매월 4천만불씩 발행하고 있다. 이들 국채는 늘 모집액 이상으로 신청되고 있는데 기초자산으로 알미늄을⁴³⁾ 사용하고 있다.⁴⁴⁾

그 구조를 보면 바레인 이슬람 은행(Islamic Financial Houses)으로 대표되는 살람에 대한 투자자들이 알미늄 대금을 현재 일시에 전액지불해 주면 바레인 정부가 공급하는 알미늄을 미래의 일정시점에 바레인 정부의 판매망(distribution channel)을 통해 투자자들을 위해서 팔아주겠다는 살람 계약을 체결한다. 이 때 바레인 정부는 후납하는 알미늄을 투자자들을 위해서 팔아주는데 있어서 다른 단기 금융증권(short term money market instrument)의 수익률과 유사한 수익률을 거둘 수 있는 가격대에 팔아주겠다는 약정도 체결하여 발행한다는 것이다.

<그림 3>을 통하여 살람 수쿱의 발행 구조를 보기로 한다.⁴⁵⁾

① SPV는 살람 수쿱을 투자자들(예를 들어 은행들의 신디케이션)에게 발행하여 자금(X)을 조달한다.

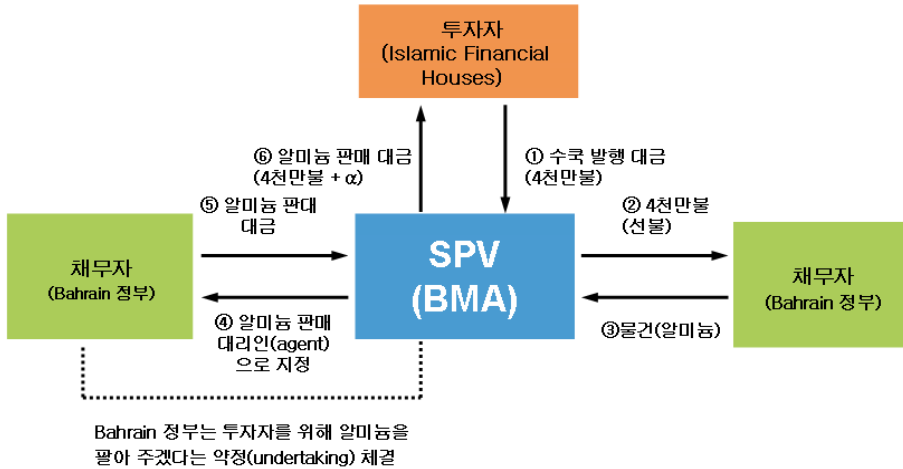
② 조달된 자금(X)을 SPV는 자금을 필요로 하는 채무자에게 선불로 대금(X)을 지급한다. 살람 수쿱 발행대금은 물건을 채무자에게 지불되는데 이 때 지불방식은 선불로 대금이 먼저 지불되고 일정한 기간 후에 물건이 납품되는 방식이다. 이 때 SPV는 수쿱 채무자와 "채무자가 물건을 공급하는 동시에 채무자가 그 물건에 대한 수요자도 알선하여 팔아주겠다는 약정"을 체결한다.

43) 중동지역의 알미늄 생산량은 2006년의 경우 전세계 생산량의 6%를 차지하고 있으며 2020년에는 10%를 차지할 것으로 예상되는 만큼 주요한 비중을 차지하고 있다. GCC Market Review, 2007.3, p.4

44) Islamic Business and Finance Magazine, "Sukuk Al Salam: an underused instrument", 2006.11.1 참조.

45) 이 부분은 Dar al Istithmar(2006)을 참조하여 작성하였다.

<그림 3> 살람 수쿱의 발행 구조



자료: Dar Al Istithmar(2006)을 보완하여 작성

- ③ 일정 기간후 SPV는 채무자로부터 물건을 납품받는다.
- ④ 채무자는 자신이 납품한 물건에 대하여 실수요자에게 당초 물건 값(X)에 이윤(P)를 더한 금액에 매도하여
- ⑤ SPV에게 물건을 판매한 대금(X+P)을 지불한다.
- ⑥ 투자자들은 당초 투자금액(X)에 투자이윤(P)를 얻게 된다.

