

부동산 간접투자시장에서 동시투자의 메커니즘*

The Mechanism of Simultaneous Investment in the Korean Real Estate Capital Market

이 석 희 (Lee, Seokhee)**
임 재 만 (Lim, Jaeman)***

< Abstract >

Many institutional investors indirectly invest in both Korean loan and equity capital markets through particular real estate indirect investment vehicles. This study attempts to answer the question, “Why and how do these simultaneous investments appear in the Korean real estate capital market?”, through qualitative, in-depth interviews with five institutional investors who have experience with such investments. From the view of financial theory, simultaneous investments are expected to alleviate conflicts of interest and information asymmetry problems between shareholders and creditors while reducing related agency costs. In this study, the mechanisms and incentives/benefits of simultaneous investment in the Korean real estate capital market are examined with a focus on ‘investment risk reduction’, ‘interest rates and simultaneous investment premiums’, ‘high leverage’, ‘loan covenants’, and ‘positive attitudes toward simultaneous investments by investors who have yet to use these vehicles’. In closing, this study discusses the driving forces for promoting simultaneous investments ranging from ‘simple indirect investment structures with non-recourse nature’ to ‘real estate collateral and covenants’.

주 제 어: 동시투자, 기관투자, 부동산간접투자, 부채의 대리인 문제, 위험 이전
key word: Simultaneous Investment, Institutional Investment, Real Estate Indirect Investment, Agency Problem of Debt, Risk Shifting

I. 서론

국내 부동산 간접투자시장¹⁾은 기관투자자²⁾를 주요

투자자로 하여 리츠와 부동산펀드³⁾ 중심으로 급성장하고 있다. 순자산 규모가 2005년 3조 6천억 원에서

* 이 논문은 이석희의 박사학위를 수정, 보완한 것이며, 일부내용은 2015년 12월 한국부동산분석학회 정기학술대회 대학원세션에서 “부동산간접투자시장에서의 동시투자 메커니즘과 강화요인”으로 발표한 사실이 있음.

** 세종대학교 공공정책대학원부동산학과 겸임교수, jeopalge@gmail.com, 주저자

*** 세종대학교 산업대학원 부동산학과 교수, limjaeman@sejong.ac.kr, 교신저자

- 1) 국내 학계에서 부동산 간접투자에 대한 일관되고 통일된 정의는 없다. 간접투자 의미가 집합투자 개념과 혼용되기도 하고 실물 자산 유통화(property securitisation) 및 증권화(securitisation) 개념과도 혼용되어 사용된다(박삼철, 2010: p. 39). 학계는 일반적으로 간접투자 개념에 유통화를 포함하되 신탁과 투자 일임을 제외하고 있으며, 이 연구도 이에 따른다.
- 2) 국내 자본시장에서 언급하는 기관투자자란 표현은 학술 용어가 아니며 일관된 정의도 없다(신보성·김준석, 2014). 선행연구와 OECD 기준에 의하면 기관투자자란 보험회사, 연금 펀드, 투자회사(뮤추얼 펀드 등), 기부금 펀드, 재단(foundation) 등을 지칭한다(고광수·김근수, 2005). 하지만, 실무에서는 투자자금 규모를 감안하여 발행시장이나 유통시장에 미치는 영향력이 상대적으로 큰 투자자를 지칭하는 것이 일반적이다. 즉, 집합 운용적 특성에 따른 정의보다 대규모 자금 운용 목적으로 시장에 활발히 참여하는 기관을 기관투자자로 인식하고 있다. 이 연구는 실무 업계의 통용에 따라 기관투자자를 연기금, 공제회, 보험회사, 은행 및 중앙회(새마을금고), 기타 금융(증권, 집합투자기구, 자산운용사 등등)으로 세분했다.

2014년에는 33조 9천억 원으로 최근 10년 동안 약 10배 성장했다(현대경제연구원, 2015). 기관투자자는 부동산 간접투자기구에 출자자로서 자본금(또는 수익증권, equity)을 투자하거나, 대주로서 부동산에 저당권을 설정하고 대출한다. 최근 들어 기관투자자의 부동산 간접투자 및 자금운용이 확대되면서 기관투자자가 어느 한 부동산 간접투자기구에 대출금과 자본금을 동시에 투자하는 경우가 빈번해지고,⁴⁾ 부동산 간접투자에서 대표적인 한 형식(modus vivendi)이 되고 있다.

동시투자의 결과는 투자자가 주주와 채권자의 지위를 동시에 갖게 된다는 것이다. 기업금융 영역에서는 대주(채권자)인 은행이 차주인 기업에 자본금을 출자하거나, 자본금 출자자인 사모(헤지)펀드가 기 투자한 기업에 추가적으로 대출(채권 투자)하여 결과적으로 투자 대상 기업에 대해 주주와 채권자라는 지위를 동시에 갖게 되는 경우가 발견된다(Jiang et al., 2010). 재무학계는 투자자에게 자본금과 대출금 중 한 가지 형태의 투자가 바람직한지, 아니면 자본금, 후순위 채권, 선순위 대출 등 다양한 형태와 다양한 청구권을 혼합한 투자가 더 효율적인지 논의가 있어왔다(Jensen and Meckling, 1976).

동시투자를 분산투자 관점에서 보면 하나의 자산에 대한 중복투자로 분산투자가 가질 수 있는 기회이익이 없어서 상대적으로 비 최적 투자가 된다(Lim et al., 2012). 반면 부채의 대리인 문제에서 보면 동시투자는 이른바 위험이전의 유인이 축소되고(Jensen and Meckling, 1976; Smith and Warner, 1979) 주주와 채권자 간 이해상충 문제와 갈등이 완화된 효율적 투자가 된다(Jiang et al., 2010).

이러한 재무적 논의를 바탕으로 동시투자에 대한 해외 학계의 연구 성과는 국가별 금산분리 정책 태도에 따라 달리 전개되어 왔다. 전통적으로 기업에 대한 자본금 투자에 제한이 없는 유럽의 학계는 주주와 채권자 간의 이해갈등과 정보비대칭 문제가 완화되고 부채의 대리인 비용이 감소하여 동시투자가 더 효율적이라는 연구를 지지 했다(Cable, 1985; Gorton and Schmidt, 2000; Hoshi, Kashyap and Schafstein, 1991; Kim,

1991; Morck et al., 1999; Pushner, 1995). 반면, 유럽과 달리 금산분리 정책에 따라 자본금 투자가 제한되었던⁵⁾ 미국에서는 동시투자가 비교적 새로운 현상이었으며(Allen and Gale, 1995), 미국 학계의 연구는 사모펀드와 헤지펀드가 1990년 중반 이후 자본금 투자뿐만 아니라 본격적으로 기업대출을 확대하면서 시작되었고(Chava et al., 2014), 이후 연구의 관점과 범위도 다양해 졌다.

국내 학계에서 동시투자에 대한 논의와 연구는 드물다. 동시에 국내 부동산 간접투자자와 관련한 연구도 충분하지 않다. 부동산 간접투자시장 및 부동산 금융시장에 대한 정확한 양적 자료를 구득하기 어렵고, 특히 사모 부동산펀드는 자본구조와 영업 및 재무성과에 관한 자료가 공개되지 않아 연구가 어렵다. 특히 부동산 시장에서 기관투자자가 수행하는 투자에서 투자의 구조, 수단과 형태, 의사결정과정 등에 대한 충분한 논의와 연구가 없었다.

이 연구는 국내 부동산 간접투자시장에서 기관투자자의 동시투자 현상을 연구했다. 43개 리츠 및 19개 부동산펀드 자료를 수집하고 동시투자를 경험한 기관투자자 및 자산운용 담당자 5명과 심층면접을 시행했다. 왜(why) 그리고 어떻게(how) 동시투자를 하는지 고찰했고, 구체적으로 기관투자자의 시장과 투자 환경에 대한 인식, 위험에 대한 선호와 동시투자의 구체적인 메커니즘을 대리인 문제와 정보비대칭 문제의 관점에서 심층적이고 체계적으로 설명했다.

이 연구를 통해 투자자의 다양한 투자 정책과 전략, 동시투자를 결정하는 기관투자자의 위험에 대한 선호 및 투자 성향을 파악할 수 있을 것이다. 실무적으로는 이 연구를 적절하고 적합한 동시투자의 투자기준과 정책 및 평가기준을 마련하는데 활용할 수 있을 것이다.

3) 리츠는 '부동산투자회사법'에서 부동산투자회사를 지칭하며, 광의의 부동산투자신탁(Real Estate Investment Trusts)을 의미하는 경우 이 연구는 'REITs'로 지칭한다. 부동산펀드는 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'에 따라 설립되는 집합투자기구인 부동산펀드를 지칭한다.

4) 이 연구에서는 이러한 현상을 동시투자로 정의한다.

5) 미국은 1933년 제정된 '글래스-스티걸법(Glass-Steagall Act)'에 의해 기업에 대한 은행의 자본금 투자가 원칙적으로 허용되지 않았다. 이 법은 1999년 폐지되었고 이후 전통적 상업은행은 점차 투자은행의 영역으로 확장해 갔다.

II. 이론적 배경과 선행연구 검토

1. 부채의 대리인 문제

자본금 투자자는 잔여청구권과 이사회 혹은 주주총회 등을 통해 잔여통제권을 행사하는 재량적 지배라는 특징을 가지는 반면 대출금 투자자는 원리금이 사전적으로 확정되고 채무가 이행되지 않은 경우에 조건부 지배권을 행사할 수 특징을 가진다(Williamson, 1996). 이러한 자본금과 대출금의 성격과 특징은 대리인 문제와 연결된다. 채권자는 기업에 자금을 제공하지만 기업의 주요한 의사결정에 참여하지 못하며, 마치 주주에게 자신의 의사결정 권한을 위임한 것과 같다. 채권자가 주인이 되고 주주 또는 기업이 대리인이 되는 대리관계에서 주주와 채권자가 각기 자신의 이익 극대화를 위해 행동하려는 유인 때문에 발생하는 이해갈등 문제를 부채의 대리인 문제라고 하며 관련 비용을 부채의 대리인 비용이라 한다(Jensen and Meckling, 1976).

이러한 이해갈등은 주주 또는 경영자가 부채를 통해 조달한 자본을 위험이 낮은 안전한 투자 안을 선호하는 채권자의 이해와 달리 위험과 기대 수익률이 큰 투자 안을 선택하는 데서 비롯될 수 있다. 비록 기업 가치의 증가가 상대적으로 작음에도 주주(경영자)가 위험이 높은 투자 안을 선택하는 경우가 문제가 된다. 주주(경영자)의 이러한 공격적인(기회적인) 자금운용과 투자안의 선택은 주주에게 더 큰 부를 얻을 수 있는 기회를 제공하지만, 채권자는 이에 따른 위험을 더 크게 부담하게 된다. Jensen and Meckling(1976)은 자기 자본의 가치를 기업 가치에 대한 콜옵션으로 가정하여 상대적으로 변동성이 높은 투자 안을 선택함으로써 주주의 부를 제고하고 채권자의 부를 감소시키는 이전효과가 발생할 수 있다고 제시했다(최시열·홍광현, 2015).

한편, Myers(1977)는 반대의 경우로 주주 또는 경영자가 기업 가치를 증대시키는 투자 안에 대해 위험도가 낮거나 주주 부를 증대시키지 않기 때문에 투자 안을 포기하는 경우에도 부채의 대리인 문제가 발생한다고 했다. 이는 부채 부담(debt overhang)으로 인한 저투자다. 재무 상태가 나쁜 기업은 경영자가 수익성이 있는 투자를 포기한다. 왜냐하면 투자에 따른 비용은 주주가 부담하는데 반해서 투자로 인한 수익은 채권자의 몫이라고 생각하기 때문이다. 주주 또한 수익

의 증대가 채권자에게 유리하다고 생각한다. 기업 가치를 증대할 수 있는 투자기회를 포기하며 이러한 저투자는 궁극적으로 기업 가치 저하로 귀결된다. 김명애·김영진(2012)은 타인자본 의존도가 높거나 성장성이 낮은 기업은 확정된 선순위 청구권을 보유한 채권자와 잔여가치에 대해 콜옵션을 보유한 주주 간의 갈등이 높을 가능성이 있으며, 주주권리 보호가 약한 기업은 외부 투자자인 채권자와 경영에 영향을 행사하는 내부자인 대주주 간 갈등이 높을 수 있다는 실증 결과를 제시했다.

대리인 문제는 정보비대칭 문제에서 비롯될 수 있다. Jensen and Meckling(1976)은 주주, 경영자, 및 채권자 간의 정보비대칭으로 대리인 문제가 발생한다고 주장했다. 비록 차입금은 주주와 경영자의 정보비대칭(information asymmetry) 문제를 해결하기 위한 하나의 방안이지만(Jensen, 1993; Shleifer and Vishny, 1997), 이러한 부채 사용은 채권자와 주주 사이에 또 다른 정보비대칭의 문제를 만들어 낼 수 있다. 경영자와 주주 간의 대리인 문제가 기업의 경영자가 주주는 알 수 없는 내부 정보를 많이 알고 있기 때문인 것과 마찬가지로 주주와 채권자의 대리인 문제 또한 주주가 채권자보다 더 많은 정보를 가지고 있으며 현실적으로 정보가 비대칭적으로 존재하기 때문에 나타나게 된다.

2. 비 소구 금융의 문제

국내 부동산 간접투자는 프로젝트 금융과 유사하게 투자 도관체를 사용하며 비 소구 방식으로 필요 자금을 조달한다(서후석·손진수, 2007). 이러한 비 소구 금융은 이해관계가 담보 부동산과 한정된 현금흐름 범위 이내로 국한되는 것이 특징이다. 프로젝트 금융을 비롯한 비 소구 금융은 대주가 현금흐름을 통제하고 프로젝트와 부동산에만 한정된 형태의 이해갈등이 문제가 된다. 일반기업과 같이 복잡하거나, 투자 이후에 추가적인 대규모의 자본적 지출이나 투자가 일어나지 않는다. 투자 시점에 현금흐름이 어느 정도 예측가능하고 잘 변경되지 않으며, 주주나 사업주 또는 자산운용회사의 기회주의적 투자활동이나 위험 이전의 유인이 더 적을 수 있다. 또한 이러한 비 소구 금융은 과소투자의 문제와 부채 사용에 따른 파산비용을 줄여주며(Esty, 2003), 정보비대칭 문제를 완화함으로써(Farrell,

2003; Marty and Voisin, 2008) 그 유용성이 발휘되고 있다.

한편, 해외 대규모 자원개발 프로젝트에서 스폰서 기업이 선순위 대주와 동순위로 선순위 대출을 병행하는 경우가 있다(Alache Fisho-Oriededi, 2010). 스폰서의 책임을 대주에게 잘 표현하고 비교적 위험이 크고 만기가 장기간 대출금을 원활하게 모집하기 위해 금융기관 대주와 동순위로 대출을 병행하는 것이다. 이 경우에는 앞선 논의와 반대로 대주와 주주 간 이해관계가 복잡해 질 개연성이 높아져 사전적으로 이해관계를 조정하기 위한 특별한 장치나 협정(inter-credit agreement)이 필요하게 된다. 뿐만 아니라 프로젝트 회사의 부도나 채무불이행이 발생하면 프로젝트의 주요 스폰서이자 주주이며 채권자인 동시투자자가 프로젝트의 부실에 책임이 있는 당사자(insider)가 되어 금융기관 투자자와 이해관계는 더욱 복잡해 질 수 있다. 형평에 기한 채권의 열후화(equitable subordination) 법리에 의해 스폰서의 선순위 지위가 부인 당하는 경우가 있다(이제정, 2009).

