

석사학위논문
지도교수 이 용 만

외국사례 비교분석을 통한
우리나라 리츠제도의 활성화 방안

A REITs Activating Plan in Korea
Derived from Foreign Countries' Cases

2003년 12월

한성대학교 부동산대학원
부동산학과
부동산투자금융 전공
안완석

석사학위논문
지도교수 이 용 만

외국사례 비교분석을 통한
우리나라 리츠제도의 활성화 방안

A REITs Activating Plan in Korea
Derived from Foreign Countries' Cases

위 논문을 부동산학 석사학위 논문으로 제출함

2003년 12월

한성대학교 부동산대학원
부동산학과
부동산투자금융 전공
안완석

안완석의 부동산학 석사학위 논문을 인준함

2003년 12월 일

심사 위원장 (인)

심 사 위원 (인)

심 사 위원 (인)

<국문초록>

외국사례 비교분석을 통한 우리나라 리츠제도 활성화 방안

한성대학교 부동산학과: 안 완 석
지도교수: 이 용 만

리츠(REITs: Real Estate Investment Trusts)란 투자자들로부터 자금을 모아 부동산에 투자하고 거기에서 얻는 수익을 투자자들에게 배당금 형태로 나눠주는 부동산투자회사를 말한다. 리츠의 가장 큰 장점은 비교적 높은 수익률을 기대할 수 있다는 것과 부동산에 대해 소액투자가 가능하다는 점이다.

리츠가 우리나라에 도입된 시점은 2001.7월 1일 부터 이다. 건설교통부는 리츠제도를 도입하면서 우리나라의 부동산시장의 흐름을 단기투자에서 장기투자로 변화시켜 부동산시장의 투기 방지를 노리고 부동산의 유동화 현상을 도울 목적이었다. 그러나 초기 도입취지와는 달리 현재 우리나라 리츠시장은 아직 활성화되지 않은 상태로 머물러 있다.

이에 본 고는 우리나라보다 먼저 리츠제도를 도입하여 활용하고 있는 선진 외국의 사례를 비교 연구해 봄으로써 향후 우리나라의 리츠제도의 활성화 방안을 제시하고자 한다. 미국, 호주, 일본 등의 리츠제도를 연구하면서 얻어지는 결론은 우리 나라의 리츠제도에 아직 규제가 많다는 것이다.

따라서 리츠제도의 활성화를 위해 시급히 요구되는 주요 사항을 도출해 보면 아래와 같다. 즉,

1. 인식의 전환

먼저 부동산과 관련된 사업에 대해 막연히 투기와 관련해서 생각하는 편견을 버리는 인식의 전환이 필요하다 하겠다. 선진 외국의 부동산 개발 및 투자 회사는 일반 회사와 차별 없이 거래소에 상장되며 자유롭게 금융을 이용하고 있다.

2. 설립시의 활성화 방안

설립시의 활성화 방안으로는 설립자본금의 인하, 현물출자의 허용 그리고 회사형, 계약형을 선택할 수 있도록 양자를 모두 허용하는 것이다.

3. 운영상의 활성화 방안

운영상의 활성화 방안으로는 개발사업을 확대 허용하며, 차입운용을 부분적으로 허용하고, 투자대상 부동산의 자산구성요건도 현행 90%에서 70%정도로 완화하며 법인세 감면 혜택도 일정조건하에서 최소한 기업구조조정 부동산투자회사 정도 수준(50%감면)으로는 부여되어야 할 것이다.

4. 기타

이외에도 투자분석사 제도를 도입하는 등 전문인력을 체계적으로 양성해야 할 필요성이 있으며 법인세 감면 혜택과 정보 인프라 구축 및 부동산 관련정보를 공개하는 시스템이 확보되어야 하겠다.

< 목 차 >

제 1 장 서 론	1
제1절 연구의 목적	1
1. 문제의 제기	1
2. 연구의 목적	2
제2절 연구의 범위와 방법	5
1. 연구의 범위	5
2. 연구의 방법	6
제 2 장 리츠제도의 고찰	7
제1절 리츠제도의 이해	7
1. 리츠제도의 의의	7
2. 리츠 제도의 기능	9
3. 리츠의 일반적 구조	12
4. 리츠제도의 특징 및 장점	16
제2절 리츠제도의 분류	18
1. 리츠의 유형	18
2. 계약형(신탁형)리츠 제도	20
3. 회사형 리츠 제도	23
4. 계약형 리츠와 회사형 리츠의 비교분석	26
제 3 장 외국의 부동산투자신탁제도	28
제1절 미국의 리츠제도	28
1. 제도운영 개관	28

2. 리츠의 변천과정	29
3. 미국 리츠제도의 도입목적	32
4. 미국 리츠의 종류	33
5. 리츠의 자격요건	35
6. 리츠의 조직	47
7. 리츠의 자금조달	49
8. 리츠의 자금조달	51
9. 미국 리츠시장 동향	58
제2절 일본의 특정목적회사(SPC)제도	62
1. 특정목적회사(SPC)제도	62
2. 일본의 리츠 제도	69
제3절 호주의 상장 부동산신탁 증권(LPT) 제도	70
1. 호주의 리츠 제도	70
2. LPT의 시장현황	76
3. LPT의 역할	79
4. LPT의 관리구조 및 주요 참여자	80
제4절 홍콩의 부동산 제도	81
1. 부동산 제도 및 시장	81
2. 부동산증권화와 부동산 회사	82
제5절 영국의 부동산 제도	84
1. 일반적 부동산펀드	84
2. 상장가능한 부동산 회사	85
3. 부동산회사의 주식회사 상장요건	85
제6절 외국제도의 시사점	86
1. 각국의 도입배경과 정책적 배려	86
2. 주요국가의 부동산신탁회사비교	87
3. 미국의 리츠산업의 성공비결	89

제 4 장	우리나라 리츠제도의 개선을 통한 활성화 방안	90
제1절	리츠 제도의 문제점	90
	1. 운영상의 문제점	91
	2. 전문인력의 부족	92
	3. 세제 혜택상의 문제점	93
	4. 정보인프라의 부족 및 자산 평가 주체의 공신력 부족	93
제2절	리츠 제도의 개선을 통한 활성화 방안	94
	1. 환경구축을 통한 활성화방안	94
	2. 운영상의 활성화 방안	96
	3. 전문인력의 양성 방안	101
	4. 이중과세 방지 등의 세제상의 혜택부여	105
제3절	정보인프라의 구축 및 평가 주체의 공신력 제고	110
	1. 정보인프라의 구축 및 부동산관련 정보공개	110
	2. 리츠 자산의 적정평가를 위한 평가 주체의 공신력 제고	114
	3. 적격한 투자부동산 확보	116
	4. 제도정착을 통한 활성화방안	116
	5. 리츠 제도의 운용전략	119
제 5 장	결 론	125
	<참고문헌>	129
	<Abstract>	134

< 표 차례 >

<표2-1>	자산운용형태별 장·단점 비교	17
<표2-2>	미국 REITs의 유형별 분포	18
<표2-3>	REITs의 유형	19
<표3-1>	리츠 종류별 분포	34
<표3-2>	리츠와 유한파트너쉽의 부동산투자형태로서의 비교	41
<표3-3>	기관투자가별 리츠 투자 점유 비중	49
<표3-4>	REITs 유형별 투자현황	51
<표3-5>	리츠조직구성에 있어서 과세제한	52
<표3-6>	리츠의 운영관련 과세	54
<표3-7>	리츠의 조직변경과 관련된 세제	57
<표3-8>	리츠산업의 부채비율	58
<표3-9>	리츠주식의 시장가치 추이	59
<표3-10>	리츠에 의한 유가증권 발행 추이	60
<표3-11>	리츠 주식 수익률의 변화 추이	61
<표3-12>	LPT 유형별 투자 현황	77
<표3-13>	호주LPT의 부문별 수익률 현황	77
<표3-14>	호주LPT의 부문별 재무현황	78
<표3-15>	호주 주식가격지수 현황	78
<표3-16>	미국, 호주, 일본의 부동산투자신탁회사 비교	87
<표4-1>	일반REITs와 CR-REITs에서의 조세감면 제시	109

<그림차례>

<그림 2-1>	리츠와 부동산투자회사의 기본구조	14
<그림 2-2>	미국 리츠의 일반구조	15
<그림 2-3>	부동산 투자회사의 일반 구조	16

제 1 장 서 론

제1절 연구의 목적

1. 문제의 제기

부동산과 주식투자를 접목한 리츠 투자가 저금리시대의 새로운 투자 대안으로 떠오르고 있다. 리츠란 투자자들로부터 자금을 모아 부동산에 투자해 거기에서 얻은 수익을 투자자들에게 배당금 형태로 다시 나눠주는 부동산투자회사를 말한다.

리츠의 가장 큰 장점은 높은 수익률 보장과 소액투자가 가능하다는 점이다. 공모를 통해 리츠에 투자할 경우 50만원 이상이면 가능해 부동산에 직접 투자하는 것보다 자금이 훨씬 적게 들어간다. 또한 평균 수익률이 은행 정기예금의 약 2배에 달하는 데다 주식시장에 상장돼 있기 때문에 자금을 쉽게 현금화할 수 있다.

이렇듯 일반인들에게는 과자이름 같기도 하고, 호텔이름 같기도 한 리츠는 2001년 7월 건설교통부(이하 건교부)가 의욕적으로 도입한 부동산 간접투자 상품이다. 'Real Estate Invest Trusts'의 첫 글자를 따 'REITs'라는 이름이 붙었다. 리츠를 이용하면 수십억원 이상을 소유한 자산가가 아니더라도 싼짓돈으로 수백억 원 대의 빌딩에 투자할 수 있다.

그러나 부동산 시장의 흐름을 바꿔놓을 거라던 리츠의 장밋빛 청사진은 2년여의 기간 동안 처음 기대했던 의도와는 달리 그 빛이 바랜 느낌이다. 부동산 시장은 펄펄 나는데 부동산 투자상품인 리츠는 제대로 기지도 못하고 있다. 도입된 지 2년여가 지났지만 일반에게 여전히 낯설고 시장의 반응은 영 떨어림하기만 하다. 지금까지 7차례 진행된 리츠 일반공모에 참여한 투자자는 2000명이 채 되지 않는다. 투자하는 사람들만 계속 투자하고 일반 투자자들은 아직 관심을 기울이지 않고 있다.

국내부동산 시장의 구조를 통째로 바꿀 수 있는 '선진화한 부동산 투자제

도' 인 리츠가 활성화되면 현재와 같은 기형적인 부동산 가격 폭등을 어느 정도 제어할 수 있다는 것은 리츠를 조금이라도 알고 있는 사람이라면 다 아는 사실이다. 또 리츠가 제대로 정착되면 극소수 부유층에게 부동산 소유가 편재되는 문제를 개선할 수 있으며 부동산 현황, 가격, 임대료, 과세자료가 투명하게 공개돼 부동산 시장이 '투기' 가 아닌 '투자' 를 목적으로 하는 전문가 시장으로 전환될 가능성이 매우 높다.

리츠가 활성화하면 부동산의 흐름이 단기투자에서 장기투자로 조금씩 옮겨 가게 돼 비상식적인 부동산 값 상승을 막을 수 있다는 것이 일반적 전망임에도 우리나라 리츠제도는 아직 여러 가지 면에서 활성화가 지연되고 있다. 즉, 리츠제도를 가장 리츠답게 하는 현물출자를 금지하고 있으며, 개발사업을 제한한다거나 차입을 제한하는 규정등 운영상의 문제점을 내포하고 있으며 또한 전문인력면에서도 자격시험과목 및 직무범위가 다른 자격증 소유자들이 몇 년 간의 경험만으로 직무범위가 다른 부동산금융분야의 투자분석을 하고 있는 등 리츠관련 전문인력부족의 문제점, 세제혜택이 주어지지 않고 있는 세제혜택상의 문제점, 기타 정보인프라의 부족 및 자산평가주체의 공신력부족 등 여러 가지 문제점을 안고 있음이 현실이다. 그리고 또 하나의 문제점이 있다면 그것은 하루빨리 우리나라가 리츠제도의 활성화 방안을 마련할 필요가 있다고 공감하고 있음에도 아직 이에 대한 시행이 지연되고 있다는 것이다.

이에 본 고는 리츠제도의 전반적인 고찰을 통하여 현재 안고 있는 문제점을 통찰하고 그 개선방안을 외국의 사례를 고찰함으로써 우리나라 리츠제도의 활성화 및 정착화에 기여하고자 한다

2. 연구의 목적

1997년에 발생한 외환위기 이후 경제주체들에 대한 구조조정이 이루어지면서 우리 나라는 극심한 자산 디플레이션을 경험하였다. 이는 1997년 4/4분기에서 1998년 4/4분기 동안 건설교통부의 전국 평균지가가 13.9% 하락하였고, 7대 도시의 경우에는 15.69%로 더욱 하락하였으며¹⁾, IMF 이전 가격에 비하여

1) 김재형, "향후부동산시장의 전망과 대책", 서울 : 한국부동산분석학회. 199, 2, p.4.

도 토지의 거품(Bubble)이 30%나 되며, 동 기간 토지공사의 기업토지는 27.5%하락하였고, 자산관리공사담보토지 가격 하락율이 43.7%, 법원경매 토지가격 하락율은 46%나 되었다.

외환위기 이후 기업과 금융관련 기관들의 구조조정이 본격화되면서 기업들은 자신들이 보유하고 있던 부동산을 매각하기 위하여 일시에 시장에 내놓게 되었고, 그로 인하여 부동산 가격이 급락하는 자산 디플레이션이 발생하게 되었다. 따라서 부동산의 경우 거래규모가 크고 환금성이 낮아 매물을 처리할만한 투자자가 존재하지 않았기 때문에 부동산가격이 단기간에 속락하는 현상을 피할 수 없었다.

이러한 부동산 가격의 하락 원인은 첫째로, 금융위기에 따른 신용경색과 고금리였다. 부동산 보유에 따른 기회비용이 상승하면서 부동산의 매물이 급증하고 부동산 가격이 하락하였다. 둘째로, 경기의 침체로 기업과 가계의 구매력이 줄어들어 부동산 서비스에 대한 수요가 급감하였다. 경기침체로 기업은 투자가 줄어들고, 기업의 생산활동이나 유통관련 서비스의 수요를 감소시켰다. 또한 실업 등 가계의 소득감소로 주택 서비스에 대한 수요가 줄어들었다. 셋째, 부동산의 유동성 감소가 원인이었다. IMF 구제금융체제 이후 기업구조조정 일환으로 부채비율을 획기적으로 축소하면서 부동산의 유동성이 떨어졌다. 넷째, 경제 성장률이 하락하면서 임대료의 기대수익률이 하락하였다. 이러한 상황 속에서도 정부의 경기부양책은 대기업의 구조조정문제와 충돌되기 때문에 제한적으로 밖에 기대할 수 없는 실정에 있었다²⁾.

이러한 부동산 시장의 상황하에서 정부는 부실채권의 조기 처리와 자산 디플레이션을 완화하기 위한 자산유동화제도를 국내에 도입하였다. 그 동안 '자산유동화에 관한 법률'을 통하여 우리나라는 자산담보부증권(ABS : asset backed securities)의 제도를 1998년 9월에 도입하였고, '주택저당채권유동화회사법'을 1999년 1월 제정하여 주택저당채권의 유동화(MBS : mortgage backed securities)를 가능하게 하였다. 그러나 이러한 제도가 도입되고 부동산의 유동화 실적이 증가하였음에도 불구하고, 부동산 경기의 본격적인 회복이

2) 김기완, "미국의 부동산 투자신탁제도(REITs)도입에 관한 연구", 건국대학교 석사학위논문, 1999, p.2..

가시화 되지 않았다. 이는 기본적으로 ABS와 MBS 제도의 정책적 주안점이 부실채권 처리에 있었던 만큼 부동산 자산의 전반적인 유동화로는 나아가지 못하는 한계를 가지고 있었으며, 부동산의 유동화뿐만 아니라 유동화된 부동산을 매입할 수 있는 투자 수단이 활성화되어 있지 않았기 때문인 것으로 사료된다.

이에 따라 정부는 부동산을 현실적인 방법으로 유동화하여 국가경제와 부동산문제에 도움을 주며, 자본시장에 새로운 상품을 제공하여 위험을 감소시키기 위해 미국의 리츠(REITs: Real Estate Investment Trusts)제도를 근간으로 하는 부동산투자회사제도를 2000년 7월 24일 입법예고하고, 2001년 4월 7일 부동산투자회사법을 제정, 2001년 7월 1일부터 부동산투자회사제도를 시행하게 되었다.

그러나 리츠에 대한 일반인의 높은 관심에도 불구하고 아직 우리나라 리츠제도는 제 모습을 찾지 못하고 있는 것으로 평가받고 있으며 또한 최근의 거품위주 부동산 시장을 건전한 시장으로 전환시키기 위해서라도 리츠산업의 활성화와 정착화는 꼭 시급하게 해결해야할 문제로 이해되고 있다.

리츠제도 도입 초기에 정부가 새로운 시장 출범에 필요한 충분한 제도적 환경을 마련하지 못해 리츠제도가 걸들고 있다는 것도 이미 지적되고 있는 바이나, 여기서 나아가 문제점 개선을 위해 어렵게 진행되고 있는 부동산투자회사법 개정작업이 아직도 종결되지 못하고 다음 해를 기대해 보아야하는 실정을 생각해 볼 때 리츠제도 활성화 방안에 대한 연구가 끊임없이 진행되어야 할 일로 이해되고 있다.

본 연구의 목적은 리츠제도를 전반적으로 고찰하면서 현재 안고 있는 우리나라 리츠제도의 문제점을 각 분야별로 분석해보고 개선방안을 강구하기 위하여 우리보다 오랜 역사와 경험, 위기와 발전을 거쳐 부동산투자제도를 발전시킨 외국의 여러 나라 리츠제도를 비교·분석하면서, 이를 통해 우리나라의 부동산투자회사 제도의 나아갈 바를 찾고자 하는 것이다.

우리나라 부동산투자회사제도는 기본적으로 미국의 리츠(REITs)제도와 유사하다. 그

런 관계로 특히 리츠의 본고장이라 할 수 있는 미국의 리츠제도를 고찰할 것이며 이외에 호주, 일본,의 리츠제도와 홍콩, 영국의 부동산제도를 비교분석함으로써 우리나라의 리츠제도에 주는 시사점을 파악해 볼 것이다. 우리나라 부동산투자회사제도는 주로 미국 등 외국의 리츠제도에 바탕을 두고 우리 현실에 맞게 변형한 것이다. 따라서 선발 외국의 리츠제도가 우리나라의 부동산투자회사제도에 시사하는 바는 무척 크다고 할 수 있다.

실제 미국에서는 1980년대와 90년대 초 부동산 가격 침체를 겪고 난 후에야 리츠의 성장이 본격화되었다. 미국 부동산 시장이 안정세를 보였던 92년과 2000년 사이 뉴욕증권거래소 (NYSE)에 상장된 리츠의 숫자는 142개에서 197개로 39% 증가했으며 시가총액 규모도 159억 달러에서 1,404억 달러로 약 783% 늘어났다.

외국의 리츠제도의 분석을 통하여 우리 부동산투자회사제도(REITs)가 개선하고 보완해야 할 점은 무엇인지에 관하여 살펴봄으로써 리츠 제도의 성공적인 정착과 투자자 모두에게 한 단계 높은 부동산 서비스를 제공하기 위하여 제도의 활성화에 필요한 방안을 제시하고자 하는데 본 연구의 목적을 둔다.

제 2 절 연구의 범위와 방법

1. 연구의 범위

본 연구의 핵심은 리츠제도의 문제점을 파악하여 개선하고 그 개선을 통하여 국내의 리츠시장 활성화와 정착을 통하여 국민경제 발전에 기여하게 하기 위함이다.

제1장에서는 문제의 제기를 통하여 본인이 리츠에 대한 연구를 하게 된 경위와 연구하고자 하는 목적을 밝히고, 제2장에서는 리츠제도의 이해를 돕기 위하여 리츠제도의 의의 및 내용과 기능, 그리고 리츠제도의 특징 및 장점은 무엇인가? 리츠제도는 어떤 것들이 있는가를 비교분석 해보고 제3장에서는 우

리나라 리츠제도의 모태라고 할 수 있는 선진외국 - 미국, 일본, 호주, 홍콩, 영국- 의 리츠제도를 집중분석함으로써 그들의 선진화된 제도의 습득을 통하여 우리나라의 리츠제도와 비교·분석하도록 함으로써 외국선진 리츠제도가 우리나라의 리츠제도에 주는 시사점을 찾아내 보고자 한다. 제4장에서는 전장의 외국리츠 제도의 분석을 통하여 현재 우리나라의 리츠제도가 안고 있는 문제점을 각 분야별로 분석함으로써 리츠 제도의 문제점 개선을 통한 활성화 방안을 제시하고자 한다.

제5장에서는 문제점 파악과 제도개선 방안을 전제로 하여 리츠제도가 우리나라에 활성화하여 현 부동산 투기 문제 등을 바로잡을 수 있는 계기가 마련되길 기대하며 결론을 맺을 것이다.

2. 연구의 방법

본 연구의 목적을 효율적으로 달성하기 위하여 문헌적 연구와 실증적 연구를 병행하였다. 문헌연구에서는 국내외 관련서적 및 논문을 두루 섭렵하여 반영하였고 실증연구를 위해서는 각 대학교의 부동산학과 학술회나 특별세미나의 자료들을 참조하여 자료를 분석하였고 각 언론사의 사이트를 방문하여 전문가들이 말하는 리츠제도의 문제점과 활성화 방안에 관하여 인터뷰한 기사들을 분석, 참고자료로 활용하였다. 그리고 실제 부동산관련 종사자들의 면담을 통하여 현재 부동산시장의 문제점들을 분석하고 리츠제도의 활성화와 정착화가 가져다주는 주는 장점들을 파악하여 본 연구에 포함시켰다.

제 2 장 리츠제도의 고찰

제 1 절 리츠제도의 이해

1. 리츠제도의 의의

리츠란 주식이나 수익증권 등을 발행하여 자금을 모집한 후 이를 부동산 또는 부동산관련 대출 그리고 부동산 유가증권 등에 운용한 후 그 수익을 투자자에게 배분하는 부동산 간접투자 상품이다.

리츠는 자금 모집방법, 투자대상, 자산관리 형태에 따라 몇 가지로 나뉜다. 가장 대표적인 것은 자금 모집방법에 의한 구분으로 회사형(주식형)과 계약형(신탁형)이 있다. 회사형은 투자자가 주식을 매입하여 주주가 돼서 회사의 경영권을 갖는 방식이고, 계약형은 투자자가 수익증권을 매입해 경영에 참여하지 않고 이익이 발생하면 투자한 만큼 이익을 받는 방식이다. 또한 투자대상을 기준으로 지분형(equity)³⁾과 모기지형(mortgage)⁴⁾으로 나눌 수 있다. 지분형은 투자대상이 대부분 토지나 건물 등 부동산이고, 수익은 이들로부터 나오는 임대료이다. 반면 모기지형은 투자대상이 MBS, ABS 등 부동산 금융상품이고, 수익은 이들로부터 나오는 이자나 배당 등이다. 이 밖에 리츠 회사에서 투자한 부동산을 누가 관리하느냐에 따라 리츠 회사가 직접 관리하는 자기관리형과 전문 관리회사에 위탁하는 외부관리형으로 나눌 수 있다.

리츠는 1960년대 이후부터 미국의 부동산시장에서 간접투자의 문을 열었고, 40년간 꾸준히 건설한 성장을 해 왔으며 세계에서 가장 선진화된 부동산 간접투자상품이 되었다⁵⁾. 미국의 리츠(REITs, Real Estate Investment Trusts)⁶⁾는 소액

3) 총투자자산의 75% 이상이 부동산소유지분으로 구성, 주로 임대료가 주 수입원임.

4) 총투자자산의 75% 이상이 부동산관련 대출이나 저당 담보증권으로 구성.

5) 한국토지신탁 금융사업팀(2000), 「부동산을 움직이는 RETIs」, 서울 : 부연사, p.2.

6) 리츠(REITs, Real Estate Investment Trusts)는 ①부동산투자회사(주식회사형태, Corporation), ②부동산투자신탁(신탁형태, Business Trust), ③부동산투자조합(조합형태, Association)을 총칭할 때 쓰는 용어이다. 하나의 부동산투자회사, 신탁, 조합

의 자본을 가진 다수의 개인투자자나 대규모 자본을 가진 기관투자자가 부동산에 간접적으로 투자할 수 있는 금융수단이다.⁷⁾ 즉, 리츠는 부동산 소유권이나 저당권을 '증권화'하여 투자자들이 자본을 모아 이 리츠에 투자할 수 있게 하고, 그 투자자들에게는 세금감면 등의 이익과 부동산에 간접적으로 투자할 수 있는 기회와 다양한 부동산 자산 포트폴리오의 전문적인 운용을 통한 '배당'이익을 제공해 주는 금융수단이다. 그러므로 리츠는 일반적으로 부동산투자를 위한 증권투자회사(mutual fund)⁸⁾의 형태라고 생각할 수 있다.⁹⁾ 이 리츠제도는 미국 일반부동산투자의 기본적인 수단 중 하나이다. 일반 회사제도의 장점으로 투자자로부터 대규모의 자본조달을 가능하게 하는 기능이 있다.¹⁰⁾ 리츠도 기본적으로 다수의 소액의 투자자들로부터 대규모의 자본을 조달한 다음 거액의 부동산에 투자하는 방법이라고 할 수 있다. 이러한 리츠는 홍콩의 PLRPC(Publicly Listed Real Property Company) 및 호주의 LPT(Listed Property Trust)와 더불어 부동산 간접투자의 가장 발달된 형태이다. 그러나 투명성, 환금성, 투자의 안정성, 투자의 성공적인 역사 등을 고려할 때 이 중에서 미국의 리츠가 국내 시장에 가장 적합한 부동산 간접투자 상품으로 판단된다.

ABS와 MBS가 모기지형으로 고정이자를 수취하되 자산가치 상승에 따른 이익을 수취할 수 없다는 단점이 있는 데 반하여, 리츠는 지분형 투자상품으로 주식을 통한 배당과 주가상승 이익을 동시에 추구할 수 있다.

을 지칭할 때에는 a REIT(Real Estate Investment Trust)라고 쓰고, 일반적으로 지칭할 때에는 REITs(Real Estate Investment Trusts)라고 쓴다. 이하 명칭상의 편의를 위해 '리츠'라고만 한다.

7) Stephen P. Jarchow, 「Real Estate Investment Trusts: Tax, Securities, and Business Aspects, John Wiley & Sons」, Inc., New York, 1988, p.2.

8) 뮤추얼펀드(Mutual Fund)란 투자자들로부터 돈을 모아 자금을 조성하고 그 자금으로 주식, 채권 또는 다른 금융상품에 투자를 행하는 회사를 일컫는다. 즉, 뮤추얼펀드는 운용회사의 펀드매니저가 자금의 상당부분을 주식·채권·선물·옵션 등에 투자하여 수익을 얻는 것을 목표로 하여, 운용 결과 얻은 수익으로 주주에게 배당한다.

9) Jack H. McCall, "A Primer on Real Estate Investment Trusts: The Legal Basic of REITs", The Tennessee Journal of Business Law, The University of Tennessee College of Law, Tennessee, Spring 2001, p.1.

10) 한창희(2001), 「회사법」, 서울 : 청목출판사, p.13.

리츠는 적은 자본을 투자하는 다수의 투자자들에게 전국에 산재하고 있는 대규모의 첨단 고층빌딩이나 화려한 쇼핑몰, 대단위의 임대주택 등에 투자할 수 있는 기회를 제공해 주는 투자수단이다. 개인으로서는 투자하기 어려운 이들 상품을 다수의 투자자가 모여 공동으로 투자하여 그 수익을 나누어 갖는 구조인 것이다. 이와 같이 우수한 부동산 전문 인력들이 끊임없이 부동산을 개발, 관리, 판매, 이용할 수 있는 효율적인 방법을 강구해 내는 부동산전문회사가 바로 리츠회사이다.

2. 리츠 제도의 기능¹¹⁾

리츠의 사업구조는 부동산에서 발생하는 현금흐름을 운용하여 제고하는 방식으로 기존 부동산 시장의 사업방식과는 근본적으로 차이가 있다. 즉, 리츠는 다음과 같은 여러 기능 등을 수행하는 사업체제라는 특징을 가진다.

1) 금융기능

리츠는 자본시장에서 부채형태의 레버리지 보다는 주로 주식 또는 수익증권을 발행하여 자금을 조달한다. 반면 기존 부동산 시장에서는 선분양 및 기성고수입, 용역수입 외에도 차입, 보증, 담보 등의 부채형태의 자금조달에 크게 의존한다.

리츠의 경우 출자, 유·무상증자, 파트너쉽(partnership) 등 자본시장에서 직접금융을 통하여 자금을 조달하는 반면, 기존 부동산시장에서는 발주자의 자금 또는 차입 위주의 간접금융을 통하여 자금을 조달한다. 이러한 차이가 발생하는 원인은 투자행위를 대신하는 투자도관체(conduit)인 리츠는 투자자를 위하여 안정적인 사업을 수행해야 하므로, 일반기업 또는 투자체와는 달리 부채를 적극적으로 조달하여 능동적으로 사업을 추진하는 것을 지향하고 있기 때문이다.

11) www.reitslife.com.

2) 사업성 위주의 자금운용

리츠는 부동산을 개발, 취득, 유지, 임대 등의 운영에서 철저한 사업성 위주로 자금을 운용하는 반면, 기존의 부동산시장에서는 부채상환과 같은 전통적인 기업금융방식으로 자금을 운용한다. 특히 개발사업에서 리츠는 사업성 평가에 의한 프로젝트금융으로 개발사업을 추진하므로(비록 사업과 리츠가 분리되는 것은 아니지만) 사업추진 일정단계별로 자금집행의 투명성 및 적합성에 주목하는 반면, 기존 부동산 시장은 부채상환을 위한 자금집행의 일정조정에 주목한다. 이러한 시장행위의 결과는 실제로 개발사업의 성공여부를 판가름하는 중요한 요인이 된다.

3) 부동산의 종합운용

리츠는 부동산의 라이프 사이클 전반을 통합 운용하는 종합운용의 기능을 갖는 반면, 부동산시장에서는 업체별로 부동산운용업무가 부문별로 한정되어 있어 제한된 부동산 서비스의 기능을 갖는다. 리츠의 경우 자체 조직으로 또는 외부위탁으로의 여부에 관계없이 부동산의 취득, 임대차, 개량, 시설관리, 처분 등의 업무를 프로젝트 매니저로 또는 시행자로 수행하는 반면, 기존 부동산시장에서는 부동산의 각 운용업무를 업체별로 부분적으로 수주를 받아 관련서비스를 제공한다. 이러한 차이로 인해 리츠는 독자적으로 부동산운용기능을 수행할 수 있다.

4) 원스톱(One-stop)식 통합운용 서비스

리츠는 부동산을 원스톱 식으로 통합운용 하는 반면, 기존 부동산시장에서는 컨설팅, 중개, 분양대행 등의 용역서비스를 개별적으로 운용한다. 즉 리츠는 부동산에 관련된 운용업무를 하나의 프로젝트 내에서 모두 통합하여 운용하므로 관련업무 간의 연계성 및 프로젝트 본질의 지속성 및 일관성을 유지하여 부동산 운용업무를 기존 부동산 서비스업체보다 효율적으로 수행할 수 있

다. 이러한 운용체계의 차이는 부동산운용의 전문성 및 사업성의 질적 차이를 유발할 수 있는 중요한 요인이 된다.

5) 개발 프로젝트의 전 과정(주관, 시행, 통제) 관리

리츠는 기획형 개발프로젝트 사업을 시행하는 프로젝트 매니저로서의 역할을 담당하는 반면, 기존 부동산시장에서는 건설업체의 자체사업을 제외하면, 프로젝트 매니지먼트를 수행하는데 한계를 지니고 있다.

즉 개발사업에서 리츠는 프로젝트의 사업성을 평가하여 프로젝트 전 과정을 주관하고 통제하고 관리하는 반면, 기존부동산 시장에서는 자금 및 토지를 투입하고 시공을 담당하는 시장참여자의 이해관계에 따라 프로젝트 전 과정을 주관하는 프로젝트 매니지먼트의 완전한 수행여부가 결정된다. 이러한 차이는 프로젝트의 안전성 및 완성에 결정적인 영향을 미칠 수 있다. 특히 개발사업 구조가 불안정하고 이해관계자가 침해하게 대립될 경우 리츠의 프로젝트 매니지먼트의 기능은 사업구조의 안전성을 제고할 수 있는 유효한 장치가 된다. 또한, 리츠는 시행자로서 시공자에게 발주를 통하여 개발사업을 추진하는 반면, 기존 부동산 시장에서는 시행자로부터 시공권 수주를 통하여 개발사업에 참여한다.

6) 정보의 통합, 표준, 인덱스화 및 공시

리츠는 부동산에 특화된 정보뿐만 아니라 부동산의 시장구조에 영향을 미치는 각종 거시지표 및 금융지표, 인구동태의 변화, 시장정보 등 부동산 관련정보를 모두 통합하여 처리·분석하는 정보통합처리기능을 담당하는 반면, 기존 부동산 시장에서는 부동산 정보업체를 중심으로 부동산에 특화된 정보를 위주로 관련정보를 통합하여 이를 개별적으로 처리 및 분석하고 있다.

이와 더불어 리츠는 관련정보를 표준화하고 인덱스하여 정보의 유용성과 생산성을 제고하는 반면, 기존 부동산 시장에서는 소수의 개별정보를 단순하게 지수화 하는데 국한함으로써 정보의 가치가 제한적이다. 리츠는 자금을 조달

하기 위하여 자본시장에서 주식 또는 수익증권을 발행해야 하므로, 자본시장에서 투자자들에게 공시를 해야 하는 등 IR¹²⁾ 활동을 공식적으로 수행해야 한다.

3. 리츠의 일반적 구조¹³⁾

리츠는 부동산을 증권화한 금융상품으로, 부동산시장과 자본시장의 이해당사자들이 리츠를 중심으로 상호 연결된 구조로 구성되어 있다. 즉, 부동산시장에서 가격이 형성되고 거래되는 부동산이 자본시장의 투자자와 리츠를 매개로 연결되며, 나아가 부동산시장과 자본시장에서의 이해당사자들도 리츠를 통하여 상호 연결될 뿐만 아니라 리츠산업을 위한 새로운 에이전트도 창출될 수 있다.

말하자면 리츠산업과 관련하여 부동산 및 금융시장의 다양한 외부 이해당사자들이 개입하여 상호 연결고리를 구성하게 된다. 구체적으로 살펴보면,

첫째, 「스폰서」는 리츠를 설립하여 투자자금을 모집하고 투자자로부터 리츠의 내부의사결정기구를 위임받아 자산운영에 참여함으로써 사실상 리츠를 지배한다. 리츠의 스폰서는 주로 개발업자, 건설회사, 은행, 리미티드 파트너쉽(Limited Partnership), 일반회사 등 경제주체이며, 특히 보험회사 등의 금융기관은 스폰서보다는 투자자로 참여하는 경우가 많다.

둘째, 설립된 「리츠」는 자본시장에서 각종 유가증권 발행을 통해 투자자를 모집하고 이를 근거로 부동산을 매입하게 된다.

셋째, 「자산운용회사」는 리츠가 보유한 부동산의 관리 및 운용을 담당하게 되는데, 보유한 부동산의 매개, 중개, 가치평가, 회계, 법률, 리서치, 등 운용기능과 부동산의 임대차, 관리, 유지, 보수, 사무수탁 등 부동산 관리기능을 수행한다. 자산의 관리·운영기능은 리츠의 내부조직을 이용하려는 자기관리

12) IR(Investor Relation): 기업이 자본시장에 정당한 평가를 얻기 위해 주식 및 사채 투자자들을 대상으로 실시하는 홍보활동을 말한다.

13) 박원석·박용규(2000), 「리츠도입의 영향과 정책과제」 삼성경제연구소, p.6.

의 형태를 취하거나, 별도의 외부조직인 전문적인 자산운용회사(AMC : Asset Management Company)에 위임하는 것도 가능한데, 최근에는 자기관리의 형태로 운영하는 경향이 많아졌다.

넷째, 리츠의 「투자자」는 개인투자자와 기관투자자로 구분할 수 있다. 기관투자자 중에는 연기금, 보험회사, 부동산자문회사, 뮤추얼펀드 등과 같은 기관투자자들이 대부분이다. 연기금·보험회사와 같이 장기적인 자산운영을 하는 금융기관은 자금의 조달과 운영의 일치가 가능하기 때문에 주요 투자자로 참여하며, 뮤추얼펀드는 중기 또는 단기적 투자전략으로 리츠시장에 참여하고 있다.

기관투자자는 리츠에 단순히 투자자금을 제공할 뿐만 아니라 부수적으로 자본비용을 낮추는 역할, 리츠 주가를 안정시키는 역할, 유상증자 등 리츠의 자본 확충에도 참여, 다른 기관투자자들과 다양한 유형의 거래가 가능하고, 리츠 간의 M&A시 이를 인수할 수 있는 주요 투자자로 될 수 있으며, 기관투자자와의 지속적인 유대관계를 통하여 리츠와 동업자 관계로까지 발전할 가능성이 상존하고 있다.

