

외환위기 이후 부동산 간접투자제도의 도입과 정책과제*

박 원 석**

요약 : 본 연구에서는 외환위기 이후 부동산 간접투자제도의 도입 현황을 살펴보고, 부동산 간접투자시장의 성장 전망과 정책과제를 모색하였다. 외환위기 이후 구조조정 과정에서 정부는 부실채권을 조기에 처리하고 자산 디플레이션을 완화하기 위한 방편으로 다양한 부동산 간접투자제도들을 도입하였는데, 여기에는 부동산투자회사(REITs), 계약형 부동산투자신탁, ABS, CRC 등이 있다. 도입 초기의 부동산 간접투자시장 규모는 미진한 것으로 나타났다. 여기에는 부동산 간접투자제도에 대한 규제가 많고 완결성이 떨어지는 등 제도적 요인과 우량 물건의 부족, 전문가 및 관련 인프라의 부족과 같은 시장환경적 요인을 들 수 있다. 그러나 장기적으로는 부동산 간접투자시장의 활성화 잠재력은 충분히 있는 것으로 보인다. 부동산 간접투자제도가 부동산산업의 투명성과 전문성을 높이는 등 부동산시장과 금융시장에 미치는 긍정적인 영향을 감안할 때 부동산간접투자제도에 대한 정책적인 지원이 필요한 것으로 판단된다. 이를 위해 첫째로, 현재의 부동산 간접투자 관련 유사 제도들을 통합, 조정하여, 완결된 형태의 부동산 간접투자제도를 도입할 필요가 있으며, 둘째로, 부동산 간접투자제도를 부동산산업의 선진화와 연계시킬 수 있도록 하는 새로운 제도적 장치의 마련해야 하며, 셋째로, 부동산 투자생태계 조성의 관점에서 부동산 간접투자시장과 여타 부동산시장, 구조조정시장, 금융시장과의 연계를 밀접히 하는 방안을 모색할 필요가 있다.

주요어 : 부동산 간접투자제도, 부동산투자회사, 계약형 부동산투자신탁, 자산유동화증권, 기업구조조정전문회사, 기업 구조조정

1. 서 론

1997년 외환위기 이후 우리나라는 경제구조 전반의 패러다임 변화를 경험하였다. 그 중에서도 부동산부문은 가장 큰 패러다임 전환이 이루어진 분야라 할 수 있다. 주지하다시피, 외환위기 이후 우리나라는 기업과 금융기관의 구조조정 과정에서 극심한 자산 디플레이션을 경험하였다. 외환위기 직후 기업 및 금융기관의 구조조정이

본격화되는 과정에서 기업이 보유한 부동산 매물이 증가하고 금융기관의 부실채권 규모가 증가하면서 일시에 부동산 가격이 급락하는 자산 디플레이션 발생한 것이다. 특히, 부동산의 경우 거래 규모가 크고 환금성이 낮아 매물을 처리할 만한 투자자가 거의 존재하지 않았기 때문에 부동산 가격이 단기간에 급속히 하락하였다. 부동산 가격의 하락은 다시 기업과 금융기관의 구조조정을 지연시키는 요인이 되면서 금융위기를 확대 재생

* 이 논문은 2002년도 대구대학교 학술연구비의 지원에 의하여 연구되었음

** 대구대학교 도시과학부 전임강사

산한 바 있다.

이러한 구조조정 과정에서 정부는 부실채권을 조기에 처리하고 자산 디플레이션을 완화하기 위한 방편으로 부동산을 유동화, 증권화하는 제도들을 속속 도입하였다. 즉, 부동산을 소액 단위로 증권화하여 자본시장에 유통시킴으로 기업과 금융기관이 매물로 내놓은 부동산의 매각을 원활하게 하고, 이를 통해 기업과 금융기관의 구조조정을 촉진하고자 한 것이다.

부동산 유동화, 증권화 제도의 도입으로 우리나라에서도 부동산 간접투자시대가 본격화되었다. 즉, 부동산에 전문적으로 투자하고 투자수익을 투자자들에게 배당하는 새로운 부동산 간접투자제도들이 등장하게 된 것이다. 따라서, 투자자들은 부동산에 직접 투자하지 않고 유동화된 부동산 지분이나 부동산 증권에 투자함으로써 간접적으로 부동산에 투자하는 효과를 누릴 수 있다.

부동산 간접투자제도는 미국의 REITs(Real Estate Investment Trusts), 영국의 PFs(Property Funds), 호주의 LPT(Listed Property Trusts) 등 외국에서는 이미 오래 전부터 도입되었다. 도입 배경에는 부동산 투자에 접근이 어려운 소액 투자자들에게 부동산 투자 기회를 부여하고자 하는 목적이 기본적으로 깔려 있지만, 부동산 증권화를 통하여 기업과 금융기관이 보유한 부동산의 매각을 원활히 함으로 금융위기를 조기에 수습하고자하는 목적도 있었다. 외국의 사례에서 부동산 간접투자시장을 급성장하게 된 배경에는 금융위기가 계기가 되었음을 쉽게 찾아 볼 수 있다. 특히 미국의 경우 90년대 중반 이후 REITs 시장 규모가 10배 이상 급성장하게 된 요인으로 많은 전문가들은 80년대 말의 금융위기를 해결하는 과정에서 미 연방정부가 취한 일련의 구조조정 노력¹⁾을 들고 있다.

이러한 외국의 사례에서 볼 때, 우리나라에서 외환위기를 경험한 이후 부동산 간접투자제도가 본격적으로 도입된 것은 결코 우연한 일이 아니라 하겠다. 물론 외환위기 이전에도 부동산 간접투자제도의 도입에 대한 논의는 있었으나, 부동산 투기 조장에 대한 우려 등으로 현실화되지 못했다. 그러나 외환위기 이후에는 당면한 구조조정의 촉진을 위해 부동산 간접투자제도의 필요가 절실했던 만큼 도입이 실현된 것이다.

부동산 간접투자제도라 하면 우선 2001년에 미국의 REITs를 근간으로 도입된 부동산투자회사를 대표적으로 들 수 있다. 그러나 부동산투자회사 외에도 넓은 의미에서 다양한 부동산 간접투자제도들이 외환위기 이후에 속속 도입되었다. 즉, 부동산 간접투자 그 자체를 목적으로 도입되지는 않았지만 일정한 요건 하에서 부동산 간접투자의 수단으로 활용될 수가 있는 제도들을 말하는데, 여기에는 계약형 부동산투자신탁, ABS(Asset Backed Securities), CRC(Corporate Restructuring Company) 등을 들 수 있다.

구조조정 촉진과 맞물려 단기간 내에 다양한 제도들이 도입되면서, 투자자의 입장에서는 다양한 부동산 간접투자 수단을 활용할 수 있게 되었지만, 다른 한편으로는 부동산 간접투자라는 새로운 제도가 중복적으로 도입됨으로 인한 혼란도 발생하고 있다. 또한 부동산 간접투자수단으로 활용할 수 있는 새로운 제도의 도입 움직임²⁾도 진행되고 있다. 따라서, 지금까지 도입된 부동산 간접투자에 대한 특성을 총체적으로 점검함으로써, 새로운 제도의 도입으로 부동산 투자자들의 투자 전략의 변화가 필요한 시기에서 부동산 간접투자제도들이 실제로 어떤 도구로 활용되고 있으며, 이에 대한 전망이 어떠한지를 밝혀낼 필요성이 있다. 특히, 구조조정과 맞물려 도입된 현재의 부

동산 간접투자제도들이 본래의 목적인 부동산 투자와 자산운용의 전문화에 제대로 역할을 하고 있는지를 검토하고, 이를 위한 정책적 개선과제를 검토하는 작업도 필요한 실정이다.

이러한 맥락에서 본 연구에서는 외환위기 이후 부동산 간접투자제도의 도입 현황을 살펴보고, 부동산 간접투자시장의 성장 전망과 정책과제를 모색하고자 한다. 이를 위해, 첫째, 외환위기 이후에 도입된 부동산 간접투자제도의 내용과 특징을 비교 분석한다. 둘째, 부동산 간접투자의 시장 현황을 살펴보고, 향후 활성화 전망에 대해 검토한다. 셋째, 부동산 간접투자시장의 건전한 성장을 위한 정책과제를 제시한다.

2. 부동산 간접투자제도의 도입 내용 및 특징

1) 부동산투자회사(REITs: Real Estate Investment Trusts)

부동산투자회사(REITs: Real Estate Investment Trusts)는 다수의 투자자들로부터 금전을 출자받아 부동산이나 부동산 관련 대출에 투자하고, 그 부동산으로부터 발생하는 수익을 투자자들에게 배당하는 회사를 말한다. REITs제도는 부동산 간접투자의 가장 핵심적이고 보편적인 형태라 할 수 있다.

우리나라에서는 2001년 4월 미국의 REITs를 근거로 하는 「부동산투자회사법」의 제정을 통해 부동산투자회사(REITs)제도가 도입³⁾되었다. 「부동산투자회사법」은 2001년 5월에 한 차례 개정되어, 기업 구조조정 부동산에 전문적으로 투자하는 기업구조조정부동산투자회사(CR-REITs:

Corporate Restructuring Real Estate Investment Trusts) 제도가 추가적으로 도입되었다. CR-REITs는 기업이나 금융기관의 구조조정을 촉진하기 위하여 이들이 보유한 부동산에 전문적으로 투자하는 REITs로, 기업 구조조정용 부동산 투자를 활성화하기 위한 각종 특례가 추가되어 있다. 따라서 우리나라에는 일반 REITs와 CR-REITs라는 2가지 형태의 REITs가 있다.

