



국내 리츠 자금조달 방안에 관한 연구: 한국 유상증자와 미국 상환전환우선주 사례를 중심으로

김현중*, 정희형**, 노상윤***

요 약

본 연구는 국내 상장 리츠의 자금조달 문제를 해결하기 위한 대안으로 상환전환우선주(redeemable convertible preferred stock, RCPS)의 도입 가능성과 효과를 분석하였다. 기존 유상증자 방식은 투자자 신뢰 저하, 추가 하락, 지분 희석 등 구조적 한계가 존재하며, 이에 따라 미국 리츠의 RCPS 발행 사례를 조사하여 시사점을 도출하였다. Alexandria, Digital Realty 등 사례 분석을 통해 RCPS가 안정적인 배당 제공, 전환 및 상환 기능을 통해 투자 유인을 높이고 자본 재구조화에 기여함을 확인하였다. 국내 적용을 위해 Cap. Rate 기반 배당모델, 청산우선권, initial public offering(IPO) 래칭 조항 등을 반영한 구조를 제안하였으며, 리스크 및 제도적 요건도 검토하였다. RCPS는 리츠의 대형화와 ETF 편입 요건 충족을 지원하며, 국내 리츠 시장 활성화 및 투자 다변화에 기여할 수 있는 실효성 있는 수단으로 평가된다.

주제어: 리츠, 상환전환우선주, 자금조달, 유상증자, 우선주

1. 서론

1. 연구배경 및 필요성

리츠(real estate investment trust, 이하 REITs)는 1960년 아이젠하워 대통령(President Dwight D. Eisenhower)이 소액 투자자들의 소득 창출 수단으로 부동산과 주식투자의 우수한 속성을 결합하는

새로운 접근법을 위한 법안인 부동산투자신탁법에 서명하면서 미국에서 처음 시작되었다. 1961년 6개의 리츠가 설립되었고, 1965년 콘티넨탈 모기지(continental mortgage)가 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange, 이하 NYSE)에 최초로 상장하였다.

국내에는 1997년 외환위기 이후 기업들이 보유한 부동산을 유동화하여 기업구조조정을 촉진하

* (제1저자) 국민연금 기금운용본부 아시아사모투자팀 팀장, E-mail: hjkim@nps.or.kr

** 한국은행 기획협력국 디지털혁신실 과장, E-mail: hhjung@bok.or.kr

*** (교신저자) 전북대학교 대학원 연금관리학과 교수, E-mail: dennis@jbnu.ac.kr

기 위하여 2001년 5월 7일 부동산투자회사법(이하, 부투자법)을 제정하면서 도입되어 국내에서는 부동산투자회사를 리츠라고 칭한다.

미국리츠협회(National Association of Real Estate Investment Trusts, 이하 NAREITs)에 의하면, 전 세계적으로 약 50억 명 이상의 인구를 가진 40개 이상의 국가와 경제권역에 리츠 시장이 조성되어 있고, 2022년 기준 상장 리츠는 총 893개이고, 지분형(equity) 리츠의 시가총액은 약 1.9조 달러로 추산된다.

우리나라 리츠 시장과 큰 차이를 보이는 미국 상장 리츠의 주요 특징과 현황들을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 미국 상장 리츠는 총 14개 섹터로 분류된 경제 및 산업활동에 필요한 다양한 종류의 부동산 또는 인프라 자산에 투자한다. 따라서 상장 리츠를 통해 불특정 다수의 투자자가 다양한 수익형 자산(income producing property)에 분산 투자하는 기회를 제공하는 동시에, 그 개발이익과 순운영소득(net operating income, 이하 NOI)을 공유함으로써 투자자들의 투자수익 증대와 가계 및 국가 경제적 파급효과를 창출하고 있다.

둘째, 미국 상장 리츠는 월 또는 분기 주기로 배당하는 종목이 모기지 리츠(mortgage REITs, 이하 mREITs)와 우선주(preferred stock)를 중심으로 다수 존재한다. 이에 투자자는 정기 배당을 꾸준히 재투자하여 월 복리 또는 분기 복리의 효과를 창출하면서 안정적인 노후 생활자금을 조달하는 포트폴리오를 보유하고 있다. 하지만 국내의 경우 단 3개의 분기 배당 종목 이외에는 단순히 반기 또는

연간 1회만 배당하고 있어 가계와 국가 경제적 파급효과 측면에서 큰 차이가 있다.

셋째, 미국 상장 리츠는 연 8.22% 이상의 고배당 누적적 지급 상황우선주(cumulative high-dividend redeemable preferred stock, 이하 CHRP Stock) 시장도 조성되었다. 이러한 특성에 의해 해당 주가의 변동폭도 국내 리츠 주가에 비해 상대적으로 적어 안정적인 투자 성과를 기대할 수 있다.

넷째, 미국 상장 mREITs가 투자자에게 연 10%대의 약정 배당을 매월 일정하게 나누어 지급하면서 미국 전체 1백만 가구의 주택 공급을 위한 자금 조달을 지원하였다(NAREITs¹⁾). 이에 반해 국내 정책 리츠라 부르는 공공임대주택 리츠는 임대 운영 기간 낮은 배당수익률로 인해 상장(listing)하지 못하고 있다.

이러한 특성들에 기초할 때 미국 상장 리츠 시장은 투자자의 실질적인 권익이 잘 보호된 투자 환경이 조성되어 있다고 판단된다. NAREITs에 따르면, 미국 192개 상장 리츠 지분 시가총액은 전 세계 시장(1.9조 달러)의 약 73.7%에 해당하는 약 1.4조 달러이고, 이들이 보유한 총 575,000개 자산의 가치는 약 4조 달러이며, 2022년 1년간 배분한 배당금은 미국 GDP(25.74조 달러)의 0.43%에 해당하는 총 1,099억 달러로 집계되었다. 또한 2022년 미국 리츠 시장은 총 340만 명의 풀타임(full-time) 고용을 창출하였고, GDP의 1.02%(2,630억 달러)에 해당하는 근로소득을 창출한 것으로 조사되었다. 특히 2023년 기준 미국 전 국민의 51.5%(약 1.7억 명)가 이러한 상장 리츠를 보유하여 든든한 노후생활 자금을 준비하고 있다.

1) <https://www.reit.com/what-reit-types-reits/guide-mortgage-reits>

부투법 제1장 총칙 제1조(목적)에 “이 법은 부동산투자회사의 설립과 부동산투자회사의 자산운용 방법 및 투자자 보호 등에 관한 사항을 정함으로써 일반 국민이 부동산에 투자할 수 있는 기회를 확대하고 부동산에 대한 건전한 투자를 활성화하여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다.”라고 명시하고 있다. 하지만 국내 리츠의 현황은 아직 미흡하다. 전체 운용 리츠 수에 비해 상장 리츠의 수는 24개에 불과하며, 투자 섹터는 오피스, 리테일, 물류, 호텔, 주택에 국한된다.

부동산을 중심으로 한 대체투자가 주목받기 전에 글로벌 기관투자자는 주로 주식과 채권, 두 자산군을 중심으로 투자 포트폴리오를 구성하였다. 이때 주식은 상대적으로 큰 리스크를 감수하면서 포트폴리오의 가치 증대를 주로 담당하였고, 채권은 상대적으로 낮은 리스크 속에 운용기관 또는 위탁자가 원하는 안정적인 정기 현금흐름을 창출하는 기능을 주로 담당하였다. 그러나, 장기간 저금리 시대가 지속되면서 필요한 현금흐름 확보가 불안정해지자 채권투자의 대안으로 등장한 것이 부동산과 인프라 시설을 중심으로 한 대체투자 자산군이다. 부동산과 인프라 시설은 매월 정기적인 임대료와 사용료 수입을 창출하고, 이를 배당 가능 채원으로 지급되는 배당 현금흐름은 과거 고금리 채권의 현금흐름을 대체할 수 있었다. 이러한 특징으로 특히 정기적으로 연금이나 보험 급여를 지급하기 위해 부채 지향 투자(liability driven investment, 이하 LDI)전략을 추구해야 하는 기관투자자에게 매력적인 투자 대상이 되었다. 아울러 중장기적으

로 투자자산의 자본가치도 꾸준히 상승하여 주식자산군의 역할도 보완할 수 있었고, 저금리 시대에 낮은 자본조달 비용을 활용하여 소위 레버리지(leverage) 수익을 추구할 수도 있었다. 그러나 저금리 시대가 막을 내리고 최근 급격한 금리 인상 뒤 불안한 금리 리스크가 투자시장에 큰 충격을 주었고, 특히 그동안 레버리지 수익률을 위해 타인자본 비중이 높았던 리츠들은 채무상환의 자본 재구조화를 위한 자금조달은 큰 과제에 직면했다.

아울러 공적 연기금과 공제회, 개인연금 및 퇴직연금 자금을 운용하는 outsourced chief investment officer(이하 OCIO) 펀드의 투자를 유치하고, ETF에 편입되기 위해 리츠의 대형화는 필수적인 요건이며, 이는 국내 대부분 상장 리츠의 오랜 현안 과제이다. 따라서 자본 재구조화와 리츠 대형화를 위한 효율적인 자본조달 방안은 매우 중요한 연구과제라고 할 수 있다.

2. 연구 목적 및 구성

본 연구는 국내 상장 리츠의 자금조달 문제를 해결하기 위해 상환전환우선주(redeemable convertible preferred stock, 이하 RCPS)²⁾를 새로운 수단으로 제시하고, 그 도입 가능성과 기대효과를 검토하는 것을 목적으로 한다. 구체적인 연구 목적은 다음과 같다. 국내 상장 리츠의 기존 유상증자 방식의 한계를 진단하고, 미국 리츠의 RCPS 발행 사례를 분석하여 성공 요인을 도출하며, 국내 리츠에 적합한 RCPS 구조(배당, 전환권, 상환권, 청산우선권 등)

2) 이하에서 전환우선주(convertible preferred stock, 이하 CPS)와 상환전환우선주(RCPS)를 포괄하여 설명이 필요한 경우 (R)CPS로 표기함.

를 제안하였다. 아울러 RCPS를 통한 리츠의 자본 재구조화 및 대형화 실현 가능성을 논의하고, 향후 정책적, 제도적 개선과 실증연구 과제를 제시하였다. 이를 위해 본 연구는 다음과 같이 구성하였다. 제I장 서론에서 리츠의 정의, 역사, 국내·외 시장을 비교하여 설명하였고, 국내 리츠의 자금조달 구조의 문제를 제기하였으며, RCPS 도입 필요성과 연구 목적을 제시하였다. 제II장은 문헌 고찰 및 이론적 배경을 유상증자의 경제적 효과를 가격압박가설, 정보전달가설 등으로 설명하고, 우선주와 RCPS의 개념 및 특성을 소개한 후 국내외 관련 학술연구를 검토하였다. 제III장에서 국내 상장 리츠 유상증자 사례 분석을 통해 유상증자 시행 리츠의 시가총액, 공모가, 할인율 등을 정량적으로 분석하고, 유상증자 성과 및 한계를 ETF 편입 실패, 주가 하락 등으로 설명하였다. 아울러 미국 리츠의 RCPS 발행 사례로 Alexandria, Digital Realty, RPT Realty, Wheeler 등의 사례를 발행 조건, 배당률, 전환 조건, 전략적 효과 분석 등을 심도있게 분석하였다. 제IV장에서 국내 리츠에의 적용 가능성 및 구조설계 방안을 제안하였다. Cap Rate 기반 배당모델, 1.5배 청산우선권 설계, initial public offering(이하 IPO) 래칭 조항 삽입 등 구체적 구조를 제안하고, 리스크 요소 및 제도 도입 요건을 검토하였다. 제V장 결론에서 주요 연구 결과와 정책적 함의 및 시사점을 제시하였다. RCPS 도입 실익과 기대효과를 요약하고, 제도적 정비, 기관투자자 유치, 지분 희석 방지 방안 등을 제안하였다. 연구 한계로 국내 RCPS 실증 사례 부족에 따른 한계, 회계·세무적 이슈, 시범사업 필요성 등을 제시하였다.

II. 문헌고찰 및 이론적 배경

1. 유상증자의 배경 및 기대효과

유상증자가 주가에 미치는 영향은 가격 압박가설(price pressure hypothesis), 부의 이전가설(wealth transfer hypothesis), 정보전달가설(information signaling hypothesis) 등 세 가지로 설명할 수 있다(이용환, 1994). 첫째, 가격압박가설에 따르면 유상증자로 인해 주식 공급이 일시적으로 증가하면서 수요-공급 불균형이 발생하여 주가가 하락한다. 주가 하락은 일시적이지만, 시장의 수용 능력을 초과하면 영구적인 하락으로 이어질 수 있다. 둘째, 부의 이전가설에 따르면 유상증자로 자본이 증가하면 부채의 위험이 줄어들고, 이는 채권자에게 유리하게 작용하여 주주의 부가 감소한다. 셋째, 정보전달가설에 따르면 유상증자는 기업 내부자가 주가가 고평가되었다고 판단하여 자금을 조달하려는 신호로 해석될 수 있어 투자자들이 부정적으로 반응한다. 이용환(1994)은 이 가설을 검증하기 위해 내부자순매수, 유상증자 규모, 부채비율 변화 등을 독립변수로 한 실증분석을 통해 유상증자에 대한 시장의 부정적 반응은 정보전달 효과이고, 내부자거래는 기업의 내부정보를 시장에 전달하는 중요한 수단이 될 수 있으며, 유상증자 공시 전 내부자 매수/매도 패턴을 분석함으로써 투자자들은 기업의 내재가치를 정확히 판단할 수 있음을 설명하였다.

2. 보통주와 우선주

리츠가 우량한 수익부동산 매입과 대형 개발사

업을 위해 자기자본 조달 수단으로 발행하는 주식은 크게 보통주(common stock)와 우선주로 구분할 수 있다. 하지만 국내 상장 리츠는 글로벌 선진 상장 리츠 시장과 비교할 때 우선주의 유형이 단순하여 다양한 우선주가 지니는 장점들을 충분히 활용하지 못하고 있다. 특히 미국과 캐나다 등 주요 상장 리츠 우선주를 살펴보면 국내 상장 리츠 시장과 비교할 때 매우 다양한 혜택을 제공하고 있음을 알 수 있다.

우선주는 일반적으로 기업 지배 구조에서 투표권이 없거나 제한적이다. 통상 의결권이 없지만, 보통주와 달리 특정 혜택들을 제공함으로써 자금 수요자인 리츠와 주주 양측 모두에게 다양한 이점을 제공할 수 있다. 우선주는 회사 소유권과 회사 운영 수익 청구권을 나타내는 보통주와는 다른 유형의 지분이고, 우선주는 배당금 등 배분 청구권이 보통주보다 더 크다.

청산(liquidation)될 경우, 우선주의 자산 청구권(claim)은 보통주보다 크지만, 채권 보유자보다 작다. 우선주는 채권과 보통주의 특성을 모두 지니 이를 선호하는 투자자에게 더 매력적이라 평가된다. 우선주 배당수익률은 일반적으로 보통주보다 높고, 월별 또는 분기별로 지급될 수 있다. 배당금은 고정되거나, 벤치마크(benchmark) 금리에 따라 연동하여 백분율로 설정되고, 발행 설명서(issuing description)에 제시된다. 특히 조정금리우선주(adjustable-rate preferred stock, 이하 ARPS)는 배당률이 단기국채 금리(T-bill rate)나 LIBOR 금리와 같은 벤치마크 금리에 따라 변동하는 우선주 유형이다. 이는 배당률이 일정하게 유지되는 전통적인 고정금리 우선주와 대조된다. ARPS의 배당률

은 일반적으로 벤치마크 금리에 연동된 미리 정해진 공식에 따라 분기별로 조정된다.

우선주는 정기적인 고정 또는 변동 배당금을 지급한다는 점에서 부채(Debt)의 특징과 가격이 상승할 가능성이 있다는 점에서 지분의 특징이 결합한 장점이 있다. 이는 미래 잠재적인 현금 흐름에서 안정성을 추구하는 투자자에게 매력적인 특징이다.

모든 유형의 우선주는 배당이나 청산 시 순위에서 우선권을 가지지만, 모든 우선주가 동일한 순위를 갖는 것은 아니며, 각 우선주는 다른 순위 또는 유형의 우선주와 비교했을 때 상이한 특징을 포함할 수 있다.

