

한국형 부동산투자회사(REITs)제도 개선을 위한 소고

정 기 열*

논문 초록

우리나라의 REITs 제도는 IMF 외환위기 이후 침체된 경기회복을 위해 2001년 7월 도입되었다. 현재까지 수차례에 걸친 법률 개정과 제도개선을 통하여 시장의 요구 사항을 반영하고 제도의 부작용을 방지하고자 노력하였다. 그러나 이 같은 노력에도 불구하고 우리나라의 REITs 제도는 미국 등 주요 선진국에 비해 충분히 활성화 되고 있지 않은 실정이다. REITs 제도가 도입된 지 16년이 지나고 있는 현 시점은 한 단계 재도약을 위하여 성숙된 시장 환경 조성이 필요한 시점이다.

REITs는 다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산에 투자·운용하고 그 수익을 투자자에게 돌려주는 부동산간접투자기구인 주식회사로서 「부동산투자회사법」의 적용을 받는 투자수단이다. REITs의 본질적인 특징은 「부동산투자회사법」의 목적에서도 밝히고 있는 바와 같이 일반국민에게 다양한 투자기회를 제공하고, 안정적인 수익 구조를 추구하며, 그리고 세제상 혜택을 제공하는 것이다.

하지만 부동산투자회사의 이와 같은 특징에도 불구하고, 한국의 부동산투자회사는 많은 문제점을 가지고 있다. 필자는 현재 REITs가 직면하고 있는 제도적 및 제도외적인 문제점들을 논의하고, 이를 개선하기 위한 방안 제안하고자 한다. 즉, 본 논문에서는 「부동산투자회사법」이 추구하는 목적에 충실하면서 REITs 업계 종사자, 정부, 입법기관 등의 의견을 충실히 반영한 개선안을 제시하고자 한다.

핵심 주제어: 부동산투자회사, 부동산펀드, 부동산간접투자기구, 부동산투자

경제학문헌목록 주제분류: K2, G2

투고 일자: 2016. 6. 19. 심사 및 수정 일자: 2016. 8. 16. 게재 확정 일자: 2016. 9. 22.

* 한국토지신탁 과장, e-mail: kiyul.jung@koreit.co.kr

I. 서론

부동산투자회사(이하 REITs-Real Estate Investment Trusts-또는 리츠) 제도는 부동산투자회사의 설립과 자산운용 방법 및 투자자 보호 등에 관한 사항을 정함으로써 일반 국민이 부동산에 투자할 수 있는 기회를 확대하고 부동산에 대한 건전한 투자를 활성화하여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 2001년 7월 제정되었다. 도입초기에는 부동산투자자 접근이 어려운 소액투자자에게 우량 부동산에 대한 투자기회를 부여함으로써 일반인의 부동산투자 욕구를 충족시킬 수 있도록 부동산 간접투자 기회 제공하고 투기적 부동산시장을 건전한 투자시장으로 전환하여 가격안정을 도모하였다. 외환위기 이후에는 건설경기 침체를 극복하기 위해 자본시장에서 안정적인 자금 조달이 가능한 구조를 창출함으로써 건설시장의 활성화를 유도, 상대적으로 낙후된 부동산시장의 선진화를 통한 대외적인 경쟁력 제고, IMF 경제위기로 인한 기업과 금융기관의 유동화하기 어려운 부동산 거래의 활성화로 구조조정을 촉진하는 것이 주된 목적이었다.

그러나 부동산투자회사가 도입된 지 16년이 지나고 있는 현 시점에서 경제적 상황 변화에 따라 제도 정비의 필요해 보인다. 세계적인 경제침체 속에서 부동산시장의 구조조정을 연착륙시키고, 외국자본의 투자유치와 해외 부동산에 대한 투자기회 확보 등 최근 어려움에 처한 우리경제에 긍정적인 변화를 이끌어 내는 쪽으로 변화해야 할 것이다.

2001년 7월 제도가 도입된 이후 수차례에 걸친 법률 개정을 통하여 시장의 요구사항을 반영하거나 제도의 부작용을 방지하고자 하였다. 이러한 법률개정이 이루어짐으로써 부동산투자회사제도의 활성화를 위한 노력이 계속되어 온 것은 부인할 수 없다. 그러나 미국과 주요 선진국의 REITs 제도와 비교해 볼 때 여전히 개선해야 할 사항이 많은 것이 사실이다. 이제는 새로운 경제상황 변화에 따른 발빠른 대응이 필요한 시점이다.

이에 본 논문에서는 부동산투자회사제도에 대한 개괄적인 이론을 살펴보고 부동산투자회사가 추구하여야 할 목표와 문제점은 무엇인지 검토하도록 하겠다. 또한 문제점을 개선하기 위해 필요한 제도적·제도 외적인 개선방안을 제시하고자 한다.

II. 부동산투자회사제도 일반

부동산투자회사라 함은 다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산에 투자·운용하고 그 수익을 투자자에게 돌려주는 부동산간접투자기구인 주식회사로 「부동산투자회사법」의 적용을 받는 기구를 말한다(진경아, 2012, p. 23). 즉, 부동산 투자를 위해 다수의 투자자들의 자산(금전 및 부동산)을 부동산에 투자, 운용하여 얻은 투자수익(부동산임대소득, 개발이익, 매매차익 등)을 투자자(주주)에게 배당할 목적으로 설립된 상법상의 주식회사를 의미 한다.¹⁾ 따라서 투자자는 부동산투자회사의 발행 주식에 투자하는 것으로 부동산에 직접 투자하는 것과 유사한 효과를 얻을 수 있다. 부동산투자회사는 부동산시장과 자본시장이 융화된다는 의미도 있다. 단절되었던 부동산시장과 자본시장이 상호 긴밀히 연관되어 부동산시장은 자본시장에서 쉽게 자금을 조달할 수 있게 되었고 직접 투자가 어려웠던 부동산시장이 새로운 투자대상으로 떠오르게 된 것이다(강민석 외, 2011, p. 79-80).

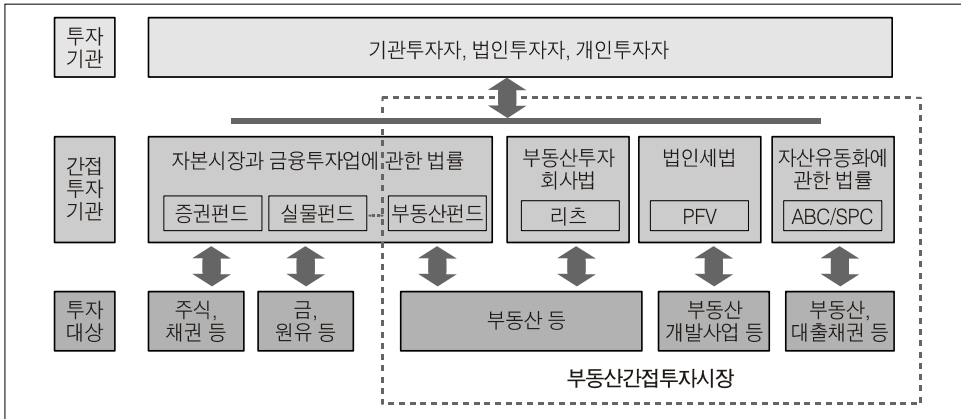
부동산투자회사는 각종 부동산 간접투자기구와 비교했을 때 기본적인 성격의 유사성이 있기 때문에 유사제도와와의 구별이 필요하다. 간접투자기구는 다수의 투자자로부터 투자자금을 모아 증권, 부동산, 실물자산 등에 투자·운용하고, 발생한 수익을 투자자에게 돌려주는 것으로 흔히 펀드(fund)라고도 부르는데, 부동산간접투자기구는 투자대상이 부동산인 것으로서 다수의 투자자로부터 공동기금을 마련하여 부동산 및 부동산 관련 상품에 투자·운용하고 그 수익금을 투자자들에게 배분하는 투자신탁, 투자회사 또는 투자 상품을 말한다.

부동산 간접투자기구는 크게 네 가지 유형이 있는데 그 유형으로는 「자본시장과 금융투자업에관한법률(이하 “자본시장법”이라 한다.)」에 의한 부동산집합투자기구(부동산펀드), 「법인세법」과 「조세특례제한법」의한 프로젝트금융투자회사(PFV), 「자산유동화에 관한 법률」과 「주택저당채권유동화회사법」에 의한 자산유동화 증권

1) 부동산투자회사의 개념 분류에 있어 내용적인 개념과 법적인 개념으로 나누어 정의하는 견해에 따르면 내용적 개념으로 부동산투자회사란 부동산 간접투자기구의 한 기구(vehicle)라고 말할 수 있는데 부동산에 대한 투자는 오랫동안 직접투자 방식에 의존해왔다. 그런데 직접투자는 일반적으로 상당규모의 투자자금과 상당한 전문지식을 필요로 한다. 이 때문에 일반 소액투자자는 부동산에 접근하기가 쉽지 않았다. 내용적 특성으로 부동산의 유동성 증대, 자본조달의 용이성, 위험분산의 가능성, 시장의 투명성 제고, 직접관리 부담의 면제를 들고 있다. 법적인 개념으로 부동산투자회사란 부동산 간접투자를 직접 영위하는 영업의 주체라고 말할 수 있다(정희남 외, 2008, p. 22-24).

(ABS/MBS²⁾) 「부동산투자회사법」에 의한 부동산투자회사 등이 있다(정희남, 2009, p. 2).

〈그림 1〉 국내 간접투자시장 개요



출처: 정희남(2009), p. 2.

