

## 외국계 자본의 국내 대형 오피스 빌딩의 매입 방식에 관한 연구\*

Acquisition Types of Foreign Capital's Office Building Investment in Korea

서 후 석 (Suh, Hoo Suk)\*\*

이 동 준 (Lee, Dong Joon)\*\*\*

### < Abstract >

This study attempted to analyze the characteristics and trends of large-scale office building asset market and to find out the reasons of acquisition types change in foreign capital's office building investment market.

Between 1998 and 2006, 198 office building sale cases are collected and acquisition types are classified into 6 groups(direct acquisition method, subsidiary's stock acquisition method, private offered ABS method, CR-REITs method and real estate fund method).

The result of this study are as follows. First, from the point view of tax benefit, securitization method is better than direct acquisition and subsidiary's stock acquisition method. And in side of cashflow, securitization method's cashflow size is bigger than direct acquisition and subsidiary's stock acquisition method.

Second, because of conduit's tax benefit and credit remote, securitization method is better than direct acquisition and subsidiary's stock acquisition method from the points of risk management and capital-raising.

Finally, securitization method is the main current of foreign capital's office building acquisition methods. and in korean capital's acquisition types it will be the mainstream faction.

주 제 어 : 직접매입방식, 자회사 주식인수방식, 사모 ABS 방식, CR-REITs 방식, 부동산펀드방식

Keyword : direct acquisition method, subsidiary's stock acquisition method, private offered ABS method, CR-REITs method, real estate fund method.

\* 본 논문은 (사)한국부동산분석학회 2007년 추계학술대회 발표내용을 근거로 하였음.

\*\* 명지전문대학 부동산경영과 부교수, shs@mjc.ac.kr

\*\*\* 한성대학교 대학원 부동산학전공 박사과정, niceman@ktf.com

## I. 서론

1997년 외환위기 이후 외국계 자본의 국내 오피스빌딩의 매입이 늘어나면서 오피스빌딩시장이 변화하고 있다. 외국계 자본의 상당 부분이 사옥 구입이 아니라 투자목적으로 오피스 빌딩을 구입하면서 임대차계약이 전세에서 보증부 월세계약으로, 1년 단기계약에서 좀 더 장기계약으로, 차입 중심의 자금조달방법에서 다양한 자금조달방법으로 그리고 직접매입에서 다양한 매입방식으로 바뀌고 있다. 이런 변화들로 인하여 오피스빌딩을 둘러싼 자산시장(asset market), 공간시장(space market), 개발산업(development industry) 등이 구조적인 개편을 겪으면서 이와 관련된 산업들이 새로이 형성되고 있으며 비즈니스 구조가 변화하고 있다. 특히 외국계 자본이 기관투자자와 개인투자자들로부터 모은 자금으로 대형 오피스 빌딩을 매입하면서 외환위기 이전에는 발달되지 못했던 자산운용(asset management)업과 자산관리(property management)업이 하나의 산업으로 자리를 잡아가게 되었다. 이렇게 오피스빌딩시장이 개편되고 있음에도 불구하고 이런 변화에 대한 학문적인 연구가 본격적으로 다루어지지 않고 있다. 일부 자산관리와 관련된 연구들이 시도되고 있지만 자산운용에 관련된 연구는 전무한 실정이다. 이렇게 된 데에는 오피스빌딩관련 자료들이 조사되어 축적된 지 오래되지 않았고, 특히 오피스빌딩 매매사례에 대한 자료는 공개를 꺼리기 때문에 연구의 질적 향상을 막고 있다. 하지만 이제는 자산운용과 자산관리에 관련된 자료를 어느 정도 정리하여 기초적인 연구라도 이루어져야 하는 시점이다.

그래서 본 연구는 오피스빌딩시장의 여러 가

지 변화들 중에서 오피스빌딩 매매시장에서 어떤 변화가 있었는지를 살펴보았다. 이런 변화를 파악하기 위해서 우선적으로 대형 오피스빌딩의 매매사례에 대한 자료를 조사하여 정리하였다. 이 자료를 토대로 외국계 자본의 대형 오피스빌딩을 매입하는 방식들을 분류하는 기준을 만들었고 다시 이 분류기준에 따라서 오피스빌딩 매입방식의 변화 추이를 분석하였다. 그런 후에 이들 매입방식들을 법적 근거, 거래의 특성, 조세측면, 현금흐름측면, 위험관리, 자금조달 측면 등으로 나누어서 좀 더 세밀하게 비교분석하였다. 이를 통해서 외국계 자본들이 왜 매입방식을 바꾸었는지 그리고 이런 외국계 자본의 매입방식 변화가 국내 자본의 매입방식에 어떤 영향을 미쳤는지 살펴보았다. 이번 연구를 통해서 그간 베일에 가려져있던 외국계 자본의 국내 오피스 빌딩 매입 실태를 본격적으로 조명할 수 있고 이를 통하여 국내 자본들도 주어진 여건에서 보다 적합한 매입방식을 선택하는데 도움이 될 것으로 기대된다.

## II. 문헌 연구와 자료 조사

### 1. 문헌연구

오피스 빌딩 시장에 관한 연구들을 대략 시장 규모, 공간시장, 자산시장 등으로 나눌 수 있다. 각각에 대해서 간략히 살펴보면, 먼저 시장 규모에 대해서는 서후석(2001), 알투코리아부동산투자자문(주)의 오피스마켓리포트(2003) 등이 있으며 이들은 오피스 빌딩의 자산가치, 임대시장 규모, 자산관리시장 규모, 담보대출 시장 규모 등을 원단위방식으로 추정하였다.

둘째, 김용창외 3인(2000), 김병욱외 1인(2002) 등이 오피스 빌딩 임대료의 결정요인들을 도출하고 오피스 빌딩 임대료 결정 모형을 구축하였다. 그리고 박종민(2003)은 오피스 임대료지수를 산정하는 연구를 하였으며 이를 기초로 임대료 결정 모형을 구축하였다.

셋째, 오피스빌딩의 위험에 관한 연구는 양승철외 6인(2003)에 의해서 이루어졌으며 외국계 자본의 국내 오피스 빌딩에 대한 투자에 관한 연구로는 정태식(2003)에 의해서 이루어졌다. 이 연구에서는 국내 부동산 중 토지 및 주요 건물에 대한 외국계 자본의 투자 현황과 변화를 통계적으로 살펴보고 외국인의 국내 부동산 투자와 관련된 법들의 개선방향을 제시하고 있다. 그리고 이동준(2004)의 연구에서 외국계 자본의 오피스 빌딩 매입방식을 분류하고 현황을 조사하였지만 매입방식별로 구체적인 분석은 물론 비교분석이 다소 미흡하였다.

2000년 이후 임대차관련 자료는 빌딩 소유주, 빌딩 관리인과 임차인을 통해서 정기적으로 수집되고 관리되고 있어서 이들 자료를 이용하여 공간시장의 연구가 상대적으로 활발하다. 반면에 자산시장에 관한 연구는 세금 부담 문제, 매매 대행인의 보안준수 의무 등으로 인해 자료 조사가 어려워져 거의 이루어지고 있지 않다. 단지 일부 오피스 시장 동향 자료에서 거래 규모를 파악할 수 있는 정도이고 신문, 잡지 등에서 간간히 매매 사례를 알 수 있는 정도이다.<sup>1)</sup>

## 2. 자료조사

1998년부터 2006년 말까지 서울지역 내에서 이루어진 대형 오피스 빌딩<sup>2)</sup>의 매매 사례에 관한 자료를 수집하였다. 이들 자료들을 종합적으로 조사하여 관리하는 공공 또는 민간 기업이 없어서 차선책으로 오피스 빌딩 매매 및 임대차 전문 기업이나 오피스 빌딩관련 정보 제공업체들이 자신의 업무를 수행하는데 참고할 목적으로 부분적으로 조사하여 관리하는 내부 자료를 모아서 정리하였다.

오피스 빌딩의 거래는 은밀하게 이루어지기 때문에 수집된 자료가 정확하지에 대해서 검증하기가 쉽지 않다. 그래서 어렵게 모은 자료이지만 자료의 신뢰성에 다소 문제가 있을 수 있다. 하지만 오피스 빌딩관련 전문기업들이 오피스 빌딩 거래에 직 · 간접적으로 관련되어있기 때문에 이들이 보유한 내부 정보는 어느 정도는 정확하다고 볼 수 있다. 또한 이들로부터 수집한 자료가 서로 일치되지 않는 경우 다시 탐문 조사를 통하여 자료의 정확성을 제고시키려고 애를 썼다.

