

부동산 개발사업에 있어서 도관체(Conduit)의 활용에 관한 연구
- 도관체 활용 사례를 중심으로*

A Study on use the Conduit in Real Estate Development Projects

서후석(Suh, Hoo Suk)**

손진수(Sohn, Jin Soo)***

<Abstract>

This study is aim to find reasons of inactive use of the conduit in real estate development projects and to improve the conduit system. In this study the definition of conduit, the comparison analysis of the conduits in USA and Korea and the necessity of conduit improvement are surveyed and studied on the base of literature review and the conduit's case studies(quasi-development trust, paper association, project finance vehicle) in real estate development projects.

The results of this study are as follows. First, the developer(specialist real estate development projects) got to have unlimited liability of projects like the general partner of Limited Partnership in USA. Second, the conduit have developer's function as well as funding in real estate development projects. Third, each of real estate development projects has a conduit respectively.

주 제 어 : 부동산 개발사업, 도관체, 파트너쉽, 유한책임회사, 프로젝트금융회사

keyword : Real Estate Development Project, Conduit, Partnership, Limited Liability Company, Project Finance Vehicle

* 본 연구는 한국부동산분석학회 · 대구 경북 부동산분석학회 2006년도 추계학술대회에서 발표한 논문을 근거로 하였음.

** 명지전문대학 부동산경영과 부교수, shs@mjc.ac.kr

*** 명지전문대학 부동산경영과 부교수, jjang@mjc.ac.kr

I. 서론

외환위기 이후 국내에 도입된 부동산 관련 금융 제도들은 대부분 증권화 현상과 관련되어 있다. 이런 제도를 통해서 금융기관의 각종 대출채권, 시행사의 분양대출채권, 건설회사의 이주비 또는 대여채권, 오피스 빌딩 등 상업용 부동산에 대한 지분 등을 증권화하여 자금을 원활하게 조달할 수 있었다. 부동산관련 자산들이 증권화되는 그 중심에는 도관체(Conduit)가 있다. 그렇지만 부동산 개발사업에서 도관체가 활용된 사례는 드문 편이다. 그에 비해서 미국 등 부동산 금융제도가 발달된 곳에서는 오래 전부터 부동산관련 자산의 증권화는 물론 부동산 개발 사업의 시행 및 자금조달 주체로 도관체를 적극 활용하고 있다. 이를 통해서 부동산 개발사업의 불투명성을 해소시켜서 투자자로부터 신뢰를 얻고 있다. 이런 신뢰를 기반으로 부동산 개발사업에 필요한 다양한 자금을 지분, 메자닌 금융(Mezzanine Finance), 프로젝트 대출, 파생 상품 등을 통해서 자금을 조달하고 이런 과정에서 발행된 증권을 유통시킴으로써 소액 자금들도 부동산 개발시장에 유입시킬 수 있었다. 이런 장점에도 불구하고 국내 부동산 개발사업에서 도관체의 활용이 저조한 것이 우리의 실정이다.

본 연구는 부동산 개발 분야에서 도관체가 적극 활용되지 않은 이유를 살피고 앞으로의 개선방안을 모색하는데 목적이 있다. 따라서 본 연구에서는 먼저 다소 생소한 도관체에 대한 개념을 정의하고 미국의 부동산 분야에서 활용되는 도관체들을 살

펴보았다. 그런 후에 외환위기 이후 국내에 활용된 다양한 도관체들의 특징을 분석하였으며 국내 부동산 개발사업에서 도관체가 과연 필요한지에 대해서 살펴보았다. 그리고 부동산 개발사업 분야에서 도관체를 활용하려고 시도한 여러 차례의 사례들을 분석하여 부동산 개발사업에서 도관체가 적극적으로 활용되지 못하는 원인을 규명하였다. 끝으로 부동산 개발 분야에서 도관체를 적극적으로 활용하기 위해서 해결되어야 할 과제와 향후 개선 방향을 제시하였다.

II. 도관체 개요

1. 도관체의 정의

도관체 이론은 법인 또는 단체가 하나의 실체(Entity)가 아니라 구성원 또는 출자자의 단순한 대리인에 불과하다는 견해다. 반대로 실체이론은 법인 또는 단체가 구성원과 출자자와는 별개로 완전히 독립된 하나의 실체로 보는 견해이다.¹⁾ 그렇기 때문에 도관체 이론에서는 법인 또는 단체를 단순히 수익을 배분하기 위한 수단 또는 도관으로 보아서 과세상의 실체로 인정되지 않는다.²⁾ 정부는 도관체와 같은 법인 또는 단체에게는 과세하지 않고 도관체의 수익을 배분받은 법인 또는 단체의 소유주에게 세금을 부과하게 된다.³⁾

2. 도관체의 종류

1) 민태욱·이용만, “부동산 투자에 있어서 Limited Partnership 제도의 도입에 관한 연구”, 「부동산학연구」, 제8집 제2호, 2002, p.55

2) Jack P. Friedman, Jack C. Harris and J. Bruce Lindeman(2006), 강원철 외 4인(역), 「Barron's Dictionary of Real Estate Terms」, 부동산114, p.116

3) 김진수·김재진, 「파트너십 과세제도에 관한 연구」, 한국조세연구원, 2000, pp.23-24

1) 미국의 도관체

미국에서는 유한책임파트너십(Limited Partnership, 이하 LP), 유한책임회사(Limited Liability Company, 이하 LLC), 부동산투자신탁(Real Estate Investment Trusts, 이하 REITs), 부동산 모기지 투자 도관체(Real Estate Mortgage Investment Conduit, 이하 REMIC) 등 다양한 도관체들이 부동산 분야에서 활용되고 있다. 각 도관체들은 조금씩 다르고 주로 쓰이는 분야도 각각 다르다. 즉 부동산 사업을 추진하면서 자신에게 가장 적합한 도관체를 선택하는 것이다. 미국의 부동산 분야에서 활용되고 있는 도관체들의 특징을 간략히 살펴보면 다음과 같다.

먼저, 미국의 파트너십 통일법(Uniform Partnership Act) 제6조에서는 파트너십을 ‘이익을 추구하기 위한 공동 소유자로서 사업을 수행하는 복수인의 단체’로 정의하고 있다. 파트너십은 창립과 운영에 있어서 상대적으로 단순하고 비공식적인 면을 선호하는 가족기업이나 상호 긴밀한 관계의 소유자들에게 적합한 법인이다. 파트너십의 전형적인 구조는 공동 사업자 모두가 파트너가 되고 각 파트너는 업무집행권을 가지며 파트너십에서 발생한 채무에 대해서 무한 책임을 지게 된다.⁴⁾ 이렇게 무한 책임을 부담하기 때문에 파트너는 상당한 심리적인 압박을 받게 되며 이 부담을 지지 않는 LP, LLP(Limited Liability Partnership, 이하 LLP)⁵⁾ 등과 같은 도관체가 출현하게 되었다.

LP에서는 사업의 경영권을 전문가에게 집중시키는 대신 이들에게 무한 책임을 요구하고 경영에 참

가하지 않는 파트너에게는 책임의 범위를 제한하는 구조로 되어 있다. LP가 되기 위해서는 2인 이상의 파트너가 필요하며 반드시 1명 이상의 무한 책임 파트너(General Partner)와 1명 이상의 유한 책임 파트너(Limited Partner)로 구성된다. 즉 유한 책임 파트너는 주식회사의 주주와 같이 자신의 지분 수준에 대해서만 책임을 지고, 무한 책임 파트너는 손실이 지분을 초과하는 경우 초과분에 대해서까지 책임을 져야한다.

