

# 부동산 등 프로젝트금융투자회사(PFV)에 대한 해외 규제사례 분석

오문성·김성환·조용혁



법제분석지원 연구 13-25-⑤

신청기관: 국회입법조사처

# 부동산 등 프로젝트금융투자회사(PFV)에 대한 해외 규제사례 분석

오 문 성 · 김 성 환 · 조 용 혁

# 부동산 등 프로젝트금융투자회사(PFV)에 대한 해외 규제사례 분석

Comparative Case Study of Foreign  
Regulations over Project Financing Vehicles

연구자 : 오문성 (한양여자대학교 세무회계과 교수)  
김성환 (한양여자대학교 세무회계과 교수)  
조용혁 (한국법제연구원 법제분석지원실)

2013. 11. 29.



한국법제연구원  
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

## 요약문

### I. 배경 및 목적

- 2001년에 가칭 ‘프로젝트금융투자회사법’의 제정이 추진된 바 있으나 해당기간에 부동산의 가열이 본격화되기 시작하여 국회에 2년간 계류되다가 자동폐기 됨
- 2004년 법인세법의 개정을 통해 법인세법 제51조제2항과 동법 시행령에 의해 프로젝트금융투자회사에 대한 조세감면혜택과 설립 및 운영에 관한 일부 규정을 마련
- 하지만 현재 프로젝트금융투자회사에 대한 관리 및 감독규정은 법인세법과 시행령, 조세특례제한법의 일부 조문에 의지하고 있는 실정임. 이에 따라 프로젝트금융투자회사의 설립 및 운영과정을 전반적이고 통합적으로 관리 및 감독할 수 있는 주체가 불분명함
- 본 연구는 우리나라에서 적용되고 있는 프로젝트금융투자회사에 대한 규제의 내용과 문제점을 살펴보고 외국의 프로젝트금융투자회사 관련 내용을 검토함으로써 프로젝트금융투자회사에 대한 적절한 관리 및 감독방안을 찾아보고자 함

## II. 주요내용

### □ 우리나라의 PFV 규제현황

- 프로젝트 금융투자회사에 대한 현행 규제는 법인세법과 조세특례제한법에 명문화 되어 있으며 다른 부동산 관련 펀드나 간접투자규정과 같이 별도의 법으로 규제되고 있지 않음
- 프로젝트 금융투자회사에 대해서는 법인세법 제51조의2에서 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당할 경우 법인세 과세소득 산정시 이를 공제해 주고 있음
- 회사의 형태는 주식회사 형태이며, 발기설립만이 가능한 명목회사 형태로 직원이나 상근 임원을 둘 수 없고 존립기간은 2년 이상 임
- 별도의 자산관리회사를 두어야하고 자금관리 업무를 위탁하여 운영하여야 함

### □ 국외의 프로젝트금융투자회사 규제현황

- 미국의 경우 프로젝트 금융투자회사에 대한 별도의 법이 존재하는 것은 아니고 프로젝트금융회사의 형태에 따라 회사법의 적용을 받음
- 미국에서 REITs의 경우 과세대상소득의 100분의 90 이상을 배당할 경우 법인세를 면제해 줌
- 일본의 경우에는 부동산 PF나 REITs가 발달되어 있어 프로젝트 금융투자회사에 대한 별도의 법이 존재하지 않음

- 캐나다와 호주의 경우에도 REITs와 부동산 PF가 운영되고 있으며 프로젝트금융투자회사에 대한 별도의 규제가 있지는 않음

#### □ 우리나라 PFV 규제의 문제점

- 우리나라의 경우 특정사안에 대해 개별법에서 규제하는 사례가 많은데 부동산 등 프로젝트금융투자회사의 경우 법인세법에 소득공제 규정만 존재하여 이를 관리·감독할 주체가 불분명함
- 프로젝트금융투자회사가 진행하는 프로젝트에서도 사치성 개발 사업이 다소 존재하며 소득공제 요건의 경우 상법의 규제를 받기 때문에 타 부동산펀드등과 비교할 때 불리함

#### □ 우리나라 프로젝트금융투자회사 규제에 대한 개선방안

- 우리나라의 경우 프로젝트금융투자회사에 대한 개별법을 제정하여 관리 및 감독주체를 명확히 할 필요가 있으며 소득공제 요건의 경우에도 타 부동산펀드 등과 형평성을 맞추는 것이 필요함
- 프로젝트금융투자회사의 최대존속기간을 보완하여 프로젝트금융투자회사가 불필요하게 긴 존속기간을 갖는 것을 제한하고 참여투자자 요건을 보완하여 프로젝트금융투자회사에 대한 자본조달을 용이하게 할 필요가 있음

### Ⅲ. 기대효과

- 국내외 부동산에 대한 프로젝트금융투자회사의 규제를 살펴보고 우리나라 프로젝트금융투자회사 관련 규제에 대한

보완사항을 제시함으로써 프로젝트금융투자회사에 대한 적절한 관리 및 감독이 이루어 질 수 있는 방향을 제시함

▶▶ 주제어 : 프로젝트금융투자회사, 특수목적회사, 리츠, 소득공제, 프로젝트파이낸싱, 부동산투자

---

---

# Abstract

---

---

## I . Background and Purpose of Research

- In 2001, National Assembly had been submitted the draft of ‘Project Financing Vehicles Act’, but the draft had been discarded since the opposition of the stakeholders.
- Since 2004, We have tax deduction for The PFV to solve the double taxation problem between a SPC and their shareholders.
- But we still have difficulties to manage and regulate the PFV because of a weak foundation in regal aspect.
- Purpose of Research
  - This research was conducted reviewing in case of other countries which in legal aspect of PFV and suggest the alternatives to the regulation for the PFV.

## II . Current Legal System and Its Problems

- Korea’s PFV Regulation
  - We don’t have a special and individual law for the PFV such as other real estate funds or indirect investment vehicles.



- We just regulate PFV as a Corporate Tax Act by tax deduction for the dividend. When PFV pays not less than 90/100 of profits available for dividends, such amount can be deducted from the amount for the relevant business year.
- PFV must be a stock company under Commercial Act and should establish no business office, other than the headquarters, and hire no staff member and full-time officer.
- Promoters, directors and auditor must meet the Corporate Restructuring Investment Companies Act.
- PFV has more than 5 billions capital at least and should exist for a limited period of not less than two years.

#### Foreign's PFV Regulation

- In USA, there is no separate act of PFV, so PFV is under controlled by the Commercial Act according to their corporate structures. Beside, when REITs pays not less than 90/100 of profits available for dividends, such amount can be deducted from the amount for the relevant business year.
- In Japan, Canada, and Australia, there is no separate act of PFV because real estate PF or REITs are well developed in capital market of Japan.

Problem of PFV Regulation in Korea

- Although we have many separate act for the some issues, there is just tax deduction article for PFV, so we can not manage and regulate PFV effectively.
- Tax deduction rules are different with other real estate funds and REITs.

### **III. Legal Improvement**

- We need to make separate act of PFV for managing and regulating effectively. And we correct current regulation about PFV's existence period, tax deduction rule.

➤ Key word : PFV, SPC, Tax deduction, REITs, Project Financing, Real Estate

## 목 차

요 약 문 .....	3
Abstract .....	7
제 1 장 서 론 .....	15
제 2 장 프로젝트금융투자회사의 의의 및 유형 .....	19
제 1 절 프로젝트 금융의 정의 .....	19
제 2 절 프로젝트 금융과 특수목적회사를 이용한 부동산 개발의 비교 .....	22
제 3 절 부동산 관련 투자방법의 비교 .....	25
제 3 장 프로젝트금융회사에 대한 현행 규제 .....	29
제 1 절 개 요 .....	29
제 2 절 프로젝트금융투자회사의 영위 사업 .....	31
제 3 절 프로젝트금융투자회사의 설립요건 .....	32
제 4 절 이사의 요건 .....	34
제 5 절 감사의 요건 .....	35
제 6 절 설립자본금과 운영요건 .....	37
제 7 절 조세감면 .....	38
1. 프로젝트금융투자회사에 대한 「법인세법」상 소득공제 .....	38
2. 프로젝트금융투자회사에 대한 「조세특례제한법」상 감면 .....	40
제 4 장 외국의 프로젝트금융회사에 대한 규제 .....	41

제 1 절 미 국 .....	41
1. 부동산 프로젝트 금융의 발전과정 .....	41
2. 부동산 프로젝트 개발회사의 설립형태 .....	44
3. 부동산 프로젝트 금융의 자금 조달구조 .....	48
4. 부동산 프로젝트 개발의 세제혜택 .....	55
제 2 절 일본의 부동산 관련 규제 .....	57
1. 일본의 부동산 관련 규제 사항 .....	57
2. 일본의 부동산 투자에 따른 세제혜택 .....	59
제 3 절 기타 국가의 부동산 관련 규제 .....	61
제 5 장 우리나라의 프로젝트금융투자회사에 대한 규제방안 .....	63
제 1 절 우리나라 프로젝트금융투자회사 규제의 문제점 .....	63
1. 회사의 법적 지위와 감독 .....	63
2. 회사의 영위사업 .....	64
3. 회사의 설립요건 .....	66
4. 설립 자본금과 운영요건 .....	68
5. 조세감면 규정 .....	69
제 2 절 프로젝트금융투자회사 규제에 대한 개선방안 .....	71
1. 회사의 법적 지위와 감독 .....	71
2. 회사의 영위사업 .....	74
3. 회사의 설립요건 .....	75
4. 설립 자본금과 운영요건 .....	76
5. 조세감면 규정 .....	77

제 6 장 결 론 ..... 79

참 고 문 헌 ..... 81

## 제 1 장 서 론

프로젝트금융투자회사란 설비투자, 사회간접시설의 마련, 주택건설, 자원개발 등의 완성에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정사업을 수행할 목적으로 프로젝트를 수행할 회사를 설립하고, 그 프로젝트에서 발생할 미래의 현금수입을 주요 상환재원으로 하여 자금을 조달하고 지원하는 금융기법인 프로젝트금융(Bueno 2013, Kollins et al. 2010, Slivker 2011, Subramanian and Tung 2012)을 수행하기 위해 설립된 명목회사(Paper Company)을 말한다.

우리나라에서는 프로젝트금융(Project Finance)을 활성화하여 고용창출과 경제발전 등에 기여하기 위해 2001년에 가칭 「프로젝트금융투자회사법안」의 제정이 추진된 바 있으나 해당기간에 부동산 가격의 가열이 본격화되기 시작하여 국회에 2년간 계류되다가 자동 폐기된 사례가 있다. 그 후 2004년 「법인세법」의 개정을 통해 동법 제51조의2와 동법 시행령 제86조의2에 따라 프로젝트금융투자회사에 대한 조세감면혜택과 설립·운영에 관한 일부 규정을 마련하였다.

이후 2008년 기획재정부가 프로젝트금융투자회사 등에 대한 조세감면 혜택의 폐지를 시도하였다가 관련업의 반발 등에 의해 이를 취소하였다. 그 이후 조세감면혜택에 대해 취득세 및 등록세 부분에 대해 약간씩 축소하고 있는 형편이다. 2008년 기획재정부가 프로젝트금융투자회사에 대한 조세감면 혜택을 폐지하려한 이유 중 가장 큰 부분은 관리 및 감독이 어렵다는 것이었다. 기획재정부의 주장처럼 현재 프로젝트금융투자회사에 대한 관리 및 감독규정은 「법인세법」과 동법 시행령, 「조세특례제한법」의 일부 조문에 의지하고 있는 실정이다. 이에 따라 프로젝트금융투자회사의 설립 및 운영과정에 대해 전반적이고 통합적으로 관리 및 감독할 수 있는 주체가 불분명하며, 프로젝트

금융투자회사의 입자에서도 세부적인 규정이 미미하여 특정 사안에 대해서는 국세청의 질의 및 회신을 통해 적용하고 있다.

2010년 조사에 따르면 프로젝트금융투자회사가 100개가 넘게 설립되어 있는 것으로 알려져 있다. 특히 최근 용산역세권 국제업무지구 개발사업이 좌초되면서 여러 이해관계자들뿐만 아니라 국가 및 지방자치단체 그리고 국민 모두에서 경제적·비경제적 손실을 안겨주었다. 프로젝트금융투자회사에 대한 적절한 관리 및 감독 주체가 있었다면 용산역세권 개발의 실패사례를 미연에 방지하거나 적절한 해결방법을 수립할 수 있었을 지도 모른다.

이에 본 연구에서는 현재 우리나라에서 적용되고 있는 프로젝트금융투자회사에 대한 규제의 내용과 문제점을 살펴보고 외국의 프로젝트금융투자회사 관련 내용을 검토함으로써 프로젝트금융투자회사에 대한 적절한 관리 및 감독방안을 찾아보고자 한다.

이를 통해 프로젝트금융투자회사에 대한 적절한 관리 및 감독의 방향을 설정할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구의 결과에 따르면 외국의 경우 프로젝트금융투자회사에 대한 별도의 법안으로 규제하기 보다는 회사법 등 관련법의 테두리 안에서 프로젝트금융투자회사를 규제하고 있었다. 이는 외국과 우리나라의 법 제정 및 체계의 차이에서 기인할 문제일 수도 있고, 외국의 경우 우리나라처럼 프로젝트금융투자회사에 대한 별도의 조세혜택을 부여할 필요성을 느끼지 못했기 때문일 수도 있다. 하지만 본 연구에서는 우리나라와 외국의 차이점을 인식하고 우리나라의 법체계 및 제정방법 등을 고려하여 프로젝트금융투자회사에 대한 관리 및 감독방향을 제시하고 있다.

본 연구보고서는 이후 프로젝트금융투자회사의 의의 및 형태, 프로젝트금융투자회사에 대한 우리나라의 규제현황, 외국의 프로젝트금융

투자관련 규제, 우리나라 프로젝트금융투자회사에 대한 관리 및 감독 방법의 문제점과 개선방향을 제시하고 있다.<sup>1)</sup>

---

1) 연구윤리를 위하여 다음의 사항을 밝혀두고자 한다. 본 연구는 오문성(한영여자대학교 세무회계과) 교수와 김성환(한영여자대학교 세무회계과) 교수가 공동으로 집필하였고, 조용혁 박사(한국법제연구원)가 연구진행과정에 대한 행정적 관리를 담당하였다.



## 제 2 장 프로젝트금융투자회사의 의의 및 유형

### 제 1 절 프로젝트 금융의 정의

프로젝트금융(Project Financing)은 장기적으로 높은 수익이 예상되는 대규모사업을 추진하는데 이용되는 금융기법으로서 특정한 프로젝트의 수행을 위해 특수목적회사(Special Purpose Company : SPC)를 설립하여 자금을 조달 및 지원하는 것인데, 일반적으로 도로·항만·철도·관광시설·발전소 등과 같은 사회간접자본시설의 건설에 많이 사용되고 있다.

반면 프로젝트금융투자회사(Project Financing Vehicle : PFV)는 명확한 법적 정의는 부재한 형편인데, 유의할만한 개념은 과거 국회에 제안되었다가 폐기된 「프로젝트금융투자회사법안」에서 찾아볼 수 있다. 이에 따르면 “프로젝트”는 설비투자, 사회간접시설의 마련, 주택건설, 자원개발 등의 완성에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정사업을 말하며, “프로젝트금융”은 프로젝트를 수행할 회사를 설립하고, 그 프로젝트에서 발생할 미래의 현금수입을 주요 상환재원으로 하여 자금을 조달하고 지원하는 금융기법을 말한다. 또한 “프로젝트금융투자회사”는 프로젝트를 수행할 목적으로 업무를 영위하여 그 수익을 주주에 배분하기 위하여 동법에 따라 한시적으로 설립된 회사를 말한다.

현재 프로젝트금융투자회사에 대한 법적 근거는 「법인세법」 제51조의2 제1항 제6호 및 제9호에 규정되어 있다. 「법인세법」 제51조의2는 유동화전문회사 등에 대한 소득공제를 규정한 조문으로서, 제6호에 따르면 「임대주택법」에 따른 특수목적법인 등으로서 ‘임대사업을 목적으로 「임대주택법 시행령」 제14조 제4항 제4호2)의 규정에 따른 요

---

2) 4. 「상법」에 따른 주식회사 또는 유한회사로서 다음 각 목의 요건을 모두 갖춘 회사가. 본점 외의 영업소를 설치하지 않을 것

건을 갖추어 설립된 법인'은 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당한 경우 그 금액을 해당 사업연도의 소득금액에서 공제하도록 하고 있다. 즉, 「법인세법」 제51조의2 제1항 제6호는 PFV에 대한 자세한 규정을 하고 있지 않으며, 오히려 「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호가 좀 더 자세한 내용이 규정하고 있다고 볼 수 있다.

「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호에서는 총 8가지의 내용을 규정하고 있는데 이는 다음과 같다.

첫째, '회사의 자산을 설비투자, 사회간접자본 시설투자, 자원개발, 그 밖에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정사업에 운용하고 그 수익을 주주에게 배분하는 회사일 것'으로 규정하고 있다.

둘째, 본점 외의 영업소를 설치하지 아니하고 직원과 상근하는 임원을 두지 아니할 것으로 규정함으로써, 명목상의 회사(Paper Company)로만 존재할 것을 요구하고 있다.

셋째, 한시적으로 설립된 회사일 것을 요구함과 동시에 2년 이상의 최소 존립기간을 규정하고 있다.

넷째, 「상법」이나 그 밖의 법률의 규정에 따른 주식회사로서 발기설립의 방법으로 설립할 것을 요구하고 있기 때문에 모집설립에 의한 방법을 배제하고 있다.

다섯째, 발기인이 「기업구조조정투자회사법」 제4조 제2항3) 각 호의 어

---

나. 상시 근무하는 임원을 두지 않을 것

다. 직원을 고용하지 않을 것

라. 「법인세법 시행령」 제86조의2제5항제2호에 따른 자산관리회사 또는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제12조에 따라 인가를 받아 설립된 신탁업자에 관련 사무를 위탁할 것

마. 주식을 담보(국민주택기금 융자금에 대한 담보는 제외한다)로 제공하지 않을 것

3) ② 다음 각호의 1에 해당하는 자는 발기인이 될 수 없다.

1. 미성년자·금치산자·한정치산자

2. 파산선고를 받은 자로서 복권되지 아니한 자

3. 금고 이상의 실형의 선고를 받거나 이 법 기타 대통령령이 정하는 금융관련법령(이에 상당하는 외국의 법령을 포함한다. 이하 같다)에 의하여 벌금형 이상의

는 하나에 해당하지 아니하고 대통령령으로 정하는 요건4)을 충족할 것.

