

碩 士 學 位 論 文

자본시장통합법 시행에 따른
부동산 PF시장의 변화에 관한 연구

- 부동산 펀드를 중심으로 -

2009年



漢城大學校 不動產大學院

不動產投資金融專攻

金 亨 來

碩 士 學 位 論 文
指 導 教 授 李 龍 萬

자본시장통합법 시행에 따른
부동산 PF시장의 변화에 관한 연구
- 부동산 펀드를 중심으로 -

A Study on Changes in the Real Estate PF Market with
the Capital Market Integration Act

2008年 12月 日

漢城大學校 不動產大學院

不動產投資金融專攻

金 亨 來

碩 士 學 位 論 文
指 導 教 授 李 龍 萬

자본시장통합법 시행에 따른
부동산 PF시장의 변화에 관한 연구
- 부동산 펀드를 중심으로 -

A Study on Changes in the Real Estate PF Market with
the Capital Market Integration Act

위 論文을 不動産學 碩士學位 論文으로 提出함

2008年 12月 日

漢城大學校 不動産大學院

不動産投資金融專攻

金 亨 來

金亨來의 不動産學 碩士學位 論文을 認准함

2008年 12月 日



審査委員長 (印)

審査委員 (印)

審査委員 (印)

<목 차>

제1장 연구의 방법	1
제1절 연구의 목적	1
제2절 연구의 방법 및 구성	2
제3절 선행 연구 사례	3
 제2장 프로젝트파이낸싱의 의의 및 유형	5
제1절 프로젝트파이낸싱의 의의 및 유형	5
1. 프로젝트파이낸싱의 개념	5
2. 프로젝트파이낸싱의 연혁	6
3. 프로젝트파이낸싱의 특징	7
4. 프로젝트파이낸싱의 구조	12
제2절 부동산 프로젝트파이낸싱의 현황	19
1. 부동산 개발금융의 개요	19
2. 부동산 프로젝트파이낸싱의 업무흐름	21
3. 자본시장을 통한 부동산 프로젝트파이낸싱의 현황	22
 제3장 자본시장통합법의 개요 및 기대효과	31
제1절 자본시장통합법의 개요	31
1. 자본시장통합법의 개념 및 추진경과	31
2. 자본시장통합법의 주요내용	34

제2절 자본시장통합법의 기대효과 및 부동산 금융시장의 관계	43
1. 자본시장통합법의 기대효과	43
2. 자본시장통합법과 부동산 금융시장의 관계	45
 제4장 자본시장통합법 시행에 따른 부동산 프로젝트파이낸싱의 변화	48
제1절 부동산 펀드의 현황 및 사례	48
1. 우리나라 부동산 펀드의 현황 및 사례	48
2. 해외 부동산 펀드의 현황	54
제2절 부동산 펀드를 이용한 프로젝트파이낸싱의 변화 및 발전 방향	59
1. 부동산 펀드를 이용한 프로젝트파이낸싱의 변화	59
2. 부동산 프로젝트파이낸싱 펀드의 발전방향	63
 제5장 결론	67
 참 고 문 헌	69
 ABSTRACT	71

〈표 차례〉

<표 2-1> 프로젝트파이낸싱과 기업금융의 비교	11
<표 2-2> 금융측면에서 조명한 PF의 내용	20
<표 2-3> 프로젝트파이낸싱의 구조별 특징	23
<표 3-1> 자본시장통합법 입법 추진 경과	33
<표 3-2> 자본시장통합법 주요 방향 및 내용	34
<표 3-3> 향후 출현 가능한 신종 금융투자상품의 예	37
<표 3-4> 경제적 실질에 따른 금융기능의 분류	39
<표 4-1> 간접투자 상품을 통한 부동산 투자액 추이	49
<표 4-2> 부동산 펀드 연도별 누적 수탁고	49
<표 4-3> 부동산 펀드 설정액별 현황	50
<표 4-4> 맵스자산운용 부동산 펀드(1~4호)	51
<표 4-5> 맵스자산운용 부동산 펀드(5·7·10·12호)	52
<표 4-6> 미국의 뮤추얼펀드, 헤지펀드, PEF의 비교	58
<표 4-7> 자본시장통합법상 펀드(집합투자기구)의 종류	62
<표 4-8> 부동산펀드와 부동산투자회사의 운용 형태 비교	65

〈그림 차례〉

<그림 2-1> 프로젝트파이낸싱 구조	12
<그림 2-2> 부동산 프로젝트파이낸싱의 일반적 업무흐름	21
<그림 2-3> 직접대출형 펀드	25
<그림 2-4> 대출채권 등 취득형 펀드	26
<그림 2-5> 대출채권 유동화 구조	28
<그림 2-6> 기업어음 발행을 통한 유동화 구조	29
<그림 3-1> 포괄주의 전환에 따른 법 적용범위의 확대	36
<그림 3-2> 자본시장통합법 제정에 따른 금융업의 체계 변화	41
<그림 3-3> 자본시장통합법 시행후 금융산업의 변화	43
<그림 3-4> IB와 PEF	44



제 1 장 연구의 방법

제1절 연구의 목적

IMF 외환위기 이전의 부동산시장은 풍부한 수요시장을 바탕으로 한 선분양제도와 기업금융방식을 통하여 개발자금을 풍부하게 조달할 수 있었다.

그러나 IMF 외환위기 이후 부동산시장 수요 감소와 부동산경기침체로 인하여 많은 건설업체가 연쇄도산하면서 금융기관은 건설업체에 대한 대출을 기피하게 되었고 이로 인해 건설업체는 부동산개발사업에 소요되는 자금을 조달하는데 많은 어려움이 겪게 되었다.

IMF 외환위기 이후 부동산개발시장 및 금융시장은 급격한 환경의 변화를 경험하였고, 2000년부터 시작된 국내 부동산시장 및 분양시장의 활성화는 금융기관으로 하여금 부동산 개발시장에서의 자금수요에 부응할 수 있는 대출기법의 개발을 필요성으로 대두시켰다.

이는 업체 자체의 재무적 신용도를 중심으로 한 전통적인 기업금융에서 부동산 개발사업 자체의 사업성과 타당성, 현금흐름을 기초로 한 프로젝트파이낸싱 기법의 도입을 가져오게 하였으며, 이를 바탕으로 부동산 개발사업에 투자가 본격화 되었으며, 최근 금융권에서 부동산 개발금융은 주로 프로젝트파이낸싱에 기초를 두고 있다.

2007년 우리나라 자본시장, 그리고 증권업 등 관련 금융업계의 최대 화두는 자본시장통합법의 입법이다. 이법은 우리나라의 자본시장 및 금융투자업을 규율하는 제도적 기반을 근본적으로 재설계하는 것으로서 법안 명칭처럼

자본시장 통합해 키우겠다는 정부의 의지가 담겨있다. 개방과 경쟁을 위해 규제를 개혁함으로써 한국자본시장의 빅뱅을 유도하고 국내 금융 산업의 경쟁력을 향상시키겠다는 것이다. IMF 외환위기 이후 우리나라 은행은 구

조조정과정을 거치면서 국제경쟁력을 갖출 정도로 규모도 대형화되었고 수익성도 많이 향상되었다. 따라서 정부는 자본시장통합법을 통해 자본시장을 규율하는 패러다임을 바꿈으로써 국내 자본시장의 혁신을 모색하고자 하는 것이다.

2008년 현재 부동산 개발금융의 프로젝트파이낸싱은 고분양가, 미분양, 원자재 폭등, 금융위기 등으로 인하여 건설사들의 재무구조 악화로 인하여 IMF 외환위기 때보다 더 어려운 자금난을 겪고 있다.

본 논문에 목적은 IMF 외환위기 이후 프로젝트파이낸싱의 금융조달 방법이 활성화된 것과 같이 2009년 2월 ‘자본시장통합법’의 시행으로 기존의 건설사에 지급보증에 의존한 프로젝트파이낸싱이 순수한 프로젝트의 현금흐름 및 사업성으로 평가하여 프로젝트파이낸싱의 새로운 변화의 모색과 부동산 개발시장에서의 새로운 대출기법을 개발함으로써 부동산 프로젝트파이낸싱의 변화 및 활용방안을 모색하고자 한다.

제2절 연구의 방법 및 구성

본 연구는 우선 프로젝트 파이낸싱의 일반적 고찰을 통해 부동산 프로젝트 파이낸싱제도를 알아보고, 그 후 자본시장통합법의 주요내용 및 자본시장에 미치는 영향을 분석하도록 한다.

마지막으로 본 연구의 목적이 되는 자본시장통합법으로 인한 부동산 프로젝트 파이낸싱의 영향과 활용방안을 마련하는 것으로 그 범위를 정하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다.

2장에서는 프로젝트파이낸싱의 이론적 고찰로 프로젝트파이낸싱 개념 및 구조와 부동산 프로젝트파이낸싱의 개요 및 내용과 자본시장에서의 부동산 프로젝트파이낸싱의 현황을 연구하였다.

3장에서는 자본시장통합법의 주요내용 및 기대효과와 자본시장통합법과 부동산 금융시장의 관계 중심으로 살펴보았다.

4장에서는 국내외 부동산펀드를 현황과 사례를 살펴보고, 자본시장통합법 시행 따른 부동산 펀드를 이용한 프로젝트파이낸싱의 변화 및 발전 방향을 중심으로 연구하였다.

5장에서는 결론으로 앞서 살펴본 것의 주요내용을 정리하고 본 연구자의 결론 및 본연구의 한계를 제의하였다.

제3절 선행 연구 사례

부동산 프로젝트파이낸싱과 부동산 펀드에 대한 선행 연구 사례는 논문과 정기간행물을 중심으로 참조했으며, 자본시장통합법에 대한 기본자료는 재정경제부 자료와 논문을 중심으로 사례를 전개하였다.

서민호¹⁾는 기존 부동산 프로젝트파이낸싱 구조와 개선과 사업위험 부담, 프로젝트파이낸싱의 시점 및 요건의 강화 등에 개선안과 전문컨설팅기관 및 전문인력확보, 공영개발방식의 택지공급 확충, 외국금융기관과의 연계 등 몇가지 활성화 방안을 제시하였다.

이경민²⁾ ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안)’(이하 “자본시장통합법”이라 칭한다)의 주요내용을 살펴보고 문제점과 개선방안을 제시하여 향후 우리 금융시장의 공정한 경쟁과 건전한 육성 그리고 효율적인 규제가 이루어질수 있도록 입법안의 바람직한 방향을 제시하였다.

이대희³⁾ 정부가 발표한 자본시장통합법의 내용을 살펴보고 법이 만들어진 구체적 배경과 근거를 조사한 후, 성공적인 금융개혁의 외국 사례를 비교해보고 현시점에서 논란이 되고 있는 쟁점에 대하여 논의하여 그 발전방향을 제시하였다.

박민규⁴⁾ 간접투자자산운용업상의 제도에 대하여 알아보고 부동산 투자

1) 서민호(2006) “부동산개발 프로젝트 파이낸싱 제도의 문제점 분석과 발전 방안” 연세대학교 경제대학원 석사학위논문.

2) 이경민(2006) “자본시장 통합법(안)상의 문제점에 관한연구”, 원광대학교 일반대학원 박사학위논문.

3) 이대희(2007) “국내 자본시장 통합법의 현황과 향후과제”, 성강대학교 경제대학원 석사학위논문.

4) 박민규(2006) “부동산 간접투자상품의 설립구조 및 향후 발전방향에 관한 연구”, 성균관대학교

대안으로 간접투자운용법상의 건전한 투자로서 부동산 시장에서 새로운 투자대안으로 간접투자운용법상의 건전한 산업자본으로 활용되어질 수 있으며 자본시장 통합법이 부동산 측면 간접투자상품에 어떠한 영향을 미칠 것인지, 부동산금융을 활성화에 기여할 수 있는가를 살펴보고 부동산 펀드를 중심으로 부동산 간접투자시장에서의 활성화 방안을 모색하였다.

강계인⁵⁾은 부동산금융의 투자방법인 부동산펀드가 제도 도입 초기의 문제점을 보완하여 투자자들이 신뢰와 수익을 가질 수 있도록 장점과 단점을 밝혀 부동산 투자자들은 간접투자시장으로 활발하게 유인하여 다양한 금융투자방법의 하나로 정착하기 위한 방안을 제시하였다.

자본시장 발전을 위한 정책방향⁶⁾을 중심으로 향후에 현재 입법단계에 있는 자본시장 통합법의 주요내용을 살펴봄으로써 향후에 금융시장의 변화를 투자중심과 운용사중심의 변화임을 알 수 있었다.

이현석⁷⁾은 부동산의 펀드의 개요를 정리하고 자본시장통합법에 시행에 따라 부동산펀드의 변화를 분석하였고, 이에 따라 부동산 펀드의 간접투자시장의 발전방향 및 개선방안을 제시하고 있다.

이상과 같은 기존의 논문과 각종보고서를 바탕으로 부동산 프로젝트파이낸싱 시장의 한계점과 문제점을 알 수 있었고, 자본시장통합법 시행에 따른 자본시장의 변화를 예측할 수 있었다. 이를 바탕으로 현재의 문제점과 향후 부동산 프로젝트파이낸싱과 자본시장통합법에 시행에 따라 부동산펀드에 규제완화 및 투자자보호 등의 시스템과 맞물려서 부동산펀드를 이용한 프로젝트파이낸싱의 변화 및 활용방안을 제시하고자 하였다.

경영대학원 석사학위논문.

5) 강계인(2007) “부동산펀드의 발전방향에 관한 연구”, 동의대학교 경영대학원 석사학위논문.

6) 재정경제부(2007) "자본시장 발전을 위한 정책방향", 보도자료.

7) 이현석(2008) “부동산 펀드” 『한국의 부동산금융』, 건국대학교출판부.

제2장 프로젝트파이낸싱 의의 및 유형

제1절 프로젝트파이낸싱 의의 및 유형

1. 프로젝트파이낸싱의 개념

프로젝트 파이낸싱은 프로젝트로부터 미래에서 발행하는 현금흐름을 담보로 당해 프로젝트를 수행하는데 필요한 자금을 조달하는 금융기법을 총칭하는 개념이다⁸⁾

원래 프로젝트 파이낸싱은 기업의 신용과 별개로 특정 프로젝트에서 나오는 현금흐름과 수익을 담보로 하는 특수한 자금조달 방식이다. 다시 말해서 대출기관이 개별 프로젝트에 대해 대출을 함에 있어서 우선적으로 그 프로젝트의 현금흐름과 수익을 대출의 상환 자금으로 검토하고, 대출에 대한 담보는 그 프로젝트의 자산으로 하는 금융을 말한다.

따라서 프로젝트파이낸싱이란 사업 자체의 현금흐름을 근거로 자금을 조달하고 사업 시행회사(Project Company)의 원리금 상환도 해당 프로젝트에서 발생하는 현금흐름(현금수입 및 프로젝트자산)에 의존하는 금융방식이다.⁹⁾

특정 프로젝트로부터 실현되는 미래의 수익이 현재의 기대에 미치지 못한다고 하더라도 프로젝트 사업주(Project Sponsor)는 프로젝트 시행회사(Project Company)가 법적으로 독립된 회사의 형태를 갖추고 있으므로 프로젝트 사업주에게는 변제책임이 없는 비소구금융(non-recourse financing)이다. 다만 현실적으로 대출자들은 프로젝트의 사업주에 대해 여러 가지 형태의 연대보증을 요구하거나 일정 부분 책임을 지도록 하는 장치를 요구하는 것이 일반적이므로 현실적으로 프로젝트 사업주와 프로젝트 회사가 완전히 분리된 경우는 드물다. 이러한 경우의 프로젝트 파이

8) 박동규(2006) 『프로젝트 파이낸싱의 개념과 실체』, 명경사 p3.

9) 박원석·최진우(1999) 『지역개발사업에서 프로젝트 파이낸싱 활용방안』, 삼성경제연구소, p42.

낸싱은 제한적 비소구금융(limited non-recourse financing)에 해당된다.

2. 프로젝트파이낸싱의 연혁

현재 프로젝트파이낸싱(Project Financing)의 용어는 1930년대 미국의 유전개발업자들이 취약한 자금력을 극복하기 위하여 유전개발에서 발생될 것으로 예상되는 석유판매 대금을 담보로 개발자금을 융자받는데서 시작되었으며, 여기서 은행들은 석유채굴에 실패하더라도 개발업자에게 대출금 상환을 요구하지 않고, 사업주는 재무제표에 차입금을 부채를 계상하지 않는 방식을 채택하였다. 그 후 1970년대 석유위기 이후에는 국제금융거래상의 직접금융방식의 일종으로 프로젝트 파이낸싱이 정착되었다.¹⁰⁾

이즈음 프로젝트파이낸싱의 대상사업도 훨씬 다양해 졌는데, 1978년에 지역전기회사가 민간업자가 생산한 전력을 의무적으로 구매토록 한 법안이 통과되어 열병합 발전 등 발전 설비에 대한 프로젝트파이낸싱이 활발히 전개되었으며, 재정위기에 직면한 1970년대 말에 민자유치를 통한 국민협력사업의 일환으로 다양한 도시개발 프로젝트들이 추진되었고, 심지어 제조업에도 활용되기 시작하였다.¹¹⁾

특히 1970년대 연방정부의 도시개발보조금 삭감과 시민의 조세저항으로 민관합동개발방식이 도입되기 시작하였으며, 1980년대에는 부동산시장의 활황에 힘입어 교외지역의 민관합동개발도 가능해졌다. 이러한 사업들은 복합철도역사로부터 심지어 우체국이나 교도소의 건설에까지 이어졌다. 뉴욕의 배터리 파크 개발과 영구 런던의 도크랜드 개발은 대표적인 민관협력 사업으로 알려져 있다.¹²⁾ 또한 재무이론의 관점에서 보면 이제까지 프로젝트 파이낸싱에 대한 일반의 인식은 해외의 거대한 특수사업에 대한 사모채무(private debt)로 인식되고 있다.

10) 조창희(1998) “개발사업을 위한 프로젝트파이낸싱 자금조달”, 한국건설사업연구원, p21~24 참조.

11) 1988년 GE캐피탈(General Electric Capital Corporation:GECC)이 인디애나 Monticello의 음료수병 공장에 1억 5백만 달러를 지원한 사례가 있다.

12) 최막중(2001) "민관합동개발방식의 해외 P/F 사례", 한국토지공사, p69.

우리나라의 경우 사회간접자본 시설의 확충 및 민영화 추세에 힘입어 1995년 민자유치촉진법이 제정되었고, 이에 따라 본격적인 프로젝트파이낸싱 기법이 도입되기 시작하였다. 1995년 이화령 터널 사업을 시초로 하여 현재까지 신공항 고속도로 사업 등 몇몇 사업들이 진행되었다.

우리나라에서 프로젝트파이낸싱 부동산개발사업 본격적으로 도입된 것은 기업의 신용이나 담보물로 자금조달이 어려워진 1997년 말 외환위기 이후이다. 근래 들어 국내 은행은 부동산 경기활황과 관련하여 부동산 관련 기업대출을 확대한바 있다. 또한 자본시장에서도 부동산 프로젝트 파이낸싱 관련 자산유동화(PF ABS) 및 자산 담보부 기업어음(ABCP)이 증가세를 보여 왔다.

프로젝트파이낸싱은 국내에서 투자 활성화, 외국과의 합작에 의한 국내 외 투자지원 등에 요긴한 금융수단이다. 특히 프로젝트파이낸싱이 활성화되는 경우, 국가정책사업의 효율적 추진과 주택건설 및 부동산개발, 설비, 증설, 자원개발, 사회간접자본 확충과 함께 은행의 새로운 수익원 창출이 발생할 것으로 예측되고 있다.