둘째, LLC는 주식회사의 장점과 파트너십의 세계 혜택을 동시에 누릴 수 있기 때문에 부동산을 소유하는 훌륭한 방법이다. 미국의 여러 주(State)에서는 소유주의 수를 제한하는 조건을 부과하기도 한다. 일부 주에서 연방정부세를 부과할 때 LLC를 파트너십으로 취급하여 소유주에게 유한 책임을 지게 한다. 또 다른 일부 주에서는 LP로 취급하기도 하는데, LP는 다른 파트너의 채무 부담으로부터 다른 개별파트너를 보호한다.⁶⁾ 파트너십과 유한책임회사는 대부분 유사하지만 파트너십의 무한책임파트너는 무한히 책임을 부담해야 하는 반면 유한책임회사의 경우에는 특별한 계약이 없는 한 지분 소유자는 직접적인 책임을 지지 않는다는 점에서 차이가 있다. 두 가지 도관체간의 구체적인 비교는 <표 1>에 정리되어 있다.

4) 무한책임파트너로만 구성된 파트너십은 합명회사이고 무한 및 유한책임파트너로 구성된 파트너십은 합자회사라 한다. 김진수·김재진(2000), p.13

5) LLP는 비교적 최근에 등장한 조직 형태인데 다른 파트너의 잘못으로 인하여 발생하는 파트너십의 채무에 대해서는 개인적으로 책임을 지지 않는 점을 제외하고는 LP와 동일하다. 민태욱·이용만(2002), p.57

6) 강원철 외 4인(역)(2006), p.322

〈표 1〉 파트너십과 유한책임회사와의 비교

| 구분 | | 파트너십 | 유한책임회사 |
|--------------|----------------------|---|---|
| 프로젝트 자산의 소유권 | | 파트너십이 소유 | 기업이 소유 |
| 운영 | 관리 | 파트너십이 운영, 무한책임 파트너가 관리자를 임명 | 기업이 프로젝트를 운영하며 종업원이 관리, 지분소유자들이 이사회를 지배 |
| | 비용과 수익의 배분 | 오너쉽에 따라서 배분 | 회사와 다른 이해관계자간의 계약에 따라서 배분 |
| 책임 부담 | 책임의 성격 | 무한책임파트너가 전반적인 책임을 지고 특별한 계약이 없다면 유한 책임파트너는 파트너십의 의무를 지지 않음. | 특별한 계약을 제외하고는 지분 소유자는 직접적 책임이 없음. |
| | 노출된 금액 | 무한책임파트너는 부담이 제한되지 않으며 다른 동의가 없는 한 유한책임파트너는 투자된 지분으로 제한 | 다른 동의가 없는 한 투자된 지분 내에서 부담 |
| 금융 | 일반적 구조 | 스폰서는 파트너의 자본 공여의 형태로 지분을 제공함. 파트너십은 프로젝트의 자산과 계약에 따라서 미래에 받을 현금 흐름에 근거해서 차입을 함. | 지분은 스폰서에 의해서 제공되고 프로젝트 회사는 프로젝트의 자산과 계약에 따라서 받을 현금흐름에 근거해서 차입을 함. |
| | 금융수단 | 무한책임파트너의 특별목적회사 | 프로젝트회사 또는 특별목적회사 |
| 지분 회계 처리 | 지분 20% 이하 (효율적 통제안됨) | 프로젝트의 자산과 부채는 지분 소유자의 재무제표에 반영되지 않음. | 좌동 |
| | 20-50% 미만 (통제안됨) | 지분투자는 지분방법으로 처리, 프로젝트의 자산과 부채는 지분 소유자의 재무제표에 반영되지 않음. | 지분투자는 지분방법으로 처리, 프로젝트의 수입 혹은 손실은 스폰서에 의해서 인식됨. 프로젝트의 자산과 부채는 지분 소유자의 재무제표에 반영되지 않음. |
| | 50% 이상 | 완전 통합이 요구됨. | 좌동 |
| 소득 세액 처리 | 주체 | 파트너 | 지분소유자 |
| | 조세 회계방법의 선택 | 파트너십 | 기업 |
| | 감가상각, 이자비용과 투자세액공제 | 지분 비율대로 파트너에게 전달됨. | 좌동 |
| | 프로젝트 공제에 대한 제한 | 공제는 통상 각 파트너의 투자에 대한 과세 기준에 따라서 제한됨. 과세 기준의 계산에서는 일반적으로 비소구 부채는 배제됨. | 좌동 |
| | 프로젝트 소득에 대한 과세 | 프로젝트 소득은 파트너 수준에서 과세됨. | 프로젝트 소득은 지분소유자 수준에서 과세됨. |

(자료) Finnerty(1996), pp.72-76.

셋째, REITs는 소득세법에 근거해서 법인세가 면제되는 부동산 뮤추얼 펀드(Mutual Fund)이며, 자신의 지분을 투자자에게 매각하여 자금을 조달하고 이 자금으로 부동산, 모기지 등에 투자한다. 법인세를 면제받기 위해서는 소득세법에 명시된 최소한의 주주요건, 자산 및 소득 요건 등을 충족시켜야 한다.⁷⁾

끝으로 REMIC는 법인세 이중과세 문제를 피하면서 주택저당증권을 다양하게 발행하기 위해서 고안된 도관체이다. REMIC는 파트너쉽, 주식회사, 신탁 등으로 구성될 수 있으며, 도관체의 지분은 보통 지분(Regular Interest)과 잔여 지분(Residual Interest)으로 나눌 수 있다. 보통 지분 소유자는 대출채권 등에서 얻어진 수입으로 정기적인 배당을 받게 되며, 그에 비해서 잔여지분 소유자는 보통 지분 소유자의 배당이 정상적으로 이루어진 이후에 배당을 받으므로 부정기적으로 배당이 이루어진다.⁸⁾

2) 국내의 도관체

국내에서는 자산유동화에 관한 법률에 의한 유한회사, 민법상의 조합, 상법상의 익명조합, 특별법상의 조합, 신탁, 부동산투자회사, 부동산간접투자기구, 프로젝트금융회사 등과 같은 도관체들이 부동산 분야에서 활용되고 있다. 이들은 각각의 법률에 근거해 있기 때문에 해당 법률에서 정한 용도로만 제한적으로 이용되고 있다.

각각의 도관체들이 어떤 법에 근거를 두고 있는지 구체적으로 이를 활용한 사례들을 살펴보고자 한다. 먼저 '자산유동화(Asset Backed Securities, 이하 ABS)에관한법'에는 자산을 유동화하는 목적

이외에 다른 용도로는 이용되지 않는 특별목적회사(Special Purpose Company, 이하 SPC)가 있는데, 이 회사의 법적 성격은 상법상의 유한회사이다. 이 회사는 상법상의 주식회사와 같이 물적 회사이기 때문에 이 회사에 투자한 투자자는 자신이 출자한 출자액의 범위 내에서만 책임을 진다. 또한 주식회사와 같이 출자자와 경영자를 분리할 수 있기 때문에 전문경영인을 통해서 이 회사를 경영할 수 있다. 이 회사는 실체가 있는 법인이기 때문에 법인세를 부담해야 하며 유한회사가 투자자에게 배당한 소득에 대해서도 소득세를 부과한다. 그리고 부동산 소유주가 법인에게 부동산을 현물 출자하여도 부동산의 양도로 보기 때문에 부동산 소유자는 양도소득세를 부담하게 된다. 이런 유한회사의 한계를 해결하기 위해서 자산유동화에 관한 법률의 유한회사에게는 법인세 부과를 배제하는 혜택을 부여하여 도관체로서의 기능을 할 수 있도록 했다.

