

건설사업의 공급자 금융 현황과 발전 방안

2004. 11.

이 의 섭 · 정 재 호

한국건설산업연구원

< 차 례 >

요 약	i
I. 서 론	1
1. 연구의 배경과 목적	1
2. 연구 범위 및 구성	2
II. 선분양제와 후분양제의 금융체계에서의 의미	3
1. 주택 후분양제 추진 일정	3
2. 선분양제와 후분양제 비교	5
(1) 선분양제하의 주택 금융 체계	5
(2) 후분양제 전환의 주택 금융에서의 의미	6
(3) 후분양제하의 주택 금융 체계	7
III. 공급자 금융 관련 제도의 최근 변화	9
1. ABS 제도 도입	9
2. 은행부동산투자신탁 도입	10
3. 부동산투자회사의 도입	11
4. 프로젝트금융투자회사에 대해 법인세 비과세	14
5. 간접투자자산운용업법의 제정	16
(1) 도입 배경	16
(2) 주요 내용	16
(3) 건설사업의 공급자 금융에서의 의미	19
(4) 부동산펀드와 REITs의 비교	20
6. 요약	25
IV. 건설사업의 공급자 금융 현황	27
1. 간접금융 현황	27
(1) 예금은행	27
(2) 비통화 금융기관	27

(3) 전체 간접금융	7
2. 직접금융 현황	8
(1) 주식 발행	8
(2) 회사채 발행	8
(3) ABS 발행	9
3. 은행의 부동산투자신탁	30
4. 부동산투자회사	31
5. 부동산펀드	33
6. 프로젝트 파이낸싱 현황	35
(1) 은행권	35
(2) 보험업계	37
7. 국내 연기금의 직·간접 부동산 투자	38
V. 미국의 공급자 금융 형태	41
1. 공급자 금융의 기본 구조	41
2. 미국의 기업 형태	42
(1) 개인기업(sole proprietorship)	24
(2) C형 법인(C corporation)	24
(3) S형 법인(S corporation)	24
(4) 일반파트너쉽(general partnership)	24
(5) 유한책임파트너쉽(limited partnership)	34
(6) 유한책임회사(limited liability company)	44
3. 공급자 금융 대출	44
(1) 대출의 구분	4
(2) 자금의 원천	5
4. 사례: 시카고 Heller International Tower 프로젝트	7
(1) 프로젝트 개요	7
(2) 프로젝트 금융 구조	7
(3) 후지은행에서 파이낸싱을 결정하게 된 이유	9
5. 미국 공급자 금융의 특징	9

VI. 공급자 금융 발전 방안	51
1. 기본 방향	51
(1) 프로젝트 수익성에 근거한 자금 조달	51
(2) 투자자에게 다양한 투자 기회 제공	51
(3) 자본시장을 활용	52
2. 공급자 금융 발전 방안	52
(1) 유한책임파트너십(limited partnership) 제도의 도입	55
(2) 후순위 자본의 활용	56
(3) CMBS 제도 활성화	56
(4) 개발사업 관련 기관의 전문성 제고	58
(5) 건설산업 활성화를 위한 연기금 투자	58
VII. 결론	61
참고문헌	62
Abstract	65

< 표 차 례 >

<표 II- 1> 주택 후분양 추진 일정	5
<표 III- 1> 부동산투자회사법 주요 개정안 내용	8
<표 III- 2 > 간접투자자산운용업법의 주요 내용 및 파급효과	8
<표 III- 3> REITs와 부동산펀드 비교	2
<표 III- 4> 부동산펀드의 자산운용 대상 및 투자 한도	2
<표 IV- 1> 건설산업의 간접금융 조달 추이	2
<표 IV- 2> 건설기업의 직접금융 조달 추이	2
<표 IV- 3> 전체 ABS 발행추이	2
<표 IV- 4> 분양 대금 및 공사대금 ABS 발행액	3
<표 IV- 5> 부동산 신탁 수탁 규모 추이	3
<표 IV- 6> CR리츠의 현황	2
<표 IV- 7> 자산운용업의 시장규모주택 후분양 추진 일정	4
<표 IV- 8> 부동산펀드의 사례	4
<표 IV- 9> 국내 은행의 프로젝트 파이낸싱 실적 추이	3
<표 IV- 10> 부문별 프로젝트 파이낸싱 실적 추이	3
<표 IV- 11> 생명보험사의 프로젝트 파이낸싱 취급현황	3
<표 V- 1> 건설자금 대출의 금융기관별 규모 규모와 비중	4
<표 V- 2> 장기모기지대출의 금융기관별 규모 규모와 비중	4

< 그림 차례 >

<그림 II- 1> 선분양제하의 주택 금융 체계	6
<그림 II- 2> 후분양제하의 주택 공급 금융 체계	8
<그림 II- 3> 후분양제하의 주택 공급 금융 체계	8
<그림 III- 1> 부동산펀드와 관련된 주체와 역할	22
<그림 IV- 1> 주요 AMC 운용자산 규모 현황	3
<그림 V- 1> 공급자 금융의 기본 구조	11
<그림 V- 2> Heller International Tower 프로젝트의 금융 구조	84
<그림 VI-1> 법인과세와 파트너쉽 과세의 비교	5
<그림 VI-2> CMBS의 발행 구조	7

요약

제 I 장 서론

- 400조원(2004년 6월 말 현재)에 이르는 시중의 부동산자금이 존재하는 것은 경기 침체가 주된 원인이지만 금융 시스템에 문제가 있는지 점검할 필요성을 제기하고 있음.
- 주택 후분양제 도입은 주택 사업자가 주택 선분양제 하에서 주택 수분양자로부터 계약금이나 중도금으로 조달하던 건설비용의 자금 조달 수단 없어지는 것이므로 이를 대체하기 위한 대안 모색이 필요함.
- 따라서 건설 사업의 공급자 금융 현황을 살펴보고 발전 방안을 모색하고자 함.

제 II 장 선분양제와 후분양제의 금융체계에서의 의미

- 주택 분양 제도가 선분양제에서 후분양제로의 변화하는 것은 분양 시기가 변화하는 것 이외에 건설 사업에 관한 금융 체계가 변화하는 것임.
- 주택 분양 제도가 후분양제로 전환되면 선분양제 하에서 주택사업자가 제한적으로 공급받던 건설비용 전체를 금융기관으로부터 공급받는 구조와 개발업자와 지분투자자가 프로젝트회사를 만들고 건설자금을 금융기관으로부터 대출받는 구조가 될 것임.

제 III 장 공급자 금융 관련 제도의 최근 변화

- IMF 외환 위기 이후 금융 산업은 급속한 경험을 경험하였고 현재에도 변화가 진행되고 있음.

- 1998년 9월 「자산유동화에 관한 법률」을 제정하여 자산담보부증권 (ABS: Asset Backed Securities)제도가 도입되었음.
- 1998년 4월 「신탁업법」 시행령 개정으로 부동산투자신탁이 도입되었고, 2001년에는 「부동산투자회사법」을 제정하여 부동산투자회사 (REITs) 제도가 도입되었음.
- 그러나 기업구조조정 과정에서 발생하는 기업 소유 부동산의 원활한 처리를 통한 구조조정을 목적으로 하는 기업구조조정부동산투자회사 (CR-REITs)는 설립이 되었으나, 법인세 혜택을 받지 못하는 일반 REITs는 설립되지 못하였음.
- 따라서 정부는 이러한 문제를 해결하기 위해 「부동산투자회사법」의 개정을 추진하고 있음.
- 한편 2004년 1월에는 「법인세법」을 개정하여 명목회사형태의 프로젝트금융을 위한 회사에 대해 일정 요건을 갖춘 경우에 법인세를 비과세하는 조치를 하였음.
- 가장 최근의 중요한 변화는 2003년 10월 국회를 통과하여 2004년 4월 부터 시행된 「간접투자자산운용업법」의 제정임.
- 이 법은 종전의 금융기관별로 적용되던 개별법을 하나로 통합하여 기능적 규제를 수행하고 간접투자자산운용업 간의 공정한 경쟁을 유도하며 투자자 보호를 강화하고자 하는 목적이 있음.
- 「간접투자자산운용업법」의 제정이 건설사업과 관련하여 의미를 갖는 것은 투자가능 자산에 부동산을 포함하여 그 동안 부동산에 투자하지 못했던 투자신탁운용회사, 은행, 보험사, 종합금융회사 등도 부동산펀드 설립이 가능하게 되었기 때문임.

- 「간접투자자산운용업법」은 사모 부동산 간접투자 기구를 인정하고 공모형에 비해 상대적으로 완화된 규제를 적용하여 사모 부동산 펀드가 활성화될 수 있게 되었음.

제IV장 건설사업의 공급자 금융 현황

- 건설업체가 간접금융으로 예금은행과 비통화 금융기관 전체에서 대출받은 잔액은 IMF 이후 2001년까지 감소하다가 2002년 이후 증가 추세에 있음.
- 주식시장을 통한 직접금융 조달은 2003년의 국내 건설 경기 호황과 이라크 전후 복구사업에 대한 기대 등으로 건설업종 주가가 호조를 보였으나, 주식시장을 통한 자금 조달은 변동 폭이 매우 커서 안정적이 못한 특징이 있음.
- 2003년 회사채 발행을 통한 건설산업의 직접금융 조달은 전산업 대비 1.5%에 불과하여 건설업체의 낮은 신용등급 때문에 일반 회사채 발행이 어려웠던 것으로 판단됨.
- 건설업체 및 개발업자는 1999년 현대산업개발이 분양 대금 채권을 기초 자산으로 ABS를 발행한 이래 총 3조 4,131억원의 자금을 ABS를 발행하여 조달하였음.
- 최근 은행의 부동산투자신탁 규모가 지속적으로 감소하고 있으며 이는 은행들이 신탁 계정이 아닌 은행 계정으로 수익성이 좋은 프로젝트파이낸싱에 치중하고 있는 데 기인한 것으로 보임.

- 2004년 6월 말 현재 7개의 상장 CR REITs와 2개의 비상장 CR REITs 등 총 9개의 CR REITs의 총자산 규모는 1조 2,900억원으로 자본금 규모는 7,500억원임.
- 「간접투자자산운용업법」에 의한 부동산펀드는 2004년 6월 7일 현재 맵스프런티어 부동산 펀드의 450억원 규모를 시작으로 계속 증가할 것으로 예상됨.
- 2000년 1조 2,927억원 규모였던 은행권의 프로젝트 파이낸싱은 2003년 상반기만 3조 3,386억원 규모를 기록하였음.
- 보험업계의 프로젝트 파이낸싱은 대형 생명보험사들을 중심으로 투자가 증가되어 왔으나 최근의 부동산침체에 따른 투자 기피현상이 예상됨.
- 연기금의 직접적인 부동산 투자는 2000년 말 기준으로 전체 57개 연기금이 275조 8,961억원임. 기획예산처의 「2005년도 기금운용계획안」에 따르면 37개 사업성 기금을 장기 공공임대주택 건설 지원 등 경기활성화를 위해 금년보다 7.4% 증가한 자금을 운용할 계획임.

제 V 장 미국의 공급자 금융 형태

- 미국의 공급자 금융의 일반적인 형태는 개발업자가 지주 또는 투자자와 함께 프로젝트회사(project company)를 설립하여 부동산 개발에 필요한 일정한 자기자본을 확보하고 금융기관으로부터 대출을 받아 개발사업을 수행함.
- 프로젝트회사는 유한책임 파트너십(limited partnership)의 형태를 갖는 것이 일반적임.

- 부동산 개발 금융의 유한책임 파트너십은 개발업자가 무한책임 파트너 (general partner)가 되고, 다른 투자자들은 유한책임 파트너(limited partner)가 되는 구조임.
- 프로젝트회사를 설립하여 자기 자본금을 확보한 후 추가 비용은 금융기관으로부터 건설자금대출(construction loan, interim loan)을 이용하여 건설비용을 조달하고 건축물이 완성되면 건설자금대출은 장기모기지대출(permanent loan, mortgage loan)로 전환되는 구조가 일반적임.

제VI장 공급자 금융 활성화 방안

- 첫째, 건설사업을 위한 공급자 금융 발전을 위해 미국 등에서 프로젝트 회사로 자주 이용되는 유한 책임파트너십(limited partnership) 제도를 도입하여야 함.
- 유한책임 파트너십제도란 투자자를 무한책임 파트너(general partner)와 유한책임 파트너(limited partner)로 구분하는 파트너십 제도임.
- 무한책임 파트너(general partner)는 파트너십 경영을 하고 파트너십 부채에 대해서 무한책임을 부담하고, 유한책임 파트너는 파트너십의 부채에 대해서 이미 투자한 투자액과 미리 약정한 금액의 한도 내에서만 책임을 지고 무한책임파트너에 대한 신뢰를 바탕으로 투자하는 기업 형태임.
 - 유한책임 파트너십 제도를 도입하면 파트너십이 프로젝트기업(project company) 역할을 할 수 있음. 즉, 주택사업자 등 개발업자가 유한책임파트너가 되고, 투자자들은 무한책임 파트너가 됨.
 - 파트너십의 손실을 각 파트너에게 배분하여 파트너의 다른 소득과 상계가 가능하므로 유한책임 파트너로서 참여하는 투자자에게 위험을 분산시킬 수 있는 투자 수단이 되므로 부동산 개발 사업이나 벤처기업의 투자활성화에 기여할 수 있음.

- 유한책임 파트너십제도를 도입하여 프로젝트회사로 할 경우 프로젝트회사의 주택사업자 등록 문제를 해결할 수 있는 장점이 있음.
 - 우리나라의 법인세 비과세는 명목회사에 한해서 배당금액에 대한 법인세를 비과세할 수 있다는 인식이 있음.
 - 따라서 프로젝트회사의 배당금에 대해서 법인세 소득 공제를 받기 위해서는 프로젝트 회사가 명목회사가 되어야 하고, 한편 주택사업자가 하자보수책임 등을 부담하기 위해서는 실체회사가 되어야 한다는 인식의 차이를 해결할 수 있음.
- 주택개발사업 등 부동산 개발 사업과 벤처기업 등에 특별법 형태로 유한책임 파트너십제도를 도입할 필요성이 있음.
 - 2001년 국회에서 논의되었던 같은 「프로젝트투자금융회사법」의 논의를 발전시켜 주식회사 형태가 아닌 유한책임 파트너십제도를 근간으로 하는 「프로젝트회사법」을 제정하는 것이 하나의 대안이 될 수 있음.
 - 둘째, 개발사업에 대한 참여자의 적절한 위험분담, 분담정도에 따른 개발이익 보장과 투자자의 다양한 선택권 부여를 위해서 지분(equity)과 부채(debt)의 중간 성격의 재원인 후순위 자본(mezzanine capital)의 활용이 필요함.
 - 셋째, 오피스, 호텔, 쇼핑센터 등 상업용 건축물에 담보된 부채를 조기에 장기모기지론화할 수 있는 CMBS 제도의 활성화가 요구됨.
 - 넷째, 자산운용사, 부동산컨설팅사, 투자자문사, 부동산 정보업체 등 건설사업 관련이 있는 기관의 전문성을 제고하여야 함.
 - 다섯째, 건설 개발사업의 자금조달원으로 연기금의 투자가 활성화되어야 하고, 이를 위해 SOC 부문에 대한 투자뿐만 아니라 일부 대형 민간사업 부문에 프로젝트 파이낸싱 형태나 지주공동사업 형태로 투자하는 방안을 강구하여야 함.

제1장 서론

1. 연구의 배경과 목적

IMF 외환 위기 이후 국내 금융 산업은 단기간에 급속한 변화를 경험하였고 현재에도 변화가 진행되고 있다. 이 중 건설 금융과 관련된 변화로는 「자산유동화에 관한 법률」(이하 자산유동화법), 「부동산투자회사법」, 「주택저당채권유동화회사법」을 제정하여 본격적으로 부동산 금융 시스템을 국내에 도입하게 되었다.

특히, 최근에는 「간접투자자산운용법」이 제정되어 금융 시장에서 건설사업의 공급자가 이용할 수 있는 자금 조달 수단이 증가하게 되었다.¹⁾ 그러나 아직도 시중에는 많은 부동산 자금이 투자처를 찾지 못하고 있는 실정이다. 보통 부동산 자금은 은행권의 요구불 예금, 수시입출식 예금, CD(양도성 예금증서), RP(환매조건부채권), 표지어음을 합한 단기 시장성 수신과 제2금융권의 단기채권투자신탁, MMF(머니마켓펀드), 고객예탁금을 합한 것으로 정의되며, 2004년 6월 말 현재 400조원에 이르고 있다. 이와 같이 많은 부동산 자금이 투자처를 찾지 못하는 것은 경기 침체가 주된 원인이지만, 금융 시스템에 문제가 있는 것이 원인이 될 수도 있다. 따라서 건설관련 금융 시스템을 점검하여 문제점이 존재하면 개선할 필요성이 제기된다.

한편, 정부는 투기 억제 및 소비자 보호를 위하여 주택 후분양제 도입을 추진하고 있다. 현재 주택사업자는 주택 건설비용을 주택 선분양 제도에 의존하고 있다. 선분양 제도 하에서는 주택건설 비용의 80% 정도가 수요자로부터 계약금이나 중도금 형태로 조달되고 있다. 후분양제가 시행되면 계약금이나 중도금으로 조달되던 건설비용의 자금 조달 수단이 없어지는 것이므로 이를 대체하기 위한 대안을 찾아야 하며 이를 위해 금융 제도에 문제가 있으면 정비가 필요하다.

그러므로 본 연구는 주택 개발 사업 등 건설 사업의 공급자 금융 현황을 체계적으로 살펴보고, 건설 사업의 공급자 금융과 관련된 제도적인 문제점을 발굴하여 개선 방안을 제시하고자 한다.

1) 「간접투자자산운용법」은 2003년 10월 4일 국회를 통과하여 2004년 4월부터 시행되었고, 2004년 10월 5일에 개정되었다.

2. 연구의 범위 및 구성

건설사업의 공급자 금융이란 건설업자 또는 개발업자가 건축물을 임대 또는 분양하기 위하여 토지 매입, 건축물 건설 등에 필요한 자금을 조달하는 것으로 정의하기로 한다. 이에 반해 수요자 금융이란 건축물을 분양받거나 임대받는 자가 분양 대금 또는 임대 자금을 조달하는 것으로 정의할 수 있다. 물론 건설사업의 공급자 금융과 수요자 금융 모두 궁극적으로는 토지를 구입하는 비용과 건축물을 건설하는 비용에 대부분 사용된다. 그러나 직접적으로 건설사업의 공급자(건설사업 시행자 또는 건설업자)가 자금을 조달하는 것이면 공급자 금융이라고 정의하고, 건축물의 수요자(건축물을 분양받는 수분양자 또는 건축물을 임대받는 임차인)가 자금을 조달하는 것이면 수요자 금융으로 정의한다.

건설기업이 도급 공사만을 수행하면 외부 자금 조달의 필요성은 크지 않다. 공공공사 주주 사업의 경우 건설업체의 자금 부담 규모는 정산되지 않은 기성분으로 최고 3개월 정도의 공사에 필요한 자금이지만, 공사비의 20% 이상을 공공 발주기관이 선금으로 지급하는 경우가 많기 때문에 자금 부담규모는 매우 적다. 따라서 본 연구의 범위는 단순 도급 공사는 제외하고 주택 분양 사업을 포함한 부동산 개발 사업에 한정하기로 한다.²⁾³⁾

본 보고서는 제2장에서 주택 분양 제도가 선분양에서 후분양으로 전환하는 것이 금융 체계에서 어떤 의미를 지니는지 살펴보고, 제3장에서 IMF 외환 위기 이후의 금융 제도의 변화를 살펴본다.

제4장에서는 우리나라의 건설사업의 공급자 금융 현황을 살펴보고, 제5장에서는 금융 제도가 가장 효율적으로 운용되고 있다고 평가되는 미국의 공급자 금융 형태를 살펴본다.

