

## 부동산 투자회사(REITs)제도 개선방안에 대한 연구

오 동 일<sup>1\*</sup>

### A Study on the Improvement of REITs in Korea

O Dong Il<sup>1\*</sup>

**요 약** REIT(부동산투자회사)가 우리나라에 도입된 지 몇 년이 경과하였으나 CR-REITs 이외에는 아직 활성화되지 못하고 있는 실정이다. REITs가 활성화되면 부동산 투자수익률에 대한 합리적인 기대를 바탕으로 부동산 간접투자가 증대하게 될 것이다. REITs의 활성화를 위해서는 세제혜택, 설립 및 운영기준의 완화, 소액투자자 보호제도의 정비, 회계기준의 신설, 자산운용규정의 정비, 1인당 소유지분의 확대, 자산구성비를 완화 등의 조치를 검토해야 한다.

**Abstract** Since 2001, REITs are introduced in Korea as a type of general REITs and CR-REITs. But REITs are not successfully settled down in Korea. The purpose of the study is to propose the way to activate REITs in Korea. We should make up for the weak points in the current REITs system. For the success of REITs the followings are prepared.: first, REITs give a current, stable dividend income. second, disclosure obligations should be satisfied. third, securities are registered with the SEC are required to make regular SEC disclosures. fourth, REIT manager should be skilled, experienced real estate professionals. sixth, REITs must distribute more percent of its taxable income to its shareholders. seventh, Ownership interests be more flexible.

**Key Words** : REITs, CR\_REITs, MBS, real estate, paper company

### 1. 서 론

부동산투자회사 제도(이하 REITs)는 부동산투자회사가 소액투자자로부터 자금을 출자 받아 부동산 투자를 대행해 주는 제도이다. 외환위기 이후 부실채권의 신속한 처리를 통한 유동성 확보, 부동산 경기 활성화 등을 위해 REITs(REITs: 부동산투자회사)등 부동산간접투자상품이 도입되었다. REITs가 도입된 지 3년이 경과한 시점에서조차 여전히 CR-REITs이외에는 활성화되지 못하고 있다. REITs가 활성화되기 위해서는 REITs의 수익률이 보장되어야 하고 투자위험에 대한 통제가 가능해야 한다. 각 종 세제 지원과 운영의 자율성을 보장함으로써 수익성을 기대할 수 있고 공시체제와 감시기능강화를 통해 위험통제가 가능할 것이다. 본 연구에서는 현행 REITs 제도를 간략히 살펴보고 REITs 제도가 활성화되지 못한 이유를 살펴본다. REITs가 활성화되지 못한 이유로는 법인세와 취득세 등 조세감면 조치가 없다는 점과 운영 및 설립으로 인한 규제가 심하다는

점이 일반적으로 지적되고 있다. 본 연구에서는 건설교통부의 REITs관련 개선안을 참고로 REITs가 기업의 구조조정 뿐 만 아니라 부동산 간접투자 상품으로서 부동산 투자문화의 대안으로 자리매김하기 REITs 제도가 나아가야 할 방향을 고찰한다.

### 2. 부동산투자회사 제도의 의의

#### 2.1 부동산투자회사법의 도입과 내용

우리나라에서는 98년 4월 신탁업법 시행령의 개정으로 부동산투자신탁제도 도입하였으며 98년 9월 자산유동화에 관한 법률이 제정되어 11월부터 자산담보부증권(ABS) 발행이 가능해졌다. 99년초 주택저당증권(MBS) 유동화 중개기구 설치를 위한 주택저당채권유동화회사법 통과되었고 2001.7.1 REITs 및 CR-REITs가 도입되었다.<sup>2)</sup>

REITs 관련 제도로는 신탁업법에 의한 부동산신탁과 은행권의 신탁형 REITs, 자산유동화에 관한 법률에 의한 자산담보부증권(ABS), 주택저당채권유동화회사법에

<sup>1</sup>상명대학교 금융보험학부 증권금융전공 교수  
\*교신저자: 오동일(odongil@smu.ac.kr)

2) CR REITs는 기업의 채무상환을 위해 매각하는 부동산을 대상으로 설립

의한 주택저당채권담보부채권(MBB)과 주택저당증권(MBS)등이 있다. 이들은 모두 자산의 유동화와 관련이 깊다. 자산유동화란 금융기관이나 일반기업의 유동성이 결여된 자산을 증권화하여 매각함으로써 자금을 조달하는 금융기법을 말한다. 부동산 증권화하는 1920년대 미국 경제공황 때로부터로 오늘날과 같은 REITs가 제도화된 것은 1960년도에 미 의회가 내국세법(Internal Revenue Code : IRC)을 개정해 일반 투자자가 부동산에 간접 투자할 수 있도록 법인세가 면제된 REITs를 도입하면서부터 이다. 우리나라에서도 2001년 7월부터 REITs가 도입되었는데 미국, 일본, 호주, 우리나라 등 각국의 REITs는 다음과 같은 공통적인 특징을 가지고 있다[11-12].

첫째, 부동산 투자를 통한 일정 수익률 보장에 있다. REITs의 경우에는 법인세 및 소득세 외에 각종세금과 관련된 이중과세의 부담을 면세 또는 감세 등 조세 혜택을 줌으로써 투자수익률이 높다.

둘째, 거액의 고가인 부동산의 약점인 유동성이 낮다는 점을 극복하고 부동산을 증권화시킴으로써 부동산을 마치 주식 또는 채권과 같이 금융상품으로 변형시켜 투자자의 참여를 확대시켜 유동성을 높였다. REITs제도를 도입함으로써 부동산을 통한 수익확보이외에 부동산 시장의 효율화, 자본시장의 성장 등 부수적인 효과도 얻을 수 있다.

