

# 부동산증권의 유형과 특성\*

정 상 국\*\*

I. 서론	III. 지분증권
II. 저당담보부 증권 종류와 특성	1. 부동산 투자신탁(REIT)
1. 저당시장의 구조	2. 혼합 부동산 투자기금(CREF)
2. 저당담보증권의 종류와 특성	IV. 결론

## I. 서론

최근 들어 은행의 자기자본비율을 높이고 부동산 경기의 활성화에 도움이 되는 부동산 증권화에 대한 관심이 높아지고 있다. 부동산 증권화는 크게 타인자본 즉, 부채(Debt)에 대한 증권화와 자기자본 즉, 지분(Equity)에 대한 증권화로 나눌 수 있다. 대부분의 경우 부동산 가격은 일반 서민이 일시불로 구입하기에는 아주 높기 때문에, 자금의 전부를 자기자본으로 충당하지 못하고 부족한 자금은 금융기관에서 대부를 받아서 구입을 한다. 즉, 대부분의 부동산은 자기자본과 타인자본의 조합으로 조달된 자금을 의해 구입되어 진다.

부동산 증권화란 부동산을 구입하는 데 사용된 부채와 지분을 증권화 하는 것이다. 부동산 구입을 위한 두 가지 자금조달방법을 살펴보면 첫째, 타인자본인 부채는 대부분 금융기관에서 부동산을 담보로 자금을 차입한다. 저당대부로 자금을 대출해 준 금융기관은 대부시작시점에서 대부만기시점까지 대부금액만큼 자금이 고정화되어 자금을 다른 용도로 활용할 수가 없다.<sup>1)</sup> 이러한 경우에 부동산에 담보로 설정한

\* 이 논문은 1999년도 대구대학교 학술연구비 지원에 의한 논문임

\*\* 대구대학교 사회과학대학 부동산학과 교수

저당권을 다른 금융기관에 매각할 수 있다면, 금융기관은 매각대금으로 또 다른 저당대부를 할 수 있을 것이다. 즉, 저당대출채권의 유동화는 금융기관이 대출시행 후 대출만기까지 자산으로 잡혀있어 금융기관의 유동성을 제약하는 저당권의 증권화를 의미한다. 저당담보증권의 유동화를 통해 금융자금의 확대 및 원활화, 금융상품의 다양화 및 장기채권시장의 발전 등 여러 가지 경제적 기대효과가 있을 것이다.<sup>2)</sup>

둘째, 지분자금조달방법은 자기자본인 지분을 금융기관에서 차입하는 것이 아니라 부동산의 소유 또는 이용과 관련된 부동산 지분권을 증권화 함으로써 자금을 조달하고 유동성을 높이는 것이다. 이러한 증권을 부동산 투자신탁(REIT; Real Estate Investment Trusts), 혼합 부동산 투자기금(CREF; Commingled Real Estate Funds), 합자회사(MLP; Master Limited Partnerships) 등에서 매입함으로써 지분투자가 이루어진다. MLP는 초기의 손실을 동업자들에게 이체(Pass-Through)시킴으로써 동업자는 자신의 다른 곳에서 수익이 있을 경우 합자회사(MLP)에서 이체된 손실과 상쇄함으로써 절세효과를 얻는 방법이지만, 1986년 세제개혁법(Tax Reform Act)에서 이러한 절세효과를 차단함으로써 인기를 잃었다.

본 논문은 부동산 증권의 유형과 특성에 관한 연구논문으로, 이와 관련된 자료를 수집 정리하는 수준에서 그 목적을 찾으려 시도하였으며, 연구과정에서 몇 편의 논문의 일부를 정리한 글이라는 것을 첨언하고자 한다. 또한 본 논문은 아직 초기단계의 분석으로 향후, 좀 더 구체적이고 세밀한 분석으로 보완할 것을 부연하고자 한다.

부동산 증권화는 아직 한국에서 시행되지 않고 있지만 부동산 시장의 활성화를 위하여 조만간 시행될 것으로 보인다. 본 논문은 미국의 부동산 증권화에 대해 문헌 조사를 기초로 제도적 측면에서의 비교설명과 우리나라 도입시의 고려 사항을 제시 하면서 부동산 증권의 유형과 각각의 특성을 정리하여 소개하는 것을 목적으로 하고 있다.

부동산 증권화는 타인자본인 부채의 증권화와 자기자본인 지분의 증권화로 나누어진다. 제Ⅱ장에서는 부채의 증권화 방법인 저당담보증권(MBS; Mortgage-Backed Securities)의 유형과 특성에 대해 조사하고, 제Ⅲ장에서는 지분의 증권화 방법인 부동산 투자신탁과 혼합 부동산 투자기금에 대해 고찰하기로 한다.

1) 부동산을 담보로 하여 자금을 대출해 주는 것을 저당대부(mortgage loan)이라고 한다. 저당대부를 하는 대출자(lender)를 저당투자자(mortgage investor)라 한다. 그리고 자기자본으로 투자하는 투자자를 지분투자자(equity investor)라 한다.(안정근(1995) 현대부동산학, 법문사)

2) 저당담보증권은 장기자금 대출에 따른 자금의 고정화 현상을 완화하거나 새로운 저당대출 제원을 조달할 목적으로 보유중인 저당대출을 바탕으로 발행되는 증권을 총칭한다.

## II. 저당담보부 증권 종류와 특성

### 1. 저당시장의 구조

저당시장은 제1차저당시장(primary mortgage market)과 제2차저당시장(secondary mortgage market)으로 구분된다. 제1차저당시장은 저당대부를 원하는 차입자와 저당대부를 제공하는 금융기관으로 이루어지는 시장으로, 금융기관에서 차입자에게 대출자금이 전해지고 차입자는 금융기관에게 저당대출채권을 설정한다. 제2차저당시장은 저당대출채권이 처음 만들어진 후에, 만들어진 저당대출채권들이 매매되는 시장이다. 즉, 기존의 저당대출채권들이 거래되는 시장이다. 제1차저당시장에서 만들어진 저당대출채권이 직접 혹은 증권의 형태로 자본시장에서 매매되는 시장으로서, 1차대출기관들은 저당대출채권을 제2차저당시장에 매각하고 필요한 자금을 조달하므로, 제2차저당시장은 저당의 유동화에 결정적인 역할을 하고 있다. 만약 제2차시장이 없다면 1차대출기관들은 자금이 곧 부족해서 더 이상 저당대부를 할 수 없을 것이다. 제1차저당대출기관의 저당대출채권을 유동화시키는 미국의 대표적 유동화중개기관은 연방저당협회(FNMA), 정부저당협회(GNMA), 연방주택대부저당회사(FHLMC) 등이 있다.<sup>3)</sup>

