



## 기업형 임대주택 정책 무엇이 문제인가? ③

2017.03.16. | 권순형\_새사연 이사 | avatar84@empas.com

기업형 임대주택은 중산층을 위한 임대주택을 공급한다는 명분으로 도입되었다. 전세가격 상승과 월세 전환으로 서민들의 주거비 부담이 가중되면서 최장 8년간 안정적으로 거주할 수 있다는 기업형 임대주택은 새로운 주거대안으로 인식되기도 하였다. 하지만 기업형 임대주택을 공급하기 위한 정부의 지원정책이 발표되고 사업이 추진되면서 기업형 임대주택이 누구를 위한 임대주택 정책인지에 대한 논란이 만들어지고 있다. 기업형 임대주택을 둘러싼 논란은 한정된 정부 재원을 어떻게 배분할 것인가의 문제로 귀결되고 있다. 정부는 기업형 임대주택 공급을 확대하기 위하여 주택기금 용자, 공공택지 배분, 용적을 상향, 토지 수용권 부여 등 막대한 지원을 적용하고 있다. 정부의 막대한 공적지원에도 불구하고 기업형 임대주택으로 공급된 임대주택의 임대료는 주택시장의 임대료와 비교하여 높은 수준이다. 기업형 임대주택은 누구를 위하여 공급되고 있는 것인지 의문이 만들어지고 있다.

본 연구는 정부의 기업형 임대주택 정책의 내용을 분석하여 지원정책이 가지고 있는 문제점을 지적하고 이에 대한 해결책을 모색하기 위한 목적을 가지고 있다. 박근혜정부가 도입한 기업형 임대주택은 정비사업 연계형, 촉진지구형, LH공모형, 민간 제안형 등으로 그 유형이 다양화되어 있다. 기업형 임대주택의 각 유형별 분석을 통하여 박근혜정부의 기업형 임대주택 정책이 가지고 있는 문제점을 살펴보고자 한다.

### 자본주의 시장원리에 반하는 공공임대주택 리츠

#### 부동산 리츠란?

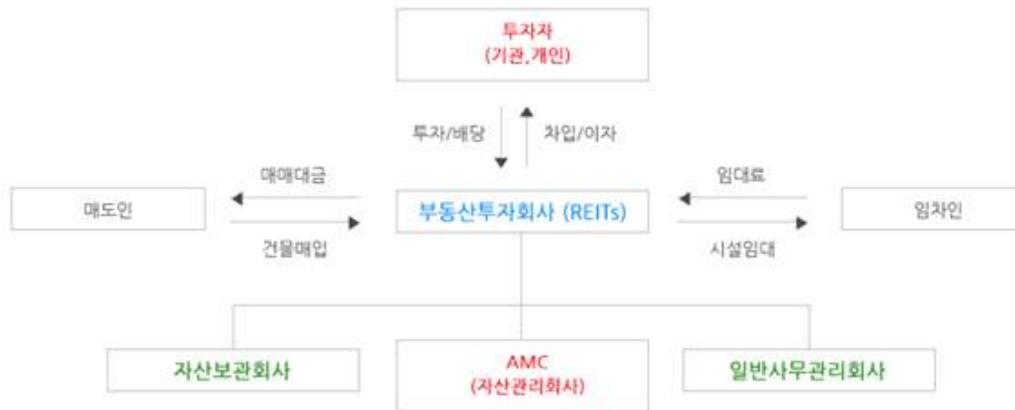
리츠(REITs)는 'Real Estate Investment Trusts'의 약자로, 다수 투자자들로부터 자금을 조달하여 부동산이나 부동산 관련 대출에 투자하여 발생한 수익을 투자자에게 배당하는 간접투자 상품을 의미한다. 국내에서 리츠가 도입된 것은 2001년 4월 일반인의 부동산 간접투자 기회 제공 및 부동산 시장의 활성화를 위해 『부동산투자회사법』이 제정된 이후이다. 2001년 당시 리츠 도입의 목적은 ① 소액다수 투자자에게 부동산 간접투자 기회 제공 ② 투기적 부동산 시장을 건전한 투자시장으로 전환하여 부동산 가격 안정 ③ 기업 구조조정을 위한 부동산 매각 지원, 재무구조 개선을 통한 기업 구조조정 지원 ④ 다수의 투자자 및 대규모 자금 조달을 통한 건설 및 부동산 경



기 활성화 ⑤ 투명성 제고 및 금융 활성화를 통한 부동산 시장 선진화 등 이었다.

