

새로운 부동산 금융 시스템
구축을 위한 대한 모색

부동산114 리서치센터 / 서 후석

1. 부동산 금융 시스템의 붕괴

국내 건설업체를 대표해왔던 현대건설이 유동성 위기에 몰리면서 건설업계는 물론 부동산 업계에도 엄청난 파장을 불러일으키고 있다. 이것은 건설업이라는 한 산업의 붕괴를 의미하는 동시에 기존의 부동산 금융 시스템의 붕괴를 알리는 사건이었다.

국내에서 이루어지는 대부분의 부동산 개발사업은 건설업체 또는 부동산신탁사의 자금 지원을 통해서 이루어져 왔다. 그러나 외환위기 이후 이들이 주도한 대부분의 부동산 개발사업들이 중단되거나 지연되면서 재무구조는 물론 경영 수지가 급격히 악화되었다. 건설업체와 부동산 신탁사들의 신용경색에 따라 금융기관들이 대출을 꺼리게 되었으며 따라서 재벌계열 건설업체들에게 부동산 개발사업이 집중되는 현상이 발생하였다. 그러나 대우그룹의 부도 그리고 현대건설의 유동성 위기가 이어지면서 더 이상 대재벌의 건설업체에 대해서도 대출을 꺼리는 현상이 나타나고 있다. 뿐만 아니라 부동산 개발금융의 주요 공급자였던 부동산 신탁사들은 워크아웃에 처해있으며 100대 건설업체들 중에서 37개 업체가 법정관리, 워크아웃, 화의 등과 같은 기업구조조정 과정에 처해지면서 더 이상 자금공급원의 역할을 수행할 수 없게 된 것이다.¹⁾

중소 건설업체들은 말할 것도 없고 재벌계열의 건설업체들도 주식시장은 물론 채권시장을 통해서도 자금을 조달하는 것이 거의 불가능한 상황이 지속되고 있다. 건설업체의 주가는 액면가를 밑도는 것은 물론 대부분이 1,000~2,000원 내외 수준이기 때문에 유상증자를 통한 자금조달은 꿈조차 꿀 수 없는 상황이다. 따라서 자기자본 확충을 통한 부채비율의 축소는 이미 물 건너갔으며 지금까지 생존해온 주요 건설업체들까지 또다시 2차 기업구조조정의 대상으로 언급되고 있는 실정이다. 채권시장도 주식시장의 사정과 다를 바가 없다. 신용등급 BBB 이하의 기업체들은 제조업체들조차도 채권의 신규 발행은 물론 차환발행도 하기 힘든

1) 대한건설협회의 자료에 따르면, 100대 건설업체들 중에서 법정관리에 17개 업체, 화의에 12개 업체 그리고 워크아웃에 8개업체 총 37개 업체가 기업구조조정에 처해있다.

상태이며 최근에는 이런 기업들 중에서 상대적으로 건실한 기업들을 중심으로 CBO(collateralized bond obligation)발행을 통해서 자금조달을 추진하고 있다. 그러나 건설업체는 CBO 방식으로 회사채를 발행하지 못하는 상황이다. 특히 금년 하반기와 내년 초에 회사채 만기 도래분이 월 평균 5조원 이상이기 때문에 신용이 열악한 기업의 자금조달 여건은 쉽게 개선되기 어려울 것이다.²⁾ 문제는 이런 상황이 일시적인 현상이 아니라는 것이며 설혹 자금조달 여건이 다소 개선된다고 하더라도 건설업체에게까지는 해당되지 않을 것으로 보인다.

단위: 10억원, %

구분		1997년	1998년	1999년	2000년
건설업	금액	37,696.3	26,084.4	22,582.4	23,361.1
	구성비	11.6	10.0	8.8	8.7
	증감률	2.3	-30.8	-13.4	-12.8
제조업	금액	164,665.3	126,220.6	118,819.1	125,201.6
	구성비	50.8	48.5	46.3	46.5
	증감률	9.8	-23.3	-5.9	-1.7
전산업	금액	324,110.7	260,476.3	256,717.2	269,070.9
	구성비	100.0	100.0	100.0	100.0
	증감률	13.2	-19.6	-1.4	2.0

표 1 제도권 금융기관의 업종별 대출실적 추이(1997년 ~ 2000년 3월)

(1. 제도권 금융기관의 대출실적은 예금은행과 비통화금융기관의 대출실적 합계임. 2. 기간별 잔말 기준임; 3. 2000년 수치는 3월말 현재임. 자료: 한국은행, 「조사통계월보」, 각월호.)

그리고 상대적으로 유동성이 풍부한 은행들도 건설업체에 대한 대출에는 매우 냉담한 것이 현실이다. 즉 건설 경기에 대한 부정적 전망, 건설업체들의 회계 분식 등과 같은 불투명성 등이 건설업체에 대한 불신을 가중시켜 왔기 때문이다.

따라서 은행 입장에서는 건설업체를 상대로 한 기업금융에 대하여 회의적인 반응을 보일 수밖에 없는 것이다. 일부 은행들은 건설업체가 아닌 부동산 프로젝트를

2) 한국채권연구원의 월별 회사채 만기도래 현황 자료에 따르면 올해 하반기 월 평균 5조1천억원의 채권이 만기가 도래되며 특히 12월에는 무려 11조 원 규모의 채권이 만기도래할 예정이다. 그리고 내년에도 월 평균 5조 6천억 원의 채권이 만기가 될 것으로 조사되었다.

대상으로 대출을 실행할 수 있는 방안을 모색하고 있으나 우리나라의 경우 부동산 프로젝트의 분리가 이루어지지 않아서 논의 수준에만 머물고 있는 실정이다.³⁾

단위: 10억원, %

구분		1997년	1998년	1999년	2000년
주식	기업공개	38.5 (1.0)	-	-	-
	증감률	-70.3	-	-	-
	유상증자	67.9 (1.8)	280.0 (5.3)	2,107.6 (36.78)	73.1 (8.6)
	증감률	-81.7	312.1	652.7	-94.6
	코스닥 공모	7.9 (0.2)	-	709.4 (12.4)	4.1 (0.48)
	증감률	-	-	-	-99.4
	기타 공모	20.0 (0.5)	-	-	-
	증감률	-50.4	-	-	-
회사채		3,612.2 (96.4)	4,887.3 (93.1)	2,912.8 (50.8)	769.5 (90.9)
증감률		-3.5	35.3%	-40.4	-63.5
합계		3,746.5	5,247.3	5,729.8	846.6 (100)
증감률		-12.6	40.1	9.2	-79.5

표 2 건설산업의 직접금융 조달 추이(1997년 ~ 2000년 6년)

(()안은 합계에 대한 구성비임; 2. 2000년 통계는 6월말 기준임. 자료: 증권감독원, 「증권조사월보」; 금융감독원, 「금융통계월보」, 각월호.)