다섯째, 「주간사 금융기관」은 리츠를 대신하여 리츠의 기업공개(IPO : Initial Public Offering)·유상증자 등을 담당하며, 또한 리츠의 주요한 투자자로 참여하기도 한다.

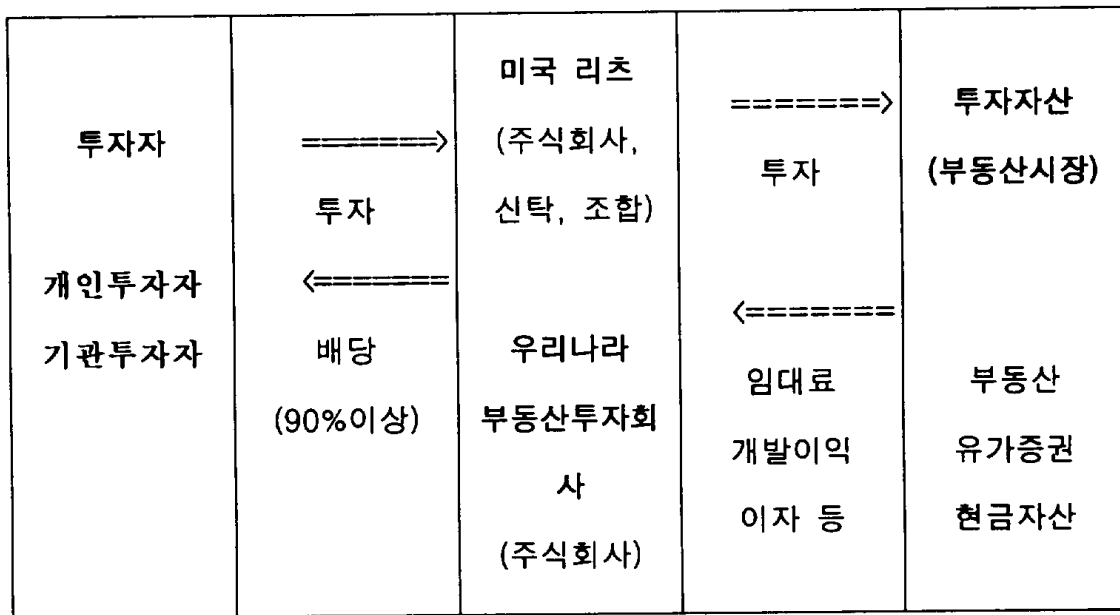
여섯째, 증권거래소(SFC)·금융감독원 등 「정부기관」은 리츠의 IPO와 유가증권 발행과정을 감독, 감시하는 역할을 담당한다. 증권거래소는 리츠의 IPO, 유상증자, 채권발행과정의 관리, 유가증권의 관리, 기업정보의 공시 등을 주로 담당하며, 금융감독기관은 리츠의 사후운영, 건전성 등을 감독하게 된다.

일곱째, 기타 이해당사자로서 「신용평가회사」는 리츠가 발행하는 주식과 회사채에 대한 신용을 평가하며, 「부동산정보회사」는 투자자와 리츠의 자산운용회사에게 각종 투자정보 및 부동산관련 정보를 제공하게 되고, 「유가증권보관회사」는 리츠가 발행한 유가증권을 보관하며, 「판매회사」는 리츠가 발행하는 주식의 모집·판매를 대행하며, IR(Investor Relation)업체는 리츠의 투자자 관리를 위해 보도자료 배포, 미디어 관리, 연차보고서 등 자료의 생산 및 제공을 전문적으로 관리하기 위하여 이에 참여하고 있다. IR의 주된 목적

은 리츠의 실상을 즉시 공시함으로써 투자자의 신뢰를 얻고자 함이며, 주식시장에서는 주가 관리를 위한 IR의 중요성이 증가하고 있다.

마지막으로, 회사 형태를 취하는 리츠의 내부조직은 주주총회, 이사회, 감사 등으로 구성되며, 주주총회는 최고 의사결정기관으로 이사회를 선임하고, 주주총회에서 선임된 이사회는 관리운영회사를 지정하는 등 리츠의 운영 전반에 대한 권한과 책임을 지게 된다. 감사기능은 일반적으로 내부의 감사위원회와 외부의 독립 회계감사인인 수행하게 된다.

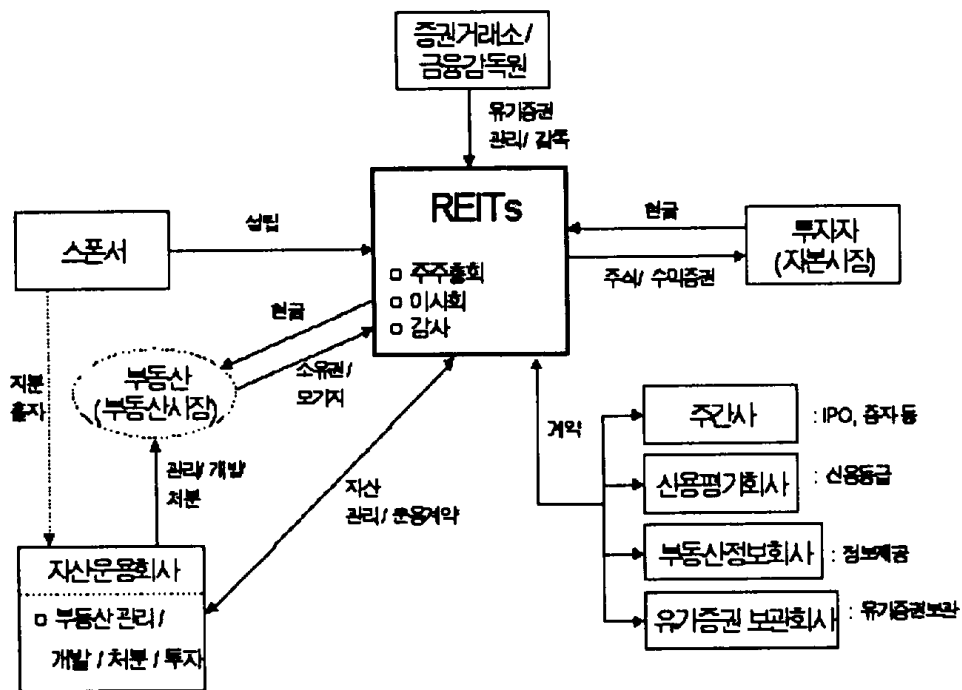
<그림 2-1> 리츠와 부동산투자회사의 기본구조¹⁴⁾



14) 이소한 외7(2001.7), 「 리츠란 무엇인가? -부동산투자금융의 혁명」, 박영률출판사, p.17.

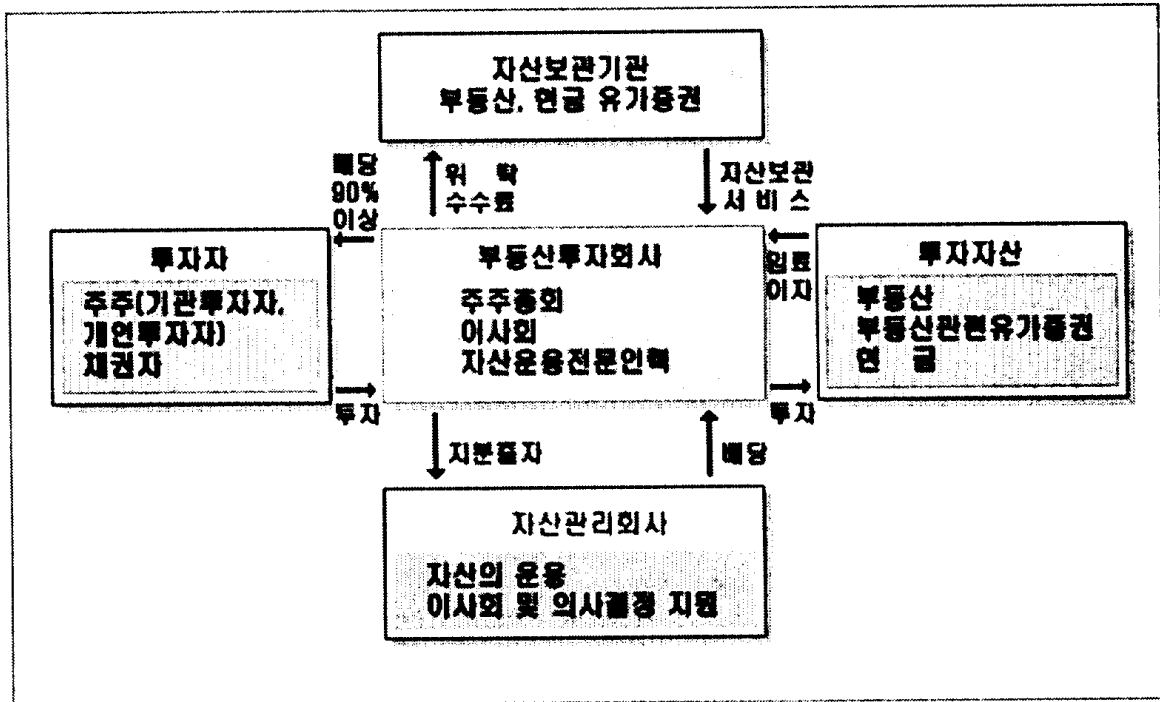
<그림 2-2> 미국 리츠의 일반구조¹⁵⁾

리츠의 일반구조



15) 박원석 외1(2000.6), 「리츠 도입의 영향과 정책과제」, 삼성경제연구소, p.6.

<그림 2-3> 부동산투자회사의 일반구조¹⁶⁾



4. 리츠제도의 특징 및 장점

부동산투자회사 또는 리츠는 은행이 고객의 돈을 모아 부동산에 투자한 뒤 수익을 돌려주는 부동산 관련 간접투자상품이다. 적은 돈(5백만원 이상)으로 부동산에 간접투자할 수 있는 데다 배당을 통해 은행 예금보다 고수익을 올릴 수 있다는 게 특징이자 장점이다.

회사형과 계약형으로 나뉘는 리츠제도는 먼저 회사형인 부동산투자 회사는 투자자가 회사의 주식을 구입하면서 주주가 되고 회사는 자본금으로 부동산에 투자하게 된다. 임대 등 자산운영을 통해 발생한 배당수익 및 투자한 부동산의 가치 상승에 따른 주식 매매차익이 투자자들의 수익이 된다. 반면 계약형은 투자대상과 기간을 확정된 뒤 투자자를 모집, 계약기간 동안 얻는 수익을

16) 구홍우(2003), “우리나라 부동산투자회사와 미국 리츠의 자격요건에 관한 비교연구”, 삼성경제연구소 발표논문, p.9.

돌려 받게 된다.

지난해 금융기관이 선보인 계약형 리츠는 소비자들의 관심을 끄는 데 일단 성공한 것으로 평가되고 있다. 지난해 7월 모 은행이 내놓은 예상수익률 12%의 1호 부동산투자신탁상품(규모 1백30억원)이 발매 2분 만에 마감된 것을 비롯 2·3·4호(총규모 8백억원) 상품이 발매와 동시에 매진됐다. 이어 하나은행 등 다른 은행의 부동산 신탁상품도 성공적으로 발매돼 부동산 간접투자 시대의 서막을 예고했다.

은행의 신탁상품 발매에서 시작된 부동산 간접투자 시대의 개막은 여기서 그치지 않는다. 부동산 뮤추얼펀드로 불리는 '리츠', 즉 부동산 간접투자의 꽃으로 불리고 있는 회사형 리츠가 시행되면서 은행권의 계약형 리츠를 능가하는 대규모 투자시장이 형성될 가능성을 보이고 있으며. 나아가 투자자들이 주식 형태로 언제든지 사고 팔 수 있게 돼 부동산 시장에서 소외됐던 일반인들이 소액으로 부동산 투자를 할 수 있게 되고. 또 부동산 가격이 다수에 의해 합리적으로 결정되는 시스템으로 바뀌며 건설사들은 시공분야에만 집중할 수 있게 되는 특징이 있다.

부동산 전문가들은 갈수록 은행금리가 더욱 떨어져 저금리 체제가 안정화될 것이라며 상대적으로 안정적이고 높은 수익을 올릴 수 있는 부동산 투자신탁에 돈이 몰릴 것으로 전망하고 있다.

<표2-1> 자산운용형태별 장·단점 비교

구분	자기관리(self management)	외부 위탁
장점	<ul style="list-style-type: none"> · 빠르고 효율적인 의사결정 · 리츠의 이해와 자산관리회사의 이해 일치 	<ul style="list-style-type: none"> · 전문자산운영회사를 통한 자산관리의 전문성, 효율성제고 · 외부의 객관적인 자산관리회사를 통해 운영함으로써 리츠 스폰서의 전횡(대리인문제)을 방지
단점	<ul style="list-style-type: none"> · 스폰서의 대리인 문제로 인한 도덕적 해이발생 · 자산관리의 전문성 결여 우려 	<ul style="list-style-type: none"> · 리츠와 자산운영회사와의 이해 상충 가능성 · 자산운영회사의 대리인문제로 인한 도덕적해이 발생 · 관리운영수수료 비용 부담

제 2 절 리츠제도의 분류

1. 리츠의 유형

리츠는 자금 모집방법, 투자대상, 자산관리, 환매가능여부 및 형태 등에 따라 몇 가지로 나뉜다. 가장 대표적인 것은 자금 모집방법에 의한 구분으로 회사형(주식형)¹⁷⁾과 계약형이 있다. 회사형은 투자자가 주식을 매입하여 주주가 돼서 회사의 경영권을 갖는 방식이고, 계약형은 투자자가 수익증권을 매입해 경영에 참여하지 않고 이익이 발생하면 투자한 만큼 이익을 받는 방식이다.

또한, 투자대상을 기준으로 지분형(equity)과 모기지형(mortgage)으로 나눌 수 있다. 지분형은 투자대상이 대부분 토지나 건물 등 부동산이고, 수익은 이들로부터 나오는 임대료이다. 반면 모기지형은 투자대상이 MBS, ABS 등 부동산 관련 금융상품이고, 수익은 이들로부터 나오는 이자나 배당이다. 이 밖에 리츠회사에서 투자한 부동산을 누가 관리하느냐에 따라 리츠회사가 직접 챙기는 자가관리형과 전문관리회사에 위탁하는 외부관리형으로 나뉜다.

<표2-2> 미국 REITs의 유형별 분포¹⁸⁾

REITs의 유형	회사 분포	시가 분포
지 분 형	83.08 %	96.15 %
모기지형	11.94 %	1.62 %
혼 합 형	4.98 %	2.23 %

17) 회사형 리츠란 부동산투자회사법에 의하여 설립된 부동산투자 전문회사의 리츠를 말하며, 이는 증권형태로 증권시장을 통하여 판매되어지기 때문에 증권형이라 표현하여도 무방할 것이다. 일명 부동산뮤추얼 펀드(mutual fund)라고도 한다.

18) NAREIT(2000.2)(National Association of Real Estates Investment).

<표2-3> REITs의 유형¹⁹⁾

분류기준	종 류	특 징
투자대상	*지분형 (Equity) *모기지형 (Mortgage) *혼합형 (Hybrid)	- 총투자 자산의 75% 이상이 부동산 소유지분으로 구성, 주로 임대료가 주 수입원임 - 총투자 자산의 75% 이상이 부동산 관련 대출이나 저당 담보증권으로 구성 - 총투자 자산이 부동산 소유 지분, 부동산 관련 대출, 저당 담보증권 등에 끌고루 분산
대상 사전지정 여부	*대상특정 *대상불 특정	- 구입할 자산의 일부 또는 전부를 특정하여 조직 - 구입할 자산을 수탁자가 판단하여 결정
차입효과 여부	*금융 차입 *차입 없음	- 자산 구입 시 부채 이용 - 자산구입 시 차입을 일으키지 않음
설립시 모집금액 확정여부	*개방형 (Opened-end) *폐쇄형 (Closed-end)	- 당초 모집한 금액에 더하여 추가로 주식을 발행하여 자산을 매입하여 규모를 확대해 갈 수 있는 형태, 일반적으로 투자자에게 환매권을 부여 - 최초 주식발행금액을 일정액으로 한정시켜 존속기간이 만료될 때까지 추가로 주식을 발행하지 않음. 투자자는 리츠회사에 환매를 요구할 수 없고 증권시장에 매각하여 투자금을 회수하는 형태
기한한정 여부	*무기한	- 존속기간이 정해져 있지 않음 - 일정기간 후에 보유자산을 매각하여 매각대금을 투자자에게 배분하고 해산
법적조직 측면	*신탁형 *회사형	- 영업신탁의 형태로 설립된 것으로 수탁자와 투자자가 존재 투자지분(share)은 증권거래소에서 상장 - 주식회사 형태로 설립된 것으로 이사와 주주가 존재, 증권 뮤추얼펀드와 유사한 의미

19) 부동산투자신탁(2000), 「부동산을 움직이는 REITs」, 서울 : 부연사, p.12.

2. 계약형(신탁형)리츠 제도

1) 개념 및 구조

(1) 계약형 리츠의 개념

현행 법률 체계에서 제도적으로 허용된 계약형 부동산투자신탁은 ‘신탁업법’에 근간을 두고 있다. 이는 부동산 매입 및 개발과 관련된 투자를 목적으로 금전을 신탁 받을 수 있는 은행이 신탁 계정을 설정하고 이를 바탕으로 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산 투자신탁 업무를 수행하는 제도를 의미한다.

현행 제도에 의하면, 부동산과 관련된 신탁형 부동산투자신탁의 운용대상은 부동산의 매입, 개발 및 임대사업, 부동산관련 프로젝트(매입 또는 개발)를 위한 대출, 그리고 MBS 등과 같이 부동산관련 유동화증권의 매입 등이며, 기타 여유 자금은 금융기관에 예치하거나, 국·공사채 등 유가증권의 인수 및 매입 등에 운용할 수 있다. 그러나 계약형 리츠 제도의 도입 목적에 따라 연평균 운용펀드의 70% 이상을 부동산과 관련하여 운용하여야 한다.

(2) 계약형 리츠의 구조

계약형 부동산투자신탁제도는 자산관리 및 운용 기능의 소재에 따라 외부관리형과 자기 관리형으로 세분할 수 있다.

외부관리형은 은행이 부동산 및 부동산관련 유가증권운용의 주체로서 전문인력으로 구성된 자산관리회사를 100%출자를 통하여 자회사로 설립하거나 또는 독립적인 자산관리회사와 계약을 체결하고, 자산관리회사는 신탁계정의 자산 관리 및 운용을 위한 별도의 계약 구조를 갖는다. 이와 같은 구조는 기본적으로 은행이 부동산투자신탁업무와 전문화된 자산운용회사의 기능을 내부적으로 보유하는 것이 어렵기 때문이다.

따라서 전문화기능 분화에 따라 은행은 신탁계정을 통한 자금 조달의 기능을 담당하고, 자산관리회사는 조달된 자금을 부동산투자신탁 업무에 운용하는 것이다.

이와는 달리, 자기 관리형은 스폰서인 은행이 자산 관리 및 운용기능을 스폰서 조직의 내부에 갖고 부동산투자신탁 업무를 수행하는 방식이다. 이는 '신탁업법'에 근거한 은행이 신탁계정의 설정, 자산 보관 및 관리와 운용의 주체로서, 자산보관의 기능과 더불어 부동산의 매입과 개발, 그리고 부동산관련 유가증권 운용의 기능을 담당하는 구조이다. 이와 같은 구조는 자산관리 및 운용의 기능이 은행의 내부에 있다는 점에서 건설교통부의 부동산투자회사와 유사한 구조를 갖고 있다.

그러나, 자기 관리 방식은 투자자의 입장에서 자산운용 및 관리 절차에 대하여 투자자가 직접적으로 통제할 수 없으며, 일정 규모 이상의 펀드로 성장하기 이전에는 자산 관리 및 운용 기능의 내부 보유에 따른 자기 관리비용의 부담이 크다는 단점이 있다. 반면, 외부관리 방식과 비교하여 미국의 리츠 또는 호주의 LPT와 같이 자금 관리 운용에 따른 책임의 소재가 명확하게 스폰서인 은행에 있다는 장점이 있다.

2) 프로젝트 파이낸싱(Project Financing) 방식의 계약형 리츠 상품

프로젝트 파이낸싱이란 사업주와 법적으로 독립된 프로젝트로부터 발생하는 미래 현금흐름을 상환재원으로 자금을 조달하는 금융기법을 의미한다²⁰⁾.

현재 은행에서 시행하고 있는 부동산투자신탁은 일종의 계약형 모기지 리츠라 할 수 있다. 은행은 불특정금전신탁을 통해 투자자금을 모아, 별도위탁계좌(Escrow Account)를 개설한 뒤 모은 자금을 이 계좌에 위탁하고, 담보가격이 아닌 프로젝트의 사업성을 보고 토지매입자금이나 공사비를 대출해 주는데 바로 이것이 프로젝트 파이낸싱 방식으로 투자자금을 운용하는 형태이다. 따라서 은행은 시행사와 시공사가 업무약정대로 공사를 진행하는지 점검해 가며 사업비를 지급한다. 동시에 계약금, 중도금 등 분양대금과 기타 수입도 별도위탁계좌로 들어오고, 별도위탁계좌로 들어온 수입금은 투자원리금 상환자원으

20) 많은 경우 거액의 자금이 소요되어 사업주의 신용만으로는 자금조달이 어렵고, 사업의 성패에 따라 상환여부가 확정되는 사업이나 인프라사업의 재원조달방식으로 이용되고 있다.

로 우선 적립한다.

투자자금은 일시에 모은 반면 사업비는 공정에 따라 점증적으로 지출되는 것이다. 그래서 분양 시는 계약금, 그리고 일정 시점이 지나면 중도금이 납입된다. 따라서 수입과 지출의 시점이 다르므로 여유자금이 발생한다. 이러한 여유자금은 은행이 위탁받아 국·공사채 등에 투입하여 추가 수익을 올릴 수 있는 것이다. 따라서 부동산투자신탁의 수익률은 프로젝트 파이낸싱 방식으로 대출한 자금의 대출이자와 여유자금 운용수익에 좌우된다.

1970년대 초 미국 모기지 리츠의 몰락은 현행 은행의 부동산투자신탁운용에서 교훈으로 삼아야 할 것이다. 70년대는 미국 리츠의 새로운 시대였다. 많은 은행들이 모기지 리츠에 참여하였는데, 실제 1986년~90년 사이에 50여개의 새로운 모기지 리츠사가 은행들에 의해 창설되었다. 이들 모기지 리츠들은 주주들의 투자자금과 차입금으로 건설회사에 단기 자금을 대부하였고, 건설회사들은 대부분 사무실 건설에 전념하였다. 그러나 1973년 오일쇼크로 건설업체들은 심각한 타격을 받았으며, 1974년 말에는 모기지 리츠 회사들의 73%가 부실자산을 보일 정도로 타격을 받아 리츠는 급격한 쇠퇴를 보였다.

현재 우리나라에서는 은행들이 부동산투자신탁과 프로젝트 파이낸싱 방식으로 투자금을 운용하므로 담보가 미약한 상태이다. 시공사 혹은 시행사의 도산이나, 미분양의 급증, 사업의 지연 등은 투자자산의 안정성 면에서 가장 중요한 변수이다. 따라서 투자자로서는 시공회사와 시행사의 안정성, 당해 사업의 분양성 그리고 민원 등에 의한 사업지연 여부를 확인하고 투자하는 자세가 필요하다.

반면 투자자금을 운용하는 은행으로서는 시공회사와 시행사의 도산 시 어떻게 공사중인 사업장을 운용하고 연대 시공회사에 원활히 인수시킬 것인지, 하도급 업체에 대한 공사비 지불관계는 정상적인지 등에 대한 충분한 대비가 있어야 할 것이다.

3. 회사형 리츠 제도

1) 제도 도입의 배경

현재 리츠는 미국뿐만 아니라 영국의 PFs(Property Funds), 독일의 OEFs(Open Equity Funds), 호주의 LPT, 일본의 SPC 등 여러 선진국에서 도입되어 운영되고 있다. 지금까지의 국내 부동산 시장의 상황에 비추어 볼 때, 리츠 제도의 순기능으로 일반 국민의 부동산 투자 패턴이 기존에는 소규모의 자금으로 결코 불가능하였던 직접소유 방식의 부동산 투자에서 전문인력을 활용한 간접투자 방식의 부동산 지분소유로의 전환을 지적할 수 있다²¹⁾.

특히, 이와 같은 소규모 자금의 간접 투자방식으로 인해 새로운 부동산 수요의 창출 및 수요 기반의 확대가 가능해지고, 부동산 가격 상승으로 인한 자본이득의 일부 소유계층 독점을 완화하여 소득의 공평 분배에도 기여하는 것이다. 그리고, 미국의 리츠와 호주의 LPT 등 선진화된 리츠 제도의 운영과정에서와 같이, 금융감독기관의 관리 및 감독과 더불어 증권거래소에서의 상장 및 거래를 통하여 장기간의 부동산 투자과정에서 발생 가능한 유동성 악화의 상황에 쉽게 대응할 수 있다.

따라서 오랜 기간의 투자를 요구하는 부동산 투자에 있어서 부동산 투자 신탁 방식을 통한 부동산의 간접 투자는 기관투자자 및 일반투자자의 적절한 포트폴리오 구성에 매우 적합한 금융 상품으로 평가되고 있다.

2) 기존 제도의 활용 가능성과 한계

부동산 투자를 위한 펀드 모집은 기존에 도입된 제도를 통해서도 어느 정도 가능하지만 전형적인 형태의 리츠를 활용하기에는 한계가 있다. 일반 회사제도를 활용하거나 ABS 등 IMF 이후 도입된 부동산 유동화제도의 활용을 통해서 부동산 펀드 모집이 일부 가능하기는 하다. 그러나, 이들은 유동성, 소액화,

21) 오창석, “REITs의 효율적 제도정착을 위한 금융권의 역할과 과제”,
서울 : 부동산리서치, 2000년 가을호 p.31.

환금성 면에서 전형적인 형태의 리츠 제도를 활용하기에는 한계가 있다.

3) 시장여건

리츠의 시장규모의 활성화 가능성을 투자자 측면, 자산 운용자 측면, 이해당사자 측면에서 검토해 보고 부문별로 활성화 가능성이 높은 사업을 도출해 내는 것이 중요하다.

IMF 이후 현 자금시장의 여건을 볼 때 신규 투자 대상을 찾는 부동산금이 풍부한 만큼 리츠의 투자자 확보 가능성은 충분한 것으로 판단된다. 금융시장 내에서 자금의 유동성이 충분한 점, 금융의 증권화 추세, 간접투자시장의 정착, 신규 금융 상품에 대한 투자자의 기대심리 등 금융시장 여건이 리츠 투자자 모집에 호재로 작용할 것이다.

따라서 리츠가 적절한 수익성 및 위험관리를 할 경우 투자자를 유인할 수 있는 가능성은 충분하다. 또한 IMF 이후 금융시장간 자금의 이동이 극심함에 따라 유동 자금이 풍부하고 신규로 자본시장에 진입하는 리츠로서는 시중자금이 부동산화 된다는 것은 유동자금을 끌어들이 여지가 크다는 것을 의미한다.

금융 및 자산의 증권화 추세에 따른 자본시장의 확대도 리츠의 지분 투자자 모집에 유리하게 작용하게 될 것이다. IMF 이후 금융의 증권화 흐름으로 증권시장에서 자본을 조달하는 경향이 급속히 증가하였으며, 자산유동화 제도의 도입 이후, 2000년 1월 현재까지 ABS 발행 규모는 총 86건에 5조 1,345억 원에 달해 건당 발행 규모는 597억 원에 달한다.

최근 들어 금융의 증권화가 대세를 이루고 있는 것은 거래비용의 감소 등의 효과도 있을 뿐만 아니라 수익성과 위험의 적절한 조합을 통해 새로운 금융상품을 만들어내는 것이 가능하기 때문이다. 뮤추얼펀드의 성공적인 도입으로 간접투자방식이 정착한 점도 리츠의 투자자 모집에 호재로 작용하고 있다. 1998년 뮤추얼펀드제도가 도입된 이후 98년 11월 현재 설정잔고가 4조 9,813억 원에 이르고, 17개의 운용회사에서 73개의 펀드가 설정되어 있으며 펀드당 평균 설정금액은 652억 원이다. 뮤추얼펀드는 자산운영의 전문성, 정보 우위, 거래비용 절감 등의 이점으로 투자자들에게 큰 호응을 받아 새로운 투자

패턴으로 정착하였다. 뮤추얼펀드의 성공적 정착은 간접투자상품에 대한 일반의 이해도를 높혀 리츠 도입 여론을 조성하는데 기여하였으며, 리츠 도입의 필요성이 힘을 얻었던 것도 이러한 뮤추얼펀드의 성공적 정착에 기인하고 있다.

또 하나의 활성화 분위기는 현 자금 시장 여건과 투자행태 변화를 감안해 볼 때 리츠가 저위험·고수익 투자상품을 찾아 부동화된 투자자에게 유력한 대안으로 제시될 수 있다는 가능성이다. 자금시장에서 저위험·고수익 투자상품을 찾아 금융시장을 전전하는 부동자금이 풍부하기 때문에 리츠가 이들 중 상당 부분을 흡수할 수 있을 것으로 예상된다. 특히, 금융의 증권화, 간접투자의 정착 등 금융시장의 여건이 리츠 도입에 유리한 토대로 변화하고 있다.

IMF 이후 금융시장에 부동자금이 급격히 늘어난 것은 기업부도와 금융기관 퇴출로 금융상품의 투자 위험을 회피하기 위한 투자자의 행태를 반영한 결과라 할 수 있다. 지금 시점에서는 부동산 가치 평가를 위한 인덱스 개발, 부동산거래와 운영과 관련된 정보의 투명성 제고 등으로 리츠 투자자 보호 장치를 마련하는 것이 급선무이다.

주의할 점은 리츠의 자산 가치를 정확히 평가하는 인덱스 개발이나 리츠 전문 신용평가사의 가동은 단기간에 해결하기 어려운 사안이기 때문에 리츠 활성화를 위한 걸림돌로 작용할 가능성도 있다.

4) 추진 일정

부동산투자회사 제도의 도입에 관한 논의는 ABS 및 MBS 제도의 도입에 관한 논의와 거의 동시에 진전되었으며, 미국의 리츠에 근간을 둔 회사형제도가 논의되었다. 그러나, 제도 도입이 본격적으로 구체화 된 것은 정부가 1998년 4월에 '신탁업법' 시행령을 개정한 것에서 비롯된다. 당시 정부는 기업과 금융기관의 원활한 구조조정 지원과 부동산 거래의 활성화를 통한 부동산 경기의 진작을 위하여 은행에게 부동산투자신탁 업무를 허용하였다. 그리고, 이로 인해 신탁형 부동산투자신탁 업무를 시행할 수 있는 제도의 기반이 조성되

기에 이르렀다.

반면, 건설교통부는 리츠 제도의 효용성 및 필요성을 인식하여 동 제도의 도입을 1999년 초반부터 추진하여 왔다. 특히 건설교통부는 미국의 리츠를 근간으로 하는 부동산투자회사법의 제정을 추진하였으나, 부동산투자회사의 난립 가능성 및 이에 따른 부동산 투기 가능성 등으로 1999년 하반기에 입법 추진을 유보한 바 있다. 그러나, 건설교통부는 부동산투자회사의 설립 및 운영 기준을 상향조정하였고, 이에 기초하여 2000년 7월 24일에 회사형 부동산투자신탁제도의 도입을 위한 '부동산투자회사법(안)'을 입법 예고하고, 2001년 7월 1일부터 시행에 들어갔다.

4. 계약형 리츠와 회사형 리츠의 비교분석

부동산에 대한 간접투자제도를 계약형 리츠와 회사형 리츠로 구분하여 살펴볼 수 있다. 계약형 리츠 제도는 신탁업법에 의하여 은행이 금전신탁계약에 의하여 부동산에 투자하는 것이며, 회사형의 제도는 부동산투자회사법에 근거하고 있다.

두 제도 모두 투자대상 및 운용방법이 동일하지만, 법적근거, 운용형태 및 자금모집 방법에서 차이가 있다.

1) 계약형 리츠 제도의 장점과 단점

(1) 장점

첫째, 차별적인 개별펀드의 조정으로 투자자의 입장에서 투자선택의 폭이 넓고, 상품별로 특화된 투자대상을 사전에 확정할 수 있다. 둘째, 펀드별로 조성된 자금으로 운영되므로 관리비용이 절감이 가능할 뿐만 아니라 금융감독기관의 관리 및 감시가 용이하여 거래의 투명성을 확보하기 쉽다. 셋째, 개별신탁의 기간별로 청산할 수 있으므로 사업별 성과에 따른 명확한 배분이 가능하다.

(2) 단점

첫째, 수익증권의 형태로 유통시장에 상장될 수 있으나, 주식발행의 방식에 비하여 유동성 및 환금성이 떨어지고, 투자자의 권한행사가 제한되어 추가적인 투자자보호장치가 요구된다. 둘째, 현행법률상 자산관리 및 운영의 주체가 신탁겸업 은행으로 한정되어 시장진입이 제한될 뿐만 아니라, 부동산관련 전문지식 및 경험이 부족하다는 문제점이 있다.

2) 회사형 리츠 제도의 장점과 단점

(1) 장점

첫째, 리츠가 상법상의 실체형 회사로서 지속성을 갖기 때문에 장기투자를 요구하는 부동산 사업에 적합하고, 자기관리방식으로 추진되므로 자산관리 및 운용에 대한 책임의 주체가 명확하다. 둘째, 주식의 형태로 상장되기 때문에 유동성 및 환금성의 확보가 용이하며, 주주총회 등을 통하여 투자자가 주주로서의 권한을 행사할 수 있다.

(2) 단점

첫째, 최소 자본금 규모가 너무 적으면 리츠 회사의 난립으로 인해 부동산 시장이 교란될 가능성이 있고, 일정규모 이상으로 성장하기 이전에는 자기관리에 따른 비용 부담이 매우 크다. 둘째, 자기 관리방식의 자산운영 및 관리로 인해 내부 거래의 투명성 확보가 곤란할 뿐만 아니라 회사 전체의 운영으로 투자대상이 혼합되어 수익률이 혼재될 가능성이 있다.

제 3 장 외국의 부동산투자신탁제도

부동산투자신탁제도는 미국, 일본, 홍콩, 호주, 영국을 비롯한 유럽의 선진국에서 운영되고 있다. 각 나라마다 이름은 달리하고 있지만 형태나 운영면에서 기본적인 부동산투자신탁제도의 틀은 같다고 할 수 있고 세계혜택을 비롯한 법률 등에서 약간의 차이가 발생하는데 이것은 각 나라의 사정에 맞게 수정을 가했기 때문이다. 여기에서는 우리나라의 모델이라 할 수 있는 미국의 리츠제도와 우리와 유사한 부동산 시장을 가진 일본의 SPC 제도와 일본의 리츠(J-REITs), 호주에서 성공적으로 정착한 LPT 제도, 홍콩리츠의 현황을 통하여 부동산제도 및 시장을 살펴보고, 영국의 리츠현황을 통하여는 영국의 부동산 펀드 운영 사례 등, 외국의 부동산투자신탁제도를 살펴보고 그들의 운용방식과 실태를 면밀히 파악해 봄으로써 우리나라 리츠 제도의 효율적인 방안을 모색하고, 리츠 시장의 활성화를 위해 우리가 가장 주의를 기울여야 할 미국, 일본, 호주, 홍콩, 영국의 제도를 연구·분석함으로써 우리에게 필요한 시사점이 무엇인지를 파악해보기로 한다.

제 1 절 미국의 리츠제도

1. 제도운영 개관

미국에서 리츠란 다수의 투자자로부터 자금을 모아서 부동산소유지분(real estate equity ownership), 저당담보부증권(MBS : mortgage-backed securities)에 투자하거나 부동산관련 대출등으로 운용하여 얻은 수익을 투자자에게 되돌려 주는 제도를 말한다. 미국의 현행 리츠제도의 전신은 19세기 말 메사추세츠 비즈니스 신탁이며, 1960년 부동산 투자신탁법(Real Estate Investment Trust Act)으로 리츠제도가 본격화되었다.

미국은 전후 복구사업을 활발히 진행하기 위해 투자자금의 대형화가 필요하였다.

이러한 문제를 해결하기 위해 1960년 미 의회가 일정한 요건을 갖춘 적격한 리츠에 대해서 법인세를 면제하는 법안을 통과시킴으로써 민간기업의 리츠사업 참여가 가능하였으며, 주식(증권)을 통한 자산분할이 가능해 소액 투자자도 부동산투자에 간접적으로 참여할 수 있는 기회가 마련된 것이다²²⁾.

미국 부동산투자신탁회사 협회(The National Association of Real Estate Investment Trust : NAREIT)에 의하면 현재 미국에는 300개 이상의 리츠 회사들이 영업 중에 있으며, 그들의 자산은 1,600억 불에 이르고 이들 중 80% 이상이 뉴욕 증권시장(NYSE), 아메리카증권거래소(AMEX), 나스닥(NASDAQ)에서 거래되고 있다. 미국 리츠의 경우 부동산 및 관련 유가증권에 투자하는 뮤추얼펀드로 많이 알려져 있다

2. 리츠의 변천과정

1) 태동기

미국에서 부동산투자회사(Reits)의 전신은 1880년대의 메사츄세츠 비즈니스 신탁이다. 이는 수익이 모두 구성원들에게 분배되는 신탁의 경우 법인세 과세가 되지 않았기 때문에 투자수단으로 신탁을 활용하였다.

