

최근 건설/부동산 파이낸싱 흐름과 주요 이슈

주
요
이
슈



박민규, 한국투자증권 해외부동산사업부 차장

서 론

최근 미디어를 통해 연일 등장하는 미국발 서브프라임 모기지(sub prime mortgage)는 전 세계 금융시장의 불안(credit market turmoil)을 야기하였고 그 여파는 우리 금융시장에도 많은 영향을 예고하고 있다.

일례로 국내의 시행사/시공사들이 상당수 진출한 카자흐스탄의 경우, 금번 서브프라임 모기지 사태로 인하여 해외로부터 상대적으로 저리의 외자를 유치하여 모기지론(mortgage loan)을 중심으로 영업을 해왔던 카자흐스탄 은행들의 유동성 위기를 초래하였다고 한다. 특히, 유럽을 중심으로 해외 단기 차입금 180억불을 향후 18개월 이내에 상환해야 하는 상황에서 해외투자자들도 자금 회수에 나서고 있어 유동성 위기가 더욱 가속화된 상황에 직면하고 있다는 주카자흐스탄대사관의 보고서도 발표되었다.

이제는 한 국가의 금융불안이 전세계에 미치는 파급효과가 실로 엄청나게 크다는 사실을 피부로 느낄 수가 있게 되었다는 사실은 이미 주지하는 바와 같다.

우리나라는 이미 부동산 투기과열에 따른 규제 강화 정책에

따라 건설산업을 비롯하여 부동산금융을 중심으로 한 금융시장까지 영향을 받고 있었으나 세계 금융시장과의 동조화 영향에 따라 향후 어떤 결과를 초래할 지는 아직 예측하기가 쉽지않은 않다.

본 고에서는 최근 글로벌 금융시장의 흐름과 그에 따른 국내의 영향 및 건설/부동산에 있어서의 프로젝트 파이낸싱과 유동화 측면에서의 자금조달 현황을 살펴보고 이에 대한 주요 이슈들을 파악해 보고자 한다.

글로벌 금융시장의 흐름

불과 수개월 전만 해도 해외 유수의 언론들은 저금리에 따른 자금조달 비용(borrowing cost) 저하는 전세계적으로 유동성(liquidity)의 증대를 확대하였고 이러한 유동성은 결국 글로벌 자산(assets)에 투자됨으로써 그 가치가 급등하였다는 기사를 연일 보도하였다. 그림 1에서 보여지듯이 최근까지 소비자물가지수(CPI)를 제외한 미국의 금리는 지속적인 하락 추세를 보여왔다.

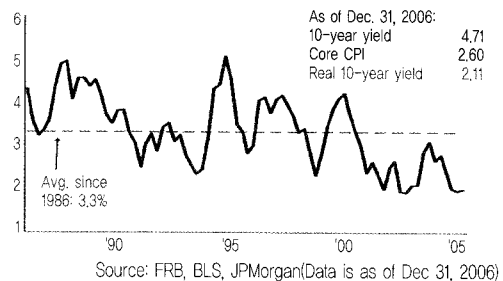


그림1. 10-Year Treasury Yield minus Core CPI

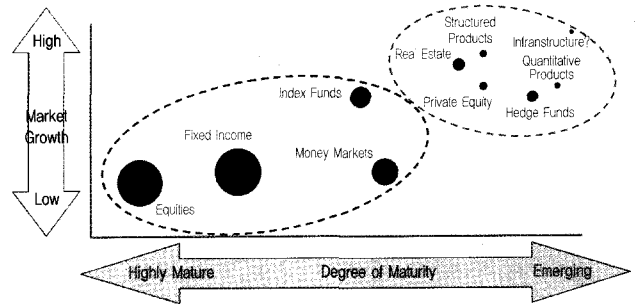
이로 인하여 전통적인 투자수단이었던 주식이나 채권 그리고 부동산은 물론 소위 '고위험 고수익'을 추구하는 새로운 투자자산이 각광을 받게 되었는데 이른바 대체 투자(alternative investments)라는 상품이다. 예를 들면 우리가 익히 알고 있는 것으로 Private Equity Funds, Hedge Funds, 파생상품(credit derivatives) 그리고 부동산(부동산 파생상품 포함) 등이 라고 할 수 있다.

