

부동산투자회사의 자금조달의 문제와 금융기법에 관한 소고

김 영 곤

Jones Lang LaSalle 한국지사장 겸 성균관대 대우교수

Problems in Financing for K-REITs and Financing Methods

Kim, Young-Ghon

Managing Director, Jones Lang LaSalle, Ph.D.

Abstract: This study examines problems in financing for K-REITs which means the law for K-REITs prohibits financing for the purpose of investment. It is big barrier for structuring REITs. One of the reason to use debt is that the investor may not have enough equity capital to buy the real estate. On the other hand, the investor may have for using debt to realize the potential benefit associated with financial leverage. Financial leverage is very important in real estate investment. The paper explains why investors use debt and how investors expect leverage effect practically. The paper also explains that if the law permit borrowing anyway for investment, there are various possible financing ways using direct or indirect(securitize) for debt and equity. And relatively it is very helpful both financial and real estate market.

I. 서론

국내에서도 본격적인 부동산간접투자의 시대가 열리고 있다. 2001년 4월, 부동산투자회사법의 국회통과로 대표적인 부동산간접투자인 부동산투자회사가 설립될 수 있는 근거가 마련되어 지금까지 부동산에 있어서 고질적인 문제였던 부동산투자를 위한 대규모 자

금조달의 문제가 어느 정도 해결될 수 있는 상황이 되었다. 따라서 현재 부동산투자시장에서 주류를 이루고 있는 외국계 부동산투자회사나 투자기금(fund)들 뿐만이 아니라 국내에도 명실 상부한 부동산 기관투자자가 출현할 수 있게 되었다.

2001년 3월 현재까지 서울 시내의 중대형 건물 약 15건에 대한 매매가 주로 외국의

투자회사나 펀드에 의해 이루어졌다. 이들의 우선적인 투자의 동기는 임대수입에 따른 투자수익률 확보와 보유 부동산의 매각시 발생 가능한 가격 상승에 따른 차익, 그리고 투자대상을 다양화함으로써 투자위험을 전체적으로 감소시키는데 있다. 그리고 이들의 경우, 투자를 위한 자금조달은 총투자 규모의 50%에서 70%정도에 해당하는 자금을 국내은행이나 보험회사로부터 투자대상을 담보로 차입하고 나머지를 자기자본으로 충당하고 있는 것이 현실이다. 투자가가 차입을 활용하는 이유는 우선 투자가가 부동산을 구입하기에 충분한 자본을 가지지 못한 것일 수도 있지만 반면, 투자가는 자본을 충분히 가지고 있으면서도 금융기관으로부터 자금을 차입을 하고 자기자본을 다른 부동산 매입에 투자할 수도 있다. 즉, 자기자본이 다수의 부동산에 분산 투자됨으로서 투자가는 자산포트폴리오에 대해서 투자위험을 전반적으로 축소할 수 있다. 또한 차입을 하는 다른 이유는 차입이자에 대하여 손비로 인정을 받아 자본출자자가 세계 혜택을 최대한 누리기 위해서이다. 그리고 마지막으로 재무레버리지를 통한 잠재이익을 실현하기 위해서이다. 재무레버리지는 부동산투자에서 차입한 금리가 부동산 수익률보다 낮은 경우에 투자가가 실현할 수 있는 이익이다. 부동산 투자수익률이 차입금리보다 높으면 자본의 수익률은 극대화된다.

그러나 부동산투자회사법에 의하면 부동산투자를 위하여 필요한 자금을 차입하는 것이 금지되어 있다. 따라서 차입의 효과들을 고려해 볼 때, 부동산투자회사에 대한 차입제한은 투자자금조달과 운영을 극히 제한적으로 할 수밖에 없고 목표하는 바를 이루기가 어려워 적극적인 사업을 전개하기 어려울 것으로 예상된다.

따라서 본고는 먼저 실제 시장에서의 투자효과를 설명함으로써 자금조달을 위한 차입의 당위성을 설명하고 부동산투자회사를 위한

대출기관이 어떻게 정의되는지, 그리고 이어서 이러한 대출자를 장기대출과 단기대출로 구분하여 살펴본 다음, 사업으로서 부동산투자회사의 자본 필요성을 살펴보고자 한다. 그리고 공모채 시장 과 사모채 시장간의 상호관계의 발전, 대출기관의 역할들과 다양한 금융방법들 살펴보고자 한다.

