

11. IMF 시대의 건설산업(2)

자료제공 : 한국건설산업연구원

외국의 부동산 금융제도 분석 및 정책제안(Ⅱ)

조 주 현 건국대학교 부동산학과 교수

1. IMF 시대의 부동산 금융

IMF 시대를 맞이하여 건설업의 도산 사태는 매우 심각한 실정이며, 건설업과 부동산 개발업의 기반이 붕괴되는 것이 아닌가 하는 우려마저 기되고 있다. 금리의 상승과 수요부진으로 인해 건설업의 여건은 더욱 악화되고 있으며, 이를 근본적으로 해결하기 위해서는 건설금융의 획기적 확충과 관련 금융제도의 정비가 필요하다. 특히, 현재로서는 선진 외국의 자본을 적극 유치하는 것 이외에는 별다른 대안이 없는 실정이다. 정부에서도 이를 감지하고 최근 “외국인 토지취득 및 관리에 관한 법률”을 개정하여 부동산 시장을 완전 개방하여 외자유치를 적극 추진할 방침을 천명한 바 있다.

그러나 선진 외국에서는 부동산에 대한 투자관행이나 제도가 우리 나라와는 근본적으로 다른 점이 많아서 이를 충분히 숙지하고 우리의 부동산 금융제도를 정비하는 일이 시급한 과제로 대두되고 있다. 본고에서는 미국을 중심으로 한 다양한 선진 부동산 금융제도를 소개함으로써 향후 우리 나라의 부동산 금융제도 개혁의 방향을 제시하는데 그 목적이 있다.

2. 부동산 금융의 현황 및 문제점

부동산 개발을 위해서는 사업규모의 거대화·장기화로 인하여 장기저리의 자금이 필요하나, 현재 대부분의 건설업체들은 개발 및 건설자금을 부동산 경기에 크게 영향을 받는 분양선수금이나 이자율이 높고 용자기간이 짧은 금융기관 차입과 사모공채 등 단기고리 자문에 크게 의존하고 있으며, 기금차입이나 국가 및 지자체의 보조금 등 공공자금의 역할은 미약한 형편이다. 실제로 1995년 국토개발연구원에서 조사한 바에 의하면 주택건설업체의 경우 선분양자금이 전체의 37%, 기금 및 제1금융권 차입 18%, 제2금융권 차입 9% 등으로 자체 자금은 32%에 불과한 취약한 자금 동원구조를 보이고 있는 실정이다.

더욱이 최근까지 부동산개발에 대한 정부의 대출규제가 작용하여 왔고, 주식시장마저 위축되어 있어서 선진국에서 많이 사용하고 있는 기업금융 방식의 자금동원은 어려운 실정이다. 특히, 자본·금융시장에서 부동산 개발의 사업성을 기초로 한 자금의 직접조달(부동산 증권화)이 레저시설이나 상가 등에서 시험적으로 시도된 바 있으나 사업성 분석의 미숙과 관련제도의 미흡으로 사기사건으로 끝나는 등 실패를 초래한 사례가 빈번히 발생하고 있다. 아울러, 선진 외국에서 보편화된 Mortgage의 유동화 및 Mortgage Pool을 이용한 다양한 파생금융상품(MBB, MBS, CMO)의 개발을 통한 부동산 자금의 확충방안에 대해서는 이제까지 수많은 연구가 있었으나 관치금융에 안주함으로써 제도화의 길을 걷지 못하고 있는 실정이다.

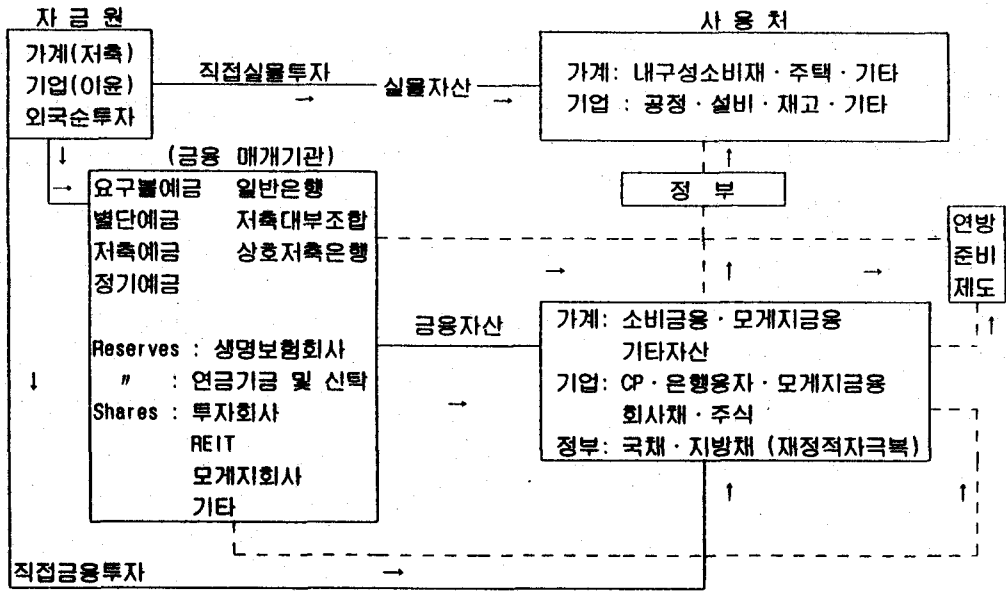
3. 선진 외국의 부동산 금융제도

(1) 투자기관 및 2차 저당시장(미국의 경우)