다양한 투자상품의 등장과 리스크에 따른 수익률의 다각화 등은 좋은 투자환경을 만들었다는 순기능도 있지만 특히, 저금리에 따른 자금조달 비용 저하로 인해 자기자본(equity) 대비 높은 수준의 레버리지(leverage)를 활용하게 되었고 자금을 제공하는 금융기관 역시 상대적으로 유연한 대출규정(일명 'covenant-lite')과 채권보존조치(protections)를 느슨하게 가져 갔기 때문에 최근의 금융시장의 불안을 가속하게 된 이유 중 하나가 될 수 있었다.

또한, 미국의 투자은행(investment banks)들은 앞다투어 인수합병(M&A)¹⁾와 LBO²⁾(leveraged buyout) 등을 주선하고 개인들의 주택담보대출을 모아(package) 구조화 상품(structured products)을 만들어 또다시 시장에 매각하는 등 상품을 통하여 투자기관간 연결고리가 점차 깊어져 갔다. 그러다 보니 금리 인상은 이러한 높은 레버리지에 따른 금융비용을 감당할 수 없게 되었고 신용도가 낮은 개인들의 파산(default)으로 구조화 상품 역시 신용등급(credit rating)이 떨어지게 된 것이 작금의 위기의 가장 큰 원인이 된 것이다.

그러나, 이러한 일련의 과정은 고위험 고수익(high risk high return)을 추구하던 대체투자상품을 일반적인 투자 포트폴리오로 편입하게 되는 계기를 마련하였고 부동산 역시 다양한 투자상품 중의 하나로 인기를 모으게 되었다. 그림 2는 투자포트폴리오가 주식, 채권과 같은 전통적인 투자대상에서 점차 다양한 상품으로 우상향되는 추세를 보여 주고 있다. 금융권에서도 대체투자를 위하여 부서 신설 및 인력에 대한 수요가 증가함을 볼 수가 있다.

지난 9월 Financial Times지가 주최한 Asia Property Summit, Hong Kong에 참여하였을 때도 글로벌 금융시장에서 부동산은 이제 빼놓을 수 없는 중요한 자산으로 확실히 자리매김이 되었고 부동산펀드, REITs, 그리고 부동산을 자산으로 하는 유동화와 파생상품(예, Property Derivatives)이 점차 큰 흐름이 되어 가고 있음을 실감할 수 있었다.



출처 : Deutsche Asset Management: RREEF

그림 2. Growth and Degree of Market for Global Asset Classes

즉, 부동산이란 것이 지역성(locality)이 강한 상품이지만 이러한 지역성을 극복하기 위해 금융상품으로 탈바꿈 시키거나 지수(index)화하여 투자하고자 하는 니즈(needs)가 더욱 커질 것으로 예상된다.

국내 금융시장의 흐름

IMF를 계기로 국내 주식시장이 미국시장과 외국인 투자자들의 영향을 받게 되었고 그에 따라 동조화 현상(coupling)을 보이고 있음은 주지하는 사실이다. 최근의 금융시장을 보면 주식시장 뿐만 아니라 모든 분야가 글로벌 시장과 연동되어 움직이고 있다는 것을 알 수 있을 것이다.

돈(capital)이라는 것이 수익이 나는 곳이라면 어디든 찾아가는 것이 본성이라지만 과장을 하자면 이제는 모든 것이 투자대상이 될 수 있다는 것이다. 그만큼 풍부한 유동성은 여전히 투자대상을 찾아 전세계를 유목민(nomads)처럼 돌아다니고 있다.

우리나라의 경우는 전통적으로 부동산 투기가 하나의 큰 흐름이기는 했지만 일찍부터 정부의 강력한 규제 드라이브로 다소 진정되고는 있었으나 그에 대한 부작용이 나타나기 시작했다. 지방을 중심으로 미분양물건의 증가로 인한 미지급 기성고의 증가와 분양률 저조에 따른 중소 건설업체의 자금난은 결국 공사사의 유동성 악화를 초래하였고 일부 공사사의 부도 또는 그 위험성을 증가시키고 있다.

필자는 이 글을 쓰기 며칠 전, 미국에 본사를 두고 있는 모 캐피탈사의 파트너와 오찬을 한 적이 있다. 그가 한국을 방문한 이유는 해당 캐피탈사가 투자하고 있는 국내 유수의 금융기관(상장사의 주식에 주로 투자하고 있음)이 부동산에 대한 투자(exposure)가 많은데 미국의 서브프라임 모기지와 같이 국내도 문제점은 없는 것인지 국내 부동산시장의 현황을 듣고자 멀리서 찾아왔다고 했다.

