

리스채권 유동화 평가방법론 (2022)

2022.01.21

금융·구조화평가본부

최재우

수석애널리스트

☎ 02-787-2288

jaewoo.choi@kisrating.com

김홍미

실장

☎ 02-787-2343

hmkim@kisrating.com

Executive Summary

본 평가방법론은 당사가 2018년 8월에 발표한 「리스채권 유동화 평가방법론」을 수정·보완한 것으로, 리스채권 기초 유동화를 평가함에 있어 일반적으로 중요하다고 판단하는 평가요소들을 추출하고, 리스채권 기초 유동화 신용등급 결정에 이들 요소에 대한 가정 및 분석이 어떻게 적용되는지 설명한 것이다. 본 평가방법론의 주된 목적은 자산보유자(Originator), 투자자 및 기타 이해관계자들에게 리스채권 유동화증권의 상환능력에 영향을 주는 여러 가지 요소들과 이에 대한 평가방법, 당사의 리스채권 유동화증권의 신용등급 결정 방식을 설명하고 그들의 이해를 돕는 것이다.

리스채권 기초 유동화 평가의 첫 번째 단계는 유동화구조 및 기초자산의 특성 등을 파악하여 본 평가방법론의 적용 여부를 결정하는 것이다. 기본적으로 기초자산이 법률적·실질적으로 리스채권에 해당하는 경우 본 평가방법론이 적용되나, 기초자산의 특성 및 유동화구조에 따라 분석방법이 달라질 수 있다. 예를 들어, 본 평가방법론은 주로 소액다수의 리스채권이 Pooling된 경우에 적용 가능한 기초자산 분석기법 및 Cash Flow 검토절차를 다루고 있다. 이에 기초자산이 소수의 리스채권으로 구성되었거나 특정 리스이용자가 차지하는 비중이 크다면 다른 평가방법론상 분석기법이 활용될 수 있다. 또한, 외부신용보강만으로 유동화증권 상환이 가능하다면 본 평가방법론상 기초자산 신용위험에 대한 분석은 생략될 수 있다.

리스채권 유동화 평가방법론 중 가장 핵심이 되는 사항은 기초자산에 대한 분석이다. 동 분석은 자산보유자를 시작으로 Historical Data 및 Pool 특성 등에 대한 검토로 이어진다. 이렇게 획득한 기초자산에 대한 분석결과를 기초로 기초자산의 신용위험을 추정하며, 동 추정치에 신용등급별 스트레스 시나리오를 적용하여 Cash Flow 분석을 실시한다. 그리고 Cash Flow Test에서 기초자산 신용위험 이외에 Cash Flow에 영향을 미칠 수 있는 중도해지위험, 혼장위험 등의 요인들을 추가로 반영하여, 최종적으로 신용등급별 유동화증권의 상환가능성과 신용보강 수준의 적정성을 검토하게 된다.

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.

- 기초자산의 평균적인 손실률에 대한 예측치로서 Base Loss Rate를 산정하고 여기에 추가로 스트레스 시나리오를 적용하는 방식으로 기초자산의 신용위험을 추정한다. 이 때 개별 거래의 상품 종류별 Base Loss Rate값 및 스트레스 시나리오는 Historical Performance Data 및 기초자산 특징 등에 대한 분석결과를 기초로 산정되며, 자산보유자, 개별 채권들의 고유한 특성, 리스시장 및 소비자금융시장에 대한 향후 전망 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 이를 보완하는 적절한 장치가 있다면 등급이 부여될 수 있다. 또한 본 방법론에서 제시하는 평가요소들의 변동이 즉각적인 신용등급의 변경으로는 이어지지 않을 수 있다.
- 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 리스채권을 기초로 하는 유동화 및 이와 유사한 금융상품 등의 신용평가에 적용된다. 그러나 기초자산의 특성 및 유동화구조에 대한 검토결과 보다 정확한 신용평가에 도움이 된다고 판단될 경우, 리스채권을 기초로 하더라도 본 평가방법론 이외의 방법론을 적용하거나 병행할 수 있다. 마찬가지로 기초자산이 리스채권이 아니라고 하더라도 분석기법이 비슷하거나 기초자산의 특성을 고려할 때 보다 적절하다고 판단될 경우 본 평가방법론을 적용하거나 병행하여 평가할 수도 있다.

주요 변경내용

본 평가방법론은 2018년 8월에 발표된 기존 리스채권 유동화 평가방법론을 대체하며, 공시된 시점부터 적용된다. 금번 개정으로 인해 기존 공시된 신용등급의 변동은 없으며, 주요 변경사항은 다음과 같다.

- 한국채택국제회계기준상 금융리스와 운용리스를 구분하는 기준을 추가하였고, 이외에도 리스계약과 관련한 법조항을 보다 자세히 기술하였다.
- 리스보증금이 현금흐름에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 가능성에 대하여 설명하고, 당사가 해당 위험의 발생여부 및 그 정도를 검토할 때 주로 고려하는 요소를 기술하였다. 그리고 리스보증금 관련 위험요소를 분석하는 방식에 대해서도 간략하게 설명하였다.
- Pooling 리스채권 유동화 사후관리 과정에서 기초자산 Performance를 파악하기 위해 주로 살펴보는 지표들에 대하여 기술하였고, 기초자산 회수실적에 따른 사후관리 분석과정의 차이점에 대하여도 설명하였다.

Contents

I. 리스채권 유동화 개관.....	4
1. 리스의 정의와 분류.....	4
2. 리스계약의 특징.....	5
3. 리스채권 유동화 구분.....	6
II. 주요 위험요인.....	7
1. 유동화자산 위험.....	7
2. 중도해지위험.....	7
3. 유동화구조 위험.....	7
4. 참여기관 위험.....	8
5. 혼장 및 대체자산관리자 위험.....	8
III. 주요 평가 요소.....	9
1. 자산보유자.....	9
2. Historical Data.....	10
3. Pool Characteristics.....	11
IV. 스트레스 시나리오 및 Cash Flow.....	12
1. Base Loss Rate 산정.....	12
2. 스트레스 시나리오.....	13
3. Cash Flow.....	14
V. 기타분석.....	20
1. 거래참여기관 신용도.....	20
2. 법률 위험(Legal Risk).....	20
VI. Monitoring.....	24
Appendix. Historical Data 분석을 통한 Loss Curve 및 손실률의 추정.....	25

I. 리스채권 유동화 개관

1. 리스의 정의와 분류

리스(Lease)는 합의된 기간 동안 리스제공자(Lessor)가 리스자산의 사용권을 리스이용자(Lessee)에게 이전하고, 리스이용자는 그 대가로 사용료를 리스제공자에게 지급하는 계약을 말한다. 리스는 필요한 물건을 사용하기 위해 누군가에게 대가를 지급하여야 하는 점에 있어서 물건 관련 대출과 경제적으로 유사한 성격을 가진다고 할 수 있다. 물건 관련 대출의 대표적인 예로 오토론을 꼽을 수 있으며, 리스 중에서 가장 쉽게 떠올릴 수 있는 것도 자동차를 대상 물건으로 하는 오토리스이다. 그러나 전형적인 대출계약으로서 법적 해석이나 주요 조건이 대부분 유사한 오토론과는 달리 리스계약은 물건의 종류, 계약형태 및 리스조건 등에 따라 그 성격이 다를 뿐 아니라 법률적 해석 역시 상이할 수 있다. 리스계약은 리스물건 및 계약특징 등에 따라 다양하게 분류될 수 있으며, 대표적인 분류기준을 살펴보면 다음과 같다.

1) 금융리스와 운용리스

리스는 일반적으로 금융리스(Finance Lease 또는 Capital Lease)와 운용리스(Operating Lease)로 분류된다. 관련하여 한국채택 국제회계기준은 리스제공자로 하여금 리스물건의 소유에 따른 대부분의 위험과 보상이 리스이용자에게 이전되는 리스를 금융리스로, 이외의 리스를 운용리스로 분류하도록 하고 있다. 리스제공자는 계약의 형식보다는 거래의 실질에 기초하여 리스를 분류해야 하며, 회계기준상 금융리스로 분류되는 예는 다음과 같다.

[표1] 한국채택국제회계기준상 금융리스 분류 예

- 리스기간 종료시점 이전에 리스물건의 소유권이 리스이용자에게 이전되는 리스
- 리스이용자가 선택권을 행사할 수 있는 날의 공정가치보다 충분히 낮을 것으로 예상되는 가격으로 리스물건을 매수할 수 있는 선택권을 가지고 있고, 그 선택권을 행사할 것이 리스약정일 현재 상당히 확실한 경우
- 기초자산의 소유권이 이전되지는 않더라도 리스기간이 리스물건의 경제적 내용연수의 상당 부분(major part)을 차지하는 경우
- 리스약정일 현재, 리스료의 현재가치가 적어도 리스물건 공정가치의 대부분에 해당하는 경우
- 리스물건이 특수하여 해당 리스이용자만이 주요한 변경 없이 사용할 수 있는 경우
- 리스이용자가 리스를 해지할 수 있으나, 해지에 관련되는 리스제공자의 손실을 부담하는 경우
- 리스기간 종료시점에 잔존자산의 공정가치 변동에서 생기는 손익이 리스이용자에게 귀속되는 경우
- 리스이용자가 시장리스료보다 현저하게 낮은 리스료로 다음 리스기간에 리스를 계속할 능력이 있는 경우

주) K-IFRS 제1116호 리스 63호 및 64호

[표1]에 열거된 경우라도 항상 회계상 금융리스로 분류되는 것은 아니다. 리스계약의 다른 특성 등을 고려할 때 리스물건의 소유에 따른 위험과 보상의 대부분을 이전하지 않는다는 사실이 명백하다면 그 리스는 운용리스로 분류될 수 있다. 회계상 금융리스와 운용리스의 구분이 경제적 실질에 기초하여 이루어지는 반면에, 법률적으로는 리스계약의 명칭이나 회계처리 방법보다는 리스 목적 및 계약내용 등에 기초하여 리스를 분류한다.

2) 일반리스와 등록리스

리스는 리스물건의 등기부상 등록 여부에 따라 일반리스와 등록리스로 구분된다. 자동차, 건설기계 등 등록이 필요한 물건에 대한 리스가 등록리스에 해당하며, 공작기계, 의료기기, 컴퓨터, 사무용 기기 등 별도의 등기 절차가 필요하지 않은 물건에 대한 리스를 일반리스라 한다. 등록리스의 경우 리스제공자 또는 리스이용자 명의로 등록할 수 있는데, 어느 경우에도 법률적 소유권은 리스제공자에 있는 것으로 해석되고 있다.¹

¹ 여신전문금융업법 제33조 제1항에서는 시설대여업자가 건설기계나 차량의 시설대여 등을 하는 경우 건설기계관리법 또는 자동차관리법에도 불구하고 대여시설이용자의 명의로 등록할 수 있다고 규정하고 있다. 이에 리스물건이 리스이용자 명의로 등록되는 경우 자동차관리법 제6조(자동차 소유권의 득실변경(得失變更)은 등록을 하여야 그 효력이 생긴다)에 따라 차량에 대한 소유권은 리스이용자에게 있다고 보는 견해도 있었으나, 대법

3) 단독리스, 공동리스, 전대리스

리스는 계약 형태에 따라서도 여러 가지로 분류할 수 있는데 동일 물건에 대하여 하나의 리스회사와 리스이용자가 계약 당사자가 되는 단독리스, 동일 물건에 대하여 둘 이상의 리스회사가 공동으로 참여하여 하나의 리스이용자와 계약을 체결하는 공동리스, 하나의 리스회사가 다른 리스회사로부터 리스물건을 리스 받아 제3자에게 다시 리스하는 전대리스 등이 있다.

공동리스나 전대리스의 경우 계약 구조에 따라 리스회사 간의 법률관계가 복잡할 수 있으므로, 리스채권의 유동화를 위해서는 리스회사 각각의 동의 또는 승낙 구비 필요여부, 각 리스회사의 리스채권에 대한 법률적인 권리의 범위 등에 대한 법률 검토가 반드시 선행되어야 한다.

