

이슬람채권 수쿠크의 도입에 대한 검토 A Study on introducing of islamic bond, Sukuk

이 상 철*
Lee, Sang-Chul

목 차

- I. 서론
- II. 수쿠크의 의의 및 현황
- III. 주요 수쿠크의 유형
- IV. 우리법상 수쿠크 발행에 대한 문제점 검토
- V. 결론

국문초록

이슬람금융은 이슬람율법인 샤리아에 따라 이자수수가 금지되는 등 일정한 제한을 받고 있다. 보통 이슬람채권으로 불리는 수쿠크는 이러한 샤리아율법을 준수하면서 기업의 자금조달수단으로 이용되고 있다. 이러한 샤리아적격성을 갖춘 수쿠크는 전통적인 회사채 방식과는 일정 부분 차이가 있다.

지난 10여 년간 수쿠크의 발행은 급속도로 성장하고 있다. 하지만 그 중 일부는 채무불이행 상태에 처하기도 하였으며, 그 과정에서 투자자(채권자) 보호를 강화하고 이익 및 손실의 분담이라는 원칙에 충실하기 위해서 수쿠크의 구조에도 일부 변화가 가해지고 있다.

수쿠크의 경우 이자지급이라는 방식을 피하면서도 투자자들에게 투자이익

논문접수일 : 2011.06.26

심사완료일 : 2011.07.27

게재확정일 : 2011.07.28

* 법학박사·법무부 법무자문위원회 전문위원

을 돌려주기 위해 여러 방법들을 고안하여 사용하고 있는데, 이는 비이슬람권 국가들이 이슬람권의 풍부한 자금을 활용하기 위하여 수쿠크 제도를 도입할 경우 법제도의 차이와 과세 등의 문제와 관련하여 일부 문제를 발생시키는 원인이 되기도 한다.

영국 등 일부 국가는 일찍부터 관련 법제를 개정하여 적극적으로 대응하고 있다. 우리도 최근 몇 년 사이에 국내기업들의 수쿠크 발행을 허용하는 문제를 검토하고 있으며, 관련 세법 등을 개정하여 제도적 지원을 하려하고 있다. 하지만 법제도적, 문화적, 종교적 문제 등이 혼재되면서 논의의 진전이 이루어지지 않고 있다.

이슬람권의 투자자금을 유치하는 수단으로서의 수쿠크 제도를 검토하고 그 도입에 관한 문제점을 논의한다.

주제어 : 수쿠크, 이슬람채권, 샤리아 적격성, 이슬람금융

1. 서론

이슬람종교의 율법인 샤리아¹⁾에서는 경제생활과 관련하여 일정한 제한을 가하고 있다. 위험을 공유한다는 것과 사회·경제적으로 경제적 복지를 증진시킨다는 2가지 일반원칙이 있으며 이로부터 다음과 같은 내용이 요구된다.²⁾

첫째, 리바(Riba)의 금지이다. 이슬람법상 리바에 대한 단일한 정의규정은 없지만, 일반적으로 채무의 상환기간을 재조정하여 청구되거나 대출계약에 따

1) 샤리아(Shari'ah)란 초기에는 '낙타를 몰로 이끄는 길(path)', '삶의 근원 및 기본 유지요소'의 용법으로 사용되었다. 그 후 오늘날에는 '무슬림이 모든 면에서 행동하여야 할 길·방향(way, path)'을 의미한다. 따라서 샤리아는 법적 요건 이외에도 종교·윤리·도덕·행실경고(behavioral admonition) 등으로 구성되어 있다. - Michael J.T. McMillen, "Asset Securitization Sukuk and Islamic Capital Markets : Structural Issues in These Formative Years", Wisconsin International Law Journal, 25th Anniversary Symposium Issue, Winter 2008, p.709.

2) Alan J. Alexander, "Shifting Title and Risk : Islamic Project Finance with Western Partners", Michigan Journal of International Law, Spring 2011, p.574.

라 청구되는 일체의 수익(return)·사례(reward)·보상(compensation)을 말한다.³⁾ 물론 자본공급자나 사업가는 스스로의 노력의 결과 또는 사업상의 위험을 공유한 결과로서 수익을 얻을 수는 있지만, 금전대차의 이자와 같이 단순히 시간의 경과라는 사실만으로 수익을 얻는 것을 불로소득이라고 보기 때문이다.⁴⁾

한편 최근에는 리바의 정의를 새롭게 하려는 견해가 나타나고 있다. 즉 리바는 차입(또는 차입기간의 연장)의 조건으로서 차입자가 대여자에게 원본금액에 따라 지급하여야 하는 '프리미엄(premium)'이라고 할 수 있다. 최소한 다음 4가지의 특징을 가지는 것은 금지되는 이자라고 정의된다. (1) 확실하고 사전에 정해짐(positive and fixed ex-ante) (2) 대출의 기간 및 금액에 연동됨 (3) 원본을 차입한 목적이나 결과와 상관없이 지급이 보장됨 (4) 국가기관에서 그 수취를 승인하고 강제함(state apparatus sanctions and enforces its collection).⁵⁾

둘째, 불확실성(Gharar)의 금지이다. 즉 특정한 계약에 내재된 불확실성·위험의 수준이 과도한 것은 금지된다. 도박이나 우연적인 변수에 따라 미래의 수익이 달라지는 것은 일정한 투기적 성격을 내포하기 때문에 금지된다.

셋째, 대여자는 금전 대여의 대상인 활동(activity)에서 발생하는 이익과 손실을 공유하여야 한다.

넷째, 금전자체에는 고유한 가치(intrinsic value)가 없으며, 시간의 경과에 따른 가치(time value)도 없다. 금전은 그 자체에서 가치가 창출되는 것이 아니라 다른 상품들의 사이에서 교환을 매개하는 수단으로 간주된다.

다섯째, 주류·담배 등과 같이 비윤리적인 상품이나 용역의 거래는 금지된다.

3) Mohamed Saad Lahlou · Joseph Tanega, "Islamic Securitisation: Part II-A Proposal for International Standards, Legal Guidelines and Structures", Journal of International Banking Law and Regulation, 2007, p.361.

4) 일부 이슬람학자들의 경우는 이자와 Riba를 동일시하지 않는다. - Mahmoud A. El-Gamal, Islamic Finance: Law, Economics, and Practice 190 (2006), pp.51~52.(Ali Adnan Ibrahim, "The Rise of Customary Business in International Financial Markets: An Introduction to Islamic Finance and the Challenges of International Integration, American University International Law Review, 2008, p.693 [FN 177]에서 재인용).

5) Ali Adnan Ibrahim, op. cit., p.699.

투자는 이렇게 그 자체로 금지된 것이 아닌 활동을 지원하는 것이어야 한다.

이러한 이슬람을법인 샤리아상의 제한을 따르면서(Shari'ah compliance) 금융거래를 영위하는 것을 총칭하여 이슬람금융이라고 한다.⁶⁾

이러한 이슬람금융에서는 샤리아에서 금지하는 사항을 준수하면서 금융업을 영위하고 있으며, 그 과정에서 기존의 서구 금융방식에서 보던 것과는 다른 방식을 고안·창출하여 운용하고 있다. 이슬람채권도 그 하나로서 샤리아에 맞게 회사채 제도를 변형한 것이라고 할 것이다. 서구 금융제도의 핵심은 이자에 기초한 것으로서 채무자와 채권자 그리고 위험과 보상(risk and reward)의 구조에 기반하고 있다. 전통적으로 회사채는 발행회사가 만기까지 일정한 이자를 투자자에게 지급하는 것을 그 특징으로 한다. 반면에 이슬람권에서는 이익과 손실을 함께 나누는 것(profit and loss sharing)을 전제로 한다. 따라서 거래나 동업 또는 합작계약은 서방의 것과 비교할 때 위험-보상의 구조가 다른 면이 있다. 즉 상응하는 위험이 없는 보상이나 특혜적 보상(preferential reward)은 허용되지 않는다. 이슬람을법에서는 이자지급을 금지하는데, 그 이유는 이자를 받을 만한 상응하는 위험부담이 없이 단지 시간의 경과에 따라 지급되는 것이고 자금공여자에게 특혜적 보상을 하는 것으로 인식하기 때문이다. 따라서 이자지급의 형태를 그대로 이용할 수는 없었기에, '이자'의 형태를 취하지 않지만 그 실질은 이자와 마찬가지로의 경제적 효능을 달성하려는 구조를 고안하였고, 그러한 방식들에 따라 발행되는 채권을 전통적 채권과 구별하기 위해서 '이슬람채권'이라고 부르고 있다. 다만 이슬람권에서는 이를 수쿠크(Sukuk)라고 호칭한다.

국내 기업들이 이슬람투자자들을 대상으로 이슬람방식에 따른 채권 즉 수쿠크를 발행하려는 것과 관련하여, 정부에서는 국내의 일부 법령을 개정하여 수쿠크의 활용을 진작하려는 노력이 있었다. 다만 국회 논의과정에서 특정 종교에 대한 차별적 취급이라는 문제로 인하여 진전을 이루지 못하고 있는 상황이다.

6) 남명수·곽용신, "이슬람 금융의 발전사적 고찰과 우리의 대응전략", 「경영사학」 제24집 제4호, 한국경영사학회, 2009, 134면.

II. 수쿠크의 의의 및 발행현황

1. 수쿠크의 의의

수쿠크(Sukuk)는 Sakk의 복수형으로서 '법적 문서, 날인증서(deed) 또는 수표(cheque)'를 의미하는데, 전통적인 사채에 대한 이슬람식 표현이라고 할 것이다.⁷⁾ 그러나 엄밀히 말하면 수쿠크는 채권(bond)이라기보다는 투자증권(investment certificate)으로 옮기는 것이 보다 정확하다고 할 것이다. 양자의 차이점을 보면, 채권은 발행자가 특정 기일에 채권소지인에게 원리금을 지급할 계약상의 의무를 부담한다. 반면 수쿠크의 경우 각각의 수쿠크 소지인은 기초자산에 대한 비분할 수익적 소유권(undivided beneficial ownership)을 가지며, 수쿠크 자산을 현금화하는데 있어서의 수익(proceeds on realization)을 공유할 뿐만 아니라 수쿠크 자산에서 발생한 수입도 공유한다.⁸⁾

이슬람 금융 기관들에 대한 통일적인 회계·감독기준을 제공하고 있는 이슬람금융기관회계감독기구인 AAOIFI(The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions)에서는 투자수쿠크의 기준을 2003년 5월에 발표하였다("AAOIFI Sukuk Standard").⁹⁾ 여기에서는 수쿠크를 "유형자산·용익권(usufructs) 및 서비스 소유권상의 비분할 지분(undivided shares)을 표시하는 동등한 가치의 증서, 또는 특정 프로젝트나 특별투자활동의 소유권상의 비분할 지분을 표시하는 동등한 가치의 증서"라고 정의하고 있다.¹⁰⁾ 이는

7) 수쿠크의 개념적 기원은 7세기에 병사들이나 공무원들이 물품쿠폰(commodity coupons)이나 곡물수령허가증(grain permits) 등의 형태로 급료를 지급받았던 받았던 것으로 거슬러 올라갈 수 있다고 한다. - Ali Adnan Ibrahim, op. cit., p.718.

8) Mohamed Saad Lahlou · Joseph Tanega, op. cit., p.366.

9) Sharia standard no.(17) on investment Sukuk.

10) "Investment Sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufructs and services, or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity." - "A comprehensive study of the International Sukuk Market". SUKUK REPORT(1st Edition), International Islamic Financial Market. Market Research, 24 February, 2010. p.3(www.iifm.net/default.asp?action=category&id=66):

수쿠크를 주식(equity), 어음(note), 사채(bond)와 구분지은 것이며, 또한 기초 자산·용익권·서비스·프로젝트·투자활동에 있어서 비례적 이익이라고 함으로써 수쿠크가 발행인의 채무가 아님을 강조한 것이다.¹¹⁾

이에 따르면 수쿠크는 투자자에게 기초자산의 소유권을 제공하는 상업어음으로 정의될 수 있으며, 자산이나 그 용익권(수익 또는 과실)의 소유권을 증명하는 자산담보부 신탁증권(asset-backed trust certificate)이라고 한다.¹²⁾ 수쿠크는 각 구조별 소유권의 속성에 따라 설비신탁증서(equipment trust certificates), 수익증권(investment certificates) 등과 유사하다. 각각의 Sakk는 자산(또는 자산 pool)에 있어서 비율적 소유권(proportional ownership) 또는 비분할 소유권(undivided ownership)을 나타낸다.¹³⁾

2. 수쿠크와 전통적 채권의 차이

수쿠크와 전통적 채권은 다음과 같은 점에서 구분이 된다.

첫째, 수쿠크는 수쿠크 발행 기업에 대한 증서소지인 측의 소유권적 이익(ownership interest)을 나타낸다.¹⁴⁾

둘째, 수쿠크는 기초자산(underlying assets)의 성과에 의존하는 기본구조를 가지는 반면, 전통적 채권의 경우에는 발행인의 상환능력에 초점을 맞추고 있다.¹⁵⁾ 즉 수쿠크는 소유권적 이익 및 수익권(right to return)을 나타낸다. 따라서 수쿠크는 자본비율에 기초하여 이자를 지급하지는 않으며, 대신에 기초

2011.02.23. 방문).

11) Michael J.T. McMillen. op. cit., p.740.

12) SUKUK REPORT(1st Edition). op. cit., p.3.

13) "Re-Engineering of Structural & Issuance Procedures of Sukuk", International Islamic Financial Market. Presentations & Papers by IIFM, p.7. (www.iifm.net/media/PDF/presentation/Re-engineering-Structural-procedures.pdf: 2011.02.28 방문).

14) McKean James Evans. "The Future of Conflict between Islamic and Western Financial Systems: Profit, Principle and Pragmatism". University of Pittsburgh Law Review, Summer 2010, p.828.

15) "Seeking Sukuk Consensus for the Future". Islamic Business and Finance, May 2010, ISSUE 53 참조 (www.cpifinancial.net/v2/Magazine.aspx?v=1&aid=2357&cat=IBF&in=53: 2011.03.09 방문).

