오피스리츠 투자시뮬레이션을 통한 리츠의 수익성 제고방안에 관한 연구

정 수 연
한국감정평가연구원 책임연구원
jsy@kapanet.co.kr
하 태 권
한국감정평가연구원 책임연구원
tkha@kapanet.co.kr

A study on the enhancement of REITs profitability with the simulation of Office REITs investments

Jyoung Su-Youn
Research Fellow, Ph. D., Korea Appraisal Research Institute
Ha Tae-Kwon
Research Fellow, Certified Appraiser, Korea Appraisal Research Institute

Abstract: REITs are corporations or trusts which raise funds from large number of investors and invest in real estate and related debts. High rate of return is very important in real estate investments. But in Korea, it is lower than expected rate of return. The purpose of this study is to analyze rate of return of present REITs and investigate REITs system in Korea. For This, with the simulation of office REITs investment, we analyzed REITs profitability in Seoul and made an overture to improve REITs System.
For improvements, We suggested (1) Reduction of the minimum capital, (2) Deregulation of loans, (3) REITs Lifetime, (4) Alleviation on shares issuing & listing requirement, (5) Tax assistance, etc.

중요어: 리츠, 리츠제도, 수익성, 수익률
REITs, REITs system, profitability, rate of return

Ⅰ. 서 론

미국에서 처음 시작된 부동산투자신탁제도는 외환위기의 영향으로 침체를 겪고 있던 부동산 시장의 활성화를 꾀하고자 도입되었다. 2001년 3월에는 부동산투자회사법이 국회를 통과하였고 2001년 4월에는 입법예고를 거쳐 2001년 7월 시행에 들어가게 되어 오늘에 이르고 있다. 기존의

부동산투자방식이 대규모자금에 의존한 매매, 개발, 임대, 관리 등을 통한 직접투자방식이었다면, 부동산투자신탁제도는 소액의 자금만으로도 투자가 가능한 간접투자방식이라고 할수 있다. 부동산투자신탁회사는 다수의 투자자로부터 자금을 모아서 부동산소유지분(real estate equity ownership)이나 주택저당증권(MBS: Mortgage Backed Securities)에 투자하거나 부동산관련대출 등으로 운영하여 얻은 수익을 투자자에게 돌려주는 방식으로 운영된다. 이와같은 소액자금의 간접투자방식으로인해 부동산수요의 창출이 용이해지고, 대규모 자금을 이용한 자본이득의 독점현상을 완화함으로서 소득의 공평분배에 기여할 수 있다는 점에서 부동산투자신탁제도는 그 출발에 있어 많은 기대와 관심을 모았다.

그러나 제도의 도입 이후 리츠는 기대와는 달리 수익에 대한 불확실성과 리스크에 대한 불안으로 투자자들로부터 호응을 받지 못하고, 급기야는 2001년 11월과 2002년 2월 건설교통부로부터 예비인가한 에이팩투자회사와 코리아 부동산투자회사가 공모에 실패해 회사를 설립하지 못하는 상황을 연출하기에 이르러[1] 현 시점 리츠제도에 대한 재검토가 시급히 요구되고 있다.

오피스빌딩에 대한 초기 리츠투자가 이루어지기 위해서는 무엇보다도 안정적인 수익률이 창출되는 것이 중요하며, 이에 대한 사전적인 검토방안으로서 기존 오피스빌딩에 대한 투자수익률 분석이 필요하다.

리츠에 관한 기존의 연구들은 주로 리츠제도의 국내도입을 위한 외국 리츠제도 및 사례의 소개, 리츠의 개념과 기본구조, 리츠제도의 안착을 위한 제도적 개선방안 등에 초점이 맞추어져 있었으며, 리츠의 시장규모 추정에 관한 연구들[2]은 있었으나, 구체적으로 리츠투자의 수익률에 대한 검증과 관련된 연구는 전무하였다.

따라서 본 연구에서는 오피스빌딩 투자에 대한 사례를 수집하여 리츠투자 대상으로서의 타당성과 수익흐름에 대한 추정 작업을 수행함으로서 구체적인 리츠수익율을 추정해보고, 리츠의 수익률 제고를 위한 방안으로 몇가지 제도적 개선방안을 제시해 보고자 한다.

Ⅱ. 연구자료와 모형설정

(1) 연구자료

초기 오피스리츠는 안정성과 수익성의 확보때문에 대형 오피스빌딩에 투자를 집중할 수 밖에 없다. 투자입지로는 서울도심(광화문, 시청주변), 여의도, 마포, 강남지역(강남역-삼성역 주변), 신도시 역세권, 지방주요도시, 관공서, 인접지역 등인데 입지 여건상 대형오피스빌딩이 밀집되어 있는 서울지역이 그 중심이 될 것이다.[3]

리츠의 투자수익율을 시뮬레이션 하기 위하여 본 연구에서는 대형 오피스의 밀집지역인 도심지역과 여의도·마포지역 그리고 강남지역에 소재한 대형오피스를 각 지역별로 4개씩 선정하였다. 분석에 필요한 빌딩 sample은 한국감정평가협회에서 2001. 1월 기준으로 조사한 오피스 빌딩의 감정평가 및 임대료, 관리비 자료에서 추출하였다.

---

1) 일반리츠로 지난해 11월 첫 예비인가된 에이팩리츠는 2차례 본인가 기한을 연기하며 주식 공모 등을 통해 자본금 500억원 모집을 시도했으나 공모 실적이 저조, 결국 회사 설립에 실패했다. 또 코리아리츠도 1차례 기한을 늦췄지만 결국 본인가를 받지 못했다.(연합뉴스, 2002년 12월 6일자)

2) 이에 관련된 연구로는, 박원석·박용규(2000), 박병식 외(2000), 왕세종(2000), 이용만 외(2001) 등이 있다.