「부동산투자회사법」상 부동산투자회사는 그 분류 기준에 따라 다양한 분류를 할 수 있으나 관련법인 「부동산투자회사법」제2조 제1호에서 제시하고 있는 기본분류에 따르면 자기관리 부동산투자회사, 위탁관리 부동산투자회사, 기업구조조정 부동산투자회사로 분류하고 있다.³⁾ 자기관리 부동산투자회사는 자산운용 전문인력을 포함한 임·직원을 상근으로 두고 자산의 투자·운용을 직접 수행하는 회사를 말한다. 위탁관리 부동산투자회사는 자산의 투자·운용을 자산관리회사에 위탁하는 회사를 말하며, 기업구조조정 부동산투자회사는 기업구조조정을 부동산을 투자대상으로 하며 자산의 투자·운용을 자산관리회사에 위탁하는 회사를 말한다.

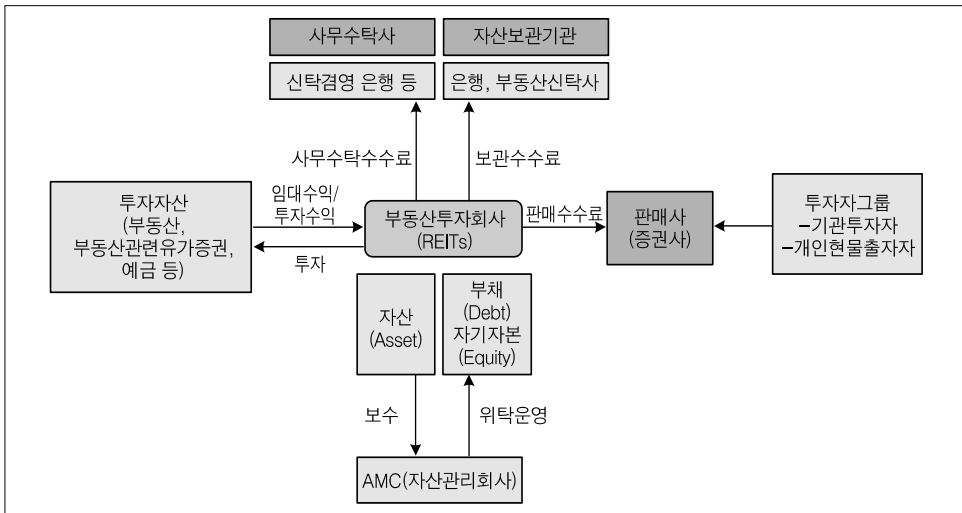
일반 부동산투자회사, 기업구조조정 부동산투자회사는 모두 회사형 부동산 간접투자로서 주식회사이어야 한다. 이러한 부동산투자회사는 주주총회, 이사회, 그리고

2) 투자자로부터 수탁된 자금을 ABS, MBS 등 부동산유동화 증권에 투자운용하여 발생한 수익금을 투자자에게 배당하는 구조의 경우에는 투자자입장에서 보면 ABS, MBS도 부동산 간접투자시장의 하나에 포함된다고 볼 수 있다.

3) 부동산투자회사의 분류기준에 따라 다양한 형태의 분류를 하는데, 투자대상에 따라 지분형(Equity REITs), 저당채권형(Mortgage REITs), 혼합형(Hybrid REITs) 부동산투자회사로 분류할 수 있으며, 환매가부에 따라 개방형, 폐쇄형 부동산투자회사로 분류할 수 있고, 존속기간 유무에 따라 기한부, 무기한부 부동산투자회사로 분류할 수 있다(임상순, 2007, p. 55-56).

감사라는 내부적인 구조를 가지고 있다는 점에서 일반주식회사와 유사한 면이 있지만, 본질적으로 설립목적이나 운용방법이 일반 주식회사와는 달라 상법상의 규정이 그대로 적용되지는 않는다(박훈, 2007, p. 130). 부동산투자회사를 상법상 여러 가지 형태 중 주식회사로 한정하는 것은 주식회사가 주주를 통한 대규모 자금조달이 쉽고 상장을 통한 부동산 확보가 쉽기 때문이다(박상덕 외, 2001, p. 45-46).

〈그림 2〉 한국 REITs의 구조



주: 자기관리부동산투자회사는 AMC에 자산운용을 위탁하지 않고 직접운용하는 형태.

출처: 국토교통부(2014), p. 3.

Ⅲ. 부동산투자회사제도 문제점

부동산투자회사는 투기적 부동산 시장을 건전한 투자시장으로 변화시키고 소액투자자의 부동산 투자 기회를 확대하기 위하여 도입되었으나, 부동산집합투자기구 등 경쟁상품에 비해 과도한 투자규제로 활성화가 되고 있지 않고,⁴⁾ 외국계 자본에 수요를 잠식당하고 있는 실정이다. 우리나라 부동산투자회사는 비슷한 시기에 도입한 일본, 싱가포르 등에 비해 그 규모 및 실적이 매우 저조한 상태이다. 제도도입 시기가 비슷함에도 성장의 차이가 나는 이유는 정책, 경제상황 등 여러 가지 원인이 있을 것

4) 이는 간접투자기구 중 리츠의 투자운용 관련 제도가 가장 엄격하여 활성화를 저해하고 있다(김관영, 2014, p. 14).

이다. 다른 상황 하에서 우수한 외국의 제도만 받아들이는 것이 능사는 아닐 것이다. 즉, 우리나라의 상황에 맞는 부동산투자회사 모델을 찾아 가는 것이 중장기적으로 추진해야 할 정책과제일 것이다. 따라서 아래에서는 우리나라 상황에 맞는 부동산투자회사 모델 정립을 위해 문제점을 짚어보고, 개선점을 살펴보도록 하겠다.

1. 제도적 문제점

(1) 상장리츠의 부족과 신뢰성 부족

『부동산투자회사법』제14조의8은 발행주식 총수의 30%를 일반 공모절차에 따라 모집하도록 하고 있다. 즉, 리츠는 상장과 공모를 전제로 도입된 제도⁵⁾임에도 불구하고, 한국거래소는 2011년 금융사고⁶⁾ 이후 리츠의 상장을 꺼리고 있는 상황이다.⁷⁾ 그 결과 리츠의 외형적인 성장세는 꾸준히 증가되고 있으나, 상장 리츠의 운영규모는 다른 나라에 비해 매우 저조한 수준⁸⁾이다. 실제로 2015년 10월말 기준 국내에선 128개 리츠가 운용 중이다. 지난해 평균 배당 수익률은 7.5%로 다른 부동산 간접투자수단에 비해 상대적으로 높다. 자산 규모는 2010년 7조 6000억 원에서 지속적으로 증가해 지난해 18조원에 달했다. 수치로만 보았을 때 리츠 산업이 순항하는 것처럼 보인다. 그러나 무늬만 리츠일 뿐 불특정 다수로부터 자금을 받아 포트폴리오를 만들어 투자하는 진정한 리츠는 거의 없다. 먼저 128개 리츠 가운데 공모형(상장) 리츠는 3개뿐이고 나머지는 전부 사모(私募)다. 또 한 개 리츠가 한 개 부동산에 투자하는 ‘1물 1사’ 형태 리츠가 80% 이상이다.⁹⁾ 이에 따라 개인의 소액 부동산 투자기회 확대라는 도입취지를 달성하고 있지 못하고, 시장 성장에도 한계를 보이고 있다. 최근에

5) 부동산투자회사법 제1조의 목적에서 제시하고 있는 “일반 국민이 부동산에 투자할 수 있는 기회를 확대”의 의미는 리츠의 본질적 목표가 상장임을 보여주고 있다.

6) 골든나래리츠는 추가조작 사건, 다산리츠는 대표이사 횡령·배임으로 인한 상장폐지됨.

7) 일부 리츠에 대한 상장폐지 이후 현재는 매년 리츠 및 관련 회사에 대한 전수검사를 실시하여 건전성이 크게 강화된 투자자보호 제도를 운영하고 있으며, 공인회계사 등 인력 5명 및 매년 감사관련 예산을 확보하여 한국감정원을 리츠 검사 및 사업성 검토에 관한 전문기관으로 지정하여 공동으로 검사를 실시 중에 있다.

8) 우리나라 리츠의 경우 대부분 사모로 운영(94%)되어 소액 투자자들은 원해도 투자를 할수 없는 상황이다. 또한 신규 우량한 리츠의 경우 상장이 없고 상장의 필요성도 못느끼고 있다. 결국 영세한 상장리츠만이 잔존하여 주식시장에서의 실적은 더욱 떨어지는 추세에 있다(국토교통부, 2016, p. 3).

9) 국토교통부 리츠정보시스템, 리츠통계 참조(<http://reits.molit.go.kr>).

는 1조원 가까운 국내 대기업의 자산이 해외거래소에 리츠 상장을 추진하는 안타까운 사례가 발생하기도 하였다(김관영, 2014, p.15). 이는 제도적 취지에 반하는 시스템 간의 조화가 이루어지지 못하고 있기 때문이다. 즉, 상장규정의 매출액 기준이 지나치게 높은 면이 있고, 상장심사 요건에 수치화 할 수 있는 범위를 벗어나 경영성과 외의 요소인 기업경영의 계속성, 지배구조의 투명성, 대주주의 도덕성 등 모호한 기준을 두고 있다. 또한 부동산 펀드와 비교했을 때 상대적으로 엄격한 상장기준을 규정하여 형평성에 반한다.¹⁰⁾ 이러한 상장기준에 리츠의 건전성 및 우량정도를 미반영하고 있기 때문이다.

다음으로, 리츠 규모에 따른 상장시장 선택권을 부여하여야 하는데 차등 없이 유가증권시장에만 상장 할 수 있도록 하고 코스닥 시장의 진입을 막고 있는 문제점이 존재한다.