결국 더 이상 기업금융 방식으로 부동산 개발금융의 재원을 조달하는 것은 거의 불가능한 상황으로 흘러가고 있으며 새로운 부동산 금융방식에 대한 모색은 활발히 이루어지고 있으나 아직까지 체계적인 시스템으로 구현되지 않는 과도기적 어려움에 처해있게 된 것이다.

3) 사업 시행자에게 신탁 대출을 하는 방식으로 부동산 개발사업에 자금이 지원되고 있다. 국민은행을 필두로 하나, 조흥은행 등이 은행 부동산투자신탁제도를 이용해서 부동산 프로젝트에 자금을 지원하기 시작하였다.

2. 부동산 간접투자제도의 도입

부동산 개발사업에 소요되는 자금을 기업금융 방식으로 조달하는 데에는 많은 한계가 있다는 사실이 밝혀지면서 부동산 개발사업의 자금조달 수단으로 거론되고 있는 것이 부동산 간접투자제도이다. 부동산 간접투자제도가 활성화되기 위해서는 부동산 개발사업이 프로젝트별로 분리되어 이루어져야 한다. 즉 이전에 건설업체들이 다수의 개발사업을 동시에 추진하는 것이 아니라 개발사업 건건이 독립적으로 추진되어야 한다는 것이다.

이런 측면을 반영한 새로운 금융방식이 증권화관련 제도이다. 그리고 외환위기 이후 주로 부실채권의 처리를 목적으로 도입된 제도 역시 자산보유자와 자산을 분리하고 있다. 이는 자산보유자의 대차대조표에서 자산항목이 제외되는 부외 효과(off-balance effect)가 발생하는 것을 의미한다. 그리고 동시에 유동화 전문 회사의 자산에 문제가 생기더라도 자산보유자에게 손실 보전을 요구할 수 없게 되는 것을 의미하기도 한다.

그런데 이런 증권화 구조는 거래가 복잡해지면서 거래비용이 높아질 뿐만 아니라 거래의 안정성 확보를 위해서 대리인 비용이 증가하게 되는 결과를 가져오게 된다. 이외에도 법인세 이중과세 문제, 부동산 등록 및 취득세 부담 등 여러 가지 추가적인 부담까지 발생하게 된다. 이런 부담을 줄여줌과 동시에 투자자들도 보호할 수 있는 제도가 바로 증권화 제도이다. 자산유동화에 관한 법률, 은행 부동산투자신탁은 이미 도입되었고 부동산투자회사법은 입법 예고 중이며 내년 7월에는 시행될 예정이다.

이런 법들의 핵심적인 사항이 바로 신용분리(credit remote)인데, 예를 들면 ABS(asset backed securities)의 자산보유자와 유한회사(SPC, special purpose company), 리츠제도의 자산보유자와 부동산투자회사의 신용분리를 의미한다. 그런데 이런 제도들이 도입되고 있음에도 붕괴된 부동산 개발금융 시스템을 재구축하는 데에는 큰 도움이 되지 못하고 있다. 왜냐하면 이미 도입된 자산유동화에 관

한 제도가 부동산을 유동화 대상자산으로 선정하고는 있지만 부동산 개발사업의 자금조달 수단으로는 적합하지 못하기 때문이다.⁴⁾ 그리고 내년 7월부터 시행될 부동산투자회사법도 여러 가지 제약이 줄어들기는 했지만 붕괴된 부동산 금융 시스템을 재건하기에는 한계가 있어 보인다.

이들 제도가 부동산 개발사업의 자금조달 수단으로 적합하지 않는 이유를 간략히 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 자산보유자가 유동화전문회사에게 양도한 자산의 가치 범위 내에서만 ABS을 발행할 수 있다는 점이다. 즉 유동화 전문회사가 부동산 개발사업의 주체가 될 수 없게 되어 있는 것이다. 부동산 개발사업을 수행하기 위해서는 양도받은 자산 외에 개발에 필요한 자금을 조달해야 되는데 ABS를 통해서만 사업비를 조달할 수 없기 때문이다. 설혹 양도받은 자산가치를 초과하는 증권발행으로 자금을 조달할 수 있다고 확대해석이 되더라도 SPC가 주택건설촉진법상의 등록업자로 인정되어야 사업주체가 될 수 있다.

둘째, 프로젝트회사를 설립하여 부동산 개발사업을 추진할 경우에는 법인세 이종과세, 자산 양도 시의 취득 및 등록세 부담 등이 걸림돌로 작용하게 된다. 이런 문제 때문에 현실적으로 대규모 민자유치사업이 아닐 경우에는 부동산 개발사업을 별도의 프로젝트 회사를 설립하여 추진한 사례가 없는 것이다.

셋째, 입법 예고된 부동산 투자회사법 상으로는 자산총액의 50%를 초과하여 개발사업을 할 수 없으며 한 개의 개발 프로젝트가 자산총액의 10%를 초과할 수 없도록 규제하고 있다. 그러나 최근에 규제완화 차원에서 10% 규제 조항이 삭제될 것으로 알려지고 있다. 따라서 실제로 그렇게 된다면 부동산 개발사업의 자금조달 수단으로 이용될 가능성이 높아졌다.

넷째, 최근에 국민은행이 출시한 빅맨 부동산투자신탁은 부동산 전용 신탁상품이다. 부동산투자신탁에는 부동산 지분투자, 부동산 매입, 부동산관련 증권 등을

4) 국내 ABS 법 하에서는 부동산 개발사업에 소요되는 자금을 조달하기가 쉽지 않다. 왜냐하면 자산유동화에 관한 법률의 제20조1항과 제33조의 내용 때문이다. ①제20조1항(경업제한): 유동화전문회사는 제22조의 규정에 의한 업무 이외의 업무는 영위할 수 없다. ②제33조(발행한도): 유동화 증권의 발행총액은 양도 또는 신탁받은 유동화자산의 매입가액 또는 평가가액의 총액을 한도로 한다.

편입할 수 있도록 허용되어 있다. 그러나 현행 제도에서는 부동산 투자신탁에 부동산 자체를 편입할 경우에는 부동산 소유권을 위탁자 전원의 공동 명의로登記해야하는 문제가 있다.

다섯째, 부동산투자회사는 부동산 개발사업에 소요되는 자금을 불특정 다수를 대상으로 공모를 통해서 자본을 유치하거나 금융기관 차입을 통해서 조달한다. 그런데 공모방식으로 자본을 유치하는 경우 투자자를 보호할 수 있다는 긍정적인 측면은 있지만 소규모의 다양한 형태로 이루어지는 부동산 개발사업들의 자금조달 수단으로는 적합하지 않게 된다.