3) 1999년 12월 현재 11층 이상 대형오피스빌딩 건물 수의 68.2%가 서울에 집중되어 있으며, 특히 인텔리전트빌딩에 가까운 건물은 대부분 서울지역에 위치하고 있다. 또한 초기 오피스 리츠의 대부분이 기존 대형오피스빌딩을 매입하여 임대하는 형태로 나타나 신규 개발형태의 투자는 기존 오피스 리츠가 활성화되는 시점 이후에 투자가 이루어질 것으로 보여 상당기간 나타나기가 힘들 것으로 예상된다. 기상장된 교보-메리츠 CR 리츠의 경우에 대한항공 빌딩등을 그대로 임대하고 있으며, 코크랩의 경우도 대아빌딩, 대한방직빌딩, 한화빌딩 등을 매입하여 바로 임대하는 구조이다.

이들 서울시 3개 광역하위시장에서 각각 4개의 빌딩을 사례로 하여 시장 데이터, 향후 시장 전망, 대체 투자수익률 등을 감안한 적정 가격을 시뮬레이션으로 파악한다. 그리고 임대전망을 낙관, 표준, 비관 등으로 분류하여 순수익의 현재가치, 최종환원이율, 재판매가격, 최종 가격을 추정하여 수익률을 검토하기로 한다.

선정기준은 리츠의 투자대상으로서 적당한 가격대에 있는 빌딩 중에서 신규 오피스를 최우선적으로 선정하였다. 즉, 자산가격 추정치가 300억~800억 사이에 있는 빌딩 중에서 최근에 준공되어진 빌딩을 선정하였다.

(2) 리츠투자 시뮬레이션 모형 설정

각 지역의 가상 오피스빌딩 투자모형을 설정하여 각 요소의 변화에 따른 현금흐름과 수익률을 예측한다. 오피스리츠의 투자지역, 투자규모 그리고 투자형태를 결정하고, 토지는 공시지가를 바탕으로 평가하고, 건물은 원가법으로 평가하여 전체 부동산가격을 산정하고, DCF 방법으로 투자금액별 내부수익률 및 순현재가치 변화를 파악한다.

DCF 모델은 앞에서 살펴본 바와 같이 미래 영업활동으로부터 발생하는 현금흐름의 기대치를 할인하여 순현재가치(NPV : Net Present Value) 및 내부수익률(IRR : Internal Rate of Return)을 산정하는 방법이다.

구체적 투자계획 및 시뮬레이션 모형을 설정하기 위해 총투자비(매입비 등)를 결정하고, 할인율, 임대료 인상률, 관리수입 인상율, 공실 및 불량부채 등에 대해 기본적인 가정을 한다.

그런데, 리츠의 순영업소득은 일반적인 현금흐름과는 다른 개념이며, 영업경비에도 회계, 평가수수료, 상장수수료 등이 들어가야 할 것이다. 따라서 앞에서 살펴본 바와 같이 리츠의 현금흐름을 파악할 필요가 있는데 현금흐름(FCF)의 추정 모형으로 다음과 같이 설정한다.

```
임대료수익, 관리비수익
- 공실및불량부채 + 기타소득
------------------------------
영업수익
  - 일반영업비용  - AM 및 PM 수수료 - 일반사무위탁 수수료
  - 자산보관수수료  - 감가상각비  - 무형자산상각비
  - 기타(감사수수료, 주총비용 등)
------------------------------
세전영업이익(EBIT)
  + 운영종료후 처분가액
  + 감가상각비
  + 무형자산상각비
------------------------------
총현금유입
  - 부동산투하금액  - 영업준비금등
------------------------------
FCF (Free Cash Flow)
```

이 현금흐름을 현재가치화하고, 매각가격을 추정후 수익률(IRR) 산정한다.

각 항목의 계산에 있어, 영업이익은 임대료수익과 관리비수익에서 공실을 제외하고 기타수입을 포함한 금액인데, 임대료수익은 전세금 또는 보증금과 월세액으로 구성되고, 전세금과 보증금은 간주임대료율[4] 약 6%를 적용하여 임대료로 환산하였고, 월세액은 12개월치를 합산하여 임대료로 환산하였다.

임대료수익은 매년 약 1.5% 상승하는 것으로 가정하였고, 기타수입은 매년 약 3% 상승을 가정하였다. 관리비수익 및 기타수입(주차장 및 자판기수입 등)은 실제 조사된 금액으로 하였고, 공실률은 시장공실률보다 높은 약 5%를 상정하였다.

영업비용은 실제 조사시 조사누락 및 조사가 곤란한 경우가 많아 표준적인 영업비율을 많이 적용하는데, 리츠의 경우에는 일반적인 오피스 영업비용 뿐만 아니라 리츠 고유의 추가적인 영

4) 부동산임대보증금에 대한 간주임대료율은 1년만기 정기예금이자율 수준인 약 6%를 상정하였는데, 이는 임대료율에 대한 관점과 이자율변동에 따라 조정가능하다.

업비용이 있으므로 이를 고려하였다. 일반적인 오피스 영업비용비율(=영업비용/유효조소득)은 17개 대형오피스 영업비용 사례를 참고로 하여 다음과 같이 상정하였다.