그리고 제6장에서는 공급자 금융을 발전시킬 수 있는 방안을 제시하고 제7장에서 결론을 제시한다.

2) 건설사업의 공급자 금융에 관한 건설산업연구원의 선행 연구로는 다음과 같은 것이 있다. 「건설업 금융 실태와 개선 방안」(이의섭·김민형, 2001년)은 ABS 발행시 부동산투자회사의 법인세 문제, 국민연금의 SOC 민간투자사업 등의 투자 허용 문제, 금융기관의 프로젝트 심사 능력 제고 등을 제시한 연구이고, 「부동산 금융 환경의 변화와 새로운 건설금융 방안」(왕세중·신창득·서후석, 2001년)은 건설 금융의 일환으로 공사할부채권 및 건설미분양분의 증권화 방안을 제시한 연구보고서이다. 「주택공급체계의 국내외 비교 분석」(김현아·김혜원, 2004년 4월)은 주택공급체계 일부로 주택금융을 논의하였으나, MBS 등 주택 수요 금융에 국한하고 있다.

3) 한편, SOC 민간투자사업은 이미 연구가 많이 되어 본 연구에서는 제외하기로 한다. SOC 민간투자사업과 관련한 건설산업연구원의 기존 연구로는 「SOC 민간투자사업의 투자활성화 방안 연구」(왕세중, 2003. 12), 「SOC 민간투자사업의 금융조달 원활화 방안」(왕세중, 2002. 4.) 등이 있다.

제2장

선분양제와 후분양제의 금융체계에서의 의미

주택 분양 제도가 선분양제에서 후분양제로 변화하는 것은 단순한 분양 시기의 변화뿐만 아니라 주택 금융 체계 변화를 의미한다. 본장에서는 주택 분양 제도가 선분양제에서 후분양제로 변화하는데 따른 주택 금융상의 의미를 살펴보기로 한다. 우선 정부가 계획하고 있는 주택 후분양제의 추진 일정을 살펴보고 선분양제와 후분양제의 금융 체계에서의 의미를 살펴보기로 한다.

1. 주택 후분양제 추진 일정

정부는 주택 선분양제가 여러 가지 폐해를 야기한다고 판단하고 주택 후분양제 도입을 추진하고 있다. 즉, 주택 선분양제가 ① 투기적 수요를 부추기고, ② 소비자들이 주택의 질을 확인하지 못한 채 주택을 구입해야 하며, ③ 소비자들이 주택사업자의 사업위험을 부담하고, ④ 소비자들의 선택 폭을 제한하는 불합리한 점이 있다고 보고, 후분양제의 도입을 추진하고 있다.

건설교통부가 국무회의 보고를 거쳐 2004년 2월 3일 발표한 주택 후분양제 추진 계획은 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 공공부문은 2004년부터 후분양 시범 사업을 우선 시행하고, 2007년부터 단계별로 분양 공정률을 높여나가 2011년에는 공공부문 전체 사업장에서 80% 공중이 이루어진 후에 분양한다.

둘째, 민간부문에서는 민간사업자가 주택을 후분양할 경우 국민주택기금을 우대 지원하고 공공 택지를 우선 공급하는 등의 인센티브를 제공하여 자율적인 주택 후분양제를 유도한다.

셋째, 초기 선도 단계(2003년~2006년)에는 주택공사 및 수도권 지자체에서 공급하는 주택 단지 중에서 2004년에서 2006년까지 매년 시범 지역을 선정하여 주택 후분양제를 시행한다.

넷째, 2004년부터 국민주택기금(60~85m²)을 우대 지원하는 대상 공정률을 단계별로 높이고 2006년부터 선분양은 국민주택기금 지원을 중단한다. 즉, 2004년 기금 우대 지원 공정률 40%에서 2005년 60%, 2006년 80%로 상향 조정한다.

다섯째, 주택 후분양제 활성화 단계(2007~2011)에서는 공공부문에서는 점진적으로 주택 후분양을 의무화하고, 민간부문에서는 후분양하는 경우에 공공 택지를 우선 공급한다.

여섯째, 2007년부터 공정률을 높여 2011년에는 주택공사 및 수도권 지자체가 공급하는 물량은 모두 80% 공정률 이상에서 분양한다. 분양 허용 공정률 수준을 2007년 40%, 2009년 60%, 2011년 80%로 상향 조정한다.

일곱째, 2007년부터 일정한 공정률에 달한 후 분양하는 업체에 대해서는 공공 택지를 우선 공급하여 주택 후분양제 전환을 촉진한다. 택지 우선 공급 공정률 수준은 2007년 40%, 2009년 60%, 2011년 80%로 상향 조정한다.

여덟째, 2012년 이후 정착단계에서는 주택 후분양에 대한 소비자 선호도를 높이고 프로젝트 파이낸싱 제도를 정착시켜 자율적인 후분양을 유도한다(< 표 II-1 > 참조).

<표 II-1> 주택 후분양 추진 일정

구분	2004 년	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	2012	비고
공공 부분	시범단지 (의무화)	←→								80% 공정후 분양
	전체 사업장 (의무화)			←→						40% 공정후 분양
						←→				60% 공정후 분양
							←→			80% 공정후 분양
기금 지원 민간 부분	60~85㎡ 중형분양 (의무화)	←→								40% 공정후 분양
			←→							60% 공정후 분양
				←→						
공공 택지 지원 민간 부분	60㎡ 이하 소형분양 (업체자율)	←→								40% 공정후 분양 (기금 우대지원)
			←→							40% 공정후 분양 (기금 우대지원)
				←→						
공공 택지 내 모든 업체 (업체자율)	공공택지 내 모든 업체 (업체자율)			←→						40% 공정후 분양 (택지 우선공급)
						←→				60% 공정후 분양 (택지 우선공급)
								←→		80% 공정후 분양 (택지 우선공급)

자료: 건설교통부 보도자료, '아파트 후분양 활성화 방안 확정', 2004. 2. 3.

2. 선분양제와 후분양제의 금융 체계에서의 비교

(1) 선분양제하의 주택 금융 체계

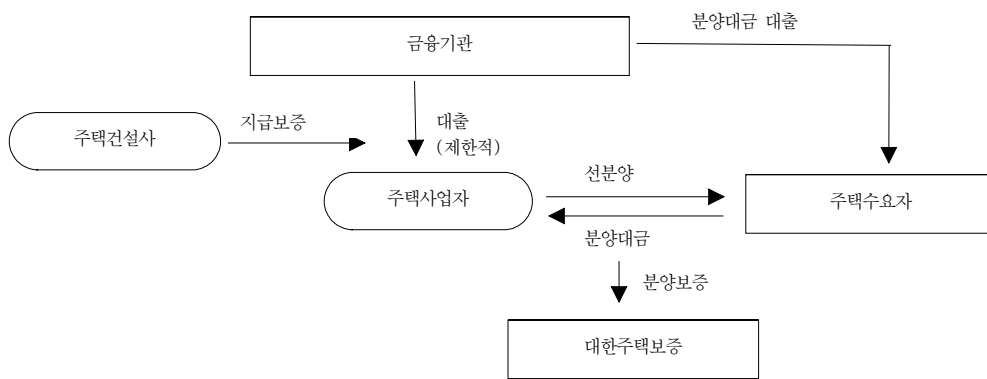
주택 선분양제 하의 주택 공급 금융 체계는 주택사업자가 주택수요자(수분양자)로부터 계약금과 중도금의 형태로 선분양 대금을 받아 주택을 건설하고 완성된 주택을 주택수요자(수

분양자에게 이전시키는 방식이다. 민간 금융기관이 일부 건설자금을 주택건설업자에게 제공하는 것은 하나 매우 제한적이다(<그림 II- 1> 참조).

금융기관은 수분양자에게 분양대금을 대출해주고, 수분양자는 이를 주택사업자에게 계약금 및 중도금 형태로 건설 자금을 제공하고 있다. 즉, 주택 수요자 금융으로 주택 사업자가 주택 건설 자금을 조달하는 형태이다.

이 경우 수분양자가 계약금 및 중도금 형태로 주택사업자에게 제공하는 분양대금의 회수(주택이 완성되어 소유권을 확보할 수 있는지) 여부가 불확실하여 대한주택보증(주)이 분양보증을 제공한다.

<그림 II- 1> 선분양제하의 주택 금융 체계



(2) 후분양제의 주택 금융에서의 의미

주택 분양 제도가 선분양제에서 후분양제로 변화하는 제도 변화가 주택 금융에서 갖는 의미는 다음과 같이 분석할 수 있다.

첫째, 주택 분양 제도가 선분양제에서 후분양제로 변화하면 선분양제 하에서 주택수요자로부터 계약금 및 중도금 형태로 제공받던 주택사업자의 건설 자금원이 없어지는 것이다. 따라서 주택사업자는 주택 건설비용을 주택사업자 스스로 조달하여야 한다. 즉, 주택 건설 비용을 공급자 금융 형태로 조달하여야 한다.

이 경우 신용이 높은 주택사업자는 기업 스스로의 신용으로 주택건설 자금을 조달할 수 있으나, 그렇지 않은 주택사업자는 건설자금을 조달할 수 없을 것이다. 따라서 주택공급자

금융이 원활하게 이루어질 수 있는 방안을 모색하여야 한다.

둘째, 주택 분양 제도가 선분양제에서 후분양제로 전환되면 주택사업자의 사업 위험 (business risk)이 증가하여 자금 조달 비용이 증가할 가능성이 높다. 선분양제하에서는 주택을 건설하기 이전에 분양률이 저조하면 주택 사업을 포기할 수도 있으나 후분양제하에서는 주택을 건설하고 분양이 되지 않으면 치명적일 수 있다.

(3) 후분양제하의 주택 금융 체계

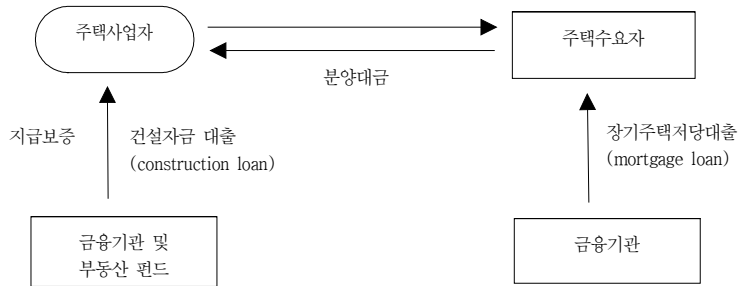
주택 분양 제도가 선분양제에서 후분양제로 전환되면 주택 금융 체계는 수요자로부터 계약금이나 중도금으로 공급받던 건설자금원이 없어지므로 다음과 같은 두 가지 구조를 생각할 수 있다.

첫째, 선분양제하에서 제한적으로 금융기관으로부터 공급받던 건설비용을 금융기관으로부터 완전히 공급받는 구조이다(<그림 II- 2> 참조).

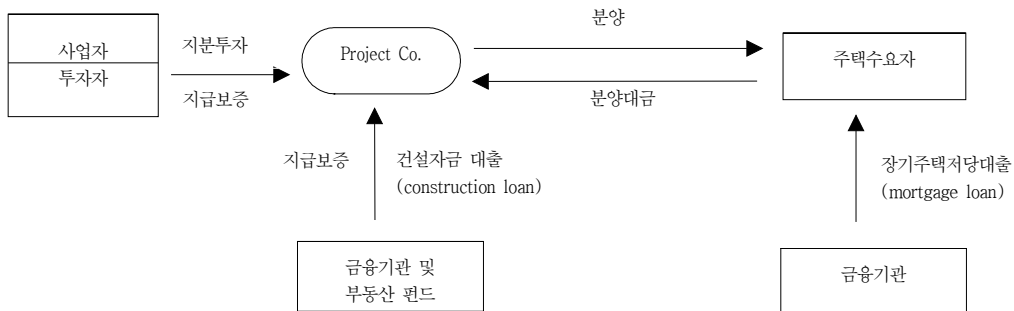
둘째, 후분양제하의 공급자 금융 체계는 주택사업자 등 개발업자와 투자자가 지분투자를 하여 프로젝트회사를 만들고 금융기관으로부터 건설자금을 대출하여(construction loan) 건축물을 완성하는 구조를 가질 것이다(<그림 II- 3> 참조).

따라서, 건설사업의 공급자 금융의 활성화 방안도 이 두 가지 구조를 염두에 두고 모색되어야 할 것이다.

<그림 II- 2> 후분양제하의 주택 공급 금융 체계
(프로젝트회사를 설립하지 않는 경우)



<그림 II- 3> 후분양제하의 주택 공급 금융 체계
(프로젝트회사를 설립하는 경우)



제3장

공급자 금융 관련 제도의 최근 변화

IMF 외환 위기는 금융 제도의 급격한 변화를 가져왔다. 본장에서는 이러한 금융 제도의 변화 중 건설사업의 공급자 금융과 관련된 제도 변화를 살펴보고 이들이 건설사업의 공급자 금융에서 어떠한 의미를 갖는지를 평가하고자 한다. 건설사업의 공급자 금융이란 건설업자 또는 개발업자가 건축물을 임대 또는 분양하기 위하여 토지 매입 및 건축물 건설 등에 필요한 자금을 조달하는 것을 의미한다.

1. ABS 제도 도입

정부는 1998년 9월 「자산유동화에 관한 법률」을 제정하여 자산담보부증권(ABS : Asset Backed Securities, 이하 ABS) 제도를 도입하였다.⁴⁾ ABS 제도란 금융기관 또는 기업이 보유하고 있는 자산을 담보로 하여 증권을 발행하고 매각하여 자금을 조달하는 금융 방법을 의미한다. ABS 제도의 도입 당시 정부의 목적은 금융기관의 부실 채권을 유동화하여 원활히 처리하고 주택 수요자 금융을 활성화시키는 것이었다.

ABS 제도를 이용하면 사업주의 신용이 낮은 경우에도 자금을 조달할 수 있고, 부외금융(off-balance sheet finance) 이점이 있어 건설업자가 자금조달 방식으로 이용하였다. 부외금융 이점이란 현재 보유하고 있는 자산(예를 들어 확정채권인 분양대금 채권 등)을 기초로 ABS를 발행하는 경우에는 해당 자산이 감소하고 현금자산이 증가하는 것으로 회계 처리하여 대차대조표의 부채에는 영향을 미치지 않는 것을 의미한다. 1999년 현대산업개발이 분양대금 채권을 기초 자산으로 하여 ABS를 발행한 이래 2003년까지 건설업체 및 개발업자들은 3조 4,131억원의 자금을 조달하였다.

ABS 제도가 건설사업의 공급자 금융에 있어 갖는 의미는 주택사업자가 주택 사업 프로젝트별로 보유하고 있는 자산(예를 들어, 분양대금 채권)을 유동화시켜 건설 자금의 일부를 프로젝트 단위별로 조달하는 방안을 제공하였다는 점에서 의의가 있다.

4) 1999년 「주택저당채권유동화회사법」을 제정하여 ABS의 일종인 주택저당채권담보부증권(MBS : Mortgage Backed Securities, 이하 MBS) 제도를 도입하였다. 그러나 MBS는 수요자 금융의 방법이므로 여기서는 논의하지 않기로 한다.

2. 은행부동산투자신탁 도입

은행부동산투자신탁은 외환위기 이후 금융 자율화 일환으로 도입되었다. 1998년 4월 「신탁업법」 시행령의 개정으로 도입 근거가 마련되었고 동년 11월 신탁업 감독규정 개정시 부동산투자신탁(신탁형)제도가 확정되었다. 2000년 들어 당시 국민은행에서 130억원 규모의 1호 펀드가 조성·판매되었고 부동산간접투자에 대한 관심 고조 및 정기에금금리보다 높은 수익률로 빠른 성장을 하였다.

부동산투자신탁은 부동산 및 부동산 관련 유가 증권에 전문적으로 투자하는 금전신탁 상품의 일종으로서 고객들로부터 금전을 위탁받아 부동산과 부동산 관련 유가증권에 투자한 다음 그 이익금을 투자자들에게 배당한다. 금전신탁업무를 취급할 수 있는 신탁겸업은행에 한하여 상품의 판매가 가능하고 신탁계정을 근간으로 발행되는 수익증권의 형태를 갖추고 있다.

자산운용은 부동산 및 부동산 관련 유가증권 등에 운용하게 되어 있는데 현재는 대부분 아파트 개발사업에 대출하는 방식으로 운용되어 아파트를 건설하여 분양하는 시행사의 입장에서 보면 아파트 분양사업이라는 사업성에 기초한 프로젝트 파이낸싱으로 볼 수 있다.

이처럼 부동산투자신탁의 자산운용이 아파트 분양개발 사업에 집중되어 있는 것은 신탁계정 설정기관인 은행이 부동산 투자 및 개발업무에 경험이 부족하여 상대적으로 위험요소가 적게 보이는 아파트 분양개발 사업에 대출을 해주는 보수적 태도를 견지하고 있기 때문인 것으로 분석되고 있다. 2002년 11월 말 현재 93개의 펀드에 1조 2,173 억원의 투자가 이루어져 펀드 1개당 약 138억원의 투자가 이루어지고 있다.

은행권부동산투자신탁의 80% 이상 시장점유를 하고 있는 빅3(산업은행, 국민은행, 우리은행)를 포함한 은행권에서는 정부의 부동산 규제로 인한 부동산개발사업이 활성화가 되지 않아 은행권의 부동산투자신탁에 대한 위축된 자세를 보이며 시장 상황을 관망하고 있다.

최근에는 ABS의 발행이 매우 활발해지면서 부동산 ABS에 투자하는 펀드도 많이 생겨나고 있는데 펀드당 투자규모를 살펴보면 아파트 분양 등 부동산개발투자펀드는 펀드당 115억원이 투자되고 있고, 부동산 ABS 투자는 펀드당 178억원이 투자되어 상대적으로 투자위험이 적은 ABS 투자펀드의 규모가 50%이상 크게 나타나고 있다. ABS 투자 펀드가 투자하는 ABS 역시 아파트 개발시행을 목적으로 하는 특수목적회사(SPC : Special Purpose Company)가 발행하는 경우가 대부분이어서 자산운용이 아파트 분양개발에 치우쳐 있다.

3. 부동산투자회사의 도입

IMF 외환위기 이후 기업구조조정 촉진과 부동산 가격 폭락에 대응하기 위하여 부동산의 증권화 방안이 모색되는 가운데 도입된 각종 제도적 장치 중 하나가 부동산투자회사(REITs: Real Estate Investment Trusts, 이하 REITs라 함)이다. 1998년 도입된 ABS와 1999년 도입된 MBS에 이어 2001년 4월 「부동산투자회사법」을 제정하여 REITs 제도가 법제화되었다.

REITs는 다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산 및 부동산 관련 유가증권에 투자하여 그 수익을 주주에게 배분하는 것을 목적으로 설립하는 회사이다. 유가증권이 투자 대상인 증권투자회사(mutual fund)와 비슷하며 단지 투자 대상이 부동산 또는 부동산 관련 증권이라는 것이 다르다. REITs는 일반 국민이 부동산에 투자할 수 있는 기회를 확대하고 건전한 부동산 투자를 활성화하는 것이 제도 도입의 목적이다.

외국의 REITs 설립 구조는 신탁형과 회사형으로 구분된다. 신탁형은 자산의 위탁자와 위탁자의 자산을 관리하는 수탁자의 계약에 따라 발행되는 수익증권(beneficiary certificate)을 수익자가 취득하는 형식이며, 회사형은 부동산 전문가가 일반투자자로부터 자금을 모아 회사를 조직하고 일반투자자는 회사 주식(stock)을 받는 주주로 참여하는 형태이다.

「부동산투자회사법」에 의한 우리나라 부동산투자회사는 회사형(상법상 주식회사)으로만 설립되어야 한다. 따라서 「부동산투자회사법」에 의한 REITs는 투자자들이 출자한 재원을 바탕으로 부동산과 관련된 각종 사업을 통하여 수익을 창출하는 구조를 가진 주식회사이다.

