

리츠를 통한 부동산 간접투자 활성화 방안*

선임연구위원 김필규

그동안 국내 리츠는 일반투자자의 부동산 간접투자상품 공급 확대 수단보다는 기관투자자를 대상으로 한 사모 투자수단이나 임대주택 확대와 같은 주택정책의 수단으로 주로 활용되었다. 그러나 최근 리츠 상장이 증가하고, 일반투자자의 리츠 투자에 대한 관심이 증가하는 등 상장리츠시장이 일부 활성화되는 모습을 보이고 있다.

그럼에도 불구하고 국내 리츠시장은 일반투자자의 다양한 부동산 간접투자 수요에 부합한 시장 구조가 형성되어 있지 못한 상황이다. 대부분의 리츠가 사모로 설정되어 상장리츠의 시장규모가 작은 상황이며, 투자대상도 제한적이다. 리츠에 대한 이중적인 규제와 엄격한 상장기준 및 상장리츠에 대한 제도적인 지원 미흡으로 리츠의 상장 유인이 높지 않다. 상장된 개별 리츠의 경우에도 제도적인 제약으로 인하여 새로운 자산을 추가하는데 제약이 존재하여 규모가 영세한 수준을 벗어나지 못하고 있다.

향후 리츠시장의 지속적인 발전을 위해서는 상장리츠를 중심으로 시장구조를 재편할 필요가 있다. 일반투자자의 투자수요에 부합한 다양한 부동산 간접투자의 기회를 확대하고 적절한 수익성을 제공하는 시장을 형성해야 리츠시장이 장기적으로 발전할 수 있다. 이를 위해서는 높은 수익성을 제공하는 부동산에 대한 리츠 상장이 확대되고 다양한 부동산의 상장을 통해 투자자 선택의 폭이 확대되어야 한다. 또한 기존에 상장된 리츠의 규모를 지속적으로 확대하는 방안을 마련해야 한다. 현재의 1물 1리츠 구조를 개선하여 새로운 자산의 편입을 촉진하는 제도가 도입되어야 한다. 복층 재간접 상장리츠에 대한 규제 개선을 통해 확장성을 제고하는 것이 하나의 대안이 될 수 있다. 이와 더불어 외국의 상장리츠시장을 활성화시킨 사례 등을 검토하여 상장리츠에 대한 인센티브를 제공하는 방안도 검토될 필요가 있다.

리츠(Real Estate Investment Trusts: REITs)는 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산 또는 부동산과 관련된 유가증권에 투자·운용하여 발생하는 수익을 투자자에게 배당하는 간접투자기구이다. 그동안 국내 리츠는 일반투자자의 부동산 간접투자상품 공급 확대의 수단보다는 기관투자자를 대상으로 한 사모방식의 투자수단이나 임대주택 확대와 같은 주택정책의 수단으로 주로 활용되었다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

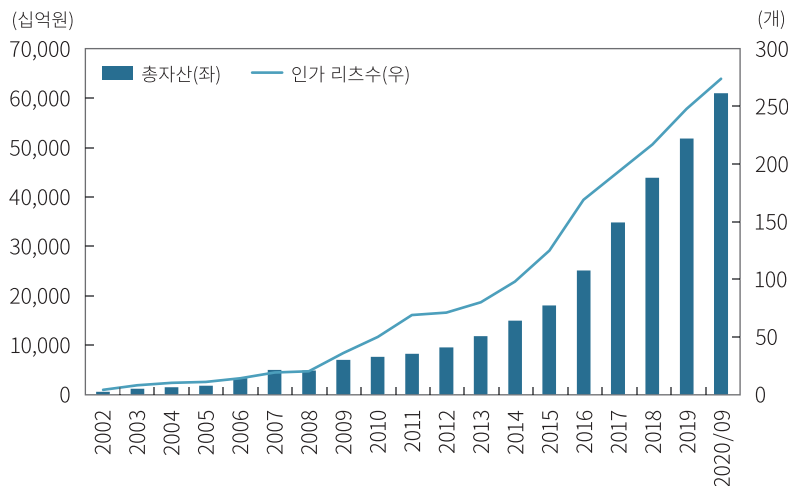
이에 따라 리츠시장의 규모 확대에도 불구하고 일반투자자의 부동산 간접투자수단으로의 기능은 원활하게 이루어지지 못했다.