자산의 실적에 기초한 수익을 지급한다. 즉 각각의 수쿠크 발행에는 증서소지인에게 리보(LIBOR) 금리에 기초한 특정 비율의 수익을 받을 권리가 부여된다는 점이 포함되어야 한다. 만약 자산의 실적이 예상치를 하회하면 자산관리자가 무이자대출(interest-free loan)의 형태로 그 차액을 지급한다.¹⁶⁾

셋째, 원본상환의 보장방식에서 차이가 있다. 전통적 채권은 만기가 도래하면 증서소지인은 기초자산의 실적에 상관없이 원본을 상환받을 권한이 있다. 반면 기초자산의 실적에 기초하지 않은 수익은 샤리아원칙에 위반한 것이기 때문에, 수쿠크 발행계약에서는 자산관리자가 수쿠크를 본래 매매가격으로 재매입하기로 하는 구속력 있는 약정을 두고 있다.¹⁷⁾

넷째, 수쿠크의 경우 샤리아원칙에 따라 이자를 지급하지는 않지만, 그 대신에 금융적 고려를 통하여 이윤을 얻는다. 즉 전통적인 채권의 경우 증권소지인은 증권발행자로부터 자금제공에 대한 수익으로서 이자를 취한다. 반면 수쿠크에서는 이자 수수를 할 수 없기 때문에, 수쿠크소지인은 자금조달의 기본이 된 자산에 대해 소유권적 이익(proprietary interest)을 보유하여야 하며, 그 비율적 소유권을 가지는 자산에서 발생한 소득으로써 채권의 수익을 삼는다.¹⁸⁾

다섯째, 소유권협정 또는 리스양도(master lease) 협정상의 기초유형자산 거래가 요구된다는 점에서 전통적인 채권과는 차이가 있다. 전통적 채권이나 대출채권을 유동화한 증권의 경우, 증서소지인은 현금흐름에 대한 청구권만을 가진다. 반면, 수쿠크는 기초자산에서 나오는 현금흐름에 대한 청구권뿐만 아니라 기초자산에 대한 소유권을 가지고 있다는 점에서도 차이가 있다.¹⁹⁾ 앞부분에서 언급하였듯이 샤리아에서는 자본가(financier, 투자자)들이 이익과 손실을 공유할 것을 요건으로 하기 때문에 이들은 거래의 기초가 된 자산에 대한 소유권(title)을 보유하여야 한다. 반면 서구 경제체제에서 대출자(lender)들은

16) McKean James Evans, op. cit., p.828.

17) ibid. p.828.

18) "UK Sukuk Issues and Shariah-compliant Securitisation - Tax Aspects", June 2008. Norton Rose & Partners 사이트 참조(www.nortonrose.com/knowledge/publications/2008/pub15508.aspx?page=all&lang=de-de; 2011.03.20 방문).

19) 최두열·오규택·박동규, "이슬람채권의 구조", 「한국이슬람학회논총」 제18-1집, 한국이슬람학회, 2009, 314~315면.

프로젝트에서 나오는 예상현금흐름(projected cash flows)을 평가하여 상환가능성을 판단한다. 따라서 권원을 보유하는 대신에 프로젝트 자산에 대한 '담보권(security interest)'을 보유하는 것을 통하여 채무불이행의 위험으로부터 대비한다. 프로젝트 파이낸싱을 예로 하여 본다면, 서구의 대출자들이 가지는 담보권이란 만약 특수목적기구(Special Purpose Vehicle : 이하 SPV라 함)가 채무불이행이 되면 대출자는 SPV로부터의 채무를 변제받기 위해서 SPV의 프로젝트자산을 '점유 및(또는) 매도할 수 있는(to possess and/or sell)' 권리를 말한다. 이러한 담보권의 행사를 통하여 대출금을 완전히 회수하기를 기대하는 것은 아니며, 다른 무담보 대출자들보다 우선하여 SPV의 자산에 대한 청구를 할 수 있는 기회를 제공하는 의미를 가진다. 반면 이슬람의 프로젝트 파이낸싱의 경우, 대출자는 SPV의 자산에 대해서 담보권(security interest)이 아니라 소유권(title)을 가져야 한다. 만약 SPV가 채무불이행이 되면, 이들 대출자들은 SPV의 프로젝트 자산에 대해 이미 소유권을 보유하고 있으므로 이를 처분하여 채권의 일부 또는 전부의 만족을 얻을 수 있다.²⁰⁾

3. 수쿠크의 현황

가. 수쿠크 시장의 발달과정

수쿠크는 이슬람금융의 구조화 방식에 따른 채권을 말한다. 채권은 금융시장 내의 각종 상품을 구성하는 요소 중의 하나로서 수쿠크 시장의 발전을 이해하기 위해서는 이슬람금융시장이라는 보다 큰 틀을 이해하는 것이 필요하다. 이슬람금융기관들은 금융상품 판매나 거래를 하기 전에 내부적으로 구성된 샤리아 위원회(Shari'ah committee)의 심사를 받아 적합성 여부를 판단한다. 그러나 이슬람권의 자금이 모두 이러한 샤리아 율법의 제한을 받는 것은 아니라고 한다. 현재 전세계 이슬람인의 약 5% 정도가 이슬람금융을 이용하고 있으며, 세계금융시장의 중동 국부펀드 중에서 샤리아의 적용을 받는 것은

20) Alan J. Alexander, op. cit., pp.588~589.

없다고 한다.²¹⁾

1990년대 까지만 하더라도 서방 금융시장은 이러한 이슬람의 샤리아요건에 부합하는 금융기법에 대해 친숙하지 않았으며, 따라서 서방금융시장에 이슬람자본 시장은 사실상 존재하지 않았다. 그런데 1998년 샤리아 감독위원회(Shari'ah supervisory board)에서 기념비적인 파트와(fatwa)²²⁾를 발표하였는데, 즉 샤리아요건을 완전히 충족하지는 못하는 회사가 발행한 지분증권(equity security)에 대해서 샤리아올법을 따르는 투자자가 투자여부를 결정할 수 있는 일련의 기준을 창출해낸 것이다. 이를 계기로 샤리아에의 부합성(Shari'ah-compliant: 샤리아적격성)을 증시하는 이슬람자본이 서방 금융시장에 실질적으로 참여할 수 있게 되었다.²³⁾ 특히 2001년 9.11 테러발생 이후 확산된 종교적 배타주의에 대응하여 이슬람권은 독자적인 금융체계를 구축하게 되었다. 이에 이자지급을 금지하는 등의 이슬람 율법에 충실하면서도 자금을 투자한 투자자들에게 일정한 수익을 나누어주는 것은 허용하는 것으로 율법을 해석하고 투자사업에 참여하였다. 그래서 이슬람금융자산은 2000년대 이후 급성장을 하여 약 1조 달러 규모로 추정되고 있으며,²⁴⁾ 전세계적으로 75개국 300개 이상의 금융기관이 이슬람금융을 취급하고 있다. 이슬람권의 경제성장이나 가계소득규모의 확대 그리고 말레이시아나 걸프협력회의(Gulf Cooperation Council, GCC) 회원국²⁵⁾ 등 금융인프라를 잘 갖춘 이슬람국가들이 그 활동영역을 넓혀가고 있다는 점을 감안하면 기존에 런던, 뉴욕 등 금융선진시장에 투자가 집중됐던 이

21) 심의섭, "이슬람금융의 확산과 한국의 대응", 「한국중동학회논총」, 제29-3호, 한국중동학회, 2009, 52~54면.

22) fatwa는 이슬람의 종교적 판결로서, 이슬람법에 관한 학문적 의견이다. fatwa는 이슬람의 공인된 종교기관에서 공표하지만, 이슬람에는 성직의 위계나 분류가 없기 때문에 fatwa가 반드시 신자들을 구속하는 것은 아니다. - About.com 사이트 참조(<http://islam.about.com/od/law/g/fatwa.htm>; 2011.03.03 방문).

23) Michael J.T. McMillen, op. cit., pp.705~706.

24) McKean James Evans, op. cit., p.819.

25) "The Cooperation Council for the Arab States of the Gulf"가 정식명칭이다. 회원국간의 단결을 위한 목적으로 상호간의 협력·통합·상호연계에 영향을 주고, 협력분야에서의 연계를 심화하는 것 등을 목적으로 하여 1981년 5월에 설립되었다. 사우디아라비아, 쿠웨이트, 아랍 에미리트 연합(UAE), 바레인, 오만, 카타르 등 6개국이 참가하고 있다. - GCC Charter 참조(www.gcc-sg.org/eng/index.html; 2011.02.27 방문).

슬람자금의 상당부분이 이슬람금융시스템 안으로 들어올 것으로 예상되며 그렇다면 이슬람금융의 규모는 점점 확대될 것으로 전망된다.²⁶⁾

이슬람금융은 1980년대 이슬람보험상품인 타카풀(Takaful)²⁷⁾이 운용되기 시작하였고, 1990년대에는 투자신탁과 수쿠크(Sukuk) 등이 등장하였다. 특히 수쿠크의 성장세는 주목할 만한데 2000년대에 들어오면서 수쿠크 관련 시장이 급속도로 성장하고 있다.

수쿠크의 발전과정을 보면, OIC(Organisation of the Islamic Conference) 소속의 Fiqh Academy²⁸⁾에서 1988년 2월에 수쿠크의 개념을 합법화(legitimized) 하였다. 이어 최초의 수쿠크는 1990년에 나타났는데 비이슬람회사인 Shell MDS가 약 US \$30 million 규모의 수쿠크를 발행한 것이다. 그 이후에는 잠시 주춤하였으나, 2001년 9월에 바레인 정부가 US 1억 달러(이하 별도의 표시가 없으면 달러는 미국 달러를 말한다) 규모의 국제 국채(international sovereign Sukuk)를 발행하면서 다시 활성화되었다. 이어 2003년 7월부터 2004년 3월 사

26) 심의섭, 전계논문, 55~56면.

27) 보험은 불확실한 미래에 사고에 대하여 소액의 보험료를 지불하고 거액의 보험금을 수령하며, 보험회사는 보험료를 운용하여 이자를 발생시킨다. 그러므로 보험은 샤리아에서 금기하는 이자(Riba), 불확실성(Gaharar), 투기(Maisir)의 요소가 모두 있기 때문에 이슬람금융에서는 취급이 불가능하다. 이에 이슬람 금융에서는 일반보험과는 다른 상호부조라는 뜻을 지닌 '타카풀(Takaful)'을 취급한다. 타카풀의 구조는 계약자가 보험 회사와 일정기간 일정액의 보험료를 지불하는 계약을 체결하며, 보험금 계약 대신 보험회사가 운용이익의 일정비율을 계약자에게 지불하는 내용을 계약하게 된다. 또한 보험사는 보험료를 샤리아의 원칙에 따라 이슬람 금융 상품을 통해 운용함으로써 샤리아에 부합하도록 한다. - 남명수·곽용신, 전계논문, 137면.

28) Islamic Fiqh Academy(IFA)는 OIC에 소속되어 있으며, 1981년 사우디아라비아에서 개최된 제3차 OIC 회담 이후 창설되었다. OIC의 57회원국 중 43국을 대표하며 사우디아라비아의 제다(Jeddah)에 본부가 있다. 창립 이래 19차례 회의를 개최했으며 185개 결의문(resolution)을 발표하였다. IFA에는 각국의 공식 대표로 임명된 학자들의 모임 외에도 회원국과 121개 분야 전문가들의 추천으로 IFA에 파견된 자들이 있다.

이슬람 규율이 분화(divergence)로 인해 더 이상 한 명의 학자가 모든 규율에 대해 종합적인 지식을 갖추는 것이 불가능해졌다. 따라서 IFA는 코란(Qur'an)과 수나(Sunna) 등 이슬람 규율(discipline)에 대한 집합적 해석 연구기관(institution of collective Ijtihad or interpretation)으로서 기능한다. 모든 이슬람 교리는 IFA에 의해 대표되기 때문에 이슬람세계의 통합을 강화하고, 이슬람세계의 불협화음과 교리분쟁을 감소시키는 역할을 한다. - The leading Arabic International Daily : asharq alawsat 사이트 참조 (www.aawsat.com/english/news.asp?id=17140§ion=6: 2011.02.26 방문).

이에 사우디아라비아에서 발행한 IDB(Islamic Development Bank) 수쿠크, 카타르 정부의 국채 수쿠크, 아랍 에미리트연합(UAE)의 Tabreed 수쿠크 등의 발행이 이어지면서 수쿠크의 성장세는 이어졌다.²⁹⁾

나. 수쿠크 발행 현황

1990년에 최초의 수쿠크가 발행되었지만 2000년대에 들어서면서 수쿠크 발행이 본격화되었음은 앞서 설명하였다. 2006년에 전년대비 약 100% 이상의 증가폭을 보인 수쿠크 발행은 2007년에는 중동지역의 상업시설, 공장, 자원인 프라 등 대규모 부동산 개발에 따라 사상최대치를 기록하여 발행 총액은 약 488억 달러(국내 수쿠크가 약 350억 달러, 국제 수쿠크가 약 138억 달러)에 달하였다.³⁰⁾ 하지만 곧이어 미국발 서브프라임 모기지 사태에 이은 금융위기로 전 세계가 영향을 받게 되었고 수쿠크 시장도 예외는 아니었다. 2007년에 26건의 발행에 138억 달러 규모를 발행한 국제 수쿠크는 2008년에 들어서는 5건의 발행에 규모도 21억 달러에 그쳤다. 2009년에도 상반기까지는 2건에 14억 달러에 그쳤으나 하반기에 다소 증가세를 보여 전체적으로는 87억 달러가 발행되었다. 그러나 최근의 발행은 주로 안전한 투자처(safe haven)를 찾아 흘러 다니는 투자집단의 이해와 맞물린 것으로 이해되고 있다

수쿠크 시장이 본격화된 지난 10여 년 중에서 수쿠크의 발행구조와 관련한 대부분의 혁신들은 지난 약 8년 동안에 일어났다. 최근 몇 년 사이에도 수쿠크 구조와 관련하여 새로운 발전을 보인 수쿠크들이 나타났지만, 이슬람금융시스

29) "A Comprehensive Study of the International Sukuk Market". SUKUK REPORT(1st Edition). op. cit., p.4.

30) IIFM의 Sukuk Report에서는 각 용어를 다음과 같이 설명하고 있다. 즉 국제(International) Sukuk은 경화(hard currency)로 발행되고 그 최소발행규모가 5천1백만 달러 이상인 수쿠크를 말하고, 국내(Domestic) 수쿠크는 국내통화(local currency)로 발행되거나 또는 경화로 발행되는 경우에는 발행규모가 5천만 달러 이하인 수쿠크를 말하며, 글로벌(Global) 수쿠크는 국제 및 국내 수쿠크 모두를 말한다. 또한 국채(sovereign) 수쿠크는 일반적으로 중앙정부(national government)가 외화로 발행한 것을 말하며, 만약 중앙정부가 자국의 통화로 발행한 때에는 정부수쿠크(government Sukuk)라고 한다. 준국채 수쿠크(Quasi-sovereign Sukuk)는 공공부문의 조직체(entity)가 발행한 수쿠크를 말한다. - SUKUK REPORT(1st Edition), op. cit., p.36.

템뿐만 아니라 전세계적으로 직면한 신용경색(credit crunch)의 영향 때문에 수쿠크 시장에서 좋은 성과를 얻지는 못하였다. 특히 2009년 하반기의 경우 국제 수쿠크 발행시장은 국제적인 신용경색에 영향을 받아 위축되었고, 사우디아라비아 사드(Saad) 그룹의 Goldenbelt Sukuk, 미국회사로서 처음 발행된 East Cameron Partners의 East Cameron Gas Company Sukuk, 그리고 쿠웨이트의 Investment Dar사의 Sukuk이 모두 디폴트(default)를 맞았다. 그밖에도 두바이의 Nakheel Sukuk이 35억 달러에 대해 디폴트의 우려가 있다는 사실이 2009년 11월 25일에 처음 알려지면서 국제 수쿠크 시장은 위기를 맞았고, 투자자들도 수쿠크에 대해 불안해하였다.