2. 리스계약의 특징

오토론과 리스채권은 물건과 연계된 대표적인 금융상품으로 유사점을 지니고 있으나, 계약형태 및 법률관계 등에서 차이가 발생한다. 오토론이 자산보유자와 채무자간 민법상 소비대차계약을 기초로 하여 법률관계를 형성하는데 반해, 리스계약은 리스회사와 리스이용자 사이의 임대차계약을 기본 골격으로 한 특수한 비전형계약을 체결한 것으로 해석된다. 오토론이 실행된 이후에는 물건과 관련한 모든 권리 및 의무가 차주에게 귀속되어 금융회사가 차주에게 추가로 이행할 의무는 없으나, 리스계약의 경우 리스회사는 리스계약기간 동안 리스이용자가 리스물건을 독점적으로 사용할 수 있도록 유지해야 하는 의무를 부담한다.

또한 리스물건에 대한 하자담보책임 및 유지·보수의무가 리스회사에게 있는 경우에는 자산보유자의 관리 및 유지능력과 자산보유자 Credit Event 발생 시 대체가능성 등에 대한 추가 검토가 요구된다. 국내 오토리스의 경우 자동차제조사가 하자담보책임 및 일정기간 내 유지·보수의무를 부담하는 형태가 일반적이므로, 리스회사의 실질적 사후관리 부담은 크지 않은 편이다.

[표2] 유동화 구조와 관련된 리스채권과 오토론 비교

구분	리스채권 유동화	오토론 유동화
공동점	• 소액다수의 채권 집합	
대상 물건의 법적 소유권	• 리스회사 (등록부상 이용자 명의 가능)	• 채무자
채무자에 대한 자산보유자의 추가 의무	• 있음	• 없음
자산보유자와의 파산절연을 위한 구조화	• 채무자 및 제3자에 대한 대항요건 구비 절차 구조화(자산유동화법에 따른 특례 적용) • 리스이용자의 리스물건 독점적 사용 보장에 대한 추가적인 고려 필요	• 채무자 및 제3자에 대한 대항요건 구비 절차 구조화(자산유동화법에 따른 특례 적용)

또 하나의 중요한 차이점은 대상 물건에 대한 법적 소유권의 귀속 여부이다. 오토론의 경우 대상 물건인 자동차는 등록부에 채무자 명의로 등록될 뿐만 아니라 법적 소유권도 채무자에 귀속된다. 하지만 리스채권의 경우 리스물건의 등록부에 리스이용자가 소유자로 기재된다 하더라도 리스물건의 법적 소유권은 리스회사에 있다고 해석되고 있다.

따라서 자산보유자 Credit Event 발생 등으로 자산보유자의 채권자가 리스물건에 대한 강제집행을 실행하게 되면, 리스이용자의 채무상환능력은 변화가 없음에도 불구하고 리스로 지급의지(Willingness)가 저하되어 리스채권으로부터의 현금흐름이 감소할 위험이 있다. 다만, 리스계약이 유지되는 한 리스이용자는 정상적으로 물건을 사용할 수 있는 권한을 보유한 것으로 해석되고 있다는 점에서 이와 관련한 법률위험은 크지 않을 것으로 판단되며, 유동화 구조적으로도 이러한 위험을 축소하기 위한 여러 보강장치가 수반되기도 한다.²

원 판례(2000다40025) 등은 “시설대여이용자의 명의로 등록된 차량에 대한 소유권은 대내적으로는 물론 대외적으로도 시설대여회사에게 있는 것으로 보아야 한다”라고 하여, 리스물건의 소유권은 등기·등록명義와 관계없이 리스회사에 귀속한다고 명시하였다.

² 리스물건과 연계된 법률위험에 대한 자세한 내용은 본 평가방법론 “V.기타분석 - 2. 법률위험”을 참고하기 바란다.

3. 리스채권 유동화 구분

리스채권 유동화라고 하더라도 리스채권의 분산도, 리스자산의 특성 등에 따라서는 본 평가방법론이 적용되지 않을 수 있으며 세부 분석기법에서 차이가 있을 수도 있다.³ 예를 들어, 특수금융의 일종으로 선박, 항공기 등과 같이 물건의 고유한 특성이 내재된 유동화에서는 리스계약이 수반되더라도 오브젝트금융 평가방법론이 적용된다. 당사는 유동화구조 및 리스계약 조건 등에 대한 검토결과를 기초로 유동화자산의 신용위험을 분석하기에 적절한 평가방법론을 선택하여 적용하고 있으며, 개별 평가 건에 적용할 평가방법론, 자세한 분석기법 및 절차 등은 평가위원회에서 최종 결정한다.⁴

1) 소수의 리스이용자

기초자산이 소수의 리스채권으로 구성된 경우에는 기초자산의 신용위험이 리스이용자의 신용도와 직접적으로 연계된다는 점에서 소액다수의 채권을 기초로 한 Pooling 리스채권과는 큰 차이가 있다. Pooling 리스채권 유동화는 기초자산에서 특정 리스이용자가 차지하는 비중이 낮아 리스이용자 각각의 신용도가 기초자산 전체 신용도에 미치는 영향력이 제한적이다. 따라서 기초자산의 신용위험에 대한 분석과정에서 Pooling 리스채권 유동화와는 다른 기법이 적용될 수밖에 없으며, 일반적으로 CDO 평가방법론에서 제시하는 분석기법 및 절차가 활용된다. 더욱이, 리스채권은 리스이용자 입장에서는 상환의무가 있는 채무로서 사실상 차입채무와 그 성격이 유사하다는 점에서 CDO 유동화의 기초자산과 공통점이 있다.

따라서 소수의 리스채권으로 구성된 유동화에서는, 리스채권의 법률적 형식에서 야기되는 위험요소에 대해서는 본 방법론에 따른 검토가 이루어지나, 기초자산 위험에 대한 분석에는 본 평가방법론에서 후술하는 스트레스 시나리오 등을 통한 방식이 아닌 CDO 평가방법론에서 기술하는 분석기법 및 Cash Flow 검토절차가 주로 적용된다.

2) Pooling 리스채권

Pooling 리스채권 유동화는 다수의 채무자에게 실행한 소액채권을 기초자산으로 한다는 점에서 오토론 유동화와 유사하다. 그리고 이러한 공통점으로 인해 리스채권 유동화 평가 시 오토론 유동화와 동일한 분석방식이 적용될 수 있으며, 이는 오토론과 마찬가지로 Pooling 리스채권 역시 소액다수의 채권으로서 비교적 균질한 특징을 보유하기 때문이다.

또한 다수 채권의 집합으로 유동화자산이 구성되므로 채무자 및 제3자에 대한 채권양도의 대항요건 구비와 관련된 특례를 적용하기 위해 대부분 자산유동화에 관한 법률(이하 “자산유동화법”)에 따라 유동화가 이루어지는 것도 공통점이다.

한편, Pooling 리스채권 유동화 시 위험요인의 평가 및 분석과정에는 본 평가방법론에서 후술하는 스트레스 시나리오 등을 통한 분석기법 및 Cash Flow 검토절차가 주로 적용된다.

³ 리스채권과 여러 소매 여신상품들이 혼재하여 유동화자산을 구성하는 경우에는 본 평가방법론과 더불어 오토론, 소매채권 유동화 평가방법론 등이 병행하여 적용될 수 있다. 그러나 유동화자산 구성 측면에서 특정자산 비중이 낮아 기초자산 위험에 미치는 영향력이 제한적이라고 판단되는 경우에는 기초자산을 구성하는 주요 자산을 기준으로 평가방법론이 적용된다.

⁴ 본 평가방법론은 리스채권을 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.

II. 주요 위험요인

리스채권 유동화 평가시 고려하는 주요 위험요인으로는 유동화자산 위험, 중도해지위험, 유동화구조 위험, 참여기관 위험, 혼장 및 대체자산관리자 위험 등이 있다. 동 위험요인들은 일반적인 리스채권 유동화를 가정하여 기술한 것으로, 개별 평가 건에서는 유동화구조 및 유동화자산 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 위험 요인들이 추가로 고려될 수 있다. 또한 외부신용보강을 통해 유동화증권 상환재원이 전액 충당되는 구조에서는 유동화자산 위험분석이 생략될 수 있는 등 여기에 언급된 모든 위험요소가 평가과정에서 고려되지 않을 수도 있다.

1. 유동화자산 위험

유동화자산 신용위험은 리스이용자의 연체, 대손 등으로 인해 유동화자산의 상황이 지연되거나 궁극적으로 상환되지 못할 위험으로, 리스채권 유동화에 있어 가장 중요하게 고려되는 요인이다. 리스채권의 신용위험을 파악하기 위해 주로 고려하는 요소로는 자산보유자의 과거 Historical Performance, 자산보유자의 Underwriting Practice 및 채권관리시스템, 리스이용자 및 채권별 특성, 거시경제환경 등을 들 수 있다.

개별 리스이용자는 신용평가사의 신용등급을 보유하고 있지 않는 경우가 대부분이므로, 자산보유자의 과거 Historical Performance가 신용위험의 평가에 있어 주요 자료로 활용된다. 그리고 리스물건 및 계약조건 등에 따라 신용위험이 차별화될 수 있으므로 이에 대한 고려가 함께 이루어진다. 건설장비, 공작기계, 의료기기 등 물건에 따라 신용위험이 차별화될 수 있으며, 이외에도 리스이용자의 법인/개인 여부, 상환방식, 리스기간, 중도해지수수료 및 적응금리 수준, 근저당 설정 여부, 보증인 유무 등 계약 조건에 따라서도 신용위험이 달라질 수 있다.

2. 중도해지위험

중도해지위험은 리스이용자가 리스계약 만료 이전에 리스계약을 중도해지함에 따라 유동화자산에서 발생하는 현금흐름이 감소할 수 있는 위험이다. 오토론의 경우 채무자가 조기상환하더라도 잔여 대출원금 전액을 상환하여야 하므로 이자 회수액만 감소하는데 반해, 리스의 경우 리스이용자가 계약을 중도해지하면 잔여 리스채권 원금의 일부만을 위약금 또는 해지수수료로 지급하는 약 정도 상당수 존재한다. 따라서 리스조건 및 계약내용 등에 따라 차이가 있겠지만, 리스채권 유동화에서 중도해지위험은 원금손실 위험을 수반할 수 있으므로 오토론에 비해 현금흐름에 미치는 영향력이 크다고 할 수 있다.

특히, 리스물건의 특성상 자산보유자의 지속적인 관리이행이 수반되거나, 자산보유자 Credit Event 발생 시 소비자와의 분쟁가능성이 높은 물건인 경우 등에는 리스계약의 중도해지위험이 중요할 수 있으므로, 이 경우 신용평가 과정에서 해당 위험을 추가적으로 고려한다.

3. 유동화구조 위험

유동화증권 발행 및 상환조건, 신용보강 형태 등 유동화구조상 특징은 각 유동화증권의 상환가능성에 영향을 미친다. 예를 들어, 리볼빙 유동화 구조에서는 리볼빙 기간 동안 유동화자산의 추가 및 교체가 가능하므로 유동화자산 Pool 특성이 발행시점과는 달라질 수 있어, 유동화자산의 질을 사전적으로 통제하기 위한 자산적격조건, 조기상환 Trigger 등 여러 통제장치의 내용 및 수준을 파악하고 검토하는 과정이 추가될 수 있다.

또한 유동화증권의 만기구조, Call Option 부여 여부 등에 따라 기초자산 중도해지위험이 미치는 영향도 달라질 수 있으므로, Cash Flow 분석과정에서 이러한 유동화구조상 특징을 반영하는 것이 필요하다.

4. 참여기관 위험

유동화에는 업무수탁자 및 자산관리자, 신용공여기관 및 유동화증권 매입보장기관, 스왑거래기관 등 다양한 기관의 참여가 이루어진다. 신용공여기관 및 유동화증권 매입보장기관은 유동화증권에 대한 외부신용보강 및 유동성보강을 제공하며, 스왑거래기관은 유동화자산과 유동화증권 간의 통화가 다르거나, 금리가 상이한 경우 관련 위험을 통제하는 역할을 수행한다. 유동화 참여기관의 역할수행능력에 대해서는 수행하는 역할의 범위 및 난이도, 참여자의 신용도 등을 종합적으로 반영하여 판단하며, 유사시 참여자 교체절차 등에 대한 검토도 이루어질 수 있다.

