

## 『부동산투자회사법』의 개정, 그 분석과 전망

The Amendment of K-REIT Law, its Policy Implication and Market Prospects

김상범

세종사이버대학교 부동산자산경영학과 교수

부동산투자회사의 활성화를 통하여 부동산간접투자를 확대하고 국내의 부동산 시장의 선진화를 도모하고자 이번에 개정된 『부동산투자회사법』의 주요 근간은 회사형태의 다양화, 설립 및 영업활동에 대한 규제의 완화, 그리고 투자자 보호 및 투명성 강화로 요약할 수 있다. 그러나 제도의 변경에도 불구하고 당분간 리츠회사의 본격적인 설립은 붐을 이룰 정도로 많을 것 같지는 않다. 그것은 부동산의 가격이 이미 상당부분 상승하여 자본이득을 기대하기에는 어렵게 되었고, 위탁관리 부동산투자회사와 유사한 『자산운용업법』에 의한 부동산간접투자기구라는 제도도 거의 같은 시기에 성립이 되었기 때문이다. 따라서 리츠회사의 설립은 부동산 가격조정이 어느 정도 마무리되고 부동산 소유자가 리츠를 하나의 매각 수단으로 간주할 수 있는 1~2년 후에나 본격적으로 이루어지길 것으로 예상된다.

주요어: 부동산투자회사, 리츠, 『부동산투자회사법』, REITs, K-REIT

## 1. 서론

한국의 부동산투자회사는 미국의 리츠(REITs)에 대응되는 것으로서, 주식발행을 통하여 다수의 투자자로부터 모은 자금을 부동산에 투자·운용하여 얻은 수익을 투자자에게 배당하는 것을 목적으로 하는 회사를 말한다(박상덕 외 2001: 1). 부동산투자회사 제도를 규율하는 「부동산투자회사법」이라는 명칭에서도 알 수 있듯이 우리나라의 리츠는 미국과는 달리 신탁형과 조합을 배제하는 회사형으로 되어 있다. 한국에 리츠제도를 도입하려는 시도는 1990년대 후반에 뮤추얼펀드의 성공 이후 꾸준히 있어 왔다가 2001년 3월에 법률로 제정되었다. 2001년이란 시기가 암시하듯이, 부동산투자회사가 성립된 것이 외환위기 직후이기 때문에 침체된 부동산 경기를 살리고, 부실화된 채권의 유동화를 촉진시키고, 기업의 과도한 비업무용 부동산을 매각하여 기업의 구조조정을 촉진시킬 목적으로 도입된 것이 그 특징이라고 할 수 있다.

## 2. 개정 전 「부동산투자회사법」의 주요 문제점

「부동산투자회사법」은 전술한 바와 같이 2001년 3월 8일 제정된 이후, 기업구조조정 부동산투자회사 제도를 도입하기 위하여 제정 후 곧 바로인 4월 26일 부분 개정된 바 있다. CR 리츠라고 불리워지는 기업구조조정 부동산투자회사는 외환위기 이후 부실한 민간기업의 채무를 조정하고 상환하는 것을 촉진하기 위해 재정경제부의 주장으로 도입되었다. 최초의 부동산투자회사, 즉 소위 일반 리츠라고도 불리워졌던 K 리츠<sup>1)</sup>는

1) K 리츠의 명칭은 초기에는 일반 리츠라고 불리우다가, 일반 리츠라는 것이 법률적 용어도 아니요, 단순히 CR 리츠라는 특수한 형태의 리츠에 대응하는 편이상의 용어이다 보니, J 리츠라는 일본의 리츠에 대응하여 K 리츠라고 불리어진 것이 아닌가 한다. 그러나 이 K 리츠도 법률상의 용어는 아니고 학술상의 용어라고 해석되며, 개정 법률에서는 자기관리 부동산투자회사라고 불리워진다. 그

<표 1> 2004년 7월 현재 부동산투자회사 설립 현황

회사명	대 표	자본금 (억 원)	자산관리회사	처리 사항
(주)교보-메리츠 퍼스트기업구조조정 부동산투자회사	유정봉	840	(주)JW에셋	본인가
(주)코크랩 제1호 기업구조조정 부동산투자회사	서길석	1,330	(주) KORAMCO	본인가
케이원기업구조조정 부동산투자주식회사	이호길	1,475	한국토지신탁	본인가
(주)코크랩 제2호 기업구조조정 부동산투자회사	이성욱	560	(주) KORAMCO	본인가
리얼티코리아 제1호 기업구조조정 부동산투자(주)	백국현, Bradford A. Phillips	660	(주)리얼티 어드바이저스코리아	본인가
유레스메리츠 제1호 기업구조조정 부동산투자(주)	오용현	500	(주)JW에셋	본인가
(주)코크랩 제3호 기업구조조정 부동산투자회사	고대영	680	(주) KORAMCO	본인가
(주)맥쿼리센트럴오피스 기업구조조정 부동산투자회사	김지홍, 매튜뱅크스	763	맥쿼리인터내셔널자산관리	본인가
(주)코크랩 제4호 기업구조조정 부동산투자회사	YTN	760	(주) KORAMCO	본인가

여러 가지 사유로 인해 전혀 활성화되지 못하였었다. <표 1>에서 보는 바와 같이 2004년 7월 현재 K 리츠의 설립은 전무하고, 반면에 CR 리츠는 9개사가 설립되어 있다. 기존의 「부동산투자회사법」의 문제점으로 지적되어 온 여러 사유는 곧바로 K 리츠의 설립지연 사유와 많은 관련을 가지고 있다.

그러한 여러 가지 사유 중, 가장 대표적인 것은 세제상의 혜택차이였는데, CR 리츠의 경우 부동산 취득시 취득세, 등록세가 면제되나 K 리츠는 50%만 감면받았으며, CR 리츠는 배당가능 이익의 90% 이상 배당시 법인세 면제되나 K 리츠는 감면 혜택이 없었던 것이다. 또한 현물출자와 초기 출자금의 규모에서도 K 리츠는 설립시 현물출자가 금지되어 500억

러나 개정 법률에 충실한다면 앞으로는 K 리츠는 자기관리 부동산투자회사와 위탁관리 부동산투자회사를 모두 일컫는 말이 되어야 할 것이다.

