

<요 약>

I. 문제의 제기

1. 연구의 배경 및 목적

- IMF 사태 이후 극도로 심화된 건설경기의 침체가 장기화되고 있으며, 이는 건설업체의 수주난과 자금난으로 이어져 개발사업의 부진 등 건설경기의 침체를 지속시키고 있음.
- 최근 건설교통부의 『부동산투자회사법』(안) 입법 예고와 신탁경영은행의 지속적인 계약형 부동산투자신탁 상품 출시로, 우리 나라 또한 부동산에 대한 간접투자 시대에 접어들고 있음.
- 본 연구는 계약형 부동산투자신탁제도에 근거한 부동산 간접투자 상품의 개발·판매 과정을 고찰하여, 건설업체가 동 제도를 적극적으로 활용할 수 있는 방안을 모색하고자 함.

2. 연구의 구성

- 본 연구는 다음과 같이 4개의 장으로 구성되어 있음.
- 제2장에서는 건설금융의 환경 변화와 건설업체의 금융 현황을 고찰하고자 함.
- 제3장에서는 계약형 부동산투자신탁제도의 도입 배경, 개념, 구조 및 국내 시장의 수요를 분석·전망하고, 국내 최초의 부동산 간접투자 상품인 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품을 분석하고자 함.
- 제4장에서는 외국 제도 및 시장의 고찰로서, 국내 제도와 유사한 호주의 상장 부동산 신탁 증권을 살펴보고자 함.
- 제5장에서는 현행 계약형 부동산투자신탁제도의 운영상 한계를 파악하고, 이에 근거하여 건설업체가 부동산 개발사업의 추진 과정에서 동 제도를 적극적으로 활용할 수 있는 시사점을 도출하고자 함.

II. 건설금융의 환경 변화 및 동향

1. 금융 환경의 변화

- 외환 위기가 발생한 이후, 국내의 금융 환경이 대내외적으로 크게 변화하고 있으며, 이는 금융산업의 구조 조정 과정에서 비롯되었음.
- 전통적으로 건설업체의 자금 조달은 제도권 금융기관 중에서도 예금은행에 비하여 종합금융회사 등과 같은 비통화금융기관에 대한 의존도가 높았음.
- 그러나, 외환 위기 이후, 종합금융회사가 합병 및 면허 취소로 인해 총 21개사가 감소하였고, 이로 인해 종합금융회사로부터의 단기 자금 의존도가 높았던 건설업체의 자금 조달이 매우 어려운 상황에 처하게 되었음.

2. 건설금융의 동향

- IMF 사태 이후 건설금융의 환경이 크게 악화되었으며, 이는 크게 다음과 같은 두 가지 요인에 기인하는 것으로 분석됨.
- 첫째, 금융산업의 구조 조정으로 인해 차입 방식의 간접금융을 통한 단기성 자금의 조달 실적이 크게 감소하게 되었음.
- 둘째, 1999년의 경기 회복 추세에 따라 주식 및 회사채 발행을 통한 직접금융의 자금 조달 환경이 개선되었음에도 불구하고, 건설산업은 지속되는 경기 침체로 인해 직접금융시장에서의 자금 조달 실적이 매우 저조한 실정임.

III. 계약형 부동산투자신탁제도의 개요

1. 제도 도입의 배경

- 계약형 부동산투자신탁제도는 기업 및 금융기관의 구조조정 부진과 부동산 시장의 침체 문제를 동시에 해결하기 위하여 1998년 4월에 도입되었음.

- 2000년 7월 24일에 국민은행이 국내 최초의 계약형 부동산투자신탁 상품으로서 130억원 규모의 빅맨부동산투자신탁 1호 상품을 판매하였음.
- 국민은행 이외에도 하나은행 또한 2000년 9월 25일에 80억원 규모의 계약형 부동산투자신탁 상품을 출시하여, 우리 나라 또한 부동산에 대한 간접투자 시대가 본격화될 것으로 예상됨.

