

Structured Finance 신용평가 일반론 (2021)

2021.01.07

금융-구조화평가본부 조병준 연구위원
김형석 실장☎ 02-787-2227
☎ 02-787-2257bjcho@kisrating.com
hskim72@kisrating.com

Executive Summary

본 평가방법론은 당사가 2018년 8월 발표한 『Structured Finance 신용평가 일반론』을 수정·보완한 것으로, 당사가 유동화 증권, 유동화회사, 구조화금융상품 등을 평가함에 있어 일반적으로 중요하다고 판단하는 평가요소들을 추출하여, 이들 요소들에 대한 설명, 통제 방안 등의 제시를 통해 어떻게 신용등급이 결정되는지를 설명한 것이다. 본 평가방법론의 주된 목적은 자산유동화 및 구조화금융(Structured Finance)에 대한 일반론적인 내용을 설명함으로써 유동화증권 및 구조화금융상품의 상환능력에 영향을 주는 요소 및 당사의 신용등급 결정방식 등에 대한 발행 관계 기관, 투자자 및 기타 이해관계자들의 이해를 돕기 위한 것이다.

구조화금융은 다양한 방식으로 자본시장 참여자의 필요를 충족시키는 금융기법으로 자산유동화, 신용파생거래 등을 포함하는 상위의 개념이나, 국내시장에서는 자산유동화와 구조화금융을 같은 의미로 사용하는 경우가 많다. 이러한 배경으로 본 평가방법론은 자산유동화를 중심으로 기술하고 있으나, 구조화금융거래에도 적용이 가능하며 본 평가방법론에 사용된 용어 중 “자산유동화” 및 “유동화증권”은 문맥에 따라서 “구조화금융” 및 “구조화금융상품”으로도 해석될 수 있다.

평가방법론의 한계

본 평가방법론은 신용등급 도출을 위한 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적인 접근방식을 기술하고 있는 것이며, 당사가 실제 부여하는 신용등급에 적용함에 있어 다음과 같은 분명한 한계가 존재한다.

- 본 평가방법론은 평가과정에서 통상적으로 고려되는 일반 요소들만 기술하고 있으며, 개별 평가과정에서 고려되는 모든 요소들을 포함하고 있지는 않다. 실제 평가에서는 개별 거래의 특수성 등에 따라 여기에 언급된 주요 평가요소 이외에도 신용평가 일반론 및 기타 방법론 등에서 설명하고 있는 평가요소 및 분석방법이 추가적으로 감안될 수 있다. 따라서 본 평가방법론에서 소개된 분석방법 등이 모든 평가에 동일하게 적용되지 않을 수 있으며, 개별 거래에 따라서는 본 평가방법론 이외의 방법론이 병행하여 사용될 수 있다.
- 이로 인해 본 방법론에서 언급된 주요 평가요소에 의해 도출되는 등급과 실제 신용등급과는 차이가 있을 수 있고, 당사는 이러한 차이에 대하여 일체의 민형사상 책임을 부담하지 않으며, 개별 거래가 본 평가방법론에 기술된 모든 요소를 충족시키지 않는 경우에도 적절한 보완장치가 있다면 등급이 부여될 수 있다. 또한 평가방법론에서 제시된 평가요소들이 변동하더라도 즉각적인 신용등급 변경이 이어지는 것은 아니다.
- 당사의 신용등급은 장래의 상대적 신용위험에 관한 현재 시점에서의 의견이며, 신용등급 부여 시점에 예측할 수 없는 조세 및 법제도 변경 등과 관련한 위험은 고려하지 않는다.

적용대상

본 평가방법론은 유동화회사, 유동화증권 등 구조화금융상품, 구조화금융기법이 활용된 금융상품 및 기타 구조화금융의 특성을 보유하는 금융상품, 기업, 집합투자기구 등의 신용평가에 공통적으로 적용되나, 평가대상의 특성 및 구조에 따라 적용이 제한되거나, 개별 적용방법이 상이할 수 있다. 또한, 본 평가방법론은 단독으로 적용되거나, 다른 일반 방법론, Cross-sector 방법론, Sector-specific 방법론(구조화금융), 기타 평가방법론 등과 병행하여 적용될 수 있다.

주요 변경내용

본 평가방법론은 2018년 8월에 발표된 기존 Structured Finance 신용평가 일반론을 대체하며, 공시된 시점부터 적용된다. 금번 개정으로 인해 기존에 공시된 신용등급의 변동은 없으며, 주요 변경사항은 다음과 같다.

- 향후 자산유동화를 둘러싼 규제방향을 가늠하는 차원에서, 자산보유자 확대, 유동화자산의 범위 명료화, 다양한 유동화 구조 허용 등 자산유동화에 관한 법률 일부개정법률(안)의 주요 내용을 간단히 소개하였다.
- 복수의 신용보강기관이 참여하는 신용대체 방식 구조화 거래의 신용등급 결정에 CDO 평가방법론을 준용하여 정량적 분석기법을 활용할 수 있다는 점을 추가로 설명하였다.
- 정확한 의미 전달 등을 위해 핵심 내용에 변동이 없는 선에서 일부 표현을 수정·추가하였다.

Contents

I. Structured Finance 개요.....	4
1. 유동화의 개념.....	4
2. 유동화의 구조.....	5
3. 유동화증권의 종류.....	8
4. 유동화 관련 법률 및 규제.....	9
5. 유동화증권 발행 절차.....	11
II. Structured Finance 신용평가.....	13
1. 신용등급의 의미.....	13
2. 신용평가의 대상.....	14
3. 신용평가 절차.....	15
4. 신용평가 방법론 체계 및 적용에 대한 이해.....	16
III. 주요 Risk Factors 와 신용평가.....	19
1. 법률위험(Legal Risk).....	19
2. 구조적 위험(Structural Risk).....	21
3. 유동화자산의 신용위험(Collateral Risk).....	24
4. 정성적 분석.....	26
5. 신용등급의 결정.....	26
IV. 기타 고려사항.....	27
1. 신용대체(Credit Substitution).....	27
2. 담보자산.....	29
3. 담보부채무 Notching Guideline.....	30
Appendix.....	31
1. KIS Idealized Default Rate.....	31

I. Structured Finance 개요

1. 유동화의 개념

자산유동화는 1930년대 미국의 주택저당채권 유동화를 효시로 하여 1980년대에 카드채권, 리스채권, 오토론 등으로 대상을 확대하면서 새로운 형태의 자금조달수단으로 크게 각광받아 왔다. 우리나라에서는 1997년말 외환위기를 겪으면서 금융기관의 구조조정과 부실자산 처리를 주된 목적으로 하여 1998년 9월 자산유동화에 관한 법률이 제정되면서 도입되었다.

자산유동화란 과거에는 자산의 증권화(Asset Securitization)라는 협의의 개념으로 해석되는 것이 일반적이었으나, 최근에는 자산 보유자, 투자자, 자산관리자 등 다수의 이해관계자들, 기초자산으로부터의 현금흐름 및 상환재원 확보, 제3자에 의한 신용보강 등을 체계적으로 구조화한다는 점에서 구조화금융(Structured Finance)이라는 보다 넓은 의미로 이해되고 있다.

“자산유동화에 관한 법률” 제2조에서는 자산유동화를 다음과 같이 정의하고 있다.

- 유동화전문회사(자산유동화업무를 전업으로 하는 외국법인을 포함한다)가 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 원리금 또는 배당금을 지급하는 일련의 행위
- 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 신탁업자가 자산보유자로부터 유동화자산을 신탁받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 수익금을 지급하는 일련의 행위
- 신탁업자가 유동화증권을 발행하여 신탁받은 금전으로 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 수익금을 지급하는 일련의 행위
- 유동화전문회사 또는 신탁업자가 다른 유동화전문회사 또는 신탁업자로부터 유동화자산 또는 이를 기초로 발행된 유동화증권을 양도 또는 신탁받아 이를 기초로 하여 유동화증권을 발행하고 당초에 양도 또는 신탁받은 유동화자산 또는 유동화증권의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 자기가 발행한 유동화증권의 원리금·배당금 또는 수익금을 지급하는 일련의 행위

한편, 이러한 자산유동화법상 개념 외에 자산유동화란 금융기관 또는 일반 기업이 보유한 비유동성자산을 시장에서 판매가능한 형태의 증권으로 변환시켜 이를 시장으로부터 현금화하는 일련의 과정으로 이해하는 것이 자산유동화의 보다 일반적인 개념이라 하겠다. 자산유동화 구조에 있어서 핵심적으로 고려해야 할 사항은 다음과 같다.

첫째, 기초자산으로부터 창출되는 현금흐름 등을 바탕으로 유동화증권의 원리금이 상환될 수 있도록 구조화되었는지가 중요하다. 유동화증권 원리금의 일차적인 상환재원이 기초자산으로부터의 현금흐름인 점이 감안되어야 하고, 경우에 따라서는 유동화증권 원리금의 상환 가능성을 높이기 위해 신용보강이 이루어지도록 구조화될 필요가 있다.

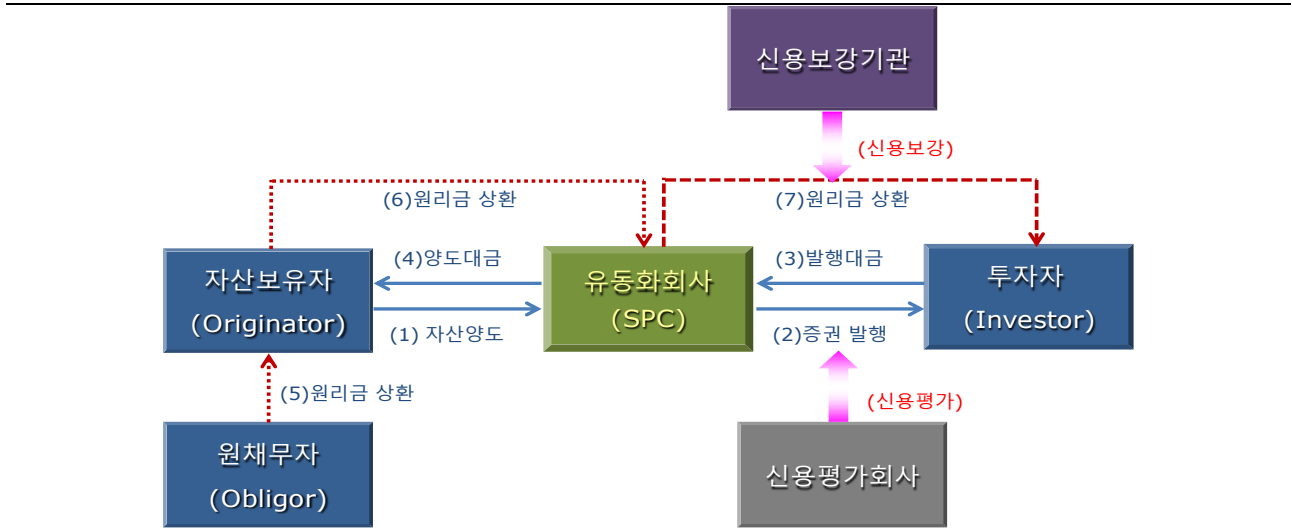
둘째, 자산유동화 과정에는 다수의 이해관계자가 존재하게 되며, 이해관계자들 간에 분쟁이 생기지 않도록 법률적 관계를 명확히 할 필요가 있다. 이해당사자들 간에 법률적 이슈가 발생하게 되면 유동화증권의 원리금 상환에 차질이 발생할 수 있으며, 이러한 리스크를 회피할 수 있도록 법률적 권리관계를 명확히 해야 한다.

2. 유동화의 구조

1) 유동화자산 확보 방식

가장 기본적인 형태의 자산유동화 구조는 채권, 부동산, 기타 재산권 등의 자산을 보유한 자가 당해 자산을 유동화전문회사에 양도 또는 신탁하고 이를 담보로 하여 유동화증권을 발행하여 자산보유자로 하여금 자금조달을 가능케 하고, 투자자는 유동화자산의 현금흐름으로부터 원리금을 상환 받을 수 있도록 구조화하는 것이다.

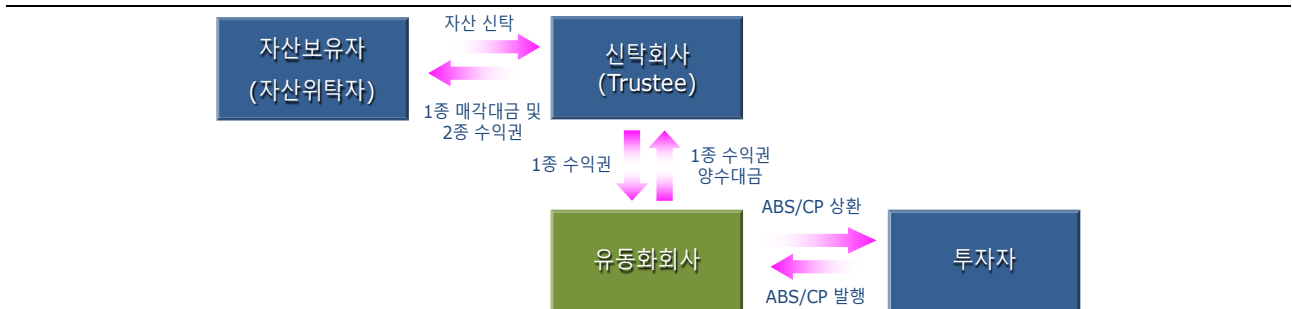
[그림 1] 자산유동화 기본 구조 (양도 방식)



유동화전문회사가 유동화자산에 대한 권리를 확보하는 방법은 자산을 직접 자산보유자로부터 유동화전문회사가 양수하는 직접양수도 방식과 자산보유자가 신탁회사에 기초자산을 신탁하고 이를 기초로 신탁회사가 발행한 수익권증서를 유동화전문회사가 양수하는 신탁방식이 있다. 직접양도방식은 앞의 [그림 1]과 같다.

신탁이란 신탁설정자(위탁자)와 신탁을 인수하는 자(수탁자)와의 특별한 신임관계에 근거하여 위탁자가 수탁자에게 특정 재산권을 이전하거나 기타의 처분을 하고 수탁자로 하여금 일정한 자(수익자)의 이익을 위해 또는 특정의 목적을 위해 그 재산권을 관리·처분하게 하는 법률관계로서 직접양도방식과는 달리 신탁회사를 매개로 자산유동화가 이루어지게 된다.

[그림 2] 자산유동화 기본 구조 (신탁 방식)



한편, 유동화시장의 발전과 함께 양도 또는 신탁 방식 이외에도 CDS, TRS, 참가계약 등 다양한 방식으로 유동화자산의 위험과 효익을 이전을 이전 받는 구조도 활용되고 있다. 또한, 상법상 유동화를 통한 부동산 PF 유동화와 같이 SPC가 유동화증권 발행을 통해 조달한 자금으로 직접 대출을 실행하는, 자산보유자가 없는 유동화 거래도 이루어지고 있다.

2) 유동화자산(Underlying Assets)

채권, 부동산, 기타의 재산권 등 현금흐름을 창출할 수 있는 자산은 원칙적으로 모두 유동화가 가능하다.

우리나라에서의 자산유동화는 당초 금융기관의 구조조정과 부실자산 처리를 위해 도입되어 초기에는 특정 자산 중심으로 유동화가 이루어졌으나, 자산유동화가 직접금융시장에서 새로운 형태의 자금조달방식으로 널리 인식되면서 유동화자산의 종류가 크게 다양해지고 있다. 현재 전형적인 형태의 유동화자산은 대출채권, 일반기업의 매출채권, 자동차할부금융채권, 신용카드채권, 리스채권, 주택저당채권 등이며, 이외에 고속도로 통행료, 임대보증금 등도 유동화가 가능한 자산으로 인정되고 있다.

