

# 중소형증권사 Project-Financing 우발채무 확대에 따른 금융감독원 관리방안에 관한 연구

이윤홍\*

\*세종대학교 산업대학원 부동산학과

## Study on Management Plan of the Financial Supervisory Service According to Increase of Risk of Household Debts

Lee, YunHong\*

\*Department of Real Estate at Industry, Sejong University

**Abstract :** In 2018, the real estate markets have hardly been transacted according to the government's tight regulations of real estates, and have the high possibility to reach a low hit due to the hike of loan interest rates following the U. S rise of base money rate. The key profits for the large construction companies mainly come from the overseas plant projects and the domestic non-governmental construction projects. They suffered a lot such as the lowering of their credit ratings due to the large losses caused by the frequent design changes and work delay. Even in the domestic non-governmental construction projects, the general business risks are on the rise due to the property marketing moving over to the decreasing phase. The small and medium sized security companies has realized a lot of operating profits as they participated in the PF market to make up for the losses in the securities trading business. But, now as the housing market is not so good around the nation except Seoul and the financial states of large construction companies are not good enough, they can face the liquidity crisis if there happens the problems in the PF backed securities which they have handled. As Korean economy experienced the crisis in the savings banks before, it is recommended that Financial Supervisory Service proposes the preemptive control method and supervision direction to overcome the crisis.

**Keywords :** Credit Ratings of Small and Medium-sized Security Companies, Credit Ratings of Large Construction Companies, PF Contingency Liabilities, Government's Policy on the Property Market, Management Policy of Financial Supervisory Service

## 1. 서론

### 1.1 연구의 배경 및 목적

10년 전만 해도 시공능력 10위권의 대형건설사는 신용등급이 우량하고, 유사 시 그룹의 자금지원을 기대할 수 있어 은행에서는 경쟁적으로 PF대출을 취급했다. 2015~2016년에는 부동산시장이 활성화되어 민간개발사업(건축·주택)에서 양호한 영업이익을 확보하였음에도 해외플랜트사업의 대규모 손실로 인해 신용등급이 하락하면서 은행의 자금조달이 어려워졌다. 은행에서는 분양성이 양호한 수도권 중심지역과

신용등급이 우량한 대형건설사의 채무보증 조건을 제외하고는 PF대출을 제한하고 있다. 금호건설, LIG건설, 동부건설은 유동성위기에 직면한 상태에서 그룹의 자금지원이 이루어지지 않아 은행에서 대규모 손실을 경험하였다. 이러한 경험은 대주주의 자금지원이 무조건적으로 이루어지지 않는다는 선례로 남아 은행의 자금지원이 보수적으로 변화하고 있다. 최근 산업은행 계열의 대우건설도 그룹자금지원 보다는 매각으로 입장을 선회한 점을 감안하면 이러한 분위기는 더욱 확산되는 추세이다. 또한, 은행에서는 대출취급 후에도 리스크 관리를 강화하면서 대출연장 및 추가자금지원을 제한하고 있어 건설사 자금조달은 갈수록 어려운 상황이다. 이러한 금융시장 변화는 대형건설사의 자금조달이 은행권에서 2금융권(증권사)으로 이동하게 된 원인이 되었다. 증권사의 부동산 금융 역할은 크게 2가지로 나누어진다. ① 대형건설사의 자금을 조달하는 업무로서 건설사와 협의한 금융조건을 Loan

\* Corresponding author: Lee, YunHong, Department of Real Estate, Graduate School of Industrial University, Sejong University, Neungdongro 209, Gwangjin-gu, Seoul 05006,  
E-mail: miso1036@hanmail.net  
Received March 24, 2018; revised May 15, 2018  
accepted June 8, 2018

기관(은행·보험회사·캐피탈)에게 대출을 주선하고, 대출이 완료되면 주선대가로 수수료를 수취한다. ② 직접참여 방식으로는 유동성공여(매입보장)와 신용공여(매입확약) 방식으로 나누어지는데, 유동성공여는 건설사 신용등급이 낮아지면서 투자자 모집이 어려워지자 증권사 신용공여(매입확약)에 의한 자금조달로 바뀌었다. 매입확약은 대출금이 만기 전까지 상환되지 않고, 건설사의 Default가 발생하면 증권사가 대출금을 대신 변제하는 금융구조이다. 금융통계시스템에 의하면 증권사 매입확약은 2013년에는 7조 6,357억으로 비교적 낮은 수준이었으나, 2017년에는 19조 2,070억(약 2.5배)으로 크게 증가하였다. 이러한 증가원인은 증권영업이 위축되어 증권업 전체적인 적자를 면치 못하게 되자 새로운 대체투자를 발굴한 것이 부동산 PF이다. 증권사의 매입확약은 취급 즉시 우발채무로 편입되어 재무제표를 불안하게 만든다. 증권사의 신용보강 구조는 <Table 1>과 같이 건설사의 신용도(직접보증·간접보증)에 절대적으로 의존하고 있으며 분양률이 낮아 대출만기시점까지 대출금이 상환되지 않거나, 건설사의 Default가 발생할 경우는 NCR (Net operating Capital Ratio) 위험이 크게 증가한다. 대형건설사의 신용등급도 안정적이지 않다. 해외플랜트 원가상승으로 대규모의 적자가 발생하여 불안감이 지속되고 있고, 민간개발사업(건축·주택)의 경우도 정부의 강력한 부동산규제와 한국은행 기준금리 인상으로 양호한 사업이익을 기대하기 어렵기 때문이다. 증권사 부동산 PF는 타 대출상품에 비해 발행금액이 과다하여 미분양 발생으로 대출만기 시점까지 대출금이 잔존하거나, 건설사 Default가 발생하면 기한의 이익 상실 발생으로 NCR 위험은 크게 상승하고, 자본금 납입비율이 낮은 중소형 증권사는 유동성위기에 즉시 노출된다.

예전의 저축은행은 조달금리가 높아 대출금리가 낮은 1순

위 담보대출은 취급할 수 없었다. 이로 인해 수익성이 높은 부동산 PF대출에 절대적으로 의존하여 단기간에 많은 매출액을 실현하였다. 저축은행 경영진은 체계적인 리스크관리는 외면한 채 단기적인 영업성과에만 치중하여 자본금 대비 많은 PF대출을 취급하였다. 부동산시장이 하락국면으로 전환되고, 분양률이 낮아지면서 건설사 Default가 증가하였다. 결국 저축은행의 건전성 지표인 BIS (Bank for International Settlements)비율이 크게 낮아졌고, 이는 영업정지로 이어졌다. 이러한 결과로 저축은행에 예금한 서민들은 경제적으로 많은 피해를 보았고, 예금보험공사가 수신고객의 예금을 변제하면서 대규모 국고 손실을 경험하였다. 중소형증권사의 PF는 예전의 저축은행과 유사한 점이 많다. 증권영업의 수익성이 낮아지자 수익의 대부분을 부동산 PF에 의존하고 있고, 신용등급이 낮아 조달금리가 높기 때문에 수익성이 높은 2순위 조건의 PF를 많이 취급하고 있기 때문이다. 또한, 자본금 대비 PF대출 비율도 과다하다. 따라서 본 연구는 중소형증권사의 부동산 PF에 대한 문제점을 인식하여 금융감독원 입장에서의 효율적인 관리방향을 제시하고, 건전한 금융시장을 조성되길 기대하면서 본 연구를 시작하게 되었다.