3. 프로젝트파이낸싱의 특징

1) 독립된 프로젝트 회사(Project Company)설립

프로젝트 파이낸싱의 기본전제는 법률적, 경제적으로 완전 독립된 프로젝트 회사의 설립이다. 출자자가 파산하더라도 프로젝트회사는 적어도 직접적인 영향이 없어야 하기 때문이다. 또한 독립된 프로젝트 회사의 설립은 프로젝트에 소요되는 차입금 출자자의 대차대조표상에 표시되지 않는 이점을 가진다.

2) 비소구·제한적 소구금융(Non-Recourse or Limited Recourse Financing)

프로젝트 파이낸싱에 대한 정의는 몇 가지 기본적인 요소를 포함하고

있다. 그중 가장 중요한 요소는 “상환자원을 해당 프로젝트에서 산출되는 현금흐름·수익 한정”한다는 점이다. 이런 의미에서 프로젝트 파이낸싱 방식으로 대출한 금융기관은 채권자이면서 동시에 프로젝트의 성패에 영향을 받는 이해관계자로서의 성격을 가지게 된다.

다시 말하면, 대출은행은 차입자와 사업 위험을 함께 부담한다고 할 수 있기 때문에, 가령 프로젝트의 경영이 나빠지는 경우에도 프로젝트의 실질적인 소유자인 사업주에게 책임을 묻지 못하고, 프로젝트 내에서 해결을 도모하지 않으면 안 된다. 이러한 금융구조를 비소구금융(non-recourse finance)이라고 한다. 종래 기업금융방식에 의하면 대출은행은 사업주에 대하여 직접적이며 최종적인 상환의 소구(recourse)가 가능하다는 점에서 소구금융(recourse-finance)이라고 할 수 있다. 물론 실제거래에서는 대출은행과 프로젝트주 사이에는 여러 가지 직·간접적인 위험배분이 조합이 원용되므로 완전한 비소구 방식은 거의 없으며, 사업주가 여신 위험의 일부를 부담하는 제한 소구(limited recourse)가 일반적이다.

3) 부외금융(Off-Balance Sheet Financing)

프로젝트 파이낸싱에서는 사업시행자의 기존 업체 및 사업부문들과는 법적·경제적으로 별개인 법인에 의하여 프로젝트가 진행되기 때문에 해당 프로젝트의 현금흐름은 사업시행자가 소유한 다른 시업의 대차대조표에 나타나지 않는다. 이로 인해 해당 프로젝트의 성공 및 실패는 사업시행자가 갖는 신용도 혹은 재무구조에 아무런 영향을 미치지 않는다. 사업시행자는 자신의 재무상태나 신용도에 관계없이 해당 프로젝트의 경제성에 따라 자금 조달하기 때문에 일반적인 대출에서 허용된 타인 자본의 한도금액을 초과하는 자금을 조달할 수 있다.

4) 당사자간 위험배분

프로젝트 파이낸싱은 프로젝트 관련 당사자들 간의 적절한 위험(risk)배

분에 대한 합의를 기초로 성립되며, 구체적인 위험배분 기준 및 위험부담 크기는 프로젝트의 기술적, 경제적 타당성에 달려있다고 할 수 있다.

5) 복잡한 계약 및 금융절차

프로젝트의 시공 및 운영에는 다양한 종류의 위험이 발생할 가능성이 상존하므로 이러한 위험을 분석하고 회피(Hedge)하기 위해서 전문적인 금융 및 보증 절차, 복잡한 계약 및 협정, 난해한 회계 및 조세처리, 다양한 문서화(Documentation) 과정 등이 필요하다.

6) 높은 금융비용(High Financing Cost)

프로젝트 금융은 절차가 복잡하고 발생 가능한 위험의 부담이 큰 까닭에 대출금융기관은 상대적으로 높은 이자율 및 수수료를 요구하므로 일반적으로 다른 금융기법에 비하여 높은 금융 비용을 필요로 한다. 대출금융기관은 프로젝트와 관련하여 발생 가능한 위험의 정도와 파급효과를 면밀하게 분석하여 계약 당사자간에 각종 위험을 적절하게 배분하는 것을 비롯하여 프로젝트 금융을 구조화하는데 필요한 전문성을 보유하고 있으며 따라서 그러한 기관들은 프로젝트 금융의 구조화 작업에 대한 대가로 다른 금융기법에 비하여 높은 수준의 이자율과 수수료를 청구한다.

7) 담보의 한정

위의 비소구 금융이라는 특징은 대출에 대한 물적 담보 면에서도 같은 원칙이 적용된다. 따라서 채권보전 수단이 일차적으로 프로젝트의 조업결과 창출되는 현금수지의 잉여에 한정하고, 이차적으로는 제3자 직·간접적 보증(direct or indirect guarantees)에 둔다. 종래의 기업금융 방식에서는 통상 차입기업의 자산에 은행 여신의 공통 담보로서 설정되어 있으며 두 번째 경우에도 사업주가 프로젝트 회사의 차입에 대한 직접적인 채무는

부담하지 않지만 보증 채무에 대하여 사업주 자산이 담보가 된다.

프로젝트파이낸싱의 경우에는 담보는 프로젝트 회사의 자산에 한정되기 때문에 프로젝트 회사가 상환을 못하게 되면 사업주가 충분한 담보 여력을 가진 경우에도 이것에 대해서는 권리가 없다. 이 점은 기업의 입장에서 보면 프로젝트의 영업이 부진하여 부득이 포기하는 경우에도 사업주 본사의 자산에는 영향을 받지 않고 계속 사업을 유지할 수 있는 구조인 것이다.

8) 현금수지에 기초한 여신(Cash Flow Lending)

프로젝트 파이낸싱의 담보는 프로젝트의 미래 현금 수지의 총화이기 때문에 프로젝트 영업이 부진한 경우에도 프로젝트 자체 자산의 처분 외에는 다른 채권회수 수단이 없다. 제1차적으로는 어디까지나 프로젝트가 산출하는 현금수지 또는 수익에 의존하게 된다. 이러한 현금흐름을 관리하기 위해 대주는 대상사업의 독립적인 결제관리계좌(escrow account)를 설정함으로써 효율적인 자금 확보와 원리금 상환을 확보할 수 있다. 또한 개발업체의 효율적인 자금 확보, 합리적인 공사대금 지급구조, 투명한 입찰과정 등의 제반요소로 인해 개발업체는 안정적인 현금흐름을 기대할 수 있다. 이런 의미에서 프로젝트 파이낸싱은 해당 프로젝트에서 산출되는 현금수지에 의존하는 대출, 즉 현금수지에 기초한 여신(cash flow lending)이라는 큰 특징을 가지고 있다.

9) 단일 사업성

프로젝트 파이낸싱은 상기와 같이 상환자원 및 담보를 대출 대상 프로젝트에만 의존하는 파이낸싱 방식이 때문에, 대출은행으로서의 대상 프로젝트의 수익성 및 위험 분석을 엄밀히 행하고 충분한 확신 하에 프로젝트를 추진하는 프로젝트 회사에 대한 대출을 결정한다. 만약 차입자인 프로젝트 회사가 대출 대상이 되는 프로젝트 이외에 다른 사업을 추진하게 된

다면, 프로젝트의 사업성 및 수익성에 불확실한 요소가 추가되기 때문에 대주로서는 예상외의 위험이 추가적으로 발생하게 된다. 따라서 대주로서는 프로젝트 회사가 다른 사업을 추가하는 것을 제한하고 대상 프로젝트에 전념할 것, 즉 프로젝트 회사가 단일사업회사(single purpose company) 일 것을 요구한다.

<표 2-1> 프로젝트파이낸싱과 기업금융의 비교¹³⁾

구분	프로젝트파이낸싱	기업금융
차주	프로젝트 회사	모기업(기존기업)
담보	당해 프로젝트의 사업성으로부터 발생하는 현금흐름	기업의 자산 또는 신용
상원 재원	당해 프로젝트의 현금흐름	기업의 자산 또는 담보물건
소구권 행사	사업주에 대한 소구권의 배제 또는 한정적인 인정	사업주와 금융기관 단위
차입형태	차주 : 컨소시엄 형태 차입 대주 : 신디케이트 방식	사업주와 금융기관 단위
자금관리	자금관리 위탁계좌	사업주 명의 자금관리
차입비용	기업금융 비행 높음 (금리+ Fee)	사업주의 신용도에 따른 차등금리 적용
여신관리 제한	부외금융으로 회피 가능	여신관리 신용도에 따른 차등금리 적용
사업성 분석의 중요도	사업성에 따라 현금흐름이 변동하므로 사업성분석이 중요	담보위주의 대출로 인해 사업성분석의 중요성 저하
위험의 배분	프로젝트 사업 참여자간 위험을 배분	차주에게 전적인 책임
대상사업 분양	SOC사업 부동산 개발 사업	별도 제한이 없음

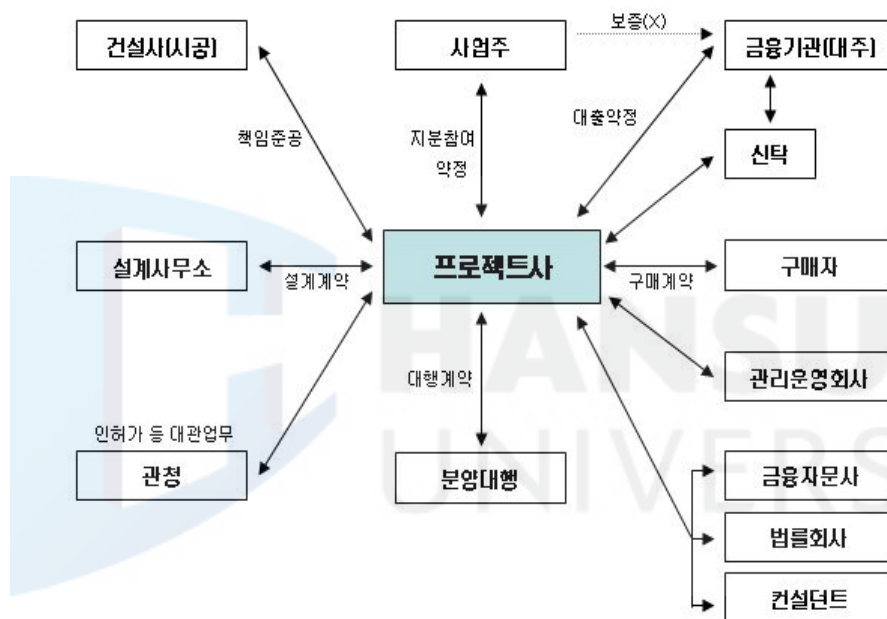
13) 권주안 외2인(2000) "주택건설 프로젝트금융 활성화 방안", 주택산업연구원, p18.

4. 프로젝트파이낸싱의 구조¹⁴⁾

프로젝트 파이낸싱의 구조는 사업에 따라 다르고, 변형되지만 기본적으로는 <그림 2-1>과 같이 많은 당사자들이 개입되는 형태를 취하여 구조가 매우 복잡하게 나타난다.

프로젝트 파이낸싱의 기본적인 참여주체는 사업주, 대주, 프로젝트 회사이지만 <그림 2-1>과 같이 많은 당사자들이 개입되는 형태를 취하여 매우 복잡한 이해당사자를 포괄하는 패키지적 구조를 가지고 있다.

<그림 2-1> 프로젝트 파이낸싱의 구조¹⁵⁾



1) 사업주(Project Sponsors 또는 Sponsors)

사업주는 프로젝트를 실질적으로 추진하는 주체로서, 사업주의 형태로는 자연인 또는 하나의 법인이 될 수 있고 이해집단의 컨소시엄(Consortium)

14) 서민호, 전계논문, pp12~19 참조.

15) 상계논문, p12.

이 될 수도 있다. 여기서 말하는 이해집단이란 사업주, 대주, 건설회사(Contractors), 생산물(용역)의 구매자(Off-Taker), 프로젝트 생산물의 이용자 또는 시설 이용자 등이 될 수 있다.

또한 간접적인 이해당사자로 당해 프로젝트가 수행됨으로써 도로의 신설 등으로 인하여 토지가격의 상승이 예상되는 경우 토지 소유자가 사업주로 참여하는 경우도 있다. 사업주는 프로젝트 계약서상에 명시되어 있는 계약이행의무, 특히 자본금 및 주주 후순위 대출자, 공사비 초과(Cost Overrun) 지원 등을 이행할 수 있어야 한다.

실제 사업주 측에서 프로젝트에 관여하는 형태는 사업 시행사에 직접 지분을 투자하는 방법과 사업주의 대차대조표상에 계산되지 않는 간접 보증의 제공형태로 나눌 수 있다.

2) 사업시행사(Project Company)

사업주가 프로젝트의 수행을 위해 설립한 회사로서 일반적으로 프로젝트를 위한 특수목적회사 SPC(Special Purpose Company)의 성격을 띠며 프로젝트의 추진 및 운영에 관한 주체가 된다.

또한 사업시행사는 단일사업회사(Single Purpose Company)의 특성을 요구 받게 되는데 프로젝트 파이낸싱의 특성상 대출채권에 대한 보전을 주로 대상 프로젝트에 의존하는 파이낸싱 방식이기 때문에, 대주로서는 대상 프로젝트의 수익성 및 위험 분석을 엄밀히 행하고 충분한 확신 하에 프로젝트를 추진하는 프로젝트회사에 대한 대출을 결정하게 되고 만약 차입자인 프로젝트 회사가 대출 대상이 되는 프로젝트 이외에 다양한 사업을 추진하게 된다면, 프로젝트의 사업성 및 수익성에 불확실한 요소가 추가되기 때문에 대주로서는 예상외의 위험이 추가적으로 발생하게 된다. 따라서 대주로서는 프로젝트회사가 다른 사업을 추가하는 것을 제한하고 대상 프로젝트에 전념할 것을 요구하게 된다.

하지만 실제 시행되고 있는 일반적인 프로젝트 파이낸싱의 경우는 하나의 시행사가 복수의 각기 다른 프로젝트를 시행하는 경우가 흔한 일인데

그 이유는 주로 대주가 대출채권 보전을 위한 담보 비중을 프로젝트 회사에 두지 않고 건설한 시공사에게 두도록 되어있기 때문이며 사업성격상 꼭 단일사업을 해야 하는 경우, 즉 대주와 시공사가 일정비율로 출자한 SPC(Special Purpose Company)가 사업시행을 하는 BOT(Build-Operate-Transfer)¹⁶⁾ 나 BTL(Build-Transfer-Lease)¹⁷⁾ 등과 같은 사업구조의 경우에 단일사업회사(Single Purpose Company)가 적용되고 있다.

3) 차주(Borrower)

일반적으로 차주는 사업시행사(Project Company)가 되며 대주단으로부터 자금을 공여 받아 독립 결제관리계좌(Escrow Account)를 통해 운영한다. 그러나 현행 법규나 관습상 사업시행사가 직접 차주가 될 수 없는 경우나, 차주가 될 수는 있어도 불리한 경우가 있다. 이런 상황에서는 차입을 위한 '수탁차입사' TBV(Trustee Borrowing Bank)를 설립하여 자금을 조달하는 방법이 있다.

수탁차입사(이하 'TBV'라 칭함)를 통한 자금조달 절차로서 첫째, 건설단계에는 사업시행사가 발주한 공사를 건설회사에서 시공하고 그 대금을 TBV를 통해 수령하게 된다. 이때 TBV는 대주단으로부터 대출 받아 건설회사에서 공사대금을 지급하게 된다. 둘째, 생산물 판매(Off-Take)단계로서 사업시행사는 프로젝트로부터 산출된 생산물을 구매업자(Off-Taker)에서 인도하고, 그 대금은 TBV에 지급토록 지시한다. 셋째, 채무상환(Debt Service)단계로서, TBV는 생산물 판매 대금으로 대주단에 원리금 상환하고 잉여금은 사업시행사에 지급하게 된다.

16) 민간사업자가 사업자금을 조달하여 공공시설을 건설하고 일정기간 운영한 후 정부에 양도하는 방식.

17) 민간사업자가 공공시설을 짓고 정부가 이를 임대해서 쓰는 민간투자건설 방식.

4) 대주단(Syndicate)

대주단(또는 금융기관)은 프로젝트 파이낸싱에서 자금을 조달하는 주체로서, 프로젝트 파이낸싱은 현실적으로 대규모의 자금을 필요로 하며 위험분담을 위해 여러 개의 금융기관이 관여하여 대주단(Syndicate)을 구성, 자금을 제공하게 된다. 프로젝트파이낸싱은 통상적인 프로젝트에 비해 소요자금의 규모 및 위험수준이 높은 프로젝트들을 대상으로 이루어지기 때문에 해야 하는 위험이 너무 큰 경우가 대부분이다.

따라서 사업주 혹은 프로젝트 회사의 최초 접촉을 가진 주간사은행은 금융지원과 관련된 위험을 분담하기 위해서 여타 금융기관들로 대주단을 구성하는 것이 일반적이다.

5) 건설회사 또는 시공회사(Construction Contractor)

당해 프로젝트를 시공하는 회사로는 엔지니어링(Engineering)사와 건설시공회사로 분류할 수 있지만, 최근 경향은 본 금융 기법상 프로젝트의 공사비 초과(Construction Cost Over)위험 등을 회피하기 위하여 '총액고정 단가계약방식'을 인해 엔지니어링과 시공이 동시에 이루어질 수 있도록 계약을 체결하여 공사를 수행한다. 이러한 계약방식에 의해 시공을 하게 되는 시공업체를 통상적으로 EPC(Engineering Procurement and Construction) Contractor이라 하며, 이러한 시공업체는 당해 시설의 완공보증, 성능보증 및 이러한 보증들이 충족되지 못할 경우의 피해보상 지급을 일괄적으로 규정하는 보증 패키지를 요구 받는다.

6) 운영사(Operating Company)

건설회사에 의해 당해 프로젝트가 완공되면, 사업시행사에 목적물이 인도된다. 이때 사업시행사는 직접 운영을 하든지, 관련 프로젝트의 운영을 전문으로 하는 회사에 운영을 위탁한다. 일반적으로 당해 프로젝트는 사업

주, 사업주의 자회사 또는 사업시행사가 운영을 담당하게 된다.

또 다른 운영 방법은 당해 프로젝트의 시공을 담당했던 건설회사가 목적물을 완공한 후 일정기간 운영하고 인도하는 BOT (Build-Operate-Transfer) 방식이란¹⁸⁾ 사업자가 프로젝트에 소요되는 자금을 조달하여 프로젝트를 건설(Build)하고 일정 양허기간(Concession Period) 동안 해당 프로젝트를 운영(Operate)하여 그곳에서 발생하는 수익으로 운영·관리 자금, 원리금상환 등을 실시하고 잉여자금(Surplus)에 대해서는 지분투자자에게 배당을 하게되고 양허기간이 종료되면, 해당 프로젝트를 정부에 양도(Transfer)하는 것을 말한다.

7) 구매자 또는 서비스 이용자(Purchasers, Offer-Taker or Users)

프로젝트의 성공은 미래 생산제품의 판매나 용역서비스의 이용여부에 달려 있다. 이것이 프로젝트의 시장위험이며, 이를 회피하기 위하여 일개 또는 다수의 구매자(이용자)와 장기 판매계약을 체결한다.

