리츠제도의 주택부문에의 활용가능성 검토
- 미분양주택 매입임대를 중심으로

이 종 권 · 김 은 혜
대한주택공사 주택연구소 책임연구원, 선임연구원

The Perspectives of REITs on Rental Housing Sector

Lee, Jong-Kwon · Kim, Eun-Hae
Research Associate, Senior Research Specialist, Korea National Housing Corporation

Abstract: Recent years, especially after the currency crisis in 1997, have been introduced a variety of financial techniques(such as ABS, REITs) in real estate market for the main purpose of stimulating effective liquidation of corporate owned real estate.

REITs can be classified in legal form into corporate-type and trust-type, but this paper focused on corporate-type REITs, particularly of which asset acomposition is built mostly of rental housing.

REITs depends its financing basically on equity, and the expected value of its equity depends on its reputation and performance. In order to subscribe investor successfully and maintain investor relations, its credibility and performance should be testified for several years.

In the aspect of cash-flow, rental housing is generally recognized as a good properties for REITs. In addition, profitability of rent, scale to economy in management and concentration of housing pool would also be role as a important variable.

Un-saled housing pool, the cumulative increasing of which being a critical cause for the construction industries driven to bankruptcy, can be easily standardized in management aspect.

This paper proposed a basic scheme ; Buying un-saled housing in bundle, so

on transforming into rental housing. And this paper also proposed a simple structure guaranteeing a profitable dividend to investor.

The securitization of un-saled housing through REITs not only would be a stimulus to enlarge rental housing stock, but also would be a effective device for early withdrawing the cash advanced in housing construction.

Ⅰ. 머리말

최근 우리나라의 부동산 금융시장은 대변혁이라고 해도 과언이 아닐 만큼 많은 변화가 일어나고 있다. 특히 외환위기 이후 기업구조조정 및 부동산시장 안정을 도모하기 위한 일환으로 부동산을 증권화하는 제도, 또는 기법이 속속 도입되고 있다.

일반적으로 자산을 유동화(liquidation)한다는 것은 단순매각(sale)까지 포함하는 개념이지만, 금융기법으로서의 자산유동화란 유동성이 떨어지는 부동산이나 채권(債權) 등을 증권화(securitization)[1]시키는 것을 말한다.

부동산을 증권화한다는 것은 기업 및 금융기관으로부터 보유 부동산을 분리하고, 그 분리된 부동산이 창출하는 현금흐름(cash-flow)을 원천으로 하여 증권을 발행함으로써 자금조달을 행하는 것을 말한다. 이 경우 손익(損益)상으로 타당성을 가지려면 부동산증권화 상품의 발행금리가 여타 부채조달에 따른 코스트(금리 및 제반 리스크)보다 낮아야 할 것이다.

부동산 증권화기법의 대표적인 것으로는 자산유동화(ABS), 주택저당채권유동화(MBS), 리츠(REITs), 프로젝트금융(project financing)이 있다.

자산유동화(ABS : asset-backed Securities)는 자산유동화에관한법률(1998)의 제정을 계기로 도입된 이후 2000년 들어 발행규모 30조원 규모에 달할 정도로 이미 정착단계에 도달하였다고 볼 수 있다. 다만 부동산 그 자체를 기초자산으로 하는 자산유동화는 아직 여러가지 여건의 미흡으로 어려움이 있다.

주택저당채권유동화(MBS:mortgage-backed Securities)는 자산유동화에관한법률(1998) 및 주택저당채권유동화회사법(1999)의 제정을 계기로 정책적, 제도적 여건은 조성되었으나 금융시장 여건상 금융기관들이 큰 메리트를 느끼지 못하고 있어 공공기금인 국민주택기금에서 추진한 사례를 제외하면 민간에 의한 추진사례는 드물다고 하겠다.

프로젝트금융은 민자유치촉진법(1994) 제정이후 터널, 도로, 공항 등의 개발사업에 일부 활용되고 있으나, 가장 큰 메리트라 할 수 있는 제한적 소구(limited-recourse)의 개념이 제대로 적용되고 있지 않는 반면 민자유치촉진대상사업에서 제외되는 사업의 경우에는 자금조달비용면에서도 유리할 것이 없어 아직은 크게 활성화되고 있지 못한 실정이다.

리츠(REITs : Real Estate Investment Trusts)는 크게 신탁형과 회사형이 있는데, 신탁형 REITs는 신탁업법 시행령 개정(1998.4)에 의해 이미 가능해진 상태이고[2] 실

1) 금융의 증권화는 기업금융의 증권화(은행대출 등 간접금융위주에서 회사채, 주식발행 등 직접금융위주로의 변화), 가계자금운용의 증권화(예금일변도에서 주식 등 증권투자비중의 증대), 자산의 증권화(부동산, 채권 등을 유가증권화하는 것, 예를 들어 ABS, MBS, REITs 등을 지칭)를 의미한다.

2) 신탁업법 시행령에서 신탁자금 운용방법에 '부동산의 매입 및 개발' 이 새로이 추가되었고, 금감위의 신탁업 감독규정 개정

제로 추진된 사례도 있다. 한편 회사형 REITs는 별도로 법제화가 추진되고 있으며 2001년에는 도입, 시행될 전망이다.

본고에서는 부동산증권화제도 중에서도 특히 REITs의 주요 특징을 살펴보고 주택부문에의 활용방안을 검토해보고자 한다.

II. 부동산증권화의 유형별 비교

부동산 증권화의 유형은 자산(부동산관련 채권, 개발사업 포함)의 성격이나 중개기구의 역할에 따라 자산유동화(ABS), 주택저당대출채권유동화(MBS), 부동산투자신탁(REITs), 프로젝트금융 등으로 크게 구분해 볼 수 있으나 기본적인 구조는 크게 다를 바가 없다. 즉 별도의 중개기구(또는 투자도관체)가 존재하여 대상 부동산(또는 사업)을 기초로 증권을 발행하는 구조이다.

그러나 증권화를 위한 중개기구(vehicle)의 성격에 있어서는 차이가 존재한다.

자산유동화를 위한 중개기구(유동화전문회사 등)는 자산유동화계획에 의거하여 유동화업무만을 수행하여야 하며 복수의 유동화계획을 수행할 수 없고 추가적인 자산취득도 불가능하며 정해진 일정에 따라 청산을 하게 된다. 그야말로 보유자산의 유동화를 위한 한시적인 매개체적 성격에 지나지 않는다.

