



신한회계법인

INDUSTRY ISSUE & TAX

부동산 Vehicle 연결회계 검토(2)

부동산집합투자기구 중심으로

June 2026

CONTENTS

목차

01

변동이익(요건2) 산정방법

변동이익의 정의 및 단계별 분석 (한계이익·기대이익) 개괄

02

1단계: 한계이익 분석

한계이익의 변동성 측정 예시

03

2단계: 기대이익 분석

기대이익의 변동성 측정 예시

04

변동이익 산정시 주요 Q&A

실무상 오해되기 쉬운 쟁점에 대한 주요 질의회신

1 변동이익(요건2) 산정방법

부동산집합투자기구, 부동산투자회사, PFV 와 같은 부동산 Vehicle들은 기본적으로 실체가 없는 형태로 명목상으로만 존재하고, 실제로 해당 Vehicle의 AMC가 Vehicle이 보유하고 있는 자산을 직접 운용하고 AMC가 대상자산에 대한 주요 의사결정을 수행하게 됩니다.

다시 말해서 Vehicle에서 대상자산에 대한 '관련활동' 의사결정은 대부분 AMC에서 진행합니다. 부동산집합투자기구의 경우만 하더라도 애초에 자본시장과금융투자업에관한법률에 따라 수익자가 AMC의 의사결정에 관여할 수 없도록 되어 있습니다.

물론 주요 의사결정에 대하여 수익자총회(주주총회)에서 투자자들의 동의가 수반되지만 여기서 수익자(주주)는 AMC의 의사결정에 대하여 찬성/반대에 대한 의사결정을 할 뿐이고 지난 '부동산 Vehicle 연결회계검토(1)'에서 살펴보았듯이 이러한 수익자(주주)의 의사결정은 방어권(Protective Rights)에 불과합니다.

이렇듯 부동산 Vehicle의 주요 의사결정권자인 AMC는 초기 투자구도 설계 뿐만 아니라 기중 투자자 구조 변경 시 항상 Vehicle에 대한 연결여부를 검토하여야 합니다. 다시 말해서 AMC가 하는 의사결정들이 단순히 투자자들을 대리하여 '대리인(Agent)'으로 의사결정을 하는 것인지, '본인'으로서 의사결정 하는 것인지 판단하여야 하며, **일반 회사들과 다르게 부동산 Vehicle의 연결여부 검토는 항상 AMC의 본인VS대리인 여부를 판단하는 것에서 시작합니다.**

지난 '부동산 Vehicle 연결회계검토(1)'에서 설명하였듯이 지배력을 보유하게 되면 대상 Vehicle을 연결하여야 하고, 지배력 판단요소 중 두번째 요건인 변동이익에 대한 노출 정도를 검토하여야 합니다. 만약 변동이익에 상당히 노출되어 있다면 AMC는 본인으로서 의사결정을 하게 되는 것이고, 변동이익에 대한 노출정도가 낮다면 아무리 Vehicle에 대한 주요 의사결정을 한다고 하더라도 이러한 의사결정은 투자자들을 대리하여 '대리인'으로서 의사결정하는 것이지만 본인으로서 의사결정하는 것이 아니기 때문에 Vehicle에 대하여 지배력을 보유하고 있다고 보기 어렵습니다.

AMC의 본인vs대리인 판단시 고려하는 변동이익에는 AMC가 집합투자기구를 통해서 수취하게되는 하기의 모든 경제적 효익을 합산하여 고려하여야 합니다.

합산대상

1. 운용보수(Benchmark가 총자산, 순자산일 경우 유효)
2. 매각기본보수
3. 성과보수
4. 분배금(배당금)

AMC의 변동이익에 합산되는 항목들을 살펴보면 다음의 결론에 이르게 됩니다.

결론1. Vehicle이 발행한 수익증권(지분증권)을 취득하지 않고 단순히 Vehicle을 운용만 할 경우 AMC가 수취하는 경제적 효익은 보수에 한정되어 있으므로 자산의 운용성과에 따른 변동이익 노출정도가 투자자 대비 상대적으로 높지 않을 것이므로 지배력을 보유하고 있지 않을 가능성이 높다.

결론2. Vehicle 운용과 동시에 수익증권(지분증권)을 취득할 경우 보수 뿐만 아니라 분배금(배당금)의 변동성에 추가로 노출되면서 운용성과에 따른 변동이익 노출정도가 높으며 지배력 보유 여부에 대한 추가검토가 필요하다.