이번 연구에서 조사한 항목으로는 빌딩명, 주요권역, 소재지, 연면적, 투자면적, 층수(지상, 지하), 준공년도, 거래가격, 평당가격, 거래시점(분기), 매도자, 매도자 유형(법인여부, 국내외, 용도), 매수자, 매수자 유형(법인 여부, 국내외, 용도), 매입방식, 부분 매입 여부 등이 있다. 앞의

1) 오피스 빌딩관련 주요 정보자료는 알투코리아부동산투자자문(주)의 오피스마켓리포트과 R2Market Report, (주)캡스의 오피스 마켓 인덱스 리포트, (주)신영에셋의 오피스 마켓 리포트, 외국계 부동산 종합서비스 회사들(JLL, CBRE, C&W 등)의 내부 리포트 등이 있다.

2) 오피스빌딩의 규모를 나누는 방법은 여러 가지 있을 수 있지만, 본 연구에서는 연면적 10,000㎡ 이상인 오피스 빌딩을 대형 오피스빌딩으로 정의하였다.

조사항목 중 주요 권역은 오피스 빌딩관련 업계에서 흔히 구분하는 도심, 강남, 여의도, 기타로 나누었고, 거래시점은 분기별로 구분하여 자료를 정리하였다. 매도자 및 매수자의 특성에 대해서는 법인인지 아니면 개인인지, 이들의 국적이 국내인지 해외인지로 구분하였다. 그리고 매도자의 용도와 매수자의 매입 목적은 사육인지 아니면 투자목적인지 구분하여 조사하였다. 특히 이 논문의 핵심적인 연구 대상인 매입방식은 직접매입 방식, 자회사 주식인수방식(이하 자회사방식), 사모 자산담보부증권(asset backed securities)방식

(이하 사모 ABS 방식), 기업구조조정 부동산투자회사(corporate restructuring real estate investment trusts) 방식(이하 CR-REITs 방식), 부동산간접투자기구(real estate indirect investment vehicle) 방식(이하 부동산펀드 방식) 등으로 나누었다.<sup>4)</sup> 오피스빌딩 매매사례별로 어떤 매입방식으로 이루어진 것인지 분별하기 위해서 해당 오피스 빌딩의 등기부 등본, 매도자와 매수자의 사업자 등록 현황, 금융감독위원회의 전자공시시스템, 매매관련 당사자와 대리인을 대상으로 한 탐문조사 등을 활용하였다.

〈표 1〉 조사 대상과 조사 방법

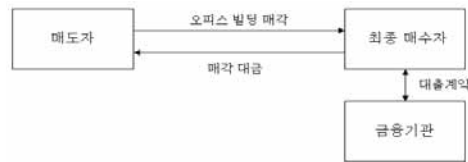
조사 유형	오피스 빌딩	조사 항목	빌딩명, 주요권역, 소재지, 연면적, 투자면적, 층수(지상, 지하), 준공년도, 거래가격, 평당가, 거래시점(분기), 매도자, 매도자 유형(법인여부, 국내외, 용도), 매수자, 매수자 유형(법인 여부, 국내외, 용도), 매입방식, 전체 또는 부분 매입
조사 지역	서울특별시	빌딩 규모	연면적 10,000㎡ 이상
조사 기간	1998년부터 2006년까지	조사 방법	빌딩 매매 및 임대차 전문기업과 오피스 빌딩 정보 제공업체의 내부자료, 신문과 잡지, 오피스빌딩관련 전문가와의 인터뷰 등

### III. 매입방식의 분류

#### 1. 직접 매입방식

직접매입방식이란 매도자와 실제 매수자(최종 매수자)가 오피스 빌딩을 직접 매매하는 것으로, 외환위기 이전에는 국내 오피스 빌딩 거래의 대부분이 이 방식을 따르고 있다. 직접 매매란 부

〈그림 1〉 직접 매입방식의 거래 구조



3) 여기서 부동산 펀드란 간접투자자산운용업 상의 부동산간접투자기구를 말한다.

4) 이동준(2004)의 연구에서는 오피스빌딩의 매입방식을 직접매입방식, 자회사 주식인수 방식, 사모ABS 방식, CR-REITs 방식으로 나누었으나 본 연구에서는 자회사방식을 설립 5년 경과 휴면법인방식과 현물출자 방식으로 나누었으며 2004년에 도입된 간접투자자산운용업법에 의거해서 오피스빌딩의 매입이 이루어진 사례들을 분류하기 위해서 ‘부동산펀드방식’을 새롭게 도입하였다.



동산에 대한 매도자의 법률적 및 경제적 소유권이 최종적인 실제 최종매수자에게 이전되는 것을 말한다.

〈그림 2〉 자회사 방식의 거래 구조



## 2. 자회사 방식

자회사 방식을 설립 후 5년 이상이 경과된 휴면 법인을 인수하여 그 법인이 오피스빌딩을 매입하는 방식과 해당 오피스 빌딩을 현물로 출자하여 설립한 자회사의 주식을 인수하는 방식으로 나눌 수 있다.

첫째, 최종적인 매수자는 설립 후 5년 이상 경과된 휴면 법인을 회계법인, 법무법인 등을 통해서 일정금액을 지불하고 인수한다. 그런 후에 이 자회사의 자기자본과 타인자본을 확충하여 오피

스빌딩을 매입하게 된다. 즉 최종적인 매수자가 자신의 명의로 오피스 빌딩을 매입하는 것이 아니라 자회사의 주식 취득을 통해서 오피스 빌딩의 실질적인 권리를 확보하는 것이다.<sup>5)</sup>

둘째, 매도자가 자신이 보유하고 있는 오피스 빌딩을 현물 출자하여 자회사를 설립하고, 설립된 이 회사의 주식의 100%를 최종적인 매수자가 인수하는 방식이다. 오피스 빌딩의 소유권은 자회사가 확보하고 최종적인 매수자는 자회사의 주식을 보유함으로써 오피스 빌딩에 대한 실질적인 권리를 장악하는 것이다.

## 3. 증권화 방식

증권화란 투자도관체(investment conduit)<sup>6)</sup>가 오피스빌딩을 매입하고 이를 기초로 발행한 증권(주식이나 지분, 메자닌(mezzanine)증권), 부채증권 등을 매각하여 조달된 자금으로 오피스빌딩의 매입자금을 조달하는 것을 말한다. 최종매수자는 투자도관체가 발행한 증권, 특히 주식 또는 지분, 메자닌증권 등을 매입하여 오피스빌딩의 지배권을 확보한다. 이 때 어떤 투자도관체를 활용하느냐에 따라서 사모 ABS 방식, CR-REITs 방식, 부동산펀드 방식 등으로 나눌 수 있다.

### 1) 사모 ABS 방식

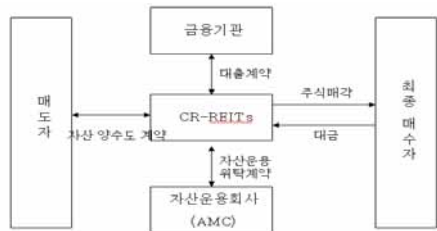
- 5) 때로는 부동산을 보유한 회사가 자신의 다른 영업권을 모두 양도한 후에 오로지 부동산만 보유한 법인을 만든다. 그런 후에 최종매수자가 이 회사의 자본과 부채를 인수하는 방법도 있다.
- 6) 도관체이론이란 법인 또는 단체가 하나의 실체가 아니라 구성원 또는 출자자의 단순한 대리인에 불과하다고 보는 것을 말한다. 따라서 도관으로 보는 법인과 단체에 대해서는 단순히 수익을 배분하기 위한 수단 또는 도관으로 보아서 과세상의 실체로 인정되지 않는다, 여기서 투자도관체란 법인세 과세를 피하기 위해서 투자목적으로 이용되는 도관을 말한다. 서후석·손진수(2007), p.50. 참조
- 7) 메자닌이란 1층과 2층 사이의 중간에 있는 중이층(中二層)(entresol)을 말한다. 여기서 메자닌 증권이란 주식과 부채증권의 중간에 속하는 후순위채권, 우선주 등을 말한다.

1998년 자산유동화에 관한 법률이 제정된 이래 다양한 형태의 자산들이 증권화 되면서, 이 방식이 오피스 빌딩을 매입하는 방식으로 활용되었다. 오피스 빌딩의 매도자가 보유 자산을 자산유동화에 관한 법률의 투자도판체인 유동화전문회사(흔히 특별목적회사(special purpose company, 이하 SPC)라고 하며 법적 실체는 상법상의 유한회사임)에게 매각하고, 유동화 전문회사는 이를 기초로 ABS를 발행한다. 이 때 최종적인 매수자가 유동화 전문회사의 출자금과 ABS 중 후순위 채권을 매입하여 오피스빌딩의 지배권을 확보한다. 이 때 후순위 채권은 불특정 다수에게 공모하지 않고 사전에 정한 최종매수자에게 사모 방식으로 배정된다. 이렇게 SPC의 지분과 후순위 채권을 사모 형태로 배정하여 최종매수자가 오피스빌딩을 매입하는 방식을 사모ABS 방식이라고 한다.