REITs는 이 보다 더 적극적인 성격을 갖는다. 투자자모집을 통하여 펀드를 형성한 다음 수익전망이 있는 부동산을 취득, 개발, 운용하여 적극적으로 수익을 창출하기 때문이다. 부동산투자신탁이 회사형일 경우에는 기업공개(IPO)를 통하여 신규 조달된 자금으로 추가적으로 부동산을 취득함으로써 기업규모를 확대시켜 나갈 수도 있다.

중개기구가 발행하는 증권의 형태는 크게 채권형(채권, 수익증권)과 지분형(주식, 출자증권)으로 구분할 수 있다. 지분형 출자증권의 경우 유동성을 갖기 위해서는 적격한 요건을 갖추어 상장을 하여야 하겠지만, 우리나라 자산유동화에관한법률상의 유동화전문회사는 상법상의 유한회사로서의 성격을 갖기 때문에 상장요건을 갖추기 힘들다. '98년 자산유동화제도가 도입된 이래 아직까지 유동화전문회사의 최소자본금(1,000만원) 규모 이상으로 출자증권이 발행된 사례는 없다. 회사형 REITs는 주식회사의 형태를 취할 것이므로 초기에는 소수의 기관투자가를 대상으로 한 사모 주식발행에 크게 의존하게 되겠지만, 어느 정도 성숙단계에 달하면 기업공개가 가능할 것이다.

한편 기초자산의 성격(현금흐름의 특성, 담보가치)에 따라 활용가능한 증권화의 유형도 달라질 수 있다. 기초자산의 유형을 임대부동산, 부동산관련채권(임대료, 분양대금, 토지할부매출채권 등), 미개발토지·미분양주택, 주택저당대출채권, 개발사업 등으로 구분하고, 국내의 여건을 감안하여 활용가능한 증권화 방안을 요약하면 [표1] 과 같다.[3]

III. 리츠의 주요 특징

REITs는 다수의 투자자들에게 증권(주식, 채권 또는 수익증권)을 발행하는 형태로 금전을 모집(또는 수탁)하여 부동산(및 부동산관련증권)에 투자하고 그 부동산으로부터 발생하는 수익을 투자자들에게 환원하는 제도를 말한다.

(1998.11)을 통해 연평균 수탁자금의 70%를 부동산매입 개발 및 관련대출, 부동산관련 유동화증권에 투자할 수 있도록 하였음.

3) 이에 대한 보다 구체적인 설명은 이종권·김용순(2000)을 참고하시오.

〔표1〕 부동산 유형별 증권화 방안 요약

자산 유형	특징		중개기구	증권형태 (금융기법)	핵심적인 고려사항	국내사례 (1998~2001년 기준)
	담보 가치	현금 흐름				
주택저당 대출채권	양호	안정적	주택저당채권 유동화회사법상 유동화중개회사	채권형 **(MBS, MBB)**	조기상환위험	국민주택기금 ,뉴스테이트 캐피탈
			자산유동화법상 유동화전문회사등	채권형 **(ABS)**		
임대부동산 (주거용, 상업용)	양호	안정적	자산유동화법상 유동화전문회사등	채권형 **(ABS)**	부동산양도시 등기,조세비용	-
			부동산투자회사법상 부동산투자회사 **(REITs)**	주식		
미개발 토지 미분양 주택	비교적 양호	불확실	자산유동화법상 유동화전문회사등	채권형 **(ABS)**	외부신용보강 (Credit-Enhancement)	토지공사 (기업토지)
			부동산투자회사법상 부동산투자회사 **(REITs)**	주식	적극적인 자산운용 (Management)	-
부동산 관련채권 (할부매출채권 분양대금채권)	불확실	안정적	자산유동화법상 유동화전문회사등	채권형 **(ABS)**	하자담보, 완공보증	주택공사 (임대료, 장래 분양대금채권) 현대산업개발 (분양대금채권) 토지공사 (토지할부매출채권)
개발사업	불확실	불안정	부동산투자회사법상 부동산투자회사 **(REITs)**	주식	사업성평가, 리스크분담	국민은행 (주상복합건물)
			프로젝트회사 (Project Company)	대출,채권,주식 (프로젝트금융)		

REITs라는 용어는 원래 미국의 부동산투자신탁제도를 지칭한다. 물론 이와 유사한 형태로서 호주의 LPT(Listed Property Trusts), 영국의 PFs(Property Funds) 등이 있으며, 일본에서도 2000년 5월에 소위 일본형 REITs (J-REIT)에 대한 법제화단계를 이미 완료하였고 2001년 3월 시행예정이다.

이들 제도는 각 국의 역사적, 경제적 조건 및 정책적 여건의 차이에 따라 법적 구조 및 형태면에서 다소 차이가 있으나 기본적인 개

념에 있어서는 큰 차이가 없다고 보여진다.

미국의 경우 REITs는 회사형, 지분형, 자기관리형으로 요약될 수 있다.

법적 형태면에서 REITs는 회사형과 신탁형으로 구분될 수 있는데, 회사형의 경우 주식이나 채권 등 유가증권을 상장함으로써 투자자기반을 확대할 수 있다는 점에서 수익증권발행에 의존하는 신탁형에 비하여 장점이 있으나, 법인세 등 세금면에서는 불리할 수 있다. 미국의 경우 1960년의 Internal Revenue Code 개정을 통해 회사형 REITs에 대하여 법인세 면세혜택이 부여되었으며, 이후로도 수차례의 세제개정과정에서도 REITs에 대한 면세혜택은 유지되었다.