선순위 또는 1종 우선주(prior preferred stock, 이하 1종 우선주)는 여타 차순위 우선주와 함께 보통주보다 배당이나 청산 배분 순위에 있어서 우선하지만, 1종 우선주는 가장 앞선 순위가 부여된 우선주이다. 예를 들어, 오직 한 계층(tier)의 주식만 배당금을 지급할 수 있는 재무적 역량이 있는 회사는 오직 1종 우선주부터 발행해야 한다. 차순위(preference) 우선주는 배당과 청산 분배 시에 우선순위 측면에서 1종 우선주 다음 계층의 주식이며, 1종 우선주보다는 후순위이지만, 차순위(2종) 우선주는 다른 차순위 우선주(3종) 발행에 비해 순위가 앞선다. 여러 계층의 우선주가 있는 경우 각 발행 우선주는 일반적으로 순위 즉, 최상위 1종, 차상위 2종 등으로 순위가 지정된다.

일부 유형의 우선주는 채권과 매우 유사하게 원래 투자한 자본이 주주에게 반환되는 고정된 종료일(fixed end date)을 갖지만, 대부분 우선주는 영구 존속하는 영구(perpetual) 우선주이다. 즉, 투자한

초기 자본은 상환되지 않아 투자자는 투자금 상환을 원할 경우, 시장에 보유 주식을 매도하면 된다.

대부분 전환(convertible)우선주는 우선주를 보통주로 전환하여 거래할 수 있다. 투자자가 원할 때 전환할 수 있고, 주가에 상관없이 전환할 수 있으며, 일단 전환하면 우선주 권리를 포기한 것으로 취급되고, 보통주를 우선주로 다시 전환할 수는 없다. 전환우선주의 보통주로 교환할 수 있는 주식 수, 전환 비율은 사전에 제시된 지침(guideline)에 의해 적용된다.

회사가 일정 수준의 배당금을 지속하여 지급할 수 있다면 누적적 우선주를 발행할 수 있다. 이 경우 만약 특정 시점에 약정 배당금을 지급하지 못하면 미지급 배당금은 누적되어 이후 배당 시점에 누적 미지급분을 합산한 배당금이 지급된다. 따라서 누적적 우선주는 차순위 주식이 배당금을 받기 전에 이전 미지급 누적 배당금을 우선 수취하게 된다.

비누적적(non-cumulative) 우선주임을 명시할 수도 있다. 비누적 우선주는 특정 시점에 지급하지 못한 배당금은 이후 배당 시점에 보충되지 않는다.

회사가 모든 배당 지급이 가능한 충분한 재원이 있다고 가정할 때 회사가 ‘일반 배당금(normal dividends)’으로 지급하는 것 외에도 추가적인 배당금을 지급할 수도 있다. 참가부(participating) 우선주는 보유자에게 지정된 우선 배당률에 상응하는 배당금과 보통주 또는 회사 전체의 실적에 따른 추가 배당금을 받을 권리를 부여하는 우선주 유형이다. 즉, 이러한 참가 배당금은 총매출액(total sales), 수익(earnings) 또는 특별이익(specific margins)과 같은 회사 성과에 따라 달라질 수 있다. 또한 일반적으로 청산 우선권을 가지는데, 이는 회사가 청산될 경우, 우선주가 초기 투자금을 먼저 회수하고,

종종 배당금의 배수(1.2×, 1.5× 등)를 적용하여 추가로 회수할 수 있다는 의미이다.

코스피/코스닥 상장사 정관을 통해 개정상법 이후 종류 주식의 도입 현황을 살펴보면, 우선주가 아닌 종류 주식에 관한 조항을 도입한 회사는 25.33%(441개)였고(이수정, 2016), 종류 주식을 도입한 대부분의 회사는 정관에 ‘주식의 종류’에 대한 조항에서 상법이 허용한 종류주식 대부분이 발행 가능하다고 명시하고 있다. 그러나 구체적인 조항을 보면, 대부분 무의결권부 이익배당 우선주에 상환권 또는 전환권을 추가한 것을 알 수 있다.

3. 상환전환우선주

전술한 것처럼 RCPS는 기업이 발행하는 주식 중에서 상환권과 전환권이 함께 부여된 우선주이다. 투자회사의 사업이 성공하면 상장 등을 통하여 보통주로 전환할 기회를 얻고 사업이 실패하면 일정 기간 경과 후 상환권을 행사하여 투자 원금을 안정적으로 회수하는 것이 가능한 종류주이다(임정하, 2015). 또한 RCPS는 그동안 사모 출자(private equity, 이하 PE)나 벤처캐피탈(venture capital, 이하 VC) 투자 시에 비중 있게 활용되고 있는 우선주 발행 방식이다. VC와 비교할 때 PE 투자의 RCPS발행에 있어 공통점과 차이점을 설명하면 다음과 같다. PE는 VC와 같이 RCPS의 핵심 구조인 우선주, 상환권, 전환권을 동시에 부여하고, 투자자의 리스크 헷지(hedge)와 수익 극대화를 목적으로 하는 공통점을 지닌다. 이에 비하여 다음과 같은 차이점을 지닌다.

첫째, 투자 목적에 있어 VC가 고성장을 기대하고, IPO와 M&A를 통해 청산(exit)을 추구하는 반

면, PE는 구조조정, 경영권 확보 등을 통해 안정적 수익을 추구한다는 것이다. 둘째, RCPS 사용 배경이 VC의 경우 리스크를 회피하고 상장 시에 수익을 극대화하기 위한 것이라면, PE는 자본의 유연성을 확보하는 동시에 레버리지(leverage) 구조를 설계하기 위해 RCPS를 활용한다는 것이다. 셋째, VC는 전환권의 비중이 IPO를 대비하여 매우 중요하게 작용하는 반면 PE는 전환권의 비중은 덜 중요하게 생각하여 때로는 이를 포함하지 않는다는 것이다. 넷째, VC의 협상 강도는 창업자와 균형이 필요한 수준이지만, PE는 강한 협상력과 협상 조건도 강하다는 것이다. 다섯째, 배당 및 우선권 조항에 있어서 VC의 경우 배당은 거의 요구되거나 제공되지 않지만, PE의 경우 일반적으로 고정 배당률을 요구한다는 것이다.

결과적으로 VC에서는 RCPS가 투자자의 손실 회피 및 회수 유연성을 위한 도구로 활용되는 반면에, PE에서는 RCPS가 자본조달 전략의 하나로 사용되는 경우가 많고, 특히 PE는 배당률이나 강제 상환 조건 등을 더 강하게 요구하는 경우가 있다.

상환전환우선주는 부채와 비슷한 특성을 가지지만, 특정 조건을 충족하면 회계 처리상 자본으로도 분류될 수 있어 발행회사의 재무구조개선의 효과가 있고, 상환우선주, 전환우선주 및 이익배당 우선주가 조합된 것으로 이를 이해하기 위해서는 그 구성요소인 각 유형의 종류 주식을 이해할 필요가 있다(임정하, 2015).

기업의 자금조달 방식 선택 시, 우선주 발행 방식의 자금조달이 채권 발행 방식에 비해 수월한 면이 있다. 이에 따라 채권을 통한 추가적인 자금조달이 어려운 기업은 상대적으로 수월한 우선주를

발행하려는 유인이 있다. 또한 기업의 추가적인 차입능력과 차입약정을 지키지 못할 가능성을 고려한다면, 기업은 부채비율이 높을수록 부채를 통한 자금조달보다는 우선주 발행을 더 선호할 것이고, 기업의 추가 차입능력이 클수록 우선주보다는 채권 발행을 선호할 것이다(Barclay and Smith, 1995). 또한 기업은 자본구조 변경 시 목표 부채비율로 조정하려는 경향이 있다. 이는 우선주 발행을 통해 자금을 조달하는 기업이 다른 자금조달 방식을 선택한 기업보다 부채 비중이 높을 수 있어 자금조달에 있어서 우선주와 부채는 상호 보완적인 관계라 할 수 있다(Hovakimian et al., 2001).

미국의 경우 해외 세액공제의 활용을 극대화하기 위해 1986년 조세개혁법은 기업의 우선주 발행에 영향을 미쳤고, 1989년 은행업에 대한 자본 규제(basel banking accord)는 은행이 우선주를 발행하는 데에 영향을 주었으며, 기업의 특성이 우선주 발행에 영향을 주었다. 따라서 우선주 발행의 선택은 세금, 규제 및 기업별 상황에 의해 영향을 받을 수 있다(Callahan et al., 2001). 우선 성장 기회가 높은 기업이 자금조달을 하는 경우, 경영권 유지를 위해 지배권이 있는 경영진은 보통주 발행을 통한 자금조달보다는 우선주 발행을 통한 자금조달을 선호할 수 있다. 특히, 성장률이 높은 기업일수록 우선주 발행이 기업 가치에 긍정적인 영향을 준다(Alchian and Demsetz, 1972). 그리고 기업은 투자 기회가 있으나 부채 조달 능력에 제한이 있는 경우, 부채 조달 능력을 향상하는 수단으로 우선주를 발행함으로써 과소 투자 문제를 해소하는, 투자 기회와 우선주 발행 유인 사이에 정(+)의 관계에 있다(Heinkel and Zechner, 1990).

하지만 재정적 어려움에 있는 기업이 우선주를 발행할 수도 있다. 우선주의 발행자가 미발행자보다 상대적으로 기업 가치, 이익 잉여금 수준, 자기 자본 비율이 낮았고, 기업의 부채 비중이 높을수록 이를 우선주로 대체하려는 유인이 발생한다. 이는 향후 기업의 성과가 저조하여 배당금을 지급하지 못하더라도 이러한 이유로 우선주는 부채처럼 기업을 파산위험으로 몰고 가지는 않는다. 따라서 부채 비중이 높은 기업은 파산위험을 피하고자 부채를 우선주로 대체하는 것을 시도할 수 있다(Moyer et al., 1987).

의결권이 배제되거나 제한된 주식을 발행할 경우, 지배권이 있는 경영자는 비교적 안정적인 경영권을 유지하며 자금조달을 할 수 있다(이수정, 2016). 아울러 투자자 중에는 경영에 관여하고 싶지 않고 안정적 배당만을 원하는 재무적 투자자도 있어 이와 같은 다양한 투자자나 경영자의 요구를 반영하기 위해서는 다양한 종류 주식의 발행이 필요하다(Cahn and Donald, 2010). 다양한 주식을 발행한 기업의 경영자는 의결권이나 배당 현금흐름 등 특정 하나의 목적에 더 비중을 둔 주식을 선택할 수도 있다. 평균적으로 56.9%의 경영진과 특수관계자가 의결권 주식을 보유하였지만, 미래 현금흐름에 대한 청구권은 24.0%만 보유한 것으로 조사된 미국 사례를 통해 경영진은 경영권 유지를 위하여 다양한 주식을 발행함을 알 수 있다(DeAngelo and DeAngelo, 1985).

국내 유가증권시장 상장 기업 중 우선주를 자본조달 방식으로 이용하는 기업들의 특성을 기업 지배구조와의 관계를 중심으로 살펴보면, 기업의 지배주주 지분율이 높을수록, 외국인 투자자 지분이

낮을수록 보통주보다 우선주 발행을 선호하고, 중소기업일수록, 부채비율이 낮은 기업일수록 우선주 발행 유인이 높은 것을 알 수 있다(김재각 · 최문수, 2011). 또한 기업의 자금조달 수단으로 장기채보다 우선주를 발행하는 의사결정에 정부 규제와 세금 및 기업 특성 요인들도 영향을 미칠 수 있다. 1980년대 후반에 우선주 발행이 증가하였던 배경에 정부의 규제가 작용하였고, 한계세율 감소도 우선주 발행을 확대하였으며, 기업 특성 요인 중 부채 수준, 성장성이 장기채와 우선주 발행 사이의 선택에 영향을 미쳤다(고종권, 2003).

기업의 인수합병이 쉽도록 자주 사용하는 전환 우선주를 포함해서 모든 유형의 우선주를 발행한 회사들에서 예상 한계세율은 기업의 자금조달 방식에 있어서 장기채권 대신에 우선주 발행을 선택하도록 영향을 주는 세금효과가 나타났다. 따라서 기업은 세금혜택을 최대한 사용하기 위하여 만약 조세 유인인 예상 한계세율이 감소하면 장기채권보다 우선주를 발행할 가능성이 증가한다(Ely et al., 2002). 과거 한계소득세율을 대폭 인하한 1986년 미국의 조세개혁법(Tax Reform Act)은 엄격한 이자 배분 규칙과 해외 납부 세액공제의 제한을 통해 미국의 다국적 기업에 부채가 가지는 세금 유인을 감소시켰고, 의회는 대안적 금융 수단인 우선주에 혜택을 제공하여 해외 납부 세액을 법인세에서 더 많이 공제받기 위해 다국적 기업이 채권보다는 우선주를 발행하도록 유도하였다(Collins and Shackelford, 1992). 또한 의무상환우선주는 채권과 현금흐름이 유사하고 투자자가 금융상품에 주장할 수 있는 권리 또한 유사하여 채권의 대안이 될 수 있다. 그러나, 세금에 있어서는 중요한 차이점이 존재한다.

따라서 부채에서 발생할 수 있는 이자 비용의 공제를 최대한 활용할 수 없는 한계세율이 낮은 기업이 부채보다 의무 상환우선주를 더 선호하게 된다 (Carter and Manzon, 1995). 아울러 회계상의 감가 상각비와 충당금 및 투자 세액공제 등의 부채를 대체하는 감세 수단이 많은 기업은 부채의 이자 비용 추가 없이 법인세를 절감하기 위한 수단이 충분하므로, 상대적으로 채권을 발행하려는 유인이 적고 우선주를 발행하여 자금을 조달하려는 유인이 커진다(DeAngelo and Masulis, 1980).

4. 리츠 자금조달 관련 학술연구 동향

리츠의 자금조달 및 자본구조와 관련된 해외 주요 학술연구는 크게 리츠의 자금조달 전략, 시장 반응, 은행 관계, 위기 대응 등 다양한 측면을 다루고 있다. 하지만 리츠의 자금조달 방안으로 상환전환우선주를 직접적으로 다룬 연구는 국내외에서 거의 찾을 수 없었다. 각 측면에서 대표적인 연구를 살펴보면, 첫째, 리츠의 자본구조와 기업 가치 간의 관계를 규명한 대표적인 연구로 Hung et al. (2023)은 2000년부터 2021년까지의 미국 리츠 데이터를 분석하여, 레버리지 비율과 기업 가치 지표(총수익, 순이익, 종가 등) 간의 관계를 조사하였다. 분석 결과, 레버리지 비율이 일정 수준까지는 기업 가치와 양의 상관관계를 보이거나, 그 이상에서는 음의 영향을 미치는 비선형 관계가 나타났다. 이는 리츠가 최적의 자본구조를 추구함을 시사한다. 둘째, 자금조달 준비의 중요성과 관련한 대표적인 연구로 Pavlov et al.(2018)은 2007~2009년 금융 위기 이전에 레버리지를 줄이고 부채 만기를 연장한 미국 리츠들이 경제위기 동안 더 나은 누적

수익률을 기록하였음을 발견하였다. 이는 사전적인 자본구조 조정이 위기 대응에 효과적임을 보여준다. 셋째, 시장 반응과 자금조달 목적의 중요성에 관한 대표적인 연구인 Mansley et al.(2023)은 2000년부터 2020년까지의 미국 리츠 자금조달 사례를 분석하여, 자금 사용 목적에 따라 시장 반응이 달라짐을 확인하였다. 특히, 수익성 있는 자산 인수와 같은 긍정적 성장을 위한 부채 조달은 주가에 긍정적인 영향을 미쳤으나, 비효율적인 확장 등과 같은 부정적 성장을 위한 부채 조달은 부정적인 영향을 미쳤음을 제시하였다. 넷째, 은행 관계와 자금조달 조건에 대한 대표연구인 Chang et al. (2020)은 리츠와 은행 간의 지속적인 관계가 자금조달 조건에 긍정적인 영향을 미침을 발견하였다. 구체적으로, 기존 은행 관계가 있는 리츠는 더 낮은 대출 금리, 더 큰 대출 한도, 그리고 덜 엄격한 담보 요구 조건을 제공받았다. 이러한 혜택은 2007~2009년 글로벌 금융위기 기간에도 유지되었다.

다섯째, 시장 타이밍과 목표 레버리지에 대한 대표연구인 Ooi et al.(2010)은 리츠의 자금조달 결정에서 시장 타이밍이 목표 레버리지 보다 더 중요함을 발견하였다. 즉, 리츠는 자본 시장의 조건에 따라 자금조달 시기와 방법을 결정하며, 이는 때때로 목표 레버리지 수준에서 벗어나게 한다는 것이다. 여섯째, 시장 가치와 레버리지의 관계에 대한 대표연구인 Feng et al.(2007)은 시장 대비 장부 가치 비율이 높은 리츠는 높은 레버리지를 유지하는 경향이 있고, 이러한 경향은 장기적으로 지속됨을 발견하였다. 이는 리츠의 자금조달 결정이 일반 기업과는 다르게 작용할 수 있음을 시사한다.