그러나 2019년부터 리츠시장의 구조가 점진적으로 변화하고 있다. 리츠의 상장이 증가하고 투자자의 상장리츠에 대한 관심이 증가하고 있다. 이는 리츠의 공모·상장을 활성화하려는 정부의 정책 및 상장리츠의 공급을 확대하려는 리츠 운용업계의 노력이 효과를 나타내었기 때문이다. 그럼에도 불구하고 신규 공모발행을 추진하던 일부 리츠가 저조한 청약으로 발행에 실패하는가 하면 일부 상장리츠는 공모가를 밑도는 저평가 국면이 장기화되고 있다. 이에 본고에서는 국내 리츠시장의 현황과 문제점을 살펴보고, 상장리츠시장의 활성화 방안을 검토한다.

국내 리츠시장 현황

국내 리츠시장은 2001년 부동산투자회사법 제정을 통해 도입¹⁾되었다. 리츠제도의 도입 이후 국내 리츠시장은 규모 측면에서 지속적인 성장세를 기록하였다. 리츠 총자산은 2010년 7.6조원에서 매년 성장세를 기록하여 2020년 9월말에는 61조원을 기록하였다. 인가 리츠의 수도 2010년 50개에서 2020년 9월말에는 274개로 늘어났다.

〈그림 1〉 리츠 자산규모 추이



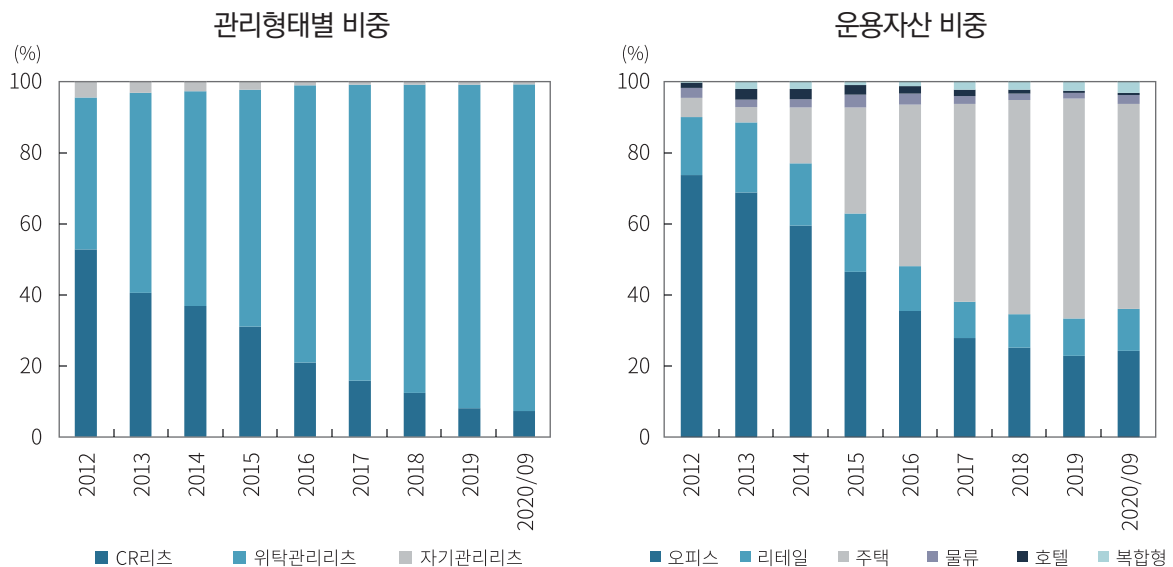
자료: 한국리츠협회

1) 부동산투자회사법은 리츠의 유형, 리츠회사 인허가, 업무범위, 증권발행 및 리츠회사에 대한 규제 등을 포함한 리츠제도 전반을 규율하는 법이다.