#### 3) 1. 연방저당협회 (FNMA; Federal National Mortgage Association, Fannie Mae)

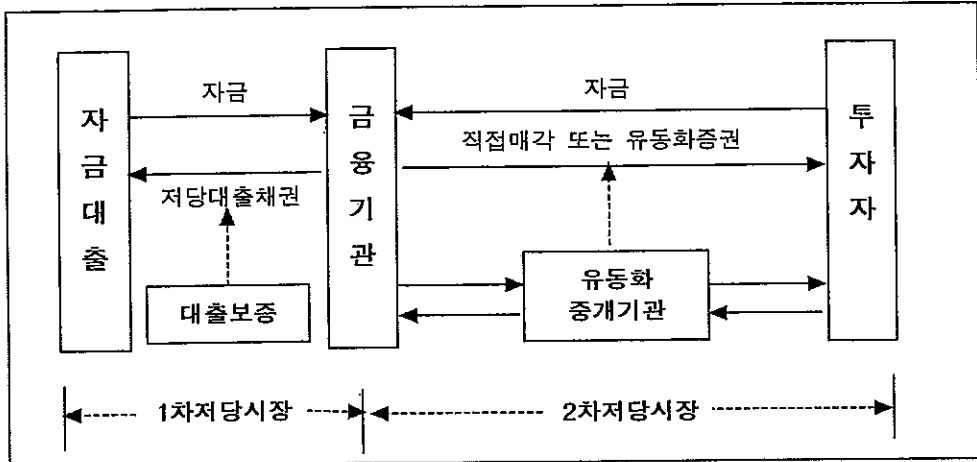
FNMA는 1938년 재건축금융회사의 하부기관으로 설립되었다. 1954년 FNMA 재설립(recharter)시에 미재무성이 FNMA가 \$2.25Billion어치의 저당을 구입할 수 있도록 했다. 이것은 FNMA채권과 어음을 1968년 주택 및 도시개발법(HUD; Housing and Urban Development Act)에 의해 완전히 민영화되었다. 이것은 FNMA를 주식회사로 재조직하게 하고 주식발행으로 자금을 모집하여 저당을 구입할 수 있는 추가자금을 공급할 수 있게 하였으며, FNMA는 주택저당증권을 발행하고 저당을 구입함으로써 제2차 저당시장을 지원하게 되었다. 신용증가는 FNMA가 미국의 국고에서 자금을 차입할 수 있는데서 기인한다. 그리고 FNMA의 지분은 보통주와 우선주를 매도함으로써 조달된다.

FNMA의 세가지 주요 기능은;

- ① FHA와 VA 대부에 대한 제2차 저당시장에서 지원
- ② 채무불이행에 의해 취득한 부동산과 저당의 청산(유동화)
- ③ 지원대부프로그램의 관리이다.

#### 2. 정부저당협회(GNMA: Government National Mortgage Association, Ginnie mae)

<그림 1> 저당채권 유동화의 기본구조



\*출처 : 주택저당채권 유동화제도 도입방안

특별연방주택 프로그램에 대한 지원저당수입을 처리하는데 특별보조, 관리 그리고 정산기능은 주택 및 도시개발부에 남았다. 이 기능을 수행하기 위해 1968년에 HUD법에서 정부저당협회 (GNMA: Government National Mortgage Association) 즉 지니 매 (Ginnie Mae)가 설립되었다. GNMA는 원금과 이자에 대한 정확한 지급을 보증함으로써 상환 기간 중에 원금과 이자에 대한 월납입액을 보증하며 만약 저당이 만기전 변제가 있다하더라도 반액 채무자가 채무 불이행을 하더라도 저당 대부 잔금의 상황에 대해서도 보증해준다.

GNMA는 세가지 주요 기능은;

- ① FNMA에 의해 구입된 저당의 관리와 청산(정리)
  - ② 연방지원 프로그램에 대한 특별 보조여부
  - ③저당담보증권에 대한 보증을 제공하기 위해 FHA-VA저당물에 대한 보증이다.
3. 연방주택대부저당회사(FHLMC; Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie mac)

연방주택대부저당회사(FHLMC)는 1970년 긴급주택금융법(Emergency Home Finance Act)에 의해 설립되었다.연방주택저당회사(FHLMC)의 우선 목적은 제 2차 저당시장을 제공하고 재래적 저당의 대출기관들에 대해 유동성을 높이는데 있다. FHLMC의 초기자본은 12개 지역의 연방주택대부은행에 \$100million의 투표권이 없는 보통주를 매매함으로써 조달했다.

FNMA와 FHLMC는 표준매입 프로그램으로 30년 고정이자율 대출, 변동이자율 대출, 참여대부와 2차 저당을 매입한다. 표준프로그램의 부수적 산물은 차입자, 부동산평가, 차입자를 선별하는 과정, 대출을 일으킬 때 보험취득과 같은 분야에 표준화된 과정을 발전시켰다. FNMA혹은 FHLMC가 자기들 형식에 맞지 않는 저당대부는 구입하지 않았기 때문에 1차 저당대부기관들이 여기에 따랐다. FNMA와 FHLMC는 개별적인 저당을 매입하여 큰 저당 pool을 만든 후 증권들을 발행한다.

<그림 1>은 제1차저당시장과 제2차저당시장과의 관계를 보여준다. 차입자에게 자금을 대출해준 1차 대출기관들은 설정된 저당대출을 직접 투자자에게 매각하거나 혹은 유동화 중개기관에 매각한다. 유동화 중개기관은 저당담보증권을 보증하거나(GNMA) 저당대출채권을 매입해 저당 pool을 구성한 후 이를 바탕으로 저당담보증권을 발행하여(FNMA, FHLMC) 투자자에게 매각하여 신규자금을 조달한다.

제2차저당시장의 주요 기능은 첫째, 저당대출채권의 유동성을 증가시킨다. 둘째, 만기불일치 문제와 연관된 이자율 위험을 감소시킨다. 셋째, 자금여유가 있는 지역에서 자금이 부족한 지역으로 원활한 자금흐름을 도울 수 있다. 넷째, 저당대출기관이 저당수요에 비해 충분한 자금을 확보하지 못하고, 다른 금융기관에 장기 투자자금의 여유가 있는 경우에 기관간의 원활한 자금흐름을 도울 수 있다는 점이다. 이와 같은 기능을 수행하면서 제2차저당시장이 발달되었다.

## 2.저당담보증권(MBS; Mortgage-Backed Securities)의 종류와 특성

저당담보증권의 경우 종류가 많지만 그 특성에 따라 세 가지 기본유형으로 구분된다.

### 가. 지분형(Equity-type) MBS

저당 pool에서 발생하는 현금흐름에 대한 지분권과 저당대부의 소유권을 모두 투자자에게 매각하는 형태로써 대표적인 형태는 이체증권(MPT; Mortgage Pass-Through)이 있다.<sup>4)</sup>이것은 1960년대 중반에 도입된 초창기 저당담보증권으로써, 투자자들은 저당권자와 같이 저당 pool의 소유지분을 가지고 저당의 원금과 이자를 합한 월 납입액과 만기전변제(prepayment)에 따른 현금수지를 가진다. 투자자는 원금과 이자를 받으며 전체금액 가운데 투자금액이 차지하는 지분을 계산한 후 원금과 이자에 대해 각각 지분만큼 받는다.<sup>5)</sup>

4) FHLMC가 자체 저당이체프로그램으로 발행하는 이체증권은 참여증서(PC; Participation Certificate)라 한다.

5) 예를 들면, 똑같은 고정이자율과 만기를 가지고있는 \$100,000짜리 개별저당 100개를 모아 하나의 저당 pool을 만들어서 저당자금을 조달하기 위해 \$10,000,000의 채권을 발행한다.채권의 금액이 \$25,000이라면 400장의 채권이 발행될 것이다.채권은 9.5%의 수익률을 약속한다고 가정하자.어떤 투자자가 2장의 채권을 구입했다면, 첫 번째 달 말에, 피저당권자는 월납입액을 보낼 것이다. 저당 pool에 모아진 금액은 원금 \$4,422.94 와 이자 \$79,166.66 의 합계금액인

투자자들은 이체증권의 상당히 높은 수익률, 유동성, 무위험성 때문에 선호한다. 그러나 많은 투자자들은 만기전변제 때문에 일어나는 현금수지의 부정확성은 싫어한다. 이자율이 하락할 때에는 만기전변제가 빨리 일어난다. 이런 경우 만기전변제에 의해 받는 금액은 만기전변제가 일어나지 않았을 때 받는 이자율보다 더 낮은 이자율로 재투자하게 된다.

이체증권의 투자자들은 저당대출기관과 똑같이 수시 상환의 위험(callability risk)을 가진다. 이러한 이유 때문에 정확한 현금흐름을 보장할 수 있는 다른 저당담보증권이 발달하게 되었다.

#### 나. 채권형(Bond-type) MBS

저당대부의 현금흐름과 소유권을 발행기관이 가지면서 저당대부를 담보로 하여 자신의 부채로 발행하는 채권형태의 저당담보증권이다. 대표적인 형태는 저당채권(MBB; Mortgage-Backed Bond)이 있다.