II. 차입에 따른 투자효과

본고에서는 현재 다양하게 이용하고 있는 차입기법을 모두 언급할 수는 없으므로, 주요한 대안들에 초점을 두고 다른 조달기법에 응용될 수 있는 기본개념 및 기법에 집중하고자 한다. 재무레버리지가 투자의 수익률에 미치는 영향을 보기 위해서 실제 서울시내 중심상업지역에서 선정된 매각대상건물을 실제 자료를 활용하여 분석해 보았다.

<표 1>과 <표 2>는 투자대상의 정보와 기본자료 및 가정이다. 대상건물은 대지 780평에 연면적 8360평이며 건물 연령은 약 15년이고 일반상업지역에 위치한 지상 18층 지하 5층의 사무실용 건물이다. 상기조건에 의해서 <표 3>부터 <표 6>까지와 같은 현금흐름표를 얻을 수 있다. 즉, 표3은 차입이 없이 100% 자가자본으로 투자를 하는 경우이고, <표 4>는 매입가의 30%를 금융기관으로부터 차입하여 투자하는 경우, <표 5>는 매입가의 50%를, 그리고 <표 6>은 매입가의 70%를 차입하여 투자하는 경우, 각각에 대한 현금흐름표를 작성하여 세전 내부수익률(BTIRR)과 초년도 자기자본수익률(ROE)을 계산하여 보았다.

<표 6> 차입비율이 70%일 경우

Investment		(단위:백만)										
Total		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Investment												
투자액(백만)	69,000											
자기자본(60%)	41,400											
차입(10%)	12,000											
Revenue												
월 임대료	61,540	4,805	4,949	5,098	5,250	5,408	5,570	5,737	5,909	6,087	6,269	6,457
보증금 운용수익(@8%)	11,194	874	900	927	955	984	1,013	1,044	1,075	1,107	1,140	1,175
관리비	29,730	2,321	2,391	2,463	2,537	2,613	2,691	2,772	2,855	2,941	3,029	3,120
주차수입	4,226	330	340	350	361	371	383	394	406	418	431	443
Potential Gross Income	106,691	8,330	8,580	8,837	9,103	9,376	9,657	9,947	10,245	10,552	10,869	11,195
공실 손실	(5,335)	(417)	(429)	(442)	(455)	(469)	(483)	(497)	(512)	(528)	(543)	(560)
Effective gross income	101,356	7,914	8,151	8,396	8,647	8,907	9,174	9,449	9,733	10,025	10,326	10,635
Expenses												
관리비용(세세공과 포함)	26,757	2,089	2,152	2,216	2,283	2,351	2,422	2,495	2,569	2,646	2,726	2,808
Expenses Total	26,757	2,089	2,152	2,216	2,283	2,351	2,422	2,495	2,569	2,646	2,726	2,808
Net Operating Income	74,599	5,825	5,999	6,179	6,365	6,556	6,752	6,955	7,163	7,378	7,600	7,828
제대차기	86,974										86,974	
예각비용(@ 3%)	2,609										2,609	
부채원금 반환	42,000										42,000	
부채 이자비용(@9%)	37,800	3,780	3,780	3,780	3,780	3,780	3,780	3,780	3,780	3,780	3,780	3,780
Net Cash Flow Before Tax	53,336	(18,000)	2,045	2,219	2,399	2,585	2,776	2,972	3,175	3,383	3,598	46,184
차입(levered) 세전 IRR	19.8%											
초년도 자기자본 수익률(ROE)	11.4%											

