

일본에 있어서의 부동산 파이낸스의 현상과 과제

吉本健一(Yoshimoto Ken-Ichi)*

목 차

- | | |
|---------------------------|----------------------------|
| I. 서론 | III. 일본에 있어서의 부동산 파이낸스의 과제 |
| II. 일본에 있어서의 부동산 파이낸스의 현상 | 1. 부동산 파이낸스의 과제 |
| 1. 부동산 파이낸스의 발전 | 2. 부동산 파이낸스의 장래 |
| 2. 부동산 파이낸스의 기본적인 구조 | IV. 결론 |
| 3. 부동산 파이낸스에 관한 법규제 | |

I. 서론

본 발표는 일본에 있어서의 부동산 파이낸스의 법적구조와 법규제의 개요를 설명하는 것을 목적으로 한다. 이 분야는 최근 발전이 눈에 띄게 현저하고 유동적이지만, 시간적 제약과 개인적인 능력부족으로 유감스럽게도 충분한 발표 내용이 되지 못한 점에 대하여 양해를 구하는 바이다.

II. 일본에 있어서의 부동산 파이낸스의 현상

1. 부동산 파이낸스의 발전

일본에서는 제2차 세계대전 이후의 긴 시간 동안 부동산은 소유하고

* 오사카대학대학원고등사법연구과 교수

있음으로서 가격상승분의 이익을 향수할 수 있고, 또 기업 활동에 필요한 자금차입의 담보로서도 활용할 수 있기 때문에, 당연히 장기간 소유하는 것이 기본으로 되어 왔었다. 그러나 일본경제의 고도성장이 끝나고, 1980년대 버블 붕괴 후, 지가하락과 금융기관의 불량채권문제 등으로 부동산을 대상으로 하는 사업 활동은 장기간 저조했었다. 미국은 1989년~1991년의 불황기에 부동산 자본시장의 대개혁이 행해져, REIT (Real Estate Investment Trust)나 CMBS(Commercial Mortgage Backed Securities)라고 하는 새로운 부동산 파이낸스의 수법이 생겨났다. 일본에서도, 2000년도 무렵부터, 미국의 부동산을 활용한 파이낸스의 실태를 참고로 하여, 부동산 파이낸스라고 하는 사업 분야를 본격적으로 가동하여 왔다. 2000년의 「자산의 유동화에 관한 법률」(자산유동화법)이나 「투자신탁 및 투자 법인에 관한 법률」(투자신탁법)의 개정은 이러한 움직임을 법제 면에서 지원하는 것이었다(J-REIT의 상장은 2001년).

그 후 일본에서는 부동산 파이낸스가 본격적으로 발전하는 시대에 들어섰다. 정확한 통계자료는 없지만, 부동산 증권시장의 시장규모는 2006년 단계에서 이미 25조 엔이라고 일컬어지고 있다(국토교통성¹⁾). 그런데 2007년 미국의 서브 프라임(SUB PRIME) 문제가 발단이 되어 시작된 신용불안·수축 및 일본 내에서의 내진구조계산의 위장 문제로 인한 개정 「건축기준법」 시행에 따른 주택착공의 대폭 감소 등에 의해, 부동산 파이낸스 분야는 새로운 국면을 맞이하고 있다. 2008년에 들어서는 스르가 코포레이션(SURUGA CORPORATION)이나 아반 코포레이션(URBAN CORPORATION)등과 같은 중형 부동산 건설·개발업자가 계속해서 도산하고, 또 부동산 펀드 운영회사인 주식회사 레이코프(REI CORPORATION)도 3월에 민사재생절차를 신청하여, 6월에 파산절차 개

1) 일본의 행정기관으로 국토 계획, 하천, 도시, 주택, 도로 항만, 관용 건축물의 건설과 유지 관리 등과 함께 교통, 관광정책, 기상 업무, 방재 대책, 해상의 치안·안전 등의 대책 등 사회자본 정비의 핵심을 담당하는 관청.

시가 결정되었다. 이렇듯 작년부터 올해에 걸쳐서 부동산 파이낸스 분야는 전체적으로 대단히 힘들고 어려운 상황에 처해져 있다.