현재 한계에 봉착한 기업금융 방식의 자금조달을 보완하는 차원에서 도입되었거나 도입될 예정인 부동산 간접투자제도의 시행으로 붕괴된 부동산 금융 시스템을 어느 정도 재건할 수 있기 위해서는 추가적인 제도적 보완 장치가 이루어져야 할 것이다.

3. 부동산 금융 활성화를 위한 제언

가. 부동산 투자도관체의 도입 - 부동산유한투자조합제도

(1) 기존 부동산 투자도관체의 한계

부동산 개발사업과 관련된 투자도관체(conduit)는 기존의 건설관련 법규에서도 찾아 볼 수 있는데 대표적인 것이 재건축과 재개발 조합을 들 수 있다. 먼저 재건축 조합은 주택건설촉진법 제44조 및 동법 시행령 32조의 규정에 그 법적 근거가 있는데 법인세의 이중과세의 경우 적극적인 사업소득을 제외하고는 회피할 수 있도록 투자도관체의 기능이 부여되어 있다. 즉 일반분양분에 대해서는 사업소득세가 과세되지만 조합원에 해당되는 부문은 이중과세가 회피되는 것이다. 이외에도 부가가치세, 등록 및 취득세는 과세되지만 양도소득

세는 환지로 인정되어 비과세 처리된다.

그리고 재건축 조합과 유사한 조합인 재개발 조합의 경우도 도시개발법 제 18조에 설립 근거가 있으며 법인세법상 비영리내국법인에 해당되어 수익사업이 아닌 경우에는 이중과세가 회피되어 투자 도관체로서의 기능을 할 수 있다. 즉 일반에게 분양하는 국민주택규모 초과분과 상가로부터 발생하는 매매차익은 수익사업에 해당되어 법인세가 부과되지만 양도소득세는 환지로 인정되어 면제되며 취득 및 등록세는 특수감면조항이 있다.

그런데 이렇게 법적 근거가 있음에도 재건축과 재개발에는 많은 민원이 야기되는 이유는 무엇일까? 무엇보다도 인허가의 불투명성, 조합운영조직의 문제, 건설업체와 조합장과의 야합 등을 거론할 수 있다. 예를 들면 인허가의 불투명성이 조합운영에서 비자금을 만들어야 하는 문제를 야기시키고 또한 조합 조직 운영상 조합장이 조합운영의 성과를 나눌 수 없으며 동시에 책임도 없다는 점 때문에 도덕적 해이를 유발하게 되는 것이다. 그 결과 적당한 수준까지 조합장과 건설업체가 야합하여 조합원의 이익을 유출시키는 일이 흔히 일어나게 되는 것이다.

결론적으로 부동산 개발사업과 관련된 이해관계자들이 공동의 이익을 목적으로 조직되는 재개발과 재건축 조합은 프로젝트별로 부동산을 개발한다는데 어느 정도 부합되는 조직형태이지만 대상 사업의 제한, 조합조직의 불합리성 등으로 인하여 투자도관체와 개발운영체로는 적절하지 않은 점이 많다.

또한 부동산 개발사업이 프로젝트별로 이루어지고 있는 분야로는 사회간접자본에 대한 민자유치사업이 있다. 이 사업의 스폰서들이 주로 출자한 민간투자 사업법인이 프로젝트의 시행주체가 되는데 대다수가 상법상의 주식회사 형식을 띠고 있다. 그러므로 비록 법인세를 부담하더라도 30년 정도의 장기프로젝트이기 때문에 실제 부담은 낮은 편이다. 그런데 대부분의 부동산 개발프로젝트는 3-5년 수준이고, 이런 단기 프로젝트를 상법상의 법인으로 하는데에는 이중과세 문제로 많은 비용이 발생될 수밖에 없다.

	법적 근거	구성	법인세 이중과세`	조합운영주 체	성격
재건축 조합	주택건설촉진법 제44조	법인격이 없는 단체, 노후불량주택의 소유자	이중과세 회피, 수익사업은 사업소득세 부과	조합원	투자 및 운영체
재개발 조합	도시재개발법 제2절	비영리법인, 재개발지구안의 토지소유자	이중과세 회피, 수익사업은 법인세 부과	조합원	투자 및 운영체
익명조합	상법 제4장	영업자와 출자자의 계약, 익명조합원은 유한책임	이중과세 회피	영업자	투자 및 운영체
민간투자 사업법인	민간투자법 제14조	상법상의 주식회사	이중과세	주주	투자 및 운영체
민법상 조합	민법 제13절	2인 이상이 상호출자, 공동사업 약정	이중과세 회피	조합원	투자 및 운영체

표 3 부동산 개발관련 투자도관체의 비교

이외에도 민법상의 조합이나 상법상의 익명조합이 있다. 민법상의 조합은 2인 이상이 상호출자하여 공동사업을 추진할 때 주로 이용된다. 이 방법으로는 이중과세는 회피되지만 모든 손익이 조합원 각각에게 전가되는 문제점이 있다. 즉 프로젝트에 대해서 서로 잘 아는 전문가일 경우에는 문제가 없으나 일반 투자자들을 유치하는 방식에는 사업 내용을 잘 아는 조합추진주체의 도덕적 해이 현상이 큰 문제가 될 수 있는 것이다. 그리고 상법상의 익명조합의 경우에는 이중과세의 회피가 가능하고 익명조합원이 유한 책임을 지는 장점이 있으나 출자자의 권리 확보와 영업자에 대한 모니터링이 쉽지 않다는 문제가 있다.

결론적으로 재개발 및 재건축 조합, 익명조합, 민간투자 사업법인, 민법상의 조합 등 부동산 개발사업을 별도로 분리할 때 가용할 수 있는 현존하는 방

식의 대부분이 부동산 개발사업에는 적합하지 못한 여러 가지 문제점을 안고 있음을 알 수 있다.

(2) 미국의 부동산 유한투자조합제도란

미국의 부동산 유한투자조합(limited partnership)은 1인 이상의 무한책임사원(general partner)과 유한책임사원(limited partner)으로 구성되어 있으며 세무적 측면에서는 회사라기보다는 조합의 성격이 더욱 강하다. 따라서 세무당국으로부터 투자도관체로 인정받아서 이중과세가 배제되는 혜택을 받게 된다. 즉 유한투자조합의 수익에 대해서 조합이 법인세를 부담하지 않게 되고 조합원 개개인에게 과세되는 것이다. 이때 유한책임사원은 유한투자조합에 필요한 자금의 대부분을 출자하지만 조합의 업무에는 관여할 필요가 없으며 자신이 출자한 범위에 한하여 유한책임을 지게 된다. 그에 비해서 무한책임사원은 자신의 전문지식을 이용하여 부동산 투자수익을 극대화하기 위해서 모든 업무상의 결정권을 가지게 되는 동시에 조합에 대해서도 무한 책임을 진다. 그 대신에 사업을 수행하는 대가로 집행자 보수를 받게 된다.