2. 개념 및 구조

- 계약형 부동산투자신탁제도는 『신탁업법』의 신탁제도에 근간을 두고 있으며, 부동산 매입 및 개발과 관련된 투자를 목적으로 금전을 신탁받을 수 있는 신탁겸영은행이 신탁 계정을 설정하고, 이를 바탕으로 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산투자신탁 업무를 수행하는 제도를 의미함.
 - 현행 제도에 의하면, 부동산과 관련된 계약형 부동산투자신탁의 운용 대상은 부동산의 매입, 개발 및 임대사업, 부동산관련 프로젝트(매입 또는 개발)를 위한 대출, 그리고 MBS 등과 같이 부동산관련 유동화증권의 매입 등임.
 - 또한, 기타 여유 자금은 금융기관에 예치하거나, 국공사채 등 유가증권의 인수 및 매입 등에 운용할 수 있으나, 부동산투자신탁제도의 도입 목적에 따라 연평균 운용 편드의 70% 이상을 부동산과 관련하여 운용하여야 함.
- 계약형 부동산투자신탁제도는 자산 관리 및 운용 기능의 소재에 따라 외부 관리형과 자기 관리형으로 세분할 수 있음.
 - 외부 관리형은 신탁겸영은행이 부동산 및 부동산관련 유가증권 운용의 주체로서 전문 인력으로 구성된 자산관리회사를 100% 출자를 통하여 자회사로 설립하거나 또는 독립적인 자산관리회사와 계약을 체결하고, 자산관리회사는 신탁 계정의 자산 관리 및 운용을 위한 별도의 계약 구조를 갖고 있음.
 - 자기 관리형은 스폰서인 신탁겸영은행이 자산 관리 및 운용 기능을 스폰서 조직의 내부에 갖고 부동산투자신탁 업무를 수행하는 방식으로서, 신탁겸영은행이 계약형 부동산투자신탁 업무의 모든 기능을 담당하는 구조임.

3. 시장 수요 분석 및 향후 전망

- 단기(2001~02년)적으로 금융상품 투자 잔액의 1% 수준이 부동산투자신탁 상품으로 대체 투자될 경우, 2001~2002년의 부동산투자신탁 시장 규모는 5조 9,700억~6조 5,100억원의 수준에 이를 것으로 추정됨.
 - 중기(2005~06년)적으로 부동산투자신탁 시장의 규모는 활성화 정도에 따라 큰 차이를 보이는데, 단기적으로 형성된 시장 규모의 비중이 지속적으로 연장될 경우 8조 4,200억~9조 1,800억원의 수준에 그칠 것으로 추정됨.
- 그러나, 부동산투자신탁 시장이 다소 활성화되어 금융상품에 대한 총 투자 규모 중에서 3% 수준이 부동산투자신탁 상품으로 대체될 경우, 시장 규모는 25조 2,700억~27조 5,400억원에 이를 것으로 추정됨.
 - 부동산투자신탁 상품에 대하여 세제 혜택이 부여된다면, 금융상품에 대한 총 투자 규모 중에서 5% 수준이 부동산투자신탁 상품으로 대체될 경우 시장 규모는 42조 1,200억~45조 9,000억원의 수준에 이를 것으로 추정됨.
- 향후 회사형과 계약형 부동산투자신탁 등 부동산 간접투자 상품의 선호도에 대하여, 일반투자자는 주식을 통한 회사형 상품(31.3%)에 비하여 신탁증권을 통한 계약형 상품(60.1%)을 선호하는 것으로 나타났음.
 - 부동산 간접투자 상품에 투자할 경우 고려할 사항으로서, 부동산에 대한 직접투자의 경우와 유사하게, 안정성(71.4%)이 가장 높고, 수익성(17.5%), 투자 회사의 건전성(3.9%), 그리고 환금성/유동성(3.5%)의 순으로 나타났음.
- 회사형 및 계약형 상품에 대한 적정 투자 기간으로서, 회사형 상품은 전체 응답자의 73.5%가 3년 이내로 응답하여 단기성 상품으로 인식하는 반면, 계약형 상품은 71.5%가 1~5년 이내로 응답하여 중기성 상품으로 인식하고 있었음.
 - 회사형과 계약형 상품에 대한 투자 가능 규모는 소규모 투자(500만원 미만)가 30.7%와 24.8%이고, 중규모 투자(500~5,000만원)는 53.7%와 57.7%이며, 대규모 투자(5,000만원 이상)는 15.6%와 17.5%로 각각 나타났음.

- 계약형 및 회사형 부동산투자신탁 상품의 투자 대상은 부동산 및 부동산관련 유가증권 등으로 동일하고, 개발 또는 관리 등 운영 방법 또한 거의 동일하여 향후 금융시장에서 두 가지 금융상품의 관계는 경쟁적일 수밖에 없는 실정임.
- 그러나, 두 가지 금융상품은 각각 수익증권과 주식 형태의 상이한 투자 상품적인 특성을 갖고 있으므로, 현재와 같이 주식과 신탁상품에 대한 투자 비중이 현재와 같이 유지될 경우, 계약형과 회사형 상품의 시장 점유율은 각각 41.8%와 58.2%에 이를 것으로 전망됨.