여섯째, 이사가 「기업구조조정투자회사법」 제12조5) 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니할 것.

일곱째, 감사는 「기업구조조정투자회사법」 제17조에 적합할 것.6)

마지막으로 자본금 규모, 자산관리업무와 자금관리업무의 위탁 및 설립신고 등에 관하여 대통령령으로 정하는 요건7)을 충족해야 함을 규정하고 있다.

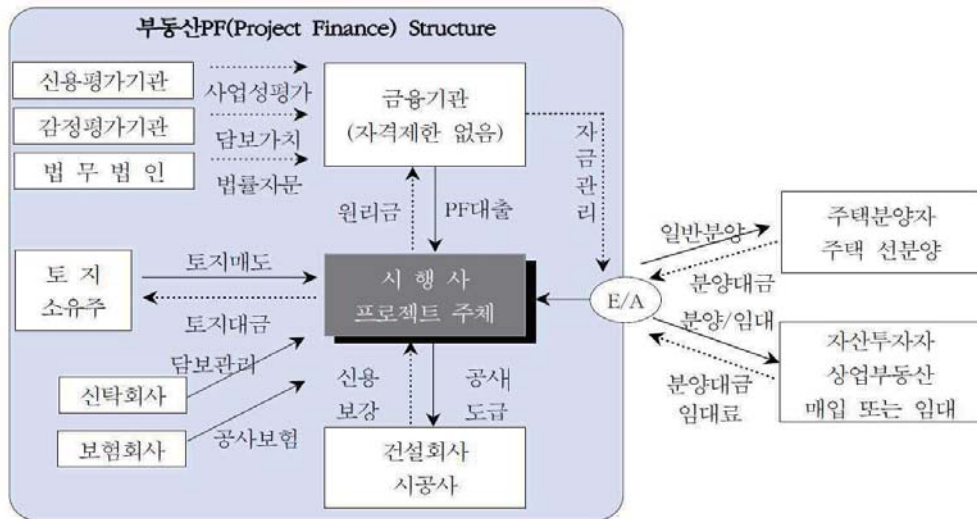
형을 선고받고 그 집행이 종료(집행이 종료된 것으로 보는 경우를 포함한다)되거나 면제된 후 5년이 경과되지 아니한 자

4. 금고 이상의 형의 집행유예의 선고를 받고 그 유예기간중에 있는 자
  5. 이 법 기타 대통령령이 정하는 금융관련법령에 의하여 영업의 허가·인가 또는 등록 등이 취소된 법인 또는 회사의 임·직원이었던 자(그 허가 등의 취소사유의 발생에 관하여 직접 또는 이에 상응하는 책임이 있는 자로서 대통령령이 정하는 자에 한한다)로서 당해 법인 또는 회사에 대한 취소가 있는 날부터 5년이 경과되지 아니한 자
  6. 이 법 기타 대통령령이 정하는 금융관련법령을 위반하여 해임되거나 면직된 후 5년이 경과되지 아니한 자
- 4) ④ 법 제51조의2제1항제9호마목에서 “대통령령으로 정하는 요건”이란 다음 각 호의 요건을 말한다.
1. 발기인 중 1인 이상이 다음 각 목의 어느 하나에 해당할 것
    - 가. 제61조제2항제1호부터 제13호까지 및 제24호의 어느 하나에 해당하는 금융회사 등
    - 나. 「국민연금법」에 의한 국민연금관리공단(「사회기반시설에 대한 민간투자법」 제4조제2호의 규정에 의한 방식으로 민간투자사업을 시행하는 투자회사의 경우에 한한다)
  2. 제1호가목 또는 나목에 해당하는 발기인이 100분의 5(제1호가목 또는 나목에 해당하는 발기인이 다수인 경우에는 이를 합산한다) 이상의 자본금을 출자할 것
- 5) 제12조(이사의 자격) 다음 각호의 1에 해당하는 자는 이사가 될 수 없다.
1. 제4조제2항 각호의 1에 해당하는 자
  2. 자산관리회사의 발행주식총수의 100분의 1 이상의 주식을 소유하고 있는 자(이하 “주요주주”라 한다) 및 대통령령이 정하는 특수관계인
  3. 자산관리회사로부터 계속적으로 보수를 지급받고 있는 자
- 6) 이 경우 “기업구조조정투자회사”는 “회사”로 본다.
- 7) ⑤ 법 제51조의2제1항제9호아목에서 “대통령령으로 정하는 요건”이란 다음 각 호의 요건을 말한다.
1. 자본금이 50억원 이상일 것. 다만, 「사회기반시설에 대한 민간투자법」 제4조제2호의 규정에 의한 방식으로 민간투자사업을 시행하는 투자회사의 경우에는 10억원 이상일 것
  2. 자산관리·운용 및 처분에 관한 업무를 다음 각목의 1에 해당하는 자(이하 이

## 제 2 절 프로젝트 금융과 특수목적회사를 이 용한 부동산 개발의 비교

프로젝트금융투자회사와 운용형태가 유사한 프로젝트 금융이 많은 데 대부분 특수목적회사(SPC)형태로 운영되고 있다. 일반적인 프로젝트파이낸싱을 이용한 부동산 개발 등의 기본구조는 <그림 1>과 같다.

<그림 1> SPC를 활용한 부동산 개발의 구조



자료 : 김진 · 서정렬(2008)

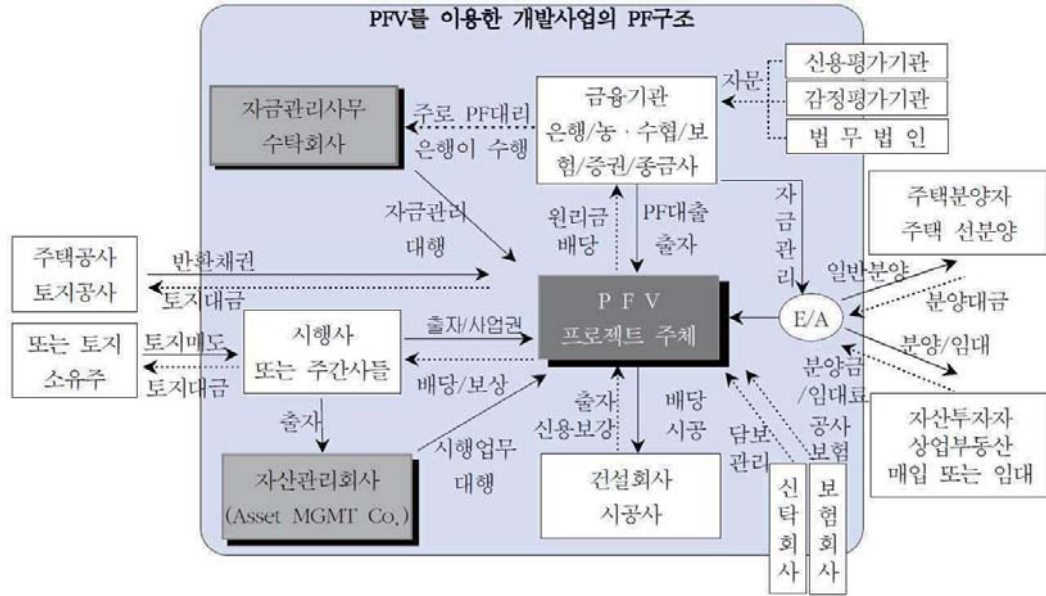
- 조에서 “자산관리회사”라 한다)에게 위탁할 것
- 가. 당해 회사에 출자한 법인
  - 나. 당해 회사에 출자한 자가 단독 또는 공동으로 설립한 법인
3. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 신탁업을 영위하는 금융회사 등 (이하 이 조에서 “자금관리사무수탁회사”라 한다)에 자금관리업무를 위탁할 것
4. 주주가 제4항 각 호의 요건을 갖출 것. 이 경우 “발기인”을 “주주”로 본다.
5. 법인설립등기일부터 2월 이내에 다음 각목의 사항을 기재한 명목회사설립신고서에 기획재정부령이 정하는 서류를 첨부하여 납세지 관할세무서장에게 신고할 것
- 가. 정관의 목적사업
  - 나. 이사 및 감사의 성명·주민등록번호
  - 다. 자산관리회사의 명칭
  - 라. 자금관리사무수탁회사의 명칭
6. 자산관리회사와 자금관리사무수탁회사가 동일인이 아닐 것

SPC는 부동산 등을 개발하거나 기업구조조정을 위해 사업주가 사업을 추진하는데 있어서 별도의 독립적인 회사를 만드는 것으로서, 사업이 규제받는 관련 법규에 따라 세부형태는 달라진다. 그러나 보통의 경우 자산보유자 혹은 프로젝트 사업주와는 법적으로 관계가 끊어진 구조를 취하는 구조가 대부분이다. 부동산개발사업에 있어서 프로젝트 금융을 수행하는 경우 실질적인 차주는 당해 프로젝트를 진행하는 사업주이지만 형식적으로는 SPC를 설립하여 법률상 차주회사의 역할을 수행하도록 한다. 이 경우 프로젝트를 진행하는 사업주의 신용도와 SPC의 신용도가 분리되기 때문에 신용도가 상승하는 효과를 가져와 자금조달 등을 상대적으로 용이하게 할 수 있다. 부동산개발 등에 있어서 SPC를 활용한 프로젝트는 도로·항만 등과 같은 대규모 사회기반시설 건설에서 흔히 사용되고 있고, 민간 부동산개발사업에서도 많이 찾아볼 수 있다.

반면 프로젝트금융투자회사(PFV)는 프로젝트파이낸싱의 일종으로 전체적인 구조는 부동산 프로젝트 파이낸싱의 구조와 유사하다. 프로젝트금융투자회사(PFV)의 기본구조는 <그림 2>와 같다.

프로젝트 파이낸싱을 이용한 부동산개발 사업의 자금구조와 프로젝트금융투자회사(PFV)를 이용한 부동산개발 사업의 자금구조는 대략적으로 유사하다. 다만 프로젝트 파이낸싱의 경우 시행사가 프로젝트의 주체가 되는 경우가 많지만, 프로젝트금융투자회사의 경우 시행사는 프로젝트금융투자회사의 주주로서의 지위를 가지고 있어, 프로젝트에서 발생할 수 있는 위험에 대해 전체를 책임지지 않는다. 즉, 프로젝트가 중도에 사업지연 등으로 인해 중단된 경우에도 시행사는 출자한 지분에 의해 손실을 부담할 뿐이다.

<그림 2> PFV를 활용한 부동산 개발의 일반적인 구조



자료 : 김진·서정렬(2008)

또한 프로젝트 파이낸싱의 경우에는 사업과 관련되어 매입한 토지들을 신탁회사에 맡겨 담보관리를 하는 경우가 많지만, 프로젝트금융투자의 경우 별도의 자산관리회사를 설립하여 프로젝트를 진행해야 한다. 프로젝트파이낸싱의 경우 시행사가 주체가 되기 때문에 업무를 수행할 수 있는 실체가 존재하지만 프로젝트금융투자회사의 경우에는 명목회사(Paper Company)에 불과하기 때문에 프로젝트의 진행을 관리할 직원이나 상근임원이 없기 때문이다.

그리고 프로젝트 파이낸싱의 경우에는 자금관리 또한 프로젝트 주체인 시행사가 수행한다. 이러한 이유로 인하여 간혹 프로젝트 파이낸싱에서는 시행사가 허위나 사기 등 사해행위로 인해 소송에 휘말리는 경우가 발생하기도 한다. 반면 프로젝트금융투자회사에서는 자금관리를 금융기관에 위탁해야하기 때문에 프로젝트를 진행하는데 있어서 자금의 횡령 등으로부터 상대적으로 자유롭다고 할 수 있다.



### 제 3 절 부동산 관련 투자방법의 비교

프로젝트금융에 있어서 프로젝트금융투자회사와 비슷한 형태의 사업구조를 갖는 영역이 많은데, 이중 부동산과 관련된 투자방법의 차이점을 살펴보면 <표 1>과 같다.

<표 1> 부동산 관련 투자방법의 차이

구 분	부동산투자회사 (REITs)	기업구조조정 부동산투자회사 (CR-REITs)	부동산 투자신탁	프로젝트 금융투자회사 (PFV)
근거법	· 부동산투자회사법	· 부동산투자회사법	· 신탁법, 자본시장법 <sup>8)</sup>	· 법인세법
설립인가	· 국토교통부 인가 및 감독	· 국교통부 인가 · 국토교통부/ 금융위 공동 감독	· 금융위 등록 및 감독	· 국세청 신고
영속성여부	· 상법상 실체가 있는 영속적인 주식회사	· 한시적 페이퍼 컴퍼니	· 회사 없음	· 한시적 페이퍼 컴퍼니
자본금	· 500억원	· 500억원	· 없음	· 50억원
주식소유 및 공모	· 1인당 주식소유 한도 10%로 제한 · 설립 시 모집금액의 30% 이상 공모	· 1인당 주식소유 한도에 대한 제한 없음 · 설립 시 일반 공모 규정 배제	· 없음	· 반드시 금융기관 1개 이상이 참여

8) 종전의 「신탁업법」은 2007년 8월 3일 제정된 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따라 2009년 2월 4일 폐지되었으며, 신탁업의 영위근거는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제6조(금융투자업)에서 찾을 수 있다. 즉, 동법 제6조 제1항은 금융투자업을 ‘이익을 얻을 목적으로 계속적이거나 반복적인 방법으로 행하는 행

제 2 장 프로젝트금융투자회사의 의의 및 유형

구 분	부동산투자회사 (REITs)	기업구조조정 부동산투자회사 (CR-REITs)	부동산 투자신탁	프로젝트 금융투자회사 (PFV)
현 물 출 자	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 설립시 현물 출자 불허</li> <li>· 현물 출자는 개발사업 인가 이후 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 설립시 자본금 30% 이내의 범위에서 현물출자 허용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 가능</li> </ul>
투 자 대 상	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 부동산 및 부동산 관련 유가증권</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 부채상환 목적의 구조조정용 부동산</li> <li>· 약정 체결 기업, 법정관리 및 회의 기업의 부동산</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 부동산 및 부동산 관련 유가증권</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· SOC, 주택 개발, 설비 투자 등</li> </ul>
상 장 여 부	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 의무화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 의무화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 불가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 불가</li> </ul>
표 방 증 권	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주식</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주식</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 수익 증권</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주식</li> </ul>
자 산 요 건	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 총자산의 70% 이상을 부동산으로 구성</li> <li>· 총자산의 90% 이상을 부동산, 부동산 관련 유가증권, 현금으로 구성</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 총자산의 70% 이상을 구조조정용 부동산에 투자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 연평균 운용 펀드의 70% 이상을 부동산 및 부동산관련 유가증권에 운용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 없음</li> </ul>
배 당 조 건	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 배당 가능 이익의 90% 이상을 금전 배당</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 임의 배당. 단, 법인세 감면을 위하여 90% 이상 배당</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 표시 이자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 임의 배당. 단, 법인세 감면을 위하여 90% 이상 배당</li> </ul>

위'로서 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업 및 신탁업 중 어느 하나에 해당하는 것으로 규정하고, 동조 제8항은 신탁업을 '신탁을 영업으로 하는 것'으로 규정하고 있다.



구 분	부동산투자회사 (REITs)	기업구조조정 부동산투자회사 (CR-REITs)	부동산 투자신탁	프로젝트 금융투자회사 (PFV)
존 속 기 간	· 무제한	· 정관 기재의무	· 5년 이내	· 2년 이상
자 산 관 리/ 위 탁	· 자기 관리/위 탁 관리	· 일괄 위 탁 관 리	· 은행 및 위 탁 관 리	· AMC 위 탁 관 리

출처 : 김문희, “프로젝트금융투자회사법안 검토보고”, 국회 재정경제위원회, 2001, p27을 수정.

부동산투자회사(REITs : Real Estate Investment Trusts)와 기업구조조정 부동산투자회사(CR-REITs : Corporate Restructuring Real Estate Investment Trusts)는 「부동산투자회사법」의 규제를 받으며 부동산투자신탁은 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」의 규제를 받는데 비해 프로젝트금융투자회사는 「법인세법」의 소득공제 규정을 적용받는다. 이에 따라 부동산투자회사(REITs)와 기업구조조정부동산투자회사(CR-REITs)는 국토교통부에 감독권한이 있고, 부동산투자신탁은 금융위원회의 관리를 받는다. 반면 프로젝트금융회사는 국세청의 관리를 받는다고 할 수 있으나, 소득공제 이외의 사항에 대해서는 사실상 관리 및 감독을 받지 않는다고 보는 편이 타당하다. REITs는 「상법」상 영속적인 회사인데 반해 CR-REITs와 프로젝트금융투자회사는 존립기간이 한시적인 명목회사(Paper Company)의 형태를 취하고 있다.

투자대상으로는 REITs와 부동산투자신탁의 경우 부동산 및 부동산 관련 유가증권이지만 프로젝트금융투자회사의 경우에는 설비투자, 사회간접자본투자, 부동산개발 등 상대적으로 다양하다고 할 수 있다. 법인세 감면조건은 REITs, CR-REITs 그리고 프로젝트금융투자회사 모두 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당하여야 소득공제가 된다. 하지만 부동산투자회사법을 적용받는 REITs와 CR-REITs는 「상법」상

## 제 2 장 프로젝트금융투자회사의 의의 및 유형

이익준비금을 적립하지 않아도 되는데 반해 프로젝트금융투자회사는  
배당시 「상법」상 이익준비금을 적립하여야하는 차이점이 있다.

## 제 3 장 프로젝트금융회사에 대한 현행 규제

### 제 1 절 개 요

프로젝트금융투자회사에 대한 현행 규제는 「법인세법」과 「조세특례제한법」에 명문화되어 있을 뿐, 다른 부동산 관련 PF나 간접투자규정과 같이 별도의 법으로 규제되고 있지는 않다. 하지만 「법인세법」은 프로젝트금융투자회사에 대한 요건 중 많은 내용을 「기업구조조정투자회사법」을 준용하고 있다.

「법인세법」 제51조의2에서는 유동화전문회사 등에 대한 소득공제요건을 명시하고 있는데, 이중 부동산 등 프로젝트금융회사들의 설립요건으로 규정하고 있는 조항은 제51조의2 제1항 제6호와 제9호이다. 제6호에서는 「임대주택법」에 따른 특수목적법인 등으로서 대통령령으로 정하는 법인으로만 규정되어 있어 부동산 등 프로젝트금융투자회사의 설립과 운용에 대한 상세한 내용을 규정하고 있지 않다. 따라서 프로젝트금융회사의 현행 규제의 대부분의 내용은 제51조의2 제1항 제9호에 명시되어 있다고 볼 수 있다.

