

자기관리리츠 투자 의사결정 기준에 관한 연구*

A Study on Decision Making Criteria for the Investment of Self-Management Real Estate Investment Trust

심 혁 주** · 김 용 일*** · 이 상 엽****

Sim, Hyeok Ju · Kim, Yong Il · Lee, Sang Yeob

目 次

- | | |
|------------------|---------------------|
| I. 서 론 | 2. 평가기준의 설정 |
| 1. 연구배경 및 목적 | IV. 분석결과 |
| 2. 연구범위 및 방법 | 1. 대분류 항목의 중요도 분석 |
| II. 이론적 고찰 | 2. 소분류 항목의 중요도 분석 |
| 1. 리츠의 이해 | 3. 종합 중요도 및 우선순위 분석 |
| 2. 계층적 분석기법(AHP) | V. 결 론 |
| 3. 선행연구 검토 | 〈abstract〉 |
| III. 평가모형의 구축 | 〈참고문헌〉 |
| 1. 평가자의 구성 | |

ABSTRACT

1. CONTENTS

(1) RESEARCH OBJECTIVES

This research analyze the factor which the professional investors consider in the Self-Management Real Estate Investment Trust and the normal investors make the reasonable decision-making and it tries to be helpful.

(2) RESEARCH METHOD

This study was focused on survey analysis. The data for this analysis were collected from the questionnaire. This questionnaire consisted of the idea of specialists

* 본 논문은 심혁주(2012)의 석사학위 논문을 바탕으로 편집하여 작성한 것임.

** 주 저 자 : SC제일은행 지점장, daughter2@naver.com

*** 공동저자 : 건국대학교 부동산학과 박사수료, kyi79@hanmail.net

**** 교신저자 : 건국대학교 부동산학과 교수, 공학박사, sangyoub@konkuk.ac.kr

▷ 접수일(2013년 1월 11일), 수정일(1차: 2013년 8월 19일, 2차: 2013년 9월 4일), 게재확정일(2013년 12월 17일)

and investors.

Especially this study used to the Analytic Hierarchy Process(AHP).

(3) RESEARCH FINDINGS

The analyzed result investors thought the real estate location in which the demand was stable and the real estate price rise is expected importantly. Next, the immovable property market environment which the cost of the real estate at the good location can rise was highly regard.

2. RESULTS

The Self-Management Real Estate Investment Trust investors took the individuality of the real estate which the property itself of the REITs or REITs runs seriously than the factor about the external environment of the investment.

3. KEY WORDS

- Self-Management Real Estate Investment Trust, investment decision, investor, specialist, AHP
- 자기관리리츠, 투자결정, 투자자, 전문가, 계층적분석기법

I. 서 론

1. 연구배경 및 목적

REITs(Real Estate Investment Trust)는 불특정 다수의 투자자들로부터 자금을 모아 부동산 관련 상품에 투자하여 발생한 수익을 투자자에게 배당하는 상법상 주식회사이다. 「부동산투자회사법」에 의하면 자산을 부동산에 투자하여 운용하는 것을 주된 목적으로 하는 회사라고 규정하고 있다. 즉, 투자자로부터 투자 자금을 모집한 후 주식회사 형태로 실물 부동산 또는 부동산과 관련된 유가증권 등에 투자, 운영하고 얻은 수익을(부동산 임대수

익, 개발이익, 매매차익, 부동산 관련 투자 이익 등) 투자자들에게 배분하는 회사이다.¹⁾

이러한 리츠를 우리나라에 도입하게 된 것은 외환위기 극복을 위하여 기업과 금융기관의 구조조정이 불가피 하였고, 부동산 가격의 급격한 하락으로 외국인 투자자의 독무대가 된 부동산시장을 안정시킬 필요가 있었다. 또한 부동산 증권화의 대표적 제도인 자산담보부증권(ABS)과 주택저당증권(MBS)제도는 부실자산처리나 주택금융자금의 회전에는 도움을 주지만 투자 가능 부동산에 대한 체계적인 투자와 관리가 어려운 구조이다. 이와 같은 상황을 해결하기 위해 투자자금을 자본시장에 있는 다수의 소액투자자로부터 공모하는

1) 홍순재, “개발리츠의 활성화 방안에 관한 연구 : 자기관리리츠 활성화 중심으로”, 명지대학교 부동산유통경영대학원 석사논문, 2011, p.14.

