

# 부동산투자회사 제도의 도입 방안에 관한 연구

이상영·서후석·김진우·신웅식

1999. 1.

한국건설산업연구원  
신신법률사무소



## 머리말

97년 말 IMF 외환위기 이후 불어닥친 금융시장 경색으로 우리나라 주택건설업체들은 심각한 유동성 위기에 처하면서 대량으로 도산하였다. 이러한 건설업계의 전반적 위기는 대규모의 단기차입에 의한 부동산개발 사업이라는 기존 방식에서 유발된 측면이 강하다. 그리고 건설업체가 보유한 30조원 이상의 부동산도 신용경색 기간에는 도움이 되기보다는 큰 부담으로 작용하였다. 이 결과 건설업체는 유동성 위기를 해소하기 위해 새로운 자금조달 방식을 절실히 필요로 하게 되었다.

이에 따라 정부는 98년 중 부동산증권화 제도를 도입하여 유동성 위기에 빠진 주택건설업체의 자금난을 해소하려는 정책을 폈다. 그렇지만 이 제도들은 부동산 보유자나 소비자를 위한 것이지 부동산 투자자를 위한 것은 아니다. 더욱이 부동산의 증권화에 난점을 가진 우리나라의 경우에는 이 제도들만으로 부동산 투자가 활성화되기를 기대하기는 힘들다. 따라서 이러한 과제를 해결하면서 새로이 생겨나는 부동산 증권 상품과 부동산 그 자체에 투자를 할 수 있는 투자 수단이 필요하다.

이러한 맥락에서 본 연구는 우리에게 적합한 부동산투자회사 형태를 찾아내기 위해 미국, 호주, 일본의 사례를 검토하고 그 도입방안에 대해 살펴보았다. 해외사례 중 특히 미국의 REITs는 지난 60년 도입된 이래 다양한 경험을 가지고 있으며, 부동산개발 및 운영 사업 분야에서 핵심적 투자수단으로 활용되고 있다는 점에서 중점적으로 살펴보았다.

이 연구는 본 연구원과 신신법률사무소의 공동연구로 추진되었다. 연구진행과 미국, 일본의 사례, 도입방안에 대해서는 본 연구원의 이상영 박사와 서후석 책임연구원이 담당하였으며, 호주 사례는 New South Wales대학의 김진우 교수가 담당하였다. 그리고 도입에 따른 각종 법률적 문제에 대해서는 신신법률사무소의 신용식 변호사가 연구를 수행하였다. 끝으로 이 연구를 위한 자료를 제공해주고, 토론에 참여해 주신 관련분야의 전문가들에게 깊이 감사を 드린다.

1999년 1월 일

韓國建設産業研究院

院長 洪 性 雄



## <차 례>

<요 약> .....	i
I. 연구의 목적과 방법론 .....	1
1. 연구의 목적 .....	1
2. 연구의 범위 및 방법 .....	1
3. 용어의 정의 .....	2
II. 도입의 필요성 .....	5
1. 도입의 배경 .....	5
2. 건설금융에 미치는 영향 .....	8
III. 외국의 사례 .....	11
1. 미국의 REITs .....	11
(1) REITs의 개요 .....	11
(2) REITs의 역사 .....	14
(3) REITs의 자금조달과 운용의 기본구조와 현황 .....	17
(4) REITs의 내·외부 조직의 역할과 기능 .....	26
(5) REITs의 기업공개 .....	34
(6) REITs에 대한 투자 정보 .....	39
(7) REITs의 세제 .....	44
2. 호주 LPT .....	57
(1) 상장 부동산 신탁 증권 (LPT)의 정의 .....	57
(2) LPT의 구조 .....	58
(3) LPT와 세금 .....	59
(4) 호주 LPT의 발달 .....	60
(5) 호주 LPT 시장 현황 .....	61
(6) 호주에서 LPT 부문의 중요성 .....	62
3. 일본 SPC .....	67
(1) 도입배경 .....	67
(2) 「SPC법」의 내용 .....	74
(3) SPC 도입에 따른 관련법의 정비 .....	89
(4) 증권화를 위한 부동산 정보인프라의 정비 .....	92

<b>IV. 부동산투자회사 제도의 도입에 따른 효과 및 의의</b>	<b>101</b>
1. 부동산과 자본시장에 미치는 효과	101
2. 제도 참여자에게 미치는 효과	102
(1) 부동산 보유자	102
(2) 투자자	103
(3) 차입자	104
<b>V. 부동산투자회사 제도의 주요 사항 검토</b>	<b>105</b>
1. 쟁점사항 검토	105
(1) 법적 성격 및 근거	105
(2) 투자대상과 업무범위	107
(3) 조직구성	108
(4) 투자자 보호와 도덕적 해이의 방지	110
2. 세금 검토	112
(1) 법인세	114
(2) 부동산관련세	116
3. 정보공시와 보험	120
4. 회사형태	123
(1) 증권투자회사와의 비교	123
(2) 부동산신탁사와의 비교	125
(3) 유동화전문회사와의 비교	126
<b>VI. 부동산투자회사 도입 방안</b>	<b>131</b>
1. 도입 방안 검토	131
(1) 「증권투자회사법」 개정을 통한 도입 방안	131
(2) 「신탁법」 개정을 통한 도입 방안	133
(3) 유동화전문회사를 이용한 도입 방안	136
(4) 특별법에 의한 도입 방안	138
2. 부동산투자회사 제도의 국내 도입 방안	140
(1) 도입방안의 비교와 선택	140
(2) 부동산 투자회사 제도관련 기관 구축과 육성	142
<b>VII. 결론</b>	<b>147</b>

<참고문헌> .....	149
--------------	-----

Abstract .....	153
----------------	-----

## 〈표 차 례〉

<표 II-1> 건설업체의 자금부담 실태 .....	7
<표 III-1> REITs의 유형 .....	12
<표 III-2> REITs와 파트너십의 비교 .....	13
<표 III-3> REITs의 역사 .....	16
<표 III-4> REITs에 의한 유가증권 발행추이 .....	18
<표 III-5> REITs 주식의 시장가치 동향 .....	20
<표 III-6> REITs 주식 수익률 변화 추이 .....	21
<표 III-7> REITs 회사의 미국증권거래소 상장현황 .....	22
<표 III-8> 기관투자가별 REITs 투자 점유 비중 .....	22
<표 III-9> REITs 종류별 분포 .....	24
<표 III-10> 전체 REITs의 자산, 부채와 자본 내역 추이 .....	24
<표 III-11> 지분형 REITs IPO의 주요 일정 .....	36
<표 III-12> 등록서류(Form S-11)의 준비 책임 .....	37
<표 III-13> 사업설명서의 주요 내용 .....	38
<표 III-14> 부동산별 자본환원율 비교 .....	40
<표 III-15> 부동산 리스크 스펙트럼 .....	40
<표 III-16> 부동산 유형별 주요 투자정보 사항 .....	42
<표 III-17> REITs의 IR 유형 .....	44
<표 III-18> REITs의 조직구성에 있어서의 과세 .....	45
<표 III-19> REITs의 운영에 있어서의 과세 .....	46
<표 III-20> REITs의 조직변경과 관련된 세제 .....	49
<표 III-21> 부동산 증권화 규모 .....	62
<표 III-22> 호주의 LPT 와 미국의 REITs 비교 .....	63
<표 III-23> 「SPC법」안의 필요성과 내용 .....	73
<표 III-24> SPC와 주식회사 .....	79
<표 III-25> SPC와 유한회사 .....	80
<표 III-26> SPC와 증권투자법인 .....	82
<표 III-27> SPC가 부담하는 세법상의 조치 .....	92
<표 III-28> 각국의 부동산 개념의 특징 .....	93

<표 III-29> 공시 사항 .....	95
<표 III-30> 부동산투자인덱스의 비교표 .....	98
<표 IV-1> 부동산투자회사 제도 도입이 부동산과 자본시장에 미치는 효과 .....	102
<표 IV-2> 부동산투자회사 제도가 부동산보유자, 투자자, 차입자에게 미치는 영향 ...	103
<표 V-1> 부동산투자회사(신탁)의 근거법 마련 방법 .....	107
<표 V-2> 부동산투자회사의 투자대상과 업무범위 .....	108
<표 V-3> 부동산투자회사의 조직구성 .....	109
<표 V-4> 투자자 보호와 도덕적 해이의 방지 .....	112
<표 V-5> 미국·일본·호주의 부동산투자회사(신탁) 비교 .....	113
<표 V-6> 각국의 부동산투자회사(신탁)에 대한 법인세 부과 .....	115
<표 V-7> 국내 법인세 부과 현황 .....	116
<표 V-8> 우리나라 부동산관련세제의 개요 .....	118
<표 V-9> 「조세감면규제법」의 주요 개정 내용(1998.9) .....	119
<표 V-10> 세금의 면제 .....	120
<표 V-11> 「자산유동화법」상의 공시사항 .....	122
<표 V-12> 증권투자회사와 부동산투자회사의 비교 .....	124
<표 V-13> 한일 SPC의 비교 .....	128
<표 VI-1> 신탁재산의 대상에 따른 신탁 유형 .....	134
<표 VI-2> 도입방안의 비교 .....	142
<표 VI-3> 부동산투자회사(신탁)의 참여주체의 역할과 국내에서의 담당기관 .....	145

## 〈그림 차례〉

<그림 III-1> REITs의 자금조달과 운용 프로세스 .....	17
<그림 III-2> REITs 부동산 유형별 투자현황 .....	25
<그림 III-3> REITs의 구조 .....	27
<그림 III-4> 회사형 REITs의 지배구조 .....	29
<그림 III-5> REITs회사의 지배구조(사이몬 프러퍼티 그룹의 경우) .....	30
<그림 III-6> 표준적인 REIT와 UPREIT의 구조 .....	33
<그림 III-7> 「SPC법」에서 투자가에 대한 보호조치 .....	75
<그림 III-8> SPC를 활용한 자산의 유동화 .....	77
<그림 III-9> SPC의 설립과 증권화의 흐름 .....	81
<그림 V-1> 토지신탁의 구조 .....	126
<그림 VI-1> 부동산투자회사의 구조 .....	132



## <요 약>

### I. 연구의 목적과 방법론

- 정부는 지난 해 9월 16일 금융자산과 부동산의 증권화를 위한 「자산유동화에 관한 법」(이하 「자산유동화법」)을 제정하였음. 그러나 현재 진행되고 있는 부동산증권화는 여러 가지 문제에 부딪치고 있음.
- 따라서 부동산개발금융을 활성화시키기 위해서 부동산 개발단계부터 투자를 하고, 완성된 부동산을 매입하여 운영, 처분하는 투자수단이 필요함.
- 본 연구는 부동산투자회사의 국제비교, 부동산투자회사 도입의 효과, 국내도입방안, 향후 과제에 대해서 다루고자 함.
- 국제비교연구, 사례연구, 국내 제도연구 등을 통해 부동산투자회사 제도도입에 관해 연구하였음.

### II. 외국의 사례

#### 1. 미국의 부동산투자회사

- 부동산투자회사(REITs: Real Estate Investment Trusts)는 아파트, 쇼핑센터, 사무실, 창고와 같이 소득을 창출하는 자산(income producing property)을 소유하거나 개발할 목적으로 운영되는 회사(corporation)나 신탁(trust)을 말함.
- 부동산투자회사의 자본조달 수단은 기업공개와 유상증자로 나눌 수 있고 부채 형태의 조달수단으로는 무담보회사채, 주택저당담보증권, CP, 은행차입 등이 있음.
- 부동산투자회사의 주요 투자자들로는 뮤추얼 펀드, 부동산 투자자문회사, 은행신탁, 연금, 보험회사, 외국인 투자자 등이 있음.

- 자본이나 부채의 형태로 조달된 자금을 주로 임대소득이 발생하는 부동산에 투자하거나 모기지 같은 부동산 관련 대출에 투자하고 있음.
- 주주총회는 부동산투자회사의 최고 의사결정 기관임. 그리고 주주총회에서 선임된 이사들로 구성된 이사회는 부동산투자회사의 운영 전반에 대해 책임을 져야함. 한편 부동산투자회사에 대한 감사기능은 내부의 감사위원회와 외부의 독립적인 회계감사인이 수행함.
- 부동산투자회사 내부에 관리기능을 두지 않을 때에는 부동산투자회사가 관리업무를 위탁받게 됨.
- 일반적으로 기업공개를 하기로 결정하고 종료될 때까지 소요되는 기간은 160일 정도임.
- 미국의 경우 부동산투자회사에 대해서는 물론 특정 부동산에 대한 투자정보가 잘 정비되어 있음.
- 조직관련 요건과 운영상의 요건을 충족해야 부동산투자회사로 인정되고 세제혜택을 받게 됨.

## 2. 호주 상장 부동산 신탁증권

- 호주의 상장 부동산 신탁 증권(LPT, Listed Property Trust)은 오직 부동산 투자를 목적으로 다수의 주주들 (unitholders)로부터 자금을 모집할 수 있는 신탁 증권의 상장 제도임.
- 주주들은 신탁의 수익자로서 유한 책임을 지며, 자유로운 신탁 증권 거래에 의한 유동성 혜택을 받음.
- 피신탁자는 신탁 규약에 정해진 대로 주주들을 위한 신탁 역할을 행함. 피신탁자는 주주들을 대신하여 부동산의 소유 권리를 가짐. 그리고 상장 부동산 신탁 증권은 일반법인 구조가 아니므로 스스로는 경영할 수 없음.

- 상장 부동산 신탁 증권의 피신탁자는 「소득세법」에 따라 면세 받을 수 있음.
- 피신탁자가 발생된 모든 과세 대상 소득을 주주들에게 배당하지 않는 경우, 미배당 수익에 대하여 최고의 소득 세율 (49%)을 적용함.
- 지난 6년간은 상장 부동산 신탁 증권 부문이 급격히 성장하여 1998년 3월 현재 225억 호주달러(145억 US달러) 규모로, 연평균 28%의 자산 가치 성장률을 보이고 있음.

### 3. 일본 특정목적회사

- 일본에서는 자산유동화의 법적 준비가 상당히 이루어진 이후 리스크가 큰 자산인 불량 채권과 담보부동산을 유동화하기 위한 법률로서 「특정목적회사법」이 제정되었음.
- 일본 정부는 미국의 부동산투자회사와 상업용 부동산저당담보부증권(CMBS) 제도를 도입할 의도로 이 법을 제정하였음.
- 특정자산의 유동화라는 것은 특정목적회사가 자산대응증권의 발행에 의해 얻은 금전을 가지고 특정자산을 취득하고 그 자산으로부터 얻은 금전으로 원리금과 배당금 등을 지급하는 것임.
- 특정목적회사의 최고의사결정기관은 사원총회이고, 정시사원총회는 매 결산기 종료 후에 일정 기간에 소집하게 됨. 그리고 1인 혹은 수인의 이사와 감사역을 둠.
- 투자를 보호하기 위해 특정목적회사는 유동화업무나 그 부대업무 이외 타업을 할 수 없음.
- 특정목적회사는 특정약속어음(CP)과 우선출자증권을 발행할 수 있음. 그리고 「특정목적회사법」은 특정목적회사가 투자자가 알지 못하는 차입을 금지하고 있음.
- 일정한 요건이 충족되면, 특정목적회사에서 지불하는 배당금은 손금 산입됨.

### Ⅲ. 부동산투자회사 제도의 도입에 따른 효과 및 의의

- 부동산투자회사 제도가 도입되면 상업용 부동산 시장이 활성화되고 부동산과 자본시장이 유기적으로 통합될 것임.
- 부동산 투자행태가 직접투자에서 간접투자로 전환하게 될 것임.
- 부동산 보유자들은 부동산을 부동산투자회사에 매각하거나 아니면 직접 부동산투자회사로 전환할 것으로 예상됨.
- 투자자의 입장에서는 다양한 금융 상품을 선택할 수 있는 기회를 얻게 됨.

### Ⅳ. 부동산투자회사 제도의 주요 사항 검토

- 회사형과 신탁형 부동산투자회사를 동시에 도입할 필요가 있음.
- 미국처럼 위탁관리는 물론 부동산투자회사의 자기관리를 허용해서 도덕적 해이를 방지해야 함.
- 투자자 보호를 위해서 공시제도뿐 아니라 기업지배(corporate governance) 제도를 강화해야 함.
- 부동산투자를 촉진하기 위해서는 미국, 호주, 일본처럼 투자자를 유인할 수 있도록 법인세 이중과세 배제 조항이 도입되어야 함.
- 투기적이지 않는 한 자본이득에 대한 세금은 면제되거나 감면되어야 함.
- 부동산이 갖는 특성을 감안하여 공시 항목을 강화해야 함.

## V. 부동산투자회사 도입방안

- 현재의 국내 여건을 감안할 때 부동산투자회사 제도의 도입이 매우 시급한 실정임.
- 기존 제도를 일부 개정하는 수준에서 부동산투자회사 제도를 도입하려면 매우 많은 문제들이 발생하게 됨. 따라서 부동산 투자에 적합한 「(가칭) 부동산투자회사법」이라는 특별법 제정이 요구됨.
- 부동산투자회사를 담아낼 특별법에는 부동산이라는 자산이 갖는 특성을 고려하여 부동산에 대한 공시, 평가에 대한 세부 사항 등이 포함되어야 할 것임.

## VI. 결 론

- 본 연구는 미국, 호주와 일본의 부동산 투자회사에 대한 사례연구와 국내의 제도적 여건을 종합해 볼 때, 미국의 부동산투자회사를 근간으로 하되 국내 여건에 맞게 변형하여 도입할 것을 제안했음.
- 그리고 이런 제도의 원활한 도입을 위해 소액화된 투자증권의 발행, 투자자보호와 세제 혜택을 부여하는 방안을 제안하였음. 특히 세제의 경우 법인세의 이중과세 배제만이 아니라 부동산 거래 과정에서 발생하게 되는 과도한 부동산관련세의 경감도 필요한 것으로 판단하였음.



# I. 연구의 목적과 방법론

## 1. 연구의 목적

본 연구의 목적은 유동성 위기에 처한 주택건설업계에 새로운 자금조달수단으로 각광받고 있는 부동산투자회사를 소개하고, 그 도입 방안을 모색하는 것이다. 정부는 작년에 건설업계의 자금난을 해소하기 위한 방안의 하나로 부동산증권화 제도를 도입한 바 있으며, 이에 따라 부동산 자산의 처분을 위한 ABS 제도와 모기지(mortgage) 제도의 시행이 확정되었다. 그렇지만 우리나라가 처한 부동산시장의 특성으로 인해 이들 제도만으로는 건설업계의 자금난을 해소하기 어려우며, 부동산투자를 매개할 수 있는 수단이 필요하다.

그런데 IMF 이전 건설업체는 스스로 부동산자금의 조달과 투자행위를 수행하여 왔으나 금융위기 이후 이러한 기능이 상실되었기 때문에 부동산투자 매개체의 필요성이 절실한 상태라고 할 수 있다. 그리고 90년대 들어 건설업에 새로운 자금조달원이었던 부동산신탁의 경우에도 자기관리와 투자원칙이 제대로 지켜지지 않으면서 심각한 유동성 위기에 빠져있다. 즉 건설업체나 부동산신탁은 우리나라 건설업계가 부딪치고 있는 문제점(현금흐름이 없는 토지중심의 부동산투자, 부동산 경영의 노후하우 부족, 선분양에 의한 자금조달, 부동산투자자를 위한 매개수단의 부족)을 해결하지 않은 채 지속적인 인플레이션과 자본이득에 의존하여 부동산개발사업을 전개해 오다 위기에 봉착한 것이다. 그러므로 부동산투자회사는 지금까지 부동산개발금융이 안고 있던 문제점을 해결할 수 있는 구조와 운영원리를 갖추어야 하며, 본 연구는 이를 달성할 수 있는 구체적 방안을 제시하고자 한다.

## 2. 연구의 범위 및 방법

이상의 목적을 달성하기 위해 본 연구는 부동산투자회사의 국제비교, 부동산투자회사 도입의 효과, 국내도입방안, 향후 과제에 대해서 다루고자 한다. 부동산투자회사의 국제비교는 회사형으로 이 제도가 가장 발달한 미국의 REITs(Real Estate Investment Trusts)와 신탁방식으로 도입해서 비교적 성공적으로 운영되고 있는 호주의 상장부동산신탁(LPT, Listed Property Trust), 그리고 부동산투자회사와 신탁이 모두 가능한 형태인 일본의 특정목적회사(SPC, Special Purpose Company)를 비교대상으로 삼았다.

비교내용은 첫째 건설부동산금융의 새로운 수단으로 부동산투자회사를 도입한 이유를 살펴보고, 둘째 이들 부동산투자회사의 실체가 무엇인지 구체적으로 알기 위해 회사 형태, 업무 및 조직형태, 투자자보호, 도덕적 해이의 방지, 조세제도 등을 살펴본다. 셋째 이러한 부동산투자회사의 도입이 결과적으로 건설금융에 어떠한 영향을 미쳤는지를 알아본다.

또한 이 과정에서 실제로 외국의 부동산투자회사의 사례를 발굴하여 비교하였다. 특히 90년대 건설금융의 주요한 조달수단으로 등장한 REITs와 LPT의 사례를 통해 조직, 운영 형태를 집중 조명하였다. 동시에 한국과 비슷한 상황인 무수익 또는 저수익부동산의 처분, 개발하기 위해 도입된 일본 SPC 제도의 최근 동향에 대해 살펴보았다.

이상의 국제비교를 통해 부동산투자회사의 실체에 접근해 보고 우리나라에 이를 도입할 때 어떤 방식으로 도입할 것인가 하는 원칙을 도출하였다. 그리고 이러한 부동산투자회사를 도입할 때 세제면에서의 혜택을 부여하는 것이 거래비용을 낮추고 투자를 유인하는 결정적 요소가 된다는 점에서 별개의 장으로 세제 문제를 다루었다.

이러한 기본적인 도입원칙 하에서 기존 법률 체계를 활용하는 방법과 특별법으로 도입하는 방안에 대해 검토하였다. 기존 법률은 「증권투자회사법」, 「신탁(업)법」, 「자산유동화법」인데, 「증권투자회사법」은 뮤추얼 펀드(mutual fund)법으로 미국의 회사형 REITs를 도입하는데 가장 손쉬운 법체계이다. 신탁관련법은 은행신탁과 부동산신탁을 활용하는 방법으로 기왕에 부동산투자가 허용되어있고, 실제 개발사업을 해본 경험이 있기 때문에 미국의 신탁형 REITs나 호주의 LPT를 도입하는 방식에 적합할 수 있다. 「자산유동화법」상의 유동화전문회사는 출자증권, 사채, 수익증권과 같은 유동화증권의 발행이 가능하기 때문에 여기에 일본 SPC와 같은 우선출자증권을 발행하도록 하면 REITs의 가능성이 생기게 된다. 그리고 이처럼 개별법을 이용하여 도입하는 방안과 그 문제점을 비교 검토할 것이다. 또한 이러한 기존 법, 제도를 이용하지 않고 특별법 방식을 적용할 경우 그 장단점을 비교하여 가장 바람직한 도입방안을 도출하는 과정을 거쳤다.

### 3. 용어의 정의

- ① 부동산신탁 : 현행 부동산신탁사의 업무가 이에 해당되는데, 금전의 형태가 아니라 부동산(토지와 그 정착물)을 부동산신탁사(수탁자)에 신탁하고 그 부동산으로부터 발생되는 수익에서 신탁사의 수수료를 제하고 나머지 수입을 되돌려 받는 신탁업무를 말한다. 부동산신탁에는 토지를 신탁하는 토지신탁, 부동산을 관리해주는 관리신탁, 부동산의



처분을 목적으로 하는 처분신탁과 담보물 제공을 목적으로 하는 담보신탁 등이 있다.<sup>1)</sup>

- ② 부동산투자신탁 : 부동산에 직접 투자할 여력이 없는 소액투자자들로부터 금전을 위탁 받아 부동산에 투자하고 그 부동산으로부터 발생하는 수익을 투자자에게 배당하는 신탁을 말한다. 대표적인 것으로 은행의 부동산투자신탁이 있다.

그러나 흔히 부동산투자신탁은 미국의 REITs를 지칭하는 개념으로 사용되고 있다. 따라서 본 연구에서는 부동산투자신탁을 두 가지 개념으로 나누어 사용했다. 즉 지난 4월에 국내에 도입된 은행권의 부동산투자신탁 계정에 대해서는 ‘은행의 부동산투자신탁’이란 용어를 사용하고 미국의 회사형과 신탁형 REITs를 포괄하는 용어로 ‘부동산투자신탁 제도’를 사용했다.

- ③ 부동산투자회사 : 미국의 REITs는 대부분 회사형태로 되어 있다. 회사형 REITs는 신탁구조가 아니라 회사구조로 되어 있음에도 흔히 ‘부동산투자신탁’ 또는 ‘REITs’라는 용어를 사용해왔다. 그 결과 회사형 REITs가 회사형태를 띠고 있음에도 신탁으로 오인되어 개념 정의에 혼선이 생기는 경우가 많았다. 따라서 본 연구에서는 회사형 REITs를 ‘부동산투자회사’라는 용어로 통일했다. 이런 식의 용어는 최근 미국의 뮤추얼펀드를 국내에 도입하면서 미국의 회사형 투자신탁을 ‘증권투자회사’로 지칭한 것과 그 맥을 같이 하는 것이다.

- ④ 증권투자회사 : 증권투자회사는 유가증권투자 등을 목적으로 설립된 회사가 주식을 발행하여 투자자로부터 자금을 모집한 후 그 운용수익을 주주(투자자)에게 배당금 형태로 분배하는 투자신탁의 한 형태이다. 미국의 경우 계약형 투자신탁과 회사형 투자신탁이 모두 존재하지만 대부분은 회사형 투자신탁이다. 우리나라는 계약형 투자신탁만 존재하였으나 98년 「증권투자회사법」에 의해 회사형 투자신탁이 도입되었다. 회사형 투자신탁은 환매가 가능한 개방형(open-end type)과 환매가 불가능한 폐쇄형(closed-end type)의 두가지가 존재한다.

- ⑤ 특별목적회사 : ABS 대상 자산의 양수, 증권의 발행 또는 이와 관련된 한정된 업무만을 수행할 목적으로 설립되는 법인을 말한다. 증권의 투자자를 보호하기 위하여 자산보유자로부터 특수목적법인에 대한 자산의 양도는 자산보유자의 파산으로부터 영향을 받지 않는(bankruptcy remote) 진정한 매매(true sale)가 되어야 한다. 이는 「파산법」상

---

1) 부동산신탁의 종류에 대한 설명은 본보고서 제4장을 참조.

담보설정 행위로 간주되어 상환청구(recourse) 대상이 되거나, 채무자 또는 자산보유자의 환매청구권의 대상이 되어서는 안된다는 의미이다. 우리나라에서는 「자산유동화법」에서 유동화전문유한회사가 이러한 특별목적회사에 해당된다. 일본의 경우에는 「특정목적회사에 의한 특정자산의 유동화에 관한 법률」(「SPC법」)에서 특정목적회사가 이러한 특별목적회사의 기능을 한다.

- ⑥ 導管體(conduit) : 법인은 법인세를 납부하고 남은 수익을 배당금으로 지급하고 그 배당금을 받은 주주는 소득세를 내야한다. 즉 동일한 소득에 대해 두 번의 과세가 이루어지고 있다. 그러나 투자의 목적으로 만들어진 도관체에 대해 법인과 같이 이중과세를 하면 투자수익률이 악화될 수밖에 없을 것이다. 따라서 투자 수단으로만 이용되는 각종 도관체에 대해서는 통상 법인세를 면세해주고 있다. 대표적인 도관체로는 신탁이 있고 증권화의 추세에 따라 만들어진 특별목적회사(SPC), REMICS(Real Estate Mortgage Investment Conduits), 부동산투자회사(REITs), 뮤추얼펀드 등이 이에 해당된다.

## II. 도입의 필요성

### 1. 도입의 배경

98년 들어 우리나라 주택건설업체의 자금조달은 97년 12월 외환위기와 이에 뒤이은 금융위기의 충격으로 인해 사실상 모두 차단되었다. IMF 체제 이전 부동산개발사업에서 건설업체의 자금조달은 금융기관으로부터의 차입이나 선분양을 통한 소비자로부터 자금 유입이 주류였다. 금융기관으로부터의 차입은 건설회사의 신용도가 낮기 때문에 종합금융사로부터의 차입이 압도적 비중을 차지하였다.

또 다른 건설회사의 자금조달원으로는 부동산신탁사가 있었다. 부동산신탁사는 부동산소유자가 위탁한 토지에 건설회사를 참여시켜 건물을 시공하고, 토지 또는 건물을 처분(분양)하거나 관리(임대)하여 그 수익을 수익자에게 돌려주는 방식으로 사업을 하였다. 이 과정에서 신탁사는 자신의 신용으로 금융기관으로부터 자금을 차입하거나 선분양을 통해 자금을 조달하여 시공 대금을 건설사에 지불하였다. 즉 부동산신탁사도 건설회사의 입장에서는 금융기관과 같이 부동산개발사업의 자금공급원으로 기능하였다.<sup>2)</sup>

이상과 같은 자금조달 방식은 인플레이션으로 인한 자본이득이 대규모로 발생하는 개발 시대에는 재무 레버리지(financial leverage) 효과를 극대화할 수 있는 방식이다.<sup>3)</sup> 따라서 IMF 이전 건설사의 자금차입방식은 가장 수익성 높은 방식으로 전개된 것이다. 그렇지만 단기차입으로 고위험의 건설개발사업에 투자하는 이상과 같은 자금조달 방식은 연쇄고리의 한 부분이 단절될 경우 회복하기 어려운 유동성 위험(liquidity risk)에 빠질 가능성이 있었다. 결국 97년말 이후 건설회사들은 이러한 상황에 직면하였고, 더 이상 건설회사 자체 신용을 담보로 한 금융권의 차입은 불가능한 상황이 되었다.

이러한 상태에서 건설업체와 같이 부동산이나 건설프로젝트를 가진 기업이 기업 자체의 신용과 분리된 특수목적회사(SPV, Special Purpose Vehicle)를 설립하여 이를 통해 자산을 담보로 주식이나 채권을 발행하는 증권화 방식이 새로운 자금조달 수단으로 제시되기 시작

2) 98년 6월말까지 5개 부동산신탁사의 토지신탁사업 규모를 보면 291개 사업에 사업규모는 11조 2,300억원, 아파트 세대수는 9만 1,691세대에 달한다. 손진수(1998),p.351

3) 재무 레버리지는 자본을 조달할 때 자기자본 이외에 추가적으로 타인자본, 즉 부채를 조달하여 자기자본에 대한 수익률을 높이는 것을 의미하며, 재무관리에서 레버리지는 부채와 동일한 뜻으로 사용된다. 일반적으로 부채로 추가적인 자본을 조달하였을 경우에 부채의 자본비용 또는 이자율이 부채로 조달된 자금을 투자하여 얻게 되는 수익률보다 작을 경우에 자기자본이익률이 증가하는 효과가 발생하는 데 이를 재무 레버리지 효과라 부른다. 지창·장하성(1997),p.368

했다. 이 방법은 별도로 분리된 자산의 집합을 기초로 투자자들에게 위험이 낮고, 수익이 높은 소액 투자상품을 제공할 수 있으므로 자본시장에서 직접 자금조달을 하기 좋은 방식이라고 하겠다.

현재 우리나라에서 부동산 증권화(securitization of real estate)는 이처럼 유동성 위기에 빠진 주택건설업체에 새로운 자금조달원을 제공하려는 것이다. 그리고 증권화는 이러한 목적뿐 아니라 전체 경제회생과 관련해서 경제구조조정을 원활히 하려는 목적을 가지고 있다. 즉 금융권의 부실채권 및 담보부동산을 신속히 처분하고, 기업의 부동산을 원활히 매각함으로써 경제구조조정을 성공적으로 마무리 짓기 위해 진행되고 있는 것이며 이에 따라 증권화 대상에는 부동산만이 아니라 부실채권, 일반 금융채권들도 포괄하고 있다.

이러한 목적을 달성하기 위해서 정부는 법적, 제도적 장치의 도입을 서둘러 지난 9월 16일 금융자산과 부동산의 증권화를 위한 「자산유동화에 관한 법」(이하 「자산유동화법」)을 제정하였다. 그리고 11월에는 금융감독위원회의 처리지침이 나와 제도적으로는 자산담보부증권(ABS, Asset Backed Securities) 발행이 가능한 상태가 되었다. 그리고 주택저당증권(MBS, Mortgage Backed Securities) 발행 시 보증 업무를 수행할 주택저당채권유동화중개기구 설치를 위한 「주택저당채권유동화중개회사법」이 98년 말 국회를 통과하였다. 건설교통부는 이 법에 따라 주택금융주식회사를 99년 상반기에 설립하기 위해 올 2월에 기획단을 출범시킬 예정이다.

그리고 이러한 부동산 증권화가 순조롭게 이루어질 경우 다음과 같은 효과를 발휘할 것으로 기대된다. 첫째 자산보유자들이 특수목적회사(SPC)인 유동화전문회사를 설치하고, 이를 이용한 ABS의 발행을 통해 부실채권과 담보부동산, 그리고 기업구조조정용 부동산을 원활히 처분할 것이다. 둘째 MBS의 발행을 통해 주택금융이 활성화될 것이다. 셋째 이 과정에서 ABS나 MBS에 투자하는 외국자본을 유치하게 될 것이다.

그런데 현재 진행되고 있는 부동산증권화는 여러 가지 문제에 부딪히고 있다. 98년 말까지 실제로 증권화는 부실채권, 카드, 할부금융채권을 중심으로 이루어지고 있다.<sup>4)</sup> 이처럼 부동산의 증권화가 더디게 진행되는 이유는 첫째 우리나라 금융권의 담보부동산은 토지가

---

4) 98년 12월 22일 성업공사는 퇴출은행의 부동산담보가 있는 부실채권 2,038억원(매입가격 기준)을 미국 부동산 투자기관인 론스타(Lone Star)에 2,012억원에 매각하기로 했다. 이 때 유동화전문회사를 설립하고, 여기서 발행하는 자산담보부증권의 30%를 성업공사가 다시 사들여 부실채권의 가격이 오를 경우 손실을 만회할 계획이다. 카드대출채권 및 할부금융채권을 담보로 한 자산담보부증권은 동양카드에 의해 발행되었다. 동양카드는 98년 12월 30일 선순위-후순위 구조로 된 2,460억원의 증권을 발행하였다. 삼성할부금융도 3년만기인 625억원 규모의 유동화증권을 발행할 계획이다.

중심인데, 이들 자산은 현금흐름이 없는 자산(non-performing asset)으로 증권화에 어려움이 있다는 점이다. 이러한 자산의 증권화는 매각대금을 기초로 이루어지는데 자산디플레이션기에 부동산 매각은 가격하락으로 인해 증권화에 어려움을 겪을 수밖에 없다.

둘째 부동산이 인플레이션 시대 투자상품으로 활용되어왔기 때문에 부동산경영의 경험이나 노하우가 없고, 이에 따라 대부분의 부동산이 저수익자산(sub-performing asset)이라는 점이다. 이로 인하여 부동산 투자정보면에서도 투자지표의 부재 등 취약성을 안고 있다. 셋째 부동산 자금조달이 선분양방식에 의존함으로써 개발(시공)금융과 소비자금융이 구분되지 않는다. 선분양방식은 장래의 매각차익을 바라는 투자자를 개발단계까지 끌어들이는 방식이었다. 그러나 이제 디플레이션이 진행되고 더 이상 이러한 선분양이 현실적으로 어려운 국면에 처해있다. 이로 인해 개발단계의 금융까지 해결해야할 추가적인 과제를 안게 되었다.

네째 부동산 투자자를 위한 도관체(conduit)장치가 제대로 마련되어있지 않다. 부동산담보증권의 최종투자자를 위한 절연장치, 거래비용 절감 장치가 부족한 것이다. 「자산유동화법」에 따라 이러한 기능을 가진 유동화전문회사의 설립이 가능하지만, 이 기구는 부실채권의 신속한 처리를 위한 도구로서 명목회사(paper company)에 불과하기 때문에 잠시 부동산을 담아두는 수단이지 장기적인 부동산투자 수단일 수 없다.

〈표 II-1〉 건설업체의 자금부담 실태

			건 설 금 융		
			건설개발금융		건설 수요자 금융
			시공이전 단계	시공 단계	시공이후 단계
			——사업위험——	——시장위험(분양/임대 등)——	
수주공사	민간	공공	발주자	발주자, 건설사 (미정산 기성분)	발주자
		순수 수주			
		분양 조건부	발주자(토지비)	수요자, 건설사	발주자 (미분양시 건설사 부담)
개발사업	주택	분양	건설사 & 개발업자 부동산신탁	수요자, 건설사 (미정산 기성분 + 미분양) 부동산신탁	수요자 (미분양시 건설사 부담 지속)
		재개발	조합원(토지비), 건설사(이주비) 부동산신탁		
		택지개발	건설사(토지비)		
	사무실(오피스텔 등)		건설사 & 개발업자 부동산신탁		

따라서 주택건설업계에는 부동산개발금융을 활성화시키기 위해서 부동산 개발단계부터 투자를 하고, 완성된 부동산을 매입하여 운영, 처분하는 투자체가 필요하다. 이와 같은 투자체로서 대표적인 것이 미국의 부동산투자회사(REITs, Real Estate Investment Trusts)라고 할 수 있다. 이러한 새로운 자금조달원은 개발단계의 투자 가능성, 도관체 기능, 부동산의 수익성 제고 등 우리나라의 부동산증권화 과정에서 부딪치는 여러 가지 문제에 적극적으로 대처할 수 있는 기능을 가지고 있다.

그리고 이러한 새로운 건설금융기법을 도입함으로써 부동산투자시장의 후진성을 극복하기 위한 법제도적 개선, 정보인프라의 구축이 촉진될 것이다. 즉 부동산투자회사 제도가 도입됨으로써 증권거래법, 세법 등이 개정되고, 각종 부동산 투자지침, 공시 요건이 신설될 것이다. 또한 건설회사의 프로젝트단위의 평가, 회계시스템이나 부동산담보증권 발행을 위한 감정평가, 신용평가도 이러한 투자를 위한 시스템으로 전환될 것이다.

## 2. 건설금융에 미치는 영향

부동산투자회사 제도의 도입은 건설금융시장에 상당한 변화를 불러올 것으로 예상된다. 지금까지 건설금융은 일부 수요자 금융을 제외하고는 주로 건설업체의 자체 차입자금이나 부동산신탁사 차입금의 역할이 지대하였다. 이렇게 건설자금이 일부에 집중된 결과 IMF와 같은 금융위기에서는 매우 취약할 수밖에 없었다. 그 결과 건설업체들은 연이어 부도사태를 맞이하게 되고 부동산신탁사는 거의 영업중단에 가까운 상태가 1년 여 동안 지속되고 있다.

이런 왜곡된 건설금융구조가 부동산투자회사 제도의 도입을 통해서 어느 정도 해소될 가능성이 높다. 당장 건설업체와 부동산신탁사가 담당한 자금의 상당 부분을 부동산투자회사가 맡게 될 것이고 부동산의 소유, 개발, 관리 과정에서 발생될 수 있는 각종 위험 중의 상당부분을 부동산투자회사가 담당하게 되기 때문이다. 이러한 과정에서 건설금융도 재편되는 과정을 거치게 될 것이다.

건설금융구조의 개편은 대략 세 가지 방향으로 이루어질 것으로 보인다. 첫째 상업용 부동산에 대한 자금조달원으로 부동산투자회사의 역할과 비중이 커질 것이다. 둘째 지금까지 상업용 부동산에 대한 개발단계의 자금은 주로 건설업체와 부동산신탁사가 담당해왔으나 이런 역할을 부동산투자회사가 담당할 것으로 보인다. 미국의 예를 들면 지역쇼핑몰과 지역 쇼핑센터 등에 집중 투자하는 소매점 중심의 사이몬 프로퍼티 그룹(Simon Property

Group)의 경우, 전체 투자자산 11억 5천만 달러 중에서 건설과정에 있는 자산이 820만 달러로 전체 투자자산 중 7.1%에 해당된다. 비록 수치상으로는 7.1%에 불과하지만 지속적으로 개발과정을 거쳐 수익부동산으로 편입되기 때문에 적지 않은 규모가 개발과정 단계의 자금으로 투여되고 있는 것이다.<sup>5)</sup> 셋째, 건설금융에서 차지한 건설업체의 비중이 줄어들면서 그 영향력이 쇠퇴할 것이다. 그러면 당연히 건설업체들이 자금을 제공하면서 무리하게 추진해온 수요창출형 사업이 위축될 것이다.

건설금융구조의 개편은 결국에는 건설업체의 사업 개편으로 연결될 소지가 높다. 건설업체들이 가지고 있었던 부동산 개발기능, 시공기능, 임대 및 관리기능 중에서 개발과 임대 및 관리 기능은 축소되고 오로지 시공 기능만이 남게 될 소지가 많다. 그러므로 건설업체들은 부동산 개발, 임대 및 관리 기능을 담당하는 별도의 자회사 설립을 통해 부동산투자회사를 적극적으로 활용하는 방안 등을 모색해야 할 것이다.

---

5) Simon Property Group, Inc(1993) 사업설명서 참조





### III. 외국의 사례

#### 1. 미국의 REITs

##### (1) REITs의 개요

###### 1) 정의

REITs는 아파트, 쇼핑센터, 사무실, 창고와 같이 소득을 창출하는 자산(income producing property)을 소유하거나 개발할 목적으로 운영되는 회사(corporation)나 신탁(trust)을 말한다.<sup>6)</sup> 이 회사는 주식이나 채권 등을 발행하여 투자자로부터 자금을 조달하고 조달된 자금의 대부분을 부동산에 투자한다. 그리고 투자된 부동산으로부터 발생하는 수익의 대부분을 다시 투자자에게 되돌려 주는 방식을 취하고 있다. REITs가 자금조달을 위해 발행한 주식은 대부분 증권거래소에 상장되어 수시로 거래되기 때문에 높은 유동성을 지니고 있다. 결국 REITs란 다수의 투자자로부터 자금을 모아서 부동산 소유지분, 저당담보증권과 부동산관련 대출에 투자하여 얻은 수익을 투자자에게 되돌려주는 제도인데, 그 형식은 뮤추얼펀드(mutual fund)와 매우 유사하다. 그런데 REITs가 뮤추얼 펀드와 같이 부동산 전용 투자 도관체(conduit)로 기능하기 위해서는 세제혜택이 매우 중요한데, 미국의 경우에는 일정한 요건에 해당되면 뮤추얼펀드와 같이 REITs에 대한 과세는 면제된다.

미국의 REITs가 연방정부로부터 세제 혜택을 받기 위해 충족해야 할 요건을 간략히 살펴보면<sup>7)</sup>, 첫째 회사 자산은 우선적으로 부동산으로 장기간 편입되어야 하고, 둘째 회사의 소득은 주로 부동산으로부터 발생되어야 하며, 셋째 회사는 과세대상소득의 대부분을 주주에게 배당해야 한다. 이상의 요건이 충족될 때 REITs에 부과되는 법인세가 면제된다. 만약에 이 요건을 충족시키지 못할 경우, REITs에 대해 법인세가 부과되고 과세 후 수익에서 배당금을 받은 주주들에게도 배당소득세를 징수하게 된다. 이렇게 되면 동일한 소득에 대해 이중과세(double taxation)를 하는 격이 되어 REITs의 장점은 상실되는 것이다.<sup>8)</sup>

6) Internal Revenue Code 856(a)에 따르면 REITs는 회사(corporation)와 신탁(trust) 형태는 물론 조합(association)으로도 설립이 가능하다. 그러나 대부분의 REITs는 회사형태를 취하고 있다.

7) 법인세 면세요건에 대한 상세한 내용은 'REITs의 세제' 부문에 설명되어 있다.

8) <http://www.nareit.com/reitstry.htm/> The REITs Story 부문에서 인용

## 2) REITs의 종류

REITs의 종류는 분류기준에 따라 여러 가지로 나눌 수 있다. 대체로 ① 조달된 자금을 어디에 투자하느냐, ② REITs에 환매요청을 했을 때 환매해주는냐 그리고 ③ 일정기간 안에 REITs를 정리하느냐에 따라 REITs 종류를 나눌 수 있다.

먼저 투자대상에 따라 분류하면 지분형(equity type), 모기지형(mortgage type)과 혼합형(hybrid type)으로 나눌 수 있다. 지분형은 총 투자자산의 75% 이상을 부동산 소유지분에 투자하는 것으로 주로 부동산의 임대수입이 주수입원인 경우가 많다. 그리고 모기지형은 총 투자자산의 75% 이상이 부동산관련 대출이나 저당담보증권 등으로 구성되어 있는데 이에 따라 대출이자수입이 주수입원이 된다. 끝으로 혼합형은 총 투자자산이 부동산 소유지분, 부동산관련 대출, 저당담보증권 등에 골고루 투자되어 지분형도 모기지형도 아닌 경우에 해당된다.

둘째 환매여부에 따라 REITs를 분류하면, 투자자의 환매요구에 REITs 회사가 언제든지 응해야 하는 개방형(open end)과 투자자는 REITs 회사에 환매를 요구할 수 없고 증권시장에 주식을 매각하여 자금을 회수해야 하는 폐쇄형(closed end)으로 나눌 수 있다.

끝으로 REITs를 존속기간의 존재여부에 따라 분류하면, 존속기간이 정해져 있지 않은 REITs를 무기한(perpetual) REITs라 하고 일정기간 후에 보유자산을 매각하여 매각대금을 투자자에게 배분하고 해산하는 REITs를 기한부(finite-life) REITs, 흔히 FREITs라 한다.

앞에서 논의한 세 가지 기준 이외에도 상장여부와 관리기능의 위탁여부에 따라서 REITs를 분류할 수도 있다.

〈표 III-1〉

REITs의 유형

분류기준	종 류	특 징
투자 대상	지분형(Equity)	총투자자산의 75% 이상이 부동산 소유지분으로 구성, 주로 임대료가 주수입원임.
	모기지형(Mortgage)	총투자자산의 75% 이상이 부동산관련 대출이나 저당담보증권으로 구성
	혼합형(Hybrid)	총투자자산이 부동산 소유지분, 부동산 관련 대출, 저당담보증권 등에 골고루 분산
환매 여부	개방형(Open-End) 폐쇄형(Closed-End)	투자자의 환매요구에 REITs회사가 언제든지 응하는 형태 투자자는 REITs회사에 환매를 요구할 수 없고 증권시장에 매각하여 회수하는 형태
기한 한정 여부	무기한(Perpetual) 기한부(Finite-Life)	존속기간이 정해져 있지 않은 REITs 일정기간 후에 보유자산을 매각하여 매각대금을 투자자에게 배분하고 해산되는 REITs

자료 : Fass, Peter. M.(1995), pp.1-33~1-36, 이소한(1998), pp.378~9에서 정리

〈표 III-2〉

REITs와 파트너십의 비교

구 분	REITs	파트너십
유동성	있음. 대부분의 REITs는 상장	없음. 유동성이 있더라도 REITs보다 유동성이 떨어짐
최소투자 분량	없음.	보통 2천 달러~5천 달러
재투자 계획	있음.	없음.
투자자 통제	있음. 투자자들이 이사를 선출, 어떤 경우에는 일년마다 자문사를 인가	없음.
독립적인 이사	있음. 증권거래법과 주법은 경영의 독립을 요구하고 있음.	없음.
주식 분산	최소한 100명의 주주 (대부분의 REITs는 1000명)	다수의 유한과 일반 파트너
추가 자본과 부채 조달 능력	있음.	없음.
손실을 투자자에게 전가하는 능력	없음.	있음.
주세법의 적용	투자자가 거주하는 주에서만 적용	있음.

자료 : <http://www.nareit.com/faqs.html> 참고

### 3) REITs와 LP(Limited Partnership)의 비교

부동산관련 투자를 하는 투자기구로 흔히 파트너십(LP)을 이용하고 있다. 그러나 이 파트너십은 투자자들이 보유한 유가증권의 유동성, 투자운용자에 대한 감시와 감독기능의 부재 등 여러 가지 문제점을 안고 있다. 그런데 이런 문제의 상당 부분을 REITs가 해소시켜 주고 있다.

먼저 REITs의 대부분은 기업공개를 통해 증권거래소에 상장되어 수시로 거래가 되는 반면 LP는 상장될 수 없을 뿐 아니라 설혹 유동성이 있어도 REITs에 비해서는 매우 열악한 편이다. 최소 투자 규모 면에서 볼 때에도 REITs는 제한이 없는 반면 LP는 통상 2천 달러에서 5천 달러 정도로 최소 단위가 지나치게 큰 편이다. 그에 따라 LP는 소액투자자를 대상으로 투자를 유치할 수 없는 문제점을 지니고 있다. REITs는 최소 100명 이상의 주주에게(대부분의 REITs는 1,000명 이상의 주주들로 구성되어 있음) 주식이 분산되어 있는데 비해서 LP는 제한된 범위의 유한(limited)과 무한 파트너(general partner)들이 지분을 소유하고 있어서 지분 분산이 잘 이루어지지 않고 있다.

REITs의 경우, 주주들이 이사회 구성원을 선출하고 일년마다 자문사(advisor)를 선정하는 등 주주들의 기업지배가 적절하게 이루어지고 있다. 또한 증권거래법과 주법(state law)

에서 REITs의 독립적인 경영을 의무화하고 있다. 따라서 REITs에는 독립이사(independent director)제도가 활성화되어 있다. 그에 비해 LP는 투자자의 통제와 독립이사 제도가 발달되어 있지 않아 도덕적 해이(moral hazard) 현상을 막기가 용이하지 않은 실정이다. 이런 차이점 이외에도 REITs가 자유롭게 추가 자본이나 부채를 조달하여 사업확장을 할 수 있는데 반해 LP에는 그런 능력이 없다. 이상에서 보듯이 LP보다는 REITs가 부동산이나 부동산 관련 투자의 수단으로 더 적합하다는 것을 알 수 있다.

## (2) REITs의 역사

REITs는 REITs관련 법률이 미국 의회를 통과한 1960년으로부터 현재까지 38년의 장구한 역사를 통해 발전해왔다. REITs를 둘러싼 각종 환경 즉 부동산 경기, 금리변화, 토지수급, 사무실 수급 등 이들의 기복에 따라 크게 번성하기도 했지만 깊은 침체의 골에서 허덕이기도 했었다. 그 침체의 골에서 언제나 새롭게 번성의 시기로 전환시킬 수 있었던 것은 REITs 내부에 변화의 동인(dynamic driver)이 있었기 때문이다. 여기서는 REITs의 역사를 1960년 이전 시기, 제1차 붐, 제2차 붐 그리고 제3차 붐까지 네 기간으로 나누고 각 시기별 변화의 동인을 도출하여 REITs제도의 국내 도입시의 시사점을 얻고자 하였다.

1935년 이전에는 자동이체(pass-through)형식의 신탁인 매사추세츠 비즈니스 신탁(Massachusetts Business Trust)이라는 것이 있었는데 이것이 REITs의 전신에 해당한다. 이 신탁은 자동이체 형식이었기 때문에 이중과세를 피할 수 있었고 수익자만 세금을 부담하면 되었다. 그런데 1935년 연방대법원은 모리세이(Morrissey)와 커미셔너(Comissioner)의 판례에서 이중과세 면제라는 우대조치를 폐지하여, 그 후로부터 1960년까지 세제혜택을 받는 도관체가 존재하지 않았다. 그러나 1960년 미국 의회에서 부동산 투자를 전담하는 REITs에 대해 일정한 법적 요건을 충족시키면 세제혜택을 부여하는 법안이 통과되었다. 이것이 오늘날 REITs제도의 출발점이 되었다.<sup>9)</sup>

REITs가 도입되고 나서 거의 10년 동안은 지지부진한 상태를 보였으나 1969년부터는 강력한 주택 및 건설경기의 활황에 힘입어 크게 성장하였다. 이 때 주택과 부동산 개발투자의 자금원으로 REITs의 역할이 컸기 때문이다. 건설과 개발에 대한 대출규모가 REITs 총자산의 50%를 넘어섰고 1970년 38.3%의 부채비율이 1974년에는 77.1%로 악화되었다(<표 III-10> 참조). 1차 붐 동안에 대출금리는 13%에서 16% 수준인데 비해 은행과 CP 차

9) Fass, Peter M. 외(1995), pp.1-5 ~1-6에서 인용

입금리는 6~7%에 불과하였다. 그 결과 대부분의 REITs는 상당한 수익을 거둘 수 있었다.