자금조달 및 투자대상을 기준으로 볼 때 REITs는 지분형, 모기지형, 혼합형으로 분류된다. 지분형(equity-REITs)은 주로 지분발행을 통하여 자금을 모집하고 부동산의 소유권 및 지분에 투자하는 경우로서, 주로 부채발행을 통하여 조달된 자금으로 부동산담보대출을 하거나 MBS에 투자하는 모기지형(mortgage-REITs)에 비하여 금리변동 등 금융시장여건의 변화에 대하여 상대적으로 재무구조상의 안정성을 가질 수 있다. 혼합형(hybrid-REITs)은 지분형과 모기지형이 혼합된 경우이다. 미국의 REITs는 1970년대 경영위기를 겪고 나면서 모기지형보다는 지분형이 주류를 이루고 있다. 1999년 12월말 현재 미국에서 203개의 REITs가 상장된 상태이며, 이중 시장가치기준으로 지분형 REITs의 비중이 95%를 차지한다.[4]

한편 미국에서는 1990년대 중반 이후로는 전문적인 자기관리(self-management) 능력을 토대로 한 기업공개가 본격화되는 추세인 반면, 호주의 LPT는 구조면에서 자기관리가 허용되지 않고 외부 자산운용회사(AMC: asset management company)에 운영을 위탁하여야 한다는 점에서 차이가 있다. 자기관리의 형태이든 외부위탁의 형태이든 자산운용면에서의 전문화·대형화가 이루어질수록 안정적인 현금흐름확보가 가능할 것이다.

한편 증권화의 과정은 금융거래구조의 고도화를 통하여 금융거래에 따른 제반 리스크를 분산하는 효과가 있지만, 이와 동시에 엄격한 건전성규제(prudential regulation)가 수반되지 않을 경우에는 방만한 경영으로 인하여 투자자에게 심각한 손실을 입히고 금융시스템 전반의 위기를 초래할 위험(systematic risk)이 있다. 따라서 REITs의 경우 세제면에서의 혜택이 부여되는 반면, 엄격한 기업공시규정·차입금제한규정· 자산요건·배당요건 등을 통하여 다양한 투자자보호장치가 강구되었고, 자산운용능력을 뒷받침하는 정보 및 평가체계가 구비되었다는 점 등에 주목할 필요가 있다.

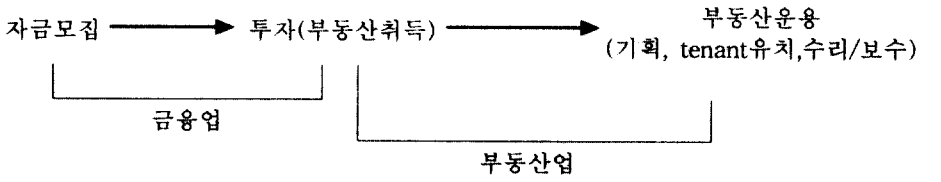
미국, 호주에서 REITs는 정책적인 조세혜택과 제도적인 면에서의 투자자보호장치가 보완됨으로써 활성화되고 있지만 기본적으로 시장의 자생적 요구에 의하여 발생하였고 자산운용전문성 및 기타 정보 및 평가체계 등 제반 인프라적 측면에서의 여건이 뒷받침되고 있음을 알 수 있다.

이에 반해 일본의 경우는 당면 금융위기를 해결하기 위한 정책적 필요성에 의하여 일본형 REITs[5]의 도입이 추진되고 있다는 점에

4) nareit 자료참고.

5) 일본형 부동산투자신탁(J-REIT)제도는 법적 성격면에서 信託型과 會社型으로 구분되며 信託型은 다시 委託者指導型과 委託者非指導型으로 나뉜다. 발행증권은 공모형, 펀드형, 폐쇄형으로 요약할 수 있다. 기타 일본에서 부동산투자신탁에 대한 참여현황에 대해서는 日本週刊住宅新聞(2001.1.14)을 참조. 한편 「特定目的會社(SPC)による特定資産の流動化に關する法律」(1998.6제정)에 의한 特定目的會社(SPC)는 우리나라의 자산유동화법에 의한 SPC(유동화전문회사)와 유사하다고 볼 수

[그림 1] 부동산투자신탁의 사업절차별 업무성격



서 우리와 도입배경이 비슷한 점이 있다.

그러나 일본의 경우 부동산증권화가 큰 실효성을 발휘하지 못하고 있으며 앞으로도 그 전망이 밝지만은 않은데, 이는 무엇보다도 일본의 독특한 경제적 여건에 기인한다 하겠다. 즉 일본은 오랫동안 만성적인 자금과잉 및 저금리상태가 지속되고 있어 은행권이나 자본시장을 통하는 전통적인 자금조달방식으로도 충분한데 기업들이 굳이 부동산 증권화를 추구할 필요성을 크게 느끼지 못한다는 것이다.

이하에서는 미국형 REITs를 감안하면서 REITs의 특징을 몇 가지로 나누어 살펴보겠다.

첫째, REITs의 업무성격에는 금융업과 부동산업이 혼재되어 있다고 볼 수 있다.

증권을 발행하여 모집된 자금으로 특정자산에 투자, 운용함으로써 수익을 추구한다는 점에서 REITs는 금융업으로서의 성격을 갖고 있다. 한편 REITs의 주요 투자대상이 부동산이며, 부동산의 운용을 통하여 수익을 얻는다는 점에서 부동산업으로서의 성격을 갖는다.

이처럼 개별 물건별로 규모 및 용도면에서 다양하고 단위당 가격이 높은 부동산에 대한 지분을 소액 증권으로 분할 발행함으로써, 부동산에 대한 투자자의 접근가능성이 그 만큼 넓어지는 의미가 있다. 한편으로는 부동산의 가치가 자본시장에서 평가받고 검증될 수 있다는 의미도 있다.

둘째, REITs는 단순히 유동화를 수행하기 위한 목적의 한시적 기구가 아니라 적극적으로 부동산을 운용하는 투자의 실질적 주체로서 영속적 성격을 가지며[6] 따라서 적격 부동산을 평가·선별하고 전문적으로 개발, 관리,

---

있다. 일본의 특정목적회사가 발행가능한 증권형태는 채권형(특정사채)과 지분형(우선출자증권)이 공히 가능하며, CP형(특정약속어음)도 가능하다. 특정목적회사(SPC)는 상법상의 주식회사에 비하여 조직(임원 1인이상) 및 자본금규모(최저자본금 300만엔)에서 간소화된 특별법상의 영리사단법인으로의 성격을 갖는다. 사원은 우선출자증권을 보유하는 우선출자사원과 특정출자증권을 보유하는 특정사원으로 구분된다. 우선출자증권의 경우 주식회사의 우선주에 해당하며 우선적인 배당권이나 잔여재산배분권이 부여된다. 한편 특정목적회사(SPC)는 특정자산의 유동화업무 이외에는 고유업무를 영위할 수 없으며 차입은 제한된다. 한편 일본의 특정목적회사(SPC)는 도관체(conduit)로 인정되어 일정요건을 충족하면 법인세 및 각종 세금이 면제된다. 예를 들면 배당가능소득의 90%이상을 배당하면 배당지불액을 손실금으로 산입가능하고, SPC의 설립등기에 따른 등록면허세는 감면(3만엔)되며, SPC가 일정한 요건하에 취득하는 부동산에 대해서는 등록면허세 및 부동산취득세가 각각 50% 감면되고 특별토지보유세는 비과세된다.

