



금융상품의 이해 (19): 부채담보부증권(CDO) (4)

이경아 연구원

- CDO 신용등급 산정(CDO 가치평가)은 유동화 대상이 되는 기초자산의 포트폴리오 특성 분석을 통해 이루어지며, 주요 평가항목은 ① 기초자산의 부도확률(individual default probabilities), ② 구성자산 간 부도상관관계(default correlation)임.
- 기초자산의 부도확률은 CDO를 구성하는 개별 자산(부채)의 예상부도율을 가리키며, 신용평가기관(rating agency)별로 자체적인 준거부도율(reference default probability)을 적용하고 있음.
 - 일반적으로 준거부도율과 신용등급 사이에는 다음과 같은 관계가 있음.
 - 부도율은 신용등급이 낮고, 경과기간이 길수록 상승하는 경향을 보임.
 - 투자등급인 BBB- 채권의 부도율과 투기등급인 BB+ 채권의 부도율은 2배 이상의 차이가 있음.
 - 투자등급의 한계부도율이 기간 경과에 따라 증가하는 반면, 투기등급의 한계부도율은 기간 경과에 따라 감소하는 경향을 띤다.
- CDO 구성자산 간 부도상관관계가 낮다면 포트폴리오 위험분산효과(diversification effect)는 커지게 되며, 이는 CDO 신용등급 산정 및 투자성과에 주요한 영향을 미침.
 - 따라서 부도상관계수에 대한 가정은 CDO 신용등급 산정에 매우 중요한 평가항목이 되고 있으며 사후적으로 CDO 투자성과에 주요한 영향을 미침.
 - 부도상관계수의 크기가 작을수록 CDO 위험분산효과가 커지는 것은 분산투자 시 자산수익률 간의 상관관계수가 작을 경우 포트폴리오 투자성과가 증가하는 것과 같은 원리임.
 - 구성자산 간 부도상관계수를 근거로 결합부도확률(joint default probability)이 산정되며, 이를 근거로 CDO의 신용등급이 결정됨.

■ 부도상관계수는 전체 CDO의 투자성과에 영향을 미칠 뿐만 아니라 위험등급(tranch)별 투자자의 개별 투자성과에 대해서도 각기 다른 영향을 미침.

- CDO를 구성하는 자산들 간의 부도상관계수가 작을수록 선순위채권자에게 유리하게 작용하며 부도상관계수가 클수록 후순위채권자(equity tranche)에게 불리하게 작용함.
- 부도상관계수가 클 경우 구성 자산이 동시에 부도가 날 수 있는 위험이 증가하게 되며 이로 인해 선순위와 중순위채권자(senior · mezzanine)의 위험이 증가할 수 있음.
 - 부도상관계수가 클 경우 모든 자산의 동시 부도가능성이 증가하며, 부도확률이 가장 높은 자산의 부도사건 발생이 포트폴리오 내 모든 자산의 부도를 수반하여 선순위투자자 역시 손실을 입을 수 있기 때문임.
- 부도상관계수가 작은 자산들로 구성된 CDO 성과의 변동성은 작으며, 이로 인해 극단적인 부도사건 발생 시 손실이 발생하는 선순위채권자의 이익가능성은 높아지고 후순위채권자의 이익가능성은 낮아지게 됨.
 - 개념적으로 ‘부도상관계수 = 0’일 경우 후순위채권자의 부도확률은 구성자산들의 부도확률을 모두 더한 값에 수렴하게 됨.
- 따라서 선순위투자자일수록 낮은 부도상관계수를 선호하고 후순위투자자일수록 높은 부도상관계수를 선호함.

■ 부도상관계수는 특정기간 동안 두 기업의 부도사건 간의 관계를 의미하며 다음과 같은 특징을 지님.

- 첫째, 일반적으로 부도상관계수는 자산상관계수보다 작거나 같은 값을 가짐.
- 둘째, 개별 부도확률이 주어졌을 때 구성자산 간 자산상관계수가 높을수록 부도상관계수는 커짐.
 - 동일 업종 내 부도상관계수는 다른 업종 간 부도상관계수보다 큼.
- 셋째, 구성자산의 신용도가 좋을수록 부도상관계수가 작음.
 - 기업자체의 신용도가 좋을수록 다른 기업의 부도에 의한 영향력이 적음.