리츠시장의 유형별 비중을 보면 시장상황의 변화와 제도 활용 목적에 따라 투자구조와 투자대상 및 상품구조가 변화하고 있다. 관리형태별²⁾ 리츠의 비중을 보면 제도 도입 초기에는 구조조정리츠가 대부분을 차지하였으나 이후 위탁관리리츠의 비중이 점진적으로 늘어나 2020년 9월말 기준 전체 리츠의 92%가 위탁관리리츠이다.

리츠의 투자대상은 주택부문에 높은 집중도를 나타내고 있다. 리츠는 오피스, 리테일, 주택, 물류, 호텔 및 복합형 부동산 등 다양한 부동산에 투자가 가능하다. 리츠의 투자자산중 주택의 비중은 2012년 5.3%에서 매년 지속적으로 증가하여 2020년 9월에는 57.5%로 늘어났다. 이와 같이 리츠의 주택 투자 비중이 높은 것은 LH공사가 리츠를 활용하여 임대주택 공급을 확대하였기 때문이다. LH공사는 2014년부터 임대주택리츠를 도입하였고 대부분의 임대주택리츠는 기관투자자를 대상으로 사모로 발행되었다. 현재 LH공사가 발행한 리츠는 리츠시장 전체의 36.8%를 차지하고 있다. LH공사의 임대리츠 확대는 임대주택 공급을 확대하고, LH공사의 재무적 부담을 줄이는 효과를 거두었다. 또한 다양한 요인으로 침체되어 있던 리츠시장을 활성화하는데 기여하였다. 그러나 한편으로 임대주택의 낮은 수익률이 전체 리츠의 수익률을 하락시키는 요인으로 작용하고 있고, 사모 위주의 발행으로 인하여 공모 리츠시장을 위축시키는 결과를 초래했다.

〈그림 2〉 리츠의 구성 비중 추이



2) 리츠는 관리형태에 따라 자기관리리츠, 위탁관리리츠 및 기업구조조정리츠로 구분할 수 있다. 자기관리리츠는 자산운용전문인력 등을 포함한 임직원을 상근으로 두고 자산의 투자운영을 직접 수행하는 회사이고, 위탁관리리츠는 리츠회사의 투자운영을 자산 관리회사에 위탁하는 구조이며, 기업구조조정리츠는 기업의 구조조정을 위해 매각하는 부동산에 투자하는 리츠이다.

상장리츠시장 현황

과거 리츠는 주무부서의 인가를 받은 뒤 공모발행을 실시하고 일정한 외형조건만 갖추면 상장이 가능했다. 이에 따라 2000년대 초반 구조조정리츠를 중심으로 상장이 활발하게 이루어졌고, 2010년부터는 일부 자기관리리츠가 상장되었다. 그러나 2011년 자기관리리츠의 가장 납입 사건이 발생하였고, 일부 자기관리리츠의 투자자 보호 문제가 발생하여 상장리츠의 건전성이 크게 저하되었다. 이에 따라 한국거래소는 상장리츠의 건전성 제고를 위해 리츠의 상장기준을 대폭 강화하였고, 다수의 자기관리리츠를 상장폐지시켰다. 이러한 상황에서 리츠 운용회사는 기관투자자를 대상으로 한 사모방식의 리츠 모집에 주력하였고, 이에 따라 공모·상장리츠시장은 장기적인 침체기에 들어갔다. 2015년에는 상장리츠의 수가 2개에 불과하였고, 상장을 추진하던 일부 리츠의 경우에는 상장기준을 맞추지 못하여 사모발행으로 돌아서기도 하였다.