수단인 리츠 도입의 필요성이 강하게 제기되었다. 즉, 리츠가 주식을 발행하여 투자자들로부터 자금을 조달하면 대규모 부동산에 투자할 수 있게 되고, 소액투자자들도 대규모 부동산에 투자할 수 있는 기회를 제공받을 수 있다.

리츠는 위탁관리리츠, 기업구조조정리츠(이하 'CR리츠'라 함), 자기관리리츠가 있다. 위탁관리리츠나 CR리츠는 자산의 투자·운용 업무를 외부기관에 위탁해야 하고, 자기관리리츠는 직접 자산·운용할 수 있다는 특징을 지니고 있다. 미국의 경우 1986년 조세개혁 이후 자기관리리츠가 위탁관리리츠 규모를 압도적으로 앞지르면서 미국 리츠제도의 주요 유형이 되었고 현재 우리나라도 미국의 자기관리리츠 형태를 받아들이고 있다.²⁾

자기관리리츠는 공기금의 새로운 투자 대안 역할을 할 수 있으며 과장, 왜곡된 일부 부동산 투자 과열 열기를 합리적이고 안정적인 투자시장으로 바꿀 수 있다는 점과 일반기업보다 쉽게 주식시장에 상장해 자금을 조달할 수 있다는 장점이 부각되며 2010년 5개에 불과했던 자기관리리츠는 2012년 10월말 15개로 급증했다³⁾. 그러나 상장된 자기관리리츠가 내부통제와 주식시세를 조정하는 등의 문제를 일으키면서 리츠에 대한 신뢰도는 추락하였다. 이러한 자기관리리츠를 다시 육성하기 위해서는 내부감시 강화 등을 통해 부실리츠가 난립하는 문제를 해결해야 하며, 현재와 같이 일반 공모가 부진한 상황에서 개인투자자에게도 투자기회를 제공하는 공모형과 공모의 성격을 대체할 수 있는 자기관리리츠가 부동산 금융상품으로서 더욱 활발히 성장해 나가야 할 것이다.

본 연구에서는 리츠 투자와 관련된 전문가를 대상으로 리츠 투자 의사결정시 중요하게 고려하는 중요 요인 항목에 대한 설문을 실시하여 항목별 중요도를 도출하고, 그 요인들의 중요도 및 우선순위에 대한 분석을 통하여 투자자가 리츠 투자 의사결정시 합리적인 투자 의사결정을 할 수 있도록 도움을 주고자 한다. 또한 이를 통해 리츠 시장에 자금 조달을 원활하게 하여 리츠 활성화에 기여하고자 하는 것이 본 연구의 목적이다.

2. 연구범위 및 방법

본 연구는 부동산투자회사법에 구분되어 있는 CR리츠와 위탁관리리츠, 자기관리리츠 중에 상장된 자기관리리츠⁴⁾만을 연구대상으로 하였다. 리츠 투자자들의 투자 의사 결정요인을 파악하기 위해 각종 문헌조사 및 리츠 투자 전문가들의 의견을 반영하여 추출된 요인과 브레인스토밍을 통해 얻은 결과를 중심으로 설문의 틀을 구성하고, 리츠 투자 금융 전문가를 대상으로 설문을 실시하여 각각의 투자 의사 결정요인에 대한 중요도 및 우선순위를 도출하였다.