「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호의 내용은 <표 2>와 같다. 주요 내용을 살펴보면 설비투자, 사회간접자본 시설투자, 자원개발, 그 밖에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정사업이 투자대상이 되며 그 수익을 주주에게 배분하는 「상법」 상의 주식회사의 형태를 갖추어야 한다. 하지만 명목회사 형태의 특수목적회사로써 직원과 상근임원을 둘 수 없다. 회사의 설립방법은 발기설립만이 가능하고 모집설립은 불가능하다. 발기인, 이사 및 감사의 요건에 대해서는 「기업구조조정투자회사법」의 규정을 준용하고 있다.

<표 2> 「법인세법」상 프로젝트금융회사에 대한 소득공제 요건

제51조의2(유동화전문회사 등에 대한 소득공제) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 내국법인이 대통령령으로 정하는 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당한 경우 그 금액은 해당 사업연도의 소득금액에서 공제한다.

1. ~ 8. (생략)

9. 제1호부터 제8호까지와 유사한 투자회사로서 다음 각 목의 요건을 갖춘 법인일 것

가. 회사의 자산을 설비투자, 사회간접자본 시설투자, 자원개발, 그 밖에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정사업에 운용하고 그 수익을 주주에게 배분하는 회사일 것

나. 본점 외의 영업소를 설치하지 아니하고 직원과 상근하는 임원을 두지 아니할 것

다. 한시적으로 설립된 회사로서 존립기간이 2년 이상일 것

라. 「상법」이나 그 밖의 법률의 규정에 따른 주식회사로서 발기설립의 방법으로 설립할 것

마. 발기인이 「기업구조조정투자회사법」 제4조제2항 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하고 대통령령으로 정하는 요건을 충족할 것

바. 이사가 「기업구조조정투자회사법」 제12조 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니할 것

사. 감사는 「기업구조조정투자회사법」 제17조에 적합할 것. 이 경우 “기업구조조정투자회사”는 “회사”로 본다.

아. 자본금 규모, 자산관리업무와 자금관리업무의 위탁 및 설립신고 등에 관하여 대통령령으로 정하는 요건을 충족할 것

②·③ (생략)

자본금은 대통령령으로 정하도록 되어 있는데 현행 요건은 50억 원 이상이어야 한다. 그리고 별도의 자산관리회사를 설립하여 자산을 관리하여야 하며 자금관리업무를 위탁하여야 한다. 설립된 이후에는 설

립과 관련된 신고는 관할 국세청에 서류를 첨부하여 신고하면 된다. 위 요건에 대해 절을 달리하여 상세하게 살펴보도록 한다.

## 제 2 절 프로젝트금융투자회사의 영위 사업

프로젝트금융투자회사가 영위할 수 있는 사업에 대한 내용은 「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호 가목에 규정되어 있는데, 설비투자, 사회간접자본시설, 자원개발 그 밖에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정 사업에 운용하고 그 수익을 주주에게 분배하는 회사로 규정하고 있다. 사업이 가능한 자산의 요건을 살펴보면, 설비투자, 자원개발과 사회간접자본시설 및 특정사업을 포함하고 있다. 하지만 각 사업의 내용에 대해서는 구체적으로 정의하고 있지 않아 프로젝트금융투자회사가 어떤 사업을 영위하는 것이 가능한지를 의문이 발생할 수 있다. 국세청의 질의회신 요지를 살펴보면 일반적으로 주택건설사업, 오피스텔건설사업 등 부동산개발사업의 경우 대부분 특정사업의 요건에 반하지 않는 것으로 해석할 수 있어 특정사업의 범위가 매우 넓게 해석되는 것으로 판단가능하다.

구체적으로 살펴보면, ‘관광호텔용 건물을 신축한 후 정관상 존속기간인 20년의 범위 내인 10년의 기간 동안 동 건물을 관광호텔업자에게 일시 임대한 후 양도하는 경우’<sup>9)</sup>, ‘주무부서 허가를 득하여 “폐열회수 전기사업”의 발전사업자로 사업을 영위하는 특수목적법인’<sup>10)</sup>, ‘BTO 방식’<sup>11)</sup>에 의한 골프장 건설운영사업<sup>12)</sup>, ‘토지를 취하여 주상복합건물을 신축·분양하는 사업’<sup>13)</sup>, ‘보유토지에 아파트와 같은 주택을

9) 국세청, 법인세과-813, 2012.12.28.

10) 국세청, 법인세과-432, 2012.6.29.

11) BTO(Build-Transfer-Operate)란 민간이 공공시설을 짓고 준공시점에서 소유권을 정부에 양도한 후 운영하면서 최종소비자에게 사용료를 부과해 투자비를 회수하는 방식의 사업을 말한다.

12) 국세청, 법인세과-995, 2011.12.13.

13) 국세청, 법인세과-3635, 2008.11.26.

건설하는 부동산개발사업<sup>14)</sup> 등과 같이 대부분의 부동산 관련 사업은 프로젝트금융투자회사의 특정업무를 영위하는 것으로 판단하고 있다.

부동산개발사업 등에 대한 프로젝트금융투자회사의 형태요건은 「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호 나목에 ‘본점 외의 영업소를 설치하지 아니하고 직원과 상근하는 임원을 두지 아니할 것’으로 명시되어 있어, 프로젝트금융투자회사는 직원이 없는 명목상의 회사(Paper Company)로만 설립되어야 함을 규정하고 있다. 이에 따라 프로젝트금융투자회사의 관리와 운영은 「법인세법 시행령」 제86조의2 제5항 제2호에서 자산관리·운영 및 처분에 관한 업무를 별도의 자산관리회사 즉, ‘당해 회사에 출자한 법인’ 또는 ‘당해 회사에 출자한 자가 단독 또는 공동으로 설립한 법인’에 위탁할 것으로 규정하고 있다.

### 제 3 절 프로젝트금융투자회사의 설립요건

부동산등 프로젝트금융투자회사의 설립방법으로는 「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호 라목에 따라 주식회사만 가능하고, 발기설립방식으로만 설립이 가능하며 모집설립은 불가능하다. 그리고 존속기간은 한시적으로 명시되어 있어야하고, 그 존립기간은 2년 이상이어야 한다.<sup>15)</sup> 또한 발기인의 경우 「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호 마목에 따라 「기업구조조정투자회사법」 제4조 제2항 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하고, 대통령령이 정하는 요건을 충족할 것으로 규정하고 있다.

「기업구조조정투자회사법」 제4조 제2항에 따르면 ① 미성년자·금치산자·한정치산자, ② 파산자로서 복권되지 아니한 자, ③ 금고 이상의 실형의 선고를 받거나 「기업구조조정투자회사법」 등 금융관련법령<sup>16)</sup>에 의하여 벌금형 이상의 형을 선고받고 그 집행이 종료<sup>17)</sup>되거나

14) 국세청, 서면2팀-1673, 2005.10.19 등 다수

15) 「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호 다목

16) 이에 상당하는 외국의 법령을 포함한다.

17) 집행이 종료된 것으로 보는 경우를 포함한다.

면제된 후 5년이 경과되지 아니한 자, ④ 금고 이상의 형이 집행유예의 선고를 받고 그 유예기간 중에 있는 자, ⑤ 「기업구조조정투자회사법」 등 금융관련법령에 의하여 영업의 허가·인가 또는 등록 등이 취소된 법인 또는 회사의 임·직원이었던 자<sup>18)</sup>로서 당해 법인 또는 회사에 대한 취소가 있는 날부터 5년이 경과되지 아니한 자 및 ⑥ 「기업구조조정투자회사법」 등 금융관련법령을 위반하여 해임되거나 면직된 후 5년이 경과되지 아니한 자의 경우 발기인이 될 수 없다.

그리고 발기인 중 1인 이상은 「법인세법」 제61조 제2항 제1호부터 제13호까지 및 제24호의 어느 하나에 해당하는 금융회사 등이어야 하는데, 여기에는 국민은행, 신한은행, 우리은행과 같이 「은행법」에 따른 인가를 받아 설립된 금융기관, 한국산업은행, 중소기업은행, 한국수출입은행, 장기신용은행, 농협은행, 수협은행, 증권거래법에 의한 증권회사, 종합금융회사, 상호저축은행, 보험회사, 여신전문금융회사 및 새마을금고연합회가 포함되어 일반적으로 알고 있는 제1금융권과 제2금융권의 금융기관이 발기인으로 반드시 참여하여야 한다.

특이규정으로 「사회기반시설에 대한 민간투자법」 제4조 제2호<sup>19)</sup>에 따른 방식으로 민간투자사업을 시행하는 프로젝트금융투자회사의 경우에는 국민연금이 자본에 참여할 수 있다.

- 
- 18) 그 허가 등의 취소사유의 발생에 관하여 직접 또는 이에 상응하는 책임이 있는 자로서 ① 감사 또는 감사위원회의 위원 ② 허가·인가 또는 등록 등의 취소의 원인이 되는 사유의 발생과 관련하여 위법·부당한 행위로 인하여 금융감독위원회 또는 금융감독기구의설치등에관한법률에 의하여 설립된 금융감독원장으로부터 주의·경고·견책·직무정지·해임요구 기타의 조치를 받은 임원 ③ 허가·인가 또는 등록 등의 취소의 원인이 되는 사유의 발생과 관련하여 위법·부당한 행위로 인하여 금융위원회 또는 금융감독원장으로부터 정직요구 이상에 해당하는 조치를 받은 직원 ④ 제재대상자로서 그 제재를 받기 전에 사임 또는 사직한 자에 한한다.
- 19) 사회기반시설의 준공과 동시에 해당 시설의 소유권이 국가 또는 지방자치단체에 귀속되며, 사업시행자에게 일정기간의 시설관리운영권을 인정하되, 그 시설을 국가 또는 지방자치단체 등이 협약에서 정한 기간 동안 임차하여 사용·수익하는 방식을 의미한다.



또한 발기인이 금융기관인 경우 100분의 5 이상의 자본금을 출자하여야 한다. 즉, 발기인으로 참여한 금융기관과 국민연금은 프로젝트금융투자회사의 지분의 5% 이상을 참여하여야 한다. 다만, 여러 금융기관이 발기인으로 참여할 경우 참여하는 금융기관의 자본금 합계가 5% 이상이면 된다.

발기인에 대한 요건을 종합해보면 프로젝트금융투자회사의 경우 금융기관이 1개 이상 참여하여야 하며, 참여금융기관의 지분을 합계는 최소 5% 이상이 되어야 되는 것 이외에 일반적인 발기설립요건을 충족하면 된다. 재무투자자로서의 역할을 할 수 있는 연기금, 공제회에 대한 별도의 제한요건은 없기 때문에 이들의 참여는 자유롭게 가능하다고 해석할 수 있을 것이다.

또한 프로젝트금융투자회사 설립 이후에는 법인 설립등기일부터 2월 이내에 정관의 목적사업, 이사 및 감사의 성명·주민등록번호, 자산관리회사의 명칭 그리고 자금관리사무수탁회사의 명칭을 기재한 명목회사설립신고서에 기획재정부령이 정하는 서류를 첨부하여 납세지 관할세무서장에게 신고하여야 한다.

## 제 4 절 이사의 요건

프로젝트금융투자회사의 이사에 대해서도 배제규정이 존재한다. 「법인세법」 제51조의2 제1항 제6호 바목에 의하면 이사는 「기업구조조정투자회사법」 제12조 각 호의 어느 요건에도 해당하지 아니할 것을 요구하고 있다.

「기업구조조정투자회사법」 제12조에 따르면 우선은 발기인의 요건과 같이 ① 미성년자·금치산자·한정치산자, ② 파산자로서 복권되지 아니한 자, ③ 금고 이상의 실형의 선고를 받거나 「기업구조조정투자회사법」 기타 금융관련법령<sup>20)</sup>에 의하여 벌금형 이상의 형을 선고



받고 그 집행이 종료<sup>21)</sup>되거나 면제된 후 5년이 경과되지 아니한 자, ④ 금고 이상의 형이 집행유예의 선고를 받고 그 유예기간 중에 있는 자, ⑤ 「기업구조조정투자회사법」 기타 금융관련법령에 의하여 영업의 허가·인가 또는 등록 등이 취소된 법인 또는 회사의 임·직원이었던 자<sup>22)</sup>로서 당해 법인 또는 회사에 대한 취소가 있는 날부터 5년이 경과되지 아니한 자 및 ⑥ 「기업구조조정투자회사법」 기타 금융관련법령을 위반하여 해임되거나 면직된 후 5년이 경과되지 아니한 자의 경우 이사가 될 수 없으며, 추가적으로 발행주식 총수의 100분의 1 이상의 주식을 소유하고 있는 주요주주와 주요주주의 배우자 및 직계존비속의 경우에도 이사가 될 수 없다. 또한 자산관리회사로부터 계속적으로 보수를 지급받고 있는 자의 경우에도 이사가 될 수 없다.

## 제 5 절 감사의 요건

프로젝트금융투자회사의 감사의 요건으로는 「기업구조조정투자회사법」 제17조를 준용하고 있는데, 우선 감사는 「기업구조조정투자회사법」 제17조 제1항에 따라 「공인회계사법」에 의한 회계법인에 소속된 공인회계사만이 감사가 될 수 있다.

그리고 발기인이나 이사의 자격과 같이 ① 미성년자·금치산자·한정치산자, ② 파산자로서 복권되지 아니한 자, ③ 금고 이상의 실형의

20) 이에 상당하는 외국의 법령을 포함한다.

21) 집행이 종료된 것으로 보는 경우를 포함한다.

22) 그 허가 등의 취소사유의 발생에 관하여 직접 또는 이에 상응하는 책임이 있는 자로서 ① 감사 또는 감사위원회의 위원 ② 허가·인가 또는 등록 등의 취소의 원인이 되는 사유의 발생과 관련하여 위법·부당한 행위로 인하여 금융감독위원회 또는 금융감독기구의설치등에관한법률에 의하여 설립된 금융감독원장으로부터 주의·경고·견책·직무정지·해임요구 기타의 조치를 받은 임원 ③ 허가·인가 또는 등록 등의 취소의 원인이 되는 사유의 발생과 관련하여 위법·부당한 행위로 인하여 금융위원회 또는 금융감독원장으로부터 정직요구 이상에 해당하는 조치를 받은 직원 ④ 제재대상자로서 그 제재를 받기 전에 사임 또는 사직한 자에 한한다.

선고를 받거나 「기업구조조정투자회사법」 기타 금융관련법령<sup>23)</sup>에 의하여 벌금형 이상의 형을 선고 받고 그 집행이 종료<sup>24)</sup>되거나 면제된 후 5년이 경과되지 아니한 자, ④ 금고 이상의 형이 집행유예의 선고를 받고 그 유예기간 중에 있는 자, ⑤ 「기업구조조정투자회사법」 기타 금융관련법령에 의하여 영업의 허가·인가 또는 등록 등이 취소된 법인 또는 회사의 임·직원이었던 자<sup>25)</sup>로서 당해 법인 또는 회사에 대한 취소가 있는 날부터 5년이 경과되지 아니한 자 및 ⑥ 「기업구조조정투자회사법」 기타 금융관련법령을 위반하여 해임되거나 면직된 후 5년이 경과되지 아니한 자의 경우에는 감사가 될 수 없다.

추가적으로 ⑦ 「공인회계사법」 제21조에 따라 감사가 제한되거나 동법 제33조에 따라 직무가 제한되는 회계법인에 소속된 자, ⑧ 직무정지 기간 중에 있는 자, ⑨ 업무정지 기간 중인 회계법인에 소속된 자, ⑩ 당해 기업구조조정투자회사의 주요 주주, 이사, 기업구조조정투자회사의 업무를 위탁받은 자산관리회사·자산보관회사 또는 일반사무수탁 회사에 해당하는 자로부터 공인회계사업무 외의 업무와 관련하여 계속적으로 보수를 받고 있는 자 및 그 배우자는 감사가 될 수 없다.

따라서 프로젝트금융투자회사의 감사는 정상적인 회계법인에 소속된 공인회계사로 한정하고 있다고 볼 수 있다.

---

23) 이에 상당하는 외국의 법령을 포함한다.

24) 집행이 종료된 것으로 보는 경우를 포함한다.

25) 그 허가 등의 취소사유의 발생에 관하여 직접 또는 이에 상응하는 책임이 있는 자로서 ① 감사 또는 감사위원회의 위원 ② 허가·인가 또는 등록 등의 취소의 원인이 되는 사유의 발생과 관련하여 위법·부당한 행위로 인하여 금융감독위원회 또는 금융감독기구의설치등에관한법률에 의하여 설립된 금융감독원장으로부터 주의·경고·견책·직무정지·해임요구 기타의 조치를 받은 임원 ③ 허가·인가 또는 등록 등의 취소의 원인이 되는 사유의 발생과 관련하여 위법·부당한 행위로 인하여 금융위원회 또는 금융감독원장으로부터 정직요구 이상에 해당하는 조치를 받은 직원 ④ 제재대상자로서 그 제재를 받기 전에 사임 또는 사직한 자에 한한다.

## 제 6 절 설립자본금과 운영요건

「법인세법」 제51조의2 제1항 제6호 아목은 프로젝트금융투자회사의 자본금 규모, 자산관리업무와 자금관리업무의 위탁 및 설립신고 등에 관하여 대통령령으로 정하는 요건을 충족해야 된다고 규정하고 있다.

우선 프로젝트금융투자회사는 자본금이 50억 원 이상이어야 한다. 다만, 「사회기반시설에 대한 민간투자법」 제4조 제2호의 방식으로 민간투자사업을 시행하는 투자회사의 경우에는 10억 원 이상이면 된다.

다음으로 자산관리·운용 및 처분에 관한 업무는 별도의 자산관리 회사에 위탁해야 되는데, 자산관리회사는 당해 회사에 출자한 법인인 기존주주의 회사 또는 당해 회사에 출자한 자가 단독 또는 공동으로 설립한 법인인 별도법인으로 해야 된다.

또한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 신탁업을 영위하는 금융회사 등에 자금관리업무를 위탁해야 되는데 이를 자금관리사무수탁회사라고 하며 자산관리회사와는 다른 회사여야 한다. 그리고 주주는 발기인의 요건을 충족해야 된다.

세무서 신고사항으로 법인설립등기일부터 2월 이내에 ① 정관의 목적사업, ② 이사 및 감사의 성명 및 주민등록번호, ③ 자산관리회사의 명칭과 ④ 자금관리사무수탁회사의 명칭을 기재한 명목회사설립신고서에 ㉠ 회사의 정관과 ㉡ 회사의 자산을 운용하는 특정사업의 내용, ㉢ 자금의 조달 운영계획, ㉣ 주금의 납입을 증명할 수 있는 서류 및 ㉤ 자산관리회사 및 자금관리사무수탁회사의 체결한 업무수탁계약서 사본을 첨부하여 납세자 관할세무서장에게 신고하여야 한다.