1) M&A : Common short term for mergers and acquisitions, grouping the two concepts as a single area of interest. Although an acquisition may or may not lead to a merger, from an investment banking point of view the two concepts require the same expertise. M&A activity can result in consolidation or rationalisation in a particular sector or industry. (from Longman Financial Glossary)

2) LBO : An acquisition financed to a large extent by loans or other forms of debt. In many cases, the financing is secured against the assets of the company to be acquired, and the loans are repaid from that company's cash flow or the income from asset sales. (from Longman Financial Glossary)

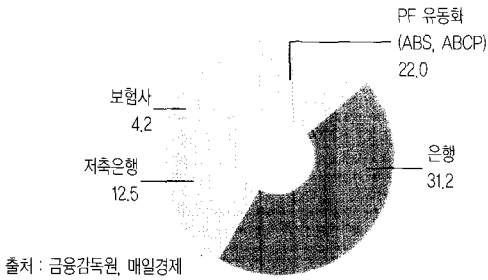


그림3. 금융권 PF 대출현황(총 규모 69.9조원, 2007년 6월말 기준)

필자의 개인적인 견해이기도 하나 그 대답을 정리하면, 2004년말 부동산시장이 어려워졌을 때 금융기관들은 부동산 개발사업에 대출을 꺼려하였다. 이유는 2005년 초가 되면 주택사업을 중심으로 하는 중견건설업체들이 부도가 날 것이라는 것이었다. 실제로 필자가 추진했던 2개 중견건설업체가 양호한 사업포트폴리오를 구성하고 있었음에도 불구하고 자금조달에 실패를 하였다. 그런데 그 업체들은 모두 투자자격등급을 받았고 당시 회자되던 건설업체들 중 부도난 회사가 없었다는 것이다. 물론 그 많은 건설회사들 중에서 부도가 나지 않을 리는 없겠지만 IMF라는 큰 시련을 겪은 그들로서는 자생능력이 어느 정도 갖추어졌고 최근까지 양호한 분량성으로 인해 자체 보유 현금도 상당한 것으로 알고 있다. 또한, 국내 개인 주택담보대출의 경우는 담보대출비율인 LTV(Loan to Value)가 비교적 낮게 규제되고 있어 미국과 같은 주택가격하락에 따른 불량채권 발생이 비교적 적을 것이라고 말했다.

그림 3과 같이 각 금융기관별 부동산 PF에 대한 대출규모는 자산대비 그 비율이 클 수도 있으나 IMF를 통하여 이들의 리스크관리 능력도 향상되었기 때문에 잘 극복할 수 있을 것이라는 것이 결론이었다.

이제는 부동산금융을 담당하고 있는 기관투자자들도 사업을 보는 안목은 물론 정보력도 뛰어나고 신용평가기관과 같은 제3의 관찰자들과의 유기적인 관계속에서 점차 리스크관리 능력도 향상되었기 때문에 오히려 저금리를 통한 '묻지마 투자'로 흥역을 치르고 있는 미국보다는 그 위험성이 덜하지 않겠는가 생각된다.

물론 필자 역시 국내 부동산시장의 위축에 따른 염려로 올해 해외부동산사업부로 적을 옮겼으나-해외에 대한 진출 욕구는 단순히 국내 시장의 어려움만은 아니고 장기적으로는 포트폴리오상의 중요한 부분으로 자리매김 할 것으로 생각함-건설회사들 역시 자구책 마련에 고심하고 있으며 적절히 위험관리를 할 수 있을 것으로 사료된다.

국내 Project Financing(PF) 및 구조화상품 (structured finance) 발행시장 분석

본 고에서는 PF와 구조화상품인 ABS 또는 ABCP³⁾에 대한 자세한 설명은 하지 않으려고 한다. 상기 상품에 대한 개념은 대부분 잘 알고 있는 사실이고 실무자가 아닌 이상 깊게 알아야 할 필요도 없을 것 같다는 판단이다. 다만, 각 상품이 가지고 있는 특성과 그것을 활용하게 된 배경이 무엇인지를 아는 것이 오히려 부동산금융을 이해하는데 도움이 될 것으로 사료되며 상품에 대한 개략적인 사항은 표1을 참고하기 바란다.