그러나 1972년부터 이자율의 급상승, 오일쇼크 등으로 차입금리가 급상승하여 대출과 차입금리가 역전되는 역스프레드의 현상이 발생되었다. REITs의 자금조달과 운용기간의 불일치, 금리의 역전 현상 등으로 REITs의 주가는 급락하고 주가의 급락은 새로운 자금의 조달을 막아 REITs가 파산하는 경우까지 발생하였다.<sup>10)</sup> 이 시기의 REITs는 자산운용을 제3자의 자산운용회사에서 위탁하여 관리하게 함으로써 수동적인 구조를 지니고 있었다.

1980년대 중반에 REITs의 모집규모가 늘어난 데에는 만기가 확정적인 REITs의 도입에 힘입은 바 크다. 만기가 확정되지 않은 장기 투자체는 만기가 확정된 단기 투자체보다 이자율의 변동에 매우 민감하여 투자에 따른 위험성이 크기 때문에 대부분의 투자자는 만기가 확정되지 않은 REITs에 대한 투자를 기피한다. 따라서 FREETs의 도입은 REITs시장을 활성화시키는 계기가 되었다. 그리고 1986년 세제개혁(Tax Reform Act)은 부동산 투자환경을 급격히 변화시켰다. 그 변화로는 첫째, 면세 지향적인 부동산 시장을 소득 지향적으로 바꾸는 계기가 되었다. 기존에는 부채조달과 감가상각을 이용하여 과세대상 수입을 줄임으로써 세금을 회피하려는 목적으로 부동산에 투자하였는데 이 세제개혁에서 이자공제의 제한, 감가상각과 수동적 손실 사용의 제한이 이루어져 세금 회피 목적의 투자는 불가능해졌다. 둘째, 소유부동산에 대한 관리와 운영업무를 허용하여 REITs의 관리자와 운영자의 이해상충을 해소시킬 수 있었다. 결과적으로 세제개혁으로 인하여 부동산 시장이 단기적으로는 위축되었지만 소득을 정기적으로 창출하여 주주에게 배당해야하는 소득지향적인 REITs는 중장기적으로 발전할 수 있는 계기가 되었다.<sup>11)</sup>

1990년 이전에는 몇몇 REITs만 도입했던 자기관리(self managed)형 REITs가 1992년부터 주도적인 경향으로 자리잡기 시작했다. 즉 과거의 수동적(passive)인 자산관리와 운용구조가 적극적인 자기관리 형태로 개편되기 시작한 것이다. 이런 제도적인 개선과 1986년 세제개혁의 결과로 과거와 같은 자산가격 상승과 세제혜택을 목적으로 하는 투자가 줄어드는 대신 제3차 붐에서는 임대수입과 같은 현금흐름을 중시하는 방향으로 전환되었다. 그리고 저금리의 도래로 부동산 투자를 확대하는 분위기와 경기회복에 힘입어 1995년 이후 REITs는 전례가 없는 호황을 맞이하고 있다. 여기에다가 직접적인 자기관리가 정착되면서 부동산에 대한 관리는 물론 개발에까지 관심을 갖게되었다.

한편으로는 REITs간의 매수와 합병으로 REITs의 대규모화 현상이 지속되었는데, 이런 매수와 합병이 원활히 이루어 질 수 있었던 것은 UPREITs(umbrella partnership REITs)

10) Sohan Lee(1995), p.7에서 인용

11) Fass, Peter M. 외(1995), pp.1-11 ~1-19 참조

의 도입에 힘입은 바가 크다.

REITs의 역사를 종합적으로 정리하면 다음과 같다. 3차례의 붐을 이끌 수 있었던 동인으로 REITs를 둘러싼 경영환경이 우호적이었다는 면도 있지만 이런 우호적인 분위기를 REITs가 적극적으로 받아들임으로써 가능했다고 볼 수 있다. 즉 2차 붐에서 기한이 정해져 있는 LP의 인기에 대응한 FREITs의 도입, 3차 붐에서 REITs의 매수와 합병에서 과세이연 효과가 있는 UPREITs의 개발 등이 중요한 역할을 하였던 것이다.

〈표 III-3〉

REITs의 역사

기 간	주 요 내 용
1960년 이전	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매사추세츠 비즈니스 신탁이 REITs의 전신(자동이체 형식의 신탁)</li> <li>- 이중과세의 회피(수익자가 세금부담)</li> <li>- 1935년 연방대법원은 Morrissey vs. Commissioner 판례에서 이런 우대조치를 철폐</li> <li>- 1960년 의회는 일정한 법적 사항이 충족되면 비즈니스 신탁의 세금혜택을 인정</li> </ul>
제1차 붐	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 다양한 자산을 수동적으로 집합화한 구조</li> <li>- 1960년대 말 강력한 주택과 건설경기에 힘입어 크게 발전</li> <li>- 건설과 개발대출에 대한 투자규모가 전체자산의 50%를 넘었음.</li> <li>- REITs의 부채비율의 악화(1970년 38.3% → 1974년 77.1%), 단기자금 중심의 차입(은행이나 CP 등)</li> <li>- 1972년 이자율의 급상승, 오일쇼크로 역스프레드 발생, 결과적 REITs의 파산과 주가의 급락</li> </ul>
제2차 붐	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1980년대 중반 기한부 REITs(FREITs)의 출현(만기가 확정된 LP의 인기에 대한 REITs의 대응)</li> <li>- LP에 비해 FREITs가 더 많은 이점이 있음.</li> <li>- 1986년의 세제개혁(부동산 세제혜택의 축소)으로 소득지향적인 분위기 조성</li> <li>- 단기적으로는 세제개혁이 부동산 시장에 악영향을 주었지만 중장기적으로는 REITs 시장에 긍정적인 영향을 줌.</li> </ul>
제3차 붐	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1992년 4/4분기 자기관리 지분형(Self-administered) REITs가 주도적 형태가 됨.</li> <li>- 과거에는 자산가격 상승과 세제혜택을 목적으로 투자했는데 비해 3차 붐에서는 임대수입으로부터의 현금흐름을 중시</li> <li>- 자기관리 및 부동산 운영회사의 통합</li> <li>- 부채 차입에 대한 보수적인 분위기</li> <li>- 저금리로 인해 부동산 투자 확대</li> <li>- UPREITs의 도입으로 REITs의 매수 합병이 활성화</li> <li>- 부동산 증권에 대한 평가방법의 강화(Cap Rate, 다른 증권과의 비교)</li> </ul>

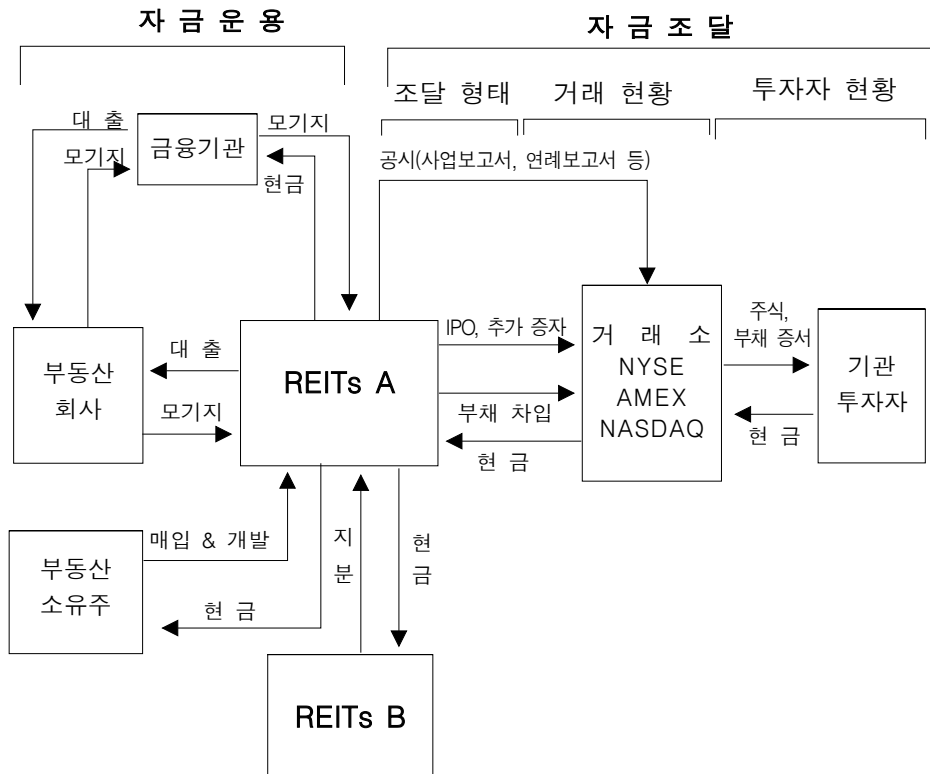
자료 : Fass, Peter M.외(1995), pp.1-5~1-33에서 요약 정리

또 다른 측면으로는 대리 투자로 인한 도덕적 해이(moral hazard) 현상을 줄이기 위해서 기존의 수동적인 자산관리 형태에서 자기관리 형태로 전환한 것도 REITs의 발전을 도모하는데 크게 기여한 것으로 판단된다. 부동산에 대한 관리와 개발이 장기간 소요되고 각종 위험에 노출되어 있기 때문에 전적으로 부동산 운용회사에 의존하는 것에는 한계가 있을 수밖에 없었다. 그러므로 자기관리가 허용되면서 REITs가 직접 부동산 개발에 참여하는 경우가 크게 늘어나는 계기가 되었다.

### (3) REITs의 자금조달과 운용의 기본구조와 현황

REITs의 전반적인 실체를 보다 신속하게 파악하는데 있어서, REITs제도를 통해 자금이 어떤 경로로, 무슨 수단으로 조달되는지 그리고 조달된 자금이 어떤 형태, 무슨 방법을 통해 운용되는지를 살펴보는 것도 한 방법일 것이다.

〈그림 Ⅲ-1〉 REITs의 자금조달과 운용 프로세스



먼저 REITs의 자금조달에 대해 분석해보면, REITs는 주식, 채권, CP 등을 발행하거나 은행차입 등을 통해 필요한 자금을 조달한다. 주식의 형태는 기업공개(IPO : Initial Public Offer), 추가증자(secondary offer)를 통해 조달하고 그 주식들은 뉴욕증권거래소 등에 상장되어 거래된다. 자본의 형태 이외에는 무담보 회사채나 보유 부동산 등을 담보로 각종 채권을 발행하여 자금을 차입하고 있다. 그리고 투자자들은 통상 기관투자자들이 주류를 이루고 있다. REITs의 자금조달 측면에서는 자금조달의 형태, REITs발행 유가증권의 시장 동향, REITs의 상장현황과 REITs의 주요 투자자 현황 등에 대해 구체적으로 정리해 보았다.

한편 자금운용 측면에서 볼 때 거의 대부분이 부동산을 보유하거나 부동산관련 대출에 투자하고 있다. 앞에서 논의한 바대로 투자대상의 형태에 따라 지분형, 모기지형과 혼합형이 있는데 1970년에는 모기지형이 주류를 이루었으나 최근에는 압도적으로 지분형이 주류를 이루고 있다. 때로는 REITs가 REITs의 지분에 투자하는 경우도 늘어나고 있다. 자금운용 측면에서는 REITs의 투자대상별 형태, REITs 보유자산의 구성내역과 REITs 보유 부동산 유형별 현황 등에 대해 구체적으로 살펴보았다.

〈표 III-4〉

REITs에 의한 유가증권 발행추이

(단위 : 백만 달러, 개)

년도	합계		기업공개		추가증자		무담보 회사채		주택저당채권	
	총액	횟수	총액	횟수	총액	횟수	총액	횟수	총액	횟수
1982	435	9	315	3	115	5	5	1	0	0
1983	747	23	159	4	438	15	150	4	0	0
1984	1,438	18	140	6	173	8	1,125	4	0	0
1985	4,271	59	2,792	29	413	17	939	12	127	1
1986	4,669	63	1,204	20	624	17	316	5	2,525	21
1987	2,929	50	634	12	733	15	248	4	1,314	19
1988	3,069	37	1,374	13	785	13	335	6	574	5
1989	2,441	34	1,075	11	722	15	150	3	494	5
1990	1,765	24	882	10	389	8	294	4	200	2
1991	2,289	35	808	8	786	20	169	3	525	4
1992	6,515	57	919	8	1,055	24	820	9	3,722	16
1993	18,327	141	9,335	50	3,856	50	1,353	18	3,782	23
1994	14,721	145	7,176	45	3,945	52	2,094	26	1,507	22
1995	12,493	195	939	8	7,321	93	3,444	73	789	21
1996	17,456	225	1,108	6	11,201	139	4,754	76	328	4
1997	45,271	463	6,297	26	26,378	292	10,568	134	2,029	11
1998	27,691	315	1,982	13	13,876	215	9,788	83	2,046	4

자료 : 미국 부동산투자회사협회(The National Association of Real Estate Investment Trusts), 이소한(1998), p.382에서 재인용

주 : 1998년 자료는 1998년 6월 30일 현재



## 1) REITs의 자금조달

### ① 자금의 조달형태

REITs의 자본조달 수단은 기업공개와 유상증자로 나눌 수 있고 부채 형태의 조달수단으로는 무담보회사채, 주택저당담보증권, CP, 은행차입 등이 있다.

먼저 REITs 자금조달 형태의 변화 추이를 살펴보면, 첫째, 1970년대에는 은행이나 CP 차입이 중심을 이루었으나 1980년대 이후에는 무담보회사채나 주택저당채권(MBB : Mortgage Backed Bond) 등이 주요 차입 수단이 되고 있다. 1970년대 단기로 자금을 차입하여 장기로 운용한 결과 심각한 도산 사태를 경험한 이후, 자금운용의 장기화에 걸맞게 부채조달도 장기자금을 조달하여 자금조달과 운용을 일치시키려고 노력하고 있다.

둘째, 1990년대 초까지만 해도 주식발행을 통한 자본조달에서 기업공개의 비중이 컸으나 1990년 중반에 들어서면서 유상증자 형태의 자금조달이 기업공개보다도 더 큰 비중을 차지하고 있다. 1997년의 경우 발행된 유가증권의 규모가 전체 453억 달러인데, 그 중에서 유상증자의 형태가 58%를 차지하고 그 규모가 264억 달러에 이른다. 이런 현상은 REITs를 기업공개 시키기보다는 기존 REITs가 부동산을 매수하거나 REITs간의 합병이 성행한 것에 기인된다.

셋째, 부채조달에 있어서 무담보 회사채 발행이 급격히 늘고 있다. 1994년까지는 MBB의 발행규모와 큰 차이가 없었으나 1995년 이후에는 차이가 크게 벌어졌으며 1997년에는 MBB가 20억 달러인데 비해 무담보 회사채는 106억 달러로 5배가 넘게 발행되었다 (<표 III-4>를 참조).

### ② REITs 발행 유가증권의 거래 동향

REITs에서 발행한 유가증권들은 대부분 증권거래소에서 거래되고 있다. 따라서 REITs의 형태별 시장가치, 회사 수 추이 그리고 수익률 변화추이를 살펴보고 증권거래소별로 상장된 REITs의 종목 수와 규모에 대해 살펴보면 REITs의 거래현황 전모를 파악할 수 있다.

먼저 투자대상별 REITs의 분류 방식인 지분형, 모기지형과 혼합형으로 나누어 주식의 시장가치와 회사 수를 살펴보면, 1978년 이후 지분형의 시장가치와 회사수가 모기지형과 혼합형의 시장가치와 회사 수를 초과한 후 1997년까지 이런 현상이 지속되고 있다. 1997년을 기준으로 지분형의 시장가치는 전체 REITs의 시장가치 1,405억 달러의 91%인 1,278억

달러이고 회사 수는 전체 회사 수 210개 사 중에서 176개에 달한다. 지분형에 이어 모기지형 REITs가 74억 달러이고 회사 수는 26개 사, 끝으로 혼합형 REITs의 시장가치는 53억 달러 8개 사에 불과한 실정이다(<표 Ⅲ-5> 참조).

<표 Ⅲ-5>

REITs 주식의 시장가치 동향

(단위 : 백만달러, 개)

년도	합계		Equity		Mortgage		Hybrid	
	시장가치	회사수	시장가치	회사수	시장가치	회사수	시장가치	회사수
1971	1,494	34	332	12	571	12	592	10
1972	1,881	46	377	17	775	18	729	11
1973	1,394	53	336	20	517	22	540	11
1974	712	57	242	19	239	22	232	12
1975	886	57	276	23	298	22	312	12
1976	1,308	62	410	27	416	22	483	13
1977	1,528	69	538	32	398	18	592	19
1978	1,412	71	576	33	340	19	496	19
1979	1,754	73	744	32	377	19	633	22
1980	2,299	75	942	35	510	21	847	19
1981	2,439	76	978	36	541	21	920	19
1982	3,299	66	1,071	30	1,133	20	1,094	16
1983	4,329	59	1,783	26	1,435	19	1,111	14
1984	5,152	59	2,286	25	1,801	20	1,065	14
1985	7,712	62	3,314	37	3,129	12	1,232	13
1986	10,079	96	4,390	45	3,652	35	2,038	16
1987	9,702	110	4,759	53	3,161	38	1,782	19
1988	11,435	117	6,142	56	3,621	40	1,673	21
1989	11,662	120	6,770	56	3,236	43	1,356	21
1990	8,737	119	5,552	58	2,549	43	636	18
1991	12,968	138	8,786	86	2,586	28	1,596	24
1992	15,680	142	11,009	89	1,949	30	2,723	23
1993	32,159	189	26,082	135	3,399	32	2,678	22
1994	44,306	226	38,812	175	2,503	29	2,991	22
1995	57,514	219	49,913	178	3,395	24	4,233	17
1996	88,776	198	78,302	166	4,778	20	5,696	12
1997	140,534	210	127,825	176	7,370	26	5,338	8

자료 : 미국 부동산투자회사협회(The National Association of Real Estate Investment Trusts), 이소한(1998), p.381에서 재인용

주 : 시장가치는 각 연도 말의 전체 발행된 주식을 주식시장가치에 곱해서 구한 수치

두 번째로 REITs 주식의 수익률 변화 추이를 살펴보면, REITs 전체의 수익률은 1972년 이후 1973년 ~ 1974년, 1978년, 1987년, 1989년 ~ 1990년을 제외하고 모두 正의 수익률을 실현했다. 이중에서 1974년은 최악의 상황이었었는데 이때 42.2%의 負의 수익률을 나타냈다 (<표 III-6> 참조).

<표 III-6>

REITs 주식 수익률 변화 추이

(단위 : 수익률, %)

연도	전체	Equity	Mortgage	Hybrid
1972	11.2	8.0	12.2	11.4
1973	-27.2	-15.5	-36.3	-23.4
1974	-42.2	-21.40	-45.3	-52.2
1975	36.3	19.3	40.8	49.9
1976	49.0	47.6	51.7	48.2
1977	19.1	22.4	17.8	17.4
1978	-1.6	10.3	-10.0	-7.3
1979	30.5	35.9	16.6	33.8
1980	28.0	24.4	16.8	42.5
1981	8.6	6.0	7.1	12.2
1982	31.6	21.6	48.6	29.6
1983	25.5	30.6	16.9	29.9
1984	14.8	20.9	7.3	17.3
1985	5.9	19.1	-5.2	4.3
1986	19.2	19.2	19.2	18.8
1987	-10.7	-3.6	-15.7	-17.6
1988	11.4	13.5	7.3	6.6
1989	-1.8	8.8	-15.9	-12.1
1990	-17.4	-15.4	-18.4	-28.2
1991	35.7	35.7	31.8	39.2
1992	12.2	14.6	1.9	16.6
1993	18.6	19.7	14.6	21.2
1994	0.8	3.2	-24.3	4.0
1995	18.3	15.3	63.4	23.0
1996	35.8	35.3	50.9	29.4
1997	18.9	20.3	3.8	10.8

자료 : 미국 부동산투자회사협회(The National Association of Real Estate Investment Trusts),  
이소환(1998), p.383에서 재인용

셋째, REITs는 주로 뉴욕증권거래소에 상장되어 있다. 1998년 6월말을 기준으로 총 215개, 1,599억 달러의 REITs가 상장되어 있는데 그 중에서 169개 사, 1,510억 달러가 뉴욕증권거래소에 상장되어 있다. 이는 회사 수 기준으로 79%, 규모기준으로 94%에 해당된다. 그 외에 29개 사가 아메리카 증권거래소에, 그리고 나머지 17개 사가 장외시장인 나스닥 시장에 상장되어 있다(<표 III-7> 참조).

**<표 III-7> REITs 회사의 미국증권거래소 상장현황**

거 래 소	종 목 수	규 모(억달러) <sup>4)</sup>
NYSE <sup>1)</sup>	169	1,509.6
AMEX <sup>2)</sup>	29	66.3
NASDAQ <sup>3)</sup>	17	23.4
계	215	1,599.3

자료 : The National Association of Real Estate Investment Trusts, 이소한(1998), p.375에서 재인용

주 : 1) 뉴욕증권거래소

2) 아메리카 증권거래소

3) 장외(over the counter)시장으로 브로커나 딜러가 만드는 시장

4) 상장된 주식의 시가총액

5) 1998년 6월 30일 현재

### ③ 투자자 현황<sup>12)</sup>

REITs의 주요 투자자들로서는 <표 III-8>과 같이 뮤추얼 펀드, 부동산 투자자문회사, 은행신탁, 연금, 보험회사, 외국인 투자자 등이 있다.

**<표 III-8> 기관투자자별 REITs 투자 점유 비중**

구 분	비 중(%)
뮤추얼 펀드(mutual funds)	50
부동산투자 자문회사(real estate investment advisers)	18
은행신탁(bank trust departments)	12
연금(pension funds)	12
보험회사(insurance companies)	6
외국투자자(foreign investors)	2

자료 : Technometrics/Bloomberg-January 14, 1997, MacGregor Associates, Garrigan & Parsons(1997) p. 420.에서 재인용

12) Garrigan & Parson(1997), pp.420~425. 참조

이 중에서 뮤추얼 펀드가 가장 많은 투자를 하고 있는데 전체의 50% 내외를 차지하고 있다. 그 뒤를 이어 부동산 투자자문회사가 18%, 은행신탁과 연금이 각각 12%, 보험회사가 6%이고 끝으로 외국인 투자자들이 2%를 차지하고 있다.

먼저 뮤추얼펀드는 REITs 투자자들 중에서 가장 큰 비중을 차지하는 투자자들이다. 이들은 직접 부동산을 매수하기보다는 회사의 펀더멘탈에 기초해서 REITs를 사고 파는 식의 의사결정을 하는 경향이 있다. 이들은 주로 투자 포트폴리오의 다각화 차원에서 투자하며 부동산에 대한 직접 투자는 피하는 습성을 가지고 있다.

둘째, 부동산 투자자문사의 경우는 연금 고객을 상대로 사적투자, 자산합작벤처, 자산과 주식의 교환 거래 등에 대한 자문을 하고 있다. 이런 형태의 투자는 시간이 지날수록 전통적인 사적 투자보다 그 비중이 커질 것이다.

셋째, 보험사는 향후 가장 촉망받는 투자자 후보인데, 왜냐하면 그들은 부동산관련 주식과 채권 투자에 상당한 능력을 보유하고 있기 때문이다. 또한 보험사는 보유자산 중 상당량을 부동산의 형태로 보유하고 있는데, 그에 따라 상대적으로 많은 운영업자산을 보유해야 한다. 왜냐하면 보험사에 대한 건전성 규제에 따르면 부동산을 직접 소유하는 것이 유가증권을 소유하는 것보다 위험가중치가 높아 운영업자산을 많이 보유해야 하는 부담을 갖기 때문이다. 운영업자산을 많이 보유할수록 보험사의 영업규모는 위축될 수밖에 없기 때문에 보험사들은 부동산을 직접 소유하기보다는 증권화된 형태로 부동산에 투자하려는 유인이 생기게 되는 것이다. 그래서 보험사는 부동산의 증권화 형태인 REITs에 대한 투자를 계속해서 늘리고 있다. 한 걸음 더 나아가 자신이 보유한 부동산을 REITs로 전환시키는 노력을 하고 있어 REITs 시장의 중요한 투자자로 등장하고 있다.

넷째, 연기금 투자자는 1,300억 달러에서 1,400억 달러에 이르는 부동산 지분을 직접 소유하고 있는 것으로 추정되고 있다. 그리고 현재 연기금들은 50억 달러 규모의 REITs를 보유하고 있다. 또한 미국 연기금의 약 28%가 REITs와 관련된 투자사업에 관여하고 있는데 향후 그 비중이 커질 것으로 예상되고 있다.

끝으로 미국에서 가장 활동적인 외국인 투자자는 네덜란드계이다. 이렇게 된 이유는 미국과 네덜란드간의 과세협정에 기인하는데, 직접적인 부동산 투자에서 발생된 소득에 부과되는 세금을 납부하지 않고 분기별 배당 소득을 본국으로 가져갈 수 있도록 허용되어 있기 때문이다.

## 2) REITs의 자금운용

### ① REITs의 보유 자산 현황

REITs의 종류별 분포를 보면 알 수 있듯이 지분형 투자회사가 상장 215개 사중에서 178개 사로 시장규모가 1,448억 달러에 달하고 있다. 지분형 투자란 총 투자자산중에서 75% 이상을 부동산 지분에 투자하는 것이므로 부동산 전체를 소유하거나, 소유 지분에 대한 투자가 큰 비중을 차지하고 있음을 알 수 있다

〈표 III-9〉 REITs 종류별 분포

종 류	종 목 수	규 모(억달러)
Equity	178	1447.6
Mortgage	28	93.2
Hybrid	9	58.5
계	215	1599.3

자료: The National Association of Real Estate Investment Trusts, 이소환(1998), p.377에서 재인용

주 : 1998년 6월 30일 현재 상장된 215개 REITs를 중심으로 정리

〈표 III-10〉 전체 REITs의 자산, 부채와 자본 내역 추이

(단위 : 십억달러, %)

		1970년	1974년	1980년	1985년	1990년	1993년
자산	건설개발용자	2.6 (55.3)	9.5 (46.3)	0.8 (11.4)	1 (6)	0.6 (1.4)	0.2 (0.3)
	기타대출	0.6	6.8	1.9	7.7	23.6	25.2
	자산소유	1	4.1	3.8	6.2	16.7	31.1
	(손실충당)		(0.7)	(0.1)	(0.1)	(0.5)	(0.5)
	기타	0.6	0.9	0.6	1.8	4	5.1
총계		4.7	20.5	7	16.6	44.4	61.1
부채	은행차입&CP	0.8	10.3	1.2	1.4	5.1	4.1
	모기지	0.6	1.6	1.9	2.7	4.3	8.9
	MBB				2.2	15.3	12.5
	기타	0.5	4	1	2	4.2	11.7
계		1.8	15.8	4.1	8.3	28.9	37.2
자본 계		2.9	4.7	2.9	8.3	15.5	23.8
부채와 자본총계		4.7	20.5	7	16.6	44.4	61.1
부채비율(%)		38.3	77.1	58.6	50	65.1	60.9

자료 : 1993 REIT handbook, NAREIT, 서후석(1998) p.328에서 재인용

주 : CP(Commercial Paper), MBB(Mortgage Backed Bond)

REITs의 주요 자금 운용 대상에 대해서는 REITs의 대차대조표 자산항목을 살펴보면 대략적인 내용을 알 수 있다. 자산항목에는 건설개발용자, 기타 대출, 자산소유와 기타 항목이 있는데, 지난 1970년대에는 건설개발용자가 큰 비중을 차지해오다가 최근에는 자산소유와 기타 대출이 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 건설개발용자는 건설개발에 필요한 자금을 부동산 개발회사에 대출하고 그 대가로 이자를 받는 거래를 말한다. 그리고 자산소유란 부동산을 소유하면서 임대료를 주 수입원으로 하는 투자이고, 기타대출은 모기지과 같은 대출로 이자수입이 주종을 이룬다.

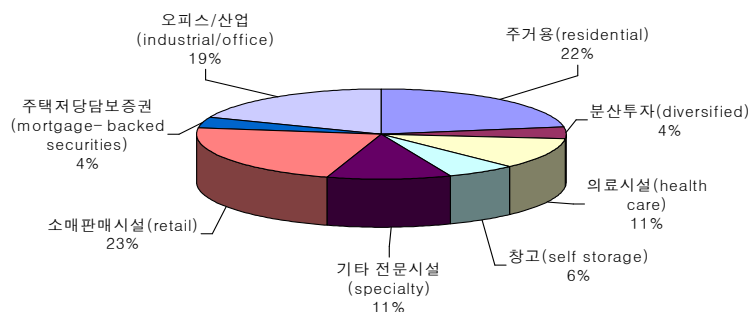
따라서 자본이나 부채의 형태로 조달된 자금을 주로 임대소득이 발생하는 부동산 소유, 모기지같은 부동산 관련 대출에 투자하고 있음을 알 수 있다.

## ② REITs의 보유 부동산 현황

REITs가 보유하는 부동산을 유형별로 살펴보면, 소매판매시설에 전체의 23%를 투자하고 있고 주거용 모기지에 22%, 그리고 산업/오피스 시설에 19%를 투자하는 등 네 종류의 부동산에 64%를 투자하고 있다. 이외에는 창고시설에 6%, 의료시설에 11%를 투자하고 있다.

비록 주거용 모기지와 주택저당담보증권 등에 전체의 1/4을 투자하고 있지만 나머지 3/4은 상업용 부동산에 투자하고 있다. 따라서 REITs는 오피스, 산업, 창고, 소매시설 등 상업용 부동산의 자금조달원 역할을 하고 있음을 알 수 있다.

〈그림 III-2〉 REITs 부동산 유형별 투자현황



자료 : The National Association of Real Estate Investment Trusts, 이소현(1998), p.380에서 재인용  
주 : 1996년 11월 29일 현재

### ③ REITs의 자금조달과 운용의 특징

REITs를 통해 자금을 조달하여 부동산 관련 사업에 투자하는 일련의 과정에서 나타나는 특징은 다음과 같다. 먼저 REITs는 부동산 시장 특히 상업용 부동산 시장을 자본시장으로 편입시키는 역할을 수행하고 있다. 이전까지 주택부문은 모기지 제도를 통해 주택 자금을 조달하고 조달된 자금으로 주택을 구입하는 등 자본시장과 주택시장이 금리를 매개로 상호 긴밀하게 연계되었지만, 상업용 부동산 시장은 REITs가 활성화되기 전까지는 자본시장과의 연결구조가 불명확한 실정이었다. REITs 제도로 인해 대규모의 상업용 부동산이 소규모의 지분형태로 거래되고, 지분이 수시로 거래되기 때문에 자본시장과의 연계성이 매우 높아지게 되었다.

둘째, REITs의 자금조달과 운용상의 불일치가 상당부분 해소되었다. 1970년대 기간상의 불일치와 역스프레드 현상으로 어려움을 겪고 난 뒤로는 부동산의 장기투자 성격에 맞추어 조달도 MBB나 무담보회사채 등 장기차입의 비중을 높였기 때문이다.

셋째, 기업공개보다는 기존 REITs가 자산을 매수하거나 REITs간의 합병방식이 시장의 주류를 이루어 가고 있다. 이런 현상은 앞으로도 지속될 전망이다.

### (4) REITs의 내외부 조직의 역할과 기능

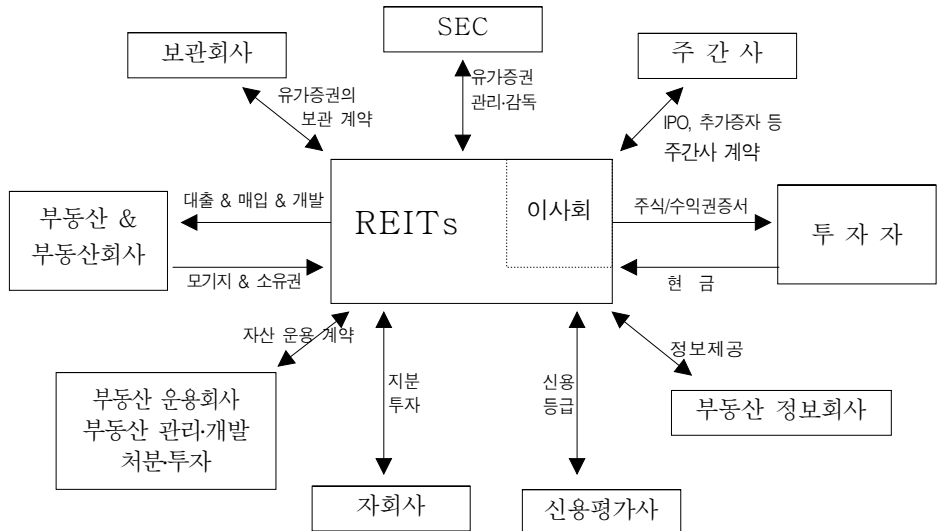
REITs 조직의 목적은 부동산과 부동산 관련 투자를 통해 투자수입을 극대화하는데 있다. 투자 성과를 극대화하기 위해서는 조직구성에 따른 비용의 최소화과 도덕적 해이를 막기 위한 대리인 비용의 최소화가 무엇보다도 중요하다.

이런 취지에서 REITs의 조직을 분석해보면, REITs의 조직은 내부와 외부조직으로 구성되어 있다. 내부조직으로는 이사회 또는 수탁자, 감사, 주주총회 등이 있고 외부조직으로는 부동산 투자운용회사와 보관회사, 주간사, 신용평가사, 부동산 정보회사 등과 같은 지원조직과 증권거래위원회(SEC, Securities and Exchange Commission), 주정부와 같은 감독기능의 조직이 있다.



〈그림 Ⅲ-3〉

REITs의 구조



## 1) REITs의 내부 조직

### ① 이사회

REITs의 내부조직은 이사회, 감사와 주주총회 등으로 나눌 수 있는데 이 조직들이 각기 맡고 있는 역할, 기능 그리고 책임에 대하여 논의하고 궁극적으로 내부조직들이 추구하는 방향에 대해서 살펴볼 필요가 있다.

REITs의 성공은 경영진이 공개기업인 REITs를 어떻게 효과적으로 관리하느냐에 달려 있다고 볼 수 있다. 이런 경영 능력 중에서 가장 중요한 것이 이사회를 효율적으로 운영하는 것이다. 즉 이사의 능력과 이사회의 효율적 운영이 REITs의 성공여부를 결정짓는다. 그러면 먼저 REITs에 있어서 이사회의 책임, 이사의 의무와 책임, 이사회의 구성에 대해 살펴보자.

먼저 이사회는 REITs의 운영 전반에 대해 책임을 져야 하는데, 그 책임으로는 ① REITs의 보유자산을 보호하고 안정적인 수익을 낚으면서 법과 규정을 엄수하도록 감독하고 ② 사업전략, 목표 그리고 정책을 수립하고 인가하며, ③ 기업의 미션, 전략, 정책, 의사 결정과 운영에 대해 숙고하고 운용회사에 대한 조언을 해야한다. ④ 그리고 최고경영자와

다른 주요 경영진의 고용, 유지 또는 필요할 경우의 해고 조치를 하고, ⑤ 정직한 정보가 객관적이고 정기적으로 공시되도록 할 책임이 있다. 이러한 사항 이외에도 ① 투자와 차입에 대한 정책의 수립, ② 행정절차, 투자운영과 REITs의 성과에 대한 감시, ③ 그리고 정책들이 정확히 수행되는지 확인할 책임 등이 있다.<sup>13)</sup>

이사 개개인의 의무와 책임에 관하여 살펴보면, 우선적으로 REITs의 이사는 독립성을 유지하고 각종 정보에 대해 숙지하고 있어야 한다. 그리고 이사들은 회사의 일일업무가 인 증된 관리하에 이루어지는지 점검하고 경영전반에 대한 감독과 이사회에 활동을 기획할 의무가 있다.<sup>14)</sup>

이를 좀더 구체적으로 보면 첫째, 회사의 경영과 현안에 대해 이사 개개인이 독립적인 판단을 유지하는 것이 매우 중요하다. 왜냐하면 자신이 스스로 확보한 정보가 없이 일상적으로 회사에서 제공하는 정보를 토대로 의사결정을 하면 주주의 가치를 증진시키지 못하기 때문이다. 둘째, 회사와 관련된 각종 정보에 대해 숙지한 뒤에 이사회에 참석하여 제공된 정보를 주의 깊게 살피고 의사결정을 해야 한다. 셋째, 이사는 회사의 업무를 수시로 살피고 최고경영자의 성과에 문제가 있다면 이사회를 통해 유능한 경영진으로 교체해야 한다. 넷째, 경영전반에 대한 감독을 해야 한다. 이런 감독기능에는 정책을 수립하고 위험을 통제하는 것, 실행된 활동에 대한 감시, 독립된 감사와 사외이사의 검토의견을 제공하는 등의 활동이 포함된다. 그리고 끝으로 이사회에 전반적인 활동을 기획한다. 전략적 기획, 포트폴리오 기획, 운영기획, 재무기획, 인적자원기획과 성과의 평가 등을 통해서 이사회가 효율적으로 이루어지도록 해야 한다.

## ② 주주총회와 감사인

주주총회는 REITs의 최고 의사결정 기관이다. 즉 REITs에서 가장 중요한 역할을 수행하는 이사회에 이사들을 선임하는 곳이 바로 주주총회이다. 그리고 REITs에 대한 중요한 안건의 대부분은 주주총회의 의결을 거쳐야 가능하다. REITs의 지배구조는 <그림 III-4>에 서와 같이 주주총회에서 이사회를 선임하고 다시 이사회가 관리회사를 지정하면 그 관리회사가 REITs를 관리하게 된다. 즉 주주총회가 REITs 지배력의 원천을 이루는 것이다.

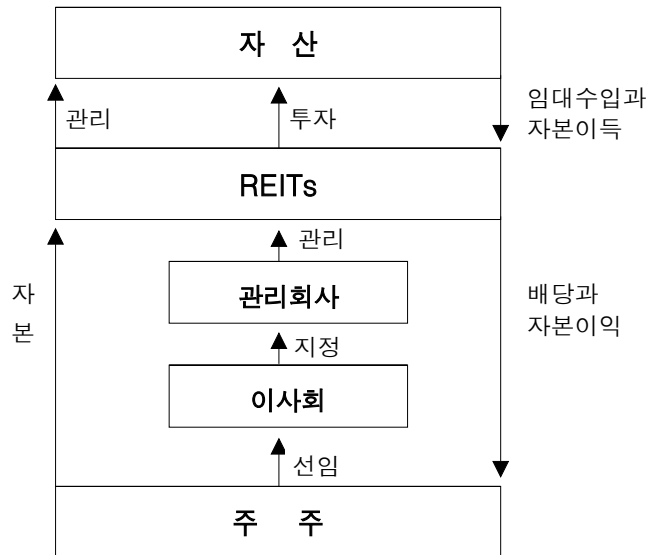
이사회는 독립이사들로만 구성된 감사위원회를 구성한 후에 외부 독립회계감사인들의

13) Garrigan & Parsons(1997), pp.230~231에서 인용

14) Garrigan & Parsons(1997), p.231 참조

감사개입범위와 그들의 감사의견을 검토한다. 특히 외부 독립회계감사인이 전문적 서비스를 제공하는지 그리고 과연 독립성을 유지하는지 검증한다. 결론적으로 REITs에 대한 감사기능은 내부의 감사위원회와 외부의 독립적인 회계감사인이 수행한다.

〈그림 III-4〉 회사형 REITs의 지배구조



자료 : SBS Warburg Dillon Read(1998), p.24

## 2) REITs의 외부 조직

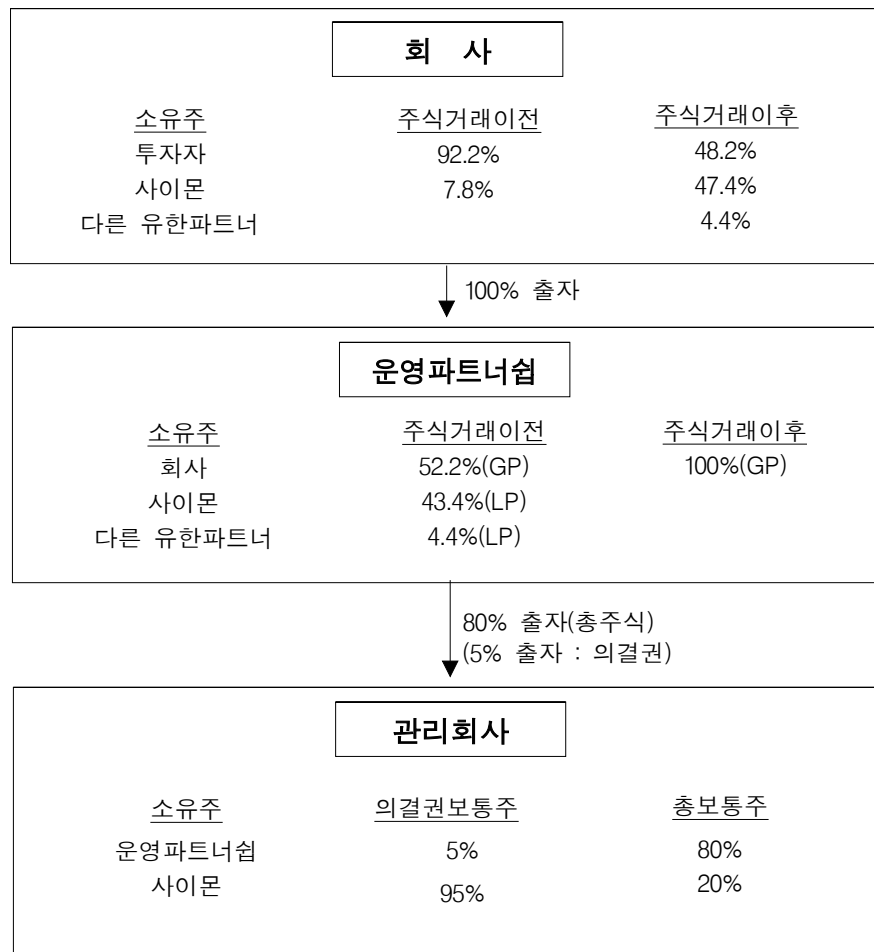
### ① 부동산 관리회사(Asset Management Company)

REITs는 부동산에 대한 관리, 개발하는 기능을 REITs 내부에 두거나 외부조직에 위임하게 된다. 내부화하는 경우 흔히 자기관리(self-managed)형태라고 하며 대부분의 REITs 조직이 자기관리형태로 운용되고 있다. 그런데 자기관리 형태라고 하더라도 주로 부동산 관리회사를 자회사로 만들고 그 자회사가 운용위탁을 받아 REITs의 자산을 관리하는 형식을 띠는 경우가 많다.

<그림 III-5>는 사이몬 프로퍼티 그룹(SPG, Simon Property Group)의 부동산관리회사의 지배형태를 도형화한 것이다. SPG가 운영파트너쉽 지분 100%를 소유하고 그 운영파트너쉽이 부동산관리회사의 총발행주식의 80%(의결권 주식을 5%만 소유하되 총발행주식수

의 80%를 소유)를 소유하여 부동산관리회사를 지배하게 된다. 운영파트너십이 부동산관리회사의 의결권 주식의 5%만을 소유하게 된 것은 REITs는 한 회사의 의결권 주식잔고의 10% 이상을 보유할 수 없도록 규제받기 때문이다. 따라서 REITs는 부동산관리회사를 지배하기 위해서 부동산관리회사와 재무규약(financial contract)을 맺고 있다. 이 규약에는 부동산관리회사가 REITs에게 소득의 전부를 제공하는 조건으로 자금을 대여받는 계약 등이 있는데, 이 계약으로 REITs는 부동산관리회사를 통제할 수 있게된다. 한편 REITs 내부에 관리기능을 두지 않을 때에는 REITs의 부동산에 대한 각종 관리업무는 부동산관리회사가 위탁받아 관리하게 된다.

〈그림 Ⅲ-5〉 REITs회사의 지배구조(사이몬 프러퍼티 그룹의 경우)



자료 : Simon Property Group, Inc(1993), pp.6~7

외부의 부동산관리회사와 관리계약을 맺는 경우에는 전체 관리 대상 자산에서 생기는 총수입의 일정 비율을 부동산관리회사에게 수수료로 지불하여야 한다. REITs 내부의 부동산관리회사가 제3자 소유의 부동산이나 합작사업의 부동산에 대한 관리를 대행해주고 수수료를 받는 경우도 있다. 일반적으로 부동산관리회사는 관리를 대행해주는 부동산에서 발생하는 총수입의 4% 정도, 그리고 임대료율이 변하는 앵커 테넌트(anchor tenant)에게는 임대료의 6% 정도의 관리수수료를 징수한다. 비앵커 테넌트에게는 임대면적 단위인 SF(Square Feet)당 0.5달러에서 3달러 정도를, 그리고 개발사업인 경우 총프로젝트 비용의 6%~6.5%에 해당되는 개발수수료를 부과한다.

## ② 지원기능의 조직

REITs의 기업공개, 추가증자, 투자자에 대한 REITs 투자정보의 제공 등의 업무가 원활하게 이루어질 수 있도록 지원하는 조직으로 보관회사(custodian), 주간사(leading manager for underwriting), 신용평가회사(credit rating agency), 부동산정보회사(property information servicer) 등이 있다.

먼저 보관회사는 투자자를 보호하기 위해 REITs가 보유한 자산을 보관하는 기능을 하고, 주간사는 REITs가 기업공개를 하거나 추가증자를 할 경우 증자과정 일체에 대한 서비스를 제공하고 발행된 주식이나 채권의 인수를 담당하게 된다. 한편 신용평가사는 REITs가 발행한 각종 증권에 대한 상환가능성을 분석하여 등급을 제공함으로써 투자자에게 투자정보를 제공하며 부동산정보회사는 부동산 산업전반에 대한 동향과 전망, 부동산 종류별 시황, 공실율(vacancy rate)과 흡수율(absorption rate)<sup>15)</sup> 등 부동산 투자정보를 투자자에게 제공함으로써 투자자의 의사결정을 지원하게 된다. 이런 부동산 정보회사는 투자자를 지원하는 기능 외에도 REITs를 설립하고 운영하는 사업자에게도 부동산 관련 정보를 제공하는 기능을 한다.

## ③ 감시, 감독기능의 조직

REITs는 IPO와 추가증자, 채권의 발행, 그리고 기업정보의 공시에 관해 SEC와 주정부

15) 공실율은 총 임대면적에서 리스되지 않고 있는 면적의 비율을 말하는데 즉 임대가능한 공간이 얼마나 되는지를 나타내는 지표이다. 반면에 흡수율은 임대되지 않은 공간이 얼마나 빨리 임대되고 있는 지를 나타내는 지표이다.

의 규제를 받게된다. SEC가 REITs를 감독하는 목적은 투자자에게 필요한 정보를 제공하는데 있는데 비해 주정부는 투자에 대한 적격성을 판단하는데 그 목적이 있다.

SEC의 중심적인 제도는 증권발행 시 사업설명서를 공시하도록 의무화한 것이다. 사업설명서는 투자자가 증권을 구입하는데 도움이 되는 정보를 기재한 것으로 증권 발행 이전에 SEC에 등록하여야 한다. 이런 제도는 투자자에게 투자정보를 제공하여 투자의사결정 판단에 도움이 될 수 있도록 하는데 목적이 있다. 반면 주정부의 규제는 블루스카이 법률(blue sky law)에 정리되어 있는데, 이 법률을 통해 투자자 유치활동이 연방공시제도에 위배되는지 투자자에게 과도한 리스크를 부담시키는지 등 투자의 적격성을 검토한다.

그리고 REITs가 REITs로서 인정받기 위해서는 소득세법상의 요건을 충족해야하고 그와 더불어 주정부에서 요구하는 기준에도 합당해야 이중과세에 대한 면세혜택을 받을 수 있다.<sup>16)</sup>

### 3) UPREITs의 구조<sup>17)</sup>

표준적인 REITs가 자산을 직접 소유하는 형식인데 반해 UPREITs는 <그림 III-6>에서 처럼 자산을 직접 소유하기보다는 자산을 소유하고 있는 운영 파트너쉽(operating partnership)의 지분을 소유하는 형식을 취하고 있다. 즉 파트너쉽에 우산을 씌운 형태의 REITs를 UPREITs라고 한다.

최근 REITs산업에는 단일 부동산에 집중적으로 투자하여 사업을 대형화하는 경향이 있다. 이런 경향은 파트너쉽의 매수와 합병의 형태로 이루어지고 있다. 파트너쉽의 매수와 합병에는 부동산 이전에 따른 세금부담이 따르게 되는데, 이런 과세부담을 회피하려는 과정에서 UPREITs가 개발되었다. 1992년 이후 이런 형태의 REITs가 보편적인 형태로 자리잡게 되었다(1993년에서 1994년까지 2년 동안 기업 공개된 REITs의 75%가 UPREITs 구조였음).<sup>18)</sup>

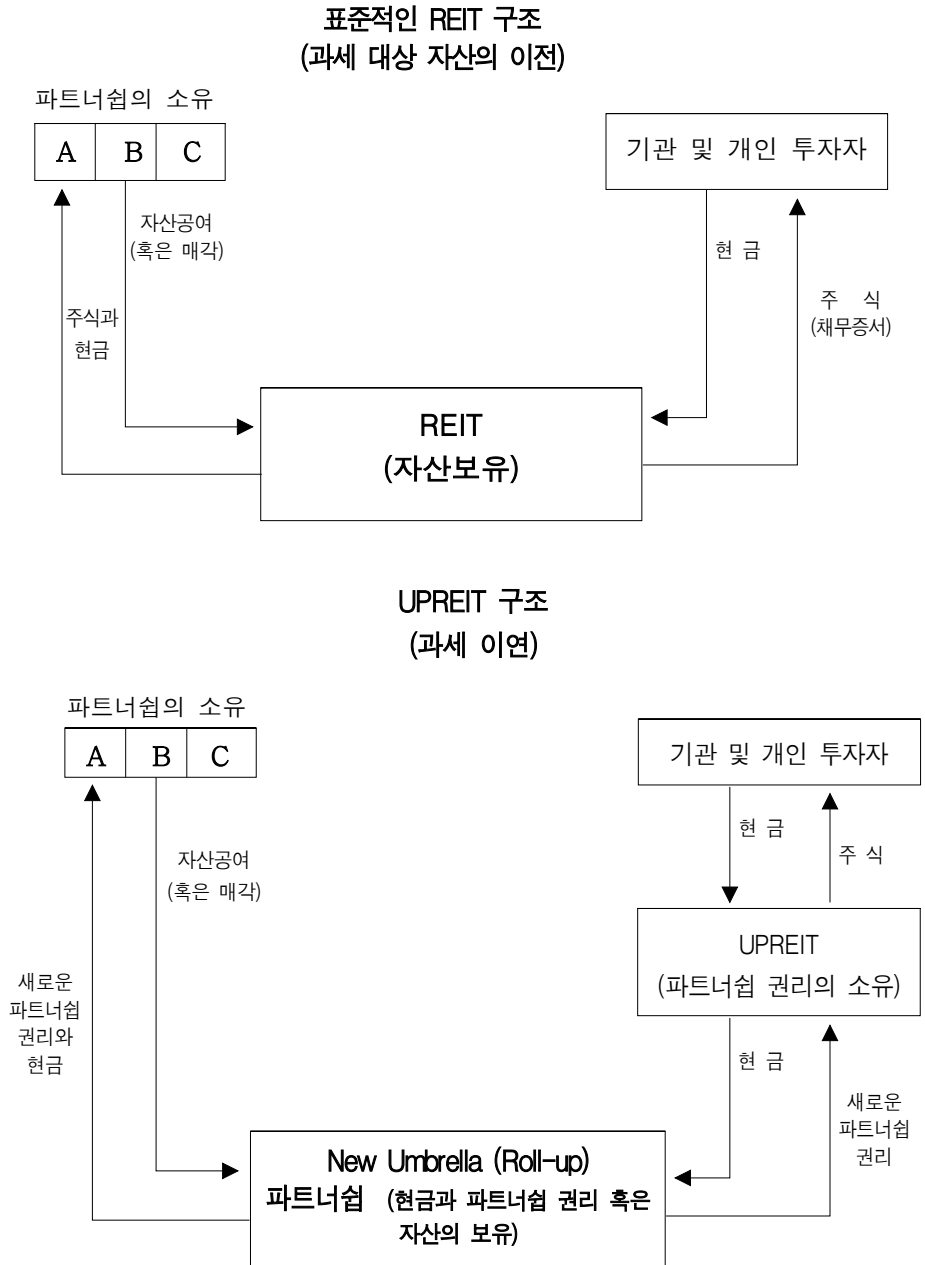
16) 소득세법 상의 면세요건을 충족시키는 것은 물론 주정부 차원의 요건에 대해서도 충족시켜야 한다. 주정부의 요건은 주정부마다 다른데, 델라웨어와 오하이오주는 무조건 완전면세혜택을 주고, 메릴랜드와 버지니아주 등은 연방정부와 요건이 같다. 보다 자세한 내용은 NAREIT, *Law Affecting REITs*, p.6 참고

17) Fass, Peter M.외(1995), pp.1-22 ~ 1-24에서 인용

18) NAREIT(1995), *REIT basics*, pp. 6-7 참조

<그림 Ⅲ-6>

표준적인 REIT와 UPREIT의 구조



자료 : Fass, Peter.M.(1995) p.1-23

UPREITs 구조에 대해 좀더 자세히 살펴보면, 기관 및 개인투자자는 REITs의 주식을 소유하고 REITs는 직접적으로 자산을 소유하지 않고 그 대신에 운영 파트너십의 지분을 소유하게 된다. 여기서 운영 파트너십의 지분은 옵션의 형태를 띠는데, 한 주의 주식에 한 개의 운영파트너십 단위가 교환되도록 옵션화 되어있다. 부동산 파트너십들은 보유 자산을 운영 파트너십에 매각하고 그 대가로 운영 파트너십의 유한 파트너십(limited partnership) 지분을 받게되고 REITs는 운영 파트너십의 무한 파트너십(general partnership) 지분을 소유하는 형태로 부동산 파트너십의 매수와 합병이 이루어진다. UPREITs 구조에서는 부동산을 운영 파트너십에 매각한 파트너가 사망한 후 상속자가 매수와 합병 당시의 과세기준으로 소득세를 납부하면되기 때문에 그 기간동안 과세 이연(tax deferred)의 효과를 얻게 된다.

