

정 책 연 구 | 00-0?

계약형 부동산투자신탁제도: 현황, 전망 및 시사점

왕 세 종

2000. 10.

한 국 건 설 산 업 연 구 원

머 리 말

IMF 이후 건설 경기의 침체가 장기화되는 가운데, 건설업체의 수주난과 자금난 심화는 개발형 건설공사의 부진으로 건설 경기의 회복을 지연시키고 있는 실정입니다. 그리고, 자산 디플레이션의 영향에 따른 부동산 시장의 동반 침체 또한 건설 경기의 침체를 가속화시키는 원인으로 지적되고 있습니다. 더욱이 금융산업의 구조조정 과정에서 초래된 건설금융의 환경 변화로 인해 전통적인 방법에 의한 건설업체의 직접금융 및 간접금융이 한계에 이른 것으로 분석됩니다.

이러한 상황에서 최근 건설교통부는 미국의 부동산투자신탁(REITs)제도에 근간을 둔 『부동산투자회사법(안)』의 입법을 예고하였고, 내년 7월부터 시행할 예정에 있습니다. 또한, 국민은행과 하나은행을 비롯한 일부 신탁경영은행은 『신탁업법』에 근간을 둔 신탁제도를 활용하여 계약형 부동산투자신탁 상품을 출시하여, 우리 나라는 이제 본격적으로 부동산 간접투자 시대에 접어들고 있습니다.

IMF 이후의 경제 상황을 감안할 때, 향후 부동산 개발사업의 활성화를 위하여 자금원의 다양화와 더불어 추진 과정에서 다음과 같이 세 가지 전제조건이 충족되어야 할 것으로 보입니다. 첫째, 부동산 사업은 프로젝트별로 분리되어 추진되어, 발생 가능한 리스크를 상호 분리하고 안정성을 극대화하여야 합니다. 둘째, 개별 프로젝트에 참여하는 주체별로 역할과 신용이 적절하게 분담되어, 참여 주체의 공동 수행에 따른 시너지 효과를 극대화하여야 합니다. 셋째, 부동산 개발사업이 수익성의 극대화를 통하여 지속적으로 추진되기 위하여, 개별 프로젝트는 도관체(conduit)로서 기능하여 이중 과세의 면제와 같은 세제 혜택을 받을 수 있도록 구조화하여야 합니다.

이상의 조건들을 감안할 때, 최근 본격화되는 부동산투자신탁제도는 부동산 개발사업의 활성화를 위한 새로운 기반으로 정착할 것으로 판단됩니다. 특히, 부동산투자신탁제도를 통하여 조달되는 자금은 부동산 개발사업의 새로운 자금원으로 정착하여 건설업체의 자금난 완화에 크게 기여할 것으로 예상됩니다.

그러나, 건설교통부가 추진하는 부동산투자회사제도는 회사의 설립 및 운영 기준이 제한적이어서 건설업체의 적극적인 참여가 어려울 것으로 보입니다. 반면,

계약형 부동산투자신탁제도는 신탁 계정별로 자금을 모집하여 프로젝트별로 운용하는 구조를 갖고 있어, 건설업체의 부동산 개발사업에 유용할 것으로 판단됩니다. 이러한 상황에서 본 연구보고서는 계약형 부동산투자신탁제도에 대한 최초의 보고서로서, 동 제도에 대한 이해를 증진할 뿐만 아니라 건설업체가 보다 적극적으로 동 제도를 활용하는 데 도움이 될 것으로 확신합니다.

본 연구는 본 연구원의 왕세중 연구위원이 수행하였음을 밝히며, 아무쪼록 본 연구의 결과가 계약형 부동산투자신탁제도와 관련된 개별 주체의 역할을 명확하게 규정할 뿐만 아니라 건설업체의 적극적인 참여를 유도할 수 있는 계기가 되기를 바랍니다.

2000년 10월

韓國建設産業研究院

院長 洪 性 雄

<차 례>

<요 약>	1
I. 문제의 제기	1
1. 연구의 배경 및 목적	1
2. 연구의 구성	3
II. 건설금융의 환경 변화 및 동향	5
1. 금융 환경의 변화	5
2. 건설금융의 동향	6
1) 간접금융	6
2) 직접금융	D
3) 소결론	D
III. 계약형 부동산투자신탁제도의 개요	13
1. 제도 도입의 배경	B
1) 필요성	B
2) 추진 경과	B
2. 개념 및 구조	B
1) 개념	B
2) 구조	D
3) 비교 분석: 계약형 vs. 회사형	D
3. 시장 수요 분석 및 향후 전망	2
1) 시장 규모	2
2) 수요 성향	B
3) 향후 전망	3

4. 사례 분석: 빅맨부동산투자신탁 제1호	3
1) 개요	3
2) 주요 산출식	5
3) 사업 구조	6
IV. 호주의 상장 부동산 신탁 증권(LPT)	39
1. LPT의 개요 및 구조	39
1) LPT의 개요	39
2) LPT의 구조	42
2. 도입 배경 및 시장 현황	44
1) LPT제도의 도입 배경	44
2) LPT 시장의 현황	47
3. LPT의 구조 변화	55
1) 기존 LPT의 구조	55
2) LPT 구조 변화의 배경	57
3) 책임 법인(responsible entity)	95
4) 호주 LPT의 관리 구조 및 주요 참여자	66
4. LPT 제도의 시사점	74
V. 운영상 한계점 및 시사점	77
1. 운영상 한계점	77
2. 시사점	79
참고 문헌	83
<Abstract>	87

<표 차례>

<표 II-1>	금융기관의 변화 추이(1997년 12월~2000년 3월)	5
<표 II-2>	제도권 금융기관의 업종별 대출실적 추이(1997년~2000년 3월)	6
<표 II-3>	금융기관별 건설업 대출실적 추이(1997년~2000년 3월)	7
<표 II-4>	신용보증기금의 업종별 신용보증 추이(1997년~2000년 6월)	8
<표 II-5>	건설공제조합의 보증 및 융자실적 추이(1997년~2000년 6월)	9
<표 II-6>	건설산업의 직접금융 조달 추이(1997년~2000년 6년)	11
<표 II-7>	전산업의 직접금융 조달 추이(1997년~2000년 6월)	21
<표 III-1>	부동산투자회사 제도의 주요 내용	7
<표 III-2>	부동산투자신탁제도의 비교: 계약형 vs. 회사형	12
<표 III-3>	금융/기업부문과 개인의 금융투자 잔액 추이(1994~99년)	42
<표 III-4>	연평균 증가율을 이용한 금융투자 잔액 추이 전망(2000~06년)	52
<표 III-5>	부동산투자신탁 시장의 규모 추정	62
<표 III-6>	투자 대상별 투자 실태	82
<표 III-7>	투자 대상별 평균 투자 비중	82
<표 III-8>	부동산 종류별 투자 우선 순위	92
<표 III-9>	부동산 직접 투자시의 고려 순위	92
<표 III-10>	계약형과 회사형 부동산투자신탁 상품의 선호도	93
<표 III-11>	부동산 간접투자 상품 투자시의 고려 사항	93
<표 III-12>	금융상품별 투자주체별 금융자산 구성 현황(1999년 말 기준)	2
<표 III-13>	빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 주요 내용	33
<표 III-14>	빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 이익배당금 산출식	63
<표 III-15>	빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 기본 및 성과보수 산출식	63
<표 IV-1>	미국 REITs와 호주 LPT의 비교	4
<표 IV-2>	주요 국가의 부동산 증권화 규모	8
<표 IV-3>	호주 LPT의 부문별 수익률 현황(1999년 말 기준)	94
<표 IV-4>	호주 LPT의 부문별 재무 현황(1999년 말 기준, ML 추정치)	15

<표 IV-5>	호주주식시장의 가격 지수 동향(1998년)	25
<표 IV-6>	호주주식시장의 누적 지수 동향(1998년)	35
<표 IV-7>	준수 계획서의 구성(예시)	16
<표 IV-8>	책임 법인의 면허신청서 종류	36
<표 IV-9>	ASIC의 주요 인가 및 등록 실적 추이(1993~99년)	66
<표 IV-10>	호주증권거래소의 24개 부문 현황	86
<표 IV-11>	호주부동산협회의 부문별 구성 현황(1999년 말 기준)	07
<표 IV-12>	호주부동산협회의 부동산업 분류 코드	17

<그림 차례>

<그림 I-1>	본 연구의 구성	3
<그림 III-1>	부동산투자회사의 기본 구조	6
<그림 III-2>	계약형 부동산투자신탁의 개념도	9
<그림 III-3>	빅맨부동산투자신탁 1호의 사업 구조	73
<그림 IV-1>	호주 LPT의 구조(1998년의 『관리투자법』 도입 이후)	24
<그림 IV-2>	호주주식시장의 가격 지수 추이(1988~98년)	45
<그림 IV-3>	호주주식시장의 누적 지수 추이(1988~98년)	55
<그림 IV-4>	호주 LPT의 구조(1998년 이전)	65

<요 약>

I. 문제의 제기

1. 연구의 배경 및 목적

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

2. 연구의 구성

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

II. 건설금융의 환경 변화 및 동향

1. 금융 환경의 변화

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

2. 건설금융의 동향

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

III. 계약형 부동산투자신탁제도의 개요

1. 제도 도입의 배경

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

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

2. 개념 및 구조

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

3. 시장 수요 분석 및 향후 전망

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

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

4. 사례 분석: 빅맨부동산투자신탁 제1호

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

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

IV. 호주의 상장 부동산 신탁 증권(LPT)

1. LPT의 개요 및 구조

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

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

2. 도입 배경 및 시장 현황

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

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

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

3. LPT의 구조 변화

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

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

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

4. LPT 제도의 시사점

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

V. 운영상 한계점 및 시사점

1. 운영상 한계점

- 현행 계약형 부동산투자신탁제도는 『신탁업법』의 신탁제도에 근간을 두고 있으며, 동 제도의 운영 주체는 신탁경영은행임.
 - 신탁경영은행은 기본적으로 은행업이 주요 업무이므로, 부동산투자신탁과 같이 부동산에 대한 간접투자 상품의 개발 및 운영의 주체로서는 한계가 있음.
 - 또한, 신탁경영은행은 부동산 소유 및 자회사 설립에 대하여 금지 조항이 있어서, 자기 관리 및 외부 관리 방식의 계약형 부동산투자신탁 업무를 효율적으로 추진하기 곤란한 실정임.
- 이러한 실정을 감안할 때, 신탁경영은행은 외부의 자산운용회사와 특정 프로젝트를 대상으로 위탁 관리 방식의 계약을 체결하여 부동산투자신탁 업무를 추진하는 방안은 현행 법규상 유일하게 가능한 것으로 판단됨.
 - 따라서 신탁경영은행은 부동산의 매입·개발·임대 등과 같이 적극적인 부동산투자신탁 업무를 추진하는 대신에 특정 부동산 개발사업을 대상으로 대출 형태의 소극적인 방식을 취할 수밖에 없는 실정임.

2. 시사점

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

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

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

I. 문제의 제기

1. 연구의 배경 및 목적

IMF 사태 이후 극도로 심화된 건설경기의 침체가 장기화되고 있다. 건설경기의 동행 지수인 건설투자는 IMF 직후인 1998년 1/4분기부터 2000년 2/4분기에 이르기까지 전년 동기에 대비하여 10분기 동안 지속적으로 감소하였다. 또한, 건설경기의 선행 지수인 건설수주는 2000년 상반기 말 현재 1997년의 같은 기간에 대비하여 76.8% 수준에 머무르고 있는 실정이다. 이와 같은 건설산업의 침체 상황은 2000년 상반기 동안의 국내총생산이 1997년의 같은 기간에 대비하여 113% 수준을 기록한 것과는 큰 대조를 이루고 있다. 따라서 국가 경제적으로는 IMF의 충격에서 벗어났지만, 건설산업은 IMF의 충격에서 벗어나는데 아직도 상당 기간이 필요할 것이라는 견해가 지배적이다.

그러나, 문제의 심각성은 건설경기의 장기 침체로 인해 생산 기반의 붕괴 조짐이 가시화되고 있다는 점에 있다. 균형 재정의 정책 기조는 사회간접자본(SOC)시설을 비롯하여 공공부문의 건설 수요 침체로 이어져 공사 물량이 감소하는 한편, 민간부문의 건축 경기 둔화로 인해 미분양 아파트가 다소 증가하는 추세에 있다. 더욱이 구조조정 대상인 금융권의 건설업에 대한 대출 경색으로 자금난이 심화되고, 건설업체의 부도는 증가 추세로 반전하기에 이르렀다. 따라서 공사 물량의 확보와 더불어 자금난의 완화를 통하여 건설업계의 숨통을 열어주는 것이 최대 과제로 부각되고 있다.

이와 같이 건설업체의 자금난이 심화되는 가운데 최근 건설금융의 새로운 자금원으로서 부동산 간접투자 상품에 대한 건설업계 및 부동산업계의 관심이 크게 고조되고 있다. 특히, 2000년 7월말에 건설교통부는 미국의 부동산투자신탁(real estate investment trusts: REITs)제도에 근간을 둔 『부동산투자회사법』의 입법을 예고하였다. 한편, 국민은행은 『신탁업법』에 의한 신탁제도를 활용하여 930억 원 규모의 계약형(또는 신탁형) 부동산투자신탁 상품인 빅맨부동산투자신탁 제1~4호를 국내 최초로 발매하였다. 그리고, 조흥은행과 하나은행 또한 각각 650억원과

90억원 규모의 계약형 부동산투자신탁 상품인 CHB 부동산투자신탁 제1호 상품 및 하나 부동산투자신탁 제1호 상품을 발매하여, 부동산에 대한 간접투자의 시대가 본격화되기에 이르렀다.¹⁾

부동산투자신탁제도는 다수의 투자자로부터 자금을 모아 이를 부동산의 매입 및 개발, 또는 주택저당채권(mortgage-backed securities: MBS)를 비롯한 부동산관련 유가증권 및 대출 등에 투자하고, 이러한 투자를 통하여 발생한 수익을 투자자에게 배당하는 부동산 금융의 선진화된 간접투자 제도이다. 그러나, 동 제도가 건설업계의 관심을 끄는 주된 이유는 건설경기의 침체에 따른 수주난과 자금난의 문제를 부동산에 대한 간접투자를 통하여 다소나마 완화할 수 있을 것으로 기대되기 때문이다. 특히, 향후 국내 부동산투자신탁의 시장 규모가 중기적으로 상당 규모에 이를 것으로 예상되어, 시장 형성의 초기 단계에서 시장 선점의 결과에 따라 국내 시장에서의 향배가 결정될 것으로 예상되기 때문이다.

이와 같은 시점에서 본 연구는 계약형 부동산투자신탁제도를 통한 부동산 간접투자 상품의 개발 과정에 건설업체가 적극적으로 참여할 수 있는 방안을 모색하고자 한다. 특히, 본 연구가 계약형 부동산투자신탁제도에 초점을 맞추는 것은 건설교통부가 추진하는 부동산투자회사제도에 대한 건설업체의 참여가 지극히 제한적일 것으로 예상되기 때문이다. 따라서 본 연구의 목적은 계약형 부동산투자신탁제도에 근거하여 부동산 간접투자 상품을 개발·판매하는 과정을 고찰하여, 건설업체가 적극 참여할 수 있는 방안을 모색하는 데 있다.

1) 2000년 10월 25일 현재, 『신탁업법』에 근거하여 발행된 계약형 부동산투자신탁 상품의 발매 현황을 살펴보면, 다음과 같다. 먼저, 국민은행이 문정동의 대우 3차 아파트를 대상으로 130억원 규모의 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품, 문래동의 현대홈타운 아파트를 대상으로 각각 320억원과 300억원 규모의 빅맨부동산투자신탁 제2호 및 제3호 상품, 그리고 죽전 지구의 현대홈타운 아파트를 대상으로 180억원 규모의 빅맨부동산투자신탁 제4호 상품을 발행하였다. 한편, 조흥은행은 용산구 도원동의 삼성아파트를 대상으로 650억원 규모의 CHB 부동산투자신탁 제1호 상품을 발행하였고, 하나은행은 산본시 금정동의 쌍용아파트를 대상으로 90억원 규모의 하나 부동산투자신탁 제1호 상품을 발행하였다.

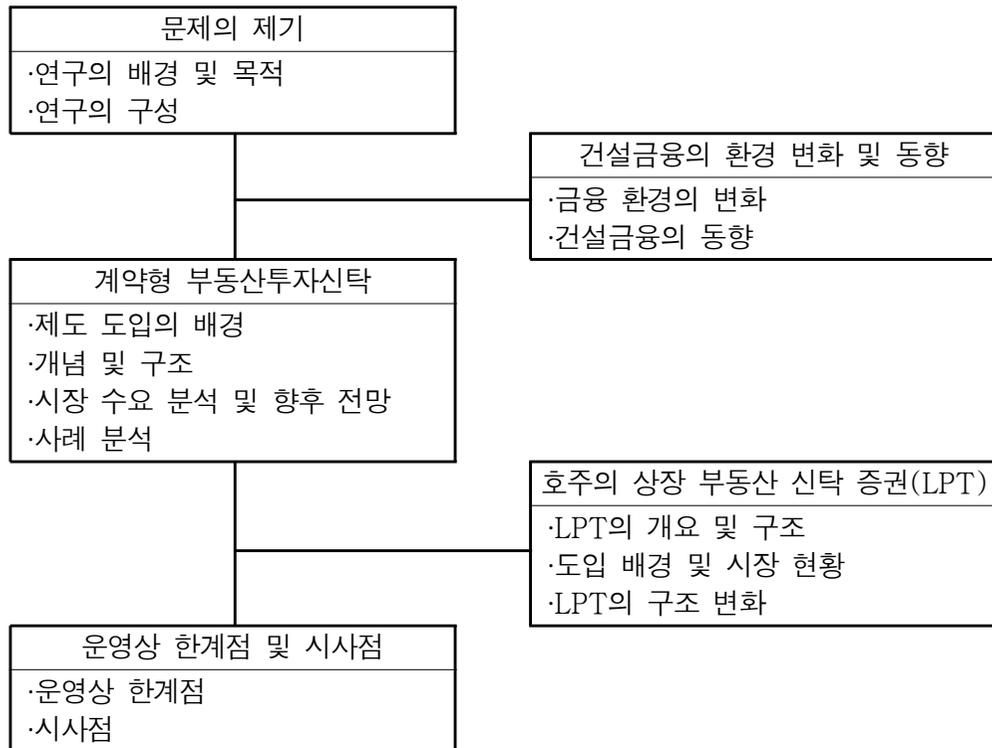
2. 연구의 구성

계약형 부동산투자신탁제도에 대한 건설업체의 참여를 확대하는 방안을 모색하기 위하여, 본 연구는 <그림 I-1>에서와 같이 5개의 장으로 구성되어 있다.

본 서론에 이은 제2장에서는 건설금융의 환경 변화와 이에 따른 동향을 살펴봄으로써, 전통적인 자금 조달 방법에 의한 건설업체의 금융 환경 현황을 간략하게 고찰하고자 한다.

<그림 I-1>

본 연구의 구성



제3장에서는 계약형 부동산투자신탁제도의 도입 배경, 개념 및 구조를 살펴보고, 향후 국내 시장의 수요를 분석·전망하고자 한다. 또한, 제3장에서는 계약형 부동산투자신탁제도를 활용하여 국민은행이 국내 최초로 개발한 부동산 간접투자 상품인 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품을 사례로서 분석하고자 한다.

제4장에서는 외국 제도 및 시장 현황의 고찰로서, 계약형 부동산투자신탁제도와 유사한 호주의 상장 부동산 신탁 증권(listed property trusts: LPT)을 살펴보고자 한다.

마지막으로 제5장에서는 현행 제도의 주체인 신탁경영은행이 부동산 간접투자상품의 개발 및 운영 과정에서 나타나는 한계를 파악하고, 이에 근거하여 건설업체가 부동산 개발사업에서 동 제도를 적극적으로 활용할 수 있는 시사점을 도출하고자 한다.

II. 건설금융의 환경 변화 및 동향

1. 금융 환경의 변화

외환 위기가 발생한 이후, 국내의 금융 환경이 대내외적으로 크게 변화하고 있다. 이는 금융산업의 구조 조정 과정에서 비롯되었으며, 대부분의 부실 금융기관은 면허가 취소되었고, 합병된 금융기관 또한 상당수에 이르고 있다. 금융감독원의 최근 자료에 의하면, 1997년 말 현재 국내 금융기관의 수는 2,102개 사에 달했으나, 2000년 3월말 현재 1,715개 사로 집계되었다. 따라서 총 416개 사의 금융기관이 합병 또는 면허 취소되었고, 신설된 금융기관의 수는 29개 사로 집계되었다.

<표 II-1> 금융기관의 변화 추이(1997년 12월 ~ 2000년 3월)

단위: 개사

구분	1997년 12월말	1998년 1월 ~ 2000년 3월				2000년 3월말
		합병	취소	합계	신설	
은행	33	5	5	10	-	23
증권회사	36	-	6	6	6	36
종합금융회사	30	3	18	21	-	9
보험회사	50	2	5	7	-	43
리스회사	25	1	11	12	2	15
투자신탁회사	31	1	6	7	1	25
상호신용금고 등	231	17	52	69	11	173
신용조합	1,666	69	215	284	9	1,391
합계	2,102	98	318	416	29	1,715

자료 : 금융감독원, <http://www.fss.or.kr>, 2000.

건설금융은 자금의 원천에 있어서 타인의 자금, 특히 1년 미만의 단기 차입금에 대한 의존도가 여타 산업에 비하여 현저하게 높은 편이다. 또한, 단기 자금의 조달 방법은 관행화되어 있는 어음 할인과 금융기관 및 사채 등을 통한 운영 자금의 차입에 의존하고 있는 실정이다. 뿐만 아니라, 외환 위기가 발생하기 이전까

지 건설업체의 자금 조달은 제도권 금융기관 중에서도 예금은행에 비하여 종합금융회사 등과 같은 비통화금융기관에 대한 의존도가 높은 편이었다.

그러나, 외환 위기가 발생한 이후부터 2000년 3월말에 이르기까지 종합금융회사는 합병(3개 사) 및 면허 취소(18개 사)로 인해 총 21개 사가 감소하였다. 따라서 종합금융회사로부터의 단기 자금 의존도가 높았던 건설업체의 자금 조달이 매우 어려운 상황에 처하게 되었다.

2. 건설금융의 동향

1) 간접금융

건설업체의 대표적인 간접금융인 금융기관으로부터의 대출 실적 추이를 살펴보면, 1997년 말부터 2000년 3월말에 이르기까지 지속적으로 감소 추세를 보이고 있으며, 전체 대출 실적에서 차지하는 비중 또한 11.6%에서 8.7% 수준으로 감소하였다.

<표 II-2> 제도권 금융기관의 업종별 대출실적 추이(1997년 ~ 2000년 3월)

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

주: 1. 제도권 금융기관의 대출실적은 예금은행과 비통화금융기관의 대출실적 합계임; 2. 기간별 잔말 기준임; 3. 2000년 수치는 3월말 현재임.

자료: 한국은행, 「조사통계월보」, 각월호.

건설산업에 대한 제도권 금융기관의 대출실적을 예금은행과 비통화금융기관으로 세분하여 살펴보면, 외환 위기가 발생한 이후 예금은행에 대한 의존도가 증가한 반면 비통화금융기관에 대한 의존도는 크게 감소하였다. 특히, IMF 이후 종합금융회사의 합병 및 면허 취소로 인해 비통화금융기관에 대한 의존도는 1997년의 64% 수준에서 2000년 3월말 현재 34% 수준에 불과한 실정이다. 이로 인해 기간별 말잔을 기준하여 건설산업에 대한 비통화금융기관의 대출실적은 1998년 이후 매년 30~50% 수준의 감소율을 보이고 있는 실정이다.

<표 II-3> 금융기관별 건설업 대출실적 추이(1997년~2000년 3월)
단위: 10억원, %

구분		1997년	1998년	1999년	2000년
예금은행	금액	13,769.3	14,157.7	14,815.0	15,380.8
	구성비	36.5	54.3	65.6	65.8
	증감률	5.4	2.8	4.6	1.8
비통화 금융기관	금액	23,927.0	11,926.7	7,767.4	7,980.3
	구성비	63.5	45.7	34.4	34.2
	증감률	0.6	-50.2	-34.9	-31.7
합계	금액	37,696.3	26,084.4	22,582.4	23,361.1
	구성비	100.0	100.0	100.0	100.0
	증감률	2.3	-30.8	-13.4	-12.8

주: 1. 기간별 잔말 기준임; 2. 2000년 수치는 3월말 현재임.
자료: 한국은행, 「조사통계월보」, 각월호.