흔히 무한책임사원이 창립자가 되며 이들은 투자자로부터 출자금을 받아 유한투자조합을 조성한다. 예를 들면 전체 자본금 중에서 1%는 무한책임사원이 나머지 99%는 유한책임사원이 출자하는 것이다. 만약 출자금으로만 부족할 경우에는 금융기관으로부터 차입하게 되며 출자금과 차입금을 가지고 부동산, 부동산 담보부 채권 등에 투자한다. 그리고 투자한 부동산으로부터 발생한 수익 또는 손실은 조합원에게 배당된다.

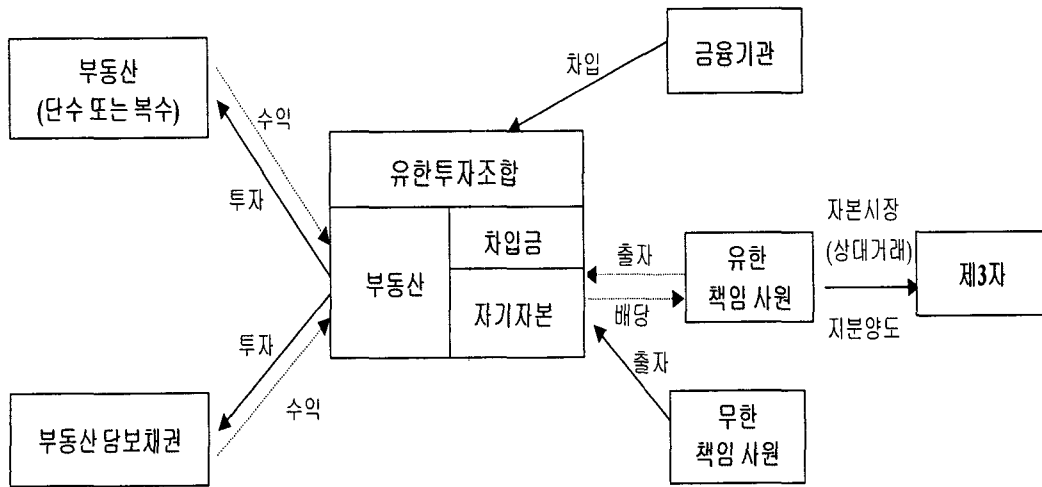


그림 1 부동산 유한투자조합의 구조

(자료) 高頼博司(1999), “버블붕괴 후 감정평가의 과제”, 감정평가 여름호

(3) 부동산 유한투자조합의 도입

국내에 도입된 투자조합은 특별한 목적을 이루기 위해서 정책적으로 도입된 제도들이 주류를 이루고 있다. 예를 들면 중소기업의 창업을 지원하거나 신기술보유기업에 투자하는 창업투자조합과 신기술사업투자조합이 있다. 이 조합은 법인세 이중과세를 회피할 수 있는 혜택이 주어지고 있어 투자도관체로서의 기능을 할 수 있다. 그러나 창업투자와 신기술 투자에는 많은 위험이 따르며 장기 투자가 불가피하므로 조합 자금의 운용을 전담하는 창업투자회사나 신기술금융회사가 무한책임을 지는 업무집행조합원이 되고 투자자들은 유한책임사원이 되어야만 한다. 그리고 업무집행사원이 조합규모의 10% 이상을 출자해야하며 조합에 손실이 발생할 경우에 우선적으로 업무집행사원의 출자분부터 손실 처리되고 추가 손실이 있다면 출자지분대로 손실을 부담하게 된다.

이외에도 외환위기 이후에 기업과 금융기관의 구조조정을 도울 목적으로 도입된 기업구조조정조합이 있다. 이 조합도 창업투자조합이나 신기술사업투자조합과 동일한 구조로 되어 있으며 단지 투자자산이 법정관리나 화의에 처한 기업이나 부실 기업의 주식, 회사채 등에 주로 투자되는 것만 다르다.

결국 부동산 유한투자조합이란 실제로 국내의 기업구조조정조합, 신기술 및 창업투자조합과 크게 다르지 않는 방식이라고 할 수 있다. 미국의 경우에도 주요 부동산 개발사업이 대부분 이런 방식으로 이루어지고 있으며 부동산 투자회사들이 부동산 유한투자조합의 지분에 많은 자금을 투자하고 있다. 한 걸음 더 나아가 부동산 유한투자조합과의 인수와 합병까지 활발하게 이루어지고 있다. 국내에는 부동산관련 제도가 도입되고는 있지만 원래의 부동산 개발 시장에는 제도적 인프라가 정비되고 있지 못하여 상당기간 불조화가 극심하게 일어날 것으로 예상된다. 따라서 부동산 개발을 전담하는 부동산 유한투자조합제도의 도입이 시급히 요구된다.

지금은 재개발 및 재건축 사업에 대한 민원을 해소시키고 주택공급 등 공공적 기능을 제고 할 필요성이 어느 때보다 높은 시기이다. 또한 부동산 개발 금융 시스템이 붕괴되면서 건설업체가 도산하고 그에 따라 보증기관조차 심각한 유동성 위기에 처하는 등 획기적인 전환을 모색해야 할 시점이기도 하다. 따라서 부동산 프로젝트별로 각각 사업이 추진될 수 있는 새로운 부동산 개발 금융 시스템을 구축해야 할 필요성이 어느 때보다 크다고 할 수 있다. 현재 처해있는 이런 문제점들을 해결하면서 동시에 부동산 개발금융을 활성화시킬 수 있는 제도 중의 하나가 미국에서는 가장 보편적인 부동산 개발 주체인 부동산 유한투자조합이라고 할 수 있다.

따라서 이 제도가 도입될 경우 우리나라 부동산 시장에 미치는 영향을 간략히 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 디벨로퍼 또는 건설업체와 부동산 프로젝트간의 분리가 용이해져서 부동산 프로젝트의 투명성이 높아질 것이다. 그 결과 직접적인 개발사업에 대한 출자와 금융기관들의 대출이 용이하게 되는 효

과를 얻을 수 있다.

둘째, 비상장 사모 형태의 자금조달이 활성화될 것으로 예상된다. 이런 형태의 자금조달에 익숙하지 않은 국내 현실을 미루어 볼 때 제도 도입 초기에는 사기성 조합의 결성이 번성할 가능성이 있다. 그렇지만 투자자 자신이 투자결과를 책임지는 유추얼펀드, 단위형 금전신탁 제도 등이 시장에 도입되어 시행되고 있고 엔젤펀드, 기업구조조합, 창투조합 등과 같은 고위험 조합이 널리 알려지고 있기 때문에 사회적인 후유증은 그리 크지 않으리라고 생각된다. 오히려 부동산 유한투자조합제도를 도입하여 일정한 법적 근거와 제도적 틀에서 운영되면 사설펀드의 문제를 줄일 수도 있을 것이다.