자산유동화시장이 발전하면서 유동화가 가능한 자산의 종류가 다양해지고 확대되는 것은 당연한 현상이나, 보다 용이하게 자산유동화가 이루어지기 위해서는 대상자산이 일반적으로 다음과 같은 점을 충족시켜야 한다.

첫째, 양도가 가능한 자산이어야 한다. 실질적 양도가 이루어질 수 있는 형태의 자산이어야 자산유동화 본연의 의미가 유지될 수 있다.

둘째, 현금흐름을 창출할 수 있는 자산이어야 한다. 유동화증권의 일차적인 원리금 상환재원은 기초자산으로부터 창출되는 현금흐름이다.

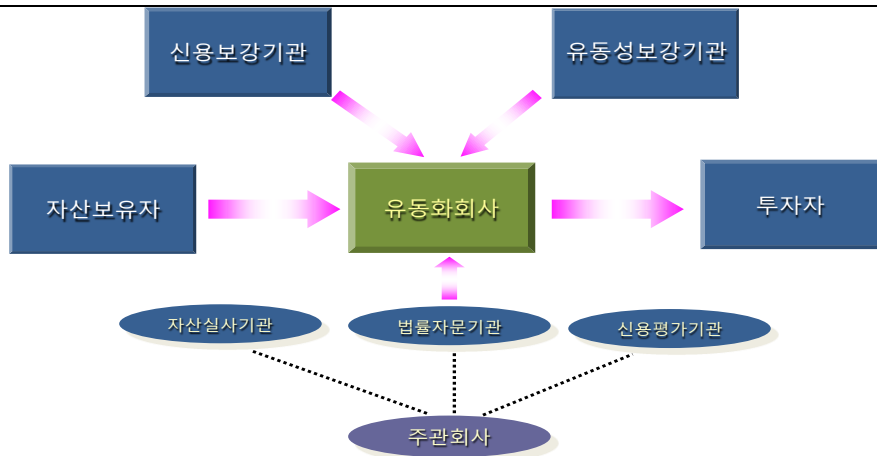
셋째, 유동화 시점에 자산가액을 확정할 수 있는 자산이어야 한다. 경우에 따라서는 유동화기간의 특정시점까지 자산가액을 합리적으로 추정할 수 있는 자산도 유동화가 가능하다.

유동화자산은 자산종류에 따라 특성, 현금흐름 등이 다양하기 때문에 이는 자산유동화 구조에 크게 영향을 미치게 된다. 또한, 유동화자산은 당해 자산을 기초로 하여 자산유동화가 이루어지면 향후 유동화증권의 일차적인 원리금 상환재원이 된다는 점에서 중요성이 있다.

3) 발행 참여기관

자산유동화 과정에서는 자산보유자, 투자자 외에도 Paper Company인 SPC의 업무수행과 신용위험 등을 통제하기 위하여 다수의 이해관계자들이 참여하게 되며, 정해진 각자의 역할을 수행하게 된다. 자산유동화에 참여하는 이해관계자들의 유형 및 역할은 아래와 같으나, 유동화구조에 따라서는 일부 기관이 참여하지 않거나 여러 업무를 겸직하는 경우도 있다.

[그림 3] 발행 참여기관



자산보유자(Originator)

유동화자산을 보유하고 이를 유동화회사에 양도하여 자금을 조달하고자 하는 자로서 일반적으로 자산보유자의 자격에는 제한이 없다. 다만, 자산유동화법상의 특례규정의 효익을 얻고자 자산유동화법에 따라 유동화를 실시하는 경우에는 자산보유자의 범위가 공공법인, 금융기관, 신용도가 우량한 법인 등으로 제한된다. 한편, 자산유동화법을 적용 받지 않는 '상법상 유동화'의 경우에는 SPC가 직접 부동산 PF 대출을 실행하는 등 자산보유자가 없는 거래방식도 활용되고 있다.

유동화전문회사(SPC: Special Purpose Company)

자산보유자의 파산위험으로부터 분리되어 자산유동화업무를 영위하는 형식상의 회사를 말한다. 본점 이외의 영업소 설치 및 직원 고용이 불가한 Paper Company로서 자산유동화 관련 실질적인 업무수행도 제 3자에게 위탁하여 수행하게 된다. 자산유동화법상의 유동화전문회사는 상법상의 유한회사이나, 사원수 제한에 대한 특례 서면결의 허용 등 각종 특례규정을 적용 받게 되며, 1개의 유동화계획 등록만이 가능하고, 목적 달성 후에는 해산하게 된다. 한편, 상법상 유동화의 경우에는 다수의 유동화도 가능하다.

자산관리자(Servicer)

자산관리위탁계약에 의거 유동화전문회사 소유의 유동화자산을 관리, 운용, 처분하는 자로서 자산보유자 또는 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률 제2조 제8호, 제8호의2, 제8호의3, 제9호 및 제10호의 업무를 허가 받은 신용정보업자 등을 말한다. 필요에 따라서는 대체자산관리자(Back-up Servicer) 지정에 관한 사항을 규정하여 자산관리자에 대해 파산, 지급불능 등의 사유가 발생하는 경우에도 자산관리업무의 안정성이 유지되도록 할 수 있다.

업무수탁자(Trustee)

성질상 위탁이 허용되지 않는 고유업무 등을 제외한 유동화전문회사의 일상적 업무를 위탁받아 수행하는 기관을 말한다. 업무수탁자는 출자금, 유동화증권 납입금, 유동화자산 및 이를 관리, 운용 또는 처분함에 따라 취득하는 금전, 채권, 유가증권, 기타 자산의 보관업무 및 각종 비용의 지출과 유동화증권 투자자에 대한 원리금 지급을 대행하며 기타 투자자의 권익보호를 위한 제반 업무를 수행한다.

신용보강기관(Credit Enhancer)

유동화증권의 원리금상환능력 제고를 위해 유동화전문회사의 신용을 보강시켜 주는 제3의 기관을 말하며, 신용보강기관이 제공하는 신용보강방식은 신용공여, 지급보증, 자산매입 등이 있다.

신용평가회사(Rating Company)

자산유동화에 있어서 유동화자산 및 구조의 특성, 현금흐름, 신용보강수단 등 제반 사항을 고려하여 신용평가등급을 산정함으로써 투자자에게 유동화증권의 신용위험에 관한 정보를 제공한다.

자산실사기관

회계법인 등 자산실사기관은 유동화자산에 대한 실사 및 평가 업무를 수행한다. 유동화자산 실사과정에서 관련 증빙 서류를 검토하여 그 실재성, 권리관계의 타당성 및 정확성 등을 확인하며, 유동화자산 평가 과정에서는 유동화자산의 현금흐름을 추정하고, 적절한 할인율을 적용하여 유동화자산의 양수도가치를 산정한다.

법률자문기관

자산유동화구조와 관련한 법률위험 통제와 Paper Company인 SPC의 업무수행을 위해서는 전문적인 법률 서비스를 제공하는 법률자문기관의 참여가 일반적이다. 법률자문기관은 유동화계획 및 구조에 대한 법률적 타당성을 검토하고, 기초자산 및 유동화 관련 최종 계약서를 확인하며 제반 계약서의 법적 효력, 법률상 이슈, 유동화자산 True Sale등에 대한 법률의견을 제공한다.

주관회사

증권사, 은행 등의 주관회사는 유동화자산 및 자산보유자의 특성에 맞는 거래구조를 자문하고 각 거래참여자들을 연결함으로써, 유동화증권의 발행과 관련한 총괄적인 서비스를 제공한다.

3. 유동화증권의 종류

자산유동화법에 의한 유동화증권은 유동화자산을 기초로 하여 자산유동화 계획에 따라 발행되는 출자증권, 사채, 수익증권, 기타의 증권 또는 증서라고 정의되고 있다. 유동화증권은 양도 또는 신탁 받은 유동화자산의 매입가액 또는 평가가액을 한도¹로 하여 발행되며, 여러 종류의 증권을 동시에 발행하거나, 선순위, 후순위 및 만기 구조를 달리한 증권의 발행도 가능하다.

유동화증권은 그 유형이나 기초자산의 종류 및 지급 방식의 특성에 따라 분류할 수 있으며, 구체적인 내용은 다음과 같으나 이에 한정되지 아니한다.

1) 증권 유형에 따른 분류

출자증권

유동화전문회사는 상법상의 유한회사임에도 불구하고 자산유동화계획에 따라 사원의 지분에 관한 무기명식의 증권(출자증권)을 발행할 수 있다. 자산유동화법에서는 유동화전문회사 설립의 편의성 및 비용절감을 위하여 회사의 형태를 유한회사로 정하였으며, 이에 따라 상법상의 규정에도 불구하고 예외적용을 통해 유동화전문회사의 출자증권 발행을 허용하고 있다.

사채

유동화전문회사는 유한회사이지만 사채를 발행할 수 있다. 선순위채권, 후순위채권 등 원리금상환의 우선순위를 달리하는 사채를 발행할 수 있으며, 다양한 만기 구조의 사채 발행 또한 가능하다. 또한 상법개정에 따른 사채발행한도 폐지로 상법상 유동화를 통한 사채발행이 가능해져, 주식회사 형태로 설립된 SPC 역시 유동화사채 발행이 가능하다.

기업어음

유동화전문회사는 기업어음 형태로 유동화증권을 발행할 수 있다. 한편, 2005년 이후 부동산 PF 유동화가 활성화되는 과정에서 최근까지 상법상의 유한회사 및 주식회사 형태로 설립된 SPC의 기업어음 발행이 일반화되었다.

수익증권

신탁회사는 금전신탁의 경우에만 금융위원회의 인가를 받아 수익증권 발행을 허용하는 자본시장법의 적용을 받지 않고, 자산유동화법에 의거하여 수익증권을 발행할 수 있다.

단기사채

2013년 1월 “전자단기사채 등의 발행 및 유통에 관한 법률”² 시행으로 도입된 만기 1년 이내의 단기사채로서 기업어음을 대체하는 목적의 단기 자금조달 수단이다. 법적으로 사채권으로 간주되므로, 유동화전문회사나 주식회사 형태로 설립된 SPC만이 단기사채 발행이 가능하다.

Covered Bond

발행기관에 대한 상환청구권과 함께 커버풀을 담보로 제공받는 이중상환청구권부채권으로, 국내에서는 “한국주택금융공사법”, “이중상환청구권부 채권 발행에 관한 법률”에 의거하여 한국주택금융공사, 시중은행, 지방은행 및 정책금융기관 등이 발행할 수 있다.

¹ 자산유동화법에 의한 유동화증권이 이러한 한도의 적용을 받으며, 상법상 발행되는 유동화증권의 경우에는 증액 발행 등도 가능하다.

² 2019년 9월 “주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률”의 법률 시행에 따라 동 법률은 폐지되었다.

2) 기초자산에 따른 분류

Mortgage-Backed Securities(MBS)

주택담보부대출채권이나 상업용부동산에 대한 저당권부대출채권을 기초로 하여 발행되는 유동화증권을 말하며, 전자를 RMBS(Residential MBS), 후자를 CMBS(Commercial MBS)라 한다.

Consumer Asset-Backed Securities

신용카드채권, 소액개인대출, 오토론, 오토리스 등 소비자금융자산을 기초로 하여 발행되는 유동화증권을 의미한다.

Corporate Asset-Backed Securities

일반기업이 채무자가 되는 기업대출채권, 리스채권, 렌탈채권 등을 기초로 하여 발행되는 유동화증권이다.

Non-Performing Asset-Backed Securities

금융기관이 보유하고 있는 무수익여신을 기초로 하여 발행되는 증권이다.

CDO (Collateralized Debt Obligations)

회사채, 대출채권, 유동화증권 등 차입채무를 비롯하여 이와 유사한 성격을 지닌 자산을 기초로 하는 유동화를 말한다. 유동화 시장 초기만 하더라도 CDO는 회사채, 대출채권, 기업어음 등 명확한 형태의 차입채무로만 기초자산이 구성되었던 데 반해, 금융기법 발전으로 새로운 유동화자산이 개발되면서 은행 정기예금에서부터 상환전환우선주, 신종자본증권 등과 같이 차입채무와 지분증권의 성격이 혼합된 증권에 이르기까지 다양한 형태의 이질적인 기초자산이 유동화시장에 편입되어 왔다.

기타

상기 분류 이외에도 부동산 개발사업 관련 대출채권 등을 기초로 한 PF Loan 유동화, CDS(Credit Default Swap) 계약을 기초로 한 유동화 등이 있다.

3) 지급 방식에 따른 분류

Pass-through형

기초자산에서 생성되는 현금유입분을 비정기적으로 그때 그때마다 발행채권의 원리금 상환에 충당하는 것을 의미한다. 협의의 개념으로는 기초자산에서 발생할 현금흐름이 불확실할 경우, 예를 들면 부실채권의 유동화시 기초채권의 회수시점과 가액의 추정이 어렵거나 MBS의 기초채권인 주택저당채권의 조기상환율이 현금유입에 큰 영향을 미치는 경우, 발행채권의 원금을 일정한 기준과 조건 하에서 기초자산에서 생성되는 현금흐름에 따라 점차적으로 상환(Amortization)시키는 방식을 말한다.

Pay-through형

기초자산의 불규칙한 현금유입을 정해진 유동화증권의 원리금상환 스케줄에 맞추는 구조이다. 기초자산의 현금유입과 상관없이 유동화증권의 원리금 상환시점과 금액이 확정되어 있는 구조로 국내에서 발행되는 대부분의 유동화증권이 이에 해당된다.

4. 유동화 관련 법률 및 규제

1) 자산유동화 관련 법령

금융기관과 일반기업의 원활한 자금조달 지원과 재무구조 건전성 제고 등을 목적으로 1998년 발효된 “자산유동화에 관한 법률”은 유동화전문기업의 사채발행한도 완화와 세제상 혜택, 자산양도와 관련한 특례조항 등을 규정하여 국내 자산유동화시장의 발전에 기여해 왔다. 자산유동화에 관한 법률은 큰 틀에 있어서 제도 도입 초기의 모습을 유지하고 있으나, 최근, 국가 및 지방자치단

체를 포함하는 자산보유자 확대, 유동화자산의 범위 명료화, 다양한 유동화 구조 허용 등 시장의 변화를 반영하기 위한 개정작업이 진행되고 있다.

[표 1] 자산유동화에 관한 법률 일부개정법률(안) 주요 내용

구분	주요 내용
자산보유자의 범위 확대	국가와 지방자치단체를 자산보유자의 범위에 포함시키고, 일반 법인에 대해서는 우량한 신용도 요건을 삭제
유동화자산의 범위 명료화	장래채권, 무체재산권(지식재산권 포함) 등도 자산유동화 대상이 될 수 있음을 명시
다양한 유동화 구조 허용	불특정 다수의 자산보유자로부터 직접 자산을 양도받는 방식(Multi-Seller 유동화)도 허용됨을 명시
자산유동화계획 등록절차 간소화	투자자보호에 영향이 없거나 법률상 실익이 없는 경우 임의등록도 가능하도록 하는 근거 마련, 다른 서류와 중복되는 내용은 해당서류의 제출로 같음하도록 하여 등록 절차를 간소화하는 근거 마련
유동화전문회사의 법인격 확대	자산유동화법상 유동화전문회사의 법인격을 상법상 주식회사에까지 확대
이해상충방지를 위한 위험보유규제 도입	유동화자산의 관리 수준을 제고하고 투자자 보호에 기여하기 위해 자산보유자 등에게 유동화증권 등 발행금액의 일정 비율만큼을 위험보유하고 관련 세부정보를 공개하도록 하는 의무를 부여. 단, 국가·지자체 등이 원리금의 지급을 보증하는 등 대통령령으로 정하는 유동화증권에 대해서는 관련 규제를 면제 또는 완화

주) 2020년 7월 16일자 금융위원회 공고 제2020-260호 입법예고 기준

2) 신탁의 판례

신탁 방식이 자산유동화에 활발히 이용되는 이유는 다음의 법률관계에 기인하고 있는데, 즉 신탁법 제22조에 의하면 신탁 전의 원인으로 발생하는 권리 또는 신탁사무의 처리상 발생한 권리에 기한 경우를 제외하고는 신탁재산에 대하여는 강제집행 또는 경매를 할 수 없다. 대법원은 '신탁전의 원인으로 발생하는 권리'란 신탁 전에 이미 신탁재산에 저당권이 설정된 경우 등 신탁재산 그 자체를 목적으로 하는 채권이 발생되었을 때를 의미하는 것이고, 신탁 전에 위탁자에 대하여 생긴 모든 채권이 이에 포함된다 고 할 수 없다고 판시하고 있다³.