리츠는 다수의 투자자로부터 자금을 조달하여 부동산에 투자하는 간접투자 상품으로 직접 투자와 비교하여 몇 가지 장점을 가지고 있다. 우선, 전문적인 운영인력에 의한 시장조사와 분석을 통하여 위험 대비 높은 수익률을 기대할 수 있다. 둘째, 다수의 개인 투자자 등 소규모 자금으로도 안정적인 대형 부동산의 투자기회를 얻을 수 있다. 셋째, 상장된 리츠의 경우 보유 주식을 매각하는 것이 가능하여 유동성이 높은 장점이 있다. 마지막으로, 배당 가능 이익의 90% 이상을 배당할 경우 배당소득세가 감면되는 등 세제혜택이 있다. 도입목적에서 나타나듯이 리츠는 다수의 투자자로부터 자금을 조달하여 전문적인 시장조사와 분석을 통하여 부동산 투자상품을 개발하여 운용수익을 만들어 투자자에게 배당하는 것을 목적으로 하고 있다. 이러한 점에서 리츠는 자산의 투자, 운용, 자산관리를 담당하고 자산관리회사(AMC ; Asset Management Company)에 위탁하는 방식으로 대부분 운용되고 있다. 리츠에서 자산관리회사는 부동산 투자상품 개발, 투자자 모집 및 위험 관리방안 수립, 부동산 매각 및 리츠 청산 등 리츠 설립과 운영 및 청산 등 전과정에서 핵심적인 역할을 수행한다.

그림1. 리츠의 기본구조



출처: 한국자산신탁

리츠는 부동산에 대한 간접투자상품으로 투자에 따른 수익 배당을 목적으로 한다. 자본주의 시장에서 상품에 대한 투자는 수익과 위험을 동반한다. 투자자는 투자에 따른 수익을 기대할 수 있으며, 위험은 투자자 본인에게 귀속된다. 리츠에서도 투자자는 운용수익을 배당 받을 수 있는 반면 투자에 따른 위험은 투자자 개인의 책임을 지게



된다. 자본주의 시장에서 투자 위험과 기대수익은 비례한다. 위험이 높은 상품은 높은 수익이 기대되고, 위험이 낮은 상품은 낮은 수익이 기대된다. 리츠는 수익을 목적으로 운용되는 간접투자상품으로 투자에 따른 위험을 전문적인 자산관리회사를 통하여 관리하고, 다수의 투자자들에게 분산하고 있는 것이 특징이다.

