

소매채권 유동화 평가방법론 (2023)

2023.01.30

금융-구조화평가본부 최재우 수석애널리스트 ☎ 02-787-2288 jaewoo.choi@kisrating.com
 김홍미 실장 ☎ 02-787-2343 hmkim@kisrating.com

Executive Summary

본 평가방법론은 당사가 소매채권 기초 유동화를 평가함에 있어 일반적으로 중요하다고 판단하는 평가요소들을 추출하고, 소매채권 유동화 신용등급 결정에 이들 요소들에 대한 가정 및 분석이 어떻게 적용되는지를 설명한다. 본 평가방법론의 주된 목적은 자산보유자(Originator), 투자자 및 기타 이해관계자들에게 소매채권 유동화의 상환능력에 영향을 주는 여러 가지 요소들과 이에 대한 평가방법, 당사의 소매채권 유동화 신용등급 결정 방식을 설명하고 그들의 이해를 돕는 것이다.

소매채권 유동화 평가의 첫 번째 단계는 유동화구조 및 기초자산의 특성 등을 파악하여 본 평가방법론의 적용 여부를 결정하는 것이다. 본 평가방법론은 기초자산이 소액다수의 소매채권으로 Pooling된 경우에 적용되나, 당사가 별도의 방법론을 구비한 오토론, 리스채권, 신용카드 유동화 등의 경우에는 해당 방법론이 우선 적용된다. 또한, 기초자산의 특성 및 유동화구조에 따라 분석방법이 달라질 수 있으며, 외부신용보강만으로 유동화증권 상환이 가능하다면 본 평가방법론상 기초자산 신용위험에 대한 분석은 생략될 수 있다.

소매채권 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 유동화자산의 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 조기상환위험, 혼장위험 등의 요인들을 추가로 반영하며, 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, 거시경제환경에 대한 향후 전망 등에 대한 검토 결과에 따라서 상이하게 적용될 수 있다. 그리고 이러한 검토 과정에서 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 추가로 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 변경으로 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 소매채권을 기초로 하는 유동화 및 이와 유사한 금융상품 등의 신용평가에 적용된다. 그러나 기초자산의 특성 및 유동화구조에 대한 검토결과, 보다 정확한 신용평가에 도움이 된다고 판단될 경우에는 소매채권을 기초로 하더라도 본 평가방법론 이외의 방법론을 적용하거나 병행할 수 있다. 마찬가지로 기초자산이 소매채권이 아니라고 하더라도 분석기법이 비슷하거나 기초자산의 특성을 고려할 때 보다 적절하다고 판단되면, 본 평가방법론을 적용하거나 병행하여 평가할 수도 있다.

주요 변경내용

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

- 장기오토렌트 시장이 지속적으로 성장하고 있는 점을 감안하여, 장기오토렌트상품 기초 유동화시 고려해야 할 평가요소 및 법률위험 등에 대해 설명하였다.
- 사후관리 과정에서 기초자산 Performance를 파악하기 위해 주로 살펴보는 지표들에 대하여 기술하였고, 기초자산 회수실적에 따른 사후관리 분석과정의 차이점에 대하여도 설명하였다.

Contents

- I. 소매채권 유동화 개관..... 4
- II. 주요 위험요인..... 5
 - 1. 유동화자산 위험 5
 - 2. 유동화구조 위험 5
 - 3. 참여기관 위험..... 6
 - 4. 혼장 및 대체자산관리자 위험..... 6
- III. 시나리오 분석..... 7
 - 1. Base Loss Rate 산정 7
 - 2. 스트레스 시나리오 10
 - 3. Cash Flow 11
- IV. 기타분석..... 15
 - 1. 거래참여기관 신용도 15
 - 2. 법률 위험(Legal Risk) 16
- V. Monitoring..... 18

I. 소매채권 유동화 개관

소매채권 유동화는 분산화된 소액다수의 채권 등을 기초로 하는 유동화를 말한다.¹ 유동화시장 초기만 하더라도 소매채권 유동화는 금융회사가 개인²에게 실행한 소액다수의 오토론, 리스채권, 신용카드 유동화 등으로 통용되는 게 일반적이었다. 그러나 금융기법의 발전과 함께 다양한 형태의 물적 금융, 지급결제 서비스 등이 개발되면서 자산보유자 및 기초자산의 특성이 이질적인 다양한 형태의 소매채권이 유동화시장에 편입되고 있다. 예를 들어, 신용대출, 학자금대출 등 금융채권을 비롯하여 단말기할부대금, 주택임대료채권, 렌탈채권 등 매출채권 성격을 지닌 소매채권들이 유동화되어 왔다. 이들 자산은 금융기관 이외에도 일반기업, 공공기관 등이 자산보유자로 참여하고 있는데다, 기초자산 실행 목적도 자금유통, 물적금융, 용도한정용 대출 등으로 다양하고 그 성격 역시 서로 차별적인 모습을 보여왔다.

전술한 바와 같이, 본 평가방법론은 기초자산 Pool이 균질적인 특성을 지닌 소액다수의 채권으로 구성된 유동화에 다방면으로 적용이 가능한 만큼, 오토론 및 리스채권 유동화와 달리 금융회사뿐만 아니라 다양한 산업을 영위하는 기업/기관들이 자산보유자로 참여할 수 있으며, 기초자산의 성격 및 법적 형식면에서도 차별화된 특성을 보일 수 있다. 이에 유동화자산 별로 고유한 특성을 파악하고 분석하는 과정이 추가로 수반³되며, 기타 정성적 분석결과에 따라 다양한 분석기법이 활용될 수 있다.⁴

한편, 기초자산이 소액다수의 분산화된 채권으로 구성되어 있더라도 오토론, 리스채권, 신용카드 등 별도의 방법론이 있는 경우에는 해당 방법론이 우선 적용된다. 그리고 기초자산의 법적 성격이 금융채권, 리스채권, 매출채권 등으로 상이하게 분류될 수 있으므로, 이를 검토하는 과정에서 오토론, 리스채권, 신용카드, 매출채권 및 장래채권 유동화 평가방법론 등 다른 유동화 평가방법론이 활용되거나 병행될 수 있다.⁵

¹ 본 평가방법론은 소액다수의 Pooling된 소매채권을 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 개인이 아닌 개인법인, 중소기업 등을 대상으로 한 기초자산이라도 기초자산 Pool이 충분히 분산화되어 본 방법론에서 제시하는 분석기법이 활용 가능하다고 판단되는 경우에는 본 평가방법론이 적용될 수 있다.

³ 소매채권과 오토론, 리스채권 등 소매 여신상품들이 혼재하여 유동화자산을 구성하는 경우에는 본 평가방법론과 더불어 오토론, 리스채권 유동화 평가방법론 등을 병행하여 적용할 수 있다. 그러나 유동화자산 구성 측면에서 특정자산 비중이 낮아 기초자산 위험에 미치는 영향력이 제한적이라고 판단되는 경우에는 기초자산을 구성하는 주요 자산을 기준으로 평가방법론이 적용된다.