이는 진정한 신탁의 경우 대내외적으로 소유권이 수탁자에게 완전히 이전되고 위탁자에게 유보되어 있지 않다는 신탁의 법리에 기초한 내용으로서, 회생절차가 개시된 또는 파산선고된 채무자에게 속하지 아니하는 재산을 채무자로부터 환취할 수 없기 때문에⁴ 이미 신탁된 목적물은 위탁자의 회생절차 및 파산절차로부터 완전히 절연되어 있다고 해석할 수 있다.

또한, 담보 목적으로 부동산신탁계약을 맺은 경우라도 수탁자에게 소유권이 이전되었다면 신탁부동산의 진정한 소유자는 수탁자이며, 설령 신탁자가 회사정리절차 중이더라도 수탁자는 신탁자의 채권자에 대하여 제3자로서 담보를 제공한 것에 해당하기 때문에 채권자의 수익권에 대한 권리는 정리계획에 의해 제한을 받지 않는다는 요지의 대법원 판례⁵도 신탁행위의 안정성을 확보할 수 있는 법률해석이라 할 수 있다. 이러한 신탁의 법적 안정성에 기인하여 특정 자산의 유동화에서는 신탁구조가 일반화되어 있다.

3) 기업구조조정촉진법

기업구조조정촉진법(이하 "기촉법")은 시장기능에 의한 상시적인 기업구조조정이 촉진될 수 있도록 하기 위해 2010년 8월 최초 도입된 법안으로 2010년말 소멸되었으나, 이후 중견기업 및 대기업계열사들의 잇따른 기업회생절차신청으로 재도입의 필요성이 부각되면서 2011년 5월 19일 재 시행 이후 일몰 연장 또는 재 시행을 통해 효력기간 연장이 되고 있다.⁶

³ 대법원 1996.10.15. 선고 96다17424 판결, 대법원 1987.5.12. 선고 86다545, 86다카2876 판결

⁴ 채무자회생및파산에관한법률 제70조, 제250조, 제383조, 제407조

⁵ 대법원 2001. 7. 13. 선고 2001다9267판결, 대법원 2002. 12. 26. 선고 2002다49484 판결, 대법원 2003. 5. 30. 선고 2003다18685 판결

⁶ 부칙 제2조에 2023년 10월 16일까지 효력을 갖는 한시법으로 규정되어 있다.

기촉법에서는 금융채권자⁷, 신용공여⁸ 등에 대한 정의를 규정하고 있으며, 주채권은행 등에 의해 부실징후기업으로 지정된 기업⁹에 대해서 해당 기업이 관리절차를 신청할 경우 금융채권자의 채권행사가 유예되고, 이후 금융채권자 협의회를 거쳐 경영정상화를 위한 금융채권자 공동관리절차가 진행된다. 금융채권자는 부실징후기업의 경영정상화를 위하여 필요하다고 판단되는 경우에는 협의회의 의결¹⁰에 따라 해당 기업에 대하여 채무조정¹¹ 또는 신규 신용공여를 할 수 있다.

결국 자산유동화 과정에서 기촉법이 규정하고 있는 채무조정이 문제가 될 수 있는데, 유동화회사에 대한 유동화자산의 완전한 양도 또는 매각이 아니라 차주에 대한 대출채권의 형태로 유동화가 이루어진 경우에는 유동화회사도 기촉법의 영향을 받을 가능성이 존재한다.

5. 유동화증권 발행 절차

자산유동화법에 의거하여 공모방식을 통해 발행되는 유동화증권은 일반적으로 아래와 같은 절차에 따라 발행된다.

[그림 4] 자산유동화증권 발행 절차



유동화계획 등록 이전의 사전 준비 단계에서 자산보유자 및 주관회사는 법무법인, 회계법인 등과 협의하여 유동화자산의 적격성,

⁷ 기촉법 제2조 제2호

⁸ 기촉법 제2조 제8호

⁹ 기촉법 제2조 제6호

¹⁰ 채무조정에 관한 협의회의 의결은 금융채권자의 담보채권(해당자산의 청산가치 범위 내에서 유효담보가액에 해당하는 채권을 말함) 총액 중 4분의 3 이상의 담보채권을 보유한 금융채권자가 찬성하여야 효력이 있다(기촉법 제17조 제2항).

¹¹ "채무조정"이란 금융채권자가 보유한 금융채권에 대하여 상환기일 연장, 원리금 감면, 채권의 출자전환 및 그 밖에 이에 준하는 방법으로 채무의 내용을 변경하는 것을 말한다(기촉법 제2조 제9호).

현금흐름의 적정성 등 유동화증권 발행의 타당성을 검토한 후 거래 당사자를 선정하고 유동화전문회사(SPC)를 설립하는 등 여러 단계의 실무절차를 진행한다. 유동화자산에 대한 실사, 자산양도가액 확정, 유동화전문회사의 설립이 완료된 이후 유동화자산의 범위, 유동화증권의 종류, 유동화자산의 관리방법 등 유동화에 관한 계획을 금융감독원에 등록하는 절차가 진행되며, 이후 신용평가회사의 신용등급 부여, 자산양도, 증권신고서 제출¹² 등의 절차를 마치고 유동화증권을 발행하게 된다.

한편, 유동화전문유한회사가 아닌 상법상의 유한회사 또는 주식회사가 발행하는 유동화증권의 경우에는 자산유동화법에 따른 공모방식을 취하고 있지 않기 때문에 유동화계획 등록 및 자산양도 등록을 하지 않는 등의 차이가 있으며, 상기 발행절차 중 일부가 생략되거나 간소화된 형태로 진행된다

¹² 공모발행의 경우에 한한다.

II. Structured Finance 신용평가

1. 신용등급의 의미

신용평가는 차주 또는 특정채무 등의 상대적 신용도를 신용등급이라는 기호로 표현하는 것으로, 신용평가의 대상인 신용도는 재무능력(Financial Strength), 부도가능성, 손실 정도, 등급변동위험 등 다양한 개념들을 포괄하고 있다. 그리고 투자자들은 그들이 속한 시장영역에 따라 신용도에 내포된 여러 개념 중에서 주안점으로 두는 것이 일부 다를 수도 있다. 예를 들어, 시장에서는 신용등급을 단순히 부도가능성을 가늠하는 지표로 간주하는 경향이 있는 것도 사실이며, 이는 손실여부에 관계없이 Credit Event가 발생하는 것 자체를 회피하고자 하기 때문이다.

그러나 새로운 금융기법이 발전하고 동일투자자가 여러 부문에 걸쳐 투자를 진행함에 따라 채권시장 내 세부시장의 구분이 모호해지고 Structured Finance를 통한 Arbitrage도 도입되면서, 신용등급의 비교가능성과 일관성에 대한 중요성이 더욱 커지고 있다. 시장의 효율성이 증가하면서 기대손실은 채권가격을 결정하는 데 있어 가장 중요한 고려사항으로 부각되고 있으며, 이는 채권 시장을 주도하고 있는 기관투자자들이 기대손실에 기반하여 투자의사결정을 하고 있는 점이 반영된 결과이다.

신용등급의 개념은 이러한 시장의 흐름과 시장참여자들의 요구에 부합하는 과정에서 조금씩 진화하여 왔다. 현재 한국신용평가(이하 “당사”)는, 신용등급은 기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 관한 현재 시점에서의 의견이며, 신용위험이란 만기가 도래한 계약상의 채무를 이행하지 못할 위험 및 부도 발생시 예상되는 금전적인 손실이라고 정의하고 있다.

Structured Finance 부문의 신용등급도 위에서 언급한 일반적인 신용평가의 개념을 동일하게 적용하고 있다. 이는 평가대상 간 신용등급의 일관성을 유지하기 위함이다. 자산유동화 신용평가의 핵심은 기초자산으로부터 발생하는 현금흐름과 신용보강 수준을 분석하는 것이며, 이외에도 서류상 회사인 SPC를 도관체로 하는 특성상 거래참여자위험, 운영위험, 혼장위험 등의 구조적 위험과 더불어 유동화 계약서의 효력에 대한 법률적 위험에 대한 검토작업이 이루어진다. 특히, 기초자산(Underlying Asset Pools)을 유동화하는 특성상 과거 자료의 통계적 분석이나 여러 개로 분할되는 유동화증권의 트랜칭(Tranching)으로 인하여 SF 분야의 투자자들은 부도율에 무관심하지 않으면서 포트폴리오의 기대수익에도 초점을 두고 있어 기대손실 개념에 익숙한 편이다.

그렇다고 자산유동화 신용등급이 온전히 기대손실 개념에만 근거하고 있는 것은 아니다. 제반 상황 및 조건 등에 따라 세부 영역별로 접근방식에 일부 차이를 두고 있으며, 동 개념을 일괄적으로 적용하기 보다는 신용등급의 비교가능성을 유지하는 범주에서 투자자 이해관계, 채권의 성격, 투자형태 등에 따라 차별적으로 적용하고 있다. 이와 같이 탄력적이고 유연한 접근은 신용등급의 일관성을 지키는 동시에, 투자자들의 다양한 요구 역시 충족할 수 있다는 측면에서 보다 바람직하다.

예를 들어, 기대손실율이 동일하더라도 상대적으로 부도율이 매우 높은 경우에는 그렇지 않을 때와 비교하여 상대적으로 낮은 신용등급이 부여될 수 있고, 특히 투자자들의 Event risk 회피경향이 강한 투자등급에서 뚜렷하게 작용하는 편이다. 또한, 단기채무증권의 경우 장기채에 비해 훨씬 빈번하게 발행되기 때문에 차환위험에 더 민감하고 만기시의 투자패턴도 상이하여 단기 투자자들은 보통 원리금의 적기상환가능성에 초점을 가지고 투자운용을 하고 있다. 따라서 단기채무증권에 대한 신용평가에서는 부도가능성에 무게중심을 두어 신용등급을 부여하고 있다.

또한 당사는 담보부사채, 후순위사채 등과 같이 법적으로 상환순위의 차이가 명확하여 여타 무보증사채와 회수율 격차가 클 것으로 예상되는 경우에는, 예상 회수율 분석을 통해 동일한 차주라 할 지라도 Notching Guideline을 통해 신용등급 면에서 일부 차이를 두고 있다. 이는 SF부문에서도 준용될 수 있는 개념이며, 특히 Loan이나 유동화익스포저 등에 대한 평가에서는 궁극적인 원리금 상환가능성 측면에서 이러한 개념이 보다 넓게 적용될 수 있는 여지가 있다. 또한 유동화증권의 원리금 상환가능성이 자산보유자의 영업지속 가능성이나 운영위험 등에 연계되어 있는 경우, 자산보유자의 제반 영업환경 및 규제조건 등을 감안하여 이를 신용등급에 반영하고 있다.

한편, 자산유동화 신용등급은 금융감독원의 권고에 따라 2012년 1월부터 등급기호 뒤에 (sf)를 부가하여 자산유동화 신용등급임을 명확하게 구분 표시하고 있다. (sf) 기호를 통해 구분 표시하는 것은 유동화증권에 대한 투자위험이 일반 기업의 회사채, 기업어음 등에 대한 투자와는 투자위험의 성격 및 특징이 상이할 수 있다는 점을 투자자에게 알리기 위한 목적이며, 근본적으로 신용도 면에서 차이가 있다는 것을 의미하지는 않는다.

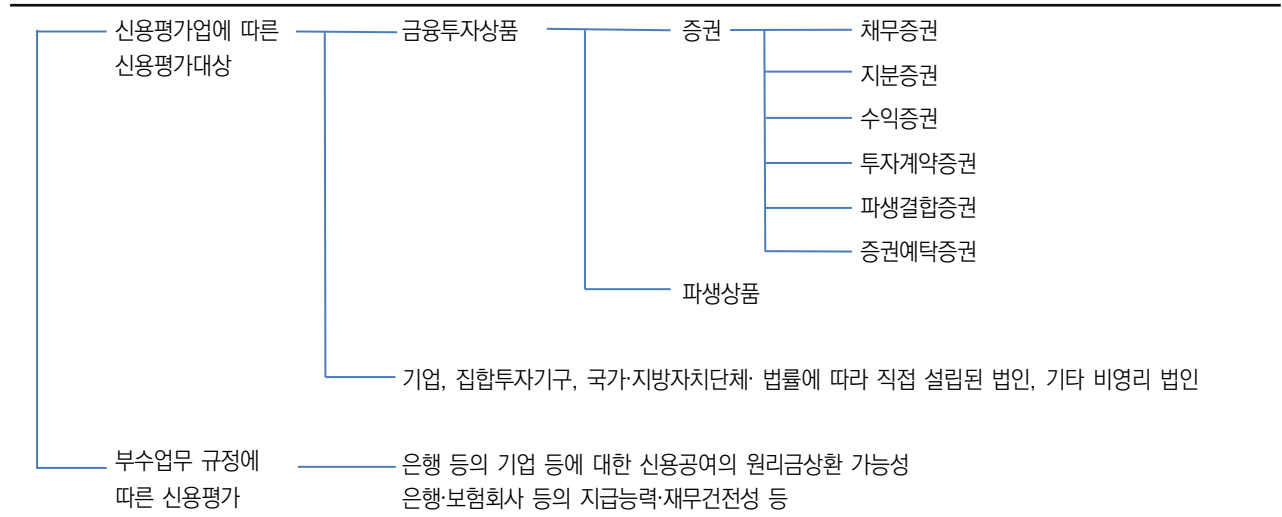
2. 신용평가의 대상

자본시장과 금융투자에 관한 법률(이하 “자본시장법”)에 따르면, 신용평가업은 금융투자상품 및 기업·집합투자기구 등(이하 “신용평가업에 따른 신용평가대상”)의 신용상태를 평가하여 그 결과에 대해 기호, 숫자 등을 사용하여 표시한 등급(이하 “신용등급”)을 부여하고, 그 신용등급을 제공하고 열람하게 하는 영업행위를 말한다.

신용평가업에 따른 신용평가대상을 좀 더 자세히 살펴보면, 금융투자상품은 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험이 있는 것을 말한다. 자본시장법상 금융투자상품은 증권과 파생상품으로 구분되고, 증권은 다시 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권 등으로 세분화된다. 그리고 금융투자상품 외에 기업, 집합투자기구 및 국가·지방자치단체·법률에 따라 직접 설립된 법인·기타 비영리 법인도 신용평가대상에 포함된다.

또한, 자본시장법에서는 신용평가사가 영위가능한 신용평가업에 부수하는 업무를 규정하고 있다. 동 부수업무는 은행 등의 기업 등에 대한 신용공여의 원리금상환 가능성에 대한 평가 업무, 은행·보험회사 등의 지급능력·재무건전성 등에 대한 평가 업무 등으로 규정되어 있다.

