

매출채권 유동화 평가방법론(2018)

2018.08

성호재 수석애널리스트 +02.787.2269
hojae.sung@kisrating.com

김형석 실장 +02.787.2257
hskim72@kisrating.com

Summary

본 평가방법론은 당사가 매출채권 유동화 신용평가에 있어 일반적으로 중요하다고 판단하는 평가 요소들을 추출하고, 매출채권 유동화 신용평가에 이들 요소들에 대한 가정 및 분석이 어떻게 적용되는지 설명한 것이다. 본 평가방법론의 주된 목적은 매출채권을 기초자산으로 발행되는 유동화증권 신용도에 영향을 주는 요소 및 당사의 신용등급 결정방식 등에 대한 관계 기관 및 투자자, 기타 이해관계자들의 이해를 돕기 위한 것이다.

매출채권 유동화 평가에 있어서 가장 핵심적인 요소는 기초자산에 대한 분석이다. 당사는 기초자산의 신용위험 등을 측정하기 위하여 자산보유자에 대한 분석을 거치고, 기초자산의 특성을 감안하여 Historical Performance Data 분석, 소매채권 유동화 평가방법론 또는 CDO 평가방법론 상의 정량적 분석기법 등을 적용한다. 기초자산에 대한 분석 결과를 토대로 유동화증권 신용등급 수준에서의 기초자산 현금흐름을 추정하는데, 이 때 현금흐름에 영향을 미칠 수 있는 구조적인 특징, 신용보강 수준, 정성적 요소 등을 추가로 반영하여 최종적으로 유동화증권의 상환가능성을 판단하게 된다. 만약, 외부신용보강만으로도 유동화증권 상환이 충분히 가능하다고 판단되는 경우에는 일부 위험요소에 대한 분석은 그 정도를 완화하거나 생략할 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 평가방법론에 제시된 주요 평가요소 및 고려사항들은 절대적인 기준이 아니며, 개별 기초자산의 고유한 특성, 관련 계약의 내용, 유동화 구조 등에 대한 검토 결과에 따라서 상이하게 적용될 수 있다. 그리고 이러한 검토 과정에는 당사의 정성적 판단이 중요한 요소로 반영된다.

- 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, Structured Finance 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 매출채권 및 이와 유사한 성격을 지닌 자산을 기초로 하는 유동화 및 금융상품 등의 신용평가에 적용된다. 그러나 기초자산의 특성 및 유동화구조에 대한 검토 결과 보다 정확한 신용평가에 도움이 된다고 판단될 경우, 매출채권을 기초로 하더라도 본 평가방법론 이외의 방법론을 적용하거나 병행할 수 있다. 마찬가지로 기초자산이 매출채권이 아니라고 하더라도 분석방법이 비슷하거나 기초자산의 특성을 고려할 때 보다 적절하다고 판단될 경우 본 평가방법론을 적용하거나 병행하여 평가할 수도 있다.

주요 변경내용

본 평가방법론은 2013년 8월에 발표된 기존 기업매출채권 유동화 평가방법론을 대체하며, 공시된 시점부터 적용된다. 금번 개정으로 인하여 기존에 공시된 신용등급의 변동은 없으며, 주요 변경사항은 다음과 같다.

- 본 평가방법론의 명칭을 ‘기업매출채권 유동화 평가방법론’에서 ‘매출채권 유동화 평가방법론’으로 변경하였다.
- 이해의 편의성을 제고하기 위하여 ‘II. 분석 방법론’의 내용을 유동화자산 분석, 구조적 고려사항, 현금흐름 분석의 순서로 기술하는 등 기존 평가방법론의 하위 단락들을 재구

성하였다.

- 단말기할부대금채권, 구매전용카드대금채권 등 실제 유동화 사례에서 발견되는 위험요소, 구조적인 특징 및 통제장치, 기타 제반 요인 등을 감안하여 관련 세부 내용을 수정·보완하였다.
- 채무자 관련 위험 분석에 있어서 유동화자산 Pool의 분산도 등에 따라 어떤 정량적 분석 기법을 적용하는지를 세분화하여 기술하였다.

I. 매출채권 유동화의 개요

매출채권 유동화¹는 유동화증권의 상환 재원이 되는 기초자산의 현존 여부에 따라 확정매출채권 유동화와 장래매출채권 유동화로 분류된다. 확정매출채권 유동화의 경우 유동화증권 발행 시점 이후 어느 시점에 자산보유자에 대한 Credit Event가 발생하더라도 유동화증권의 상환 재원이 되는 매출채권이 기 발생하여 금액이 확정된 상태로 존재하므로, 원칙적으로 자산보유자의 신용위험으로부터의 절연이 가능하다. 반면, 장래매출채권 유동화의 경우 자산보유자가 지속적인 영업활동을 통해 매출채권을 발생시켜야만 유동화증권 원리금 상환 재원이 전액 확보될 수 있다는 점에서 유동화증권의 상환 가능성이 자산보유자의 신용도에서 완전히 자유로울 수는 없다. 이처럼 기초자산의 현존 여부는 신용평가 관점에서 중요한 차이가 되므로, 당사는 자산확정일(Cut-off date)을 기준으로 기 발생한 확정매출채권 대비 유동화증권 발행액의 비율 등을 감안하여 장래매출채권 유동화에 대하여 별도의 평가방법론²을 적용하고 있다.

한편, 단말기할부대금채권과 같이 일반 소비자들에 대하여 소액 다수로 분산된 매출채권 Pool을 기초로 하는 유동화의 경우, 기초자산의 성격, 거래의 실질 등을 감안하여 기초자산 Pool의 신용위험을 분석함에 있어서 소매채권 유동화 평가방법론 등이 적용될 수 있다. 또한, 신용카드사가 소수의 카드회원에 대하여 보유하는 카드대금채권이나 신용카드가맹점이 신용카드사로부터 지급받을 신용카드 매출채권을 기초로 하는 유동화 등에 대해서는 신용카드 유동화 평가방법론 대신 본 평가방법론이 적용³될 수 있다.

1. 매출채권의 특징

매출채권은 기업이 영업활동을 통해 거래처나 최종소비자에게 재화나 용역을 제공하고 그 대가를 지불받는 과정에서 보유하는 금전채권이다. 매출채권은 대체로 아래와 같은 특징을 보유하나, 구체적인 특징은 자산별로 다르게 나타날 수 있다.

1) 희석화(Dilution)위험

희석화(Dilution)는 유동화대상 거래처의 신용저하에 따른 대손이나 연체와 관계없이 발생하는 유동화자산의 부실로 정의할 수 있다. 영업활동 과정에서 매출채권의 회수금액을 감소시키는 매출할인, 판매수수료 등의 영업촉진책, 반품 등의 거래관행, 거래처와의 반대거래(매입채무와의 상계)

¹ 본 평가방법론은 매출채권을 기초자산으로 하여 발행 또는 실행되는 출자증권, 사채, 수익증권, 기타의 유가증권 또는 증서, 대출채권 등에 대한 신용평가에 적용되며, 비록 유동화가 아니더라도 구조화기법이 가미된 금융투자상품에 대한 평가에도 적용될 수 있다. 그리고 여기에는 유동화거래와 관련하여 금융기관이 약정하는 신용공여, 유동성공여 등과 관련한 채무(유동화익스포저 등), 유동화회사의 기업신용평가(Issuer Rating) 등도 포함된다.

² 장래채권 유동화 평가방법론을 참고하기 바란다.

³ 개별 평가 건별로 적용되는 평가방법론은 유동화구조 및 기초자산의 특성 등을 감안하여 개별 평가위원회에서 결정되며, 다른 유동화 평가방법론이 병행해서 적용될 수도 있다. 가령, 유동화구조 및 기초자산 등을 고려하였을 때 장래채권 유동화의 성격을 가진 것으로 판단되면, 장래채권 유동화 평가방법론을 적용한다.

등이 회석화의 대표적인 예인데, 자산보유자가 영위하는 산업의 특성과 관행, 영업정책, 영업상의 지위 등에 따라 다양하게 나타난다. 회석화위험은 유동화자산의 구성이 지속적으로 변동하는 Revolving 구조에서 특히 중요하게 고려된다.