이러한 연구들은 리츠의 자금조달 전략이 기업 가치, 시장 반응, 은행 관계, 그리고 위기 대응 능

력 등에 중요한 영향을 미침을 보여준다.

Ⅲ. 리츠의 자금조달 사례 분석

1. 국내 리츠 유상증자 사례

1) 국내 리츠의 대형화 관련 이슈

서론에서 언급한 바와 같이 국내 리츠의 현황은 글로벌 선진 리츠 시장과 비교할 때, 상대적으로 빈약하여 운용 중인 리츠의 수에 비해 상장된 리츠의 수는 적고, 투자 섹터는 오피스, 리테일, 물류, 호텔, 주택에 국한되어 있다. 이를 보다 상세히 설명하면, 2024년 말 기준 국내 운용 중인 리츠의 수는 무려 400개나 되지만 상장된 리츠는 고작 24개에 불과하고, 운용 중인 전체 리츠의 운용자산(asset under management, 이하 AUM)은 약 100조 원으로 리츠 당 평균 2,500억 원이고, 상장 리츠 시가총액은 7조 8,997억 원으로 상장 리츠 당 평균 3,291억 원이며, AUM은 약 23조 원으로 상장 리츠 당 약 1조 원인 상황이다. 또한 2023년 상장 리츠의 배당수익률은 7.4%로 양호하지만, 운용 중인 전체 리츠의 평균 배당수익률은 4.0%이다.

한편 국내 리츠 상장지수펀드(exchange traded fund, 이하 ETF)에 편입되기 위해서는 상장 리츠의 시가총액이 일정 수준 이상을 유지해야만 하는데, 대표적으로 2019년 7월 상장하여 2024년 8월 기준 펀드 순자산 규모가 5천억 원으로 국내 리츠에 투자하는 가장 큰 규모의 ETF인 TIGER 리츠 부동산인프라ETF를 비롯한 주요 ETF의 가이드라인에서 제시된 편입 요건 중 시가총액 요건은 2천억 원 이상이다. 하지만 2024년 말 기준 총 24개 상

장 리츠 중 50%(12개)는 아직 시가총액이 2천억 원에 미달하고, 29%(7개)는 1천억 원을 넘지 못하는 소형 상장 리츠이다. 따라서 이러한 12개 상장 리츠들이 ETF에 편입되기 위해서는 모두 큰 규모의 양적 성장이 필요한 상황이다.

2) 유상증자의 현황

경영자는 정보의 비대칭성 하에서 잠재적 투자자보다 기업의 가치에 대해 더 많이 알고 있다. 그래서 경영자의 선택을 보고 투자자들은 간접적으로 기업의 가치를 해석한다(Myers and Majluf, 1984).

자본조달 순서이론(pecking order theory)에 의하면 경영자가 선호하는 자금조달 방식은 내부자금 활용, 채권발행, 주식발행의 순이고, 이처럼 자본조달 방식을 선택하는 것은 기업 가치에 대한 정보를 시장에 전달하게 되는데, 기업 가치에 대해 채권발행은 긍정적 정보효과를, 주식발행은 부정적 정보효과를 제공한다. 즉, 자본을 조달하는 방식의 선택이 기업 가치에 대한 정보를 시장에 제공하는 역할을 하여 타인자본의 이용이 자기자본보다 기업 가치에 더 긍정적인 신호를 제공한다는 것이다.

그동안 국내 리츠 AMC들이 운용 리츠의 자본 재구조화와 리츠 대형화를 목적으로 신규 자산을 편입하기 위한 자금조달 방안으로 주로 활용한 수단들은 기존 투자자산의 매각 자금을 활용하거나, 유상증자, 주식 담보대출, 또는 전환사채를 발행하는 방식 등이었다.

최근 추가 자산편입을 위해 국내 리츠의 유상증자도 활발해졌다. 과거 국내 리츠는 하나의 기초자산을 보유하고 이를 약 5년 전후의 단기 운용 후 자산 매각 시점에 청산되는 것이 일반적이었기에

유상증자 필요성이 적었다. 그러나 2018년부터 영속형을 지향하는 리츠들이 본격적으로 상장되면서 리츠의 유상증자 역시 활발해지기 시작했다(장문준, 2023).

이와 관련하여 리츠 공시자료를 수집하여 분석한 결과, 2018년부터 2024년까지 상장 리츠가 진행한 유상증자는 총 24회이고, 이를 통해 총 2.1조 원의 자금이 모집된 것으로 집계되었다. 아울러 국내 상장 리츠들이 활용한 유상증자 방식은 크게 주주배정, 일반공모, 제3자 배정으로 분류할 수 있다.

첫째, 주주배정 유상증자는 기존 주주에게 신주 인수권을 부여하여 일정 비율로 신주를 우선 청약하도록 하는 방식이다. 일정 기간 내에 기존 주주가 신주 인수 여부를 결정한 후, 미청약물량이 발생하면 일반투자자를 대상으로 추가 공모하기도 한다. 이 방식은 기존 주주의 지분 희석을 방지하고, 회사가 안정적으로 자금을 조달할 수 있다는 점에서 선호된다. 또한, 투자자에게 일정한 할인 가격으로 신주를 취득할 기회가 제공된다는 장점이 있다.

둘째, 일반공모방식의 유상증자는 기존 주주에게만 인수권을 제공하지 않고, 불특정 다수를 대상으로 신주를 모집하는 방식이다. 기업은 시장의 수요예측을 통해 공모가를 결정하고, 투자자들이 공모 절차를 통해 청약을 진행한다. 이 방식은 신규 투자자의 유입을 유도할 수 있지만, 시장가격 수준보다 낮게 공모가격을 설정해야 할 가능성이 크고, 청약 미달 위험도 존재한다. 또한, 기존 주주의 지분가치가 희석될 수 있어, 기업이 주주 친화적인 정책을 중시하는 경우, 상대적으로 선호하지 않는 방식이다. 특히, 상장 리츠의 경우 모집 총액을 사전에 확정하기 어렵다는 점에서 더 큰 리스크를 수

반할 수 있다.

셋째, 제3자 배정 방식의 유상증자는 기관 또는 전략적 투자자 등 특정 투자자를 대상으로 하여 신주를 발행하는 방식이다. 전략적 제휴나 투자 이익만을 목적으로 하는 재무적 투자 유치 등의 목적으로 활용된다. 계획되지 않은 특정 투자자가 경영권에 영향을 미칠 수 있는 지분을 확보할 가능성이 있어 지배구조 측면에서 신중한 접근이 필요한 방식이다. 이 방식은 신속한 자금조달이 가능하다는 장점이 있는 반면에, 기존 주주의 지분가치를 훼손할 우려가 있고, 대주주의 경영권을 약화할 수 있으며, 신규 주주로의 참여 가능 인원이 제한되거나 신주 보유를 제한(lock-up)하여 유동성이 저하될 수 있다는 단점이 있다.

그동안 국내 상장 리츠는 유상증자 시 주로 주주배정 방식을 선택해 왔다. 최근 2024년 한 해 동안 총 7개 상장 리츠가 유상증자를 통해 총 9,500억 원 이상의 자금을 조달하였다. 대표적인 사례가 한화리츠(약 4,736억 원), 신한알파리츠(약 1,905억 원), 롯데리츠(약 1,640억 원) 등이다. 이들은 모두 주주배정 방식을 활용하였고, 이는 상장 리츠가 신규 자산편입을 위한 자본조달의 가능성을 높이는 주요 전략으로 사용되었다. 주주배정 방식은 일반공모 및 제3자 배정 방식과 비교했을 때, 기존 주주의 참여를 유도함으로써 자금조달의 안정성을 높이는 장점이 있다. 또한, 리츠의 투자자가 지속적인 배당 현금흐름을 기대하는 기관과 개인 투자자로 구성된 경우가 많아 기존 주주들의 신뢰를 유지하면서도 안정적인 증자 참여를 유도하는 데 효과적일 수 있다. 이러한 이유로 주주배정 방식은 상장 리츠에서 가장 많이 활용되는 유상증자 방법

으로 자리 잡아 왔다(이동진, 2024).

3) 유상증자의 파급효과

유상증자가 성공적으로 평가받기 위해서는 유상증자 전과 비교할 때, 유상증자 이후에 주가를 안정적인 성장시킬 수 있는 발판으로 작용하였다는 공감대가 형성되어야 할 것이다. 이러한 유상증자의 파급효과를 살펴보기 위해 본 연구에서는 총 24회에 걸쳐 이루어진 국내 상장 리츠들의 유상증자와 관련한 자료들을 수집하여 다음과 같이 분석하였다. 우선 유상증자 결의 전후의 주가 동향을 분석하기 위해 이사회의 유상증자 결의 일자를 조사하였고, 기존 및 신규 발행주식 수, 청약주식 수, 신규 발행가, 최초 증자 예정 금액, 청약률을 조사하여 유상증자 비율, 유상증자 금액, 발행 규모, 청약률을 산출하여 분석하였다. 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 발행 규모가 100% 이상인 경우가 2건에 불과하여 최초 증자 예정 금액 이상의 자금조달에 성공한 사례가 적었다.

둘째, 청약률이 높을수록 신주에 대한 투자자들의 관심과 수요가 많다는 것을 의미하고, 이는 신주 발행의 성공적인 결과를 예측할 수 있다. 하지만 총 24회 유상증자 중 약 33.3%(8건)의 청약률이 100%에 미달하여 유상증자에 대한 투자자의 관심과 수요가 크지 않았다(〈표 1〉 참조).

유상증자 신주 발행가액의 산정 방식은 부동산 투자회사법(이하, 부투법) 제18조와 부투법 시행령 제15조에 의거하여 청약일 전 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가의 70% 이상으로 산정할 수 있다.

가중산술평균주가 =

$$\frac{(\text{해당 기간}) \text{ 총 거래금액}}{(\text{해당 기간}) \text{ 총거래량}} \quad \langle \text{식 1} \rangle$$

아울러 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정(이하, 증권발행규정) 제5-16조(적용범위 및 용어의 정의) 및 제5-18조(유상증자의 발행가액 결정)에 의하면 주권상장법인이 일반 공모 증자 방식 및 제3자 배정 증자 방식으로 유상증자 경우 그 발행가액은 청약일 전 과거 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가를 기준주가로 하여 주권상장법인이 정하는 할인율을 적용하여 산정할 수 있다. 다만, 일반 공모 증자 방식은 그 할인율을 30% 이내로, 제3자 배정 증자 방식의 경우에는 그 할인율을 10% 이내로 정할 수 있다. 본 연구에서는 신주 발행가의 할인율을 산출하여 그 분포를 분석하였다(〈표 2〉 참조).

가장 많은 37.5%(9건)의 신주 발행가 할인율은 5% 이하이고, 5% 이상 10% 미만 할인율이 적용된 사례는 29.2%(7건)로 두 번째로 많았으며, 15% 이상 20% 미만인 사례가 16.7%(4건), 10% 이상 15% 미만과 20% 이상의 할인율이 적용된 사례가 각각 8.3%(2건)로 집계되었다.

다음으로 비록 할인된 신주 발행가이지만 이를 기준으로 증자 후 상장 리츠(지분)의 공정가치를 산출하고, 이를 잠재적인 시가총액으로 간주하여 그 규모별 분포를 분석하였다(〈표 2〉 참조).

유상증자를 진행하였음에도 시가총액이 1천억원을 밑도는 사례는 12.5%(3건)이고, 1천억 원 이상 2천억 원 미만인 사례는 12.5%(3건)로 이상 25%의 사례는 증자 후에도 시가총액 2천억 원 이상의 주요 ETF 편입 요건을 갖추지 못하였다. 증

〈표 1〉 상장 리츠 유상증자 개관

구분	이사회결의	유상증자 내용				
		방식	비율 ¹⁾ (%)	금액 ²⁾ (원)	발행규모 ³⁾ (%)	청약률 ⁴⁾ (%)
A1	2024-10-10	주주배정	37.3	65,400,000,000	85.6	105.0
A2	2024-08-08	주주배정	9.9	39,559,955,600	98.9	106.0
A3	2023-11-20	주주배정	24.4	13,118,881,400	93.7	124.5
A4	2021-11-19	3자배정	28.6	39,999,998,640	100.0	100.0
B1	2023-10-05	주주배정	36.3	24,677,499,600	76.5	29.0
B2	2022-02-28	주주배정	27.2	118,215,462,500	102.8	143.5
B3	2021-01-08	주주배정	41.3	333,345,000,000	93.3	100.4
C1	2024-06-26	주주배정	17.8	64,212,500,000	98.0	107.0
D1	2023-03-02	주주배정	19.3	74,346,700,000	83.4	138.4
D2	2022-02-16	주주배정	41.1	156,520,000,000	94.9	120.6
D3	2020-03-17	주주배정	9.9	27,542,000,000	92.9	105.8
D4	2018-11-29	주주배정	25.0	48,572,400,000	97.0	109.1
E1	2024-08-28	주주배정	37.3	185,874,400,000	92.9	107.9
E2	2022-05-30	3자배정	19.0	34,999,998,680	100.0	100.0
F1	2021-10-18	주주배정	48.7	442,023,900,000	102.6	97.3
G1	2024-09-13	주주배정	154.4	383,680,000,000	81.0	80.2
G2	2024-09-11	주주배정	18.9	147,200,000,000	87.9	101.2
G3	2023-07-27	주주배정	37.4	306,086,976,000	92.8	80.3
G4	2023-06-05	주주배정	40.0	62,761,032,180	93.7	107.2
G5	2022-06-16	주주배정	26.8	210,159,747,820	80.8	112.1
G6	2022-05-18	주주배정	19.2	137,748,960,000	81.0	158.0
H1	2024-10-28	주주배정	14.8	9,125,896,014	76.0	63.9
H2	2024-08-07	주주배정	30.0	31,988,519,600	97.7	111.5
H3	2022-06-28	3자배정	37.7	44,999,978,600	100.0	100.0

주: 1) 유상증자 비율(%)=신규 발행주식 수/기존 발행주식 수.

2) 유상증자 금액(원)=신규 발행주식 수×신규 발행가.

3) 발행규모(%)=유상증자 금액/최초 증자 예정 금액.

4) 청약률(%)=(청약주식수/신규 발행주식 수)×100.

자 후 시가총액 2천억 원 이상을 유지할 가능성이 높은 사례는 75%(18건)로 집계되었다.

그동안 유상증자의 목적은 신규 자산편입만을 목적으로 하지 않고, 채무상환을 목적으로 이루어

〈표 2〉 유상증자 결과에 따른 상장 리츠 지분의 가치추정

구분	발행가 (A, 원)	할인율 ¹⁾ (%)	실제 발행주식 수		사후증자비중 (=B/C, %)	리츠 공정가치 ²⁾ (E=A×C, 억 원)
			증자(B)	증자 후(C)		
A1	2,725	14.4	24,000,000	88,400,000	27.1	2,409
A2	4,495	1.1	8,800,880	97,335,354	9.0	4,375
A3	2,680	6.3	4,895,105	24,995,105	19.6	670
A4	5,820	0	6,872,852	30,872,852	22.3	1,797
B1	2,340	23.5	10,545,940	39,605,940	26.6	927
B2	6,250	-2.8	18,914,474	88,534,474	21.4	5,533
B3	4,695	6.7	71,000,000	242,968,884	29.2	11,407
C1	4,670	2.0	13,750,000	91,050,000	15.1	4,252
D1	5,210	16.6	14,270,000	88,100,123	16.2	4,590
D2	7,280	5.1	21,500,000	73,830,123	29.1	5,375
D3	5,860	7.1	4,700,000	52,330,123	9.0	3,067
D4	5,100	3.0	9,524,000	47,630,123	20.0	2,429
E1	5,660	7.1	32,840,000	120,940,123	27.2	6,845
E2	5,960	0	5,872,483	36,745,335	16.0	2,190
F1	6,330	-2.6	69,830,000	213,089,000	32.8	13,489
G1	3,520	19.0	109,000,000	179,600,000	60.7	6,322
G2	3,200	12.1	46,000,000	288,968,884	15.9	9,247
G3	4,160	7.2	73,578,600	270,132,679	27.2	11,238
G4	4,270	6.3	14,698,134	51,443,469	28.6	2,197
G5	5,060	19.2	41,533,547	196,554,079	21.1	9,946
G6	4,335	19.0	31,776,000	197,376,000	16.1	8,556
H1	1,486	24.0	3,925,307	30,505,307	12.9	453
H2	3,760	2.3	8,507,585	36,866,202	23.1	1,386
H3	5,800	0	7,758,617	28,358,617	27.4	1,645

주: 1) 할인율=1-(실제 발행가÷최초 증자에정금액 산정 시에 추정 발행가).