다만 Nakheel 수쿠크는 최종적으로는 제때에 상환이 이루어지면서 시장의 우려를 덜 수 있었고,³¹⁾ Investment Dar 수쿠크의 경우 구조조정계획이 진행중인데, 수쿠크에서 디폴트가 발생할 경우 이들 사례는 그 처리방법에 대한 좋은 선례로서 기능할 것으로 보고 있다.³²⁾

31) 두바이월드(Dubai World) 산하 부동산개발업체인 나킬(Nakheel)은 두바이의 부동산시장 활황과 더불어 지난 5~6년간 채권을 발행하여 상당규모의 자금을 유치하였다. 그러나 리먼브라더스 사태 이후 부동산시장의 침체에 따라 위기를 겪으면서 만기가 돌아오는 수쿠크 가운데 가장 규모가 큰 35억2000만 달러에 대한 지급이 어렵다는 우려가 있었다. 이에 아부다비 정부와 아랍 에미리트(UAE) 중앙은행은 2009년 12월 14일(현지시간) 두바이 국영 기업 두바이월드 채무 상환을 위해 100억 달러를 지원펀드(DFS)에 지원키로 했다고 밝혔다. 두바이 월드는 이를 받아 이 가운데 41억 달러를 나킬 수쿠크를 상환하는데 쓰기로 했다. 두바이 정부는 나머지 자금은 2010년 4월30일까지 채무 상환 유예를 하면서 필요한 운영자본이나 이자지급 등에 사용키로 했다고 밝혔다. - 이데일리 뉴스(2009.12.14) 참조 (www.edaily.co.kr).

32) 쿠웨이트의 우량 금융회사였던 Investment Dar사도 세계금융위기 속에서 어려움을 겪다가 2009년 5월에 100만 달러의 이슬람채권의 채무불이행을 선언하였다. 쿠웨이트정부는 신용위기로 위협에 빠진 금융기관을 돕기 위해 2009년에 금융안정법(Financial Stability Law)을 통과시켰는데, Investment Dar사는 구조조정계획을 이행하기 위해 2010년 3월 동법의 보호를 받고 있다. 한편 2011년 2월 8일, Investment Dar사는 채권자협력위원회와 49억 달러의 Investment Dar사의 회사부채를 조정하기 위한 수정안에 합의하였으며, 2011년 2월 16일에는 이슬람채권 및 대출금에 대해 8년 동안 1억 KD(Kuwait Dinar, 약 36억 달러)를 지급하기로 채권단과 합의하였다. Investment Dar사는 4억 5백만 KD(약 14억5천8백만 달러)를 연간수익의 11%를 더하여 3-4년 내에 지급하기로 하였다. 11%중 5%는 현금으로 지급하고 나머지는 현물(in kind)로 지급한다. 남은 부채 6억 KD(약 21억6천만 달러)는 4~8년 동안 지급하기로 하였다. 발표내용에 따르면, Investment Dar사의 계획에 따르면 채권자의 채권 일부는 Investment Dar사의 자산(equity)으로 전환되고, 부채상환이 완전히 이루어지면(투자 전환한) 주주들은 이들 주식의 일부에 대해 상환을 청구할 수 있다. 이에 따라 회사

이상의 2001년부터 2009년까지 발행된 글로벌(국내 및 국제 포함) 수쿠크 중, 회사채가 약 62%, 국채(sov^{er}ign)가 26%, 준국채(quasi-sov^{er}ign)가 12%를 차지한다.³³⁾ 또한 수쿠크 유형별로 본다면 이자라(Ijarah) 수쿠크가 38%, 무샤라카(Musharakah) 수쿠크가 27%, 무라바하(Murabahah) 수쿠크가 12%를 차지하여 이 세 유형의 수쿠크가 77%를 차지하여 전체의 3/4을 점유하고 있으며, 그 외에 무다라바(Mudharabah) 수쿠크와 투자(Investment) 수쿠크가 각각 5%, 이슬람교환사채(Islamic Exchangeable Bond)가 4% 등을 점유하고 있다.³⁴⁾

한편 국제 수쿠크발행에 한정하면, 2001년부터 2009년까지 발행된 국제 수쿠크 중, 이자라 수쿠크가 52%, 무샤라카 수쿠크가 18%, 이슬람교환사채가 14%, 무다라바 수쿠크가 11%를 점유하고 있다.³⁵⁾

III. 주요 수쿠크의 유형

현재 상이한 계약에 기초해서 24가지 구조의 수쿠크가 가능하다고 하며, AAOIFI에서는 수쿠크를 발행할 수 있는 14개의 자산종류를 규정하고 있다.³⁶⁾

이들 수쿠크는 크게 실물자산에 대한 매각에서 발생할 이윤을 유동화시키는 경우(무라바하·살람 수쿠크 등), 실물자산에 대한 리스를 통해 발생할 임대수익이나 리스요금을 유동화시켜 발행하는 경우(이자라 수쿠크), 파트너십을 통해서 발생할 이윤을 유동화시켜 발행하는 경우(무다라바·무샤라카 수

주식의 10%가 채권단에게 이전되며, 또한 Investment Dar사의 주주들은 계획 초기12개월 동안 2천만 KD에 해당하는 신규 자본(fresh equity)을 투입하기로 하였다. - Bloomberg News 2011.2.8 및 2.16일 기사 참조(www.bloomberg.com/news/2011-02-08/aston-martin-holder-creditors-agree-on-4-9-billion-debt-plan.html): (www.arabianbusiness.com/investment-dar-s-debt-deal-may-help-sukuk-381176.html?page=1).

33) "IIFM Sukuk Analysis As of December 2009". International Islamic Financial Market. Market Research. p.3 (<http://www.iifm.net/default.asp?action=category&id=67>).

34) *ibid.* p.4.

35) *ibid.* p.8.

36) "Re-Engineering of Structural & Issuance Procedures of Sukuk". *op. cit.*, pp.13~18.

쿠크 등)로 나눌 수 있다.³⁷⁾ 이하에서는 이들 중 많이 사용되고 있는 대표적인 수쿠크 유형들을 중심으로 그 특성을 살펴보고자 한다.

1. 이자라(Ijarah) 수쿠크³⁸⁾

이자라 방식은 샤리아 요건을 충족하는(Shari'ah compliant) 수쿠크 중에서 가장 일반적이고 단순한 형태이다. 거의 대부분의 이자라 수쿠크는 샤리아요건을 충족하는 4개의 계약을 이용하여 발행되고 있는데, 매수합의(Purchase Agreement), 주(主)이자라 합의(Master Ijarah Agreement), 매수약정(Purchase Undertaking), 매도약정(Sale Undertaking)이다.

매수합의를 통하여, 특정 유형자산에 대한 수익권은 수쿠크발행을 위해 특별히 설립된 특수목적기구(SPV)에 이전된다. SPV는 수쿠크소지인의 수탁자로 지정되고, 수쿠크소지인을 대신하여 자산에 대한 수익적 권리(interest)나 권원(title)을 보유한다. 이어 SPV는 그 자산을 매도인에게 리스한다. 임차인(lessee)은 정기적으로 SPV에게 차임을 지급하고 이는 수쿠크소지인에게 건네진다. 샤리아에 따르면 임대료를 고정할 수 있는데, 차임지급을 불확실하게 남겨두는 것은 사실상 허용되지 않는다. 따라서 이자라 수쿠크는 처음부터 고정수익률을 가지는 것이 가능하다. 하지만 대부분의 수쿠크는 전통적 채권과 양립하기 위해서 LIBOR와 연계한 변동수익률을 제공하려고 하는데, 이는 반기(半期) 또는 분기별로 갱신 가능한 리스합의를 필요로 하는 마스터 이자라 합의의 이행을 통해 이루어진다.

한편 이자라 수쿠크는 샤리아요건에 합치하는 매수약정과 매도약정에 의해 액면가치의 지급을 보장하는 역할을 한다.

매수약정(purchase undertaking)은 채권이 만기된 때 또는 채무불이행·신탁해지·세제변화·임차인의 지배권변동 등과 같은 사전에 정한 사건이 발생한 경우, 임차인이 SPV로부터 수쿠크 자산을 매수하여야 할 의무를 부담하는 것이다. 매도약정(sales undertaking)의 경우, SPV는 신탁자산을 사전에 정한

37) 최두열·오규택·박동규, 전제논문 315면.

38) SUKUK REPORT(1st Edition), op. cit., p.20

가격으로 매수하도록 임차인에게 요구할 수 있는 권리를 가진다.³⁹⁾

2. 무샤라카(Musharakah) 수쿠크⁴⁰⁾

무샤라카 수쿠크는 이자라 수쿠크 다음으로 많이 이용되는 방식으로서, 둘 이상의 실체 간의 투자파트너십 관계가 기본이 된다. 이들은 무샤라카의 자본을 함께 제공하며, 이익 및 손실을 사전에 정한 비율에 따라 함께 분담한다.

수쿠크소지인의 수탁자로 지정된 SPV는 수쿠크의 수익금을 이용하여 원

39) 실제로 2003년에 발행된 국채인 카타르 정부의 수쿠크(Qatar Global Sukuk)의 구조를 살펴보기로 한다. 이는 카타르 도하(Doha)의 하마드 매디칼 시티의 개발을 위한 자금조달을 목적으로 카타르 정부가 발행하였다. 발행규모는 달러화로 표시하여 7억 달러이며, 6개월 변동수익률의 7년 만기 채권이였다.

이 수쿠크는 이자라 구조를 사용하였으며 매수합의, 주(主)이자라 합의, 매수약정, 매도약정의 4개 계약을 이용하였다. 구체적인 구조는 다음과 같다.

- ① 카타르정부는 지정한 토지의 소유권을 매수합의를 이용하여 SPV에게 이전하여 자금을 조달한다. 이때 단지 수익권원(beneficial title)만을 이전하는 것이 아니라, 실제로 소유권이 이전된다.
- ② 수쿠크소지인의 수탁자와 대리인으로서 토지를 보유하는 SPV는 해당 토지를 카타르정부에 반기별로 차임을 지급받는 조건으로 7년간 다시 리스한다. 처음 2년간은 차임만을 정기지급하며, 나머지 5년간은 원본의 분할상환(매회 원본의 1/10씩 지급)을 포함한다.
- ③ 최종적으로 원본상환은 매수약정과 매도약정의 규율을 받는데, 즉 카타르정부는 해당 토지를 7억 달러¹⁾의 고정가격으로 SPV로부터 매수하고 SPV는 이를 매도한다는 취소불능의 약정을 하였다.
- ④ 매수합의를 통하여 SPV는 해당 토지를 카타르정부가 취득할 것을 요청할 권리를 가지며, 수쿠크 기간 중 언제라도 수쿠크소지인에 대한 배당을 위해 수익금을 SPV에게 전달할 권리가 있다. 따라서 수쿠크 만기 전이라도 지급불이행과 같은 경우에는 이 권리를 행사할 수 있으며, 수쿠크소지인에게서는 원리금상환의 보장책의 역할을 한다.
- ⑤ 비록 샤리아요건 충족이라는 이유 때문에 수쿠크소지인에게 지급을 '보증(guarantee)'한다는 표현은 없지만, 정부가 언제라도 적시에 고정된 가격에 토지를 다시 매수할 의무를 부담한다는 취소불능의 약정을 통하여 결과적으로는 투자자에게 필요한 담보를 제공하는 것과 같다.
- ⑥ 이 수쿠크는 신용평가기관인 S&P로부터 카타르 국가의 장기 등급과 같은 A+를 부여 받았으며, 각각의 수쿠크는 토지라는 유형자산의 미분할 비례적 소유권(undivided prorated ownership)을 나타내기 때문에 액면가·할인가·할증가격으로 거래되는 것이 허용되었다.

- SUKUK REPORT(1st Edition), op. cit., p.28.

40) SUKUK REPORT(1st Edition), op. cit., p.24.

(原) 발행인·매도인(또는 의무자)으로부터 신탁자산(또는 공유자산)의 실질적 지분(substantial interest)을 매수하기도 한다. 또 경우에 따라서는 의무자(obligor)는 유·무형의 자산형태로 출자하고 SPV는 수쿠크발행 수익금인 현금으로 출자하여 파트너십을 형성하기도 한다. 그리고 무샤라카 합의에 따라 SPV와 발행자는 사전 합의한 소유권비율대로 수쿠크상의 무샤리크(Musharik)로 선언되며, 또 별도의 관리·대리 합의에 따라 의무자는 공유자산의 관리자로 지명된다.

2008년 초반까지 발행된 무샤라카 수쿠크에서는 발행 당시에 발표한 지표수익률(indicative rate of return)을 수쿠크소지인에게 보장해주는 방법을 이용하였다. 즉 정기 수익지급일에 지급할 이익이 부족한 경우, 채무자는 샤리아요건에 충족하는 자금조달을 통하여 이를 지급하도록 무샤라카 계약에 명시하는 방식을 사용하였다. 그리고 채권이 만기되거나 SPV의 파산·완제불능 등이 발생하면, 공유자산의 SPV 지분을 사전합의한 가격으로 매수하도록 함으로써 채무자가 즉각 전액을 지급하도록 하는 무조건적 매수약정 방식도 있었다.

하지만 아래에서 보듯이, AAOIFI의 샤리아위원회가 2008년 2월에 새로 내린 결정에 따르면 이러한 두 가지 관행은 받아들일 수 없는 것이 되었으며, 이후 무샤라카 방식의 수쿠크 발행은 빠르게 감소하였다. 2008년 새로운 결정이 나온 이후로는 오직 한 건의 무샤라카 수쿠크가 발행되었는데,⁴¹⁾ 종전의 구조와 비교했을 때 다음과 같은 2가지의 주된 구조적 차이점이 있다. 첫째, 상환·해산의 경우 공유자산의 매수가격을 사업설명서(prospectus)에 명시하지 않았다. 둘째, 정기적인 수익지급을 해당 프로젝트의 수익과 연계하였다. 이로써 채무자가 샤리아요건에 부합하는 자금조달을 통하여 특정 회계연도의 부족분을 전보하는 구조를 취하지 않게 되었다. 때문에 사업계획서에서 정기적 이익지급을 언급하는 경우에는 언제나 “수쿠크증서상의 어느 금액에 대한 발행인의 지급능력은 프로젝트 성공 여부에 전적으로 좌우된다는 점을 증서소지인은 유의하여야 한다”는 취지의 분명한 성명을 포함하고 있다.⁴²⁾

41) 2008년 5월 7일 바레인의 Gulf Holding Company가 US 1억9천만 달러 규모의 회사채를 발행했다. - SUKUK REPORT(1st Edition), op. cit., p.25.

42) SUKUK REPORT(1st Edition), op. cit., p.24.

3. 무다라바(Mudharabah) 수쿠크⁴³⁾

무다라바 역시 두 실체 간의 투자파트너십 관계가 기본이 된다. 이중 일방은 주로 자본의 공급자이며, 다른 일방은 주로 관리자가 된다. 따라서 무다라바 수쿠크는 자금조달계약이나 매매계약에 기반하는 수쿠크와는 달리 투자수쿠크이며, 이익과 손실을 수쿠크소지인에게 이전한다는 점이 핵심이다.

무다라바 수쿠크는 자본조달회사와 수쿠크발행을 위해 특별히 설립된 SPV 간의 무다라바 합의에 의해 규율된다. 무다라바 합의에 의하면, 발행회사는⁴⁴⁾ 무다리브(Mudarib)나 투자매니저(investment manager)로 지정되고, SPV는 자본가(financier, rab-al-maal)로 활동한다. 수쿠크 투자자들로부터 SPV가 취합한 발행수익금은 무다라바의 자본에 해당하며, 무다리브는 비용과 수익지분(share in the profit)을 관리한다. 한편 수익분배율은 처음부터 명시된다.