3. 자본금과 대출금의 동시투자

Jensen and Meckling(1976)은 동시투자자 같이 다양한 형태의 청구권을 가지는 방식의 투자는 부채와 관련된 대리인 비용을 대부분 제거할 수 있으며, 만약 투자 대상 기업의 자본구조를 완벽히 파악하여 투자 대상 회사의 대출금과 자본금 구성비율과 동일한 비율로 투자하는 경우, 부채와 관련된 대리인 문제는 대부분 제거된다고 했다. Jensen(1987)은 이러한 스트립 파이낸싱(strip financing) 등 다양한 투자 구조가 투자의 효율성을 제고할 수 있다고 주장했다. 동시투자자에 대한 연구는 은행이 차주 기업에 자본금을 출자하는 것에서 시작되었으며, 1990년 중반 이후 은행 이외의 기관투자자가 본격적으로 기업대출 시장에 참여하자 동시투자에 대한 논의의 폭이 크게 확대되었다(Chava et al., 2014).

동시투자에 대한 선행연구의 흐름은 첫째, 동시투자의 유인(incentives)과 보상(benefits)에 대한 것이다. 분산투자 관점에서 동시투자는 동일한 투자 대상에 대한 비최적(sub-optimal) 투자다(Lim et al., 2012). 분산투자 관점에서 발생하는 기회 손실을 고려하는 경우 동시투자는 이를 상쇄할 수 있는 내부화 된 유인과

보상이 있어야 한다(Jiang et al., 2010). 동시투자가 효율적인 경우, 투자대상 기업에 대해 더 낮은 금리를 제공하거나(Jiang et al., 2010), 위험 관리와 투자 활동에 대해 더 낮은 수준의 통제를 하게 된다(Chava and Robert, 2008; Chava et al., 2014). 만약 반대로 분산투자에 대한 기회 손실을 충분히 만회하지 못한다면 실제적이고 추가적인 동시투자 프리미엄이 필요하게 된다(Lim et al., 2012).

둘째, 선행연구는 동시투자가 기업에 어떠한 영향을 미치는지 논의하고 있다. 동시투자는 동시투자가 아닌 경우와 비교할 때 더 심각한 주주와 채권자 간 이해의 갈등을 촉발한다(Diamond, 1984; Welch, 1997). 비록 은행의 동시투자는 기업에게 대출금에 대한 접근과 활용을 더 용이하게 해 주지만, 은행은 기업에 대해 더 적극적이고 광범위한 모니터링을 수행하지 않아 오히려 기업은 상대적으로 더 좋은 성과를 만들어 내지 못한다(Lin et al., 2009; Luo et al., 2011).

셋째는 동시투자자 대출조건에 대한 연구에서 한 걸음 더 나아가 투자대상 기업의 자본적 지출과 투자규모(Chava et al., 2014), M&A에서 동시투자(Bodnaruk and Rossi, 2013), 헤지펀드와 사모펀드의 동시투자(Lim et al., 2014), 정부투자기업과 민간기업에 대한 동시투자의 비교(Pan and Tian, 2015) 등 다양하게 접근하는 실증연구가 지속적으로 이루어지고 있다.

동시투자에 따른 유인과 보상에 대한 선행연구를 자세히 살펴보자. 먼저 선행연구는 부채의 대리인 문제에서 논의된 주주와 채권자 간 이해갈등 완화에 주목했다(Jiang et al., 2010; Kroszner and Strahan, 2001; Pan and Tian, 2015). 동시투자는 주주와 채권자의 이중적 지위(dual holder)로 인해 위험이전의 유인이 감소된다. 주주와 채권자의 이해갈등이 완화되거나 또는 부분적으로 갈등이 내부화(internalized) 된다. 뿐만 아니라 투자 대상 기업에 추가적이고 충분한 모니터링을 할 수 있어서 차주나 경영자의 위험이전의 유인은 상당히 감소하게 된다(Jiang et al., 2010). 동시투자로 인해 기업은 대출금에 더 쉽게 접근할 수 있고 더 많은 대출이 제공되며(Barth et al., 2006; Kang and Shivdasani, 1995; Lin et al., 2009), 더 낮은 대출 금리가 제공될 수 있게 된다(Jiang et al., 2010).

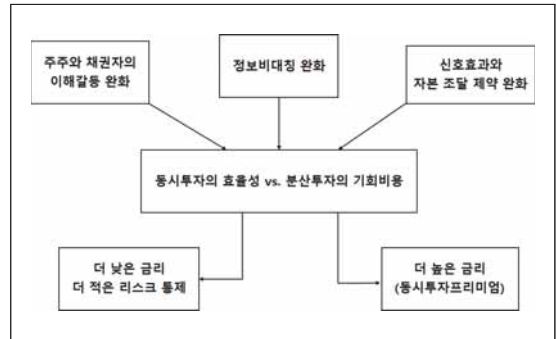
둘째, 동시투자자가 투자 대상 기업의 내부자가 되어 더 많은 내부 정보에 접근하는 것이 가능해지면서 주주와 채권자에게 존재하는 정보비대칭 문제가 완화

된다는 것이다(Ferreira and Matos, 2009; Konishi and Suzuki, 2007; Massa and Rehman, 2008; Merton, 1987). 주주와 채권자 간 정보비대칭이 완화되는 기업 지배구조는 정보비대칭을 감소하기 위한 노력과 비용이 줄어들고 투자자의 요구 수익률인 자본비용이 감소된다(김요환·박준령, 2011). Konishi and Suzuki(2007)는 정보비대칭이 심한 소액 대출 영역에서 은행은 자회사인 벤처캐피탈을 통해 차주 기업에 출자하여 동시투자자 지위를 갖게 되면 투자대상 기업에 상대적으로 더 많은 신용을 지원하거나 확대하고 장기 대출을 더 많이 지원하고 있다는 것을 주장했다. Merton(1987)은 은행이 동시투자자인 경우에는 기업에 대해 더 많은 정보를 가지고 있으며 기업이 자금을 필요로 할 때 가장 먼저 새로운 자금을 공급할 수 있을 것이라고 했다. 실증적으로 은행이 내부정보 이용을 막기 위한 정보차단장치(Chinese Wall)가 있음에도 이를 침범하여 은행 자회사나 뮤추얼펀드를 이용해 차주 기업에 대해 비교적 규모가 큰 투자를 하고 있으며 상당한 초과 이윤을 얻고 있음이 밝혀졌다(Massa and Rehman, 2008). 또한 Ferreira and Matos (2009)는 은행이 동시투자자 차주 기업의 지배구조에 영향력을 갖는 내부자가 되어 차주에 대해 대출금의 제공 이외에 별다른 서비스를 제공하지 않고도 추가 이익을 누리고 있다고 한다. 이러한 추가 이익은 은행이 상대적으로 더 높은 대출 마진을 향유하면서 오히려 신용 위험은 낮아지며, 투자 이후에 더욱 효과적인 사후관리가 가능하고 예기치 않은 청산 위험을 낮출 수 있기 때문이라는 것이다. 그리고 이러한 내부 정보의 활용과 접근으로 투자 대상 기업에게 더 많은 대출과 더 낮은 대출 금리를 제공할 수 있게 된다는 것이다.

셋째, 투자자 사이의 정보 비대칭 상황을 전제할 때 동시투자자의 투자 참여는 투자 대상 기업에 대해 투자 전망이 좋을 것이라는 ‘신호 효과(signal effect)’를 유발하여 잠재 투자자의 참여를 촉진한다는 것이다(Lim et al., 2012). 동시투자에서 신호 효과는 기업에게 중요한 자금의 조달인 경우 자본금 모집의 제약을 완화해 주며, 자금 모집 성공 대가로 ‘동시투자 프리미엄(premium)’을 누리게 된다. 비 투자 등급 기업일수록, 그리고 자본금 투자와 대출금 투자 규모가 클수록 프리미엄은 더 커지며, 투자자가 헤지펀드나 사모펀드인 경우는 이러한 경향이 더 뚜렷하게 나타난다고 했

다. 동시투자 프리미엄은 투자자의 기회주의적 투자 성향에 따라 달리 나타나지만, 상대적으로 투자 구조의 유연성과 빠른 대출 결정의 대가라고 해석했다(Lim et al., 2012). <그림 1>은 Lim et al.(2012)의 논의를 중심으로 동시투자 메커니즘을 도식화 한 것이다.

<그림 1> 재무학 관점에서 동시투자 메커니즘



국내 연구에서 채영규(2014)는 기관투자자의 대형 할인 매장에 대한 투자에서 지분 투자 방식 보다 대출 투자 방식을 선호하고 있으나, 이를 혼합한 혼합방식⁶⁾을 선호하는 것으로 나타났다고 설명했다. 특히, 혼합 방식과 관련하여 투자자는 수익 상승 및 매각차익 실현 시 수익성 상승 효과를 얻음으로써 수익 및 위험 해지를 동시에 기대할 수 있다고 했다(채영규, 2014).

4. 국내 기관투자자의 부동산 간접투자

국내 부동산 간접투자는 일련의 도관체를 활용한 비소구(non-recourse) 금융 형식이다(서후석·손진수, 2007). 또한 ‘일물-일펀드’ 및 ‘기관투자자-부동산간접투자기구-실물부동산’ 형태의 투자 구조를 이룬다(이현석, 2015). 이러한 형태의 간접투자가 유행한 것은 신속한 기업의 구조 조정이라는 간접투자 제도의 도입 배경과 무관하지 않고 한정적인 투자 도관체에 대해서만 조세 혜택을 부여한, 소위 ‘조세회피형(박연우, 2009)’ 간접투자가 발달한 것과도 밀접한 관련이 있다. 즉, 유한회사(Limited Liability Corp.)나 파트너십과 같은 다양한 투자 도관체를 활용하는 투자 유형과 투자 경로가 발달하지 못했다.

국내 부동산 간접투자는 세제 혜택에서 사모와 공모의 차이가 없어 시간과 비용 등 업무처리 부담이 적은

6) 이 연구는 동시투자로 지칭한다.

사모를 중심으로, 운용 형태는 세금 혜택이 있는 위탁 관리를 중심으로 성장해왔다(이현석, 2015). 투자 대상 물건은 한정된 상태에서 상대적으로 규제가 완화되어 있고 성과보수가 인정되는 사모펀드를 설정하는 것이 운용사에게 유리하여 시장은 사모 중심으로 성장해왔다(정무영 · 정재호, 2010).

국내 기관투자자의 오피스 빌딩 투자는 매우 경쟁적이고 별다른 투자전략을 발견하기 어렵다. 민성훈 · 고성수(2012)는 2003년에서 2011년까지는 서울의 오피스 빌딩이 기관투자자의 중요한 투자 대상으로 자리매김 한 시기이며, 그 기간 동안 오피스 빌딩의 임대료와 매매가가 상승하면서 투자자 경쟁이 치열했고, 그 과정에서 투자자들이 비합리적인 경쟁을 했을 가능성이 있다고 했다. 하지만, 추측에 불과하여 투자자의 비합리적인 행태의 원인에 대해서는 추후 폭넓은 연구가 필요하다는 주석을 남겼다.

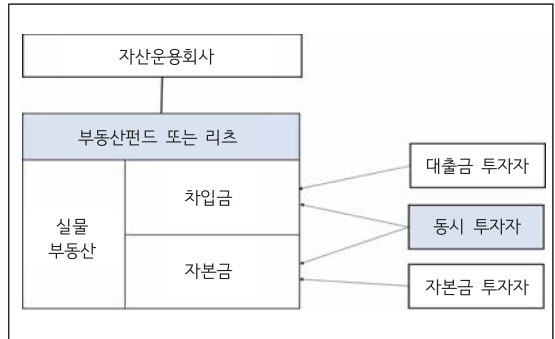
이수정 · 조주현(2010)은 투자자 특성을 분석하여 해외 투자자는 블라인드 펀드(blind fund)로 설정된 펀드가 많고 비교적 뚜렷한 투자 특성을 보이는 반면, 국내 투자자는 국민연금과 농협, 일부 재단투자자와 같은 장기투자자들 외에는 투자자 간 투자 전략이 뚜렷이 구별되지 않는다고 주장했다.

III. 분석 자료

1. 동시투자의 정의

동시투자를 넓게 해석하면 한 투자자가 특정 시점에서 동시 투자를 하지 않더라도 순차적인 투자를 통해 결과적으로 주주와 채권자의 지위를 동시적으로 갖는 경우도 포함된다. 그러나 국내 부동산 간접투자기구에 대한 투자는 대상 부동산의 인수 시점에 완료되며, 이때 자본금 출자와 대출을 동시에 투자하는 경우가 주를 이룬다. 두 가지 경우 모두 결과적으로 채권자 지위와 주주의 지위를 동시적으로 갖는다는 측면은 동일하다. 다만, 후순위대출 등 다양한 채권자 지위가 있을 수 있으나, 이 연구에서 채권자 지위는 선순위 지위에 한정한다. 이 연구의 대상은 어느 한 주주가 다른 채권자들과 상환과 담보에 있어 동순위(또는 선순위) 지위를 갖는 경우로 한정한다(그림 2 참조).

<그림 2> 부동산 간접투자기구에 대한 동시투자

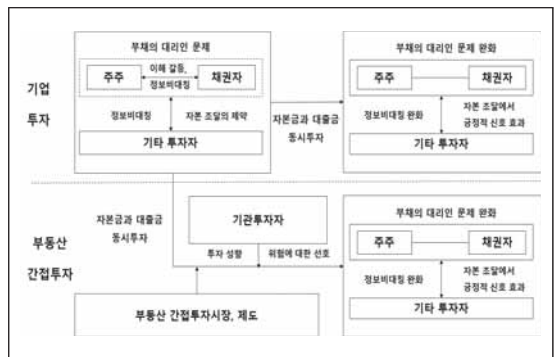


2. 연구의 분석 틀

이 연구 목적은 국내 부동산 간접투자시장에서 나타나는 동시투자 현상의 메커니즘을 심층적이고 체계적으로 이해하고 설명하는 것이다. 이를 위해 다음 두 가지 분석 틀을 조합했다.

먼저 재무학에서 이루어진 선행연구의 분석 틀, 즉 동시투자에서 주주와 채권자의 이해갈등이 완화되거나 정보비대칭 문제가 완화되는 메커니즘을 설명하기 위한 실증 분석을 시도했다. 동시투자에서 대출 금리(Jiang et al., 2010; Lim et al., 2012), 대출금 규모(Konishi and Suzuki, 2007), 대출 약정사항에 대한 태도(Chava et al., 2014), 그리고 자본금 모집 제약의 완화, 신호 효과의 존재 및 동시투자 프리미엄(Lim et al., 2012) 등에 대해 리츠와 부동산 펀드에 대한 자료를 통해 실증적으로 분석했다.