2. 부동산 파이낸스의 기본적인 구조

부동산 파이낸스는 부동산 시장과 금융 시장을 연결할 것을 목적으로 하는 구조이다(부동산 자본시장). 자금제공자는 지가와 같은 부동산의 교환가치뿐만 아니라, 기본적으로 부동산을 운용하여 얻을 수 있는 수익가치에 착목하여 투자결정을 하지만, 펀드의 운용기간 종료 시에는 대상 부동산의 매각처분도 상정하고 있다. 여기에서 부동산 파이낸스의 기본적인 구조는, ① 부동산 운용으로부터 생기는 수익확보의 구조, ② 이 수익을 대상으로 하는 파이낸스의 구조, ③ 이 두 가지 기능을 연결시키는 구조의 3가지 국면으로 나뉘 볼 수 있다. 이 3가지 국면에 있어서의 각 기능을 실시하기 위한 법적 구조에는 몇 가지 선택 수단이 있으며, 전체적인 부동산 파이낸스의 구조도 다양하지만, 본 보고에서는 대표적인 것만을 얘기해 보기로 하겠다.

(1) 부동산 운용부분

부동산 파이낸스를 실시하는 목적은 부동산 운용으로부터 생기는 수익(지대·임료)을 안정적으로 확보하는 것이다(경우에 따라서는 대상 부동산의 매각 이익도 포함된다). 다른 한편으로는 이러한 부동산을 파이낸스를 통해 유동화 하는 소유자가 당해 부동산을 처분해서 오프 밸런스화(Off-Balance)²⁾함으로써, 자산 효율을 높여 자기자본비율이나 ROA(Return on Asset), ROE(Return on Equity)를 개선하고 싶다고 하는 목적도 있다. 또, 개발형 프로젝트에는 원래 개발자금의 조달수단으로

2) ‘오프 밸런스화’란, 기업의 대차대조표로부터 자산의 일부를 삭제하는 것. 즉, 계상되어진 대출금의 채권방기나 채권매각 등을 통해 장부에서 삭제하는 것을 칭함.

서 부동산 파이낸스가 있다. 이러한 양자의 목적이 일치하는 것이 부동산 파이낸스가 생겨난 계기인 것이고, 그것을 위해서는 대상 부동산 자체를 파이낸스의 실행조직(통상 SPC(Special Purpose Company)라고 불려진다)이 직접 취득해서 운용하는 것으로 생각된다.

그러나 일본에서는 ① 코스트 면에서의 이점: 실물 부동산을 취득하기보다도 신탁수익권을 취득하는 것이 유통과세를 경감할 수 있다. Non-Recourse Loan의 대주가 담보설정을 할 때, 코스트가 실물 부동산(저당권설정) 보다도 신탁수익권(질권설정이 유리하다)이 유리하다. ② Non-Recourse Loan 대주의 안심감: 신탁은행에 의한 대상 부동산의 수익성조사가 있고, 또 신탁 자체에 도산격리기능이 있다. ③ 익명조합을 이용하는 계획에는 법제 면에서의 제약(「부동산특정공공사업법」에 의한 면허가 필요하다)이 있기 때문에 실물 부동산을 취득하는 것이 불가능하다는 등의 이유로, 소유자가 소유부동산을 신탁은행을 수탁자로 하는 부동산 신탁을 설정해서, 당해 부동산으로부터 얻을 수 있는 수익을 대상으로 하는 신탁수익권을 SPC에 매각하는 형식을 취하는 경우가 많다(신탁협회에 따르면 부동산신탁 수탁액은 2002년 3월말의 5조8천억 엔에서, 2008년 2십5조9천억 엔으로 해마다 증가하고 있다).

(2) 파이낸스 부분

부동산 파이낸스에 자금을 제공하는 투자가로서는 금융기관이나 증권회사 외에 기관투자가, 연금기금, 나아가 일반투자자도 상정되어진다. 이 중에서 일반투자자를 위한 것으로는, 부동산펀드를 상장하는 투자신탁(J-REIT)도 도입되어져 거대한 시장 규모로 성장하고 있다(2006년 말에는 6조 엔. 단, 2007년부터 감소). 한편, 그 외의 투자가들을 위한 파이낸스는 사모펀드로 불려진다.

부동산 파이낸스에서는, 투자가의 투자수익률을 향상시키기 위해, 대부금 이용에 의한 레버리지 효과의 활용이 중요한 포인트가 된다. 그

대부금을 일컬어 파이낸스 투자가와의 관계로부터 소위 Non-Recourse형 대부금이라고 한다(이것을 SPC의 관점에서 보아 Debt이라고 부른다). 이에 따라 대부금 공여자는 확실한 부동산 수익을 담보로 하면서(신탁 수익권에 질권을 설정), 안정된 금리수익을 향상시키는 것이 가능하다. 다른 한편, 파이낸스 투자가는 레버리지 효과에 의해 고수익을 올리는 것이 가능하다(Equity라고 불리지만, SPC에 대한 출자는 아니다). 그리고 다양한 투자가의 요구에 응하기 위해서 양자의 중간적인 메자닌 펀드(Mezzanine Fund)의 이용도 보여지고 있다.