2) 만기

일반적으로 기업 간의 거래약정에서는 만기 등을 규정하는 결제조건을 담고 있지만, 채무자에게 부도/파산 등의 신용사건이 발생하지 않는 한 자금사정 등을 배려하여 대금결제시점을 엄격하게 요구하지 않는 것이 일반적이다. 반면, 팩토링 방식을 취하는 Non-Revolving 구조의 매출채권 유동화에서는 유동화자산과 유동화증권의 만기 및 금액이 각각 상응하는 경우 유동화자산이 만기까지 적시에 상환되도록 구조화하는 것이 중요하다.

3) 집중도

기업들은 상거래를 진행하는데 있어 안정적인 매출을 위해 주거래처를 확보하기 마련이어서 기업 간에 발생하는 상거래매출채권은 대체로 소수의 거래처들에 대한 비중이 높다. 반면, 소비자에 대한 매출채권의 경우 기본적으로 채무자의 수가 기업 간에 발생하는 매출채권에 비해 현저히 많고, 채무자의 특성도 다양하게 나타나기 때문에 분산도가 높은 것이 일반적이다.

4) 회수기간

기업 간의 상거래매출채권의 경우 자산보유자가 속한 산업, 판매되는 제품 또는 서비스의 종류, 자산보유자의 신용정책 등에 따라 차이가 있을 수 있으나, 매출채권의 발생으로부터 회수까지 소요되는 기간이 3개월 내외로 짧은 것이 일반적이다. 반면, 단말기할부대금채권과 같이 24개월 이상의 장기간에 걸쳐서 회수되는 매출채권도 존재한다.

5) 이자

회수 기간이 짧은 매출채권은 이자가 발생하지 않는 것이 일반적이다. 반면, 구매전용카드대금채권이나 장기에 걸쳐 회수되는 단말기할부대금채권 등에는 이자(수수료)가 부과되고 있다.

6) Recovery

부도/파산 등의 신용사건이 발생한 채무자의 매출채권 상환능력은 신용상태만 본다면 상당히 낮은 수준이다. 그러나 자산보유자가 제공한 재화 혹은 용역이 채무자가 영업활동을 지속하는데 있어 필수적인 경우에는 해당 매출채권의 Recovery는 무보증회사채에 비해 적어도 같거나 우위에 있다고 추정할 수 있다. 단말기할부대금채권의 경우에도 할부대금을 연체하는 경우 이동통신 서비스 제공이 중지되어 일상생활에 큰 불편함을 초래하는 점이 단말기할부대금채권의 상환 압박으로 작용하여 Recovery에 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있다.

2. 매출채권 유동화 구조

매출채권(이하 “확정매출채권”과 혼용) 유동화는 SPC가 유동화증권 발행을 통해 조달한 금원으로 자산보유자가 보유하고 있거나 보유하게 되는 매출채권 혹은 동 매출채권을 신탁함으로써 발행되는 신탁수익권을 양수하고, 매출채권 회수액 혹은 신탁수익을 통해 유동화증권의 원리금을 상환하는 구조로 이루어진다. 대부분의 경우 자산보유자는 매출채권 유동화를 통해 매출채권을 재무제표에서 제거(Book-off)시키고, 매출채권을 현금화함으로써 자금 조달과 동시에 재무비율을 개선하는 효과를 누릴 수 있다.

과거에는 만기가 짧은 매출채권을 기초로 장기 자금을 조달하기 위해 Revolving 구조를 이용한 매출채권 유동화가 일반적이었다. Revolving 구조는 기초자산 매출채권 회수자금을 지속적으로 매출채권의 매입에 사용하여 매출채권 잔액을 유동화증권 상환에 충분한 수준으로 유지하는 방식을 의미한다. 그러나, 국제회계기준(K-IFRS) 도입 이후에는 Revolving 방식을 통해서는 Book-off 효과를 누리기가 어려워지면서 Revolving 구조의 매출채권 유동화가 급격히 감소하였다.

반면, 유동화자산의 만기에 맞춰 유동화증권을 발행하는 Non-Revolving 방식의 매출채권 유동화는 Book-off를 통한 자금 조달 목적으로 활발하게 이루어지고 있다.

1) Non-Revolving 방식

Non-Revolving 방식의 매출채권 유동화에서는 유동화증권 발행 시점에 확정된 매출채권 Pool이 유동화증권 최종 상환 시점까지 변동하지 않으며, 동 매출채권의 회수 대금으로 유동화증권을 상환하게 된다. Non-Revolving 구조에서는 유동화자산의 변동이 없는 점 등을 감안하여 신탁이 아닌 SPC에 대한 양도방식⁴이 주로 활용되고 있으며, 이에 따라 자산보유자에 대한 제2종 수익 지급이나 조기상환 Trigger⁵ 등은 구조화되지 않는 것이 일반적이다.

구매전용카드대금채권 유동화

구매전용카드대금채권 유동화는 SPC가 유동화증권을 발행하여 조달한 자금으로 법인회원의 구매전용카드 사용에 따라 신용카드회사들이 보유하게 되는 카드대금채권을 양수하고, 카드대금 회수액이 곧바로 유동화증권 원리금 상환에 사용되는 비교적 단순한 구조로 이루어져 있다.

SPC는 자산양수도금액과 유동화 비용 등을 충당할 수 있는 수준으로 유동화증권을 발행하여 자산보유자에게 자산양수도금액을 지급하고, 카드대금채권을 회수하여 유동화증권 원리금을 상환한다. 유동화증권 발행금액 및 만기는 기초자산 카드대금 금액 및 회수 시점을 감안하여 결정되며 유동화자산이 만기까지 전액 회수되는 것이 유동화증권 상환에 있어서 중요하다.

⁴ 양도방식 외에 참가계약 형태를 취하는 경우도 있다.

⁵ 신용카드회사의 구매전용카드대금채권 유동화의 경우에는 법인회원의 신용등급이 일정 수준 이하로 하락하는 경우 법인회원에 대하여 카드대금을 즉시 상환할 것을 요구할 수 있는 조항이 포함되는 경우도 있다.

이를 위하여 법인이 카드대금 금액과 상환일자를 명시하여 신용카드회사에 승인요청서를 제출하면 해당 금액과 상환일자에 기초하여 유동화증권 발행액과 만기일이 결정되거나, 채무자(법인회원)가 기초자산 금액과 상환 시점을 명확히 인지할 수 있도록 확정일자부 통지서(승낙서)에 명시하는 방식 등을 취하게 된다.

매출채권 금액 및 회수 시점에 상응하도록 유동화증권 발행액 및 만기가 구성되어 기초자산인 매출채권의 회수액이 곧바로 유동화증권 원리금 상환에 사용되는 구조의 유동화는 카드대금채권 외의 매출채권에도 적용 가능하며, 자산보유자는 Non-Revolving 방식의 유동화를 통해 매출채권을 할인하여 자금을 조달하는 팩토링과 유사한 경제적 효과를 누릴 수 있다.

단말기할부대금채권 유동화

단말기할부대금채권 유동화는 이동통신사들이 이동통신 가입고객들에 대하여 보유하는 단말기할부대금채권을 기초로 유동화증권이 발행되는 구조이다. 유동화자산으로서 단말기할부대금채권이 가지는 주요 특징은 아래와 같다.

- **소액 다수의 개인 채무자** : 단말기할부대금채권은 분산도가 매우 높은 소액 다수의 개인 채무자⁶에 대한 채권으로 구성되어 소매금융채권과 유사한 성격을 보유하고 있다. 이러한 특성은 유동화자산의 신용위험을 측정하는데 있어서 소매채권 유동화 평가방법론 상의 정량적 분석 기법을 적용할 수 있는 근거가 된다.
- **긴 회수기간** : 통상적인 매출채권이 짧은 만기에 일시상환되는데 반해, 단말기할부대금채권은 24개월 이상의 기간에 걸쳐서 분할상환되는 것이 일반적이다.
- **이자부 자산** : 단말기할부대금채권의 회수는 장기에 걸쳐서 이루어지기 때문에 이동통신사들은 일반적으로 할부원금에 일정 이자(할부수수료)를 부과⁷한다. 이러한 특성으로 인하여 조기상환률이 높을수록 이자 회수액이 감소하여 결과적으로 유동화자산 회수액이 감소하는 효과를 낳게 된다.