<그림 3> 연구의 분석 틀



또한 동시투자의 메커니즘을 올바르게 설명하기 위해 부동산 간접투자시장과 제도 및 기관투자자가 가진 고유한 투자 성향과 특성이 동시투자에 미치는 영향에 대해 분석했다. 이 연구는 심층면접을 통해 기관투자자의 부동산 간접투자시장이라는 환경과 제도에 대한 인식, 투자 위험에 대한 선호와 투자 성향을 조사함으로써 동시투자의 메커니즘을 설명하고자 한다. 이 연구의 분석 틀은 <그림 3>과 같다.

3. 리츠와 부동산펀드에 대한 자료 조사

국내 부동산 간접투자시장에서 동시투자 현황을 파악하기 위해 2010년 이후 설립된 43개 리츠와 중대형 상업용 부동산에 투자한 19개 부동산펀드를 조사하여 동시투자 내역과 기관투자자의 구체적 투자 형태를 분석했다.

(1) 2010년 이후 공개된 43개 리츠의 투자 보고서를 활용하여 리츠의 자본구조와 기관투자자의 투자 정보를 취합했다. 비록 리츠는 부동산펀드에 비해 투자 규모와 빈도가 낮지만 공시된 투자 보고서를 조사함으로써 연구의 타당성과 신뢰성을 제고했다. 조사 항목은 <표 1>과 같다.

(2) 국내 부동산 간접투자시장의 경우 부동산펀드가 리츠보다 2배 정도 그 규모가 큰 만큼 리츠에 대한 현황 조사를 보완하기 위해, 2010년 이후 중대형 오피스 빌딩과 할인점과 백화점 등을 인수하기 위해 투자된 19개 부동산펀드의 자본구조와 기관투자자의 투자 형태를 조사하여 자료를 수집했다. 조사 항목은 <표 3>과 같다.

연구에 필요한 자본 구조와 기타 자료를 수집하기 위하여 자산운용회사의 담당자를 직접 방문하여 비밀 유지를 약속했다. 부동산펀드의 경우 리츠 투자 보고서 조사와 달리 미공개 자료이고 자료의 신뢰성에 한계가 있지만 비공개 내부 자료를 확보하여 조사의 내용을 보충했다.

<표 1> 리츠에 대한 자료 조사

구분	내용
조사 대상	2010년 이후 설립되었고, 2014년 12월 현재 운영 중인 43개 리츠, 개발전문리츠 등 개발 중 자산은 제외시켰음
조사 방법	한국리츠협회에 공시된 결산 투자 보고서
주요 조사 항목	투자자(자본금의 3% 이상을 투자한 기관투자자), 투자 금액, 대주, 대출 금액 등
기관투자자 분류	연기금, 공제회, 보험회사, 은행 및 중앙회(새마을금고), 기타 금융(증권, 집합투자기구, 자산운용사 등)
투자 자산 분류	오피스 빌딩, 호텔, 판매시설(백화점, 할인점), 물류창고
투자 유형 구분	동시투자, 자본금만 투자, 대출금만 투자

<표 2> 조사 대상 리츠의 연도별 투자 자산 내역

연도	호텔	오피스 빌딩	백화점, 할인점	물류 창고	합계
2010	-	6	-	-	6
2011	-	5	1	1	7
2012	1	6	1	2	10
2013	1	7	4	-	12
2014	-	6	1	1	8
합계	2	30	7	4	43

<표 3> 부동산펀드에 대한 조사

구분	내용
조사 대상	서울 소재 중대형 오피스 빌딩에 투자하기 위해 2010년 이후 설립된 19개 부동산 펀드(개발 중 자산 제외), 총 투자비 5백억원 이상
조사 방법	6개 자산운용회사 방문 조사
주요 조사 항목	기관투자자별 투자 금액, 주주의 구성, 주주의 대출 규모
기관투자자 분류	연기금, 공제회, 보험회사, 은행 및 중앙회(새마을금고), 기타금융(증권, 집합투자기구, 자산운용사 등)
투자 자산 분류	중대형 오피스 빌딩, 백화점, 할인점
투자 유형 구분	동시투자, 자본금만 투자, 대출금만 투자

<표 4> 조사 대상 연도별 설립 펀드의 수

설립연도	2010	2011	2012	2013	2014	합계
조사펀드의 수	2	3	5	7	2	19

4. 심층면접

동시투자의 메커니즘을 이해하기 위해서는 객관적이고 정밀한 양적 연구뿐만 아니라 연구 대상의 심층적 이해를 목적으로 하는 질적 연구도 활용할 필요가 있다(강근복, 2009). 따라서 동시투자를 직접 수행한 기관투자자에 대한 심층면접을 수행했다. 동시투자를 경험한 국내 기관투자 담당자의 수는 매우 제한적이다. 이 연구는 심층면접을 활용하여 기관투자자의 실제 투자 세계로 들어가서 왜 그들이 동시투자를 하는지, 그리고 어떤 방법으로 동시투자를 하는지, 더 나아가 그러한 동시투자의 배경에 대한 인식과 경제적 인과적 맥락과 조건들에 대해 함의를 도출하고자 했다.

이 연구의 주저자는 부동산 금융부문에 10년 이상의 경력을 가진 소유자로 조사 대상자와 친밀한 관계를 이미 형성하고 있어 접근성이나 개방성에 대한 어려움이 상대적으로 적었고, 적절한 피면접자와 비교적 용이하게 접촉할 수 있었다. 동시투자의 경험 유무와 빈도, 간접투자 경험을 고려하여, 3인의 외부전문가⁷⁾와 토의를 거쳐 연구 참여자를 선정했다. 기초 면접은 총 8명에 대해 실시했지만 연구에 필요한 정보가 충분히 산출되고 면접 내용이 중복되어, 가장 빈번히 실물 부동산 간접투자를 실행하는 보험회사 소속의 부동산 투자 담당자 2인과 국내 자산운용회사 투자 담당 3인으로 한정했다. 연구 참여자의 특성은 <표 5>와 같다.

면대면 대화와 반 구조화된 질문지에 의한 심층면접을 실시하여 자료를 수집했다. 외부 전문가 3인과 질문지 작성을 위해 3회에 걸쳐 토론했으며 답변을 검토한 후 면접 가이드라인을 작성했다. 면접은 응답자가 원하는 편한 장소를 선택하여 2015년 3월 1일부터 10월 31일 사이에 실시했다. 면접에 앞서 면접의 주요 내용을 설명하고 비밀유지를 조건으로 담당했던 투자 사례를 미리 수령하여 연구자가 투자 내용을 사전에 충분히 파악하도록 했다.

심층면접은 현재의 전반적 시장 상황, 부동산 투자 현황, 소속회사의 부동산 투자에 대한 전략과 전망,

동시투자의 경험에 대해 질문한 후 이 연구의 문제를 직접 질문하는 방식으로 진행했다. 면접은 가이드라인에 따라 진행했지만 연구 참여자가 자유로운 의견을 개진할 수 있도록 했으며, 연구자의 시장 경험도 함께 나누면서 좀 더 깊은 배경과 함의를 도출하고자 했다. 면접 시간은 평균 30분에서 1시간 반까지 소요되었고, 연구 참여자들의 동의에 따라 면접 내용을 녹음하고 전사했다. 녹음이 불가능하거나 연구 참여자가 녹음을 원하지 않는 경우 면접 후 빠른 시간에 면접 기록을 작성했다. 그리고 연구자의 필요에 따라 수시로 면대면 만남, 전자우편 및 전화로 자료를 수집했다.

<표 5> 심층면접 대상자 특성

구분	투자자 유형	직책	근무연수	동시투자 이력
A	보험 운용	상무	15년 이상	유
B	보험 운용	이사	15년 이상	유
C	리츠 운용	이사	10년 이상	유
D	펀드 운용	팀장	10년 이상	유
E	펀드 운용	부장	10년 이상	유

수집한 리츠와 부동산펀드의 투자 자료를 분석하여 동시투자 현상의 특징을 파악하고, 심층면접 자료에서 동시투자의 현황과 목적, 경제적 인과관계, 제도적 맥락, 조건 등에 대한 개념을 추출했다. 이렇게 추출한 개념의 논리적 연관성을 고려하여 국내에서 동시투자 현상이 왜 나타나는지에 대한 핵심 사항을 발견했다. 이러한 핵심 사항을 중심으로 동시투자 현상을 논리적으로 구성했다. 이러한 과정을 1회에서 끝내지 않고 여러 차례 반복했다(Creswell, 2002). 이를 통해 총 60개의 중심 개념을 추출하고, 이를 18개의 하위범주로, 다시 11개의 중위범주 및 4개의 상위범주로 묶었다. 자료의 코딩은 ‘연구참여자(A, B, C, D, E)_상위범주(가, 나,……)-중위범주(1, 2,……)-하위범주((1), (2),……)-중심개념(①, ②,……)’방법으로 체계화했다(표 6 참조).

이 연구는 연구 참여자에 대한 충분한 설명과 동의, 심층면접 중 개인적이고 투자기관의 영업 기밀에 해당하는 사항에 대한 연구내용에서 배제 및 비밀유지 확약을 통해 윤리적 문제를 고려했다. 한편, 이러한 자료 수집과 분석과정에 있어 엄격성을 높이기 위해서⁸⁾ 심

7) 외부 전문가 3인은 부동산 전문 자산운용회사, 부동산금융 전문 변호사 및 부동산 전문 서비스회사 소속 실무자다.

〈표 6〉 자료의 코딩과 범주화

중심 개념	하위 범주		중위 범주		상위 범주	
1-2	기관투자자 투자 선호	(1)	동시투자의 현황	1	동시투자 현황	가
3-5	보험회사와 연기금의 동시투자	(2)				
6-9	동시투자와 보험회사의 자본금 참여비율	(3)				
10-12	동시투자의 목적_자산운용확대	(1)	동시투자의 목적	2		
13-16	동시투자의 목적(기타)	(2)				
17-19	부동산 투자에 대한 수요의 확대	(1)	부동산 투자 수요의 확대	1	시장과 환경	나
20-23	대체투자 중 부동산투자의 확대	(2)				
24-30	부동산 투자 상품 공급의 부족	(1)	부동산투자 상품 공급 부족	2	기관투자자의 성향과 선호	다
31-40	기관투자자의 위험회피 성향	(1)	위험회피 성향	1		
40-42	기관투자자의 통제의 선호	(1)	통제의 선호	2		
43-46	동시투자에서 자본금 투자 위험	(1)	자본금 투자 위험	1	동시투자의 메커니즘	라
47-49	동시투자에서 낮은 대출 금리의 적용	(1)	대출 금리	2		
49	동시투자에서 높은 대출 금리	(2)				
50	동시투자자의 대출 금리의 수용과 협의	(3)				
51-54	레버리지와 동시투자	(1)	자본금 대비 대출금 비율	3		
55-58	대출약정과 대출약정의 태도	(1)	대출약정	4		
59	비동시투자자의 긍정적 동시투자 인식	(1)	비 동시투자자의 동시투자에 대한 태도와 인식	5		
60	비동시투자자의 부정적 동시투자 인식	(2)				

층면접 대상자들에게 면접 내용을 설명하고 연구 결과가 연구 참여자가 의도한 내용과 일치하는지 확인하는 방법(member check)으로 연구의 사실적 가치를 제고했고, 연구자의 분석 내용을 연구 참여자와 공유 및 피드백을 수령하여 연구 내용을 재구성했다. 이 연구는 연구 초기 설계 시점부터 외부 전문가에게 연구과정 전 과정에 대한 자문을 받음으로써 자료 분석 과정의 타당성과 적용성을 확보했으며, 자료 수집 과정과 분석 과정을 자세히 기술하여 연구의 일관성을 높였다. 또한 편견이나 주관성을 배제하고 객관성을 유지하기 위해 노력했다.

IV. 동시투자의 메커니즘

1. 동시투자의 유형과 목적

1) 대출금 중심형

조사 대상 43개 리츠와 19개 부동산펀드에 투자한 기관투자자의 건별 투자 내역(리츠 157건, 부동산펀드 112건)을 조사하여 구체적인 투자 형태를 구분했다. 15개의 리츠와 14개의 부동산펀드에서 기관투자자의 동시투자가 있었고(표 7 참조), 리츠보다 부동산펀드에서 동시투자의 빈도가 더 높았다.⁹⁾

8) 사실적 가치(trust-worthy), 적용성(applicability), 일관성(consistency), 중립성(neutrality)을 중요하게 고려해야 한다(Guba and Lincoln, 1981).

9) 부동산펀드에서 동시투자의 빈도가 높게 나타난 이유는 이 연구에서 사용한 자료가 리츠와 달리 기관투자자가 선호하는 오백억 원 이상의 중대형 부동산펀드에 집중되었기 때문으로 판단된다.

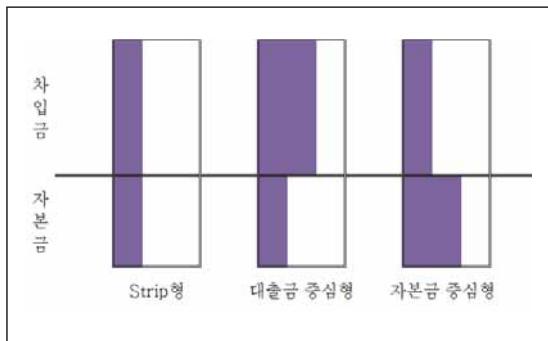
<표 7> 리츠와 부동산펀드에서 동시투자 현황

연도	리츠		부동산펀드	
	조사대상	동시투자	조사대상	동시투자
2010	6	1	2	1
2011	7	2	3	2
2012	10	4	5	3
2013	12	5	7	6
2014	8	3	2	2
계	43	15	19	14

기관투자자 투자 형태를 자본금만 투자한 경우, 대출금만 투자한 경우와 동시투자를 한 경우로 구분한 후, 동시투자를 다시 세 가지 유형, 즉 투자 대상 간접 투자기구의 자본구조와 동일한 비율로 대출금과 자본금을 나누어 투자하는 ‘Strip형’,¹⁰⁾ 대출금 참여비율이 자본금 참여 비율보다 많은 ‘대출금 중심형’, 그리고 대출금 중심형과 반대인 ‘자본금 중심형’으로 구분했다(그림 4 참조).

기관투자자별로 동시투자 내역을 분석한 결과는 <표 8>과 같다. 가장 큰 특징은 보험회사가 동시투자를 하는 경우가 많았고 동시투자의 주된 유형은 ‘대출금 중심형’이라는 것이다. 연기금과 공제회의 동시투자는 많지 않았다. 보험회사와 달리 연기금의 동시투자가 빈번하지 않은 것은 요구수익률이 보험회사보다 높았기 때문이라고 했다(B_가-1-(2)-②-a). 동시투자에 참여하기 위해서는 기관투자자가 수익률이 낮은 선순위 담보대출에 투자할 수 있어야 한다. 보험회사는 자산운용에 따른 수익뿐만 아니라 고유한 사업 수익을

<그림 4> 기관투자자의 동시투자의 유형



창출하기 때문에 수익률 허들이 연기금과 비교할 때 상대적으로 낮기 때문에 동시투자가 가능했다는 것이다(B_가-1-(2)-③).