한편, 신용보증기금²⁾의 신용보증 실적 추이(<표 II-4> 참조)를 주요 업종별로 살펴보면, 건설산업의 경우 신용보증 실적을 기준하여 1998년의 11.1% 감소를 제외하고는 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있다. 산업별 구성비 또한 건설산업에 대한 신용보증 실적은 1997년의 9.2%에서 소폭의 증가 추세를 유지하여, 2000년 6월말 현재 10.2% 수준을 차지하고 있다.

2) 간접금융의 범주에 속하는 신용보증은 기업의 자금 조달에 유용한 수단으로서, 우리나라는 기업의 경제 활동 지원 및 신용보증의 활성화를 위하여 특별법으로 제정된 『신용보증기금법』에 의거하여 조성된 신용보증기금이 그 역할을 담당하고 있다.

<표 II-4> 신용보증기금의 업종별 신용보증 추이(1997년~2000년 6월)

단위: 10억원, %, 개사, 100만원

구분		1997년	1998년	1999년	2000년
건설업	금액(A)	1,041.7	926.3	1,033.8	1,190.1
	(구성비)	(9.2)	(9.7)	(9.8)	(10.2)
	증감률	36.4	-11.1	11.6	18.3
	업체수(B)	7,428	6,885	8,680	10,520
	(구성비)	(6.9)	(6.6)	(6.6)	(7.1)
	증감률	30.4	-7.3	26.1	38.9
	A/B	140.2	134.5	119.1	113.1
	증감률	4.6	-4.1	-11.5	-14.8
제조업	금액(A)	7,102.5	5,608.8	5,470.3	5,776.1
	(구성비)	(62.7)	(58.8)	(52.2)	(49.6)
	증감률	13.7	-21.0	-2.5	4.5
	업체수(B)	60,746	51,294	53,954	57,606
	(구성비)	(56.4)	(49.3)	(40.8)	(38.6)
	증감률	8.4	-15.6	5.2	12.5
	A/B	116.9	109.4	101.4	100.3
	증감률	4.9	-6.5	-7.3	-7.1
전산업	금액(A)	11,328.6	9,533.7	10,483.2	11,640.9
	증감률	22.5	-15.8	10.0	16.6
	업체수(B)	107,808	104,060	132,186	149,266
	증감률	15.3	3.5	27.0	31.5
	A/B	105.1	91.6	79.3	78.0
	증감률	6.1	-12.4	-14.1	-11.4

주: 1. 보증실적은 기간별 잔말 기준임; 2. ()안은 전산업에 대한 구성비임; 3. 증감률은 전년동기 대비임; 4. 2000년 통계는 6월말 기준임.

자료: 신용보증기금, 「보증월보」, 각월호.

반면, 제조업에 대한 신용보증 실적은 1997년의 62.7%에서 지속적으로 감소하여 2000년 6월말에는 49.6% 수준이어서 큰 대조를 이루고 있다. 그러나, 신용보증을 받은 건설업체의 수가 보다 큰 폭의 증가 추세를 보여, 건설업체의 평균 신용보증 실적은 1998년 이후 지속적으로 감소하여 2000년 6월말 현재 업체당 평균 신용보증 실적은 1억 1,310만원으로 집계되었다.

지금까지 살표 본 간접금융은 업종에 대한 제한이 없이 모든 산업에 적용되는 반면, 일반건설업체에 국한된 간접금융 방법으로서 <표 II-5>에서와 같이 건설공제조합의 보증 및 용자 실적을 지적할 수 있다.³⁾ 보증실적은 건수 및 규모 측면에서 IMF 이후 지속적인 감소 추세를 보여 2000년 6월말 현재 총 8만 3,813건에 5조 8,548억 원으로, 전년 동기에 대비하여 각각 44.0%와 62.9%가 감소하였다. 이와 같은 보증실적의 감소는 기본적으로 건설 경기의 장기 침체에 따른 건설공사의 물량 감소에 기인한 것으로 판단된다.

<표 II-5> 건설공제조합의 보증 및 용자실적 추이(1997년~2000년 6월)

단위: 10억원, 건수, %

구분		1997년	1998년	1999년	2000년
보증실적	금액	27,623.5	23,765.2	17,116.6	5,854.8
	증감률	9.6	-14.0	-28.0	-44.0
	건수	780,023	630,648	387,367	83,813
	증감률	51.8	-19.2	-38.6	-62.9
용자실적	금액	5,246.9	7,342.2	6,340.0	3,215.3
	증감률	8.6	39.9	-13.7	1.9
	건수	11,838	12,583	12,157	6,742
	증감률	10.5	6.3	-3.4	17.6

주: 1. 증감률은 전년동기 대비임; 2. 2000년 통계는 6월말 기준임.

자료: 건설공제조합, 「업무통계연보」, 각년호.

반면, 용자실적은 IMF 직후인 1998년에 무려 40% 정도 증가하였지만, 1999년에는 13.7%가 감소하였고, 2000년 6월말 현재 전년 동기에 비하여 1.9% 증가한 3

3) 건설공제조합은 일반건설업을 영위하는 건설업체를 조합원으로 하며, 조합원의 건설 활동에 필요한 각종 보증, 운영 자금의 용자 및 공제 사업을 행함으로써 건설산업의 발전에 기여할 목적으로 제정된 『건설공제조합법』(법률 제1382호)에 의거하여 1963년에 설립되었다. 건설공제조합을 비롯하여 전문건설업체를 대상으로 하는 전문건설공제조합, 설비업체를 대상으로 하는 설비공제조합, 그리고 주택건설업체를 대상으로 하는 주택공제조합 등 4개 조합이 건설관련 공제조합이다. 그리고, 건설산업의 종합화(EC화)가 적극적으로 추진됨에 따라, 과학기술처 주관의 엔지니어링조합 또한 건설 활동과 밀접한 관계에 있는 공제조합으로 포함할 수 있다.

조 2,153억 원에 이르고 있다. 따라서 건설공제조합의 보증실적 감소 및 용자실적 증가는 공사 물량의 감소에 따른 일반건설업체의 자금난 심화를 단적으로 나타내고 있다.

2) 직접금융

<표 II-6>에서와 같이 건설업체의 대표적인 직접금융인 주식과 회사채의 발행 실적을 살펴보면, 2000년 6월말 현재 각각 771억 원과 7,695억 원으로 총 8,466억 원이 자금시장에서 조달되었다. 이는 전년 동기에 비하여 각각 79.5%가 감소하고 전체 산업의 직접금융 실적(<표 II-7> 참조)에 대비하여 2.4% 수준의 규모로서, 건설산업이 여타 산업에 비하여 극심한 침체 국면에 있는 것을 의미한다. 특히, 전년 동기에 대비한 건설산업의 주식 발행 실적이 여타 산업에 비하여 크게 저조하며, 이는 지난 상반기 동안에 주식시장 침체의 영향이 건설업에 상대적으로 지대한 것을 의미한다.

3) 소결론

IMF 사태 이후 건설금융의 환경이 크게 악화되었으며, 이는 크게 다음과 같은 두 가지 요인에 기인하는 것으로 분석된다. 첫째, 금융산업의 구조 조정 과정에서 건설업체의 금융 의존도가 높은 종합금융회사를 비롯하여 비통화금융기관의 상당수가 합병되거나 또는 면허가 정지되어, 차입 방식의 간접금융을 통한 단기성 자금의 조달 실적이 크게 감소하게 되었다. 둘째, 1999년의 경기 회복 추세에 따라 주식 및 회사채 발행을 통한 직접금융의 자금 조달 환경이 개선되었음에도 불구하고, 건설산업은 지속되는 경기 침체로 인해 직접금융시장에서의 자금 조달 실적이 매우 저조한 실정이다.

<표 II-6> 건설산업의 직접금융 조달 추이(1997년 ~ 2000년 6년)

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

주: 1. ()안은 합계에 대한 구성비임; 2. 2000년 통계는 6월말 기준임.

자료: 증권감독원, 「증권조사월보」; 금융감독원, 「금융통계월보」, 각월호.

<표 II-7> 전산업의 직접금융 조달 추이(1997년 ~ 2000년 6월)

단위: 10억원, %

구분		1997년	1998년	1999년	2000년
주식	기업공개	479.3 (1.3)	38.8 (0.1)	1,720.1 (2.4)	-
	증감률	-65.6	-91.9	4335.3	-
	유상증자	2,676.3 (7.1)	13,452.1 (19.2)	33,433.8 (46.6)	2,817.8 (8.0)
	증감률	-26.7	402.6	148.5	-83.9
	코스닥 공모	101.9 (0.3)	167.6 (0.2)	4,511.4 (6.3)	4,169.3 (11.8)
	증감률	-	64.6	2591.1	297.9
	기타 공모	131.6 (0.4)	501.6 (0.7)	1,440.1 (2.0)	1,298.8 (3.7)
	증감률	-45.8	281.3	187.1	583.5
회사채	34,322.1 (91.0)	55,970.3 (79.8)	30,711.4 (42.8)	26,936.1 (76.5)	
증감률	14.8	63.1	-45.1	30.7	
합계	37,711.1	70,126.4	71,816.9	35,221.0	
증감률	7.2	86.0	2.4	-10.4	

주: 1. ()안은 합계에 대한 구성비임; 2. 2000년 통계는 6월말 기준임.

자료: 증권감독원, 「증권조사월보」; 금융감독원, 「금융통계월보」, 각월호.

Ⅲ. 계약형 부동산투자신탁제도의 개요

1. 제도 도입의 배경

1) 필요성

1997년 말의 외환 위기는 우리 나라의 부동산 시장에 큰 변화를 야기하였으며, 특히 지대한 영향을 미친 것은 부동산의 증권화 현상이다. 외환 위기로 인해 부동산 시장은 극도의 침체 국면에 빠졌고, 이로 인해 야기된 기업 및 금융기관의 유동성 악화는 구조조정의 과정에서 소요되는 담보 채권 및 보유 부동산의 처분을 곤란하게 만들었다. 따라서 구조조정의 부진과 부동산 시장의 침체 문제를 동시에 해결하기 위하여 유일한 정책 대안으로 대두된 것이 바로 부동산의 증권화 현상이다.

이에 정부는 1998년과 1999년에 각각 『자산 유동화에 관한 법률』과 『주택저당채권 유동화 회사법』을 제정하여 담보부채권(asset-backed security: ABS)과 주택저당채권(mortgage-backed security: MBS)의 유동화가 가능하게 되었다. 이와 같이 ABS 및 MBS의 발행 및 유동화를 위한 제도적 장치가 마련됨에 따라, 기업 및 금융기관의 구조조정 과정에서 소요되는 막대한 규모의 자금을 조달하기 위하여 증권화에 대한 수요가 지속적으로 증가하고 있는 추세에 있다. 그리고, 향후 지속적인 활성화를 통하여 부동산 시장의 안정화 및 부동산 경기의 활성화에 긍정적인 역할을 할 것으로 기대된다.

그러나, ABS 및 MBS 제도의 도입이 부동산 투자를 위한 자금 조달 기법으로 정착하기에는 한계가 있는 것으로 판단된다. 이는 기본적으로 동 제도가 부동산 투자의 새로운 기법보다는 기업 및 금융기관의 구조조정 과정에서 소요되는 대규모 자금을 원활하게 조달할 수 있는 수단으로 도입되었기 때문이다. 따라서 미국을 비롯한 선진 국가에서와 같이, 부동산 시장의 활성화 및 선진화를 도모할 수 있는 부동산 투자 기법에 대한 수요가 증대되었고, 결과적으로 부동산투자신탁제도의 도입이 요청되기에 이르렀다.

부동산투자신탁제도는 다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산 또는 부동산관련 유가증권 및 대출 등에 투자하고, 이러한 투자를 통하여 발생한 수익을 투자자에게 배당하는 부동산 금융의 선진화된 간접투자 제도이다. 지금까지의 국내 부동산 시장의 상황에 비추어 볼 때, 부동산투자신탁제도의 순기능으로서, 일반 국민의 부동산 투자 패턴이 기존에는 소규모의 자금으로 결코 불가능했던 직접 소유 방식의 부동산 투자에서 전문 인력을 활용한 간접투자 방식의 부동산 소유로의 전환을 지적할 수 있다.

특히, 이와 같은 소규모 자금의 간접투자 방식으로 인해 새로운 부동산 수요의 창출 및 수요 기반의 확대가 가능해지고, 부동산 가격의 상승은 일부 소유 계층의 자본 이득을 완화하여 소득의 공평 분배에도 기여하는 것이다. 그리고, 미국의 REITs와 호주의 LPT 등 선진화된 부동산투자신탁제도의 운영 과정에서와 같이, 금융감독기관의 관리 및 감독과 더불어 증권거래소에서의 상장 및 거래를 통하여 장기간의 부동산 투자 과정에서 발생 가능한 유동성 악화의 상황에 쉽게 대응할 수 있다. 따라서 오랜 기간의 투자를 요구하는 부동산 투자에 있어서 부동산투자신탁 방식을 통한 부동산에 대한 간접투자는 기관투자자 및 일반 투자자의 적절한 포트폴리오 구성에 매우 적합한 금융 상품으로 평가되고 있다.

한편, 시기적으로도 외환 위기 이후의 경제적인 상황을 감안할 때, 부동산투자신탁제도가 활성화될 필요성이 제기되고 있으며, 이는 다음과 같은 시대적 배경에 기초하고 있다. 첫째, 외환 위기 이후의 기업과 금융기관의 구조조정을 지원하기 위하여 부동산 경기의 활성화를 통한 대형 부동산의 처분이 요구되고 있는데, 부동산투자신탁제도는 대형 매물의 처분뿐만 아니라 신규 수요를 창출할 수 있을 것으로 보인다. 둘째, 부동산투자신탁은 1998년 이후에 본격화되고 있는 부동산 증권화를 촉진시키며, 국내의 부동산 시장을 국제 기준의 투자 대상 시장으로 변화시켜 외국 자본의 국내 유치에 기여할 것으로 예상된다. 셋째, 서민을 대상으로 하는 임대주택의 공급 주체를 공공부문에서 민간부문으로 전환시킬 뿐만 아니라, 대규모 자금의 투입으로 임대주택의 공급이 확대되어 서민의 주거 안정화에 크게 기여할 것으로 판단된다.

2) 추진 경과

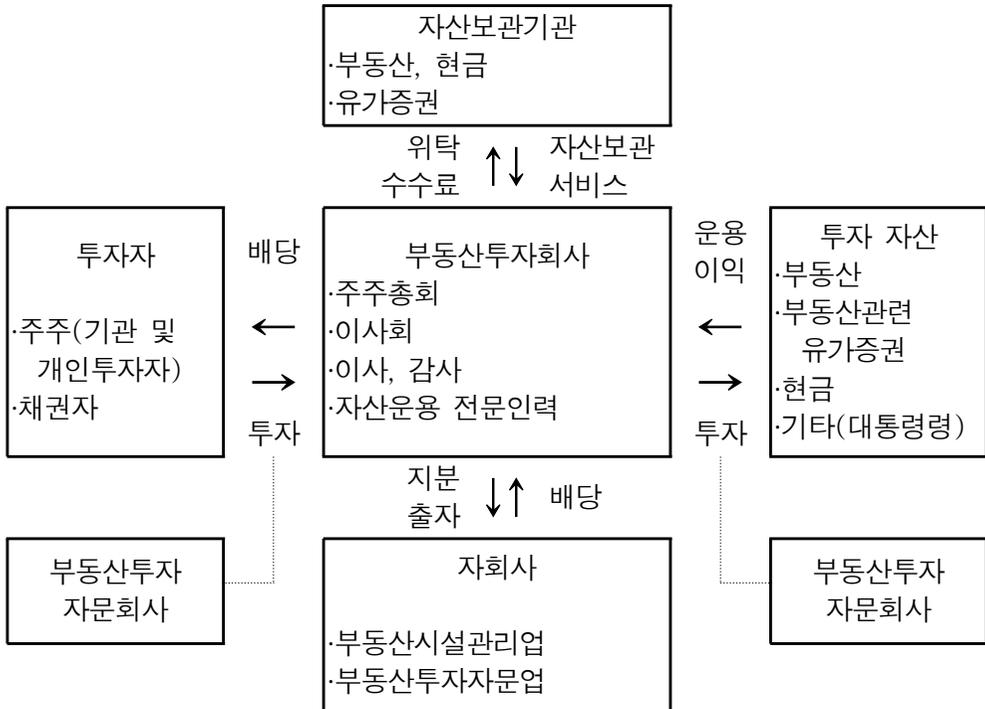
부동산투자신탁제도의 도입에 관한 논의는 ABS 및 MBS 제도의 도입 논의와 거의 동시에 진전되었으며, 미국의 REITs에 근간을 둔 회사형 제도와 호주의 LPT와 유사한 계약형 또는 신탁형 제도가 논의되었다. 그러나, 제도 도입이 본격적으로 구체화된 것은 정부가 1998년 4월에 『신탁업법』 시행령을 개정된 것에서 비롯된다. 당시 정부는 기업과 금융기관의 원활한 구조조정 지원과 부동산 거래의 활성화를 통한 부동산 경기의 진작을 위하여 신탁겸영은행에게 신탁제도를 활용한 부동산투자신탁 업무를 허용하였고, 이로 인해 계약형 부동산투자신탁 업무를 시행할 수 있는 제도적 기반이 조성되기에 이르렀다.

계약형 부동산투자신탁 업무가 허용된 이후, 국민은행을 비롯한 일부 신탁겸영은행에서 해당 업무의 추진을 세부적으로 검토하여 왔다. 그 결과, 2000년 7월 24일에 국민은행이 국내 최초의 계약형 부동산투자신탁 상품으로서 130억원 규모의 빅맨부동산투자신탁 1호 상품을 판매하였다. 또한, 국민은행은 동년 9월 4일에 총 800억원 규모에 달하는 빅맨부동산투자신탁 상품 2·3·4호를 추가적으로 발행하여, 계약형 부동산투자신탁을 통한 부동산 간접투자 시대가 도래하기에 이르렀다. 그리고, 국민은행 이외에도 하나은행 또한 2000년 9월 25일에 80억원 규모의 계약형 부동산투자신탁 상품을 출시하여, 우리 나라 또한 부동산에 대한 간접투자 시대가 본격화될 것으로 예상된다.

한편, 건설교통부는 부동산투자신탁제도의 효용성 및 필요성을 인식하여 동 제도의 도입을 1999년 초반부터 추진하여 왔다. 특히, 건설교통부는 미국의 REITs를 근간으로 하는 가칭 『부동산투자회사법』의 제정을 추진하였으나, 부동산투자회사의 난립 가능성 및 이에 따른 부동산 투기의 가능성 등으로 1999년 하반기에 입법 추진을 유보한 바 있다. 그러나, 건설교통부는 부동산투자회사의 설립 및 운영 기준을 상향 조정하였고, 이에 기초하여 2000년 7월 24일에 회사형 부동산투자신탁제도의 도입을 위하여 <그림 III-1>의 구조를 갖는 『부동산투자회사법』(안)을 입법 예고하였다. 건설교통부는 관계부처와의 협의를 거쳐, 동 법안을 정기 국회에 상정하여 2001년 7월부터 시행할 예정이다.

<그림 Ⅲ-1>

부동산투자회사의 기본 구조



자료: 한국부동산분석학회 외 「부동산투자회사 제도 도입을 위한 공청회 자료」, 13쪽, 2000.5.29.; 건설교통부, 『부동산투자회사법(안)』, 2000.7.24.

부동산투자회사(안)의 주요 내용(<표 Ⅲ-1> 참조)을 살펴보면, 다음과 같다.⁴⁾ 첫째, 부동산투자회사의 형태는 영속적인 실체형으로서 『상법』 상의 주식회사로 규정하여, 부동산 투자의 유동성 확보를 위하여 동 회사의 주식시장 상장을 전제로 하고 있다. 회사 설립에 필요한 최소 자본금의 규모는 부동산관련 투자회사임을 감안하여 1,000억원 이상으로 설정하여, 회사 운영의 효율성을 유도하는 한편 소규모 회사의 설립을 제한하고 있다.

4) 건설교통부가 2000년 7월 24일에 『부동산투자회사법(안)』을 입법 예고한 이후의 추진 경과를 살펴보면, 다음과 같이 두 가지 사항의 변경을 검토하고 있는 것으로 알려져 있다. 첫째, 부동산투자회사의 설립 과정에서 자본금의 금전 납입 대신에 구조조정용 부동산의 현물 출자를 허용하였으나, 부실 자산의 납입 가능성으로 인해 현물 출자의 허용 여부를 재검토하고 있다. 둘째, 부동산투자회사의 설립 과정에서 요구되는 최소 자본금 규모가 법(안)에서는 1,000억원으로 설정되어 있으나, 동 제도의 활성화를 위하여 최소 자본금 규모를 500억원으로 하향 조정하는 방안이 검토되고 있다.

<표 Ⅲ-1>

부동산투자회사 제도의 주요 내용

구분	주요 내용
조직 형태	회사형
자본금 규모	최소 자본금 1,000억원
주식 분산 요건	최소 300인 이상 분산, 1인 보유는 총주식의 10% 한도
운용 및 관리 형태	자기 관리 방식
기업 지배 구조	주주총회 권한 강화, 이사회, 실질 감사, 거래 제한, 행위 준칙, 책임, 경영자에 대한 보상(스톡옵션)
자회사	부동산 시설 관리, 부동산 투자 자문
현물 출자	현물 출자 제한적으로 허용(구조조정용, 자산관리공사, 토지공사, 예금보험공사)
자산 운용 기준	<ul style="list-style-type: none"> ·부동산 취득, 개발, 관리, 임대, 처분, 부동산 관련 유가증권 매매, 단 부동산 담보 대출 제외 ·단기 거래 제한 ·연 수입의 80%가 부동산 관련 수입 ·총자산의 70% 이상 부동산으로, 90% 이상 부동산 관련 자산이나 현금 ·배당 구성은 배당 가능 이익의 90% 이상 ·외부 차입은 총자산의 30% 이하
전문 인력	이사의 과반수 이상을 자산 운용 전문 인력으로 구성
자산보관기관	부동산투자회사의 부동산, 현금 위탁
부동산 개발형 사업	사업 계획서 작성, 외부 기관 평가, 개발형 사업은 자기자본의 50% 이내로 제한, 건별 개발 사업은 자기자본의 10% 이내로 제한
정보 공시 및 투자자 보호	매결산기·분기 투자자에게 투자 정보 제공
부동산 투자 자문회사	개발형 부동산 사업에 대한 평가, 실사, 자문 및 자금 조달 대행 등
행위 준칙 및 거래 제한	관계인의 거래 제한, 미공개 자산 운용 정보의 이용 금지
감독 문제	행정 및 금융 당국의 감독

자료: 건설교통부, 『부동산투자회사법(안)』, 2000.7.

둘째, 회사의 지배 구조는 소액 주주의 보호 및 효율적인 경영을 위하여 주주 총회의 권한 강화, 이사회 의결 기능 설정, 그리고 감사의 기능 및 권한 강화 등으로 규정하고 있다. 그리고, 의결권 구조는 주식의 분산 소유를 통하여 유지하며, 이를 위하여 최소 300인 이상에게 분산되고, 1인으로 간주되는 특수 관계자를 포함하여 1인당 주식 소유 한도는 전체 주식의 10/100 이내로 제한하고 있다. 또한, 회사의 운영 및 관리 방식은 외부 자산운용회사에 의한 위탁 관리가 아니라 내부의 경영진과 자체 전문 인력에 의한 자기 관리 방식을 취하고 있다.

셋째, 부동산투자회사의 개발형 부동산 사업은 정보 공시 및 감독을 위하여 회사가 발행한 주식이 주식시장에 상장된 이후에 가능하도록 제한하고 있다. 또한, 개발형 부동산 사업의 발생 가능한 높은 리스크를 최소화하기 위하여, 개발형 부동산 사업에 대한 투자 가능 범위는 자기자본의 50/100 이내로 제한하고, 프로젝트 단위별 투자 가능 규모는 자기자본의 10/100 이내로 제한하고 있다.