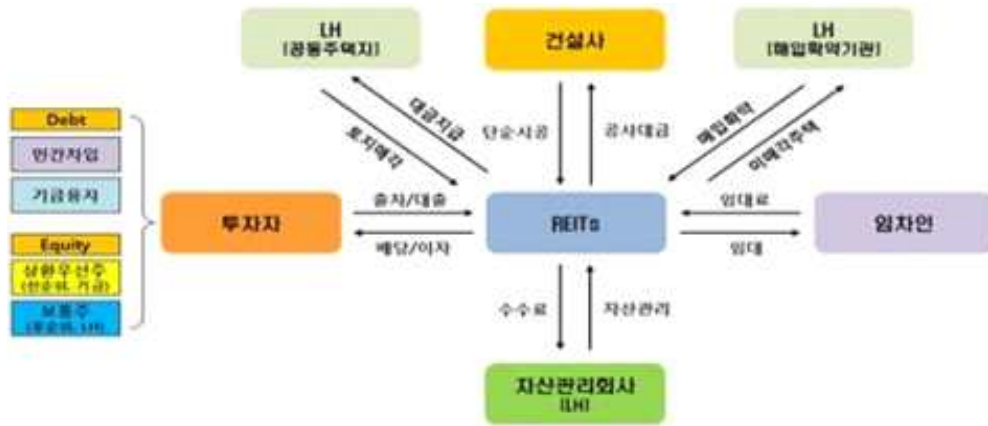
### 리츠를 통한 공공임대주택 공급

박근혜 정부는 공공임대주택에 민간자본을 끌어들이기 위해 리츠를 도입하였다. 공공임대주택리츠로 명명된 새로운 공공임대주택정책은 공공임대주택 공급주체인 LH공사의 재정적 부담을 이유를 근거로 제시하였다. 2009년 주택공사와 토지공사를 통합하여 출범한 LH공사는 막대한 부채부담을 해결하기 위한 경영정상화 방안을 발표하였다. LH공사는 경영정상화 방안에서 부채 증가의 원인을 국민임대주택 등 재무역량을 초과한 정책사업 수행과 임대주택사업의 구조적 문제, 부동산 경기 침체에 따른 토지 매각 지연 등을 꼽았다. 특히 국민임대주택을 공급하기 위해서는 1호당 9,300만 원의 금융부채가 발생하게 된다는 점을 지적하였다. LH공사는 공공임대주택 공급에서 발생하는 부채 문제를 해결하기 위하여 민간자본을 끌어들이고 공공임대주택을 공급하는 리츠를 도입하였다.

공공임대주택리츠의 사업구조는 LH공사와 주택도시보증금이 공동으로 리츠를 설립하여 LH의 공동주택용지를 매입한 후 사업계획승인을 받아 건설 시행하고, 임대 의무기간이 종료된 이후 임대주택을 매각하여 리츠를 청산하는 방식으로 구성되어 있다. 임대 의무기간이 종료된 이후 임대주택은 분양전환을 통하여 매각되며, 미분양 주택은 LH공사가 환매특약을 적용하여 매입하게 된다. 민간자본은 출자, 용자, 출자&용자 방식으로 참여가 가능하며, 출자의 경우 민간자본의 선순위로 배당을 받을 수 있는 권리를 가지게 된다.



그림2. 공공임대주택리츠 사업구조



출처: 국토부

### 수익률 보장을 통한 민간자본 유치

공공임대주택리츠는 공공임대주택공급에 민간자본을 유치한다는 명분으로 도입되었지만 실상은 민간자본에게 사실상 무위험 수익률을 보장하는 방식으로 구성되어 있다. 공공임대주택리츠가 민간자본에 무위험 수익률을 보장하고 있는 것은 사업구조와 자원조달구조를 통해서 확인이 가능하다. 우선 자원조달구조를 보면 전체 사업비의 15%는 LH공사와 주택기금의 출자를 통해서 조달되며, 임대보증금으로 전체 사업비의 35%를 조달한다. 나머지 50%는 용자를 통하여 조달되며 주택기금은 후순위로 20%, 민간자본은 선순위로 30%를 조달하는 것으로 계획되어 있다.

표1. 하남미사 공공임대주택리츠 시범사업 자원조달 구조

구분	총사업비	출자금		임대보증금	기금융자(후순위)	기관투자(선순위용자)
		기금	LH			
금액	4,446억원	533	133	1,534	907	1,339
비율(%)	100%	12%	3%	35%	20%	30%
조달금리	-	-	-	0%	3.26%	4.1%

출처: 국토부



공공임대 리츠에 민간자본은 출자와 용자 등을 통하여 사업에 참여할 수 있다. 용자는 리츠가 사업비를 대출 받는 방식으로 주택기금융자와 민간자본 용자로 구성된다. 민간자본 용자는 선순위용자로 조달되며 조달 금리는 10년 만기 국고채 수익률 3.6%에 50bp를 가산하여 연4.1%를 적용하고 있다. 반면 주택기금융자는 후순위로 3.26%를 적용하고 있다. 일반적으로 조달금리는 사업의 위험에 비례한다. 해당 선순위 채권은 다른 채권에 비하여 우선하여 회수할 수 있는 권리를 의미하며, 후순위 채권은 선순위채권자에 대한 원리금을 전액 지급한 후에 원리금 지급이 가능한 채권을 의미한다. 따라서 선순위 채권으로 용자되는 민간투자자의 용자금은 후순위 채권인 주택기금융자금보다 우선 보호를 받을 수 있다.