셋째, 부동산을 증권화함으로써 다수의 소액 투자자 들로부터 부동산 투자를 위한 자금조달이 가능하다. 투자단위가 큰 부동산을 소액 지분 단위로 분할 매각하여 소액투자자에게도 부동산 투자기회를 부여함으로써 부동산 가격 상승의 혜택을 소액 투자자에게도 환원할 수 있으며 인플레이션 위험의 헤지 수단으로 활용할 수 있다. REITs제도는 부동산을 분할 증권화하여 투자자들에게 매매하기 때문에 큰 규모의 부동산에 대한 실질적인 소유가 가능해진다[10-11].

넷째, 부동산을 유동화함으로써 주식시장에 상장, 유통시키는 것이 가능케 하고 부실채권과 부동산자산의 증권화를 통해 자산의 매각을 용이하게 하여 자금유입의 유용한 수단으로 활용할 수 있다. 그러므로 REITs는 부동산 뮤추얼펀드(Mutual fund)의 일종으로 볼 수 있

다. 따라서 REITs를 통해 기업 및 금융기관 보유부동산의 매각 또는 현물 출자로 재무구조 개선효과 및 구조조정을 촉진할 수 있다. 또한 REITs자금을 활용한 개발사업이 정착되면 건설회사의 차입금이 감소되 재무구조 개선효과를 얻을 수 있다[15].

다섯째, 부동산 전문가를 통한 자산운용으로 위험을 분산시킬 수 있다. 투자자들은 전문적인 관리방법으로 상업적 목적의 수익성부동산 또는 모기지(mortgage)에 투자하여 가치를 증진시키는 것이 본연의 업무인 REITs회사의 주식을 취득함으로써 부동산에 직접 투자함으로써 인하여 발생하는 제반문제의 위험차단 효과를 누릴 수 있다[16]. 우수한 부동산 전문 인력들이 끊임없이 부동산을 개발, 관리, 판매, 이용할 수 있는 효율적인 방법을 강구해 내는 부동산전문회사가 바로 REITs인 것이다.

여섯째, REITs의 거액 투자가는 생명보험회사, 연기금, 투자은행 등 기관투자가인데 이들의 투자자금은 자본시장을 통한 새로운 자금조달 수단으로 부동산 시장에 유용한 자금 공급원이 된다.

일곱째, REITs는 수익의 대부분을 투자자에게 배당하므로 자금의 내부 유보가 상대적으로 적어 재투자를 위해서는 증자나 부채를 이용하게 된다. 자금조달수단으로 과도한 채무를 사용함으로써 부채비율이 상승하면 주식시장이 침체 될 경우 과투자위험에 노출될 수 있다.

상호 관련 없이 운영되어 왔던 국민경제를 구성하고 있는 실패시장(부동산시장), 예금시장, 주식시장, 채권시장 등은 부동산증권화를 통하여 밀접한 관련을 가지고 상호작용을 일으키고 동조화하는 현상을 보여주는데, 즉 부동산 시장에 있는 수요자와 공급자 모두에게 영향을 주게 된 것이다. 외환위기 이후 부실채권의 신속한 처리 및 자산디플레이션에 따른 복합불황방지, 건설경기 활성화 등을 위해 REITs가 도입되었다[13].

우리나라에서 운영되고 있는 REITs 및 CR-REITs를 비교하면 다음 Table 2와 같다.

REITs는 상법상 실체회사로서 영속성이 있는 반면 CR-REITs는 실체가 없는 한시적 회사(Paper company)이다. 부동산투자회사법에서는 투자자보호를 위한 규정도 두고 있다<sup>3)</sup>.

- 3) ○ 연이익의 90% 이상을 투자자에게 금전배당(제28조)  
 - CR-REITs에서는 배당의무 없음. 단, 90%이상 배당시 법인세 소득공제  
 ○ 자금모집시 투자설명서 제공(제10조)  
 ○ 현물출자시 부동산에 대한 전문기관의 평가의무화(제19조)  
 ○ 부동산거래시 해당 부동산에 대한 실사보고서 작성(제24조)  
 ○ 개발사업에 투자하는 경우 부동산투자자문회사가 사업계획서 평가(제26조)  
 ○ 매분기 투자보고서를 통하여 경영성과 공시(제37조)  
 ○ 투자에 대한 중요한 의사결정은 주주총회, 이사회에서 결정(제12조, 제13조)  
 ○ 내부거래 제한, 미공개 자산운용정보의 이용금지(제30조, 제32조)

Table 1. 부동산투자신탁, MBS, REITs의 비교

구분	부동산투자신탁	MBS	리츠
근거법	신탁업법	주택저당채권유동화회사법	부동산투자회사법
설립인가	금감위 인가	금감위 인가	건교부 인가
회사형태	회사 없음	주식회사	실체회사
최저자본금	해당없음	250억원	500억원
투자대상	부동산, 관련자산	부동산	부동산, 관련자산
투자증권	수익증권	MBS	주식
상장	임의	불가	일부 의무화1)
배당	임의	표시이자	90%이상
존속기간	약관에 정함	채권만기	무기한
업무위탁	모집회사	판매기관	자체, 위탁