2. 개념 및 구조

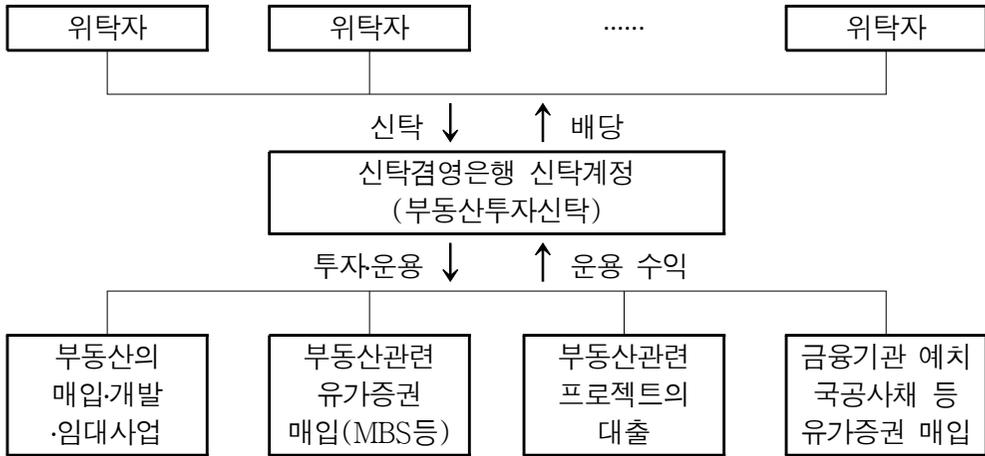
1) 개념

현행 법률 체계에서 제도적으로 허용된 계약형 부동산투자신탁제도는 『신탁업법』의 신탁제도에 근간을 두고 있다. 이는 <그림 III-2>에서와 같이 부동산 매입 및 개발과 관련된 투자를 목적으로 금전을 신탁받을 수 있는 신탁겸영은행이 신탁 계정을 설정하고, 이를 바탕으로 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산투자신탁 업무를 수행하는 제도를 의미한다.

현행 제도에 의하면, 부동산과 관련된 계약형 부동산투자신탁의 운용 대상은 부동산의 매입, 개발 및 임대사업, 부동산관련 프로젝트(매입 또는 개발)를 위한 대출, 그리고 MBS 등과 같이 부동산관련 유동화증권의 매입 등이며, 기타 여유자금은 금융기관에 예치하거나, 국공사채 등 유가증권의 인수 및 매입 등에 운용할 수 있다. 그러나, 부동산투자신탁제도의 도입 목적에 따라 연평균 운용 펀드의 70% 이상을 부동산과 관련하여 운용하여야 한다.

<그림 III-2>

계약형 부동산투자신탁의 개념도



2) 구조

계약형 부동산투자신탁제도는 자산 관리 및 운용 기능의 소재에 따라 외부 관리형과 자기 관리형으로 세분할 수 있다.

외부 관리형은 신탁겸영은행이 부동산 및 부동산관련 유가증권 운용의 주체로서 전문 인력으로 구성된 자산관리회사를 100% 출자를 통하여 자회사로 설립하거나 또는 독립적인 자산관리회사와 계약을 체결하고, 자산관리회사는 신탁 계정의 자산 관리 및 운용을 위한 별도의 계약 구조를 갖는다. 이와 같은 구조는 기본적으로 신탁겸영은행이 부동산투자신탁 업무와 같이 전문화된 자산운용회사의 기능을 내부적으로 보유하는 것이 어렵기 때문이다. 따라서 전문화된 기능 분화에 따라 신탁겸영은행은 신탁 계정을 통한 자금 조달의 기능을 담당하고, 자산관리회사는 조달된 자금을 부동산투자신탁 업무에 운용하는 것이다.

이와는 달리, 자기 관리형은 스폰서인 신탁겸영은행이 자산 관리 및 운용 기능을 스폰서 조직의 내부에 갖고 부동산투자신탁 업무를 수행하는 방식이다. 이는 『신탁업법』에 근거한 신탁겸영은행이 신탁 계정의 설정, 자산 보관 및 관리와 운용의 주체로서, 자산 보관의 기능과 더불어 부동산의 매입과 개발, 그리고 부동산관련 유가증권 운용의 기능을 담당하는 구조이다.

이와 같은 구조는 자산 관리 및 운용 기능이 신탁경영은행의 내부에 있다는 점에서, 건설교통부의 부동산투자회사와 유사한 구조를 갖고 있다. 그러나, 자기 관리 방식은 투자자의 입장에서 자산 운용 및 관리 절차에 대하여 투자자가 직접적으로 통제할 수 없으며, 일정 규모 이상의 펀드로 성장하기 이전에는 자산 관리 및 운용 기능의 내부 보유에 따른 자기 관리 비용의 부담이 크다는 단점이 있다. 반면, 자기 관리 방식은 외부 관리 방식과 비교하여 미국의 REITs 또는 호주의 LPT와 같이 자금 관리 및 운용에 따른 책임의 소재가 명확하게 스폰서인 신탁경영은행에 있다는 장점이 있다.

3) 비교 분석: 계약형 vs. 회사형

계약형 및 회사형 부동산투자신탁제도는 투자 대상 및 자산 운용 방법이 동일하지만, 법적 근거, 운용 형태 및 자금 모집 방법에 있어서 현저한 차이(<표 III-2> 참조)가 있다. 계약형 제도는 현행 『신탁업법』에 근거하여 설정된 개별 신탁 계정에 의한 펀드의 형태로서 자금이 조성되므로, 투자자는 개별 신탁의 약관에 의하여 발행된 수익증권을 매입한다. 반면, 회사형 제도의 부동산투자회사는 특별법인 『부동산투자회사법』(안)에 근거하여 설립된 『상법』상의 실체형 주식회사로서, 투자자는 해당 회사가 발행하는 주식에 투자하게 된다.

계약형 제도의 장점은 다음과 같다. 첫째, 프로젝트별 또는 특정 프로젝트의 진행 단계별로 차별화된 개별 펀드의 조성으로 투자자의 입장에서 투자 선택의 폭이 넓고, 상품별로 특화된 투자 대상을 사전에 확정할 수 있다. 둘째, 펀드별로 조성된 자금을 근거하여 독립적으로 운영되므로 관리 비용의 절감이 가능할 뿐만 아니라 금융감독기관의 관리 및 감시가 용이하여 거래의 투명성을 확보하기 쉽다. 셋째, 개별 신탁 계정은 계약에 의한 신탁 기간별로 청산할 수 있으므로, 사업별 성과에 따른 명확한 배분이 가능하다.

반면, 계약형 제도의 단점으로서 다음과 같은 사항이 지적될 수 있다. 첫째, 수익증권의 형태로 유통시장에 상장되어 거래될 수 있으나, 주식 발행의 방식에 비하여 유동성 및 환금성이 떨어지고, 투자자의 권한 행사가 제한되어 추가적인 투

자자 보호 장치가 요구된다. 둘째, 현행 법률상 자산 관리 및 운영의 주체가 신탁 겸영은행으로 한정되어 시장 진입이 제한될 뿐만 아니라, 부동산관련 전문 지식 및 경험이 부족하다는 문제점이 있다.

<표 Ⅲ-2> **부동산투자신탁제도의 비교: 계약형 vs. 회사형**

구분	계약형	회사형
법적 근거	신탁업법	부동산투자회사법, 상법
운용 형태	신탁 계정(개별 펀드)	회사
투자 대상	수익증권	주식
장점	<ul style="list-style-type: none"> ·펀드별 차별성으로 선택 가능 ·상품별 투자대상의 사전 확정 ·관리 비용 절감 가능 ·감독기관의 관리·감시 용이 ·신탁 기간별로 청산 가능 	<ul style="list-style-type: none"> ·지속적인 성격으로 부동산 사업 적합 ·책임 주체 명확 ·주식 형태로 유동성 확보 ·투자자의 권한 행사 가능
단점	<ul style="list-style-type: none"> ·수익증권 형태로 유동성 확보 곤란 ·시장 진입의 제한 ·부동산관련 전문성 부족 ·투자자 보호 장치 필요 	<ul style="list-style-type: none"> ·회사 난립의 가능성 ·거래의 투명성 확보 곤란 ·투자 대상의 혼합으로 수익률 혼재 ·자기 관리의 비용 부담 지대

한편, 회사형 제도의 장점은 다음과 같다. 첫째, 부동산투자회사가 『상법』상의 실체형 회사로서 지속성을 갖기 때문에 장기 투자를 요구하는 부동산 사업에 적합하고, 자기 관리 방식으로 추진되므로 자산 관리 및 운용에 대한 책임의 주체가 명확하다. 둘째, 주식의 형태로 상장되기 때문에 유동성 및 환금성의 확보가 용이하며, 주주총회 등을 통하여 투자자가 주주로서의 권한을 행사할 수 있다.

반면, 회사형 제도의 단점으로서 다음과 같은 사항이 제기될 수 있다. 첫째, 최소 자본금 규모가 1,000억 원 이상으로 규정되어 상당히 가능성은 적지만, 부동산 투자회사의 난립으로 인해 부동산시장이 교란될 가능성이 있는 반면, 일정 규모 이상으로 성장하기 이전에는 자기 관리에 따른 비용 부담이 매우 크다. 둘째, 자기 관리 방식의 자산 운영 및 관리로 인해 내부 거래의 투명성 확보가 곤란할 뿐만 아니라 회사 전체의 운영으로 인해 투자 대상이 혼합되기 때문에 모든 프로젝트의 수익률이 혼재되어 있다.

3. 시장 수요 분석 및 향후 전망

1) 시장 규모

(1) 전체 조건

계약형 및 회사형 부동산투자신탁 상품에 대한 시장 수요의 규모 및 성향은 부동산투자회사제도 도입의 방향과 향후에 개발될 금융 상품의 종류 및 특성, 그리고 투자 대상이 되는 부동산의 종류 및 규모 등에 따라 매우 가변적인 실정이다. 특히, 미국의 REITs를 근간으로 한 부동산투자회사제도의 도입 목적과 정책 당국의 기조는 시장 규모에 절대적인 영향을 미치는 요소이며, 특히 부동산 투자 시장의 활성화를 지향하는 정책 기조는 시장 규모 자체를 확대시키는 기반으로 작용할 것이기 때문이다.

특히, 미국의 REITs 또는 호주의 LPT의 경우에서와 같이, 회사 또는 신탁의 지배 구조 및 간접투자 상품 구조와 수익 배당 등에 대하여 일정한 조건을 만족하는 경우에 한하여 이중 과세 면제의 세제 혜택이 부여된다면, 부동산투자신탁 시장의 규모는 더욱 증대될 것으로 예상된다. 또한, 금융 상품의 종류 및 특성은 기관투자자 및 일반투자자의 투자 성향에 맞도록 개발되어야 시장의 활성화를 기대할 수 있으며, 장기간의 투자를 요구하며 자본 이득 발생의 가능성과 함께 높은 수준의 잠재적 투자 리스크를 적절하게 분산할 수 있도록 구조화된 부동산 간접투자 상품만이 유효 투자자를 유인할 것이 자명하다.

이와 더불어 투자 대상이 되는 부동산의 종류 및 규모 또한 향후의 시장 형성에 지대한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 제도 도입의 단계에 있어서 불특정 금전신탁 또는 주식 투자를 바탕으로 투자가 이루어지는 부동산투자신탁 사업은 가능한 범위 이내에서 리스크를 감소시키는 방향으로 선정되어야 제도의 긍정적인 효과와 함께 시장의 활성화를 기대할 수 있을 것이다. 따라서 초기 단계에서 소규모의 자금 운용을 통하여 개발형 사업보다는 매입형 또는 관리형 사업을 추진

하고, 아파트의 경우 개발형 사업 중에서도 분양형 사업보다는 임대형 사업의 안정적인 추진이 장기적인 관점에서 바람직할 것으로 예상된다.

이상에서 살펴 본 바와 같이, 부동산투자신탁제도의 본격적인 도입에 따른 시장 수요의 규모는 제도 도입의 방향 및 금융 상품의 개발에 따라 매우 가변적인 상황이다. 따라서 현재의 상황에서는 발생 가능한 상황에 대하여 시나리오적 접근 방법을 통하여 간접 추정을 할 수밖에 없는 실정이며, 본 연구에서도 가변적인 요소를 감안하여 시장 수요의 성향 및 규모를 추정하였다.⁵⁾

(2) 추정 결과

향후의 부동산투자신탁 시장의 규모를 추정하기 위하여, 부동산투자신탁 상품에 대한 수요를 투자 주체에 따라 개인 투자 수요와 기관 투자 수요로 세분하여 추정하였다. 그리고, 추정 과정에서 활용한 자료는 1999년 말을 기준으로 한국은행이 발표한 「금융자산부채잔액표」이다. 투자 수요의 규모 추정은 투자 주체별 금융 자산의 구성 비중을 이용하였고, 특히 금융시장에서 부동산투자신탁 상품과 대체 관계에 있는 투자 금융 상품으로서 은행의 신탁상품, 장기 및 단기 채권,⁶⁾ 그리고 주식을 대상 자산으로 설정하였다.

한편, 기관투자자는 금융기관과 일반기업을 총괄하여 정의하였고, 금융기관의

5) 부동산투자신탁의 시장 규모를 추정한 기존 연구로서, 박원석·박용규(2000)과 한국부동산분석학회·아더앤더슨코리아·한국토지공사(2000)의 연구 결과가 있다. 박원석·박용규의 연구는 기본적으로 초기 단계의 우량 자산 확보 및 자산 운용 실적에 따라 부동산투자신탁의 활성화 여부가 결정되며, 이에 따라 시장 규모가 결정될 것이라는 가정에 기초하고 있다. 이처럼 시장 상황에 대한 시나리오에 기초하여 추정된 결과에 의하면, 향후 5~6년 사이의 시장 규모는 낙관적인 경우에는 30조원 이상으로 성장 가능한 반면, 비관적인 경우에는 5조원 수준에 머무를 것으로 전망하였다. 이와는 달리, 한국부동산분석학회·아더앤더슨코리아·한국토지공사는 주식시장의 증권화 가능 비율(7%) 또는 투자 가능한 유형별 부동산 규모의 증권화 비율에 따라 향후 중기적으로 시장 규모가 25~26조원의 수준에 이를 것으로 전망하였다. 특히, 25조원 수준의 시장 규모 전망은 약 350조원 규모에 달하는 국내 주식시장 금액 중에서 7% 수준이 증권화될 경우를 상정하고 산출하였고, 26조원 수준의 시장 규모 전망은 투자가능 부동산의 유형별 규모에 대비하여 증권화 비율을 고려하여 산출하였다.

6) 장기 및 단기 채권의 범주는 국공채, 금융채, 기업어음, 회사채, 투자수익증권, 그리고 외화채권이다.

범주에 보험사, 생보사 및 연기금을 포함하였다. 그러나, 고용보험기금 등 공공사업 성격의 기금은 정부부문으로 분류되어 자산 운용상 제약이 크기 때문에, 기관투자자의 범주에서 제외하였다.

1999년 말 현재, 신탁상품, 장단기 채권, 주식 등 선정된 대표 금융 상품에 대한 일반투자자와 기관투자자의 투자 잔액 규모(<표 Ⅲ-3> 참조)는 각각 195조 3,309억원과 308조 3,159억원으로서, 총 503조 6,468억원으로 집계되었다. 일반투자자와 기관투자자의 금융 상품별 투자 비중을 살펴보면, 일반투자자는 채권(48.6%), 은행의 신탁상품(28.9%), 주식(22.5%)의 순서인 반면, 기관투자자는 채권(56.0%), 주식(30.3%), 은행의 신탁상품(13.7%)의 순서로 나타났다. 따라서 일반투자자의 경우 은행의 신탁상품 비중이 주식의 비중에 비하여 6.4% 포인트 높은 반면, 기관투자자는 주식이 신탁상품에 비하여 2.2배 많은 것으로 나타나 투자 상품별 비중에서 큰 차이를 보이고 있었다.

<표 Ⅲ-3> 금융/기업부문과 개인의 금융투자 잔액 추이(1994~99년)

단위: 10억원, %

구분	1995년	1996년	1997년	1998년	1999년	연평균 성장률
금융/기업(A)	340,814.9	413,069.6	483,766.4	656,796.5	308,315.9	
성장률	21.8	21.2	17.1	35.8	-53.1	8.6 (2.0)
개인(B)	151,849.8	171,280.2	198,419.1	218,498.0	195,330.9	
성장률	19.5	12.8	15.8	10.1	-10.6	9.5 (9.0)
합계(A+B)	492,664.7	584,349.8	6821,85.5	875,294.5	503,646.8	
성장률	21.1	18.6	16.7	28.3	-42.5	8.5 (4.4)

주: (1) 투자=은행신탁상품+장·단기채권+주식; (2) 연평균 성장률의 경우, 1995~99년의 전년동기대비 성장률의 단순 평균에 의한 성장률이고, ()안은 복리 성장률임.

자료: 한국은행, 「금융자산부채잔액표」, 각년호.

부동산투자신탁 상품에 대한 투자 수요 규모는 단기(1~2년)적으로 대표 금융 상품에 대한 투자 잔액의 1% 수준이 부동산투자신탁 상품으로 대체되는 경우를 기본 가정으로 설정하여 추정하였다. 중기(5~6년)적으로 부동산투자신탁 상품의 활성화 정도에 따라 1% 수준이 유지되는 경우와 5%의 수준까지 증가하는 경우를 가정하였다.⁷⁾ 한편, 기관투자자 및 일반투자자의 금융상품 투자 추이는 1995~99년까지의 연평균 증가율을 이용하여 2006년까지 연장하여 추정하였으며, 추정 결과는 <표 III-4>와 같다.

<표 III-4> 연평균 증가율을 이용한 금융투자 잔액 추이 전망(2000~06년)

단위 : 10억원

구분	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년
일반투자자	213,887.3	234,206.6	256,456.3	280,819.7	307,497.5	336,709.7	368,697.2
기관투자자	334,831.1	363,626.5	394,898.4	428,859.7	465,741.6	505,795.4	549,293.8
합계	548,718.4	597,833.1	651,354.7	709,679.4	773,239.1	842,505.1	917,991.0

단기(2001~02년)적으로 금융상품 투자 잔액의 1% 수준이 부동산투자신탁 상품으로 대체 투자될 경우, 2001~2002년의 시장 규모는 5조 9,700억~6조 5,100억원의 수준에 이를 것으로 추정된다. ABS 제도의 도입 이후, 2년만에 ABS 발행 규모가 6조원에 이른 점을 감안할 때, 부동산투자신탁의 시장 규모 또한 단기적으로 비슷한 수준에 이를 것으로 추정된다.

중기(2005~06년)적으로 부동산투자신탁 시장의 규모는 활성화 정도에 따라 큰 차이를 보이는데, 단기적으로 형성된 시장 규모의 비중이 지속적으로 연장될 경우 8조 4,200억~9조 1,800억원의 수준에 그칠 것으로 추정된다. 그러나, 부동산투자신탁 시장이 다소 활성화되어 금융상품에 대한 총 투자 규모 중에서 3% 수준이 부동산투자신탁 상품으로 대체될 경우, 시장 규모는 25조 2,700억~27조 5,400억원에 이를 것으로 추정된다.

7) 1998년 말 현재, 호주 LPT가 호주 주식시장에서 차지하는 시장 자본 총액의 비중은 5.9%에 이르고 있다(Australian Stock Exchange, *Fact Book 1999: Statistics to 31st December 1998*, 18쪽, 1999, <http://www.asx.com.au>).

<표 Ⅲ-5>

부동산투자신탁 시장의 규모 추정

단위 : 10억원

구분	단기 (2001~02년)	중기 (2005~06년)	
시장 규모	5,970.0 ~ 6,510.0	1% 대체	8,420.0 ~ 9,180.0
		3% 대체	25,270.0 ~ 27,540.0
		5% 대체	42,120.0 ~ 45,900.0

특히, 미국의 REITs 또는 호주의 LPT와 같이, 부동산투자신탁 상품에 대하여 이중 과제 면제의 세제 혜택이 부여된다면, 부동산투자신탁 시장이 크게 활성화 될 것으로 예상된다. 특히, 세제 혜택으로 인해 금융상품에 대한 총투자 규모 중에서 5% 수준이 부동산투자신탁 상품으로 대체될 경우 시장 규모는 42조 1,200억 ~ 45조 9,000억원의 수준에 이를 것으로 추정된다.

본 연구의 추정 결과는 다음과 같이 두 가지의 한계점을 갖고 있다. 첫째, 본 연구의 추정 결과는 기본적으로 현재 형성되어 있는 투자 금융상품의 일정 비율이 부동산투자신탁 상품으로 대체될 것이라는 가정에 근거하여, 새로운 금융상품의 출시에 따른 신규 투자시장 창출의 효과를 포함하지 않고 있다. 둘째, 부동산투자신탁 상품을 통한 투자 대상이 부동산이므로, 새로운 금융상품의 출시로 상당 규모의 부동산 투자가 흡수될 것이지만, 이와 같은 효과 또한 추정 과정에서 포함되지 않고 있다. 따라서 본 추정 결과는 부동산투자신탁 상품이라는 새로운 금융상품의 출시에 따른 단순 대체 효과만을 가정하여, 다소 보수적인 추정이라고 할 수 있다.

2) 수요 성향

향후 금융시장에 출시될 부동산투자신탁 상품에 대한 투자자의 수요 성향을 파악하기 위하여, 수도권에 거주하는 일반투자자를 대상으로 설문 조사를 실시하였다. 본 설문 조사는 설문조사 전문기관을 통하여 면접 및 전화 인터뷰로 진행되었으며, 특히 주식 방식의 회사형 상품과 수익증권 방식의 계약형 상품에 대한 투자자의 선호도를 파악하기 위하여 실시되었다.

먼저, 본 설문 조사의 응답자 구성을 살펴보면, 전문가 55명(9.9%)과 일반인 500명(90.1%)으로서, 총 555명이 응답하였다.⁸⁾ 전문가 집단은 부동산 투자에 관심이 있는 집단으로서, 한국토지신탁(주)의 유통센터에서 개최된 부동산 투자관련 강의의 참가한 투자자를 대상으로 면접에 의한 설문 조사를 실시하였다. 그리고, 일반인 집단은 설문조사 전문기관에 의하여 임의로 선정된 수도권 거주 일반인으로서 전화에 의한 설문 조사와 방문에 의한 면접 조사를 병행하였다.

(1) 일반적인 투자 실태

일반투자자의 투자 실태에 대한 설문 조사를 실시한 결과, 재테크를 위하여 가장 선호되는 투자 상품은 은행 상품(<표 III-6> 참조)으로서 전체 응답자의 71.9%를 차지하였고, 다음으로 저축성 보험(44.8%)과 주식(28.0%)의 순이었다. 부동산 투자의 비중은 전체의 12.6%로 나타났고, 특히 일반인 집단의 6.4%만이 재테크를 위하여 부동산에 투자하는 반면, 전문가 집단은 69.1%가 현재 부동산에 투자를 하는 것으로 나타나 두 집단간에 현저한 차이가 있는 것으로 나타났다.

한편, 재테크를 위하여 실제 투자를 하고 있는 응답자 중에서 투자 대상별로 평균 투자 비중이 높은 상품(<표 III-7> 참조)은 은행 상품(57.4%), 저축성 보험(18.8%), 주식(13.0%), 부동산(7.8%), 간접금융상품(1.7%), 그리고 채권(0.6%)의 순

8) 본 설문 조사에 응답한 표본의 주요 특성을 살펴보면, 성별은 남성과 여성의 비중이 각각 61.7%와 38.3%로서 남성이 현저하게 많았고, 연령별로는 30대(37.8%), 40대(30.5%), 50대(20.9%), 그리고 60대 이상(10.8%)의 순으로 나타났다. 그리고, 가구 구성원의 월평균 총가구 소득은 150~250만원 미만이 35.5%, 150만원 미만이 32.5%, 250만원 이상이 31.6%, 그리고 무응답이 0.4%로 각각 나타났다. 한편, 본 설문 조사가 부동산을 대상으로 하는 간접투자 상품의 선호도에 관한 설문 조사인 점을 감안할 때, 설문 대상자의 주거 상황은 향후 부동산투자신탁 상품에 대한 투자 양태와 밀접한 관계가 있을 것으로 판단된다. 이를 정리하면, 첫째, 주거 형태로서, 아파트가 전체의 41.8%를 차지하여 가장 많았고, 다음으로 단독주택(39.5%), 연립주택, 다세대주택 및 빌라 등(16.8%), 그리고 상가주택 등(1.7%)의 순으로 나타났다. 둘째, 주택의 소유 형태로서, 자가 소유가 전체의 67.4%로 가장 많았고, 다음으로 전세(29.6%), 월세(1.9%), 그리고 기타(1.0%)의 순으로 나타났다. 마지막으로, 건평 또는 분양 평수를 기준하여 현재 거주하고 있는 주택의 규모로서, 20평대(37.8%), 30평대(32.4%), 19평 이하(17.7%), 그리고 40평 이상(11.4%)의 순으로 나타났다.

서로 나타났다. 특히, 부동산 투자의 비중이 현저하게 높은 전문가 집단은 금융 상품에 대한 투자 비중 또한 일반인 집단에 비하여 현저하게 높게 나타났으며, 특히 은행 상품(80.0%)과 주식(56.4%)에 대한 투자 비중이 높은 것으로 나타났다.