[그림 5] 신용평가의 대상



이 중 구조화금융평가는 유동화회사, 유동화증권 등 구조화금융상품, 구조화금융기법이 활용된 금융상품 및 기타 구조화금융의 특성을 보유하는 금융상품, 기업, 집합투자기구 등의 신용도를 평가하는 것이다. 구조화금융 신용평가는 자산유동화회사채, 유동화기업어음, 유동화단기사채, 자산유동화대출채권, 유동화익스포져평가, 유동화 SPC에 대한 Issuer Rating, 기타구조화채권 등의 신용평가를 포함하며, 이에 국한되지 아니한다.

한편, 일반적으로 기업이나 금융기관에 대한 기업어음 평가, 단기사채 평가 등 단기신용평가에서는 Issuer Rating의 관점으로 접근하고 있으나, 구조화금융평가 관련 단기신용평가에서는 Issue-Specific Rating의 관점에서 신용평가가 이루어질 수 있다. 유동

화구조에서는 각 회차별로 발행일, 만기일, 발행금액 등의 주요 조건이 해당 구조화금융거래 관련 계약에 따라 특정¹³되어 있으며, 사전에 특정된 조건으로만 유동화기업어음, 유동화단기사채 등의 발행이 가능하다. 이를 감안하여 유동화기업어음, 유동화단기사채 등에 대한 신용등급은 유동화자산의 현금흐름, 관련 계약의 내용 등을 고려하여 각 회차별로, 즉 Issue-Specific Rating의 관점에서 부여되는 것이 일반적이다.

3. 신용평가 절차

Structured Finance 신용평가는 일반적으로 아래와 같은 절차에 따라 평가가 이루어진다. 다만, 유동화구조나 자산보유자의 특성, 기초자산의 종류 등에 따라 일부 절차가 생략되거나 간소화된 형태로 진행되기도 한다.

[그림 6] 자산유동화증권 평가 절차



첫번째, 유동화증권에 대한 평가는 재무구조 개선, 유동성 확보, 부실자산 처분 등 자산보유자의 자금조달 목적을 파악하는 것에서부터 시작한다. 아울러 유동화계획 및 구조에 대한 개요를 파악하고 개괄적인 검토를 진행한다.

두번째, 관련 자료 수집이 이루어지게 된다. 유동화자산의 특성과 관련한 자료, 유동화자산 Pool Data 등 유동화 대상자산을 분석하기 위한 기초자료를 수집하며, 유동화 관련 각종 계약서류를 징구한다.

¹³ 본 단락에서 특정이라 함은 기본적인 원칙이 규정되어 있는 것을 의미한다. 일반적인 유동화구조에서 회차, 발행일, 만기일, 발행금액 등은 거래의 진행, 거래참여자의 의사결정 등에 따라 변동될 수 있으며, 이로 인한 변동가능성, 불확정성이 등급부여의 장애 요인은 아니다.

세번째, 유동화자산의 신용위험, 법률위험, 구조적위험, 정성적요인, 현금흐름 등에 대한 분석을 실시하고, 이를 바탕으로 유동화 구조와 신용보강수준을 분석·평가하며, 각종 계약서류를 검토한다. 최종적으로 이러한 분석결과를 기초로 하여 유동화증권의 등급을 결정한다.

네번째, 필요한 경우 유동화증권 발행 이후에도 유동화증권의 원리금이 상환될 수 있는지를 주기적으로 점검하고, 유동화자산의 성과 Data 등을 징구하여 유동화증권에 대한 정기평가/수시평가를 실시한다.

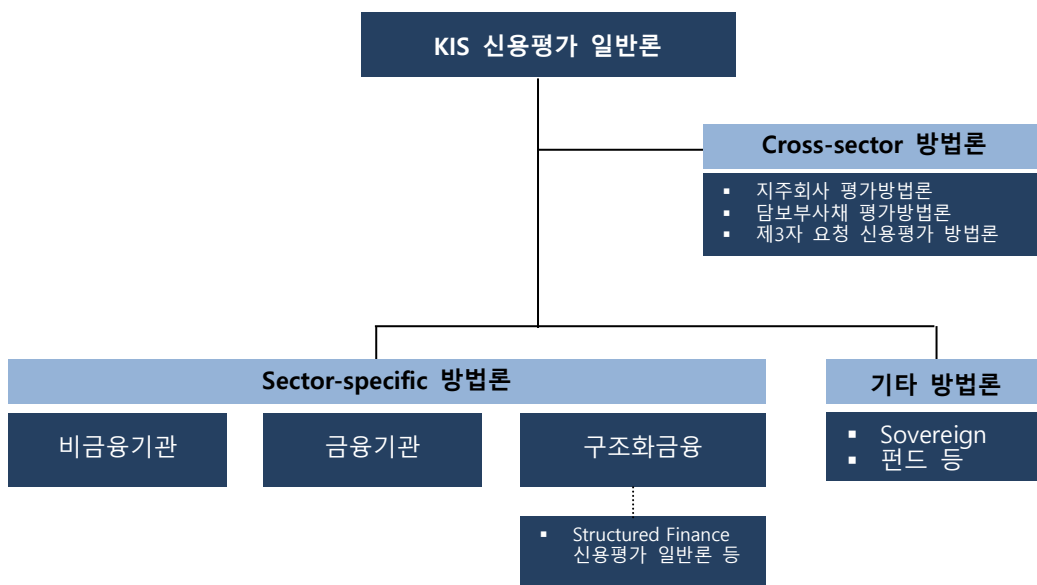
4. 신용평가 방법론 체계 및 적용에 대한 이해

당사는 신용평가의 주요 요소 및 신용등급 결정 방식에 대한 이해를 돕고자 본 Structured Finance 신용평가 일반론을 포함하여 다양한 신용평가 방법론을 작성하여 공시하고 있다. 개별 거래의 신용평가에 있어서 특정 방법론만이 배타적으로 적용되는 것은 아니며, 복수의 평가방법론이 상호, 보완적으로 적용될 수 있다. 또한, 거의 모든 신용평가에 공통적으로 적용되는 일반론적 성격의 방법론이 있는 한편, 평가 대상, 유동화자산의 유형에 따라 선택적으로 적용되는 방법론도 있다. 이 장에서는 구조화금융상품 등 신용평가와 관련하여 일반적으로 적용되는 당사의 신용평가 방법론 체계, 적용방식에 대해 간단히 소개하고 당사의 신용평가 방법론 적용 기준에 대해 설명하고자 한다.

1) 평가방법론 체계

당사의 신용평가방법론은 크게 신용평가 일반론, Cross-sector 방법론, Sector-specific 방법론, 기타 방법론 등으로 체계화되어 있다. “KIS 신용평가 일반론”은 [KIS의 평가방법론 체계] 등의 개별 일반 방법론을 포괄하여 지칭한다. KIS 신용평가 일반론은 신용평가의 근간이지만, 각 신용평가 과정에 항상 개별 일반 방법론을 모두 적용하는 것은 아니다. 특히, 구조화금융평가에는 구조화금융만의 독특한 특성을 반영하기 위해 Structured Finance 신용평가 일반론을 적용하며, Structured Finance 신용평가 일반론에 언급이 없는 신용평가 일반사항에 대해서는 Structured Finance 신용평가 일반론의 적용만으로도 KIS 신용평가 일반론을 준용하는 것으로 한다. 이에 따라, 구조화금융평가에서는 『Structured Finance 신용평가 일반론+Sector-Specific 방법론(구조화금융)』이 일반적인 적용체계가 된다. 다만, 구체적으로 기술되지 않았더라도 KIS 신용평가 일반론에는 구조화금융평가에 직접적으로 적용되지 않는 부분이 있음을 유의할 필요가 있다.

[그림 7] KIS 평가방법론 체계



Structured Finance 신용평가 일반론은 유동화증권을 포함한 구조화금융상품 등 신용평가에 있어 일반적으로 중요하다고 판단되는 요소 및 이들 요소들에 대한 설명, 통제 방안, 구조화기법 등을 제시한 것으로 구조화금융상품 등의 신용평가 전반에 공통적으로 적용이 된다.

또한 당사는 평가대상별 또는 자산별 특성에 맞게 보다 세부적인 내용을 다루기 위하여 [표 2]와 같이 다양한 평가방법론을 구비하고 있다. 세부 방법론은 일반적으로 Structured Finance 신용평가 일반론과 병행하여 적용되나, 경우에 따라서는 Structured Finance 신용평가 일반론만으로 신용등급을 결정할 수 있다.

[표 2] 구조화 금융상품 등 관련 평가방법론 현황

방법론 명칭	일반적 기초자산 유형 등의 예
Structured Finance 신용평가 일반론	모든 자산 유형
ABCP 프로그램 평가방법론	모든 자산 유형
Credit Facility 평가방법론	모든 자산 유형
CDO 평가방법론	회사채, 대출채권, 유동화증권 등
Covered Bond 평가방법론	기초자산집합이 담보로 제공되는 이중상환청구권부채권을 평가대상으로 함
CMBS 평가방법론	상업용부동산 담보대출 등
PF Loan 유동화 평가방법론	부동산금융, 프로젝트금융, 부수 제반 권리 등
MBS 평가방법론	주택담보대출 등
NPL 유동화 평가방법론	부실대출채권 등
Synthetic CDO 평가방법론	신용파생상품 등
매출채권 유동화 평가방법론	매출채권 등
리스채권 유동화 평가방법론	리스채권 등
소매채권 유동화 평가방법론	기타 소매채권 등
신용카드 유동화 평가방법론	신용카드 관련 일시불채권, 할부채권, 현금서비스 채권 등
오브젝트금융 평가방법론	선박금융, 항공기금융 등
오토론 유동화 평가방법론	자동차할부대출 등
장래채권 유동화 평가방법론	장래매출채권 등

주 1) 본 방법론 공시일 현재의 평가방법론 현황을 기재한 것으로 평가방법론 신규 작성, 개정 등에 따라 변동될 수 있음.

2) 기초자산 유형은 일반적인 내용을 참고 목적으로 기재한 것이며, 기초자산의 단순한 명칭에 따라 적용 평가방법론이 결정되는 것은 아님. 거래의 특성과 Risk Profile 에 대한 검토과정을 통해 평가대상의 신용위험 등을 분석하기에 적합한 평가방법론을 선택하며, 적절하다고 판단되는 경우에는 복수의 평가방법론이 적용될 수 있음.

2) 평가방법론의 적용

당사는 거래의 실질 및 분석적 기법에 초점을 맞추어 다양한 방법론을 구비하고 있으며, 신용평가 시에는 거래의 특성과 Risk Profile에 대한 검토과정을 통해 평가대상의 신용위험을 분석하기에 적합한 평가방법론을 선택하여 적용하고 있다. 다만, 금융시장의 성장 및 발전에 따라 새로운 자산 유형 및 거래구조가 빈번히 등장하고 있어 거래의 특성과 Risk Profile이 이중적 성격을 갖는 경우를 포함하여 다양하게 나타나고 있다. 이에 따라 경우에 따라서는 자산 유형에 따른 선택과는 다른 기준으로 평가방법론 선택이 이루어질 수도 있으며, Structured Finance 신용평가 일반론만으로 신용등급을 결정하는 경우도 있을 수 있다. 예컨대, 기초자산의 상환, 매각 등으로 여유자금 운용, 원천징수세액 환급 등이 SPC의 향후 현금흐름의 주요 결정요인인 경우 Structured Finance 신용평가 일반론만을 적용하여 신용등급을 평가할 수 있다.

당사는 평가방법론 선택의 일관성을 유지하려고 노력하고 있으나, 유사한 거래라고 하더라도 관점 및 판단에 따라서는 평가방법론의 선택이 달라질 수 있다. 일례로 TRS, CDS 등의 신용파생계약이 수반된 거래일지라도 동 신용파생계약의 역할을 신용보강

수단으로 본다면 Synthetic CDO 평가방법론 이외의 다른 평가방법론을 적용할 수 있다. 또한, 유동화자산이 형식상 차입채무가 아닌 경우에도 CDO 평가방법론에서 제시한 분석기법 및 절차를 적용하는 것이 적절하다고 판단되는 경우¹⁴에는 CDO 평가방법론을 적용할 수도 있다.

거래의 특성과 Risk Profile을 고려할 때 적절하다고 판단되는 경우에는 복수의 평가방법론이 적용될 수 있으며, 이 때 각 평가방법론의 모든 내용이 일괄 적용되기보다는 거래의 특성에 따라 적절하다고 판단되는 일부 내용이 선택적으로 적용될 수 있다.

3) Fund Rating, Loan Rating, SPC Issuer Rating 평가 시 적용

구조화 관련 평가방법론은 Fund Rating, 구조화금융 성격이 포함된 Loan Rating(일반 기업이 차주인 경우를 포함함), 유동화 SPC에 대한 Issuer Rating 등에 대해서도 적용될 수 있다.

금융시장의 발전에 따라 자본시장 참여자의 필요가 다양해지면서 유동화 SPC가 아닌 Fund를 투자 Vehicle로 활용하는 거래가 증가하고 있다. 실적 배당 상품이라는 펀드의 고유한 특성에 따른 차이는 있으나 펀드 편입자산의 신용도 측정에는 구조화금융 신용평가 방법론이 적용될 수 있는 경우가 많다. 예컨대, 자본시장 참여자의 필요 및 거래 목적에 따라서는 NPL, 부동산개발사업 관련 PF Loan, 상업용부동산 담보대출, 오브젝트금융, 기타 금융상품 등을 투자대상으로 펀드 거래가 이루어지는 경우가 많은데, 이러한 펀드거래의 Risk Profile 특성은 해당 자산을 기초로 하는 유동화거래와 유사하다.

마찬가지로, 자본시장참여자의 필요 및 선택에 따라서는 구조화금융기법을 활용하되 별도의 투자 Vehicle을 활용한 유동화증권의 발행이나 유동화대출 조달 없이, 대주가 차주에게 직접 대출을 실행하거나 차주가 구조화기법을 활용한 사채를 발행하는 경우도 있다. 이러한 구조화금융 성격 또는 기법이 포함된 Loan, 사채 등의 신용평가와 관련해서도 구조화금융 신용평가 방법론의 적용이 가능하다.

“기업신용평가”로 번역되는 Issuer Rating은 일반기업에 대해서만 이루어진다는 오해를 받는 경우가 있다. 그러나, “기업신용평가”에서 “기업”은 Corporate이 아닌 Entity로서의 Issuer를 의미하며 구조화금융 등과 관련하여 SPC도 형식적으로 기업의 지위를 갖고 있어 “기업신용평가”의 대상이 될 수 있다. 당사의 등급정의상 Issuer Rating은 SPC를 포함한 Issuer의 금융채무에 대한 전반적인 상환가능성을 평가하고 등급화하는 것이며, SPC의 상환능력은 기초자산, 거래구조 등에 따라 결정되므로 각 거래의 특성 및 Risk Profile을 감안하여 구조화금융 등 평가방법론을 선택하여 적용하게 된다. 일반적으로 SPC의 대표적인 채무는 보유 자산에 기초한 구조화증권이나 구조화대출이므로 SPC의 Issuer Rating은 구조화증권이나 구조화대출에 준하여 평가한 신용등급을 부여한다. 한편, 유동화증권이나 구조화대출과 관련하여 외부신용보강이 제공되는 경우, 최종적인 SPC의 금융채무(외부신용보강기관에 대한 SPC의 금융채무를 포함함)에 대한 전반적인 상환가능성을 평가하는 방식으로 SPC의 Issuer Rating이 부여된다.