&lt;표 2&gt; 2004년 7월 현재 자산관리회사 설립현황

회사명	대표	자본금 (억 원)	자산운용 인력(명)	처리 사항
(주)한국토지신탁	이동진	1,800	6	본인가
(주)생보부동산신탁	안상식	100	5	본인가
(주)리얼티어브라이저스코리아	케빈 정	70	7	본인가
(주)KORAMCO	김대영	70	5	본인가
(주)코리츠	전원재, 김현	70	7	본인가
케이비부동산신탁(주)	이우정	800	6	본인가
(주)맥쿼리인태내셔널자산관리	그라함석덴	70	5	본인가
DB Property Advisors Korea(주)	Mich ael E. Buquoi	70	5	본인가

&lt;표 3&gt; 2004년 7월 현재 부동산투자자문회사 설립현황

회사명	대표	자본금 (억 원)	자산운용 인력(명)	처리사항
(주)한국감정원	이수일	60	12	등록
(주)글로벌감정평가법인	김기완	10	5	등록
(주)SAMS	김무현	15	5	등록
(주)디지털대인	유승준	26	5	등록
(주)키라에셋	조선희	25	4	등록
R2Korea(주)	서후석	10	4	등록
(주)나라감정평가법인	최진규	11	5	등록
프라임감정평가법인(주)	신종용	10	3	등록
코리아에셋인베스트먼트(주)	조명래, 유재은	100	3	등록
신성부동산투자자문(주)	임명용	10	6	등록
휘닉스개발투자(주)	박문수	21	7	등록
(주)대일에셋감정평가법인	허장식	16	4	등록
IBCS에셋 플러스(주)	안완석	10	3	등록
(주)신영에셋	정춘보	10	3	등록
(주)정일감정평가법인	백일현	11	4	등록

원이라는 대규모의 자금을 동원함에 있어서 무리가 있을 수밖에 없었다. 그밖의 사유로서 K 리츠는 1인당 주식소유 한도가 10%로 제한되어 있었으며, 부동산을 3년 이상 보유해야 처분이 가능한 것도 CR 리츠와 차별되는 요소였다. 당시 부동산투자회사를 설립하려는 움직임은 2001년

4월 26일 법의 부분 개정 이후인 2002년도 들어서서야 본격화되기 시작했는데 이 때는 부동산 가격이 이미 상당수준으로 상승하고 있었으며, 투자자로서는 이후의 부동산 버블로 인해 투자로부터 만족할 만한 수익을 낼 수 있을지에 대한 확신이 없었던 것도 K 리츠의 설립을 막는 시장요인으로 작용하였었다.

K 리츠의 설립부진과 관련된 법규상의 문제점 외에도 절차상의 문제점으로 지적되어 온 것은 예비인가제도에 대한 것이다. 부동산투자회사 설립의 예비인가제도는 종전의 경우에 건설교통부지침(부동산투자회사 등에 관한 인가 지침)에 의거 운영되었었다. 이러한 제도는 일반인들에게는 생소한 것으로서 실제 공모시 예비인가를 받은 것의 법적 성격에 대한 일반인들의 이해가 상당히 부족하였으며, 공모를 어렵게 하는 요인으로 작용하였었다.

### 3. 『부동산투자회사법』의 주요 개정내용 분석

부동산투자회사의 활성화를 통하여 건전한 부동산간접투자를 확대하고 국내의 부동산시장의 선진화를 도모하고자 이번에 개정된 『부동산투자회사법』의 주요 근간은 회사형태의 다양화와 설립 및 영업활동에 대한 규제 완화, 그리고 투자자 보호 및 투명성 강화로 요약할 수 있다 (건설교통부, 2004).

#### 1) 회사형태의 다양화

개정 『부동산투자회사법』 제2조는 표에서 보는 바와 같이 자기관리 부동산투자회사라는 회사 내에 직원을 보유하고 있는 실체회사<sup>2)</sup>와 위탁

2) 실체회사라 함은 상근 임직원을 두고 지점을 설치할 수 있으며, 회사의 자산전 문인력이 자산의 투자와 운용을 직접 수행하는 회사를 말한다(건설교통부,

&lt;표-4&gt; 자기관리, 위탁관리, 기업구조조정 부동산투자회사의 비교

FETs종류	자기관리FETs	위탁관리FETs	기업구조조정 FETs
투자대상	모든 부동산	모든 부동산	기업구조조정부동산
회사성립	건교부 인가	건교부인가	건교부 인가 * 금감위 의견청취
회사형	실체회사(상근 임직원)	명목회사(비상근)	명목회사(비상근)
주식분산	1인당 30%이내	1인당 30%이내	제한없음
주식공모	자본금 30%이상	자본금 30%이상	의무사항 아님 * 사모(私募)가능
상장	설립 후 즉시	설립후 즉시	의무사항 아님
자산구성	부동산 : 70%이상, 부동산 관련유가증권:10%이상	부동산 : 70%이상 , 부동산관 련유가증권: 10%이상	부동산:70%이상 * 유가증권 보유의무 없음
전문인력	3인	명목회사로 해당사항 없음 * 자산관리회사(5인)	명목회사로 해당사항 없음 * 자산관리회사(5인)
배당	90%이상 의무배당	90%이상 의무배당 * 초과배당가능	90% 이상 의무배당 * 초과배당 가능
회사존속	영속	영속	한시적
현물출자	자본금의50%내	좌동	좌동
최저자본금	250억원	좌동	좌동
설립주체	발기인	좌동	좌동
감독	건교부 금감위	좌동	좌동
개발사업	총자산의 30% (임대주택사업 도시개발 사업 등에 제한없음)	좌동	좌동
처분제한	3년	좌동	좌동
자금차입	자기자본의 2배내	좌동	좌동

관리부동산투자회사와 기업구조조정 부동산투자회사라는 명목회사<sup>3)</sup>로 구분하여 부동산투자회사가 회사의 형태를 구분할 수 있도록 하고 있다.

여기서 자기관리부동산투자회사는 자산운용전문인력을 포함한 임·직원을 상근으로 두고 자산의 투자·운용을 직접 수행하는 회사를 말한다. 위탁관리부동산투자회사는 자산의 투자·운용을 자산관리회사에 위탁하는 회사이다. 기업구조조정 부동산투자회사는 법 제49조의2 제1항 제1

2004).

- 3) 명목회사라 함은 소위 말하는 paper company를 말한다. 상근인 임직원이 없고, 본점 외 지점을 설치할 수 없으며, 자산관리회사와 같은 제3자에게 자산의 투자와 운용을 위탁하게 된다(건설교통부, 2004).