<표 III-6>

투자 대상별 투자 실태

단위: %

구분		부동산	은행상품	주식	채권	간접 금융상품	저축성 보험
투자 여부	예	12.6	71.9	28.0	3.3	5.3	44.8
	아니오	87.4	28.1	72.0	96.7	94.7	55.2

<표 III-7>

투자 대상별 평균 투자 비중

단위: %

구분	부동산	은행상품	주식	채권	간접 금융상품	저축성 보험
평균 투자 비중	7.8	57.4	13.0	0.6	1.7	18.8

(2) 부동산 투자 실태 및 선호도

토지, 주택, 상가, 오피스, 오피스텔 등 부동산 종류별로 투자 우선 순위에 대한 설문 조사를 실시한 결과, 1순위로는 토지(39.1%), 주택(37.4%), 상가(24.1%)의 순으로, 2순위로는 주택, 상가, 토지의 순으로, 그리고 3순위로는 상가, 토지, 주택의 순으로 나타났다. 따라서 부동산에 대한 직접 투자의 경우, 토지, 주택, 상가의 순으로 선호하는 것으로 나타났다.

그러나, 부동산 종류별 투자 우선 순위는 전문가 집단과 일반인 집단 사이에 다소 차이가 있는 것으로 나타났다. 전문가 집단은 전체의 57.4%가 주택을 1순위로 선택하였고, 다음으로 토지(42.6%)와 상가(35.2%)의 순으로 나타났다. 반면, 일반인 집단은 1순위로 전체의 41.8%가 토지를 선택하였고, 다음으로 주택(35.0%)과 상가(23.8%)의 순이었다.

<표 III-8>

부동산 종류별 투자 우선 순위

단위: %

구분		토지	주택	상가	오피스	오피스텔
우선 순위	1순위	39.1	37.4	24.1	1.6	5.7
	2순위	28.2	31.5	30.7	3.5	8.9
	3순위	20.7	19.1	35.4	10.9	10.3

부동산에 직접 투자할 경우에 고려할 사항으로서 설문 대상자들은 안정성(69.9%)이 가장 중요하다고 응답하였고, 다음으로 수익성(19.7%), 환금성/유동성(6.4%)의 순이었다. 특히, 일반인 집단의 제1순위로서, 전체의 72.2%가 안정성을 선정하였고, 다음으로 수익성(17.0%)과 환금성/유동성(6.5%)을 선정하여, 부동산 투자가 안정성이 결여되기 쉽다는 견해를 갖고 있는 것으로 나타났다. 반면, 전문인 집단의 제1순위로서, 전체의 49.1%와 43.6%가 각각 안정성과 수익성을 선정하여, 부동산 투자를 통하여 상대적으로 높은 수익성을 기대하는 것으로 나타났다.

<표 III-9>

부동산 직접 투자시의 고려 순위

단위: %

구분	안정성	수익성	환금성/ 유동성	법률 관계	기타
비중	69.9	19.7	6.4	3.3	30.7

(3) 부동산 간접투자 상품의 선호도

회사형과 계약형 부동산투자신탁 등 부동산 간접투자 상품의 선호도에 대하여 설문 조사를 실시한 결과, 일반투자자는 주식을 통한 회사형 상품(31.3%)에 비하여 신탁증권을 통한 계약형 상품(60.1%)을 선호하는 것으로 나타났다. 회사형 상품과 계약형 상품에 대한 일반인 집단 및 전문가 집단의 선호도 또한 각각 31.2% : 59.9%와 32.7% : 61.8%로서 두 집단 사이에 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 따라서 일반 투자자는 부동산에 대한 투자 관심 또는 투자 경험과는 큰 상관없이 전반적으로 주식 방식의 회사형 상품에 비하여 수익증권 방식의 계약형 상품을

선호하는 것으로 판단된다.

<표 III-10> 계약형과 회사형 부동산투자신탁 상품의 선호도

단위: %

구분	계약형 상품	회사형 상품	잘 모름
비중	60.1	31.3	8.6

한편, 부동산 간접투자 상품에 투자할 경우 고려할 사항으로서, 부동산에 대한 직접투자의 경우와 유사하게, 안정성(71.4%)이 가장 높고, 수익성(17.5%), 투자 회사의 건전성(3.9%), 그리고 환금성/유동성(3.5%)의 순으로 나타났다. 특히, 일반인 집단의 응답은 상기의 순서 및 비중으로 나타난 반면, 전문가 집단의 응답은 순서는 같지만, 안정성과 수익성의 비중이 각각 54.5%와 30.9%로서 부동산 간접투자 상품에 대한 투자를 통하여 높은 수익을 기대하는 것으로 판단된다.

<표 III-11> 부동산 간접투자 상품 투자시의 고려 사항

단위: %

구분	안정성	수익성	회사의 건전성	환금성	기타
1순위	71.4	17.5	3.9	3.5	2.7
2순위	18.4	60.3	6.7	8.0	4.6
중복 응답	45.8	38.6	5.4	5.7	4.5

회사형 및 계약형 부동산간접투자 상품에 대한 적정 투자 기간으로서, 회사형 상품은 전체 응답자의 73.5%가 3년 이내로 응답하여 단기성 상품으로 인식하는 반면, 계약형 상품은 71.5%가 1~5년 이내로 응답하여 중기성 상품으로 인식하고 있었다. 한편, 회사형과 계약형 상품에 대한 투자 가능 규모는 소규모 투자(500만 원 미만)가 30.7%와 24.8%이고, 중규모 투자(500~5,000만원)는 53.7%와 57.7%이며, 대규모 투자(5,000만원 이상)는 15.6%와 17.5%로 각각 나타났다. 그러나, 기대 수익률은 회사형과 계약형 상품간에 큰 차이가 없이 시중 금리보다 5% 이상의 높은 수익률을 기대하고 있었다.

3) 향후 전망

계약형 및 회사형 부동산투자신탁 상품의 투자 대상은 부동산 및 부동산관련 유가증권 등으로 동일하고, 개발 또는 관리 등 운영 방법 또한 거의 동일하기 때문에, 향후 금융시장에서 두 가지 금융상품의 관계는 경쟁적일 수밖에 없는 실정이다. 특히, 유동성 및 환금성, 그리고 수익률과 리스크 측면에서의 금융 상품적 구조 및 특성이 두 가지 금융상품의 경쟁적인 관계에 지대한 영향을 미칠 것으로 판단된다. 그러나, 두 가지 금융상품은 각각 수익증권과 주식 형태의 상이한 투자 상품적인 특성을 갖고 있다. 따라서 개별 부동산투자신탁 상품에 대한 투자자의 수요 성향은 기본적으로 일반 금융상품에 대한 투자 수요 성향과 비슷할 것으로 예상된다.

1999년 말 현재, 금융 상품별(채권, 은행의 신탁상품, 주식) 및 투자 주체별(일반 및 기관투자자)의 금융자산 구성 현황은 <표 III-12>와 같다. 금융 상품별 금융자산의 구성 비중은 채권(53.1%), 주식(27.3%), 신탁상품(19.6%)의 순서로 나타나 주식 형태의 금융상품이 수익증권 형태의 신탁상품에 비하여 시장에서 선호되는 것으로 나타났다.

한편, 개별 금융상품에 대한 투자 주체별 구성비를 살펴보면, 일반투자자는 채권(48.6%), 은행의 신탁상품(28.9%), 주식(22.5%)의 순서인 반면, 기관투자자는 채권(56.0%), 주식(30.3%), 은행의 신탁상품(13.7%)의 순서로 나타났다. 따라서 일반투자자의 경우, 주식에 비하여 신탁상품의 비중이 다소 높은 반면, 기관투자자는 주식의 비중이 현저하게 높게 나타났다.

이와 같은 투자자의 성향을 감안할 때, 주식 형태의 회사형 상품과 신탁증권 형태의 계약형 상품에 대한 수요 성향 또한 비슷할 것으로 전망된다. 따라서 계약형 및 회사형 부동산투자신탁 상품은 금융시장에서 경쟁적인 관계를 형성하지만, 투자 대상으로서 주식과 신탁상품에 대한 투자자의 성향에 따라 일정 수준의 시장 점유율을 유지할 것으로 판단된다. 특히, 주식과 신탁상품에 대한 투자 비중이 현재와 같이 유지될 경우, 계약형과 회사형 상품의 시장 점유율은 각각 41.8%와 58.2%에 이를 것으로 전망된다.

<표 Ⅲ-12> 금융상품별·투자주체별 금융자산 구성 현황(1999년 말 기준)

단위 : 10억원

구분	채권	신탁상품	주식	금융 상품별 합계
일반투자자	95,007.7 (35.5) [48.6]	56,360.5 (57.1) [28.9]	43,962.7 (32.0) [22.5]	195,330.9 (38.8) [100.0]
기관투자자	172,588.7 (64.5) [56.0]	42,373.1 (42.9) [13.7]	93,354.1 (68.0) [30.3]	308,315.9 (61.2) [100.0]
투자 주체별 합계	267,596.4 (100.0) [53.1]	98,733.6 (100.0) [19.6]	137,316.8 (100.0) [27.3]	503,646.8 (100.0) [100.0]

주: ()안의 금융 상품별 합계에 대한 구성비이고, []안은 투자 주체별 합계에 대한 구성비임

자료: 한국은행, 「금융자산부채잔액표」, <http://www.bok.or.kr>.

4. 사례 분석: 빅맨부동산투자신탁 제1호

1) 개요

2000년 7월 24일에 국민은행이 발행한 빅맨부동산투자신탁 1호는 『신탁업법』에 근거한 계약형 부동산투자신탁제도를 활용하여 판매된 국내 최초의 부동산 간접투자 상품이다. 국민은행은 자기 은행의 신탁 계정을 통하여 신탁 자금을 조달하고, 조달된 자금을 서울 또는 수도권 지역의 8차 동시 분양 예정인 아파트 개발사업에 대하여 프로젝트 파이낸싱에 의한 대출 방식으로 운용할 계획이다. 그리고, 기본 약관에 명시된 1년 6개월의 신탁 기간이 만료된 경우, 해당 프로젝트로부터 발생한 수익을 수익자에게 배당할 예정이다. 국민은행은 9월 4일에는 총 800억원 규모의 빅맨부동산투자신탁 제2·3·4호를 판매하였고,⁹⁾ 향후 지속적으로

9) 빅맨부동산투자신탁 제2·3·4호의 3개 펀드의 경우, 펀드별 모집 자금은 각각 320억원, 300억원, 그리고 180억원의 규모로서, 발매 당일에 자금 모집이 마감되었다. 동 펀

로 특정 개발사업을 대상으로 한 부동산 간접투자 상품을 개발하여 판매할 예정이다.

<표 Ⅲ-13> **빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 주요 내용**

구분	내용
신탁 형태	단위형·폐쇄형 합동신탁 불특정금전신탁
가입 대상	무제한(개인 및 법인)
신탁 기간	청약일로부터 1년 6개월 - 신탁 기간의 단축 및 연장 가능
청약 기간	2000년 7월 24일 ~ 2000년 8월 23일, 1개월 이내의 선착순 - 청약 기간의 단축 및 연장 가능 - 모집 금액 미달시 환급 조치
모집 금액	130억원
청약 금액	500만원 이상 ~ 13억원 이내(모집 금액의 10%), 원단위 청약
이익 계산	청산 방식에 의한 실적 배당
지급 방법	만기 지급일에 일괄 자동 이체
청약 구조	중도 해지 불가(특별중도해지 불가) - 담보 인정 비율: 신탁 잔액의 80% 이내 - 신탁의 수익권 양도 불가, 담보 제공 가능(은행 승인 조건부) - 원본 및 이익 보전 불가
신탁 보수	기본 보수: 연평균 운용 자산의 1.5% 성과 보수: 수탁 당시의 국민은행 1년만기 일반 정기예금의 이자율을 초과하는 수익의 20%

자료: 국민은행, “빅맨부동산투자신탁 1호 설명서”, 2000.7.

빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 신탁자금 조달 규모는 총 130억원으로서, 신

드는 제1호 펀드의 경우와 마찬가지로 개인 또는 법인에 대한 제한이 없이 가입할 수 있는 상품이며, 일일당 가입 한도는 원 단위를 기준하여 최저 500만원 이상에서 펀드별 모집 금액의 10% 미만으로 설정되어 있다. 펀드별 신탁 기간은 제2호 펀드가 1년 만기의 상품이고, 제3호 및 제4호 펀드는 제1호 펀드의 경우와 같이 1년 6개월 만기의 상품이다. 따라서 펀드별 신탁 기간의 차이에 따라 제2호 펀드의 예상 배당률은 연평균 11% 수준인 반면, 제3호 및 제4호 펀드의 예상 배당률은 연평균 12% 수준으로 예상된다. 펀드 자금의 운용 대상은 제2호 및 제3호 펀드는 영등포구 문래동 부지의 아파트 개발사업이고, 제4호 펀드는 용인·죽전 지구의 아파트 개발사업이며, 투자 방법은 프로젝트 금융의 방식을 취하고 있다.

탁의 형태는 단위형 및 폐쇄형 방식의 불특정금전신탁으로 이루어져 있다. 따라서 국민은행은 일정 기간 불특정 다수의 위탁자로부터 청약을 받아 단위형 펀드를 설정하여 운용하며, 일정 규모 이상의 펀드가 설정된 이후 추가로 수탁할 수 없도록 해당 펀드를 구조화하였다. 또한, 약관에 명시된 신탁 기간 중에는 어떠한 경우에도 중도 해지할 수 없으며, 원본 및 이익에 대하여 보전할 수 없다.

국민은행은 상품의 구조화 단계에서 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품이 국내 최초의 부동산 간접투자 상품이란 점을 감안하여 1개월의 청약 기간을 설정하였다. 그리고, 청약 기간을 자금 모집의 실적과 연계하여, 조기에 자금이 모집될 경우에는 청약 기간을 조기 단축할 수 있도록 상품을 구조화하였다. 또한, 자금 모집이 미달될 경우에는 청약 기간을 1개월 연장할 수 있으며, 청약 기간의 연장에도 불구하고 모집 금액이 일정 규모 이상에 미달할 경우에는 환급 조치할 수 있도록 하였다. 그러나, 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품은 자금 모집이 개시된 7월 24일 당일에 당초 모집 목표 금액인 130억원이 모두 청약되어 청약 기간이 조기 단축되었다.

위탁자 1인이 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품에 신탁 가입할 수 있는 금액에는 상한선과 하한선이 설정되어 있는데, 최저 가입 금액은 500만원이고 최고 가입 금액은 모집 금액의 10%인 13억원 이내의 범주에서 원단위로 가입할 수 있다. 또한, 위탁자가 보유한 신탁수익권의 양도 및 담보 제공 조건에는 다음과 같이 일정한 제약이 설정되어 있다. 타인에 대한 신탁수익권의 양도는 허용되지 않지만, 국민은행으로부터 승인을 받을 경우에 한정하여 신탁 잔액의 80%까지 신탁 계정으로의 대출 방식을 통하여 담보로 제공할 수 있다.¹⁰⁾

한편, 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 신탁 기간은 청약일로부터 1년 6개월로 설정되어 있으며, 다음과 같은 경우에는 조기 청산하거나 또는 연장할 수 있도록 구조화되어 있다. 신탁 운용 자산의 처분 등 환가가 완료되거나 혹은 펀드 운용이 수탁일로부터 6개월 이상 지연되는 경우에는 신탁 기간이 만료되기 이전이라도 펀드를 청산하여 조기에 배당하고, 신탁을 종료할 수 있다. 반면, 부동산

10) 이와 같이 담보 제공을 통하여 대출 방식의 자금 지원을 하는 것은 중도 환매의 금지로 인하여 계약형 부동산투자신탁 상품이 갖고 있는 유동성 부족의 단점을 보완하며, 투자자에게 일정 부분의 환급성을 제공하기 위하여 구조화한 것이다.

의 개발 또는 처분의 지연 등 부동산투자신탁 상품의 특성상 신탁 기간의 연장이 불가피한 경우에는 청약 당시에 설정된 신탁 기간의 1/2(9개월)에 해당하는 기간의 범위 이내에서 신탁 기간을 연장할 수 있다.

마지막으로, 펀드의 공시 의무는 계약형 부동산투자신탁 상품의 운용 과정에서 투자자 보호를 위한 주요 조건으로서, 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 공시 의무는 다음과 같다. 공시 의무 사항은 매분기 말을 기준하여 펀드의 자산 및 손익 현황이며, 기타 펀드의 내용 중에서 주요 변경 사항 또한 공시할 의무를 갖고 있다. 이와 같은 공시 사항은 수탁후 3개월이 경과한 시점으로부터 펀드의 매분기 말을 기준하여 자산 및 손익 현황을 영업점 내에 비치하고, 위탁자가 별도로 요청할 경우에는 교부하며, 분기말 이후에는 신탁부에서 별도로 송부하도록 하였다. 그리고, 펀드의 내용 중에서 주요 변경 사항은 1개월 동안 영업점 내에 게시하여 공시하도록 의무화하였다.

2) 주요 산출식

국민은행의 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품에 투자한 위탁자는 펀드의 운용 결과에 따라 발생하는 지급 이익(운용 이익-성과 보수)의 위탁자별 지분율(위탁자별 수탁원본/총수탁원본)에 따라 이익배당금을 받게된다. 따라서 위탁자는 수탁일로부터 신탁 종료일의 이익 계산 기간(년)에 따라 펀드별 청산 방식에 의하여 운용 실적을 배당의 방식으로 받게 되는 것이다. 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 이익배당금 산출식은 다음의 <표 III-14>와 같다.

한편, 계약형 부동산투자신탁 상품의 경우, 펀드 운용에 따라 신탁 보수는 운용 자산의 일정 비율인 기본 보수와 운용 이익에 따른 성과 보수로 이루어진다. 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 경우, 기본 보수는 연평균 잔액을 기준하여 펀드 운용자산의 기본 보수율(1.5%)이며, 성과 보수는 수탁 당시의 국민은행 1년 만기 일반정기예금의 이자율을 초과하는 연평균 운용이익률의 성과 보수율(20%)로 설정되어 있다. 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 기본 보수 및 성과 보수 등에 대한 산출식은 다음의 <표 III-15>와 같다.

<표 Ⅲ-14> 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 이익배당금 산출식

$$\begin{aligned} \text{지급이익} &= \text{운용이익} - \text{성과보수} \\ \text{위탁자별 지분율} &= \frac{\text{위탁자별 수탁원본}}{\text{총수탁원본}} \\ \text{위탁자별 지급이익} &= \text{지급이익} \times \text{위탁자별 지분율} \\ \text{총배당률} &= \frac{\text{총지급이익}}{\text{총수탁원본}} \end{aligned}$$

자료: 국민은행, “빅맨부동산투자신탁 1호 상품 내용 및 업무 처리 요령,” 2000.7.

<표 Ⅲ-15> 빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 기본 및 성과보수 산출식

$$\begin{aligned} \text{운용이익} &= \text{총수익} - \text{제비용} - \text{기본보수} \\ \text{연평균 운용이익률} &= \frac{\left(\frac{\text{운용이익}}{\text{이익계산기간(년)}} \right)}{\text{총수탁원본}} \\ \text{기본보수} &= \text{펀드 운용자산 연평균잔} \times \text{기본보수율(1.5\%)} \\ \text{성과보수} &= \text{총수탁원본} \times \text{이익계산기간} \times \text{성과보수율(20.0\%)} \\ &\quad \times (\text{연평균 운용이익률} - \text{수탁당시 1년만기정기예금 이자율}) \end{aligned}$$

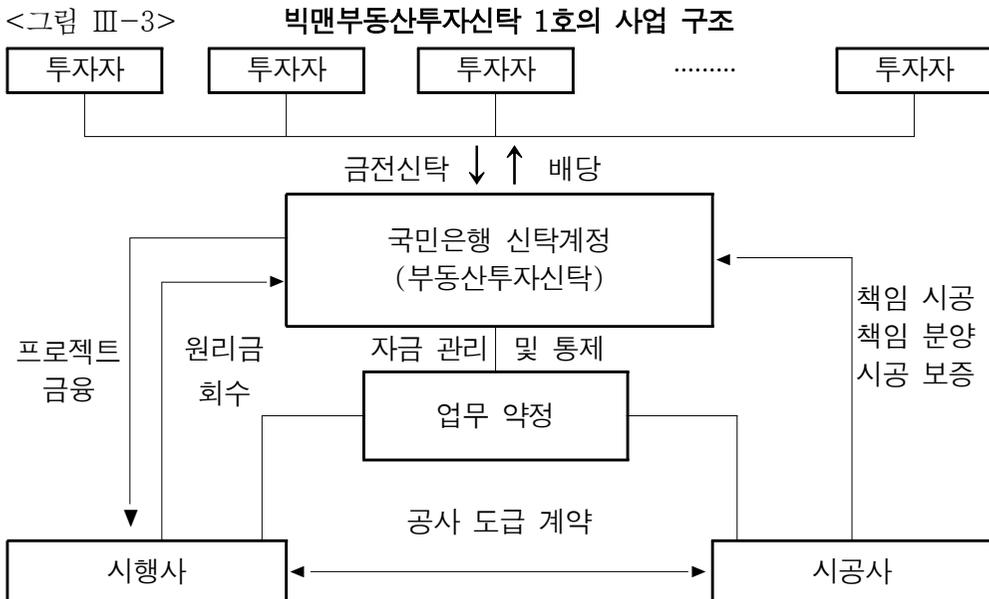
자료: 국민은행, “빅맨부동산투자신탁 1호 상품 내용 및 업무 처리 요령,” 2000.7.

3) 사업 구조

빅맨부동산투자신탁 제1호 상품의 사업 구조는 <그림 Ⅲ-3>에서와 같이 신탁 자금 모집 및 관리의 주체인 국민은행과 사업 추진의 주체인 시행사, 그리고 해당 사업의 시공을 담당하는 시공사로 구성되어 있다. 개별 주체는 3자 사이의 업무 약정을 통하여 각각의 수행 업무를 분담하고 있으며, 각자가 담당하는 업무를 세분하여 살펴보면 다음과 같다.

국민은행은 부동산투자신탁 상품의 판매를 통하여 자금을 모집하여, 이를 아파트 개발사업의 부지 매입비(잔금) 및 초기 사업비에 프로젝트 금융 방식으로 대출한다. 또한, 국민은행은 해당 개발사업의 추진을 위하여 결제수탁계정(escrow

account)을 설정하여, 소요 자금의 관리 및 통제를 실시하고, 아파트 개발사업의 추진 단계에 따라 분양 수입금에서 투자 원리금을 우선적으로 회수하게 된다. 시행사는 부지 매입, 사업 승인 및 분양 신청 등 해당 개발사업의 추진과 관련된 제반 인허가 업무를 담당하고, 부동산투자신탁 자금으로 부지 매입비 및 초기 사업비를 조달하며, 설계, 감리 및 공사의 도급을 위한 계약을 체결하게 된다. 한편, 시공사는 해당 사업의 시공 및 분양을 책임질 뿐만 아니라 연대시공사의 선정을 통하여 해당 사업에 대한 시공 보증을 제공하게 된다.



자료: 국민은행, “빅맨부동산투자신탁 1호 설명서”, 2000.7.

빅맨부동산투자신탁 제1호 상품은 송파구 문정동에 소재한 제8차 동시분양 아파트의 개발사업에 대한 프로젝트 금융 방식으로 부동산투자신탁 자금을 운용하는 사업 구조를 갖고 있다. 동 사업은 1,400 여평의 부지에 32평형의 단일 평형 아파트 150 가구를 건설하는 사업으로서, 평당 분양가는 700만원 수준이며, 공사 기간은 2년 1개월로 예상된다. 따라서 아파트 개발사업의 추진 과정에서 발생하여 향후에 해당 사업으로부터 창출되는 현금흐름에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 분양 위험과 공사비 초과(cost over-run) 및 공기 초과(delay)에 따른 건설 위

험에 대하여 사전 검증이 절대적으로 요구된다.

먼저, 국민은행은 빅맨부동산투자신탁 상품을 구조화하는 단계에서 해당 개발 사업의 분양 가능성에 대하여 입지 조건 등 철저한 시장 조사를 실시하였고, 이와 같은 분석 결과에 기초하여 대상 사업을 선정함으로써 분양 위험을 최소화하고자 하였다. 또한, 공사비 및 공기 초과에 따른 사업 지연 가능성을 최소화하기 위하여, 전체적인 공사 기간 및 일정에 대한 기술적 검증을 실시하였고, 공사비 및 공기 초과 위험을 시행사와 시공사의 위험 분담, 그리고 연대 시공사의 입보 등으로 해당 프로젝트 추진 과정의 신용을 제고하였다.