저당채권은 회사채와 비슷한 지불을 약속하는 저당과 관련된 채권형으로써 보통 매 6개월마다 이자를 만기까지 지불하고, 만기일에 액면가를 지불한다. 저당의 소유권은 발행기관에 있고 투자자들은 저당에 대한 소유권이 없다. 이러한 채권들은 개별금융기관에서 발행되어 지고 주로 재래적 저당에 의해 담보되어 진다.

전례를 보면, 발행기관들은 125에서 240% 사이의 과담보를 서약한다. 이러한 과담보는 차입자가 채무를 불이행하거나 혹은 연체를 할 가능성이 있기 때문에 이루어진다. 이 경우 과담보는 비록 일부 저당이 채무불이행 되더라도 증권소유자에게 약속된 지불금액이 계속될 것을 보장한다. 뿐만 아니라 일부저당은 만기전에 혹은 채권 만기전에 변제될 수 있을 것이다. 저당채권은 만기가 있기 때문에, 과담보는 일부 만기전변제가 있더라도 그것을 대체할 다른 저당들이 저당 pool에 있다.

저당은 신탁회사(trust)에게 맡겨지고 수탁자(trustee)는 저당 pool의 가치에 대한 어떤 변화에 대해 시장가치로 평가한다(mark-to-market).<sup>6)</sup> 그래서 과담보가 지속되

---

\$87,756.27이 될 것이다. 두 장의 채권을 가진 투자자는  $2/400=0.005$  즉 0.5%의 지분을 가지고 있는 것과 같다. 그래서 원금 \$22.11과 이자 \$395.84를 합한 \$417.95를 받을 것이다. 만약 한 명 이상의 피저당권자가 저당을 갚는다면, 변제금액은 비율적으로 나누어 투자자에게 지불된다. 그런 달은 투자자의 수입은 갑자기 커지고, 채권의 잔금은 정상적인 경우보다 빨리 줄어 들 것이다.

6) mark-to-market 이란 이자율의 변화에 대한 결과로서 저당 집합체의 가치를 평가하는 것이다. 예를 들면, 이자율의 상승은 저당 집합체의 시장가치를 하락시킬 것이고 그 결과 담보가치를

도록 한다. 이것은 과담보(125% 에서 240%)에 사용된 저당의 시장가치가 발행시기에 합의된 수준 혹은 채권의 유효기간동안 합의된 수준으로 유지되는 것을 보장하기 위해 주기적으로 행해진다. 만약, 신탁중인 저당의 시장가치가 합의된 과담보 수준 이하로 떨어지거나, 혹은 저당 집합체에서 과도한 만기전변제나 채무불이행 때문에 줄어든다면 발행기관은 같은 품질의 추가적인 저당을 저당 집합체에 채워 넣어야만 한다. 만약, 발행기관이 추가저당을 채워 넣지 않는다면 혹은 증권발행의 규정을 지키지 않는다면, 수탁자는 증권소유자를 보호하기 위해 신탁중인 모든 저당담보를 매각할 것이다.

저당 집합체에 있어서 과담보는 만기전변제와 채무불이행위험에 대한 불확실성에 대해 완충작용을 한다. 일부 발행기관들은 저당 집합체에 대한 보험이나 금융기관의 신용장(letter of credit)을 제공함으로써 저당채권의 신용등급을 더 높일 수 있다.<sup>7)</sup>

#### 다. 지분 채권 혼합형(Hybrid-type) MBS

지분형과 채권형의 특성이 결합된 것으로서 저당 pool의 현금흐름은 지분형 저당 담보증권처럼 투자자에게 이체되지만, 저당 pool의 소유권은 채권형 저당담보증권처럼 발행기관이 가진다. 대표적인 형태는 1) 이체채권(MPTB; Mortgage Pay-Through Bond)과 2) 담보저당채권(CMO; Collateralized Mortgage Obligations)이 있다.

##### 1) 이체채권 (MPTB; Mortgage Pay-Through Bonds)

이체채권(MPTB)은 혼합형 증권 혹은 이체증권(MPT)과 저당채권(MBB)의 양 요소를 포함하는 증권으로 표현될 수 있다. 이체채권(MPTB)은 이체증권과 저당채

---

위험하게 한다. 만약 과담보가치가 미리 정해진 한도보다 떨어진다면, 수탁자(trustee)는 발행기관에게 자기비용으로 추가저당을 매입해서 저당 집합체에 보충하도록 요구할 것이다.

7) 저당채권(MBB)은 S&P (Standard and Poors)와 Moody's 같은 평가기관들에 의해 다음과 같은 사항을 기준으로 이루어진다.

##### ① 저당 집합체에 속한 저당의 품질(quality)

저당의 품질은 보험, 대부비율, 용도 (주거용, 상업용, 제1저당 혹은 제2저당 등등) 등에 따라 달라진다.

##### ② 저당이자율과 저당채권 이자율의 차이

##### ③ 저당 집합체에서 개별저당의 만기전변제가 일어날 확률

##### ④ 저당 집합체에서 개별저당들의 지역적 분산

##### ⑤ 과담보금액

권의 중간정도의 저당담보증권이다. 저당채권의 경우, 발행기관이 저당 집합체의 소유권을 가지는 것처럼 이체채권도 발행기관이 소유권을 가진다. 그리고, 이체채권을 부채로 발행한다. 또한 이체증권처럼 투자자에게 배당되는 현금수지는 이자의 액면 이자율(coupon rate)에 근거를 두고 있다. 상환계획이나 만기전변제에 의한 원금은 저당 집합체에 발생하는 대로 이체된다. 그래서 이체채권의 투자자는 이체증권의 투자자처럼 수시 상환의 위험(callability risk)을 가지게 된다. 이체채권은 저당채권과 반대로 발행기관은 만기전변제위험을 책임지지 않으며 투자자가 책임진다. 저당의 계획된 상환과 만기전변제에 의해 채권의 원금이 이체되므로 채권의 원금은 줄어들고 과담보 금액은 저당채권보다 적다. 이체채권은 저당채권의 평가에 사용되는 것과 같은 요소들에 의해 평가된다.

## 2) 담보저당채권(CMO; Collateralized Mortgage Obligations)

담보저당채권(CMO)은 저당 집합체를 담보로 발행되는 부채 증권이다.<sup>8)</sup> 투자자들이 저당 집합체에서 개별권한을 소유한 이체 증권과는 반대로 담보저당채권은 발행기관이 저당 집합체의 소유권을 가진다. 그리고 저당 집합체에 대한 부채로서 채권을 발행한다. 그러나 이체증권과 이체채권처럼, 담보저당채권도 모든 상환과 만기전변제 현금수지는 투자자에게 지불된다. 저당채권과 이체채권처럼 증권에서 설정한 자산과 저당 집합체에 대해 발행된 부채금액의 차이는 발행기관의 지분을 구성한다.

담보저당채권과 다른 증권들과의 큰 차이는 같은 저당 집합체에 담보저당채권은 다단계 만기구조를 가지고 있는 증권이다. 이러한 증권들은 여러 가지 만기구조를 가진다. 예를 들면, 3, 5, 7년 만기구조는 여러 투자자계층의 투자 요구에 부응하기 위해 발행기관에 의해 정해진다. 다단계 증권을 발행함으로써, 발행기관은 저당 집합체의 현금흐름과는 아주 다른, 각 각 서로 다른 만기와 현금흐름을 가진 증권을 효과적으로 고안해 낸다.

담보저당채권은 불확실한 현금흐름을 투자자가 선호하는 현금흐름으로 재배열한 것이다. 담보저당채권의 목적은 서로 다른 상환기간을 가진 여러 가지 다른 형태의 저당채권으로 현금수지를 재배열하는 것이다. 이와 같은 서로 다른 저당채권 형태를 트랜치(tranches)라 한다. 다시 말하면, 저당채권의 발행총액을 몇 개의 계층으로 배분한 후, 각 계층마다 서로 다른 이자율을 적용하고, 원금이 지급되는 순서를 다르게 정하는 것이다.