### 1.2 선행연구 검토 및 연구방법

금융감독원이 발표한 증권사의 PF관리지침(1개월 단위 monitoring 및 사업점검)으로는 부동산규제 강화와 기준금리 인상을 대비한 위기 극복에는 한계가 있다. 이러한 위기를 극복하기 위해서는 금융감독원 관리규정을 현실에 맞게 보완하고, 체계적인 위험관리시스템을 구축해야 한다. 본 연구는 부동산 PF위험과 관련된 선행연구를 바탕으로 위험요인을 분석하였다. ① 전재범(2016)은 PF구조방식을 해외 및 국내를 비교하여 문제점을 나타냈고, 2008년 금융위기 사례를 바

Table 1. Credit reinforcement condition which construction companies provide to securities companies

Classification	Credit offering	Product features
Direct guarantee	Joint surety	A condition that a construction company pays back the liability instead in case that a borrower does not pay back PF loan from financial institutions
	Takeover of debt	A contract condition of transferring PF loan liability to a construction company while maintaining the identity of the liability (articles 453~459 of the Civil Act)
Similar guarantee	Supplementation of funds	In case of not paying back the principal of loan until the loss of benefit of time of PF loan and maturity date, a construction company will pay back the loan by supplementing funds
	Lotting-out with responsibility	In case that a loan is not paid back due to not being able to sell in lots within a specified period, a construction company will deposit unpaid amount within the responsible lotting-out period into a pay-back account
	Selling with responsibility	A contract that requires a construction company to sell a completed real estate mortgage within a specified period and at a specified price directly or through a third person
	Completion of construction with responsibility	A construction company shall complete construction by the expected completion date with its own fund regardless of the rate of sale. A construction company shall not stop construction in any cases except for natural disasters(war and earthquake etc.).
	Obligation to settle limited real rights	A condition that a construction company takes responsibility to settle legal problems such as provisional seizure and provisional execution by a third party in case that a construction company completes construction and does not secure collaterals, fines arising from not paying taxes and a lien arising from not paying construction cost etc

탕으로 건설사의 예비비의 다양한 형태의 재정적 위험을 분석하였다. ② 김남희 외(2015)는 PF우발채무가 건설사의 재무상태에 미치는 영향을 분석하기 위하여 신용등급(회사채)과 시공능력으로 건설사를 분류하여 PF우발채무가 건설사의 주요 재무비율인 유동성·안정성·수익성에 미치는 영향을 분석하였다. ③ 문태규(2010)는 금융기관이 건설사의 신용평가에 있어서 기존의 재무적지표의 기준에서 비재무적 지표를 포함할 경우 건설사의 위험예측을 더욱 세밀하게 할 수 있다고 판단하였다. 이러한 통합지표를 활용한 경영성과 평가 모형은(BSC)모형과 같이 체계적이면서 효과적인 위험관리라 주장하였다. ④ 최은영과 고성수(2009)는 가정된 분양률 하에서 건설사가 채무인수 되는 금액을 추정하고, 이를 각 건설사에 적용하여 재무비율이 달라지는 정도를 분석하였다. ⑤ 고성수와 최은영(2008)은 건설사의 특성을 분류하여 PF우발채무를 파악하고, 각 건설사의 요소를 범주별로 분류하여 실증적 분석을 나타냈다. ⑥ 최은영(2009)은 PF우발채무가 건설사 기업 가치에 어떤 영향이 있는지 분석하였고, 상장건설사 31개 대상으로 기업가치 모형을 이용하여 신용등급이 높은 건설사의 PF우발채무비율이 건설사 가치에 미치는 영향을 나타냈다. 선행논문을 살펴보면 사업위험이 높을수록 PF우발채무가 증가하여 건설사의 재무제표가 나빠진다는 공통점을 찾을 수 있었다. 선행논문은 2018년 부동산시장과는 다른 측면이 있다. 선행논문이 검토된 시기에는 대형건설사의 신용등급이 양호하여 은행에서 자금조달이 이루어졌던 시기였고, 본 연구 검토시점에는 대형건설사 신용등급이 하락되어 증권사 매입확약에 의존한 PF자금이 조달되고 있다. 이러한 금융시장변화는 단순히 건설사만의 문제가 아니라 중소형증권사의 신용위험이 확대될 수 있다는 문제점을 찾을 수 있었다. 본 연구는 정부정책(부동산규제강화, 기준금리인상), 대형건설사 신용위험, 중소형증권사 재무위험을 종합적으로 검토하여 금융감독원 관리방향을 제안한 연구로서 건설사 신용리스크만 분석한 기존 선행연구와는 많은 차이가 있다.

본 연구는 (Fig. 1)과 같이 중소형증권사의 유동성위험을 느껴 금융감독원이 선제적으로 대응할 수 있는 관리방향을 제안하였다. 우선 2장은 증권사 PF를 이해하기 위해 PF유동화증권의 금융구조와 각 기관별로 역할을 정리하였다. 증권사의 보증형태의 상품과 건설사의 직접보증 및 간접보증을 통해 발생할 수 있는 위험을 나타냈다. 2018년부터 시행되는 부동산규제와 기준금리 인상에 대한 문제점을 분석하였다. 3장은 금융위원회가 발표한 증권업 활성화 방안을 바탕으로 중소형증권사의 영업형태 변화와 이에 따른 문제점을 짚어보고, 중소형증권사의 PF우발채무와 재무현황을 바탕으로 신용위험을 분석하였다. 제4장은 증권사의 재무건전성지표인 NCR의 산출방식과 2016년을 기준으로 2018년부터 발생될

수 있는 잠재적 위험을 통해 영업용순자본과 총 위험액을 단계별로 나누어 NCR 민감도를 분석하였다. 2017년도 NCR을 적용하지 않은 이유는 Dart(금융감독원 공시시스템)의 2017년 자료는 2018년 4월에 자료가 공개하므로 본 연구 검토시기에는 자료를 활용할 수 없었다. 또한, 부동산시장 활성화로 가장 많은 수익성을 확보한 2016년 기준의 중소형증권사 NCR이 2018년부터 발생할 수 있는 이슈(미분양 발생, 건설사 신용등급 하락)와 비교하여 민감도를 산출하기에 가장 적합하였다. 마지막 결론에서는 중소형증권사의 유동성위험을 감안하여 금융감독원의 선제적인 관리방향을 제안하였다. 5개 중소형증권사만 본 연구에 포함시킨 이유는 매출액 대부분이 부동산 PF권에 집중되어 있어 부동산시장이 하락국면으로 진입하면 유동성위기에 직면하기 때문이다. 대형건설사만 본 연구에 포함한 이유는 2017년 기준 시공능력 10위의 대형건설사만이 비교적 무난한 신용등급을 유지하여 PF유동화증권(ABSTB)을 발행할 수 있고, 증권사의 매입확약으로 기관투자자모집이 이루어지기 때문이다. 예전의 저축은행 부실사태를 경험하였듯이 금융감독원의 체계적인 관리가 이루어지지 않을 경우는 중소형증권사도 저축은행과 같이 부실로 이어져 투자자에게 많은 피해가 전위될 수 있고, 국가 전체적인 금융위기가 발생할 수 있다. 따라서 본 연구는 연구의 객관성을 높이기 위해 증권사의 건전성 지표인 NCR 위험을 기준으로 민감도 분석이 이루어졌고, 이러한 위험을 사전적으로 예방하기 위해 금융감독원 입장에서의 관리방안을 제안하여 중소형증권사의 신용위험을 극복하는데 본 연구의 목적이 있다.

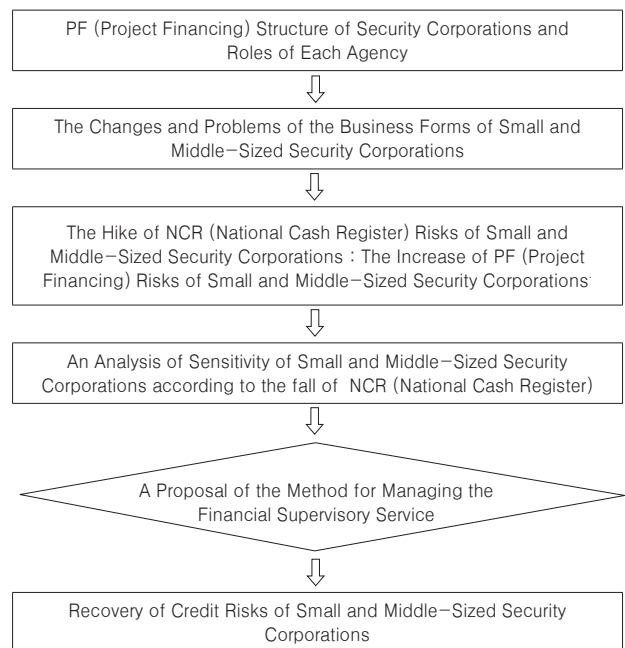


Fig. 1. Research Method

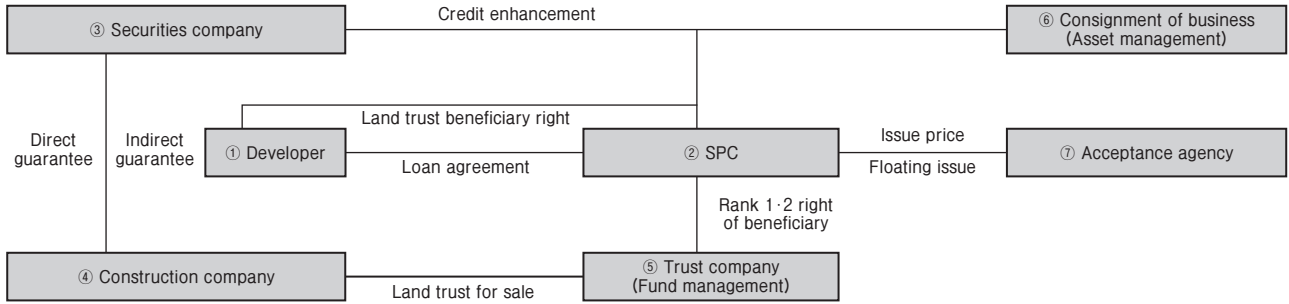


Fig. 2. Financial structure of PF backed securities in which PF security companies participate