5. 무다라바 수쿱(Sukuk al-Mudaraba)

무다라바 계약은 제 II장에서 논의한 바와 같이 자본가(rabul mal)와 사업가(mudarib)가 사업을 공동 경영함에 있어서 이윤은 사전에 약정된 분배비율에 따라서 배분하지만 손실이 발생하는 경우 자본가가 부담하는 계약 방식이다.

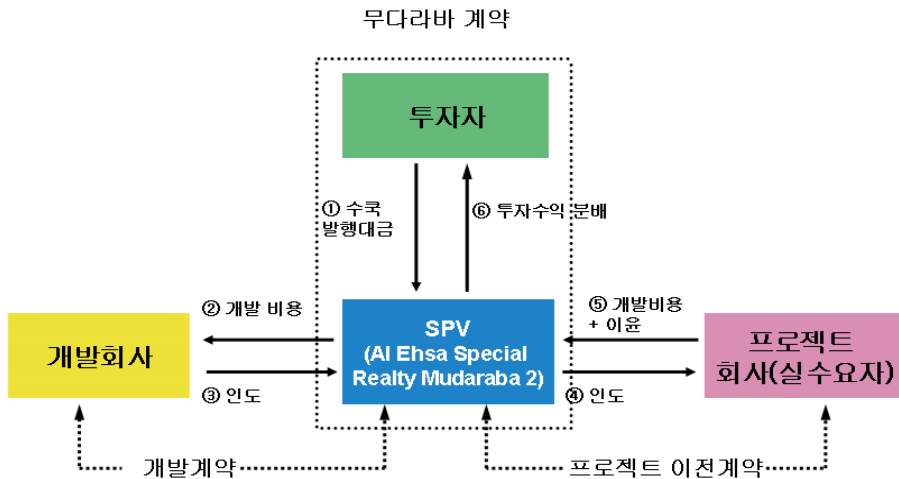
무다라바 수쿱은 자금을 제공하는 투자자들(rabul mal)과 자금을 위탁받아 이를 운용하는 자금운용자 사이에 자금조달을 위한 계약 형태가 무다라바 계약으로 이루어지는 수쿱이며 실제 발행 구조에 있어서는 매우 다양한 형태를 가진다. 즉 자금 운용자(mudarib)가 사업기회에 대하여 아이디어가 있지만 자금이 없는 투자자

들에게 발행하는 수쿱이며 사업기회를 활용하는 방식에 대해서는 개발회사와 함께 매우 다양한 구조를 가진다.

이러한 무다라바 수쿱의 사례로서는 바레인의 Shamil Bank가 무다리브가 되어 발행한 2004년 10월에 발행한 3억6천만 SR(사우디 리얄)의 무다라바 수쿱이 있다. 사업내용은 Shamil Bank가 사우디 아라비아의 Al Ehsa 지방에 있어서 미개발된 토지(1,787,610 m²)에 대하여 부동산 개발회사를 이용 인프라 투자를 하여 부동산에 대한 가치를 높힌 후 이를 분할하여 일반 수요자들에게 분양하는 일종의 부동산 개발 사업이다. Shamil Bank가 SPV인 "Al Ehsa Special Realty Mudarab 2"의 자본금 3억6천만 리얄의 자본금을 3개 투자자 그룹(1년, 2년, 3년)으로부터 동원하고 SPV가 지정하는 부동산 개발회사가 개발을 하여 개발한 부동산을 일반에게 분양한 다음 분양대금으로 투자 원금과 투자 수익을 상환하는 구조이다.