〈그림 3〉 사모 ABS 방식의 거래 구조



〈그림 4〉 CR-REITs 방식의 거래 구조



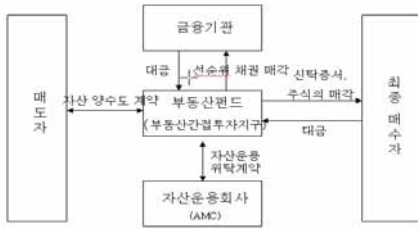
2) CR-REITs 방식

CR-REITs는 부동산투자회사법에서 기업구조 조정을 촉진할 목적으로 도입된 부동산투자회사이며 회사의 존속기한을 정한 페이퍼 회사(paper company)이다. 매도자는 자신이 보유한 오피스 빌딩을 CR-REITs에 매각하고 CR-REITs는 금융기관으로부터 오피스 빌딩 담보대출을 받고 나머지는 주식을 발행하여 자금을 조달한다. 최종적인 매수자는 CR-REITs의 주식을 인수함으로써 오피스 빌딩의 실질적인 권리를 확보한다. 이렇게 CR-REITs의 주식을 매수하여 오피스빌딩을 매입하는 방식을 CR-REITs방식이라고 한다.

3) 부동산 펀드 방식

매도자가 자신이 보유한 오피스 빌딩을 간접 투자자산운용법 상의 부동산간접투자기구(신탁형, 회사형)에게 매각하고, 부동산간접투자기구는 금융기관으로부터 오피스빌딩 담보대출을 받고 나머지를 신탁증서나 회사 주식을 매각하여 자금을 조달한다. 이 자금으로 오피스 빌딩의 매입 대금을 지불한다. 최종적인 매수자는 부동산간접 투자기구가 발행한 신탁증서나 주식을 매입하여 오피스 빌딩의 실질적인 권리를 확보한다. 이렇게 오피스빌딩을 매입하는 것을 부동산펀드방식이라고 한다.

〈그림 5〉 부동산 펀드방식의 거래 구조



#### IV. 오피스 빌딩 매매시장 동향과 매입방식의 변화

##### 1. 오피스빌딩 매매시장의 규모

1998년부터 2006년까지 9년간 거래된 대형 오피스 빌딩의 수는 총 198건이고 거래 금액은 13조 7,845억 원이다. 그 중에서 국내 자본이 매입한 대형 오피스 빌딩의 건수와 거래금액은 각각 128건, 7조 3,659억 원이고, 외국계 자본은 각각 70건, 6조 4,186억 원이다. 국내 자본의 매입규모가 외국계 자본의 매입규모보다는 건수와 거래금액에서 각각 45.3%, 11.6% 가량 더 큰 편이다. 일반적으로 외국계 자본이 국내 대형 오피스 매매시장을 거의 장악한 것으로 알려진 것과는 다르게 국내 자본의 대형 오피스 빌딩 투자 규모가 이들보다 더 큰 것이다. 2001년과 2004년에는 외국계 자본의 투자규모가 국내 자본의 투자규모에 비해서 큰 편이지만 나머지 7개년에는 모두 국내 자본의 투자 규모가 많았다. 하지만 오피스빌딩 매매 한 건당 거래 규모를 보면 외국계 자본이 917억 원인데 비해서 국내자본은 568억 원 수준이었다. 일반 사람들에게 널리 알려진 프라임(prime)

급 대형 오피스 빌딩의 상당수가 외국계 자본에게 넘어갔기 때문에 앞에서 조사된 수치에 비해서 외국계 자본의 오피스 매매시장의 영향력이 더 크게 느껴질 수는 있을 것이다.

〈표 2〉 국내의 오피스 빌딩 매매시장의 규모

(단위: 억 원)

년도	전체		국내 자본		외국계 자본	
	금액	건수	금액	건수	금액	건수
1998년	1,719	2	1,339	1	380	1
1999년	3,587	6	1,645	4	1,942	2
2000년	17,704	20	9,280	9	8,424	11
2001년	19,647	23	5,894	11	13,753	12
2002년	15,912	32	12,122	23	3,790	9
2003년	17,837	25	10,326	17	7,511	8
2004년	28,296	33	9,595	16	18,701	17
2005년	22,778	35	14,393	28	8,385	7
2006년	10,366	22	9,066	19	1,300	3
계	137,845	198	73,659	128	64,186	70

##### 2. 오피스빌딩 매매시장의 변천과정

지난 9년간 거래된 대형 오피스 빌딩의 주요 매수자들의 특성을 기준으로 기간을 나누면 4기로 나눌 수 있다. 1기(1998-1999년)는 국내외 우량기업의 사육구입시기, 2기(2000-2001년)는 단기투자 목적의 외국계 부동산펀드의 투자시기, 3기(2002-2004년)는 국내 부동산투자회사와 중장기 외국계 부동산 펀드의 투자시기 그리고 끝으로 4기(2005-2006년 현재)는 국내 부동산펀드와 중장기 외국계 펀드의 투자시기이다.

1997년 외환위기 직후 국내 기업들이 신용경색 위기를 극복하기 위해서 보유 부동산을 매각하여 자금을 조달하려고 애를 썼지만 1998년에 거래된 대형 오피스 빌딩은 단 2건에 불과하였

다. 이렇게 거래된 사례가 적은 것은 한국경제의 미래에 대한 불확실성이 너무 컸었고 매도자와 매수자간의 가격 격차가 너무 심했기 때문이었다. 금리가 하락하고 경기가 다소 회복되면서 오피스 빌딩의 공실이 줄어들었고, 1999년 하반기부터 매도자와 매수자간의 가격 격차가 어느 정도 줄어들면서 오피스 빌딩의 거래가 다소 늘어나게 되었다. 1기(1998-1999)의 주요 매도자는 신용위기에 처한 금융기관이나 기업들이고 주요 매수자는 우량한 국내외 기업들 예를 들면 휴렛팩커드, KTF, HSBC, 미래에셋이었다. 그렇지만 1999년 11월에 네델란드계 펀드인 로담코(Rodamco)가 강남구 역삼동의 현대중공업 사옥을 매수하면서 처음으로 외국계 펀드의 국내 대형 오피스빌딩의 투자가 시작되었다. 하지만 주요 거래가 국내·외 우량기업이 주도하였기 때문에 1기(1998-1999년)를 국내·외 우량기업들의 사옥 매입시기라고 보는 것이 적절하다고 본다.

2기(2000-2001년)는 단기 투자목적의 외국계 펀드들의 본격적으로 국내 대형 오피스빌딩을 매입한 시기이다. 주로 기업구조조정 대상인 기업들의 사옥과 일부 금융기관의 업무용 빌딩들이 대거 외국계 펀드들에게 매각되었다. 대표적인 외국계펀드로는 싱가포르계인 GRA와 GIC, 미국계 벌처펀드인 론스타, 미국계 투자은행인 모건스탠리, 골드만삭스, 리버브러더스 등을 들 수 있다. 국내 매수 세력도 1기와는 다르게 벤처 붐으로 자본을 축적한 벤처기업과 벤처캐피탈들이 사옥을 구입하거나 벤처빌딩을 조성하기 위해서 오피스 빌딩을 매입하였다.

어느 정도 오피스 빌딩의 가격이 오른 후인 3기(2002-2004년)에 들어서면서 벌처 펀드(vulture fund)와 같은 단기 투자목적의 외국계 자본의 오

피스빌딩 매입은 줄어드는 대신 중장기 투자목적의 외국계 자본의 오피스빌딩 매입이 늘어났다. 예를 들면 아센다스, 맥컬리은행, DBRE, DEKA, GERE 등이 상대적으로 중장기 투자목적으로 오피스 빌딩을 매입하였고 이중의 일부는 단기 투자목적으로 오피스빌딩을 매입했던 외국계 자본으로부터 오피스빌딩들을 매입하였다. 이전까지는 국내 금융기관이나 기업들의 사옥을 외국계 자본이 일방적으로 사주는 국면이었으나 3기부터는 외국계 자본 간의 오피스 빌딩 거래가 활발하게 이루어지는 시기였다. 또한 국내 주요 매수 세력의 하나로 부동산투자회사가 등장하게 되었다. 2002년 부동산투자회사법이 제정되면서 국내 자본들도 기관투자자는 물론 불특정 다수의 소액 투자자들로부터 자금을 조성하여 오피스빌딩들을 투자목적으로 매입하기 시작하였다. 이때부터 대형 오피스빌딩 매매시장에 외국계 부동산펀드와 실질적으로 경합할 수 있는 국내 세력이 처음으로 등장한 것이다. 이 시기의 말인 2004년에는 간접투자자산운용업법이 제정되었고, 이에 근거하여 대형 오피스빌딩을 투자목적으로 매입하는 부동산펀드들이 등장하였다.

