

부동산투자회사 제도 정착을 위한 과제

이소한 · 동국대학교 경영학과

I. 서론

그동안 숱한 논란이 되어 왔던 「부동산 투자회사법」이 금년 3월 8일 국회를 통과한 데 이어, 기업구조조정 부동산투자회사 제도 도입을 골자로 한 「부동산투자회사법」 개정안이 금년 4월 26일 국회를 통하여 금년 7월 1일부터 부동산투자회사 제도가 본격적으로 시행되고 있다. 부동산투자회사 제도란 주식발행을 통하여 투자자로부터 모은 자금을 부동산에 투자하고 얻은 수익을 투자자에게 배분하는 제도로서 정의될 수 있다. 부동산투자회사는, 동일한 방식으로 자금을 모아 유가증권에 투자하는 증권투자회사(뮤추얼 펀드)와 유사하나, 자산운용대상이 부동산이라는 점에서 차이가 있다. 따라서 부동산투자회사는 소액투자를 대신하여 부동산에 투자하는 간접투자기관이다.

우리나라의 부동산투자회사 제도는 기본적으로 미국의 REITs(Real Estate Investment Trusts) 제도와 유사하지만, 국내 금융시장 및 부동산 시장의 여건을 감안하여 한국적 상황에 맞추어 변형한 제도로 볼 수 있다. 특이한 것은 (일반)부동산투자회사와 기업구조조정 부동산투자회사라는 이중구조로 시행된다는 점이다. 또한 구조조정이 매우 시급한 국가 경제적 정책과 재임을 감안하여, 기업구조조정 부동산투자회사에 대해서는 설립 및 자산운용 등에 관하여 여러 가지 특례를 인정하고 있으며, 세제 혜택 면에서도 (일반)부동산투자회사에 비하여 많은 세제 지원을 부여하고 있다.

본 논문은 부동산투자회사 제도 시행과 더불어, 우리나라 부동산투자회사 제도가 잘 정착되고 발전하기 위해 필요한 여러 가지 과제를 논의하는 것을 목적으로 한다. 우리나라의 부동산투자회사 제도와 미국의 REITs 제도가 매우 유사하나, 어느 정도의 차이점이 있기 때문에 이하 본문에서는 우리나라의 부동산투자회사를 단순히 부동산투자회사로 미국의 REITs를 미국의 REITs로 표기하기로 한다.

II. 부동산투자회사 제도 정착을 위한 과제

1. 부동산 투자문화의 정착

우리나라 부동산투자회사 제도의 정착 및 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.

미국의 경우, 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. 또한 REITs의 기초 자산은 부동산으로 구성되어 있기 때문에 물가상승과 같은 인플레이션을 헷지할 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 장기투자들에게 적합한 금융상품이라는 점을 적극 홍보할 필요가 있다.

2. 투자자 보호 장치의 강화

현행 「부동산투자회사법」은 경영성과 공시 등 많은 투자자 보호 장치를 마련해놓고 있다(「부동산투자회사법」 제10조, 제19조, 제24조, 제26조, 제37조 참조). 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 부동

산 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 있다.¹⁾ 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 감정평가업자로 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 이를 기관의 유동성 위기를 해소하고 재무구조를 개선하는데 기여할 수 있을 것으로 기대된다. 그러나 감정평가업계의 치열한 경쟁구조 및 부동산 감정평가시 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 있

는 부동산의 대상 선정을 엄격히 하고(예컨대, 일정한 수익률 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 투자자 보호 장치를 마련하고 있다. 일반적으로 부동산 개발사업은 고수익·고위험의 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 전문기관·인력의 양성

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

기관투자가를 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 과제임을 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 않을까 우려된다.

기업구조조정 부동산투자회사에 대하여 1인당 주식소유한도(10%) 적용을 배제한 것, 설립시 발행주식총수의 30%이상을 일반 공모하도록 한 규정을 배제한 것, 또한 자율적인 배당 결정을 가능하게 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 있도록 함(five or fewer rule)으로써, REITs 회사의 주식에 대한 분산소유 요건을 규정하고 있다. 또한 배당요건(distribution requirements)을 살펴보면, REITs 과세 대상 소득(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 수익