이와 같이 상장리츠시장의 침체가 장기화됨에 따라 정부는 리츠제도를 개선하고 상장리츠시장을 활성화하려는 정책을 추진하였다. 2016년에는 리츠 상장요건을 일부 완화하고 사모리츠의 공모전환을 촉진하는 리츠산업 경쟁력 제고방안을 발표하였다. 2018년에는 개인투자자의 리츠 투자기회를 확대하기 위해 공모·상장리츠 활성화 방안을 발표하였다. 동 개선방안은 리츠의 상장요건을 개선하고, 주택도시보증기금의 여유자금에 대한 리츠 투자를 확대하는 한편 펀드의 리츠 재투자 규제를 완화하는 내용을 포함하고 있다. 또한 일반투자자의 리츠 투자 의사결정을 지원하기 위해 리츠의 신용평가제도를 도입하고, 리츠의 다양한 수익구조와 양질의 투자자산 취득을 위해 리츠의 대출자산 투자를 허용하였다.

이러한 상장리츠 활성화 정책은 2019년부터 리츠 운용사들의 리츠 상장을 촉진하는 효과를 나타내고 있다. 특히 저금리 상황에서 안정적인 수익을 제공하는 부동산 간접투자에 대한 일반투자자의 관심이 증대함에 따라 다양한 부동산을 기초로 하는 리츠의 상장이 이루어져 상장리츠의 수는 2018년말 5개에서 2020년 12월 현재 13개로 늘어났다.

2019년 이후 발행된 리츠의 특성을 살펴보면 신규 상장된 리츠의 유형은 모두 위탁관리리츠 구조이다. 신규 상장리츠는 다양한 부동산을 기초로 발행이 되고 있다. 2019년 10월 리테일 부동산을 기초로 롯데리츠가 발행된 이후 임대주택, 오피스, 리테일, 물류창고, 주유소 및 해외부동산 등 다양한 부동산을 기초로 한 상장리츠가 설정되고 있다. 이지스레지던스, 이지스밸류리츠, NH프라임리츠는 복층재간접³⁾리츠 구조로 발행되었다.

3) 모펀드가 다수의 자펀드를 투자하는 리츠를 의미한다.

〈표 1〉 상장리츠 현황

(단위: 억원)

종목명	상장일	유형	자본금/자산	시가 총액	자산특성
에이리츠	2011.7	자기관리	184/ 921	239	· 토지(남양주시 다산동, 문래동 e편한세상) 부동산 개발사업 중심
케이탑리츠	2012.1	자기관리	451/ 2,040	351	· 주디스태화, 완정빌딩, 판교산운아펠바움, 화정빌딩, 미원빌딩, 서초빌딩, 김포빌딩, 에이제이빌딩
모두투어리츠	2016.9	자기관리	391/ 1,080	212	· 스타즈호텔(명동1, 명동2, 동탄)
이리츠코크렙	2018.6	구조조정	317/ 5,875	3,585	· 직접소유: NC백화점, 뉴코아아울렛 간접소유: 2001아울렛 2개
신한알파리츠	2018.8	위탁관리	523/ 6,384	3,474	· 판교 알파돔타워, 용산 더프라임 오피스
롯데리츠	2019.10	위탁관리	860/ 15,838	9,458	· 롯데백화점 4개, 롯데마트 4개, 롯데아울 렛 2개
NH프라임 리츠	2019.12	위탁관리	933/ 918	846	· 수익증권 및 우선주 일부(서울스퀘어, 강남 N타워, 삼성물산 서초사옥, 잠실 SDS타워)
이지스밸류 리츠	2020.7	위탁관리	240/ 1,174	1,068	· 수익증권(서울 태평로 빌딩)
이지스레지던스 리츠	2020.8	위탁관리	206/ 1,030	920	· 지분증권(부평 더샵 민간임대주택)
미래에셋맵스 리츠	2020.8	위탁관리	201/ 2,961	957	· 광고 상업시설
제이알글로벌 리츠	2020.8	위탁관리	686/ 3,376	8,098	· 벨기에 브뤼셀 Finance Tower Complex
코람코에너지 리츠	2020.8	위탁관리	348/ 10,317	3,328	· 전국 187개 주유소의 토지, 건물 등
ESR켄달 스퀘어리츠	2020.12 (상장예정)	위탁관리	3,592/ 4,183	-	· 수도권 및 부산의 물류센터에 투자한 수익 증권 및 리츠지분