전형적인 담보저당채권은 3-4개의 트랜치(tranches)로 나누어진다. 그리고 저당

8) 1983년에 연방주택대부저당회사(FHLMC)에 의해 도입되었다.

집합체에서의 현금수지가 불확실하기 때문에 잔여현금수지(residual cash flow)를 미리 확보하는 트랜치(tranches)가 있다. 이것을 잔여트랜치라 한다. 잔여트랜치는 담보저당채권의 발행기관에서 소유한다. 그래서 발행기관은 담보저당채권에 대한 지분을 가져야 한다. 잔여트랜치에서 얻어지는 현금수지는 지분수익이다.<sup>9)</sup>

담보저당채권의 특별한 형태로 스트립트(stripped) 저당담보증권이 있다. 이것은 두 종류가 있다. 하나는 저당 집합체에서 발생하는 모든 이자를 받을 수 있는 권리를 가지고 또 다른 하나는 모든 원금 지급액(계획된 상환 원금과 만기전변제 금액)을 받을 수 있는 권리를 가진다.

이자만 받는 것(IO; Interest Only)과 원금만 받는 것(PO; Principal Only)에 대한 채권들은 특히 이자율의 변동이 심할 때 특이한 지급형태를 나타낸다. 어떤 투자자들은 그들이 소유하고 있는 다른 자산의 이자율 변화에 대한 효과에 반대되는 효과를 가지기 위해 이들을 구입한다. 만기전변제가 낮을 경우 IO를 매입하고, 만기전변제가 높을 경우 원금의 회수가 빠른 PO를 매입한다.

한편, 저당담보증권을 발행하는 제2차저당시장의 기관들은 이중과세 문제를 해결하려고 노력해 왔다. 저당에서 발생하는 현금수지는 발행기관으로 들어가서 그 다음에 투자자에게로 돌아온다. 만약 발행기관이 현금수지를 받았을 때 세금이 부과된다면, 투자자에게도 세금이 부과될 것이다. 세금부담은 저당증권화의 장점을 상쇄시킬 정도로 그 영향이 아주 크다.

이중과세를 피할 수 있는 방법은 저당을 소유하는 양도인 신탁(Grantor Trust)을 만들어 넘으로써 초창기에 이루어졌다.

9) 예를 들면, 발행기관이 \$100,000,000의 담보저당채권(CMO)을 발행한다고 하자. \$6,000,000의 자기자본을 추가하여 \$106,000,000의 저당 집합체를 매입한다. 담보저당채권(CMO)은 \$6,000,000 혹은 발행총액의 6%가 과담보 되어있다. 담보저당채권(CMO)은 3개의 트랜치와 잔여트랜치로 구성되어 있다. 트랜치 A 채권은 9.25%의 낮은 이자율을 가지고 있다. 다른 트랜치 B, C는 상환기간이 길기 때문에 다소 높은 이자율을 가지게 된다. 이것은 저당 집합체에서 발생하는 현금수지가 여러 트랜치에 나누어지는 순서에 따른다. 트랜치 A 채권소유자는 먼저 상환될 것이다. 트랜치 A 소유자는 이자외에 1. 저당의 계획된 원금상환 2. 저당의 만기전변제 3. 트랜치 Z 소유자의 연기된 이자를 받을 것이다. 트랜치 A 채권의 원금은 이 세가지 항목에 의해 줄어든다. 만약 아주 큰 만기전변제가 발생하면, 트랜치 A 채권의 상환기간은 짧아질 것이다. 트랜치 B 채권소유자들은 트랜치 A 채권소유자가 완전히 상환될 때까지 이자만 지급받을 것이다. 트랜치 A 소유자가 완전히 변제된 후, 트랜치 B 채권소유자는 모든 지급액, 원금의 만기전변제, 트랜치 Z의 연기된 이자를 받을 것이다. 이러한 방식은 남아있는 트랜치에 대해 같이 적용된다. 어느 해에, 어떤 트랜치에도 주어지지 않은 지급액은 발행기관의 지분수익으로 발생하는 잔여이익이다.

만들어냄으로써 초창기에 이루어졌다.

양도인 신탁은 특히 이체증권에 잘 이용되었다. 만약 인가된 양도인 신탁의 규정에 맞으면 신탁은 비과세 되고, 이체증권에 투자한 투자자들에게만 세금이 부과된다. 신탁이 인가를 얻기 위해서는 다음의 조건들을 충족시켜야 한다. ① 한시적 기간 ② 자연적인 해체(모든 투자자에게 완불한 후에는 Trust에 어떤 재산도 남아 있어서는 안된다.) ③ 자산이 신탁회사(Trust)에 신탁된 후에는 어떤 활동적인 관리를 하지 말 것 등이다.

1986년 세법개정때 의회가 부동산저당투자도관 (REMIC; Real Estate Mortgage Investment Conduit)을 만들었다. 이로써 발행기관이 과세부담 없이 다단계 담보저당채권을 발행할 수 있게 했다. 본질적으로 이 법의 의도는 발행기관이 저당들과 소득의 관리에 있어서 융통성을 제공하는 것이다. 주식회사, 합자회사, 신탁, 조합 등 모든 기업형태가 부동산저당투자도관(REMIC)의 지위를 가질 수 있다.

기관, 신탁, 회사들은 다음과 같은 거래에 관련되지 않는 한 비과세 지위를 유지할 수 있다.

- ① 인정된 저당(qualified Mortgage)이 아닌 다른 자산에서 발생한 소득을 취득할 경우
- ② 저당 포트폴리오(mortgage portfolio)가 아닌 다른 서비스에서 얻은 수수료
- ③ 저당 집합체가 90일 안에 다 팔려 나갈 경우를 제외하고 저당 집합체이외의 다른 저당을 사고 파는 것.

이상 저당담보채권의 종류와 그 특성은 <표 1>로 요약될 수 있다.

<표 1> 저당담보증권에 대한 요약

구 분	MPT	MBB	MPTB	CMO
(1) 이자지급에 따른 증권종류	지분	부채	부채	부채
(2) 증권단계	하나	하나	하나	다수
(3) 원금이체	직접	없음	직접	우선순위
(4) 만기전변제위험에 대한 책임	투자자	발행기관	투자자	투자자
(5) 과담보	아니오	예	예	예
(6) 과담보에 대한 시장가치 조사	해당없음	예	아니오	아니오
(7) 신용증가이용	아니오	예	예	아니오
(8) 알수 있는 만기	아니오	예	아니오	아니오

### III. 지분증권 (Equity Financing through securities)

지분증권이란 부동산의 소유 또는 이용과 관련된 부동산 지분권을 증권화 함으로써 유동성을 높이는 것이다. 서론에서 언급한 바와 같이, 이러한 증권을 부동산 투자신탁(REIT; Real Estate Investment Trusts), 혼합 부동산 투자기금(CREF; Commingled Real Estate Funds), 합자회사(MLP; Master Limited Partnerships) 등에서 매입함으로써 지분투자가 이루어진다. 합자회사는 초기의 손실을 동업자들에게 이체(Pass-Through)시킴으로써 동업자는 자신의 다른 곳에서 수익이 있을 경우 합자회사에서 이체된 손실과 상쇄함으로써 절세효과를 얻는 방법이지만, 1986년 세계개혁법 (Tax Reform Act)에서 이러한 절세효과를 차단함으로써 인기를 잃었다. 그래서 본 장에서는 지분자금조달방법(Equity Financing)으로 부동산 투자신탁과 혼합 부동산 투자기금에 대해서만 고찰하기로 한다.