(2) 이중과세 문제 및 조세부담의 과중

위탁관리 REITs와 자기관리 REITs와의 소득공제 혜택의 부여와 관련하여 위탁관리 REITs에는 「법인세법」 제51조의2 제1항 제4호에서 소득공제를 하고 있으나 자기관리 REITs에는 그 혜택을 부여하지 않고 있다. REITs는 투자의 도관체(導管體)에 불과한 특정목적의 회사로서 적극적인 영업을 수행하는 회사가 아니라 투자를 대행하는 간접투자 상품이다. 그럼에도 불구하고 우리나라의 경우 투자 도관체로서의 성격보다는 실질회사형인가 SPC형인가를 기준으로 실질회사형의 경우 세제혜택을 부여하지 않고 있다. 이는 지나친 형식논리에 사로잡힌 것으로 합리적인 이유없는 차등에 해당되어 이중과세의 대상이 되는 등 문제점이 있다. 또한 대부분의 국가에서 리츠는 펀드와는 다른 별도의 세제혜택을 부여함으로써 일반국민에 대한 건전한 부동산 투자 기회 제공이라는 사회적 편익을 도모하고 있는데 우리의 경우 혜택부여가 없는 상황이다.

10) 유가증권시장 상장기준 제127조는 부동산투자회사의 신규상장요건으로 매출액(개발 300억 원/임대 100억 원), 이익기준(영업이익 25억 원), 자본금(자기자본 100억 원)을 모두 충족해야 하며, 자기관리 리츠는 질적 심사도 적용하고 있다. 반면, 부동산펀드의 경우 유가증권시장 상장기준 제101조에 따라 자본금 요건 외에 매출액요건, 이익기준 등을 두고 있지 않는 점을 보았을 때 실질은 부동산에 대한 간접투자 기구로 동일하나 다른 취급을 하고 있는 것은 형평성에 반한 상장규정 운용은 재고되어야 한다.

(3) 새로운 제도도입과 간접투자수단간 선택권 경직 등 투자제한

부동산투자회사법 개정안이 정부입법 및 의원입법으로 제안된 사항에 대한 법률개정안 통과로 제도적인 문제에 대한 일부사항에 대한 개선¹¹⁾은 이루어 졌으나, 리츠 대형화를 위한 제도적 미비점이 여전히 존재한다. 새로운 리츠의 유형 도입이 지연되고 있고 전통적인 리츠제도의 틀에서 벗어나지 못하고 있다. 미국 등 선진국에서는 이미 도입되어 리츠의 대형화 및 활성화를 유도하고 있는 UP-REITs의 도입이 지연되고 있다.

UP-REITs는 REITs가 부동산을 직접 소유하지 않고 REITs의 모든 부동산과 자산을 이른바 운영조합이 소유하는 형태이다. REITs는 운영조합에 대하여 무한책임조합원의 성격을 가지는 General Partner인 동시에 지배권을 가지게 되고 부동산보유자는 부동산을 현물출자하여 조합의 유한책임 조합원의 성격을 가지는 Limited Partner가 되는 구조이다(김병연, 2002, p. 41).

UP-REITs는 부동산 현물출자에 대한 과세이연의 방법으로 이용된다. 파트너쉽에 현물출자하는 단계에서는 양도차익을 인식하지 않고 현물출자의 대가로 받은 유한책임사원(LP)의 지분을 현금 또는 REITs 주식으로 전환 했을 때 비로소 양도차익을 인식하기 때문이다. 부동산 투자법인으로 부동산투자가 활발해지고 부동산의 거래세 및 보유세 등 유통비용을 절감하기 위해서는 이러한 과세이연이 필요한 면이 있다(山崎和哉, 2001, p. 184; 박훈, 2007, p. 106). 그러나 이러한 활성화를 위한 새로운 제도의 시행이 지연되는 것은 문제이다.

또한, 우리나라는 「부동산투자회사법」의 회사형 리츠와 「자본시장법」의 부동산 펀드라는 제도적 유사성이 존재하나 관련 근거법이 다른 이중적인 법체계를 도입하였다. 이러한 상황에서 양제도의 장점을 최대한 살리지 못하고 인가받은 또는 신고한

11) 부동산투자회사법 개정(법률 제13375호, 2015. 6. 22. 일부개정)으로 기존 정부입법 및 의원입법으로 진행된 부동산투자회사법 일부개정 법률안이 통과됨으로써 감정평가 절차가 개선되었으며, 일반 부동산투자회사와 개발전문부동산투자회사제도의 불필요한 구분을 조정하였고, 배당 방식에 대한 유연성을 제고하고, 자산관리회사의 설립인가 취소권 부여와 리츠정보시스템 구축 등을 골자로 한 여러 사항이 개선되었다. 또한, 최근 법률개정(법률 제13798호, 2016. 1. 19., 일부개정)에서는 부동산투자회사의 설립자본금을 자기관리리츠는 10억원에서 5억원으로, 위탁관리/기업구조조정리츠는 5억원에서 3억원으로 축소시킴으로서 리츠 설립의 진입장벽을 낮추었고, 사모형 위탁관리리츠와 기업구조조정리츠의 영업개시 요건을 등록제로 전환함으로써 투자의 적절한 시점을 놓치지 않게 하였으며, 리츠 정보를 리츠정보시스템을 통해 공지함에 따라 일반투자자의 정보 접근이 용이해지도록 개선하여 결과적으로 일반투자자의 리츠에 대한 신뢰도를 제고하여 투자를 활성화하는데 기여하도록 하였다.

제도로만 운영될 수 있고 변화된 상황에 맞는 제도의 선택권 측면에서 문제가 존재한다.

다음으로 REITs에 대한 투자와 관련하여서도 「은행법」, 「보험업법」 등에서 REITs에 대한 출자를 제한하거나 금산분리의 취지에 따라 「금융산업의 구조개선에 관한 법률」 등 여러 가지 투자제한¹²⁾이 존재한다. 그러나 REITs는 형식적으로는 “주식회사”이지만 투자금융상품의 일종으로서 금산법 제정취지와 사실상 무관하다고 말할 수 있다. REITs는 부동산간접투자 기구로서 투자도관제 역할을 담당하는 것이기 때문에 이러한 「금융산업의 구조개선에 관한 법률」상 소유한도 제한은 입법취지에 맞지 않고 오히려 자유로운 투자를 제한하는 문제점이 있다.

(4) 허브형 리츠 활성화 부족과 자산관리회사의 대리인문제

최근 부동산투자회사법 제14조의8, 동법 제15조, 제25조, 제27조 개정을 통하여 모자형리츠[연기금이 50%를 초과하여 투자한 리츠(母리츠)가 다른 리츠(子리츠)에 50%를 초과하여 투자하는 경우 그 다른 리츠(子리츠)의 공모의무를 면제하는 등 규제를 일부 완화]의 활성화를 위한 법률개정을 시도하였으나 현재 민간시장에서는 모자형 리츠가 만들어져 상장을 통한 규모의 확장을 하고 있는 사례가 없는 상황이다. 이는 제도에 대한 홍보부족과 전문인력의 부족때문으로 보이지만 유가증권시장 상장 규정 등 관련 규정의 제도적 뒷받침이 뒤따르지 못한 원인도 있다.

현행 부동산투자회사 감독규정 제10조¹³⁾는 자산관리회사가 고유재산을 활용한 유가증권 투자를 제한하고 있다. 이로 인해 자산관리회사는 수수료 영업만을 영위할 수밖에 없어 영세한 수준을 벗어나지 못하고 있다. 이러한 자산관리회사의 투자비율 규제는 본인(리츠)과 대리인(자산관리회사)의 문제를 야기할 가능성이 존재한다.

전통적인 대리인 이론은 주주와 경영자 간의 이해관계의 충돌에 초점을 맞추고 있는데, 이외에 지배주주와 소액주주 간에도 대리인 문제가 발생할 수 있다(Shleifer

12) 「금융산업의 구조개선에 관한 법률」 제24조는 동일계열의 금융기관이 공동으로 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 20% 이상을 소유하거나, 의결권 있는 발행주식 총수의 5% 이상을 소유하고 해당 회사에 대한 사실상 지배로 인정되는 행위를 하고자 할 때에는 금융위원회의 승인을 얻도록 함으로써 금융자본과 산업자본을 구분하고 있다.

13) 자산관리회사가 위탁관리부동산투자회사 또는 기업구조조정부동산투자회사의 설립당시의 발기인으로서 해당 위탁관리부동산투자회사 또는 기업구조조정부동산투자회사의 설립 후에 신규로 발행한 주식을 그 발행주식수의 100분의 10(법 제14조의8 제3항 제2호에 따른 임대주택에 투자하는 경우에는 발행주식수의 100분의 20) 이내에서 인수만 허용하고 있다.

and Vishny, 1997). 지배주주의 의결권이 높으면 보호막 효과를 누리며 기회주의적인 이익을 추구할 수 있다. 그 결과 지배주주의 의사결정에 따른 위험과 지배주주에게 귀속되는 사적이익 간에 불균형이 초래되어 대리인 문제가 발생할 가능성이 증가한다. 주주들 간의 이해관계의 충돌로 인한 대리인 문제는 이익조정 유인을 증가시킬 뿐만 아니라 회계정보의 가치 관련성을 감소시키고, 자본조달 비용을 증가시켜 궁극적으로 기업가치의 하락을 가져온다(Fan and Wong, 2002; Lemon and Lins, 2003).

2. 제도외적 문제점

(1) 투자대상의 편중 및 리츠에 대한 대중화 부족

우리나라 부동산투자회사는 오피스 위주의 편중된 포트폴리오를 가지고 있다.¹⁴⁾ 오피스에 자산이 편중되는 이유로는 타분야에 대한 전문투자자가 부족하고 다른 영역에 대한 정보부족과 리츠 업계에서도 새로운 영역에 대한 연구 개발의 노력이 부족하기 때문이다. 이에 따라 부동산과 경제상황에 따른 일부 영역에 대한 시장과잉 공급 등 시장상황에 따른 리스크 헷지 측면에서 안정성이 부족한 결과를 야기하고 외부적인 경제상황에 대한 변수에 취약성을 드러내게 된다. 즉, 오피스 시장의 공실을 증가 등 위기 상황발생시 리츠 상품의 전반적인 부실화가 가중될 수밖에 없는 구조이다. 이는 다양한 분량의 투자전문가가 부족한 현실에 기인한 측면도 있을 것이다.