4. 사례 분석: 빅맨부동산투자신탁 제1호

- 2000년 7월 24일에 국민은행이 발행한 빅맨부동산투자신탁 1호는 『신탁업법』에 근거한 계약형 부동산투자신탁제도를 활용하여 판매된 국내 최초의 부동산 간접투자 상품임.
- 국민은행은 자기 은행의 신탁 계정을 통하여 신탁 자금을 조달하고, 조달된 자금을 서울 또는 수도권 지역의 8차 동시 분양 예정인 아파트 개발사업에 대하여 프로젝트 파이낸싱에 의한 대출 방식으로 운용할 계획임.
- 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 신탁자금 조달 규모는 총 130억원으로서, 신탁의 형태는 단위형 및 폐쇄형 방식의 불특정금전신탁으로서, 신탁 기간 중에는 중도 해지할 수 없으며, 원본 및 이익에 대하여 보전할 수 없음.
- 위탁자 1인의 신탁 가입 금액에는 상한선과 하한선이 설정되어 있는데, 최저 500만원에서 최고 모집 금액의 10%인 13억원 이내임.
- 신탁수익권의 양도는 허용되지 않지만, 승인을 받을 경우에는 신탁 잔액의 80%까지 신탁 계정으로의 대출 방식을 통하여 담보로 제공할 수 있음.
- 국민은행의 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품에 투자한 위탁자는 펀드의 운용 결과에 따라 발생하는 지급 이익(운용 이익-성과 보수)의 위탁자별 지분율(위탁자별 수탁원본/총수탁원본)에 따라 이익배당금을 받게 됨.

- 위탁자는 수탁일로부터 신탁 종료일의 이익 계산 기간(년)에 따라 펀드별 청산 방식에 의하여 운용 실적을 배당의 방식으로 받게 됨.
 - 계약형 부동산투자신탁 상품의 경우, 펀드 운용에 따라 신탁 보수는 운용 자산의 일정 비율인 기본 보수와 운용 이익에 따른 성과 보수로 이루어짐.
- 사업 구조는 신탁 자금 모집 및 관리의 주체인 국민은행과 사업 추진의 주체인 시행사, 그리고 해당 사업의 시공을 담당하는 시공사로 구성되어 있고, 개별 주체는 3자간의 업무 약정을 통하여 각각의 수행 업무를 분담하고 있음.
- 국민은행은 부동산투자신탁 상품의 판매를 통하여 자금을 모집하여, 이를 아파트 개발사업의 부지 매입비(잔금) 및 초기 사업비에 프로젝트 금융 방식으로 대출함.
 - 또한, 국민은행은 해당 개발사업의 추진을 위하여 결제수탁계정을 설정하여, 소요 자금의 관리 및 통제를 실시하고, 아파트 개발사업의 추진 단계에 따라 분양 수입금에서 투자 원리금을 우선적으로 회수하게 됨.
 - 시행사는 부지 매입, 사업 승인 및 분양 신청 등 해당 개발사업의 추진과 관련된 제반 인허가 업무를 담당하고, 부동산투자신탁 자금으로 부지 매입비 및 초기 사업비를 조달하며, 설계, 감리 및 공사의 도급을 위한 계약을 체결하게 됨.
 - 한편, 시공사는 해당 사업의 시공 및 분양을 책임질 뿐만 아니라 연대시공사의 선정을 통하여 해당 사업에 대한 시공 보증을 제공하게 됨.

IV. 호주의 상장 부동산 신탁 증권(LPT)

1. LPT의 개요 및 구조

- 호주의 상장 부동산 신탁 증권(Listed Property Trusts: LPT)은 오직 부동산(주택부문 제외)에 투자하기 위하여 불특정 다수의 주주들(unitholders)로부터 자금을 모집할 수 있는 신탁 증권 방식의 상장 제도임.