19세기 당시 메사츄세츠주 법은 기업의 비업무용 부동산 소유를 허용하지 않았다. 따라서 기업들은 이러한 규정을 회피하기 위한 방편으로 부동산 투자를 위한 신탁펀드를 조성하였다. 이들 신탁자금은 19세기 동안 자본이 뉴잉글랜드지방에서 서부의 부동산 투자로 이동하는데 큰 공헌을 하였다. 본격적으로 부동산 투자의 법적인 형태로 신탁을 활용한 것은 2차 대전 이후이다. 2차 대전 이후 전후 복구와 부동산 개발에 필요한 대규모 자금조달 수단으로 리츠 자금을 활용하였다.

22) 미국 리츠회사의 자격요건으로는 조직구성요건, 자산구성요건, 수입구성요건, 배당요건 등이며, Internal Revenue Code (sections 856~858)에서 규정됨.

2) 발전기

1960년 미 의회는 내국세법(Internal Revenue Code)을 개정하면서 일정한 요건을 갖춘 적격 리츠에 대해서 법인세를 면제하는 법안을 통과시켰다. 이는 소액 투자자에게도 부동산에 투자할 수 있는 기회를 넓혀준다는 목적에서였다. 당시 투자도관체로 활용된 Syndicate Partnership 이나 . Limited Partnership의 경우 소액투자자의 접근이 어렵고, 유동성도 적었다. 따라서 소액투자자가 접근하기 쉬운 리츠에 소세혜택을 부여하여 소액투자자의 부동산 투자기회를 확대코자 하였다. 이에 따라 리츠는 Syndicate Partnership 이나 Limited Partnership보다 자산운용의 다각화가 가능하게 되었다.

리츠제도화 초기에는 그 활용이 부진하였으나, 1960년대 말 주택과 건설경기 활황에 힘입어 리츠가 널리 활용되었다. 당시 리츠의 자산 운용은 건설과 개발사업에 대한 대출로 이루어지는 모기지 리츠(mortgage REITs)가 주류를 이루었다. 당시 건설과 개발대출에 대한 대출규모는 리츠 총 자산의 50%를 상회하였다.²³⁾

그러나 발전을 거듭하던 리츠도 1970년대 초 오일쇼크로 인한 불황과 금리 상승에 따른 리츠의 주가 하락 및 파산으로 시련을 겪게 되었다. 즉, 오일쇼크로 인한 차입금리와 조달금리의 불일치에 따른 역 스프레드 현상이 발생하였다. 금리 역전 상황으로 상당수의 리츠가 운영의 어려움과 주가 하락을 경험하게 되고, 일부 리츠는 도산에 직면하게 되었다.

3) 재도약기

침체되어 있던 리츠산업은 1980년대 중반 세계개혁과 리츠제도의 개혁으로 2차 붐을 이루게 되었다.

세계개혁의 내용에는 Limited Partnership 등의 다른 부동산 투자상품에 대해 주어졌던 조세 혜택을 현실화하여, 자본이득에 대한 세율 인상과 가속

23) 이상영(1999) 외, “부동산투자회사 제도의 도입 방안에 관한 연구”, 한국건설산업연구원, pp,14~17.

감가상각 폐지 조치를 삽입하였다. 이에 따라 리츠는 여타 상품의 자산재평가 문제 등으로 어려움을 겪는 것과 달리 투자수익을 전액 배분할 수 있는 등 상대적 우위를 앞세워 활성화 하였다.²⁴⁾

한편 리츠활성화 이면에는 제도개혁의 영향에 힘입은 바가 크다고 할 수 있는데, 그 중에서도 만기 확정된 리츠의 도입과 직접 소유 부동산을 관리운영하는 자기관리형 리츠의 허용은 커다란 기여 요인이다. 당시 리츠는 과도한 차입으로 도산한 리츠 전례를 교훈 삼아 부채 비율을 대폭 줄여 지분형리츠(equity REITs)쪽으로 전환하는 성향을 보였다. 자산운영 방식도 개발 및 건설부문에 대한 대출에서 기존 부동산의 매입 쪽으로 선회하였다.

4) 위축기

리츠 산업은 1980년대 말부터 1990년대 초반 미국경제의 침체 및 이에 따른 자산 디플레이션의 영향으로 다시 위축되었다. 당시 저축대부조합(S&L : Savings and Loan Association)의 도산 사태 등으로 인한 금융기관의 부실이 외에도 1980년대 개발 붐으로 인한 오피스 등의 투자부동산의 공급과잉으로 인하여 자산 디플레이션이 심화되는 악순환이 지속되었다. 그 결과 자산 디플레이션과 금융산업의 부실은 결국 리츠 투자의 위축으로 이어지게 되었다.

5) 성숙기

침체를 보이던 리츠사업은 1990년 중반 이후 3차 붐을 형성하게 되었다. 이는 1986년의 세계개혁조치로 도입한 자기관리형 리츠의 효과가 가시화 되는데다 80년대 후반 자산 디플레이션을 기회로 저가 매수한 리츠가 활성화되었기 때문이다. 그에 힘입어 1991년 KIMCO Realty가 1억 2,800만 달러 규모의 공개를 하였으며, 이후 리츠기업 공개가 활발히 이루어졌다.²⁵⁾

24) 박신영(2001), “부동산투자신탁제도 도입방안 연구”, 대한주택공사, p.97.

25) 이상영(1999) 외, “부동산투자회사제도의 도입방안에 관한 연구”, 한국건설산업연구원, pp.16~17.

한편, UPREIT(Umbrella Partnership REIT)의 도입 또한 리츠 활성화에 기여하였다. UPREIT 도입으로 M&A를 통한 리츠의 대규모화가 이루어지고, 결과적으로 리츠의 시장규모는 확대되었는데, 1992년 이후 설립된 리츠의 75%가 UPREIT구조를 활용하였다.

1990년 중반부터 시작된 리츠 붐은 현재까지 고도 성장을 이루고 있으며, 리츠는 미국 자본시장에서 주요한 투자수단으로 자리잡게 되었다. 한편, 1992년 이후 자기관리형 리츠가 주도적인 형태로 자리잡게 되면서, 리츠의 투자자도 임대수입과 같은 현금흐름을 중시하는 방향으로 전환하였다.

3. 미국 리츠제도의 도입목적

리츠를 도입하려는 목적은 소액투자자들에게 부동산 투자기회를 제공하고, 기업과 금융기관의 부동산을 유동화하여 현금흐름을 증대시키며, 부동산에 대한 간접투자 확대를 통하여 건전한 부동산 투자문화를 조성하는 것이다. 그런데 부동산 간접투자 확대를 위해서는 일정 부분 자산운용회사의 기능과 영역을 확보해 줄 필요가 있다. 그 이유는 세 가지를 들 수 있다.

첫째, 규모의 경제만을 지나치게 중시하여 자본금이 큰 리츠만을 허용하게 되면 리츠의 조기 활성화는 요원해질 가능성이 많다는 점이다. 리츠는 기본적으로 영업이익의 내부유보를 통한 사업확장이 불가능한 구조이기 때문에 사업의 확대를 위해서는 계속적으로 자본을 모집하여야 한다. 이러한 자본모집은 리츠가 점점 대형화되고, 이에 따라 수익률상승 둔화라는 문제를 피할 수 없게 되며, 나아가 무기한부 리츠는 청산의 개념이 없기 때문에 이 회사의 주가는 기본 자산가치를 적절히 반영하지 못하게 될 가능성이 높다.

둘째, 이러한 정책은 기한부 리츠인 조기청산형 리츠가 설립될 여지를 처음부터 없애 버린다. 때문에 투자자 입장에서 보면 다양한 투자기회를 제한하기 때문에 리츠의 대형화가 반드시 바람직한 것이라고는 볼 수 없는 것이다.

마지막으로, 자산운용회사의 역할은 비단 리츠를 떠나서도 개인과 기업이 부동산자산을 직접 관리하는 데서 비롯되는 비효율과 비경제적인 문제를 전문 회사에 의한 자산관리의 확대를 통하여 해소할 수 있는 기회가 될 수 있기 때

문이다.

4. 미국 리츠의 종류

1) 투자대상에 따른 분류

리츠는 투자대상에 따라 지분형(equity REITs), 모기지형(mortgage REITs) 및 혼합형(Hybrid REITs) 으로 분류할 수 있다. 지분형이란 총 투자자산의 75%이상이 부동산소유지분으로 구성된 리츠로서 주 수입원은 임대료가 된다.

모기지형(mortgage REITs)이란 총 투자자산의 75%이상이 부동산관련 대출에 운영되고 있거나 주택저당담보증권(MBS)에 투자된 리츠를 말한다. 모기지형의 주 수입원은 모기지 관련 이자이다.

혼합형(Hybrid REITs)이란 총 투자자산이 부동산 소유지분, 부동산관련 대출, 주택저당담보증권 등에 골고루 투자되어 있기 때문에 지분형 부동산투자신탁이나 모기지형 부동산투자신탁으로 분류될 수 없는 리츠를 말한다. 혼합형의 주 수입원은 임대료 또는 모기지 관련 이자 등 모두가 해당된다.

미국시장에서의 리츠형태는 <표3-1>에 잘 나타나 있다. 이에서 볼 수 있듯이 상장된 주식의 사가총액에 따라 분류했을 때, 지분형 부동산 투자신탁이 전체의 95%이상을 차지한다.

<표3-1>은 1998년 6월 30일 현재 뉴욕증권거래소(NYSE), 아메리카증권거래소(AMEX), 나스닥시장(NASDAQ)에 상장된 215개 리츠의 종류별 분포를 보여주고 있다. 상장된 주식의 사가 총액에 따라 분류했을 때, 지분형 부동산 투자신탁이 전체의 90%이상을 차지하고 있다.

<표3-1> 리츠 종류별 분포²⁶⁾

(단위 : 개, 억달러)

종 류	종 목 수	규 모
지 분 형	178	1447.6
모기지형	28	93.2
혼 합 형	9	58.5
계	215	1599.3

2) 환매여부에 따른 분류

유가증권을 대상으로 하는 뮤추얼 펀드(회사형 투자신탁)제도와 마찬가지로 리츠역시 개방형(open-end)리츠란 리츠회사가 투자자의 환매요구에 언제든지 응하는 형태를 말한다.

현재 미국에서 유가증권을 대상으로 하는 뮤추얼펀드(회사형투자신탁)의 경우 폐쇄형(Closed-end)보다는 개방형이 보다 일반적인 형태인 반면, 리츠의 경우 개방형은 현재 미국에서 거의 존재하지 않고 있다 그 이유는 리츠의 운용대상자산이 유동성이 부족한 부동산이므로 부동산의 경기 침체시 발생가능한 환매위험에 직면할 수 있기 때문이다. 즉, 부동산경기 침체시 환매의무가 있는 개방형 리츠의 경우 보유 부동산을 단기간 내에 매각·처분하여 환매요청에 효율적으로 대처하기란 사실상 불가능하기 때문이다. 일례로 1970년, U.S Investment Fund Real Estate는 이러한 이유 때문에 파산한 바 있다.²⁶⁾

26) 미국부동산투자신탁협회(1998.6)(The National Association Of Real Estate Investment Trust).

3) 존속기한에 따른 분류

리츠는 존속기한에 따라 영속적 리츠(perpetual REITs)와 기한부 리츠(finite-life REITs or self-liquidating REITs)로 구분할 수 있다.

무기한 리츠란 존속기한이 정해져 있지 않으며, 기한부 리츠란 일정기간 후에 보유자산을 매각하여 매각대금을 투자자에게 배분하고 해산되는 형태를 말한다. 현재 미국 내에서 기한부 리츠의 기간은 대체로 10~15년이나 기간이 3년에 불과한 단기형부터 75년에 이르는 장기형까지 다양한 형태로 나타나고 있다.

5. 리츠의 자격요건

미국 리츠의 경우 리츠 회사 내지 사업과 관련한 별도의 법률이 제정되어 제도화 된 것이 아니고 리츠 사업방식을 인정할 수 있는 세계상의 혜택을 확보하는 것으로 리츠 회사의 자격을 부여받을 수 있도록 규정하고 있다. 여기서 주요 자격요건을 정리하면 다음과 같다.

1) 리츠의 조직요건

(1) 개요

리츠는 앞에서 말한바와 같이 주식회사(corporation), 신탁(business trust), 조합(association)형태로 조직될 수 있다. 그러나 어떠한 형태이든 리츠는 '조직'상 아래와 같은 기본적인 요건을 갖추어야만 한다

- ① 1인 이상의 이사(directors)나 수탁자(trustees)에 의하여 운영되어야 한다.
- ② 리츠의 수익권(beneficial ownership)은 양도가능한 주식 또는 수익권 증서(shares or certificates of beneficial interest)에 의하여야 한다.
- ③ 리츠규정상 리츠자격이 부여되지 않는다면 미국내의 일반법인으로 과

세되어야 한다.

- ④ 금융기관이나 보험회사는 리츠가 될 수 없다.
- ⑤ 주주가 100인 이상이어야 한다. 즉 리츠의 주식이 100인 이상에게 분산소유 되어야 한다.
- ⑥ 소수의 주주(5인이하 대주주)가 일정지분이상의 주식(50%이상)을 소유해서는 안된다. 즉 폐쇄적인 개인소유 회사(closed held)가 아니어야 한다.
- ⑦ 리츠의 소득요건 및 자산요건을 만족시켜야 한다.²⁷⁾

(2) 시사점

이상 조직요건에 관하여 미국 리츠와 우리나라 부동산투자회사는 유사하나 조금씩 다른 점이 있다. 리츠법에 비추어 우리나라 부동산투자회사법이 꼭 짊고 넘어 가야할 사항은 아래와 같다.

조직요건에 관하여 우리나라 부동산투자회사법은 미국 리츠법과 같은 100인 주주요건 규정을 두지 않고 있다. 단지, 법에서는 최초 일반공모시 30%를 일반공모에 의하여야 한다고 규정해 놓고 있지만 많은 일반국민들을 참여시키는 데는 문제가 있을 것으로 보인다.

2) 리츠의 소득요건

(1) 소개

리츠는 그 '소득'의 원천에 관하여 일정한 요건을 만족하여야 한다. 이 요건은 리츠의 소득이 부동산의 수동적인 투자(passive investment)로 인한 소득일 것을 의도하는 것이다. 이러한 요건이 충족되지 못하면 리츠는 자격을 박탈당하게 된다. 이러한 요건에는 75%소득요건과 95%소득요건이 있다. 75%소

27) Stephen P. Jarchow, 「Real Estate Investment Trusts: Tax, Securities, and Business Aspects」, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1988, p.2 ; Richard T. Garrigan, John F.C. Parsons, 「Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis and Strategy」, The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 1998, pp.85~86 ; 한국토지신탁, 전계서, p.157.

득요건은 리츠 소득의 75%가 부동산관련자산에 대한 수동적인 투자로 인한 소득일 것을 요구하는 것이며, 95%소득요건은 리츠 소득의 95%가 비(非)부동산 자산에서의 수동적 소득일 것을 요구하는 것이다.

아래에서는 75%요건과 95%요건을 살펴본다.

(2) 75%소득 요건

리츠의 과세대상 연도의 총소득(gross income)이 아래 항목으로부터 적어도 75%가 발생하여야 리츠의 자격이 박탈되지 않는다. 단 금지된 거래(prohibited transaction)로부터 발생한 소득은 제외된다.

- ① 부동산 임대료
- ② 부동산 저당권에 의해 담보된 담보부채권에 대한 이자
- ③ 부동산 양도처분이익(부동산소유권 및 저당권양도포함. 금지된 거래관련 부동산양도 제외)
- ④ 다른 리츠 주식으로부터의 배당, 주식 매각이익(금지된 거래제외)
- ⑤ 부동산 세금감면액 또는 환불액
- ⑥ 압류부동산(foreclosure)으로부터 발생한 소득과 양도이익
- ⑦ 저당권담보대출, 부동산 매입 또는 임대 계약의 대가로 취득한 확약수수료
- ⑧ 금지된 거래의 예외조항이 해당되는 부동산 양도이익
- ⑨ 적격한 임시투자 소득

적격한 임시투자 소득(⑨번)은 1986년이 되어서야 미국조세개혁법에 의해 리츠의 75%소득요건의 적합한 소득이 되었다.

(3) 95%소득요건

리츠의 과세대상 연도의 총소득(gross income) 중 최소한 95%의 소득은 위의 75%소득과 아래의 소득에서 발생하여야 한다.

- ① 배당(dividends)
- ② 이자(interest)
- ③ 주식(stocks), 증권(securities)의 양도처분이익

이 요건에서 말하는 이자는 부동산과 관련이 없는 이자를 의미하고, 주식과 증권은 다른 리츠의 주식이나 증권이 아니고 리츠가 투자목적으로 보유하는 일반회사의 증권이나 정부증권 같은 것을 의미한다. 따라서 리츠 소득의 25%까지는 부동산이 아닌 다른 원천에서의 수동적 소득이어도 되고, 5%까지는 리츠와 전혀 무관한 소득이어도 된다.²⁸⁾

만약 75%소득요건과 95%소득요건의 요건을 만족시키지 못했을 때는, 합리적인 이유가 있고 고의적이지 않았다면 리츠 자격은 박탈되지 않으나 요건상 만족시키지 못한 금액에 대하여는 100%의 위반세를 납부해야 한다. 그러나 75%, 95%소득요건을 만족시키지 못한 이유가 합당하지 않으면 리츠 자격은 박탈되고, 일반 법인 수준의 법인세를 납부하여야 하며, 5년 동안 리츠 자격을 다시 취득할 수 없다.

3) 리츠의 자산요건

(1) 소개

리츠는 그 자격을 유지하기 위해서는 과세연도 매분기말에 일정한 '자산'에 관한 요건을 충족해야 한다. 이러한 자산요건은 리츠가 수동적인 부동산투자 (passive real estate investment)를 하게 하려는 것이며, 그리하여 자산요건에 부적합한 자산에 대한 투자의 범위를 한정시키려는 것이다.

그 자산요건은 아래와 같다

- ① 리츠 총자산가치(the value of total assets)의 75%이상을 부동산자산, 현금 및 현금자산(유가증권 포함), 정부증권으로 보유할 것(75%요건).
- ② 리츠 총자산가치(the value of total assets)의 25%이상을 초과하여 유가증권(75%요건에 해당하는 증권 이외의 것)으로 보유할 수 없음(25%요건).
- ③ 하나의 주식회사가 발행한 '의결권 있는' 주식 10%(그 회사의 주식비율임)를 초과하여 보유할 수 없음(10%요건).
- ④ 리츠 '총자산가치'의 5%(리츠의 자산가치비율임)를 초과하여 하나의 주

28) 한국토지신탁, 전게서, p,197.

식회사가 발행한 유가증권에 투자할 수 없음(5%요건).

자산, 현금 및 현금자산(유가증권 포함), 정부증권에 투자되어야 한다. 이 규정은 소규모 투자자들에게 투자에 대한 위험분산과 다양성을 제공하기 위한 조치이다. 아래에서 부동산자산, 현금 및 현금자산, 정부증권에 관해 살펴본다.

(2) 부동산자산(real estate assets)-75%자산요건

75%자산요건에 해당하는 부동산자산은 부동산(소유권), 부동산저당권과 관련채권 및 증권, 유한파트너쉽 지분, 자격 있는 다른 리츠의 주식, 신규자본에 의한 임시 투자자산, 부동산자산으로 취급하는 부동산저당채권 투자회사(REMICs, Real Estate Mortgage Investment Companies) 지분, 부동산 매입 옵션, 공동소유지분, 조합이 소유하는 부동산에 대한 지분을 등을 말한다.²⁹⁾

부동산은 토지 또는 건물과 같이 토지에 건축된 영구적이 구조물을 의미한다. 건물과 구조물의 구조적인 구성부분도 포함한다. 건물내 배선, 배관, 중앙 냉난방시설, 파이프나 덕트, 빌딩내에 설치된 엘리베이터나 에스컬레이터 또는 건물이나 다른 영구적인 구조물의 구조상 구성요소를 포함한다. 그러나 영업상에 부수되는 자산 예를 들면 기계류, 인쇄장치, 운송장치와 같은 건물의 구조적 구성요소가 아닌 것, 사무실 비품, 냉장고, 개인 냉방기구, 식료품 계산대, 호텔과 모텔, 사무실내의 가구와 같은 것들은 이에 포함되지 않는다.

그리고 부동산소유권 범위 안에는 토지의 단독소유권(fee ownership), 공동소유권(co-ownership), 토지개량권, 토지소유권 또는 개량권 취득 옵션, 그리고 토지임대권 또는 임대권 개량권 취득 옵션을 포함한다. 부동산소유권과 임대권에는 사용권(timeshare interests)과 매년 일정한 기간동안 당해 부동산을 이용할 수 있는 사용권도 포함된다. 입주자가 주주가 되는 주택운영회사(cooperative)에서 주주입주자(tenant-stockholder)로서 가지고 있는 주식도 포함된다.

부동산소유권에는 광물, 유전, 천연가스 사용수익권(royalty interests)은 포함되지 않는다.

29) Richard T. Garrigan, op. cit., p,105.

부동산저당권과 관련채권 및 증권도 리츠의 75%자산 요건상 부동산자산에 포함된다.

부동산 담보부채권이 되기 위해서는 부동산에 대해 담보가 설정되어 있어야 한다. 외국에 있는 부동산에 대한 담보부채권도 부동산자산으로 인정된다. 한편 토지를 매각한 할부상환증서(installment note)도 부동산자산으로 인정된다. 담보부채권의 경우 다른 투자자와 함께 공동소유권(undivided interest)이나 대출에 대한 참여(participation)도 가능하다. 따라서 위에 열거한 정부기관이 발행한 담보부 채권은 당연히 부동산자산으로 인정받는다. 담보부 채권에 관해 채무불이행(default)이 있는 경우 리츠는 부동산을 압류하게 되고 이는 압류부동산으로 특별히 취급된다.

또한 최우선순위 저당채권(first mortgage)을 담보로한 대출(담보부대출, hypothecation loan)도 담보부 채권으로 보아 부동산자산으로 인정된다. 이 경우 대출액수는 담보된 최우선순위 저당채권의 80%이상을 초과할 수 없다. 또 반드시 최우선순위 저당채권이 리츠에게 양도(assign)되어서 항상 리츠가 자기권한을 행사할 수 있어야 한다.

리츠가 유한 파트너십의 파트너일 때 유한 파트너십이 소유하는 부동산자산에 대하여는 리츠가 소유하는 지분비율대로 그 부동산자산을 소유하는 것으로 간주하고, 유한 파트너십의 부동산소득도 위 지분비율대로 발생하는 것으로 간주한다. 유한 파트너십의 소유권과 관련하여 파트너의 지분은 유한 파트너십에 대한 자본소유 지분대로 결정된다. 예를 들면, 리츠가 임대부동산을 소유하고 있는 유한파트너십의 자본에 30%의 지분을 가지고 있으면 리츠는 당해 부동산자산의 30%를 소유하고, 유한 파트너십이 당해 부동산에서 벌어들이는 임대료의 30%를 할당받는 것을 간주된다. 마찬가지로 만일 유한 파트너십이 리츠에게는 금지된 거래에 해당하는 부동산자산을 소유하고 있으면 그 비율만큼 리츠가 그러한 부동산자산을 소유하는 것으로 간주한다.

<표3-2> 리츠와 유한파트너십의 부동산투자형태로서의 비교³⁰⁾

구분	리츠	유한파트너십
유 동 성	있음. 대부분 리츠는 상장	없음. 유동성이 있더라도 리츠 보다는 떨어짐
최소투자분량	없음	보통 2천-5천 달러
재투자 계획	있음	없음
투자자 통제	있음. 투자자들이 이사를 선출, 어떤 경우에는 일년마다 자문사를 인가	없음. 무한파트너들이 통제
독립적인 이사	있음. 증권거래법과 주법은 경영 의 독립을 요구하고 있음	없음
주 식 분 산	최소한 100명의 주주(대부 분의 리츠주주는 1000명)	다수의 유한 파트너와 무한 파트너
추가자본과 부채조달능력	있음	없음
손실을 투자자에게 전가하는 능력	없음	있음
주 세법의 투자자의 적용	투자자가 거주하는 주에서 만 적용	모든 주에 있음

자격있는 다른 리츠의 주식도 리츠의 75%자산요건상 부동산자산에 포함된다.

어떤 리츠가 다른 리츠의 주식을 부동산자산으로 소유하기 위해서는 투자 대상 리츠는 과세대상 연도 매분기 말에 리츠로서의 자격을 유지하고 있어야

30) 구홍우(2003), “우리나라 부동산투자회사와 미국 리츠의 자격요건에 관한 비교 연구”, 삼성경제연구소 발표논문, p.15.

한다.

신규자본에 의한 임시 투자자산도 리츠의 75%자산요건상 부동산자산에 포함된다.

이 임시투자자산에는 주식 또는 채권(debt instrument)만 인정되고, 신규자본 취득일로부터 1년 동안만 인정된다. 채권에는 회사채, 어음, 지불각서, 기타 다른 부채증서를 포함하며, 연금증서는 제외한다. 신규자본은 리츠가 주식매각 또는 만기 5년 이상의 채권 발행을 통하여 조성된 자본이어야 한다.

부동산자산으로 취급하는 부동산저당채권 투자회사(REMICs, Real Estate Mortgage Investment Companies) 지분도 리츠의 75%자산요건상 부동산자산에 포함된다.

매 분기에 부동산저당채권 투자회사의 자산이 최소 95%가 부동산자산인 때에는 당해 분기에 리츠가 보유하는 부동산저당채권 투자회사의 지분은 부동산자산으로 간주된다. 위에서 리츠 소득요건에서 살펴본 바와 같이, 부동산저당채권 투자회사의 지분투자에서 발생하는 이자는 리츠 소득요건상의 적합한 이자소득으로 간주된다.

이 투자채의 자산에서 부동산자산이 95%미만인 경우에는 리츠는 그 부동산자산에 대하여 자기 소유지분만큼 자산을 직접 소유하고 있는 것을 간주한다.³¹⁾

(3) 현금(cash) 및 현금자산(cash items)-75%자산요건

리츠가 보유하는 현금, 은행정기예금, 은행발행 예금증서(certificate of deposit) 등은 현금으로 간주된다. 그러나 은행약속어음(bankers acceptance)이나 초단기 자금(overnight loan)은 현금으로 인정되지 않는다. 자산을 매각함으로써 발생된 분할상환증서(installment note)는 현금으로 인정하지 않는다. 그러나 만약 분할상환증서가 부동산을 담보로 설정이 된 경우에는 75%자산요건에 적합한 것으로 간주한다.

(4) 리츠 자산요건 심사

자산요건을 심사함에 있어서 총자산(total assets)은 일반적으로 인정되는 회

31) 한국토지신탁, 전게서, pp,185~188.

계원칙에 의한 리츠의 모든 자산을 의한다. 리츠가 취득한 유가증권이나 자산이 리츠의 자격에 미치는 영향을 판단하기 위하여 미국세법은 그러한 취득이 있는 분기 말에 리츠 자산의 재평가(reevaluation)를 요구하고 있다. 이 규정에 의하여 자산의 가치를 평가하는 경우에 즉시 적용가능한 시장가격이 있는 증권은 시장가격을 적용하고 다른 증권과 자산은 이사나 수탁자가 신의성실(good faith)하게 평가한 가격을 적용한다. 단 다른 리츠의 주식인 경우에 이사나 수탁자가 정하는 공정한 가격(fair value)은 시장가격 또는 리츠의 자산 가격 둘 중에서 높은 가격을 초과해서는 안 된다. 지금까지 이사나 수탁자가 제시한 가격을 미국세청이 거부한 적은 없었다.

리츠가 보유한 자산 자체의 시장가치 변화는 리츠의 자격에 영향을 미치지 않기 때문에 특정 분기에 유가증권이나 자산의 취득이 없다면 해당 분기 말에 자산의 재평가를 할 필요는 없다. 주식분할(stock split)에 의한 주식취득은 주식매입으로 간주하지 않는다. 또한 단순한 현금자산이 다른 자산으로 전환되는 것 역시 자산취득으로 간주되지 않는다. 예를 들면 보험료나 세금을 예납하는 경우와 같은 경우이다. 리츠는 미국세법상의 자산요건을 준수하고 있다는 것을 나타내기 위하여 충분한 기록을 유지하여야 한다. 그러한 기록은 국세청직원이 항상 검사할 수 있도록 유지되어야 하며, 미국세법에 의한 관리가 필요한 기간 동안 이를 보유하여야 한다.

3) 리츠의 배당요건

(1) 소개

리츠는 리츠 자격을 유지하기 위하여 과세대상연도에 최소한 리츠 소득의 90%의 배당금을 매분기별로 주주에게 배당하여야 한다.³²⁾ 리츠는 주주에게 배당금을 90%이상 지불한 경우 리츠의 과세대상소득에서 그 지급된 배당액만큼 법인세(corporate tax)³³⁾ 면제혜택(배당지급공제)을 받는다. 이러한 과세대

32) 1999년 미국리츠현대화법(REIT Modernization Act of 1999)이전에는 배당요건이 95%이었다.

상연도의 배당지급공제는 일반적으로 아래의 세부분으로 이루어진다.³⁴⁾(미국 세법 I.R.C. § 857(a) 참조)

- ① 일반 배당
- ② 과세대상연도 종료 후의 배당지정 절차(Late Dividend Elections)
- ③ 부족액 추가배당 절차(Deficiency Dividend)

아래에서 미국 리츠 배당요건 중 위의 세 가지 배당절차와 기타 배당절차를 차례로 살펴본다.

(2) 일반 배당

① 배당요건상의 최소배당금

리츠는 배당지급공제액을 계산하기 전의 과세기준소득의 90% 이상을 배당하여야 한다. 초과비 현금소득과 순 양도소득은 리츠가 배당하지 않을 수 있다.³⁵⁾

최소배당금액 = 배당지급공제(deduction for dividends paid)액을 공제하기 전의 리츠의 과세기준소득(REITTI, Real Estate Investment Trust Taxable Income)의 90% + 압류부동산으로부터 발생한 세후 순이익(net income)의 90%(납세액제외) - 초과 비현금 소득(excess non cash income) - 순양도소득(net capital gain)

위의 최소 배당금지급요건 규정을 위반 시에는 리츠의 자격이 박탈된다. 그러나 이에 예외가 있어서 리츠가 전년도에 최소배당금지급 규정위반으로 부과된 4% 소비세를 납부하고 난 후 현금부족으로 인해 최소 배당금지급이 불이행된 경우에는 최소 배당금지급 규정적용이 배제된다.

33) 법인이 얻은 소득에 대하여 그 법인에게 부과되는 조세. 원래 소득세는 법인소득세와 개인소득세로 나누어지는데, 우리나라 세법에서는 개인소득세만을 '소득세'라 하고 법인소득세는 단순히 '법인세'라고 한다.

34) Stephen P. Jarchow, op, cit., p,88.

35) Richard T. Garrigan, op, cit., p,108.

주주에게 배당되지 않고 리츠가 보유하는 소득에 대해서는 일반법인과 같이 법인세율이 적용되어 과세된다. 배당액이 리츠의 과세기준소득에 근거하여 계산되지만, 그 계산된 배당액은 리츠의 수익(earnings and profits)에 근거한 가능한 배당이어야 한다. 리츠의 수익이 과세기준소득보다 낮아 배당액을 충당하기에 부족한 경우가 발행할 수 있고 실제로도 발생한다.³⁶⁾

90%의 배당금지급 규정은 실질적으로 리츠가 10%의 과세기준소득을 유보할 수 있는 여유를 주고 있다. 그러나 현금흐름(cash flow)의 측면에서 보면 감가상각비 액수가 채권의 원금상환과 자본투자 액수보다 큰 경우에는 실제 현금흐름이 리츠의 과세기준소득보다 더 많을 수가 있게 된다. 왜냐하면 감가상각비 공제는 계산상의 비용이지만 현금유출이 발생하지 않기 때문이다. 이 경우 리츠는 최소 배당금액보다 더 큰 배당금을 지급할 수 있다.³⁷⁾

② 배당시기

우리나라의 일반 주식회사들이 매년 결산후 결산 결과에 따라 배당을 하는 것과는 달리 미국의 회사들은 연간 소득을 '분기별로 배당'하고 있다. 이 이외에 미국세법은 리츠에 의하여 과세연도 10월, 11월, 12월 중에 특정 기준일에 주주에게 배당액을 지급하기로 하는 결정이 리츠에 의하여 선언되면, 실제로 배당이 다음해 1월에 지급된 경우에도 당해 과세연도 12월 31일에 리츠가 배당금을 지급한 것으로 간주한다.

③ 95%에서 90%로 일반배당요건의 환원

1960년에 최초의 리츠규정을 만들면서 의회는 뮤추얼펀드로 알려진 규제된 투자회사의 규정을 모방하였다. 따라서 리츠와 뮤추얼펀드는 유사한 자격 요건을 가지고 있다. 이들 요건 중에 각 투자체가 만들어낼 수 있는 수입의 유

36) 예로서 이러한 문제는 부동산의 할부판매의 경우에 발생한다. 처리상 할부판매의 과세대상소득으로서는 즉시 인식되는 반면, 세무상의 수익은 이연된다(I.R.C. 312(n)(5)). 만일 리츠가 과세대상소득보다 많은 금액을 배당하면, 초과액은 배당으로 간주되고 리츠의 수익을 소진시켜버린다. 할부판매에서 이연되었던 소득이 실현된 때, 리츠는 요구배당액을 지급하는데에 리츠수익의 잔고가 부족할 수 있다.

37) Richard T. Garrigan, op. cit., p.113 ; 한국토지신탁, 전계서, p.195.

형과 과세대상 소득의 의무적인 배당에 관한 제한이 있다. 1960년 처음 제정 시 리츠와 뮤추얼펀드는 모두 90%를 주주에게 배당하도록 정규 배당요건을 규정하였다.

1976년 의회는 몇 개의 리츠 수정규정을 통과시켰다. 하나는 리츠의 전년도 과세대상 소득이 다음 연도의 국세청 감사 결과에 따르도록 재결정되었을 때 필요로 하는 배당요건으로부터 리츠를 보호하기 위한 “부족배당 절차”를 인정하는 것이었다. 이에 따라 미국세청 감사결과 늘어난 전년도 배당부족분을 금년에 추가배당하고 이를 배당 공제하여 줌으로써 배당 요건에 대한 리츠의 자격을 유지할 수 있도록 하였다. 이 부족배당절차의 도입과 함께 또 하나는 과세 대상 리츠 정규수입의 95%로 배당요건을 강화하는 것이었다.³⁸⁾

1978년, 부족배당절차 개념은 뮤추얼펀드로 확대되었다. 그렇지만 의회는 1976년에 리츠를 위하여 부족배당절차를 도입할 때와 같은 높은 95%의 배당요건을 뮤추얼펀드에는 부과하지 않았고 그대로 90%배당요건을 유지하였다. 그리고 왜 리츠만 배당요건이 95%가 되어야 하는지에 대하여도 설명이 없었다.

당초의 90% 과세 대상 수입 배당 요건은 의회가 리츠 규칙을 뮤추얼펀드의 규정을 본 따고자 한 의도와 그러한 투자체들이 수입의 일정 비율을 보유하는 것은 상업상의 정당한 이유를 가지고 있을 수 있다는 것을 반영하는 것이다. 이 유연성은 특히 리츠가 그 재산의 질을 유지하기 위하여 자본 지출을 부담해야 하는 자본집약적인 상업용 부동산 임대업에 있어 특히 중요하다. 또한 90% 배당요건은 기존부채에 대한 원금지불을 하기 위한 중요한 자금원이 될 수 있다.

1999년의 미국 리츠 현대화법(RMA, Real Estate Investment Trust Modernization Act of 1999)은 95% 연간 리츠 배당요건을 당초의 90%로 환원하게 되었다.

이 규정은 2001년부터 적용되었다. 리츠는 배당지급공제³⁹⁾를 초과하는 과세

38) 시행일은 1980. 1. 1.로 규정하였다.

39) 배당지급공제는 리츠의 소득을 주주에게 배당한 금액(90%이상 배당 의무)에 대하여는 미국세법상 소득공제 개념을 적용하여 리츠의 과세대상소득에서 공제하고, 배당되지 아니한 소득에 대하여는 공제하지 않고 과세한다는 것을 말한다.

대상소득금액에 대하여는 현재처럼 법인세 수준의 세금을 계속 납부하여야 한다. 그러나 리츠는 법인세 납부 후에 세후 소득을 보유할 수 있고 이를 적립하여 어떠한 목적으로도 사용할 수 있다.⁴⁰⁾

(4) 시사점

살펴본바와 같이 90% 배당요건은 리츠와 부동산투자회사가 같다.

배당시기에 관해서는, 부동산투자회사에 대한 투자는 이익배당에 중점을 두고 이루어진 점에 비추어 중간배당을 실시하는 것이 투자자의 이해에 부합하므로 중간배당을 적극 도입하는 방향으로 나아가야 할 것이다. 현행법상 중간배당은 연 1회에 한정하고 있는데, 앞에서 본바와 같이 미국 리츠의 경우 분기별로 중간배당을 실시하고 있는 점 등에 비추어 부동산투자회사법에 분기별 중간배당을 할 수 있도록 명문화하여야 할 것이다.

