

부동산투자회사 제도의 발전방향

이 소 한

동국대학교 경영학과 조교수

Direction for the Development of Korean Real Estate Investment Trusts

Lee, Sohan

Assistant Professor, Dept. of Business Administration, Dongguk University

Abstract: Korean Real Estate Investment Trusts(K-REITs), similar to American REITs, will be in operation as of July 1, 2001, according to the K-REITs Act. The purpose of this study is to obtain lessons from the experiences of the American REITs, to analyze the differences between the K-REITs and the American REITs and to suggest several recommendations for the development of K-REITs.

For the development of K-REITs, the following recommendations has been suggested. First, K-REITs should be considered as an object of "investment" rather than as an object of "speculation". An analysis of American historical data demonstrates that 1) REITs offer an attractive risk-reward trade-off 2)the correlation of REIT returns with other investments has declined over the past 30 years 3) REITs are worth investigating as an addition to many types of portfolios.

Second, K-REITs investor protection system should be improved. K-REITs should be supervised on a consolidated basis to protect K-REITs investors against wrongdoing. In order to provide investors with reliable information, K-REITs financial and business information should be adequately disclosed.

Third, real estate information database including real estate index,

capitalization rates and occupancy rates should be constructed, and real estate institutions such as asset management company and real estate investment advisers and real estate experts should be fostered for the development of K-REITs.

Fourth, there are two types of K-REITs: general K-REITs and K-REITs for corporate restructuring. The K-REITs Act endows K-REITs for corporate restructuring with special privileges and tax incentives. Both types of K-REITs should be balanced according to the principle of equity.

Fifth, the regulations on external borrowing should be relaxed and abolished in the long run.

Sixth, mortgage K-REITs, similar to American mortgage REITs, should be introduced and fostered in the future.

I. 서론

최근 정부는 부동산투자회사(REITs: Real Estate Investment Trusts) 제도의 도입을 추진하고 있다.¹⁾ 그 동안 숱한 논란이 되어 왔던 「부동산투자회사법」이 금년 3월 8일 국회를 통과한 데 이어, 기업구조조정 부동산투자회사 제도 도입을 골자로 한 「부동산투자회사법」 개정안이 금년 4월 26일 국회를 통과함에 따라 금년 7월 1일부터 부동산투자회사 제도가 본격적으로 시행될 예정이다.

우리나라에서 REITs 제도의 도입 논의는 1998년부터 본격적으로 시작되었다. 1997년 12월 우리나라가 IMF 구제금융을 신청한 이후 구조조정과정에서 기업과 금융기관이 보유하고 있던 부동산이 대거 매물로 나오게 되었

고, 그러한 부동산의 처분문제가 현안과제로 대두되게 되었다. 당시 4대 재벌(현대, 삼성, LG, SK)의 부채비율(부채/자기자본)은 1997년 말 기준으로 평균 469%였으며, 재무구조 개선을 위하여 1999년 말까지 부채비율을 200% 이하로 축소하도록 되어 있었다. 기업의 과도한 부채비율을 축소하기 위해서는 기업 보유 부동산의 매각을 통한 차입금 상환이 필요하였다.²⁾ 그러나 부동산 경기가 침체되었던 당시 상황에서는 기업과 금융기관이 매물로 내놓은 부동산을 구입할 수 있는 구매력이 실종되어 구조조정을 어렵게 하는 하나의 원인이 되었다.

당시 정부는 부동산 경기를 활성화하고, 구조조정을 원활히 하기 위해서, 부동산시장의 대외 개방을 추진하였고, 자산관리공사를 통한 부실자산 인수, 토지공사를 통한 기업토지 매입 등을 추진하였다. 또한 정부는 1998년 4월 「신탁업법」 시행령을 개정하여 신탁겸영은행에게 부동산투자신탁 업무를 허용하였다.

1) 우리나라의 부동산투자회사 제도는 미국의 REITs 제도를 근간으로 하여 마련된 제도이다. 우리나라의 부동산투자회사 제도와 미국의 REITs 제도가 매우 유사하나, 어느 정도의 차이점이 있기 때문에 이하 본문에서는 우리나라의 부동산투자회사를 단순히 부동산투자회사로 미국의 REITs를 미국의 REITs로 표기한다.

2) 당시 우리나라 대기업 자산의 약 40% 이상이 부동산인 것으로 추정되고 있었다.

한편 REITs 제도의 도입 논의도, REITs 제도가 기업과 금융기관이 내놓은 부동산을 처리하는 방안으로 활용될 수 있다는 점에서, 학계를 중심으로 활발히 진행되었다. 즉 매물로 나와 있는 부동산은 규모가 크고 고가이기 때문에 적절한 구매자를 발견할 수 없다는 것이 가장 큰 문제인데, REITs 제도 도입을 통하여, 유동성이 결여된 기업과 금융기관 보유 부동산을 분할하여 증권화하고 자본시장을 통하여 다수의 수많은 투자자가 구입(투자)할 수 있도록 한다면, 매물로 나와 있는 부동산을 소화하는데 크게 기여할 수 있을 것으로 생각되었다.

정부에서도 REITs 제도의 도입 필요성을 인식하여 1999년 초반부터 REITs 제도의 도입을 지속적으로 추진하여 왔다. 많은 우여곡절 끝에 2000년 7월 「부동산투자회사법」이 입법 예고 되었고 금년 3월 8일 마침내 「부동산투자회사법」이 국회를 통과하게 되었다.

금년 7월 1일부터 시행될 예정인 부동산투자회사 제도는 기본적으로 미국의 REITs 제도와 유사하지만, 국내 금융시장 및 부동산시장의 여건을 감안하여 한국적 상황에 맞추어 변형한 제도로 볼 수 있다. 특히 구조조정이 매우 시급한 국가 경제적 정책 과제를 감안하여, 기업구조조정 부동산투자회사에 대해서는 설립 및 자산운용 등에 관하여 여러 가지 특례를 인정하고 있다. 부동산투자회사 제도 시행에 앞서서, 우리나라보다 앞서서 REITs 제도를 시행한 미국의 REITs 제도 발전 과정 및 동향을 살펴 보는 것은 매우 의미심장한 일이라고 생각된다. 왜냐하면 우리나라에서 부동산투자회사 제도가 잘 정착되어 시행되기 위해서는, REITs 제도를 포함하여 세계에서 가장 발달된 부동산 금융관련 여러 제도를 보유하고 있는 미국의 사례를 면밀하게 검토해 볼 필요가 있기 때문이다.

본 논문은 부동산투자회사 제도 시행에 앞서서, 미국의 REITs 제도 및 동향을 살펴

보고, 우리나라 부동산투자회사 제도의 발전 방향을 제시하는 것을 목적으로 한다. 이 후 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 금년 7월 1일부터 시행될 예정인 우리나라 부동산투자회사 제도를 개괄해 본다. 제Ⅲ장에서는 미국 REITs 제도 및 동향을 살펴 본다. 제Ⅳ장에서는 우리나라 부동산투자회사 제도의 발전 방향을 제시한다. 제Ⅴ장은 결론 및 요약 부분이다.

Ⅱ. 부동산투자회사 제도 개관³⁾

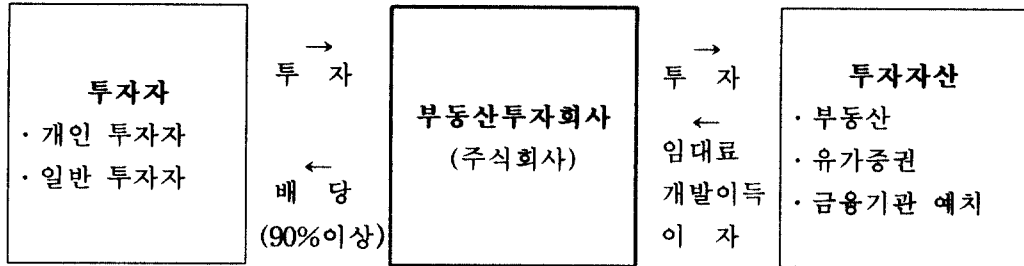
1. 부동산투자회사 제도의 개념

부동산투자회사 제도란 주식발행을 통하여 투자자로부터 모은 자금을 부동산에 투자하고 얻은 수익을 투자자에게 배분하는 제도로서 정의될 수 있다(<그림 1> 참조). 부동산투자회사는, 동일한 방식으로 자금을 모아 유가증권에 투자하는 증권투자회사(뮤추얼 펀드)와 유사하나, 자산운용대상이 부동산이라는 점에서 차이가 있다. 따라서 부동산투자회사는 소액투자자를 대신하여 부동산에 투자하는 간접투자기관이다.