이 법률이 도입된 1998년 이후 시공사가 재건축 또는 재개발 조합원에게 지급한 이주비와 이들 조합에게 빌려준 대여금에 관한 채권을 SPC를 통하여 증권화한 사례, 금융기관이 주택소유주에게 주택을 담보로 잡고 대출한 저당대출채권을 SPC에 양도하고 SPC가 이를 토대로 증권화한 사례, 오피스 빌딩을 SPC에 양도하고 SPC는 지분, 후순위채권, 선순위채권 등을 발행하여 자금을 조달한 사례, 토지(개발)신탁 방식으로 추진되는 부동산 개발사업에 부동산 신탁사들이 선투입한 비용에 대해서 상환을 받을 채권을 증권화한 사례, 기업들의 구조조정을 지원하는 차원에서 기업이 보유한 기업무용 토지를 인수하고 이를 SPC에 양도하여 증

7) 이소환 외 7인, 「리츠란 무엇인가?」, 박영률출판사, 2001, pp.27-41

8) 강원철 외 4인(역)(2006), p.463

권화한 사례, 시행사가 초고층 주상복합 아파트를 수분양자에게 분양한 후에 중도금과 잔금을 받을 수 있는 권리인 매출채권을 SPC에 양도하여 증권화한 사례 등이 이 도관체를 활용한 대표적인 유형이다.⁹⁾

둘째, 민법상의 조합이란 2인 이상이 상호 출자하여 공동사업을 경영할 목적으로 결합한 단체를 말한다. 원칙적으로 모든 조합원이 업무 집행을 할 수 있지만 조합원간의 계약이 있는 경우에는 별도의 업무 집행자를 둘 수 있다. 그렇지만 조합의 모든 법적 거래는 조합원 전체의 이름으로 이루어지며, 조합의 부채와 자산은 모든 조합원의 소유이기 때문에 조합을 청산하기 전에는 조합 재산을 분할하지 못하고 전체 조합원의 동의가 없으면 조합 재산의 처분도 이루어지지 않는다. 민법상 조합은 도관체로 인식되어 원칙적으로 법인세가 부과되지 않으며, 조합의 모든 소득은 조합원에게 귀속되기 때문에 소득세는 조합이 아니라 조합원에게 부과된다.¹⁰⁾ 민법상의 조합을 활용한 대표적인 사례로는 재건축 주택조합, 재개발 주택조합, 지역 주택조합, 리모델링 주택조합 등이 있다.

셋째, 상법상의 익명조합에서는 어느 일방(출자자)이 사업을 위하여 출자하고 다른 일방(영업자)은 영업을 담당한다. 그리고 양자는 서로 사업의 이익을 분배할 것을 약정하는 계약을 하게 된다. 여기서 익명조합의 출자자는 자본을 출자할 뿐 영업에 관여하지 않으며, 영업은 전적으로 영업자가 수행한다. 출자자는 전면에 나서지 않고 배후에 숨어 있기 때문에 출자자의 자산은 법적으로 영업자에게 귀속되고 출자자는 영업상에서 발생하는 채

무에 대해서는 책임을 지지 않는다. 하지만 영업자가 재산을 처분하거나 파산 또는 부도가 날 경우 이로 인한 피해는 출자자가 부담하게 된다. 모든 경영은 영업자가 담당하므로 경영권은 당연히 영업자에게 집중되어 있다. 다행히 세법에서는 실질과세 원칙을 고수하고 있으므로 익명조합원으로부터 출자를 받은 금액에 대한 배당에 대해서 손비로 처리되어 법인세 이중과세 문제를 피할 수 있다.¹¹⁾ 외환위기 직후 한 시공사가 일본의 무역상사로부터 강남의 재건축 사업의 이주비를 조달하면서 상법상의 익명 조합을 활용한 사례가 거의 유일할 정도로 이를 활용한 사례는 드물다.

넷째, 별도의 특별법으로 명시된 조합으로는 중소기업창업지원법에 의한 창업투자조합, 여신전문금융업법에 의한 신기술사업투자조합, 산업발전법에 의한 기업구조조정조합 등이 있다. 이런 특별법상의 조합의 경우 민법상의 조합이나 상법상의 조합과는 다르게 경영권을 특정한 자에게 부여해 주지만 그 대신에 이들에게 경영에 따른 책임을 무한하게 부담시킨다. 그렇지만 경영권에 직접적으로 관여하지 않는 일반적인 투자자들에게는 책임의 범위를 출자한 범위로 제한한다. 특별법상의 조합도 민법상의 조합과 같이 조합원 단위로 과세되기 때문에 법인세의 이중과세가 배제된다.¹²⁾ 부동산 분야에서 이런 특별법상의 조합을 활용한 전례는 없다. 기업구조조정 조합을 아파트 개발사업의 시행주체이자 자금조달의 주체로 활용하려고 시도한 적은 있지만 금융감독원의 반대로 실현되지는 않았다.

다섯째, 토지(개발)신탁이란 신탁업법에 따라 부

9) 서후석, “부동산 금융혁신 사례에 관한 연구”, 부동산학연구, 제8집 제1호, 2002, 한국부동산분석학회, p.30

10) 민태욱 · 이용만(2002), pp 62-63

11) 민태욱 · 이용만(2002), pp. 63-64

12) 조세특례제한법 제13조와 제14조

동산 개발 노하우가 없는 토지소유자가 공신력이 있는 부동산신탁회사에게 토지를 이전시키고, 신탁사의 자금 및 개발 경험을 바탕으로 위탁자의 이익 및 특정 목적을 위해서 신탁 재산을 가장 효율적으로 활용하여 분양 또는 임대한 뒤 발생한 수익을 토지소유자에게 배당하는 제도를 말한다.¹³⁾ 그러나 실제로 토지신탁을 맡기는 토지소유주는 대부분 개발업자인 경우가 많다. 개발업자가 원래 토지소유주와 토지 계약을 맺고 나머지 토지 대금은 금융기관으로부터 차입한다. 금융기관으로부터 차입하는 대신에 이 토지를 부동산신탁사에 신탁하고 받는 수익권증서를 금융기관에게 담보로 제공하고 동시에 이 사업의 시공자가 보증을 제공하게 된다. 부동산신탁사는 자신의 명의로 사업의 인허가 절차를 밟고 시공사를 선정한 후에 분양을 하게 된다. 분양이 완료되고 건축물이 준공된 후에는 총 사업수입에서 사업비용, 신탁수수료 등을 제한 나머지를 토지소유주에게 배당한다. 토지(개발)신탁의 경우 경영권은 시행사 기능을 하는 부동산신탁사가 수행하고, 실제적인 사업주인 시행사가 보조하는 역할을 수행한다. 부동산신탁사는 시공사에 공사비를 지급하고 자신의 수수료를 제한 나머지를 소득세를 과세하지 않고 위탁자인 시행사에게 모두 배당한다. 그 후 배당을 받은 위탁자가 소득세를 부담하기 때문에 이중과세 문제가 발생되지 않는다.

여섯째, 신탁업법에 따라 위탁자로부터 금전을 신탁받고 이를 투자하여 발생하는 수익을 금전을 신탁한 자에게 배당하는 제도를 금전신탁이라고 한다.¹⁴⁾ 신탁에서 발생하는 수익에서 수수료를 제한 모든 수익과 손실은 위탁자에게 귀속된다. 그래

서 신탁은 법인세 이중과세 문제가 발생되지 않는다. 부동산 분야에서 금전신탁제도가 활용된 사례로는 부동산 개발사업의 시행사에게 초기 사업비 및 토지비 대출을 제공하고 받은 대출채권을 증권화한 은행부동산투자신탁 상품이 대표적이다.