호 각목의 부동산을 투자대상으로 하며 자산의 투자·운용을 자산관리회사에 위탁하는 회사를 말한다. 미국의 리츠는 회사형, 신탁형, 조합형을 모두 인정하고 있는 반면에 우리는 회사형만을 인정하고 있다. 회사형 중에도 위에서 보는 바와 같이 자기관리형과 위탁관리형을 굳이 구분하는 것은 사실상 세제 혜택을 주기 위한 논리를 마련하기 위한 것이다. 2001년도 『부동산투자회사법』의 제정 시 건설교통부는 리츠 전반에 대하여 법인세 감면 또는 면제를 주장하였던 것에 반해, 재정경제부는 기업의 구조조정을 활성화시키기 위해서는 CR 리츠에 대한 차별적인 지원이 불가피하고, 실체를 가진 회사에 대해서 법인세를 감면할 수 없다고 주장해 왔었다. 세금의 감면과 관련해서는 건설교통부 소관인 『부동산투자회사법』에서 규율할 수는 없고, 『법인세법』 제51조 2항의 유동화전문회사 등에 대한 소득공제 부분과 『조세특례제한법』의 개정이 필요하다<sup>4)</sup> 이의 개정을 위해서는 재정경제부의 협조가 없이는 어려운 것이 사실이었다. 『부동산투자회사법』에 위탁관리부동산투자회사라는 약간의 편법성의 회사형태를 규정하였으나, 『법인세법』과 『조세특례제한법』 상에서 얼마나 세제상의 혜택이 주어질지는 더 지켜보아야 할 일이다.

## 2) 리츠의 설립 및 영업규제 완화

개정 『부동산투자회사법』 제6조는 최저 자본금을 기존의 500억 원에서 250억 원으로 인하하여 설립에 대한 기본 장벽을 낮추었다. 기존의

4) 『조세특례제한법』 제3조에 의하면, 『조세특례제한법』, 『국세기본법』 및 조약과 다음 각호의 법률에 의하지 않고는 조세특례를 정할 수 없다고 규정하고 있어, 『부동산투자회사법』에서는 세금과 관련된 특례를 정할 수 없게 되어 있다. 위에서 다음 각호의 법률이라 함은 『소득세법』, 『법인세법』, 『상속세및증여세법』, 『부가가치세법』, 『특별소비세법』, 『주세법』, 『인지세법』, 『증권거래세법』, 『국세징수법』, 『교통세법』, 『관세법』, 『지방세법』, 『임시수입부가세법』, 『국제조세조정에관한법률』, 『금융실명거래및비밀보장에관한법률』, 『교육세법』, 『농어촌특별세법』, 『남북교류협력에관한법률』, 『농어가목돈마련저축에관한법률』, 『자유무역지역의지정및운영에관한법률』을 말한다.

법률에서 최저 설립자본금을 500억 원으로 하였던 이유는 일정한 규모 이상의 책임있는 회사나 자본만이 리츠회사를 설립할 수 있도록 함으로써 무분별한 설립을 방지하고자 하였던 것인데, 설립시 현물출자도 허용하지 않으면서 현금 출자방식으로 500억 원이라는 대규모의 자금을 유인하는 것이 현실적으로 어려웠던 것이다. 또한 주택저당채권유동화회사의 설립자본금 250억 원이나 보험회사의 설립자본금 300억 원에 비해서도 형평성이 맞지 않는 것도 고려가 된 것이다.

전술한 바와 같이 기존의 K 리츠의 경우에는 설립시 현물출자를 허용하지 않았으며, 대신 부동산개발사업의 인가를 받은 후 총 자본금의 30% 이내의 범위에서 현물출자가 가능하도록 하였다. 이는 무분별한 부동산투자회사의 설립을 방지하기 위해 최저설립자본금을 500억 원으로 한 마당에, 현물출자까지 허용하면 기존의 부동산을 기반으로 자금면에서 비교적 쉽게 부동산투자회사를 설립할 수 있고 공모로 투자한 기타 투자자들이 과다계상되는 부동산가액으로 인해 피해를 볼 가능성이 있었기 때문이다. 반면에 CR 리츠의 경우에는 설립시부터 총 자본금의 30% 이내에서 현금출자가 가능하도록 하였다. CR 리츠에서 현물출자를 허용한 이유는 CR 리츠의 주요 투자자가 기관이 될 가능성이 많아 피해를 볼 가능성이 낮고 설립 자체를 용이하게 하기 위한 것이었다. 개정 법률 제11조에서는 모든 리츠에 대해서 설립시 총 자본금의 50% 이내에서 현물출자를 허용하였으며, 현물출자가액은 「지가공시및토지등의평가에관한법률」에 의한 감정평가업자 2인 이상이 평가하도록 하였다. 현물출자에 대해서는 주주총회의 특별결의사항<sup>5)</sup>으로 제한하여 현물출자자의 기타 주주를 보호하도록 하였다. 부동산 시장에서의 감정평가의 부동산가액을 비교적 정확하게 산정하려는 현재의 업계 관행으로 볼 때, 현물출자 허용을 50%까지 늘린 것은 상당히 잘 된 일이라 평가된다.

개정 법률 제26조에서는 부동산개발사업에 대한 투자도 완화하고 있

5) 특별결의는 주식총수의 3분의 2 이상 출석과 주식총수의 3분의 1 이상 찬성을 요한다.