그런데, 이 SPC에의 투자에 관련해서는 이중과세 문제가 상당히 중요하다. SPC는 법인이기 때문에, SPC의 이익에 법인세가 과하여 지게 되면, 투자가에의 운용이익분배에도 소득세가 과하여 지게 되기 때문에 이중과세가 된다. 이것을 회피하기 위해서는, 투자가와 SPC와의 관계를 법인과 그 구성원이 아닌 SPC를 영업자로 하는 익명조합이라고 하는 형식을 이용하는 것이 유익하다. 그럼으로써 이중과세를 회피하는 것이 가능해진다(SPC 자체는 일정 범위에서 운용이익분배가 비과세로 된다. 특정목적회사나 투자 법인에 있어서도 이중과세는 회피되어지고 있다.

(3) 부동산 운용과 파이낸스를 연결시키는 조직(SPC)

SPC는 부동산 운용과 이에 대한 파이낸스를 연결시키는 조직이다. 그러나 실제 자산운용은 Asset Manager에게 위탁되고, 또 현실의 부동산 관리업무는 Property Manager가 담당하기 때문에, SPC 자체는 실체가 없는 조직이다. SPC 자체의 관리업무도 별도의 관리회사에 맡겨진다. SPC의 법 형태로서는, 2005년 회사법에 의해 새롭게 도입 되어진 합동회사나, 자산유동화법에 의한 특정목적회사가 많다(J-REIT의 경우는 「투자신탁법」상의 투자법인). 그리고 합동회사의 경우, 그 사원은 부동산 파이낸스의 실질적 조성자(Arranger, Asset Manager, Originator 등의 Sponsor가 아니라 별도로 설립되어지는 유한책임중간법인(2008년 12월 1일

의 「일반사단법인 및 일반재단법인에 관한 법률」(일반법인법) 시행 후에는 일반사단법인)이 출자자겸 업무집행자가 된다. 그 이유는 유한책임중간법인은 기금거출자와 사원을 나누는 것이 가능하기 때문에, 파인낸스에 직접 관여하는 자를 사원으로부터 제외함으로써, 이들 이해관계자가 SPC에 사원으로서 직접 영향력을 행사하는 것을 방지하여, 이해관계자의 도산이 SPC에 영향을 미치는 것을 회피하는 것(도산격리)이 가능해지기 때문이다.

이와 같이 부동산 파인낸스의 법적 구조는 각종의 요구와 필요성에 대응하기 위해 복잡한 조직으로 되어 있다.

3. 부동산 파인낸스에 관한 법규제

이와 같이 복잡한 조직을 가지는 부동산 파인낸스를 규율하는 법규범은 다종다양하다.

첫째, 부동산 운용부분에 있어서는, 신탁을 이용하는 경우, 신탁의 설정·운영·종료 등에 관해서는 신탁법이 적용된다. 이외에 부동산 임대계약에 민법이 적용되어짐은 당연하다.

둘째, 파인낸스적인 부분에 있어서는, 익명조합의 이용에 관해서는 상법이 적용된다. 익명조합은 오랫동안 공동기업을 위한 법 형태로서는 그다지 이용되어지지 않았지만, 부동산 파인낸스 분야에서는 상당히 적극적으로 이용되어지고 있다. 법인격이 없기 때문에 법인세가 과하여지지 않고(이중과세 회피), 또 조합계약이기 때문에 상법의 규정은 기본적으로 임의규정으로 당사자의 요구와 필요에 응하는 유연한 대응이 가능하기 때문이다. 그리고 「금융상품거래법」의 시행에 따라 신탁수익권도 간주유가증권으로서 금융상품거래법의 규제대상이 된다. 더욱이 익명조합계약에 의거한 출자가 집단투자시킴으로서, Asset Manager의 업무가 투자조언업 또는 투자운용업으로서, 각각 「금융상품거래법」의

대상이 된다.