다음으로 국내에서 부동산투자회사는 국민들에게 아직도 생소한 개념의 부동산 투자상품으로 여겨진다. 리츠 판매창구 역할을 하는 증권사와 은행 등의 경우, 리츠 상품에 대한 이해부족과 전문성이 결여되어 있는 실정이다. 일반인들이 투자한 리츠도 많지 않아 금융상품으로서의 인지도가 낮은 수준이다.

이는 법정단체인 한국리츠협회의 홍보 부족도 한 원인이 되고 있다. 현재 한국리츠협회는 자산운용전문인력에 대한 교육을 실시하고 있기는 하나 여전히 부동산 투자회사를 전문으로 하는 집중적인 교육은 부족한 상황이다. 또한 리츠저널이 발간되고 리

14) 리츠 투자자산 현황 (2015년 말 기준, 출처: 리츠정보시스템).

자산구분	오피스	리테일	주택	물류	호텔	기타	계
리츠(개)	42	22	40	11	9	4	128
자산규모(조원)	8.9	2.9	4.8	0.7	0.6	0.3	18.3
투자비율(%)	48.9	16.0	26.1	3.6	3.4	1.9	100.0

츠월간동향을 게시하고 있으나 최신자료에 대한 정보제공에 약점을 보이고 있고 제공되는 정보에도 일반인들이 접근하기에는 한계가 있다.

(2) 국내외 전문투자기관의 참여 부족과 투자관련 새로운 시각의 부족

국내외 기관투자자들의 투자유치¹⁵⁾ 및 REITs가 활성화되기 위해서는 국내 자본에 의한 투자라는 한계를 넘어서야 한다. 리츠정보시스템을 통한 리츠에 대한 정보를 제공하고 있기는 하나 제공하는 항목이 제한적이고 관련 자료의 전산화가 여전히 부족한 상황이다. 리츠의 글로벌화를 통한 규모의 경제 실현을 위해서는 국내 자본뿐만 아니라 외국 투자자들의 참여가 필수적인데 외국투자자들을 유치하기 위한 리츠 관련 정보인프라는 많이 부족한 상황이다.

전 세계적인 부동산시장의 침체에 직면한 상황에서 REITs 단독에 의한 자본조달은 점점 더 힘들어지고 있는 상황에서 국내 투자자들에 한정된 투자유치는 한계가 존재하게 된다. 이러한 한계적인 상황 극복이 필요하다. 최근 해외부동산에 투자하는 리츠가 설립¹⁶⁾되는 등 해외 부동산투자의 물꼬는 트였으나 여전히 해외투자에 대한 정보부족과 획일적인 투자패턴으로 접근하고 있는 실정은 개선되어야 할 것이다.

IV. 부동산투자회사제도 개선방안

1. 제도적 개선방안

(1) 상장 활성화 및 스폰서드 리츠(Sponsored REITs) 유도

부동산투자회사의 공모활성화를 위해서는 다음과 같은 사항이 개선되어야 할 것이다.

15) 우리나라의 대표적 공적연금인 국민연금기금의 대체투자 규모는 2005년 본격적으로 대체투자를 집행하기 시작한 이후 최근 8년 동안 기하급수적인 양상으로 증가하고 2012년 말 현재 국민연금의 대체투자 규모는 33조원에 이르고 있으며, 이 중에서 40%에 해당하는 13조원이 부동산 부문에 투자되고 있다(남재우, 2013, p.7-9).

16) 해외 부동산에 투자하는 리츠가 설립되었으나 투자대상은 오피스 건물에 한정된 투자운용으로 그 투자대상 측면에서 국내 리츠의 오피스 편중과 같은 한계가 존재한다. 새로운 투자대상에 대한 발굴과 투자 구조화가 필요한 상황이다. 다만, 최근에 제이알글로벌 제2호 위탁관리 리츠는 올해 7월 일본 도쿄 근교 가와고에시에 위치한 물류센터의 지분 90%를 900억원에 매입한 것은 고무적인 현상이다.

첫째, 유가증권시장 상장규정은 매출액 300억 원 이상(비개발리츠는 100억 원)으로 하고 있고 영업이익액 25억 원을 요구¹⁷⁾하고 있으나 리츠가 개발사업을 영위하는 경우 사업완료 이전까지는 상장규정의 경영성과 요건 충족이 현실적으로 어렵다. 비개발리츠의 경우 임대소득이 수익기반이 되는데 초대규모 리츠를 운영하거나 모자형 리츠를 통한 다수의 사업을 영위하지 않는 이상 이 또한 유가증권시장 상장규정의 매출액 요건 등을 충족시킬 수 없는 구조적 한계¹⁸⁾가 존재한다.¹⁹⁾ 즉, 부동산 임대업의 매출액 규모는 임대수익을 기반으로 하고 있기 때문에 다른 업종의 매출액 규모보다 상대적으로 낮을 수밖에 없으므로 상장규정의 매출액 및 영업이익액 기준을 완화하여야 할 것이다.

둘째, 질적 심사(질적 심사와 함은 수치화 할 수 있는 상장기준인 기업외형요건, 주식 분산요건, 경영성과 외의 기업경영의 계속성과 지배구조의 투명성, 최대주주의 도덕성 등을 심사하는 요건을 말한다.)를 폐지하거나 최대한 예측가능성이 있는 기준이 제시되어야 한다.²⁰⁾ 부동산투자회사의 공모시장의 활성화를 위해서는 상장추진의 불확실성을 제거하고, 충분한 예측가능성이 부여되어야 한다. 유가증권시장 상장규정의 질적 심사 항목은 부동산투자회사 뿐만 아니라 일반회사의 경우도 적용되는 사항이나 부동산투자회사의 경우 다른 일반회사와 비교하여 질적 심사 항목이 차지하는 비중이 현실적으로 높은 점을 고려하여 부동산투자회사에 한해 질적 심사를 폐지하거나, 부동산투자회사라는 투자상품이라는 전제에서 일반회사의 질적심사 항목과 다른 항목을 개발할 필요가 있다. 즉, 구체적인 질적 심사 평가항목과 충족기준을 제시하여 상장에 대한 리스크를 최소화하는 것이 필요하다.

셋째, 코스닥 시장의 진입을 허용하여야 한다. 현재는 유가증권시장에만 리츠의 상장을 허용²¹⁾하고 있으나 리츠의 투자자 유치의 용이성 등 자본시장의 특성에 따른 자

17) 유가증권시장 상장규정 제127조.

18) 최근 리츠 등 민간부문의 임대주택 공급 필요성이 제기되고 있으나 청산의 불확실성으로 인해 투자를 기피하고 있다. 이를 활성화하기 위해서는 상장을 통해 새로운 투자자를 모집하고, 기존 투자자들이 자금을 회수하여 계속적인 주택임대사업을 영위해 나갈 수 있도록 상장제도를 완화시켜야 한다.

19) 부동산 펀드의 경우 매출액, 이익기준이 존재하지 않으며, 일본과 싱가포르의 경우에도 매출액 요건을 두고 있지 않다.

20) 한국거래소는 경인리츠와 이벤트리츠의 신규상장 신청을 거절한 바 있고, 거래소의 거절사유는 '양적요건'이 아닌 '질적요건'이었음을 고려할 때 예측가능성 측면에서 불확실성이 존재한다.

21) 부동산투자회사법 제20조, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제390조, 제8조의2는 거래소에 한하여 상장을 허용하고 있다.

금조달을 위해 리츠의 회사 편입부동산 규모나 회사상황에 맞춰서 상장시장을 선택할 수 있도록 다양성을 부여하는 것이 필요하다. 그러므로 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제8조의2 제4항에 코스닥시장도 포함시켜야 할 것이다.

넷째, 리츠의 상장을 활성화하기 위해서는 투자자들에 대한 안정성과 신뢰성 부여가 상장심사 평가시에도 중요한 요소가 될 것이다. 시장의 안정성과 신뢰성을 높이기 위해서 싱가포르²²⁾와 일본의 리츠시장이 성장하는 데 핵심 동력이었던 스폰서드 리츠(Sponsored REITs)를 벤치마킹해 한국형 스폰서드 리츠²³⁾를 육성해야 한다. 즉, 대형 건설사나 금융기관이 리츠 대주주로서 중요 역할을 담당하면 리츠의 안정성과 신뢰도는 당연히 높아 질 것이기 때문이다. 우리나라의 경우는 상장리츠의 규모가 영세한 수준을 벗어나지 못하고 있는 상황에서 일반투자자들의 투자에 대한 신뢰를 이끌어 내기에는 다소 한계가 존재한다. 스폰서드 리츠를 정착시키기 위해서는 단기적으로 LH, HUG²⁴⁾ 등 공공기관이 대주주가 된 리츠가 상장을 통해 일반투자자들의 신

22) 싱가포르 리츠가 세제혜택을 받기 위해서는 상장과 수익의 90% 이상을 배당하도록 규정하고 있어 상장을 세제혜택을 필수요건으로 하고 있다(Chuen, 2014, p. 55).

23) 국내에서는 스폰서드 리츠라는 용어보다는 앵커(Anchor) 리츠라는 용어로 바꾸어 사용되고 있다. 해외 부동산투자회사의 경우 아래 표에서 보는 바와 같이 60~70년대에 제도가 도입되어 부동산, 자본시장의 환경에 따라 발달하였고 세제혜택의 규제를 최소화함으로써 장기간에 걸쳐 자본시장 발달에 기여하였고, 호주의 경우는 '90년대 초 부동산시장이 위축됨에 따라 비상장 부동산신탁의 투자자가 대량 환매요구에 따라 비상장 부동산신탁을 강제 상장시킴으로서 당시 리츠가 급성장하였다. 일본의 경우 저금리 시대에 높은 배당률로 급성장하였고, 대기업이 앵커가 된 리츠 발달하였고, 싱가포르의 경우 상장된 경우에만 세제혜택을 주어 모든 리츠가 상장되며 시가총액은 540억 \$로 작은 부동산규모에 비해 고도로 발달된 사례에서 볼 때 한국형 리츠의 성장을 위한 단초는 상장을 활성화와 안정적인 대주주의 참여가 필수적이라는 것을 볼 수 있다. 따라서 한국형 리츠는 위 2가지 요소를 반영한 제도운영이 필요하다.