표1. 금융구조별 장단점

구분	PF	ABS	ABCP
근거법	은행법, 여신전문업법 등 여신기관관련 법률	자산유동화에관한법률	자산유동화에관한법률 또는 상법
금리	시공사의 여신등급	시공사의 회사채등급	시공사의 기업어음등급
자금통제	심함	없음	없음
자금지급순위 (공사비 기준)	2순위	1순위	1순위
상환 방법	약정조건에 따라 다르지만 일반적으로 분할상환	만기일시상환	만기일시상환

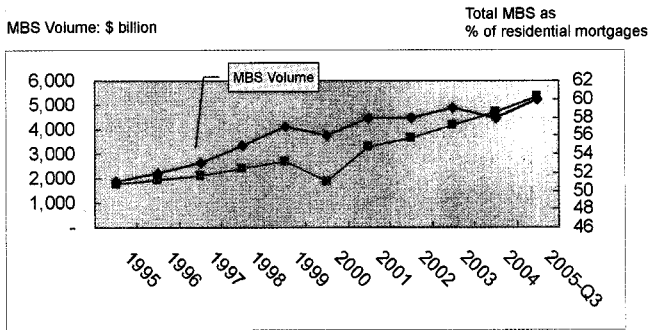
출처: 한국투자증권 부동산금융센터

국내 금융시장도 은행을 중심으로 하던 대출시장(debt market)에서 지금은 좀더 다양한 스펙트럼의 리스크 감당을 하기에 이르렀고 특히 해외 투자자금이나 일명 부동산펀드(real estate funds) 등 다양한 투자기구가 등장하였다. 주식이나 채권의 발행 등을 통해 직접 자금을 조달하는 이른바 자본시장(capital market)이 활성화 되면서 증권사 등의 역할이 상대적으로 확대되었다. 이는 이미 골드만삭스나 메릴린치 등 미국의 투자은행(IB)들의 주요 역할이었고 글로벌 금융시장의 대세를 이어온 원동력이 되었다. 따라서 국내의 IB 분야도 자본시장과 파생상품 등의 발달을 통해 더욱 발전할 수 있는 가능성이 무궁할 것으로 예상된다.

이러한 자본시장의 성장세는 보수적인 운영기조를 보이는 전통 금융기관보다는 다소 리스크(risk)를 감당하려는 경향을 보였고 다양한 상품의 탄생을 가능하게 하였다.

최근에는 기존 투자기관과 더불어 증권사의 자체자금(principal investment) 투자도 병행되고 있어 투자 스펙트럼이

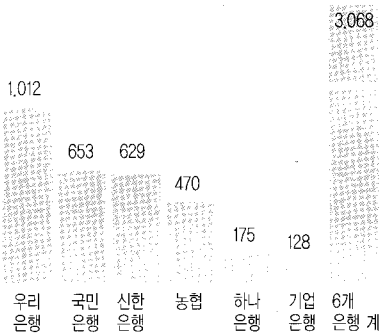
3) ABCP : Asset Backed Commercial Paper



출처: Inside MBS&ABS; UBS

그림4. 미국의 MBS(Mortgage Backed Securities) 발행

*자료=각 은행



출처: 매일경제

그림 5. 주요 은행 PF 대출 규모

점점 다양화되고 있는 추세이다.

그럼에도 불구하고 대부분의 부동산관련 금융시장은 시공사의 신용도(credit)에 좌지우지 되는 것이 현실이라고 본다면, 오히려 PF가 신용도가 낮은 시공사에게도 자금조달의 기회가 있다고 볼 수 있다.

구조화 상품은 신용평가회사(rating agencies)로부터 받은 투자적격등급(BBB- 이상 또는 기업어음이 A3- 이상)이 되어야 발행이 가능하며 금융감독원의 까다로운 심사를 거쳐야 한다. 따라서, 구조화상품의 발행은 상당 부분 제한적일 수 밖에 없다.