다. 즉, 기존의 법률에서는 개발사업에 투자하기 위해서는 건설교통부의 인가를 획득한 후 자기자본의 30% 이내의 범위에서 부동산개발사업에 투자할 수 있었다. 그러나 개정 법률에서는 한국증권거래소에 상장되거나 한국증권업협회에 등록된 후에 개발사업을 해야 하는 것은 전과 동일하나(제26조), 건설교통부의 인가를 폐지하고 주주총회의 특별결의로서 가능하게 하였으며(제12조), 그 범위에서도 총자산의 30% 이내의 범위에서 부동산개발사업을 수행할 수 있도록 하였다. 기존의 것이 자기자본을 기준으로 하고 있던 것에 비해 개정 법률에서는 총자산을 기준으로 함으로써 실질적으로는 대폭 상향 조정된 것으로 볼 수 있다. 개발사업의 경우에는 상당한 리스크를 저야 하는 사업이므로 이것을 기존 법률안에서 보는 바와 같이 건설교통부가 판단하고 리스크를 부담하는 것 자체가 모순이었다. 따라서 실제로 자금을 투여한 주주들의 특별결의에 의해서 추진하고 그 리스크도 주주들이 부담하도록 한 것은 자연스러운 결정이었다고 본다. 다만, 리츠제도라는 것이 임대료와 같이 부동산 고유의 현금흐름에 의해 영위되는 사업을 위한 것이라는 관점에서 본다면, 부동산투자회사가 소극적인 투자활동을 벗어나 부동산 개발 및 매매와 같은 적극적인 영업활동을 영위할 경우 현재 부동산업을 영위하는 일반법인과 아무런 차이가 없게 되어 조세피난처로서 남용될 여지가 있다는 반론도 여지는 있으며(민태욱, 2002: 484), 공공성이 가미가 된 부동산투자회사를 지나치게 위험에 노출시킬 수도 있다는 관점도 있다라는 것을 지적할 수 있을 것이다.

그러나 『간접투자자산운영업법』에서 신탁형 부동산간접투자기구도 개발사업을 총자산의 30% 이내에서 허용하고 있고, 미국의 리츠제도에서도 개발사업에 대해서는 조건없이 허용하고 있는 것을 고려한다면, 개발사업이라는 위험에의 노출과 이 위험성을 평가하는 것은 자본에 의해 판단하도록 하는 것이 바람직하다고 할 수 있다. 더구나 『부동산투자회사법』 제27조 1항 1목에서는 특정한 부동산의 개발을 위하여 존립기간을 정한 자회사를 설립할 수 있도록 함으로써, 부동산투자회사가 개발사

업에 투자에서 비롯되는 리스크를 어느 정도 격리(remote)시키는 것이 가능하므로 부동산투자회사의 개발사업 수행에 대한 완회는 바람직한 방향이라 판단된다.

또한 개정 법률 제29조에서는 부동산투자회사의 차입을 허용하고 있다. 기존의 법률 제29조 차입의 제한에서는 원칙적으로 부동산투자회사는 자금을 차입하지 못하게 하였다. 다만, “운영자금을 일시적으로 차입하는 경우 등 투자목적이 아닌 경우로서 대통령령이 정하는 경우 중 주주총회 및 이사회가 결의를 거친 때에는 그러하지 아니하다”라고 규정했었다. 당시 건설교통부 관계자는 예외적인 조항을 많이 두었으므로 실질적으로 또는 편법적으로 차입을 하면 된다는 논리가 있었다. 즉, 저당권이 설정된 부동산을 매입함으로써 간접적으로 차입의 효과를 거둘 수가 있다는 얘기였다. 사실, 차입의 금지는 부동산투자회사를 파산이나 부도로부터 격리시키기 위한 목적에서는 최선의 선택이나, 자산의 운용 측면에서는 최악의 선택이다. 외국계 부동산회사의 경우 금융기법에서 가장 많이 활용되는 것은 바로 레버리지 효과라는 것으로서 가능하면 최저의 자본금으로 많은 레버리지를 활용하여 가장 고수익을 올리려는 것이 일반적인 자금운용의 방법이다.<sup>6)</sup> 개정된 법률 동조에서는 부동산투자회사는 자산의 투자 및 운용 또는 기존 차입금 및 발행사채의 상환을 위하여 대통령령이 정하는 바에 따라 자금을 차입하거나 사채를 발행할 수 있다고 하였다. 차입 및 사채발행은 자기자본의 2배를 초과할 수 없고, 이 자기자본이라 함은 차입 또는 사채발행을 결의한 이사회 개최일 전일을 기준으로 하여 직전분기말 현재의 대차대조표상의 자산총액에서 부채총액을 차감한 금액을 말한다고 규정하여 자금의 차입을 허용하고 있다.<sup>7)</sup> 이는 최

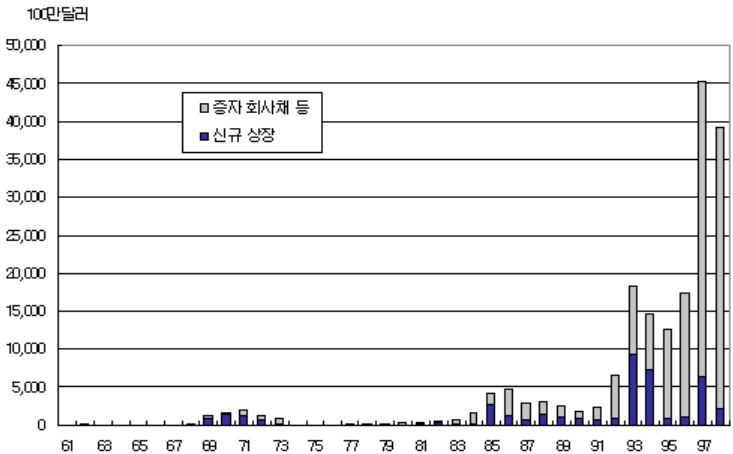
6) 물론 레버리지 효과를 거두기 위해서는 수익률이 조달금리보다 높아야 함은 두 말할 필요가 없다.

7) 미국 리츠회사의 주요 성장동인은 아래의 표에서 보는 바와 같이 증자와 회사채의 발행이었음을 주목할 필요가 있다. 또한, 「선박투자회사법」에서도 자기자본의 10배, 리츠와 경합이 예상되는 「간접투자자산운용업법」에도 순자산의 2배까지 허용하고 있는 것이다.

소의 자금으로 최대의 수익을 내려고 끊임없이 노력하는 국제 금융의 현실을 놓게 볼 때 뒤 늦은 일이지만 바람직하다고 판단된다.

뿐만 아니라 개정 법률은 주주구성의 자율성을 확대하기 위해 기존의 10%인 리츠의 1인당 주식소유한도를 30%로 확대하였다. 기존의 법률은 소수의 주주가 과점하는 것을 막기 위한 것이라 생각되나 이 소유한도로 인해 건전한 기관투자자의 출자가 어려웠다. 이번 개정에서 현물출자를 30%까지 허용하였으니 1인당 주식소유한도를 10%로 유지하기는 어려웠고 법률적인 모순이 빠지게 될 것이므로 개정된 것으로 여겨진다.