⁴ 구체적인 분석기법 및 절차 등과 관련한 세부내용은 개별 평가위원회에서 결정된다.

⁵ 자산보유자 및 기초자산 특성 등에 대한 검토결과에 따라서는 기초자산이 소매채권이더라도 본 평가방법론 대신 매출채권 및 장래채권 유동화 평가방법론이 적용될 수 있으며, 이는 기초자산의 법률적 특성 및 자산보유자의 영위사업 등에 대한 검토절차가 보다 중요할 수 있기 때문이다. 그럼에도 기초자산에 대한 위험추정은 본 방법론에서 후술하는 분석기법이 적용될 수 있다. 마찬가지로 본 방법론이 적용되는 경우에도 기초자산 특성에 따라서는 매출채권 및 장래채권 유동화 평가방법론의 검토절차 및 분석기법이 활용될 수 있다. 일반적으로 자산보유자가 금융기관이거나 법규상 금융회사로 분류되지 않더라도 금융업적 특성을 지닌 경우 또는 지급결제 서비스 등을 제공하고 있다면 본 평가방법론이 적용될 것이다. 그러나 제조/서비스업을 영위하는 기업/기관이라면 기초자산이 소매채권이더라도 매출채권 또는 장래채권 유동화 평가방법론이 적용될 수 있다.

II. 주요 위험요인

소매채권 유동화 평가시 고려하는 주요 위험요인으로는 유동화자산 위험, 유동화구조 위험, 참여기관 위험, 혼장 및 대체자산관리자 위험 등이 있다. 동 위험요인들은 일반적인 소매채권 유동화를 가정하여 기술한 것으로, 개별 평가 건에서는 유동화구조 및 유동화자산 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 위험 요인들이 추가로 고려될 수 있다. 또한 외부신용보장을 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 Pool과 관련한 주요 위험요인으로는 신용위험, 조기상환위험, 만기연장위험 등이 있다. 이 중 가장 중요하게 감안되는 위험요인은 신용위험이다. 신용위험은 채무자의 연체, 대손 등으로 인해 유동화자산의 상황이 지연되거나, 궁극적으로 상환되지 못할 위험을 의미한다. 그리고 소매채권의 신용위험을 파악하기 위해 주로 고려하는 요소로는 자산보유자의 과거 Historical Performance, 채권 실행목적 및 대상물건의 특징, 유동화자산 Pool의 개별 차주 및 채권별 특성, 거시경제환경 등을 들 수 있다.

한편, 소매채권 유동화자산의 신용위험은 대손 발생가능성과 대손 발생 이후 회수가능성을 포괄한 개념이나, 국내에서는 회수율 자료가 충분히 제공되지 않아 일반적으로 대손 발생가능성을 기초로 한 유동화자산 신용위험이 산정된다. 그러나 연체자산 또는 담보 매각 등을 통해 회수가능성이 높고 이와 관련한 Historical Data가 충분히 제공되는 경우에는 회수가능성을 감안한 유동화자산의 신용위험이 추정되고 분석될 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.

조기상환 및 만기연장위험은 채무자가 자발적인 선택에 따라 유동화자산을 만기 이전에 상환하거나 사전에 정해진 만기를 연장함에 따라 발생하는 위험이다. 채무자가 조기상환수수료를 납부하면 자발적인 조기상환이 가능한 데 반해, 만기연장은 물건의 특성 등에 따라 제한적으로 허용되는 게 일반적이다. 조기상환 또는 만기연장이 발생할 경우 SPC 현금흐름의 불확실성이 증가하고 유동성위험이 확대될 수 있으므로, 신용평가시에는 유동화증권 발행구조 등과 연계하여 그 영향을 종합적으로 고려한다.

특히, 조기상환위험은 채무자가 만기이전에 계약을 중도해지하는 위험으로, 개별채권의 성격 및 계약내용 등에 따라 해당 위험이 유동화자산 현금흐름에 미치는 영향력에 차이가 크게 나타난다. 예를 들어, 기초자산이 대출채권이면, 차주가 조기상환할 때 잔여 대출원금 전액을 상환하여야 하므로 유동화자산 현금흐름에 미치는 영향은 이자 회수액 감소 등으로 제한된다. 또한 차주는 자산보유자의 신용도와 무관하게 본인의 재정상태, 금리수준, 거시경제환경 등에 따라 조기상환 여부를 결정한다는 특징이 있다. 반면, 렌탈채권의 경우 채무자가 중도해지하면 잔여 원금의 일부만을 위약금 또는 해지수수료로 지급하는 게 일반적이므로, 중도해지위험이 유동화자산 현금흐름에 미치는 영향은 앞서 대출채권에 비해 크다. 또한 자산보유자가 단순한 금융편의 제공을 넘어 렌탈계약을 통해 해당 물건을 판매하고 렌탈물건을 주기적으로 관리, 유지하는 의무를 부담하는 경우라면, 자산보유자 Credit Event 발생으로 유지관리 의무가 제대로 이루어지지 않을 것으로 예상되어 중도해지 위험이 평상시보다 크게 증가할 여지가 있다.

2. 유동화구조 위험

유동화증권 발행 및 상환조건, 신용보강 형태 등 유동화구조상 특징은 각 유동화증권의 상환가능성에 영향을 미친다. 예를 들어, "Revolving 구조"에서는 Revolving 기간 동안 유동화자산의 추가 및 교체가 가능하므로 유동화자산 Pool 특성이 발행시점과는 달라질 수 있어, 유동화자산의 질을 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 조기상환/중도해지위험이 미치는 영향이 달라질 수 있으므로, Cash Flow 분석과정에서 이러한 유동화구조상 특징을 반영하는 것이 필요하다.

3. 참여기관 위험

유통화에는 업무수탁자 및 자산관리자, 신용공여기관 및 유통화증권 매입보장기관, 스왑거래기관 등 다양한 기관의 참여가 이루어진다. 신용공여기관 및 유통화증권 매입보장기관은 유통화증권에 대한 외부신용보강 및 유동성보강을 제공하며, 스왑거래기관은 유통화자산과 유통화증권 간에 통화가 다르거나, 금리가 상이한 경우에 관련 위험을 통제하는 역할을 수행한다. 유통화 참여기관의 역할수행능력에 대해서는 해당 역할의 범위 및 난이도, 참여자의 신용도 등을 종합적으로 반영하여 판단하며, 유사시 참여자 교체절차 등에 대한 검토도 이루어진다.

4. 혼장 및 대체자산관리자 위험

혼장위험은 유통화자산으로부터 회수되는 금액이 SPC 자산관리계좌 또는 신탁 수탁자의 신탁추심계좌로 직접 입금되지 않고 자산보유자 명의의 계좌로 입금되어 자산보유자의 고유자산과 혼장될 위험을 말한다. 소매채권 채무자는 채무상환시 무통장입금, 지로결제, 자동이체 등의 방식을 이용할 수 있으며, 채무자의 자금상환 방식에 따라 혼장위험의 정도는 차별화된다.