- LPT의 지분(units)은 주식시장에 상장(listing)되어 자유롭게 거래(trading)될 수 있으며, 자산에 대한 권리는 균등한 단위 주식(unit)으로 분할됨.
 - LPT는 임대 수익 부동산에 직접 투자한 자산과 관련된 신탁 증권으로서, 사무실, 상점 건물 및 산업용 건물 등 주거용 건물을 제외한 주요 부동산 부문에 투자하고 있음.
- 호주 LPT는 주주 또는 투자자와 투자 자산의 관리 및 운영, 그리고 피신탁자의 역할을 담당하는 단일 책임 법인으로 구성됨.
- LPT의 주주들은 부동산과 관련된 투자 신탁의 수익자로서, 전액이 지불된 단위당 적용 가격분에 따라 유한 책임을 지며, 주식시장에서의 자유로운 신탁 증권의 거래를 통하여 유동성의 혜택을 받게 됨.
 - 단일 책임 법인은 신탁 관리자의 역할을 담당하는 LPT 운영의 책임 주체로서, 기존의 신탁 관리자 및 피신탁자의 역할을 담당함.

2. 도입 배경 및 시장 현황

- 호주 최초의 LPT는 1971년에 Lend Lease Corporation이 600만 호주달러 상당의 General Property Trust(GPT)를 주식시장에 상장하면서 시작되었음.
- 호주의 LPT 시장은 1990년대 초반에 부동산 시장이 침체를 겪으면서 급성장하게 되었고, 특히 비상장 부동산 신탁 증권 시장의 붕괴로 더욱 성장하였음.
- 1999년 한해 동안에 호주 LPT 시장의 상황은 호주 주식시장의 전체 지수에 비하여 21% 낮은 것으로 나타났으나, LPT부문으로의 자금 유입에 힘입어 회복 추세를 보이고 있음.
- 전체 LPT의 순거래자산 증가율은 2.4%로서, 1998년의 3.4%에 비하여 다소 감소하였으며, 투자수익률(ROE)의 경우, 전체 LPT는 1998년 말의 11.8%에 비하여 0.9% 포인트 감소한 10.9%를 기록하였으나, 이러한 수준의 수익률은 10년 만기 채권의 수익률보다 1.5% 포인트 정도 상회하고 있음.

- 호주의 LPT는 호주증권거래소(Australia Stock Exchange: ASX)의 상장(listing) 및 거래(trading)를 통하여 LPT 투자자에게 유동성을 보장하고 있음.
 - 부동산 신탁업은 호주증권거래소의 20번째 부문으로서, 산업용 부문으로 분류되며, 1998년 말 현재, 52개의 LPT가 상장되어 있고, 시장 자본 총액의 규모는 전체 시장의 5.9%에 해당하는 28조 570억 호주달러임.

- 부동산 신탁업의 1998년 주가 지수는 1997년 말의 1,268.9 포인트에 대비하여 10.2%가 상승한 1,397.8 포인트로서, 산업용 부문의 주가 상승률 13.1%보다는 상승 폭이 다소 낮게 나타났음.
 - 그러나, 자원용 부문의 주식 가격 지수는 14.1% 하락하여 전체 시장의 상승률 7.5%에 비하여 상대적으로 높은 상승률을 보였음.

3. LPT의 구조 변화

- 투자관리회사와 피신탁자로 이원화되어 운영되어 왔던 LPT의 구조가 책임 법인의 체제로 일원화된 것은 1998년에 『관리투자법』의 제정에서 비롯됨.
 - 동 법률의 제정 동기는 LPT의 운영 과정에서 발생하는 투자자의 손실 발생에 대하여 투자 관리 회사와 피신탁자 사이에 책임의 소재를 규명하기 어렵다는 투자자의 불만에 근거하고 있음.

- 특히, 이원화된 구조로 인해 피신탁자와 투자 관리 회사 사이에 충분한 정보 공유가 이루어지지 않아, 결과적으로 초래되는 투자자의 손실 발생에 대한 주요 원인으로 지목되기에 이르렀음.
 - 따라서 법률 개정을 통하여 호주 연방 의회가 지향한 정책적 목표로서 ① 관리 투자 산업의 구조 단순화, ② 관리 투자 기구의 운영자에 대한 책임 명확화, ③ 책임 법인에 의한 지배 구조의 개선, 그리고 ④ 호주증권감독원에 대한 규제자로서의 적정한 권한 부여 등을 지적할 수 있음.

- 호주 LPT의 관리 구조는 호주증권투자감독원과 호주증권거래소로 이원화된 구조를 형성하고 있음.
- 호주증권투자감독원은 LPT와 같이 관리 투자가 요구되는 책임 법인의 법률적 행위에 대하여, 그리고 호주증권거래소는 상장된 LPT 시장에서의 감시 및 감독 기능을 담당하고 있음.
- 또한, 호주 LPT 시장에서의 주요 참여자로서, LPT 시장의 다양한 구성원들이 설립한 호주부동산협의회(Property Council of Australia)가 있음.