## 2. 증권사 PF 위험분석

### 2.1 증권사 PF금융 특징

증권사 매입확약에 의한 PF유동화증권(ABSTB)의 금융구조는 (Fig. 2)와 같다. ① 사업주체인 시행사는 토지매입 및 인허가를 완료한 후 건설사와 협의하여 도급약정을 체결한다. ② 증권사가 SPC를 설립한 이유는 시행사의 자본금 납입 비율이 낮아 Default 발생위험이 높기 때문에 자금을 통제하고, 사업권을 확보할 목적이다. ③ 건설사 신용등급만으로는 기관투자자 모집이 이루어지지 않기 때문에 증권사의 신용보강(매입확약)으로 PF유동화증권을 발행한다. ④ 건설사는 건축물을 정해진 기한까지 책임준공의무를 지고, 책임준공의무를 이행하지 않을 경우에는 증권사의 PF금액에 대한 채무인수 의무를 진다. ⑤ 신탁사는 분양수입금에 대해 자금을 통제하고, 신탁 계약서에 명시된 자금집행순위대로 자금을 집행한다. 자금의 사용범위를 크게 보면 증권사 PF 금액상환과 준공시점까지 필요한 공사비다. ⑥ 자산관리는 사업자금에 대한 관리를 하기 위한 목적으로 금융주관사의 역할을 대신한다. 증권사 상환비율을 정하고, 인허가비용 등과 같은 사업

비용을 관리하기 위한 목적이다. ⑦ 인수기관은 대부분 기관 투자자인데, 건설사·증권사 신용등급을 기준으로 투자여부를 결정한다. 증권사가 발행하는 매입확약의 PF유동화증권은 (Table 2)와 같이 크게 7가지 분류되는데, 사업 준비단계인 Bridge Loan부터 준공이후 담보대출까지 사업진행여부에 따라 각기 다른 상품으로 나누어진다. 증권사가 PF유동화증권에 참여하는 조건은 대한건설협회에서 발표하는 시공능력 10위권의 대형건설사(회사채 A등급 이상)가 참여하는 사업장 위주로 참여한다. 증권사의 매입확약에 의한 PF유동화증권은 인허가 및 토지매입이 완료되지 않을 경우는 신용등급이 우량한 대형건설사의 연대보증 및 채무인수 조건으로 PF유동화증권을 발행한다. 사업추진에 어려움이 없고, 분양의 리스크가 낮을 경우는 건설사 책임준공에 의한 유동화증권을 발행한다. 증권사 PF위험은 대형건설사 신용위험이 가장 우선시 되고, 둘째는 기준금리에 따른 매출이익, 셋째는 정부의 부동산규제에 따른 분양성 악화로 구분된다. 건설사 신용등급을 가장 우선시 평가하는 이유는 신용등급이 우량할수록 사업진행에 어려움이 없어 대출금 상환이 용이하고, NCR 위험 값이 낮기 때문이다.

Table 2. Credit reinforcement condition which securities companies provide to institutional investors

Classification	Main contents
Basic asset purchase contract	In case of not preparing financial resource to pay back PF backed securities until the loss of benefit of time and maturity date, a securities company will purchase the basic asset owned by a borrower
Loan contract for unsold securities	In case of not securing financial resource to pay back PF backed securities after completion of construction with profits from selling in lots, a securities company will acquire securities for unsold properties
Loan contract	In case that there is a remaining balance of backed securities until the loss of benefit of time and maturity date, a securities company will provide a loan unconditionally within the limit of loan contract
Contract on supplementing funds	In case of not securing financial resource to pay back supplement the principal of PF backed securities into the account specified on outsourcing contract
credit offering contract	In case that there is a remaining balance of backed securities until the loss of benefit of time and maturity date, offer credits unconditionally up to the amount of principal
Contract on taking over privately placed bonds	In case of failing to achieve the condition of converting PF backed securities until the loss of benefit of time and maturity date and that SPC has a remaining balance by certain time, take over privately placed bonds unconditionally with the principal as face amount
Payment guarantee	In case that there is a remaining balance of PF backed securities until the loss of benefit of time and maturity date, a securities company will pay debtor's liabilities by subrogation

Table 3. Trend of credit rating of large construction companies (2012.01~2018.03)

Division	Year	Samsung C&T	Hyundai Engineering &	Daewoo Engineering &	Daerim Industrial Co.	POSCO Engineering &	GS Engineering &	Hyundai ENG	Hyundai Development	Lotte Engineering &	SK Engineering &
Construction capability	2017	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Max	AA+	AA-	A+	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+
Company stock	Min	AA+	AA-	A-	A+	A	A-	A+	A	A	A-
	2018.03	AA+	AA-	A- (Negative)	A+	A	A-	AA-	A+	A	A-
CP	Max	A1	A1	A2+	A1	A1	A1	A1	A2+	A2+	A2+
	Min	A1	A1	A2-	A2+	A2	A2-	A2+	A2	A2	A2-
	2018.03	A1	A1	A2- (Negative)	A2+	A2	A2-	A1	A2+	A2	A2-

### 2.2 대형건설사 신용등급 하락 위험

5년 전만 해도 대형건설사의 재무제표는 우량했고, 유사 시 그룹의 자금지원을 기대할 수 있어서 양호한 신용등급을 유지할 수 있었다. 하지만 해외플랜트사업의 원가상승으로 대규모 손실이 발생하였고, 민간개발사업(건축·주택)의 손실로 인해 재무제표의 불안감이 높아졌다. 이는 건설사별 신규주주 우수성과 리스크관리 능력에 따라 손익의 차이가 발생한 것으로 해석된다. <Table 3>의 자료는 3개 신용평가기관(한국신용평가·한국기업평가·NICE신용평가)의 평가에서 가장 낮은 신용등급을 적용하였다. 삼성전자 계열사인 삼성물산과 현대자동차계열인 현대건설의 경우는 2012~2017년까지 신용등급의 변동이 없었다. 부동산규제 완화로 민간개발사업(건축·주택)부문의 사업을 크게 확대해 단기간에 많은 수익을 달성한 현대산업개발은 2017년 상반기에 신용등급(A+/A2 → A+/A2)이 1 Notch 상승하였다. 현대ENG는 현대자동차 계열인 엠코와 2014년에 합병되어 자본금 및 자산이 증가하여 신용등급(A+/A2+ → AA-/A1)이 1 Notch 상승하였다. GS건설과 포스코건설은 2012년 당시 신용등급(AA-/A1)이 우량했지만, 해외플랜트사업의 대규모 손실과

민간개발사업장의 손실이 발생하여 GS건설 신용등급(A-/A2-)이 3 Notch 하락되었고, 포스코건설의 신용등급(A/A2)은 2 Notch 하락되었다. 대우건설과 SK건설은 2012년 신용등급은(A+/A2+)이었지만, 해외플랜트사업과 민간개발사업의 손실로 인해 신용등급(A-/A2-)이 2 Notch 하락되었다. 대우건설은 2017년에 해외플랜트 추가손실로 신용등급이 A-(Negative)으로 조정되어 BBB+로 하락될 가능성이 높다. 대림산업은 2012년 당시 신용등급이 (AA-/A1)로 우량했지만, 해외플랜트 손실로 2014년에는 신용등급(A+/A2+)이 1 Notch 하락되었다. 또한, 롯데건설도 2012년 당시 신용등급이 (A+/A2+)우량했지만, 민간개발사업 손실로 인해 2014년에는 신용등급(A/A2)이 1 Notch 하락되었다. 이윤홍(2018)은 대형건설사 신용위험을 <Table 4>와 같이 안정적이지 않다고 주장하였다. ① 신용등급이 우량한 삼성물산은 현재 수준의 재무건전성이 우수하지만 민간개발사업 비율이 높아 부동산경기 하락 시는 동사의 주력사업인 재건축·재개발의 수주물량 감소로 매출액 감소로 이어질 수 있다. ② 신용등급이 양호한 현대건설·현대ENG은 재무건전성이 우량하지만 동사의 주력사업인 재건축·재개발 수주물량 축소로 매출액 감