6) 호주의 LPT처럼 부동산의 운용은 외부전문기관(AMC : Asset Management Company)에 위탁하는 방식에서는 AMC가 투자의 실질적 주체라고 보면 될 것이다.

운용할 수 있는 고도의 전문성이 요구된다.

자산유동화제도에서 유동화중개기구(SPV: special purpose vehicle)는 특정 유동화 대상 자산에 대한 유동화업무만을 수행하며 추가적인 자산취득이 불가능하고 한 단위의 유동화 계획이 완료되면 청산되어야 하는 반면, REITs는 출자, 주식공모 등을 통하여 모집된 자금으로 부동산에 투자하며, 증자 및 차입을 통하여 추가적인 부동산취득도 가능하다는 점에서 보다 적극적인 의미가 있을 뿐만 아니라 영속성을 갖는다. 또한 자산유동화제도가 부동산의 가치를 적극적으로 개발하고 활용하기보다는 현존 자산으로부터 향후 발생할 현금흐름을 유동화를 통해 조기 회수함으로써 부채 증대없는 자금조달, 또는 재무구조개선을 도모하는 성격이 강하다고 볼 수 있는 반면, REITs는 부동산을 현존 그대로 관리하기보다는 적극적으로 개발, 운용, 처분하는 과정을 통하여 수익가치를 극대화시키고자 하는 성격이 보다 강하다고 볼 수 있다.

셋째, REITs의 경우 건전한 자산운용이 되도록 하기 위한 각종 제한규정 및 요건, 절차 등이 엄격하게 적용된다.

자산유동화구조에서는 현존 부동산을 당초의 계획대로 잘 관리하여 예상현금흐름이 차질없이 발생하도록 하는 일이 중요하며, 예상치 못한 변수로 인하여 현금흐름에 왜곡이 발생하는 경우에도 투자자가 보호될 수 있도록, 내외부적 보완장치(하자담보, 선후순위 구조, 신용공여, 준비금, 초과스프레드 등)를 금융거래계약상에 구조화(structuring)하는 것이 일반적이다. 반면 REITs의 경우에는 부동산 투자에 따르는 제반 리스크를 완화하기 위하여 지분구성, 자산구성, 배당 등의 제 측면에서 엄격한 요건을 충족할 경우에만 법인세 등 제반 세금면에서의 혜택이 부여될 수 있도록 하는 제도적 보완이 요구된다.

넷째, REITs는 투자 부동산의 상업적 거래를 통한 매각차익보다는 운용을 통해 발생하는 임대료 등 안정적인 현금흐름이 중요시된다.

일반적인 기업의 경우 발생수익을 배당하기보다는 내부유보를 함으로써 성장을 추구하는 경향이 강하다. 따라서 주식투자에서는 배당수입보다는 자본이득(capital gain)의 획득이 중요시되곤 한다. 그러나 REITs의 경우에는 부동산에 대한 소액투자가의 건전한 간접투자 기회를 제공한다는 취지에서 REITs에 의한 단기적인 상업적 부동산거래를 제도적으로 제한하며, 발생수익은 내부유보하지 않고 대부분 투자자에게 배당하는 것을 원칙으로 한다. 이러한 점에서 REITs는 투자도관체(conduit)로서의 성격이 강하며, REITs 지분에의 투자에서는 REITs가 보유하는 부동산의 운용을 통해 발생하는 임대료 등 안정적인 현금흐름이 중요시된다고 하겠다.

결국 투자자 입장에서 보면 REITs에의 지분투자는 비교적 안정적인 배당수익을 얻을 수 있는 반면, 내부유보를 통한 REITs의 성장가능성을 기대하기 힘들므로 주가가 크게 상승하여 자본이득을 향유할 가능성은 그 만큼 작아진다. 따라서 REITs의 주식은 우량채권에 비하면 고위험-고수익의 성격을 띠지만 일반 기업의 주식에 비하면 저위험-저수익의 성격을 띤다. 최근 들어 금융규제완화와 다양한 금융상품의 출현으로 인해 투자자들의 금리의식이 강화된 한편, 기업 및 금융기관의 구조조정 와중에서 금융상품의 안정성에 대한 의식도 강화되고 있음을 감안할 때, 세제상의 적절한 혜택이 보장되고 투자 부동산에 대한 전문적인자산운용이 뒷받침된다면 REITs를 통한 부동산에의 간접투자는 상대적으로 안정적인 수익을 얻을 수 있는 저리스크 투자수단이라는 점에서 주목된다. 한편 연기금, 생보 등 기관투자가들의 입장에서 볼 때도 과거에는 부동산이 레버리지 수단으로서, 또한 자본이득 획득수단으로서 활용되는 경향이 강하였으나, 이미 부동산 가격상승 신화가 깨어진

지금 시점에서 향후에는 REITs를 통한 부동산 간접투자가 기관투자가들의 자산 포트폴리오 구성의 일환으로 활용될 수도 있을 것이다.