〈해외 부동산투자회사 비교〉

구분	미국	호주	일본	싱가포르
도입	1960년	1971년	2000년	2002년
상장규모 (`15.5월)	216개, 1,000조원 (1개당 4.6조)	43개, 110조원 (1개당 2.6조)	52개, 100조원 (1개당 1.9조)	39개, 60조원 (1개당 1.5조)
세제혜택요건	주주 100명 (법인세)	100%배당시 (원천세, 배당소득세)	주주 50명 (법인세)	상장(주주 500명) (인지세, 소득세)
성장요인	93년 부동산 위축 시 대안으로 발달	90년대 퇴직연금시장 급속한 발전	정부 CRE(기업보유 부동산매각) 정책	국부펀드 투자 CMT리츠 최초 상장

24) 주택도시보증공사(HUG)의 경우 주택기금을 활용한 리츠 투자가 진행되고 있다. 뉴스테이 허브(NewStay HUB) 위탁관리리츠는 주택도시기금이 허브리츠를 설립하고, 허브리츠를 통해 개별 리츠에 재출자하는 구조로 자본조달은 1단계로 허브리츠가 회사채를 발행하여 민간자금을 유치한 후 자리츠에 출자하고, 2단계로 기금과 FI가 허브리츠에 공동으로 출자하는 방안을 추진하

회를 확보해 나가는 것이 초기 작업이 될 수 있을 것이다. 더 나아가서 다음 단계로 금융기관 또는 대형 건설사를 활용하여야 할 것이고, 해당 리츠가 상장되었을 경우 일반인에 대한 투자기회 제공을 통한 투기가 아닌 건전한 부동산투자시장 제공의 측면에서 세제혜택²⁵⁾ 부여하여야 할 것이다. 이를 통한 금융기관 또는 리츠 관련 기관 주도로 스폰서드 리츠를 설립하면 기존 경험을 기반으로 리츠시장을 확대하고 일반공모를 추진하기가 용이하게 될 것이다. 이러한 스폰서들이 리츠 대형화 및 연속화 추진 주체로서의 역할을 할 수 있을 것이다. 이를 위해서는 현재 부동산투자회사법 제 15조 제1항에서 규정하고 있는 투자자 1인의 리츠 발행주식 총수의 40%를 초과하여 취득할 수 없도록 하고 있으나 안정적인 의사결정권 부여를 위해 일정자산규모 및 자본금 규모 이상의 스폰서에 한해서는 리츠 발행주식 총수의 40%초과하여 소유하는 것을 허용할 필요가 있다.²⁶⁾

(2) 취득세, 법인세 등 세제혜택 개선

REITs제도는 간접투자라는 점에서 직접투자와 비교하여 이중과세의 문제 해소와 부동산 취득단계의 세부담에 대한 경감은 필수적이다. 부동산의 투자수익에 대한 세금은 수익률과 직결되는 만큼 부동산금융의 활성화 문제는 세제정책이 매우 중요한 요인으로 작용한다(엄수원, 2008, p. 403).

첫째, 「법인세법」제51조의2 제1항 제2호에서 부동산펀드의 경우에는 펀드의 형태에 따른 구별없이 배당금액을 사업연도 소득에서 공제해주고 있는 점과 REITs가 여러 가지 부동산 간접투자기구라는 하나의 투자수단이라는 점을 고려할 때 REITs는 투자의 도관체에 불과한 특정목적의 회사로서 적극적인 영업을 수행하는 회사가 아니라 투자를 대행하는 간접투자 상품이라는 성격이 강조되어야 한다. 즉, 투자도관체로 보는 위탁관리 REITs와 기업구조조정 REITs의 경우 투자자가 소수의 기관 등으로 구성되는 경우가 많고, 오히려 자기관리 REITs의 경우 다수의 투자자가 참여하여 배당받는 투자수단으로서의 기능에 더욱 충실하므로 투자도관으로서의 기능에 더욱 부

며, 3단계로 허브리츠를 상장하여 자본시장에서 직접 자금을 조달한다는 계획을 가지고 있다(주택도시보증, 2015).

25) 싱가포르의 경우 리츠가 상장된 경우에만 세제혜택을 주어 모든 리츠가 상장되며 시가총액은 540억 \$로 작은 부동산규모에 비해 고도로 발달하게 되었다.

26) 현재 부동산투자회사법 시행령에서 모자형리츠의 경우 모리츠에 대해 자리츠의 발행주식 총수의 40%를 초과하여 취득하는 것을 허용하고 있는 점은 스폰서드 리츠에 대해서도 참조 할만하다.

합된다(진경아 2012, p. 331). 미국의 경우 회사형 REITs는 부동산 투자의 장기성을 증시하여 실질회사형일수도 있고, 투자의 도관체로서의 특성을 증시하여 자산관리·운용을 외부에 위탁주어야 하는 SPC형일 수도 있는데, 실질회사형이든 SPC형이든 일단 REITs의 요건을 갖추면 배당금 손금방식이 인정되어 사실상 투자자 단계에서만 과세 된다²⁷⁾는 점 및 미국에서 REITs가 활성화된 이유의 대부분은 주주에 대한 이중과세를 배제 할 수 있게 한 것이라는 것은 참조 할만하다(Block, 2006, p. 288; Carr, 1961, p. 939).

둘째, REITs의 제도도입의 목적 등이 공익적인 성격이 있는 자기관리 REITs에도 법인세 공제혜택을 부여야 한다. 형식적 차이만 존재하고 실질적인 차이가 크지 않은 위탁관리 REITs와 자기관리 REITs와의 세제상 혜택을 차등은 불필요하기 때문이다.²⁸⁾ 따라서 「법인세법」제51조의2 제1항 제4호에서 기업구조조정 및 위탁관리 REITs에 대해서만 소득공제를 해주고 있으나 해당 리츠에 대해서만 한정하지 않고 자기관리 리츠까지 소득공제를 할 필요가 있으므로 해당규정의 리츠의 구분을 없애야 한다.

셋째, 「조세특례제한법」제119조 제3항의 위탁관리 및 기업구조조정 REITs를 설립 등기(설립 후 5년 이내에 자본 또는 출자액을 증가하는 경우를 포함한다) 하는 경우 그 등기에 대하여 등록면허세 3배 중과세율을 적용하지 않는 조항 및 「조세특례제한법」제120조 제4항의 부동산투자회사가 취득하는 부동산에 대한 취득세 30% 감면 조항이 일몰종료²⁹⁾되어 더 이상 세제혜택이 주어지지 않는다.

이와 같은 세제혜택의 축소는 국내 리츠산업 투자 활성화를 저해할 것이다. 이는 부동산 투자시장의 수익률감소 및 불안정성 증가로 외국인 투자자들의 신규 유치 감소 및 기존 투자자의 이탈이 우려된다. 리츠에 대한 세제혜택을 새로이 부가하는 것

27) Internal Revenue Code §857(b).

28) 미국의 경우도 REITs의 뿌리 내지는 기원과 관련하여 REITs의 종류와 상관없이 이중과세 배제의 측면에서만 바라보는 시각이 일반적이며 IRC §856~860는 REITs로서의 형성과 유지의 기본을 제공한다(Zivot, 2004, p. 55).

29) REITs는 최소한 7.5%~8% 정도의 수익률을 투자자에게 배당하는 것이 일반적인 투자자 확보를 위하여 요구되는 수익률이다. 그런데, 1.5%~2%는 운영경비로, 1.5%~2%는 감가상각비로 충당해야 하는 것을 감안할 때 REITs는 11%~12% 정도의 수익률을 낼 수 있는 부동산을 찾아야 한다. 그러나, 취득세, 등록면허세, 법인세 등 세제혜택 부여가 없이는 투자가능 부동산이라는 한정된 재원에서 최소한의 운영수익률 확보가 가능한 부동산을 선정해 내기는 어려울 것이다. 따라서 취득단계, 운영단계, 청산단계에 이르기까지 일련의 과정에 있어서 세제혜택은 제도운용과 경쟁력 확보를 위해서 필수적인 사항이다.

이 아니라 기존에 존재하던 혜택을 삭제하는 것은 국제화에도 역행하는 것이기도 하다. 따라서 리츠의 성격상 부과하는 것이 타당하지 않는 취득세 감면 및 대도시 등록면허세 중과배제에 대하여는 일몰조항 형태로 유지하기 보다는 해당내용을 영구화하는 것이 투자자들의 예측가능성을 높이고 법적안정성을 부여하여야 할 것이다.

넷째, 대부분의 국가에서 리츠는 공모·상장을 전제요건으로 펀드와 다른 별도의 추가적인 세제혜택을 부여하여 상장리츠의 사회적 편익을 도모함으로써 일반국민의 소액투자를 늘려 리츠의 유동성·환금성을 높이고 퇴직세대의 안전한 투자처를 확보하게 할 필요성이 있다.