1) 거래소 상장기준 또는 협회등록요건 충족시 상장 또는 협회등록을 하도록 규정

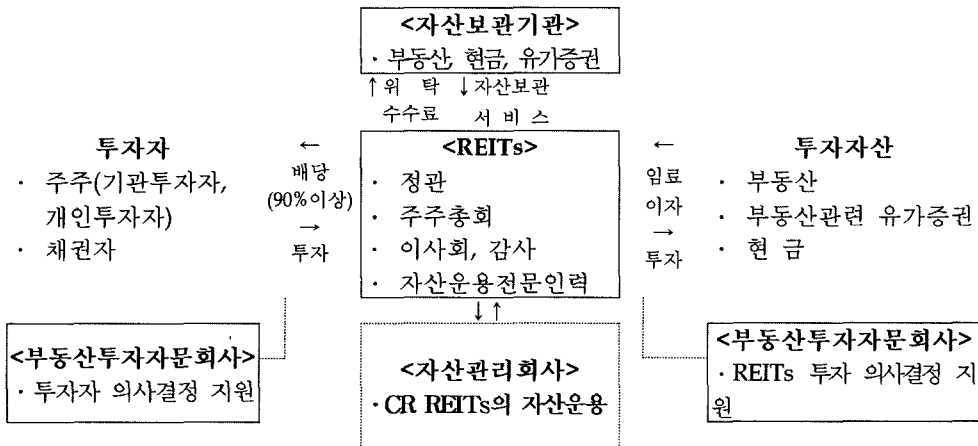


Fig. 1. 우리나라 REITs의 운영구조[4-5]

CR-REITs는 기업이 구조조정을 위해 매각하는 부동산을 매입(70%이상)하고 관리·운영하여 수익을 분배하며 기업이 채무상환을 위해 매각하는 부동산, 채권금융회사와 재무구조개선을 위한 약정을 체결하고 매각하는 부동산, 회사정리절차 및 회계의획에 따라 매각하는 부동산을 거래한다. 부동산투자회사법은 상근 임·직원을 두고, 자산의 투자·운용을 직접하는 실체회사형 REITs만 인정하고 있으나, CR REITs에 한해서 예외적으로 자산운용을 외부의 전문기관에 위탁하는 명목회사형으로 설립토록 하였다. REITs에 대해 회사운영에 지나친 제도적 규제를 가하고, 특히 실체회사형 REITs는 법인세를 부담하도록 함으로써 제도 시행 결과 예외적으로 도입한 CR REITs만 설립이 되고, 실체회사형

REITs는 설립이 전무한 실정이다.

### 3. 현행 REITs 제도의 문제점 및 개선 방안

2003년말 현재 우리나라 REITs는 총자산 규모는 1조 3천6백억원(자본금 기준 : 7천5백억원)으로 본인가를 받은 것이 9개이다. 이 중 7개사는 증권거래소에 상장되어 있고 2개 사는 사모형으로 비상장으로 도입 년수에 비해 그다지 활성화되어 있지 못한 편이다. 이는 부동산투자회사법상 REITs가 활성화되기 어려운 면이 있기 때문인데 이하에서는 문제점과 그 개선방안에 대해 알아본다.

Table 2. REITs와 CR-REITs 비교

구분	REITs	CR-REITs
법적근거	부동산투자회사법	좌동
설립인가	건설교통부장관	좌동
회사형태	영속회사(상법상 실체회사)	paper company(존립기간 정관에 명시)
최저자본금	500억원	좌동
설립방법	모집설립(현물출자불가)*	좌동(자본금의 30%이내 현물출자 가능)
자금조달	주식발행	좌동
주식소유 한도제한	주주1인과 특별관계자는 10% 초과소유금지	제한없음
투자대상	모든부동산	구조조정용 부동산
구성	총자산의 70%이상 부동산에 투자	총자산의 70%이상 구조조정 부동산에 투자
차입	원칙적으로 금지하되 일정한 경우에만 허용	좌동
업무위탁	내부관리 또는 위탁관리	위탁관리
감독	건교부 인가?감독	건교부?금융위 공동 감독
배당	주주에게 90%이상 배당	제한없음
법인세	투자손실준비금 50% 손금산입	90% 배당시 소득공제
취득?등록세	1/2 감면	면제

\*자본금의 30% 이상을 일반공모형식으로 조성

### 3.1 현행 REITs제도의 문제점

첫째, 부동산투자회사 제도의 성공요소는 수익률 확보이고 이는 조세 혜택을 얼마나 많이 받느냐에 달려있는데 우리의 REITs는 세계상 혜택이 크지 않다. 특히 우리나라는 외국에 비해 부동산 거래시내는 세금의 종류가 많은 편이다. 현재 부동산투자회사와 관련된 조세 중 중요한 것은 부동산관련 조세와 소득세 및 법인세의 이중과세 문제이다. 현행 법 하에서 적정 수익률 확보 곤란하다는 점에 있다. 2001.2월 한국감정평가협회 연구에 따르면 서울지역 오피스빌딩의 평균소득수익률은 7.81%로 법인세, 감가상각 등을 감안하면 4%로 하락한다. 즉 감가상각비와 법인세차감전 순이익률 7.81%에서 50년에 걸쳐 감가상각 가정하면 5.81%로 하락하고 법인세율 30.8%를 적용하면 순수익률은 4%이다. 이외에도 부동산 취득시 부과되는 취득세(1%)·등록세(1.5%)와 배당률(90%이상) 등을 감안하면 수익률 추가 하락한다. 이는 REITs도입 당시인 2001년도의 은행의 정기예금금리에도 못미치는 수준으로 타 금융상품과 비교해 볼 때도 수익률이 낮아 투자의 활성화가 어려웠다<sup>4)</sup>.

그러나 우리나라는 아직 외국에서처럼 부동산투자회사에 대해 적절한 세제지원이 이루어지고 있지 않다. 기업과 금융기관의 구조조정을 위하여 도입된 CR-REITs의 경우에는 어느 정도 세제혜택이 주어지지만 일반 REITs의 경우에는 충분한 혜택이 주어지고 있지 못하다.

