

세일즈앤리스백: 자산유동화의 WIN-WIN 전략

- 세일즈앤리스백(Sales and Lease back) 거래는 기업 혹은 개인이 자산유동화 목적으로 부동산, 설비 등을 매각한 후 해당 자산을 다시 재임차하는 거래
- 매도자(임차인)는 유동성 현금을 확보함과 동시에 해당자산을 지속적으로 이용할 수 있으며, 매입자(임대인)는 장기간 안정적인 임차인을 확보함과 동시에 자본이익을 향유할 수 있음
- 공사 주택연금의 경우, 다음과 같은 측면에서 SLB 매도자에 비해 주택연금 가입자에게 더 유리한 조건을 제공한다고 볼 수 있음

구분	주택연금 가입자	SLB 매도자
현금흐름	- 매월 일정금액 수취 - 해지 시 일시금 상환 - 조기 인출 가능	- 매월 임대료 지불 - 초기 매도 시 일시금 수취
부동산 점유권	- 평생유지 가능	- 임대계약 종료 후 재임차 불확실
자본이익	- 주택가격 상승 시 조건에 따라 취득 가능	- 불가

- 이는 주택연금이 노령층의 주거 및 생활안정을 목적으로 하는 복지상품의 성격을 띠고 있기 때문

-
- 작성자: 안세룡 연구위원 (051-663-8175 / sahn@hf.go.kr)
구영호 RA, 부산대 대학원 수학과 (kyh059@pusan.ac.kr)
 - 본고의 내용은 필자의 개인 의견으로 한국주택금융공사의 공식적인 견해와 다를 수 있습니다.
-

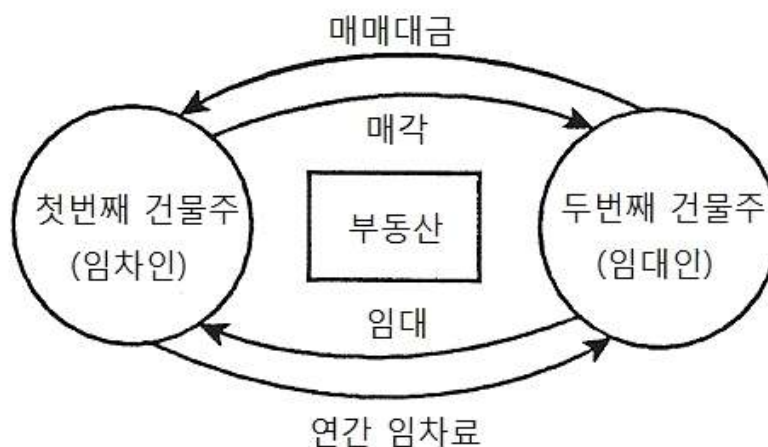
1 조사연구 배경

- 최근 법인이 소유한 부동산을 매각하고 재임차하는 세일즈앤리스백 (Sales and Lease Back, 이하 SLB) 거래가 증가하고 있음
 - SLB 거래는 기업의 유동성 확보를 위해 건물과 토지를 매각하고 다시 임대해 자금을 확보하는 방식
 - 또한 매입자 입장에서 SLB는 부동산 투자뿐만 아니라 안정적인 임대수익을 얻을 수 있는 거래방식
- 이러한 맥락에서 이 조사연구는 SLB의 개념, 거래원리, 장단점 등을 알아보고 또다른 자산유동화의 일종인 주택연금과 비교하고자 함

2 SLB의 개념 및 사례

- SLB는 기업이나 개인이 소유한 기계나 설비, 토지 및 건물 등을 금융사나 다른 기업 등에 매각하고, 이를 다시 빌려 이용하는 방법
 - 따라서 비유동성 보유자산을 활용해 현금을 확보하는 자산유동화의 일종이라 볼 수 있음

[그림1] SLB 기본 구조



□ 2015년 7월부터 한국자산관리공사 또한 SLB 거래를 통해 기업의 경영정상화를 지원하는 프로그램을 운영 중

○ 유동성 부족 등으로 일시적 경영애로를 겪고 있는 다음과 같은 기업의 자산을 해당 기업과 채권금융회사와 연계하여 지속적으로 점검 및 지원하고 있음

- 기업 보유자산 매각대금으로 금융회사 차입금을 상환하여 재무구조를 개선하고자 하는 기업
- 협약 금융회사가 기업의 경영정상화 가능성이 높다고 판단하여 추천하는 기업