이외에도 UPREITs 구조는 유동성이 없는 파트너십 지분을 유동성있는 투자수단으로 만드는 역할을 하고 또한 REITs가 파트너십이 보유한 부동산을 쉽게 매수할 수 있도록 기여하고 있다. 그러나 UPREITs 구조는 소득세법에서 공식적으로 인정한 것은 아니기 때문에 세부적인 사항에 대해서는 세무 전문가의 도움을 받아야 할 것이다.

이런 UPREITs구조는 과세 이연의 효과가 있지만 한편으로는 부동산을 운영 파트너십에 제공하는 파트너와 REITs 주주간의 이해상충(conflict of interest)이 발생할 소지가 많다. 예를 들면 부동산 가격이 상당히 매력적일 정도로 상승하였을 때조차도 부동산을 제공한 파트너는 세금부담 때문에 자산매각을 반대하게 된다. 이 때 독립이사들은 주주의 권리가 최우선이 되도록 노력하기 때문에 주주, 그리고 대리인인 독립이사와 부동산을 제공한 파트너간에는 이해상충이 벌어지게 된다.

## (5) REITs의 기업공개

REITs가 기업공개를 통해 자본을 조달하는 이유는 자금조달이 손쉽고 부채비율을 줄일 수 있으며 발행된 주식에 유동성을 부여할 수 있기 때문이었다. 이런 세가지 이유에 대하여 좀 더 상세하게 살펴보면, 첫째 1990년대 초까지 기업공개를 통한 자본 조달이외에 마땅한 자본조달 수단이 없었다는 사실이다. 보험사와 은행들은 대출을 기피하거나 설사 대출을 하더라도 낮은 담보가치대비 대출비율(LTV, Loan To Value) 비율을 요구하기 때문에 실제 조달되는 자금이 적을 수밖에 없었다. 또한 대규모 펀드들도 부동산 구매를 급격히 줄이고 있었으므로 펀드를 통한 자금조달도 여의치 않았다. 결국 기업공개를 통하는 방



법 외에는 마땅한 재원조달 수단이 없었던 것이다.<sup>19)</sup>

둘째, 기업공개를 통해 자본을 조달하면 부채를 줄일 수 있기 때문이었다. 그리고 추가적인 자금을 조달하려고 할 때에도 LTV 비율이 낮기 때문에 재원조달이 용이해지는 효과가 있다.

셋째, REITs가 기업공개를 하면 REITs 자신은 부동산을 매각하지 않고 주식발행을 통해 자금을 조달할 수 있고 투자자는 언제라도 주식을 매각할 수 있는 유동성을 얻게 되는 것이다.

이런 세 가지의 이유로 인하여 많은 REITs들이 기업공개를 통해 증권거래소에 상장절차를 밟게 된다. 그러면 REITs가 어떤 절차를 통하여 기업공개를 하는지, 그 절차 중에서 발생하는 업무를 누가 맡아 처리하는지 그리고 끝으로 기업공개 과정에서 가장 중요한 등록서류 중의 하나인 사업설명서의 주요 내용에 대해 살펴보았다.

### 1) 기업공개(IPO, Initial Public Offering) 스케줄

REITs의 주류를 이루고 있는 회사형 REITs의 기업공개 과정에 대해 간략히 살펴보면 다음과 같다.

일반적으로 기업공개를 하기로 결정하고 종료될 때까지 소요되는 기간은 160일 정도이다. 우선적으로 기업 공개시에 전과정을 가이드하고 주식을 모집하거나 인수를 할 주간사의 선정이 가장 먼저 해야될 일이다. 이때 기업 공개를 주관한 경험이 풍부하고 발행 물량을 충분히 소화시킬 수 있는 공신력있는 주간사를 선정하는 것이 매우 중요하다. 주간사를 선정하고 난 후에 REITs를 구성하는 사업의 주요 내용을 결정하고 그것을 토대로 요약 재무모델을 만든다. 이러한 과정까지 대략 30일 정도가 소요된다. 그리고 나서 기업공개 예정인 회사와 자산에 대한 실사, 그리고 각지에 흩어져 있는 자산을 분석하기 위한 투어(tour)를 하게 된다. 실사와 투어 결과를 토대로 기업공개에 필요한 등록서류의 초고를 작성한다. 이렇게 작성된 초고를 기업공개 업무를 추진하는 그룹 전체가 세부적으로 검토한 후에 다시 등록서류를 보완하는 작업을 하게 된다.

등록서류를 보완하고 다시 업무추진그룹의 점검을 받는 절차를 3차례 정도 반복하고 난 후에 공동 주간사와 다시 자산투어를 한다. 그런 후에 등록서류를 총점검하고 증권거래위원회에 등록서류를 제출한다. 주간사와의 실사와 등록서류를 작성하기까지 60여 일이 소요된다. 그 후에 SEC에 등록서류를 제출하게 된다.

---

19) Garrigan & Parsons(1997), p.10 참조

〈표 III-11〉

지분형 REITs IPO의 주요 일정

공모일 ○○일 전	업 무
160	공개 여부에 대한 의사결정
159 - 150	주간사 선정
145 - 135	거래조건의 협상과 공개된 사업 이슈의 해결
130	거래조건의 타결과 요약 재무모델- 변호사는 등록서류의 초고 작성 시작
120 - 115	Due Dilligence 모임과 자산 Tour
110	등록서류의 초고를 발행자에게 1차 배포
100	업무추진 그룹이 등록서류의 초고를 회람
95 - 91	등록서류의 보완
90	업무추진그룹이 2차 등록서류를 회람(공동주간사의 선정)
85 - 81	등록서류의 보완
80	업무추진 그룹이 3차 등록서류를 회람
75 - 71	공동주간사와 자산실사 투어를 실시
70 - 66	등록서류의 최종점검기간이 시작됨.
65	SEC에 등록서류를 제출
30	등록서류에 대한 SEC의 코멘트- SEC 코멘트에 대한 보완
25	SEC에 등록서류 1차 수정본을 제출
20	인수신디케이트단을 초청
18 - 3	로드쇼
1	가격 오퍼링
0	SEC가 효력 발생 선언, 거래 시작, 최종본의 인쇄
-5	마감과 대금결제

자료 : NAREITs 3rd Annual Workshop(1994) 자료

SEC는 등록서류를 검토하고 등록서류에 대해 코멘트를 하는데 업무추진팀은 조속한 시일내에 그 사항을 보완해야된다. 그리고 다시 보완된 등록서류를 제출하는데 까지 40여 일이 더 소요된다. 그리고 난 후에 인수 신디케이트단을 초청하고 로드쇼를 거친 후에 최종적으로 가격 오퍼링(pricing offering)을 하게된다. 이때에 SEC는 등록서류에 대한 효력발생을 선언하고 거래를 시작한다. 효력 발생 후 5일이 경과한 후에 마감과 대금결제를 하는 것으로 기업공개과정이 종료된다.

## 2) IPO의 업무 분담과 사업설명서의 주요내용

REITs의 기업공개 업무는 회사와 주간사 간의 주식 가격협상, 기업공개의 절차와 필요서류의 작성 등으로 구성된다. 기업공개 절차는 이미 살펴보았고 가격조정과 주식물량 소

화에 관한 사항은 개별거래마다 편차가 크게 나타나므로 논의에서 제외하고, 필요 제출서류인 등록서류를 누가 준비해야 하는지 그 작성책임에 대해 살펴보고 등록서류인 사업설명서의 주요 내용을 살펴보면 다음과 같다.

먼저 등록서류의 작성책임에 대해서는 <표 III-12>에 정리되어 있다. 대체로 회사, 법률자문단과 담당 회계사가 해야 할 일들은 주로 회사의 사업내용, 자금용도, 배당사항, 자금조달계획, 재무관련 서류, 경영진, 법적 의견 등에 관한 것이고 나머지 인수에 관한 사항들은 대체로 주간사와 인수단에 의해 초고가 작성된다.

**<표 III-12> 등록서류(Form S-11)의 준비 책임**

	서 류	초고작성책임
1	등록서류 커버페이지	CC
2	상호참조표(Cross-Reference)	CC
3	<b>사업설명서(Prospectus)</b> a. 커버페이지 b. 안정화 서약 c. 요약(확정된 부담대비 수익의 위험요소비율) d. 회사 소개 e. 자금용도 f. 배당금 g. 자본조달계획 h. 통합손익계산서, 선별된 재무데이터 I. 경영 논의와 통합손익계산서의 분석 j. 사업 (i) 일반적인 정보 (ii) 차입과 운용 등에 대한 정책 (iii) 투자정책 (iv) 자산수집(roll-up) 또는 특정자산: 재무자료, 운영자료 k. 경영진 l. 주식발행계획과 다른 종업원 인센티브제 m. 내부 거래 n. 보통주에 대한 사항 o. 인수에 관한 사항 p. 법적인 의견 q. 재무제표 r. 제 2부 블루스카이 메모 인수계약서 인수단의 신디케이트 팩키지 감사에 대한 이사의 권한 임원의 질문사항 레터 광고	UW/UC UC UW/UC/CA C/CC C/CC C/CC C/CA C/CA C/CC/CA C/CC/CA  C/CC C/CC C/CC C/CC UW/UC CC CA CC/CA UC UC UW CC CC UC/CA UW

주 : C-Company, CC-Company Counsel, UW-Underwriter, UC-Underwriter Counsel, CA-Accountants

### 3) 사업설명서(Prospectus)의 내용

기업공개는 물론, 추가 증자 등 불특정 다수인에게 자금을 모집하기 위해서는 회사에 대한 사업설명서의 작성은 가장 기본적으로 해야할 사항이다. 사업설명서에는 투자자에게 제공할 회사에 대한 상세한 정보들이 포함되어 있다.

사업설명서의 내용을 좀 더 상세히 살펴보면, 대체로 사업설명서 요약, 리스크 요소, 회사의 재무와 관련된 사항, 사업과 자산의 상세한 내역, 회사의 경영진, 회사의 계약사항, 각종 법률과 과세에 관한 사항 등 7가지 정도로 나눌 수가 있다.

〈표 III-13〉

사업설명서의 주요 내용

사업설명서 요약	회사개요, 위험요소, 사업과 자산, 회사의 성장전략, 회사의 구성, 세제, 모집, 배당, 재무자료 요약	파트너쉽 협정	부동산 관리, 지분의 이전가능성, 배당, 스톡옵션하의 시장
리스크 요소	평가의 방법, 대주주의 영향, 이해의 상충, 자본의 희석, 부동산 투자리스크, 환경적 문제 등	주요주주	
회사, 자금의 용도, 배당사항, 자본조달, 자본희석, 요약재무제표 자료		회사의 주식	보통주와 B급보통주, 주식이전제한, 거래대행과 등록대행사
재무상태와 운영결과 분석	운영결과, 추정손익, 자금운용표, 인플레이션 등	향후 매출가능 주식	
사업과 자산 내역	사업과 자산별 내용 설명, 임대사항, 합작사항, 경쟁관계, 부동산관리회사 등	정관상의 규정	사업통합의 평가, 이사의 수, 이사의 행동, 주주 사전 공시규정
투자, 재무 등에 관한 정책	투자정책, 재무정책	연방소득세에 관한 사항	자문사의 의견, 회사에 대한 과세, 인증의 조건, 인증실패, 미국주주에 대한 과세, 외국인 주주에 대한 특별세 사항, 운영파트너쉽에 대한 소득세, 주와 지방세
경영진	이사진과 고위임원, 위원회 제도, 임원급여, 스톡옵션, 보너스 시장 등	종업원지주제에 관한 사항, 인수, 전문가 의견	
회사의 구성	회사구성상의 거래, 지분의 평가와 결정, 거래의 효과	법적 문제, 추가적인 정보	
관련회사와의 거래	대주주와의 거래, 대주주관계사와의 거래, 관리회사	색인, 재무제표에 대한 인덱스	

자료 : Simon Property Group의 사업설명서(1993)에서 정리

먼저 사업설명서 요약이란 방대한 사업설명서 상의 내용 중에서 회사의 기본적인 사항과 투자자에게 미치는 영향이 큰 사항들을 요약하여 제공하는 부문이다. 둘째, 리스크 요소는 투자자의 투자활동에 미칠 수 있는 각종 위험 즉 평가의 방법, 대주주의 영향, 이해의 상충, 부동산 리스크 등과 같은 위험에 대해 기술하고 있다. 셋째, 회사의 재무관련사항에는 자금의 용도, 자본조달, 재무정책, 배당과 배당정책, 재무제표, 추정재무제표 등이 포함된다. 넷째, 사업과 자산에 대한 사항을 정리하고 있는데, 그 내용에는 자산과 사업의 내역, 임대사항, 합작사항, 경쟁에서의 위치, 부동산관리회사에 대한 사항 등이 포함된다. 다섯째, 회사의 경영진에 대해 상세히 설명하고 있다. 이사진 전원에 대해 지금까지의 이력사항, 그간의 성과, 특히 과거의 투자손실 경험까지도 기술되어야 한다. 여섯째, 회사가 맺고 있는 각종 계약사항에 관한 것을 기술한다. 여기에는 회사의 구성, 관련회사와의 거래, 파트너쉽 협정, 주식에 관한 사항 등이 주로 포함된다. 끝으로 회사와 관련되는 각종 법률 사항과 세금에 관한 사항이 포함되는데, 정관상의 각종 규정 내용, 연방소득세에 관한 사항, 종업원 지주제에 대한 것은 물론 향후 발생 가능한 법적 문제에 대해서도 고지하고 있다.

REITs제도가 활성화된 데에는 투자자에 대한 보호, 투자위험에 대한 명백한 고시, REITs관련 정보의 풍부한 제공 등에 기인한 바가 크다. 특히 이런 정보제공의 중심에 사업설명서가 있으므로 사업설명서의 중요성은 매우 크다고 볼 수 있다.

## (6) REITs에 대한 투자 정보

### 1) 부동산 투자 정보

#### ① 부동산 유형별 리스크 차이

과거에는 REITs가 다양한 부동산에 투자하는 것이 관행이었는데 최근에는 특정 부동산 예를 들면 쇼핑센터, 호텔, 창고와 같이 한 분야의 부동산에 집중적으로 투자하는 경향이 있다. 이런 경향에 따라 특정 부동산이 지니고 있는 독특한 특성에 따라 REITs 위험의 정도가 크게 달라지는 경우가 많다. REITs를 분석하는데 있어서 위험의 수준은 투자한 부동산의 형태, 부채규모, 다각화의 정도, 신규개발규모와 REITs 경영진의 경험 등에 따라 결정된다. 위험의 수준을 측정하는 수단으로는 부동산 업계에서 가장 흔히 쓰이는 것이 자본환원율(Cap Rate, Capitalization Rate)이다. 자본환원율이 높으면 높을수록 부동산의 위험이 높은 것이다. 예를 들면 연간 순운영수입(NOI, Net Operating Income)이 10만 달러인 부동산이 있고 그 부동산의 자본환원율이 10%라면 그 부동산의 가치는 일백만 달러가 된

다(여기서 NOI는 부채상환 이전 자산의 현금흐름을 말함).<sup>20)</sup>

자본환원율은 부동산 시장별로 다르고 시기마다 다르게 측정되는데, <표 III-14>는 1996년에 조사된 자본환원율이다. 표에서 보듯이 호텔이 10.2%로 가장 높게 측정되어 조사된 부동산 중에서 가장 위험이 높은 부동산인데 반해 지역몰은 8.3%로 가장 위험이 낮은 부동산으로 조사되었다. <sup>21)</sup>

1990년대 중반의 부동산 시장 상황을 토대로 각 부동산 유형별 리스크를 스펙트럼의 형식으로 나타낸 것이 <표 III-15>이다. <표 III-14>의 자본환원율에 따른 부동산 위험수준이 리스크 스펙트럼에 그대로 반영되어 있음을 알 수 있다.

**<표 III-14> 부동산별 자본환원율 비교**

부동산 유형	자본환원율
호텔	10.2%
다운타운 오피스	9.5%
파워센터	9.5%
커뮤니티 센터	9.5%
교외 오피스	9.1%
산업시설	9.0%
아파트	8.8%
지역 몰	8.3%

자료 : Real Estate Research Center, Mullaney, John A.(1997), p.27에서 재인용

**<표 III-15> 부동산 리스크 스펙트럼**

높은 위험	낮은 위험
교회 사무실	
CBD 사무실	다가구 거주시설
쇼핑센터	매뉴팩처링 하우스
자가저장센터	산업용 부동산
호텔/모텔	지역 몰
나대지	상업용 순 리스

자료 : Real Estate Research Center, Mullaney, John A.(1997) p.27

주: CBD(Central Business District, 중심업무지역)

20) Mullaney, John A. (1997), p.26에서 인용

21) 자본환원율은 부동산 종류별로는 물론 지역별로도 다른데, 예를 들면 1995년 사무용 부동산에 대한 전국적 조사에서 샌프란시스코 소재 사무용 부동산의 자본환원율은 7.1%인데 비해 오클라호마 시의 경우는 9.9%인 것으로 조사되었다.

REITs제도가 국내에 도입된다면 투자자들은 미국에서 제공되는 투자정보를 국내에서도 요구할 것인데, 현재 자본환원율과 같은 투자정보를 제공하려면 많은 노력과 시간이 소요될 것이다. 왜냐하면 이 수치를 산출하기 위해서는 객관적이고 정확한 부동산의 가치와 순운영수입을 알아야 하는데 이런 기초적인 정보의 구득에서부터 많은 애로가 있는 실정이기 때문이다.

## ② 부동산별 투자정보의 특성

REITs가 주로 투자하는 부동산 유형은 대체로 10가지 정도로 나눌 수 있는데, 각 부동산별로 투자자들이 어떤 정보에 더욱 관심을 가져야 하는지 살펴보아야 한다. 투자자들이 관심을 갖는 것은 위험대비 수익이라는 기본틀은 같지만, 부동산 유형별로 위험과 수익에 영향을 주는 정보는 각기 다를 수밖에 없다. 따라서 부동산 유형별로 어떤 정보가 중요한지 간략히 살펴본다.

먼저 토지의 경우를 살펴보면, 토지란 소득흐름이 없고 감가상각이 없기 때문에 세제혜택의 효과가 적다. 그렇기 때문에 통상 토지가 가장 위험한 부동산이 된다. 토지는 향후 개발이 가능한지, 언제부터 얼마만큼의 현금유입이 가능한지가 투자에 있어서 가장 중요한 정보이다.

둘째, 호텔과 모텔은 어떤 고객을 대상으로 마케팅 하는지, 그리고 체인에 가입했는지, 그리고 그 체인의 영향력이 어느 정도 되는지가 중요한 투자정보이다. 셋째, 자가저장센터는 리스가 매우 단기간에 이루어지기 때문에 운영자의 관리능력이 성공여부의 주요 요소라고 할 수 있다. 넷째, 쇼핑센터에는 인근쇼핑센터, 커뮤니티 쇼핑센터와 파워센터 등으로 나누어지는데, 각기 대상 상권의 범위와 주요 앵커 테넌트가 다르다. 그러나 공통적으로 중요한 투자정보는 소비자 기호변화에 대한 대처 능력, 주요 앵커 테넌트의 질 등이라고 할 수 있다. 특히 이들 쇼핑센터는 경쟁이 격화되고 있기 때문에 각기 쇼핑센터가 경쟁에 어떻게 대처하느냐가 중요한 투자정보가 된다.

다섯째, 중심업무지역과 교외의 사무실은 그 지역의 경제환경에 크게 의존하는 특징이 있다. 또한 그 사무실을 대체하는 가치와 비교할 때 부동산의 가치가 낮으면 투자 대상으로서의 가치가 있다고 판단할 수 있을 것이다. 이외에도 수요와 공급 상황, 장기리스의 조건 등이 사무용 빌딩에 투자할 때 고려해야 할 사항이다.

여섯째, 다가구 주거시설에 투자할 경우, 임차인 구성, 임차인의 회전을, 건축경과 연도 등이 중요하게 고려해야 할 사항이다. 이외에도 무엇보다도 중요한 것이 그 시설을 관리하

는 능력이라고 할 수 있다. 일곱 번째, 매뉴팩처링 하우스도 다가구 주거시설과 같이 거주자의 회전율이 중요한 지표이다. 여덟 번째, 산업용 부동산은 그 부동산 주변의 산업기반시설의 양호 여부가 중요한 체크포인트이고 또한 산업용 부동산은 주로 단일 테넌트가 리스하고 있으므로 그 테넌트의 질이 중요하게 영향을 끼친다. 아홉 번째, 지역몰에서는 지역몰과 슈퍼 지역몰로 나눌 수 있는데, 이들의 차이는 슈퍼 지역몰이 대상으로 하는 상권이 지역 몰보다 매우 넓고 몰의 앵커 터넌트의 질과 수에서 우수한 편이라는 것이다. 이 두 가지 지역 몰에 투자할 경우, 주요 앵커 테넌트의 질, 시장점유율, 소비자 기호변화에 대한 대처능력 등이 투자 전에 체크해야하는 포인트이다.

끝으로 상업용 순리스(commercial net lease)<sup>22)</sup>의 경우, 테넌트의 질, 임대조건, 부동산 운용상의 위험, 공실율, 흡수율, 건설활동 등이 중요하게 고려해야 할 투자 정보 사항이다.

〈표 III-16〉 부동산 유형별 주요 투자정보 사항

부동산 유형	중요 투자정보	부동산 유형	투자정보
나대지	개발가능성 여부, 미래의 예상 현금흐름	다가구 주거시설	관리능력, 임차인의 구성, 회전율, 건축경과연도
호텔/모텔	체인가입여부, 특정고객 지향 여부	매뉴팩처링 하우스	거주자 회전율, 자본지출 요건
자가저장센터	단기리스의 특징, 관리능력이 중요, 주요 고객의 질	산업용 부동산	산업기반시설 수준, 단일 테넌트의 질
쇼핑센터(인근, 커뮤니티, 파워센터)	소비자 기호변화에 대한 대처능력, 앵커테넌트의 질, 경쟁심화	지역 몰	주요앵커테넌트의 질, 마켓 웨어, 소비자 기호 변화에 대 한 대처 능력,
CBD 사무실/ 교외 사무실	경제환경에 크게 의존, 대체가치와의 비교, 수요와 공급에 의존, 장기리스 조건	상업용 순 리스	테넌트의 질, 현행 임대조건, 부동산 운용상의 위험 시장공실율/흡수율 건설활동

자료: Mullaney, John A.(1997) pp.29 ~34에서 요약 정리

22) 상업용 순리스라는 분류는 실제하는 부동산 형태가 아니라 부동산 투자의 형태(상업용으로 임차인에게 리스된 부동산)를 말한다. 상업용 순리스의 경우, 부동산 운영에 따른 리스크가 소유주로부터 임차인으로 전가되기 때문에 투자위험수준이 낮아지게 된다.



## 2) REITs의 IR(Investor's Relation)

REITs의 자금조달은 주로 기업공개, 추가 증자, 채권 발행 등을 통해서 이루어지고 있다. 이렇게 REITs가 필요할 시점에 자금을 조달하기 위해서는 투자자와의 관계를 돈독히 할 필요가 있다. REITs가 투자자에게 적절한 시기에 정확한 정보를 제공하는 등 신뢰관계를 구축하지 못한다면 지속적으로 자금을 조달하기란 불가능할 것이다.

REITs들은 매우 다양한 방법으로 투자자를 관리하고 있는데, 그 주요 형태는 보도자료, 미디어관리, 자료제공, 전문투자자관리, 컨퍼런스, 일대일 미팅 등이 있다.

보도자료의 배포는 분기수익자료, 배당사항, 매수와 매각에 관한 사항과 경영진의 변동이 있을 경우에 흔히 이용하는 IR 수단이다. REITs는 제조업과 다르기 때문에 분기수익자료를 발표할 때 REITs에 적합한 수익관련 자료를 제공해야 한다. 예를 들면 FFO(Fund From Operation), AFFO(Adjusted Fund From Operation)<sup>23)</sup> 등과 같은 자료이다. 배당은 기존의 회사와 크게 차이가 없으나 매수와 매각의 경우 매수자산의 상세한 내역, 자본환원율, 가격과 거래조건 등 상세한 정보를 제공해야 한다. 이외에도 경영진의 변동이 있을 경우 새로운 경영진에 대해 과거의 경력과 투자성과 등이 제공될 필요가 있다.

와이어 서비스(Wire Service; Dow Jones News Service, Reuters, Bloomberg Business News 등), 신문 등 언론사, 전문투자자를 위한 네트워크와 같은 미디어에 대한 관리에도 신경을 쓸 필요가 있다. 그리고 연례보고서, 분기보고서, 팩트북 등 다양한 자료를 투자자에게 제공하여 REITs가 지닌 강점에 대해 홍보할 필요가 있다.

특히 REITs에 전문적으로 투자하는 전문투자자관리는 더욱 중요한데, 그 주요 전문가로는 REITs분석전문가, 기관투자자, 머니 매니저, 연기금 스폰서, 소매브로커 등이 있는데 이들에 대한 관리에도 신경을 써야 할 것이다.

이외에도 각종 기관들이 주관하는 컨퍼런스, REITs 관련 산업별 컨퍼런스 등에 홍보하거나 일대일 미팅을 통해 투자자를 관리하기도 한다.

IR의 목적은 REITs가 지닌 강점을 과대포장하고 단점을 숨기는데 있는 것이 아니라 REITs의 실상을 즉시 공시함으로써 투자자와의 신뢰를 구축하는데 있다. 투자자의 신뢰를 얻어야 REITs 자신이 처한 상황에서 최선의 투자유치를 일구어 낼 수 있기 때문이다.

---

23) 영업수입(FFO)이란 순수입(net income)에서 부동산 매각이익을 제하고 다시 부동산 감가상각비를 더한 것을 말한다. 여기서 순수입은 수입에서 운영비용, 감가상각과 감모비, 이자비용과 일반관리비를 제외한 금액이다. 조정된 영업수입(AFFO)은 순영업수입에서 자본적 지출, 리스커미션의 감모비 등을 뺀 것이다. Block, Ralph L.(1998), pp. 148~155. 참조

〈표 III-17〉

REITs의 IR 유형

구 분	주요 내용	
보도자료	분기수익자료	REITs에 적합한 수익자료의 제공(FFO, FAD)
	배당 결정	분기배당 규모, 지급절차, 연간환산수익율
	매수와 매각	매수되는 포트폴리오 내역, 매수/매도자, 자본환원율 (Cap. Rate), 가격과 거래조건 등
	경영진 변동 등	경영진의 직무, 경력 사항 등
미디어 관리	외이어 서비스 인터뷰, 신문등 언론사, 전문투자자를 위한 네트워크,	
자료제공	연례보고서, 분기보고서, 팩트 북/기업정보 요약, Broker sell sheets	
전문투자자 관리	REITs분석전문가, 기관투자자와 독립된 머니매니저, 연기금스폰서, 소매 브로커,	
컨퍼런스	각종 기관들의 컨퍼런스, 산업컨퍼런스, IR대행사의 컨퍼런스	
일대일 미팅	일대일 대면 미팅	

자료 : Garrigan & Parsons(1997), pp.253 ~ 274 참조

주: FFO(Fund From Operation, 영업수입), FAD(Funds Available for Distribution, 배당가능수입)

## (7) REITs의 세제

REITs에 대한 세제는 크게 세 부문으로 나뉘어진다. 첫째 주식보유, 이전, 분산과 관련된 REITs의 조직에 관한 부문, 둘째 소득, 자산, 배당 등 REITs 운영과 관련된 부문, 그리고 끝으로 REITs의 조직변경과 관련된 부문이 있다. 이 중에서 조직과 운영에 관한 부문은 REITs가 세금혜택을 받기 위해서 지켜야 하는 요건들이 그 중심을 이룬다면, 조직변경과 관련된 부문은 파트너쉽이나 기업을 REITs로 전환하면서 생기는 각종 세제에 관한 사항이 주를 이루고 있다는 점에서 차이가 있다.

### 1) 조직관련 부문

조직관련 요건에는 주식보유제한, 주식이전, 100인 규칙(100 person rule)과 기타로 나눌 수 있는데, 먼저 주식보유제한에는 5/50 규칙(5명 이하의 소수주주가 과세연도 하반기 동안 REITs 주식잔고의 50% 이상을 보유하는 것을 금지)이 있다. 이 규칙을 준수하기 위해서 많은 REITs들은 주식잔고의 일정비율(흔히 9.8%) 이상을 보유하는 것을 금지하고 있다. 만약 규정을 위반하여 초과 보유하는 지분은 배당권과 의결권을 제한받게 된다.

〈표 III-18〉

REITs의 조직구성에 있어서의 과세

<b>A. 주식 보유 제한</b>	1. 기본원칙 (5/50 rule)	- 첫 번째 과세연도 이후 5명 이하의 소수 주주가 과세연도 하반기 동안 REITs 주식잔고의 50% 이상을 보유하는 것을 금지
	2. 초과지분	- 많은 REITs들이 주식잔고의 일정 비율(흔히 9.8%) 이상을 보유하는 것을 금지하고 있음(초과지분은 배당권과 의결권을 제한).
	3. 개인으로 인정되는 실체	- 연금신탁, 사적재단, 실업보상신탁 등은 개인 취급 - 세금면제 인가를 받은 대학은 5/50 rule 면제
<b>B. 주식 이전</b>	1. 기본원칙	- REITs의 지분이나 수익증서는 이전가능해야 함
	2. 금지된 주식	- 주식발행계획의 제한(임직원에 대한 스톡옵션)
<b>C. 100 person rule</b>	- 첫 번째 과세연도 이후, 과세연도의 335일 동안 최소 100명 이상이 REITs 지분을 소유하고 있어야 함. - 미공개 기업의 경우 저렴한 2순위 주식을 개인에게 매각하거나 기증하여 요건을 충족시킴. 이런 주식은 이사회의 허용을 받아야 이전이 가능함.	
<b>D. 기타</b>	1. 중앙집중관리	- 이사회나 중앙관리의 역할을 하는 동등한 그룹이 경영해야 함.
	2. 국내 기업	- 국내기업과 동일 조건으로 과세
	3. 인증안된 사업	- 은행, 저축기관이나 보험사가 될 수 없음.

자료 : Edward, Tony M.(1993), pp.1~5에서 요약, NAREIT(1994)

둘째, REITs 지분이나 수익증서는 원칙적으로 이전이 자유로워야 한다. 그러나 임직원에 대한 스톡옵션과 같은 경우는 주식발행계획의 예외로 취급된다.

셋째, 첫 번째 과세연도 이후 도래하는 과세연도의 335일 동안 최소 100명 이상이 REITs를 소유하고 있어야 한다. 이런 규정은 상장 REITs의 경우에는 충족시키기 쉬우나 비공개 기업은 요건을 충족시키기 쉽다. 그래서 대부분의 비공개기업은 저렴한 2순위 주식을 개인에게 매각하거나 기증하여 요건을 충족시키고 있다. 이런 경우에도 개인의 주식 매각은 이사회의 허락을 받아야 가능하도록 규정해 놓고 있다.

끝으로 REITs는 이사회나 그에 준하는 그룹에 의해 중앙관리되어야 하며 REITs에 대한 과세는 국내기업에 준해서 이루어진다. 그리고 인증되지 않은 사업은 할 수 없으므로 REITs는 은행, 저축기관이나 보험사가 될 수 없다.

〈표 III-19〉

REITs의 운영에 있어서의 과세

A. 소득 요건	1.75 % test	<ul style="list-style-type: none"> <li>- REITs의 연간 총소득의 최소 75%가 부동산 임대료, 모기지 이자, 부동산 자본이득, 다른 REITs로부터의 소득 등 부동산관련 부문에서 발생되어야함.</li> <li>- 자산에서 발생된 소득에 의존해 받는 임대료는 소득 산정에서 제외.</li> <li>- REITs가 최소 10% 이상 지분을 소유한 REITs로부터 받는 소득은 산정에서 제외</li> <li>- 어떤 개인의 소득에 의존하여 결정되는 모기지 이자는 소득 계산에서 제외</li> <li>- 총소득을 순소득으로 전환: 총소득의 25% 이상이 인증 안된 소득 분류에서 발생된다면 자회사를 설립하여 배당 형태로 전환할 수 있음.</li> </ul>
	2.95 % test	- 최소 총소득의 95%는 75% 소득 요건에 해당되는 소득, 배당금, 비모기지 이자와 증권의 매각 소득으로 구성되어야 함.
	3.30 % test	- 1년 미만 보유한 증권, 금지된 거래(투자라기보다는 판매용)의 자산, 4년 미만 보유한 부동산의 매각으로 생긴 수입이 총소득의 30%을 초과해서는 안됨.
B. 자산 요건	1.75 % test	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 분기 기준으로 총자산가치의 75% 이상이 부동산관련 자산, 현금, 정부발행 유가증권 등으로 구성되어야 함.</li> <li>- 뮤추얼 펀드와 CMO는 인증안된 자산인 반면에 Pass -Through MBS, REMIC는 인증된 자산임.</li> <li>- 자산매수로 인한 변동을 제외한 분기내의 자산 요건의 위배 사항은 무시됨.</li> </ul>
	2.10 % test	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 분기 기준으로 한 발행사의 의결권 주식잔고의 10% 이상을 보유해서는 안됨.</li> <li>- 이 규정을 위배하지 않으면서 자회사를 통제하기 위해 ① 대주주인 스폰서가 자회사의 의결권이 있는 보통주식의 90% 이상을 보유하고 REITs는 우선주 전부와 나머지 보통주를 보유, ② REITs가 자회사 소득의 전부를 제공받는 조건으로 자회사에게 자금을 제공하는 방식으로 통제</li> <li>- 발행사의 변제로 인해 10% 제한을 초과하는 것은 예외로 인정</li> </ul>
	3.5 % test	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 분기 기준, 단일 발행자의 증권이 REITs 자산의 5%를 초과할 수 없음.</li> <li>- 자회사의 보통주와 우선주의 가치평가를 수시로 하여 기준 위반을 피해야 함.</li> </ul>
C. 배당 요건	1.95 % Min.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 일년 기준으로 과세대상소득의 95% 이상을 주주에게 배당해야 함.</li> <li>- 똑같은 등급의 주식에게는 동일한 배당을 해야 함.</li> <li>- 초과 보유 주식에 대한 배당금은 지급하지 않음.</li> <li>- 배당금 재투자 계획: 할인율(5% 정도)이 상대적으로 낮고 신주발행 비용에 근사하다면 우선적 배당은 아님.</li> </ul>
	2. 자본이득	- REITs는 그 특성을 유지할 목적으로 자본 이득을 배당할 필요는 없음. 그러나 보유한 자본이득에 대해 높은 법인세를 부과
	3. 소비세	- 만약 경상 과세대상 소득의 85% 이상, 자본이득의 95% 이상을 배당하지 않으면 4%의 소비세를 납부해야 함.
	4. 주주과세	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 예외 주주: REITs 배당금은 비관련 사업의 과세대상소득으로 고려되지 않음.</li> <li>② 국내 과세 대상 주주: REITs의 배당은 다른 기업의 배당과 똑같이 다루어짐.</li> <li>③ 외국인 주주: REITs의 통상적인 배당은 30%의 원천징수, 자본이득의 배당은 35%의 원천징수</li> </ul>
D. 기타	금지된 거래	- 금지된 거래로부터의 소득에 대해 100%의 소비세 부과
	기록 유지	- 주식의 실질주주를 공시하지 않으면 REITs 요건은 상실됨.
	파트너로서 의 REITs	<ul style="list-style-type: none"> <li>① REITs에 파트너의 지분을 보유한 REITs는 지분에 해당하는 자산과 소득을 할당하여 소득과 자산 요건을 계산</li> <li>② 서비스를 제공하는 파트너로부터의 소득: REITs가 간접적으로 소유한 서비스 파트너로부터의 소득은 인정되나 다른 소유주가 수행한 서비스는 인정안됨.</li> </ul>

자료 : Edward, Tony M.(1993), pp 5~22에서 요약, NAREIT

## 2) 운영관련 요건

운영상의 요건을 충족해야 REITs로 인정되고 세제혜택을 받게 된다. 운영상의 요건에는 소득요건, 자산요건, 배당요건과 기타 요건으로 나눌 수 있다. 먼저 소득 요건은 REITs가 연간 벌어들이는 수입에 대한 규제인데, 이 요건에는 75% 규칙, 95% 규칙과 30% 규칙이 있다. 여기서 75% 규칙이란 REITs의 연간 총소득의 최소 75%가 부동산 임대료, 모기지 이자, 부동산 자본이득, 다른 REITs로부터의 소득 등 부동산관련 부문에서 발생되어야 하는 것을 말한다. 75%에 포함되지 않는 소득으로는 테넌트가 임대부동산에서 얻게되는 소득규모에 따라 임대료가 변동되는 방식의 임대소득, REITs가 10% 이상 소유한 REITs로부터의 소득, 개인소득에 의존하여 결정되는 모기지 이자 등이 있다. 총소득의 25% 이상이 인정되지 않는 소득에서 발생된다면 자회사를 설립하여 소득을 배당형태로 전환하여 충족시키는 방법을 흔히 쓰고 있다.

다음으로 총소득의 95%는 75% 규칙의 소득 요건에 해당되는 소득에 배당금, 비모기지 이자와 증권의 매각을 통해 얻는 소득 등을 더한 것으로 구성되어야 한다(95% rule). 그리고 1년 미만동안 보유한 증권, 금지된 거래의 자산, 4년 미만동안 보유한 부동산의 매각으로부터 발생한 수입이 총소득의 30%를 초과해서는 안된다(30% rule).

둘째, 자산요건에는 75% 규칙, 10% 규칙과 5% 규칙 등이 있는데, 75% 규칙은 분기 기준으로 총자산가치의 75% 이상이 부동산관련 자산, 현금, 정부발행 유가증권으로 구성되어야 한다는 것이다. 여기서 75%에 포함되지 않는 자산으로 뮤추얼펀드와 CMO(Collateralized Mortgage Obligations)가 있고 자동이체 MBS, REMICS(Real Estate Mortgage Investment Conduits)는 인증된 자산으로 분류된다.

한편 REITs는 분기 기준으로 한 회사의 의결권 주식잔고의 10% 이상을 보유해서는 안 되는 데 (10% rule), 이 규정을 준수하면서도 자회사를 통제하기 위해 REITs는 우선주 전부와 나머지 일부만을 보통주로 보유하거나, 자회사가 REITs에게 소득의 전부를 제공하는 조건으로 자금을 대여해주는 방식으로 자회사를 통제한다. 또한 분기기준으로 REITs는 한 발행자의 증권에 REITs 자산의 5% 이상을 투자할 수 없다(5% rule).

셋째, 배당요건은 최소 95% 배당의무 규정, 자본이득의 처리, 소비세 부과문제, 주주에 대한 과세 문제로 나누어진다. 먼저 일년 기준으로 과세대상소득의 95% 이상을 주주에게 배당해야한다. 그리고 똑같은 주식에 대해 차등적인 배당은 할 수 없으며 규정에 위배하여 초과 보유한 주식에 대해서는 배당금을 지급하지 않는다. 대부분의 REITs는 배당금재투자 계획을 가지고 있는데, 주주가 배당금으로 주식에 재투자하는 경우 5% 정도로 할인 발행

되고 신주발행 비용이 시가발행시의 비용과 비슷하다면 우선적인 배당이 아닌 것으로 인정되어 배당금을 주식매입에 투자를 할 수 있다.

그리고 REITs는 REITs 자체의 특징을 유지하기 위해 자본이득을 배당할 필요는 없으나 보유한 자본이득에 대해서는 높은 법인세를 부과받게 된다. 이외에도 만약 경상 과세대상 소득의 85% 이상, 자본이득의 95% 이상을 배당하지 않으면 4%의 소비세를 납부해야 한다. 끝으로 REITs 주주에 대한 과세는 ① 예외주주: REITs에게 지급된 배당금은 비관련 사업의 과세대상소득으로 고려되지 않고 ② 국내과세 주주: 통상적인 기업들의 배당금에 대한 과세와 똑같이 이루어지고, ③ 외국인 주주: REITs의 통상적인 배당은 30%의 원천징수, 자본이득에 대한 배당은 35%의 원천징수를 하고 있다.

네제, 금지된 거래로부터 발생된 소득에 대해서는 100%의 소비세를 부과하고 실질주주를 공시하지 않으면 REITs 자격을 상실하게 된다. 그리고 REITs가 REITs의 파트너쉽을 보유한 경우에는 자신의 지분에 해당되는 자산과 소득을 할당하여 소득과 자산 요건을 계산해야 한다.

### 3) 조직 변경

최근 REITs 산업에서 두드러지게 나타나는 현상 중의 하나가 REITs간, REITs와 부동산 파트너쉽간의 매수와 합병이다. 이런 현상이 발생하는 이유는 지분대비 부채비율의 재조정, 운영능력의 확대와 성장, 시장지배력 강화, 경영능력의 향상, 자산규모대비 간접비의 축소, FFO와 현금흐름의 증가, 시너지 창출, 투자자에게 더 나은 유동성의 제공 등이 있다. 이에 따라 REITs의 조직변경에 대한 과세가 중요한 사항으로 등장하게 되었다.

REITs의 조직 변경을 두 가지 즉, 현존하는 부동산 파트너쉽들을 결합하는 경우와 현존하는 기업을 REITs로 전환하는 경우로 나누어 조직변경에 관련된 과세에 대해 살펴보면 다음과 같다.

〈표 III-20〉

REITs의 조직변경과 관련된 세제

<b>A. 현존하는 부동산 파트너쉽들의 결합</b>	- REITs에 자산을 공여한 자는 그 자산에 대한 대가로 기업 주식의 최소 80%를 받는다면 과세대상이 되지 않음.
	- 여러 파트너쉽의 결합: 여러 파트너쉽을 REITs로 이전하는 경우 과세 대상
	- 한 파트너쉽의 기업화: 단일 파트너쉽의 지분을 최소한 REITs 주식의 80%와 교환할 경우 비과세 처리
	- UPREIT ·분리된 파트너쉽에 대한 과세를 REITs로 이연시킬 목적 ·자산을 OP에 양도하는 경우 모든 파트너가 OP의 파트너로 전환, 지분을 OP에 넘기는 경우 지분 공여자는 OP의 유한 파트너가 되고 잔여 파트너는 OP의 무한 파트너가 됨. ·과세대상이라 하더라도 파트너쉽 지분을 REITs 지분과 교환 ·파트너쉽 지분을 교환한 파트너는 일정한 시간이 경과한 후 REITs의 OP 유한 파트너쉽 지분(Units)을 받을 수 있는 교환권을 받음. ·교환권의 소지자가 사망할 때까지 보유하면 교환권의 수혜자는 교환권을 받을 때의 가치에 기초해서 과세됨. ·‘위장된 매매(disguised sale)’에 주의를 해야함. ·주정부와 지방 세금을 고려해야 함(소재지를 변경하지 않으면 거래세가 면제되고 결합할 때 재평가된 가격으로 재산세가 부과됨). ·OP는 인수한 자산의 감가상각 방법이나 내용연수를 그대로 승계하여 사용 가능(단, 50% 이상의 자산이 양도된 경우 OP는 새로운 감가상각 기간을 이용할 수 있음).
<b>B. 현존하는 기업을 REITs로 전환</b>	- 불박이 소득(built-in gain)에 대한 과세: 주주에게 배분하는 경우 비과세
	- 자회사: REITs가 항시적으로 소유하는 한 인증된 자회사의 주식 100% 소유 가능
	- REITs 이전에 발생한 소득: 과세 연도가 종료된 후에 REITs 규정이 적용되지 않았던 소득이 존재한다면 REITs 자격은 상실
	- 비과세 자회사화: 기업이 부동산 사업을 자회사로 넘기고 그 자회사의 주식을 주주에게 배정하는 것에 대해 소득세법상의 비과세 자회사 조항이 적용되지 않음.

자료 : Edward, Tony M.(1993), pp.22~32에서 요약, NAREIT(1994)

먼저 현존하는 부동산 파트너쉽들의 결합에서 REITs에 자산을 공여하고 그 자산에 대한 대가로 기업주식의 80%를 받는다면 과세대상이 되지 않으며 단일 파트너쉽의 지분을 최소한 REITs 주식의 80%와 교환한 경우에도 비과세 처리된다. 그러나 여러 파트너쉽을 REITs로 이전하는 경우에는 과세 대상에 해당된다.

UPREITs 구조는 자산이나 지분을 운영 파트너쉽(operating partnership)에게 제공하고 지분을 받는 파트너에 대한 과세를 이연시킬 목적으로 주로 이용된다. 자산을 운영 파트너쉽에게 양도하는 경우 모든 파트너가 운영 파트너쉽의 유한 파트너로 전환되고, 지분을 운영 파트너쉽으로 넘기는 경우 지분공여자는 운영 파트너쉽의 유한 파트너가 되고 잔여 파

트너는 운영 파트너십의 무한 파트너가 되는 것이다. 파트너십 지분을 운영 파트너십에 제공한 파트너는 REITs의 운영 파트너십에 대한 유한 파트너십 지분을 받을 교환권을 받는데, 만약 교환권을 소지한 파트너가 사망할 때까지 교환하지 않고 보유하면 교환권의 수혜자에 대한 과세는 교환 당시의 가치에 기초해서 이루어진다. 따라서 지분을 제공한 파트너는 과세 이연 효과를 얻을 수 있는 것이다.

한편 주정부와 지방세금에 대해 고려하지 않으면 때로는 낭패를 보는 경우가 있다. 한 예로 소재지를 변경하지 않으면 거래세가 면제되는데 소재지를 옮긴다거나, 결합당시 재평가한 가격으로 재산세를 부과하기 때문에 과도하게 재평가 가격을 상정하는 경우 상당한 재산세를 부담해야 하는 경우가 발생된다. 자산을 인수한 후에는 자산상각의 방법에도 영향을 주는데 운영 파트너십이 승계한 자산의 감가상각과 내용연수는 그대로 승계하여 사용 가능하다. 그렇지만 만약 50% 이상의 자산이 양도된 경우, 운영 파트너십은 새로운 감가상각 기간을 이용할 수 있다.

둘째, 현존하는 기업을 REITs로 전환하는 경우에 발생하는 과세문제를 살펴보면, 불박이 소득(built in gain)<sup>24)</sup>을 주주에게 배분하는 경우 비과세 처리되지만 REITs 이전에 발생한 소득에 대해서는 과세대상이고 만약 과세연도가 종료된 후에도 REITs규정에 적용되지 않은 소득이 존재하면 REITs의 자격은 상실되게 된다.

REITs가 항시적으로 소유한 인증된 자회사는 100% 소유가 가능하지만 비과세를 위해 편법적으로 부동산 사업을 자회사로 넘기고 그 자회사의 주식을 주주에게 배정하는 것에 대해서는 비과세 자회사 조항이 적용되지 않는다.

---

24) 불박이 소득(built in gain)이란 REITs의 운영파트너십으로 자산이나 지분이 이전되기 전에 발생한 소득을 말한다.



### 〈사례 Ⅲ-1〉 소매판매시설 중심의 REITs 사례(Simon Property Group)<sup>25)</sup>

Simon Property Group(이하 SPG로 약칭)은 미국 전역에서 지역 몰(regional mall)과 커뮤니티 쇼핑센터(community shopping center)를 소유, 개발, 관리, 리스하고 때로는 동종 업체를 매수하는 소매판매시설 전문 REITs 회사이다.

#### 1) 회사 개요

이 회사는 Simon이 보유한 126개 쇼핑센터 중에서 112개를 매수하고 2개의 지역 몰과 지역쇼핑센터를 건설 중에 있으며 14개의 개발 후보지를 보유하고 있다. 규모 면에서 보면 도매와 복합용도의 총리스 가능면적(GLA, Gross Leasible Area)이 6,900만 SF(Square Feet)이다.

추정매출이 60억 달러이고 회사소유 GLA의 89%가 리스되고 있으며 1,800명의 유통업자들이 5,600개의 점포를 운영하고 있다.

#### 2) 주요 사업내용과 자산

SPG의 주요 자산들은 지역 몰과 커뮤니티 쇼핑센터들로 구성되어 있다.<sup>26)</sup> 먼저 지역 몰은 2개 이상의 앵커테넌트와 다양한 스토어로 구성되어 있는 소매판매시설을 말하는데, SPG의 경우 지역 몰이 차지하는 규모는 총 GLA의 76%, 회사소유 GLA의 71%를 차지하고 있다. 또한 SPG의 연간 총임대료 수입의 75%가 이 부문에서 발생되고 있다. SPG가 보유한 54개 지역 몰의 규모는 최소 21만 5천 SF GLA에서 최대 140만 SF GLA까지로 다양한데, 그 중에서 48개가 40만 SF GLA 이상으로 규모가 큰 지역 몰을 많이 보유한 편이다. 40만 SF GLA에서 80만 SF GLA까지의 지역 몰의 전국 평균 SF당 매출액이 148 달러인데 비해 SPG의 SF당 매출액은 179 달러로 전국 평균보다 20% 정도 높은 편이다.

둘째, 커뮤니티 쇼핑센터는 중소규모(통상 10만 SF GLA에서 40만 SF GLA까지)의 소매판매시설이다. 전통적인 커뮤니티 쇼핑센터는 슈퍼마켓이 주요 앵커였으나 최근에 도입된 파워센터식 커뮤니티 쇼핑센터는 시장에서 주도적인 역할을 수행하는 전국적 규모의 유

25) 이 사례는 1993년 12월 Simon Property Group이 기업공개 시에 제출한 사업설명서를 기초로 작성된 것이다. 따라서 최근 Simon Property Group의 기업내용과는 차이가 생길 수 있다.

26) Mullaney, John, A.(1998), pp.75~80에 슈퍼 지역몰, 지역몰, 커뮤니티 센터, 네이버후드 센터와 파워센터에 대한 설명이 간결하게 잘 정리되어 있다.

통업체가 2개 이상 영업을 하는 소매판매센터를 말한다. 커뮤니티 쇼핑센터가 SPG에서 점하는 비중은 총 GLA의 21%, 회사소유 GLA의 25%을 차지하고 있고 총연간 임대료 수입의 16%를 차지하고 있다. 그리고 SF 당 매출액이 172 달러로 지역 몰보다는 7달러 적은 편이다.