프로젝트금융투자회사의 자본금은 최소 50억 원 이상이고, 자산관리회사는 프로젝트금융투자회사에 출자한 법인이나 출자법인이 설립한 법인으로 자본금 제한은 없다. 즉, 프로젝트금융투자회사는 주주가 별

도의 법인을 설립하지 않고 프로젝트금융투자회사와 계약을 체결하여 자산관리업무를 수행하거나, 출자한 기관이 별개의 법인을 설립하여 자산관리업무를 수행하여도 무관한 것으로 해석된다. 한편 별도의 법인을 설립할 경우 출자자의 수와 출자비율에 대해서는 반드시 프로젝트금융투자회사와 동일할 필요는 없는 것으로 해석되고는 있지만 프로젝트금융투자회사에 출자하지 않은 기관이 주주로 포함된 자산관리회사를 설립할 수 있는가에 대해서는 의견이 일치하지 않는다. 따라서 현재에는 출자자 중 1개사가 만든 별도 법인이나 출자자들이 설립한 별도 법인이 자산관리회사에 해당된다고 할 수 있다.

## 제 7 절 조세감면

### 1. 프로젝트금융투자회사에 대한 「법인세법」상 소득공제

프로젝트금융투자회사는 대통령령으로 정하는 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당한 경우 그 금액은 해당 사업연도의 소득금액에서 공제한다.

- 소득공제액 = 배당금액 배당가능이익×90%
- 배당가능이익 = 당해연도 법인세비용차감후 당기순이익 +이월이익잉여금 - 이월결손금 - 이익준비금 ± 유가증권평가손익

여기에서 배당가능이익이란 대통령령으로 정하게 되어 있는데, 기업회계기준에 따라 작성한 재무제표상의 법인세비용 차감후 당기순이익에 이월이익잉여금을 가산하거나 이월결손금을 공제하고, 「상법」 제458조에 따라 적립한 이익준비금을 차감한 금액을 말한다.

이 경우 당기순이익, 이월이익잉여금 및 이월결손금 중 「법인세법 시행령」 제73조 제2호 가목부터 다목인 주식, 채권, 「자본시장과 금융

투자업에 관한 법률」 제9조 제20항에 따른 집합투자재산<sup>26)</sup>에 대한 자산의 평가손익은 제외하되, 「법인세법 시행령」 제75조 제3항에 따라 시가법으로 평가한 투자회사 등의 「법인세법 시행령」 제73조 제2호 다목에 따른 자산의 평가손익에 대하여는 포함한다. 다만, 「상법」 제454조 및 기업회계기준 제72조 제1호의 규정에 따라 주식할인발행차금과 상계한 이익잉여금은 해당 배당가능이익에 포함되지 아니한다.

또한 기업회계기준의 변경에 따라 기업회계와 세무회계의 차이가 발생함으로써 기업회계기준에 따라 작성된 재무제표상 배당가능이익의 100%를 배당하였음에도 불구하고 「법인세법」상 배당가능이익의 100분의 90에 미달하는 경우에도 소득공제의 대상이 된다(법인(재) 46012-58, 2003.10.6.).

소득공제액은 수식에 의해 계산한 배당가능이익의 90% 이상을 배당한 경우에 각 사업연도 소득금액에서 해당금액을 공제해주지만, 배당한 금액이 당해 사업연도 소득금액을 초과하는 경우에는 초과액은 없는 것으로 하므로 한도액은 각 사업연도 소득금액이라 할 수 있다. 배당에 있어서는 현금배당 뿐만 아니라 주식배당도 포함된다(법통 51의 2-86의 2-1; 재경부 법인 46012-172, 2001.10.4.). 또한 프로젝트 금융투자회사가 「상법」 제462조의3에 따라 중간배당을 하는 경우에도 소득공제가 가능한 배당금액으로 판단한다(재경부 법인 46012-23, 2000.2.8.).

배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당한 경우 소득공제 되는 사업연도는 배당한 연도가 아닌 배당의 대상이 되는 이익이 발생한 사업연도(법인세법 기본통칙 51의 2-86의 2-1 제1항)를 의미하며, 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당하였으나, 그 후 회계 상의 착오 등

26) “집합투자재산”이란 집합투자기구의 재산으로서 투자신탁재산, 투자회사재산, 투자유한회사재산, 투자합자회사재산, 투자유한책임회사재산, 투자합자조합재산 및 투자익명조합재산을 말한다.

에 의하여 배당가능이익이 증가되는 경우 그 증가된 이익의 범위 내에서 이사회 결의에 의하여 추가배당이나 「상법」 제462조의3에 따라 중간배당을 하는 경우에도 배당한 경우에 해당되는 것으로 보는 것이며, 이 때 추가적인 소득공제와 소득공제신청서의 제출은 「국세기본법」 제45조에 따른 수정신고 및 제45조의2에 따른 경정청구방법에 따른다 (국업 46500-84, 2000. 2. 10. 동지 ; 법인(재) 46012-23, 2000. 2. 8.)(「법인세법」 시행규칙 제51조의2, 제86조의2 2, 재경부 법인 46012-23).

## 2. 프로젝트금융투자회사에 대한 「조세특례제한법」상 감면

한편 법인세의 소득공제 규정 이외에 프로젝트금융투자회사에 대한 지방세 감면 규정도 다음과 같이 있다. 「조세특례제한법」 제119조 제3항 제3호에서는 프로젝트금융투자회사가 2014년 12월 31일까지 설립 등기(설립 후 5년 이내에 자본 또는 출자액을 증가하는 경우를 포함한다)하는 경우 그 등기에 대하여는 「지방세법」 제28조 제2항과 제3항에 따른 수도권내 법인 설립시 등록세 3배 중과세율을 적용하지 않고 있다.

「조세특례제한법」 제120조 제4항 제3호에 따라 프로젝트금융투자회사가 2014년 12월 31일까지 취득하는 부동산에 대해서는 취득세의 30%를 감면해주고 있다.

## 제 4 장 외국의 프로젝트금융회사에 대한 규제

### 제 1 절 미 국

#### 1. 부동산 프로젝트 금융의 발전과정

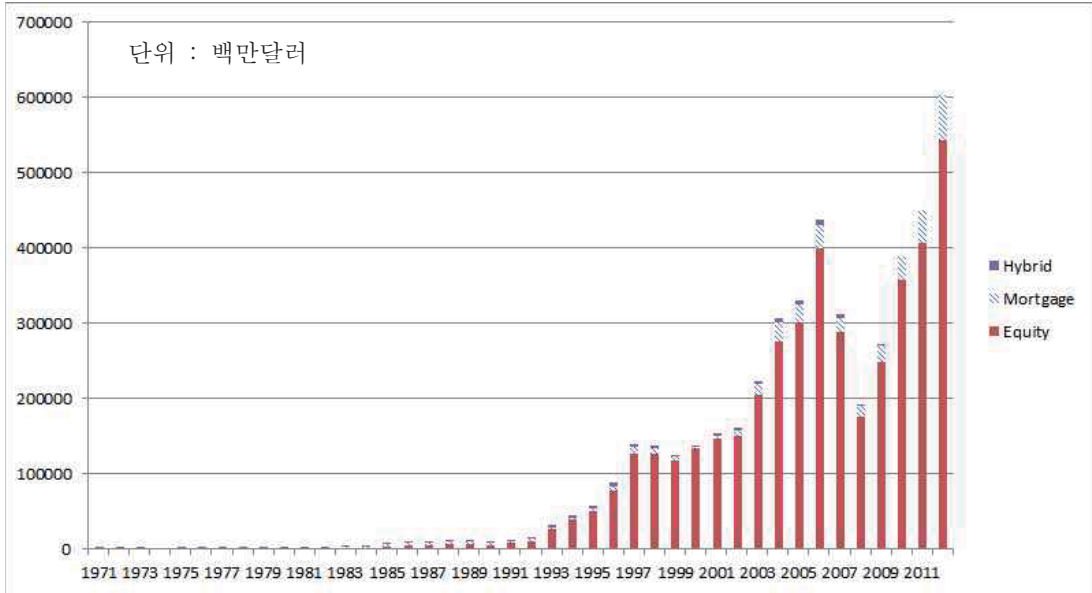
미국의 경우 부동산 개발 프로젝트에 있어서 주요 자금공급과 개발 기관의 형태가 매우 다양하게 형성되어 있다. 주요자금 공급처로는 오퍼튜티니펀드, REITs, 상업용부동산저당증권과 같은 간접투자방식과 개인투자자, 연기금, 금융기관 등이 제공하는 직접투자 방식으로 구분할 수 있다. 또한 개발자의 경우에도 항상 프로젝트금융투자회사를 설립하더라도 회사의 형태를 주식회사뿐만 아니라 개인회사, 합자회사, 합명회사, 유한회사, 주식회사와 같이 다양한 형태의 회사를 설립하여 부동산 개발 프로젝트를 진행할 수 있다.

현재 부동산 개발사업의 주요 자금 공급자인 REITs의 경우 1960년대에 나타나기 시작했으나, 본격적인 성장은 1980년대 이후이다(<그림 3> 참조). 2007년 금융위기 때에는 다소 감소하기도 하였지만 2012년 말 현재 약 6천억 달러에 이르고 있다. REITs의 발행 형태는 지분투자(Equity), 모기지(Mortgage) 및 이 둘을 결합한 혼합형(Hybrid)로 크게 나눌수 있는데 초기에는 부동산을 담보로 하여 대출해주는 모기지 형태가 많았으나, 최근에는 상업용 부동산을 직접 소유하는 지분투자 형태가 대부분을 차지하고 있다.

<그림 3>에 미국의 REITs에 대한 시가총액 규모가 표시되어 있다. 1990년 초까지만 해도 REITs의 시가총액은 10억 달러 미만이었으나, 부동산시장의 호황과 세제혜택으로 인해 1990년대 후반에 1천억 달러를 돌파한 이후 2012년에는 6천억 달러의 규모를 형성하고 있다.



<그림 3> 미국 REITs 시가총액 규모

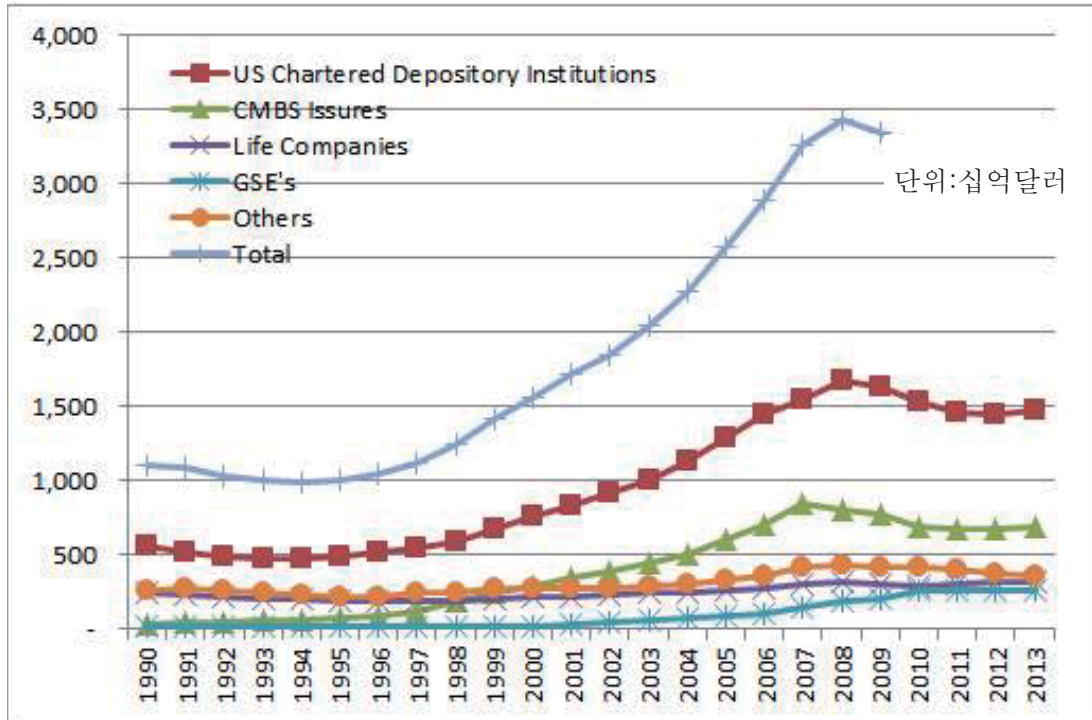


출처 : www.REIT.com

또한 상업용부동산저당증권(Commercial Mortgage-Backed Securities : CMBS)도 부동산 금융시장에서 큰 역할을 하고 있다. CMBS시장은 REITs보다 늦게 나타났으나 1990년대 초 400억 달러 수준에 머무르던 발행 규모는 2007년에는 8,460억 달러 규모까지 성장하여 전체 상업용 부동산 저당대출 시장 규모인 약 3조 달러의 30%까지 차지하게 되었고 2008년 이후 부동산 경기의 침체와 서브프라임 사태로 인해 그 규모가 감소하기는 했으나 2013년에도 6,870억 달러로서, 전체 3조 1천억 달러 중 22% 정도를 차지하고 있을 만큼 미국 부동산시장에서 중요한 금융기법의 한자리를 차지하고 있다.

REITs가 부동산 등에 대해 새로운 투자처를 통해 수익을 창출한데 반해, CMBS는 부동산 담보대출의 유동화를 통해서 수익을 창출했다는 점이 차이를 보이는데, 이러한 금융조달방식의 다양성은 부동산개발에 있어서 투자자들의 경쟁관계를 만들어 시행사가 자금조달비용을 절감할 수 있는 기회를 제공하였다.



<그림 4> 미국 상업용 부동산저당대출 잔액 및 기관별 비중 추이<sup>27)</sup>

출처 : Pension Real Estate Association, Compendium of Statistics, September 25, 2013

반면 은행이나 보험회사와 같은 전통적인 자금공급자도 부동산 시장에서 큰 역할을 하고 있다. 그림을 보면 적격금융기관이 상업용부동산 저당 대출에서 차지하는 금액은 1990년에 약 500억 달러였지만 2008년에는 1조 5,000억 달러를 상회하였고, 2013년에도 여전히 1조 5,000억 규모의 대출을 시행하고 있어, 전체 상업용부동산 대출시장의 약 50%를 공급하고 있다. 보험회사의 경우에는 급격한 증감을 보이지는 않지만 전통적으로 꾸준히 상업용부동산 저당대출의 자금공급자 역할을 수행하고 있다. 2013년 상반기 현재 보험회사가 상업용 부동산

27) US Chartered Depository Institutions : GSE(Government Sponsored Enterprise), Fannie Mae(Federal National Mortgage Association)와 Freddie Mac(Federal Home Loan Mortgage Corporation)과 같이 정부가 보증하는 금융기관. 주로 모기지(mortgage)은행에서 대출해준 모기지(mortgage)를 증권화(securitize)한 다음 다시 사들이는 일을 수행한다.

산 저당 대출에서 차지하고 있는 금액은 3,260억 달러로 전체규모의 약 10%정도를 점하고 있다.

## 2. 부동산 프로젝트 개발회사의 설립형태

미국의 경우에는 부동산 개발프로젝트를 진행함에 있어서 시행사가 회사를 설립하여 자금을 조달한 이후 진행을 하게 되는데 회사의 설립은 주식회사(C-Corporation과 S-Corporation), 합명회사(General Partnership : 이하 GP), 합자회사(Limited Partnership : 이하 LP), 유한책임회사(Limited Liability Company : 이하 LLC)과 부동산투자신탁(REITs)을 설립할 수 있다. 이에 따라 GP, LP, LLC와 같은 파트너십의 기업은 Uniform Partnership Act(UPA) 또는 Revised Uniform Partnership Act(RUPA)에 의해 규제를 받고 있다. 그리고 주식회사의 경우에는 주별로 적용되는 주식회사법(일부 LLC도 규제)의 규제를 받고 있다고 볼 수 있다. 하지만 증권 발행에 있어서는 REITs를 포함하여 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 규제를 받고 있으며 각 주별로 블루스카이로(Blue-Sky Laws)라고 불리는 증권법의 규제를 받는다. 또한 투자회사인 경우에는 투자회사법(Investment Company Act 1940)의 규제를 받으며 소득공제 등에 대해서는 세법(IRC)의 규제를 받는 등 부동산 프로젝트금융회사에 대해 개별법에 의해 규제하는 것이 아니라 회사의 형태에 따라 다양한 규정을 적용받는다고 할 수 있다.

미국에서 시행사는 개발자금조달을 자기자본조달(Equity Investment) 방식과 채권금융방식(Debt Financing)으로 할 수 있다. 일반적으로 부동산 개발사업에 있어서 미국에서도 우리나라의 부동산 PF와 비슷하게 사업시행자에게 일정한 지분투자를 요구한다.

그리고 우리나라와는 달리 자본조달을 위해 다양한 형태의 회사를 만들어 사업을 추진하게 되는데, 부동산 개발을 위해 사용되는 기업

소유 형태는 주식회사(C-Corporation과 S-Corporation), 합명회사(GP), 합자회사(LP), 유한책임회사(LLC)와 부동산투자신탁(REITs) 등의 다양한 형태의 특수목적회사를 설립할 수 있다. 이중 GP, LP, LLC의 경우에는 파트너십 형태로 2명 이상의 파트너가 공동으로 사업에 참여하는 형태의 회사를 말한다. GP는 회사의 채무에 대해 무한책임을 지는 일반 파트너(General Partner)로만 구성된 회사이고, LP는 한명 이상의 일반 파트너와 회사의 채무에 대해 제한적인 책임을 지는 제한적 파트너(Limited Partner)로 구성된 회사이다. LLP의 경우에는 일반 파트너십과 비슷하지만 다른 파트너의 불법행위에 대해서는 유한책임을 지게 된다.