다섯째, 일반기업에서는 경영성과 평가기준으로 당기순이익(net income) 개념이 중요하나 REITs의 경우는 수익의 배당기준으로서 FFO(funds from operation) 개념이 더욱 중요시된다.[7]

미국의 증권거래위원회(SEC)는 주식시장에 공개된 모든 기업은 재무제표를 제시하도록 의무화하고 있으며, 재무제표에는 미국의 회계원칙(GAAP)에 의거하여 작성된 당기순이익이 포함된다. 따라서 REITs도 공개된 주식회사이므로 당기순이익을 포함하여 재무제표를 보고하여야 한다. 그러나 REITs는 특이한 투자형태의 회사이므로 당기순이익이 다른 주식회사들처럼 1년간의 회사경영성과를 정확히 나타내고 있지는 않다. 이것은 REITs의 수익과 비용이 다른 기업들과는 상이하기 때문이다. 즉 일반회사에서 감가상각(depreciation)에 대해 비용처리하는 것처럼 부동산에 대해서도 감가상각을 회계적으로는 비용처리하더라도 실제 부동산의 가치는 상승하거나 그대로 유지되는 일이 많기 때문이다. 따라서 감가상각을 비용으로 처리하고 있는 당기순이익의 개념은 REITs 투자자들에게 경영성과에 대한 척도로 제시되기에는 적합하지 않은 것이다. 예를 들어 부동산의 관리상태, 지가상승, 임대료상승, 신축비용의 급격한 상승, 부동산의 대규모 수선 등 여러 가지 이유로 인하여 가치가 그대로 유지되거나 상승하는 경우, 감가상각을 비용처리하는 것은 REITs의 경영성과를 제대로 반영하지 못할 수 있는 것이다.

요컨대 REITs의 경우 수익의 배당기준이 FFO인 만큼 감가상각이 감안된 회계적 수익보다 현금흐름이 더 중요하다.

여섯째, 미국이나 호주의 사례에서도 알 수 있다시피 REITs의 경우 세제혜택이 투자자를 유인하는 가장 강력한 수단이 된다.

미국의 경우 REITs가 세제혜택을 받기 위해서는 3가지 부문의 요건을 준수해야 한다. 3가지 부문이란 첫째, 주식의 보유·이전·분산 등 조직과 관련된 부문, 둘째, 소득·자산·배당 등 운영과 관련된 부문, 셋째, REITs의 조직변경과 관련된 부문을 의미한다. 이 중에서 조직과 운영에 관한 부문은 REITs가 법인세 면제를 받기 위해서 지켜야 하는 요건들이 그 중심을 이룬다면, 조직변경과 관련된 부문은 파트너쉽이나 기업을 REITs로 전환하면서 생기는 각종 세제에 관한 사항이 주를 이룬다.

IV. 임대주택부문에의 활용가능성 검토

REITs는 취지상 자본이득보다는 안정적인 현금흐름의 획득에 주안점을 둘 것이므로, 주거시설, 오피스, 쇼핑센터 등에 투자하여 안정적인 임대수익을 추구하는 경향이 강하다.

이들 자산을 취득하는 방식으로는 직접 개발·건설하는 방식과 매입하는 방식이 있을 것이다. 그러나 직접 개발·건설하는 경우에는 이에 수반되는 개발위험 및 판매위험을 완화하여야 하는 부담이 있다.

주택건설의 경우, 우리나라에서는 착공시점에 구매계약이 체결되는 소위 '선분양' 제도가 보편화되어 있어 판매위험을 사전에 완화할 수 있고, 건설자금조달에 있어서도 공정진척률에 맞추어 중도금의 형태로 주택구입대금(분양대금)의 납부시기를 조정할 수 있기 때문에 건설사의 자체자금 조달부담이 경감된다

7) REITs의 FFO는 REITs의 수입에서 운영비용, 감가상각과 이연상각, 이자비용, 일반관리비용을 차감한 순이익(Net Income)에 부동산감각상각비용을 가산하고 부동산 판매 순수입을 제외하여 계산된다.

는 점에서 여타 개발사업에 비하여 자금조달 부담 및 사업위험이 낮다고 볼 수 있다.

그러나 외환위기 이후 전반적인 주택경기의 침체와 건설사의 연쇄부도 등으로 인하여 완공이전 주택에 대한 분양률이 저조하고, 제도권 금융기관에서도 주택건설자금에 대한 대출을 기피하는 등 주택건설금융이 극히 위축된 상황이다. 특히 주택건설이 진행중인 상태에서 사업시행자인 건설회사가 부도날 경우 이미 계약금 및 중도금 등을 납부하였던 가계에 재산상의 피해가 전가된다는 점에서 주택건설회사의 부도문제는 사회적 문제로까지 비화되고 있는 실정이다.

결국 현재 우리나라 주택건설업은 주택경기의 단기적 변동에도 극히 취약한 재무구조를 갖고 있다고 할 수 있다. 따라서 장기적으로는 주택건설사업의 개발기획 및 금융을 책임지고 사업완공을 책임져 줄 전문성과 신인도를 갖춘 디벨로퍼(developer)가 성장하거나, 또는 특정 건설회사의 부도시에도 공신력있는 전문기관에서 사업완공을 책임져 주는 건설보증제도가 정착될 필요가 있을 것이다.[8]

한편 REITs 제도를 주택건설사업에 활용하는 방안도 검토해볼 수 있겠다. 말하자면 주택건설사업에 전문성을 갖춘 REITs가 존재하여 증권발행을 통하여 모집된 자금으로 토지매입비와 주택건설비를 조달하고, 건설회사와 도급계약을 통해 시공을 맡기는 구조이다. 사실상 이러한 구조는 일종의 프로젝트금융이라고 볼 수 있으며, REITs 대신에 프로젝트회사(project company)를 생각해 볼 수도 있다. 사업주가 REITs가 되든 프로젝트회사가 되든지 간에 주택건설을 위한 자금이 여타 용도로 전용될 소지가 없다는 점에서 건설회사의 부도와는 무관하게 주택건설 프로젝트의 수행에 큰 영향을 미치지 않을 수 있다. 사례로 1999년 국민은행에서 이와 유사한 시도를 하여 성공을 한 적이 있다.[9]

다만 '회사형 REITs'(부동산투자회사)는 자금조달수단으로서 주로 주식발행에 의존하게 되는데, 자산유동화법상의 ABS나 은행 부동산투자신탁의 수익증권은 다양한 내외부적 신용보강구조나 은행자체의 포트폴리오를 통하여 목표수익률이 비교적 안정적으로 보장되는데 반하여, 주식은 기본적으로 고리스크-고수익형 금융상품이라는 인식이 강하므로 발행회사인 REITs의 전문성 및 신인도가 객관적으로 인증되지 않는 한, 단기적으로는 투자자 모집이 용이하지는 않을 것이며, 다년간의 검

8) 대한주택공사의 경우, 주택건설사업에 전문성과 공신력을 갖추고 있음에도 불구하고 소형임대주택건설사업이나 국민주택규모이하의 소형분양주택건설사업으로 사업영역이 제한되고 있고, 건설보증업무를 할 수 있는 법적인 근거가 마련되어 있지 못한 상태이다. 대한주택공사와 같은 대규모 공기업이 민간이 수행가능한 분야로까지 사업영역을 확대하는 것은 민간의 활동을 제한할 수 있다는 점에서 바람직하지 않을 수 있겠으나, 건설보증업무와 같이 현재로서는 민간에서 수행하기 어려운 분야는 시장기능을 보완한다는 차원에서 적극적으로 검토해 볼 필요도 있을 것이다.