1) 자금의 흐름과 금융체계

1990년 현재 미국의 신용시장 부채잔고는 총 8,847억 달러로서 이 중에서 Mortgage가 2,294억 달러로 전체의 1/4을 차지하며, 국채는 4,431억 달러로 전체의 1/2, 회사채는 1,267억 달러, 소비금융·CP·bank loans·기타가 3,149억 달러를 이루고 있다. 특히 주택채무가 대부분인 Mortgage의 비중은 우리 나라의 그것과 유사하다. 그러나 기업의 총 부채 대비 주택대출의 규모는 미국이 118%로서 우리의 63%와 크게 대비된다.(조만, “시장지향적 주택

금융제도”, 주택은행, 1997.7)



2) 부동산 금융시장의 자금 공급기관

부동산 금융은 Equity Financing과 Debt Financing으로 구분되며, 전자는 주로 REIT, Partnership 등 주식과 부동산 지분의 형태로 자금을 동원하는 방법이고, 후자는 은행, 생명보험회사 그리고 연금기금 등 Mortgage의 발생과 구입 및 유통에 참여하는 방법이다. 최근에는 Mortgage Pool을 이용한 다양한 부동산 파생금융상품들이 출현함으로써 양자의 구분은 점차 모호해지고 있는 추세이다.

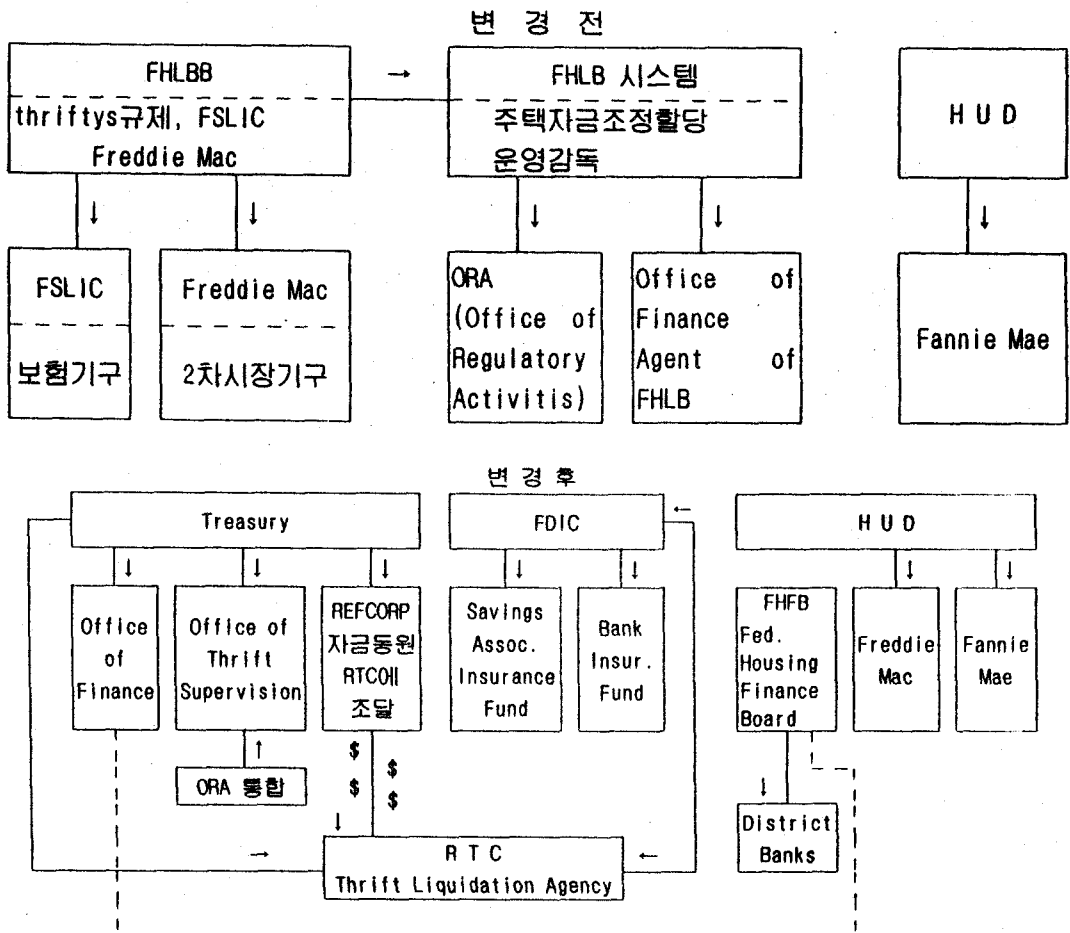
가. 시중은행

시중은행(commercial bank)의 주요 자금원은 요구불 예금, NOW계정, 단기채권시장 계정(money market accounts)이 30~40%를 차지하며, 주로 단기 금융상품에 투자하고 있다. 은행의 경우는 부동산 portfolio 운영에 대한 규제가 있으며 실제 자산 중 10~15%는 모게지에 투자하고 있다. 은행은 전체 모게지 시장의 19%를 점유하고 있다. 참고로 전체 모게지 시장에서 비중이 가장 높은 기관은 Thrifty Institution으로 전체의 30%를 점하며, 2위는 Mortgage Pools로서 전체의 21.6%를 차지하고 있다.

나. Thrifty Institutions

Thrifty Institution의 대표적인 기관은 상호저축은행, 저축대부조합, 신용조합 등이며 이 기관들은 주로 가계금융을 취급하고 있다. 이들은 채래식 모계지 대부기관이며 최근에는 지분참여도 일부 이루어지고 있다. 특히 미국에서도 1980년대 후반에 부동산가격의 폭락과 이러한 기관들의 부실운영으로 인한 FSLIC의 파산으로 금융위기를 겪으면서 1989 FIRREA법 (금융개혁법 : Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement Act)을 제정하기에 이르렀으며, 이에 따라 이 기관들은 세 가지 기준을 만족하도록 요구받고 구조조정을 시행한 바 있다. 그 기준은 첫째, risk-based capital(자본 대비 위험자산의 비율)로서 8% 이상이며,

<FIRRA법에 의한 Thrtify 규제체계>



둘째 core capital 기준으로서 3% 이상, 셋째로 tangible capital 기준 1.5% 이상 등이다.