□ 다음 [표1]은 최근 국내 SLB 사례로서, 기업 특성과 큰 관계없이 많은 다양한 기업이 SLB 거래를 이용하는 것을 확인할 수 있음

[표1] 최근 3년간 국내 주요 SLB 사례

년도	매도자	매매규모	대상자산	매입자
2013	두산건설	1500억 내외	논현동 사옥	하나다올자산운용
2013	지멘스(독일)	1억 6000만 유로	뮌헨 본사	국민연금
2013	LIG 손해보험	400억 내외	선릉 사옥	제이알투자운용
2014	한진중공업	1497억	갈월동사옥, 부산연구개발센터	베스타사모부동산 투자신탁
2014	롯데쇼핑	6017억	일산 백화점 등 7개 점포	KB자산운용부동산 펀드
2015	한일시멘트공업	1321억	남역삼동 본사 빌딩	부동산펀드
2015	동국제강	4200억	을지로 페럼타워	삼성생명보험
2015	이랜드 그룹	9100억	수도권 인근 아울렛, 쇼핑몰 매장	한국투자신탁
2016	한국 HP	2200억	여의도 HP빌딩	캡스톤자산운용
2016	대우조선해양 (현재진행중)	1800억	본사 사옥	코람코자산신탁
2016	홈플러스	6000억	김포점 등 5개 매장	유경PSG자산운용
2016	에버테크노	183억	본사 공장	한국자산관리공사

※ 자료: 글로벌 이코노믹 뉴스

- 특히 서울을 비롯한 수도권 소재의 대형빌딩을 중심으로 SLB 거래가 증가하는 추세를 보임
- 매수자는 대부분 부동산 펀드로, 장기간 고정적 임대수익을 보장 받을 수 있는 장점이 기관투자자들이 투자안정성을 확보하고자 하는 유인과 합치했던 것으로 보임

3 SLB 거래원리에 대한 이해

□ SLB 거래원리에 대해서 Sirmans and Slade(2010)¹⁾은 다음과 같은 원리를 들어 설명하고 있음

- 다음 식(1)은 부동산을 매도하고, 다시 재임대하는 거래상대방의 pay-off에 관한 식으로, 식(1)이 만족되어야 SLB거래가 매도자에게 이익이 됨

$$\left[(ATSP_0) - \sum_{t=1}^{LPer} \frac{LPmt_t * (1 - r_s)}{(1 + g_s)^t} \right] - \left[\left(\frac{cb_s}{d} * r \right) \left(\frac{1 - \frac{1}{(1 + g_s)^{RDT}}}{g_s} \right) + \left(\frac{ATSP_n}{(1 + g)^n} \right) \right] > 0 \quad \text{식(1)}$$

- 식(1)에 나타난 각 변수는 다음과 같음

- $ATSP_0$: 판매 수입
- $LPmt$: 임대료
- r_s : 매도자의 세율
- g_s : 매도자의 자본조달비용
- $LPer$: 임대기간

1) Sirmans, C.F. and B.A. Slade, 2010, "Sale-Leaseback Transactions: Price Premiums and Market Efficiency," Journal of Real Estate Research, Vol. 32, No. 2, pp. 221-241

- cb_s : 매도자의 감가상각비용
 - d : 매도자의 전체 감가상각 기간(직선상각법)
 - RDT : 매도자의 잔여 감가상각 기간
 - g : 시장 할인율
 - n : 보유기간
- 식(1)의 첫 번째 줄은 SLB 거래시 발생하는 현금흐름의 순 현재가치이고, 두 번째 줄은 해당 부동산을 매각하지 않고 보유할 때 발생하는 현금흐름의 순 현재가치임
- SLB 거래 시 발생하는 현금흐름은 판매수입과 임대기간동안 지불하는 임대료로 구성됨
 - 부동산 보유 시 발생하는 현금흐름은 추후 해당부동산 판매수입과, 감가상각비용 처리로 인한 절세효과로 구성되어 있음
- 다음 식(2)는 부동산을 매입하고 임대하는 거래상대방의 pay-off에 관한 식으로, 식(2)가 만족되어야 매입자가 SLB 거래에 참여함

$$\left(\sum_{t=1}^{LPer} \frac{LPmt_t * (1 - r_b)}{(1 + g_b)^t} \right) + \left(\frac{cb_b}{d} * r \right) \left(\frac{1 - \frac{1}{(1 + g_b)^d}}{g_b} \right) + \left(\frac{ATSP_n}{(1 + g)^n} \right) - (PP_0) > 0 \quad \text{식(2)}$$