부동산투자회사는 부동산(임대·개발)회사와 금융기관의 성격이 결합된 회사이다. 즉 실제 영업측면에서는 부동산 임대 및 개발 사업 등을 수행하는 종합 부동산회사이며, 일반인으로부터 자금을 모집하고 투자이익을 배분한다는 점에서는 금융기관의 성격도 가지고 있다.

3) 제Ⅱ장은 부동산투자회사 관련 건설교통부 및 재정경제부의 여러 보도자료 및 발간자료를 참조하여 요약·정리한 것임을 밝혀둔다.

<그림 1> 부동산투자회사 제도의 구도



2. 부동산투자회사법의 주요 내용

금년 4월 26일 개정된 「부동산투자회사법」의 주요 내용을 살펴보면 다음과 같다.

1) 부동산투자회사의 설립

부동산투자회사의 설립은 건설교통부장관의 인가를 받아 주식회사로 설립한다(제5조). 부동산투자회사의 자본금은 500억 원 이상으로 한다(제6조). 부동산 투자회사의 발기인은 설립시 자본금의 30%를 초과하지 않는 범위 안에서 대통령령이 정하는 금액이상의 주식을 인수하여야 한다(제7조). 부동산투자회사의 발기인은 설립할 때에 발행하는 주식 총수의 30%이상을 일반으로부터 공모하여야 한다(제9조). 부동산투자회사의 1인당 주식소유한도를 10%로 제한한다(제15조). 부동산투자회사는 한국증권거래소의 유가증권시장의 상장기준이나 한국증권업협회의 등록요건을 갖추게 된 때에는 지체 없이 유가증권시장에 주식을 상장하거나 한국증권업협회에 등록하여 주식이 한국증권거래소의 유가증권시장이나 한국증권업협회의 협회중개시장에서 거래되도록 하여야 한다(제20조).

2) 부동산투자회사의 운용

부동산투자회사는 그 자산을 부동산의 취득·관리·개량·처분·개발·임대, 유가증권

의 매매 및 금융기관에의 예치로 투자·운용하여야 한다(제21조). 부동산투자회사는 매분기말 현재 총 자산의 70%이상은 부동산이어야 한다(제25조). 부동산개발사업에 대한 투자는 부동산투자회사의 주식이 상장 또는 등록된 후 건설교통부장관의 인가를 얻은 후 부동산투자회사의 자기자본의 30%이내에서 투자하여야 한다(제26조). 부동산의 투기적 단기거래를 제한하고 나대지는 부동산개발사업을 시행한 후가 아니면 이를 처분하여서는 안 된다(제24조). 부동산투자회사의 주요의사결정은 주주총회 및 이사회에서 결정한다(제12조, 제13조). 부동산투자회사는 연 이익의 90%이상을 주주에게 금전 배당하여야 한다(제28조). 부동산투자회사는 운영자금을 일시적으로 차입하는 경우 등 몇몇 경우를 제외하고는 자금을 차입하지 못한다(제29조).

3) 자산관리의 준칙

부동산투자회사의 자산운용과 관련된 부동산의 투자·분석 등의 업무는 공신력 있는 전문기관(등록된 부동산투자자문회사 등)에 위탁 가능하다(제23조). 임직원의 횡령 사고 방지, 자산 운용의 투명성 확보 등을 위하여 부동산투자회사의 부동산, 현금, 유가증권은 외부의 자산보관기관에 보관을 위탁하여야 한다(제35조, 제36조). 동 법 제30조, 제32조는 부동산투자회사의 내부자 거래 제한 및 미공개 자산운용정보의 이용금지를 규정하고 있다.

4) 투자자 보호 장치

부동산투자회사는 자금 모집시 기업공개 과정에서 증권회사의 사업성 분석 등을 거치고 투자설명서를 투자자에게 제공하여야 한다(제10조). 부동산투자회사는 부동산개발사업에 대한 인가를 받은 후부터 현물출자를 받을 수 있다. 현물 출자시 현물 출자하는 부동산은 2인 이상의 감정평가업자가 평가하여야 한다(제19조). 부동산투자회사는 부동산을 취득하거나 처분하는 경우에는 당해 부동산의 현황, 거래가격 등이 포함된 실사보고서를 작성하여야 한다(제24조). 부동산투자회사가 부동산 개발사업에 투자할 때에는 사업계획서를 작성하여 부동산투자자문회사의 평가를 거쳐야 한다(제26조). 부동산투자회사는 매 분기 투자보고서를 작성하여 경영성과를 공시하여야 한다(제37조).

5) 기업구조조정 부동산투자회사

「부동산투자회사법」은 구조조정 촉진을 위하여 기업구조조정 부동산투자회사를 설립할 수 있는 근거 조항 및 기업구조조정 부동산투자회사에 대한 특례 조항을 규정하고 있다(제49조). 기업구조조정 부동산투자회사 제도는 다수 투자자로부터 자금을 받아 기업이 구조조정을 위해 매각하는 부동산을 매입(총자산의 70%이상 매입)하고 관리·운영하여 수익을 투자자에게 배분하는 제도를 말한다. 기업구조조정 부동산투자회사는 회사의 설립과 해산이 용이하도록 존립기간을 정관에 정하는 한시적 명목회사(paper company)로 설립하도록 되어 있다. 기업구조조정 부동산투자회사에 대해서는, (일반) 부동산투자회사와는 달리, 설립 및 자산운용에 대한 여러 가지 특례를 부여하고 있다(<표 1> 참조).

1인당 주식소유한도(10%) 적용을 배제하고 있으며(제15조에 대한 특례), 설립시 자본금의 30%이내에서 현물출자를 허용하고 있으며(제11조에 대한 특례), 설립시 발행주식총수

의 30%이상을 일반공모 하도록 한 규정을 배제(제9조에 대한 특례)하고 있다. 또한 구조조정 부동산의 신속한 처리를 위하여 부동산의 단기거래를 허용(제24조에 대한 특례)하고 있으며, 한시적인 명목회사인 점을 감안하여 자율적인 배당 결정을 가능(제28조에 대한 특례)하게 하고 있다.

한편 기업구조조정 부동산투자회사의 자산의 투자·운용업무는 건설교통부장관의 인가를 받은 자산관리회사에 위탁하여야 한다. 자산관리회사는 자본금 70억 원, 전문인력 5인 이상을 갖추어 건설교통부장관의 인가를 받아 설립한다. 투자자보호를 위하여 기업구조조정 부동산투자회사의 운영 및 감독을 건설교통부와 금융감독위원회가 공동으로 수행할 수 있도록 하였다. 한편 기업구조조정 부동산투자회사의 존속기한 연장 등 특별한 경우가 발생할 때에는 주주에게 주식매수청구권 및 환매청구권을 부여하여 소액주주를 보호하고 있다.

한편 세제 혜택면에서는 아직 확정되지는 않았지만, 기업구조조정 부동산투자회사는 부동산투자회사에 비해 많은 세제혜택을 받을 것으로 예상된다⁴⁾. 현재 논의되고 있는 세제 지원을 살펴보면, 기업구조조정 부동산투자회사의 경우, 배당가능이익의 90%이상을 배당하는 경우 배당금액을 전액 법인세 과세 대상에서 제외할 예정이며, 부동산 취득시의 취득세·등록세도 전액 면제될 것으로 알려지고 있다. 이에 비해 부동산투자회사의 경우는 부동산을 투자·운영하는 과정에서 발생하는 손실보전을 위하여 매년 순투자금액의 50%를 투자손실준비금으로 손금산입할 수 있으며, 부동산 취득시의 취득세·등록세도 50%가 감

4) 이하의 세제지원에 관한 논의는 「부동산투자회사법」의 내용이 아니라, 재정경제부가 2001년 5월 9일 발표한 보도자료 “부동산투자회사(REITs)에 대한 세제지원” 내용을 요약한 것임을 밝혀 둔다.

<표 1> 부동산투자회사와 기업구조조정 부동산투자회사의 비교

구 분	부동산투자회사	기업구조조정 부동산투자회사
설 립	건교부장관 인가	좌동
회사형태	실체있는 영속회사	페이퍼 컴퍼니 (존속기한을 정관에 기재)
업 무	부동산 매입·관리·개발·처분	부동산 매입·관리·개발·처분
자 본 금	500억원 이상	좌동
자금모집	주식발행	좌동
투자대상	모든 부동산	구조조정용 부동산
구 성	총자산의 70%이상 부동산에 투자	총자산의 70%이상 구조조정 부동산에 투자
개발사업	자기자본의 30%내 허용	자기자본의 30%내 허용
차 입	원칙적으로 금지하되 일정한 경우에만 허용	좌동
업무위탁	내부관리	위탁관리
수탁기관	없음	자산관리회사(건교부장관 인가) - 자본금 70억원, 전문인력 5인
배 당	주주에게 90%이상 배당	주주에게 배당 (90% 규정은 세법에 규정 예정)
영속성 여부	일부 실체 있는 영속회사	실체는 없고 영속회사 불가능
감 독	건교부 인가·감독	건교부·금감위 공동 감독
법 인 세	-	면제

자료: 건설교통부 보도자료 “부동산투자회사법 개정안 국회통과”, 2001. 4. 27

면될 예정이다. 한편 부동산투자회사 및 기업 구조조정 부동산투자회사가 보유한 부동산을 매각하는 경우 양도차익에 대하여 특별부가세를 50% 감면할 예정이다.