분석의 결과에서 보듯이, 무차입의 경우(<표 3>) 세전 내부수익률이 13%이고 초년도 자기자본수익률이 9.7%이다. 그리고 부동산 구입과 LTV 30% 대출(<표 4>)에 의해 세전 내부수익률은 14.5%이고 자기자본수익률은 10%이다. 차입이 50%인 경우(<표 5>)는 세전 내부수익률이 16.2%이고 자기자본수익률이 10.4%, 차입이 70%인 경우(<표 6>)는 세전 내부수익률이 무려 19.8%이며 자기자본수익률이 11.4%로 나타난다. 이처럼 차입부분이 늘어남에 따라 재무위험도 증가한다고 하지만 상당한 긍정적(positive) 재무레버리지로서 차입을 활용한 레버리지효과를 거둘 수 있는 것도 도외시 할 수 없다고 하겠다. 여기서 Positive가 발생하는 조건을 살펴보자. 무차입의 경우의 세전 내부수익률 13%를 우리는 무차입(unlevered) BTIRR로 칭한다. 부동산매입 가격의 70%를 차입한 경우는 세전 내부수익률이 19.8%로 상승했는데 그 이유는 unlevered BTIRR이 차입금리보다 높기 때문이다. 차입금리는 9%로서 unlevered BTIRR인 13%보다 낮다. 투자수익(금융비용공제전)이 차입금리보

다 높으면, 금리의 차이 4%는 자본수익률을 늘려주는 Positive 레버리지가 존재함을 의미한다. 긍정적 레버리지의 경우 차입금액이 커질수록 자본투자자의 수익률은 높아진다. 따라서 투자자들은 가능한 최대금액을 차입해야 한다는 결론을 얻게된다.

그러나 위험을 고려할 때 이 결론이 항상 옳지 않다는 점은 인정해야 한다. 그러므로 상기의 관계는 분명하지만 가용한 차입의 규모에는 제약이 있을 수밖에 없다. 먼저 채무액에서 대출자의 의해 운영이익(NOI) 대비 부채감당률(debt coverage ratio)이 증가하여 채무상환 부담이 증가될 수 있고 LTV가 상승하므로 대출기관의 대출위험이 증가한다. 그 결과로 추가 대출에 대한 한계금리가 동반 상승할 수밖에 없다. 따라서 어느 수준에서는 긍정적 레버리지가 소멸될 것이다. 한편, 추가차입은 자본투자자에게 위험을 가중시키며 레버리지가 수익을 올릴 수도 있지만, 손실을 가져올 수도 있다는 점을 지적할 수 있다. 즉 차입이 부정적 레버리지가 된 경우이면 추가 차입은 자본 투자자의 수익률을 감소

시킨다. 만약 금리가 9%가 아니고 14%라면 unlevered BTIRR 13%가 차입금리 14%보다 낮으므로 부정적 레버리지가 되는 것이다. 따라서 대출금리가 수익률을 하회하는 한 다양한 대출상품들을 활용하여 수익률을 극대화시킬 수 있는 방법들을 찾아야하며 이러한 노력들은 부동산투자회사에 매우 중요한 일들인 것이다. 다음에서는 차입이 가능한 경우, 부동산투자회사가 활용할 수 있는 각종 대출기관들과 금융상품들을 살펴보고자 하겠다.

III. 부동산투자회사에 대한 대출기관과 자본수요

대출기관은 기업에 담보 혹은 무담보로 대출하는 금융기관으로 정의한다. 즉 본고는 수익용 부동산 대출에 초점을 맞추고 있기 때문에, 이러한 내용상에서 대출자는 수익용 부동산 대출을 실행하는 금융기관임을 의미한다. 대출기관들은 부동산 자본시장에서 금융기관들이 부동산 담보대출을 위해서 어떠한 역할을 할 수 있고 또한 해야 하는가에 대하여 여러가지 면에서 많은 변화를 겪을 것이다. 금융기관들은 부동산투자회사가 기관내의 기업 대출부서와 가장 깊은 관계를 가진다는 점을 인식하게 될 것이다. 즉, 부동산투자회사는 다양한 서비스와 대출상품을 필요로 하고, 자본에 대한 수요가 끊임없이 변화하며, 재무적 융통성에 가치를 두는 부동산 기관투자자로서 고객인 것이다. 대출자는 크게 장기대출기관과 단기대출기관 둘로 나누어진다. 대부분의 대출자는 두 가지 형태의 대출을 모두 할 수 있지만, 장단기의 구분이 주로 중요한 역할을 한다.