둘째, 세계상의 혜택과 연계되어 있는 것으로 적정한 수익률확보가 문제이다. 부동산투자회사가 발전하려면 위험도를 감안하는 경우 회사채 금리보다는 다소 높은 수준의 배당이 이루어져야 한다. 그러나 부동산 경기의 변동성이 심해 부동산침체기에는 적정 수익률 확보가 곤란한 경우가 많다. 부동산 투자가 시세차익 위주로 이루어진 관행상 수익성 부동산이 적고 임대용 부동산의 경우 REITs의 시행으로 인한 가격 상승에 대한 기대감으로 인하여 매도자와의 가격협상이 쉽지 않다. 적정한 수익성 물건을 발굴해야 하는 어려움은 역으로 수익성 없는 자산이 부동산투자회사에 유입되는 것도 막아야 한다. 금융회사나 건설 회사들이 부동산투자회사를 설립한 뒤 자신의 저수익 부실 부동산을 부동산투자회사에 비싼 값으로 떠넘길 수도 있다.

4) 금융상품간 수익률 비교(2001.6월 기준)한 자료에 따르면 은행정기예금(1년)은 5.74%, 회사채3년(BBB+)는 8.46%, REITs는 4%로 나타났다.

셋째, REITs가 금융상품으로서 경쟁력을 갖추기 위해서는 수익성 확보와 함께 소액투자자 보호장치가 마련되어야 하나 정보인프라 미구축, 상장규정 미비, 금융감독당국의 감독권 부재 등의 문제가 있다. 개별부동산, REITs, 부동산소프트폴리오에 대한 정보인프라 미구축으로 인한 정보의 신뢰성 확보 곤란하다. 부동산투자회사 법상 상장이 의무화되어 있으나 상장규정의 미비로 인해 초기상장이 불가능하여 환금성 확보 곤란하다. REITs는 일반투자자로부터 자금을 모집하는 간접투자 상품임에도 금융감독당국에게 감독권이 부여되어 있지 않아 다른 금융상품과의 형평성 결여되어 있다.

넷째, 과도한 자금조달제한, 주식분산요건 등 설립 및 운영을 어렵게 하는 규정이 다소 존재한다. 1인당 주식소유한도, 설립시 현물출자제한 등의 규정으로 인해 부동산 보유 및 운영 경험이 많은 금융회사, 부동산 신탁회사 등의 설립 곤란하다. REITs의 특성상 고율의 배당지급으로 인한 낮은 내부유보율로 환경변화에 신속 대응하기 위해서는 채권발행 등 차입을 일정수준 활용할 필요있는데 이것이 어렵다.

다섯째, REITs가 초기에 활성화되지 못함으로써 비제도권 사설펀드나 유사REITs가 난립했다는 점이다. 최근 저금리 추세하에서 여유자금이 부동산으로 몰릴 가능성도 있어 유사REITs에 의한 선의의 투자자의 피해가 나타나고 있다. 투자자보호 측면에서 유사REITs의 설립규제와 더불어 제도개선 및 투자여건 마련으로 REITs를 조기활성화 시키는 것이 필요하다.

여섯째, 일반REITs와 CR-REITs간에 형평성 문제가 있다. 지금 현실은 CR-REITs가 일반REITs에 비해 많은 세제상의 혜택을 받으므로써 일반REITs가 거의 활성화되지 못하고 있다. CR-REITs는 1인 당 주식소유한도(10%) 적용 및 회사 설립 시 발행주식총수의 30% 이상을 일반 공모하도록 한 규정 배제, 30% 이내의 현물출자를 가능하게 함으로써 유리한 지위를 부여하고 있다. 또한 총자산의 70% 이상을 기업의 구조조정용 부동산에 투자하도록 되어 있는 점이 고려되어 법인세, 취득세, 등록세를 전액 감면해준다. 다만 일반REITs에 대해 투자손실준비금 손금산입을 허용해 단기간이나마 법인세 부담을 덜 수 있도록 하고 있으나 이는 법인세를 일정기간 유예해 주는 제도로 법인세를 이연효과만 발생하므로 법인세 자체를 감면해 주는 것은 아니다. CR-REITs에 대한 불형평성으로 인해 일반REITs의 정착화가 되지 않고 있다.

일곱째, 현물출자제한과 차입제한의 문제이다. 부동

산투자회사는 현물출자로 인한 자산의 과대평가를 막기 위해 원칙적으로 현물출자를 제한하고 있다. 따라서 설립단계에서는 해당 부동산을 팔아 현금을 출자해야만 한다. 그러나 이러한 현물출자제한 역시 부동산투자회사의 설립을 지연시키고 있는 한 요인이 되고 있다. CR-REITs의 경우 설립 시에 자기자본의 30% 이내에서 부동산으로 현물출자를 할 수가 있다. 비록 현물 출자하는 부동산 가액을 2인 이상의 감정평가업자가 평가토록 하고 있으나 부동산 가치 과대평가로 인한 경영부실화 및 일반투자자의 피해가 발생할 수 있다.

여덟째, 부동산투자회사의 차입 제한의 문제이다. 부동산투자회사는 원칙적으로 자금의 차입이 금지되고 자금조달은 신주의 발행을 통해서만 할 수 있다. 예외적으로 일정한 상황에서만 단기적인 자금 차입을 허용하고 있다. 그러나 부동산투자회사는 배당가능이익의 90% 이상을 배당하도록 되어 있기 때문에 근본적으로 이익금의 사내적립이 불가능한 구조이다. 그러므로 부동산투자회사는 신주발행을 통해서만 재원조달이 가능하므로 예기치 않은 시장 및 금융변화에 대응하고 성장하기 위해서는 금융기관 등으로부터의 직접차입 및 사채발행 등 외부차입에 의한 자금조달을 허용할 필요가 있다.