끝으로 4기(2005-2006년)는 국내 부동산 펀드가 주요 매수 세력으로 등장하였고 중장기 투자목적의 외국계 자본, 특히 펜션 펀드들이 주도한 시기이다. 2004년 기업구조조정이 일단락되면서 2005년부터는 오피스빌딩 매매물량이 급격히 줄어들었다. 더구나 금리가 지속적으로 하락하여 서울지역의 대형 오피스빌딩의 매매가격은 더욱 상승하였다. 그래서 투자자 입장에서는 적절한 가격으로 오피스빌딩을 매입하기가 더욱 어려워졌으며 상당 수준의 매매가격으로도 매물을 구하지 못하는 품귀현상이 벌어지고 있다. 한 매물에

10~20여 국내·외 자본들이 경쟁하였고 이런 입찰이 반복되면서 오피스빌딩의 매매가격은 더욱 오르게 되었다. 더 이상 오피스빌딩의 매입이 어려워지자 일부 외국계 자본들은 공사가 진행 중인 오피스빌딩을 매입하였으며 이제는 일반상업지를 매입하여 대규모 복합시설을 개발하는 사례도 등장하기 시작하였다.<sup>8)</sup>

앞에서 논의한 사항을 종합해서 지난 9년 동안 오피스빌딩 매매시장에 일어난 주요 트렌드들을 추출해보았다. 첫째, 사옥 목적의 투자보다는 수익 목적의 투자가 크게 늘었다. 이는 국내외 자본의 모두에게서 일어난 현상이다. 둘째, 부동산 펀드, 부동산투자회사, 외국계 펀드 등과 같은 간접투자의 비중이 크게 늘었다. 셋째, 벌처펀드

〈표 3〉 연도별 주요 특징과 주요 매도자와 매수인 현황

년도	특징	주요 매도자	주요 매수자	
1기	1998	국내의 우량기업의 사옥 구입	쌍용증권, 삼성생명	굿모닝증권, HSBC
	1999	국내의 우량기업의 사옥 구입 지속, 외국계펀드의 첫 등장	고려증권, 한빛은행, 한국유리, SK, 현대중공업 등	로담코, SGS컨텍, KTF, HP 등
2기	2000	단기투자 목적의 외국계 펀드의 본격적인 시장 진입, 벤처, 벤처캐피탈의 사옥구입	금호그룹, 동양그룹, 거평그룹, 극동건설, 흥국생명, 농협, 극동건설, 한라건설, 성신양회 등	GRA, GIC, 론스타, 유동화전문회사, 로담코, 텔스전자, 미래산업, 현대자동차 등
	2001	단기투자 목적의 외국계 펀드의 지속적인 투자, 다양한 국내법인의 사옥 구입,	거평그룹, 금호그룹, LG투자증권, 대우증권, 삼도물산, 벽산, 코오롱, 메디슨, 경남모직, 고합, 현대상선 등	유동화전문회사, 금호생명, 증권에탁원, 골드만삭스, 알리안츠생명, 코어세스, GRA, 이화학원 등
3기	2002	중장기 외국계 펀드의 시장진입(외국계간의 거래) 국내 REITs의 등장,	대한방직, 산업증권, 갑을, 한화석유화학, 대우건설, 하이닉스, 두산중공업, 두루넷, 삼성중공업, 대우전자, 골드만삭스 등	코람코, K1리츠, 모건스탠리, 갈라힐그룹, 아센다스, 맥쿼리은행, 롯데그룹, 한국신용정보 등
	2003	외국펀드의 국내 REITs 활용, 중장기 외국계 펀드의 지속성장	론스타, 리먼브러더스, 한화증권, 교보생명, 리젠트화재, 동아건설, 극동건설, 동양증권 등	슈로더, 코람코, 금강, HSB 프러퍼티, 부영, 라살, 맥쿼리와 K-1 리츠, 캡코 등
	2004	중장기 외국계 펀드의 지속적 투자, 국내 REITs의 성장	우동화전문회사, 코크렙 2호, 브릿지증권, 삼성생명, 모건스탠리, 라살, 데이콤, 국민카드 등	GIC, GERE, 삼성생명, 교리츠, DBRE, DEKA, 맵스, 솔로몬상호저축은행, 맵스 등
4기	2005	유럽 장기펜션펀드의 투자확대, 부동산 펀드의 진입	K-1리츠, 슈로더, 대농, GRA, 라살, 대우건설, 효성, 신영증권 등	KB 자산운용, 맵스, 리얼티어드바이저스, 미래에셋, 코람코, DEKA, 아센다스 등
	2006	부동산 펀드의 성장	한투증권, 모건스탠리, 대성산업, K-1CR리츠, 대룡건설, 아남건설 등	코람코, 골드브릿지, C9자산운용, 메릴린치, 아센다스, 광동제약 등

8) 서울시와 AIG가 여의도 중소기업전시장 부지에 그리고 스카이랜드벨룸먼트는 통일교 여의도 주차장부지에 대규모 복합시설을 개발하고 있다.

와 같이 단기 투자목적의 외국계 자본의 비중이 줄어드는 대신 5년 이상의 중장기 투자목적의 외국계 자본의 비중이 크게 늘고 있다. 최근에는 10년 이상 투자하는 유럽계 펜션펀드(pension fund)들이 주요 매수 세력으로 등장하고 있다. 끝으로 외국계 자본의 오피스빌딩 매입 비중이 줄어드는 대신 국내 자본의 오피스빌딩 매입비중이 점점 높아지고 있다.

### 3. 오피스빌딩 매입방식의 변화

#### 1) 외국계 자본

1998년부터 2006년까지 외국계 자본이 대형 오피스빌딩을 매입하면서 활용한 매입방식들이 어떻게 변천하였는지 살펴보았다. 외환위기 이후 외국계 자본이 국내 대형 오피스빌딩을 처음으로 매입한 사례는 HSBC은행의 삼성생명 빌딩 매입이다. 이 사례가 1998년의 외국계 자본이 오피스빌딩을 매입한 사례이다. HSBC은행은 국내에 진출한지 5년 이상이었기 때문에 별도의 휴면 법인을 활용할 필요가 없었고 그 당시 세계 혜택을 받을 수 있는 별 다른 대안이 없었기 때문에 자신이 직접 매입하는 방식을 선택하게 되었다.

외국계 자본이 국내 오피스 빌딩을 매입하는 과정에서 당면한 가장 큰 걸림돌은 수도권 지역 설립 5년 이내 법인의 부동산 취득에 대해서 취득세를 3배 초과하는 문제이었다.<sup>9)</sup> 이 문제를 해소시켜주는 차원에서 오피스빌딩을 소유한 기업이 보유 부동산을 현물로 출자하여 설립한 자회사에게 취득 및 등록세의 증가를 피할 수 있게 해주었다. 이렇게 되자 1999년과 2000년에 이루어진 외국계 자본의 오피스빌딩 매입사례들이 이

방식을 활용하게 되었다. 네델란드계 로담코 펀드가 현대중공업 사옥 매입 사례에서 이 방식을 처음 도입하였으며 2000년에는 GIC, 모건스탠리, 골드만삭스, GRA 등 대부분의 외국계 자본들이 이를 본격적으로 활용하게 되었다.

1998년 기업구조조정을 촉진시키기 위해서 자산유동화에 관한 법률이 도입되었고 기업구조조정 대상 기업들의 보유 부동산을 유동화할 경우 취득 및 등록세, 양도소득세 등에 혜택을 부여하였지만 외국계 자본은 사모 ABS 방식을 활용할 수 없었는데, 그 이유는 2000년 1/4분기까지는 ABS를 공모로만 발행하도록 규제했기 때문이다. 만약 ABS가 공모로 발행되면 오피스빌딩의 최종 매수자가 ABS의 후순위채권을 매수할 수 있다는 보장이 없고 공모에 따른 비용 부담이 적지 않기 때문에 외국계 자본들이 사모 ABS방식을 활용하지 않은 것으로 보인다. 하지만 금융감독기관이 2000년 1/4분기에 사모로 ABS의 발행을 허용하면서 세제 혜택, 위험관리, 우발채무 회피 등과 같은 측면에서 직접매입방식과 자회사 방식보다는 다소 유리하다고 판단한 외국계 자본들이 사모 ABS 방식을 적극적으로 활용하게 되었다.