동 법에 따라 기관 정리를 위한 RTC(Resolution Trust Corporation)를 설립하였으며, FDIC의 관리 감독 하에 파산위기의 Thrifty 기관을 관리하고 있으나 이에 소요되는 자금은 2천억 달러에 달하는 것으로 추산되고 있다.

다. Mortgage Pools, Trusts, and Banking Co's

모기지 은행은 예금기관이 아니며, 기관투자자에게 팔리는 부동산에 대한 용자의 발생 및 서비스가 주임무이다. 즉 이들은 모기지를 상품화(packaging)하여 대규모 기관투자자에게 투자알선을 하는 지방기관이며, 연금기금(Pension Fund)에 대한 투자자문의 역할도 수행하고 있다.

라. 생명보험회사(Life Insurance Companies)

생명보험회사들은 2차 저당시장에 활발한 참여를 하고 있으며, 최근에는 지분참여(equity participation)도 증가하는 추세이다. 이들은 특히 개인연금구좌(IRA)를 위해 별도의 부동산 계정을 관리하며, 연금기금을 위해서 CREF(Commingled Real Estate Funds)에도 투자하고 있다.

마. 연금기금(Pension Funds)

1990년 현재 연금기금의 투자자산은 1조 9천억 달러에 이르고 있다. 연금기금은 Portfolion diversification의 일환으로 부동산 투자에 참여하고 있으나 자산규모에 비해서는 저조한 수준을 보이고 있다. 즉, 총자산 중 부동산에는 6%(지분: 3.9%, 모기지: 1.1%)에 불과한 실정이다. 이와 같이 투자가 부진한 이유는 모기지는 다른 금융상품에 비해 복잡하며, 지분투자의 경우는 ①연금기금은 이미 면세혜택을 누리고 있고 현금구입이 관행적이므로 부동산 투자를 통한 leverage 효과를 기대하기 어렵고, ②부동산투자의 위험도가 너무 높으며, ③부동산관리에 많은 인력이 필요하고, ④자문·관리자들은 증권 전문가이며, ⑤부동산 투자분석을 위한 자료가 불충분하기 때문이다.

바. 부동산투자신탁(Real Estate Investment Trusts)

부동산 투자신탁(REIT)은 일반 부동산에 대한 노하우를 바탕으로 일반 투자자로부터 자

금을 모아 부동산에 투자를 하고 그 이익을 주주에게 배당하는 기관으로서, 다음의 요구조건을 만족시 법인세를 면제해 주고 있다. 즉, 조직요건으로서 주주는 100인 이상이어야 하며, 50%이상의 주식을 5인 이하가 소유할 수 없도록 되어있다. 자산 요건으로서는 75% 이상이 부동산, 현금, 정부채권으로 구성되어야 하며, 소득요건으로서는 95% 이상의 총소득이 임대료, 모기지, 이자 등으로 구성되어야 한다. 형태는 크게 Equity Trust와 Mrust의 두 가지로 나누어 볼 수 있다.

Equity Trusts는 대개 부동산 소유자와 투자은행이 공동으로 REIT를 설립하여 지분을 공모하는 형태를 취한다. 그러나 부동산의 취득·관리과정에서 많은 사람들이 참여하므로 이해조정이 쉽지 않은 단점이 있다. 또한 투자손실이 발생할 경우 Partnership과는 달리 이를 주주에게 배당할 수 없고 이월만 가능한 것이 단점이다. Mortgage Trust의 경우는 대부분 부동산은 소유하지 않고 Mortgage Paper만 소유하는 것이 특징이다.

사. Syndication(투자조합)

부동산 신디케이트란 여러 명의 투자자가 부동산 전문가의 경험을 동원하여 공동의 부동산 프로젝트를 수행하는 것을 말한다. 이 때 개발업자는 신디케이터인 General Partner로서 Limited Partner인 일반 투자자로부터 자금을 모아 개발을 수행하고 수수료를 획득하는 경우가 흔다.

또한 신디케이트의 사업형태는 corporation, joint ownership, joint venture, partnership 등 다양하다. 이 중 Limited Partnership은 세법상 일반조합(association)은 아니며, ① Business Association으로 취급되고, ②사업을 영위하고 이익을 분할하며, ③계속성을 지닌다(단, LP는 해체가능). 또한, ④관리 집중성을 특징으로 하며, ⑤유한책임을 진다(단, GP는 무한책임). 아울러 ⑥지분권은 GP와 다른 LP의 허가를 받아 양도할 수 있다. 또한 35인 이상의 LP를 모집할 경우는 반드시 공모를 통해서 이루어져야 하며 사업계획서에 대해 관련 법(Securities Act)의 허가를 받아야 한다. LP는 \$500, \$1,000, \$5,000 단위로 발행되며 거래 단위는 10주로 되어 있다.

Partnership 협약 시에는 참여 파트너의 수, 자본참여 비율, 운영으로 인한 현금의 배분 비율, 운영 및 매각 소득/손실의 배분 비율, 매각 후 현금의 배분비율에 대한 사항을 합의하여 기록하며, 장래에 사업 손실이 발생할 경우 추가적인 자금차입이나 투자자 모집 등을 할

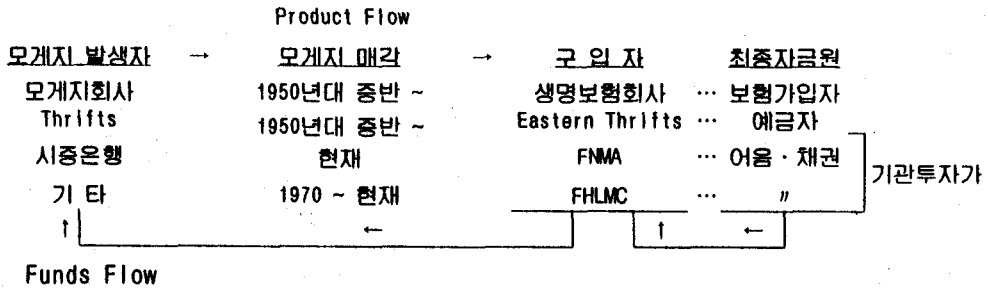
수 있도록 규정할 수 있다.