일반 REITs는 자체적으로 자산운용이 가능한 실체가 있는 회사로, 지분은 일반공모를 통해 증권거래소나 코스닥시장에 상장해야 하는데, 투자자는 이를 통해 유동성을 확보할 수 있다. 회사 설립을 위해서는 5백억 원 이상의 자본금이 필요하며, 건설교통부장관의 인가를 받아야 한다. 또한, 대주주 지분을 제한하기 위하여 1인이 발행주식 총수의 10%를 초과하여 소유하지 못하게 하였다.

REITs는 간접투자상품인 만큼 투자자 보호를 위해 자산운용과 관련한 엄격한 규정을 적용 받는다. 부동산투자회사는 투자 대상이 부동산 전반이지만 나대지 투자나 개발사업의 경우 제한을 받는다. 우선 개발사업 투자는 자기자본의 30% 이내로 제한한다. 나대지 투자는 개발사업에 한해 가능하며, 개발사업을 시행한 후에야 처분이 가능하다. 또한 현물출자의 경우 개발사업 인가를 받은 경우에만 가능하며, 차입은 단기 운영자금을 차입하는 경우 외에는 원칙적으로 금지된다. 이러한 자산운용상의 규정들은 부동산투자회사가 안정적인 현금흐름(임대수익)이 발생하는 상업용 부동산에 대한 투자 위주로 자산운용을 하도록 유도하고 있다.

그런데, 일반 REITs의 경우 까다로운 요건은 있지만 정작 필요한 이중과세의 배제, 즉 REITs 회사에 대한 법인세 면제 조치는 이루어지지 않

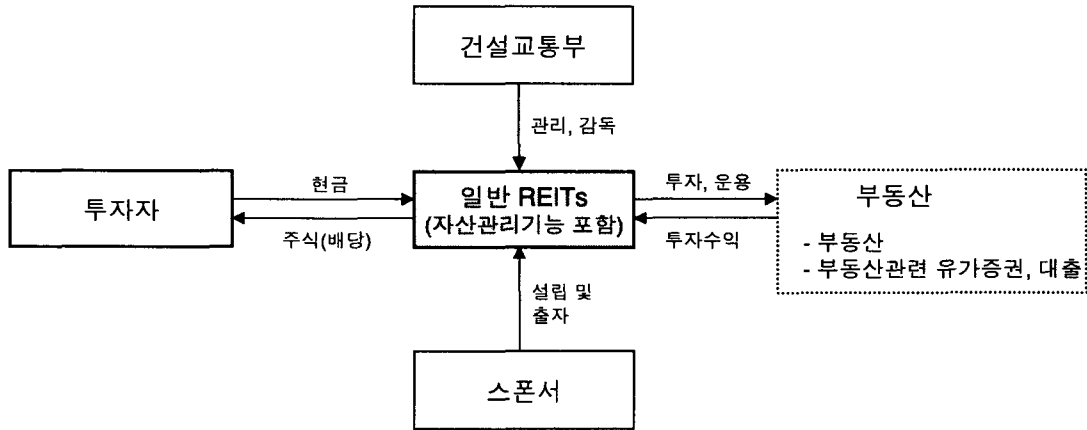


그림 1. 일반 REITs의 부동산 간접투자 구조

고 있다. 미국의 REITs가 활성화된 주요인이 이중과세 문제 해결을 통해 투자자에게 경쟁적인 수익률을 제공할 수 있었다는 점에서 REITs에 대한 법인세 면제는 REITs제도 활성화에 가장 핵심적인 요인이라 할 수 있다. 따라서 이중과세 문제가 해결되지 않은 현재의 REITs제도는 규제는 많고 혜택은 적은 구조라 할 수 있다.

CR-REITs의 경우 구조조정용 부동산 투자를 전문적으로 하는 회사의 존속기한을 정관에 기재하도록 하는 한시적인 paper company다. 총 자산

의 70% 이상을 기업 구조조정과 관련된 부동산에 투자하는 CR-REITs에 대해 법인세 면제 조치를 두고 있어, CR-REITs는 이중과세 문제를 해결할 수 있다. 여기서, 투자대상이 기업구조조정 부동산에 제한되었다고 하지만, 그 범위에 부채상환목적 부동산이 포함되어 있기 때문에 사실상 대부분의 기업이 보유한 부동산이 투자대상에 해당된다고 할 수 있다.

CR-REITs의 설립 및 운영은 「부동산투자회사법」의 규정을 적용 받기 때문에 상당 부분 일반

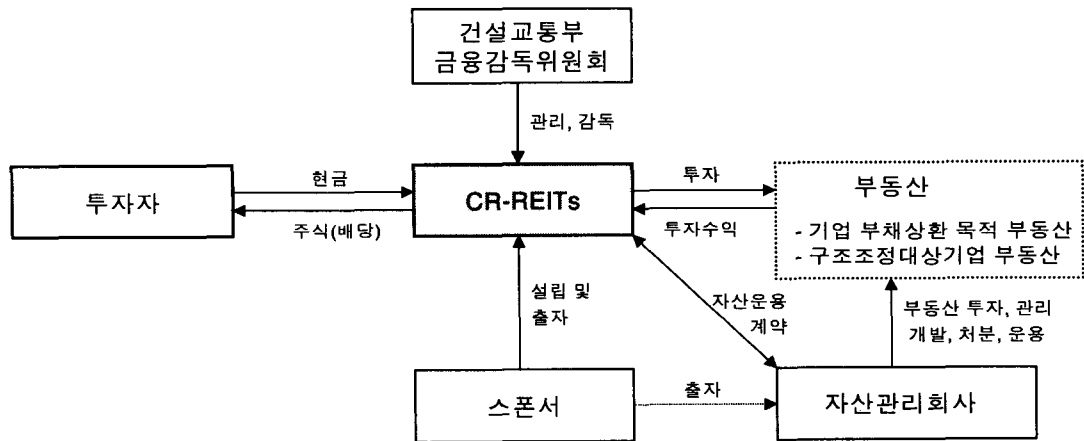


그림 2. CR-REITs의 부동산 간접투자 구조

REITs와 유사하나, 몇 가지 특례가 있다. 우선, CR-REITs는 서류회사(paper company)인 만큼 자산운용은 외부의 자산관리회사에 위탁해야 한다. 채권금융기관 중심으로 회사설립을 용이하게 하기 위하여 1인당 주식소유한도 적용 배제, 설립시 자본금의 30% 현물출자 허용, 30% 이상 일반공모 규정 배제 등의 특례를 적용받는다. 구조조정 부동산의 신속한 처리를 위해 부동산의 단기거래도 허용된다. 무엇보다도 배당가능이익의 90% 이상을 배당할 경우 법인세가 면제되어, 이중과세를 면할 수 있는 혜택이 있다.

2) 계약형 부동산투자신탁

계약형 부동산투자신탁이란 고객들로부터 금전을 위탁받아, 부동산과 부동산 관련 유가증권에 투자한 다음 그 이익금을 투자자들에게 배당하는 신탁상품이다. 계약형이라는 의미는 부동산투자신탁이 실제적인 회사의 형태를 갖지 않고 신탁계정을 근간으로 발행되는 수익증권의 형태를 갖고 있다는 점이다.

계약형 부동산투자신탁은 1998년 4월 「신탁업

법 시행령」의 개정에서 비롯되었다. 정부는 「신탁업법 시행령」의 금전신탁자금 운용방법에 ‘부동산의 매입 및 개발’을 추가하였고, 이에 따라 신탁경영은행에 한해 부동산투자신탁의 모집이 허용되게 되었다. 전술한 바와 같이 투자자들은 신탁계정을 근간으로 발행되는 수익증권에 투자를 하게 되는데, 현행법상에서는 금전신탁 업무를 취급할 수 있는 신탁경영은행에 한해 상품의 판매가 가능하다.

부동산 간접투자상품으로서 계약형 부동산투자신탁이 가지고 있는 특징⁴⁾으로는 투자자산을 신탁별로 분리할 수 있기 때문에 펀드를 특화된 투자대상에 한정하여 차별적으로 조성할 수 있어, 투자자의 입장에서는 투자 선택의 폭이 넓다는 점을 들 수 있다. 또한, 신탁계약의 만기가 있는 만큼 투자자는 만기 시에 투자수익을 실현할 수 있으며, 신탁기간별로 만기를 달리함으로써 청산이 가능한 프로젝트형 부동산 투자에 적합하다고 할 수 있다.

반면, 단점으로는 투자자의 투자대상인 수익증권이 증권거래소에 상장되지 않기 때문에 투자자의 유동성 확보가 곤란하다는 점을 들 수 있다.

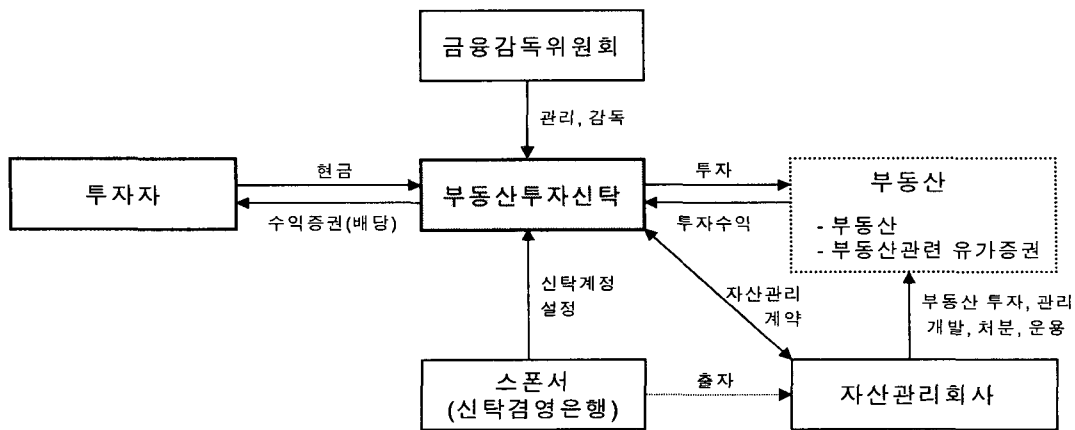


그림 3. 부동산투자신탁의 부동산 간접투자 구조

또한, 신탁의 만기가 있기 때문에 보유 부동산을 일시에 처분해야 하는 부담이 있다. 규모가 큰 부동산의 경우 단기간 내에 처분하는 것이 사실상 어렵기 때문에 신탁계정의 출구전략을 제대로 확보하지 않을 경우 청산이 어려워지는 문제점이 있는 것이다. 아울러, 계약형 부동산투자신탁을 운용하는 은행들이 부동산 개발 및 운영 노하우가 부족하다는 점도 들 수 있다.