주 : 2020년 12월 기준

자료: KRX, 한국리츠협회, 각사

국내 상장리츠시장의 문제점

이상에서와 같이 최근 리츠 상장이 증가하고, 일반투자자의 리츠 투자에 대한 관심이 증가하는 등 상장리츠시장이 활성화되고 있다. 그럼에도 불구하고 전체 리츠시장에서 상장리츠가 차지하는 비중은 낮은 상황이다. 이와 같이 국내 상장리츠시장이 발달하지 못한 것은 다음과 같은 다양한 문제가 존재하기 때문이다.

우선 국내 리츠시장이 법적 근거와 목적에 부합하는 시장구조가 형성되지 못하고 있다는 문제점이 존재한다. 일반투자자들에게 부동산에 투자할 수 있는 기회를 확대하고 건전한 투자를 활성화한다는 부동산투자회사법의 취지에도 불구하고, 상장리츠시장이 활성화되지 못하여 일반 투자자가 투자할 수 있는 상품이 부족한 상황이다. 이는 상장리츠에 대한 세제혜택과 같은 인센티브가 크지 않은 상황에서 상장에 대한 엄격한 기준이 도입되었고, 투자자 모집시 판매수수료와 같은 추가 비용이 발생하며, 투자자 모집의 불확실성을 감수해야 하는 요인으로 리츠 운용사가 상장리츠의 설정을 꺼린 것이 주요 요인으로 작용하였기 때문이다. 투자자의 측면에서 일부 자기관리리츠의 부실화로 리츠에 대한 신뢰가 하락한 것이 상장리츠에 대한 투자 수요를 위축시킨 요인으로 작용하였다. 또한 상장리츠의 규모가 작고 종류도 다양하지 못하여 부동산 간접투자의 수단으로 리츠 투자에 대한 관심이 낮아진 것도 상장리츠시장을 위축시킨 요인이 되었다.

상장리츠의 경우 규모가 영세한 수준을 벗어나지 못하고 있다는 문제도 있다. 국내 상장리츠의 평균 자산규모는 4,000억원 내외로 리츠가 발달한 미국, 일본, 싱가포르 등에 비해 매우 적은 규모이다. 리츠가 발달한 주요 국가들은 리츠의 성장을 지원하는 제도개선을 통해 투자자의 신뢰도를 제고하는 정책을 추진하였다. 미국은 업리츠(UPREITS)⁴⁾의 도입을 통해 리츠의 규모를 크게 증가시켰고, 다양한 투자자들을 모집하여 시장을 확대하는 효과를 거두었다. 일본과 싱가포르의 경우에는 스폰서드 리츠(Sponsored REITs)⁵⁾제도를 도입하여 지속적인 자산 확보와 자금유치를 하였다. 이와 같이 수익성이 높은 부동산을 지속적으로 리츠에 포함시키는 확장성이 리츠의 신뢰성과 성장성을 높이는 주요한 요인으로 작용한다. 그러나 국내 상장리츠의 경우 1물 1리츠 구조로 증자를 통한 리츠 자본금의 증액이나 새로운 부동산의 유입이 차단된 구조를 지니고 있기 때문에 상장리츠의 규모 확대에 제약이 존재한다. 리츠 규모의 영세성은 일반투자자들의 투자에 대한 신뢰도를 낮추는 요인으로 작용한다.

국내 리츠시장은 사모위주의 시장구조로 인해 시장의 투명성과 효율성이 낮다. 리츠가 활성화된 대부분의 국가는 공모리츠가 활성화되어 수익과 비용에 대한 투명한 공개가 이루어지고 있으며, 시장 가격이 형성되어 시장투명성과 효율성이 높은 구조를 지니고 있다. 또한 리츠가 활성화되어 있는 대부분의 국가들은 상장리츠를 기초로 인덱스를 도입하고 이를 활용한 다양한 상품이 개발되고 있다. 일부 국가와 지수제공회사가 공급하는 리츠 지수는 ETF, 펀드 등 관련 파생 상품의 벤치마크로 이용되고 있다. 가장 널리 사용되는 글로벌 리츠 지수는 FTSE와 EPRA(유럽상장부동산협회) 및 Nareit(미국부동산투자신탁협회)가 함께 개발한 FTSE EPRA/Nareit GLOBAL Real Estate INDEX로 전세계 부동산 부문의 50% 가량을 추적하여 상장 부동산시장의 글로벌 표준 지수로 사용되고 있다. 일본은 2000년