6. 리츠의 조직

리츠와 같은 간접투자제도의 성패는 거래비용과 대리인 문제를 해결하면서 투자성과를 극대화하는데 있다. 이를 위해서는 리츠의 조직구성이 무엇보다도 중요하다. 이러한 리츠의 조직은 내부조직과 외부조직으로 구성되어 있다.

1) 내부조직

리츠의 내부조직으로는 최고의사결정 기관이며 이사회의 이사들을 선임하는 주주총회와 리츠의 운영전반에 대해 책임을 지는 이사회 또는 수탁자 및 외부의 독립적인 회계감사인의 도움을 받아 리츠에 대한 감사기능을 수행하는 감사위원회 등이 있다.

40) Tony M. Edwards, 「REITs Simplified: Real Estate Investment Trust Simplification Act of 1997」, National Association of Real Estate Investment Trusts, 1997, pp.7~8.

2) 외부조직

(1) 부동산관리회사(Asset Management Company)

부동산 관리회사는 부동산에 대한 관리 및 개발업무를 담당하는 회사이다. 리츠는 이러한 관리 및 개발기능을 내부에 둘 수도 있고 외부에 위탁할 수도 있으며, 내부에 동 기능을 장착하는 경우 흔히 자기관리형태라고 한다. 현재 대부분의 리츠는 자기관리형태로 운영되고 있으나 자기관리형태라고 하더라도 주로 부동산 관리회사를 자회사로 만들고 그 자회사가 운용위탁을 받아 리츠의 자산을 관리하는 형식을 취하는 경우가 많다.

(2) 자산보관회사

자산보관회사는 투자자를 보호하기 위해 리츠가 보유한 자산을 보관하는 기능을 한다.

(3) 주간사

주간사는 리츠가 기업공개를 하거나 추가증자를 할 경우 증자에 대한 서비스를 제공하고 발행된 주식이나 채권의 인수를 담당한다.

(4) 신용평가회사

신용평가사는 리츠가 발행한 각종 증권에 대한 상환가능성을 분석하여 등급을 제공함으로써 투자자에게 투자정보를 제공한다.

(5) 부동산 정보회사

부동산 정보회사는 부동산 산업전반에 대한 동향과 전망·부동산 종류별 현황·공실율(Vacancy Rate)과 흡수율(Absorption)등 부동산 투자정보를 투자자 또는 리츠의 운영자에게 제공함으로써 투자자 및 운영자의 의사결정을 지원하는 역할을 한다.

7. 리츠의 자금조달

1) 자금조달

리츠의 자본조달 수단은 기업공개와 유상증자로 나눌 수 있고 부채 형태의 조달수단으로는 무담보회사채, 주택저당담보증권, CP, 은행차입 등이 있다.

자본조달의 방법으로는 1990년대 초까지만 해도 기업공개가 중요한 비중을 차지하였으나, 1990년 중반에 들어서면서 유상증자 형태의 자금조달이 기업공개보다도 더 큰 비중을 차지하고 있다.

차입의 형태는 1970년대에는 은행이나 CP, 등에 의한 차입이 주류를 이루었으나, 1980년대 이후에는 무담보회사채나 주택저당채권(MBB, Mortgage Backed Bond) 등이 주요 차입 수단이 되고 있다.

<표3-3> 기관투자가별 리츠 투자 점유 비중⁴¹⁾

구 분	비 중(%)
뮤추얼펀드(Mutual Funds)	50
부동산투자자문회사(real estate investment advisers)	18
은행신탁(bank trust departments)	12
연금(pension funds)	12
보험회사(insurance companies)	6
외국투자자(foreign investors)	2

리츠의 주요 투자자는 뮤추얼 펀드와 기타 기관투자가이며, 이는 주로 투자 포트폴리오의 다각화 차원에서 투자하기 때문이다.

41) 이상영 외3(1999.1), “부동산투자회사 제도의 도입방안에 관한 연구”, 한국건설산업연구원, 정책연구,99-2, p,22.

2) 자금운용

(1) 리츠의 보유자산 현황

리츠의 종류별 분포를 보듯이 지분형 투자회사가 상장 215개 사중에서 178개 사로 시장규모가 1,448억 달러에 달하고 있다. 지분형 투자란 총 투자자산 중에서 75% 이상을 부동산 지분에 투자하는 것이므로 부동산 전체를 소유하거나, 소유지분에 대한 투자가 큰 비중을 차지하고 있음을 알 수 있다.

(2) 리츠의 보유 부동산 현황

보유하는 부동산을 유형별로 살펴보면, 소매판매시설에 전체의 23%를 투자하고 있고 주거용 모기지에 22%, 그리고 산업/오피스시설에 19%를 투자하는 등 네 종류의 부동산에 64%를 투자하고 있다. 이외에는 창고시설에 6%, 의료시설에 11%를 투자하고 있다.

(3) 리츠의 자금조달과 운용의 특징

첫째, 리츠는 부동산 시장 특히 상업용 부동산 시장을 자본시장으로 편입시키는 역할을 수행하고 있다. 이전까지 주택부문은 모기지 제도를 통해 주택자금을 조달하고 조달된 자금으로 주택을 구입하는 등 자본시장과 주택시장이 금리를 매개로 상호 긴밀하게 연계되었지만, 상업용 부동산 시장은 리츠가 활성화되기 전까지는 자본시장과의 연결구조가 불명확한 실정이었다.

<표3-4> REITs 유형별 투자현황⁴²⁾

구 분	회사수	비 중(%)
오피스/산업(office/Industrial)	38	18.9
소매판매시설(Retail)	50	24.9
주거용(Residential)	28	13.9
분산투자(Diversified)	21	10.4
숙박/리조트(Lodging Care)	15	7.5
의료시설(Health Care)	13	6.5
모기지(Mortgage)	24	11.9
창고(Self Storage)	4	2.0
기타 전문시설(Specialty)	8	4.0
합계	201	100.0

둘째, 리츠의 자금조달과 운영상의 불일치가 상당부분 해소되었다. 1970년대 기간상의 불일치와 익스프레드 현상으로 어려움을 겪고 난 뒤로는 부동산의 장기투자 성격에 맞추어 조달로 MBB나 무담보회사채 등 장기 차입의 비중을 높였기 때문이다.

셋째, 기업공개보다는 기존 리츠가 자산을 매수하거나 리츠간의 합병방식이 시장의 주류를 이루어 가고 있다.

8. 리츠의 세계

리츠에 대한 세계는 크게 세 부분으로 나누어 진다. 첫째, 리츠의 조직에 관

42) 미국 부동산투자회사 협회(NAREIT),(2000.2).

한 요건, 둘째, 리츠의 운영과 관련된 요건, 셋째, 리츠의 조직변경과 관련된 요건이다. 이 중에서 조직과 운영에 관한 요건은 리츠가 세금혜택을 받기 위해서 지켜야 하는 요건들이 그 중심을 이루고 있다면, 조직변경과 관련된 요건은 파트너쉽이나 기업용 리츠로 전환하면서 생기는 각종 세제에 관한 사항이 주를 이루고 있다는 점에서 차이가 있다.⁴³⁾

1) 조직관련

(1) 주식보유현황

주식보유제한은 5명 이하의 소수 주주가 과세연도 하반기 동안 리츠 주식잔고의 50%이상을 보유하는 것을 금지하는 5/50 규칙이 있다. 이 규칙을 준수하기 위해서 많은 리츠들은 주식잔고의 일정비율(흔히9.8%) 이상을 보유하는 것을 금하고 있다. 만약 규정을 위반하여 초과 보유하는 지분은 배당권과 의결권을 제한 받게 된다.

(2) 주식 등의 이전성

리츠 지분이나 수익증권은 원칙적으로 이전이 자유로워야 한다. 그러나 임직원에게 대한 <표3-5> 리츠의 조직구성에 있어서의 과세제한⁴⁴⁾ 스톡옵션과 같은 경우는 주식발행계획의 예외로 취급된다.

<표3-5> 리츠조직구성에 있어서 과세제한

A. 주식 보유 제한	1. 기본원칙 (5/50 rule)	- 첫 번째 과세연도 이후 5명 이하의 소수 주주가 과세연도 하반기 동안 주식잔고의 50% 이상을 보유하는 것을 금지
	2. 초과지분	- 초과지분은 배당권과 의결권을 제한
	3. 개인으로 인정되는 실체	- 연금신탁, 사적재단, 실업보상신탁등은 개인 취급 - 세금면제 인가를 받은 대학은 5/50 rule 면제

43) 이상영 외3(1999.1), “부동산투자회사의 도입방안에 관한 연구”, 건설산업연구원, pp,44~50.

44) 이상영 외3(1999.1), “부동산투자회사 제도의 도입방안에 관한 연구”, 한국건설산업연구원, 정책연구 99-02, p,45.

B. 주식 이전	1. 기본원칙	- 리츠의 지분이나 수익증권은 이전 가능해야 함
	2. 금지된 주식	- 주식발행계획의 제한(임직원에 대한 스톡옵션)
C. 100 person rule	- 첫 번째 과세연도 이후, 과세연도의 335일 동안 최소 100명 이상이 리츠지분을 소유하고 있어야 함	
D. 기 타	1.중앙집중관리	- 이사회나 중앙관리의 역할을 하는 동등한 그룹이 경영 해야함
	2.국내기업	- 국내기업과 동일조건으로 과세
	3.인정안된 사업	- 은행, 저축기관이나 보험사가 될 수 없음

(3) 100인 규칙

첫 번째 과세연도 이후 도래하는 과세연도의 335일 동안 최소 100명 이상이 리츠주식을 소유하고 있어야 한다.

(4) 관리 등

리츠는 이사회나 그에 준하는 그룹에 의해 관리되어야 하며, 리츠에 대한 과세는 국내기업에 준해서 이루어진다. 그리고 인정되지 않은 사업은 할 수 없으므로 리츠는 은행, 저축기관이나 보험사가 될 수 없다.

2) 운영관련

(1) 소득요건

소득 요건은 리츠의 연간 수입에 대한 규제로서, 이 요건에는 75% 규칙, 95%규칙과 30% 규칙이 있다.

(2) 자산요건

자산요건에 75% 규칙, 10%규칙과 5%규칙 등이 있다.

(3) 배당요건

배당요건은 과세대상소득의 95% 이상을 주주에게 배당하여야 한다는 것이

다. 그리고 똑같은 주식에 대해 차등적인 배당은 할 수 없으며, 규정에 위배하여 초과 보유한 주식에 대해서는 배당금을 지급하지 않는다.

그리고 리츠는 리츠특성을 유지하기 위하여 자본이득을 배당할 필요는 없으나 보유한 자본이득에 대해서는 높은 법인세를 부과받게 된다.

<표3-6> 리츠의 운영관련 과세⁴⁵⁾

A. 소득 요 건	1. 75% test	<ul style="list-style-type: none"> - 리츠의 연간 총소득의 최소 75%가 부동산 임대료, 모기지 이자, 부동산자본이득, 다른 리츠로부터의 소득 등 부동산과년 부문에서 발생되어야함. - 자산에서 발생된 소득에 의존해 받은 임대료는 소득 산정에서 제외 - 리츠가 최소 10% 이상 지분을 소유한 리츠로부터 받은 소득은 제외 - 개인의 소득에 의존하여 결정되는 모기지 이자는 소득 계산에서 제외
	2. 95% test	<ul style="list-style-type: none"> - 75% 소득 요건에 해당되는 소득, 배당금, 비모기지 이자와 증권의 매각소득으로 구성되어야 함
	3. 30% test	<ul style="list-style-type: none"> - 1년 미만 보유한 증권, 금지된 거래의 자산, 4년 미만 보유한 부동산의 매각으로 생긴 수입이 총소득의 30%를 초과해서는 안됨.
B. 자 산 요 건	1. 75% test	<ul style="list-style-type: none"> - 분기 기준으로 총자산가치의 75% 이상이 부동산관련 자산, 현금, 정부발행 유가증권 등으로 구성되어야 함.
	2. 10% test	<ul style="list-style-type: none"> - 분기 기준으로 발행사의 의결권주식잔고의 10% 이상을 보유해서는 안 됨. - 발행자의 변제로 인해 10% 제한을 초과하는 것은 예외로 함
	3. 5% test	<ul style="list-style-type: none"> - 분기기준, 단일 발행자의 증권이 리츠 자산의 5%를 초과할 수 없음

45) 미국부동산투자신탁협회, (1999.1)

C. 배 당 요 건	1. 95% min	- 일년기준으로 과세대상소득의 95% 이상을 주주에게 배당해야 함 - 똑같은 등급의 주식에게는 동일한 배당을 해야함. - 초과 보유 주식에 대한 배당금은 지급하지 않음
	2. 자본이득	- 리츠는 그 특성을 유지할 목적으로 자본 이득을 배당할 필요는 없음. 그러나 보유한 자본이득에 대해 높은 법인세를 부과
	3. 소비세	- 만약 경상 과세대상 소득의 85% 이상, 자본이득의 95% 이상을 배당하지 않으면 4%의 소비세를 납부해야함.
	4. 주주과세	- 예외 주주 : 리츠배당금은 비관련 사업의 과세대상소득으로 고려되지 않음 - 국내 과세 대상 주주 : 리츠의 배당은 다른 기업의 배당과 똑같이 다루어짐. - 외국인 주주 : 리츠의 통상적인 배당은 30%원천징수, 자본이득의 배당은 35%의 원천징수.
D. 기 타	금지된 거래	- 금지된 거래로부터의 소득에 대해 100%의 소비세 부과
	기록유지	- 주식의 실질주주를 공시하지 않으면 리츠요건은 상실됨
	파트너로서의 리츠	- 리츠에 파트너의 지분을 보유한 리츠는 지분에 해당하는 자산과 소득을 할당하여 소득과 자산 요건을 계산 - 서비스를 제공하는 파트너로부터의 소득 : 리츠가 간접적으로 소유한 서비스 파트너로부터의 소득은 인정되나 다른 소유주가 수행한 서비스는 인정 안됨

3) 조직변경

(1) 부동산 파트너십의 결합

부동산 파트너십들이 결합에서 리츠에서 자산을 공여하고, 그 자산에 대한 대가로 주식의 80%를 받는다면 과세대상이 되지 않으며, 단일 파트너십의 지분을 최소한 리츠주식의 80%교환한 경우에도 비과세 처리된다. 그러나 여러 파트너십을 리츠로 이전하는 경우에는 과세 대상에 해당한다.

UPREITs 구조는 자산이나 지분을 운영 파트너십에게 제공하고 지분을 받는 파트너에 대한 과세를 이연시킬 목적으로 주로 이용된다. 자산은 운영 파트너십에 양도하는 경우 모든 파트너가 운영 파트너십의 유한 파트너로 전환

되고, 지분을 운영 파트너십으로 넘기는 경우 지분공여자는 운영 파트너십의 유한 파트너가 되고 잔여 파트너는 운영 파트너십의 무한 파트너가 되는 것이다. 파트너십 지분을 운영 파트너십에 제공한 파트너는 과세이연 효과를 얻을 수 있는 것이다.

(2) 기업의 리츠 전환

현존하는 기업을 리츠로 전화하는 경우에는 불박이 소득(Built in Gain), 불박이 소득이란 리츠의 운영파트너십으로 자산이나 지분이 이전되기 전에 발생한 소득을 말한다.

을 주주에게 분배하는 경우 비과세 처리되지만, 리츠 이전에 발생한 소득에 대해서는 과세대상이고 만약 과세연도가 종료된 후에도 리츠 규정이 적용되지 않은 소득이 존재하면 리츠의 자격은 상실되게 된다.

4) 주주에 대한 과세

리츠에 투자한 투자자들은 배당금을 수령하게 되는데, 리츠 배당금은 비관련 사업의 과세대상소득으로 고려되지 않으며, 통상적인 기업들의 배당금에 대한 과세와 똑 같이 이루어 진다. 외국인 투자자에 대해서도 리츠의 통상적인 배당은 30%의 원천징수, 자본이득에 대한 배당은 35%의 원천징수를 하고 있다.

<표3-7> 리츠의 조직변경과 관련된 세제⁴⁶⁾

<p>A. 현존하는 부동산 파트너십들의 결합</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 리츠에 자산 공여시 기업 주식의 최소 80%를 받는 다면 비과세 대상 - 여러 파트너십의 결합: 여러 파트너십을 리츠로 이전하는 경우 과세 대상 - 한 파트너십의 기업화 : 단일 파트너십의 지분을 최소한 리츠주식의 80%와 교환할 경우 비과세 처리 <hr/> <ul style="list-style-type: none"> - UPREIT <ul style="list-style-type: none"> · 분리된 파트너십에 대한 과세를 리츠로 이연시킬 목적 · 자산을 OP에 양도하는 경우 모든 파트너로 전환, 지분을 OP에 넘기는 경우 지분 공여자는 OP에 유한 파트너이며 나머지는 무한 파트너가 됨 · 과세대상이라 하더라도 파트너십 지분을 리츠지분과 교환 · 파트너십 지분을 교환한 파트너는 일정한 시간이 경과한 후 리츠의 OP 유한파트너십 지분을 받을 수 있는 교환권을 받음 · 교환권 소지자 사망시 수혜자는 교환권 받을 때 가치에 기초해서 과세 · 주정부와 지방 세금 고려해야 함(소재지를 변경하지 않으면 거래세가 면제되고 결합할 때 재평가된 가격으로 재산세가 부과됨) · OP는 인수한 자산의 감가상각 방법이나 내용연수를 그대로 승계하여 사용가능 (단, 50%이상의 자산 양도된 경우 OP는 새로운 감각상각 기간 이용 가능)
<p>B. 현존하는 기업의 전환</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 불박이 소득에 대한 과세 : 주주에게 배분하는 경우 비과세 <hr/> <ul style="list-style-type: none"> - 리츠이전에 발생한 소득 : 과세연도가 종료된 후에 리츠 규정이 적용되지 않았던 소득이 존재한다면 리츠 자격은 상실 <hr/> <ul style="list-style-type: none"> - 자회사 : 리츠가 항시적으로 소유하는 한 인증된 자회사의 주식100% 소유가능 <hr/> <ul style="list-style-type: none"> - 비과세 자회사화 : 기업이 부동산 사업을 자회사로 넘기고 그 자회사의 주식을 주주에게 배정하는 것에 대해 소득세법상의 비과세 자회사 조항이 적용되지 않음.

46) 미국부동산투자신탁협회(1999.1).

9. 미국 리츠시장 동향

<표3-8>은 2000년 4/4분기 미국 리츠산업의 부채비율을 보여 주고 있다. 부채비율을 [부채/(부채+주식시가총액)] 으로 정의했을 때, 미국리츠 산업전체의 평균 부채비율은 46.5%이다. 일반적으로 부채비율 수준은 각 기업이 속해 있는 산업의 특성에 따라 결정되는 경향이 있다. Scoot의 연구에 따르면, 유형 고정자산을 많이 보유하고 있는 기업은, 유형고정자산을 담보로 이용하고 차입할 수 있기 때문에, 유형 고정자산을 많이 보유하고 있지 않는 기업에 비해, 부채비율이 높은 것이 일반적이다.⁴⁷⁾

리츠의 경우도, 자산항목으로서 유형 고정자산인 부동산을 보유하고 있기 때문에, 리츠 산업의 부채비율은 타 산업에 비해 높다고 알려져 있다. 이소한의 연구에 따르면, 미국 전체 산업을 25개 산업으로 분류했을 때, 고려한 25개 산업중 17개 산업보다 리츠 산업은 부채비율이 높은 것으로 나타나고 있다.

<표3-8> 리츠산업의 부채비율⁴⁸⁾

(단위:%)

전체	지분형 REITs	모기지형 REITs	혼합형 REITs
46.5	45.8	84.2	56.6

주: 1) 부채비율은 [부채 / (부채+주식의 시가총액)] 으로 계산됨
2) 2000년 4/4분기 기준임

<표3-9> 는 리츠 주식의 시장가치 동향을 보여주고 있다. 1971년 말 34개에 불과했던 리츠 회사가 2000년 말 189개로 꾸준히 증가해 왔음을 알 수 있다. 전체 리츠 주식의 시장가치도 1971년 말 약 15억 달러에서 2000년 말 약 1,387억 달러로 증가했다. 특히 90년대 말 에 들어와서 지분형 리츠가 모기지형 리츠보다 회사수나 전체 주식시장 가치면에서 괄목할 만한 성장을 하였음을 알 수 있다.

47) Scoot, J. H. Jr., "A Theory of Capital Structure", Bell Journal of Economics, Spring, 1976, pp.33~54.

48) 미국 부동산투자신탁협회(National Association of Real Estate Investment Trusts), (2001.3)

<표3-9> 리츠주식의 시장가치 추이⁴⁹⁾

연도	합 계		Equity		Mortgage		Hybrid	
	시장가치	회사수	시장가치	회사수	시장가치	회사수	시장가치	회사수
1971	1,494	34	332	12	571	12	592	10
1972	1,881	46	337	17	775	18	729	11
1973	1,394	53	336	20	517	22	540	11
1974	712	53	242	19	239	22	232	12
1975	900	46	276	12	312	22	312	12
1976	1,308	62	410	27	416	22	483	13
1977	1,528	62	538	32	398	19	592	18
1978	1,412	69	576	33	340	19	496	19
1979	1,754	71	744	32	377	19	633	20
1980	2,299	75	942	35	510	21	847	19
1981	2,439	76	978	36	541	21	920	19
1982	3,299	66	1,071	30	1,133	20	1,094	16
1983	4,257	59	1,469	26	1,460	19	1,329	14
1984	5,085	59	1,795	25	1,801	20	1,489	14
1985	7,674	82	3,270	37	3,162	32	1,241	13
1986	9,924	96	4,336	45	3,626	35	1,962	16
1987	9,702	110	4,759	53	3,161	38	1,782	19
1988	11,435	117	6,142	56	3,621	40	1,673	21
1989	11,662	120	6,770	56	3,536	43	1,356	21
1990	8,737	119	5,552	58	2,549	43	636	18
1991	12,968	138	8,786	86	2,586	28	1,596	24
1992	15,912	142	11,171	89	2,773	30	1,968	23
1993	32,159	189	26,082	135	3,399	32	2,678	22
1994	44,306	226	38,812	175	2,503	29	2,991	22
1995	57,541	219	49,913	178	3,395	24	4,233	17
1996	88,776	199	78,302	166	4,779	20	5,696	13
1997	140,534	211	127,825	176	7,370	26	5,338	9
1998	138,301	210	126,905	173	6,481	28	4,916	9
1999	124,262	203	118,233	167	4,442	26	1,588	10
2000	138,715	189	134,431	158	1,632	22	2,652	9

주 : 시장가치는 각 연도 말의 전체 발행된 주식을 주식시장가치에 곱해서 구한수치

49) 미국 부동산투자신탁협회(National Association of Real Estate Investment Trusts),(2001.3).

<표3-10> 리츠에 의한 유가증권 발행추이⁵⁰⁾
(단위 : 백만달러, 개)

연도	합 계		기업공개를 위한 신규주식 (initial equity)		유통시장에서의 주식 (secondary equity)		무담보 회사채 (unsecured debt)		저당담보부증권 (mortgage-backed securities)	
	총액	횟수	총액	횟수	총액	횟수	총액	횟수	총액	횟수
1982	435	9	315	3	115	5	5	1	0	0
1983	747	23	159	4	438	15	150	4	0	0
1984	1,438	18	140	6	173	8	1,125	4	0	0
1985	4,271	59	1,792	29	413	17	939	12	127	1
1986	4,669	63	1,204	20	624	17	316	5	2,525	21
1987	2,929	50	634	12	733	15	248	4	1,314	19
1988	3,069	37	1,374	13	785	13	335	6	574	5
1989	2,441	34	1,075	11	722	15	150	3	494	5
1990	1,765	24	882	10	389	8	294	4	200	2
1991	2,289	35	808	8	786	20	169	3	525	4
1992	6,705	57	1,008	7	1,056	24	709	7	3,933	19
1993	18,327	141	9,335	50	3,856	50	1,680	20	3,455	21
1994	14,771	146	7,176	45	3,945	52	2,140	26	1,511	23
1995	12,435	195	922	8	7,268	92	3,459	74	786	21
1996	17,062	221	1,108	6	11,201	139	4,426	72	328	4
1997	45,271	463	6,297	26	26,378	292	9,240	132	3,357	13
1998	38,382	474	2,129	17	19,379	297	13,786	145	3,088	15
1999	17,214	205	292	2	6,455	100	7,951	69	2,526	34
2000	10,376	114	0	0	2,834	42	7,013	70	529	21

<표3-10>은 리츠에 의한 유가증권 발행 추이를 보여주고 있다. 1982년에는 9회에 걸쳐, 약 4억 달러에 불과한 자금조달이 있었으나, 2000년에는 114회에 걸쳐 약104억 달러에 달하는 자금조달이 이루어졌음을 알 수 있다.

<표3-11>은 리츠 주식 수익률의 변화추이를 보여주고 있다. 70년대부터 지금까지 리츠 주식 수익률은 상승과 하락을 반복해 왔음을 알 수 있다. 특히 1973~1974년에 주식 수익률은 최저치를 기록하고 있다. 70년대 초반 많은 리츠 회사들이 은행으로부터 차입하여 또는 신종기업어음을 발행하여 자금을 조달한 후 건설 및 개발관련 대출에 자금을 운영하고 있었다.

50) 미국부동산투자신탁협회(National Association of Real Estate Investment Trusts),(2001.3).

70년 초반 건설·개발리츠 회사들이 높은 마진으로 수익을 올리고 있었으나 이후 단기이자율의 급상승과 오일쇼크 등으로 큰 어려움을 겪게 되었다. 1973~1974년도의 주식수익률은 기록했으나, 2000년도의 리츠 주식 수익률은 상당히 높은 수준(25.9%)을 기록하고 있다.

<표3-11> 리츠 주식 수익률의 변화 추이⁵¹⁾

(단위 : %)

연도	전 체		지분형 REITs (equity REITs)		모기지형 REITs (mortgage REITs)		혼합형 REITs (hybrid REITs)	
	수익률	배당률	수익률	배당률	수익률	배당률	수익률	배당률
1973	-27.2	-	-15.5	-	-36.3	-	-23.4	-
1974	-42.2	-	-21.40	-	-45.3	-	-52.2	-
1975	36.3	-	19.3	-	40.8	-	49.9	-
1976	49.0	-	47.6	-	51.7	-	48.2	-
1977	19.1	-	22.4	-	17.8	-	17.4	-
1978	-1.6	-	10.3	-	-10.0	-	-7.3	-
1979	30.5	-	35.9	-	16.6	-	33.8	-
1980	28.0	-	24.4	-	16.8	-	42.5	-
1981	8.6	-	6.0	-	7.1	-	12.2	-
1982	31.6	-	21.6	-	48.6	-	29.6	-
1983	25.5	-	30.3	-	16.9	-	29.9	-
1984	14.8	-	20.9	-	7.3	-	17.3	-
1985	5.9	-	19.1	-	-5.2	-	4.3	-
1986	19.2	-	19.2	-	19.2	-	18.8	-
1987	-1.07	-	-3.6	-	-15.7	-	-17.6	-
1988	11.4	10.0	13.5	8.6	7.3	13.2	6.6	9.6
1989	-1.8	10.2	8.8	8.4	-15.9	13.6	-12.1	10.2
1990	-17.4	11.3	-15.4	10.2	-18.4	13.5	-28.2	13.2
1991	35.7	9.2	35.7	7.9	31.8	13.5	39.2	8.9
1992	12.2	7.9	14.6	7.1	1.9	11.2	16.6	7.4
1993	18.6	7.3	19.7	6.8	14.6	10.9	21.2	7.7
1994	0.8	8.0	3.2	7.7	-24.3	13.5	4.0	8.3
1995	18.3	7.5	15.3	7.4	63.4	9.0	23.0	7.7
1996	35.8	6.2	35.3	6.1	50.9	8.5	29.4	6.7
1997	18.9	5.7	20.3	5.5	3.8	9.4	10.8	7.4
1998	-18.8	7.8	-17.5	7.5	-29.2	10.5	-34.0	13.1
1999	-6.5	9.0	-4.6	8.7	-33.2	13.5	-35.9	17.4
2000	25.9	7.7	26.4	7.5	16.0	11.3	11.6	14.8

51) 미국부동산투자신탁협회(National Association of Real Estate Investment Trusts), (2000.3).

제 2 절 일본의 특정목적회사(SPC)제도

1. 특정목적회사(SPC)제도

1) 개관

일본에서의 리츠제도 역사는 그리 길지가 않다. 다른 여러 분야에 있어서와 마찬가지로 서구, 특히 미국의 제도를 들여와서 자신들의 현실에 맞게 잘 접목하여 쓰고 있는 것이 일본의 현실이다. 20세기의 마지막에 있어서 일본 경제의 최대 화제는 단연 버블(bubble)현상과 이의 붕괴였다. 일본의 부동산 가격 동향은 버블의 흔적을 여실히 나타내고 있다. 일본의 지가는 과거 50년간 수직적 상승세가 지속되었다. 일본 경제 버블의 최고 절정기는 1990년이었으나, 지가는 약간의 시간격차를 두고 수년 뒤까지 상승한 후에 일본경제의 '실추된 10년'을 반영하여 하락세가 지속되고 있다.

이러한 환경 속에서 일본 경제의 재생을 위해서는 어떠한 방법으로 부동산에 유동성을 부여할 것인가가 큰 과제였다. 이에 대한 대안으로 1995년에는 「특정공동사업」에 의해 부동산 소매화를 통해 투자자들에게 판매하려는 시도가 시작되었다. 1998년에는 SPC법이 제정되어 부동산 증권화를 통해 주로 기관투자자들에게 판매하려는 움직임이 본격화되었다. 일본의 부동산 증권화 시장규모는 2002년 현재 3조엔 정도로 추정되고 있다. 그리고 2000년에 SPC법과 투자신탁법의 개정이 이루어져 J-리츠의 제도적 구조의 정비가 시작되었다.

이 특정목적회사(SPC : Specical Purpose Company)제도는 현재 우리나라의 유동화전문회사와 많은 유사점을 지니고 있다. 이런 맥락에서 일본 SPC의 구조와 실체에 대하여 검토함으로써 우리나라의 리츠제도 도입에 참고할 수 있을 것이다.

2) SPC (Special Purpose Company) 도입배경 및 발전과정

1998년 1월 경기불안의 원인인 총수요를 진작하고, 자산의 디플레이션을 극복하기 위하여 '특정목적회사법'을 제정하여 금융기관의 자기자본비율을 높이고 기업에 새로운 자금을 조달할 수 있도록 하였다. 일본의 경우 1980년대 중반 이전에는 주로 부동산 투자의 소액화 차원에서 부동산 증권화 상품이 도입되었는데, 1980년 이전에도 저당증권, 주택 론(Loan) 채권신탁 등과 같은 증권화 상품이 존재하고 있었다.

그러나 거품 형성기인 1980년 중반 부동산 가격이 폭등함에 따라 소액 투자자에게도 부동산의 투자기회를 제공하기 위하여 1987년에 부동산 소구화 상품을 도입하게 되었다. 그런데, 부동산 소구화 상품은 부동산 매매를 기본으로 하며 과세관계의 변화가 없었기 때문에, 부동산 거래의 유동성이 개선되지 않은 한계가 있었다. 특히 투자자 보호를 위해 부동산 거래행위와 부동산의 임대차관리에 대한 규제가 강화되어 부동산 공동사업의 추진이 어려워졌다.

「주택Loan채권신탁」은 주택저당채권을 신탁재산으로 하는 수익증서를 발행하는 주택저당채권을 유동화시키는 증권화 상품으로서 1973년 주택금융전문회사의 원활한 주택자금 조달을 위하여 도입하였다. 그후 1988년 은행을 비롯한 금융기관도 주택 Loan채권신탁을 활용할 수 있게 됨에 따라 유동화가 촉진되었고 단기 차입금으로 조달한 자금을 주택 및 부동산에 대한 중장기 자금을 대출하는 데 따른 유동성 위험을 감소시키는 효과를 누렸다.

「부동산 소구화」상품은 부동산 소유권을 분할하고 부동산에서 발생하는 수익을 지분에 따라 분배하는 증권화 상품으로서 버블형성기인 1980년대 중반 부동산 가격이 폭등함에 따라 소액 투자자에게도 부동산의 투자기회를 제공하기 위하여 1987년 도입하였다.

그러다 1990년대 들어 거품 붕괴과정에서 금융기관의 부실채권이 대량 발생하게 되었고, 1992년 4월 이후 신용금고, 신용조합 등 소규모 금융기관을 중심으로 파산사태가 증가하게 되었다. 그 과정에서 1994년 비은행 금융기관인 주전의 부실화가 급속도로 진행되었고 거품 붕괴과정에서 대량으로 발생한 금융기관의 부실채권을 효율적으로 처리하기 위한 방안으로 새로운 부동산 증권화

제도가 속속 도입되었다.

구체적으로 1993년 '특정채권 등에 관계되는 사업의 규제에 관한 법률'이 시행되어 리스 및 크레딧 채권의 유동화제도를 마련하였고, 1996년에는 일본 최초의 ABS가 발행되었으며 리스 및 크레딧 채권의 증권화가 진전되었다. 그러나 금융위기 해소를 위한 다양한 증권화 시책에도 불구하고 자산디플레이션이 장기화되고 부실채권 및 담보부동산의 처리가 미흡해 은행권의 부실채권 처리기구로 '공동채권매입기구'를 1993년에 설치하는 등 1990년대 들어 일본 금융기관의 부실채권 처리가 다양한 채널을 통하여 이루어지고 있었음에도 불구하고 그 성과는 뚜렷하지 못하였다.

그리하여 1998년 6월, 부실채권 처리와 리츠의 도입을 목적으로 '특정목적회사에 의한 특정자산의 유동화에 관한 법률'⁵²⁾이 제정되었다. 일본의 SPC법은 자산유동화에 대한 법적 정비가 상당히 이루어진 이후 이를 보완하는 차원에서 도입되었는데, 특채법에 의한 크레딧, 리스 채권의 유동화, 부동산 소구화 상품 및 공동특정사업, 부동산 저당증권 및 주택 론 채권신탁 등이 먼저 실시되었다. 그 동안 다양한 유동화 제도가 도입되었으나 리스크가 큰 불량채권 및 담보부동산을 유동화 하기에는 역부족이었으므로 별도의 법률을 제정하여 도입한 것이다.

3) SPC의 운영구조

특정목적회사의 주요기관으로는 사원총회, 이사 등을 들 수 있으며, 기타 감사역, 회계감사인 등이 있다.

특정목적회사의 최고의사결정기관은 사원총회이다. 정기사원총회는 매 결산기 종료 후에 일정기간에 소집하게 된다. 사원총회에서 의결권을 가진 우선출자 사원의 수가 1천명 이상인 경우에는 해당 사원총회에 출석하지 않는 우선출자 사원은 서면에 의해 의결권을 행사할 수 있다. 그리고 해당사원총회의 소집통지에 의결권 행사에 필요한 참고서류를 의무화하고 있다.

52) 오진모(2001.9), 「리츠시대의 부동산산업 투자전략」, 사법행정문화원, p,139.

또한, 특정목적회사를 두 가지로 규정하고 있는데, 우선출자 사원이 존재하지 않는 특정목적회사를 '제1종 특정목적회사'라고 하고, 우선출자 사원이 존재하는 특정목적회사를 '제2종 특정목적회사'라고 규정하고 있다. 그리고 우선출자사원이 법률이나 정관에 따라 의결권을 갖는 사항에 한해서 유 의결권 사항으로 규정하고 있다.

특정목적회사는 유한회사와 동일하게 1인 혹은 수인의 이사를 두어야 한다. 최소 이사 수는 주식회사의 최소 이사 수 3인보다는 적다. 우선출자 사원은 이사에 대하여 대표소송제기권 및 이사의 위법행위 등에 대한 금지청구권을 보유한다. 그러므로 우선출자증권을 보유한 일반투자자는 이사가 법률위반 및 자산유동화계획을 포함한 정관을 위반하는 행위를 하는 경우 자력으로 권리를 지킬 수 있는 조치로서 손해배상을 청구할 수 있다. 특정목적회사법에서는 지분형의 우선출자증권이 도입됨으로써 우선 출자증권이 채무초과의 위험을 감수하여 대응하는 것이 가능한 구조라고 할 수 있다.

「특채법」상의 유동화대상 자산이 크레디트, 리스채권 등이 비교적 리스크가 작은 자산인데 반하여, 특정목적회사법이 대상으로 하는 자산은 불량채권과 부동산과 같이 리스크가 큰 상품으로서, 이를 유동화하기 위한 새로운 틀이다. 이를 위하여는 정보공시의 확충, 기업지배 기능의 강화 등 투자자 보호 조치가 마련되어야 한다. 법적 정비는 또한 새로운 자금조달 방안으로서 채권형증권 및 주식형증권의 동시발행을 가능하게 한다.