이와 같이 투자결정 요인에 대한 중요도 및 우선순위는 다기준 분석기법으로 주로 사용되는 계층적분석기법(AHP: Analytic Hierarchy Process)을 사용하였다. AHP 분석기법은 기준이 다양하고 복잡하며, 전문가의 경험과 지식에 대한 의존도가 높은 의사결정에서 합리적이고 과학적인 기법으로 평가기준에 대한 중요도와 우선순위를 객관적으로 보여 준다⁵⁾.

2) 한국리츠협회, 한국리츠 : 구조의 이해와 경영, 2011, p.5.

3) 한국리츠협회, www.kareit.or.kr

4) 2012년 1월 기준으로 유가증권시장에는 자기관리리츠인 광희, 케이탑, 골든나래, 이코리아와 위탁관리리츠인 코크렘8호, 트러스와이7호, CR리츠 코크렘15호가 상장되어 있다.

5) 안현진 외, "부동산 권리보험의 활성화를 위한 주요 요인 도출 및 중요도 분석", 부동산학보, 한국부동산학회, 2011, 제45집, p.65.

II. 이론적 고찰

1. 리츠의 이해

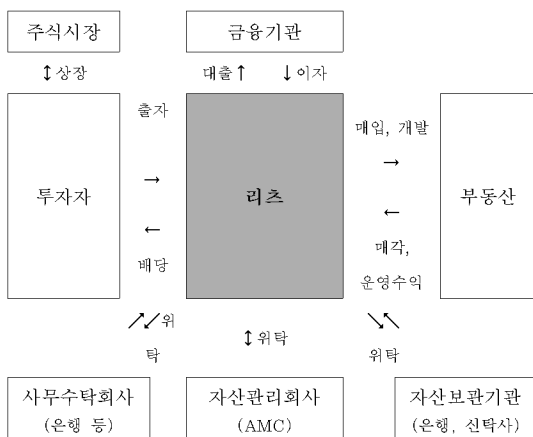
1) CR리츠

채무상환을 위한 기업구조조정용 부동산에 투자하는 실체가 없는 한시적 주식회사를 말한다. 자산의 투자·운용은 자산관리회사에 일반적인 사무관리를 사무수탁회사에 위탁하여 운용한다. 일정기간 경과 후에 청산하여 투자자에게 자산을 배분한다. 이 리츠는 자금조달이 어려운 기업이 보유하던 상업용, 업무용 부동산을 외국계 투자기관에 매각하도록 도와 기업들이 외환위기를 극복하는데 기여하였다.

2) 위탁관리리츠

실체가 없는 주식회사로 투자 및 자산운용 업무 자체를 수행하지 않고 외부의 자산관리회사에 위탁한다. 투자수익의 90% 이상을 배당하면 법인세 감면혜택을 받을 수 있으나, 한시적으로 서류상으로만 존재하는 특수목적법인(SPC) 형태이므로 본점 외 지점을 설치할 수 없으며, 상근 임직원을 고용할 수 없다.

〈그림 1〉 위탁/CR리츠 구조

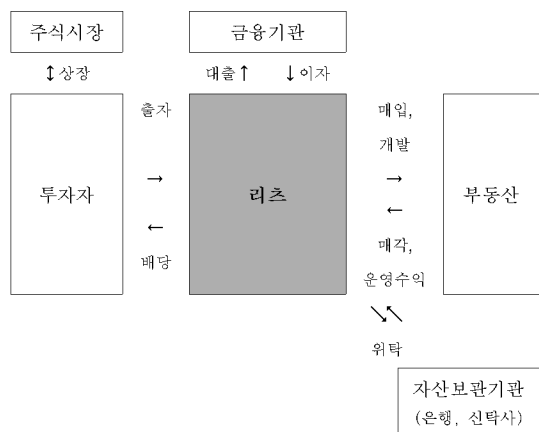


자료 : 국토해양부, “부동산투자회사 인가매뉴얼”, 2012, p.6.