<표 8> 투자기관별 동시투자 형태

구분		가	나	다	라	마	합계	
리츠	자본금만 출자	6	21	2	6	26	61	
	대출금만 투자	1		40	27	3	71	
	동시 투자	대출금 중심	1		13	4	2	20
		자본금 중심	1		1	2	1	5
	합계	9	21	56	39	32	157	
부동산펀드	자본금만 출자	7	12	4	6	13	42	
	대출금만 투자			19	4	3	26	
	동시 투자	대출금 중심	1		34	6		41
		자본금 중심	1	1	1			3
	합계	9	13	58	16	16	112	

* 가: 연기금, 나: 공제회, 다: 보험회사, 라: 은행 및 중앙회, 마: 금융 기타

연기금과 공제회의 사정은 보험회사와 달랐다. 자산운용 수익 이외에 별다른 수익이 생길 수 없기 때문에 요구 수익률이 더 중요한 투자의 조건이며, 현재까지 이어지는 저금리 흐름을 고려하면 요구수익률보다 낮은 금리로 선순위 담보대출에 참여할 수 없다는 것이다(C_가-1-(2)-②). 선순위 담보대출에 참여하지 못하게 되면 동시투자는 불가능하다고 한다.

“요즘 같이 선순위 담보대출 금리가 낮으면 (연기금은) 요구수익률을 맞추기 어렵다고 보아야 합니다.”(B_가-1-(2)-②-a)

“연기금은 ... 별도의 사업이익이나 수익원이 없어 자금운용의 성과, 즉 수익률이 매우 중요합니다.”(B_가-1-(2)-③)

“대출 이자(율)로는 자산 업무(운용) 수익을 만족시키지 못하는 기관투자자, 예를 들어 대형 연금 등이 있습니다.(C_가-1-(2)-②)

“생(명)보(험)사가 주로 동시투자를 많이 하고 (자본

10) 이 유형은 선행연구에서 Jensen and Meckling(1976)에 의해 제시된 투자 유형이다. 심층면접에서 ‘Strip형’ 사례로 2015년 1건을 발견했다. 두 기관투자자가 같은 투자금액과 같은 자본금/대출금 비율로 투자에 필요한 모든 자본을 충당했다. 이 형태는 국내에서 일반적이지 않으며 예외적 형태로 파악된다.

금 투자는) 15%를 적용(하여) (그) 이하로 하려고 할 때 많이 있죠.”(C_가-1-(3)-③)

2) 장기 담보대출 운용 목적

동시투자의 목적에 대한 연구 참여자들의 주된 응답은 ‘선순위 담보대출을 통한 장기자금을 운용’이었으며, 동시투자에 대한 주요한 배경으로 부동산 자본시장에서 벌어지고 있는 치열한 투자 경쟁을 지적했다. 국내 기관투자자는 비교적 장기로 운용할 수 있고 안전하다고 판단하는 선순위 부동산 담보대출에 자금을 운용하기를 원하지만(D_가-2-(1)-①), 자본금 투자를 병행하지 않으면 투자 기회는 많지 않고 경쟁은 치열하다는 것이다(C_가-2-(1)-②, B_가-2-(1)-②). 이런 경쟁에서 기관투자자는 투자 기회를 얻기 위해 상대적으로 자금조달이 어려운 자본금을 동시에 투자함으로써 선순위 부동산 담보대출 자금운용 기회를 확보할 수 있다는 것이다. ‘끼워 팔기’(C_가-2-(1)-③), ‘에퀴티 투자를 명분으로 해서(D_가-2-(1)-③)’, ‘양적 확보’라는 목적 실현을 위해서(E_가-2-(1)-③)로 비슷한 표현과 설명을 언급했다.

“대부분 기관투자자는 중대형 오피스 빌딩에 대한 선순위 담보대출과 같은 안전자산에 투자를 원합니다. 선순위 담보대출은 LTV(Loan to value)도 적정하고, 비록 수익률이 점점 낮아지고 있지만 국공채에 대비하면 여전히 초과수익(spread)이 있다고 여깁니다.”(D_가-2-(1)-①)

“순수 대출만 하게 되면 저희(운용회사)가 안 끼주는 상황이 발생을 하나까…….”(C_가-2-(1)-②)

“자본금 출자를 해야만 겨우 우량한 담보대출에 자금을 운용할 기회를 얻게 됩니다.”(B_가-2-(1)-②)

“투자기회가 있는 선순위 담보대출을 선점하려면 … 자본금 출자를 일부 하면서 대출금을 끼워 파는 방법이 동원되었습니다.”(C_가-2-(1)-③)

“국내에서 부동산펀드의 특성상 공모 펀드가 활성화 되지 않는 특성을 반영하면, … 그런 구조적인 한계 때문에 보험사들이 에퀴티 투자를 명분으로 해서….”(D_가-2-(1)-③)

“가장 큰 목적은 안정된 자산의 최대 확보가 목적입니다. … 양적 확보라는 목적 실현을 위해서 에퀴티를 동시에 투자하는….”(E_가-2-(1)-③)“

“기관(투자자)들에게 에퀴티를 싸 달라고(투자해 달

라고) 요청을 할 때는 론(loan)을 줄(할당할)테니 에퀴티를 조금 참여해 달라는 방법 밖에 없습시다.”(C_가-2-(1)-④)

한편 기관투자자는 동시투자에서 자본금 투자를 최소화하고 있었다. 연구 참여자들은 ‘대출금 자금 이익의 범위 이내(A_가-1-(3)-①)’ 또는 ‘문제가 되지 않을 정도의 적은 액수(B_가-1-(3)-①)’라는 표현을 사용했다. 동시투자에서 자본금 참여 비율은 점점 줄어들어 최근에는 대출금의 1/5 수준으로 이루어지기도 한다. 보험회사의 동시투자 형태는 점점 대출금 중심으로 바뀌는 것을 확인할 수 있었다.

“자본금 출자의 경우 심사도 어렵고 제약도 많습니다. 가장 흔한 전략이 대출로 인한 이익의 범위 내에서 자본금 출자의 리스크를 테이크(take)하는 것이 일반적입니다.”(A_가-1-(3)-①)

“조금 애매한 자산의 경우, 자본금 투자에 확신이 없는 경우에는 대출금으로 받는 수익의 범위 내에서, 문제가 되지 않을 정도 적은 액수의 자본금 투자를 결정하지만…”(B_가-1-(3)-①)

“우리 회사에서 작년에 했던 사례는 1:2~1:2.5…”(D_가-1-(3)-②)

“예전의 대출금과 자본금이 2:1 정도에서 시작되어 최근에는 그 비율이 4:1 또는 5:1까지도 나타나는 것 같습니다.”(C_가-1-(3)-②)

부동산 투자에서 자본금 조달은 부채 조달보다 어렵고 제약이 많다(Geltner et al., 2007). 특히 국내 부동산 간접투자는 사모 기관투자자 위주이고 공모 시장에서 자금이 조달되는 경우가 적어 자산운용회사는 자본금 모집에 대한 제약이 더 클 수 있다. 선순위 담보대출은 투자 기회가 희소하고 경쟁이 심한 반면에 자본금은 조달과 모집에 제약이 있고, 투자자는 자본금을 투자할 경우 선순위 담보대출 기회를 포착할 교섭력을 갖는다. 기관투자자는 이러한 교섭력을 활용하여 선순위 담보대출에 자금을 운용할 기회를 갖게 된다.

2. 동시투자의 배경

1) 희소한 투자 기회

전 세계적인 저금리 흐름은 대체투자¹¹⁾에 대한 수

11) 대체투자(Alternative Investment)란 일반적으로 주식, 채권, 현금 자산 등 전통적인 투자 자산군에 포함되지 않는 자산에 대한 투자로서 전체 투자 포트폴리오의 위험-수익 특성의 개선, 즉 수익률 및 분산 효과를 제고시킬 수 있는 투자대안으로 정의된다(유상현,

요증가를 가져왔고 더불어 부동산 간접투자시장에서 경쟁은 더 치열해지고 있다. 부동산 시장 보고서를 살펴보면 부동산 투자 수요가 확대될 것이라는 논리적 흐름은 서로 비슷하고 비교적 명료하다. ‘저금리 기조에 따른 풍부한 유동성과 투자 수익률 하락’ → ‘기관투자자의 증위험 - 중수익(medium risk - medium return) 목적의 대체투자에 대한 관심과 수요 증가’ → ‘실물 부동산 간접투자에 대한 관심과 수요의 확대’ → ‘리츠와 부동산 펀드 설정 규모의 지속적 증가’로 요약된다. 박선영(2014)은 부동산 관련 간접투자 상품에 대한 관심이 늘어난 이유를 저금리 시대에 안전자산 위주의 투자만으로는 자산 운용 수익 감소가 불가피하게 되었으며, 글로벌 보험회사들이 비유동성 프리미엄에 기대를 걸기 때문이라고 설명했다. 골드만 삭스가 글로벌 보험회사 CFO·CIO 233명을 대상으로 실시한 설문조사에서 이들 보험회사는 앞으로 전통자산에 대한 투자 비중을 줄이는 대신 부동산펀드, 부동산 담보대출과 채권 등에 대한 투자를 늘릴 것이라고 응답했다. 이러한 흐름은 국민연금의 자산 운용에서도 찾을 수 있다. 2014년 11월 말 현재 총 투자자산 대비 대체투자 비율은 10.6%(43.9조원)이며, 대체투자 중 부동산 투자 비중은 41.9%에 이르고 있다(현대경제연구원, 2015). 연구 참여자들 또한 기관투자자의 실물 부동산에 대한 수요는 더욱 늘어났고(E_나-1-1-1-①) 저금리를 수요 확대의 주요한 원인으로 지목했다(A_나-1-1-1-②, D_나-1-1-1-④).

“실물 부동산에 대한 수요는 더욱 더 늘어나는 추세입니다.”(E_나-1-1-1-①)

“시장의 유동성은 풍부하죠, 금리가 낮아 운용 수익률은 점점 낮아지고 있죠.”(A_나-1-1-1-②)

“워낙 저금리 기조가 계속되다 보니까 대체투자 비율을 기관투자자 측에서 늘린 상황이고요.”(D_나-1-1-1-④)

대체투자의 확대라는 흐름에서 부동산 간접투자가 점점 확대될 것이라 데에는 이견이 없어 보인다. 그렇다면 기관투자자는 왜 유독 부동산 간접투자에 집

중하는가?

“인프라 보다 훨씬 간명하지…….”(A_나-1-2-1-①)

“인프라의 경우 건설하거나 지어야 되고 프로젝트가 완공되어야 하므로 복잡한데 오피스 빌딩은 간단하잖아…….”(B_나-1-2-1-①)

“주식(과 같이) 전통적인 부분은 시장에 주어진 정보나 패시브(passive)하게 투자하는 반면 부동산 쪽은 자기가 전략을 세워서 자산을 개량한다든지 하는 등의 형태를…….”(C_나-1-2-1-②)

“부동산뿐만 아니라 유사한 성격을 가진 항공기, 선박 이런 쪽으로도 투자를 확대를 하고 있습니다만 어쨌든 가장 손쉽게 접할 수 있는 게 부동산 투자다 보니까 부동산 쪽에 많이 포커스(focus)가 된 것 같습니다.”(D_나-1-2-1-③)

“중요한 것은 또한 안정성까지 고려를 하고 투자를 해야 하는 상황이라서…….”(E_나-1-2-1-④)

결국 국내 부동산 간접투자는 다른 대체투자와 달리 여전히 위험 대비 초과 수익을 제공하고, 비교적 간단하며, 더 안전할 뿐만 아니라, 투자 기회에 접근이 용이하고, 전통적으로 익숙한 투자 수단으로 인식되어 저금리 시장 상황에서 투자 수요가 확대되고 경쟁이 점점 치열해져 가고 있다는 것이다.

한편, 투자 상품의 공급 측면은 어떠한가? 먼저 연구 참여자 모두 절대적 공급이 부족하다는 의견이었다. 그 이유는 세 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 대기업과 재벌의 소유경향이 더 강해졌다는 것이다(D_나-2-1-1-①). 비록 지난 10년간 도심재개발로 중대형 오피스 빌딩의 공급이 상당히 많았지만 여전히 공급이 부족하다는 것이다. 재벌과 대기업은 2008년 금융위기 기간에도 급격한 매도 전략을 구사하지 않았다. 최근 저금리 기조로 기업이 부동산을 소유하는 기회비용이 더 낮아져서 임차보다는 소유를 선호하는 현상이 더욱 뚜렷해졌다(E_나-2-1-1-①)는 것이다. 그리고 1997년 아시아 외환위기 학습효과도 한 원인이다. 구조조정을 위해 소유 부동산을 유동화했지만 이후 가격이 급격히 반등해 높은 가격에 재매입한 아픈 기억을 가지고 있다.¹²⁾

2007). 대체투자의 하위자산군 분류 또한 통일된 분류체계를 찾기란 쉽지 않지만, 실물 자산은 일반적으로 대체투자의 하위자산군으로 분류되며 사모투자자와 헤지펀드는 기업투자에 속하는 경우가 많으며, 인프라투자, 부동산투자, 상품투자를 실물투자 자산으로 보게 된다(김영은·박성준, 2012). 부동산 간접투자는 대체투자의 실물자산군의 하나로 분류된다. 기관투자자가 주식 및 채권으로 구성된 기존 포트폴리오에 대체투자라는 새로운 자산을 편입하려는 첫째 목적은 수익률 제고다. 둘째 목적은 위험관리 측면에서 분산투자 효과의 극대화다. 즉 기존 포트폴리오와의 상관관계가 낮은 자산을 편입함으로써 전체 포트폴리오의 위험을 안정적으로 관리하기 위한 이다(남재우, 2013).

“대기업뿐만 아니라 외국계투자자들 경우 일단 우량 물건을 매수한 후에는 장기 보유하는 현상이 많이 나타나고 있기 때문에 좋은 물건을 빈번히 거래할 수 있는 시장이 형성이 안 되고 있다고 판단하고 있습니다.”(D_나-2-(1)-①)
 “금리가 더 떨어지니 이제 다들 소유하는 게 낫다고 생각하는 거죠...”(E_나-2-(1)-①)

둘째, 다양한 부동산 투자 상품이 없다(E_나-2-(1)-②). 기관투자자들에게는 오로지 최초에 설립되는 간접투자기구에만 투자기회가 있으므로 치열한 경쟁을 무릅쓰고 전력을 다하게 된다는 것이다(A_나-2-(1)-②).

“국내 기관투자자가 부동산 관련 상품에 대한 관심과 수요는 많지만 상대적으로 투자 대상이 많지 않습니다.”(E_나-2-(1)-②)
 “상장되어서 거래할 수 있거나 달리 유통되는 게 있어야지... 그냥 운용사가 투자 물건 있다고 하면 다 물리는 거잖아 지금.....”(A_나-2-(1)-②)

우리나라는 민간 임대주택 시장이 발달하지 못해 민간 임대주택의 대량 공급과 이를 지원하기 위한 대규모 자본의 투입이 없었다. 그리고 이후의 유동화와 증권화라는 유통시장의 확대 과정이 없었고 상업용 부동산의 경우에는 공모 REITs와 CMBS(Commercial Mortgage Based Security)라는 일련의 부동산 유동화 혁명(Geltner et al., 2007:132)의 단계를 거치지 못했다. 우리의 부동산 자본시장은 증권화 정도가 낮고 유통시장에서 투자 상품이 공급되지 못하는 형편이다.