Table 4. Financial status of large construction companies (2016)

Construction capability	Corporate name	Largest shareholder	Business profit (unit: hundred million won)	Private business ratio	Dependence on debt	PF contingent debt	Financial analysis
1	Samsung C&T	Jaeyong, Lee	1,395	46%	16%	5.6%	Credit rating and financial soundness is good
2	Hyundai Motors	Hyundai Motors	11,589	39%	12.2%	165%	Credit rating and financial soundness favorable
3	Daewoo Engineering&	KDB No.6	-4,672	52%	25.6%	478%	Weak credit rating and financial soundness
4	Daelim Corporation	Daelim Corporation	4,194	45%	18.9%	155%	Favorable credit rating and financial soundness
5	Posco Engineering&	Posco	5,090	47%	22.3%	245%	Normal credit rating, insufficient financial soundness
6	GS Engineering&	ChangSoo, Heo	1,429	44%	25.7%	368%	Weak credit rating and financial soundness
7	Hyundai ENG	Hyundai Engineering&	4,946	39%	6.2%	148%	Favorable credit rating and financial soundness
8	Hyundai Development	MongKyu, Jung	5,172	67%	14.3%	125%	Favorable credit rating and financial soundness
9	Lotte Engineering&	Hotel Lotte	2,555	61%	27.6%	205%	Normal credit rating, insufficient financial soundness
10	SK Engineering&	SK	1,942	13%	23.6%	295%	Weak credit rating and financial soundness

소가 발생할 수 있다. 3개 건설사는 신용등급이 우량하여 낮은 금리에 자금조달이 가능하고, 유사시 최대주주의 자금지원도 기대할 수 있어 큰 Event가 없는 한 2017년 수준의 신용등급은 유지할 것으로 판단된다. ③ 신용등급이 무난한 대림산업은 2016년 민간개발사업 비율이 높아져 부동산 경기 하락 시는 동사의 주력사업인 재건축·재개발의 수주물량 축소로 신용등급이 변화될 수 있다. 현대산업개발은 부동산경기 상승으로 민간개발사업(건축·주택)을 확대하여 양호한 영업이익을 시현하였으나, 타 건설사 대비 민간개발사업 매출이 월등히 높아 부동산경기 하락 시는 매출액감소로 이어져 신용등급이 하락될 가능성이 가장 높다. ④ 신용등급이 미흡한 포스코건설·롯데건설은 재무건전성이 미흡한 수준으로 민간개발사업 비율이 높아 부동산경기 하락 시는 매출액 감소로 신용등급이 하락될 가능성이 높다. ⑤ 신용등급이 낮은 대우건설·GS건설은 재무건전성이 취약한 수준으로 일부 우발채무만 발생하더라도 신용등급이 하락될 가능성이 높다. ⑥ SK건설도 재무건전성이 취약한 수준이며 민간개발사업(건축·주택)비율이 낮지만, 해외플랜트사업 매출비중이 높아 수익성 개선이 여의치 않은 상태이다. 이렇듯 대형건설사의 경우도 신용등급의 불안감이 높은 수준이다.

### 2.3 한국은행 기준금리 인상 위험

한국은행 기준금리는 박근혜정부에서 내수활성화의 목적으로 (Fig. 3)과 같이 하락 기조를 이어갔다. 2013년 2.5%로 하락 조정하였고, 2014년 2.0%, 2015년은 1.5%, 2016년은 1.25%로 크게 하락되었다. 하지만, 문재인정부가 출범하면서 미국의 경제성장이 안정화되면서 기준금리를 1.50%로 상승하자 한국도 1.50%로 상향조정하였고, 2018.03월에는 미국이 기준금리를 0.25% 상향 조정하여 1.75%가 되었고, 한국은 내수경기가 불안하여 기준금리를 조정하지 못해 한국과 미국의 기준금리는 역전되었다. 기존 사례를 살펴보면 기준금리가 역전되면 국내에 투자한 외국자본이 해외로 유출될 가능성이 높아 한국도 기준금리를 인상하는 조치를 취했다. IFC (2018)는 세계경제 전망 및 고용지표 결과에 대한 평가보고서를 내고 미국의 연방준비제도(Fed)가 2018년 4회,

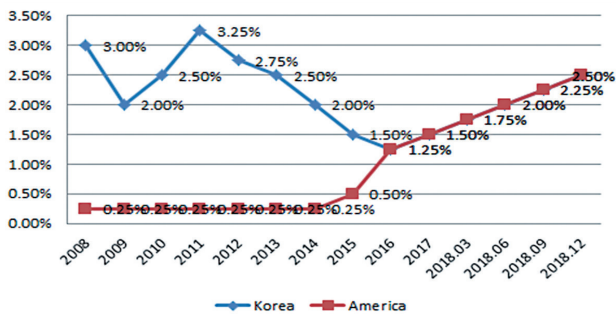


Fig. 3. The annual base rates of Korea and America

2019년 3회 인상할 것으로 전망했다. 이윤홍(2018)은 2018년 도에도 미국이 기준금리 인상을 3회 이상 계획하고 있어 한국의 추가금리 인상이 현실화 될 가능성이 높다고 주장하였다. 증권사는 조달금리 상승으로 PF유동화증권(ABSTB)를 발행할 경우 예전보다 높은 금리로 기관 투자자를 모집해야 하고, 건설사 입장에서 기준금리가 상승하면 PF조달금리 인상으로 사업비용이 증가함에 따라 수익성 유지에 어려움이 발생할 수 있다.

### 2.4 정부의 부동산규제 강화 위험

정부는 금융권 가계부채 증가와 강남재건축 가격상승으로 시장안정화를 위해 (Table 5)와 같이 강도 높은 부동산대책이 발표했다. 투기수요를 차단하기 위해 재건축 조합원 분양권 전매제한 및 양도금지, 서울 전 지역 투기과열지구지정, 주택가격 상승이 높은 지역은 투기지역으로 지정하여 금융권 대출을 제한하였다. 다주택자양도세 가산세율 적용으로 주택을 여러 채 소유한사람에게는 처분 시 높은 세금을 부과할 수 있도록 세제를 신설하였고, 1주택을 소유하더라도 2년 이상 거주하지 않을 경우 양도세를 부과하는 방안과 3억 이상 주택을 거래할 경우는 자금조달계획을 의무화하였다. 8.2대책에도 부동산가격이 상승하자 8.2후속대책을 발표하여 투기지역을 추가 지정하였고, 다주택자에 대한 대출도 제한하였다. 2018년에는 재건축 안전진단을 강화하여 대형건설사의 재건축 신규 수주에도 많은 영향이 있을 것으로 판단된다. 이윤홍(2018)은 이러한 정부 조치는 투기수요를 억제하고, 실수요자에게 혜택을 주는 정책으로서 투기수요를 억제되는 효과는 가져올 수는 있지만, 신규로 공급되는 민간개발사업(건축·주택)은 분양에 대한 위험이 증가하여 공사비 회수의 어려움과 금융권의 PF우발채무 위험이 상승할 것으로 주장하였다. 2017년 기준 신용등급이 양호한 대형건설사도 민간개발사업(건축·주택)에 대한 매출액 비중이 높아 대외적인 환경에 의해 사업위험이 증가할 경우는 신용등급이 하락될 가능성이 높다. 정부의 강력한 부동산 규제로 인해 미분양이 증가하고, 건설사 신용등급이 하락하면 매입확약으로 취급된 증권사 PF위험은 증가하게 된다.