무다라바 계약에서는 수익률을 사전에 약정해서는 안 되지만, 2008년 초반까지 발행된 수쿠크에서는 발행 당시에 공표된 지표수익률대로 수쿠크소지인들이 확실히 지급받을 수 있도록 구조화되었다. 즉 최대(maximum) 수익률을 명시한 조항을 무다라바 계약에 포함시키는 방법을 이용하였다. 이 수익률보다 높게 발생한 모든 수익은 바로 준비금계정(reserve account)으로 보내져서 장래 회계연도에 부족분이 발생하면 이를 전보하는데 사용된다. 준비금계정의 기금이 부족하거나 수익이 충분하지 않은 경우, 수쿠크 발행회사(투자수쿠크에서는 채무자라고도 함)는 부족분을 전보하고 지표수익률에 맞추기 위해 샤리아요건에 부합하는 자금조달을 제공할 것이 요망된다. 따라서 사실상 실제 발생한 수익과는 상관없이 수익률이 보증되는 것이다.⁴⁵⁾

43) ibid. p.22.

44) SPV는 수쿠크의 형식적인 발행자이고, 자본조달회사가 실질적인 발행자라고 할 것이다.

45) 무다라바 수쿠크로서 2007년에 발행된 회사채인 Dana Gas 수쿠크의 발행구조는 다음과 같다.

- ① Dana 가스는 UAE의 민간부문 천연가스회사로서, 2007년에 달러표시 10억 달러규모로, 연간 지표수익률 7.5%의 분기별 지급조건으로 5년 만기의 수쿠크를 발행하였다.
- ② Dana 가스는 partnership manager인 무다리브(Mudarib)가 되며, SPV는 자본가(financier)로 지명되었다.
- ③ 무다라바 계약을 통해 Dana 가스와 SPV는 동업합의를 하여, SPV는 수쿠크 발행을 통하여 자본을 공급하고 Dana 가스는 사전 인가된 사업에 자본을 투자하기로 하였다.

그렇지만 2008년 2월의 AAOIFI 샤리아위원회에서는 이러한 지표수익률을 보증하는 관행에 일정한 제한을 가하는 새로운 결정을 내렸다(아래의 5. 나. 참조).

4. 무라바하(Murabahah) 수쿠크

무라바하 계약은 자금을 특정물품을 구매하기 위한 자금을 필요로 하는 금융소비자에게 금융기관이 직접 대출을 해주는 것이 아니라, 금융기관이 직접 해당 특정물품을 구매하고 나서 이를 그 물품수요자에게 다시 매도하는 계약이다. 이때 금융기관은 일정 이윤을 더하여 매도가격에 반영한다. 즉 무라바하는 특정 물품의 수요자와 판매자 사이에 금융기관이 개입하여 금융기관이 자본을 제공하여 판매자(seller)로부터 물품을 구매하고 이윤을 덧붙여서 수요자에게 재판매하는 금융계약의 형태이다.⁴⁶⁾

무라바하 수쿠크는 무라바하 계약을 이용한 것인데, 먼저 수쿠크 발행을 위해 설립된 SPV와 특정 물품을 구매하기를 원하는 물품수요자 사이에 무라바하 계약을 체결한다. SPV는 투자자들에게 수쿠크를 발행하여 얻은 자금으로 그 특정 물품을 구매한 후 그 구매가격에 일정한 이윤을 더하여 이를 물품수요자에게 매도하는 것이다. 이러한 수쿠크 발행은 미래에 발생할 물품 판매이

④ SPV에게는 99%의 이익분담비율을 인정하여 이를 가지고 수쿠크소지인에 이익을 배당하도록 하였고, 무다리브에게는 1%의 이익분담율이 인정되었다.

⑤ 무라바하 자산에 대해 수쿠크소지인이 가지는 권리·이익·자격에 관하여는 SPV를 이들을 위한 수탁자로 지명하는 신탁선언을 한다.

⑥ 이 수쿠크 구조에서도 채권만기 또는 상환 시에 원본이 모두 변제될 수 있도록 매수약정과 매도약정이 이용되었다. 즉 수쿠크 기간 중에 지급채무불이행이나 기타 중대사건의 발생에 대비해 매수약정을 함으로써, 수쿠크소지인에 대한 정기적인 수익지급 및 상환을 간접적으로 보장하였다.

⑦ 수쿠크증서는 또한 아부다비 증시에 상장된 Dana 가스의 보통주식으로 교환할 수 있는 옵션이 있어서 만기 전에도 상환이 가능하였다. 전환가격 또는 교환비율은 Dana 가스의 주식시세에 따라 변동된다.

⑧ 본 수쿠크는 유형자산(회사의 계속적 사업활동에의 투자)에 대한 수익권원을 나타내므로 유통성이 인정되었다.

- SUKUK REPORT(1st Edition), op. cit., p.32.

46) 최두열·오규택·박동규, 전제논문, 310면.

익을 유동화(trade receivable securitization)한 것이다. 한편 상기한 물품수요자 즉 SPV에 대해 물품대금을 지급해야 할 채무자는 물품원가에 해당하는 부분은 수쿠크 만기 시에 지급하고, SPV가 덧붙인 이윤에 해당하는 부분은 만기 때까지 정기적으로 분할하여 지급한다.⁴⁷⁾ 즉 이 부분이 사실상은 이자지급과 같은 실질을 가진다.

따라서 이슬람법하에서는 비록 이자지급이 금지되지만, 무라바하 수쿠크 구조에서는 이자에 해당되는 SPV의 이윤을 기간별로 나누어 지급하도록 함으로써 이자부 채권과 같은 실질을 지니게 되는 것이다.

5. 수쿠크 구조에 대한 조정

가. 수쿠크구조에 대한 조정 필요성이 등장한 배경

수쿠크 발행구조가 발전하는 과정에서 상당수의 수쿠크는 증권화(enterprise securitizations)의 형태보다는 '전통적인 채권'의 형태를 취하였다. 그 이유는 첫째, 이들 수쿠크가 그 발행기업의 소유권을 대표하지 않았다는 것이고, 둘째, 정기적 지급(regular payment)을 하도록 발행된 수쿠크의 경우에도 이들 지급은 수익의 비율(percentage of profit)이 아니라 자본의 비율(percentage of capital)에 따라 결정되었고, 셋째, 다양한 방식을 통해 이들 수쿠크는 만기에 원본의 상환을 필수적으로 보장하였기 때문이다. 이러한 이유로 현존하는 많은 수쿠크들이 기업체의 소유권을 보유하는 것이 아니라 기업으로부터 수익을 받을 수 있는 권한을 보유하는 것으로 구조화되는 것에 대해서는 우려의 목소리도 있었는데,⁴⁸⁾ 이러한 우려는 일부 현실로 드러나기도 하였다.

2000년대 초중반에 급격한 성장을 보이던 수쿠크 시장은 미국의 서브프라임 모기지 사태를 기화로 부동산개발시장의 침체를 맞으면서 일부 수쿠크가 채무불이행 사태에 직면하였음은 앞서 서술하였다. 채무불이행을 맞은 수쿠크

47) 전계논문, 317~318면.

48) Michael J.T. McMillen, op. cit., p.741.

증에서 East Cameron Partners의 경우는 미국에서 최초로 발행한 수쿠크이다. 하지만 허리케인의 영향 등으로 예상수익을 내지 못하게 되자 2008년 10월에 미국 파산법 제11장에 의한 파산보호신청을 제기하였고, 미국 법원에서 수쿠크의 파산처리를 담당한다는 점에서 주목을 받았다. 특히 채권소지인의 보호와 관련하여, 이들이 단순한 채권자에 불과한지 아니면 채권발행기관으로부터 실질적으로 자산을 이전받아 기름·가스 로얄티의 일부에 대해 실제 소유권을 보유하는 소유권자의 지위에 있는지가 문제가 되었다. 수쿠크 발행을 위해 특별히 설립된 SPV에 자산을 이전하는데, SPV가 수쿠크를 발행하면서 자산을 담보부로 하는지(asset-backed) 아니면 자산을 기초로 하는지(asset-based)에 따라 채권소지인의 지위는 달라지는 것이다. ECP 측에서는 SPV로의 자산(로얄티) 이전은 진정매매(true sale)가 아니라 담보부 대출이기 때문에 로얄티에 대한 소유권이 SPV에 이전되지 않았으며, 수쿠크 소지인들은 회사청산시에 다른 채권자들과 함께 로얄티를 공동으로 나누어가진다고 주장했다. 즉 자산기초부 수쿠크인 경우, 파산시 수쿠크소지인들은 무담보채권자 같은 지위에 놓이게 되어 충분한 이익보호를 받기가 어렵게 된다. 반면 진정매매가 인정된다면, 수쿠크 소지인들은 기초자산에 대해 독점적인 권리(sole right)를 가지게 된다. 미국의 경우 해당 거래가 '매매'인지 아니면 '담보'인지는 연방파산재판소가 관련 요소를 종합적으로 고려하여 판단한다. 파산절차가 개시되고 파산관재인이 특수목적기구의 자산취득에 대해서 담보라고 주장을 하면 파산재판소가 담보인지 여부를 심사하게 된다. 만약 해당 거래가 담보로 인정되면, 특수목적기구로의 모기지(mortgage) 이전은 관재인에 의해 부인되고, 투자자(증권소지인)들은 도산절차에서 무담보채권자와 마찬가지로 취급되기 때문에 피해를 입게 된다.⁴⁹⁾ 이 사건은 미국에서 수쿠크라는 구조(structure) 방식이 미국에서도 통용될 수 있는지를 시험하는 계기가 되었다. 그리고 파산격리(bankruptcy-remote)된 SPV의 자산담보부 수쿠크(asset-backed sukuk)의 장점을 보여주었다.⁵⁰⁾⁵¹⁾

49) 吉田光碩, “資産流動化・證券化スキームにおける真正讓渡と擔保として讓渡”, 『NBL』, No.938, 2010.10.1. 29頁.

50) Zia Akhtar, “Stakeholding in Sharia compliant assets and investor protection”, Journal of

International Banking Law and Regulation, 2011, p.365.

51) 동 사안을 간략히 정리하면 다음과 같다.

(1) 수쿠크 발행구조

East Cameron Partners(이하 ECP)는 루이지애나 연안에서 20마일 떨어져 있는 East Cameron 71, 72 가스전의 임차권을 부여할 수 있는 소규모 기름·가스 생산회사이다. 2006년에 미국회사로는 처음으로 수쿠크를 발행하여 1억6천5백만 달러의 자금을 조달하였다. 수쿠크 발행규모는 그리 크지 않았지만, 비이슬람권인 서방국가 그 중에서도 미국에서 수쿠크를 이용한다는 점에서 주목을 받았다.

① 루이지애나, 텍사스 등 일부 주(州)에서는 보통 토지의 광물권 그 지표 토지(surface estate)와는 별개의 분리할 수 있는 재산으로 다루고 있다. 이 광물권은 다양한 형태로써 공유권(joint ownership)의 대상이 되는데 그중에서도 가장 흔한 방식은 사용료 수익(royalty interest)이다. - {Blake Goud, "East Cameron Sukuk sinks", Islamic Business and Finance, MARCH 2009, ISSUE 40 (www.cpifinancial.net/v2/Magazine.aspx?v=1&aid=1942&cat=IBF&in=40): "Courting disaster", April 2010, ISSUE 52 참조(www.cpifinancial.net/v2/Magazine.aspx?v=1&aid=2330&cat=IBF&in=52: 2011.02.25 방문)}. 동 수쿠크도 이 방식을 이용하였다. ECP는 기름·가스를 리스하여 그로부터 사용료를 받을 권리를 SPV인 Louisiana Offshore Holdings(이하 LOH)에 판매하였다. 이어 케이먼(Cayman) 군도에 주소를 둔 SPV인 East Cameron Gas Company는 투자자들에게 수쿠크 증권을 발행하였고, 이 수쿠크 발행대금을 받아 East Cameron은 생산시설운영자금 등을 조달하였다.

② 수쿠크의 기간(13년) 동안 2개의 가스전으로부터 나오는 가스생산수익금은 매수자 SPV(purchaser SPV)인 LOH에게 이전되고, ECP와 발행자 SPV(issuer SPV)인 East Cameron Gas Company가 공유한다. East Cameron Gas Company는 수쿠크소지인에게 11.25%의 기대수익(expected return) 및 원본을 분할 지급하는 방식으로써 수익을 이전한다.

③ 한편 투자자들은 원본 및 기대수익을 상환하는데 필요하다고 예상되는 양보다도 많은 양의 가스를 받을 권리를 가진 초과담보부 우월적 로얄티이자(over-collateralised overriding royalty interest, ORRI)라는 추가적인 보호를 받았다.

※ {미국의 석유·가스 관련 법에서는 연방토지의 임차인에게 정해진 생산량에 추가하여 ORRI를 부여하는 것을 허용한다. 임차인은 기름·가스 생산회사로서 미국에 등록된 조직체(US entity)이어야 하며 미국 Minerals Management Service(MMS)로부터 승인을 받아야 한다. 한편 루이지애나 주의 경우, 이러한 ORRI는 파산절차상 다른 다수의 채권자보다 투자자에게 더욱 많은 보호를 부여한다는 점에서 법적으로 물적 재산(real property)으로 인정한다. 이와 같은 보호책은 파산절차를 위해 ORRI를 SPV에 진정매매(true sale)함으로써 창설된다. 즉 다른 채권자들의 청구대상이 되는 발행인의 파산재산에 ORRI가 포함될 수 있는 가능성을 최소화하도록 구조화된 것이다. - Blake Goud, "East Cameron Sukuk sinks", op. cit: Ayman H. Abdel-Khaleq & Christopher F. Richardson, "New Horizons for Islamic Securities: Emerging Trends in Sukuk Offerings", Chicago Journal of International Law, Winter 2007, p.423.}

(2) 사안 진행개요

미국 회사로서 수쿠크를 처음으로 발행했던 ECP는 2008년 10월 16일 루이지애나의 Western District 법원에 미국파산법(US bankruptcy code)상의 Chapter 11에 의한 파산신

청을 하였다. Chapter 11에 따르면 회사는 구조조정계획안(reorganization plan)을 제출하고 경영활동을 계속하며, 만약 구조조정이 불가능하면 bankruptcy code chapter 7에 따라 청산된다. 법원은 자산유동화를 인정할지 여부 및 수쿠크가 이자부(附)부채(interest-bearing debt)와 실질적으로 다른지에 대해 심사하였다.

수쿠크의 구조는 종교적 이유가 아닌 경제적 이유로 채택된 것이어서 해당 거래가 샤리아에 부합하는지(Shari'ah compliance) 여부는 고려요소가 아니었다. 반면에 샤리아에 부합하는 유동화(securitisation)가 전통적인 유동화와 마찬가지로 취급되는지 여부가 관건이었다. 즉 파산절차에서 ECP의 변호인들은 ORRI 매매는 본질적으로 담보부대출(secured loan)이며 진정한 매매가 아니라고 주장하였다. 따라서 해당 수쿠크 구조가 '파산절차'에 해당되는지 여부에 대한 심리가 진행되었다.

해당 수쿠크 문서상에는 ORRI의 매매를 '진정매매'라고 특징짓는 법적 의견을 포함하고 있었는데 법원은 이 의견을 인정하였다. 파산사건 진행 중, 수쿠크 증서소지인들은 파산진행 중에도 생산이 계속되도록 하기 위해 debtor-in-possession(DIP) 파이낸싱을 ECP에까지 확대하였다.