(3) UP-REITs 도입 및 간접투자수단 선택권 부여

대규모 REITs가 생성되고 활성화하기 위해서 우리나라에도 UP-REITs의 도입이 필요하다. 전통적인 REITs는 부동산을 직접 소유하는 반면 UP-REITs는 부동산을 소유한 운영조합의 지분을 소유하게 된다(진경아, 2012, p. 381). UP-REITs에서는 운영조합에게 부동산을 양도하는 형태를 취함으로써 양도소득세를 일단 면제³⁰⁾ 받는다. 그리고 후에 운영조합의 지분을 REITs의 주식으로 전환하게 될 때 양도소득세를 납부할 수 있게 됨으로써 자신에게 유리한 과세시기를 조정할 수 있다는 장점이 있다. 또한, 현행 REITs는 투자대상을 먼저 결정한 후 투자자를 모집하는 형태(deal by deal fund)로 운용되고 있다. 이와는 달리 UP-REITs는 투자대상을 확정하지 않은 상태에서 투자 자본을 모집하는 Blind Fund 형태를 가지며, 설립시 다양한 상품에 적시 투자를 가능케 하고 공모 비중을 높여 향후 유상증자가 용이하다는 측면에서도 REITs시장 활성화가 가능하게 된다(엄수원, 2006, p. 75). UP-REITs는 운영조합의 인수 합병을 통하여 특정 부동산에 집중 투자 할 수 있고 운용조합을 활용한 타 REITs를 인수 합병하는 방법으로 사업의 대형화가 용이하다.

미국의 경우 1990년대 부동산시장 위축 시에 부동산 분야 자금조달 대안으로 UP-REITs(양도세 이연) 도입 후 리츠 급속히 성장하였다.³¹⁾ 우리나라에서도 UP-REITs가 도입되어 과세이연이 가능하게 된다면 REITs 시장의 활성화 및 대형화

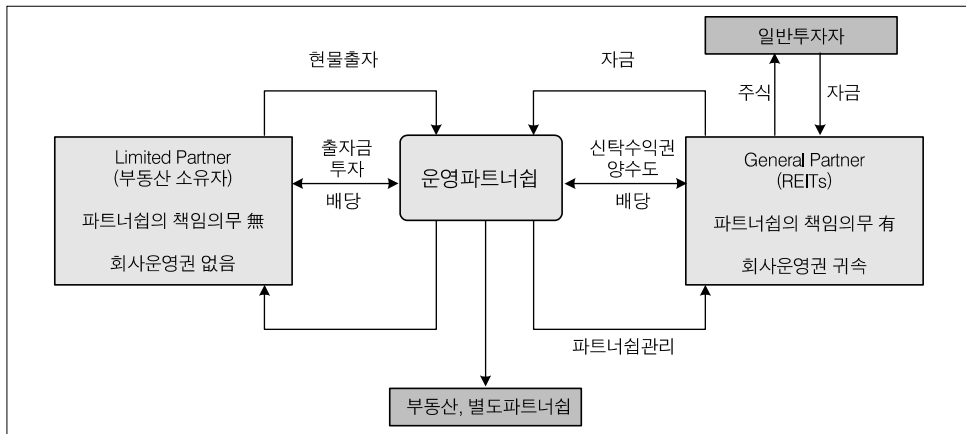
30) 조합 지분과의 교환적 양도에는 양도소득세가 부과되지 않기 때문에 리츠는 과세되지 아니하는 수익을 올릴 수 있게 되고, 이러한 수익을 투자자들에게 되돌려 주게 된다(전광섭, 2010, p. 183).

31) 미국 상장 리츠의 경우 ('71년) 34개 15억\$ → ('00년) 189개 1,387억\$ → ('15년) 216개 9,074억\$로 성장하였다(출처: NAREIT, <https://www.reit.com/>).

가 자연스럽게 유도될 수 있다고 보여진다.

이를 위한 방법으로 첫째, 한국형 UP-REITs 도입을 생각한다면 공모 리츠에 법인이 현물 출자할 때 양도세를 분할 과세하는 방안이나 양도세를 지분을 REITs의 주식으로 전환하게 될 때 양도소득세를 납부하게 하는 방안이 공모리츠를 활성화 하고 기업의 부동산 유동화를 촉진시키는 공익적 측면에서 효과를 기대할 수 있다. 또한, 전면적인 UP-REITs의 도입이 부담스럽다면 최근 일본의 도시재개발사업 등에 특정항목에 대한 REITs 등에 한정하여 UP-REITs의 도입 검토 논의는 우리나라에서도 동일하게 적용될 수 있다(室田 一治, 2008).³²⁾

〈그림 3〉 UP-REITs의 구조



둘째, 우리나라는 「부동산투자회사법」의 회사형 리츠와 「자본시장법」의 부동산 펀드라는 일반 투자자들이 이해하기 어려운 이중적인 법체계를 도입하였다. 이러한 상황에서 양제도의 장점을 최대한 살리기 위해 리츠 영업권을 가진 부동산업자가 특정 사업을 선택적으로 부동산펀드로 운영을 하거나 리츠로 운영할 수 있는 선택권을 부여하고 마찬가지로 부동산 펀드운용사가 필요에 따라 리츠로 운영할 수 있는 선택권을 부여하는 등 탄력적 운용이 필요하다(박연우, 2014, p. 37).

32) UPREIT는 부동산 현물출자에 대한 과세이연의 방법으로 이용된다. 파트너십에 현물출자하는 단계에서는 양도차익을 인식하지 않고 현물출자의 대가로 받은 유한책임사원(LP)의 지분을 현금 또는 REIT 주식으로 전환 했을 때 비로소 양도차익을 인식하기 때문이다. 부동산 투자법인으로 부동산투자가 활발해지고 부동산의 거래세 및 보유세 등 유통비용을 절감하기 위해서는 이러한 과세이연이 필요한 면이 있다(山崎和哉, 2001, p. 184).

셋째, 「금융산업의 구조개선에 관한 법률」의 경우 제도적 목적은 금융자본과 산업자본을 구분함으로써 금융산업의 균형 있는 발전과 금융시장의 안정에 이바지함을 목적으로 하고 있는데, REITs에 대한 투자제한은 전혀 법률적 목적에 부합하지 못하고 있다. 또한, 금융기관의 지분제한 때문에 다수의 금융기관의 컨소시엄 형태의 투자를 받아야 하는 등 REITs 설립에 제한요인이 되고 있다. 다른 회사에 출자를 제한하는 해당 법률의 제도적 취지도 금융기관의 건전한 투자방법 제한으로 안정성을 유지하고자 하는 것인데, REITs는 그 규모가 금융기관의 투자여력에 비해 작은 규모에 해당된다. 그렇다면 굳이 금융기관에 그러한 출자제한을 운영할 필요성은 적다고 보여진다. 따라서 각 해당법률의 출자제한을 하고 있는 규정에 예외규정을 신설하는 방안은 고려해 볼 만하다. 즉, 금융기관도 안정적인 투자처의 확보라는 기대와 REITs도 건전하고 우량한 투자주체를 구할 수 있다는 측면에서 서로 Win-Win하는 제도 개선이 될 수 있다. 이러한 필요성에 따라 국토교통부는 위탁관리 REITs에 한해 은행, 보험사 등 금융기관의 주식취득제한 규정을 적용하지 않는다는 조항을 「부동산투자회사법」 개정안을 수립하였으나 법률개정안 심사과정에서 삭제된 것은 타당하지 않아 보이며, 오히려 REITs 구분 없이 REITs에 대한 금융기관의 출자제한에 대한 전면적 완화규정을 도입하는 것이 타당하고 보여진다.

(4) 허브형 리츠 활성화 및 자산관리회사의 대리인문제 해결

아래와 같이 최근 법개정을 통해 연기금이 50%를 초과하여 투자한 리츠가 다른 리츠에 50%를 초과하여 투자하는 경우 다른 리츠의 공모의무를 면제하는 등 규제를 완화한 점을 참조하여 허브형 리츠의 설립을 유도하고 허브리츠의 상장을 통하여 리츠가 대형화 될 수 있도록 시장기반을 마련할 필요가 있다.³³⁾

이를 위해서는 현재 모자형 리츠관련 부동산투자회사법 규정에 추가하여 유가증권 시장 상장규정의 상장점수 산정시 추가적인 인센티브 부여라는 한시적인 지원규정 마련을 통하여 미국과 일본 등과 같은 안정적인 운영과 일반 국민들에 우량한 부동산에 대한 투자기회부여라는 제도적 취지 부합 및 모리츠의 증자를 통하여 새로운 자리츠의 편입으로 리츠의 다양성을 추구할 수 있고 이로 인하여 안정성이 배가 될 수 있도록 할 필요가 있다.

33) 일본의 경우 '07년 CRE(기업보유 부동산매각) 전략은 리츠 성장의 단초가 되었던 점을 참조하여 우리나라의 경우에도 기업의 비업무용부동산에 대한 매각유도 전략이 필요하다.

〈표 1〉 모자형리츠 완화내용

규제사항	리츠에 대한 규제 내용	모자형리츠 완화 내용
공모 의무	리츠 발행주식 총 수의 30%를 일반청약에 제공〔부투법 제14조의8 제2항〕 * 연기금이 30% 이상 인수 시 예외 인정	母子리츠(연기금이 50% 초과 투자)가 50%를 초과하여 子리츠에 투자 시 子리츠는 공모의무가 면제
1인당 주식소유 한도	위탁관리 리츠의 경우 투자자 1인은 리츠 발행주식 총 수의 40% 초과하여 소유할 수 없음〔부투법 제15조 제1항〕 * 연기금은 예외 인정	母子리츠(연기금이 50% 초과 투자)는 子리츠 발행 주식 총 수의 40% 초과 소유 가능〔부투법 시행령 제13조〕
자산의 구성	리츠 자산은 부동산 70% 이상, 부동산과 부동산 관련 증권 80% 이상으로 구성되어야 함〔부투법 제25조〕 * 부동산이 자산의 80% 이상인 법인 주식 등은 부동산으로 간주	子리츠 주식에 대한 母子리츠의 투자금액도 부동산으로 간주〔부투법 시행령 제27조〕
증권에 대한 투자 제한	리츠는 다른 회사의 의결권 있는 발행주식에 10%이상 투자할 수 없음〔부투법 제27조 제1항〕	母子리츠가 子리츠의 발행주식 10%이상 투자가능〔부투법 시행령 제31조〕

다음으로 자산관리회사의 영세함을 극복시키고 부동산투자회사의 투자성과를 공유할 수 있는 기회를 제공함으로써 대리인문제를 개선할 수 있다. 즉 현행 부동산투자회사 감독규정 제10조의 자산관리회사의 고유재산에 의한 유가증권 투자제한을 완화함으로써 자산관리회사와 지배주주 간 사적이익을 공유하게 할 필요가 있다.