## 3. 중소형증권사 신용위험 확대

### 3.1 대형증권사 위주의 PF영업활성화

증권업은 일반적으로 자본금 4조 이상은 대형사, 자본금 1조~4조 이하는 중형사, 자본금 1조 이하는 소형사로 구분된다. 자본금 납입비율이 높은 대형증권사는 우발채무가 발생하더라도 현금대체능력을 갖추고 있지만, 자본금 납입비율이 낮은 중소형증권사는 일부 PF우발채무만 발생하더라도 유동성 위험에 즉시 노출된다. 대형증권사는 신용등급이 우수

Table 5. Details of Strengthening Regulation of Real estate by the government led by President Moon Jae-in

Date of Announcement	Details of Regulation of Real Estate
Jun. 19, 2017	Expanding the areas to be adjusted to 40 ones. Applying the areas to be adjusted to 60% of LTV (Loan To Value Ratio) and 50% of DTI (Debt To Income). Re-applying group and balance loans to 50% of DTI. Prohibiting the ownership of housing site deal until having the entire areas in Seoul moved in. Restricting the number of housing public supply of reconstruction association members.
Aug. 02, 2017	Re-designating the speculation-ridden areas and speculation areas. Re-introducing price regulation of private sector residential land. Extending the qualification of No. 1 housing subscription, and expanding the ratio of the merit system. Regulating speculation-ridden areas to 40% of LTV-DTI. Imposing transfer tax on multi-housing owners. Restricting resale to the ownership of housing site of associate unions, including redevelopment of speculation-ridden areas. The repayment system of excess profits of reconstruction has begun to be established from January 2018. Obliging to report the plan of fund financing of more than KRW 300 million to speculation-ridden areas.
Sep. 05, 2017	Designating the speculation-ridden areas in Bundang, Seongnam and Suseong, Daegu. The repayment system of excess profits of reconstruction has begun to be established from January 01, 2018. Extending the qualification of tax exemption of a house for a family (Exempted when dwellers dwell in more than two years). De-regulating the qualification of price regulation of private sector residential land.
Oct. 24, 2017	Introducing new DTI. Introducing DSR (Debt Service Ratio) from the second-half year in 2018.
Nov. 29, 2017	Five year- 1 million housing public supply (Total 650,000 public rental houses, 200,000 private rental houses by public support, 150,000 public houses for sale). Re-developing public housing site areas. Extending the criteria of special public money for newly-wed couple.
Dec. 13, 2017	Extending the criteria of the reduction of property and acquisition taxes of rental business operators to three years. De-regulating the benefit of expenditure involving separate taxation. Easing the criteria of the number of the reduction of income tax. Reducing special deduction ratio of long-term holding of transfer tax of quasi-public rental house. Exempting health insurance costs of rental housing income of less than KRW 20 million ( 50 % of eight years, 40% of four years)
Feb. 21, 2018	Public institutions participate in field survey → Securing professionalism when determining whether there must be safety diagnosis. Obliging to review whether it is proper to judge conditional reconstruction. → Reinforcing the verification of the necessity of reconstruction. Expanding the added value of structure safety out of evaluation category → Preventing social resource waste. Obliging to administer safety diagnosis of even apartments of more than 30 years.

Evaluation category of housing environment fields	Current	Revision
Urban beauty	0.075	0.025
Comfortable fire activity	0.175	0.250
Possible flooding damage	0.150	0.150
The number of parking for a family	0.200	0.250
Sunshine environment	0.100	0.100
Invasion of privacy (apartment noise)	0.100	0.100
Energy efficiency	0.100	0.050
Living Environments for seniors and children	0.050	0.050
Adequacy of indoors living space	0.050	0.025

※ It is owing to the civil complaints of residents in Mok-dong Seoul, about reinforcing the safety diagnosis of reconstruction that the government de-regulates some of the criteria out of safety diagnosis category of housing environment fields

하여 조달금리가 낮고, PF한도가 많아 Quality(임지환경 우수/우량건설사 신용공여)가 우수한 Deal에 참여하지만, 중소형증권사는 신용등급이 낮아 조달금리가 높고, PF한도가 낮아 수익성위주의 Deal에 우선적으로 참여한다. 금융위원회는 2017년부터 증권업을 육성하고자 종합금융투자사업자 신규업무를 <Table 6>과 같이 시행하였다. 자기자본 4조원의 대형증권사는 자기자본 200%까지 기업에 대한 대출 및 어음의 할인·매입을 할 수 있어 대형증권사의 영업경쟁력이 한층 강화되었다. 자기자본 8조원 이상인 증권사는 고객으로부터 예탁 받는 자금을 통합하여 기업금융으로 운용할 수 있어 시중은행과 같은 영업경쟁력을 갖출 수 있게 되었다. 흥준표(2017)는 정부의 대형화 유도정책으로 대형증권사는 NCR여력이 확대되고, 중소형증권사는 NCR여력이 감소하여 영업환경이 위축된다고 주장하였다. 또한, 대형사 발행어음이 시작되면 수수료 Business에서 Loan Business로 전환되어 대형증권사와 중소형증권사간의 실적 차별화가 심화될 것으로 예상하였다.

### 3.2 중소형 증권사 신용위험 분석

중소형증권사 신용등급을 <Table 7>과 같이 비교하였다. 메리츠종합금융증권은 2013년부터 PF취급이 많아 우발채무 비율은 높지만, 꾸준한 영업이익을 실현하여 2014년에 신용등급(A+/A1 → AA-/A1)이 1 Notch 상승하였다. 교보증권·현대차투자증권·IBK투자증권은 우발채무비율이 높아 재무구조가 안정적이지 않지만, PF영업으로 양호한 수익성을 확보하여 신용등급의 변동성이 없었다. 하이투자증권은 최대주주(현대중공업계열 현대미포조선)의 신용등급 하락으로 유사시 자금지원을 기대할 수 없고, 영업이익 적자와 PF우발채무가 증가로 2015년에 신용등급(A+/A1 → A/A2+)이 1 Notch 하락되었다. 중소형증권사는 2014~2017년까지 부동산경기 호제로 Loan기관에 부동산 대출추진 및 매입확약형태의 PF

Table 6. Plan to vitalize securities business which the Financial Services Commission announced

Division	Government announcements	Future impact
Net operating Capital Ratio	NCR Calculation method change Credit risk(Risk value 0~32% Reflection)	Increase in the capital use by large securities firms
Leverage ratio Regulation	(Total assets/Equity capital) ≤ 1,000 Exclude from calculation	Increase in the capital use by large securities firms
Corporate credit offering Regulation	Allow corporate credit offering up to 2 times the capital owned by the business apart from usual credit offering, owned capital 4 trillion won or more	A large brokerage house IB Expansion of business (Mirae Asset Daewoo Corporation·NH Investment Securities·Korea Investment Securities·Samsung Securities·KB Securities)
Total Investment account Expansion	Possible to operate the funds deposited from customers for corporate financing	None at the moment. A large brokerage house Capital increase by capital and M&A Expansion
Derivative bond Regulation	Revise internal control criteria to protect investors	ELS(Equity Linked Securities)·DLS(Derivative Linked Securities) Issuing restriction
Contingent liability Regulation	Introduce a regulation of total amount or performance in relation to contingent liabilities	Restrict expansion of business through taking over liabilities

참여로 양호한 영업이익을 시현하였다. 하지만, 2018년부터는 부동산규제 강화와 기준금리인상으로 부동산시장이 하락 국면으로 진입하고 있어 예전과 같이 양호한 수익성은 기대하기 어렵다. 또한, 2018년부터 자기자본 4조원 이상 대형증권사에게 영업환경이 대폭 개선되어 우량한 금융주선과 대출은 대형증권사 위주로 개편되어 중소형증권사의 영업경쟁력은 악화될 것으로 우려된다. 박광식과 안나영(2016)이 작성한 증권업 평가방법은 ① 차별화된 사업 분야가 없어 수익변동성이 높은 경우 ② PF리스크 쏠림현상이 심한 경우 ③ NCR이 300%이하로 자본여력이 충분하지 않을 경우 ④ 대주주의 자금지원가능성이 낮을 경우에는 신용등급 하락위험이 커질 것으로 판단하였다. NCR은 450% 이상일 경우 우수한 신용등급(회사채 AAA등급)을 유지하고, 350%이상일 경우 양호한 신용등급(회사채 AA등급), 250% 이상일 경우 무난한 신용등급(회사채 A), 150% 이상일 경우 불안한 신용등급(회사채 BBB), 100% 이상일 경우 위험한 신용등급(회사채 BB), 그 이하는 Default 위험등급(회사채 B등급)으로 분류하였다. <Table 8>을 살펴보면 2016년 기준 우발채무비율은 현대차투자증권을 제외하고는 자기자본 100%를 초과하고 있고, 메리츠종합금융증권은 281%로서 위험도가 높은 수준이다. NCR의 경우는 우수한 신용등급 기준인 450%이상은 메리츠종합금융증권만 유지하였고, 그 외 증권사는 모두 미치지 못

하고 있다. 자기자본의 경우도 메리츠종합금융증권을 제외하고는 1조원에 도달하지 못해 1,000억 이상의 PF우발채무가 발생하면 대체자본이 부족하여 유동성위험에 즉시 노출된다.