<표 1> 영업비용비율

연면적(평) 구분	표준 영업비용비율
500 미만	51.6 %
500 ~ 1500 미만	38.1 %
1500 ~ 4000 미만	36.7 %
4000 ~ 10000 미만	33.1 %
10000 이상	32.4 %

연면적이 크기가 클 경우에는 영업비용비율이 대체적으로 낮게 나타나는데, 이는 영업비용도 규모의경제가 작용하고 있음을 말한다. 이외에도 리츠의 경우에는 추가적인 영업비용이 있는데, AM 및 PM 수수료, 일반사무위탁수수료, 자산보관수수료 그리고 감가상각비 등이 있다.

AM 및 PM 수수료는 부동산투자회사법의 규정에 따라 운영은 자산관리회사 등에 위탁할 수 있으므로 이에 적용하는 비용인데, 대체로 투자액의 1% 내외가 될 것으로 예상된다. 여기서는 부동산투자액의 약 1%로 가정한다. 일반사무위탁수수료 및 자산보관수수료는 부동산투자금액의 50%에 대해 각각 약 0.09%, 0.06%를 가정한다. 감가상각비는 빌딩의 내용연수를 60년으로 가정하여, 잔존 내용연수에 따라 정액으로 감가되는 것으로 보았다.

기준일은 2001. 1월로 하고, 운영은 약 5년동안 한후 종료후 처분하는 것으로 가정하여 부동산 처분가액은 상승, 하락을 고려하지 않고 매입가액을 그대로 사용하였다. 또한 리츠회사의 창업비로서 재무자문수수료, 법률자문수수료, 감정평가수수료, 주간사수수료, 법인설립등기비, 도시철도채권매입할인액, 인건비 등이 있는데, 1개 오피스빌딩 당 약 5억으로 가정하였다.[5)]

5) 창업비의 세부내역은 기존의 오피스리츠가 실제로 계산한 금액을 참고로하여 자본금 대비 비율을 고려하여 산정하였다.

Ⅲ. 오피스리츠 사례 시뮬레이션

(1) 개별 수익률 도출

첫 번째 사례로서[6)] 도심지역에 위치한 A 빌딩은 연면적 13,144평으로서 1991년에 준공하였고, 개괄에서의 조건으로 현금흐름(FCF)을 추정한 결과 수익률(IRR)이 9.49%로 나타났다.

나머지 사례에 대해서도 동일한 절차로 현금흐름을 추정하였는데 그 결과는 <표 3>과 같다. 도심지역의 평균수익률이 6.75%[7)] , 여의도 및 마포지역 7.09% 그리고 강남지역이 5.30%로 나타났다.

(2) 대표적 3개의 빌딩을 통합한 오피스리츠의 경우

오피스리츠의 초기 자본금규모가 대체로 약 2,000억 이상이라고 볼 때 1개의 오피스리츠는 3개 이상의 빌딩을 포함할 것으로 보인다. 따라서 실제 오피스리츠의 자본금 규모를 고려하여 12개의 사례중에서 지역별로 대표적인 사례를 선정하여 3개의 오피스빌딩을 통합한 오피스리츠의 수익률을 검토하였다. 지역별로 대표적인 사례는 각각 4개의 사례중에서 수익률이 중상위의 결과를 나타내고, 연면적이 대체로 큰 사례를 선정하였는데, 도심지역에서 A빌딩, 여의도 및 마포지역에서 B빌딩, 강남지역에서 A빌딩을 추출하였다.

6) 각 빌딩에 대한 상세한 내역은 조사시 내부연구용 용도외에는 비공개하기로 하였으므로 기본적인 사항만 제시하였다.

7) 도심지역의 평균수익률이 다소 낮게 나타난 이유는 C빌딩의 수익률이 상대적으로 너무 낮게 나타났기 때문인데, C빌딩을 제외하면 평균수익률이 8.42%로서 3지역 중 가장 높게 나타난다.

<표 2> 도심지역 A 빌딩의 현금흐름(Free Cash Flow) 추정 (단위: 만원)

구분	-	합계	초기	2,001	2,002	2,003	2,004	2,005
영업이익	-	5,676,420	-	1,101,696	1,118,239	1,135,031	1,152,076	1,169,377
-	임대료수익	4,058,729	-	787,756	799,572	811,566	823,739	836,095
-	관리비수입	1,909,743	-	370,661	376,221	381,864	387,592	393,406
-	공실액	298,424	-	57,921	58,790	59,671	60,567	61,475
-	기타수입	6,371	-	1,200	1,236	1,273	1,311	1,351
영업비용	-	2,804,107	-	549,931	555,295	560,740	566,266	571,876
-	일반영업비용	1,840,530	-	357,215	362,579	368,024	373,551	379,160
-	AM 및 PM	353,686	-	70,737	70,737	70,737	70,737	70,737
-	일반사무위탁	15,916	-	3,183	3,183	3,183	3,183	3,183
-	자산보관	10,611	-	2,122	2,122	2,122	2,122	2,122
-	감가상각비	508,365	-	101,673	101,673	101,673	101,673	101,673
-	무형자산상각비	50,000	-	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
-	기타	25,000	-	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
세전영업이익	-	2,872,312	-	551,765	562,944	574,292	585,810	597,501
-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	운영종료후처분가액	7,073,716	-	-	-	-	-	7,073,716
-	감가상각비	508,365	-	101,673	101,673	101,673	101,673	101,673
-	무형자산상각비	50,000	-	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
총현금유입	-	10,504,393	-	663,438	674,617	685,965	697,483	7,782,890
-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	부동산투하금액	-	7,073,716	-	-	-	-	-
-	영업준비금등	-	50,000	-	-	-	-	-
FCF	-	-	7,123,716	663,438	674,617	685,965	697,483	7,782,890
IRR	-	-	9.49%	-	-	-	-	-