3) 자기관리리츠

부동산 투자를 전문으로 하는 영속적인 상법상의 주식회사로 자산운용전문인력 5인 이상의 상근 임직원을 두고 일반투자자를 대상으로 공모 자금을 모아 부동산 등에 직접 투자한 후 그 수익을 배분한다. 자기관리리츠는 상근임직원을 둔 실체형 회사라는 점과 자산의 투자운용을 상근 임직원이 직접 관리한다는 점에서 위탁관리리츠와 구분된다. 투자자는 자기관리리츠의 지분에 투자하여 배당수익과 지분 매각 때의 시세차익을 수익을 확보하며 상장되기 때문에 유동성 확보가 가능하다. 반면 법인세와 배당소득세를 이중으로 납부해야 하는 단점이 있다.

〈그림 2〉 자기관리리츠 구조

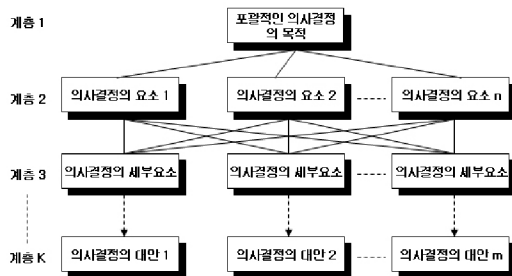


자료 : 국토해양부, “부동산투자회사 인가매뉴얼”, 2012, p.5.

2. 계층적 분석기법(AHP)

계층적 분석기법(Analytic Hierarchy Process : AHP)은 1970년대 초반 T. Saaty에 의하여 개발되었으며, 평가자의 지식, 경험 및 직관을 포착하고자 의사결정요소간의 쌍대비교(pairwise comparison)를 통하여 도출된 가중치와 우선순위로 의사결정을 내리는 방법론이다.

〈그림 3〉 AHP의 표준계층



자료 : 조근태 외, 계층분석적 의사결정, 동원출판사, 2003, p.5.

일반적으로 의사결정문제는 불완전한 정보와 서로 상반된 기준 하에서 최적의 대안을 선택해야 한다. AHP는 이러한 다양한 의사결정요소를 상위계층과 하위계층으로 나누고, 각 계층 항목의 가중치와 우선순위를 산정하는 문제를 다루고 있다. AHP의 계층분석은 일반적으로 다음과 같은 5단계의 절차를 거친다.

첫 번째로 상호 관련되어 있는 여러 의사결정사항을 계층화하여 최상위층에는 의사결정목적이 놓이며, 그 외 계층들은 의사결정의 목적에 영향을 주는 다양한 요소들로 구성되고 최하위층에는 의사결정 대안들이 놓이게 된다.

두 번째는 쌍대비교를 실시하기 위해 의사결정과 관련된 요소들을 활용하여 설문지를 작성하고, 설문조사는 일반적으로 전문가집단으로부터 자료를 수집한다.

〈표 1〉 쌍대비교 척도

중요도	정 의
1	같은 정도로 중요함
3	약간 중요함
5	매우 중요함
7	극히 중요함
9	절대적으로 중요함
2,4,6,8	각 단계별 중간정도의 중요함
1.1~1.9	동등한 활동

세 번째는 설문 참여자들의 판단이 얼마나 일관성이 있는지 검증하고⁶⁾, 의사결정 요소들 간의 상대적인 가중치를 추정하는 단계이다.

마지막으로 의사결정 요소들의 상대적인 가중치를 종합화하여 평가대상이 되는 여러 요인들에 대한 우선순위를 도출한다.

3. 선행연구 검토

리츠 제도가 도입되던 2001년을 전후한 연구는 주로 리츠 제도를 소개하고 리츠 제도 도입에 따른 기대효과와 조기정착 방안을 논의했다. 선행연구 검토에서는 AHP분석기법을 활용한 리츠 선행연구와 리츠 활성화 방안 관련 연구를 검토하고자 한다.