골드만삭스가 강남구 서초동에 위치한 논노빌딩(현재 강남 메트로타워)을 매입하면서 이 방식을 활용했는데 이것이 사모 ABS 방식의 시초이다. 즉 ABS법상 특별목적회사(SPC)인 KSO유동화전문회사가 논노빌딩을 매입하고 SPC가 출자지분, 선·후순위채권을 발행하였는데, 이 중에서 출자지분과 후순위채권을 골드만삭스의 보유펀드가 취득하여 논노빌딩에 대한 지배권을 장악한 것이다. 1999년과 2000년에 외국계 자본이 대형 오피스빌딩을 매입하면서 주로 자회사 방식을

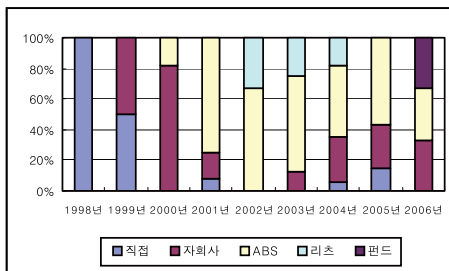
9) 지방세법 제112조 제3항 참조

활용하였다면 2001년부터 2005년까지는 사모 ABS 방식을 주로 이용하였다.

2002년 부동산투자회사제도가 도입되면서 GERE (GE capital real estate)와 같은 일부 외국계 자본들이 기업구조조정부동산투자회사(CR-REITs) 방식을 활용하기 시작하였다. CR-REITs에게는 취득 및 등록세 면제, 일정한 요건을 충족하면 법인세 이중과세 배제 등과 같은 세제 혜택이 부여되어 있다. 또한 일반적인 부동산투자회사에게는 1인당 주식한도가 발행주식총수의 30% 이내인데 비해서 CR-REITs에게는 1인당 소유한도와 같은 규제가 없으며 사모 발행도 가능했다. 따라서 외국계 자본은 오피스 빌딩을 매입한 CR-REITs의 주식을 취득함으로써 오피스빌딩에 대한 지배권을 확보할 수 있게 되었다. 그래서 사모 ABS의 대안으로 CR-REITs 방식이 활용되기 시작하였다.

2004년에는 1998년 이후 도입된 각종 매입 방식인 직접매입방식, 자회사방식, 사모 ABS 방식, CR-REITs 등이 혼재되어 활용되고 있으며 2005

〈그림 6〉 외국계 자본의 오피스 빌딩 매입방식의 변화 추이



주) 직접: 직접매입방식, 자회사: 자회사방식, ABS: 사모 ABS 방식, 리츠: CR-REITs 방식, 펀드: 부동산펀드방식

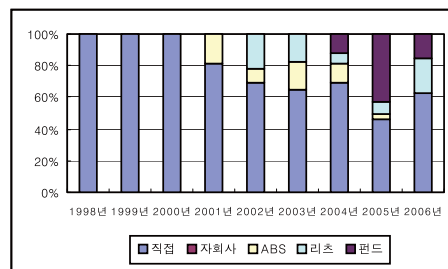
년 이후 2002년 이후 사라진 직접매입방식이 2004-2005년에 다소 늘었지만<sup>10)</sup> 여전히 자회사 방식, 사모 ABS 방식, 부동산펀드방식 등과 같은 증권화방식이 주요 매입방식으로 자리잡았다.

## 2) 국내 자본

1998년부터 2000년까지 국내 자본의 대형 오피스빌딩 매입방식은 그 이전과 동일하게 대부분 직접매입방식을 취하고 있었다. 그러나 외국계 자본들이 새로운 매입방식을 활용하자 이들이 활용하는 방식들이 시차를 두고 국내 자본들이 도입하여 활용되는 모습을 보이고 있다. 예를 들면 2000년 외국계 자본들이 도입한 사모 ABS 방식이 국내 자본에 의해서 2001년부터 2005년까지 활용되었다. 2002년 부동산투자회사법이 도입된 이후에는 국내 자본의 CR-REITs가 오피스빌딩 매입방식 중의 하나로 자리를 잡게 되었다.

또한 2001년 이후 감소추세였던 직접매입방식이 투자목적보다는 사옥 구입의 목적이 늘어나면

〈그림 7〉 국내 자본의 오피스 빌딩 매입방식의 변화 추이



주) 직접: 직접매입방식, 자회사: 자회사방식, ABS: 사모 ABS 방식, 리츠: CR-REITs 방식, 펀드: 부동산펀드방식

10) 1999년 전후로 외국계 자본들이 국내에 진출하기 시작하여 5년 이상이 경과했기 때문에 국내에 진출한 법인이 직접 오피스빌딩을 매입하여도 취득 및 등록세 증가를 피할 수 있다. 그래서 직접매입방식이 다시 출현한 것으로 추정된다.



서 2006년에는 오히려 다소 늘어나고 있다.

## V. 오피스빌딩 매입방식에 대한 분석

외국계 자본의 오피스빌딩 매입방식을 이미 3장에서 분류한 바와 같이 직접매입방식, 자회사방식, 사모 ABS방식, CR-REITs방식, 부동산펀드방식으로 나누어서 다양한 각도, 예를 들면 법적 근거, 거래의 특징(거래대상, 매수주체, 계약형태, 권리확보방법 등), 조세 측면, 현금흐름 측면, 위험관리 측면, 자금조달 측면 등으로 나누어서 비교분석하였다.

### 1. 법적 근거와 거래의 특징

오피스빌딩 매입방식들의 법적 근거를 보면, 직접매입방식과 자회사방식의 경우 일반적인 기업관련 법률인 상법에 법적 근거를 두고 있다. 사모 ABS방식, CR-REITs방식과 부동산펀드방식은 모두 증권화 방식을 취하고 있으며 각각 증권화관련 법률에 그 근거를 두고 있다. 즉 사모 ABS방식의 법적 근거는 자산유동화에 관한 법률, CR-REITs는 부동산투자회사법 그리고 부동산펀드는 간접투자자산운용업법에 근거를 두고 있다.

그리고 오피스빌딩 매입방식들을 거래대상 측면에서 살펴보면, 자회사방식 이외 나머지 방식들은 모두 오피스 빌딩을 거래대상으로 삼고 있으며 자회사방식의 경우만 주식을 거래한다. 그렇기 때문에 자회사 방식의 경우 매매당사자간에

주식양수도계약을 체결하고 나머지는 자산양수도 계약을 맺게 된다.

매수주체의 법적 실체로 본다면 직접매입방식과 자회사방식의 매수주체는 상법상의 주식회사이다. 두 방식의 매수주체가 주식회사로 동일하지만 직접매입방식이 직접적으로 오피스빌딩을 매입하여 보유하는 형태라면 자회사 방식은 최종 매수자의 지배하에 있는 자회사가 부동산을 매입하는 차이가 있다. 한편 사모 ABS방식의 경우 법적 실체는 상법상의 유한회사이고 자산유동화에 관한 법률에 의거한 SPC의 성격을 지닌 투자도관체이다. CR-REITs 방식의 경우 법적 실체는 주식회사 형태이지만 부동산투자회사법에 의거한 투자도관체이고 부동산펀드 방식의 경우에도 간접투자자산운용업법에 의거한 부동산간접투자구가 매수주체이고 이의 법적 형태는 회사형과 신탁형 모두 가능하며 투자도관체의 기능을 한다.

최종적인 매수자가 매수 대상인 오피스빌딩에 대한 실질적인 권리를 확보하는 방법에서 오피스빌딩 매입방식별로 다소 차이를 보이고 있다. 직접매입방식의 경우 최종매수자 자신의 명의로 부동산등기부에 등재하여 배타적인 권리를 확보한다. 자회사방식, CR-REITs방식 그리고 부동산 펀드방식의 경우에는 최종매수자가 투자도관체의 발행주식총수의 51% 이상을 확보하면 해당 오피스빌딩에 대한 지배권을 행사할 수 있지만 대부분의 외국계 자본들은 오피스빌딩을 배타적으로 확보하기 위해서 이들의 주식 또는 신탁수익권증서를 거의 100%에 가깝게 보유하고 있다. 신탁형 부동산펀드방식도 이와 유사하게 신탁의 수익권증서를 확보하면 해당 오피스빌딩의 권리를 확보할 수 있다. 하지만 사모 ABS 방식의 경우, 오피스빌딩에 대한 지배권을 장악하기 위해서 유동

(표 4) 매입방식별 법적 근거와 거래의 특징 비교

구분	법적 근거	거래의 특징				
		거래대상	매수주체	계약형태	권리확보	
직접매입	상법	오피스 빌딩	주식회사 또는 개인	자산 양수도계약	부동산 등기부에 등재	
자회사		주식	주식회사(자회사)	주식 양수도계약	발행주식수의 51% 이상 보유	
현물출자한 자회사		주식	주식회사(자회사)	주식 양수도계약	발행주식수의 51% 이상 보유	
증권화	사모 ABS	자산유동화에 관한 법률	오피스 빌딩	SPC (유한회사)	자산 양수도계약	SPC의 출자지분 + 후순위 채권
	CR-REITs	부동산투자회사법	오피스 빌딩	부동산투자회사 (주식회사)	자산 양수도계약	CR-REITs 발행 주식수의 51% 이상 보유
	부동산펀드	간접투자자산 운용업법	오피스 빌딩	부동산간접투자기구 (회사형, 신탁형)	자산 양수도계약	부동산간접투자기구의 신탁증서 또는 지분

화 전문회사인 SPC의 출자지분과 후순위채권을 동시에 보유하는 형태를 띠고 있다.