※ (DIP란 파산신청을 한 자연인 또는 법인이다. 하지만 이들은 채권자가 선취특권(lien)이나 유사한 담보이익을 가지는 재산에 대해서 여전히 소유권을 가진다 (http://en.wiktionary.org/wiki/debtor_in_possession. 참조). 한편 미국 Bankruptcy Code의 Chapter 11 파산보호에 따르면 파산신청을 한 채무자도 계속하여 사업경영을 할 수 있는데, 이를 통해 회생할 수 있도록 도움을 주고자 하는 것이다. DIP 파이낸싱이란 채무자의 회생을 위한 중요한 제도로서, 기업이 파산보호를 신청한 후 회생을 모색하기 위해 엄격한 조건하에서 지원되는 자금을 말한다. 파산보호를 통하여 회생의 길을 열어주는 것을 목적으로 하기 때문에 그 회생의 기반이 되는 자금을 제공하는 것이다. 통상적으로 'DIP financing'을 제공한 금융기관은 회생이 실패로 돌아갈 경우에는 자금회수가 어렵게 되어 손실을 입는 위험이 있지만, 반면에 채권자로서 채권회수에 다른 채권자들에 비해 우선순위의 지위를 갖는다. (<http://www.michaelsonlawfirm.com/Debtor-in-Possession-Financing/>; http://findarticles.com/p/articles/mi_m0ITW/is_7_87/ai_n15950172/?tag=content:coll 참조))

2010년 3월 31일, 법원은 ECP와 EC Offshore Properties 사이의 자산 구매 및 매매 합의(Asset Purchase & Sale Agreement)의 승인을 명하였다. 자산구매합의에 의하면 East Cameron의 71·72 광구의 리스에 관한 권원(title)을 수쿠크 증서소지인에게 이전한다. 구매 가격에는 DIP 파이낸싱으로 확대된 480만 달러뿐만 아니라 구매자들이 떠맡은 책임도 포함되었다. DIP 파이낸싱 총액에는 모든 원본, 이자, 수수료, 비용 및 기타 요금이 포함된다.

자산구매합의의 일환으로서 ECP에게는 장래의 생산에 대한 종속적 ORRI가 부여되었다. 이 ORRI는 수쿠크 증서소지자들이 가지는 ORRI에 종속되며, ECP의 무담보 채권자들에게 3백만 달러에 이르는 로열티를 제공하게 된다. 다만 이는 선순위 ORRI가 수쿠크의 원본전액인 1억6,500만 달러를 먼저 지급한 후에나 가능하다.

수쿠크 증서소지인들의 청구에 대한 자산구매합의를 통한 해결책은 bankruptcy code의 section 363에 따라 실행되었다. 이에 의하면 영업 자산을 법원의 승인을 얻어 경매로 매각하는 것을 허용하고 있으며, 채권자 전체의 표결 및 채무자중 지분보유자들의 표결을 거치지 않아도 된다.¹¹⁾

- Blake Goud. "East Cameron Sukuk sinks". Islamic Business and Finance, MARCH 2009, ISSUE 40 (www.cpifinancial.net/v2/Magazine.aspx?v=1&aid=1942&cat=IBF&in=40):

나. AAOIFI 샤리아위원회의 새로운 결정(AAOIFI Sukuk Clarification)

이렇듯 몇몇 수쿠크에서 채무불이행이 발생하고 수쿠크시장이 다소 위기를 맞게 되자 이에 대응하기 위해서 이슬람금융기관회계감독기구(AAOIFI)의 샤리아 위원회(Shari'ah board)는 2007년 6월 27일과 2007년 9월 8일에 회의를 하여 수쿠크와 관련한 논의를 하였다. 이어 2008년 2월 13-14일에 세 번째 회의를 한 후 이슬람 금융기관과 샤리아 감독이사회(Shar'ah Supervisory Boards)에 수쿠크를 발행할 때 고수할 사항을 권고하였다.⁵²⁾⁵³⁾ (기존 본문 내용을

"Courting disaster", April 2010, ISSUE 52 참조(www.cpifinancial.net/v2/Magazine.aspx?v=1&aid=2330&cat=IBF&in=52: 2011.02.25 방문).

52) "AAOIFI's Shari'ah Board Resolutions on Sukuk - English version". Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution. pp.1-4. (<http://www.aaofi.com/aaofi/PressReleases/tabid/210/language/en-US/Default.aspx>: 2011.03.01 방문).

53) 첫째, 수쿠크가 유통성을 갖추기 위해서는 실물자산(real asset) 소유권의 모든 권리·의무를 가진 수쿠크소지인이 자산을 소유하여야 한다. 이들 자산은 유형자산·용익권·서비스 여부를 불문하고 투자 수쿠크(Investment Sukuk)에 관한 샤리아 규칙 및 AAOIFI의 샤리아기준(Shar'ah Standard) (17)의 article (2)와 (5/1/2)에 따라야 할 뿐만 아니라, 법적으로 소유하고 매도할 수 있어야 한다. 수쿠크를 발행하는 관리자(manager, 즉 SPV)는 수쿠크 장부(books)상에 그러한 자산의 소유권 이전을 증명하여야 하며, 자신의 자산으로 남겨 두어서는 아니 된다.

둘째, 수쿠크가 유통성을 갖추기 위해서는 수취계정(receivables)이나 부채를 나타내서는 아니 된다.

셋째, 실질수익이 기대수익에 미치지 못할 경우에, 수쿠크 관리자(SPV)가 수쿠크소지인에게 대출 제공을 약속하는 것은 허용되지 않는다. 이때 그 관리자가 투자에 대해 무다리브(Mudarib, investment manager)로 행동하던, 아니면 샤리크(Sharik, partner)로 행동하던, 아니면 와킬(Wakil, agent)로 행동하던 상관없다. 하지만 그러한 부족분을 전보하기 위한 목적으로 가능한 한도까지 준비금제정을 만드는 것은 허용되는데, 사업계획서에서 이와 같은 내용을 언급하였을 것이 전제로 된다. 무다라바(Mudaraba)에 관한 AAOIFI 샤리아기준 (13)의 article 8/8 에 따라 기대이익을 분배하거나, 또는 수쿠크소지인 때문에 프로젝트 파이낸싱을 조달하는 것은 괜찮다.

넷째, 수쿠크가 만기에 소멸할 때 무다리브(Mudarib, investment manager)·샤리크(Sharik, partner)·와킬(Wakil, agent)이 수쿠크소지인 또는 자산을 보유하는 자로부터 명목가치로 자산을 재구매하기로 약정하는 것은 허용되지 않는다. 하지만 보증에 관한 AAOIFI 샤리아기준 (5)의 article (2/2/1)과 (2/2/2), 무샤라카와 현대 회사에 관한 AAOIFI 샤리아기준 (12)의 article (3/1/6/2)에 따라서 실제 구매 시에 순자산가치(net value of asset)·시가(market value)·공정가치(fair value)·약정가격에 근거하여 구매하기로 약정하는 것은 허용된다. 무샤라카·무다라바·와카라 수쿠크의 자산이 "리스 후 소유로 전환하는(Lease to Own)" 계약에서의 리스자산보다 가치가 낮을 경우, 수쿠크가 소멸될 때 수쿠크 매니저가

각주로 옮김)

이상의 권고의 주요 의의는 다음과 같다.⁵⁴⁾

① 대부분의 수쿠크가 자산기초부(asset-based) 구조에 기초하고 있음에 반해, 일부 수쿠크는 자산담보부(asset-backed) 구조를 취하고 있다. AAOIFI의 샤리아위원회는 기금모집실체로부터 수탁자·SPV에게로 토지·부동산·주식 등과 같은 자산이 이전되는 것은 일반적으로 수익적 기초 위에서 이루어진다고 판단하였다. 동 위원회는 현재 행해지고 있는 대부분의 수쿠크에서는 실제소유권(actual proprietorship)이 아니라 오직 수익권원(beneficial title)만이 SPV에게 이전되는 구조를 취하고 있다고 보았다. 그런데 다수의 수쿠크를 규율하는 영국법에 따르면 이러한 수익권원의 이전은 소유권의 진정한 이전으로 인정되지 않는다. 영국법에서는 매수합의(Purchase agreement) 하에서 자산은 '법적으로' 수쿠크소지인에게 이전되어야 하고 원매도인의 대차대조표에서 빠져야 한다. 이로써 수쿠크소지인은 신탁자산에 대해 구속력이 있는 법적 권리를 가지게 되는 것이다. AAOIFI는 이번 결정(fatwa)을 통하여 다수의 수쿠크를 규율하는 영국법과 샤리아간의 이러한 차이를 없앤 것이다. 즉 종전의 수쿠크 기준(sukuk standard)에 대한 수정의견을 내면서 유통가능한 수쿠크 증서(tradable sukuk instruments)의 경우, 샤리아율법에 따라 법적으로 처분하고 소유할 수 있는 실물자산에 대해서 수쿠크소지인이 가지는 비분할 부분적 소유권(fractional undivided ownership)을 대표하여야 한다는 점을 언급한 것이다.⁵⁵⁾ AAOIFI 사

잔여자산의 잔여임대가치(remaining rental value)로 이들 자산을 매입하기로 약정하는 것은 허용된다.

다섯째, 수쿠크가 그 명목가치로 소멸될 경우, 이자라(Ijarah) 수쿠크의 임차인이 파트너·무다리브(Mudarib)·투자대리인이 아니라면, 그가 리스자산을 매입하기로 약정하는 것은 허용된다.

여섯째, 샤리아 감독위원회(Shar'ah Supervisory Boards)는 자신의 역할을 수쿠크 구조의 허용성(permissibility)에 관한 파트와(fatwa)의 공표에만 한정해서는 아니 된다. 모든 관련 계약과 실제 거래에 관련된 서류는 샤리아 감독위원회가 신중히 검토한 후, 이행의 실제수단을 감독하고, 그 후 각 단계에서 그 운용이 샤리아 가이드라인 및 샤리아기준에서 특정된 요건에 따르고 있는지를 확인하여야 한다. 수쿠크 수익금의 투자 및 수익금의 자산으로의 전환은 샤리아기준 (17)의 article (5/1/8/5)에 일치하여야 한다.

54) SUKUK REPORT(1st Edition). op. cit., p.18.

55) Michael J.T. McMillen. op. cit., p.742.

리아 위원회는 급속히 확대되는 수쿠크시장에서 샤리아올법과 더욱 조화를 이루는 정책을 도입하려고 하며, 수쿠크가 전통적 채권(conventional bond)의 구조를 흉내 내는 것을 불만스럽게 여기고 있다는 점을 나타낸 것이다.⁵⁶⁾

② 2001년부터 2009년 사이에 발행된 대부분의 수쿠크는 구조상 매수약정(purchase undertaking)의 특징을 가지고 있다. 이러한 약정은 증서상환 시(만기이던 만기 전이던 불문)에 채무자가 SPV로부터 신탁자산을 매수하기로 하는 것으로서 철회불능의 약속이다. 약정에서는 자산을 매수하는 가격을 사전에 정하는데, 이는 일반적으로 증서의 액면가와 같으며, 사실상 전통적인 채권의 경우처럼 원본 반환을 보장하는 역할을 한다.

AAOIFI는 사전에 약정한 고정가격으로 매수하기로 한 약정은 이자라(Ijarah)에 기초한 구조에서는 받아들일 수 있지만, 이익공유를 기초로 하는 무다라바와 무샤라카 수쿠크와 같은 구조에서는 전혀 받아들일 수 없다고 결정하였다. 새로운 결정에 따르면 매수약정은 채무자에게 현금시장가치(going market value)나 순자산가치 또는 매수 당시에 상호간에 정한 매수가로 자산을 매수할 것만을 요구할 수 있다.

③ 지금까지 발행된 무샤라카와 무다라바 수쿠크에서는 결손전보에 이용되던 샤리아요건에 부합하는 자금(Shari'ah compliant funding)을 준비하여 소위 지표상의 정기지급(indicative periodic payments)을 보증하여 왔다. 하지만 실령 무샤라카와 무다라바 계약의 이익·손실분담(profit and loss sharing) 특성을 유지하기 위한 것이라고 해도 특정 회계연도의 이익부족분에 대해 채무자가 연화차관(soft loans)이나 유동성금융(liquidity financing)으로써 보전하는 것은 아니 된다고 AAOIFI는 결정한 것이다. 하지만 준비금계정을 두어 수익이 발생한 연도의 일부 수익을 비축하였다가 장래에 손실이 발생할 경우 이를 전보하는데 사용하는 것은 허용된다. 또한 채무자가 정기수익 부족분을 지급할 자금을 모으기 위해 무다라바 자산의 일부를 시장가격으로 제3자에게 매매하는 것도 허용된다.

56) *ibid.* p.745.

IV. 우리법상 수쿠크 발행에 대한 문제점 검토

1. 수쿠크를 상법상의 사채로 볼 수 있는지 여부

가. 상법상 사채의 개념

사채의 개념에 대해서 상법에는 별도의 규정이 없지만, 일반적으로는 “주식 회사가 채권발행의 방법에 의하여 직접 또는 간접으로 일반대중으로부터 집단적·정형적인 방법으로 기채(起債)하여 부담하는 채무”⁵⁷⁾, “주식회사가 일반공중으로부터 비교적 장기의 자금을 집단적·대량적으로 조달하기 위하여 채권을 발행하여 부담하는 채무”⁵⁸⁾, “주식회사가 일반 공중으로부터 비교적 장기의 자금을 집단적·대량적으로 조달하기 위하여 채권발행의 방법에 의하여 기채함으로써 부담하는 채무”⁵⁹⁾ 등으로 설명되고 있다.

참고로 일본의 경우도 종래의 상법에는 사채에 대한 정의규정이 없었고, 이에 학자들의 설명은 “일반공중으로부터 거액의 자금을 모집함에 의해 다수의 부분으로 분할된 회사의 채무이고 이것을 표창하는 유가증권이 발행되는 것”이라고 하는 것이 일반적이다.⁶⁰⁾ 이는 기업의 다른 자금조달수단과 비교할 때 사채의 특징인 공중성(公衆性)·대량성·집단성·유가증권성에 주목한 개념 정의이다.⁶¹⁾ 따라서 사채는 주식회사가 채권발행의 방법에 의해 거액·장기의 자금을 공중으로부터 차입한다는 것을 본질적 특색으로 한다.⁶²⁾

한편 2005년 제정된 일본 「회사법」 제2조 23호에서는 “이 법률규정에 의해 회사가 행한 할당에 의해 발생한 당해 회사를 채무자로 하는 금전채권이고, 제676조 각호에 기재된 사항에 대해 정한 바에 따라 상환되는 것”이라는 사채

57) 최준선, 「회사법」, 삼영사, 2010, 570면.

58) 정찬형, 「상법강의(상)」, 박영사, 2008, 1050면.

59) 손주찬·정동윤 편집대표, 「주석 상법-회사(IV)」, 한국사법행정학회, 2006, 216면.

60) 蓮井良憲, 「會社法要說」, 法律文化社, 1994, 224面.

61) 本多正樹, 「社債の定義」, 「ジュリスト 増刊 會社法の争点」, 有斐閣, 2009, 192面.