아. 정부 저당공사(GNMA)

1968년에 설립된 이 기관은 ①FNMA로부터 이전 취득된 모게지의 관리 및 유통화, ②저소득층 특별융자, ③MBS의 근거인 FHA-VA 모게지 pool guarantee를 주된 기능으로 하고 있다. 이 기관은 특히 FHA와 VA 모게지 pool을 담보로 발행된 MBS의 원금과 이자에 대한 지불보증을 실시하여 이를 투자은행으로 하여금 매각 유통시키고 있다.

3) 2차 저당시장의 작동원리

〈자금흐름 분석 : 직접구매 프로그램〉



(2) 모게지의 증권화

현재 증권화된 모게지의 36.7%는 GNMA, 28.1%는 FHLMC, 27.6%는 FNMA가 차지하고 있으며, 그 형태는 Mortgage-backed bonds(MBSs), Mortgage Pass-through securities(MPTs), Mortgage pay-through bonds(MPTBs), Collateralized Mortgage Obligation (CMOs) 등이 있다.

1) MBB(Mortgage-Backed Bonds)

이는 민간 모게지 대출자들이 창출하며, MBB 발행자가 모게지의 소유권은 가지고 있으나, 채권의 담보로 제공하고 제3자(신탁자)에게 신탁된다. 모게지 잔고 합계보다 적은 금액의 채권을 발행(담보율은 125~240%)하여 default나 prepayment에 대비한다. 아울러 만기로 빠져나가는 모게지가 있으면 새로운 것으로 채워 넣음으로써 적정 담보수준을 유지토록 한

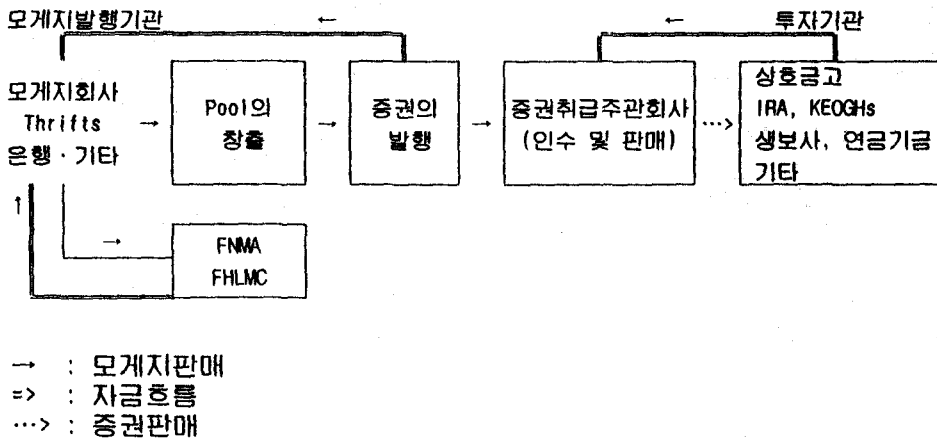
다. 신탁자는 채권 발행규정이 준수되지 않을 경우 담보를 매각할 수 있으며, 항상 모기지 풀의 시장가치를 평가하여 충분한 담보가 cover되는 지를 확인한다.

2) 모기지 移替증권(Pass-Through Securities)

이는 1968 GNMA에 의해 시작된 것으로서, GNMA가 모기지의 연대보증인으로서 이자와 원금상환을 보증한다. 이는 성격상 모기지 풀에 대한 지분증권(undivided ownership interests in a pool of Mortgage)의 성격을 지닌다.

한편 1980년 이후에는 모기지와 Pass-Through Security의 교환(SWAP)으로 융통성이 부가되었으며, 1983 GNMA II의 경우 발행기관은 모기지 발행기관과 동일하다.

<MBS의 발행구조>



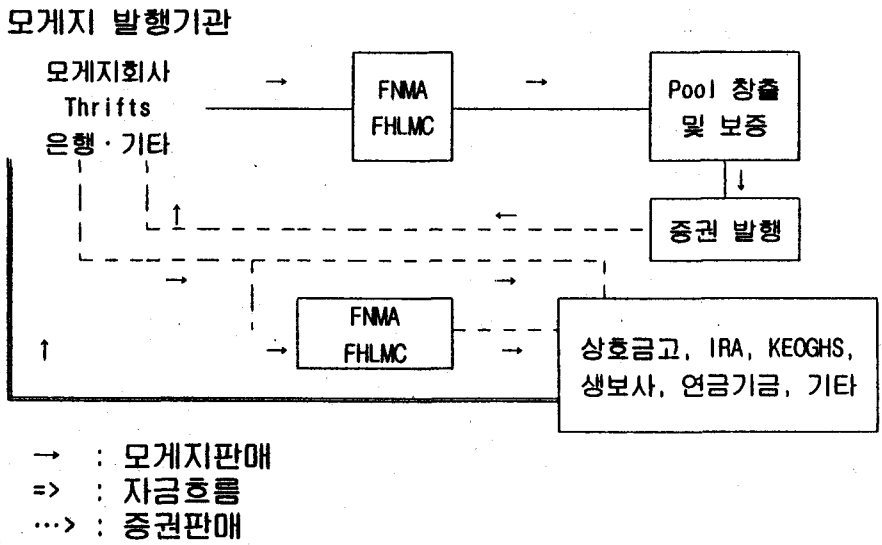
한편 1980 이후에는 모기지와 Pass-Through Security의 교환(SWAP)으로 융통성이 부가되었으며, 1983 GNMA II의 경우 발행기관은 모기지 발행기관과 동일하다