<표 3> 현금흐름 추정 결과표

지역		연면적	준공연도	수익률	지역평균수익률
도심	① A 빌딩	13,144 평	1991	9.49 %	6.75 %
	② B 빌딩	8,505 평	1986	4.66 %	
	③ C 빌딩	4,789 평	1999	1.76 %	
	④ D 빌딩	8,233 평	1985	11.10 %	
여의도 및 마포	⑤ A 빌딩	14,913 평	1994	7.94 %	7.09 %
	⑥ B 빌딩	11,994 평	1995	7.24 %	
	⑦ C 빌딩	11,896 평	1996	6.50 %	
	⑧ D 빌딩	10,046 평	1995	6.67 %	
강남	⑨ A 빌딩	13,081 평	1995	4.38 %	5.30 %
	⑩ B 빌딩	14,591 평	1992	9.35 %	
	⑪ C 빌딩	8,049 평	1995	3.09 %	
	⑫ D 빌딩	9,064 평	1991	4.38 %	

<표 4> 사례의 기본적 사항

비고	도심 A빌딩	여의도B빌딩	강남 A빌딩	합계
연면적	13,144평	11,994평	13,081평	38,219평
준공연도	1991년	1995년	1995년	-
개별 수익률	9.49%	7.24%	4.38%	-
매입가격(감정평가액)				2,088억

<표 5> 통합 리츠회사의 FCF (단위: 만원)

구분	-	합계	초기	2,001	2,002	2,003	2,004	2,005
영업이익	-	12,820,571	-	2,488,117	2,525,547	2,563,541	2,602,109	2,641,258
-	임대료수익	8,291,095	-	1,609,213	1,633,351	1,657,852	1,682,719	1,707,960
-	관리비수입	5,164,005	-	1,002,278	1,017,312	1,032,572	1,048,061	1,063,782
-	공실액	672,755	-	130,575	132,533	134,521	136,539	138,587
-	기타수입	38,226	-	7,200	7,416	7,638	7,868	8,104
영업비용	-	6,905,012	-	1,356,361	1,368,497	1,380,817	1,393,322	1,406,016
-	일반영업비용	4,156,959	-	806,750	818,887	831,206	843,711	856,405
-	AM 및 PM	1,044,233	-	208,847	208,847	208,847	208,847	208,847
-	일반사무위탁	46,990	-	9,398	9,398	9,398	9,398	9,398
-	자산보관	31,327	-	6,265	6,265	6,265	6,265	6,265
-	감가상각비	1,375,503	-	275,101	275,101	275,101	275,101	275,101
-	무형자산상각비	200,000	-	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
-	기타	50,000	-	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
세전영업이익	-	5,915,559	-	1,131,756	1,157,049	1,182,724	1,208,787	1,235,243
-	운영종료후처분가액	20,884,652	-	-	-	-	-	20,884,652
-	감가상각비	1,375,503	-	275,101	275,101	275,101	275,101	275,101
-	무형자산상각비	200,000	-	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
총현금유입	-	28,375,714	-	1,446,856	1,472,150	1,497,825	1,523,887	22,434,995
-	부동산투하금액	-	20,884,652	-	-	-	-	-
-	영업준비금등	-	200,000	-	-	-	-	-
FCF	-	28,375,714	21,084,652	1,446,856	1,472,150	1,497,825	1,523,887	22,434,995
IRR	-	-	6.92%	-	-	-	-	-

기본적인 가정은 개별 빌딩에 대한 현금흐름 분석을 할 때와 동일하게 상정하였다. 다만 리츠회사의 창업비를 기존의 리츠회사와 비교하여 약 20억으로 가정하였고, 기타비용(감사수수료, 주총비용 등)은 매년 약 1억이 지출되는 것으로 하였다.

3개 오피스빌딩을 통합한 리츠회사의 추정 현금흐름은 <표 5>와 같으며 통합 오피스 리츠의 세전수익률은 6.92%로 나타났다.

Ⅳ. 시뮬레이션 결과 및 해석

앞에서 살펴본 바와 같이 지역별로 중상위의 개별 수익률을 가진 오피스빌딩을 통합하여 오피스리츠의 수익률을 계산한 결과 세전수익률이 6.92%로 나타났다. 이 수익률은 초기 리츠의 기대수익률인 10%이상과는 많은 차이를 보이는 것으로서, 초기 오피스리츠가 활성화되지 못하는 이유를 반증하고 있다고 볼 수 있다.

<표 6> 시나리오 설정

시나리오	1안	2안	3안
연간 임대료상승률 (a)	3%	1.5%	0%
공실률 (b)	0%	3%	5%
보증금운용이율 (c)	10%	6%	4%
영업경비비율 (d)	20%	25%	32.42%

그렇다면, 이제 앞에서 기본적인 가정으로 상정했던 것과는 다른 상황을 고려하여 리츠의 수익률을 검토할 필요가 있다. 즉 리츠의 현금흐름은 미래의 기대 현금흐름으로서, 경제·사회적 상황에 따라 충분히 유동적이기 때문이다. 또 리츠가 가질수 있는 장점, 즉 전문적인 자산관리 및 운영을 통한 효율화를 고려해 볼 수 있다.

대표적인 변수로서 먼저 고려할 수 있는 것이 임대료상승률과 공실률, 그리고 보증금운용이율, 영업경비비율 등 4가지 변수인데, 이들의 변화에 따라 시뮬레이션 모형을 재추정하는 작업을 수행하였다.

4개의 변수들의 시나리오는 1안, 2안, 3안의 3가지 상황을 고려하여, 다음 <표 6>과 같이 시나리오를 고려했다.