3. 부동산투자회사법 시행령(안)의 주요 내용

금년 5월 14일 입법 예고된 「부동산투자회사법시행령(안)」의 주요 내용을 살펴보면

다음과 같다.

부동산투자회사의 발기인은 설립시 자본금의 10% 이상에 해당하는 주식을 의무적으로 인수하여야 한다(제5조). 공공기금, 각종 공제회 등의 경우 1인당 주식소유한도(10%)의 예외를 인정하고, 현물출자자 또는 주식공모를 인수·주선한 후 잔액을 간사회사나 발기인이 인수하는 경우에 대해서도 1인당 주식소유한도를 2년간 유예한다(제9조). 현물출자시 부동산은 수익방식에 의하여 평가하는 것을 원칙으로 하되 수익방식을 적용하기 어려운 경우에는 비교방식 또는 원가방식을 적용하여 평가한다(제12조). 부동산투자회사는 자산운용전문인력을 3인 이상 확보하도록 하되, 건설교통부장관이 지정하는 부동산·금융 관련 전문교육·연구기관 및 단체, 대학 등에서 사전 교육을 이수하여야 한다(제14조). 부동산투자자문회사는 자본금 10억 원 이상, 3인 이상의 자산운용전문인력을 확보하여 건설교통부장관에 등록하여야 한다(제16조) 부동산투자회사는 부동산을 취득한 후 2년 이상 보유하여야 하나, 부동산을 개량하여 처분하거나 부동산투자회사의 합병, 해산 또는 분할 등의 경우에는 2년 이내에도 처분할 수 있다(제18조). 기업구조조정 부동산투자회사가 투자할 수 있는 부동산중에 “기업이 채권금융기관에 대한 부채 등 채무를 상환하기 위해 매각하는 부동산”의 범위를 거래가격의 50% 이상을 채무를 상환하기 위해 금융기관 등 채권자와 약정을 체결하고 매각하는 부동산으로 규정한다(제35조). 기업구조조정부동산투자회사의 주주가 주식매수청구권 행사시 순자산가치에 기초하여 당해 주식을 매수하도록 한다(제43조).

III. 미국의 REITs 제도 개관

1. 미국 REITs 제도의 개념

미국 REITs 제도란 다수의 투자자로부터 자금을 모아서 부동산소유지분(real estate equity ownership)이나 저당담보부증권(mortgage-backed securities)에 투자하거나 부동산관련 대출(mortgage loan) 등으로 운용하여 얻은 수익을 투자자에게 되돌려 주는 제도를 말한다. 미국에서는 REITs가 부동산에 투자하는 뮤추얼펀드로 많이 알려져 있다. 미국 REITs 회사의 지분은 주식의 형태로서 주식시장에서 자유롭게 거래되고 있다.

지난 1960년 Internal Revenue Code (sections 856~858) 법률 수정안이 미 의회를 통과함에 따라 미국 REITs 제도의 골격이 완성되었다고 할 수 있다. 동 법률안은 일정한 자격요건을 갖추기만 하면 그것을 REITs로 인정하고 법인세(corporate tax) 면세혜택을 부여하고 있다⁵⁾. 2001년 4월말 현재 약 300개의 REITs 회사가 영업중이며, 이 중 188개의 REITs 회사가 뉴욕증권거래소(NYSE), 아메리카 증권거래소(AMEX) 및 나스닥시장(NASDAQ)에 상장되어 있다(<표 2> 참조). 188개 REITs 회사가 발행한 주식의 총 시장가치는 약 1,418억 달러를 넘어서고 있다.

2. 미국 REITs의 종류

REITs는 투자대상에 따라 지분형 REITs(equity REITs), 모기지형 REITs(mortgage REITs) 및 혼합형 REITs(hybrid REITs)로 구분된다.⁶⁾

5) 미국 REITs 회사의 자격요건으로는 조직구성요건(organizational requirements), 자산구성요건(asset requirements), 수입구성요건(income requirements), 배당요건(distribution requirements) 등이 있다. 자세한 내용은 이소한(1998), 이상영·서후석·김진우·신웅식(1999) 및 미국의 Internal Revenue Code (sections 856~858)을 참조하기 바란다.

6) 이하에서는 REITs를 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate

<표 2> REITs 회사의 미국증권거래소 상장현황

거 래 소	종 목 수	규 모(억달러) ⁴⁾
NYSE ¹⁾	149	1,383.9
AMEX ²⁾	27	20.5
NASDAQ ³⁾	12	13.8
계	188	1,418.2

자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

- 주 : 1) 뉴욕증권거래소
 2) 아메리카 증권거래소
 3) 나스닥 시장
 4) 상장된 주식의 시가총액
 5) 2001년 4월 30일 현재

지분형 REITs(equity REITs)란 총 투자자산의 75%이상이 부동산소유지분(real estate equity ownership)으로 구성된 REITs를 말한다. 따라서 지분형 REITs(equity REITs)의 주 수입원은 임대료가 된다. 모기지형 REITs(mortgage REITs)란 총 투자자산의 75%이상이 부동산관련 대출(mortgage loan)에 운용되고 있거나 저당담보부증권(mortgage-backed securities)에 투자된 REITs를 말한다. 따라서 모기지형 REITs(mortgage REITs)는 모기지 관련 이자를 주 수입원으로 하고 있다. 혼합형 REITs(hybrid REITs)란 총 투자자산이 부동산소유지분(real estate equity ownership), 부동산관련 대출(mortgage loan), 저당담보부증권(mortgage-backed securities) 등에 골고루 투자되어 있기 때문에 지분형 REITs(equity REITs)나 모기지형 REITs(mortgage REITs)로 분류될 수 없는 REITs를 말한다. 따라서 혼합형 REITs(hybrid REITs)의 수입원은 임

대료나 모기지 관련 이자가 된다.

<표 3>와 <그림 2>는 2001년 4월말 현재 뉴욕증권거래소(NYSE), 아메리카 증권거래소(AMEX), 나스닥시장(NASDAQ)에 상장된 188개 REITs의 종류별 분포를 보여주고 있다. 상장된 주식의 시가총액에 따라 분류했을 때, 지분형 REITs(equity REITs)가 전체의 95% 이상을 차지하고 있다.

3. 미국 REITs의 주요 투자자

누가 REITs 주식에 투자하는가? 미국 REITs 제도의 도입 목적 중의 하나는 소액투자자(small investors)로 하여금 대규모 상업용 부동산 소유의 기회를 제공하기 위해서였다. REITs 회사의 주식이 주요 증권거래소에서 현재 \$2~\$40의 싼 가격으로 거래되고 있기 때문에 소액투자자도 직접 투자하기 어려운 대규모 부동산의 일부를 주식의 형태로 소유하여 부동산 운용수익 또는 부동산 가격상승의 혜택을 누릴 수 있다.

<표 4>는 기관투자자(institutional investors)별 REITs 투자점유 비중을 보여주고 있다. 이

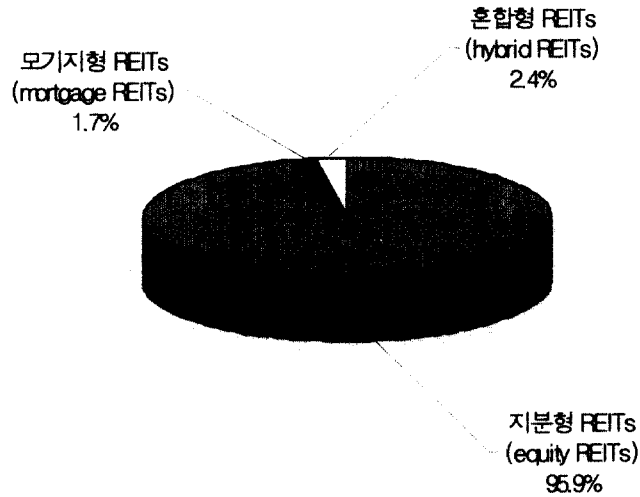
Investment Trusts)의 분류기준에 따라 지분형 REITs(equity REITs), 모기지형 REITs(mortgage REITs) 및 혼합형 REITs(hybrid REITs)로 분류한다.