3) Mortgage Pay-Through Bonds(NPTBs)

MPTBs의 기본적 성격은 채권(채무자=발행인)으로서, 지불방법은 Mortgage pay를 그대로 전달하는 구조로 되어 있다. 초과담보를 항상 유지토록 하고 있으며, 원금상환이 그대로

pashehlamfh 담보의 시장가치는 MPTs보다 중요성이 덜하다. 또한 MBB와는 달리 MPTBs는 조기상환의 위험을 발행자가 지지 않는다. 그러나 조기 상환율에 대한 고려는 투자자에게 매우 중요하며 이것이 CMO가 탄생하게 된 배경을 이룬다.

〈1980년 이후 MPTS SWAP의 구조〉



4) Collateralized Mortgage Obligations(CMOs)

이는 모기지 풀을 담보로 발행된 채권이며, 발행자는 모기지 풀의 소유권을 갖고 이를 담보로 채권 발행한다. 따라서 조기상환의 risk는 채권의 소유자가 지게되지만 risk 분산을 위해 만기를 다양화(3, 5, 7년 등)하여 발행한다. 1991년 현재 총 발행잔고는 4,000억 달러에 달한다.

<CMO의 예>

자 산	만기표시이자율(%) 발행액			
	부 채			
	A계급채권	5~9	9	&30,000,000
모게지 \$104,000,000	B "	9~14	9.25	30,000,000
	C "	12~17	9.75	25,000,000
	Z "	28~30	10.5	15,000,000
	계			100,000,000
	자본(Equity)			4,000,000
총자산 &104,000,000	Total Debt & Net Worth			&104,000,000
주요투자자-	A계급채권 :	Thrifths, 은행 현금시장기금, 기업		
	B " :	생보사, 연금기금, 국제투자자, 신탁		
	C " :	"	"	
	Z " :	"	"	+상호금고

※ 최근 CMO Tranche는 다양화 추세

발행자 : 수수료와 spread로부터 Equity return 및 비용충당

5) 종합비교

<모게지 관련증권의 투자 특성 비교>

	MBB	MPT	MPTB	CMO
(a) 종류	채권	증권	채권	채권
(b) 증권 의 계급	1	1	1	여러 개
(c) 원금의 이체	없음	직접	직접	우선순위별
(d) 조기상환의 부담귀착	발행인	투자자	투자자	투자자
(e) 초과담보	有	無	有	無
(f) " 공시	有	해당 無	無	無
(g) Credit enhancement	有	無	有	無
(h) 만기를 아는가?	Yes	No	No	No
(i) Call 조항	가능	clean up	가능	calamity & nuisance
(j) 대차대조표外 금융가능성	無	有	無	有→REMIC(Inv. conduit)

4. 부동산 개발금융의 방법

(1) 개발금융(Project Development Financing)

부동산 프로젝트의 개발금융은 우선 개발업자, 토지소유자, 자본 참여자가 사업주체를 결성하여 지분형태의 자본참여를 하고, 추가적인 자금차입은 대부분 Local lender로부터 이루어지며 완공 후에는 시중은행이나 생명보험회사 등 대형 금융기관들이 장기금융으로 대환하는 구조로 되어 있다. 그러나 대부분의 경우 건물완공(혹은 임대완료)후 장기금융(Permanent financing)의 확보는 건설금융이 시행되기 이전에 용자약정(take-out commitment)을 체결하는 방식으로 이루어지고 있다.

자금의 차입을 위해서 금융기관들은 프로젝트에 관하여 다음과 같이 매우 상세한 서류를 요구한다.

A. 일반서류

- ① Project 정보(내용, 계획 등)
- ② 시장, 금융자료(업자 및 참여자, 운영계획, 비용추계, 시장분석자료 등)
- ③ 공적규제
- ④ 법적 서류(사업규제, 토지비용조서, 사법적 제한 등)

B. 건설금융(construction or interim financing)을 위한 추가정보

- ① Perm. lender의 commitment
- ② 건축세부계획
- ③ 비용세부항목

C. 중간금융실행요건

- ① 사업세부계획(최종도면, cost 추정, 부지계획 등)
- ② 시장, 금융정보
- ③ 정부규제
- ④ 법적서류

D. 최종금융실행요건

- ① 시장, 금융정보

- ② 사업정보(사업가치 최종평가, 건물최종조사)
- ③ 정부규제(조세완납증명, 건물검사증명, 기타)
- ④ 법적서류(소유권... 등)

Perm. Lender가 공통적으로 요구하는 사항

- a. 건설금융획득에 소요되는 최대한의 기한
- b. 건물준공일자
- c. "c"에 미달시 자금(부족분) 조달계획
- e. 대출약정의 만기일 및 연장조건
- f. 설계변경의 승인

용자방법은 open-end mortgage의 형태로서 매월 기성고에 따라 발생이자를 포함하여 이루어지며, 보통 변동금리(보통 프라임 금리에 2% 할증)가 적용된다. 따라서 대규모 자금이 소요되는 부동산 개발의 재정적 위험을 증폭시키므로 최근에는 금융선물(Futures)이나 이자율 교환거래(SWAP) 등을 통해 이자율 위험을 방어하는 방식이 선호되고 있다. 그리고 부지의 취득비용, 간접비 및 부대경비(soft cost) 등에 대해서는 최소한 사업주체가 투자하도록 요구하고 있다.