1) AHP기법을 활용한 선행연구

리츠 논문 중에 AHP기법을 활용한 연구로 김동현(2011)⁷⁾은 개발리츠 참여자들은 상이한 위험요인 항목에서 각기 다른 위험요인의 중요도를 평가하면서 각 주체들 간 리스크를 바라보는 데에 있어서는 다소 다른 시각을 보였지만 공통적으로 높게 나온 평가 항목은 투자자금 모집과 사업의 안정성 부문에 관련된 회수방안이라는 것을 AHP기법을 활용하여 설명하고 있다. 고영선·정재호(2011)⁸⁾는 철도역세권개발사업의 역사이용편의시설 설치와 관련하여 시설이용자인 수요자와 철도공사 직원인 공급자간의 의견을 AHP기법을 적용하여 상대적 중요도를 비교·분석하고 중요인자의 우선순위를 도출하였다. 김홍진·고봉성(2011)⁹⁾은 상업용 부동산의 활성화를 위한 방안을 제시하기 위해 AHP기법을

6) 일관성의 정도는 일관성 지수(CI) = $(\lambda_{\max} - n) / (n - 1)$ 와 일관성 비율(CR) = $(CI / RI) / 100\%$ 을 통하여 구할 수 있다.

여기서 RI는 난수지수(random index)를 의미하며, 특정한 배열순서나 규칙을 가지지 않는 연속적인 임의의 수를 말한다.

7) 김동현, “AHP에 의한 개발리츠의 위험요인에 관한 연구”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문, 2011, p.47~63.

8) 고영선·정재호, “철도역세권개발사업의 역사이용편의시설 중요요인에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2011, 45집, p.293~300.

9) 김홍진·고봉성, “상업용 부동산의 활성화 방안에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2011, 44집, p.236~250.

활용하여 활성화 요소의 중요도와 우선순위를 분석하였다. 그 결과 입지타당성, 교통인프라 및 접근성, 개발콘셉트의 설정 항목 순으로 매우 중요한 영향을 주는 것으로 나타났다. 김수웅·이창석(2011)¹⁰⁾은 대형할인점의 최적 입지선정을 위한 의사결정 평가기준을 제시하기 위해 AHP기법을 활용하여 실제사례에 적용했다. 최세희·이상엽(2011)¹¹⁾은 부동산 담보부 부실채권의 투자대상 결정요인을 AHP 모형으로 투자자들이 투자의사결정시 고려하는 요소들에 대한 중요도를 파악하였다. 최형석·유정석(2011)¹²⁾은 복합상업시설의 입주인 유치에 영향을 미치는 요인을 분석하여 복합상업시설의 사업대상지와 복합상업시설내 핵심시설의 유무가 입주인 유치에 가장 큰 영향을 미친다는 것을 입증했다.

2) 리츠의 활성화 방안에 관한 선행연구

전재호(2012)¹³⁾는 리츠의 이론적 배경과 국내 자기관리리츠의 특성에 대해 파악하고 그 구조와 현황을 분석하여 자기관리리츠의 문제점을 파악하고 자기관리리츠의 신뢰도를 높임과 동시에 일반투자자의 피해를 줄여 리츠를 활성화할 수 있는 방안을 제시하였다. 이동훈(2012)¹⁴⁾은 주식시장에서 리츠의 주가가 시장참여자들에게 외면을 받는 상황을 주가 및 거래량의 흐름으로 제시하고, 이와 같은 문제점이 야기되는 제도적, 운영적 실태 분석을 통하여 자기관리리츠의 활성화 방안을 찾고자 하였다. 강민석(2011)¹⁵⁾은 대부분의