<그림 4>는 무다라바 수쿱의 일반적인 구조에 대한 것이다. <그림 4>에서 무다라바 수쿱의 발행 구조를 보면 다음과 같다.⁴⁶⁾

<그림 4> 무다라바 수쿱 발행구조



자료: Pedry(2006)을 수정보완하여 작성

46) Pedry(2006)를 참조하여 작성하였다.

① 투자자(rabul mal) 들과 SPV(mudarib)간에 무다라바 계약을 체결하고 SPV는 자금동원을 위해 수쿱을 발행한다.

②,③ SPV는 이 자금으로 개발(제작)회사에 의뢰하여 특정한 물건 또는 프로젝트에 대하여 개발(제작) 의뢰하여 인도 받는다. 물론 무다리브의 역할을 제작회사가 담당할 수도 있으며 다양한 구조가 있다.

④,⑤ 개발(제작)회사로부터 완성된 프로젝트를 이전받은 SPV는 이를 사업권을 가지고 있는 프로젝트 회사(또는 실수요자)에 인도하고 제작 인도에 따른 이윤이 포함된 제작 비용을 회수한다.

⑥ 투자 비용을 회수하고 발생한 수익을 당초 예정한 분배 비율에 따라 분배한다.

6. 무샤라카 수쿱(Suku al-Musharaka)

무샤라카 수쿱은 자본과 경영을 함께 제공하는 파트너쉽을 통해서 프로젝트를 수행하고 프로젝트 결과 건설되는 시설로부터 발생하는 리스료 등을 유동화시켜 자금을 조달하는 방법이라고 할 수 있다. 무샤라카 수쿱은 유통시장에서 시장 가격에 따른 매매가 가능하다. 무샤라카 수쿱은 수익률이 미리 정해지지 않은 수익증권이라고 할 수 있지만 구조화하는 방법에 따라서 고정금리 채권과 유사하게 구조화될 수 있다.⁴⁷⁾

최근 무샤라카 수쿱 구조중 지분매입형 무샤라카(Diminishing Musharaka) 구조가 주목을 받고 있다. 지분매입형 무샤라카 구조는 파트너쉽의 구조이기는 하지만 파트너 중의 한 쪽(buying partner)이 다른 파트너(selling partner)의 지분을 점차적으로 매입하여 수쿱의 만기까지는 한 쪽 파트너(buying partner)가 다른 파트너(selling partner)의 지분을 완전히 매입(buyout)하는 구조이다. 따라서 양 당사자가 함께 출자를 하여 기업을 경영하다가 다른 한 편이 점차적으로 상대방의 지분을

47) 수익률에 따라서 분배받는 무샤라카 수쿱이라도 약정 수익률을 투자자들에게 지급할 것을 약속하고 약정 수익률을 초과하는 경우에는 무샤리크에 대한 인센티브로 지급하되 약정 수익률에 미치지 못할 경우에는 무샤리크 하여금 미지급된 약정 수익까지 포함하여 프로젝트를 매입하도록 계약(purchase undertaking)을 체결한다면 거의 고정금리와도 같은 현금흐름을 복제할 수 있다.

점차적으로 buyout할 수 있는 구조라고 할 수 있다.⁴⁸⁾

이러한 지분매입형 무샤라카 수쿱의 장점은 경영능력은 가지고 있되 자본을 필요로 하는 파트너가 자본을 가진 파트너와 함께 파트너 쉽을 만들어 기업을 경영하더라도 자신의 지분 감소와 경영권 상실을 우려하지 않게 하는 자본조달 방법이라고 할 수 있다.⁴⁹⁾

무샤라카 수쿱 발행 사례로서는 2005년 5월 Dubai의 Gold Sukuk DMCC가 발행한 5년 만기의 2억불 무샤라카 수쿱이 있다. 그 구조를 보면 Gold Sukuk DMCC는 SPV로서 투자자들로부터 자금을 모집하는 역할을 담당한다. 또한 두바이 정부가 설립한 Dubai Metal and Commodities Centre Authority(DMCC)는 두바이 자유지역(Dubai Free Zone) 내에 대지를 소유하고 있다. SPV인 Gold Sukuk DMCC는 건설 및 운영 자금을 출자하고 DMCC는 토지를 출자하여 조인트 벤처 무샤라카를 설립하여 두바이 자유지역(Dubai Free Zone) 내에 금과 다이아몬드 등의 귀금속을 거래하기 위한 3개의 오피스 타워를 건설한다.