2) 증자 후 상장 리츠의 공정가치(Fair Valuation)=증자 후 전체 발행주식 수×신규 발행가=신규 발행주식의 총 가치/총 발행주식 대비 신규 발행주식 비중(사후증자비중).

진 경우도 적지 않았다. 이 경우 발행규모와 청약
률에 따라 할인율은 높게 설정할 수밖에 없다. 이

에 반해 신규 우량자산의 편입을 위한 유상증자의
경우 발행 규모와 청약률이 상대적으로 높고 할인

율은 낮게 설정되었다(〈표 3〉 참조).

주가는 투자기업의 장기적인 내재가치를 반영한 시장참여자들의 투자심리에 의해 결정된다. 따라서 유상증자가 투자심리를 긍정적으로 자극하여 유상증자 이후 조달된 자금을 활용하여 신규로 투자된 수익형 부동산에 대한 장기적인 자본 이익(capital gains)과 배당 이익(income gains)에 대한 기대와 이를 반영한 리츠의 내재가치가 장기적인 성장이라는 긍정적으로 전망이 공감대를 형성하면 주가는 상승할 것이고, 그렇지 않다면 유상증자 후 하락할 것이다. 이에 다음의 산출식을 통해 유상증자의 주가 부양 효과를 분석하였다.

주가 부양 효과 =

$$\frac{P_R - P_B}{P_B} + \frac{P_A - P_N}{P_N} - DCR \quad \langle \text{식 2} \rangle$$

P_B : 이사회결의 전(Before) 20일 동안 평균 주가(종가 기준)

P_A : 이사회결의 후(After) 20일 동안 평균 주가(종가 기준)

P_N : 신주(New Shares) 발행가

P_R : 이사회 결의(Resolution)일 종가

DCR : 할인율[=1-(신주 발행가÷최초 증자 예정 금액 산정 시에 추정 발행가)]

이 산출식은 유상증자에 대한 이사회결의 당일 종가가 이사회결의 전 1개월(20일) 동안 종가를 기준으로 한 평균주가보다 얼마나 높거나 낮은지와 이사회결의 후 1개월(20일) 동안 종가를 기준으로 한 평균주가가 신주 발행가보다 얼마나 높거나 낮게 형성되는지를 측정하여 유상증자에 대한 시장 반응을 간접적으로 평가하기 위한 것이다. 분

석 결과, 〈표 4〉에서 유상증자에 대한 이사회결의 당일 종가가 이사회결의 전 평균주가보다 높았던 사례는 41.7%(10건)에 불과하였지만, 이사회결의 후 평균주가가 신주 발행가를 상회한 사례는 87.5%(21건)로 대부분 유상증자 결정 이후 신주 발행가 이상의 주가 수준이 유지되었다. 아울러 신주 발행가격이 일정 수준 이상의 할인율이 적용된 점을 반영하여 주가 부양 효과를 산출한 결과도 긍정적인 양(+)의 주가 부양 효과를 나타낸 사례가 62.5%(15건)로 집계되었다(〈표 4〉 및 〈표 5〉 참조).

주가 부양 효과에 더하여 유상증자를 통한 리츠(AMC)의 자금조달 활동이 주가의 변동성에는 어떠한 영향을 미쳤는지 파악하기 위해 종가 시계열을 기초로 이사회결의 전과 후 20일 동안 주가의 표준편차를 산출하여 다음과 같은 변동성 완화 효과를 분석하였다. 분석결과, 37.5%(9건)의 사례에서 유상증자 결정 후 주가변동성이 유상증자 결정 이전에 비해 완화된 효과도 확인할 수 있었다(〈표 5〉 참조).

변동성 완화 효과 =

$$\frac{\text{이사회결의 후 20일 동안 주가의 표준편차}}{\text{이사회결의 전 20일 동안 주가의 표준편차}} \quad \langle \text{식 3} \rangle$$

이상의 국내 상장 리츠의 유상증자 사례 분석결과와 시사점을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 최초 증자 예정 금액 이상의 자금조달에 성공한 사례의 비중은 작았고, 둘째, 청약률이 높을수록 신주에 대한 투자자들의 관심과 수요가 많아 신주 발행의 성공적인 결과를 예측할 수 있지만

〈표 3〉 상장 리츠의 유상증자 목적, 용도 및 취득자산

(단위: %)

구분	발행규모 ¹⁾	청약률	할인율 ²⁾	증자 목적	용도 및 취득자산
A1	85.6	105.0	14.4	타법인증권취득자금	DDI명동엔타워우선주
A2	98.9	106.0	1.1		DF타워우선주
A3	93.7	124.5	6.3		마제스타시티타워1우선주
A4	100.0	100.0	0		이천물류, 북미데이터센터, 분당호스트웨이
B1	76.5	29.0	23.5	운영자금	미국휴스턴물류센터
B2	102.8	143.5	-2.8		남청라스마트로지스틱물류
B3	93.3	100.4	6.7		롯데백화점안산, 중동 및 아울렛, 마트 등
C1	98.0	107.0	2.0	영업양수자금	삼성화재판교사옥
D1	83.4	138.4	16.6	타법인증권취득자금 및 운영자금	캠브릿지및일부대출상환
D2	94.9	120.6	5.1		와이즈타워, 역삼빌딩
D3	92.9	105.8	7.1		그레이초청계
D4	97.0	109.1	3.0		용산더프라임타워
E1	92.9	107.9	7.1	타법인증권취득자금, 채무상환자금 및 운영자금	씨티스퀘어, GS 서초타워
E2	100.0	100.0	0		이수화학반포사옥
F1	102.6	97.3	-2.6	타법인증권취득자금 및 채무상환자금	김해, 안성, 이천물류 (2호리츠)
G1	81.0	80.2	19.0	채무상환자금 및 운영자금	한화장교빌딩
G2	87.9	101.2	12.1		L7HOTELS강남타워
G3	92.8	80.3	7.2		이천수처리센터
G4	93.7	107.2	6.3		트윈트리타워
G5	80.8	112.1	19.2		SK-U타워
G6	81.0	158.0	19.0		미국맨해튼오피스
H1	76.0	63.9	24.0	타법인증권취득자금	채무상환
H2	97.7	111.5	2.3	채무상환자금 및 운영자금	
H3	100.0	100.0	0	타법인증권취득 및 운영자금	

주: 1) 발행규모(%)=유상증자 금액/최초 증자 예정 금액.

2) 할인율=1-(신주 발행가÷최초 증자 예정 금액 산정 시에 추정 발행가).

〈표 4〉 상장 리츠 유상증자 전후의 주가 동향

구분	평균주가(원)		주가변동성(원)		이사회 결의일 증가 (원, P_R)	신주 발행가 (원, P_N)	이사회결의 전후 주가 동향(%)	
	이사회결의						$P_R - P_B$	$P_A - P_N$
	전(P_B)	후(P_A)	전(V_B)	후(V_A)				
A1	3,120	3,008	77.30	56.46	3,055	2,725	-2.1	10.4
A2	4,780	4,749	96.66	96.12	4,865	4,495	1.8	5.6
A3	3,077	3,002	54.71	43.90	3,210	2,680	4.3	12.0
A4	5,874	5,789	26.01	60.17	5,860	5,820	-0.2	-0.5
B1	3,177	2,755	62.29	156.74	2,995	2,340	-5.7	17.7
B2	6,469	6,552	117.71	117.66	6,590	6,250	1.9	4.8
B3	5,379	5,161	79.69	89.71	5,390	4,695	0.2	9.9
C1	5,059	5,068	25.11	23.37	5,050	4,670	-0.2	8.5
D1	6,828	6,163	182.15	349.86	6,740	5,210	-1.3	18.3
D2	8,061	7,918	23.60	101.09	8,080	7,280	0.2	8.8
D3	7,168	6,580	209.05	274.20	6,800	5,860	-5.1	12.3
D4	5,600	5,682	51.30	37.36	5,650	5,100	0.9	11.4
E1	6,577	6,178	101.63	176.21	6,270	5,660	-4.7	9.2
E2	5,963	5,689	118.80	326.37	6,010	5,960	0.8	-4.5
F1	6,506	6,571	136.32	132.25	6,440	6,330	-1.0	3.8
G1	4,966	4,391	37.06	326.39	5,000	3,520	0.7	24.7
G2	3,920	3,642	76.50	124.86	3,875	3,200	-1.1	13.8
G3	4,983	4,432	78.31	147.10	4,715	4,160	-5.4	6.5
G4	4,800	4,710	86.79	100.92	4,995	4,270	4.1	10.3
G5	6,991	5,862	159.79	293.97	6,670	5,060	-4.6	15.8
G6	5,763	5,598	96.14	108.04	5,630	4,335	-2.3	29.1
H1	2,225	1,755	71.28	61.23	1,999	1,486	-10.1	18.1
H2	4,177	4,014	38.73	41.32	4,190	3,760	0.3	6.7
H3	5,558	4,731	262.25	203.92	5,210	5,800	-6.3	-18.4

유상증자에 대한 투자자의 관심과 수요가 많지 않았으며, 셋째, 유상증자의 대부분이 10% 미만 할

인율이 적용되었다. 넷째, 적지 않은 사례가 증자 후에도 시가총액 2천억 원 이상의 주요 ETF 편입

〈표 5〉 상장 리츠 유상증자의 파급효과

구분	리츠 공정가치 (억 원)	할인율 (%)	발행규모 (%)	청약률 (%)	주가 부양 효과 (%)	변동성 완화 효과 (%)
A1	2,409	14.4	86.0	105.0	-6.1	-27.0
A2	4,375	1.1	99.0	106.0	6.3	-0.6
A3	670	6.3	94.0	124.5	10.0	-19.8
A4	1,797	0	100.0	100.0	-0.8	131.3
B1	927	23.5	76.0	29.0	-11.5	151.6
B2	5,533	-2.8	103.0	143.5	9.5	0.0
B3	11,407	6.7	93.0	100.4	3.4	12.6
C1	4,252	2.0	98.0	107.0	6.3	-6.9
D1	4,590	16.6	83.0	138.4	0.4	92.1
D2	5,375	5.1	95.0	120.6	3.9	328.4
D3	3,067	7.1	93.0	105.8	0.1	31.2
D4	2,429	3.0	97.0	109.1	9.3	-27.2
E1	6,845	7.1	93.0	107.9	-2.6	73.4
E2	2,190	0	100.0	100.0	-3.8	174.7
F1	13,489	-2.6	103.0	97.3	5.4	-3.0
G1	6,322	19.0	81.0	80.2	6.4	780.7
G2	9,247	12.1	88.0	101.2	0.6	63.2
G3	11,238	7.2	93.0	80.3	-6.0	87.8
G4	2,197	6.3	94.0	107.2	8.1	16.3
G5	9,946	19.2	81.0	112.1	-7.9	84.0
G6	8,556	19.0	81.0	158.0	7.8	12.4
H1	453	24.0	76.0	63.9	-16.0	-14.1
H2	1,386	2.3	98.0	111.5	4.8	6.7
H3	1,645	0	100.0	100.0	-24.7	-22.2

요건을 갖추지 못하였고, 다섯째, 신규 우량자산의 편입을 위한 유상증자의 경우 발행 규모와 청약률이 상대적으로 높고 할인율은 낮게 설정되었다. 여섯째, 대부분 유상증자 결정 이후 신규 발행가 이

상의 주가 수준이 유지되었고, 신규 발행가격이 일정 수준 이상의 할인율이 적용된 점을 반영한 주가 부양 효과는 긍정적으로 나타났으며, 일부 사례에서 유상증자 결정 후 주가변동성이 완화된 효과도

확인할 수 있다.

이상의 연구 결과에 기초할 때, 신규 우량 수익형 부동산을 편입하고 상장 리츠 대형화를 실현하기 위해서는 기존의 유상증자 방법 이외에 추가적인 대안이 필요하고 이를 위한 정책적 지원과 제도적 기반 마련도 필요하다고 판단된다.

2. 국내 리츠 상환전환우선주 사례

국내 리츠 시장에서 상환과 전환 조건이 모두 명시된 RCPS를 활용한 자금조달 사례는 공식적으로 보고된 바가 없다. 다만, 일부 리츠들은 전환사채(convertible bond, 이하 CB)나 상환권 또는 전환권만 부여된 우선주를 활용하여 자금을 조달한 사례가 있다. 이러한 사례들은 RCPS와 유사한 메자닌(Mezzanine) 금융 구조로 볼 수 있어, 향후 RCPS 도입 가능성을 시사한다. 특히, 금리 변동성과 부동산 시장의 불확실성이 증가하는 상황에서 RCPS는 투자자와 발행사 모두에게 유연한 자금조달 수단이 될 수 있다.

조건이 정확하게 공개되어 있지 않지만 2021년 12월 마스텐투자운용이 발행한 상환전환우선주가 국내 유일한 사례로 간주된다(마스텐투자운용, 2021).

기명식 A종 종류주로 사모방식으로 184만 주를 발행가액 50,000원(액면가 5,000원)으로 총 920억 원을 모집하였는데, 이는 전체 지분의 72.44% 규모에 해당하였다. 배당 구조 및 수익률은 운영기간 중 매 6개월 결산(4월, 10월) 기준으로 A종 종류주 발행금액의 6.6%, B종 종류주 8.5%, 보통주 발행금액의 10%를 배당하고, 잔여 배당금은 투자비율에 따라 배분하며, 처분이익 배당은 A종 55%, B종

25%, 보통주 20%로 설정하였다. 상환 및 전환 조건으로 우선매수권 행사 가능 시점과 방식은 30개월 이후 보통주 또는 그 지정 제3자가 회사 주식 또는 부동산 매입이 가능하도록 하였다. 그러나 보통주로의 전환 비율, 전환 시점, 전환가액 등 명시적인 전환 조건 등을 명확히 제시하지 않았다. 48개월 이후 주주총회 결의로 공개입찰을 통한 부동산 매각이 가능하도록 설정하였고, 우선매수권 행사 가격은 36개월 이하일 경우 4,200억 원, 36~48개월 동안 4,300억 원, 48~60개월 동안 4,400억 원 또는 감정평가액 중 높은 금액으로 설정하였다.

상환우선주 발행의 대표적인 사례로는 자리츠를 통한 상환우선주를 발행한 이지스자산운용의 사례가 있다. 2023년 이지스자산운용은 SK하이닉스 수처리센터 인수를 위해 자리츠를 설립하고, 해당 자리츠에서 상환우선주를 발행하여 자금을 조달하였다. 이는 국내 상장 리츠 중 최초로 상환우선주를 활용한 사례이다(김보겸, 2023). 코람코자산신탁 등 기관투자자들이 약 300억 원 규모의 상환우선주를 인수하였다. 상환우선주는 일정 기간 후 투자자에게 원금 상환을 보장하면서도, 보통주로의 전환 옵션은 포함하지 않는 구조로 설계되었다. 다음으로 코람코라이프인프라리츠 사례로 2025년 4월 코람코라이프인프라리츠는 코람코더원강남제1호리츠가 발행한 우선주 2,000만 주 중 790만 주를 취득하였다. 이는 보통주 합산 지분율의 19.75%에 해당하는 것으로 해당 우선주는 상환권이 부여되어 있어 일정 기간 후 투자자에게 원금 상환이 이루어지는 구조로 설계되었다(KIND, 2025).

3. 미국 리츠 상환전환우선주 대표 사례

미국도 상환전환우선주(RCPS)는 우선주에 전환권과 상환권이 결합된 하이브리드 증권으로 정의한다. 발행사는 일정 기간 후 우선주를 보통주로 전환하거나 상환(call)할 수 있고, 투자자도 조건에 따라 보통주로 전환할 수 있는 권리를 갖는다. 최근 10년간 미국 리츠의 주요 사례를 조사한 결과, 미국 리츠는 이러한 전환우선주를 자본조달 수단으로 활용하여 부채비율 개선과 성장 자금 확보를 도모해 왔음을 알 수 있다. 전환우선주를 통해 투자자에게 향후 주가 상승 시 추가 이익을 기대할 수 있게 하여 일반 우선주보다 낮은 배당률로 발행이 가능하였고, 발행사의 자본조달 비용을 절감할 수 있었다. 또한 보통주 즉각 발행에 따른 지분 희석을 연기하면서, 주가 상승 시 높은 가격에 지분 발행 효과를 창출하여 리츠의 NAV 주당가치를 제고하는 긍정적 영향을 창출하였다.

다음은 이와 관련한 미국 리츠들의 대표적인 상환전환우선주 활용 사례들을 조사하여 각 증권의 구조와 발행 목적, 시장 반응, 재무적 성과를 구체적으로 정리한 것이다.