<표 3> REITs 종류별 분포

종 류	종 목 수	규 모(억달러)
지분형 REITs(equity REITs)	157	1,359.6
모기지형 REITs(mortgage REITs)	22	24.0
혼합형 REITs(hybrid REITs)	9	34.6
계	188	1,418.2

자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)
 주 : 2001년 4월 30일 현재 NYSE, AMEX, NASDAQ에 상장된 188개 REITs의 종류별 분포

<그림 2> REITs 종류별 분포



자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)
 주 : 2001년 4월 30일 현재 NYSE, AMEX, NASDAQ에 상장된 188개 REITs의 주식시가 총액에 따른 REITs 종류별 분포

<표 4> 기관투자자별 REITs 투자 점유 비중

구 분	비 중(%)
뮤추얼 펀드(mutual funds)	50
부동산투자 자문회사(real estate investment advisers)	18
은행신탁(bank trust departments)	12
연금(pension funds)	12
보험회사(insurance companies)	6
외국투자자(foreign investors)	2

자료 : Garrigan and Parsons(1998), p. 420, 이소한(1998), p. 380에서 재인용
 주 : 1997년 1월 14일 현재

것은 REITs에 투자한 기관투자자들이 미국증권관리위원회(SEC: Securities Exchange Commission)에 신고한 내용(SEC 13-F filings)을 중심으로 수집된 자료이다. <표 4>에 의하면 1997년 1월 14일 현재 뮤추얼 펀드(mutual funds), 부동산투자 자문회사(real estate investment advisers), 은행신탁(bank trust departments), 연금(pension funds) 및 보험회사(insurance companies) 등 다양한 기관투자자들이 REITs 주식에 투자하고 있음을 알 수 있다. 특히 뮤추얼 펀드가 REITs 투자점유비중의 50%를 차지하여 대표적인 REITs 주식에 투자하는 기관투자자임을 알 수 있다. 미국의 뮤추얼 펀드 제도가 소액투자자(small investors)로부터 자금을 모집하여 소액투자자를 대신하여 유가증권에 분산투자하고 그 수익을 소액투자자에게 배분하는 제도임을 감안할 때, 뮤추얼 펀드 관리자(mutual fund managers)가 REITs 주식을 선호한다는 점은 매우 이채롭다.

그렇다면, 뮤추얼 펀드를 비롯한 기관투자자들이 REITs 주식을 선호하는 이유는 무엇인가? REITs는 부동산에 직접 투자하면서도, 주식의 형태로 거래되고 있기 때문에 부동산에 유동성이 부여된 독특한 금융상품으로 볼 수 있다. 또한 REITs의 기초 자산은 부동산

으로 구성되어 있기 때문에 물가상승과 같은 인플레이션을 헷지할 수 있는 금융상품이다. REITs 주식은 위험(risk)과 수익(return)이라는 관점에서 볼 때, 채권보다는 위험하나 일반 주식보다는 안정적이면서, 채권보다는 높은 수익률을 제공하나, 일반 주식보다는 낮은 수익률을 제공하는 금융상품으로 알려져 있다.

<표 5>와 <그림 3>은 1972~2000년 동안의 미국 지분형 REITs(equity REITs)와 타 금융상품간의 수익률 평균을 비교하고 있다. 지분형 REITs의 수익률은 동 기간 동안 연 12.45%로서 미국 장기국채(long-term government bond) 수익률(연 9.09%) 보다는 높고, S&P 500지수 수익률(연 13.18%) 및 소형주 수익률(연 14.65%)보다는 낮은 것으로 나타나고 있다.

<표 6>과 <그림 4>는 1972~2000년 동안의 미국 지분형 REITs(equity REITs)와 타 금융상품간의 수익률의 연간 표준편차 평균을 비교하고 있다. 지분형 REITs의 표준편차는 동기간 동안 연 14.74%로서 미국 장기국채(long-term government bond) 표준편차(연 11.9%)보다는 높고, S&P 500지수 표준편차(연 16.16%) 및 소형주 표준편차(연 24.88%) 보다는 낮은 것으로 나타나고 있다.

<표 5> 지분형 REITs(equity REITs)와 타 금융상품간의 수익률 비교

(단위: %)

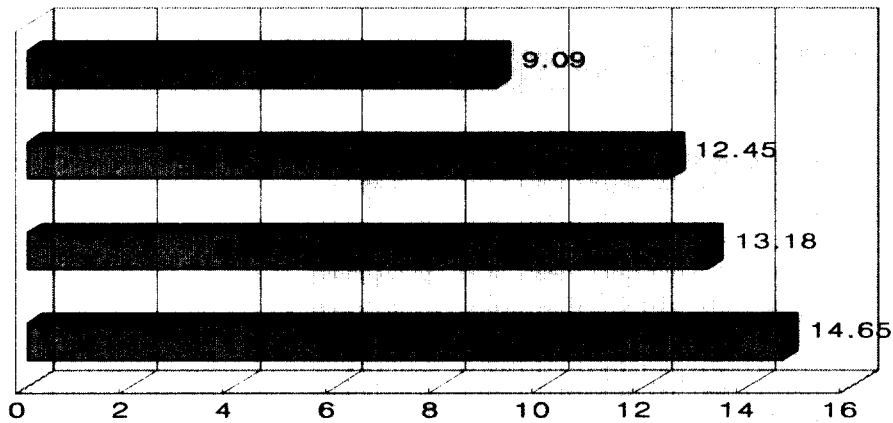
기간	지분형 REITs (equity REITs)	S&P 500지수 (S&P 500)	소형주 (small stocks)	나스닥 지수 ¹⁾ (NASDAQ composite)	장기국채 (long-term govt. bond)
1972~2000	12.45	13.18	14.65	11.19	9.09
1972~1992	13.01	11.69	14.98	8.85	8.95
1993~2000	10.98	17.18	13.78	17.57	9.46

자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

주 : 1) 나스닥지수는 가격 상승분만 고려함.

<그림 3> 지분형 REITs(equity REITs)와 타 금융상품간의 수익률 비교

(단위: %)



자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

주 : 1972~2000년 기간 평균임.

<표 6> 지분형 REITs와 타 금융상품간의 수익률의 표준편차 비교

(단위: %)

기간	지분형 REITs (equity REITs)	S&P 500지수 (S&P 500)	소형주 (small stocks)	나스닥 지수 ¹⁾ (NASDAQ composite)	장기국채 (long-term govt. bond)
1972~2000	14.74	16.16	24.88	24.52	11.90
1972~1992	15.02	17.05	26.28	23.30	12.74
1993~2000	14.18	13.66	21.13	27.60	9.52

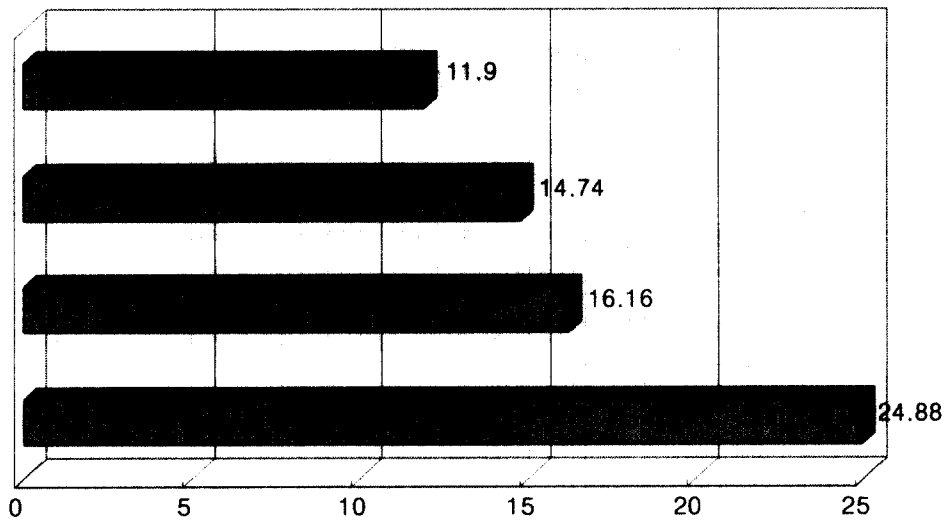
자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

주 : 1) 나스닥지수는 가격 상승분만 고려함.

2) 분기 수익률을 이용하여 연간 표준편차 추정함.

<그림 4> 지분형 REITs와 타 금융상품간의 수익률의 표준편차 비교

(단위: %)



자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

<표 7> 지분형 REITs와 타 금융상품간의 수익률의 상관계수

	기 간				
	1972~2000 (2)	1972~1979 (3)	1980~1989 (4)	1990~2000 (5)	1993~2000 (6)
소형주 (small stocks)	0.63	0.74	0.74	0.58	0.26
S&P 지수 (S&P 500)	0.55	0.64	0.65	0.36	0.25
나스닥 지수 ¹⁾ (NASDAQ composite)	0.52	0.73	0.71	0.26	0.09
S&P 공익기업지수 ²⁾ (S&P Utilities)	0.40	0.65	0.37	0.36	0.42
장기국채 (long-term govt. bonds)	0.20	0.27	0.17	0.23	0.16

자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

- 주 1) 나스닥지수는 가격상승분만 고려함.
 2) S&P 공익기업지수는 1976년 1월부터 시작됨.
 3) 월별수익률을 이용하여 상관계수 계산함.