REITs는 스폰서(발기인)의 출자에서 출발하여 일반투자자를 대상으로 모집을 거쳐 자본금 500억원 이상을 갖추면 주식회사 형태로 설립한다. 조성된 자금을 사용하여 부동산의 취득, 관리, 개량 및 처분, 임대차를 통하여 수익을 창출한다.

한편, 기업구조조정 과정에서 발생하는 기업 소유 부동산의 원활한 처리를 통하여 구조조정을 촉진시킬 목적으로 기업구조조정부동산투자회사(CR-REITs : Corporation Restructuring REITs : 이하 CR-REITs) 제도가 도입되어 있으며, CR-REITs에 대해서는 일반 REITs에 비하여 여러 가지 혜택이 주어졌다. 따라서 일반 REITs는 CR-REITs에 비하여 법인세 면제 등의 혜택을 받지 못하여 2004년 10월 현재 1개도 설립되지 못하였다. 그러므로 정부는 「부동산투자회사법」을 개정하고자 하고 있다.

< 「부동산투자회사법」 개정안 >

건설교통부는 REITs의 활성화를 통해 건전한 부동산간접투자를 확대하고, 국내 부동산

시장의 선진화를 도모하고자 「부동산투자회사법」 개정안을 2004년 4월 17일에 입법 예고하였다.

개정안에서는 REITs의 회사 형태를 다양화하고, 설립 및 영업활동에 대한 규제의 완화를 내용으로 담고 있다.⁵⁾ 개정안의 주요 내용을 설명하면 다음과 같다.

첫째, 기존 ‘실체회사형 REITs(자기관리 RETIs)’ 및 ‘기업구조조정 REITs’ 이외에 법인세 등 세제상의 혜택이 주어질 수 있도록 ‘명목회사형 REITs(위탁관리 REITs)’를 도입하고,⁶⁾ 투자자는 REITs 설립시 자신의 필요에 따라 ‘실체회사형’ 또는 ‘명목회사형’중에서 자율적으로 선택할 수 있게 되어 있다.

둘째, REITs 설립 최저자본금을 현행 500억원에서 250억원으로 인하하여, 중소규모의 부동산도 투자대상에 포함될 수 있도록 하여 REITs의 설립이 용이하도록 하였다.

셋째, 1인당 주식소유한도도 현행 10%에서 30%로 확대하여 우량한 기관투자자들의 참여를 유도하는 등 주주 구성의 자율성을 강화하였다.

넷째, 현재 일반REITs 설립시에는 불가한 현물출자를 총자본금의 50%이내에서 설립시부터 허용하였다. 이는 투자대상 부동산을 적기에 확보하고, 설립시 상당한 현금 준비 부담을 완화할 수 있도록 하는 조치이다.

다섯째, REITs가 개발사업에 투자할 경우 사전에 건교부 인가를 받도록 한 것을 주주총회의 특별결의만으로 가능하게 하였고, 개발사업에의 투자여부를 자율적으로 결정할 수 있도록 하였다. 투자 규모도 자기자본의 30% 이내로 제한하던 것을 총자산의 30%까지 가능토록 하여 REITs가 부동산개발사업을 통해 적극적으로 수익을 창출할 수 있도록 제도적 지원을 할 수 있게 했다.

여섯째, 그동안 금지되었던 차입 및 사채발행도 자기자본의 2배 이내에서 허용하여 회사의 재무건전성을 해하지 않는 범위 내에서 회사운영의 자율성을 제고하였다.

일곱째, 투자자 보호를 위해 실체회사형 REITs와 자산관리회사는 준법감시인⁷⁾ 제도를 두도록 의무화하였고, 모든 REITs에 대해 건교부와 금융감독위원회가 공동으로 감독하는 등 REITs에 대한 내외부 통제장치를 강화하였다.

또한, 부동산의 특성상 현행 일반적인 기업회계기준으로는 REITs의 자산상황과 경영실적에 대한 정확한 정보가 투자자에게 전달되기 어려우므로, REITs의 특성이 반영될 수 있는

5) 건교부 보도자료, 부동산투자회사법 개정안 입법 예고, 2004. 4.

6) 우리나라에서는 배당금에 대한 법인세 면세를 하기 위해서는 법인이 명목회사이어야 한다는 인식이 있다. 그러나 미국의 경우에는 배당금에 대한 법인세 면세를 결정하는 조건에 법인이 명목회사인지 여부는 고려하지 않는다. 제5장 제2절 미국의 기업 형태 참조.

7) 준법감시인이란 법률과 회사의 내부통제기준의 준수여부를 점검하고, 이를 위반하는 경우 조사하여 회사의 감사에게 보고하는 자를 말한다.

별도의 회계기준을 제정토록 하는 등 REITs의 투명성을 제고하였다.

<표 III- 1> 「부동산투자회사법」 주요 개정안 내용

구분	현행	개정안	개정 이유
최저 자본금 인하	-500억원 이상	-250억원 이상	·진입장벽을 낮추어 다양한 REITs 상품에 투자할 수 있도록 함.
설립시 현물출자	-일반 REITs : ·설립시 현물 출자 불가 -부동산개발사업의 인가를 받은 후 총자본금의 30% 이내에서 가능 - CR REITs : ·설립시부터 총자본금의 30% 이내에서 가능	- 모든 REITs: ·설립시 총자본금의 50% 이내에서 현물출자 허용 단, 창립총회에서 특별결의 요하도록 함. ※ 특별결의는 주식총수의 3분의 2이상 출석, 주식총수의 3분의 1 이상 찬성	·투자대상이 되는 부동산을 적기에 확보토록 하고, 설립 시 상당 규모의 현금을 확보해야 하는 부담을 완화
개발사업에 대한 투자	-개발사업에 투자하기 위해서는 건교부의 인가를 받은 후 자기자본의 30% 이내에서 가능	- 건교부의 인가 조건을 폐지하고 주총의 특별결의로 총자산의 30% 이내에서 가능	·REITs가 개발 사업을 통해 적극적으로 수익창출이 가능하도록 지원
차입 및 회사채 발행	- 원칙적으로 차입 및 회사채 발행을 금지	- 자기자본의 2배 내에서 차입 및 사채 발행을 허용	·REITs는 이익 배당이 강제되어 있어 내부유보금에 의한 자금 조달이 곤란한 점을 고려 ·재무건전성을 해하지 않는 범위 내에서 재무활동의 자율성을 확대
내외부 감독 및 통제 장치	- 실체회사형 REITs: ·건교부 감독 내부통제기준 제정 의무화 -CR- REITs : ·건교부금감위 공동 감독 ·내부통제기준 제정 의무화 - 자산관리회사 ·내부통제기준 제정 의무 없음	- 모든 REITs에 대하여 건교부·금감위 공동 감독 - 자산관리회사도 내부통제기준 제정 의무화 - 실체회사형 REITs와 자산관리회사는 준법감시인을 두도록 의무화	·투명성 제고 및 투자자 보호
주식매수청구권 확대	-CR REITs에 한해 정관에 정한 존립 기간의 연장에 반대하는 주주에 대해 주식매수 청구권을 인정	-모든 REITs에 대해 제한적으로 인정 정관에 존립 기간의 신설 또는 연장, 현물 출자의 신주 발행, 합병의 사유로 한정	·대주주 및 기관투자가 중심의 의사 결정에 대해 소액주주의 이익을 보호할 수 있는 장치 마련
1인당 주식 소유 한도	-10%	-30%	·설립자본금이 인하되고 공모가 의무화됨에 따라 우량한 기관투자자의 투자 유도를 위해서는 소유지분 확대가 불가피
자산구성 의무 비율	- 부동산·부동산 관련 유가증권 및 현금의 비율이 자산의 90% 이상, 이 중 부동산은 자산의 70% 이상	- 부동산·부동산 관련 유가증권 및 현금의 비율이 자산의 80% 이상, 이 중 부동산은 자산의 70% 이상	·자산 운용의 자율성을 확대

자료 : 건교부 보도자료, 「부동산투자회사법」 개정안 입법 예고,(2004. 4)를 이용해 작성.

4. 프로젝트금융투자회사에 대해 법인세 비과세

정부는 2004년 1월에 「법인세법」을 개정하여 일정한 요건을 갖춘 프로젝트금융투자회사(PFV : Project Financing Vehicle)에 대해서 법인세를 면제하는 조치를 취하였다. 즉, 금융기관이 5% 이상 출자하고 자본금이 50억원 이상인 존립기간이 2년 이상인 한시적인 프로젝트금융투자회사에 대해서 배당가능금액의 90% 이상을 배당하는 경우에는 배당금액을 비과세 하는 조치를 취함으로써 부동산개발사업을 위해 설립하는 명목회사 형태의 프로젝트금융투자회사에 법인세를 비과세할 수 있는 근거를 마련하였다.⁸⁾

종전에는 「상법」 이외의 개별적인 설치 근거 법률이 있는 명목회사만이 이익의 90% 이상을 배당하는 경우 지급 배당에 대해 비과세하였다. 2004년 1월에 개정된 「법인세법」에서는 설치근거 법률에 관계없이 주식회사 형태로 설립된 명목회사가 다음과 같은 요건을 갖춘 때에는 배당가능금액의 90% 이상을 배당하는 경우에는 배당금액을 소득공제토록 「법인세법」을 개정하였다(「법인세법」 제51조의 2 제1항 및 동 시행령 제86조의 2, 아래의 관련 「법인세법」 및 동 시행령 참조).

[법인세법 제51조의 2(유동화 전문회사 등에 대한 소득공제)]

① 다음 각호의 1에 해당하는 내국법인이 대통령령이 정하는 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당한 경우 그 금액은 당해 사업연도의 소득금액계산에 있어서 이를 공제한다.

1. 자산유동화에 관한 법률에 의한 유동화전문회사
2. 간접투자자산운용업법에 의한 투자회사
3. 기업구조조정투자회사법에 의한 기업구조조정투자회사
4. 부동산투자회사법에 의한 기업구조조정부동산투자회사
5. 선박투자회사법에 의한 선박투자회사
6. 제1호 내지 5호와 유사한 투자회사로서 다음 각목의 요건을 갖춘 법인일 것

가. 회사의 자산을 설비투자, 사회간접자본시설투자, 자원개발 그 밖에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정 사업에 운용하고 그 수익을 주주에게 배분하는 회사일 것

8) 2001년 11월 정부는 미국, 일본, EU 등 세계 경제의 동반 침체 지속과 2001년 9월 11일에 발생한 미국 테러 사태의 영향으로 침체 가능성이 있는 국내 경제를 활성화시키기 위하여 내수 진작을 통한 경기 활성화를 목적으로 「프로젝트금융투자회사법」 제정을 추진하였다. 이 법의 주요 내용은 프로젝트금융투자회사가 배분 가능한 이익의 90% 이상을 투자자에게 배당할 경우 법인세 비과세, 프로젝트금융투자회사에 대한 현물 출자에 대하여 취득세 및 등록세 면제 등 세제 혜택 내용이 포함되어 있었다. 그러나 이 법은 국회를 통과하지 못 하였고 법인세 비과세 문제를 「법인세법」을 개정함으로써 해결하였다.

- 나. 본점 이외의 영업소를 설치하지 아니하고 직원과 상근인 임원을 두지 아니할 것
- 다. 한시적으로 설립된 회사로서 존립기간이 2년 이상일 것
- 라. 상법 그 밖에 법률의 규정에 의한 주식회사로서 발기 설립의 방법으로 설립할 것
- 마. 발기인이 기업구조조정투자회사법 제4조 제2항 각호의 1에 해당하지 아니하고 대통령이 정하는 요건을 충족할 것
- 바. 이사가 기업구조조정투자회사법 제12조 각호의 1에 해당하지 아니할 것. 이 경우 동 조 중 “기업구조조정투자회사”는 회사로 본다.
- 야. 자본금 규모, 자산관리업무와 자금관리업무의 위탁 및 설립 신고 등에 관하여 대통령이 정하는 요건을 충족할 것

[법인세법 시행령 제86조의 2]

- ② 법 제51조의 2 제1항 제6호 마목에서 “대통령이 정하는 요건”이라 함은 다음 각호의 요건을 말한다.
 - 1. 발기인 중 1인 이상이 제61조 제1항 제1호 내지 제11호·제21호·제34조의 1에 해당하는 금융기관(이하 이 조에서 “금융기관”이라 한다)일 것
 - 2. 금융기관인 발기인이 100분의 5(금융기관이 다수인 경우에는 이를 합산한다) 이상의 자본금을 출자할 것
- ③ 법 제51조의 2의 제1항 제6호 아목에서 “대통령이 정하는 요건”이라 함은 다음 각호의 요건을 말한다.
 - 1. 자본금이 50억원 이상일 것
 - 2. 자산관리·운용 및 처분에 관한 업무를 다음 각 목의 1에 해당하는 자(이하 이 조에서 “자산관리회사”라 한다)에게 위탁할 것
 - 가. 당해 회사에 출자한 법인
 - 나. 당해 회사에 출자한 자가 단독 또는 공동으로 설립한 법인
 - 3. 자금관리업무를 신탁업법에 의한 신탁업을 영위하는 금융기관(이하 이 조에서 “자금관리사무수탁회사”라 한다)에게 위탁할 것
 - 4. 주주가 제2항 각호의 요건을 갖출 것. 이 경우 “발기인”을 “주주”로 본다.
 - 5. 법인 설립 등기일로부터 2월 이내에 다음 각 목의 사항을 기재한 명목회사 설립 신고서에 재정경제부령이 정하는 서류를 첨부하여 납세지 관할 세무서장에게 신고할 것
 - 가. 정관의 목적 사업
 - 나. 이사의 성명·주민등록번호
 - 다. 자산관리회사의 명칭

5. 「간접투자자산운용업법」의 제정

건설사업의 공급자 금융과 관련하여 가장 최근의 제도 변화로는 「간접투자자산운용업법」의 제정이다. 지난 2003년 10월 4일 「간접투자자산운용업법」이 국회를 통과하여 2004년 4월부터 시행에 들어갔다. 이하에서는 「간접투자자산운용업법」이 건설사업의 공급자 금융에서의 갖는 의미를 중심으로 「간접투자자산운용업법」에 대해서 논의하기로 한다.

(1) 도입 배경

간접투자자산운용업이란 투자자로부터 금전 등을 받아 유가증권, 부동산 등에 투자하고, 운용실적에 따라 그 결과를 투자자에게 지급하는 금융업을 의미한다. 다수의 투자자로부터 자금을 집합하는 구조이며 투자자는 자산 운용에 간여할 수 없는 소극적인 지위에 있는 것이 특징이다. 종전에는 간접투자자산운용업은 금융기관별로 개별법에 의한 규제를 받아 왔다. 즉, 기존에는 증권투자신탁은 「증권투자신탁업법」, 증권투자회사는 「증권투자회사법」, 불특정금전신탁은 「신탁업법」, 변액보험은 「보험업법」에 의해 규제를 받아 왔었다. 이와 같이 개별법에 의한 자산운용업의 상이한 규제 및 감독은 금융 산업의 균형 있는 발전을 저해할 우려가 있다는 비판이 제기되어 왔다.

「간접투자자산운용업법」의 제정은 이렇게 상이하게 개별법에서 규제하고 있던 기관별 규제를 통합하여 기능적 규제를 수행함으로써 자산운용업 간의 공정한 경쟁을 유도하고 투자자 보호를 강화하는 데에 목적이 있다고 할 수 있다.

(2) 주요 내용

「간접투자자산운용업법」의 내용을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 펀드 판매기관이 확대되었다. 즉, 펀드 판매 기관이 종전 증권투자회사, 은행 등에서 보험회사가 추가되었다. 또한, 펀드를 판매할 수 없는 자산운용사들이 펀드를 판매할 수 있어 과거 투자신탁회사 형태로 다시 환원될 예정이다. 펀드 운용사들의 직접 판매 규모는 매

분기말 수익증권 발행 총액의 100분의 20을 초과할 수 없으며, 운용규모 2조원 이하 운용사는 4,000억원까지만 판매할 수 있게 되었다.

둘째, 펀드의 투자대상이 확대되었다. 유가증권으로 한정되었던 투자대상이 부동산, 금, 은 등 실물자산과 장외파생상품 등으로 확대되었다. 이에 따라 주식형 펀드와 채권형 펀드로 한정되어 있던 간접투자 상품이 다양화됨으로써 간접투자시장의 저변이 확대될 것으로 기대된다. 이러한 펀드 투자 대상의 확대는 투자자 입장에서는 다양한 금융상품을 접할 수 있고, 운용사 입장에서는 상품을 만들어내는 능력이 중요해지게 되었다.

셋째, 투자자 보호 장치가 강화되었다. 펀드의 외부 회계 감사, 수탁회사(은행)의 운용 감시 강화 등 자산운용의 투명성을 높이기 위한 제도적 장치를 마련하였다.

넷째, 자산운용사의 투자신탁운용사로서의 전환이 가능하게 되었다. 종전에는 뮤추얼펀드만 운용할 수 있었던 자산운용회사(최저자본금 70억원)는 앞으로 자본금을 100억원 이상으로 늘려 투자신탁운용사로 전환이 가능하게 되었다. 과거 투자신탁운용사는 자본금이 300억원이었으나, 100억으로 낮춰지는 효과가 있어 자산운용사 진입장벽이 낮아지는 효과가 있게 되었다. 투자신탁운용사로 전환하게 되면 수익증권뿐만 아니라 MMF(money market fund) 펀드까지 운용이 가능해져 상대적으로 차별받던 운용의 폭을 넓힐 수 있는 계기가 되는 것이다. 특히 운용 경쟁이 기존의 자산운용업계뿐만 아니라 은행, 보험사까지 포함되므로 치열한 경쟁이 예상된다.

다섯째, 은행도 종전처럼 신탁업무를 할 수 있지만, 은행은 자기은행 지점을 통해서만 상품 판매가 가능하다. 은행의 불특정금전신탁의 경우 현행대로 판매와 운용을 분리하지 않는다.

여섯째, 은행과 보험사는 이 법 시행일부터 6개월 이내에 법에서 정한 자산운용업 허가 요건을 갖춰야만 한다. 즉, 수익률 공시와 운용내역 공개, 운용전문인력의 확보, 사외이사 확보, 내부통제기준 마련, 감사위원회 설치 등 자산운용에 필요한 제반 조건을 충족시켜야 한다. 은행권의 금전신탁과 보험권의 특별계정에 적용 받던 변액보험도 이 법 시행 전 설정한 신탁과 변액보험에 한해 기존 법을 적용하되 법 시행 후 6개월 이후부터는 추가 설정이 금지된다.

일곱째, 시행 전 관련법에 적용을 받던 수익증권과 뮤추얼펀드는 이번 법률의 공포에 따라 투신권의 「증권투자신탁업법」과 자산운용사의 「증권투자회사법」은 폐지되지만, 법 시행 전 관련법에 의해 적용을 받던 수익증권과 뮤추얼펀드는 종전대로 운용과 판매를 할 수 있다 (< 표 III- 2 > 참조).