1 변동이익(요건2) 산정방법

변동이익 노출 수준이 본인(연결)에 해당하는지 대리인(연결 제외)에 해당하는지에 대한 정량 기준은 기준서에 명시되어 있지 않아, 실무적으로는

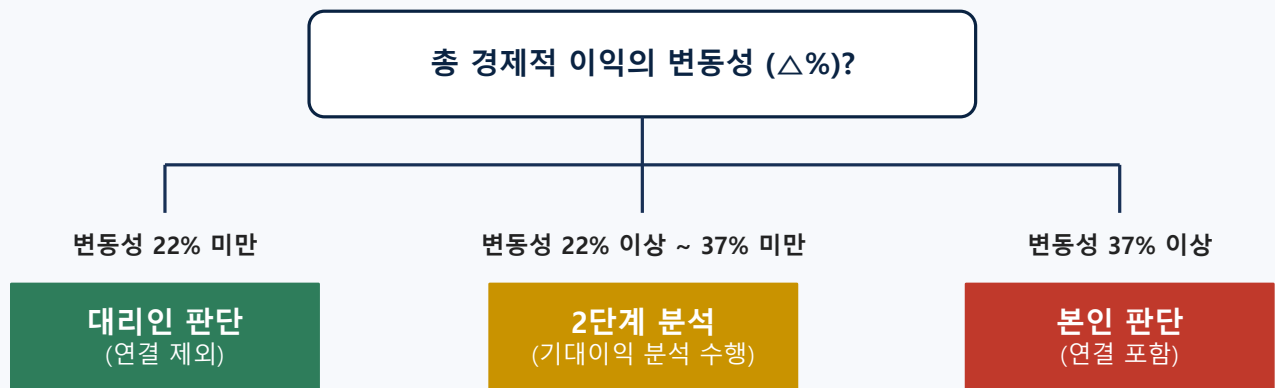
- ① (Step1) 먼저 어느 정도로 성과·위험에 노출되어 있는지 그 민감도 수준을 파악하는 한계이익을 검토하고,
- ② (Step2) 한계이익만으로 판단이 어려운 구간에 해당할 경우 기대이익을 추가 분석하는 단계적 접근을 따릅니다.

변동이익 노출수준의 2단계 분석 절차

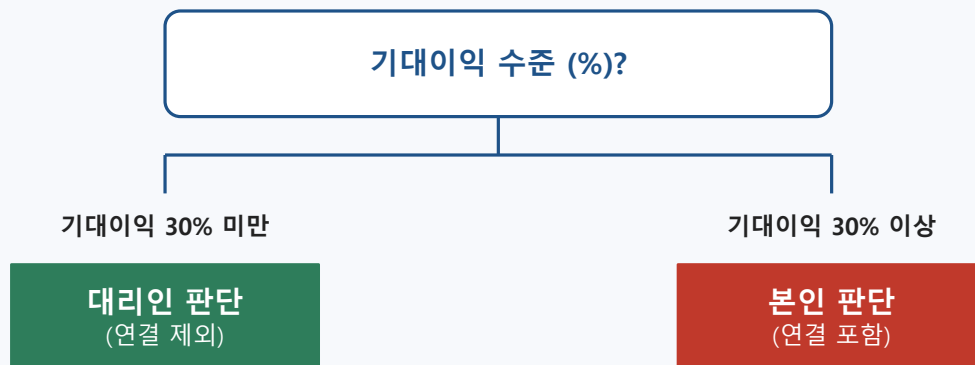
1단계 [한계이익 분석] : 투자자가 부담하는 총 경제적 이익(보수+분배금)의 변동성에 대한 최대 노출 수준(민감도)을 측정합니다. 변동성이 일정 수준 미만이면 노출이 미미하여 대리인으로 판단되고, 충분히 크면 본인으로 판단되며, 중간 구간에 해당하면 2단계 분석으로 넘어갑니다.

2단계 [기대이익 분석] : 1단계만으로 판단이 어려운 경우, 일반적인 성과 보수가 지급되는 기대(평균) 시나리오에서의 이익 수준을 추가로 측정하여 본인/대리인 여부를 최종 결정합니다.