규제완화의 마지막 향으로서, 개정 법률에서는 자산 구성에 대해서 기존에는 자산의 70% 이상은 반드시 부동산이어야 하고, 90% 이상은 부동산, 부동산 관련 유가증권 및 현금으로 구성하도록 하였으나, 자산의 70% 이상은 부동산이어야 하지만, 80% 이상은 부동산, 부동산 관련 유가증권 및 현금으로 구성하도록 하여 리츠회사가 개발사업 등에 대출할 수 있는 여지를 더 많이 남긴 것이 특징이다.



자료: 미국 리츠회사의 연도별 성장: NAREIT(1999), Statistical Digest- A Resource for the REIT Industry

## 3) 투자자 보호 및 투명성 강화

개정된 「부동산투자회사법」은 투자자 보호와 투명성을 강화하기 위해 몇 가지 장치를 추가하였다. 부동산투자회사에 대한 감독 및 통제장치를 강화하고, 주식매수청구권을 확대하였으며, 리츠에 대해서 별도의 회계 기준을 제정하도록 한 것이 그것이다.

기존의 법률에서는 K 리츠의 경우 건설교통부 감독을 받도록 했고 내부통제기준을 제정하는 것을 의무화하지 않았다. CR 리츠의 경우 건설교통부와 금융감독위원회의 공동 감독을 받고 내부통제기준을 제정하도록 의무화하였었다. 그리고 CR 리츠의 자산관리회사에 대해서는 내부통제기준에 대한 제정 의무가 없었다. 즉, 기존의 법률은 설립 시 엄격한 통제를 가하되, 설립 이후에는 감독 및 통제장치가 일반회사에 준하는 수준이면 되었던 것이다.

그러나 개정 법률에서는 모든 리츠에 대해서 건설교통부와 금융감독위원회의 감독을 받도록 하였다. 즉, 모든 리츠와 자산관리회사는 투자보고서를 작성하여 건설교통부장관 및 금융감독위원회에 대통령령이 정하는 기한 내에 당해 투자보고서를 제출하여야 하고, 제37조와 제39조에서 건설교통부장관은 공익 또는 부동산투자회사의 주주를 보호하기 위하여 필요한 경우에는 부동산투자회사·자산관리회사·부동산투자자문회사·자산보관기관 또는 일반사무 등 위탁기관(이하 “부동산투자회사등”이라 한다)에 대하여 이 법의 규정에 의한 업무 또는 재산 등에 관한 자료의 제출이나 보고를 명할 수 있으며, 소속공무원으로 하여금 그 업무 또는 재산 등을 검사하게 할 수 있도록 하였다. 만약, 법에 의한 명령이나 처분에 위반한 사실이 있는 때에는 위 부동산투자회사등에 대해 업무의 전부 또는 일부의 정지, 임원·직원의 해임 또는 징계의 요구를 할 수 있도록 하고 있다. 또한, 제39조의2를 신설하여 금융감독위원회의 감독을 명시하였는데, 금융감독위원회는 공익 또는 부동산투자회사의 주주를 보호하기 위하여 필요한 경우에는 부동산투자회사등에 대하여 금융 감독

관련 업무에 관한 자료의 제출이나 보고를 명할 수 있으며, 금융감독원의 원장으로 하여금 그 업무에 관하여 검사하게 할 수 있다. 부동산투자회사등이 이 법 또는 이 법에 의한 명령이나 처분에 위반한 경우에는 건설교통부 장관이 전술한 바와 같은 조치를 취하도록 요구할 수 있고, 이 경우 건설교통부장관은 특별한 사유가 없는 한 이에 응하여야 한다고 규정하고 있다. 내부통제기준의 제정과 관련해서는 제47조에서 부동산투자회사 및 자산관리회사는 법령을 준수하고 자산운용을 건전하게 하며 주주를 보호하기 위하여 임·직원이 따라야 할 기본적인 절차와 기준(이하 “내부통제기준”이라 한다)을 제정·시행하여야 하고, 자기관리부동산투자회사는 내부통제기준의 준수여부를 점검하고 내부통제기준을 위반하는 경우 이를 조사하여 감사에게 보고하는 준법감시인을 두어야 한다고 하고 있다.

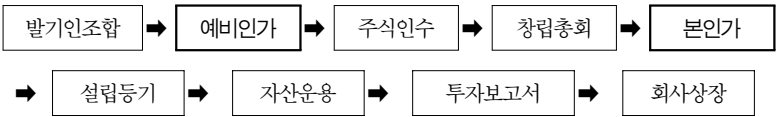
주식매수청구권<sup>8)</sup>에 대해서 기존 법률은 CR 리츠가 정관을 변경하여 주식의 매수를 제한하거나 그 존립기간을 연장하고자 하는 이사회 결의가 있는 경우 이에 대하여 반대하는 주주가 주주총회 전에 당해 CR 리츠에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 때에는 당해 주주는 그 주주총회의 결의일부터 20일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있도록 하였었다. 그러나 개정 법률의 신설된 제20조 2의 부동산투자회사에 대한 주주의 주식매수청구권에서는 주식의 매수를 제한하거나 회사의 존립기간을 연장하는 정관의 변경이나, 다른 부동산투자회사와의 합병, 현물출자에 의한 신주의 발행 등에 대해 부동산투자회사 이사회의 결의가 있는 경우 그 결의에 대하여 반대하는 주주는 해당사항에 관한 주주총회 전에 부동산투자회사에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지하고, 주주총회의 결의일부터 20일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로

8) 주식회사의 합병, 영업양도 등 주주의 이익과 중대한 관계가 있는 법정 사항에 관하여 주주총회의 결의가 있는 경우, 이에 반하여 주주가 자기 소유주식을 공정한 가격으로 매수할 것으로 회사에 청구할 수 있는 권리를 말한다.

자기가 소유한 주식의 매수를 청구할 수 있도록 하였다. 부동산투자회사는 주주의 매수청구가 있는 경우 매수청구기간이 만료한 날부터 20일 이내에 당해 주식을 매수하여야 한다. 당해 주식의 매수가격·매수대금의 지급방법 등 필요한 사항은 대통령령으로 정하도록 하여 주식매수청구권을 제한적으로 확대하였다. 주식매수청구권을 모든 리츠에 대해 확대 적용하도록 한 것은 소액주주의 이익을 보호하기 위한 것으로서, 개정 법률이 주주총회의 결의에 의해 주요한 사항을 결의할 수 있도록 한 것은 회사의 주요 결정에 대해 주주들의 자기 부담원리에 의해 리스크를 부담하라는 것이다. 이에 반대할 경우 주식매수청구권도 폭넓게 허용해야 법규가 규정하는 것의 큰 흐름이 자기모순에 빠지지 않게 되는 것이다.