표 2. 국내 ABS 발행현황 (단위: 조원)

구분	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007* 반기
규모 ¹⁾	49.40	50.90	39.80	39.90	27.00	28.60	23.20	9.1
증가율	-	3.04%	-21.81%	0.25%	-32.33%	5.93%	-18.3%	-
발행건수	1454	194	181	191	170	236	183	54
규모 ²⁾	41.00	39.60	29.00	27.70	16.20	16.80	14.00	4.10

출처: 금융감독원

1) 사모, MBS, 해외발행

2) 공모, ABS 회사채

몇 개의 기관 투자자로 구성된 PF는 약정에 의해 자금집행이 이루어 지지만 문제가 생겼을 경우는 대주단 협의 등을 통하여 약관 변경이나 상환 일정 연기 등이 비교적 가능하다고 볼 수 있다.

그러나, 채권(ABS) 또는 기업어음(ABCP) 형태의 구조화 상품의 경우는 만기 상환일에 대출금 또는 투자자금의 상환 적시성(適時性)이 그 무엇보다 중요하기 때문에 PF보다는 대주단의 통제를 덜 받는 반면 미상환시의 위험성은 상당한 악영향을 미칠 수 있다.

보도에 의하면 PF를 기초자산으로 발행된 22조원 규모의 ABS와 ABCP가 시장에 리스크를 안겨줄 것이라는 염려에 대해 금융감독원측에서는 ABCP의 79.1%는 이미 은행이 매입 약정을 한 상태이기 때문에 만일의 상황이 생기더라도 투자자 피해는 크지 않을 것이라고는 하였으나 ABS와 ABCP 신용등급이 사업성이나 현금흐름에 기초하지 않고 시공사 신용등급과 같이 매겨지는 관행은 바로잡겠다는 계획도 밝혔다고 한다.

국내 부동산금융시장은 미국발 서브프라임모기지 사태가 일어나기 전부터 국내 시장의 침체에 따라 다각적인 리스크관리가 이루어지고 있었으며 부동산분야에 대한 자금조달을 점차 줄이고 있었으나 이번 서브프라임모기지 사태로 인하여 투자적격등급의 시공사들조차 증권을 중심으로 발행을 활발히 해왔던 구조화상품 발행이 상당부분 위축을 받을 것으로 전망된다.

해외 부동산개발 자금조달시장 분석

최근 국내 부동산시장의 규제 강화에 따라 새로운 개발기회가 점차 줄어들고 있는 반면 토지대는 지속적인 상승을 가져와 사업수지가 악화되고 있다. 이러한 국내의 현실을 극복하고자 시행사와 시공사들은 기존 해외담당부서를 확대하거나 신설하기에 이르렀다. 익히 아는 바와 같이 국내 시공사들이 베트남과 카자흐스탄 등에 진출하여 성공을 거두고 있고 기타 중앙아시아, 동유럽 그리고 선진국까지 진출하고 있다.



출처: 한미피낸스

그림6. 몽골 울란바타르 주상복합 투시도

필자도 해외부동산 분야에 일하고 있으나 이렇게 짧은 시간에도 불구하고 우리나라 사람들이 해외 부동산개발에 상당부분 진출하였음을 보고 스스로 놀랄 때가 많다. 일례로, 필자는 초원의 이미지가 강한 몽골(Mongolia)이 부동산개발의 장이 되고 있으며 비즈니스를 위한 수요 급증에 따라 몽골행 비행기의 자리가 없어 대기까지 하는 사태까지 겪었다.

앞서 언급했지만 이러한 해외 진출은 국내 건설시장의 위기 극복을 위한 임시방편이 아니라 결국은 국내 시공사들도 해외사업 수주가 큰 흐름이 될 수 밖에 없음을 시사한다고 볼 수 있다.

그러나, 해외 시장은 역시 언어소통이 문제가 되고 현지인들의 성정(sentiment)이나 시장상황을 정확히 판단하기가 매우 어려워 그에 따른 위험도 상당부분 존재하는 것이 사실이다.

그럼에도 불구하고 해외 시장으로 금융기관 및 시행사, 시공사들이 지속적으로 진출하고 있으며 현지 시장 현황 및 시공사의 신용공여 정도에 따라 다양한 금융상품이 쏟아져 나오고 있다. 해외 개발 초기 단계이기 때문에 아직까지는 시공사의 신용공여가 자금조달의 최대 성공요인임을 간과할 수는 없겠지만 그간 국내에서 쌓은 개발 및 금융 노하우는 쉽게 축적된 것은 결코 아닐 것이다.