셋째, 국내 부동산 자본시장은 사모와 기관투자자가 중심이어서 상품의 공급과 성장에 한계가 있다는 것이다(B_나-2-(1)-③). 더 문제가 되는 것은 사모 중심의 시장이 악순환한다는 것이다(A_나-2-(1)-④). 공모 방식을 하고 싶어도 최근의 과열된 경쟁 상황을 고려하면 복잡한 공모 방식의 부동산 투자 전략은 간명한 기관투자자 중심의 사모방식과 경쟁이 되지 않는다는 것이다(D_나-2-(1)-⑤).

“공급이 충분하고 공모시장이 형성되고 거래가 되면 (투자 상품 부족의 문제가) 자연스럽게 다 해결될 문제라고 봅니다.”(B_나-2-(1)-③)
 “물건이 희소하니 기관투자자만 먹기에도 부족하고 또 내 놓지도 않고 거래되는 시장도 없고 모 보험사의 경우는 블랙홀이야 아마 배가 부를 때까지 이 현상이 지속되지 않을까?”(A_나-2-(1)-④)
 “딜 클로징(매매 완료) 기간, 난이도 및 시장 가격 경쟁을 감안할 경우 공모로 진행하는 것은 불가능하다고 보아야 합니다.”(D_나-2-(1)-⑤)

2) 위험 회피와 통제 선호

선행연구는 국내 기관투자자의 부동산 간접투자가 오피스 빌딩에 편중되어 있음을 지적한다(손재영 외, 2012:210). 그리고 일부 투자자 이외에 투자자 간 투자 전략도 뚜렷이 구별되지 않는다(이수정 · 조주현, 2010). 연구 참여자들은 ‘적은 수입을 먹더라도 탈이 안 나는 자산에 대한 투자(A_다-1-(1)-⑨)’라고 할 만큼 낮은 위험을 강조했다(A_다-1-(1)-⑧). 그리고 투자기관별로 투자전략과 투자스타일¹³⁾에 차이가 없는데 동의했다(D_다-1-(1)-①). 국내 기관투자자는 확정적인 현금흐름을 가진 부동산 실물 부동산을 선호하며(B_가-1-(1)-②), 비슷한 투자스타일에 따른 비슷한 선호를 가지고 있다는 것이다(A_다-1-(1)-①).

“우리(생명보험회사)의 어떠한 기본적인 성격 스타일 자체가 안정성 추구이지 리스크를 테이크하면서까지 투자하겠다는 스타일은 없거든요.”(A_다-1-(1)-⑧)
 “기관투자자 성격이 어쩔 수가 없는 게 기관투자자는 주인 없는(회사의 성과는...) 조금 그러니까 월급쟁이인거죠. 적은 수입을 먹더라도 탈이 안 나는 자산에 투자를 원하는 것 같고...”(C_다-1-(1)-⑨)
 “국내 투자자들은 (부동산펀드) 투자 전략상 코어(core) 내지 코어 플러스(core plus) 정도를 선호하고 있습니다. 그렇다 보니 벨류애드(value added)나 오퍼튜니스틱(opportunistic) 스타일의 투자를 좀 꺼리는 경향이 있습니다.”(D_다-1-(1)-①)
 “대부분의 기관투자자는 그나마 현금흐름이 있는

12) 기업이 보유부동산 매각을 기피하는 이른바 ‘IMF 학습효과’도 무시할 수 없는 요인이다. 기업들이 IMF때 부동산을 싸게 매도했다가 3-4년 가격 상승기 이후 비싸게 다시 산 경험이 있어 매물을 쉽게 내놓으려 안한다는 게 중개업계의 설명이다. 한화는 한화장교빌딩을 3.3㎡당 782만 원에 매각했다가 2배 이상인 1,556만 원에 되 샀으며, 대우증권은 대우증권빌딩을 3.3㎡당 407만 원에 매각했다가 1,548만 원에 재매입한 사례가 있다. <머니투데이 2009.05.28 “한국만 오피스 빌딩 거래 활발... 왜?”>
 13) 부동산시장에서 기관투자자의 투자전략은 일반적으로 코어(Core), 벨류애드(Value added), 오퍼튜니스틱(Opportunistic)로 분류하며, 코어는 낮은 위험과 낮은 수익률, 벨류애드는 중간 위험과 중간 수익률, 오퍼튜니스틱은 높은 위험과 높은 수익률을 보인다는 광의의 스타일 구분기준을 가진다(민성훈, 2013).

오피스 빌딩이나 대기업이 현금흐름을 보장해주는 실물 부동산의 선순위 담보대출에 달려드립니다.”(B_가-1-(1)-②)

“물건은 없고 (투자 스타일이) 다 똑 같다는 게 더 문제가 부실하면 잘리니 아무도 높은 리스크(를) 가지고 있는 투자를 안 하려고 하니...”(A_다-1-(1)-①)

그리고 국내 기관투자자는 높은 레버리지를 선호하지 않는다(B_다-1-(1)-④). 투자자는 부채를 활용하여 투자 수익률과 관련된 위험을 차별화하는 투자 전략을 취할 수 있지만 국내 기관투자자들은 대체로 자기자본의 2배 이내에서 부채를 활용한다는 점에서 크게 차이가 없다(D_다-1-(1)-⑤). 차별화되고 다양한 형태의 투자 전략이 잘 나타나지 않는다.

“하이 레버리지(high leverage)를 선호하는 국내 기관투자자는 없다고 봐야 합니다.”(B_다-1-(1)-④)
“펀드도 리츠도 그렇습니다만 자기자본의 2배 이내에 차입하는 것을 어느 정도 유지를 하려고 합니다.”(D_다-1-(1)-⑤)

국내 기관투자자의 이러한 비슷한 위험회피 성향은 국내 부동산 자본시장에서 다양한 부동산 투자 상품이 출시되지 못하는 것과 관련이 있다. 역설적이지만 기관투자자는 중순위 성격 투자 상품이 시장에서 공급될 길 원하지만 기관투자자가 높은 위험에 투자하지 않으면 어느 누구도 중순위 상품을 공급하지 못한다는 것이다(B_다-1-(1)-⑥).

“모든 기관투자자가 중순위 트랜치(tranche)를 투자하고 싶어 하지만, 중순위 트랜치가 존재하기 위해서는 리스크를 테이크하는 자본금 또는 후순위 투자자가 있어야 하는 데 국내 어떤 (기관투자자도) 이러한 후순위에 투자를 하려고 하지 않습니다.”(B_다-1-(1)-⑥)

“그러다 보니 하이 레버리지(high leverage) 통한 고수익을 추구하는 투자 상품이 잘 나오지 않고 있습니다. 메자닌(mezzanine) 대출을 일으키는 투자자를 보면 대부분이 해외 투자자들이 그러한 투자전략을 구사하고 있고요.”(D_다-1-(1)-⑥)

그리고 국내 부동산 간접투자시장에서 주요 투자 담당자는 대부분 기업금융의 대출부문이나 부동산 개발금융 담당 출신으로 부동산 담보대출에 대한 선호가 강하게 지속되고 있다(B_다-1-(1)-⑦)는 설명도 있었다.

“초기 간접투자자들의 시장의 주요 참여자들을 보면 그분들의 주요한 업무가, 기존했던 업무가 부동산 대출에서부터 시작됐기 때문에 그 영향이 쏠어져 오는 걸로 생각합니다.”(C_다-1-(1)-⑦)

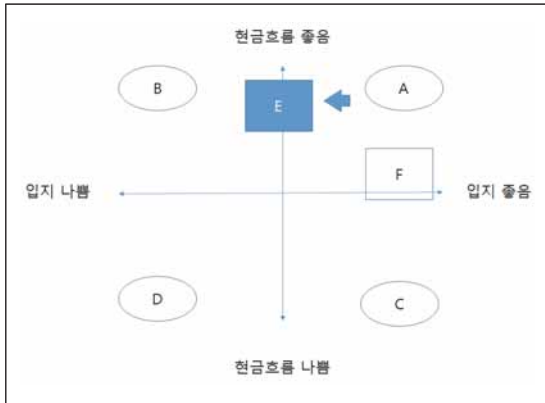
한편 기관투자자들의 투자 스타일은 부동산 시장 참여자들이 다양해지고 투자기회가 점점 희소해 짐에 따라 기관투자자들의 투자스타일에 변화가 생겨나고 있다는 진단도 있다.

“워치가 탁월하고 현금흐름이 우수한 실물 부동산에 대한 투자는 경쟁이 치열합니다. 4% 초반의 캡레이트(Cap. Rate)의 수익률이 아니면 가격 경쟁을 할 수가 없습니다. 이러한 외국의 낮은 수익률 펀드에게 시장이 넘어갔다고 해야 할 것 같습니다. 반면 외국 투자자들에게는 별로 인기가 없는 대기업이 책임임대차를 제공하는 실물 부동산에 국내 기관들 간의 경쟁이 치열해지고 있습니다. 롯데백화점, 롯데마트, 홈플러스, 이마트, 이랜드 리테일 등 비록 위치가 최상은 아니더라도 장기간 현금흐름이 보장되는 실물 부동산에 대한 기관투자자의 관심이 높습니다.”(D_다-1-(1)-②)

<그림 5>에서 A 영역은 부동산 위치 및 현금흐름이 우수하여 투자 경쟁이 심하다. 서울 주요 도심 등(도심, 강남 및 여의도)에 위치한 중대형 오피스 빌딩이 해당된다. 하지만 기관투자자에게 이 영역에 대한 투자기회는 더 이상 주어지지 않는다. 중동계 코어 펀드(core fund) 등 비교적 낮은 수익률로 투자하는 자금이 한국 시장에 진출하여¹⁴⁾ 국내 기관투자자의 투자 전략이 더 이상 작동되지 않는다. 반면, E영역에 대한 투자, 즉 부동산의 위치가 아주 좋지는 않지만 비교적 신용도가 우수한 기업이 장기임대차를 제공하는 유통시설이나 물류시설에 대한 투자가 일어나고 있다는 것이다.

14) 2014년 8월 아랍에미리트(UAE) 국부펀드인 아부다비투자청이 5,030억 원에 ‘스테이트타워 남산’을 매입했고(3.3㎡당 매매가 2490만원), 2014년 4월에는 아제르바이잔 국영석유기금(SOFAZ)이 서울 을지로 ‘파인애비뉴 A동(6만 5775㎡)’을 4,775억 원에 매입했다(3.3㎡당 2400만원).

〈그림 5〉 기관투자자의 투자대상 부동산의 분류



- A: 현금 흐름이 안정적이며 위치가 좋은 부동산
 B: 현금 흐름이 안정적이나 위치가 나쁜 부동산
 C: 현금 흐름이 나쁘지만 위치가 좋은 부동산
 D: 현금 흐름이 나쁘고 위치가 나쁜 부동산
 E: 위치가 좋지는 않지만 임대료(현금 흐름)를 신용 상태가 양호한 임차인 또는 투자자가 보장하는 부동산
 F: 현금 흐름 일정 위험이 있지만 위치가 좋은 부동산

국내 부동산 간접투자시장은 비교적 투자 구조가 간단한 편이다(서후석·손진수, 2007; 이현석, 2015). 그리고 블라인드 펀드(blind fund)¹⁵⁾ 시장이 성숙되지 못하고 있다. 특히 안정적 현금흐름을 가진 부동산을 대상으로 한 코어형 블라인드 펀드는 없으며 실제 운영 중인 블라인드 펀드의 운용 실적도 미미하다. 블라인드 펀드를 조성하려는 움직임이 계속되고 있지만 여전히 프로젝트 펀드가 선호된다(C_다-2-(1)-①).

연구 참여자 모두 부동산 블라인드 펀드를 선호하지 않았다. 투자 대상이 지정되지 않은 상태의 투자를 선호하지 않으며 단일 프로젝트 성격의 투자를 선호하고 운용회사를 완전히 신뢰하지 않는다(D_다-2-(1)-①). 어느 정도 자산 운용에 관하여 의사결정이 가능하고(D_다-2-(1)-①) 통제가 가능한 형태의 투자를 선호했다(D_다-2-(1)-③, E_다-2-(1)-③).

“국내 기관투자자는 블라인드 형태 펀드 운용을 신뢰하지 않습니다. 몇 개의 시범적 운영을 위한 것을 제외하면 블라인드 형태의 투자기구가 없으며 특히 코어(core) 자산에 투자하기 위한 블라인드 펀드는

없다고 보아야 합니다. 대다수의 간접투자기구가 투자 대상이 투자자에 의해 사전적으로 특정된 형태로 운용되고 있습니다.”(C_다-2-(1)-①)

“국내는 해외하고 달리 프로젝트 베이스에 프로젝트 펀드들에 대한 투자 유형이 상당히 높습니다(많습니다). 블라인드 펀드도 최근에는 조성을 하려는 움직임이 있긴 합니다만 그것은 국내보다는 해외 쪽 투자인 경우에 그런 경향이 나타나는 것 같고요. 국내는 아무래도 기관 투자자들이 선별적으로 본인들이 의사결정을 할 수 있는 프로젝트 펀드를 조금 더 선호하는 것 같습니다.”(D_다-2-(1)-①)

“사모 펀드 특성상 아무래도 수익자 전원 동의를 택해야 주요 의사결정을 할 수 있기 때문에 간섭이라고 하기에는 그렇습니다만 예를 들어, 자산의 매각, 아니면 연장 이러한 중대한 의사결정에 있어서는 펀드 수익자들의 동의가 필요하고요. 예를 들어, 마스터리스(책임임대차계약)의 경우에 차기 임차인하고 임대차계약 연장할 때 조건 협의 같은 경우도 중요한 의사결정이기 때문에 사실상 수익자들의 동의를 요하는 상황입니다.”(D_다-2-(1)-③)

“운용사들은 사실상 기관투자자의 눈치를 살펴야 합니다. 공실이 나면 불러가서 해명하고 향후 영업 계획을 수정 제시하기도 합니다.”(E_다-2-(1)-③)

3. 동시투자의 유인과 보상

1) 투자 위험 감소와 부동산 담보

연구 참여자들은 동시투자의 투자 위험이 더 감소된다는 견해를 제시했다. 비록 선행연구와 같이 ‘주주와 채권자의 이해갈등’ 또는 ‘정보비대칭의 완화’라는 메커니즘을 구체적으로 언급하지 않았지만 ‘대주의 횡포를 견제(D_라-1-(1)-①-b)’, ‘내부 정보의 공유(A_라-1-(1)-①-a, E_라-1-(1)-①)’, ‘모니터링과 사후관리의 용이(C_라-1-(1)-①)’, ‘대주와 주주의 권한의 적정한 사용(B_라-1-(1)-①)’ 등의 표현을 사용했다.