1. 장단기 대출기관

보험회사와 연기금들이 장기대출자의 전형적인 유형이라고 하겠다. 일반적으로 기관대출자라고 할 수 있는 이러한 기관들은 자금출처 및 투자목표가 장기에 속한다. 생명보험회사는 자사 및 연기금을 대신해서 투자를 하며 부동산투자회사를 위해 자본시장의 공모와 사모 채권시장 모두에 참여할 수 있을 것이다. 이들의 자산 포트폴리오에는 부동산투자회사의 공모 주식이 편입되고, 채권 포트폴리오에는 부동산투자회사에 의한 공모채가 포함될 것이다. 또한 보험회사는 부동산투자회사가 발행한 주식 또는 채권을 위한 자금의 제공, 부동산 프로젝트에 대한 부동산투자회사와의 합작투자, 부동산투자회사를 위한 장기담보대출자로서의 역할을 기대할 수 있을 것이다.

한편 단기대출자는 시중은행과 비은행 대출자가 있으며, 이들의 자금원과 투자 목적도 단기운용에 있다. 미국의 경우, 일부 증권회사들이 REITs에 브릿지 대출(bridge loans)과 회전신용대출(revolving credit facilities)을 제공하는데 적극적이었다. 따라서 은행이라는 용어는 넓게 해석되어질 수 있다. 이 유형에 속하는 기관에는 단기 및 중기의 대출을 제공하는 시중은행, 금융회사(finance companies)가 포함될 수 있다.

2. 부동산투자회사의 자본 수요

자본시장과 금융서비스 시장에는 주식, 부채, 이자율 헷징, 현금운용, 주주 관리, 기업의 재무관리 자문, 자산의 취득과 매각 등이 포함된다. 부동산투자회사의 관리는 이러한 활동들뿐만 아니라 관리, 개발, 자산취득 모두와 관련이 있다. 특히 부동산투자회사의 본질은 재무관리회사이므로 관리의 중요한 활동은 자본의 조달과 재무관리 서비스이다.

경영자와 주주들은 부동산투자회사를 수동적인 부동산 포트폴리오 투자방식으로만 보

지 않을 것이다. 즉 대부분의 부동산투자회사는 적극적으로 경영되는 기업이며, 보유하는 자산의 적극적인 관리와 신중한 자산증가에 의해 주주의 가치를 극대화해야 할 것이다. 회사의 주주가치를 극대화시키고자 할 때 가장 중요한 요소는 회사의 자본구조를 성공적으로 관리하는 것이다. 부동산투자회사의 경영은 이러한 중요하고 반복적인 과정을 통하여 회사를 발전시킬 수 있고, 주당 현금 흐름도 극대화 할 수 있다. 자산과 부채 시장은 고유한 변동주기를 통하여 움직이고, 부동산투자회사는 서로 다른 성장단계를 겪게 되므로, 경영진은 기업의 자본구조와 자본 원천을 조정해야 하며, 이것은 기업의 부동산 소유권을 시장의 변동에 맞추어 조절하는 활동 못지않게 중요하다. 조정과정을 통해서 경영진은 자본의 가용성, 시장변화에 따른 시간상의 적시성, 비용 및 다른 특성의 변화에 대하여 예측하고 능동적으로 대처하여야 한다. 이러한 과정에는 부동산투자회사의 자본구조 성격을 변화시키기 위한 장기적인 계획이 필요한데, 그로 인하여 자본의 총체적인 비용을 절감하고, 투자 적격 신용등급을 얻을 수 있다. 또한, 자본시장의 변동 주기 하에서 이러한 사실을 이해하는 대출기관이 부동산투자회사에게 도움이 될 것이고 자본구조 관리를 위해서는 부채와 자기자본의 적절한 제공자와 적절한 자본형태를 선택해야 할 것이다. 따라서 여기에서 부동산투자회사는 자본구조상의 부채를 활용해야 할 것이기 때문에 차입이 매우 중요한 역할을 한다.