9) 국민은행 빅맨부동산투자신탁(1999.7)은 주상복합건물 개발사업에 대하여 부동산투자신탁 개념과 프로젝트금융 개념을 혼합하여 적용한 사례라 할 수 있다. 국민은행이 부동산투자를 목적으로 투자자로부터 금전을 신탁받은 다음, 시행사(project company)에 대하여 토지매입비 및 초기 사업비 해당금액을 프로젝트금융의 형식으로 대출하고, 결제지급계좌(Escrow A/C)를 통해 모든 수입금 및 지급대금을 관리하며, 공사도급계약서 등 각종 계약내용을 통제하는 구조이다. 국민은행이 발행한 부동산투자신탁 수익증권의 규모는 프로젝트금융규모에 상응하는 130억원이다. 한편 프로젝트금융의 대출금리는 15%, 부동산투자신탁 수익증권의 예상배당률은 연 12%이상이다. 국민은행의 수수료수입은 운용자산의 연1.5% 및 별도의 성과보수로 구성된다.

증과정이 필요할 것이다.

따라서 도입 초기에는 REITs가 착공, 분양, 준공, 임대의 전과정에 참여하는 건설임대방식보다는 분양성이 뛰어나거나 이미 준공이 완료된 사업지구를 선별적으로 매입하여 임대하는 방안이 현실적일 것으로 보인다.

이하에서는 매입임대를 전제로 REITs의 주택임대부문에의 활용가능성을 검토해보겠다.

현금흐름의 특성을 놓고 볼 때, 임대주택의 경우 규칙적으로 임대료수입이 발생한다는 점에서 REITs의 투자대상으로서 비교적 적합한 부동산 유형에 속한다. 미국의 경우를 보더라도 투자대상에서 점하는 주거용건물의 비중이 1997년말 기준으로 약 20% 수준이다.

그러나 기업적 차원에서 주택임대사업이 가능하기 위해서는 현금흐름면에서의 특성 외에도 적정 수익을 낼 수 있는 임대료가 발생되어야 할 것이며, 관리면에서 규모의 경제성을 시현할 수 있도록 평형 및 입지면에서 표준화, 집중화된 임대주택집합을 확보할 수 있어야 한다. 나아가 임대후 처분이 용이하여야 할 것이다.

REITs가 투자자를 유인하기 위해서는 리스크 프리미엄을 감안하여 적어도 시장금리보다는 높은 수익률을 제공하여야 하며(리츠수익률 > 시장금리), 이를 위해서는 또한 부동산투자로부터 충분한 투자수익이 발생하여야 할 것이다.(부동산투자수익률 > 리츠수익률 = REITs의 자금조달 코스트) 최근 우리나라 시장금리수준(세후)을 6%~7%로 볼 때, 세후 임대수익률(임대료/취득가액)이 13%정도는 되어야 할 것으로 보인다.

한편 우리나라의 경우 단지규모로 존재하는 민간임대주택은 거의 전무한 실정이다. 대부분의 임대주택단지는 공공부문(대한주택공사, 지자체)에서 공급하거나, 국민주택기금의 지원을 받아 건설된 전용18평 이하의 공공임대주택으로서 저소득층의 주거안정과 내집 마련을 지원한다는 정책적 취지에 따라 임대료는 시장임대료수준보다 낮고, 분양전환과정에서도 매각이익을 기대하기 힘들어 수익성이 거의 없다고 보여진다.

중상위 소득층을 수요대상으로 하는 중대형 아파트는 비교적 높은 임대료수입이 기대되나, 문제는 단지규모의 주택재고를 확보하는 것이 관건이 될 것이다. 신규로 중형임대주택단지를 직접 개발하는 경우에는 개발위험을 부담하여야 할 것이므로 투자자모집에서도 그 만큼 어려움이 따를 것이다. 그렇다고 하여 신규 공급되는 주택단지를 일괄 매입하는 것도 주택건설촉진법상의 단체분양조건을 충족하지 않는 한 불가능할 것이다.

마지막으로 미분양주택을 매입 임대하는 방안을 생각해 볼 수 있다.

우선 미분양주택의 경우, 표준화되고 집중화된 임대주택집합(예를 들면, 동일한 아파트단지내에 미분양주택이 20호 이상)을 비교적 용이하게 확보할 수 있다.

다음으로 적정 임대수익률을 획득하는 문제인데, 이는 매입가격(취득가액)을 조정함으로써 가능할 것이다. 즉 건설회사로 하여금 매입대금의 일부를 REITs에 대한 출자지분으로 전환케 함으로써 임대사업의 손익리스크를 부담하도록 하는 방안이다.

건설회사의 입장에서 볼 때, 주택경기가 크게 호전되지 않는 한, 미분양주택을 해소하는 단기적 해결책은 가격인하이다. 그러나 주택의 경우 동일 단지내에 존재하는 동일 평형의 아파트에 대하여 층, 향 등 물리적 여건에 따른 제한적인 가격차등화는 가능하겠지만 분양계약시점에 다른 가격차등은 사실상 불가능하다. 말하자면 미분양 물량에 대해서만 가격인하를 하는 것은 기분양 세대와 추가분양 세대간의 형평성 문제를 낳기 때문이다.[10] 따라

10) 실례로 1998년말에 주택경기활성화 대책의 일환으로 주택공사로 하여금 준공후

서 미분양주택을 기존 분양가격의 100% 수준에서 REITs에 매각하되, 매각대금의 일부를 REITs에 출자함으로써 REITs의 손익리스크를 부담한다고 하여 불리할 것은 없는 것이다. 경우에 따라서는 출자지분에 의거하여 수익을 올릴 수도 있을 것이다.