아홉째, 부동산투자회사의 운영을 위해서는 전문인력 및 전문기관이 부족하다.

감정평가사, 공인중개사, 그리고 기타 부동산 투자에 관한 전문 인력을 확보하도록 하고 있으나 전문 인력과 기관은 부족하다. 부동산투자회사의 운영에는 이러한 부동산 전문가와 금융 전문가의 협력체계가 구축되어야 한다.

### 3.2 현행 REITs의 개선방안

위에서 제시된 문제점을 개선하기 위해서는 다음과 같은 방안을 수립할 필요가 있다<sup>5)</sup>.

첫째, 외국의 경험에서 보듯 세제지원은 REITs의 성공적인 도입 여부에 결정적 요인으로 작용한다. 우리나라는 부동산의 가격이 높으며<sup>6)</sup>, 취득·보유·양도에 대한 세율이 높고 임대수익률이 낮아 REITs 사업환경이 열악하므로 세제혜택 부여를 통한 수익률 확보가 무엇보다 중요하다. REITs가 회사형태를 띠고는 있지만 일종의 펀드(Fund)이므로, REITs에 대해서도 은행신탁 및 증권투자회사(뮤추얼펀드)와 같이 배당을 법인세 과세대상에서 제외할 필요가 있다. 은행의 부동산투자자

5) 개선안은 건설교통부의 개선안(참고문헌 2) 및 금융감독원의 연구(참고문헌3, 7)를 바탕으로 저자의 안을 추가하여 보완한 안임

6) 우리나라의 PIR배수(집값/가계연소득)는 평균 5(수도권은 6~7)로 선진국의 2~3의 두배 수준

Table 3. 세제지원 비교[2]

구분	REITs	CR-REITs	은행부동산투자신탁	증권투자회사
법인세	정상과세 다만, 투자손실 준비금 손급산입	90%이상 배당시 배당액소득공제	법인세비과세	90%이상 배당시 배당액소득공제
특별부가세	50% 감면 (농특세 과세)	50% 감면 (농특세 과세)	-	-
등록세 취득세	50% 감면 (농특세 비과세)	면제 (농특세 비과세)	50% 감면 (농특세 비과세)	-

탁은 투자의 도관체로서 법인세가 비과세되고 증권투자회사의 경우 배당금액을 전액 법인세 과세대상에서 제외하고 있다. 미국, 일본, 호주 모두 투자도관체로서의 특성을 인정하고 투자자의 이중과세를 피하기 위해 배당요건 등 세제적격요건을 갖춘 경우 배당에 대해서는 전액 법인세를 면제한다.

한편 REITs에 대하여 법인설립시 증과세 배제와 부동산취득시 취득세 및 등록세의 50% 감면 등 각종 세제지원을 하고 있으나 REITs제도의 활성화를 위해 추가 세제혜택 부여가 필요하다. REITs의 적정 수익률 확보를 위해 배당에 대한 법인세 소득공제와 더불어 취득세 및 등록세 감면 확대 등의 추가적인 세제혜택이 요구된다[10].

둘째, 위탁관리부동산투자회사 신설을 통해 REITs의 회사형태를 다양화할 필요가 있다[11]. 현재는 실체회사형 REITs는 투자자산을 자체 전문인력으로 운영·관리하는 「자기관리」 부동산투자회사이고 CR REITs는 기업의 채무상환을 위해 매각하는 부동산을 대상으로 설립된·명목회사로 자산운용을 자산관리회사에 위탁한다. 명목회사형 REITs의 경우 세제상의 혜택을 부여하여 REITs의 수익률을 높일 수 있도록 하고, 설립 투자자의 사정에 따라, 실체회사형(자산의 자기관리) 또는 명목회사형(자산의 위탁관리) 중 선택할 수 있는 자율성 부여할 필요가 있다. 미국, 호주 등 외국의 경우도 자체관리, 위탁관리 자율선택하고 있는 실정이다. 또한, 실체회사형 REITs와 기업의 상시 구조조정을 지원하기 위해 CR REITs<sup>7)</sup>는 존속시키며 자산운용을 자산 관리 회사에 위탁하는 「위탁관리」 부동산투자회사인 명목회사형 REITs를 추가 도입할 필요가 있다. [3]

세째, REITs의 설립·영업규제를 완화할 필요가 있다. 우선은 최저자본금을 인하할 필요가 있다. 진입장벽을 낮추어 중·소규모의 부동산을 대상으로 설립이 가능하

여 다양한 REITs상품에 투자할 수 있도록 해야 한다. 주택저당채권유동화회사(250억원) 및 보험회사(300억원) 등 여타 금융회사에 비해서 최저자본금이 지나치게 높아 설립을 저해하고 있다. 현행 REITs 설립 최저자본금 “500억원 이상”을 REITs설립 최저자본금을 개선안에서 제시한 “250억원으로 이상”보다 대폭 낮추어 “100 억원이상”으로 인하하는 것이 바람직하다. 소규모 회사가 난립하지 않도록 부동산투자회사를 대형화해서 행정당국의 철저한 감독이 뒤따라야 할 것이다.