지역 몰과 커뮤니티 쇼핑센터 외에도 2개의 특정 유통센터(23만 4천 SF GLA에서 24만 2천 SF GLA까지)와 3개의 복합용도의 자산(50만 7천 SF GLA에서 98만 7천 SF GLA까지)을 보유하고 있다. 1993년 기준으로 회사소유 지역 몰, 특정도매센터와 복합용도센터 GLA의 89%가 리스되고 있으며 커뮤니티 쇼핑센터 GLA의 90%가 리스되고 있다.

### 3) 금 융

기업공개를 통해 조달된 금액(인수 수수료와 공모 비용을 제한 금액)이 7억 6천 8백만 달러이고 기업공개와 동시에 외부에서 2억 5천 9백만 달러를 차입하고, 추가로 1억 9천 8백만 달러를 조달할 예정이다. 그렇게 되면 총 12억 2천 5백만 달러를 조달하게 되는 것이다.

조달된 자금 중 10억 2백만 달러는 모기지과 부채를 상환하는데 사용되고 1억 3천 2백만 달러는 부동산 파트너십의 지분을 매입하는데 소요될 예정이다. 그리고 나머지 8천 1백만 달러는 각종 수수료와 회사구성과 관련된 비용으로 지출될 것이다.

### 4) 리스크

SPG의 경우 아래와 같은 리스크가 존재하고 있다.

- ① 제3자에 의해 자산 평가가 이루어지지 않았다. 따라서 평가액이 시장가치를 초과할 수 있다(not arm's length negotiation).
- ② 대주주인 사이몬이 SPG에 절대적인 영향력을 행사하고 있다.
- ③ 사이몬과 회사간의 이해갈등(conflict of interest)의 소지가 있다.
- ④ 이자율의 증가에 따른 주식가격의 잠재적 하락가능성이 존재한다.
- ⑤ 모집한 주식의 순장부가치인 21.58달러가 희석화될 가능성이 있다.
- ⑥ 제3자와의 파트너십 관계로 소유한 자산에 대해 제한적인 통제 권한만을 보유한다.
- ⑦ REITs로 인증받지 못할 경우 세금을 납부해야할 위험이 있다.
- ⑧ 사이몬 등과 같은 핵심인물에 대해 과도하게 의존한다.

- ⑨ 부동산 투자에 내재한 위험(임차인의 임대료 지불능력, 경제환경의 변화, 건설비용의 초과지출 등)이 있다.
- ⑩ 부채조달과 관련된 위험이 존재한다.
- ⑪ 사이몬은 손실 경험이 있고 이 프로젝트에서 재산실에 대한 보증이 없다.
- ⑫ 일정한 범위내에서 주주 투표 없이 이사회가 회사정책을 변경할 수 있다.
- ⑬ 예상되는 영업수익이 실현되지 않을 경우 제3자가 보장하는 보증이 없다.

## 5) 대주주 현황

대주주인 사이몬은 쇼핑센터를 관리하고 개발하는 데 필요한 모든 서비스를 제공하는 종합회사를 소유한 오너이다. 그는 8번의 개발경험을 갖고 있으며 1980년 이후 2,900만 SF GLA를 개발하였다. 특히 새로운 소매판매시설 컨셉인 파워센터와 특정유통센터를 개발한 뒤 시장에 적용하여 성공한 경험이 있다.

### 〈사례 III-2〉 거주시설 중심의 REITs 사례(Avalon Property, Inc)<sup>27)</sup>

Avalon Property, Inc(이하 API로 약칭)는 미국 중부 애틀란트와 북서부 지역에서 다가구 아파트 커뮤니티를 가장 많이 개발하고 소유, 관리하는 거주시설 전문 REITs 회사이다.

#### 1) 회사 개요

API는 총 7,044 세대로 구성된 22개의 다가구 아파트 커뮤니티를 소유하거나 지분을 보유하고 있다. 이 커뮤니티들은 버지니아, 매릴랜드, 뉴저지, 뉴욕, 코네티컷과 매사추세츠 등에 소재하고 있다. 또한 API는 Trammell Crow Residential Midatlantic Group과 Trammell Crow Residential Northeast Group을 매수하여 관리 운영하고 있다. 이외에도 API와 관련이 없는 4,567 세대로 구성되어 있는 18개의 커뮤니티를 대신 관리 운영해주고 있다.

27) 이 사례는 1993년 11월 Avalon Property Inc가 기업공개 시에 제출한 사업설명서를 기초해서 작성된 것이다. 따라서 최근 Avalon Property Inc의 기업내용과는 차이가 생길 수 있다.

### 〈 API의 주요자산 〉

	커뮤니티의 수	아파트 세대수	비중
메릴랜드	7	2,150	30.5%
코네티컷	6	2,095	29.7%
버지니아	6	1,697	24.1%
뉴 저 지	1	512	7.3%
매사추세츠	1	302	4.3%
뉴 욕	1	288	4.1%
계	22	7,044	100.0%

### 2) 주요 사업내용과 자산

API의 주요 자산은 기관투자자들이 투자대상으로 하고 있는 다가구 아파트 커뮤니티로 구성되어 있다.

API는 19개의 커뮤니티를 직접 개발하였고 나머지 3개만 매수하였다. 전체 커뮤니티 모두를 API 자신이 직접 관리하고 운영하고 있다. 1991년 12월말 기준으로 94.4% 그리고 1993년 9월 29일 기준으로 거의 96%가 임대 중에 있다. 19개 커뮤니티가 200세대 이상으로 구성되어 있으며 가장 큰 커뮤니티는 512 세대 규모이다. 전체 22개의 커뮤니티 중에서 21개가 완공된 지 평균 4년 반이 경과된 양호한 건물이고 나머지 1개는 1987년 대대적인 보수공사를 시행하여 깨끗이 보수된 상태이다. 끝으로 1993년 6월 30일 기준으로 아파트 세대 당 가중평균 월수입은 769 달러이다.

### 3) 금 융

기업공개를 통해 인수 수수료와 공모 비용 등을 제한 실제 회사가 조달한 금액이 3억 7천 만 달러이다. 조달된 자금 중 2억 6천 3백만 달러는 20개의 커뮤니티 지분과 50%의 무한 파트너쉽(general partnership)을 매수하는데 사용되었다.

### 4) 리스크

API의 경우 아래와 같은 리스크가 존재하고 있다.

- ① 제3자에 의해 자산 평가가 이루어지지 않았다. 따라서 평가액이 시장가치를 초과할 수 있다(not arm's length negotiation).

- ② 차입과 관련된 위험이 상존하고 있다.
- ③ 부동산 투자에 내재한 위험(임차인의 임대료 지불능력 등)이 존재한다.
- ④ 투자자와 회사간의 이해갈등(conflict of interest)의 소지가 있다.
- ⑤ 손실 경험이 있고 재산실에 대한 보증이 없다.
- ⑥ 부동산 개발에 내재한 위험(경제환경의 변화, 건설비용의 초과지출)이 존재한다.
- ⑦ 다가구 아파트의 개발과 관련된 위험(건설, 리스, 자금조달, 공사비 초과지출, 공사 지연 등)이 상존하고 있다.
- ⑧ 파트너쉽이나 합작 투자에 따른 위험이 있다.
- ⑨ 일정한 범위 내에서 이사회는 주주 투표 없이 회사정책을 변경할 수 있다.

### 〈사례 Ⅲ-3〉 최근에 부도난 Crimie Mae 사례

모기지형 REITs인 Crimie Mae(이하 CMM로 약칭)가 98년 10월 5일 법정관리(chapter 11 bankruptcy protection)를 신청하였다. 이 회사가 법정관리를 신청하게 된 경위를 간략히 살펴보면 다음과 같다.

아시아 지역의 외환위기로 인해 주식과 채권시장의 변동폭이 커지면서 신규 자금조달이 어려워진 상황이 지속되었다. 위험성이 높은 CMBS(Commercial Mortgage Backed Securities)에 주로 투자해온 CMM에게 금융기관들은 추가 담보를 요구하게 되었다. 이렇게 금융기관이 추가담보를 요구하게 된 원인은 자본과 금융시장의 불확실성이 커지면서 투자자들이 미채무부증권에 대한 집중적인 투자와 위험증권에 대한 기피현상이 심화된데에서 기인되었다. 즉 CMM이 담보로 제공한 CMBS와 미 채무부 증권간의 스프레드 격차가 현격한 차이를 보였기 때문에 담보부족사태가 벌어진 것이다. 금융기관들은 담보비율을 유지하기 위해 CMM에게 추가 담보를 요구하였고 신용경색에 처한 금융시장에서 추가담보 제공은 물론 신규 재원조달도 어려워지게 된 CMM은 법정관리를 신청할 수밖에 없었다.

### 〈요약대차대조표와 기타 재무자료〉

(단위 : 백만 달러)

	1996	1997		1996	1997
순부동산	35.1	46.2	모기지 부채	982.3	1,285.0
모기지/노트	1,255.4	1,719.6	기타	11.8	142.4
총부동산 투자	1,290.5	1,765.8	총부채	994.1	1,427.4
현금	11.0	2.1	자본금	342.8	450.0
받을 채권	65.7	105.4	기타	30.3	-4.1
자산총계	1,367.2	1,873.3	부채와 자본총계	1,367.2	1,873.3
총수입	106	135.3	주당 장부가치	14.68달러	
전년대비증감율	29.1%	27.7%	총부채/주주지분	304.97%	
EPS	1.03달러	1.29달러	ROE	12.06%	
전년대비증감율	58.5%	25.2%			

자료: Bloomberg Financial Market Commodities News

특히 CMBS의 후순위 채권에 주로 투자한 CMM은 CMBS에 대한 낮은 평가로 인하여 담보 부족은 더욱 커지게 되었다. CMM의 법정관리 신청 이후 모기지를 전문으로 하는 REITs들의 주가가 34% 가량 하락하게 되었다. CMM은 이 부문에서 상대적으로 안정적인 회사로 인식되었음에도 불구하고 법정관리를 신청하자, 금융기관들은 모기지관련 REITs회사의 추가적인 파산을 크게 우려하고 있다. 끝으로 CMM의 재무자료를 살펴보면 96년과 97년에 이미 부도 징조를 보이고 있음을 알 수 있다.

### 〈요약현금흐름표〉

(단위 : 백만 달러)

	1996	1997
영업활동에 의한 순현금흐름	34.6	14.6
투자활동에 의한 순현금흐름	-167.3	-473.6
재무활동에 의한 순현금흐름	127.1	450.1
순현금흐름	-5.6	-8.9

자료: Bloomberg Financial Market Commodities News

## 2. 호주 LPT

부동산 증권화는 일반적으로 비유동성 (illiquidity), 대규모 자본 소요 (large capital requirements) 및 장기간의 위험 부담 (long risk profile) 등의 부동산 직접 투자에 따른 여러 문제점들을 해결 할 수 있다. 부동산 직접 투자에는 대규모 자본의 장기투자가 요구되기 때문에 시장의 주기 변화에 따른 장기간의 위험 부담과 커다란 비유동성이 존재한다. 대규모 자본의 필요성은 부동산에 직접 투자할 수 있는 투자자들의 수를 제한하며, 일반 투자자들에게는 전체적인 위험을 분산시킬 수 있는 다양한 포트폴리오(portfolio)를 만들기 어렵게 한다. 채권 (bonds), 증권 (securities) 및 투자 대상급의 부동산 (investment grade real estate)들에 대하여, 투자를 유치하기 위한 유동성의 증대와 많은 투자자들의 참여 가능성에 대한 요구가 자본 시장의 국제화와 함께 심화되었다.

1990년대 초의 미국, 유럽 및 호주 등지의 부동산 시장 침체는 부동산 자산처분을 매우 어렵게 하였으며, 이로 인하여 부동산 자산 유동화의 필요성을 강조하게 되었다. 이러한 시장 침체에 따른 부동산 시장의 붕괴는 부동산 자산의 주식화를 유도함으로써, 소액 투자자들에게 투자대상급 부동산 투자를 가능하게 하고, 금융 시장을 통한 부동산의 매매를 촉진하였다.

### (1) 상장 부동산 신탁 증권 (LPT)의 정의

호주의 상장 부동산 신탁 증권 (LPT, Listed Property Trust)은 오직 부동산 투자를 위한 많은 주주들 (unitholders)의 자금을 모집할 수 있는 신탁 증권의 상장 제도이다. 모집된 자금은 「신탁 규약」(deed of trust)에 의해 피신탁자(trustee)에게 넘겨지며, 피신탁자는 LPT 주주들을 대신하여 부동산을 보유, 매입, 또는 처분을 할 수 있다. 따라서 LPT는 주주들의 이익을 위하여 피신탁자에게 부동산에 관한 법률적인 소유 권한 및 관리를 의뢰하는 제도이다. 다시 말하면, 주주들은 부동산을 소유하지 않고, 다만 부동산들을 보유하고 있는 신탁 증권을 소유하고 있다.

LPT는 「호주 회사법」(Australian corporation law) 및 「호주 주식 상장 규칙」(Australian stock exchange listing rules)에 의한 신탁 규약을 따라야 한다. LPT의 자산에 대한 권리는 균등한 주식(unit)으로 분할된다. 이러한 주식은 부채를 제외한 전체적인 자산에 대한 것이며 각각의 부동산 자산에 대한 것은 아니다. 따라서 각각의 부동산으로 분할할 수 없다.

LPT는 일반 회사 구조와 같이 영속적인 것이 아닌, 신탁 규약에 따른 일반적으로 약 80년 정도의 시한 제한이 있다. 또한 회사와는 달리, LPT는 신탁 규약에 의해 차입 제한이 있다. 일반적으로 LPT에는 전체 자산의 최고 60%의 부채 상한선이 있다. LPT는 보통 모든 순수익을 주주들에게 배분하여야 하기 때문에 부채를 상환할 수 없으며, 따라서 자산 처분 또는 자본증자를 통하여 부채를 상환한다.

LPT는 임대 수익 부동산에 직접 투자한 자산 관련(equity base) 신탁 증권으로, 사무실, 상점 건물 및 산업 건물 등 주거 부문을 제외한 주요 부동산 부문에 투자하고 있다. 또한, LPT는 Westfield America Trust와 같이 국제적인 부동산 시장에도 상장되어 있다. LPT는 투자 경험이 적은 소액 자본의 투자자들을 위한 상호 부금 같이, 소액 투자자들이 투자할 수 없는 투자 대상급의 전문적 부동산 포트폴리오에 투자할 수 있는 장점이 있다.

## (2) LPT의 구조

LPT에는 주주(unitholders), 피신탁자(trustee) 및 경영자(management)들이 있다.

### 1) 주주(Unitholders) 또는 투자자(Investors)

주주들은 신탁의 수익자로서, 유한 책임을 지며, 자유로운 신탁 증권 거래에 의한 유동성의 혜택을 받는다. 이들은 「호주 증권법」(Australian securities law)에 의하여 다른 상장 회사와 마찬가지로, LPT는 적어도 2,000 호주달러(US\$1,200) 금액에 상당하는 주식을 소유한 최소 500명의 주주들을 유지하여야 한다. 호주 LPT 시장의 주요 투자자는 금융기관, 퇴직 연금 및 은행들로서, 전체 LPT 주주들의 70% 내지 80%를 차지하고 있다. 특히 고용주 퇴직 연금 분담금(super annuation contribution)의 급격한 증가에 따라, LPT 부문은 크게 성장하였다. 1998년 기준 고용주 퇴직 연금 분담금 총액은 약 210억 달러로 추산되며, 보통 이러한 퇴직 연금 분담금의 약 10% 는 부동산 시장에 투자되고 있다. 나머지 20% 내지 30% 의 주주들은 약 30만 명 정도의 개인 투자자들로 되어 있다.

### 2) 피신탁자(Trustee)

피신탁자는 신탁 규약에 정해진 대로 주주들을 위한 신탁 역할을 행한다. 피신탁자는 주주들을 대신하여 부동산의 소유 권리를 가진다. 일반 상장 회사와 비교하면, 피신탁자는 이



사회의 기능을 수행하고 있다. 따라서 피신탁자의 역할을 위해 LPT의 총자산 가치에 근거한 의뢰 수수료를 지불하여야 한다.

### 3) 경영자(Management)

LPT는 일반법인 구조가 아니므로 스스로는 경영할 수 없다. 따라서 외부 경영자를 선임하여 LPT의 부동산을 총괄 경영하며, 세부적인 사항들을 운영 관리한다. 경영자 조직은 첫째 부동산 개발 중심의 경영자 조직과 원래 소유자와 관련된 경영자 조직의 두 가지로 크게 나눌 수 있다. 선임된 경영자가 부여된 임무를 제대로 수행하지 못할 경우, 주주들의 투표에 의하여 경영자를 해임할 수 있다. LPT와 경영자 사이의 대부분의 거래 내용은 공표되어야 하며, 주요한 투자 및 비용 지출 결정 등은 피신탁자 뿐 아니라 주주들의 재가를 받아야 한다. 일반적으로 경영자는 LPT 부동산의 총자산 가치에 근거한 수수료를 받을 수 있다.

### (3) LPT와 세금

LPT의 피신탁자는 「소득세법」(division 6 of part III of the income tax assessment act, 1936)에 의해 다음의 경우들을 충족하면 면세 받을 수 있다.

- 피신탁자가 임대 수익을 위한 토지에 대부분 투자한 경우.
- LPT가 상업 활동을 하지 않는 경우.
- 피신탁자가 모든 과세 대상 소득(taxable income)을 주주들에게 배당하는 경우

피신탁자가 발생된 모든 과세 대상 소득을 주주들에게 배당하지 않는 경우, 미배당 수익에 대하여 최고의 소득 세율 (49%)을 적용한다.

이러한 면세 혜택을 받기 위해 LPT는 소극적인 투자 형태를 유지하여야 한다. 따라서 LPT는 정규적으로 부동산을 매매할 수 없다. 다시 말하면 장기적인 투자 형태를 유지하여야 한다. 이러한 제한은 LPT의 경영자(management)가 투기를 목적으로 부동산을 매매할 수 없게 하며, 부동산 장기 투자라는 LPT의 목적에도 부합된다. LPT는 세금 면제 배당(franking credits)의 혜택이 적은, 그래서 위에서 언급한 면세 배당을 선호하는 소액 투자자나 외국 투자자들에게 각광을 받고 있다.

#### (4) 호주 LPT의 발달

호주의 LPT는 1971년 600만 호주달러(360 만 US달러) 상당의 General Property Trust (GPT)가 Land Lease에 의해 주식 시장에 상장되면서 시작되었다. GPT는 최초로 신탁법의 세금 혜택을 받은 상품으로, 일반 투자자들이 비거주 부문의 부동산에 투자하여 이익을 받을 수 있도록 개발되었다. 현재의 GPT는 총자산 가치 22억 달러로 27년 간 약 600배로 성장하였다.

시작 후 20년 동안 전체 LPT 시장은 꾸준히 성장하여, 1991년에는 48억 호주달러 (29억 US달러) 규모로 되었다. 더욱이 지난 6년간은 LPT 부문이 급격히 성장하여 1998년 3월 현재 225억 호주달러(145억 US달러) 규모로, 연평균 28%의 자산 가치 성장률을 보이고 있다. 호주에는 현재 상업 건물, 상점 건물, 산업 건물, 호텔, 개발 부문, 영화관 등의 포트폴리오(Portfolio)로 구성된 60개의 LPT들이 증권 시장에 상장되어 있다.

1990년대 초 호주에서는 전국적으로 도심 사무실들의 공실율이 20%를 초과하는 극심한 부동산 시장 하향 조정 국면을 경험하였다. 이러한 결과 유동성의 위기가 고조되어, 비상장 부동산 신탁 증권(Unlisted Property Trusts) 시장의 붕괴를 초래하였다. 호주 증권 감독기관(Australian Securities Commission)은 이러한 대부분의 비상장 부동산 증권을 강제적으로 상장하도록 제재 조치를 취하게 되었다.

또한 대출금 회수 불능 현상들은 많은 금융 기관들로 하여금 약 300억 호주달러(180억 US달러) 규모의 사고 대출 관련 부동산들을 보유하도록 하였다. 이에 따른 부동산 대출의 실질적인 정지 현상은 금융 기관, 개발 업자 및 부동산 매도자들로 하여금 부동산 대출 차입 대신, 주식 시장으로 눈을 돌리게 하였다.

부동산 전부문의 투자 이익의 급격한 증가는 회사의 주식 배당과 비교하여, 보다 높고 지속적인 이익 배당을 투자자들에게 제공할 수 있는 가치의 LPT를 통하여, 직접 소유하고 있는 부동산의 처분을 가능하게 하였다. 시드니 도심 사무실의 투자 이익율은 1989년 과 1993년 사이 3.5%가 증가하였다(JLW Advisory).

부동산 기관투자자들의 직접 부동산 소유로부터 유동성을 강조한 LPT 증권으로의 전환에 의한 부동산 투자 재조정과 고용주 퇴직 연금 분담금의 급격한 증가(1992년 이후 매년 13% 증가)로 인하여 LPT 시장의 수요는 급격히 증가하였다. 최근 부동산 투자 매입의 3분의 1을 LPT가 차지함으로써 호주 부동산 시장에서 LPT는 매우 중요한 역할을 하고 있다.

## (5) 호주 LPT 시장 현황

호주 LPT 시장은 국제 부동산 투자 금융의 선두를 달리고 있다. 호주 LPT 시장은 분할 납입 증권(partly paid units), 전환 증권(converting securities), 및 부채 증권(rated debt securities) 등의 새롭고 획기적인 상품들을 시장에 소개 할 수 있을 정도로 성숙하게 되었다. 분할 납입 증권은 보통 개발 부문의 LPT에 이용되며, 주주들이 신탁 증권 대금을 분할 납입할 수 있다. 투자자는 배당금을 받지 않지만, 예상되는 개발 이익을 기대하고 투자한다. 예를 들면, 신탁 증권 가격은 개발이 완료되는 시점의 순자산 가치를 가정한 신탁 증권 가격과 청약 당시의 가격의 차이에 근거한 내부 수익률(IRR)에 의한 개발 이익을 고려한다.

호주의 투자 대상급의 부동산의 가치는 약 654억 달러(산업 건물 제외)로 미국의 1조 450억 달러와 비교하여 매우 제한되어 있다. 그러나 호주 LPT 시장의 발전으로 인하여 국제적인 투자 수단으로 각광을 받기 시작하였다. 호주 LPT 시장의 투자자 중 약 10%는 외국 기관들이다. 호주 LPT의 시장 자본 규모의 약 6%는 외국의 부동산에 투자되어 있으며, 자산 가치의 약 7%는 외국에서 보유하고 있다. 1996년 Westfield America Trust가 미국 시장에 상장됨으로 국제적인 LPT가 시작되었다.

호주는 부동산 자산의 증권화 관점에서 볼 때 부동산 자산의 상장비율이 홍콩 다음으로 세계에서 가장 높다. 홍콩의 투자대상급 부동산 중 약 43%가 주식 시장에 상장 되어있다. 미국의 REITs와 비교하면, 호주의 투자 대상급 부동산의 약 22%가 증권화 되어 상장되었으며, 반면에 미국은 단지 약 8.6% 가 REIT 시장에 포함되어 있다. 다음의 <표 III-21>은 각국의 부동산의 증권화 규모를 보여 주고 있다.

호주 기관 투자자들은 지난 5년 동안 부동산투자자와 관련 직접 보유에서 유동화 증권으로 재조정을 하고 있다. 이러한 현상은 일반적으로 부동산 투자에서 유동성의 필요, 시장 가치 산정의 필요, 그리고 상장 상품의 개발과 상장 부동산 신탁 증권의 다양한 연구 등에 의하여 속도를 더하고 있다. LPT는 1986년 호주 주식 시장의 총 자본 규모의 2%에서 현재 총 자본 규모의 5%를 초과하는 정도로 급성장을 하고 있다.

〈표 Ⅲ-21〉

부동산 증권화 규모

(단위 : 10억 달러, %)

구 분	투자 대상급 부동산	상장 부동산 증권	상장 부동산 증권의 비율
홍 콩	157.6	68.0	43.2
호 주	65.4	14.5	22.1
스 웨 덴	37.9	5.7	15.0
인도네시아	21.1	2.5	11.8
영 국	528.0	56.6	10.7
미 국	1,450.0	125.0	8.6

자료 : SBC Warburg Dillon Read(1998)에서 인용

## (6) 호주에서 LPT 부문의 중요성

### 1) 일반 투자자를 위한 저축 수단

호주에서 공공 투자 신탁은 국내 저축의 커다란 부분을 이룬다. 약 280만 명의 일반 투자자들이 공공 투자 신탁에 투자하고 있다. 이들 중 삼십만 명 이상이 LPT에 투자하고 있다. LPT는 일반 투자자들을 위한 직접적인 투자 수단이며, 또는 퇴직 연금 및 기타의 투자 상품 등을 통한 간접적인 투자 방법이다.

일반 소액 투자자들을 위하여, LPT는 다음의 기능을 수행할 수 있다:

- 저축 증식의 수단으로 사용되며, 개개인의 투자자는 투자의 위험을 줄이면서, 투자의 다양성과 안정성을 가질 수 있다.
- 소액 투자자들이 직접 개인적으로 투자할 경우, 접할 수 없는 투자 대상급 부동산들과 전문적인 부동산 투자 경영에 접할 수 있다.
- 주거 건물이 아닌 다른 상업용 부동산 등에 직접 투자할 수 있다.
- 유동성을 유지하면서 부동산에 직접 투자할 수 있다.
- 은행이나 기타 상호 부금 등의 저축성 예금보다 높은 수익이 가능하다.
- 모든 이익을 전액 배당하여야 하기 때문에 회사 주식 보다 높고 안정적인 수익률을 가진다.
- 소득 세율이 낮은 투자자들은 자신들의 소득 세율에 의해 세금이 산정된다.

위에서 언급한 사항들은 퇴직 연금 투자자들에게도 공히 적용될 수 있기 때문에, LPT는 특히 작은 규모의 퇴직 연금을 위한 중요한 투자 수단이다.

## 2) 자본의 축적

경제 발전을 위하여 자본의 축적은 필수적이다. 투자는 고용 수준과 생활 수준에 커다란 영향을 준다. 일반적으로 국내 저축은 자본 축적을 위해 중요하지만, 호주의 국내 저축은 국제적인 기준에 비하여 낮은 수준이다.

호주의 금융 자산중 약 15%가 투자 신탁 부문에서 투자되어 있으며, 225억 호주달러 (145억 US달러)는 LPT에 투자되어 있다. 따라서 LPT를 포함한 공공 투자 신탁 부문은 호주 금융 자산의 주요 부분이며, 경제 발전을 위한 자산 축적에 중요한 역할을 하고 있다.

LPT는 호주 부동산 시장에서 매우 중요한 역할을 차지하고 있다. 최근 1997년 3/4 분기 3개월간 LPT는 전체 부동산 매입의 약 38%를 차지하고 있으며, 현재 시드니 도심의 개발 사업 중 60% 이상이 LPT에 의해 진행되고 있다. 호주 부동산 시장에서 효율적인 투자의 수단으로서 LPT는 매우 활발하게 부동산 개발 부문의 중요한 자금 지원의 역할을 담당하고 있다. 끝으로 <표 III-22>는 호주의 LPT와 미국의 REITs를 요약하여 비교한 내용이다.

**<표 III-22> 호주의 LPT 와 미국의 REITs 비교**

구 분	Listed Property Trust (LPT)	Real Estate Investment Trusts (REITs)
세무 구조	과세 대상 소득의 전액을 주주에게 배당할 경우 세금 면제	과세 대상 수익의 95%를 주주에게 배당할 경우 법인세 면제
경영자	피신탁자가 외부 경영자를 임명, 총자산에 의해 수수료 지불	내부 경영자, 비용은 일반 경비로 처리
회사 구조	기본적으로 신탁 구조, 주주들에게 주식(Units) 발행	기본적으로 회사 구조, 주주들에게 주식 (Shares) 발행
법적 구조	신탁 규약에 의해 피신탁자가 주주들을 대신하여 자산을 소유, 비영속적인 조직	영속적인 유한 책임이 있는 회사법인 조직, 소유권의 등기 이전이 가능
현 황	현재 US\$ 14.5 Billion, 전체 자본총액은 최근 5년 동안 연평균 28% 씩 증가	현재 US\$ 155 Billion, 전체 자본 총액은 최근 5년 동안 연평균 40% 씩 증가.
종류	주로 부동산에 직접 투자하는 자산신탁	자산, 채권, 및 자산과 채권 등의 부동산 투자 신탁, 시장의 90% 는 자산 부동산 신탁
용자	1998년 3월 기준 시장 총자본 규모의 약 22% 가 차입 부분	1997년 9월 기준 시장 총자본 규모의 약 29.4% 가 차입 부분
수익	1998년 3월까지 12 개월간 LPT Accumulation Index: 27.7%	1997년 9월까지 12 개월간 REIT Total Return Index: 12.6%
연평균 배당 수익률	1998년 3월 기준: 6.9%	1997년 9월 기준: 6.4%

#### 〈사례 Ⅲ-4〉 LPT를 통한 개발 금융의 사례 (BT Sydney Development Trust)

BT Sydney Development Trust (SDT) 는 시드니 도심의 George Street 400번지에 최상급의 사무실과 쇼핑센터 복합건물을 개발하기 위해 설립되었다. SDT는 1996년 3월 일반 청약을 착수하여 개발 부동산의 대지 매입과 건물 건설을 위한 자금을 조달하였다. 자금 조달이전 이미 개발허가는 받은 상태이고 실제 공사의 완공은 1998년 11월을 목표로 준비 중 이었다.

##### 1) 건물 개요

- 대지 : 4,698 sqm
- 총임대면적 : 51,099 sqm
  - 사무실 : 29개층, 임대면적 : 44,969 sqm, 평균층면적 : 1,550 sqm
  - 쇼핑센터 : 3개층, 임대면적 : 6,130 sqm
  - 임대주차장 : 94대
- 총개발비용 : 3억4천3백만 호주달러
  - 공사금액(설계비 포함) : 2억3백만 호주달러
  - 대지구입비 : 6억1백만 호주달러
  - 기타비용 : 7천9백만 호주달러
- 개발공정
  - 대지구입 : 1996년 3월
  - 건축허가 : 1996년 7월
  - 공사착공 : 1996년 7월
  - 공사완공 : 1998년 11월

##### 2) 수익

SDT는 시드니 도심의 최상급 사무실과 쇼핑센터 복합건물을 개발하여 투자자에게 자본증대의 기회를 제공하며 나아가 완공된 부동산의 임대 수익도 예상할 수 있다. 완공후

SDT 총자산의 예상 시장가격은 1999년 5월을 기준으로 4억7천1백만 호주달러로 산정되며 이에 따른 총개발이익은 1억2천8백만 호주달러로 추정되고 있다. 따라서 투자자는 연간 세전 20.3%의 IRR을 얻을 수 있다.

SDT의 수익은 투자기간에 따라 달라진다. 건물의 완공까지 수익은 주로 추가변동에 따른 자본 이익에 의한 것이며, 공사완공 및 임대완료 후에는 임대 수입이 발생되므로 SDT의 수익은 임대수입과 자본증대 두 가지로 구성된다. SDT의 주식시장에의 상장은 투자자로 하여금 유동성을 가지게 하며 건물 공사 도중에도 주를 언제든지 매각할 수 있게 한다. 물론 시장에서 매입하려는 투자자가 있을 경우에만 가능하다. 공사가 완공되면 Grosvenor Trust는 SDT를 시장가격을 기준으로 100% 매입할 수 있는 Option을 가진다. 이 경우 SDT의 투자자는 그 대금을 현금, Grosvenor Trust Unit, 또는 두 가지의 혼합으로 받을 수 있다.

### 3) 금 용

3억4천3백만 호주달러의 프로젝트 소요자금 중 3억 호주달러는 백만 주의 주식을 발행하여 조달하였고 나머지 4천3백만 호주달러 중 3천8백만 호주달러는 차입하여 조달했고 5백만 호주달러는 임대수입으로 충당한다. 주당 발행금액은 3 호주달러이며 청약 신청시 (1996년 4월) 1 호주달러를 납입하고 나머지는 개발기간 중 매 일년마다 1 호주달러씩 2회 (1997년 7월, 1998년 6월) 분할 납입한다. 발행주 중 80%는 Grosvenor Trust의 기존 주주들에게 청약권이 있으며 나머지 20%만이 일반청약으로 배정되었다.

개발기간중의 차입은 단기 운영자금에 한하며, 5천만 호주달러 한도의 운영자금이 차입되었다. 이 차입금은 발행주의 분할납입금으로 상환되었다. 한편 3천8백만 호주달러의 차입금은 임대관련 비용을 충당하기 위해 차입되고 있다. SDT 신탁규정은 총 실자산가치의 60% 까지 차입이 가능하게 되어 있지만, 개발기간 중 운영자금으로 15% 한도를 유지하고 있다. 프로젝트 완공 후 SDT는 총자산의 20% 이하로 차입비율을 유지할 수 있을 것이다.

### 4) 리스크

다른 개발 프로젝트와 마찬가지로 SDT는 프로젝트 본연의 개발 리스크와 일반적인 투자 리스크를 가지고 있다.

- 개발 리스크
  - 개발프로젝트의 경쟁
  - 건물 평가 (Property Council of Australia)
  - 개발비용 증가
  - 공사 기간 연장
  - 설계변경
  - 임대확보
  - Grosvenor Trust 의 매입 Option
- SDT 시세변화
  - 1996년 6월 : \$1.20
  - 1996년 12월 : \$1.40
  - 1997년 6월 : \$2.60
  - 1998년 6월 : \$3.20

## 5) Fees

Handling Fee: 발행금액 AU\$3.00의 1.00% (청약별 최고 AU\$1,000)

- 완공이후
  - Trustee: Perpetual Trustee Company Limited (연간 총자산 가치의 0.045%)
  - Manager: BT Funds Management Limited (연간 총자산 가치의 0.5%)



### 3. 일본 SPC

#### (1) 도입배경

##### 1) 금융위기의 발생과 처리

90년대 들어 일본은 버블 붕괴과정에서 부실채권이 대량으로 발생하였다. 그런데 일본정부는 이 부실채권의 처리를 위해 금융기관에 대한 지속적인 지원책을 사용하였는데, 이 과정에서 금융기관의 도덕적 해이가 심화되고, 경쟁력은 저하하면서 부실채권의 규모는 더욱 크게 증가하였다. 여기에 자산디플레이션이 심각해지면서 부동산 담보관행이 일반화된 일본 금융계의 부실채권은 더욱 크게 증가하였다. 지가의 경우 91년부터 96년까지 전국 평균으로 25% 하락하였고, 이 기간 동안 동경상업지는 57%나 폭락하였다. 따라서 금융기관에서 부동산 담보가치가 대출금 이하로 내려가는 현상이 일반화되었다.

92년 4월 이후 신용금고, 신용조합 등 소규모 금융기관을 중심으로 파산 사례가 증가하였고, 특히 94년 대표적인 비은행 금융기관(non-bank)인 주택금융전문회사(住專)의 부실화가 표면화되면서 부동산대출의 위험이 크게 부각되었다.

이에 따라 96년 이후 일본금융기관의 부실채권 처리가 다양한 채널을 이용하여 이루어져왔으나 현재까지 그 성과가 뚜렷하게 나타나지 않고 있다. 일본 은행권의 부실채권 규모는 96년 3월말 현재 35조 엔으로 총 대출의 5% 수준에 이르렀고, 일본정부와 금융계는 부실금융기관을 정리하기 위해 구제합병, 전담기구 설치, 특별은행, 가교은행 설치 등을 시도하였다.

이러한 조치에도 불구하고 부실채권 처리는 별다른 성과를 보지 못했다. 예컨대 은행권의 부실채권처리기구로 93년 설치된 ‘공동채권매입기구’는 특수목적회사로서 부동산 담보채권을 유동화시키기 위한 기구였으나 큰 성과를 올리지 못했다. 97년 6월말까지 총 13조 5,802억 엔을 매입하였는데, 이 과정에서 발생한 장부가와 매입가격의 차이는 매각 금융기관의 손실금으로 처리되었다. 당시 이 기구를 통해 은행권 부실채권의 30%를 매입하였으나 매입채권의 회수실적은 14.5%에 불과하였고, 매입 후 3년 동안 회수가 안된 채권은 의회금융기관이 자기경락회사를 통해 처분하였다.<sup>28)</sup>

결국 98년 4월 일본정부는 「토지채권유동화 토탈 플랜」을 발표하기에 이르렀는데, 여기

28) 공동채권매입기구에 대해서는 강신규(1997)를 참조.

서 일본정부는 총 16조 엔의 경기부양책을 발표하면서 부실채권 정리방안을 제시하였다. 이 계획에 제시된 토지채권 유동화정책은 은행 부실채권의 담보부동산을 신속히 처분하려는 목적에서 제시된 것이다. 이 방안에 따르면 부실채권 처리 1단계는 토지의 권리관계를 정리하여 매매가 쉽도록 구조를 만드는 것이다. 이를 위해 전문채권회수업자(サーピサー, servicer)에 의한 채권회수, 채권방기은행의 우대, 경매의 효율화, 행정조직의 중개, 토지의 소구 증권화를 유도하는 조치가 취해졌다. 그리고 주도공단, 민간도시개발기구, 민간 디벨로퍼에게 공적자금을 투입, 이런 토지를 집약하여 재개발하는 2단계 플랜을 제시하였다.

이러한 목적을 달성하기 위해 1단계에 새로운 제도들이 도입된다. 우선 변호사를 중심으로 한 공인된 전문채권회수업자 제도가 도입되었다. 또한 미국에서 이루어지고 있는 개별 부동산투자에 대한 정밀조사보고(due diligence)를 보급시킬 계획이다. 그리고 채권자와 채무자의 교섭을 중재하는 행정조직인 권리조정위원회를 설립하였다. 이 기구는 대장성과 건설성 등 정부 내 유관 부서와 자민당까지 포함하는 종합적인 정책기관으로 채권의 증권화, 정부 지원하의 부동산 재개발 촉진, 경매제도 개선 등을 통해 채권 회수와 상각을 강력히 추진할 계획이다.<sup>29)</sup> 그리고 경매제도의 간소화, 매각에 대한 세제혜택도 부여될 계획이다.

그리고 2단계에는 권리관계가 정리된 토지의 적정가격을 전문가가 산정하며, 인터넷 등을 통해 전국적으로 부동산정보를 공개하고, 재개발한다. 또한 2조엔 가까운 공적 자금을 투입하여 정부, 자치체, 주도공단, 민간도시개발기구가 토지를 매입하며, 불량채권을 소구 분산한 자산담보증권의 운영대상으로 우편저축을 추가하고 정부보증도 검토하고 있다.

그리고 6월에는 부실채권과 담보부동산의 원활한 처분을 위해서 「특정목적회사(SPC)에 의한 특정자산의 유동화에 관한 법률」(이하 「SPC법」)을 통과시켜 9월부터 시행에 들어갔다.

## 2) 「SPC법」 이전 유동화 제도

일본도 우리나라처럼 부동산 증권화가 본격화되지 못하였지만 증권화를 위한 초보적 수준의 제도적 장치는 보유하고 있다. 특히 일본의 경우에는 1993년 「특정채권등에 관한 사업의 규제에 관한 법」(이하 「특채법」)을 통해 리스나 크레디트 채권의 경우 유동화제도가 마련되었으며, 「SPC법」은 이 법에서 제외된 부실채권과 부동산과 같이 위험 수준이 높은 자산을 유동화하기 위한 법률이라고 할 수 있다.

29) 《朝日新聞》, 1998. 5.20

## ① 저당증권

일본은 1931년에 제정된 「저당증권법」에 기초해서 저당증권이 발행되고 있다.<sup>30)</sup> 저당증권이란 대출채권과 이를 담보로 하는 저당권을 하나로 만든 일종의 유가증권이다.<sup>31)</sup> 이 제도는 저당증권 교부 수속의 복잡성과 저당증권 발행이 지방은행의 신용저하로 인식된 점, 전시체제로의 개편 등으로 인해 오랫동안 휴면 상태에 있었다. 그러다가 1970년 후반에 이르러 점차 재개되기 시작하였다.

그렇지만 1983년에 신규 사업진입을 허용하면서 불건전한 저당증권회사들이 생겨나서 이들 회사에 의한 사기 사건이 잇달아 발생하였다. 그 결과 저당증권에 대한 투자자의 신뢰도가 크게 악화되었다. 1987년에는 이런 투자자의 신뢰도 저하를 막고 선의의 투자자를 보호하기 위해 「저당증권사업의 규제에 관한 법률」이 제정되었다. 이 법에 따라 저당 증권 업무를 영위할 있는 자의 자격이나 저당 증권의 거래 방법에 관해서 세부적인 규제가 행해지게 되었다.

그렇지만 여전히 이 제도는 저당 증권의 발행 및 양도 등과 관련된 절차가 복잡할 뿐만 아니라 저당증권회사의 공신력이 높지 않다는 문제점을 안고 있다. 또한 저당증권은 각각 개별 채무자와 채권자가 명확히 대응되기 때문에 채무자의 상환 불이행이나 조기 상환의 위험이 있다. 이처럼 저당증권은 집합화(pooling)와 표준화가 이루어진 증권이 아니기 때문에 유통성에 한계를 지닌다.<sup>32)</sup>

## ② 주택 론(loan) 채권신탁

주택 론 채권 신탁은 주택 론 채권을 신탁재산으로 하는 수익권 증서를 발행하여 주택 론 채권을 유동화시키는 신탁이다.<sup>33)</sup> 일반적으로 주택대출의 원칙은 10년을 초과(15~20년 정도)하는 초장기이며, 대출 실행자는 자금회수 완료까지 장시간이 걸린다. 그래서 주택론 채권의 자금화를 촉진하고, 자금조달의 다양화를 도모하기 위해 1973년 주택 대출채권 신탁이 제도화되었다. 당시 위탁자가 될 수 있었던 것은 住專뿐이었다.

그런데 1988년에 법이 개정되어 은행도 위탁자가 되었고, 투자자도 신탁은행의 연금계정

30) 일본의 저당증권 제도의 역사와 내용에 대해서는 小幡琢也(1991)를 참조.

31) 일본의 「증권거래법」 상에서는 유가증권으로 인정받지 못하고 있다. 이 점에서는 주택대출채권 증권화와는 다르다. 이에 대해서는 三國仁司(1997) 참조.

32) 박신영(1998), p.168

33) 주택론 채권신탁에 대해서는 三國仁司(1997)의 5장 3절을 참조.

에서 기관투자자로 확대가 되었다. 그 결과 1991년 말에는 시장규모가 약 4,000억 엔에 이르렀다. 그리고 주택 론 채권신탁의 수익권은 1992년 「증권거래법」(이하 「증거법」) 개정 에 따라 「증거법」상에 유가증권으로 인정받았다. 이 점은 일반대출채권의 신탁수익권과 다 른 것이고, 저당증권과도 다른 것이다.

그렇지만 주택 론은 BIS(국제결제은행) 자기자본비율 규제의 위험 가중치가 50%로 일반 대출채권보다 낮고, 이윤도 컸으므로, 증권화 수요는 많지 않았다. 그리고 주된 이용자였던 주전(住專)이 거품의 붕괴에 따라 불량채권이 증가하면서 신용불안에 빠져, 신규로 주택 론 채권신탁이 상품화되지 못했다. 거의 같은 시기 미국의 MBS(Mortgage Backed Securities) 시장이 약 1조 8,000억 달러(당시의 환율로 약 200조엔)의 규모였다는 점을 고려하면 그 규 모면에서 현격하게 차이가 난다는 것을 알 수 있다.

### ③ 소구화상품과 특정공동사업법

일본에서는 이상의 부채형 이외에도 지분형인 부동산 소구화(小口化) 제도가 1987년부터 실시되고 있다.<sup>34)</sup> 이 제도는 1980년대 중반 이후 대도시권 상업지 지가가 폭등하여 상업지 에 대한 투자자의 관심이 증대되면서, 소액투자자에게 대규모 부동산에 대한 투자 기회를 제공하는 수단으로 만들어졌다.

그런데 90년대 들어서 지가 폭락, 부동산회사의 도산, 금융기관의 부실화로 인한 투자자 의 피해가 속출하게 되었다. 특히 부동산 소구화 상품의 경우 투자자의 경영관리권이 갖추 어져있지 않았기 때문에 심각한 대리인 문제(agency problem)가 발생하였다. 따라서 부동 산 투자자에 대한 사업정보 공개, 사업자 허가제와 거래규칙을 명확히 하기 위해 투자자를 보호할 수 있는 제도적 장치가 필요하였다. 이러한 필요성에서 1994년 「부동산특정공동사 업법」이 제정되었다.

그런데 소구화 상품은 본질적으로 부동산에 대한 투자상품으로 부동산의 매매를 기본으 로 하고 있다. 따라서 소구화에도 불구하고 과세관계에는 어떠한 변화도 없으며, 부동산거 래가 본래 가지고 있는 비유통성은 소구화에 의해서도 거의 개선되지 않았다. 또한 대상물 건 전체의 가격이 사정 가능하다고 할 때, 소구화 가격이 어떻게 되는가 하는 문제가 있다. 즉 투자의 중단, 탈퇴, 해약에 따른 환금가격이 확정적이지 못하며, 이는 이 상품의 유통성 이 없다는 의미가 된다. 그리고 많은 경우 부동산의 소구화상품은 수익율을 증시하는 투자

34) 이에 대해서는 三國仁司(1997) 제3장을 참조.

상품으로 간주되기보다는 물건의 소유권을 취득하고, 이에 따른 질세 효과를 누리는 데 더 큰 비중이 있었다.

그런데다 「부동산특정공동사업법」이 제정된 이후에는 투자자 보호를 위해 부동산 매매, 교환 등의 거래 행위와 거래 후 부동산의 임대차 관리에 대한 규제가 강화되는 등 부동산 경영 및 관리업자에 대한 규제가 지나치게 과도하게 이루어짐으로써 부동산사업을 추진하는 것을 어렵게 만들었다.<sup>35)</sup>

#### ④ 「특정채권법」<sup>36)</sup>

부동산의 유동화가 제대로 진행되지 않는 것에 비해 부동산 이외의 자산에 대한 유동화는 90년대 들어 급진전되었다. 특히 1993년 6월 「특채법」이 제정되면서 자산유동화 제도의 기반이 다져지게 되었다. 이후 이 법을 토대로 특정채권 등의 양수도(讓受渡) 사업과 특정채권 등의 소액채권의 판매사업을 영위하는 자에 대하여 허가, 기타 필요한 규제를 해왔다.

이 법에 대상채권은 리스계약에 의거한 금전채권, 할부구입 알선계약에 의거한 금전채권, 할부판매계약에 의거한 금전채권 등 리스, 크레딧 채권이다. 이러한 채권을 기초로 증권을 발행하는 경우 원채권자가 도산하더라도 자산유동화 상품에 투자한 사람은 소정의 원리금을 상환받을 수 있다. 그리고 96년 4월부터는 이러한 취급대상으로 유가증권인 ABCP(Asset Backed CP)나 자산담보채권(ABS)의 발행이 인정되었다.<sup>37)</sup>

이 법은 특정채권 등을 양수업자에 양도하고, 양수인 측에서 발생하게 되는 양도대금 청구권을 증권화하는 방법을 인정하고 있다. 그리고 제3자 대항요건에 대한 일본「민법」의 규정을 간략화하고 있다. 「특채법」에서의 이러한 규정은 토지채권유동화에 불가결한 증권화와 제3자 대항요건에 대한 해법을 제시한 것이었다. 그리고 이 법에 따라 「상법」에 의한 특별목적회사(SPC)를 설립하여 유가증권인 ABS를 발행하는 것이 사실상 자유화되었으며, 공시(disclosure) 규정이 확립되어 ABS 단계에서 투자가보호의 방책 등을 포함한 ABS 이용환경이 정비되었다.

---

35) 박신영(1998), p.173

36) 이하의 논의는 박원구(1998a) 참조.

37) 三國仁司(1997), p.20

### 3) 부동산증권화와 「SPC법」

앞에서 살펴본 바와 같이 일본의 「SPC법」은 부동산 저당증권, 주택론 채권신탁, 소구화 상품, 공동특정사업과 같은 부동산의 유동화가 진전되고, 「특채법」에 의해 크레디트, 리스 채권 등의 유동화가 이미 이루어진 상태에서 도입된 것이다.<sup>38)</sup> 따라서 일본에서는 자산유동화의 법적 정비가 상당히 이루어진 이후 리스크가 큰 자산인 불량채권과 담보부동산을 유동화하기 위한 법률로서 「SPC법」이 제정된 것이라고 할 수 있다.

그렇지만 「SPC법」은 금융위기 시에 발생한 부실채권과 담보부동산을 처리하는 수단으로만 고려된 것은 아니다. 일본 정부는 이 법을 통해 미국을 비롯한 구미에서 부동산투자의 일반적 틀로 기능하고 있는 부동산투자회사(REITs)와 상업용 부동산저당담보부증권(CMBS)을 활용할 수 있도록 하려는 의도를 가지고 있다.<sup>39)</sup> 특히 일본판 부동산투자회사(J-REITs)는 부동산시장을 활성화하고, 현금흐름이 불안정한 불량채권을 증권화하는 투자수단으로서 적극적으로 고려되고 있다.<sup>40)</sup>

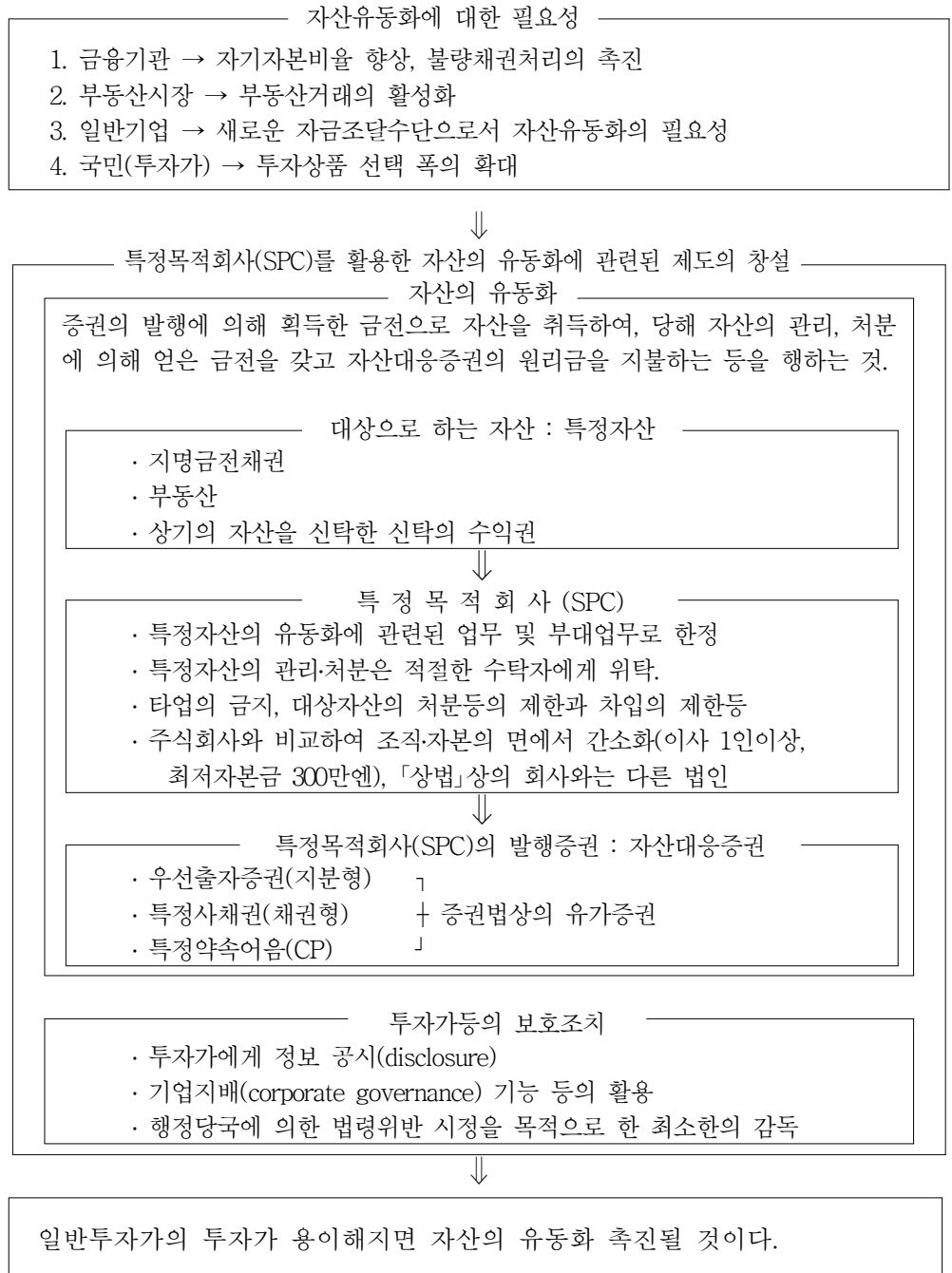
지금까지 일본에서 부동산 개발자금은 대부분 금융기관에서 조달되었으나 금융위기로 인하여 이러한 자금 대출이 현실적으로 어려운 상황이었다. 이런 상황에서 기존 금융권이 아닌 투자자로부터 자금을 조달할 수 있게 되면, 이 방법은 부동산개발 자금조달의 새로운 방안이 될 수 있는 것이다. 그리고 이러한 목적으로 설립된 SPC를 사업주체로 하는 경우 부외(off-balance sheet) 금융을 활용하는 것이 되어 사업주의 재정상태와 무관하게 투자자를 모집할 수 있게 된다.