#### 4. NCR 민감도 분석

##### 4.1 분석방법

2016년 기준(Dart: 금융감독원 전자공시시스템)에 의하면 대형증권사의 NCR은 미래에셋대우(2,392%), NH투자증권(1,342%), 한국투자증권(1,603%), 삼성증권(1,601%), KB증권(1,496%)으로 NCR이 안정적이다. 이와 반면에 중소형증권사는 메리츠종합금융증권(690%), 교보증권(358%), 현대차투자증권(365%), 하이투자증권(409%), IBK투자증권(308%)으로 대형증권사에 비해 현저히 낮다. NCR 총 위험액은 3가지(시장위험액·신용위험액·운영위험액)로 구성되어 있는데, 부동산PF는 신용위험액으로 분류된다. 증권사 매입확약에 의한 부동산PF는 대출만기시점까지 상황이 이루어지지 않거나, 건설사 Default로 인해 기한이익 상실에 해당되면 증권사 자체자금으로 대출채권을 매입해야 한다. 증권사 매입확약 PF는 신용위험 값 산정기준이 보증금액(약정금액 포함)을 거래상대방별 위험 값에 곱한다. 금융감독원이 산정한 증권사 매입확약의 부동산PF 거래상대방별 위험 값은 <Table 9>

Table 7. Trend of credit rating of large Small and mid-sized brokerage firm (2012.01~2018.03)

Division	Year	Meritz Securities	Kyobo Securities	Hyundai Securities	High Investment Securities	IBK Investment Securities
Company stock	Max	AA-	A+	A+	A+	A+
	Min	A+	A+	A+	A	A+
	2018.03	AA-	A+	A+	A	A+
CP	Max	A1	A1	A1	A1	A1
	Min	A1	A1	A1	A2+	A1
	2018.03	A1	A1	A1	A2+	A1



Table 8. Financial status of large Small and mid-sized brokerage firm (2016)

(Unit: hundred million won)

Division	Largest shareholder	Business profit	Equity capital	PF contingent debt	Net operating Capital Ratio	Financial analysis
Meritz Securities	Meritz Financial Holding	1,999	17,746	281%	690%	Credit rating is good, but the ratio of PF contingent liabilities is significantly high
Kyobo Securities	Kyobo Life Insurance	440	7,447	126%	358%	Credit rating is good, but the ratio of PF contingent liabilities is significantly high and NCR is poor (low ratio of paid-in owned capital)
Hyundai Securities	Hyundai Motors	344	7,535	98%	365%	Credit rating is good, but NCR is poor (low ratio of paid-in owned capital)
High Investment Securities	Hyundai Mipo Dockyard	192	6,962	132%	351%	Credit rating is good, and the ratio of PF contingent liabilities is high and NCR is poor (low ratio of paid-in owned capital)
IBK Investment Securities	IBK Investment Securities	224	5,520	118%	308%	Credit rating is good, but the ratio of PF contingent liabilities is high and NCR is poor (low ratio of paid-in owned capital)

와 같이 건설사의 신용등급과 사업장별 금융구조에 따라 산정 비율이 다르다. 분양수입금 기준 대출금 대비 LTV (Loan To Value ratio) 비율이 낮고, 건설사의 신용상태가 양호하여 책임준공에 문제가 없을 경우는 건설사와 동일한 신용등급을 부여받는다. 사업장 신용등급은 exposure등급으로 평가되는데, 평가의 공정성을 높이기 위해 신용평가기관(한국신용평가·한국기업평가·NICE신용평가)이 등급을 산정하고, <Table 9>와 같은 산식으로 계산한다. 예를 들면 대우건설이 하남 미사지구 공동주택사업장의 공사를 위해 사업자금 800억을 36개월(3개월 단위 판매) 만기로 PF 매입확약을 체결하면 신용위험액은 32억(800억 × 4%)이 된다. 대우건설의 신용등급이 1단계 하락(회사채A- → BBB+)하면 신용위험액은 64억(800억 × 8%)으로 2배로 상승한다. 2018.03월 기준 A-(회사채)인 건설사는 대우건설·GS건설·SK건설인데 3개 건설사의 신용등급이 하락되면 증권사 신용위험 값은 2배로 상승한다.

본 연구는 증권사 건전성지표인 NCR이 2018년부터 발생될 수 있는 리스크(부동산규제강화·기준금리인상)로 인해 2016년 기준보다 낮아진다는 전제로 연구를 시작하였다. 이러한 근거 사유는 증권사 PF위험분석에서 언급하였듯이 대

형건설사의 신용등급이 하락될 가능성이 높고, 기 취급된 PF 사업장은 미분양 발생 위험이 예전보다 높기 때문이다. 이러한 불확실성은 중소형증권사가 취급한 PF가 만기상환지연 및 우발채무 현실화로 이어질 수 있다는 위험이 존재하여 중소형증권사의 유동성위험을 극복하기 위한 연구가 필요하다고 판단하였다.

분석기준은 2016년 금융감독원이 공시한 Dart(전자공시시스템)의 NCR자료를 활용하였다. <Table 10>과 같이 2016년 NCR을 활용한 이유는 2014~2015년에 정부가 부동산규제를 완화하고, 한국은행이 기준금리 인하하면서 PF 수익성이 향상되어 NCR이 크게 개선된 시기였다. 2018년부터는 이와 반대로 부동산규제가 강화되고, 기준금리가 인상되면서 PF 수익성이 낮아질 것으로 판단하였다. 이러한 판단은 중소형증권사 NCR 위험 값이 상승하여 2016년과 비교할 때 반대논리를 주장할 수 있기 때문이다. 본 연구의 분석방법은 PF위험 값을 객관적으로 산정할 수 없어 민감도에 의한 분석이 이루어졌다. PF위험 값 상승을 예상하여 1%씩 위험이 상승할 때마다 영업용순자본은 1% 하락하고, 총 위험액은 1% 상승한다는 기준을 정하였다. 이러한 민감도 결과는 금융감독원의 증권업 관리기준(적기시정조치·경영개선권고·경영개선요구)

Table 9. PF By transaction partner Risk value

The other party (Construction giant)	Company stock	3months	3~6months	6~9months	9~12months
Three corporations	AAA~AA-	1.6%	11.6%	21.6%	31.6%
Seven-corporate corporation	A+A-	4.0%	14.0%	24.0%	34.0%
-	BBB+~BBB-	8.0%	18.0%	28.0%	38.0%
-	BB+~B-	12.0%	22.0%	32.0%	42.0%
-	B- Less than	24.0%	34.0%	44.0%	54.0%
-	No class	12.0%	22.0%	32.0%	42.0%
Bankruptcy	Default	32.0%	42.0%	52.0%	62.0%

※ Sources: 2017 Year Financial Supervisory Service NCR Estimation standard A book of explanations

Three corporations: Samsung C&T·Hyundai Engineering &·Hyundai Engineering

Seven-corporate corporation: Daewoo Engineering &·Daerim Industrial Co·Posco Engineering &·GS Engineering &·Hyundai Development·Lotte Engineering &·SK Engineering &

Table 10. Small and mid-sized brokerage firm NCR Calculate

(Unit: One hundred million won )

Division	Meritz Securities	Kyobo Securities	Hyundai Securities	High Investment Securities	IBK Investment Securities
① Business net capital	12,523	6,326	6,762	6,611	5,053
② Total risk	3,232	1,457	2,115	1,915	1,129
③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
④ NCR(①-②)÷③×100	690%	358%	365%	409%	308%

※ Sources: Dart(Financial Supervisory Service Electronic disclosure system), 2016 Year Official data  
 Business net capital: Calculate by adding supplementary capital after deducting capital difficult to cash in from the net asset of a securities company(asset, debt)  
 ※ Total risk : (Market risk + Credit risk + Operating risk)  
 Capital maintenance: Sum of owned capital required for authorized business which a securities company operates in accordance with the article 19 of the Enforcement Decree of Capital Market Act

에 부합되는 기준치를 예상할 수 있었고, 신용평가기관의 신용평가 조정대상 결정기준도 예상할 수 있었다.