62) 鴻常夫, 「社債法の諸問題 I」, 有斐閣, 1987, 2面.

정의 규정을 두고 있다. 종래의 설명 방식과는 달리 이러한 정의를 두게 이유에 대해, (i) 공중에 대한 기재라는 특징의 경우 권리자가 1인일수도 있고 또 사모사채의 경우는 이에 부합하지 않고, (ii) 단기·소액의 사채도 있으며, (iii) 일본의 경우 「사채·주식 등의 대체에 관한 법률(社債、株式等の振替に關する法律)」의 대체사채에 의해 권면(券面)이 발행되지 않는 것도 있어서, 상술한 기존의 사채개념에 대한 해석에 의하면 사채를 구분하는 것이 용이하지 않고 사채에 관한 강행법규의 적용범위를 명확히 할 수 없다는 문제점이 있다. 따라서 기존의 설명과는 다른 각도에서 이러한 사채의 정의규정을 두게 된 것이라고 한다.⁶³⁾ 이러한 이유는 우리 사채의 개념에 대한 설명에도 일정 부분 유효할 것이며, 거래기술의 발전에 따라 다양한 유형의 사채가 발행되는 현실에서 기존 개념의 한계성을 지적하는 견해도 있다.⁶⁴⁾

이러한 이유에서 보듯 종래의 사채개념에 대한 설명이 다양한 형태의 사채를 모두 포섭하지 못하는 면이 있기는 하지만, (원칙적으로 채권발행의 방법을 사용하여) 공중으로부터 자금을 차입한다는 점을 본질적 특색이라고 할 수 있을 것이다.

나. 수쿠크의 사채성 검토

(1) 이자지급의 측면

사채의 경우 주식과 달리 회사경영실적과 관계없이 이자지급이 이루어지는데 반해 수쿠크의 경우 이자개념이 존재하지 않는 점을 어떻게 이해할 것인가의 문제가 있다.

그러나 (i) 현실적으로 무이자할인채(zero coupon bond)가 발행되면서 액면이자율이 큰 의미를 가지지 못하는 경우가 있다. 무이자할인채는 연간이자(annual interest)를 지급하지 않는 채권이다. 대신 그 액면가치에서 상당히 할

63) 本多正樹, 前掲書, 192面; 野村修也, “新會社法における社債制度”, 「ジュリスト」, No.1295, 2005.08, 119面.

64) 석광현, “국내기업의 해외사채 발행의 실무와 법적인 문제점”, 「국제거래법연구」 제6집, 1997, 40~41면.

인하여 판매함으로써 실질적으로는 이자에 대신한다. 즉 채권소지인은 할인되지 않은 가격과 할인된 가격과의 차액으로써 이자에 대신하여 보상을 받는 것이다.⁶⁵⁾ (ii) 이슬람금융을 수용하는 국가들의 경우, 수쿠크에서 실질적으로는 일반채권의 이자와 동일하지만 형식적으로는 리스료 또는 매매대금의 형태를 취하는 것을 이자로 간주하고 있다. 금전의 대여와 상환 사이의 시간 차이에 대한 대가를 이자라고 할 수 있을 것인데, 그 대가를 실질적으로 파악하는 입장이라 할 것이다.

그렇다면 적어도 전통적인 채권에서의 이자와 지급형태와 방식이 다르다는 점이 수쿠크의 사채성을 인정하는데 있어서 본질적 장애는 아니라고 판단된다.

(2) 부채성(負債性)의 측면

수쿠크를 발행할 때 증권발행의 기초자산을 진정매매 할 경우, 수쿠크 투자자들은 금전을 대여한 것이 아니라 그 자산을 공동으로 소유하고 있는 것이다. 따라서 이들 투자자들은 채권자로서 이자를 받는 것이 아니라, 소유자로서 기초자산의 실적에 따라 수익을 얻는다.⁶⁶⁾ 그렇다면 사채가 가지는 발행회사의 부채라는 특성과 배치되는 면이 있다. 더욱이 AAOIFI의 권고에 따라 앞으로 자산이전이 진정매매로 이루어진다면 이들 수쿠크 투자자들은 지분적 소유자가 된다. 따라서 보통채권에서 투자자들이 단순한 채권자의 지위에 머무는 것과는 분명 차이가 있다.

그러나 (i) 수쿠크의 경우 기본적으로 만기가 있다는 점에서 상환을 예정하고 있는 것이라고 할 것이다. 이점에서 주식과 같이 온전한 자본으로 이해하기는 어려운 면이 있다고 본다. (ii) 자산담보부 수쿠크의 경우 수쿠크 소지인들은 채권자보다 우선적인 변제를 받는다. 이는 잔여재산청구권자로서의 주주와는 차이가 있다.

65) 예를 들면 SMH 회사는 액면가 \$1,000인 사채를 \$747.26의 가격에 5년간의 zero이자 조건을 붙여 발행하였는데, 채권소지인은 만기가 되면 \$1,000의 상환을 받음으로써 실질적으로는 5년 동안 6%의 이자를 지급받은 것과 같다.(Jeffrey J. Haas, op. cit., pp.114~115).

66) Christopher F. Richardson, "ISLAMIC FINANCE OPPORTUNITIES IN THE OIL AND GAS SECTOR: AN INTRODUCTION TO AN EMERGING FIELD", Texas International Law Journal, Fall 2006, p.151.

결국 수쿠크 소지인의 경우는 단순한 채권자가 아니라 지분적 소유자로서의 지위를 가지지만, 그렇다고 바로 주주의 지위와 같이 볼 것은 아니며, 일반 채권자에 비해서 증권발행의 기초가 된 자산으로 담보를 받고 있는 특수한 지위에 있는 것이라고 이해할 수 있을 것이다.

다. 유가증권 법정주의에의 구속 여부

(1) 유가증권법정주의의 의미

유가증권이란 일정한 재산적 가치를 표창하는 것으로서 그 발행·이전·행사의 전부 또는 일부에 증권소지의 필요를 필요로 하는 것을 말한다⁶⁷⁾는 것이 통설이다. 이러한 유가증권은 유통성 및 피지급성의 확보를 위하여 법의 특별한 보호를 받고 있기에 유가증권법은 강행법적 성격이 있기 때문에 유가증권 종류와 내용 등을 법으로 제한하여 남용을 방지한다는 것이 유가증권법정주의이다.⁶⁷⁾

유가증권법정주의를 고려하는 이유는 상법 등에서 사채의 유형을 규정하고 있기 때문에 그와의 관계가 문제되기 때문이다. 즉 현행 상법에서는 특수사채로서 전환사채(제513조 이하), 신주인수권부사채(제516조의 2 이하)를 규정하고 있고, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에서는 주권상장법인의 경우 전환사채, 신주인수권부사채, 이익배당에 참가할 수 있는 사채, 주식이나 그 밖의 다른 증권과의 교환을 청구할 수 있는 권리가 부여된 사채를 신종사채로서 규정하고 있었다(제165조의 11). 한편 2012년 4월 15일 시행예정인 개정 상법 제 469조에서는 사채의 발행을 규정하면서 회사가 발행할 수 있는 사채로 ① 이익배당에 참가할 수 있는 사채 ② 주식이나 그 밖의 다른 유가증권으로 교환 또는 상환할 수 있는 사채 ③ 유가증권이나 통화 또는 그밖에 대통령령으로 정하는 자산이나 지표 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 상환 또는 지급금액이 결정되는 사채라고 규정하고 있다. 따라서 종전 규정과 비교할 때 회사가 발행하는 사채의 종류를 확대하면서 이들 유형으로 제한하는 것이 아닌가 하는 의문이 발생한다. 따라서 유가증권법정주의를 철저히 고수하고

67) 정찬형, 「상법강의(하)」, 박영사, 2010, 29~30면.

2012년 4월 15일 시행예정인 개정 상법의 사채유형을 제한적 규정으로 이해한다면, 수쿠크의 경우 개념상으로는 사채에 포섭될 수 있을지 몰라도 발행유형에 포섭되지 않아서 회사가 발행할 수 없다는 논리에 이르기 때문이다.

이에 대해서 독일에서는 적어도 채권을 표창하는 무기명증권은 유가증권법정주의의 구속을 받지 않고 발행할 수 있으며, 반면 지시증권은 법에서 규정하는 경우만 발행이 가능하다고 한다. 일본의 경우도 법률의 규정이 없어도 유가증권을 발행할 수 있다는 것이 다수 견해이었으며, 민법 등에서 규정하고 있는 무기명증권과 지시증권이 경우는 그 종류를 넘어서지 않는 범위에서 다양한 내용의 증권을 발행할 수 있다고 보는 것이 다수견해 내지 유력한 견해라고 한다.⁶⁸⁾

우리의 경우 지시증권과 무기명증권 및 기명증권 가운데 물권과 사원권을 체화하는 유가증권에 관하여는 법정주의가 적용되지만, 채권을 체화하는 기명증권에는 적용이 없다고 본다.⁶⁹⁾ 이와 관련하여 채권을 표창하는 유가증권의 경우에는 민법 규정에 따라 지시식이나 무기명식의 유가증권을 발행할 수 있다고 한다. 즉 유가증권법정주의의 적용을 받는 무기명식증권이나 지시증권의 경우 그 민법상에 무기명식증권이나 지시증권 발행에 대한 근거규정이 있으므로 지시식·무기명식의 형식을 따르는 한 상법에서 규정하지 않은 사채를 발행할 수 있다고 본다.⁷⁰⁾

(2) 검토

유가증권법정주의의 경우 물권법정주의와 그 궤를 같이한다. 하지만 대세적 효력이 있고 채권보다 우선하는 물권의 경우 임의적으로 그 종류·내용 등에 변경을 하여서는 아니 될 필요성이 인정된다고 본다. 반면 재산적 가치를 표창하는 증권으로서 유통성을 핵심으로 하는 유가증권의 경우 그 유통성이 저해 받지 않고 증권소지인이 증권상의 금액을 지급받을 수 있도록 하는 것이 그 초점이 있다. 따라서 유통성이 높아진다는 면에서 본다면 증권상의 의무자

68) 윤영신, “법률에 근거규정이 없는 사채의 발행가부”, 『상사법연구』 제22권 제1호, 2003, 465~467면.

69) 정동윤, 『상법(하)』 3판, 법문사, 2008, 27면; 정찬형, 전계서, 29~30면.

70) 석광현, 전계논문, 63면; 윤영신, 전계논문, 468~472면. 안성포, “證券的 債權과 有價證券 法定主義”, 『비교사법』 제17권 4호, 한국비교사법학회, 2010, 368면.

이외의 자가 모두 증권소지인이 될 수 있으므로 그 유통의 상대방은 매우 확대될 수 있을 것이나, 그 경우에도 역시 증권발행인과 증권소지인 간, 또는 증권의 양도인과 양수인 간의 법률행위에 기초한 것이므로 물권의 대세성과 같이 취급할 것은 아니라고 본다. 그렇다면 유가증권법정주의의 경우 물권법정주의와 같이 엄격하고 고정적으로 해석할 필요성은 약화되고 일정 부분 완화하여 해석할 수 있을 것이며, 결국 그 완화의 한계가 문제될 것이다.

그런데 유가증권의 경우 유통성이 그 핵심적 특징이라는 점에 비추어 본다면, 그 유통방식의 정형화 내지는 획일화는 중요한 문제인데, 이에 대해서 민법에서는 유통방식에 따라 증권의 종류를 구분하여 정하고 있다. 따라서 이러한 권리이전방식별로 구분하여 지시식, 무기명식, 기명식으로 유형화한 종류를 따르고 각각의 유형별로 규정된 유통방식을 따른다면 유가증권법정주의가 목적하는 취지를 훼손하지는 않을 것이라 본다.

또한 사채는 주식발행과 더불어 회사의 유용한 외부자금조달수단이다. 기업의 자금조달과 관련한 규정을 등에 있어서, 한편으로는 그 조달비용을 낮추는 방향으로 다른 한편으로는 이해관계인의 권리보호는 더욱 강화하는 것이 지향해야할 점이라고 할 것이다. 그렇다면 채권발행을 함에 있어서 기업이 투자자들에게 발행채권에 관한 사항을 충분히 공시하도록 하여 투자자를 오인케 하는 허위공개나 은닉 등이 없도록 하는 전제가 충족된다면 채권발행을 제한할 이유는 줄어들 것이다. 2011년 4월 개정 상법에서도 회사의 사채발행에 대한 자율성을 증대하는 방향으로 개정을 하고 있는 점에 비추어도 다양한 형태의 사채를 발행할 수 있을 것이다. 물론 금융위기의 경험을 통하여 파생금융에 기초한 복잡한 내용의 투자상품이 초래하는 부작용을 겪었으므로 자금조달의 편의성만이라는 것을 유일한 평가 잣대로 할 수는 없을 것이다. 하지만 수쿠크의 경우 (i) 이미 시행되고 있는 자산담보부(또는 자산기초부) 채권과 기본적으로 유사한 구조를 취하고 있다는 점, (ii) 장부상의 수치에 근거한 여타 파생금융상품들과는 달리 이자라수쿠크나 무라바하수쿠크의 경우 실물자산을 근거로 하고 있어서 투자자보호라는 측면에서 볼 때 기존의 채권보다 못하지 않다는 점 등을 고려한다면 유가증권법정주의를 이유로 수쿠크의 발행을 할 수 없다고 보는 것은 적절치 않다고 판단된다.

2. 수쿠크 수용을 위한 법제 정비

가. 현행법 상 수쿠크발행의 문제점

우리의 경우도 이슬람의 자금을 도입하기 위한 수단인 일환으로 이슬람채권 즉 수쿠크의 도입여부를 검토하여 왔다. 그 결과 현행법상 다음과 같은 문제점들이 도입에 걸림돌이 되고 있다.

첫째, 이슬람채권의 경우 이자지급을 회피하는 방편으로 실물자산을 이전하고 그에 대해 매매대금이나 리스료 등의 지급방식으로 실질적인 이자지급과 유사한 경제적 효과를 피하고 있다. 다만 이러한 실물거래에 수반되어 부가가치세·양도세 등의 세금이 부과되는데, 이는 회사채시장에서 전통적인 회사채에 비해 이슬람채권의 경쟁력을 떨어뜨리는 요인이 된다.⁷¹⁾

둘째, 국내 기업이 자금조달수단으로 수쿠크를 이용할 경우에는 국내의 금융회사를 통해 이슬람국가에서 발행하게 되는 일종의 외화표시채권이다. 현행 세법에서는 일반 외화표시채권의 경우 이자 소득에 대해 세금을 부과하지 않는데, 수쿠크는 이자를 인정하지 않으므로 국내 세법상의 비과세 혜택을 향유할 수가 없다. 따라서 수쿠크가 이러한 이자소득에 대한 비과세 혜택을 받아 자본조달에 따른 비용을 낮출 수 있는가 여부가 문제가 된다.

이와 관련하여 비이슬람권의 대표적 금융중심국가인 영국이 수쿠크를 포함한 이슬람금융을 법제도적으로 지원하기 위해 취한 법제상의 조치들을 살펴보는 것이 도움이 될 수 있을 것이다.