3) 자산유동화증권(ABS: Asset Backed Securities)

자산담보부증권(ABS: Asset Backed Securities)이란 금융기관과 기업 등이 보유한 비유동성 자산을 판매 가능한 형태로 변환시킨 유가증권이다. 즉, 금융기관 또는 기업이 보유하고 있는 자산을 집합화하여 유동화전문회사(SPC: Special Purpose Company)에 양도하고, 그 자산을 담보로 한 증권발행을 통해 자금을 조달하여, 당해 자산의 관리 또는 처분에 의해 발생하는 수익을 투자자에게 배분하는 유가증권을 말한다.

ABS 제도는 1998년 「자산유동화에 관한 법률」의 제정을 통하여 도입되었으며, 1999년에는 ABS의 일종인 MBS(Mortgage Backed Securities) 발행을 원활하게 하기 위해 유동화중개기관의 설립 근거가 되는 「주택저당채권유동화회사법」이 추가적으로 제정되었다.

「자산유동화에 관한 법률」 상에서 유동화 대상 자산은 채권, 부동산 및 기타 재산권 등 포괄적이다. 자산유동화제도의 도입이 금융기관과 기업이 보유한 부실채권 처리에 우선 순위를 둔 만큼, ABS의 대상자산은 대출채권, 매출채권, 회사채가 주류를 이룬다. 하지만, ABS의 대상자산에 부동산도 포함되어 있는 만큼 부동산도 유동화 대상 자산이 될 수 있다. 따라서 부동산을 근거자산으로 하는 ABS에 투자하는 투자자의 입장에서는 ABS에 투자함으로써 부동산에 간접적으로 투자하는 효과를 누릴 수 있다. 따라서, ABS는 부동산 간접투자상품의 일종이라 할 수 있다. 다만, ABS의 경우 대부분의 매물이 기관투자자를 통해 해소되기 때문에, 일반 투자자의 경우는 ABS에 투자한 펀드를 통해 간접적으로 ABS 투

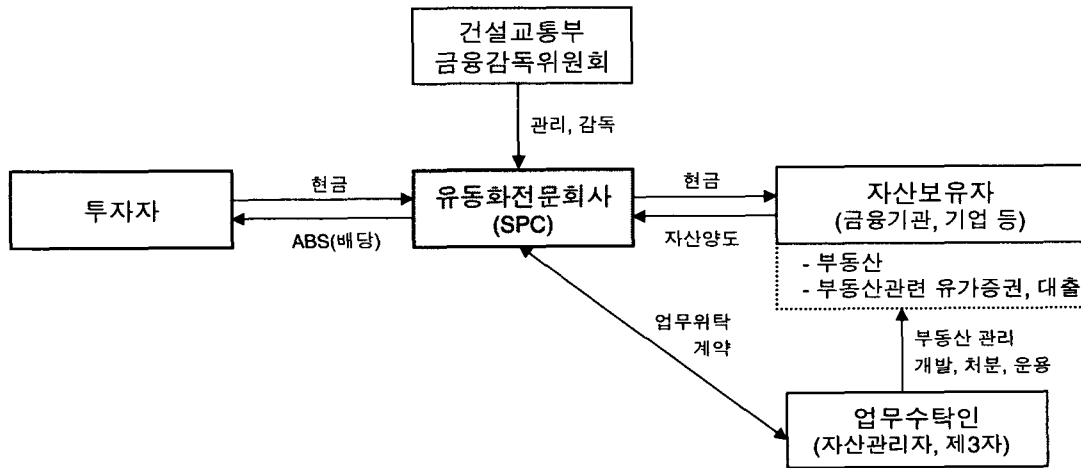


그림 4. ABS의 부동산 간접투자 구조

자 효과를 누릴 수 있다.

ABS의 경우 형식적인 발행주체는 유동화전문회사(SPC)지만, 유동화전문회사는 paper company이기 때문에 실질적인 발행주체는 자산보유자라 할 수 있다. 그런데, 「자산유동화에 관한 법률」에서는 자산보유자의 범위를 금융기관, 구조조정 관련 기구, 신용도 높은 기업 등으로 제한하고 있어, ABS를 발행하는 주체는 금융기관, 기업 등 기관으로 한정된다. 따라서, 유동화 대상 부동산도 이들 자산보유자가 보유한 부동산으로 한정된다.

ABS의 일종인 주택저당증권(MBS: Mortgage Backed Securities)의 경우 정부는 발행증권의 신용도를 높이기 위해, 1999년 「주택저당채권유동화회사법」을 제정하여, 공신력 있는 유동화전문회사 즉 주택저당채권유동화회사를 설립하는 추가 입법 조치를 취하였다.

4) 기업구조조정전문회사(CRC: Corporate Restructuring Company)

기업구조조정전문회사(CRC: Corporate Rest-

structuring Company)는 기업구조조정 업무를 전문으로 하는 주식회사다. 구조조정 대상기업의 지분이나 자산을 매입하고 구조조정을 추진한 이후 이를 매각하여 수익을 획득하는 일종의 벌처펀드의 성격을 가지고 있다고 할 수 있다. CRC는 부실기업의 처리를 위한 민간차원의 구조조정 전문회사³⁾가 필요하다는 인식 하에 1999년 2월 산업자원부에서 「산업발전법」을 제정하면서 도입되었다.

CRC는 구조조정 대상 기업의 경영권을 인수하여 경영 정상화를 추진한 후 이를 매각하여 수익을 실현하기도 하고, 구조조정 대상 기업의 부실채권이나 자산에 투자하기도 한다. 따라서 CRC는 구조조정 대상기업의 부동산에 투자할 수 있으며, CRC가 부동산에 투자할 경우 CRC에 투자한 투자자의 입장에서는 부동산 간접투자의 효과를 누릴 수 있다. 이러한 의미에서 CRC도 부동산 간접투자제도 중 하나라 할 수 있다.

CRC는 자금조달원으로서 기업구조조정조합(조합형 펀드)의 조성이 가능하다. 필요자금의 조달을 위해 전문회사는 다른 투자가들과 조합 결성이 가능하며, 전문회사는 조합의 총 출자금액

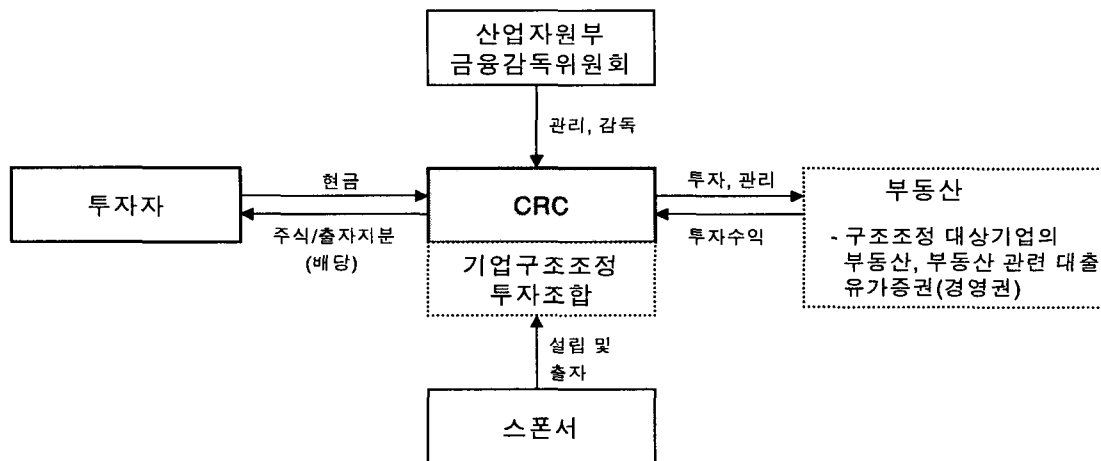


그림 5. CRC의 부동산 간접투자 구조

표 1. 부동산 간접투자제도의 비교

구 분	REITs		계약형 부동산투자신탁	ABS	CRC
	일반 REITs	CR-REITs			
근 거 법	부동산투자회사법	부동산투자회사법	신탁업법	자산유동화에 관한 법률	산업발전법
조직형태	실체가 있는 영속회사	paper company (존속기한을 정관에 기재)	금전신탁	1회용 paper company	실체 있는 영속회사
설립(설정) 주체	제한 없음	제한 없음	신탁경영은행	금융기관, 기업 등	제한 없음
투자상품 형태	주식	주식	수익증권	유가증권 (지분형, 채권형)	주식 또는 조합 출자지분
투자대상 부동산	· 부동산 · 부동산유가증권	구조조정대상기업 부동산	· 부동산 · 부동산유가증권 · 부동산담보대출	· 부동산 · 부동산유가증권 · 부동산담보대출	구조조정대상기업 부동산
자산관리	자기관리	외부위탁	외부위탁	외부위탁	자기관리 또는 외부위탁
감 독	건설교통부	· 건설교통부 · 금융감독위원회	금융감독위원회	금융감독위원회	· 산업자원부 · 금융감독위원회
이중과세	있음	없음	없음	없음	있음 (투자조합을 활용할 경우 없음)

5% 이상을 출자할 의무를 가지고 있다. 기업구조조정조합의 법률적 실체는 민법상 조합이며, 「산업발전법」에 규정된 것을 제외하고는 「민법」을 적용한다. CRC가 자금조달원으로 조합을 활용할 경우 조합은 사실상의 펀드 역할, 전문회사는 자산관리회사의 역할을 담당하게 된다. 이에 따라 CRC 투자자들은 현금을 출자하고 기업구조조정투자조합의 출자지분을 받게 되는데, 조합의 출자지분은 이중과세를 회피할 수 있는 장점이 있지만, 출자지분을 임의로 매각하는데는 제한이 있기 때문에 유동성의 측면에서는 문제가 발생할 수 있다.