주식투자의 위험을 수익률의 연간 표준편차를 이용하여 측정할 수도 있지만, 자본자산 가격결정모형(CAPM: Capital Asset Pricing Model)의 β 계수를 이용하여 측정할 수도 있다. β 계수는 자본자산가격결정모형(CAPM: Capital Asset Pricing Model)에서의 증권특성선(SCL: Security Characteristic Line)의 기울기로서, β 계수 값이 클수록 시장 위험(체계적 위험)은 크다고 해석할 수 있다. Chan, Hendershott, and Sanders(1990)의 연구결과에 따르면, 1980~1987년 기간 동안 미국 지분형 REITs(equity REITs) 주식의 β 계수는 0.55로 추정되어, 전체 시장의 β 계수 평균인 1 보다 매우 낮게 나타나고 있는데, 이는 REITs 주식의 시장 위험(체계적 위험)이 평균적인 일반 주식보다 매우 낮은 것으로 해석될 수 있다.

<표 7>은 1972~2000년 기간 동안, 지분형 REITs(equity REITs)와 타 금융상품간의 수익률의 상관계수를 보여 주고 있다. 포트폴

리오 이론에 따르면, 타 금융상품과 수익률의 상관계수가 낮은 금융상품을 포트폴리오에 편입하면 할수록, 포트폴리오 전체의 위험이 감소하는 분산효과(diversification effect) 또는 포트폴리오 효과(portfolio effect)의 혜택을 보게 된다. 지분형 REITs 주식수익률과 타금융상품 수익률간의 상관계수를 살펴보면, 최근 시점으로 올수록(즉 '70년대에 비해서는 '80년대가, '80년대에 비해서는 '90년대가), 상관계수가 낮아지고 있음을 발견할 수 있다. 상관계수가 낮아지고 있다는 것은, REITs 주식이 뮤추얼 펀드 관리자(mutual fund managers)의 포트폴리오에 편입되면, 포트폴리오 전체의 위험이 감소되는 분산효과(diversification effect)가 최근 들어 커지고 있음을 의미한다.

4. 미국 REITs의 동향

<표 8>은 2000년 4사분기 기준 미국 REITs 산업의 부채비율을 보여 주고 있다. 부

채비율을 [부채/(부채 + 주식시가총액)]으로 정의했을 때 미국 REITs 산업전체의 평균 부채비율은 46.5%이다. 일반적으로 부채비율 수준은 각 기업이 속해 있는 산업의 특성에 따라 결정되는 경향이 있다. Scott(1976)의 연구

에 따르면, 유형 고정자산(tangible fixed-assets)을 많이 보유하고 있는 기업은, 유형 고정자산을 담보로 이용하여 차입할 수 있기 때문에, 유형 고정자산을 많이 보유하고 있지 않는 기업에 비해, 부채비율이 높은 것이 일반적이다.

<표 8> REITs 산업의 부채비율¹⁾

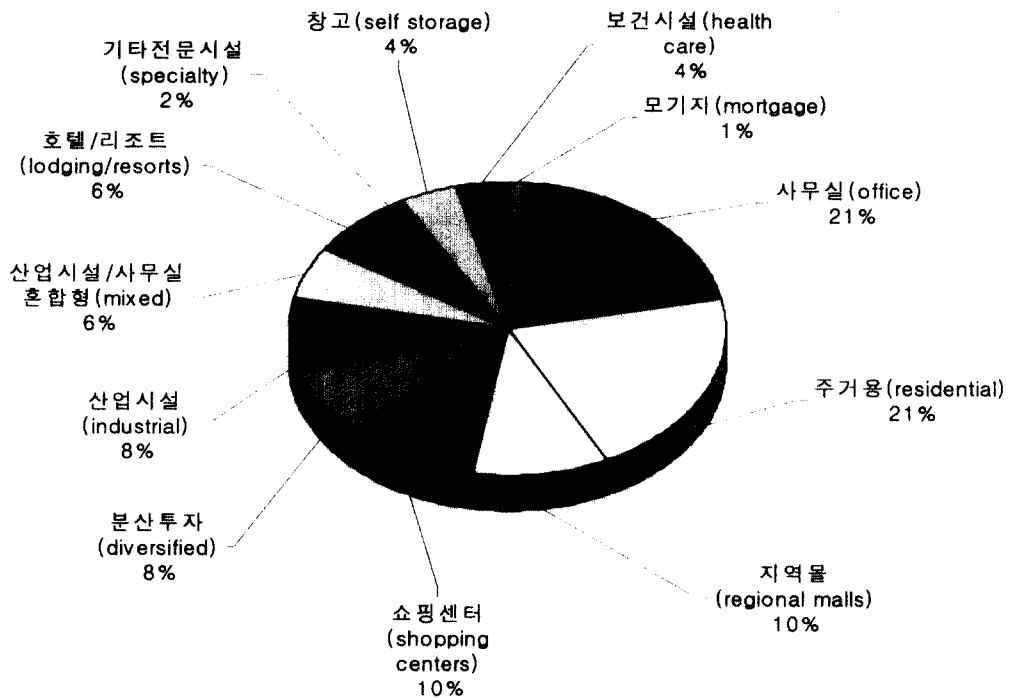
(단위: %)

전체	지분형 REITs (equity REITs)	모기지형 REITs (mortgage REITs)	혼합형 REITs (hybrid REITs)
46.5	45.8	84.2	55.6

자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

주 : 1) 부채비율은 {부채 / (부채 + 주식의 시가총액)}으로 계산됨.
2) 2000년 4사분기 기준임.

<그림 5> REITs 부동산 유형별 투자현황



자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

주 : 2001년 3월 31일 현재

<표 9>

REITs 주식의 시장가치 동향

(단위: 백만달러, 개)

연도	합계		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	377	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	69	538	32	398	19	592	18
1978	1,412	71	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

자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

주 : 시장가치는 각 연도 말의 전체 발행된 주식을 주식시장가치에 곱해서 구한 수치

<표 10>

REITs에 의한 유가증권 발행추이

(단위: 백만달러, 개)

연도	합계		기업공개를 위한 신규주식 (initial equity)		유통시장에서의 주식 (secondary equity)		무담보 회사채 (unsecured debt)		저당 담보부증권 (mortgage -backed securitites)	
	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	2,792	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	6,445	100	7,951	69	2,526	34
2000	10,376	114	0	0	2,834	42	7,013	70	529	2

자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

REITs의 경우도, 자산항목으로서 유형 고정자산인 부동산을 보유하고 있기 때문에, REITs 산업의 부채비율은 타 산업에 비해 높다고 알려져 있다. Lee(1995)와 이소한(2000)의 연구에 따르면, 미국 전체 산업을 25개 산업으로 분류했을 때, 고려한 25개 산업 중 17개 산업보다 REITs 산업은 부채비율이 높은 것으로 나타나고 있다.

<그림 5>는 2001년 3월 31일 현재 REITs의 부동산 유형별 투자현황을 보여 주고 있다. 주거용 부동산, 사무실, 산업시설, 쇼핑센터 등 다양한 부동산에 투자되고 있음을 보여주고 있다.

<표 9>는 REITs 주식의 시장가치 동향을 보여주고 있다. 1971년 말 34개에 불과했던 REITs 회사가 2000년 말 189개로 꾸준히 증가해 왔음을 알 수 있다. 전체 REITs 주식의 시장가치도 1971년 말 약 15억 달러에서 2000년 말 약 1,387억 달러로 증가했다. 특히 '90년대 들어와서 지분형 REITs(equity REITs)가 모기지형 REITs(mortgage REITs)보다 회사수나 전체 주식시장가치면에서 괄목할 만한 성장을 하였음을 알 수 있다.

<표 10>은 REITs에 의한 유가증권 발행 추이를 보여주고 있다. 1982년에는 9회에 걸쳐 약 4억 달러에 불과한 자금조달이 있었으나, 2000년에는 114회에 걸쳐 약 104억 달러에 달하는 자금조달이 이루어졌음을 알 수 있다.