4) UPREITS는 리츠가 부동산을 직접 소유하지 않고, 부동산 소유주가 운영조합(operating partnership)으로 참여하여 현물 출자 및 지분을 소유 하는 방식으로 이러한 구조를 도입하여 기업 또는 개인이 보유한 부동산을 리츠로 편입하는 계기를 마련하여 시장 규모가 크게 증가하였다.

5) 스폰서는 리츠와 같은 투자 도관체의 구성 및 운영을 주도하는 기업을 의미하며, 보유 자산을 이양하거나 리츠의 자금 조달과 자산 운용, 시설 관리 등을 전반적으로 지원함으로써 리츠 안정성을 높이고 투자자의 신뢰도를 높여주는 역할을 수행한다.

리츠시장을 도입한 이후 단기간 내에 시장이 크게 성장하자 2010년 J-REITs 시장의 전반적인 척도를 보여주는 리츠지수(The Tokyo Stock Exchange REIT Index)를 도입하였다. 그러나 국내의 경우 사모위주의 리츠시장 구조와 부동산 관련 지표의 부족 등으로 의미있는 리츠 관련 정보제공에 제약이 존재하고, 관련지수의 개발이 어려운 상황이다.

국내 상장리츠의 투자자층이 제한되어 있는 것도 상장리츠시장의 활성화에 제약으로 작용하고 있다. 외국의 경우 상장리츠가 신규자산을 추가로 편입하여 리츠규모를 확장하고 있으며, ETF나 주식형 펀드의 리츠에 대한 투자가 활발히 이루어지고 있다. 그러나 국내의 경우에는 기관투자자의 상장리츠에 대한 투자가 저조한 상황이다. 정부는 상장리츠의 활성화를 위해 자본시장법 시행령을 개정하여 공모재간접리츠의 사모부동산펀드의 투자를 허용했다. 이러한 제도개선에 따라 일부 상장리츠가 복층재간접리츠구조로 발행되었다. 그러나 현행 제도상 공모주식펀드와 공모주식형 ETF는 복층재간접리츠에 투자를 할 수 없는 상황⁶⁾이다. 이러한 제도적인 제약으로 인하여 국내의 복층재간접구조를 도입한 리츠는 공모가 이하의 저조한 실적을 나타내고 있고 복층재간접구조를 도입하여 설계된 리츠의 원활한 상장에도 제약이 존재하고 있다.

상장리츠 활성화 방안

향후 리츠시장의 지속적인 발전을 위해서는 상장리츠를 중심으로 시장구조를 재편할 필요가 있다. 상장리츠는 다양성, 수익성, 유동성 및 투명성의 측면에서 다른 투자대상에 비해 장점을 지닌 투자수단이다. 이에 따라 일반투자자의 투자수요에 부합한 상장리츠의 공급을 확대하고, 시장을 활성화하기 위한 제도적인 지원을 통해 리츠시장이 장기적인 발전을 도모해야 한다.