## 2. 조세측면

국내에 진출한 외국계 자본이 수도권 지역 오피스빌딩을 직접 매입할 경우 대부분 설립 후 5년이 미경과한 법인이기 때문에 일반적인 취득 및 등록세보다 3배를 납부하게 되어 예상 투자 수익률에 악영향을 끼친다. 이 문제를 해결하는 과정에서 외국계 자본들이 국내 법무법인과 회계법인을 동원하여 새로운 오피스빌딩 매입방식을 개발하게 되었다. 오피스빌딩 매입방식이 변화하게 된 주요요인의 하나가 바로 조세부담의 회피에 있기 때문에 오피스빌딩 매입방식별로 매도자의 양도소득세, 매수자의 취득세, 보유세, 양도소득세, 법인세 등을 비교하였다.

첫째, 특정 매도자에게 별도의 세제 혜택이 부

여되어 있지 않는 한 매도자의 양도소득세는 오피스빌딩 매입방식과 관계없이 모두 동일하다.

둘째, 직접매입방식과 자회사방식 중 휴면법인을 이용할 경우 매수자가 부담하는 취득세는 일반적인 경우의 조세부담과 차이가 없다. 즉 매수자는 과세표준의 2%에 해당하는 취득세, 취득세의 10%에 해당하는 농어촌특별세, 과세표준의 3%에 해당하는 등록세 그리고 등록세의 20%에 해당하는 지방 교육세를 납부해야 한다.<sup>11)</sup> 그에 비해서 현물출자로 설립된 자회사 방식의 경우에는 자회사가 오피스빌딩을 취득하지 않고 현물출자를 했기 때문에 등록세가 부과되지 않는다. 하지만 부동산 보유법인인 자회사의 과점주주에게는 간주 취득세가 발생된다. 이는 일반적인 취득세의 과세와 다르지 않다.<sup>12)</sup>

기업구조조정을 촉진하는 차원에서 자산유동화에 관한 법의 SPC와 부동산투자회사법의 CR-REITs에게 취득 및 등록세의 부과가 면제되지만

11) 지방교육세의 부과 근거는 지방세법 제260조의 3항을 참조

감면세액에 대한 20%인 농어촌특별세는 납부해야 한다. 하지만 투자 대상이 기업구조조정부동산으로만 제약되어있지 않은 부동산 펀드 방식에게는 사모 ABS와 CR-REITs 방식과 동일한 혜택을 부여하지 않고 취득 및 등록세의 50%만을 감면해주고 있다.<sup>13)</sup>

오피스빌딩 매입방식별 취득세 부담을 종합적으로 정리하면 직접매입방식과 설립 후 5년경과 휴면법인 자회사방식에 부과되는 취득 및 등록세의 부담은 대략 과세표준의 5.8%이고 현물출자 자회사방식의 취득 및 등록세 부담은 과세표

준의 2.2% 정도이다. 그리고 사모 ABS와 CR-REITs 방식에 부과되는 취득 및 등록세의 부담은 과세표준의 1% 가량이고 부동산펀드방식의 부담은 대략 과세표준의 2.9%이다. 따라서 오피스빌딩 매입방식별 취득 및 등록세 부담은 직접매입방식과 휴면법인 자회사방식, 부동산펀드방식, 현물출자 자회사 방식 그리고 사모 ABS와 CR-REITs 방식 순으로 크다.

셋째, 보유세 부담은 오피스빌딩 매입방식 간에 거의 차이가 없다. 단지 최종매수자가 자회사 방식을 통해서 오피스빌딩을 매입하고 이 빌딩을

〈표 5〉 매입방식별 조세 부담의 비교

구분	매도자	매수자			
		취득	보유	매각	법인세
직접매입	부동산 양도차익에 대한 소득세 부담	취득세(표준세율의 2%), 농어촌특별세(취득세의 10%), 등록세(표준세율의 3%) 지방교육세(등록세의 20%)	재산세, 종합부동산세	양도차익에 대한 법인세 부담	법인세 부담
자회사	5년 휴면법인	상동	상동 재산세, 종합부동산세 (내부임대차 거래)	상동	법인세부담
	현물출자 자회사	상동		상동	법인세 부담
증권화	사모 ABS	상동	상동 재산세, 종합부동산세	양도소득의 50% 감면	배당가능이익의 90% 이상 배당시법인세 면제
	CR-REITs				
	부동산 펀드			취득세(조특법120조 4항 2호) 및 등록세(조특법 119조 6항 2호) 50% 감면, 3배 초과 배제(지방세법 제112조 제3항)	법인세법 적용

12) 수도권 지역의 설립 5년 이내 법인의 과점주주에게 간주취득세를 부과하여 부과할 수 있는지를 살펴본 결과 법인이 과점주주인 경우에는 지방세 부과세를 적용할 수 없는 것으로 판결된 전례가 있다(고법 98누12392. 1999. 6. 2)

13) 취득세(조세특례제한법120조 4항 2호) 및 등록세(조세특례제한법 119조 6항 2호)를 50% 감면하고 수도권 설립 5년 이내 법인에게 부과되는 취득세 3배 초과를 배제한다.

제3자에게 임대료를 하지 않고 자신이 임차를 한 경우에는 간주임대료를 부담해야한다. 만일 투자 목적이려면 이런 차이가 존재하지 않을 것이다.<sup>14)</sup>

넷째, 오피스빌딩을 매수한 자가 개인인 경우 오피스빌딩 양도차익이 발생한 때에 우선 예정신고를 하고 다음 해 5월31일까지 확정 신고를 해야 한다. 하지만 법인인 경우에는 양도소득을 법인의 익금으로 처리하여 법인세를 납부하여야 한다. 직접매입방식의 경우 매수주체가 법인인 경우가 많으므로 양도차익은 법인의 익금으로 처리하고 법인세를 납부하면 된다. 휴면법인 형태의 자회사와 현물출자 자회사 모두 법인이므로 직접매입방식과 동일하게 처리된다. 하지만 사모 ABS 방식과 CR-REITs 방식은 둘 다 양도차익에 대해서 50%를 감면시켜주고 있다.<sup>15)</sup> 또한 신탁형 부동산펀드방식의 경우 오피스빌딩 양도차익이 투자신탁에 귀속되지만 투자신탁이 납세주체가 아니므로 투자신탁 단계에서 과세되지 않고 투자자에게 당해 소득이 이전된 후에 배당소득 또는 이자소득의 형태로 과세된다.

끝으로 직접매입방식과 자회사 방식의 경우 오피스빌딩에서 발생하는 소득에 대해서 법인세를 납부해야하나 증권화 방식의 경우 투자도관체가 실체가 없는 페이퍼 회사이므로 배당가능이익의 90% 이상을 배당하는 경우 법인세가 부과되지 않는다.<sup>16)</sup>

### 3. 현금흐름 측면

오피스빌딩 매입방식별 현금흐름에 대한 분석은 주로 유상열·서후석(2003)의 연구를 토대로 기술되었다.<sup>17)</sup> 그러나 이 연구에서는 직접매입방식, 자회사방식, 사모 ABS방식의 현금흐름에 대해서만 추정되어있고 CR-REITs와 부동산펀드 방식에 대해서는 연구가 이루어지지 않았다. 그래서 본 연구에서는 앞의 연구의 연장선상에서 두 가지 방식의 현금흐름을 추가로 추정하였다.

오피스빌딩 매입방식별 현금흐름을 서로 동등한 조건에서 비교 분석하기 위하여 1) 취득 및 등록세의 세율은 2%와 3%이며 과세표준은 일반과세자로 처리, 2) 감가상각의 차이는 없음, 3) 법인의 한계세율은 동일함, 4) 임대료, 관리비용은 매년 일정하며 모든 법인에 동일함, 5) 매수인은 부동산을 처분하지 않고 보유함, 6) 매도자와 매수자는 부가가치세법 상 일반과세자 등과 같은 기본 가정을 적용하여 현금흐름을 추정하였다.