#### 1. 부동산 투자신탁(REIT)

부동산 투자신탁이란 수익증권을 발행해서 일반 투자자의 자금을 모집하고, 이 자금을 직접 부동산에 출자하거나 부동산을 담보로 하는 대출 채권 등에 운용한 후, 그 운용 수익을 투자자에게 배분하는 것이다. 부동산 투자신탁이 도입되면 부동산 소유권을 작은 단위로 나누어서 즉 소규모 구좌화하여 거래함으로써 투자기회를 확산하는 효과를 초래할 수 있다.

부동산 투자신탁의 특성으로는 첫째, 소액투자자들도 부동산투자의 기회를 가질 수 있게 한다. 둘째, 유동성이 결여된 부동산투자를 주식이나 채권과 같이 유동성을 가진 금융상품으로 만든다. 셋째, 그 자체가 부동산 경영에 관여할 수는 없으나 전문적인 부동산관리의 지식을 갖춘 전문가를 이용함으로써 부동산 전문가를 육성하는 기회를 제공한다. 넷째, 부동산투자의 대상을 분산함으로써 투자자의 위험(risk)을 감소할 수 있도록 한다. 다섯째, 부동산 투자신탁은 소득의 95% 이상이 투자자에게 배당의 형태로 배분되어야 하기 때문에 채투자를 위한 내부유보금을 유보하기가 어렵게 되어 있다. 그래서 채투자의 자금 조달재원으로 자본금 및 부채에 의존하게 되므로 이자율이 상승할 경우 금융적위험(Financial Risk)이 커질 수 있다.<sup>10)</sup>

### 가. 부동산 투자신탁(REIT)의 설립요건

부동산 투자신탁은 신탁회사이거나 주식회사의 형태를 가질 수 있다. 1960년 이전에는 주식회사 형태를 취함으로써 발생하는 이중과세문제를 피하기 위해 신탁회사 형태를 유지하였다. 1960년에, 의회가 부동산 투자법(REITA; Real Estate Investment Act)에 의한 부동산 투자신탁의 주식회사 형태를 허가했다.

그러나 주식회사 형태는 규제조건에 맞을 경우에만 이중과세를 피할 수 있다. 규제 조건들은 주로 부동산 투자신탁이 투자하는 자산의 형태와 부동산 투자신탁이 얻을 수 있는 소득의 형태에 관련되어있다. 주주들에게 소득 배분과 관련된 규제조건도 있다. 현재는 대부분의 부동산 투자신탁이 주식회사 형태를 가지고 있다. 부동산 투자신탁이 주식회사 형태를 취함으로써 주주들은 유한책임을 지게되었고 비과세지위와 자본시장에서 거래함으로써 많은 자금을 조달할 수 있게 되었다. 부동산 투자신탁회사는 자본시장에서 조달한 자금으로 큰 규모의 부동산 포트폴리오를 소유할 수 있게 되었다.

부동산 투자신탁은 비과세지위를 누리기 위해서는 매우 많은 규제조건을 준수해야 한다. 많은 규제는 이중과세 방지와 자본시장에서의 거래를 보장하기 위한 것이다. 1986년의 세계개혁법이 부동산합자회사의 손실이체에 관한 혜택을 제한하였기 때문에 부동산 투자신탁이 부동산증권시장에서 지배적인 시장점유율을 가지게 되었다.

1986년 부동산 투자신탁에 대해 관리상의 융통성과 규제를 완화하는 부동산 투자신탁 근대화법(the Real Estate Investment Trust Act)이 제정되어 부동산 투자신탁의 사업환경이 개선되었다. 1993년에는 조세조정법(The Reconciliation Act)의 제정으로 연금기금 등이 투자비율을 규제 받지 않고 부동산 투자신탁에 투자할 수 있게 되었다. 1993년 이전에는 연금기금이 부동산 투자신탁에 투자할 때 연금기금을 1인으로 간주함으로써 부동산 투자신탁을 구성하는 조건인 5명 이하의 투자자가 50% 이상의 주식을 소유해서는 안 된다는 규정에 저촉되기 쉬웠으나 이러한 제도개정에 의해 연금기금이 많은 자금을 부동산 투자신탁에 투자할 수 있게 되어 부동산 투자신탁의 전체자산은 크게 증가하였다.

부동산 투자신탁이 비과세지위를 유지하기 위해서는 다음과 같은 조건을 유지해야만 한다.<sup>11)</sup>

10) 동 부분은 박신영, 김창범(1998), 부동산투자신탁의 국내도입가능성 검토, 주택금융, 제211호, 주택은행, pp. 68-69를 인용, 정리한 부분임을 밝혀둔다.

11) Claretie and Sirman, 1996, pp. 497-507

- ① 적어도 95%의 순현금수지(Net Cash flow)를 주주들에게 배분해야만 한다.
- ② 자산들 가운데 적어도 75%는 부동산, 저당, 다른 부동산 투자신탁의 주식, 현금 혹은 정부 증권 등에 의해 담보된 부동산 대출이어야만 한다.
- ③ 적어도 총소득(Gross Income)의 75%는 부동산관련 투자에서 얻어야한다.
- ④ 적어도 100명 이상의 주주를 가져야 한다. 5명 이하의 주주에 의해 50%이상의 주식을 가질 수 없다.
- ⑤ 1명 이상의 수탁자(관리인)에 의해 관리되어야 한다.
- ⑥ 부동산 관리를 위해 독립된 관리회사와 계약을 맺어야한다.
- ⑦ 4년 이하 보유한 부동산의 판매에서 얻어지는 소득이나, 6개월이하 보유한 증권의 판매에서 얻어지는 소득이 전체 소득의 30%이상 이 되어서는 아니 된다.
- ⑧ 양도할 수 있는 주식을 발행해야만 한다.
- ⑨ 금융기관이나 보험회사는 허용되지 않는다.

이러한 규칙들은 기본적으로 부동산 투자신탁이 부동산관련 자산을 보유할 목적의 개방형 투자신탁(Mutual Fund)으로써 운영하는 것을 보장하기 위해 만들어졌다. 처음의 세가지 규칙들은 부동산 투자신탁이 부동산활동에 투자하는 것을 보장하기 위한 것이며 네 번째 규칙은 소유권이 고루 분포되는 것을 보장하기 위한 것이다.

기본적으로 부동산 투자신탁 주주들은 개인, 주식회사, 신탁회사, 합자회사 등이 될 수 있다. 신탁회사의 형태일 경우, 신탁이사회(a board of trustee)에 의해 운영되며, 주식회사의 형태일 경우, 이사회(a board of directors)에 의해 운영된다.

이사회(Board)는 부동산 투자신탁의 자산을 관리하기 위해 외부상담역을 고용해야 하며 부동산 투자신탁은 단기 투기성 부동산거래는 할 수 없다. 또한 부동산 투자신탁은 매매를 위한 목적으로 부동산을 보유할 수 없다.

부동산 투자신탁은 다음과 같은 특별한 조건하에서만 부동산을 매도할 수 있다. 이 조건들은 부동산 투자신탁의 단기 투기성 부동산 거래를 규제할 목적으로 이루어 졌다.

- ① 적어도 4년 이상 부동산을 보유하고 있어야 한다.
- ② 매도전 4년 동안 매도금액의 20%를 초과하는 부동산에 대한 자본지출이 없어야만 한다.
- ③ 한해에 5건 이상의 부동산을 매도할 수 없다.
- ④ 저당권의 상실(Foreclosure)에 의한 부동산을 취득할 수 없다.

## 나. 부동산 투자신탁(REIT)의 유형

부동산 투자신탁의 유형은 투자대상, 지분 추가발행 여부, 기한한정에 따라 분류할 수 있다. 먼저 투자대상의 특성에 따라 지분투자형(Equity) 부동산 투자신탁, 저당투자형(Mortgage) 부동산 투자신탁, 및 혼합투자형(Hybrid) 부동산 투자신탁의 3가지로 분류된다. 주식추가발행여부에 따라서는 개방형(Open-end) 부동산 투자신탁과 폐쇄형(Closed-end) 부동산 투자신탁으로 구분된다. 기한한정과 관련해서는 무기한(Infinite-Life) 부동산 투자신탁과와 기한부(Finite-Life) 부동산 투자신탁으로 나누어진다.