시나리오 설정을 기호화하기 위해 임대료상승률, 공실률, 운용이율, 경비비율을 각각 a, b, c, d로 나타냈다. 예를들어, 시나리오(a1, b2, c3, d4)는 임대료상승률 1안, 공실률 2안, 운용이율 3안, 경비비율 4안일 경우의 시나리오를 말하며 결국 전체 시나리오는 모두 81개의 상황을 설정하였다.

각 시나리오별 통합 오피스리츠의 수익률은 <표 7>과 같이 나타났다.

81개 시나리오별로 추정한 오피스리츠의 수익률은 최대 10.65%, 최소 6.15%로 나타났으며 중간값의 수익률은 약 8%로 전망되었다. 대체로 상위의 수익률을 나타내는 시나리오는 역시 영업경비비율이 20%일 경우로서, 리츠가 전문적인 자산운영을 할 경우에 영업경비비율을 최대한 줄인다면 비교적 높은 수익률을 창출할 수 있을 것으로 보인다. 또한 보증금운용이율의 차이로 인해 수익률이 크게 변동하는 것으로 나타나 향후 보증금을 어떻게 운용하는가에 따라 리츠 수익률이 좌우되는 것으로 나타났다.

시나리오의 차이가 수익률에 얼마만큼 영향을 주는 지를 보다 자세히 보기위해 다른 변수가 일정할 경우 각 개별 시나리오의 최선의 경우와 최악의 경우의 수익률 차이를 살펴보았다.

그 결과 최선의 시나리오와 a만 최악의 시나리오, 즉 임대료상승률이 0%일 경우의 수익률 차이가 0.63%로 나타났고, b만 최악의 시나리오, 즉 공실률이 5%일 경우 수익률 차이가 0.60%, 보증금운용이율이 최악의 시나리오일 경우 수익률 차이가 2.14% 그리고 운영경비비율이 최악일 경우 그 차이가 1.85%로 나타났다.

<표 7> 시나리오별 리츠수익률

번호	시나리오				리츠수익률	번호	시나리오				리츠수익률
1	a1	b1	c1	d1	10.65%	42	a2	b2	c2	d3	7.10%
2	a1	b1	c1	d2	9.90%	42	a2	b2	c2	d3	7.10%
3	a1	b1	c1	d3	8.80%	43	a2	b2	c3	d1	7.96%
4	a1	b1	c2	d1	9.23%	44	a2	b2	c3	d2	7.39%
5	a1	b1	c2	d2	8.57%	45	a2	b2	c3	d3	6.53%
6	a1	b1	c2	d3	7.60%	46	a2	b3	c1	d1	9.75%
7	a1	b1	c3	d1	8.51%	47	a2	b3	c1	d2	9.06%
8	a1	b1	c3	d2	7.90%	48	a2	b3	c1	d3	8.04%
9	a1	b1	c3	d3	7.00%	49	a2	b3	c2	d1	8.43%

<표 7> 시나리오별 리츠수익률 (계속)

번호	시나리오				리츠수익률	번호	시나리오				리츠수익률
10	a1	b2	c1	d1	10.29%	50	a2	b3	c2	d2	7.83%
11	a1	b2	c1	d2	9.57%	51	a2	b3	c2	d3	6.92%
12	a1	b2	c1	d3	8.50%	52	a2	b3	c3	d1	7.77%
13	a1	b2	c2	d1	8.91%	53	a2	b3	c3	d2	7.21%
14	a1	b2	c2	d2	8.28%	54	a2	b3	c3	d3	6.37%
15	a1	b2	c2	d3	7.33%	55	a3	b1	c1	d1	10.02%
16	a1	b2	c3	d1	8.22%	56	a3	b1	c1	d2	9.31%
17	a1	b2	c3	d2	7.63%	57	a3	b1	c1	d3	8.26%
18	a1	b2	c3	d3	6.75%	58	a3	b1	c2	d1	8.67%
19	a1	b3	c1	d1	10.05%	59	a3	b1	c2	d2	8.04%
20	a1	b3	c1	d2	9.35%	60	a3	b1	c2	d3	7.12%
21	a1	b3	c1	d3	8.30%	61	a3	b1	c3	d1	7.99%
22	a1	b3	c2	d1	8.70%	62	a3	b1	c3	d2	7.41%
23	a1	b3	c2	d2	8.08%	63	a3	b1	c3	d3	6.55%
24	a1	b3	c2	d3	7.06%	64	a3	b2	c1	d1	9.68%
25	a1	b3	c3	d1	8.03%	65	a3	b2	c1	d2	8.99%
26	a1	b3	c3	d2	7.45%	66	a3	b2	c1	d3	7.97%
27	a1	b3	c3	d3	6.58%	67	a3	b2	c2	d1	8.37%
28	a2	b1	c1	d1	10.33%	68	a3	b2	c2	d2	7.76%
29	a2	b1	c1	d2	9.60%	69	a3	b2	c2	d3	6.87%
30	a2	b1	c1	d3	8.53%	70	a3	b2	c3	d1	7.71%
31	a2	b1	c2	d1	8.94%	71	a3	b2	c3	d2	7.15%
32	a2	b1	c2	d2	8.30%	72	a3	b2	c3	d3	6.31%
33	a2	b1	c2	d3	7.36%	73	a3	b3	c1	d1	9.45%
34	a2	b1	c3	d1	8.25%	74	a3	b3	c1	d2	8.78%
35	a2	b1	c3	d2	7.65%	75	a3	b3	c1	d3	7.78%
36	a2	b1	c3	d3	6.77%	76	a3	b3	c2	d1	8.17%
37	a2	b2	c1	d1	9.98%	77	a3	b3	c2	d2	7.58%
38	a2	b2	c1	d2	9.28%	78	a3	b3	c2	d3	6.70%
39	a2	b2	c1	d3	8.23%	79	a3	b3	c3	d1	7.53%
40	a2	b2	c2	d1	8.64%	80	a3	b3	c3	d2	6.97%
41	a2	b2	c2	d2	8.02%	81	a3	b3	c3	d3	6.15%