한편, 국민은행은 사업 추진의 전 과정에서 발생하는 모든 수입과 지출을 자기 은행의 결제수탁계정을 통하여 관리, 통제하고 있다. 또한, 국민은행은 업무 협약을 통하여 공사 진척도에 따라 회수되는 분양 수입금의 일정 부분을 투자 원리금의 상환 자금으로 우선 적립하는 선순위 구조를 통하여 분양 수입금을 관리하도록 구조화하였다. 그리고, 일정 수준 이하의 분양이 이루어진 미분양 리스크에 대비하여 국민은행은 시공사가 잔여 미분양 아파트의 리스크를 담당하는 한편, 일정 수준 이상의 분양에 대해서는 시공사가 분양 대금의 관리를 담당할 수 있도록 구조화하여 미분양 리스크의 헤지 방안을 마련하였다.

IV. 호주의 상장 부동산 신탁 증권(LPT)

1. LPT의 개요 및 구조

1) LPT의 개요

호주의 상장 부동산 신탁 증권(Listed Property Trusts: LPT)은 오직 부동산(주택부문 제외)에 투자하기 위하여 불특정 다수의 주주들(unitholders)로부터 자금을 모집할 수 있는 신탁 증권 방식의 상장 제도이다. LPT는 『호주회사법』(Australian Corporations Law)의 일부인 『관리투자법』(Managed Investment Act 1998) 및 『호주주식시장 상장 규칙』(Australian Stock Exchange Listing Rules)에 의한 신탁 규약(deed of trust)을 준수하여야 한다.

LPT의 지분(units)은 주식시장에 상장(listing)되어 자유롭게 거래(trading)될 수 있으며, 자산에 대한 권리는 균등한 단위 주식(unit)으로 분할된다. 이와 같은 주식은 부채를 제외한 전체적인 자산에 해당하는 것으로서, 개별 부동산의 자산에 해당하는 것이 아니기 때문에 분할할 수 없다. LPT는 지속적으로 운영 가능한 일반 회사의 구조를 갖고 있는 미국의 부동산투자신탁(REITs)과는 달리 영속적인 조직이 아니고, 계약 방식의 신탁 규약에 따라 약 80년 정도의 기한 제한이 있는 한시적인 신탁 조직이다.

한편, 신탁 규약에 따라 LPT의 차입금 규모는 전체 자산의 60% 이내로 제한되고, 세제 혜택을 위하여 모든 순수익이 주주들에게 배분되기 때문에 차입금의 상환은 자산 처분 및 증자의 방식을 통해서만 가능하다. 또한, LPT에 투자한 주주들은 신탁 자금의 운용으로 발생하는 수익을 배분받으며, 투자 지분의 범위 내에서 유한 책임(limited liability)을 분담하게 된다. 그리고, LPT는 임대 수익 부동산에 직접 투자한 자산과 관련된 신탁 증권으로서, 사무실, 상업 건물 및 산업용 건물 등 주거용 건물을 제외한 주요 부동산 부문에 투자하고 있다.

호주의 LPT는 미국의 REITs와 같이 『소득세법』(Division 6 of Part 3 of the Income Tax Assessment Act 1936)의 적용에 있어서 다음과 같은 일정 요건을

충족하면 중과세의 면제 대상이 되고 있으며, 특히 호주의 현행 세법 적용에 있어서 과세 대상의 모든 소득(taxable income)에 대하여 무려 36%에 달하는 법인세를 면제받고 있다.

첫째, LPT를 구성하는 주주들이 500명 이상이어야 하며, 각각의 주주들은 최소한 2,000 호주달러 이상의 지분을 보유하여야 한다.¹¹⁾ 둘째, LPT의 운영 주체인 책임 법인이 75% 이상의 자금을 임대수익용 부동산에 투자하여야 한다. 셋째, LPT는 상업적 거래 행위에 전체 자금의 30% 이상을 투자해서는 안된다. 넷째, LPT는 과세 대상 소득의 전부(100%)를 주주들에게 배당하여야 한다. 특히, 발생된 모든 과세 대상의 소득이 주주들에게 배당되지 않은 경우에는 미배당 수익에 대하여 49%의 최고 소득 세율이 적용된다.

이와 같은 세금 면제의 혜택을 받기 위하여 LPT는 소극적인 투자 형태를 유지하여야 하며, 이로 인해 장기적인 투자 형태를 유지하기 위하여 정기적으로 부동산을 매매할 수 없게 된다. 이와 같은 제한은 기본적으로 LPT의 자산 관리자(fund manager)가 투기를 목적으로 한 부동산의 단기 매매를 할 수 없게 만들며, 부동산의 장기 투자라는 측면에서 LPT의 목적에도 부합하고 있다.

한편, <표 IV-1>에서 보는 바와 같이, 회사형 조직을 갖는 미국의 REITs와 마찬가지로, LPT는 단일 책임 법인에 의한 자기 관리 추세로 변화하고 있다. 이를 위하여 LPT는 신탁 자금별로 반드시 책임 법인(responsible entity)을 지정하고, 책임 법인은 피신탁자(trustee)와 자산 관리자(fund manager)의 역할을 담당할 책임 담당관(responsible officer)을 선임하여야 한다.¹²⁾ 특히, LPT는 책임 법인이 자산운용회사(asset management company: AMC)와 계약을 체결하여 부동산 등의 매입, 보유, 처분 및 수익의 배분 등 LPT의 전반적인 운영을 위탁하고 있다.

11) LPT를 구성하는 주주들의 최소 구성 인원 에 대한 의무 조항과 개별 주주가 보유하는 법적 최소 지분에 대한 의무 조항은 결과적으로 전체 주주들의 지분 규모가 최소 200만 호주달러 이상이 되어야 함을 의미한다. 그러나, 이 조항은 기본적으로 LPT의 지배 구조에 있어서 대주주에 의한 권한을 제한하기 위한 조항이다. 또한, 이 조항은 LPT가 발행한 주식 이 호주증권거래소에 상장되어 거래되기 위하여 요구되는 조항이기도 하다. 따라서 이 조항을 LPT 구성의 최저 자본금 요건으로 간주하기는 어려운 것으로 판단된다.

12) 책임 담당관의 역할 및 자격 요건은 본 장의 제3절 제3항에 상세하게 제시되어 있다.

<표 IV-1>

미국 REITs와 호주 LPT의 비교

구분	호주 LPT	미국 REITs
세무 구조	과세 대상 소득 전액을 배당할 경우 세금 면제	과세 대상 수익의 95%를 배당할 경우 법인세 면제
경영자	책임 법인이 운영 또는 경영자를 임명, 총자산으로 수수료 지불	내부 경영자로 선임, 비용은 일반 경비로 처리
회사 구조	기본적으로 신탁 구조, 주주들에게 주식(Units) 발행	기본적으로 회사 구조, 주주들에게 주식(Shares) 발행
법적 구조	신탁 규약에 의해 책임 법인이 주주들을 대신하여 자산을 소유, 비영속적인 조직	영속적인 유한 책임이 있는 회사법인 조직, 소유권의 등기 이전이 가능
현황	145억 달러, 전체 자본 총액은 최근 5년간 연평균 28% 씩 증가	1,550억 달러, 전체 자본 총액은 최근 5년간 연평균 40% 씩 증가.
종류	주로 소득을 창출하는 부동산에 직접 투자하는 자산 신탁	자산, 채권 등 부동산 투자 신탁, 시장의 90%는 자산 부동산 신탁
용자	1998년 3월 기준, 시장 총자본 규모의 약 22%가 차입 부분	1997년 9월 기준, 시장 총자본 규모의 약 29.4% 가 차입 부분
수익	1998년 3월까지 12 개월간 LPT Accumulation Index: 27.7%	1997년 9월까지 12 개월간 REIT Total Return Index: 12.6%
수익률	1998년 3월 기준: 6.9% (연평균 배당 기준)	1997년 9월 기준: 6.4% (연평균 배당 기준)

자료: 이상영, 서후석, 김진우, 신용식, 「부동산투자회사 제도의 도입 방안에 관한 연구」, 한국건설산업연구원 정책 연구 99-02, 1999.1, 63쪽의 내용을 제도 개정에 기초하여 수정하였음.

기존의 호주 LPT제도는 신탁 규약에 의하여 자산보관회사의 역할을 담당하는 피신탁자(trustee)가 투자 자금 및 부동산의 소유권을 보유하여 왔다. 그러나, 자산 보관 제도는 1998년에 『관리투자법』의 제정과 더불어 2년의 유예 기간을 거쳐 2000년 7월 1일부터 폐지되었다. 『관리투자법』에 의하면, LPT의 투자 대상이 되는 자산의 운용 및 보관 기능을 통합하여 단일 책임 법인이 그 기능을 수행하도록 제도 개정을 추진하였다.¹³⁾ 그러나, 제도 변경의 기간 동안에 유예 기간을

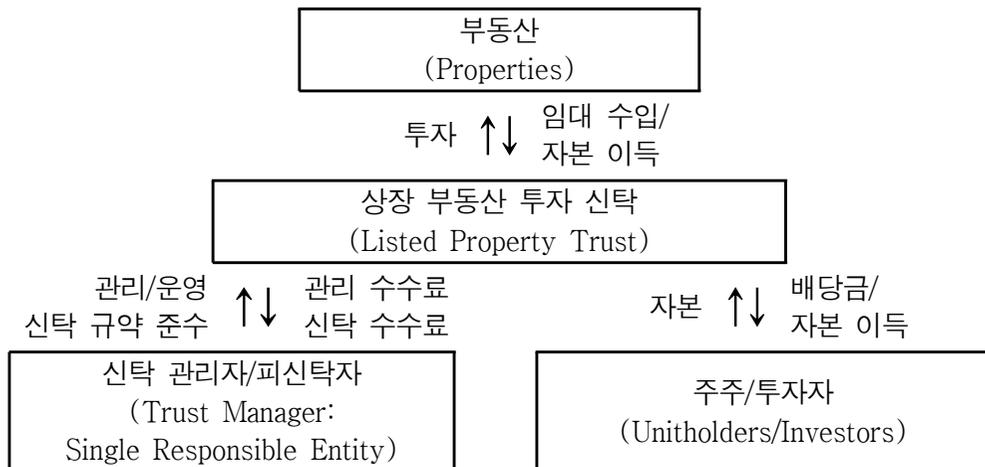
13) 호주 LPT 구조의 변화 배경에 대해서는 본 장의 3절을 참조하기 바란다.

설정하여, 자산운용회사가 일정 요건을 충족하지 못할 경우에는 기존의 자산보관 회사를 따로 지정할 수 있도록 하고 있다.

2) LPT의 구조

호주 LPT는 <그림 IV-1>에서와 같이 주주(unitholders) 또는 투자자(investors)와 투자 자산의 관리 및 운영, 그리고 피신탁자의 역할을 담당하는 단일 책임 법인으로 구성된다. 호주 LPT의 현재 구조는 1998년에 『호주회사법』에서 LPT의 운영 구조와 같이 관리 투자를 규정하는 『관리투자법』이 제5부 제3장에 새롭게 제정됨으로써 크게 변화하였다.

<그림 IV-1> 호주 LPT의 구조(1998년의 『관리투자법』 도입 이후)



자료: Warburg Dillon Read, *The Potential for Listed Property Funds in Singapore: Comparisons with the Australian Listed Property Trust Sector*, 2000.

(1) 주주(Unitholders) 또는 투자자(Investors)

LPT의 주주들은 부동산과 관련된 투자 신탁의 수익자로서, 전액이 지불된 단위당 적용 가격분에 따라 유한 책임(limited liability)을 지며, 주식시장에서의 자

유로운 신탁 증권의 거래를 통하여 유동성의 혜택을 받게 된다. 『호주증권법』에 의하여 일반적인 상장 법인과 같이, LPT는 적어도 2,000 호주달러(1,200 US달러)의 금액에 상당하는 주식을 소유한 최소 500명의 주주들을 유지하여야 한다.

호주 LPT 시장의 주요 투자자는 금융기관, 퇴직 연금 및 은행들로서, 전체 LPT 주주들의 70% 내지 80%을 차지하고 있다. 특히, 고용주 퇴직 연금 분담금(superannuation contribution)의 급격한 증가에 따라, 1990년대 중반 이후에 LPT 부문은 크게 성장하였다. 1998년 말을 기준으로, 고용주 퇴직 연금 분담금의 총액은 약 350억 호주달러로 추산되며, 일반적으로 이와 같은 퇴직 연금 분담금의 약 10% 정도는 부동산 시장에 투자되고 있으며, 나머지 20% 내지 30%의 주주들은 약 30만 명 정도의 개인 투자자들로 구성되어 있다.

(2) 단일 책임 법인(Single Responsible Entity)

단일 책임 법인은 LPT의 신탁 관리자(trust manager) 역할을 담당하는 LPT 운영의 책임 주체이다. 단일 책임 법인은 기존의 LPT 구조(<그림 IV-4> 참조)에 있어서 신탁 관리자(fund manager) 및 피신탁자(trustee)의 역할을 동시에 담당하고 있다. 단일 책임 법인은 LPT 보유의 부동산을 총괄적으로 운영하기 위하여 선임된 외부 경영자로서 주주들의 투표에 의하여 선출 또는 해임될 수 있으며, 투자 및 비용 지출과 관련된 주요 결정은 주주들의 재가를 받아야만 한다.

한편, 단일 책임 법인은 주주들을 위한 피신탁자로서의 역할 또한 수행하고, 주주들을 대행하여 이사회(board of directors)의 기능을 수행하여 부동산의 소유 권리를 갖게 된다. 따라서 단일 책임 법인은 LPT의 관리자 및 피신탁자의 역할을 담당하는 대가로, LPT 부동산의 총자산 가치에 근거하여 일정 비율의 관리 수수료를 지불받으며, LPT의 부동산 자산에 대한 소유 및 관리의 기능을 함께 보유한 관리 투자의 주체로서 역할을 한다.

2. 도입 배경 및 시장 현황

1) LPT제도의 도입 배경

호주 최초의 LPT는 1971년에 Lend Lease Corporation이 600만 호주달러(360만 US달러) 상당의 General Property Trust(GPT)를 주식시장에 상장하면서 시작되었다. GPT는 LPT를 활용하고, 『신탁법』의 세금 혜택을 받은 최초의 상품으로서, 일반 투자자들이 비거주용 부동산에 투자하여 발생하는 임대 수입 또는 자본 이득을 배당받을 수 있도록 개발되었다. Warburg Dillon Read(2000)의 최근 통계에 의하면, GPT의 총자산 가치는 시장 자본 총액(market capitalization)을 기준으로 하여 36억 호주달러에 이르러, 1971년의 상장 당시에 비하여 지난 29년 동안에 무려 600배가 성장하였다.

호주의 LPT 시장은 1971년에 도입된 이후 20년 동안 지속적으로 성장하여, 1991년에는 48억 호주달러(29억 US달러) 규모로 성장하였다. 더욱이 지난 6년간은 LPT 부문이 급격하게 성장하여 1998년 3월 말 현재 225억 호주달러(145억 US달러)의 규모에 이르러, 연평균 28%의 자산 가치 성장률을 보이고 있다. 호주 증권거래소(1999)의 1999년 연보에 의하면, 1998년 말을 기준으로 호주에서는 상업용 건물, 상점 건물, 공업용 건물, 호텔, 개발 부문, 영화관 등의 부동산 포트폴리오로 구성된 52개의 LPT들이 41개의 기업들에 의하여 발행되었고, 호주증권거래소에 상장되어 있다.

1990년대 초반 호주에서는 전국적으로 도심 지역에 소재한 사무실들의 평균 공실률이 20%를 초과할 정도로 부동산 시장이 극심한 수준의 경기 하향 조정 국면을 경험하게 되었다. 이처럼 부동산 경기가 극심한 침체 국면에 접어들면서 유동성의 위기가 고조되었고, 유동성이 떨어지는 비상장 부동산 신탁 증권(Unlisted Property Trusts: UPT) 시장의 붕괴가 초래되었다. 호주의 UPT 시장은 1980년대 후반부터 부동산 경기가 상승 국면에 접어들면서 크게 성장하였으나, 1990년대 초반의 부동산 경기가 침체되어 투자자들의 대량 환매 요구로 인해 대규모의 자금 유출이 발생한 것이다.

특히, 당시 호주 부동산 경기의 침체가 심화됨에 따라 부동산 자산의 직접 소유로 인해 발생하는 여러 가지의 제약 사항 중에서 다음과 같이 3가지의 근본적인 문제가 제기되었다. 첫째, 부동산 자산의 비유동성 문제로서, 부동산의 판매자는 부동산의 직접 소유로 인해 부동산 경기의 침체와 같이 부동산의 처분이 요구될 경우 부동산 자산의 매각 또는 처분이 어려운 상황에 직면하게 되었다. 둘째, 부동산 자산 가격의 단기 변동성 문제로서, 경기 침체와 더불어 부동산 시장의 기본적인 여건(market fundamentals)이 악화됨에 따라 부동산 자산의 단기 가격이 큰 폭의 변동을 보여 부동산 자산의 관리에 어려움이 발생하게 되었다. 셋째, 부동산 자산에 대한 고정 부채의 상환 불능 문제로서, 부동산 경기의 침체로 인해 부동산 자산의 가치에 대비 부채의 비율(loan to value ratio: LTV ratio)이 급격하게 증가하는 반면, 이자 보상 비율(interest cover ratio)이 크게 감소하여 고정 부채의 상환이 불가능해지는 문제가 발생하였다.

이와 같은 환매 요청으로 UPT가 유동성 위기에 처하고 운영이 부실화되는 상황이 발생하자 당시의 호주증권감독원(Australian Securities Commission: ASC)은 대부분의 비상장 부동산 증권을 강제적으로 주식시장에 상장하도록 제재 조치를 취하게 되었다. 이와 같이 부실 UPT를 정리하는 방안의 하나로서 주식시장의 거래를 통하여 유동성을 보장할 수 있는 LPT로의 전환이 촉진되었고, 이로 인해 당시 14개의 UPT가 LPT로 전환되었다.

한편, 대출금의 회수 불능 현상으로 인해 많은 금융기관은 약 300억 호주달러(180억 US달러) 규모의 사고 대출과 관련된 부동산들을 보유하게 되었다. 이로 인해 발생한 부동산 대출의 실질적인 정지 현상은 금융기관, 개발업자 및 부동산 매도자들로 하여금 부동산 대출 방식의 차입 대신에 주식시장으로 관심을 돌리게 하였다.

당시 LPT 방식을 통하여 부동산 자산에 대한 신탁증권의 발행 및 주식시장의 상장을 통한 부동산 자산의 단위화(unitising) 경향이 촉진되었으며, 이와 같이 촉진된 LPT의 장점으로서 다음과 같이 3가지를 지적할 수 있다. 첫째, 일반적으로 부동산 자산의 취득은 대규모 자금의 투자가 요구되지만, LPT를 통하여 부동산 자산에 대한 소액 투자자의 접근도가 증대되었다. 둘째, 법인세가 면제된 순소득

의 전부를 투자자에게 배분함으로써, 개발에 따른 자본 이득을 지향하는 부동산 자산에 대한 직접투자의 원래 목적을 유지하게 되었다. 셋째, 주식시장을 비롯한 금융시장에서의 유통을 통하여 부동산 자산에 대한 투자의 유동성을 크게 개선하게 되었다.

부동산의 거의 모든 부문에서 발생하는 투자 이익의 급격한 증가는 회사의 주식 배당에 대비하여, 보다 높고 지속적인 이익 배당을 투자자들에게 제공할 수 있는 LPT를 통하여, 직접 소유하고 있는 부동산의 처분을 가능하게 만들었다. 또한, 시드니의 도심 지역에 소재한 사무실의 투자 이익률은 1989~93년의 기간 동안에 3.5% 포인트가 증가하였다.

부동산에 대한 기관투자자들의 직접적인 소유로부터 유동성을 강조한 LPT 채권으로의 전환으로 인해 부동산 투자의 재조정과 고용주의 퇴직 연금 분담금의 급격한 증가로 인하여 LPT 시장의 수요는 급격하게 증가하였다. 특히, 고용주의 퇴직 연금 분담금은 1992년 이후 연평균 13%의 높은 증가율을 지속적으로 기록하면서, 호주 LPT 시장의 성장에 크게 기여하였다. 그리고, 최근에는 LPT가 부동산과 관련된 투자 매입의 35% 수준을 점유함으로써, 호주의 부동산 시장에서 매우 중요한 역할을 담당하고 있다.

호주의 LPT가 갖는 특성으로서 다음의 3가지를 지적할 수 있다. 첫째, LPT는 소득의 창출이 가능한 부동산에 직접적으로 투자하기 위하여 불특정 다수의 투자자로부터 자금을 모집하고, 이러한 자산에 근거한 수동적 투자 기구(passive investment vehicle)이다. 둘째, LPT는 과세 대상 소득의 전부를 주주들에게 배분하여 조세의 부담을 주주들에게 전가함으로써, 법인세가 면제되는 구조를 갖고 있으며, 결과적으로 이중 과세의 부담을 덜어 전체적인 수익률을 제고하고 있다. 셋째, LPT는 주주들을 대행하여 부동산 자산을 소유하고, 투자 증권의 일일 운용을 전문적으로 담당하는 단일 책임 주체(single responsible entity)에 의하여 운영된다.

2) LPT 시장의 현황

(1) 개요

호주의 LPT 시장은 국제 부동산 투자 금융의 선두를 달리고 있다. 호주의 LPT 시장은 분할 납입 증권(partly paid units), 전환 증권(converting securities) 및 부채 증권(rated debt securities) 등의 새롭고 획기적인 상품들을 시장에 소개할 수 있을 정도로 성숙하게 되었다. 분할 납입 증권은 보통 개발 부문의 LPT에 이용되며, 주주들이 신탁 증권 대금을 분할 납입할 수 있으며, 투자자는 배당금을 받지 않지만, 예상되는 개발 이익을 기대하고 투자하게 된다. 분할 납입 증권의 사례를 살펴보면, 신탁 증권의 가격은 개발이 완료되는 시점의 순자산 가치를 가정한 신탁 증권 가격과 청약 당시의 가격 차이에 근거한 내부 수익률(internal rate of return: IRR)에 의한 개발 이익을 고려하게 된다.

특히, LPT 방식의 호주 부동산 금융의 국제적인 위상은 증권화 및 투자 신탁 방식의 부동산 금융 제도를 도입하고자 하는 동남아 국가의 정책 참고 자료의 근간을 이루고 있다. 싱가포르 정부와 일본 정부의 경우, 부동산투자신탁 제도의 도입과 관련하여 2000년 4월에 UBS Warburg로 개명한 국제적인 투자 금융기관인 Warburg Dillon Read와 Merrill Lynch가 LPT 시장 구조에 기초하여 각각 정책 자문을 실시하고 있다.

호주의 경우, 투자 대상 등급에 해당하는 부동산의 가치는 약 654억 달러(산업용 건물 제외)의 규모로서, 미국의 1조 450억 달러와 비교하여 매우 제한되어 있다. 그러나, 호주 LPT 시장은 지속적인 발전으로 인하여 국제적인 투자 수단으로 각광을 받기 시작하였으며, 특히 1996년에 Westfield America Trust가 미국 주식 시장에 상장됨으로써 국제적인 LPT가 시작되었다. 2000년 3월 말 현재, 호주 LPT 중에서 국제적인 투자 수단의 역할을 담당하고 있는 주요 LPT로서 미국 주식시장에 상장된 Westfield America LPT와 Lend Lease US Office LPT를 지적할 수 있다. 또한, 호주 LPT 시장의 투자자 중에서 약 10%는 외국의 기관투자자이고, 호주 LPT의 시장 자본 규모 중에서 약 6%는 외국의 부동산에 투자되어 있

으며, 자산 가치의 약 7%는 외국에서 보유하고 있다.

호주는 부동산 자산의 증권화 관점(<표 IV-2> 참조)에서 볼 때 부동산 자산의 상장 비율이 22.1% 수준으로서, 홍콩 다음으로 세계에서 가장 높게 나타나고 있다. 홍콩의 경우, 투자 대상급의 부동산 중에서 약 43%가 주식시장에 상장되어있으며, 미국의 REITs는 단지 약 8.6%가 REIT 시장에 포함되어 있다.

<표 IV-2>

주요 국가의 부동산 증권화 규모

단위: 10억 달러, %

구분	투자 대상급 부동산 규모(A)	상장 부동산 증권 규모(B)	부동산 증권화 비율(B/A)
홍콩	157.6	68.0	43.2
호주	65.4	14.5	22.1
스웨덴	37.9	5.7	15.0
인도네시아	21.1	2.5	11.8
영국	528.0	56.6	10.7
미국	1,450.0	125.0	8.6

자료: SBC Warburg Dillon Read, *The Potential for Listed Property Trusts in Singapore: A Comparison of the Australian LPT and United States REIT Model*, 1998.