### 1) 투자대상에 따른 부동산 투자신탁의 유형

#### ① 지분투자형(Equity) 부동산 투자신탁

지분투자형 부동산 투자신탁은 부동산소유권 혹은 주주·조합원의 권리를 증권형태로 매각해서 시장으로부터 자금을 조달하는 형태이다. 투자대상으로는 기본적으로 수익성 부동산(Income -Producing Real Estate)으로서 부동산 자체의 가격상승 또는 임대료 인상이 기대되는 물건에 투자한다. 보유기간은 보통 5년에서 10년 정도이다.

#### ② 저당투자형(Mortgage) 부동산 투자신탁

저당투자형 부동산 투자신탁은 주로 수익성 부동산저당증권에 투자한다. 보유기간은 보통 12년 정도이다.

#### ③ 혼합투자형(Hybrid) 부동산 투자신탁

혼합투자형 부동산 투자신탁은 지분형 부동산 투자신탁과 저당형 부동산 투자신탁의 혼합이다. 주식을 발행한 후 자금을 차입하여 지분을 취득하기 위해 사용한다. 직접부동산을 소유하고, 동시에 부동산대출채권에 투자한다.

### 2) 지분추가발행에 따른 부동산 투자신탁의 유형

#### ① 개방형(Open-end) 부동산 투자신탁

최초 발행이후 투자자에게 계속 새로운 주식을 판매한 다음 그 자금을 추가부동산구입에 사용하며 이로써 지속적인 자금조달이 가능하다.

## ② 폐쇄형(Closed-end) 부동산 투자신탁

초기 주식을 발행해서 부동산을 구입한 후, 더 이상의 주식발행은 없다. 대부분의 부동산 투자신탁의 형태이다.

### 3) 기한한정과 관련된 부동산 투자신탁의 유형

#### ① 무기한(Infinite-Life) 부동산 투자신탁

기한이 정해져 있지 않은 초기의 부동산 투자신탁 유형이었다.

#### ② 기한부(Finite-Life) 부동산 투자신탁

일정기간동안 부동산을 구입하여 운영한 후에 소유부동산을 매각하고 매각대금을 투자자에게 배분하고 해산하는 형태이다. 최근 대부분의 부동산 투자신탁의 유형이다.

## 2. 혼합 부동산 투자기금(CREF)

혼합 부동산 투자기금(CREF; Commingled Real Estate Fund)은 부동산을 구입하기 위해 만들어진 다수의 연금기금(Pension Funds)에 의해 공급되는 자금 집합체이다. 혼합 부동산 투자기금은 여러 회사 혹은 그룹들을 위해 만들어진 투자자금으로서 여러 회사의 연금기금에서 할당된 기금을 합하여 지분을 나타내는 주식을 통해 부동산을 매입한다. 생명보험회사, 상업은행, 개인투자회사 등이 다수의 연금기금을 모아 전문관리자를 두고 부동산에 투자하는 혼합형태의 기금이다. 따라서 부동산 투자신탁은 소액투자자의 참여에 의한 자금조달 방법이지만, 혼합 부동산 투자기금은 다수의 연금·기금의 참여에 의한 자금조달방법이다

미국의 혼합 부동산 투자기금형성은 1967년 Prudential 생명보험회사의 Meyer Melnikoff가 연금기금을 위한 투자로서 집합된 부동산 자금을 구성하기 시작함으로써 본격적으로 이루어 졌다. 이것이 혼합 부동산 투자기금의 대표적 모델인 PRISA(Prudential Property Investment Separate Account)이다. 그의 첫 번째 작업은 PRISA가 ① 미국의 각 주의 보험법아래에서 운영되며 ②어떤 증권거래법 요구에도 위법이 아니고 ③ 연방세법과 국세청 규정을 만족시킨다는 것을 보여 주는 것이었다. 이 모든 과정을 통과하고 PRISA는 Prudential 생명보험회사의 분리구좌(A Separate Account)로서 1970년 7월 31일 운영되기 시작하였다.

PRISA가 운영되기 시작한 후 미국 경제는 장기의 침체기에 돌입하여 급격한 인

플레이션과 이자율 상승으로 주식시장이 휘청거렸고 타인자본을 많이 사용한 부동산 투자신탁은 위협에 처해 청산되었다. 이로써 타인자본을 사용하지 않고 연금에서 자금을 조달한 PRISA가 부동산 투자신탁과는 다른 장점이 있다는 것이 확인되었다. 혼합 부동산 투자기금의 대표적 분리구조인 PRISA는 1975년 시장에서 인정받게 되었고 다른 보험회사들도 분리구조를 개발하여 시장에 보급하기 시작했다.

1980년에 연금기금(Pension Funds)은 부동산 지분에 매우 적은 투자를 했지만 10년 동안 부동산에 관한 그들의 관심이 증가하여 1990년에 부동산의 투자는 전체 자산의 약 5%정도로 증가했다. 최근에 이르기까지 연금기금 관리자들은 부동산지분에 투자하기를 꺼려 왔다. 1988년 후반 가장 큰 퇴직플랜(Defined contribution plans)의 총 자산의 0.7%가 부동산에 투자되었다.<sup>12)</sup> 부동산에 투자하지 않는 이유로는 다음과 같은 것들이 있었다.<sup>13)</sup>

① 연금기관 관리자들은 포트폴리오 자산에 부동산을 첨가하는 것이 위험분산에 중요한 영향 미친다는 것을 몰랐다. ② 1970년대와 1980년대 초반의 부동산 증권들에 의해 얻어진 낮은 수익 때문에 관심을 두지 않았다. 당시 미국 내 일부지역은 부동산 수익이 매우 낮았다. ③ 참여자들은 기금을 위해 자산을 빨리 사고 팔 수 있는 유동성과 옵션에 보다 더 가치를 두었다.

Elebash and Yost(1989)의 설문조사에 의하면 대부분의 연금기금관리자들은 부동산 지분투자의 가장 큰 장점은 분산투자라는 점이고 유동성 부족이 부동산의 단점이라고 믿었다.<sup>14)</sup>

생명보험회사(Life Insurance Companies) 경우에는 1990년대 초반까지 대부분의 부동산투자를 저당(Mortgages)에 투자하고 지분투자는 작은 부분에 불과했다. 부동산 지분에 대한 생명보험회사의 역할은 부동산 지분의 유동성 부족 때문에 제한되었기 때문이다. 1970년에서 1992년까지의 생명보험회사의 부동산 지분투자는 전체자산의 3~4%정도였다. 그러나 1992년에 전체자산의 약 20%정도를 저당(Mortgages)

12) Pension Plans는 두 가지 plan으로 구분되어진다.

① defined - contribution plans

일정한 기금을 매회 적립하고 퇴직할 때 받는 것

② defined - benefit plans

일정한 금액을 퇴직할 때 받기 위해 일정한 금액을 적립하는 것

13) Betting on solid ground, Pension & Investment, 1998. 10. 19. Vol. 26, Issue 21, pp.116-120.

14) Clevrnce Elebash and Gregory Yost, "Rsal Etate Attitudes Differ Greatly", Penion and Investment Age(August 7, 1989) : 35.

에 투자할 만큼 양적 성장을 이루었다.<sup>15)</sup>

#### 가. 연금기금 투자(Pension Funds Investment)의 규제

연금기금은 적어도 다음과 같은 세 가지 방법에서 영향을 받는다.

##### 1) ERISA(Employee Retirement Income Security Act)의 규칙(rule)과 규정(regulation)

이것은 연금기금에 대한 법률적 규제이다. 1974년에 의회가 ERISA를 통과시켰다. ERISA는 연금기금의 완전한 상태를 보호하기 위해 고안되었다. 이로써 직장인의 퇴직 혜택이 퇴직플랜에 의해 보호되었다. 따라서 ERISA규정은 연금기금의 부동산 투자에 여러 가지 방법으로 영향을 미쳤다. 예를 들면,

- ① 퇴직플랜의 약정은 ERISA규칙을 위반하지 않도록 계약되어야 했다.
- ② 연금기금의 사려 깊은 투자를 유도했다.
- ③ 각자의 포트폴리오에 따라 분산 투자를 해야 했다.