즉, 동 감독규정은 위탁관리부동산투자회사 및 기업구조조정부동산투자회사에 한하여 고유재산으로 인한 유가증권 취득을 허용하고 있으나, 다른 자기관리부동산투자회사에 대한 유가증권 취득도 허용하는 등 자율성 부여를 선별적으로 허용하고, 자산관리회사가 발기인일 경우에 한정하여 부동산투자회사 증권투자를 허용할 필요성은 없어 보인다. 또한 취득 범위도 현행 10%를 30%정도로 상향하는 것이 보다 적극적인 영업활동을 통한 자산관리회사의 수익성 개선으로 회사의 성장에 도움이 될 것이다.

2. 제도외적 개선방안

(1) 투자대상의 다양화 및 리츠에 대한 홍보 등 대중화 필요

부동산투자회사의 현황에서도 살펴본 바와 같이 우리나라 부동산투자회사는 오피스 위주의 편중된 포트폴리오를 가지고 있다. 이는 운용 및 관리 매각절차의 편의성 때문인 것으로 보이나 이는 각 간접투자기관간의 리츠 물건에 대한 손바뀜 현상만 일어날 뿐 생산적인 리츠시장 발전에 도움이 되지 않는다.

즉, 리츠의 다양성은 단일한 시장에 편중된 투자보다는 리테일, 호텔, 의료시설, 사회기반시설 등 투자대상의 다양화로 리스크 헷지가 필요하다. 이를 위해서는 리츠의 형태에 있어서도 지분형 리츠 중심을 벗어나 대출형 리츠의 지원을 통한 다양성도 필요하다.

다음으로 국내에서 부동산투자회사는 국민들에게 아직도 생소한 개념의 부동산 투자상품으로 여겨진다. 리츠 판매창구 역할을 하는 증권사와 은행 등의 경우, 리츠 상품에 대한 이해부족과 전문성 결여로 인해 개인적 투자자들의 투자유도가 어려운 면이 있다. 현재 부동산투자회사법 제49조의6에 근거하여 리츠정보시스템이 구축되어 각종 공시를 포함한 리츠 관련 자료를 제공하고 있기는 하나, 제공범위가 공시수준에서 크게 벗어나지 못하고 있는 상황으로 투자자들이 해당 리츠에 대한 정보를 얻고자 할 때 개별업체 홈페이지 이외에 적절한 투자정보 획득 방법이 없는 상황임을 고려하여 리츠정보시스템에 리츠 관련 수익률 비교, 학술자료 등을 제공하여 일반국민의 접근성 제고가 필요하다. 이러한 리츠의 투자 수익성과 안정성 및 사회적 효과에 대한 홍보가 필요하고 법정단체인 리츠협회의 역할 확대도 요구된다(이현석 2014, p. 43).

(2) 전문투자기관과 금융기관의 참여 확대와 해외 투자 등 새로운 시장 전환 필요

국내외 기관투자자들의 투자유치³⁴⁾ 및 REITs가 활성화되기 위해서는 국내 자본에 의한 투자라는 한계를 넘어서야 한다. 즉, 국내 자본뿐만 아니라 외국 투자자들의 참여가 필수적이다. 대규모 공익사업의 시행 및 참여라든지 대규모 개발사업 진행 등을 위해서는 자본의 규모가 진입장벽이 될 수 있다. 외국계 투자자들의 경우 철저하게

34) 우리나라의 대표적 공적연금인 국민연금기금의 대체투자 규모는 2005년 본격적으로 대체투자를 집행하기 시작한 이후 최근 8년 동안 기하급수적인 양상으로 증가하고 2012년 말 현재 국민연금의 대체투자 규모는 33조 원에 이르고 있으며, 이 중에서 40%에 해당하는 13조 원이 부동산 부문에 투자되고 있다(남재우, 2013, p. 7-9).

투자지표에 근거한 투자의사 결정을 진행하기 때문에 부동산투자 정보 인프라 구축³⁵⁾은 체계적이며 점진적으로 요구되는 사항이라 할 것이다.³⁶⁾ 또한 이러한 지수를 기초로 한 Index Fund의 개발, 개별자산을 기초로 한 Property Linked Equity 등 다양한 상품이 만들어 질 수 있을 것이기 때문이다(김형욱, 2009, p. 4). 이를 통한 국내외 기관투자자들의 신뢰성 획득을 기반으로 자기관리리츠의 성장을 지원하고 M&A활성화를 통한 리츠 대형화, 다양성이 유도되어야 할 것이다.

다음으로 전 세계적인 부동산시장의 침체기에 직면한 상황에서 REITs 단독에 의한 자본조달은 점점 더 힘들어지고 있으며, 투자자 입장에서 REITs의 재무상태를 중요하게 생각하고 있다. 이러한 상황에서 새로운 투자기법에 의한 특성을 가진 각 REITs의 장점을 활용한 합작투자의 형태의 사업운영을 위한 여건 마련이 필요하다고 본다. 미국의 경우도 합작투자 REITs가 증가하고 있다(Jacobius, 2008). 즉, 기관투자자는 더 큰 규모의 부동산 포트폴리오를 할당하고 REITs 경영진은 부채보다는 다른 자본조달 방법을 찾을 수 있는 REITs 합작투자는 더욱 매력적이다. 합작투자는 증자를 통한 자본조달보다 효과적이며 재무제표상 추가적인 부채의 부담이 없다. 이는 각 REITs 회사의 장점을 활용하여 투자규모, 마켓파워의 집중도 등 개별적인 약점을 상쇄한다(Monroe, 2009, p. 38). 또한 최근 개정된 부동산투자회사법 시행령(2014. 1. 17 시행)에서는 리츠가 해외에 투자하는 구조가 제도적으로 보완되었기에 국내 부동산에 대한 투자한계를 벗어날 필요가 있다. 실무적으로는 부동산 펀드를 통한 일본내 부동산 매입시 부동산 신탁수익권을 취득하는 방식이 널리 활용된다.³⁷⁾

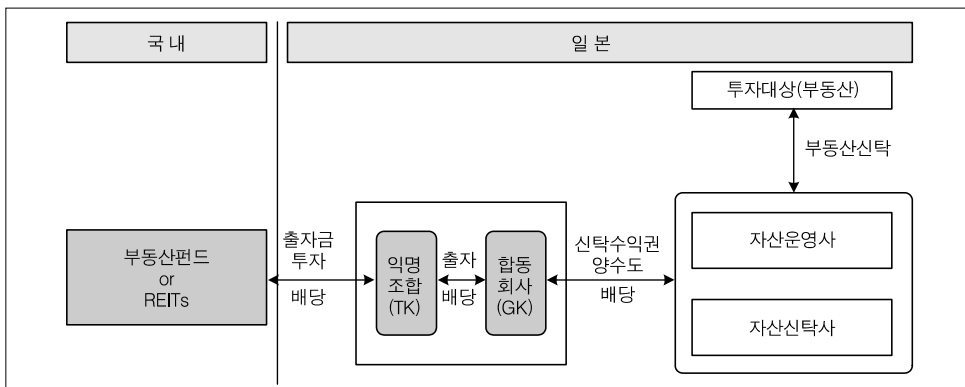
35) 주택, 업무용빌딩, 상업용 건물, 산업단지 및 물류시설 등 자산시장별로 운영수익의 지수, 자본수익 지수, 총투자수익률 지수 등을 개발할 필요가 있다. 우선 자료 구축상태가 비교적 양호한 주택 및 업무용빌딩을 대상으로 투자지수를 작성 한 후, 점차 상업용 건물, 산업단지 및 물류시설 등 다른 시장별로 투자지수 구축작업을 확대하는 것이 필요하다. 이때 자산시장별 투자지수는 상호 비교가 가능한 형태로 구성되어야 하므로 주택, 업무용빌딩, 상업용 건물, 산업단지 및 물류시설 등 각 자산시장의 투자수익률 지수를 되도록 단일기관이 통합하여 개발하도록 하고, 별도 기관에서 진행하더라도 상호 비교가 가능하도록 지수 구축방법의 일관성을 확보할 필요가 있다(정희남 외, 2008, p. 175).

36) 최근 법개정(법률 제13798호, 2016. 1. 19., 일부개정)으로 리츠정보시스템이 운용되고 있는 점을 고무적이나 아직까지 집적된 데이터는 부족한 상황으로 지속적인 개선작업을 진행해 나가야 할 것이다.

37) 부동산 신탁수익권을 취득하는 경우 일본에서 부동산특정공동사업법(Real Estate Specified Joint Business Law)의 적용을 피할 수 있고, 취득·등록세 면세혜택(부동산 직접 취득하는 경우 토지등록세: 1%, 건물등록세: 2%, 토지취득세: 1.5%, 건물취득세: 4% 및 기타 인지세 등이 발생)이 있다는 점에서 신탁관계를 이용하여 부동산을 취득하는 것이 투자자의 입장에서는 경제

이는 REITs를 통한 일본내 부동산 매입시에도 동일하게 적용된다. 투자대상 부동산에 대한 신탁수익권을 합동회사(GK/Godo Kaisha)가 양수하며, 따라서 우리나라의 펀드 또는 리츠가 일본 부동산에 투자하는 경우 합동회사(GK)에 출자하는 익명조합(TK/Tokumei)³⁸⁾의 Equity 형태로 투자하는 “TK-GK”구도³⁹⁾를 취한다. 그러나 이러한 확실적인 투자패턴의 틀을 벗어나 새로운 구도를 설정하여 경쟁력을 확보하여 해외 자국의 투자자들과 차별성을 확보하고자 하는 노력이 필요하다.