IV. 채권발행시장

채권발행시장은 광범위한 두 개의 시장으로 구성된다. 첫 번째는 공모채 시장(public debt market; 公債市場)이다. 이것은 증권감독원에 등록되고 증권거래소에 상장되어, 일반

적으로 공개시장에서 거래가 형성된다. 채권 인수자가 증권인수과정을 통하여 채권을 인수하고, 특정한 조건에 채권을 인수확약 하거나 부분인수에 기초하여 채권을 팔기도 한다. 이러한 부채는 채권, 저당담보부증권 등을 통해서 모집된다. 채권인수자는 증권회사 또는 은행회사인 증권회사들이다.

두 번째 시장은 사모채시장이다. 이 시장은 몇 가지 측면에서 공모채 시장과 다르다.

- 1) 증권감독원에 채권의 등록이 필요 없다.
- 2) 전형적으로 자금 제공선은 하나 또는 소수이며, 특정조건에 발행대리인에 의해 판매되지만 인수 조건이 아니다. 경우에 따라서는 자금제공자가 발행대리인이 개입되지 않은 상태에서 발행자(차입자)와 직접 거래할 수 있다.
- 3) 이 시장에서는 최종 대출자와 직접 협상을 할 수 있다.
- 4) 대출자와 차입자 모두가 원하지 않는다면 발행에 대한 계약은 시장에 공개되지 않는다.
- 5) 사모채는 계속 발행, 판매되는 중기채권과 상업어음과는 달리, 단 한차례만 발행된다.

시중은행, 증권회사들이 발행대리인으로서 역할을 할 수 있다. 대부분의 경우 사모채는 생명보험회사, 연기금, 시중은행, 금융회사들이 최종 투자가가 된다. 사모채시장에는 시중은행, 금융회사, 증권회사로부터의 담보/무담보 신용한도가 포함될 뿐만 아니라, 브릿지유자, 자산취득유자, 기간대출도 포함된다.

V. 대출상품

금융기관들의 대출과 투자확대, 그리고 부동산투자회사에 대한 중요성에 관하여 간략히 살펴보기로 한다. 여기에서는 부채 측면에 초점을 맞추고 있지만, 부동산투자회사에 있어 대출기관들이 자본투자자로서의 역할을 지적하지 않을 수 없다. 대출기관들은 자본구조의

의사결정에 있어 부채와 자산 양면으로 역할이 중요하다고 할 수 있다. 대부분 대출기관들은 장기적인 관점에서 투자를 한다. 부동산투자회사는 대출기관이 부동산 대출에 관하여 가지는 시각의 변화를 주시해야 한다. 부동산 자산과 부채의 증권화 그리고 담보부 및 무담보 부동산 채권에 관한 신용 등급은 대출기관들이 부동산에 대한 대출과 투자에 관하여 생각에 변화를 가져올 것이다. 대출기관과 부동산 차입자 간의 전통적인 관계는 부동산투자회사로 인하여 전혀 다른 방향으로 발전할 것인데, 이는 부동산투자회사가 부동산 차입자들 중에서 특별한 계층으로 취급되며, 부동산투자회사에게만 가능한 자본조달 방법이 점차적으로 증가할 수 있기 때문이다. 대출기관은 일반적인 저당대출, 상업용 저당담보부 증권(CMBS), 무담보 부채와 같은 세 가지 유형의 대출구조를 부동산투자회사에 제공할 수 있다. 부동산투자회사는 대출기관과의 일반적인 부동산 대출거래 경험에 비추어 대출기관이 지금까지 담보대출만을 제공하였기 때문에 양자 관계를 단지 1차원적으로만 생각할 수도 있다. 그러나 부동산투자회사의 관리자들은 대출기관들과의 광범위한 관계를 발전시켜 나가야만 한다. 즉 이러한 자금 제공자의 모든 능력을 고려하여야만 할 것이다. 다음에서 각 유형들을 살펴보도록 하겠다.