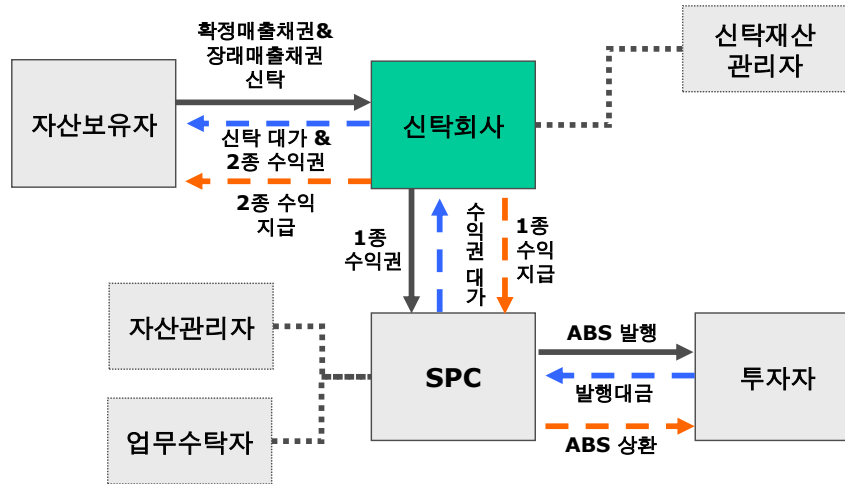
2) Revolving 방식

매출채권의 회수기간은 짧은데 비해 유동화증권의 만기가 긴 경우에는 Revolving 구조를 활용할 수 있다. Revolving 방식에서는 SPC가 기 매입한 매출채권에서 발생하는 현금흐름을 신규 매출채권의 매입에 지속적으로 사용함으로써 유동화증권 만기일까지 매출채권 잔액을 유동화증권 상환에 충분한 수준으로 유지한다.

⁶ 일부 법인 고객도 있지만, 일반적으로 매우 낮은 비중을 차지한다.

⁷ 이자가 발생하지 않는 자산이거나, 할부원금만을 유동화 대상으로 하는 경우도 있다.

[그림 1] Revolving 방식의 확정매출채권 유동화 구조도(신탁 비할당구조)



자산보유자는 자산확정일(Cut-Off Date) 현재의 확정매출채권과 유동화기간 종료일까지 발생하게 될 장래매출채권을 포괄적으로 신탁회사에 신탁하고, 신탁회사는 신탁원본을 기초로 SPC에게 제1종 수익권을, 자산보유자에게 제2종 수익권을 발행한다. SPC는 제1종 수익권을 기초로 유동화증권을 발행하여 제1종 수익자 지정에 대한 대가를 지급하고, 제1종 수익권에서 발생하는 현금흐름을 기초로 유동화증권의 원리금 및 기타 비용을 지급한다.

Revolving 방식의 매출채권 유동화에서는 일반적으로 신탁 비할당구조를 활용함에 따라 제1종 수익권자인 SPC가 제2종 수익권자인 자산보유자에 비해 우선적으로 신탁수익을 지급받게 된다.⁸ 제2종 수익권자는 제1종 수익권의 권면액과 기타 수익이 전액 지급된 이후의 잔여 신탁재산에 대해 권리를 갖게 되며, 매출채권에서 회수된 금원의 배분 및 지급 순서는 아래와 같이 기간별로 다르게 설정된다.

- **정상기간(Revolving Period)** : 매출채권 회수자금이 지속적으로 다른 매출채권의 매입에 사용되는 기간이다. 정상기간은 통제적립기간이나 조기상환기간이 개시되는 시점에 종료된다.
- **통제적립기간(Controlled Accumulation Period)** : 유동화증권 원금 상환재원을 마련하기 위해 매출채권 회수자금을 적립하는 기간으로서 매출채권의 평균적인 결제기간과 월 기준 매출채권잔액 대비 회수율을 고려하여 정상적인 상황에서 유동화증권 상환재원이 전액 적립될 수 있도록 유동화증권 만기 직전의 일정기간으로 설정되는 것이 일반적이다. 또한, 거래처의 결제 지연 등으로 인하여 통제적립이 종료되는 시점에 유동화증권 상환재원확보가 어려운 경우에 대비하여 일정한 추가 기간(Tail Period)을 설정함으로써 유동화증권 상환의 안정성을 확보할 수도 있다.

⁸ 이에 반해 할당구조에서는 제1종 수익자(투자자)와 제2종 수익자(위탁자) 사이에 신탁재산에서 발생하는 모든 수익과 손실을 미리 정해진 비율에 따라 동순위로 할당한다.

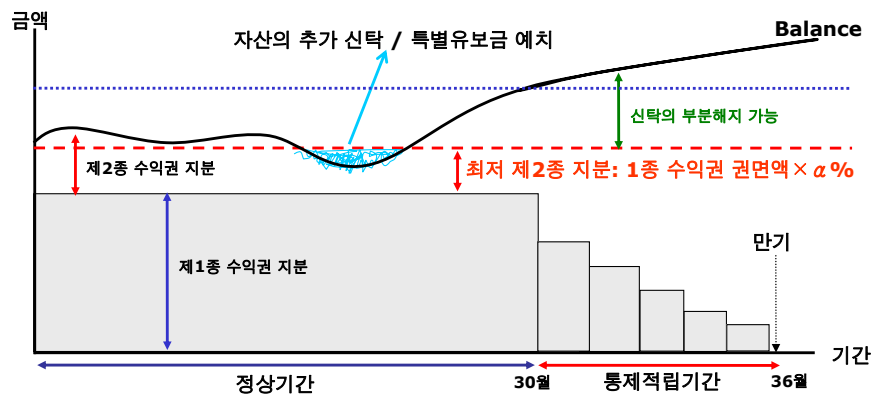
매출채권 유동화 평가방법론

- **조기상환기간(Early Amortization Period)** : 자산보유자 또는 자산 Pool에 대한 조기상환 사유⁹가 발생한 때 매출채권 회수금액의 전부를 SPC에게 지급하여 유동화증권이 우선적으로 조기상환되도록 하는 기간을 말한다.

[표 1] 기간별 매출채권 회수액의 지출 순서

순 위	정상기간	통제적립기간	조기상환기간
1	신탁 비용	신탁 비용	신탁 비용
2	제1종 수익권의 수익 (유동화증권 이자 & SPC 비용)	제1종 수익권의 수익 (유동화증권 이자 & SPC 비용)	제1종 수익권의 수익 (유동화증권 이자 & SPC 비용)
3	특별유보금 ¹⁰	통제적립금 (제1종 수익권 권면액)	제1종 수익권의 수익 (제1종 수익권의 권면액)
4	제2종 수익권의 수익	특별유보금 ⁹	제2종 수익권의 수익
5		제2종 수익권의 수익	

[그림 2] 기간별 Pool Balance 구성도



구조에 따라 신탁 내에 수정 신탁재산잔액([표2] 참조)이 Minimum Balance([그림2]에서의 최저 제2종 지분과 제1종 수익권 지분의 합산액)를 하회하는 경우 회수 금액 중 일부를 특별유보금 등의 명칭으로 유보하기도 한다. 이를 통해 유동화 기간 중 어느 시점에서 조기상환사유가 발생하게 되더라도 가능한 한 원활하게 제1종 수익권에 대한 수익이 지급되도록 하고 있다.

[표2] 수정 신탁재산 잔액 계산식(예시)¹¹

순서	항 목	계산식
1	유동화자산 장부가액 잔액	특정시점 현재 매출채권 잔액(적격 매출채권 잔액)
2	수정 유동화자산 장부가액 잔액	유동화자산 장부가액 잔액 - (연체유동화자산 장부가액 잔액 + 거래처의 상계가능 금액 + 미실사 잔액 + 집중도 초과 금액)
3	수정 신탁재산 잔액	수정 유동화자산 장부가액 잔액 + 현금자산

⁹ 관련 내용은 II.2.2) 조기상환 Trigger에 기술하고 있다.

¹⁰ SPC에게 수익으로 지급되지 않고 유사 시 원활한 제1종 수익 지급을 위하여 신탁 내에 유보하는 금원을 의미한다.

¹¹ 각 건별로 유동화구조, 자산의 특성 등에 따라 항목 및 계산식 등을 달리 적용할 수 있다.