투자자의 입장에서 보면 SPC는 본래 자산을 제공한 원자산보유자(originator)의 신용과 무관하게 운영되는 것이고, 자산을 담보로 하고 있기 때문에 투자신용이 상당히 높게 된다. 이에 따라 소액투자자도 투자가 가능해지면서 부동산투자가 대중화될 수 있다.

38) 「SPC법」에서의 특정목적회사는 새로운 회사형태로서 「특채법」의 특별목적회사와 기능은 비슷하지만 회사의 성격이 다른 것이다. 그리고 이 특정목적회사가 발행하는 자산대응증권은 특별목적회사가 발행하는 자산담보증권의 일종이라고 할 수 있다. 國枝繁樹(1998), p.7.

39) 國枝繁樹(1998), p.6

40) 일부 논자는 SPC가 가지고 있는 자산관리자 중심의 투자구조를 고려할 때 REITs로서 기능하는 틀로는 증권투자회사 형식이 더 바람직하다는 의견을 제시하고 있다. 이러한 의견에 대해서는 片山さつき(1998), pp.130-131.



자료 : 國枝繁樹(1998), p.9

## (2) 「SPC법」의 내용

### 1) 목적

「특채법」상의 유동화대상 자산인 크레디트, 리스 채권 등이 비교적 리스크가 작은 자산인 데 반하여 「SPC법」이 대상으로 하는 자산은 불량채권과 부동산과 같이 리스크가 큰 상품이고 따라서 이들 자산의 증권화를 위해서는 법적 정비가 불가피하다. 이 때 정비의 첫째 목적은 불량채권, 부동산이라는 리스크가 큰 자산의 유동화를 위한 새로운 틀을 제공하는 것이다. 이를 위해서는 정보 공시(disclosure)의 확충, 기업지배(corporate governance) 기능의 강화 등을 통해 투자가 보호조치를 도모하여야 한다. 두 번째는 새로운 자금조달방안으로서 채권형 증권 및 주식형 증권의 동시발행을 가능하게 하는 것이다. 이를 위해서 미국의 부동산증권화의 대표적인 상품인 부동산투자회사와 유사한 자산유동화 제도를 실현하는 것을 포함시키고 있다.

#### ① 채권형과 지분형 ABS의 동시 발행

일본에서 「SPC법」 이전의 자산 증권화는 사채, CP(기업어음)와 같이 채권형의 ABS가 중심이었다. 불량채권이나 부동산과 같은 고위험 자산은 자산 가격 자체의 변동폭이 크고, 이 자산들에서 발생하는 현금흐름도 대단히 불안정한 형태라고 할 수 있다.

이처럼 고위험 자산에 적절한 투자형태는 채권형보다는 지분형이 더 맞다고 할 수 있다. 왜냐하면 지분형은 자산가격의 변동으로 인한 증권의 자본이득을 획득할 수 있고, 수익의 변동에 따라 고수익을 실현할 수 있기 때문이다. 그리고 이러한 지분투자가 이루어지면 한편으로 채권형 증권의 발행 시 안정성을 높일 수 있고, 다른 한편으로는 재무 레버리지(leverage) 효과에 의한 지분 증권의 기대 수익율을 향상시키는 것이 가능하다.

문제는 지분형의 경우 채권형에 비해 세금 부담이 더 클 수 있기 때문에 투자유인이 떨어진다는 점이다. 즉 SPC와 같이 주식회사인 경우 주식형 증권화로 인한 법인세 부담이 발생하여 투자유인이 떨어지게 된다. 이러한 문제를 해결하기 위해 일정 요건을 갖추게 되면 미국의 REITs와 같이 SPC의 수익을 손금에 산입하여 법인세를 면제받게 된다.



## ② 투자가보호

「SPC법」에는 발행하는 자산대응증권이 리스크가 큰 자산에 기초해 있기 때문에 「특채법」과 같이 투자위험을 공시하는 것만으로 충분히 투자를 보호하기 어렵다. 이에 따라 적절한 투자가 보호조치를 필요로 한다. 이러한 보호 장치의 하나로 기업지배(corporate governance)의 방법을 이용하게 되는데, SPC의 부정한 자산운용 등과 같은 정관 위반행위를 투자가 스스로 시정할 수 있는 권한을 보유토록 하고 있다.

### 〈그림 Ⅲ-7〉 「SPC법」에서 투자자에 대한 보호조치

#### 투자자에게 정보 공시

- 자산유통화계획의 책정을 의무화하고 정관에 기재함.
- 우선출자신청증, 특정사채 신청증에 담보가 되는 특정자산의 개요를 기재하는 것을 의무화하고 출자자등에 그 내용을 공시함.
- 적정한 공시정보의 확보를 위해 자산의 양도계약 및 업무위탁계약에서 특정목적회사에 중요사항을 통지하는 것등을 계약상 명기하도록 의무화함.
- 발행증권을 「증권거래법」상의 유가증권으로 하여 「증거법」에 기초한 공시를 도모함과 더불어 공시내용에 대해서도 검토함.

#### 기업지배기능등의 활용

- 우선출자증권의 출자자에 대해서는
  - (1) 출자자로서의 공익권(위법행위금지청구권, 주주대표소송등)
  - (2) 일정한 경우에 인정되는 의결권을 활용하여, 임원의 법령·정관위반의 행위등을 감독·시정하는 것을 가능토록한다.
- 특정사채권자에 대해서는
  - (1) 특정사채관리회사의 권한확충으로 그 이익보호를 도모한다.
  - (2) 소위 일반담보부채권을 발행하여 사채권자로 다른 채권자에 우선하게 함.

#### 행정당국에 의한 감독

- 행정당국에 등록함으로써 업무 개시
- 법령위반시정을 목적으로 하는 최소한의 감독

자료 : 片山さつき(1998),p.57

### ③ 특정목적회사 제도의 창설

이상과 같이 부채형과 주식형의 ABS를 동시에 발행하면서 기업지배 방식에 의해 투자를 보호하기 위해 「상법」상의 회사(주식회사 등)와 다른 특정목적회사(SPC)라는 법인제도를 「SPC법」에 의해 창설하였다.<sup>41)</sup> 따라서 「상법」에 기초하여 설립된 특별목적회사에 의한 유동화에는 이 법을 적용하지 않는다.

SPC를 주식회사와 비교하면 조직, 자본면에서 간소화한 것을 알 수 있다. 임원은 1인 이상(주식회사는 3인 이상), 임원회의는 설치하지 않으며(주식회사는 설치가 요구된다.), 최저자본금은 300만엔(주식회사는 1천만엔, 유한회사는 3백만엔)으로 하고 있다. 또한 SPC는 업무를 특정자산 유동화와 관련된 경우로 한정하여 설립목적 이외의 사업을 사실상 금지하고 있다.

### 2) 개요

이 법에서 특정자산의 유동화라는 것은 특정목적회사가 일련의 행위로서 자산대응증권의 발행에 의해 얻은 금전을 가지고 특정자산을 취득하며 당해 특정자산(해당 특정자산의 신탁수익권을 포함하여)의 관리 및 처분에 의해 얻은 금전을 가지고, 자산대응증권의 원리금 혹은 배당, 잔여재산의 처분 등을 행하는 것을 이른다.

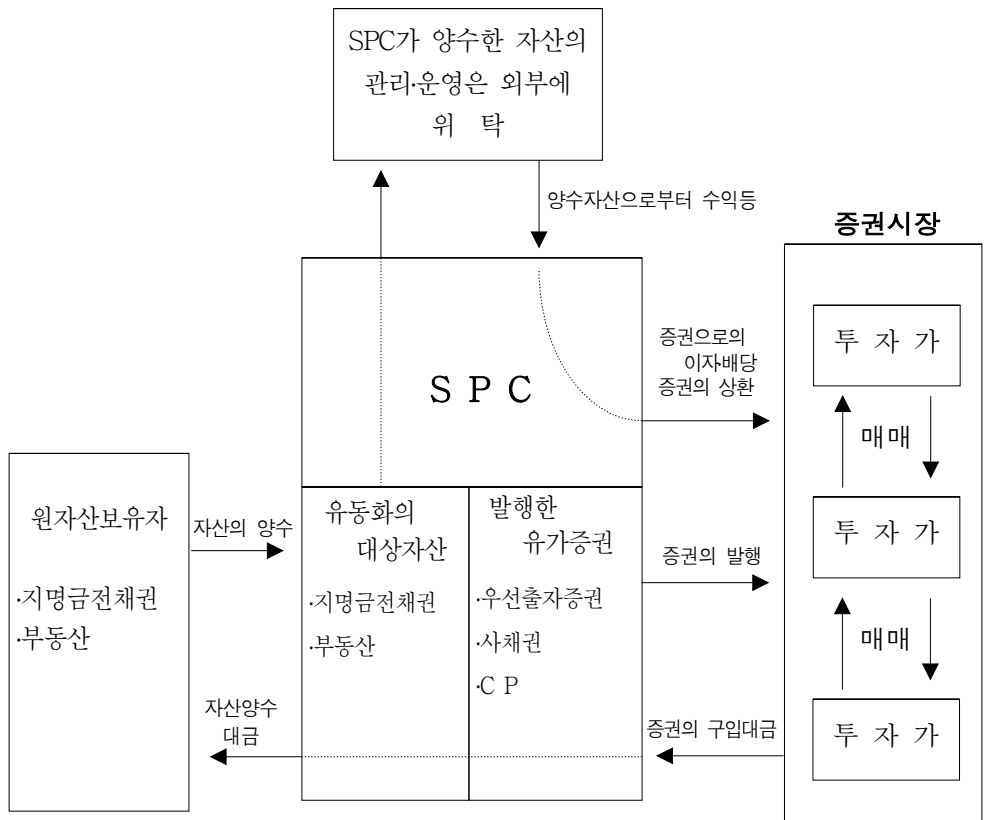
이 때 유동화의 대상으로 하는 특정자산은 ① 부동산(「宅地建物取引業法」(이하 「택건업법」)의 택지 또는 건물, 「택건업법」의 해석으로는 해외부동산은 포함하지 않음), ② 지명채권, ③ 신탁수익권이 해당된다. 여기서 특정목적회사는 이 법에 의해 규정되어진 새로운 회사형태로서 「상법」상의 주식회사 등으로 설립된 특별목적회사에는 포함되지 않는다. 즉 이 법은 「상법」에 기초하여 이전부터 설립이 가능했던 특별목적회사를 규제대상으로 하지 않으며, 이후에도 「상법」상의 주식회사제도를 이용한 자산의 유동화는 이 법과 관계없이 자유로이 이루어질 수 있다.

특정목적회사가 발행하는 자산대응증권은 우선출자, 특정사채 및 특정약속어음이 있다. 우선출자는 특정목적회사가 발행한 우선적 배당 또는 잔여재산의 우선적 배분을 그 내용으로 하여 출자하는 것으로 주식회사의 우선주와 유사한 성격을 갖는다. 특정사채는 특정목적회사가 발행한 사채를 지칭한다. 특정약속어음은 특정목적회사가 발행한 CP(「증권거래법」 제2조 1항 8호의 약속어음)를 말한다. 따라서 「상법」에 기초하여 동일한 성격을 갖는

41) 國枝繁樹(1998),p.10.

유가증권을 발행하여도 자산대응증권에 해당되지 않는다. SPC를 활용한 자산의 유동화의 기본 구조는 <그림 Ⅲ-8>과 같다.

<그림 Ⅲ-8> SPC를 활용한 자산의 유동화



자료 : 國枝繁樹(1998), p.8

### 3) 등록

SPC의 등록 절차를 보면 우선 자산유동화계획 등을 기재한 신청서를 첨부서류와 함께 내각총리대신에게 제출하여야 한다. 자산유동화계획을 포함한 특정목적등록부와 자산유동화실시계획은 공중에 열람하여 투자자는 「증권거래법」상의 공시정보와 더불어 투자에 참고할 수 있다. 등록사항을 변경하는 것은 두가지 경우에 가능하다. 첫째는 그 변경 내용이 경미하거나 일반투자자의 보호에 위반하지 않는 경우이고, 둘째는 그 변경의 내용이 일반투

자자의 보호에 위배되지 않는 것이 명백한 경우이다.

「SPC법」은 기본적으로 고위험·고수익의 증권화 상품을 투자자에게 제공하는 경우를 포함한 광범위한 대상이 유동화되기 때문에 행정당국이 투자상품의 안정성을 점검하여 보증하는 것이 아니다. 그 보다는 투자가가 자기책임으로 적절한 리스크를 취하도록 정보공시의 확충 등 법적 틀을 정비하는 것이 기본목표이다. 따라서 위법행위 등이 없는 한 특정 목적회사의 등록은 인정하는 것이 원칙이다. 그리고 하나의 특정목적회사가 여러 개의 자산유동화계획을 실시하는 것이 가능하다.

#### 4) 특정목적회사

##### ① 특징

「SPC법」에서는 특정목적회사의 설립, 해산, 기관 등에 대한 상세한 규정을 하고 있다. 특정목적회사는 세 가지 특징을 가지고 있다. 첫째는 유동화업무를 위해 특화된 간소한 조직 형태를 취하고 있다. 이는 거래비용을 줄이기 위해 필요한 요건이다. 둘째는 지분형태인 우선출자증권과 채권형태인 특정사채 발행이 동시에 가능하다. 셋째는 자산운용이 자산유동화계획에 반하는 형태로 이루어지는 경우 기업지배(corporate governance)방식을 활용, 투자가 스스로 시정할 수 있도록 하였다. 즉 자산유동화계획에 따라 운영되는 한 경영권의 재량이 제한되지만, 자산유동화계획에서 일탈하는 경영이 이루어지는 경우에는 투자가 측에서 강력하게 점검을 할 수 있는 장치를 마련하였다.

##### ② 설립

발기인이 특정목적회사의 목적, 상호, 특정자본(우선출자 이외의 출자에 관련된 자본)액, 자산유동화계획, 존립시기, 해산사유 등을 기재하는 정관을 작성한다. 이 때 특정자본의 최저액은 300만 엔이며 이는 유한회사의 최저자본금과 동일한 것이다. 이처럼 자본금이 소액인 이유는 「상법」상의 주식회사와 달리 SPC는 자산을 담보로 하여 채권이 발행되기 때문에 채권자에게 자본금으로부터 변제할 필요가 없기 때문이다.

그런데 SPC의 유동화업무과정에서 급여의 지불, 기타 경비가 필요하고, 불법행위 시에는 손해배상책임이 발생할 수 있기 때문에 일반채권자가 포함될 가능성이 있다. 이 경우를 대비해서 일정액의 자본금을 준비할 필요가 있는 것이다

〈표 III-24〉

SPC와 주식회사

사항	특정목적회사(SPC)	주식회사
1. 법인격	특별법상의 영리사단법인(商人)	「상법」상의 영리법인
2. 회사조직		
기관	·「사원총회」(정관변경, 「임원」의 선임·해임, 회계감사인의 선임·해임, 계산서류 등의 승인, 사후설립의 승인, 해산등에 관한 결의) ·「이사」(최저 1인, 이사회가 아님, 「회사」의 업무집행은 원칙적으로 과반수로 결정함, 이사는 원칙적으로 각자 법인을 대표함, 임기는 정하지 않음)	·「주주총회」(정관변경, 「이사」의 선임·해임, 합병·해산, 계산서류의 승인등에 관한 결의) ·「이사」(3인 이상, 임기는 2년 이내, 대표이사를 정함) ·「이사회」(「회사」의 중요한 업무집행, 이사의 업무집행의 감독)
감사	·「감사역」최저 1인 ·회계감사인에 의한 회계서류의 감사(그러나 일정규모 이하로 「특정사채」만을 발행할 경우는 불필요)	·「감사역」에 의한 회계감사와 업무감사(대기업은 3인 이상) ·대기업은 회계감사인에 의한 감사가 필요
설립	·「발기인」에 의한 정관(자산유동화계획을 포함)의 작성등, 모집설립불가 ·등기	·「발기인」에 의한 정관의 작성 등, 모집설립가능 ·등기
최저자본금	·300만엔	·1000만엔
출자단위	·1구좌 5만엔 이상	·1주 5만엔 이상
출자의 소각등	·중간단계의 소각은 인정하지 아니함(closed-end 형). ·가청산수속 중의 소각수속 지침을 규정	·「상법」에서 규정하는 경우에 한정(감자, 정관총회결의에 의한 이익소각 등)
감자	·특정자본에 대해서 결손보전목적인 것만을 허용함.	·「상법」의 규정(주주총회의 특별결의, 채권자보호수속등의 엄중한 수속지침이 필요)
합병	·인정하지 않음	·「상법」상의 규정에 따름, 가능
사채의 발행	·가능(그러나 보통사채형만)	·가능(보통사채, 전환사채, 신주인수권부사채)
사채권자의 보호조치	·특정사채관리회사의 설치를 의무화, 권한의 확충	·사채관리회사의 설치를 의무화(예외있음)
계산이익처분	·「사원총회」의 승인(회계감사인의 감사를 받은 재무제표에 대해서는 예외가 있음). 이익처분과 관련하여 우선출자에 우선적으로 배당한다는 것을 자산유동화계획에 규정	·「주주총회」의 승인(회계감사인의 감사를 받은 재무제표등에 대해서는 예외가 있음)
해산	·특정자산의 처분 후 해산하는 것이 원칙, 해산의 규정정비, 계속이용도 가능	·주주총회의 특별결의등 엄격한 수속지침에 의해 해산가능
3. 개시	·채권증권화에는 공시 省す, 부동산증권화의 경우는 새로운 공시 省す 필요	·「증권거래법」상의 공시규제에 따름

자료 : 片山さつき(1998),p.67-68.

〈표 III-25〉

SPC와 유한회사

	SPC	유한회사
근거법	SPC 법	유한회사법
최저자본금	300만엔(특정자본에 대해서만)	300만엔
이사	필요기관(1인이상)	필요기관(1인이상)
이사회	불필요	불필요
이사의 임기	법률상 제한	법률상 제한
회사대표자	원칙적으로 이사 각자	원칙적으로 이사 각자
감사	필요 기관(1인이상)	불필요
감사회	불필요	불필요
감사의 임기	법률상의 제한은 없음	법률상의 제한은 없음
회계감사인	필요기관(그러나 특정사채만을 발행하는 SPC의 경우 발행액이 정령에서 정한 일정금액 이하일 경우 불필요)	불필요
출자단위	1구좌 5만엔이상	1구좌 5만엔 이상
설립형태	발기설립인만	발기설립인만
사원의 책임	간접유한책임	간접유한책임
사원수	1인이상	50인이내
지위의 양도	특정지분에 대해서는 제한 (그러나 사원간은 자유). 우선출자에 대해서는 자유(제한금지)	제한(그러나 사원간에는 자유)
지위를 표상하는 유가증권	특정지분에 대해서는 없음 (증권의 발행금지). 우선출자에 대해서는 우선출자증권	없음(증권의 발행금지)
사채의 발행	가능	불가
사채권자의 보호조치	특정사채관리회사의 설치를 의무화 권한의 확충	-
기본적의사 결정기관	사원총회(기타의결권을 가지지 아니한 우선출자사원으로 이루어진 총회가 설치되는 경우가 있다.)	사원총회
계산	「사원총회」의 승인(회계감사인의 감사를 받은 BS등으로 인한 예외있음. 이익처분과 관련하여,우선출자에 우선적으로 배당하는 것은 자산유동화계획에서 규정)	「사원총회」의 승인
출자의 소각등	중간단계의 소각은 인정하지 아니함(close-end형), 가청산 수속 안에 소각수속을 규정	유한회사법에서 규정하는 경우에 한정
감자	특정자본에 대해서 결손보전목적인 경우에만 허용함.	유한회사법의 규정(사원총회의 특별결의, 채권자 보호수속등 엄격한 수속이 필요)
합병	인정하지 아니함	유한회사법의 규정에 따라 가능
해산	특정자산의 처분후, 해산하는 것이 원칙. 해산의 규정정비, 계속이용도 가능	사원총회의 특별결의등 엄격한 수속에 의해 해 산가능
개시	채권증권화에는 기존 공시 성령있음. 부동산증권화의 경우에는 새로운 공시 省す 필요	-

자료 : 片山さつき(1998).p.70-71.

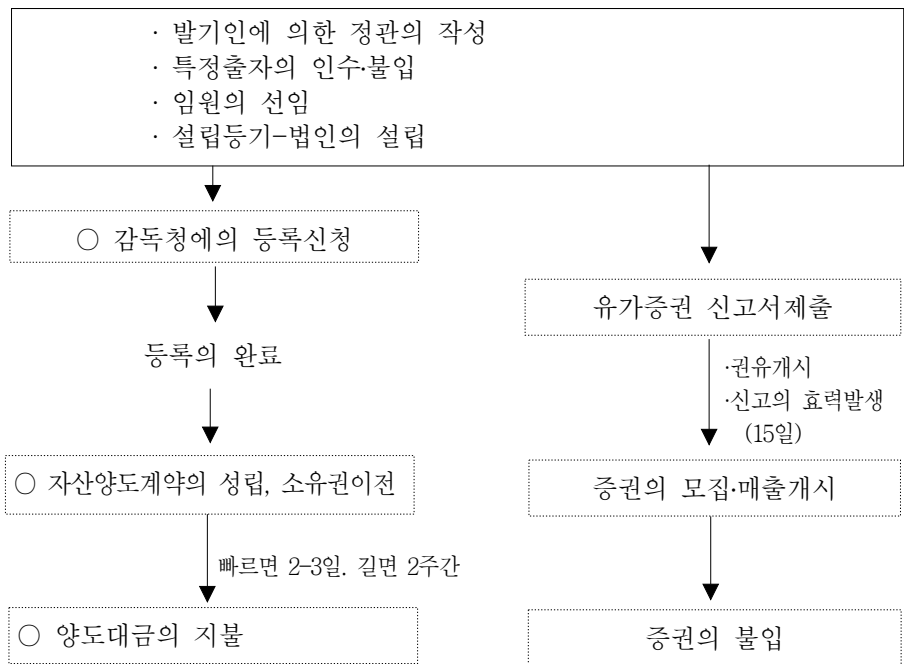
### ③ 사원의 권리 의무

특정출자에 의한 지분을 보유한 특정사원은 출자지분 보유의 의무를 진다. 이 때 특정출자 1구좌의 최저금액은 5만 엔이다. 지분 양도 시에는 사원총회의 승인이 필요하다. 그리고 이 특정지분에 대해서는 증권을 발행할 수 없다. 이러한 특정사원은 유한회사의 사원과 그 지위가 유사하다.

특정사원 이외에 이사의 결정에 따라 우선적으로 배당을 받거나 잔여재산의 우선적 배분권을 갖는 우선출자의 발행이 가능하다. 이러한 지분을 갖는 우선출자사원은 사원총회에서 의결권이 없다. 그렇지만 의결권을 전제로 하지 않는 공익권에 대해서는 특정사원과 동일한 권리를 행사할 수 있다. 우선출자사원의 지위는 주식회사의 우선주식을 보유한 주주의 지위와 유사하다. 우선출자사원은 자산유동화계획에 따른 업무를 수행하는 한 경영에 관여하지 않으며, 투자대상의 수익성, 유동성을 중시하는 일반투자자이다.

#### <그림 III-9> SPC의 설립과 증권화의 흐름

- 자산유동화계획의 작성(자산양도계약 등의 가계약 등)
- SPC설립수속(등기설립)



자료 : 片山さつき(1998), p.79.

〈표 III-26〉

SPC와 증권투자법인

사항	특정목적회사(SPC)	증권투자법인(회사형투신)
1. 법인격	특별법상의 영리사단법인(商人)	특별법상의 영리사단법인(商人)
2. 업무		
대상자산	[특정자산] (1) 지명금전채권 (2) 부동산 (3) (1),(2)의 신탁수익권	주로 유가증권
발행증권	○「자산대응증권」(「증거법」상의 유가증권) 이하 3종류 ·우선출자증권(주식형) closed-end형(기간 도중의 출자 환불은 인정하지 아니함) ·특정사채권(사채형) ·특정약속어음(CP)	○ 투자증권(주식형, 「증거법」상의 유가증권) open-end형(「투자주」(주주에 상당)의 청구에 응하여 「投資口」(주식에 상당)의 환불을 행함) closed-end형 ○ 「사채」 발행 불가(CP는 가능)
업무범위	·특정자산유동화업무(일련의 행위로서 자산대응증권발행 및 특정자산의 취득과 관리·처분) ·부대업무	·주로 유가증권에 대한 투자에 의한 자산운용(증권투자법인을 중심으로 한 scheme 전체로 소위 회사형투신을 실현)
업무의 실시	·특정자산의 관리 및 처분에 관한 업무는 외부위탁을 의무로 함.(원자산보유자 등, 당해 업무를 적절하게 수행할 수 있는 자)	·자산운용은 投資一任業者등, 보유는 신탁은행등에 한정
3. 회사조직		
기관	·「사원총회」(정관변경, 「임원」의 선임·해임, 회계감사인의 선임·해임, 계산서류의 승인, 사후설립의 승인, 해산등에 관한 결의) ·「이사」(최저 1인, 「회사」의 업무집행은 원칙과반수로 결정함. 이사는 원칙적으로 각자법인을 대표함)	·「投資主總會」(규약변경, 「집행임원」등의 선임·해임, 운용회사의 선임의 승인, 합병·해산등에 관한 의결) ·「집행임원」(법인의 업무를 집행, 법인을 대표 1인만 가능) ·「임원회」(법인의 중요한 업무집행에 대해 승인을 해줌. 집행임원의 직무집행감독)
감사	·회계감사인에 의한 회계서류의 감사(일정규모이하로 특정사채만을 발행하는 경우는 불필요) ·감사역(최저 1인. 이사의 업무 집행을 감사)	·회계감사인에 의한 회계서류의 감사
설립	·「발기인」에 관한 정관(자산유동화계획을 포함)의 작성 등 ·등기	·「설립기획인」에 의한 규약(운용방침을 포함)의 작성 등 ·등기
최저자본금 혹은 출자금	·300万円	·설립에 필요한 출자총액, 상시 보유하여야 하는 최저순자산액을 준비함.
주주의 환불	·기간도중에 우선출자증권의 환불을 인정하지 아니함	·投資口の 환불(open-end형)
사채	·「특정사채관리회사」의 권한 확충 등, 사채권자의 보호를 위한 규정정비	·사채발행은 인정하지 않음.
계산이익처분	·「사원총회」에 의한 계산서류, 이익처분(자산유동화계획에 방침규정)의 승인·결의	·회사감사를 받은 계산서류의 「임원회」에 의한 승인. 「임원회」의 결의가 있고, 규약에 정한 방침을 따라 금전배분
해산	·특정자산의 처분후, 해산하는 것이 원칙. 해산의 규정정비, 계속 이용도 가능	·운용기간을 설정하고, 기간경과후 해산
4. 감독	·등록(자산유동화업개시의 요건) ·감독	·등록(자산운용개시의 요건) ·감독
5. 개시	·채권증권화에는 기 공시 省습 있음. 부동산증권화의 경우는 새로운 공시 省습이 필요.	·새로운 공시 省습을 작성

자료 : 片山さつき(1998),p.133-134.



#### ④ 증권투자법인과 비교

SPC와 비슷하게 투자촉진을 위해 도입된 회사로서 증권투자법인이 있다.<sup>42)</sup> 이 법인은 98년도 도입된 「증권투자신탁법」에 의한 회사형 투신으로서 특별법상의 새로운 영리 사단 법인이다. 이 조직도 「상법」상의 주식회사보다 조직 등을 간소화한 것으로 발행증권이 투자자보호의 관점에서 「증권거래법」상의 유가증권으로 된다는 점, 투자가의 수입을 좌우하는 중요업무는 적절한 자에게 위탁하는 의무가 있는 점등에서 SPC와 유사하다.

그러나 SPC는 구조화된 자금조달방식(structured finance)을 상정하고 당초 책정된 자산 유동화계획에서 확정하는 중요부분(특정자산의 내용, 증권화의 틀)의 변경이 가능하지 않은 데 반해 증권투자법인은 주로 유가증권인 투자대상에 자산운용을 하기 위한 틀이기 때문에 운용방침은 중요하지만 자산을 자주 바꾸는 것은 가능하다.

따라서 증권투자법인은 사채 발행은 이루어지지 않지만 개방(open-end)형으로 증자가 가능하고 투자자가 투자주 총회를 운영하여 중요사항을 의결하는 것이 가능하다. 반면 SPC는 사채발행이 가능하지만 폐쇄(closed-end)형으로 증자가 불가능하고, 우선출자사원의 의결권은 제한받고 있다. 대신 투자 대상자산은 비교적 광범하게 인정받고 있다.

#### 5) 우선출자

##### ① 우선출자 발행의 취지

특정목적회사는 정관에 기재된 자산유동화계획에 따라 이사의 결정에 의해 우선출자증권을 발행할 수 있는데, 이 우선출자증권의 발행은 액면전액을 갖고 이루어지며, 액면전액은 균일하고 또한 특정출자 1구좌의 전액과 동일하여야 한다.

그런데 「상법」상의 주식회사는 무의결권 주식의 총수를 발행총주식의 1/3로 규제하고 있다. 그렇지만 특정목적회사에는 이러한 제한이 없다. 이는 소액의 특정출자로 일반투자가에 의한 대규모의 우선출자를 기대할 수 있는 투자 구조라고 할 수 있다.

이처럼 우선출자의 발행을 추진하고, 그 발행한도를 설정하지 않은 입법취지를 ‘SPC에 대한 간담회’에서는 다음과 같이 서술하고 있다. “부동산이 대상자산인 경우에는 특히 지분적인 성격의 증권에 의한 자금을 모집하는 수요가 크다고 생각된다. 이 경우 투자는 회사경영에 참여하지 않고 주로 그 자체로부터 얻게 되는 수익의 배분을 중시하는 것으로 생각되기 때문에 우선출자의 형식을 취하는 것이 적당하다. 또한 「상법」에서는 소수주주에

42) 이하 논의는 片山(1998), p.130-131.

의한 자의적인 경영이 이루어지는 것을 방지하기 때문에 우선주식의 발행한도의 규정이 있지만, SPC에 대해서는 업무가 정관 등에 한정되어 있어 경영상 재량의 여지가 거의 없는 것이기 때문에 우선출자의 발행한도를 설정하지 않더라도 문제가 없는 것이 아닌가”<sup>43)</sup>

## ② 우선출자의 공시

우선출자는 특정사채나 특정약속어음과는 다른 것으로 이익 배당 혹은 잔여 재산의 배분에 대해서 우선적 내용을 포함하고 있다. 이에 따라 우선출자 시 신청증에는 특정자산의 공시 및 특정목적회사에 대항하는 권리, 기타 해당 특정자산의 가격을 알 수 있는 사항을 공시하게 된다. 만약 당해 특정자산이 부동산인 경우 부동산감정사의 감정평가에 의한 조사가격이 기재된다.

## 6) 특정목적회사의 기관

### ① 사원총회

특정목적회사의 최고 의사결정기관은 사원총회이고, 정시사원총회는 매 결산기 종료 후에 일정 기간에 소집하게 된다. 그리고 회의 2주전에 각 사원에 대하여 소집수속을 시작하며, 그 통지에는 회의의 목적을 기재하여야만 한다. 또한 사원총회에서 의결권을 가진 우선출자사원의 수가 1천명 이상인 경우에는 해당 사원총회에 출석하지 않는 우선출자사원은 서면에 의해 의결권을 행사할 수 있다. 그리고 해당 사원총회의 소집 통지에 의결권 행사에 필요한 참고서류의 첨부을 의무화하고 있다.

「SPC법」 제50조에는 특정목적회사를 두가지로 규정하고 있다. 우선출자사원이 존재하지 않는 특정목적회사를 ‘제1종 특정목적회사’라고 하고, 우선출자사원이 존재하는 특정목적회사를 ‘제2종 특정목적회사’라고 정의한다. 그리고 우선출자사원이 법률이나 정관에 따라 의결권을 갖는 사항에 한해서 유의결권 사항으로 규정하고 있다.

### ② 이사

특정목적회사는 유한회사와 동일하게 1인 혹은 수인의 이사를 두어야 한다. 최소 이사는 주식회사의 최소 이사수 3인보다 적다. 우선출자사원은 이사에 대한 책임 추구를 위한

---

43) 森田章(1998a),p.14

대표소송제기권 및 이사의 위법 행위등에 대한 금지청구권을 보유한다. 그러므로 우선출자증권을 보유한 일반투자자는 이사가 법률 위반 및 자산유동화계획을 포함한 정관을 위반하는 행위를 하는 경우 자력으로 권리를 지킬 수 있는 조치로서 손해배상을 청구할 수 있다.

그리고 이사의 역할과 관련하여 자산보유자가 파산하는 경우 SPC 이사의 파산신청 권한을 제한해야 하는가에 대한 논란이 있다.<sup>44)</sup> 채무초과로 무너진 특정목적회사가 계속적인 영업으로 채무초과액을 확대하지 못하도록 바로 파산 수속을 밟는 것이 바람직하다. 이 문제가 중요한 것은 「특채법」에 의한 자산유동화계획에 따르면 사채발행의 구조가 우선.열 후 형태였다. 이 때 자산보유자가 신용보완을 위해 열후채를 매입하기 때문에 만약 자산가치의 저하가 발생할 경우 채무초과 상태가 될 수 있는 것이다.

그렇지만 「SPC법」에서는 지분형의 우선출자증권이 도입됨으로써 열후채를 대신하여 리스크를 흡수할 수 있는 자본이 두텁게 된다. 따라서 이러한 우선출자증권이 채무초과의 상태에 대응하는 것이 가능한 구조라고 할 수 있다.

### ③ 감사역

특정목적회사는 1인에서 수인의 감사역을 둔다. 감사역은 이사의 직무집행을 감사하고, 이사 및 사용인에 대하여 영업보고를 요구하거나 특정목적회사의 업무 및 재산상황을 조사하거나 또는 이사에게 의견을 말할 수 있다. 또한 감사역은 이사의 위법행위등을 해당이사 이외의 이사나 사원총회에 보고하여야만 한다.

### ④ 계산 및 회계감사인

이사는 매기 결산기에 결산서류인 대차대조표, 손익계산서, 영업보고서 및 이익처분 및 손실처분에 관한 의안 및 부속명세서를 감사 및 회계감사인의 감사를 받아야 한다. 이 때 회계감사인은 공인회계사 또는 감사법인으로 사원총회에서 선임한다.

## 7) 특정사채

특정목적회사는 정관에 기재한 자산유동화계획에서 정하는 바에 따라 이사의 결정으로 특정사채를 모집할 수 있다. 이 때 우선출자신청증과 동일하게 특정사채신청증에 일반적

---

44) 國枝繁樹(1998), p.14

사항에 더하여, 특정목적회사가 보유한 자산의 개요, 政令에서 정하는 자가 가격에 대해서 조사한 결과를 기재한다.

각 특정사채의 금액이 1억 엔을 초과하는 경우를 제외하고, 특정사채관리회사를 정하여 특정사채권자를 위해 특정사채의 관리를 위탁하도록 하고 있다. 특정사채관리회사는 그 관리의 위탁을 받아 특정사채에 대해 필요한 때에 해당 특정사채를 발행한 특정목적회사의 업무 및 재산의 상황을 조사할 수 있다. 이는 주식회사의 사채관리회사와 동일한 기능을 수행하는 것이다.

그런데 우선출자사원과 달리 특정사채권자는 경영에 관여할 수 없다. 이 역할은 특정사채관리회사가 대리하게 된다. 주식회사의 경우에는 각 사채 금액이 1억엔 이상이면서 사채 총액을 사채의 최저액으로 나눈 것이 50 이하일 경우에는 사채관리회사의 설치가 의무화되어 있지 않다. 반면 「SPC법」에서는 투자가 보호를 위해 50인 이하 투자자의 경우에도 특정사채관리회사의 설치를 의무화하고 있다. 또한 「상법」 상에서 사채관리회사의 조사권은 사채발행회사의 편의를 배려하여 ‘재판소의 허가를 얻어’ (「상법」 309조의 3) 행사할 수 있지만, 「SPC법」에는 이러한 제한을 두지 않고 특정사채관리회사의 판단에 맡기고 있다.

## 8) 가청산과 우선출자의 소각

우선출자증권에 대해서는 특정사채나 특정약속어음 등으로 부담하는 채무의 이행이 완료된 후 특정목적회사가 보유한 자산으로부터 분배를 행하는 형태이지만, 주식회사처럼 해산청산의 수속을 밟을 경우 투자상품으로서의 매력이 감소하게 된다. 이 때문에 「SPC법」에서는 가청산의 수속을 통해 작성된 대차대조표가 사원총회의 승인을 받는 경우 우선출자의 소각을 행하도록 하고 있다.

즉 특정목적회사의 이사는 특정자산의 관리 및 처분이 종료되거나 또는 특정사채나 특정약속어음을 발행하고 있는 경우 그 상환 및 지불을 완료하였을 때 제1종 특정목적회사의 경우는 지체없이, 제2종 특정목적회사는 자산유동화계획의 정한 바에 따라 우선출자를 소각하기 전에 그 특정목적회사의 대차대조표를 작성하고 사원총회의 승인을 받아야 한다. 우선출자사원이 존재하는 특정목적회사는 작성된 대차대조표상의 순자산액이 자산유동화계획이 정하는 바에 따른 우선출자의 소각을 위해 필요한 금액에 미달하는 경우를 제외하고 해당 우선출자를 소각하여야 한다.

## 9) 업무

### ① 타업금지

특정자산의 유동화업무 이외의 업무를 행하는 경우 투자가는 타업으로부터 발생하는 손실의 리스크를 부담해야 된다. 따라서 투자가를 보호하기 위해 SPC는 유동화업무나 그 부대업무 이외 타업을 수행하는 것이 금지되어 있다. 이에 따라 특정목적회사와 관련된 과세의 특례는 「SPC법」 142조에 규정한 다른 업무를 영위하는 사실이 없는 것을 요건으로 기재하고 있다. 이러한 규정은 다른 법규와 비교하면 매우 엄격한 규정이라고 할 수 있다. 「특채법」에서는 주무대신의 허가를 받는 경우에는 투자자 보호에 지장이 없는 한 타업이 허가된다. 증권회사에서도 대장대신의 승인에 의해 겸업이 가능하다.

이러한 점은 이사의 겸업금지 조항(「SPC법」 66조)에도 반영되어 있다. 즉 자산유동화계획에 정해진 특정자산의 양도인(법인일 경우 그 임원)이나 특정자산의 관리 및 처분에 관한 업무의 수탁자(그 수탁자가 법인일 경우에는 그 임원), 또한 특정자산이 신탁의 수익권일 경우에는 그 신탁의 수탁자인 법인의 임원인 경우로 되어 있다. 이처럼 엄격하게 구별하는 것은 자산관리자(자산의 양도인)로부터 특정목적회사로 진정한 제3자 대항요건을 구비하여 양도하는 것으로 하더라도 특정목적회사를 자산관리자의 일부로 보게될 가능성을 배제하는 것이 필요하기 때문이다.

### ② 특정자산의 양수계약의 요건

「증권거래법」 상 정보공시의 의무자는 유가증권 발행자가 된다. 반면 ABS는 SPC가 공시의무자이다. 이 때 SPC는 명목상의 회사(paper company)이므로 기업의 자금조달수단으로서 ABS를 활용하는 경우에는 자산관리자(자산의 양도인)인 해당기업이 실질적인 유동화계획의 운영자이므로 공시의무자로 간주되었다.

그렇지만 「SPC법」에서는 기업이 자금조달을 위해 부동산등을 특정목적회사에 매각하는 경우만이 아니라 일반개인이 부동산등을 특정회사에 매각하는 경우까지 고려하고 있다. 후자의 경우는 자산관리자가 자산매각 후 자산의 관리처분에 관여하지 않는 경우도 생길 수 있기 때문에 자산대응증권의 발행자인 특정목적회사를 공시의무자로 하고 있다. 이 경우 SPC는 공시를 위한 정보를 획득할 수 있도록 자산양도계약 및 업무위탁계약에서 특정목적회사에 중요한 사항의 통지를 의무화하고 있다.

### ③ 업무의 위탁

SPC는 거래비용을 낮추기 위해 조직을 간소화하고, 세제상의 우대조치 등을 인정하고 있다. 이러한 맥락에서 특정자산의 유동화업무를 스스로 하지 않고 위탁하게 된다. 즉 특정자산(신탁수익권은 제외)의 관리 및 처분과 관련된 업무는 해당특정자산의 양도인 또는 해당 특정자산의 관리 및 처분과 관련된 업무를 적절히 수행할 수 있는 재산적 기초 및 인적 구성을 가진 자에게 위탁하여야 한다.

이 때 특정목적회사는 특정자산의 분별관리의무, 설명 및 통지 의무, 관리 및 처분 상환을 기재한 서류의 위탁자 열람의무 등을 부여받는다. 또한 수탁자는 위탁자의 동의없이 업무를 재위탁할 수 없다. 이러한 규정은 「신탁법」에서 정한 신탁수탁자의 의무를 참고로 한 것이다.

### ④ 특정약속어음의 발행

특정목적회사는 특정약속어음(CP)을 발행할 수 있다. 발행이 가능한 경우는 두 가지인데, 하나는 특정자산 취득을 위한 자금조달이고, 다른 하나는 발행한 특정어음을 차환하는 경우이다. 첫 번째의 경우는 자산유동화계획에서 그 발행의 한도액이 정해져 있어야 하며, 기타 일반투자자의 보호를 위하여 필요한 것으로서 총리부령이나 대장성령으로 정하는 요건에 적합한 경우에 한한다.

종래에도 「특채법」등에서 자산유동화계획을 실행하면서 단기채권을 유동화하는 때에는 기간을 대응시켜 동일기간인 ABCP(자산담보CP)로 증권화를 하였으며, 특정약속어음도 동일한 형태로 활용되는 것으로 상정하고 있다.

### ⑤ 종류등을 달리하는 우선출자증권 또는 특정사채권의 발행

특정목적회사는 일반투자자의 보호에 위반되지 아니하는 경우 하나의 자산유동화계획에서 종류 또는 발행의 시기를 달리하는 우선출자증권 또는 특정사채권을 발행할 수 있다. 일반투자자의 보호에 반하지 않는 경우는 총리부령이나 대장성령으로 정하게 되어 있는데, 예를 들면 우선-열후 관계인 복수의 우선출자증권 또는 특정사채권을 발행하는 것이 가능할 것이다.

## ⑥ 행위의 규제

「SPC법」은 특정목적회사가 투자자가 알지 못하는 차입을 하는 것을 금지하고 있다. 차입이 가능한 경우는 자산유동화계획에 미리 정해진 방법에 따라 특정사채 또는 특정약속어음에 관한 채무이행에 충당하기 위한 자금차입이나 일반투자자보호에 위반되지 않는 경우로 한정하고 있다.

또한 특정목적회사는 자산유동화계획에서 정하는 바에 따르는 경우를 제외하고는 특정자산을 대부, 양도, 교환 또는 담보로 제공할 수 없다. 그리고 업무상 여유금에 대해서는 국채 기타 대장대신 및 내각총리대신이 지정하는 유가증권의 보유나 금융기관의 예금, 기타 수에 의해 의하지 않고는 운영할 수 없도록 하고 있다.

### (3) SPC 도입에 따른 관련법의 정비

#### 1) 「증권거래법」

「SPC법」이 도입됨에 따라 관련법의 정비가 이루어졌다. 관련법의 정비는 「특정목적회사에 의한 특정자산의 유동화에 관한 법률의 시행에 수반되는 관계법률의 정비등에 관한 법률」(이하 「관계정비법」)에 의해 이루어졌다. 우선 SPC가 발행하는 증권의 성격과 관련하여 「증권거래법」이 개정되었다. 즉 특정목적회사의 우선출자증권과 특정사채를 「증권거래법」상 유가증권으로 취급한다.

다만 특정자원의 지분양도는 제한되고, 특정지분에 대하여 증권의 발행이 금지되고 있는 것에 유의할 필요가 있다. 특정지분은 유가증권의 정의에서 제외되고 있다. 반면 우선출자의 양도는 자유로우며, 우선출자증권이 발행된다. 특정사채의 양도도 제한이 없으며, 특정사채원부에 기재할 필요가 있다. 특히 특정목적회사는 「증권거래법」의 약속어음을 일정조건에서 발행하는 것이 가능하다.

그리고 유가증권과 관련한 「증권거래법」상의 공시가 적절히 되도록 규제를 하고 있다. 공시규제를 도입한 것은 지금까지의 ‘특정유가증권’의 공시규제만으로는 충분하지 않고 통상의 기업내용공시와는 다른 공시규제가 필요하기 때문이다. 예컨대 부동산의 증권화를 수행하는 경우 대상부동산의 가동상황, 주요한 임차인의 개요 등의 정보도 필요로 될 것이다. 이러한 정보의 공시를 건설성이 의무화하는 방침이 정해진 것으로 보도되었다.<sup>45)</sup> 특정목적회사의 감독은 금융감독청에 의해 이루어진다.

## 2) 은행법

업무영역의 문제와 관련하여 「관계정비법」은 일정한 특정사채권, 우선출자증권 등의 취급을 금융기관에 허용하였다. 그리고 「관계정비법」에 의해 「은행법」에서도 자산유동화와 관련된 업무의 수행을 인정하였다. 이것에 의해 증권회사만이 아니라 은행도 부수 업무로서 특정사채 등의 모집을 취급하는 것이 가능해졌다.

## 3) 세법

특정목적회사의 「법인세법」 상의 취급은 미국의 REITs를 참고하여 배당가능소득의 대부분을 배당으로 지불하는 것과 같은 일정의 요건을 충족하면, 특정목적회사에서 지불하는 배당을 손금 산입하는 것을 인정하였다. 이것에 의해 특정목적회사는 소위 세계 상의 導管(duit)으로서의 성격을 가질 수 있고, 자산증권화의 도구로 활용이 가능해졌다.

SPC에 부과된 세금은 「관계정비법」 제12조에서 제17조에 걸쳐 「조세특별조치법」, 「법인세법」, 「등록면허세법」, 「지방세법」, 「유가증권거래세법」, 「소득세법」을 개정하여 「상법」 상의 주식회사를 이용하는 것보다 유동화가 좀더 쉽게 이루어지도록 하고 있다.

법인세의 경우에는 도관성과 관련이 가장 많이 논의가 되지만 다음의 요건 중 ①을 만족하는 SPC로, ②의 요건을 만족한 과세연도에 대해서 SPC가 발행하는 우선출자의 배당을 손금에 산입하는 것이 인정되고 있다.

또한 이 조치의 적용을 받는 것은 원칙적으로 당해 사업연도의 확정 신고서 등에 손금 산입한 금액의 손금 산입에 관한 신고의 기재 및 그 손금에 산입되는 금액의 계산에 관한 명세서가 첨부되어야 한다. 동시에 손금 산입의 요건을 명확히 하는 서류를 보존하지 않으면 안된다. 또한 배당이 법인단계로 과세되지 않는 이상, 투자가단계에서 배당공제는 받을 수 없다.

### ① SPC에 부과되는 요건

(가) 「SPC법」 제3조의 등록을 받는 경우

(나) 다음 어느 것에 해당되는 경우

- ① 특정사채권의 발행총액이 1억 엔 이상인 경우, 또는 특정사채권이 적격기관투자가(「증권거래법」 제2조 제3항 1호)에 의해서만 인수되는 경우.

45) 《日本經濟新聞》, 1998.6.7.



- ㉠ 우선출자증권이 50인 이상에 의해 인수되는 경우.
- ㉡ 우선출자증권이 적격기관투자자에 의해서만 인수되는 경우.
- ㉢ 기타 정령에서 정하는 요건(영업연도가 1년 이내인 경우.)

## ② 사업연도에 관한 요건 - 이하 (가)에서 (배)까지 모두를 만족시키는 경우

- (가) 「SPC법」142조에 규정한 특정자산의 유동화에 관한 업무 및 부대업무를 동조에서 규정한 자산유동화계획에 따라 행하는 경우
- (나) 「SPC법」142조에 규정한 기타 업무를 영위하고 있는 사실이 없는 경우
- (다) 「SPC법」144조 제1항에 규정한 특정자산의 관리처분에 부과되는 업무를 다른 자에 위탁하고 있는 경우, 또는 해당 자산을 신탁으로 신탁하고 있는 경우
- (라) 사업연도 종료 시에 있어 동족회사(「법인세법」 2조 10호. 그렇지만 ① 나) ㉠ 경우를 제외함)가 아닌 경우
- (마) 사업연도중의 이익의 배당지불액이 정령에 정한 배당가능소득(이월결손공제후) 금액 (SPC가 특정사채를 발행하는 경우에는 해당 배당가능소득금액으로부터 정령에 정하는 금액을 공제한 금액) 100분의 90을 상회하는 경우
- (배) 기타 정령에서 정하는 요건(특정자산이외에는 「SPC법」 제142조의 업무에 필요한 자산153조에 근거한 여유금 운용자산을 제외하고, 자산을 보유하고 있지 않은 경우)

결국 부동산이 특정자산인 경우에 SPC는 그 자산을 동족회사 및 자산관리회사 등으로 유용할 우려가 있다. 이 때문에 「SPC법」 자체에서 타업금지 등의 행위규제를 하면서 동시에 본래의 정책목표에 따라 적정하게 자산유동화업무만을 수행하고 있는 SPC에 대해서만 소정의 세제상 특례를 인정하기 위한 요건을 세법에 설정하고 있는 것이다.

이 밖에 법인세 중 신규 취득토지 등에 부담되는 부채이자 손금 산입이 되며, 토지양도차익의 경우 동결 내지는 폐지되었다.

법인세법 이외의 경우에는 특정목적회사의 설립 시 등록면허세를 유한회사와 동일하게 일률 3만 엔으로 하는 등 세제상의 조치를 인정하였다. 자산양수, 증권발행 시에는 부동산 이전에 관한 등록면허세 및 부동산취득세가 1/2이 경감되고, 채권양도 시에는 면허등록세가 비과세된다. 그리고 특별토지보유세(취득분)도 비과세된다. 자산의 관리, 운영, 처분, 수익의 분배 시에는 지가세가 부과되지 않고, 특별토지보유세는 경감조치를 받게 된다.

〈표 III-27〉

SPC가 부담하는 세법상의 조치

세목	현행제도	SPC에 관련된 과세
SPC 설립시		
등록면허세 (설립등기)	자본금의 7/1000 (주식회사의 경우, 하한 15万円)	일률적으로 3万円 (우선출자발행등기1.5万円, 말소등기 1万円, 지점에서 부담하는 등기 6千円)
자산양수, 증권발행시		
법인세(SPC)	신규취득토지등으로 부담하는 부채이자손금불산입제도	폐지(※)
등록면허세		
부동산이전	고정자산세평가액×50/1000 (토지에 대해서는, 고정자산세평가액 ×40/100×50/1000)	고정자산세평가액×25/1000 (토지에 대해서는 고정자산세평가액 ×40/100×25/1000)
채권양도	-	비과세(채권양도등록제도)(※)
부동산취득세	고정자산세평가액×4/100	평가액의 1/2을 공제
특별토지보유세 (취득세)	부동산취득가격×3/100-부동산취득세액	비과세
자산의 관리·운영·처분, 수익의 분배시		
법인세(SPC 단계)	법인소득×법인세율	지불배당손금산입 (세율인하 37.5%→34.5%)(※)
	토지양도의×5% (5년초과)	동결(※)
	토지양도의×10% (5년내)	동결(※)
	토지양도의×15% (2년내)	폐지(※)
법인사업세	소득금액×사업세율	세율인하(12%→11%)(※)
법인세(투자가단계)	토지보유법인제도	적용제외
지 가 세	상속세평가액×0.15%	과제정지(※)
특별토지보유세	취득가격×1.4%-고정자산세액	경감조치

주 : ※표시는, 평성10년도 세제개정에서 일반적으로(SPC에 한하지 않고) 도입되어진 것.  
자료 : 片山さつき(1998), pp.133-134.