네째, 설립시 현물출자 허용해야 한다[7]. 투자대상이 되는 부동산을 적기에 확보토록 하고, 설립시 상당규모의 현금을 확보해야 하는 부담을 완화하기 위한 것으로 현재에는 실체회사형 REITs에서는 설립시 현물출자가 불가하고 부동산개발사업의 인가를 받은 후, 총자본금의 30% 이내에서 가능도록 되어 있다. 또한 CR REITs의 경우에는 설립시부터 총자본금의 30% 이내에서 가능하다. 이것을 모든 REITs에 대하여 설립시 총자본금의 50% 이내에서 현물출자 허용하되 다만, 창립총회에서 특별결의<sup>8)</sup>를 요하도록 할 필요가 있다. 원칙적으로 현물출자를 금지하고 있는 취지가 저 수익 자산의 유입으로 인해 부동산투자회사의 수익이 낮아 질 수 있고 감정평가를 통해 현물자산에 대한 객관적인 가치평가가 어렵기 때문이다. 그러나 부동산을 적기에 확보하고 기업들의 자금부담을 줄여준다는 의미에서 현물출자는 필요하다. 다만 현물출자 전에 객관적인 수익성 평가가 전제되어야 한다.

다섯째, 개발사업에 대한 투자를 확대하도록 하였다. 현재에는 개발사업에 투자하기 위해서는 건교부의 인가를 받은 후, 「자기자본」의 30%이내에서 부동산개발사업 가능하다. 그런데 임대사업 중심의 소극적인 수익창출에서, REITs가 개발사업을 통해 적극적으로 수익창출이 가능하도록 지원하고 신탁형부동산간접투자기구

7) CR REITs는 공모의무가 면제되고, 1인당 주식소유한도의 제한이 없으며, 일정비율의 “부동산관련 유가증권”의 보유 의무가 없다.

8) 특별결의 : 주식총수의 3분의2이상 출석, 주식총수의 3분의1이상 찬성

도 개발사업의 투자비율은 총자산의 30%로 유지하도록 한다. 건교부의 인가를 폐지하고, 주총의 특별결의로 대체 「총자산」의 30%이내에서 부동산개발사업 수행할 필요가 있다.

여섯째, 차입을 허용할 필요가 있다. 현재에는 원칙적으로 차입 및 회사채 발행을 금지되어 있고 운영자금의 일시적인 차입은 예외적으로 가능하다. 그러나 REITs의 경우 이익배당이 강제되어 있어, 내부유보금(자기자본)에 의한 자금조달이 곤란하다는 점, REITs의 재무건전성을 해하지 않는 범위내에서 외부차입을 허용하여 재무활동의 자율성을 확대할 필요가 있다는 점 때문에 자기자본의 일정범위 내에서 차입 및 사채발행을 허용해야 한다. 선박투자회사법(자기자본 10배), 간접투자자산운용업법(순자산2배)도 허용해야 한다<sup>9)</sup>. 현재 부동산투자회사법상 REITs의 외부차입은 원칙적으로 금지되어 있어 고율의 배당지급에 따른 낮은 내부유보를 따라 환경변화에 신속하게 대응하는데 한계가 있다. 미국의 경우 최근 무담보회사채가 높은 비중을 차지하는 등 부채자금조달규모 증가<sup>11)</sup>하고 있으며 호주 경우 LPT 신탁규약에 따라 차입금의 규모를 자산의 60%까지 허용하며 수입의 전액을 투자자에게 배당해야 하므로 차입금의 상환은 자산처분 및 증자의 방식을 통해서만 가능 하다. 따라서 총자산의 100분의 20범위 내에서 직접차입, 사채발행 등 외부차입에 의한 자금조달을 허용할 필요가 있다.

일곱째, 투자자 보호 및 감독을 강화하며 투명성을 확보할 필요가 있다<sup>9)</sup>. 현재 실제회사형 REITs는 건교부 감독만 받고 내부통제기준 제정 의무화되어 있다. CR REITs는 건교부·금감위 공동감독 내부통제기준 제정 의무화되어 있는 반면 자산관리회사는 내부통제기준<sup>12)</sup> 제정의무 없다. 따라서 모든 REITs에 대하여 건교부·금감위 공동감독하도록 하고 REITs외에, 자산관리회사도 내부통제기준 제정 의무화할 필요가 있다. 실제회사형 REITs와 자산관리회사는 준법감시인<sup>13)</sup>을 두도록 의무화해야 한다. 준법감시인은 간접투자자산운용업법도 동일하게 규정되어 있으므로 REITs 및 자산관리회사의 업무의 투명성이 제고되고 법령이 준수되어 투자자가 보호될 수 있도록 제도적 장치를 강화해야 한다. 다만, 명목회사형 REITs는 상근 임직원이 없는 paper company로 준법감시인이 불필요하다. REITs의 인가

및 감독권한은 건설교통부에 있으며 CR-REITs의 경우 설립 인가시 의견제출, 자료의 제출·보고 명령권, 업무 및 재산에 대한 검사, 업무정지·임직원 징계 등의 요구권 등을 통해 금감위 감독하고 있다. 모든 REITs는 부동산을 통한 금융상품이므로 금감위의 감시와 감독을 받도록 할 필요가 있다. REITs의 정확한 실체에 대한 홍보 및 인식을 강화하기 위한 프로그램을 금감위가 개발해야 한다. 투자자들이 유사REITs 및 사설부동산펀드로부터 피해를 입지 않도록 금융소비자를 보호하기 위하여 부동산간접투자상품으로서의 REITs의 정확한 실체에 대한 사전 홍보 및 인식이 필요하다.