II. 주요 평가요소 및 고려사항

매출채권 유동화 신용평가는 매출채권의 특성을 파악하는 것에서부터 출발한다. 매출채권의 특성에는 자산보유자가 속한 산업에 관한 내용, 매출채권의 회수 조건, Dilution 관련 조건 등이 포함되며, 자산실사기관(회계법인)이 작성한 실사보고서상의 내용 등을 기초로 파악하는 것이 일반적이다.

매출채권의 특성이 파악되면 자산의 특성에 적합한 분석기법을 사용하여 정량적 분석을 실시하고, 정성적 요인 및 유동화구조에 대한 검토도 이루어진다. 기초자산의 위험을 반영하는 정량적 요소 및 신용보강 수준, 정성적 요인과 구조적 특징 등을 종합적으로 고려하여 현금흐름 분석에 반영함으로써 최종적으로 유동화증권의 상환가능성을 판단한다. 한편, 개별 건에서는 유동화구조 및 계약내용 등에 따라 본 평가방법론에 기술되지 않은 요소들이 추가적으로 검토될 수 있으며, 유동화구조, 기초자산의 성격, 외부신용보강의 존재 여부 등을 감안하여 아래에서 설명하는 평가요소들 중 일부에 대한 분석은 정도를 완화하거나 생략할 수 있다.¹²

1. 유동화자산 분석

유동화증권 신용등급을 부여하기 위해서는 해당 유동화구조와 관련된 각종 위험에 대한 검토가 선행되어야 하며, 그 중에서도 핵심적인 검토사항은 기초자산에서 발생하는 위험에 대한 측정이다. 기초자산 관련 위험에는 자산보유자 및 채무자로부터 발생하는 위험 등이 있다.

1) 자산보유자 관련 위험 분석

신용위험(Credit Risk)

Non-Revolving 구조의 매출채권 유동화는 일반적으로 자산보유자가 기초자산인 매출채권을 SPC에게 직접 양도함으로써 자산보유자와의 파산절연성을 확보한다. 그러나 매출채권 자체가 아닌 매출채권에서 발생하는 현금흐름에 대한 권리만 SPC가 양수¹³하고 자산보유자가 채무자로부터 회수한 매출채권 대금을 SPC 명의 계좌에 이체하는 형태를 취하는 경우 등에는 자산보유자의 신용도가 기초자산 회수 가능성에 직접적인 영향을 미치게 된다.

Revolving 구조의 매출채권 유동화는 자산보유자와의 파산절연성을 전제로 하지만, 유동화 이후에도 일정 수준 이상으로 매출채권의 발생이 필요하며, 자산보유자의 신용위험과 매출채권의 생성 사이에는 역의 상관관계가 존재할 가능성이 높다. 또한, 자산보유자의 신용위험이 높아질수록 자산보유자의 매출 감소, 거래처의 채무변제의지 및 채권회수시스템의 약화, 매출실적을 높이기 위한 신용정책 완화, 거래처의 상계와 자산혼장, 제2종 수익 지급을 위한

¹² 외부신용보강을 통해 유동화증권 상환 재원이 전액 확보되는 구조인 경우 Cash Flow 분석을 통해 외부신용보강 금액이 유동화증권 원리금 상환에 충분한지, 외부신용보강기관의 신용도가 유동화증권 신용등급에 부합하는지 여부가 중점적으로 검토된다.

¹³ 참가계약(Participation Agreement)이 대표적인 사례이다.

가공 자산의 계상 등의 가능성이 증대될 수 있다. 따라서, 유동화구조에 따라 자산보유자의 신용위험 수준 및 자산보유자의 신용위험 증대가 유동화자산 회수에 미치게 될 부정적인 영향 등이 검토 대상이 될 수 있다.

자산혼장위험(Commingling Risk)

원칙적으로 자산보유자의 신용위험과의 절연을 위해서는 매출채권 집금계좌를 SPC(또는 신탁의 수탁자) 명의로 변경하여야 하며, 자산보유자 명의의 계좌를 집금계좌로 이용하려고 한다면 이에 해당하는 위험을 보전하는 수준의 신용보강이 요구된다. 다만, 자산보유자의 신용등급이 우량하고, 조기상환을 위한 신용등급 Trigger로 자산보유자의 신용등급과 이격이 크지 않은 수준의 높은 신용등급이 설정되어 있다면, 특정 Event 발생시 자산보유자 교체 절차 등을 유동화 계약서에 명시하는 조건으로 기존 집금계좌의 유지가 허용될 수도 있다.

자산혼장위험이 통제되지 않을 경우 자산보유자에 대하여 신용사건이 발생한 시점부터 채무자에 대한 집금계좌번호의 변경통지 완료 가능시점까지의 기간 동안 자산혼장이 발생하는 것으로 가정하고 동 기간 동안 발생할 수 있는 최대의 혼장가능 금액을 추정하는 등의 방법으로 해당 위험을 현금흐름 분석에 반영할 수도 있다.

기타위험

자산보유자의 신용위험, 자산혼장위험 외에도 유동화구조에 따라 다음과 같은 요소 등에 대한 검토가 요구될 수 있다.

- **산업 및 시장 지위** : 산업의 성장성 및 경쟁 강도, 시장점유율, 거래처와의 관계 및 자산보유자의 산업 내 지위 등을 검토한다. 산업이 독과점 또는 기간 산업에 해당되어 대체재를 찾기 어렵거나 시장진입장벽이 매우 높은 업종(또는 기업)에 해당하는 등 자산보유자의 신용하락 상황 하에도 자산보유자가 지속적인 영업활동이 가능하다고 판단된다면 요구되는 신용보강 수준이 낮아질 수 있다.
- **유동화자산의 중요도** : 유동화자산 Pool이 자산보유자의 영업자산에서 차지하는 비중이 매우 높고, 자산보유자에게 운전자금조달의 대체수단이 많지 않다면, 자산보유자의 신용도가 하락하는 상황 하에서 자산보유자나 제3의 채권자에 의해 유동화 거래가 침해될 가능성¹⁴이 존재한다.
- **매출채권 관리시스템** : 유동화자산이 소액채권인 경우 전산시스템 등의 문제로 인하여 적절한 Historical Data가 제공되지 않을 수 있으며, 이 경우 유동화자산에 대한 충분한 검토가 불가능할 수 있기 때문에 보다 높은 신용보강 수준이 요구될 수도 있다. 또한, 합리적인 채권관리시스템의 구축 여부, 대손관리 여부 등이 고려될 수도 있다.

¹⁴ 자산보유자는 자금부담을 해소하기 위하여 유동화 대상 매출채권의 회수자금을 유용하고자 하는 유인이 생길 수 있고, 자산보유자의 제 3 채권자는 진정한 양도(신탁)의 부인 등을 통하여 유동화자산을 자신이 보유하고 있는 채권의 상환재원으로 활용하고자 할 수 있다.

2) 채무자 관련 위험 분석

채무자의 부도나 연체 등으로 인해 매출채권의 회수가 늦어지거나 아예 불가능해질 수 있다는 점을 고려할 때 매출채권 유통화에 있어서도 기초자산에 대한 채무자(거래처)와 관련된 위험은 중요한 평가요소의 하나이다. 채무자 관련 주요 위험 요소에는 신용위험(Credit Risk), 희석화위험(Dilution Risk), 조기상환위험(Prepayment Risk) 등이 있다.

- **신용위험(Credit Risk)** : 신용위험(Credit Risk)은 거래처의 부도 또는 연체로 인하여 매출채권이 일정한 기간 내에 회수되지 않을 위험으로서 모든 유통화거래에서 다루는 기본적인 위험이다. Non-Revolving 구조에서와 같이 유통화자산 회수 스케줄이 자산보유자와 채무자 간의 계약 체결에 따라 사전에 정해지는 것이 아닌, 만기 개념이 특별히 존재하지 않는 경우에는 연체위험은 대용지표 즉, 가상의 만기¹⁵를 사용하는 등의 방식으로 측정한다. 특히, 유통화증권 원금 상환에 있어서 통제적립기간 이후의 회수액에 의존하는 Revolving 구조에서는 연체위험에 대한 판단 및 통제가 중요하다.
- **희석화위험(Dilution Risk)** : 희석화위험은 채무자가 자산보유자에 대하여 보유한 권리에서 발생하는 위험이다. SPC의 희석화위험에 대한 대항력 유무는 법률적으로 거래처의 매출채권 양도(신탁)에 대한 승낙·동의 여부¹⁶에 따라 결정된다. 그러나 거래처는 SPC(수탁자)가 대항력을 보유하고 있다고 하더라도 거래 관행에 따라 희석화 또는 상계 금액을 차감한 후에 대금을 결제하는 것이 일반적이고, 이에 대한 적법절차에 따른 회수시점까지는 상당한 시일이 소요되기 때문에 유통화증권의 만기상환에는 위험요소로 작용한다.
- **조기상환위험(Prepayment Risk)** : 단말기할부대금채권과 같이 이자부자산이 기초자산일 경우에는 조기상환위험이 발생한다. 이자부자산이 조기상환되는 경우 조기상환 시점 이후에 회수될 예정이었던 이자 부분은 더 이상 유통화증권의 상환재원으로 사용될 수 없게 된다. 필요한 경우 조기상환 가능성을 판단하여 유통화증권 상환에 사용될 수 없는 이자의 비중을 추정할 수 있다.