〈그림 4〉 국내자본의 일본 부동산 투자 방식 예시



V. 결 론

2001년 7월 REITs 제도가 처음 도입된 이후 현재까지 수차례에 걸친 법률 개정을 통하여 제도개선을 통하여 시장의 요구사항을 반영하거나 제도의 부작용을 방지하고자 하였다. 이와 같은 노력에도 불구하고 아직까지 우리나라의 REITs 제도는 주요국의 리츠제도에 비해 자산규모 등의 면에서 상당히 열위에 있는 것은 사실이다. 이러한 상황은 제도 뿐만 아니라 제도외적인 면의 차이에 기인한다고 보여진다.

따라서, 본 논문에서는 부동산투자회사법의 제정목적을 고려하여 중심으로 살펴

적으로 유리하기 때문이다.

38) 무한책임을 지는 영업자와 유한책임을 지는 익명의 조합원으로 구성되는 조합으로 조합원의 출자와 TK-GK간의 약정으로 GK가 익명조합원의 이익을 위해 영업한다.

39) 일본상법 535조에 기초한 것으로 일본내 부동산 매입시 일반적으로 활용되는 구도임(익명조합 계약은 당사자일방이 상대방의 영업에 출자하고 그 영업에서 발생하는 수익을 분배하는 것을 약정하는 것이 효력이 발생한다).

보았던 점은 부동산투자회사제도 개선을 위하여 제도의 큰 줄기적인 측면이다.

먼저, 부동산투자회사의 본질적인 면인 일반국민에 대한 투자기회 제공이라는 측면에서 공모활성화를 위한 상장규제완화와 부동산 투자기회의 무한 경쟁적 환경 속에서 시장진입의 시기적 적시성을 요구했다.

다음으로 부동산간접투자기구의 본질적인 측면에서 실질적인 소득이 귀속되는 자에 대한 과세라는 점과 투자도관체적 측면과 기존에 유지되었던 과세상 혜택이 계속 부여 되어야 한다는 점을 요구하였다.

마지막으로 리츠의 대형화는 세계적인 경쟁 환경 속에서 비용절감을 이끌어내고 투자자의 투자의 안정성 측면에서 기한 제한없는 영구적인 부동산투자회사 운용과 새로운 UP-REITs 도입과 해외부동산투자의 시각전환 방안을 제시하였다. 아울러 기타사항으로 부동산투자회사관련 투자여건 및 환경개선 등 인프라를 개선해 나가는 방향 설정이 요구된다. 이러한 제도개선의 궁극적인 방법의 핵심은 유사제도에 대한 총체적인 법제도적인 정비에 있다는 점은 부인할 수 없다. 우리나라의 경우 「자본시장법」, 「부동산투자회사법」, 「법인세법」, 「상법」등 관련 법률이 종합적으로 서로 연관되어 적용되고 있다고 할 수 있다. 그러나 이러한 여러 가지 법률에 의해 규율되는 경우 제도적 혼란과 충돌이 발생할 가능성이 있고 투자자 등 사업관계자 입장에서는 상당히 접근하기 힘든 구조가 될 수도 있다. 따라서 궁극적으로는 관련 법률에 대한 종합적인 법제도적인 정비를 위한 작업 착수와 이에 대한 정부와 업계가 관심이 필요한 시점이다.

해외 부동산투자회사의 경우 '60~70년대에 제도가 도입되어 부동산, 자본시장의 환경에 따라 발달하였고 세제 혜택외 규제를 최소화함으로써 장기간에 걸쳐 자본시장 발달에 기여하였고, 호주의 경우는 '90년대 초 부동산시장이 위축됨에 따라 비상장 부동산신탁의 투자자가 대량 환매요구에 따라 비상장 부동산신탁을 강제 상장시킴으로서 당시 리츠가 급성장한 점, 일본의 경우 저금리 시대에 높은 배당률로 급성장하였고, 대기업이 앵커가 된 리츠 발달하였고, 싱가포르의 경우 상장된 경우에만 세제 혜택을 주어 모든 리츠가 상장되며 시가총액은 540억\$로 작은 부동산규모에 비해 고도로 발달된 사례에서 볼 때 한국형 리츠의 성장모델은 상장을 활성화와 안정적인 대주주의 참여가 필수적이라는 결론을 도출하였다.

이와 더불어 부동산투자회사만을 별도 법률로 따로 관리하기보다는 종합적인 부동산 간접투자 법제를 제정하여 각 투자기구의 역할을 구분하는 방안과 「자본시장법」 제229조의 집합투자기구의 종류를 세분화하여 부동산간접투자기구를 정의하고 각 부동

산간접투자기구별 특성에 대해서는 특례 규정을 신설하여 운영하는 것을 생각해 볼 수 있다.

■ 참 고 문 헌

1. 강민석 · 윤용건 · 권대중, “부동산투자회사(REITs)의 투자 활성화 방안에 관한 연구(일반 투자자의 투자지식을 중심으로),” 『대한부동산학회지』, 제29권 제1호, 2011.
2. 국토교통부, 『(보도자료) 부동산투자회사법 개정안 국무회의 통과』, 2014.
3. _____, 『리츠산업 경쟁력 제고 방안』, 2016.
4. _____, 리츠정보시스템.
5. 김관영, “리츠시장의 사회적 역할 제고,” 『리츠저널』, 제14호, 2014.
6. 김병연, “부동산투자신탁의 법체계와 부동산투자회사법의 발전,” 『증권법연구』, 제3권 제1호, 2002.
7. 김형욱, “부동산간접투자시장의 기회와 활성화 방안,” 『자본시장 Weekly』, 2009-14, 2009.
8. 남재우, “연기금의 대체투자 확대와 부동산간접투자 시장의 발전,” 『리츠저널』, 2013.
9. 박상덕 외 8인, 『우리나라 REITs이론과 실무』, 형설출판사, 2001.
10. 박연우, “리츠시장의 활성화를 위한 정책 제언,” 『부동산포커스』, 제74호, 2014.
11. 박 훈, 『부동산투자회사제도의 법적구조와 세제』, 경인문화사, 2007.
12. 엄수원, “부동산투자회사제도의 운용현황과 발전방향,” 『토지법학』, 제24호, 2008.
13. _____, “REITs시장의 활성화를 위한 관리, 운영방안연구,” 『지역사회발전학회논문집』, 제31권 제2호, 2006.
14. 이현석, 『리츠 현황 및 활성화 방안』, 한국리츠협회 리츠활성화정책세미나 발표자료, 2014.
15. 임상순, “우리나라 부동산투자회사(REITs)에 관한 고찰-A Legal Study on Real Estate Investment Trusts in Korea,” 『원광법학』, 제23권 제2호, 2007.
16. 전광섭, 『주택금융론』, 부연사, 2010.
17. 정희남 외 5인, 『부동산시장 선진화를 위한 REITs제도 활성화 방안 연구』, 국토연구원, 2008.
18. 정희남, “REITs제도의 성과와 활성화 방안,” 『국토정책 Brief』, 제220호, 2009.
19. 주택도시기금, 『(보도자료) 기업형 임대리츠 허브(HUB) 만든다』, 2015.
20. 진경아, 『성공적인 REITs설립 및 운용전략』, 부연사, 2012.
21. Block, Ralph L., *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts*, Bloomberg Press, 2006.
22. Carr, Earle W., “Federal Tax Aspects of Real Estate Investment Trusts,” *Business Lawyer*, Vol. 16, 1961.
23. Chuen, David Lee Kuo, *Handbook of Asian Finance*, Academic Press, 2014.
24. Fan, J., and T. J. Wong, “Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 3, 2002.
25. Jacobius, A., “Joint Ventures Emerging as New Vehicle for REITs: Pension Funds Teaming

- up with Firms Eager to Tap Available Pools of Capital," *Pensions&Investments*, 2008.
26. Lemon, M., and K. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, Vol. 58, 2003.
27. Monroe, P., "REITs Amidst the Current Real Estate Crisis: An Analysis of The REITs Investment Diversification and Empowerment Act," *Journal of Business and Securities Law*, Vol. 9, 2009.
28. Shleifer, A., and R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997.
29. Zivot, Louis J, "The Evolution of a REIT Rule : Impermissible Tenant Service Income," *Real Estate Law Journal*, Vol. 54, 2004.
30. 室田 一治, "J-REITによる都市再開発の促進," 『都市住宅學』, 60号, 2008.
31. 山崎和哉, 『資産流動化法-改正 SPC法・投信法の解説と活用法』, 社團法人 金融財政事情研究會, 2001. 4.

A Study on the Improvement of Korean REITs

Ki-Yul Jung*

Abstract

Korea adopted REITs (real estate investment trusts) in 2001 to help economic recovery after the 1997 financial crisis. Over the past 16 years, the Korean government has tried to reflect market demands on the REITs system and to prevent its side effects with a series of revision. In spite of these efforts, Korean REITs has not been active compared with those in advanced countries like the US. It is required to improve market and institutional environments for promoting the growth of REITs in Korea.

REITs, which raises funds from general investors, invests and manages them in real-estate markets, shares returns among investors, is subject to the “Real Estate Investment Act”. As it is mentioned in the Act, the main purpose of REITs is to provide general people with various opportunities of real-estate investment, stable returns and tax benefits.

However, current status of Korean REITs has institutional and non-institutional problems, obstructing the achievement of its purposes. In this study, I investigate those problems in various aspects. In addition, considering the interests of REITs industry, government and legislative body, I try to make suggestions for promoting the growth of Korean REITs and its system.

Key Words: REITs, REF, indirect real estate investment institute, real estate investment
JEL Classification: K2, G2

Received: June 19, 2016. Revised: Aug. 16, 2016. Accepted: Sept. 22, 2016.

* Manager, Korea Real Estate Investment & Trust, 309, Teheran-ro, Gangnam-gu, Seoul 06151, Korea, Phone: +82-2-3451-1029, e-mail: kiyul.jung@koreit.co.kr