일곱 번째, 부동산 투자회사란 다수를 대상으로 주식을 발행하여 모은 자금을 부동산에 투자하여 얻은 수익을 투자자에게 배당하는 회사를 말한다. 주식, 채권 등에 주로 투자하는 증권투자회사(일명 뮤추얼 펀드라 함)와 유사한 도관체이지만 단지 부동산과 부동산관련 자산에 주로 투자한다는 차이점이 있다. 그러나 부동산 운용의 특성을 감안하여 명목상의 회사뿐만 아니라 운용인력이 부동산투자회사에 포함된 실체가 있는 회사도 인정한다는 점에서는 차이가 있다. 부동산 투자회사 중에서 명목회사로 운영되는 것은 기업구조조정 부동산 투자회사, 위탁관리형 일반 부동산 투자회사가 있고 실체가 있는 회사는 자기관리형 일반 부동산투자회사가 있다. 여기서 도관체의 역할을 하는 것은 위탁관리형 일반 부동산투자회사와 기업구조조정 부동산 투자회사이다. 현재 대부분의 부동산투자회사는 기업구조조정 부동산투자회사인데 주로 오피스 빌딩, 도소매시설 등과 같이 수익형 부동산에 주로 투자하고 있다.¹⁵⁾

여덟 번째, 증권투자신탁업법, 증권투자회사법, 신탁업법, 보험업법에 산재되어 있었던 간접투자에 대한 규제를 단일법에 의한 기능적 규제로 전환하기 위해서 2003년 10월 '간접투자자산운용업법'이 제정되었다. 이 법에 의거해서 간접투자를 하기 위해서 모여진 펀드를 간접투자기구(Collective Investment Vehicle)라고 하며 자금을 주로 부동

13) 신탁업법 제10조 제5항, www.koreit.co.kr의 주요업무 중 토지(개발)신탁 부분

14) 신탁업법 제10조 제1항

15) 서후석 외 5인, 「부동산펀드의 자산운용전략」, 2004, pp.16-25

산에 투자하는 펀드를 부동산 간접투자기구라고 한다.¹⁶⁾ 부동산 간접투자기구는 계약형(투자신탁)과 회사형의 명목상 부동산 펀드이다. 부동산 간접투자기구의 수익증권이나 주식을 개인투자자나 기관투자자에게 매각하여 자금을 모아서 부동산의 취득·관리·개발, 부동산의 개발, 부동산의 임대

차, 유가증권, 지상권·임차권 등에 투자하거나 금융기관에 예치하여 발생하는 수입을 투자자에게 배당하는 구조이다. 이 명목상의 부동산 간접투자기구는 자산운용회사가 위탁을 받아서 관리한다. 이 기구는 투자 목적으로만 활용되며 모든 수익은 수익권 증서의 소유자나 주주에게 배당되기 때문

<표 2> 부동산관련 도관체 현황

| 구분 | 법적 근거 | 경영권 집중 | 이중과세 배제 | 활용 분야 | 주요 활용목적 | |
|---------------------|------------------|----------------------------|-----------|--|---------------------------------------|--------|
| 유한회사 | 상법, 자산유동화에 관한 법률 | 집중 | 배제 | - 이주비, 대여금 증권화 - 저장대출채권의 증권화 - 오피스 빌딩의 증권화 - 비용상환채권의 증권화 - 기업토지의 증권화 - 토지 매출채권의 증권화 등 | 금융 | |
| 조합 | 민법 | 민법 | 분산 | 배제 | - 재건축, 재개발, 지역 주택조합 - 리모델링 조합 등 | 개발 |
| | 상법 (익명조합) | 상법 | 집중 | 배제 | - 이주비 대출채권을 활용한 자금조달 | 금융 |
| | 특별법 | 중소기업창업지원법, 여신전문금융업법, 산업발전법 | 집중 | 배제 | - 기업구조조정 조합을 통한 주택개발 사업(금융감독원 규제로 실패) | 개발, 금융 |
| 신탁 | 토지(개발)신탁 | 신탁업법 | 집중 | 배제 | - 부동산 개발사업 | 개발, 금융 |
| | 금전신탁 | 신탁업법 | 집중 | 배제 | - 부동산 개발사업에 대한 대출채권을 활용한 자금조달 | 금융 |
| 부동산투자회사 (실질, 명목회사) | 부동산투자회사법 | 집중 | 요건충족 시 배제 | - 부동산 지분 투자사업 | 투자, 금융 | |
| 부동산 간접투자기구 (신탁, 회사) | 간접투자자산 운용업법 | 집중 | 배제 | - 부동산 개발사업에 대한 대출채권을 활용한 자금조달 - 부동산 지분투자사업 | 투자, 금융 | |
| 프로젝트 금융회사 (주식회사) | 법인세법 | 집중 | 요건충족 시 배제 | - 부동산 개발사업 | 개발, 금융 | |

16) 서후석 외 5인(2004), pp.42-56

에 도관체로 인식되어 법인세 이중과세를 배제하고 있다.¹⁷⁾

끝으로, PFV 제도는 SOC 사업, 부동산 프로젝트 등을 원활하게 추진하기 위해서 도입이 추진되었던 도관체이다. 이 PFV는 실체가 없는 회사이지만 부동산 개발사업을 추진하는 추진주체가 될 수 있고 자금도 조달할 수 있는 역할을 수행할 수 있다. 자금을 제공하는 투자자 입장에서는 투명성을 확보할 수 있다는 점과 법인세의 이중과세 문제를 피할 수 있는 장점이 있는 제도이다. 이중과세를 피하기 위해서는 PFV가 이익의 90% 이상을 주주에게 배당해야 하고 PFV에 대출을 제공하는 금융기관이 반드시 5% 이상의 지분을 투자해야 법인세를 면제받을 수 있다. 이외에도 건설회사나 디벨로퍼들이 보유 부동산을 PFV에 쉽게 넘길 수 있도록 보유 부동산을 현물출자할 때 취득세, 등록세를 면제해주고 있다.¹⁸⁾ 그러나 PFV 제도는 의원 입법으로 법의 제정을 추진하였으나 도입이 무산되었다.

그렇지만 법인세 이중과세를 배제시키는 조항은 법인세법을 개정하면서 조세감면특례법에 포함되어서 PFV가 도관체의 역할을 할 수 있는 근거는 마련되었다.

III. 부동산 개발사업에서 도관체 활용의 필요성

국내에서 도관체가 활용되는 분야는 주로 금융 분야이다. 이 분야에서 도관체가 많이 활용되는 이유는 자산보유자와 자산을 절연시켜서 투자자 입장에서 자산을 배타적으로 확보하고, 도관체를 이

용하여 투자자의 니즈에 적합한 다양한 금융 수단도 발행할 수 있는 점을 들 수 있다. 즉 자금조달을 원활하게 하기 위해서 투자적인 목적에서 도관체를 활용하고 있는 것이다.

부동산 분야에서도 순수하게 금융적인 목적으로 ABS법상의 유한회사, 금전신탁, 부동산투자회사, 부동산간접투자기구 등 여러 가지 도관체들이 도입되었으며, 이런 제도적인 뒷받침에 힘입어 여러 가지 도관체들을 부동산 분야에서 활용하는 빈도가 급격히 늘어나게 되었다. 그러나 부동산 개발사업의 분야에서는 외환위기 이전에 민법상의 조합, 토지(개발)신탁 등과 같은 도관체가 활용되기도 했으나 외환위기 이후에는 이런 도관체를 활용하는 사례가 급격히 줄어들었다. 이렇게 된 이유는 토지신탁이나 민법상의 조합이 부동산 개발 사업에 대한 주체로서 역할을 수행할 수는 있지만, 사업에 필요한 자금을 조달하는 데에는 부적합하기 때문이었다. 토지신탁의 경우 회계적으로는 사업별로 분별관리가 되고 있으나 실질적인 리스크는 분별되지 않았으며, 부동산신탁사들이 선투입한 비용을 받을 채권을 증권화한 사례가 있기는 하지만 보다 다양한 증권화를 기대하기는 힘든 구조였다. 민법상의 조합도 사업 추진 주체이면서 도관체의 기능을 수행할 수 있지만 금융적인 측면에서는 시공사의 신용에 의존하지 않고 조합이 직접 금융권으로부터 자금을 조달하거나 관련 자산을 증권화하는 것이 쉽지 않은 특성이 있는 것이다.