용자실행에 있어서는 사업연도별 운영 경비율(Operation Expenses/EGI), 상환금 부담능력(DCR=NOI/DS; 보통 1.2 이상), 순운영수익률(NOI/Total Costs), 자기자본 수익률(BTCF/Equity Investments), 수익분기 점유율(DS+Operation Expenses/GPI) 등을 고려하여 대출 의사결정이 이루어진다.

(2) 토지개발금융

토지개발 금융은 토지구입→부지조성→획지분할(subdivision)→매각사업의 절차를 거치는데, 흔히 계획단위 개발(Planned Unit Development: PUD)에 흔히 사용된다. 이때, 토지개발업자는 Final Demand(상가, 오피스, 주택 등)에 대한 과학적 시장분석을 바탕으로 사업을 전개하게 되며, 이러한 분석과정에서 Consulting firm들이 조언을 주거나 깊이 관여하고 있다.

토지개발에서 대출자가 요구하는 조건은 주택단지 등 최종 개발까지 행하는 경우보다 더

육 까다로운 것이 일반적이며, 정부에서도 판매과정에서 문제가 발생하지 않도록 관련법(예컨대, Interstate Land Sale Act 등)에 의한 규제가 강화되고 있는 추세이다.

대출자들은 장래의 공사비 상승에 대한 위험을 방어하기 위해 흔히 시공계약이 고정된 가격으로 이루어지기를 원한다. 또한 이들은 시공사가 도산할 경우를 대비해서 Labor and Material Payment Bonds and Completion Bonds 구입토록 하고 있으며, 권원보험(Title Insurance)에의 가입, 공사보증을 위한 유보액(Holdbacks), 그리고 공사기한 연장에 관한 규정을 용자계약에 삽입하고 있다.

토지개발 시에 특이한 점은 개발타당성 분석기간 중에 당해 토지에 대해 소유자와 구매 옵션계약을 할 수 있다는 것이다. 보통 한 달 정도는 무료로 시찰을 할 수 있고, 다음 5개월 정도는 일정한 금액을 지불하고 선매계약을 할 수 있다. 이렇게 함으로써 개발 타당성 분석기간 중에 투기가 일어나는 것을 방지하고 토지의 취득비용도 절감할 수 있게 되는 것이다.

개발타당성 검토내용 중에는 ①토지 이용의 제약조건을 감안하여 매입호가를 하향 조정하거나 혹은 이를 기회요인으로 활용하고, ②개발 가능한 면적의 비율과 같은 지표를 사용하여 유사단지와의 비교 분석을 행하며, ③밀도와 가격의 관계를 살펴서 적정 밀도를 도출하고, ④용도규제 부합성 여부를 검토하여 개발의 layout을 확정한다.

용자는 토지취득비 일부, 직접공사비, 간접경비 일부, 그리고 개발기간중의 이자에 대해서도 용자가 실행된다. 용자는 단계별로 이루어지며, 상환 스케줄은 분양속도에 연계되고(흔히 80% 내지 90%의 수입에 도달할 때 완전상환이 이루어지도록 요구함), 변동 이자율이 적용된다.

5. 자산금융의 방법(일본의 사례)

(1) 증권화 방식

1) 채권형

채권형의 전형으로서는 저당증권이 있는 바, 이는 특정 부동산에 설정된 저당권 및 피담보 채권을 증권화 한 것으로 등기소가 발행하는 일종의 유가증권이나 매매 및 유통이 불가

한 형태임. 한편, 주택 Loan 채권신탁은 단위가 1억엔 이상이고 연금이나 기금 등이 투자하고 있다.

2) 지분형

지분형은 小口化(공유지분)→투자자에 매각→신탁은행에 일괄신탁(신탁은행은 일괄 임대)→수익권증서 발행 및 배당의 절차를 거치며, 이는 미국의 Partnership과 유사한 형태로서 도시개발조합을 결성, 지주의 토지출자+투자자의 현금출자+개발회사가 결합한 형태로 운영되고 있다.

이 방식은 해외투자에도 많이 사용되고 있는 바, 예컨대(주)三井不動産이 개발한 “三井 America Fund 88-II”가 바로 그것이다. 이 상품은 (주)三井不動産이 해외 부동산 투자의 일환으로 1988년에 만든 부동산 투자의 소구좌 상품이다. 우선 현지사정에 정통한 SBD group(미)과 제휴하여 Partnership을 구성하고 현지 스태프와 전문가를 동원한 투자상품이다. 그 조직을 보면 Partnership으로 현지의 부동산을 구입하고 이 중 일부를 소구좌로 분할하여 판매하는 방식이다. 이때 각 투자자는 출자액에 비례하여 운영수익과 매각수익을 배분한다. 따라서 각 투자자는 Limited Partner가 되고 SBD는 General Partner가 된다.

三井 SBD A.F. 88-II의 투자내용을 보면 ①Santa Anna Tower(노인대상 임대아파트로서 HUD로부터 60~70%의 임대료 보조가 있는 아파트), ②Redlane Mall(쇼핑센터), ③AARP Building(오피스 빌딩)을 하나로 묶어서 Partnership 명의로 구입하는 상품으로 총 구입가격은 \$5,750만이며 三井(주)측 \$100만+소구좌 \$2,800만(\$100만x28구좌)+\$2,850만(현지 은행에서 차입)으로 위험도를 분산한 상품이다.