C-Corporation의 경우 회사에 대한 소유와 경영이 분리되어 주주(Shareholders)가 소유하고 이사와 임원(Director and Officer)이 경영의 책임을 진다. 주주는 정기적으로 주주총회를 하고 이사(director)를 선임하거나 해임할 수 있으며, 이사회(board of directors)는 회사의 사업에 대하여 감독하고 중요한 결정에 대하여 책임을 진다. S-Corporation은 대부분 C-Corporation과 같다. 하지만 주식회사를 설립한 이후에 S-Corporation을 선택하려면 반드시 미국 국세청(IRS)에 신청하여 승인을 받아야 하는데, 신청하지 않거나 승인을 받지 못하면 자동적으로 C-Corporation이 된다. S-Corporation의 경우 일정한 요건을 갖추면 법인의 소득을 주주 개인의 소득으로 간주하여 과세하기 때문에 이중과세를 피할 수 있는 장점이 있다. C-Corporation의 경우 배당금을 실제로 지급하여야 개인의 소득으로 간주되지만 S-Corporation의 경우 법인의 소득을 실제 배당금의 지급 유무에 관계없이 주주의 소득으로 포함시킨다. LLC의 경우에는 S-Corporation과 같이 회사의 소득이 개인에게 이전되어 개인소득세만 부과하게 된다.

하지만, 회사의 형태에 따라 연방세(Federal Tax) 등에 대한 부과규정이 다르다. 즉, C-Corporation의 경우 연방세와 주법인세(Corporation Tax)를 내지만 S-Corporation은 연방세는 내지 않고 주법인세만 내게

된다. LLC의 경우에는 선택에 따라 C-corporation처럼 연방세를 납부하도록 할 수도 있고 연방세를 내지 않도록 처리할 수 있다. 따라서 LLC의 경우 세금 부담이 S-Corporation과 같다고 할 수 있다. 다만 LLC의 구성원 중 경영에 참여한 구성원은 Self Employment Tax(자기 고용에 따른 세금)를 부담해야 한다.

이렇듯 회사 형태별로 세금의 부과내역이 다르기 때문에 부동산개발 등 특정 프로젝트만을 위해 운영되는 특수목적회사의 경우에는 회사세를 내야 하는 C-corporation 형태는 잘 사용되지 않는다. 하지만 이러한 기본적인 내용 이외에 각 주별로 세금 부과기준이 조금씩 다르고 경영권이나 유동성에 대한 고려사항으로 LP나 LLC의 형태를 취하는 경우가 많다. 만약 SPC를 S-corporation으로 하지 않는 경우는, 많은 프로젝트의 경우에 프로젝트를 주도적으로 진행하는 진행자가 소수의 지분만을 보유한 경우가 많기 때문이다.

<표 3> 미국의 회사 형태별 차이

소유 형태	설립 요건	자금조달	관 리	설립비용	과 세
합명회사(GP)	당사자간 협의	제한적	지정된 파트너가 관리	없음	조합원에 대한 개인소득세
유한회사(LLP)	주정부 신고	제한적	용이, 파트너나 대리인이 관리	주정부의 신고비용	사원에 대한 개인소득세
C-Corporation	주정부 신고	비공개시 문제없음 공개시 투자자의존	연속적, 중앙집중적	주정부의 신고비용	법인세

소유 형태	설립 요건	자금조달	관 리	설립비용	과 세
S-Corporation	주정부 신고	제한적, 수익형 부동산에 부적합	지분에 의해 결정	주정부의 신고비용	주주에 대한 개인소득세

자료 : James H Boykin and Richard L Haney, Jr. “Financig Real Estate” 2nd, Englewood cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1993 and Robert W. Hamilton, Jonathan R. Macey. “Cases and Materials on Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies: Including Partnerships and Limited Liability Companies” 8th, West Group, 2003<sup>28)</sup>

가령, 부동산개발(Real Estate Development)의 경우를 살펴보면 부동산 개발업자(Developer)가 투자한 자본금이 전체 자본금을 고려하여 계산할 때 소수지분인 경우가 많고 과반수 이상의 지분은 소극적 투자자들이 보유한 경우가 많다. 하지만 개발업자들은 개발 기간 내에 경영권을 보장받기를 원하며, 또한 개발프로젝트의 마무리 후에 분배를 단순 지분율로 계산하기 보다는 개발업자에게 가중치를 둔 계산방법이나 혹은 Waterfall 방식<sup>29)</sup> 등 다양하고 복잡한 계산방식으로 운영하기를 원한다.

따라서 현실적으로 SPC를 주식회사 형태로 운영할 경우 이러한 복잡한 계산방식도 불가능할 뿐 아니라 개발업자의 경영권 보장도 어렵

28) James H Boykin and Richard L Haney, Jr. “Financig Real Estate” 2nd, Englewood cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1993에 대해서는 강민석 등, “국내외 부동산 개발금융비교와 시사점”, 메리츠증권 부동산금융연구소, 2009.5.에서 재인용하였고, Robert W. Hamilton, Jonathan R. Macey. “Cases and Materials on Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies: Including Partnerships and Limited Liability Companies” 8th, West Group, 2003와 본 연구에 맞게 재편집하였다.

29) 소프트웨어 개발생명주기(SDLC; Software Development Life Cycle)에 기반하고 있는 소프트웨어 개발 기법으로, 워터폴 모델·폭포수 모형·선형순차 모형·단계적 생명주기라고도 한다. 한 번 떨어지면 거슬러 올라갈 수 없는 폭포수와 같이 소프트웨어 개발도 각 단계를 확실히 매듭짓고 다음 단계로 넘어간다는 의미에서 붙여진 명칭이다. 전통적인 시스템 생명주기 모델로 소프트웨어를 개발할 때 가장 널리 사용된다. 「두산백과」, <http://terms.naver.com/entry.nhn?docId=1221311&cid=200000000&categoryId=200003360>, 2013.10.4.

기 때문에 일반적으로 LP나 LLC의 형태를 선호한다. 부동산 개발사업을 예로 든다면 LP의 경우 개발업자가 General Partner가 되고 투자자들이 Limited Partner로 구성되는 LP가 형성되는 것이 일반적이다. 만약 LLC의 형태로 SPC가 구성된다면 개발업자가 Manager 혹은 Managing Member가 되고 투자자들이 Non-Managing Member가 되는 형태를 갖는다.

미국의 경우 PF(Project financing) 관련법이 존재하고 있다. PF의 경우 SPC형태로 운영되는 경우가 대부분인데, SPC의 설립형태에 따라 규제를 받는다고 하는 편이 더 맞는 것으로 판단된다. 미국의 경우 프로젝트 파이낸싱의 형태가 자본투자(Equity Investment), 대출(Debt Financing) 혹은 메자닌파이낸싱(Mezzanine Financing) 등 다양한 형태로 존재하지만, 이중 특수목적회사(SPC)를 설립하는 경우가 프로젝트금융투자회사와 가장 유사할 수 있다.

### 3. 부동산 프로젝트 금융의 자금 조달구조

미국의 부동산 PF의 자본조달 구조는 개발준비단계, 착공단계, 건설단계, 운영단계에 따라 자금조달구조가 다르다. <표 4>는 미국의 부동산 프로젝트 파이낸싱에 있어서 사업 진행 단계별 자금조달 구조이다.

<표 4> 미국의 부동산 PF 자금조달 구조

구 분	개발준비 단계	착공이전단계	건설단계	운영단계
자금조달상품	자본금	자본금 및 메자닌 금융	메자닌 금융 및 건설금융	장기 자금
자금 소요	토지계약금지급	토지대금지급	건설자금 및 판매비용	건설자금 차환
자금조달기관	시행사 Developer	Developer, REITs,	상업은행, 보험회사, Credit	보험 회사,



구분	개발준비 단계	착공이전단계	건설단계	운영단계
		부동산펀드, 투자조합, 개인, 연기금 등	Company, 부동산펀드, REIT's 등	연기금 등
신용보장수단		출자 형태별 손실충당 순위	1순위 담보권, Standby Commitment, 시행사의 제한적형태의 채무보증/자금보증	1순위 담보권

출처 : Professional Real Estate Development, Third Edition, Urban land Institute, 신일수(2013.6)에서 재인용

미국의 부동산 프로젝트 파이낸싱 구조는 시행사(Developer)가 주도하게 되며, 착공 이전에는 시행사가 주도가 되어 자기자본 또는 자기자본과 메지닌금융으로 자금을 조달하여 토지매입대금과 등록비 등의 필수사업비를 충당하게 된다. 보통 시행사가 전체조달액의 10%, 그리고 나머지 90%는 메지닌금융 등의 여러 형태의 자본투자자를 모집하여 조달하는 것이 일반적이다(신일수 2013). 이러한 구조는 우리나라의 부동산 PF 대출형태와 유사하다. 미국의 부동산 개발사업에서 시행사가 사용할 수 있는 자금 조달원천은 사모펀드, 개인투자조합, REITs, 연기금 등을 활용할 수 있고, 이러한 자본을 유치하기 위하여 회사의 형태는 합자회사, 유한회사, REITs, PFV, S-Cooperation과 같은 다양한 형태의 기업을 설립하여 조달할 수 있다.

또한 부동산개발사업을 위해 SPC를 설립하고 투자를 모집하는데 있어서는 증권법을 고려하고 준수해야 한다. 미국에서 SPC로 프로젝트 파이낸싱을 할 경우 대부분은 미국 증권법의 규제를 받게 되는데, 이는 미국 증권법에서 증권을 아주 넓게 정의하기 때문이다. 미국 증권

법상 증권(Security)는 주식회사의 주식뿐 아니라 채권, 다양한 투자 계약, 선물, 옵션 그리고 각종 Equity Interest를 포함한다. SPC가 LP 혹은 LLC로 구성될 경우, SPC는 투자자들에게 SPC의 지분, 곧 증권을 판매하며 투자자들은 SPC의 지분, 곧 증권을 매입하는 구조이기 때문에 증권법의 규제를 받게 된다.

미국의 증권법은 연방증권법과 각 각주별 증권법으로 나누어지는데, 미국 연방증권법 주요 근간은 1929년 경제 대공황 이후 제정된 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)이 있다. 또한 미국의 각 주는 주법으로 흔히 블루스카이로(Blue-Sky Laws)라고 불리는 증권법을 가지고 있어서 해당 주에서 발행이나 유통 혹은 마케팅 행위가 발생할 경우 당해 주의 블루스카이로를 준수해야 한다.

SPC의 투자자 모집시 SPC는 증권발행인(Issuer)이 되기 때문에 연방 증권법과 주 블루스카이로의 규정을 동시에 충족시켜야 한다. 증권을 발행할 경우 면제조항에 해당되지 않을 경우에는 주로 1933년 증권법에서 요구하는 미국 연방증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission : SEC)에 증권등록(securities registration) 과정을 거쳐야 하는데 이러한 증권등록 과정이 공모(public offering)에 해당한다. 그런데, 이 공모 과정을 거치기 위해서는 상당한 비용과 시간이 소요된다. 따라서 대부분의 SPC는 공모를 통한 증권등록을 하지 않고 사모방식을 취하려고 한다. 하지만 증권등록 과정을 면제받기 위해서는 ① 발행인(issuer)이 ‘면제된 발행인(exempted issuer)’이거나 ② 주식발행이 ‘면제된 모집(exempted offering)’이어야 하는데, 면제된 발행인의 예로는 미국정부 인가 은행 등 금융기관, 연방정부, 주정부 및 기타 지방정부 등이 해당되기 때문에 SPC의 경우 면제된 발행인에 해당될 가능성은 낮다.

따라서 대부분 SPC가 증권등록 면제를 받기 위해서는 주식발행이 면제된 모집인에 해당되어야 한다. 일반적으로 면제된 모집인에 해당되



기 위해서는 Regulation D Offering이라고 통칭하는 세 가지 면제된 모집인 중 한 가지에 속해야 한다.

첫째, Rule 504 Exemption은 총 모집액 100만 달러 미만의 모집, 둘째, Rule 505 Exemption으로 총 모집액 500만 달러 미만의 모집으로 무제한의 Accredited Investor나 총 35명 이하의 Non-Accredited Investor로부터 투자가 이루어져야 한다. 셋째, Rule 506 Exemption으로 총 모집액 제한 없이 무제한의 Sophisticated Investor나 35명 이하의 Non-Sophisticated Investor에게 투자가 이루어져야 한다.

주로 이 세 가지의 면제조항이 공모와 증권등록을 피해서 ‘사모(private offering)’가 될 수 있도록 하는 방법이다. 그리고 추가적으로 공모와 증권등록을 피하기 위한 조건들에 공통적으로 해당되는 전제조건은 광고활동과 같은 Public Solicitation을 하지 말아야 한다. 연방증권법상 면제된 모집의 조건을 충족시킨다면 주법인 Blue-Sky Law를 역시 준수해야 한다. 면제된 모집의 경우 대부분 신고로서 Blue-Sky Law를 만족시킬 수 있도록 간소화되어 있다.

이처럼 SPC를 통해 자본투자가 이루어지는 프로젝트 파이낸싱의 경우 종합적 상황을 고려하여 SPC의 종류를 정한 후 SPC가 지분을 사모를 통해 판매하는 형식을 갖는다. 이러한 미국 부동산개발의 PF의 자본조달의 원천은 <표 5>와 같이 개인투자자, REITs, 연금, 외국인투자자 등 다양하다.

<표 5> 미국의 부동산 PF 자금 조달 원천

투자자	설 명
개인투자자 (Private equity fund, Private untraded funds)	개인투자자, 신디케이트, PEF, 사금융기관, Private untraded funds 등을 포함. 전체 자본의 53%를 차지 다음의 9개 유형의 투자주체를 포함

제 4 장 외국의 프로젝트금융회사에 대한 규제

투자자	설 명
포함)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 시행사, : 자산, 자본 지역 고액자본가,</li> <li>- 토지 소유주</li> <li>- 국내 고액 투자자</li> <li>- 일반투자자의 1031 Tenant</li> <li>- Opportunity funds</li> <li>- 헤지펀드</li> <li>- Private untraded funds</li> <li>- 사금융기관</li> </ul>
Equity REITs	전체 자본조달의 26% 차지 공모를 통해 자본을 조달하여 개발에 직접 참여
연 금	전체 자본 조달의 13% 차지 투자 매니저를 통한 자산 배분 형태의 투자
외국인 투자자	전체 자본조달의 5% 차지 유럽, 호주, 중동 등의 투자자가 투자 매니저를 통해 투자

출처 : Finance For Real Estate Development, 2012, Urban land Institute, 신일수 (2013.6)에서 재인용

미국의 경우 우리나라와 같이 프로젝트 파이낸싱이라는 용어가 사용되기는 하지만 프로젝트 파이낸싱은 주로 사회간접자본(SOC) 혹은 자원개발사업에서 주로 사용된다. 주택개발사업에 있어서는 주로 건설공사비대출(construction loan)이 활성화되어 있다(강민석 등 2009). 왜냐하면 우리나라와 다르게 미국의 부동산개발 사업은 일반적으로 후분양방식을 택하고 있기 때문에 주택을 건설하는 기간 동안에 충분한 자금의 확보가 필요하기 때문이다(강민석 등 2009).

미국에서 부동산 개발사업 프로젝트 진행에 따라 주요 자금 공급처는 다소 차이가 있다. 우선 부동산 개발 프로젝트에 있어서 사업지연에 대한 위험(Risk)이 가장 높은 시기는 착공이전 단계이다(신일수 2013). 왜냐하면 이때 토지매입과 각종 인허가가 진행되기 때문이다.

이 시기에는 시행사의 자본금과 매자닌 차입금이 주요 자금 조달원천이다(신일수 2013). 시행사가 합작회사 형태일 경우에는 부동산 개발 사업에서 무한책임사원인 General Partner로 참여하여 프로젝트에서 발생하는 채무에 대해 직접적인 변제책임을 지고 있으며, 프로젝트금융 투자회사이거나 유한회사 형태인 경우에도 자본금을 보충하거나 제한적인 범위 내에서 채무를 보증함으로써 부동산 프로젝트에 자금을 조달하는데 있어서 주도적인 역할을 수행한다(신일수 2013). 이러한 구조는 사업지연으로 인한 전체 사업비의 증가나 중도상환 위험에 직면하게 될 가능성을 낮추고 전체 개발사업의 안정성에 기여하고 있다.

부동산 건설에 소요되는 자금은 토지매입과 인허가가 완료된 이후에 전체사업비의 70~80% 정도에서 주로 차입금의 형태로 조달되는데, 주택건설업자들은 주로 건설자금의 80%는 상업은행으로부터 조달하고 나머지 20%는 모기지(mortgage)은행 및 저축대부조합(S&L) 등에서 조달한다(강민석 등 2009). 또한 금융권으로부터의 자금조달이 건설사업에 충분한 자금을 지원해주지 못하기 때문에 잔여 부분에 대해서는 신디케이트론, 파트너십, 사모발행 등을 많이 이용했는데 최근에는 매자닌파이내싱이 많이 사용된다. 금융권을 통한 자금조달방법은 건설업체 규모별로 차이가 있는데, 연간 150호 미만인 소규모사업인 경우에는 통산 지방은행으로부터 부동산담보 대출로 자금을 조달하고 연간 150~1,000호 사이의 중규모 사업자는 부동산 담보대출, 연기금 용자, 파트너십을 통한 시행사와 공동자금조달방식을 주로 활용된다. 그리고 1,000호 이상의 대규모 사업에서는 신디케이트론, 파트너십 등 다양한 자금조달 방법이 사용되고 있다(강민석 등 2009).

건설 중의 자금 조달 방식은 콘도미니엄과 같은 분양방식인지 임대방식인지에 따라 장기대출인지 단기대출인지가 결정된다. 임대방식인 경우에는 건설 완공 후 장기대출로 전환해야 되는데, 완공 후의 임대

수익이 대출금을 충분히 상환할 수 있는 사업성이 가장 큰 핵심요인이다. 이러한 장기대출은 공사기간 중에 미리 약정을 받게 되는데, 이를 대출승인서라 한다. 대출승인서를 받아 장기대출약정이 되면 건설 중에 조달한 자금을 완공 이후 장기자금대출을 받아 상환하게 된다. 따라서 건설 중에 차입된 공사비는 준공 이후 기준으로 장기자금대출로 대체되는 것이고 이는 미래에 발생하는 임대수익으로 상환된다. 하지만 콘도미니엄과 같은 분양형 개발사업의 경우에는 완공 이후 임대수입이 없으므로 장기자금대출은 존재하지 않으며 이는 분양을 통해 공사비를 갚아나간다(강민석 등 2009).

이처럼 미국의 부동산 프로젝트파이낸싱의 구조는 시행사의 주도하에 SPC를 통해 사업을 진행하는 제한적 형태의 비소구형 금융구조<sup>30)</sup>이며, 금융기관 등의 투자자는 각자의 투자선호순위에 따라 자본을 출자하거나 대출을 하고, 시공사는 단순히 도급만을 하는 형태가 대부분이다.