3. 부동산 간접투자시장의 현황과 전망

1) 시장 규모 및 특징

전술한 부동산 간접투자제도들을 통해 조성된 부동산 간접투자시장의 규모는 2003년 4월말 현재 약 5조 원에 이른다. 계약형 부동산투자신탁의 경우, 신탁경영은행의 부동산투자신탁 수탁규모가 1조2천억 원으로 전체의 24%를 차지한다. 수탁자금의 운용은 주로 부동산 관련 유가증권의 매입과 부동산 담보대출 위주로 되고 있는데, 부

동산에 직접 투자하는 경우는 거의 없다. 이것은 이는 부동산투자신탁 계정 설정이 신탁경영은행에 한정되어 있어 부동산 자산운용 노하우가 부족한 이들 은행들이 자산운용을 담보대출 위주로 하고 있기 때문으로 볼 수 있다. 따라서, 계약형 부동산투자신탁을 통해서도 아직까지 본격적인 의미의 부동산 간접투자는 이루어지고 있지 않다고 할 수 있다.

ABS의 경우, 2002년 말 현재 부동산을 기초로 발행된 ABS 누계 규모가 3조2천억 원으로 전체의 64%에 이른다. 여기에 주택저당채권과 토지분양대금채권 등 부동산 관련 채권을 기초로 발행한 ABS를 포함할 경우 시장규모가 7조8천억 원에 이른다. ABS시장 규모가 큰 것은 기업 구조조정 과정에서 매물로 나온 부동산을 ABS를 통하여 유동화하는 수요⁶⁾가 많았기 때문으로 볼 수 있다. 그러나 ABS의 경우도 현재의 시장 구도 하에서는 본격적인 의미의 부동산 간접투자 상품으로 보기 힘들다. 왜냐 하면, ABS의 경우, 부동산을 유동화한 증권이지만 ABS를 발행하는 유동화전문회사가 1회용 paper company이기 때문에 증권 만기와 함께 청산되어야 하며, 따라서 부동산 투자가 지속적인 운용보다는 매각 위주로 이루어지고 있다는 점이다. 이는 ABS 제도의 도입이 부동산 투자보다는 구조조정을 위한 자산 매각에 주력을 두었기 때문으로, 투자 부동산의 지속적인 운용을 통한 수익 창출이라는 본래 의미의 부동산 간접투자제도의 특성을 살리기에는 한계가 있다고 하겠다. 또한, ABS의 경우 증권의 형태가 지분정보보다는 채권형이 대부분이며, 발행된 ABS에 대해서는 대부분 기관투자자들이 소화하기 때문에 개인 투자자들이 직접 ABS시장에 접근하기가 어렵다는 점도 들 수 있다.

REITs의 경우, 2003년 4월 현재 투자자금의

조성 규모가 3,890억원에 이른다. 이는 5개의 CR-REITs를 통해 조성된 것인데, 일반 REITs의 경우 아직까지 설립이 이루어지지 않아 투자가 전무한 상태다. CR-REITs의 경우 출자자금을 직접 부동산에 투자하기 때문에 명실상부한 부동산 간접투자시장을 조성하고 있다고 하겠다. 다만, 투자가 구조조정 대상기업의 부동산에 제한되기 때문에, 자산운용도 주로 기업이 보유한 오피스, 쇼핑센터, 연수원 위주로 이루어지고 있다. 그런데, CR-REITs는 한시적인 paper company이기 때문에 만기가 되면 보유 자산을 청산해야 하는 부담이 발생하여 부동산의 장기적이고 안정적인 운용을 통한 수익창출을 기대할 수 없는 문제가 있다. 따라서 CR-REITs는 만기시에 보유 부동산을 원매자에게 되팔 수 있는 put back option을 가지고 있는 경우가 많다. put back option의 경우 위험관리 측면에서는 바람직 하지만, 진정한 의미의 부동산 투자인가에 대한 의문을 낳고 있다.⁷⁾

CRC의 경우, 벌처펀드의 성격이 강한 만큼 투자자산 운용을 대부분 부실기업의 경영권 인수나 부실채권 매입에 하고 있다. 물론 구조조정 대상기업의 경영권을 인수하는 과정에서 기업보유 부동산의 투자 효과를 누릴 수 있으나 이를 부동산 투자로 간주하기에는 무리가 있다. 따라서 CRC를 통한 부동산 간접투자 규모는 CRC가 직접 부동산에 투자한 경우만 포함하는 것이 적절할 것이다. 이러한 직접 투자사례⁸⁾만을 포함할 경우, 투자규모는 900억원에 이른다.

지금까지 살펴본 바와 같이, 외환위기 이후 다양한 부동산 간접투자제도가 도입되었고 시장규모도 5조원에 이르나, 명실상부한 부동산 간접투자시장 규모는 크지 않은 것으로 나타난다. 특히, 부동산 간접투자시장의 총아가 될 것이라고 예상

표 2. 부동산 간접투자의 규모(2003년 4월말 현재)

구 분	계약형 부동산투자신탁	REITs		ABS	CRC
		일반 REITs	CR-REITs		
규모(억원)	12,173 ¹⁾	0	3,890	32,406 (77,889) ²⁾	900 ³⁾
주요 투자대상	유동화증권 담보대출	-	오피스, 쇼핑센터 등	토지	복합물 지분

주 1) 2002년 11월말 현재

2) 2002년 12월말 현재. ABS 발행실적 중 부동산을 기초로 한 것을 누계한 수치임. () 안은 주택저당채권
과 토지분양대금채권을 기초로 발행한 것까지 포함한 수치임

3) 아이엔알코리아CRC에서 센트럴시티에 투자한 금액만을 포함

자료 : 금융감독원, 산업자원부, REITs회사 내부자료

되던 REITs시장은 도입 초기 단계이기는 하지만 기대에 크게 미치지 못한 것으로 보인다. 부동산 간접투자시장의 조성이 미진한 요인을 살펴보면, 우선 도입된 제도상의 문제에 의해 발생하는 제도적 요인과 현재 우리나라 부동산시장이 안고 있는 시장환경적 요인으로 나누어 분석할 수 있다.

우선 제도적 요인으로는 첫째로, 부동산 간접투자제도가 부동산 간접투자시장의 정착이라는 본래의 목적보다는 당면한 구조조정의 촉진을 위한 비상적인 수단으로 도입되었기 때문에, 제도의 완결성이 떨어지는 문제점을 들 수 있다. 예를 들어, 계약형 부동산투자신탁의 경우 신탁계정 모집을 신탁겸영은행에 한정하고 있고, ABS의 발행도 구조조정을 위해 자산 유동화가 필요한 금융기관과 기업에 제한하고 있으며, CR-REITs의 자산운용도 구조조정 대상기업의 부동산에 한정하고 있다는 점이다. 따라서 많은 부동산 간접투자제도가 구조조정에 초점을 맞추면서 정작 부동산 전문조직이나 전문가가 참여할 수 있는 기회가 봉쇄되었으며, 이것이 부동산 간접투자시장

의 성장으로 연결되지 않고 있다는 점이다. 앞서 분석한 바와 같이, 부동산 노하우가 부족한 신탁겸영은행이 계약형 부동산 투자신탁의 운용을 부동산 관련 유가증권이나 대출로 우회하고 있다는 점과, ABS를 통한 자산 유동화도 부동산의 매각에만 주력하고 있어 장기적인 자산운용으로까지 연결되지 못하고 있는 점을 들 수 있다.

둘째로, 현재의 부동산 간접투자제도가 규제는 매우 많은 반면, 혜택은 적은 구조로 되어 있다는 점을 들 수 있다. 예를 들면 일반 REITs의 경우, 도입과정에서 부동산의 투기적 거래를 방지하고 자산운용의 건전성과 투자자 보호를 위하여 까다로운 장치들을 둔 반면, 간접투자 상품에서 필요한 이중과세 면제는 허용하지 않음에 따라 투자자를 끌어들이는데 실패한 바 있다. 물론 부동산 간접투자시장의 안정적인 성장과 건전한 성장을 위해서는 이러한 안전 장치를 마련하는 것이 필요하지만, 시장의 자율적인 감시(screening)와 조정으로 해결할 수 있는 부분에도 제도를 통한 일률적인 규제를 함으로 제도 운영이 매우 경직적으로 되고 있다는 점은 재고할 필요가 있다. 여기에는

투자자 모집 방법으로 공모를 강제하고 있는 조항⁹⁾, 차입을 원칙적으로 금지하고 있는 조항 등을 대표적으로 들 수 있다.

셋째로, 부동산 간접투자자와 관련하여 유사한 제도가 부분적이고 중복적으로 도입되면서 투자자의 혼란만 가중되어 결과적으로 투자자의 외면을 가져 왔다는 점도 지적할 수 있다. 실제로, 부동산 간접투자제도가 도입되는 과정에서 관련 정부 부처간의 정책적 조율이 제대로 이루어지지 않아 개별 부처마다 독자적으로 제도를 추진함으로써, 다양한 부동산 간접투자제도들은 도입되었지만, 어느 제도도 완전한 형태의 부동산 간접투자제도를 담아내지 못하고 부분적으로 한계를 가지고 있게 되었다는 점이다. 이는 개별 부처마다 담당할 수 있는 영역이나 활용할 수 있는 정책수단들이 한계가 있어 독자적으로 추진하는 제도를 통해서서는 완전한 형태의 간접투자제도를 구현하기가 어렵기 때문이다.