그렇지만 자회사방식에는 앞의 기본공통가정 이외에 1) 현물출자와 관련된 취득 및 등록세 매수자 부담, 2) 자회사의 부채는 없음, 3) 자회사의 세후순이익은 모두 모회사에 배당됨, 4) 휴면법인의 매입비용 또는 자회사의 법인 설립 및 부동산 취득과 관련된 인지세, 제수수료와 국공채

14) 간주임대료 = 임대보증금의 적수 × 이자율(4.2%)(부가가치세법 시행령 제49조의 2조 1항)

15) 조세특례제한법 제119조와 제120조 참조

16) SPC가 배당가능이익의 90% 이상을 배당하는 경우 그 금액을 소득금액에서 공제하도록 규정하고 있다(법인세법 제51조의 2). 그러나 회사형 부동산펀드의 경우 부동산을 처분하고 받은 양도소득에 대해서는 법인세이외에 추가로 양도소득에 대한 세액을 납부하도록 하는 ‘토지 등 양도소득에 대한 과세특례’ 규정을 적용받게 된다(법인세법 제55조의 21).

17) 유상열·서후석(2003), pp.151-167 참조

(표 6) 매입방식별 현금흐름의 비교

구분	가정	현금흐름	
		매도자	매수자
기본 공통 가정	1) 취득 및 등록세의 세율은 2%와 3%이며 과세표준은 일반과세자 2) 감가상각의 차이는 없음. 3) 법인의 한계세율은 동일함. 4) 임대료, 관리비용은 매년 일정하며 모든 법인에 동일함. 5) 매수인은 부동산을 처분하지 않고 보유함. 6) 매도자와 매수자는 부가가치세법 상 일반과세자임.		
직접매입 (A)	- 기본 공통 가정과 동일함.		$PV [(Dd + O) \times t_2 - O] - SV \times (1+5.8\%)$ 단 $Dd = SV \times (1+5.8\%) \times r \times 1/n$
자 회 사 (B)	5년 휴면 법인 1) 현물출자 취득 및 등록세 매수자 부담 2) 자회사의 부채는 없음. 3) 자회사의 세후순이익은 모두 모회사에 배당됨. 4) 자회사의 매입 또는 자회사의 법인 설립 및 부동산 취득과 관련된 인지세, 제수수료, 국공채매입비용 등은 무시함.		$PV [(R-O-Ds) \times t_2 + (-R + 2 \times O + 2 \times Dd) \times t_2 - O] - (SV + BV \times 8\%)$ ,
증 권 화	사모 ABS (C)	1) 자산유동화에 관한 법률에 따라서 유동화 2) 자산유동화는 유동화전문회사를 이용함. 3) SPC 출자금은 전부 매수자 부담 4) SPC의 순이익은 최종 매수자에게 배당 5) 자산유동화에 따른 신용평가, 자산관리, 업무위탁 등의 부대비용은 무시함.	$SV \pm E \times t_1$ $PV [(O+I+Dp) \times t - (O+I)] - SV \times 1\%$
	CR-REITs (D)	상동	상동
	부동산 펀드 (E)	상동	$PV [(O+I+Dd) \times t - (O+I)] - SV \times 3\%$
구분		차이	
방식 간 차이	B-A	$PV [(R-O-Ds) \times t_2 + (R - O - 2 \times Ds + Dd) \times t_2] + SV \times 5.8\% - BV \times 8\%$ $= PV [-(R-O-D) \times (1-t) \times t] + SV \times 5.8\% - BV \times 8\%$ (단 $Ds = Dd$ ) $= E \times 5.8\% - BV \times 2.2\%$ [단, $-(R-O-D) \times (1-t) \times t = 0$ ]	
	C-A	$PV [-I + (Dp - Dd + I) \times t] + SV \times (1+4.8\%)$ $= PV [-I \times (1-t)] + SV \times (1+4.8\%)$ [단 $Dp = Dd$ ]	
	D-A	$PV [-I + (Dp - Dd + I) \times t] + SV \times (1+4.8\%)$	
	E-A	$PV [-I + (Dp - Dd + I) \times t] + SV \times (1+2.8\%)$	

주1) 유상열·서후석(2003), pp.151-167에서 요약 정리함. CR-REITs와 부동산펀드는 앞의 논문에 기초하여 현금흐름을 추정하였음.

주2) SV: 부동산 매매가액, BV: 부동산 장부가액, E: 양도차익(=SV-BV), t<sub>1</sub>: 매도자의 한계세율, PV: 현재가치, Dd: 건물의 감가상각비, O: 부동산 관리비용, t<sub>2</sub>: 매수자의 한계세율, R: 임대료, I: 이자비용

매입비용 무시 등을 추가적으로 가정한 후에 현금흐름을 산출하였다. 그리고 증권화방식의 경우에는 1) 각각의 증권화관련 법률에 따름, 2) 유동화전문회사, 부동산투자회사, 부동산간접투자지구 등과 같은 투자도관체를 이용함, 3) 투자도관체의 출자금은 전부 매수자 부담, 4) 투자도관체의 순이익은 최종 매수자에게 배당, 5) 증권화에 따른 신용평가, 자산관리, 업무위탁 등의 부대비용은 무시 등을 전제조건으로 현금흐름을 산정하였다.

이런 가정들을 토대로 하여 오피스빌딩 매입 방식별로 매도자와 매수자의 현금흐름을 추정한 결과가 <표 5>다. <표 5>를 보면 매도자의 현금흐름은 오피스빌딩 매입방식별로 차이가 없지만 매수자의 현금흐름은 매입방식별로 다르다. 이들 현금흐름간의 차이를 파악하기 위해서 직접매입 방식과 다른 방식간의 차이를 주로 분석하였다.

첫째, 자회사방식과 직접매입방식의 현금흐름 차이가 (+)를 갖는다면 매수자가 자회사방식을 선택할 것이다. 자회사의 세후순이익을 매수자에게 모두 배당하는 것으로 가정했기 때문에 모회사인 매수자가 동일한 소득에 대해서 다시 법인세를 부담하게 된다. 이런 현상은 자회사 방식에는 법인세 이중과세 경감제도가 없기에 때문에 발생된 것이다. 만일 이 법인세가 무시할 정도로 적다면 최종적인 차액은 처분이익이 많이 발생할 수록 직접매입방식보다는 자회사방식이 유리함을 알 수 있다.

둘째, SPC가 세후순이익을 전부 배당하면 법인세 부담이 없기 때문에 자회사 방식과 같은 이중과세 문제가 발생되지 않는다. 직접매입방식에서는 초기에 오피스빌딩 취득에 따른 자금과 취득 및 등록세 등이 발생하나 SPC는 부동산 취득

에 소요되는 자금을 ABS로 충당하기 때문에 현금흐름 측면에서 사모 ABS방식이 직접매입방식보다 유리하다.

셋째, CR-REITs방식의 현금흐름은 사모 ABS 방식과 차이가 없다. 그래서 직접매입방식과의 차이도 동일하다.

넷째, 부동산펀드방식의 현금흐름은 사모 ABS 방식과 CR-REITs방식의 현금흐름과 조금 차이가 난다. 이 차이는 오피스빌딩 매입방식간의 취득 및 등록세의 부담 차이이다.

결론적으로 현금흐름 분석측면에서 직접매입 방식보다는 자회사방식이 그리고 자회사 방식보다는 증권화방식이 더 우수하다는 사실을 확인할 수 있었다. 증권화방식 중에서는 사모 ABS방식과 CR-REITs방식이 부동산펀드방식보다는 현금흐름이 우량한 것으로 분석되었다.

#### 4. 위험관리 측면

직접매입방식은 최종투자자가 자신의 명의로 오피스 빌딩을 매입하기 때문에 최종매수자가 오피스빌딩 매입에 따른 위험을 감당해야 한다. 오피스빌딩의 구입을 위해서 차입한 대출금으로 인한 레버리지 위험, 이자율 변동 위험, 오피스 빌딩 임대료와 매매가격 변동에 따른 위험 등이 최종 매수자에게 귀속된다.

그렇지만 자회사 방식, 사모 ABS방식, CR-REITs 방식과 부동산펀드방식은 모두 최종매수자가 아닌 자회사와 투자도관체가 오피스 빌딩을 매입하기 때문에 최종매수자와 자회사간 그리고 최종매수자와 투자도관체간에 법적 실체가 분리되어 있다. 그래서 최종매수자가 대출금융기관에게 별도의 보증을 제공하지 않는 한 양자 간에는

신용분리(credit remote)가 되어서 최종 매수자의 입장에서는 자회사와 투자도관체의 위험이 지분 투자의 범위로 제한된다.

자회사 방식의 경우는 증권화방식과 다르게 실체가 있는 회사이기 때문에 최종매수자의 자회사 지분이 일정 수준 이상이면 두 회사 간에는 연결재무제표가 작성되어야 한다. 따라서 자회사의 재무상황이 최종매수자의 투자자들에게 그대로 노출된다는 문제점이 있다. 그에 비해서 증권화 방식은 최종매수자와 투자도관체간의 신용분리가 명확하게 이루어지기 때문에 위험관리면에 직접매입방식과 자회사방식에 비해서 좋다. 결론적으로 위험관리 측면에서 보면 증권화방식이 자회사방식과 직접매입방식보다 우위에 있는 것으로 판단된다.