이러한 국내의 PFV를 이용한 부동산 개발의 구조와 비교해 볼 때 다소간의 차이가 존재한다. 우리나라에서는 PFV를 설립하게 되면 미국과 같이 시행사에게 일정한 지분을 참여하는 것을 요구하고 있지만, 국내 자금공급자인 금융기관(은행, 보험, 증권 등)이 각자의 선호에 따라 자본을 출자하거나 대출하는 경우는 많지 않고 사업 초기에 일시에 자본을 출자하거나 사업진행에 따라 대출을 해주는 차이가 있다. 또한 자금 공급자의 경우 미국은 은행이나 보험회사와 같은 금융기관뿐만 아니라, 개인, 연기금, REITs 등 다양한 자금공급자가 참여하는 반면 우리나라의 경우에는 개인의 참여는 거의 없는 형태이고, 연기금의 경우에는 법적으로 참여가 제한되어 있으며 REITs의 경우에

---

30) 비소구형 금융이란 담보에 대한 책임을 묻지 않는 금융기법으로 프로젝트 파이낸싱에서 사용하는 대표적인 금융기법이다. 프로젝트 파이낸싱에서는 일반적으로 SPC에게 대출을 하며 이때 담보의 범위도 프로젝트 자체의 현금흐름과 일정부분이 제3자 보증으로 한정되어 대출하는 금융기관이 상당한 위험을 부담한다.

도 참여가 거의 드물다는 차이가 존재한다. 따라서 국내의 경우 미국에 비해 자금공급자의 범위가 다소 협소하다고 할 수 있다.

#### 4. 부동산 프로젝트 개발의 세제혜택

미국의 경우 프로젝트금융투자회사에 대한 별도의 규제나 지원법이 존재하지 않기 때문에 세제혜택의 경우에도 회사법상의 기업 형태에 따라 법인세 규정에 의해 세제혜택에 부여한다고 할 수 있다. 또한 REITs의 경우에도 REITs의 설립형태가 주식회사, 신탁, 조합의 형태로 설립이 가능하기 때문에 세제혜택에 관한 관련 법이 별도로 존재하지는 않으며, REITs 관련 조항을 포함한 새로운 법률이 제정될 때마다 내국세법(U.S. Code Title 26 Internal Revenue Code)에 그 사항을 반영하고 있다고 한다(최수·박천규·배유진 2011).

이중배당과 관련하여서는 C-Corporation이 다른 주식회사의 주식을 보유한 상황에서 피투자회사로부터 배당금을 수령하게 되면 총 소득에 포함되는데, C-Corporation이 이를 다시 C-Corporation의 주주들에게 배당하면 피투자회사에 대한 법인세, C-Corporation에 대한 법인세 그리고 주주들의 소득세 부과와 같은 삼중과세가 발생하게 된다(장근호 2009). 이에 대한 문제를 해결하기 위해 주식회사로부터 받은 배당금 중 일정률은 법인의 소득에서 공제가 허용되는데, 이를 배당수입공제라고 한다. 공제의 요건은 C-Corporation의 소득과 이윤에서 지급되어야 하며, 45일 이상 보유한 주식으로부터 지급되는 배당소득이어야 한다(장근호 2009). 피투자회사의 주식을 20% 이하 소유한 일반 주식회사는 배당수익 중 70%를 공제할 수 있고, 20~80%를 소유한 회사는 배당수익의 80%를 공제할 수 있다(Sec 245(a), (c)). 이에 따라 배당수익의 20% 혹은 30% 만이 배당받은 투자회사인 C-Corporation의 총 소득에 포함된다. 그리고 80% 이상의 주식을 소유한 기업으로부터 받은

배당은 100% 공제가 가능하다(장근호 2009). 그러나 모든 수입금액의 70% 혹은 80%를 공제해 주는 것은 아니고 특정한도를 두고 있다(장근호 2009). 즉 배당수익과 배당수입공제를 제외한 이월영업손실, 과거 양도손실 이월금, 미국 국내생산 공제 그리고 배당수입공제를 제외하고 산정된 과세소득(Sec 246(b))을 한도로 공제해주고 있다(장근호 2009). 하지만 주식회사가 해당연도에 순영업손실을 발생시키거나 조정된 과세소득을 고려하지 않았을 경우 배당수입공제로 순영업손실이 발생하게 되면 제한없이 배당수입공제를 적용할 수 있다(장근호 2009).

그리고 REITs의 경우에는 IRC(Internal Revenue Code)의 Section 856-858에 규정하는 요건을 충족해야 하고, 최소 1년 기준으로 과세소득의 90% 이상을 주주에게 배당하여야 하며, 90% 이상을 배당할 경우 법인세 면제혜택을 준다(최수·박천규·배유진 2011).

배당소득을 공제받기 위해서는 주식을 45일 이상 보유하여야 하는데 이 요건은 REITs나 면세 주식회사(Sec 501, 502)로부터 받은 경우에도 모두 적용된다(장근호 2009). 그리고 회사는 Call이나 Put과 같은 옵션이나 공매(Short sale) 조건 없이 주식을 45일 이상 보유하여야 한다(장근호 2009). 그리고 대출을 받아 구입한 주식의 경우 해당 주식으로부터 발생하는 배당소득은 공제대상이 아니다(Sec 246(a)). 왜냐하면 대출을 받은 경우 대출에 대한 이자비용이 공제 대상항목이므로 대출금으로 구입한 주식에 대한 배당소득을 공제할 경우 이중공제에 해당하기 때문이다(장근호 2009). 하지만 해당 주식을 대출로부터 발생한 자금으로 구입했는지 여부를 국세청에서 입증해야하는데 이러한 입증이 쉽지 않기 때문에 실제 효력은 미미하다(장근호 2009).

또한 계열회사의 경우에는 동일 그룹의 다른 회사로부터 받은 배당소득을 전액 공제할 수 있다(Sec 243(a)(3)). 이때 계열회사란 지주사격에 해당하는 모회사가 최소한 하나 이상의 자회사에 대한 주식을



80% 이상 소유하고 다른 계열회사들이 개별 자회사의 주식을 80% 이상을 보유한 경우의 그룹을 의미한다(장근호 2009).

이상으로 살펴본 바와 같이 미국의 경우 부동산 등에 대한 프로젝트 금융이나 REITs의 경우 별도의 법에 의해 세제 혜택을 주는 것은 아니고 회사의 형태에 따라 배당소득에 대한 공제, 법인세 면제 등을 해주고 있다. 우리나라의 경우에는 부동산 등에 대한 REITs, CR-REITs 그리고 프로젝트금융투자회사 모두 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당한 경우 해당 사업연도의 소득금액에서 공제하여 법인세를 감면해주고 있다. 이러한 점은 미국에 비해 감면규모가 더 크지만, 90% 이상을 배당하여야하는 제약이 존재하므로 배당가능이익을 내부유보하는 경우에는 감면혜택이 없다는 차이가 있다.

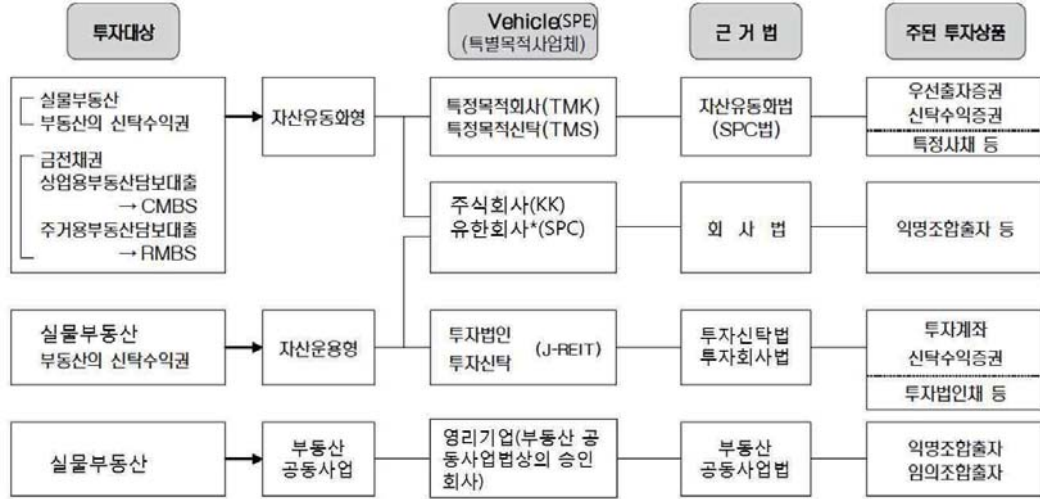
## 제 2 절 일본의 부동산 관련 규제

### 1. 일본의 부동산 관련 규제 사항

일본의 경우 1990년대 초까지는 기업금융형태의 부동산 PF 형태가 매우 발달되어 있었으나, 이후 부동산시장의 장기 침체로 기존의 기업금융방식이 실효성을 잃어 시행사보다는 금융기관, 대기업, 제네콘<sup>31)</sup> 등에서 부동산개발업체를 설립하여 비소구금융방식의 PF가 성장하였으며, 2002년에 도시재생특별조치법을 통해 시행사들이 성장하였다. 일본의 금융기관은 2000년대 이후 주로 해외 PF에 투자를 많이 하고 있는데, 2011년 기준으로 일본 3대 은행인 미쓰비씨도쿄UFJ은행(BTMU), 미즈호코퍼레이트은행(Mizuho)와 미쓰이스미토모은행(SMBC)이 총 235억불의 프로젝트 파이낸스 대출을 하여 전세계 프로젝트 파이낸스(PF) 대출에서 약 11%를 차지하고 있다.

31) 제네콘은 원도급업자에 해당하는 회사로 각종 토목·건축공사를 턴키방식으로 도급받아 공사전체의 실질적인 진행을 맡는 건설업자를 말한다.

<그림 5> 일본의 부동산 증권화 주체와 관련법



\*: 유한회사는 신회사법에서 주식회사로 취급됨  
 자료 : Real Estate Securitization Handbook. p20 ARES

일본에서 특정목적사업체(SPE)를 도관체로 하는 부동산 개발에 있어서 관련된 도관체들이 적용받는 법률은 다양하다. 우선 실물부동산이나 부동산 신탁 수익권에 투자하는 자산유동화형(Asset Monetization) 부동산증권화는 자산유동화법(Asset Monetization law)에 의해 규제를 받는 특정목적회사(TMK)<sup>32)</sup>, 특정목적신탁(TMS)<sup>33)</sup>의 형태나 회사법의 규제를 받는 주식회사(KK)나 유한회사의 형태로 특정목적사업체(SPE)를 설립한다. 특정목적회사(TMK)나 특정목적신탁(TMS)의 투자상품은 우선출자증권(우선주)나 신탁수익증권이다. 특정목적사업체를 주식회사(KK)<sup>34)</sup>나 유한회사로 설립할 수도 있는데 이러한 경우 회사법의 규제를 받으며 주로 익명조합(TK)<sup>35)</sup>에 투자한다.

32) TMK는 특정목적회사의 일본어 발음의 약어로서 상법상 회사를 설립하여 SPC로 활용하는 구조와 구별하기 위해 자산유동화법에 의해 설립된 SPC를 표기하는 기호이다.

33) TMS는 특정목적신탁으로 역시 일본어 발음의 약어이다.

34) KK는 Kabushiki Kaisha의 약자로 우리나라의 주식회사에 해당한다.

35) 익명조합이란 당사자 일방(익명조합원)이 상대방(영업자)의 영업을 위해 출자하고 그 영업으로부터 발생하는 이익을 분배받기로 약속한 계약형태를 말한다(www.wikipedia.or



자산운용형(asset management) 증권화기법으로는 회사법에 규제를 받는 주식회사(KK)나 유한회사를 설립하거나, 투자회사법(investment corporation law)의 규제를 받는 투자법인(investment corporation) 혹은 투자신탁법(investment trust Law)의 규제를 받는 투자신탁(J-REIT)를 설립하여 증권화를 수행한다. 이중 투자신탁(J-REIT)는 과세소득의 90% 이상을 배당하면 소득공제를 하여 법인세를 내지 않게 된다. 실물부동산의 투자에 대해 부동산공동사업(Real Estate Syndication Business)을 수행할 수도 있는데 이 경우 부동산공동사업법(Real Estate Syndication Act)의 규제를 받는 영리기업을 설립할 수 있다. 이 회사는 주로 익명조합(TK)나 임의조합(NK)<sup>36)</sup>에 출자한다.

일본의 부동산 관련 특정목적사업체(SPE)에 대한 규제는 사원총회, 이사, 감사역, 계산 및 회계감사인에 대해 이루어지고 있다. 사원총회는 SPC의 최고의사결정기관이며 우선출자사원이 의결권, 이사에 대한 대표소송제기권 및 이사의 위법행위에 대한 금지청구권이 있다. SPC는 1인 혹은 수인의 이사를 두고 있으며, 내부 감사인은 이사의 직무 집행 감사, 이사 및 사용인에 대하여 영업보고 요구, 업무 및 재산상황에 대한 조사 및 이사회에 의견진술 등의 권한을 가지고 있다. 회사의 계산과 회계감사는 공인회계사가 할 수 있으며 사원총회에서 회계감사인을 선임한다.<sup>37)</sup>

## 2. 일본의 부동산 투자에 따른 세제혜택

일본에서 부동산 증권화에 따른 조세부담에 관한 사항은 증권화를 수행한 특수목적사업체(SPE)가 과세주체로 인식되는지의 여부이다. 만약

g) 일본 상법 제535조에 규정되어있다. 익명조합을 SPC로 활용할 경우 SPC 단계에서 과세가 되지 않으며 이익분배를 받은 조합원만을 과세대상으로 한다.

36) 임의조합(NK)는 Nin-i Kumiai의 약자로 일본 민법상의 조합을 의미한다.

37) <http://www.kaaram.com>

과세주체로 인식된다면 특수목적사업체는 과세소득을 인식해야하고 법인세를 부담하여야 한다. 이 경우 투자자에게 분배할 수 있는 소득은 감소하게 되고 투자자는 분배받은 소득에 대해 다시 소득세를 부담하여야하기 때문에 이중과세 문제가 발생한다. 따라서 이를 감경시킬 수 있는 방법이 필요한데 여기에는 특수목적사업체를 도관체(pass through entity)로 인식하여 법인세를 면제받는 방법과 특수목적사업체가 과세주체에 해당한다하더라도 투자자에게 배분된 수익에 대해 배당공제제도(개인)나 법인간 배당수익 불산입제도를 활용할 수 있도록 지급도관체(pay through entity)로 구조를 만드는 방법이 있다.

이중 도관체(pass through entity)로 이중과세를 회피하는 방법은 임의조합(NK), 익명조합(TK)와 많은 신탁증권들이 이용된다. 반면 지급도관체(pay through entity)의 경우에는 자산유동화법(Asset Monetization Law)에 의해 규제를 받는 특정목적회사(TMK)나 특정목적신탁(TMS)와 투자신탁법의 규제를 받는 투자회사와 투자신탁이 해당한다.

임의조합(NK)의 경우 여러 투자자들이 민법상 계약관계에 있기 때문에 개별 조합원의 권리와 의무를 빼앗는 “집단적 성격”만 없다면 투자로부터의 권리와 의무는 모두 개인 조합원에게 이전되고 임의조합(NK)에게는 세금이 부과되지 않아 순수 도관(pure pass through)의 역할을 하게 된다.

익명조합(TK)의 경우에는 투자자들에게 분배되는 이익은 익명조합 합의서(TK Agreement)에 따르게 된다. 따라서 사업이 익명조합의 운영자의 명의로 이루어지는 경우에는 세금이 부과되지 않으며 투자자에게 배부된 이익은 조합의 공제가능한 비용으로 인식되는데 이러한 구조를 도관체 구조라고 한다. 유한회사(LLC)나 주식회사(KK)의 경우에도 투자자에게 익명조합계약(TK Contract)을 결합하여 도관체를 만들 수 있다. 특히 주식회사의 경우 익명조합 합의서(TK Agreement)를 작성하지 않게 되면 일반 기업으로 인식되어 이중과세를 피할 수 없게 되므로 이러한

계약을 활용하게 된다. 일본에서 일반 법인과세자에 해당할 경우 법인간 배당에 대해서는 80%는 수익금에 산입하지 않기 때문에 20%에 대해서는 법인세를 부담하게 된다(국중호 2009).

특정목적회사(TMK)나 특정목적신탁(TMS)의 경우에는 과세소득의 90% 이상을 배당하면 소득공제를 하여 법인세를 부담하지 않지만 그렇지 않은 경우에는 법인세를 부담하여야 한다.

### 제 3 절 기타 국가의 부동산 관련 규제

캐나다의 경우에도 별도의 프로젝트금융투자회사에 대한 규제가 별도로 존재하는 것은 아니다. 캐나다의 경우 부동산 프로젝트 금융과 REITs가 있는데, REITs에 대해서 별도의 세부조세규정이 존재하지 않고 특별한 경우를 제외하고는 법인세가 감면되는 도관체 역할을 하는 회사가 없다<sup>38)</sup>.

호주의 경우에도 캐나다와 비슷한 구조를 가지고 있다. 분양대금을 완납한 수분양자에게 선분양을 한 이후에 사전분양률을 기초로 프로젝트 파이낸싱을 발생시킨다. 시행사는 사업에서 발생하는 리스크를 전부 부담하는 것은 아니고 일정수준의 지분을 SPC에 투자하여 사업이 진행되도록 한다.<sup>39)</sup> 호주의 REITs에 대해서는 과세대상소득을 100% 주주에게 배당하는 경우에 한하여 법인세를 면제해 주고 있다(정희남 외 2008).

---

38) <http://www.kaaram.com>

39) <http://www.kaaram.com>

## 제 5 장 우리나라의 프로젝트금융투자회사에 대한 규제방안

### 제 1 절 우리나라 프로젝트금융투자회사 규제의 문제점

#### 1. 회사의 법적 지위와 감독

프로젝트금융투자회사는 별도의 개별법에 의해 규제받고 있지 않고 단지 「법인세법」의 소득공제 규정에 의해 관할세무서에 특수목적회사의 설립신고서를 제출하게 되면 설립이 가능하다. 설립의 방법은 「상법」상 주식회사 형태의 발기설립만이 가능하도록 규정되어 있다. 하지만 이사의 구성, 회사의 운영 등에 대해서는 많은 부분은 「기업구조조정투자회사법」을 준용하고 있다. 이러한 관계로 인해 프로젝트금융투자회사를 관리·감독하는 주무부처를 규정하기 어렵다는 비판들이 많이 있다. 일부에서는 국세청을 주무부처로 보아야 한다는 주장도 있지만 국세청의 경우 조세와 관련된 부분만 관여하는 것이지 프로젝트금융투자회사의 설립과 운영 그리고 청산에 관한 내용들을 검토하고 관리하는 부처는 아니다.