여덟째, REITs 회계기준을 도입할 필요가 있다 [3],[7]. 현재에는 별도의 규정이 없이 REITs에 대해 일반적인 기업회계기준을 적용하고 있는 실정이다. 부동산 특성으로 현행 기업회계기준으로는 REITs의 재무정보가 투자자에게 효과적으로 전달되기 어려우며, 부동산에 대한 감가상각액 기준 등 REITs의 정확한 자산평가를 위해서는 별도의 회계기준이 시행이 필요하다. 예를 들어 부동산은 고정자산의 감가상각비보다는 자산가치 상승요인이 더 크므로, 정확한 감가상각액 기준 마련할 필요가 있고 대차대조표 상 「부동산관련자산」의 항목을 추가하고, 손익계산서를 매출총손익 대신 「영업이익 기준」으로 표현하는 것 등이다. 회계기준 제정은 금감위에서 민간 전문기관에 위탁 등의 방식으로 별도 회계기준을 제정도록 하는 것이 바람직하다. 전통적인 부동산 자산 회계처리인 부동산 가치의 감소를 가정하고 있으나 역사적으로 볼때 부동산 가치는 시장 상황에 따라 등락하며 이는 REITs의 주가에 반영 또한 감가상각의 비현금지출 회계처리로 인한 수익의 내부유보는 도관체(conduit)로서의 REITs의 특성상 맞지 않으며, 기간별 투자자 사이의 형평성 문제를 야기하고 있다. 마지막으로 투자자 보호장치 마련해야 한다. [부동산투자회사가 활성화되기 위해서는 폭넓게 투자자를 유치할 수 있어야 한다. 투자자를 유치하기 위해서는 각종의 투자자 보호장치가 필요하다. 투자자를 보호하는 방법에는 부동산투자회사에 대한 각종 정보를 공개하는 정보공시 방법과 부동산투자회사의 도덕적 해이를 막는 방법 그리고 감시 감독을 강화하는 방법이 있다.

부동산투자회사의 기업공개 시 기업공시제도를 엄격히 적용하여 부동산투자회사의 운영의 투명성을 확보하

9) 선박투자회사법(자기자본 10배), 간접투자자산운용업법(순자산2배)도 허용  
 10) 시행령에서 운영자금을 일시적으로 차입하는 경우, 부동산과 관련된 부채를 당해 부동산과 함께 취득 하는 경우 등 투자목적이 아닌 경우 주주총회 및 이사회 결의를 거쳐 차입 가능하도록 예외조항을 둠  
 11) - 2000년중 상장REITs의 자금조달 실적을 보면 부채자금조달규모(무담보회사채 68%, 주택저당채권 5%)가 증자를 통한 자금조달규모(27%)의 2.7배 규모  
 12) 내부통제기준 : 법령의 준수와 건전한 자산운용을 위해 임·직원이 따라야 할 행위의 기준  
 13) 준법감시인 : 내부통제기준의 준수를 점검, 위반시 감사에 보고

는 동시에 투자자 보호장치로 활용하여야 한다. 그리고 부동산투자회사를 최초 공개하기 전에 투자설명서의 기본 검토과정을 거쳐야 한다. 그러나 부동산투자회사법의 내용처럼 투자회사가 투자자문회사를 자회사로 가지고 있으면서 자체분석을 통해 투자자에게 공개하는 것은 오해의 소지가 많다. 특히 우리는 과거에 검증되지 않은 개발사업에 투자하여 사기피해를 경험한 투자자들이 많았다. 물론 이것은 제도권의 부동산투자회사가 아니고, 투자클럽을 표방한 사설펀드 같은 것들이었지만 투자자들에게는 이러한 피해 의식이 사라지지 않고 있기 때문에 차별화가 되지 않으면 안 된다. 투자회사 자체에서만 분석하여 홍보한다던가 자회사를 통하여 검증하는 것만으로는 부족하다.

부동산투자회사의 수입구성, 자산구성, 배당요건 등 자산운용의 가이드라인을 엄격히 적용하고 부동산투자회사의 운영 정보도 실시간 발표할 수 있는 장치를 마련해야 한다. 부동산투자회사가 투자자의 이익에 반하는 형태로 운영되지 않도록 부동산투자회사 운영정보를 실시간 발표할 수 있는 장치가 마련되어야 한다. 기업 지배구조상 자산운용회사를 지배하는 스폰서의 부동산투자회사 운영을 감시할 수 있는 외부감시 기능을 강화하여야 한다.

부동산투자회사는 타인의 자금을 가지고 대신 투자해주는 역할을 수행함으로써 엄격한 감독과 법령위반 시 처벌을 제도화하는 것이 필요하다. 따라서 행정기관은 엄격한 감독을 하고 부동산투자회사의 주식을 주식시장에 조기 상장되도록 하여 공시 등을 통하여 각종 자본시장의 견제가 작동되고 금융당국도 감독할 수 있도록 해야 한다. 특히 구조조정REITs는 증시에 상장해야 한다는 의무규정이 없으므로 구조조정용 부동산을 대는 일부 기업과 투자자들끼리만 운용할 수 있다. 따라서 구조조정REITs에 대한 감독도 더욱 강화되어야 할 것이다.

아홉째, REITs의 활성화를 위해서는 개별부동산의 투자정보, REITs에 대한 투자정보, 부동산 포트폴리오 투자정보가 갖추어져, 투자자들이 공신력있는 자료를 바탕으로 투자판단을 할 수 있는 여건 마련이 필요하다. 개별부동산에서 발생하는 수익(cash flow)에 근거하여 평가하는 수익환원률 활용을 위한 회계정비 및 시계열 자료 구축 필요하다. REITs 활성화를 위해 부동산에 대한 정보 뿐 아니라 금융상품으로서의 부동산펀드에 대한 정보도 요구된다. REITs의 수익성 측정수단으로 운영수입(FFO), 자산가치 평가수단으로 순자산가치(NAV)등의 투자정보 구축이 필요하다. 또한 부동산 포

트폴리오 투자정보는 직접부동산시장의 투자지표<sup>14)</sup>와 REITs의 성과를 나타내는 간접투자지표<sup>15)</sup>로 구분하여 공시될 필요가 있다. 우리나라는 현재 직접부동산투자지표 중 임대지표 및 지가 등 단순가격지수만 작성되나 소득수익(income gain)과 자본수익(capital gain)을 모두 고려한 수익지표의 도입 및 향후 REITs의 상장과 더불어 간접투자지표의 도입이 필요하다.