### 5. 자금조달 측면

직접매입방식에서는 매수자가 자신의 내부 유보자금을 활용하거나 금융기관으로부터 대출을

받아서 오피스빌딩의 매입에 필요한 재원을 조달할 수 있다. 이 때 자금조달의 규모와 조건은 매수자의 신용, 오피스빌딩의 운영업소득, 평가가치 등에 의해서 결정된다. 하지만 자회사 방식의 경우 최종매수자의 신용과 관계없이 보유한 오피스빌딩 그 자체의 운영업소득과 평가가치에 기초하여 금융기관으로부터 대출을 받게 되고 나머지는 주식 발행을 통해서 자금을 조달해야 한다. 이 경우 자기자본은 당연히 최종투자자의 자금으로 충당되어야 할 것이다.

증권화방식 중 사모 ABS방식은 출자지분, 선·후순위채권 등을 통하여 자금을 조달할 수 있는데, 그 중에서 출자지분과 후순위채권은 최종매수자가 부담하고 선순위채권은 금융기관 등에 매각하여 자금을 조달하게 된다. CR-REITs 방식과 부동산펀드방식의 경우에는 금융기관으로부터 오피스빌딩의 운영업소득과 평가가치에 기초하여 대출을 받고 주식은 최종매수자에게 매각하게 된다. 만일 최종매수자가 주식 매각을 통해서 자금을 조달해야할 상황이면 이 주식을 사모 또는 공

〈표 7〉 매입방식별 위험관리와 자금조달방안의 비교

구분	위험관리	자금조달
직접매입	부동산 투자에 따른 위험을 전적으로 부담	내부 자금이나 최종매수자 명의로 타인자본 조달
자회사	5년 휴면 법인	자회사의 자기자본은 최종매수자가 매입하고 타인자본은 자회사 명의로 조달(최종매수자의 신용제공하지 않음)
	현물출자 자회사	
증권화	사모 ABS	최종매수자와 유한회사간의 신용분리(대출 입보 제공하지 않을 경우)
	CR-REITs	최종매수자와 부동산투자회사간의 신용분리(대출 입보 제공하지 않을 경우)
	부동산펀드	최종매수자와 부동산간접투자기구(부동산집합투자기구)간의 신용분리(대출 입보 제공하지 않을 경우)
		출자지분 매각, 선후순위 채권의 매각
		주식 매각(공모, 사모 가능), CR-REITs 명의로 타인자본 조달
		주식 매각(공모, 사모 가능), 부동산펀드 명의로 타인자본 조달



모하여 자금을 조달할 수 있을 것이다.

## VI. 결론

지난 9년간 대형 오피스빌딩의 매매사례들을 조사하여 대형 오피스빌딩 자산시장의 흐름과 외국계 자본의 오피스빌딩 매입방식을 살펴본 결과 다음과 같은 결론에 이를 수 있었다.

자산시장의 흐름에 대해서 살펴보면, 외국계 자본의 대형 오피스빌딩의 매입규모보다는 국내 자본의 매입규모가 더 큰 편이지만, 외국계 자본이 프라이머리 오피스빌딩들을 주로 매입하여 시장에 끼치는 영향은 여전히 큰 편이다. 이들 외국계 자본은 물론 국내 자본의 오피스빌딩 매수 세력들도 사옥을 구입하는 기업들에서 투자목적의 국내의 펀드들로 바뀌고 있다.

그리고 외국계 자본의 오피스빌딩 매입방식에 대해서 분석한 결과, 외국계 자본의 오피스빌딩 매입방식이 직접매입방식에서 자회사방식을 거쳐서 증권화방식으로 바뀌고 있으며 국내 자본들도 시차를 두고 비슷하게 바뀌고 있지만 여전히 직접매입방식이 주종을 이루고 있는 것으로 분석되었다. 조세측면, 위험관리측면, 자금조달 측면 등 여러 가지 측면에서 오피스빌딩 매입방식을 비교 분석한 결과 다음과 같았다.

1) 오피스빌딩 매입방식별 취득 및 등록세 부담은 직접매입방식과 휴면법인 자회사방식, 부동산펀드방식, 현물출자 자회사 방식, 사모 ABS와 CR-REITs방식 순으로 크다.

2) 직접매입방식과 자회사방식의 경우 양도차익을 법인에 익금 산입하고 법인세를 부담해야하지만 증권화방식은 배당가능이익의 90% 이상을

배당하면 법인세 과세를 피할 수 있다는 점에서 차이를 보이고 있다.

3) 현금흐름 분석측면에서 직접매입방식보다는 자회사방식이 그리고 자회사 방식보다는 증권화방식이 더 우수하다는 사실을 확인할 수 있었다. 증권화방식 중에서는 사모 ABS방식과 CR-REIT 방식이 부동산펀드방식보다는 현금흐름이 우량한 것으로 분석되었다.

4) 증권화 방식은 최종매수자와 투자도관체간의 신용분리가 명확하게 이루어지기 때문에 위험관리측면에 직접매입방식과 자회사방식에 비해서 좋다.

5) 직접매입방식과 자회사방식보다는 증권화방식이 훨씬 다양한 자금조달방법을 활용할 수 있으며 사모 ABS방식보다는 CR-REIT방식과 부동산펀드방식이 사모는 물론 공모로도 자금을 조달할 수 있어서 좀 더 우위에 있는 것으로 보인다.

6) 조세 부담을 제외한 기타비용의 지출 측면에서 본다면, 직접매입방식의 기타비용이 자회사방식과 증권화방식보다 적다. 자회사 방식의 기타 비용이 증권화방식보다 많이 소요된다.

7) 외국계 자본의 대형 오피스빌딩 매입방식에 대한 종합적인 분석 결과 직접매입방식과 자회사방식보다는 증권화방식이 향후 오피스빌딩 매입방식의 주종을 이룰 것으로 예상된다.

8) 투자목적으로 오피스빌딩을 매입하는 국내 외 펀드들은 물론 사옥 목적으로 오피스빌딩을 구입하는 기업들도 증권화 방식을 활용할 가능성이 높아 보인다.

끝으로 본 연구에 활용된 오피스빌딩 매매자료는 공신력이 있는 기관에서 조사된 것이 아니므로 어느 정도 자료상의 한계가 있을 수 있고 오피스빌딩 매입방식별 현금흐름은 전제된 가정

에 따라서 달라질 수 있다. 이런 연구의 한계에  
서 불구하고 오피스빌딩 자산시장의 실체를 조금  
이라도 규명했다는 점에서 어느 정도 연구의 의  
의가 있다고 볼 수 있다. 향후 거래 자료에 기초  
한 자본환원율의 산정, 매도자와 매수자의 성향  
분석, 자금조달 방식의 차이 분석 등 좀 더 심도  
가 깊은 오피스 빌딩 자산시장의 연구가 이루어  
져야 할 것이다.

접 수 일 : 2007년 11 월 20 일

심사완료일 : 2007년 12 월 14 일

## 참고문헌

1. 김병욱외 1인, “서울 오피스시장의 임대료 지수 개발에 관한 연구”, 국토계획, 제37권 제4호, 대한국토도시계획학회, 2002, pp.109-122.
2. 김용창외 3인, 「부동산 시장정보 분석모형 구축방안」, 삼성에버랜드, 2000
3. 박종민, “오피스 임대료 지수모형 개발에 관한 연구”, 단국대학교 대학원 석사학위논문, 2003
4. 손영철, “부동산펀드 세제”, 자산운용협회, 2006
5. 서후석, “서울지역 대형 오피스빌딩 시장규모의 추정에 관한 연구”, 「부동산학보」, 제18집, 한국부동산학회, 200
6. 양승철, 「부동산 위험분석 모형 구축방안」, 한국감정평가연구원, 2003
7. 유상열·서후석, “법인의 사업용 부동산 양도 방식과 현금흐름 분석”, 「산업경영연구」 Vol. 4, 명지전문대학 산업연구소, pp. 151-167, 2003
8. 이동준, “외국계 자본의 국내 오피스빌딩 투자방식에 관한 연구 - 매입방식 현황과 사례 연구를 중심으로”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문, 2004
9. 정태식, “외국인들의 국내 부동산 투자활동에 관한 연구”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문, 2003
10. 알투코리아부동산투자자문(주), 「오피스 마켓 리포트」, 각호
11. (주)샘스, 「오피스 마켓 인덱스 리포트」, 각호

12. (주)신영에셋, 「오피스 마켓 리포트」, 각호