호주의 기관투자자들은 지난 5년 동안에 부동산 투자와 관련하여 직접 보유에서 유동화 증권으로 재조정하는 경향을 나타내고 있다. 이러한 경향은 일반적으로 부동산 투자에 있어서 요구되는 유동성 확보의 필요, 시장 가치 산정의 필요, 그리고 상장 상품의 개발 및 상장 부동산 신탁 증권의 다양한 연구 등에 의하여 가속화되고 있다. 호주의 LPT는 1986년에 호주 주식시장의 총 자본 규모에서 차지하는 비중이 2%의 수준에서 1999년 말 현재 총 자본 규모의 5%를 상회할 정도로 급성장을 하고 있다.

(2) 부문별 시장 현황(1999년 기준)¹⁴⁾

1999년 한해 동안에 호주 LPT 시장의 상황은 호주 주식시장의 전체 지수에 비하여 21% 낮은 것으로 나타났으나, LPT부문으로의 자금 유입에 힘입어 회복 추세를 보이고 있다. 개별 LPT의 순거래자산(net trading assets: NTA)과 투자수익률(return on equity: ROE)을 기준하여, 1999년 호주 LPT 시장의 부문별 현황은 <표 IV-3>과 같다.

<표 IV-3> 호주 LPT의 부문별 수익률 현황(1999년 말 기준)

단위: %, 포인트

신탁 종류	순거래자산 증감률	투자수익률(ROE)		
		1998년 말	1999년 말	증감
사무실용(office)	3.9	10.4	9.4	-1.0
소매판매용(retail)	2.9	13.3	11.3	-2.0
산업용(industrial)	3.6	12.6	13.2	0.6
분산투자용(diversified)	1.0	11.6	11.1	-0.5
호텔용(hotel)	-8.2	-5.4	0.8	6.2
LPT 전체	2.4	11.8	10.9	-0.9

자료: Merrill Lynch, *Australian Property Trusts*, 18~21쪽, 2000. 3.

전체 LPT의 순거래자산 증가율은 2.4%로서, 1998년의 3.4%에 비하여 다소 감소하였으며, 호텔용 LPT의 8.2% 감소를 제외하고는 사무실용 LPT와 산업용 LPT는 각각 3.9%와 3.6% 증가하였다. 그리고, 소매판매용 LPT의 순거래자산 증가율은 전체 LPT의 평균 증가율보다 다소 높은 2.9%를 기록한 반면, 분산투자용 LPT는 전체 평균보다 낮은 1.0% 수준에 머물렀다. 따라서 순거래자산을 기준하여 1999년의 LPT 시장은 사무실용 및 산업용 LPT가 전체 시장을 주도한 것으로 보이며, 특히 우량 임차인의 보유를 통한 재평가가 사무실용 LPT의 가치를 상승 시킨 것으로 분석된다.

14) 본 내용은 Merrill Lynch(2000)와 Warburg Dillon Read(현재의 UBS Warburg, 2000)의 호주 LPT 시장에 대한 분석가들이 2000년 3월 1일에 각각 발표한 호주 부동산투자신탁 시장의 동향 분석 및 향후 전망 자료에 근거하고 있다.

한편, 투자수익률(ROE)를 기준하여 1999년의 동향을 살펴보면, 전체 LPT는 1998년 말의 11.8%에 비하여 0.9% 포인트 감소한 10.9%를 기록하였다. 그러나, 이러한 수준의 수익률은 10년 만기 채권의 수익률보다 1.5% 포인트 정도 상회하는 것으로서, LPT가 안정성 측면과 더불어 수익성 측면에서 매우 좋은 투자 대상인 것으로 나타났다.

1991년 이후의 기간 동안에 호주 LPT의 투자수익률과 10년 만기 채권의 수익률 추이를 살펴보면, 1991~92년의 기간에는 LPT의 수익률이 채권 수익률보다 1% 포인트 상회하였다. 그러나, 1993년에는 두 수익률이 비슷한 수준에서 동조 현상을 보였고, 1994~95년의 기간에는 채권 수익률이 1~2% 포인트 정도 상회하였다. 그리고, 1996년 이후부터 2000년 3월 말 현재에 이르기까지 LPT의 수익률이 채권 수익률을 1.5~2% 포인트 정도 상회하는 경향을 보이고 있다.

부문별 LPT 중에서 가장 높은 투자수익률은 산업용 LPT의 13.2%로서, 1998년 말에 비하여 0.6% 포인트 증가하였다. 그리고, 다음으로 소매판매용 및 분산투자용 LPT가 각각 11.3%와 11.1%의 투자수익률을 기록하였다. 반면, 1998년에 실적이 저조하였던 호텔용 LPT는 1998년의 마이너스 수익률에서 1999년에는 플러스 수익률로 전환하여, 증감 수준은 무려 6.2% 포인트에 이르고 있다.

Merrill Lynch(2000)의 추정 자료에 기초하여 호주 LPT의 1999년 부문별 재무 현황(<표 IV-4> 참조)을 살펴보면 다음과 같다. 전체 LPT의 평균 수익률은 8.1% 수준으로서 호주증권거래소에 상장된 100대 신탁(ASX 100 Trusts)의 평균 수익률보다 0.3% 포인트 높은 것으로 추정되었다. 부문별로는 산업용 LPT의 평균 수익률이 9.9%로 가장 높게 나타났고, 다음으로 분산투자용 LPT(8.5%), 사무실용 LPT(7.9%), 그리고 소매판매용 LPT(7.4%)의 순으로 나타났다.

한편, 전체 LPT의 총자산에 대비한 부채의 비율은 25.3%로 호주증권거래소에 상장된 100대 신탁의 평균 비율 24.1%에 비하여 1.2% 포인트가 높게 나타났다. 전체 평균 비율에 대비하여 부문별로는 분산투자용 LPT의 비율이 18.9%로 현저하게 낮고, 사무실용 LPT와 산업용 LPT는 25~27%의 비슷한 수준을 유지하는 반면, 소매판매용 LPT와 호텔용 LPT는 30% 이상으로 다소 높게 나타났다.

<표 IV-4> 호주 LPT의 부문별 재무 현황(1999년 말 기준, ML 추정치)

단위: %, 백만 호주달러

신탁 종류	평균 수익률	현금 규모	부채 규모	총자산대비 부채 비율
사무실용	7.9	33.3	2,660.4	27.8
소매판매용	7.4	-180.6	6,836.8	30.5
산업용	9.9	-30.9	528.0	25.5
분산투자용	8.5	-45.2	2,684.0	18.9
호텔용	-	2.7	164.5	32.0
LPT 전체	8.1	-222	13,032	25.3
ASX 100대 신탁	7.8	-188	8,389	24.1

자료: Merrill Lynch, *Australian Property Trusts*, 30쪽, 2000. 3.

한편, 전체 LPT의 현금 보유액 및 부채 규모는 각각 2억 2,200만 호주달러에 이르는 차입과 130억 3,200만 호주달러로 집계되어, 호주증권거래소의 100대 신탁에 비하여 다소 적은 것으로 나타났다. 부문별로는 소매판매용 LPT의 현금 차입 및 부채 규모가 각각 1억 8,060만 호주달러와 68억 3,680만 호주달러로서 가장 크게 나타난 반면, 사무실용 LPT는 3,330만 호주달러의 현금과 26억 6,040만 호주달러의 부채가 있는 것으로 집계되었다.

(3) 호주증권거래소의 LPT 현황¹⁵⁾

호주의 LPT는 호주증권거래소(Australia Stock Exchange: ASX)의 상장(listing) 및 거래(trading)를 통하여 LPT 투자자에게 유동성을 보장하고 있다. 그리고, 이와 같이 LPT가 갖고 있는 호주증권거래소에서의 상장 및 거래 구조는 결과적으로 유동성 및 환금성 확보를 통하여 LPT에 대한 투자자를 보호할 수 있는 제도적인 장치로서의 역할을 하고 있다.

부동산 신탁업(property trusts)은 호주증권거래소의 20번째 부문으로서, 산업용

15) 본 내용은 호주증권거래소(1999)가 1998년 말까지의 통계에 기초하여 발간한 *ASX: Fact Book 1999-Statistics to 31st December 1998*(<http://www.asx.com.au>)에 기초하고 있다.

부문(industrial sector)으로 분류되고 있다. 1998년 말 현재, 총 41개 기업이 발행한 52개 LPT가 상장되어 있고, 시장 자본 총액의 규모(<표 IV-5> 참조)는 전체 시장의 5.9%에 해당하는 28조 570억 호주달러로 집계되었다. 호주증권거래소에서 부동산 신탁업의 1998년 주가 지수 동향을 살펴보면,¹⁶⁾ 1997년 말의 1,268.9 포인트에 대비하여 10.2%가 상승한 1,397.8 포인트로서 산업용 부문의 주가 상승률 13.1%보다는 상승 폭이 다소 낮게 나타났다. 그러나, 자원용 부문의 주식 가격 지수는 14.1% 하락하여 전체 시장의 상승률 7.5%에 비하여 상대적으로 높은 상승률을 보였다.

<표 IV-5> 호주주식시장의 가격 지수 동향(1998년)

단위: 포인트, %, 십억 호주달러

구분	가격 지수 및 변동률			최고/최저 및 변동폭			시장 자본 총액
	1997년말	1998년말	변동률	최고 (A)	최저 (B)	변동폭 (IV-B)	
LPT	1,268.9	1,397.8	10.2	1,397.8	1,261.9	135.9	28,057 (5.9)
자원용	1,134.4	974.7	-14.1	1,245.8	902.4	343.4	74,331 (15.7)
산업용	4,475.9	5,060.1	13.1	5,060.1	4,271.1	789.0	400,234 (84.3)
전체	2,616.5	2,813.4	7.5	2,881.4	2,458.1	423.3	474,565 (100.0)

주: ()안 전체에 대한 구성비임.

자료: Australian Stock Exchange, *Fact Book 1999: Statistics to 31st December 1998*, 18쪽, 1999, <http://www.asx.com.au>.

1998년 한해 동안에 호주 주식시장에서 부동산 신탁업의 가격 지수 변동폭은 135.9 포인트로서, 전체 부문의 423.3 포인트에 비하여 현저하게 낮아 안정성이 상

16) 호주증권거래소에서 거래되는 주식에 대한 지수는 개별 부문에 대한 종합 시장 가치 (aggregate market value: AVM)의 전일에 대비한 일별 변화의 비율에 의하여 산출되며, 구체적인 산출 공식은 다음과 같다.

$$\text{금일 최종가격지수} = \text{전일 최종가격지수} \times \frac{\text{금일 최종 AVM}}{\text{금일 최초 AVM}}$$

대적으로 큰 것으로 나타났다. 특히, 이는 부동산 신탁업이 포함된 산업용 부문의 가격 지수 변동폭 789.0 포인트에 비하여 현저하게 적은 것으로서, 부동산 신탁업의 주식 가격 변동폭이 절대적으로 적다는 것을 시사하고 있다.

한편, 호주 주식시장은 거래가 종료된 이후에 부문별로 주식 가격의 누적 지수(accumulation index)를 산출하고 있으며,¹⁷⁾ 이를 통하여 주식시장의 부문별 동향에 대한 정보를 지속적으로 제공하고 있다. 부동산 신탁업의 1998년 누적 지수 동향(<표 IV-6> 참조)을 살펴보면, 1997년 말의 11,661.5 포인트에 비하여 18.0% 상승하여 13,755.1 포인트를 기록하였다.

<표 IV-6>

호주주식시장의 누적 지수 동향(1998년)

단위: 포인트, %, 십억 호주달러

구분	가격 지수 및 변동률			최고/최저 및 변동폭		
	1997년말	1998년말	변동률	최고 (A)	최저 (B)	변동폭 (IV-B)
LPT	11,661.5	13,755.1	18.0	13,755.1	11,647.2	2,107.9
자원용	3,878.8	3,443.6	-11.2	4,299.9	3,157.7	1,142.2
산업용	22,583.3	26,529.1	17.5	26,529.0	22,197.8	4,331.2
전체	11,296.0	12,610.1	11.6	12,610.0	10,845.7	1,764.3

자료: Australian Stock Exchange, *Fact Book 1999: Statistics to 31st December 1998*, 19쪽, 1999, <http://www.asx.com.au>.

이와 같은 수준의 상승률은 전체 부문(11.6%) 및 산업용 부문(17.5%)의 상승률을 상회하는 수준으로, 부동산 신탁업의 배당금 증가율이 여타 부문에 비하여 높았다는 것을 알 수 있다. 부동산 신탁업의 1998년 누적 지수 변동폭은 2,107.9 포인트로서, 산업용 부문의 변동폭에 비하여 현저하게 적은 반면, 전체 부문의 평균

17) 호주 주식시장의 주식 가격 지수는 지분 투자에 따른 자본 이득 또는 손실(capital gain or loss)만을 측정하며, 배당금(dividend)은 포함하지 않고 있다. 이와 같이 산출되는 가격 지수와는 달리, 누적 지수는 개념적으로 배당금이 재투자되는 것으로 산출되어, 해당 부문의 가격 지수에 비하여 시간이 경과함에 따라 빠르게 상승하거나 또는 늦게 하락하게 된다. 누적 지수의 구체적인 산출 공식은 다음과 같다.

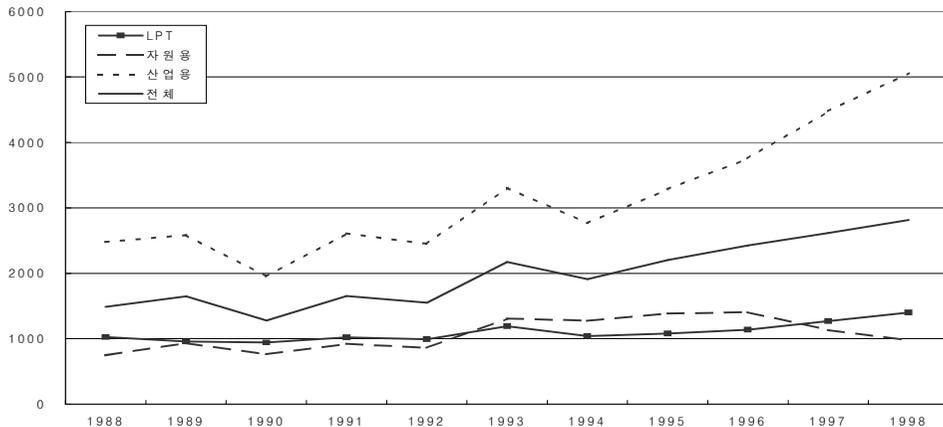
$$\text{현재 누적지수} = \text{전일 최종누적지수} \times \text{재투자요소} \times \frac{\text{현재 지수 } AVM}{\text{금일 최초 } AVM}$$

변동폭보다는 다소 큰 것으로 나타났다.

호주 주식시장에서 부동산 신탁업의 가격 지수 추이(<그림 IV-2> 참조)를 1988년 이후부터 연말을 기준으로 살펴보면, 다른 부문에 비하여 상당히 안정적인 것으로 나타나고 있다. 부동산 신탁업의 가격 지수는 1989~90년과 1994년의 하락 추세를 제외하고는 950~1,400 포인트의 범위에서 안정적인 증가 추세를 유지하는 것으로 나타난 반면, 전체 및 산업용 부문의 가격 지수는 1990년과 1994년에 큰 폭의 하락을 보였다.

<그림 IV-2> 호주주식시장의 가격 지수 추이(1988~98년)

단위: 포인트



주: 개별 지수는 각 연도 말 기준임.

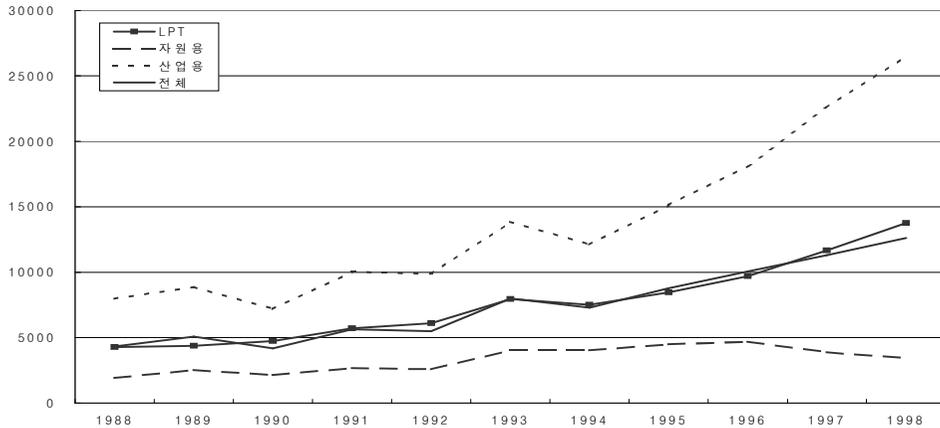
자료: Australian Stock Exchange, *Fact Book 1999: Statistics to 31st December 1998*, 20~21쪽, 1999, <http://www.asx.com.au>.

한편, 호주 주식시장의 부문별 누적 지수 추이(<그림 IV-3> 참조)를 살펴보면, 부동산 신탁업은 전체 부문의 누적 지수와 매우 유사한 것으로 나타나지만, 변동의 폭이 상대적으로 적어 보다 안정적인 것으로 평가된다. 특히, 전체 및 산업용 부문의 누적 지수가 1990년과 1994년에 큰 폭의 감소를 보여 상대적으로 안정성이 낮은 것으로 나타난 반면, 부동산 신탁업의 누적 지수는 1994년에만 다소 감소한 것으로 나타났다. 또한, 부동산 신탁업의 누적 지수는 자원용 부문에 비하여 지속적으로 높은 수준을 유지하여, 배당금을 포함한 수익률 측면에서 수익성이

높은 부문으로 나타났다.

<그림 IV-3> 호주주식시장의 누적 지수 추이(1988~98년)

단위: 포인트



주: 개별 지수는 각 연도 말 기준임.

자료: Australian Stock Exchange, *Fact Book 1999: Statistics to 31st December 1998*, 22 ~ 23쪽, 1999, <http://www.asx.com>.

3. LPT의 구조 변화

1) 기존 LPT의 구조

1998년에 호주 정부가 『관리투자법』의 제정을 통하여 단일 책임 법인의 체제를 도입하기 이전에는 호주 LPT의 구조는 <그림 IV-4>에서와 같이 투자의 주체인 주주들 이외에 LPT의 자산 관리 및 운영을 담당하는 신탁 관리자(trust manager)와 자산 보유의 역할을 담당하는 피신탁자(trustee)로 구성되었다.

피신탁자는 신탁 규약에 규정된 바에 따라 주주들을 위한 신탁 업무를 대행하며, 주주들을 대신하여 부동산의 소유권을 보유한다.¹⁸⁾ 신탁 규약(deed of trust)

18) 1998년에 법률 개정을 통하여 피신탁자와 신탁 관리자의 역할이 단일 책임 법인의 주체로 통합되기 이전에 호주 LPT의 대표적인 피신탁자는 Perpetual Trustee와

은 부동산의 양도를 위한 규약(deed of conveyance)으로서 LPT와 관련된 신탁의 법적 근거를 이루며, 이를 통하여 LPT와 관련된 신탁의 조항 및 조건을 구체화하고 있다. 이러한 피신탁자의 역할을 일반 상장회사의 구조와 비교하면, 피신탁자는 이사회(board of directors)의 기능을 수행하며, 피신탁자는 해당 LPT 신탁의 총자산 가치에 근거하여 의뢰 수수료를 지불받게 된다.¹⁹⁾

<그림 IV-4> 호주 LPT의 구조(1998년 이전)



자료: SBC Warburg Dillon Read, *The Potential for Listed Property Trusts in Singapore: A Comparison of the Australian LPT and United States REIT Model*, 1998.

LPT는 법적으로 일반법인의 구조를 갖지 않아 스스로는 경영할 수 없다. 따라서 외부 경영자를 신탁 관리자(trust manager)로 선임하여 LPT가 보유한 부동산 자산을 총괄적으로 경영하며, 운영 과정에서의 세부적인 사항들을 관리하고 있다. 신탁 관리자의 경영 조직은 크게 부동산 개발 중심의 경영 조직과 부동산 개발업자와는 독립된 원래의 소유자와 관련된 경영 조직으로 양분할 수 있다.

Permanent Trustee로서, 대부분의 LPT에 대하여 신탁 규약에 따라 LPT의 신탁 관리를 담당하여 왔다.

19) 피신탁자는 개별 계약의 특성에 따라 일정 수준의 수수료를 받게 되지만, 평균적으로 조성된 신탁 자금의 0.08%에 해당하는 피신탁 수수료를 받고 있다.

전자의 경영 조직에 대한 대표적인 사례로서는 호주 최대 규모의 LPT 스폰서인 Westfield Holdings가 관리하는 Westfield Trust와 Lend Lease Corporation이 관리하는 General Property Trust를 들 수 있다. 반면, 후자의 경영 조직에 대한 대표적인 사례로서는 자산 운용 회사인 National Mutual Life Association이 관리하는 National Mutual Property Trust를 들 수 있다.

한편, 선임된 신탁 관리자가 부여된 임무를 제대로 수행하지 못할 경우, 주주들의 투표에 의하여 신탁 관리자를 해임할 수 있다. LPT와 신탁 관리자 사이에 이루어지는 대부분의 거래 내용은 공표되며, 중요 투자 및 비용 지출에 대한 결정 등은 피신탁자와 주주들의 재가를 받아야 한다. 일반적으로 신탁 관리자는 LPT가 보유한 부동산의 총자산 가치에 근거하여 관리 수수료를 받게 된다.

2) LPT 구조 변화의 배경²⁰⁾

<그림 IV-4>에서와 같이 LPT의 투자 관리 회사(management company) 및 피신탁자(trustee)로 이원화되어 운영되어 왔던 LPT의 구조가 현재와 같이 단일 책임 법인(<그림 IV-1> 참조)의 체제로 일원화된 것은 1998년에 『관리투자법』의 제정을 통해서이다. 동 법률을 제정하게 된 동기는 호주의 법률개정위원회(Australian Law Reform Commission)와 회사 및 증권자문위원회(Companies and Securities Advisory Committee), 그리고 금융체제조사단(Financial System Inquiry)이 관리 투자의 문제점을 종합적으로 제기하면서 비롯되었다.²¹⁾ 이러한 문제의 제기는 LPT의 운영 과정에서 발생하는 투자자의 손실 발생에 대하여 투자 관리 회사와 피신탁자 사이에 책임의 소재를 규명하기 어렵다는 투자자의 불만에 근거하고 있다.

호주법률개정위원회는 관리 투자 기구의 종합적인 체계에 대하여 2년에 걸쳐

20) 본 내용은 1997년에 호주 연방 의회가 단일 책임 법인의 도입을 통하여 관리 투자 제도를 개정하기 위하여 발표했던 관리투자법안(*Managed Investments Bill 1997: Explanatory Memorandum*)에 기초하고 있다.

21) The Australian Law Reform Commission and the Companies and Securities Advisory Committee, *Collective Investments: Other People's Money*, 1996.

면밀한 조사를 실시한 결과, LPT를 비롯한 관리 투자의 종합적인 문제점으로서 운영 체계의 이원화 문제를 지적하였다. 당시의 LPT 구조는 등록 기구 소유의 자금 또는 자산은 피신탁자에게 귀속된 반면, 해당 기구는 일(日) 단위로 투자 관리 회사에 의하여 운영되는 이원화된 체계를 갖고 있었다. 그리고, 이와 같은 이원화된 구조로 인해 피신탁자와 투자 관리 회사 사이에 충분한 정보 공유가 이루어지지 않는 사례가 종종 발생하였다. 따라서 이러한 정보의 비대칭성이 시장의 실패를 야기하였고, 결과적으로 초래되는 투자자의 손실 발생에 대한 주요 원인으로 지목되기에 이르렀다.

또한, 동 위원회는 이와 같이 이원화된 관리 투자 기구의 구조적인 특성으로 인해 등록 기구의 운영을 관리하는 과정에서 제기되는 피신탁자와 투자 관리 회사 사이의 책임 소재의 불투명성을 지적하였다. 특히, 동 위원회는 이러한 불투명성은 당시의 이원화된 운영 체계를 통해서 분화된 권한 및 책임의 내재적인 문제점, 그리고 이로 인해 초래되는 법적 복잡성과 불확실성을 해결할 수 없다는 판단을 내렸다. 따라서 동 위원회는 이와 같은 문제점의 근본적인 해결 방안으로서 피신탁자와 투자 관리 회사의 역할에 대하여 등록 기구의 일원화된 운영자가 도입되어야 한다고 결론지었다.

한편, 금융체제조사단 또한 호주법률개정위원회의 결론과 마찬가지로 단일 책임 법인에 의한 일원화된 관리 투자 기구의 구조를 제안하였다. 조사단의 이러한 제안은 1994년 7월 1일부터 퇴직 기금에 적용된 정책 기조에 근간을 두고 있으며, 특히 관리 투자 기구의 주체로서 단일 책임 법인에 대한 의무 조항을 권고하기에 이르렀다.