민간투자자의 용자금은 위험이 훨씬 낮은 채권임에도 불구하고 위험이 높은 채권보다 높은 이자율이 보장되는 이상한 구조로 계획되어 있다. 그렇다면 공공임대주택리츠의 위험이 민간투자자에게 선순위를 보장할 정도로 높은 것인가를 살펴볼 필요가 있다. 임대주택건립과 같은 주택건설사업에서 사업비 용자에 대한 위험은 사업이 무산되어 사업주체가 원리금을 상환하지 못하게 되는 경우이다. 공공임대주택리츠의 사업주체는 LH공사와 주택기금이 출자하여 설립한 리츠이다. 공공기관이 출자하여 설립한 리츠가 중단될 가능성은 LH공사와 주택도시보증공사가 파산하는 경우와 같이 한정된 경우이다. 즉 공공임대주택리츠 사업이 중단되거나 파산하는 경우는 공공기관이 파산할 위험 정도로 낮은 수준에 머물러 있으며, 원리금을 상환하지 못하는 경우는 상상할 수 없다.

민간자본이 공공임대주택리츠에 자본을 출자하는 경우 더 정교하게 위험을 회피하는 방안이 도입되고 있다. 우선 리츠에 매각되는 토지금액을 낮추어 주택공급가격을 주변시세와 비교하여 대략 30% 정도 낮게 원가를 구성하도록 설계하고 있다. 공공임대주택리츠에 공급되는 토지는 LH공사가 조성한 토지로 공급가격을 전용면적 60㎡이하의 주택용지는 조성원가의 60%, 전용면적 60~85㎡의 주택용지는 조성원가의 85% 수준에서 공급이 이루어진다. 주택용지의 공급가격이 조성원가의 60~85% 이하로 공급이 이루어지면 주택 원가는 주변시세와 비교하여 30% 정도의 버퍼(Buffer)를 가질 수 있다. 토지가격 할인으로 조성된 주택가격 버퍼는 임대기간 종료 이후 주택을 매각할 경우 리츠의 수익률에 반영된다. 임대의무기간 주택가격 변동률을 적용하여 추정된 리츠의 수익률은 주택가격이 0.5% 하락하여도 수익이 발생하는 구조로 설계되어 있다.



표2. 공공임대주택리츠 투자수익률 분석 예시

구분		주택가격 변동률						
		△2.4%	△0.5%	0%	1.0%	1.5%	2.0%	3.0%
하남미사 지구	사업손익 (억원)		370	632	1,204	1,517	1,849	2,574
	출자자 수익률		3.48%	5.3%	8.31%	9.61%	10.8%	13%
화성동탄2 지구	사업손익 (억원)		74	122	388	534	688	1,025
	출자자 수익률		0.02%	2.39%	6.02%	7.52%	8.87%	11.27%
천안 오피스텔	우선주IRR	기관5.6%, 주택기금(母리츠) 4.0%						
	보통주IRR	2.4%		7.8%	10.02%		12.02%	13.87%
노량진 오피스텔	우선주IRR	기관5.6%, 주택기금(母리츠) 4.0%						
	보통주IRR	4.4%		11.0%	13.0%		14.8%	16.5%

출처: 국토부 보도자료 정리

국토부가 도입한 공공임대주택리츠의 예상수익률은 10년 동안 주택가격이 1.5%만 상승하여도 투자수익률이 최소 5~6%이 되도록 설계되어 있다. 이러한 리츠의 수익률은 LH공사가 매각시점에서 미매각 주택을 환매하는 규정을 적용하면 사실상 무위험 수익률로 환원된다. 공공임대주택리츠에 투자한 민간자본은 임대운영 기간 동안 출자자 수익률 및 용자금에 임대료에 반영하여 보장받게 되며, 청산시점에는 분양전환을 통하여 높은 출자수익을 기대할 수 있다. 최악의 경우 임대주택이 매각되지 않을 경우를 대비하여 LH공사가 미분양주택을 환매하여 민간자본의 용자와 출자금액에 대하여 수익률을 보장하고 있다. 공공임대주택리츠에 투자한 민간자본은 어떠한 경우에도 손실이 발생하지 않는 사실상 무위험수익률이다.