일반투자자들이 전문성과 신뢰도, 인지도가 높고 접하기 쉬운 채널을 통해 투자정보를 얻고 있으며, 일반투자자들이 리츠를 접하기 쉽도록 하기 위해 은행이나 보험회사, 증권사 등의 금융기관에 리츠에 대한 다양한 정보와 투자 상담창구를 마련할 수 있도록 하여야 하며 협회와 정부는 부동산 간접투자자의 이점 및 리츠에 대해 충분한 홍보와 교육지원을 통하여 일반투자자들의 부동산 투자에 대한 인식 변화 유도와 부동산 간접투자시장을 활성화시켜 부동산시장 안정화에 최선을 다해야 할 필요성이 있다고 강조했다. 홍순제(2011)¹⁶⁾는 지분형 간접투자기구인 리츠의 이론적 배경과 국내 리츠의 부동산 개발사업의 특성, 개발리츠에 대하여 알아보고 그 구조와 현황을 분석하였으며, 이를 통해 자기관리리츠의 문제점을 도출하고 자기관리리츠의 활성화를 위해 리츠에 대한 세제지원 및 각종 규제를 완화해야 한다고 주장했다. 허기영(2010)¹⁷⁾은 초기단계의 국내 리츠의 본격적인 성장을 위해서는 오피스뿐 아니라 의료, 호텔, 리조트 등 여러 분야에 걸친 적극적인 개발 사업을 통하여 전반적인 리츠의 수익률을 제고하고, 효과적인 관리 감독체계를 통한 투자자 보호 대책의 두 가지 측면을 동시에 고려할 수 있는 제도적인 보완이 필요할 것으로 보았으며, 권영태(2010)¹⁸⁾는 일본 등 해외 리츠시장은 다양한 리츠의 기초자산과 공모 위주의 자금조달 및 임대수익률 중심으로 운영되고 있으며 국내 리츠 시장도 대형화, 전문화, 다양화가 이루어지고, 리츠협회 및 전문인력 등 투자 인

10) 김수웅·이창석, "대형할인점의 입지 선정 중요도에 관한 연구", 부동산학보, 한국부동산학회, 2011, 47집, p.54~75.

11) 최세희·이상엽, "부동산 담보부 부실채권 투자의사결정 기준에 관한 연구", 주택연구, 한국주택학회, 2011, p.41~71.

12) 최형석·유정석, "도심형복합상업시설의 입주인 유치 영향요인 분석", 부동산학보, 한국부동산학회, 2011, 47집, p.92~105.

13) 전재호, "자기관리리츠의 활성화 방안에 관한 연구", 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문, 2012, p.82~106.

14) 이동훈, "K-REITs 활성화 방안에 관한 연구", 아주대학교 공공정책대학원 석사학위논문, 2012, p.43~50.

15) 강민석, "리츠에 대한 투자 활성화 방안 : 일반 투자자의 투자의식을 중심으로", 명지대학교 부동산유통경영대학원 석사학위논문, 2011, p.56~86.

16) 홍순제, 전제서, p.81~92.

17) 허기영, "리츠 활성화 방안에 관한 연구", 창원대학교 석사학위논문, 2011, p.118~125.

18) 권영태, "국내리츠시장의 현황과 활성화 방안", 고려대학교 정책대학원 석사논문, 2010, p.52~61.

프라를 갖춘 시장 참여자가 늘고 정보 인프라 등을 개선하면 양적, 질적으로 성장과 발전이 가능할 것으로 파악했다. 신용철(2003)¹⁹⁾은 리츠에 대한 투자의향을 결정하는 투자요인을 잠재변수로 인지도, 신뢰도, 수익성으로 묶어 구분하고 잠재적 투자자들에게 어떠한 영향 정도를 미치며, 세부 관측 변수들 중 어떤 항목을 통제하여야 투자의향을 고취할 수 있는가를 설문조사를 통해 연구하였다. 이공원(2000)²⁰⁾은 리츠에 대한 투자자들의 인식을 조사하고 리츠제도 도입에 따른 기대효과를 연구했다. 투자자에 대한 설문조사 분석 결과 연령, 학력, 소득수준이 높을수록 리츠의 인지도 및 투자의향이 높고, 부동산 투자에 대한 경험이 없을수록 리츠에 대한 투자의사가 낮은 것으로 나타났다.