따라서 기존과 같이 시공사의 신용도에 근거한 PF와 유동화 상품 이외에도 다양한 상품이 니즈에 맞게 설계될 수 있을 것이고 이 과정에서 부동산펀드의 역할도 빼놓을 수 없을 것이다.

결 론

이상과 같이, 글로벌 금융시장과 국내 시장과의 관계 그리고 건설/부동산시장에 대해 간략히 살펴 보았다.

이를 통해 시사하는 바를 정리하면,

첫째, 자금조달기관의 다양성이다. 즉, 은행이나 보험사 등 전통적인 기관 투자자로부터 대출 등의 방법으로 자금을 조달하였으나 증권사를 통한 ABS나 ABCP 등의 직접 자금조달이 활발히 이루어졌으며 앞으로도 각광을 받을 것으로 전망된다. 또한 금융기관이 보유하고 있는 자체자금의 투자도 더욱 활성화 될 것이다. 물론 이에 대한 리스크관리도 병행되어야 할 것이다. 또한 부동산펀드의 발행 증가와 해외 자금의 유입 등은 다양한 투자 수요에 일조를 할 것으로 기대된다.

둘째, 해외 부동산개발 기회의 증가와 투자 포트폴리오의 변화에 대한 기대이다. 해외 부동산개발은 지금까지 협소한 국내 부동산시장에서의 이전투구보다는 탄탄한 시공능력과 치열한 국내 부동산시장에서 노하우를 축적한 업체들이 세계시장을 상대로

플레이를 한다는 것이 매우 고무적인 현상이라고 할 수 있다.

셋째, 프로젝트 경험과 리스크의 적절한 통제로 시공사의 신용도에 의존했던 투자 경향이 점차 합리적인 리스크 수용 및 분배를 하려는 경향이 나타나고 있다. 일례로 기존의 연대보증이나 채무인수가 아닌 책임준공 또는 담보대출 선택약에 따른 리스크 절감 등이 있으며 부동산펀드가 준공될 물건을 미리 매입하는 등 리스크를 통제할 수 있는 상품 또는 구조가 활발히 연구되고 시도되고 있다는 것이다.

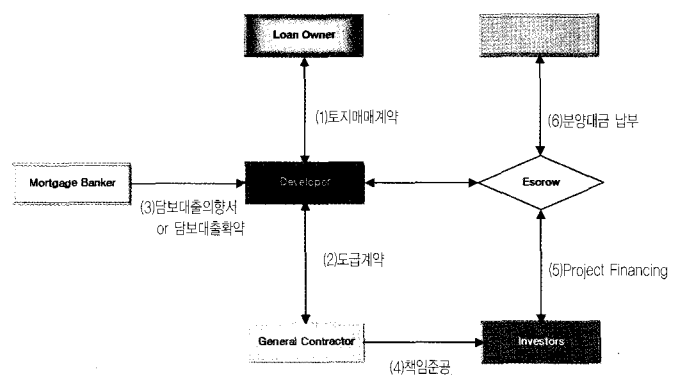


그림 7. 부동산 자금조달 구조(책임준공)

넷째, 부동산의 금융상품화 추세이다. IMF 직후 반짝했다가 주춤하고 있는 REITs의 경우도 좋은 본보기가 될 수 있으며 향후 발전 가능성이 크다. 또한, 영국이 제일 먼저 시작한 부동산 파생상품(Property derivatives)도 이러한 분류로 볼 수 있는데 엄밀히는 전세계를 상대로 하는 글로벌 투자자들이 각국의 부동산 투자에 대한 리스크 회피 방안으로 이를 전파하는 듯 보인다. 즉, 부동산거래에 있어서의 법률적 리스크(예, 사업관련 제반 인허가 및 부동산 투자 규제 등)와 거래에 의한 위험성을 가급적 제거하고 객관적인 자료(주가지수 또는 부동산 가격추이 등)를 기반으로 이에 대한 투자를 유도하고 있는 것이다.

그럼에도 불구하고 지역성과 부동산성(不動性)을 가진 부동산을 금융상품화 하고자 하는 노력은 계속 되고 있으며 국내 자본도 부동산이 내재하고 있는 본연의 리스크를 회피하면서 해외로 투자할 수 있는 기반이 될 수도 있을 것이다.