셋째, 내년 7월에 시행될 예정인 부동산 투자회사제도가 상장형 부동산 투자도관체라면 부동산 유한투자조합은 비상장 부동산 투자도관체라고 할 수 있다. 부동산 간접투자시장의 경우 일반적으로 상장시장보다 비상장시장의 규모가 훨씬 큰 것이 상례이다. 그렇기 때문에 비상장 부동산 간접투자 수단이 활성화되지 않을 경우에는 부동산투자회사의 활성화는 물론이고 부동산 경기의 회복도 기대하기 힘든 것이 현실이다. 그리고 부동산 투자회사의 주요 투자 대상이 분리된 부동산 프로젝트의 유한투자조합의 지분이며 부동산 투자회사의 M&A도 비상장 부동산 유한투자조합과 이루어지기 때문에 부동산 간접투자 수단이 궁극적으로 발달하기 위해서는 부동산 유한투자조합 제도가 도입될 필요성이 커질 수밖에 없다.

넷째, 부동산 개발사업에는 상당한 위험이 개입될 수밖에 없다. 그렇기 때문에 사업구조가 정교하게 짜여져 있지 않다면 도덕적 해이 현상이 쉽게 발생하게 된다. 따라서 사업의 내용을 잘 파악하고 있고 전문적인 지식을 지니고 있으며 사업의 주도권을 쥐고 있는 다벨로퍼가 사업에 대한 무한 책임을 질 필요가 있다. 그리고 그런 위험에 상응하여 일정 수준 이상의 수익을 이루어 낼 경우에는 성공보수를 지급하여 사업 성과 향상을 위해 전력을 다하도록 동기를 부여해야 할 것이다.

	법적 근거	구성	법인세 이중과세`	조합운영주체	성격
창업투자 조합	중소기업창업지 원법 제11조	창업지원, 업무집행조합원과 유한책임조합원	이중과세 회피	업무집행 조합원	투자 도관체
신기술 사업 투자조합	여신전문금융 업법 제44조	신기술투자, 업무집행조합원과 유한책임조합원	이중과세 회피	업무집행 조합원	투자 도관체
기업구조 조정조합	산업발전법 제15조	기업구조조정 촉진, 일반조합원과 업무집행조합원으로 구성, 민법상의 조합	이중과세 회피, 기타 세제지원	업무집행 조합원	투자 도관체

표 4 국내에 도입된 투자조합 현황

나. 공사할부채권의 유동화 -수주 또는 리모델링 사업의 자금조달수단

공사할부채권의 유동화란 건설업체가 발주자로부터 공사대금의 대가로 받은 할부채권을 SPC가 인수하고 이를 기초로 ABS를 발행하여 자금을 조달하는 방식을 말한다. 이렇게 ABS로 조달된 자금은 공사할부채권의 매각 대가로 건설업체에게 지급된다.

이러한 공사할부채권 유동화의 내용을 좀 더 상세히 살펴보면 첫째, 건설업체는 발주자로부터 공사 시공 대가로 공사할부채권을 받는다. 공사 대금을 할부로 받는다는 것은 건설업체가 발주자에게 시공사 금융을 제공해주는 것과 동일하기 때문에 공사 수주를 용이하게 할뿐만 아니라 공사 발주를 늘리는 효과가 있다. 그리고 건설업체가 공사의 대가로 수령한 공사할부채권은 발주자의 신용, 부동산 담보 여부, 에스크로우 계정의 설정 여부 등에 의해서 채권의 신용등급이 결정된다.

둘째, 여러 건설업체로부터 모은 공사할부채권을 SPC에 인수시키고 SPC는 ABS를 발행하여 자금을 조달한다. 그리고 ABS로 조달한 자금은 공사할부채권의 인

수대금으로 건설업체에게 지불한다. 그런데 대부분의 공사할부채권은 상대적으로 소액으로 나누어서 결재되기 때문에 어느 한 건설업체가 일정 수준 경제성이 있는 규모의 공사할부채권 유동화를 하기에는 역부족이다. 따라서 건설업체를 대표하는 협회나 연구기관들이 이런 공사할부채권이 일정규모 이상이 수집될 수 있도록 중간 조정 역할이 필요하다.

셋째, 발주자와 건설업체의 신용, 담보부동산의 가치, 발주자의 독립된 현금 흐름의 제공여부 등에 따라서 공사할부채권의 신용등급이 결정되게 된다. 그러므로 공사할부채권의 ABS를 주관하는 금융기관은 사전에 공사할부채권의 신용등급을 추정하여 기본적인 인수조건을 건설업체에게 공시할 필요가 있다. 만약 이런 기준이 없다면 건설업체들은 발주자에게 할부 부담을 어느 정도 전가해야 할지 결정할 수 없기 때문이다.

넷째, 만약 공사할부채권의 신용등급이 기대에 못 미칠 경우 공사할부채권을 매각한 건설업체의 매각비중에 따라서 ABS의 후순위채를 인수시킬 수도 있다. 그리고 SPC에 인수되는 공사할부채권을 금액, 발주자, 담보여부 등을 다양화하여 SPC의 자산 풀의 신용등급을 향상시킬 수 있도록 위험에 대한 분석이 사전에 이루어지는 것이 효과적이다.

이렇게 공사할부채권이 유동화되면 건설업체의 건설 수주를 촉진시켜 건설경기의 활성화에 상당히 기여할 것으로 예상된다. 특히 빌딩 리모델링 사업의 자금조달 수단으로 이용될 가능성이 높다. 왜냐하면 빌딩을 리모델링을 하면 리모델링 이전보다 임대 수입이 어느 정도 상승하게 된다. 그러므로 미래의 향상된 임대수입으로 리모델링 공사자금의 상당 부분을 부담할 수 있게 된다. 즉 미래의 임대수입으로 공사할부채권의 원리금을 상환할 수 있으므로 가장 적합한 자금조달 수단으로 판단되는 것이다.

그러나 이런 유동화 방식은 결국 건설업체들이 발주자에게 시공사 자금을 지원하고 있는 것과 같으므로 만약 발주자가 부실화될 경우 건설업체들이 그 부담을 질 수밖에 없다. 그렇지만 역설적으로 건설업체들의 발주자에 대한 신용분석 능력

이 향상되는 긍정적인 효과도 있는 것이다.