유통화거래마다 존재하는 채무자 관련 위험요소가 파악되었다면, 해당 요소에 대하여 채무자 Pool의 특성 등을 감안하여 적절한 분석기법을 적용하여 정량적 분석을 수행한다. 정량적 분석의 목표는 상기 위험요소를 수치화하여 현금흐름분석에 활용되는 주요 변수들을 산출하는 데 있다.

¹⁵ 매출채권의 가상 만기 설정은 자산보유자가 속한 산업의 특성과 관행, 거래처의 신용상태, 연체기준시점 설정 방식, 자산보유자의 채권관리정책과 협상력, 과거 매출채권 회수실적, 유통화구조 등에 따라 달라질 수 있다.

¹⁶ 만일 채무자가 매출채권의 양도(신탁)에 대한 승낙·동의를 하지 않았다면 수탁자(SPC) 역시 이에 대하여 법적인 대항을 할 수 없으나, 거래처의 승낙·동의를 있었다면 수탁자(SPC)는 거래처에 대하여 매출채권 전액 결제를 요구할 수 있다.

[표3] 정량적 분석 관련 주요 변수

항 목	내 용
Loss Rate	- 신용위험을 반영하는 변수
Dilution Rate	- 희석화 및 상계위험을 반영하는 변수
Generation Rate	- Revolving 구조에서 신규 매출채권의 발생을 반영하는 변수
Collection Rate	- Revolving 구조에서 매출채권의 회수속도를 반영하는 변수
기타	- 단말기할부대금채권과 같은 이자부자산 등의 경우에는 조기상환율 등도 현금 흐름분석에서 활용되는 주요 변수 - 자산혼잡위험에 따른 손실가능금액 또는 기타 구조적인 특성에 따라 예상되는 손실금액은 직접 현금흐름에 반영

정량적 분석은 일반적으로 유동화자산 Pool의 특성에 따라 분석기법을 달리 적용¹⁷한다. 유동화자산 Pool의 분산도가 높다고 인정되는 경우에는 주로 Historical Performance Data 분석을 실시하며, 분산도가 낮을 경우에는 CDO 평가방법론의 정량적 분석 기법을 활용하여 정량적 분석과 관련한 주요 변수들을 산출한다. 한편, 단말기할부대금채권과 같이 소액 다수의 할부대금채권으로 유동화자산이 구성되는 경우에는 소매채권 유동화 평가방법론의 분석 기법을 활용할 수 있다.

유동화자산 Pool의 분산도가 높은 경우

유동화자산 Pool의 분산도가 상당히 높다고 인정되는 경우 일반적으로 Historical Performance Data 분석을 통해 유동화자산의 신용위험을 측정하게 된다. 희석화와 조기상환가능성의 추정에도 과거 실적이 가장 중요한 자료가 되기 때문에 Historical Performance Data를 활용하여 동 위험들까지 분석¹⁸할 수 있다.

Loss Rate와 Dilution Rate 등을 산출하는 데 있어 Historical Performance Data 분석 방식은 크게 Sales Based Approach와 Balance Based Approach로 구분된다.

- **Sales Based Approach** : Loss 또는 Dilution의 대상이 된 매출채권이 발생한 시점의 월 매출액을 기준으로 특정월의 Loss Rate와 Dilution Rate를 산출하는 방식이다. 가령 Revolving 구조에서 가상 만기를 4개월로 할 경우 월령 기준으로 5개월이 된 자산이 연체자산이 되므로, 20XX년 M월 기준 부도 및 연체채권 금액에 대응하는 매출채권의 발생월은 20XX년 M-5월이 된다. 이러한 접근방식에서는 한 계산기간(주로 월 단위) 동안 발생한 매출액의 경과월별 회수액 및 Dilution 자료인 Static Data가 이용된다. 매출액이 변동하면 잠재된 Loss 또는 Dilution 위험도 연동하여 증감하게 되는데, 동 방식은 이러한 위험의 증감을 반영할 수 있다는 장점이 있다.

¹⁷ 기초자산 및 자산보유자 등에 따라 평가과정에서 활용 가능한 Data 에는 차이가 있으므로, 반드시 아래에 기술된 방식에 따라 유동화자산 Pool에 대한 분석이 이루어지는 것은 아니며, 관련 Data의 활용 여부 및 구체적인 분석기법 등은 개별 평가위원회에서 결정한다. 또한, 경우에 따라 유동화자산과 유사한 상품을 취급하는 다른 자산보유자의 정보 또는 기타 확보한 Data를 참고하여 분석과정에 활용할 수 있다. 다만, 이러한 경우에는 자산보유자의 고유한 개별 차이점을 반영하는 과정이 필요하다.

¹⁸ 자산보유자로부터 적절한 Data를 수령하지 못할 경우에는 기타 확보한 Data를 바탕으로 추가적인 스트레스를 적용하여 Dilution 및 조기상환 가능성 등을 정성적인 방법으로 평가하여 반영할 수도 있다.

- **Balance Based Approach** : 특정월의 Loss Rate와 Dilution Rate를 직전월의 적격 매출채권 Balance를 기준으로 산출하는 방식이다. 이러한 접근방식에서는 한 계산기간(주로 월 단위) 동안 매출채권 잔액의 변동 내역과 해당 시점 매출채권 잔액의 월령자료(Aging Data)로 구성된 Dynamic Data가 이용된다. 동 방식은 매출액 및 매출채권의 잔액이 일정한 수준을 유지할 경우에는 문제가 없으나, 유동화자산 Pool의 매출규모가 증감할 경우에는 과대평가 또는 과소평가의 오류가 발생할 수 있기 때문에 적절한 조정작업이 필요할 수 있다.

이상에서 산출된 결과를 기초로 하여 목표신용등급 Stress 하의 Loss Rate은 다음과 같이 계산된다(Dilution Rate에 대한 Stress 분석 역시 동일한 산식을 적용). 여기서 Average Loss Rate 및 Dilution Rate의 합계는 과거자료를 통해 산출한 기초자산의 경험적 손실기대치로 볼 수 있다. Multiplier는 목표신용등급 수준에 따라 다르게 적용하며, 매출채권의 특성, 유동화 구조 등을 고려하여 각 건별로 수준을 달리 적용할 수 있다.

$$\text{Stressed Loss Rate} = \text{Average Loss Rate} + \text{Multiplier} * \text{표준편차}$$

한편, Revolving 구조에서는 필요할 경우 Historical Data 분석 결과에 일정한 가정을 적용하여 Generation Rate 및 Collection Rate을 산출할 수 있다.

유동화자산 Pool의 분산도가 낮은 경우

일반적으로 기업 간의 상거래채권을 기초로 하는 매출채권 유동화는 유동화자산 Pool의 분산도가 낮으며, 이러한 경우 Historical Performance Data의 분석에 기초한 경험손실률 분석으로는 유동화자산의 신용위험이 과소 또는 과대하게 측정될 수 있다. 따라서, Pool의 분산도가 상당히 높다고 인정되는 경우에만 Historical Performance Data 분석 결과를 주로 이용하고 있으며, 그렇지 않은 경우에는 매출채권 유동화도 Pooling된 금전채무를 기초자산으로 유동화증권이 발행된다는 점을 반영하여 CDO 평가방법론의 정량적 분석기법인 BET(Binomial Expansion Technique)모형, KIS Idealized Default Rates를 반영한 CDOROM 등을 사용¹⁹하여 신용위험²⁰을 측정할 수 있다.²¹

¹⁹ 이 두 가지 방법은 보완적으로 사용될 수 있으며, 분석 과정에서 정성적 요인에 대한 판단 역시 반영된다. 이 모형들의 신용위험 결정변수들에 대한 상세한 설명은 CDO 평가방법론을 참고하기 바란다.