<표 III- 2 > 「간접투자자산운용업법」의 주요 내용 및 파급효과

구 분	주요 내용과 파급효과
판매창구 확대	<ul style="list-style-type: none"> ·펀드의 판매 창구가 기존 증권, 은행 등에서 보험사 추가 확대 <ul style="list-style-type: none"> - 증권(2003년 말 현재 판매비중 약 85%)과 은행(약 15%)이 양분하고 있는 펀드 판매 경쟁이 더 심화될 것으로 예상 - 종전에 펀드를 판매할 수 없는 자산운용사들의 판매가 가능해져 판매와 운용을 같이 했던 과거 투자신탁사 형태로 다시 환원될 예정 - 펀드의 직접 판매 규모는 매분기말 수익증권 발행총액의 100분의 20을 초과할 수는 없으며, 운용 규모 2조원 이하의 운용사는 4,000억 원까지 판매할 수 있음
투자대상 확대	<ul style="list-style-type: none"> ·펀드의 투자대상이 현행 주식, 채권 등 유가증권에서 금, 은, 부동산 등 실물자산과 장외파생상품 등으로 확대 <ul style="list-style-type: none"> - 투자자 입장에서는 더욱 다양한 금융상품을 접할 수 있고, 운용사 입장에서는 상품을 만들어내는 능력이 무엇보다 중요해지게 됨 - 주식형 펀드와 채권형 펀드로 한정되어 있던 간접투자상품이 다양화됨으로써 간접투자시장의 저변이 확대될 것으로 예상
투자자 보호장치 강화	<ul style="list-style-type: none"> ·펀드의 외부 회계감사, 수탁회사(은행)의 운용 감시 강화 등 자산운용의 투명성을 높이기 위한 제도적 장치 마련
자산운용사의 투신업 전환 가능	<ul style="list-style-type: none"> ·뮤추얼펀드만 운용하는 현행 자산운용회사(최저자본금 70억 원)는 앞으로 자본금을 100억 원 이상으로 늘려 투자신탁운용사로 전환할 수 있음 <ul style="list-style-type: none"> - 과거 투신운용사는 자본금이 300억원이었으나, 100억원으로 낮춰지는 효과가 있어 자산운용사 진입장벽이 낮아지는 효과 발생 - 투신사로 전환하게 되면 수익증권뿐만 아니라 MMF펀드까지 운용이 가능해져 상대적으로 차별받던 운용의 폭을 넓힐 수 있는 계기가 됨 - 따라서 투신사가 늘어나는 만큼 펀드운용 시장을 둘러싼 경쟁도 치열해질 것이며, 특히 운용경쟁이 기존의 자산운용업계뿐만 아니라 은행, 보험사까지 포함
은행의 신탁업무와 보험권의 변액보험 현행유지	<ul style="list-style-type: none"> ·은행의 신탁업무와 보험권의 변액보험은 현행 유지, 다만 은행의 경우 영업점을 통해서만 상품을 판매할 수 있으며, 은행 불특정금전신탁은 현행대로 판매와 운용을 분리하지 않기로 결정 <ul style="list-style-type: none"> - 은행과 보험사는 이 법 시행일부터 6개월 이내에 법에서 정한 허가 요건을 갖춰야 하는데, 즉 수익률 공시와 운용내역 공개, 운용전문인력의 확보, 사외이사 확보, 내부통제기준 마련, 감사위원회 설치 등 자산운용에 필요한 제반 조건을 충족시켜야 함 - 은행권의 금전신탁과 보험권의 특별계정에 적용받던 변액보험은 이 법 시행 전 설정한 신탁과 변액보험에 한해 기존 법을 적용하되 법 시행 후 6개월 이후부터는 추가 설정이 금지됨
기 타	<ul style="list-style-type: none"> ·본 법률의 공포에 따라 투신권의 「증권투자신탁업법」과 자산운용사의 「증권투자회사법」은 폐지되지만, 법 시행 전 관련법에 의해 적용을 받던 수익증권과 뮤추얼펀드는 종전대로 운용과 판매를 할 수 있음

자료: 김희락, 「간접투자자산운용업법 시행에 따른 부동산금융의 변화와 시사점」, 대운경제리뷰, 2004, 1-2.

(3) 건설사업의 공급자 금융에서의 의미

1) 금융기관도 부동산 펀드 설정 가능

「간접투자자산운용업법」은 투자가능 자산에 부동산을 포함시킴으로써 그 동안 부동산에 투자하지 못했던 투자신탁운용회사, 은행, 보험사, 종합금융회사 등도 부동산 펀드의 자산운용회사로서의 업무를 수행할 수 있게 되었다.⁹⁾

「간접투자자산운용업법」상의 자산운용회사는 자본금이 100억원 이상이어야 하고 운용전문인력과 전산 설비를 갖추면 설립할 수 있으며 기존 「증권투자신탁업법」상의 투자신탁운용회사 및 「증권투자회사법」상의 자산운용회사, 은행, 보험사, 종합금융회사 등도 이 같은 조건을 만족시키는 경우에는 자산운용회사로서의 업무를 수행할 수 있게 되었다. 따라서 「간접투자자산운용업법」의 제정은 부동산 간접투자기구를 운용할 수 있는 주체가 늘어남으로 인해 부동산 간접투자 시장이 활성화될 수 있는 전기가 마련되었다고 평가할 수 있다.

2) 사모 부동산간접투자기구 가능

「간접투자자산운용업법」은 개인이 간접투자기구의 간접투자증권 100억원 이상을 매입하는 경우 또는 법인(기관투자가 또는 기금관리법에 의한 기금이 간접투자자인 경우)이 500억원 이상을 매입하는 경우 또는 투자자가 30인 미만인 경우에는 사모부동산간접투자기구로 인정하여 공모형에 비해 상대적으로 완화된 규제를 적용받는다(「간접투자자산운용법」 제175조 제1항 및 동 시행령 제163조). 즉, 「간접투자자산운용업법」이 제정됨에 따라 사모 부동산간접투자기구가 활성화될 수 있는 계기가 마련되었다.¹⁰⁾

사모로 조성된 부동산간접투자기구는 부동산 매매각 제한 금지 기간, 나대지 개발 전 매매각 금지 및 부동산 개발사업에 대한 자산 총액 제한 등의 규정을 적용받지 않으며, 회계 감사의 의무, 공시 고시 의무에 있어서도 공모형에 비해 자유롭다. 따라서 부동산간접투자가 활성화되는 경우 상대적으로 규제에서 자유로운 사모형부동산간접투자기구를 이용하여 부동산 개발을 원활하게 진행할 수 있을 것으로 전망된다. 또한, 사모형부동산간접투자기

9) 고성수, 「부동산 금융 구조 변화에 따른 부동산 시장의 전망」, 한국부동산연구원 개원 3주년 기념 심포지엄 (2004. 6. 4)을 인용하여 작성하였음.

10) 이에 반하여 「부동산투자회사법」에 의한 일반 REITs의 경우 사모가 제한되고 있으며, 기존 CR-REITs도 대부분 공모형태로 추진되고 있다.

구의 경우 투자자금의 성향에 따라 상당한 리스크를 지니고도 개발사업에 투자할 수 있게 되어 후분양 제도가 정착하는 데에 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

3) 부동산 간접투자기구의 법인세 문제 해결

「간접투자자산운용법」에 의한 부동산펀드의 투자기구를 투자신탁형으로 설립할 경우 법인격이 인정되지 못하므로 자연히 법인세가 면제된다. 이는 「부동산투자회사법」에 의한 일반 REITs의 법인세 면제 문제를 해결할 수 있는 것이다. 또한, CR-REITs와도 다르게 최저 자산에 대한 제한도 없어 자산운용사가 미리 신탁약관을 제시하여 금융감독 위원회에 보고만 하면 부동산 간접투자기구를 설정할 수 있게 되었다. 한편, 현재 은행에서 운용하고 있는 부동산투자신탁도 부동산 간접투자기구에 흡수하는 것으로 계획하고 있다(유예기간 6개월).

(4) 부동산펀드와 REITs의 비교

1) 법적 성격

「간접투자자산운용법」에 의하여 설립되는 부동산펀드는 부동산 간접투자시장에서 투자기구 역할을 한다는 점에서 일반 REITs와 동일하지만, 법적 성격 및 구조 등에서 차이를 보이고 있다.¹¹⁾ 일반 REITs는 부동산에 투자하는 주식회사이지만, 부동산펀드는 부동산 투자를 목적으로 구성된 자금의 집합체, 즉 투자신탁이다.¹²⁾

일반 REITs는 내부에 자산운용기능을 가지고 있고(CR-REITs는 외부에 자산 운용 기능이 있음) 최저 자본금도 500억원(개정안은 250억원)이지만 부동산 펀드는 외부에 있는 자산운용사가 투자를 담당하며 법적 성격이 투자신탁인 관계로 자본금에 대한 의미가 없다. 일반 REITs는 자산의 70% 이상이 부동산 또는 부동산 관련 증권으로 구성되어야 하지만, 부동산펀드는 자산 구성에 대한 제한이 없다(이론적으로는 총자산의 1%만 부동산에 투자하고 나머지는 투자증권 등에 투자할 수 있다. <표 III- 3> 참조).

11) 부동산펀드에 대한 이 부분의 설명은 양철원·조우성, 「부동산펀드 시장의 전망과 과제」, (2004. 4. 16) 하나 경제연구소, 참고하여 작성하였음.

12) 2004년 10월 5일 개정된 법에 의하면 투자회사 재산의 70% 이내에서 부동산에 투자하면 부동산펀드도 투자회사 형태로 설립할 수 있다.

<표 III- 3> REITs와 부동산펀드 비교

구분	REITs	부동산펀드	
일반사항	근거 법령	부동산투자회사법	간접투자자산운용업법
	설립	건교부 허가	금감원 신고
	법적 성격	주식회사	투자신탁(법인격 없음)
	종류	일반 REITs, CR REITs	
	최소자본금	500억원	규제 없음
자산운용	자산구성	부동산이 총자산의 70% 이상	규제 없음
	투자대상	부동산 및 관련 유가증권 중심	부동산, 투자증권, 파생 상품 등
	개발사업	자기자본의 30% 이내 가능	개발사업 SPC에 투자형태로 자산의 100% 이내 가능
	자금차입	원칙적 금지	순자산 총액의 200% 이내 가능
	자금대여	금지	순자산 총액의 100% 이내 가능
	자산운용	내부형(일반 REITs)/ 외부형(CR REITs)	외부형
세제	취등록세	50% 감면	50% 감면
	법인세	CR REITs만 면제	법인세 과세 대상 아님(투자신탁) ¹⁾

주 1 : 2004년 10월 5일 개정된 법에 의하면 투자회사 재산의 70% 이내에서 부동산에 투자하면 부동산펀드도 투자회사 형태로 설립할 수 있다.

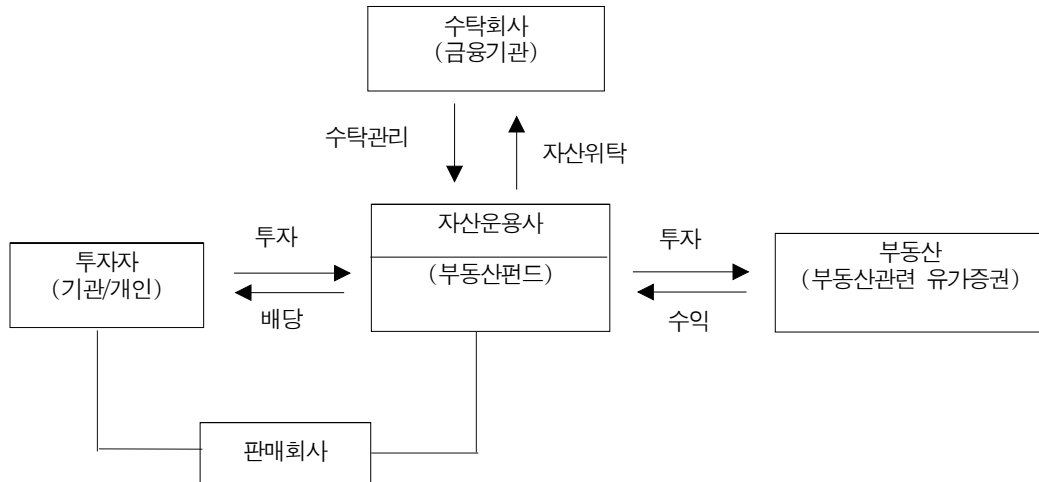
2) 구조 및 참가자

부동산펀드는 자산운용회사에 의하여 투자신탁형태로 설립된 후 자산운용회사나 판매회사를 통하여 개인 및 기관투자자에게 판매한다. 투자자들로부터 모집된 자금(투자신탁자산)은 수탁회사에 보관되고, 자산운용회사의 지시에 따라 수탁회사는 자산(부동산)의 취득 및 처분을 이행하는 구조로 기존의 증권투자신탁의 자산운용구조와 동일하다.

기존의 증권투자신탁과 다른 점은 부동산펀드 내에 수익자총회가 있어 투자자들이 적극적으로 자신들의 이익을 보호받을 수 있고, 수탁회사의 역할도 수동적인 자산 보관 기능에서 자산운용회사의 운용 지시에 대해 감사하고 법령, 정관 및 신탁약관에 위반되는 운용 지시의 철회 또는 시정을 요구하는 등 자산운용회사의 행위를 적극적으로 감시하는 기능

으로 확대되었다(<그림 Ⅲ- 1> 참조).

<그림 Ⅲ- 1> 부동산펀드와 관련된 주체와 역할



3) 투자대상

부동산펀드의 주요 투자 대상은 부동산이고, 부동산에 관한 지상권, 전세권, 임차권 등 부동산을 사용할 수 있는 권리에도 투자할 수 있다. 또한, ABS, MBS, 주식, 채권, 장내외 파생상품, 타펀드의 간접투자 증권에도 투자할 수 있다. 부동산펀드의 투자대상 항목별 투자한도는 <표 Ⅲ-4>와 같다.

<표 III- 4> 부동산펀드의 자산운용 대상 및 투자 한도

운용대상		투자한도	비고
부동산	개발사업	자산총액의 30%	- 개발사업 SPC 투자시 자산총액 100%까지 - 부동산개발회사에 대출시 순자산의 100%까지
	임대사업	자산총액의 100%	
	지상권, 전세권, 임차권 등	자산총액의 100%	
투자증권	부동산담보부유동화증권, MBS	자산총액의 100%	- 동일종목 한도제한 없음
	국채, 한국은행통화안정증권 등	자산총액의 99%	- 동일종목 한도제한 없음
	지방채, 금융채 등	자산총액의 99%	- 동일종목은 자산총액 30%까지
	기타 투자증권	자산총액의 99%	- 동일종목은 자산총액 10%까지
장내외 파생상품		자산총액의 15% (위탁증거금 기준)	- 동일회사 투자증권을 기초자산으로 하는 장내외 파생상품거래는 자산총액의 10%까지
간접투자증권		자산총액의 5%	- 동일종목 한도제한 없음
신탁업법상 수익증권		자산총액의 5%	- 동일종목은 자산총액 30%까지

< 「간접투자자산운용법」 개정 >

정부는 2004년 10월 5일 사모펀드를 활성화하기 위하여 「간접투자자산운용법」 중 개정법률안(법률 제7221호)을 제정·공포하여 「간접투자자산운용법」을 개정하였다.

법 개정의 주요 목적은 사모펀드 활성화를 위해 「간접투자자산운용법」에 유한책임 투자 형태의 사모투자전문회사를 설립할 수 있는 근거를 마련하고, 사모투자전문회사에 대해 일반적인 사모투자에 관한 규제를 완화하는 것을 주요 내용으로 하고 있다.

기존 법은 간접투자기구로 투자신탁 및 투자회사를 두고 있으나 개정 법은 투자신탁 및 투자회사 이외에 투자전문회사를 두고 있다. 그리고 투자전문회사로서 사모투자전문회사를 규정하고 있다. 사모투자전문회사는 무한책임투자자와 유한책임투자자로 이루어지는 합자회사의 형태를 기본으로 하고 있다.

개정 법은 투자전문회사로서 사모전문투자회사를 규정하고 있는 것 이외에 부동산간접투자기구로서 기존의 법이 투자신탁형만 부동산간접투자기구로 인정하던 것을 투자회사

자산의 70% 이내에서 부동산에 투자하면 투자회사 형태의 간접투자기구를 설립할 수 있게 개정하였다(개정 법 제143조 제6항).

기존 법 제143조(부동산 간접투자기구 및 실물간접투자기구에 대한 특례)

- ⑤ 부동산간접투자기구는 투자신탁으로 설정하여야 하며, 이 경우 부동산등기법 제123조의 규정을 적용함에 있어 신탁의 등기를 신청하는 신청서에 첨부하는 서면에 수익자를 기재하지 아니할 수 있다.
- ⑥ 실물간접투자기구 중 선박투자회사법에 의한 선박을 투자 대상으로 하는 실물간접투자기구는 투자신탁으로 설정하여야 한다.

개정 법 제143조(부동산 간접투자기구 및 실물간접투자기구에 대한 특례)

- ⑤ 부동산간접투자기구를 투자신탁으로 설정하는 경우 부동산등기법 제123조의 규정을 적용함에 있어 신탁의 등기를 신청하는 신청서에 첨부하는 서면에 수익자를 기재하지 아니할 수 있다.
- ⑥ 자산운용사는 투자회사인 부동산간접투자기구를 설립하는 경우 투자회사재산의 100분의 70 이내에서 부동산에 투자하여야 한다.
- ⑦ 실물간접투자기구 중 선박투자회사법에 의한 선박을 투자 대상으로 하는 실물간접투자기구는 투자신탁으로 설정하여야 한다.

부동산 간접투자기구 이외에 법 개정의 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, 회사의 재산을 주식 또는 지분 등에 투자하여 경영권 참여, 사업구조지배구조의 개선 등의 방법으로 투자대상기업의 가치를 제고하여 그 수익을 사원에게 배분하는 것을 목적으로 설립되는 「상법」상의 합자회사 형태의 간접투자기구로서 사모투자전문회사의 설립을 허용하고 무한책임사원과 유한책임사원으로 구성하도록 하였다(개정 법 제2조 제4의 2호 등).

둘째, 사모투자전문회사 재산의 운용 방법으로서 다른 회사의 발행 주식 총수 또는 출자 총액에서 차지하는 비율이 100분의 10이상인 투자이거나, 그 비율이 100분의 10미만인 경우로서 임원의 임면 등 투자하는 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 지배력 행사가 가능하도록 하는 투자 등을 정하였다(개정 법 제144조의 7).

셋째, 사모투자전문회사는 사원이 출자한 날부터 6개월 이상으로서 대통령령으로 정하는 기간이내에 대통령령이 정하는 비율이상을 기업의 경영권 참여 또는 사회간접자본투융

자회사에 대한 투자 등의 목적으로 운영하도록 하는 등 사모투자전문회사 재산의 운용제한에 대하여 정하였다(개정 법 제144조의 7 제3항).

넷째, 사모투자전문회사의 업무집행사원에 대하여 사원에게 일정한 이익을 보장하는 등 사원의 가입을 부당하게 권유하는 행위 등을 금지하고 그 내용을 포함하는 업무집행사원 행위준칙을 제정·준수하도록 하였다(개정 법 제144조의 11).

다섯째, 사모투자전문회사의 무한책임사원은 원칙적으로 취득한 지분을 타인에게 양도할 수 없도록 규정하고 예외적으로 정관으로 정한 때에는 총사원의 동의를 얻어 지분을 전부 양도하는 방법으로 타인에게 양도할 수 있도록 규정하는 등 사원의 지분양도에 대하여 규정하였다(개정 법 제144조의 14).

여섯째, 사모투자전문회사 등에 대하여는 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 및 「금융지주회사법」에 따른 지주회사 규정의 적용을 배제하는 등 관련 규제를 대폭 완화하였다(개정 법 제144조 17).

6. 요약

IMF 외환 위기 이후 ABS 제도 도입으로 시작된 금융 제도 변화는 「간접투자자산운용법」의 제정 및 개정으로 상당히 완비되었다.

1998년 제정된 「부동산투자회사법」은 그동안 문제점으로 지적되었던 배당소득에 대한 법인세 비과세 문제 등 세제 혜택 문제와 부동산 개발 사업에의 투자에 대한 제한을 철폐하는 개정안이 국회에 제출되었다.

개정안에서는 법인세 등 세제상의 혜택이 주어질 수 있도록 ‘실체회사형 REITs’ 및 ‘기업구조조정 REITs’ 이외에 ‘명목회사형 REITs’를 도입하고 투자자는 REITs 설립 시 자신의 필요에 따라 자율적으로 선택할 수 있게 하는 내용이 포함되어 있다.