1. 일반적인 저당대출

대출기관은 부동산투자에 대한 시각과 목표 때문에 전형적으로 장기의 고정이자 대출을 선호할 것으로 보인다. 지금까지 대부분의 기관 대출자는 부동산 소유주들에게 저당대출만 하여왔으며 여러 가지 이유로 저당대출을 독특한 투자 유형으로 간주하여 왔다. 최근에 이르기까지 이러한 대출의 대부분은 하나의 부동산에 대한 저당을 보증으로, 한번에 하나의 부동산에 대해서만 이루어져왔다. 그러나

상업용 저당담보부증권이 발달된다면, 대출기관들과 다른 저당대출자들은 복수의 부동산에 대한 저당권으로 담보되고, 신용평가 등급이 부여된 다양한 채권들로 투자를 확대해야만 할 것이다. 그러나 일반적인 저당대출이 아직도 부동산 대출의 대부분을 차지하고 있으며, 부동산투자회사에게 재무관리의 목적과 부합될 경우 활용할 수 있는 효율적인 시장으로 남아 있다. 다음에서 부동산투자회사가 일반적인 저당대출을 사용함에 있어서의 장점과 단점에 관하여 살펴보기로 하겠다.

전통적 저당대출에는 다음과 같은 장점들이 있다.

- 1) 전형적으로 고정이자율이기 때문에 이자율 위험이 없다.
- 2) 보통 대출기간이 장기이고 따라서 부동산투자회사 자산의 장기적 속성과 일치한다.
- 3) 상대적으로 높은 대출비율(LTV)을 가진다.
- 4) 부동산투자회사의 자본구조에서 보다 높은 전체적 레버리지를 유지할 수 있다.
- 5) 채권자가 부동산투자회사나 관계사에게 상환청구권이 없거나, 혹은 제한적으로만 상환을 청구할 수 있는 부채이다.
- 6) 부동산투자회사 및 관계사에게 악영향을 주는 재무적 제약조항이 거의 없다.

한편 일반적인 저당대출의 단점은 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 하나는 기업의 재무적 융통성에 영향을 주는 것이고, 다른 하나는 자산관리의 융통성에 영향을 주는 것이다. 이러한 단점들을 살펴보기로 하자.

- 1) 저당대출에서는 원금분할상환이 이루어지는 경우가 많은데, 이로 인하여 현금흐름 유출은 차입을 주로 저당대출에 의존하는 부동산투자회사의 경우에 배당금 지급을 맞추기 어렵게 된다.
- 2) 조기상환에 대해 엄격한 위약금이 존재하여, 차환 및 담보로 제공된 자산을 매각하는데 융통성이 없다.
- 3) 자산에 대해 질권이 설정되므로, 신용평가

기관이 무담보 부채에 대하여 등급을 내릴 때 부정적인 요소로 작용하게 된다.

- 4) 서류절차가 많고, 시간이 많이 소비된다.
- 5) 대출자가 종종 임대와 재개발에 관한 승인을 가질 뿐만 아니라, 질권이 설정된 재산에 대하여 영향을 미치는 기타 행위에 대해서도 승인을 가지게 된다.

2. 상업용 저당담보부 증권(CMBS)

이는 궁극적으로 채권이 재산권에 대한 저당에 의해 보증된 것이라는 점에서 일반적인 장기저당대출과 비슷하다. 그러나 당해 부동산을 소유하기 위해서 특별히 파산하지 않는 특별한 법적인 실체가 설립된다는 점이 다르다. 대출기관은 이렇게 독립적인 실체의 개별신용도에 대하여 대출을 하며, 당해 대출거래의 신용 보완을 위해 다른 주체가 필요한 경우는 거의 없다. 이러한 거래들은 다양한 구조로 편성되어 담보되는 부동산에 대한 교차저당을 전적으로 하는 경우, 부분적으로 하는 경우, 하지 않는 경우들이 있다. 또한 부동산투자회사와 기관 대출자들 상호의 목표를 달성하기 위해 발행채권의 만기를 다양하게 분산시킬 수 있다. 뮤추얼 펀드, 은행, 그리고 특별목적기금들도 기관 대출자와 함께 발행되는 CMBS에 투자하게 될 것이다. CMBS가 많은 장점을 가지고 있으나, 발행구조가 부동산투자회사에 의해 지배되는가 아니면 부동산투자회사가 필요로 하는 부채 형태에 맞지 않는 시장에 의해 지배되느냐에 따라서 이는 단점이 될 수도 있을 것이다. CMBS는 다양한 만기일에 따라 하위 집합을 가질 수 있으며, 어떤 하위 집합에는 고정이자율이 적용되며, 어떤 것은 변동이자율이 적용된다.