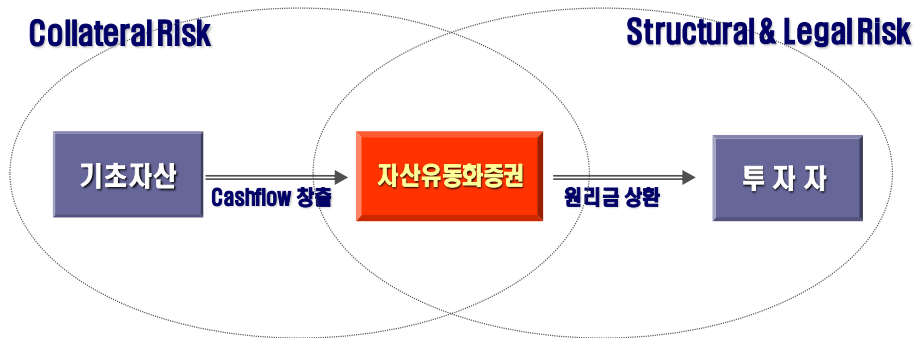
¹⁴ 유동화자산이 보통주 주식이나 펀드수익증권 등 그 성격이 차입채무와는 다르다고 여겨지더라도 신용보강 등 구조적 장치를 통해 실질적 상환재원이 차입채무의 성격을 지니고 있다면, 기초자산의 형식상 특성에 무관하게 CDO 평가방법론을 적용할 수 있다. 이는 법적으로 유효하고 구속력 있는 외부신용보강 계약이 수반된 경우로, 외부신용보강 제공자인 계약상대방 입장에서는 계약상 이행의무가 실질적으로 차입채무의 성격을 지니고 있다고 판단될 때이다.

III. 주요 Risk Factors와 신용평가

이 장에서는 유동화증권 평가과정에서 검토가 필요한 위험 요인들에 대해 간략하게 소개하고자 한다. 유동화증권을 발행하는 주체인 SPC는 실제로 영업활동을 수행하는 기업이 아니라 유동화자산을 기초로 유동화증권을 발행하는 목적으로 설립된 서류상의 회사에 불과하므로, 유동화증권에 대한 신용평가는 일반적인 Corporate 평가와는 그 성격 및 분석방식이 상이할 수 밖에 없다. 신용위험을 분석하는 대상이 발행기업이 아니라 SPC가 보유한 유동화자산으로 압축되며, 법률적, 구조적 위험에 대한 검토가 매우 중요하다는 점이 Corporate 평가와의 차이점이다.

유동화증권에 대한 신용평가란 기초자산으로부터 창출되는 현금흐름이 유동화증권의 원리금을 상환할 수 있는가를 판정하고, 유동화증권 원리금의 상환가능성을 제고하기 위해 이루어진 신용보강수준의 적정성을 평가하는 것이며, 유동화증권에 대한 신용평가는 일반적으로 아래와 같은 두 가지 측면에서 접근하게 된다.

[그림 8] 자산유동화증권의 주요 평가요소



첫째, 유동화증권의 일차적인 원리금상환재원이 되는 기초자산으로부터의 현금흐름이 예상대로 창출될 수 있는지를 분석·평가한다. (Collateral Risk)

둘째, 이렇게 창출된 현금이 궁극적으로 유동화증권의 원리금 상환에 정해진 스케줄에 따라 사용될 수 있는지를 분석·평가한다. (Structural & Legal Risk)

1. 법률위험(Legal Risk)

유동화증권은 구조화와 법률관계를 통해 상환재원의 확실성이 보장되기 때문에 각종 법률위험에 노출되어 있으며, 해당 위험에 대한 점검 내지는 위험의 최소화가 필수적이다. 법률위험이 발생 가능한 유동화구조에 대해서는 보완장치가 확보되었는지 확인하여야 하며, 그 적절성에 대해서는 관련 판례, 법무법인의 의견, 규제당국의 정책, 과거 사례 등을 고려하여 판단한다. 본 방법론에서는 Structured Finance 전반에 걸쳐 일반적으로 고려되는 법률위험에 대해 설명하고 있으며, 개별 자산유형별 특유의 법률위험에 대해서는 각 평가방법론에서 별도로 다루고 있다.

1) 진정양도(True Sale)

자산유동화는 특정자산을 자산보유자로부터 분리시켜 이를 유동화증권의 상환재원이나 담보로 제공하게 되며, 이 경우 자산보유자의 부도시 채권자들이 유동화자산에 대한 권리주장을 하게 된다면 자산유동화의 의미를 갖지 못한다. 자산보유자 파산에 대한 유동화자산의 절연(Bankruptcy Remoteness)은 자산유동화의 대전제이며 이를 위해서는 우선 자산의 양도가 진정한 것(True Sale)으로 인정받아야 한다.

자산유동화에 관한 법률 13조는 유동화자산 양도의 방식을 1) 매매 또는 교환에 의한 것, 2) 유동화자산에 대한 수익권 및 처분권은 양수인이 가질 것, 3) 양도인은 유동화자산에 대한 반환청구권을 가지지 아니하고, 양수인은 유동화자산에 대한 대가의 반환청구권을 가지지 아니할 것, 4) 양수인이 양도된 자산에 관한 위험을 인수할 것으로 규정하고 있으며, 이를 충족하여 이루어진 양도의 경우 담보권의 설정으로 보지 아니한다고 명시하고 있다. 실무적으로는 해당 양수도가 자산유동화에 관한 법률 13조의 요건을 충족하는지가 True Sale 여부 판단의 핵심이 되며, 경우에 따라서는 법무법인으로부터 관련 법률의견을 징구한다.

2) 사해행위 취소 및 부인권 문제

진정양도(True Sale)와 별도로 유동화관련 자산양도(신탁 포함)에 대해 사해행위 취소권(사해신탁취소권) 또는 부인권이 행사될 위험은 없는지에 대한 검토가 필요할 수도 있다. 자산의 양도 또는 신탁이 부인되거나 취소되면, 유동화회사는 유동화자산에 대한 배타적인 소유권을 인정받지 못하고 담보부 채권자와 동일한 지위에 놓일 수 있다. 취소권 또는 부인권 행사와 관련한 법률 규정은 일반 채권자의 이익을 해하는 목적은 법률 행위를 방지하고자 하는 취지이므로 대가의 적정성 등을 고려하여 유동화자산의 양도 또는 신탁이 자산보유자의 일반 채권자 이익을 침해할 가능성은 없는지 검토하여야 한다. 법원의 판례들^{15,16}은 사해행위(사해신탁) 여부, 취소권/부인권 행사 인정 여부를 구체적인 사안에 따라 행위 당시의 전후 사정을 종합하여 개별적으로 판단하고 있다.

3) 채무자 및 제3자 대항요건

유동화자산의 양도 이후 채권의 채무자와 제3자에 대하여 양수인이 새로운 채권자이며, 유동화자산에 대한 배타적인 권리를 주장할 수 있어야 한다. 따라서, 통지, 승낙 등 별도의 절차를 통해 양수인이 대항요건을 구비하고 있는지 혹은 추후 대항요건 구비가 가능한지에 대한 분석을 실시한다.

대항요건 구비여부 및 구비시점은 거래구조, 유동화자산의 특성, 목표신용등급 등에 따라 상이하다. 유동화자산 Pool이 소액 다수의 채무자로 구성되고 자산유동화법에 따라 유동화증권이 발행되는 경우에는, 유동화증권 발행 시점에는 양도 사실을 금융위원회에 등록함으로써 제3자에 대한 대항요건만 구비하고 자산보유자의 신용도가 하락하는 등의 사유가 발생하는 경우에 사후적으로 채무자에 대한 대항요건을 구비하는 방식을 취하는 것이 일반적이다. 이러한 경우에는 해당 Trigger 조건, 대항요건 구비절차 등을 감안하여 사후적인 채무자 대항요건 구비절차가 적절한 지에 대한 검토가 필요하다. 한편, 대항요건 확보 전에 채무자의 항변으로 인해 양수인에게 발생한 손해는 양도인인 자산보유자가 배상하는 것이 일반적이다. 또한, 유동화증권의 목표신용등급이 자산보유자의 신용도 이하인 경우 대항요건 확보와 관련한 절차가 생략되는 경우도 있다.

민법상 양도인이 양도대상 채권을 특정하여 채무자에게 양도 사실을 내용증명 우편으로 통지하거나 채무자로부터 승낙¹⁷을 득하는 경우 채무자에 대한 대항요건이 확보되며, 그러한 통지나 승낙이 확정일자 있는 증서에 의해서 이루어진 경우 세심자에 대한 대항요건도 확보된다. 다만, '자산유동화에 관한 법률'에서는 채무자 대항요건의 경우 채무자 소재 불명 등으로 내용증명 우편으로 발송한 통지가 2회 이상 반송된 경우에는 신문공고로 갈음할 수 있도록 하며, 제3자 대항요건의 경우 자산양도 사실을 금융감독

¹⁵ 대법원 2003.12.12 선고 2001다57884 판결. '채무자가 토지에 집합건물을 지어 분양하는 사업을 추진하던 중, 자금난으로 공사를 계속할 수 없게 되자 건축을 계속 추진하여 건물을 완공하는 것이 채무변제력을 회복하는 최선의 방법이라 생각하고 사업을 계속하기 위한 방법으로 신탁회사 사이에 신탁계약을 체결한 것은 채무자로서 최대한의 변제력을 확보하는 최선의 방법이었으며 공사를 완공하기 위한 부득이한 조치였다고 판단되므로 사해행위에 해당되지 않는다.'

¹⁶ 대법원 2001.10.26 선고 2001다19134판결. '채무초과 상태에 있는 채무자가 그 소유의 부동산을 채권자 중의 어느 한 사람에게 채권담보로 제공하는 행위는 특별한 사정이 없는 한 다른 채권자들에 대한 관계에서 사해행위에 해당한다고 할 것이나, 자금난으로 사업을 계속 추진하기 어려운 상황에 처한 채무자가 자금을 융통하여 사업을 계속 추진하는 것이 채무 변제력을 갖게 되는 최선의 방법이라고 생각하고 자금을 융통하기 위하여 부득이 부동산을 특정 채권자에게 담보로 제공하고 그로부터 신규자금을 추가로 융통받았다면 특별한 사정이 없는 한 채무자의 담보권 설정행위는 사해행위에 해당하지 않으며, 다만 사업의 계속 추진과는 아무런 관계가 없는 기존 채무를 아울러 피담보채무 범위에 포함시켰다면, 그 부분에 한하여 사해행위에 해당할 여지는 있다.'

¹⁷ 자산보유자와 채무자간의 기본거래계약 관계상 채무자의 승낙없이 채권을 양도할 수 없도록 규정되어 있다면 채권 양도시 채무자에 대한 통지 이외에 승낙까지 득해야 함.

위원회에 등록함으로써 요건을 갖춘 것으로 인정하는 특례 조항¹⁸을 마련하여 대항요건 구비와 관련한 부담을 완화하고 있다.

4) 장래채권의 양도가능성

한편 현존하지 않는 채권인 장래채권의 경우 채권의 양도성이 문제시 될 수 있는데, 판례¹⁹에서는 첫째, 양도 당시 기본적 채권관계가 어느 정도 확정되어 있어 그 권리의 특정이 가능하고(특정가능성), 둘째, 가까운 장래에 발생할 것임이 상당한 정도로 기대될 경우(발생가능성) 장래에 발생하게 될 채권이라도 양도의 대상이 될 수 있다고 보고 있다.

다만, 특정가능성, 발생가능성을 판단함에 있어서는 주관이 개입될 여지가 있어 주의가 필요하다. 특정 유형의 장래채권 양도와 관련해서는 법무법인에 따라서 양도가능성에 대한 의견이 다르게 나올 수 있으며, 과거 법원의 판례도 양도시점의 양도인의 재무상태 등에 따라서 양도가능성 인정여부가 상반되는 경우가 있다. 자산의 양도는 자산유동화의 핵심적인 부분이므로 법률적 논란이 있는 경우 추가적인 보완장치가 필요할 수 있다.

5) 규제 정책

경제활동과 관련하여 정책당국은 시장질서 유지, 금융시장 안정화 등을 위해 다양한 형태의 규제활동을 수행한다. 예를 들면, 자산보유자를 제한하고, 유동화대상자산의 범위를 한정하는 등 제반 법규 및 규제장치를 마련하여 적용하고 있으며, 이에 따라 자산유동화가 정책당국의 법규 및 규제장치에 비추어 적절한 절차와 구조화를 진행하고 있는지에 대한 분석도 필요하다.

2. 구조적 위험(Structural Risk)

구조적 위험은 유동화자산의 신용위험, 법률위험 이외의 유동화증권 상환재원 확보에 영향을 미칠 수 있는 모든 종류의 위험을 말하며, 관련 위험으로는 거래상대방위험, 자산혼잡위험, 금리/환율변동위험, 유동성위험, 조기상환위험 등이 있다. 구조적 위험에 대한 분석은 해당 위험요소가 유동화자산의 현금흐름 및 유동화증권 상환가능성에 미치는 영향은 무엇인지, 적절한 구조적 보완장치가 마련되어 있는지를 중심으로 이루어지며, 자세한 내용은 다음과 같다.

1) 거래상대방위험

유동화에 참여하는 거래상대방은 유동화증권 상환가능성에 직접적인 영향을 주는 거래상대방과 간접적으로 영향을 미치는 거래상대방으로 구분하여 분석할 필요가 있다. 신용공여 또는 유동성공여 형태로 외부신용보강을 제공하거나 스왑계약 상대방으로 참여하여 현금흐름에 영향을 미치는 경우에는, 해당 기관의 신용도가 유동화증권 상환가능성에 직접적으로 영향을 주는 것으로 간주하고 있다.

금융시장 발전과 함께 유동화 구조가 다양하고 복잡해짐에 따라, 신용공여 및 유동성 공여 형태 역시 연대보증, 채무인수, 자금보증 등 전통적인 방식에서부터 기초자산 매입확약, 사모사채 인수확약, Put Option, Total Return Swap, 정산계약 등에 이르기까지 다양하게 구현되어 왔다. 그리고 기초자산 자체가 참가계약 또는 장외파생상품계약 등의 계약상 권리로 구성되는 경우도 발생하는 등 거래상대방이 지급하는 재원이 사실상 유동화증권의 유일한 상환재원일 수도 있다. 유동화구조 및 거래관계, 현금흐름 분석 등을 통해 해당 거래상대방이 유동화증권 상환에 직접적으로 영향을 미치는지를 파악하며, 만약 유동화증권 신용도와 직접적으로 중요도가 높게 연계되는 상대방이라면 해당 거래상대방의 신용도가 유동화증권 신용등급에 부합하는지 여부를 검토하게 된다.

¹⁸ 자산유동화에관한법률 제7조

¹⁹ 대법원 1997. 7. 25. 선고 95다21624 판결, 대법원 1996. 7. 30. 선고 95다7932 판결 등

그러나 유동화증권 상환가능성과 직접적으로 연계되는 거래상대방인지 여부에 대한 판단은 유동화구조에 따라 달라질 수 있다. 예를 들어, 외부신용보강이 거래상대방의 신용도까지 통제하는 수준으로 제공된다면 Structured Finance 신용평가 일반론의 신용대체(Credit Substitution)에 따라 거래상대방에 대한 분석은 평가 과정에서 생략될 수 있다.

일반적으로 기초자산과 유동화증권간 통화 또는 이자율 불일치 위험을 통제하기 위해 파생상품계약을 체결하는 경우 거래상대방의 신용도는 유동화증권 상환가능성에 직접적으로 영향을 미치게 되는데, 이는 유동화기간 동안 해당 파생상품계약 조건에 따른 거래가 정상적으로 이루어져야 유동화증권 상환대금이 온전하게 확보할 수 있기 때문이다²⁰. 그러나 유동화구조 및 현금흐름 등을 통해 해당 거래상대방에 대한 분석이 생략될 수도 있는데, SPC가 파생상품계약에 따라 수령할 금원 전액을 발행시점에 선취하는 방식 등으로 거래상대방의 신용도를 절연하는 경우 등이 이에 해당한다.