“문제는 자본금 투자 부분인데 선순위 대주이기도 하니 ... 무엇보다 만일의 경우에 대주의 횡포를 견제할 수 있고...”(D_라-1-(1)-①-b)

“대주에게 공개되는 정보는 한계가 있습니다. 하지만, ... 동시투자의 경우에는 자산운용 전반에 관한

15) 블라인드 펀드(blind fund)란 투자대상을 미리 정해놓지 않은 상태에서 펀드를 설정하고 우량 투자대상이 확보되면 투자하는 펀드를 말한다. 투자 대상을 정해놓고 투자자금을 모으는 기존의 방식이 아닌 투자자금을 미리 모집하고 그 이후 투자처를 물색해 투자하는 방식이다. 블라인드 펀드는 투자자금의 기본적인 운용 계획은 짜여 있지만 실제로 어떤 상품에 자금이 투입되는지 고객은 물론 운용사도 사전에 알 수 없다. PEF(사모펀드)나 부동산 투자 펀드가 대표적인 블라인드 펀드라고 할 수 있다(연합인포맥스 2012.02.08. <시사금융용어>).

정보가 주어질 수 있습니다.”(A_라-1-(1)-①-a)
 “대출금만 투자하는 경우와 비교하는 경우 동시투자자는, 주주로서 투자와 운용에 관하여 더 많은 정보를 접하게 됩니다.”(E_라-1-(1)-①)
 “대출금 사후관리(모니터링)와 대출금을 통한 대주의 통제적 간섭은 소수 주주로서의 자본금의 사후관리에 더 효과적입니다.”(C_라-1-(1)-①)
 “만약 부실의 징후가 있다거나 발생한다면 대주로서 권한과 주주의 권한을 적절히 사용하여 좀 더 나은 방향으로 의사결정을 할 수 있다고 봅니다.”(B_라-1-(1)-①)

한편 투자 위험의 감소라는 순기능은 부동산 담보대출이기 때문에 가능했다. 연구 참여자들은 부동산 담보를 자본금 투자 위험을 상당히 감소시키는 장치로 인식했다. 실제 실무에서 보험회사의 경우 동시투자 형태가 아닌 자본금 투자는 매우 예외적이며(E_라-1-(1)-②, C_라-1-(1)-②), 담보대출이 병행되지 않으면 투자 심사가 힘들다는 것이다(A_라-1-(1)-③-a). 그리고 담보대출은 ‘대주와 주주의 갈등 조정(B_라-1-(1)-③)’과 ‘소액 주주로서 능동적 자본금 관리(A_라-1-(1)-③-b)’를 가능케 하는 장치로 인식했다.

“대출금 참여 없이 자본금 참여를 결정하는 경우는 보험회사의 경우에는 매우 예외적이라고 보아야 합니다.”(E_라-1-(1)-②)
 “연기금과 달리 보험회사의 경우 자본금만 들어오는 경우는 없습니다.”(C_라-1-(1)-②)
 “선순위 담보대출이 병행되지 않으면 자본금 투자 심사는 매우 까다롭습니다. (선순위 담보)대출이 같이 투자되는 경우 리스크가 더 많이 준다고 보는 것 같습니다.”(A_라-1-(1)-③-a)
 “부동산 간접투자의 경우 선순위 담보대출이 중요 합니다. 간혹, 예기치 못한 상황이 발생할 경우 ... 예를 들면, 대량 공실이 발생하여 일시적으로 대출 이자를 지급하지 못하는 경우, 자본금 투자자의 경우 바로 EOD(기한이익 상실)를 선순위 대주가 선언하게 되는 경우는 없어야 됩니다.”(B_라-1-(1)-③)
 “선순위 지위에서 담보권을 행사할 수 있다는 게 상당히 자본금 투자 결정에 유리한 측면이 있습니다. 프로젝트 하듯이 자본금의 손실과 이익 실현 시점을 조율할 수 있고 대주주가 아니더라도 대주의 지위가 조금 보완해 준다고 할까요...”(A_라-1-(1)-③-b)

2) 낮은 대출 금리

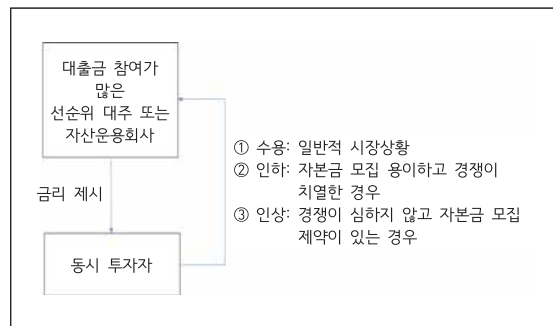
동시투자자의 경우 대출금리는 어떠했는가? 실제 동

시투자 사례에서 금리를 어떻게 결정했는지에 대한 질문에 연구 참여자들의 응답은 세 가지로 나뉘었다. 비동시투자자와 비교할 때 동시투자 사례에서 대출 금리는 ①낮았다, ②높았다 그리고 ③주어진 금리를 변경하지 않고 대체로 수용했다는 것이다(그림 6 참조).

먼저, 대출 금리를 낮게 적용할 수 있었다는 의견이 있었다. 동시투자자의 경우 자본금을 출자하므로 투자 종료시 예상되는 자본이득(capital gain)을 반영할 수 있어 대출 금리를 좀 더 공격적으로 운용할 수 있다는 의견(A_라-2-(1)-①)과 투자 경쟁이 심한 경우는 투자 기회와 투자 금액의 충분한 확보를 위해 금리를 낮추었다는 의견을 제시했다(B_라-2-(1)-①).

“예, 동시투자자의 경우는 자본금 출자에 따른 자본 이득(capital gain)를 고려하게 되므로 좀 더 공격적으로 대출 금리를 운용할 수 있을 것 같습니다.”(A_라-2-(1)-①)
 “투자자들 경쟁이 심하면 먼저 금리를 조금 내립니다. 신속한 투자결정을 동반하고 최대의 투자 금액을 확보하는 형태로...”(B_라-2-(1)-①)

<그림 6> 동시투자 시 대출 금리 결정



둘째, 실무에서 대출 금리는 대출금을 가장 많이 제시하는 선순위 담보대출 기관이 결정하거나 자산운용회사가 시장상황과 보험회사의 동시투자를 고려하여 미리 결정하며, 기관투자자는 동시투자자의 장점을 활용하여 적극적으로 금리를 인하하여 자산운용 기회를 극대화하기 보다는 최대한 시장 금리를 수용하는 태도를 견지하고 있다는 의견을 제시했다.(D_라-2-(3)-①)

“동시투자라고 해서 대출 금리를 더 낮게 책정하거나 높게 책정하는 경우는 없습니다. 대출 금리는 대부분 자산운용회사 또는 선순위 대주가 정하게 되며, 과거 및 현재의 시장상황을 고려하여 제시되어

특별한 경우가 아니면 변경되지 않습니다.”(D_라-2-(3)-①)

셋째, 대출 금리를 올렸거나 금리가 오른다는 의견이다. Lim et al.(2012)의 논의와 같이 자본금 모집에 제약이 있는 경우 금리를 올리거나 수수료 수령을 통해 동시투자의 대가(프리미엄)를 받게 된다는 것이다.(C_라-2-(2)-①, (A_라-2-(2)-①, B_라-2-(2)-①, B_라-2-(2)-①)

“에퀴티 끼워 팔았으니까 대출 금리 더 내나라 이런 식인가요?(연구자) “네 당연히 론 금리가 올라갑니다.”(C_라-2-(2)-①)

“우리가 비교적 귀한 에퀴티를 투자해서 다른 자본금 출자자와 대주들도 따라서 투자하게 되니 우리에게 대출이자 등으로 좀 더 보상에 주는 게 맞지 않을까요? 실제 대출 금리를 좀 더 받은 건도 있습니다.”(A_라-2-(2)-①)

“예전에는 기관들이 자본금 투자 경험이 많지 않아서로 눈치도 보고 조금씩 나누어서 참여하는 경우가 많았습니다. 특히, 도심에서 조금 벗어난 투자 건에 대해서는 우리 같은 기관투자자가 자본금을 출자하게 되면 다른 기관들이 따라 오게 되는 경우가 있었습니다.”(B_라-2-(2)-①)

“조금 외곽에 있기 때문에 조금 더 자금모집이 원활하지 않았던 것 같습니다. 처음에는 대출만 참여하려고 했는데, 자본금 모집이 늦어지고 부동산 투자 및 인수가 무산될 가능성도 있었던 것 같습니다. 본건의 경우 원래 제시된 대출 금리에 대출 취급수수료로 조금 더 받았던 것 같습니다.”(B_라-2-(2)-①)

3) 높은 레버리지(High Leverage)

동시투자는 비 동시투자와 달리 더 많은 대출을 수용할 개연성이 있다. 부채 증가는 기업의 파산가능성을 높이고 파산비용을 증가시키지만(Warner, 1977), 동시투자는 잠재적 파산비용이 낮을 뿐만 아니라 주주와 대주의 정보비대칭이나 이행갈등의 문제가 더 완화될 수 있기 때문이다. Konishi and Suzuki(2007)은 동시투자자인 은행이 투자대상 기업에 대해 상대적으로 더 많은 신용을 지원하거나 확대하고, 장기 대출을 더 많이 지원하고 있다고 한다.

수집한 자료에서 자본금 대비 대출금 비율(Debt to Equity Ratio: ‘D/E ratio’)을 산출하고 동시투자 여부와 상관관계를 분석했다(표 9 참조). 리츠보다 부동산펀드에서 비교적 강한 상관관계가 존재했다. 국내

기관투자자의 상대적으로 높은 위험회피 성향을 감안한다면 더 높은 대출 비율을 수반한 동시투자는 상당한 투자 위험이 감소되고 내부화되는 것으로 설명할 수 있다. 상대적으로 높은 부채비율은 ‘시장의 경쟁 → 최고가격에 의한 부동산 매수 → 수용 가능한 범위에서 최대한의 레버리지 & 동시투자’의 결과로 해석할 수 있다(A_라-3-(1)-①).

<표 9> 동시투자와 D/E ratio의 상관관계

구 분	리츠		부동산펀드	
	D/E ratio	동시 투자	D/E ratio	동시 투자
D/E ratio	1		1	
동시투자	0.039	1	0.342	1

하지만 상관분석 결과를 가지고 동시투자자가 투자 대상에 더 많은 대출을 한다고 확정적으로 결론을 내릴 수 없다. 기관투자자의 경쟁이 가장 치열하고 동시투자가 가장 빈번하게 일어나는 중대형 오피스 빌딩에 국한된 자료에서 상관관계를 도출했기 때문이다. 이는 대출금을 자기자본의 2배 이내에서 관행적으로 결정하며(C_라-3-(1)-②) 동시투자라고 해서 급격히 비율을 상승시키지는 않는다고 한 일부 연구 참여자의 진술에서도 확인할 수 있다.

“경쟁이 치열한 투자에 대해 동시투자가 일어납니다. 이러한 경쟁은 최고의 가격을 생성하기 위한 높은 레버리지 전략이 동원되게 됩니다. 한정된 현금 흐름으로 최고의 가격을 만들어내는 방법은 레버리지 비율을 높이는 것이죠.”(A_라-3-(1)-①)

“자기자본의 2배 이내에 차입하는 것을 어느 정도의 유지를 하려고 하고요.”(D_4_3_①_2-b)

우량 자산일 경우 LTV 70% 정도까지 허용된다(D_라-3-(1)-②-a). 동시투자라고 해서 투자 기관 내부의 대출에 대한 정책과 지침을 벗어나지는 못하며(E_라-3-(1)-②), 리츠의 경우 사모 투자이지만 국토교통부의 레버리지에 대한 규제도 고려해야 한다(D_4_3_①_2-b).

“LTV 65%의 정도 수준이라 하면 크게 무리 없이 받아들이는 것 같고요. 일부 우량자산이다 그러면 70%까지도 고려할 수 있는 것으로 알고 있습니다

다.”(D_라-3-(1)-②-a)

“아무리 동시투자를 한다고 하지만 론(loan)의 가이 드라인이 있기 때문에 (하이 레버리지는) 쉽지 않은 부분인 것 같습니다.”(E_라-3-(1)-②)

“리츠 같은 경우는 국토부 인가를 받아야하기 때문에 하이 레버리지에 있어서는 상당히 펀드보다 더한 제약조건이 있다고 봅니다.”(D_4_3_①_2-b)

대출 금리 논의와 유사하게 레버리지 수준도 보통 대출을 가장 많이 하는 선순위 대주나 자산운용회사가 결정하는 경우가 많다고 했다(A_라-3-(1)-④, B_라-3-(1)-③-a). 한편, 자본금 수익률을 높이기 위해 레버리지 비율을 높였다는 의견(A_라-3-(1)-④, B_라-3-(1)-③-b)은 있었지만 레버리지를 줄였다는 의견은 없었다.

“LTV는 보통 가장 낮은 금리에 대출을 가장 많이 하는 기관투자자에 의해 결정되는 경우가 대부분입니다. 하지만, 동시투자자 입장에서 조금 더 LTV를 높이고 자본금 수익률을 높이고자 합니다.”(A_라-3-(1)-④)

“주어진 대로 운용사가 제시한 LTV 그대로 대부분 투자 승인이 진행된다는...”(B_라-3-(1)-③-a)

“자본금 투자가 있는 경우에는 LTV를 조금 더 주는 편입니다. 왜냐하면, 자본금 수익률이 좀 더 나와야 하는 문제가 있기 때문입니다.”(B_라-3-(1)-③-b)

4) 원화된 대출금 약정사항

투자 대상에 대한 투자자의 투자 전략은 대출금 준수사항에 잘 드러난다(Chava, Wang, and Zou, 2014). 예를 들면, 대출금 투자자는 대출계약서를 통해 차주의 바람직하지 못한 행위를 규제하며(소극적 준수사항), 차주에게 담보물의 상태를 잘 유지하고 정기적으로 회계자료와 수익보고서를 제출하도록 의무(적극적 준수사항)를 부과한다. 준수사항은 차주에게 어떠한 우발적 상황이 발생하는 경우에 차주의 권한을 채권자가 모두 넘겨받을 수 있게 하는 인계선(trip-wires)의 역할을 하며(Chava and Roberts, 2008), 차주나 주주의 기회주의적 투자와 위험이전의 유인을 감소시키는 기능을 수행한다(Smith and Warner, 1979). Chava et al.(2014)은 동시투자자의 경우 더 낮은 수준으로 기업의 투자 활동에 대해 통제와 감시를 하게 되며 이러한 태도가 준수사항에 나타남을 실증 분석했다.

연구 참여자들에게 상업용 부동산 담보대출의 경우 중요한 준수사항이 무엇인지 질문하여 담보 보강 약정(LTV top-up clause), 이자 보상 배율 약정(Debt Service Coverage Ratio 약정), 배당금지 약정(dividend restriction clause), 이자 유보, 조기 상환, 매각 및 소유권 변경 금지 등 주요 약정사항을 도출했다.

담보 보강 약정은 대출기간 중 담보 부동산 가치가 하락하여 최초 대출 시점에 설정한 허용 LTV를 초과하는 경우 차주에게 추가 담보를 제공하도록 하는 준수사항이다. 해외에서 이 조항은 비 소구 금융에서 대주의 채권을 보전하기 위한 장치 중 가장 중요하게 사용되고 있지만, 국내에서 이 조항이 포함된 상업용 부동산 담보대출은 없는 것으로 파악된다(A_라-4-(1)-①, B_라-4-(1)-①, C_라-4-(1)-①).