1) Alexandria Real Estate Equities(ARE)-7.00% 상환전환우선주(Series D)

Alexandria Real Estate Equities(이하 ARE)는 생명과학 부동산 분야의 대형 리츠로, 2008년 3월 재무구조 강화와 개발자금 조달을 위해 7.00% 누적 상환전환우선주(시리즈 D)를 발행하였다. 약 1천만 주를 주당 \$25에 발행하여 총 \$2.5억 달러를 조달하였고, 순수입금은 신용한도 상환 및 신규 개발·인수 자금으로 사용되었다(PASADENA, 2008). 이

우선주는 연 7.00% 배당(분기 누적 지급) 조건이었고, 보통주 전환권이 부여되어 투자자들은 보통주 잠재 상승분을 공유할 수 있었다. 초기 전환조건은 1주당 보통주 0.2513주로 전환(전환가격 약 \$99.48)이었는데, 이는 발행 시점 보통주가치 대비 상당한 프리미엄(발행 당시 ARE 주가는 약 \$70 수준)으로 설정되었다. 한편 이 우선주는 만기 없는 영구종목으로 발행사가 자의적으로 상환할 수 없고, 다만 보통주가 일정 수준 이상 상승하면 발행사가 강제전환(mandatory conversion)시킬 수 있는 조항이 포함되었다. 실제로 2019년까지 보통주 주가가 크게 상승하여, 2019년 10월 회사는 해당 우선주 약 229만 주 전부를 보통주로 강제 전환시켰다. 전환 비율은 기존 조건대로 1:0.2513이 적용되어, 우선주 1주당 약 0.25주의 보통주가 배정되었다(quantumonline, 2019). 발행 목적이 금융위기 직전 불확실성에 대비해 유동성 확보 및 부채상환이었고, 또한 생명과학 연구시설 캠퍼스 개발과 같은 개발 프로젝트를 위한 자금 마련이었기에 시장 반응은 대체로 긍정적이었다(Joel, 2008). 전환 우선주는 보통주 대비 현금배당이 확정되어 있고, 부채처럼 만기상환의무가 없어 재무안정성을 높였다는 평가를 받았다. 투자자들도 7% 배당에 더해 주가 상승 시 이익을 공유할 수 있다는 점에 관심을 보여, 해당 우선주는 발행 후 프리미엄에 거래되기도 했다(〈표 6〉 참조). 실제로 2017년 말 ARE 전환우선주는 액면가 대비 약 47.8% 프리미엄에 거래되었다(BNK Invest, 2017). 재무적 성과로, 2019년 보통주 전환이 완료되면서 회사 입장에서는 연간 \$1.75/주씩 지급하던 우선주 배당 부담을 없앴으며, 자본구조가 단순화되어 보통주와 부채로 구성된 체제가 되었다. 보통주 전환으로 약

〈표 6〉 ARE-7.00% 상환전환우선주(Series D)발행 사례

구분	내용
발행 시기/규모	2008년 3월 발행, 1천만 주(~\$2.5억 달러 조달)
배당 및 전환조건	연 7.00% 누적 배당 보통주로 전환권(1주당 보통주 0.2513주로 전환 = 전환가 약 \$99.48)
상환(전환) 규정	만기 없음 (영구우선주), 임의상환 불가. 단, 2019년 주가 상승으로 발행사가 모든 우선주 강제전환 실행
발행 목적	부채 상환 및 개발/인수자금 조달(생명과학 부동산 개발 투자)
시장/투자자 반응	7% 배당+전환옵션 조합에투자자 호응, 발행 후 우선주가 액면 대비 프리미엄 거래, 보통주 희석 우려 적어 주가에 큰 충격 없음
전략적 효과	위기 국면에 자본확충으로 재무안정성 제고. 이후 주가 상승으로 우선주→보통주 전환 완료, 우선주 배당부담 해소 및 자본구조 개선(지분희석 최소화)

ARE, Alexandria Real Estate Equities.

57만 주(=229만 주×0.2513)의 신규 보통주가 발행 되었으나, 이는 전환가격이 높았던 덕분에 기존 주주 가치 희석을 최소화하였다. 결과적으로 Alexandria는 낮은 비용으로 위기 시 자본을 조달했고, 주가 상승에 힘입어 우선주를 자연스레 자기자본으로 전환함으로써 재무유연성을 확보하는 전략적 효과를 거두었다.

2) Digital Realty Trust(DLR)-5.50% 전환 우선주(Series D)

Digital Realty Trust(이하 DLR)는 데이터센터 리츠로서, 2009년 초기성장자금 확보와 재무구조 강화를 위해 5.50% 누적 상환가능 전환우선주(시리즈 D)를 발행하였다. 약 1,380만 주를 주당 \$25에 발행하여 순조달자금 약 \$3.45억 달러를 확보하였고, 이는 기존 부채 상환 및 신규 데이터센터 인수·개발 자금으로 활용되었다. 특히 2008년 금융 위기 상황에서 비교적 낮은 금리로 대규모 자본을

확충한 사례에 해당한다(reit.com). 해당 우선주의 배당률은 5.5%로, 당시 일반 리츠 우선주 프리미엄(67%대)보다 낮았는데, 이는 전환권 부여로 투자자들이 주가 상승 시 이익을 얻을 수 있어 요구 수익률이 낮아졌기 때문이다(Ralph Block, 2013). 초기 전환비율은 우선주 1주당 보통주 0.6360주이었고, 전환가격 약 \$39.30이었다. 이 전환가격은 발행 시점 DLR 보통주가(\$27~28) 대비 약 40% 프리미엄으로 설정되어, 당장 보통주를 발행하는 것보다 희석의 정도가 낮은 조건이었다. 상환 및 전환 조건으로 발행사는 일정 기간(약 4년) 경과 후 보통주 주가가 전환가 대비 130% 이상으로 상승하면 우선주를 강제 전환할 수 있는 권리가 부여되었다.

발행 목적이 글로벌 금융위기 국면에서 유동성 비축 및 사업확장 대비였고, 당시 공격적인 인수와 신축을 통해 자산을 확장하고 있었는데, 주식시장 침체로 보통주 발행이 부담되자 전환우선주를 통해 자본을 선 조달한 것으로 투자자 반응은 우호적

이었다. 5.5%의 비교적 낮은 배당에도 불구하고, 데이터센터 산업의 성장성과 주가 상승 가능성을 공유하려는 투자 수요가 있었다. 발행 후 DLR 보통주는 지속 상승하여, 2013년 초 결국 회사는 보통주 가격 상승 조건이 충족된 것을 계기로 시리즈 D 우선주를 모두 보통주로 전환한다고 발표하였다. 2013년 2월 26일 전환일에 우선주 1주당 0.6360주의 보통주가 배정되었고, 총 약 305만 주의 신주가 발행되어 우선주 480만 주 발행잔액 전부가 소멸되었다. 전환으로 인해 우선주에 지급하던 연간 배당(\$1.375/주)을 절감함으로써 현금흐름이 개선되었고, 자기자본 비중이 증가하여 재무건전성 지표도 향상되었다. 당시 보통주 주가는 전환가(\$39)를 크게 상회하는 약 \$60대 수준이어서, 우선주 투자자들은 전환을 통해 액면 \$25당 \$38~\$40 상당의 주식 가치를 얻어 상당한 이익을 실현하였다. 재무적 성과로 Digital Realty는 위기 당시 조달한 자본을 성장에 투입해 자산 및 운영현금흐름(Funds From Operations, 이하 FFO) 확대를 이루었고, 후

속 주가 상승으로 전환우선주를 지분으로 전환하여 고정배당부담을 제거하는 선순환을 만들었다 (Stein and Garibaldi, 2013; <표 7> 참조).

3) Ramco-Gershenson Properties Trust (RPT) Realty-7.25% 전환우선주(Series D)

舊 Ramco-Gershenson Properties Trust(이하 RPT Realty)는 쇼핑센터 중심의 리츠로, 2011년 4월 포트폴리오 투자자금 마련을 위해 7.25% 누적 전환우선주(시리즈 D)를 발행하였다. 발행 규모는 비교적 작은 40만 주를 주당 \$50(청산선택권 액면가)로 발행하여 총 2천만 달러를 조달하였다. 배당률은 연 7.25%(주당 연 \$3.625)였고, 보통주 전환권이 부여되어 1주당 보통주 3.4699주로 전환될 수 있는 조건이었다. 이는 전환가격으로 환산하면 약 \$14.41로, 발행 직전 보통주 시장가격(~\$12.84) 대비 약 12% 프리미엄 수준이었다. 해당 우선주는 상환권이 없는 영구종목이라 발행사가 임의로 현금상환(Call)을 할 수 없었지만, 2018년 4월 20일

<표 7> DLR-5.50%전환우선주(Series D)발행 사례

구분	내용
발행 시기/규모	2009년 2월경 발행, 1,380만 주(약 \$3.45억 달러 조달)
배당 및 전환조건	연 5.50% 누적 배당 보통주 전환권 (1주당 보통주 0.6360주로 전환=전환가 ~\$39.30)
상환(전환) 규정	만기 없음, 발행 4년 후부터 보통주 주가가 전환가의 130% 이상 시 발행사 콜 옵션으로 우선주 강제전환 가능. 2013년 조건 충족으로 전량 보통주 전환
발행 목적	위기 대응 유동성 확보 및 데이터센터 인수·개발 재원 마련(부채비율 관리와 사업확장 병행)
시장/투자자 반응	낮은 프리미엄에도 전환 상승잠재력으로 투자자 참여 양호 보통주 주가 지속 상승으로 4년 내 전환 조건 충족
전략적 효과	저렴한 준자본 조달로 위기 극복 및 성장 가속. 보통주 전환 완료로 우선주 배당부담 소멸, 자본구조 단순화 및 주당수익 개선 달성.

DLR, Digital Realty Trust.

이후 보통주 주가가 전환가의 130%(약 \$18.73)를 30거래일 중 20일 이상 상회할 경우 우선주를 보통주로 강제전환 시킬 수 있는 조항이 포함되었다. 투자자 보호 장치로 회사 인수합병 등과 같은 Fundamental Change가 발생 시 Make-Whole 프리미엄을 제공하는 조건도 명시되었다. 발행 목적이 당시 리테일 부동산 시장에서의 투자 기회에 대응할 자금 확보와 재무용통성 증대였고, 2010년대 초 Ramco는 일부 쇼핑센터를 매각하고 포트폴리오를 재편하면서, 향후 성장 투자를 위한 자기자본 성격의 자금이 필요했는데, 주당 \$14 이상에서 지분을 발행하는 효과를 얻기 위해 전환우선주를 선택한 것이어서 시장 반응은 비교적 증립적이었다. 발행 규모가 작아 보통주에 미치는 희석 영향이 크지 않았고, 투자자들은 7%대 배당에 더해 향후 전환 가능성에 관심을 보였다. 다만 RPT의 보통주 주가는 이후에도 전환 조건인 \$18.73를 넘지 못해 회사가 강제전환을 실행하는 일은 없었다. 해당 우선주는 상장되어 거래되었고, 금리 변동과 회사 상황에 따라 액면가 대비 소폭의 프리미엄 또는 디스카운트에서 등락하였다. 2019년 초기에 이 전환우선주의 시가배당률은 약 7% 초반으로, 동일 업종 우선주 평균과 유사하거나 다소 낮은 수준에서 안정적으로 거래되었다. 재무적 성과로, RPT는 이 전환우선주 덕분에 약 7년 이상 적은 보통주 희석으로 자본을 운용할 수 있었다. 2021~2023년 사이 RPT의 경영진은 회사의 전략을 재편하였고, 2023년 Kimco Realty가 RPT를 인수합병하는 거래가 성사되었다. 이 과정에서 시리즈 D 전환우선주에 대해서는 인수 기업 주식으로의 전환 등의 조치가 이루어졌다. 즉, 합병 계약에 따라 RPT 우선주 1주

당 Kimco 우선주 혹은 현금으로 교환지급하였다. 전환우선주 투자자들은 RPT 보통주로의 전환 기회는 얻지 못했으나, 합병 프리미엄에 상응하는 처우를 받아 원금과 일부 수익을 확보하였다. 전반적으로 RPT 사례는, 소규모 REIT가 전환우선주를 통해 필요 자금을 조달하고 주가 상승 시점까지 지분 희석을 늦추는 전략을 보여준다. 다만 리테일 부동산 침체 등 시장환경이 우호적이지 않을 경우 보통주 전환 기회 없이 우선주를 유지해야 하고, 결국 타사에 인수되면서 청산되는 시나리오도 발생할 수 있음을 시사한다(Ramco-Gershenson, 2011; <표 8> 참조).

4) Wheeler Real Estate Investment Trust (WHLR)-8.75% 상환전환우선주(Series D)

Wheeler Real Estate Investment Trust(이하 WHLR) 리츠는 소형 상업용 부동산 리츠로 2018년 1월 부채재조정과 자산 인수를 위해 8.75% 누적 전환우선주(시리즈 D)를 발행하였다. 발행 규모는 약 130만 주로, 액면가 \$25인 우선주를 주당 \$16.50로 액면 대비 많은 디스카운트로 공모하여 순조달자금 약 \$2,012만 달러를 확보하였다(<표 9> 참조). WHLR는 당시 이 자금을 버지니아 소재 대형 쇼핑센터(JANAF Shopping Yard) 인수 자금의 일부로 사용한다고 밝혔다(Wheeler, 2018). 시리즈 D 우선주의 배당률은 8.75%로 높았고, 상장 후 WHLRD 티커로 나스닥 거래되기 시작하였다. 전환 조건은 초기에는 액면가 기준으로 보통주 전환가격 약 \$16 수준으로 설정되었으나 구체적인 전환비율을 공개하지는 않았다. 이 우선주는 특히 하계도 투자자에게 매월 상환전환 청구권을 부여

〈표 8〉 RPT Realty-7.25%전환우선주(Series D)발행 사례

구분	내용
발행 시기/규모	2011년 4월 발행, 40만 주(\$2,000만 달러 조달)
배당 및 전환조건	연 7.25% 누적 배당 보통주 전환권 (1주당 보통주 3.4699주로 전환=전환가 ~\$14.41)
상환(전환) 규정	영구 비상환식, 발행사 콜옵션 없음. 단, 2018년 4월 이후 보통주가 전환가 130% 이상 시 강제전환 가능 조항 (조건 미충족으로 강제전환 미실시)
발행 목적	포트폴리오 재편 및 성장자금 조달(쇼핑센터 투자 자원 확보 및 부채비율 관리)
시장/투자자 반응	발행규모 작아 희석 우려 적음, 투자자는 7.25% 배당+전환옵션에 보통의 반응, 우선주 시세는 액면 부근 안정적 거래
전략적 효과	지분희석 최소화하며 자기자본 확보 효과, 전환 조건 미충족으로 보통주 전환 없이 유지, 2023년 합병 시 우선주 청산/교환으로 마무리

RPT Realty, Ramco-Gershenson Properties Trust.

〈표 9〉 WHLR- 8.75% 상환전환우선주(Series D)발행 사례

구분	내용
발행 시기/규모	2018년 1월 발행, ~130만 주 (\$2,012만 달러 조달) (공모가 \$16.50로 액면대비 할인)
배당 및 전환조건	연 8.75% 누적 배당 보통주 전환권 부여. 매월 투자자 상환청구권 존재 - 우선주 1주당 \$25+ 누적배당을 보통주로 상환 가능 (전환가 약 \$16, 추후 주가 하락에 따라 조정)
상환(전환) 규정	만기 없음. 투자자 청구 시 회사가 현금 또는 주식으로 상환 가능. 2022~2025년 다수 투자 자가 상환 청구, 회사는 주식교부로 대응 (매월 보통주 신규발행)
발행 목적	긴급 자본조달 (부채상환 및 쇼핑센터 인수자금 마련) 기존 부채 구조조정 및 자산확대 위한 고육지책 조달
시장/투자자 반응	발행 당시부터 신용 우려로 공모가 할인, 이후 보통주 폭락으로 투자자 조기상환 행렬, 보통주 과다 발행으로 주가 98% 폭락, 기존 주주에 매우 부정적
전략적 효과	단기 유동성 확보했으나, 전환우선주 상환→보통주 희석→주가 하락 악순환 자본구조 악화 및 주주가치 희석 심화, 전환우선주의 잠재 위험 현실화 사례

WHLR, Wheeler Real Estate Investment Trust.