#### (4) 증권화를 위한 부동산 정보인프라의 정비

일본에서 부동산증권화 관련하여 현재 가장 큰 애로로 느끼는 것은 투자시장으로서 부동산시장의 개념 및 정보인프라의 미정비라고 할 수 있다. 일본에서 「SPC법」이 활성화되는 데 어려움이 존재하는 것은 무엇보다도 부동산의 개념이 영미와 다르다는 점이 작용하고 있다. 특히 일본의 부동산소유권 개념은 독일, 프랑스를 중심으로 한 대륙법 체계로서 영미법과는 상이점을 가지고 있다.<sup>46)</sup> 대륙법의 특징은 토지소유권이 절대적인 권한을 가지며, 소유권이 이용권에 우선하는 성격이므로 소유와 이용간에 대립관계가 발생하지 않는다.

이에 비해 영미의 부동산개념은 상대적 소유권으로, 이용을 우선적으로 적용하고 있다. 이렇기 때문에 부동산이 순현금흐름에 입각한 투자재로서 간주되고, 각종 제도와 정보가 정비되어 있는 것이다.

〈표 III-28〉                      **각국의 부동산 개념의 특징**

제 도		한 국	일 본	영 국	미 국	독 일	프랑스
부동산, 토지 소유권의 개념	부동산의 개념	토지,건물은 동일한 부동산	토지와 건물은 별개의 부동산	토지, 건물은 동일한 부동산			
	토지소유권의 개념	절대적 소유권	절대적 소유권	상대적 소유권		절대적 소유권	
	토지소유권과 이용관계	소유우선	소유우선	이용우선			

자료 : 송현부(1998), P178.

그러므로 일본에서 부동산증권화가 진행됨에 따라 부동산투자와 관련한 환경 정비의 필요성이 제기되고 있다. ‘부동산투자시장의 인프라 미정비’로 표현되는 이러한 제도정비의 내용은 크게 6가지로 볼 수 있다.<sup>46)</sup>

첫째 정보공시기준의 확립.

담보가 되는 부동산 및 발행자, 증권 등에 관하여 투자자에게 정보를 공시하여야 하는 사항에 대한 기준을 확립하는 것이 필요하다.

둘째 인덱스(지표)의 확립.

주식에서 東証株價指數, 日經平均株價 등과 같이 투자 수익성의 벤치마크가 되는 인덱스의 확립이 필요하다.

셋째 투자대상부동산 평가방법의 확립.

수익환원가격의 도입 등 투자대상부동산의 평가방법의 확립이 필요하다.

넷째 신용등급의 활용.

투자자가 투자상품의 안정성을 다른 상품과 비교하여, 단기간에 투자판단이 가능하도록 채권형 부동산증권화상품의 신용등급을 활용하는 것이 필요하다.

다섯째 부동산투자자문업의 육성.

부동산투자에 대해서 투자가에 전문적인 자문을 행하는 부동산투자자문업을 육성하여

46) 이에 대해서는 송현부(1998), P178.

47) 不動産の證券化等の活用による都市開発事業推進委員會(1998), p.10.

기관투자가뿐 아니라 개인투자가 등 광범위한 투자가 층으로부터 투자가 일어나도록 하는 것이 필요하다.

여섯째 유통시장의 정비.

부동산증권화 상품의 유동성을 높이고, 투자가가 필요로 하는 시점에 매매될 수 있는 유통시장을 정비하는 것이 필요하다.

이하에서는 이러한 과제 등에서 주로 정보인프라의 정비 차원의 문제인 정보공시기준, 인덱스, 투자대상부동산 평가방법의 확립에 대해서 상세히 살펴보고자 한다.

### 1) 정보 공시 기준의 확립

부동산증권 발행자나 증권 그 자체에 관한 정보 외에 기초가 되는 부동산에 대한 정보의 공시가 중요하다. 특히 투자가의 입장에서 보면 투자판단의 기초가 되는 부동산으로부터 발생하는 수익에 관한 정보가 가장 중시되어야 한다. 발행자의 조달 관점에서 보면 미리 상정된 위험을 공시함으로써 발행한 증권에 대한 책임을 한정할 수 있다. 그리고 충분한 정보를 공개하지 않는 경우 시장으로부터 실제 이상으로 위험이 높이 평가되는 것에 비추어 많은 정보를 공시함으로써 결과적으로 낮은 비용으로 자금을 조달하는 효과가 기대된다. 또한 건전한 시장의 정비라는 관점에서 보면, 시장원리가 작동하여 투자가가 자기책임으로 투자를 하는 환경을 정비하는 것이 필요하며, 이를 위해서 정보공시가 시장의 인프라로서 중요한 것이다.<sup>48)</sup>

이러한 공시 사항으로 일본의 도시개발추진위원회는 다음과 같은 항목을 제시하였다. 여기서 사례로 잡은 것은 부동산증권화의 전형적인 모델로서 기초가 되는 부동산은 상업용임대빌딩이지만, 기타 부동산의 증권화에 대해서도 참고할 수 있는 정보공시 항목을 제시하고 있다.

부동산증권화 상품에 필요한 정보공시항목 예시

- ㉠ 부동산을 뒷받침으로 하는 자산담보증권일 것
- ㉡ 지분(equity)형일 것
- ㉢ 공모(public offering)일 것
- ㉣ 대상이 되는 부동산은 전형적인 예로서 운영중인 상업용 임대빌딩으로 할 것.
- ㉤ 법령에 의한 규제를 전제로 한 것이 아닌 것

48) 不動産の証券化等の活用による都市開発事業推進委員会(1998), p.12.

〈표 III-29〉

공시 사항

항 목	내 용
발행자에 관한 사항	<div> <div>[1] 회사명</div> <div>[2] 대표자</div> <div>[3] 주소</div> <div>[4] 업무내용</div> <div>[5] 주요한 경영지표등의 추이</div> <div>[6] 임원명</div> <div>[7] 회사의 연혁</div> <div>[8] 자본액</div> <div>[9] 모회사의 개요</div> <div>[10] 재무제표</div> <div>[11] 감사 개요</div> </div>
증권에 관한 사항	<div> <div>[1] 액면 및 발행수</div> <div>[2] 증권의 발행에 의한 조달총액</div> <div>[3] 모집의 방법</div> <div>[4] 모집의 조건(신청단위, 신청증거금등)</div> <div>[5] 신청기간 및 신청취급장소</div> <div>[6] 납입기일 및 납입취급장소</div> <div>[7] 인수등의 개요</div> <div>[8] 기타 자금조달방법(차입금, 사채, CP등) 및 그 금액</div> <div>[9] 자금용도(부동산의 취득에 대해서는 개개의 취득(예정)가액 또는 평가액(감정평가의 경우는 평가시점(가격시점) 및 감정기관을, 감정평가가 아닌 경우는 기타 감정방법을 합쳐서)을 명확히 하는 것)</div> </div>
구조에 관한 사항	<div> <div>[1] 기본적 구조</div> <div>[2] 기간</div> <div>[3] 신용보완등</div> <div>[4] 수익의 분배</div> <div>① 관리,운영비(관리, 조세공과, 보험료등)</div> <div>② 수선비 및 수선적립금</div> <div>③ 배당(상환)의 계산방법(수익금분배의 우선순위의 명시등)</div> <div>④ 배당(상환)의 분배시기</div> <div>[5] 여유자금의 운용방법</div> <div>[6] 추가자금이 필요한 경우의 조달방법</div> <div>[7] 증권소유자의 권리</div> <div>[8] 증권소유자가 부담하는 세금, 이용가능한 세제상의 우대조치</div> </div>
부동산 물건에 관한 사항	<div> <div>[1] 부동산물건에 관한 사항</div> <div>① 소재</div> <div>② 토지의 표시</div> <div>③ 건물의 표시</div> <div>[2] 등기부에 기재된 사항</div> <div>① 토지</div> <div>② 건물</div> <div>[3] 기타 사항</div> <div>[4] 법령에 근거한 제한의 개요</div> <div>① 도시계획에 관한 제한</div> <div>② 기타 법령에 근거한 제한</div> <div>[5] 주변의 상황</div> <div>① 교통접근성등 편리성</div> <div>② 주변의 공공시설등의 위치</div> <div>③ 주변의 유사건물의 상황</div> </div>

항 목	내 용
부동산의 수익에 관한 사항	<p>[1] 대상부동산의 가동상황</p> <p>① 최근 5년간 각 년도의 동일시점의 가동률</p> <p>② 총임대가능면적</p> <p>③ 주요한 임차인의 개요(예: 전체의 총임료수입의 10% 이상을 점하는 임차인)</p> <p>④ 최근 5년간 각년도의 총임료수입 및 총비용 금액</p> <p>⑤ 수익에 영향을 주는 특수한 임대계약인 경우에는 그 내용 및 총임료수입에서 점하는 비율</p> <p>⑥ 기 해약통지 등이 있어 공실로 되는 것이 확실한 경우에는 그것이 수익에 미치는 영향</p> <p>⑦ 임대계약종료 예정시기와 종료한 임차인 임료의 총임료수입에서 점하는 비율</p> <p>⑧ 기타,부금, 증거금 등 임대계약에 관한 특기할만한 사항</p> <p>주1 : ①,② 및 ④에 대해서는 주요한 빌딩(예 : 그 총임료수입이 전체의 총임료수입에서 10% 이상을 점하는 빌딩)에 대해서는 빌딩마다 공시하는 것으로 하고, 기타 빌딩에 대해서는 묶어서 공시하는 것도 가능함.</p> <p>주2 : ① 및 ④에 대해서는 발행자 혹은 원자산보유자의 소유기간이 5년 미만이기 때문에 데이터의 입수가 불가능한 경우에는 발행자 혹은 원자산보유자의 소유기간만으로 가능함.</p> <p>[2] 자산, 부채, 자본액(대차대조표)</p> <p>[3] 총수입, 총지출(손익계산서)</p> <p>[4] 감사 개요</p> <p>[5] 운용 개황</p> <p>[6] 배당(상환) 실적</p> <p>주 : [5] 및 [6] 에 대해서는 추가모집의 경우에 기재</p>
관리운영에 관한 사항	<p>[1] 운영관리위탁계약</p> <p>① 운영관리위탁회사의 명칭, 소재, 업력      ② 운영관리위탁회사의 재무내용</p> <p>③ 운영관리의 개요(책임과 권한)              ④ 운영관리의 보수</p> <p>[2] [1] 이외에 발행자가 빌딩보수계약 등을 맺는 경우에는 그 계약내용</p> <p>[3] 수선에 관한 계획이 있는 경우는 그 내용</p> <p>[4] 손해보험의 내용</p> <p>① 보험의 종별                                      ② 보험금액</p> <p>③ 보험회사    ④ 보험료</p> <p>[5] 금후의 관리, 운영의 방침</p> <p>[6] 대상부동산의 처분에 관한 결정 방법</p> <p>① 매매수속    ② 매각시기</p>
리스크 요인에 관한 사항	<p>[1] 이미 명확하거나 또는 상정되는 리스크</p> <p>예) 이익상반</p> <p>갱신투자의 필요성</p> <p>부금, 보증금의 취급</p> <p>화재, 대규모화재 등예의 대응</p>
증권사무에 관한 사항	<p>[1] 증권사무의 개요(명의증서의 수속, 양도제한이 있는 경우의 내용등)</p>

자료 : 不動産の証券化等の活用による都市開発事業推進委員会(1998), pp.16-19.

## 2) 인덱스의 확립

부동산투자지표는 부동산투자의 평균적인 수익성을 표시하는 지표로서 이자배당수입(income gain)과 자본수입(capital gain)의 양면으로부터의 수익성을 과거 실적을 토대로 지수화하는 것이다.

이러한 부동산 지표의 필요성을 정리해 보면 첫째 과거 일본에서는 부동산투자에서는 물건의 개별성이 강하고 단위당 투자액이 큰 것과 거래정보수입이 어려운 것 등으로 투자에 있어 객관적인 기준은 형성되기 어려웠다. 그러나 지가가 안정화되고 부동산증권화상품도 등장하는 등의 환경변화가 있게 되면 부동산투자에 있어서도 수익력의 분석이 더욱 중요하게 된다.

둘째 기관투자자가 부동산투자를 함에 있어 타 금융자산과의 비교분석면에서나 개별종목에의 투자결정에 있어 기준(bench-mark)으로서 부동산 투자지표의 의의가 크다. 이러한 부동산투자지표가 시장에 정착함으로써 투자가 스스로 판단할 수 있는 시장환경이 정비될 것으로 기대된다. <표 III-30>은 일본에서 현재 작성되고 있는 4개 지표와 영국, 미국의 부동산투자지표를 비교한 것이다.

## 3) 부동산 평가방법

일본에서 부동산평가는 이전에는 근린에서의 거래가격을 참고로 하여 평가액을 산출하는 거래사례비교법(sales comparison approach)이 주류였다. 그러나 부동산증권화 상품에서는 뒷받침이 되는 부동산의 수익력 그 자체가 가치의 근원이므로 부동산평가는 부동산으로부터 생기는 수익을 기초로 하는 것이 적당하다. 이에 따라 구미의 부동산평가에서 일반적으로 쓰이고 있는 수익환원법(income capitalization approach)으로 평가할 필요가 있다.

그런데 일본에서는 이러한 수익환원법이 적용되기 어려운 몇 가지 이유가 존재한다. 하나는 수익환원법을 적용하는 경우 부동산은 토지와 건물이 일체로 되는 물건에 유용한데, 일본의 경우는 전통적으로 토지와 건물이 분리되어 있다는 점이다. 그리고 일반적으로 토지의 가치가 더 높고, 중요하게 생각하기 때문에 감정평가의 핵심은 토지평가로 간주되었다. 그리고 건물에 대한 가치평가는 비용접근법에 의해 평가하는 것이 일반적이다.<sup>49)</sup>

---

49) 임재만·정승희(1998), pp.93-95.

〈표 III- 30〉

부동산투자인덱스의 비교표

	일본의 인덱스				구미의 인덱스	
	CRES인덱스모델 (부동산신디케이션 협회)	住生總研인덱스 (住友生命總合 研究所)	STIX(住友信託銀行, 友信基礎研究所 공동개발)	전국임료통계 (일본부동산연구소)	NCREIF인덱스 (미국)	IPD인덱스 (영국)
조직형태	협의회(임의단체)	생보계 조사회사	은행계 조사회사	재단법인	협회	주식회사
조직의 운영	회원사로부터 회비	조시수탁료등	조시수탁료등	감정료, 기타 조시수탁료	회원으로부터 회비	월차, 연차보고등 데이 터북의 구독료 및 편 드분석 리포트의 수수 료
작성의도	투자자의 투자판단	투자자의 투자판단	투자자의 투자판단	기 발표한 지가지수 의 임료 포선	투자자의 판단	투자자의 판단, 부동산투자자를 유도
데이터 출처	토지,건물: 협의회회 원사등(실제적소유자) 에 의해 시가평가 임료: 협의회회원사등 (실질적소유자)의 실 적치로부터 집계결과	토지: 공시지가, 路 線價로부터 산출 건물: 건축착공통계 를 기초로 산출 자료: 住生總研의 각종 자료에서 산 출	토지: 공시지가의 지구 마다의 평균건 물: 건축착공통계에 기초하여 산출 임료: 빌딩협회자료 를 기초로 하여 산 출	토지,건물: 감정평가 임료: 협력각사의 테 이터(25개사 800사 례)	토지,건물: 시가평가 임료: 회원인 연금기 금(실질적 소유자)으 로부터 실적치	토지,건물: 시가평가 임료: 기관투자자 (실질적 소유자)로부터 의 실적치
데이터 output의 형태	소득수익률, 자본이득 률, 종합수익률	소득수익률, 자본이 득률, 종합수익률, 85년을 100으로 한 지수	소득수익률, 자본이 득률, 종합수익률, 75년을 100으로 한 지수, 10년간 보유수 익률, 현시점수익률, 기타 금융 상품과의 비교	총이익율 (연간실질임료/ 자산가치)	소득수익률, 자본이 득률, 종합수익률, 77년을 100으로 한 지수	소득수익률, 자본이득 률, 종합수익률, 80년 을 100으로 한 지수
부동산 가지의 산정방법	시가평가	지구마다 빌딩을 상정하여 상기 데이터로 비준	상기 데이터의 평균 치에 기초하여 지구 별로 산정	지구마다 빌딩을 상 정하고 상기데이터 로부터 비준	시가평가	시가평가 내부의 감정에 의해 매년의 감정 및 외부 의 감정에 의해 4년마 다 감정.
지역구분	동경도심 5구(千代田, 港, 中央, 新宿, 澁谷) 를 하나로 한 지역	首都圏, 名古屋圏, 關西圏, 지방주요 20도시에서 46개지 구(丸の内, 内幸町)	도심 5구(千代田, 港, 中央, 新宿, 澁谷)에 서 8지구(丸の内, 神 田 등)	오피스빌딩 : 전국61도시 공동주택 : 전국 88도시	·미국전역 ·동, 중서부, 남, 서의 4지역 ·상기4지역을 2로 나눔 ·각주	·영국전역 ·스코틀랜드, 북아일랜드 등을 포함한 카운티 및 런던의 시티의 4개 지구
대상 부동산에 관한 분류	·용도는 오피스빌딩 ·규모는 다음 아래 2종류로 구분 연면적 3천평 이상 연면적 1천평 이상 3천평 미만	·용도는 오피스빌 딩 ·규모에 따른 분 류는 없음.	·용도는 오피스빌 딩 ·연상면적 10,000평 이상만을 대상으로 하고 있음.	·용도는 오피스빌 딩, 공동주택 ·규모에 따른 분류 는 없음.	·용도는 오피스빌 딩, 집합주택, 상 업시설, 연구개발 시설, 창고, 삼림, 농지 ·공표되는 데이터 는 규모에 의한 분류가 없음.	·용도는 오피스빌딩, 상업시설, 공업시설 ·공표되고 있는 데이 터에는 규모에 의한 분류는 없음.
발표개시 시기 및 빈도	(미정)	·96년 10월, 98년 2월, 98년 6월에 발표 ·금후,속보판은 널 예정	·97년 8월 ·매년 1회 (예정)	·97년 3월, 12월 발 표 ·이래 년 2회 발표 예정	·70년 말부터 작성 정식 개시시기는 82년 ·사반기, 연차 보고	·85년에 개시 ·월차, 연차의 보고
실적 데이터의 충족도	작성 중	실적데이터를 수집하여 그것을 집계한 인덱스가 아니며, 데이 터의 충족도를 언급할 수 없음.			·약 25,00건 ·총자산액 540억 달러 ·96년 9월 시점	·12838건 ·총자산액 527억 파 운드 ·97년 9월

NCREIF : National Council of Real Estate Investment Fiduciaries(전미부동산투자신탁자협회)

IPD : Investment Property Databank Ltd.

자료 : 不動産の證券化等の活用による都市開発事業推進委員会(1998), p.22



둘째는 수익환원법을 적용할 수 있는 투자시장이 미발달해 있다는 점이다. 이로 인해 자본환원률이 불안정하다는 근본적 문제점을 안고 있다. 이러한 자본환원율의 불안정은 부동산 가치의 불안정을 초래하여 수익가치의 신뢰성을 부여하기 힘들게 된다. 특히 자본환원율을 포함, 장래의 순수익의 예측이 곤란하다는 수익환원법의 일반적 어려움이 일본에서는 더욱 크게 부각되고 있다.<sup>50)</sup>

그렇지만 일본도 버블 경제가 붕괴됨에 따라 감정평가 방법의 변화가 불가피하다는 인식이 확산되면서 수익환원법의 적용을 위한 법적 조치를 취하고 있다. 일본의 국토청 토지감정위원회는 94년 9월 수익환원법검토소위원회에서 결정한 ‘수익환원법(신수법)’을 승인하였다. 이는 공시지가에 적용할 수익환원법을 확립하기 위한 것이었다.<sup>51)</sup>

또한 부동산증권화 상품에 뒷받침이 되는 부동산의 평가에서는 가격만이 아니고 건물의 구조나 설비 등 물리적인 측면, 법률적 측면 등으로부터의 평가인 정밀조사보고(due-diligence)도 중요하다. 이런 맥락에서 평가방법이나 투자조사보고의 필요성이 강조되고 있다.

#### 〈사례 Ⅲ-5〉 「SPC법」을 이용한 부동산 증권화 (東京建物)

「SPC법」이 98년 9월에 시행된 이후 이 법을 적용하여 증권화를 한 제1호 사례는 동년 11월 26일 금융감독청에 등록을 완료한 동경건물의 특정목적회사이다. 동경건물은 다른 회사가 동경도내에 보유하고 있는 임대 맨션 1동을 구입하고, 이 자산을 담보로 발행한 증권(사채와 주식, 발행비율은 미정)을 해외 투자자에게 매각하여 65억 엔을 조달할 계획이다. 동경건물은 향후 「SPC법」을 활용하는 방안이 크게 증가될 것으로 판단하여 타사에 앞서서 노우하우를 축적하여 보유자산을 증권화하기를 희망하는 기업에 자문을 할 계획이다. 이 밖에 三菱地所는 동사의 맨션개발에 증권화를 도입하여 46억 엔을 조달할 계획이며, 東急不動産도 총액 600억 엔의 보유 빌딩 증권화계획을 발표하였다.

50) 타카바타케 히데오(1998), pp.103-104.

51) 임재만(1998), p.91



## IV. 부동산투자회사 제도의 도입에 따른 효과 및 의의

### 1. 부동산과 자본시장에 미치는 효과

부동산투자회사 제도가 도입되면 직접적으로는 부동산 금융시장에, 더 나아가서는 부동산 시장 전반에 미치는 영향이 매우 크다. 부동산투자회사 제도 도입이 부동산 시장에 미칠 영향에 대해 몇 가지 살펴보면, 첫째 부동산 금융, 특히 상업용 부동산금융이 크게 활성화될 것이라는 점이다. 지금까지 부동산에 대한 대출은 적은 규모의 주택금융을 제외하고는 많은 규제를 받아왔다. 골프장 등 소위 사치성 레저시설에 대한 금융 규제는 물론이고 사무실 수요자에 대한 금융조차도 원활하지 못하였다. 그러나 부동산투자회사 제도가 도입되면 레저, 호텔, 소매시설, 창고시설, 산업시설 등에 대한 자금지원이 용이해지기 때문에 상업용 부동산 시장이 활성화될 것이다.

둘째 부동산투자회사 제도가 도입됨으로써 부동산 시장과 자본시장이 유기적으로 통합될 가능성이 매우 높아지리라 예상된다. 부동산을 기초로 각종 증권이 발행되고 유통되면서 부동산 시장의 상당 부문이 자본시장으로 편입될 것이고 따라서 양 시장이 분리됨으로써 발생되었던 비효율성이 크게 개선될 것이기 때문이다.<sup>52)</sup>

셋째, 부동산 시장, 특히 사무실 임대시장 등의 불투명성이 상당 부문 해소될 것이다. 지금까지 부동산의 경우 투자자금에 비해 과세 기준이 낮고 또한 임대수입에 대한 세무 신고도 불성실해 임대 수입과 비용에 대한 정확한 정보가 제공되지 못했다. 그러나 부동산투자회사 제도가 도입되면 오피스 임대시장의 관리와 운영 그리고 거래의 투명성이 보다 높아질 것이다.

넷째, 부동산 가치평가 방식이 기존의 거래사례 비교법이나 원가법 보다는, 부동산에서 발생하는 수익의 흐름에 기초한 수익환원방식으로 바뀌게 될 것이다.

다섯째, 부동산 시장을 둘러싼 각종 정보 인프라가 조속히 갖추어질 수 있을 것이다. 왜냐하면 부동산투자회사 제도가 활성화되면 될수록 정보 인프라의 토대가 더욱 공고히 될 것이기 때문이다.

또 다른 측면에서는 부동산투자회사는 대부분이 증권거래소를 통해 주식으로 거래되기 때문에 자본시장에 미치는 영향이 적지 않을 것이다. 첫째, 부동산관련 증권이 지속적으로

52) Lu, Chiuling(1997)의 연구에 따르면, REITs의 주가 움직임이 주식시장의 흐름과 매우 밀접한 것으로 분석되었다.

공급되기 때문에 자본시장의 전체 규모가 확대되고 깊어지는 계기가 될 것이고 그 결과 자본시장도 크게 발전할 것이다.

둘째 생명보험사, 연기금, 은행들의 부동산 투자 행태가 그 동안의 직접투자방식에서 간접투자 방식으로 전환하게 될 것이다. 이런 현상은 보험사 등의 건전성 평가에서 부동산을 직접 보유하는 것보다는 간접적으로 투자하는 것에 대해 투자 위험 가중치를 낮게 부여하고 있기 때문이다.

셋째, 다양한 수요와 취향을 갖고 있는 투자자에게 폭넓은 투자상품을 제공할 수 있어서 자본시장의 질을 향상시킬 것으로 보인다.

끝으로 지금까지 부동산에 직접 투자하는 위험을 꺼려왔던 외국인들이 부동산투자회사에 대한 투자를 크게 늘릴 가능성이 높아 외국인 투자유치를 확대하는 효과가 기대된다.

**<표 IV-1>                    부동산투자회사 제도 도입이 부동산과 자본시장에 미치는 효과**

	기 대 효 과
부동산시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 부동산 금융의 활성화</li> <li>- 부동산 시장의 자본시장으로의 통합화 현상</li> <li>- 부동산 시장의 투명성 강화</li> <li>- 부동산에 대한 평가기능 강화</li> <li>- 부동산 정보인프라의 조기 구축</li> <li>- 부동산 시장의 효율화(유동성 향상, 자본의 원활한 재분배, 정보의 흐름)</li> </ul>
자본시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 부동산 투자행태가 직접투자에서 간접투자로 개편</li> <li>- 자본시장의 규모 확대</li> <li>- 다양한 투자상품의 제공</li> <li>- 외국인 투자유치의 확대</li> </ul>

## 2. 제도 참여자에게 미치는 효과

### (1) 부동산 보유자

부동산투자회사 제도가 도입되면 부동산 보유자들은 부동산을 부동산투자회사에 매각하거나 아니면 직접 부동산투자회사로 전환할 것으로 예상된다. 왜냐하면 부동산 보유자입장에서는 부동산투자회사 제도가 도입되면 부동산을 통해 부채상환이나 재투자자금의 조달이 용이해질 것이기 때문이다. 또한 지금까지 부동산보유자들은 부동산 전부를 소유해야 부동산

산에 대한 통제권을 행사할 수 있었으나 부동산투자회사가 도입되면 부동산투자회사의 지분 51% 이상만 소유하면 부동산 전체에 대한 통제권을 행사할 수 있게 된다.<sup>53)</sup>

그리고 부동산투자회사가 활성화될 경우 부동산에 대한 수요가 늘어나는 효과가 있어 부동산보유자들은 매각이 용이해지거나 때로는 부동산 가격상승의 효과도 기대할 수 있을 것이다. 끝으로 부동산보유자들이 부동산투자회사로 전환하여 부동산을 개발하거나 공동개발할 경우 부동산보유자들은 개발에 따른 이익도 공유할 수 있을 것이다.

## (2) 투자자

부동산투자회사 제도가 도입되면 투자자의 입장에서는 다양한 금융 상품을 선택할 수 있는 기회를 얻게 된다. 즉 투자자 입장에서는 적은 자금으로도 대규모 부동산에 투자한 효과를 얻을 수 있고, 적정수준 이상의 안정적인 배당과 주가변동에 따른 자본이득의 가능성도 있는 상품에 대한 투자기회를 갖게 될 것이다. 또한 통상 그 규모가 너무 커서 부동산 투자를 망설였던 소액 투자자의 투자기회를 확대하는 계기가 되고 그 결과 부동산 투자 시장의 저변을 확대시키는 효과도 함께 기대할 수 있다.

〈표 IV-2〉 부동산투자회사 제도가 부동산보유자, 투자자, 차입자에게 미치는 영향

	기 대 효 과
부동산보유자	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 부채상환이나 재투자 자금의 조달이 용이해짐.</li> <li>- 지분 51% 확보로 부동산 전체에 대한 통제권의 확보</li> <li>- 부동산 활성화 효과로 인해 유동성과 가격 상승 가능성</li> <li>- 부동산 개발에 따른 개발이익의 공유도 가능</li> </ul>
투자자	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 낮은 위험에 비해 높은 수익률의 금융상품 투자기회 확대</li> <li>- 투자대상의 다양화</li> </ul>
차입자	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 차입 기회와 규모가 확대됨</li> <li>- 대출 회전율이 높아 차입규모 확대에 따른 금융기관의 수익향상</li> </ul>

53) SBC Warburg Dillon Read(1998), p.34 참조

### (3) 차입자

부동산투자회사 제도, 특히 모기지 부동산투자회사의 경우 부동산을 담보로 제공하고 대출을 받는 차입자에게 미치는 효과가 적지 않을 것이다. 새로운 부동산 담보채권의 수요처가 생성되는 것이기 때문에 차입자 입장에서는 대출시장 규모의 확대에 따른 금리인하와 차입기회의 확대를 기대할 수 있을 것이다. 그리고 금융기관 입장에서는 부동산담보채권을 부동산투자회사를 통해 유동화할 수 있기 때문에 대출회전율을 높일 수 있어 금융기관의 이익 확대에도 공헌할 것이다.

## V. 부동산투자회사 제도의 주요 사항 검토

### 1. 쟁점사항 검토

#### (1) 법적 성격 및 근거<sup>54)</sup>

국내에 부동산투자회사(신탁)제도를 도입할 때 우선적으로 검토해야 할 사항이 부동산투자회사(신탁)의 법적 성격(회사형, 신탁형과 특별법인형)에 관한 것이다. 국내에 어떤 형태로 도입할 것인가를 정하기 전에 먼저 이미 제도를 도입하여 운영중인 미국, 일본, 호주의 부동산투자회사(신탁)의 법적 성격에 관해 살펴볼 필요가 있다. 먼저 미국의 경우에는 회사형과 신탁형 둘 다를 허용하고 있지만 대부분의 REITs는 회사형 형태를 띠고 있다. 즉 미국에서 REITs라고 하면 회사형 REITs를 지칭하는 것이다. 그에 비해 호주는 신탁규약(deed of trust)에 의거해서 발행되는 신탁증권을 상장하는 형태로만 부동산투자신탁 제도를 운영하고 있다. 한편 일본의 경우 회사형태나 신탁형태가 아닌 특별법인형태로 부동산투자신탁 제도를 도입하였다(<표 V-5> 참조).

먼저 회사형은 주식회사 형태로 설립되기 때문에 증권거래소에 상장시키기가 상대적으로 용이하다. 왜냐하면 현재 증권거래소에 상장된 회사들은 거의 주식회사형태를 취하고 있기 때문에 상장에 따른 법적 절차를 손쉽게 할 수 있다.<sup>55)</sup> 그리고 회사형은 미국의 회사형 REITs처럼 보유한 부동산이나 부동산관련 자산을 외부에 위탁하여 관리하지 않고 자기 스스로 관리(self managed)하기가 손쉬운 특징이 있다. 그에 비해 신탁형은 신탁계약에 입각하여 운영되기 때문에 위탁자(또는 수익자), 수탁자, 자산관리자가 엄격히 구분되고 있다. 위탁자가 수탁자에게 신탁하면 신탁자금으로 구입한 자산의 명의는 수탁자 명의로 관리되고 자산의 투자와 운용에 관해서는 자산관리자에게 위탁하여 관리되기 때문에 구조적으로 자기관리가 불가능하게 된다. 그에 비해 신탁형은 통상적으로 설립이 엄격하고 감독기관의 엄정한 감독이 이루어지는 편이므로 회사형보다 투자의 안전성이 높은 편이다. 두 가지 형태의 장단점을 비교해볼 때 국내에는 회사형 REITs, 즉 부동산투자회사를 우선적으로 도

54) 본 보고서의 연구범위가 회사형인 REITs로 한정되어 있지만, 본 장에서는 신탁형 REITs의 도입에 대해서도 검토하였다. 왜냐하면 국내에는 이미 부동산신탁사와 은행의 부동산투자신탁이 도입되어 운영되고 있어 기존 제도와 결부하여 신탁형 REITs의 도입이 검토될 필요가 있기 때문이다.

55) 신탁형의 경우에도 호주의 LPT처럼 수익증권을 증권거래소에 상장시켜 거래할 수 있다.

입할 필요가 있다.

그러나 IMF 이후 부동산신탁사들이 거의 영업중단 상태에 있고 이들이 보유한 상당한 프로젝트들이 신탁형 부동산투자신탁으로 전환될 필요성도 있으므로 신탁형 부동산투자신탁도 동시에 도입하는 것이 적절할 것이다. 왜냐하면 미국의 경우도 REITs의 대부분이 회사형 REITs이지만 신탁형에 대해서도 허용하고 있으며, 호주에서도 신탁형으로 REITs와 유사한 LPT를 운영하고 있으므로 굳이 신탁형태로 도입되는 것을 법적으로 제한할 필요가 없다고 본다. 따라서 회사형과 신탁형 모두를 동시에 도입하는 것을 적극 검토할 필요가 있다.

그러면 회사형태인 부동산투자회사와 신탁형 부동산투자신탁을 국내에 도입하는데 있어 법적 근거를 어떻게 마련해야 하는가에 대해 살펴보자. 먼저 회사형인 부동산투자회사의 경우 기존의 「증권투자회사법」을 부분적으로 개정하는 방법과 「증권투자회사법」의 틀을 준용하되 부동산의 특성을 감안하여 별도의 법안을 마련하는 방법이 있을 것이다. 「증권투자회사법」의 일부를 개정하는 방법은 일견 손쉽게 법적 근거를 마련할 수 있다는 이점은 있지만 투자대상이 확연히 다른 두 회사를 하나의 법률에 담아내기 어려운 문제(즉 법인세 면제 요건의 상이, 자산관리의 위탁 여부, 도덕적 해이에 대한 규제방식의 차이 등)가 있다. 따라서 「(가칭) 부동산투자회사법」의 형태로 특별법을 제정하는 방법을 검토해 볼 필요가 있을 것이다.

한편 신탁형 부동산투자신탁의 법적 근거를 마련하는 방법에는 기존의 「신탁법」을 보완하거나 부동산관련 신탁제도(부동산신탁과 은행의 부동산 투자신탁)를 「신탁법」에서 분리시켜 별도로 「부동산신탁법」을 제정하는 방법이 있다. 현재 부동산관련 신탁제도로는 1991년에 인가되어 운영되고 있는 부동산신탁업과 1998년 4월에 허용한 은행의 부동산투자신탁 제도가 있다.<sup>56)</sup> 그러나 이런 제도들은 금전신탁에 대한 사항이 중심을 이루고 있는 기존의 「신탁법」으로 부동산에 관련된 신탁제도를 수용하면서 여러 가지 문제가 야기되고 있다. 엄연히 금전신탁을 중점적으로 담당하는 은행과 부동산신탁을 담당하는 부동산신탁사가 분리되어 운영되고 있음에도 부동산신탁에 대한 각종 제도가 금전신탁의 기준으로 규제되고 있다. 따라서 부동산 신탁관련 제도는 별도의 법률로 분리하는 방안을 검토할 필요가 있을

56) 1998년 4월1일자로 신탁업법 시행령상의 신탁자금운용방법에 지금까지 금지되었던 ‘부동산의 매입 및 개발’이 새로 포함되었다. 그리고 동년 11월 27일 제23차 금융감독위원회에서 신탁업 감독규정을 개정하였는데, 그 주요 내용은 ① 부동산 투자신탁은 연평균 수탁금액의 100분의 70 이상을 부동산의 매입, 또는 개발, 부동산의 매입 또는 개발을 위한 대출, 부동산관련 유동화증권 투자 등에 운용하고 ② 여유자금에 대한 운용은 기존 신탁들과 동일한 방법으로 운용하도록 하는 것이었다.



것이다. 이런 부동산 신탁관련법들을 통합하는 법안에 신탁형 부동산투자신탁제도와 관련 되는 사항, 즉 수익증권의 상장, 신탁에 대한 면세요건, 운용규정 등을 반영하면 제도의 시행을 위한 법적 근거가 마련되어야 할 것이다.

앞에서 논의한 회사형이나 신탁형이 아닌 특별법인의 형태로도 도입할 수 있다. 그러나 이런 형태는 일본만의 독특한 형태이고 아직 제도 도입의 경험이 없기 때문에 국내 도입여부를 검토하는 것은 너무 이른 감이 있다.

〈표 V-1〉 부동산투자회사(신탁)의 근거법 마련 방법

형 태	근거법 마련 방법	모델
회사형	「증권투자회사법」의 개정, 「부동산투자회사법」의 제정,	미국
신탁형	「신탁법」의 개정, 「부동산(투자)신탁법」 제정	미국, 호주
특별법인 형태	「자산유동화법」의 개정 「SPC 특별법」의 제정	일본

## (2) 투자대상과 업무범위

부동산투자회사의 자금조달과 운용에 대해서는 미국 REITs와 일본 SPC 사이에 큰 차이가 없다. 미국의 경우 주식, 회사채, CP(commercial Paper)와 은행차입 등을 통해 자금을 조달하고 일본도 이와 유사하게 우선출자증권, 특정사채권, 특정약속어음을 발행하여 투자자로부터 자금을 조달하고 있다. 이렇게 조달된 자금도 미국이 부동산, 부동산담보증권 등에 투자하듯이 일본도 지명금전채권<sup>57)</sup>, 부동산과 신탁수익권에 투자하고 있다(<표 IV-5> 참조).

그리고 부동산투자회사가 담당하는 업무 범위는 미국과 호주의 경우 부동산관련 증권의 발행은 물론 부동산의 소유, 개발, 운영, 관리와 서비스 등 대부분의 부동산 업무를 수행하는데 비해, 일본의 경우는 부동산에 대한 관리, 운영과 서비스의 기능은 모두 외부에 위탁하기 때문에 업무범위가 특정자산의 취득과 관리로 한정되어 있다. 그리고 업무의 위탁여

57) 여기서 지명금전채권이란 통상 금융기관이 갖고 있는 자산으로서 유동화를 위해 특별한 법적 조치를 요하는 채권을 말한다. 즉 법적으로 유동화가 될 수 있게 되면 유동화증권들이 이 채권에 포함된다.

부에 대해서는 미국이 위탁은 물론 자기관리도 허용하는 반면 호주와 일본은 무조건 외부 위탁을 의무화하고 있다. 미국의 경우 1960년 REITs제도가 도입되고 나서 상당한 시행착오를 거친 후에 자기관리를 적극적으로 수용하였다. 외부에 업무를 위탁하는 경우 전문성을 제고할 수는 있지만 수수료 부담이 과다하여 주주이익을 해치는 경우가 많다.<sup>58)</sup> 그리고 단순히 부동산을 소유하는 수준이 아니라 개발하는 경우에는 더욱 더 대리인 문제가 발생할 소지가 커지므로 부동산투자회사가 자기관리를 할 수 있도록 허용하는 것이 이런 문제를 최소화하는데 도움이 될 것이다.

더구나 국내의 현재 여건이 부동산 개발사업을 활성화해야 할 필요성이 크고 부동산 개발과정에 만연하고 있는 부조리 현상을 감안해볼 때, 부동산투자회사가 직접 업무를 관리하는 것이 위탁관리에서 발생하는 도덕적 해이 현상을 최소화시키는 방안이 될 것이다.

〈표 V-2〉 부동산투자회사의 투자대상과 업무범위

구 분	내 용
대상자산	부동산, 부동산 담보증권, 신탁수익권 등
발행증권	주식(보통-우선주), 회사채(무담보, 담보), CP
업무범위	부동산의 소유, 개발, 운영, 관리 및 관련 증권의 발행
업무위탁	외부위탁, 자기관리

### (3) 조직구성

부동산투자회사(신탁)의 조직구성은 회사형과 신탁형에 따라 달라지게 되는데, 신탁형은 신탁계약과 업무위탁계약에 기초한 기존의 신탁구조와 대동소이하므로 여기서 구체적인 설명은 피하고 회사형에 대해서만 상세히 살펴보자.

부동산투자회사의 조직구성은 부동산투자회사를 구성하는 기관에 대한 것, 설립에 관한 사항, 조직의 변경 등에 관한 사항 등으로 나눌 수 있다. 먼저 부동산투자회사를 구성하는 기관으로는 최고 의사결정기관인 주주총회가 있고 그 주주총회에서 선임한 이사들로 구성되는 이사회가 있다. 그리고 이 이사들은 부동산투자회사의 운영을 담당하는 이사와 부동산투자회사의 운영을 감독하는 감독이사로 구성된다. 왜냐하면 부동산투자회사의 대주주가 주주총회를 통해 회사의 경영권을 장악하고 주도적으로 운영하는 것은 허용되지만, 대주주

58) 이소한(1998), pp391-392 참조

이외에 많은 소액 투자자나 기관투자자들로부터 자금을 조달하고 있어 투자자를 보호해야 하기 때문에 감독이사제도를 도입하고 있다.

둘째, 부동산투자회사는 누구나 자유롭게 설립할 수 있도록 허용하되 설립된 이후에 대해서는 철저히 감독을 받도록 해야 한다. 회사가 설립되면 우선적으로 금융감독위원회에 등록하도록 의무화하고 정기적인 감독은 물론 수시로 감사를 받도록 해야한다. 부동산투자회사의 설립은 주식회사 설립에 준하는 수준에서 규정하고 별도로 최저자본금과 출자단위에 대해 제한할 필요는 없다.

셋째, 미국의 REITs와 같이 국내에서도 부동산투자회사의 증자는 물론 상호간 또는 다른 법인과의 합병을 허용해야 할 것이다(<표 V-5> 참조). 그리고 회사의 해산은 폐쇄형으로 기한이 종료된 경우나 회사가 파산한 경우로 제한할 필요가 있다. 부동산투자회사가 지속적으로 성장하고 효율적으로 운영되기 위해서는 조직 변경에 대한 제한을 되도록 두지 않는 방향이 타당할 것이다. 환매방식에 대해서는 투자대상의 현금흐름, 자산매각의 용이성 등을 고려하여 부동산투자회사 스스로가 주주 환불을 허용하는 개방형과 그것을 인정하지 않는 폐쇄형 중에서 자유로이 선택할 수 있도록 허용하는 것이 부동산투자회사 제도를 다양하게 발전시키는 계기가 될 것이다.

**<표 V-3> 부동산투자회사의 조직구성**

구 분	내 용
기 관	주주총회, 이사회, 운영이사와 감독이사, 감사위원회, 외부감사인
자 회 사	허용(자산 관리 및 운용회사)
사 원 수	제한없음.
설 립	주식회사 설립절차를 준용
최 저 자 본 금	필요없음.
출 자 단 위	제한없음(소액)
환 매 방 식	폐쇄형, 개방형 병존
증 자	허용
합 병	허용
해 산	폐쇄형인 경우 종료후, 파산한 경우

#### (4) 투자자 보호와 도덕적 해이의 방지

부동산투자회사 제도의 도입에서 가장 중요한 것이 투자자를 보호하는 장치를 마련함으로써 부동산의 높은 리스크 부담을 덜어주고, 유동성을 높여 대규모 투자를 유치하는 것이라고 할 수 있다. 이처럼 투자자의 보호가 중요한 사항이기 때문에 각국의 부동산투자회사 제도에는 이와 관련된 장치들이 다양하게 마련되어 있다.

이러한 투자자 보호장치와 함께 경영주체의 도덕적 해이를 방지하는 수단들도 동시에 고려되고 있다. 도덕적 해이의 방지는 투자자의 이익을 보호하는 것과 동시에 사회적으로는 투기적 행위나 파산으로 인한 부담을 덜기 위한 것이다.

##### 1) 투자자 보호 장치

가장 일반적인 투자자 보호장치는 자본시장에 상장시키는 과정에서 이루어지는 公示 (disclosure)제도라고 할 수 있다. 투자대상에 대한 각종 정보를 공개함으로써 투자자가 사업투자에 따른 수익성과 위험을 인지하도록 하는 것이다. 이를 위해서 각국은 상장과 관련된 법규를 통해 이러한 정보 공시를 의무화하고 있다. 미국의 경우는 「증권거래법」과 주법으로 이러한 공시 의무를 REITs에 부과하고 있다. 일본의 경우도 SPC가 「증권거래법」과 성령에 의해 공시 의무를 부여받고 있으며, 호주의 경우도 LPT 상장 시 「호주주식상장규칙」에 따르도록 되어 있다. 그리고 당연히 그 감독권은 각국의 증권당국에 부여되어 있으며, 행정당국에 의해서도 등록이나 운영과 관련된 규제를 받고 있다(<표 V-5> 참조).

그리고 투자자 보호를 위해서 소극적인 공시제도뿐 아니라 기업지배(corporate governance)를 통한 적극적인 행위가 가능하도록 제도화하고 있다. 기업지배는 주주들이 자신의 이익을 지키기 위해 적극적으로 경영에 개입하는 방식이라고 할 수 있다. REITs의 경우에는 주주들이 이사들을 선임하고 그 이사에게 경영의 각종 책임을 지도록 하고 있다. LPT도 적극적인 기업지배방식을 채택하고 있는데, 주주에게 경영자의 해임권이 부여되어 있고, LPT와 경영자간의 거래 내용의 공표, 주요 투자 및 비용지출 결정시 주주의 승인권이 부여되어 있다.

또한 일본의 SPC도 기업지배 방식을 적극적으로 채택하고 있다. SPC는 주식회사의 주주와 같은 우선출자자에게 공익권(위법행위 금지청구권, 주주 대표소송권)을 부여하였고, 부분적인 의견결권을 활용하여 SPC를 감독하고 잘못된 행위를 시정할 수 있게 하고 있다. 채권소유자인 특정사채권자들에게도 특정사채관리회사의 확충을 통해 간접적으로 SPC를 통제하도록 하고 있다.

## 2) 도덕적 해이의 방지

도덕적 해이는 투자자와 이의 실행자인 부동산투자회사간에 대리인문제로 발생할 가능성이 가장 크다. 그리고 업무를 외부에 위탁할 경우에는 이를 대행하는 자산관리회사와도 이러한 문제가 발생할 수 있다. 특히 미국은 과거 도덕적 해이로 인한 어려움을 겪으면서 적극적으로 이 문제에 대처하고 있다. REITs의 경우 인증된 사업 이외에 투자는 금지되어 있고, 여유자금의 운영대상도 제한되어 있다. 차입도 주주총회에서 위임받은 범위 내에서 이사회 의결을 거쳐야만 가능하도록 하고 있다.

또한 투기적 행위를 방지하기 위해 자본이득만을 추구하는 부동산 거래행위를 규제하고 있다. 이처럼 적극적으로 도덕적 해이문제에 대처하는 것은 70년대 초 1차 붐 시절에 건설과 개발대출에 대규모 투자를 행하면서 위험한 투자에 대한 도덕적 해이 문제와 자금의 불일치(mismatch)로 인한 유동성 위험을 겪었기 때문이다. 그리고 REITs는 이사회에 적극적인 경영 감시와 참여가 가능하도록 각종 의무를 부과하고 있으며, 스톡 옵션제(stock option)를 채택하여 수익성을 올리는데 주력하고 있다.

반면 호주의 LPT는 미국과 달리 자기관리를 하지 않고 외부경영인을 선임하여 운영하고 있다. 그리고 내부유보를 전혀 남기지 않도록 하고 있으며, 자산거래를 목적으로 한 부동산 보유를 금지시키고 있다. 그리고 차입은 전체 자산의 60%를 상한으로 규제하고 있다.

일본의 SPC도 도덕적 해이의 방지 면에서 적극적이라고 할 수 있다. 타업을 금지할 뿐 아니라 이사의 겸업도 금지하고 있다. 즉 겸업기업의 이익을 대변함으로써 생길 수 있는 도덕적 해이를 방지하자는 것이다. 또한 특정자산의 대부, 양도, 교환, 담보 제공을 금지하고 있고 여유자금의 운영대상도 제한하고 있다. 또한 투자자가 알지 못하는 차입은 원칙적으로 금지시키고 있다(<표 V-5> 참조).

이상의 투자자보호나 도덕적 해이의 방지 장치를 우리의 경우도 대부분 수용할 필요가 있다. 우선 투자자보호와 관련해서는 첫째 공시제도는 상장을 전제로 한 것이므로 당연히 이루어져야 하며, 나아가 부동산을 담보로 하기 때문에 그에 필요한 상세한 공시 항목을 설정하여야 할 것이다. 둘째 공시의무자는 투자자의 자금을 모집하는 부동산투자회사가 되어야 할 것이다. 셋째 기업지배 방식에 의해 투자자들이 자신의 이익을 지킬 수 있도록 주주의결권을 적극적으로 부여하여야 할 것이다.

도덕적 해이의 방지와 관련해서는 첫째 업무영역 면에서 인정된 사업 이외에는 금지하여야 하며, 부동산투기 행위를 방지하기 위해 자본이득만을 노리는 거래행위도 금지시켜야 한다. 그리고 내부관리나 이사의 겸업문제는 미국식의 적극적인 경영행위으로써 인정하는 방

법이 있고, 일본이나 호주식으로 규제하거나 외부경영인을 선임하는 방법이 있다. 둘째 여유자금이 발생할 경우 운영대상은 제한할 필요가 있다. 일본 SPC의 경우 운영대상은 국채나 주무대신이 지정한 유가증권, 금융기관 예금 등이다. 셋째 차입은 어느 경우나 허용하고 있지만, 차입에 대한 규모 제한은 각 국가마다 다르다. 미국은 차입규모를 제한하지 않지만 호주와 일본은 차입규제를 두고 있다. 국내에서는 미국식으로 주총과 이사회에서 차입규모를 결정하면 되지 굳이 별도의 제한 규정을 둘 필요는 없을 것이다. 넷째 스탁옵션은 도덕적 해이를 방지하고 적극적 운영마인드를 진작한다는 점에서 허용하는 것이 바람직하다.

〈표 V-4〉 투자자 보호와 도덕적 해이의 방지

구 분	항 목	내 용
투자자보호	공시제도	증권거래법 준용, 공시항목에 대한 부령의 신설
	공시의무자	부동산투자신탁(발행자)
	기업지배	주주의결권 부여
	감독	행정당국, 금융감독위원회
도덕적 해이 방지	업무영역	인정된 업무 이외 금지
	투자규제	여유금의 운용대상 제한
	차입규제	이사회 의결사항
	스탁옵션	부여

## 2. 세금 검토

계약형이건 회사형이건 간에 부동산투자회사에 대한 세금면제 또는 경감 혜택이 부동산에 대한 국내외의 투자자를 유인하는 가장 강력한 수단이라는 점은 REITs나 LPT 모두에서 잘 나타나고 있다. 일정한 요건을 갖추는 경우 법인세 면세 혜택을 부여하고, 나아가 투자자에 대한 이중과세(double taxation)를 방지하는 것은 투자자의 수익을 최대한 보장하는 것이다. 이러한 수단은 부동산투자회사의 도관체(condout) 기능의 핵심적 내용이라고 할 수 있다.

미국과 호주와 달리 부동산관련세금이 투기억제 수단으로 작용함으로써 그 부담이 큰 일본의 경우에 부동산 투자를 위한 SPC의 면제 대상에 부동산관련세금을 광범위하게 포함시키고 있다. 따라서 일본과 조세체계가 유사한 우리나라의 경우도 법인세만이 아니라 부동산관련세금을 광범하게 면제 또는 감액하는 혜택을 동시에 부여함으로써 부동산투자회사의 투자자 모집이 가능해질 것이다.