5. 혼장 및 대체자산관리자 위험

혼장위험은 유동화자산으로부터 회수되는 금원이 SPC 자산관리계좌로 직접 입금되지 않고 자산보유자 명의의 계좌로 이체되어 유동화자산 현금흐름이 자산보유자의 고유자산과 혼장될 위험을 말한다. 리스이용자는 채무상환시 무통장입금, 지로결제, 자동이체 등의 방식을 이용할 수 있으며, 자금상환 방식에 따라 혼장위험의 정도는 차별화된다.

자동이체나 금융결제원의 자금관리서비스(CMS)를 이용할 경우에는 리스이용자의 상환대금을 SPC계좌로 직접 이전할 수 있으므로 혼장위험이 상당부분 통제된다고 볼 수 있다. 반면, 무통장입금, 지로결제의 경우에는 계좌변경이 이루어지지 않을 경우 혼장위험이 존재할 수 있다. 이에 대해서는 자산보유자 전산시스템의 이관 절차, 자산보유자의 Credit Event 발생 이후 약정된 대체자산관리자 선임 절차, 선임된 대체자산관리자의 역할 등을 감안하여 혼장위험에 대한 평가가 이루어진다.

대체자산관리자는 자산보유자의 Credit Event 발생시 자산보유자를 대신하여 유동화자산을 관리한다. 또한, 대체자산관리자는 리스이용자, 자동이체 은행, 금융결제원 등에 대하여 자산보유자의 변제수령권한 소멸, SPC 자산관리계좌로의 직접 입금 등을 통지하고, 유동화자산의 보전, 회수 및 관리업무에 필요한 전산시스템을 구축하는 역할을 수행한다.

III. 주요 평가 요소

소액다수의 리스채권으로 구성된 유동화자산은 자산보유자별로 유사한 특성이 내재해있고 비교적 균질하다는 점에서, 자산보유자의 과거 Historical Data 분석 등을 통해 유동화자산의 향후 Performance를 추정할 수 있다.

유동화자산에 대한 분석은 자산보유자에 대한 검토를 시작으로, Historical Data 및 Pool 특성을 분석하는 일련의 과정을 거친다. 그리고 그 결과는 최종적으로 유동화자산의 신용위험을 추정하고, 이어 스트레스 시나리오 및 Cash Flow 분석을 위한 기초자료로서 활용된다. 유동화자산에 대한 분석과정에서는 유동화구조에 대한 검토가 병행하여 이루어지는데, 이는 유동화구조에 대한 검토결과에 따라 기초자산 신용도에 대한 분석여부 및 평가방법 등이 달라질 수 있기 때문이다.⁵

1. 자산보유자

리스회사는 자체 심사기준에 따라 리스계약의 승인여부, 리스료율, 보증유무 등을 결정하고, 채권관리와 관련하여서도 연체자산에 대한 회수 기준, Outsourcing을 포함한 추심조직, 대손상각 및 채무재조정 정책, 중도해지 정책 등을 가지고 있다.

유동화자산은 자산보유자 고유의 취급기준 및 채권관리 시스템에 따라 실행되고 관리되는 채권이므로 자산보유자별 특성이 내재해 있다. 리스실행시 자산보유자는 개인신용등급, 연체이력, 소득, 직업 등 이용자별 특성 자료를 검토하여 승인여부를 결정하므로, 승인된 리스 건에 대해서는 자산보유자가 리스이용자의 신용도를 일차 검증하였다고 할 수 있다. 또한 자산보유자의 납입일 ARS 안내, 전화상담 등 단기연체채권에 대한 추심정책, 대손상각 및 채무재조정 정책, 중도해지 정책 등 채권관리시스템에 따라서도 유동화자산의 회수실적이 달라질 수 있다.

자산보유자에 대한 검토는 자산보유자의 심사기준 및 채권관리 시스템에 대한 분석이 주를 이루며, 자산보유자의 영업조직, 유통 채널 등의 영업능력 분석, 신용등급, 재무지표 등의 재무능력 분석 등도 포함될 수 있다. 그리고 이는 면담, 또는 공시자료 분석 등을 통해 이루어진다.

자산보유자에 대한 면담은 일반적으로 자산보유자가 최초로 유동화증권을 발행하는 경우에 집중적으로 이루어진다. 이후 동일 자산보유자가 유동화증권을 지속 발행하는 경우에는 자산보유자에 대한 분석 절차가 생략될 수 있다. 그러나 Historical Data 분석 결과 기존 추세와 현저하게 다른 Performance가 나타났고, 이러한 변화가 자산보유자의 영업정책 변경에 기인하였다고 판단되는 경우에는 자산보유자에 대한 재검토가 이루어질 수 있다.

한편, 자산보유자가 다른 리스회사의 자산을 매입하여 유동화증권을 발행하는 등의 경우에는 최초리스를 실행한 회사의 영업정책 등을 파악하는데 어려움이 따른다. 이 때는 업종 및 사업지위 면에서 유사한 다른 자산보유자의 리스심사 및 채권관리 시스템을 참고할 수 있다. 그러나 유사한 사업을 영위하고 있더라도 자산보유자별로 영업정책에는 나름의 특수성이 존재할 수 있으므로, 최종 분석과정에서 이러한 차이점을 감안한다.

⁵ 외부기관이 제공하는 신용보강 금원으로도 유동화증권 상환재원 확보가 가능한 것으로 판단되면, 자산보유자, Historical Data, Pool Characteristics 등 기초자산에 대한 분석 및 스트레스 시나리오 분석이 생략될 수 있다. 이 경우 Cash Flow 분석을 통해 외부신용보강 금원이 유동화증권 원리금 상환에 충분한 지와 더불어 외부신용보강기관의 신용도가 유동화증권 신용등급에 부합한 지 여부를 중점적으로 검토하고 분석하게 된다. 또한 대항요건이 갖추어지지 않는 등 자산보유자와의 파산절연성이 확보되지 않는 유동화구조로서 자산보유자가 하자담보책임, 신용보강 등의 의무를 부담하고 있다면, 마찬가지로 기초자산 및 시나리오 분석이 생략되고 Cash Flow 상 자산보유자의 계약상 의무만으로도 유동화증권 상환재원이 확보 가능한 지와 자산보유자의 신용도에 대한 분석이 주로 이루어진다.

2. Historical Data

Historical Data 검토는 자산보유자의 과거 자산 Performance를 분석하는 과정으로, 유동화자산의 손실률, 회수율 등 제반 Performance 변수들의 분포와 Stress 수준을 산정하기 위한 기초자료로 활용된다.

Historical Data에는 리스실행월별⁶로 구분된 Vintage Data를 기초로 유동화자산의 Performance를 관측하는 Static Pool Data와 관측월별로 유동화자산의 Performance를 관측하는 Dynamic Pool Data가 있다. 이외에도 자산보유자가 자체관리 목적으로 작성하는 내부 Data, 기 발행 유동화 Monitoring Data 등이 있다.⁷

Static Pool Data를 통한 유동화자산의 기대손실률을 추정하기 위해 Static Pool Data상의 리스실행월별 대손금액 또는 특정 연체구간(예를 들어 6개월 연체구간)에 진입한 금액을 손실로 간주하고 분석을 실시한다. 만약 만기가 최종적으로 도래하지 않은 Vintage Pool이 있다면, 이에 대해서는 리스계약 종료시점까지의 궁극적인 손실률, Loss Curve 등을 파악하기 위해 별도의 추정(Extrapolation) 절차가⁸ 추가될 수 있다. 이와 같은 다수의 Vintage 데이터에 대한 분석을 통해 자산보유자 해당 자산군의 Loss Curve, 평균적인 대손율 수준, 대손율의 편차, 대상 자산의 리스실행월별 연체추이, 중도해지율 수준 등을 도출할 수 있다.

Dynamic Pool Data는 월별 리스실행 금액 등이 안정적일 경우 활용가능성이 높지만 리스 실행금액이 큰 폭으로 증가할 경우 Performance가 왜곡될 수 있으므로, 자산보유자 및 기초자산의 특성 등에 대한 정성적 검토결과와 연계하여 분석하게 된다. 그리고 자산보유자가 내부 관리목적으로 작성하는 Data 및 기발행 유동화의 기초자산 연체추이 등에 대한 Monitoring Data 역시 유동화자산의 Performance를 추정하는 중요한 기초자료이다.

국내 리스채권 유동화에서는 시간 및 비용의 편익상 자산보유자가 담보권을 SPC로 양도하지 않는 경우가 대다수인 데다, 회수율 관련 Data 역시 충분하지 않아 일반적으로 회수율을 측정하지 않고 있다. 그러나 연체자산 또는 담보 매각 등을 통해 회수가 안정적으로 이루어지고 있고 회수액 추이를 추정할 수 있는 충분한 Historical Data가 제공된다면, 회수율을 측정하고 이를 추정하는 작업이 추가로 이루어질 수 있다. 또한 연체자산 매각 또는 보전절차 등이 사전에 설정되어 있고, 이를 통한 회수율 추정이 가능하다고 판단되는 경우 등에도 계약내용 및 구조에 대한 분석을 통해 회수율을 추정하고 이를 평가에 반영할 수 있다. 예를 들어, 보증보험계약이 체결되어 보험계약상 회수시기 및 회수액을 사전적으로 예측 가능하다면 Historical Data가 없더라도 이를 감안하여 회수율을 추정하고 평가과정에 반영할 수 있다.

자산보유자가 새롭게 사업을 영위하거나 Historical Data 작성기간이 짧은 경우에는 자산보유자의 Historical Data를 활용하는 데 제약이 따른다. 이런 경우에는 자산보유자 자료를 통해 도출한 정보에 더하여, 유사한 상품을 취급하는 다른 자산보유자의 정보를 참고하여 분석과정에 활용하고 있다. 그러나 Historical Data에는 자산보유자의 고유한 영업/채권관리 시스템 특성이 내재되어 있으므로, 이러한 자산보유자의 고유한 개별 차이점을 반영하는 과정이 필요하다.

그리고 자산보유자의 Historical Data가 충분하더라도 유사한 다른 자산보유자의 정보를 분석과정에 참고하기도 한다. 유사한 업태의 여러 자산보유자의 Historical Data를 비교하게 되면 Performance 추이가 자산보유자의 고유한 사업전략에 따른 효과인지 업계 전반에 영향을 미치는 거시경제 변수나 규제환경 변화 등에 따른 것인지를 대략적으로 파악할 수 있으므로, 이를 토대로 유동화자산 Performance에 대한 보다 정교한 추정이 가능하다.

⁶ 일반적으로 월별로 자료가 작성되나, 자료의 작성기준(월별, 분기별, 반기별)에 따라 Vintage 관리 및 관측주기는 달라질 수 있다.

⁷ 리스채권 유동화 평가과정에서 주로 사용되는 Historical Data에 대해 설명을 하고 있으나, 기초자산 및 자산보유자 등에 따라 평가과정에서 활용 가능한 Data에는 차이가 있다. 일반적으로 여기에 기술된 Historical Data 모두가 평가과정에 활용되지는 않으며, 일부만이 평가과정에 사용된다. 이외에도 필요한 경우 다른 종류의 Data가 평가과정에 반영될 수 있으며, 관련 Data의 활용여부 및 자세한 분석기법 등은 개별 평가위원회에서 결정된다.

⁸ 만기가 도래하지 않은 Vintage Pool Data를 활용하기 위한 추정(Extrapolation)과 관련한 자세한 내용은 Appendix를 참조하기 바란다.

한편, 기발행 유동화에 대한 Monitoring Data는 기초자산 실제 Performance가 예측한 수준 내에 있는 지를 파악할 수 있게 하여, 신용등급의 변경 여부를 검토할 때 뿐 아니라 자산보유자의 추가적인 유동화 시에도 기초자산에 대한 중요한 검토 자료로 활용될 수 있다.

3. Pool Characteristics

유동화 Pool Characteristics 분석은 유동화자산 Pool의 경과기간(Seasoning), 이용자별 리스원금, 수수료 및 리스로 수준 등 유동화자산 Pool의 특성 데이터를 검토하는 과정이다. 이는 Historical Performance 분석의 신뢰성을 확인하고, 자산보유자의 Historical Data 자산군과 유동화자산 간의 특성상의 차이로 인한 영향을 유동화자산의 기대손실을 등에 조정 반영하기 위한 목적으로 실시된다.