한 것이 큰 특징이었다(SEC, 2025). 즉, 일정 요건 하에서 우선주 보유자가 매월 정해진 날에 회사에 우선주 상환을 요구할 수 있고, 회사는 이를 현금 또는 주식으로 지급할 수 있게 하는 구조였다. 사

실상 투자자 주도로 보통주 전환이 단계적으로 이루어지는 메커니즘으로, 이는 발행 당시 회사의 유동성 위험을 우선주 투자자가 어느 정도 부담하지만, 동시에 보통주 가격 하락 시 투자자가 상환을

서둘러 요구할 위험도 있는 구조였다. 발행 목적은 분명하였다. WHLR는 2010년대 후반 재무구조가 이미 악화하였고, 고금리 부채를 상환하고 신규 부동산 인수를 위한 자본이 필요하였다. 일반 주식의 추가 발행은 주가가 낮아 부담되었고, 채권시장 접근도 어려워 전환우선주로 눈을 돌린 것이다. 그러나 시장 반응은 부정적이었다. 공모가가 액면 대비 크게 할인(\$16.50)될 정도로 투자자 신뢰가 낮았고, 우선주에 월상환권을 부여해야 할 만큼 자금조달 여건이 열악하였다. 발행 후에도 WHLR의 보통주 주가는 지속 하락하여, 전환우선주 투자자들이 속속 상환을 청구하는 상황이 벌어졌다. 계약에 따라 WHLR는 현금 대신 보통주 교부로 상환에 응했는데, 우선주 1주당 상환가 \$25 + 미지급배당을 당시 보통주 시세로 환산한 주식을 지급하는 방식이었다. 예컨대 2025년 5월까지 총 163만 주의 우선주(발행량의 상당 부분)가 상환 청구되어, 회사는 약 158만 주의 보통주를 신규 발행해 지급하였다. 이 과정에서 WHLR 보통주 가치가 극심하게 희석되었고, 2025년 초까지 주가가 연초 대비 98% 폭락하는 등 기존 주주가치가 크게 훼손되었다. 우선주 투자자들은 보통주로 전환받을 때 적용되는 전환가격이 주가 급락에 따라 지속 조정되었는데, 2025년 5월 전환가격이 주당 \$1.97에서 \$0.67로 조정되기도 하였다(SEC, 2025).

이는 전환우선주 투자자들이 남은 상환 과정에서도 더 많은 주식을 받아낼 수 있게 함으로써 추가 희석 압력을 가중시켰다. 재무적 성과로, WHLR의 시리즈 D 전환우선주 사례는 양날의 검이 되었다. 단기적으로는 2018년에 긴급 자금을 확보하여 부채를 일부 상환하고 자산을 인수할 수 있었지만,

장기적으로 보통주 성과가 부진하자 전환우선주가 지속적인 주식 추가발행 요인이 되어 악순환을 낳았다. 결국 2023년 이후 회사는 남은 우선주 처리를 위해 전환조건 변경, 신규 자본 재구성 등을 모색하는 상황에 몰렸다. 이 사례는 전환우선주의 위험성을 여실히 보여주는데, 회사의 기초여건이 악화하면 전환우선주 투자자들이 권리를 행사하여 기존 주주에게 큰 희석 부담을 지을 수 있으며, 시장은 이를 미리 반영해 주가를 급락시킬 수 있다는 것이다. 특히 WHLR처럼 소규모 리츠의 경우 전환우선주 발행이 근본 해결책이 되지 못하고 단기 연명에 그칠 위험이 있음이 드러났다.

이상의 네 가지 사례는 미국 리츠들이 상환 전환우선주를 활용한 다양한 성과를 보여준다. Alexandria(ARE)와 Digital Realty(DLR) 사례에서는 비교적 재무 건전성이 양호한 대형 리츠들이 위기나 성장 국면에서 전략적으로 전환우선주를 활용하여 낮은 비용으로 자본을 조달하고, 이후 기업 가치 상승 시 우선주를 성공적으로 보통주로 전환함으로써 장기 주주가치에 기여한 모습을 볼 수 있다. 반면 RPT Realty처럼 중형 리츠의 경우 전환우선주를 통해 일정 기간 자본을 확보했지만, 보통주 주가가 정체되어 기대했던 전환 효과를 보지 못하고 타 기업에 인수되며 마무리되었다.

마지막으로 Wheeler(WHLR) 리츠 사례는 재무적 난관에 직면한 소형 리츠가 전환우선주로 응급 처방식의 자금조달을 했을 때 나타날 수 있는 부정적 결과를 극명하게 보여준다. 결국 전환우선주의 효과는 기업 기초여건과 주가 추이에 크게 좌우됨을 알 수 있다. 전환우선주 구조를 잘 설계하고 기업이 안정적 성장을 지속한다면 저비용 자본확충

과 지분가치 상승의 선순환을 기대할 수 있지만, 기초여건이 악화되면 전환우선주가 지속적인 희석과 주가 부담 요인으로 작용해 오히려 기존 주주 가치에 해가 될 수 있음을 유의해야 한다.

이상과 같이, 상환전환우선주는 리츠들이 자본 조달 전략으로 활용할 수 있는 양면의 도구이다. 기업 상황에 부합하는 구조로 설계하고 성장 국면에서 활용한다면 자본 비용 절감과 주주가치 제고를 동시에 달성할 수 있지만, 무리한 조건으로 자금조달 시에 오히려 주주가치 희석과 재무상태 악화가 초래될 수도 있다. 궁극적으로 전환우선주의 성공 여부는 발행 후 회사의 기초여건 개선과 주가 상승으로 결정된다.

IV. 국내 리츠의 Redeemable Convertible Preferred Stock(RCPS) 활용 방안

이제 유상증자를 통해 자본조달을 보완하거나 대체하는 수단으로 RCPS를 활용하는 방안에 대해 논하고자 한다. 이에 앞서 리츠의 투자 가능성을 평가하는 주요 지표를 소개하고 그 함의와 활용 방안을 설명하고자 한다.

1. 리츠 투자 의사 결정 지표

투자자들이 리츠 투자에 대한 의사결정에 있어 중요한 지표이자 투자 성과를 평가할 때 활용할 수 있는 대표적인 지표에는 배당가능이익 배율(Price to Funds From Operations, 이하 P/FFO), 순자산가치 배율(Price to Net Asset Value, 이하 P/NAV), 자본환원율(Capitalization, 이하 Cap. Rate), 시가

배당률, 리츠의 운용자산 규모(AUM) 등이다. 이중 특히 P/FFO, P/NAV, Cap. Rate는 투자에 대한 의사결정과 성과평가의 핵심 지표다.

첫째, FFO는 리츠의 배당 가능 이익을 나타내어 P/FFO는 주가 대비 얼마나 많은 배당 가능 이익을 기대할 수 있는지를 나타내고, 시가배당률을 진단할 수 있어 P/FFO가 낮아지면 배당가능이익이 증대하였거나, 이전보다 시가배당률이 높아진 상황을 의미한다.

둘째, NAV는 리츠의 순자산가치를 나타내어 P/NAV는 주가 대비 리츠 보유자산의 순가치가 얼마나 높거나 낮은지를 나타낸다. 따라서 P/NAV는 향후 리츠 투자부동산 가치에 대한 시장의 전망을 간접적으로 진단할 수 있다. 만약 P/NAV가 1보다 작을 경우, 주가에 의한 시가총액보다 리츠가 투자한 부동산의 내재가치가 더 상승하였거나, 그 가치 수준에 비해 현재 주가가 시장에서 저평가되어 자본차익을 기대할 수 있는 매력적인 주가 상황임을 의미한다.

셋째, Cap. Rate은 부동산 투자수익률을 대표적 지표로 다음과 같이 수익형 부동산의 NOI를 부동산의 자본가치 또는 매매가격(V)으로 나누어 산출한다.

$$Cap. Rate = \frac{NOI}{V} \quad \text{〈식 4〉}$$

아울러 이 식은 특정 가격에 수익형을 매입하여 1년 동안 NOI에 기초한 운용수익률을 의미한다. 일정한 NOI 수준에서 특정 섹터의 시장 Cap. Rate가 높아질수록 낮은 부동산 가치에 상대적으로 많은 수익이 실현되는 시장 상황을 의미한다.

상기 식을 다음과 같이 변환하면, 만약 특정 시

장, 예를 들어 강남의 주택시장에 대한 Cap. Rate 과 순수 민간임대주택의 NOI를 파악한다면 부동산 가치평가 3 방식 중 수익환원법에 기초한 거래 가격을 산출할 수 있다.

$$V = \frac{NOI}{Cap. Rate} \quad \langle \text{식 5} \rangle$$

실무적으로 매입 시에 활용하는 시장 Cap. Rate 은 매입 Cap. Rate라고 하고, 매도 시에 활용하는 시장 Cap. Rate를 매도 Cap. Rate라 한다.

NOI가 고정되었다는 가정하에 Cap. Rate가 높을 때 임대주택을 매입하고 낮을 때 매도하면 자본 차익을 기대할 수 있고, 이 식을 활용하여 그 차익 규모도 추정할 수 있다.

이상의 핵심 지표를 종합하면, P/NAV가 1보다 작을수록 P/FFO가 작을수록 리츠의 투자 매력은 상승하게 된다. 또한 일정한 NOI 수준에서 특정 섹터의 시장 Cap. Rate가 높아질수록 해당 섹터 시장에 투자한 리츠의 투자 매력은 상승하게 된다. 이상의 내용은 이후 RCPS 발행 과정에서도 중요하게 활용된다.

2. Redeemable Convertible Preferred Stock (RCPS) 발행 및 공모 방안

이제 유상증자에 추가하여 국내 상장 리츠의 대 형화를 위한 자금조달 수단으로서 앞서 소개한 RCPS 발행 및 공모 방안을 소개하고자 한다. RCPS는 통상적인 우선주 투자 방식에 상환권과

전환권이 첨가되는 방식으로 발행하여 공모할 수 있다. 우선 상환권(redemption right)은 일정 조건 이 충족되면 투자자가 리츠에 주식을 되팔아 투자 금을 회수할 수 있는 권리이다. 리츠가 기업공개 (IPO)나 기상장 리츠에 인수·합병(merger and acquisition, 이하 M&A)되지 않을 때를 대비하여 투자자의 손해를 보호하기 위해 상환권을 추가할 수 있다. 이어서 전환권(conversion right)은 투자자 가 우선주를 보통주로 전환할 수 있는 선택권이다. 투자자는 IPO나 M&A 등 리츠 가치가 상승했을 때 우선주를 보통주로 바꿔 수익을 극대화할 수 있다.

우선 북미와 유럽의 레지던스(residence) 리츠 와 성격을 같이하는 국내 순수 민간임대주택³⁾ 리 츠를 가정한다. 이 리츠의 RCPS의 발행과 공모 방 안은 다음과 같이 영구 임대 또는 장기 임대 운영 후 매각을 계획하는 신규 유량 주택을 편입하기 위 한 RCPS 발행을 가정하여 설명할 수 있다. 우선 투자자들이 신규로 편입하는 임대주택 투자의 리 스크가 크다고 판단할 가능성이 큰 경우, 보통주보 다 우선적인 보호 장치를 제공할 수 있다. 이때, RCPS 형태로 자금조달 시 제시할 수 있는 투자 조 건을 요약하면 <표 10>과 같다. 실제 RCPS 계약서 에 삽입되는 조항들은 다음과 같이 명시할 수 있 다. 첫째, 상환권에 관한 조항으로 “투자자는 본 우 선주의 발행일로부터 5년이 경과한 날 이후 언제 든지 리츠에 대해 주당 발행가액에 연 복리 5%의 이자를 가산한 금액으로 상환을 청구할 수 있다.” 와 같이 명시할 수 있다.

둘째, 전환권에 관한 조항으로 “투자자는 본 우

3) 현재 국내 리츠 시장의 상당 비중을 차지하는 공공 민간임대주택 리츠가 아닌 정부의 어떠한 규제도 받지 않은 북미 와 유럽의 순수 민간임대주택 리츠와 성격을 같이하는 것으로 정의함.

〈표 10〉 RCPS 형태로 자금조달 시 순수 민간임대주택 리츠 투자 조건(예시)

항목	내용
투자금	1,000억 원
주식 형태	RCPS
상환 조건	특정 시점(3~5년 후) IPO 또는 기존 상장 리츠와 M&A 미달성 시, 투자 원금 + 일정한 배당(예. 5~8%) 추가 지급
전환 조건	IPO 또는 매각 분양을 실행할 때 RCPS는 보통주로 1:1 자동 전환
우선 청구권	IPO 또는 M&A 없이 전체 리츠를 청산 시 보통주보다 우선 변제
보호 조항	희석방지조항, 동반매도청구권(Tag-along), 공동매도권(Drag-along) 등

RCPS, redeemable convertible preferred stock; IPO, initial public offering.

신주를 보통주로 1:1 비율로 전환할 수 있고, IPO 나 분양 매각 시에는 본 우선주는 자동으로 보통주로 전환된다.”와 같이 명시할 수 있다.

셋째, 청산 우선권에 관한 조항으로 “리츠 청산, 매각, 자산 처분 등의 이벤트 발생 시 우선주 투자자는 보통주에 앞서 우선주의 발행가액 및 미지급 배당금을 우선적으로 수령한다.”와 같이 명시할 수 있다.

넷째, 희석 방지 조항(Anti-Dilution)으로 “리츠가 향후 더 낮은 가격에 신주를 발행할 경우, 투자자의 보유 주식 수를 조정하여 지분 희석을 방지한다.”와 같이 명시할 수 있다.

이제 8천만 주의 주식(보통주)을 발행하여 발기인 50%(4천만 주), 일반투자자를 비롯한 초기 투자자들이 나머지 50%를 보유하고 있는 순수 민간임대주택 A리츠가 있다고 가정한다. 그리고 자산 가치 2천억 원인 신규 임대주택을 편입하기 위해 2천만 주의 보통주 신주를 주당 1만 원에 추가 발행하여 2,000억 원의 투자를 유지하는 단순한 사례를 가정한다(〈표 11〉 참조).

투자가 완료된 후 상장 리츠의 총 발행주식은 1

억 주가 되고, 발기인과 초기 투자자는 각각 40%, 신규 자금을 투자한 투자자는 20%를 보유한 주주가 된다. 신주 주당 1만 원의 가격이 기존 주주의 가치를 유지되고 있다는 전제하에 이 20% 지분에 대하여 2,000억 원을 투자했기 때문에 A리츠의 공정가치는 최소 1조 원으로 추정된다.

유상증자를 통한 A리츠 공정가치(억 원):

$$2,000 / 20\% = 10,000 \quad \text{〈식 6〉}$$

이것은 대외적으로 발표되는 리츠의 공정가치(Reported or Post-Money Valuation)가 결정되는 직관적이고 명료한 산출 방식으로 간주할 수 있다. 이 방식은 새로 발행되어 일반투자자들이 보유하게 된 신주가 발기인과 초기 투자자가 보유하고 있는 주식과 같은 보통주인 경우 문제가 발생하지 않는다. 하지만 일반투자자들로부터 자금을 조달할 때 보통주가 아닌 (R)CPS를 발행한다면, 이들 종류 주식은 우선주로서 상장 리츠의 현금흐름에 대하여 보통주보다 선순위(senior)의 배당청구권을 가지고, 여기에 보통주로 전환할 수 있는 전환청구

〈표 11〉 증자 방식에 따른 리츠 공정가치 산출 예시

가정 및 공정가치 산출	지분율(%)		
	초기	유상증자 후	
발기인 보통주 4,000만 주 보유	50	40	42.11
일반투자자 등 보통주 4,000만 주 보유	50	40	42.11
주당 1만 원에 보통주 2,000만 주 추가 발행		20	
증자 후 리츠 공정가치 2,000/20% = 10,000억 원			
주당 13,333원에 RCPS 1,500만 주 추가 발행			15.79
증자 후 리츠 공정가치 2,000/15.79% = 12,667억 원			

RCPS, redeemable convertible preferred stock.

권, 사전에 정해진 금액(예를 들어 투자원금+이자)을 돌려받을 수 있는 상환청구권이라는 옵션이 부착된다면 보통주 및 일반적인 우선주와는 그 가치가 다르게 된다.

만약 보통주가 아니고 RCPS와 같은 보호 장치가 부착된 주식 1,500만 주를 주당 약 13,333원에 발행하여 같은 2,000억 원의 자금을 조달한 순수 민간임대주택 B리츠를 가정한다면, B리츠의 공정가치는 약 1조 2,667억 원으로 추정된다. 이는 RCPS 1,500만 주를 발행하면 발기인과 초기 투자자의 지분율은 각각 42.11%가 되고, 신규 RCPS 투자자의 지분율은 15.79%이다. 15.79%에 대하여 2,000억 원을 투자했기에 공정가치가 약 1조 2,667억 원으로 추산된다.