(1) 채권형과 지분형 ABS의 동시발행

일본에서는 SPC 법 이전의 자산 증권화는 사채, CP(기업어음)와 같이 채권형의 ABS가 중심이었다. 불량채권이나 부동산과 같은 고위험 자산은 자산가격 자체의 변동폭이 크고, 이 자산들에서 발생하는 현금흐름도 대단히 불안정한 형태라고 할 수 있으며, 고위험 자산에 적절한 투자형태는 채권형보다는 지분형이 더 맞는다고 할 수 있다.

문제는 지분형의 경우 채권형에 비해 세금부담이 더 클 수 있기 때문에 투자유인이 떨어진다는 점이다. 이러한 문제를 해결하기 위해 일정 요건을 갖추게 되면 미국의 리츠와 같이 SPC의 수익을 손금에 산입하여 법인세를 면제받

게 된다.

(2) 투자자 보호

「SPC」법에서는 발행하는 자산대응증권이 리스크가 큰 자산에 기초해 있기 때문에 「특채법」과 같이 투자위험을 공시하는 것만으로 충분히 투자자를 보호하기 어렵다. 이에 따라 적절한 투자자 보호조치의 하나로 기업지배의 방법을 이용하게 되는데, SPC의 부정한 자산운용 등과 같은 정관 위반행위를 투자자 스스로 시정할 수 있는 권한을 보유토록 하고 있다. 「SPC」법에서 투자자에 대한 보호조치는 “투자자에게 정보공시”, “기업지배기능 등의 활용”, “행정당국에 의한 감독” 등 관련사항을 규정하고 있다.

또한, 부채형과 주식형의 ABS를 동시에 발행하면서 기업지배 방식에 의해 투자자를 보호하기 위해 상법상의 회사(주식회사 등)와 다른 특정목적회사라는 법인제도를 「SPC법」에 의해 창설하였다. SPC는 임원은 1인 이상(주식회사 3인), 최저자본금 300만엔(주식회사1천만엔)으로 주식회사와 비교하면 조직, 자본면에서 소규모이다. 또한 SPC는 업무를 특정자산 유동화와 관련된 경우로 한정하여 설립목적 이외의 사업을 사실상 금지함으로써 투자자를 보호하고 있다.

4) SPC법의 현황

SPC법에 의한 경우 불량채권의 담보 부동산뿐만 아니라 일반적인 우량 부동산에 대해서도 증권화가 가능하며, 금융기관 이외의 일반 사업법인도 활용이 가능하다. 또한 유동화 대상자산의 범위를 확대해 유동화의 대상자산에는 택지 또는 건물과 같은 부동산뿐만 아니라 지명금전채권(은행의 대부채권, 리스채권, 기업의 외상판매채권) 및 신탁수익권(부동산 및 지면금전채권을 신탁하는 수익권)까지 포함한다.

5) SPC법의 특징

(1) 일반적 특징

「SPC법」에서 규정하고 있는 특정목적회사는 다음 세 가지 특징을 갖고 있다. 첫째, 유동화업무를 수행하는데 있어서 거래비용을 줄이기 위해 특화된 간소한 형태를 취하고 있다. 둘째, 지분형태인 우선출자증권과 채권형태인 특정사채 발행이 동시에 가능하다. 셋째, 자산운용이 자산유동화계획에 반하는 형태로 이루어지는 경우 기업지배방식을 활용, 투자자 스스로 시정할 수 있도록 하였다.

특정목적회사의 설립시에는 발기인이 특정자본(우선출자 이외의 출자에 관련된 자본)의 최저액은 300만엔으로, 특정출자 1구좌의 최저금액은 5만엔으로 규정하였다. 이는 유한회사의 최저 자본금과 동일한 소액으로 규정하고 있다.

특정출자에 의한 지분을 보유한 특정사원은 출자지분 보유의 의무를 진다. 이때 지분 양도시에는 사원총회의 승인이 필요하다. 그리고 이 특정지분에 대하여는 증권을 발행할 수 없다. 따라서 특정사원은 유한회사의 사원과 그 지위가 유사하다.

특정사원 이외에 이사의 결정에 따라 우선적으로 배당을 받거나 잔여재산의 우선적 배분권을 갖는 우선출자증권의 발행이 가능하다. 이러한 지분을 갖는 우선출자사원은 사원총회에서 의결권이 없으나, 의결권을 전제로 하지 않은 공익권에 대해서는 특정사원과 동일한 권리를 행사할 수 있다. 우선출자사원의 지위는 주식회사의 우선주식을 보유한 주주의 지위와 유사하다. 우선출자사원은 자산유동화계획에 따른 업무를 수행하는 한 경영에 관여하지 않으며, 투자대상의 수익성, 유동성을 중시하는 일반투자자이다.

(2) 우선출자

특정목적회사는 정관에 기재된 자산유동화계획에 따라 이사의 결정에 의해 우선출자증권을 발행할 수 있으며, 이러한 지분을 가진 우선출자사원은 사원총회에서 의결권이 없다. 우선출자증권의 발행한도에 제한을 두지 않음으로써, 소액의 특정출자로 일반 투자자에 의한 대규모의 우선출자를 기대할 수 있는

투자구조라고 할 수 있다.

그리고 우선출자증권은 특정사채나 특정약속어음과는 다른 것으로 이익배당 혹은 잔여 재산의 배분에 대해서 우선적 내용을 포함하고 있다. 이에 따라 우선출자 신청 중에는 특정자산의 공시 및 특정목적회사에 대항하는 권리, 기타 해당 특정자산의 가격을 알 수 있는 사항을 공시하게 된다.

(3) 특정사채

특정목적회사는 정관에 기재한 자산유동화계획에서 정하는 바에 따라 이사의 결정으로 특정사채를 모집할 수 있다. 이때 우선출자신청증과 동일하게 특정사채신청증에 일반적 사항에 더하여, 특정목적회사가 보유한 자산의 개요, 성립에서 정하는 자가 가격에 대해서 조사한 결과를 기재한다.

특정목적회사는 특정목적금액이 1억엔을 초과하지 않을 경우 특정사채관리회사를 정하여 특정사채권자를 위해 특정사채의 관리를 위탁하도록 하고 있다. 특정사채관리회사는 그 관리의 위탁을 받아 특정사채에 대해 필요한 때에 해당특정사채를 발행한 특정목적회사의 업무 및 재산의 상황을 조사할 수 있다. 그런데 우선출자사원과 달리 특정사채권자는 경영에 관여할 수 없다. 이 역할은 특정사채관리회사가 대리하게 된다. 투자자 보호를 위해 50인 이하 투자자의 경우에도 특정사채관리회사의 설치를 의무화하고 있다.⁵³⁾

(4) SPC 와 세법

특정목적회사의 법인세법상의 취급은 미국의 리츠를 참고하여 배당 가능소득의 대부분을 배당으로 지불하는 것과 같은 일정의 요건을 충족하면, 특정목적회사에서 지불하는 배당을 손금 산입하는 것을 인정하였다. 이것에 의해 특정목적회사는 소위 세제상의 도관체로서의 성격을 가질 수 있고, 자산증권화의 도구로 활용이 가능해졌다.

법인세의 경우에는 첫째, SPC의 자격요건과 둘째, SOC의 사업연도에 관한 요건을 충족하는 경우에는 당해 과세연도에 대하여 SPC가 발행하는 우선출자의 배당을 손금에 산입하는 것이 인정되고 있다.

53) 이상영 외3(1999.1), “부동산투자회사 제도의 도입방안에 관한 연구”, ‘건설산업연구원’, pp,83~66.

2. 일본의 리츠 제도⁵⁴⁾

1) 개관

위의 SPC에서 살펴본 대로 일본은 1995년부터 부동산 시장의 장기침체로 인한 기업자산가치 하락을 멈추기 위해 일본정부에서는 여러 가지 부동산 유통화 장치를 마련한 바 있었는데 1995년과 1998년에 각각 선보인 '부동산 특별 공동사업법'과 부동산의 미래수익 등을 담보로 유가증권을 발행하는 '특별 목적 회사법'이 대표적인 경우이다. 둘 다 수차례 개정을 통해 다양한 부동산 금융상품을 선보였으나 시장을 활성화하는 데는 별 효과를 거두지 못하였다⁵⁵⁾.

이를 계기로 일본 정부는 일반 투자자들이 쉽게 참여할 수 있도록 리츠 도입을 서두르게 되었고, 이미 2000년 5월에 관계법을 제정하였고, 2001년 6월 현재 6개의 리츠 운용회사가 금융청의 인가를 받았으며, 2001년 하반기에는 부동산신탁 제1호가 도쿄증권거래소에 상장되었다.

2) 현황 및 특징

일본의 리츠 운용방식은 기본적으로 미국식 회사형 리츠에 가깝다. 즉 일반 투자자와 기관투자가, 법인들의 자금을 받아 만들어진 리츠(페이퍼 컴퍼니)가 사무용 빌딩과 상업용 빌딩, 아파트 등의 부동산을 매입한 뒤 전문자산관리회사에 위탁·운영하도록 하며 임대수익이 나면 투자자에게 이익금을 배당하는 형식이다.

일본 리츠에서 눈길을 끄는 것은 일반투자자의 참여 활성화를 위해 만들어진 장치들이다. 1계좌를 5만 엔에 잘게 쪼개서 서민들도 부담 없이 투자할 수

54) 문윤태 외(2001.6), 「초보자를 위한 알기 쉬운 리츠 투자가이드」, 굿인포메이션, pp.104~106.

55) 이전 SPC법이 별 효과를 거두지 못한 원인에는 소액투자자들이 쉽게 참여하지 못한다 있다. 개인이 아닌 기관투자자가 대부분이며, 2001년 3월 현재 일본의 부동산증권화 현황은 약 70~80건 정도로 추측된다.

있도록 하되, 운용자산의 절반 정도는 고정적인 임대수입을 올릴 수 있는 빌딩과 아파트 및 이를 담보로 발행한 유가증권에 투자하도록 하고 있어 최소한 원금은 지킬 수 있도록 하였다. 또한 상장 부동산투자신탁의 운용내용 등에 관해서는 매년 두 차례, 보유 부동산의 시장가격은 연 1회 의무적으로 발표하도록 되어 있으며, 이 밖에 중요한 부동산 거래가 이루어질 경우에는 투자자에게 공시하도록 되어 있다.

3) 현재의 시장동향

일본의 리츠 제1호로는 미쓰이부동산그룹과 미쓰이지소그룹이다. 미쓰이부동산은 스미토모생명과 공동으로 이미 2,000억 엔 정도의 동경 및 지방도시의 오피스텔을 구입하고 있어 일본 내 지역분산형 오피스텔 운용을 지향하고 있다. 미쓰비시지소는 제일생명, 동경해상화재와 공동으로 1,000억엔 정도의 오피스텔을 준비하고 있어 수도권을 중심으로 한 오피스텔 운용을 하고 있다.

위의 양사 이외에도 미쓰비시상사그룹, 도쿄건물그룹, 모리트러스트그룹 등이 각각 특색있는 움직임을 보여주고 있다. 미쓰비시상사 그룹은 쇼핑센터 운용을 지향하고 있으며 모리트러스트그룹은 건물빌딩과 쇼핑센터에 대해 혼합 운용하고 있다. 이외에도 주택운용을 지향하고 있는 그룹도 있다.

시장육성에 불가결한 존재는 바로 투자가이다. 일본 리츠의 투자자들은 크게 개인투자가, 국내 기관투자가, 그리고 해외 기관투자자들로 구성되고 있으며 기관투자자들 중에서 제 역할을 해내는 것은 은행, 보험회사, 연금기금, 뮤추얼펀드 등이다.

제 3 절 호주의 상장 부동산신탁 증권(LPT) 제도

1. 호주의 리츠 제도

호주의 상장부동산신탁증권(LPT)은 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여

부동산에 투자하는 신탁증권방식의 상장제도이다. LPT는 주주들에게 주식을 발행하여 자금을 모집하고, 모집된 자금은 신탁규약에 의해 피신탁자에게 이전한다. 피신탁자는 부동산을 보유, 매입, 처분하여 주주들에게 운영수익을 배분하는 구조로 이루어져 있다. 호주의 상장부동산 신탁제도는 호주 주식회사법 및 호주 주식상장규칙에 의한 신탁규약에 의해 적용을 받고 있으며, 미국 및 일본의 신탁제도와 상이한 점은 자산의 60%까지 차입이 가능하며 세계의 혜택을 받기 위해서는 운용수익을 100%배당해야 한다.

현재 사무실, 상가 등 비주거용 투자를 중심으로 운영되고 있으며 전체 주식시장의 5% 정도를 차지하고 있다. 또한 연금 부동산 투자 중 LPT에 대한 투자가 49%이며, 정보의 공개를 엄격히 하고 있다.

LPT는 한시적 신탁조직으로, LPT 지분은 주식시장에 상장되어 자유롭게 거래가 가능하다. 또한 LPT는 일반회사 구조를 취하고 있는 미국의 리츠와는 달리 영속적인 조직이 아니고 신탁규약에 따라 약 80년 정도의 기한 제한이 있다.

신탁규약에 따라 차입금 규모는 자산의 60% 이내로 제한하고 있으며, 차입금 상환은 자산 처분이나 증자를 통하여야만 가능하다. 주주는 신탁 운용에 따른 수익을 분배받으며, 지분 범위 내에서 유한책임을 부담한다. LPT는 미국의 REITs와 마찬가지로 소득세법상 다음과 같은 일정한 요건을 충족하면 이 중과세 면제 혜택이 제공된다.

- 피신탁자가 자금을 대부분(75%) 임대수익용 토지에 투자한 경우
- LPT가 상업적 거래행위를 하지 않는 경우(30% 미만)
- 피신탁자가 모든 과세 대상 소득을 주주들에게 배당하는 경우
- 500명 이상의 주주를 보유하고, 이들 주주는 2,000호주달러 이상의 지분을 보유할 것

호주의 LPT가 미국의 리츠와 다른 점은 우선 운영수익을 100% 주주에게 배당하여야 한다는 것과 자기관리가 허용되지 않는다는 것이며, 따라서 반드시 외부 경영자를 선임하여야 되는데 이를 위해 자산운용회사와 계약을 맺어 운영을 위탁하게 된다

1) LPT의 정의

호주의 상장 부동산 신탁증권인 LPT는 부동산 투자만을 위해 불특정 다수의 투자자들로부터 자금을 모집할 수 있는 신탁증권의 상장 제도이다. LPT는 모집된 자금을 신탁 계약(Deed of Trust)에 의해 피신탁자(Trustee)를 대신하여 부동산을 보유·매입 또는 처분할 수 있다. 따라서 LPT의 투자자들은 부동산을 직접 소유하지 않고 신탁증권을 소유하면서 신탁 운용에 따른 수익을 배분 받으며, 투자지분의 범위 이내에서 유한 책임을 분담하게 된다. LPT의 자산에 대한 권리는 균등한 지분으로 분할되지만 자산에 대한 것은 아니기 때문에 각각의 부동산으로 분할할 수는 없다.

LPT는 호주증권거래소(ASX : Australia Stock Exchange)에 상장(Listing) 및 거래(Trading)를 통하여 유동성을 확보하고 있으며, 증권거래소의 상장 및 거래는 결과적으로 유동성 및 환금성 확보를 통하여 LPT에 대한 투자자를 보호할 수 있는 제도적 장치의 역할도 하고 있다.

2) LPT의 제도의 현황 및 특징

1998년 현재 호주에서는 52개의 LPT가 상장되고, 시장 규모는 145억 호주 달러 규모이다.

전체 자본 총액이 1993~98년까지 5년동안 연평균 28% 증가하는 등 급속한 성장 추세를 보이고 있다.

호주의 주요 LPT는 Asset Manager가 설립, 운영하는 경우가 일반적이는데, LPT는 금융기관이 설립한 경우와 부동산개발업자가 설립한 경우가 대부분이다. 최대의 LPT인 Westfield Holding의 자산규모는 52억 호주달러 규모이다.

LPT의 주요투자자는 연금 등 기관투자자들로, LPT 지분의 70~80%를 퇴직연금, 은행 등 기관투자자가 차지하고 있다. 기관투자자의 투자비율이 미국의 REITs에 비해 훨씬 높다.

자산 운용은 상업용 부동산 부문에 특화되고 있는데, 오피스, 소매판매, 공장, 호텔, 영화관 등 상업용 부동산 부문에 주로 투자되고 있으며 1989년 이후

설립된 22개의 LPT가 모두 여기에 해당한다. 그러나 주거용 부동산 투자는 미미한 수준이다.

호주의 LPT는 다음과 같은 3가지 측면에서 특징을 갖는다.

첫째, LPT는 불특정 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 수익창출이 가능한 부동산에 직접 투자는 수동적 투자기구(Passive Investment Vehicle)이다.

둘째, LPT는 과세 대상 소득의 전부를 주주들에게 배분하여 조세의 부담을 주주들에게 전가함으로써, 법인세를 면제받는 구조로 이중 과세의 부담을 덜어 전체적인 수입을 제고하고 있다.

셋째, LPT는 주주들을 대행하여 부동산을 소유하고, 투자증권의 일일 운영을 담당하는 단일 책임주체에 의하여 운영된다.

3) LPT의 발전과정

호주LPT는 1971년에 Lend Lease Corporation이 600만 호주달러 상당의 General Property Trust(GPT)를 주식시장에 상장하면서 시작되었다. GPT는 세금 혜택을 받은 최초의 상품으로서, 일반 투자자들이 비주거용 부동산에 투자하여 발생하는 임대 수입 또는 자본 이득을 배당 받을 수 있도록 설계되었다. 통계(Warburg Dillon Read 2000)에 의하면, GPT의 총자산 가치는 시장 자본총액을 기준으로 36억 호주달러에 이르러, 1971년의 상장 당시에 비하여 600배 가까이 성장하였다.

1971년 이후 지속적으로 성장하여 왔던 LPT시장은 1990년대 초 도심 사무실들의 공실율이 20%를 초과하는 하향 국면을 경험하였다. 그 결과 1980년대 후반부터 부동산 경기상승으로 크게 성장한 비상장부동산 신탁증권시장이 투자자들의 대량환매 요구로 유동성 위험을 맞게 되자, 호주 증권 감독기관(Australian Securities Commission)은 대부분의 비상장 부동산증권을 강제적으로 상장하도록 제재 조치를 취하게 되었다. 또한 금융기관들은 부동산 경기의 침체로 대출금 회수가 불가능하게 되자 부동산 대출을 회피하게 되었으며, 이로 인해 개발업자 및 부동산 보유자들은 부동산담보대출에 의한 차입 대신,

주식시장에서 자금을 공급받는 것을 선호하게 되었다. 이러한 것들이 LPT시장 성장의 원인이 되었다.

부동산 기관투자자들의 직접 부동산 소유로부터 유동성을 강조한 LPT증권으로의 전환에 의한 부동산 투자 재조정과 고용주 퇴직 연금 분담금의 급격한 증가(1992년 이후 매년 13%증가)로 인하여 LPT시장의 수요는 급격히 증가하였다. 최근 부동산 투자 매입 3분의 1을 LPT가 차지함으로써 호주 부동산시장에서 LPT는 매우 중요한 역할을 하고 있다.

더욱이 지난 6년간은 LPT부문이 급격히 성장하여 1998년 3월 현재 225억 호주달러(145억 US달러)규모로, 연평균28%의 자산 가치 성장률을 보이고 있다. 호주에서는 현재 상업 건물, 상점건물, 산업건물, 호텔, 개발부문, 영화관 등의 포트폴리오(Portfolio)로 구성된 60개의 LPT들이 증권 시장에 상장되어 있다.

4) LPT의 구조

(1) 주주(Unit holders) 또는 투자자(Investors)

주주들은 신탁의 수익자로서, 유한책임을 지며, 자유로운 신탁 증권 거래에 의한 유동성의 혜택을 받는다. LPT는 호주증권법(Australian securities law)에 의하여 다른 상장 회사와 마찬가지로, 적어도 2,000호주달러 금액에 상당하는 주식을 소유한 최소 500명의 주주들을 유지하여야 한다. 호주 LPT시장의 주요 투자자는 금융기관, 퇴직 및 은행들로서, 전체 LPT주주들의 70% 내지 80%를 차지하고 있다

(2) 피신탁자(Trustee)

피신탁자는 신탁규약에 정해진 대로 주주들을 위한 신탁행위 역할을 담당한다. 피신탁자는 주주를 대신하여 부동산의 소유권리를 가진다. 일반 상장 회사와 달리 피신탁자는 이사회 기능을 수행하고 있다. 따라서 주주는 피신탁자에 대해 LPT의 총자산 가치에 근거한 의뢰 수수료를 지불하여야 한다.

(3) 경영자(Management)

LPT는 일반법인 구조가 아니므로 스스로 경영을 할 수 없으며 외부 경영자를 선임하여 LPT의 부동산을 총괄 경영하도록 위임하고 있다. 경영자 조직은 첫째, 부동산 개발 중심의 경영자 조직과 원래 소유자와 관련된 경영자 조직의 두 가지로 크게 나눌 수 있다. 선임된 경영자가 부여된 임무를 제대로 수행하지 못할 경우, 주주들의 투표에 의하여 경영자를 해임할 수 있다. LPT와 경영자 사이의 대부분의 거래 내용은 공표되어야 하며, 주요한 투자 및 비용 지출 결정 등은 피신탁자 뿐 만 아니라 주주들의 재가를 받아야 한다. 일반적으로 경영자는 LPT 부동산의 총자산 가치에 근거한 수수료를 받을 수 있다.

(4) 단일책임법인(Single Responsible Entity)

1998년 「관리투자법」의 제정을 통하여 기존의 LPT구조에서 신탁관리자 및 피신탁자의 역할을 담당하는 단일책임법인 제도가 도입되었다. 단일책임법인은 LPT보유의 부동산을 총괄적으로 운영하기 위하여 선임된 외부경영자로서 주주들의 수요에 의하여 선출 또는 해임 될 수 있으며, 투자 및 비용 지출과 관련된 주요 결정은 주주들의 승인을 받아야 한다. 단일책임법인은 주주들을 위한 피신탁자로서의 역할과, 주주들을 대행하여 이사회의 기능을 수행하여 부동산의 소유권리를 갖는다.

5) LPT구조의 변화

기존 호주 LPT의 구조는 투자의 주체인 주주, LPT의 자산관리 및 운영을 담당하는 신탁관리자와 사잔 보유의 역할을 담당하는 피신탁자로 구성되어 있다.

즉 LPT의 구조는 투자관리회사 및 피신탁자로 이원화되어 운영되어 왔으나, 1998년에 「관리회사법」을 통해서 변화하게 되었다.

「관리회사법」의 제정목적은 LPT의 구조가 소유와 운영으로 이원화됨으로써 운영과정에서 발생하는 투자자의 손실에 대하여 투자관리회사와 피신탁자 사이에 책임의 소재를 규명하기 어렵다는 문제점에 근거하고 있다.

이러한 문제점의 해결방안으로 피신탁자와 투자관리회사의 역할이 일원화된 운영제도인 책임법인 제도가 도입되었다.

6) LPT의 세제

호주의 현행 세법에 의하면 법인에 대해서는 과세대상소득의 36%의 법인세를 과하고 있으나, LPT는 다음과 같은 일정 요건을 충족하면 법인세의 면제 대상이 되고 있다.

첫째, LPT를 구성하는 주주들이 500명 이상이어야 하며, 각각의 주주들은 최소한 2,000 호주달러 이상의 지분을 보유하여야 한다.

둘째, LPT의 운영주체인 책임법인이 75% 이상의 자금을 임대수익용 부동산에 투자하여야 한다.

셋째, LPT는 상업적 거래행위에 전체자금의 30%이상을 투자할 수 없다.

넷째, LPT는 과세 대상 소득의 전부(100%)를 주주들에게 배당하여야 한다. 발생한 모든 과세 대상의 소득이 주주들에게 배당되지 않는 경우에는 미배당 수익에 대하여 49%의 최고 소득 세율이 적용된다.

2. LPT의 시장현황

1) 현황

호주의 투자대상급 부동산의 가치는 약654억 달러(산업용 건물 제외)정도의 규모이며, LPT시장의 투자자 중에서 약10%는 외국의 기관투자들이고, 호주 LPT의 시장규모 중에서 약 6%는 외국의 부동산에 투자되어 있으며, 자산가치의 약 7%는 외국에서 보유하고 있다.

호주의 부동산 증권화 비율은 22.1%로서 미국 리츠의 약 8%에 비하면 상당히 높은 수준이다.

2) 부문별 시장 현황

(1) LPT의 유형별 투자현황

<표3-12> LPT 유형별 투자 현황⁵⁶⁾

구 분	비 중
오피스/산업(Office/Industrial)	19 %
소매판매시설(Retail)	34 %
분산 투자(Diversified)	39 %
숙박/리조트(Lodging/Resorts)	2 %
기타 전문시설(Specialty)	6 %
합계	100 %

(2) LPT의 수익률 현황

<표3-13> 호주LPT의 부문별 수익률 현황⁵⁷⁾

(단위 : %)

신탁종류	순거래자산	투자수익률 (ROE)		
		1998 말	1999 말	증 감
사무실용	3.9	10.4	9.4	-1.0
소매판매용	2.9	13.3	11.3	-2.0
산업용	3.6	12.6	13.2	0.6
분산투자용	1.0	11.6	11.1	-0.5
호텔용	-8.2	-5.4	0.8	6.2
LPT전체	2.4	11.8	10.9	-0.9

56) 한국건설산업연구원(2000.7), “신탁제도를 활용한 부동산투자신탁의 방안”, p,231.

57) 한국건설산업연구원(2000.7), “신탁제도를 활용한 부동산투자신탁의 방안”, p,231.

(3) LPT의 재무현황

<표3-14> 호주LPT의 부문별 재무현황⁵⁸⁾

(단위 : %, 백만 호주달러)

신탁종류	평균수익률	현금규모	부채규모	총자산대비 부채비율
사무실용	7.9	33.3	2,660.4	27.8
소매판매용	7.4	-180.6	6,836.8	30.5
산업용	9.9	-30.9	528.0	25.5
분산투자용	8.5	-45.2	2,684.5	18.9
호텔용	-	2.7	164.5	32.0
LPT전체	8.1	-222.0	13,032	25.3
ASX100대신탁	7.8	-188.0	8,389	24.1

(4) LPT의 주식가격지수 현황

<표3-15> 호주 주식가격지수 현황⁵⁹⁾

(단위 : 포인트, %, 십억 호주달러)

구분	가격 지수 및 변동률			최고/최저 및 변동률			시장자본총액
	1997년 말	1998년 말	변동율	최고(A)	최저(B)	변동율 (A-B)	
LPT	1,268.9	1,397.8	10.2	1,397.8	1,261.9	135.9	28,057(5.9)
자원용	1,134.4	974.7	-14.1	1,245.8	902.4	343.4	74,331(15.7)
산업용	4,475.9	5,060.1	13.1	5,060.1	4,271.1	789.0	400,234(84.3)
전 체	2,616.5	2,813.4	7.5	2,881.4	2,458.1	423.3	474,565(100.0)

58) 한국건설산업연구원(2000.7), “신탁제도를 활용한 부동산투자신탁의 방안”, p,233.

59) 한국건설산업연구원(2000.7), “신탁제도를 활용한 부동산투자신탁의 방안”, p,234.

3. LPT의 역할

1) 일반 투자자를 위한 저축 수단

LPT는 일반 투자자들을 위한 직접적인 투자수단이며, 퇴직연금 및 기타의 투자 상품 등을 통한 간접적인 투자 방법으로도 활용되고 있다. LPT의 투자자는 약 30만 명 이상이다.

LPT는 일반투자자를 위해 다음과 같은 기능을 수행하고 있다.

첫째, 투자의 위험을 줄이면서 투자의 다양성과 안정성을 가질 수 있는 저축수단으로 활용할 수 있다.

둘째, 개인적으로 직접 투자하기 어려운 투자대상급의 부동산들에 투자할 수 있으며, 전문적인 지식과 경험을 가진 부동산중개사나 전문가에 의해 관리·운용되므로 위험을 줄일 수 있다.

셋째, 투자자금의 유동성을 확보하면서도 부동산에 직접 투자하는 것과 동일한 수익을 올릴 수 있으며, 저축성 예금에 비하여 높은 수익률이 가능하고, 배당가능이익 전액 배당하기 때문에 일반 회사의 주식에 비하여 높고 안정적인 수익률을 가질 수 있다.

넷째, 소득세율이 낮은 투자자들은 자신들의 소득세율에 의하여 세금이 산정된다.

위와 같이 사항들은 일반 투자자뿐만 아니라 퇴직 연금 투자자들에게도 공통적으로 적용될 수 있으므로, LPT는 비교적 작은 규모의 퇴직연금을 위한 중요한 투자수단으로 활용되고 있다.

2) 자본의 축적

경제발전을 위하여 자본의 축적은 필수적이지만 호주의 국내 저축 수준은 국제적인 기준에 비하여 낮은 편이다. 호주의 금융자산 중에서 약 15%정도가 투자신탁 부문에서 투자되어 있으며, 약 225억 호주달러 규모의 자금은 LPT에 투자되어 있다.

따라서 LPT를 포함한 공공투자신탁 부문은 호주의 금융자산 중에서 매우 중요한 부문을 차지하고 있으며, 경제발전을 위한 자본축적의 수단으로서 매우 중요한 역할을 담당하고 있다.

3) 부동산시장의 안정화

1999년 3/4분기의 3개월 동안에 LPT는 전체 부동산 매입의 약 38%를 차지하고 있으며, 현재 시드니 도심 지역에서 진행되고 있는 각종 부동산 개발사업 중에서 60% 이상이 LPT에 의하여 진행되고 있다.

따라서 호주의 부동산 시장에서 효율적인 투자수단으로서의 LPT는 부동산 개발부문의 중요한 자금지원의 역할을 담당하고 있는 등 부동산 시장의 안정화에 큰 역할을 하고 있다.

4. LPT의 관리구조 및 주요 참여자

1) 관리구조

LPT의 관리구조는 호주 증권투자 감독원과 호주증권거래소로 이원화되어 있다. 호주 증권투자 감독원은 LPT와 같이 관리투자가 요구되는 책임법인의 법률적 행위에 대하여, 그리고 호주증권거래소는 상장된 LPT의 시장에서의 감시 및 기능을 담당하고 있다.

2) 주요참여자

(1) 호주 증권투자감독원(ASIC)

호주증권투자감독원(Australian Securities and Investments Commission)은 1989년에 제정된 「호주증권투자감독법원」에 의하여 설립된 호주 연방의 독립된 정부 기구로서 1999년 말에 ASIC에는 총 1,225명의 인원이 활동하고

있다.

호주자문규제국(APRA : Australian Prudential Regulation Authority) 및 호주준비은행(RBA : Reserve Bank of Australian) 과 더불어 금융서비스를 규제하는 3개 연방정부 기구의 하나이다.

ASIC의 주요 기능은 퇴직연금 및 생명보험사의 감독과 은행·신용조합·건축협회 등의 예금을 관리하고, 호주증권거래소를 비롯하여 투자자문사 및 중개사를 감독하는 역할을 한다.

또한, ASIC는 LPT와 같이 관리투자가 요구되는 부문의 감독을 위하여 관리투자의 운영 기준을 설정하고 이에 따라 면허를 부여하며, 자세한 사항을 기록하여 공시하는 등록부를 유지한다.

(2) 호주 증권거래소(ASX)

호주증권거래소(Australian Stock Exchange)는 1987년 4월에 「호주증권거래소 및 국가 보증기금법」에 의하여 설립하였다.

1998년 말에 호주증권거래소는 24개의 부문에 254개의 기업이 상장되어 있으며, 시장자본총액의 규모는 747조 5,650억 호주달러에 이르며, 적용 대상의 범주에 따라 다양한 방식으로 주식 지수를 산출하고 있다.

(3) 호주 부동산협회

호주부동산협회(Property Council Australian)는 부동산과 관련된 각종 회사들의 협의체로서, 부동산시장과 관련된 각종 정보의 수집과 회원사의 권익을 대변하기 위한 대정부 정책 건의 등을 주요 활동으로 하고 있다.

제 4 절 홍콩의 부동산 제도

1. 부동산 제도 및 시장

홍콩⁶⁰⁾은 다른 시장경제 국가와 달리 토지에 대한 소유권을 정부가 가지고 있다. 부동산시장에서는 건물과 토지개발권이 매매되고, 토지의 신규공급은 정부의 경매계획에 의해 이루어진다. 따라서 일반 수요자는 토지를 이용하기 위하여 정부의 토지경매에 참가하거나 다른 토지이용자와 가격협상을 통하여 이용권을 획득하게 된다. 또한 홍콩은 토기국가로서 주어진 공간을 과밀 이용하고 있어 신규 개발은 거의 없는 형편이고 시장에서도 기 개발된 토지·건물이 주로 거래되고 있다. 홍콩 부동산제도의 또 하나의 특색은 건물의 분할매매가 가능하여 거래가 다반사로 이루어지고 있어 부동산의 유동성이 상대적으로 높다는 것이다.

홍콩의 부동산 시장은 크게 업무용·주거용·산업용으로 구분되며 이중 업무용빌딩 임대사장이 대종을 이루고 있다. 임대기간은 통상 주거용 건물이 2년, 상업용 건물이 3년이며, 토지의 경우 정부와 임차계약기간은 50년이다.

한편 홍콩의 부동산 시장은 1994년 중국 본토로부터 대규모자본이 유입되면서 활황을 맞았으나, 1997년 아시아 금융위기 및 홍콩반환으로 부동산시장이 침체국면으로 전환되었다. 2000년에 우량 부동산 가격은 어느 정도 회복되었으나 기타 부동산은 여전히 침체상태에 있다.

홍콩의 부동산 관련 세제는 아주 단순하다. 부동산회사의 법인소득세는 최고세율이 15%에 불과하다. 우리나라와 같은 취득세·등록세가 없고, 자산 취득에 따른 인지세만 납부하는데, 인지세의 최고 세율은 3.75%에 지나지 않는다. 우리 나라와 달리 부동산 보유 및 양도에 따른 보유세·양도소득세도 없다. 다만, 소득세의 일종으로서 부동산임대수익에 대한 재산세가 부과되나 세율은 법인세와 마찬가지로 임대수익 과표의 15%이다.

2. 부동산증권화와 부동산 회사

홍콩은 증시 상장된 부동산증권이 680억 달러에 달하고 상장비율이 43.2%로서 세계 최고 수준이다. 그러나 홍콩의 부동산회사는 일정 요건 하에 법인

60) 한국토지공사 부동산금융팀(2000.3), “외국의 부동산 증권화제도와 사례”, 한국토지공사, 토지연구, 통권 제57호, pp,29~31.

세가 감면되는 리츠회사가 아니고 부동산투자를 전문으로 하는 상법에 의거 설립되어 상장된 주식회사(publicly listed real property company)에 불과하다.

홍콩의 경우 법인세 와 부동산 관련 세금이 미미할 뿐만 아니라 대형 빌딩이라도 소유권을 소규모로 분할하여 매매할 수 있으며 또 금융중심지로서 자본시장이 아주 발달되어 소액투자자의 자금공모에 의한 부동산투자(REITs)의 필요성은 상대적으로 적다. 따라서 홍콩랜드·스왑이어 퍼시픽 등 상법에 의한 부동산회사가 오피스 빌딩 등의 건축·임대사업을 수행함으로써 사실상 리츠회사의 역할을 수행하고 있다고 할 수 있다.

홍콩 내 대부분 부동산 회사는 홍콩은 물론 런던 증권시장에 상장되어 있으며, 투자 주체로서 펀드를 모집하여 투자를 대행하고 용역서비스를 관리한다.

부동산회사는 펀드 모집 시 개방형보다는 폐쇄형을 선호하는데 이는 부동산 투자시장의 특성상 투자수익 향유를 위해서는 상당기간이 소요됨을 투자자에게 미리 공고하여 임대·개발·매각이익을 극대화하고자 하기 때문이다. 또한 부동산회사의 성격에 따라 주요 수입원이 다르며, 포트폴리오 구성 또한 부동산 투자비율 변동에 유연한 것이 미국 리츠와의 차이점 이다.

아울러 투자주체 및 대행회사로서 부동산 관련 투자수익을 창출하고 이를 일정기간 후 투자자들에게 배분하는 방식을 취하고 있어 미국 리츠의 매년 지급방식과 차이를 보이고 있다.

홍콩랜드·스왑이어 퍼시픽 등 대규모 부동산 회사는 중국 북경과 상해, 동남아시아를 중심으로 투자하고 사회 간접자본 프로젝트에도 참여함으로써 그 영역을 확장해 나가고 있다. 호텔과 같은 레저 분야에도 많이 진출하고 있고 공장부지 등 산업용 부동산도 다량 확보하고 있다. 또 포트폴리오 구성에 따른 부동산투자 차원에서 부동산분야 이외에도 투자가 가능하다. 펀드가 대규모여서 소유·개발·개보수·여신 기타 투자사업까지 진출하는 등 사업영역이 광범위하다.

부동산 회사가 증권거래소에 상장할 때 업종은 금융분야의 Land and Real Estate)로 분류된다. 부동산 회사가 증시에 상장하려면 주식시장의 일정한 자격요건을 충족해야 하므로 부동산 회사는 이 기준에 맞는 재무구조와 주식배분의 원칙을 준수해야 한다. 그리고 펀드를 모집할 경우 이런 상장조건과도

별도로 금융감독원의 관리를 받아야 하고 펀드운용의 투명성을 투자자들에게 정기적으로 공개해야 한다.