ERISA는 연금기금이 구매할 수 있는 부동산 형태를 제한하지 않았지만 연금기금에 적립하는 회사의 부동산을 구매하는 것은 제한했다. 그 이유는 낮은 가치의 부동산을 부풀린 가격으로 팔려고 하는 것을 막기 위해서였다. 이러한 부분적인 규제 외에는 ERISA는 부동산 투자에 별다른 규제를 가하지 않았다.

##### 2) 비업무 사업상의 소득에 관한 세금 규정

세금규정은 연금기금이 투자하는 부동산의 형태에 영향을 미쳤다. 원칙적으로 연금기금은 세금을 내지 않지만 이것이 곧 연금기금이 투자기금의 원천으로 타인자본 자금조달과 불공정하게 경쟁하기 위해 비과세의 이점을 이용할 수 있다는 것을 의미하지는 않는다. 그러므로 세금 규정들은 연금기금이 그들의 주목적과 관련이 없는 사업에 참여하는 것을 막아 준다. 만약 연금기금이 목적과 관련이 없는 사업에 참여해서 비업무 사업소득을 얻었다면 그 사업소득에 세금이 부과된다. 이러한 세금을 비업무 사업소득세(Unrelated Business Income Tax : UBIT)라고 한다.

1981년까지 부분적으로 저당에 의해 자금이 조달된 부동산을 구입한 연금기금은 소득의 일부분을 비업무 사업소득으로 처리하고 그것에 대해 세금을 지불해야 했다. 이러한 규정에 의해 연금기금이 전체 부동산 지분에 대한 투자를 제외하고 부동산

15) Clauretje and Sirman, 1996, p. 430

에 투자하는 것을 제한했다.

1980년에 세법이 개정되어서 비업무 사업소득에 대한 부담 없이 타인자본으로 자금조달된 부동산에 투자를 허락하는 것으로 개정되었다. 그렇지만 이에는 다음과 같은 규제가 있다. 첫째, 매입가격은 금액에서 고정되어야만하고 부동산의 미래 수입이나 수익에 의존하지 않아야만 한다. 둘째, 부동산은 매도자에게 임대할 수 없다. 셋째, 자금조달은 정상적인 저당이어야 한다. 넷째, 동업자 관계를 이용한 타인자본 이용의 부동산은 다른 동업자들 가운데 적어도 하나는 비과세 지위의 조직이 아니어야 한다. 부동산 투자신탁에서의 소득은 일반적으로 비업무 사업소득으로 고려되지 않는다. 그래서 부동산 증권에 투자하는 많은 연금기금이 부동산 투자신탁에 투자한다.

3) 일반회계기준(GAAP; Generally Accepted Accounting Principles)도 준수해야 한다.

#### 나. 혼합 부동산 투자기금(CREF)의 유형

혼합 부동산 투자기금에는 개방형(Open-end) 과 폐쇄형(Closed-end) 두 가지 유형이 있다.

##### 1) 개방형 혼합 부동산 투자기금(Open-end CREF)

유동성이 높다는 것이 개방형 혼합 부동산 투자기금의 특징이다. 자산의 작은 부분을 현금과 시장성 있는 증권으로 유지하면서 혼합 부동산 투자기금에서 떠나고자 하는 사람에게 상환할 수 있다. 보상을 위해 사용되는 기금은 투자수익, 부동산 매각, 새로운 참여자에게서 충당한다. 이 유동성은 운영계약상에 설명된 혼합 부동산 투자기금의 보상정책으로 인해 모든 경우에 완전하게 보장되지는 않는다. 보상을 받으려면 미리 알려주어야 한다. 많은 사람이 인출하려고 하면 유동성이 감소할 것이고 이럴 경우 부동산을 매각함으로써 자금을 조달한다.

개방형 혼합 부동산 투자기금은 시장가격정보를 적시에 제공하기에 충분할 만큼 자주 매매되지 않으므로 투자자에게 가격정보를 제공하기 위해 주로 부동산 평가에 의존한다. 혼합 부동산 투자기금의 부동산 자산들은 정기적으로 평가를 한다. 각 부동산에 대한 외부평가는 매년 제 3의 평가사에게서 행해진다. 내부평가는 주로 분기별로 이루어진다. 이 평가가치를 처음시작과 인출 모두에 대해 현재가를 제공한다.

## 2) 폐쇄형 혼합 부동산 투자기금(Closed-end CREF)

폐쇄형 혼합 부동산 투자기금은 신탁회사(Trust), 합자회사(Limited Partnership), 부동산 투자신탁(REIT) 등의 형태를 취할 수 있다. 형태의 선택은 기금의 투자목적에 달려있다. 기금의 공통성은 고정된 자본에 의해 설립되었다는 것이다. 특정한 금액이 조달된 후 폐쇄형 혼합 부동산 투자기금은 다른 참여자를 받아들이지 않는다. 폐쇄형 혼합 부동산 투자기금은 미리 정해진 금액을 모집한다. 대상부동산의 유형과 위치는 기금의 위탁 있을 때 기금의 투자 관리자에 의해 제공된다. 그리하여, 기금의 규모는 정적이고 가지고 있는 자산가치의 변화에 의존한다.

폐쇄형 혼합 부동산 투자기금의 투자자는 시장가격에 구입되어진 부동산 집합체에서 지분을 가진다. 투자자는 자신의 투자규모에 따라 비례적인 지분을 가진다. 각 투자자의 투자가치는 기금에 참여하기 위한 비용으로 이루어진다. 한번 투자하면 다른 투자자를 받아들이지 않기 때문에 자주 평가할 필요가 없다. 일반적으로 폐쇄형 혼합 부동산 투자기금은 기금은 자산가치를 갱신하기 위해 매년 평가를 한다.

중간에 지분을 보상받으려면 그 지분을 구입하기를 원하는 다른 투자자를 찾는 것이다. 그래서 폐쇄형 혼합 부동산 투자기금은 폐쇄형 투자회사와 유사하다. 그러나 투자회사와는 달리 폐쇄형 혼합 부동산 투자기금은 매매가 가능한 잘 조직된 제2차시장이 없다.

## IV. 결 론

부동산 증권화란 부동산을 구입하는 데 사용된 부채와 지분을 증권화 하는 것이다. 저당담보증권은 부채를 증권화하는 방법이며 부동산 투자신탁과 혼합 부동산 투자기금은 지분을 증권화하는 방법이다. 부동산 투자신탁과 혼합 부동산 투자기금의 차이는 투자자가 소액의 다수 투자자인가 혹은 연금기금 같은 거액의 소수 투자자인가이다. 이러한 기본 성격에 맞추어 미국에서는 여러 가지 제도적 규제가 이루어져 온 것이다. 우리 나라에 위와 같은 제도들이 도입되기 위해서는 각 각 다음과 같은 점들이 고려되어야 한다고 본다.

### 1. 저당담보증권(MBS) 도입시 고려할 사항

최근 정부가 발표한 한국주택금융저당회사는<sup>16)</sup> 미국의 저당유동화중개기관과 비슷한 역할을 한다고 보여진다. 미국의 저당유동화중개기관인 연방저당협회(FNMA)와 연방주택저당회사(FHLMC)의 발달과정과 비교해 보면 자본금문제에 있어서 훨씬 많은 자본금이나 정부보증이 필요하다고 보여진다.

한국주택금융저당회사의 경우, 발행증권의 종류에 대해 세분화하지 않고 상당히 포괄적인 입장을 취하고 있다. 따라서 이 논문에서 소개한 여러 가지 저당담보증권을 다음과 같은 점에 유의하여 우리 실정에 맞게 조정해서 발행하는 것이 바람직할 것으로 사려된다.