### 채권형 리츠 - 공공임대주택리츠

공공임대주택리츠는 LH공사의 재정적 부담을 이유로 도입되었지만 실상은 이와는 아무 관계가 없다. 공공임대주택리츠에 출자된 민간자본은 주택도시보증공사의 사업비 보증과 LH공사의 환매특약 적용으로 LH의 재정적 부담을 감소시키는 것에 기여





하지 않는다. 오히려 공공임대주택리츠는 분양전환임대주택용지를 민간에 매각하여 LH공사의 재무적 건전성에 부정적인 영향을 미치고 있다. 10년 분양전환임대주택사업은 LH공사가 시행하는 임대주택사업에서 가장 수익성이 좋은 부분으로 분류되고 있다. 10년 분양전환임대주택사업의 수익성은 조성원가의 60~85%로 공급되는 임대주택용지 가격이 가장 중요한 원천이다. 조성원가의 60~85%를 공급 받은 용지를 분양전환 시점에 감정가격으로 매각하기 때문에 토지가격 상승으로 인한 수익이 발생하는 구조를 가지고 있었다. 또한 건축비는 감가상각비용으로 자기자본과 타인자본의 용자금에 대한 이자는 임대료에 반영되어 있다. 결국 공공임대주택리츠는 본래 수익이 발생하는 공공사업을 리츠로 전환시켜 수익을 민간투자자에게 넘겨주는 역할을 수행하고 있을 뿐이다.

국토부가 제시한 공공임대주택리츠의 수익률은 기존 10년 분양전환임대주택이 가지고 있는 사업구조에 기반하고 있다. 조성원가의 60~85%로 공급되는 용지가격이 리츠의 수익을 창출하는 핵심적인 근거를 이루고 있다. 공공임대주택용지가 조성원가 이하로 공급되는 것은 저렴한 공공임대주택을 공급하기 위한 사회적 합의에 기초하고 있다. 박근혜 정부는 이러한 사회적 합의를 금융자본의 먹거리로 전락시켰다. 공공임대주택 공급에 민간자본을 참여시킨다는 명분으로 사회적 합의를 통해 조성한 공공재원을 민간자본의 수익률을 보장하는 방식으로 변형시킨 것이다. 민간자본에 투자수익률을 보장하기 위해서 동원된 공공택지 조성원가 이하 매각, 사업비 보증, 환매특약 등 공공임대주택리츠에 적용된 공적 백업(Back-up)은 공공임대주택리츠를 이자율이 높은 국채로 둔갑시켰다. 공공임대주택리츠는 공적지원으로 민간자본에 확정된 수익률을 보장하는 최악의 임대주택정책으로 심지어 반자본주의적이다. 공공임대주택리츠의 즉각적인 폐기를 요구한다. ▶



## 2017년 새사연 발간 보고서

2017년 3월 16일 현재

분야	발간일	제목	작성자
경제	01/03	진짜' 경제민주화로 ⑤ 하청 중소기업, 글로벌 중견 대기업 될 수 없나?	정승일
노동	01/09	2017 전망보고서 (1) : 노동시장 불안정성의 심화	송민정
경제	01/12	일본은행이 선택한 화폐적 해법, 2017년을 희망의 해로 만들 수 있을까?	송중운
복지	01/16	2017 전망보고서 (2) : '불통'에 멈춰버린 사회, 안전망을 세워야 한다	최정은
국내외 정세	01/23	2017 전망보고서 (3) : 국내외 정세, 대전환을 탐색하는 2017	박세길
세계경제	02/03	2017 전망보고서 (4) : 2017년 세계경제, "공포의 해"가 될 것인가?	송중운
마을	02/06	2017 전망보고서 (5) : 다가오는 건거의 계절, 마을살이의 운명은?	강세진
부동산	02/10	2017 전망보고서 (6) : 장기불황 초입에 들어서는 주택시장	권순형
보건의료	02/13	2017 전망보고서 (7) : 한국 보건의료 체계의 개혁, 더 이상 미룰 수 없다	고병수
종합	02/22	2017 전망보고서 (8) : 2017년 7대 분야를 전망하다	새사연
부동산	03/08	기업형 임대주택 정책 무엇이 문제인가? ①	권순형
부동산	03/10	기업형 임대주택 정책 무엇이 문제인가? ②	권순형
부동산	03/16	기업형 임대주택 정책 무엇이 문제인가? ③	권순형