자산보유자가 제공한 Historical Performance 자료에 포함된 과거 실행 자산의 평균적인 특성과 유동화자산의 Pool 특성이 유사한 경우에는 Historical Performance 분석에 기반한 유동화자산의 Performance 추정의 신뢰도가 높아질 수 있다.

그러나 Historical Performance는 자산보유자가 실행한 리스채권 전체에 대한 평균적인 연체/대손 실적이므로, 만약 유동화 Pool이 자산보유자의 자산군 내에서 한정된 특성을 지닌 자산으로만 구성된 경우에는 Pool Performance가 자산보유자의 평균적인 Performance와는 차이가 나타날 수 있다. 따라서 유동화 Pool을 자산보유자의 동일 자산군 내에서 한정된 특성을 보유한 자산으로 선별적으로 구성하는 경우에는 Pool 특성에 대한 분석이 상대적으로 중요할 수 있다.

IV. 스트레스 시나리오 및 Cash Flow

앞서 자산보유자, Historical Data, Pool Characteristics 등에 대한 분석을 통해 리스채권 유동화자산에 대한 기본적인 분석을 마쳤다면, 동 결과를 기초로 유동화자산의 신용위험을 추정하고 신용위험에 대한 스트레스 시나리오를 적용한다. 그리고 현금흐름에 영향을 미칠 수 있는 여러 변수들에 대한 검토작업을 추가하여 최종적인 Cash Flow 분석작업을 수행한다.

1. Base Loss Rate 산정

Base Loss Rate는 유동화자산의 평균적인 손실률에 대한 예측치로서 신용위험을 측정하는 데 기초가 되는 분석지표이다. Base Loss Rate는 Historical Data 분석결과 및 다른 자산보유자의 Base Loss Rate 수준 등을 기초로 산정되며, 여기에 추가적으로 유동화 Pool 특성, 자산보유자의 영업정책, Historical Data의 최근 추세 및 거시경제 환경 등 여러 요인들이 종합적으로 반영된다. 당사가 Base Loss Rate 산정 시 주로 고려하는 요소는 아래와 같으며, 개별 평가 건에는 여기에 기술되지 않은 요소들이 추가적으로 검토될 수 있다.

자산보유자의 영업정책, Historical Data 추이 및 거시경제 환경 등이 계속 변화하고 있는 만큼, Base Loss Rate 역시 고정된 값이 아니라 이러한 변화에 대응하여 가변적으로 적용되고 있다. 또한 동일한 자산보유자가 실행한 동일한 자산군이라고 할지라도 Pool 특성 등에 따라 Base Loss Rate가 차별적으로 적용될 수도 있다.

1) Historical Data

앞서 살펴본 자산보유자의 Historical Data Performance에 대한 분석과 추정을 통해 평균적인 Loss Rate를 도출하며, 이는 최종적인 Base Loss Rate 산정에 있어 기초 데이터로 활용된다. 만약, 자산보유자의 Historical Data를 활용하는 데 제약이 있는 경우에는 유사한 특성을 지닌 다른 자산보유자의 Historical Data를 참조하고 있으며, 이 경우 자산보유자별 영업/자산관리 정책 상 차이점을 반영하여 활용한다. 또한, 자산보유자의 채권관리정책 및 Historical Data 상 연체 후 대손 반영 기간이 상대적으로 짧은 경우 등에는 유동화자산의 성격, 유사한 자산특성을 지닌 다른 자산보유자의 Historical Data Performance, 연체전이율 등을 감안하여 Base Loss Rate에 반영할 수 있다.⁹

2) 유동화자산 Pool의 특성 (자산 Seasoning, 채무자 신용도 등)

평균 Seasoning, 리스이용자 신용도 등 유동화자산 Pool의 질적 특성은 Base Loss Rate에 영향을 줄 수 있다. 예를 들어, 평균 Seasoning이 긴 유동화자산 Pool은 Historical Data 분석을 통해 도출된 기대손실률 대비 향후의 실제 Performance가 더 좋게 관측될 가능성이 높다. Historical Data를 통해 파악된 손실 추정치는 리스채권의 실행시점부터 시작하여 Life Time Cycle이 종료될 때까지 발생할 것으로 예상되는 손실 값이므로 Seasoning이 상당기간 경과한 자산에 이를 그대로 적용할 경우 손실이 과대 평가될 수 있기 때문이다.

유동화 Pool에 포함되는 리스이용자의 신용도가 리스이용자 개인신용등급 등에 따라 선별되는 경우에도 실제 Performance와 Historical Data 분석을 통해 도출된 기대손실률 간에 차이가 크게 발생할 수 있다. 따라서 Historical Data 작성시 사용된 자산보유자 Pool의 채무자 신용도 분포 등을 고려할 때 유동화자산 Pool의 Performance가 Historical Data Performance와 차별적이라고 판단된다면 이를 Base Loss Rate 산정과정에 반영한다.

⁹ 자산보유자가 3개월 연체진입 채권을 대손채권으로 반영하는 경우에는 6개월 연체진입 채권을 대손채권으로 반영하는 경우보다 Historical Data 상 대손인정금액이 커질 수 있다. 이런 경우 유동화자산의 특성 등을 고려하여 유사한 자산특성을 지닌 다른 자산보유자의 Historical Data Performance를 참고하여 Base Loss Rate에 반영할 수 있다.

3) 자산보유자의 영업 및 자산관리 능력

자산보유자는 일반적으로 유동화과정에서 자산관리자로서 유동화자산의 회수 및 추심과 관련하여 일정 역할을 담당한다. 또한, 유동화자산에 연체가 발생하는 경우나 유동화자산이 사전에 정해진 적격 요건을 충족하지 못하는 경우에는 자력 및 하자담보책임을 부담하기도 한다.

따라서 자산보유자간 Historical Data Performance가 유사하더라도, 자산보유자의 Credit Event 발생가능성, 채권회수와 추심능력 등에 따라 향후 유동화 Pool의 기대손실률에 차이가 나타날 수 있다. 신용평가 과정에서는 자산보유자의 신용등급 수준, Underwriting Practice 및 채권관리시스템, 기존 유동화 사례에서의 자산보유자 역할 등을 기초로 자산보유자의 영업 및 자산관리 능력에 대해 분석하고 이를 Base Loss Rate에 반영한다.

4) Performance Trend의 변동 및 거시경제 환경 변화

유동화자산의 Performance는 향후 유동화기간에 발생하는 것이므로 최근의 경제환경에 보다 밀접한 영향을 받는다. Historical Data상 최근 Trend가 과거 Data와 차별화되고, 이러한 Trend가 향후에도 일정기간 지속될 것으로 예상되는 경우에는 최근의 Trend를 보다 반영하여 평가가 이루어질 수 있다.

Historical Performance는 과거 Data에 기초한 손실값이므로, 만약 리스채권 유동화자산의 손실률에 영향을 미칠 수 있는 거시경제 환경이 변화하고 있다면, 이는 Historical Data를 통해 파악하기에 어려움이 따른다. 따라서 Performance Trend 상으로 큰 변동추세가 나타나지 않았다 하더라도, 향후 거시경제 환경이 과거와 상이할 것으로 예측되는 경우에는 이러한 환경요인 또한 Base Loss Rate 산정에 반영될 수 있다.

5) 유동화 관련 자료의 범위 및 유동화 이력

자산보유자의 Historical Data 작성기간이 짧아 Historical Data Performance 분석에 제약이 있거나 자산보유자에 대한 검토절차가 제한적으로 이루어진 경우 등에는 유동화자산의 향후 Performance에 대한 예측가능성이 떨어질 수 있으므로, 상대적으로 보수적인 평가가 이루어질 수 있다. 그러나 이후 유동화 이력의 축적, 사후관리 자료에 대한 모니터링 등을 통해 유동화자산 Performance에 대한 신뢰성이 높아지게 되면 이러한 분석 결과가 Base Loss Rate에 반영될 수 있다.

2. 스트레스 시나리오

Base Loss Rate는 유동화자산의 평균적인 손실률에 대한 예측치이므로, 실제 유동화자산의 Performance는 Base Loss Rate를 통해 산출한 수치와는 차이가 발생할 수 있다. 예를 들어 경제호황기에는 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate보다 낮게 도출될 수 있는 반면, 실업률이 증가하고 신용경색이 확대되는 불황기에는 반대로 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate에 비해 높게 도출될 가능성이 높다. 이에 신용평가 과정에서는 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate를 통해 산출한 수치에 비해 높아질 수 있는 스트레스 상황을 가정하고 이를 반영한 시나리오 분석을 실시한다.

스트레스 시나리오는 신용등급별 Multiple 값(예: AAA는 Base Loss Rate의 5배수)을 이용하는 방법과 손실의 분포(Distribution)에 따른 Idealized Default Rate 또는 Expected Loss Rate를 이용하는 방법이 있다. 이중 손실 분포모형을 활용하는 방법은 기존의 손실 통계량(평균 및 표준편차)을 분석하여 정규분포, Lognormal Distribution 등으로 분포를 정의하고, 해당 분포에 Pool 손실의 예상 통계량을 입력하여 유동화증권 신용등급에 상응하는 기대손실률을 산출하는 형태이다.

당사 리스채권 유동화 평가과정에서는 Multiple 방식을 주로 적용하고 있으며, [표3]은 Multiple을 통한 스트레스 시나리오 분석

시 사용하고 있는 Multiple에 대한 예시이다. 신용등급이 높을수록 보수적인 스트레스 상황을 가정하므로, Multiple은 유동화증권 신용등급이 높을수록 크게 설정되어 있다. Multiple은 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate보다 높아질 수 있는 스트레스 상황을 가정하여 설정된 만큼, 만약 유동화 Pool 특성 및 Historical Data 분석결과 등을 감안할 때 유동화자산 손실분포가 차별적이라고 예상되는 경우에는 이를 감안하여 Multiple 수준을 조정하여 적용하고 있다.

[표3] 스트레스 적용 Multiple

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Multiple	5	4	3	2	1.5	1

주) 본표는 Multiple에 대한 예시로서 실제 분석시에는 유동화구조의 특성과 Loss 분포 모형에 따라 Multiple을 조정하여 적용할 수 있음.

당사가 유동화자산 손실분포를 추정하고 Multiple을 최종적으로 산정하는 과정에서 주로 고려하는 요소로는 Historical Performance 추이, Base Loss Rate 수준, Pool 구성 등이 있다. 예를 들어, 자산의 손실분포가 비교적 균일하게 관측되어왔다면 스트레스 상황에서도 유동화자산 Performance의 변동가능성이 상대적으로 크지 않을 것으로 추정할 수 있으므로 이러한 요인을 Multiple 적용시 반영할 수 있다.

자산의 집중도 수준 역시 손실분포 추정에 영향을 미치는 주요한 요소이다. 리스채권 유동화자산 Pool은 작게는 수백 건 많게는 수만 건의 소액 다수의 채권으로 구성되어 있는데, 만약 유동화자산 집중도가 높은 경우에는 일부 채권의 대손발생이 전체 Performance에 미치는 영향력이 커질 수 밖에 없다. 따라서 높은 집중도를 가지는 유동화자산은 분산화가 큰 Pool에 비해 변동성이 크다고 추정할 수 있다.

Base Loss Rate의 절대적인 수준 또한 Stress Multiple 산정에 주요한 고려요소로 작용한다. Base Loss Rate가 높은 자산과 Base Loss Rate가 낮은 자산군에 동일한 Multiple 스트레스를 적용하게 되면, Base Loss Rate가 높은 자산군의 경우 절대적인 기대손실치가 비정상적으로 크게 산출되어 비현실적인 값이 도출될 수 있다. 따라서 이러한 경우에는 실질적인 위험수준을 고려하여 Base Loss Rate가 높은 자산군에 대한 Stress Multiple은 낮게 조정하여 적용하는 것도 가능하다.