제 5 절 영국의 부동산 제도

1. 일반적 부동산펀드

유럽 여러 나라 가운데 부동산증권화가 가장 앞선 나라는 영국⁶¹⁾이다. 영국에서의 부동산펀드는 크게 PUTs(Property Unit Trusts), Derivatives, Limited Partnerships 의 3가지 형태가 있다.

PUTs는 비상장된 개발형 투자상품으로 세금 면제 혜택이 있는 연기금 펀드만이 투자할 수 있는 펀드이다. 최근 소규모의 연기금 펀드가 부동산에 직접 소유에서 이 투자상품으로 대거 이전한 결과 가파르게 확대되고 있다. 대표적인 회사로는 Schrodgers · Mercury · Scudder Threadneedle 등이다.

Derivatives는 현재 Barclays Investment Certificates(PICs)와 Property Investment Futures(PIFs)가 유일한 파생 투자상품이며, 현재 Prudential에서 색다른 형태의 파생상품과 스왑을 개발 중에 있다. 대표적인 회사로는 Prudential · Barclay Property Investment 등을 들 수 있다.

Limited Partnerships은 폐쇄형 공동출자 투자상품으로 소수 거액 투자자들로 구성된다. 주로 전문 부동산 분야나 유럽 최대 백화점인 Bluewater Park와 같은 대형 프로젝트에 투자하여 수익을 창출한다. 대표적인 회사로는 Equity Partnerships · Dudco · Marylebone Warwick Balfour 등을 들 수 있다.

61) 한국토지공사 부동산금융팀(2000), “외국의 부동산 증권화제도와 사례”, 한국토지공사, 토지연구 제2000년 3호, 통권 제57호, pp,31~32.

2. 상장가능한 부동산 회사

영국 주식시장에서 상장된 전형적인 부동산회사 형태로는 부동산 투자회사(Property Investment Company)와 부동산 개발회사(Property Development Company)가 있다.

투자회사(PCI)는 미국 리츠와 거의 비슷한 형태의 회사로 부동산 소유로 인한 임대수익과 자본이익(매각)이 주요 수입원이며 안정된 부동산 투자신탁으로 간주된다. 개발회사(PDC)는 개발회사 형태로서 주로 투자기관과 일반인이 투자한다.

개발·재개발·개보수 등에 의한 영업이익이 주요 수입원이며 시장에서는 투자회사보다 상대적으로 위험이 많은 상품으로 인식된다. 국내 건설회사와 유사한 수익구조를 가지고 있지만, 부동산 투자회사로서 인정되어 별도의 상장요건을 가지고 있다.

3. 부동산회사의 주식회사 상장요건

런던 증권시장에서는 Yellow Book이라는 규정을 충족해야 상장이 가능하다. 부동산 투자회사와 개발회사는 상장회사의 일반적인 조건 외에 별도의 규칙을 준수해야 하는데 그것은 매년 소유부동산의 감정평가는 물론 여타 필요한 개별 부동산정보를 기록·공개해야 한다는 것이다. 감정평가는 RICS 소속의 감정평가사가 수행한다.

제 6 절 외국제도의 시사점

1. 각국의 도입배경과 정책적 배려

위에서 살펴 본 바와 같이 리츠를 비롯한 상장형 부동산 투자펀드의 등장배경은 각국의 상황에 따라 상이하다. 미국의 경우, 전후 대형 복구사업 자금의 민간조달과 소액 투자자에게 부동산 투자기회를 부여하기 위한 의회의 결정에서 출발했으며, 일본과 호주의 경우 당면한 금융위기를 해결하기 위한 수단으로 도입되었다.

리츠가 활성화된 배경 역시 상황에 따라 상이한데, 부동산 경기 활성화에 따라 부동산 투자 붐을 편승한 경우는 미국의 1960년대 1차 붐이 대표적이다. 또한 조세 혜택 구조 등에 따라 여타 금융상품과의 수익률 게임에서 상대적으로 유리하게 된 환경과 관련해 미국의 2차, 3차 붐이 일어났다.

호주의 LPT사례는, 금융경색에 따라 유동화된 증권의 인기가 높아진 경우이며, 미국의 1990년대 초반의 3차 붐은 자산 디플레이션에 따라 부동산 저가매수 기회가 발생한 경우이다.

기업공개를 부동산 지분의 환금성을 높이는 방편으로 활용한 리츠는 유동성이 낮은 부동산을 증권거래소 상장을 통하여 환금성이 높은 투자상품으로 변환시켰는데, 부동산 금융이 활성화된 미국, 유럽, 호주 등의 경우 상장이 가능한 부동산 간접 상품을 보유하게 되었다. 또한 기업공개와 더불어 다양한 투자자 보호장치를 보완했는데, 지분 상장에 따른 부작용을 최소화하기 위하여 엄격한 기업 공시를 규정해 리츠 회사의 차입금 제한 규정 등 다양한 투자자 보호 장치를 구비하였다.

리츠의 시행에 있어서 투자 수익을 안정시키기 위한 다각적인 노력이 병행되었는데, 주 임차인과 장기 임대계약을 맺는 방법을 통해 현금흐름을 안정화시키는 방법을 활용했으며, 개발 리츠의 경우 완성된 개발 프로젝트의 지분을 매각하는 옵션계약을 통해 판매위험을 저감시켰다. 또한 수익성이 불확실한 시세차익 위주의 투자는 지양하였다.

외국 부동산 투자신탁제도의 사례에서 살펴볼 수 있는 또 하나의 리츠 투자

성공의 열쇠는 자산운용회사의 운영 능력이다. 전문적인 수행 능력을 지닌 자산운용회사의 존재 여부가 리츠의 성공을 결정하는 중요한 요소이며 전문적인 운영능력을 지닌 디벨로퍼, 쇼핑몰 운영자, 호텔 운영자 등이 자산운용에 참여한다.

더불어 자산운용회사의 운영능력을 뒷받침하는 정보회사와 평가회사의 존재도 중요한 부분을 차지하는데, 자산운영회사의 운영능력은 정보 수집능력과 자산 평가능력에 상당 부분 좌우된다.

마지막으로, 투자수익률 확보를 위한 조세 감면의 중요성을 들 수 있다. 리츠의 발전과정은 리츠에 대한 조세혜택의 수준과 밀접한 연관이 있으며, 리츠에 대한 조세혜택은 리츠가 다른 금융상품에 비해 상대적 투자 이점을 확보하는 수단이라 할 수 있다. 여기서 조세혜택을 부여하는 근거는 소액투자자의 투자 수익 확보에 달려있다.

2. 주요국가의 부동산신탁회사비교

<표3-16>미국, 호주, 일본의 부동산투자신탁회사 비교⁶²⁾

		미국 리츠	일본 SPC	호주 LPT
법 인 격		회사, 신탁, 재단	특별법상 영리사단법인	신탁
근 거 법		REITs act, IR Code Section 856~860	SPC법	호주회사법(Australian coporation law)
업무	대상자산	부동산관련자산 부동산, 부동산저당채권등	특정자산 - 지명금전채권 - 부동산 - 위의 신탁수익권	주로 수익성부동산 (주택제외)
	발행증권	주식(지분) 무담보회사채 자산담보부채권(MBB)	자산대용증권 - 우선출자증권 - 특정사채권 - 특정약속어음	분할납입주기 전환증권 부채증권
	업무범위	부동산취득, 개발, 운용, 처분	특정자산의 취득과 관리	부동산취득, 개발, 운용, 처분
	업무의위탁	외부위탁, 내부관리	외부위탁	외부위탁(자산에서 수수료지불)

62) 오진모(2001.9), 「리츠시대의 부동산산업 투자전략」, 사법행정문화원, pp,145~146.

조직	기관	주주총회 이사회 이사(독립이사), 사외이사 외부감사인 감사	사원총회 이사 최저1인 이사회 불필요 감사 최저 1인 감사회 불필요 회계감사인 필요	주주총회 외부경영오너 선임
	설립	별도 규정 없음	발기인 정관 작성, 동기	신탁규약
	사원수	제한 없음	1인 이상	없음
	최저 자본금	제한 없음	300만엔	2,000호주달러 보유한 500인 이상의 주주
	출자단위	제한 없음	5만엔	2,000호주달러
	환매여부	open-end, closed-end	불인정, closed-end형	closed-end형
	증자	증가 가능	불인정	증가 가능
	사채	발행 가능	발행 가능	발행 가능
	합병	허용	불허	허용
해산	· finite-life 경우 청산 · 파산한 경우 해산	특정자산 처분 후 해산 계속이용도 가능	기한 연장(보통 80년 또는 그 이상)	
투자 자 보호	공시	증권거래법, 주법	증권거래법, 성령	호주주식상장규칙
	공시의무자	REITs	SPC	LTP
	기업지배	· 주주 의결권 · 후순위 주식 가능	우선 출자자 - 공익권(위법행위금지청 구권, 주주대표소송) - 부분적인 의결권을 활 용 감독, 시정 특정 사채권자 - 특정사채관리회사 권한 확충 - 우선권을 갖는 일반담 보부사채의 발행	· 주주의 경영자 해임권 · LPT와 경영자 거래내용 공표 · 주요 투자 및 비용지출 결정시 주주의 승인권
	감독	SEC 및 주정부 감독	· 행정당국 등록 · 금융감독청 감독	ASC 및 호주 증권거래소
도덕 적 해이	업무영역	인증된 사업의 금지	타업금지, 이사의 겸업 금지	수동적 투자채
	투자규제	여유자금 운용대상의 제 한	· 특정자산의 대부, 양도, 교환의 담보제공금지, · 여유금의 운용대상 제한	수익 100% 배당
	차입규제	이사회 의결사항	투자자가 알지 못하는 차 입 금지	전체자산의 60%상한
	스탁옵션	있음	없음	없음
세금	법인세	요건충족시 면제 (95%이상 배당)	요건충족시 면제 (90%이상 배당)	여건충족시 면제 (100% 배당)

3. 미국의 리츠산업의 성공비결

미국에서는 증시에 상장된 리츠상품이 92년 159억 달러에서 98년 1,383억 달러로 770% 증가했다.

미국의 리츠산업이 확대되는 것은 그만큼 장점이 확인됐기 때문이라 말할 수 있다.

첫째, 부동산간접투자 상품인 리츠는 일반 다른 주식에 비해 안정적이다. 일반 주식처럼 등락이 심하지 않아 급하게 돈이 필요하여 증도에 매각해도 손실이 적다. 최근 미국 주식의 대부분이 급락하였으나 5%이상 하락한 리츠상품은 거의 없을 정도이다. 리만 브라더스의 "REITs 연차보고서 96"에 의하면 S&P500 지수로 일반주식의 기복이 1 이라 할 때 리츠는 0.59로 나타났다고 발표했다. 주식에 비해 훨씬 안정적이라는 의미다.

둘째, 일반주식에 비해 위험성이 적다는 것이다. 주식은 기업이 도산하면 휴지조각이 된다. 반대로 투자한 기업이 흑자를 보인다 해도 금리인상 등 금융시장의 변화에 따라 전체 증권시장이 하락기에 있을 때는 투자한 회사의 주식도 하락하는 현상을 피할 수 없다. 그러나 리츠의 경우는 부동산 자체에 투자한 것이므로 하락하더라도 휴지조각으로 변하지 않는다. 부동산은 인플레이션으로 이자율이 인상되면 오히려 가격이 상승한다. 따라서 외환위기와 같은 극히 예외적인 경우가 아니면 투자금액이 반 토막 또는 휴지조각으로 되는 위험은 적다.

셋째, 증권에 비해 배당수익률이 높다는 점도 장점중 하나이다. 리츠의 배당수익률은 1990년대에 S&P 평가액, 유틸리티(전기,가스) 회사 그리고 재무성 증권보다 대부분 상당히 높았다. NAREIT는 REITs의 종합 연간 배당률을 1972년부터 1996년까지 9.7%로 발표했다.

제 4 장 우리나라 리츠제도의 개선을 통한 활성화 방안

제 1 절 리츠 제도의 문제점

1. 운영상의 문제점

1) 현물출자금지

리츠 제도를 가장 리츠답게 하는 것이 현물출자인데 이를 금지하고 있는 것이 문제다. 상법 제290조에 의해 현물출자를 통해 설립할 수 있는 근거조항이 있는데도 현행법 안에서는 이를 금지하고 있다⁶³⁾. 설립시 현물출자의 금지는 리츠 회사 자체의 설립을 어렵게 하는 원인이 될 수 있다.⁶⁴⁾

2) 개발사업 제한규정과 차입제한 규정의 문제점

자본금의 30%만 개발사업에 투자하여 부동산 투자회사의 수익성에 개발사업이 얼마나 기여할 수 있는지 의문이 제기될 수 있고 또한 임대업만 가지고 일반 투자자의 투자참여가 활성화 될 수 있을지 의문이 있기 때문에 부동산 투자회사 자본금의 크기에 비례하여 부동산투자회사의 개발사업의 확대가 바람직할 것이다.

그리고 부동산투자회사가 자금을 차입하는 경우 “운용자금을 일시적으로 차입하는 경우 등 투자목적이 아닌 것으로서 대통령이 정하는 경우”에 한하여 제한적으로 허용하고 있는 것도 문제라고 할 수 있다.

63) 물론 기업구조조정 부동산투자회사에 대해서는 회사의 특성상 현물출자가 금지되지 않는다.

64) 박상덕 외, 상계서, p,87.

3) 투자대상 자산의 부족 및 수익률 창출의 문제점

리츠의 활성화에 있어서 가장 관건이 되는 것은 리츠가 적격한 투자 부동산을 찾고 투자자가 만족할 만한 수익률을 창출해 낼 수 있는 즉, 적절한 부동산 운영을 할 수 있는지의 문제이다.

2. 전문인력의 부족

전문인력의 자격요건으로 해당분야에서 5년 이상 종사한 감정평가사 또는 공인중개사, 부동산의 투자, 운용과 관련된 업무에 종사한 자, 기타 이에 준하는 경력이 있는 자로서 대통령령이 정하는 자로 되어 있다. 그러나 자격시험 과목 및 직무범위가 다른 자격증 소유자⁶⁵⁾들이 몇 년간의 경험만으로 직무범위가 다른 부동산 금융분야에 투자분석을 하기에는 많은 문제점을 안고 있다.

이러한 상황에서 규모가 상당히 큰 자금의 운용을 투자수익성 분석의 전문성이 떨어지는 감정평가사나 공인중개사 그리고 부동산관련분야의 석사과정 이수자들에게 맡긴다는 것은 잘못된 판단이라고 본다. 사실상 국내에서는 리츠가 개념조차 생소한 탓에 전문가라고 부를 만한 부동산 자산관리자나 초기 리츠 시장의 주력 투자부문으로 주목받고 있는 상업용 빌딩을 수익성 분석에 의한 투자분석을 할 수 있는 전문지식 보유인력은 사실상 전무한 상태이다.

자산운용전문인력은 그 고유업무로서 지역분석, 상권분석, 권리분석, 개발, 관리, 분양, 금융, 보험 등이 있고, 다양한 업무를 종합적으로 분석하여 미래의 수익을 예측하고 이를 투자자에게 제시하여 투자자들의 의사결정에 도움을 주어야 한다. 따라서 부동산 분야만을 담당하는 부동산 중개업자와 평가를 주 업무로 하는 감정평가업자에게 이러한 업무를 주는 것은 무리라고 생각한다. 그러므로 보다 전문적이고 종합적인 부동산전문가가 필요한 시점이라고 본다⁶⁶⁾.

65) 감정평가사와 공인중개사.

66) 이성근(2001.3), “부동산투자회사법의 시행에 따른 문제점 및 개선방안에 관한 연구”, 부동산정책연구논문, pp,188~189.

리츠는 부동산전문 투자회사이지만 그 투자대상은 부동산 관련 증권인 모기 지에도 투자할 수 있다. 또한 여유자금에 대하여는 부동산과 관련한 고수익의 금융자산으로 운용하여야 한다. 리츠의 자산을 운용하는 기관과 펀드관리자는 부동산과 금융에 관한 지식을 모두 갖춰야 한다. 부동산에 관한 지식만 가지고는 펀드를 운용할 수 없고 금융지식만 가지고는 부동산을 이해하고 운용할 수 없다. 앞으로 리츠의 증권(67)이 시장에 등장하면 리츠에 전문적으로 등장하는 뮤추얼펀드가 등장할 가능성이 높다. 그리고 뮤추얼펀드가 리츠에 투자하기 위해서는 증권을 발행한 회사의 분석과 부동산의 수익률을 알아야 투자가 가능하다.

하지만 우리 나라에는 이러한 전문가가 부족한 실정이어서 제도의 활성화를 기대하는데 큰 문제점이라고 할 수 있다.

3. 세제 혜택상의 문제점

리츠 제도에 있어서 가장 중요한 것은 세제혜택인데, 일반 부동산투자회사에 대하여 법인세를 면제해 주지 않는 것은 상당한 문제이다. 물론, 현재 기업이나 금융기관의 구조조정이 매우 시급한 상황에서 기업구조조정 부동산투자회사에 여러 가지 특례를 인정하여 세제지원을 강화한 정책적 취지는 이해할 수 있지만 세제혜택의 형평성에 문제가 있는 것은 사실이다. 법인세가 수익률의 1~2%를 차지하게 되는데 이를 부동산투자회사가 부담하게 된다면 리츠 제도는 그 성립 자체가 어려울 것으로 보인다(68). 부동산투자회사의 소득은 부동산 임대수익이고 이 임대수익에 대하여 법인세를 납부한 후 남은 수익을 주주들에게 배당하고 배당 받은 주주들이 또다시 개인소득세를 납부하게 된다면 동일한 세원에 대하여 세금을 이중으로 부과하게 되어 실질적인 리츠 수익률도 시장이자율 이하로 떨어질 수도 있다. 시장이자율보다 낮은 리츠 자산에 투자를 하기는 쉽지 않을 것임을 감안하면 법인세 면제 여부는 리츠 제도의 성립자체를 좌우하는 가장 중요한 사안이므로 정밀한 검토가 필요하다.

67) 주식과 수익증권.

68) 문윤태 외(2001.6), 「초보자를 위한 알기 쉬운 리츠」, 서울 : 굿인포메이션. p, 86.

4. 정보인프라의 부족 및 자산 평가 주체의 공신력 부족

1) 정보인프라의 부족

우리나라 부동산 시장은 자료의 폐쇄성, 지하경제성, 거래의 불투명성 등의 후진적 요소를 그대로 갖고 있어 증권화의 투명성 및 투자판단을 위한 관련 정보에 대한 인프라가 전무한 상태로 선진화된 부동산 투자기법적용에 한계가 노출되고 있다. 또한 증권화 초기에는 정부가 시장에서 부동산 투자지표에 필요한 관련 정보를 통합하여 부동산 증권화 참여자에게 제공하여야 하나, 현재는 개별행정에 초점을 맞추어 관리하고 있기 때문에 부동산 정보의 일원화도 필요하다⁶⁹⁾.

2) 자산 가치평가 주체의 공신력 부족

부동산 투자회사의 경우 부동산투자회사법 시행령 제11조 제1항에 부동산은 감정평가업자가 평가하도록 되어 있으나, 현행 자산유동화에 관한 법률 제4조 및 자산유동화 업무처리에 관한 규정 제 5조 등은 유동화자산(채권)의 평가업무를 담당하는 평가기관을 증권거래법시행규칙 제36조 의 13의 규정에 의한 외부평가기관을 준용하도록 하고 있다. 그 외부평가기관이란 상장법인의 합병시 합병비율의 적정성을 산정하는 전문기관으로 증권회사, 신용평가회사, 회계법인으로 한정되어 있다. 이것은 유동화자산의 본질적인 성격이 수익용 부동산의 운용에서 오는 수익이라는 점을 간과한 것이다. 부동산이 기초가 된 증권의 분석을 주식평가와 동일하게 취급한 점에서 잘못이 있다.

69) 김영화(2001.8), “부동산 증권화 제도의 활성화 방안에 관한 연구”, p. 49.

제2절 리츠 제도의 개선을 통한 활성화 방안

1. 환경구축을 통한 활성화방안

1) 인식의 개선

우리의 전통적인 투자패턴과 달리 일시에 매각차익(capital gain)을 얻으려고 하는 사고를 지양하고, 임대(income gain)를 중심으로 한 순 운영수입(net operating income)을 극대화하는 방향으로 투자자의 사고의 전환이 이루어져야 한다. 예금금리, 주식투자수익률과도 밀접한 관련이 있다.

리츠의 장점은 예금이나 채권보다 높은 수익률과 주식보다는 안정된 수익률이 그 장점으로 되어있기 때문에 고금리나 주식시장이 지속적으로 활성화되고 있는 상태에서는 성공하기 어렵다.

리츠는 안정적인 배당, 장기적인 부동산의 가치상승, 투자회사의 기업가치상승, 궁극적으로는 주식가치의 상승과 주주의 환금성의 용이성들을 장점으로 가지고 있다. 수익률이 상대적으로 높아야 하겠지만 종전처럼 리츠투자로 막대한 개발이익이나 시세차익을 누리겠다는 투자자에게는 적합한 제도가 아니므로 일반인에 대한 홍보가 필요하다.

2) 투자자의 보호

리츠의 투명성을 확보하고 투자자를 보호하기 위해서는 먼저 기업공개(IPO)시 기업공시제도를 엄격히 적용하여 리츠 운영의 투명성을 확보하는 동시에 투자자 보호 조치로 활용해야 한다. IPO시 리츠가 보유하고 있고, 향후 매입이 가능한 부동산 자산에 대한 정보를 공시하는데, 리츠가 투자자 모집 이전에 매입할 부동산의 보유자와 사전 옵션 계약을 통해 자산 확보 가능성을 높이는 조치 등을 취하는 자구책을 마련해야 한다.

또 한가지는, 리츠가 투자자의 이익에 반하는 형태로 운영되지 않도록 리츠 운영 정보를 정기적으로 실시간 발표할 수 있는 장치를 마련해야 한다. 우리

나라의 기업 지배구조상 자산운용회사를 지배하는 스폰서의 리츠 운영을 감시할 수 있는 외부 감사기능이 강화되어야 한다.

공시 정보에 대한 공신력 부여를 위해서는 리츠와 특수관계가 없는 공신력 있는 신용평가회사의 평가를 사전에 받을 수 있는 제도를 마련해야 한다. 이러한 경우, 리츠의 IPO를 담당하는 주간사, 회계법인 등이 정보 공신력에 대해 일정 부분 책임을 보유하고, 이러한 책임은 보험 등과 같은 신용보완기능을 통해 위험을 분산시킨다.

리츠는 일종의 금융상품인 만큼 금융기관에서 사전적, 사후적 금융감독을 강화해야 한다. 사전적으로는 IPO시 리츠가 공시한 정보의 공신력 여부를 감독하고, 사후적으로는 리츠의 자산운영의 건전성을 감시, 운영 공시정보의 공신력 여부를 감독한다. 리츠의 운영을 사실상 지배하는 스폰서가 투자자의 이익과 반하는 방향으로 자산을 운영하는 도덕적 해이를 방지하기 위해서는, 리츠의 특수관계인과의 거래시 거래 가격의 공시 및 거래사실을 금융감독기관에 보고하고, 특수관계인의 현물출자 시에는 자산 가격을 시장에서 정확하게 평가할 수 있도록 외부의 자산 평가기관을 동원한다.

그리고 리츠와 공신력이 없는 사설 펀드와 차별성을 부각하기 위한 사전 홍보 조치를 마련해야 하는데, 리츠의 경우 확정 수익률 발표를 하지 못하도록 제도화하여 리츠를 차별화하고 금융감독기관의 인증제도를 통해 공인된 리츠 제도를 도입해야 한다. 또한 일반 회사 형태로 운영되는 유사 부동산 펀드도 기본적인 투자자 보호 장치와 건전한 자산 운용을 담보할 수 있도록 금융감독 범위에 영입하고, 고위험-고수익 부동산 펀드의 경우도 다양한 투자자의 취향을 만족시켜준다는 점에서 일정 부분 순기능을 기대할 수 있다.

리츠 등 간접투자 상품의 권리관계 보호를 위해 부동산 등기의 공신력을 강화하는 조치 역시 필요하다. 리츠를 통한 부동산 거래가 활발해질 경우 부동산 권리관계가 간결하고 명확해질 필요가 있는데, 이를 위해서는 부동산 등기의 공신력을 인정하는 방향으로 법률의 검토가 이루어져야 한다. 부동산 등기의 공신력을 뒷받침하기 위해서는 전문가에 의한 자산실사, 부동산 권리조사, 부동산 권리보험의 개발 등의 조치가 마련되어야 한다.

리츠가 부채 자금을 조달하는 것은 레버리지 활용 측면에서는 유리하지만,

투자자 보호를 위해서는 일정 수준 이하로 통제할 필요가 있다.

부채자금 조달은 레버리지 활용을 통해 투자 수익률을 향상시킬 수 있는 요긴한 수단이 될 수 있지만, 과도한 부채 자금 조달은 자산 디플레이션 시 리츠의 도산으로 이어질 수 있기 때문에 투자자 보호 차원에서 일정 수준 이하로 통제하는 것이 필요한 것이다. 이러한 사례는 1980년대 초 미국에서 과도한 부채자금 조달로 상당수 리츠가 부도에 이르게 된 상황에서 확인할 수 있다.

구체적 방안으로, 주주총회에서 결의한 수준 이상의 부채 자금 조달을 금지하는 조항을 마련하는 방법이 있는데, 부채자금 조달 규모는 주주총회에서 투자자들이 결의한 부채비율 이하에서 준수하도록 하며, 투자자의 두터운 보호가 필요할 시에는 제도적으로 부채비율 상한선을 정하는 방법도 가능하다.

2. 운영상의 활성화 방안

1) 현물출자의 허용

현물출자를 제한하고 있는 이유는 자산보유자의 자산가액을 과다하게 책정할 것을 우려하기 때문인 것으로 보이나 그것은 어디까지나 시장의 판단에 맡겨두어야 한다. 리츠제도 자체가 시장의 원리에 따라 움직여 가는 제도인데 시장을 신뢰하지 못한다면 리츠제도를 도입하는 의의가 없는 것이 아닐까? 자산가액이 시장가격 이상으로 평가될 경우 자금공모 자체가 어려울 것이므로 현물출자를 허용한다 해서 반드시 시장가격 이상으로 평가되기는 쉽지 않을 것이다. 현물출자를 허용하되 자산평가문제는 시장원리에 맡겨두는 것이 바람직한 것이다.

현행 부동산투자회사법 제19조 제1항의 규정에 의하면 부동산투자회사 설립 후 부동산 개발사업의 인가를 받은 경우에 한하여 현물출자를 받을 수 있도록 하였으나 부동산투자회사의 활성화를 위하여 투자수익을 극대화하기 위해서 미국의 UpREITs나⁷⁰⁾ DownREITs와 같은 파트너쉽 제도도 점증적으로 고려

70) Umbrella Partnership REITs.

해 볼 필요가 있을 것이다⁷¹⁾.

2) 개발사업의 점진적 확대와 차입운용의 부분적 허용

(1) 개발사업의 점진적 확대

리츠의 자산운용은 기본적으로 매입 후 임대 수익 창출 쪽으로 유도해야 하며, 리츠는 간접투자방식의 금융상품이기 때문에 투자자 보호가 특히 중요하다. 따라서 리츠의 자산운용에는 어느 정도의 위험통제가 필요하며, 이에 따라 리츠의 자산 운용은 기본적으로 매입을 통한 임대수익의 창출 쪽으로 방향을 잡는 것이 필요하다.

반면, 국내의 부동산 시장 상황을 감안하여 일정부분 개발형 리츠를 허용하는 방안도 필요한데, 국내에서 리츠가 구입할 만한 상업용 부동산 스톡이 부족한 상황에서 개발을 통한 신규 상업용 부동산 공급이 필요하다. 국내의 상당수 부동산의 경우, 임대수익 만으로는 적정 투자수익률을 확보할 수 없을 만큼 부동산 가격 수준이 높기 때문에, 신규 개발을 통한 자본 이득으로 투자 수익률을 확보하는 것이 중요하다. 현재 자본금의 30%만 개발 사업에 투자하게 하는 규정은 부동산투자회사의 수익성에 개발사업이 얼마나 기여할 수 있는지, 또 임대업만 가지고 일반투자자의 투자참여가 활성화될 수 있는지 의문이 있기 때문에 투자회사 자본금의 크기에 비례하여 부동산투자회사의 개발사업의 확대를 허용하는 것이 투자자들을 부동산투자회사로 흡입할 수 있는 요인이 될 것이다.

국내 시장 특성상 자본이득을 겨냥한 고위험-고수익형 투자가도 존재할 수 있으며, 아파트 사업 등 선분양제도가 있어 개발단계에서의 위험을 줄일 수 있는 개발사업도 존재할 수 있다. 따라서 리츠에 의해 투명하게 관리된 개발사업의 전형을 마련하여 개발사업 전반의 효율성 향상을 유도해야 한다.

하지만 개발형 리츠를 허용하되 각 리츠 설립 주체별로 일정 비율로 자금 모집 및 한도를 제한하는 방안을 검토할 필요가 있다.

그 방법으로는 먼저 IPO⁷²⁾나 금융감독 과정에서 개발형 리츠가 건설위험,

71) 전용수, 전개논문, p,15.

분양 등 판매위험을 낮추는 방안을 심사하거나, IPO시 아파트의 경우 선분양 확보정도, 오피스의 경우 주 임차자와의 사전 임대계약 정도를 심사한다. 이처럼 리츠를 개발사업에 활용할 경우, 개발과 관련된 위험을 투자자에게 충분히 고지할 수 있도록 고지의무 사항을 명시하고, 투자자 대상의 사업설명회, 광고 등의 문구에 확정 수익률 지급을 명시하는 표현을 쓰지 못하도록 조치해야 한다.

(2) 차입운용의 부분적 허용

현재 차입운용에 관하여는 부동산투자회사가 자금을 차입하는 경우 “운용자금을 일시적으로 차입하는 경우 등 투자목적이 아닌 것으로서 대통령이 정하는 경우”에 한하여 일시적으로 허용하고 있으나 부동산투자의 속성상 레버리지 효과에 의해서 수익을 창출하는 것으로 어느 정도의 차입운용을 허용해야 더 많은 수익을 창출 할 수 있을 것이다. 법 제29조를 개정하여 최소한 자기 자본의 100분의 50의 범위 내에서의 차입은 허용하는 것이 바람직하다. 즉 이는 회사의 재무 건정성에만 초점을 맞춘 것일 뿐 시장 경쟁상황을 도외시한 것으로, 더욱이 현재처럼 금리가 하락하는 상황에서 부동산 투자업에 있어서는 치명적인 것이다. 일반적인 부동산투자는 기본적으로 차입을 생각해야 하는데, 현재의 법은 자금조달이 주식발행을 통해서만이 하게 되어 있다. 물론 부채의 승계에 대한 적용부분이 있지만, 자금의 질적인 면을 고려한다면 역시 무리한 방법이다. 특히, 현재 국내 상업용 부동산 시장의 주요 참여자인 외국 투자자들의 투자패턴과 부동산투자회사가 기관투자자로서 이들과 경쟁을 해야 하는 상황을 본다면, 이 부분은 시장 대응력과 경쟁력을 떨어뜨릴 수 밖에 없는 것이다. 또한, 건설 자금의 조달을 위한 개발사업관련 부분도 또한, 건설 자금의 조달을 위한 개발사업관련 부분도 모기지형 리츠 형태를 허용하여 기존 금융기관을 통한 자금조달의 한계를 극복할 수 있는 방안을 강구해야 한다⁷³⁾.

72) 기업공개제도.

73) 김영곤(2001.12), “한국 부동산투자회사의 문제점에 관한 연구”, 2001년 전국부동산학술발표대회 발표논문, p.49.

미국 리츠 회사들의 자산이 보통주 60%, 부채 30%, 고정금리 비전환우선주 10%로 구성된 것을 이상적인 리츠 회사로 판단하고 있다는 것을 우리 정부도 참고해야 할 것이다. 또한 대출방식에서도 최소한 가교금융(Bridge Loan)이나 회전 대출(Revolving Credit)은 허용되어야 할 것이다⁷⁴⁾.

3) 투자자산의 물색 및 수익률 제고⁷⁵⁾

리츠가 활성화되기 위해서는 기초자산인 부동산이 풍부하여야 하고 수익성이 보장되어야 한다. 아무리 뛰어난 금융기법을 도입하더라도 부동산 증권화는 근본적으로 현금 흐름을 창출하는 수익성 있는 부동산이 존재하지 않으면 유사 금융상품과도 경쟁할 수 없으며 결국 성공할 수 없다. 우리나라의 경우 유동화 대상이 될 수 있는 전체 부동산 규모는 120~240조 원으로 평균 180조 원의 시장이 형성될 것으로 추정된다⁷⁶⁾.

이러한 측면에서 우리나라에서는 아직 부동산의 수익성을 높이는 부동산 경영의 개념과 운영 노하우가 제대로 성립되거나 보급하지 못한 상태로 도입초기에는 부동산 경영측면의 보완책 및 수익률 창출이 가능한 물건에 투자하여야 한다⁷⁷⁾.

리츠의 향후 전망은 부동산 간접투자를 통한 수익률과 안정성, 환금성 측면에서 저축과 같은 금융상품이나 증권, 채권과 비교하여 상대적으로 어떠한 경쟁력을 가질 수 있는가가 관건이다.

현재 자금에서 마땅한 투자처를 찾지 못하고 있는 부동산 자금은 250조원 정도로 추산되나, 리츠 제도가 도입되었다고 주식시장에서 리츠 주식이 적정한 수익률을 내지 못하면 투자자들이 리츠 주식을 외면하여 리츠 제도가 활성화되지 못하고 제도 자체가 유명무실해질 수 있다는 우려가 존재한다⁷⁸⁾. 리

74) 전용수, 전계논문, p,15.

75) 김영화, 전계논문, pp,72~74..

76) 정희남(2001), “국가경제 활성화와 부동산 금융의 역할”, 한국감정원 창립30주년 정책세미나, p,6.

77) 이태일(1998), 「자산디플레이션과 부동산 증권화」, 한국건설산업연구원, p,59.

츠는 수익률과 위험구조에서 주식과 채권의 중간형태와 금융상품으로 지분보유에 따른 자본이득의 획득가능성을 유지하면서 안정적인 배당소득을 원하는 투자자에게 적합한 간접 투자상품이다⁷⁹⁾.

따라서, 우리 나라의 경우에도 부동산투자회사는 고위험과 고수익을 얻는 투자상품보다는 안정적이고 예측 가능한 수익을 창출할 수 있는 상품 즉, 부동산의 가공, 개발을 통한 효율적인 관리로 부가가치를 제고시킨 후 매각하거나 리모델링하여 투자가치를 창출하거나 현재 부동산 시장이 매매가격은 정체되지만 임대가격은 상승하는 추세이므로 경매부동산이나 수익률이 높은 도심의 우량 오피스빌딩 위주로 투자하여 수익률을 보장하여야 한다.

현재 국내에서는 리츠 설립을 추진중인 업체들 중에서 호텔, 병원을 주요 투자대상으로 삼고 있는 업체들이 부상하고 있다. 호텔의 경우 중저가체인형 호텔을 통해 안정적인 현금흐름 창출을 기대하고, 병원의 경우 도심외곽의 병원을 리모델링 한 후 전국적으로 체인화하는 상품을 개발중이다⁸⁰⁾. 우리 나라의 부동산 시장에서 미국과 같이 임대소득을 바탕으로 한 전문화된 리츠 제도가 정착되기에는 최소한 5년 이상의 시간이 소요될 것으로 판단된다.

4) 회사형, 계약형의 선택적 허용

현행 우리나라 부동산투자제도에서는 회사형만 허용하고 있으나 계약형도 허용하여 부동산투자회사가 상황에 맞게 선택할 수 있도록 허용함이 요구된다 하겠다. 회사형태를 선택적으로 채택할 수 있을 때 회사의 수익활동이 보다 탄력적으로 운용될 수 있다고 보기 때문이다. 이미 미국과 호주에서도 양 제도가 선택적으로 채택이 가능하도록 되어있다.

78) 이소한(2000.4), “선진국 부동산 금융의 현황 및 향후 전망”, 한국토지공사주체, 국제부동산 금융세미나.

79) 김영곤(2000.4), “한국 부동산 금융의 현황, 역할 및 발전방향”, 국제부동산 금융 세미나 관련자료.

80) 일요부동산(2001.5), 23일자.

3. 전문인력의 양성 방안

1) 투자분석사 제도의 도입⁸¹⁾

국내 부동산 개방 이후 우리 나라 부동산 시장의 환경이 크게 변화하고 있으며, 최근 부동산 임대업에 대한 해외 투자 문의 및 관심이 증가하는 등 해외 동포를 포함하여 외국인의 투자가 증가 추세에 있다. 이러한 시점에서 해외 투자자들의 국내 부동산 투자에는 공신력 있는 부동산의 수익성에 근거한 투자분석기관에 대한 공신력을 부여하고, 리츠 제도의 발전을 위해서는 투자분석사 자격증(CCIM: Certified Commercial Investment Member)⁸²⁾제도가 필요하다.