다음으로 부동산 간접투자시장의 활성화를 가로막는 시장환경적 요인으로는 첫째로, 우량 물건의 확보 문제를 들 수 있다. 즉, 투자자를 유인할 수 있을 만큼 수익성을 올릴 수 있는 부동산 물건을 확보하기가 어렵다는 점이다. 그 동안 부동산 가격이 부동산에서 발생하는 수익보다는 자본이득에 따라 결정된 많았기 때문에, 현금흐름 할인모형에 의거해 적정 수준 이상의 투자 수익률을 확보할 있는 부동산의 규모는 한정되어 있다는 점이다. 외국의 사례에서도 부동산 간접투자시장의 성장에는 금융위기에 따른 구조조정과정에서 부동산투자회사가 저가에 부동산 매물을 확보할 수 있었던 것이 중요한 동인이 되었다. 그런데 우리나라의 경우 외환위기 직후의 자산 디플레이션 시기에는 부동산 간접투자제도를 활용할 수 없었고, 막상 제도가 도입된 후에는 부동산

경기가 회복되면서 부동산 간접투자제도를 통해 수익성 부동산을 저가에 매수할 수 있는 기회가 적게 된 엇박자가 발생했다는 점이다.

둘째로, 부동산 간접투자시장에 참여하는 전문가 및 관련 인프라의 부족 문제를 들 수 있다. 부동산 간접투자시장이 정착하려면 오랜 노하우를 가진 투자와 자산관리 전문가가 필요하며, 이를 뒷받침해 줄 수 있는 관련 서비스산업이 골고루 발전해야 하는 것이 선결 요건이다. 특히, 간접투자의 경우 투자자 보호를 위해 이해당사자들이 일정 부분 위험을 분담하는 다양한 위험관리 방안이 있어야 한다. 그런데, 이러한 역할을 담당할 전문가나 공신력 있는 기관이 부족하여, 투자자들이 부동산 간접투자 상품에 대해 신뢰를 못한다는 점이다. 또한, 부동산 간접투자시장에 우량 물건을 지속적으로 제공할 수 있는 디벨로퍼, 간접투자 부동산과 지분의 출구전략을 제공할 자본시장 전문가 등도 충분하지 않는 점도 들 수 있다.

셋째로, 부동산시장의 전반적이고 관행적인 불투명성도 부동산 간접투자시장의 활성화를 막는 요인으로 작용하고 있다. 부동산 간접투자는 회사와 관련된 주요 정보가 공시와 금융감독과정을 통해 공개되기 때문에 투자(거래)와 운영과 투명성이 높다. 그런데, 이러한 부동산 간접투자제도의 높은 투명성이 시장 확대를 막는 걸림돌로 작용하고 있다는 점이다. 즉, 기존의 부동산산업의 경우 대부분 비 공개된 사적인 영역에 머물러 있어서 불투명한 거래 관행을 유지하였고, 때문에 부동산 간접투자회사와 거래를 할 경우 발생하는 정보 공개로 인해 불이익을 당할 소지가 많아, 부동산 간접투자회사와 거래를 꺼려한다는 점이다. 이는 역으로 부동산 간접투자제도를 통하여 부동산산업의 투명성을 끌어올릴 기회가 될 수도 있

다는 것을 의미한다. 현재의 상황은 이러한 패러다임 전환에 따른 과도기적 상황이라고 할 수 있다.

2) 전망

앞서 분석에서 현재 부동산 간접투자시장은 미진한 수준에 머물러 있으며, 부동산 간접투자시장이 활성화되지 못한 데에는 제도적 요인과 환경적 요인이 복합되어 있음 살펴 보았다. 따라서 당분간 부동산 간접투자시장의 시장 규모는 크게 증가하기 어려울 것으로 예상할 수 있다. 그러나, 이러한 분석결과에도 불구하고 부동산 간접투자시장은 장기적으로 성장할 수 있는 잠재력을 충분히 가지고 있다고 판단된다. 단기적으로 활성화가 어렵더라도 장기적으로는 경기순환 과정에서 주기적인 붐을 형성할 가능성이 크다는 점이다. 미국의 경우도 REITs제도는 1960년에 도입되었으나 본격적인 활성화는 1990년대 중반에 이루어져, 활성화에 30년의 시간이 소요된 바 있다. 부동산 간접투자시장의 성장 잠재력을 낙관적으로 보는 데는 다음과 같은 요인을 들 수 있다.

첫째로, 부동산 간접투자와 관련된 제도적 외연이 넓어지고 있다는 점을 들 수 있다. 기존의 부동산 간접투자제도들이 구조조정 촉진의 목적으로 도입된 제도라면, 현재 정부에서 도입을 추진중인 제도들은 통합적으로 부동산 간접투자의 외연을 확대시킬 수 있는 방향으로 진행되고 있다. 현재 재정경제부는 가칭 「자산운용업법」 제정을 통하여 금전신탁, 뮤추얼펀드, 그리고 부동산 투자까지 아우르는 통합 간접투자제도를 추진 중에 있는데, 이 법안이 통과될 경우 유가증권에서부터 부동산까지 통합적으로 투자할 수 있는 펀드가 조성되어 부동산 투자자의 폭과 깊이가

확대될 것으로 보인다. 미국의 경우도 부동산 투자가 REITs와 같은 부동산 전문펀드뿐만 아니라 commingled fund나 opportunity fund와 같은 복합 포트폴리오펀드를 통해 이루어지고 있다. 또한, REITs에 투자하는 투자자들도 부동산에 전적으로 투자하기보다는 포트폴리오 투자차원에서 참여하는 경우가 많다. 따라서, 「자산운용업법」 상의 펀드를 통하여 투자자들에게 다양한 부동산 간접투자 기회를 제공할 수 있으며, 이는 그만큼 부동산 간접투자시장 규모가 확대될 수 있음을 의미한다.

또한 「프로젝트 금융회사법」의 제정도 추진 중에 있는데, 이 제도가 도입될 경우, 부동산 개발 사업을 전문으로 하는 프로젝트회사에 대한 자금 조달이 보다 원활해질 것으로 보인다. 프로젝트 회사제도의 도입으로 부동산 간접투자시장에서의 수직적 통합을 이룰 수 있는 기회도 마련될 수 있을 것으로 보인다. 부동산 간접투자시장이 활성화되기 위해서는 양질의 부동산이 꾸준히 부동산 시장에 신규로 공급되어야 되는데, 부동산 개발은 이러한 양질의 부동산을 공급하는 가장 중요한 원천이 될 수 있다는 점이다. 따라서 부동산 개발과 자산관리에 대한 새로운 제도적 외연이 확대되는 것은 분명 부동산 간접투자시장의 전망을 낙관적으로 예측할 수 있는 중요한 근거가 된다.

둘째로, 금융의 증권화, 자산의 증권화가 금융산업의 메가 트렌드로 자리잡고 있는 점을 지적할 수 있다. 증권화는 자금조달 비용의 저감, 기업의 off-balance 효과, 투자의 투명성 증대, 투자위험의 분산 등의 이점을 토대로 패러다임 전환기의 세계 금융산업 변화의 키워드가 되고 있다. 세계적으로 이미 금융산업이 간접금융에서 증권화 중심으로 직접금융으로 전환하고 있으며,

우리나라도 외환위기를 전후하여 금융산업 및 자산의 증권화가 급속하게 진행되고 있다. 특히 부동산의 증권화는 부동산시장을 자본시장에 연결시켜 줌으로 부동산 투자자금의 조달원 확대 효과뿐만 아니라 부동산 가격의 합리적인 결정과 부동산산업의 투명성 강화라는 부수적인 정의 효과를 기대할 수 있어, 정책적 뒷받침을 받을 수 있다. 이렇게 가속화되는 금융 및 자산의 증권화 움직임은 부동산 간접투자시장 성장의 토대를 마련할 것이다.

셋째로, 장기적인 경기주기 속에서 부동산 간접투자가 확대될 수 있는 계기가 마련될 수도 있다는 점을 들 수 있다. 미국의 경우도 REITs시장이 성장하는데는 30년의 시기가 걸렸으며, 금융위기와 그에 따른 구조조정 과정이 그 계기가 된 바 있다. 우리나라의 경우도 향후 경기침체에 구조조정이 주요한 문제로 등장할 경우, 저가에 쏟아지는 부동산 매물 투자를 토대로 부동산 간접투자시장이 비약적으로 성장할 수 있는 계기가 마련될 수 있다. 현재 가계신용 부실화 문제와 부동산 거품론이 제기되면서 금융위기의 재발이 우려되는 점을 감안할 때, 어떤 형태로든 구조조정 이슈가 다시 부각할 것으로 보이며, 부동산 간접투자제도가 이러한 구조조정 수단으로서 중요한 역할을 할 것으로 예상된다.

넷째로, 저금리 시대가 정착되는 점도 부동산 간접투자시장의 활성화에 기여할 것으로 보인다. 현재의 저금리 상황에서 부동산 간접투자제도 특히 REITs의 경우 이미 수익률이 예금금리보다 우월한 것으로 나타난다. 따라서 저금리 상황이 지속되면서 부동산 투자간접제도의 수익률의 우수성이 시장에서 계속 검증될 경우 투자자를 유인할 수 있는 잠재력이 충분하다고 판단된다.

4. 활성화를 위한 정책 과제

아직 시장규모는 미약하지만, 부동산 간접투자제도의 도입은 부동산시장뿐만 아니라 자본시장에도 많은 영향을 미칠 것으로 판단되며, 많은 긍정적인 효과도 기대가 된다. 앞서 분석한 바와 같이 부동산 간접투자제도를 통해 부동산 거래는 물론 관련 부동산산업의 투명성을 높이는 효과를 기대할 수 있을 것이다. 또한, 간접투자와 증권화 구조를 활용할 수 있는 경우 다양한 부동산 사업 방식이 창출 가능할 것으로 보인다. 아울러 부동산시장의 참여주체가 확대되면서 전문성이 제고될 것이다. 자산관리 및 운영기능의 경우 과거 건물의 임대 및 유지관리기능에 거쳤던 것이 이제는 투자관리와 보유 자산의 수익성관리 기능으로 변환될 것으로 전망된다.