<표 8> 시나리오별 비교1

시나리오					수익률	최선과의 차이
최선의 시나리오	**a1**	**b1**	**c1**	**d1**	**10.65%**	
a만 최악의 시나리오	a3	b1	c1	d1	10.02%	0.63%
b만 최악의 시나리오	a1	b3	c1	d1	10.05%	0.60%
c만 최악의 시나리오	a1	b1	c3	d1	8.51%	2.14%
d만 최악의 시나리오	a1	b1	c1	d3	8.80%	1.85%

<표 9> 시나리오별 비교2

시나리오					수익률	최악과의차이
최악의 시나리오	**a3**	**b3**	**c3**	**d3**	**6.15%**	
a만 최선의 시나리오	a1	b3	c3	d3	6.58%	0.43%
b만 최선의 시나리오	a3	b1	c3	d3	6.55%	0.40%
c만 최선의 시나리오	a3	b3	c1	d3	7.78%	1.63%
d만 최선의 시나리오	a3	b3	c3	d1	7.53%	1.38%

<표 10> 양(+)의 추가적인 현금흐름이 있을 경우의 리츠수익률 증가

기존	총투자금액	2,108억		
	FCF 합계	729억		
	초기수익률	6.92%		
변경	추가금액(매년)	15억	30억	50억
	수익률 추정	7.64%	8.35%	9.30%
	추가된 수익률	0.71%	1.42%	2.37%

또 최악의 시나리오와 비교했을 경우도 마찬가지로 보증금운용이율과 운영경비비율의 상황에 따라 수익률 변화가 가장 큰 것으로 나타났다.

마지막으로 앞에서는 고려하지 않았지만, 법인세 감면액, 매입가격의 중감, 기타 현금흐름에 영향을 주는 현금금액 그 자체의 차이가 수익률에 얼마만큼 영향을 주는지 살펴볼 필요가 있다.

시뮬레이션 모형으로 상정한 오피스리츠의 총투자금액은 부동산투하금액, 창업비 등을 포함한 2,108억이며, 현금흐름표에 살펴본 바와 같이 5년 동안 영업수익의 현금합계는 1,282억, 영업비용은 690억 그리고 총현금유입은 2,838억으로서 FCF의 합계는 729억이었다.

이 경우 현금흐름의 일정금액이 절감되거나 외부에서 어떤 형태로든 보조될 경우[8] 오피스리츠의 수익률이 얼마나 변화되는지 검토하였는데, 5년 연평균 순영업현금흐름의 약 10%선인 15억이 매년 현금흐름에 양(+)의 영향을 미친다면 리츠수익률이 7.64%로 증가되고, 이는 초기수익률 6.29%보다 0.71% 증가된 수치이다. 또 만약 30억, 50억의 양(+)의 현금흐름이 추가된다면 리츠수익률이 각각 8.35%, 9.30%로서 수익률이 1.42%, 2.37% 증가되는 것으로 나타났다.

V. 리츠에 대한 제도적 보완 사항 및 정책 방향

결국, 앞에서 살펴본 바와 같이 리츠의 투자대상으로서 가장 각광을 받고 있는 서울지역 대형오피스의 경우에도 수익성이 다른 상품에 비해 크지 않는 것으로 나타나, 리츠의 오피스 투자를 통한 새로운 오피스 공급 형태의 활성화는 쉽지 않아 보인다. 특히 서울지역의 기존 대형오피스 외의 기타지역의 오피스빌딩과 신규 개발투자는 초기 오피스리츠가 투자하기에는 리스크가 훨씬 크다고 인식되고 있어 제도적인 보완 또는 지원책이 기대되고 있다.

리츠에 대한 각종 지원제도에도 불구하고 무엇보다 중요한 것은 리츠의 수익률이 확보되어야 한다는 점이다. 우리나라의 경우 고수익을 좇아가는 투자가들의 속성상 안정성보다는 고수익성 상품인 주식등을 선호하며 수익률이 상대적으로 낮은 리츠에 대한 관심이 줄어들고 있는 실정이

8) 초기 오피스리츠가 안정성 및 수익성 확보차원에서 보수적으로 투자될 가능성이 크므로 리츠의 신규 개발투자를 유도하기 위해서는 어떤 형태로든 현금흐름의 보조가 있어야 할 것으로 보인다.

다. 따라서 리츠의 성패는 수익률에 달려 있으며, 가장 중요한 것이 수익성 부동산을 확보할 수 있는가이다. 리츠가 일반공모를 앞두고도 부동산 상품구성을 확정하지 못하고 있는 경우가 많고, 막상 건물주와 협의에 들어가면 대부분 가격을 올려 요구하는 경우가 많아 부동산을 확보하기가 어려운 상황이다. 이런 상황하에서 적정 수익률을 확보하기가 만만치 않으며, 한국감정평가협회 조사자료대로 오피스빌딩 임대수익률이 평균 7.39%라면 추가비용 등을 고려할 때 리츠의 수익률은 은행 예금금리 수준밖에 되지 않아 리츠 활성화에 최대의 걸림돌이 되고 있어 수익률 제고에 대한 정부차원의 특단의 조치가 없는 한 리츠 활성화는 쉽지 않을 것이다. 본 절에서는 이러한 오피스 리츠의 수익률 제고를 위한 제도적 개선방안을 제시해봄으로서 결론을 대신하고자 한다.