이 경우 구매자는 프로젝트의 생산품(서비스)을 장기 걸쳐 안정적으로 확보하기 원하는 회사로서 무조건 구매계약을 체결하거나 미래 생산품의 선급금지급 구매 계약 형태로 프로젝트 이해관계자로서 참가하게 된다.

8) 현지정부(Host Country or Government)

일반적으로 프로젝트 파이낸싱 구조에서 현지정부(Host Country or Government)는 사업시행사에 직접적으로 출자하기보다는, 국영기업 등을 통하여 사업시행사의 지분을 취득하거나, 생산물의 구매자(Off-Taker)나 용역의 이용자가 됨으로써 간접적으로 프로젝트에 참여를 하게 된다.

이러한 현지정부의 간접적인 참여는 프로젝트의 신용 향상에 많은 도움을 준다. 특히 BOT 사업방식의 SOC 시설 프로젝트인 경우에는 현지정부에서 직접적으로 운영에 개입하기 보다는 양허약정(Concession

18) 박원석·최진우, 전제서, p70.

Agreement)¹⁹⁾을 체결하거나 운영권을 부여하는 주체로서 사업시행사에 세제 혜택, 과실 송금 보장등 프로젝트의 성공을 지원하는 역할을 담당한다.

9) 보증인(Guarantor)

프로젝트를 수행하는 법률적인 주체인 사업시행사(Project Company)는 당해 프로젝트를 추진하기 위해 시설향 명목회사로서, 과거의 신용상태 및 실적(Work Experience)을 입증할 만한 근거가 없다. 따라서 신용이 양호한 사업주 프로젝트에 직·간접적으로 이해관계가 있는 당사자들의 보증, 또는 보증수수료를 목적으로 하는 사업적 보증기관(Insurer) 등이 보증인이 될 수 있다. 즉, 프로젝트 참여자 및 이해당사자들이 위험을 배분하여 보증이 이루어지는 것이다.

10) 기타 참여자

프로젝트 파이낸싱은 프로젝트의 자원(Capital Resource)을 의미하는 것이 아니라 자금을 통원(Mobilize)하는 하나의 기법을 의미한다. 다시 말해, 기업금융(Corporate Finance)에서 단순히 용자 조건만을 결정하는 것과는 달리, 금융(Financing) 방법의 선택, 용자조건 결정과 프로젝트 자체의 구조를 만드는 것도 포함된 종합적인 과정이다.

이 과정은 매우 복잡하고 많은 절차와 노력을 거쳐야 하며, 매 번마다 각각 다른 구조(Order-Made)로 구성되기 때문에 많은 전문가 집단의 도움이 필요하다. 또한 본 금융기법이 협상의 결과물이라는 점을 감안할 때, 이들의 역할을 아무리 강조해도 지나치지 않다. 이러한 전문가 집단은 금융자금(Financial Advisor), 법률자문(Legal Counsel), 기술자문(Technical

19) 양허약정(Concession Agreement)이란 현직정부가 그의 고유 권한에 속한 사업시행권을 특정사업주체에 대하여 부여하고 개발이익을 분배하기로 하는 협약을 말한다. franchise 협약 이라고도 하는데, 프랜차이즈는 상사법상 타인의 상표 등을 사용하여 그의 지도와 통제 하에 특정사업을 배타적으로 영위할 수 있는 권리를 말하지만, 공법상으로는 통상 국가주권에 속하는 권리를 사인에게 특별히 부여하는 일종의 특권, 특허로서 양허약정과 같은 의미를 갖는다.

Counsel), 신용평가사(Rating Agencies), 환경자문(Environmental Counsel) 등 많은 집단이 관련되고 있다.

특히, 금융자문(Financial Advisor)은 프로젝트 파이낸싱 구조가 매우 복잡하고 자금조달 규모가 크기 때문에 경험이 많은 금융기관의 자문이 필수적이며, 사업 초기부터 고용하는 것이 바람직하다고 할 수 있다.

전형적인 프로젝트 파이낸싱은 프로젝트 시설과 기타 자산을 담보로 잡을 수 있다하더라도 대주는 프로젝트 참가자로부터 프로젝트의 성공적인 수행에 관한 확실한 보장을 받아두고자 한다. 그 이유는 출자자가 사업실패의 책임을 지는 모험자본(venture capital)이 아니므로 성패와 관계없이 대주가 채권을 회수할 수 있어야 하기 때문이다.

그러므로 프로젝트파이낸싱에서는 정상적인 현금흐름을 방지할 수 있는 모든 사태를 위험으로 간주하여 이러한 위험을 미연에 방지하고 회피하는 것이 주된 관심사이다. 그 결과, 프로젝트 실패의 위험을 피하려는 사업주와 당해 프로젝트의 예상수익 외에 가급적 많은 채권보전책을 확보하려는 대주가 서로 타협하는 선에서 구조가 결정된다.

반면, 기업금융방식을 활용한 프로젝트의 자금조달구조는 대주(금융기관)가 프로젝트에 소요되는 자금을 사업주에게 직접 대출을 하든지, 사업주가 프로젝트 회사에 대하여 무제한 지급보증을 하는 조건 하에서 프로젝트 회사에 대출을 한다. 이 때 대주는 모기업의 신용에 대한 평가결과를 바탕으로 대출을 한다.

따라서 기업금융구조에서 직접적인 참여주체는 모기업인 사업주, 프로젝트회사, 대주(금융기관)로 비교적 간단한 구조를 가진다. 이때의 위험배분은 사업주가 프로젝트회사에 대하여 차입금 상환 보증을 하지 않기 때문에 대주와 프로젝트 회사와의 대출약정시에 대출금 상환위험으로 보증하는 차원에서 프로젝트 미래현금흐름에 영향을 줄 수 있는 이해당사자들과 계약관계를 통하여 이루어진다.

제2절 부동산 프로젝트파이낸싱의 현황

1. 부동산 프로젝트파이낸싱의 개요

부동산 프로젝트파이낸싱이란 시행자가 아파트 주상복합, 오피스텔, 상가 등 부동산개발사업과 관련하여 토지매입 및 건축자금 등을 지원 받고 분양수입금으로 분할 상환하는 금융을 총칭하는 개념이며, 부동산 프로젝트파이낸싱을 취급하는 취급기관으로는 대표적으로 은행이 있고, 그 외에도 제2금융권 증권사, 연기금, 저축은행 등이 있다. 또한 부동산 펀드가 새롭게 부동산 프로젝트파이낸싱을 취급 기관으로 그 역할이 점차 증가하고 있는 상황이다.

부동산개발사업에 있어서 조달된 금융은 토지비와 사업경비로 주로 사용되는데 이는 시행사와 시공사가 분담하는 방식이 일반적이다. 현행 부동산개발 프로젝트파이낸싱은 대부분 토지비 조달과 사업경비에 한정되어 있고 공사비에 대한 자금조달은 부분 드문 실정이다.

이는 선분양 제도에 의해 건축비는 수분양자가 부담하는 중도금 납입금으로 충당하는 것이 일반적이고 금융기관은 채권보전을 위해 자금조달규모를 줄여야 하기 때문이다. 다만, 이러한 구도는 비주거용 부동산의 후분양제 실시와 추후 주거용 부동산에 대해서도 후분양제 움직임에 따라 추후 프로젝트파이낸싱 구도의 변화가 불가피하다고 할 수 있다.

프로젝트파이낸싱 기법은 원래 SOC 등의 대규모 민자 유치 사업에서 활용하던 금융 조달 방식으로, IMF 이후 국내의 선진 부동산 금융기법 도입과 함께 일반 부동산개발에도 다양한 방식으로 적용하게 되었다.

즉, 은행 등 금융기관을 통한 일반적인 프로젝트 파이낸싱과 ABS발행을 통한 방식, 부동산 투자신탁(신탁계정)을 활용한 방식, 부동산 펀드를 활용한 방식 등 그 기법이 다양화되고 있으며, 프로젝트 금융에 따른 위험 배분, 절감하기 위한 장치 또한 다양화되고 있다.

국내에서 프로젝트파이낸싱이 성공적으로 실행되기 위해서는 아래의 두가지 요소가 충족되어야 한다. 첫째, 프로젝트 파이낸싱의 가장 중요한 요

소는 프로젝트 추진 과정에서 창출되는 미래 현금흐름의 충분성과 안정성이라 할 수 있다.

즉, 프로젝트파이낸싱 방식으로 통해 조달되는 자금을 미래의 현금흐름을 부채상환의 기본재원으로 대출되기 때문에, 프로젝트로부터 창출되는 현금흐름의 충분성은 자금조달 가능성의 필수적인 전제 조건이 된다.

또한 프로젝트파이낸싱은 사업 주체의 모이기업과 절연된 SPC에 의하여 추진되므로, 프로젝트의 전 기간에 걸쳐 안정적인 현금흐름이 창출되어야 한다.

따라서 120~150% 수준의 부채상환비율(DSCR)이 요구되며, 주주의 보증 및 약정을 비롯하여 시공사의 지급보증 또는 신용 공여 등 다양한 형태의 신용 보장 장치가 요구된다. 둘째, 추진 과정에서 발생 가능한 다양한 리스크를 최적으로 분산하여 특정 리스크의 발생에 따른 부정적인 영향을 최소화시키는 것이 필요하다. 특히 분산된 리스크가 프로젝트 참여자 일방에게 재집중되는 것은 피해야한다.

<표 2-2> 금융측면에서 조명한 PF의 내용²⁰⁾

구 분	프로젝트 금융
채 권 자	금융기관(은행, 증권사, 저축은행 등)
채 무 자	시행사
금융부분	대출(프로젝트 금융)
계약구조	금전소비대차약정(시행사-금융기관) 신탁계약(시행사-신탁사) 책임준공 공사도급 계약(시행사-시공사) 지급보증 및 채무인수(시공사-금융기관)
상환방법	대출 후 1~3년(조기 상환시 수수료 부담) 분양 수입금에서 우선 상환 상환 준비금 적립계정 운영

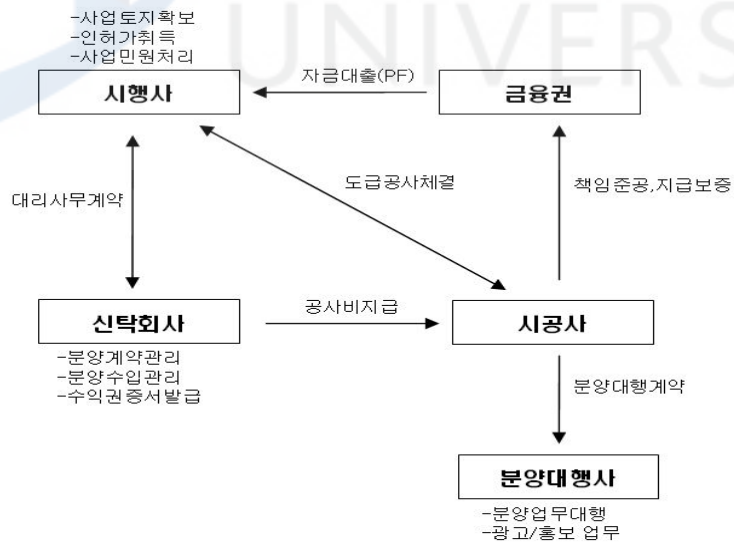
20) 서민호, 전계논문, p25 참조.

업무 분장	시행사	수탁수익증서 수익자 지정 예금계정, 보험청구권, 질권설정 양도담보계약, 담보제공 제한 약속 어음 지급, 보험 가입 계약 변경 등
	시공사	시공사 선정 시 금융기관 협의 계약 불이행에 따른 보상 보험 시공사 자금관리 및 책임 분양
	신탁사	분양수입금 및 자금 관리 신탁등기
	금융기관	프로젝트에 대한 자금 조달

2. 부동산 프로젝트파이낸싱 업무흐름

부동산개발사업에서 일반 금융권의 프로젝트 파이낸싱의 구조도는 아래와 같다.

<그림 2-2> 부동산 프로젝트파이낸싱의 일반적 업무흐름



위의 구조에서 보는 바와 같이 시행사는 부동산개발사업을 시행할 토지를 선별하여, 사업성을 검토하고 토지를 확보한 후 시공사의 책임시공(또는 채무인수) 지급보증 통한 프로젝트 금융을 통해 조달하게 된다. 토지 계약 후 인허가 절차를 거쳐 사업승인을 받게 되면(또는 일부 인허가 진행 후) 금융기관으로부터 프로젝트에 대한 심사를 통해 프로젝트 파이낸싱이 실행된다. 한편, 신탁회사의 신탁계정을 활용하게 되는 경우 시행사와 신탁사간 분양계약 및 분양수입관리 업무에 대한 계약을 체결한다. 프로젝트 금융은 대부분 자금을 금융기관에서 하거나 자금관리 컨설팅업체를 선정하여 사업과 관련된 자금을 관리하게 된다. 그 외에 시행사는 시공사 또는 분양전문대행사에 분양 및 광고·홍보 업무를 위탁하거나 분양보증을 위해 대한 주택보증을 활용하기도 한다.

3. 자본시장을 통한 부동산 프로젝트파이낸싱의 현황

자본시장에서의 자금조달(직접금융)이란 프로젝트 사업주가 프로젝트회사(SPC)를 통해, 채권, 주식 등의 증권을 국내외에서 발행하여 소요자금을 조달하는 금융기법을 말한다. 특히 주식발행을 통한 자금조달은 앞서 살펴본 지분출자에 의한 자본조달의 범주에 포함될 수 있다.

기존의 프로젝트 파이낸싱은 금융기관들이 주로 대출 형식으로 자금을 공급하던 한시적인 금융거래였지만, 프로젝트 파이낸싱 시장이 확대되어 자금수요가 늘어나자, 은행에 의해 제한된 자금공급만으로는 자금 수요에 부응할 수 없게 되었다. 따라서 금융기관을 통한 간접금융 방식 외에 장기간에 걸쳐 상환이 가능한 채권을 발행하거나 자본시장에서의 주식 발행을 통해 안정적인 자금흐름을 확보하는 직접금융 방식의 자금조달이 나타나게 되었다.

자본시장을 통한 부동산PF시장의 종류는 3가지이며, 간접투자자산운용법상 펀드를 이용한 부동산펀드·특별자산펀드(간접투자증권 형태), 자산유동화법상 SPC를 이용한 PF ABS(회사채 형태), 상법상 SPC를 이용한 PF

ABCP(기업어음 형태)가 이며, 자금조달 방법은 금융회사의 대출을 통한 자금조달방법으로 여신기능이 있는 은행, 저축은행, 증권사, 보험회사 등의 대출을 통하여 부동산 자금을 조달한다. 한편, 부동산개발금융 ABS, 펀드, ABCP의 경우 일반회사채에 비해 수익률이 높고 관련 금융회사들의 적극적인 상품홍보 및 영업 등으로 인하여 고수익을 추구하는 개인, 법인, 기관투자자 등이 다양하게 투자하고 있는 것으로 나타났다.

<표 2-3> 프로젝트파이낸싱의 구조별 특징²¹⁾

구분	ABS	ABCP	펀드
근거법률	자산유동화에 관한 법률	상법 및 증권거래법	간접투자자산 운용법
상환자금 원천	자산으로부터의 현금흐름 및 신용보강	자산으로부터의 현금흐름 및 신용보강	기초자산의 현금흐름
자본금	5천만원	5천만원	-
발행주체	유동화전문회사	주식회사, 유한회사	자산운용사
발행구 및 특징	①다양한 참여자, 신용보강으로 구조 복잡	①다양한 참여자 참여 ②B/L없이 발행 가능 ③금리, 각종 비용 절감 ④리스크 통제에 대한 추가 발생	①투자신탁구조로 비교적 간단 ②시공사의 신용보강 없이 설정 가능 ③BBB-등급의 시공사 펀드도 비교적 소화 용이 ④투기등급 시공사도 신용보강, 실물자산으로 펀드 설정가능
비용	①시공사의 회사등급에	①시공사의 회사등급에	①신탁보수 및 신탁수

21) 강민석·황규완·최은영(2008) "부동산 프로젝트 파이낸싱 및 관련 유가증권시장" 『한국의 부동산 금융』, 건국대학교출판부, p262.

	좌우 ②전통적인 PF보다 낮은 금리로 자금조달	좌우 ②전통적인 PF보다 낮은 금리로 자금조달	수료가 포함되어 상대적으로 비용이 높음
조기상환 수수료	없음	없음	없음
사업통제	Lender 통제 없음 (분양가, 공사비 등)	Lender 통제 없음 (분양가, 공사비 등)	Lender 통제 없음 (분양가, 공사비 등)
사업비 증액	①공사비 전액 조달 가능 ②추가 공사비 조달 가능하나 채권자 동의 필요	①공사비 전액 조달 가능 ②추가 공사비 조달 가능 용이	①추가비용 조달 불편함

1) 부동산펀드

2004년 “간접투자자산운용업법”시행 이후 새롭게 등장한 상품이며, 부동산 억제 정책으로 인해 부동산을 직접 보유하기 부담스러운 투자자들과 고금리 상품을 갈망하는 투자자에게 유망한 투자대안으로 자리 잡아 가고 있다.

부동산펀드란 금융기관이 고객 돈을 모아 주로 부동산 투자로 수익을 내서 돌려주는 상품으로 부동산 개발회사가 발행한 동일종목의 투자증권에 100% 투자 가능하며, 소액 투자가 가능하고 은행 금리 이상의 수익을 기대할 수 있다는 점이 부동산 펀드의 장점이며 전문가들이 대신 투자해주는 만큼 직접 투자하기가 꺼림칙한 부동산 불황기에 안정적인 투자 방식이 될 수 있다.

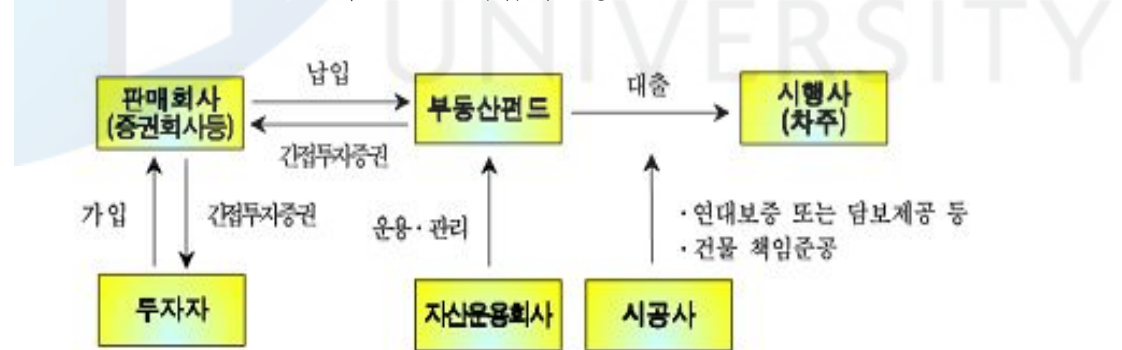
부동산 펀드는 말이 ‘펀드’이지 사실은 ‘수익증권’이라서 중도 환매가 불가능하지만 수익증권이 상장된 뒤에는 주식처럼 사고 팔 수도 있다. 부동산형 펀드는 원금 보장 상품이 아니며 목표수익률은 말 그대로 ‘목표’일 뿐, 투자한 부동산 개발사업의 실패, 아파트나 빌딩의 분양 또는 일대가 잘 안 돼서 생기는 손실은 고스란히 투자자가 떠안아야 한다.