<표 11>과 <그림 6>은 REITs 주식 수익률의 변화 추이를 보여주고 있다. '70년대부터 지금까지 REITs 주식 수익률은 상승과 하락을 반복해 왔음을 알 수 있다. 특히 1973~1974년에 주식 수익률은 최저치를 기록하고 있다. '70년대 초반 많은 REITs 회사들이 은행으로부터 차입하여 또는 신종기업어음(CP: commercial paper)을 발행하여 자금을 조달한 후 건설 및 개발관련 대출에 자금을 운영하고 있었다. 이와 같은 REITs를 건설·개발 REITs(C&D REITs: Construction and Development

REITs)라 한다.⁷⁾ '70년대 초반 건설·개발 REITs(C&D REITs) 회사들은 높은 마진으로 큰 수익을 올리고 있었으나 이후 단기이자율의 급상승과 오일쇼크 등으로 이러한 마진이 사라짐에 따라 큰 어려움을 겪게 되었다. 1973~1974년도의 주식수익률은 이것을 반영하고 있다. 한편 1998~1999년도의 REITs 주식수익률은 음의 수익률을 기록했으나, 2000년도의 REITs 주식 수익률은 상당히 높은 수준(25.9%)을 기록하고 있다.

IV. 부동산투자회사 제도의 발전 방향

이 장에서는 우리나라 부동산투자회사 제도의 발전 방향을 제시한다. 제도가 시행되기도 전에 제도의 구체적인 개선 방안을 제시한다는 것이 어느 정도 모순되나, 부동산투자회사 제도가 시행되기 전에 예상되는 여러 가지 문제점이나 부작용을 살펴보고 그 대응 방안을 강구하는 것은 부동산투자회사 제도의 정착 및 발전을 위해 필요하다고 생각된다.

1. 부동산 투자문화의 정착

우리나라 부동산투자회사 제도의 발전을 위해서는 무엇보다도 부동산에 대한 전반적인 사회적 인식 전환이 필요하다. 부동산을 투기의 대상으로 보기보다는 다른 금융상품과 마찬가지로 하나의 투자의 대상으로 생각하는 부동산 투자에 대한 사회적인 인식 전환 및 올바른 부동산 투자 문화정착이 필요하다.

III장에서 살펴본 것처럼, 미국 REITs 주식은 위험(risk)과 수익(return)이라는 관점에서 볼 때, 채권보다는 위험하나 일반 주식보다는 안정적이면서, 채권보다는 높은 수익률

7) 자세한 내용은 Lee(1995) p. 7을 참조하기 바란다.

<표 11>

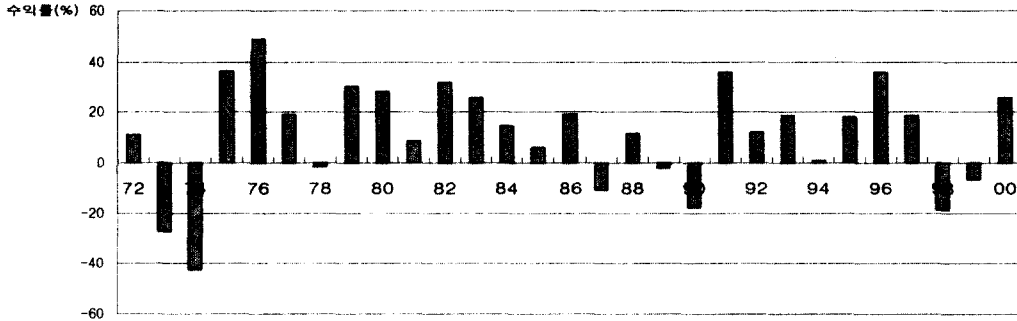
REITs 주식 수익률 변화 추이

(단위: %)

연도	전체		지분형 REITs (equity REITs)		모기지형 REITs (mortgage REITs)		혼합형 REITs (hybrid REITs)	
	수익률	배당률	수익률	배당률	수익률	배당률	수익률	배당률
1972	11.2		8.0		12.2		11.4	
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		30.6		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	-10.7		-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	17.2
2000	25.9	7.7	26.4	7.5	16.0	11.3	11.6	14.8

자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

<그림 6> REITs 주식 수익률 변화 추이



자료 : 미국 부동산투자회사협회(National Association of Real Estate Investment Trusts)

을 제공하나, 일반 주식보다는 낮은 수익률을 제공하는 금융상품이다(<표 5>, <표 6>, <그림 3>, <그림 4> 참조). 또한 REITs의 기초 자산은 부동산으로 구성되어 있기 때문에 물가상승과 같은 인플레이션을 헛지할 수 있는 금융상품이다. 미국의 경험에 비추어 볼 때, 우리나라 부동산투자회사의 주식도 부동산을 통해 과거처럼 일확천금을 노리는 투기자들에게는 적합한 상품은 아니다. 부동산투자회사에 대한 투자로 막대한 부동산 개발이익이나 시세차익을 얻겠다는 생각은 버려야 할 것이다. 따라서 부동산투자회사의 주식은 어느 정도 안정적이면서 정기적인 배당을 선호하는 장기투자자들에게 적합한 금융상품이라는 점을 적극 홍보할 필요가 있다.

2. 투자자 보호 장치의 강화

II장에서 살펴본 것처럼, 현행 「부동산투자회사법」은 경영성과 공시 등 많은 투자자 보호 장치를 마련해 놓고 있다(제10조, 제19조, 제24조, 제26조, 제37조). 그러나 새로 시행되는 제도인 만큼, 부동산투자회사 제도 전반에 대한 투자자의 신뢰를 확보하기 위해서는 투자자 보호 장치를 보다 완벽하게 갖추어야 할 것이다.

무엇보다도, 제도권 부동산투자회사 제도 시행과 더불어, 제도권 밖의 사설 부동산 펀드가 만연하여 시장을 교란할 우려가 있다. 따라서 부동산 개발사업을 표방한 사설 부동산 펀드에 일반 투자자들이 투자하여 사기피해를 보지 않도록 관리·감독을 강화할 필요가 있다.

부동산투자자문회사 및 자산관리회사와 부동산투자회사(기업구조조정 부동산투자회사 포함)의 주주사이에는 항상 이해관계의 상충(conflicts of interests) 문제가 발생할 소지가 있다⁸⁾. 즉 부동산투자자문회사 및 자산관리회사는 위탁받은 업무에 대해 지불 받는 수수료를 극대화하려는 과정에서, 부동산투자회사 주주의 이익을 해치는 행위를 할 수 있다. 따라서 부동산투자회사(기업구조조정 부동산투자회사 포함)가 부동산투자자문회사 및 자산관리회사에 지불하는 수수료 규모 및 수수료 산정 체계는 반드시 부동산투자회사 투자자 보호를 위하여 공시되어야 할 것이다.

「부동산투자회사법」 제19조는 현물출자하는 부동산의 가액을 2인 이상의 감정평가업

8) 이해관계의 상충(conflicts of interests) 문제 발생에 관한 자세한 설명을 위해서는 Lee(1995) p.35~36 및 이소한(2000) p. 224를 참조하기 바란다.

자로 하여금 평가하게 함으로써 현물출자시의 투자자보호 장치를 마련해 놓고 있다. 기업구조조정 부동산투자회사의 경우, 설립 시부터 자기자본의 30%이내에서 부동산에 의한 현물출자를 허용하고 있다(제49조). 기업·금융기관의 구조조정과정에서의 부동산을 기업구조조정 부동산투자회사에 현물로 출자할 수 있다면, 기업·금융기관 보유 부동산을 처리하여 이들 기관의 유동성 위기를 해소하고 재무구조를 개선하는데 기여할 수 있을 것으로 기대된다. 그러나 감정평가업계의 치열한 경쟁구조 및 부동산 감정평가가시 의뢰인의 요구를 어느 정도 수용할 수 밖에 없는 현재의 감정평가업계의 상황에 비추어 볼 때, 자칫 잘못하면 현물출자시 부동산의 가치가 과대 평가되어 기업구조조정 부동산투자회사의 부실화 및 일반투자자의 피해가 우려된다. 따라서 현물출자할 수 있는 부동산의 대상 선정을 엄격히 하고(예컨대, 일정한 수익을 창출할 수 있는 부동산으로 한정), 부동산 가치평가 과정에서의 관리·감독을 철저히 해야 할 것이다.

「부동산투자회사법」 제26조에 따르면, 부동산투자회사는 자기자본의 30%이내에서만 부동산 개발사업을 할 수 있다. 또한 부동산투자회사가 부동산 개발사업에 투자할 때에는 사업계획서를 작성하여 부동산투자자문회사의 평가를 거쳐야 한다고 규정함으로써 투자자보호 장치를 마련하고 있다. 일반적으로 부동산 개발사업은 고수익·고위험이 수반되는 사업이며, 투자후 일정기간이 경과되어야 이익의 실현이 나타나며, 개발사업 자체에 많은 불확실한 변수가 작용하는 특징을 가지고 있다. 과거 우리나라의 몇몇 부동산신탁사들이 부동산 개발사업을 추진하는 과정에서 재무건전성이 악화되어 부실하게 된 점에 비추어 볼 때, 부동산 개발사업을 추진하는 부동산투자회사나 기업구조조정 부동산투자회사에 대해서도, 일반투자자의 피해가 발생되지 않도록, 엄격한 관리·감독을 시행해야 할 것이다.