자동이체나 금융결제원의 자금관리서비스(CMS)를 이용할 경우에는 채무자의 상환대금을 SPC 또는 신탁계좌로 직접 이전할 수 있으므로 혼장위험이 상당부분 통제된다고 볼 수 있다. 반면, 무통장입금, 지로결제의 경우에는 SPC 또는 수탁자 계좌로 계좌변경이 이루어지지 않을 경우 혼장위험이 존재할 수 있다.⁶ 이에 대해서는 자산보유자 전산시스템의 이관 절차, 자산보유자에게 Credit Event가 발생된 이후 약정된 대체자산관리자 선임 절차, 선임된 대체자산관리자의 역할 등을 감안하여 혼장위험에 대한 평가가 이루어진다.

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

⁶ 채무자가 원리금상환방식을 자동이체로 선택했다더라도, 조기상환금은 자산보유자 계좌로 회수되는 게 일반적이므로, 이 경우 혼장위험이 일부 존재할 수 있다. 다만, 국내 유통화에서는 자산보유자 명의의 계좌로 유통화자산이 회수된 경우에 자산보유자가 SPC 또는 수탁자 계좌로 해당 금액을 일정한 기간 이내에 이전하도록 구조화되어 있어 혼장위험을 상당부분 통제하고 있다.

III. 시나리오 분석

소매채권 유동화 평가의 핵심은 자산보유자, 채권의 특성, Historical Data 및 Pool Characteristics 등을 검토하는 일련의 과정을 통해 기초자산의 특성을 파악하는 것이다. 소매채권 유동화자산은 소액다수의 충분히 분산화된 Pool로서, 유동화자산과 관련한 위험을 파악하기 위해서는 자산보유자가 제공하는 과거 Data 등에 대한 검토결과를 기초로 유동화자산의 Performance를 추정하는 과정이 수반된다.

이렇게 획득한 기초자산에 대한 분석결과를 토대로 기초자산의 신용위험을 추정하여 Base Loss Rate를 산정하고 여기에 어느 정도의 스트레스 시나리오를 적용할 지를 결정하는 작업이 이루어진다. 그리고, 유동화자산에 대한 분석과정에서는 유동화구조에 대한 검토가 병행하여 이루어지는데, 이는 유동화구조에 대한 검토결과에 따라 기초자산 신용도에 대한 분석여부 및 평가방법 등이 달라질 수 있기 때문이다.⁷

1. Base Loss Rate 산정

Base Loss Rate는 유동화자산의 평균적인 손실률에 대한 예측치로서 신용위험을 측정하는 데 기초가 되는 분석지표로, Historical Data 분석결과 및 다른 소매채권의 Base Loss Rate 수준 등을 기초로 산정된다. 그리고 추가로 유동화 Pool 특성, 자산보유자의 영업정책, Historical Data의 최근 추세 및 거시경제 환경 등 여러 요인들이 종합적으로 반영된다. 동일한 자산보유자가 실행한 같은 자산군이라고 할지라도 Pool 특성 등에 따라 Base Loss Rate는 다르게 산정될 수 있으며, 영업환경, Historical Data 추이, 규제 및 금융환경 등의 변화에 따라 Base Loss Rate 역시 가변적으로 적용한다.

당사가 Base Loss Rate 산정시 주로 고려하는 요소는 아래와 같으며, 개별 평가 건마다 아래에 기술되지 않은 요소들이 추가로 검토될 수 있다.

1) 자산보유자 및 기초자산의 특성

소매채권 유동화는 자산보유자로서 금융회사뿐 아니라 다양한 업종의 기업/기관, 공기관 등이 참여할 수 있으며, 기초자산의 형식도 금융채권, 리스채권, 매출채권 등으로 다양하다. 따라서 Base Loss Rate 산정을 위해 Historical Data를 분석하는 데 앞서 자산보유자, 기초자산의 실행목적, 물건연계 여부 등에 대한 검토가 우선 이루어진다.

자산보유자가 금융회사인 경우 유동화자산에는 자산보유자별 고유한 특성이 내재되어 있다고 판단할 수 있다. 금융회사는 자체 심사기준에 따라 채권의 승인여부, 한도 등을 결정하며, 채권관리와 관련하여서도 연체자산에 대한 회수기준, Outsourcing을 포함한 내·외부 추심조직, 대손상각 및 채무재조정정책 등을 가지고 있기 때문이다. 실제로 대부분의 경우 금융회사는 채권실행시 개인신용등급, 연체이력, 소득, 직업 등 차주별 특성 자료를 검토하여 채권승인여부를 결정하므로, 승인된 채권은 금융기관에 의해 채무자 신용도에 대한 일차검증이 이루어졌다고 할 수 있다. 또한 금융회사의 납입일 ARS 안내, 전화상담 등 단기연체채권에 대한 추심정책, 대손상각 및 채무재조정 정책, 조기상환 또는 해지 정책 등 채권관리시스템에 따라서도 유동화자산의 회수실적이 달라질 수 있다.

⁷ 외부기관이 제공하는 신용보강 금원만으로 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 총점적으로 검토하고 분석한다. 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 확보가능한 지와 자산보유자의 신용도에 대한 분석이 주로 이루어진다.

따라서 금융회사가 자산보유자로 참여한 소매채권 유통화의 경우에는 자산보유자의 심사기준 및 채권관리시스템 등에 대한 검토가 이루어지는 게 일반적이고, 여기에는 자산보유자의 영업조직, 유통채널 등의 영업능력 분석, 신용등급, 재무지표 등의 재무능력 분석 등이 추가로 포함될 수 있다. 그리고 이러한 검토는 면담 또는 공시자료 분석 등을 통해 이루어지는데, 이 중 면담은 일반적으로 자산보유자가 최초로 유통화증권을 발행하는 경우에 집중적으로 이루어지고, 이후 자산보유자의 영업정책 변경 등에 기인하여 예상과 현저하게 다른 Performance가 나타나는 등 추가 면담이 필요하다고 판단되는 경우에 재검토가 이루어질 수 있다.

한편, 기초자산이 다른 금융회사로부터 매입한 자산인 경우에는 해당 금융회사의 영업정책 등을 파악하는 데 어려움이 따르므로, 업종 및 사업지위 면에서 유사한 다른 자산보유자의 심사 및 채권관리 시스템을 참고할 수 있다. 그러나 금융업권 내 유사한 사업을 영위하고 있더라도 자산보유자별로 영업정책에는 나름의 특수성이 존재할 수 있으므로, 최종 분석과정에서는 이러한 차이점을 감안한다.