반면, 업무수탁자, 자산관리자 등의 거래상대방은 유동화회사의 운영과 관련된 행정역할 등을 주로 담당하고 있는 만큼, 상기 언급한 거래참여기관과는 달리 유동화증권 신용도에 직접적으로 영향을 주지 않는 것으로 판단한다. 당사는 동 기관들이 위탁 받은 업무를 충분히 수행할 수 있을지에 대해 각 기관들의 신용도²¹ 또는 기존 유동화업무 수행이력 등을 감안하여 판단하며, 추가적으로 유동화유형 및 거래구조에 따라 관련업무의 중요성 및 난이도가 상이할 수 있으므로 이에 대한 정성적 판단도 수반하고 있다. 가령, 수탁업무의 난이도가 낮고 관련 운영위험이 적절히 통제되고 있다면, 유동화증권 신용등급보다 신용도가 낮은 거래상대방도 유동화에 참여할 수 있고, 신용등급을 보유하지 않은 거래상대방도 유동화에 참여할 수 있다. 또한, 신탁의 수탁자의 경우 신탁법에 신탁재산의 독립성과 수탁자의 파산위험으로부터의 절연이 명시되고 있어 수탁자의 신용도가 유동화증권의 신용도에 제약을 미치지 않는 것으로 판단한다.

2) 자산혼장위험(Commingling Risk) 분석

유동화자산으로부터 회수된 원금이 SPC의 자산관리계좌 또는 신탁 수탁자의 신탁추심계좌로 직접 입금되지 않고 자산보유자 또는 자산관리자 명의의 계좌로 입금될 경우 자산보유자 또는 자산관리자의 고유자산과 혼장될 위험에 노출된다. 이러한 혼장위험 해결을 위해서는 우선 일정기간 내에 유동화자산의 구분청구 및 회수시스템 구축이 가능한지 여부를 검토해야 한다. 소비자금융 자산의 유동화에 있어 동일차주에 대해 다수의 대출을 실행하고 일부 대출 건만 유동화할 경우에도 유동화자산과 자산보유자의 장부상 자산의 청구 및 회수가 분리될 수 있어야 한다.

자산관리자의 Credit Event 발생시 자산관리위탁계약을 해지하고 업무수탁자가 직접 대체자산관리업무를 수행하거나, 제3의 대체자산관리자를 선정하도록 하고 있다. 현금흐름분석 시에도 대체자산관리자 시스템 구축 비용 및 완료까지의 소요기간, 대체자산관리수수료 및 각종 통지비용 등을 감안하여 대체자산관리업무 수행에 따른 추가적인 손실을 반영함으로써 혼장위험이 통제되도록 한다. 다만, 상기 내용에도 불구하고, 자산보유자의 신용도가 우량한 경우에는 일부 완화된 조건을 적용할 수 있다.

3) 금리/환율변동위험

유동화증권과 유동화자산 간의 이자율 결정방식의 차이에서 나타나는 위험을 금리변동위험 또는 이자율위험이라 하며, 이러한 위험을 회피할 수 있는 장치가 유동화구조에 반영되었는가를 분석한다. 유동화증권은 변동금리부로 발행되는 반면 유동화자산이 고정금리부일 경우 이자율 변동위험에 노출되게 되며, 반대의 경우도 마찬가지이다.

²⁰ 파생상품계약 조건, 파생상품거래가 유동화 현금흐름에서 차지하는 비중 등에 따라 거래상대방의 신용도가 유동화증권 신용도에 미치는 영향력은 제한적일 수 있다. 예를 들어, 거래상대방의 신용도가 저하될 경우 추가담보를 제공받거나, 추후 지급할 금원 전액을 수령하는 등의 통제장치가 수반되어 있다면, 거래상대방 위험은 상당부분 경감될 여지가 있다. 이에 당사는 거래상대방 신용위험을 일률적으로 판단하기 보다는 거래상대방이 현금흐름에 미치는 영향, 거래상대방 신용위험을 경감하기 위한 구조적 장치 등 각 유동화 거래의 고유한 특성을 감안하여 이를 추가적으로 반영하기도 한다.

²¹ 당사 유효신용등급 뿐 아니라 국내외 신용평가사의 신용등급 모두를 감안할 수 있다.

가장 대표적인 통제 수단은 금융기관과 이자지급시점 및 금리 형태를 일치시키는 금리스왑계약을 체결하는 것이다. 신용위험을 판단하는 신용평가 입장에서 Market Risk의 일종인 금리변동위험은 통제되어야 할 위험요인이다. 금리스왑계약 등 체결에도 불구하고 ABCP 증액발행에 따라 스왑계약의 Notional Amount의 일부 차이, 유동화자산과 유동화증권의 기준금리 결정일 간의 일부 차이 등으로 인해 간혹 금리변동위험에 노출되는 경우 금리 Stress Test를 실시하여 그에 상응하는 수준의 충분한 Excess Spread를 SPC가 보유하게 하는 방식 등으로 일정부분 금융변동위험을 완화시키고 있다.

이외에 금리변동위험과 유사하게 환율변동위험도 있을 수 있는데, 이는 유동화자산으로부터 현금유입 통화와 유동화증권의 현금 지급 통화가 다를 경우 발생하는 위험이다. 환율변동위험에 대한 접근방식도 금리변동위험에 대한 접근방식과 동일하여 금융기관과 스왑계약을 체결하여 환율변동위험을 통제하며, 일부 Notional Amount의 차이에 대해서는 환율 Stress Test를 통해 현금흐름에 문제가 없는지 확인하고 있다.

4) 유동성위험

유동성위험은 SPC 현금흐름의 일시적인 불일치, 즉 유동화증권의 원리금 상환스케줄과 유동화자산의 현금유입 스케줄 간 Mismatch에서 비롯되는 위험이다. 일반적으로 흔히 발생하는 유동성위험은 유동화증권 차환발행위험, 이자소득 원천징수 관련 위험, 이자지급시점 차이에 따른 위험이 있다.

유동화증권 차환발행위험 : 유동화자산의 만기가 유동화증권 발행기간보다 장기인 경우에 시장금리 상승 등의 요인으로 사전에 예정된 차회차 유동화증권 발행이 불가능하게 되는 경우 유동화자산의 신용위험과는 별개로 기 발행 유동화증권은 부도에 직면하게 된다.

이는 일반적으로 금융기관 등이 매 회차 유동화증권 발행일에 사전에 정해진 유동화증권 할인을 Cap 이내로 매입을 보장하는 조건으로 체결된 유동화증권 매입보장약정을 통해 통제된다. 은행의 경우 신용공여약정에 더하여 유동화증권 매입약정이 함께 제공되는 것이 일반적이며, 증권회사의 경우에는 내부 리스크 관리목적으로 신용위험회피조항을 포함하고 있는 조건부 유동화증권 매입보장약정을 보통 제공하고 있다.

신용위험회피조항은 유동화자산의 등급조건부로 대부분 설정되며, 유동화자산의 신용등급이 일정 신용등급 이하로 하향 조정되는 경우 증권회사의 유동화증권 매입보장약정 의무가 면제되도록 구조화되고 있다. 그리고 이러한 유동화증권 매입보장의무 면제에 따른 차환발행위험을 통제하기 위해, 일반적으로 신용위험회피조항이 유동화자산의 강제 조기상환사유를 구성하는 경우²²가 대부분이다. 유동화증권의 신용등급은 유동화자산과 유동화증권 매입보장기관의 신용등급 등을 고려하여 결정되며, 이러한 등급 결정과정은 차환발행위험이 내재된 모든 유동화 구조에서 동일하게 적용된다.

이자소득 원천징수 관련 위험 : 유동화자산으로부터 발생하는 이자소득에 대하여 관련 법령상 부과되는 원천징수로 인하여 발생하는 유동성위험으로서 일반적으로 CDO 구조에서 발생한다. 법인세법 및 지방세법에 따라 이자소득의 일정 비율만큼 차감한 금액을 SPC가 수취하게 됨에 따라 해당금액만큼의 현금흐름이 부족하게 되며, 이러한 일시적 유동성위험을 통제하여야 한다.

통제방법으로는 금융기관의 운전자금대출, 채무자의 SPC에 대한 후순위 대출, 유동화증권 증액 발행 등이 있다. 주의할 점은 유동성보강으로 SPC에게 비용부담이 발생할 경우에는 해당 비용을 충당할 수 있는 수준의 유동화자산과 유동화증권 간 Excess Spread의 확보가 필요하기 때문에 그에 대한 현금흐름 분석을 실시한다. 다만, 신용등급 부여 시점에 예측할 수 없는 조세 및 법제도 변경 등과 관련한 위험은 고려하지 않는다.

²² 예를 들어, 부동산 PF 유동화에서 증권회사의 ABCP 매입약정상 신용위험회피조항이 유동화자산의 기한이익상실사유에 포함되는 경우가 이에 해당한다.

이자지급시점 차이에 따른 위험 : 유동화자산의 이자지급이 후급이고, 유동화증권의 이자지급은 선급일 경우 발생하는 유동성 위험으로서 이는 금융기관의 운전자금대출, 유동화증권 증액 발행, 스왑계약 체결 등을 통해 통제하고 있다. 여기에서도 주의 할 점은 이자소득 원천징수 관련 위험의 경우와 마찬가지로이다.

5) 조기상환위험

조기상환위험은 유동화자산으로부터의 현금흐름 유입시점이 예상과 달라짐으로 인해서 발생하는 위험이다. 유동화자산의 현금유입이 예상보다 빨라지는 경우 Excess Spread의 감소, Idle Money의 발생 등이 SPC의 현금흐름에 영향을 미칠 수 있으며, 반대의 경우 예정된 유동화증권 상환재원이 부족해질 수 있다.

기초자산의 현금흐름을 그대로 유동화증권 투자자에게 이전하여 배분하는 Pass-through형 증권이 보편화된 해외와 달리, 국내에서 발행되는 유동화증권의 대부분은 불규칙한 현금유입을 정해진 유동화증권의 원리금상환 스케줄에 맞추는 Pay-through 구조이므로 조기상환위험과 관련하여 Time Tranching, Call Option부 유동화증권 발행, 차환발행구조, 유동성공여/신용공여 등의 보완장치가 사용되는 경우가 많다.

6) 재투자위험

재투자위험은 SPC가 유동화증권 상환 이전에 여유자금을 운영하는 과정에서 발생하는 위험을 말한다. 재투자위험은 업무위탁계약서에 구체적인 운용기준을 명기함으로써 관리되며, 투자대상의 신용도, 금융상품의 만기, 투자 비중 등이 통제되고 있다. 또한, SPC의 현금흐름 분석 과정에 현재의 수익률 수준 및 향후 변동가능성을 고려하여 재투자위험을 검토한다.

3. 유동화자산의 신용위험(Collateral Risk)

유동화자산의 신용위험²³은 유동화자산의 연체, 부도 등으로 인해 유동화증권 상환재원이 부족할 수 있는 위험을 말한다. 신용위험 분석은 유동화증권 신용등급 수준의 스트레스 상황에서 유동화증권 원리금 상환재원 확보가 가능한 규모의 현금흐름이 유동화자산으로부터 창출될 수 있는지를 분석·평가하는 것이다.

1) 자산보유자 분석

유동화자산의 특성, 발생 및 회수가능성이 자산보유자로부터 절연되고, 자산보유자가 유동화자산과 관련하여 추가적인 의무를 부담하지 않는 경우 자산보유자에 대한 분석이 별도로 필요하지 않다.

²³ 개별 기초자산의 신용도 또는 부도율은 유효신용등급으로 판단할 수 있다. 유효신용등급은 평가대상에 따라 무보증 선순위사채, 후순위사채, 보험지급능력평가(IFSR), 담보부사채, Issuer Rating, 기업어음/단기사채 등 다양하므로, 유효신용등급 대상의 성격, 기초자산의 특징 및 유동화구조 등을 감안하여 개별 자산의 신용도를 판단하기에 적절한 수준으로 유효신용등급을 조정하여 사용할 수 있다. 예를 들면, 기초자산의 신용위험을 판단하기 위하여 선순위 사채의 신용도에 준하는 신용등급이 필요하지만 당사가 해당 채무자에 대한 후순위 사채나 담보부 사채의 신용등급만을 보유하고 있는 경우가 이에 해당한다. 그리고 장기 신용등급이 필요하지만 기업어음이나 단기사채의 단기 신용등급만을 보유하고 있는 경우도 마찬가지이다. 이러한 경우 당사 평가지침 및 내부 매뉴얼/가이드라인, 신용평가 일반론 등에 따라 유효신용등급을 기초자산의 신용도를 판단하기에 적합한 신용등급으로 조정하여 사용할 수 있다. 이중 장단기 신용등급간 조정은 당사 “KIS 신용평가 일반론”의 장단기 신용등급 상관관계를 감안하며, 유동화구조 및 기초자산 등에 따라서는 별도의 분석작업 및 평가위원회 절차 등이 수반되지 않을 수 있다. 예를 들어 장기 신용등급이 AA- 이상인 경우 장단기 신용등급 상관관계에 따라 단기 신용등급은 A1이 부여되므로 장기 신용등급이 AA-이상이라면 단기신용도는 별도 분석이나 평가위원회 절차 없이 A1으로 간주하여 적용하고, 하이브리드증권과 같이 장기 신용등급 기준으로 Notch 조정이 이루어지는 경우에도 해당 장기 신용등급에 대응하는 단기 신용등급의 하한을 적용할 수 있다. 그리고 이러한 유효신용등급간 조정은 당사가 부여한 유효신용등급 뿐 아니라 국내 타 신용평가사 및 해외 신용평가사 신용등급을 참조하는 경우에도 동일한 방식으로 적용되며, 실제 조정여부 및 조정수준 등 자세한 내용은 평가위원회에서 결정한다.

그러나 소매자산과 같이 영업정책 등의 차이로 자산보유자에 따라서 유동화자산의 질적 특성 및 회수성과가 다르게 나타나는 거래, 장래채권 유동화 등 자산보유자가 지속적으로 유동화자산을 발생시키는 것이 중요한 거래, 자산보유자가 추가적인 담보책임을 부담하는 거래 등 실제 유동화자산의 현금흐름이 자산보유자의 신용상태에 영향을 받는 거래도 있다. 이러한 거래와 관련해서는 유동화자산의 발생 및 회수 가능성 판단을 위해 자산보유자에 대한 분석을 병행하는 것이 필요할 수 있다.

자산보유자의 신용상태는 별도의 분석을 통해 이루어지게 되며, 이는 일반기업에 대한 평가방법과 크게 다르지 않다. 경우에 따라서는 자산보유자의 신용상태 외에도 기초자산과 관련된 자산보유자의 영업 전략, Underwriting Guideline, 채권추심 및 대손정책 등에 대한 분석도 필요할 수 있다. 자산보유자에 대한 분석의 범위 및 강도는 자산보유자가 미치는 영향의 수준에 따라 달라질 수 있다.

2) 기초자산 분석

기초자산 분석은 기초자산의 예상현금흐름 및 그 변동성에 대한 분석을 말한다. 기초자산 분석은 자산의 특성 분석, 유동화 기초자산의 현금흐름에 영향을 미칠 수 있는 변수 추출, 기본위험 추정, 시나리오 또는 스트레스 테스트 등의 단계를 거쳐서 이루어진다. 구체적인 분석 방식은 자산유형별로 상이하며 세부적인 내용은 각 평가방법론에 기술되고 있으나, 기초자산 유형 및 특성 등에 따라 크게 둘로 분류하여 일반적인 사항을 정리하면 다음과 같다.