3) 선행연구와의 차별성

위에서 살펴본 바와 같이 기존연구의 대부분이 이론적 고찰과 활성화 방안 및 리츠의 운용형태 분석 위주로 연구가 진행되었고, 자기관리리츠의 투자의사결정에 영향을 미치는 요인에 관한 연구는 전무하다. 이에 본 연구에서는 리츠 관련 업무를 담당하고 있는 은

행, 보험사, 증권사 등 금융 종사자를 대상으로 브레인스토밍과 설문조사를 실시하여 자기관리리츠에 투자할 때 어떠한 요인들을 고려하는지에 대한 중요도 및 우선순위를 분석하였다는 점에서 차별성이 있다.

III. 평가모형의 구축

1. 평가자의 구성

본 연구를 위한 설문 대상자로 금융 분야에 종사하면서 리츠 업무를 담당하고 있는

〈표 2〉 설문응답자 구성

구 분		응답자수	구성비율(%)
금융기관	은행	11	23.9
	증권사	15	32.6
	신탁사	13	28.3
	기타	7	15.2
투자 자금원천	자기자금	39	84.8
	타인자본	7	15.2
	3억원 이하	10	21.7
투자 금액	3~5억원	6	13.0
	5~10억원	28	60.9
	10억원 이상	2	4.3
투자 목적	배당수익중점(위주)	43	93.5
	양도수익중점(위주)	1	2.2
	주가수익중점(위주)	2	4.3
합계		46	100

〈표 3〉 설문지 항목 구성

대분류	소분류	출처	설명
투자환경	거시경제변수	A, C	금융시장 전망 및 경제성장률, 물가지수 등을 의미함
	자본조달 환경	A, C	시장금리대비 수익률, 투자자의 투자자본 규모 등을 의미함
	자기관리리츠 환경	전문가 인터뷰	과세문제, 간접투자에 대한 신뢰부족, 전문인력부족 등을 의미함
	부동산시장 환경	A, C	부동산가격상승 전망, 정부규제정책, 건설경기 등을 의미함
자산 pool 특성	자산의 규모	D	전체 투자금액 규모, 투자자별 평균 투자규모 등을 의미함
	자산의 구성	D	주거, 상업용, 산업시설 등 투자부동산 자산구성 비율을 의미함
	자산의 수익성	B	투자대상 부동산의 배당수익, 자본이득 등을 의미함
	투자기간	B	투자대상 부동산의 운영기간 및 매매각 가능성 등을 의미함
대상 부동산 개별 특성	부동산 입지	C	서울 및 수도권 소재 여부, 역세권 등을 의미함
	부동산 용도	C	주거용, 상업용, 레저, 산업시설 및 복합단지 등을 의미함
	부동산 가격	C	시장에서 거래되고 있는 부동산 실거래가를 의미함
	권리관계	C	선순위채무의 존재가능성, 관련법률상의 제한 등을 의미함
경영 및 관리 특성	CEO의 신뢰성	D, E	CEO의 평판 및 경력, 경영투명성 등을 의미함
	감시기능 구성원	D	이사회, 감사위원회, 신용평가사 등을 의미함
	운용전문관리 주체	전문가 인터뷰	부동산관리회사, 부동산정보회사, 자산보관회사 등을 의미함
	사업성 검토	전문가 인터뷰	사업 실현가능성, 제안서의 정교화 등을 의미함

19) 신용철, “리츠 투자의향에 영향을 주는 요인에 관한 연구”, 단국대학교대학원 박사학위논문, 2002, p.85~136.

20) 이공원, “부동산투자 활성화를 위한 REITs에 관한 연구”, 호서대학교대학원 박사학위논문, 2000, p.74~124.

46명의 전문가 집단(은행, 신탁사, 증권사, 기타 리츠 관련 종사자(연기금, 대한주택보증, 부동산투자회사 등))을 선정하였다. 설문 조사는 2012년 4월 9일부터 25일까지 17일간으로 1:1 대면방식 및 온라인을 통해 실시하였다.