자산보유자가 금융회사가 아닌 제조/서비스 기업, 공기관 등이라면, 자산보유자에 대한 검토보다는 해당 채권의 특성에 대한 분석에 보다 초점이 맞춰질 수 있다. 즉, 자산보유자의 심사 및 채권관리 시스템이 기초자산의 Performance에 미치는 영향이 크지 않다고 판단되는 경우에는, 자산보유자에 대한 검토는 시장지위, 신용등급, 재무능력 등을 개략적으로 파악하는 것으로 대체하고, 대신 기초자산 및 담보물건의 특성 등에 대한 분석이 중점적으로 이루어질 수 있다. 예를 들어, 학자금대출, 임대주택 임대료 채권 등의 경우 공공성에 기반하여 자격기준이 설정되고 채권이 실행되므로, 자산보유자만의 고유한 영업정책 및 심사기준이 기초자산 Performance에 미치는 영향력은 크지 않을 수 있다. 오히려 자격요건에 따른 차주 및 채권의 특성, 연체시 채무자가 부담하는 경제적 손실 등을 고려하는 것이 기초자산 Performance를 추정하는 데 보다 유용할 수 있다.⁸

2) Historical Data

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

Historical Data에는 채권실행월별⁹로 구분된 Vintage Data를 기초로 유통화자산의 Performance를 관측하는 Static Pool Data와 관측월별로 유통화자산의 Performance를 관측하는 Dynamic Pool Data가 있으며, 이외에도 자산보유자가 자체관리 목적으로 작성하는 내부 Data, 기발행 유통화 Monitoring Data 등이 있다.¹⁰

Static Pool Data를 활용하여 유통화자산의 기대손실률을 추정할 경우에는 채권실행월별 대손금액 또는 특정 연체구간(예를 들어 6개월 연체구간)에 진입한 금액¹¹을 손실로 간주하여 분석이 이루어진다. 그리고 만기가 최종적으로 도래하지 않은 Vintage Pool에 대해서는 채권만기시점까지의 궁극적인 손실률 및 Loss Curve 등을 파악하기 위해 별도의 추정(Extrapolation) 절차가¹² 추가

⁸ 단말기할부대출 역시 자산보유자인 통신회사들이 금융회사만큼 정교한 심사절차를 수행하지 않는데다, 고객들의 통신사 이동도 빈번하다는 점을 감안할 때, 자산보유자가 기초자산 Performance에 미치는 영향력은 금융기관들이 취급하는 금융상품 대비 제한적인 것으로 판단된다. 다만, 자산보유자별로 고객 충성도, 브랜드 파워 등에 따른 고객군의 차이는 존재하는 만큼, Historical Data와 연계하여 검토가 이루어진다.

⁹ 일반적으로 월별로 자료가 작성되나, 자료의 작성기준(월별, 분기별, 반기별)에 따라 실행 및 관측 Vintage의 주기는 달라질 수 있다.

¹⁰ 소매채권 유통화 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 결정한다.

¹¹ 자산보유자의 채권관리정책 및 Historical Data 검토결과, 연체 후 대손 반영 기간이 상대적으로 짧은 경우 등에는 유통화자산의 성격, 기타 소매채권 자산보유자의 Historical Data Performance, 연체전이율 등을 추가로 감안할 수 있다. 예를 들어, 자산보유자가 3개월 연체진입 채권을 대손채권으로 반영하는 경우에는 6개월 연체진입 채권을 대손채권으로 반영하는 경우보다 Historical Data 상 대손인정금액이 커질 수 있다. 이런 경우 유사한 자산특성을 지닌 다른 자산보유자의 Historical Data Performance를 참고하여 Base Loss Rate에 반영할 수 있다.

¹² 만기가 도래하지 않은 Vintage Pool Data를 활용하기 위한 추정(Extrapolation)과 관련한 자세한 내용은 오토론 유통화 평가방법론상 Appendix를 참조하기 바란다.

될 수 있다. 이와 같은 다수의 Vintage 데이터에 대한 분석을 통해 Loss Curve, 평균적인 대손율 수준, 대손율의 편차, 대상 자산의 채권실행월별 연체추이를 도출할 수 있으며, 이에 더하여 조기상환 수준 등도 검토할 수 있다.

Dynamic Pool Data는 월별 채권실행 금액 등이 안정적이지 않을 경우 Performance가 왜곡될 수 있으므로, 자산보유자 및 기초자산의 특성 등에 대한 정성적 분석결과와 연계하여 분석한다. 그리고 자산보유자가 내부 관리목적으로 작성하는 Data 및 기발행 유통화의 기초자산 연체추이 등에 대한 Monitoring Data 역시 유통화자산의 Performance를 추정하는 중요한 기초자료이다.

Historical Data 분석시 일반적으로 회수율에 대한 측정은 이루어지지 않고 있다. 국내 소매채권 유통화에서는 시간 및 비용의 편익상 자산보유자가 담보권을 SPC에게 양도하지 않는 경우가 대다수인데다, 회수율 관련 Data 역시 충분하지 않기 때문이다. 그러나 연체자산 또는 담보 매각 등을 통해 회수가 안정적으로 이루어지고 있고 회수액 추이를 분석할 수 있는 충분한 Historical Data가 제공된다면, 회수율을 추정하는 작업이 추가될 수 있다. 또한 연체자산 매각 또는 보전절차 등이 설정되어 있고 이를 통한 회수율 추정이 가능하다고 판단되는 경우 등에도 계약내용 및 구조에 대한 분석을 통해 회수율을 도출하고 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 짧아 자산보유자의 Historical Data를 활용하는 데 제약이 따른다면 소매채권을 취급하는 다른 자산보유자의 정보도 참고할 수 있으나, 이 경우에는 상대적으로 보수적인 평가가 이루어질 수 있다. Historical Data에는 기초자산의 개별 특징 및 자산보유자의 고유한 영업/채권관리 시스템 특성 등이 내재되어 있으므로, 이러한 차이점을 Data 분석에 반영하지 못하는 경우 유통화자산의 향후 Performance에 대한 예측가능성이 떨어질 수 있기 때문이다. 그러나 이후 유통화 이력의 축적, 사후관리 자료에 대한 모니터링 등을 통해 유통화자산 Performance에 대한 신뢰성이 높아지면 이러한 분석 결과를 Base Loss Rate에 반영할 수 있다.

반대로, 자산보유자의 Historical Data가 충분하더라도, 오토론 및 리스채권 등을 취급하는 할부금융사의 Historical Data를 참고할 수 있다. 오토론 및 리스채권 등은 대표적인 소매채권 유통화로서 경기변동에 따른 Historical Data가 충분히 축적되어 있어, 다른 소매채권의 Performance를 추정하고 Base Loss Rate를 산정하는 데 중요한 참고자료가 될 수 있다. 또한 여러 업태의 자산보유자의 Historical Data를 비교하면 Performance 추이가 기초자산의 고유한 특성 및 자산보유자의 사업전략에 따른 효과인지 아니면 경제 전반에 영향을 미치는 거시경제 변수나 규제환경 변화 등에 따른 것인지를 대략적으로 파악할 수 있으므로, 이를 토대로 유통화자산 Performance에 대한 보다 정교한 추정이 가능하다. 이와 더불어, 기발행 유통화에 대한 Monitoring Data는 기초자산 실제 Performance가 예측한 수준 내에 있는지를 파악할 수 있게 하여, 해당 자산보유자가 추가로 유통화를 진행하는 경우에도 기초자산에 대한 중요한 검토 자료로 활용될 수 있다.