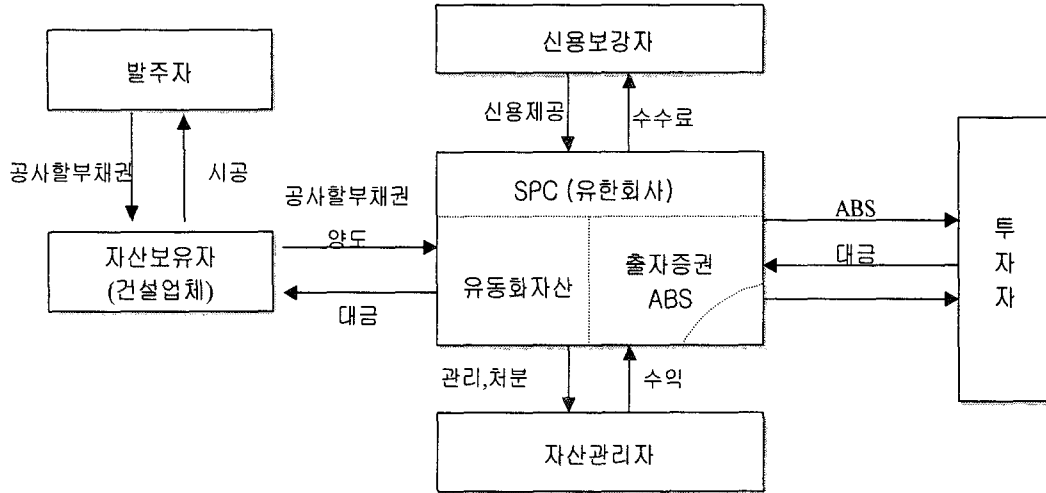


그림 2 공사할부채권의 유동화 구조

다. 일본 SPC 사례의 국내 활용

SPC 제도가 도입된 이후 대다수가 미래의 안정적인 현금흐름이 발생하는 빌딩이나 공동주택 등을 대상으로 SPC를 통해서 유동화된 것을 알 수 있다. 그러나 최근 들어서는 상법상의 익명조합, 부동산 특정공동사업법, SPC제도를 활용하여 부동산 개발형 분양사업에 소요되는 개발자금을 조달하는 사례가 점점 더 늘어나고 있다. 미쯔비시 지쇼와 동경해상화재보험의 사례를 통하여 이런 자금 조달 구조가 국내에 적용가능한가를 간략히 살펴보았다.

디벨로퍼인 미쯔비시 지쇼가 맨션개발사업의 투자도관체인 상법상의 익명조합의 영업자가 되었고 출자자 지분은 SPC를 통해서 유동화하였다. 그리고 SPC는 익명조합의 출자자 지분에 대응한 자산대응증권을 발행하였고 이 증권을 동경해상화재보험이 인수하였다. 부동산 개발사업을 통해서 발생하는 수입과 원금은 익명조합의 출자자인 SPC에게 지급되고 SPC는 자산대응증권의 소지자인 동경화

재해상보험에게 원리금을 지급한다. 결국 익명조합과 SPC법을 이용함으로써 부동산 개발형 분양사업에 소요되는 개발 자금을 조달할 수 있게 된 것이다.⁵⁾

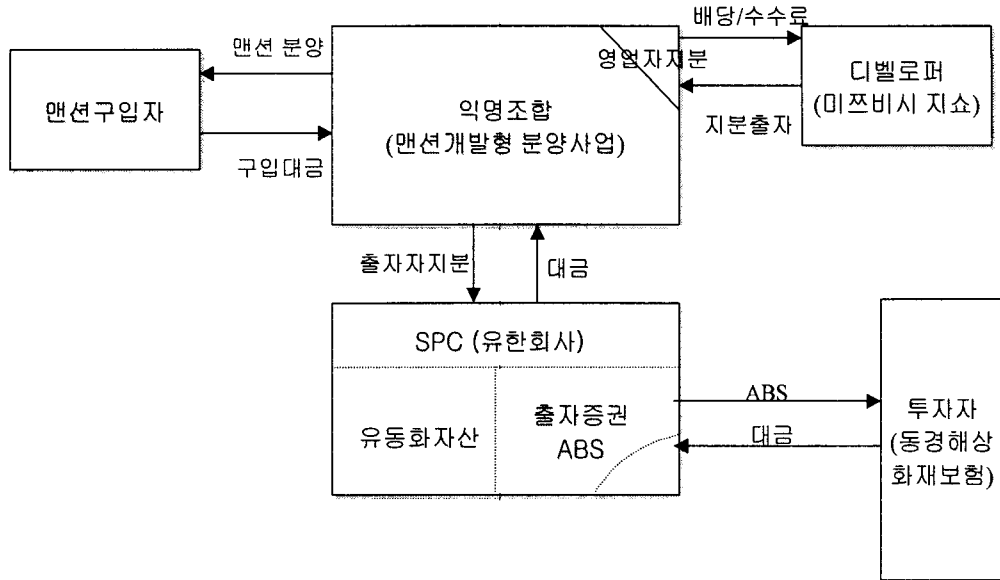


그림 3 익명조합과 SPC법을 이용한 개발형 분양사업의 자금조달 사례

국내에도 상법상의 익명조합 제도가 도입되어 있으며 일본 SPC법과 유사한 ABS법이 제도화되어 상당 수준 활성화되어 있다. 그러므로 유동화 전문회사가 익명조합 출자자 지분을 투자할 수 있다면 이를 기초로 ABS를 발행하는 데에 하등의 문제가 발생할 소지는 없어 보인다. 왜냐하면 출자자 지분이 충분한 가치를 지닌 증권이고 그 가치 범위 내에서 ABS가 발행되기 때문이다. 또한 상법상의 익명조합이 법인세 이중과세 면제 혜택이 있는 투자도관체로 인정된 사례가 있기 때문에 거래비용도 줄일 수 있다.⁶⁾ 그러나 이 방안은 시론적인 수준이며 구체적으로 시행하기 위해서는 좀 더 엄밀한 검토가 요구된다고 하겠다.

5) 中央三井アセシトマネジメソト編著(2000), pp192-193 참조

6) 외환위기 직후 S건설은 재건축 조합의 이주비를 일본 무역상사로부터 조달하기 위해서 상법상의 익명조합을 이용하여 법인세 이중과세를 면제받은 사례가 있다.

4. 새로운 부동산 금융 시스템의 구축

건설업체와 부동산 신탁사들이 자신의 신용과 담보를 기초한 기업 금융 방식으로는 더 이상 자금을 조달할 수 없게 되자 부동산 개발사업들은 심각한 어려움에 처해있다. 그리고 이런 어려움이 단기간의현상이 아니라 근원적인 금융방식의 문제에서 출발하고 있다는데 문제의 심각성이 있다. 따라서 문제 해결을 위해서는 기존의 기업 금융 방식이 아니라 위험이 분산 가능한 간접투자 수단으로 바뀌어야 한다. 왜냐하면 부동산 개발사업은 사업의 특성상 위험이 매우 크기 때문에 일개기업이 감당할 수 없기 때문이다. 따라서 대부분의 국가에서는 부동산 개발에 소요되는 자금은 위험을 나누어 분담하는 방식의 부동산 간접투자 수단들을 널리 활용하고 있다.