부동산 개발사업에서는 단순히 사업추진주체의 역할 수행과 법인세 이중과세를 피할 수 있는 도관체의 기능을 수행하는 것 이외에도 사업의 투명성 확보, 원활한 사업관련 자산의 증권화, 사업 단계

17) 최저자본금을 250억 원에서 100억 원으로 하향 조정, 개발전문 부동산투자회사의 도입, 연기금이 30% 이상 인수할 경우 사모허용 등이 포함된 부동산투자회사법의 개정안이 국회에 상정되어 있다. 연합뉴스 2007. 2. 4 기사 참조.

18) 국회(2002), 「프로젝트금융회사법 도입을 위한 공청회 자료집」, 국회.

별로 상이한 위험에 대응하는 다양한 자금의 조달 등 추가적인 기능이 가능한 새로운 도관체의 필요성이 커지고 있다. 이런 필요성은 사업, 금융, 조세, 규제 분야로 구분할 수 있다.¹⁹⁾

첫째 도관체가 도입되게 되면 그 동안 자금 유치의 걸림돌로 작용한 부동산 개발사업의 불투명성을 상당부분 제거시킬 수가 있다. 왜냐하면 도관체가 사업의 시행과 자금조달 역할을 동시에 수행하기 때문에 사업과 관련된 모든 사항을 투명하게 관리될 수 있다는 측면이 있다. 비록 사업 이해관계자들 간의 약정서를 통해서 사업 간에 분별관리를 한다고 해도 한 시행사가 여러 개의 부동산 개발 사업을 동시에 수행하는 경우에 엄밀한 의미의 분별관리는 쉽지 않다. 사업별로 도관체가 설립된다면 사업에 대한 보다 철저한 분별 관리가 가능하며 사업의 이해관계자들이 서로를 감시하는 효과를 기대할 수 있는 것이다. 더구나 부동산 개발사업과 관련된 자산이 증권화되어서 사업관련 이해관계자들이 불특정 다수로 늘어나서 복잡해지면 질수록 이런 도관체의 필요성은 더욱 높아지게 될 것이다.

둘째, 현재 부동산 개발 사업에서 제도권 금융 부문이 맡고 있는 역할은 초기 사업비와 토지비에 대한 대출이 주종을 이루고 지분의 경우에는 일부

상호저축은행이 부분적인 역할을 담당하고 있다.²⁰⁾ 그래서 비제도권 일반 투자자들이 사모 형식으로 부동산 개발사업의 지분에 투자하고 있다. 그렇지만 지분성 투자의 성격은 지니고 있지만 실질적인 투자형태는 시행사와의 계약을 통해서 토지 계약금 등을 제공하고 그 대가로 고리의 이자, 수익 배분(Profit sharing)을 받고 있다. 시행사 또는 시행사 대표 개인과의 사적 계약으로 지분성 투자에 대한 법적 권리를 근본적으로 확보할 수 없기 때문에 개인적인 신뢰관계라는 제한적인 범위 내에서만 이 시장이 형성되는 것이다. 이런 기형화된 지분 투자시장²¹⁾이 제도권으로 편입되기 위해서는 도관체가 도입되지 않고서는 불가능하다고 봐야 할 것이다.

셋째, 금융기관이 사업자에게 제공한 초기 사업비와 토지비로 대출한 채권은 이미 은행 부동투자신탁이나 부동산 펀드를 통해서 증권화되어 불특정 다수에게 판매되고 있다. 대출채권의 증권화를 더욱 활성화시키는 것은 물론 부동산 개발사업과 관련된 다양한 자산들이 폭넓게 증권화되기 위해서도 도관체의 도입이 필수적인 것이다.

넷째, 만일 새로운 도관체를 부동산 개발사업에 도입할 경우 법인세 이중과세 부담을 피할 수 있어

19) 이런 연구는 부동산 개발사업에서는 물론 사회간접자본 개발사업을 추진하면서 법적 구조(Legal Structure)를 어떻게 가져갈 것인가를 고민하면서 많이 이루어진 편이다. 법적 구조는 사업, 법률, 회계, 조세 그리고 규제적인 요인에 의해서 결정된다. 좀 더 구체적으로는 사업 참여자의 수와 각 사업 참여자의 사업목적, 프로젝트의 자본비용과 수익의 패턴, 규제기관의 요구, 현재의 부채조달 수단, 시장 참여자의 조세부담, 프로젝트가 운영되는 정치적인 지배형태 등이 주요한 요인으로 제시되고 있다. John D. Finnerty(1996), p.70; Howard A. Zuckerman and George D. Blevins(1991), *Real Estate Development Workbook and Manual*, Prentice hall, 1991, p.413-436

20) 시행사가 토지 계약을 한 후에 토지 중도금과 잔금을 조달해야 하는데 이 자금은 사업의 인허가가 확실할 경우에는 금융기관으로부터 PF 대출을 받아서 해결할 수 있다. 그러나 사업의 인허가가 불확실한 경우 인허가가 완료되어서 금융기관으로부터 PF 대출을 받을 때까지 일시적으로 상호저축은행이 토지 중도금과 잔금을 대출해주는 데 이를 브릿지 론(Bridge Loan)이라고 한다. 상호저축은행은 브릿지 론을 제공해주고 상대적인 고리의 이자를 받으며 때로는 사업 수익에 참여할 권리를 받기도 한다. 이런 측면에서 상호저축은행이 부분적으로 지분 시장에 참여하고 있는 것이다.

21) 부동산 개발사업의 대부분이 별도의 사업추진주체가 설립되어 있지 않고 시행사들이 여러 사업을 동시에 진행시키기 때문에 사업의 지분적 성격의 자금은 토지비의 10% 수준인 토지 계약금과 초기 사업비 정도라고 보는 것이 적절할 것이다.

야 하며 이외에도 도관체에 토지를 현물로 출자할 경우 취득 및 등록세와 양도소득세의 면제, 금융기관에 대한 지분출자 금지 예외, 공정거래법의 총출자한도의 예외 등 PFV 제도를 도입할 때 검토되었던 추가적인 보완사항이 도입되어야 부동산 개발사업에서 실질적인 도관체의 기능을 수행할 수 있을 것이다.

다섯째, 주택 후분양 제도가 도입될 경우 현행과 같은 낮은 지분성 투자로는 주택개발사업을 원천적으로 추진하기가 어려워질 것이다. 사업

비 전체의 20% 이상은 지분성 투자가 이루어져야 하는데 이 정도의 지분 투자 시장이 형성되기 위해서는 이미 앞에서 논의한 바와 같이 사업별로 도관체가 만들어지고 이들이 사업추진주체이자 자금조달의 주체로 나서지 않으면 금융적인 애로로 인하여 주택후분양제도의 도입이 불가능할 것이다.²²⁾

끝으로 주택원가 공개에 있어서 가장 큰 이슈는 공개된 원가에 대한 신뢰성 문제이다. 현재 시행사 중심의 원가 시스템으로는 시민단체는 물론 일반 국민들의 믿음을 이끌어내기가 쉽지 않을 것으로 보인다. 이런 측면에서 볼 때, 만약 도관체를 활용하게 되면 사업의 이해관계자들이 공동으로 사업을 관리하기 때문에 국민들이 갖고 있는 불필요한 오해를 불식시킬 수 있을 것이다.