3) 유통화자산 Pool의 특성 (자산 Seasoning, 채무자 신용도 등)

유통화자산 Pool의 특성 분석은 Historical Performance 분석의 신뢰성을 확인하고, Historical Data와 유통화자산 간에 존재하는 특성상의 차이로 인한 영향을 유통화자산의 기대손실률 등에 조정 반영하기 위한 목적으로 실시된다. 만약 과거에 실행한 대출 전체에 대한 평균적인 연체/대손 실적을 나타내는 Historical Data와 달리 유통화자산이 이 중 한정된 특성만을 보유한다면, 이러한 특성의 차이를 유통화자산의 기대손실률에 조정 반영하기 위한 Pool Characteristics 분석이 상대적으로 중요할 수 있다. 반대로, Historical Data에 포함된 자산과 유통화자산의 특성이 유사한 경우에는 Historical Data 분석에 기반한 유통화자산의 Performance 추정의 신뢰도가 높아질 수 있다.

Base Loss Rate에 영향을 줄 수 있는 유통화자산의 질적 특성으로는 유통화자산 Pool의 경과기간(Seasoning), 채무자 신용도, 원리금 상환방식 등이 있다. 예를 들어, 평균 Seasoning이 긴 유통화자산 Pool은 Historical Data 분석을 통해 도출된 기대손실률 대비 향후의 실제 Performance가 더 좋게 관측될 가능성이 높다. Historical Data를 통해 파악된 손실 추정치는 채권의 실행

시점부터 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 채무자의 신용도가 채무자 개인신용등급 등에 따라 선별되는 경우에도 실제 Performance와 Historical Data 분석을 통해 도출된 기대손실률 간에 차이가 발생할 수 있다. 따라서 Historical Data 작성시 사용된 자산보유자 Pool의 채무자 신용도 분포 등을 고려할 때 유동화자산 Pool의 Performance가 Historical Data와 차별적이라고 판단된다면 이를 Base Loss Rate 산정과정에서 반영한다.

국내 소매채권 상품은 원리금균등분할 상환방식의 비중이 높지만, 만기일시 상환방식, 일정기간 거치 후 원리금을 상환하는 방식, 인도금 유예 후 원리금을 상환하는 방식 등 다양한 상품이 존재한다. 그리고, 원리금균등분할 상환방식 이외 채권의 비중이 높다면 Base Loss Rate 산정 과정에서 추가 검토가 필요할 수 있다. 예를 들어, 차주가 만기일시 상환방식을 선택하거나, 분할상환방식을 선택하더라도 만기지급하는 금액이 상당히 크다면, 해당 차주는 원금 및 원리금을 균등분할상환하는 차주에 비해 만기상환 부담이 크다고 할 수 있다. 이처럼 상환방식에 따라 차주의 상환부담이 달라질 수 있으므로, 관련 기초자산 비중이 유의하게 클 경우 Base Loss Rate 산정 시 이를 반영하여 분석한다.

4) Performance Trend의 변동 및 거시경제 환경 변화

Historical Data상 최근 Trend가 과거와 차별화되고 이러한 추세가 향후에도 일정기간 지속될 것으로 예상되는 경우에는 최근 Trend를 상대적으로 많이 반영하여 평가가 이루어질 수 있다.

Historical Performance는 과거 Data에 기초한 손실값이므로, 만약 소매채권 유동화자산의 손실률에 영향을 미칠 수 있는 거시경제 환경이 변하고 있다면 Historical Data를 통해 그 영향력을 파악하기에는 어려움이 따른다. 따라서 Performance Trend에 큰 변동추세가 나타나지 않았다 하더라도, 향후 거시경제 환경이 과거와 상이할 것으로 예측되는 경우에는 이러한 환경요인 또한 Base Loss Rate 산정에 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 낮을 수 있는 반면, 실업률이 증가하고 신용경색이 확대되는 불황기에는 반대로 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate에 비해 높게 나타날 가능성이 있다. 이에 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate를 통해 산출한 수치에 비해 높아질 수 있는 스트레스 상황을 가정하고 이를 반영하여 시나리오 분석을 실시한다.

스트레스 시나리오는 신용등급별 Multiple 값을 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 유동화 증권 신용등급에 상응하는 기대손실률을 산출하는 형태이다.

당사 소매채권 유동화 평가과정에서는 Multiple 방식을 주로 적용하고 있으며, 아래 [표]는 Multiple을 통한 스트레스 시나리오 분석시 사용하고 있는 Multiple에 대한 예시이다. 신용등급이 높을수록 보수적인 스트레스 상황을 가정하므로, Multiple은 유동화 증권 신용등급이 높을수록 크게 설정되어 있다. 다만, 소매채권 유동화는 다양한 형태의 이질적인 기초자산을 대상으로 하는 만큼 기초자산 Performance의 변동성 역시 차이가 클 수밖에 없다. 자산보유자 및 기초자산의 특성, 금융구조 등에 대한 분석결과에 따라 서로 다른 스트레스 Multiple 수준이 적용될 수 있으며, 최종적인 Multiple 수준은 개별 평가위원회에서 결정된다.

[표] 스트레스 적용 Multiple

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Multiple	4 ~ 6	3 ~ 5	2 ~ 4	1.5 ~ 2.5	1.3~1.5	1

주) 본표는 Multiple에 대한 예시로서 실제 분석시에는 유동화구조의 특징과 Loss 분포 검토 결과에 따라 Multiple을 조정하여 적용함.

Multiple은 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate보다 높아질 수 있는 스트레스 상황을 가정하여 설정된 만큼, 만약 유동화자산 손실분포가 차별적이라고 예상되는 경우에는 Multiple 수준을 조정하여 적용하고 있다. 당사가 유동화자산 손실분포를 추정하고 Multiple을 최종적으로 산정하는 과정에서 주로 고려하는 요소로는 Historical Performance 추이, Base Loss Rate 수준, 기초자산 Pool의 구성 및 개별 채권의 특성, 자산보유자 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. 집중도가 높을수록 일부 채권의 대손발생이 전체 Performance에 미치는 영향력이 커질 수밖에 없기 때문에, 자산의 집중도가 손실분포에 영향을 미칠 정도로 충분히 크다고 판단되는 경우에는 이를 고려하여 Multiple을 산정할 수 있다. Base Loss Rate의 절대적인 수준 또한 Stress Multiple 산정에 주요한 고려요소로 작용한다. Base Loss Rate가 높은 자산과 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, 유동화자산 경과기간 등의 자산특성¹³, 자산관리자의 업무능력¹⁴ 등에 따라 스트레스 상황에서 유동화자산 Performance 변동성에 차이가 크게 나타날 수 있으므로, 이에 대한 고려가 필요할 수도 있다. 그리고 Revolving 구조라면 기초자산 Quality를 사전적으로 통제하기 위한 조기상환 Trigger 등의 보강장치에 대한 검토결과가 Multiple 산정시 감안된다.