1단계 : 한계이익 분석 (총 경제적 이익의 변동성 측정)



2단계 : 기대이익 분석 (성과보수 지급 가정 시 기대이익 수준 측정)



* 상기 기준치(22%, 37%, 30%)는 회계정책 사례일 뿐 공식 모형은 아니며, 실제 적용 시 종합적 판단이 요구됩니다.

2

1단계: 한계이익 분석

한계이익 분석은 부동산집합투자기구, 부동산투자회사, PFV에서 AMC가 부담하는 총 경제적 이익(운용보수+매각보수+성과보수+분배금)이 Vehicle 전체 성과의 변동에 대해 얼마나 민감하게 움직이는지를 측정하는 절차입니다.

즉, Vehicle의 성과가 1단위 변동할 때 AMC의 이익이 몇 % 변동하는지를 계산하여 변동이익 노출 수준의 최대치를 판단합니다. 변동이익 노출정도의 높고 낮음은 기준서에 명시되어 있지 않으며 회사별로 수립한 회계정책마다 서로 상이합니다.

내용 판단기준 및 회계정책 사례

■ 총 경제적 이익(보수 + 분배금)의 변동성에 대한 최대 노출을 측정

■ 판단기준

- ① 변동성 22% 미만 : 연결 제외 (대리인)
- ② **변동성 22% 이상 ~ 37% 미만 : 2단계 분석 수행***
- ③ 변동성 37% 이상 : 연결 포함 (본인)

판단예시 한계이익 변동성 계산 (Example)

- 운용보수 : 순자산의 1%
- 성과보수 : 목표수익율(8%) 도달시 추가수익의 20%
- 지분투자 : 10%
- 성과가 발생하는 구간에서 지급되는 이익수준에서의 변동성 계산 전제

항목	계산	AMC 수익
운용성과	1만큼 증가	
(-) 운용보수	$1 * 1\% = 0.01$	0.01
(-) 성과보수	$(1 - 0.01) * 20\% = 0.198$	0.198
지분수익(10%)	$(1 - 0.01 - 0.198) * 10\%$	0.079
합계		0.287
한계이익 변동성(△%)	0.287 / 1	✓ 28.7%

→ 한계이익 1이 증가함에 따라 펀드매니저 이익은 **28.7% 증가**함에 따라 **추가적인 2단계 분석 필요**

* 회계정책 사례일 뿐 공식 모형은 아니며, 총경제적 이익의 변동성이 22%~37% 구간일 경우 종합적 판단이 요구됩니다.

3 2단계: 기대이익 분석

1단계 한계이익 분석에서 변동성이 22%~37% 구간에 해당되어 즉시 본인/대리인 판단이 어려운 경우, 보다 일반적인 운용 상황에서의 기대이익 수준을 추가로 측정합니다.

즉, Vehicle이 목표수익율을 달성하여 성과보수가 정상적으로 지급되는 평균적 시나리오에서 AMC가 차지하는 이익의 비중이 충분히 큰지를 확인하여 최종 연결 여부를 결정합니다.

내용 판단기준 및 회계정책 사례

■ 일반적으로 성과 보수가 지급되는 상황을 가정하여 기대이익의 수준을 측정

■ 판단기준

- ① 기대이익 30% 미만 : 연결 제외 (대리인)
- ② 기대이익 30% 이상 : 연결 포함 (본인)

판단예시 기대이익 변동성 계산 (Example)

- 운용보수 : 순자산(NAV) 기준 1% (최초 NAV = 100 가정)
- 성과보수 : 목표수익율(8%) 도달시 추가이익의 20%
- 지분투자 : 10%
- 운용 성과가 10%에서의 기대이익 변동성 계산

항목	계산	펀드매니저 수익
운용성과	10	
(-) 운용보수	$110 * 1\%$	1.10
(-) 성과보수	$(10 - 1.10 - 8) * 20\%$	0.18
지분수익(10%)	$(10 - 1.1 - 0.18) * 10\%$	0.87
합계		2.15
기대이익 변동성(△%)	$2.15 / 10$	✓ 21.5%

→ 전체이익 10에 대한 AMC의 이익은 21.5%를 차지므로 **연결에서 제외 (대리인에 불과한 것으로 판단)**

* 회계정책 사례일 뿐 공식 모형은 아니며, 총경제적 이익의 변동성이 22%~37% 구간일 경우 종합적 판단이 요구됩니다.