²⁰ 동 분석기법을 활용하여 신용위험을 측정하며, 희석화위험 등은 별도의 분석을 통해 측정하게 된다.

²¹ 상기 모델은 채무자의 신용도에 기초하여 기초자산 Pool의 신용위험을 측정하는데, 채무자의 신용도는 기본적으로 유효신용등급을 통해 추정한다. 다만, 유효신용등급은 평가대상에 따라 무보증선순위사채, 후순위사채, 보험지급능력평가(IFSR), 담보부사채, Issuer Rating, 기업어음/전자단기사채 등 다양하므로, 유효신용등급 평가대상의 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 전자단기사채의 신용등급만을 보유하고 있는 경우도 마찬가지이다. 이러한 경우 당사 평가 지침 및 내부 가이드라인 등에 따라 보유하고 있는 유효신용등급을 기초자산의 신용도를 판단하기에 적합한 신용등급으로 조정하여 사용할 수 있다. 유효신용등급간 조정은 당사가 부여한 유효신용등급 뿐 아니라 국내 타 신용평가사 및 해외 신용평가사 신용등급을 참조하는 경우에도 동일한 방식으로 조정되며, 실제 조정여부 및 조정수준 등 자세한 내용은

유동화자산 Pool이 소액 다수의 채권으로 구성된 경우

단말기할부대금채권과 같이 유동화자산 Pool이 소액 다수의 개인 고객들로부터 장기간에 걸쳐서 원리금이 분할상환되는 채권으로 구성되어 있는 경우에는, 균질적인 특성을 지닌 소액 다수의 채권이라는 특성을 감안하여 소매채권 유동화 평가방법론 상의 분석 기법을 적용²²하여 유동화자산의 신용위험을 측정할 수 있다.

다만, 위와 같은 경우에도 소매채권 유동화 평가방법론에서 다루고 있는 모든 분석 요소를 적용하여야 하는 것은 아니다. 기초자산의 종류별로 성격이나 법적 형식 등에서 차이가 있고, 자산보유자로부터 제공받을 수 있는 자료의 형식이나 범위 역시 차이가 존재할 수 있기 때문이다.

3) 정성적 요인

정량적 분석 결과에 따라 산출된 요소들을 현금흐름 분석에 활용함에 있어 추가적으로 정성적 요인이 고려되어야 한다. 예를 들어, 거래처가 자산보유자에게 담보를 제공했는지 여부, 극단적인 신용하락 상황에 직면하더라도 영업이 지속될 수 있는 거래처인지 여부 등에 따라 거래처의 부도위험은 대외적인 신용도보다 낮은 수준으로 평가될 수 있다. 또한, 유동화자산의 연체위험은 거래처와의 관계, 자산보유자의 영업 정책 등에 따라 달리 나타날 수 있다.

회식화위험의 경우에도 정성적 요인이 고려될 필요가 있다. 회식화는 자산보유자의 신용위험이 증가할 경우 과거 패턴과는 다른 양상을 보일 가능성이 높은 요소이기 때문이다. 예를 들어, 자산보유자의 재무상태가 악화된 사실을 거래처가 인지할 경우 거래처는 대체로 반품, 상계 등의 행사 비율을 높이거나, 보다 높은 판매촉진비 지원 등을 요구할 가능성이 높아진다. 따라서, 자산보유자의 재무상태가 안정적인 상태에서 작성된 회식화 관련 과거실적자료는 자산보유자의 신용이 악화된 상황에서는 유의성이 떨어지기 때문에, 과거 회식화 자료에 일정 수준 스트레스를 적용하는 등의 방법으로 회식화와 관련한 신용보강 수준을 검토한다.

한편, Revolving 구조의 경우 일반적으로 통제적립기간 이후에는 신규 매출채권이 발생하지 않는다고 가정함에도 불구하고, 자산보유자가 독과점적 시장지위를 보유하고 있거나, 자산보유자가 속한 산업이 기간산업 또는 진입장벽이 높은 산업에 해당하는 등의 경우에는 Generation Rate을 일부 적용할 수도 있다.

평가위원회에서 결정한다. 또한, 기초자산을 구성하는 모든 채무자들에 대하여 당사의 유효신용등급이나 당사가 내부적으로 판단한 신용등급을 참조로 하여 신용도를 분석하는 것이 원칙이지만, 유동화구조에 따라 기초자산을 구성하는 채무자 중 일부에 대해서만 신용도 분석이 이루어질 수도 있다.

²² 관련 내용은 소매채권 유동화 평가방법론을 참고하기 바란다. 기 발행된 유동화증권에 대한 사후관리에 대해서도 소매채권 유동화 평가방법론 상의 사후관리 관련 내용을 준용하여 적용한다.

2. 구조적 · 기타 고려사항

기초자산과 관련된 위험 중 일부는 구조적으로 통제²³될 수 있으며, 구조적인 통제가 어려울 것이라고 판단되는 경우에는 각 위험에 대한 스트레스 상황하에 예상되는 손실금액을 현금흐름 분석에 반영한다. 또한, Revolving 구조에서 추가적으로 고려되어야 하는 사항들이 존재한다.

1) 법률위험

진정한 양도(신탁)

앞서 언급한 바와 같이 확정매출채권 유동화를 장래채권 유동화와 구분짓는 가장 큰 차이점은 어느 시점에 자산보유자에 대한 Credit Event가 발생하더라도 기 발생한 매출채권의 회수액으로 유동화증권 상환 재원 확보가 가능하다는 점이다. 따라서, 확정매출채권 유동화에서는 자산보유자와의 신용위험을 절연시키는 것이 중요하다.

이를 위하여 Non-Revolving 구조의 경우 유동화자산 양수도계약의 내용이 기본적으로 자산 유동화에 관한 법률 제13조²⁴에서 정한 양도 요건을 구비하였는지 확인²⁵하며, 신탁을 활용하는 Revolving 구조의 경우에는 각 건별로 법률자문기관으로부터 진정한 양도(신탁)에 대한 법률의견²⁶을 제공받아 검토하는 것이 일반적이다.

대항요건 구비 및 자산혼장위험 통제

다른 유동화자산과 마찬가지로 매출채권 유동화에 있어서도 유동화자산의 양도(신탁) 이후 채권의 채무자와 제3자에 대하여 양수인이 새로운 채권자이며, 유동화자산에 대한 배타적인 권리를 주장할 수 있어야 한다. 민법에 따라 양도인이 양도대상 채권을 특정하여 채무자에게 양도 사실을 내용증명 우편으로 통지하거나 채무자로부터 승낙²⁷을 득하는 경우 채무자에 대한 대항요건이 확보되며, 그러한 통지나 승낙이 확정일자 있는 증서에 의해서 이루어진 경우 제3자에 대한 대항요건도 확보된다. 또한, 상기 통지서 상에 매출채권이 회수되는 집금계좌의 명의를 SPC(신탁의 수탁자) 명의의 계좌로 변경되었음을 명시하고, 승낙서 상에도 동일한

²³ 예를 들어, 자산보유자와 관련하여 발생할 수 있는 부정위험 및 자산혼장위험 등의 경우 유동화 관련 제반 계약에서 자산 보유자, 신탁의 수탁자, 자산관리자, 업무수탁자 등에게 이를 통제하기 위해 필요한 권리와 의무를 부여하고, 법률적 요건을 갖추는 등의 방법으로 통제 장치를 구성할 수 있다.

²⁴ 1) 매매 또는 교환에 의한 것, 2) 유동화자산에 대한 수익권 및 처분권은 양수인이 가질 것(이 경우 양수인이 당해 자산을 처분하는 때에 양도인이 이를 우선적으로 매수할 수 있는 권리를 가지는 경우에도 수익권 및 처분권은 양수인이 가진 것으로 본다), 3) 양도인은 유동화자산에 대한 반환청구권을 가지지 아니하고, 양수인은 유동화자산에 대한 대가의 반환청구권을 가지지 아니할 것, 4) 양수인이 양도인 자산에 관한 위험을 인수할 것(다만, 당해 유동화자산에 대하여 양도인이 일정기간 그 위험을 부담하거나 하자담보책임(양도인이 채무자의 자력을 담보한 경우에는 이를 포함한다)을 지는 경우에는 그러하지 아니하다).