부동산 간접투자제도가 부동산시장의 선진화, 전문화에 기여할 수 있는 부분이 큰 만큼, 이를 활성화하기 위한 정책적 지원이 필요하다고 판단된다. 그러나, 낙후된 금융 및 부동산시스템 하에서 간접 투자자에 대한 보호 문제와 투기적 거래에 대한 우려가 여전히 남아 있는 만큼, 이에 대처할 수 있는 방안들도 모색해야 할 것이다. 이러한 맥락에서, 부동산 간접투자시장의 건전한 성장을 유도하기 위한 정책과제를 제시하면 다음과 같다.

1) 부동산 간접투자제도의 조정과 통합

앞서 분석한 바와 같이, 부동산 간접투자제도는 부동산 거래의 투명성을 높이고, 낙후된 관행을 선진화하는데 기여할 수 있는 만큼, 부동산 간접투자제도에 대해 규제 위주에서 지원 위주로 정책을 전환할 필요가 있다. 특히 현재의 대표적

인 부동산 간접투자제도인 「부동산투자회사법」 상의 일반 REITs의 경우, 법인세 면제 혜택을 통해 이중과세 문제를 해결할 필요가 있다. 물론 일반 회사가 법인세 면제 혜택을 받기 위해 REITs를 활용하는 경우를 방지하기 위해, 일반 REITs의 수입을 미국의 경우와 같이 임대료, 이자수입 등 소극적인 부동산 운용수입으로 제한하는 조치¹⁰⁾를 추가해야 할 것이다. 일반 REITs에 대한 법인세 면제는 당장은 세수 감소가 불가피하지만, 부동산 거래의 투명성 제고로 인한 추가 세수 확보를 감안할 때, 타당성이 있는 제안이라 할 수 있다. 이와 아울러, REITs 설립 시 공모를 강제하고 있는 조항, 차입금 조달에 대한 제한 등 자산운용을 제한하는 조항도 일부 완화할 필요가 있다.

나아가, 부동산 간접투자과 관련된 유사 제도들을 통합, 조정하여, 완결된 형태의 부동산 간접투자제도를 도입할 필요가 있다. 앞서 분석한 바와 같이, 개별 부처마다 부동산 간접 투자제도를 독자적으로 추진하는 과정에서 현재의 모든 제도들이 부분적으로 한계를 가지고 있으며, 또한 구조조정과의 연관성 속에서 도입됨으로 인해 제도의 완결성도 떨어지는 문제가 있다. 특히 유사한 제도가 난립됨으로 인해, 투자자의 혼란이 발생할 뿐만 아니라 어느 것도 투자자의 신뢰를 얻지 못하는 부작용이 발생하고 있는 실정이다. 부동산 간접투자의 영역은 부동산, 금융, 투자, 구조조정 등을 아우를 수 있는 종합적인 행정 영역인 만큼 관련 부처들의 참여와 조정을 통한 제도적 장치의 마련이 필요하다. 현재 REITs제도가 일반 REITs와 CR-REITs로 이원화 되어 있는 점, 구조조정 제도가 CRC, CRF(Corporate Restructuring Fund), CRV(Corporate Restructuring Vehicle)로 3원화되어 있는 점은 어떤

형식으로든 제도적 전환이 필요한 실정이다. 또한 기존 제도들과 현재 도입을 추진 중인 「자산운용업법」 상의 간접투자펀드와의 관계 설정도 필요하다. 이러한 맥락에서 부동산 간접투자과 관련된 부처간의 조정을 통해, 여러 법에 분산되어 있는 부동산 간접제도를 통합하여, 즉, 부동산 간접투자의 설립주체, 투자자, 자산운용, 세제 혜택, 투자자 보호 장치 등을 보편적으로 규정한 완성도가 높은 REITs제도를 구현할 필요가 있다.

2) 부동산산업의 선진화와 연계

부동산 간접투자제도와 관련된 정책의 중심을 구조조정에서 부동산산업의 선진화로 전환할 필요가 있다. 기존의 제도들은 구조조정 위주로도 도입된 만큼, 제도의 초점을 단시일 내에 부동산을 원활하게 매각하는 데에 두고 있어, 보유 부동산의 효과적인 개발과 전문적인 운용과 같은 부동산산업의 선진화로까지 연결시키는 데에는 한계가 있다. 사실상 부동산 간접투자시장의 성장은 부동산산업의 선진화가 이루어져야 가능한 일이기도 하다.

따라서 기존에 도입된 부동산 간접투자제도를 부동산산업의 선진화와 연계시킬 수 있도록 하는 새로운 제도적 장치의 마련이 필요할 것이다. 이를 위해 첫째로, 다양한 부동산 전문가를 양성하는 제도와 프로그램을 마련할 필요가 있다. 부동산 간접투자제도가 발전하기 위해서는 유능한 자산관리 전문가의 역할이 중요하나, 현재는 부동산 간접투자제도의 도입 초기에 있는 만큼, 이에 맞는 전문가가 부족하다. 따라서, 부동산 자산관리 전문가를 양성할 수 있는 공신력 있는 교육 프로그램을 개발하는 것이 급선무다. 이와 아울러, 부동산 자산관리에 대한 전문 자격증제도를 실시하는 방안도 모색할 필요가 있다. 부동산 자

산관리 자격증은 국가 공인 자격증으로 둘 수도 있고 공신력 있는 기관의 자격증으로 둘 수도 있는데, 이러한 자격증 제도를 통하여 부동산 자산 관리 부문에 우수한 인력을 유인할 수 있고, 결과적으로 부동산산업의 선진화도 앞당길 수 있을 것이다.

둘째로, 부동산 간접투자와 관련한 부동산산업의 인프라를 확충하는 방안도 모색할 필요가 있다. 우선, 부동산 간접투자와 관련하여 새로운 서비스 영역이 창출될 수 있는 만큼, 이에 대한 제도적 근거를 마련할 필요가 있다. 새로운 서비스 영역에 대한 분류 체계를 만들고 등록기준을 설정하여, 공인된 회사에서 수준 높은 서비스를 제공할 수 있는 기준을 마련해야 할 것이다. 또한, 부동산서비스의 종합화 경향에 발맞추어, 하나의 회사에서 종합 부동산서비스 기능을 담당할 수 있는 제도적 지원도 마련해야 할 것이다.

아울러, 공공 주도의 부동산 관련 부동산시장 및 투자정보 시스템을 구축할 필요가 있다. 현재 부동산 정보체계 중에서 공공정보체계는 주택은행의 주택지수, 건교부의 지가동향, 토지공사의 토지거래동향 등에 한정된다. 이러한 정보의 제공범위는 수급, 가격 중심이기 때문에 부동산 간접투자제도에서 핵심적으로 필요로 하는 투자정보는 부족한 실정(엄수원, 2002)이다. 따라서 공공 부문에서 부동산 관련 투자정보를 수집, 분석, 체계화, 유통시키는 역할을 담당할 필요가 있다. 물론 민간 차원에서 정보 공급이 있을 수 있지만, 시장조성 초기에는 공공의 역할이 매우 중요하기 때문에, 선제적으로 이를 구축할 필요가 있다. 이는 기존에 부동산 정보를 공급하는 기관에서 담당할 수도 있고, 새로운 부동산 고나련 신용, 가치, 투자, 시장 등 종합정보회사를 설립하여 담당할 수도 있을 것이다.

셋째로, 부동산 간접투자의 공신력 강화와 투자자 보호를 위해, 투자위험을 저감할 수 있는 다양한 조치를 마련할 필요가 있다. 간접투자상품의 경우, 대리인 문제로 인한 상품 운용자의 도덕적 해이 문제가 항상 발생할 소지가 있는 만큼, 정부와 시장의 감독 및 감시기능이 제대로 작동될 수 있도록 하는 방안을 강구할 필요가 있다. 정부는 금융감독과 증권거래 감독 등을 통해, 부동산 간접투자회사의 건전성을 감시할 수 있는데, 현재 많은 부동산 간접투자제도가 감독의 사각지대가 발생하지 않도록 보완할 필요가 있다.

3) 부동산 투자생태계의 조성

부동산시장에는 다양한 위험-수익 선호를 가진 투자자가 있으며, 투자대상 부동산 상품도 다양한 위험-수익 구조를 가지고 있다. 부동산 간접투자는 이렇게 다양한 부동산 투자수단 중의 하나라 할 수 있다. 다시 말하면, 부동산시장 내에서 하나의 틈새시장을 구성하고 있다고 하겠다.

따라서 부동산 간접투자제도의 건전한 성장을 위해서는 이러한 다양한 부동산 투자수단이 어우러진 부동산 투자생태계의 관점에서 접근할 필요가 있다. 즉, 부동산 투자생태계 상에서 부동산 간접투자제도의 positioning을 하고, 여타 투자수단과 긴밀한 연계를 통해 투자 성과를 높이고 시장규모를 확대시킬 수 있는 것이다. 미국의 경우도 전체 상업용 부동산 투자수단 중 REITs가 차지하는 비율은 15%에 불과하다. 그러나, 부동산 시장에서 REITs는 부동산 투자수단의 다양성을 높이고, 여타 투자수단의 출구를 제공함으로써, 단순히 투자 비중 이상의 역할을 담당하고 있다.