<표 3> 부동산 개발사업에서 도관체 활용의 필요성

| | 필요성 | 비고 |
|----|---|----|
| 사업 | - 부동산 개발사업에 대한 불투명성 - 이해관계자들이 늘어나고 복잡해지고 있음. - 사업비 중 토지비가 차지하는 비중이 크게 늘고 있음. - 낮은 지분 비율로 인한 사업의 불안정성 | |
| 금융 | - 개발사업의 지분 투자시장의 활성화 - 공모의 경우 불특정 다수에 대한 투명성 확보 - 브릿지 론 역할의 불안정성 - 다양한 부동산 개발관련 자산의 증권화 | |
| 조세 | - 법인세 이중과세 배제 - 현물출자 시에 양도소득세 배제 및 취득등록세 면제 등 추가적인 보완 사항 | |
| 규제 | - 주택후분양제도 도입에 따른 자금조달 부담의 증가 - 주택 분양가 원가 공개 압력의 증가 | |

IV. 부동산 개발사업에서 도관체의 활용 사례연구

1. 토지(개발)신탁 : 건영의 죽전 아파트 개발 사례

건영이 아파트 개발 사업을 위해서 매입하였던 토지가 죽전 택지개발지구에 편입되어 그 대신 한 국토지공사로부터 공동 주택지를 우선적으로 분양을 받을 수 있는 권리를 확보하게 되었다. 그렇지만 건영은 그룹 전체가 어려워져서 구조조정 대상 기업으로 전락하게 되었다. 대부분의 금융기관들은 구조조정 대상 기업인 건영에게 죽전지구 공동 주택사업의 초기사업비와 토지비 대출을 제공할 수가 없었다. 왜냐하면 대부분의 금융기관의 영업 내규에서 구조조정 대상기업을 차주로 하는 대출

22) 박동규 외, 「후분양 전환에 따른 프로젝트 금융 활용 방안 세미나 자료집」, 대한주택보증·주택산업연구원, 2006, pp.1-20

은 금지하고 있었기 때문이다. 그러나 대부분의 금융기관과 부동산 전문가들은 건영이 확보한 죽전 지구의 아파트 개발 사업이 상당히 우량한 사업으로 인식하고 있었기 때문에 금융기관은 다른 방법을 찾아서라도 자금을 제공하고 싶었다. 그래서 건영과 한미은행은 건영이 사업 시행을 하지 않으면서도 금융의 안정성과 투명성을 확보할 수 있는 방안을 모색하던 중에 외환위기 이전에 많이 활용되었던 토지신탁 방식을 조금 변형하여 추진하게 되었다.²³⁾ 이렇게 함으로써 부실하여 신용도가 낮은 건영이 시행사로 나서지 않고 한국토지공사의 자회사인 한국토지신탁이 시행사 역할을 맡게 되었다. 이로 인해 수분양자의 신뢰를 끌어낼 수 있었으며 결과적으로 아파트 분양이 성황리에 끝날 수 있었다. 기존의 토지신탁 방식이 부동산신탁사가 자신의 신용으로 공사비를 조달하였다면 이 경우에는 은행이 PF 대출을 제공하였고 실질적인 시행기능을 건영이 수행하였으며 부동산신탁사는 단순히 자금관리 수준의 역할에 머물렀다는 차이점이 있다. 그래서 이 방식을 변형된 토지신탁 방식이라고 볼 수 있다.

2. 페이퍼 조합: 대우건설의 드림타운 개발 사례²⁴⁾

민법상의 조합은 주택 개발 사업에서 이미 많이 활용되어온 도관체이다. 주택재건축조합, 주택재개발사업, 지역주택조합 등과 같이 흔히 아는 조합들이 모두 민법상의 조합인데, 이 도관체의 경우 업무집행권이 각각의 조합원에게 있지만 실질적인 업무 집행은 이들에 의해서 선임된 조합장과 임원

들이 수행하게 된다. 조합원이 경영권을 실질적으로 보유하지 못하면서도 조합의 모든 위험은 각각의 조합원이 무한으로 책임을 져야하는 문제를 지니고 있다. 이런 구조적인 문제로 인하여 무등록 조합원(흔히 물딱지라고 한다)의 모집, 설계 변경을 통한 공사비용 증액, 각종 비리 등이 만연하였다. 이렇게 되자 조합에 대한 신뢰가 추락하여 조합원 모집이 쉽지 않게 되었다.

외환위기 이후 5대 대형 건설사 중의 하나인 대우건설도 은행 등 금융기관으로부터 토지비를 조달할 수 없는 신용경색이 지속되자 새로운 토지비 조달 방안을 모색하면서 기존의 민법상의 조합을 활용하여 조합원으로부터 토지비, 공사비 등을 조달하려고 시도하였다. 그러나 기존의 주택수요자들의 민법상 조합에 대한 불신을 해소하기 위한 신뢰 회복이 절실하였다. 그래서 민법상의 조합이 지닌 문제점을 해결하는 방안으로 첫째, 조합장과 임원의 도덕적 해이 문제를 해소시키기 위해서 시공사의 직원이 조합의 업무를 직접 관장하게 되었다. 둘째, 조합과 시공사간의 설계변경을 통한 공사비 증액 문제를 해결하기 위해서 시공사가 조합원에게 확정분양가 약속서를 제공하였다. 끝으로, 인근 아파트 가격보다 대략 15-20% 정도 낮은 가격으로 확정분양가격을 제시하였다. 이렇게 기존 민법상의 조합이 지닌 여러 가지 문제점을 보완한 것이 바로 페이퍼 조합 방식이며, 이를 통해서 1999년 2월 외환위기 직후 살얼음판이었던 분양시장에서 2,500여 세대 조합원을 모집할 수 있었다.

처음에는 상대적으로 신용도가 높은 시공사들이 주종을 이루었으나 동문건설이 페이퍼 조합방식에 추가적으로 에스크로우 계정(Escrow Account)제

23) 서후석(2002), pp.30-34.

24) 매일경제신문 1999. 2. 5 자 기사 참조.

도를 추가하면서 중소형 시공사들도 이를 활용하여 주택 개발 사업을 추진할 수 있게 되었다. 이 사건 이후 2000년 7월 은행 부동산투자신탁 제도를 통한 초기 사업비와 토지비 대출을 받을 수 있게 되기 이전까지 대부분의 주택 개발 사업은 페이퍼 조합방식으로 이루어지게 되었다.

3. 기업구조조정 조합: 국민기업구조조정전문 회사의 아파트 개발 사례²⁵⁾

기업구조조정전문회사가 산업발전법에 근거한 조합을 통해서 자금을 조달한 후에 이 자금으로 구조조정 대상 기업의 부동산을 인수하여 기업의 구조조정을 촉진하는 역할을 수행하였다. 이 조합들은 대부분 조달된 자금을 오피스 빌딩 등과 같이 완성된 부동산을 인수하였으며 때로는 부분적으로 개보수하여 가치를 높여서 재매각하였다. 기업구조조정 전문회사는 이를 통해서 창출한 수익 중에서 수수료를 제외하고 모두를 기업구조조정 조합의 조합원에게 상당한 수준의 배당을 할 수 있었다.

그렇지만 이런 유망한 투자 대상 부동산을 구할 수 없게 되자 구조조정 대상 건설기업이 보유한 아파트 개발사업을 인수하여 개발사업을 하는 것을 검토하게 되었다. 2000년 10월 국민기업구조조정 전문회사가 'KRC 벌처펀드 1호'라는 조합을 통해서 300억 원을 모집하고 이 자금으로 나래원이 시행하고 구조조정 대상기업인 우방이 시공하다 중단되었던 용인 기흥의 423가구 아파트 개발사업을 인수한 후 이를 재추진하여 개발이익을 투자자에게 배당하는 사업을 추진하였다.