미국의 리츠 제도를 참고로 하여 부동산투자회사법을 도입한 현 시점에서 미국의 자격증 제도를 살펴볼 필요성이 제기된다. 미국의 경우, 부동산 분야만 하더라도 전문성을 중요시하여 분야별로 수십 종의 자격증 제도를 두어 전문화·세분화하고 있다. 이중에 특히 투자분석사 자격증은 부동산투자회사를 운영·관리하는데 주도적인 역할을 담당하고 있다. 본 자격증은全美투자분석사협회(CIREI: Commercial Investment Real Estate Institute)에서 부여하는 최고수준의 자격증이며 부동산과 관련된 각 분야의 전문가들이 이 과정에 지원하고 있다. 이들에게는 공인중개사, 리츠 투자관리자, 연금관리자, 부동산 개발업자, 자산관리자, 투자상담자, 감정평가사, 부동산 임대업자, 은행 주택저당채권

81) 이성근, 전계논문, p,190.

82) CCIM이 되기 위해서는 중개업자, 대리인, 부동산법인직원, 리츠 투자임원, 개발자, 자산관리인, 투자상담가, 감정평가사, 부동산관리인, 저당전문금융업자, 변호사, 회계사, 다른 관련분야의 전문가들이 다음과 같은 4개의 핵심과정과 선택학점 3학점을 성공적으로 이수해야 하고, 경력 증명하는 이력서를 제출하고 최종시험을 성공적으로 통과해야 한다. 4개의 핵심과정은 ① 상업용부동산투자의 재무분석(Financial Analysis For Commercial Investment), ② 상업용 부동산의 시장분석(Market Anlysis For Commercial Investment), ③ 상업용 부동산 투자의 소비자의 사결정 분석(User Decision Analysis For Commercial Investment Real Estate), ④ 상업용 부동산 투자의 투자분석(Investment Analysis For Commercial Investment Real Estate)이다.

관리자(Mortgage Banker), 변호사, 공인회계사, 기타 부동산 관련 전문가들이 포함된다.

미국의 투자분석사가 하는 일은 다른 기타 자격증들보다 한 단계 높은 최고의 전문가로서, ABS 및 MBS 투자분석, 상업용 빌딩 투자분석, 임대 및 관리, 토지 입지분석, 부동산 마케팅 시스템 분석에 이르기까지 총체적인 부동산 관련 투자에 대한 전문적인 분석을 한다. 이 자격증 소지자는 현재 미국전체를 통틀어 6,000여명에 지나지 않으며 시험의 수준도 상당히 높아 일반적으로 공인회계사(CPA) 자격증보다 더 까다로운 것으로 알려져 있다. 또한 CCIM 제도는 현재 세계 CCIM 자격증제도의 도입을 서두르고 있는 실정이다.

우리도 리츠 제도의 체계적이고 안정적인 발전을 위해서는 전문인력의 양성이 절대적으로 필요하기 때문에 투자분석사제도의 도입은 절대적으로 필요하다 하겠다.

2) 부동산관련자격증제도의 개선

제도의 도입발표 이후, 특히 부동산투자회사법이 통과된 이 시점에서 부동산 관련 종사자들은 많은 기대를 갖고 저마다 준비에 한창이다. 그러나 기존의 부동산 전문자격증 소지자들의 지식은 구조가 복잡한 전문적인 선진 금융기법을 다루기에는 너무나 부족하다. 따라서 부동산 시장에도 각 분야별로 전문가의 육성이 절실히 요구되는 상황이다.

금번에 국회 본회의를 통과하고 이제 우리나라에 정착되는 과정만 남은 부동산투자회사법의 활성화를 위해 기존의 자격증제도를 개선한다면 리츠 제도의 활성화와 부동산투자회사 운영의 투명화에 커다란 도움이 될 것으로 보인다.

부동산투자분석사 제도가 당장 도입되기 어렵다면 중개업자 또는 감정평가사중에 경험이 있는 자를 한시적으로 자격을 부여하되 정부가 지정하는 교육기관에서 일정기간동안 사전교육을 받아 자격을 부여하되 정부가 지정하는 교육기관에서 일정기간동안 사전교육을 받아 자격을 취득하는 방안이 도입되어야 한다. 또한 일정기간이 지난 후 사후교육 또는 재평가를 실시하여 자격수

준에 미달되는 경우에는 자동으로 자격취소가 이루어지도록 하는 것도 한 방안이 될 수 있다.

현재 시행하고 있는 부동산 자격증제도의 문제점들을 연구·분석하기 위해 현업종사자, 시험준비생 및 합격자 800여명을 상대로 “한국부동산정책학회”에서는 2001년 1월 설문조사를 해본 결과 부동산학개론 중 부동산금융이론을 포함시키는 것이 필요하다는 의견이 90%정도를 차지하였다. 현행 공인중개사 시험과목에 부동산금융이론이 없는 상태에서 시험에 합격한 중개사자격자로서 5년의 경험을 쌓는 경우에 자산운용전문인력이 될 수 있는 법 제22조는 많은 문제점을 앓고 있다. 본 설문의 결과에서 보여 주듯이 그만큼 중개업관련 종사자들이 부동산 금융이론에 대한 관심은 지대하다고 할 수 있다⁸³⁾. 그 이유는 IMF 이후 속속 도입되고 있는 부동산금융관련 제도들에 대한 이들의 관심을 반영해 주는 것이며 부동산 투자 부문에 있어서도 수익률 분석에 기초를 둔 투자분석기법의 중요성이 대두되고 있기 때문인 것으로 풀이된다. 따라서 공인중개사 시험과목에 부동산금융론이 조속히 포함되어야 할 것으로 풀이된다.

3) 전문인력의 체계적 양성

부동산업계는 오랜 부동산 시장의 관행과 낙후로 전문인력 등이 부재하여 국내 부동산 가치평가 및 투자분석기법 등이 국제기준의 신뢰성을 제공하지 못하는 실정으로 부동산 시장도 지식정보화 사회가 요구하는 새로운 패러다임에 대응할 수 있는 국제적인 감각과 선진 가치평가기법 및 투자분석기법 등의 지식을 갖춘 고도의 전문인력이 절실하게 요구된다⁸⁴⁾. 부동산 가치뿐만 아니라 부동산 증권의 가치에 대한 평가, 부동산 소유권뿐만 아니라 부동산 증권의 판매 및 보관, 부동산의 임대수수료 징수 및 조세처리뿐만 아니라 부동산 증권의 수입 및 조세관리, 아울러 부동산 증권에 대한 신용평가와 신용보완 업무를 담당할 전문인력 및 부동산 투자관련 정보를 수집·분석하며 투자정보

83) 이성근, 전계논문, p.191.

84) 정희남(1999), “부동산 증권화의 정착을 위한 과제”, 주택금융 제216호, 여름호.

를 컨설팅할 수 있는 부동산 투자자문 전문가도 육성하여야 한다⁸⁵⁾.

미국 리츠 및 호주 LPT의 경우 자산관리, 임대, 구입, 금융투자 등 부동산 및 부동산 관련 관리 및 운영을 위한 조직뿐 아니라 건설과 엔지니어링 부분과 회계, 법률 및 정보시스템 등이 유기적으로 운영되고 있다. 그러나 우리나라의 경우 부동산의 관리 및 운영이 제한적으로 실시되어 왔고, 부동산 개발에 대한 제약으로 체계적인 관리 및 운영조직이 수립되지 못하고 있는 실정이다. 과거처럼 매매차익에 의한 자본이득만 가지고는 투자자를 설득할 수 없으므로 해당업무를 담당할 전문기관 및 전문인력의 확보가 선결과제로 대두되고 있다⁸⁶⁾. 특히 리츠는 부동산과 금융, 증권을 통합한 지식과 관리기술을 요구하는 복잡한 상품으로 부동산 업체뿐만 아니라 은행, 증권회사, 법률회사 등이 다 관여하여야 하나 국내에서는 이런 지식을 두루 갖춘 전문가가 턱없이 부족하다. 이는 시장의 낙후와 관련된 문제로 짧은 시간에 해결하기는 어려울 것이다. 기존의 부동산 교육이 대부분 백화점식·나열식 교육으로 체계적이고 심도 있는 사례 중심의 교육을 통한 전문인력을 양성하기에는 어려운 점이 많다고 하겠다. 그러나 필요기능별로 실무과정을 정리하고 교육기관과 연계하여 분야별 실무교제와 과학적이고 선진적인 교육과정을 마련하여 일정수준 이상의 인력이 공급될 수 있는 교육체계를 준비해야 한다.

초기에는 기능별로 인력을 확보하기 위하여 기관별·업무별 인력 데이터베이스를 활용할 수 있어야 할 것이며 필요한 경우, 외국신용평가기관 및 전문가 집단 등과의 제휴를 통해서라도 국내 부동산 간접 투자 상품을 운용할 전문기관 및 전문가의 양성을 통해 분석능력과 분석기법을 조속히 선진화할 필요가 있으나 부동산 시장은 지역성(Locality)을 수반하므로 외국의 선진기법 및 인력을 활용하는 방안도 한계가 있으므로 자산운용 전문인력의 최소한의 일정한 자격기준 요건의 근거규정을 마련하여 자격제도화 하는 방안도 검토할 필요가 있다⁸⁷⁾. 기본 원칙에 입각한 신중한 투자와 투자수익률을 극대화하기 위한 끊임없는 부동산 관리의 효율화, 내적·외적 성장에 의한 현금수익률의

85) 김영화, 전계논문, p,82.

86) 왕세종(2000), “계약형 부동산 투자신탁제도의 활성화 방안”, 부동산리서치 가을호, p,50.

87) 자세한 내용은 전술한 제1절 관련 자격증제도의 도입과 개선 참조.

지속적인 증대 등을 실천할 수 있는 전문인력이어야말로 리츠제도의 활성화를 위한 밑거름이라고 생각한다⁸⁸⁾.

4. 이중과세 방지 등의 세제상의 혜택부여

세제지원이 없이는 리츠의 성공은 불가능하다. 미국의 리츠제도 발달은 세계개혁의 역사와 일치한다. 리츠는 투자자에게 일정한 수익률을 보장해주어야 한다. 우리 나라의 경우 상업용 부동산의 운용수익률(cap, rate와 동일)을 5%에서 7%수준이라고 추정한다면 세제의 지원이 없이는 리츠제도의 정착은 불가능하다고 단정할 수 있다. 그럼에도 투기의 재연문제를 두고 세제지원의 타당성여부를 논의하는 것은 의미가 없다. 부동산투자회사는 일반국민에게 소액자금으로 간편하게 부동산투자기회를 제공하여 부동산 가격 상승 시에 이득을 고루 분배받을 수 있도록 한 취지이나, 현행 조세체계 안에서는 조세부담이 너무 높아서 투자수익률 보장이 어려운 실정이고, 기타 금융상품과 비교하여 경쟁력이 떨어지므로 일정부분의 조세제도의 개선이 필요하다⁸⁹⁾. 아래에서는 부동산투자회사의 활성화를 위한 세제상의 감면을 국세⁹⁰⁾와 지방세⁹¹⁾로 나누어 설명하고자 한다.

88) 김영화, 전계논문, p.83.

89) 건설교통부는 9월 14일 서민주거생활 안정대책을 마련, 발표하였다. 이 대책에 따르면 지난 7월 도입된 리츠가 임대주택사업에 참여, 공공임대주택을 건설하고 장기 임대 할 수 있도록 법인세를 경감해 주기로 하였다. 현행 법인세는 법인의 1억원 이상 연간 소득에 28%를 1억원 미만 연간소득에 16%를 부과하고 있고 수도권 소재 기업이 지방으로 이전할 경우 3년간 법인세가 면제되고 이후 5년간 50%가 감면된다. 따라서 임대주택사업을 하는 리츠에도 50% 가량의 법인세 경감이 예상된다. 하지만 여전히 기업구조조정 부동산투자회사와의 세금혜택의 차등적용으로 인한 논란은 계속되고 있다.

90) 법인세, 특별부가세, 소득세.

91) 취득세, 등록세, 종합토지세.

1) 법인세

(1) 법인세 면제의 필요성

부동산투자회사는 매년 이익의 90% 이상을 배당하는 투자의 도관 전체에 불과한 특정목적의 회사로서 적극적인 영업을 수행하는 회사가 아니라 투자를 대행하는 간접투자상품의 성격을 가지므로 증권투자회사, 특정목적회사, 기업구조조정 투자회사처럼 배당이익을 소득공제하여 동일한 세원에 대한 이중과세문제를 해결하여야 할 필요성이 절실히 요구된다고 하겠다⁹²⁾.

이러한 관점에서 바라볼 때 다수의 투자자로부터 자금을 쉽게 모아서 투자를 대행하는 현실적인 필요성에 의하여 발생한 부동산투자회사의 경우 그 실질적인 기능이 투자의 도관체에 해당하며 투자의 결과가 투자자에게 통과(pass-through)되는 단순한 투자체에 불과하므로 법인세를 면제하는 것이 타당하다고 판단된다⁹³⁾.

(2) 법인세 면제가 안 될 경우의 문제점

첫째로, 부동산 투자회사는 법인세 면제를 전제로 한 제도이므로 법인세 면제가 되지 않을 경우 정부에서 별도의 법률을 제정하여 상법에 의한 일반적이 부동산회사와 다른 부동산투자회사제도를 도입한 필요성이 없게 되므로 국민에게 건전한 부동산 투자기회를 제공하고 최근의 경기침체를 극복하고 부동산 및 건설경기가 활성화 될 수 있는 핵심수단으로 활용하려는 취지가 무색해질 소지가 있다.

둘째로 유가증권에 대한 간접투자제도인 뮤추얼 펀드, 기업구조조정 부동산 투자회사와 비교하여 형평성 문제가 발생될 소지가 있다.

예를 들면, 미국의 리츠도 뮤추얼 펀드와의 형평성 등으로 법인세 면제혜택을 부여하고 있으며 의무배당비율도 금년부터 뮤추얼 펀드와 같이 96%에서

92) 페이퍼 컴퍼니가 아닌 실체가 존재하는 부동산투자회사에 법인세를 감면하는 것이 현행 법인세법의 입장에서 바라볼 때 바람직하지 않다고 주장하는 의견도 있으나 페이퍼 컴퍼니 여부는 상근 임직원 여부에 의하여 판단할 것이 아니라 투자의 도관기능에 의하여 판단하는 것이 바람직하다고 생각된다.

93) 박상덕 외, 전계서, pp,230~231.

90%로 낮추었다. 이 제도의 도입과 관련한 조세 정책적인 차원에서 간접투자 상품간의 형평성을 유지하고 경제활성화를 위하여 법인세를 면제하는 것이 이 제도의 정착을 위해서 반드시 필요하다고 생각된다.

셋째로, 부동산투자회사는 임대수익에 기초한 이익을 배당하므로 법인세 면제가 안 될 경우 추가적인 수익창출에 한계를 가져올 수 밖에 없다⁹⁴⁾.

(3) 유사제도 하에서 법인세 면제여부의 고찰

특정자산에 대한 투자의 도관기능을 수행하는 제도에는 크게 유가증권과 부동산으로 구별할 수 있는데, 선진국의 사례 및 자산의 분류체계 등에 비추어 볼 때 유가증권과 부동산 이외의 자산에 대한 간접투자제도가 정착된다는 것이 현실적으로 힘들다. 따라서 부동산투자회사에 대한 법인세 면제 시 유사제도가 난립하여 기존의 법인세 체계에 대한 혼란을 유발할 가능성은 낮아진다고 예상된다.

(4) 부동산투자회사 및 기업구조조정 부동산투자회사의 법인세 감면

① 부동산투자회사

현재 국회에 제출된 조세특례법 개정안에서도 제시되고 있듯이 부동산투자회사가 부동산을 투자·운용하는 과정에서 발생하는 손실보전을 위하여 매년 순투자금액의 50%(사업년도 종료일 현재의 투자금액에서 투자손실준비금잔액을 차감한 금액을 한도로 한다)를 투자손실준비금으로 손금산입⁹⁵⁾할 수 있도록 해야 한다.

② 기업구조조정 부동산투자회사

조세특례제한법 개정안과 같이 최소한 기업구조조정 부동산투자회사의 배당

94) 이중과세는 법인으로 하여금 주주의 자본출자보다는 외부차입을 선호하게 하며, 이것은 결과적으로 주식시장의 활성화 및 투자의 촉진에 걸림돌이 될 수 있다. 바꾸어 말하면, 이중과세의 배제는 그 자체가 목적이 아니라 투자의 촉진 및 주식시장의 활성화가 주목적이 된다고 할 수 있다.

95) 손금산입이란 결산서에 비용으로 계상되어 있지는 않지만 법인세법상 손금으로 인정되는 금액은 소득금액에서 차감하는 것을 말한다.

가능이익 중 90% 이상이 배당되는 경우 배당금액 전액을 법인세 과세대상에서 제외함이 요청된다.

상법에 의하면 금전에 의한 이익배당의 10%에 해당하는 금액을 반드시 이익준비금⁹⁶⁾으로 적립하도록 되어 있는 바, 이 경우에는 부동산투자회사의 중간배당규정을 실질적으로 무용화할 소지가 있으므로 부동산투자회사법 제28조 제1항에서 부동산투자회사의 금전에 의한 이익배당에 대하여는 이익준비금을 적립하지 않도록 규정하고 있다.

2) 소득세

조세특례법 개정안에서도 채택하고 있듯이 부동산투자회사 및 기업구조조정 부동산투자회사에 출자한 투자자의 배당소득에 대하여 금융소득종합과세기준 금액(4천만원) 이하인 경우에는 분리과세 함이 요청된다.

또, 부동산투자회사 및 기업구조조정 부동산투자회사에 최초로 출자한 투자자가 부동산투자회사 및 기업구조조정 부동산투자회사가 발행한 주식으로부터 발생하는 주식양도차익에 대하여는 일정조건하에서 양도소득세를 비과세 함이 요청된다.

3) 지방세

지방세법 제112조 제2항에서 규정하고 있는 사치성 재산의 취득 및 등록을 제외하고는 부동산투자회사가 취득하는 부동산에 대한 취득세(2%)와 등록세(3%)의 50%를 감면하고 기업의 구조조정 부동산에 한하여 투자할 수 있는 기업구조조정 부동산투자회사가 취득하는 부동산에 대한 취득세(2%)와 등록세(3%)는 전액 면제하도록 규정함이 요청된다. 또한 같은 맥락에서 농어촌특별세에 대하여도 비과세 되어야 할 것이다.

또한 부동산투자회사가 보유하는 부동산에 대하여 종합토지세를 과세함에 있어서 고율의 세부담⁹⁷⁾이 예상되는 종합합산과세대상으로 분류하기보다는 상

96) 법정준비금.

대적으로 세율의 부담이 적게 예상되는(0.3%의 세율 적용)분리과세대상으로 분류해야 할 필요성이 제기된다 하겠다.

끝으로 이상에서 설명한 부동산투자회사와 기업구조조정 부동산투자회사에 대한 조세감면 필요사항을 도표로 요약하면 <표4-1>과 같다.

<표4-1> 일반REIT와 CR-REITs에서의 조세감면 제시

구분	REITs	CR-REITs
근거법	부동산투자회사법	부동산투자회사법
회사형태	실체회사	페이퍼컴퍼니
업무	부동산매입·관리·처분	부동산매입·관리·처분
자금모집	주식발행	주식발행
자본금	500억	500억
주식분산	1인당10% 이상 보유제한	보유제한 없음
자산구성	총자산의 70%이상 부동산 90%이상 부동산, 부동산 관련 유자증권 및 현금으로 구성	총자산의 70% 이상 부동산으로 구성(부채상환용, 재무구조개선 이행약정용 등)
자산운용	핵심적인 기능을 제외하고는 위탁가능	모두 위탁가능
개발사업	발행 주식의 상장 후 자기자본의 30%내 허용	발행 주식의 상장 후 자기자본의 30%내 허용
차입	원칙적으로 금지하되 일정한 경우만 허용	원칙적으로 금지하되 일정한 경우만 허용
수탁기관	부동산투자자문회사(건교부등록)자본금 10억원, 전문인력 3인 이상 확보	자산관리회사(건교부인가)자본금 70억원, 전문인력 5인 이상 확보
배당	주주에게 90이상 배당	주주에게 배당(90% 규정은 세법에 규정)
존속기간	실체 있는 영속회사	존속기간은 정관에 기재
감독	건교부인가 (상장시 금감위도 감독)	건교부 인가 건교부, 금감위 감독
조세관련		
법인세	면세 없음	90%이상 배당시 완전 면제
취득·등록세	50% 감면	완전감면

97) 대부분 5%의 세율 적용.

제 3 절 정보인프라의 구축 및 평가 주체의 공신력 제고

1. 정보인프라의 구축 및 부동산관련 정보공개⁹⁸⁾

현재 우리 나라의 부동산 시장과 문화는 자료의 폐쇄성 및 부정확성, 지하경제성, 불투명한 거래관련 등 후진적 요소를 그대로 갖고 있어서 리츠제도가 활성화되기 위해서 준비해야 할 가장 중요한 부분은 부동산 관련 정보공개, 부동산 투자지수의 개발, 부동산관련 정보 인프라의 구축 등과 같은 작업의 조속한 구축이라 하겠다. 리츠 제도가 도입된 현재 투자대안으로 비교할 수 있는 자료들이 불비하면 리츠 자체가 위험한 투자로 간주되고, 결국 제도 활성화에 걸림돌이 될 것이다. 따라서 리츠 제도를 촉진시키고 활성화시키기 위해서는 각종 부동산 투자정보의 구축 및 관련정보공개가 절실한 상황이다.

미국에서 부동산 금융기법이 발달한 이유는 바로 다양한 정보가 일반에게 공개되고 그것에 대한 자세한 분석이 있었기 때문이다. 우리 나라의 경우 부동산업계가 발달정도가 낙후되어 미국과 같은 차원의 정보 인프라를 먼저 구축한 후 이를 기반으로 단계적으로 발전시키는 것이 효율적이라고 생각한다⁹⁹⁾.

이하에서는 공통적으로 사용할 수 있는 공신력을 지닌 자료망 구축을 위해 정부 및 부동산 관련업계 그리고 리츠 투자정보의 구축방안에 대해 살펴보고자 한다.

1) 정부의 투자정보 구축방안

부동산 정보는 관련 기관간에 업무의 연관성이 크고 정보의 유통량이 많은 것이 특징이다. 예컨대 행정업무의 필요성에 따라 행정자치부, 건설교통부, 국세청, 법원 등에서 개별행정에 초점을 관리하고 있다. 이처럼 기관마다 고유업

98) 김영화, 전계논문, pp,76~80.

99) 한동민(2001), “감정평가제도 개선과제에 대한 접근”, 감정평가논문집 제9호, p,304.

무에 필요한 정보만을 관장하고 있기 때문에 국가차원에서 볼 때 동일한 정보를 다른 기관에서 중복 관리하여 예산낭비나 행정처리 및 민원 서비스의 비효율성 등의 문제가 발생하므로 부동산 정보의 일원화가 필요하다¹⁰⁰⁾. 또한 리츠 제도 초기에는 정부는 시장에서 모든 참여자가 경쟁원리에 입각하여 자율성을 충분히 발휘할 수 있도록 부동산 투자지표를 작성하는데 필요한 관련 정보 인프라를 구축하고 지원해 줄 필요가 있다. 투자지표의 수집·분석·공시에 필요한 규모의 경제가 리츠 제도 초기에 보다 강조될 필요가 있기 때문이다. 예컨대 토지거래 정보망을 부동산거래종합정보망으로 확대하고 관련부처의 관련전산망을 연계하여 기초정보의 수집관리를 체계화하며, 지번도와 부동산 가격도면을 조사·작성하여 거래정보 공개기능을 강화시켜 주어야 할 것이다.

그리고 우리 나라의 현실상 부동산 관련 업계에 모든 정보체계 업무를 맡기는 것은 불가능할 것이고 정부가 주도가 되어 부동산관련 업계가 현재 확보하고 있거나 앞으로 수집할 자료를 모아서 표준화하여 업계에 제공하는 방안도 강구하여야 할 것이다. 예를 들면, 정부의 표준지 공시지가 조사시 건물에 대한 몇 가지 사항을 추가하여 조사토록 하거나 분기별 지가변동률 조사시 건물 매매가격 또는 건물임대료 등도 함께 조사하거나 개별지가의 조사시 주요 기표건물을 선정하여 건물에 관한 특성조사를 추가하고 데이터베이스화하여 신뢰할 수 있는 자료를 확보할 수 있을 것이다¹⁰¹⁾.

또한 리츠의 투명성을 확보하고 투자자를 보호하기 위해서는 먼저 IPO시 기업공시제도를 엄격히 적용하여 리츠의 운명의 투명성을 확보하는 동시에 투자자 보호 조치로 활용해야 한다. IPO시 리츠가 보유하고 있고, 향후 매입이 가능한 부동산 자산에 대한 정보를 공시하는데, 리츠가 투자자 모집 이전에 매입할 부동산의 보유자와 사전 옵션 계약을 통해 자산 확보 가능성을 높이는 조치 등을 취하는 자구책을 마련해야 한다. 그리고 리츠가 투자자의 이익에 반하는 형태로 운영되지 않도록 리츠 운영 정보를 정기적으로 실시간 발표할

100) 김영표(1999), “부동산 정보관리의 실태와 종합정보 시스템 구축방안”, 부동산 리서치, 여름호, p.97.

101) 임재만(1998), “감정평가업계의 구조조정 방안에 관한 연구”, 감정평가 봄호, p.35.

수 있는 장치를 마련해야 한다. 우리 나라의 기업 지배구조상 자산운용회사를 지배하는 스폰서의 리츠 운영을 감시할 수 있는 외부 감사기능이 강화되어야 한다.

공시정보에 대한 공신력 부여를 위해서는 리츠와 특수관계가 없는 공신력 있는 신용평가회사의 평가를 사전에 받을 수 있는 제도를 마련해야 한다. 이러한 경우, 리츠의 IPO를 담당하는 주관사, 회계법인 등이 정보 공신력에 대해 일정 부분 책임을 보유하고, 이러한 책임은 보험 등과 같은 신용보완기능을 통해 위험을 분산시킨다.

리츠는 일종의 금융상품인 만큼 금융기관에서 사전적, 사후적 금융감독을 강화해야 한다.

사전적으로는 IPO시 리츠가 공시한 정보의 공신력 여부를 감독하고, 사후적으로는 리츠의 자산운영의 건전성을 감시, 운영 공시정보의 공신력 여부를 감독한다. 리츠의 운영을 사실상 지배하는 스폰서가 투자자의 이익과 반하는 방향으로 자산을 운영하는 도덕적 해이를 방지하기 위해서는 리츠의 특수관계인과의 거래시 거래가격의 공시 및 거래사실을 금융기관에 보고하고, 특수관계인과의 현물 출자시에는 자산 가격을 시장에서 정확하게 평가할 수 있도록 외부의 자산평가기관을 동원한다. 그리고 리츠와 공신력이 없는 사설 펀드와의 차별성을 부각하기 위한 사전 홍보조치를 마련해야 하는데, 리츠의 경우 확정 수익률 발표를 하지 못하도록 제도화하여 리츠를 차별화 하고 금융감독기관의 인증제도를 통해 공인된 리츠 제도를 도입해야 한다. 또한 일반 회사 형태로 운영되는 유사 부동산 펀드도 기본적인 투자자 보호 장치와 건전한 자산 운용을 담보할 수 있도록 금융감독 범위에 영입하고 고위험-고수익 부동산 펀드의 경우도 다양한 투자자의 취향을 만족시켜준다는 점에서 일정 부분 기대할 수 있다.

2) 부동산 관련업계의 투자정보 구축방안 및 공개

투자자들의 신뢰를 심어줄 수 있는 사업이 수익성에 대한 기본적인 자료의 형식과 내용은 어느 한 기관에서 축적, 보유해온 자료들만으로 구축하기는 어

려운 실정이므로 리츠 관련업계에서 공통적인 목표와 인식을 가진 기관들이 모여서 구축해야 할 사인이라 하겠다.

아직까지 부동산의 정보화가 개별적으로 추진되어 연계성이 미흡하고 기초 자료의 정확성이 부족하여 효율성과 신뢰성에 한계가 있으므로 앞으로는 각종 정보망간의 연계성을 강화하고 입수된 정보의 정확성을 강화하여 시간, 비용의 중복을 줄이고 정보의 활용도를 제고하여야 한다. 1999년말 한국감정평가연구원과 삼성 에버랜드는 50% 지분을 출자, 서울에 위치한 빌딩 등의 사무실 임대료 상황 등을 분기별로 발표하고 있으며, 한국감정원도 감정평가연구소에서 1999년부터 정기적으로 서울시의 빌딩수익을 조사·발표하고 있으며, 한국감정평가협회도 감정평가 정보시장에서 선점을 기하기 위해서 감정평가 관련 전산화 시스템을 준비하고 있으며, 그밖에 부동산114 등 민간 컨설팅 업체들도 부동산 수익률 제고를 위해 지수개발과 기초 데이터 베이스를 축적하는 등 간접투자 시대에 제고를 위해 지수개발과 기초 데이터 베이스를 축적하는 등 간접투자 시대에 대비한 사전준비를 하고 있으나 중복되는 부분이 있고 객관성 및 연계성이 미흡하여 정보의 통합제공이 요청된다. 예컨대 미국은 부동산투자수탁자협회에서 부동산지수를 영국은 부동산컨설팅회사에서 부동산투자지수를 일본은 일본부동산연구소에서 전국 임대료 통계자료 등을 조사·발표하고 있다.

부동산 관련 정보공개는 투자정보 구축을 위한 기본적인 단계로 부동산 관련 업계로부터 솔선 수범하여 자료를 공개하여야 한다. 중개업협회는 과거 및 현재의 매매가격 및 임대가격 등의 수준을 한국감정평가협회는 감정관련 자료의 공개 및 평가수행시 획득한 자료를 적극적으로 공개하고 상호 정보를 공유할 수 있도록 업계 공동의 발전을 도모하는데 노력하여야 할 것이다. 미국의 경우 부동산 중개회사의 정보망, 인터넷상의 부동산 매매 시스템, 빌딩관리회사, 투자협회, 자료제공 서비스센터, 평가업협회 부동산센터 자료운용, 전자자료교환시스템 등을 통해 정보 인프라가 광범위하게 운용되고 있다¹⁰²⁾. 또한 리츠에 필요한 자료축적이 구축되기 전의 시행초기에는 해외의 전문 부동산투

102) 김용항, 이상현(1998), “산업구조조정과 부동산 서비스업의 환경의 변화”, 감정평가연구원, pp,212~216.

자회사의 제휴도 필요한 것이다.

3) 리츠 투자정보의 구축방안

리츠 제도의 도입은 부동산의 경제적 수익성 분석을 기초로 자본가치가 도출되는 개념이므로 이를 위해서는 부동산 증권화 시장의 모든 과정이 투명해야 하며, 리츠 정보의 경우는 MBS나 CMBS¹⁰³⁾에서 필요한 정보 뿐 아니라 좀 더 폭 넓고 깊이 있는 정보가 필요하다. 특히 우리 나라의 경우에는 개발형이 앞으로 등장할 가능성이 있기 때문에 정보공시의 문제가 더욱 심각할 것으로 보인다. 따라서 이런 점을 고려할 때 리츠를 활성화하기 위해 투자위험 및 경영성과에 대한 명백한 공시, 회계정비, 시계열 자료 구축, 펀드간 비료자료를 조속히 구축해야 할 것이다.

그리고 리츠가 본격적으로 도입된 지금은 관련된 공시절차가 마련되어야 한다. 자산, 수익률, 경영진 운용회사 등의 평가를 통하여 투자자가 정확한 관련 정보에 의거 투자여사를 결정할 수 있도록 관련 지표와 공시내용을 규정하여야 할 것이다. 또한 이를 분석할 수 있는 시장구조도 만들어야 한다. 뮤추얼 펀드의 경우 많은 펀드가 있지만 이를 체계적으로 비교하고 평가하는 전문기관이 부재하다. 평가지표와 평가기관의 육성도 검토되어야 할 문제다. 투자자가 개인적으로 회사의 내용을 조사하고 이해하기 어려운 형편에서는 대다수의 투자자들은 평가기관의 평가내용을 보고 투자를 할 것이기 때문에 투자자 보호를 위해서도 평가산업의 육성은 시급한 일 중의 하나이다. 향후에 리츠 협회가 설립되어 체계적으로 경영성과와 수익률 및 관련 지표를 공시해 준다면 투자자들의 투자여사결정에 큰 도움이 될 것이라 판단된다.

2. 리츠 자산의 적정평가를 위한 평가 주체의 공신력 제고

103) CMNS(Commercial Mortgage Backed Securities): 발행절차나 구조 등에서 MBS와 유사하나 MBS가 주택을 담보로 하는 반면에 CMBS는 상업용 부동산을 대상으로 한다.

리츠 제도가 올바른 정착을 하기 위해서는 자산의 공정한 평가가 선행되어야 한다. 그럼에도 불구하고, 제도 도입에 관한 과정에서 가치평가에 관한 논의는 중요한 이슈가 되지 못하였다. 가치평가는 시장질서를 바로잡고 가격과 기준의 지표를 설정하는 과정이다. 평가가 중심을 잃는 경우에는 가격지표에 대한 잣대가 무너져 시장의 질서마저 위협받게 될 수 있기 때문이다. 리츠 상품에 대한 공신력이 부족할 때 투자위험의 정도는 클 수 밖에 없고, 높은 위험은 결국 투자자의 선호가 축소되어 활성화되지 못하게 된다. 이는 결국 평가주체의 공신력과 전문성의 문제로 귀결된다 하겠다.

부동산투자회사법과 관련하여 자산가치 평가의 전문가 그룹이라 할 수 있는 '지가공시및토지등의평가에관한법률'에 의한 감정평가의 업무는 리츠 설립 후 현물출자사에 대한 평가(법제19조②)¹⁰⁴⁾에 대하여 명시적으로 규정되어 있을 뿐, 기타 자산의 가치평가업무(법 제18조, 제20조, 제26조, 제27조, 제37조, 제43조 및 제4조)에 관하여는 평가주체에 대한 언급이 없다. 이제까지 주식가치 평가, 자산실사보고서 등은 대부분 회계·법무회사가 주로 담당해온 것이 사실이다. 그러나 리츠 자산의 대부분이 수익성 부동산으로 구성되고, 그 투자흐름을 정확하게 예측·분석하는 일이 무엇보다 중요한 만큼 부동산투자분석 등에 관한 노하우를 축적한 전문가 집단이 주도적으로 평가업무를 담당해야 할 것이다.

따라서 감정평가회사나 부동산컨설팅 업무에 노하우를 축적한 회사 등 일정한 요건을 갖춘 경우에는 자산가치 평가업무를 수행할 수 있도록 명시함으로써 평가주체의 공신력과 전문성을 높일 수 있도록 제도적으로 뒷받침 되어야 할 것이다. 특히, 자산실사(Due Diligence)등의 업무와 관련해서 부동산실사, 법적 요건 분석, 환경피해 분석, 재무제표 분석 등은 부동산 자산에 대한 전문적 지식이 요구된다. 이와 아울러, 자산가치 평가의 객관성은 신뢰성·공정성과 함께 공신력의 중요한 요소가 되는 만큼, 객관성을 확보하기 위해서는 풍부한 경험과 능력, 자료와 정보의 질, 전문화된 평가기준이 필수적으로 요구된다. 리츠 자산 평가의 접근은 현금흐름의 추정, 투자분석 등 소득접근법 및 컨

104) ①항의 규정에 의하여 현물출자하는 부동산의 가액은 지가공시및토지평가에관한 법률에 의한 2인 이상의 감정평가업자로 하여금 평가하게 하여야 한다.

설팅이 수반되지 않고는 해결할 수 없다. 현재, 감정평가 등 관련 업계에서 이에 대한 준비를 분주하게 진행하고 있으나, 아직까지 만족할 만한 수준은 아닌 듯 싶다. 업계 공동의 노력이 요구되는 시점이라 하겠다. 특히, 자산평가의 기준에 관한 연구와 논의가 좀 더 구체적으로 진전되고, 이에 대한 합리적인 기준을 시급히 마련해야 할 것이다.

3. 적격한 투자부동산 확보

결국 리츠의 활성화에 있어서 가장 관건이 되는 것은 리츠가 적격한 투자 부동산을 찾고 적절한 부동산 운영을 할 수 있느냐의 문제이다. 적격한 투자 부동산의 확보는 리츠의 활성화 여부를 결정하는 열쇠라 할 수 있는데, 리츠는 투자자에게 적정 투자 수익률 이상을 배당할 수 있는 부동산을 확보해야 하며, 특히 투자자에게 안정적인 배당을 할 수 있기 위해서는 매년의 현금흐름에서 투자수익률을 확보해야 한다. 따라서 리츠가 투자하는 부동산의 가치 평가는 부동산에서 발생하는 현금흐름에 기초한 수익환원법으로 이루어져야 한다.

우리나라의 경우, 그동안 부동산 가치 평가의 기준이 부동산에서 발생하는 수익보다는 미래 자본에 의존하는 경우가 많았기 때문에 수익환원법에 의해 평가할 경우 상당수 부동산 가격은 과대 평가된 상태이다.