다만 부동산개발자금을 부동산펀드로 조달하는 경우에는 펀드의 원활한 판매를 위하여 자산운용사들이 펀드 구성시 대부분 시공사의 보증이라는 신용보강 조치를 통하여 펀드의 안정성을 높여 주고 있으나 투자자는 펀드 가입시 판매 창구에 비치된 부동산 개발사업의 사업성 검토 자료등 제반 자료를 꼼꼼히 살펴본 후에 투자를 결정하는 것이 현명한 태도라 하겠다.

부동산펀드의 투자대상으로는 부동산 개발업체에 사업자금을 빌려주거나, 부동산 개발업체에 지분을 투자하는 경우 및 오피스빌딩 같은 부동산을 사들여 임대하는 방식을 등이 된다. 부동산 개발을 영위하는 시행사 입장에서는 주로 은행권에서 부동산 개발금융을 조달하던 행태에서 벗어나 부동산펀드를 활용함으로써 다양한 자금 조달원을 확보하게 되었으며, 실제 2004년도에 은행권에서 부동산개발금융 취급에 소극이었음에도 불구하고 부동산 펀드의 활발한 이용으로 시행사들은 부동산 개발자금을 원활하게 조달할 수 있었다.

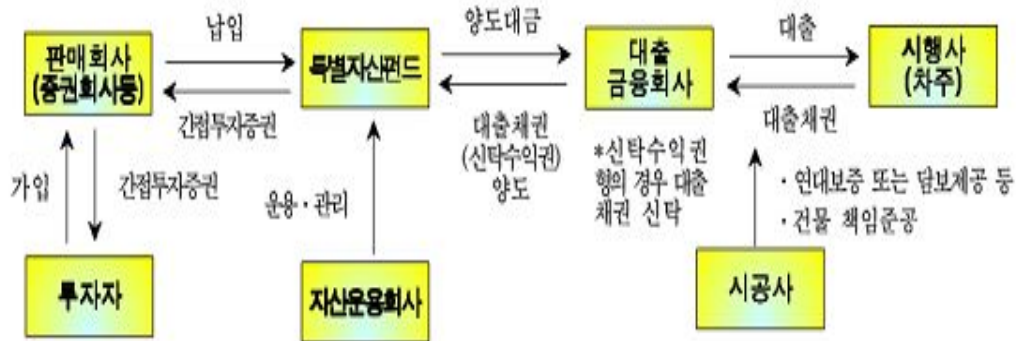
펀드자금으로 부동산 개발사업에 직접 자금대여(부동산펀드)하는 직접대출형 펀드와 펀드자금으로 부동산 개발금융 대출채권(또는 신탁수익권)을 취득하는 대출채권 등 취득형 펀드가 있다.

<그림 2-3> 직접대출형 펀드²²⁾



22) 금융감독원(2006) "자본시장을 통한 부동산개발금융 실태점검 결과", 보도자료, p6.

<그림 2-4> 대출채권 등 취득형 펀드²³⁾



2) 자산유동화증권(ABS, Asset-Backed Securities)

자산유동화제도란 자산을 담보로 채권을 발행하여 자금을 조달하는 제도를 말한다. 보다 구체적으로는 자산유동화증권이란 금융기관 및 기업 등이 보유하고 있는 특정자산 중 일부를 유동화 자산으로 집합(Pooling)하여 이를 유동화중개회사에 매각하고 유동자산으로부터 발생하는 현금흐름을 발행증권의 원리금을 상환하는 증권을 의미한다.

우리나라는 ABS가 유동을 위한 채권시장이 발달하지 못하는데다 현행 민법상 담보물건과 저당권을 분리하기 어려워 자산이 매매될 때마다 저당권을 새로 설정해야 하는 불편 때문에 도입 늦어졌다.

일반 회사채의 경우 만일 채권을 발행한 회사가 부도가 나면 투자자들은 원리금을 떼이게 되지만 ABS는 발행한 금융기관이 부도가 나더라도 채권의 담보가 되는 금융자산이 남아 있기 때문에 상대적으로 안전하다고 볼 수 있다. 투자자들은 이 금융자산을 통해 원리금을 회수하면 되지만 금융자산이 부실할 경우는 손해를 볼 수도 있다. 이를 보완하기 위해 ABS는 원리금을 받는데 우선권이 있는 선순위와 그렇지 않은 후순위 채권으로 나뉘어서 발행된다.

23) 금융감독원, 전계보도자료, p6.

기존채권(회사채)이 발행기관 또는 보증기관의 원리금 상환능력을 기초로 하여 발행되는 것에 비해, 자산유동화 증권은 자산보유자로부터 자산유동화전문회사(SPC)로 완전 매각된(True Sale) 유동화자산의 현금흐름이 곧 원리금 상환능력이며 이를 바탕으로 자산유동화증권(ABS)이 발생된다.

따라서 유동화자산의 미래현금흐름이 ABS발행에 매우 중요하다. 발행기관의 신용과는 완전 분리되어 유동화자산의 현금흐름에 의해 상환이 이루어지도록 하기 위해 발행 절차상 자산보유자, 유동화전문회사(SPC), 자산관리자, 수탁기관(Trustee)의 선정 등 다양한 기관이 참여하게 된다. ABS는 일반채권과는 달리 복잡한 구조를 갖고 있으나 발행자에 가장 적합한 구조를 만들어 발행 효과를 극대화 할 수 있다.

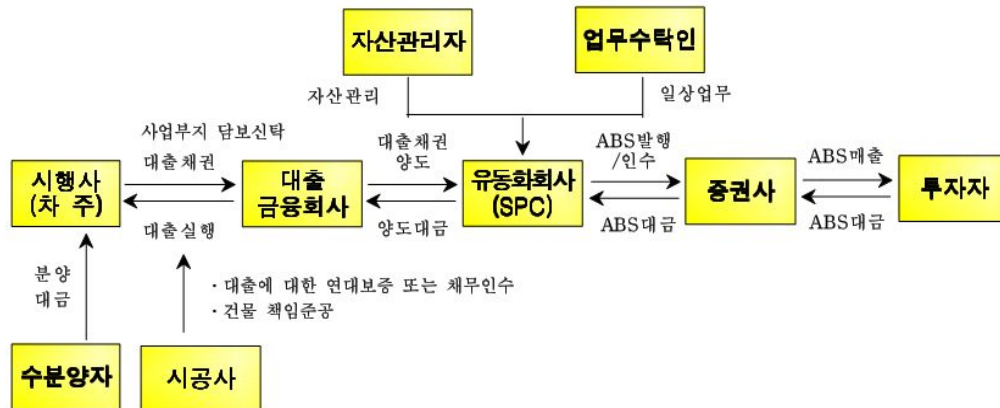
자산유동화의 장점으로서는 신규 채투자 자금을 외부차입이 아닌 보유재산을 활용해 기업의 신용도와는 무관하게 양호한 조건의 자금조달이 가능하여 기업의 재무건전성도 개선되면서 필요한 자금도 조달할 수 있다는 점이다.

ABS를 활용할 수 있는 사업으로는 정기적으로 유동화증권의 원리금 상환에 충분한 현금흐름(Cash Flow)이 가능한 모든 사업을 대상으로 하는데, 아파트 분양대금채권, 임대주택의 임대료채권 및 부동산 처분대금 등 현금흐름확보가 가능한 사업은 전형적인 유동화 대상 사업이다. 금융기관 및 기업의 부실자산도 토지신탁의 부동산 개발, 운용 및 처분에 관한 전문적인 노하우와 결합하여 유동화 함으로써 더 높은 수익을 창출할 수 있을 뿐만 아니라 재무구조 개선의 효과도 볼 수 있다.

특히 시행사나 건설업체의 분양대금채권, 장래에 회수할 아파트, 상가, 오피스텔의 분양미수금, 이주비 대여금 등은 향후의 현금흐름을 기분양과 미분양으로 구분하여 부동산을 유동화할 수 있는 전형적인 자산이라고 볼 수 있다.

ABS의 기초가 되는 담보자산이 부동산인 경우에는 부동산담보부증권으로 불리며, 때문에 부동산금융상품으로서의 ABS는 부동산담보부증권만을 의미하는 바, 부동산 개발사업을 위하여 금융회사가 시행사에게 실행한 대출채권을 유동화한 ABS의 구조를 보면 아래와 같다.

<그림 2-5> 대출채권 유동화 구조²⁴⁾



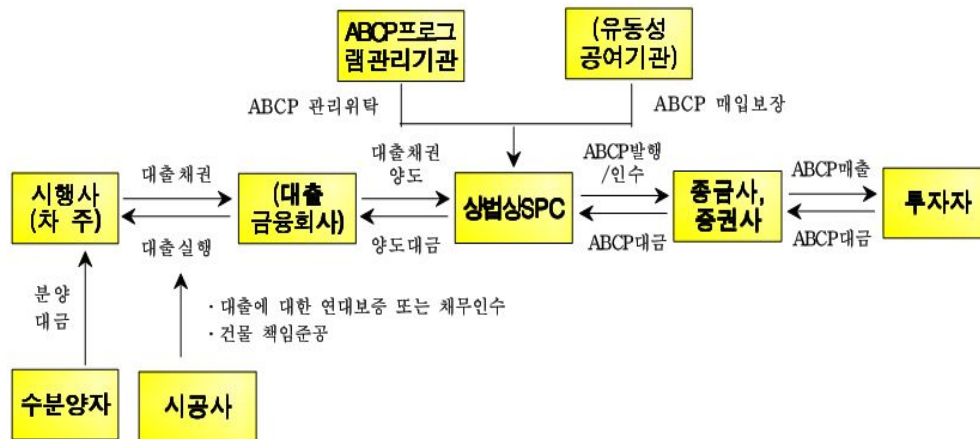
3) 부동산개발금융 자산담보부 기업어음(ABCP : Asst Backed Commercial Papers)

ABCP란 자산유동화증권의 구조와 기업어음 구조를 결합한 유동화 방식으로 주로 단기자금 조달 수단이다. 시행사에 대한 금융회사의 대출채권을 상법상 SPC가 양수받아 이를 기초자산으로 하여 기업어음(CP)을 발행하거나 상법상 SPC를 설립하여 SPC가 먼저 기업어음(CP)을 발행하여 조달한 자금을 시행사에 대여하는 방법이 이용된다.

금융감독당국에 자산유동화 계획을 등록하지 않고 ABCP를 발행(자산유동화법은 규제법이 아닌 지원법으로서 동법의 적용을 받고자 하는 경우에만 금감위에 유동화계획을 등록하기 때문에 활발하게 이용되고 있는바, 부동산개발금융 ABCP는 일반적으로 3개월 마다 차환 발행이 된다.

24) 금융감독원, 전계보도자료, p5.

<그림 2-6> 기업어음 발행을 통한 유동화 구조²⁵⁾



4) 자산유동화대출(ABL:Asset Backed Loan)

ABS 구조 아래에서 SPC가 증권을 발행하는 대신 투자자로부터 대출금 형태로 차입을 하는 구조이다. 자산유동화 시장은 SPC의 자금조달방법에 따라 ABS시장과 ABL 시장으로 크게 나뉘 볼 수 있다. ABL 구조는 SPC가 차주로서 자금조달에 있어 대출 형식을 이용한다는 점 이외에는 개념상 ABS와 큰 차이가 없다. 그러나 대출 형식을 이용함에 따라 자산보유자(Originator) 입장에서는 금융감독원의 감독 및 신용평가등급 관련(공모시) 문제들을 배제할 수 있으며, 유동화에 따른 시간과 수수료 관련 비용을 줄일 수 있어 2002년부터 일반 기업의 자금 조달 수단으로 ABL이 활성화 되기 시작했다. 따라서 ABL관련 내용이 외부에 공시되지 않기 때문에 이를 이용한 자금 조달 규모를 파악하기는 어려우나 일반 기업을 대상으로 하는 자산 유동화 시장에서는 2002년의 경우 건수 기준으로 ABL이 ABS를 초과했을 것으로 짐작된다. 반면, 건설부동산 시장에서는 관련 ABS의 발행은 종종 있으나 ABL은 아직 활성화 되지 못한 것으로 판단된다.

요즘처럼 건설 부동산 시장이 어려움을 겪고 있는 시점에서 신용도가 낮은 업체의 경우는 자금조달이 더욱 어려운 것이 현실이다. 게다가 자체

25) 금융감독원, 전계보도자료, p5.

의 신용도가를 가지고 자금 조달을 하려면 그에 따른 리스크 프리미엄의 상승도 문제지만 검토 자체가 불가능한 경우가 허다하다. 따라서 공사 대금 채권을 대상으로 한 자금조달이 하나의 가능성을 열어줄 수 있는 것으로 보인다. 문제는 공사 대금 채권을 양도한 당해 시공 현장이 다른 사업에서 유입되는 여유 자금 없이는 운영이 불가능 할 것이므로 일정 규모의 사업을 영위하는 업체라야 무리가 없다는 점이다. 또한, 투자자의 입장에서 단순히 공사 대금 채권만으로 신용보강이 약할 수 있으므로 추가의 자금 보충 약정을 요구하는 경우도 있다. 첨단 금융 기법인 자산 유동화 구조를 활용한 공사 대금 채권 ABL 등은 건설업체에게 있어 지금까지 프로젝트 관련 자금 조달이 어려운 시기에 호시절의 사업을 활용한 자금 조달 방법으로서 적극 활용될 수 있을 것이다.



제3장 자본시장통합법의 개요 및 기대효과

제1절 자본시장통합법의 개요

1. 자본시장통합법 개념 및 추진 경과

1) 자본시장통합법의 개념

자본시장은 모든 금융산업의 인프라이며, 자본시장의 발전으로 모든 금융업이 고루 혜택을 받으며, 발전하게 된다. 2006년도전체 자본시장의 투자부분을 은행이 33.5%, 보험사 63.4%를 자산의 상당부분을 운용하고 있으며, 이는 자본시장의 성장과 건전성의 제고가 은행, 보험사의 수익성 건전성과 안전성 향상에도 기여한다. 직접금융을 통한 자금조달 경로의 다양화는 기업의 파산위험을 감소시켜 은행등 간접금융기관 대출의 안정성을 확보하는 도움이 되며, 자본시장 발전으로 증권과 파생상품 거래가 활발해지면 전체 금융산업의 수익성 제고에 도움이 된다.

2009년 2월부터 시행되는 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’(통합법)의 제정은 우리나라의 자본시장과 관련 산업을 규율하는 제도적 틀을 근본적으로 재설계하여 자본시장과 금융투자업을 선진화하고, 경쟁력을 제고하기 위한 노력이다.²⁶⁾ 이에 금융계의 관심은 자본시장통합법에 집중되어 있으며, 이 법안의 큰 틀은 금융상품 개발과 운용에 대한 규제를 과감히 줄인다는 것이다. 증권사, 선물회사, 자산운용회사, 신탁사 등으로 엄격히 나뉘진 증권업 내 ‘칸막이’를 없애, 증권사의 전문화 및 대형화를 유도, 골드만삭스 같은 대형 투자은행(IB·Investment Bank)이 탄생할 기반을 마련한다는 게 주요 뼈대다. 국내 자본시장에서 초대형 금융투자회사를 육성하고 이들이 국내 기업 금융지원의 파이프라인 역할을 할 수 있도록 유도하겠다는 로드맵이다.

26) 강형철·조성훈(2006) "자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제", 한국증권연구원.

2) 자본시장통합법의 추진 경과²⁷⁾

2001년 5월 ‘비전 2011년 프로젝트’를 정부에서 발표했다. 이것은 향후 10년뒤의 산업구조 개별과 경제사회의 변화 방향을 제시하기 위한 프로젝트로 정부, 학계, 민간연구소 등이 광범위하게 참여하여 16개 분야별 작업반이 구성되었다. 그중에는 ‘금융개혁반’이 있었고 2001년 9월 금융개혁반의 토론회에서 금융통합법의 필요성이 제기되었으며, 금융산업의 경쟁력을 강화하기 위해서 금융관련 법률을 통합하는 서비스법을 제정하여 모든 금융업종에 공통적으로 적용해야 한다는 주장이 그것이었다. 2001년 호주가 금융서비스개혁법을 제정하며 금융의 겸업화라는 변화의 물결에 발빠르게 대응하였듯이 우리나라의 금융산업에서도 이러한 움직임이 서서히 있었던 것이다.

그리고 2003년 1월 정부는 ‘2003년 경제운용방향’을 통해 업종별로 구분되어 적용되고 있는 금융 관련법을 기능별 중심의 새로운 체계로 개편하겠다고 밝혔고, 이에 따라 한국개발연구원(KID), 서울대 금융법센터, 한국금융연구원, 한국증권연구원은 본격적인 연구를 수행하게 된다. 하지만 이 금융통합법은 방대한 영역을 다루다 보니 각 금융업 간 이해상충 문제가 크게 대두되었으며, 이법을 시행하다 보면 은행중심의 금융구조가 더욱 공고해져 금융산업 균형발전이 더 어려워질 수 있다는 우려 때문에 2004년 연구과정을 끝으로 그 추진이 멈추게 된다.

이에 정부는 자본시장과 자본시장 관련 금융회사를 우선적으로 육성시켜 금융산업이 균형발전 할 수 있는 기반을 마련하는 쪽으로 정책방향을 선회하게 된다. 따라서 정부는 2005년 5월 ‘자본시장통합법 TF’와 ‘실무 TF’를 구성하여 자본시장 관련 법률의 체제 개편작업을 본격적으로 추진하기 시작하고 2006년 2월 19일 자본시장통합법을 제정방안을 발표하게 되었고, 2006년 6월 30일 입법예고 되었다. 하지만 자본시장통합법이 금융산업에 미치는 영향이 막대하다 보니 각 금융업권 간 이해관계가 첨예하

27) 김성태·이희동(2008) 『대한민국을 바꾸는 자본시장 통합법』, 한스미디어, pp25~28 참조.

게 대립되었고 입법 과정이 그리 순조롭지 않았다.

가장 큰 이슈는 금융투자회사가 이제, 송금 등 지급결제 서비스를 제공할 수 있도록 허용하는 것이었고, 국회에 법안이 제출된 이후에도 재정경제부와 한국은행의 합의 안이 도출된 이후에야 비로서 2007년 7월 3일 국회 본회의를 통과할 수 있었다. 자본시장통합법은 그 파급효과를 고려하여 1년 6개월의 긴 유예기간을 두었고, 2009년 2월 4일 시행에 들어가게 된다.

<표 3-1> 자본시장통합법 입법 추진 경과²⁸⁾

2003. 1	‘2003년 경제운용방향’ 발표
2003. 8	‘금융법 체계개편 추진방안’ 논의(금융발전심의회)
2003~2004	금융통합법 제정에 대한 연구용역 (KDI, 서울대 금융법센터, 금융연구원, 증권연구원)
2005. 5	자본시장통합법 TF 및 실무 TF 구성
2006. 2. 19	‘금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭)’ 제정안 발표
2006. 2~2006. 5	7차례 설명회 및 4차례 공청회 개최
2006. 6. 30	‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안)’ 입법예고안 발표
2006. 8. 17	규제개혁위원회 심의 통과
2006. 12. 28	법제처 심사 완료 및 차관회의 의결
2006. 12. 29	국무회의 의결 및 국회에 법률안 제출
2007. 3. 14	수정안 제안(이종구 의원 대표 발의)
2007. 5	지급결제 부분 합의(재정경제부, 한국은행)
2007. 7. 3	국회 본회의 의결
2007. 8. 3	제정/공포

28) 김성태·이희동, 전계서, p27.