“우리 시장에서 ‘담보보강약정(LTV top-up clause)’은 보지 못한 것 같습니다.”(A_라-4-(1)-①)

“국내의 경우 담보보강약정은 관행화되지 않아 사례를 찾아보기 힘들고....”(B_라-4-(1)-①)

“LTV top-up 그런 건 없어요.”(C_라-4-(1)-①)

이자보상배율 약정은 담보 부동산의 현금흐름이 지급해야 할 이자금액을 일정 이상 상회할 것을 요구한다. 국내의 경우 이 약정을 사용하지만 차주를 강하게 구속하고 있지는 않았고(A_라-4-(1)-②), 예전보다 약화되어(B_라-4-(1)-②) 요구 수준이 높지 않았다고(E_라-4-(1)-②). 담보물의 교환가치를 중시하는 여신 관행을 원인으로 설명한다(A_라-4-(1)-②).

“이자보상배율 약정은 특별한 경우가 아니면 평범한 수준에서...”(A_라-4-(1)-②)

“DSCR 요건 정도는 일반적으로 쓰이는 것 같습니다. ... 예전보다는 그 강도는 많이 약화는 된 것 같습니다.”(B_라-4-(1)-②)

“DSCR은 ... 그 추세가 과거에 금리가 높았을 때는 1.3이었던가 최근에 금리가 하락하면서 DSCR 자체가 1.2로 떨어지는 그런 추세에 있습니다.”(E_라-4-(1)-②)

“담보의 교환가치 즉 LTV가 중요하고, 그런 대출관행으로 인해 현금흐름에 대한 통제장치(임대차계약 양도담보, DSCR 약정)도 느슨하다고 보아야 한다.”(A_라-4-(1)-②)

한편, 배당금지, 이자유보, 조기상환, 매각 및 소유권 변경금지 등 약정이 일반적이지만(A_라-4-(1)-③), 이들 준수사항을 강하게 적용하지 않으며 형식적 운용에 그친다고 했다(B_라-4-(1)-③). 그 이유는 담보권 설정이 되고 LTV가 높지 않아 투자 위험이 크다고 인식하지 않기 때문이라고 지적했다(E_라-4-(1)-③).

“배당금지 조항, 이자유보 조항, 매각금지, 소유권변경금지 등이 일반적입니다.”(A_라-4-(1)-③)

“대체적으로 국내 상업용부동산 담보대출의 약정은 상대적으로 느슨한 편이라고 봐야죠”(B_라-4-(1)-③)

“선순위 담보대출의 신용 리스크를 크게 보지 않기 때문에 대출약정의 조건을 무겁게 하는 경우는 없습니다.”(E_라-4-(1)-③)

대체적으로 연구 참여자들은 대출 약정과 준수사항에 대한 태도는 엄격하지 않다고 평가했다. 그렇다면 동시투자의 경우는 어떠한가? 동시투자에서 준수사항에 대한 태도가 어떠한지 연구 참여자들에게 추가로 질문했다.

“... 특별히 동시투자라고 해서 더 양허(waiver)해 줄게 없습니다. 예를 들어, LTV top up 조항도 없죠, 임대차계약 양도담보도 하지 않습니다.”(A_라-4-(1)-④-a)

“솔직히 말씀드리면 자기 발목 잡는 일은 하지 말아야 되기 때문에...”(A_라-4-(1)-④-b)

“동시투자라고 해서 대출약정이 특별히 달라지지는 않습니다. 다만, 배당금지조항은 우리가 출자한 경우 생략하는 경우가 있습니다.”(B_라-4-(1)-④-a)

“아무래도 에퀴티 투자를 같이 하다 보니까 좀 완화가 되는 경향이 많이 드러나는 것 같습니다.”(B_라-4-(1)-④-b)

“배당 금지 조항에 대한 부분은 동시투자가 이루어지고 있기 때문에 그 부분은 조금 완화되는 경향이 있습니다. (조기상환은요?) 조기상환은 상대적으로 론의 비율이 높기 때문에 조기상환은 어느 정도 허용을 하고 있습니다. 다만 ... 동시투자를 했기 때문에 ... 아예 금리를 좀 낮춰주고 차라리 기간을 확보하는 그런 전략을 추구하고 있습니다.”(C_라-4-(1)-④)

“이자유보는 제가 지금 경험을 해본 결과는 그거는 큰 차이가 없는 것 같습니다.”(D_라-4-(1)-④-a)

“동시투자의 경우 대출약정은 대출금만 투자하는 대주의 의견을 청취하고 대부분 일반적 시장관행으

로 체결됩니다.”(D_라-4-(1)-④-b)

“조기상환수수료의 경우에는 동시투자는 물론이고 모든 담보대출에서 매각의 경우는 면제하는 형편입니다. 더 이상 조건을 완화 해 줄 것은 없습니다. 더구나, 자본금 출자를 했는데 대출조건을 더 까다롭게 할 이유도 없습니다.”(E_라-4-(1)-④-a)

“사실은 차주와 대주가 사실상 동일인이 되기 때문에 도큐멘테이션(documentation)에 있어서도 엄격한 조건들은 잘 삽입이 안 되는 것 같습니다.”(E_라-4-(1)-④-b)

상업용 부동산 담보대출의 일반적 약정 태도와 동시투자의 약정 태도를 비교하여 <표 10>으로 요약했다. 연구 참여자들은 동시투자의 경우 대출약정과 관련하여 특별히 준수사항의 유어나 양허를 해 주지는 않지만, 그렇다고 더 강화된 약정을 부과하지도 않았다. 조기상환 수수료 조항, 소유권 변경 금지 조항, 배당 금지 조항, 임대차 유지의무 등에서 약정사항을 다소 완화하는 편이라는 답변이 주를 이루었다.

<표 10> 대출 약정에 대한 태도 비교

약정의 종류	상업용 부동산 담보대출	동시투자에서 담보대출
LTV top-up	없음	없음
DSCR	1.2 내외	좌동
조기상환 금지	있음	조금 완화
배당 금지	있음	완화
이자유보	있음	조금 완화
임대차 유지	있음	조금 완화
매각 및 소유권변경 금지	있음	완화
전반적 약정 태도	차주에게 우호적임	시장관행과 동일 또는 약간 우호적임

5) 비 동시투자자의 동시투자에 대한 긍정적 태도

국내 부동산시장에서 자금 조달은 대부분 기관투자자 중심의 클럽 딜(club deal) 형태의 공동투자다. 동시투자의 경우도 투자 자금의 조달은 대부분 비 동시투자자와 공동투자자로 이루어진다. 이 연구는 연구 참여자들에게 공동 투자에 참여한 비 동시투자자가 동시투자에 대해 어떤 태도를 보이는지 질문했다. 최근의 시장 상황에서 비 동시투자자는 대부분 연금공과 공제회 및 일부 투자 사례에서 대출금만 투자하는 대형 보

험사가 이에 해당되는데, 연구 참여자들의 공통된 의견은 ‘동시투자자의 참여는 투자에서 긍정적 요인으로 작용한다.’는 것이다. 동시투자자의 유용성에 대한 인식을 연구 참여자별 속성에 따라 구분하면 <표 11>과 같다.

“일단 우리가 들어가면 자산운용사는 좋아합니다. ... 연기금이나 에퀴티만 하는 기관도 저희가 좋죠. 빨리 클로징(closing)도 하고 대출도 조정(협상)하기 쉽고...” (A_라-5-(1)-①)

“금리 조정만 잘 되면 우리가 들어가면 금방 마무리할 수 있으니 경쟁력이 있습니다. 연기금이 자기 혼자 못하면 우리가 제일 좋은 파트너가 되죠”(B_라-5-(1)-①)

“연기금과 공제회는 보험회사의 동시투자를 환영합니다. 일단 이해관계자가 많아지지 않고 신속히 투자를 마무리할 수 있기 때문입니다.”(C_라-5-(1)-①)

“연기금과 공제회는 투자자가 많아지는 것을 좋아하지 않습니다. 그들은 대형 보험회사의 동시투자를 가장 선호합니다. 즉, 담보대출은 수익률 때문에 참여하지 못하지만, 자본금은 공동투자자가 필요합니다. 대형 보험사의 동시투자는 이러한 두 가지 필요에 적합한 투자구조가 됩니다.”(D_라-5-(1)-①-a)

“연기금과 공제회는 동시투자자가 자산운용회사를 잘 견제할 수 있다고 생각합니다. 대출에 참가하지 못하기 때문에 주주인 그들과 이해를 같이 하는 동시투자자가 대출을 통하여 자산운용회사를 잘 모니터링하고 적절히 견제할 수 있다고 봅니다.”(E_라-5-(1)-①)

“(동시투자자가 대출하는 경우에는) 담보대출 약정 자체가 완화가 되는 거라 순수 에퀴티만 투자하는 입장에서 좋아할만한 일이고요. 여러 가지 약정조건 완화되는 것을 좀 반기는 분위기입니다.”(D_라-5-(1)-①-b)

<표 11> 비 동시투자자의 동시투자에 대한 인식

구분	보험회사 소속 참여자	자산운용회사 소속 참여자
신속한 딜 클로징 (투자 및 인수의 종결)	○	○
대출의 조정의 용이	○	
자본금 공동 투자 모집	○	
자산운용회사의 견제	○	
대출 약정의 완화	○	○
수익성의 악화		○

“운용회사 입장에서는 신속하게 자금조달을 마무리할 수 있지만 동시투자자의 역할이 커지면 수익성이 별로라는 단점이 있습니다.”(E_라-5-(2)-①)

4. 논의

동시투자 관련 실증 연구는 동시투자의 유인과 보상을 검증한다. 예를 들면 동시투자는 위험 대비 수익률이 내부화되고 이에 대한 보상으로 더 낮은 금리로 대출이 가능하다는 것이다. 이와 반대로 동시투자는 자본시장에서 상대적으로 희소한 자본금을 모집해야 하는 어려움을 완화하고 투자에 대한 긍정적 신호를 외부투자자에게 보냄으로써 더 높은 금리 또는 보상(프리미엄)을 요구할 수도 있다.

국내 부동산 간접투자시장에서 동시투자는 왜 기관투자자에게 유용성을 제공하는가? 이 연구는 대리인 문제와 정보비대칭 문제를 기초로 다음 세 가지 관점을 추가하여 동시투자를 설명하고자 했다. 첫째, 부동산간접투자시장의 상황을 들 수 있다. 투자 상품의 공급이 부족하고 수요는 확대되어 경쟁은 치열하며 대출금 모집에 비해 자본금의 모집과 조달에 현실적 제약이 있다는 것이다.

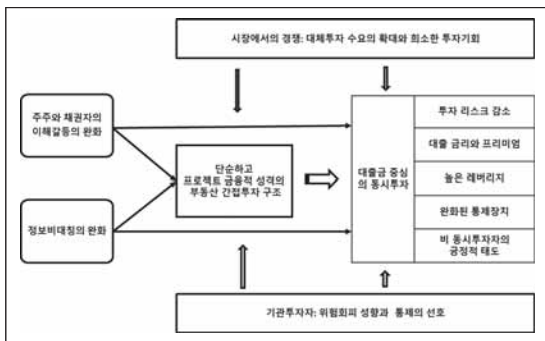
둘째, 동시투자를 결정하는 기관투자자의 위험 회피 정도가 비슷하고 선순위 담보대출을 안전자산으로 인식하며 경쟁적인 투자결정을 한다는 점이다. 안전자산에 더 많은 투자를 원하는 기관투자자에게 동시투자는 이러한 투자 환경에서 교섭력을 확보할 수 있는 적합한 투자전략이 된다. 한편, 자금을 모집하는 자산운용회사 입장에서 보면, 기관투자자의 동시투자는 신속하게 부동산을 인수하고 투자를 종결할 수 있는 장점이 있고 동시투자를 중심으로 사모방식으로 진행하면 비용과 시간이 절약되어 투자과정이 효율적이고 간단하다는 장점이 있게 된다.

셋째, 부동산 간접투자 구조는 기업과 유사한 복잡한 구조를 가진 해외 REITs와 달리 단순하여, 투자 도관체를 활용하고 비 소구 방식으로서 ‘일 부동산-일 펀드(리츠)’ 형태의 프로젝트 금융적 성격이 강하다. 그리고 부동산이라는 물적 담보를 취득한다. 프로젝트 금융과 마찬가지로 비 소구방식의 국내 부동산 간접투자는 부채의 대리인 문제나 정보비대칭 문제가 완화되는 메커니즘과 유용성을 가지고 있다. 그리고 부동산 담보는 정보비대칭 및 부채의 대리인 문제를 완화시켜 준다(Smith and Warner, 1979; Stulz and Johnson,

1985). 부동산 담보는 사전적으로 대주의 역선택과 사후적으로는 차주의 도덕적 해이를 줄여 준다(Berger and Black, 2011). 뿐만 아니라, 대출 준수사항과 물적 담보는 대주의 권한과 통제를 상대적으로 강화한다.¹⁶⁾ 이러한 동시투자의 강한 통제 장치는 자본금만 투자하는 경우와 비교할 때 자본금 투자 위험을 감소시켜 주며 동시투자의 효율성을 높여 줄 수 있다.

만약 기관투자자가 동시투자에서 비 동시투자보다 위험을 더 크게 인식하고 더 많은 보상을 요구한다면 동시투자는 성립될 수 없다. 국내 부동산 간접투자시장은 기관투자자를 동시투자자로 유인하기에 적합한 환경이며 주주와 채권자의 이해갈등과 정보비대칭의 완화라는 동시투자 메커니즘이 잘 작동하고 있다. 부동산 간접투자시장에서 동시투자는 기관투자자에게 경쟁력 있는 투자구조인 셈이다. 이상의 논의를 <그림 7>로 요약했다.

<그림 7> 동시투자의 메커니즘



V. 결론

이 연구는 부동산 간접투자시장과 제도, 기관투자자 그리고 투자구조라는 세 가지 관점에서 동시투자를 설명했다. 더불어 국내 부동산 간접투자시장에서 동시투자는 투자 도관체를 활용한 비 소구 방식의 금융구조로서 ‘주주와 채권자의 이해갈등 문제’나 ‘정보비대칭 문제’의 완화라는 메커니즘이 강하게 작동되고 있으며, 이러한 강한 메커니즘이 동시투자를 더 촉진하고 있음을 확인했다.

이 연구 의의는 첫째, 부동산 투자와 금융 영역에서 대출금과 자본금 동시투자 현상을 분석하여 기관투자자의 투자 형태, 투자구조 및 자본구조와 관련된 재무학적 논의를 시도했다. 둘째, 기존의 공모활성화에 대한 규범적 주장에서 벗어나 국내 간접투자시장이 기관투자자 중심으로 점점 사모화 되는 과정에 대해 설명하여 향후 개선점 모색을 위한 발판을 마련했다. 나아가 부동산 간접투자 행태에 대한 양적 연구의 한계를 보완하고자 했으며, 현실을 잘 설명하고 예측하며, 향후의 이론과 모델을 위한 훌륭한 하나의 통찰을 제공하고자 했다.