미국이나 일본 등 해외 사례를 살펴보면 각 부동산등에 대한 프로젝트금융투자회사의 형태에 따라 투자신탁인지, 조합인지, 기업인지 등을 구분하여 각 해당법의 규제를 받게 되어 있으며, 이를 증권화하는 경우에는 「증권거래법」등에 일괄적으로 규제를 받도록 되어 있다.

하지만 우리나라의 경우 「법인세법」의 소득공제 규정에 의해 프로젝트금융투자회사를 규제하고 있지만, 회사의 설립방법은 「상법」이나 그 밖의 법률의 규정에 따른 주식회사로서 발기설립의 방법으로 설립하도록 되어 있고, 발기인 등에 대한 규정은 「기업구조조정투자회사법」의

내용을 준용하도록 되어 있지만 명확히 프로젝트 금융투자회사에 대한 감독권한이 어느 부처에 있는지에 대해서는 명시되어 있지 않다.

이렇게 프로젝트금융투자회사의 관리 및 감독주체가 불분명하기 때문에 정부나 지방자치단체가 출자하지 않은 프로젝트금융투자회사에 대해 진행하고 있는 개발사업의 진척정도나 프로젝트금융투자회사에 자금을 출자 또는 대출해 준 금융회사의 부실규모를 명확하게 파악하고 관리하는데 한계가 있다. 이에 따라 2008년 기획재정부에서는 프로젝트금융투자회사에 대한 「법인세법」상 소득공제 규정을 삭제하려고 추진하였는데 이에 대한 근거의 주장 중 가장 핵심적인 부분이 관리 및 감독이 어렵다는 것이었다. 하지만 그 당시 설립된 프로젝트금융투자회사에 대한 지원을 계속하기 위해 소득공제 규정을 계속 유지하고 있다.

## 2. 회사의 영위사업

「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호 가목에 규정되어 있는 프로젝트금융회사(프로젝트금융투자회사)가 영위할 수 있는 사업은 설비투자, 사회간접자본시설, 자원개발 그 밖에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정사업이라고 규정해 놓았지만, 각 사업의 내용에 대해서는 구체적으로 정의하고 있지 않다. 이에 따라 많은 사업들이 국세청의 질의회신을 통해 프로젝트금융투자회사의 설립이 가능한지를 파악하고 있는 실정이다.

프로젝트금융투자회사의 구체적인 사업범위를 살펴보면, 국내일반법인과 금융기관이 출자하여 프로젝트금융투자회사를 설립한 후 토지를 공급하는 행정기관과 용지매매계약을 체결하고 업무시설 등을 갖춘 건물을 신축하는 프로젝트를 수행함에 있어 용지매매계약상 건물의 처분이 10년동안 제한되는 계약으로 상업용 건물 신축후 존속기간 범위 이내에서 임대 후 양도시<sup>40)</sup>, 법인의 목적사업 및 정관에 부동산임

---

40) 국세청, 서면2팀-152. 2007.1.22,

대업과 부동산매매업을 기재하고 총 10년의 기간 내에 도시환경정비 구역내에 오피스빌딩을 건설하여 완공 후 4~5년 정도 전물전체를 임대한 후 매각하는 사업,<sup>41)</sup> 관광호텔용 건물을 신축한 후 정관상 존속기간인 20년의 범위 내인 10년의 기간 동안 위 건물을 관광호텔업자에게 일시 임대한 후 양도하는 경우,<sup>42)</sup> 지방자치단체가 지정·고시한 단일지구계획구역내에 소재하는 2개 구역의 토지를 취득하여 공동주택과 주상복합건물을 분양하는 사업,<sup>43)</sup> 경제자유구역 내에서 하나의 실시계획에 따라 수개의 사업부지에 오피스텔, 사무실, 골프장, 골프빌라 등 일련의 상업용 시설물을 순차적으로 개발하는 사업을 추진하던 중 영업환경의 변화로 인하여 일부 개발사업을 포기하고 나머지 개발사업만을 진행하더라도 나머지 개발사업이 상당한 기간과 자금이 소요되며 그 수익을 주주에게 배분하는 사업,<sup>44)</sup> 보유 토지에 아파트와 같은 주택건설(단지내 상가 건설 포함) 등 부동산 개발사업을 하는 경우,<sup>45)</sup> 노후화된 건물을 취득하여 리모델링 공사를 완료한 후 당해 회사의 정관상 존속범위 내에서 당해 상가를 일시 임대한 후 양도하는 경우<sup>46)</sup>와 같이 주택이나 상가를 건설하는 경우의 사례가 많다.

하지만 지방의 토지를 매입하여 「체육시설의 설치이용에 관한 법률」에 따른 대중골프장을 약 4년 동안 건설하여 완공한 후 약 4~5년간 자체적으로 운영하여 골프장 사업을 안정화한 다음 골프장을 매각하는 사업으로 당해 법인의 정관상 존속기간 범위 내에 해당하는 사업<sup>47)</sup>, BTO 방식에 의한 골프장 건설운영사업<sup>48)</sup>, 온천·스파·골프장·콘도 및 부

41) 국세청, 재법인-880. 2006.12.6

42) 국세청, 법인세과-813, 2012.12.28.

43) 국세청, 서면2팀-48. 2007.1.8

44) 국세청, 법인-330. 2009.3.4

45) 국세청, 서면2팀-1673. 2005.10.19

46) 국세청, 법인-2523. 2008.9. 18

47) 국세청, 법인-1550. 2008.7.14

48) 국세청, 법인세과-995. 2011.12.13



대시설을 구비한 종합리조트의 개발사업<sup>49)</sup>과 같이 사치성 부동산 개발 사업도 프로젝트금융투자회사로 개발이 가능한 것으로 해석되고 있다.

「기업도시개발 특별법」에 따른 기업도시개발사업을 시행하는 사업<sup>50)</sup> 주무부서 허가를 득하여 “폐열회수 전기사업”의 발전사업자로 사업을 영위하는 특수목적법인<sup>51)</sup> 토지를 취득하여 주상복합건물을 신축·분양하는 사업<sup>52)</sup> 보유 토지에 아파트와 같은 주택을 건설하는 부동산개발사업<sup>53)</sup> 등과 같이 대부분의 부동산관련 사업은 프로젝트금융투자회사의 특정업무를 영위하는 것으로 판단하고 있다.

이처럼 프로젝트금융투자회사가 영위할 수 있는 사업의 범위는 상당히 넓은 것으로 판단된다. 즉, 설비투자, 사회간접자본시설, 자원개발 뿐만 아니라 프로젝트금융투자회사의 형태를 가지고 있으면 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정 사업에 해당되는 것이다.

하지만 미국이나 일본과 같은 해외사례를 살펴본 결과 부동산 등에 투자하는 프로젝트금융회사가 영위할 수 있는 사업의 범위를 구체적으로 명시하거나 제한한다는 규정은 찾아볼 수 없었고 회사의 형태에 따라 규제하고 있었다. 이러한 규정차이로 인하여 우리나라에서는 프로젝트금융투자회사를 설립할 수 있는 사업인지 아닌지에 대해 일일이 국세청에 질의회신을 통해 법적인 해석을 받아서 수행하고 있다.

### 3. 회사의 설립요건

프로젝트금융투자회사의 설립방법으로는 「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호 라목에 의하여 주식회사만 가능하고 발기설립방식으로만 설립이 가능하며 모집설립은 불가능하다.

49) 국세청, 서면2팀-1219. 2007.6.25

50) 국세청, 서면2팀-1873. 2006.9.21

51) 국세청, 법인세과-432. 2012.06.29

52) 국세청, 법인세과-3635, 2008.11.26.

53) 국세청, 서면2팀-1673. 2005.10.19 등 다수

하지만 미국이나 일본의 경우 프로젝트금융투자회사나 PF의 설립형태를 별도로 규정하고 있지 않고, 투자신탁, 파트너십, 주식회사 등 설립형태를 사업 목적이나 조세의 부담에 맞게 자유롭게 설립할 수 있도록 되어 있다. 하지만 우리나라의 경우 발기설립에 의한 주식회사만 가능하기 때문에 설립의 다양성을 제약하고 있다.

또한 우리나라 프로젝트금융투자회사는 직원을 둘 수 없고 자산관리회사가 별도로 필요하다. 이러한 점은 「자산유동화에 관한 법률」상의 유동화 전문회사와 유사한 것으로 회사의 형태를 제한할 필요가 있는지 재고해 볼 필요가 있다.

그리고 존속기간의 경우 존립기간은 2년 이상이지만 한시적으로 명시되어 있어야 한다고 명시되어 있다. 이러한 규정은 존속기간을 무한정 늘릴 수 있는 규정으로 악용될 소지도 존재한다. 예를 들면 존속기간을 50년 또는 70년 등과 같이 매우 긴 기간으로 설정해 놓는 경우에도 현재의 규정으로서는 이를 축소하게 하거나 프로젝트금융투자회사의 설립을 막을 수 없게 된다. 프로젝트금융투자회사의 규정 중 많은 내용을 준용하고 있는 「기업구조조정투자 회사법」의 경우에는 회사의 존립기간을 5년 이내로 하지만 존립기간의 연장이 필요한 경우 주주총회의 의결을 통해 1년 범위 내에서 연장할 수 있다.

미국이나 일본의 경우를 살펴보면 각 설립된 특수목적사업체의 형태에 따라 관련법의 규정을 받기 때문에 별도로 회사의 존립기간을 최저기간이나 최대기간을 규정하고 있지 않다. 우리나라의 경우에 현재 프로젝트금융투자회사에 대한 별도의 규제법이 없기 때문에 굳이 최저 존립기간을 명시하는 것이 필요한지에 대해서 고민할 필요가 있다.

발기인에 대한 요건 중 1인 이상은 국민은행, 신한은행, 우리은행과 같이 「은행법」에 따른 인가를 받아 설립된 금융기관, 한국산업은행, 중소기업은행, 한국수출입은행, 장기신용은행, 농협은행, 수협은행, 증권거래법에 의한 증권회사, 종합금융회사, 상호저축은행, 보험회사, 여



신전문금융회사, 새마을금고연합회가 포함되어 일반적으로 알고 있는 제1금융권과 제2금융권의 금융기관이 발기인으로 반드시 참여하여야 하도록 되어 있다. 이에 따라 자본시장의 한축을 담당하고 있는 연기금이나 각종공제회 그리고 부동산 투자를 목적으로 하는 부동산펀드나 REITs는 은행이나 증권회사등과 같은 금융회사의 참여 없이 단독으로 프로젝트금융투자회사에 참여하는 것은 불가능하다.

#### 4. 설립 자본금과 운영요건

「법인세법」 제51조의2 제1항 제6호 아목에는 프로젝트금융투자회사의 자본금 규모, 자산관리업무와 자금관리업무의 위탁 및 설립신고 등에 관하여 대통령이 정하는 요건을 충족해야 된다고 규정하고 있다.

우선 프로젝트금융투자회사는 자본금이 50억원 이상이어야 한다. 다만, 「사회기반시설에 대한 민간투자법」 제4조 제2호의 규정에 의한 방식으로 민간투자사업을 시행하는 투자회사의 경우에는 10억원 이상이면 된다. 이에 따라 프로젝트금융투자회사는 일정규모 이상의 부동산개발사업만이 가능하고 소규모 개발사업의 경우에는 프로젝트금융투자회사의 설립이 불가능할 수 있다.

미국이나 일본의 경우 프로젝트금융투자회사의 설립형태에 따라 관련법을 적용받기 때문에 해당 관련법에서 규정하는 자본금 요건이 있을 경우 이에 따르며 된다. 우리나라의 경우 프로젝트금융투자회사에 대한 자본금을 50억원 이상으로 규정함으로써 소규모 형태의 부동산개발등에 있어서는 프로젝트금융투자회사의 설립이 어렵게 되어 있다. 따라서 전체 부동산 개발 규모에 따라 최저자본금을 규정하거나 자본금 요건을 낮추는 것을 고려해 볼 필요가 있다.

다음으로 자산관리·운용 및 처분에 관한 업무는 별도의 자산관리회사에 위탁해야 되는데, 자산관리회사는 당해 회사에 출자한 법인인 기존주주의 회사 또는 당해 회사에 출자한 자가 단독 또는 공동으로

설립한 법인인 별도법인으로 해야 된다. 즉, 동 규정은 프로젝트금융 투자회사에 출자한 기관과 출자하지 않은 기관이 공동으로 자산관리 회사를 설립할 수 없도록 하고 있다. 다만, 신규 부동산개발 등의 프로젝트를 수행할 경우 기존 프로젝트금융투자회사를 이용하게 되면 자산관리회사를 새로 설립할 필요는 없다. 다만, 자산관리회사에 대한 출자는 상세하게 규정되어 있지 않아 프로젝트금융투자회사에 출자한 주주 중 1인이 자산관리회사에 100% 출자하여 설립하는 경우, 공동으로 출자할 경우 각 주주의 지분율이 프로젝트금융투자회사에 출자한 지분율과 달라도 되는지 혹은 보통주만 되는지 우선주에 대한 출자도 가능한지에 대한 요건은 구체화되어 있지 않다.

부동산개발사업 등에 대한 프로젝트금융투자회사의 형태요건은 「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호 나목에 본점 외의 영업소를 설치하지 아니하고 직원과 상근하는 임원을 두지 아니할 것으로 명시되어 있어, 프로젝트금융투자회사는 직원이 없는 명목상의 회사(Paper Company)로만 설립되어야 함을 규정하고 있다. 이에 따라 프로젝트금융투자회사 PFV의 관리와 운영은 「법인세법 시행령」 제86조의2 제5항 제2호에서 자산관리·운용 및 처분에 관한 업무를 당해 회사에 출자한 법인이나 당해 회사에 출자한 자가 단독 또는 공동으로 설립한 법인인 별도의 자산관리회사에 위탁할 것을 규정하고 있다.

## 5. 조세감면 규정

프로젝트금융투자회사가 법인세에 대한 소득공제를 받으려면 배당 가능이익의 100분의 90 이상을 배당하여야 한다. 이는 「부동산투자회사법」의 규정과 같기는 하지만 프로젝트금융투자회사는 「상법」상 회사이기 때문에 배당규모가 서로 다르다. 즉, 「상법」 제458조에 의하면 주식배당 이외의 방법으로 배당을 할 경우, 즉 일반적으로 현금배당

을 할 경우 회사의 자본금의 2분의 1에 달할 때까지 배당액의 10분의 1 이상을 이익준비금으로 적립하여야 한다. 이러한 규정을 적용받기 때문에 만약 이월결손금 등이 없고 당해 연도 법인세비용차감 후 당기순이익이 100억원이라면 프로젝트금융투자회사가 소득공제를 받기 위해 배당할 수 있는 최대금액은 다음과 같이 계산된다.

- 배당가능이익 = 당해연도 법인세비용차감후 당기순이익 +이월이익잉여금 - 이월결손금 - 이익준비금 ± 유가증권평가손익
- 배당가능이익 =  $100 - \frac{100}{110} \times 10 = 90.9$ 억원

즉, 프로젝트금융투자회사는 법인세 차감후 당기순이익의 100/110인 90.9% 정도를 최대한도로 배당할 수 있다. 다시 말해 배당가능이익의 100분의 90을 배당하면 100분의 9는 이익준비금으로 적립하여야 하므로, 실제 배당가능한 금액은 100분의 90 정도 밖에 되지 않는 것이다. 만약 91%를 배당하게 되면 이익준비금을 9.1% 적립하여야 되므로, 당해연도에 이익준비금 공제 전 배당가능 이익은 100.1%로, 배당가능이익의 범위를 초과하게 되어 배당이 불가능하게 된다.

「부동산투자회사법」 제28조 제1항에서는 프로젝트금융투자회사와 다르게 이익준비금의 적립을 강제하고 있지 않아 소득공제를 적용받기 위한 최대배당가능 금액은 다른 항목이 존재하지 않는다면 법인세차감 후 당기순이익 전액이 된다. 또한 프로젝트금융투자회사는 「상법」상 주식회사이기 때문에 배당의 방법으로 금전배당을 하던 주식배당을 하던 상관없이 없다. 하지만 부동산투자회사의 경우에는 금전배당만 허용<sup>54)</sup>하고 있다.

54) 「부동산투자회사법」 제28조 제2항

## 제 2 절 프로젝트금융투자회사 규제에 대한 개선방안

### 1. 회사의 법적 지위와 감독

현재 프로젝트금융투자회사를 관리 및 감독하는데 있어서 여러 가지 문제점이 있지만 그중 가장 핵심적인 사안은 관리 및 감독주체가 불명확하다는 것이다. 이에 대한 원인은 프로젝트금융투자회사에 대한 규정이 「법인세법」에만 규정되어 있는데 기인할 것이라고 할 수 있다. 미국의 경우 프로젝트금융투자회사에 대한 별도의 법이 존재하지 않으며 회사의 설립형태에 따라 회사법의 적용을 받고 있다. 즉, 일반적인 회사와 동일하게 취급하는 것으로 해석할 수 있다.

하지만 우리나라의 경우 프로젝트금융투자회사에 대한 규제를 상법상 주식회사에 대한 규정을 따르기에는 기존에 존재하는 프로젝트금융투자회사에 대한 규제와 비교할 때 여러 가지 문제점이 있다. 우선 「상법」상 주식회사의 규정에 따르고자 한다면, 현재 프로젝트금융투자회사의 설립방법인 발기설립에 대한 부분을 특례규정으로 「상법」에 규정하거나 「상법」상 주식회사의 규정에 따라 모집설립을 허용하여야 하는 문제가 발생한다. 또한, 회사의 운영방법, 주주의 구성, 이사 및 감사의 선임 등 현재 「기업구조조정투자회사법」을 준용하고 있는 부분에 대해서도 「상법」에 특례 규정을 두어야 한다는 문제가 생긴다. 그러나 현재 우리나라의 경우 부동산과 관련된 투자회사나 REITs에 대해서는 별도의 독립적인 규제법이 존재하기 때문에 사업형태가 비슷한 프로젝트금융투자회사에 대해서만 「상법」상 주식회사의 규정에 특례규정을 두는 것도 적절하지 않을 것으로 판단된다. 이러한 점에서 볼 때, 프로젝트금융투자회사의 관리·감독을 위해서는 별도의 개별법을 만드는 것이 현실에 더 적합할 것이다.