또한, REITs가 개발 사업에 투자할 경우 사전에 건교부 장관의 인가를 받도록 되어 있는 것을 주주총회의 특별 결의만으로도 가능하게 하여 개발 사업에의 투자 여부를 자율적으로 결정할 수 있게 하였다. 또한, 개발 사업의 투자 규모도 자기 자본의 30% 이내로 제한하던 것을 총자산의 30%까지 가능하도록 하여 REITs가 부동산 개발 사업에 적극적으로 참여할 수 있는 제도적 지원을 할 수 있게 하고 있다.

2003년 10월 4일 국회를 통과하여 2004년 4월부터 시행에 들어간 「간접투자자산운용법」은 투자 가능 자산에 부동산을 포함시킴으로써 그 동안 부동산에 투자하지 못했던 투

자신탁운용회사, 은행, 보험사, 종합금융회사 등도 부동산 펀드를 설립할 수 있게 하였다.

또한, 「간접투자자산운용법」은 개인이 간접투자기구의 간접투자증권 100억원 이상을 매입하는 경우와 법인이 50억원 이상을 매입하는 경우 및 투자자가 30인 미만인 경우에는 사모부동산간접투자기구로 인정하여 공모형에 비해 상대적으로 완화된 규제를 적용받는다. 사모로 조성된 부동산간접투자기구는 부동산 매매각 제한 금지, 나대지 개발 전 매매각 금지 및 부동산 개발 사업에 대한 자산 총액 제한 등의 규정을 적용받지 않는다.

따라서, 사모부동산간접투자기구의 경우 투자 자금의 성향에 따라 상당한 리스크를 지니고도 개발 사업에 투자할 수 있게 되어 주택 후분양 제도가 정착하는 데에 중요한 역할을 할 것으로 평가된다.

제4장

건설사업의 공급자 금융 현황

1. 간접금융 현황

(1) 예금은행

건설업체에 대한 예금은행의 대출 잔액은 2003년 말 23조 4,667억원으로 전산업 대출 잔액 대비 8.2%를 차지하였다. 1997년 13조 7,693억원이던 예금은행으로부터의 대출 잔액이 2003년에는 23조 4,667억원 규모로 증가하였다(2001년의 경우만 전년도에 비해 감소하였다). 2002년에 예금은행으로부터의 대출 잔액이 급격히 증가한 것은 2002년부터 비통화금융기관에 속했던 산업은행이 예금은행으로 분류되었던 것도 하나의 원인으로 판단된다.

전체 산업에 대한 건설기업의 비중으로 살펴보면 1997년 9.7%이던 것이 2001년 6.8%로 감소했다가 2002년과 2003년에 다시 증가하여 2003년에는 8.2%를 차지하였다(<표 IV -1> 참조).

(2) 비통화 금융기관

건설기업에 대한 비통화금융기관의 대출 잔액은 1997년 23조 9,270억원에서 지속적으로 감소하여 2003년 1조 9,481억원 규모에 달하였다. 비통화금융기관은 은행의 신탁계정, 종합금융회사, 생명보험회사 등을 포함한다.

전체 산업에 대한 건설기업의 비중을 살펴보면 1997년 13.1%이던 것이 2001년까지 지속적으로 감소하여 4.9%를 기록했다가 2002년과 2003년에 다소 증가하여 2003년에 7.3%를 기록하였다.

(3) 전체 간접금융

건설업체가 금융기관 전체에서 대출받은 잔액은 1997년 37조 6,963억원에서 2001년 15조 9,295억원으로 감소하였다가 2002년과 2003년에 다시 증가하여 2003년 25

조 4,148억원에 달하였다.

<표 IV-1> 건설산업의 간접금융 조달 추이

(단위 : 십억원, %)

구 분	1997년	1998년	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년
예금 은행	13,769.3 (9.7)	14,157.7 (9.8)	14,815.0 (8.7)	15,247.6 (7.6)	13,523.4 (6.8)	19,105.7 (7.7)	23,466.7 (8.2)
비통화 금융기관	23,927.0 (13.1)	11,926.7 (10.3)	7,767.4 (9.1)	5,498.2 (7.4)	2,406.1 (4.9)	1,776.5 (5.3)	1,948.1 (7.3)
합 계	37,696.3 (11.6)	26,084.4 (10.0)	22,582.4 (8.8)	20,745.8 (7.5)	15,929.5 (6.4)	20,882.1 (7.4)	25,414.8 (8.2)

주 1) 괄호 안의 숫자는 전 산업대비 건설업의 비중임.

2) 비통화금융기관으로 분류되었던 산업은행이 2002년부터 예금은행으로 분류됨.

자료 : 한국은행, 금융감독원.

2. 직접금융 현황

(1) 주식 발행

건설기업이 주식시장을 통하여 자금을 조달한 규모는 1997년 1,343억원 규모에서 2001년 2조 4,928억원으로 증가했다가 2003년 1조 3,818억원으로 감소하였다. 2003년의 국내 건설 경기의 호황과 이라크 전후 복구사업에 대한 기대 등으로 건설업종 주가가 호조를 보인 것이 실적규모가 1조 3,818억원으로 증가한 것으로 분석된다. 하지만 이러한 규모는 2001년에 비해 1조원정도 규모가 작은 것이다.

전체 사업에 대한 비중을 살펴보면 1997년 4.0%에서 2001년 20.8%로 최고치에 달했다가 2003년에는 12.4%를 기록하였다.

<표 IV-2>에서 보여주듯이 건설업체의 주식시장을 통한 자금조달은 변동 폭이 매우 커서 자금조달 수단으로서 안정적이지 못하다.

(2) 회사채 발행

1997년 건설기업이 회사채를 발행하여 자금을 조달한 규모는 3조 6,122억원에서 감소하

여 2003년에는 9,464억원 규모이다.

전산업에서 차지하는 비율도 1997년 10.5%로 두 자리 숫자였던 것이 2003년에는 1.5%에 불과하다. 이와 같이 건설기업의 회사채 발행으로 자금을 조달하는 규모 및 전산업에서 차지하는 비율이 감소하는 것은 건설업체의 낮은 신용등급 때문에 일반 회사채 발행이 어려웠던 데 기인한 것으로 판단된다.

<표 IV- 2> 건설기업의 직접금융 조달 추이

(단위 : 십억원, %)

구 분	1997년	1998년	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년
주식	134.3 (4.0)	360.0 (2.5)	2,811.0 (6.8)	381.6 (2.7)	2,492.8 (20.8)	408.9 (4.1)	1,381.8 (12.4)
회사채	3,612.2 (10.5)	4,887.3 (8.7)	2,918.8 (9.5)	1,169.1 (2.0)	2,408.7 (2.8)	1,357.1 (1.8)	946.4 (1.5)
합 계	3,746.5 (9.9)	5,247.3 (7.5)	5,729.8 (8.0)	1,550.7 (2.1)	4,901.5 (4.9)	1,766.0 (2.0)	2,328.2 (3.2)

주 : 괄호 안의 숫자는 전 산업대비 건설업 비중임.
자료 : 금융감독원.

(3) ABS 발행

1999년부터 발행한 ABS는 전체적으로 1999년에 6조 8,000억원에서 2001년 50조 9,000억원으로 증가하였다가 2002년과 2003년에는 39조 8,000억원, 2003년에는 39조 9,000억원에 이르고 있다. 1999년부터 2003년까지의 ABS 발행 누계는 752건, 186조 8,000억원이며, 2003년말 실질발행잔고도 약 53.4조원에 달하였다(<표 IV- 3> 참조).

<표 IV- 3> 전체 ABS 발행추이(공모, 사모)

(단위 : 조원, 건)

구 분	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	누계
총발행금액 (증가율, %)	6.8 (-)	49.4 (629.3)	50.9 (3.1)	39.8 (△21.8)	39.9 (0.1)	186.8
(여신전문금융회사)	1.7	6.1	21.5	28.1	19.2	76.6
발행건수	32	154	194	181	191	752

주 1) KoMoCo 발행 주택저당채권유동화증권(MBS) 포함.
2) 투자적격등급 이상의 미상환 공모 ABS사채 잔액으로서 유동화기업어음(ABCP) 발행잔액은 제외(과약이 곤란한 만기전 조기상환분은 미반영).
자료: 금융감독원 보도자료.

건설업체는 신용등급이 낮아 일반 회사채 발행이 용이하지 않아 공모 ABS 사채 발행액이 증가되고 있다. 건설업체 및 개발업자들은 1999년 현대산업개발이 분양 대금 채권을 기초 자산으로 하여 ABS를 발행한 이래 분양 대금 및 공사대금을 기초로 한 ABS를 발행하여 3조 4,131억원의 자금을 조달하였다(< 표 IV-4> 참조).

<표 IV- 4> 분양 대금 및 공사대금 ABS 발행액

(단위 : 억원)

연도	건수	기초자산	선순위채	후순위채	합계
1999	1	분양대금채권	1,900	378	2,278
2000	1	분양대금채권	179	-	179
2001	8	분양대금채권 공사대금채권	8,270	316	8,586
2002	17	분양대금채권 공사대금채권	11,360	124	11,484
2003	22	분양대금채권 공사대금채권	11,589	15	11,604
합 계	49		33,298	833	34,131

3. 은행의 부동산투자신탁

2002년까지 크게 증가하던 신탁 경영 은행¹³⁾의 부동산투자신탁 수탁규모는 2003년 말 현재 약 9,000억원으로 2002년 말 규모인 1조 2,900억원에 비해 3,700억원 정도 낮아졌다. 2003년 말 부동산투자신탁 규모는 불특정금전신탁 대비 약 2.9%로 2002년 3.0%에 비해 0.1% 감소하였다. 최근에는 은행들이 부동산투자신탁 대비 수익성이 좋은 은행 계정 프로젝트파이낸싱에 치중하면서 부동산신탁규모가 지속적으로 감소추세에 있다.

13) 은행의 부동산투자신탁은 불특정금전신탁의 하나로 조흥, 우리, 외환, 국민, 한미, 하나, 대구, 산업, 기업 등 모두 9개 은행에서 영위 중임.

<표 IV-5> 부동산 투자 신탁 규모 추이

(단위 : 천억원, %)

구 분	2001년 말	2002년 말	2003년 말
부동산투자신탁(a)	6	12	9
불특정금전신탁(b)	588	401	308
금 전 신탁(c)	813	737	581
비 중(a/b)	1.1	3.0	2.9

자료: 금융감독원, 2003년말 규모액은 은행연합회 내부자료임.

4. 부동산투자회사

외환위기 직후 자산 디플레이션 해결, 기업의 구조조정, 부동산경기 부양, 소액투자자의 부동산투자기회 부여 등을 위해 도입한 REITs는 기업구조조정 부동산에 한정된 CR REITs 위주로 성장하였다. 2004년 6월 현재 9개의 CR REITs가 있으며 총자산 규모는 1조 2,900억원이며 자본금 규모는 7,500억원이다.

맥쿼리센트럴오피스 CR REITs가 2004년 1월 8일 상장됨에 따라 총 7개 상장 CR REITs와 2개의 비상장 CR REITs가 있다. 2002년 1월 30일 교보메리츠퍼스트 CR REITs가 상장된 이래 코크랩 1, 2, 3호, 리얼티코리아 1호, 유레스메리츠 1호, 맥쿼리 CR REITs가 상장이 되어 1조 250억원의 자산규모를 가졌다. 케이원 CR리츠와 코크랩 4호 CR리츠가 비상장되어 있으나, 코크랩 4호는 2년 이내 상장예정이며 비상장 자산규모는 2,641억원이다(<IV-6> 참조).

REITs가 투자한 부동산을 종류별로 살펴보면 업무용빌딩 및 상업시설이 각각 67% 및 25%이며, 지역별로는 서울이 76%, 부산이 9%를 차지하고 있다.

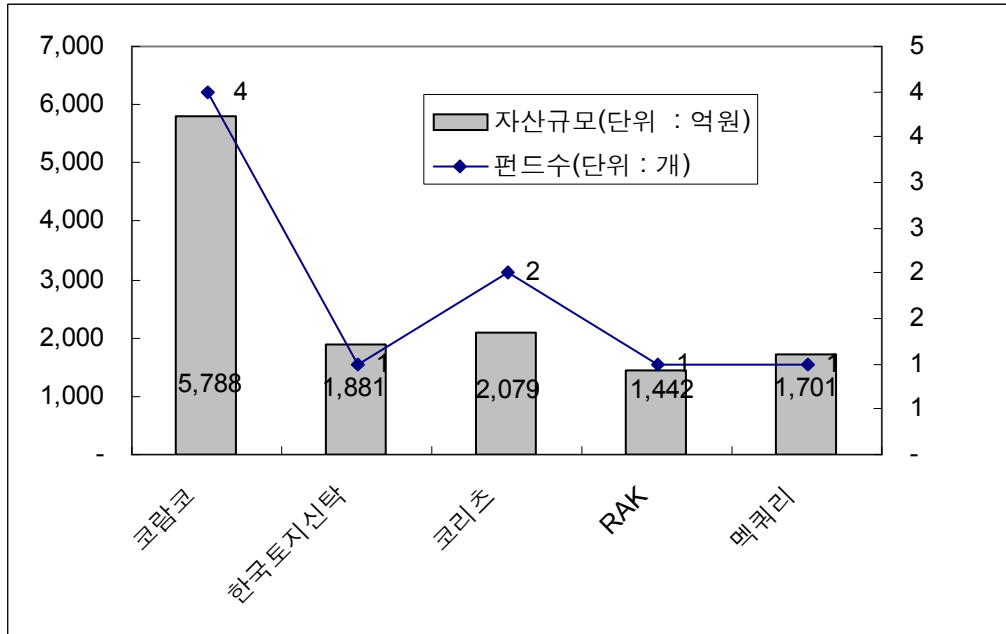
<표 IV- 6> CR리츠의 현황(2004년 6월 기준)

회사명	설립일	공모/사모	상장여부	자산규모	자산관리 회사	판매회사	일반사무수탁 회사	자산보관기관
교보메리츠퍼스트	2001.12.21	공모	상장 2002.1.30	910억원(자본금 : 840억원)	코리츠	메리츠증권	외환펀드서비스	외환은행, 생보부동산신탁
케이원	2002.9.26	사모	비상장	1,881억원(자본금 : 1,475억원)	한국토지신탁	메리츠증권	우리은행	우리은행
코크렙1호	2002.04.30	공모	상장 2002.5.30	2,350억원(자본금 : 1,330억원)	코람코	메리츠, 현대, SK증권	우리은행	한국산업은행
코크렙2호	2002.10.17	공모	상장 2002.11.11	1,116억원(자본금 : 560억원)	코람코	대우, 현대, SK증권	우리은행	한국산업은행
코크렙3호	2003.08.20	공모	상장 2003.8.29	1,562억원(자본금 : 680억원)	코람코	대우, 한화, 현대, SK증권	우리은행	한국산업은행
코크렙4호	2004.4.2	사모	비상장 (2년이내 상장예정)	760억원(자본금 : 760억원)	코람코	삼성증권	에비브레인	한국산업은행
유레스메리츠1호	2003.08.20	공모	상장 2003.8.29	1,169억원(자본금 : 500억원)	코리츠	메리츠, 대우, 대한투자, 한국투자, 한화, 현대증권	우리은행	우리은행
리얼티코리아1호	2003.04.16	공모	상장 2003.5.13	1,442억원(자본금 : 660억원)	리얼티어드바이저스코리아	굿모닝신한, 현대, SK증권	신한은행	신한은행
맥쿼리	2003.12.12	공모	상장 2004.1.8	1,701억원(자본금 : 763억 300만원)	맥쿼리인터내셔널	대우, 삼성, SK증권	우리은행	우리은행

자료: 하나경제연구소.

2004년 6월말 현재 CR REITs 자산관리회사(Asset Management Company) 현황을 보면, 코람코, 한국토지신탁, 코리츠, 리얼티어드바이저스코리아, 맥쿼리인터내셔널자산운용회사 등 5개사가 CR REITs의 자산을 관리하고 있다. 이 중 코람코(한국산업은행 자회사)는 4개 CR REITs 약 5,788억원으로 전체 시장 1조 2,900억원의 49%를 운용하고 있다(그림 IV-1> 참조).

<그림 IV- 1> 주요 AMC 운용자산 규모 현황(2004. 3. 6 기준)



주 : RAK는 리얼타이어드바이저코리아.
 자료 : 각사 사업보고서.

5. 부동산펀드

2004년 4월 시행에 들어간 「간접투자자산운용업법」에 의한 부동산펀드는 2004년 6월 7일 현재 시장 규모가 450억원으로 전체 간접투자자산운용 시장 163조 908억원 규모의 0.03%에 불과하나 계속 증가할 것으로 예상된다(<표 IV-7> 참조).

국내 첫 번째 부동산펀드는 450억원 규모의 맵스프런티어 부동산 펀드로 경기도 파주 교하의 타운하우스 건립에 투자하는 것이다(<표 IV-8> 참조).

<표 IV- 7> 자산운용업의 시장 규모(2004년 6월 7일 기준)

(단위 : 십억원)

구분	투자신탁	투자회사	계
주식형펀드	7,413	1,167	8,580
혼합주식형펀드	8,284	2,159	10,443
혼합채권형펀드	24,650	5,830	30,480
채권형(장기)펀드	22,785	383	23,168
채권형(단기)펀드	32,806	1,500	34,306
단기금융(MMF)	56,624	-	56,624
소 계	152,562	11,039	163,601
파생상품	103	-	103
부동산펀드	45	-	45
재간접펀드	159	-	159
소 계	307	-	307
합 계	152,869	11,039	163,908

출처: 김일수, 간접투자자산운용업법의 시행에 따른 부동산 시장환경의 변화, 삼성에버랜드, 세미나자료 2004. 6. 16.

<표 IV-8> 부동산펀드의 사례

< 사례1 > 맵스프린티어 부동산펀드 : 「간접투자자산운용법」에 의한 국내 부동산펀드 1호

구분	주요 내용	
펀드 상품	상품유형	부동산투자신탁, 폐쇄형, 단위형(3개월간 추가설정 가능), 공모형
	설정일	2004년 6월 4일
	모집규모	450억원
	계약기간	3년 6개월(2년후 상환 예정)
	중도환매	불가(환급성 보장을 위하여 수익증권 상장예정)
	신탁수수	연 2.0%(판매 0.95%, 운용 0.92%, 수탁 0.1%, 사무수탁 0.03%)
	목표수익률	연 7.0% +
	투자자혜택	5,000만원 이상 펀드가입자(개인)에 한하여 후분양사업의 미분양주택 5% 할인분양 분양신청권 우선 부여
	이익분배	매 6개월 단위 지급
프로 젝트	사업	경기도 파주 교하 타운하우스
	공사기간	14개월(2004. 6 착공, 2005. 8 분양예정)
투자	유형	후분양 프로젝트 파이낸싱
	금액	총 448억원(토지비+시공비+사업간접비)
	기간	2004. 6 ~ 2006. 2
	수익구조	토지비+선지급공사비+사업간접비 : 연간 고정금리 8.5% 후분양가 상승에 따른 이익분 배분

< 사례2 > 한국투신운용 부자아빠하늘채 부동산투자신탁 1호

구분	주요 내용	
펀드 상품	상품유형	부동산투자신탁, 폐쇄형, 단위형(3개월간 추가설정 가능), 공모형
	설정일	2004년 6월 4일
	모집규모	500억원내외 : 용인 삼가동(신행정타운)APT. 개발사업관련 Project Financing 총소요 자금 1,500억원 중 동 펀드집행 예정분 기타 집행예정분 : 국민은행 고유(200억원), 대구은행(200억원), 국민은행 위탁판매 (300억원), 기타금융기관 등(300억원)
	모집시기	2004. 5 ~ 2004. 6
	설정일	2004. 6
	펀드만기	설정일로부터 3년
	목표수익률	연7.0% ~ 7.1% 수준
	이익분배	매 6개월마다 지급
운용 개요	부동산관련 자금대여	용인시 삼가지구(신행정타운) APT 개발 -초기 90%수준 -대출약정에 따라 최고 100% 수준까지 단계적으로 추가 대출
	부동산 실물	APT, 오피스텔, 상가 등 부동산 실물의 취득, 매각, 관리, 개발 및 임대 -5% 이내 최소한의 범위내에서 운용
	기타	채권, 어음, CD, Call 등 -펀드내 잉여현금 범위 내

6. 프로젝트 파이낸싱 현황

(1) 은행권

최근의 우리나라 은행권의 프로젝트 파인낸싱 현황을 살펴보면 2000년 1조 2,2927억원 이던 규모가 계속 증가하여 2003년에는 상반기만 3조 3,886억원을 기록하였다.¹⁴⁾ 이를 은행 종류별로 살펴보면 2003년 상반기 중 시중은행의 신규 약정액은 2억 4,510억원, 지방은행은 2,430억원, 특수은행은 6,946억원으로 각각 전체의 72.3%, 7.2%, 20.5%를 차지하고 있다. 시중은행 및 지방은행의 취급비중은 상승하는 반면 특수은행은 하락하는 추세이며, 이는 2002년 이후 시중은행 및 지방은행이 기업인수금융 및 부동산개발 부문에 대한 프로젝트 파이낸싱에 적극 참여하였고, 특수은행인 산업은행이 종래의 직접참여 방식에서 컨설팅, 금융알선 등 주선 방식으로 전환한 데 기인한 것으로 보인다(<표 IV- 9> 참조).