[표 3] 자산유형별 신용위험 분석방식

방법론 명칭	소매자산	도매자산
특성	소액, 다수의 분산된 자산 Pool	거래, 소수의 집중도가 높은 자산 Pool
주요 자산유형 ^{주)}	오토론, 신용카드채권, 개인대출채권, NPL, 단말기할부대금채권 등	기업대출채권, 회사채, 기업대출채권, 부동산 PF Loan 등
주요 위험변수	대손율, 연체율, 조기상환율, 낙찰가율 등	부도율, 회수율 등
기본위험 산정방식	Historical Performance에 대한 분석을 통한 기본 위험 추정	유동화자산에 대한 개별적인 신용도 분석
Stress Test	목표등급별 배수(Multiple) 또는 과거실적자료의 확률분포를 이용한 스트레스 시나리오 설정	시뮬레이션 등의 모델링 기법(CDOROM을 통한 정량적 분석) 또는 시나리오에 기반한 목표등급별 스트레스 설정

주) 자산유형만으로 소매자산과 도매자산의 구분이 결정되는 것은 아님. 예를 들어, 기업대출채권의 경우 다수의 Pool로 구성된 자산이 있을 수도 있음.

3) 신용보강

유동화증권의 상환재원은 유동화자산으로부터 창출되는 현금흐름에서 비롯되므로 유동화증권의 신용등급은 기본적으로 유동화자산에 내재된 신용위험에 연계된다. 그러나 아래와 같은 내·외부 신용보강장치를 활용하여 유동화증권의 상환가능성을 제고하고 보다 높은 등급의 유동화증권을 발행할 수 있으며, 이 경우 해당 신용보강의 적정성에 대한 분석이 실시된다.

내부신용보강(Internal Credit Enhancement) : 유동화구조상에서 내부적으로 이루어지는 신용보강을 의미한다. 대표적인 수단으로 후순위사채(Subordinated Bond) 발행, 초과담보(Overcollateralization)²⁴, 초과수익(Excess Spread), 유보금(Cash Reserve) 설정, 양도인의 담보책임 등이 있다.

외부신용보강(External Credit Enhancement) : 외부신용보강장치는 유동화증권의 원리금 스케줄을 맞추기 어려운 경우, 유동화자산의 신용도나 자산가치 또는 Cashflow만으로 유동화증권 신용등급에 미치지 못하는 경우, 법률위험 또는 유동화 구조에 내재된 본질적 위험을 해결하기 어려운 경우에 이를 통제하기 위하여 제3의 기관이 SPC에게 제공하는 형태로 이루어지고 있

²⁴ 일반적으로 신박구조에서 제1종 수익자에 대한 수익지급의 확실성 제고를 위해 충분한 수준의 자산을 신탁한 이후 선, 후순위를 구분하여 수익권 증서를 발행한다.

다. 구체적인 수단을 살펴보면 신용공여약정, 자금보증약정, 기초자산 매입확약, 사모사채 인수확약, 담보대출확약, ABS 보증보험, Credit Default Swap 등이 있으며, 신용보강의무는 실질적으로 조건 없는 의무로 계약서가 구성된다.

4. 정성적 분석

자산유동화 신용평가는 기초자산의 성격 및 유동화구조 등에 따라 일부 차이가 있으나, 기초자산의 Historical Data 등을 기반으로 하는 정량적 분석에 상당부분 의존하고 있다. 이러한 정량적 분석방법론은 분석과정의 정교함을 높여 신용등급의 정확성과 안정성을 제고하는 동시에, 시장 참여자들의 자산유동화 신용평가에 대한 이해도 증진에도 기여하고 있다. 그러나 당사는 정량적 분석방법론에 따라 신용등급을 일괄적으로 산정하지 않고 있으며, 최종 신용등급은 정성적 분석을 통한 검토작업을 거친 후 이를 반영하여 결정하고 있다. 구조화 과정에서 계량화하기 어려운 다양한 위험 및 신용평가 요소가 존재함에 따라 정성적 분석이 필요하기 때문에, 이로 인해 정량적 분석방법론에 따라 산출된 신용등급과 실제 신용등급과는 차이가 발생할 수도 있다.

예를 들어, 개별 정량적 분석방법론에서 제시하고 있는 스트레스 수준, 채권별 상관관계 등의 주요 가정들은 절대적인 기준이 아니다. 자산보유자의 신용도, 과거 실적자료의 특성, 개별채권의 특성, 시장전망 등에 대한 검토작업을 토대로, 정성적 판단에 따라 일부 상이하게 적용될 수도 있다. 또한 자산보유자가 제공하는 실적자료가 충분하지 않거나 데이터 처리기준이 통일되지 못한 경우 등에도 정성적 판단을 병행하여 정량적 분석과정을 질적으로 보완하고 있다.

정성적 분석의 중요도는 기초자산 및 유동화구조의 특성 등에 따라 차별적일 수 있고, 정성적 판단의 기준 역시 규제나 시장의 변화 등에 따라 변동될 수 있다. 다만, 과거 사례, 실적 추이, 경제환경 등을 기반으로 이루어지는 판단과정이 시장의 Consensus에 부합하는 지에 대하여 지속적으로 검토과정을 거쳐 정성적 분석의 질을 높이고자 노력하고 있다.

5. 신용등급의 결정

신용등급을 결정하는 단계에서 유동화자산의 신용위험 분석 시 실시한 Scenario 또는 Stress Test 결과와 신용보강을 반영한 현금흐름에 대한 최종적인 점검이 이루어진다. 이는 현금유입액이 유동화증권 원리금 상환 및 유동화관련 제반 비용 지급에 충분한지를 확인하는 것이다.

일반적으로 신용등급의 결정 과정에서 본 평가방법론에 언급된 요소들이 모두 고려되는 것은 아니다. 기초자산의 특성, Risk Profile, 신용보강수준, 개별거래의 특수성 등에 따라 분석의 포인트 및 신용등급 결정에 영향을 미치는 주요 요소는 달라질 수 있으며, 일부 요소에 대한 분석은 생략될 수 있다.

따라서, 해당 거래와 관련된 법률위험, 구조적위험, 유동화자산의 신용위험, 정성적요인, 현금흐름 등에 대한 분석과 판단 결과에 따라 유동화증권의 신용등급이 결정된다.

IV. 기타 고려사항

1. 신용대체(Credit Substitution)

신용대체는 제3의 기관이 유동화증권 전액 상환이 가능한 규모의 신용보강을 적절한 조건으로 제공하여 유동화증권의 신용등급이 신용보강을 제공하는 기관의 신용도로 대체되는 것을 말한다.

유동화자산 또는 유동화자산 차주의 신용도만으로는 목표신용등급을 달성하기 어려운 경우 제3의 기관의 신용보강에 기초하는 신용대체 방식의 구조화가 추진된다. 지급보증약정, 채무인수약정, 신용공여약정, 신용공여성 ABCP 매입약정, 자금보증약정, 사모사채인수확약, 자산매입확약 등²⁵이 국내에서는 신용대체를 위한 보강방법으로 많이 활용되고 있다. 신용대체와 관련한 주요 분석요소는 다음과 같다.

- **신용보강 규모의 충분성:** 해당 신용보강은 유동화증권 원리금 및 SPC의 비용지급 등에 충분한 규모로 제공되어야 한다.
- **신용보강 제공의 적기성:** 해당 신용보강이 여하한 항변권 없이 유동화증권 원리금 지급을 위해 필요한 시점에 제공될 수 있는지에 대한 점검이 필요하다.
- **관련 계약의 법적 구속력:** 해당 신용보강 계약은 무조건적(Unconditional), 취소불능(Irrevocable)의 조건²⁶으로 적법·유효하게 체결되어야 한다.

위의 조건이 충족되어 신용대체가 인정되는 경우 유동화증권의 신용등급은 유동화자산(또는 유동화자산 차주)의 신용도와 신용보강기관의 신용도 중 높은 쪽으로 결정된다. 대부분의 경우 신용보강기관의 신용도가 더 높으므로 유동화증권에 대하여 신용보강기관과 동일한 신용등급이 부여된다.

신용대체 방식의 구조화 거래에 대해서는 해당 신용보강기관의 신용도 및 신용보강의 충분성, 적기성 및 법적 구속력 등에 분석의 초점이 맞춰지고, 결국 신용보강기관의 신용도가 신용등급 결정의 핵심 요소가 된다. 유동화자산(또는 유동화자산의 차주)의 신용도를 대체하여 신용보강기관의 신용도가 유동화증권 신용등급을 결정하므로, 차주, 유동화자산, 담보자산에 대한 분석은 정도를 완화하거나 생략할 수 있다.

신용대체 방식의 구조화에서 주로 사용되는 신용보강 유형은 다음과 같다. 다만, 금융시장의 성장 및 발전에 따라 새로운 유형의 신용보강 방식이 지속적으로 등장하고 있으므로 신용대체 효과를 인정할 수 있는 신용보강 방식이 아래에 국한되는 것은 아니다.

- **유동화자산에 대한 보증:** 연대보증, 채무인수, 기타 보증 등이 주로 활용되며, 해당 보증 제공 주체가 유동화자산 채무자와 연대하여 변제 의무를 부담하거나, 일정 사유 발생시 유동화자산 채무자의 채무를 인수하게 함으로써 유동화자산의 신용도를 제고하는 방식이다. 부동산 개발사업의 시공사, 유동화자산 채무자의 특수관계인 등이 보증인이 되는 경우가 일반적이나, 다른 유형의 기관이 보증을 제공하는 경우도 있다.
- **유동화증권에 대한 보증:** ABCP, ABSTB, ABS 등 유동화증권에 대하여 직접적인 보증이 제공되는 경우를 말한다. 보증문구가 명기된 유동화증권 인수계약, 별도의 지급보증계약 등이 일반적으로 활용되나, 증권의 유형 등에 따라 다양한 방식으로 보증이 구현될 수 있다.

²⁵ 신용보강의 대상에 따라 유동화자산에 대한 보증·채무인수, 유동화증권에 대한 보증·채무인수, 유동화회사에 대한 신용공여·자산매입확약 등으로 분류할 수 있다. 다만, 형식상 차이에도 불구하고 신용대체라는 관점에서 목적 및 효력은 실질적으로 동일하며, 유동화자산에 연대보증, 채무인수 등이 내포되어 유동화되는 경우에도 신용대체의 관점에서 분석된다.

²⁶ 이러한 조건의 충족 여부는 실질적인 관점에서 이루어진다. 예컨대, 관련 계약에 특정 조건이 부여되어 있더라도 해당 조건이 충분히 달성가능한 내용으로만 구성되어 있다면 등급부여가 가능하다.

- **자금대여약정:** 신용공여약정, 자금보충약정 등을 통해 사전에 설정된 조건으로 자금을 대여하기로 약정하는 방식의 신용보강 행위이다. 금전소비대차약정이라는 특성상 자금대여주체의 유형 및 신용도에 따라서는 추가적인 보완 수단이 요구될 수도 있다. 자금대여약정은 유동화회사를 상대방으로 하는 경우가 일반적이나, 추가적인 보완장치가 마련된 경우에는 유동화자산의 차주에 대하여 체결된 자금대여약정의 신용대체효과가 인정될 수도 있다.
- **신용공여성 유동화증권 매입보장:** 기발행한 유동화증권 상환재원 확보를 위하여 유동화회사가 발행하는 기업어음, 사모사채 등 신용공여성 유동화증권을 은행, 증권사 등의 금융기관이 정해진 조건으로 매입하기로 약정하는 방식의 신용보강 행위이다.
- **자산매입약정:** 약정된 가격으로 특정 자산을 유동화회사 등으로부터 매입하는 약정이다. 증권회사의 유동화자산(대출채권) 매입확약이 가장 대표적인 유형이나, 자산양수도계약, Put Option 등도 유사한 목적으로 사용되고 있다. 거래 유형에 따라서는 적절한 통제장치와 함께 유동화자산에 부수하는 담보자산에 대한 매입약정이 활용되기도 한다. 경우에 따라서는 미이행쌍무계약의 특성상 매수인의 유형 및 신용도에 따라서 추가적인 보완 수단이 요구될 수도 있다.

한편, 신용대체 방식의 구조화 거래에 복수의 신용보강기관이 참여하는 경우, CDO 평가방법론을 준용하여 유동화증권의 신용등급 결정에 CDOROM²⁷을 통한 정량적 분석기법을 활용할 수 있다²⁸. 다만, 정량적 요인만으로 신용등급이 결정되는 것은 아니며, 각 신용보강기관의 신용도, 각 신용보강기관 간 부도상관관계 등을 감안한 정성적 요인 또한 신용등급 결정에 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어 다수의 AAA 신용등급 은행이 신용보강을 분담하는 구조에서, CDOROM 분석을 통한 정량적 분석결과에서는 참여기관 모두가 신용보강을 이행할 가능성이 AAA 신용등급에 다소 미치지 못할 수 있지만, 신용보강기관 간 상관관계가 높다는 점 등의 정성적 판단결과를 기초로 해당 평가위원회의 판단에 따라 AAA 신용등급을 부여할 수 있다.

결합부도분석

이론적으로 유동화자산(또는 차주)과 신용보강기관의 부도상관관계가 낮은 경우 결합부도분석(Joint-Default Analysis, 이하 "JDA")을 통하여 신용도를 산출할 수 있다. Joint Support Obligation에 적용될 수 있는 JDA의 주된 논리는 유동화자산 및 신용보강기관 모두 부도가 발생할 확률은 신용보강기관의 부도 발생확률과 같거나 더 낮다는 것²⁹이며, 이러한 JDA의 개념은 구조화 금융 개별 거래의 다양한 특성을 반영하기 위한 여러가지 시나리오 분석 기법의 단초를 제공하기도 한다. JDA의 적용은 제한적으로 이루어지며, 구조화금융상품의 유형, 개별 거래의 특수성 등을 고려하여 평가위원회에서 Case-by-Case로 적용여부를 결정한다.

부분적 지원(Partial Support)

부분적 지원(Partial Support)이란 보증과 같은 Full Support가 아니라 지원유지계약(Maintenance Agreement) 등과 같이 제한된 수준으로 지원³⁰이 제공되는 것을 말한다. 이러한 부분적 지원은 완전한 법적 보증에 미치지 못하므로 신용대체가 인정될 수

²⁷ CDOROM은 시뮬레이션을 이용해 기초자산 포트폴리오의 부도 행태를 분석하는 방법이며, 자세한 내용은 CDO 평가방법론을 참고하기 바란다.

²⁸ 가령, n개의 신용보강기관이 필요한 신용보강규모의 1/n씩 신용보강을 약정하는 경우, n개 기관 모두가 해당 신용보강의무를 이행하여야 유동화증권 상환재원 확보가 가능하다. 이러한 경우 CDOROM을 활용하여 5개 기관 모두 부도가 발생하지 않을 가능성을 정량적으로 분석한 후 신용등급 결정에 활용할 수 있다. n개의 기관이 필요한 신용보강규모의 100%를 중첩적으로 보강하고 있는 경우에도 CDOROM을 통한 정량적 분석이 가능하다.

²⁹ 신용등급이 낮은 업체가 부도나는 사건을 "L"로 표현하고, 등급이 높은 업체가 부도나는 사건을 "H"로 표현할 경우, 두 업체 모두에게 부도가 발생할 확률은 'P(L and H) = P(L|H) x P(H)'라는 수식으로 표현할 수 있다. 현실적으로는 신용도가 높은 업체가 부도난다고 할 때 신용도가 낮은 업체의 조건부 부도발생 확률은 두 가지 극단적인 경우 즉, 완전종속, 강한 상관관계의 P(L|H)=1인 경우와 서로 독립적인 경우인 P(L|H)=P(L)인 경우 사이에 위치하게 된다. 여기에 두 업체 간의 부도상관관계에 따라서 0과 1사이의 값을 가지는 상관관계 가중치 W라는 개념을 추가하여 L이라는 업체와 H라는 업체의 결합부도확률을 수식으로 나타내면 P(L and H) = W*P(L and H|W=1) + (1-W)*P(L and H|W=0) = W*P(H) + (1-W)*P(L)*P(H)로 정리할 수 있다. 이 수식을 기초로 지원관계가 있는 채무(Jointly Supported Obligation)에 대한 등급은 상관관계가중치(Correlation Weight)를 판단함으로써 산정할 수 있으며, 두 업체 간의 상관관계가 낮은 경우 이론적으로 두 업체의 신용도를 초과하는 신용등급이 부여될 수 있다.