이외에도 LTV, 원리금 상환방식, 유동화자산 경과기간 등의 자산특성, 자산관리자의 업무능력 등에 따라 스트레스 상황에서 유동화자산 Performance 변동성에 차이가 크게 나타날 수 있으므로, 이에 대한 고려가 필요할 수도 있다.

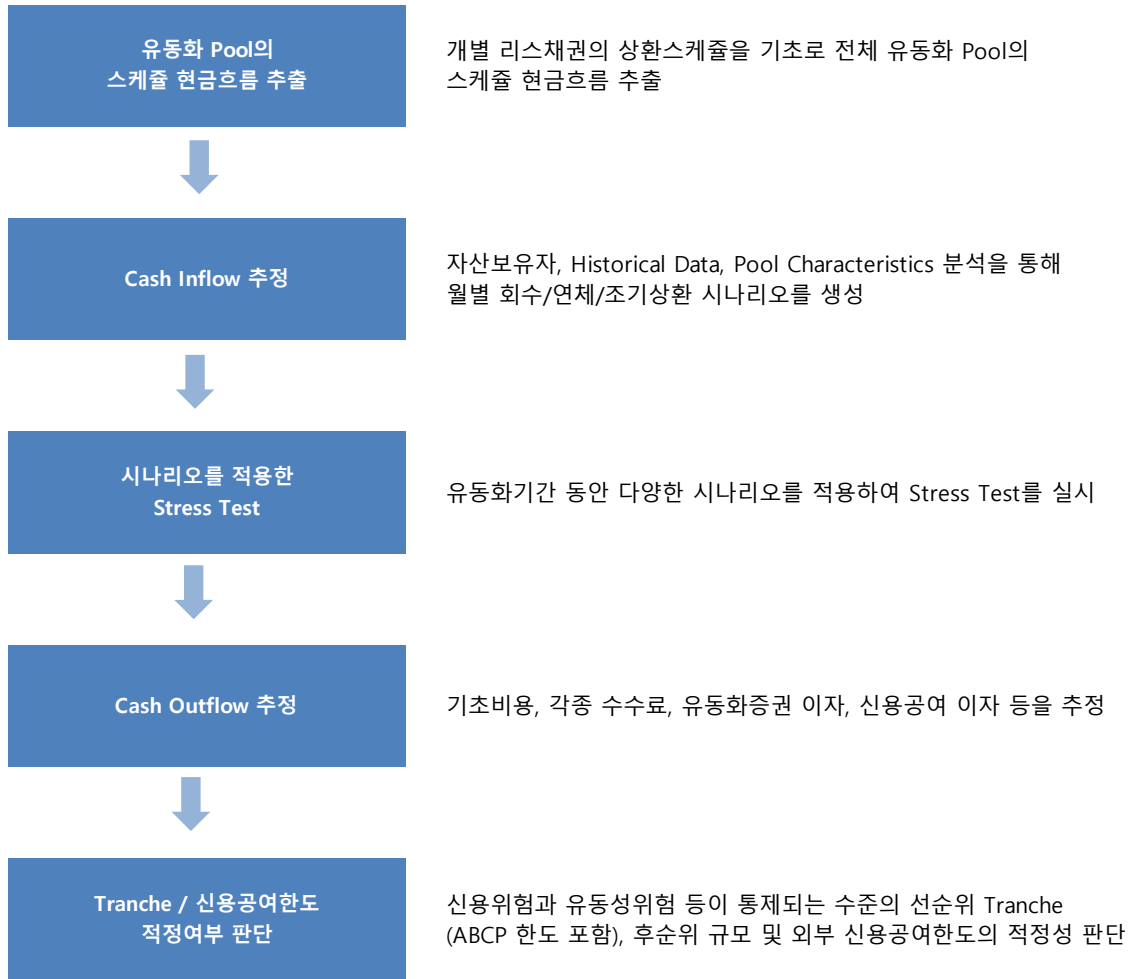
3. Cash Flow

Cash Flow 분석과정에서는 스트레스 시나리오가 적용된 기초자산 현금흐름을 기초로 유동화증권 상황이 가능한 지 그리고 외부 신용보강 규모가 적절한 지를 검토하게 된다. Cash Flow 분석은 유동화자산에서 발생하는 Cash Inflow와 유동화증권 원리금 및 제반 비용 등 Cash Outflow를 각각적으로 검토하고 만약 외부신용보강이 제공되는 경우라면 동 요인까지 감안하여, 최종적으로 유동화증권의 상환가능성을 검토한다.

유동화자산에서 발생하는 Cash Inflow는 신용위험에 대한 추정치인 손실을 가정 이외에도 Loss Curve, 중도해지율 등 신용위험과는 직접적으로 연계되지 않는 요인들에 의해서도 영향을 받게 되므로, 당사는 동 요인들에 대하여 시나리오 상황을 가정하여 Cash Flow 테스트를 실행하기도 한다. 마찬가지로 Cash Outflow 역시 유동화증권 발행 및 상환구조, SPC의 비용구조 등에 따라 영향을 받을 수 있으므로, 이에 대한 검토를 거쳐 Cash Flow 분석을 실시한다.

기초자산의 신용위험에 대한 추정 이외에 현금흐름 분석과정에서 당사가 주로 고려하고 있는 요소는 아래와 같으며, 개별 평가건에서는 유동화구조 및 자산 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 요소들이 추가적으로 검토될 수 있다. 그리고 정량화하기 어렵지만 Cash Flow에 영향을 미칠 수 있는 자산보유자 영업현황, 기초자산의 특징 및 유동화구조, 거시경제환경 등에 대한 질적인 판단이 현금흐름 분석에 반영될 수 있다.

[그림1] Cash Flow Test의 절차 예시



1) Loss Curve Profile

스트레스 시나리오 분석에서 유동화자산 손실률에 대한 추정이 이루어졌다면, Cash Flow 분석에서는 여기에 추가적으로 유동화 자산의 손실이 발생하는 경과추이(Loss Curve)에 대한 검토가 수반되어야 한다. 유동화자산 손실률에 대한 추정치가 동일하더라도 Loss Curve에 대한 가정에 따라서 실제 유동화 Pool에서 발생할 것으로 예상되는 현금흐름은 상이할 수 있기 때문이다. 예를 들어, 누적 Loss가 Life Time Cycle상 조기에 모두 발생한다고 가정하는 경우에는 누적 Loss가 완만하게 발생하는 경우에 비해 이자 현금흐름이 상대적으로 적어질 수 있다. 일반적으로는 Historical Data 분석 등을 통해 파악한 관측 Loss Curve를 고려하여 Loss 발생추세를 가정하고 Cash Flow 분석을 실시한다.

2) 중도해지

유동화자산의 중도해지율에 대한 가정 역시 Cash Inflow에 영향을 미치는 주요한 요소이다. 중도해지율이 상승하면 유동화자산 중 중도해지된 채권에 대해서는 스트레스 시나리오 분석시 미래 발생할 것으로 추정된 대손이 발생하지 않는 긍정적 효과가 있는 반면에, 중도해지로 이자수입이 감소하여 Excess Spread가 축소되는 부정적인 효과도 동시에 작용한다. 그리고 이러한 상반된 효과는 유동화증권 발행 및 상환구조에 따라 그 영향력이 차별적이므로, 개별적인 상황을 감안하여 이를 Cash Flow 분석에 반영한다.

오토론의 경우 조기상환되더라도 이자회수액만 감소할 뿐 잔여원금은 전액 상환받을 수 있으나, 리스채권은 계약조건에 따라서

잔여원금 전액을 회수하지 못할 수 있다. 개별 리스계약상 리스이용자는 중도해지시 위약금 또는 해지수수료를 지급할 의무를 부담하게 되는데, 동 금액이 리스채권 잔여원금 전액이 아니라 일부로만 설정된 경우가 있기 때문이다. 따라서 리스채권 유동화 평가과정에서는 개별 리스약정내용을 파악하여 중도해지와 관련하여 잔여원금을 상환받지 못할 가능성을 감안한다.

리스채권 중도해지 시 원금의 감소여부 및 감소규모를 파악할 때에는, 개별 리스계약상의 구체적 약정내용 뿐만 아니라 해당 거래에 적용되는 법규정이 함께 고려될 수 있다. 이는 리스계약상 중도해지에 따른 구체적인 위약금 또는 해지수수료 조항 등이 리스이용자에게 현저하게 불리한 경우 등에는 해당 거래를 규율하는 법률의 강행규정¹⁰에 의해 동 조항이 무효화될 가능성이 존재하기 때문이다. 따라서 리스계약의 성격에 따라서는 중도해지에 따른 제반 위험을 충분히 파악하기 위해 법률전문가의 법률검토가 요구될 수도 있다.

한편, 중도해지위험을 신용평가에 반영하는 과정은 리스물건의 특성, 계약조건 및 자산보유자의 관리능력 등에 따라 상이하게 적용될 수 있다. 리스물건의 범용성이 높고 자산보유자가 사실상 리스이용자에게 금융편의를 제공하는 역할만을 담당하는 경우를 가정하면, 중도해지 위험은 자산보유자와 무관하게 개별 리스이용자의 경제적 상황 등에 따라 발생한다. 오토리스 채권이 대표적인 경우로서, 이 경우에는 리스계약상 중도해지 조건¹¹, 자산보유자의 리스자산 관련한 중도해지 Historical Performance 등을 고려하여 중도해지위험을 분석하고 이를 현금흐름에 반영한다.

그러나 리스물건과 자산보유자와의 관계가 단순한 금융편의 제공을 넘어서 사실상 자산보유자가 해당 물건을 리스계약을 통해 판매한 경우라면, 자산보유자에게 Credit Event가 발생하게 되면 그렇지 않은 경우와 비교할 때 리스이용자의 중도해지가 확대될 가능성이 있다. 또한 자산보유자에게 A/S 등 사후관리 의무가 부가되어 있는 리스계약이라면 자산보유자가 해당 사후관리 의무를 제대로 수행하지 못할 수 있고, 이로 인해 리스이용자와 분쟁발생 가능성이 높아지면서 중도해지가 증가할 수 있다. 이렇게 자산보유자의 Credit Event 발생 시 중도해지율이 중요하게 증가할 가능성이 높다고 판단되는 경우에는, Cash Flow 분석 시 중도해지위험에 대해 스트레스를 추가적으로 적용하는 것을 고려할 수 있다.

3) 유동화증권 발행 및 상환구조

유동화증권의 선·후순위 구조, 원리금 지급조건 등 유동화증권의 발행 및 상환구조는 Cash Flow 분석 시 주요 고려요인으로 작용한다. 유동화증권의 선·후순위 구조에 따라 현금흐름의 배분이 계층화될 수 있으므로, 유동화 제반 계약서상의 지급순위 등을 고려하여 각 유동화증권별 상환가능성을 검토한다.

또한 유동화증권의 만기, Call Option 여부 등에 따라 유동화자산의 중도해지 등에 따른 현금흐름 변동에 대한 흡수능력도 차별화될 수 있다. 매입보장약정을 기초로 유동화증권이 차환발행되는 경우와 유동화증권에 Call Option이 부여된 경우에는, 중도해지율 상승에 따른 위험을 구조 내에서 일정부분 흡수할 수 있다.

유동화증권 발행조건이 기초자산의 통화, 금리 조건 등과 상이하게 설정된 경우에는 이 부분에 대한 추가적인 분석이 필요하다. 만약 선물환 또는 이자율스왑 등 파생상품계약을 통해 기초자산과 유동화증권 간의 통화 및 금리조건 불일치 위험을 통제하였다면, 해당 파생상품계약에 따른 현금흐름을 Cash Flow 분석에 포함하여 검토하게 된다. 그리고 별도의 파생상품계약이 체결되지 않았거나 비록 파생상품계약이 체결되었더라도 명목금액 차이 등으로 인해 통화, 금리변동위험에 크게 노출되는 등 추가적인 검토가 필요하다고 판단되는 경우에는 현금흐름 분석시 시장변수 변동위험을 추가로 반영하는 작업이 이루어질 수 있다.

¹⁰ 예를 들면, “방문판매 등에 관한 법률” 제31조 및 제32조, “약관의 규제에 관한 법률” 제8조 등이 해당한다.