- 식(2)에 나타난 변수는 다음과 같음
- $LPmt$: 임대료
 - r_b : 매입자의 세율
 - g_b : 매입자의 자본조달비용
 - $LPer$: 임대기간

- cb_b : 매입자의 감가상각비용
 - d : 매도자의 전체 감가상각 기간(직선상각법)
 - g : 시장 할인율
 - n : 보유기간
 - PP_0 : 초기 매입비용
- 식(2)의 첫 번째 줄과 두 번째 줄의 첫 번째 항은 SLB 거래시 발생하는 현금흐름의 순 현재가치이고, 이들의 합이 두 번째 줄의 두 번째 항인 초기 매입비용보다 커야 SLB 거래가 성립함
 - SLB 거래 시 발생하는 현금흐름은 임대기간동안의 임대료 수입과 부동산의 감가상각비용으로 인한 절세효과 및 추후 해당부동산 판매수익으로 구성됨
- 식(1)과 식(2)가 동시에 성립하기 위해선 매도자와 매입자 사이에 감가상각비용과 기간에 차이가 있어야 함
- 매도자와 매입자 사이에 구입비용과 임대료 등은 당연히 동일하며, 또한 세율과 시장할인율 등이 차이가 난다고 보기 어려움
 - 다만 매입자의 감가상각비용이 매도자의 감가상각비용보다 크거나 ($cb_b > cb_s$), 매입자의 감가상각기간이 매도자의 감가상각기간보다 길면 ($d > RDT$), 식(1)과 식(2)는 동시에 성립할 수 있음
 - 회계 상 감가상각비용은 부동산 구입 당시에 결정되어 이후 변동 없고, 부동산 가격은 시간이 흐름에 따라 증가하는 경향이 있으므로, 매입자의 감가상각비용은 매도자보다 크게 마련
 - 감가상각기간 역시 구입 시 초기화되므로, 매입자의 감가상각기간이 매도자에 비해 길게 마련

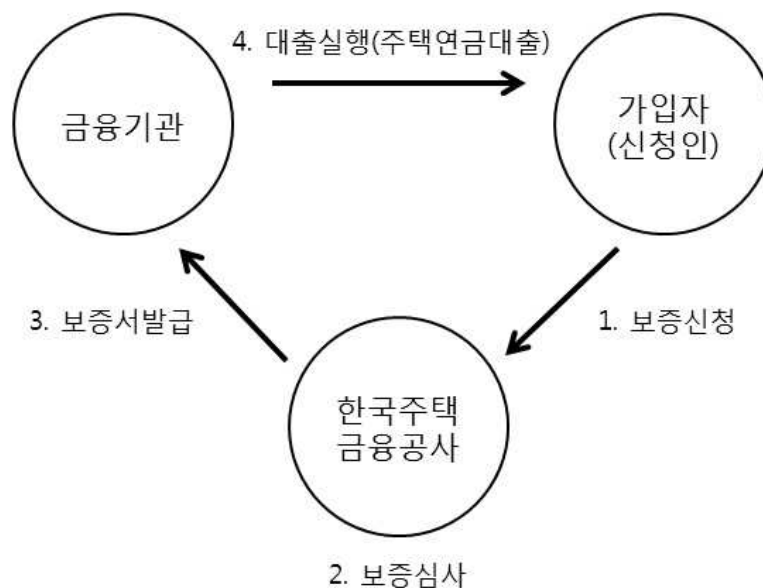
- 이는 상대적으로 줄어드는 매도자의 감가상각으로 인한 절세 효과를 매입자에게 더 큰 절세효과로 이전시키는 효과가 있음
- 또한 매입자의 입장에서 SLB는 단순매입에 비해 더 안정적인 임차인을 구할 수 있어 SLB를 통한 매입가가 단순매입가에 비해 높을 가능성도 있다고 말함

4 SLB의 효용 및 공사 주택연금과의 비교

- 매도자 입장에서 SLB의 가장 큰 장점은 자산을 유동화하여 현금을 확보함과 동시에 해당 자산에 대한 사용 권리를 유지할 수 있다는 점임
 - 이는 부채비율 증가 없이 신규 자금 조달을 가능하게 하며, 재무구조 개선을 통해 추후 자본조달비용의 감소를 기대할 수 있게 함
 - 또한 확보한 현금을 주력 사업이나 신규 사업에 투자할 수 있으며, 부동산 경기 침체에 따른 자산 가치 하락 위험을 회피할 수 있음
 - 다만 해당 자산을 수선 혹은 개선할 수 있는 권리를 잃을 수 있으며, 임차계약 종료 시 해당자산에 대한 점유권을 유지하지 못할 수 있음
- 매입자 입장에서 SLB의 가장 큰 장점은 장기간 동안 안정적인 수입원을 확보할 수 있다는 점임
 - 특히 단일 임차인일 경우 훨씬 수월하게 자산을 관리할 수 있음
 - 또한 해당 부동산의 가치가 상승할 경우 임대수익 외 자본수익을 기대할 수 있음