회계처리에 대해서 개정 법률은 신설 조항을 만들어 부동산투자회사는 부동산 등 자산의 운용에 관하여 회계처리를 하는 경우 금융감독위원회가 정하는 별도의 회계처리기준에 따르도록 하였고, 금융감독위원회로 하여금 회계처리기준의 제정을 대통령령이 정하는 바에 따라 민간 회계기준제정기구에 위탁할 수 있도록 하였다. 이는 미국 리츠의 수익률 산정기준인 FFO가 감가상각을 제외하는데 반해, 기존의 『부동산투자회사법』에서는 일반 기업의 회계기준을 적용하도록 함으로써 감가상각을 제외할 수 없었으며 이에 따라 배당할 수 있는 총액이 감소되는 역효과가 있었기 때문이다. 지난 시절 우리의 부동산 시장을 본다면 감가상각비보다는 자산의 가치상승요인이 훨씬 크므로, 감가상각을 자산에서 제외하는 것은 일면 주주들에게 불리하고 리츠의 수익률에서 부정적인 효과가 많았던 것이 사실이다. 이를 예로서 설명하면 다음과 같다. 부동산 조사전문기관인 R2Korea 및 부동산 114가 서울 시내의 주요 빌딩 250개 중 131개를 분석하여 조사한 2001년 2/4 분기의 자본환원율은 평균 7.48%였고, 이것은 서울시내의 주요 빌딩 113개의 순임대소득에서 빌딩의 감정가액으로 나눈 수치이며 여기에는 감가상각비와 소득에 대한 조세는 감안되지 않았다. 만약, 철근콘크리트 건물의 내용연수를 50년으로, 토지 및 건물가액의 비중을 1:2로 임의로 가정하여 감가상각률을 구하면

&lt;그림 1&gt; 부동산투자회사 설립절차



1.33%( $100 \times 2/3 \div 50$ )가 되어 감가상각을 감안한다면 투자수익률은 6.15%( $7.48 - 1.33$ )로 낮아지게 되는 것이다.<sup>9)</sup> 이처럼 감가상각률의 적용 여부가 해당 자금의 수익률에 엄청난 영향을 줄 수 있는 것이다.

또한 기존의 법률에서 설립인가는 회사설립을 위한 창립총회 후에 거쳐야 하는 절차라는 점이 법률에 명확하게 규정되어 있으나, 예비인가의 경우에는 회사설립절차 중 어느 단계에서 거쳐야 하는지가 법문상 명확하게 규정되어 있지 아니한 문제가 있었다.

이러한 문제로 인해 개정 법률에서는 건설교통부장관은 예비인가 여부를 결정함에 있어 “발기인의 주식인수능력, 사회적 신용도 및 주금납입계획의 적정성과 주식공모계획의 적정성” 등을 확인하여야 함에 따라 건설교통부장관의 예비인가는 주식인수절차의 개시 전에 있어야 하므로, 예비인가는 “주식인수 전”에 받아야 하는 것으로 규정함으로써 예비인가의 시기를 명확히 한 것이다.

#### 4. 개정 법률 이후의 리츠시장 전망 및 리츠제도 발전방향

##### 1) 개정 법률 이후의 리츠시장 전망

개정 『부동산투자회사법』의 주요 개정 사유의 하나는 리츠 설립기준을 완화하여 부동산 간접투자시장을 활성화하는 것이 목적이라는 것은 전술한 바와 같다. 금번 개정된 내용 중 본격적인 리츠시장의 활성화로

9) (민태욱, 2002: 481) 각주의 인용을 재인용.

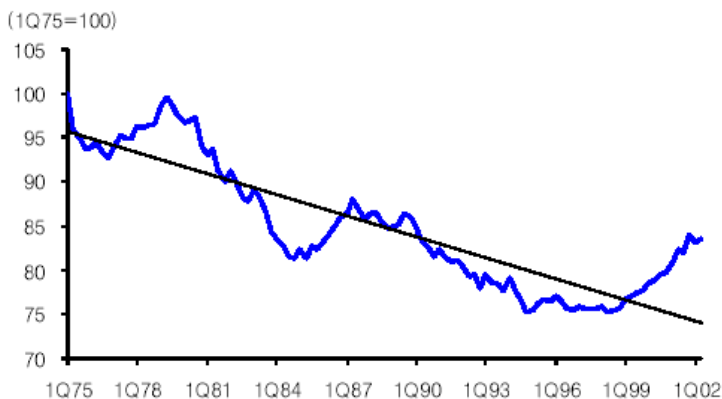
이어지기 위해서는 「법인세법」이나 「조세특례제한법」과 같은 관련법의 개정이 이루어져야 한다.

개정된 법률 규정 중, 위탁관리부동산투자회사의 경우 법인세 감면이나 면제가 확실히 되어질 것으로 보이며, 모든 리츠에 대해서 현물출자를 허용함에 따라 부동산을 유동화하려는 수요로서 부동산투자회사의 설립에 대한 유인요인이 생길 것으로 전망된다. 위탁관리부동산투자회사는 그 성격상 「간접투자자산운용법」상의 신탁형 부동산간접투자기구와 시장에서 경합될 가능성이 많다. 그러나 법인세 감면이나 면제가 이루어지지 않을 경우, 자기관리부동산투자회사는 여전히 시장에서 배척을 받게 될 가능성이 많을 것이다.