14) 한국은행 보도자료(2003. 9. 5)를 참고로 함.

최근 건설산업의 위축과 부동산시장 침체로 프로젝트 파이낸싱의 증가가 둔화되고 있으며, 사업성이 확실한 최소한의 사업에 한정될 것으로 예상된다.

<표 IV- 9> 국내 은행의 프로젝트 파이낸싱 실적 추이

(단위 : 억원, %)

구분	2000		2001		2002		2003 상반기	
		비중		비중		비중		비중
전체은행	12,927	100.0	23,478	100.0	59,595	100.0	33,886	100.0
시중은행	9,599	74.3	13,018	55.4	45,942	77.1	24,510	72.3
지방은행	1,100	8.5	680	2.9	2,330	3.9	2,430	7.2
특수은행	2,228	17.2	9,780	41.7	11,320	19.0	6,946	20.5

주) 기간 중 신규약정액이며 해외부문은 제외한 금액임.
 자료: 한국은행 보도자료(2003. 9. 5).

은행의 프로젝트 파이낸싱은 주로 SOC개발, 기업인수금융(LBO : Leveraged Buy-Out) 및 부동산 개발 등에 주로 활용되었다. SOC관련 부문은 2001년 1조 4,860억원, 전체 프로젝트 파이낸싱의 63.3%으로 최고에 달하였으나 이후 감소추세를 보이고 있다.

반면 2002년 이후 저금리 추세 및 부동산 경기 호조 등의 영향으로 부동산 개발 관련 부문이 2002년 중의 2.8조원, 전체의 47.0%로 증가되고 있으며, 2003년 상반기 중에는 1.8조원, 전체의 53.1%으로 증가 추세를 보이고 있다. 2001년 4,424억원에 불과했던 신디케이션, ABL, ABS을 포함한 프로젝트대출은 2002년 1조 26억원, 2003년 상반기 중 7,490억원, 전체의 22.1%로 증가하는 추세이다(<표 IV- 10> 참조).

<표 IV- 10> 부문별 프로젝트 파이낸싱 실적 추이

(단위 : 억원, %)

	2000년중		2001년중		2002년중		2003년 상반기중	
		비중		비중		비중		비중
SOC관련	5,658	43.8	14,860	63.3	10,451	17.5	2,765	8.2
부동산개발	-	-	1,806	7.7	28,004	47.0	18,007	53.1
기업인수금융	6,979	54.0	2,388	10.2	11,114	18.6	5,624	16.6
프로젝트대출	290	2.2	4,424	18.8	10,026	16.8	7,490	22.1
(신디케이션)1)	290	2.2	2,524	10.8	4,666	7.8	3,690	10.9
(ABL)2)	-	-	450	1.9	2,880	4.8	2,000	5.9
(ABS)3)	-	-	1,450	6.2	2,480	4.2	1,800	5.3
총계	12,927	100.0	23,478	100.0	59,595	100.0	33,886	100.0

주 : 기간중 신규약정액이며 해외부문 제외

- 1) 신디케이션 : 기업의 장래 예상매출 또는 부동산 임대회사의 예상 임대소득 등을 기초로 다수의 금융기관으로 구성된 대주단(Syndicated Banks)이 약정비율대로 해당업체에 운영자금 등을 지원하는 방식임.
- 2) ABL(Asset-Backed Loan) : 기업이 특정 프로젝트 수행을 위해 설립한 프로젝트 회사를 차주로 하여 장래매출채권 및 현금흐름 등을 근거로 자금을 대여하는 방식임.
- 3) ABS(Asset-Backed Securities) : 프로젝트 구조는 ABL 방식과 동일하지만, 프로젝트 회사가 발행하는 ABS 채권을 인수하는 형태로 자금을 제공하는 방식임.

자료 : 한국은행 보도자료(2003. 9. 5).

(2) 보험업계

국내 보험업계의 프로젝트 파이낸싱은 삼성생명, 대한생명, 교보생명 등 대형 생보사들을 중심으로 투자가 증가하고 있다.¹⁵⁾ 2002년 국내 생명보험회사의 프로젝트 파이낸싱 투자규모를 보면, 총 52건에 1조 4,341억원이며, 이는 2001년의 60건 9,456억원에 비해 65%가 증가하였다. 규모에 있어서는 교보생명이 2001년 4,000억원, 2002년 4,900억원으로 제일 큰 투자규모를 보이고 있으며, 2002년 삼성생명이 21건에 3,316억원을 투자하여 2001년 대비 32% 증가하였고 대한생명이 2001년에 비해 95% 증가한 4,700억원을 2002년에 기록하였다.

이러한 증가세는 저금리의 장기화에 따른 높은 수익률과 안정적인 투자처를 프로젝트 파이낸싱으로 보았기 때문으로 판단되나 최근의 부동산 경기 침체에 따른 투자 기피현상이 예상된다.(<표 IV-11> 참조).

15) 김재봉, 대운경제리뷰 (2003. 8. 7) 참고로 한 것임.

<표 IV-11> 생명보험사의 프로젝트 파이낸싱 취급현황

(단위 : 억원)

구분	2001년	2002년
삼성	2,504(16)	3,316(21)
대한	2,415(13)	4,700(27)
교보	4,000(25)	4,900(23)
SK	537(6)	1,225(9)
동양	-	200(2)
계	9,456(60)	14,341(82)

자료 : 대구은행.

7. 국내 연기금의 직·간접 부동산 투자

국내 연기금은 여유자금의 급팽창이 예상된다. 그 가운데 국민연금의 적립기금은 2004년 7월 현재 121조원이며 2010년에는 242조원, 2015년에는 363조원으로 늘어날 것으로 예상된다.¹⁶⁾

연기금의 부동산 투자 현황을 보면, 여유자금의 장기 투자 형태로 일부 연기금이 회원 복리증진, 업무용도, 기금목적사업 수행, 투자 등의 목적으로 부동산을 보유하거나 투자하고 있으며, 2000년 말 기준으로 전체 57개 연기금이 조성한 순누계액은 275조 8,961억원이다. 전체 가운데 21개 연기금이 전체 순누계액의 0.77%인 2조 1,244억원의 부동산을 보유하고 있다. 이 중 공무원 연금기금이 4,239억원, 국민연금기금이 2,871억원, 사립학교교직원연금기금이 2,366억원 규모의 부동산을 보유하고 있다.¹⁷⁾

부동산에 대한 투자는 유동성부족, 투기적 인식 등의 문제로 한계가 있다. 국내 기관투자자들이 부동산 투자를 기피하는 요인을 조사한 한국감정평가연구원(2002)의 결과에 의하면 정부의 규제, 부동산 투자여력의 부족, 낮은 유동성 등이 주요 기피 사유가 되고 있다.

기획예산처에서 2004년 9월 24일에 발표한 「2005년도 기금운용계획안」에 따르면 전체 기금운용 사업비 가운데 37개 사업성 기금을 장기 공공임대주택 건설 지원 등 경기활성화를 위한 자금지원에 금년보다 7.4% 증가한 25조 3,000억원을 운용할 계획이다. 장기 공공임대주택 15만호 건설에 4조 3,000억원을 지원하며, SOC(사회간접자본) 투자를 2004년 6월까지의 4,848억원에서 6,000억원으로 확대할 예정이다.

16) 보건복지부 보도자료 2004.7. 27.

17) 오규택 외, 국내 연기금의 부동산 투자 현황과 향후 개선 방향, 감정평가 제52호 2002년 9/10월호.

정부는 개별 연기금의 특성을 고려하지 않고 부동산·주식 등 다양한 자산에 투자하지 못하고 채권 등 한정된 자산에만 투자가 허용되고 있어 연기금의 전면 허용을 검토 중이다. 최근 2004년 7월 중 보건복지부에서 ‘국민연금 중장기 기금운용 마스터플랜 기획단’ 회의를 열어 오는 11월까지 중장기 기금 운용 방안을 마련키로 하였다. 안정성과 유동성, 수익성, 공공성을 감안한 3~4개 적정 투자자산 구성 방안을 제시할 계획으로 국내 부동산 직접투자 와 간접투자상품 투자에 관심을 가질 것으로 예상된다.

제5장

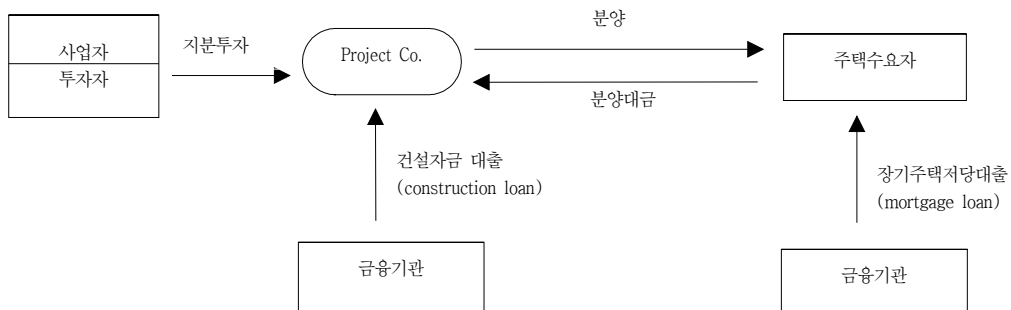
미국의 공급자 금융 형태

본 장에서는 금융 제도가 가장 효율적인 시스템을 갖추었다고 인식되고 있는 미국에서 건설사업의 공급자 금융이 어떠한 형태로 이루어지고 있는지를 살펴보기로 한다.

1. 공급자 금융의 기본 구조

건설사업을 수행하고자 하는 개발업자는 일반적으로 지주 또는 투자자와 함께 공동사업단(syndication)을 구성하여 부동산 개발에 필요한 일정한 자기자본(equity capital)을 확보하고 금융기관으로부터 대출을 받아 개발 프로젝트를 수행한다. 특정한 프로젝트를 수행하기 위한 자기자본을 확보하기 위해 프로젝트회사(project company)를 설립하는 경우도 있고 그렇지 않은 경우도 있다.¹⁸⁾ 프로젝트회사는 유한책임 파트너십(limited partnership)의 형태를 갖는 경우가 많다.¹⁹⁾ 프로젝트 회사를 설립하는 경우 구조는 <그림 V-1>과 같이 도식화할 수 있다.

<그림 V-1> 공급자 금융의 기본 구조



18) Brueggeman and Fisher, Real Estate Finance and Investments(2001) chapter 12의 p. 367.

19) 유한책임 파트너십 이외에 최근에는 유한책임회사(limited liability company) 형태로 프로젝트 회사를 설립하는 경우가 증가하고 있다. 미국의 회사(기업) 형태에 대해서는 다음절에서 자세히 설명한다.

2. 미국의 기업 형태

본 절에서는 미국의 기업 형태에 대해서 살펴보기로 한다. 미국의 기업 형태로는 개인기업(sole proprietorship), C형 법인(C corporation), S형 법인(S corporation), 일반파트너십(general partnership), 유한책임 파트너십(limited partnership), 유한책임회사(limited liability company)가 있다.²⁰⁾

(1) 개인기업(sole proprietorship)

개인이 전적으로 책임을 지고 의사 결정을 하는 기업 형태이다. 기업을 설립하는 데에 간편하고 비용이 적게 드는 장점이 있다.

(2) C형 법인(C corporation)

우리나라의 「상법」상의 주식회사와 같은 기업 형태이다. 이사회를 두어야 하고 중요한 사항에 대해서는 주주총회의 의결을 거쳐야 한다. 주주는 무한 책임이고 법인 소득(corporate income)에 대해서 법인소득세(corporate income tax)를 납부하여야 하는 회사 형태이다.

(3) S형 법인(S corporation)

법인이 연방국세청(Internal Revenue Service)이 규정한 판단 기준을 만족시키면 소득세 납부 방식을 파트너십 형태의 소득세 납부 방식으로 선택할 수 있는 옵션(option)이 주어진다. 이 옵션을 주주 전원의 서면 동의로 선택하면 S형 법인이 된다. S형 법인은 법인세가 부과되지 않고 배당금은 개인 소득세만 부과되는 법인 형태이다. 주주 수가 35인으로 제한된다. 다른 파트너십이나 법인은 S형 법인의 주주가 될 자격이 없다.

(4) 일반파트너십(general partnership)

2인 이상이 결합하여 공동으로 기업을 운영하는 기업 형태로서 각각의 파트너는 개

20) 미국의 기업 형태에 대해서는 Corgel 등(2001) Chapter 5와 Clough and Sears(1994) Chapter 2 참조.

별적으로 파트너십에 대한 대리인(agent) 자격으로 의사결정을 하며 파트너십에 대한 부채에 대해서 무한책임을 진다. 미국 Uniform Partnership Act 제6조에서는 파트너십을 ‘이익을 추구하기 위한 공동소유자로서 수행되는 복수인의 단체’라고 정의한다.

파트너십은 세법상 일정한 요건을 갖출 경우 법인세를 면제(pass through 인정)하고 있다. 미국 연방세무당국(IRS : Internal Revenue Service)은 1) 공동 출자자의 존재(business association) 유무, 2) 사업을 영위하고 이익을 분배하는 목적(an objective to carry out the business and divide the gains therefrom)의 유무, 3) 존재의 영속성(continuity of life) 유무, 4) 경영권의 집중화(centralization of management) 유무, 5) 유한책임(limited liability) 유무, 6) 지분양도의 자유성(free transferability of interest) 유무를 가지고 파트너십인지를 판단하여 파트너십이면 배당금에 대해서 법인세를 부과하지 않고 파트너십이 아니면 법인세를 부과한다.

파트너십과 법인은 처음 2개 항목(공동 출자자의 존재 및 사업을 영위하고 이익을 분배하는 목적)은 공통으로 해당되기 때문에 나머지 4개 항목 중 3가지 이상이 해당되면 법인으로 분류하여 법인세를 부과한다.

즉, 존재의 영속성 유무, 경영권의 집중화 유무, 유한 책임 유무, 지분 양도의 자유성 유무를 판단하여 이 중 3가지 요건에 해당되면 법인이고 그렇지 않으면 파트너십으로 분류하여 배당금에 대해서 법인세를 부과하지 않는다.²¹⁾

(5) 유한책임 파트너십(limited partnership)

유한책임 파트너십(limited partnership)이란 지분 참여자를 무한책임 파트너(general partner)와 유한책임 파트너(limited partner)로 구분하는 파트너십(partnership) 제도이다.²²⁾

무한책임 파트너는 파트너십의 부채에 대해서 무한책임을 부담하고, 파트너십의 경영권을 행사한다. 이에 대해서 유한책임 파트너는 파트너십의 부채에 대해서 이미 투자한 투자액과 미리 약정한 금액에 대해서만 책임을 지는 지분참여자이고, 무한책임 파트너(general partner)에 대한 신뢰를 바탕으로 투자한다.

부동산 개발 금융에서는 개발업자가 무한책임 파트너(general partner)가 되고, 다른 투자자들은 유한책임 파트너(limited partner)가 되는 구조가 일반적이다. 무한책임 파

21) 파트너십 과세에 대해서는 김재진, 파트너십 과세 제도의 도입 방안(2004) 참조.

22) Limited partnership에 대해서는 Brueggeman and Fisher, Real Estate Finance and Investments(2001) chapter 16 참조.

트너십(limited partnership)은 사람과 자본이 결합하는 유연한 기업 구조로서 당사자간 계약에 따라 다양한 형태가 가능하다.

(6) 유한책임회사(limited liability company)

유한 책임 기업이란 새로운 형태의 기업 형태로 법인의 무한책임 성격과 파트너십의 배당금에 대한 법인세 면제 조항이 결합한 형태이다. S형 법인에 비해서 주주 숫자에 대해서 자유롭고 주주가 될 수 있는 자격 등에 신축성이 있다. 즉, 법인도 유한책임회사의 주주가 될 수 있다.

3. 공급자 금융 대출

(1) 대출의 구분

프로젝트 회사를 설립하여 자기 자본금(equity capital)이 확보되면 추가 비용은 금융기관의 대출을 이용하여 조달한다. 미국에서 부동산 개발 자금 대출은 건설자금대출(construction loan, interim loan)과 장기모기지대출(permanent loan, mortgage loan)로 나누어지고, 건설자금대출은 건축물이 완성되면 장기모기지대출로 전환되는 구조를 가진다. 그리고, 건설자금대출은 1~3년으로 단기이고, 장기모기지대출은 5~10년으로 장기이며, 건설자금대출은 상업은행, 저축기관(savings institutions) 등이 담당하고, 장기모기지대출은 상업은행, 생명보험회사 및 연·기금 등이 담당한다.

장기모기지대출(mortgage loan, permanent loan)란 건축물이 완성되고 모기지 대출 약정의 조건이 충족되면 완성된 건축물을 담보로 대출을 하는 것을 의미한다. 프로젝트별로 전체가 대출됨으로써 이루어지기도 하고, 단계별로 개별적으로 대출이 이루어지기도 한다.

건축물이 완공된 이후 정상적인 운용이 되기까지 대개 임대기간이 존재하는데, 약정한 임대 비율이 달성되지 않아 장기모기지 대출을 약정한 금융기관이 대출을 하지 않을 경우 건설자금대출과 장기모기지대출 사이의 대출(gap loan)이 필요한 경우도 있다.

(2) 자금의 원천

1) 건설자금대출

미국에서 건설자금 대출의 원천을, 상업용 건축물(commercial property)을 예로 들어 살펴보면 아래의 < 표 V-1 >와 같다. 상업용 건축물에는 임대용 건축물도 포함된다.²³⁾

상업용 건축물의 건설자금대출의 1997년말 잔액은 787억 달러로서 이 중 상업은행이 79%인 626억 달러, 모기지 은행이 11%인 86억 달러, 저축기관이 6%인 50억 달러를 차지하고 있다.

**< 표 V-1 > 건설자금 대출의 금융기관별 규모 규모와 비중
(미국의 상업용 건물의 경우)**

(단위, 10억 달러, %)

구분	Outstanding Construction Loans (1997년말)	
	규모	비중
저축기관(Savings Institutions)	5.0	6
상업은행(Commercial Banks)	62.6	79
모기지은행(Mortgage Bankers)	8.6	11
생명보험사(Life Insurance Co.)	0.9	1
REITs	n.a.	n.a.
연기금(Pension Funds)	0.0	0
외국인투자자(Foreign Investors)	n.a.	n.a.
Fed-Related Mtg. Pools	0.0	0
개인투자자(Private CMBS Investors)	0.0	0
기타(Other)	1.6	3
전체	78.7	100

주 1) 임대용 아파트를 포함한 것임.