귀금속 거래를 위한 3개의 오피스 타워를 설립한 후 건물에 대한 분양과 임대를 통해 발생하는 수익으로 투자자들에게 원리금을 상환하는데 원금부분에 대해서는 6개월마다 1/10의 원금을 상환하고 투자수익부분에 대해서는 변동금리(Libor + 마진)을 지급하는 구조로 되어 있다. 만일 조인트 벤처 무샤라카에서 발생하는 수익이 약정된 원리금을 상환하는데 부족하다면 그 부족분에 대해서는 DMCC가 지불한다는 구조이다.⁵⁰⁾

<그림 5>에서 일반적인 무샤라카 수쿱의 발행구조를 보면 다음과 같다.⁵¹⁾

우선 자금을 필요로 하는 기업과 자금을 제공할 SPV는 무샤라카 계약을 체결하고 일정기간동안 존속(예를 들면 5년)하는 무샤라카를 설립한다. 그리고 기업과

48) Diminishing Musharaka Sukuk에 대한 보다 자세한 내용은 Wilson(2006)을 참조할 것.

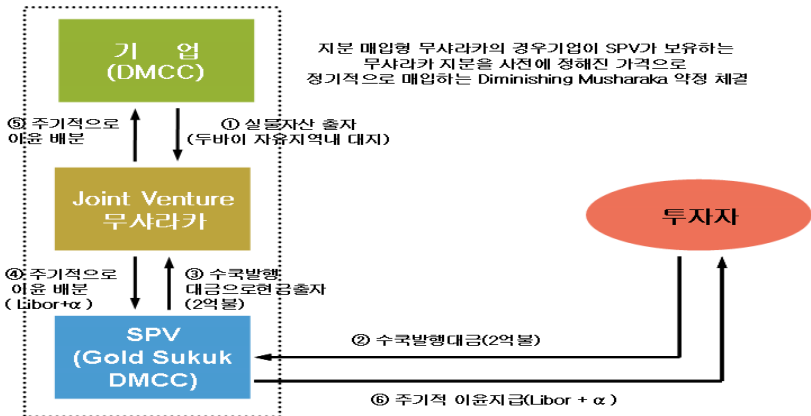
49) Diminishing Musharaka와 유사한 서구 금융의 자금조달 방식으로서 PEF를 이용한 LBO가 있다. PEF를 이용한 LBO는 인수 기업(original corporation)이 PEF로부터 彼인수 기업(target company)의 자산을 이용한 자금을 조달하여 彼인수기업(target company)을 인수하되 점차적으로 彼인수 기업에 대한 PEF의 지분을 인수(buyout)함으로써 인수기업(original company)이 경영권을 완전히 인수하면서 PEF는 자금을 회수(Exit)하는 방식이다.

50) Standard & Poors, "Islamic Finance Outlook 2006", 2006. 9, pp. 72 - 77 참조.

51) Dar Al Istithmar(2006)을 참조하여 작성

SPV간에 공동 설립한 무샤라카를 통한 사업에서 발생할 이윤에 대한 분배율을 사전에 약정(예를 들면 20:80)한다.

<그림 5> 무샤라카 수쿱 발행 구조



자료: Dar Al Istithmar(2006)을 보완하여 작성

아울러 지분매입형 무샤라카의 경우의 자금을 필요로 하는 기업은 SPV가 무샤라카에 대하여 보유하고 있는 지분을 정기적(예를 들면 6개월마다)으로 매입하는 약정(purchase undertaking)을 체결하는데 이 매입 약정 계약은 사후에 취소할 수 없는 효력을 가진다.