<표 V-5>

미국·일본·호주의 부동산투자회사(신탁) 비교

		미 REITs	일 SPC	호주 LPT
법인격		회사, 신탁, 재단	특별법상 영리사단법인	신탁
근거법		REIT act, IR Code Section 856 ~ 860	SPC법	호주회사법 (Australian corporation law)
업무	대상자산	부동산 관련자산 부동산, 부동산저당채권 등	특정자산 (1) 지명금전채권, (2) 부동산 (1), (2)의 신탁수익권	주로 수익성 부동산(주택 제외)
	발행증권	주식(지분) 무담보 회사채 자산담보부 채권(MBB)	자산대응증권 (1) 우선출자증권, (2) 특정사채권, (3) 특정약속어음	분할 납입주식 전환증권 부채증권
	업무범위	부동산 취득, 개발, 운용, 처분	특정자산의 취득과 관리	부동산 취득, 개발, 운용, 처분
	업무의 위탁	외부위탁, 내부관리	외부위탁	외부위탁(자산에서 수수료지불)
조직	기관	주주총회 이사회 이사(독립이사), 사외이사 외부감사인 감사	사원총회 이사 최저1인 이사회 불필요 감사 최저1인 감사회 불필요 회계감사인 필요	주주총회 외부 경영인 선임
	설립	별도 규정없음	발기인 정관 작성, 등기	신탁약약(trust deed)
	사원수	제한없음	1인 이상	없음
	최저 자본금	제한없음	300만엔	2,000호주달러 보유한 500인 이상의 주주
	출자단위	제한없음	5만엔	2,000호주달러
	환매여부	open-end, closed-end	불인정, closed-end형	-
	증자	증자 가능	불인정	증자 가능
	사채	발행 가능	발행 가능	발행 가능
	합병	허용	불허	허용
	해산	·finite-life 경우 청산 ·파산한 경우 해산	특정자산 처분후 해산 계속이용도 가능	기한 한정 (보통 80년 또는 그 이상)
투자자 보호	공시	증권거래법, 주법	증권거래법, 省令	호주 주식상장규칙
	공시의무자	REITs	SPC	LPT
	기업지배	·주주 의결권 ·후순위 주식 가능	우선출자자 (1) 공익권(위법행위금지청구권, 주주대표소송) (2) 부분적인 의결권을 활용 감독, 시정 특정사채권자 (1) 특정사채관리회사의 권한 확충 (2) 우선권을 갖는 일반담보부사채의 발행	·주주의 경영자 해임권 ·LPT와 경영자 거래 내용 공표 ·주요 투자 및 비용지출 결정 시 주주의 승인권
	감독	SEC 및 州政府 감독	·행정당국 등록 ·금융감독청 감독	호주 증권거래소
도덕적 헤이	업무영역	인증된 사업의 금지	타업금지, 이사의 겸업금지	수동적 투자채
	투자규제	여유자금 운용대상의 제한	·특정자산의 대부, 양도, 교환, 담보 제공금지 ·여유금의 운용 대상 제한	수익 100% 배당
	차입규제	이사회 의결사항	투자자가 알지 못하는 차입금지	전체 자산의 60% 상한
	스탁옵션	있음	없음	없음
세금	법인세	요건 충족시 면제 (95% 이상 배당)	요건 충족시 면제 (90% 이상 배당)	요건 충족시 면제 (100% 배당)

## (1) 법인세

### ① 각국의 법인세 제도의 비교

법인세와 배당소득세는 동일한 투자대상으로부터 얻은 소득에 대해 과세된다. 따라서 투자자 입장에서는 이중과세를 당하는 것이 되고 그만큼 투자수익률이 감소하는 결과를 가져온다. 따라서 투자의 도관제 기능을 중시하는 부동산투자회사에서는 투자자를 유인하기 위한 필수적인 방안으로 법인세를 면제하게 된다.

그렇지만 세무당국이 법인세를 면제할 때는 대상소득이 투자 목적에 충실하게 운용하여 얻은 것인가를 점검하게 된다. 이를 위해 면세를 위한 요건을 부여하게 된다. 예컨대 REITs의 경우는 조직구성 및 운용요건을 충족시킬 것을 요구하고 있다. 특히 REITs에서는 운용 요건이 중요한 데 이것은 다시 자산 요건, 소득 요건, 배당 요건으로 구분된다. 자산 요건 중 가장 중요한 것은 총자산가치의 75% 이상이 부동산관련 자산이어야 한다는 점이다. 소득 요건에서는 REITs 연간총소득의 75% 이상이 부동산관련 소득이어야 한다는 점이 중요하다. 배당요건에서는 과세대상소득의 95% 이상이 주주에게 배당되어야 한다는 조건이 가장 중요하다. 즉 75% 이상의 부동산자산에 투자해서 75% 이상의 소득을 부동산 관련사업으로 올려야 하고, 95% 이상 배당해야 법인세가 면제되는 것이다.

LPT는 수탁자가 투자자금을 대부분 임대수익을 위한 토지에 투자하고, 매매행위를 하지 않으며, 과세대상소득 전액을 배당하는 경우에 법인세가 면제가 된다. 일본 SPC도 90% 이상을 배당하는 것을 가장 중요한 세금 면제 요건으로 하고 있다. 이상의 상황을 살펴보면 각국에서 법인세 면제 요건의 핵심은 부동산투자를 통해 얻은 소득을 수익자에게 상당 부분을 돌려주고 있는가하는 점이라고 할 수 있다.

자본이득의 경우에는 REITs는 반드시 배당할 필요는 없지만, 자본이득을 유보할 경우에는 높은 법인세율이 적용된다. 그리고 만약 과세대상 소득의 85% 이상, 자본이득의 95% 이상을 배당하지 않으면 4%의 소비세가 부과된다. 또한 투기에 의한 자본이득을 올리는 행위를 규제하고 있다. 즉 REITs가 4년 이내에 보유한 부동산을 매각하는 경우 이로부터 생긴 수입이 총소득의 30%를 초과하면 법인세 면세 혜택을 받을 수 없게 된다. LPT의 경우도 자본이득을 남기는 목적으로 부동산을 매매하는 경우에는 면세혜택을 박탈하고 있다.



〈표 V-6〉

각국의 부동산투자회사(신탁)에 대한 법인세 부과

	미 국	호 주	일본 SPC
법인소득	95% 이상 배당이면 면세	100% 배당이면 면세	90% 배당은 손금산입
자본이득	유보된 자본이득에 대해 법인세 부과, 95% 이상 배당하지 않으면 4% 소비세 부과	거래목적의 부동산 매매에 대해 면세혜택 박탈	토지양도소득과세 동결 또는 폐지

우리나라의 경우에는 법인세가 면제되는 경우를 세 가지로 볼 수 있다. 우선 증권투자회사의 경우 소득의 90% 이상을 배당하면 소득공제 방식으로 법인세가 면제되고, 신탁의 경우는 위탁자가 부담하는 것으로 신탁 자체는 면세가 되고 있다. 다만 유동화전문회사(SPC)의 경우에는 일반법인과 동일하게 과세되고 있다. 그러므로 SPC를 제외하고는 일반적으로 이중과세의 문제는 배제시켜주고 있는 것이다.

자본이득의 경우를 보면 증권투자회사는 투자 대상이 주식이기 때문에 특별부가세 과세가 이루어지지 않는다. 그리고 주산양도차익에 대해서는 매매차익은 만기일 이후 운용 실적에 따른 배당이익의 형태를 취하기 때문에 배당소득세나 이자소득세로 과세되어야 하지만, 향후 3년간 비과세하기로 확정하였다. 신탁의 경우는 신탁 자체에서는 특별부가세가 과세되지 않고, 위탁자에게 그 부담이 전가된다. SPC의 경우에는 1999년 말까지 자산유동화 계획에 따라 자산보유자로부터 취득한 부동산을 5년 내 양도하는 경우에는 법인세 특별부가세의 50%를 감면받는다.<sup>59)</sup> 그러므로 이 경우에는 신탁형식이거나 부동산 구조조정을 위한 정책적 목표를 수행하는 경우 특별한 조치로서는 감면 혜택이 부여되고 있다.

## ② 국내 도입 방향

따라서 부동산투자를 촉진하기 위해서는 미국, 호주, 일본처럼 투자자를 유인할 수 있도록 법인세 이중과세 배제 조항이 도입되어야 한다. 그리고 그 요건은 부동산투자회사로서의 자격요건과 함께 대부분의 투자대상을 부동산관련자산으로 제한하고(75%), 그 소득도 대부분 부동산에서 얻는 것으로 하고(75%), 배당을 최대한으로 하는 것(90% 이상)으로 규

59) 그러나 1999년말까지 1년은 너무 짧고 최소 5년 또는 10년은 되어야 하고, 면세율도 단순히 50% 보다는 기간별로 예컨대 3년 이상의 경우는 100% 면제시켜주어야 할 것이다.

정할 필요가 있다.

자본이득에 대해서는 투기적인 성격을 방지하는 차원에서 특별부가세 감면을 신중히 취급하여야 한다. SPC와는 달리 부동산투자회사는 장기적인 부동산투자를 장려한다는 차원에서 단기매매(3년 이내)를 금지하고, 투기적 소득을 줄이기 위해 매매차익이 전체 소득의 일정비율(30%)을 초과하지 못하도록 하여야 한다. 이러한 조건을 충족한다는 전제하에 특별부가세를 감면하는 조치를 취하도록 한다.

〈표 V-7〉 국내 법인세 부과 현황

	일반법인	증권투자회사	SPC	신탁
법인소득	부과(16%, 28%)	90% 배당 소득공제	일반법인과 동일	위탁자 부담
자본이득(특별부가세)	20%, 40% <sup>1)</sup>	-	50% 감면	위탁자 부담

주 1 : 자본이득 중 40%는 미등기 전매의 경우

## (2) 부동산관련세금

### ① 각국의 부동산관련세금 비교

부동산관련세금은 각국의 특성에 따라 구체적인 세금종류와 과세방법에서 차이가 있다. 미국의 경우에는 부동산관련세가 전적으로 지방세 형태인 자산세(property tax)로서 연방세와는 무관하게 운영되고 있다.<sup>60)</sup> 과세방법은 시장가치에 대한 평가가격의 비율을 의미하는 평가율(assessment ratio)에 세율을 곱하여 산출하는데 이렇게 산출된 실효세율은 지방간에 큰 차이를 보이게 된다.<sup>61)</sup> 이밖에 이전세와 자본이득세가 있는데 이는 판매가의 1~5%(36개주) 수준에서 결정된다.<sup>62)</sup> 부동산관련세의 대부분은 부동산 보유세로서 부과되고 있으며, 1993년도의 경우 총조세수입의 14.7%를 차지하고 있다.<sup>63)</sup>

호주의 경우에는 보유과세로서 지역별 레이트 및 인지세가 있는데 지방에 따라 세율에

60) 자산세는 REITs 운영경비의 주요한 부분으로 전체 운영경비의 20~60%를 차지한다. 이에 대해서는 Garrigan & Parsons(1998), pp.345~346.

61) Rosen, H.(1992), pp.545~546.

62) 노영훈외(1997), p.181.

63) 노영훈(1997b), p.79

차이가 있다. 그리고 과세표준은 공정시장가치 방식을 선택하고 있다. 이전과세로는 역시 인지세와 자본이득세가 있으며, 이는 판매가를 기준으로 세액을 산정하고 있다.

미국이나 호주와 달리 일본은 부동산관련세가 상당히 복잡한 구조로 되어 있다. 우선 부동산보유세로는 고정자산세(보통세), 도시계획세(목적세), 특별토지보유세(보통세), 지가세(국세)의 4가지가 있다. 고정자산세는 토지, 가옥과 상각자산을 과세대상으로 한다. 과세표준으로 평가액을 사용하고 있으며, 세율은 1.4%이다. 도시계획세는 시가와 구역 내 또는 「도시계획법」에 기초하여 설정된 도시계획구역 중 조례에서 정하는 지역 내에 존재하는 토지, 가옥에 대해 과세하는 것이다.

특별토지보유세는 73년 토지투기방지과 지가안정을 목적으로 신설된 세목이며, 당시 국세로는 법인에 대한 토지양도차익 중과세 제도가 신설되었다. 이 세는 보유분과 취득분이 있으며, 세율은 보유분이 1.4%, 취득분이 3%이다. 지가세는 80년대 후반 토지가격의 버블에 대처하기 위한 방안으로 92년도에 도입된 토지에 대한 보유세이다. 대규모 토지보유에 대해 세금을 부과하는 국세제도로 토지과세 평가기준은 상속세의 감정가격이 적용되며, 세율은 0.3%이다.

취득단계에서의 세금은 취득세와 등록면허세가 있는데, 등록면허세는 고정자산세평가액에 5%의 세율(토지는 2%)이 적용되고, 취득세는 고정자산세 평가액에 4%의 세율이 적용된다. 그리고 특별토지보유세의 취득분이 있다. 처분 시에는 법인세로서 토지양도차익에 대한 중과세(5-15%) 제도가 있다.

각국의 부동산투자회사에 대한 면세는 대부분 중앙정부 차원에서 법인세의 이중과세와 관련된 것으로 부동산관련세에 대한 세금을 면세해주는 경우는 일본의 SPC가 유일하다. 그런데 미국이나 호주의 경우에는 대부분의 세금이 보유단계에 부과되고 있고, 이러한 보유단계 세금의 부담은 재산보유자의 몫이라고 할 수 있다. 일본의 경우도 전형적인 보유세인 고정자산세에 대해서는 감면 혜택이 전혀 없으며, 목적세인 도시계획세에 대한 감면도 없다. 보유단계에서 감면이 이루어지는 경우는 토지투기 억제를 목적으로 한 특별토지보유세, 지가세가 해당된다. 그리고 취득, 처분 과정에서는 상당히 여러 세목에 대한 감면 혜택을 주고 있다. 등록단계의 등록면허세나 부동산취득세는 1/2만 부담하고, 특별토지보유세 취득분은 면세되고 있다. 그리고 처분과정에서 부담하는 법인세의 토지양도 차익에 대한 과세는 면제하고 있다.

우리나라는 부동산관련세제가 일본과 상당히 유사하며, 부동산투기 억제를 위한 세제의 경우는 일본보다 훨씬 복잡하고 무질서한 체제로 되어 있었다. 취득관련해서는 취득세, 등

록세와 상속세가 있으며, 보유관련으로는 재산세, 종합토지세, 도시계획세 이외에 공동시설세나 사업소세를 부담시키고 있다. 양도단계는 개인의 경우는 양도소득세, 법인의 경우는 법인세 특별부가세가 있다.

그렇지만 98년도에 심각한 부동산 디플레이션으로 인하여 부동산경기가 침체하자 이를 완화하기 위해 공개념관련세로 불리는 투기억제 부담금 제도(토지초과이득세, 택지초과소유부담금, 개발부담금)는 대부분 폐지되거나 유보되었다.

〈표 V-8〉 우리나라 부동산관련세제의 개요

분류	세 목	과세대상	납세의무자	과세표준	세율체계	세율(일반례)	
부동산 관련 세 제	취득 관련	등록세	등기, 등록	등기·등록자	취득가액(신고가액과 「개별공시지가×적용비율」중 큰 금액)	차등비례세율	3%(표준세율)
		취득세	재산의 취득	취득자	등기·등록가액(상동)	상 동	2%(표준세율)
		상속세	상속으로 취득한 재산	상속인	상속재산가액(개별공시지가)	초과누진세율	10% ~ 45%
		증여세	증여로 취득한 재산	수증인	증여재산가액(상동)	상 동	상 동
	보유 관련	재산세	건축물의 소유	소유자	시가표준액	초과누진세율 차등비례세율	0.3% ~ 7% (표준세율)
		중 합 토지세	토지의 소유	소유자	개별공시지가×적용배율	초과누진세율 차등비례세율	0.2% ~ 5% (종합합산)
		도 시 계획세	토지·건축물의 소유	재산세·종토세의 납세의무자	재산세·종토세의 과표	단순비례세율	0.2% (표준세율)
		(소방)공동시설세	공동시설에서 얻은 이익	이익받은 자	건축물 시가표준액	초과누진세율	0.05% ~ 0.16%
		사업소세(재산할)	사업소	사업주	사업소 연면적	단순정액세율	1㎡당 250원
		양 도 소득세	개인의 양도차익	소득자	양도소득금액(개별공시지가, 기준시가)	초과누진세율	30% ~ 50%
	양도 관련	법인세특별부가세	법인의 양도차익	소득자	상동	차등비례세율	20%

자료 : 지대식편, 『국토개발관련 세제편람』, 국토개발연구원, 1998

## ② 국내 도입 방향

선진국의 예로 볼 때 부동산투자회사에 대한 부동산관련세의 면제는 보유단계에는 필요가 없을 것으로 판단된다. 그렇지만 취득 및 처분단계에 대한 세금은 우리나라가 지나치게 높다는 점에서 이 단계의 부동산관련 세금은 경감시켜줄 필요가 있다. 우리나라의 부동산

관련세의 부담 구조를 보면 95년 보유단계 세부담이 전체 조세수입의 4.3%인데 비하여 이전단계 비중은 11.6%에 달하고 있다.<sup>64)</sup>

그리고 새로운 제도의 조기 정착을 위해서 이러한 감면 조치가 필요하다. 이미 98년도에 부동산 처분을 촉진하기 위해 「조세감면규제법」을 개정하여 이러한 부동산 관련 세금의 부담을 줄여준 바 있다. 대표적인 처분기구인 SPC의 경우를 보면 SPC와 같은 유동화전문회사가 자산보유자로부터 자산을 취득하는 경우 취득세, 등록세를 전액 면제받게 되고, 취득한 부동산을 5년내 양도하는 경우에는 법인세 특별부가세의 50%를 감면받는다.

〈표 V-9〉 「조세감면규제법」의 주요 개정 내용(1998.9)

구 분	대 상	감면내용
구조조정대상 부동산을 취득한 자	99년 12월말 이전 취득한 후 양도하는 경우	특별부가세 감면(매각자도 포함), 등록세, 취득세 면제
법원의 정리계획 또는 화의 인가결정을 받은 기업	금융기관으로부터 차입금 일부를 면제받는 경우	상환기업 익금불산입, 금융기관 손금 산입
부실금융기관	금감위로부터 계약이전결정 또는 자산처분명령 등에 의해 부동산을 양도하는 경우	특별부가세 면제, 취득세, 등록세 면제
	예금보험공사 및 정리금융기관이 부실금융기관으로부터 취득한 부동산을 5년내 양도	특별부가세의 50% 감면, 취득세, 등록세 면제
금융기관	부실금융기관의 자산과 부채를 이전받을 때 자산부족액을 예금보험공사가 주는 경우	손금에 산입
증권투자회사	배당가능이익 중 90% 이상을 주주에게 배당하는 경우	해당 금액을 사업연도의 소득에서 공제.
	상장법인의 주식 양도 시	증권거래세 비과세
기업구조조정 증권투자회사	투자손실을 보전하기 위한 투자손실준비금 적립 시	50% 범위안에서 손금 산입
	동 회사에 출자한 자가 동 회사의 주식을 양도하는 경우	주식양도차익에 대한 양도소득세 면제 및 배당소득에 대한 분리과세
유동화전문회사	자산유동화계획에 따른 자산취득 및 5년내 양도 시	취득세, 등록세 면제, 특별부가세 50% 감면
신축주택	98년 5월22일부터 99년 6월 30일까지 취득 후 양도 시	5년간 양도차익에 대한 양도소득세 면제

64) 노영훈(1998), p.32



신력이 부여되어야 하는 문제가 있다.

현재 「자산유동화법」에 공시 요건이 어느 정도 마련되어 있다. 이 요건에 따라 리스크가 높은 부실채권이나 부동산과 같은 자산의 상장에 따른 각종 정보가 정리되고 있다. 자산유동화계획의 등록신청서에는 등록인, 자산보유자, 유동화자산, 자산유동화계획, 투자자보호사항을 기재하도록 되어 있다. 그리고 그 첨부서류에는 법인등기부등본, 정관, 각종 위탁계약서, 외부기관의 평가의견서 등을 제시하게 되어 있다. 그리고 외부기관의 평가의견서에는 평가내용과 금액이 포함되도록 되어 있다. 자산양도 등의 등록신청서의 경우에는 대상자산의 세부명세, 양도방법, 채무자 대항요건 등과 첨부서류 또는 자산실사보고서를 함께 제출하게 하고 있다. 또한 유동화증권을 발행할 경우에는 신용평가와 증권거래규칙에 따라 정보를 공시하도록 하고 있다.

그런데 부동산투자회사의 경우는 이와 같은 내용의 정보를 공시해야 하지만, 동시에 부동산이기 때문에 갖는 특성을 나타내는 추가적인 공시 항목을 제시하여야 한다. 특히 우리나라와 같이 부동산정보가 불투명한 국가에서 풍부한 부동산 정보의 정확한 공시는 투자자의 위험을 최소화하고, 유동화에 따른 경비를 절감시키는 방안이라고 할 수 있다. 따라서 이러한 항목의 예는 미국 REITs의 상장과정에서의 공시 항목이나 일본에서 검토되고 있는 증권화 과정의 공시항목을 참조할 수 있을 것이다.

그리고 상장과정에서의 공시 이외에 미국에서 일반화되어 있는 자산에 대한 정밀실사보고서(due diligence)를 작성할 필요가 있다. 정밀실사보고서는 투자가가 부동산투자를 하거나 금융기관이 비소구융자(non-recourse finance)를 하는 경우 리스크 경감을 위해서 각자가 스스로 비용부담을 하여 사전에 대상부동산의 경제적, 법률적 조사 및 물리적 조사를 실시한다. 이 때 조사내용은 ① 등기조사관계, ② 임차인과의 계약 등 권리관계의 조사, ③ 건물 및 그 설비 상황조사, ④ 유해물질관계조사, ⑤ 주위의 환경에 관한 환경조사의 5가지 영역이다. 이러한 항목을 전부 조사하는 업자도 있고, 일부분을 전문적으로 하는 업자도 있는데 부동산감정사, 부동산업자, 금융기관 등 관계자가 겸업하는 경우가 많다.

정밀실사조사보고서 이외에도 미국에서는 부동산권리보험(title insurance)이란 이름으로 부동산 거래에 대한 조사와 이에 기초한 보험방식이 존재한다. 부동산권리보험은 보험증권 발행 이전에 존재한 부동산권리의 하자로 인하여 부동산 매수인이나 담보권리자가 완전한 권리를 취득할 수 없게 될 경우 입게되는 손해를 보상하는 보험상품이다. 이 때 이루어지는 부동산권리조사(title analysis)는 부동산에 대한 불완전한 공시체계하에서 진실한 권리관계를 조사분석하는 작업이다.<sup>65)</sup>

〈표 V-11〉

「자산유동화법」 상의 공시사항

서 류	항 목	세 부 항 목
자산 유동화 계획의 등록 신청서	등록인에 관한 사항	등록인의 개황, 임원 현황, 업무의 위탁에 관한 사항 회계처리의 방법
	자산보유자에 관한 사항	자산보유자의 개황,사업의 내용,재무에 관한 사항 임원 및 직원 현황
	유동화자산에 관한 사항	유동화자산의 종류별 세부명세, 유동화자산의 평가내용 유동화자산의 양도등의 방식 및 세부계획
	자산유동화계획 등에 관 한 사항	자산유동화계획의 세부구조, 유동화증권의 발행 및 상환계획 등, 자산관 리자 및 자산의 관리방법 등, 자금의 차입 및 운용계획
	기타 투자자보호를 위하 여 필요한 사항	* 유동화전문회사등이 자산보유자, 자산관리자 또는 업무수탁인에 대하 여 투자, 자금의 대여(예금 또는 예탁 포함), 차입, 지급보증 또는 담 보제공 등의 거래를 하고자 하는 구체적인 내용
계획 등록 신청서 의 첨부 서류	1. 유동화전문회사등의 법인등기부등본, 정관 또는 이와 유사한 서류(신탁회사의 경우는 당해 신탁 의 약관 포함) 2. 자산관리위탁계약서 3. 업무위탁계약서 4. 외부평가기관의 평가의견서 5. 자산보유자에 대한 최근 사업연도의 감사보고서	
변경 등록 신청서	1. 변경하고자 하는 계획등록신청서에 관한 사항 2. 변경등록 신청사유 3. 변경전후의 내용 4. 외부평가기관의 당해 변경에 대한 의견 5. 기타 투자자보호를 위하여 필요한 사항	
평가 의견서	1. 평가의 개요 및 기준 2. 유동화자산에 대한 평가내용 및 평가금액 3. 기타 투자자보호를 위하여 필요한 사항	
자산 양도 등의 등록 신청서	1. 양도등의 개요 2. 양도등 대상자산의 종류별 세부명세 3. 양도등의 방법 (가. 양도등의 방법, 일정 및 세부내용, 나. 대금지급방법 등) 4. 양도등의 계약상의 특수한 내용 (가. 양도의 취소요건, 양도인의 우선매입권 등, 나. 위험의 부담, 하자부담책임 등) 5. 채무자에 대한 대항요건 구비 여부 6. 양도등에 대하여 특별규정이 적용되는 자산이 있는 경우 법률상 특별효력의 내용 7. 증빙서류등의 공시에 관한 사항 8. 기타 투자자보호를 위하여 필요한 사항	
양도등록 신청서의 첨부서류	1. 자산양도등의 계약서 2. 법 제8조의 규정이 적용되는 양도등 대상자산의 증빙서류등에 대한 전자기록	
자산 실사 보고서	1. 자산실사의 개요(가. 자산실사 참여자 및 실사기간, 나. 자산실사의 방법 및 기준 다. 기타 자산실사와 관련하여 필요한 사항) 2. 자산실사의 결과요약 및 종합의견(실사대상자산의 유형별 내용 및 특성, 나. 자산 실사의 결과 요약, 다. 종합의견) 3. 증빙서류등의 관리방법 4. 기타 양도등의 사실을 입증하기 위하여 필요한 조치를 한 경우 그 내용	

자료 : 금융감독위원회, 「자산유동화업무처리에 관한 규정안」, 1998.11

65) 정재욱, 김성호, 권순익(1998) 참조



그런데 우리나라의 경우 지금까지 이러한 공시의 역할을 하고 있는 것이 부동산등기제도이다. 부동산등기를 하는 목적은 현금, 자동차와 같은 동산보다 경제적 가치가 크고 동질성이 적어 확인하기 쉬운 부동산에 대한 권리를 공중에게 확실하게 알려 거래의 안전을 도모하기 위한 것이다.

그렇지만 우리나라에서 부동산의 물권변동은 등기를 하여야 완전한 효력이 발생한다고 규정하여 성립요건주의를 채택하고 있으면서도(「민법」 제186조) 등기의 공신력은 인정하지 않고 있다.<sup>66)</sup> 따라서 우리나라와 같이 부동산의 등기제도가 공시 기능만이 존재하고 공신력이 없을 때 전문가들에 의한 자산정밀실사와 부동산관리조사, 그리고 이에 입각한 부동산관리보험과 같은 제도가 부동산 투자의 신뢰성을 담보하는 기초가 될 수 있다.

#### 4. 회사형태

현재 부동산투자회사는 우리나라에 존재하지 않기 때문에 그 법률적 성격이나 기업형태에 대하여 이론이 있을 수 있다. 그러나 기존의 다른 기업 형태와 비교해서는 일정한 차이가 있다. 부동산투자회사와 유사한 회사형태로는 증권투자회사, 부동산신탁사, 유동화전문회사를 들 수 있다. 이하에서는 기존 법률 체계에서 운영되고 있는 이들 회사와 부동산투자회사가 어떻게 다른지를 비교하여 보고자 한다.

##### (1) 증권투자회사와의 비교

증권투자회사라는 것은 유가증권투자 등을 목적으로 설립된 회사가 주식을 발행하여 투자자로부터 자금을 모집한 후 그 운용수익을 주주(투자자)에게 배당금 형태로 분배하는 투자신탁의 형태이다.<sup>67)</sup> 회사형인 이러한 증권투자회사가 98년도에 도입되기 전까지는 우리나라에서는 계약형 투자신탁만이 허용되었다.

이러한 증권투자회사는 자본시장의 확대에 따른 투자신탁제도의 국제적 정합성을 제고하고자 도입되었다. 즉 다양한 투자신탁 상품을 제공하여 고객의 수요에 부응하고, 투자신탁의 투명성과 실적 배당 원칙을 확립하며, 기업 및 금융기관의 구조조정을 위한 외자를 도입할 수 있도록 하는 방안이었다. 그리하여 이러한 증권투자회사를 통해 기존의 계약형

66) 노영훈(1997a), p.12

67) 한국증권연구원(1998), p.3.

투자신탁제도의 문제점을 극복하고, 기업 구조조정 기금을 설치하며, 자산 운용회사 간의 경쟁을 촉진하여 투자신탁 산업의 합리화와 경쟁력을 제고하고자 하였다.<sup>68)</sup>

이러한 증권투자회사의 도입 목적은 부동산투자회사를 도입하는 목적과 유사하며 그에 따라 양자간의 형태도 비슷하지만 투자대상의 차이로 상이점도 있다. 우선 양자의 기본구조나 성격을 비교해보면 거의 차이가 없다. 모두 회사형으로 주식의 발행을 통해 투자자를 모집하고 있다.

〈표 V-12〉 증권투자회사와 부동산투자회사의 비교

구 분		증권투자회사	부동산투자회사
법적 성격	성격	회사형	회사형
	법적 근거	증권투자신탁법	부동산투자회사법(특별법)
투자 대상과 업무	대상자산	유가증권(부동산 금지), 외화증권, 콜론, 금융기관 예치	부동산 전용
	발행증권	주식	주식, 회사채
	업무범위	유가증권에 투자	부동산의 소유, 개발, 운영, 관리
	업무위탁	운용회사에 위탁	내부관리, 외부위탁
조직 구성	기관	이사회(운영과 감독이사), 주주총회, 회계감사인	이사회(운영과 감독이사), 주주총회, 회계감사인
	자회사	해당사항 없음.	허용(자산운용회사)
	등록	금감위 신고	금감위 신고
	최저자본금	8억원	회사법상의 최저자본금(5천만원)
	출자단위	제한없음	제한없음
투자자 보호	환매방식	개방형, 폐쇄형	개방형, 폐쇄형
	공시 /공시의무자	증권투자회사법/증권투자회사	증권투자회사법/부동산투자회사
	상장	증권거래법 준용	증권거래법 준용
	기업지배	주주의결권	주주의결권
	감독	금감위	금감위
	업무영역	타업무 금지	타업무 금지
	투자규제	동일종목한도, 동일인한도, 주요주주의 발행증권 투자규제	미국 REITs의 투자규제를 준용
	차입규제	차입 및 보증의 제한	주총의 위임을 받은 이사회 의결에 따른 차입 허용, 타인에 대한 담보/보증제공 제한
세제	스톡옵션	제한없음.	제한없음.
	법인세	증권투자회사에 대한 법인세 면세	면세(요건에 해당되는 경우)
	부동산관련세	해당없음.	보유세는 부과, 등록 및 취득세는 면세

68) 한국증권연구원(1998), p.1.

둘째, 투자대상은 증권투자회사가 주로 유가증권에 투자하는 반면 부동산투자회사는 부동산과 부동산관련 증권에 투자한다는 점에서 차이가 있다. 증권의 발행 면에서 본다면 증권투자회사는 주식만을 발행할 수 있지만, 부동산투자회사는 주식은 물론 무담보 내지 담보부 회사채도 발행하여 자금을 조달할 수 있다. 그리고 업무위탁 여부를 보면 부동산투자회사는 증권투자회사와는 달리 업무의 위탁관리만이 아니라 자기관리도 허용된다.

셋째, 조직구성 면에서 보면 부동산투자회사는 자기관리가 허용되기 때문에 필요한 경우에는 자산운용을 위하여 자회사를 설립할 수 있도록 허용되고 있다.

넷째, 투자자 보호에 관한 사항에서는 증권투자회사가 차입과 보증을 제한하는데 비해 부동산투자회사는 주주총회의 위임을 받은 한도 내에서 이사회 결의로 차입이나 보증을 할 수 있다.

끝으로 세금 면에서는 일정 요건을 갖추는 경우 양자 모두 법인세가 면제되므로 차이가 없지만, 부동산투자회사의 경우 부동산을 투자대상으로 한다는 점에서 부동산관련 세금에 대한 별도의 면세 또는 감면이 있다.

## (2) 부동산신탁사와의 비교

부동산신탁사는 위탁된 부동산에 대해 건설과 금융기능을 동시에 수행하는 수단으로서 90년대 초반 두 가지의 특수한 목적을 가지고 인가되었다. 첫째는 88년 토지공개념과 90년 부동산투기억제책을 마련하면서 투기 방지와 토지의 장기 유효 이용을 도모하려는 목적이었다. 두 번째는 부동산시장의 개방에 대비하여 부동산개발의 국제경쟁력을 확보한다는 차원이었다.

법적인 형태에서 보면 부동산투자회사는 회사형인데 반해, 부동산신탁사는 계약형 신탁이라는 점에서 법적 성격이 다르다. 다만 사업적으로 볼 때 부동산신탁사가 계약형태로 부동산투자회사의 기능을 수행하는 것이 허용되어 있기 때문에 굳이 별개의 신탁형 부동산투자신탁을 만들 필요는 없다고 보았던 것 같다.

현재 부동산신탁사는 신탁의 관리·운용 방법에 따라 관리신탁, 처분신탁, 담보신탁 및 토지신탁(또는 개발신탁)을 수행하고 있다. 관리신탁은 신탁회사가 소유자를 대신하여 토지 및 건물의 임대차 관리 등 일체의 재산관리를 수행하는 신탁이다. 처분신탁은 부동산을 신탁회사가 공신력을 바탕으로 소유자 대신 처분해 주는 신탁이며, 담보신탁은 소유자가 자신의 채무 이행을 보장하기 위해 소유권을 신탁회사에 이전하고, 신탁회사는 채권자를 위

하여 일정기간 신탁 부동산을 관리, 처분해주는 신탁이다. 토지신탁은 수탁자가 신탁 재산인 토지에 택지를 조성하거나 조성된 택지 위에 건축물을 건설한 후, 토지 또는 건물을 처분(분양)하거나 관리(임대)하고 그 수익을 수익자에게 돌려주는 신탁이다.

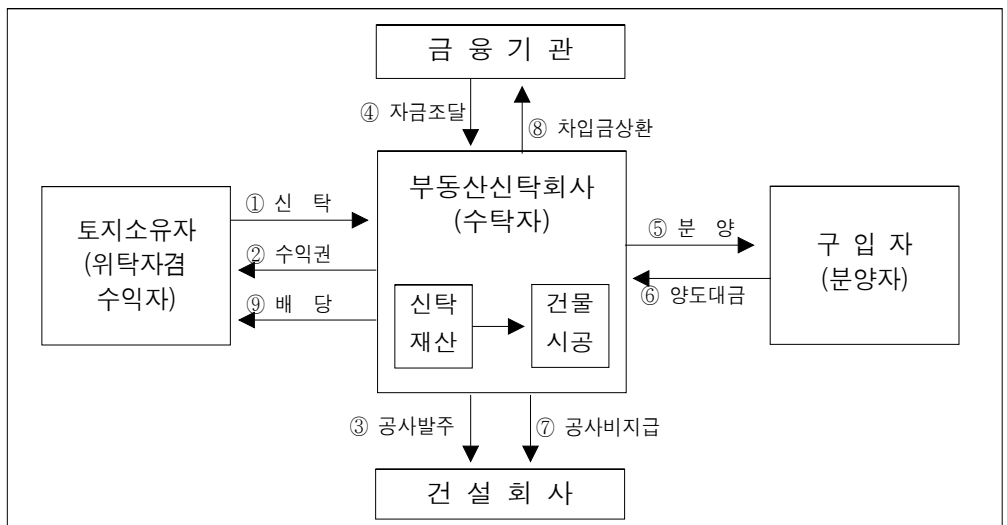
이러한 부동산신탁사의 업무는 실질적인 부동산관리, 운용업무를 수행하는 것으로 일응 부동산투자회사의 업무와 크게 다르지 않다. 따라서 얼핏 보면 두 회사의 유사성이 크다.

그렇지만 제도적 미비로 말미암아 토지신탁 사업은 자금 수급의 불일치와 도덕적 해이의 문제가 발생할 수 있는 소지를 다분히 안고 있다.

<그림 V-1>을 보면 부동산신탁사에는 부동산만이 위탁되고, 금전은 위탁될 수 없도록 되어 있다. 이에 따라 부동산신탁사는 자금조달을 금융기관 차입에 의존하거나, 선분양을 통해 조달하지 않을 수 없었다. 이와 같은 자금조달 구조는 필연적으로 자금 수급의 불일치(mismatch)를 낳고, 부동산신탁사로 하여금 자금유입이 손쉬운 선분양방식의 개발에 주력토록 하는 결과를 가져왔다. 반면 부동산투자회사는 주식 발행을 통해 자금을 적극적으로 조달할 수 있으며, 유동성 위험에 빠질 우려가 적다.

<그림 V-1>

토지신탁의 구조



### (3) 유동화전문회사와의 비교

유동화전문회사는 대규모 부실채권이나 부동산을 가진 자산보유자들의 자산매각을 원활

히 하기 위해 도입된 명목상 회사이다. 따라서 이러한 목적에 비추어 유동화전문회사는 부동산투자회사와는 그 입법 취지나 기능상 명백히 차이가 있다. 그렇지만 동일한 법률적 체계로 부동산투자회사 기능까지 부여하고 있는 일본은 그렇기 때문에 특정목적회사를 J-REITs로도 기능케 함으로써 우리나라의 단순한 명목회사인 유동화전문회사와는 많은 차이점을 가지고 있다.

우리나라의 SPC는 부동산투자회사와 많은 차이점을 가지고 있다. 이 점을 일본 SPC와 비교해 보면 다음과 같다.

우선 유동화전문회사를 만들 수 있는 주체가 제한적이다. 「자산유동화법」 상에서 유동화전문회사를 설립할 수 있는 자산보유자는 금융기관, 공기업(성업공사, 토지공사, 주택공사)이나 국제적 신용도가 높은 대기업으로 제한되어 있다.<sup>69)</sup> 반면 일본의 경우에는 그러한 설립주체에 대한 제한이 없어 누구나 자유로이 SPC를 설립, 운영할 수 있다.

둘째 일본은 우선출자증권이 주식으로 상장되어 유동성과 환금성을 보유하는데 비해 유동화전문회사의 출자증권은 이러한 점이 불투명하다. 그리고 일본은 출자사원만이 아니라 우선출자증권에 투자한 우선출자사원이 존재해서 주주로서의 투자자보호 기능을 수행하는데 비해 유동화전문회사는 이러한 기능이 제한적이다.

둘째 회사 형태에서 보면 일본은 특별법상의 영리사단법인으로 실체가 있는 투자회사이다. 이에 비해 우리나라의 유동화전문회사는 명목상의 회사로서 유한회사이고, 최소한의 조직만을 보유하고 있다. 또한 SPC는 환매, 증자, 합병이 가능하여 실질적인 영업활동에 적극성을 띠는 것이 가능하지만, 유동화전문회사는 이러한 것이 불가능하고, 이에 따라 소극적인 자산처분만 수행하도록 되어 있다.

셋째 일본의 SPC는 법인세만이 아니라 부동산보유세와 거래세의 상당 부분도 감면되고 있다. 이에 비해 우리나라의 유동화전문회사는 법인세의 감면이 이루어지지 않고 있고, 부동산보유세나 거래세도 등록취득세, 양도소득세의 일부가 제한된 기간 동안에 면세되고 있을 뿐이다.<sup>70)</sup>

69) 금융감독위원회의 「자산유동화업무처리에 관한 규정안」 제2조를 보면 일반기업의 자산보유자 인정기준은 최근 1년 이내에 신용평가회사로부터 투자적격의 신용평가등급을 받은 법인으로서 해외에서 유가증권을 발행한 실적이 있는 주권상장법인 또는 협회등록법인을 말하여, 외국법인인 이 위 요건을 충족하는 경우에는 그 국내자회사도 동일한 요건을 갖춘 것으로 간주한다. 현재 이러한 요건에 맞는 국내기업은 60개 정도로 추산되고 있다.

70) 「조세감면규제법」에서는 유동화전문회사가 자산유동화계획에 따라 자산보유자로부터 1999년말까지 자산을 취득하는 경우에는 취득세 및 등록세를 면제하고(동법 113조 1항 11호, 114조 1항 10호), 자산유동화계획에 따라 자산보유자로부터 1999년말까지 취득한 부동산을 5년 이내에 양도하는 경우에는 특별부가세의 50%를 감면해주기로 하였다.(동법 40조의16)

<표 V-13>

한일 SPC의 비교

구분		한국 SPC	일본 SPC
법인격		유한회사	주식회사형 특별법인
근거법		자산유동화에 관한 법률	특정목적회사에 의한 특정자산의 유동화에 관한 법률
자산보유자		금융기관, 공기업, 신인도 높은 기업	제한 없음
업무	대상자산	유동화자산 (1) 채권 (2) 부동산 (3) 기타 재산권	특정자산 (1) 지명금전채권, (2) 부동산 (1), (2)의 신탁수익권
	발행증권	유동화증권 (1) 출자증권 (2) 사채 (3) 수익증권	자산대응증권 (1) 우선출자증권 (2) 특정사채권 (3) 특정약속어음(CP)
	업무범위	유동화자산의 취득과 관리, 유동화증권의 발행	특정자산의 취득과 관리, 자산대응증권의 발행
	업무의 위탁	외부위탁(자산보유자, 신용정보업자)	외부위탁
조직	기관	·사원총회 ·이사 ·감사 ·영업소없이 본점만 존재 ·직원고용불가	·사원총회 ·이사 최저 1인 (이사회 불필요) ·감사 최저 1인 (감사회 불필요) ·회계감사인 필요
	설립	자산유동화계획의 등록	발기인의 정관 작성, 등기
	사원수	1인 이상	1인 이상
	최저자본금	1천만원	300만엔
	출자단위	없음	5만엔
	환매여부	불인정	불인정
	증자	불허	불허
	사채	발행 가능	발행 가능
	합병	불허	불허
	해산	·존속기간 만료, 상환완료 ·파산, 법원의 명령 또는 판결	·특정자산 처분후 해산 ·계속이용도 가능
투자자 보호	공시	금감위의 등록서류 공개 채무자에 대한 정보의 제공	증권거래법, 성령으로 규정
	공시의무자	유동화전문회사 자산보유자(채무자정보 제공)	특정목적회사
	기업지배	사원총회의 의결권	우선출자자 및 특정사채권자 권한 부여
	감독	금융감독위원회	금융감독청
도덕적 해이	업무영역	타업금지	타업금지, 이사 겸업 금지
	투자규제	·유동화계획에 여유자금 투자를 명시함. ·자산관리자 범위의 제한 ·유동화증권 발행한도 설정	·특정자산의 대부, 양도, 교환, 담보 제공 금지 ·여유금 운용대상의 제한
	차입규제	상환을 위한 일시적인 차입	투자자가 알지 못하는 차입금지
세금 면제	법인세	과세	요건 충족시 면제
	부동산관련세	거래세 경감	거래, 보유세 경감

이러한 차이점은 부동산투자회사가 일본의 특정목적회사와 유사하다는 점에서 거의 그대로 적용된다. 첫째 부동산투자회사는 설립 주체를 제한하지 않는다. 이에 반해 유동화전문회사는 사회적 혼란을 우려하여 제한된 주체로 한정하고 있다. 둘째 유동화전문회사의 출자증권은 유동성이 부족한데 비해 부동산투자회사의 주식은 대부분이 증권시장에서 거래되는 유가증권이다. 셋째 유동화전문회사의 부동산관련세의 면세가 경제적 상황을 고려한 한시적 조치로 이루어지는데 비해 부동산투자회사의 경우는 지속적인 경영을 전제로 하기 때문에 면세조치가 임시적이지 않다.





## VI. 부동산투자회사 도입 방안

### 1. 도입 방안 검토

#### (1) 「증권투자회사법」 개정을 통한 도입 방안

##### 1) 도입시 쟁점사항

부동산투자회사를 「증권투자회사법」을 이용하여 도입하는 과정에서 중점적으로 검토되어야 할 사항으로 자기관리 문제, 환매방식 선정문제, 부동산관련 세제 문제 등을 들 수 있다.

첫째, 부동산투자회사에 자기관리 기능과 자회사 설립은 허용되어야 한다. 단지 모기지를 주 투자대상으로 하는 모기지 부동산투자회사에는 자기관리기능이 필요하지 않을 것이다. 그러나 부동산을 직접 소유, 개발하고 운영, 관리하는 종합적인 부동산 투자업무를 수행하려면 부동산투자회사 스스로가 업무를 관리하지 않으면 좋은 투자성과를 기대하기가 힘든 것이 현실이다. 1990년대 REITs의 자기관리기능이 활성화됨에 따라 미국 REITs가 크게 성장하였다는 사실을 인식할 필요가 있다. 따라서 부동산투자회사가 업무를 자기 스스로 관리하거나 자신의 관할 하에 있는 자회사 형태의 자산운용회사를 통해 관리할 수 있어야 할 것이다.

둘째, 부동산투자회사의 환매여부는 부동산투자회사 스스로가 투자대상, 투자자, 유동성 등을 고려하여 결정할 수 있도록 폐쇄형과 개방형 모두를 허용할 필요가 있다.

셋째, 부동산관련 세제는 부동산투자회사에만 있는 독특한 사항인데, 부동산관련 과세 중에서 보유세는 미국의 REITs와 같이 부과하도록 하고, 그 대신 등록과 취득세는 면제할 수 있도록 관련법이 정비될 필요가 있다.

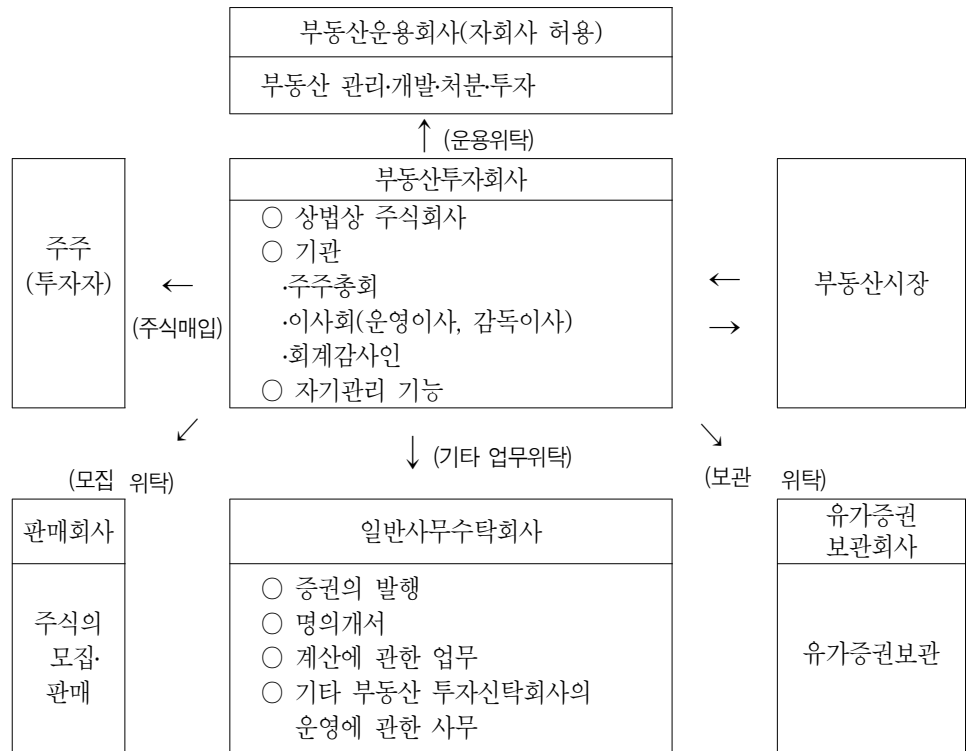
##### 2) 도입방안

부동산투자회사는 회사형 투자신탁인 뮤추얼펀드와 매우 유사한 특징을 지니고 있다. 차이가 있다면 뮤추얼 펀드가 주로 유가증권에 투자하는데 반해, 부동산투자회사는 부동산에 전적으로 투자한다는 정도가 다를 뿐이다. 따라서 최근에 이미 도입한 뮤추얼펀드법인 「증권투자회사법」을 개정하여 부동산투자회사 제도를 도입하는 것이 가장 손쉬운 방법일 것이다.

만약 부동산투자회사법이 제정되어 제도가 도입되면 부동산투자회사의 구조는 증권투자회사와 유사한 구조를 지닌 <그림 VI-1>과 같이 되리라고 본다<sup>71)</sup>. 부동산투자회사는 상법상의 주식회사로 설립하고 기관으로 주주총회, 이사회(운영이사와 감독이사를 둠), 회계감사인 등을 두어야 한다. 증권투자회사가 명목상의 회사라면 부동산투자신탁은 자기 스스로 업무를 관리할 수 있는 조직을 둘 수도 있어야 하므로 실체가 있는 회사여야 한다. 모기지 부동산투자회사와 같이 자기관리 기능이 필요하지 않을 경우에는 자산운용회사에 운용을 위탁하게 될 것이다.

<그림 VI-1>

### 부동산투자회사의 구조



부동산 운용회사는 부동산투자회사로부터 업무를 위탁받아 부동산 관리, 개발, 처분, 투자 업무를 수행하는 전문기관으로서 부동산투자회사의 구조에서 상당히 중요한 역할을 수행하면서 부동산투자회사 수익률에 가장 큰 영향을 미치는 조직이다. 판매회사는 부동산투

71) 이소현(1998), p.391의 <그림 5>를 토대로 자기관리와 자회사를 허용하는 사항을 반영하여 재구성하였다.

자회사가 발행한 주식과 채권의 모집과 판매에 관한 업무를 수행하고 일반 사무수탁회사는 발행주식의 명의개서와 주식발행 등에 관한 사무와 계산에 관한 업무를 수행한다. 한편 유가증권 보관회사는 부동산투자회사의 유가증권을 보관하는 업무를 수행한다.<sup>72)</sup>

## (2) 「신탁법」 개정을 통한 도입 방안<sup>73)</sup>

### 1) 현황

우리나라의 신탁제도는 「신탁법」, 「신탁업법」과 신탁업 감독규정에 근거해서 운영되고 있다. 신탁관련 법률들은 일본신탁제도를 준용하여 제정되었기 때문에 아무래도 금전신탁 중심으로 「신탁법」이 구성되어 있다(<표 VI-1> 참조). 이러한 「신탁법」을 일부 개정하여 부동산신탁제도를 도입한 결과 여러 가지 법률적 한계를 보이고 있는 실정이다.

현행 「신탁법」에는 신탁 종류별로 전문화되어 있기 때문에 부동산신탁회사는 금전신탁 업무를 취급할 수가 없다. 따라서 일반투자자로부터 자금을 조달할 수 없는 근본적인 한계가 있다. 더구나 최근까지 금전신탁도 부동산을 투자대상으로 하는 것을 금지했기 때문에 부동산에 관련된 신탁은 자금조달과 운용에서 절름발이 신세였었다.

그러나 98년 4월 1일자로 「신탁업법 시행령」의 신탁자금운용방법에 ‘부동산의 매입 및 개발’이 새로이 추가되면서 은행의 부동산투자신탁 제도가 도입되었다.<sup>74)</sup> 그 결과 부동산 개발과 운용의 노하우는 부동산신탁회사가 발달되어 있는 반면 부동산 투자신탁 업무는 은행에 인가되는 불일치 현상이 벌어지고 있다. 은행의 신탁계정 운용 담당자들은 부동산 개발에 문외한이거나 부동산에 포함된 과도한 리스크 때문에 부동산 투자를 기피하고 있어 법률이 개정된 이후부터 현재까지 뚜렷한 투자사례를 찾아볼 수가 없는 실정이다.