RCPS 발행에 따른 B리츠 공정가치(억 원):

$$2,000 / 15.79\% \approx 12,667 \quad \langle \text{식 7} \rangle$$

이에 앞서 A리츠의 공정가치 추정 과정에서 암묵적으로 모든 발행주식이 보통주라고 가정한 사

례와 발행된 신주가 (R)CPS인 B리츠의 사례를 비교하면, 발행 방식에 따라 추산된 리츠의 공정가치가 서로 다르고, 자본조달 방식에 따라 실제 가치 또는 본질적 가치와 큰 괴리가 발생하여 리츠의 가치가 과대 평가될 수도 있음을 제시한다.

물론 앞서 설명한 시장의 Cap. Rate와 신규 편입 예정인 임대주택의 NOI 정보를 활용한다면 적정 매입가를 추정할 수 있다. 그리고, 해당 임대주택시장의 중장기 Cap. Rate 추이를 기반으로 전환권 또는 상환권 이행 가능 시점으로 설정한 미래 특정 시점, 예를 들어 3년 또는 5년 후 임대주택시장 Cap. Rate를 추정할 수 있다. 따라서 그동안 주로 활용한 보통주 유상증자에 비해 RCPS를 활용하면 다음의 설계 과정을 수행하여 자금조달을 효율적이고 성공적으로 이행할 수 있다.

첫째, 편입 예정 임대주택의 NOI 정보를 확보한다. 둘째, 매입 시점의 임대주택시장 Cap. Rate을 매입 Cap. Rate로 활용하여 임대주택의 매입가를 산출하고 이를 기초로 필요한 자금조달 규모를 결정한다.

셋째, RCPS를 발행 함에 있어 미국 상장 리츠처럼 매분기 또는 매월 발행이 기준으로 연환산 매입 Cap. Rate 수준의 배당률에 기초한 배당금을 RCPS 공모 시점에 공시한다. 기관투자자의 기준수익률(Hurdle Rate)을 초과하는 배당수익률 수준이 제시된다면, 중장기적으로 안정적인 현금흐름 창출이 필요한 일반 개인 투자자뿐만 아니라 연기금 등의 기관투자자에게 매우 매력적인 포인트가 될 수 있다.

넷째, 미래 특정 시점 상환권 내용인 투자 원금에 추가되는 배당은 임대주택의 매도 Cap. Rate을 반영하여 산정한 후 사전 공시한다. 즉, 특정 권역 임대주택시장의 과거 Cap. Rate 추이를 기초로 향후 투자 기간 그 변화를 추정하여 예측된 임대주택의 매도 Cap. Rate에 연동한 자본차익을 반영한 청산배당 가능액을 추산하여 RCPS 공모 시에 공시하는 것이다.

다섯째, 리츠(AMC)의 노력을 통해 신규 편입 임대주택을 최유효 활용(highest and best use, 이하 HABU)원칙에 기초한 가치부가형(Value-Added) 개선 사업을 통해 자본가치를 제고하고, NOI를 성장시키면, RCPS 투자자들은 우선주를 보통주로 전환하면서 순수 민간임대주택 리츠 보통주의 시가총액 대형화 목표를 달성할 수 있게 된다.

3. Redeemable Convertible Preferred Stock (RCPS) 부가 보호 장치

리츠의 자금조달 과정에서 RCPS는 시장 상황과 투자 의사 결정 과정에서 투자자들이 부담하는 투자 리스크를 줄이고, 발기인 또는 리츠(AMC)에 대한 규율(discipline)을 강화하기 위하여 (R)CPS를 통한 투자를 선호하고 다양한 추가적 보호 장치

(downside protection)를 요구할 수 있다.

리츠(AMC)의 입장에서는 순수 민간임대주택과 같은 수익형 부동산 투자 리스크에 대한 어느 정도의 보호 장치를 투자자에게 제공함으로써 투자 유치의 성공 가능성을 높이기 위하여 (R)CPS를 발행하고, 경우에 따라 추가적인 보호 장치도 제공할 수 있다. 또한 보통주에 비하여 적은 수의 (R)CPS 발행을 통하여 동일 규모의 투자를 유지할 수 있어 지분 희석의 정도가 낮고, 리츠 공정가치를 제고하는 효과도 기대할 수 있다. 따라서 상장 리츠가 이른 시일에 대형 상장 리츠로 성장하기를 원하는 리츠(AMC)는 (R)CPS의 발행 및 추가적 보호 장치 제공을 통한 투자 유치를 선호할 유인이 존재한다.

리츠 시장의 하방 위험 방어(downside risk protection)를 위해 RCPS 투자자에게 제공할 수 있는 추가적인 보호 장치로는 크게 청산 우선권, IPO 래칫(ratchet), 자동 전환(automatic conversion) 면제(exemption) 또는 거부권(veto)을 고려할 수 있다.

첫째, 청산 우선권(liquidation preference)은 RCPS에 투자한 주주들이 리츠가 청산 또는 다른 리츠나 펀드 등의 투자수단(vehicle)에 편입이나 매각될 때 보통주 주주에 앞서 약정 금액을 수취할 권리이다. 우선 수취 규모가 투자 원금과 일치하는 경우 '1× 청산 우선권'이라 하고, 1× 전환우선주를 보유한 투자자는 리츠가 청산 또는 편입, 매각될 때 주당 매각가가 주당 투자금보다 작은 경우에는 전환우선주를 유지하면서 투자금을 회수하고, 반대로 주당 매각가가 주당 투자금을 초과하면, 보통주로 전환하여 기존 보통주 주주들과 함께 지분율에 따라 매각 대금의 분배에 참여하는 선택권을 갖게 된다. 결과적으로 청산 우선권을 내재한 전환우

선주를 보유한 투자자는 하방 리스크 방어책을 확보하는 동시에 주식이 갖는 자본차익 가능성도 유지하는 효과를 얻는다.

만약 RCPS를 통해 조달된 자금으로 신규 투자한 임대주택의 Cap. Rate이 점진적으로 하락할 것이 예상된다면, 장기적인 수익성은 높게 평가된다. 이 경우 시장으로부터 원활한 자금조달을 위해 리츠(AMC)는 투자금의 1.2배(1.2×) 또는 1.5배(1.5×) 등으로 투자자 보호 규모를 확대한 청산 우선권, 보통주뿐만 아니라 이전에 발행한 모든 우선주보다 선순위 청산 우선권, 보통주 배정에 참여할 수 있는 권리의 추가 부여 등 강화된 청산 우선권을 제공할 수도 있다.

둘째, 비상장 리츠의 경우 IPO 래킷을 추가할 수도 있다. IPO 주당 공모가격이 이전 투자 라운드에서 정해진 일정한 가격수준(threshold)에 미달하면, 해당 투자자에게 추가적 주식을 부여받을 권리를 줌으로써 최소한 투자 원금 수준의 가치 유지를 보장하는 것이다. 이 경우 해당 투자자의 투자 가치는 유지되나 기존 주주들에게는 지분가치 희석이 발생하게 된다.

셋째, 자동 전환 면제 또는 거부권을 추가할 수도 있다. 신규 임대주택의 투자를 위해 발행되는 전환우선주를 투자계약에 정해진 전환권 행사 기간을 만료하거나, 시장제도 개선을 통해 우선주만 별도로 IPO를 실시하는 경우 자동 보통주로 전환하게 설정할 수도 있다. 그러나 가장 최근 라운드 투자자들이 보유한 전환우선주에 대해서 IPO 공모가격이 RCPS 주주의 기대 수준 이상에서 결정되지 않을 경우, 자동 전환을 면제하거나 자동 전환에 대한 거부권을 부여할 수 있다.

4. Redeemable Convertible Preferred Stock (RCPS)와 추가 보호 장치의 타당성

서울 및 수도권의 주요 역세권에 같은 순수 민간 임대주택과 같은 신규 우량 부동산 투자를 위한 리츠의 자본조달을 RCPS 및 추가적 보호 장치들이 사용될 수 있는 타당성을 설명하면 다음과 같다.

RCPS 투자자는 자신이 부담하는 투자 손실 위험에 대한 어느 정도의 보호 장치(downside protection)를 확보하는 동시에, 지분투자에 내재된 임대주택의 가치 상승 가능성(upside potential)은 계속 유지하려는 니즈(needs)가 있다. 또한 리츠(AMC)가 임대주택과 같은 투자부동산의 본질적 가치를 제고하기 위해 최선의 노력을 유도하는 규율 장치의 기능도 있다. 기업공개(IPO)나 인수·합병(M&A)을 통해 투자회수(exit)가 이루어질 때 리츠가 투자한 임대주택과 같은 수익형 부동산의 본질적 가치가 높게 평가받지 못하면 발기인 및 초기 투자자에게 귀속되는 배당이 줄어들기 때문이다.

한편 발기인 또는 리츠(AMC)의 입장에서는 리츠의 생존 또는 성장에 필요한 자본을 충분히 조달하기 위해 RCPS 투자자에게 더 나은 유인을 제공하는 데에 공감할 가능성이 높다는 것이 가장 중요하다. 리츠의 AUM 및 시가총액 등 리츠의 규모와 가치를 이룬 시일 내에 대형화하고자 하는 발기인 및 초기 투자자들은 이를 위하여 RCPS 투자자에게 기꺼이 보호 장치를 제공할 유인을 가질 수 있다. 이는 리츠의 초기 투자자를 비롯한 기존 주주 역시 자신이 보유하고 있는 리츠가 대형 리츠가 되어 일례로 풍부해진 유동성을 기반으로 국민연금과 같은 연기금 및 공제회의 투자 비중이 확대되거나, 우량한 ETF에 편입될 경우, 느끼게 될 존재감

(visibility)과 대외적 이미지 제고, 잠재적 성장 경쟁력 강화 등을 통해 보유 지분 가치의 상승 등 제반 효과에 대한 기대감으로 리츠(AMC)의 RCPS를 활용한 자본조달 계획에 동의할 수 있는 것이다. 반대로 신규 자본조달이 실패하여 리츠 대형화가 이루어지지 않는다면 국민연금과 같은 연기금 및 공제회의 투자, ETF 편입 등이 어렵게 되고 리츠의 생존 가능성이 위협을 받는 경우라면 자신들이 불리할 수 있는 조건임에도 불구하고 RCPS를 활용한 자본조달 계획에 동의할 것이다.

요약하면, 신규 우량 부동산 투자를 위한 RCPS 투자 구조는 리츠 발기인(AMC), 기존 주주, 그리고 신규 투자자 모두 사용할 유인이 있고, RCPS 발행을 통한 자금조달은 이들 3자 간의 협상과 합의의 거쳐 도출된 결과일 것이다.

5. Redeemable Convertible Preferred Stock (RCPS) 발행 관련 쟁점 사항

리츠의 신규 투자, 즉 신규 자산편입을 위한 자금조달 방식으로 (R)CPS 발행과 관련하여 몇 가지 논점들이 존재한다.

첫째, (R)CPS 발행으로 투자된 자산이 편입됨과 동시에 기존 리츠와 M&A 되면, 보통주를 보유한 발기인과 초기 투자자들은 (R)CPS 및 추가 보호 장치를 보유한 (R)CPS 주주보다 배당 등 이익 배분에 있어 후순위에 놓이게 된다. 이후 전체 리츠를 청산하거나 다른 상장 리츠에 편입되거나 M&A 될 때 매각 가격이 일정 수준을 넘지 못하는 경우 발기인과 초기 투자자들에게 귀속되는 몫은 제한되고, 투자 초기 기대 투자수익을 달성하지 못할 수 있다. (R)CPS 주주에게 투자에 대한 보호 장

치를 제공했기 때문이다. 이는 (R)CPS 주주가 원하는 발기인 또는 리츠(AMC)에 대한 규율 체계지만, 발기인 또는 리츠(AMC)의 입장에서는 시장 상황에 따라 큰 후회의 원인이 될 수도 있다. 그러나 리츠(AMC)가 신규 편입 및 기존 편입 자산에 대한 내재가치 제고를 위한 노력에 실효를 거둔다면 후회할 상황은 방지될 것이다.

둘째, RCPS 발행에 의한 자금조달은 회계상의 문제를 발생시킬 수 있다. 국내 일반적인 비상장 기업은 일반기업회계기준(K-GAAP)이 적용되는데, 이때, RCPS는 자기자본으로 인정된다. 반면에 일반 상장 기업에 적용되는 한국채택 국제회계기준(K-IFRS)은 경제적 실질에 따라 RCPS를 자기자본 또는 부채로 처리한다. K-IFRS에서는 우선주에 부착된 전환가격 조정(Refixing) 조항이 없는 전환우선주(CPS)와 전환가격 조정 조항이 없으면서 상환청구권을 발행한 리츠가 보유하는 RCPS는 자기자본으로 인정될 수 있다. 만약 비상장 리츠가 발행한 (R)CPS 중에서 전환가격 조정 조항이 있거나 상환청구권을 투자자들이 갖는 구조의 우선주들은 추후 상장 리츠가 되었을 때 모두 부채로 처리된다. 이에 만약 비상장 리츠가 (R)CPS 발행으로 자본을 조달하여 신규 투자를 도모한 후에 거래소 상장을 계획한다면 RCPS보다 CPS를 활용하는 것이 회계처리 문제와 상장 시에 부채비율 요건 충족을 위해 유리하다.

만약 RCPS를 다량 발행한 비상장 리츠가 상장을 시도하면 부채비율이 크게 올라 자기자본 규제가 엄격한 현 상장제도에서 RCPS의 존재는 리츠 상장 시에 장애요인이 될 수도 있다. 하지만 RCPS 발행 시에 약속된 정기 배당이 안정적으로 지속되고, 시장 Cap. Rate이 매입 Cap. Rate을 하회하는

추세가 지속된다면, 상환권이 아닌 전환권이 실행될 가능성이 높다. 이 경우 리츠의 RCPS는 타인자본이 아닌 자기자본으로 인식됨이 합리적이고, 이 경우 상장 심사 시에 부채비율이 상승하는 것을 방지해 주는 특례 마련이 필요하다.

셋째, 리츠의 가치평가에 있어 과대평가 문제이다. 리츠 가치의 과대평가 가능성은 IPO 또는 상장을 거쳐 공개 시장(public market)에 진입한 리츠 중 상장 후에 P/FFO가 부진하여 안정적인 배당 현금흐름을 창출하지 못하는 동시에 P/NAV이 불안정하여 향후 자본손실 가능성이 높아질 때 부상할 수 있다. 이와 관련하여 다른 가상의 사례로 발기인이 보통주 100%를 보유하고 있는 순수 민간임대주택 C리츠를 가정해 보자(〈표 12〉 참조). 이 C리츠는 발행 후(post-money) 지분율 20%에 해당하는 1X 청산 우선권이 부착된 RCPS_z를 공모 발행하여 1,000억 원의 투자를 유치한다면 리츠의 공정가치는 5,000억 원이 된다. 이 C리츠가 투자한 임대주택을 다른 D리츠에 매각할 때, 임대주택

의 가격이 1,000억 원 이하로 하락하면 모든 매각 수익은 RCPS_z 주주에게 귀속되고 발기인의 배당금은 소멸한다. 만약 임대주택의 매각 가격이 1,000억 원과 5,000억 원 사이가 되면 RCPS_z 주주에게 1,000억 원이 우선 배당되고, 남은 매각금액이 발기인의 배당금을 형성하게 된다. 발기인의 지분율이 80%이기 때문에 발기인은 자신의 지분율에 미달하는 배당금을 받게 되는 것이다. 임대주택의 매각 가격이 5,000억 원을 초과하면, RCPS_z 주주는 전환권을 행사하여 보통주 주주가 되고, 발기인과 함께 전체 투자부동산 매각금액을 8:2의 비율로 나누어 배당금액을 증액할 수 있게 된다. 만약 RCPS_z 발행 이후에 발행되는 RCPS 시리즈(RCPS_i)의 투자 유치에서 신규 투자자 RCPS_a에게 발기인 및 기존 RCPS 주주(RCPS_z)에 앞선 청산 우선권이 부착된 전환우선주를 발행한다면, C리츠의 매각시 RCPS_a 주주뿐만 아니라 발기인과 RCPS_z 주주에게도 돌아가는 배당이 존재하려면 투자부동산의 매각가치가 최소 RCPS_a과

〈표 12〉 임대주택 매각가격대별 보통주와 청산우선권이 부착된 RCPS의 청산배당 시나리오

가정 및 공정가치 산출	지분율(%)	
	초기	유상증자 후
발기인 보통주 100% 보유	100	80
1X 청산 우선권이 부착된 RCPS_z 공모발행 1,000억 원 투자	0	20
리츠 공정가치 1,000억 원/20% = 5,000억 원		
리츠 보유 임대주택 매각가격대별 리츠 청산 시 RCPS 상환전환 및 배당 규모		
임대주택 매각가격대	보통주 배당금	RCPS 상환전환 및 배당금
1,000억 원 이하	0	매각가 전액 상환
1,000억 원 이상 5,000억 원 미만	(매각가 - 1,000억 원)	1,000억 원
5,000억 원 이상	매각 수익 80%	보통주 전환 매각 수익 20%

RCPS, redeemable convertible preferred stock.