그렇지만 국내 상황은 기존의 기업 금융 방식의 부동산 금융 시스템이 이미 붕괴된 상태인데 아직도 이를 대신할 새로운 부동산 금융 시스템인 부동산 간접투자제도는 정비되지 못하고 있다. 즉 새로운 부동산 금융시스템이 종합적인 시각에서 검토되지 않고 있으며 이에 대한 합의도 이루어지지 않아서 시스템 공백기가 장기간 지속되어 있는 실정이다. 따라서 본 연구에서는 부동산 개발 사업에 적합한 자금조달 수단인 부동산 간접투자 제도의 제도적인 부동산 개발 사업에 적합한 자금 조달 수단인 부동산 간접투자 제도의 제도적인 인프라를 종합적으로 모색하였다.

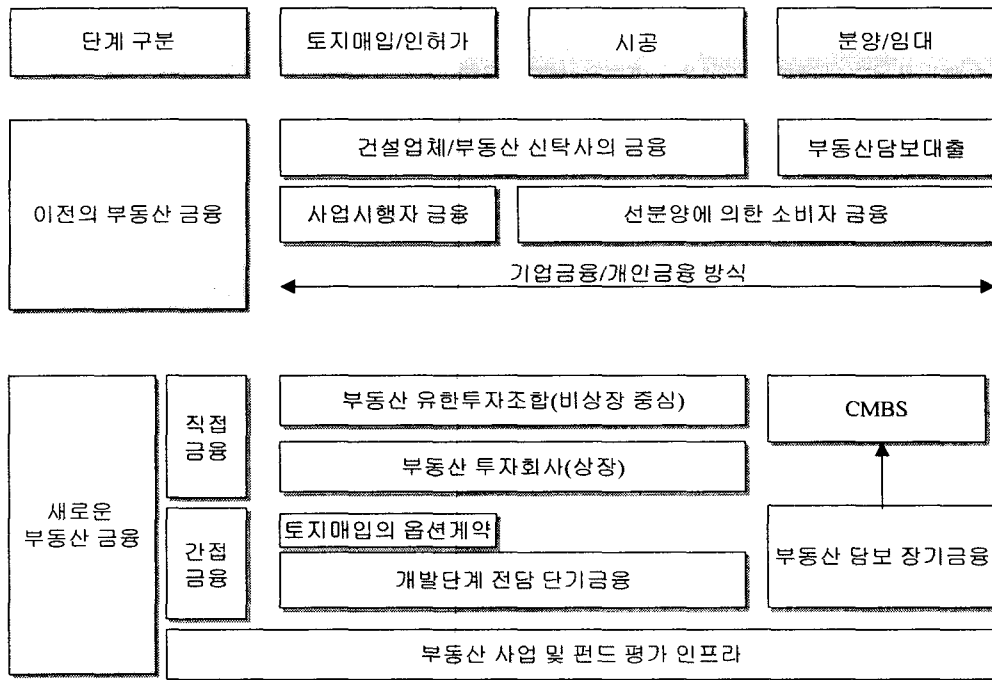


그림 4 새로운 부동산 금융 시스템의 주요 내용

가. 토지 매입과 인허가를 연계하는 옵션거래

부동산 개발사업을 추진하는 데 있어 가장 큰 위험은 토지 매입과 인허가에 관련된 사항이라고 할 수 있다. 인허가를 얻기 위해서는 먼저 토지를 매입하거나 지주로부터 사용 승낙서를 받아야 한다. 따라서 대부분의 사업시행자와 건설업체들은 토지를 은밀히 매입하는 것이 상례이다. 그 결과 적지않은 자금이 토지 매입에 묶인 상태에서 인허가를 추진하기 때문에 만약 인허가가 예상대로 이루어지지 않을 때에는 상당한 위험에 처하게 된다.

외환위기 이후 수원·영통지구 공동주택 개발사례 등과 같이 일부 개발사업들에서 토지 매입과 인허가를 연계시키는 방식을 시장에 도입하기 시작하였으나

아직도 대부분은 토지 매입 후 인허가를 추진하는 방식을 유지하고 있다.⁷⁾

미국의 경우는 개발업자가 토지의 현장을 예비실사하고 시장 여건 등을 고려하여 사업의 추진 여부를 결정한다. 그런 후에 개발업자는 지주와 옵션계약 형태의 토지 매입계약을 체결한다. 옵션은 개발업자가 미래의 특정한 가격에 토지를 매입할 수 있는 권리가 되 의무는 없는 계약이다. 따라서 개발업자는 지주에게 옵션에 대한 대가를 지불하여야 한다.⁸⁾

그러므로 만약 개발업자가 일정기간 동안 사업성과 인허가를 엄밀히 검토한 결과 본격적으로 사업을 추진하기로 결정되면 미리 정한 금액으로 계약을 실행하게 된다. 이 경우 옵션의 가격은 매매가격에 포함되는 것이다. 반대로 사업성이 낮거나 인허가에 문제가 발생되면 매매계약을 포기하게 되는데 그 때 개발업자는 옵션을 포기하기 때문에 옵션대금은 지주에게 귀속된다.

이와같이 새로운 부동산 금융 시스템 도입 시에는 토지 매입 단계에서부터 옵션계약이 일반적으로 이루어질 수 있도록 함으로써 부동산 개발사업의 불확실성을 줄일 수 있어야 할 것이다. 왜냐하면 개발사업에서 발생하는 리스크와 리턴의 상당 부분이 토지매입과 인허가 단계에서 발생되며 이 부문에 대한 적절한 관리가 없어서는 성과를 기대하기 어렵기 때문이다. 개발업자에게 과도한 위험을 부담시키는 방식으로는 다양한 개발사업이 창출되기 어려울 뿐만 아니라 과도한 수익을 요구하기 때문에 궁극적으로 사업의 수익성 향상에 악영향을 주게 되는 것이다.

나. 건설대출과 장기담보대출간의 분리

미국의 경우 일반적으로 개발단계에서의 차입을 건설 대출(construction loan) 또는 잠정 대출(interim Loan)이라고 하며 개발이 완료된 후에 임차인의 입주 마감이면 장기담보대출(permanent loan)을 일으켜 건설 대출을 상환한다. 그

7) 서후석(1999) pp310-320 참조

8) Brueggeman & Fisher(1997), p528-530 참조

러므로 개발업자는 건설대출을 받기 위해서 미리 금융기관으로부터 장기담보차입에 대한 약속서(commitment statement)를 받아야 한다. 은행, 모기지 은행, 저축대부조합 등은 장기 개발사업이 완료된 이후에 대출을 상환할 재원을 보장받기 위해서 장기대출 금융기관의 대출 약속서를 요구하기 때문이다.⁹⁾ 이렇게 부동산 금융의 형태가 분리되는 것은 부동산을 개발하는 단계에서의 대출과 완공된 이후의 대출간에는 많은 차이점이 있기 때문이다. 예를 들면 단기 및 장기 대출이라는 차이, 현금흐름의 안정성 차이, 미래의 불확실성의 차이 등으로 인하여 대출기관 입장에서는 전혀 다른 유형의 대출로 취급되는 것이다.