나. 영국의 법제 정비 사례

영국은 세계금융시장에서 중요한 역할을 하는 금융중심지 가운데 하나이다. 전통적인 금융시장에서의 이러한 지위는 새롭게 등장하고 있는 이슬람금융에 까지도 이어지고 있다. 이슬람의 샤리아올법에 부합하는 금융 및 보험자산을

71) 이지연, "이슬람금융 활성화 방안", 「주간금융브리프」 제19권 12호(2010.3.13-3.19), 한국금융연구원, 6면.

보유하는 국가들의 규모별 순위를 보면, 영국은 2008년 말 현재 194억 달러를 보유하여 이란·사우디아라비아·말레이시아·아랍 에미리트연합 등 이슬람 국가들의 뒤를 이어 서방국가로는 유일하게 8위를 차지하고 있다.⁷²⁾ 즉 영국은 경쟁력 있는 기존의 금융인프라의 토대위에서 새로운 시장으로 부상하고 있는 이슬람금융을 장려하기 위해 법제도적으로 많은 뒷받침을 해오고 있는데 이러한 노력이 현실로 나타나고 있는 것이다.

영국정부가 이슬람금융의 발전을 본격적으로 지원하기 시작한 것은 2003년부터라고 할 것이다. 즉 2003년부터 관련 법령을 개정하여 이슬람금융이 경쟁력을 갖도록 법제의 정비를 한 것인데, 참고할 것은 이슬람·샤리아·무라바하 등과 같이 이슬람금융방식에 한정된 용어를 직접적으로 사용하여 법개정을 한 것이 아니라 이슬람금융에서 널리 사용하는 '특정 방식'들을 기술하는 방법으로 조문화하였다는 점이다.⁷³⁾ 개정방향은 크게 부동산양도세의 이중과세를 금지하고, 이슬람금융에 있어서 형식적으로는 이자가 아니지만 그 실질에 있어서는 사실상 이자에 해당하는 부분을 이자로 간주하는 것이다. 구체적으로는 다음과 같다.

첫째, 영국의 부동산양도세인 토지인지세(stamp duty land tax, SDLT)의 이중과세를 금지하는 방향으로 2003년에 「재정법(Finance Act)」을 개정하였다. 대부분의 부동산매수자들은 은행대출을 이용하여 부동산을 구매하고 있는데, 매수인은 재산을 구입할 때 총 매수가격에 대한 SDLT를 지급할 뿐이며, 은행대출을 상환할 때 또다시 별도로 SDLT를 지불하지는 않는다. 반면에 이슬람 금융방식에서는 부동산을 구매할 때 주로 무라바하와 같은 방식을 이용하는데, 먼저 은행이 자금조달을 하여 매도자로부터 재산을 매수한다. 이어서 은행은 해당 재산의 실수요자(occupying purchaser)에게 그 재산을 다시 매도

72) Mohammed Amin. "British Government Policy on Islamic Finance", 2010.04.03 - Mohammed Amin's website 참조(www.mohammedamin.com/Islamic_finance/British_Government_Policy_on_Islamic_finance.html; 2011.03.15 방문).

73) Mohammed Amin. "The Role of the UK as an International Centre for Islamic Banking and Finance", 2010.11.24 - Mohammed Amin's website 참조(www.mohammedamin.com/Islamic_finance/Euromoney-chapter-UK-international-centre-for-Islamic-finance.html; 2011.03.15 방문).

한다. 이렇듯 2번의 재산 매매가 이루어지는데 이들 모두에 SDLT가 과세되었던 것이다. 따라서 전통적인 금융조달방식과 비교할 때 이슬람금융방식의 경우 이증으로 세금지출이 발생하기 때문에 이슬람식 금융방식을 이용하려는 자들 입장에서는 매력이 반감될 수밖에 없었다. 이에 영국정부는 법을 개정하여 이증과세를 하지 않도록 하였다.⁷⁴⁾

둘째, 형식적으로는 이자가 아니지만 이를 이자로 간주하는 규정을 마련하였다.

즉 2005년에 「재정법」을 개정하여, 무라바하 방식에 의하여 비(非)이자의 형식으로 취득하지만 그 실질은 이자에 상당하는 부분에 대해서 이를 대체적 금융 수익(alternative finance return)⁷⁵⁾으로 정하고, 또 무다라바 방식에서 취

74) 「Finance Act 2003」 section 73 (3) 참조.

75) 47. 대체적 금융 합의: 대체적 금융 수익

(1) subsection (3)과 section 52를 요건으로 하여, 만약 두 사람 사이에서 다음과 같은 합의가 있다면 합의는 본 section에 포함된다.

(a) 어느 사람(X)이 자산을 매수하고 그것을 즉시 또는 subsection (2)에 부합하는 상황에서 다른 사람(Y)에게 매도하고,

(b) 매도와 관련하여 Y가 지급할 금액(매도가격, sale price)이 매수와 관련하여 X가 지급한 금액(매수가격, purchase price) 보다 크고,

(c) 매도가격의 전부 또는 일부가 그 매도 다음 날까지 지급되어야 할 필요는 없고,

(d) 매도가격과 매수가격의 차이가 실질적으로는 금전투자에 대해 이자를 붙인 수익에 해당함.

(2) subsection(1)(a)에 언급된 요건은,

(a) X는 금융기관일 것 그리고

(b) 동 규정에 언급된 자산은 이 section에 포함된 합의의 개시를 위해 X가 매수할 것.

(3) 적어도 당사자 중 일방이 금융기관이 아닌 한 합의는 이 section에 포함되지 않는다.

(4) 이 section의 목적상 '실질적 수익(effective return)'은 매도가격이 매수가격을 초과한다.

(5) 본 장에서 '대체적 금융 수익'에 관한 언급은 subsection (6)과 (7)에 따라 읽어야 한다.

(6) 만약 이 section에 포함된 합의에 의할 경우 매도가격 전부가 하루에 지급된다면, 그 매도가격은 실질적 이윤과 동일한 대체적 금융 수익을 포함하는 것으로 취급되어야 한다.

(7) 만약 이 section에 포함된 합의에 의할 경우 매도가격이 분할 지급된다면, 각각의 분할 지급은 해당금액(appropriate amount)과 동일한 대체적 금융 수익을 포함하는 것으로 취급되어야 한다.

(8) 어떠한 분할지급과 관련하여, 적정금액은 만약 다음의 경우에는 분할지급에 포함되어야 할 이윤과 동일한 금액이다.

(a) 실질적 수익이 X가 Y에게 대출에 대해 지급해야 할 총 이자로서 그 금액은 매수가격과 동일한 경우

(b) 분할지급이 원리금 일부상환인 경우, 그리고

특하는 이익에 대해서는 이익분배수익(profit share return)⁷⁶⁾이라고 정하여, 이들을 이자와 같이 취급하는 규정을 두었다(section 51).⁷⁷⁾ 이는 영국 세법에 따르면 이자지급에 대해서는 비용으로 처리하는 것이 가능하므로 이슬람금융 거래에 따른 수익을 이자로 취급함으로써 지급인이 세금공제를 받을 수 있도록 하기 위한 것이다.⁷⁸⁾

한편 담보부 원금(principal secured)의 사용에 대한 대가가 회사의 경영성과에 어느 정도 좌우되는 증권을 발행한 경우 그 증권과 관련한 회사자산으로부터 나온 이익·배당은 영국 세법에 의하면 '배당(distribution)'에 해당되었다.⁷⁹⁾ 이에 의하면 이슬람금융기관이 그의 투자자들에게 제공하는 이익분배

(c) 대출이 공정한 조건(arm's length terms)에 따라 이루어졌고 일반회계관행에 의한 것으로 간주되는 경우.

76) 49. 대체적 금융 합의: 이익분배수익

(1) section 52를 요건으로 하여, 만약 다음과 같은 합의가 있다면 합의는 본 section에 포함된다.

- (a) 어느 사람(예금자)이 금융기관에 금전을 예금하고,
- (b) 금융기관은 이 금전을, 다른 사람이 해당 금융기관에 예금한 금전과 함께, 이윤창출을 목적으로 사용하고,
- (c) 금융기관은 해당 금전의 사용으로부터 나온 이익을 예금자에게 예금액의 비율에 따라 때때로 지급 또는 입금(credit payment)하고,
- (d) 금융기관이 지급 또는 입금한 것이 실질적으로는 금전투자에 대해 이자를 붙인 수익과 같은 경우.

(2) 본 장에서 '이익분배수익'에 관한 언급은 subsection (1)(c)에 언급된 것처럼 본 section에 포함된 합의에 따라 금융기관이 지급 또는 입금한 금액을 말한다.

77) 51. Treatment of alternative finance arrangements: persons other than companies

(1) Alternative finance return or profit share return is to be treated for the purposes of ITTOIA 2005 as if it were interest.

78) Nickolas C. Jensen. "Avoiding Another Subprime Mortgage Bust Through Greater Risk and Profit Sharing and Social Equity in Home Financing : An Analysis of Islamic Finance and its Potential as a Successful Alternative to Traditional Mortgages in the United States". Arizona Journal of International & Comparative Law, Fall 2008, p.852.

79) 'Income and Corporation Taxes Act 1988,

209. Meaning of "distribution"

(2) In the Corporation Tax Acts "distribution", in relation to any company, means—

~ 중략 ~

(e) any interest or other distribution out of assets of the company in respect of securities of the company (except so much, if any, of any such distribution as represents the principal thereby secured and except so much of any distribution as falls within paragraph (d) above), where the securities are— ~중략~

의 경우 배당으로 취급되어 세금공제가 안되었고 이는 이슬람금융방식을 이용하는 데 하나의 장애가 되었다. 이에 이익분배를 배당으로 보지 않는다는 규정을 됴으로써 입법적인 해결을 도모하였다(section 54).⁸⁰⁾

셋째, 2007년에 재정법을 개정하면서 section 53에 대체적 금융투자채권(Alternative finance investment bond) 규정을 두어, 2005년 재정법의 section 48 아래에 대체적 금융 투자 채권에 관한 48A와 48B를 삽입도록 하였다. 이에 따라 수쿠크 투자자들에게 분배되는 이익에 대해서는 '추가적 지급(additional payment)'이라 하여⁸¹⁾, 이를 대체적 금융 수익으로 봄으로써⁸²⁾, 이자로 취급될 수 있도록 하였다. 이를 통해 수쿠크상의 수익을 일반 채권상의 이자와 마찬가지로 비용으로 공제할 수 있도록 하여 일반 채권과의 경쟁력을 가질 수 있도록 한 것이다.⁸³⁾

다. 우리 법제의 개정 방향 검토

우리의 경우「조세특례제한법」제21조 제1항에서 국가·지방자치단체 또는 내국법인이 발행하는 외화표시채권의 이자 및 수수료에 대해서는 소득세와 법인세를 비과세하고 있다. 그런데 국내 금융기관 및 기업의 이슬람 자금도입을 지원하기 위하여 외화표시의 이슬람 채권을 발행할 경우에도 동조의 외화표시채권에 해당하는지가 불분명하다는 지적에 따라 이를 인정하는 규정을 두고자 동법을 개정 추진 중이다.⁸⁴⁾

즉 제21조의2를 신설하고⁸⁵⁾ 제119조 및 제120조를 개정하여, 내국법인이 해

(iii) securities under which the consideration given by the company for the use of the principal secured is to any extent dependent on the results of the company's business or any part of it; or

80) 54. Section 49 arrangements: profit share return not to be treated as distribution
Profit share return is not to be treated by virtue of section 209(2)(e)(iii) of ICTA as being a distribution for the purposes of the Corporation Tax Acts.

81) Finance Act 2005, section 48A (1)(d)(iii).

82) Finance Act 2005, section 48B (1).

83) 糖谷光輝 저·박미옥 역, 「이슬람금융」, 샐림Biz, 162면.

84) 2009.09.28 정부 제출 조세특례제한법 일부개정법률안(의안번호 1806159) 참조.

85) 제21조의2 (특정 국제금융거래에 따른 이자소득 등에 대한 과세특례)

① 내국법인이 이자수수를 금지하는 종교상의 제약을 지키면서 자금을 조달하기 위하여 대통령령으로 정하는 해외특수목적법인(이하 이 항, 제3항, 제5항 및 제6항에서 “발행법인”이라 한다)을 통하여 다음 각 호의 요건을 모두 갖춘 권리관계에 따라 비거주자 또는 외국법인을 상대로 외화표시증권(이하 이 항, 제3항, 제5항 및 제6항에서 “특정증권”이라 한다)을 발행하는 경우에는 그 내국법인(이하 이 항, 제3항, 제5항 및 제6항에서 “조달법인”이라 한다)이 제4호 가목에 따라 발행법인에 지급하는 임대료를 이자로 보고, 이를 지급받는 발행법인에 대하여 그 소득에 대한 법인세를 면제하며, 발행법인이 제1호에 따라 제공하는 자산 임대용역과 제1호에 따른 조달법인의 자산의 매도 및 제2호에 따른 발행법인의 자산의 재매도는 「부가가치세법」 제6조 및 제7조에 따른 재화 및 용역의 공급으로 보지 아니한다.

1. 발행법인은 특정증권 발행대금으로 조달법인으로부터 자산(이하 이 항, 제3항, 제5항 및 제6항에서 “기초자산”이라 한다)을 매수하고 이를 특정증권의 만기까지를 임대기간으로 하여 대통령령으로 정하는 방법으로 조달법인에 임대할 것
2. 발행법인은 제1호의 임대기간이 끝나면 기초자산을 조달법인에 당초 매매가액과 같은 금액으로 재매도하기로 약정할 것
3. 특정증권의 만기는 대통령령으로 정하는 기간 이내일 것
4. 조달법인은 발행법인에 다음 각 목의 금액을 지급하기로 약정하고 발행법인은 이를 특정증권 보유자에게 지급하기로 약정할 것
 - 가. 특정증권 만기 전: 제1호에 따른 기초자산의 임대료에 따른 임대료
 - 나. 특정증권 만기 시: 제2호에 따른 기초자산의 재매매에 따른 재매매대금

② 내국법인이 이자수수를 금지하는 종교상의 제약을 지키면서 자금을 조달하기 위하여 대통령령으로 정하는 해외특수목적법인(이하 이 항, 제4항 및 제7항에서 “발행법인”이라 한다)을 통하여 다음 각 호의 요건을 모두 갖춘 권리관계에 따라 비거주자 또는 외국법인을 상대로 외화표시증권(이하 이 항, 제4항 및 제7항에서 “특정증권”이라 한다)을 발행하는 경우에는 그 내국법인(이하 이 항, 제4항 및 제7항에서 “조달법인”이라 한다)이 제4호에 따라 발행법인에 지급하는 전매대금 중 발행법인의 매수가액을 초과하는 금액(이하 이 항, 제4항 및 제7항에서 “추가지급금”이라 한다)을 이자로 보고, 이를 지급받는 발행법인에 대하여 그 소득에 대한 법인세를 면제하며, 제1호에 따른 발행법인의 자산의 매도 및 제3호에 따른 조달법인의 자산의 매도는 「부가가치세법」 제6조에 따른 재화의 공급으로 보지 아니한다.