'KRC 벌처펀드 1호' 입장에서는 기업구조조정

대상 부동산을 인수할 때 취득 및 등록세를 면제받을 수 있고 나중에 분양하여 양도 차익이 발생하여도 50% 감면받을 수 있어서 이 방식으로 아파트 개발사업을 추진할 경우 아주 매력적이었다. 더구나 시행사가 아닌 조합이라는 도관체가 자산을 보유하기 때문에 아파트 개발사업에 투자하는 조합원에게는 기존의 아파트 개발사업의 시행사보다는 신뢰를 줄 수 있다는 이점이 있었다. 국민기업구조조정전문회사는 다양한 혜택을 기대하고 이 방식으로 아파트 개발사업을 추진하였으나 금융감독원이 아무리 기업구조조정을 촉진한다고 하지만 기업구조조정 전문회사가 아파트 개발 사업까지 개입하는 것은 적절하지 않다는 의견에 따라서 조합을 통한 아파트 개발사업의 추진은 중단되게 되었다.

4. PFV: 한국토지공사의 공공-민간 PF 사업 사례

2001년 9.11 사태로 부동산 경기가 침체하여 2002년 PFV법이 의원입법으로 추진되었다. 하지만 2003년 부동산 분양시장이 활성화되고 과열되는 양상을 보이자 이 법의 도입 명분이 약화되면서 도입이 무산되었다. 그러나 이 법안에 담겨져 있었던 법인세 이중과세 배제에 관한 사항이 법인세법 개정안과 조세감면특례법에 포함되게 되었다. 법인세법에는 배당금액의 소득공제요건(발생수익 중 배당가능이익의 90% 이상을 주주에게 배분, 회사는 명목회사 형태의 주식회사, 법인의 존립기간은 2년 이상이며 한시적으로 설립된 회사)과 법인 설립 및 운용 등에 관한 요건(자본금의 규모가 50억 원 이상, 발기인 중 1인 이상이 금융기관이고 해당

25) 매일경제신문, 2000.10.17 자 기사 참조.

금융기관이 5/100 이상 출자, 단독 또는 공동으로 설립한 자산관리회사에게 위탁, 자금관리업무는 신탁업법에 의한 신탁업을 영위하는 금융기관에 위탁)이 명시되게 되었다.

이렇게 법인세법이 개정되었음에도 불구하고 PFV법이 도입되지 않았기 때문에 실제로 이를 이용하는 사례가 상당기간 나타나지 않았다. 그러나 정부투자기관인 한국토지공사가 대전 스마트시티, 용인 동백지구 주택사업 등에서 이 방식을 활용하면서 민간도 이 방식을 활용할 수 있다는 확신을 주게 되었다.²⁶⁾ 최근에는 공공부문이 개발한 대규모 토지를 매입하여 대규모 복합개발사업을 추진할 민간 컨소시엄들의 신청을 받아서 가장 우수한 컨소시엄에게 토지 매입과 사업 추진의 우선권을 부여하는 사업이 크게 늘고 있다. 예를 들면, 인천 청라지구, 인천대 이전부지, 판교 벤처 단지 등 다양한 이해관계자들이 컨소시엄으로 참여하는 대규모 복합개발사업의 경우에서도 대부분 이 방식을 도입하고 있다.

5. 비교 분석

외환위기 이후 부동산 개발 사업에서 실제로 활용된 변형된 토지(개발)신탁, 페이퍼 조합과 PFV 방식을 시행기능, 토지비 조달방법, 공사비 부담, 시공사의 신용공여 수준과 위험관리 측면에서 서로 비교하였다.

먼저 부동산 개발 사업에서 활용되는 대부분의 도관체들은 사업의 시행기능과 자금조달 기능을 동시에 하고 있다. 페이퍼조합의 경우는 조합이 그리고 PFV 제도에서는 상법상의 주식회사가 인허가의 주체가 되고 있으며 사업에 필요한 지분은 물

론 부채조달에 있어서도 재원조달의 주체가 되고 있다. 그러나 변형된 토지(개발)신탁의 경우 부동산신탁이 시행 역할을 하지만 자금조달은 실질적으로 금융기관의 PF 대출에 의존하고 있다.

둘째, 부동산 개발사업에서 토지비의 조달이 어떻게 이루어지느냐의 측면에서도 도관체별로 다른 특징을 보이고 있다. 변형된 토지신탁의 경우 위탁자인 시행사가 금융기관에게 수익권 증서를 담보로 제공하고 시공사가 원리금에 대한 보증을 제공하고 PF 대출을 통해서 토지비가 조달된다. 이에 비해서 페이퍼 조합의 경우에는 토지비 모두를 조합원으로부터 조달하여 시공사의 부담은 없으며, PFV 방식은 시행사가 출자한 지분과 사모로 조달된 지분으로 토지비의 상당부분을 충당할 수 있다.

셋째, 공사비 부담이라는 측면에서 볼 때, 변형된 토지신탁은 분양이 순조로울 경우 수분양자로부터 공사비가 조달되나 만약에 미분양이 많을 때에는 부동산신탁사가 자신의 신용으로 조달된 자금으로 공사비를 지급해야 한다. 그러나 페이퍼 조합의 경우에는 조합원이 공사비 일체를 부담한다. PFV 방식의 경우에는 수분양자로부터 공사비가 조달되지만 미분양될 경우 시공사가 자신의 자금으로 공사를 완공해야하는 부담을 지게 된다.

넷째, 부동산 개발사업에서 가장 신용도가 좋은 이해관계자가 시공사이기 때문에 아무래도 시공사의 신용 공여가 부동산 개발금융에서 중요한 기능을 한다. 도관체별로 시공사의 신용공여의 수준을 비교하면, 변형된 토지신탁의 경우 수익권 담보대출에 대하여 시공사가 신용을 공여하고 있고 페이퍼 조합에서는 시공사의 신용 공여가 필요가 없다. 그리고 PFV방식의 경우 필요 사업비 중에서 지분

26) 심영(2006), 「PF 사업의 추진방향과 발전전략 workshop 자료집」, 한국토지공사 국토도시연구원, pp.1-50.

의 비중이 높으면 프로젝트 금융에 시공사의 신용 공여가 필요가 없을 수도 있으나 현재 대부분의 사업에서 지분이 낮으며 설혹 지분이 높더라도 금융기관이 시공사의 신용공여를 요구하는 경우가 많은 편이다.

끝으로 변형된 토지신탁의 경우 부동산 개발사업과 관련된 위험이 수익권 증서를 보유한 위탁자인 시행사에게 넘어가고 시행사가 이를 감당하지 못하면 금융기관으로 그 다음은 수익권 담보대출에 신용을 제공한 시공사에게 전가된다. 시공사가 이를 견디지 못하면 다시 부동산 신탁사에게 최종적인 부담이 넘어가게 된다. 만약 부동산신탁사마저도 감당하지 못하면 부동산신탁사에 대출을 해준 금융기관에게 위험이 귀속된다. 그렇지만 페이퍼 조합의 경우 모든 위험은 조합원에게 귀속되며 이들이 변제를 못할 경우 시공사, 금융기관으로 위험이 전가되게 된다. 그리고 PFV 방식의 경우 각종 위험이 우선적으로 PFV 지분 출자자에게 귀속되고 이들이 감당하지 못할 경우 PF 대출을 제공한

금융기관에게 넘어가게 된다. 단, 시공사가 보증을 한 경우에는 먼저 시공사에게 귀속되고 시공사가 감당하지 못할 경우 금융기관이 부담하게 된다.

V. 결론: 개선방향

외환위기 이후 다양한 도관체들이 부동산관련 자산의 증권화 분야에서 활용되고 있지만 부동산 개발관련 분야에서는 이의 활용이 미진한 상황이다. 이에 비해서 미국 등에서는 부동산 개발관련 분야에서도 LP, LLC 등과 같은 도관체를 활용하여 부동산 개발사업을 원활하게 수행하고 있다. 이렇게 부동산 개발관련 분야에서 도관체를 적극적으로 활용하는 이유로는 개발사업의 투명성 제고, 다양한 자금조달 수단의 활용, 지분 또는 메자닌 파이낸싱을 통한 건전성의 강화, 부동산 개발사업 별로 독자적인 법적 주체의 확보, 법인세 이중과세의 배제, 부동산 펀드의 위험관리 용이 등을 들 수 있다.