2008. 4. 7	자본시장통합법 시행령 입법예고
2008. 7월말	시행령, 시행규칙 및 감독규정 등 하위규정 완성
2009. 2. 4	시행

2. 자본시장통합법의 주요내용

자본시장통합법의 기본방향은 자본시장에서의 금융 빅뱅(Big Bang)을 유도하여 규제개혁과 투자자보호 강화를 통해 금융혁신과 경쟁을 촉진하는데 있으며, 주요내용은 크게 4가지로 볼 수 있다. 첫째, 현행 기관별 규율체제를 기능별 규율체제로 개혁함에 있으며, 둘째는 금융투자상품의 개념을 추상적으로 정의하여 향후 출현할 모든 금융투자상품을 법률의 규율 대상으로 포괄하는 포괄주의 규율체제로 전환한다는 것이다. 셋째는 금융투자회사의 업무 취급범위를 확대하여 업무 상호간 겸업이 가능하도록 함에 있으며 넷째, 투자권유 규제 도입과 이해상충 방지체제 마련 등을 투자자 보호제도의 선진화를 이루기 위한 것으로 보인다.

<표 3-2> 자본시장통합법의 주요 방향 및 내용²⁹⁾

주요 방향	주요내용
금융투자상품의 포괄주의	-투자성에 의한 금융투자상품의 정의 -증권, 장내파생상품, 장외파생상품으로 분류 -기초자산의 범위 확대
기능별 규율체제	-6개의 투자가능 (매매,중개,자산운용,투자일임,투자자문,자산보관) -일반 투자자와 전문 투자자로 분리 -진입규제, 건전성규제, 영업행위 규제로 구분

29) 이지언·구본성(2006) "자본시장 관련법 통합에 따른 금융법 통합의 기본방향과 주요과제", 한국금융연구원. pp3~11 참조.

업무범위의 확대	-6개 기능의 겸영허용 -부수업무의 포괄적 허용과 예외적으로 금지 -투자대상에 대한 제한 없는(혼합자산펀드) 허용 -외국환업무 확대 및 결제송금 부가서비스 허용
투자자보호제도의 강화	-투자권유 규제도 -설명의무, 적합성 -발행공시규제의 적용범위 확대

1) 금융투자상품의 포괄주의 도입

현행 자본시장 관련 금융법은 유가증권의 범위를 사전적으로 열거하고 있는 체제를 가지고 있다. 증권거래법 및 시행령 등에서는 유가증권을 주식, 채권, 파생상품³⁰⁾등 21개로 정의하고 있으며, 파생상품을 만들어 낼 수 있는 기초자산으로 유가증권 통화, 일반상품 등 4가지에 국한하고 있다. 한편 선물거래법에서는 선물거래의 종류를 일반상품 및 금융상품을 대상으로 하는 선물, 선물옵션, 선물옵션, 옵션, 선물옵션 등 5가지로 한정하고 있다. 금융회사는 이렇게 정의되어 있는 범위 내에서만 금융상품을 만들고 취급할 수 있다.

자본시장통합법에서는 자본시장에서 생산되거나 유통될 수 있는 금융상품에 대한 그 개념을 최대한 넓게 정의하여 금융투자회사의 상품개발을 제약하지 않고 투자자 보호의 공백을 제거하였다. 금융상품은 원본손실 가능성을 기준으로 금융투자상품³¹⁾과 비금융투자상품으로 분류하고 금융투자상품은 다시 원본초과 손실가능성의 유무를 기준으로 그 가능성이 없는

30) 파생상품이란 그 가치가 기초상품(underlying instrument), 파생상품의 가치의 근간이 되는 상품은 가치로부터 파생되는 계약 또는 증권을 말한다. 파생상품은 그 자체가 효용가치를 가진 것은 아니나 계약의 기초상품 가치가 변동함에 따라 가치가 연동되어 변동한다.

31) 통합법에서 금융투자상품이라고 정의한 이유는 금융상품이라고 할 경우 순수보험이나 순수 예금도 적용대상에 포함될 수 있기 때문에 경제적 실질상 자본시장 관련상품으로서 원본이 보전되지 않는 금융상품은 주식, 채권, 집합투자증권, 신탁수익권 등 리스크가 높은 금융상품만을 대상으로 한다는 점을 분명히 하고자 한 것이다.[안수현, “(가칭)자본시장통합법(안)의 내용과 주요 이슈-법정책적 관점에서의 검토”, 기업소송연구회 2006. 11 월례회발표회 자료집].

‘증권’과 가능성이 큰 ‘파생상품’으로 나뉘어 진다. 자본시장통합법은 기본적으로 투자자의 보호를 주요 목적으로 하므로 적용대상은 말할 필요도 없이 원본손실가능성이 있는 즉, 투자성이 있는 금융투자상품으로 국한될 수밖에 없다.

<그림 3-1> 포괄주의 전환에 따른 법 적용범위의 확대³²⁾



자본시장통합법에서는 과거의 법령에서 나타나지 않는 새로운 용어가 ‘금융투자상품’이다. 금융투자상품의 정의는 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래 특정 시점에 금전등을 지급하기로 약정함으로써 취득하게 되는 권리로서 원본손실 가능성을 부담하는 것이다.

자본시장통합법은 금융투자상품을 상품의 특성에 따라 ‘증권’과 ‘파생상품’으로 분류한다. 이두상품의 분류기준은 손실 가능성의 범위이다. 즉 원본까지만 손실이 발생할 가능성이 있는 것을 ‘증권’으로 분류하고, 원본을 초과하여 손실이 발생할 가능성이 있는 것은 ‘파생상품’으로 분류한다. 법에서는 이를 ‘투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담’하는 것으로 기준으로 표현한다.

그렇기 때문에 현행 금융업법에는 각 금융회사가 취급할 수 있는 금융상품을 구체적으로 열거(증권거래법 2조, 신탁업법 10조 등)하고 있어 신상품의 범위가 일정하고 예측이 가능하였으나, 자본시장통합법에서는 금융

32) 재정경제부(2007) "자본시장 발전을 위한 정책방향", 보도자료, p15.

투자상품이 ‘원본손실이나 원본 외 추가 손실이 발생할 가능성을 부담하고 취득하는 일정한 권리’로 추상적, 포괄적으로 정의됨에 따라 향후의 금융투자회사는 이론상 무한한 금융상품의 개발이 가능하게 되었다.

<표 3-3> 향후 출현 가능한 신종 금융투자상품의 예³³⁾

구분	내용	상품
증권	모든 파생적 기법을 활용한 증권 의 설계가능 : 파생결합증권	역변동금리증권 이중비표증권(CMT증권등) Range accrual 증권 Cppl based 증권 디지털 옵션결합증권 신용연계증권 펀드연계증권 재해연계증권(CAT BOUND)
	다양한 간접투자기구를 활용한 간접투자 설계가능	상법상 합자회사를 활용한 공모 투 자증권, 인명조합형태의 펀드 등
	투자재산에 제약이 없는 펀드 설 정 가능	투자대상을 주식, 채권, 부동산, 실 물, 파생상품, 통화 등으로 자유롭 게 바꾸는 펀드
장외 파생상품	평가 가능한 모든 위험을 대상으 로 모든 파생상품의 설계 가능	재난, 재해, 범죄발생율, 날씨(강수 량, 강설량, 일조량) 등을 기초자산 으로 하는 파생상품
장내 파생상품	설계가능한 모든 파생상품의 장 내거래 가능	탄소배출권 등 환경관련 선물, 옵션 전략 등 에너지 관련 선물 옵션등

33) 재정경제부, 전개보도자료, p27.

2) 기능별 규율체제의 도입

현행 자본시장 관련 법령체계는 금융회사를 중심으로 규율하는 기관별 규율체제를 따르고 있다. 증권회사, 선물회사, 자산운용사, 부동산투자회사, 선박운용회사 등 금융사별로 각기 법률이 존재하여 각 금융회사가 영위할 수 있는 금융 업무를 열거하고 있다. 이렇게 각 법률이 금융업에 대해 독자적인 규제를 두고 있다 보니 금융회사별로 상이한 규율이 적용되고 있다. 이러한 상이한 규율체제의 적용으로 인하여 금융회사에 따라 규제차익이 생기고, 투자자 보호의 공백이 발생하는 문제점을 지니게 된다.

자본시장통합법은 금융회사별로 규율하던 기관별 규율체제를 경제적 실질이 동일한 금융기능을 동일한 방식으로 규율하는 기능별 규율체제로 전환하여 규율방식을 체계적으로 정비하였다.

기관별 규제는 금융회사가 수행하는 업무의 종류나 성질을 불문하고 해당 금융기관 자체를 대상으로 하는 것이다. 즉 은행이 금융투자상품을 판매할 때는 은행법과 관련 규정을 따라야 하고, 증권이 금융투자상품을 판매할 때는 증권 관련법과 규정을 따라야 하는 것이다. 따라서 기관별 규제에서는 은행, 증권, 보험 등 각 유형의 금융회사에 대하여 각각 다른 규제가 적용될 수 있다. 이로 인해 특정 금융회사가 상대적인 혜택을 받는다면 우리는 이를 ‘규제차익’이 발생하였다고 한다.

반면, 기능별 규제는 금융회사가 수행하는 업무의 경제적 기능 또는 실질을 기초로 한 규제를 말한다. 즉 어떠한 금융회사가 업무 수행하더라도 그 업무가 동일한 경제적 기능이나 성질을 가진다면 동일한 규율을 적용받아야 한다는 것을 뜻한다. 이는 금융회사 간의 형평성을 맞추어 공정한 경쟁이 가능하도록 유도하게 되고 구제의 공백으로 인하여 보호에 공백이 생기는 것을 방지하는 긍정적인 효과를 가져오게 된다.

자본시장통합법은 금융투자업과 관련하여 동일기능에 대한 동일규율의 원칙을 가지며, 따라서 어떠한 금융기능을 수행하는 자가 누구인지를 불문하고 이 법이 적용되는 것을 원칙으로 한다. 동법상 인가·등록을 받지 않으면 무인가·무등록 영업으로 처벌 받게 되고 인가·등록을 받은 후에는 동

법상 건전성 규제와 영업행위 규제를 적용받으면서 영업을 해한다는 의미이다. 이러한 금융기능을 경제적 실직에 따라 크게 ‘금융투자업’, ‘금융투자상품’, ‘투자자’의 세 부류로 나누고 있다.

<표 3-4> 경제적 실직에 따른 금융기능의 분류³⁴⁾

금융투자업	금융투자상품	투자자
투자매매업 투자중개업 집합투자업 투자자문업 투자일임업 신탁업	증권 장내파생상품 장외파생상품	일반투자자 전문투자자

3) 업무범위의 확대

현행 법령체계는 증권회사, 선물회사, 자산운용회사, 신탁사 등 금융회사별로 금융투자업을 세분하고 있고 금융투자업 상호간에는 겸영을 엄격하게 금지하고 있다. 그러나 자본시장 통합법에서는 기능별로 분류된 6개위 금융투자업(투자매매, 투자중개, 집합투자, 투자자문, 투자일임, 신탁업)에 대해서는 상호간 겸영을 허용하고 이에 대한 사전적 규제를 원칙적으로 철폐함으로써 금융투자회사의 내부 겸영을 확대하여 금융투자업을 종합영위하는 금융투자회사의 설립을 허용하게 하였다. 이는 결국 국내 금융투자회사들의 대형화·겸업화를 가속시키고 세계투자은행과 경쟁할 수 있는 대형 투자은행을 육성하는데 목적이 있다고 볼 수 있다.

금융투자회사의 겸영 문제는 증권, 은행, 보험 등 권역별 관점이 아니라 금융시장과 경제 전체의 관점에서 거시적으로 바라본다면 다음과 같은 효용이 있을 수 있다. 현재 국내 금융시장은 위험을 전가하려는 주체에 비해

34) 김성태·이희동, 전게서, p67.

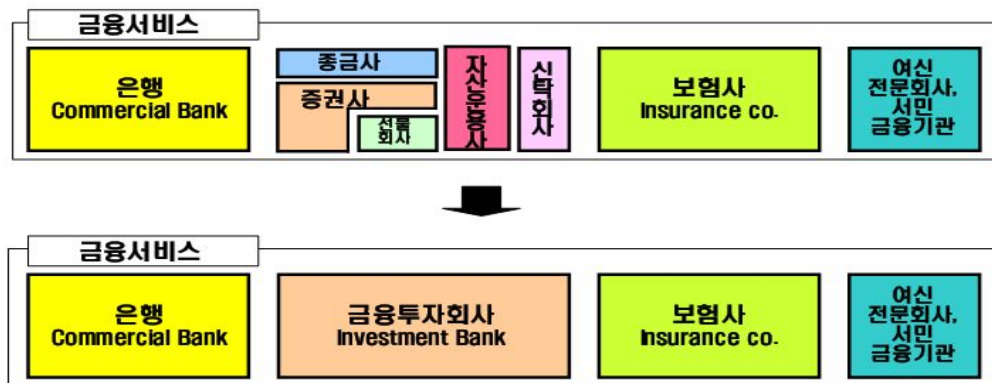
위험을 부담하고자 하는 주체가 부족한 설정이다. 겸영이 가능한 금융투자회사가 다양한 금융투자상품과 헤지 수단을 제공할 경우, 은행은 신용위험 전가가 용이해지고, 보험회사도 위험헤지나 자산운용 대상이 크게 확대되어 자산운용이 효율적으로 이루어질 수 있다. 은행에 대한 의존도가 지나치게 높은 은행계 금융지주회사도 금융투자회사를 통해 자회사 포트폴리오를 균형있게 구축할 수 있을 것이다. 또한 자본시장의 활성화와 다양한 위험을 전가 수단을 활용하여 상대적으로 리스크가 높은 벤처기업에 자금이 공급될 경우, 국내 경제의 성장잠재력이 제고될 수 있다.³⁵⁾

자본시장통합법 역시 이러한 원칙에 입각하여 6가지의 금융투자업에 대해서 상호 간 겸영을 허용하고 있다. 그러나 겸영에 따른 투자자와 금융투자업자 간, 투자자 간 이해상충 가능성이 있기에 엄격한 이해상충 방지체계를 두었다. 즉 금융투자회사는 자신이 처한 환경과 전략적 목표에 따라서 자율적으로 겸영 여부를 결정하되, 법령은 시장질서와 투자자 보호를 위해 필요한 규제를 적용하게 된다.

여기서 주위할점은 금융투자업 간 겸영의 허용은 자본시장 관련 금융투자업에 한하여 허용된다는 것이다. 자본시장통합법을 두고 증권이 은행업을 한다거나, 은행이 증권업을 겸영한다고 쉽게 오해하곤 하는데, 이는 틀린 것이라 할 수 있다. 자본시장통합법은 자본시장 관련법을 통합하는 것이지, 국내에 존재하는 금융법 전체를 통합하는 법이 아니기 때문이다. 또한 해외의 선진 사례에서도 은행업과 금융투자업 간에 엄격한 겸업을 제한하고 있기도 하다.

35) 하홍운(2007) "(가칭)자본시장통합법의 제정 배경 및 주요 쟁점" 『금융리스크뷰』, 예금보험공사, p148.

<그림 3-2> 자본시장통합법 제정에 따른 금융업의 체계 변화³⁶⁾



4) 투자자 보호제도의 선진화

자본시장통합법은 규제완화를 통해 자본시장의 발전을 유도하기 위한 목적을 가지고 있다. 하지만 자칫 이러한 규제완화가 투자자 보호 수준을 낮출 가능성도 있다. 따라서 자본시장통합법은 규제완화와 동시에 완화된 규제에 의해 투자자의 피해가 발생하지 않도록 투자자 보호 제도 역시 선진국 수준으로 강화하였다.

직접금융시장(자본시장)은 시장을 통한 자금의 공급과 중개라는 특징을 가진다. 따라서 자금중개가 활성화되려면 시장에 참여하는 투자자들의 관심과 참여가 무엇보다 필수적이다. 하지만 시장에 대한 신뢰가 없다면 당연히 투자자들의 활발한 시장 참여를 기대할 수 없다. 자본시장의 발전하기 위해서 자본시장과 금융투자회사에 대한 신뢰도가 형성될 수 있도록 하는 투자자 보호 제도가 필요한 이유이다.

금융공학의 발달과 산업구조의 고도화로 자본시장과 금융투자 상품은 점점 더 복잡 다양해지고 있다. 고도화된 파생상품은 그 구조와 위험을 파악하기 힘들다. 증권에 대한 투자가치의 평가는 그 증권을 발행한 산업과 기업의 특성을 이해하는 데서 출발하지만 새롭게 등장하는 산업과 기업에 대해서는 투자자의 높은 이해도를 기대하기 어렵다.

이러한 현상을 ‘정보의 비대칭성’이라고 하며, 이는 자본시장이 가진 주

36) 재정경제부, 전개보도자료, p28.

요한 특징 중의 하나이다. 이렇듯 투자자들의 지식과 정보수집 능력이 빠르게 변화하는 자본시장의 속도를 따라가지 못해 생겨나는 문제점을 풀어 줄 수 있는 것 역시 투자자 보호제도 이다.

투자거래와 관련하여 현행 법제는 투자자의 유형을 구분하여 보호하는 정책을 일반적으로 채택하고 있지 않으며 증권거래에 한해서만 투자자의 유형을 구분하여 보호하는 정책을 취하고 있었다. 그러나 자본시장 통합법에서는 투자자의 유형을 일반투자자와 전문투자자로 구분하여 그 지위 내지 속성에 상응한 법상 보호의 강도를 차등화하고 있다. 즉, 전문투자자는 위험을 감수 능력이 있으므로 투자자 보호규제는 일반투자자에게 집중된다.

따라서 금융투자업자나 투자권유자가 투자권유를 하기전에 투자자의 투자목적, 재산상황 등을 파악하도록 하는 Know-your-customer-rule과 투자권유를 하는 경우 투자자의 투자목적 재산상태, 투자경험 등에 비추어 적합한 투자권유를 하도록 하는 적합성의 원칙 그리고 투자권유시 금융상품의 내용·위험에 대한 의무는 일반투자자에게만 적용한다.

자본시장통합법은 기본적으로 금융투자회사의 범위를 확대하고 겸업을 허용하고 있다. 즉 대형 금융투자회사 출현을 유도하여 자본시장의 더욱 성장하고, 자본시장이 가진 자금중개 기능이 활성화 될 수 있도록 하기 위함이다. 하지만 업무범위가 확대되고 겸업이 허용되면 이해상충의 발생 가능성은 더욱 높아지고 투자자 보호 역시 약화될 우려가 있다.

또한 대형 금융투자회사의 시스템적 문제는 그 파급효과를 더욱 증대시키는 결과를 가져올수도 있다. 금융투자회사의 대형화를 유도하지만 동시에 투자자 보호 측면에서 금융투자회사의 질적인 발전도 동시에 필요한 이유이다.

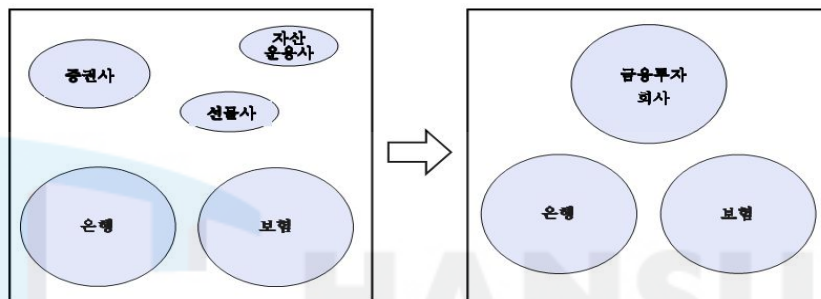
제2절 자본시장통합법의 기대효과 및 부동산 금융시장의 관계

1. 자본시장통합법의 기대효과

1) 자본시장 금융회사의 균형적 발전

자본시장의 금융회사들이 금융투자회사로 통합될 수 있는 법적 근거가 마련됨으로써, 금융산업이 금융투자회사, 은행, 보험사의 3대 축을 중심으로 재편될 가능성이 있다.