(1) 최저자본금 규모의 하향조정

부동산투자회사는 주주들로부터 모집한 자금으로 부동산 및 부동산 개발프로젝트에 투자하는 것이므로 개별 부동산의 투자규모를 고려해 볼 때 자본금의 규모가 일정 수준이상이 되어야 적정한 포트폴리오를 구성할 수 있게 되고, 운용의 효율성이 높아질 수 있다. 이러한 취지에 따라 현재 최저자본금 규모는 500억원으로 규정되어 있다. 그러나 제도도입 초기에 우려했던 것이 소규모의 많은 회사들이 난립되어 발생할 수 있는 부작용 및 시장의 이상과열 등인데, 오히려 활성화가 미흡한 상태에서는 이 최저자본금 규모를 대폭 하향조정하여 리츠설립을 보다 용이하게 해야 할 것이다.[9]

(2) 차입금에 대한 규제 완화

부동산투자회사법 제29조에서는 일시적인 운영자금의 사용이나 부동산을 취득함에 있어 당해 부동산이 담보된 부채를 인수하는 경우 등의 불가피한 차입이외에는 차입을 허용하지 않고 있다. 그러나 현실적으로 인수대상 부동산의 기존 차입금 금리가 대체로 높은 편이며, 실차입액이 적정 담보가액에 비해 과다 또는 과소하여 채무조정이 필요한 경우가 있다. 따라서 부동산의 인수과정에서 기존차입금의 구조전환을 허용하고 잔금지불과 동시에 적정 LTV(Loan to Value) 범위내에서 신규차입을 허용하는 방안을 검토할 필요가 있다.

(3) 리츠회사 존립기한의 자율화

법 제49조에서 CR 리츠에 대해서는 정관상에 존립기간을 기재하도록 명시하고 있는데, 현재 통상적으로 5년의 기간을 존립기간으로 보고 있다. 그런데 존속기간의 명시는 부동산투자회사의 계속가치에 근거한 주가수익을 발생시키기 어려우며 주식가치가 한시적 청산가치로 인정받게 되는 문제가 발생한다. 또 시장상황과 무관하게 시간을 정하여 부동산을 매각하게 될 경우, 매도시 매도자가 불리한 입장에 처하게 되며, 경기침체시에 매각하여야 하는 경우 투자자에게 손해를 입히는 결과를 초래하게 된다.[10]

그리고 SOC 시설 운영권 등 장기운영사업이나 신규개발사업 등과 같이 수익창출이 대체로 장기간에 걸쳐 발생하는 사업에는 시간적 한계 문제로 CR 리츠의 진출이 원천적으로 어려운 상황이다.

결국 이러한 문제를 완화하기 위해서는 업계에서 요구하는 바와 같이 CR리츠의 존속기간을 정관이 정하는 바에 따라 자율적으로 정할 필요가 있으며, 일반리츠를 CR 리츠와 같이 법인세 혜택이 있는 페이퍼컴퍼니(Paper Company)도 가능하도록 하여 CR리츠가 일반리츠로 전환할 수 있도록 하는 제도보완이 요구된다.

---

9) 다행히 정부가 최근에는 리츠의 활성화를 위해 과감한 지원책을 제시하고 있다. 일반 리츠 설립에 필요한 최소자본금을 500억원에서 250억원으로 낮추는 안을 개정(안)에 담고 있다.

10) 이에 따라 리츠회사가 기존 부동산을 매입할 때 원매도자에게 향후 재매입을 하도록 하는 옵션을 무리하게 전제하는 문제가 발생하고 있다.

(4) 주식의 발행 및 상장요건의 완화

부동산투자회사는 일정기간 경과후 주식시장에 상장(등록 포함)을 의무화하여 주주들의 유동성을 확보하고 부동산투자회사 제도를 활성화하고자 하였다. 그런데 현행 일반 리츠의 상장요건이 모집금액의 30% 이상을 공모하도록 되어 있어, 일반리츠의 공모 실패 등 문제가 발생하고 있다. 따라서 개정(안)에서 다루고 있는 바와 같이 리츠의 상장요건을 설립자본금의 30% 이상을 일반청약하고 10% 이상 모집하면 가능하도록 완화하여 일반공모부담을 감소시킬 필요가 있다.

또 유가증권 상장 규정상 발기인의 출자지분은 주식발행 시점부터 1년간 매각 금지토록 하고 있는데, 이것은 금융기관 등 기관투자가들이 리츠에 투자하는데 있어 주요 장애요인으로 작용하고 있어 보완이 요구된다.[11]

(5) 현물출자의 허용

리츠의 현물출자에 대해서는 제한적으로만 허용해야 한다는 초기 주장에 따라 현재 일반리츠에 대해서는 원칙적으로 현물출자를 불허하고 있다. IMF 경제위기를 거치면서 부동산 가격이 하락하였지만 아직도 부동산 가격이 수익가치로 조정되지 아니하여 어느 정도 부동산 가격에 아직 거품이 남아 있다고 보고 있다. 또 부동산평가기법이 발달되어 있지 못한 상태에서 부동산 소유자들의 보유부동산 출자를 허용하는 것은 부동산투자회사의 수익률을 저하시킬 수 있으며, 평가의 공정성 시비 등의 부작용이 우려되기 때문에 일반리츠에 대해서는 원칙적으로 현물출자가 금지되어 있다. 그러나 CR 리츠의 경우에는 총자본액의 30% 이내에서 부동산 현물출자도 가능하도록 하였으므로 형평성의 문제가 있다. 결국 일정한 조건하에 일반리츠에 대해서도 현물출자를 가능하도록 제도 보완이 이루어져야 할 것이다.