<표 4> 부동산 개발관련 도관체의 비교

| 구분 | 시행기능 | 토지비 조달방법 | 공사비 부담 | 시공사의 신용공여 | 위험관리 |
|-----------|-----------------|-------------------|----------|---------------|---|
| 토지(개발) 신탁 | 부동산신탁사 (시행사 지원) | 수익권 담보대출 (시공사 입보) | 부동산신탁사 | 수익권담보 대출 신용공여 | 토지소유주(시행사)→금융기관→시공사→부동산신탁사 |
| 페이퍼 조합 | 조합 (건설사 통제) | 조합원 | 조합원 | - | 모든 위험은 조합원에게 귀속되지만 조합원이 감당을 못할 경우 시공사, 금융기관에게 전가됨. 조합장의 도덕적 해이 통제, 확정분양가를 통해서 시공사의 도덕적 해이 통제 |
| 프로젝트 금융회사 | PFV | PFV 지분, 메자닌 투자자 | PF금융(차입) | - | 지분 소유자→메자닌 투자자 → 부채 제공자, 즉 소구수준에 따라서 달라짐. |

하지만 이런 필요성에 불구하고 국내의 경우 외환 위기 이후 변형된 토지신탁, 변형된 민법상의 조합인 페이퍼 조합, PFV방식 등과 같은 도관체를 도입하여 부동산 개발사업에 적용하려고 노력했지만 아직까지 부동산 개발관련 분야에서 보편적으로 활용되는 도관체가 만들어지지 않고 있는 상황이다.

최근 PFV 방식이 이전의 변형된 토지(개발)신탁이나 페이퍼 조합 방식보다는 훨씬 개선된 도관체이기는 하지만 아직도 부동산 개발사업이 지닌 독특한 특성과 부동산 개발금융의 특징을 적절하게 반영하지 못하고 있다. 그래서 앞으로 부동산 개발사업에서 활용될 새로운 도관체는 다음과 같은 사항이 반영될 필요가 있을 것이다.

먼저, 도관체의 지분 투자자들 중에서 부동산 개발사업에 대한 전문성을 지닌 지분 투자자에게 경영권을 집중시켜주고 그에 대한 책임을 물어야 할 것이다. 변형된 토지신탁의 경우 토지소유주인 시행사와 부동산신탁사간의 시행 역할이 불분명하고, 페이퍼 조합에서는 조합의 주인이 조합원이 아니라 시공사가 조합의 실권을 실질적으로 장악하는 문제가 있다. 그리고 PFV 방식에서도 지분 투자자들이 아닌 시행사와 시공사가 장악한 자산관리회사에게 사업을 전적으로 의존하지만 사업에 대한 책임은 제한적으로 물을 수밖에 없다. 따라서 미국의 LP와 같이 부동산 개발에 대해 전문가인 자산관리회사 또는 시행사에게는 사업에 대한 무한 책임을 물어야 도덕적인 헤이 현상을 막을 수 있을 것이다. 그 대신 이들에게 성과보수를 지급하는 제도적인 틀을 갖추어야 할 것이다. 지분 투자시장을 활성화시키기 위해서는 일반적인 투자자들이 이들을 믿고 안심하게 투자할 여건을 조성해주어야 하며 일반적인 투자자들의 책임은 지분의 범위 내로

철저히 제한할 수 있는 제도적 근거를 마련할 필요가 있다.

둘째, 주택 후분양제가 순차적으로 도입되면 부동산 개발사업의 자금 부담도 점차적으로 늘어나게 될 것이다. 늘어나는 자금을 원활하게 조달하기 위해서는 투자자들의 다양한 니즈에 부합되는 부동산 개발관련 금융 수단이 개발될 수 있어야 할 것이다. 이렇게 되기 위해서는 부동산 개발사업에서 도관체가 시행을 주도하면서 자금조달도 할 수 있어야 한다. 또한 선후순위 채권, 이익참가부 채권, 옵션부 채권 등 다양한 파생증권이 발행될 수 있도록 새로운 도관체에 부과된 상법 상의 각종 규제를 완화해야 할 것이다.

셋째, 현재 실행되고 있는 PF 방식과 PFV 방식의 경우 한 시행사가 여러 개의 프로젝트를 동시에 시행하고 있고 최종적으로는 사업관련 위험이 시공사에 귀결되는 문제가 있다. 이런 형태에서는 시공, 시행, 금융 등의 기능이 혼재될 수밖에 없어서 철저한 수익 중심의 사업 추진이 어렵게 된다. 새로운 도관체에서는 시공, 시행, 금융 등 각각이 사업에서 부담하는 위험에 대응하여 수익이 배분되어야 되고, 각각의 역할에 따른 권한과 책임이 새로운 도관체와의 계약을 통해서 명확하게 이루어져야 한다. 이 경우 자산관리회사가 지분 투자자들의 수익 극대화를 위해서 최선을 다할 수 있게 되며, 지분 투자자 시장이 국내 제도권에서 형성되고 활성화될 수 있을 것이다.

넷째, 주택 분양원가를 공개해야 한다는 시민단체의 압력이 민간사업으로 확대되고 있다. 시행사, 시공사 등 일부 이해관계자들이 시민단체들이 요구하는 수준의 원가 공개를 하기가 어려우며, 설혹 원가를 공개해도 끊임없는 불신에 허덕거리게 될 것이다. 만약 도관체가 사업의 일체를 추진하고 투

명하게 원가를 공개할 경우 시민단체로부터 상당한 신뢰를 얻을 수 있을 것이다.

끝으로 2002년 추진하다가 도입이 무산된 PFV 법과 같이 새로운 도관제도 별도의 특별법으로 추진하는 것이 적합할 것이다. 부동산 개발사업과 관련한 각종 규제, 금융과 관련된 각종 규제를 배제시켜, 부동산 개발사업의 원활한 추진과 이를 통해서 원가 절감을 이룰 수 있도록 유도해야 할 것이다.

접 수 일 : 2007년 4월 4일

심사완료일 : 2007년 4월 15일

참고문헌

1. 국회, 「프로젝트금융회사법 도입을 위한 공청회 자료집」, 국회, 2002
2. 김진수김재진, 「파트너쉽 과세제도에 관한 연구」, 한국조세연구원, 2000
3. 민태욱이용만, “부동산 투자에 있어서 Limited Partnership 제도의 도입에 관한 연구”, 「부동산 연구」, 제8집 제2호, 한국부동산분석학회, 2002
4. 박동규 외 2인, 「후분양 전환에 따른 프로젝트 금융 활용 방안 세미나 자료집」, 대한주택보증주택산업연구원, 2006
5. 서후석, “부동산 금융혁신 사례에 관한 연구”, 「부동산학연구」, 제8집 제1호, 한국부동산분석학회, 2002
6. 서후석 외 5인, 「부동산펀드의 자산운용전략」, 부동산114, 2004
7. 심영, 「PF 사업의 추진방향과 발전전략 workshop 자료집」, 한국토지공사 국토도시연구원, 2006.
8. 이소환 외 7인, 「리츠란 무엇인가?」, 박영물출판사, 2001
9. Jack P. Friedman, Jack C. Harris and J. Bruce Lindeman, *Barron's Dictionary of Real Estate Terms*, Barron: 강원철 외 4인(역), 「부동산 용어 사전」, 부동산114, 2006
10. John D. Finnerty, *Project Financing: Asset-Based Financing Engineering*, John & Wiley & Sons, 1996
11. Howard A. Zuckerman and George D. Blevins, *Real Estate Development Workbook and Manual*, Prentice hall, 1991