4. 제도정착을 통한 활성화방안

1) 부동산투자자문회사의 안정성 확보

부동산 투자회사법상 부동산투자회사제도의 운영에 있어서 규정상으로는 부동산투자회사로부터 부동산투자자문회사가 자문 및 평가기능을 위탁받아 자문 업무를 수행하는 것으로 되어 있으나, 실제로는 부동산투자자문회사를 먼저

설립하고 자금을 모아 부동산투자회사를 설립하여 자문회사가 부동산투자회사를 조종하는 경우가 다수 발생할 가능성이 있는 바, 부동산투자자자문회사의 건전한 운영을 위한 제도적인 보완장치의 마련 및 감독관청의 철저한 감독이 있어야 할 것으로 생각된다.

2) 기업구조조정부동산투자회사에 대한 투자집중 방지

부동산투자회사법에서 부동산투자회사제도와 별도로 “부동산뮤추얼펀드”인 기업구조조정부동산투자회사(CRV)를 규정하고 있는데 유사제도의 중복으로 국민들의 혼란이 가중될 우려가 있다는 의견이 있으나, 리츠는 내부관리, 장기투자, 우량부동산에 투자되는데 반해, CRV는 외부위탁관리, 단기투자, 구조조정용부동산투자 등에 투자하도록 되어 있어 두 제도는 차별성 있게 운용되며, 중복된다기보다 오히려 상호 보완기능을 한다. 부동산투자회사는 불황기에 저가로 매입할 수 있고 경기회복 후 매매차익을 얻을 수 있는 구조조정용 부동산에 적극 투자할 것으로 예상되지만, 이는 투자수익성을 고려하여 부동산투자회사의 주주총회나 이사회에서 결정하는 것이며, 구조조정용 부동산에 투자한다고 하여 부동산투자회사가 부실화되는 것은 아니라고 하나, 세제혜택과 개발사업의 제한에 차등이 있으면 기업구조조정부동산투자회사에 대해 투자가 집중될 수 밖에 없어 예외적인 기업구조조정부동산투자회사 제도가 기본적인 제도인 부동산투자회사제도를 구축하는 경우가 없도록 세제혜택의 통일, 존속기한의 제한 등으로 운영상의 묘를 살려야 할 것이다.

3) 감독기관의 적절한 업무분담

부동산투자회사제도는 부동산에 금융을 결합시킨 형태로 제도 시행시 주식 발행, 자금모집, 상장 등과 관련하여 금융전반을 관할하는 금융감독위원회와 관리·감독기능을 어떻게 분담할 것인지 정리할 필요가 있는 바, 당초 부동산투자회사법 개정안에도 관리·감독의 이원화와 역할분담 등으로 발생할 수 있는 여러 가지 문제점을 충분히 검토하여 개정안을 마련하였으며, 실제 운영에

있어서는 부동산투자회사의 자산운용·주식모집 등 금융부문에 있어서는 금융감독위원회의 관리·감독을, 사업계획 수립·부동산 투자운용 등의 부문은 건설교통부가 관리·감독하도록 함으로써 상호가 역할 분담이 명확히 되도록 보완하여야 할 것이다.

4) 자산관리회사의 난립방지

기업구조조정부동산투자회사의 자산을 실질적으로 운용하는 주체인 자산관리회사의 건실한 운영이 필요하므로 그 난립을 방지하여야 한다. 법 개정안은 기업구조조정부동산투자회사를 실체가 없는 페이퍼컴퍼니 자본금 규모를 30억 원에서 70억 원으로 상향조정하고, 설립 시 건설교통부장관의 인가를 받도록 하는 등 설립요건을 강화하여 그 난립을 방지하고 투자자를 보호할 수 있도록 의결되었으나, 설립인가 시 건설교통부장관은 제반 규정을 엄격히 심사하여 건전한 자산회사가 설립될 수 있도록 하고, 운영과정에서도 부실 및 투자자 손실을 방지하기 위하여 철저한 감독을 다하는 등 관심을 기울여야 할 것으로 보인다.

5) 외국 부동산투자회사의 국내시장 장악방지

제도 시행과 관련하여 선진기술과 정보 면에서 앞선 다국적 외국부동산투자회사의 국내시장 장악을 방지할 대책이 필요한 바, 대규모 자본과 투자·운영 면에서 앞선 외국의 다국적 부동산투자회사의 국내시장 독점을 방지하기 위하여 국내 부동산업체가 자산관리회사로 진출할 수 있도록 겸업제한 조치를 탄력적으로 운영하여 건설교통부장관의 승인이 있는 경우에는 겸업제한의 예외를 인정할 필요가 있으며, 선진 부동산투자회사 제도를 학습하여 그 투자기법을 활용할 수 있도록 국내의 자산운용전문인력, 자산운용전문기관, 자산관련회사 등을 육성해 나가야 할 것으로 생각된다.

5. 리츠 제도의 운용전략

리츠의 운용전략은 관련법규의 내용에 따라 크게 영향을 받는다.

예를 들어 리츠의 사업 범위 및 내용, 리츠의 자산구성 요건, 소득구성 요건, 배당구성 요건, 법인세 및 부동산 관련세제의 감면 범위 및 내용, 자회사 운용시 자회사가 창출하는 소득의 리츠 소득으로의 인정 범위, 파트너쉽 구성 시 그 조건 및 범위 그리고 세제혜택 정도, 프랜차이즈와 같은 적극적인 영업으로 인한 소득 발생시 리츠의 소득으로의 인정범위 등의 법적 규제에 따라 리츠의 운용사업 및 사업기회가 결정된다.

따라서 우리나라의 경우 관련 법규가 확정되어 있지 않은 상태에서 운용전략을 구체화할 수 없는 한계를 가지고 있다. 여기서는 이러한 한계 및 우리나라의 환경을 고려하여 일반적인 관점에서 리츠의 운용전략을 기술하고자 한다. 운용전략에서 가장 중요한 요소들은 다음과 같다.

1) 운용부동산 또는 사업대상 부동산의 확보

현재 우리의 여건을 고려하면 리츠가 운용대상으로 하는 부동산이 무엇이냐가 가장 중요하다. 왜냐하면 초기시장에서 리츠의 경쟁력은 증권화 될 수 있는 부동산부문에서 결정되기 때문이다.

여기서 증권화 될 수 있는 부동산이란 현금흐름의 안정성 및 일관성, 그리고 투명성을 확보할 수 있고 일정한 수익률을 창출할 수 있는 부동산을 의미한다. 우리의 부동산시장 여건에서 이러한 부동산을 찾는다는 것은 매우 어렵다.

왜냐하면 정보구조의 왜곡으로 공급자와 수요자간에 정보의 비대칭성이 심화되어 투명성이 결여되어 있을 뿐만 아니라, 현금흐름의 안정성도 신뢰성을 확보하고 있다고 보기는 어렵기 때문이다. 게다가 현재의 시장 조건에서 다른 금융상품과 경쟁할 만한 수익성을 창출할 수 있는 부동산도 제한적일 가능성이 있다.

확보되는 사업대상 또는 운용부동산은 바로 리츠의 운용자산이 되므로 어떤

부동산을 리츠가 보유하느냐에 따라 리츠의 자산운용기법이 달라진다. 초기 시장에서는 리츠가 안정형, 수익형, 성장형으로 구분하여 지역별로 유형별로 적절한 부동산을 확보하는 것이 가장 가능한 대안으로 부상할 수 있다.

왜냐하면 이러한 자산 포트폴리오는 초기 시장에서 안정성을 확보하고 일정 수준이상의 수익률을 창출할 수 있기 때문이다. 특히 회사형 리츠의 경우 초기 시장에서는 이러한 랩어카운트의 성격을 가지는 포트폴리오가 정착할 것으로 예상된다. 왜냐하면, 투자자들의 투자패턴도 위험을 관리하기 위하여 다양한 성격을 가지는 상품들로 포트폴리오를 구성하는 추세이기 때문이다.

이러한 관점에서 보면, 리츠가 발행하는 주식은 이미 포트폴리오화된 주식이므로 투자자들의 선호에 적합한 투자대상으로 부상할 수 있다.

2) 적절한 사업규모를 운용할 수 있는 수준의 자본금(또는 펀드)의 모집.

리츠는 부동산을 운용하는 사업이기 때문에 사업을 수행하기 위해서는 부동산의 취득이 절대적으로 필요하다. 만일 리츠가 자본금의 제약으로 보유 부동산을 일정 수준으로 확보하지 못할 경우, 리츠는 인프라 구축에 따른 비용부담을 벗어날 수 없다.

이에 따라 리츠의 수익성이 악화될 수밖에 없다. 리츠는 부동산의 현금흐름을 증권화하는 것이므로 여기에 수반되는 여러 가지 시스템을 확보해야 한다. 부동산 관련 정보의 데이터베이스, 자산운용시스템, 회계처리시스템, 감정평가시스템, 운용 매뉴얼, 자산운용 전문가집단, 증권화 시스템, 위험관리 시스템 등의 인프라를 구축하기 위해서는 초기에 많은 시간과 비용이 투입되어야 한다.

이것은 곧 비용의 상승을 유발하므로, 초기에 리츠가 평균비용을 떨어뜨릴 수 있는 규모의 경제를 확보하지 못한다면, 리츠의 수익성은 하락할 수밖에 없다. 이것은 리츠에 대한 투자수요를 감소시켜, 초기에 리츠가 안정적인 영업기반을 확보하는데 장애요소가 될 수 있다.

문제는 자본금 또는 펀드의 규모를 얼마나 해야 할 것인지 이다. 자본금 또는 펀드의 규모는 영업전략, 자본시장의 여건, 부동산시장 여건, 성장전략 등

에 따라서 결정된다.

여기서 중요한 것은 어떤 출자자 또는 투자자들로 리츠를 구성할 것인가이다. 리츠의 초기 시장에서 스폰서로 또는 투자자로 누가 참여할 것인가가 중요하다. 왜냐하면, 참여 주체에 따라 기타 투자자 및 일반 투자자들의 참여 폭 및 규모가 결정되기 때문이다. 리츠는 금융기능, 개발기능, 부동산운용기능, 그리고 정보통합기능을 가진다. 이것은 리츠의 자본 참여 주체로 이러한 기능을 가진 주체가 유리하다는 것을 의미한다. 왜냐하면, 각 기능의 확보는 리츠의 경쟁력을 제고할 수 있기 때문이다. 따라서, 리츠의 필요 기능을 가진 주체의 참여 정도가 높을수록 리츠는 자본금 및 펀드를 대형화할 수 있어, 비용증가를 상쇄할 수 있을 정도의 충분한 사업물량을 확보할 수 있다.

3) 리츠를 운용하기 위한 전문적인 운용기법 및 인력의 확보

우리나라는 리츠를 운용하기 위한 전문기법이 거의 축적되어 있지 않은 상태이며, 관련 전문가집단 조차도 구성되어 있지 않은 상태이다.

초기 리츠가 시장에서 신뢰를 받고, 안정적인 투자 도관체로 정착하기 위해서는 전문 기법 및 인력의 확보가 매우 중요하다. 특히, 부동산에서 발생하는 현금흐름을 증권화 시키는 시스템(예를 들어, 안정적인 현금 흐름의 창출 및 분석, 객관적인 사업타당성 분석, 위험수준의 측정 및 위험경감 방안, 유·무상 증자와 관련된 성장모형 구축, 투명한 부동산운용 회계기법, 채권발행 파이낸싱기법, 자산평가기법 등)과 관련된 기법 및 전문인력의 구축이 시급하다.

전문적인 운용기법 및 인력의 확보는 안정성뿐만 아니라 수익성을 결정하는 요소이다. 특히 부동산시장은 지역성(locality)을 수반하므로, 외국의 선진기법 및 인력을 활용하는 방안도 한계가 있다. 따라서 국내의 전문가들을 육성할 수밖에 없다. 이 경우 리츠의 기능과 국내시장의 여건을 고려하면, 부동산관련 전문가를 선발하여 금융부문 등의 교육을 통하여, 이들을 리츠를 운용할 수 있는 전문가로 양성하는 것이 바람직한 대안으로 생각된다.

4) 부동산운용의 투명성 확보

리츠운용에서 가장 큰 장애요인의 하나는 부동산시장의 투명성 결여이다.

리츠를 도입하는 입법배경의 하나도 부동산시장의 투명성 제고임을 고려하면, 투명성확보에 따라 리츠에 대한 투자자들의 선호가 결정된다고 볼 수 있다. 나아가 부동산운용과정이 투명하지 않으면 증권시장에서 리츠는 거래될 수가 없다. 현재 증권시장의 경우 투자설명, 공시, IR활동을 의무화하고 있는데 그 목적은 기업의 영업내용을 투명하게 공개함으로써 투자자들을 보호하기 위한 것이다.

우리나라 부동산시장의 투명성 결여는 부동산업계의 거래관행에도 원인이 있지만 근본적으로는 비제도권 즉 비공식부문이 부동산시장에서 상당한 비중을 차지하기 때문이다. 거래당사자간에 비공식적으로 부동산관련 거래를 함으로써 정보가 제한적으로 유통되고 있으며, 게다가 정보에 대한 접근조차도 매우 곤란한 실정이다.

임대차시장을 보면, 기업의 임대차거래는 공개되지 않아 거래내용에 대해서는 공개되지 않아 거래내용에 대해서는 당사자만 알고 있다. 특히 오피스 등의 대형부동산의 경우에는 매매가격조차도 공개되지 않음으로써 현금흐름에 기초한 가치산정 등의 평가도 여의치 않다. 주택의 경우 우리나라 특유의 전세제도는 개인간의 거래에 국한되고 있는 실정이다. 전세제도는 비제도권에서 일종의 주택자금조달 수단으로 활용되고 있어 순수한 의미는 임대제도가 제대로 정착되지 못한 부작용을 유발하고 있을 뿐만 아니라, 임대차시장에서 리츠의 사업 수행 시 반드시 극복해야 시장관행으로 작용하고 있다.

특히, 부동산 관리부문의 경우 임대차시장보다도 더욱 비공식적으로 운용되고 있다. 임대료의 산정 및 결정, 임대료의 인상, 관리수준의 내용 및 범위, 관리부담의 주체 및 분담정도, 관리문제 발생시 제도적 해결장치, 관리수준의 평가방법, 적정관리비의 결정 등 부동산관리와 관련된 거래는 표준화 혹은 공식화되어 있는 매뉴얼이 없다고 해도 과언이 아니다. 일부 부동산임대사업을 하는 기업의 경우 자체 내의 관리시스템을 갖고있지만, 시장전체의 공감대를 형성하기에는 턱없이 부족한 실정이다.

리츠의 수익원을 볼 때, 부동산 임대차운용도 중요하지만, 초기에는 부동산 관리가 더욱 중요할 것으로 예상된다. 왜냐하면 초기부동산 관리시장에서 통용될 수 있는 관리준칙 및 관리기법을 개발하고 이를 매뉴얼 화하는 과정에서, 상당한 시행착오를 겪게되고, 그 결과 리츠의 운영비용이 상승할 수 있기 때문이다. 그러면, 우리나라 부동산시장의 불투명성을 극복하고 리츠의 경영을 투명화 하기 위한 방법은 무엇인가? 여러 가지방법이 있을 수 있지만, 제도적인 장치로는 ALM(자산부채관리) 및 VaR(위험가치평가)시스템을 도입하는 것도 유력한 대안이 될 수 있다.

ALM과 VaR는 위험관리시스템으로 금융기관에서 사용하는 금융기법 또는 시스템이지만, 이를 투명성을 확보할 수 있는 제도적 장치로 리츠에 활용할 수 있다. 왜냐하면, 위험관리는 시장변화에 대한 자산가치의 위험정도를 측정하는 것이므로, 이 과정에서 임대 및 관리부문의 시장정보가 객관적으로 분석되고 위험에 영향을 미치는 임대 및 관리 부문의 요소들이 평가되기 때문이다.

따라서 ALM 및 VaR를 구축하는 것은 부동산운용과 관련된 요소들을 정량적 또는 정성적으로 분석하는 과정을 거쳐야 하므로 자연스럽게 부동산시장의 투명성을 확보할 수 있다.

5) 리츠운용에 적합한 고유의 회계처리시스템의 개발.

회계처리는 리츠의 FFO(funds from operations)의 확립에 매우 중요하다. 왜냐하면 리츠는 일반기업과는 달리 순 소득을 기준으로 배당을 결정하는 것이 아니라, 운용에서 발생하는 소득이 FFO를 기준으로 배당을 결정하기 때문이다. 나아가 FFO의 크기 및 변화에 따라 리츠의 주식 또는 수익증권의 가치가 변하기 때문이다. 즉 객관적이고 공정한 회계처리를 거쳐야만 부동산에서 발생하는 현금흐름이 증권화 될 수 있다.

미국의 리츠사례를 보면, GAAP라는 회계준칙을 두고 부동산 유형별로 그리고 리츠마다 고유의 회계처리시스템을 사용한다. 자본적 지출은 그 항목(item)에 따라 자본화되는 비용으로 예상되거나 장기비용으로 처리될 수 있으

므로 논란의 대상이 될 수 있다. 자본적 지출의 처리에 따라 감가상각액이 달라질 수 있으며, FFO가 달라질 수 있다. 따라서 표준화된 회계처리시스템을 구축하여 시장의 혼란을 최소화할 필요가 있다.

제 5 장 결 론

우리나라의 부동산투자회사제도는 IMF관리 체제 이후 기업 보유 부동산의 유동성이 극도로 저하된 데서 유동성을 제고시키려고 하는 목적과 부동산의 투자이익을 보다 많은 사람들에게 분배하려고 하는 취지에서 도입되었었다. 그러나 부동산투자회사 제도의 부작용을 지나치게 우려한 나머지 투자가의 안전성을 염두에 둔 조항들이 상당부분 법을 구성하게 되었으며 결과적으로 동 제도 시행이후 2년여가 흘렀어도 아직 제도 정착이 안되고 지극히 초기 단계에 머물러 있는 것이 현재의 실정이다.

따라서 본고에서는 우리나라 리츠제도, 다시 말해 부동산투자회사제도의 활성화를 위해 우리나라 보다 먼저 동 제도를 시행하고 있거나 우리에게 시사하는 바가 큰 몇 개의 외국사례를 중심으로 우리나라 부동산투자회사제도의 활성화 방안을 제시해 보고자 하였다.

본고에서 제시된 우리나라 부동산투자제도의 활성화 방안은 아래와 같다.

첫째 세제 혜택 등 법개정의 필요성이 요구된다. 법 제정후 2003년 말 현재 6개 CR REITs만이 상장되어 있다. 일반 REITs의 경우 2개 기관(에이펙, 코리아REITs)이 일반 공모를 시도하였으나 실패한 후 설립추진이 부진한 상태가 계속되고 있고, 부동산투자회사 관련 회사로 9개의 자산관리회사가 인가되고, 15개의 부동산투자자문회사가 등록되어 있는데 이와 같이 부동산투자회사의 설립이 부진한 이유는 투자자보호를 위해서 회사의 영업활동에 대해 지나치게 제도적 규제를 하고 있고, 최근 부동산가격의 상승으로 투자에 적합한 부동산을 확보하기 어려운 경제적 요인 등이 작용하고 있기 때문이다.

특히 일반 리츠에 비해서 CR REITs만이 활성화되고 있는 것은 법인세, 취득세, 등록세, 등 세제상의 불이익이 크기 때문이다. 미국의 경우 1960년 Internal Revenue Code법률 수정안이 의회를 통과함으로써 리츠의 골격이 완성되었고 동 법률안에 따라 일정한 자격요건을 갖추기만 하면 리츠로 인정받

아 이미 오래 전부터 법인세등 면세 혜택을 받고 있다.

따라서 우리도 지나친 제도적 규제를 완화하고 일반 REITs에 대해 최소한 CR REITs에 허용하고 있는 정도의 동일한 세제상 지원이 요구된다 하겠다.

둘째로, 부동산투자회사의 설립을 보다 용이하게 하고 대규모 법인의 참여를 유도하여 위탁관리 부동산투자회사제도를 도입함과 동시에 부동산투자회사의 재무활동, 영업활동과 관련된 제한을 완화하고, 기업구조조정 부동산투자회사 경우는 투자대상범위를 확대하는 등 회사 설립과 관련된 규제 완화조치가 취해져야 한다고 본다.

그 세부적 내용으로는 먼저 최저 자본금 인하(법 제6조) 문제이다. 현행 규정은 자본금을 500억원 이상으로 유지토록 하고 있지만 최저 자본금을 현실에 맞도록 300억원 정도로 인하하여야 한다. 왜냐하면 이는 현 최저자본금(500억원)은 주택저당채권유동화회사(250억원) 및 보험회사(300억원)등 타 금융회사에 비해서 지나치게 높기 때문이다.

그리고 위탁관리 부동산투자회사제도 도입이 시급하다고 본다. 현행규정은 일반부동산투자회사는 실제 있는 주식회사로서 투자자산을 자체적으로 운영·관리하고 있다. 하지만 일반부동산투자회사에도 paper company¹⁰⁵⁾ 형태를 허용하여 투자자산을 외부에 위탁 운영·관리할 수도 있도록 허용되어야 할 것이다. 왜냐하면 리츠의 자산 관리를 자체관리 또는 위탁관리 중에서 회사사정에 따라 자율적으로 선택할 수 있도록 해야 할 필요성이 있기 때문이다. 이미 미국이나 호주 등의 경우에서 자체관리와 위탁관리를 자율적으로 선택하여 운영관리 하도록 하고 있다.

또 한 가지는 설립 시 현물출자 허용(법 제11조, 법 제19조)방법이다. 현행규정은 설립 시에는 현물출자가 허용되지 않고, 거래소 상장 또는 등록 후 부동산개발사업에 대한 인가를 받은 때부터 가능하도록 되어 있다¹⁰⁶⁾. 그러나

105) paper company : 상근 임직원 고용 및 지점 설치 불가

106) CR REITs의 경우 초자본금의 30%이내에서 설립 시 현물출자 가능

이는 설립 시부터 부동산 등으로 총 자본금의 50%이내에서는 현물출자가 허용되어야 하는 것으로 개정되어야 한다고 본다. 왜냐하면 리츠회사가 투자대상이 되는 부동산을 적기에 확보토록 하고, 설립 시 상당규모의 현금을 확보해야 하는 부담을 완화시켜줄 수 있기 때문이다.

또 회사 설립 시 회사형 리츠 뿐만 아니라 신탁형도 자유롭게 설립할 수 있게 함으로써 설립의 주체들이 보다 탄력적으로 시장여건에 맞게 회사를 조직할 수 있도록 해야 할 것이다. 미국 뿐 아니라 호주 등에서 양자의 설립이 자유롭게 선택되고 있다.

셋째로, 회사운영에 대한 규제 완화가 시급한 실정이다.

이를 위하여는 부동산투자회사의 자산구성요건 완화(제25조)가 필수적인데 현행규정은 부동산투자회사는 총자산의 90%이상을 부동산, 부동산관련 유가증권 및 현금으로 구성하고, 총자산의 70%이상은 부동산으로 구성토록 되어 있다. 하지만 이는 총자산의 70%이상 정도만을 부동산으로 구성토록 완화시켜줄 필요가 있다고 본다. 왜냐하면 총자산의 70%이상을 부동산으로 구성토록 완화시켜 준다면 부동산투자회사의 자산구성에 보다 탄력성을 부여할 수 있기 때문이다.

또한 차입규제 완화(법 제29조)가 필요하다고 본다. 현행규정에서는 원칙적으로 차입을 금지하되, 운영자금을 일시적으로 차입하는 경우 등 예외적으로만 차입이 가능하도록 하고 있으며 회사채 발행은 허용되지 않는 것으로 해석되고 있다. 하지만 이는 자기자본의 2배 이내에서 차입 또는 회사채 발행을 허용해야 한다고 본다.

왜냐하면 자기자본 이외에 타인자본도 활용하여 적절한 수익을 제고할 수 있는 길을 터 주어야 할 필요가 있기 때문이다. 실제로 미국 리츠도 차입이 가능하며, 평균 부채비율도 50%수준을 유지하고 있다.

그리고 개발사업에 대한 규제 완화(법 제21조, 제26조)또한 요구된다.

현행규정은 발행주식이 상장·등록된 후에 자기자본의 30%이내에서 개발사업에 건교부장관이 인가를 받아 투자가 가능하도록 되어 있다. 하지만 이는 개

발사업에 대한 투자금액 제한은 자기자본의 50%까지 확대하는 법개정이 필요하다고 본다.

왜냐하면, 부동산투자회사의 적정 수익률을 제고할 수 있고, 리츠 상품을 다양화하여 고위험·고수익을 원하는 투자자에게도 참여할 수 있는 길을 터주어야 한다고 보기 때문이다.

기업구조조정부동산투자회사의 투자대상 확대(법 제49조의 2)도 요구된다. 현행규정은 CR REITs는 기업이 채무상환, 재무구조개선약정 이행, 회사정리 절차, 화의계획 등에 따라 매각하는 부동산에만 투자할 수 있도록 의무조항을 두고 있다.

하지만 사회간접자본시설 관리운영권 등을 투자대상에 포함하고 파산절차 및 금융기관이 매각하는 부동산도 투자대상에 포함하도록 법개정이 이루어진다면, 민간자본으로 건설되는 각종 SOC에 대한 리츠의 투자를 가능케하여 자본시장의 여유자금으로 SOC건설 활성화가 가능하고 금융기관이 기업구조정을 지원하면서 보유하게 된 부동산을 리츠 설립을 통해서 처분할 수도 있을 것이기 때문이다.

이 외에도 부동산투자회사 제도의 정착화를 위해서는 투자에 관련된 여러 가지 지표를 개발하고 공공적 성격을 가진 부동산 정보서비스회사를 설립하여 부동산 투자 운용의 의사결정 및 결과를 객관화시키는 각종 부동산투자 지표를 구축하며 부동산투자회사 운영의 투명성을 제고시키고 투자자의 투자를 유인할 수 있는 여러 방안들을 도입해 나가야 할 것이다.

이상과 같이 본 고에서는 우리나라 부동산투자회사 제도의 활성화를 위한 방안을 모색해 보았다. 이미 여러 나라에서 비슷한 제도를 우리나라보다 먼저 만들었거나 새롭게 도입하여 부동산의 유동화를 꾀하고 보다 많은 사람들이 부동산 시장에 참여할 수 있도록 여러 가지 정책적 배려가 주어지고 있음을 고찰해 보았다. 이제 우리는 부동산투자회사 제도의 정착 및 활성화를 위해 부단한 노력을 경주해야 할 것이며 우리나라 부동산시장의 실정에 맞는 리츠 제도로 완성시켜 나가야 할 것이다.

《 참고문헌 》

1. 국내문헌

1) 단행본

- 강병호, 「금융제도론」, 서울 : 박영사, 1998.
- 건설교통부, 「부동산투자회사 제도의 이해」, 건설교통부 토지국, 2003,7.
- , 「부동산투자회사법 관련 설문조사」 건설교통부 토지정책과 · 한국
감정원 부동산연구소, 2003,8.
- 김병두, 「부동산조세법」, 서울 : 부연사, 1981
- 김영진, 「부동산학총론」, 서울 : 법문사, 1990.
- 김상용, 「토지법」, 서울 : 법문사, 1988.
- 박상덕외, 「우리나라 리츠 이론과 실무」, 서울 : 형설출판사, 2001.
- 백덕기 · 윤홍선 · 이명진 · 김현대 · 한용환 · 김원태 · 정인석,
「리츠를 알면 안먹어도 배부르다」, 서울 : 라이트북닷컴, 2003.
- 부동산투자회사연구회, 「부동산투자신탁」, 서울 : 부연사, 2001.
- 손재영, 「토지시장의 분석과 정책과제」, 서울 : 한국개발연구원, 1993.
- 안정근, 「현대부동산학」, 서울 : 법문사, 2001.
- 오진모, 「리츠시대의 부동산산업 투자전략」, 서울 : 사법행정문화원, 2001.
- 이래영, 「현대부동산투자론」, 서울 : 율계, 1997.
- 이래영, 「부동산투자론」, 서울 : 삼영사, 2000.
- 이성근, 「부동산금융론」, 서울 : 주택문화사, 2000.
- 이소한 외 7 「리츠란 무엇인가?」, 서울 : 박영률출판사, 2001.
- 이원준, 「부동산학원론」, 서울 : 박영사, 1994.
- 전준경, 「성공하는 리츠투자」, 서울 : 화학사, 2001.
- 조주현, 「부동산학개론」, 서울 : 건국대학교 출판부, 2000.
- 정종수외, 「리츠, 백만원으로 부동산을 사다」, 서울 : 부크, 2001.

- 한국토지신탁 금융사업팀, 「부동산을 움직이는 REITs」, 2000.
- 한국건설산업연구원 외1, 「부동산투자회사제도의 도입방안에 관한 연구」, 한국건설산업연구원, 1999.
- 한화리츠팀, 「부동산투자신탁 리츠」, 서울 : 청림출판, 2001.
- 한창희, 「회사법」, 서울 : 청목출판사, 2001.
- 홍순철, 「부동산금융실무」, 서울 : 명지전문대학, 2001.

2) 논문

- 강교식, “부동산투자회사법 제정과 정부의 정책방향”. 한국감정원, 2000.
- 구홍우, “우리나라 부동산투자회사와 미국 리츠의 자격요건에 관한 비교연구”, 삼성경제연구소 발표논문, 2003.
- 김상렬, “수익극대화를 위한 REITs의 전략적 운용방안”. 한국감정원, 2000.
- 김기완, “REITs법의 개선의견과 제도 활성화 방안”. 한국감정원, 2000.
- 김기완, “부동산투자회사의 현황. 문제점 및 향후전망”. 글로벌 감정평가법인, 2000.
- , “미국의 부동산투자신탁 제도 도입에 관한 연구”. 건국대학교 석사학위논문, 1999.
- 김영화, “부동산증권화 제도의 활성화 방안에 관한 연구”, 2001.
- 김영표, “부동산 정보관리의 실태와 종합정보 시스템 구축방안”. 부동산리서치, 1999.
- 김영곤, “한국 부동산투자회사의 문제점에 관한 연구”. 전국부동산학술발표대회논문, 2001.
- 김용창 · 이상현, “산업구조조정과 부동산 서비스업의 환경의 변화”, 감정평가연구원, 1999.
- 김재형, “향후 부동산 시장의 전망과 대책”. 한국부동산분석학회, 1999.
- 박도욱, “부동산간접투자제도의 도입방안에 관한 연구”. 석사학위논문, 건국대학교 국제대학원, 서울 : 2000.

- 박원석 외 1인, “REITs도입의 영향과 정책과제” . 삼성경제연구소, 2000.
- 박원석, “REITs제도의 도입과 시사점” , 삼성경제연구소, 2001,7.
- 박태순, “부동산투자신탁제도의 효과적인 도입방안에 관한 연구” . 석사학위
논문, 동국대학교 대학원, 서울 : 2000.
- 손성태, “부동산투자회사법 제정에 대한 소고” , 부동산정책연구, 2001.
- 엄기현, “개발형 REITs 수행 Process에 관한 연구” . 토지연구 제11권 제3
호, 2000.
- 오창석, “REITs의 효율적 제도정착을 위한 금융권의 역할과 과제” ,
부동산리서치, 2000.
- 왕세종, “계약형 부동산 투자신탁제도의 활성화 방안” , 부동산리서치, 2000.
- 한국주택은행, “부동산투자신탁제도의 국내도입성 검토” . 주택금융, 1998.
- 이공원, “부동산투자 활성화를 위한 REITs에 관한 연구” . 호남대학교
박사학위논문, 2000.
- 이소한, “부동산 투자신탁제도의 도입방안” , 1999.
- , “선진국 부동산금융의 현황, 역할 및 발전방향” , 국제부동산 금융
세미나 관련자료, 2000.
- 이성근, “부동산투자회사법의 시행에 따른 문제점 및 개선방안에 관한 연
구” , 부동산정책연구, 2001.
- 이성영, “리츠의 가치측정지표, 자산가치 평가기준 및 방법” . 부동산리서
치, 2001.
- 이용만 외, “초기 리츠(REITs)시장 활성화 방안에 관한 연구” .2001, 10.
- 이용만, “참여정부가 풀어야 할 부동산정책의 과제-구조전환 후기의 정책
과제” , 한국감정평가연구원 개원 2주년 기념 심포지움 [부동산정
책의 당면과제] , 2003,6.
- 이태일, “자산디플레이션과 부동산증권화” . 한국건설산업연구원, 1998.
- 임재만, “감정평가업계의 구조조정 방안에 관한 연구” , 감정평가 봄호,
1998.
- 전용수, “한국 리츠의 발전방향” , 전국 부동산학술발표대회논문, 2001.
- 전춘옥 외, “법인세 유연화 연구” , 한국회계학회, 1993.

정상철, “일본 리츠의 운용과 실태”, 전국부동산학술발표대회논문, 2001.
 정희남, “국가경제 활성화와 부동산 금융의 역할”. 한국감정원 창립30주년
 정책세미나, 1999.
 -----, “부동산 증권화의 정착을 위한 과제”, 주택금융 제216호, 1999.
 한동민, “감정평가제도 개선과제에 대한 접근”, 감정평가논문집 제9호,

2. 국외문헌

Black, Ralph., 「Investing in REITs」, Blooming Press, 1998.
 -----, 「The Essential REITs, A Guide. to Profitable
 Investing in Real Estste Investment Trusts」, Bruson Press,
 1997.
 Bruegman W.B&Fisher J.D., 「Real Estate Financed and Investment」,
 10th Ed.. New : Irwin / McGraw-Hill. 1997.
 Bundell Lynne, 「Property Trusts Brave New Formula's」, Property
 Australia, 1998.
 Cooper & Lybrand and the Property Council of Australia, "The Taxation
 of Trusts-Dispelling Myths", 1997.
 Fass. Peter M., and Parsons, J.F.C., “Real Estate Investment Trusts :
 Structure” , 「Analysis and Strategy」. New York : McGraw-Hill. 1998.
 Jack H. McCall, 「A Primer on Real Estate Investment Trusts: The Legal
 Basic of REITs」, The Tennessee Journal of Business Law, The
 University of Tennessee College of Law, Tennessee, Spring, 2001.
 Kavangh, John, 「Trusts Changing Gear, Property Australia」, 1997.
 KDI, “International Real Estate Education Program, New Techniques of
 Real Estate Finance : Reits, Project Financing & ABS” , 1999.

- Leland H. E. AND D. H. Pyle, 「Information Asymmetries, Finance」, May, 1997.
- Mullaney, John A, “REITs : Building Profits with Real Estate Investment Trusts” , New York : John Wiley & Sons, Inc., 1998.
- Moody’s, investors service, 「REITs in Korea : Future Real Estate Saviour?」 , Moody’s, 2001.
- NAREIT, 「White Paper on Funds From Operations」 , NAREIT, 2001.
- Robert Edelstein, “Real, Estate Securitization : Past, Present & Future” , UC Berkely University. 2000.
- Richard T. Garrigan, John F.C. Parsons, 「Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis and Strategy」 , The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 1998
- Steven Schwartz, 「Structured Finance : A Guide to the Principles of Asset Securitization. 2nd ed」 , New York : Practicing Law Institute. 1993.
- Stephen P. Jarchow, 「Real Estate Investment Trusts: Tax, Securities, and Business Aspects」 , John Wiley & Sons, Inc., New York, 1988.
- Tony M. Edwards, 「REITs Simplified: Real Estate Investment Trust Simplification Act of 1997」 , National Association of Real Estate Investment Trusts, 1997.
- Tony M. Edwards, 「REITs Modernized: Real Estate Investment Trust Modernization Act of 1999」 , National Association of Real Estate Investment Trusts, 1999.
- Wooley, Scott., “Crap Dealers : Thinking about Those 15% Mortgage REITs?” , FORBES. vol : 162,3, 1998.
- Nobuo Kobayashi, 「일본의 부동산 증권화 현황」 , 일본부동산연구소, 2000.

<Abstract>

A REITs Activating Plan in Korea Derived from Foreign Countries' Cases

Ahn, Wansok

Department of Real Estate, Hansung University

Lee, Young-Man

Professor as an Academic Advisor

The system of Real Estate Investment Trusts(REITs), which is a kind of real estate mutual funds, provides participants with the opportunity that they are able to invest small fund in real estate holdings soundly and easily and distributes fairly the operating returns among the investors. Also it provides liquidity for the real estate market and uses cash settlement to dispose of the real estate for corporate restructuring efficiently, which occurs between the corporate and financial institution.

The REITs system was introduced to our nation on 1 July 2001. However far from the expectation of the government, the system has not been activated here. Therefore through this paper I would like to study the cases of the other foreign countries which introduced and rooted the system. From the study, I obtained the conclusion that there is too much regulation here in Korea in this matter.

Now from the study I suggest the activating plan in Korea as follows ;

1. paradigm shift

Above all we have to change the mind that real estate business would be related with speculation without any right ground. In most of the other countries, real estate developers and investing companies are listed on the stock exchange without any discrimination and even make finance from banking institutions.

2. Activation plan on the establishment

In relation to the establishment, the decrease of the required paid-in capital to won 30 bil., the permit of investment in kind, and permit of the choice between share type and contract type are suggested.

3. Activating plan on the operation

In relation to the operation, government needs to permit a little of loans use when they understand the effect of leverage, and to enlarge the development business. And the tax rate of an aquisition tax, a registration tax and corporation tax are needed to reduce at the level of CR-REITs.

4. Miscellany

To obtain the public confidence about REITs system, the introduction of CCIM, the construction and opening of information infra should be suggested.