11) 이 규정은 개정(안)에서 발기인 중 경영진에 참여하는 자나 총자본금의 5% 이상 투자자에 한정 적용함으로써 기관투자가의 참여를 확대하는 길을 터놨다.

(6) 자산운용기준의 완화

부동산투자회사는 부동산 취득 후 일정기간 이내 처분을 금지하도록 하여 부동산의 장기투자를 유도하였는데, 이 기간이 현재 3년으로 되어 있다. 그러나 리츠의 활성화를 위해 부동산 취득 후 3년 이내 처분을 금지하도록 한 조항을 보다 완화해 줄 것을 요구하고 있다. 또한 외부차입에 대해서도 가능한 범위내에서 차입을 허용하여 다양한 재원조달 수단을 확보할 수 있도록 할 필요가 있다.

(7) 개발형 부동산 사업 제한의 완화

일반적으로 개발형 부동산사업은 고수익과 더불어 고위험이 수반되는 사업이며, 투자후 일정기간이 경과되어야 이익의 실현이 나타나므로 개발사업 자체에 많은 변수가 있다. 따라서 부동산투자회사법에서는 개발형 부동산 사업을 자기자본의 30% 이내로 제한하고 있다.[12] 그러나 이러한 일률적인 제한은 장기적으로 리츠의 활성화를 위해서 오히려 장애요소가 될 수 있으며, 개발형 사업의 유형에 따라 운영에 탄력성을 확보하는 것이 필요하다. 즉 대형 오피스 투자를 활성화시키기 위해 대형 오피스 리츠에 대해서는 예상 위험성 및 위험요소 등을 고려한 수익률에 대해 외부 전문기관의 평가결과를 통해 이 규정을 경우에 따라 완화할 필요가 있다.

(8) 세제지원

수익률 제고를 위한 정부지원 중 가장 시급하고 필요한 것은 역시 세제지원일 것이다. 부동산투자회사와 관련된 조세 중 중요한 것은 부동산 관련 조세와 법인세 문제이다. 여러 가지 긍정적인 효과를 가져오는 부동산투자회사제도가 정착되기 위해서는 우선 리츠가 다른 경쟁적인 투자수단과 비교하여 최소한의 일정한 수익을 실현하여야 한다는 것이다. 그러나 앞서 본 바와 같

12) 『부동산투자회사 제도도입을 위한 공청회 자료』, 2000. 5. 29

이 리츠가 정상적인 영업활동으로 일정한 수익률을 확보하는 것은 어려운 실정이다. 따라서 리츠에 대한 조세감면을 통하여 리츠제도가 유지 발전할 수 있도록 하는 것이 필요하다. 즉 구조조정 리츠가 아닌 일반 리츠에 대한 세제문제에 대해서 외국의 경우처럼 법인세 면제 등 세제혜택이 주어져야 초기 리츠가 활성화되리라 본다.

(9) 기타 제도적 지원 사항

초기 리츠가 활성화되지 못하고 있는 여러 이유 중 리츠에 대한 홍보 부족도 일부분을 차지하고 있는 것이 사실이다. 리츠에 대해 일반적인 홍보가 부족하며 투자상품으로서의 인식을 제대로 구축하지 못했기 때문에 기관 뿐만 아니라 일반인들의 참여가 부족한 실정이다. 이는 부동산투자회사에 대한 사회적 신뢰성이 형성되지 못해 비롯되는 현상으로 업계 뿐 아니라 정부차원에서의 홍보가 필요하다고 볼 수 있다.

그리고 각종 부동산에 대한 공신력 있는 시장조사자료의 확보 등 기초데이타 및 부동산관련 정보의 확충이 필요하다. 현재 건설교통부와 한국감정평가연구원에서 서울을 비롯한 전국 7대 도시의 상업용/업무용 건물에 대해 임대료조사 및 수익률조사를 실시하고 있으나 조사대상을 좀더 확대할 필요가 있다.

마지막으로 수익성 부동산에 대한 평가방식이 수익방식 위주로 평가할 필요가 있으며, 부동산 관련 전문인력의 확충, 부동산 회계의 도입, 부동산 시장에 존재하는 불투명성의 해소문제 등 부동산시장의 제도적 기반조성이 활발히 이루어져야 될 것이다.

참고문헌

김창환(1998), REITs도입방안, 제4회 은행신탁 세미나자료

문종국(2000), 부동산투자회사제도의 법리와 세제, 「조세법연구」

박병식 외(2000), 부동산투자회사 도입에 관한 공청회, 한국부동산분석학회

박신영 · 김창범(1998), 부동산투자신탁의 국내도입가능성 검토, 「주택금융」, 봄호

박원석 · 박용규(2000), REITs도입의 영향과 정책과제, 삼성경제연구소

서후석(1999), 부동산투자회사도입에 관한 연구, 한국건설산업연구원

왕세종(2000), 계약형 부동산투자신탁제도의 활성화방안, 부동산신탁사협의회

이소한(1998), 부동산투자신탁의 도입방안, 홍성웅 편저, 「자산디플레이션과 부동산증권화」, 한국건설산업연구원

이용만외(2001), 초기리츠시장 활성화방안, 한국토지공사

정기웅(2001), 부동산뮤추얼펀드 제도의 도입에 관한 연구, 「경영경제」, 제34권 1호, 명지대학교 산업경영연구소

Block, R(1998), Investing in Reits(한화리츠팀 역 2001, 「부동산투자신탁 리츠」 청림출판사)

Chan, K. C., P. H. Hendershoot, and A. Sanders.(1990), "Risk and Return on Real Estate : Evidence from Equity REITs", Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association 18(4)

NAREIT(1999), "NAREIT White Paper on Funds From Operations"

NAREIT(2001), "REIT Modernization Act of 1999"