3. Cash Flow

Cash Flow 분석과정에서는 스트레스 시나리오가 적용된 기초자산 현금흐름을 기초로 유동화증권 상환이 가능한 지 그리고 외부 신용보강 규모는 적절한 지를 검토한다. 유동화자산에서 발생하는 Cash Inflow와 유동화증권 원리금 및 제반 비용 등 Cash Outflow를 각각적으로 분석하며, 만약 외부신용보강이 제공되는 경우라면 동 요인까지 고려한다.

다만, Cash Inflow는 신용위험과 직접적으로 연계되지 않는 요인들에 의해서도 영향을 받을 수 있는데, 대표적으로 유동화자산의 조기상환율, 손실추세를 나타내는 Loss Curve 및 유동화자산의 회수속도¹⁵ 등이 있다. Cash Outflow는 유동화증권 발행 및 상환 구조, SPC의 비용구조 등에 영향을 받는다.

기초자산의 신용위험에 대한 추정 이외에 현금흐름 분석과정에서 당사가 주로 고려하고 있는 요소는 아래와 같으며, 개별 평가

¹³ 기초채권의 상환방식도 기초자산의 Performance 변동성에 영향을 주는 요소이다. 원리금분할상환에 비해 원금일시지급 상환방식의 경우 채무자가 만기에 차환 또는 상환부담을 크게 가지다 보니, 만기시점의 거시경제환경에 따라 Performance 변동성이 클 수밖에 없다.

¹⁴ 우량한 신용도의 확고한 사업지위를 지닌 자산보유자라면 그렇지 않은 경우에 비해 기초자산 Performance가 안정적일 수 있는 반면, 자산보유자의 사업영위기간이 짧거나 잦은 영업정책 변화로 기초자산 Performance 변동성이 커질 수 있는 경우에는 상대적으로 높은 Multiple이 적용될 수 있다.

¹⁵ 유동화자산이 연체가 시작되었다고 해서 모두 손실로 이어지는 것은 아니며, 연체 이후에도 채무자는 연체수수료 등을 지급하면서 채권원리금을 상환할 수 있다. 예를 들어, 차주의 단순 실수로 인해 연체가 발생하는 경우 일반적으로 해당 원리금은 단기간에 정상 회수된다. 이러한 점을 감안하여 당사도 Historical Data 검토시 통상 6개월 이상 연체된 채권을 손실로 간주하여 분석하며, 기초자산 Cash Inflow 추정시에도 보수적으로 정상채권의 일부 현금흐름이 단기 연체되어 6개월 내에 회수되는 것으로 추정하고 있다.

건에서는 유동화구조 및 자산 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 요소들이 추가로 검토될 수 있다.¹⁶ 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.

1) Loss Curve Profile

스트레스 시나리오 분석에서 유동화자산 손실률에 대한 추정이 이루어졌다면, Cash Flow 분석에서는 여기에 추가로 유동화자산의 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 이자 현금흐름은 상이할 수 있기 때문이다. 예를 들어, 누적 Loss가 Life Time Cycle상 초기에 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) 조기상환/중도해지

유동화자산의 조기상환/중도해지율에 대한 가정 역시 Cash Inflow에 영향을 미치는 주요한 요소이다. 소매채권 유동화에서는 물건연계여부, 물건의 특성, 계약내용 및 자산보유자의 관리능력 등 제반 조건이 기초자산 현금흐름에 미치는 영향력의 정도에 따라 조기상환/중도해지위험이 신용평가에 상이하게 반영될 수 있다. 예를 들어, 기초자산이 대출채권이면, 조기상환되더라도 이자회수액만 감소할 뿐 잔여원금은 전액 상환받을 수 있다. 그러나 렌탈채권, 임대료채권 등 일부 소매채권은 계약조건에 따라서 잔여원금을 전액 회수하지 못할 수 있는데, 이는 개별 계약조건상 채무자가 부담하는 조기상환/중도해지 위약금 및 수수료가 잔여원금의 일부로만 설정된 경우가 있기 때문이다. 따라서 소매채권 유동화 평가과정에서는 기초자산의 개별 계약내용을 파악하여 조기상환/중도해지와 관련하여 잔여원금을 상환받지 못할 가능성을 감안해야 한다.

또한 물건과 연계된 소매채권 유동화의 경우에는 자산보유자가 채권실행 후 물건과 관련하여 추가로 사후관리 의무를 부담하는 지에 대한 검토가 이루어진다. 물건과 자산보유자와의 관계가 단순한 금융편의 제공을 넘어서 자산보유자가 주기적인 유지/관리 서비스를 제공하는 등 사후관리 의무를 부담하는 경우라면, 자산보유자에게 Credit Event가 발생하는 경우 그렇지 않은 경우와 비교할 때 조기상환/중도해지 위험이 확대될 가능성이 있다. 즉, 자산보유자가 신용도 저하 등으로 인해 해당 사후관리 의무를 제대로 수행하지 못하면, 채무자들과의 분쟁발생가능성이 높아지고 결국 조기상환/중도해지율이 증가할 수 있다.

만약, 기초자산의 조기상환/중도해지에 따른 현금흐름 변동성이 이자회수액 등으로 제한된다면, Historical Data 분석 등을 통해 관측한 수치를 기초로 조기상환/중도해지율을 가정하여 Cash Flow 분석을 실시하는 방식이 적용된다. 그리고, 이러한 경우에는 조기상환/중도해지율이 상승함에 따라 미래 발생할 것으로 추정된 대손이 발생하지 않는 긍정적인 효과와 함께 이자수입이 감소하여 Excess Spread가 축소되는 부정적인 영향력이 동시에 작용하므로, 유동화증권 발행 및 상환구조, 개별적인 상황을 종합적으로 감안하여 이를 Cash Flow 분석에 반영한다. 가령, 유동화기간 이후에 유입되는 유동화자산의 현금흐름도 조기상환/중도해지가 이루어지면 유동화증권의 상환재원으로 활용될 수 있기 때문에, 동 현금흐름의 규모가 클수록 기초자산의 중도상환/중도해지는 SPC 현금흐름에 긍정적인 영향을 미친다. 다른 예로는, 만약 유동화증권의 조기상환이 불가능하면, 유동화자산의 중도상환/중도해지는 기초자산의 이자수입만 감소시키는 결과를 가져오므로, SPC 현금흐름에 부정적으로 작용할 수 있다. 일반적으로는 위에서 언급한 구조들이 다각적으로 혼합되어 있기 때문에, 실제 평가시에는 시나리오를 적용하여 보수적으로 Cash Flow 분석을 실시한다.