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

을 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 배제하고, 설립시 발행주식총수의 30%이상을 일반 공모하도록 한 규정을 배제한 것은 일반 국민들에게 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, 초기에 (일반)부동산투자회사의 입지를 좁게 만들어 (일반)부동산투자회사 제도가 활성화되지 않을 것으로 예상된다. 즉 REITs 제도의 본질에 충실한 (일반)부동산투자회사는 시장에서 사라지고, REITs 제도의 본질과 괴리가 있는 기업구조조정 부동산투자회사만이 시장에 남아 있으리라고 예상된다. 그러므로 우리나라 부동산투자회사 제도의 정착과 발전을 위해서는, 기업구조조정 부동산투자회사 제도는 가급적 한시적으로 운영하는 것이 바람직 해 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 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 부동산투자회사의) 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, 부동산투자회사든 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.

일반적으로 부채비율 수준은 각 기업이 속해 있는 산업의 특성에 따라 결정되는 경향이 있다. Scott(1976)의 연구에 따르면, 유형 고정자산(tangible fixed-assets)을 많이 보유하고 있는 기업은, 유형 고정자산

을 담보로 이용하여 차입할 수 있기 때문에, 유형 고정자산을 많이 보유하고 있지 않는 기업에 비해, 부채비율이 높은 것이 일반적이다. 미국 REITs의 경우도, 자산항목으로서 유형 고정자산인 부동산을 보유하고 있기 때문에, 미국 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. 따라서 우리나라의 부동산투자회사도, 미국 REITs의 경우처럼, 금융기관 등으로부터 직접 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 있다.

미국 부동산투자회사협회(NAREIT: National Association of Real Estate Investment Trusts)는 미국 REITs를 투자대상에 따라 지분형 REITs(equity REITs), 모기지형 REITs(mortgage REITs) 및 혼합형 REITs(hybrid REITs)로 구분하고 있다. 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 부동산 소유지분(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 임대료나 모기지 관련 이자가 된다.

우리나라의 「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.

III. 결론 및 요약

지난 3년여 동안 도입 논의가 진행되어 왔던 부동산투자회사 제도가 마침내 금년 7월 1일부터 본격적으로 시행되고 있다. 부동산투자회사 제도가 정착되면, 일반 소액투자자들도 소액의 자본으로 다양한 종류의 부동산의 일부를 손쉽게 주식의 형태로 보유할 수 있게 된다. 따라서 부동산투자회사 제도가 과거 우리나라가 경험했던 극소수 부유층에 의한 부동산 소유 편재 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 재

무구조가 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 시행과 더불어, 우리나라 부동산투자회사 제도가 정착되고 발전하기 위하여 필요한 과제를 논의하는 것을 목적으로 하였다.

우리나라의 부동산투자회사 제도가 정착되고 발전하기 위해서는, 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 투자자보호 장치를 보다 완벽하게 갖출 필요가 있다. 셋째, 부동산관련 정보 인프라 구축을 추진하고 부동산관련 전문기관 및 전문인력 양성을 한다. 넷째, 부동산투자회사와 기업 구조조정 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.

- 이상영 · 서후석 · 김진우 · 신웅식, 「부동산투자회사 제도의 도입 방안에 관한 연구」, 한국건설산업연구원 · 신신법률사무소, 1999. 1.
- 이소한, 「부동산투자신탁의 도입방안」, 「자산디플레이션과 부동산 증권화」, 한국건설산업연구원, 1998. 11.
- 이소한, 「부동산투자신탁제(REITs)의 도입방안」, 「부동산 Research」 제1권 제1호, 한국감정원, 1999 봄.
- 이소한, 「무엇이 부동산투자회사 (REITs)의 가치를 결정하는가?」, 「금융연구」 제13권 제2호, 2000.
- 한국토지신탁, 「부동산을 움직이는 REITs」, 부연사, 2001.

〈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.

Capozza, D. R., and Sohan Lee, "Portfolio Characteristics and Net Asset Values in REITs", *Canadian Journal of Economics* X X IX, April, (1996).

-----, "Property Type, Size and REIT Value", *The Journal of Real Estate Research*, Vol. 10, No. 4, (1995).

Garrigan, R.T., and J. F. C. Parsons, *Real Estate Investment Trusts : Structure, Analysis, and Strategy*, McGraw-Hill, 1998.

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.

Scott, J. H., Jr., "A Theory of Optimal Capital Structure", *Bell Journal of Economics*, Spring 1976, 33-54.