이와 같은 정책 조사 및 권고에 따라 호주 연방 의회는 『관리투자법』안의 제안을 통하여 『호주회사법』을 개정하기에 이르렀고, 동 법안은 『호주회사법』 제5부의 한 부분으로 선정되기에 이르렀다. 특히, 법률 개정을 통하여 호주 연방 의회가 지향한 정책적 목표로서 ① 관리 투자 산업의 구조 단순화, ② 관리 투자 기구의 운영자에 대한 책임 명확화, ③ 책임 법인에 의한 지배 구조의 개선, 그리고 ④ 호주증권감독원에 대한 규제자로서의 적정한 권한 부여 등을 지적할 수 있다.

3) 책임 법인(responsible entity)

(1) 책임 법인의 법적 성격 및 의무 사항

등록 기구(registered scheme)의 책임 법인이 갖는 의무 및 권한에 관한 사항은 『호주회사법』(Division 1 of Part 5C.2)에 규정되어 있다. 등록 기구의 책임 법인은 관리 투자 기구(managed investment scheme)의 운영에 관한 법적 권한을 인가받은 공적 회사(public company)이어야 하며, 『호주회사법』에 정의된 기능을 수행하여야 한다.

책임 법인은 해당 기구의 운영과 관련된 업무를 수행하도록 권한을 받은 특정 대리인(agent) 또는 특정인(person)을 지명할 수 있다. 해당 기구의 구성원에 대한 책임 결정 및 책임 법인의 의무 사항 준수와 관련하여 대리인 또는 특정인의 행위는 책임 법인의 행위로 간주된다. 특히, 대리인은 책임 법인을 대행하여 보상의 책임을 가지며, 보유한 해당 기구의 부동산 자산에 대하여 손실이 발생할 경우, 보상받은 자산은 해당 기구의 부동산 자산을 이루게 된다.

책임 법인은 권한 행사 및 업무 집행에 있어서 다음의 사항들을 준수하여야 한다. 책임 법인은 등록 기구의 구성(constitution) 및 준수 계획서(compliance plan)에 대하여 법률에서 요구되는 조건을 충족하여야 하며, 준수 계획서의 내용을 준수하여야 한다. 또한, 책임 법인은 등록 기구의 구성원을 대행하여 등록 기구의 부동산 자산을 신탁 방식으로 보유하거나, 특정 대리인을 지정하여 여타 등록 기구의 부동산 자산과 분리하여 보유하게 할 수 있다.

호주증권투자감독원(Australian Securities & Investments Commission: ASIC)이 제안하는 준수 계획서는 <표 IV-7>과 같이 구성된다.²²⁾ 준수 계획서의 본문은 크게 서론(introduction), 구성/framework) 및 운영상의 준수 방안(operational compliance measures)으로 구성되며, 용어 설명, 조직 구성도 및 준수위원회의 헌장 등 추가적으로 필요한 정보는 부록에 상세하게 제공하도록 되어 있다. 준수

22) 호주증권투자감독원(ASIC)은 호주증권감독원(ASC)의 후신으로서, 금융 산업에서 투자 부문이 차지하는 비중이 증대됨에 따라 개명하였다.

계획서에 대한 ASIC의 제안은 기본적으로 금융 당국의 편의보다는 해당 부동산의 투자자에게 조직의 운영과 관련된 사항이 명확하게 전달하기 위한 것이며, 개별 항목별로 포함되어야 할 사항을 구체적으로 명시하고 있다.

한편, 호주증권투자감독원은 등록 기구의 책임 법인이 해당 등록 기구의 구성 및 준수 계획서, 그리고 『호주회사법』에 규정된 사항을 준수하는 지를 수시로 감독할 수 있다. 이와 같은 감독 기능을 수행하기 위하여 호주증권투자감독원은 『호주증권감독원법』(Australian Securities Commission Act 1989)의 조항에 규정된 관리 및 감독을 위한 실사 권한을 행사할 수 있다.

『호주회사법』에 규정되어 있는 등록 기구 구성의 주요 내용은 다음과 같다. 등록 기구의 이익 획득, 등록 기구의 부동산 투자에 대한 책임 법인의 권한, 등록 기구의 구성원에 의한 항고 방법 및 등록 기구의 종결에 대한 규정을 포함하여야 한다. 또한, 등록 기구의 구성은 해당 등록 기구가 보유한 부동산 자산의 운영에 대한 책임 법인의 수수료 지급 체계와 손실이 발생한 경우에 대한 보상, 그리고 책임 법인의 자금 대출 및 조성에 관한 권한을 규정하여야 한다. 등록 기구의 구성은 해당 기구의 유동성 상황과 연계하여 구성원의 부분 또는 일괄 탈퇴에 관한 권리 조항을 규정하여야 하며, 등록 기구의 유동성은 보유 부동산 가치의 80% 이상이 유동 자산(liquid assets)인 경우로 설정하고 있다.

책임 법인의 부동산 자산 운영과 관련하여, 호주의 『관리투자법』은 등록 기구의 유동성을 구성하는 유동 자산의 범주를 다음과 같이 4가지로 설정하고 있다. ① 은행, 건축협회 및 기타 금융기관의 계정에 예치된 자금, ② 은행이 인수한 어음(bills), ③ 시장성이 있는 유가증권(marketable securities), 그리고 ④ 기타 법률에 규정된 종류의 부동산이다. 그리고, 등록 기구의 구성에 있어서 규정된 일정 기간 이내에 시장 가치에 따라 현금화될 것으로 예상되는 다른 종류의 부동산 또한 책임 법인의 유동성 자산 범주에 포함된다.

『호주회사법』에 규정되어 있는 순응 계획서의 주요 내용은 다음과 같다. 첫째, 등록 기구가 보유한 모든 부동산 자산에 대한 명확한 식별과 다른 등록 기구 및 책임 법인의 부동산 자산과의 분리에 대한 협정 사항을 마련하여야 한다.

1. 서론(Introduction)
 - 1.1 본 계획서의 목적
 - 1.2 본 계획서의 주요 부분
 - 1.3 조직(scheme)의 설명
 2. 구성(Framework)
 - 2.1 준수 구조
 - 2.2 준수위원회의 역할
 - 2.3 준수 확인 담당관의 역할
 - 2.4 감사의 역할
 - 2.5 준수 계획서의 검토 및 수정
 - 2.6 준수 절차의 요약
 3. 운영상의 준수 방안(Operational Compliance Measures)
 - 3.1 가치 평가
 - 3.2 소득
 - 3.3 수수료 및 경비
 - 3.4 단위 가격화
 - 3.5 신청, 상환 및 배분
 - 3.6 거래, 교란 및 투자 제한 사항
 - 3.7 조직 소유 부동산의 보관 및 분리
 - 3.8 자료 보관 및 공시
 - 3.9 자본, 유동자산 및 보험
 - 3.10 외부 서비스 제공자
 - 3.11 양성 및 채용
 - 3.12 조직의 승격
 - 3.13 거래자 면허 및 권한의 감독
 - 3.14 관계인에 관한 사항
 - 3.15 시장 조작
 - 3.16 항고 사항
 - 3.17 보고 불이행
- 부록(Appendices)
- A1 용어 설명
 - A2 조직 구성도
 - A3 준수위원회 헌장
 - A4 준수위원회 회의 의제
 - A5 책임 담당관의 준수 보고서
 - A6 불이행 보고

자료: Australian Securities and Investments Commission (ASIC), *Commentary on Compliance Plans Received by ASIC: Property Schemes*, 2000.3.

둘째, 등록 기구가 순응 위원회(compliance committee)를 필요로 할 경우, 위원회의 구성 자격, 회의 주기, 책임 법인에 대한 위원회의 보고서 및 권고 사항, 등록 기구의 회계 기록 및 재무제표의 감사 결과 검토 등을 비롯하여 해당 위원회의 적절한 기능에 필요한 협정 사항을 마련하여야 한다.

셋째, 등록 기구의 부동산 자산에 대한 평가 주기, 순응 계획서의 감사 및 등록 기구의 운영에 대한 적절한 기록의 보존에 필요한 협정 사항 또한 마련하도록 규정하고 있다.

(2) 책임 법인의 사퇴, 변경 및 신규 책임 법인의 선정

현재의 책임 법인이 특정 등록 기구의 책임 법인 자격을 사퇴하고자 할 경우, 해당 등록 기구에 사퇴 의사를 통보하고, 구성원의 회의 소집 및 표결을 통하여 신규 책임 법인의 선정에 동의를 얻을 경우에는 사퇴할 수 있다. 그러나, 해당 등록 기구의 구성원이 신규 책임 법인을 선정하지 않거나 신규로 선정된 책임 법인이 해당 등록 기구의 책임 법인 자격에 동의하지 않을 경우, 등록 기구의 구성원 또는 사퇴하고자 하는 해당 책임 법인은 법원에 잠정적인 책임 법인의 선정을 의뢰할 수 있다.

한편, 등록 기구의 구성원은 『호주회사법』의 조항(Division 1 of Part 2G.4 of the Australian Corporations Law)에 의하여 구성원의 회의 소집 및 표결을 통하여 현재의 책임 법인을 해제하거나 또는 신규 법인을 선정할 수 있다. 현재의 책임 법인 또는 신규 책임 법인은 이와 같은 결정 사항을 근무 일수를 기준으로 2일 이내에 호주증권투자감독원에 통보하여야 한다. 그리고, 이러한 사실을 통보받은 호주증권투자감독원은 해당 등록 기구의 책임 법인에 대한 정보를 공공 등록부(public registrar)에서 즉시 수정하여 공시하여야 한다.

그러나, 기존 면허를 변경하고자 할 경우에는 면허신청서 7004E를 사용하는 반면, 신규 면허를 신청하는 경우에는 제한된 영업의 경우에는 면허신청서 701L을, 그리고 제한되지 않은 경우에는 면허신청서 701M을 작성하여 제출하여야 한다.

책임 법인은 영업의 허용 범위 및 자격에 대하여 면허를 신청하는 단계에서 해당 회사의 책임 담당관(responsible officer)을 지정하여야 한다. 그리고, 신청 가능한 책임 담당관의 수는 영업 규모, 범위 및 지역에 따라 달라질 수 있다. 책임 법인의 면허 종류 및 범위는 책임 담당관의 자격 요건에 대하여 법률적으로 요구되는 학력 및 경력에 따라 결정되며, 자격 요건은 다음과 같이 두 가지 옵션 중에서 선택할 수 있다. 첫째 옵션은 ① 충분한 산업 자격 요건(full industry qualifications)과 ② 최근 5년 동안의 현장 경험 3년이고, 둘째 옵션은 ① 적정 수준의 학력 자격증, ② 단기의 산업 자격 요건, 그리고 ③ 최근 5년 동안의 현장 경험 3년이다.

이와 같이 개별 책임 담당관으로부터 요구되는 학력 및 경력에 대한 자격 요건으로서, ASIC는 개별 옵션에 대하여 구체적인 요건을 명시적으로 설정하고 있다.²⁵⁾ 첫째 옵션의 충분한 산업 자격 요건으로서 호주증권협회(Securities Institute of Australia)가 수여한 응용 금융 및 투자 프로그램의 수수료증을 비롯하여 총 14개의 선택 사항을 제시하고 있다. 둘째 옵션의 학력 요건으로서, 경제학, 경영학 등을 비롯한 학사 자격증(동등한 수준의 외국 자격 인정)을 요구하고 있으며, 단기 산업 자격 요건으로서 특정한 교육 프로그램의 이수 과목을 지정하고 있다.

한편, 책임 법인은 여러 책임 담당관의 경력 및 경험을 합산하여 책임 법인으로서의 법적 자격 요건을 만족시킬 수 있으나, 개별 책임 담당관은 기본적으로 최근 5년 동안에 최소 3년의 현장 경험 요건은 충족시켜야 한다. 개별 책임 담당관에 대한 경험 및 경력을 증명하기 위하여 이력서를 제출하여야 하며, 여기에

25) ASIC에 의하여 인가된 교육 자격 및 산업 자격의 요건에 대해서는 ASIC가 발간한 *Educational Qualifications and Industry Qualifications Approved by ASIC*(2000)을 참조하기 바란다.

포함되어야 하는 사항으로서 과거의 고용주, 고용 기간, 직위, 면허 종류와 관련된 업무 및 역할의 상세한 사항, 면허 종류의 업무와 관련된 소요 시간의 비중, 그리고 주요 거래 증권의 종류 및 내역 등이다.

4) 호주 LPT의 관리 구조 및 주요 참여자

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

(1) 호주증권투자감독원(ASIC)²⁶⁾

호주증권투자감독원(Australia Securities and Investments Commission: ASIC)은 1989년에 제정된 『호주증권투자감독원법』(ASIC Act 1989)에 의하여 설립된 호주 연방의 독립된 정부 기구이다. 1999년 말 현재, ASIC의 구성 인원 현황을 살펴보면, 총 1,225명의 인력이 호주 전국에서 활동하고 있으며, 주요 지역별로는 빅토리아 지역에 478명, 그리고 뉴사우스웨일즈 지역에 422명이 근무하고 있다. ASIC는 호주자문규제국(Australian Prudential Regulation Authority: APRA) 및 호주준비은행(Reserve Bank of Australia: RBA)과 더불어 호주 금융산업의 전반적인 업무를 규제하는 3개 연방 정부 기구의 하나이다.

ASIC는 주요 기능으로서 퇴직 연금 및 생명보험사의 감독과 더불어 은행, 신용조합, 건축협회 등의 예금을 관리하고, 호주증권거래소를 비롯하여 투자 자문사 및 중개사를 감독하는 역할을 담당하고 있다. 또한, ASIC는 개별 기업의 영업 행

26) 본 내용은 호주증권투자감독원의 1998~99년 연차보고서(Annual Report 1998/99, 2000.1)에 기초하고 있다.

위를 규제하는 역할을 하는데, 개별 기업의 등록뿐만 아니라 자금 조성을 위한 사업설명서(prospectus)의 등록 또한 담당하며, 위법 행위에 대한 감독 기능을 갖고 있다.

특히, ASIC는 LPT와 같이 관리 투자(managed investments)가 요구되는 부문을 감독하고 있으며, 이와 관련하여 다음과 같은 사항을 실시하고 있다. 먼저, ASIC는 관리 투자의 운영 기준을 설정하고 이에 따라 법률적으로 요구되는 각종 면허를 부여하며, 공공 등록부(public registrar)에 자세한 사항을 기록하여 공시한다. 또한, ASIC는 자금이 조성되기 이전에 사업설명서의 등록을 담당하고, 해당 사업설명서에 근거한 판매 행위 및 영업을 감시하며, 위법 행위에 대한 조사 및 정정 조치를 취하고 있다.

1993년부터 1999년에 이르는 기간 동안에 ASIC의 주요 인가 및 등록 실적 추이는 <표 IV-9>와 같다. 특히, 『관리투자법』의 시행에 따라 1998/99년의 기간 동안에 접수된 관리 투자의 신규 면허 신청 건수는 277개이며, 그 이전에 신청된 건수와 더불어 실제로 502개사의 관리 투자 기구가 등록되었다. 한편, 보험중개사에 대한 면허제도가 1997년부터 실시되어, 1997/98년과 1998/99년에 각각 1,089명과 1,162명이 인가를 받았으며, 증권거래사의 인가 수는 주식시장의 확대와 더불어 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있다.

<표 IV-9> ASIC의 주요 인가 및 등록 실적 추이(1993~99년)

구분	1993/94	1994/95	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99
증권 거래사	1,365	1,408	1,508	1,608	1,547	1,833
투자 자문사	248	232	241	227	130	231
선물 중개사	87	83	87	97	99	108
관리 투자 기구	105	89	109	144	313	502
보험 중개사	-	-	-	-	1,089	1,162
사업설명서	780	503	466	602	683	707

주: 1997/98년 이전의 관리 투자 기구의 등록 실적은 주요 신탁 규약(deed of trust)의 인가 실적임.

자료: ASIC, *Annual Report 1998/99*, 2000.

(2) 호주증권거래소(ASX)²⁷⁾

호주증권거래소(Australian Stock Exchange: ASX)는 1987년 4월에 『호주증권거래소 및 국가보증기금법』(Australian Stock Exchange and National Guarantee Fund Act)이 제정되면서 설립되었다. 호주증권거래소의 구성원들은 1996년에 투표를 통하여 비공동화(demutualization)에 동의하였고, 1997년에는 호주 연방의 상원 및 하원의 입법 통과를 거쳐 1998년 10월부터 비공동화를 위한 준비 작업이 개시되었다. 비공동화는 호주증권거래소를 보증으로 제한된 공동 회사에서 지분에 의한 기업으로 변신하는 것을 의미한다. 따라서 호주증권거래소는 세계에서 최초로 증권거래소에 상장된 증권거래소 기업이 되었다.

1998년 말 현재, 호주증권거래소는 <표 IV-10>에서와 같이, 총 24개의 부문에 254개의 기업이 상장되어 있다. 시장 자본 총액의 규모는 474조 5,650억 호주달러에 이르며, 적용 대상의 범주에 따라 다양한 방식으로 주식 지수를 산출하고 있다. 호주증권거래소에 상장된 부문은 크게 금광업 및 기타 광물업 등을 비롯하여 1~4개 부문에 대한 자원용 부문(all resources)과 사회간접자본산업 등을 포함하는 5~24개 부문에 대한 산업용 부문(all industrials)으로 세분할 수 있다.

1998년 말 현재, 호주증권거래소의 전체 자본 총액 중에서 84.3%에 이르는 400조 2,340억 호주달러 규모의 산업용 부문에는 207개의 기업이 상장되어 있다. 반면, 47개의 기업이 상장되어 있는 자원용 부문의 시장 자본 총액은 전체 규모의 15.7%에 이르는 74조 3,310억 호주달러로 집계되었다.

(3) 호주부동산협의회(Property Council of Australia)²⁸⁾

호주부동산협의회(Property Council of Australia)는 부동산과 관련되어 영업을 하고 있는 각종 회사들의 협의회로서, 호주부동산협의회는 호주의 부동산 시장과

27) 본 내용은 호주증권거래소(ASX)의 ASX 상장 규칙(ASX Listing Rules, 2000.3)과 ASX 개요(ASX Overview, 2000.2, <http://www.asx.com.au>)에 기초하고 있다.

28) 본 내용은 호주부동산협의회의 web site(<http://www.propertyoz.com.au>)와 2000년 회원 명부(People in Property 2000)를 참조하였다.

관련된 각종 정보의 수집과 함께 회원사의 권익을 대변하기 위한 대정부 정책 건의 등을 주요 활동으로 하고 있다. 호주부동산협의회는 1969년에 호주의 대표적인 LPT 스폰서인 AMP(Australian Mutual Provident Ltd)사의 Ray Powys씨가 전국협의회(National Council)의 의장직을 맡으면서 전국적인 규모로 성장하였다.

<표 IV-10> 호주증권거래소의 24개 부문 현황

번호	부문	번호	부문
1	금광업 (Gold)	13	소매업 (Retail)
2	기타 광물업 (Other Metals)	14	운송업 (Transport)
3	분산투자용 자원산업 (Diversified Resources)	15	중개업 (Media)
4	에너지산업 (Energy)	16	은행 및 금융업 (Banks and Finance)
5	사회간접자본시설산업 (Infrastructure and Utilities)	17	보험업 (Insurance)
6	개발업 및 건설업 (Developers and Contractors)	18	전기통신업 (Telecommunications)
7	건축 자재업 (Building Materials)	19	투자 및 금융서비스업 (Investment and Financial Services)
8	주류 및 담배업 (Alcohol and Tobacco)	20	부동산 신탁업 (Property Trusts)
9	음식 및 가정용품업 (Food and Household Goods)	21	보건 및 생명공학산업 (Healthcare and Biotechnology)
10	화학제품업 (Chemicals)	22	기타 산업 (Miscellaneous Industrials)
11	엔지니어링 (Engineering)	23	분산투자용 산업 (Diversified Industrials)
12	제지 및 포장업 (Paper and Packaging)	24	관광 및 레저산업 (Tourism and Leisure)

자료: Australian Stock Exchange, *Fact Book 1999: Statistics to 31st December 1998*, 1999, <http://www.asx.com.au>.

1999년 말 현재, 호주부동산협의회는 호주의 전체 지역을 호주수도권지역(Australian Capital Territory Division), 뉴사우스웨일스지역(New South Wales

Division), 북부지역(Northern Territory Division), 퀸즈랜드지역(Queensland Division), 호주남부지역(Southern Australia Division), 타스매니아지역(Tasmania Division), 빅토리아지역(Victoria Division), 호주서부지역(Western Australia Division) 등 8개 지역으로 구분하고 있으며, 총 4,197개사의 회원사가 가입하고 있다.

호주부동산협회의 산업 분류 코드(industry code)에 의하면, 부동산업의 참여자는 총 14개 부문으로 구성되어 있다. 이를 각 부문별로 살펴보면, 부동산 소유자/투자자(property owners/investors), 부동산 개발업체(property developers), 부동산 관리자 및 시설물 관리자/운영자(property manager or facilities managers/operators), 대리인(agents), 정부(government), 금융기관(finance), 건설공사업체(contractors), 건축 서비스업(building services), 건축물 유지공사업체(building maintenance contractors), 엔지니어링업(engineers), 프로젝트 관리/개발(project), 전문서비스업(professional services), 광고업(advertising) 그리고 각종 협회와 같은 기타(other) 등이다.

전체 회원사의 각 부문별 구성은 <표 IV-11>에서와 같이, 부동산 컨설턴트, 건축사, 회계사, 변호사 및 증권 중개인 등 부동산업과 관련된 전문서비스업을 영위하는 기업이 1,040개사로서 전체 회원사의 24.8%를 차지하고 있다. 다음으로 회원사가 가장 많은 부문은 은행, 교육기관, 외국인 투자자, 정부, 보험기관, 퇴직연금 및 부동산 신탁사 등으로 구성된 부동산 소유자 및 투자자로서, 전체 회원사의 12.1%에 이르는 506개사이고, 상업용, 공업용, 소매용, 주거용 등 각종 부동산의 관리자 및 시설물의 관리자 또는 운영자로서 전체 회원사의 11.6%에 달하는 488개사이다. 그리고, 부동산 개발업체, 건축 서비스업체 및 각종 협회 및 자재 공급업체 등의 기타 업체가 각각 399개사, 380개사, 그리고 307개사에 이르고 있다.

한편, 14개의 개별 부문은 <표 IV-12>에서와 같이 보다 세분되어, 호주의 경우 부동산업과 관련되어 매우 다양한 참여자가 있다는 것을 알 수 있다. 특히, 106개에 달하는 연방, 주 및 지방 단위의 정부기관이 부동산협회에 참여하고 있으며, 은행, 보험사, 신탁회사, 투자회사 그리고 기타 금융기관 등으로 구성된 금융기관 또한 101개사가 참여하고 있다.

<표 IV-11> 호주부동산협회의 부문별 구성 현황(1999년 말 기준)

부동산업의 분류 부문	회사 수	비중
부동산 소유자/투자자(Property Owners/Investors)	506	12.1
부동산 개발업체(Property Developers)	399	9.5
부동산 관리자 및 시설물 관리자/운영자 (Property Manager or Facilities Managers/Operators)	488	11.6
대리인(Agents)	141	3.4
정부(Government)	106	2.5
금융기관(Finance)	101	2.4
건설공사업체(Contractors)	129	3.1
건축 서비스업(Building Services)	380	9.1
건축물 유지공사업체(Building Maintenance Contractors)	82	2.0
엔지니어링업(Engineers)	162	3.9
프로젝트 관리/개발(Project)	337	8.0
전문서비스업(Professional Services)	1,040	24.8
광고업(Advertising)	19	0.5
기타(Other)	307	7.3
합계	4,197	100.0

자료: Property Council of Australia, *People in Property in 2000*, 2000. 1.

<표 IV-12>

호주부동산협회의 부동산업 분류 코드

부동산 소유자/투자자(Property Owners/Investors)	
105	은행(Banks)
110	교육기관(Educational Institutions)
115	외국인 투자자(Foreign Investors)
120	정부(Government)
125	보험회사(Insurance)
130	개인 투자자(Private Investors)
135	공공 투자자(Public Investors)
140	종교/자선기관(Religious/Charitable Institutions)
145	퇴직연금(Superannuation Funds)
146	부동산 신탁회사(Property Trust)
부동산 개발업체(Property Developers)	
205	상업용(Commercial)
210	공업용(Industrial)
215	소매용/쇼핑센터(Retail/Shopping Centres)
220	주거용(Residential)
225	전원용(Rural)
230	주차장(Car Parks)
235	오락용(Entertainment)
240	호텔(Hotels)
245	창고보관용(Self Storage)
부동산 관리자 및 시설물 관리자/운영자(Property Manager or Facilities Managers/Operators)	
255	상업용(Commercial)
260	공업용(Industrial)
265	소매용/쇼핑센터(Retail/Shopping Centres)
270	주거용(Residential)
275	전원용(Rural)
280	주차장(Car Parks)
285	오락용(Entertainment)
290	호텔(Hotels)
291	상업용/주거용 계층(Strata Commercial/Residential)
대리인(Agents)	
295	부동산 대리인(Real Estate Agents)

자료: Property Council of Australia, *People in Property in 2000*, 2000. 1.