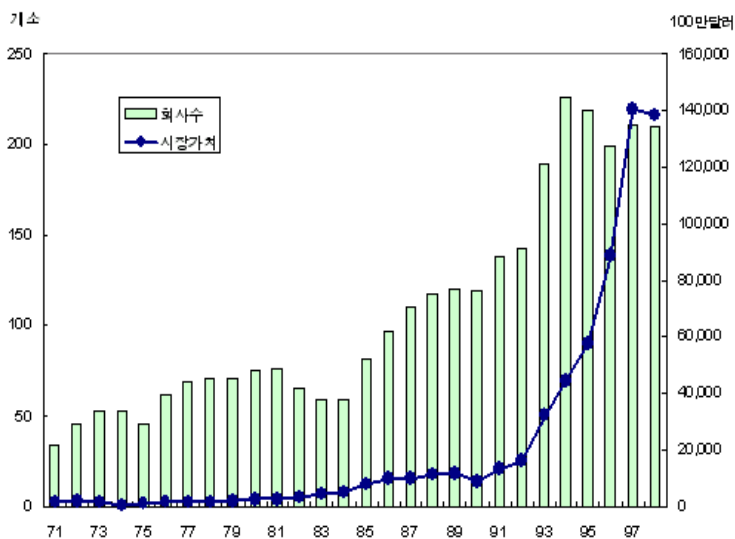
1960년 내국세(Internal Revenue Code) 입법에 의해 일정한 조건을 충족한 리츠에 대해 비과세가 인정되어 현재와 같은 리츠의 원형이 된 바 있는 미국의 역사를 본다면, 리츠의 설립이 활성화된 것은 부동산가격이 저점에 도달한 직후였다. 1960년대의 제1차 붐이라든지, 1980년대 부동산의 공급과잉으로 부동산가격의 폭락을 경험한 뒤 경험한 제2차 붐이 그랬고, 1990년대 제3차 붐은 부동산가격의 저점에서 시작했다라기보다는 저금리로 인한 부동산가격 상승과 더불어 그러한 제3차 붐이 있었던 것이다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 부동산 가격이 1인당 가처분소득과 비교하여 비교적 낮았다고 판단이 되는 시점인 1980년대 중반, 1990년대 중반에 리츠의 설립이나 시장가치의 상승이 본격적으로 있었던 것이다 (삼성증권, 2003). 이러한 사실을 종합해 본다면, <그림 4>에서 보는 바와 같이 부동산가격의 상승이 상당부분 진행이 된 한국의 경우, 「부동산투자회사법」의 개정은 있었지만 붐을 이룰 정도로 부동산투자회사의 설립이 활발하기에는 시장여건이 그렇게 좋지 않은 것으로 보여진다.



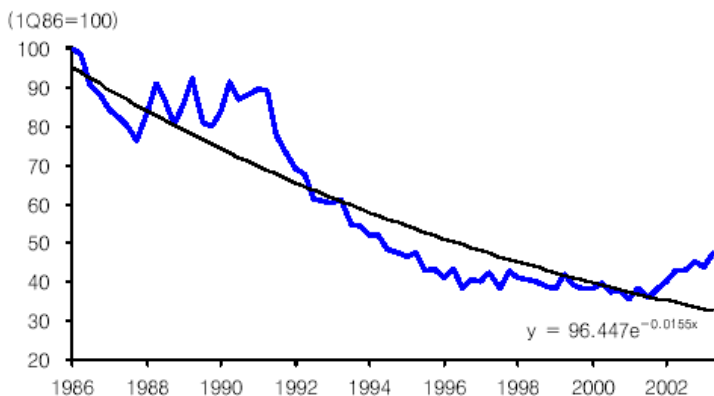
<그림 2> 미국 주택가격/1인당가처분소득의 비율추이



<그림 3> 미국 리츠의 상장회사 수와 시장가치 변화



&lt;그림-4&gt; 한국의 아파트 가격/기처분 소득 비율 추이



## 2) 리츠제도 발전방향

개정 법률은 기존의 법률보다는 시장의 요구를 상당부분 반영하였다. 그러나 다음과 같은 몇 가지 문제점을 안고 있어 장기적인 관점에서의 개정이나 변화가 요구된다.

우선 개정 법률은 명목회사에 대해서 법인세를 감면해주는 방식을 택 함으로 해서, 위탁관리부동산투자회사라는 다소 어색한 형태의 부동산 투자회사를 만들게 되었다. 도관체(Pass Through) 이론에 근거하여 배당을 대부분하는 리츠에 대해서는 세제상의 혜택을 부여한다면, 그것이 위탁 관리든 자기관리든 굳이 구분할 필요는 없다. 부동산의 관리의 핵심은 자기 소유의 부동산을 자기가 관리하는 것이다. 이것을 법인세 면제라는 세제상의 혜택만을 위해 타인이라고 할 수 있는 제3자에게 위탁하여 관리를 맡기는 것은 위탁관리에서 오는 수수료 지급이라는 비용측면뿐만 아니라 부동산을 자기책임하에 관리해야 한다는 원칙과는 다소 거리가 있는 것이다.

취·등록세 측면에서도 자기관리, 위탁관리, 기업구조조정 부동산투자

회사를 구분할 필요는 없다. 부동산 관련 조세에 있어서 법인이 자연인보다 불리한 것은 익히 알려진 사실이다.<sup>10)</sup> 따라서, 취득·등록세 측면에서도 자기관리, 위탁관리, 기업구조조정 부동산투자회사 등과 같이 유형에 따른 차별을 할 필요는 없을 것이다.

다음으로 제기될 수 있는 문제는 리츠라는 명칭사용에 대한 처벌문제이다. 『부동산투자회사법』 제정 초기에는 리츠라는 명칭의 사용에 대해 일면 엄격한 자세를 취하였으나, 작금의 상황은 부동산투자회사라는 명칭을 제외하고는 리츠라는 명칭이 비교적 광범위하게 사용되고 있어 투자자에게 혼란의 여지가 많이 있다. 리츠(REITs)는 부동산투자회사라는 제도와 정확히 일치하지는 않지만, 사실상 이의 미국식 표현이라고 해도 과언이 아니다. 따라서 부동산투자회사라는 용어만 규제할 것이 아니라, 리츠 또는 REITs라는 용어에 대해서도 그 사용함에 있어서는 제한이 필요하지 않을까 생각한다.

또한 자회사와 관련하여 개정 법률 제27조의 유가증권에 대한 투자에서 투자자 보호나 자산의 안정적 운용을 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령이 정하는 경우 다른 회사의 의결권 있는 발행주식의 100분의 10을 초과하여 취득할 수 있도록 하고 있다. 미국의 리츠제도에서는 10%의 자산요건상 한 회사의 의결권 있는 주식의 10% 이상을 소유할 수 없으므로 미국의 리츠도 원칙적으로 자회사를 소유할 수 없었으나, 1986년 법개정 후 리츠는 자격있는 자회사(QRS, Qualified REIT Subsidiary) 발행주식의 100%를 소유하는 것이 허용되었다. 리츠가 QRS를 가지는 경우, 자회사의 모든 자산, 부채, 소득항목, 손실, 공제, 채권 등은 모두 리츠의 것으로 간주되었다. 리츠가 이러한 자회사가 필요한 이유는 리츠가 자신의 자산을 관리할 때에 자산관리와 연결되어서 발생하는 여러 가지 법적인 책임에 리츠가 연루되지 않도록 절연(bankruptcy or liability remote vehicle)이 필요하였기 때문이었다. 따라서 관련되는 시행령 제정에 있어서는 자산

10) 법인은 실거래가가 기준을 적용받고, 법인에게에는 다양한 중과세 제도가 존재한다.