미분양주택의 매입임대방안을 [그림 2]를 참고하여 좀 더 구체적으로 살펴보겠다.

① 미분양주택의 매입임대방안은 정책적 차원에서도 그 의의가 큰 만큼 주택공사 등 관련 공공기관에서 출자하여 설립함으로써 공신력을 제고하는 것도 검토할 필요가 있을 것이다. REITs 설립과 관련하여 세부사항으로서 출자비율, 주주구성, 우선주·보통주 비율 등이 검토되어야 할 것이다.

② 부동산투자회사법안(이하에서는 관련법안으로 지칭)에 의거하여 일반 투자가를 대상으로 주식을 발행하되, 투자자를 보호하는 차원에서 우선주의 형태로 발행하는 방안을 검토할 수 있을 것이다. 한다. REITs의 주식이 자본이득기회보다는 안정적인 현금흐름의 창출에 그 의미가 있다고 볼 때, 우선주는 채권이자에 버금가는 높은 배당금을 받을 수 있고 REITs 시장가치가 상승하는 경우에는 보통주로의 전환을 통하여 주식가격상승혜택을 누릴 수 있기 때문에 투자가들에 의해 상대적으로 선호될 것으로 보인다.

③ REITs는 민간주택건설업체의 미분양주택을 현장실사 등을 통해 선별하여 분양가 수준에서 매입하되, 매입대금은 감정가를 기초로 일부(예를 들어 매입대금의 30%)는 보통주의 형태로 지급함으로써 자산운용에 따른 손익상의 리스크를 분산할 필요가 있다. 이때 세부적으로 검토되어야 할 사항으로는 매입대상기준(동일단지내 최저매입호수 등), 매입대금 지급시 현금·주식 비율 등이 될 것이다.

건설업체의 입장에서는 매각대금의 전부를 현금으로 지급받지는 못하지만 일단은 분양가 수준에서 매각을 할 수 있고, 향후 임대기간 경과 후 주택경기가 호전될 경우에는 보유지분을 매각하거나 배당을 받음으로써 매각이익을 기대할 수도 있을 것이다.

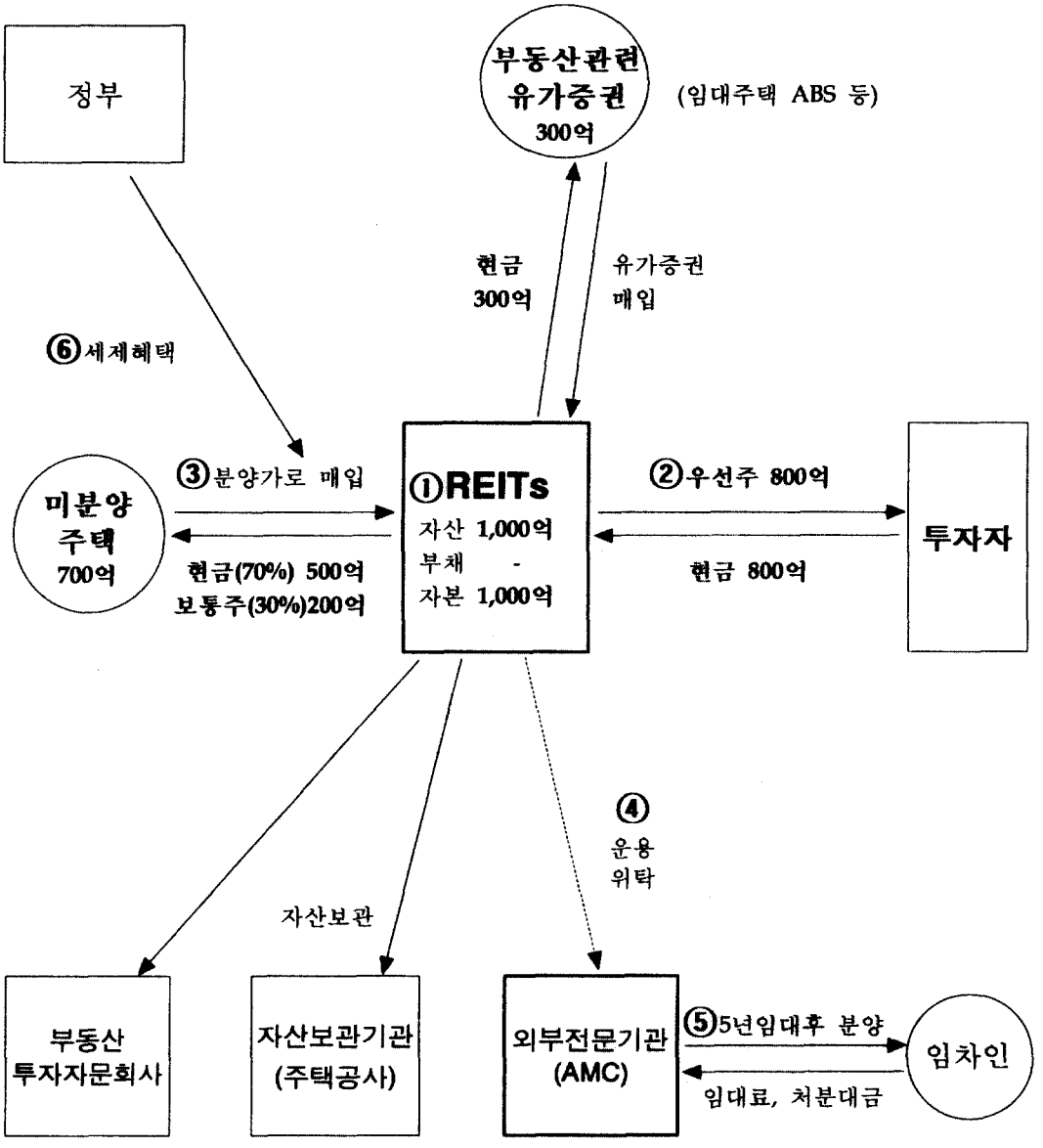
한편 REITs는 자산 포트폴리오 차원에서 자산의 일부(관련법안에 의거하면 30% 이하)를 비교적 안정적인 부동산관련 유가증권(예를 들어 국민임대주택 ABS)에 투자하는 것도 바람직할 것이다.