이러한 하위집합이 어떻게 부동산투자회사의 필요성과 일치하는가에 따라 구조의 장점과 단점이 정해지게 된다. CMBS가 제공하는 하나의 명백한 장점은 부동산투자회사가

가격상의 혜택을 받는다는 점인데, 이는 투자자에게 다수의 부동산에 걸쳐 위험분산의 혜택을 나누어주는 신용등급 획득 증권을 제공하기 때문이다. 또한 CMBS로 인하여 부동산투자회사는 자산 집단에 대하여 개별적 저당 대출로부터 얻게되는 레버리지보다 높은 레버리지를 얻게 된다. 이러한 이익은 CMBS 채권 중 후순위의, 비투자 적격등급의 채권을 구입하는 투자자들로 인해 생성되는데, 이러한 투자자들은 후순위 채권이 어떻게 성과를 올렸는가의 판단으로부터 투자결정을 하게 된다. 또한 CMBS는 특정 만기일, 신용등급, 그리고 고정이자율 혹은 변동이자율 부채에 대한 시장의 수요에 맞추어 하위채권을 구성할 수 있게 한다.

CMBS의 단점으로는 다음을 들 수 있다.

- 1) 광범위한 발행서류작업
- 2) 저당 제공된 자산집단에서 자산의 추가편입 및 인출에 있어서 융통성이 제한
- 3) 조기상환에 대한 제한
- 4) 장기적인 거래 실행시간

3. 무담보 부채

이 유형의 차입은 전형적으로 하나 혹은 그 이상의 신용평가기관으로부터 투자적격 등급을 받은 부동산투자회사에 가능한 수단이며 고정이자율일 수도 있고 변동이자율일 수도 있다. 물론 이는 신용등급을 필요로 하기 때문에 신용평가를 받을 수 있을 정도로 회사의 역사가 쌓인 이후의 일이다.

1) 사모 무담보채

이 채권의 주요한 투자자들은 기관 대출자이다. 은행들이 이 시장에 참여하는 경우가 많은데, 은행들은 전형적으로 5년이나 그 이하의 만기인 변동이자율 부채에 초점을 맞춘다. 채권 뮤추얼펀드 운용자들도 이 상품에 투자를 하긴 하지만, 일반적으로 공모 발행된

투자적격등급채를 선호한다. 사모 채권은 어떤 등급의 신용등급이 획득되었는지 여부에 불구하고 발행될 수는 있으나, 투자적격등급을 받으면 투자가능한 잠재적인 기관 대출자의 수가 증가하고, 가격과 계약조항도 공모 투자적격 채권에 가깝게 움직이게 될 것이다. 사모 시장에서 기관 대출자들은 부동산투자회사채의 인수에 보다 주의를 기울이고, 특정한 부동산투자회사 성격에 대한 독자적인 계약조건을 설정할 것이다. 사모시장에서의 기관 대출자들은 부동산투자회사에게 동업자에 가깝게 된다. 기관 대출자는 발행증개인에 의해 준비된 과정을 통하거나, 협상과 직접투자권유에 의한 방법으로 직접 부채를 제공하게 될 것이다. 한편 부동산투자회사가 사모채를 발행하는 이유를 살펴볼 필요가 있다. 경우에 따라서 부동산투자회사가 공모채를 발행하기 위해 필요한 등급을 받으려면 6개월에서 1년이 필요한 경우가 있는데, 회사의 자본 수요는 시급할 때가 있다. 만일 회사가 투자적격등급의 무담보 채권을 발행하고자 계획을 세우면 담보채권 발행을 원하지 않을 수도 있다. 어떤 기관 대출자들은 담보부 및 무담보 부동산투자회사 채권 모두에 대하여 투자하기 때문에, 부동산투자회사는 적절한 보호 계약조항이 달린 무담보 사모 채권이 담보부 채권에 비하여 위험이 크게 높지 않음을 기관 대출자들에게 확신시킬 수도 있다.