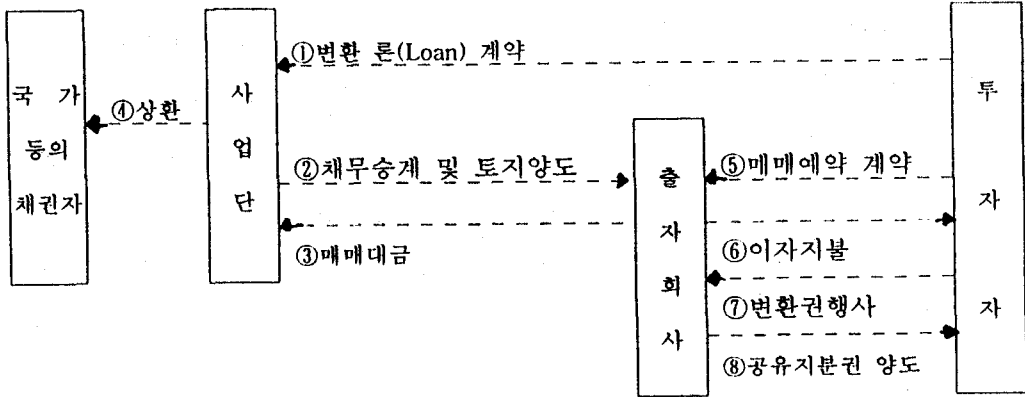
예상수익률은 초년도에 7.86%, 초기 5년간의 평균 수익률은 7.89%로서 일본의 금리 수준이 낮은 것을 감안하면 괜찮은 투자상품이다. 더욱이 투자에 대한 손실과 감가상각비에 대한 세금공제의 혜택이 있고 소유권을 지분만큼 확보하는 상품이므로 유망한 것으로 평가되었다.

3) 혼합형

이는 채권형과 증권형의 혼합형으로서 예컨대 국철정책사업단의 부지처분 방식 중 출자회사를 활용한 ①부동산변환 Loan 방식 ②주식 전환권부 사업단 채권 방식 등이 있다.

이중 부동산변환 Loan 방식을 보면 매매예약계약과 동시에 그 매매예약금 상당액을대지

와 신축건물의 공유지분권으로 변환시킬 수 있도록 한 것으로서 투자가가 소유자에게 개발 자금을 제공하는 거래이다. 즉, 채권이 공유지분권으로 변화되는 예약권부 차입의 성격을 지니고 있다. 단, 한 구좌가 400억 엔으로서 너무 크고 유동성이 적다는 것이 단점이다.



(2) NTT(일본전신전화공사) 무이자대부제도

이는 공기업인 NTT의 민영화를 위해 매각한 주식의 매각대금을 활용한 사회 간접자본시설의 정비제도이다. 즉, NTT주식의 매각수입에 의한 국채정리기금의 일부를 일반회계를 경유하여 산업투자 특별회계에 편입하고, 동 회계로부터 직접 혹은 특별회계나 관계기관을 통하여 사회간접자본시설의 정비사업에 대한 무이자 대부를 시행하고 있다.

대부제도의 종류는 A-Type(수익회수형 공공사업: 지자체 이외의 자가 행하는 공공사업 혹은 제3섹터의 도로·공원 등의 정비에 대한 민간도시개발기구를 통한 무이자대부제도), B-Type(보조형 공공사업: 일정 구역을 일체정비하거나 보조시가지 개발사업 등에 무이자대부하며, 대금상환시 상환금액 상당을 국고에서 보조), C-Type(민간활력형 활용사업: 리조트, 테크노폴리스 등 지역활성화 사업에 대해 일본 개발은행을 통해 댁를 시행하는 제도) 등 3가지가 있다.

상환기간은 보통 20년 이내(5년이내의 거치기간 포함)이며, 상환방법은 균등반년부 상환이고, 은행에 의한 채무보증이 이루어지며, 매개기관인 (재)민간도시개발추진기구는 수수료를 징수한다. 한편, (재)민간도시개발추진기구는 국가의 무이자대부를 시행하고, 정부보증의 채권을 발행하여 일본개발은행에 기탁하여 융통하며, NTT주식매각대금에 의한 무이자용자제도를 시행하고 있다.

6. 부동산 금융의 개선방향

(1) 부동산 금융의 재원확충

1) 공기업 민영화 주식매각 대금의 활용

이웃 일본의 경우는 공공기관의 민영화를 위한 주식매각대금을 지방토지개발의 주요재원으로 사용하고 있어(예컨대 NTT 무이자 융자제도), 우리에게 시사하는 바가 크다. 우리의 경우는 이러한 재원이 재정 투융자 특별회계에 귀속되고 있어 일반재원화 하는 경향이 있다. 단기적으로는 이러한 재원을 활용하여 국민 주택기금이나 토지개발기금을 확충하는 방안을 생각해 볼 필요가 있다.

그러나 이러한 방법으로 부동산 금융의 재원을 확충하는 방안은 현실적으로 정부부처간의 이해가 얽혀 있어 해결이 어려울 수 있으므로 장기적으로는 저당채권의 유동화 방안이나 부동산 개발기금 등 사업성에 기초한 자산금융제도의 도입이 필요할 것으로 사료된다.

2) 토지개발 채권의 다양화·활성화·유동화

부동산 개발의 자금부담을 경감하기 위해 개발 부동산의 수익성과 자산가치를 중심으로 한 지분권을 소액화하여 발행할 수 있도록 하며 이를 유통시킬 수 있도록 제도적 기반을 마련한다. 아울러 증권과 채권의 혼합형태인 지분전환채권, 개발이익참가형 채권 등의 새로운 금융 방법의 도입을 적극 검토할 필요가 있다.

현재 한국토지공사 등 일부 기관에서 개별적으로 활용되고 있는 토지개발 채권의 발행기관을 더욱 다양화하여 투자자의 수요에 맞도록 개선하고, 이를 Pool로 하여 파생 금융상품을 발생시킬 수 있는 방안이 필요하다. 이렇게 토지개발채권의 유동화를 촉진하기 위해서는 현재 정부에서 설립을 고려중인 「주택저당권 유동화 중개기관」 혹은 「기업부실채권정리기구」 등을 활용하는 방안을 검토할 필요가 있다.