우선 투자자의 수요에 부응한 상품성 높은 상장리츠의 공급이 확대되어야 한다. 높은 수익성을 제공하는 부동산을 기초로 리츠 상장이 확대되어 상장리츠에 대한 투자자의 인식이 개선되고, 다양한 부동산의 상장을 통해 선택의 폭이 확대되어야 한다. 이를 위해 리츠 운용사가 수익성이 높은 부동산에 대한 리츠 상장을 확대하는 노력이 필요하다. 자산운용사의 상품개발능력과 운용능력을 제고하여 수익성 높은 부동산을 발굴하고 이를 적극적으로 상장시켜야 한다. 상장리츠의 투자 대상도 다양화되어야 한다. 국내 상업용부동산에 제한된 투자대상을 해외부문과 인프라 등으로 확대하여야 한다. 상장리츠의 대형화도 추진되어야 한다. 이를 위해 스폰서드 리츠를 적극적으로 도입해야 한다. 대형 금융기관, 개발회사, 건설회사, 운용회사, 그리고 부동산보유회사 등의 공신력과 자금력을 지닌 회사들이 스폰서가 되어 리츠를 설정하고 이를 상장시킴으로써 상장리츠의 규모를 확대해야 한다. 또한 기존에 상장된 리츠의 규모를 확대하는 방안도 마련해야 한다. 현재의 1물 1리츠 구조를 개선하여 새로운 자

6) 자본시장법상 공모재간접펀드가 사모펀드에 40%이상 투자한 경우 그 공모재간접펀드는 다른 공모펀드가 투자할 수 없도록 하고 있으며, 리츠는 자본시장법상 집합투자기구로 해석하기 때문에 예외가 적용되지 않는 경우 공모주식펀드나 공모주식형 ETF는 상장된 복층재간접리츠에 투자할 수 없는 상황이다.

산의 편입을 촉진하여 리츠의 확장성을 높여야 한다. 복층재간접 상장리츠에 대한 규제 개선을 통해 확장성을 제고하는 것이 하나의 대안이 될 수 있다. 복층재간접 상장리츠는 다양한 부동산 투자를 통해 포트폴리오 효과를 거둘 수 있는 투자상품이다. 이러한 상품의 도입을 촉진하기 위해 주식형펀드나 ETF 등이 복층재간접 상장리츠에 투자할 수 있는 제도 개선이 필요하다.

제도적인 측면에서 상장리츠 활성화를 위한 제도개선의 실효성을 높여야 한다. 상장리츠의 계속성과 안정성을 제고하는 규제는 유지 또는 강화하되 기존의 이중적인 규제에서 발생하는 불합리한 규제는 줄이는 방식의 규제개선이 추진되어야 한다. 리츠의 상장을 촉진하기 위한 상장기준의 추가적인 완화도 추진되어야 한다. 정부는 리츠의 상장을 촉진하기 위해 비개발위탁관리리츠에 대한 예비심사 면제 등 상장기준을 완화하였다. 그럼에도 불구하고 위탁관리리츠의 경우 일정 수준 이상의 경영성과를 요구하고 있고 최소자본금도 과도한 상황이다. 따라서 위탁관리리츠의 경우에는 간접투자상품의 특성을 감안하여 상장기준을 대폭 완화할 필요가 있다. 또한 투자자의 성향이나 투자물건 등의 특성을 고려하여 시장이 최적의 부동산 간접투자기구를 선택할 수 있도록 다양한 구조 도입을 검토해야 한다. 장기적으로 리츠도 부동산 펀드와 같이 주식회사 형태 이외에 부동산 운용에 대한 역량 향상과 전문운용에 따른 전문인력 및 인프라 기반구축을 전제로 신탁형 리츠의 설립 허용을 검토할 필요가 있다.

상장리츠시장을 활성화하기 위해서는 제도적인 인센티브가 마련되어야 한다. 공모로 발행된 리츠에 대해 법인세 감면, 취득세 감면, 양도소득세 이연, 배당금에 대한 세금 혜택 등을 부여하여 공모발행을 유도해야 한다. 외국의 상장리츠시장을 활성화시킨 사례 등을 검토하여 상장리츠에 대한 인센티브를 제공하는 방안도 검토될 필요가 있다. 미국의 업리츠 제도 도입의 사례를 참고하여 신규 부동산 물건의 리츠 편입이나 기존 리츠 간의 통합에 대하여 양도소득세 이연과 같은 다양한 혜택을 부여하고 절차를 용이하게 개선하여 합병과 대형화를 유도하는 방안의 도입을 검토해야 한다.