<그림 3-3> 자본시장통합법 시행후 금융산업의 변화³⁷⁾



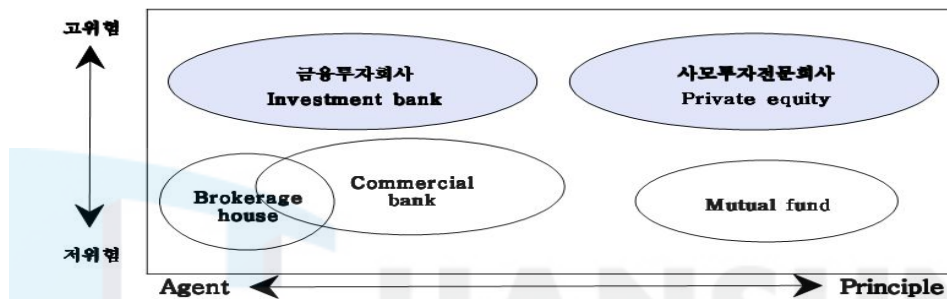
자본시장통합법상 “금융투자회사”는 자본시장 관련 금융업을 전문으로 영위하는 금융회사를 의미한다. 즉, 기존의 증권업, 선물업, 자산운용업의 내부 겸영이 허용되면서 통합법에서 정의하고 있는 6개의 금융투자업을 영위하는회사를 금융투자회사라고 지칭하는 것이다. 금융투자회사는 그 본질상 실질적으로 투자은행을 의미한다고 볼 수 있다. 자본시장통합법의 주용한 제정 목적의 하나는 우리나라에서도 본격적인 투자은행이 등장할 수 있는 제도적 기반을 마련하는 것이고, 한국의 투자은행으로서의 역할을 담당할 것으로 기대하고 있는 금융회사가 바로 금융투자회사인 것이다.

금융투자회사의 경제적 효과는 증권, 은행, 보험 등 각 권역별관점이 아닌 금융시장 전체 관점에서 파악하여야 한다. 금융시장에서 위험을 부담하

37) 남주하(2007) “국내자본시장 통합법의 현황과 향후과제” 서강대학교 경제대학원 석사학위논문, p25.

고 해지하는데 전문화된 경제주체가 절실히 필요하다. 현 한국 경제상황에서 위험을 전가하려는 대상에 위험을 부담하고자 하는 주체가 지극히 부족한 실정이기 때문이다. 자본시장통합법 제정을 통해, 자본시장 금융회사의 양대 축인 금융투자회사(IB:investment bank)와 사모투자전문회사(PEF:private equity fund)의 균형적 발전을 위한 기반이 마련될 것으로 기대된다. 사모투자전문회사는 자기자금투자 기능을 수행하며, 한국에서는 간접투자자산 운용업법상 ‘사모투자전문회사’의 형태로 제도화 될 것이다. 금융투자전문회사는 중개기능을 수행하며, 한국에서는 자본시장통합법상 ‘금융투자회사’ 형태로 제도화 될 예정이다.

<그림 3-4> IB와 PEF³⁸⁾



2) 자본시장 금융회사의 대형화 및 전문화 촉진³⁹⁾

자본시장 금융회사 간 M&A는 2단계로 진행될 것으로 예상된다. 1단계로 증권사, 자산운용사, 산물사간 인수합병은 범위의 경제 달성을 목표로 할 것이며 금융투자회사의 대형화에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상된다. 2단계는 범위의 경제효과를 달성한 금융투자회사는 본격적으로 규모의 경제달성을 위해 대형화를 추구할 것이고 금융투자회사간 대형형화 경쟁이 시작될 것으로 보인다. 이러한 과정을 통해 한국형 투자은행인 금

38) 남주하, 전계논문, p26.

39) 사적방식으로 자금을 모집하여 비교적 자유롭게 운용하는 투자펀드로서 선진국에서 활성화 되었다. 소수의 개인 및 법인 투자자들을 대상으로 자금을 모아 기업 경영권을 장악하거나 참여해 기업가치를 높인 뒤 큰 수익을 얻는 ‘고위험(Hight Risk)-고수익(High Return)’형태의 펀드다. 미국에서 미공개 주식에 투자하는 펀드로 기업재생을 위한 수단으로 시작되었다.

금융투자회사의 비즈니스 모델 기반 마련 될 것으로 기대된다. 투자은행의 핵심은 증권인 인수기능인 바, 인수한 증권을 새롭게 구조·설계하여 운영 펀드에 금융상품으로 편입시켜 인수 기능을 확대할 수 있다.

향후 대형 금융투자회사가 출현함에 따라, 중소형 증권사, 중소형 자산 운용사 및 선물사는 어려움이 예상되며 규모의 경제달성이 어려운 중소형 자산운용사는 주식, 채권 외에 새로운 운영자산에 상품을 특화할 필요가 있다. 특히, 선물사는 실패상품 등에 특화가 요망된다.

3) 파생상품시장에 미치는 영향과 효과

자본시장통합법 시행되면 업종간 겸용허용, 금융상품의 경제적 성질에 따른 포괄적 분류를 통한 다양한 파생상품의 개발과 거래가 예상되며 전문투자자와 일반투자자에 대한 판매규제를 차별화함으로써 금융회사간 장외 파생상품시장을 확대, 심화시킬 수 있는 기반이 제공 될 것으로 기대된다.

반면에 통합법 시행 후 은행권의 파생상품 업무는 은행법과 통합법의 규제를 동시에 받는 한편, 부수적 업무로 규정되어 금융투자회사에 비해 자본시장의 여타 파생금융거래에 대한 접근이 제한되기도 한다. 따라서 자본시장통합법 하에서 전문투자자에 대한 설명의무 및 적합성 평가의 거래 활성화를 위한 조치인 점을 감안할 때 장외파생상품시장의 경우 은행권에 대한 사전규제를 완화할 필요가 있으며 금융회사 간 동등한 경쟁기반이 부여 및 규제의 형평성이 중요한 쟁점이 될 것으로 보인다.

2. 자본시장통합법과 부동산 금융시장의 관계

2009년 2월부터 시행되는 ‘자본시장통합법’은 IMF 외환위기 이후 지속되어 온 우리나라 금융산업의 구조개혁과 경쟁력 강화 노력에 하나의 커다란 전기가 될 것이며, 자본시장통합법에 시행으로 부동산도 하나의 금융 상품으로서 확고한 위치를 점어서 부동산금융시장의 발전 및 금융시장에서 영역의 확대가 전망된다.

1) 자산운영적인 측면

자산의 운용적인 측면에서 과거 자산운용의 대부분을 차지하던 채권시장과 주식시장은 IMF이후 회사채 시장의 급격한 축소로 기업입장에서 자본조달의 기능을 제대로 수행하지 못하게 된다.

한편 주식시장은 기업의 자본조달 기능보다 최근 기업들의 자산투자의 장으로 전락하면서 자산운용시장에서 규모적인 축소를 가져오게 되며, 이런 자산의 주식으로의 쏠림 현장에서 대안으로 등장한 부동산시장은 증권화 과정을 통해서 자산운용의 한 영역을 차지하면서 그 비중을 늘리고 있다.

자본시장통합법은 이러한 구조적인 부분에서 법령의 단일화를 통합 기관자산운용에서 더욱더 큰 영역을 차지할 것으로 예상된다.

현재 미국, 일본, 호주 등의 활성화 된 부동산펀드 시장에서 보여주듯이 한국의 부동산 금융시장도 자본시장의 통합과 더불어 같이 급격하게 변화할 것이다.

2) 투자자 측면

주식과 채권으로 한정된 간접투자시장에서 부동산 간접투자시장은 점점 확대되고 있다. 현재 전체 가계 자산의 70%이상이 부동산에 집중되어 있는 입장에서 투자자는 저금리 고령화 시대 주식 이외의 간접투자시장에 눈을 돌리고 있다. 이것이 부동산 펀드로 이어지면 주식형 펀드가 가지지 못하는 변동성 및 안정성을 부동산펀드시장에서 볼 수 있으므로 안정적인 투자자에게 선호의 대상이 되고 있다.

과거에 부동산과 주식으로 대변되는 재테크 시장이 증권화 과정을 거치면서 통합화 되고 있다. 즉 간접자산시장의 규모가 커지면서 투자 지역의 다변화 투자 상품의 다변화는 과거 부동산과 금융의 벽이 낮아지면서 자산시장이라고 하는 하나의 관점에서 봐야 한다.

3) 부동산 금융산업과 측면

자본시장통합법은 사회전반에 영향을 미치는 제도적인 개혁이다. 특히 금융산업을 중심으로 벌어지는 이런 변화는 분명 부동산에도 제도적인, 자산운용적, 투자 환경적 측면에서 다방면으로 영향을 미칠 것으로 보인다. 최근 금융기관을 기관으로 중심으로 부동산 금융에 대해서 관심이 높아지고 있다. 더 이상 부동산을 개별 자산으로 인식에서 벗어나 증권화·유동화 과정을 거치면서 부동산을 포트폴리오의 한 수단으로 인식되고 있다.



제4장 자본시장통법 시행에 따른 부동산 프로젝트파이낸싱의 변화

제1절 부동산 펀드의 현황 및 사례

1. 우리나라 부동산 펀드의 현황 및 사례

1) 우리나라 부동산 펀드의 현황

2001년에 리츠, 2004년에 부동산 펀드가 도입되기 이전에는 부동산에 대한 간접투자는 자산유동화법에 의한 ABS와 신탁업법에 의한 부동산신탁에 의해 이루어졌다. ABS는 주로 외국 투자자들이 서울의 대형 빌딩을 매입할 때 세제 혜택을 보기 위해 활용하였고, 부동산 신탁은 은행들이 부동산 개발 토지 자금을 대출하는데 이용하였다. 부동산 매입을 위한 ABS는 이후 리츠와 부동산펀드에 의해 상당 부분 대체되었고, 부동산 개발자금 조달을 위한 부동산 신탁은 은행들이 프로젝트파이낸싱 대출을 선호함에 따라 거의 중단되었다.⁴⁰⁾

부동산 펀드가 리츠에 비해 상대적으로 급격히 성장할 수 있었던 배경에는 감독기관이 금융과 세제 지원을 하기 유리한 위치에 있다는 점이며, 현재 부동산 펀드의 특징은 실물자산을 매입하여 운용하는 펀드보다는 아직까지는 PF(프로젝트파이낸싱)등 단기대출 중심으로 자금을 운용하는 경향이 크다.

40) 손재영(2008) "우리나라 부동산 금융의 현황과 과제" 『한국의 부동산금융』, 건국대학교출판부, pp30~31 참조.

<표 4-1> 간접투자 상품을 통한 부동산 투자액 추이(2007년 말)⁴¹⁾

구분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	합계
ABS	12,305억	16,385억	24,002억	58,946억	67,509억	18,432억	197,579억
리츠	5,584억	5,972억	2,898억	4,445억	9,118억	18,602억	46,619억
부동산 펀드	-	-	1,749억	11,960억	28,279억	47,891억	89,879억
합계	17,889억	22,357억	28,649억	75,351억	104,906억	84,925억	334,077억

또한, 2004년 도입된 부동산 펀드는 2005년에 1조 4천억원, 2006년 4조 2천억원 등 비약적으로 성장하여 2007년 말 약9조원의 수탁고를 기록하고 있다. 국내 시장 전체 펀드에서 부동산 펀드가 차지하는 비중도 2005년 0.7%에서 지속적으로 증대되어 2007년에는 3%에 이르고 있다.

<표 4-2> 부동산 펀드 연도별 누적 수탁고⁴²⁾

구분	2004년	2005년	2006년	2007년
수탁고	1,749억	13,709억	41,988억	89,879억
비중 (부동산펀드/전체펀드)	0.1%	0.7%	1.8%	3.0%

부동산 펀드는 국내 부동산의 투자를 중심으로 성장해 왔으며, 투자자금의 모집은 주로 공모보다 사모를 활용해 왔다. 설정액을 세부적으로 살펴보면 2007년 말 현재 국내에 설정된 부동산 펀드가 7조 3천억원 수준으로 국내외 전체의 약81%를 점하고 있으며 그 중 사모가 5조7천억원 수준으로 76% 정도이다. 한국투자증권과 펀드 평가사 체로인에 따르면 2007년까지 부동산 관련 펀드의 수탁고는 약9조원(리츠 재간접 제외)으로, 전체 펀드 잔고 299조원 가운데 3%수준을 차지하고 있는 것으로 집계되었다. 투자대상별 설정금액으로는 주택이 42%, 산업시설 30%, 오피스 13%, 상업

41) 손재영, 전계논문, p31.

42) 이현석, 전계논문, p203.

소매시설 9% 정도를 점하고 있다.⁴³⁾

<표 4-3> 부동산 펀드 설정액별 현황(2007년 말)⁴⁴⁾

구분	국내		해외		설정액 계	
	금액	설정수	금액	설정수	금액	설정수
공모	1조7,252억원	46	5,996억원	4	2조3,248억원	50
사모	5조5,601억원	218	1조1,030억원	29	6조6,631억원	247
설정액 계	7조2,853억원	262	1조7,026억원	35	8조9,879억원	297

현재 부동산펀드에 대해 지적되는 문제점은 투자자 보호장치가 미흡하다는 것이다. 투자대상에 대한 개략적인 정보만 주어질 뿐, 투자대상 사업 또는 물건에 대한 상세한 정보가 주기적으로 공시되지 않고 있다. 많은 투자자들이 펀드상품 판매를 담당하는 증권사나 은행을 믿고 투자를 결정하지만, 실제 이들 금융기관은 운용 책임을 지지 않는다. 모든 투자자의 책임하에서 이루어져야 한다는 원칙을 수긍하더라도, 판매사들이 적극적으로 투자를 권장하는 과정에서 또한 판매한 이후에도 기초자산의 운용 실태에 관해 고객들에게 충분히 이해를 시키고 있지 않고 있다.

43) 이현석, 전계논문, p204 참조.

44) 상계논문, p204.

2) 맵스자산운용의 부동산펀드 사례

<표 4-4> 맵스자산운용 부동산 펀드(1~4호)⁴⁵⁾

구분	1호	2호	3호	4호
목적과 경과사항	후분양 부동산 개발사업에 대한 PF형으로 과주 교하읍 출판단지내 타운하우스 고급빌라 사업으로 예상수익률이 7% 였는데 이틀만에 매진	분양이 성공적으 로 완료후 충북오창과 천안 직선의 코아루 아파트개발사업에 대한 PF형으로 준공위험이 적어 수익률을 6.8%로 다소 낮았는데 하루만에 매진 투자금액의 30% 는 1년3개월후 나머지 70%는 2년후상환 환매는 안되나 수익증권 형태로 매매가능	도시개발법에 근거하여 고양시 일산구의 15만평에 4150가구의 대규모아파트와 택지개발사업을 위한 PF형으로 예상수익률 7.5% 이다.	대치동에 퍼스픽타워빌딩에 투자하여 임대료 수익을 올리는 실물형으로 제시분배율은 8%에 매각차익을 합한 비율로 분배한다. 분배시기는 년4회 이고 최초 지급일 은 2005년 4월 10일 부터이다.
유형	폐쇄형, 공모형	폐쇄형, 공모형	폐쇄형, 공모형	폐쇄형, 공모형
설정일	2004년 6월 4일	2004년 8월 12 일	2004년 11월 24 일	2004년 12월 23 일
투자기간	3년 6개월	3년	3년	5년
환매지급	중도환매 불가			
신탁보수	순자산 대비 연2%	순자산대비 연1.7%	순자산대비 연2.2%	순자산대비 연0.455%
설정액	450억	300억	673억	473억
기준가	5,079억	1,003억	1,041억	1,015억
상장정보	2004.09.01 유가증권 시장상 장	2004.11.01	2005.01.10	2005.02.13 유가증권 시장상 장

45) 정인호(2005) “증권형 부동산 투자상품의 특성에 관한 연구”, 강남대학교 일반대학원 석사학위
논문 p70.

<표 4-5> 맵스자산운용 부동산 펀드(5·7·10·12)⁴⁶⁾

구분	5호	7호	10호	12호
목적과 경과사항	경쟁입찰을 통해 가락동 동원빌딩 을 390억원에 매 입하여 임대료수 익을 올리는 실물 형, 예상수익율은 연8.1%이고 빌딩 가격이 기대이상 으로 상승할 경우 매각하여 조기상 환기로 하고 임대 료는 3개월마다 배당하기로 함	LG하이프라자 5개지점에 투자하여 임대료 수익을 추구하는 실물형	서울 시내 소재하 는 오피스빌딩에 투자하여 임대료 수익을 추구하는 실물형	공동주택 분양사업에 대한 프로젝트파 이낸싱형
유형	폐쇄형, 공모형	단위형		
설정일	2004년 12월 30 일	2005년 02월 25 일	2005년 06월 02 일	2005년 07월 20 일
투자기간	5년	3년	5년	3년
환매지급	중도환매불가			
신탁보수	총자산대비 연 0.74%	총자산대비 연0.44%	총자산대비 연0.61%	총자산대비 연0.61%
설정액	187억	160억	156억	143억
기준가	4978억	1,015억	1013억	1007억
상장정보	2005.03.14 유가증권 시장상 장	2005.05.02 유가증권 시장상 장	상장 안 됨	상장 안 됨

2005년 8월 31일을 기준으로 했을 경우 맵스자산운용에서 판매한 부동
산 펀드는 총8개이며, 펀드형태별로 분류해 보면 부동산 개발사업에 투자

46) 정인호, 전계논문, p71.

하는 단순한 프로젝트파이낸싱형 4개와 오피스빌딩이나 상가건물을 구입하여 임대료 수익을 추구하는 실물형이 4개이다. 펀드유형은 모두 중도 환매가 불가능한 폐쇄형이고, 일반인에게 투자금을 유치하는 공모형태이다. 투자기간은 평균 3.8년으로 프로젝트파이낸싱형은 평균 3.15년이고 실물형이 평균 4.5년을 기록하고 있다.⁴⁷⁾

2008년 12월 현재 맵스프런티어부동산투자신탁 4호, 5호, 10호는 현재까지 운용 중이며, 맵스프런티어부동산투자신탁 1호, 2호, 3호, 12호는 운용이 완료되었다. 이렇게 프로젝트파이낸싱형의 투자기간이 실물형에 비해 짧은 이유는 프로젝트파이낸싱형은 부동산 개발사업을 대체적으로 더 안전한 아파트 분양사업에 많이 투자되기 때문에 아파트를 분양후 입주까지 기간이 3년 안팎이기 때문으로 분석할 수 있다.