① 기업은 경영을 제공하면서 자신이 개발하고자 하는 토지(또는 기타 실물 자산)을 설립된 무샤라카에 출자한다.

② SPV는 기업과의 사업계획에 바탕을 두고 수쿱을 발행하여 자금을 조달한다. 아울러 무샤라카는 해당 기업을 토지(또는 기타 실물 자산)에 대한 사업수행의 대리인(musharik)으로서 지정한다.

③ SPV는 조달된 자금을 무샤라카에 제공한다.

④ 개발사로 지정된 해당 기업은 무샤라카에 유입된 현금을 운영자금으로 하여 토지(또는 기타 실물자산)을 개발하고 무샤라카를 대신하여 리스 또는 대여하여 수익을 창출한다. 무샤라카는 창출된 수익을 당초에 약속된 분배비율대로 기업과

SPV에게 지급한다. 이 때 지분 매입형 무샤라카에서는 해당 기업이 지불하는 수익에 무샤라카에 대한 SPV의 지분을 해당기업이 정기적으로 매입(buyout)하기 위한 buyout 자금이 포함되어 있다.

⑤ 무샤라카의 대리인 즉 해당기업은 개발과 운영에 대한 대가로 고정된 대리인 수수료(fixed agency fee)와 당초에 약속된 배분 비율에 따라 수익을 지급받는다.

⑥ 이윤은 수쿱 보유자들에게 정기적으로 배분된다.

이 과정에서 지분 매입형 무샤라카의 경우 해당 기업은 SPV가 무샤라카에 대해서 보유하고 있는 지분을 사전에 약정된 가격으로 정기적으로(예를 들면 반년마다) 매입한다. 수쿱의 만기일(5년후)에는 SPV가 무샤라카에 대해서 가지고 있는 지분이 모두 없어지고 SPV가 보유하고 있던 지분은 모두 해당 기업으로 이전된다.

IV. 결 론

본 논문은 최근 급성장하고 있는 이슬람 채권에 대하여 소개하기 위한 목적으로 작성되었다. 세부적으로 이슬람 채권은 그 바탕이 되는 실물자산에 대한 이슬람 금융 계약의 형태에 따라 이자라 수쿱, 살람 수쿱, 무라바하 수쿱, 무샤라카 수쿱, 무다라바 수쿱 등으로 구분하였으며 이러한 종류별 이슬람 채권들의 구조와 작동 원리에 대해서 설명하였다.

그리고 이자가 금지되어 있고 이윤과 손실을 분배하는 이슬람 금융 원리에 의해서도 전통적인 채권과 유사한 채권의 구조화가 어떻게 가능한가를 보였다.

이슬람 금융은 당초의 출발은 이슬람 권에 있어서 경제 생활과 종교 생활을 일치 시키고자 하는 종교적 욕구에서 출발하였으나 현재는 이러한 종교적인 측면보다는 금융 상품에 있어서 새로운 금융상품(innovative financial product)의 하나로 보아야 할 것이다.

이러한 이슬람 금융과 이슬람 채권이 한국의 금융시장과 정책에 대하여 가지는 정책적 함의는 크게 세 가지로 볼 수 있다.

첫째는 이슬람 금융은 그 기본적인 성격이 인프라 투자에 적합하다는 점이다. 이슬람 금융과 이슬람 채권은 그 투자 대상이 윤리적인 투자를 할 것을 요구하고 있으며 샤리아 원칙에 부합될 것을 요구하며 여기에 적합한 것이 인프라 투자이다.

중동의 석유가 지속되는 한 중동 지역은 자금 잉여국으로 지속될 것이며 아시아 국가들은 자금 수요국이 될 것이다. 글로벌 자금 순환에 있어서 이러한 자금 공급과 수요의 매개수단이 될 수 있는 것이 이슬람 금융과 채권이다. 이슬람 채권 등 금융상품에 대한 수요는 공급을 초과하고 있다. 이러한 상황에서 이슬람 증권을 공급한다는 것은 넘치고 있는 잉여 자금을 흡수할 수 있다는 것을 의미한다.