¹¹ 중도해지 시 리스이용자가 리스제공자에게 제공하는 위약금 또는 해지수수료가 상당한 금액으로 규정되어 있는 경우, 리스이용자 입장에서는 제3자에 대한 리스계약 이관 등을 선택하는 것이 경제적으로 유리하다는 점에서 중도해지 유인은 매우 낮다고 할 수 있다.

4) 내부신용보강

자산보유자의 자력담보책임, 유동화자산의 이자와 유동화증권 이자 및 제비용 간의 Excess Spread 등 내부신용보강 또한 Cash Flow 테스트시 고려될 수 있다.

유동화자산의 양도시 연체채권 등에 대한 자산보유자의 자력담보책임이 포함될 수 있는데, 자산보유자의 자력담보책임 이행능력이 유동화증권 신용등급에 부합하는 것으로 판단되는 경우에는 이를 Cash Flow 테스트시 현금흐름에 반영할 수 있다.

유동화자산의 예상 이자 현금흐름이 유동화증권 이자 및 SPC 제비용을 상회하는 경우에는 Excess Spread에 기초한 내부신용보강이 이루어질 수 있다. 단, 유동화자산의 중도해지가능성, 유동화증권의 만기 및 상환구조, 외부신용보강 관련 비용 등에 따라 Excess Spread를 통한 신용보강 효과에 차이가 크게 발생할 수 있으므로 이러한 부분에 대한 검토도 수반된다.

5) 혼장 가능성

자동이체, 무통장입금 등 채무자의 상환방식, 유동화 계약서상의 채무자에 대한 통지 Trigger 조건, 대체자산관리자 선정 절차 등을 고려하여 유동화자산 현금흐름의 혼장가능성을 추정하고 해당 요인을 반영한다.

6) 외부신용보강

리스채권 유동화에서는 Idle Money 축소 등의 목적으로 금융기관의 신용공여가 이루어지는 경우가 있다. 이 경우 기초자산의 현금흐름 외에 신용보강 실행조건 및 한도 등을 고려하여 SPC에 유입가능한 전체 현금흐름을 기초로 유동화증권의 상환가능성을 분석한다.

한편, 외부신용보강으로도 유동화증권 원리금 전체에 대한 상환재원 확보가 가능한 구조로서 외부신용보강제공자의 신용도를 기초로 유동화증권 신용등급이 부여되는 경우에는, 기초자산에 대한 분석 및 이에 따른 Cash Flow 검토보다는 외부신용보강에 기초한 현금흐름 분석이 이루어질 수 있다.

7) 스왑계약, 참여기관 등

유동화구조상 스왑계약이 포함될 경우 스왑계약조건에 따른 영향이 반영될 수 있으며, 스왑계약 이외의 각 유동화참여기관과 체결하는 계약에 대해서도 계약의 이행 가능성 등에 대한 검토가 이루어진다.

8) 잔존가치(Residual Value)

잔존가치란 리스기간 종료시점의 리스물건 가치에 대한 리스계약 체결시점에서의 추정치를 의미한다. 잔존가치는 리스채권과는 달리 리스이용자의 계약상 의무를 구성하지 않기 때문에 리스채권의 신용위험을 파악하는 것과는 다른 방식의 접근이 필요하다.

국내 리스채권 유동화에서는 리스물건의 완전한 이전이 이루어지지 않는 데다 잔존가치 회수실적에 대한 충분한 Historical Data가 제공되지 않아, 리스물건의 잔존가치가 유동화자산에 포함되지 않는 것이 일반적이다. 그러나 개별 리스계약에 따라서는 잔존가치의 규모가 리스채권과 비교하여 중요할 수도 있고, 향후 법제 및 실무 여건의 변화에 따라서는 잔존가치가 유동화자산에 포함될 가능성을 배제할 수 없다.

잔존가치는 리스이용자의 재리스, 리스제공자에게 리스물건 반환, 리스보증금과의 상계를 통한 리스이용자에게 물건양도 등 리스계약 당사자간 합의된 처리방법에 따라 다양한 방식으로 실현된다. 일반적으로 리스물건의 범용성이 높거나 리스이용자의 재리스가 약정된 경우, 경제적 내용연수가 리스기간보다 충분히 긴 경우 등에는 리스물건의 잔존가치가 일정수준 실현될 가능성이 높다고 볼 수 있다.

예를 들어, 어떤 자산보유자가 경제적 내용연수가 4년인 리스물건을 2년 기간의 운용리스로 제공하고 있다면 최초 2년간의 리스채권에 추가하여 리스만기 후 잔존가치를 유동화자산에 포함시키길 원할 수 있다. 리스물건 잔존가치가 유동화자산에 포함된 경우에는 앞서 살펴본 신용위험과는 별도로 잔존가치 변동위험을 추가적으로 고려해야 한다. 그리고 잔존가치 변동위험을 유동화자산의 현금흐름에 반영하기 위해서는, 자산보유자의 잔존가치 Historical Data를 비롯하여 리스보증금 설정여부, 리스계약 별 잔존가치 회수방법, 리스물건의 경제적 내용연수 및 사용상의 특성 등에 대한 보다 상세한 검토과정이 요구된다.

그리고 리스물건의 잔존가치는 장래 예상되는 경제적 가치라는 점에서 자산보유자와의 파산절연 및 혼장위험 통제 정도 등에 따라 실현가능성이 다를 수 있음을 고려해야 한다. 또한 해당 리스물건의 과거 잔존가치 실현 실적 데이터가 미비하고 중고시장이 활성화되어 있지 않는 경우 등에는 추정 잔존가치의 신뢰성이 높지 않을 수 있으므로 이에 대한 추가적인 고려가 필요하다.

9) 리스보증금

국내 리스계약에서는 리스이용자가 리스회사에 리스물건의 잔존가치에 상응하는 금원을 리스보증금 명목으로 지급하는 게 일반적이다. 리스종료 시점에 리스물건은 계약조건 및 리스이용자의 선택에 따라 1)리스이용자가 양수하거나 2)리스회사에 반환되거나 또는 3)리스이용자와 재리스를 하게 되며, 리스보증금은 이러한 리스 종료방식에 따라 다르게 처리된다.

리스이용자가 리스종료 시점에 리스물건을 양수하면 리스보증금과 잔존가치 납입의무는 상계처리되고, 리스이용자가 리스물건을 반환할 시에는 리스보증금은 리스이용자에게 환급된다. 그리고 리스이용자가 재리스를 선택하면 재리스계약 조건에 따라 보증금의 반환여부 및 그 규모가 결정된다.

리스보증금은 리스이용자가 리스계약상 부담하는 채무를 담보하기 위해 리스회사에 납부하는 금원으로 리스이용자의 상환의지를 제고하는 역할을 한다. 그러나 자산보유자에게 Credit Event가 발생하게 되면, 리스이용자 입장에서는 리스보증금을 자산보유자로부터 회수할 가능성이 낮다고 판단하여 리스로 납입을 미루거나 거부할 수 있으며 최종적으로는 리스보증금과 리스로 납입의무 간 상계를 주장할 수도 있다.

국내 표준 리스계약서 및 리스로 연체 시 리스이용자가 입게 될 손해 등을 감안할 때¹² 리스보증금과 리스료간 상계위험은 크지 않을 것으로 예상된다. 다만, 리스보증금과 연계하여 현금흐름에 부정적인 영향이 발생할 가능성 및 그 정도는 자산보유자의 신용도, 리스보증금과 잔존가치간 차이, 리스계약 조건 등에 따라 차이가 클 수 있어, 당사는 리스계약 각각의 고유한 특성 및 차별성 등을 고려하여 리스보증금 관련 위험이 SPC 현금흐름 미치는 영향을 검토한다. 예를 들어, 리스보증금과 잔존가치가 동일하게 설정되어 있고 리스계약 종료시점에 리스이용자가 리스물건을 양수할 예정이라면 관련 위험은 크지 않을 것이다. 그러나 리스보증금이 잔존가치에 비해 크게 설정되어 있다면, 리스물건 잔존가치를 초과하는 보증금(이하 “잔가초과보증금”)의 경우 리스이용자의 경제적 손실¹³ 및 분쟁가능성 등을 감안할 때 상대적으로 위험요인이 크다고 할 수 있다.

¹² 국내 표준 리스계약상 리스이용자는 리스보증금을 이유로 리스로 납입을 거절할 수 없다고 규정되어 있다는 점에서, 리스이용자가 리스기간 중 리스보증금과의 상계를 이유로 리스로 납입을 거부하게 될 경우 지연손해금 부담을 지게 될 뿐 아니라 연체기록 등 신용평점 측면에서도 불이익을 받을 수 있다.

¹³ 리스회사에 신용사건이 발생하게 되면, 리스이용자 입장에서는 리스종료 후 물건을 양수하더라도 잔가초과보증금은 리스회사로부터 회수할 가능성이 낮다고 판단할 수 있다.

또한, 보증금과 관련한 위험을 SPC의 현금흐름에 반영하는 분석기법도 자산보유자 신용도, 리스물건 특성, 계약조건 등에 따라서 상이하게 적용할 수 있다. 해당 위험요인을 스트레스 현금흐름 시나리오에 반영할 수 있고, 이외에도 위험발생 가능성이 높다고 판단되면 유동화자산에서 일부 또는 전부를 제외하는 방식도 가능하다.

V. 기타분석

본 방법론은 일반적인 리스크권 유동화 구조를 감안하여 당사가 중점적으로 살펴보는 분석 요소들을 설명하고 있다. 따라서 개별 평가 건에서는 유동화구조 및 기초자산의 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 요소들이 추가적으로 고려될 수 있다.

1. 거래참여기관 신용도

유동화에 참여하는 거래상대방은 유동화증권 상환가능성에 직접적인 영향을 주는 거래상대방과 간접적으로 영향을 미치는 거래상대방으로 구분하여 분석할 필요가 있다. 신용공여 또는 유동성공여 형태로 외부신용보장을 제공하거나 스왑계약 상대방으로 참여하여 현금흐름에 영향을 미치는 경우에는, 해당 기관의 신용도가 유동화증권 상환가능성에 직접적으로 영향을 주는 것으로 간주하고 있다.¹⁴

금융기관 발전과 함께 유동화 구조가 다양하고 복잡해짐에 따라, 신용공여 및 유동성 공여 형태 역시 신용공여, 유동화증권 매입 보장 등 전통적인 방식에서부터 기초자산 매입확약, 사모사채 인수확약, Put Option, Total Return Swap, 정산계약 등에 이르기까지 다양하게 구현되어 왔다. 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.

기초자산과 유동화증권 간에 통화 또는 이자율 불일치 위험을 통제하기 위해 파생상품계약을 체결하는 경우도 마찬가지인데, 이는 유동화기간 동안 해당 파생상품계약 조건에 따른 거래가 정상적으로 이루어져야 유동화증권 상환대금이 온전하게 확보될 수 있기 때문이다.¹⁵ 그러나 일부 유동화구조에서는 스왑 등 파생상품계약이 해지되더라도 유동화증권 상환재원 확보가 가능한 경우도 있으므로, 유동화구조 및 현금흐름 검토결과에 따라 해당 거래상대방에 대한 분석이 생략될 수도 있다.

반면, 업무수탁자, 신탁의 수탁자 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 위탁받은 업무를 충분히 수행할 수 있을 지에 대해 각 기관들의 신용도¹⁶ 또는 기존 유동화업무 수행이력 등을 감안하여 판단하며, 추가로 유동화유형 및 거래구조에 따라 관련업무의 중요성 및 난이도가 낮고 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.

2. 법률 위험(Legal Risk)

리스크권 유동화는 기초자산의 특성 및 구조에 따라 진정양도에서부터 채무자 및 제3자 대항요건 등 다양한 법률위험이 내재될 수 있다. 당사는 법률전문가가 제공하는 자료 및 의견을 기초로 유동화 관련 법률위험을 주로 검토하나, 이외에 감독 및 규제당국의 정책, 과거사례 등을 참고하여 판단하기도 한다.

¹⁴ 외부신용보강기관의 신용도가 유동화증권 신용등급에 미치지 못할 것으로 판단되거나 외부신용보강기관의 신용도 산정에 필요한 자료 등이 충분히 제공되지 않는 경우에는 해당 외부신용보강구조에 대한 분석이 생략될 수 있다.