④ REITs는 보유 자산을 관련법안에 의거하여 반드시 자산보관회사(대한주택공사, 한국토지공사, 자산관리공사)에 위탁보관하여야 하며, 자체 전문인력을 활용하여 자산을 운용, 관리할 수도 있으나, 필요에 따라서는 외부의 전문기관(AMC)에 운용을 위탁할 수도 있을 것이며, 부동산투자자문회사의 투자자문을 취득할 수도 있을 것이다. 자산운용을 외부에 위탁할 경우에는 위탁운용수수료, 위탁자 및 수탁자의 권리 및 의무사항 등이 세부적으로 검토되어야 할 것이다.

⑤ REITs는 매입 미분양주택을 대상으로 일정기간 임대를 하고 임대기간후 처분하게 될 것이다. 이 때 세부적인 검토사항으로는 적정 임대료 및 처분가격, 임대유형 및 임대기간 등이 될 것이다. 특히 임대기간과 관련해서는 세제혜택이 상실되지 않도록 하기 위해서는 REITs의 의무보유기간(관련법안에 따르면 5년 이상), 임대차보호법상의 임대기간(2년) 등에 대한 검토가 있어야 할 것이다.

미분양주택을 매입하여 임대주택으로 활용토록 하는 방안을 추진한 바 있으나, 실제 추진실적은 미미하여 당초 매입계획의 5%수준에 그친 적이 있다. 그 주된 이유는 민간건설업체들이 기 분양세대와의 형평성문제 때문에 분양가의 82%수준인 매입기준가격을 충족할 수 없었던 점, 매매대금이 현금이 아닌 주택채권으로 지급되었던 점 등을 들 수 있다.

[그림 2] 미분양주택의 매입임대방안의 예



어느 정도 사업의 타당성이 검증되면, 기업공개를 통하여 추가적으로 자금을 모집하고, 모집된 자금으로 미분양주택 등 부동산을 추가 취득할 수 있을 것이다.

⑥ 마지막으로 REITs가 미분양주택을 매입 임대할 경우에는 지방세법상의 취득세, 등록세를 면제하고 재산세, 종토세를 감면한다든지 하는 조세상의 혜택이 반드시 필요할 것으로 보인다.

해외 사례를 보더라도 REITs에 대한 세제혜택이 투자자를 유인하는 가장 강력한 수단이라고 볼 수 있다. 따라서 우리나라의 경우도 법인세법과 조세특례제한법 개정을 통한 조세감면이 필요하다. 즉, 법인세와 개인소득세간의 이중과세 문제가 해결되어야 한다. 나아가 취득세·등록세, 양도소득세 감면, 종합토지세 분리과세 및 감면 등이 필요하다. 다만 미국의 복잡한 세무구조 시스템을 우리 실정에 곧바로 도입하는 것은 일반국민에 대한 홍보나 전문가 부족 등의 이유로 제도의 운영에 걸림돌이 될 수 있으므로 초기에는 REITs의 자격요건을 엄격히 제한하는데 중점을 두고, 세분화된 규정들을 단순화하여 제도의 대중화를 꾀하고 여러 해 경험을 축적한 후에 단계적으로 세분화, 구체화 해나가는 것이 바람직 할 듯하다.

IV. 맺음말

이상에서 미분양주택의 매입임대방안에 대해서 그 가능성을 살펴보았으나, 현실적으로 이러한 방안이 타당성을 가지려면 관리면에서 규모의 경제성을 기대할 수 있을 정도로 미분양주택재고가 분포하고 있는지의 여부, 적절한 임대료수입의 확보가능성, 향후 임대후 처분가능성 등에 대해서 현장실사와 더불어 보다 정밀한 검증이 필요할 것이다.

REITs의 경우 이익금의 사내유보를 통한 성장은 한계가 있으나, 기업공개(IPO), 유상증자 등을 통하여 성장을 추구할 수 있으며, 이 과정에서 REITs의 주식가격이 REITs 보유 부동산가치총액을 제대로 반영하지 못할 경우 REITs를 통한 부동산시장으로의 자금흐름에 왜곡이 발생할 수 있고 이는 단기적으로 부동산가격 불안정의 요인이 될 수도 있을 것이다.

그러나 장기적 관점에서 보게 되면, 부동산에 대한 전문성과 운용기법을 보유한 신뢰도 높은 REITs가 존재하면서 상대적으로 저평가되어 있거나 활용도가 떨어지지만, 수익전망이 있는 부동산을 취득하여 적극적인 운용을 한다고 볼 때, 이는 부동산의 이용도를 높임과 동시에 당해 부동산의 가격을 적정한 수익가치 수준으로 회복시켜주는 보다 긍정적인 역할을 할 수도 있을 것이다. 이 과정에서 적절한 건전성 규제장치의 존재, 평가체계의 존재 등이 뒷받침되어야 함은 물론이다.

참고문헌

박신영 외(1997), "부동산투자신탁제도 도입방안 연구," 대한주택공사 주택연구소.

부동산분석학회 등(1999), "부동산투자회사제도의 도입방안," 건설교통부.

이종권·김용순(1999), "임대자산의 유동화방안과 주택저당채권유동화중개기관 참여방안," 대한주택공사 주택연구소

이종권·김은혜·김용순·박근석(2000), "부동산 증권화제도의 활용방안," 대한주택공사 주택연구소

한국증권업협회(1998), "한국채권시장의 발전전략"

Fabozzi, F.J. & Modigliani, F.(1992), *Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets,* Harvard Business School Press.

Fabozzi,F.J. & Bhattacharya,A.,K(1996), *Asset-Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates.

Fabozzi,F.J. & Nevitt,P.K.(1995), *Project Financing* (6th ed), Euromoney Publications.

Garrigan,R.T & Parsons,J.F.C.(1997), *Real Estate Investment Trusts*, McGraw-Hill.

Sohan Lee(1995), "Wall Street versus Main Street: Valuing Securitized Asset," Ph.D. dissertation, University of Michigan.

塩本淳一(2000), "不動産證券化の現狀と展望", 野村證券 金融研究所.

高瀨博司(1995), 「擔保不動産の流動化」, 銀行研修社.

日本建設經濟研究所(1996), 「不動産流動化の問題」