부동산시장 뿐만 아니라 금융시장과 구조조정 시장 등 간접투자와 관련된 시장과의 연계성을 높임으로, 부동산 간접투자의 성과를 높일 뿐만

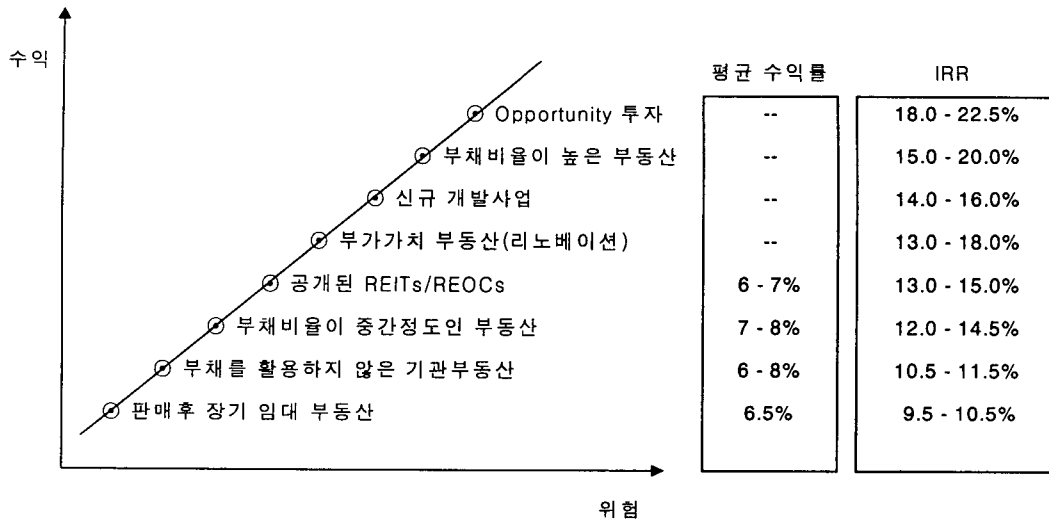


그림 6. 미국의 부동산 투자수단의 유형

자료 : Wylie Greig, 2001, Public vs. Private Real Estate Ownership, Fisher Center Program, UC Berkeley

아니라 정부의 금융정책이나 구조조정정책 등 정책의 성과도 높일 수 있으며, 결과적으로 부동산 간접투자시장의 건전한 성장에도 기여¹¹⁾할 것이다. <그림 7>은 이러한 부동산 투자생태계 상에서 부동산 간접투자시장의 역할을 도시한 것이다.

이러한 맥락에서 부동산 간접투자제도는 단순히 제도 그 자체 뿐만 아니라 부동산 투자생태계 상에서 중요한 역할을 담당할 수 있으며, 정부의 금융정책과 구조조정정책의 성과를 높일 수 있다고 할 수 있다. 따라서, 부동산 투자생태계의 관점에서 이들 관련 시장과의 연계를 높이면서 부동산 간접투자시장을 활성화하기 위한 정책과제를 모색하는 것이 필요하다고 판단된다.

첫째로, 부동산시장 내에서 부동산 간접투자상품과 다양한 위험-수익 구조를 가지고 있는 여타 부동산 투자상품과의 여타 부문과의 연계를 원활히 할 수 있도록 하는 정책을 모색할 필요가 있다. 우선, 부동산 간접투자시장과 개발시장과의 경우, 간접투자시장은 개발시장을 우량 부동산의

투자처로 활용할 수 있고, 개발시장은 간접투자시장을 출구수단으로 활용할 수 있다는 점에서 연계를 통하여 상호 시너지 효과가 크게 낼 수 있다. 특히, 부동산 간접투자시장이 개발시장의 출구수단으로 적극 활용될 경우, 개발사업의 시장위험을 감소시킬 수 있을 뿐만 아니라 투명성도 증대시킬 수 있다는 점에서 정책적 관심을 가질 필요가 있다. 특히, 후분양제도를 조기에 정착시키려는 정부 정책에도 부동산 간접투자제도가 중요한 역할을 할 수 있다. 즉, 후분양제도로 전환하기 위해 필요한 건설자금 조달 문제를 부동산 간접투자제도를 통해 해결할 수 있는 것이다.

이를 위해서 개발사업에서 프로젝트 파이낸싱을 활성화하는 방안을 모색할 필요가 있다. 「프로젝트금융회사법」의 도입이 대표적인 방안이다. 이를 통해 개발사업을 별도의 paper company로 인정하여 세제와 금융지원을 받을 수 있으며, 완성된 개발상품의 출구를 부동산 간접투자회사가 담당함으로써 개발사업의 위험도 저감할 수 있다.

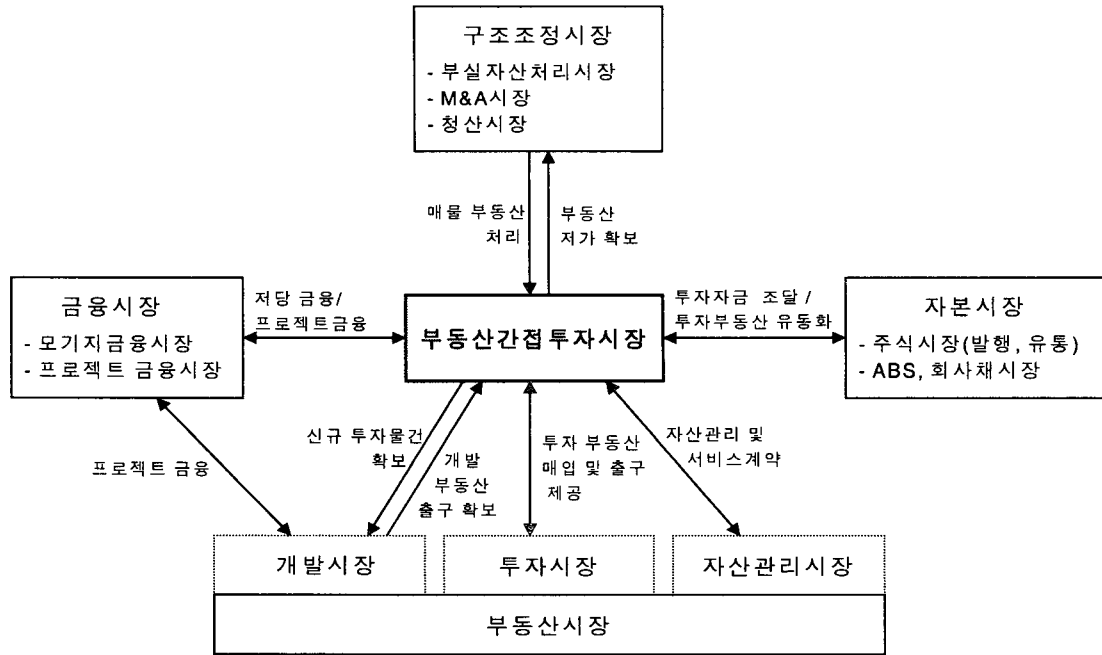


그림 7. 부동산 투자생태계와 부동산간접투자시장의 역할

특히, 개발사업 자체를 별도의 paper company로 분리하고 이 회사의 지분을 모집하는 과정에서 또 하나의 부동산 간접투자제도로 활용할 수도 있다.

나아가 부동산 간접투자시장과 개발시장, 자산관리시장이 수직적으로 체계화되어 상호 연계를 통한 시너지 효과가 발생할 수 있도록 지원할 필요가 있다. 예를 들면, 부동산 자산이 개발시장에서 간접시장으로 원활하게 흐를 수 있도록 현물 출자 허용, 거래 및 양도소득 과세에 대한 감면 또는 이연 등을 검토할 필요가 있다. 물론 이러한 혜택을 부여할 경우에는 부동산 가치산정, 기업의 정보 공개 등의 요건을 강화할 필요가 있을 것이다. 아울러 부동산 자산의 효과적인 관리를 위해 부동산 간접투자시장과 자산관리시장과의 연계도 강화시키는 정책수단도 필요하다. 예를 들어, 부동산투자회사의 자산관리 기능 선택의

다양성을 열어주는 동시에, 자산관리회사의 도덕적 해이를 방지할 수 있는 규제 조항을 마련하는 방안을 들 수 있다. 또한, 자산관리회사의 역할을 확대하기 위해 자산관리회사가 다양한 투자 및 부동산 서비스를 제공할 수 있도록 겸업금지 해제 등 제도를 완화하는 방안도 고려할 수 있다.

둘째로, 부동산 간접투자시장과 구조조정시장의 연계를 원활히 할 수 있는 장치를 마련할 필요가 있다. 향후 경기순환 과정에서 불가피하게 발생하는 구조조정에 대한 선제적 대응을 위하여도 구조조정과의 연계성을 강화하는 제도적 정비가 있다. 외환위기가 기업의 부실에서 기인한 위기라면, 향후 우려할 만한 위험은 가계의 부실 위험이라 할 수 있다. 현재의 부동산 간접투자제도가 부실기업 구조조정에 초점을 맞춘 제도라면, 향후에는 부실 가계의 구조조정이나 정상기업간의 M&A 과정에서 발생하는 부동산 매물에 대해

서도 폭넓게 대응할 수 있도록 제도를 손질할 필요가 있다. 예를 들어, 기업 구조조정과 마찬가지로 가계도 도산 이전에 담보부동산 처리를 원활하게 할 수 있도록 유동화하는 방안, 구조조정이 필요한 정상기업간의 M&A 과정에서 부동산 간접투자회사에 현물출자를 허용하는 방안, 양도소득세 등을 이연하는 방안 등을 들 수 있다. 물론 이러한 지원 방안은 고의적인 세금 회피가 일어나지 않도록 엄격히 적용해야 할 것이다.

셋째로, 부동산시장과 자본시장과의 연계를 원활히 하기 위해 부동산 간접투자제도를 활용하는 방안을 모색할 필요가 있다. 부동산 간접투자시장은 부동산 자산이 자본시장으로 들어오는 길목에 존재하는 만큼, 부동산 자산이 자본시장에 들어오는 통로에서 병목 현상이 발생하지 않도록 하는 방안을 강구할 필요가 있는 것이다. 예를 들어, 부동산투자회사의 기업공개와 증자 시 투자자의 신뢰를 확보하고 특히 기관투자자의 참여를 확대할 수 있도록 자산평가, 신용평가 기능을 확충하는 방안을 강구할 수 있다.