하지만 이 연구는 ‘대리인 문제’와 ‘정보비대칭 문제’라는 중심적인 주제를 바탕으로 국내 부동산 간접투자시장에서 동시투자에 대한 기초적 연구에 머물렀다. 수익률, 대출 금리, 부채비율 등 동시투자의 결과에 대해 명확한 실증 자료를 제시하지 못했다. 뿐만 아니라 이 연구는 방법론에 있어 다소 한계를 가지고 있으며 단지 일화적 논거의 제시에 불과하다는 비판에 직면할 수 있다. 이 연구의 한계는 국내 부동산 간접투자시장이 연구에 필요한 양적 자료를 구축하고 있지 못하는 것에서 비롯된다.

국내 부동산 간접투자시장에서 동시투자 현상에 대한 후속 연구는 계속되어야 한다. 실무적 관점에서 보면, 기관투자자의 투자구조, 투자수단과 투자형태, 투자결정 과정에 대한 연구가 필요하다. 그리고 동시투자자와 관련하여 자본구조의 변경, 잉여 현금흐름의 처분, 임대 또는 사업전략에 대한 이해당사자 간 이견이 발생할 수 있고, 특히 파산 또는 청산 절차에 있어 복잡한 이해갈등이 유발될 수 있다. 동시투자가 비 소구 금융이기 때문에 향후 발생할 이해갈등에 대비하여 신중한 약정서 작성 문화가 조성될 필요가 있다. 이에 대한 추가 연구, 조사와 더불어 법률적 검토가 필요하다. 그리고 기관투자자의 동시투자 형태가 기관투자자 중심의 사모 편향적 부동산 시장에서 경쟁 완화와 투자 독점의 장치로 작동하는지 검토할 필요가 있다. 미국의 경우 비록 아직까지 혐의가 입증되지 않았지만, 2006년 미국 법무부가 LBO(Leverage Buy-Out)를 위한 사모투자회사의 광범위한 클럽(club) 행위를 경쟁을 저해하는 한 형태로 의심하고 조사한 바 있다 (Behre and Miller, 2007). 이처럼 국내 기관투자자의

16) 이 연구의 분석으로는 차주인 부동산 간접투자기구가 동시투자자인 대주에게 대출금의 120% 이상을 채권최고액으로 하는 물적 담보권(근저당권)을 제공하고, 대주와 동시투자자는 유사시에 담보를 처분할 수 있는 권한을 가짐으로 해서 준수사항에 대해 특별한 신중성을 보이지 않았다.

클럽 딜 방식에 의한 자본금 출자, 대출 참여 및 동시투자자는 경쟁을 저해하고 투자를 독점하는 메커니즘으로 의심될 여지가 있다.¹⁷⁾ 마지막으로 동시투자자를 일반적 채권자인 대주와 달리 내부정보를 활용하는 내부자로 분류해야 한다. 국내에서 동시투자자에게 영미법 국가에서와 같이 후순위 지위를 강요할 수 없지만,¹⁸⁾ 부동산 간접투자기구의 내부정보에 대한 동시투자자와 일반 채권자의 자료와 정보의 접근을 어느 정도 허용할 것인가에 대한 논의가 이루어져야 한다.

논문접수일 : 2016년 11월 08일
 논문심사일 : 2016년 11월 11일
 게재확정일 : 2016년 12월 05일

참고문헌

1. 강근복, “정책분석 및 평가에서 양적·질적 연구의 혼합”, 「정책분석평가학회보」 제19권 제4호, 한국정책분석평가학회, 2009, pp. 430-467
2. 건설경제, “민자사업 출자자 대출비용 70% 이하로 제한”, 2014. 5. 2
3. 고광수·김근수·김재철, “인구고령화와 우리나라의 자본시장: 가계의 주식보유와 3 층 사회보장제도를 중심으로”, 「금융연구」 제19권, 한국금융연구원, 2005, pp. 61-128
4. 김명애·김영진, “대주주 지분이 타인자본비용에 미치는 영향: 대주주-채권자 갈등의 효과를 중심으로”, 「재무관리연구」 제29권 제2호, 한국재무관리학회, 2012, pp. 1-28
5. 김영은·박성준, 「국민연금 실물투자의 의의와 운용방안」, 국민연금연구원, 2012, pp. 1-137
6. 김요환·박준영, “기업지배구조가 자본비용에 미치는 영향”, 「한국경영교육학회 학술발표대회논문집」, 2011, pp. 539-548
7. 남재우, “연기금의 대체투자 확대와 부동산간접투자 시장의 발전”, 「REITs JOURNAL」 통권 8호, 한국리츠협회, 2013
8. 머니투데이, “한국만 오피스 빌딩 거래 활발 ... 왜?”, 2009. 5. 28
9. 민성훈, “부동산 포트폴리오의 스타일분석에 관한 연구”, 「국토연구」, 76권, 국토연구원, 2013, pp. 47-63
10. 민성훈·고성수, “서울 오피스 NOI 증가율과 위험프리미엄 조정과정에 관한 연구”, 「국토연구」 73권, 국토연구원, 2012, pp. 115-129
11. 박삼철, “부동산 간접투자 활성화를 위한 과제”, 「일감법학」 제18권, 건국대학교 법학연구소, 2010, pp. 37-71
12. 박선영, “글로벌보험회사의 부동산 투자전략과 시사점”, 「KIRI Weekly」 288호, 보험연구원, 2014
13. 박연우, “부동산집합투자기구의 한미간 비교와 국내 부동산 집합기구 발전에 대한 시사점”, 「자본시장 Weekly」 22호, 한국자본시장연구원, 2009
14. 서후석·손진수, “부동산 개발사업에 있어서 도관체(Conduit)의 활용에 관한 연구-도관체 활용 사례를 중심으로”, 「부동산학연구」 제13권 제1호, 한국부동산분석학회, 2007, pp. 49-65
15. 손재영 외, 「부동산 금융의 현황과 과제」, 한국개발연구원, 2012
16. 신보성·김준석, 「기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제」, 자본시장연구원, 2014
17. 연합인포맥스, “<시사금융용어> 블라인드 펀드(blind fund)”, 2012. 2. 8

17) 2014년 5월 정부는 동시투자에 대해 출자자 대출비용을 70% 이하로 제한하는 것을 내용으로 ‘민간투자사업 기본계획’ 개정안을 고시했다. 이러한 규제는 총 대출금의 나머지 30% 이상은 제3자 대주 금융기관을 참여시켜서 대출 금리 인하를 유도하겠다는 의도로 해석된다(건설경제(2014. 5. 2). “민자사업 출자자 대출비용 70% 이하로 제한”).

18) 프로젝트 회사의 부도나 채무불이행이 있는 경우, 프로젝트의 주요 스폰서이자 주주이며 채권자인 동시투자자가 프로젝트의 부실에 책임이 있는 당사자(insider)가 되는 경우 문제는 더욱 복잡해진다. 영미법에서 형평에 기한 채권의 열후화(equitable subordination)의 법리에 의해 스폰서의 동시투자는 그 선순위적 지위가 부인 당하는 경우가 있을 수 있다(이제정, 2009 참조).

18. 유상현, 「국민연금기금의 대체투자 운용방안 연구보고서」, 국민연금연구원, 2007년 15호, 2007
19. 이수정 · 조주현, “벡터오차수정모형을 이용한 서울 오피스 시장의 Cap Rate 결정요인 분석”, 「부동산연구」 제20권 제2호, 한국부동산연구원, 2010, pp. 133-152
20. 이재정, “도산절차에서 형평에 기한 채권의 열후화 법리”, 「법조」 제58권 제1호, 법조협회, 2009, pp. 5-38
21. 이현석, “부동산간접투자 활성화 방안: 리츠를 중심으로”, 「국토연구」, 국토연구원, 2015, pp. 42-47
22. 정무영 · 정재호, “부동산펀드의 현황분석과 발전방안”, 「손해사정연구」 제4권, 한국손해사정학회, 2010, pp. 33-60
23. 채영규, “부동산 유통화시장에서 대형할인매장에 대한 투자자 선호특성에 관한 연구”, 「대한부동산학회지」 제32권 제1호, 대한부동산학회, 2014, pp. 221-246
24. 최시열 · 홍광현, “국내 회사채 발행 기업의 위험이전효과에 대한 실증연구”, 「대한경영학회지」 제28권 제6호, 대한경영학회, 2015, pp. 1627-1643
25. 현대경제연구원, “부동산 간접투자시장의 특징과 시사점 : 간접투자시장이 급성장하고 있다”, 「VIP 리포트」 15-07호 (통권 604호), 2015
26. Allen, F., and D., Gale, “A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US,” *European Economic Review*, Vol. 39 No. 2, 1995, pp. 179-209
27. Barth, J., G., Caprio and R., Levine, *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*. Cambridge University Press, 2006
28. Behre, Kirby and Keith Miller, “Federal Scrutiny of Private Equity Deals Makes Antitrust,” 2007. 4.18 Paul, Hastings, Janofsky & Walker LLP, www.paulhastings.com
29. Berger, A. N., and Black, L. K., “Bank size, lending technologies, and small business finance,” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35 No. 3, 2011, pp. 724-735
30. Bodnaruk, A., and M., Rossi, Dual Ownership, Returns, and Voting in Mergers, Working Paper, Notre Dame, 2013
31. Cable, J., “Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks,” *The Economic Journal*, Vol. 95, 1985, pp. 118-132
32. Chava, S., and M. R., Roberts, “How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants,” *Journal of Finance*, Vol. 63, 2008, pp. 2085-2121
33. Chava, S., R., Wang, and H., Zou, “Covenants, Creditors’ Simultaneous Equity Holdings, and Firm Investment Policies,” *SSRN Electronic Journal*, 2014
34. Creswell, J., *Educational Research: Planning, Conducting, and Evaluating Quantitative and Qualitative Research*, Upper Saddle River, NJ: Merrill Prentice Hall, 2002
35. Diamond, D. W., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *The Review of Economic Studies*, Vol. 51 No. 3, 1984, pp. 393-414
36. Esty, B. C., “The Economic Motivations for Using Project Finance,” *Harvard Business School*, Vol. 28, 2003
37. Ferreira, M. A., and P. Matos, “Universal Banks and Corporate Control: Evidence from the Global Syndicated Loan Market,” Working Paper, University of Southern California, 2009
38. Farrell, L. M., “Principal-Agency Risk in Project Finance,” *International Journal of Project Management*, Vol. 21 No. 8, 2003, pp. 547-561
39. Fisho-Oridedi Alache, “What Is The Effect of Sponsor Co-Lending on the Traditional Structure of Project Finance?” *CAR(CEPMLP Annual Review)*: CAR Vol. 13, 2010
40. Geltner, D., N., Miller, J., Clayton, and P., Eichholtz, *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, South-Western, Cincinnati, Ohio, 2007
41. Gorton, G., and F. A., Schmid, “Universal Banking and the Performance of German Firms,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 2000, pp. 29-80
42. Guba, E. G., and Y. S., Lincoln, *Effective Evaluation: Improving the Usefulness of Evaluation Results through Responsive and Naturalistic Approaches*, San Francisco, CA: Jossey-Bass, 1981
43. Hoshi, T., A., Kashyap, and D., Schafstein, “Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, Feb, 1991, pp. 33-59
44. Jensen, M. C., and W. H., Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of financial economics*, Vol. 3 No. 4, 1976, pp. 305-360
45. Jensen, M. C., The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy, Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston, 1987
46. Jensen, M. C., “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems,” *Journal of Finance*, Vol. 48 No. 3, 1993, pp. 831-880
47. Jiang, W., K., Li, and P., Shao, “When Shareholders are Creditors: Effects of the Simultaneous Holding of Equity and Debt by Non-Commercial Banking Institutions,” *Review of Financial Studies*, Vol. 23 No. 10, 2010, pp. 3595-3637
48. Kang, J., and A., Shivdasani, “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan,” *Journal of financial economics*, Vol. 38 No. 1, 1995, pp. 29-58
49. Kim, S., “The Use of Equity Positions by Banks: The Japanese Evidence,” *Economic Review of the Federal*

- Reserve Bank of San Francisco*, Fall, 1991, pp. 41-55
50. Konishi, M., and K., Suzuki, "The Benefits of Concurrent Bank Lending and Investing Via Bank-Affiliated Venture Capital," *Hitotsubashi Journal of Commerce and Management*, Vol. 41 No. 1, 2007, pp. 19-36
 51. Kroszner, R. S., and E. P., Strahan, "Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability," *Journal of Financial Economics*, Vol. 62 No. 3, 2001, pp. 415-452
 52. Lim, J., B. A., Minton, and M. S., Weisbach, "Equity-Holding Institutional Lenders: Do They Receive Better Terms?," *National Bureau of Economic Research*, w17856, 2012
 53. Lim, J., B. A., Minton, and M. S., Weisbach, "Syndicated Loan Spreads and the Composition of the Syndicate," *Journal of Financial Economics*, Vol. 111 No. 1, 2014, pp. 45-69
 54. Lin, X., Y., Zhang, and N., Zhu, "Does Bank Ownership Increase Firm Value? Evidence from China," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, 2009, pp. 720-737
 55. Luo, W., Y., Zhang, and N., Zhu, "Bank Ownership and Executive Perquisites: New Evidence from an Emerging Market," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, 2011, pp. 352-370
 56. Marty, F., and A., Voisin, "Partnership Contracts, Project Finance and Information Asymmetries: From Competition for the Contract to Competition Within the Contract?," halshs-00202327, 2008
 57. Massa, M., and Rehman, Z., "Information Flows within Financial Conglomerates: Evidence from the Banks-Mutual Bunds Relationship," *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, 2008, pp. 288-306
 58. Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of financial economics*, Vol. 5 No. 2, 1977, pp. 147-175
 59. Merton, R., "On the Pricing of Corporate Debt and the Risk Structure of Interest Rates," *Journal of Finance*, Vol. 29, 1974, pp. 449-470
 60. Merton, R., "A simple model of capital market equilibrium with incomplete information," *The journal of finance*, Vol. 42 No. 3, 1987, pp. 483-510
 61. Morck, R., M., Nakamura, and A., Shivdasani, Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan, Working paper, University of North Carolina, 1999
 62. Pan, X., and G. G., Tian, "Does Banks' Dual Holding Affect Bank Lending and Firms' Investment Decisions? Evidence from China," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 55, 2015, pp. 406-424
 63. Pushner, G., "Equity Ownership Structure, Leverage and Productivity: Empirical Evidence from Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 3, 1995, pp. 241-256
 64. Shleifer, A., and R. W., Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol. 52 No. 2, 1997, pp. 737-783
 65. Smith, C., and J., Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*, 1979, pp. 117-161
 66. Stulz, R. M., and H., Johnson, "An Analysis of Secured Debt," *Journal of financial Economics*, Vol. 14 No. 4, 1985, pp. 501-521
 67. Warner, J. B., "Bankruptcy Costs: Some Evidence," *Journal of finance*, 1977, pp. 337-347
 68. Welch, I., "Why Is Bank Debt Senior? A Theory of Asymmetry and Claim Priority Based on Influence Costs," *Review of Financial Studies*, Vol. 10 No. 4, 1997, pp. 1203-1236
 69. Williamson, O. E., *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press, 1996