또한 회사는 무보증 사모채가 투자적격 신용등급을 받을 가능성을 높여 준다고 주장할 수도 있다. 그리고 그러한 적격등급을 얻게 되면, 기관 대출자가 보유한 사모채의 가치가 증가하게 될 것이다. 때때로 투자등급을 오직 하나의 신용평가기관으로부터 평가를 받았거나, 혹은 한 기관은 투자등급이나 그 이상으로 평가를 하고 다른 기관은 투자등급 이하로 평가하여 엇갈리는 평가를 받은 경우 부동산투자회사는 사모채를 발행하게 된다. 공모채의 발행에 실패할 경우의 타격이 사모채

실패에서보다 크기 때문에 부동산투자회사 채권인수자가 공모 발행을 권유하지 않을 수도 있다.

2) 공모 무담보 채권

투자적격 등급을 받기 위해서는 낮은 레버리지와 높은 부채보상 비율을 유지하여야 부동산투자회사는 공모채 발행에서 상당한 이점을 얻게 될 것이다. 이러한 채권에 대한 투자가충은 전통적인 기관 대출자 이상으로 범위가 확대된다. 이러한 채권들은 2년 만기에서 15년 만기 사이로 발행될 수 있는데, 이는 개별 채권 인수계약이나 혹은 중기 채권 프로그램 통해서 이루어질 것이다. 채권에는 고정 이자율이 적용될 수도 있고 변동 이자율이 적용될 수도 있다. 특정부동산이 저당되지 않으며, 서류과정도 최소의 것만 필요로 한다. 자산이 거의 저당되지 않으므로 부동산투자회사는 자산의 매각에 보다 많은 융통성을 가질 수 있다.

VI. 결론

본고는 재무레버리지를 활용하여 현재 투자시장에서의 상황들을 소개하고 세전 기준으로 유리한 레버리지의 조건을 제시했다. 또한 수익률을 높이기 위해 레버리지를 늘리면 위험을 수반한다는 점도 설명을 하였다. 즉 차입의 증가는 수익률의 위험도도 높인다. 따라서 투자자들이 레버리지를 활용할 때에는 추가되는 위험이 증가수익률과 균형이 이루어지는지를 고려해야 한다. 그러나 근본적인 문제는 투자상품들간의 경쟁력이라 하겠다. 즉, 부동산투자회사의 주투자 대상인 부동산들은 안정적인 현금흐름을 가져올 수 있는 자산들이지 일반 금융상품들이나 증권들처럼 급격하고 탄력적이며 시장 상황에 민감한 투자상품이 아니다. 더욱이 투자단위가 크고, 거래가 빈번

하게, 원하는 시기에 일어날 수가 없으므로 투자총액을 자기자본으로만 충당한다는 것도 무리가 있을 수 있다. 따라서 수익률을 향상시킬 수 있는 방법들도 지극히 제한적일 수밖에 없다. 그러므로 레버리지를 최대한 활용하여야하는 특성을 감안한다면 현재의 차입제한 부분은 시장과 투자자 모두를 위하여 빨리 해결되어야할 과제인 것이다. 그리고 이러한 과제가 해결된다면 부동산투자회사는 여러 금융기관들과 직접 대출의 형태가 아니더라도 투자부동산의 특성과 자금의 특성을 고려하여 다양한 증권화의 방법과 대출상품들을 상호 개발하고 활용하여 수익률의 향상뿐만이 아니라 부동산금융상품의 발전에도 도움을 주게 될 것이다.

참고문헌

- 김규진(1999), ABS 이해와 활용, 서울: 새로운 제안
- 이필상(2000), 재무관리, 서울: 박영사
- Brueggeman, William B. and Fisher, Jeffrey D.(1997), Real Estate Finance and Investments, 10th ed., McGraw-Hill
- Clauretie, Terrence M. and Sirmans, G. Stacy (1999), Real Estate Finance, 3rd ed., NJ: Prentice Hall.
- Fabozzi, Frank J.(1998), Handbook of Structured Financial Products, FJF
- Fabozzi, Frank J.(2000), Bond Markets, Analysis and Strategies, 4th ed., NJ: Prentice Hall
- Garrigan, Richard T. and Parsons, John F. C. (1998), Real Estate Investment Trusts, McGraw-Hill