부동산투자회사의 입장에서는 기관투자자의 경우 단순히 자금조달원의 역할만이 아니라 자본비용 저감, 주가 안정, 선도투자자의 역할(Parsons, 1997)을 할 수 있다. 특히, 보험회사나 연기금과 같이 부동산을 많이 보유한 기관투자자의 경우, 부동산투자회사와 상호 부동산 취득원 및 출구의 역할을 할 수 있다. 따라서 기관투자자가 부동산투자시장에 효과적으로 참여할 수 있도록 하는 제도적 지원도 필요하다. 여기에는 기관투자자가 보유 부동산의 현물출자 허용, 기관투자자의 자산포트폴리오 구성에 있어서 부동산 비중 확대의 허용, 거래비용을 저감시키는 각종 조치 등을 들 수 있다.

5. 결 론

지금까지 외환위기 이후 부동산 간접투자제도의 도입 현황과 전망, 그리고 활성화를 위한 정책 과제에 대하여 살펴보았다. 앞서 분석한 바와 같이, 외환위기 이후 기업과 금융기관의 구조조정 과정에서 많은 부동산 간접투자제도들이 도입되었지만, 제도적인 문제와 부동산시장 환경의 문제로 인해 활성화가 되지 않고 있는 상황이다. 그러나 미국의 경우도 REITs시장이 본격적으로 성장하는데 30년이 걸렸다는 점을 볼 때, 장기적으로는 부동산 간접투자시장의 활성화 잠재력은 충분히 있는 것으로 보인다.

한편, 부동산 간접투자제도가 부동산산업의 투명성과 전문성을 높이는 등 부동산시장과 금융시장에 미치는 긍정적인 영향을 감안할 때 부동산 간접투자제도에 대한 정책적인 지원이 필요한 것으로 판단된다. 이를 위해 첫째로, 현재의 부동산 간접투자자와 관련된 유사 제도들을 통합, 조정하여, 완결된 형태의 부동산 간접투자제도를 도입할 필요가 있으며, 둘째로, 부동산 간접투자제도를 부동산산업의 선진화와 연계시킬 수 있도록 하는 새로운 제도적 장치의 마련해야 하며, 셋째로, 부동산 투자생태계 조성의 관점에서 부동산 간접투자시장과 여타 부동산시장, 구조조정시장, 금융시장과의 연계를 밀접히 하는 방안을 모색할 필요가 있다.

아무리 좋은 제도라도 도입 초기에는 예상치 못한 부작용이 있을 수 있다. 이러한 관점에서 보면 외환위기 이후 급박한 구조조정 과정에서 도입된 부동산 간접투자제도의 경우 오히려 어느 정도의 시행착오는 당연한 통과의례일 수 있다. 그러나 부동산 간접투자제도의 도입이 늦춰짐으로 인해 구조조정이 지연되고, 도입된 이후에는

막상 제도의 효과를 크게 볼 수 없었던 점은 값비싼 교훈으로 남는다. 따라서, 낙후된 부동산시장의 기반을 향상시키고 예기치 못한 위기에 선제적으로 대응하기 위해서라도 완성도가 높은 부동산 간접투자제도를 마련하고 이에 대한 적절한 지원을 모색하는 것이 필요할 것이다. 본 연구에서는 이러한 문제제기 하에서 현재의 제도와 부동산시장 환경 관점에서의 정책과제를 제시한 것이다. 물론, 향후 부동산 간접투자시장이 성장하는 과정에서 새로운 문제점이 발생할 수 있고, 여기에 대한 새로운 정책적 대응이 필요할 것이다. 따라서 이에 대한 지속적인 연구가 필요하리라 사료된다.

주

- 1) 미국의 경우 80년대 말 저축대부조합(S&L)의 부실자산을 정리하는 과정에서 부실채권 처리기구인 RTC(Resolution Trust Corporation)를 설립하였고, RTC를 통해 부동산 및 담보채권의 저가 매각이 이루어졌으며, 이러한 과정에서 REITs가 부동산을 저가에 매수할 수 있는 기회가 커지면서 REITs 시장의 급성장이 이루어지게 된 것이다.
- 2) 재정경제부에서 도입을 추진 중인 「자산운용업법」을 대표적으로 들 수 있다.
- 3) 이는 미국의 REITs 제도가 별도의 특별법이 아닌 세법의 조항에 근거한다는 점에서 차이가 있다. 즉, 1960년 내국세법 개정을 통해 일정한 요건을 갖춘 부동산에 투자하는 회사, 신탁, 조합에 대해 법인세를 면제해주는 조항을 둬으로써 REITs 제도가 태동하게 된 것이다.
- 4) 계약형 부동산투자신탁의 장단점은 한국건설산업연구원(2000)의 내용을 참고하였다.
- 5) CRC 도입 이전에는 구조조정을 위한 부실채권 처리가 정부가 설립한 자산관리공사를 통해서만

이루어졌다.

- 6) 외환위기 직후 기업 구조조정 과정에서 나온 부동산을 토지공사가 일괄 매입하였고, 토지공사는 자금조달을 위해 ABS를 활용하게 된 것이다.
- 7) put back option과 sale leaseback 구조를 가지고 있는 현재의 CR-REITs의 자산운용 형태는 실질적으로 부동산 투자라기 보다는 오히려 채권 투자에 가깝다고 하겠다.
- 8) 아이엔알코리아CRC가 센트럴파크의 지분 투자를 통해 경영권을 인수한 사례를 포함한 것이다.
- 9) 일반 REITs의 경우 투자자 모집방법으로 공모를 강제하고 있어서, 투자자를 공모하지 않고는 REITs를 설립할 수 없다. 따라서 REITs는 투자자 모집 시에 사실상 투자 부동산을 지정할 수 없는 Blind Pool 방식으로 모집할 수밖에 없다. 이럴 경우, 투자자 모집도 어려울 뿐만 아니라 투자자 보호 문제도 발생할 수 있다.
- 10) 소득요건을 강화할 경우, 일반 REITs는 사실상 paper company와 같은 소득의 통과체(pass-through) 역할을 할 수 있을 것이다(박원석, 2001).
- 11) 미국과 호주 등 많은 국가에서 부동산 간접투자제도를 금융위기 극복과 구조조정을 위한 정책수단으로 활용하여 성과를 거둔 바 있다.

참 고 문 헌

- 김영곤, 2000, “부동산간접투자제도 도입과 부동산자산관리에 관한 소고,” 부동산학연구 6(2), pp. 119-136.
- 김영곤, 2001, “부동산투자회사의 자금조달의 문제와 금융기법에 관한 소고,” 부동산학연구 7(1), pp. 145-156.
- 대한주택공사, 1997, 부동산투자신탁제도 도입방안 연구, 서울.
- 박원석 외, 2000, 기업구조조정 촉진을 위한 구조조정 금융수단의 활용 방안, 삼성경제연구소.
- 박원석, 2001, REITs제도의 도입과 시사점, 삼성경제

- 연구소.
- 박원석·박용규, 2000, "REITs 도입이 부동산시장과 금융시장에 미치는 영향," *응용경제* 2(1), pp. 47-68.
- 엄수원, 2002, "부동산 간접투자시대의 부동산 시장, 투자정보 구축방안," *한국지역개발학회지* 14(1), pp.91-106.
- 정영식 외, 2001, 외환위기 이후 금융신상품의 도입과 현황, 삼성경제연구소.
- 한국건설산업연구원, 2000, 신탁제도를 활용한 부동산 투자신탁의 활성화 방안.
- Abbrose, B. W., 2001, "REIT organizational structure and operating characteristics," *The Journal of Real Estate Research* 21.
- Chan S. H., Erickson, J. and Wang, K., 2003, *Real Estate Investment Trusts-Structure, Performance and Investment Opportunities*, Oxford University Press, pp.196-234
- Lieblich, F., J. L., Pagliari Jr. and Webb, J. R., 1997, "The Historical Behavior of REIT Returns : A Real Estate Perspective," in Garrigan, T. R. and Parsons, J. F. C.(eds.), *Real Estate Investment Trusts-Structure, Analysis and Strategy*, McGraw-Hill, pp.306-338.
- Parsons, J. F. C., 1997, "REITs and Institutional Investors," in Garrigan, T. R. and Parsons, J. F. C.(eds.), *Real Estate Investment Trusts-Structure, Analysis and Strategy*, McGraw-Hill.
- Wylie G, 2001, *Public vs. Private Real Estate Ownership*, Fisher Center Program, UC Berkeley, mimeo.

The Introduction and Policy Implication of Indirect Real Estate Investment Systems after Foreign Exchange Crisis*

Won-Seok Park**

*** Professor, Department of Urban Science, Daegu University*
(wspark@daegu.ac.kr)

Abstract : In this study, first, current state and future prospects of indirect real estate investment systems after foreign exchange crisis are analyzed, and second, policy alternatives for activating indirect real estate investment markets are examined. After foreign exchange crisis, various indirect real estate investment systems, such as REITs, ABS and CRC, were introduced. Present market size of indirect real estate investment is not larger than expected. The reasons are the problems of incomplete system on the one hand, and real estate market conditions on the other hand. But long term prospects of indirect real estate investment markets may not be pessimistic. Considering the positive effects of indirect real estate investment systems to the real estate and financial markets, policy supports for activating indirect real estate investment market may be needed. The representative alternatives are reconciliation and integration of indirect real estate investment systems, upgrading the infrastructure of real estate industry, and activating the networks between indirect real estate investment markets and related markets such as financial markets, capital markets, restructuring markets.

Key words : Indirect real estate investment system, REITs, ABS, CRC, Corporate restructuring

* This study was financially supported by Daegu University in the program year 2002