²⁵ 단, 참가계약과 같이 양수도 방식을 취하지 않는 등의 사유로 자산보유자의 신용도에 연계되는 경우에는 진정한 양도 요건에 대한 검토가 생략될 수 있다.

²⁶ 대법원은 수 차례에 걸친 판례(대법원 2001 년 7 월 13 일 선고 2001 다 9267 판결, 대법원 2002 년 12 월 26 일 선고 2002 다 49484 판결, 대법원 2003 년 5 월 30 일 선고 2003 다 18685 판결)를 통하여 신탁 행위의 진정한 양도성을 인정하는 입장을 확인하고 있다.

²⁷ 자산보유자와 채무자 간의 거래계약 관계 상 채무자의 승낙없이 채권을 양도할 수 없도록 규정되어 있다면, 채권 양도 시 채무자에 대한 통지 이외에 승낙까지 득해야 할 것이다.

내용이 기재되는 경우 자산혼장위험이 통제된다고 볼 수 있다.

다만, 자산유동화에 관한 법률에서는 채무자 대항요건의 경우 채무자 소재 불명 등으로 내용 증명 우편으로 발송한 통지가 2회 이상 반송된 경우에는 신문공고로 갈음할 수 있도록 하며, 자산양도 사실을 금융위원회에 등록함으로써 제3자 대항요건의 요건을 갖춘 것으로 인정하는 특례 조항을 마련하여 대항요건 구비와 관련한 부담을 완화하고 있다.

단말기할부대금채권 유동화와 같이 유동화자산 Pool이 소액 다수의 채무자로 구성되고 자산 유동화에 관한 법률에 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 적정한 지에 대한 검토가 필요하다. 한편, 대항요건 확보 전에 채무자의 항변으로 인해 양수인에게 발생한 손해는 양도인인 자산보유자가 배상하는 것이 일반적이다.

자산보유자의 영업상 지위가 매우 낮은 등의 사유로 양도 통지가 생략되거나 SPC가 참가계약 형태로 유동화에 참여하는 경우에는 유동화증권의 신용등급은 자산보유자의 신용도를 뛰어넘을 수 없다.²⁸ 이 경우 거래처가 자산보유자에 대하여 상계 등의 항변권을 행사할 수 있으므로, 이에 대한 구조적인 보완이 필요하다.

2) 조기상환 Trigger

조기상환 Trigger는 유동화증권 상황에 영향을 미치는 각종 변수들이 일정 수준을 벗어날 경우 유동화증권을 만기 이전에 상환하도록 하여 유동화증권 상환 가능성이 저하될 가능성을 사전에 인지할 수 있도록 함으로써 유동화증권 상환의 안정성을 보장하는 장치이다. 자산보유자 및 채무자의 신용도, 기초자산 Pool의 Balance 수준 등이 조기상환 Trigger가 될 수 있다.

[표4] 조기상환 Trigger(예시)

구 분	Trigger
Pool Performance 관련	- Loss Rate 또는 Dilution Rate가 일정 수준을 초과할 경우 - Monthly Payment Ratio가 일정 수준 이하로 하락할 경우 - Pool Balance가 일정 수준 이하로 하락할 경우
기타	- 자산보유자의 신용등급이 일정 등급 이하로 하락하는 경우 - 자산보유자의 확인 및 보장사항이 허위임이 밝혀질 경우 - 자산보유자가 계약에서 정한 의무를 준수하지 아니할 경우

조기상환 Trigger가 엄격한 기준으로 설정되어 있다면 기초자산의 신용 및 희석화위험, 자산보유

²⁸ 다만, 자산보유자의 신용등급이 우량하거나, 조기상환 또는 대항요건 구비를 위한 신용등급 Trigger로 자산보유자의 신용등급과 이격이 크지 않은 수준의 신용등급이 설정되어 있다면 Event 발생시 자산보유자 교체 절차 등을 유동화 계약서에 명시하는 조건으로 기존 집금계좌의 유지가 허용될 수도 있다.

자의 신용위험, Pool Performance의 악화 등에 조기 대응이 가능하다는 측면에서 유동화증권 상환 가능성 제고에 긍정적인 반면, 지나치게 엄격한 경우에는 자산보유자의 영업현금흐름을 악화시켜 오히려 매출채권의 회수 가능성에 부정적인 영향을 미칠 수도 있으므로, 이를 종합적으로 고려하여 적절한 수준의 조기상환 Trigger 설정 여부를 검토하여야 한다.

3) Revolving 구조에서의 추가적인 고려사항

Revolving 구조의 매출채권 유동화는 자산보유자가 지속적으로 매출채권을 생성하는 것을 전제로 한다. 따라서 Non-Revolving 구조와는 달리 유동화기간 동안 기초자산에 편입되는 기초자산 Pool에 변동이 있으며, 이러한 변동에 유동화증권 상환 능력이 저하되지 않도록 구조적 장치를 구비한다.

장래채권의 양도성 확보

확정매출채권의 양도성²⁹은 민법 및 자산유동화에 관한 법률에서 정한 채권의 양도 요건만 구비한다면 특별한 이슈가 없다. 그러나 Revolving 방식의 경우 양도 대상에 장래채권이 포함되기 때문에 장래채권의 포괄적인 양도와 관련한 별도의 요건이 충족되어야 한다.

장래채권의 양도 가능성³⁰과 관련하여 판례³¹에서는 양도 당시 기본적 채권관계가 어느 정도 확정되어 있어 그 권리의 특징이 가능하고(특정 가능성), 가까운 장래에 발생할 것임이 상당한 정도로 기대될 경우(발생 가능성) 장래에 발생하게 될 채권이라도 양도의 대상이 될 수 있다고 보고 있다. 이에 비추어볼 때 특정 거래처와 체결된 장기공급계약(자동 연장 조건부 공급계약 포함)을 통하여 재화 공급 또는 용역 제공의 구체적인 내용, 공급 기간, 공급 가격 등을 확정할 수 있는 경우 등에는 장래채권의 양도 가능성이 인정된다고 볼 수 있다.

적격 기준

자산보유자가 생성하는 매출채권의 선별기능을 담당하는 적격기준은 기준에 부합하지 않는 매출채권을 유동화자산에서 제외하여 자산 Pool을 양질의 상태로 유지하도록 한다. 적격기준은 자산 적격기준과 Balance 적격기준으로 나눌 수 있다.

자산 적격기준은 유동화자산의 형식적인 질을 판단하는 기준으로서 특정 기준에 부합하지 않는 매출채권을 유동화자산에서 제외하여 자산 Pool을 양질의 상태로 유지하는 기능을 담당한다. 자산 적격기준은 자산이 기초자산에 편입되기 위한 형식적인 판단 기준으로서 거래약정 자체의 적법성 또는 해제·해지 여부, 거래처의 신용도 또는 양도 승낙 여부, 매출채권 관련 권리의 완전성 등으로 구성된다. 적격기준에 부합하지 않는 유동화자산과 관련해서는 해당 자산을 유동화 대상에서 제외시키고 자산보유자가 유동화자산을 추가 신탁(양도)하거나 이에 상당하는 현금을 지급하는 방식으로 하자담보 의무를 부담하는 것이 일반적이다.

²⁹ 신탁의 개념을 포함한 것으로 본다.

³⁰ 이와 관련한 내용은 장래채권 유동화 평가방법론을 참고하기 바란다.

³¹ 대법원 1997. 7. 25. 선고 95 다 21624 판결, 대법원 1996. 7. 30. 선고 95 다 7932 판결 등

Balance 적격기준은 자산 적격기준을 충족하여 신탁(양도)된 자산의 실질적인 질을 유동화 기간 동안 일정 수준 이상으로 유지하기 위해 설정된다. Balance 적격기준에는 특정 거래처의 집중도 수준, 거래처에 대한 자산보유자의 채무 부담 여부, 유동화자산의 연체 여부 등이 포함되며, 조기상환 Trigger 중의 하나인 Balance Trigger에서의 기준 Balance를 결정하는데 활용된다.