셋째, SPC의 조직 부분에 관해서는, 합동회사에는 회사법이, 특정목적회사에는 자산유동화법이 적용되어진다. 합동회사는 정관자치가 폭넓게 인정되어 있는 조합형 내부구조를 가지는 회사이며, 그 사업목적에 따라 사원의 의결권이나 이익배당과 관련한 사항을 정관에 의해 임의로 정하는 것이 가능하다. 단, 합동회사 자체는 당초의 아이디어와는 달리 구성원 과세가 인정되어 지지 않아, 부동산 파이낸스 투자가와의 관계는 익명조합형식을 이용하게 된다.

Ⅲ. 일본에 있어서의 부동산 파이낸스의 과제

1. 부동산 파이낸스의 과제

일본에 있어서 부동산 파이낸스의 과제는, 다른 선진국들과 비교할 경우, 부동산 시장의 투명성이 낮다는 것이다. 일본에서는 전통적으로 부동산 거래 가격에 관한 데이터의 정비가 중시되어져 오지 않았었다. 그리고 주식이나 채권과 달리 신뢰할 수 있는 부동산 인덱스도 충분한 인지가 없는 상황이다. 이러한 상황에서는 연금기금 등의 안정적인 자금을 부동산 파이낸스에 도입하기는 곤란하며, 하루 빨리 시급한 대응이 요구되어지고 있다.

또, 부동산 파이낸스에 관련한 법규제에 있어서는, 위에서 살펴본 바와 같이 수많은 법률들이 관련되어 있고, 더구나 그러한 법률의 개정이 적지 않다. 이것은 부동산 파이낸스와 관련한 법정비가 급속하게 진행되어 왔다는 것을 보여주는 일면도 있지만, 적용되는 법률이 다수인데다가 개정도 빈번하게 행해진다는 것은 법적 안정성을 해할 우려도 있다. 앞으로 부동산 파이낸스의 특성에 대응하는 유연한 법규제의 일원화가

필요함과 동시에, 특히 세제 면에서 적극적인 우대조치가 요구되어 진다고 하겠다.

2. 부동산 파이낸스의 장래

일본의 부동산은 약 2천2백조 엔이 있다고 얘기되어지며, 일본 최대의 자산항목이다. 이 중, 투자대상 부동산은 약 5백7십5조 엔이나 있음에도 불구하고, 수익 부동산은 약 7십5조 엔, 증권화 부동산은 약 2십5조 엔에 지나지 않는다. 따라서 수익 부동산으로서 활용이 기대되어지는 부동산은 상당액에 달할 뿐만 아니라, 이후 헬스케어시설 등 오퍼레이션형 부동산에의 투자확대 등, 투자 부동산의 영역도 넓혀져 갈 것이라고 생각되어진다.

다음으로, 파이낸스 투자가에는 해외 투자가와 국내 투자가가 있다. 종래, 해외 투자가의 자금은 외자계의 펀드나 투자은행을 통해 불량채권 등을 대상으로 하는 기회형 부동산펀드로 향해 있었으나, 불량채권 처리의 일순, 경기의 회복, 부동산펀드마켓의 발전에 의해, 지금까지와 같은 거대한 자본이득을 얻기가 힘들어졌다. 앞으로 코어형 부동산펀드에 안정적으로 자금을 제공받기 위해서는 부동산시장의 투명성을 높일 필요가 있다. 국내 투자가와 관련해서는 고령화 사회가 본격화함에 따라 연금기금의 활용이 한층 더 중요한 과제가 되고 있다. 주식, 채권과 함께 코어형 부동산펀드에 대해서 안정적인 자금공급이 기대되어지고 있다.

가장 단기적으로는 처음에 언급한 바와 같이 미국의 서브 프라임(SUB PRIME) 문제에 따른 신용수축이나 일본의 내진구조계산 위장문제에 의한 개정 「건축기준법」의 시행, 나아가서는 공공사업비의 억제나 건축자재의 폭등 등에 따라, 발밑의 부동산 마켓은 급격하게 악화하고 있고, 부동산 파이낸스 분야에 있어서도 일시적인 정체는 피할 수 없는 상황이다.

IV. 결론

이상, 일본의 부동산 펀드의 법적 구조와 법규제의 개요에 관하여 보고하였다. 이 분야는 아직도 유동적인 요소가 있어, 앞으로의 동향에도 주목해야 할 필요가 있다고 할 것이다.

(게재확정일 2008년 10월 30일)

주제어 : 부동산 파이낸스, 부동산 시장, 신탁수익권, 투자신탁, 이종과세