RCPS_z의 투자 규모를 합한 것보다 커야 한다. 따라서 RCPS의 발행이나 청산 우선권의 부여와 같은 우선주에 부착되는 보호 장치들은 리츠 발기인 또는 AMC가 운영 중인 리츠가 투자한 부동산들의 본질적 가치 극대화를 위한 최선의 노력을 기울이도록 하는 규율 장치로서 기능을 할 수 있다.

만약 자본조달을 통해 신규 투자한 수익형 부동산의 자본차익이나 정기 배당을 통한 누적 현금흐름이 매각 시점에 목표로 하는 수준에 도달하지 못할 경우, 발기인과 기존 주주에게는 불리한 구조가 될 수 있다. 하지만 RCPS를 통해 원활한 자금조달에 성공하고, 이를 통한 우량한 수익형 부동산에 대한 신규 투자를 확대하며, 리츠 AUM의 대형화를 이룬 시일 내에 이루어 대형 리츠의 반열에 오르게 된다면, 발기인이 불리할 수 있는 투자 구조를 받아들이는 것은 투자시장의 긍정적인 공감대를 형성할 가능성이 커진다. 다양한 불확실성 속에 그 성장 가능성과 기업 가치에 대한 리스크가 높은 벤처기업이나 일반 기업에서 RCPS를 활용한 자본구조 확충에 비해 리츠의 경우 신규 투자 부동산에 대한 자본차익과 운용수익에 기반한 정기적인 배당을 통한 누적 현금흐름에 대한 확신 하에 자본조달을 시도하는 경우가 일반적이기 때문이다.

V. 결론

1. 연구 결과의 함의 및 정책적 시사점

본 연구는 국내 상장 리츠의 자본 재구조화와 대형화를 위한 효율적인 자금조달 수단으로 상환 전환우선주(RCPS)의 도입 필요성과 활용 방안을

제안하였다. 기존의 유상증자 방식은 주가 하락, ETF 편입 요건 미달, 기관투자자 유치 실패 등의 한계를 보여왔고, 이를 대체할 수 있는 수단으로 RCPS가 미국 리츠 시장에서 효과적으로 활용되고 있음을 분석하였다.

본 연구를 통해 다음과 같은 정책적 시사점을 도출할 수 있다. 국내 상장 리츠의 유상증자는 자금조달 수단으로서 몇 가지 문제점을 확인할 수 있었다. 연구 결과, 전체 상장 리츠 중 절반 이상이 유상증자 이후에도 시가총액이 2,000억 원에 미달하여 ETF 편입 기준을 충족하지 못하였다. 또한 유상증자는 정보전달가설(information signaling hypothesis)에 따라 기업 내부자의 부정적 신호로 해석되어 주가에 부정적인 영향을 미쳤고, 지분 희석 및 투자자 신뢰 하락 등의 부작용을 초래하였다. 반면에 미국 리츠시장에서 RCPS는 상환권과 전환권이 결합된 하이브리드 증권으로, 투자자는 일정 기간 후 보통주 전환을 통해 성장성과 수익을 기대할 수 있고, 사업 실패 시 상황을 통해 원금을 회수할 수 있어 투자 리스크를 효과적으로 헷지할 수 있었다. 미국에서는 다양한 리츠들이 RCPS를 활용하여 저비용 자본조달, 자본구조 개선, 투자자 유치 등에 성공한 사실을 확인할 수 있었다. Alexandria(이하 ARE)은 2008년 7% 배당의 RCPS 발행하여 주가 상승 후 강제전환을 통해 배당부담을 제거하였고, digital realty(DLR)는 2009년 5.5% RCPS 발행, 데이터센터 확장 자금 확보 후 보통주 전환을 완료하였으며, RPT Realty는 2011년 7.25% RCPS 발행하여 장기 보유 후 인수합병 과정에서 보통주로 전환되었고, Wheeler는 2018년 8.75% RCPS 발행하여 자금조달에 성공했으나 보통주 전환으로 인한 주가 희석 문제는 다소 발생하였다.

이들 사례는 RCPS가 리츠의 자금조달 목적, 재무 구조 안정화, 추가 관리에 효과적으로 기여했음을 보여주었다.

결과적으로 국내 리츠시장에 다음과 같은 정책적 과제들을 제시할 수 있다. 첫째, 법제도 정비가 필요하다. RCPS의 회계상 자기자본 분류 인정 요건(K-IFRS), 발행 조건, 투자자 보호 장치에 대한 법적·제도적 기반 마련이 필요하다.

둘째, 기관투자자 유치 전략이 필요하다. 연기금, 공제회, OCIO 펀드 등 장기 투자자의 니즈에 맞춰 고정 배당, 청산 우선권(예: 1.5배), Cap Rate 연동 배당 모델 등의 설계가 필요하다. 셋째, 지분 희석을 최소화하는 구조설계가 필요하다. 전환 조건을 일정 주가 이상 시 강제전환으로 제한하거나, IPO 래킷 조항 등 보호장치 삽입을 통해 기존 주주 가치 훼손을 방지해야 한다. 넷째, 신뢰 기반 구축이 필요하다. 리츠 운용사(AMC) 및 발기인의 투명한 정보공개와 투자자 중심 설계를 통해 RCPS의 신뢰성과 시장 수용성을 제고할 필요가 있다.

2. 연구의 한계 및 향후 과제

본 연구는 국내 상장 리츠의 유상증자 사례를 중심으로 자본조달 방식의 성과를 분석하고 RCPS 도입 가능성을 제시하였다.

상환전환우선주(RCPS)는 유상증자의 단점을 보완하며 국내 리츠의 자본조달 유연성과 대형화 전략을 실현할 수 있는 중요한 수단이 될 수 있다. 그러나 실제로 RCPS를 활용하여 자본조달을 진행한 국내 리츠 사례가 부재한 상황에서, 기대효과에 대한 검토가 이론적 분석에 주로 의존할 수밖에 없는 한계는 존재할 것으로 보인다.

향후 과제로는 RCPS 도입에 따른 회계와 세무 측면의 쟁점 검토, 국내 시범 발행 사례 개발, 실증적 성과 분석 등이 필요하고, RCPS 발행 이외 여타 자금조달 대안을 마련하는 연구 확대를 통해 리츠 시장의 원활한 자금조달을 위한 제도적 기반 마련과 함께 시장 교육 및 정책 지원이 병행되어야 한다.

참고문헌

- 고종권. (2003). 우선주와 장기부채 간의 자금조달에 영향을 미치는 규제, 세금 및 기업 특성 요인. *증권학회지*, 32(2), 1-30.
- 김보검. (2023년 11월 03일). 이시스운용, SK하이닉스 수처리센터 인수에 우선주 배팅...이유는? *이데일리*. Retrieved from https://www.edaily.co.kr/News/Read?mediaCodeNo=257&newsId=01246406635802112&utm_source=chatgpt.com
- 김재각, 최문수. (2011). 글로벌 비즈니스 기업의 우선주 발행 특성에 대한 실증연구. *e비즈니스연구*, 12(3), 351-369.
- 마스터투자운용. (2021년 12월 10일). 유상증자 신주발행 공고문 [Website]. Retrieved from <https://www.mastern.co.kr/upload/gongsi/2021/12/fd7a86e8-3ade-42b7-add2-5a2d01170d61.pdf>
- 이동진. (2024). 상장리츠 유상증자, 3개월의 시간은 필연적인가? 효율성 제고 방안 모색, *REITs Journal*, 53, 4-18.
- 이수정. (2016). 상법상 종류주식의 도입 및 발행 현황과 문제점. *ERRI 경제개혁연구소*,

- 2016(1), 1-25.
- 이용환. (1994). 유상증자의 추가변화-가격압박가설, 부의 이전가설, 정보전달가설. *재무관리연구*, 11(2), 161-173.
- 임정하. (2015). 상환전환우선주의 발행현황과 문제. *상사법연구*, 34(1), 121-182.
- 장문준. (2023). 유상증자 공시가 한국 리츠의 초과수익률에 미치는 영향 분석: 일반 상장회사와 비교를 중심으로(석사학위논문), 건국대학교, 서울.
- KIND. (2025년 04월 14일). 코람코라이프인프라 위탁관리부동산투자회사 반기보고서 [Website]. Retrieved from https://kind.krx.co.kr/common/disclviewer.do?acptno=20250414000537&method=search&utm_source=chatgpt.com
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. Jr. (1995). The priority structure of corporate liabilities. *The Journal of Finance*, 50(3), 899-917.
- BNK Invest. (2017, October 30). Alexandria Real Estate Equities' series D preferred stock shares cross 5% yield mark. *nasdaq.com* [Website]. Retrieved from <https://www.nasdaq.com/articles/alexandria-real-estate-equities-series-d-preferred-stock-shares-cross-5-yield-mark-2017-10#:~:text=above%20the%205,93>
- Cahn, A., & Donald, D. C. (2010). *Comparative company law: Text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Callahan, C. M., Shaw, W. H., & Terando, W. D. (2001). Tax and regulatory motivations for issuing non-voting, non-convertible preferred stock. *Journal of Accounting Research*, 39(3), 463-480.
- Carter, M. E., & Manzon, G. B. Jr. (1995). Evidence on the role of taxes on financing choice: Consideration of mandatorily redeemable preferred stock. *The Journal of Financial Research*, 18(1), 103-114.
- Chang, Y., Hsieh, Y. T., Seah, K. Y., & Sing, T. F. (2020). Banking relationships and financial decisions of REITs. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=3757788>
- Collins, J. H., & Shackelford, D. A. (1992). Foreign tax credit limitations and preferred stock issuances. *Journal of Accounting Research*, 30, 103-124.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1985). Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 33-69.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- Ely, D. P., Houston, A. L. Jr., & Houston, C. O. (2002). Taxes and the choice of issuing preferred stock vs. debt. *Journal of the American Taxation Association*, 24(1),

- 29-45.
- Feng, Z., Ghosh, C., & Sirmans, C. F. (2007). On the capital structure of real estate investment trusts (REITs). *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 34, 81-105.
- Heinkel, R., & Zechner, J. (1990). The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 1-24.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.
- Hung, C. H., Chung, H., Cheng, C. C., & Hsing, H. (2023). Capital structure and firm value: Evidence from US reits. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=4600237>
- Joel, S. M. (2008, March 18). Alexandria Real Estate Equities, Inc. announces public offering of 10,000,000 shares of series D cumulative convertible preferred stock. *Alexandria Real Estate Equities, Inc.* [Website]. Retrieved from <https://investor.are.com/news-events-and-webcasts/news/news-details/2008/Alexandria-Real-Estate-Equities-Inc-Announces-Public-Offering-of-10000000-Shares-of-Series-D-Cumulative-Convertible-Preferred-Stock/default.aspx#:~:text=The%20Company%20intends%20to%20use,acquisition%20of%20life%20science%20properties>
- Mansley, N., Wang, Z., Weng, X., & Zhang, W. (2023). Good growth, bad growth: Market reaction to capital raising for REIT expansion. *International Review of Financial Analysis*, 86, 102499.
- Moyer, R. C., Marr, M. W., & Chatfield, R. E. (1987). Nonconvertible preferred stock financing and financial distress: A note. *Journal of Economics and Business*, 39(1), 81-89.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Ooi, J. T. L., Ong, S. E., & Li, L. (2010). An analysis of the financing decisions of REITs: The role of market timing and target leverage. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 40, 130-160.
- PASADENA. (2008). Alexandria Real Estate Equities, Inc. announces public offering of 10,000,000 shares of series D cumulative convertible preferred stock. *Alexandria Real Estate Equities, Inc.* [Website]. Retrieved from <https://investor.are.com/news-events-and-webcasts/news/news-details/2008/Alexandria-Real-Estate-Equities-Inc-Announces-Public-Offering-of-10000000-Shares-of-Series-D-Cumulative-Convertible-Preferred-Stock/default.aspx#:~:text=The%20Company%20intends%20to%20use,acquisition%20of%20life%20science%20properties>
- Pavlov, A., Steiner, E., & Wachter, S. (2018). REIT capital structure choices: Preparation

- matters. *Real Estate Economics*, 46(1), 160-209.
- Quantumonline. (2019, October 7). Alexandria Real Estate Equities, Inc.: 7.00% Series D cumulative convertible preferred stk. *Alexandria Real Estate Equities, Inc.* [Website]. Retrieved from <https://www.quantumonline.com/search.cfm?tickersymbol=AREEP&sopt=symbol#:~:text=in%20the%20immediately%20preceding%20sentence%29,New%20York%20Stock%20Exchange%20underInformation%20for%20Income%20Investors>
- Ralph Block. (2013, July 17). Convertible preferreds: Something for everyone. *Nareit* [Website]. Retrieved from <https://www.reit.com/news/reit-magazine/july-august-2013/convertible-preferreds-something-everyone#:~:text=First%2C%20a%20convertible%20preferred%2C%20because,points%20versus%20a%20straight%20preferred>
- Ramco-Gershenson. (2011, April 27). 400,000 Shares: 7.25% Series D cumulative convertible perpetual preferred shares of beneficial interest. *sec* [Website]. Retrieved from <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/842183/000095012311041057/f50335b5e424b5.htm#:~:text=We%20are%20offering%20400%2C000%2C%20A0shares%20of,The%20Series%2C%20A0D%20Preferred>
- SEC. (2025, May 06). Wheeler REIT adjusts convertible notes conversion price. *Investing.com* [Website]. Retrieved from <https://www.investing.com/news/sec-filings/wheeler-reit-adjusts-convertible-notes-conversion-price-93CH-4024672>
- Stein, A. W., & Garibaldi, P. M. (2013, February 19). Digital realty trust announces conversion of 5.500% series D cumulative convertible preferred stock. *Digital Realty Trust* [Website]. Retrieved from https://s29.q4cdn.com/106493612/files/doc_news/2013/02/19/6a559ceb-2b1e-4aba-8688-dc8af8f0a112.pdf#:~:text=,Stock%20on%20the%20New%20York
- Wheeler. (2018, January 11). Wheeler Real Estate Investment Trust, Inc. prices series D convertible preferred stock follow-on offering. *globe newswire.com* [Website]. Retrieved from <https://www.globenewswire.com/news-release/2018/01/11/1287469/37152/en/Wheeler-Real-Estate-Investment-Trust-Inc-Prices-Series-D-Convertible-Preferred-Stock-Follow-On-Offering.html>

논문접수일: 2025.05.02
 논문심사일: 2025.06.02
 게재확정일: 2025.06.04

Journal of Housing and Urban Finance 2025; 10(1):59-97
 pISSN: 2508-3872 | eISSN: 2733-4139
<https://doi.org/10.38100/jhuf.2025.10.1.59>

A study on domestic REIT financing methods: Focusing on the cases of Korean paid-in capital increase and U.S. redeemable convertible preferred stocks

Hyeon Joong Kim^{*}, Hee Hyoung Jung^{**}, Sang Youn Roh^{***}

Abstract

This study explores the introduction of RCPS (redeemable convertible preferred stocks) as an alternative financing tool to address the capital-raising challenges faced by listed REITs (real estate investment trusts) in Korea. Traditional rights offerings have shown structural limitations such as reduced investor confidence, stock price declines, and equity dilution. To derive practical insights, this study analyzes RCPS issuance cases in the U.S., including Alexandria and Digital Realty, confirming that the RCPS enhances investor appeal and supports capital restructuring through stable dividend, conversion, and redemption features. For domestic applications, this study proposes a tailored RCPS model incorporating a cap rate-based dividend model, liquidation preference, and IPO (initial public offering) ratchet provisions, while also examining the related risks and regulatory requirements. The RCPS is evaluated as a viable instrument to promote REIT scale-ups, meet the ETF inclusion criteria, and revitalize the Korean REIT market through diversified investment opportunities.

Key words: REITs (real estate investment trusts), redeemable convertible preferred stock, financing, rights issue, preferred stock

^{*} (First author) Head of Asia PE & VC Team, PE & VC Investment Division, National Pension Service Investment Management, E-mail: hjkim@nps.or.kr

^{**} Manager, Bank of Korea, Strategy & Coordination Department, Office of Digital Innovation, E-mail: hhjung@bok.or.kr

^{***} (Corresponding author) Professor, Graduate School of Pension Management, Jeonbuk National University, E-mail: dennis@jbnu.ac.kr

© Copyright 2025 Korea Housing & Urban Guarantee Corporation. This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>) which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.