(2) 부동산 금융 관련제도 및 체제의 정비

1) 부동산 증권화 및 유동화 기반구축

현행 지분제 투자 등 부동산 개발에 있어서의 개발금융은 지분의 분할을 소액화하여 투

자의 접근성은 개선시켰으나, 비과학적이고 불합리한 사업성 검토와 지나치게 많은 구좌를 발행함으로써 이윤을 squeeze out 시키고 매매차익도 기대할 수 없게 됨으로써 투자가치가 크게 낮아지며, 분양이 예정대로 되지 않는 경우에는 사기사건으로 끝나는 경우도 종종 있었다.

이러한 문제를 해결하기 위해서는 단기적으로는 보증보험 등 보험이나 보증제도의 확충으로 해결하는 방안을 강구할 수 있겠으며, 장기적으로는 외국의 부동산 Syndication 제도의 입법화 등 공적인 개입에 의해 사업성을 기초로 한 부동산의 증권화를 정착시켜야 할 것이다.

2) 개발단계에서의 증권화제도 도입

준공 이전의 개발단계에서 장기적이고 안정적인 자금의 확보를 위한 증권화가 필요하다. 이의 전제로서는 ①각 단계의 위험도와 문제점에 대한 상세한 분석을 기초로 사업에의 보증 및 보험기능을 활용한 위험도 절감하고, ②투자동기 부여를 위해 투자자에게도 개발이익의 분배를 가능토록 하며, ③증권의 발행시 개발단계의 물건과 보유단계의 물건을 조합하는 전략을 구사할 필요가 있다.

(3) 관련제도의 종합정비

1) 우량 토지개발 사업에의 자금유도

토지개발 사업은 장기적인 수익성에 기초하므로 세금우대 등의 정책적 지원이 필요하다. 다만, 이 경우는 5년 이상의 장기채인 경우에 분리과세를 통한 세금우대가 가능할 것이며, 수익률 자체보다는 부가적인 부동산 관련 이익을 어떻게 구성하고 그에 대한 세금계산을 어떻게 하느냐에 따라 자금조성의 규모가 달라질 것임. 예컨대 미국의 REIT 증권은 기업의 감가상각을 개인의 소득세 계산 시, 기타 투자 소득에서 공제해 주는 이점이 있다.

기존의 부동산 개발에 대한 과도한 여신규제를 완화하고 부동산 개발사업의 리스크를 절감할 수 있는 금융기관 협약융자(local lender에 의한 construction financing과 commercial bank에 의한 permanent financing의 결합 혹은 financier's consortium)가 가능하도록 기존의 관련법을 개선하는 방안을 모색할 필요가 있다.

2) 토지개발 채권의 보증 및 평가·유통기구의 설립

토지개발 채권을 통한 자금의 원활한 조성을 위해서는 우선 채권유통의 안정성 확보가 시급한 과제인 바, 이를 위해서는 채권의 보증 및 보험제도, 채권이나 지분권의 객관적 수익성 평가기관, 그리고 이를 인수 유통시키는 기구의 설립이 필요하다. 다만 우선은 별도 기구를 설비하기 보다는 기존의 기구(공제조합, 감정평가협회, 설치예정인 유동화중개기관) 등을 활용하는 것이 바람직 할 것이다.

3) 정보공개 및 정보서비스 충실

부동산 증권화의 전제로서는 무엇보다도 정보공개 및 정보서비스가 충실히 제공되어야 하며, 정보공개와 항목으로서는 ①증권화 대상권리의 종류 ②발행조직과 그 성격(세법 등을 고려) ③증권유통방법 및 유통시장, ④경영방법 및 경영주체, ⑤제3자(예컨대 감정평가협회)에 의한 평가 등을 들 수 있다.

7. 결론

부동산 시장의 완전개방은 싫든 좋든 우리에게 다가올 것이며, 이러한 기회를 잘 이용하여 부동산 시장의 정상화를 유도하는 지혜로운 대처가 필요하다. 특히 일반적으로 선진 외국에서는 부동산에 직접 투자하는 방식보다는 부동산으로부터 파생된 다양한 금융상품(예컨대, MBB, MBS, CMO 등)에 투자하는 것이 선호되고 있으며, 개발투자의 경우에도 관련 위험도를 절감하는 여러 가지 장치(예컨대, 失物이나 이자율 교환거래 등)를 갖추고 과학적인 시장분석의 바탕 위에서 이루어지고 있음을 알아야 한다. 따라서 정부는 이러한 부동산 금융제도를 시급히 선진화하고, 부동산 시장에 관한 정보를 완전화하여 우리의 부동산 시장을 객관적으로 평가할 수 있는 제도적 장치를 마련하고 우리의 부동산 시장을 투자대상으로서 매력있게 만드는 노력이 필요하다. 사실 부동산 시장의 개방은 우리에게 해외시장에 진출할 수 있는 자극제로 작용할 것이고 외국의 부동산 개발 “노하우”를 습득할 수 있는 기회요인을 동시에 우리에게 제공해 주고 있는 것이다.

이제 전세계의 부동산 시장은 미국과 EU에서 보는 것처럼 거의 동일한 주기를 가지고 움직이고 있으며 점차 국경 없는 투자시대로 접어들고 있는 것이다. 따라서 정부는 부동산과 관련한 각종 불합리한 규제를 대폭 완화하고 부동산 금융제도를 선진화하며, 기업은 보

다 과학적인 분석에 입각한 합리적 투자를, 그리고 일반 국민은 단편적인 외국인 투자에 부화뇌동하지 않는 자세를 견지해야 할 것이다.

〈참고문헌〉

William B. Brueggeman and Jeffrey D. Fisher, Real Estate Finance and Investments (9th ed.), Homewood, IL: Irwin, 1993.

Jerome Dasso, James D. Shilling and Alfred A. Ring, Real Estate (12th ed), Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1995.

都市開發證券化研究會編, 都市開發事業と證券化, 東京: きょうせい, 1991.

주택회보