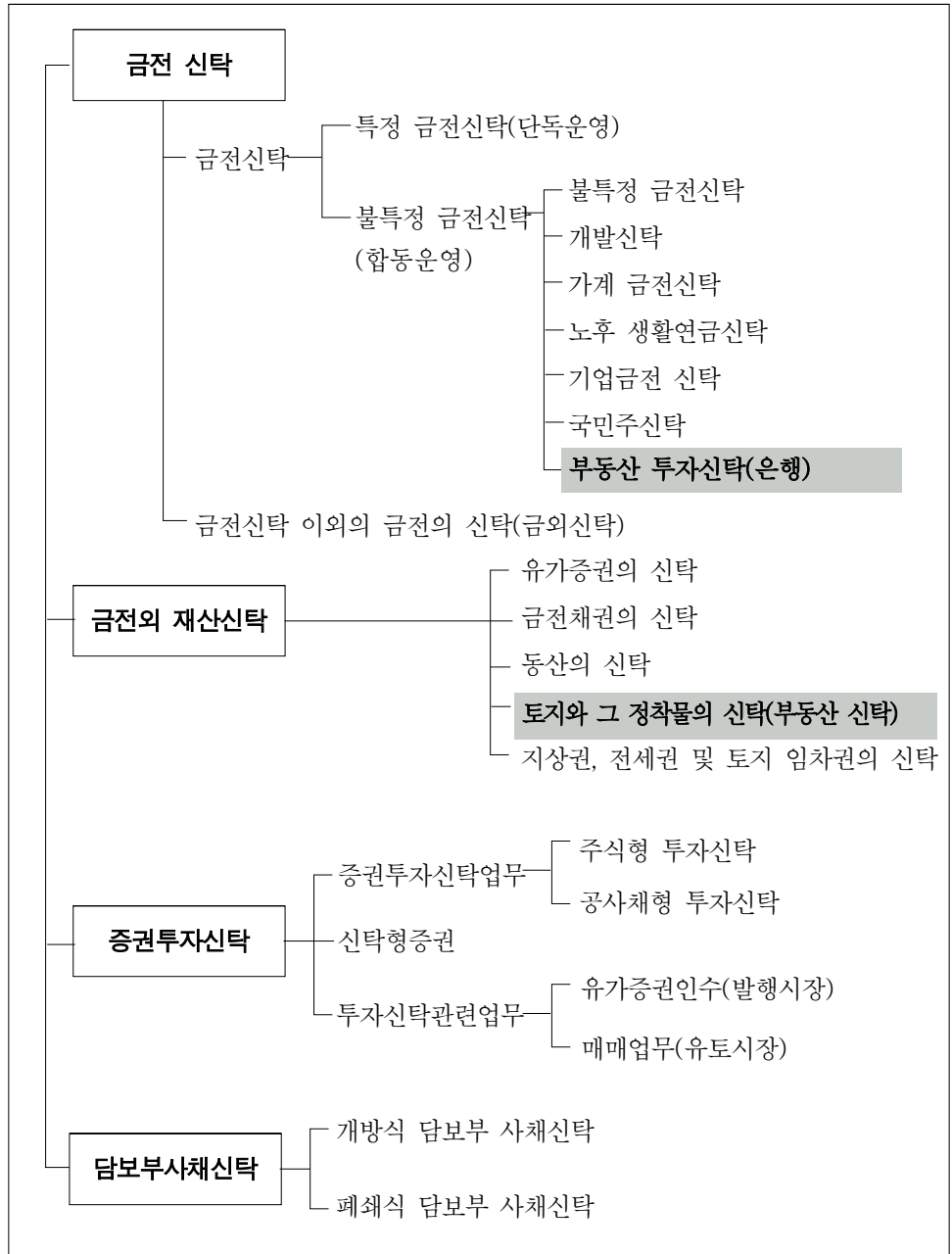
72) 이소환(1998), pp389~393 참조. 이소환의 연구에서는 기존의 「증권투자회사법」을 대체로 준용하여 회사형 REITs를 도입하되, REITs를 「증권투자회사법」의 증권투자회사처럼 명목상의 회사로 제한할 필요가 없다고 주장했다.

73) 신탁형 REITs는 본 보고서의 연구범위는 아니지만 부실한 부동산신탁의 처리와 은행부동산투자신탁의 활성화를 위해서 신탁형 REITs가 도입될 필요가 절실한 실정이다. 따라서 본장에서 간략히 도입방안을 정리하였다.

74) 부동산신탁과 부동산투자신탁은 엄밀하게 구분할 필요가 있다. 부동산 신탁이란 당초 수탁자산이 부동산이라는 점에서 금전을 위탁하여 부동산에 투자하는 부동산 투자신탁과는 구분된다. 전자의 경우 부동산을 소유하고 있는 고객을 대상으로 하는 반면, 후자의 경우는 부동산에 직접 투자할 여력이 없는 소액투자자에게 부동산투자의 기회를 주는 금융수단이다. 김창환(1998), p44, 제4회 은행신탁세미나에서 인용

〈표 VI-1〉

신탁재산의 대상에 따른 신탁 유형



자료 : 대한부동산신탁(1991), 「부동산신탁 실무강좌」

## 2) 도입시 쟁점사항

신탁형인 부동산투자신탁을 도입하는데 있어 법적인 여건은 어느 정도 정비되어 있는 편이다. 그러나 현재 부동산신탁사와 은행신탁이 처해있는 상황을 감안 할 때 몇 가지 해결해야 할 쟁점사항이 있다. 그 쟁점사항으로는 신탁증서의 유동성 부여문제, 부동산 투자와 관련된 세금문제, 마비상태인 부동산신탁을 활성화시키는 문제, 그리고 부동산 개발과 관리 노하우가 부족한 은행의 부동산투자신탁을 발전시키는 문제 등이 있다.

좀더 구체적으로 살펴보면 첫째, 투자자가 부동산이나 금전을 신탁하고 난 후에 받는 신탁증서 또는 수익권 증서는 현재 전혀 증권화 내지는 유동화되지 못하고 있는 상태이다.<sup>75)</sup> 은행 개발신탁의 경우는 「증권거래법」상의 유가증권으로 분류되어 증권사의 점두시장에서 거래되고 있다. 그러나 나머지 은행신탁과 관련된 증서는 주로 통장형식으로 거래가 이루어지고 있으며 자금이 필요한 경우 은행에 환매를 하여 자금을 회수하고 있다. 은행이 투자한 자산을 장부가 기준으로 평가한 후에 평가액 기준으로 투자자에게 환매해주기 때문에 투자자들은 별도로 증권화나 유동화할 필요성을 느끼지 못하는 실정이었다.

그러나 유가증권에 대한 투자가 아닌 부동산에 주로 투자하는 부동산투자신탁의 경우에는 환매를 요구할 때마다 투자자산을 평가하기가 쉽지 않다. 또한 부동산 투자는 투자기간이 장기간 소요되기 때문에 수시로 투자자의 환매에 응하기가 수월하지 않기 때문에 주식 거래방식으로 유동시켜야 할 필요성이 크다. 따라서 「증권투자회사법」의 제50조와 같이 「증권거래법」 제71조에 의해 한국증권거래소에, 또는 동법 제172조 2의 규정에 의해 협회 중개시장에 상장 또는 등록할 수 있도록 법적 장치를 신설할 필요가 있다.

둘째, 현재 부동산보유자가 소유부동산을 부동산신탁사에 신탁하는 경우, 명의이전에 따라 신탁사가 부담하게 되는 부동산 등록세와 취득세에 대해서는 면제해 주고 있다. 그러나 부동산투자신탁에 대해서는 면세여부가 불명확한 상태이다. 부동산투자신탁이 원활히 활성화될 수 있도록 부동산 등록세와 취득세는 부동산신탁과 같이 면세조치되어야 할 것이다.

셋째, 부동산신탁사들의 영업이 현재 거의 마비상태에 있다. 과다한 사업확장 및 차입의 존도, 자금조달과 운용의 만기와 금리 불일치, 신탁사 신용의 급락, 부동산시장의 위협에 대한 예측분산기능의 취약과 경영관리상의 문제 등으로 인해 정상적인 영업재개를 기대하

75) 최근에 부동산신탁사의 수익권증서 등을 이용해서 자금을 조달하려는 방안들이 제시되고 있다. 그 대표적인 것이 소액투자형 토지신탁제도이고 이외에도 비용상환청구권의 담보제도와 수익권증서의 유동화 등이 있다. 이런 방안에 대한 구체적인 내용은 손진수(1998), pp.365~367를 참고하면 된다.

기관 쉽지 않다.

따라서 부동산신탁이 보유한 신탁자산을 신탁형 부동산 투자신탁으로 전환하는 것이 무엇보다도 중요한 현안이 될 수밖에 없다. 부실한 부동산에 대한 적절한 평가를 통해 부동산신탁이 보유한 부동산을 부동산 투자신탁의 수익권증서로 전환시켜 투자자를 유지하는 전략이 필요하다. 이런 조치를 취하기 위해서는 부동산신탁사에 금전신탁 기능을 허용하는 방법과 부실한 부동산신탁사의 자산을 인수받아 정리하는 별도의 부동산 투자신탁사를 설립하거나 성업공사를 이용하는 방안을 생각해볼 수 있을 것이다.

넷째, 금융구조조정 중인 은행들이 부동산투자신탁 제도가 허용되었다고 이 부문에 적극적으로 참여하리라고 기대하는 것은 무리일 것이다. 따라서 은행들은 위험 수준이 상대적으로 낮은 부동산관련 증권에 투자하는 모기지 형태의 부동산투자신탁에 관심을 보일 것으로 전망된다.

### 3) 도입 방안

우선적으로 신탁증서나 수익권증서가 원활히 유통되도록 상장을 허용해야 한다. 또한 현재 은행신탁에만 허용되고 있는 금전신탁제도를 부동산신탁사에도 허용함으로써 부동산신탁사들이 투자자로부터 부동산에 투자할 자금을 조달하고 그 자금으로 부동산에 투자할 수 있는 구조를 만들어주는 방향으로 검토되어야 할 것이다. 따라서 은행의 부동산투자신탁은 주로 모기지 부동산투자신탁으로 발전되도록 하고 지분형 부동산투자신탁은 주로 부동산신탁사 등을 통해 활성화될 수 있도록 법적 인프라를 정비해야 할 것이다.

끝으로 부동산투자신탁에 대한 법인세 과세는 다른 신탁과 같이 면세혜택을 부여하고 부동산관련 세금은 미국의 REITs와 국내의 부동산신탁사와 동일한 수준으로 부동산 등록세와 취득세 면세혜택을 줄 수 있도록 세제를 개편해야 할 것이다.

### (3) 유동화전문회사를 이용한 도입 방안

#### 1) 유동화전문회사를 이용한 방식의 문제점

「자산유동화에 관한 법률」(이하 「자산유동화법」)은 ‘금융기관, 성업공사 등이 보유하고 있는 채권, 토지 등의 자산을 조기에 현금화하여 자금조달을 원활하게 함으로써 금융기관

등으로 하여금 재무구조의 건전성을 높일 수 있게' 하는 것과 '주택저당채권을 증권화하여 장기주택자금을 안정적으로 공급함으로써 주택금융기반을 확충하기' 위한 것이다. 따라서 이 법은 부동산투자회사를 위한 수단을 제공한다기 보다는 자산보유자인 금융기관과 성업공사, 토지공사 같은 공기업의 원활한 자금조달을 목적으로 하는 것이다. 동시에 MBS의 법적 기반을 마련해줌으로써 주택저당채권유동화를 도모한 것이라고 할 수 있다.

그렇지만 이러한 제한성에도 불구하고 이 법을 이용해서 부동산투자회사의 효과를 발휘하는 투자체를 만들 수 있다. 부동산투자회사는 투자가로부터 자금을 모집하여 부동산에 투자를 하여 그 수익을 배분하는 방식인데, 「자산유동화법」 28조에 따르면 “①유동화전문회사는 「상법」 제555조의 규정에 불구하고 자산유동화계획에 따라 사원의 지분에 관한 무기명식의 증권(출자증권)을 발행할 수 있다”고 규정하고 있다. 따라서 유동화전문회사는 출자증권 발행을 통해 모아진 자금으로 유동화자산을 구입할 수 있는 것이다.

그리고 출자증권을 구입한 투자자들은 회사에 대한 사원의 지위를 획득하게 되고, 출자지분에 따른 배당을 받으며, 지분의 양도도 가능하다. 그러므로 이 회사에 대해 출자자들이 갖는 권리는 주식회사의 주주와 같은 것이다. 다만 유동화전문회사를 유한회사로 규정하고 있기 때문에 이 증권이 증권거래소에 상장되기 위해서는 「증권거래법」 유가증권의 개념에 유동화증권이 포함되어야 한다.

또한 신탁을 이용하는 것도 가능하다. 신탁회사가 자산보유자로부터 유동화자산을 신탁받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하거나, 신탁회사가 유동화증권(신탁수익증권)을 발행하여 신탁받은 금전으로 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 당해 유동화자산의 관리, 운용, 처분에 의한 수익으로 유동화증권의 수익금을 지급하는 행위도 가능하다. 이 때 대상자산이 부동산인 경우 부동산투자회사로 운용될 수 있는 것이다.<sup>76)</sup>

그렇지만 이렇게 하더라도 유동화전문회사가 부동산투자회사로 기능하기 위해서는 다음과 같은 한계를 벗어나야 한다. 첫째 이 법으로는 유동화전문회사가 부동산투자회사와 같은 기능을 할 수 있지만, 이 회사가 명목상의 회사(paper company)이기 때문에 실질인 투자수단으로 기능하기 힘들 것으로 보인다. 「자산유동화법」 상의 유동화전문회사는 유한회사로 되어 있는데, 이는 자산의 유동화과정에서 거래비용이 증가되는 것을 막기 위한 조치이다. 이러한 맥락에서 유동화전문회사는 사원 수나 총회 등은 「상법」의 규정과 무관하게 운영할 수 있다. 또한 이 회사는 업무 외의 겸업이 금지되며, 본점 외 영업소를 설치하거나 직원을 둘 수 없다. 만약 신탁을 이용하게 된다면 그 때는 이 법에 의한 것이 아니라 신탁

---

76) 박환일(1998), pp.51-52

관련법의 개정에 의해 수익증권이 상장되는 방식이 될 것이다.

둘째 「자산유동화법」 상에서 유동화는 1회에 한하여 할 수 있다.(동법 제3조 제2항) 즉 유동화전문회사는 계속적인 사업을 목적으로 한 것이 아니고 유동화계획 상의 사업 달성만을 목적으로 한 것이다. 그리고 유동화계획의 등록신청서에는 유동화전문회사 등이 자산보유자, 자산관리자, 또는 업무 수탁인에 대하여 투자, 자금의 대여(예금 또는 예탁 등을 포함한다), 차입, 지급보증 또는 담보제공 등의 거래를 하고자 하는 경우에는 사전에 그 구체적인 내용을 기재하도록 하고 있다(「자산유동화업무처리에 관한 규정안」,18조). 또한 자산유동화회사 자금의 일시차입과 여유자금의 투자는 현금흐름이 일시적 차이를 보일 때 그 부족분 또는 여유자금을 충당, 운용하는 것이며, 다른 회사와의 합병이나 조직의 변경도 불가능하다. 즉 현재 자산유동화 방식으로는 정상적인 부동산투자행위를 하기 어려운 것이다.

셋째 유동화전문회사가 유한회사라는 법인 형태이기 때문에 법인세를 부담해야 한다. 만약 이 회사가 법인세를 부담하게 된다면 배당에 따른 소득세 부담과 함께 이중과세의 문제가 생기게 된다. 이렇게 되면 자산운용, 처분에 따른 비용이 증가하기 때문에 부동산 투자를 통한 수익을 투자자에게 보장하기 어렵게 된다.

## 2) 「자산유동화법」의 개정에 의한 도입

그러므로 「자산유동화법」을 개정하여 일본과 같이 우선출자증권을 발행하도록 함으로써 부동산투자회사를 도입하는 방안을 고려할 수 있다. 이를 위해서는 기존의 출자증권 이외에 우선출자증권의 도입을 허용하고, 우선출자사원의 공익권, 의결권 등을 규정해 줄 필요가 있다. 나아가 SPC가 실질적인 투자수단으로 기능할 수 있도록 유한회사형이 아니라 주식회사형으로 조직형태를 바꾸어주고, 환매, 증자, 합병을 허용하여야 한다. 또한 하나의 SPC는 하나의 자산유동화계획만을 수행할 수 있는데, 이러한 점도 고쳐 다수의 자산유동화계획의 수행이 가능하도록 하여야 할 것이다. 그리고 무엇보다도 법인세의 면제를 규정하여 세금 부담을 줄여주어야 한다. 그리고 부동산관련세의 경감도 일시적, 제한적으로 허용할 것이 아니라 요건을 갖추면 지속적으로 경감해주는 방식이 바람직하다.

## (4) 특별법에 의한 도입 방안

이상의 세 가지 방법은 기존의 법률 체도를 활용하여 부동산투자회사의 기능을 수행하



도록 방안을 모색한 것이다. 이와 같은 방식은 기존 법률을 활용함으로써 비교적 간단하게 부동산투자자의 기능을 발휘하도록 할 수 있고, 도입에 따른 효과나 부작용도 상대적으로 예측 가능하다는 장점이 있다.

그렇지만 이러한 방식은 기존 법률체계 활용의 측면을 강조함으로써 부동산투자회사가 가지는 고유한 기능을 부여하는데 한계가 있다. 특히 「자산유동화법」상의 유동화전문회사를 이용하는 경우에는 「자산유동화법」이 가진 한계로 말미암아 법 자체의 취지나 내용을 크게 바꿔야 하는 문제점이 있다. 즉 「자산유동화법」상의 유동화전문회사는 기본적으로 부실채권과 부동산의 매각을 촉진하기 위한 특별목적회사(SPC)로 구성된 것이기 때문에 리스크의 분산을 통한 포트폴리오 효과와 거래비용의 축소를 원리로 하는 것이다. 이에 비해 부동산투자회사는 부동산에 전문적으로 투자하는 주체로서 전문성을 가진 능동적 조직이어야 한다. 따라서 「자산유동화법」을 이용한 부동산투자회사의 도입은 최초 입법 취지와 크게 다른 법체계가 될 가능성이 크다.

반면 「증권투자회사법」이나 신탁관련법을 개정하여 부동산투자회사나 신탁형 부동산투자신탁을 도입하는 방식은 「자산유동화법」을 이용하는 것보다는 좀더 부작용이 적다고 판단된다. 그리고 이미 허용된 증권투자회사는 미국식 부동산투자회사의 구조를 가장 손쉽게 접목할 수 있는 회사형태라고 할 수 있다. 또한 부동산투자사업을 전개해온 부동산신탁의 경우는 구조조정을 통해 사업을 정리하고 법적으로 금전신탁이 가능하도록 할 경우 현실적인 부동산투자신탁회사로 작동할 수 있을 것이다.

그렇지만 이 경우에도 기존법체계가 지향하는 바가 부동산투자회사가 아니기 때문에 상당한 손질이 불가피하다. 그리고 이러한 법적 근거 하에서 전개되어온 기존 사업과의 혼선도 발생할 수 있다. 무엇보다도 우리나라는 복잡한 부동산관련세금과 관련법들이 존재하기 때문에 이에 따른 관련법규의 정비가 중요한 문제로 떠오르게 된다. 따라서 이러한 관련법의 정비를 포괄한 도입법안이 부동산투자회사의 조기 정착에 상당히 유용한 결과를 가져올 수 있다. 이처럼 완전히 새로운 사업 영역으로 부동산투자신탁을 규정하고, 정책적 효과를 최대한 보장하기 위한 방안으로 「부동산투자회사법」을 제정하는 것도 가능한 방식이라고 할 수 있다.

## 2. 부동산투자회사 제도의 국내 도입 방안

### (1) 도입방안의 비교와 선택

부동산투자신탁 제도의 도입은 다양한 방법으로 가능하지만, 실제 도입에 있어 가장 유용한 방식을 찾는 것이 필요하다. 우선 도입의 기본형이라고 할 수 있는 외국의 기존 부동산투자회사로는 「증권투자회사법」을 이용하는 경우 미국의 회사형 REITs를, 신탁관련법은 호주의 LPT를 들 수 있다. 그리고 「자산유동화법」의 경우는 일본 SPC를 기본형이라고 할 수 있다. 특별법의 경우에는 미국의 회사형과 신탁형 REITs를 포괄하는 것으로 보면 될 것이다. 따라서 「증권투자회사법」을 개정할 경우에는 회사형, 신탁관련법을 개정할 경우는 신탁형, 그리고 나머지는 양자가 모두 가능하다.

발행증권의 종류는 신탁관련법을 개정하는 경우에는 수익증권이 되지만, 나머지의 경우는 어느 경우나 지분과 채권을 모두 발행할 수 있다. 즉 위험부담을 회피하고, 안정된 고정적 수입(fixed income)을 원하는 투자자의 경우는 채권에 투자를 하고, 고위험-고수익(high risk-high return)을 원하는 경우에는 지분에 투자하는 것이 된다.

각 방안별로 비교해 보면, 「증권투자회사법」을 이용할 경우에는 부동산투자회사를 손쉽게 도입할 수 있는 이점이 있으나 투자대상이 증권이 아닌 부동산이기 때문에 발생하는 문제가 많다. 비록 뮤추얼 펀드로서 투자자를 위한 제반 조건(상장, 투자자보호, 세제혜택)이 갖추어져 있기는 하지만 부동산을 투자대상으로 확대하면서 발생하는 문제, 즉 부동산에 적합한 공시사항, 대리인 문제에 대한 강력한 규제, 투명성의 강화 조치 등이 보완되어야 할 것이다.

신탁관련법으로 부동산투자신탁을 도입할 경우에는 기존 신탁 운영의 노하우를 이용할 수 있고, 특히 부동산신탁의 경우는 부동산 개발금융의 경험을 반영하여 수익성 있는 부동산개발에 능력을 발휘할 수 있을 것이다. 그렇지만 이 방법을 이용하려면 당장에 부실화된 은행의 신탁계정, 부동산신탁의 정리가 선행되어야 하는 문제점이 있다.

그리고 원리적으로 신탁은 자기관리가 어렵고, 자산운영 및 개발사에 관리를 위임해야 하는 구조로 되어 있기 때문에 일반적으로 부동산을 일부 보유해서 임대소득을 받거나 유가증권에 투자하는 것이 중심이 된다. 즉 개발기능을 갖기가 쉽지 않은 형태라고 할 수 있기 때문에 모기지 투자로 가게 되는 것이다.

그렇지만 호주의 LPT의 경우는 신탁임에도 불구하고 개발단계를 포함하고 있고, 우리나라

라의 부동산신탁도 자기관리 능력을 갖는 형태로 개발금융에 뛰어들었다. 그러므로 신탁과 관리회사간의 도덕적 해이를 막고, 투자자보호 장치를 충실히 할 경우 개발단계 금융수단으로 활용할 여지는 있다고 하겠다.

「자산유동화법」상의 유동화전문회사는 이미 만들어진 특별법 상의 SPC를 이용하는 것으로 충분한 세제혜택을 받으며 부동산투자를 할 수 있다. 그렇지만 이 경우는 입법 취지가 자산관리자들의 부실채권이나 부동산을 매각하려는 것이고, SPC가 명목회사로서 실체가 없다는 점이 문제가 된다. 그리고 사실상 1회에 한한 폐쇄형으로 이러한 부분에 대한 개선이 없이는 부동산투자의 기능을 수행할 수 없는 상태이다.

특별법의 경우에는 기본 법체계와 분리함으로써 혼란을 배제하고 새로운 제도인 부동산투자회사를 조기 정착시키는 효과가 있다. 현재 극도로 침체된 국내 부동산 시장을 활성화시키고 외국인의 부동산 투자를 적극 유치해야 하는 상황에서 부동산투자회사 제도의 조기 도입이 무엇보다도 시급한 실정이다. 그리고 기존의 「증권투자회사법」, 「자산유동화에 관한 법률」, 「신탁법」을 일부 개정하는 방식으로 이 제도를 도입하려면 기존 제도와 조율이 불가피하고 그런 조율과정에서 제도 도입이 상당기간 지연될 수밖에 없는 문제가 있다. 그리고 기존의 「증권투자회사법」은 전적으로 유가증권을 투자대상으로 하고 있고, 「자산유동화법」은 부동산 투자를 허용하고 있으나 실제로 유동화될 자산은 대부분이 할부채권, 리스채권, 부동산관련 채권으로 제한될 수밖에 없다. 그러므로 기존 제도로 부동산투자회사 제도를 담아내는 데는 상당한 문제가 있다. 또한 부동산이란 매우 위험이 높고, 장기투자를 요하는 동시에 도덕적 해이 현상이 발생할 소지가 높기 때문에 부동산투자회사는 기존의 증권투자회사와는 상당히 달라야 한다. 그렇기 때문에 부동산투자회사만을 담아낼 법률적인 틀이 요구된다고 하겠다. 그리고 이 특별법에는 부동산이라는 자산이 갖는 특성을 고려하여 부동산에 대한 공시, 평가에 대한 세부 사항을 포함시킬 필요가 있다.

〈표 VI-2〉

도입방안의 비교

모 법		증권투자회사법	신탁관련법	자산유동화법	(가칭)부동산투자회사법(특별법)
기본모형		미국REITs	호주LPT	일본SPC	미국REITs/호주LPT
형태	회사형	○	×	○	○
	신탁형	×	○	○	×
발행 증권	지분형	○	수익증권	○	○
	채권형	○		○	○
장점		·회사형REITs 도입의 체계완비 ·법개정 상장 용이 ·지분형으로 개발단계로 유용	·기존 신탁운영의 노우하우 ·부동산 개발금융의 경험 ·모기지 투자중심	·특별법에 의한 SPC 이용 ·세제혜택	·기존 법체제와 분리, 혼합 배제 ·조기정착에 도움 ·부동산의 특성을 반영할 수 있음.
단점		·신탁형은 별개로 입법 ·투자대상이 증권 중심으로 부동산에 대한 별도 보완책 ·개방형(open-end)에 불리	·기존 운영사의 부실 ·개발단계 지분형 투자가 어려움 ·폐쇄형(closed-end)에 불리	·자산관리자 입장의 입법취지와 어긋남 ·SPC가 명목회사로 실체가 없음 ·폐쇄형으로 1회만 가능	·새로이 입법해야 하는 부담감
보완사항		·투자대상으로 부동산 특성을 반영한 공시 평가 ·세제혜택 부여	·부동산 신탁사의 구조조정 선행 ·세제혜택 부여	·SPC의 주식회사형 전환 ·우선출자증권의 입법화	·전문적 신설

## (2) 부동산 투자회사 제도관련 기관 구축과 육성

부동산투자회사 제도에 참여하는 참여주체들의 역할과 그 기능을 국내에서 어느 기관이 맡아야 하는지 그리고 국내의 독특한 상황으로 인해 그 역할과 기능이 어떻게 변경되어야 하는지 살펴볼 필요가 있다. 왜냐하면 실제로 부동산투자회사 제도를 국내에 도입하여 정착시키려면 참여주체들이 각각의 역할을 수행하는 것은 물론, 국내 사정에 맞게 변형하여 정착시키는 것이 중요한 현안이기 때문이다.

그리고 부동산투자회사(신탁)의 형태 즉, 회사형이나 아니면 신탁형이나에 따라 참여주체들의 역할이 조금씩 달라지고 또한 지분형 부동산투자회사인지 아니면 모기지 부동산투자회사인지에 따라 참여주체가 차지하는 비중도 달라질 수밖에 없을 것이다. 따라서 회사형과 신탁형 부동산투자신탁에만 필요한 참여기관인지 아니면 공통으로 필요한 참여기관인지 구분하여 역할과 기능을 살펴보고 그 기관으로 가장 적당한 국내 기관이 어디인지 살펴

보았다.

부동산투자회사(신탁)에 필요한 참여기관들 중에서 신탁형, 회사형 구분없이 공통적으로 필요한 기관으로는 대체로 11개 기관이 있다. 여기서 부동산투자회사(신탁)의 업무 프로세스 상에서 중심적인 역할을 수행하는 기관으로 부동산 보유자(개발업자), 부동산관련 증권의 제공자, 부동산 운용회사, 기관투자자를 포함한 투자자들이 있다. 그 외 지원역할을 수행하는 기관으로 증권거래소, 보관회사, 부동산 정보회사, 신용평가회사, 부동산평가사, 중간사 등이 있다.

먼저 중심적인 역할을 하는 참여기관에 대해 살펴보면, 첫째 부동산 보유자는 부동산투자회사에게 부동산을 매각하거나 보유자산을 토대로 부동산투자회사로 전환하는 역할을 한다. 이들은 주로 대규모 소매시설을 보유하고 운영하는 기업, 대규모 냉동 창고나 일반창고를 보유하고 임대하는 기업, 호텔과 같은 숙박시설을 보유한 기업 등을 말한다. 때로는 직접 부동산을 보유하지는 않지만 여러 가지 부동산을 끌어 모아 부동산투자회사로 전환시킬 수 있는 부동산서비스 사업자도 가능할 것이다. 이런 역할을 수행할 국내 기관으로는 할인점, 양판점 사업자, 부동산을 개발하고 분양과 임대사업을 하는 건설업체 등이 있다.

만약 부동산투자회사 제도가 국내에 도입된다면 건설업체의 기능이 조정될 수밖에 없을 것이다. 지금까지 국내 건설업체는 건설개발과정에서 시공기능 이외에 개발업자 기능, 자금제공 등 대부분의 기능을 담당해왔기 때문에 건설업체가 지닌 여러 기능 중에서 개발기능과 자금조달 기능을 부동산투자회사로 이관시키거나 아니면 건설업체의 부동산 개발기능은 자회사로 분리하고 자금조달의 일부는 부동산투자회사를 이용하는 방향으로 전환할 필요가 있을 것이다.

둘째, 부동산투자회사는 부동산관련 증권에도 투자하는데, 그 증권들을 제공하는 역할은 부동산 대출 등을 맡고 있는 금융기관이 담당하게 된다.

셋째, 부동산투자회사의 투자 수익률에 결정적인 영향을 주는 기관으로 부동산 운용회사가 있다. 이 기관은 부동산과 관련된 전반적인 법률지식은 물론 투자적 관점에서 부동산을 분석할 수 있어야 한다. 이런 역할을 하는 국내 기관은 거의 전무한 실정이다. 따라서 부동산투자회사 제도에서 이러한 역할을 수행해야 할 기관을 육성하지 않고는 부동산투자회사의 발전을 기대하기 어려울 것이다. 부동산 운용회사와 가장 유사한 기관으로 증권투자신탁이나 뮤추얼펀드를 대신 운용하는 자산운용회사를 거론 할 수 있으나, 우리나라 대부분의 투자기관들이 투자대상으로 부동산을 제외해왔기 때문에 부동산 투자에 대한 능력이 일천한 상태이다. 따라서 국내에서는 부동산운용회사의 설립 요건으로 부동산투자회사의 주

요투자 대상에 따라 해당 분야에 적합한 전문가 집단의 보유를 의무화할 필요가 있을 것이다.<sup>77)</sup>

넷째, 미국의 경우 대부분의 부동산투자회사 투자자들은 기관투자자들이다. 그렇지만 단기간 내에 국내 기관투자자들이 부동산관련 투자를 확대할 가능성은 많지 않은 상태이다. 왜냐하면 IMF 사태 이후 국내 기관투자자들의 투자여력이 줄어들고 있고 또한 상대적으로 위험스러운 부동산 투자에 선뜻 나서지 않을 것이기 때문이다. 따라서 기관투자자들의 부동산관련 투자를 확대할 수 있는 법적 정비가 필요할 것이다. 부동산 투자제한의 철폐 내지는 투자한도를 확대하고, 부동산 직접투자보다는 간접투자를 유도하기 위하여 부동산 직접투자에 대해서는 금융기관 건전성 평가에서의 위험가중치를 강화하는 방향으로 개편해야 할 것이다.

한편 부동산투자회사의 지원기능을 수행하는 기관을 국내에서는 어느 기관이 담당할 수 있는지 살펴보았다. 먼저 부동산투자회사의 거래를 담당하는 역할을 하는 증권거래소는 한국증권거래소, 보관회사는 증권예탁원, 감독기관은 금융감독위원회, 부동산 평가 기능은 감정평가법인, 부동산투자회사의 IPO는 물론 유상증자와 회사채 발행의 주관사는 증권사, 그리고 신용평가 기능은 국내의 신용평가기관이 담당하면 될 것이다.

그렇지만 부동산 시장 전망은 물론 세부적인 부동산 유형별로 투자정보를 제공하는 부동산 정보회사가 국내에는 부재한 상태이다. 특히 상업용 부동산 정보는 과거 자료는 물론 향후 이런 정보를 제공하려고 준비하는 기관조차 전무한 실정이다. 부동산투자회사와 같이 일반적인 유가증권보다 위험성이 높은 자산에 투자하는 투자자들은 당연히 부동산투자회사에 관한 투자정보는 물론 부동산투자회사가 보유한 부동산에 대해 세부적인 정보를 원하게 된다. 이런 객관적인 정보가 제공되지 않는다면 부동산투자회사에 대한 투자를 유인할 힘은 약화될 수밖에 없을 것이다. 따라서 부동산투자회사 제도를 도입하면서 정책 당국은 부동산관련 정보를 객관적으로 수집하고 분석할 수 있는 연구기관을 지정하여 일정기간 자금을 지원하여 육성할 필요가 있을 것이다.

---

77) 부동산 운용회사에 대한 자격요건은 자본금 규제가 중심이 되는 재무 요건과 전문가 보유 수준을 정하는 전문성 요건으로 나눌 수 있다. 자본금 요건은 「증권투자회사법」의 자산운용회사 기준을 준용하면 될 것이다. 그리고 전문성 요건은 부동산 운용회사가 위탁관리하고 있는 부동산 투자회사의 투자대상 비중에 따라 부동산 임대관리 전문가, 부동산개발전문가, 부동산관련 증권투자 전문가의 보유를 의무화해야 할 것이다.

〈표 VI-3〉 부동산투자회사(신탁)의 참여주체의 역할과 국내에서의 담당기관

구분	시장참여주체	주요 역할과 기능	담당기관
공통	부동산 보유자/개발업자(건설업체)	부동산투자회사에 부동산 매각하거나 또는 부동산투자회사로 전환	부동산 사업자
	증권거래소	부동산투자회사의 주식이나 수익증권의 상장과 거래	증권거래소
	금융기관, SPC	부동산담보채권, 증권의 발행	부동산 대출기관
	보관회사	부동산투자회사 보유자산에 관한 각종 증서의 보관, 부동산투자회사가 발행한 증권이나 수익증권의 보관	증권예탁원
	부동산 운용회사	부동산투자회사와 운용계약을 맺고 부동산에 대한 투자를 대신 운용함.	부동산투자자문사
	투자자(기관투자자)	부동산투자회사에 투자하는 개인이나 기관투자자	기관투자자
	감독기관	부동산투자회사의 각종 업무를 감독하는 기능	금감위
	부동산 정보회사	부동산관련 각종 정보의 제공	부동산 정보회사
	신용평가회사	부동산투자회사가 발행한 증권이나 부동산투자회사가 투자하는 증권에 대한 신용평가, 자산실사기능	신용평가회사
	부동산 평가사	부동산투자회사가 매입하거나 매각하는 자산에 대한 객관적인 평가, 자산실사기능	감정평가법인
	주간사	부동산투자회사의 상장, 추가증자, 채권발행, 판매대행	증권사
회사형	이사회	주주총회에서 선임한 운영/감독이사로 구성, CEO 선임, 경영과 감독 기능	이사회
	주주총회	최고의사결정기관	주주총회
	일반사무수탁회사	부동산투자회사 발행주식의 명의개서, 계산, 운영업무	증권예탁원
	회계감사인	내부 또는 외부감사인	회계법인
신탁형	신탁사(수탁자)	부동산투자를 수탁받은 신탁기관	부동산신탁사/은행

주 : 진한 글씨는 부동산투자회사(신탁)의 운영에서 중요한 역할을 담당하는 참여기관을 말한다.

지금까지 회사형, 신탁형 부동산투자신탁에 관계없이 공통적으로 필요한 참여기관에 대해 살펴보았으므로, 이제 각 각의 형태별로 필요한 기관에 대해 간략히 살펴보려고 한다. 이들에 대해서는 앞에서 이미 부동산투자회사의 구조에 대해서 논의하면서 상세히 기술되었기 때문에 일반사무수탁회사와 수탁자인 신탁사에 대해서만 살펴보았다. 먼저 일반사무수탁회사는 부동산투자회사 주식의 발행, 명의개서, 계산과 운영을 책임지는 기관으로 국내에서는 증권예탁원이 담당하면 적절할 것으로 판단된다. 그리고 신탁사에 대해서는 이미 「신탁법」의 개정을 통한 부동산투자신탁을 도입하는 방안에서 제기된 바와 같이 은행은 물론 부동산신탁사에게도 금전신탁을 허용함으로써 수탁사 기능을 부동산신탁사도 수행할 수 있도록 허용되어야 할 것이다.





## VII 결론

부동산투자회사 제도의 도입은 98년도에 이루어진 일련의 부동산증권화 제도를 완성하는 의미를 가진 것이다. 이미 SPC의 설립에 의한 부동산증권화가 가능하고, MBS의 발행도 곧 이루어질 예정이다. 그런데 이들 제도는 부동산을 처분하는 것이 중심이거나 주택금융을 활성화하기 위한 것으로 부동산투자자를 위한 제도로서는 불완전한 것이다. 더욱이 우리나라와 같이 부동산의 증권화에 여러 가지 난점(토지중심, 수익성있는 부동산의 부재, 선분양제도, 과중한 부동산세금)을 가진 경우에는 이 제도들만으로 부동산투자가 활성화되기를 기대하기 힘들다.

따라서 우리나라에서의 여러 가지 과제를 해결하면서 새로이 생겨나는 부동산 증권 상품에 투자를 할 수 있는 투자수단이 필요하다. 동시에 이 투자수단의 발행증권은 직접 자본시장에서 소액투자상품으로 기능하여야 한다. 이와 같은 조건을 충족하는 부동산투자회사로 가장 일반화된 경우가 미국의 REITs이다. 그리고 이러한 것의 변형된 형태로 신탁형의 투자수단으로 호주의 LPT가 존재하고, 특별법인으로 일본의 SPC가 존재한다.

본 연구는 이들 해외 사례 연구를 통해 우리에게 가장 적합한 부동산투자회사로서 사실상 미국의 REITs와 유사한 제도를 도입할 것으로 결론을 제시하였다. 미국 REITs는 지난 60년 도입된 이래 다양한 경험을 가지고 있으며, 현재 미국 부동산금융 특히 상업용 부동산 개발 및 운영 사업 분야에서 핵심적 투자수단으로 기능하고 있다.

그런데 우리의 경우는 신탁형으로 부동산신탁사가 허용되어 있지만 이와 같은 부동산신탁은 여러 가지 한계를 드러냈다. 우선 이러한 부동산신탁은 공공성을 강하게 부여하면서 부동산투자회사가 지녀야 할 자본주의적 시장경제 원리가 충분히 관철되지 못했다. 그리고 자체적으로 개발사업을 전개하는 과정에서 전문성을 충분히 확보하지 못함으로써 그 기능을 충분히 살리지 못했다. 이러한 점을 고려하여 전문적인 부동산 운영 노우하우를 외부로부터 활용하면서, 고위험, 고수익의 부동산 투자를 수행할 수 있는 동적이고, 유연한 운영 조직을 가진 회사 형태의 부동산 투자체가 필요한 상황이 되었다.

그리고 본연구는 이러한 투자수단의 중요한 제도적 요건으로서 소액화된 투자증권의 발행과 투자자보호, 세제혜택을 부여하는 것을 제시하였다. 특히 세제의 경우 법인세의 이중과세 배제만이 아니라 부동산 거래 과정에서 발생하게 되는 과도한 부동산관련세의 경감도 필요한 것으로 판단하였다.

법률적 성격에서는 특별법에 의한 주식회사형으로 하고, 기존의 증권화관련 회사나 투자 회사와는 구분하였다. 그리고 신탁형과도 구분하였는데, 이는 신탁형의 부동산투자제도가 필요하지 않다는 의미는 아니다. 이미 「신탁법」에 근거한 부동산신탁이 존재하고 있고, 이들 신탁사가 현실적으로 부동산개발사업을 전개하고 있기 때문에 이들을 배제하기 보다는 포괄하는 법안이 필요하다. 그렇지만 이는 현재 존재하는 신탁관련법의 개정을 통해 부동산신탁사의 수익증권을 유동화하는 방식으로 가능하다고 판단하였다. 부동산신탁이나 은행의 부동산투자신탁의 투자체로서의 기능은 부동산투자회사가 도입되는 경우 당연히 같이 이루어져야할 제도 개선 내용이라고 할 수 있다.

이상과 같은 부동산투자회사의 도입은 부동산투자를 활성화하고, 나아가 부동산투자를 소수의 자산계층이 아니라 다수의 소액투자자로 확산하는 사회적 의미를 갖는 것이다. 또한 지금까지 불투명하게 이루어지던 부동산 투자관행을 선진화하는 중요한 계기로 작용할 것이다. 즉 부동산투자를 자본이득을 얻기 위한 투기적 행위에서, 선진적 경영에 의해 수익을 내는 자산에 대한 투자행위로 전환시킬 것이다.

## <참고문헌>

### 국내 문헌

- 강신규(1997), “일본 공동채권매수기구의 부실채권 처리 현황에 관한 고찰”, 《신용관리》, 여름호
- 금융감독위원회(1998.11), 「자산유동화업무처리에 관한 규정안」
- 김경환(1998), “부동산 부문의 적정투자 유도를 위한 정책개선 방향”, 주택은행, 《주택금융》, 여름호
- 김상렬, 권주언, 신동수(1998), 「주택금융활성화를 위한 주택저당채권 유동화제도의 연구」, 주택산업연구원
- 김재진, 홍용식(1998), 「신탁과세제도의 합리화 방안」, 한국조세연구원
- 김창환(1998), “부동산투자신탁 도입방안”, 제4회 은행신탁 세미나 자료
- 노영훈 외(1997), 「한국의 토지세제」, 한국조세연구원
- 노영훈(1997a), 「부동산실명제의 평가와 향후 정책과제」, 한국조세연구원
- 노영훈(1997b), 「건물분재산세의 개편방안 연구」, 한국조세연구원
- 노영훈(1998), “부동산시장의 최근 동향과 부동산관련 조세정책방향”, 한국조세연구원, 《재정포럼》, 10월호
- 대한부동산신탁(1991), 「부동산신탁실무강좌」
- 박신영 외(1997), 「부동산투자신탁제도 도입방안 연구」, 대한주택공사
- 박신영, 김창범(1998), “부동산투자신탁의 국내도입가능성 검토”, 《주택금융》, 봄호
- 박신영(1998), “일본의 부동산 증권화 정책”, 홍성웅편저, 『자산디플레이션과 부동산 증권화』, 한국건설산업연구원
- 박재룡 외(1997), 「IMF 충격에 따른 자산디플레이션 현상과 대책」, 삼성경제연구소
- 박원일(1998a), “일본의 채권유동화 특별법 제정 움직임”, 《산업경제》, 제103호 1998.4.
- 박원일(1998b), “미 금융산업의 개편과 정리신탁공사의 역할”, 《산업경제》, 제105호, 1998.5
- 박원일(1998c), “자산유동화법과 은행취급시 유의점”, 《산업경제》, 제114호, 1998.9.
- 손재영, 김관영(1998), “IMF지원금융 이후 부동산시장 전망”, 《국토》, 1998.1
- 손진수(1998), “부동산신탁제도의 현황과 발전방향”, 홍성웅편저, 『자산디플레이션과 부동산 증권화』, 한국건설산업연구원

송현부(1998), “부동산시장의 변화에 따른 인프라정비의 필요성에 관한 연구”,  
《감정평가논집》, 제8호  
(주)신영건영, “오피스 데이터베이스”, www.sy21.co.kr  
심광수(1998), 「자산유동화제도 도입방안」, 자산유동화제도 입법화를 위한 공청회 자료  
오규택(1998), “주택저당채권 유동화중개기관 설립방안”, 국회 주택저당채권 유동화중개  
기관 설립을 위한 공청회 발표논문  
은행신탁연구회(1998), 「제4회 은행신탁세미나 자료」, 은행신탁연구회  
윤승한(1998), 『자산유동화의 이론과 실무』, 삼일세무정보주식회사  
이소한(1998), “부동산투자신탁의 도입방안”, 홍성웅편저, 『자산디플레이션과 부동산  
증권화』, 한국건설산업연구원  
이종구, 오규택(1997), “국제증권화와 금융혁신”, 《산은조사월보》, 1997.10  
임재만·정승희(1998), “감정평가에서 수익방식 적용을 위한 기초조사 연구”, 감정평가연구원  
재정경제부(1998), 『조세개요』  
정재욱·김성호·권순일(1998), 「저당권의 유동화와 부동산권리보험」, 보험개발원  
정희남·최수(1996), 「토지신탁 활성화방안 연구」, 국토개발연구원  
지대식편(1998), 『국토개발관련 세제편람』, 국토개발연구원  
지창·장하성(1997), 『재무관리』, 법경사  
한국개발연구원(1998), 『경제위기극복과 구조조정을 위한 종합대책』  
한국증권연구원(1998.5), 「회사형 투자신탁제도 도입 방안 공청회」

## 해외문헌

建設經濟研究所(1997), “不動産市場活性化のための方策に關する研究”  
히데오, 타가바타케(1998), 『不動産價値論』, 清文社  
國枝繁樹(1998), “「特定目的會社による特定資産の流動化に關する法律」およびその關係法律  
の整備法の概要”, 《金融法務事情》, No.1523, 1998.8.25  
金子榮作 外(1998), 『不動産の證券化』, 東洋經濟新報社  
白石秀俊(1998), “SPC法の意義と概要”, 《住まいとまち》, 1998.12  
不動産の證券化等の活用による都市開發事業推進委員會(1998), “中間報告”  
三國仁司(1998), 『不動産の證券化と方法』, 東洋經濟新報社  
森田章(1998), “特定目的會社による特定資産の流動化に關する法律について”,  
《金融法務事情》, No.1520, 1998.7.15

小幡琢也(1991), 『抵當證券の實際』, 日本經濟新聞社

(문길섭 역, 『부동산의 증권화』, 한국경제신문사)

林道三郎(1998), “일본의 부동산투자유치전략”, 부동산국제박람회 세미나 발표논문

野口悠紀雄(1992), 『バブルの經濟學』, 日本經濟新聞社

住信基礎研究所編(1994), 『オフィス白書』, ぎょうせい

塚本勲(1996), 『これからの不動産價格はこう決まる』, 東洋經濟新報社

片山さつき(1998), 『SPC法とは何か』, 日經BP

Appraisal Institute(1997), *The Appraisal of Real Estate*, 임재만편역, 『부동산 감정평가 이론』, 감정평가연구원

Avalon Properties, Inc.(1993), Prospectus, Avalon Properties, Inc.

Block, Ralph L. (1998), *Investing in REITs*, Bloomberg Press

Block, Ralph L. (1997), *The Essential REIT: A Guide to Profitable Investing in Real Estate Investment Trusts*, Brunson Press

Bloomberg financial Markets Commodities New, Crimi Mae Inc

Bundell, Lynne(1998), "Property Trusts—Brave New Formula's", *Property Australia*, February 1998

Cooper & Lybrand and the Property Council of Australia(1997), "The Taxation of Trusts—Dispelling Myths".

Fass, Peter M., Shaff, Michael E. and Zief, Donald B.(1995), *Real Estate Investment Trusts Handbook*, CBC

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

<http://www.nareit.com/>

JLW Advisory(1997), "Property Performance Quarterly".

Kavangh, John(1997), "Trusts Changing Gear", *Property Australia*, May 1997.

Mullaney, John A.(1998), *REITs: Building Profits with Real Estate Investment Trusts*, John Wiley & Sons, Inc

Lu, Chiuling(1997), "Three Essays on REITs Return and Risk“, A Dissertation at University of Connecticut

NAREIT(1994), "Close Encounter of the REIT Kind"(Regional Workshops)

NAREIT(1995), *REIT basics*

NAREIT(1998), *Laws affecting REITs*

Reuters Business Briefing(1998.10.5), "Criminall Mae files for chapter 11 Bankruptcy"

Rosenthal, J.A. & J.M. Ocampo(1988), *Securitization of Credit*, John Wiley & Sons, Inc

SBC Warburg Dillon Read(1998), *THE Potential For Listed Property Trusts in Singapore*, SBC Warburg Dillon Read

Simon Property Group(1993), *Prospectus, Simon Property Group*

## Abstract

### A Study on the Institutionalization of the Real Estate Investment Company in Korea

The purpose of this study was to survey the conditions and contents of the Real Estate Investment Company in Korea(K-REITs). The introduction of the Real Estate Investment Company, REITs completes the institutionalization of the securitization of real estate, which was introduced in 1998. It is already possible to securitize real estates through SPC (Special Purpose Company), and MBS (Mortgage Backed Securities) are expected to be issued in the spring. However, this institutionalization is incomplete, for it doesn't focus on the investment of real estate, but rather on the disposition of real estate or the obligation of insolvent. Still more a country like Korea has many problems (the domination of land, non-performing or sub-performing real estates, heavy real estate taxes, and advance payment when selling in lots), therefore revitalization of the real estate market will not be easy even with securitization.

And, it is necessary for Korea to introduce new vehicles of real estate investment which can solve the above problems. Such vehicles will allow investments in new real estate securities as well as the real estate itself. Concurrently, the securities, which are issued through these vehicles, should play the role of small-divided assets. REITs, in the U. S., are generalized to meet these conditions. Furthermore, since the 1960's REITs have been involved in a variety of business allowing them to become the centers for the investment of real estate, especially developing and managing commercial real estate. And although there are also other types of vehicles, such as the LPT in Australia, which is in the form of trust, and SPC in Japan, which is in the form of special corporation, this study shows that REITs is the fittest for Korea as vehicles of real estate investment.

Although the Real Estate Trusts (RETs), in the form of trusts type are permitted in Korea, they are limited in many aspects. First, RETs have not operated according to the principle of capitalist market economy, for they are regulated by the public

administrations. Second, they are not specialized in the process of developing real estate. Therefore REITs are needed. Through REITs, which use outside management companies and invest in high risk real estate, the potential for high returns will be very flexible and dynamic.

This study suggests that important issues to be covered by K-REITs Law are issuance of securities, protection of the investors, and tax benefits. Especially in the case of taxes, it is necessary not only to remove double taxation, but also to cut tax liabilities in real estate transactions. The form of K-REITs should be the stock company which is based on special law and is different from that of the existing SPC and mutual fund. K-REITs are also different from RETs. However, it does not mean that it is unnecessary to introduce REITs as a type of trust. Rather, a law to include a type of trust is needed. There are the RETs, which are based on trust law and run real estate development business. The revision of the trust law accomplishes that purpose.

The purpose of introducing K-REITs is to revitalize the investment in real estate, and this institutionalization of real estate investment is to allow a great number of people to join in real estate investment. Also, the introduction of K-REITs will set the momentum to change the concept of real estate investment which is currently very vague. Namely, this institution will change the concept of the real estate investment from mere speculation of capital gains to the advanced management of net operating incomes.



## <저자소개>

### 이상영

- 서울대 경제학과, 서울대 경제학 박사,
- 한국개발연구원 연구원, 기아경제연구소 책임연구원
- 현재 한국건설산업연구원 부연구위원
- 논문 : “부동산가격산정방법을 둘러싼 쟁점과 전망”, “금융위기와 RTC의 역할” 외 다수

### 서후석

- 연세대 경제학과, 중앙대 경영학 박사과정 수료,
- 동아증권 기업금융부, 기아경제연구소 책임연구원
- 현재 한국건설산업연구원 책임연구원
- 논문 : “금융위기의 부동산증권화와 부동산 개발금융”, “부동산증권화와 건설개발금융의 활성화 모색” 외 다수

### 김진우

- 서울대 건축학과, 호주 New South Wales대 건설경제학 박사
- 대우건설 차장
- 현재 New South Wales대 the Built Environment 교수, 한국건설산업연구원 객원연구위원
- 논문 : “The Effect of Locational Obsolescence in Investment Appraisal of Industrial Buildings”, "Sydney Property Market Analysis : for the Industrial Buildings" 외 다수

### 신웅식

- 서울대 법대, 미국 예일대 법학석사(LL.M), 버지니아대 법학박사(S.J.D)
- 변호사, 변리사, 세무사
- 현재 신신법률사무소 대표변호사, 건교부 중앙분쟁조정위원회 부위원장, 통일부 남북교류협력 자문위원회 위원장, 국무총리실 정보화추진 자문위원, World Bank ISCID 중재위원, 국제한인 변호사회 회장 등
- 논문 : “Alien Land Acquisition in Korea”, "Impact of Uruguay Round on Korea Construction Market", "Financial Institution in Korea", "Foreign Investment Laws in Korea", "국제화시대 건설기술재산권”, “건설클레임 예방과 해결”, “국제상사판정의 승인과 집행”, “북한의 외국인 투자법” 외 다수