한국은 향후 남북한 통일까지도 염두에 두고 장기적으로 인프라 투자를 위한 재원 동원의 하나로 자금잉여국인 이슬람권의 자금을 이슬람 금융을 통하여 동원할 수 있는 수단에 대하여 관심을 가져야 할 것이다.

두 번째 이슬람 금융과 이슬람 채권은 명실상부한 글로벌 금융이라는 점이다. 이슬람 신도들까지도 투자할 수 있는 금융상품 시장을 육성한다는 차원에서 이슬람 금융과 이슬람 채권 시장을 육성해야할 필요성이 있다. 즉 이슬람 금융은 이슬람 투자자들 뿐만이 아니라 전세계 전통적인 투자자들까지 투자자로서 포함하는 명실 상부한 글로벌 금융이라는 점이다. 금융허브를 지향하고 있는 한국으로서는 이슬람 금융과 채권을 글로벌 금융이라는 측면에서 수용을 조기에 검토하여야 할 것이다.

전세계적 금융 자유화에 있어서 이슬람 금융은 다른 자금과는 달리 실물과 반드시 연결되어야 하기 때문에 투기성이 적다는 점과 이슬람 채권은 대부분 Buy & Hold에 따라서 유통이 적다는 점, 그리고 투자에 있어서 윤리적인 투자를 하여야 한다는 점 등에 따라 안정적인 자금이라고 할 수 있다.

따라서 국내 자본 시장 개방에 있어서도 이슬람 자금과 이에 대한 도입을 검토할 필요가 있다.

세 번째 산유국들의 고유가로 인한 막대한 자금 유입에 대비하여 다른 한 편에는 사이에는 외환위기 이후 10년간 부실 금융기관과 부실 채권 등으로 인하여 인프라에 투자하지 못한 동남아시아의 국가군들이 있다.

이러한 글로벌 불균형(global imbalance)에 있어서 이슬람 금융과 이슬람 채권은

글로벌 불균형을 해소해 줄 수 있는 좋은 금융수단이 될 수 있는 동시에 한국 기업들이 이슬람 금융을 잘 활용한다면 동남아 국가들의 막대한 인프라 투자 수요를 기반으로 새로운 사업기회를 창출해 낼 수 있을 것이다.

정책입안자, 기업 및 금융 기관 모두 새로이 부상하고 있는 이슬람 채권에 대하여 모두 깊은 관심과 연구를 기울여야할 때이다. 본 연구가 급속히 성장하고 있는 이슬람 금융과 이슬람 채권에 대한 후속 연구를 촉진하기 위한 작은 계기가 될 수 있기를 희망한다.

참고문헌

- 고용수·김진홍, "이슬람 금융의 성장과 아시아 각국의 대응전략", 한국은행, 해외경제정보 제 2006-56호, 2006.7.5
- 김중관, "이슬람 경제 이론과 현실적 적용 - 무이자 금융제도의 평가를 중심으로 -", 한국중동학회, 한국중동학회논문총 제21-1호, pp. 211-232, 2000
- 방근석·최두열, 『자산유동화』, 한국경제연구원, 2000
- 십의섭, "동남아에서의 이슬람 은행", 한국이슬람학회논문총, 2001
- 한덕규, "이슬람 세계와 이자금지", 한국이슬람학회논문총 제 13-1집, 한국이슬람학회, 2003, pp. 137-162
- Abbas, Ahmed, "The Sukuk Market Facts and The Way Forward", presentation material, Imcbahrain, 2006.5.7.
- Adam J, Nathif, and Abdulkader Thomas, (ed.), *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing and Investing in Sukuk*, Euromoney Books, 2004
- Archer, Simon and Rifaat Ahmed Abdel Karim, (ed.), *Islamic Finance, Innovation and Growth*, Euromoney Books and AAOIFI, 2002
- Bieler, Andre, *The Social Humanism of Calvin*, John Knox Press
- Cizakca, Murat, 1996, *A Comparative Evolution of Business Partnerships : The Islamic World and Europe, with Specific Reference to the Ottoman Archives*, Leiden

New York-Koln, E.J.Brill.