국내 금융기관의 경우 건설대출과 장기담보대출에 대한 차이를 인식하고는 있지만 접근 방법에서 차이를 보이고 있다. 건설대출은 부동산 개발사업에 직접 대출하기보다는 건설업체에게 기업금융으로 대출해주는 방식을 취해왔으며 완공 이후의 부동산 담보대출은 외환위기 이후에 대출 규제가 완화되었기 때문에 거의 활성화가 이루어지지 않고 있다. 최근에는 상대적으로 대출 위험이 낮은 상업용 부동산담보대출에 대한 관심이 늘어나고 있고 이를 기초로 상업용 부동산 담보부 증권의 발행이 검토되고 있어 대출이 점점 장기화될 것으로 보인다. 그리고 건설업체로부터 부동산 개발사업을 분리시키려는 노력이 일고 있기 때문에 점차적으로 미국과 유사한 형태로 발전 될 것으로 전망된다.

다. 상장 및 비상장 부동산 투자도관체의 제도화

앞에서도 언급한 바와 같이 상장을 전제로 한 대규모 부동산 투자도관체인 부동산 투자회사는 내년 7월부터 시행될 예정이다. 조세감면 문제, 구체적인 운용규칙 등이 확정되지 않았으나 대략 미국과 호주의 형태로 이루어질 것으로 예상된다. 그런데 이런 대규모 부동산 투자도관체는 부동산에 직접 투자하는 것은 물론 부동산 지분 등에 투자하게 되는데 국내의 경우 부동산 사업의 지분 투자

해당지역의 부동산 경기가 좋을 경우에는 장기대출금융기관의 약속서가 없는 상태에서 대출을 실행하는 open-ended loan도 이루어진다.

가 어려울 것으로 보인다. 왜냐하면 부동산 사업이 각각 독립적이면서 투명하게 이루어지지 않기 때문이다. 즉 비상장 부동산 투자도관체가 없기 때문인데, 이런 이유로 앞에서 이미 미국의 부동산 유한투자조합 제도의 도입의 필요성을 제기한 바 있다.

즉 부동산 유한투자조합 제도가 도입되어야 부동산 개발사업이 매우 다양하게 이루어질 수 있으며 그에 기초해서 대규모 부동산투자회사나 은행 부동산투자신탁 펀드가 번성할 수 있기 때문이다.

라. 부동산 사업 및 펀드에 대한 평가기능의 강화

앞으로 다양한 형태의 부동산 간접투자 제도가 속속 도입되어 불특정 다수를 대상으로 자금을 모집할 것이다. 그런데 불특정 다수를 상대로 자금을 유치하기 위해서는 부동산에 운외한인 투자자를 위해서 객관적이고 독립적인 부동산 전문가 집단들이 각각의 부동산 사업은 물론 여러 가지 사업이 풀링(pooling)된 부동산 펀드에 대한 평가가 이루어져야 한다.

이 평가를 통하여 절대적이지는 않더라도 투자자들에게 일정 수준의 가이드라인(guide line)을 줄 수 있으며 시장의 기준치와 각각의 부동산 사업과 펀드의 성과간을 비교해 줌으로써 펀드 운영자간의 경쟁을 유발시킬 수 있으며 투자자를 보호하는 인프라로 작용할 수도 있다. 그러나 아직까지 국내에는 부동산에 관한 정보 인프라가 갖추어지지 않고 있는데 최근 들어 몇몇 기관에서 이런 시도를 하고 있다.

5. 결론

앞으로 국내 건설업체들은 이전에는 경험하지 못한 대대적인 개편의 회오리에 휘말리게 될 것으로 보인다. 그리고 그 회오리의 시작은 부동산 개발자금의 공급원이 바뀌는 데에서 출발할 것이다. 지금까지는 건설업체가 개발사업의 자금을 공급하면서 개발 사업에서 주도적인 위치를 차지해왔다면 이제는 더 이상 이런 역할을 할 수 없게 된 것이다.

건설업체의 입장에서는 지금까지 당연한 것으로 여겨온 기득권이 자금흐름이 바뀌면서 상실되는 위기에 처하게 된 것이다. 현재 건설업체들은 기득권에 연연해하면서 새로운 시장 트렌드를 적극적으로 받아들이지 못하고 있는 실정이다. 만약 이런 상황에서 부동산 개발 금융의 자금 공급원이 부동산 투자도관체들에게 넘어가기 시작한다면 부동산관련 업계는 대대적인 개편이 일어날 수밖에 없다. 더욱이 부동산 유한투자조합 제도가 도입된다면 새로운 부동산 금융시스템은 조기에 주류를 형성하게 될 것이다.

결과적으로 건설업체들이 이런 상황에서 살아남기 위해서는 자신의 사업영역에서 시공업체와 부동산 디벨로퍼의 기능을 분리해야할 것이다. 이 과정에서 부동산 개발관련 노하우를 이용한 부동산개발 전문회사로 발전하여 궁극적으로 부동산 개발사업의 스폰서, 자산보유자, 부동산 투자운용회사, 자산관리회사가 되는 것도 하나의 개편 방향이 될 수 있을 것이다.

건설업체들은 이제 건설업이라는 자신의 영역 속에서 안주하여 시야를 좁게 가지기보다는 부동산 라이프 사이클(life cycle) 전역을 폭넓게 보면서 자신의 사업영역을 재편해가야 할 중요한 갈림길에 서있다는 새로운 인식을 가져야 한다.

참고문헌

- 금융감독원, 『금융통계월보』 각호
한구은행, 『조사통계월보』 각호
대한건설협회(2000), 『건설업체 기업구조조정 현황』 내부자료
한국채권연구원(2000), 『2000년 하반기 경기동향과 주식 전망』 한국채권연구원
홍성웅 외(1999) 『자산디플레이션과 부동산증권화』 한국건설산업연구원
高頼博司(1999), "버블붕괴 후 감정평가의 과제", 『감정평가 여름호』
中央三井アセシメントマネジメント編著(2000), 『不動産の証券化 - そのしくみと手法』 中央公
論新社
William B. Brueggman and Jeffrey D. Fisher(1997), 『*Real Estate Finance and Investments*』, Irwin McGraw-Hill