3. 부동산관련 정보 인프라 구축 및 전문 기관·인력의 양성

부동산투자회사가 정착되고 발전하기 위해서는 부동산관련 정보 인프라 구축이 선행되어야 한다. 부동산의 매매 및 임대가격, 공실률, 부동산 유형별·지역별 자본환원율(capitalization rate), 투자 및 임대 수익률 등 각종 부동산관련 정보가 투명하고 공정하게 수집·가공·공개·유통되는 인프라가 하루 빨리 구축되어야 한다.

우리나라 부동산시장이 타 부문에 비해 낙후된 현실을 감안할 때, 부동산투자회사, 부동산투자자문회사, 자산관리회사를 운영할 전문적인 기관 및 인력이 절대적으로 부족한 것이 사실이다. 따라서 공공기관 및 기관투자자를 중심으로 부동산투자회사, 부동산투자자문회사, 자산관리회사의 설립을 유도하고, 조속한 시일 내에 부동산관련 전문인력을 양성하는 것이 필요하다.

4. 부동산투자회사와 기업구조조정 부동산투자회사간의 형평성 제고

기업구조조정 부동산투자회사의 도입 논의가 시작된 이후, 부동산투자회사와 기업구조조정 부동산투자회사간의 형평성 문제에 관한 많은 논란이 제기되어 온 것이 사실이다. 구조조정이 매우 시급한 국가 경제적 정책 과제를 감안할 때, 기업구조조정 부동산투자회사에 대해서, 설립 및 자산운용 등에 관하여 여러 가지 특례를 인정하고, 세제지원을 강화한다는 정책적 취지에는 동감하나, 자칫 기업구조조정 부동산투자회사가 REITs 제도의 본질을 훼손하지 않을 까 우려된다.

기업구조조정 부동산투자회사에 대하여 1인당 주식소유한도(10%) 적용을 배제(제15조에 대한 특례)한 것, 설립시 발행주식총수의 30%이상을 일반 공모하도록 한 규정을 배제

(제9조에 대한 특례)한 것, 또한 자율적인 배당 결정을 가능(제28조에 대한 특례)하게 한 것 등은 미국의 REITs 제도와도 많은 차이점을 보이고 있다. 미국 REITs 제도의 경우, 일정한 자격요건을 충족하기만 하면 REITs로 인정하고 법인세 면세혜택을 부여하고 있다. 그 자격요건 중 조직구성요건(organizational requirements)을 살펴보면, REITs 회사의 주주는 100명 이상이어야 하며(100 shareholder rule), 또한 5인 이하의 주주가 50%이상의 지분을 소유할 수 없도록 함(five or fewer rule)으로써, REITs 회사의 주식에 대한 분산소유 요건을 규정하고 있다. 또한 배당요건(distribution requirements)을 살펴보면, REITs 과세대상소득(taxable income)의 90%이상을 주주에게 매년 배당하도록 규정하고 있다. 즉 미국 REITs 제도는 주식의 분산소유 요건을 규정함으로써, 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산 등에 자산을 운용하고 그 수익을 매년 90%이상, 다수의 투자자에게 배당하는 있는 제도이다. 따라서, 기업구조조정 부동산투자회사에 대하여 주식분산요건을 규정하지 않고 자율적인 배당을 가능하게 한 것 등은 REITs 제도의 본질과 괴리가 있어 보인다.

또한, 기업구조조정 부동산투자회사에 대하여 1인당 주식소유한도(10%) 적용을 배제(제15조에 대한 특례)하고, 설립시 발행주식총수의 30%이상을 일반 공모하도록 한 규정을 배제(제9조에 대한 특례)한 것은 일반국민들에게 대규모 부동산에 대한 투자기회를 제공한다는 우리나라 부동산투자회사 제도 도입 취지와도 부합되지 않는다.

(일반)부동산투자회사에 비해, 기업구조조정 부동산투자회사에 대하여 세제혜택을 많이 부여하고, 여러 가지 특례를 인정하고 있는 것은 자칫 잘못하면, 초기에 (일반)부동산투자회사의 입지를 좁게 만들어 (일반)부동산투자회사 제도가 활성화되지 않을 가능성도

배제할 수 없다. 특히 기업구조조정 부동산투자회사의 경우 총 자산의 70%이상을 구조조정용 부동산에 투자하도록 하고 있는데, 구조조정용 부동산의 범위를 너무 넓게 규정하고 있기 때문에⁹⁾, 총 자산의 70%이상을 모든 부동산에 투자하도록 되어 있는 (일반)부동산투자회사와, 업무범위에서의 상충이 예상된다. 따라서 기업구조조정 부동산투자회사 제도는 가급적 한시적으로 운영하는 것이 바람직해 보인다. 물론, 그 시점을 선택함에 있어서 우리나라 구조조정이 완료되는 시점을 충분히 고려해야 할 것이다.

한편 부동산투자회사의 법인세 면제 여부에 대하여 현재 논란이 되고 있다. 부동산투자회사는 일반불특정 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여(제9조, 제15조), 연 이익의 90%이상을 주주에게 배당(제28조)해야 하는 부동산 간접투자기관이다. 따라서 법인세와 개인소득세는 같은 세원에 대한 이중과세에 해당하므로 미국 REITs의 경우처럼, 법인세를 면제하는 방향으로 조세정책이 이루어져야 할 것이다.

마지막으로 부동산투자회사는 자산운용전문인력을 확보하도록 규정하여(제22조), 자산운용업무의 내부관리 방식을 채택하고 있고, 기업구조조정 부동산투자회사는 직원을 고용할 수 없는 명목상의 회사(paper company)로

9) 「부동산투자회사법」 제49조 및 입법 예고된 시행령 제36조에 따르면, 구조조정용 부동산이란 다음의 경우에 해당되는 부동산을 의미한다. 1)거래가격의 50%이상을 채무를 상환하기 위해 금융기관 등 채권자와 약정을 체결하고 매각하는 부동산 2)채권금융기관과 채무구조개선을 위한 약정을 체결하고 당해 약정 이행 등을 위해 매각하는 부동산 3)회사정리법에 의한 회사정리절차 및 화의법에 의한 화의계획에 따라 매각하는 부동산 4) 그 밖에 기업의 구조조정을 지원하기 위하여 금융감독위원회가 필요하다고 인정하는 부동산

설립하여 자산운용업무를 외부의 자산관리기관에게 모두 위탁시키는 위탁관리의 방식을 채택하고 있다. 위탁관리 방식을 채택할 경우, 외부의 부동산전문기관(자산관리기관)에 자산운용업무를 모두 위탁함으로써 전문성을 제고할 수 있다는 장점은 있으나, 수수료 과다문제 및 외부 부동산전문기관(자산관리기관)과(기업구조조정 부동산투자회사) 주주 사이의 이해관계의 상충(conflicts of interests)문제 발생 등의 단점을 가지고 있다. 두 방식간의 장·단점은 존재하나, 미국의 REITs 제도처럼 두 가지 방식을 모두 허용하고 회사 스스로가 두 가지 방식 중 유리한 방식을 채택하도록 하는 것이 바람직해 보인다. 즉, 부동산투자회사는 기업구조조정 부동산투자회사든 스스로가 두 가지 방식 중 자신의 주주에게 유리한 방식을 채택하여 선택하도록 하는 것이 시장경제의 원칙에 보다 부합된다고 할 수 있다.

5. 외부차입제한 규정 완화

「부동산투자회사법」 제29조는 운영자금을 일시적으로 차입하는 경우 등 몇몇 경우를 제외하고 부동산투자회사의 외부차입을 원칙적으로 금지하고 있다. 부동산투자회사제도 도입 초기에, 부동산투자회사의 외부차입을 제한하여 부동산투자회사의 재무 건전성을 유도한다는 정책적 취지는 바람직해 보이나, 장기적으로는 이러한 규정은 완화되어야 할 것이다. 부동산투자회사가 연 이익의 90% 이상을 투자자에게 배당할 경우(제28조), 근본적으로 이익금의 사내적립은 불가능하다. 이렇게 될 경우, 부동산투자회사는 신주발행을 통해서만 재원조달이 가능하므로 성장성에 제약을 받게 된다. 또한 III장에서 살펴본 것처럼, 미국 REITs 산업의 부채비율은 타 산업에 비해 높은 특징을 보이고 있다. 따라서 미국 REITs의 경우처럼, 금융기관 등으로부터 직

접 차입하거나 사채발행 등 외부차입에 의한 자금 조달을 장기적으로 허용할 필요가 있다.