4. LPT 제도의 시사점

- 호주 LPT 제도의 관리 구조 및 운영 구조는 우리 나라의 계약형 부동산투자신탁제도의 개선 방향과 부동산투자신탁과 관련된 경제 주체들의 역할 및 책임에 대한 시사점을 제공하고 있음.
- 첫째, 제도 관리의 측면에서, 호주 LPT 제도는 공식적인 금융감독기관에 의하여 집중적으로 관리되고 있으며, 특히 LPT의 발행 시장과 유통 시장의 이분화에 따라 호주증권투자감독원과 호주증권거래소가 각각 담당하고 있음.
- 따라서 향후의 계약형 부동산투자신탁제도는 투자자의 유동성 보장을 위한 유통 시장의 형성이 요구되며, 이에 대한 감독 기능은 증권거래소가 담당하여야 할 것으로 판단됨.
- 둘째, 제도 운영 구조의 변화 측면에서, 호주 LPT의 운영 구조는 피신탁자와 신탁관리운영자로 이분화되었으나, 2000년 7월부터 단일 책임법인에 의하여 일원화되어 책임 주체가 명확하게 되었음.
- 따라서 향후의 국내 건설업계는 개발업자 기능의 보유를 통하여, 계약형 부동산투자신탁의 운영 주체로서 기능하여야 하며, 특히 이러한 구조를 통하여 기대할 수 있는 것은 전문성에 기초한 신탁경영은행과 건설업체의 역할 및 리스크 분담으로 판단됨.

V. 운영상 한계점 및 시사점

1. 운영상 한계점

- 현행 계약형 부동산투자신탁제도는 『신탁업법』의 신탁제도에 근간을 두고 있으며, 동 제도의 운영 주체는 신탁경영은행임.
 - 신탁경영은행은 기본적으로 은행업이 주요 업무이므로, 부동산투자신탁과 같이 부동산에 대한 간접투자 상품의 개발 및 운영의 주체로서는 한계가 있음.
 - 또한, 신탁경영은행은 부동산 소유 및 자회사 설립에 대하여 금지 조항이 있어서, 자기 관리 및 외부 관리 방식의 계약형 부동산투자신탁 업무를 효율적으로 추진하기 곤란한 실정임.

- 이러한 실정을 감안할 때, 신탁경영은행은 외부의 자산운용회사와 특정 프로젝트를 대상으로 위탁 관리 방식의 계약을 체결하여 부동산투자신탁 업무를 추진하는 방안은 현행 법규상 유일하게 가능한 것으로 판단됨.
 - 따라서 신탁경영은행은 부동산의 매입·개발·임대 등과 같이 적극적인 부동산투자신탁 업무를 추진하는 대신에 특정 부동산 개발사업을 대상으로 대출 형태의 소극적인 방식을 취할 수밖에 없는 실정임.

2. 시사점

- 현행 계약형 부동산투자신탁의 운영 주체인 신탁경영은행은 고유 업무인 은행업에 대한 『은행법』의 규제로 인해 부동산과 관련된 프로젝트에 대출 방식으로 부동산투자신탁 업무를 추진하고 있음.
 - 이는 아파트 개발사업의 추진 과정에서 발생하는 현금흐름의 유출입에 대하여 국민은행이 직접 또는 간접적으로 통제하기 위한 것으로 판단됨.

- 계약형 부동산투자신탁은 계정별로 설정된 신탁 기간이 종료됨에 따라 해당 신탁 계정을 청산하도록 구조화되어 있으므로, 비교적 단기간에 투자 원본과 이익을 회수한다는 전제 조건에 따라 투자 대상이 선정되어야 함.
 - 따라서 사전적으로 설정된 신탁 기간 동안에 일정 수준 이상의 수익률을 창출하기 위해서는 안정적인 현금흐름에 기초하여 장기 투자를 요구하는 관리 사업 또는 임대형 개발사업보다는 일정 수준의 수익성을 기대할 수 있는 분양형 개발사업을 추진하여야 하는 한계가 있는 것으로 판단됨.

- 결과적으로 계약형 부동산투자신탁제도를 활용하여 분양형 개발사업을 추진하고자 하는 건설업체는 수익성이 있는 사업의 창출 및 기획, 그리고 추진 과정에서 발생 가능한 각종 리스크에 대한 정확한 분석 능력이 요구됨.
 - 또한, 이와 같은 분석 결과를 금융기관이 요구하는 일정한 방식으로 정리하여 금융기관에 판매(sales)하는 전략이 요구됨.