과거 2001년도에 프로젝트금융투자회사에 대한 관리, 감독 및 지원을 위해 「프로젝트금융투자회사법」의 제정을 추진한 바 있으나, 부동산 투기 우려 등으로 인해 국회에서 2년 동안이나 계류되다가 결국 법안 상정조차 못하고 자동 폐기된 사례가 있다. 그 이후 2004년에 현재의 「법인세법」에 관련 규정이 신설되었는데, 「법인세법」에 규정하다 보니 관리 및 감독에 대한 규정이 미흡하고 다른 부동산 투자와 관련된 법과의 형평성도 맞지 않은 기형적인 형태가 유지되고 있는 것이다.

프로젝트금융투자회사에 대해 개별법으로 관리하는 경우 두 가지 대안이 제시될 수 있다. 우선 현재 프로젝트금융투자회사와 유사한 사업을 하고 있는 「부동산투자회사법」에 프로젝트금융투자회사의 규정을 신설하는 방법이 있을 수 있다. 하지만 이 경우 프로젝트금융투자회사의 영위 사업이 부동산개발등으로 제한될 수 있는 단점이 존재한다. 하지만 현재 프로젝트금융투자회사의 대부분이 부동산개발과 관련되어 있다는 점을 고려한다면 「부동산투자회사법」을 개정하는 것도 적절한 수단으로 사용될 수 있을 것이다. 이럴 경우 프로젝트 금융투자회사에 대한 관리 및 감독의 주무부처는 자연스럽게 국토교통부가 맡게 되며, 필요한 경우 금융위원회의 감독을 공동으로 받을 수 있을 것이다.

그렇지 않다면 2001년도에 추진되었던 것처럼 프로젝트금융투자회사에 대한 완전한 별도의 개별법을 제정하는 방법이 있다. 2001년도에 추진되었던 「프로젝트금융투자회사법」이 현재의 규제체계 대부분을 포함하고 있었으므로, 이를 기초로 하여 변화된 현실을 반영하고 문제점에서 지적된 사항을 보완한다면 프로젝트 금융투자회사에 대한 적절한 관리 및 감독이 이루어질 수 있을 것으로 판단된다. 이 경우에도 관리 및 감독의 주무부처는 국토교통부로 지정하는 것이 부동산 투자와 관련된 법안과의 일관성 유지 측면에서 바람직할 것이다. 보

충적으로 금융위원회의 감독을 추가한다면 현재 운영되고 있는 프로젝트금융투자회사의 사업영역을 포괄할 것으로 판단된다.

그리고 프로젝트금융투자회사에 대한 존속기간도 보완할 필요가 있다. 현재 프로젝트금융투자회사의 존립기간은 등록일로부터 2년 이상이기만 하면 된다. 현재 프로젝트금융투자회사 중 존립기간이 가장 짧은 회사는 2011년에 정상 청산된 판교피에프브이로 3년이었고, 가장 긴 회사의 경우는 블루아일랜드개발 등이 30년으로 되어 있다. 그리고 존속기간이 10년과 20년인 프로젝트금융투자회사가 가장 많이 있다. 프로젝트금융투자회사는 각 사업의 특성과 사업진척의 불확실성을 고려하여 대부분 실제 예상 사업기간보다 존속기간을 더 길게 하려는 속성이 있는 것으로 보인다. 프로젝트금융투자회사의 해산은 존속기간이 만료되거나 다른 해산사유가 발생하게 되면 해산을 하여야 한다.

존속기간에 대해서는 두 가지를 보완하여야 할 것이다. 첫 번째는 존속기간의 연장에 관한 문제이다. 현재 프로젝트금융투자회사의 존속기간을 규정한 것은 「법인세법」 제51조의2에 2년 이상으로만 규정되어 있다. 이에 따라 존속기간완료 이후에도 사업을 더 진행하기 위해서는 기존의 프로젝트금융투자회사의 존속기간을 연장할 수 있는지 아닌지에 대한 명확한 규정이 존재하지 않는다. 예를 들어 존속기간 이내에 사업이 정상적으로 완료되거나 아니면 사업의 진척이 잘 되지 않아 해산하는 경우에는 존속기간이 큰 문제가 되지 않는다. 하지만 사업의 진척이 잘 되고 있는데 존속기간이 완료된 경우 현재의 규정상에는 프로젝트금융투자회사를 청산하여야 한다. 이 경우 기존 프로젝트금융투자회사의 청산과 신규 프로젝트금융투자회사의 설립의 절차가 필요하기 때문에 실질은 변경되지 않는데 추가적인 부대비용이 소요될 것이다. 기업구조조정 투자회사나 부동산 투자회사의 경우에는 1년 이내의 범위에서 주주총회를 통해 존속기간을 연장할 수 있



다. 이에 따라 프로젝트금융투자회사의 경우에도 존속기간을 연장할 수 있도록 하여야 할 것이다.

프로젝트금융투자회사의 존속기간과 관련된 두 번째의 보완사항은 최대존속기간에 대한 부분이다. 왜냐하면 현재의 경우에는 프로젝트금융투자회사의 입장에서는 가급적 예상투자기간보다 존속기간을 길게 하여 사업의 안정성을 기하려고 할 것이다. 하지만 이는 투자자의 입장에서는 존립기간에 대한 예측에 대한 불확실성을 증가시킬 수 있다. 따라서 「기업구조조정투자회사법」과 같이 프로젝트금융회사에 대한 최대존속기간을 제한하는 것이 필요하다. 이에 대한 보완은 존속기간의 연장에 대한 조항을 삽입한다면 사업진척에 따라 존속기간의 연장이 필요한 프로젝트금융투자회사에게 사업진행의 연속성을 보장할 수 있을 것이다. 최대존속기간을 10년 또는 20년 등 어느 것으로 할 것인지에 대해서는 기존의 프로젝트금융회사의 존속기간을 조사하여 적절하게 설정하면 될 것으로 판단된다.

## 2. 회사의 영위사업

프로젝트금융투자회사의 업무범위의 경우에도 이를 구체적으로 보완할 필요가 있다. 현재 「법인세법」 제51조의2 제1항 제9호 가목에 규정되어 있는 프로젝트금융회사가 영위할 수 있는 사업은 설비투자, 사회간접자본시설, 자원개발 그 밖에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정 사업이라고 규정해 놓아 공익성 사업에 대해서 프로젝트금융투자회사를 설립하여 운영할 것을 주요 목적으로 하는 것으로 여겨진다. 하지만 대부분의 프로젝트금융투자회사는 부동산개발을 수행하는 업무를 사업의 목적으로 하고 있으며, 일부의 사업에 있어서는 골프장, 고급별장이나 주택과 같이 공익성이 배제되거나 사치성 사업을 시행하고 있다.

프로젝트금융투자회사에 대한 세제혜택의 목적이 공익성 사업에 대한 것이라면 프로젝트금융투자회사의 사업의 목적 중 영위 불가능한 사업을 구체적으로 규정하여 사치성사업에 대한 프로젝트금융투자회사의 설립을 제한하여야 할 것이다. 그렇지 않다면 예규나 훈령 등을 통해 프로젝트금융투자회사에 대한 설립심사를 강화하여 사치성 사업 등에 대한 세제혜택이 이루어지지 않을 수 있도록 하여야 할 것으로 판단된다.

### 3. 회사의 설립요건

다음으로 보완할 사항은 회사의 설립요건이다. 우선 회사의 형태를 주식회사로만 하여야 하는지에 대해서 고려해 보아야 한다. 왜냐하면 프로젝트금융투자회사의 경우 참여투자자가 금융기관, 시행사 등으로 제한되어 있고 운영이 폐쇄적이기 때문에 회사의 형태를 주식회사로 제한할 이유는 없다. 하지만 주식회사의 형태를 가지게 되면 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」에 의한 감사보고서 제출 등의 의무를 이행하여야 하는데 합명회사나 합자회사의 경우 이러한 규정의 적용이 어렵기 때문에 주식회사 이외의 형태를 인정하는 경우 적절한 관리 및 감독을 위해 감사받은 재무제표의 제출 등을 의무화하여야 할 것이다.

발기인의 요건에 있어서 발기인 중 1인 이상은 은행, 증권회사, 종합금융회사, 상호저축은행, 보험회사, 여신전문금융회사, 새마을금고연합회가 포함되어야 하는 것으로 규정하고 있어, 자본시장에서 재무적 투자자의 한축을 담당하고 있는 연기금이나 각종 공제회 그리고 부동산 투자를 목적으로 하는 부동산펀드나 REITs는 단독으로 프로젝트금융투자회사에 참여하는 것이 불가능하다. 현재 일부 프로젝트금융투자회사에 연기금이나 각종 공제회가 재무적 투자자로서의 역할을 하는 현실에 비추어 볼 때 발기인 중 1인 이상의 참여자에 연기금이나 공제회 등이 참여할 수 있도록 제한범위를 넓히는 것을 고려해 보아야 한다.



#### 4. 설립 자본금과 운영요건

프로젝트금융투자회사의 설립요건 중 자본금에 있어서 보완되어야 할 사항은 다음과 같다. 현재 프로젝트금융투자회사를 설립하려면 자본금이 50억원 이상이어야 하고, 「사회기반시설에 대한 민간투자법」 제4조 제2호의 규정에 의한 방식으로 민간투자사업을 시행하는 투자회사의 경우에는 10억원 이상이면 된다.

이러한 규정은 두 가지 문제점을 가지고 있는데 우선 소규모 부동산개발사업이나 설비투자사업에 있어서는 프로젝트금융투자회사의 설립이 불가능하다. 다른 하나는 최소자본금요건만 규정해 놓았기 때문에 대규모프로젝트 사업에 있어서는 자본이 너무 적게 설정되어 자본의 안정성을 훼손할 수 있다. 예를 들어 명동도시환경정비사업이라는 프로젝트금융투자회사의 경우 자본금이 50억이지만 부채가 약 2,000 억원으로 회사의 규모나 부채 규모에 비해 자본금이 적은 편이다.

이에 따라 자본금규모를 프로젝트금융투자회사의 규모에 따라 차등적으로 적용하거나, 회사의 자산규모의 10% 또는 20% 등과 같이 자산의 증감과 비례적으로 규제하여 프로젝트금융투자회사의 자본안정성을 유지할 수 있도록 하여야 할 것이다.

다음으로 자산관리·운용 및 처분에 관한 업무는 별도의 자산관리 회사에 위탁해야 되는데, 자산관리회사는 당해 회사에 출자한 법인인 기존주주의 회사 또는 당해 회사에 출자한 자가 단독 또는 공동으로 설립한 법인인 별도법인으로 해야 된다. 이러한 규정은 프로젝트금융투자회사에 출자한 기관과 출자하지 않은 기관이 공동으로 자산관리 회사를 설립할 수 없도록 하고 있다. 프로젝트금융투자회사에 출자하지 않은 기관이 자산관리회사의 주주가 되는 것이 큰 문제가 될 것으로 보이지는 않는다.

오히려 프로젝트금융투자회사에 출자하지 않은 자산관리전문기관 등이 자산관리회사의 주주가 된다면 해당 사업을 객관적이고 합리적으로 운용할 가능성이 증대될 수 있고 사업의 진행에 대한 관리를 독립적으로 수행할 수 있을 것이다. 따라서 이러한 규정을 보완하여 프로젝트금융투자회사의 자산관리가 효율적으로 이루어질 수 있도록 하는 것을 고려해 보아야 한다.

### 5. 조세감면 규정

마지막으로 프로젝트금융투자회사에 대한 세제혜택이다. 우선 프로젝트금융투자회사에 대한 현재의 세제혜택을 폐지할 것인지 유지할 것인지에 대해 고려하여야 한다. 과거 2008년 기획재정부에서 프로젝트금융투자회사에 대한 소득공제를 폐지하고자 한 논거는 프로젝트금융투자회사에 대한 관리 및 감독이 어렵다는 것이었다. 소득공제 폐지의 근거가 온전히 관리 및 감독의 어려움 때문이라면 이는 별도의 법은 제정함으로써 해결될 수 있는 사항이다. 하지만 부동산투자자에 대한 세제상의 지원을 위해서라면 부동산 경기의 변동상황을 예의주시하면서 향후 폐지여부를 검토하여야 할 것이다. 그렇지 않고 프로젝트금융투자회사의 성격에서 기인하는 배당소득의 이중과세 문제를 해결하기 위해 있는 것이라면 이는 존속되어야 할 것이다.

현재 프로젝트금융투자회사가 법인세에 대한 소득공제를 받으려면 배당가능이익의 100분의 90 이상을 배당하여야 한다. 즉, 규정상으로는 배당가능이익 전체를 배당하여도 되는 것으로 보인다. 하지만 문제점에서도 지적한 바와 같이 프로젝트 금융투자회사의 경우 상법의 규정을 받기 때문에 실제로 배당할 수 있는 금액은 100분의 91을 약간 하회하는 수준이 최대 배당가능액이 된다.

이는 프로젝트금융투자회사가 배당하기 위해서는 「상법」상 이익준비금을 적립하여야하기 때문에 나타나는 현상이다. 이에 따라 이익준

비금으로 적립된 부분은 법인세를 납부하여야 한다. 부동산투자회사법에서도 동일한 세제혜택 규정이 있지만 「상법」상 이익준비금의 적립을 배제하고 있다. 따라서 프로젝트금융투자회사에 대해서도 동일한 내용으로 세제혜택을 부여하여야 할 것이다.

이는 현재 프로젝트금융투자회사에 대한 각종 규정이 「법인세법」에 명시되어 있기 때문인데 프로젝트금융투자회사에 대한 개별법을 제정함으로써 해결할 수 있을 것으로 판단된다. 또한 미국과 같이 배당규모에 대해 차등적으로 세제혜택을 주는 것이 필요한 지에 대해서도 검토해 볼 필요가 있다.

## 제 6 장 결 론

본 연구보고서는 최근 프로젝트금융투자회사의 실패사례 및 부동산 개발과 관련된 프로젝트금융투자회사의 설립이 증가되어 적절한 관리 및 감독 체계에 대한 필요성이 증대되는 상황에서 국내외 프로젝트금융투자회사에 대한 규제방안을 비교해보고 우리나라 프로젝트금융투자회사에 대한 관리 및 감독방향을 제시하려고 하였다.

하지만 본 연구보고서에서도 제시된 바와 같이 외국의 경우 프로젝트금융투자회사에 대하여 별도의 법에 의해 관리 및 감독을 하기 보다는 프로젝트금융투자회사의 설립형태에 따라 관련법을 적용하고 있었다. 이에 따라 본 연구보고서에서는 프로젝트금융투자회사와 내용이 유사한 프로젝트금융과 부동산투자에 관한 규제의 내용을 고려하여 국내에서 프로젝트금융투자회사의 관리 및 감독에 필요한 사항을 제시하였다.

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 우선 프로젝트금융투자회사에 대한 효율적인 관리 및 감독을 수행하기 위해서는 적절한 관리 주체가 필요하다는 것을 인식하였다. 이를 위해 기존의 부동산 관련 법 등에 프로젝트금융투자회사에 대한 내용을 추가하는 것보다는 프로젝트금융투자회사에 대한 별도의 법안을 제정하는 것이 더 효과적일 것으로 판단된다.

그리고 프로젝트금융투자회사의 설립과 운용에 있어서 현행 규정에 보완할 사항이 제시되었다. 현재 프로젝트 금융투자회사의 존립기간에 대한 규정은 최대존속기간에 대한 규정과 존립기간 만료 후 연장에 대한 규정이 보완되어야 할 것으로 판단되었다. 다음으로 회사의 설립요건 중 주식회사 형태만을 허용하는 현행 규정을 재검토해볼 필요성이 있다고 제시하였으며 발기인의 요건 중 현재 단독으로 참여가 불가능한 연기금 등이 참여할 수 있도록 함으로써 프로젝트금융투자

회사의 설립이 활성화될 수 있도록 하는 것이 바람직할 것이다. 또한 프로젝트금융투자회사에 대한 조세감면의 목적이 공익적인 성격의 사업에 대한 것이라면 사치성 사업에 대해서는 조세감면을 배제할 수 있도록 관련 조항을 보완하는 것이 필요한 것으로 나타났다.

그리고 실질적인 프로젝트금융투자회사의 업무를 수행하는 자산관리회사의 경우 프로젝트금융투자회사에 출자하지 않은 기관도 수행할 수 있도록 보완하여 프로젝트금융투자회사의 사업진행 등에 대한 독립적이고 효과적인 내부통제가 이루어질 수 있어야 함을 제시하였다. 마지막으로 현재 프로젝트금융투자회사의 소득공제요건을 부동산투자회사 등 비슷한 타법에서 규정하고 있는 내용과 일관성을 가져야 함을 제시하였다.

본 연구는 프로젝트금융투자회사에 대한 국내외 규정을 살펴봄으로써 우리나라 프로젝트금융투자회사의 적절한 관리 및 감독이 이루어질 수 있는 방향을 제시하고자 하였다. 하지만 해외사례가 부족하여 체계적인 비교가 불가능하였다는데 한계가 있다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 프로젝트금융투자회사에 대한 향후 발전방향과 관리 및 감독에 대한 방향을 제시하고 있다는데 의의가 있다.

## 참 고 문 헌

### 국내 참고문헌

- 강민석 등, “국내외 부동산 개발금융비교와 시사점”, 메리츠증권 부동산금융연구소, 2009.
- 국중호, 「주요국의 조세제도 - 일본편-」, 한국조세연구원, 2009.
- 김문희, “프로젝트금융투자회사법안 검토보고”, 재정경제위원회, 2001.
- 김진·서정렬, “부동산 개발사업의 위험 회피를 위한 PFV의 역할과 개선방안에 관한 연구”, 「부동산학연구」 제14집 제3호, 2008.
- 신일수, “국내 부동산 PF, 이제는 ‘REAL PF’가 해법이다”, 한국신용평가 이슈리포트, 2013.
- 장근호, 「주요국의 조세제도 - 미국편(I)-」, 한국조세연구원, 2009.
- 정희남 외, “부동산시장 선진화를 위한 리츠제도 활성화 방안 연구”, 국토연구원, 2008.
- 최 수·박천규·배유진, “부동산 간접투자제도의 발전방안 연구”, 국토연구원, 2011.

### 외국 참고문헌

- Bueno, “The Project and Construction Review”, *Law Business Research*, 2013.
- Kollins, Speer B., Cory K., “Solar PV Project financing : Regulatory and Legislative Challenges for Third-Party PPA System Owners”, *Technical Report, National Renewable Energy Laboratory*, February 2010.

참 고 문 헌

Slivker A.,“What is Project Finance and How does it work?”, *Working Paper*, April 2011.

Subramanian K., and F. Tung,“Law and Project Finance”, *Working Paper*, May 2012.