프로젝트파이낸싱형 펀드 상품 중 하나인 맵스프런티어 2호의 특징인 운용계획을 살펴보면 분양이 완료된 아파트 신축사업에 대한 자금대출로 분양리스크가 없는 안정적인 사업에 투자기회를 확보하고 있다. 또한 시행사에 대한 자금 대출은 이 투자신탁을 포함한 다른 투자신탁 및 타 금융기관과의 공동대출형태로 시행하는 구조이다. 우선 채권확보를 위해서는 시공사에게 지급될 공사기성금에 대한 질권을 설정한 후 대출만기 상환완료시 해지토록 하고 있어 추정사업이익 및 사업계획상 예비비를 고려할 경우 대출금 상환이후 후순위 자금이 충분할 것으로 판단된다. 준공리스크에 대해서는 부동산신탁사인 한국토지신탁이 수탁자 겸 사업시행자로서 프로젝트를 진행하고 있어 시공사가 부도가 나거나 분양대금 수납지역 등의 일시적인 문제를 해결할 수 있어 펀드만기 내 원금미회수 가능성은 낮고, 시행자의 부도 리스크도 크게 절감시키고 있다.⁴⁸⁾

47) 강계인, 전개논문, p73.

48) 박희만(2005) “부동산간접투자시장 활성화 방안에 관한 연구”, 한남대학교 사회문화과학대학원 석사학위논문, p61 참조.

2. 해외 부동산 펀드 현황

1) 호주의 부동산 펀드 현황⁴⁹⁾

우리나라 보다 몇 년 앞서 금융개혁을 완성한 호주의 사례는 자본시장 통합법 제정을 추진하고 있는 한국의 금융시스템이 나아가 방향을 분명히 제시해주고 있다. 물론 호주의 상황과 우리나라의 전반적인 상황이 비슷하다고 할 수 없지만 금융 강국을 추구한 호주의 성공사례와 특히 인프라펀드를 중심으로 부동산 금융부분에서 탁월한 성과를 올리고 있는 맥쿼리 은행의 사례는 좋은 모델케이스가 될 것이다.

과거 호주는 광대한 영토를 기반으로 지하자원 및 농업중심의 산업형태에서 관광산업으로의 전환을 시도하고 결국에는 금융 강국으로 부상하는 과정을 통해서 국민소득 3만달러 금융 선진국형으로 전환을 시도하여 성공했다. 금융선진국형 국가 모델을 형성하고 발전하는 과정에서 장기자본의 운영을 요구하는 퇴직연금제도와 금융서비스개혁법이 금융기업들이 발전할 수 있는 환경을 만들어 주었고, 그런 환경 속에서 금융자산의 풀림현상은 대형 매쿼리와 같은 투자 은행을 만들어 내었다.

2000년대 이후 호주 자본시장의 도약의 배경에는 1996년부터 정부가 주도한 금융시스템 조사위원회가 결성되면서부터 시작된다. 이후 2001년 ‘금융서비스개혁법(FSR: Financial Services Reform Act)’이 의회를 통과하면서 통합금융법이 시작됐다. 호주의 통합금융법의 가장 특징은 건전성을 주관하는 APRA(호주 금융 감독청)와 시장의 신뢰성을 유지하고 소비자 보호를 관장하는 ASIC으로 이원화해 운영하고 있다는 점이다.

호주는 특히 2001년 이법을 제정한 후에도 2년간 유예기간을 둔 뒤 2004년 전면 도입하는 등 진통을 최소화함으로써 현 단계에서 시사하는 바가 크다.

호주의 통합법은 미국이나 영국처럼 금융업전체를 하나의 규제체제로 묶은 것이 아니라 은행, 보험을 제외한 증권, 선물, 자산운용 등 자본시장

49) 장철민(2007) “자본시장 통합에 따른 부동산 금융시장의 대응방안”, 동의대학교 경영대학원 석사학위논문, pp27~31 참조.

에 대한 감독 규정을 하나로 통합한 것이다.

이를 통해서 일반투자자들이 다양화 되는 금융상품을 손쉽게 정확하게 비교할 수 있게 함으로서 투자자 신뢰가 확보되면서 일반투자자를 중심으로 한 자산의 이동이 발생하게 된다. 즉 별다른 보호 장치도 없이 금융거래를 해 왔던 호주투자자들은 통합법에 따른 보다 신뢰하고 믿을 수 있는 금융회사로부터의 자본 쏠림 현상이 발생하게 된다.

이런 금융서비스 개혁법(FSRA)을 통해서 2006년 호주의 국내 총생산(GDP)규모는 6700억 달러(미화기준)로 세계 총GDP의 1.56%에 불과 하다. 이는 우리나라 멕시코에 밀리는 세계15위 수준이나 금융부분에서는 펀드 규모면에서 세계4위, 증시 감독체계 세계2위의 금융 강국으로 부상하게 된다.

그 당시 규모적인 측면에서 본다면 맥쿼리 그룹은 JP모건이나 골드만삭스 모건스탠리와 같은 뉴욕 월가의 투자은행과 규모적인 측면이나 인지도 면에서는 비교도 안 되지만 ‘인프라 펀드’의 차별화된 전략을 통해 글로벌 IB 시장뿐 아니라 호주 경제 전반에서 한 단계 레벨업을 시키는 역할을 수행하고, 은행과 보험을 제외한 자본시장 규제체제를 합친 부분적인 통합 모델이라는 측면에서 우리나라의 벤치마킹 모델로 인정되고 있다.

특히 호주에 본사를 두고 있는 맥쿼리 은행은 세계 투자은행의 선두주자는 아니지만, 인프라펀드시장에서는 독보적인 입지를 구축하고 있다. 맥쿼리 은행의 성공비결은 실제로 가치를 창출 할 수 있다고 판단되는 시장에서만 진출하여 선택적으로 확장을 한다는 것이다.

맥쿼리 은행은 새로운 국가에 진입할 때 해당지역의 선도적인 업체와 제휴를 통해 맥쿼리 은행의 전문성을 각 지역의 선도업체의 시장점유율 및 인프라와 결합하여 시너지 효과를 내고 있다.

맥쿼리 은행의 투자방식은 전 세계에 흩어져 있는 300여명의 부동산관련 전문 인력이 인프라건설 및 부동산시장을 파악, 투자할 물건을 선별한 뒤 직접 펀드를 구성한다. 2007년도 24개국 50여개의 사무실을 두고 있으며 호주에서는 토탈 금융서비스를 제공하는 일반적인 은행으로 해외에서는 공항, 도로 등 국가 기간사업과 주요 부동산 물건에 투자하는 특화된

펀드를 운용해 높은 수익을 올리고 있다.

2) 일본의 부동산 펀드 현황⁵⁰⁾

일본은 90년대 부동산버블을 경험할 정도로 부동산금융에 있어서는 후진국이라고 볼 수 있다. 하지만 아직 일본은 저축대국으로 1세대당 1,700만엔 정도를 저축하고 있으며, 개인의 금융자산은 1,400조엔에 이르고 있으며, 공적자금으로는 200조엔, 민간의 보험 및 연금으로 400조엔 등 총 600조 엔에 달하는 자금이 있으며, 모두 운용처를 모색하고 있는 상황에서, 개인자산·민간보험 및 연금 등의 운용처로써 부동산증권 시장을 선호하고 있다.

은행에 돈은 쌓여 있지만 이를 활용하지 못하는 금융 후진국 일본을 반정하여, 돈이 일하는 경제(Money-Working Economy)를 만들자고 주장하고 있고 고령화로 젊은이가 줄어들고 있어 젊은이 대신 일해 줄 돈의 역할에 큰 기대를 가지고 있다.

일본에서 부동산 증권화 방법은 과거 저당증권이라고 불완전한 증권화 방법이 존재하고 있었으나 버블경제가 사라진 후, 부동산 공유 지분권을 소액화 상품으로 한 상품의 실패로 돌아가면서 부동산증권화를 둘러싼 논의가 활발하게 이루어져왔다. 특히 투자자보호문제, 불량채권처리라는 사회적인 요청이 커지게 되면서 1995년 4월에 부동산특정 공동사업법, 1998년 9월에 구SPC법, 2000년 5월에 신SPC법과 투자신탁법의 개정을 통하여 부동산증권화제도의 골격이 마련되기 시작하였다.

한편, 일본투자신탁법 개정에 의하여 미국과 같은 부동산투자펀드의 매매가 도입되게 되는데, 2001년부터 J-REITs(부동산투자신탁)가 도쿄증권거래소에 상장되면서 REITs 상품의 판매가 본격화 되었다. 부동산의 펀드형(투자운용형)증권화란 여러 투자자의 자금을 투자전문가가 불특정 부동산 부동산투자를 통하여 운용하고, 운용으로 얻어진 이익을 투자자에게 분배하는 형태의 부동산증권화제도이다.

50) 강계인, 전계논문, pp57~58 참조.

이러한 펀드형(자산운용형)증권화의 구조를 일본에서는 부동산투자펀드라고 부른다. 그 구조는 ①부동산에 대한 투자자금을 투자기관에 집약하기 위하여 펀드화하고, ②투자기관으로부터 전문가에게 자금 운용을 위탁하며, ③위탁을 받은 전문가가 실제로 부동산 투자를 실시하여 자금을 운용하여 투자운용의 이익을 투자자에게 분배하는 형태를 취하게 된다.

부동산투자 펀드의 성격은 실물 부동산을 취득하는 것이 직접적인 투자인것에 비하여, 부동산투자 펀드에 대한 출자는 부동산에 대한 간접투자라는 관점에서는 부동산 사업을 운영하는 부동산회사에 대한 투자와 유사하다. 그러나 부동산회사에서는 주주나 경영진의 의사에 따라 사업의 방향이 다양화 될 수 있는 것과 달리 부동산투자펀드에서의 자금운용은 일정한 계약을 갖게 된다.

또한 주식회사에서는 세금 공제후의 이익이 배당가능이익인 반면에 투자펀드에서는 운용이익의 90%이상을 그대로 투자자에 배당할 수 있는 장점이 있다.

3) 미국의 부동산 펀드 현황⁵¹⁾

미국의 부동산금융시장은 부동산펀드를 중심으로 신디케이션에서 시작해서 80년대 후반부터 90년대 초에 발생한 저축대부조합 위기와 시행착오를 거치면서 부동산펀드의 구조가 정착 되었다. 2000년 이후 주식시장에서 돈을 잃은 투자자들의 대체투자 상품으로 각광을 받았으나, 2007년 서프라이임 모기지의 붕괴는 미국 금융시장과 세계경제 시장의 붕괴로 이어지고 있다.

미국의 자산운용산업은 사모펀드, 해지펀드, RETs, MMF, CMA, ELS 등 시장상황의 변화에 부응하는 상품을 출시한 자산운용사들이 업계에서 급부상하였다.

미국의 사모주식펀드PEF(Private Equity Fund)라 함은 대출형태가 아닌 자기자본의 투자금을 사모로 모집하여 실물부동산, 부동산관련 유자증권,

51) 강계인, 전계논문, pp55~57 참조.

또는 부동산 관련 대출 등에 투자하는 기금이다. 부동산간접투자 상품중에서 REITs 보다 리스크대비 수익률이 더 좋은 상품들이 많아 포트폴리오를 분산하기에 더 좋은 투자처이다. 수익배분의 구성요소는 투자금의 연 8~10% 우선배당, 투자원금, 초과수익에 대한 분배 및 GP⁵²⁾인센티브 등으로 나눌 수 있다. 분기별 수익 측정은 매각자산에 대해서 보통 IRR⁵³⁾을 계산하고 연IRR로 환산하여 IRR이 보유기간이 짧을 때 왜곡될 가능성을 줄인다. 보유자산에 대해서는 일년 또는 분기에 한번 외부전문기관에서 누적 IRR의 계산을 맡겨 누계실적을 예측한다

<표 4-6> 미국의 뮤추얼펀드, 헤지펀드, PEF의 비교⁵⁴⁾

구분	뮤추얼펀드	헤지펀드	사모주식투자펀드
감독	등록의무화 및 상시적 감독실시	일정규모이상은 등록의무화 및 상시적 감독실시	대부분의 경우 등록 불필요, 상시적 감독 미실시
운용회사의 법적구조	다수가 주식회사, 상장, 비상장회사 병존	대부분 파트너십 회사	대부분 파트너십 회사
상장여부	대다수 비상장	절대 다수가 비상장	비상장
투자자모집	공모	사모(100미만)	사모
투자자	다수의 일반개인투자자 및 기관투자자	소수의 부유 개인층 및 기관투자자	소수의 부유개인층 및 기관투자자
펀드매니저출자	불가능	가능	가능
투자 대상	상장주식, 채권, 파생상품 등	상장주식, 채권, 파생상품 등	주로 비상장, 초기단계의 주식,

52) GP(General Partner), 투자대상모집 운용하고 무한책임을 진다. LP(Limited Partner), 의결권없이 수동적인 참여만 한다. GP는 목표수익률을 초과하는 경우에 잉여수익금 20(GP)/80(LP)으로 분배한다.

53) 내부수익률(IRR:internal rate of return) 비용편익분석에서 편익의 현재가치와 비용의 현재가치가 동일하게 되도록 하는 할인율을 말한다. 즉 순현재가치(net present value)가 영(零)이 되도록 하는 할인율을 말한다. 이 내부수익률의 개념은 사업평가에 적용할 적절한 할인율이 알려져 있지 않은 경우, 사업평가에 매우 유용한 개념이다.

54) 강계인, 전제논문, p56.

	유동성 위주	유동성 중심에서 장기화 추세	부실자산, 부동산 등
투자기간	중장기	단기	중장기
규제	규제	비규제	비규제
정보공개	공개	비공개	비공개
펀드매니저	전문가	전문가	일반인
펀드매니저 보상	관리수수료 위주	인센티브 위주	인센티브 위주
수수료 및 이익배분	다수가 확정수수료 방식 0.5~3%	대다수가 성과베이스 기본1~2%+ 이익부의 20~30%	대다수가 성과베이스 기본2~3%+ 이익부의 20~35%
법적 소재지	대부분 운용사 소재지 국가	대부분 조세피난처에 등록	대부분 조세피난처에 등록
투자 스타일	보수적, 기본적 분석위주의 장기투자	단기(1년 전후) 틈새노린 공격적투자, 금융공학적 신중 투자 등	3년 전후의 중기, 향후 수익발생 가능성이 크지만 현재 소외된 투자처에 집중 투자
차입여부	기본적으로 차입은 불가능	대부분차입(레버리지) 전략 이용, 원금의200~500%	대부분 차입전략 채택, 원금의200~500%

제2절 부동산 펀드를 이용한 프로젝트파이낸싱의 변화 및 발전 방향

1. 부동산 펀드를 이용한 프로젝트파이낸싱의 변화

2004년 ‘간접투자자산 운용법’(이하 간투법)이 시행됨에 따라 부동산 펀드를 통한 자금조달이 가능하게 되었다. 부동산 펀드란 투자자로부터 자금

등을 모아서 부동산에 투자하고 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 간접투자기구이다.⁵⁵⁾ 부동산 펀드는 개발사업에 직접 자금을 대여하거나 대출채권의 신탁수익권에 투자하는 특별자산펀드 형태로 부동산 프로젝트파이낸싱 자금공급자 역할을 한다.

특별자산신탁은 부동산 펀드의 일종으로 단지 증권회사가 여신 금융기관이 실행한 부동산과 관련된 대출채권을 매입하여 그 대출채권을 은행에서 금전 신탁하고 발행된 수익증권을 운용회사가 판매회사를 통하여 판매하는 방식으로 부동산 펀드와 별다른 차이가 없다.

부동산 프로젝트파이낸싱 대출형 펀드는 시공사의 신용보강 없이 활용되기도 한다. 부동산 펀드의 경우에는 기존의 부동산 프로젝트파이낸싱 사업과 유사한 형태이나, 부동산 프로젝트파이낸싱의 경우 토지대에 한정하여 대출하는 경우가 대부분이고, 시공사는 책임준공의 의무를 진다. 그러나 부동산 펀드의 경우 공사비 일부 또는 전부를 포함하여 설정함으로써 시공사의 책임준공을 안정적으로 확보할 수 있는 경우가 많다.

간접투자 상품을 이용한 프로젝트파이낸싱에 있어 참여자들의 역할은 프로젝트파이낸싱유동화와 거의 유사하며 다음의 몇몇 참여자들만 차별화된다. 자산운용사는 투자신탁의 설정 및 해지, 투자신탁 자산의 운용 및 운용지시업무를 수행한다. 다만, 신탁재산의 취득이나 처분과 같은 실질적인 운용 행위는 수탁사에서 진행한다. 수탁사는 투자신탁재산의 보관 및 관리, 자산운용사의 투자신탁 운용 지시에 따른 재산 취득 및 처분 이행, 해지대금 및 이익금 지급, 자산운용회사의 투자신탁 운용지시에 대한 감시업무 등을 수행한다. 신탁사의 역할은 기본적으로 신탁의 제공에 있는데, 신탁사가 제공하는 신탁상품은 크게 토지신탁, 관리신탁, 처분신탁, 담보신탁으로 구분된다. 통상 간접투자 상품을 활용한 프로젝트파이낸싱에서는 관리신탁 혹은 담보신탁 및 대리사무의 역할을 담당하게 된다. 판매사는 간접투자 상품의 수익증서를 단순히 판매하고 판매수수료를 취득하는 역할만을 담당한다.

2009년도부터 자본시장통합법에 따라 간접투자자산 운용업법이 폐지되

55) 간접투자자산 운용법 제2조 1호 및 제27조 3호 참조.

고, 자본시장을 규율하는 여러 법률을 통합하여 정비하고 포괄주의 규율체계를 채택함으로써 모든 금융투자상품을 실질이 동일한 금융기능은 동일하게 규율 체계를 도입하여 경제적 실질이 동일한 금융기능은 동일하게 규율하는 체계로 전환하고자 함이다. 금융투자업무의 범위를 확대하여 금융투자업 간의 겸영을 허용한다. 또한 자산운용에 제한이 없는 혼합자산 펀드도 허용된다. 그리고 투자자 보호제도로 선진국 수준으로 강화하는 것을 목적으로 한다.

자본시장통합법은 간접투자기구(집합투자기구)를 확대하여 민법, 상법 등 현행법상 설립 가능한 모든 기구를 활용하여 간접투자(집합투자)가 이루어질 수 있도록 하였다. 현행 간접투자법상 간접투자기구는 투자신탁, 투자회사(주식회사), 사모투자전문회사(합자회사; PEF)로 한정되어 있으나, 자본시장통합법에서는 이들뿐 아니라 유한회사, 공모방식의 합자회사, 상법상의 익명조합, 민법상의 조합 등도 집합투자기구의 형식으로 활용할 수 있다.

간접투자법은 증권, 파생상품, 부동산 등 간접투자대상 자산을 한정적으로 열거하고 있으며 주요 투자대상인 자산을 기준으로 펀드의 종류를 7가지로 분류하고 있다. 반면, 자본시장통합법은 집합투자대상 자산을 ‘재산적 가치 있는 모든 재산’으로 포괄적으로 정의하고 있다. 현행 7종류의 펀드를 4종류(증권 펀드, 부동산 펀드, 특별자산 펀드, 단기금융 펀드)로 광역화하여 재분류하되 투자대상 자산에 대한 제한을 완화함으로써 증권 펀드도 주 투자대상을 증권으로 유지하면서 일부를 부동산에 투자할 수 있게 된다. 또한 부동산펀드도 일부를 실물 등에 투자할 수 있게 되어 자산운용의 자율성이 커지게 된다.

주요 투자대상 자산을 특정하지 않고 언제나 어떤 자산에나 자유롭게 운용 가능한 혼합자산 펀드를 신설하여 시장상황의 변화에 따라 주 투자대상 증권, 부동산, 실물 등으로 자유롭게 변경할 수 있는 펀드 개발이 가능하게 되었다.