¹⁵ 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 사전에 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.

¹⁶ 당사 유효신용등급 뿐 아니라 국내외 신용평가사의 신용등급 모두를 감안할 수 있다.

그러나 모든 유동화 평가에서 법률위험을 판단하지는 않으며, 성격이 다른 유동화자산을 기초로 하거나 새로운 유동화구조가 가미된 경우 등 법률이슈를 추가로 검토하는 것이 필요하다고 판단되는 경우 수행하고 있다. 이 때 법률전문가가 제공한 자료 및 의견을 기초로 하여 검토과정이 이루어지나, 법조항 및 규제당국의 공식의견 등을 통해 명시적으로 규정되어 있는 경우라면 법률전문가의 법률의견 등은 생략될 수 있다.¹⁷

1) 자산보유자 파산으로부터의 절연

자산유동화는 특정자산을 자산보유자로부터 분리시켜 이를 유동화증권의 상환재원이나 담보로 제공하는데, 자산보유자의 부도 시 채권자들이 유동화자산에 대한 권리주장을 하게 된다면 자산유동화는 무용지물이 되고 만다. 따라서 자산보유자 파산에 대한 유동화자산의 절연(Bankruptcy Remoteness)은 자산유동화의 대전제이다.

이를 위해서는 자산의 양도가 진정한 것으로(True Sale) 인정받아야 한다. 신탁을 거치는 2단계 유동화의 경우 신탁대상자산에 대한 소유권이 위탁자에게서 수탁자로 대내외적으로 완전히 이전하게 되어 True Sale 이슈에서 자유로울 수 있다.¹⁸ 그러나 매매 또는 교환에 의해 자산의 양도가 이루어지는 경우에는 자산유동화법 제13조에서 규정하고 있는 진정한 양도의 4가지 요건을 갖추어야 한다.

2) 채무자 및 제3자 대항요건

자산양도시점에 채무자 및 제3자 대항요건을 갖추게 되면 자산보유자와의 파산절연성(Bankruptcy Remoteness)이 보다 온전하게 확보 가능하다. 민법 제450조에 따라 채무자 및 제3자에 대한 대항요건을 구비하기 위해서는 채무자에게 통지 또는 승낙을 구하는 절차가 필요하며, 특히 제3자에 대한 대항을 위해서는 확정일자 있는 증서에 의한 통지 또는 승낙이 요구된다. 다만, 『자산유동화에 관한 법률』에 따른 유동화의 경우에는 자산유동화법 제6조제1항의 규정에 의한 자산양도등록이 이루어질 경우 제3자에 대한 대항요건은 갖춘 것으로 간주된다.

국내 리스채권 유동화는 자산유동화법에 따른 유동화로 진행되는 게 일반적이므로 앞서 자산유동화법 특례조항에 따라 자산양도시점에 제3자에 대한 대항요건은 확보하고 있다. 다만, 채무자에 대한 대항요건은 비용과 시간적 편의상 갖추지 않고 대신 자산보유자 신용등급 하락 등의 Trigger가 발생하는 경우에만 사후적으로 구비하는 경우가 대부분이다.

따라서 이러한 유동화 구조 하에서는 유동화계약서상 Trigger 요건, 대항요건 구비절차 등을 감안하여 사후적인 채무자 대항요건 구비절차가 적정한 지에 대한 검토작업이 필요하다. 한편, 대항요건 확보 전에 채무자의 항변으로 인해 양수인에게 발생한 손해는 양도인인 자산보유자가 배상하는 것이 일반적이다.

3) 리스물건에 대한 제3채권자의 권리행사 위험

리스물건은 등기/등록 여부에 따라 등록물건과 미등록물건으로 구분되며, 등록부상의 명의자와 관련하여서는 리스회사 명의 등록물건과 리스이용자 명의 등록물건으로 나뉜다. 어느 경우든 리스물건의 법적 소유권은 리스회사에 귀속되는 것으로 해석되고 있다는 점에서 자산보유자에게 Credit Event 발생 시 자산보유자의 제3채권자가 리스물건에 대한 권리를 행사하여 리스이용자의 리스물건에 대한 사용이 제한될 가능성이 존재하며, 리스채권 유동화에서는 이에 대한 법률적인 검토가 필요할 수 있다.

¹⁷ 전문가의 의견을 제공받는 것을 기초로 하므로, 세금과 관련한 법률검토의 경우에는 해당 분야의 전문가로서 세무 또는 회계법인으로부터 받은 의견 등으로도 갈음할 수 있다.

¹⁸ 신탁의 목적이 담보를 위한 경우에도 그러하다.(대법원 2001다9267판결)

예를 들면, 리스회사의 제3채권자가 리스물건에 대해 저당권 등을 보유하는 담보채권자인 경우에는 유동화구조상 SPC가 리스물건에 대한 권리관계에 있어서 우선순위를 보유하는지를 검토하게 된다. 자산보유자의 제3채권자가 『채무자 회생 및 파산에 관한 법률』(이하 “통합도산법”)상 별채권자의 지위를 바탕으로 리스자산에 대해 담보권을 행사하는 경우 리스이용자의 독점적 이용이 제한되어 리스채권의 회수가능성이 저하될 수 있기 때문이다.

그러나 일반적으로 리스계약의 효력이 유지되는 한¹⁹ 리스이용자는 리스물건을 이용할 권리를 보유하고, 리스회사의 채권자는 리스계약 기간 중에 리스물건에 대해 강제집행을 할 수 없으며 오직 리스회사가 리스계약기간 종료 후 리스이용자에 대해 가지는 리스물건 반환청구권에 대해서만 강제집행을 할 수 있는 것으로 여겨진다.²⁰

또한 자산보유자 제3채권자에 의한 권리행사 가능성을 경감시키기 위해서 리스물건의 종류 및 특성에 따라서 다양한 구조적 보장 방안이 활용되고 있다. 자산보유자(리스회사) 명의 등록물건의 경우 SPC를 저당권자로 하는 1순위 공동저당권(피담보채권: 유동화자산 양도계약 상의 양도인의 하자담보책임, 손해배상책임 등)을 설정하는 방안이 그 예이다. 또한 리스이용자 명의 등록물건으로서 리스회사가 리스물건에 대한 근저당권자로 설정되었다면, 리스이용자에 대해 리스채권 확정통지를 실시하여 근저당권을 저당권화 시킨 후 리스채권에 대해 자산유동화법에 따른 양도등록을 함으로써 자산보유자가 보유했던 근저당권을 SPC로 이전하는 방식이 사용될 수 있다.

그리고 일반리스물건으로 일컬어지는 미등록물건의 경우에는 근저당권의 설정 또는 이전 절차가 없으므로, 리스물건에 대한 소유권 또는 목적물 반환청구권을 유동화자산의 범위에 포함하여 SPC에 이전하거나 리스물건에 대해 SPC를 설정권자로 하는 양도담보권을 설정하는 방식이 주로 이용된다.

국내 리스채권 유동화에서는 미등록물건에 대해서는 유동화 시점에 양도담보권을 설정하는 반면, 등록물건에 대해서는 관련 비용 등을 감안하여 자산보유자의 신용등급 등에 대한 Trigger Event를 설정하고, 해당 사유가 발생하면 위와 같은 1순위 공동저당권 설정, 채권확정 및 근저당권 이전절차를 실행하는 방식이 주로 사용되고 있다.

4) 차임채권²¹ 이슈

통합도산법은 제124조 및 제340조에 ‘임대인인 채무자에 대하여 회생절차의 개시 또는 파산선고가 있을 때에는 차임의 선급 또는 차임채권의 처분은 회생절차가 개시된 때 또는 파산선고 시 당기 및 차기에 관한 것을 제외하고는 그 효력을 주장할 수 없다’라고 규정하고 있다. 만약 차임채권을 양수하여 이를 유동화한 이후 양도인(임대인)에 대하여 회생절차 개시 또는 파산선고가 있으면 해당 시점 현재 당기 및 차기 채권은 유동화회사가 해당 금원에 대한 권리를 가지나 그 이후에 변제기가 도래하는 채권은 양도인의 재산 또는 파산재단에 포함되어 유동화회사가 독점적인 권리를 보유하지 못하게 된다. 즉, 유동화자산 중 상당부분의 회수가능성이 양도인의 신용도에 영향을 받게 된다.

¹⁹ 자산유동화에 관한 법률 제14조 제1항에 따르면, 자산보유자는 유동화전문회사 등에게 시설대여계약 등에 의한 채권을 양도 또는 신탁한 경우 자산유동화계획에 의하지 아니하고는 해당 계약을 변경 또는 해지할 수 없으며, 채무자 회생 및 파산에 관한 법률에 의하여 선임된 자산보유자의 관재인·보전관재인·관리인·보전관리인 기타 이와 유사한 직무를 행하는 자도 동일하게 적용된다.

²⁰ 리스물건은 일반적으로 유체동산에 해당하며, 이에 대한 강제집행은 민사집행법에 정한 유체동산에 대한 강제집행절차에 따라 리스물건을 압류하여 경매한 이후 그 경매대금을 채권자에 교부하는 절차에 의하여야 한다. 유체동산에 대한 압류는 채무자가 점유하고 있거나 채무자가 아닌 제3자가 점유하는 경우에는 제3자가 압류를 승낙하여 물건의 제출을 거부하지 않아야 한다(민사집행법 제189조 제1항 및 제191조). 한편, 채권자는 제3자가 물건의 제출을 거부하는 경우에는 채무자가 제3자에 대해 가지는 리스물건의 반환청구권에 대해 강제집행을 할 수 있는데(민사집행법 제242조, 제227조 내지 제240조) 리스계약이 유효하게 유지되는 경우에는 리스회사가 리스이용자에게 리스물건의 반환청구를 할 수 없고 리스계약기간 종료 이후 반환청구를 할 수 있으므로 리스회사의 채권자도 리스계약기간 종료 이후에야 리스물건에 대해 강제집행을 실시할 수 있다. 따라서, 리스계약이 유효하게 유지되고, 리스이용자가 리스물건을 자발적으로 제출하지 않는 한 리스물건에 대해 강제집행을 실행할 수 없는 것으로 여겨진다.

²¹ 일반적으로 차임채권이란 임대인과 임차인간 임대차계약 등을 원인으로 하여, 임대인이 임차인에 대해 보유하는 임대료 지급청구권 등의 채권을 말한다.

다만, 국내 리스채권 유동화 대부분이 자산유동화법에 따라 유동화되고 있고 자산유동화법 제15조에²² 따라 리스 관련 차임채권 이슈가 해소될 수 있다는 점에서, 대부분의 리스채권 유동화에서는 관련 법률위험에 대한 검토는 제한적인 경우에만 이루어진다.

따라서, 자산유동화법에 따른 유동화가 이루어지지 않는 구조에서는 차임채권 이슈에 대한 보다 면밀한 검토가 요구될 수 있다. 금융리스와 운용리스에 대한 법률적 구분이 차임채권 이슈와 관련하여 중요한 기준점이 되고 있으며, 이는 국내 법원 실무에서 금융리스채권의 경우 미이행쌍무계약의 적용을 배제하고 담보부채권으로 파악하는 법리를 보이고 있기 때문이다. 따라서 통상적으로 운용리스로 구분되는 리스채권이 차임채권으로 해석될 여지가 상대적으로 크다고 할 수 있다.