2) n.a : not available.

3) CMBS : Commercial Mortgage-Backed Securities.

자료 : Lend Lease Real Estate Investment, U.S. Department of Housing and Urban Development, Corgel and others(2001)에서 인용.

23) 미국에서 임대용 주택은 주거용 건축물(residential property)로 분류하지 않고 상업용 건축물(commercial property)로 분류하는 것이 일반적이다.

2) 장기모기지대출

상업용 건축물의 장기모기지대출은 1977년 기준 2,411억 달러가 시행되었는데 이 중 상업은행이 1,789억 달러로 74%, 생명보험사가 231억 달러로 10%를 차지하였다(< 표 V-2 >의 2번째 및 3번째 열 참조).

상업용 건축물의 장기모기지대출채권 보유액은 1999년 2/4분기 기준으로 1조 3,400억 달러인데 이 중 상업은행이 5,520억 달러로 39%, 개인투자자가 CMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities)의 형태로 17%인 2,417억 달러어치를 보유하고 있다(< 표 V-2 >의 4번째 및 5번째 열 참조). 특기할 만한 것은 개인투자자가 CMBS 형태로 상업용 건축물 모기지론의 자금원이 되고 있다는 사실이다.

**<표 V-2 > 장기모기지대출의 금융기관별 규모 규모와 비중
(미국의 상업용 건물의 경우)**

(단위, 10억 달러, %)

구분	Long-Term Originations (1997년)		Long-Term Holdings (1999년 2/4분기)	
	규모	비중	규모	비중
저축기관(Savings Institutions)	17.4	7	134.5	9
상업은행(Commercial Banks)	178.9	74	552.0	39
모기지은행(Mortgage Bankers)	10.7	5	0.0	0
생명보험사(Life Insurance Co.)	23.1	10	182.2	13
REITs	n.a.	n.a.	13.5	1
연기금(Pension Funds)	7.4	3	31.2	2
외국인투자자(Foreign Investors)	n.a.	n.a.	183.0	13
Fed-Related Mtg. Pools	0	0	52.8	4
개인투자자(Private CMBS Investors)	0	0	241.7	17
기타(Other)	3.6	1	39.0	2
전체	241.1	100	1,340.0	100

주 1) 임대용 아파트를 포함한 것임.

2) n.a : not available.

3) CMBS : Commercial Mortgage-Backed Securities.

자료 : Lend Lease Real Estate Investment, U.S. Department of Housing and Urban Development, Corgel and others(2001)에서 인용.

4. 사례 : 시카고 Heller International Tower 프로젝트

본 절에서는 건설사업의 공급자 금융이 구체적으로 어떻게 이루어지고 있는지를 이해하기 위하여 상용업 건축물인 Heller International Tower 빌딩 금융 사례를 살펴보고자 한다.

(1) 프로젝트 개요

먼저 금융 구조를 살펴보기 앞서 프로젝트 개요를 살펴보면 다음과 같다. 이 프로젝트는 미국 시카고시 W. Monroe가 500번지의 44층 오피스타워 건설 프로젝트이다. 1층은 로비 및 소매점, 2~10층은 주차장, 11층~44층은 사무실이며 대지는 6만 800평방피트(square feet), 연건평은 150만 평방피트이고, 이 중 임대 면적은 93만 평방피트이다. 총 프로젝트 비용은 3억 달러로서 1989년 10월 기획되었으며, 1991년 10월 완공되어 1991년 12월부터 운영을 시작하였다.

(2) 프로젝트 금융 구조

사업주는 부동산 개발업자인 Tishman Spyer Properties(이하 TSP라고 한다)이며, TSP는 파이낸싱을 주관할 금융기관으로 후지은행을 선택하였다. 후지은행을 접촉하게 된 이유는 오피스의 주임차인(anchor tenant)이 될 Heller International사가 후지은행의 자회사인 점이 감안되었다.

후지은행은 금융신디케이션을 구성하여 2억 4,000만 달러의 대출을 알선하였다. 차입 금리는 변동금리로 Libor + 1.25%이었다. 단, 입주율이 75% 이상일 경우 Libor + 1.125%, 85% 이상일 경우 Libor + 1%로 입주율이 높을수록 감소하는 형태를 취하였다.

TSP는 자사 소유 부지를 개발하기 위해 별도의 프로젝트 회사로 Tishman Spyer Properties Monroe Limited Partnership(TSPMLP)을 설립하여 TSP가 무한책임 파트너(general partner)가 되고, 유한책임 파트너(limited partner)로서 투자자를 모집하였다.

TSP는 자기자본(equity)을 투자자로부터 조달하기 위해 투자자를 유한책임 파트너 자격으로 모집하였으며 후순위 자본(mezzanine capital)방식으로 6,000만 달러를 조달하였다.

후순위 자본(mezzanine capital) 방식은 후순위 대출 형태로 투자자가 10년 후 파트너십 45% 소유권을 행사할 수 있는 옵션이 있는 전환가능 모기지대출(convertible mortgage

loan)로 구성되었다. 금리는 안정적 현금흐름을 근거에 대한 배당으로 고정금리 8%였다.

전환가능 모기지대출은 대주가 일정 기간 또는 특정 시점에 담보된 부동산의 담보 이익 일부 및 전부를 자기자본(equity)으로 전환할 수 있는 option을 가진 대출 형태이다.

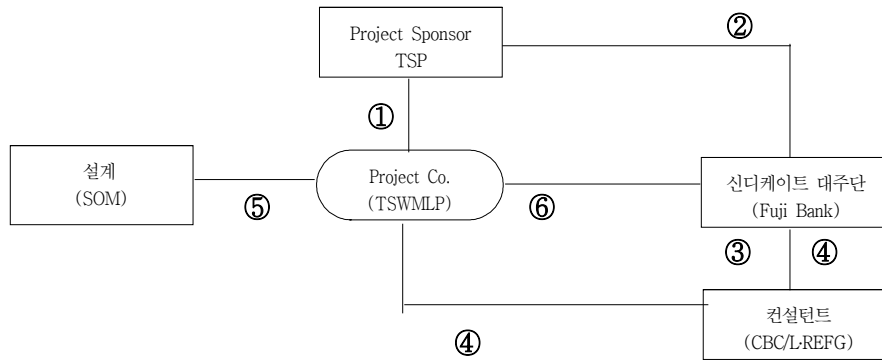
전환가능 모기지대출의 장점은 대주 입장에서는 미래에 발생 가능한 리스크 책임에 따른 높은 이자를 가질 수 있고 미래에 가격 상승된 프로젝트의 주주로서 참여가 가능한 이점을 가지고 있다. 또한, 투자자의 관점에서는 부채(debt)와 자본(equity) 특성의 공동 보유를 통한 portfolio 효과를 가지고 있다.

반면 차주의 이점으로는 매매로 인한 소득세 등 세금 부담 없이 지가의 거의 100%에 해당하는 자금 조달이 가능하고, 시장 이자율 이하의 금리 유도가 가능한 이점이 있으며, 부동산 관리권의 지속적인 행사가 가능하다.

즉, 전환가능모기지는 증권으로 간주되어 양질의 부동산에 적용할 수 있고, 전통적 모기지 및 부동산 구입에 비하여 현저한 이점을 가지고 있다. 예를 들어 차주의 세금 납부 지연 이익을 투자자에게 돌릴 수 있고, 인플레이의 헤지, 부동산의 질권 설정, 현금흐름의 우선권 부여 등의 이점이 있다²⁴⁾.

<그림 IV-2>는 시카고 Heller International Tower 프로젝트의 금융 구조를 보여준다.

<그림 V- 2> Heller International Tower 프로젝트의 금융 구조



24) 왕세중, Project Financing 구조 및 사례, 한국건설산업연구원, 제3기 부동산금융 전문가 과정(II).

- ① 스폰서인 TSP사가 SPC인 TSWMLP사 설립
- ② TSP사가 사업 조건을 만족하는 금융 계획의 수립을 후지은행에 요청
- ③ 후지은행이 REFG²⁵⁾에 예비 및 세부 타당성분석 실시 요청
- ④ CBC/L²⁶⁾의 타당성 분석 실시 및 REFG의 금융 계획 수립
- ⑤ SPC인 TSWMLP가 SOM에 설계 의뢰
- ⑥ 후지은행과 SPC가 총 US\$300M의 비소구 금융 계약 체결

(3) 후지은행에서 파이낸싱을 결정하게 된 이유

후지은행은 시장분석결과에 따라 프로젝트에 파이낸싱을 결정하였다. 시카고 통근자의 중심지로서 철도 및 고속도로와 인접하는 등 프로젝트 입지가 우수하고 주변 A급 건물의 공실률이 16%로 전체 시장 14%에 비해 비교적 안정적이고 낮은 편이다.

또한 사업주인 TSP에 대한 후지은행의 신뢰가 컸다고 할 수 있다. TSP는 미국 내 실적 5위 안에 드는 개발회사로서 World Trade Center 등 유명 프로젝트에 참여한 경험이 풍부한 회사였다. 주임차인(anchor tenant)인 Heller Financial(HF)사와 Marsh & McClelland(M&M)사에 각각 10년, 15년간 임대료 계약을 체결하였으며, 주임차인의 임대 면적이 37만 5,000평방피트로 전체 임대면적의 40%를 차지하였다.

5. 미국 공급자 금융의 특징

미국의 건설사업 공급자 금융은 개발업자가 중심이 되어 투자자와 함께 프로젝트 회사를 설립하고 부족한 자금은 금융기관으로부터 대출(loan) 형태로 조달하는 형식이 일반적이다. 금융기관으로부터의 대출은 건설자금을 대출하는 것(construction)과 장기모기지대출(mortgage loan)로 나누어지고, 건설자금 대출은 건축물이 완성되면 장기모기지대출로 전환되는 구조를 갖는다.

프로젝트회사는 법인과 개인기업의 중간 형태인 유한책임 파트너십 형태로 설립되는 것이 일반적이며 개발업자가 무한책임 파트너가 되고 투자자는 유한책임 파트너가 된다. 유한책임 파트너십제도는 파트너십의 소득에 과세하지 않아 프로젝트회사를 법인 형태로 설

25) Real Estate Finance Group(REFG)으로 후지은행의 부동산금융그룹임.

26) CB Commercial / Landaue(CBC/L)이며 부동산 중개기관의 시장조사를 담당함.

립할 경우 발생하는 동일 소득에 대한 이중 과세 문제를 해결할 수 있는 장점이 있고, 투자자(유한책임 파트너)가 손실을 볼 경우 투자자의 다른 소득에서 공제받을 수 있는 세제상의 장점이 있는 제도이다.²⁷⁾

27) 파트너십 과세에 대해서는 제6장 공급자 금융 발전 방안에 자세히 설명한다.

제6장

공급자 금융 발전 방안

1. 기본 방향

제2장에서 지적한 바와 같이 주택 분양 제도가 선분양제에서 후분양제로 전환되면 주택 금융 체계는 주택사업자가 선분양제 하에서 제한적으로 공급받던 건설비용을 완전히 공급받는 구조와 개발업자와 투자자가 지분 투자를 하여 프로젝트기업(project company)을 설립하고 금융기관으로부터 건설자금을 대출하여 건축물을 완성하는 구조로 변화될 것이다.

그런데 주택사업자가 금융기관으로부터 건설비용을 완전히 공급받는 경우는 높은 신용을 갖고 있는 경우에만 가능할 것이며 그렇지 않은 경우 주택사업자가 프로젝트를 설립하여 기본적인 자금을 투자자로부터 확보하고 나머지 자금을 금융기관에서 대출 형식으로 조달하는 구조가 될 것이다. 따라서 건설사업의 공급자 금융 활성화 방안도 이러한 구조에 따라서 논의하기로 한다. 먼저 건설 사업의 공급자 금융 제도를 활성화시키기 위한 기본 방향부터 논의하기로 한다.

(1) 프로젝트 수익성에 근거한 자금 조달

사업자의 재무구조가 열악하고 신용도가 낮은 경우 사업자의 신용으로 선분양 자금을 대체할 자금을 조달하기는 어려울 것이다. 따라서 개발사업에 필요한 자금 조달을 위해 지분투자자를 모집하거나 금융기관으로부터 자금을 조달할 경우, 자금조달의 근거를 기업의 신용이 아닌 프로젝트의 사업성을 근거로 하는 방향으로 정비되어야 한다.

(2) 투자자에게 다양한 투자 기회 제공

개발 사업에 관련된 위험을 참여자에게 적절히 분담시키고 위험의 분담 정도에 따라 개발 이익을 보장하는 방안을 모색하여야 한다. 다양한 유형의 투자자에게 선택권을 줄 수 있는 방향으로 제도가 정비되어야 한다.

(3) 자본시장을 활용

개발 사업의 자금조달원은 제도권 금융기관의 대출 자금을 치우쳐 있었다. 따라서 자본시장에서 개발 사업에 필요한 자금을 원활히 조달할 수 있는 방안을 강구하여야 한다.

2. 공급자 금융 발전 방안

(1) 유한책임 파트너십(limited partnership)제도의 도입

건설사업을 수행하기 위해서 프로젝트회사를 설립하는 단계에서 회사 설립이 용이하고 프로젝트에 필요한 자금을 효율적으로 조달할 수 있는 기업 형태를 도입하여야 한다. 이와 같은 의미에서 미국 등에서 프로젝트기업으로 자주 이용되는 유한책임 파트너십(limited partnership)제도를 도입할 필요성이 있다.

1) 파트너십의 특징

유한책임 파트너십(limited partnership)제도를 설명하기 전에 파트너십(partnership)제도를 설명할 필요가 있다. 파트너십이란 법인 기업과 개인 기업 사이의 기업 형태로서 일반파트너십(general partnership)과 유한책임 파트너십(limited partnership)으로 구분된다. 파트너십의 특징을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 파트너십은 설립이 용이하고 손익 배분 비율 등은 당사자간의 약정에 의하여 결정된다. 사람과 자본이 결합하는 유연한 기업 구조로서 당사자간 계약에 따라 다양한 형태가 가능하다.

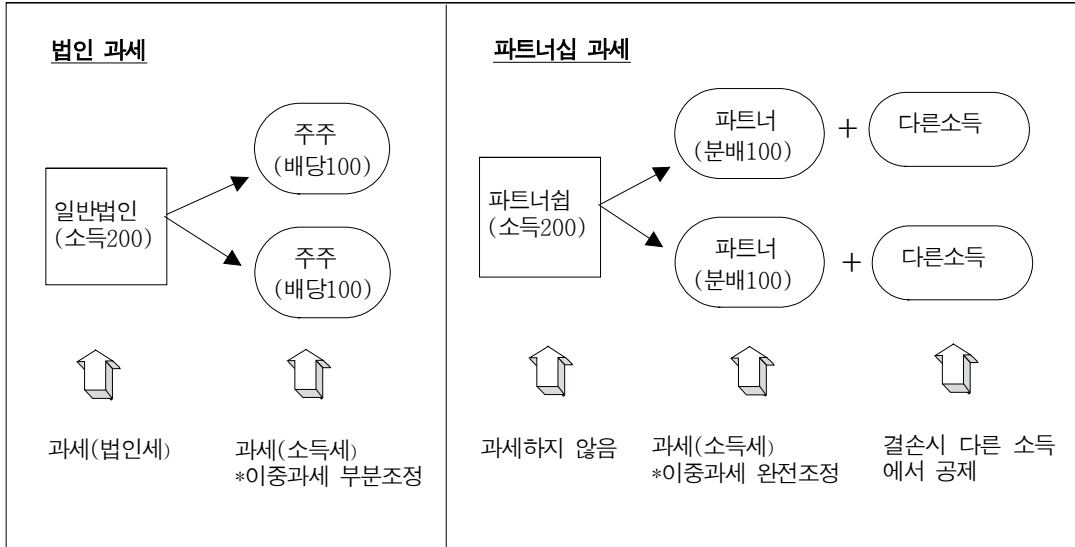
둘째, 일정 조건이 성립되면 기업(파트너십)의 소득을 모두 소유자(파트너)에게 귀속시켜 파트너에게만 과세한다.²⁸⁾ 즉, 파트너십의 소득을 개별 파트너에게 배분하여 과세함으로써 배당 소득에 대한 이중 과세 문제를 해결한다.

셋째, 파트너십의 손실(loss)을 각 파트너에게 배분하여 파트너의 다른 소득과 상계가 가능하므로 투자자의 투자 위험을 분산시킬 수 있는 제도이다(<그림 VI-1>참조).²⁹⁾

28) 파트너십에 대한 비과세 요건에 대해서는 제5장 제2절 미국의 기업 형태 참조.

29) 이러한 파트너십의 손실(loss)을 각 파트너에게 배분하여 파트너의 다른 소득과 상계하는 제도는 1986년 *Tax Reform Act*에 의해서 제정된 "passive activity loss limitation rule"에 의해서 엄격히 제한되었다. 즉, 소득(손실)을 수동적소득(passive income), 능동적 소득(active oncome), 포트폴리오 소득(portfolio income) 3가지 종류로 구분

<그림 VI-1> 법인과세와 파트너십 과세의 비교



주 : 김재진(2004) p 3에서 인용.

2) 유한책임 파트너십의 장점

유한책임 파트너십 제도란 투자자를 무한책임 파트너(general partner)와 유한책임 파트너(limited partner)로 구분하는 파트너십제도이다.³⁰⁾ 무한책임 파트너(general partner)는 파트너십 경영을 하고 파트너십 부채에 대해서 무한책임을 부담한다. 이에 대해서 유한책임 파트너는 파트너십의 부채에 대해서 이미 투자한 투자액과 미리 약정한 금액의 한도 내에서만 책임을 지고 무한책임 파트너에 대한 신뢰를 바탕으로 투자한다. 부동산 개발 금융에서는 개발업자가 무한책임 파트너가 되어 경영을 전담하고, 유한책임 파트너 자격으로 개발 사업에 필요한 자금을 조달할 수 있는 기업 형태이다. 파트너십의 장점을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 유한책임 파트너십제도를 도입하면 파트너십이 프로젝트기업(project company) 역할을 할 수 있다. 이 경우 주택사업자 등 개발업자가 유한책임 파트너가 되고, 투자자들은 무한책임 파트너가 된다. 이 경우 유한책임 파트너에게는 무한책임 파트너와 차별

하고 수동적 손실은 다른 수동적 소득에서만 상계하도록 규정하였다. Brueggeman and Fisher, Real Estate Finance and Investments(2001) pp. 326 ~ 328 참조.

30) Limited partnership에 대해서는 Brueggeman and Fisher, Real Estate Finance and Investments(2001) chapter 16 및 김재진, 파트너십 과세 제도의 도입 방안(2004) 참조.

되는 수익 배분 원칙을 정할 수 있다.

둘째, 파트너십의 손실을 각 파트너에게 배분하여 파트너의 다른 소득과 상계가 가능하므로 유한책임 파트너로서 참여하는 투자자에게 위험을 분산시킬 수 있는 투자 수단이 되므로 부동산 개발 사업이나 벤처 기업의 투자활성화에 기여할 수 있다.

셋째, 유한책임 파트너십제도를 도입하여 프로젝트 회사로 하는 것이 프로젝트회사의 주택사업자 등록 문제를 해결할 수 있는 장점이 있다. 현행 「주택법」은 20호 이상(공동주택인 경우는 20세대)의 주택사업을 영위하기 위해서는 주택사업자 등록을 하여야 하고, 등록을 하기 위해서는 자본금, 전문인력, 사무실 요건을 갖추어야 한다. 법인인 경우는 자본금 3억원(개인의 경우에는 자산평가액 6억원), 건설기술자 1인, 33제곱미터 이상의 사무실을 갖추어야 한다(「주택법」 제9조 제1항 및 동 시행령 제10조). 따라서 주택사업자가 프로젝트 회사를 설립하여 투자자로부터 투자를 받아 주택 사업을 하기 위해서는 프로젝트 회사가 별도로 주택 사업 등록을 하여야 한다.