열째, 1인당주식소유한도를 확대할 필요가 있다. 주주구성의 자율성을 확대하기 위해 현행 10%인 REITs의 1인당주식소유한도를 10%이상으로 확대할 필요가 있다. 설립자본금이 인화되고, 공모가 의무화됨에 따라 우량한 기관투자자의 투자유도를 위해서는 소유지분 확대가 필요하다. 1인주주 주식보유한도(10%)에 따른 경영권 확보 어려움, 현물출자 제한에 따른 보유 부동산의 REITs화 곤란 등으로 부동산신탁회사, 금융회사 등이 REITs 설립에 소극적이다. 일부 금융회사들이 REITs사 설립 등을 추진하여 왔으나 주식소유한도 규제(10%) 등으로 진척되지 못하고 있는 실정이며 CR-REITs와 같이 금융회사 또는 부동산신탁회사 등이 설립주체가 되어 운영하는 경우 10% 소유한도 및 금융회사의 동일기업발행 주식보유한도(15%)에 관한 조항의 적용 면제가 검토될 필요가 있다. 각국의 보유한도 규정을 참고로 보유한도를 조정할 필요가 있다.

마지막으로 자산구성 의무비율 완화할 필요가 있다. 현행 「자산의 90%이상 부동산·부동산관련 유가증권 및 현금, 이중 70%는 부동산」인 자산구성의무 비율을, 「자산의 80%이상 부동산·부동산관련 유가증권 및 현금, 이중 70%는 부동산」으로 완화하는 방식이다. 이는 REITs의 부동산에 대한 보유비율(총자산의 70%)은 유지하고, 수익성 제고를 위해 자산의 투자운용의 폭을 확대하기 위한 조치이다.

### 3. 결 론

우리나라에 REITs가 도입된지 3년이 경과한 지금 아직 CR-REITs 이외에 타 유형의 REITs는 거의 정착되지 못하고 있다. REITs가 성공적으로 정착하기 위해서는 무엇보다 REITs의 수익률이 타 금융상품과 비교해서 뒤지지 않아야 한다. 즉 위험대비 적정 수익률이 보장되어야 한다는 점이다. 건설교통부에서는 REITs 활성화를 위해 부동산투자회사법 개정안을 내놓은 상태에 있다. 우리나라 REITs가 성공적으로 정착되기 위해서는 REITs의 유형을 다양화하고 REITs의 설립 및 영업활동에 대한 규제를 완화할 필요가 있다. 그리고

14) 수익지표, 임대지표 등 부동산의 감정평가에 기초한 지수



REITs가 투자자로부터 신뢰를 받을 수 있도록 공시제도를 강화하고 투명성을 확보할 필요가 있다. 투명성 확보를 위한 방안으로 REITs 관련회계규정의 정비를 들 수 있다. 설립시 현물 투자를 확대하거나 주주의 소유비율제한을 완화, 운영자산 배합에 대한 규제완화 등 REITs가 활발하게 영업활동 및 자본조달 활동을 할 수 있도록 환경을 제공함으로써 투자자에 다가갈 수 있도록 하여야 할 것이다. 투자상품으로서 REITs의 경쟁력을 높여서 시중 부동산자금을 상당부분 흡수한다면 부동산시장의 장기적 안정적 성장도 가능할 것이다. REITs의 성공적인 정착은 부동산 투자에 대한 인식과 방법을 변화시킬 수 있는 좋은 계기인 만큼 REITs의 성공적인 정착을 위해 다양한 방안을 모색할 필요가 있다.

### 참고문헌

- [1] 건설교통부, 부동산투자회사법 및 시행령내용, 2001.5.
- [2] 건설교통부, 부동산투자회사법 개정안 입법예고- 위탁관리REITs 도입 및 규제완 화추진-, 2004.4.
- [3] 금융감독원, 금융감독정보, 2001-36, 2001.9.
- [4] 금융감독원, 2003년도 연차보고서, 2004.4.
- [5] 금융감독원, 2002년도 연차보고서, 2003.7.
- [6] 김우진, REITs제도 도입효과와 대응방안, 한국감정원 『부동산 리서치』, 2000.
- [7] 문재희, 외국의 REITs제도 현황 및 시사점, 금융감독원 조사연구국, 2001-35호, 2001.
- [8] 민재기, 유사금융기관피해사례집, 금융감독원, 2002.1.
- [9] 박원석 외 1인 삼성경제 연구소, REITs 도입의 영향과 정책과제, 2000.4.
- [10] 송영훈, REITs 시장활성화를 위한 새로운 접근방법, 2002.8.
- [11] 임승욱, 부동산투자회사제도 도입을 위한 공청회 자료, 건설교통부, 2000.5.
- [12] 양철호, 구조조정펀드의 투자전략, 삼성경제연구소, 2001.5.
- [13] 최옥순, 불법금융거래의 유형 및 특징, 금융감독원, 2003.12.
- [14] 한석균, 한국의 REITs현황과 투자전략, 삼성경제연구소, 2001.5.
- [15] [www.investinREITs.com](http://www.investinREITs.com)
- [16] <http://www.nareit.com>