[표4] 법규상 금융리스 분류 기준

• 상법 제168조의2(의의) 금융리스이용자가 선정한 기계, 시설, 그 밖의 재산을 제3자로부터 취득하거나 대여받아 금융리스이용자에게 이용하게 하는 것을 영업으로 하는 자를 금융리스업자라 한다. • 법인세법 시행령 제24조 제5항 제1항을 적용할 때 자산을 시설대여하는 자가 대여하는 해당 자산중 기업회계기준에 따른 금융리스의 자산은 리스이용자의 감가상각자산으로, 금융리스외의 리스자산은 리스회사의 감가상각자산으로 한다. • 조세특례제한법 시행규칙 제3조의2(금융리스의범위) 영 제3조에서 "기획재정부령으로 정하는 금융리스"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우의 자산 대여를 말한다. 1. 리스기간 종료 시 또는 그 이전에 리스이용자에게 해당 리스의 자산의 소유권을 무상 또는 당초 계약 시 정한 금액으로 이전할 것을 약정한 경우 2. 리스기간 종료 시 리스자산을 취득가액의 100분의 10 이하의 금액으로 구매할 수 있는 권리가 리스실행일 현재 리스이용자에게 주어진 경우 또는 취득가액의 100분의 10 이하의 금액을 갹신계약의 원금으로 하여 리스계약을 갹신할 수 있는 권리가 리스실행일 현재 리스이용자에게 주어진 경우 3. 리스기간이 「법인세법 시행규칙」 별표 5 및 별표 6에 규정된 리스자산의 자산별·업종별(리스이용자의 업종에 의한다) 기준내용연수의 100분의 75 이상인 경우 4. 리스실행일 현재 최소리스료를 기업회계기준에 따라 현재가치로 평가한 가액이 해당 리스자산의 장부가액의 100분의 90 이상인 경우 5. 리스자산의 용도가 리스이용자만의 특정 목적에 한정되어 있고, 다른 용도로의 전용(轉用)에 과다한 비용이 발생하여 사실상 전용이 불가능한 경우
--

법률적으로는 [표4]와 같이 금융리스를 구분하는 규정이 여러 법규에 산재해 있으며 각 법규의 취지나 목적에 따라 구체적인 내용은 상이하다. 다만, 최근 대법원 판례²³는 금융리스의 본질적 기능을 '리스이용자에게 리스물건의 취득 자금에 대한 금융 편의를 제공'하는 데 있다고 명시함으로써, 금융리스의 자금조달적 측면을 강조하고 있다. 그리고 법원 실무로는 금융리스와 운용리스의 구분을 리스계약의 명칭이나 회계처리 방법보다는 계약당사자들의 계약내용에 의해 정해진 리스목적 등 리스계약의 실질을 바탕으로 유관 법규정 및 판례 등에 비추어 판단하고 있다.

²² 자산유동화법 제15조는 '자산보유자가 파산하거나 자산보유자에 대하여 회생절차가 개시되는 경우 유동화자산 중 차임채권에 관하여는 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제125조 및 제340조의 규정을 적용하지 아니한다'라고 규정하고 있다.

²³ 대법원 판례(2013다20571)는 "금융리스는 리스이용자가 선정한 특정 물건을 리스회사가 새로이 취득하거나 대여받아 리스물건에 대한 직접적인 유지·관리 책임을 지지 아니하면서 리스이용자에게 일정 기간 사용하게 하고 대여 기간 중에 지급받는 리스료에 의하여 리스물건에 대한 취득 자금과 이자, 기타 비용을 회수하는 거래관계로서, 그 본질적 기능은 리스이용자에게 리스물건의 취득 자금에 대한 금융 편의를 제공하는 데에 있다"라고 판시하고 있다.

VI. Monitoring

Pooling 리스채권 유동화에 대한 사후관리 과정에서는 본평가 시 당사가 추정한 데로 기초자산에서 현금유입이 발생하였는지를 확인하게 되며, 이를 위해 기초자산 연체추이, 잔여유동화자산 대비 유동화증권 잔액비율 등이 주로 검토된다.²⁴

사후관리 과정에서 기초자산에 대한 추가실사가 이루어지지 않아 잔여자산에 대한 상세한 현금흐름 자료가 제공되지 않는 경우 Pooling 리스채권 유동화에 대한 신용등급 변경에 대한 검토는 매우 보수적으로 이루어진다. 신용등급 상향은 기초자산 회수를 통해 유동화증권 상환재원이 충분히 확보된 경우에 고려될 수 있으며, 신용등급 하향은 기초자산 회수실적 저하로 신용보강 수준이 본평가 시 추정치에 비해 크게 하락한 것으로 판단되는 경우에 검토될 수 있고, 이 때 자산보유자 및 규제환경, 거시경제 변수 등에 대한 분석이 수반될 수 있다.

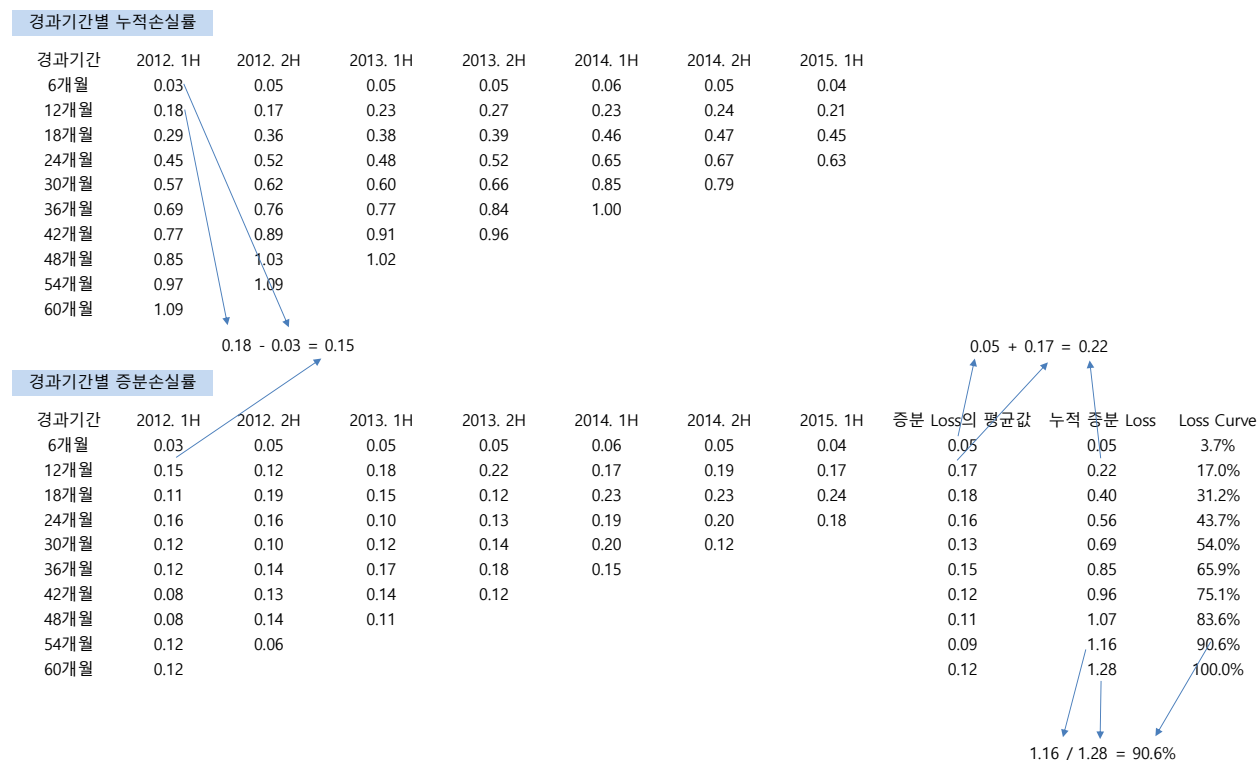
²⁴ 기초자산 회수실적이 본평가 시 추정한 예측치 범위 내에 이루어졌다고 판단되면 자산보유자, Historical Data 등에 대한 추가적인 검토 및 스트레스 시나리오 분석 등은 이루어지지 않는다. 또한 외부신용보강이 제공되는 신용대체(Credit Substitution) 구조에서는 기초자산 회수실적에 대한 검토 대신 외부신용보강기관의 신용도가 여전히 유동화 신용등급에 부합하는지를 주로 파악하고 분석하게 된다.

Appendix. Historical Data 분석을 통한 Loss Curve 및 손실률의 추정

자산보유자의 과거 Performance 분석시 seasoning(리스채권 실행 이후 경과기간)이 충분히 경과하지 않은 Vintage에 대한 리스기간 종료시의 궁극적인 Loss Curve와 Pool Loss를 추정하는 과정은 다음과 같다.

Loss Curve는 리스 실행 후 매 경과기간별 누적 손실에 대한 리스기간 종료시의 궁극적인 누적손실(Cumulative Loss)의 비율을 나타낸 것으로 리스 실행후 경과기간별, Vintage별 손실 증가의 평균값을 기초로 도출된다.

[그림3] Loss Curve 도출_예시

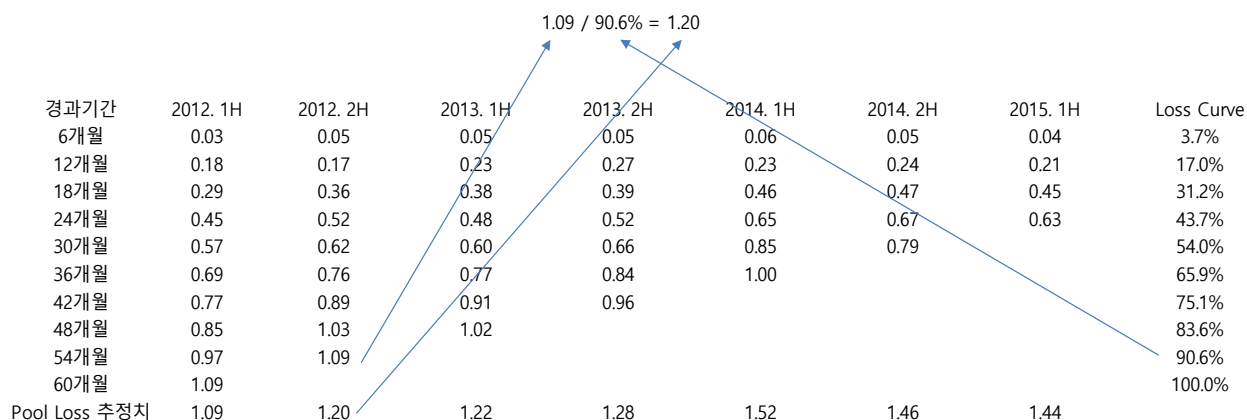


Loss Curve를 도출하기 위해 먼저 유동화자산과 동일한 유형의 Historical Data Performance를 통해 리스 실행 후 경과기간별 누적 손실률을 구한다. 여기에 각 Vintage의 경과기간별 손실률 증가값을 산정하여, 손실률 증가값의 평균을 구하고 이를 Seasoning 경과에 따라 누적한다.²⁵ 그리고 최종 누적 증분 손실률에 대한 각 경과기간별 누적 증분 손실률의 비율을 도출하면 최종적인 추정 Loss Curve가 산정된다.

[그림3]는 이러한 제반 과정들을 도식화한 것이며 60개월의 기간 동안 6개월 단위의 누적 손실 발생 추세 3.7%, 17.0%, 31.2%, 43.7%, 54.0%, 65.9%, 75.1%, 83.6%, 90.6%, 100%를 나타내는 Loss Curve가 도출됨을 보여주고 있다. 한편, [그림3]은 Loss Curve 도출 과정을 설명하기 위해 임의로 생성한 데이터로서 국내 리스채권 유동화증권을 발행하는 자산보유자의 실제 Performance와는 무관한 것임에 유의하여야 한다.

²⁵ 손실률 중간값의 평균은 실행금액별 가중평균값을 사용하는 게 일반적이나, 본 방법론에서는 설명의 편의를 위해 단순 평균값을 제시하였다.

[그림4] Loss Curve를 활용한 Pool Loss 추정_예시



실제 관측 Performance를 이용하여 도출된 Loss Curve를 통해서 Seasoning이 짧은 Vintage들의 리스기간 종료 시점까지 발생할 Pool Loss를 추정할 수 있다. 가령, [그림4]의 2012년 하반기 Vintage는 리스실행후 54개월이 경과할 때까지 1.09%의 손실이 발생하였고 이는 Loss Curve에 따라 전체 발생할 손실의 90.6%이므로 해당 Vintage에서 궁극적으로 발생할 Pool Loss는 1.20%(1.09% / 90.6%)로 추정됨을 나타낸다.

가장 간단한 사례로 유동화 대상 Pool이 상기 [그림3]과 [그림4]의 2015년 상반기 Vintage로 구성된다 가정할 경우, 유동화 자산에 발생할 것으로 예상되는 Loss Rate은 1.44%로 추정된다.

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. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 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 키스자산평가 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 해석되어야 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 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 당사는 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 관련하여 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 관련하여, 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.