첫째, 금융기관과 유동화중개기관이 대출채권의 양도를 통해 저당대출채권 pool을 형성할 수 있도록 하기 위해서 대출채권의 양도가 허용될 필요가 있다. 이는 저당담보증권에 대한 투자자들에게 채권을 이전하기 위해서도 인정되어야 한다.

둘째, 이중과세(double taxation)는 방지되어야 한다. 저당담보증권을 발행해서 저당을 구입하는 자금으로 사용하는 제2차저당시장 주체인 유동화중개기관들은 수입이 있을 것이며, 이것은 투자자에게 이체(pass-through)될 것이다. 이 경우, 저당담보증권을 발행하는 기관의 수입과 투자자에게 전해지는 현금수지에 이중과세 되는 것을 피해야 한다.

셋째, 저당담보증권은 지속적으로 신용향상(credit enhancement)을 추구해야 한다. 높은 신용등급의 저당담보증권이 시장성이 높고, 또한 유동성도 높다.

넷째, 저당담보증권의 현금수지가 투자자의 구미에 맞도록 고안되어야 한다. 만약 저당대부에서 발생하는 현금수지를 금액과 만기에 따라 새롭게 재배열 한 후 투자자에게 매각한다면 시장에서의 유동성이 더욱 커질 것이다. 즉, 투자자가 선호하는 저당담보증권을 고안하는 것이 중요한 것이다.

## 2. 부동산 투자신탁(REITs) 도입시 고려사항

소액투자자의 기회를 제공하고 전문가에 의한 운영으로 인한 위험의 분산, 절세효과와 함께 부동산시장의 활성화와 이로 인한 외국투자자의 유입등의 효과를 가져올 수 있다는 점에서 부동산 투자신탁 제도의 도입은 긍정적이다.

부동산투자신탁을 우리 나라에 도입하기 위해서는 다음과 같은 사항들을 고려하여야 할 것이다. 첫째, 부동산투자신탁 회사법을 제정하여 부동산투자신탁의 자격과 업무내용을 확실히 하여야 할 것이다. 둘째, 이중과세를 방지하여야 할 것이다. 이를

16) 매일경제신문, 1999년 4월 9일자 참조

위해 부동산 투자신탁회사에 비과세 혜택이 필요할 것이다. 셋째, 투자자 보호를 위한 조치가 강구되어야 할 것이다. 넷째, 부동산 투기조장 등 제도도입에 따른 부작용도 고려하여야 할 것이다.

### 3. 혼합 부동산 투자기금(CREFs) 도입시 고려사항

PRISA가 ①미국의 각 주의 보험법아래에서 운영되며 ②어떤 증권거래법 요구에도 위법이 아니고 ③연방세법과 국세청 규정을 만족시킨다는 것을 보여 주기 위해 노력했듯이 혼합 부동산 투자기금을 우리 나라에 도입되기 위해서는 혼합 부동산 투자기금을 제도화하기 위한 법제와 세제를 정비하는 데 정부의 적극적인 역할이 필요하다.

주식 시장이 약세였을 때 미국의 연금기금 관리자들은 투자대안으로 부동산을 택했다. 왜냐하면 부동산 시장은 주식, 채권 시장보다 더 안정적이고 주식, 채권 시장이 영향을 받을 때 같은 영향력에 의해 영향을 받지 않기 때문이었다. 또한 부동산 투자는 채권 포트폴리오보다 예기치 못한 인플레이션에 대해 더 나은 방어를 제공하였다.

이상에서 살펴본 것처럼 각 각의 필요사항들이 충족되어 활성화된다면 부동산 시장의 활성화에 많은 도움이 될 것이다. 실제로 1999년 6월 말 현재 우리나라의 주택자금 대출잔액은 557,380억원 이다. 저당담보증권 제도가 도입된다면 이 금액을 증권화 할 수 있을 것이다. 또한 주택자금 이외의 수익성 부동산의 대출 잔액도 증권화 할 수 있다면 더 많은 자금이 부동산 시장에 유입 될 것이다.

부동산 투자신탁은 소액투자자에게 부동산투자기회를 제공하므로 증권시장에서 개방형 투자신탁(Mutual Funds)의 경우에서 보듯이 많은 개인 투자자들이 참여할 수 있도록 할 것이다.

1997년 말 보험회사의 전체 운용 자산 규모는 1,108,649 억원이었다. 이 중에서 약 8% 정도가 부동산에 운용되었다.<sup>17)</sup> 현재 우리 나라의 법령<sup>18)</sup>은 15% 까지 허용하므로 혼합 부동산 투자기금이 도입되면 더 많은 자금이 부동산 시장에 유입될 수 있을 것이다.

따라서 위의 제도들은 더 많은 자금이 부동산 시장에 유입되도록 하여 부동산 시장의 활성화에 도움을 줄 것이다.

17) 보험감독원, 보험통계연감, 1997, pp. 42-43

18) 보험업법시행령 제15조(재산이용의 비율) 1항 2호

<참고문헌>

1. 박신영·김창범(1998), 부동산투자신탁의 국내도입가능성 검토, 주택금융, 제 211호, 주택은행
2. 서동기(1999), 부동산증권화와 감정평가(REITs제도의 도입방안), 부동산고시, 제74호, 부동산연구소
3. 안정근 (1995), 현대부동산학, 서울, 법문사
4. 윤부진 (1998), 주택저당채권 유동화제도 도입을 위한 법적인 문제 검토, 새정치국민회의 정책토론회
5. 윤주현 (1998), 주택저당채권 유동화제도 도입방안, 새정치국민회의 정책토론회
6. 정상국(1999), 저당담보증권의 종류와 특성, 대구·경북 부동산 분석학회 학술 세미나
7. 오바타 다쿠야 편저(1998), 부동산의 증권화 (저당증권의 실제: 일본경제신문사, 1991), 문길섭 역, 서울: 한국경제신문사
8. Brueggeman, William B., Jeffery D. Fisher, and Leo D. Stone (1989), Real Estate Finance, Boston, IRWIN
9. Ciochetti, B. and K. Vandell (1999), The Performance of Commercial Mortgages, Real Estate Economics, Vol. 27 Issue 1, pp. 27-62
10. Clauretje, T. and G. Sirman (1996), Real Estate Finance, New Jersey, Prentice Hall
11. Dougherty, A. J. (1989), The (next-to-the) last word in financial innovation, Secondary Mortgage Market, Vol. 6, Spring
12. Fisher, J., Geltner, D. and R. Webb (1994), Value Indices of Commercial Real Estate: A Comparison of Index Construction Methods, Journal of Real Estate Finance & Economics 9(2):137-164
13. Gallo, J., Buttimer Jr., R. et al (1997), Determinants of performance for mortgage-backed securities funds, Vol 25 Issue 4, pp. 657-682
14. Geltner, D. and B. Kluger (1998), REIT-based pure-play portfolios: The case of property types, Real Estate Economics, Vol. 26 Issue 4, pp. 581-613
15. Hudson-Wilson, S. and G. Pappadopoulos (1999), CMBS and the Real

- Estate Cycle, *Journal of Portfolio Management*, Vol 25 Issue 2, pp. 105-112
16. Ling, D. and A. Naranjo(1999), The Integration of Commercial Real Estate Markets and Stock Markets, *Real Estate Economics*, Vol 27 Issue 3, pp. 483-516
  17. Muldavin, S. (1997), Real estate capital market trends & applications, *Real Estate Issue*, Vol. 22 Issue 3, pp. 38-47
  18. Pthrr, S., Cooper, J., Wofford, L., Kapplin, S., and P. Lapidés (1989), *Real Estate Investment*, 2nd Ed., N.Y.: John Wiley & Sons.
  19. Ross, S. and R. Zisler (1991), Risk and Return in Real Estate, *Journal of Real Estate Finance & Economics* 4(2): 175-190