### 4.2 분석결과

금융감독원은 증권사가 순 자본비율이 낮아져 증권업을 운영하기 어렵다고 판단될 경우는 적용비율에 따라 적기시정 조치를 취할 수 있다. 금융감독원(2017년)이 발표한 NCR 적기시정조치기준은 경영개선권고기준(50%~100%미만), 경영개선요구는 순자본비율(0%~50%미만), 경영개선명령 순 자본비율(0%) 미만이다. <Table 12>의 NCR 민감도 분석결과는 <Table 11>과 같이 요약할 수 있다. ① 경영개선권고는 메리츠종합금융증권(58%), 교보증권(52%), 현대차투자증권(42%), 하이투자증권(46%), BK투자증권(49%) 변화 시 포함되는 것으로 분석되었다. ② 경영개선요구는 메리츠종합금융증권(63%), 교보증권(63%), 현대차투자증권(50%), 하이투자증권(54%), IBK투자증권(62%) 변화 시 포함되는 것으로 분석되었다. ③ 경영개선명령은 메리츠종합금융증권(68%), 교보증권(74%), 현대차투자증권(59%), 하이투자증권(62%), IBK투자증권(75%) 변화 시 포함되는 것으로 분석되었다. 박광식과 안나영(2016)은 증권업 신용평가기준에서 NCR이 300%이하 하락 시는 신용등급 조정대상에 포함된다고 판단하였다. <Table 11>의 분석 값과 같이 메리츠종합금융증권(37%), 교보증권(11%), 현대차투자증권(10%), 하이투자증권(16%), IBK투자증권(2%)과 같이 낮아지면 신용평가 조정대

상으로 분류된다. 이렇듯 중소형증권사의 NCR은 부동산시장 상황과 건설사 신용등급 변화에 따라 위험 값이 변하는 특징이 있어 2018년부터는 금융감독원의 체계적인 관리가 필요할 것으로 판단된다.

### 5. 결론

예전의 저축은행은 신용등급이 낮아 수신금리가 높은 관계로 안전자산보다는 수익성이 높은 PF대출에 집중하였다. 경영진의 독단적인 의사결정으로 내부통제가 이루어지지 않았고, 부동산시장이 하락국면으로 전환되자 건설사 Default가 발생하면서 BIS비율 하락에 따른 영업정지를 경험하였다. 저축은행 부동산 PF는 인허가 및 토지매입이 완료되지 않은 Bridge성 위주의 참여방식과 신용등급이 낮은 중견 건설사의 채무보증으로 인해 사업위험이 전반적으로 높았다. 증권사의 매입확약 PF는 발행과 동시에 착공이 가능하고, 신용등급이 우량한 대형건설사의 책임준공 의무가 있어 준공만 완료되면 담보가 충분하여 상황 안전성은 저축은행과는 많은 차이가 있다. 하지만, 2018.03월 기준 대형건설사의 재무제표가 불안정하고, 신용등급이 하락하고 있어 증권사의 매입확약으로 발행한 부동산 PF가 안정적이라 단정할 수 없다. 개발금융(Project Financing)은 건설사의 준공능력에 따라 대출금 상환여부가 결정되므로 투자여부를 결정하기 전에 가장 중요하게 판단하는 것이 건설사 신용등급이다. 5년 전만 해도 대기

Table 11. Criteria of the Financial Supervisory Service's corrective measure: a sensitivity analysis on the assumption of NCR Event of mid & small securities companies

Division	NCR Criteria	Meritz Securities	Kyobo Securities	Hyundai Securities	High Investment Securities	IBK Investment Securities
KoreaEnterpriseAssessmentSecuritiesbusiness Creditratingadjustmentcriteria	1. Credit rating adjustment target 300% Less than	37%	11%	10%	16%	2%
	2. Recommendation for management improvement	58%	52%	42%	46%	49%
	3. 50~100% Less than					
Financial Supervisory Service Timely corrective action	4. Management improvement request 0~50% Less than	63%	63%	50%	54%	62%
	5. Management improvement order 0% Less than	68%	74%	59%	62%	75%

Table 12. Credit rating criteria: a sensitivity analysis based on anticipation of NCR of mid & small securities companies going down

Range of accommodation		Meritz Securities	Kyobo Securities	Hyundai Securities	High Investment Securities	IBK Investment Securities
5%	① Business net capital	11,909	6,016	6,431	6,287	4,805
	② Total risk	3,397	1,531	2,223	2,013	1,187
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	632%	330%	330%	372%	284%
10%	① Business net capital	11,326	5,721	6,115	5,979	4,570
	② Total risk	3,570	1,609	2,336	2,115	1,247
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	576%	303%	297%	337%	260%
15%	① Business net capital	10,771	5,441	5,816	5,686	4,346
	② Total risk	3,752	1,692	2,455	2,223	1,311
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	521%	276%	264%	302%	238%
20%	① Business net capital	10,243	5,174	5,531	5,407	4,133
	② Total risk	3,944	1,778	2,581	2,337	1,378
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	468%	250%	232%	267%	216%
25%	① Business net capital	9,741	4,920	5,260	5,142	3,930
	② Total risk	4,145	1,869	2,712	2,456	1,448
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	416%	225%	200%	234%	195%
30%	① Business net capital	9,263	4,679	5,002	4,890	3,738
	② Total risk	4,356	1,964	2,851	2,581	1,522
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	365%	200%	169%	201%	174%
35%	① Business net capital	8,809	4,450	4,757	4,650	3,555
	② Total risk	4,578	2,064	2,996	2,713	1,599
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	314%	176%	138%	169%	153%
40%	① Business net capital	8,378	4,232	4,524	4,423	3,380
	② Total risk	4,812	2,169	3,149	2,851	1,681
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	265%	152%	108%	137%	133%
45%	① Business net capital	7,967	4,025	4,302	4,206	3,215
	② Total risk	5,057	2,280	3,310	2,997	1,767
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	216%	128%	78%	105%	113%
50%	① Business net capital	7,576	3,827	4,091	4,000	3,057
	② Total risk	5,315	2,396	3,478	3,149	1,857
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	168%	105%	48%	74%	94%
55%	① Business net capital	7,205	3,640	3,891	3,804	2,907
	② Total risk	5,587	2,518	3,656	3,310	1,952
	③ Capital maintenance	1,346	1,359	1,274	1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	120%	83%	18%	43%	75%
60%	① Business net capital	6,852	3,461		3,617	2,765
	② Total risk	5,872	2,647		3,479	2,051
	③ Capital maintenance	1,346	1,359		1,148	1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	73%	60%		12%	56%
65%	① Business net capital	6,516	3,292			2,629
	② Total risk	6,171	2,782			2,156
	③ Capital maintenance	1,346	1,359			1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$	26%	38%			37%
70%	① Business net capital		3,130			2,500
	② Total risk		2,924			2,266
	③ Capital maintenance		1,359			1,276
	④ $NCR(①-②) \div ③ \times 100$		15%			18%

업계열 대형건설사들은 경쟁하듯 금융권에서 PF대출을 받았지만, 신용등급도 낮아지는 은행이 PF대출을 제한하고 있다.

문재인정부가 들어서면서 부동산규제가 한층 강화되었다. 8.2부동산대책과 8.2후속대책은 금융권의 대출을 제한하고, 투기수요를 억제하는 등 예전보다 강한 조치로 해석된다. 또한, 재건축 안전진단 강화로 수도권중심의 재건축 신규 수주의 어려움이 예상된다. 2018.03월에 미국이 기준금리를 0.25% 인상하여 한국과 미국의 기준금리는 역전현상이 발생하였다. 2018년에는 미국이 3회 이상 기준금리를 인상할 계획이 있어 PF자금조달 환경은 불리한 상태이다. 시장변화에 민감한 부동산 PF는 부동산시장이 활성화 될 경우는 투자업종(건설업·증권업)의 성장을 촉진하지만, 이와 반대일 경우는 PF우발채무 현실화로 이어져 자산건전성이 하락될 가능성이 높다. 대형건설사 신용등급 하락과 부동산시장 위축으로 부동산 PF 위험이 상승하고 있는 상황에서 자본금 납입비율이 낮은 중소형증권사는 PF우발채무가 발생하면 유동성위기에 즉시 노출된다. 이러한 위기를 감안하면 금융감독원의 역할이 어느 때 보다도 중요하다고 판단된다.