이 중 집중도 한도는 기초자산 Pool의 변동 및 집중위험을 통제하는 장치로서, 개별 거래처의 매출채권 잔액 중 설정된 집중도 한도를 초과하는 부분을 Pool Balance 계산시 차감하는 방식으로 적용한다. 거래처의 신용도에 따라 노출되는 위험수준이 다르기 때문에 신용등급별로 집중도 한도를 달리 설정할 수 있다. 신용등급이 높은 거래처의 비중이 높을수록 회수 가능성에 긍정적인 영향을 미치는 것은 사실이지만, 통제적립기간 중 특정 거래처의 Credit Event 또는 Dilution 등은 유동화증권 상환에 부정적인 영향을 미치게 되므로 적절한 집중도 한도 수준에 대한 검토가 필요하다.

자산 실사와 가지급 구조

Revolving 구조에서는 유동화자산 Pool의 구성이 지속적으로 변경되며, 자산보유자는 제2종 수익을 확보하기 위해 실제 발생한 매출채권에 비해 과대한 허위정보를 신탁의 수탁자에게 제공함으로써 유동화자산 Pool에 가공의 자산이 포함될 위험도 존재하므로, 편입되는 자산에 대한 주기적인 실사가 필요하다. 자산보유자의 신용도에 따라서는 실사주기를 단축하지 않는 대신 자산보유자가 제공하는 정보에만 기초하여 제2종 수익을 가지급하는 구조도 사용될 수 있는데, 이러한 구조에서는 별도로 자산보유자의 부정위험을 통제할 방법이 없다. 따라서, 동 구조는 자산보유자가 매출채권을 과대 계상시킬 유인이 많지 않고, 가공 매출채권의 양도(신탁)로 인해 발생하는 SPC(신탁)의 손해에 대하여 자산보유자가 배상 책임을 부담하더라도 유동화증권의 상환 능력이 저해되지 않을 정도로 자산보유자의 신용도가 상대적으로 우량한 경우에만 허용될 수 있다. 자산보유자의 신용도가 일정 수준 이하로 하락하는 경우에는 자산보유자에 대한 가지급은 중단되도록 구조화하는 것이 일반적이다.

통제적립기간 등의 상황 구조

일반적으로 Revolving 구조에서 유동화증권의 만기는 예상만기(Expected Maturity)와 법정만기(Legal Maturity)로 구성된 Soft Bullet으로 설정된다. 통제적립이 종료되는 시점에 예상만기가, 이후 일정기간(Tail Period)이 경과된 이후에 법정만기가 도래한다. 따라서 유동화증권 상환재원을 확보하기 위해 주어지는 기간은 통제적립기간과 Tail Period가 된다.

통제적립기간은 정상적인 상황에서 매출채권의 평균적인 결제기간과 월 기준 매출채권잔액 대비 회수율을 고려하여 유동화증권 상환재원이 전액 적립될 수 있도록 설정한다. 자금의 사용기간 측면에서 통제적립기간이 짧은 것이 유리하나, 통제적립기간을 짧게 설정할 경우 자금 적립 부담은 역으로 가중될 것이다.

Tail Period는 거래처의 결제 지연에 의하여 통제적립이 종료되는 시점에 유동화증권 상환재원확보가 어려운 경우에 대비하여 일정한 추가 기간을 설정함으로써 유동화증권 상환의 안정

성을 확보하기 위한 장치이다. Tail Period 역시 매출채권의 회전기간과 회수율을 고려하여 결정되며, Recovery 가능성이 높아지기 때문에 긴 Tail Period는 신용보강 측면에서 유리하게 작용한다.

4) 신용보강

SPC에 대한 금융기관의 신용공여와 같은 외부신용보강이나 자력담보 형태의 하자담보, 현금 유보 등의 내부신용보강도 장래채권 유동화증권의 신용평가에 있어 중요한 고려사항이다. 유동화증권 상환 재원이 부족한 경우에 외부금융기관이나 자산보유자가 SPC에게 부족 자금을 제공하는 내용의 약정이 체결되는 경우³² 등에는 해당 금융기관 또는 자산보유자의 신용등급으로 유동화증권 신용등급이 부여될 수 있으며, 이러한 경우 앞서 살펴본 자산보유자, 채무자, 초과담보 수준 등에 대한 분석은 정도를 완화하거나 생략할 수 있다.³³

3. 현금흐름 분석

현금흐름 분석은 기초자산의 신용위험, 회식화위험 등을 정량적 분석 기법을 통해 측정하고, 이렇게 측정된 요소들과 함께 기초자산이 보유하는 고유한 특징을 반영하여 신용등급 Stress 하에서의 기초자산 현금흐름을 산출한 후, 유동화증권의 원리금 및 제반 유동화비용의 지급이 가능한 지 검토하는 과정이다. 현금흐름 분석에는 정량적 분석 기법을 통해 추정된 기초자산의 현금흐름과 더불어 법률위험, 조기상환 Trigger 및 기타 구조적인 특징 및 신용보강수준, 기타 제반 정성적 요인들이 함께 반영된다.

Non-Revolving 방식의 매출채권 유동화에서는 유동화자산 고유의 특성³⁴을 고려하여 정량적인 변수를 산출하고, 유동화구조 및 기타 정성적 요인들을 종합적으로 감안하여 유동화증권 신용등급 Stress 하에서의 유동화자산 회수액 규모를 산정한다. 그리고 동 현금흐름이 유동화증권 상환에 충분한 지 확인하는 방식으로 현금흐름을 분석한다.

한편, Revolving 방식의 매출채권 유동화의 현금흐름 분석은 가장 보수적인 시나리오인 통제적립(상환)기간이 개시되는 시점에 조기상환이 이루어지는 경우를 가정³⁵하는 등 Non-Revolving 유동화에서와는 달리 다음의 가정에 기초하여 현금흐름 분석을 실시하게 된다.

³² 당사 Structured Finance 신용평가 일반론을 참고하기 바란다.

³³ 이 경우 Cash Flow 분석을 통해 외부신용보강한도가 유동화증권 원리금 상환에 충분한 수준인지, 외부신용보강기관의 신용도가 유동화증권 신용등급에 부합하는지의 여부가 중점적으로 검토된다.

³⁴ 예를 들어 단말기할부대금채권에 이자가 부리되는 경우 조기상환 가능성을 추가적으로 고려하여야 하며, 유동화증권 신용등급 이상의 신용도를 보유한 기관이 단말기할부대금채권에 대한 보증보험을 약정하는 경우 이에 의한 현금유입액도 추가적으로 반영하게 된다.

³⁵ 조기상환 Trigger의 발생 자체가 자산 Pool Performance 저하를 의미하는 바, 통제적립(상환)기간 이전에 조기상환사유가 발생한다면 기간적 측면에서 회수율(Recovery)이 높아질 가능성이 존재하고, 통제적립(상환)기간의 일부가 경과한 후라면 ABS 원금의 일부가 통제적립(상환)이 시현된 상태이기 때문에 이러한 경우를 보수적인 시나리오라고 볼 수 있다.

- **분석 기간** : 통제적립기간 개시 시점에 조기상환기간이 개시된다. 따라서 통제적립(상환)기간 개시 시점부터 유동화증권 법정 만기까지의 기간이 매출채권의 회수 기간이 된다.
- **Pool Balance** : 신탁회사는 Minimum Balance(제1종 수익권 권면액과 최저 제2종 지분의 합산액) 수준의 자산 Pool을 보유하고 있다.
- **자산 추가 발생** : 기본적으로 신규 매출채권의 발생을 인정하지 않는다. 다만, 자산보유자가 영위하는 사업의 특성, 시장 지위 등을 고려하여 자산의 추가 발생을 제한된 범위 내에서 가정할 수도 있다.

Appendix. 주요 Historical Performance Data 종류 예시

1. Static Data

연월	신규발생 매출	월별 매출액의 경과월별 회수금액									회석화	상계	부도
		당월	+1M	+2M	+3M	+4M	+5M	+6M	+6M 초과	합계			
2018.01													
2018.02													
2018.03													
2018.04													
2018.05													
2018.06													

2. Dynamic Data

연월	전월말 잔액	신규발생 매출	매출채권 감소액					당월말 잔액	경과기간별 매출채권 잔액					
			회수액	회석화	상계	부도	소계		당월 발생	+1M	...	+5M	+6M 초과	계
2018.01														
2018.02														
2018.03														
2018.04														
2018.05														
2018.06														

유 의 사 항

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 투자의 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 투자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의견이 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 고지받았다 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, 재배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.