- 다만 임차인의 특정 목적을 위해 대규모 공사가 진행되었던 건물의 경우, 임대계약 종료 후 다음 임차 희망자를 위한 공사 비용이 지출될 수 있음
- 공사가 제공하는 주택연금의 경우 부동산과 같은 비유동성 자산을 유동화한다는 측면에서 SLB 거래와 비슷하지만 현금흐름에서 큰 차이를 보임

[그림2] 주택연금 기본 구조



- 현금흐름 측면에서 보면, 주택연금 가입자는 주택을 담보로 맡긴 후 매월 일정한 금액을 수취하지만, SLB 매도자는 반대로 매월 임대료를 지불함
- 또한 주택연금은 주택연금 해지 시 연금수령액에 대해 연금 가입자가 일시금을 상환하는 형태에 가까우나, SLB 매도자는 반대로 매도 당시 부동산 매도액을 일시금 형태로 수령함

- 이는 주택연금이 노령층의 생활 안정을 위해 매월 일정한 소득을 보장하기 위한 목적을 가지고 있기 때문
- 반면 SLB 매도자의 유동화 목적은 재무구조 개선뿐만 아니라 큰 규모의 자금이 필요하기 때문
- 그러나 주택연금의 경우에도 대출금 용도에 따라 연금한도의 50%~70%까지 조기 인출이 가능하다는 점은 SLB의 이러한 초기 큰 현금 확보의 장점 역시 보유하고 있다고 볼 수 있음

□ SLB 매도자 입장에서 하나의 단점인 임대계약 종료 후 재임차 불가 위험은 주택연금에서는 전혀 나타나지 않음

- 주택연금은 주택연금 가입자가 종신토록 해당주택에 주거할 수 있도록 설계되어 있어 해당 부동산에 대한 점유권 측면에서 훨씬 안정적인

□ 또한 주택연금 가입자는 가입주택 가치 상승에 대한 자본이익을 누릴 수 있는 기회가 있음

- 주택 가격이 크게 상승하여 주택연금 해지 시 주택가격이 연금 지급 총수령액보다 큰 경우 그 차익이 고스란히 가입자에게 귀속
- 반면 SLB 매도자는 해당 부동산 가치 상승의 자본이익을 전혀 가질 수 없음

□ 이러한 부분들을 살펴볼 때, 주택연금 가입자 입장에서 주택연금은 SLB 거래에 비해 훨씬 더 유리한 조건을 제공한다고 볼 수 있음

[표2] 주택연금 가입자와 SLB 매도자의 비교

구분	주택연금 가입자	SLB 매도자
현금흐름	- 매월 일정금액 수취 - 해지 시 일시금 상환 - 조기 인출 가능	- 매월 임대료 지불 - 초기 매도 시 일시금 수취
부동산 점유권	- 평생유지 가능	- 임대계약 종료 후 재임차 불확실
자본이익	- 주택가격 상승 시 조건에 따라 취득 가능	- 불가

5 요약 및 시사점

- 이 조사연구를 통해 비유동성 자산 유동화 거래의 일종인 SLB의 개념과 거래원리, 장단점 등을 살펴보았음
 - SLB는 기업이나 개인이 소유한 기계나 설비, 토지 및 건물 등을 금융사나 다른 기업 등에 매각하고, 이를 다시 빌려 이용하는 방법
 - 매도자 입장에서 볼 때, 유동성 현금을 확보함과 동시에 해당 자산에 대한 사용 권리를 유지할 수 있다는 장점이 있음
 - 또한 매입자 입장에서는 장기간 동안 안정적인 수입원을 확보함과 동시에 해당 자산 가치 상승에 대한 자본수익을 기대할 수 있다는 장점이 있음
- 주택연금 역시 자산유동화라는 점에서 SLB 거래와 비슷하지만, 주택 연금은 가입자에게 훨씬 유리한 조건을 제공한다고 볼 수 있음
 - SLB 거래와 비교할 때, 주택연금은 매월 일정 소득 수취, 해당 주택 평생 거주 가능, 가입주택 가치 상승에 대한 자본이익 향유 가능 등의 장점이 있음