6. 모기지형 REITs(mortgage REITs) 제도의 도입

장기적으로 미국식 모기지형 REITs(mortgage REITs)제도의 도입 및 육성을 추진할 필요가 있다¹⁰⁾. 「부동산투자회사법」 제25조는 총 자산의 70% 이상을 부동산에 투자하도록 규정하고 있다. 따라서, 우리나라의 부동산투자회사 제도는 미국의 지분형 REITs(equity REITs)제도와 유사하다고 할 수 있다. 엄밀한 의미에서, 미국 REITs 제도의 또 하나의 축인 모기지형 REITs(mortgage REITs) 제도는 아직 도입되어 있지 않다고 볼 수 있다. 따라서, 저당담보부증권(mortgage-backed securities)이 우리나라 금융시장에서 활성화되는 등 주변의 경제적 여건이 성숙될 때, 미국식 모기지형 REITs(mortgage REITs)제도의 도입을 추진할 필요가 있다.

V. 결론 및 요약

지난 3년 동안 도입 논의가 진행되어 왔던 부동산투자회사 제도가 마침내 금년 7월 1일부터 본격적으로 시행될 예정이다. 부동산투자회사 제도가 도입되면, 일반 소액투자자들도 소액의 자본으로 다양한 종류의 부동산의 일부를 손쉽게 주식의 형태로 보유할 수 있게 된다. 따라서 부동산투자회사 제도가 과거 우리나라가 경험했던 극소수 부유층에 의

10) III장에서 살펴본 것처럼, 모기지형 REITs(mortgage REITs)란 총 투자자산의 75% 이상이 부동산관련 대출(mortgage loan)에 운용되고 있거나 저당담보부증권(mortgage-backed securities)에 투자된 REITs를 말한다.

한 부동산 소유 편제 문제를 해결하는데 조금이나마 도움이 될 수 있을 것으로 생각된다. 부동산투자회사 제도를 통하여 소액투자자들도 대규모 우량부동산에 대한 투자이익을 고루 배분 받을 수 있을 것이다.

또한 부동산투자회사 제도가 구조조정과정에서 기업과 금융기관이 매물로 내놓은 수많은 부동산을 처리하는 방안으로 활용될 수 있을 것으로 기대된다. 기업과 금융기관이 과다하게 보유한 부동산을 부동산투자회사가 매입하게 되면, 이들 기관의 재무구조가 개선될 수 있을 것으로 예상된다.

무엇보다도 부동산투자회사 제도의 시행이 지금까지 낙후된 우리나라 부동산 시장을 선진화·투명화시키는 하나의 계기가 될 수 있을 것으로 생각된다. 투기꾼에 의한 부동산투자가 수익을 바탕으로 하는 전문가 시장으로 전환될 것이며, 부동산 현황, 가격, 임대료 및 과세자료가 투명하게 시장에 공개되리라고 예상된다. 뿐만 아니라 부동산투자자문, 감정평가, 자산관리 등 관련업종의 발전도 기대된다.

우리나라 부동산투자회사 제도는 기본적으로 미국의 REITs 제도와 유사하지만, 국내 금융시장 및 부동산 시장의 여건을 감안하여 한국적 상황에 맞추어 변형한 제도로 볼 수 있다. 본 논문은 부동산투자회사 제도 시행에 앞서서, 미국의 REITs 제도 및 동향을 살펴보고, 우리나라 부동산투자회사 제도의 발전 방향을 제시하는 것을 목적으로 하였다.

우리나라의 부동산투자회사 제도의 발전 방향을 제시하면, 첫째, 부동산을 투기의 대상으로 보기보다는 다른 금융상품과 마찬가지로 하나의 투자의 대상으로 생각하는 부동산 투자에 대한 사회적인 인식 전환 및 올바른 부동산 투자 문화정착이 필요하다. 둘째, 부동산투자회사 제도 전반에 대한 투자자의 신뢰를 확보하기 위해서는 투자자 보호 장치를 보다 완벽하게 갖출 필요가 있다. 셋째, 부동산관련

정보 인프라 구축을 추진하고 부동산관련 전문기관 및 전문인력을 양성한다. 넷째, 부동산투자회사와 기업구조조정 부동산투자회사간의 형평성을 제고한다. 다섯째, 부동산투자회사의 외부차입에 대한 제한 규정을 장기적으로 완화한다. 여섯째, 장기적으로 미국식 모기지형 REITs(mortgage REITs)제도의 도입 및 육성을 추진한다.

참고문헌

<국내문헌>

- 건설교통부, 『부동산투자회사법』, 2001. 4. 26.
- 건설교통부, 『부동산투자회사법시행령(안)』, 2001. 5. 14.
- 건설교통부, “보도자료: 부동산투자회사법 개정안 국회통과”, 2001. 4. 27.
- 김기완, “우리나라 REITs 제도의 현황, 문제점 및 투자시 유의사항”, 『한국의 REITs 현황과 투자전략』 세미나, 2001. 5. 9.
- 김영근, “도입배경 및 필요성, 현행 법률 개정시 한계, 도입 방향”, 『부동산투자회사 제도 도입을 위한 공청회』, 2000. 5. 29.
- 민태욱, “예상되는 부작용 및 대책, 필요한 후속조치”, 『부동산투자회사 제도 도입을 위한 공청회』, 2000. 5. 29.
- 박상덕, “REITs관련 법규 및 정책 방향”, 『한국의 REITs 현황과 투자전략』 세미나, 2001. 5. 9.
- 박신영·김창범·배재국, 「부동산투자신탁제도 도입방안 연구」, 대한주택공사 주택연구소, 1997. 12.
- 박신영·김창범·최수호, 「부동산신탁제도 발

- 전방향에 관한 연구」, 대한주택공사 주택연구소, 1997. 4.
- 박원석·박용규, 「REITs 도입의 영향과 정책 과제」, 삼성경제연구소, 2000. 4.
- 왕세중, “일반투자자의 REITs 투자전략”, 「한국의 REITs 현황과 투자전략」 세미나, 2001. 5. 9.
- 이상영·서후석·김진우·신웅식, 「부동산투자회사 제도의 도입 방안에 관한 연구」, 한국건설산업연구원·신신법률사무소, 1999. 1.
- 이소한, “부동산투자신탁의 도입방안”, 「자산디스플레이션과 부동산 증권화」, 한국건설산업연구원, 1998. 11.
- 이소한, “부동산투자신탁제도(REITs)의 도입방안”, 「부동산 Research」 제1권 제1호, 한국감정원, 1999 봄.
- 이소한, “무엇이 부동산투자회사(REITs)의 가치를 결정하는가?”, 「금융연구」 제13권 제2호, 2000.
- 임승욱, “외국사례, 주요내용, 기대효과”, 「부동산투자회사 제도 도입을 위한 공청회」, 2000. 5. 29.
- 재정경제부, “보도자료: 부동산투자회사(REITs)에 대한 세제지원”, 2001. 5. 9.
- 한국토지신탁, 「부동산을 움직이는 REITs」, 부연사, 2001.
- 한만희, “부동산투자회사제도 추진 방향”, 「REITs의 증자 및 기업공개 전략」 세미나, 2001. 5. 17.
- <외국문헌>
- Block, Ralph L., *Investing in REITs*, First Edition, Bloomberg Press, 1998.
- Bradley, M., G. A. Jarrell, and E. H. Kim, “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”, *Journal of Finance* 39(3) (1984), 857-878.
- Brueggeman, William B., and Jefferey D. Fisher, *Real Estate Finance and Investments*, Tenth Edition, IRWIN, 1997.
- Capozza, D. R., and Sohan Lee, “Portfolio Characteristics and Net Asset Values in REITs”, *Canadian Journal of Economics* XXIX, April, (1996).
- , “Property Type, Size and REIT Value”, *The Journal of Real Estate Research*, Vol. 10, No. 4, (1995).
- Chan, K.C., Patrick H. Hendershott, and Anthony Sanders, “Risk and Return on Real Estate: Evidence from Equity REITs,” *AREUEA Journal* 18(1990), 431-452.
- Garrigan, R.T., and J. F. C. Parsons, *Real Estate Investment Trusts : Structure, Analysis, and Strategy*, McGraw-Hill, 1998.
- Internal Revenue Code, Sections 856-858.
- Lee, Sohan, *Wall Street Versus Main street : Valuing Securitized Assets*, Ph D. dissertation, The University of Michigan, 1995.
- Mullaney, John A., *REITs : Building profits with Real Estate Investment Trusts*, John Wiley & Sons, Inc., 1998.
- National Association of Real Estate Investment Trusts, *REIT Handbook*, NAREIT, Washington D. C., 2000.
- , *REIT Statistical Digest*, NAREIT, Washington D. C., 2000.
- Scott, J. H., Jr., “A Theory of Optimal

Capital Structure", *Bell Journal of Economics*, Spring 1976, 33-54.