4 변동이익 산정시 주요 Q&A

'지배력' 보유 판단 시 변동이익(요건2)와 관련하여 여러 오해의 소지가 있을 수 있는데 '지배력' 판단시 변동이익(요건2)와 관련하여 오해의 소지가 있는 내용은 다음과 같습니다.

Q 변동이익에 AMC의 운용보수를 무조건 합산하는 것이 맞는지?

A 만약 AMC의 운용보수 산정의 근거가 되는 Benchmark가 Vehicle의 총자산/순자산이라면 매월 기준가격이 변동되므로 운용실적에 따라 운용사가 수취하게되는 운용보수가 변동될 것입니다. 따라서 이렇게 보수의 Benchmark가 Vehicle의 총자산/순자산이라면 한계이익 검토시 변동이익에 운용보수를 합산하는 것이 적절합니다. 반면에 Benchmark 매입가액, 신탁원본, 총투자비 또는 정액수수료로 지급될 경우 AMC는 매월 대상자산의 운용성과와 무관하게 고정금액으로 운용보수를 수취하게 되므로 한계이익 검토시 변동이익에 운용보수를 합산하는 것은 의미가 없을 것입니다.

Q 매각보수&성과보수 변동 수준으로 충분히 변동이익에 대한 노출정도가 높다고 할 수 있는지?

A AMC가 Vehicle에 별도로 투자하고 있지 않다고 전제할 경우 AMC가 수취하게 되는 매각보수, 성과보수의 변동성 수준은 매각시점에 투자자들이 수취하게 되는 매각분배금(배당금)의 변동성 수준보다 낮은 것이 일반적입니다. 물론 투자구조도 마다 상이하겠지만 매각금액을 Benchmark로 하여 일정 요율을 수취하게 되는 매각보수&성과보수 변동성은 산술적으로 매각차익분배금을 나눠가지는 투자자들의 매각분배금(배당금)의 변동성보다 낮게 산출됩니다. 따라서 별도로 Vehicle이 발행한 수익증권(지분증권)을 보유하고 있지 않다면, 매각보수&성과보수만으로 타 투자자 대비 상대적으로 가장 높은 변동이익에 노출되어 있다고 보기 어렵습니다.

Q AMC가 대리인(Agent)에 불과하다면 지배력은 대체 누가 보유하고 있는 것인지?

A Vehicle에 대하여 반드시 누군가는 지배력을 보유하고 있어야만 하는 것은 아닙니다. 어느 투자자가 Vehicle의 지분율을 1/3 수준 보유하고 있고 가장 높은 지분율이라고 하더라도 지배력을 보유하고 있다고 보기 어려운 경우도 상당히 많습니다.

따라서 AMC가 단순히 대리인(Agent)로서 의사결정을 하는 것에 불과하다면 AMC는 Vehicle에 대하여 지배력을 보유하고 있지 않고, 동시에 다른 투자자들도 지배력 판단시 어느 누구도 지배력을 보유하고 있다고 판단되면, 해당 Vehicle을 연결회계처리하게 되는 주체는 존재하지 않게 되는 것입니다.



신한회계법인

INDUSTRY ISSUE & TAX

부동산 세무·회계 인사이트

신한회계법인은 국내외 부동산 실물매입부터 개발사업까지 전 과정에 걸친 재무·세무 전문 자문 서비스를 제공하고 있습니다. 부동산 분야의 풍부한 경험과 전문성을 갖춘 전담 팀 조직을 기반으로, 거래구조 설계부터 세무 최적화, 회계 자문에 이르는 통합 솔루션을 다방면으로 지원하고 있습니다.

Contact Us

담당 회계사	신원식 공인회계사
직책	부동산 세무·재무 전문
Email	wsshin@rsmkr.kr
Tel	010-5631-0656
Address	서울특별시 중구 퇴계로 213, 6층 610호 (충무로4가, 일흥빌딩)

본 간행물은 일반적인 정보제공 및 지식전달을 위하여 제작된 것으로, 구체적인 세무이슈 등에 대한 신한회계법인의 의견이 아님을 유념하여 주시기 바랍니다. 본 간행물의 정보를 이용하여 문제가 발생하는 경우 신한회계법인은 법적 책임을 지지 아니합니다.