그런데, 현재 우리나라의 법인세 면제는 제3장에서 지적했듯이 명목회사에 한해서 배당 금액에 대한 법인세를 면제할 수 있다는 인식이 있다. 따라서 프로젝트회사의 배당금에 대해서 법인세 소득 공제를 받기 위해서는 프로젝트 회사가 명목회사가 되어야 하고, 한편 주택사업자가 하자보수책임 등을 부담하기 위해서는 실체회사가 되어야 한다는 인식의 차이를 해결할 수 있다.

3) 합자회사 및 「민법」상 조합과의 차이

현행 우리나라 「상법」과 「민법」 등에는 투자에 이용될 수 있는 여러 가지 기업 형태가 존재하고 있다. 부동산 투자와 관련하여 유한책임 파트너십제도의 장점으로 들 수 있는 책임 범위의 차별화, 경영권의 집중, 이중과세의 배제 등이 현재 우리나라의 법적 제도에서 충족될 수 있다면 굳이 새로운 제도를 도입할 필요성이 없다. 따라서 우리나라에서 이용할 수 있는 기업 형태들이 과연 유한책임 파트너십제도의 장점을 구비하고 있는지를 살펴본다.³¹⁾

가. 합자회사

우리나라에는 「상법」에 합명회사, 합자회사, 유한회사, 주식회사가 규정되어 있다. 그

31) 이 부분에 대해서는 민태욱·이용만(2002) 참조.

중 유한책임 파트너십제도와 가장 흡사한 합자회사에 대해서 살펴본다.

합자회사의 경우 업무 집행에 참여하지 않는 유한책임 사원과 업무집행에 참여하는 무한책임사원으로 구성되므로 책임과 관련해서는 유한책임 파트너십제도와 유사하다. 그러나 합자회사의 무한책임 사원은 자연인에 한정되어 있고 합자회사의 소득에는 법인세가 부과되어 출자자의 배당에 대해서는 소득세가 부과되기 때문에 이중 과세의 문제가 존재한다. 따라서 「상법상」의 합자회사로는 유한책임 파트너십제도의 장점을 살릴 수 없다.

나. 「민법」상의 조합

파트너십과 가장 유사한 우리나라의 제도는 「민법」상의 조합이다. 「민법」 제730조 제1항에 의하면 조합은 2인 이상이 서로 출자하여 공동사업을 경영할 것을 약정함으로써 성립한다. 그러므로 조합은 단체의 일종이므로 그 성립에는 적어도 두 사람 이상의 당사자를 필요로 하며, 사업의 종류나 성질에는 제한이 없다. 그러나 그 사업은 공동으로 경영하는 것이어야 하며, 이익은 조합원 전원에게 배분되어야 하며 일부의 조합원이 이익 분배를 받는 경우에는 조합이 아니다.

조합의 사업으로 발생하는 이익과 손실은 결국 각 조합원에게 돌아가게 되며, 조합의 성격상 이익을 분배하는 이상 모든 조합원이 분배를 받아야 하며, 손실의 경우에는 부담하지 않는 조합원이 있어도 무방하다.

손실 분배의 비율이나 결산의 시기는 특약으로 정할 수 있으나, 그러한 특약이 없는 경우에 2개의 특칙을 정하고 있다. 즉, 당사자가 손익 분배의 비율을 정하지 아니할 때에는 각 조합원의 출자 가액에 비례하여 이를 정하고 이익 또는 손실에 대하여 분배의 비율을 정할 때에는 그 비율을 이익과 손실에 공동된 것으로 추정한다.

「민법」상 조합의 모든 법률상의 거래는 전 조합원의 이름으로 하여야 하고 조합의 재산 및 부채는 조합원 모두의 소유로 귀속되며 소유의 성격은 합유(合有)이다. 따라서 조합원의 책임 범위와 관련하여 조합의 부채는 조합원 모두에게 귀속되므로 투자 주체로서의 조합이 조합 채무를 상환할 수 없을 때에는 조합원이 자신의 손해 부담 비율에 해당하는 부분에 대해서는 개인적으로 책임을 져야 한다. 책임 대상은 원칙적으로 자신의 손해 부담의 비율에 해당하는 부채가 되나 만일 조합원 중에 변제 능력이 없는 자가 있으면 변제할 수 없는 부분 역시 다른 조합원이 균분하여 변제한다. 이 결과 「민법」상의 조합원은 조합의 채무에 대하여 무한 책임을 부담하게 된다. 따라서 「민법」상의 조합 형태로는 유한책임 파트너십제도의 장점을 살릴 수 없다.

4) 도입 방안

우선적으로 주택개발사업 등 부동산 개발 사업과 벤처기업 등에 특별법 형태로 유한책임 파트너십제도를 도입할 필요성이 있다. 2001년 국회에서 논의되었던 같은 「프로젝트 투자금융회사법」의 논의를 발전시켜 주식회사 형태가 아닌 유한책임 파트너십제도를 근간으로 하는 「프로젝트회사법」을 제정하는 것이 하나의 대안이 될 수 있다.

(2) 후순위 자본의 활용

개발 사업에 관련된 위험을 참여자에게 적절히 분담시키고 위험의 분담 정도에 따라 개발 이익을 보장하는 방안을 모색하고 다양한 투자자에게 선택권을 부여하기 위해서는 후순위 자본의 활용이 필요하다.

후순위 자본(mezzanine capital)이란 재원의 성격이 지분(equity)과 부채(debt)의 중간적인 성격을 가진 재원을 통칭한다. 즉, 일정 기간이 경과하거나 일정한 조건이 이루어지면 지분으로 전환하거나 지분을 살 수 있는 선택권(option)을 부여한 것을 의미하는 것으로 전환가능 대출(convertible mortgage loan), 전환사채, 신주인수권부사채 등을 포함한다.

후순위 자본은 투자자 보호 장치로 활용하거나 다양한 투자 자금을 끌어들이기 위한 목적에서 활용된다. 후순위 대출을 활용할 경우 일반 순위 대출을 제공한 대주의 입장에서는 후순위 대출이 사실상 지분과 같은 역할을 하기 때문에 프로젝트의 신뢰도가 향상되고 대출금의 원리금 회수 가능성이 제고된다.

후순위 대출의 경우 통상적으로 위험이 높은 만큼 일반 대출보다 금리가 높기 때문에 고위험·고수익을 원하는 투자자를 끌어들이는 데에 활용할 수 있다. 지분으로 전환할 수 있는 전환사채의 경우 투자자의 표면 금리는 일반 대출보다 낮지만 장래 지분으로 전환할 수 있는 선택권이 있으므로 자본 이득을 제공할 수 있는 기회를 제공한다.

(3) CMBS 제도 활성화

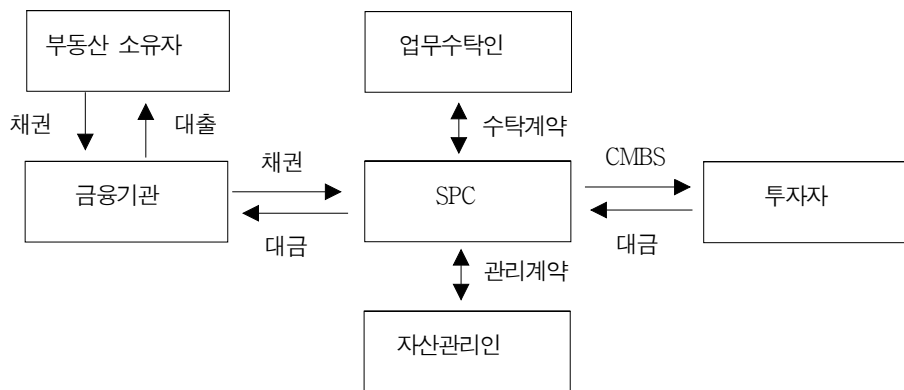
오피스, 호텔, 쇼핑센터 등 상업용 부동산에 담보된 부채를 조기에 유동화할 수 있는 CMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities)제도를 도입하여 상업용 건축물에 대한 장기모기지론을 활성화할 필요성이 있다. 건축물이 완공되면 건설자금 대출은 장기모기지대출로 전환할 수 있기 때문에 장기모기지론이 활성화되면 상업용 건축물의 건설자금대출도 활

성화될 것이다.

CMBS는 상업용 부동산을 담보로 대출을 갖고 있는 금융기관이 특수목적회사(SPC : Special Purpose Company)인 유동화 전문회사를 설립하여 발행할 수 있다.³²⁾ CMBS의 발행 구조를 도식화하면 <그림 VI-2>과 같다.

미국의 경우 1997년 기준 1조 3,400억 달러의 장기모기론의 17%인 2,417억 달러를 CMBS 형태로 개인투자자가 보유하고 있다.³³⁾

<그림 VI-2> CMBS의 발행 구조



32) CMBS를 발행할 수 있는 법률은 「자산유동화에 관한 법률」이다.

33) 제5장 미국의 공급자 금융 형태 <표 V-1> 참조.

(4) 개발사업 관련 기관의 전문성 제고

「간접투자자산운용법」의 제정으로 부동산 개발 사업에 투자할 수 있는 부동산펀드의 설립이 가능하게 되었고, 부동산 금융 시장에 참여하는 자들의 역할이 정립되었다. 건설사업의 공급자 금융이 활성화되기 위해서는 건설사업의 타당성이 신뢰성 있게 분석되어야 한다. 따라서 자산운용사, 부동산컨설팅사, 투자자문사, 부동산 정보업체 등 건설사업과 관련이 있는 기관의 전문성을 제고하여야 한다.

또한, 개발사업과 관련하여 공신력 있는 자료를 생산하는 전문성이 있는 기관이 설립되어야 한다. 부동산 개발사업은 장기적인 사업이므로 시장 전망에 대한 분석이 선행되어야 하지만, 현재에는 이를 위한 자료가 풍부하지 못한 실정이다.

(5) 연기금의 개발사업 투자

1) 건설사업 및 부동산은 연기금의 투자 대상

연기금의 여유 자금은 점점 늘어나지만 저금리 기조의 정착으로 인해 지금까지 투자해온 국고채의 발행규모가 제한되어 있어서 새로운 투자 대상을 찾아야 할 상황이다. 또한 장기적으로는 수입에 비해 지출이 초과할 것으로 예상이 되어 연기금운용의 활성화가 필요하다. 현재 운용 중인 부동산펀드의 수익률은 7%정도로 채권 수익률보다 높다는 것을 감안하여도 부동산 투자에 대한 허용은 건설산업 활성화뿐만 아니라 미래에 대한 연기금의 안정적 확보도 가능하다고 할 수 있다.

2) 연기금의 부동산 투자 관리 방안

첫째, 연기금의 부동산 투자대상의 다양화가 필요하다. 일부 주식투자와 SOC에 대한 투자제한을 풀기는 하였으나 주식시장의 불안과 같은 환경의 변화로 여유자금 운용에 한계가 있다. 현재 진행되고 있는 SOC부문에 대한 투자뿐만 아니라 일부 대형 민간사업 부문에 프로젝트파이낸싱의 형태나 지주공동사업형태로 투자하는 방안을 강구하여야 한다. 임대주택 건설과 운영에 연기금을 사업자로 끌어들여 주택 공급을 늘리는 것도 건설산업의 활성화를 위한 정부의 방안 중 하나이다.

둘째, 연기금 관리 규정에 합리적인 책임과 성과에 대한 규정을 명확하게 해야 한다.

연·기금의 자산운용에 대한 책임과 성과 영역을 명확하게 규정할 필요가 있으며, 연·기금 실적에 대해 매년 평가 방식뿐만 아니라 특히 부동산 투자는 장기간을 요구하므로 3~5년 단위의 장기 평가 체계를 도입해야 한다.

셋째, 연·기금의 부동산 투자비율은 3~10% 정도가 적정 투자 규모로 여겨진다. 외국 연·기금의 부동산 투자비중이 대략 3~10% 수준임을 감안하면 국내 연·기금의 부동산 적정 투자 규모는 3~10%로 본다.³⁴⁾ 2001년도 미국 톱 1,000 연·기금의 총자산에서 부동산이 차지하는 비중은 기업연금 3.1%, 공공기금 4.4%, 조합연금 4.4% 수준이며 초대형 연·기금인 CalPers는 8% 정도이다.³⁵⁾

34) 안정근, 부동산평가 관련용어의 적절성 검토, 감정평가논집 제4호 한국감정평가협회 1994. 2.

35) 오규택, 서후석, 감정평가 제52호 2002년 9/10월호.

제7장

결론

IMF 외환 위기 이후 우리나라 금융 제도는 급격한 변화를 하였고 지금도 변화가 진행 중이다. 또한, 정부는 주택 분양 제도를 후분양제에서 선분양제로 변화를 추진하고 있다. 본 보고서는 이러한 시점에서 주택사업 등 건설사업을 수행하는 건설사업의 공급자 금융 체계에 관해서 점검을 하고 발전 방안을 제시하였다.

먼저 후분양제에서 선분양으로 변화하는 것이 금융 측면에서 어떤 의미를 갖고 있는지 살펴보았고, IMF 외환 위기 이후의 금융 제도의 변화를 건설사업 관련 금융 측면에 중점을 두면서 살펴보았다. 또한, 금융 제도가 가장 선진화되었다고 인식되는 미국의 건설 금융 현황에 대해서 살펴보았다.

그리고 우리나라 건설 사업의 공급자 금융이 발전하기 위해서 필요한 발전 방안을 제시하였다. 건설사업의 공급자 금융 발전 방안으로서 ① 유한책임 파트너십제도의 도입, ② 후순위자본의 활용, ③ CMBS의 활용, ④ 개발사업 관련 기관의 전문성 제고, ⑤ 연기금의 부동산 개발 사업에의 투자 확대를 제시하였다.

이 중 가장 중요하다고 판단되는 것은 프로젝트회사의 형태로 유한책임 파트너십제도를 도입하자는 것이다. 구체적인 방안으로는 2001년에 국회에 제출되었으나 통과되지 못해서 제도화되지 못한 「프로젝트투자금융회사법」을 다시 제정하는 것이다. 즉, 2001년 국회에 제출되었던 「프로젝트투자금융회사법」에서 프로젝트금융회사는 회사 형태이었으나, 새로 제정하는 「프로젝트투자금융회사법」은 프로젝트회사를 회사 형태가 아닌 유한책임 파트너십 형태로 설립할 수 있게 하여야 한다. 이렇게 함으로써 건설회사 또는 개발업자가 건설사업을 수행하기 위한 자기자본을 유한책임을 지는 투자자로부터 조달하여 프로젝트회사를 설립할 수 있고, 프로젝트회사의 법인세 비과세 문제와 주택 사업에 필요한 하자보수 책임 등의 문제를 해결할 수 있다.

참고문헌

- 김일수, 「간접투자자산운용업법」의 시행에 따른 부동산 시장환경의 변화, 삼성에버랜드, 세미나 자료, 2004. 6. 16
- 김재진, 파트너십 과세 제도의 도입 방안, 기업과세제도 선진화 관련 공청회 자료, 조세연구원, 2004. 7. 29
- 김희락, 「간접투자자산운용업법 시행에 따른 부동산금융의 변화와 시사점」, 대은경제리뷰, 2004. 1-2
- 민태욱·이용만, 「부동산투자에 있어 Limited Partnership 제도의 도입에 관한 연구」, 부동산학 연구, 부동산학회, 2002. 12., pp. 55-67
- 조주현, 부동산 개발사업에 있어서 프로젝트 파이낸싱 기법에 관한 연구, 주택연구 제10권 제2호, pp. 125-147
- 고성수, 「부동산 금융 구조 변화에 따른 부동산 시장의 전망」, 한국부동산연구원 개원 3주년 기념 심포지엄, 2004. 6. 4
- 양철원·조우성, 부동산펀드시장이 전망과 과제, 하나경제연구소, 2004. 4. 16
- 오규택·서후석, 국내 연기금의 부동산 투자 현황과 향후 개선 방향, 감정평가 제52호 2002년 9/10월호
- 왕세중, Project Financing 구조 및 사례, 한국건설산업연구원, 제3기 부동산금융 전문가 과정(II)
- Clough, Richard h., and Glenn A. Sears, Construction Contracting, John Wiley & Sons, 1994
- Brueggeman and Fisher, Real Estate Finance and Investments(11th ed.), McGraw-Hill/Irwin, 2002
- Corgel, Ling and Smith, Real Estate Perspectives, An Introduction to Real Estate(4th ed.), McGraw-Hill Higher Education, 2001,

Abstract

Current State and Improvement Way for Financing the Development of Real Property

The Korean government planned to change housing sale method from 'pre-sales' to 'post sales' method. When housing units can be sold before construction does not start, it is called 'pre sale' method in Korea. When housing unit can be sold after certain percentage of construction is complete, it is called 'post sales' method.

When 'pre sales' method is used, the housing developer can use the money housing consumer paid the developer before construction is complete. However, when 'post sales' method is used, the housing developer can not use the money housing consumer paid. Therefore, this study analyzed financing problems that 'post sales' method would cause and suggested their solutions. This study focused on the financing the development of housing property, but the financing the development of other real property such as commercial real property was included.

This study suggested the improvement way of financing construction real property as follows.

First, Limited Partnership should be introduced as the project company. The Limited Partnership consists of general partners and limited partners. The general partner is active in its management and has unlimited liability to its creditors. The limited partner is one who contributes cash or property to the business and commensurately shares in the profits or losses but provides no services and has no voice or vote in matters of management. Specifically, the 'Project Financing Vehicle Law' which were discussed but not passed in the Korean Parliament in the 2001 should be introduced on the basis of the concept of the Limited Partnership. 'Project Financing Vehicle Law' of 2001 was formulated on the basis of the concept of corporation.

Second, the securities which has the characteristics of the mezzaine capital should be actively used to finance the development of real property. Mezzaine capitals are securities which can be used for diverse investors in terms of risk-taking.

Third, CMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities) should be actively used for financing the development of commercial real property.

Fourth, the service provider related to the development of the real property should increase the capability of providing the professional service. Also, the institution should be established to produce reliable data related to the development of real property.

Finally, pension funds should invest in real property. In so doing, the pension funds can increase the rate of return and stabilize the return in the long run.

○ 저자 소개

이 의 섭(eslee@cerik.re.kr)

서울대학교 사회과학대학 신문학과 졸업

미국 뉴욕주립대학교 경제학 석사, 박사

미국 뉴욕주 총무처(New York State Depart. of Civil Services) 근무

서울투자자문 자문역 역임

서울시정개발연구원 초빙연구원 역임

현재 한국건설산업연구원 산업연구부장

공정거래위원회 하도급 자문위원 및 정책 평가위원

<주요 저서 및 논문>

“An Analysis of Elementary and Secondary School Choice,” Journal of Urban Economics, 38, 236-251, 1995

건설공사 연대보증인제도 개선방안, 한국건설산업연구원, 1996. 12

선진국의 건설보증제도, 한국건설산업연구원, 1997. 1

연대보증인제도 폐지 및 업무거래제도 개선에 관한 연구, 한국건설산업연구원, 1998. 6

공동주택의 하자보수 책임 제도 개선 방안, 한국건설산업연구원, 2002. 6

건설하도급 계약 관련 제도 개선 방안, 한국건설산업연구원, 2003. 12 등

대·중·소 건설업체의 균형 발전 방안, 한국건설산업연구원, 2004. 11

정재호(jchung@cerik.re.kr)

전북대학교 경영학과 졸업

미국 Western Illinois University 경영학 석사, 경제학 석사

미국 University of Missouri-Columbia 경제학 박사

미국 Columbia College 강사 역임

현재 한국건설산업연구원 부연구위원

<주요 저서 및 논문>

「건설업체의 사업타당성 조사분석 실태 연구」, (공저)

“An Empirical Analysis on Government Capital Controls and International Capital Flows in Korea” with S. Ni, Applied Economics Letters Vol.9 No.14, Nov. 2002, pp919-923