³⁰ 부분적 지원은 일반적으로 법적 구속력이 약한 지원의지의 표명 등에 따라 인정되는 지원을 말하며, 중국 본토의 모기업이 역외 자회사의 자금 조달과 관련하여 제공하는 Keepwell Deeds 등이 부분적 지원의 대표적인 예이다. Keepwell Deeds에는 일반적으로 해당 자회사에 대한 지원유지, 해당 자회사의 계속기업으로서의 지위 유지, 해당 채권 원리금 적시 상환이 가능한 수준의 유동성 보유 등에 필요한 지원을 제공하겠다는 등의 내용이 포함된다.

는 없지만, 지원가능성이 충분히 인정되는 경우 피지원기업의 신용도와 지원제공 주체의 신용도 사이의 수준에서 등급 부여가 가능할 수 있다.

부분적 지원은 지원의 범위, 방식 및 시기 등을 달리하는 다양한 유형의 지원유지계약에 따라 이루어지며, 공기업 등에 대한 정부 지원과 같이 경우에 따라서는 별도의 문서 없이 부분적 지원이 인정되는 경우도 있다. 부분적 지원은 법적인 보증이 아니므로 관련 계약서의 내용보다는, 경제적 실질 측면에서 개별 거래별로 1) 지원을 제공할 경제적 유인, 2) 채무불이행 발생가능성 완화와 관련한 구조적 특성 및 3) 지원주체의 강한 지원 의지 표명 등을 고려하여 적시에 완전한 지원이 제공될 가능성이 어느 정도인지에 대한 판단이 필요하다. 지원가능성 인정 여부는 Case-by-Case로 평가위원회에서 결정하며, 부분적 지원이 등급산정에 반드시 반영될 수 있는 것은 아니다.

부분적 지원은 다양한 유형이 있을 수 있으나 대부분의 경우 지원제공 주체와 피지원 기업은 모회사-자회사의 관계인 경우가 많다. 회사의 경제적 중요성, 양자간 통합정도, 모회사의 평판위험, 과거의 지원 이력 등을 고려하여 지원가능성을 분석하고 이를 신용도에 반영한다.

2. 담보자산

자산유동화에 있어서도 담보부사채와 같이 차주의 채무불이행시 해당 채권의 회수율을 제고하는 것을 목적으로 부동산, 예금, 주식 등 다양한 담보가 수반되는 경우가 있다. 그러나 담보자산이 유동화자산의 상환가능성, 회수율 등에 미치는 영향은 구조 및 거래 유형, 담보자산의 가치 및 특성에 따라 매우 큰 차이를 보이고 있다.

예를 들면, 부동산 PF 유동화의 경우, 사업부지, 차주 주식, 분양수입금 계좌 등이 대출의 담보로 제공되는 경우가 많지만, 시행사 위험, 부지확보 위험, 인허가 위험, 준공 위험 등의 다양한 위험요인이 있고, 사업진행 단계에 따라 제공된 사업부지 가치의 변동성이 클 뿐만 아니라 대출채권 대비의 LTV 수준도 높은 경우가 많다. 따라서 부동산 PF 유동화에 있어서의 담보자산 성격은 회수율 제고를 위한 신용보강 차원이라기보다는 채무인수나 자금보충을 제공하는 신용보강기관(시공사, 금융기관 등)이나 대주의 입장에서 차주 통제, 자금관리, 사업안정성 확보 등을 목적으로 하여 제공되는 것이 일반적이다. 이러한 부동산 PF 유동화에 대해서는 신용보강을 제공하는 시공사 혹은 금융기관의 신용도에 기초하여 신용등급이 부여되고 있으며, 이에 따라 담보자산에 대한 별도의 분석을 실시하고 있지는 않다.

한편, 담보자산이 유동화증권의 신용도에 유의미한 영향을 미친다고 판단되는 동시에 해당 담보물건 가치 분석을 위한 자료가 있을 경우에 담보가치에 대한 별도 분석을 실시하여 이를 신용등급에 반영할 수 있다. 담보자산이 신용도에 영향을 미치는 경우에는 주요 등급 결정논리에 담보자산 가치의 반영여부를 기술한다. 담보자산을 고려한 신용등급 결정방식은 차주 특성, 부종성(附從性)³¹ 통제 여부에 따라 아래와 같이 크게 두 가지 유형으로 구분할 수 있다.

먼저, 유동화자산 차주의 신용도를 기준으로 Notching 여부를 판단하는 방식이다. 일반적으로 담보권의 부종성에 대한 통제는 이루어지지 않으므로 유동화자산 차주에게 회생절차 또는 워크아웃이 개시되는 경우 담보권 행사가 제약을 받을 수 있을 뿐 아니라 채무재조정 관련 위험에도 노출될 수 있다. 담보제공 여부는 차주의 부도율 자체에 영향을 미치지 못하는 못하며 부도 후 회수율을 제고하는 것이므로 이러한 요인을 고려하여 '담보부채무 Notching Guideline'에 따라서 유동화자산 차주의 신용도로부터의 Notching이 이루어진다.

다음으로는, 담보자산의 가치나 현금흐름 등에 기반하여 판단하는 방식이다. 차주의 통제를 바탕으로 담보자산으로부터 발생하는 현금흐름이나 담보자산의 매각 등을 통한 현금흐름이 유동화증권의 상환재원으로 상환될 수 있도록 구조화된 경우이다. 즉, 해당

³¹ 법률적으로 어떠한 권리의 성립, 존속, 소멸 등이 주된 권리와 운명을 같이하는 성질을 말한다.

담보물건의 가치 및 현금흐름 창출능력이 유동화증권의 상환가능성에 보다 직접적으로 연계되는 경우가 이에 해당한다. 그러나 이러한 분석기법은 차주가 해당 물건 취득만을 목적으로 설립된 SPC로서, 차주의 행위가 엄격한 통제 하에 있는 등 차주 위험요인이 통제된 경우에만 가능하다.

3. 담보부채무 Notching Guideline

Notching이란 Issuer의 금융채무에 대한 전반적인 상환가능성을 나타내는 Issuer 등급과, 특정 채권의 조건까지 감안된 신용등급(Issue-Specific Rating) 간에 차이를 두는 것을 말하며 구체적으로는 부도시 각 채권이 입게 될 손실률을 감안하여 그 손실규모에 따라 각 채권의 신용등급을 차별화하는 것을 의미한다. Notching을 결정하는 요인으로는 청구권의 순위 및 담보의 유무에 따른 예상 회수율의 차이, 기타 신용보강 등이 있다. 발행회사의 Issuer 등급을 출발점으로 하여 Capital Structure 상 변제 순위, 담보가치 분석과 환가를 추정 등을 통해 예상회수율을 산정한 후 다음 [표 4]의 Notching Guideline에 따라 최종적인 등급 결정에 Notching이 적용될 수 있다. 다만, 이와 같은 정량적 분석의 결과에만 전적으로 의존하여 Notching 적용 여부 및 Notching의 정도가 결정되는 것은 아니며, 계량화하기 어려운 다양한 요소에 대한 정성적 판단 등에 따라서는 Notching이 적용되지 않거나, Guideline과 다르게 적용될 수도 있다.

[표 4] 담보부채무 Nothing Guideline

예상회수율	Issuer Rating 대비 Notching 수준	대표적인 채무유형
80~100%	1 ~ 2	담보부사채, 담보부 Loan 등
60~80%	0 ~ 1	담보부사채, 담보부 Loan 등(담보효과 상대적으로 약함)
40~60%	0	선순위 무보증사채, 담보가 없는 Loan 등

Notching은 담보부사채, 담보부 대출채권의 신용도 산정에 일반적으로 사용되나, 증권특성 및 담보조건에 따라서는 구조화금 응용에도 동일한 접근 방식이 적용될 수 있다. 자체 신용도 산정이 가능한 유동화자산에 추가적인 담보가 제공하는 경우, 유동화자산 부도 후 담보처분을 통한 회수율을 추가적으로 고려하여 유동화자산의 자체 신용도 대비 상향 Notching이 가능하다. 다만, 투자등급 상품의 일반적인 투자자들은 기대손실율보다 부도가능성 자체를 중시하는 경향이 있는데 반해, 일반적인 담보제공의 경우 부도가능성 자체에 변화를 가져오는 것이 아니므로 투자등급 내에서의 Notching-up은 투기등급에 비해 보수적으로 적용된다.

담보를 고려한 Notching-up은 유동화회사가 유동화자산의 발행사 또는 채무자에 대해서뿐만 아니라 담보물건에 대해서도 청구권을 갖는 이중 상환청구권(Dual Recourse)을 보유하기 때문에 가능한 것이다. 무보증사채, 무담보대출에 대한 채권자는 발행사, 차주에 대해서만 상환을 청구할 수 있는 데 반해, 담보를 확보하는 경우 담보자산을 처분하여 그 대금으로 원리금을 우선변제 받을 수 있을 뿐 아니라 담보자산으로부터 원리금을 전액 변제 받지 못하는 경우 미상환잔액에 대해 무보증사채, 무담보대출에 대한 채권자와 동일한 변제 순위를 갖게 되므로 상대적으로 높은 회수율 달성이 가능하다.

Appendix

1. KIS Idealized Default Rate

기초자산의 신용위험을 측정하기 위해 사용하는 부도율 개념으로 과거 부도자료에 기초한 평균적인 실제부도율을 생각할 수 있다. 과거 부도자료에 기초한 평균적인 실제부도율을 그대로 사용하기 위해서는 부도율의 산출기간에 경기변동과 같은 경기순환주기를 모두 포함하고 있는지, 등급별 또는 장단기별 부도율에 역전은 없는지 등의 부도율이 가져야 할 특성에 대한 충족 여부를 먼저 판단해야 한다.

그러나 실제 과거 부도자료에 기초하여 산출된 평균적인 부도율은 이러한 부도율의 특성을 모두 만족하지 못하는 경우가 많다. 특히, 국내의 경우 신용평가의 역사가 짧고, 신용등급별, 만기별 부도율 산정을 위한 발행기업수가 많지 않기에 통계적으로 유의미한 부도율 자료를 확보하기 힘든 부분이 있다. 이러한 결과로 장기간의 실제 부도율이 존재하지 않거나, 등급별로 안정적인 수치를 보이지 않는 상황이 발생하고 있다.

이와 같은 현실적 한계를 극복하기 위해 실제부도율의 대응치로 활용되는 부도율이 바로 Idealized Default Rates이다. Idealized Default Rates는 i) 높은 등급보다 낮은 등급의 부도율이 더 크고, 등급이 낮아질수록 부도율의 증가폭이 커지며, ii) 단기보다 장기 부도율이 더 커야 한다는 일반적인 부도율의 특성을 충족해야 한다는 전제 하에, 과거의 Rating Performance(Default Study 포함) 분석 결과 및 Markov Process 가정 등을 바탕으로 하여 도출해 낸 부도율이다. 산출된 Idealized Default Rates와 실제 부도율을 비교하여 본다면, Idealized Default Rates가 일반적으로 높은 등급에서 조금 더 보수적인 경향을 보이고 있다고 할 수 있다.

이러한 Idealized Default Rates는 기초자산 포트폴리오 등의 신용위험을 평가하는 과정에서 일관성 있는 통계적 개념을 적용하기 위한 위험측정의 기준³²으로 사용하는 개념으로서, 주로 Structured Finance, Notching Guideline, Joint Support Obligation 등에서 활용되고 있다. 그러나 Idealized Default Rates이 실제부도율을 의미하지는 않으며, 목표부도율을 의미하고 있지도 않다.

당사는 유동화증권이 국내시장에 처음 도입된 1999년부터 Idealized Default Rates를 개발하여 사용하고 있다. 2001년 회사채 신용등급 중 B등급에 (+,-) 부호가 추가적으로 부가된 점을 반영하여 일부 조정이 이루어졌으나, 큰 변동 없이 Idealized Default Rates를 지속적으로 사용하고 있다. 당사가 사용하고 있는 Idealized Default Rates는 다음 페이지의 [표 5]와 같다.

³² 평가과정에서 신용등급별 신용위험을 계량적으로 측정할 필요가 있는 경우, 개별 채권의 신용등급별 Risk Factor로 신용등급별 부도율을 이용할 수 있다. 예를 들면, 기초자산 포트폴리오의 평균적인 신용도를 판단할 필요가 있는 경우, 하나의 방법으로, 개별채권의 신용등급별 부도율에 액면금액을 가중치로 적용하여 계산한 액면가중평균부도율(Weighted Average Default Rate)을 이용할 수 있다.

[표 5] KIS Idealized Default Rates Table

(단위: %)

Year	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AAA	0.0009	0.0036	0.0126	0.0296	0.0516	0.0736	0.0956	0.1176	0.1396	0.1616
AA+	0.0080	0.0331	0.0717	0.1213	0.1796	0.2379	0.2963	0.3546	0.4129	0.4713
AA	0.0209	0.0703	0.1362	0.2177	0.3094	0.4011	0.4928	0.5845	0.6762	0.7679
AA-	0.0477	0.1248	0.2268	0.3482	0.4821	0.6159	0.7498	0.8837	1.0175	1.1514
A+	0.0877	0.2209	0.3905	0.5928	0.7880	0.9833	1.1786	1.3738	1.5691	1.7644
A	0.1366	0.3386	0.5879	0.9075	1.1871	1.4666	1.7462	2.0258	2.3054	2.5849
A-	0.2230	0.5323	0.9046	1.3230	1.7374	2.1519	2.5664	2.9809	3.3953	3.8098
BBB+	0.3396	0.8105	1.3369	1.9141	2.5116	3.1092	3.7067	4.3043	4.9019	5.4994
BBB	0.4815	1.1341	1.8677	2.6672	3.4127	4.1583	4.9038	5.6494	6.3949	7.1405
BBB-	0.7998	1.7586	2.7783	3.8471	4.8797	5.9124	6.9451	7.9778	9.0104	10.0431
BB+	1.4442	3.0711	4.6451	6.3056	7.9611	9.2610	10.6610	12.0609	13.4608	14.8608
BB	2.4780	5.1187	7.6243	10.0882	12.1978	14.0965	15.9952	17.8939	19.7926	21.6913
BB-	4.1157	7.9171	11.4865	14.9365	17.5655	19.9315	22.2976	24.6637	27.0297	29.3958
B+	7.1015	12.1505	16.7382	20.8483	24.2298	27.2731	30.3165	33.3598	36.4031	39.4464
B	10.9499	17.0010	22.3702	27.1760	31.1718	34.7681	38.3644	41.9607	45.5569	49.1532
B-	16.3646	22.8028	28.9092	34.2393	38.7402	42.7909	46.8417	50.8925	54.9432	58.9940
CCC	29.1000	35.4726	41.0850	46.4172	50.9444	55.0188	59.0933	63.1677	67.2421	71.3166

유의사항

한국신용평가 주식회사 ("당사")가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료("간행물")는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 구조화금융 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성, 조세 및 법 제도 변경 등의 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스채권평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야만 하며, 특정 투자자를 위하여 투자자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, "있는 그대로" 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 약속하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련되어 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.