관리나 호텔리츠에서와 같이 영업을 통한 이익을 리츠회사가 합법적으로 양수받도록 하기 위해서 다른 회사의 의결권 있는 발행주식의 100분의 10을 초과하여 보유할 수 있는 경우로서 자산관리, 영업이익의 확보 등에 대해서 폭넓게 인정할 필요가 있다.

마지막으로 지적할 수 있는 것은 개정 법률 제9조에서 보는 바와 같이 일반에의 주식청약에 대한 강제규정에 대한 것이다. 개정 법률에서도 변하지 않은 것은 기업구조조정 부동산투자회사를 제외한 여타 부동산투자회사는 처음부터 주식의 100분의 30 이상은 일반에 청약을 제공해야 하는 것으로 되어 있다는 것이다. 즉, 일반에 청약을 제공한다는 것은 모집설립의 한 전형으로 볼 수 있는데, 부동산투자회사의 경우 모집설립이 용이하지는 않은 것이 부동산시장의 현실이다. 즉, 모집설립을 하기 위해서는 일반에게 투자계획서를 보여주어야 하는데, 확보하지도 않은 부동산에 대한 투자계획서가 일반에게는 설득력이 없다는데 모집설립에의 근본 문제가 있는 것이다. 앞으로 모집설립을 강제하는 본 규정이 부동산투자회사의 설립을 어렵게 만들 수 있는 주요한 요인 중의 하나가 될 수 있을 것으로 예상되며, 이에 대한 전향적인 입법자세가 필요하다고 판단된다.

## 5. 결론

개정 「부동산투자회사법」은 기존의 법규에 의해서 기업구조조정 부동산투자회사를 제외하고는 K 리츠가 한 건도 설립되지 못한 것에서 개정의 필요성이 제기되었고, 결국 새로운 정부가 들어서서야 개정이 되기에 이르렀다. 제도의 변화가 능장을 보이는 동안, 그간 상승하였던 부동산 가격에 대한 자본이득은 일부 부동산 보유자의 손으로만 들어가게 되었고, 건전한 자본시장을 통한 간접투자자는 시장을 통해 개입할 만한 여지도 없었던 것이다. 그나마, 설립이 되었던 기업구조조정 부동산투자회

사는 몇 개의 회사를 제외하고는 채권의 발행과 유사한 형태로 부동산을 매입, 매도하여 자본 이득이 주식에 반영될 여지가 적었던 것이 사실인 것이다.

따라서 부동산 업계와 자본시장은 『부동산투자회사법』의 개정을 간절히 기대해 왔으며, 개정 법률은 여러 가지 측면에서 이러한 시장의 요구를 충분히 반영하였다고 본다. 이번 개정 법률에서 실로 여러 가지가 바뀌었지만, 가장 핵심은 아마 위탁관리 부동산투자회사라는 제도를 만들고, 최저 자본금의 한도를 250억 원으로 낮춘 것이라고 할 수 있을 것이다. 이러한 법 개정은 결국 위탁관리라는 제도를 통하여 부동산투자회사의 수익성을 제고한 것이며, 최저자본금을 낮춤으로써 설립의 문턱을 낮춘 것으로 볼 수 있는 것이다. 이러한 변화는 기존의 법률과 비교하여 획기적인 변화라고 할 수 있다.

그러나 제도의 변경에도 불구하고 당분간 리츠회사의 본격적인 설립은 붐을 이룰 정도로 많을 것 같지는 않다. 그것은 부동산의 가격이 이미 상당부분 상승하여 자본이득을 기대하기에는 어렵게 되었고, 위탁관리 부동산투자회사와 유사한 「자산운용업법」에 의한 부동산간접투자기구라는 제도도 거의 같은 시기에 성립이 되었기 때문이다. 따라서 리츠회사의 설립은 부동산 가격조정이 어느 정도 마무리되고 부동산 소유자가 리츠를 하나의 매각 수단으로 간주할 수 있는 2~3년 후이나 본격적으로 이루어지길 것으로 예상된다.

## 참고문헌

- 건설교통부. 2002. 『리츠제도의 법적 고찰 및 개선방향』.  
 \_\_\_\_\_. 2004. 『부동산투자회사법 개정안 입법예고』.  
 국회. 2001. 『부동산투자회사법안 심사보고서』.  
 \_\_\_\_\_. 2004. 『부동산투자회사법 중 개정 법률안 검토보고』.  
 김소환. 2001. 「부동산투자회사의 발전방향」, 《부동산학연구》, 제7집 제1호

- 김일수. 1999. 『부동산증권화와 가치평가의 과제』. 《부동산 Research》, 봄(창간호).
- 김영근. 2001. 『한국 부동산투자회사의 문제점에 관한 연구』. 세미나 자료.
- 민태욱. 2002. 『부동산투자회사에 대한 조세지원의 근거 및 개선방안』. 『토지 공법연구』.
- 박상덕 외. 2001. 『우리나라 리츠이론과 실무』. 형설출판사.
- 박원석·박용규. 2000. 『REITs 도입의 영향과 정책과제』. 삼성경제연구소.
- 삼성증권. 2003. 『한국 주택시장 분석 II』. 『Economic Research』.
- 신창득. 2000. 『부동산투자회사제도와 부동산업계의 변화전망』. 한국부동산컨설팅 협회.
- Howe, John S. and Ravi Jain. 2004. "The REIT Modernization Act of 1999." *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 28:4, pp.369~388.
- Akhigbe, Aigbe et al. 2004. "Market Signals Associated with REIT IPOs." *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 28:4, pp.355~367.
- Glascok, John L. et al. 2004. "The Riskiness of REITs Surrounding the October 1997 Stock Market Decline." *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 28:4, pp.339~354.
- Giliberto, M. and A. Mengden. "REITs and Real Estate: Two Markets Reexamined." *Real Estate Finance*, 13, pp.56~62.