<표 4-7> 자본시장통합법상 펀드(집합투자기구)의 종류⁵⁶⁾

구분	투자대상
증권 펀드	펀드재산의 40% 이상으로서 시행령이 정하는 비율을 초과하여 증권(증권을 기초자산으로 하는 파생상품 포함)에 투자하는 펀드
부동산 펀드	펀드재산의 40% 이상으로서 시행령이 정하는 비율을 초과하여 부동산(부동산을 기초자산으로 하는 파생상품, 부동산 개발관련 법인에 대한 대출, 기타 부동산 관련 증권 등 포함)에 투자하는 펀드
특별자산 펀드	펀드재산의 40% 이상으로서 시행령이 정하는 비율을 초과하여 특별자산(증권 및 부동산을 대한 투자대상자산을 말함)에 투자하는 펀드
단기금융 펀드 (MMF)	펀드재산 전부를 시행령이 정하는 단기금융상품에 투자하는 펀드

현행 7종류의 펀드 구분을 4종류로 재분류하고, 펀드 종류별 운용대상 자산의 제한을 없앴으로써 MMF를 제외한 모든 펀드가 다양한 투자대상을 운용할 수 있도록 하였다. 이를 위해 주요투자대상 자산을 특정하지 않고 언제나 어떠한 자산에나 자유롭게 운용할 수 있는 새로운 종류의 펀드인 혼합자산 펀드를 신설하였다.

소수 사람들로부터 자금을 모아 운용하는 사모펀드는 관련 규제를 완화하였다. 또한 공모 공모펀드와 동일한 수준의 투자자 보호 규제를 적용할 필요가 없으므로 수익자 총회개최, 수탁회사(자산보관회사)의 자산운용회사 감시 의무 등의 적용하지 않도록 하였다.

자본시장통합법은 포괄주의 규제체계로의 전환을 통합 취급상품의 확대, 기능별 규율체계의 도입을 통합 효율화, 투자 관련 업무의 겸영 허용을 통합 업무 범위의 확대, 그리고 설명 의무 신설 등 투자자 보호제도의 선진화 등을 기본방향으로 하고 있다. 단일 법률로의 통합을 통해 자본중계시장의 기능 효율화, 투자자 보호 강화를 통한 자본시장의 신뢰도 강화, 그

56) 이현석, 전계논문, p206.

리고 선진 투자은행과 경쟁할 수 있는 금융투자회사의 출현기반 제공 등을 기대하고 있다. 자본시장통합법에서는 부동산도 금융상품의 하나로서 확고한 위치를 점하고 있으며 부동산 펀드의 자산운용 제한을 완화하여 다른 자산에의 투자까지도 상당 부분 허용하였다. 따라서 부동산 펀드의 투자범위가 다양해질 것이 예상되고 운용의 탄력성을 높여 부동산 간접투자 및 부동산 프로젝트파이낸싱의 선진화 및 활성화에 기여하리라는 전망이다.⁵⁷⁾

2. 부동산 프로젝트파이낸싱 펀드의 발전방향

1) 부동산 펀드 관련 정보인프라 구축

부동산간접투자기구가 정착되고 성장하기 위해서는 부동산관련 정보 인프라 구축이 필수적인 사항이다. 부동산에는 부동산의 특성이 있고 부동산 주변현상에는 통제 불가능한 요소가 많이 존재하기 때문에 정확한 정보는 대단히 중요하다. 따라서 부동산 활동은 정보활동이고 부동산업에서 정보는 필요 불가결한 요소이다. 부동산펀드 발전에 가장 큰 장애 요인으로 작용하고 있는 것은 부동산펀드에 대한 인식부족이다. 이것은 부동산에 관한 선진화된 제도가 요구되는 부분이며, 부동산간접투자기구가 활성화되기 위해서나 부동산업의 발전을 위해서도 개선되어야 할 부분이다.

부동산 관련 정보는 각종 부동산 현상이나 부동산활동을 통하여 얻어진다. 즉 부동산 관련된 거래, 관리, 가격, 소유, 각종 요인자료 등의 부동산 정보는 다양한 분야에 걸쳐 있기 때문에 부동산 정보의 조직화와 조직화된 정보의 효율적인 관리가 이루어져야 하며, 모든 부동산활동이 투명하게 이루어질 수 있도록 각종 환경을 개선해야 한다.

따라서 각개 기관이나 협회에 다양하게 분산된 부동산정보의 일원화가 필요하다. 정부가 주도가 되어 부동산 관련 업체가 현재 하고 있거나, 앞으

57) 이현석, 전계논문, p209.

로 수집할 자료를 모아서 표준화하여 업계에 제공하는 부동산 정보관리 및 종합정보 시스템을 구축하는 방안을 강구하여야 할 것이다.

부동산 정보는 적시에는 효과적, 능률적으로 활용할 수 있어야 하며 정확한 확인이 필요한 경우가 많다. 따라서 부동산정보의 수집, 전달, 평가과정은 능률적이며 정확해야 하며, 부동산업에 관한 정보도 부동산업의 발전과 효과적인 부동산활동을 위해서 국제화시대에 맞는 변신이 필요하다. 즉 많은 문제를 효율적으로 처리하기 위해서는 새로운 정보기술의 도입뿐만 아니라 제도적 장치와 정보체계의 구축이 필요하며 이에 합당한 발전 방안이 요구되어 진다.

2) 투자자 보호장치 강화

부동산 간접투자제도가 활성화되기 위해서는 폭넓게 투자자를 유치할 수 있어야 한다. 투자자를 유치하기 위해서는 각종 투자자 보호장치가 필요하다. 투자자를 보호하는 방법에는 간접투자제도에 대한 각종 정보를 제공하는 정보공시 방법과 도덕적 해이를 막는 방법, 그리고 감시감독을 강화하는 방법이 있다.

부동산 간접투자제도는 새로 탄생하는 제도이기 때문에 투자자에 대한 신뢰를 얻을 수 있어야 한다. 최초 투자자 모집시기에 공신력 있는 기관의 투자수익성을 포함한 타당성 분석을 공개해야한다. 특히 개발형 부동산사업은 고익, 고위험이 수반되는 사업이며, 투자 후 일정기간이 경과되어야 이익의 실현이 나타나므로 개발사업 자체에 많은 변수가 있고, 우리나라에서는 시장경험이 축적되지 않았기 때문에 더욱 투명하게 시행되어야만 한다.

부동산 투자기구의 기업공개시 기업공시제도를 엄격히 적용하여 부동산 투자기구의 운용의 투명성을 확보하는 동시에 투자자 보호장치로 활용하여야 한다. 그리고 부동산투자기구의 수익구성, 자산구성, 배당요건 등 자산운용의 가이드라인을 엄격히 적용하고 부동산투자기구의 운영정보도 실시간 발표할 수 있는 장치를 마련해야 한다. 기업 지배구조상 자운용회사

를 지배하는 스폰서의 부동산투자기구 운영을 감시할 수 있는 외부감시기능을 강화하여야하며, 부동산투자기구는 타인의 자금을 가지고 대신 투자해주는 역할을 수행함으로써 엄격한 감독과 법령위반 시 처벌을 제도화하는 것이 필요하다.

3) 부동산투자회사(REITs)와 부동산펀드의 통합

현재 부동산 간접투자상품에 대한 관련 법규가 부동산투자회사법과 간접투자자산운용법에 분산되어 있다. 하지만 부동산투자회사(REITs)나 부동산펀드는 투자자로부터 투자자금을 조달하여 부동산에 투자, 수익을 창출하고자하는 부동산 간접투자상품이다. 부동산펀드의 감독기관은 기획재정부이지만, RETs의 감독기관은 국토해양부이다. 두 제도는 서로 경쟁하면서 때로는 보완관계를 이루면서 초기단계인 부동산 간접투자 시장을 이끌어 왔다.

그러나 두 제도는 구조와 운용 형태에서 유사성을 가지고 있다. 따라서 일부 전문가들은 유사한 상품을 두 가지의 서로 다른 제도로 운영하면서 시장에 불필요한 혼란을 주고 있는 문제점을 지적하고 통합할 필요가 있다.

<표 4-8> 부동산펀드와 부동산투자회사의 운용 형태 비교⁵⁸⁾

투자기구	부동산간접투자기구	부동산투자회사
투자업무	개발사업 위주	임대운용 위주
운용형태	타인자본(대출) 중심	자본투자 중심
운용기간	단기(2년 이내)	장기(5년 이상)
투자대상	분양형 주거/사업용 부동산, 리모델링 부동산	임대 위주 오피스 및 상업시설 사회간접자본
위험요인	부동산 개발시장의 위축, 단기 위주의 자금문제	투자기관의 경쟁 심화 오피스 가격 급등

58) 이현석, 전계논문, p210.

4) 자산운용기능의 전문성 제고

향후 부동산펀드의 성공여부는 펀드상품운용 능력에 달려있다. 투자실적은 부동산 투자위험을 감안하였을 경우 투자자가 얻을 수 있는 수익이다. 부동산에 대한 투자수익은 경기 동향이나 정부 규제, 해당 부동산 입지조건 등에 의하여 크게 영향을 받기 때문에 부동산 운용의 전문성이 절대적으로 필요하다.

자산운용기능의 전문성확보를 위해서는 자산운용사 내 분야별 전문 인력의 확보와 시스템구축이 필요하다. 부동산 개발사업에도 적극적으로 투자할 것으로 보이는 부동산펀드의 자산운용팀은 부동산 개발사업과 관련한 관리 기능까지 포함되어야 한다. 물론 시장 초기에는 자산운용 관련 많은 부분을 외부기관의 도움으로 해결하는 것도 사업의 위험을 줄이는 방법일 수도 있다. 하지만 장기적인 측면에서 볼 때, 자산운용사 입장에서는 자산운용의 경쟁이 치열하지 않는 시장초기에 오히려 내부인력을 통한 자산운용 경험을 많이 쌓는 것이 향후 경쟁력 확보에 유리할 것으로 판단된다. 부동산펀드를 운용하는 자산운용사의 체크시스템은 결국 운용인력의 투자 경험이 축적될때 자연스럽게 구축되기 때문이다.

제5장 결론

2000년도 초반 부동산 시장 및 분양 시장의 활황으로 아파트, 주상복합 등 주거용 건축물 개발사업을 중심으로 부동산 개발사업이 늘어나고 있으며, 이에 따라 금융권에서 취급하는 프로젝트파이낸싱 사례의 규모 및 규모가 많은 성장을 거듭하였다. 그러나 지나친 부동산시장의 과열로 인해 정부의 부동산 시장에 대하여 각종세제 규제와 분양가상한제 등과 같은 인허가와 관련된 규제를 가속화 되었다. 또한, 2008년도 9월 미국의 주택 시장의 붕괴로 금융위기가 전세계 금융가를 강타하였다. 이에따라 최근 부동산 관련 개발사업에 관련된 대출이 금융권에서 전혀 이루어지지 않고 있다.

특히 주택시장의 침체로 미분양 물량이 지속적으로 증가함에 따라 개발 사업을 진행하는데 있어 분양성이 검증된 선호지역조차도 금융권의 자금 조달이 어려워지고 있으며, 이러한 상황에서 그동안 부동산 개발사업에 필요한 자금조달을 대다수의 금융권 프로젝트파이낸싱에 있어 다양한 방안들이 모색되고 있다.

그러므로 2009년 2월부터 시행되는 ‘자본시장통합법’은 IMF 외환위기 이후 지속되어 온 우리나라 금융산업의 구조개혁과 경쟁력 강화 노력에 하나의 커다란 전기가 되리라 보여진다. 자본시장통합법에 시행으로 부동산도 하나의 금융상품으로서 확고한 위치를 점하고 있으며, 부동산펀드의 자산운용 제한을 완화하여 다른 자산의 투자까지도 상당한 부분을 허용하였다. 이러한 금융권의 변화가 부동산 프로젝트파이낸싱 시장을 다양화할 수 있다는 긍정적인 요인으로 작용하고 있다고 하겠다. 특히 최근 활성화 되고 있는 부동산펀드 등과 같은 부동산 간접투자를 이용한 부동산 개발사업의 자금조달은 개발사업 진행하는 시행사와 건설회사의 입장에서나 높은 투자수익을 고려하는 일반투자자의 입장에서나 상호 이익이 될수 있는 유용한 수단이 될 것으로 판단되며, 그 비중 역시 지속적으로 확대될 것으로 예상된다.

본 연구에서는 2008년 2월부터 시행되는 자본시장통합법을 통하여 부동산 프로젝트파이낸싱 변화를 연구하고 있기 때문에 미치는 영향 등을 정확하게 예측하지 못한 것이 연구의 한계점이다.

하지만, 자본시장통합법을 통해 기존의 부동산 프로젝트파이낸싱의 방법 중에서 부동산펀드를 활성화하여 자금의 공급자에게는 직접투자의 위험과 투자를 억제하고, 실물경기의 건전한 순환을 통해 시중의 유동자금을 건전하게 채투자를 위한 부동산간접투자 상품으로 부동산펀드가 활용되기를 바란다.

자본시장통합법이 시행되기 이전 부동산 프로젝트파이낸싱의 시장에 미칠 영향을 살펴봄으로써 향후 부동산 프로젝트파이낸싱에서의 활용방안에 미리 예측하므로 활성화에 기여하고 싶었지만, 자료 및 관련 데이터의 부족으로 인해 추후 보완 연구 및 미치는 영향을 분석할 필요할 것이다.



참 고 문 헌

1. 강계인(2007) “부동산펀드의 발전방향에 관한 연구”, 동의대학교 경영대학원 석사학위논문.
2. 강만석·황규완·최은영(2008) “부동산 프로젝트 파이낸싱 및 유가증권 시장” 『한국의 부동산 금융』, 건국대학교출판부.
3. 강형철·조성훈(2006) “자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제”, 한국증권연구원.
4. 김성태·이희동(2008) 『대한민국을 바꾸는 자본시장통합법』, 한스미디어.
5. 김형수(2006) “부동산간접투자기관 현황과 활성화 방안”, 성균관대학교 경영대학원 석사학위논문.
6. 구본성(2006) “자본시장 관련법 통합에 따른 금융업법 통합의 주요 이슈”, 한국금융연구원 정책보고서.
7. 권주안 외2인(2000) “주택건설 프로젝트금융 활성화 방안”, 주택사업연구원.
8. 금융감독원(2006) “자본시장을 통합 부동산금융개발 실태 점검 결과”, 보도자료.
9. 남연우(2008) “프로젝트 파이낸싱 활성화를 위한 제도 개선에 관한 연구”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문.
10. 남주하(2007) “국내자본시장 통합법의 현황과 과제P, 서강대학교 경제대학원 석사학위논문.
11. 박동규(2006) 『프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제』, 명경사.
12. 박민규(2006) “부동산 간접투자상품의 설립구조 및 향후 발전방향에 관한 연구”, 성균관대학교 경영대학원 석사학위논문.
13. 박원석·최진우(1999) 『지역개발사업에서 프로젝트 파이낸싱 활용방안』, 삼성경제연구소.
14. 박희만(2005) “부동산간접투자 시장 활성화 방안에 관한 연구”, 한남대학교 사회문화과학대학원 석사학위논문.

15. 서민호(2006) “부동산개발 프로젝트 파이낸싱 제도의 문제점 분석과 발전 방안”, 연세대학교 경제대학원 석사학위논문.
16. 손재영(2008) “우리나라 부동산 금융의 현황과 과제” 『한국의 부동산 금융』, 건국대학교출판부.
17. 이경민(2006), “자본시장 통합법(안)상의 문제점에 관한 연구”, 원광대학교 일반대학원 박사학위논문.
18. 이대회(2008) “국내 자본시장 통합법의 현황과 향후 과제”, 서강대학교 경대학원 석사학위논문.
19. 이지연·구본성(2006) “자본시장 관련법 통합에 따른 금융법 통합의 기본방향과 주요과제”, 한국금융연구원
20. 이현석(2008) “부동산 펀드” 『한국의 부동산 금융』, 건국대학교출판부.
21. 장철민(2007) “자본시장 통합에 따른 부동산 금융시장의 대응 방안”, 동의대학교 경영대학원 석사학위논문.
22. 정경희(2006) “부동산펀드의 활성화 방안에 관한 연구”, 단국대학교 일반대학원 석사학위논문.
23. 정인호(2006) “증권형 부동산 투자 상품의 특성에 관한 연구”, 강남대학교 일반대학원 석사학위논문.
24. 정성철(2006) “부동산개발사업에 있어서 프로젝트 파이낸싱 활용방안에 관한 연구”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문.
25. 조창희(1998) “개발사업을 위한 프로젝트파이낸싱 자금조달”, 한국건설사업연구원.
26. 재정경제부(2006) “자본시장발전을 위한 정책방향”, 보도자료.
27. 지의중(2007) “부동산 신탁업의 발전방안에 관한 연구”, 단국대학교 경영대학원 석사학위논문.
28. 조창희(1998) “개발사업을 위한 프로젝트파이낸싱 자금조달”, 한국건설사업연구원.
29. 최막중(2001) “민관합동개발방식의 해외 P/F 사례”, 한국토지공사.
30. 하홍윤(2007) “(가칭)자본시장통합법의 제정 배경 및 주요 쟁점” 『금융리스크뷰』, 예금보험공사.

ABSTRACT

A Study on Changes in the Real Estate PF Market with the Capital Market Integration Act - With a Focus on the Real Estate Fund -

Kim, Hyoung Rae
Major in Real Estate
Finance and Investment
Graduate School of Real Estate
Hansung University

In the past when Korea experienced high economic growth, the real estate development industry could easily raise the necessary funds through the pre-sale system based on plenty of demand as well as the corporate financing method. However, severe economic downturn since the financial crisis in 1997 has led to serial bankruptcies of many construction companies due to decreased real estate demand and asset deflation, resulting in difficulties in procuring funds required for the real estate development market.

Since then, both the real estate development market and the financial market have faced drastic changes in business environment. The revitalization of the local real estate market and the sales market beginning in 2000 have made financial institutions realize the need to develop loan schemes to meet demand for funds in the real estate development market, and paved the way for adopting project finance based on the business value, feasibility and cash flow of real estate

development projects. This encouraged investment in real estate development in full swing. Recently, real estate development financing is mostly based on project finance.

One of the biggest issues in the financial industry these days is the enactment of the Capital Market Integration Act which takes effect in February 2009. This act aims to fundamentally reinvent the institutional foundations regulating Korea's capital market and financial investment industry, representing the government's will to consolidate and expand the capital market as the name of the Act shows. Through regulation reform to increase openness and core competency, the government plans to lead the "big bang" of the Korean capital market and enhance the competitiveness of the Korean financial industry. Since the Asian financial crisis, Korean banks have grown in size and achieved global competitiveness through structural reform. Their profitability has also increased. Therefore, the Korean government is seeking reform of the domestic capital market by change the paradigms regulating the capital market by implementing the Capital Market Integration Act.

As of the end of 2008, project finance in real estate development financing is experiencing severe financial troubles, perhaps even worse than during the Asian financial crisis, due to high sales price, unsold real estate, raw material price hikes, and financial crisis. Such difficulty promoted financing methods for project finance after the Asian financial crisis.

The Capital Market Integration Act taking effect in February 2009 recognizes real estate as a financial product holding a firm position, and eases restrictions on the asset management of real estate funds,

allowing investment in other assets considerably. Thus, the Act is expected to contribute to indirect investment in real estate and advancement by broadening the investment scope and management flexibility.

Against this backdrop, this study aims to examine measures to make the best use of real estate funds in the real estate PF market which is currently facing difficult times.