Dar Al Istithmar, "Sukuk – An Introduction to the Underlying Principles and Structure", 2006.6

El Gamal, Mahmoud, 2006, *Islamic Finance : Law, Economics, and Practice*, New York, Cambridge University Press, 2006

Grewal, Baljeet Kaur, "International Perspectives on the Development of Islamic Capital Markets", presentation material, Aseambankers, 2006.5.8

Ham, Hong Joo, "Indonesia: Possible IBRD Islamic Bond Issuance", mimeo, 2007

Haneef, Rafe, "Present Trends & Future Prospects of Sukuk", presented at IIFM's International Workshop on Sukuk, 2006.9.12

Haneef, Rafe, "Islamic Securitisation: A Primer", presentation material, Citigroup

Iqbal, Munwar and Tariqullah Khan, (ed.), *Financial Engineering and Islamic Contracts*, Palgrave, 2005.

Islamic Business and Finance Magazine, "Sukuk Al Salam : an underused instrument", 2006.11.1

Jaffer, Sohail, (ed.), *Islamic Retail Banking and Finance*, London, Euromoney Books, 2006

Jaffer, Sohail, (ed.), *Islamic Asset Management: Forming the Future for Shari'a Compliant Investment Strategies*, London, Euromoney Books, 2004

Kettell, Brian, "Islamic Bonds(Sukuk) Case Study (7) – US \$ 400 million Islamic Development Bank Sukuk: Hybrid Sukuk–", 2006

Mar, Amr and Wong Sau-Ngan, "Islamic Securities Exchanges: Principles and International Development", mimeo, 2007

Nicolson, Lori, (ed.), *Islamic Finance Review 2006/2007*, London, Euromoney Yearbooks, 2006

Norton Rose, "Islamic Finance Structures", mimeo, 2005.

Petry, Andrew, "Sukuk and Real Estate Finance", Presentation Material at Middle East Business Forum, 2006.11.22

- Sukukinsider, "East Cameron Gas Sukuk", Issue 01, 2006
- Rating Agency Malaysia Berhad, "Initial Rating Mukah Power Generation SDN BHD", RAM, 2006.11
- Rosly, Saiful Azhar, 2005, *Critical Issues on Islamic Banking and Financial Markets*, Author House, Bloomington, USA, 2005
- Sabahi, Babback, "Islamic Financial Structures as Alternatives to International Loan Agreements: Challenges for American Financial Institutions", Boston University of School of Law, Working Paper No. 385, 2004
- Standard & Poors, "Islamic Finance Outlook 2006", 2006.9
- Security Commission of Malaysia, "Malaysian Islamic Capital Market", presentation material, 2007.1.23
- Tacy, Kimberly, "Islamic Finance: A growing Industry in the United States", North Carolina Banking Institute, mimeo, 2006.
- Tariq, Ali Arsalan, *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*, MSc. Dissertation, Loughborough University, 2004.9.
- Thomas, Abdulkader, Stella Cox and Bryan Kraty, (ed.), 2005, *Structuring Islamic Finance Transactions*, London, Euromoney Books
- Wilson, Rodney, "Innovation in the Structuring of Islamic Sukuk Securities", presented at 2nd Banking and Finance International Conference, Islamic Banking and Finance, Beirut, 2006.2.23
- Venardos, Angelo M., *Islamic Banking and Finance in South East Asia : Its Development and Future*, Hackensack, 2005
- Vogel, Frank E., and Samuel L. Hayes, *Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return*, Cambridge, Kluwer Law International, 1998
- www.islamicbankingcourses.com
- www.nortonrose.com/http_pubs
- www.securities.com/ifis/fm.html