조기상환/중도해지시 잔여원금을 상환받지 못할 수 있는 계약조건이라면 상기와는 다른 분석방법이 적용되는데, 이때에도 물건의

¹⁶ 장기오토렌터카 상품의 경우 오토리스와 마찬가지로 잔존가치가 설정된 경우가 많고, 렌탈이용자가 렌탈회사에 보증금 명목으로 일정 금액을 납부하는 게 일반적이다. 이에 장기오토렌터카 채권을 기초로 하는 유동화 평가에서는 잔존가치 및 보증금과 관련한 위험요인을 추가로 검토하는 것이 필요하며, 구체적인 분석방법은 리스채권 유동화 평가방법론을 준용한다.

특성, 계약조건¹⁷, 자산보유자의 신용도 등에 따라서 세부 기법은 차별화될 수 있다. 자산보유자가 단순히 금융편의만 제공한 소매채권으로 채무자의 조기상환/중도해지가 개별 채무자의 경제환경 등에 따라 결정된다고 예상되면, 조기상환/중도해지위험을 Base Loss Rate 산정 시에 추가로 반영하여 여기에 동일하게 스트레스 시나리오를 적용하는 분석방법이 가능하다. 그러나 자산보유자가 지속적인 사후관리 의무를 부담하고 있는 등 자산보유자의 Credit Event 발생시 조기상환/중도해지율이 중요하게 증가할 가능성이 높다고 판단되는 경우에는, 자산보유자의 신용도에 따라 Cash Flow 분석 시 해당 위험에 대한 스트레스를 추가로 적용하는 방식이 이용될 수 있고 이외에도 유통화증권 신용등급을 자산보유자의 신용도 이하로 제한할 수도 있다.

3) 유통화증권 발행 및 상환구조

유통화증권 발행 및 상환 구조에 따라서도 Cash Outflow에 영향이 발생한다. 만약 유통화증권의 상환 순서가 선·후순위 등으로 계층화되어 있다면, 유통화 제반 계약서상 지급순위 등을 고려하여 각 유통화증권별로 상환가능성을 검토해야 한다. 또한 기초자산 조기상환과 연계하여 유통화증권 Call Option, 차환발행 구조 등에 대한 분석이 이루어지는데, 예를 들어 금융기관의 매입보장 약정을 기초로 유통화증권이 차환발행되는 구조에서는 유통화자산의 조기상환이 예상보다 많이 이루어지면, 유통화증권의 규모를 감축시킬 수 있다는 장점이 있다. 해당 구조가 아니라도 유통화증권에 대한 Call Option 행사가 가능한 경우에는 Idle Money로 유통화증권을 상환하여 유통화증권의 이자부담을 낮출 수 있다.

유통화증권과 기초자산의 통화, 금리 조건 등이 상이하게 설정된 경우에도 해당 시장변수의 변동 방향 및 크기에 따라서는 SPC 현금흐름에 미치는 영향이 클 수 있으므로 추가로 분석이 필요하다. 만약 이러한 시장변수 변동위험이 선물환 또는 이자율스왑 등을 통해 통제되는 구조라면, 파생상품계약에 따른 현금흐름을 포함하여 Cash Flow 분석을 실시한다. 반면, 파생상품계약이 체결되지 않거나, 체결되었더라도 명목금액 차이 등으로 인해 통화, 금리변동위험에 크게 노출되는 등 추가 검토가 필요하다고 판단되는 경우에는 시장변수 변동위험을 반영하여 현금흐름 분석이 이루어질 수 있다.

4) 내부신용보강

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

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

유통화자산의 예상 이자 현금흐름이 유통화증권 이자 및 SPC 제비용을 상회하는 경우에는 Excess Spread에 기초한 내부신용보강이 이루어질 수 있다. 단, 유통화자산의 조기상환가능성, 유통화증권의 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, 유통화 계약서상의 채무자에 대한 통지 Trigger 조건, 대체자산관리자 선정 절차 등을 고려하여 유통화자산 현금흐름의 혼장가능성을 추정하고 해당 요인을 반영한다.

¹⁷ 장기오토렌트의 경우 중도해지시 이용자가 렌탈회사에게 지불하는 위약금 또는 해지수수료가 상당한 금액으로 규정되어 있는 경우, 이용자 입장에서는 제3자에 대한 계약 이관 등을 선택하는 것이 경제적으로 유리하다는 점에서 중도해지 유인은 낮다고 할 수 있다. 다만, 운용리스계약과는 달리 렌탈회사가 세금 및 보험금 납입, 자동차 정비 등의 의무를 부담하므로 자산보유자의 Credit Event 발생시, 중도 해지 가능성은 상대적으로 클 수 있다.

6) 외부신용보강

소매채권 유동화에서는 Idle Money 축소 등을 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, 외부신용보강만으로 유동화증권 원리금 전체에 대한 상환재원 확보가 가능한 구조로서 외부신용보강제공자의 신용도를 기초로 유동화증권 신용등급이 부여 가능한 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.

IV. 기타분석

본 방법론은 일반적인 소매채권 유통화 구조를 감안하여 당사가 중점적으로 살펴보는 기타분석 요소들을 설명하고 있다. 따라서 개별 평가 건에서는 유통화구조 및 기초자산의 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 요소들이 추가로 고려될 수 있다.

1. 거래참여기관 신용도

유통화에 참여하는 거래상대방은 유통화증권 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 유통화증권 상환가능성에 직접적으로 영향을 주는 것으로 간주하고 있다.¹⁸

금융시장의 발전과 함께 유통화 구조도 다양하고 복잡해짐에 따라, 외부신용보장 형태 역시 신용공여, 유통화증권 매입보장 등 전통적인 방식에서부터 기초자산 매입확약, 사모사채 인수확약, Put Option, Total Return Swap, 정산계약 등에 이르기까지 다양하게 구현되어 왔다. 유통화구조 및 거래관계, 현금흐름 분석 등을 통해 해당 거래상대방이 유통화증권 상환에 직접적으로 영향을 미치는지를 파악하며, 만약 유통화증권 신용도와 직접적으로 중요도가 높게 연계되는 상대방이라면 해당 거래상대방의 신용도가 유통화증권 신용등급에 부합하는지 여부를 검토하게 된다.

기초자산과 유통화증권 간에 통화 또는 이자율 불일치 위험을 통제하기 위해 파생상품계약을 체결하는 경우도 마찬가지로인데, 이는 유통화기간 동안 해당 파생상품계약 조건에 따른 거래가 정상적으로 이루어져야 유통화증권 상환대금이 온전하게 확보될 수 있기 때문이다.¹⁹ 그러나 일부 유통화구조에서는 스왑 등 파생상품계약이 해지되더라도 유통화증권 상환재원 확보가 가능한 경우도 있으므로, 유통화구조 및 현금흐름 검토결과에 따라 해당 거래상대방에 대한 분석이 생략될 수도 있다.