1. 발행법인은 특정증권 발행대금으로 제3자로부터 자산(이하 이 항, 제4항 및 제7항에서 “기초자산”이라 한다)을 매수하고 이를 매수가액보다 높은 가액으로 조달법인에 매도할 것
2. 제1호에 따른 발행법인의 기초자산 매수가액 및 전매가액은 조달법인, 발행법인 및 증권보유자 간에 특정증권 발행 전에 확정되어 있을 것
3. 조달법인은 기초자산을 대통령령으로 정하는 기한까지 매도할 것
4. 조달법인은 발행법인에 다음 각 목의 금액을 지급하기로 약정하고 발행법인은 이를 특정증권 보유자에게 지급하기로 약정할 것
 - 가. 특정증권 만기 전: 추가지급금
 - 나. 특정증권 만기 시: 기초자산의 전매대금에서 추가지급금을 뺀 금액

③ 제1항의 경우 조달법인 및 발행법인에 대하여 법인세를 과세할 때 같은 항 제1호 및 제2호에 따른 기초자산의 매매 및 재매매에도 불구하고 조달법인이 기초자산을 계속 보유한 것으로 본다.

외특수목적법인을 통하여 발행한 외화로 표시된 이슬람채권의 수익도 일반 외화표시채권과 같이 이자소득으로 보아 소득세·법인세를 면제하는 등의 과세특례를 신설하는 방안이다.

단 모든 수쿠크에 대한 것이 아니라 이자라수쿠크와 무라바하수쿠크에 한정하여 도입을 하고 있다. 제1항이 이자라 수쿠크에 대한 것으로서, 증권만기까지 이자에 대체하여 지급되는 임대료를 이자로 보는 규정을 두어 이를 지급받을 시에 법인세를 부과하지 아니하고, 특수목적회사(Special Purpose Company : 이하 SPC라 함)에게 자산을 이전하고 기간 만료 후 SPC가 다시 원매도인에게 자산을 이전하는 것을 실질적인 재화의 이전으로 보지 않음으로써 부가가치세 등이 부과되지 않도록 하여 이중과세가 되는 것을 방지하였다.

제2항은 무라바하수쿠크에 대한 것으로서, 자산 재매매시에 원매수대금에 추가되어 지급되는 매매대금 중액분을 이자로 간주하고 이를 지급받는 법인에 대해 법인세를 부과하지 아니하고, 역시 채권발행 시에 수반되는 실물자산의 이전을 실질적인 이전으로 보지 않음으로써 부가가치세 등이 부과되지 않도록 하였다.

이러한 개정방향은 상술한 영국이나 다른 입법례의 개정과 방향을 같이 하는 것으로서 적절한 것으로 평가된다. 다만 “이자수수를 금지하는 종교상의 제약을 지키면서”라는 부분을 명시하는 것은 오히려 법의 탄력성을 떨어뜨릴 수 있다는 생각도 든다. 이와 같은 제한 규정이 없어도 이슬람의 샤리아요건 충족의 목적이 없이 일반적인 리스나 자산재매매방식을 사용하는 법인이 전통적인 채권발행방식을 이용하지 않고 굳이 SPC를 이용한 복잡한 구조를 이용하는 것은 없을 것으로 판단된다. 또 설령 그러한 상황이 발생해도 동일 구조를 이용하는 채권에 대해 종교적 목적의 판단을 가하여 적용을 달리 할 필요는 없다고 본다. 따라서 종교적 색채를 배제하고 단지 채권의 ‘구조화 방법’의 하나로 인정하고 이에 대한 법적 처리를 정하는 중립적인 규정방식이 적절하

~ 증 략 ~

⑧ 제1항부터 제4항까지의 규정을 적용받으려는 내국법인 및 해외특수목적법인은 대통령령으로 정하는 바에 따라 과세특례 적용신청을 하여야 한다.

⑨ 제1항부터 제8항까지에서 규정한 사항 외에 특정 국제금융거래에 대한 과세특례를 적용하기 위하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

지 않을까 생각한다.

한편 국내법인이 역외 조세피난처에서 명목상의 SPC를 설립하여 해외로부터 자금조달을 한 것에 대해서 이를 조세특례제한법상의 “내국법인 발행 외화표시 채권”에 해당하지 않는다고 한 대법원판결이 있었다.⁸⁶⁾ 일부에서는 이 판결을 이유로 내국법인이 간접적으로 SPC를 이용하여 이슬람채권을 발행한 경우도 역시 동법상의 외화표시채권으로 보기 어려웠을 것이라고 하는 견해도 있다.⁸⁷⁾ 하지만 동 사안의 경우 A는 외화차입으로 외국인투자자금 유치라는 대외홍보 효과와 펀드운용 수익을 얻을 목적으로 조세피난처에 SPC를 설립하였고, 관련 법령상의 각종 규제를 회피하기 위하여 SPC를 전면에 내세운 거래였으며, SPC가 발행한 채권에 대해서 A가 지급보증함으로써 관련 당사자들 모두 A를 실질적인 당사자로 인정하였다는 사정 등에 따라 SPC의 금전차입 및 그에 대한 채권발행을 가장행위로 보았다. 이에 반해서 수쿠크발행의 경우, SPC에게는 실질적으로 채권발행의 기초 내지 담보가 되는 실물자산이 존재하고, 투자자들의 경우 채권발행회사인 SPC나 실질적인 자금조달수요자인 회사의 신용능력도 물론 고려하지만 주된 고려사항은 해당 실물자산의 수익창출능력을 보고 투자하는 것이라는 점에서 상기 판결처럼 SPC의 수쿠크발행 및 금전차입행위가 가장행위로 인정될 여지는 일반적인 상황에서는 적다 할 것이다. 따라서 동 판결을 근거로 수쿠크가 외화표시채권에 해당되지 않는다고 판단하는 것은 적절하지 않다고 생각된다. 다만 이러한 해석상의 혼란을 피하기 위해 동법에 근거규정을 두는 것은 결과적으로는 유용하고 확실한 해결방안이 될 것이다.

V. 결론

이상에서 최근 국제적으로 부상하고 있는 이슬람금융방식에 따른 소위 이슬람채권인 수쿠크를 살펴보고, 국내법상으로 발행할 수 있는 것인지, 발행가

86) 대법원 2009.3.12. 선고 2006두7904 판결.

87) “이슬람채권 활성화를 위한 세계지원 신설”, 법무법인 율촌, 2009.09.18자 로엔비 기사 참조 (www.lawnb.com/lawinfo/print.asp?cid=120CDEDD5007492B8925B7D998445332; 2011.01.20 방문).

능하다면 그에 수반하여 법적 보완이 필요한 사항은 없는지를 살펴보았다.

수쿠크의 경우 특정 종교의 교리상의 제약 때문에 현실적으로 채권발행구조를 전통적인 채권과는 달리하고 있다. 따라서 이에 대해서는 예컨대 전환사채와 같이 주식성이 있는 사채를 인정하는 것처럼 채권구조의 다양화로 이해한다면 법적으로 인정 못할 바는 아니라고 본다. 물론 다양화에 따라 채권자의 이익이 침해받을 우려가 있다면 채권자보호를 위한 절차를 강화하는 방안을 마련하여야 할 것이다.

더구나 세계경제가 네트워크화 되어 상호영향을 받는 현실에서 2010년 말 현재 전세계 인구의 약 23.4%⁸⁸⁾를 차지하는 이슬람권 경제를 배제하고 국내 경제의 성장을 논하기는 어려운 상황임을 감안하여도 그러하다.

오히려 지금 논의가 필요한 것은 미국의 East Cameron 수쿠쿠의 사안에서 채권자 보호와 관련하여 해당 수쿠쿠가 자산기초부 구조를 취하는지 아니면 자산담보부 구조를 취하는지가 문제된 것처럼, 수쿠쿠 구조에 대한 연구를 하고 채권자보호를 위한 최소기준 내지 필요적 준수사항 등에 대한 법적 논의가 더욱 필요한 시점이라고 생각한다. 새로운 구조화 채권에 대해 예상가능한 문제점을 검토하고 이를 보완할 수 있는 법적 검토가 진행되는 것이 보다 현실적이고 바람직한 대응이라고 생각한다.

참고문헌

[국내문헌]

손주찬·정동윤 편집대표, 「주석 상법-회사(IV)」, 한국사법행정학회, 2006.

정동윤, 「상법(하)」3판, 법문사, 2008.

정찬형, 「상법강의(상)」, 박영사, 2008.

정찬형, 「상법강의(하)」, 박영사, 2010.

최준선, 「회사법」, 삼영사, 2010.

88) 크리스천투데이 2011.01.31자 기사 참조(<http://www.christiantoday.co.kr/view.htm?id=244212>: 2011.04.09 방문).

糖谷光輝 著 · 박미옥 역, 「이슬람금융」, 살림 Biz, 2009.

남명수 · 곽용신, “이슬람 금융의 발전사적 고찰과 우리의 대응전략”, 「경영사학」 제24집 제4호, 한국경영사학회, 2009.

석광현, “국내기업의 해외사채 발행의 실무와 법적인 문제점”, 「국제거래법연구」 제6집, 국제거래법학회, 1997.

심의섭, “이슬람금융의 확산과 한국의 대응”, 「한국중동학회논총」 제29-3호, 한국중동학회, 2009.

안성포, “證券的 價權과 有價證券法定主義”, 「비교사법」 제17권 4호, 한국비교사법학회, 2010.

윤영신, “법률에 근거규정이 없는 사채의 발행가부”, 「상사법연구」 제22권 제1호, 한국상사법학회, 2003.

이지연, “이슬람금융 활성화 방안”, 「주간금융브리프」 제19권 12호, 한국금융연구원, 2010.

최두열 · 오규택 · 박동규, “이슬람채권의 구조”, 「한국이슬람학회논총」 제18-1집, 한국이슬람학회, 2009.

“이슬람채권 활성화를 위한 세제지원 신설”, 법무법인 울촌, 2009.09.18자 로엔비 기사(www.lawnb.com/lawinfo/print.asp?cid=120CDEDD5007492B8925B7D998445332)

크리스천투데이 2011.01.31자 기사(<http://www.christiantoday.co.kr/view.htm?id=244212>)

[외국문헌]

Alan J. Alexander, “Shifting title and Risk : Islamic Project Finance with Western Partners”, Michigan Journal of International Law, Spring 2011.

Ali Adnan Ibrahim, “The Rise of Customary Business in International Financial Markets: An Introduction to Islamic Finance and the Challenges of International Integration”, American University International Law Review,

2008.

- Ayman H. Abdel-Khaleq & Christopher F. Richardson, "New Horizons for Islamic Securities: Emerging Trends in Sukuk Offerings", Chicago Journal of International Law, Winter 2007.
- Christopher F. Richardson, "ISLAMIC FINANCE OPPORTUNITIES IN THE OIL AND GAS SECTOR: AN INTRODUCTION TO AN EMERGING FIELD", Texas International Law Journal, Fall 2006.
- Jeffrey J. Haas, 'Corporate Finance in a Nutshell',- 2nd edition, West, 2011.
- McKean James Evans, "The Future of conflict between islamic and western financial systems: profit, principle and pragmatism", University of Pittsburgh Law Review, Summer 2010.
- Michael J.T. McMillen, "Asset securitization sukuk and islamic capital markets : Structural issues in these formative years", Wisconsin International Law Journal, Winter 2008, 25th Anniversary Symposium Issue.
- Mohamed Saad Lahlou & Joseph Tanega, "Islamic Securitisation: Part II - A Proposal for International Standards, Legal Guidelines and Structures", Journal of International Banking Law and Regulation, 2007.
- Nickolas C. Jensen, "Avoiding Another Subprime Mortgage Bust Through Greater Risk and Profit Sharing and Social Equity in Home Financing : An Analysis of Islamic Finance and its Potential as a Successful Alternative to Traditional Mortgages in the United States", Arizona Journal of International & Comparative Law, Fall 2008.
- Zia Akhtar, "Stakeholding in Sharia compliant assets and investor protection", Journal of International Banking Law and Regulation, 2011.
- "AAOIFI's Shari'ah Board Resolutions on Sukuk - English version", Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution(<http://www.aaofii.com/aaofii/PressReleases/tabid/210/language/en-US/Default.aspx>)
- "A comprehensive study of the international sukuk market", SUKUK

REPORT(1st Edition), International Islamic Financial Market, Market Research, 24 February 2010(www.iifm.net/default.asp?action=category&id=66).

_____, "Courting disaster", April 2010, ISSUE 52(www.cpifinancial.net)

Blake Goud, "East Cameron Sukuk sinks", Islamic Business and Finance, MARCH 2009, ISSUE 40 (www.cpifinancial.net/v2/Magazine.aspx?v=1&aid=1942&cat=IBF&in=40) t/v2/Magazine.aspx?v=1&aid=2330&cat=IBF&in=52)

"IIFM Sukuk Analysis as of December 2009", International Islamic Financial Market, Market Research(<http://www.iifm.net/default.asp?action=category&id=67>).

Mohammed Amin, "British Government Policy on Islamic Finance", 2010. (www.mohammedamin.com/Islamic_finance/British_Government_Policy_on_Islamic_finance.html)

_____, "The Role of the UK as an International Centre for Islamic Banking and Finance", 2010.11.24 (www.mohammedamin.com/Islamic_finance/Euromoney-chapter-UK-international-centre-for-Islamic-finance.html)

"Re-Engineering of Structural & Issuance Procedures of Sukuk", International Islamic Financial Market, Presentations & Papers by IIFM(www.iifm.net/media/PDF/presentation/Re-engineering-Structural-procedures.pdf)

"Seeking Sukuk Consensus for the Future", Islamic Business and Finance, May 2010, ISSUE 53 (www.cpifinancial.net/v2/Magazine.aspx?v=1&aid=2357&cat=IBF&in=53)

"UK Sukuk Issues and Shariah-compliant Securitisation - Tax Aspects", June 2008, Norton Rose & Leitch (www.nortonrose.com/knowledge/publications/2008/pub15508.aspx?page=all&lang=de-de)

鴻常夫, 「社債法の諸問題 I」, 有斐閣, 1987.

- 蓮井良憲, 「會社法要説」, 法律文化社, 1994.
本多正樹, “社債の定義”, 「ジュリスト 増刊 會社法の争点」, 有斐閣, 2009.
野村修也, “新會社法における社債制度”, 「ジュリスト」(No.1295), 2005.
吉田光碩, “資産流動化・証券化スキームにおける真正譲渡と擔保として譲渡”, NBL No.938, 2010.

[Abstract]

A Study on introducing of islamic bond, Sukuk

Lee, Sang-Chul

Legal researcher of Ministry of Justice

According to islamic law, Shariah, there are some religious restrictions such as prohibitions on collection of interest and speculative investment, and so on. Shariah-compliant Sukuk, also called islamic bond which is different from conventional corporate bond, has been used a means of corporate debt financing.

Last decade, sukuk issuing has rapidly grown and is fast becoming part of global capital market. But sukuk defaults have risen in global financial crisis, there is need to adjust sukuk structure to strengthen protection of creditors and to fulfill more effective shariah-compliance in such a situation.

In sukuk, some innovations have yielded that are able to function like as conventional corporate bond without violating the prohibition of collecting interest. At the same time, however, these innovations raise some problems on the difference of legal system and tax aspects and others, when non-islamic countries introduce sukuk to use abundant islamic capital.

Some countries such as U.K. have already responded positively through amendment the related laws. We also have reviewed the problem that allow

domestic corporations to issue sukuk, and tried to provide institutional support with revising the tax law. But there hasn't been much progress due to legal, cultural, religious matters.

I would like to review sukuk as a means of islamic capital and consider matters on its introduction.

Key Words : Sukuk, Islamic bond, Shariah-compliant, Islamic finance