<표 IV-12> (계속)

정부(Government)	
305	연방(Federal)
310	주(State)
315	지방(Local)
320	법정(Statutory)
금융기관(Finance)	
350	은행(Banks)
360	기타 금융기관(Other Finance)
370	보험회사(Insurance)
380	신탁회사, 투자회사(Trusts, Investment Companies)
건설공사업체(Contractors)	
410	건축(Building)
420	토목(Civil)
건축 서비스업(Building Services)	
432	냉방공사업체(Air Conditioning Contractors)
434	조적공(Bricklayers)
436	카펫트/가구 공급업체(Carpets/Furniture Suppliers)
438	목공(Carpenters)
439	해체공사업체(Demolition Contractors)
440	전기공사업체(Electrical Contractors)
441	외장공사업체(Facade Contractors)
442	마감공사업체(Fitout Contractors)
444	난방공사업체(Heating Contractors)
445	문화재보존업(Heritage/Conservation)
446	내부장식업체(Interior Decorators)
448	조경공사업체(Landscaping/Plantscaping Contractors)
450	승강기제조업체(Lift Manufacturers)
452	도장업체(Painters)
454	미장업체(Plasterers)
456	배관업체(Plumbers)
457	광택공사업체(Refurbishment Contractors)
458	보안 서비스(Security Services)
459	방수공사업체(Waterproofing Contractors)
461	사인공사업체(Signage)
462	폐기물 처리/재활용(Waste Removal/Recycling)
470	기타(Other)

<표 IV-12> (계속)

건축물 유지공사업체(Building Maintenance Contractors)	
482	청소(Cleaning)
484	비상 서비스(Emergency Services)
486	폐기물 처리(Waste Disposal)
엔지니어링업(Engineers)	
511	토목(Civil)
512	전기(Electrical)
513	기계(Mechanical)
514	통합(Multi-disciplinary)
515	구조(Structural)
516	교통개발(Traffic Development)
517	환경(Environment)
프로젝트 관리/개발(Project)	
520	프로젝트 관리자(Project Managers)
521	개발 관리자(Development Managers)
전문서비스업(Professional Services)	
531	부동산 컨설턴트(Property Consultants/Advisors)
532	건축사(Architects)
533	건축물 컨설턴트(Building Consultants)
534	내부장식설계 컨설턴트(Interior Design Consultants)
535	토지 경제학자(Land Economists)
536	토지 측량사(Land Surveyors)
538	물량 측량사(Quantity Surveyors)
540	도시/지방 계획사(Town/Urban Planners)
542	평가사(Valuers)
550	회계사(Accountants)
560	보험계리사(Actuaries)
570	변호사(Lawyers)
580	영업 컨설턴트(Marketing Consultants)
581	광고 컨설턴트(PR Consultants)
582	인력 조달(Recruitment)
583	위험 관리(Risk Management)
590	증권중개인(Stockbrokers)

<표 IV-12> (계속)

광고업(Advertising)	
600	전자 미디어(Electronic Media)
610	그래픽 및 디자인(Graphic and Design)
620	간판(Signage/Signing)
630	기타(Other)
기타(Other)	
700	상업 및 전문협회(Business and Professional Associations)
720	컴퓨터/기술(Computers/Technology)
740	교육기관(Educational Institutions)
760	에너지 및 광업(Energy and Mining)
780	보건(Health)
790	실내공기(Indoor Air Quality)
800	제조업체(Manufacturers)
820	자재공급업체(Materials Suppliers)
860	종교기관(Religious Institutions)
880	운송/여행(Transport/Travel)
900	도매/소매(Wholesale/Retail)
930	통신(Communication)
940	기타(Other Activities)

4. LPT 제도의 시사점

미국의 REITs 제도와 더불어 선진국형 부동산 간접투자 제도로 평가되는 호주의 LPT 제도는 우리 나라의 계약형 부동산투자신탁제도의 개선 방향에 매우 중요한 점을 시사하고 있다. 그리고, LPT 제도의 운영 구조 또한 부동산투자신탁과 관련된 경제 주체들의 역할 및 책임에 대한 시사점을 제공하고 있다.

첫째, 동 제도의 관리적인 측면을 살펴보면, 호주 LPT 제도는 공식적인 금융감독기관에 의하여 집중적으로 관리되고 있다. 특히, LPT 제도의 관리는 LPT의 발행 시장과 유통 시장의 이분화에 따라 호주증권투자감독원과 호주증권거래소가 각각 담당하고 있다. 이는 기본적으로 투자자의 보호를 위한 시장 구조를 유지하

기 위한 것이며, 담당 업무의 전문화를 통하여 LPT 시장의 효율성을 제고하기 위한 것으로 보인다. 따라서 향후의 계약형 부동산투자신탁제도는 투자자의 유동성 보장을 위한 유통 시장의 형성이 요구되며, 이에 대한 감독 기능은 증권거래소가 담당하여야 할 것으로 판단된다.

둘째, 동 제도의 운영 구조의 변화 추이를 살펴보면, 호주 LPT의 운영 구조는 피신탁자와 신탁관리운영자로 이분화되었으나, 2000년 7월부터 단일 책임법인에 의하여 일원화되었다. 이와 같은 구조 변화는 최근 미국의 REITs 시장에서도 발생하고 있는데, 부동산 투자 과정에서 책임 주체를 명확화할 뿐만 아니라 운영 과정에서 효율성을 제고할 수 있는 구조로 판단된다. 따라서 향후의 국내 건설업계는 개발업자(developer)의 기능을 함께 보유하여, 계약형 부동산투자신탁의 운영 주체로서 기능하여야 할 것이다. 특히, 이러한 구조를 통하여 기대할 수 있는 것은 전문성에 기초한 신탁경영은행과 건설업체의 역할 및 리스크 분담으로서, 신탁경영은행은 자금 모집 및 관리의 역할을 담당하고, 건설업체는 디벨로퍼적인 역할과 더불어 시공을 담당하여야 할 것으로 판단된다.

V. 운영상 한계점 및 시사점

1. 운영상 한계점

현행 계약형 부동산투자신탁제도는 『신탁업법』의 신탁제도에 근간을 두고 있으며, 동 제도의 운영 주체는 신탁경영은행이다. 신탁경영은행은 신탁 계정을 통하여 부동산투자신탁의 자금을 모집하고, 계정별 자금의 70% 이상을 부동산의 매입·개발·임대사업에 투자하거나, 주택저당증권(MBS)을 비롯한 부동산과 관련된 각종 유가증권을 매입하거나, 또는 부동산과 관련된 프로젝트에 대출하여 운용할 수 있다. 그리고, 나머지 자금은 유동성 확보의 차원에서 금융기관에 예치하거나, 국공사채 등 유가증권의 매입에 활용하도록 규정되어 있다.

그러나, 신탁경영은행은 기본적으로 은행업이 주요 업무이므로, 부동산투자신탁과 같이 부동산에 대한 간접투자 상품의 개발 및 운영의 주체로서는 한계가 있는 실정이다. 특히, 부동산 투자는 전문적인 지식과 오랜 경험을 요구하며, 운영 과정에서 높은 리스크가 내재하고 있다. 따라서 전통적으로 자금 운영의 보수성이 강한 은행으로서 높은 비용을 수반하는 자기 관리 방식에 의하여 부동산투자신탁 업무를 효율적으로 수행하기가 거의 불가능한 형편이다.

더욱이 현행 법률에 의하면, 신탁경영은행이 자기 관리 방식을 통하여 부동산투자신탁의 운영 주체로서 역할하기에는 결정적인 규제 사항이 있다. 『은행법』 제38조에 의하면, 금융기관의 금지 업무 사항으로서 업무용 및 비업무용 부동산의 소유를 금지하고 있다. 특히, 업무용 부동산이 아닌 부동산의 소유(저당권 등 담보권의 실행으로 인하여 취득한 부동산은 제외)와 자기자본의 100/100의 범위 이내에서 대통령령이 정하는 비율(60/100)에 해당하는 금액을 초과하는 업무용 부동산의 소유를 금지하고 있다. 따라서 부동산투자신탁의 투자 대상인 부동산의 소유 제한은 해당 업무의 효율적인 추진에 결정적인 애로 요인이며, 특히 일시적이거나 부동산의 소유가 불가피한 부동산 개발사업을 자기 관리 방식으로 추진하기 곤란하게 만들고 있는 실정이다.

이러한 한계점을 감안할 때, 신탁경영은행은 계약형 부동산투자신탁 업무를 의

부 관리 방식으로 추진할 수밖에 없으며, 이러한 방식에는 부동산투자신탁 업무를 위하여 전문적인 자산운용회사를 자회사로 설립하는 방안과 부동산의 개발 및 관리를 전문으로 하는 외부의 자산운용회사와 위탁 관리 계약을 체결하는 방안을 고려할 수 있다. 그러나, 『은행법』 제37조에 의하면, 다른 회사에 대한 신탁경영 은행의 출자 제한 조항과 함께, 다른 회사의 의결권이 있는 발행 주식(출자 지분 포함)의 15/100을 초과하는 주식을 소유할 수 없도록 규정되어 있다. 따라서 신탁 경영은행은 100% 지분 출자를 통하여 자산운용회사를 자회사로 설립하여 부동산 투자신탁 업무를 추진하는 방안은 현행 법규상 불가능한 실정이다.

이상과 같은 현실을 감안할 때,²⁹⁾ 신탁경영은행은 외부의 자산운용회사와 특정 프로젝트를 대상으로 위탁 관리 방식의 계약을 체결하여 추진하는 방안은 현행 법규상 유일하게 가능한 것으로 판단된다. 이러한 사례로서, 국민은행이 발행한 빅맨부동산투자신탁 상품 또한 이러한 한계점을 감안하여 구조화한 상품으로 평가된다. 따라서 현행 법률의 제한으로 인해 신탁경영은행은 부동산의 매입·개발·임대 등과 같이 적극적인(aggressive) 부동산투자신탁 업무를 추진하는 대신에 특정 부동산 사업을 대상으로 대출 형태의 소극적인(passive) 방식을 취할 수밖에 없다.

한편, 신탁 계정별 사업 추진 방식과 더불어 계약형 부동산투자신탁 상품을 구조화하는 과정에서 신탁경영은행이 고려하여야 할 문제로서 개별 신탁 계정의 투자 가능 기간이다. 계약형 부동산투자신탁 상품은 신탁 기간을 사전적으로 설정한 신탁 계정에 기초하여 자금을 조달하므로, 자금 상환 기간 또한 개별 상품의 구조화 단계에서 설정되어 있다. 따라서 신탁경영은행은 신탁 자금의 투자 시기로부터 일정 시기 이내에 투자 원본 및 이익금을 회수할 수 있는 투자 대상 사업을 개발할 필요성이 있기 때문에, 계약형 부동산투자신탁의 투자 대상 사업 또한 비교적 제한적일 수밖에 없는 실정이다.

29) 현행 계약형 부동산투자신탁제도를 활성화하기 위하여, 부동산투자신탁 업무에 한정하여 신탁경영은행의 업무용 및 비업무용 부동산 소유에 대한 규제와 전문적인 자산운용회사의 자회사 설립 및 소유에 대한 규제를 완화할 필요성이 있다(왕세중, 2000). 또한, 현행 제도의 법률적 미비점에 대해서는 두성규(2000)를 참조하기 바란다.

2. 시사점

앞 절에서 살펴본 바와 같이, 현행 계약형 부동산투자신탁의 운영 주체인 신탁겸영은행은 고유 업무인 은행업에 대한 『은행법』의 규제에 의해 부동산과 관련된 프로젝트에 대출 방식으로 부동산투자신탁 업무를 추진하고 있다. 특히, 국민은행이 발행한 빅맨부동산투자신탁 상품은 특정 아파트 개발사업을 대상으로 프로젝트 금융 방식의 대출 형태를 취하고 있다. 이는 아파트 개발사업의 추진 과정에서 발생하는 현금흐름의 유출입에 대하여 국민은행이 직접 또는 간접적으로 통제하기 위한 것으로 판단된다.

한편, IMF사태 이후 국내 부동산 시장의 동향을 감안할 때, 프로젝트 금융으로 추진되는 계약형 부동산투자신탁의 투자 대상은 부동산의 매입 및 관리사업보다는 개발사업이 대부분을 차지할 것으로 보인다. 그리고, 이중에서도 특히 임대형 사업보다는 분양형 사업이 대부분을 차지할 것으로 판단되는데, 이는 계약형 부동산투자신탁의 자금 조달 방안이 신탁겸영은행의 신탁 계정에 기초하고 있기 때문이다. 즉, 신탁겸영은행은 계약형 부동산투자신탁 업무를 추진하기 위하여, 프로젝트별로 분리된 신탁 계정을 활용하여 자금을 조달하기 때문이다.

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

이와 같은 점을 감안할 때, 계약형 부동산투자신탁제도를 활용하여 분양형 개발사업을 추진하고자 하는 건설업체는 무엇보다도 수익성이 있는 사업의 창출 및 기획, 그리고 이러한 사업의 추진 과정에서 발생 가능한 각종 리스크에 대한 정확한 분석 능력이 요구된다. 그리고, 이와 같은 분석 결과를 금융기관이 요구하는

일정한 방식으로 정리하여 금융기관에 판매(sales)하는 전략이 요구된다. 국민은행이 발행한 빅맨부동산투자신탁 상품과 같이 분양형 아파트 개발사업을 추진하는 경우, 발생 가능한 리스크 중에서 금융기관이 가장 중요하게 판단하는 것은 분양 리스크와 시공 리스크(construction risk)로 판단된다.³⁰⁾

특히, 분양형 아파트 개발사업의 현금흐름에 결정적으로 부정적인 영향을 미칠 수 있는 분양 리스크는 해당 사업의 성패를 결정하는 요인으로서, 금융기관과 시공사 사이에 있어서 수익성과 연계하여 이를 적절하게 배분할 필요성이 있다. 따라서 양자 사이에 약정된 일정 수준 이하의 분양률로 인해 미분양 아파트가 발생할 경우, 이에 대해서는 건설업체가 해당 위험을 부담하는 것이 일반적이다. 반면, 일정 수준 이상의 분양률로 인해 발생하는 초과 분양 수입은 건설업체의 이익으로 전환될 수 있도록 구조화하여 수익과 위험의 적절한 배분이 이루어져야 한다.

한편, 시공 리스크는 공사비 초과 또는 공기 지연 등의 원인으로 발생한다. 그러나, 비교적 공사 일정이 확실적인 아파트 건설사업의 경우에 있어서 시공 리스크는 공사비 초과보다는 공기 지연에 따라 발생할 가능성이 높은 것으로 분석된다. 따라서 공사 일정에 따라 요구되는 각종 인허가를 사전적으로 획득하여야 하며, 각종 민원의 발생 가능성 또한 최소화할 필요성이 있다. 그리고, 시공사의 부도 발생으로 인하여 시공 리스크에 대한 신용 제고 장치로서, 연대시공사의 입보 및 이에 상응하는 보증 등을 제공하여 시공 리스크를 최소화하여야 한다.

또한, 분양형 개발사업의 초기 단계에서 토지 매입과 같이 대규모의 자금이 소요되는 경우, 건설업체는 상이한 자금 조달 방식에 따른 금융비용 등 각종 기회비용(opportunity cost)을 수익성과 연계하여 산출할 필요성이 있다. 특히, 건설업체는 해당 토지를 담보로 설정하여 금융기관으로부터 자금을 조달하는 전통적인 기업 금융의 대출 조건과 해당 프로젝트의 분양을 통하여 창출되는 미래의 현금흐름을 담보로 자금을 조달하는 프로젝트 금융의 대출 조건을 비교하여 자금 조달 방법을 선정하여야 한다.

30) 계약형 부동산투자신탁의 경우, 신탁경영은행은 결제수탁계정(escrow account)의 설정을 통하여 모든 현금흐름의 유출입을 통제하게 된다. 따라서 공사비 및 분양수입금의 관리를 통한 현금흐름의 투명성은 어느 정도 확보할 수 있으므로, 자금 관리의 위험은 상대적으로 낮게 평가된다.

결과적으로 계약형 부동산투자신탁의 자금을 활용하고자 하는 건설업체의 경우, 분양형 개발사업을 체계적으로 계획하여 다양한 타당성 분석을 통하여 사업성을 검증하여야 한다. 뿐만 아니라 건설업체는 사업의 추진 과정에서 발생 가능한 분양 리스크와 시공 리스크에 대하여 수익성에 대비하여 금융기관과 위험을 분담할 수 있도록 사업을 구조화할 필요성이 있다. 또한, 계약형 부동산투자신탁은 신탁기간의 종료에 따른 청산으로 인해, 사업의 초기 단계에서 자금을 활용하고, 분양수입의 일정 부분을 투자 원본 및 이익을 지급하는 구조를 갖고 있다. 따라서 다양한 자금 조달 방법의 기회 비용을 감안하여 선택할 필요성이 있다.

참고 문헌

국내 문헌

- 건설공제조합, 「업무통계연보」, 각년호.
- 건설교통부, 『부동산투자회사법(안)』, 2000.7.
- 국민은행, “빅맨부동산투자신탁 1호 설명서”, 2000.7.
- _____, “빅맨부동산투자신탁 1호 상품 내용 및 업무 처리 요령,” 2000.7.
- _____, “빅맨부동산투자신탁 2호 설명서”, 2000.9.
- _____, “빅맨부동산투자신탁 3·4호 설명서”, 2000.9.
- 금융감독원, 「금융통계월보」, 각월호.
- 두성규, “계약형 부동산투자신탁제도의 법적 검토를 통한 활성화 방안”, 「계약형 부동산투자신탁제도 활성화를 위한 세미나」, 주제 발표 논문, 2000.7.
- 박원석·박용규, 「REITs 도입의 영향과 정책 과제」, 삼성경제연구소, 2000.4.
- 신용보증기금, 「보증월보」, 각년호.
- 왕세중, “계약형 부동산투자신탁제도의 도입 배경과 쟁점 사항”, 「계약형 부동산투자신탁제도 활성화를 위한 세미나」, 주제 발표 논문, 2000.7.
- 이상영·서후석·김진우·신웅식, 「부동산투자회사 제도의 도입 방안에 관한 연구」, 한국건설산업연구원 정책 연구 99-02, 1999.1.
- 증권감독원, 「증권조사월보」, 각월호.
- 한국부동산분석학회·아더앤더슨코리아·한국토지공사, 「부동산투자회사 제도 도입을 위한 공청회」, 2000.5.
- 한국은행, 「금융자산부채잔액표」, 2000.5.
- _____, 「조사통계월보」, 각월호.

국외 문헌

- Australian Government, *Managed Investments Act 1998: An Act to Amend the Corporations Law, and for Related Purposes*, 1998.6.
- Australian Securities and Investments Commission (ASIC), *Annual Report 1998/99*, 2000.1.
- _____, *Commentary on Compliance Plans received by ASIC: Property Schemes*, 2000.3.
- _____, *Dealers and Investment Advisors: Licensing Kit*, 2000. 5. <http://www.asc.gov.au/policy/index>.
- _____, *Application for a Licence as a Dealer—Responsible Entity and IDPS Operator: Form 701L, M, N & O*, 2000. 5. <http://www.asc.gov.au/policy/index>.
- _____, *Application for a Licence as a Dealer or Investment Advisor: Form 701A, B, G & H*, 2000. 5. <http://www.asc.gov.au/policy/index>.
- _____, *Educational Qualifications and Industry Qualifications Approved by ASIC*, 2000. 5. <http://www.asc.gov.au/policy/index>.
- _____, *Responsible Entities and Investor Directed Portfolio Service Operators: Licensing Kit*, 2000. 5. <http://www.asc.gov.au/policy/index>.
- Australian Stock Exchange (ASX), *Listing Information Memorandum*, 1998.8. <http://www.asx.com.au>.
- _____, *ASX Overview*, 2000.2. <http://www.asx.com.au>.
- _____, *ASX Listing Rules*, 2000.3.
- Merrill Lynch, *Australian Property Trust Sector*, 2000.3.
- SBC Warburg Dillon read, *The Potential for Listed Property Trusts in Singapore: A Comparison of the Australian LPT and United States REIT Models*, 1998.3.

- Warburg Dillon Read, *The Potential for Listed Property Funds in Singapore: Comparisons with the Australian Listed Property Trust Sector*, 2000.2.
- _____, *Property & Tourism Compendium April-June 2000*, 2000.3.

국내 Web-site

- 금융감독원, <http://www.fss.or.kr>.
- 한국은행, <http://www.bok.or.kr>.

국외 Web-site

- 호주부동산협의회, <http://www.propertyoz.com.au>.
- 호주증권거래소(ASX), <http://www.asx.com.au>.
- 호주증권투자감독원(ASIC), <http://www.asc.gov.au>.

<Abstract>

The Trust-type Real Estate Investment Trust System: the Present Situation, a Future Outlook and its Implications

Due to the long-term stagnancy of business activities in the construction and the real estate industries since the advent of the IMF's bailout, several attempts have been made to activate their economic conditions. Most of all, the notable one was to make an favorable legal environment for real estate investment in order to induce a structural change for the enterprise sector and the financial industry: the securitization of various assets including real estate properties, which leads to the legislation of the new systems for asset-backed securitization (ABS) and mortgage-backed securitization (MBS).

Despite the new legal environment for the securitization of various types of assets, however, the systems seem not enough for the activation of the business activities in the real estate sector, resulting in tremendous demand for a new system which is very similar to a advanced system such as the real estate investment trusts (REITs) system in the U.S. or the listed property trust (LPT) system in Australia. This demand was realized in the form of REITs based the amendment of the Trust Business Act in 1998, leading to the so-called the trust-type REIT system.

The trust-type REIT system is based on a trust account by a trust bank to collect money from investors, which is to be invested for the REIT business activities. Based on a scenario approach, the market size for the trust-type REIT business and the company-type REIT business, which is recently suggested by the Ministry of Construction and Transportation (MOCT), is estated to be around six trillion wons within two years. Within five years, moreover, the market size is estimated to grow from nine trillion

wons to forty-five trillion won, depending on the degree of activation of the REIT systems by tax incentives.

A survey shows that financial institutions are in favor of the company-type REITs, while general investors are in favor of the trust-type REITs, which is very in accord with general investment behavior for financial products, such as stocks and trusts. Since they are very distinct in their product type, the resulting demand are also very distinct, leading to the separation of the REIT market between the trust-type and the company-type REIT market by forty-two and fifty-eight percents, respectively.

The current market size for the trust-type REIT business seems to grow very dramatically since the advent of Big Man REIT products by Kookmin Bank. However, the products have their own limitations based on their roots in the legislation of the Trust Business Act. The first limitation is the range of the trust banks' limitation in the REITs businesses in the sense that they can not be very active in designing trust-type REITs products: they can not establish their own companies, nor own real estate properties, whether they are business-based or not. The second limitation is the time period for trusts that the banks establish: it is designed within a certain limit.

These two limitations could be utilized for contractors to employ the system in order to activate their real estate development businesses. In particular, they need to design their activities that are acceptable to trust banks and a time plan that invests the money at the outset of the project, such as site acquisition and land development.

● 저자 소개 ●

왕 세 종 (sjwang@cerik.re.kr)

고려대학교 정경대학 경제학과 졸업

美 The Illinois State University 경제학 석사

美 The Ohio State University 경제학 박사

美 The University of Toledo 경제학과 객원교수 역임

현재 한국건설산업연구원 연구위원

《주요 논문 및 저서》

“Bootstrapping the Durbin-Watson Statistic”

“A Nonparametric Test for Functional Form”

「건설산업과 국민경제」

「건설업 부도 실태 연구」

「금융 환경 변화와 건설금융 개선방안」

「IMF시대의 건설산업: 영향과 대응 방향」

「IMF시대의 건설산업(Ⅱ): 상반기 전망과 정책 대응」

「IMF시대의 건설산업(Ⅲ): 외자 유치를 통한 건설·부동산 금융 활성화 방안」

「IMF시대: 탈출 경영」

「IMF 시련과 건설산업의 도전」

「민자 유치 촉진을 위한 제도 개선 방안」

「건설공사 계약실적의 시계열 분석 및 단기 전망을 통한 정책 과제」

「신탁제도를 활용한 부동산투자신탁 활성화 방안」 등 다수