반면, 업무수탁자, 신탁의 수탁자 등의 거래상대방은 유통화회사의 운영과 관련된 행정역할 등을 주로 담당하고 있는 만큼, 상기 언급한 거래참여기관과는 달리 유통화증권 신용도에 직접 영향을 주지 않는 것으로 판단한다. 당사는 동 기관들이 위탁받은 업무를 충실히 수행할 수 있을 지에 대해 각 기관들의 신용도²⁰ 또는 기존 유통화업무 수행이력 등을 감안하여 판단하며, 추가로 유통화유형 및 거래구조에 따라 관련업무의 중요성 및 난이도가 낮고 상이할 수 있으므로 이에 대한 정성적 판단도 수반하고 있다. 가령, 수탁업무의 난이도가 낮고 관련 운영위험이 적절히 통제된다면, 유통화증권 신용등급보다 신용도가 낮은 거래상대방도 유통화에 참여할 수 있고 신용등급을 보유하지 않은 거래상대방도 유통화에 참여할 수 있다.

¹⁸ 외부신용보장기관의 신용도가 유통화증권 신용등급에 미치지 못할 것으로 판단되거나 외부신용보장기관의 신용도 산정에 필요한 자료 등이 충분히 제공되지 않는 경우에는 해당 외부신용보장구조에 대한 분석이 생략될 수 있다.

¹⁹ 파생상품계약 조건, 파생상품거래가 유통화 현금흐름에서 차지하는 비중 등에 따라 거래상대방의 신용도가 유통화증권 신용도에 미치는 영향력은 제한적일 수 있다. 예를 들어, 거래상대방의 신용도가 저하될 경우 추가담보를 제공받거나, 추후 지급할 금원 전액을 사전에 수령하는 등의 통제 장치가 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 유통화 거래의 고유한 특성을 감안하여 이를 추가로 반영하기도 한다.

²⁰ 당사 유효신용등급 뿐 아니라 국내외 신용평가사의 신용등급 모두를 감안할 수 있다.

2. 법률 위험(Legal Risk)

소매채권 유동화는 기초자산의 특성 및 구조에 따라 진정양도에서부터 채무자 및 제3자 대항요건 등 다양한 법률위험이 내재될 수 있다.²¹ 당사는 법률전문가가 제공하는 자료 및 의견을 기초로 유동화 관련 법률위험을 주로 검토하나, 이외에 감독 및 규제당국의 정책, 과거사례 등을 참고하여 판단하기도 한다. 그리고, 특정 법률이슈와 관련하여 법조항 및 규제당국의 공식의견 등이 명시적으로 규정되어 있는 경우라면 법률전문가의 법률의견 등은 생략될 수도 있다.²² 한편, 모든 유동화 평가에서 법률위험을 판단하지는 않으며, 성격이 다른 유동화자산을 기초로 하거나 새로운 유동화구조가 가미된 경우 등 법률이슈를 추가로 검토할 필요가 있다면 수행한다.

1) 자산보유자 파산으로부터의 절연

자산유동화는 특정자산을 자산보유자로부터 분리시켜 이를 유동화증권의 상환재원이나 담보로 제공하는데, 자산보유자의 부도 시 채권자들이 유동화자산에 대한 권리주장을 한다면 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.²³ 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 갖추면 자산보유자와의 파산절연성(Bankruptcy Remoteness)을 보다 온전하게 확보할 수 있다. 민법 제450조에 따라, 채무자 및 제3자에 대한 대항요건을 구비하기 위해서는 채무자에게 통지 또는 승낙을 구해야 하며, 이 중 제3자에 대한 대항요건을 갖추기 위해서는 이러한 절차가 확정일자 있는 증서에 의해서 이루어져야 한다. 다만, 『자산유동화에 관한 법률』에 의한 유동화에서 자산유동화법 제6조 제1항의 규정에 따라 자산양도등록이 이루어질 경우에는 제3자에 대한 대항요건을 갖춘 것으로 간주된다.

자산보유자 및 기초자산 특성 등에 따라 국내 소매채권 유동화 중 일부는 대항요건을 갖추지 않는 경우가 있으며, 이런 경우에는 자산보유자와의 파산절연성이 확보되지 않으므로 관련 위험을 통제할 수 있는 보강장치에 대한 검토가 추가될 수 있다.

그리고 대항요건을 갖춘 구조라고 하더라도 국내 소매채권 유동화는 자산양도시점에 제3자에 대한 대항요건만을 확보하는 경우가 대다수이다. 이는 자산유동화법에 따른 유동화의 경우 제3자에 대한 대항요건은 특례조항에 따라 확보되는데 반해, 채무자에 대한 대항은 별도로 통지 또는 승낙하는 절차가 요구되기 때문이다. 채무자에 대한 대항요건은 자산보유자 신용등급 하락 등의 Trigger가 발생하는 경우에만 사후적으로 구비되는 게 일반적이다.

²¹ 오토렌트는 임대차계약의 일종으로 물건의 법적 소유권이 렌탈회사에 귀속되므로, 리스채권 유동화와 마찬가지로 자산보유자의 Credit Event 발생시 물건 사용이 제한되는 등 관련 위험이 발생할 수 있다. 또한, 렌탈채권은 차임채권으로 해석되는게 일반적이기 때문에, 자산보유자에 대하여 회생절차 개시 또는 파산선고가 있으면 당기 및 차기 이후에 변제기가 도래하는 채권이 통합도산법에 따라 자산보유자의 재산 또는 파산재단에 포함될 위험이 존재한다. 이에 장기오토렌트를 기초로 하는 유동화 평가에서는 상기 법률위험과 관련한 위험요인을 추가로 검토하는 것이 필요하며, 구체적인 분석방법은 리스채권 유동화 평가방법론을 준용한다.

²² 전문가의 의견을 제공받는 것을 기초로 하므로, 세금과 관련한 법률검토의 경우에는 해당 분야의 전문가로서 세무 또는 회계법인으로부터 받은 의견 등으로도 갈음할 수 있다.

²³ 신탁의 목적이 담보를 위한 경우에도 그러하다.(대법원 2001다9267판결)

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 대부분이다.

V. Monitoring

Pooling 소매채권 유동화에 대한 사후관리 과정에서는 본평가시 당사가 추정한 데로 기초자산에서 현금유입이 발생하였는지를 확인하며, 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 않으면, 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 본평가시 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 본평가시 추정한 예측치 범위 내에 이루어졌다고 판단되면 자산보유자, Historical Data 등에 대한 추가 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 분석한다.

유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권 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 증권 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 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 투자 의사결정을 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 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 받았다고 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, 배포장, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.