본 연구는 중소형증권사 PF우발채무 위험에 대한 객관성을 높이기 위해 증권사 재무건전성 지표인 NCR (Net operating Capital Ratio)을 활용하였다. 대형증권사 위주의 시장개편이 예상되어 중소형증권사는 우량 IB에 대한 영입이 쉽지 않고, 부동산 PF는 대형건설사 신용등급 하락과 정부의 강력한 부동산규제 정책에 의해 미분양 증가로 NCR이 하락될 것으로 판단하였다. 이러한 위험을 나타하기 위해 본 연구는 부동산시장 활성화시기(2016년)의 NCR을 기준으로 부동산시장하락시기(2018년)를 예상한 민감도를 분석하였다. 메리츠종합금융증권은 NCR이 우수하지만, PF취급이 많아 미분양이 증가하고, 건설사의 신용등급이 하락될 경우는 NCR 위험 값이 상승할 것으로 판단된다. 그 외 증권사의 경우도 NCR 위험 값이 높아 2016년 보다 하락할 것으로 판단된다. NCR 하락위험에 따른 유동성위기를 벗어나기 위해서는 금융감독원의 선제적 역할이 중요하므로 본 연구는 금융감독원 입장에서 5개 항목의 관리방안을 제언하였다. ① 금융감독원이 권고한 현재 수준의 단계별 경영개선조치를 강화해야 한다. 경영개선권고 NCR은 100% 미만이다. 경영개선요구 NCR 50% 수준은 중소형증권사가 Default 위기에 직면한 수준으로 위기를 대비할 시간이 없다. 따라서 위기가 시작되는 시점으로 경영개선조치를 강화해야 한다. 이를 개선하기 위해 경영개선권고 NCR 200%, 경영개선요구 NCR 150%로 상승한다. ② PF우발채무의 경우는 자본금 대비 100%를 초과할 수 없도록 규정화한다. 중소형증권사의 경우 자본금대비 우발채무 비율이 높아 유사시 재무위험에 노출되고 있다. ③ 증권사가 그룹회사의 자금지원을 하지 못하도록 법제화한다. SK증권(SK건설), 현대차투자증권(현대건설), 한화투자증권

(한화건설), 하이투자증권(현대중공업) 등은 계열그룹에 자금을 지원한 경험이 있고, 그룹건설사를 지원할 경우 객관적인 심사가 이루어질 가능성이 낮아 부실 위험성이 높다. ④ 증권사의 부동산 PF 진행현황을 Dart에 공개한다. 분양률·공정률·공사비지급액·PF대출 잔액 등을 Dart에 공개하면 기관 투자자와 금융감독원이 PF우발채무를 사전에 파악하여 투자의 공정성을 높이고, 체계적인 관리가 이루어진다. ⑤ 은행과 같이 심사부서와 사후관리 부서를 분할하여 체계적인 관리가 이루어지도록 규정화한다. 중소형증권사는 인력 부족으로 심사역이 관리업무 역할도 병행하여 사후관리가 체계적이지 않다.

본 연구는 자본금 납입비율이 낮은 중소형증권사의 주요 매출액이 신용보강(매입확약) 형태의 부동산 PF가 많아 부동산시장 경색과 대형건설사 신용등급 하락 시는 PF우발채무 상승으로 유동성위험이 전위된다는 문제점을 인식하였다. 2017년도 기준의 금융감독원 관리지침은 2018년부터 발생할 수 있는 위험을 사전에 예측하지 못한데서 비롯된 조치라 판단된다. 금융감독원이 중소형증권사의 유동성위험을 사전에 대응하지 못할 경우는 예전의 저축은행 사태와 같이 재정적 피해는 곧 투자자의 몫이 된다. 금융감독원은 본 연구의 결론에서 도출된 5가지 항목을 주요 관리항목으로 지정하여 예전의 저축은행 사태와 같은 금융위기가 발생하지 않도록 효율적인 관리방안을 구축해야 한다.

## References

- Credit rating agency (Korea Credit Rating Corporation · Korea Enterprise Assessment · Nice Credit rating) Annual construction company and brokerage firm Corporate bond · CP Credit rating data.
- Choi, E. Y., and Ko, S. S. (2009). "The Effect of Actualization of Project Finance Contingent Liabilities on Construction Firms." *Journal of the Korean Association for Housing Policy Studies*, 17(2), pp. 75-94.
- Choi, E. Y. (2009). "Three Essays on PF Contingent Liability and Value of Construction Firm, A Ph.D on floating students." Studies at Konkuk University.
- Dart (Financial Supervisory Service Electronic disclosure system), (<http://dart.fss.or.kr>).
- Financial Services Commission (2017). "Enforcement Decree of the Capital Markets Act Press releaPress release relating to the designation of a general investment business operator and authorization of short-term financing business se."

- Financial Services Commission (2017). "Financial Market Act Enforcement Decree Press Data."
- Hong, J. P. (2017). "NICE Credit rating, Analysis of the direction of credit rating securities companies following expansion of interest risk and deepened enlargement."
- New York Office of International Financial Center (2018). "An Evaluation Report on the Outlook of Global Economy and the Result of Employment Indicator."
- Jun, J. B. (2016). "Impact of Capital Structure on Construction Firms, Contingent Liability in Real Estate Project Finance." *Journal of Korea Planning Association*, 48(6), pp. 181-198.
- Korean Construction Association (2017). "Year Priority of construction company credit rating." (<http://www.cak.or.kr>).
- Kim, N. H., Kim, H. J., and Choi, J. H. (2015). "Effects of the contingent liabilities caused by project financing on financial status of the Korean construction firms." *Korean Journal of Construction Engineering and Management*, KICEM, 16(6), pp. 84-91.
- Ko, S. S., and Choi, E. Y. (2008). "A Study on the Measurement of Contingent Liability of Construction Companies and Their Corporate Values." *The Korea Spatial Planning Review*, 59, pp. 189-202.
- Lee, Y. H. (2018). "A Study on the Effect and Improvement Direction of the Credit Rating of Large Construction Firms by the Reinforced Real Estate Regulations and the Raising of the Base Rate." *Korean Journal of Construction Engineering and Management*, KICEM, 19(1), pp. 90-102.
- Lee, Y. H. (2018). "Study on Management Plan of the Financial Supervisory Service According to Increase of Risk of Household Debts." *Korean Journal of Construction Engineering and Management*, KICEM, 19(2), pp. 96-106.
- Ministry of Land, Infrastructure and Transport (2017). "Plan to stabilize housing market through protection of actual demand and containing a short-term speculation demand."
- Moon, T. K. (2010). "The 3 C's in the Risk Analysis of Real Estate Development Financing, A Ph.D on floating students." Kangwon National University.
- Park, K. S., and Ahn, N. Y. (2016). "Appraisal method of securities business, Korea Enterprise Assessment."
- The Bank of Korea (2017). "Economic outlook report."

---

**요약 :** 2018년 부동산시장은 정부의 강력한 부동산규제에 따라 거래가 거의 이루어지지 않고 있고, 미국의 기준금리 인상에 따른 대출금리 상승으로 하락국면으로 접어들 가능성이 높다. 대형건설사는 주요 매출수익은 해외플랜트와 민간개발사업으로 나누어지는데, 해외플랜트사업은 예상치 못한 설계변경 및 공기지연으로 대규모 손실이 나타나 신용등급이 하락되는 어려움을 겪었다. 민간개발사업의 경우도 부동산시장이 하락국면으로 접어들고 있어 전체적인 사업리스크가 상승하고 있다. 중소형증권사의 경우 증권영업의 적자로 인해 수익을 만회하고자 PF시장에 적극적으로 참여하여 단기간에 많은 영업이익을 실현하였지만, 현재는 서울을 제외한 지역은 분양이 쉽지 않고, 대형건설사 재무상태도 양호하지 않아 기 취급된 PF유동화증권이 우발채무가 발생하면 유동성 위기에 직면할 수 있다. 예전의 저축은행 사태를 경험하였듯이 금융감독원의 선제적인 관리방안과 감독방향을 제시하여 위기를 극복해야 할 것이다.

**키워드 :** 중소형증권사 신용등급, 대형건설사 신용등급, PF우발채무, 부동산정책, 금융감독원 관리방향

---