2. 평가기준의 설정

본 연구에서는 자기관리리츠 투자와 관련 있는 의사결정 요인을 추출하기 위하여 A : 김동현(2011)²¹⁾, B : 강민석(2011)²²⁾ C : 최세희·이상엽(2011)²³⁾, D : 여인석(2006)²⁴⁾, E : 신용철(2002)²⁵⁾의 선행연구를 참조하고 전문가 브레인스토밍을 실시하였다. 이를 통해 <표 3>과 같이 자기관리리츠 투자 관련 요인을 추출하여 계층분석에 필요한 요소들을 종합하고 계층으로 구조화 하였다.

설문은 자기관리리츠에 대한 투자시 투자 의사결정의 대분류로 리츠 '투자환경', 리츠 '자산 pool 특성', 리츠 '대상 부동산 개별 특성', 리츠 '경영 및 관리 특성' 등 4가지 항목으로 분류하고 이에 따른 의사결정항목을 세분화하여 소분류 항목 16개로 구성하였다.

대분류의 '투자환경'은 경제전반 동향, 부동산시장 등에 대한 미래 전망치와 자기관리리츠의 투자환경, 자본조달 환경 등을 의미한다.

'자산 pool 특성'은 투자대상이 되는 전체로서 리츠 자산 구성에 따른 특성을 의미한다. '자산의 규모'는 매각 대상 자산 금액 크기를 의미하며, 이를 고려한 이유는 투자자들은 일반적으로 자산의 규모가 큰 것을 선호하는데, 이는 매입한 자산을 운영하는데 소요되는 시간, 비용 등이 자산의 규모가 커진다고 해서 반드시 비례적으로 증가하지 않는 반면

에 자산의 규모가 커질수록 운영으로 인한 이익의 규모는 그에 비례하여 증가하기 때문이다. '자산의 구성'은 개별 자산이 어떠한 특성을 가진 자산들인지를 나타내는 것이다. '자산의 수익성'은 투자자들이 생각하는 예상수익성을 의미하며, '투자기간'은 매매각시의 투자금 회수기간을 의미한다.

'대상 부동산의 개별 특성'은 투자자들의 선호도와 관련된 것이다. '부동산 입지'는 부동산이 소재하는 지역적 특성에 기초한 분석이며, '부동산 용도'는 현재 부동산의 용도에 대한 투자자들의 선호도를 반영하는 요인이다. '부동산 가격'은 사적시장에서 매각하는 경우 예상되는 실거래가를 의미하며, '권리관계'는 부동산의 추가적인 개발, 용도전환, 매각 등에 있어서 어떠한 제한이 있는가이다.

'경영 및 관리 특성'은 경영의 투명성 등과 관련된 항목이다.

IV. 분석결과

본 연구의 분석을 위해 4개의 대분류 항목, 16개의 소분류 항목에 대해 평가기준의 중요도 및 우선순위를 도출하였다.

1. 대분류 항목의 중요도 분석

자기관리리츠 투자에 있어 상대적 중요도를 분석한 결과 대분류 항목은 '대상 부동산 개별 특성'의 중요도가 0.321로 가장 높게 나타났다으며, '투자환경 특성(0.282)', '경영 및 관리 특성(0.204)', '자산 pool 특성(0.192)'의 순

21) 김동현, 전계서

22) 강민석, 전계서

23) 최세희·이상엽, 전계서

24) 여인석, "부동산투자신탁 투자 활성화 요인에 대한 인식 연구 : 투자동호회를 대상으로", 건국대학교대학원 석사학위논문, 2006, p.45~59.

25) 신용철, 전계서

으로 나타났다. 대상 부동산 개별 특성이 가장 중요한 요인으로 나타난 것은 리츠가 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산에 투자·운영하고 그 수익을 투자자에게 돌려주는 간접투자기구형 주식회사이기 때문에 투자 대상 부동산의 종류에 따라 리츠의 수익률이 민감하게 반영되기 때문인 것으로 판단된다. 즉 리츠가 투자하는 대상 부동산의 개별 특성은 투자자산의 수익성을 판단하기 위한 중요 요소인 것이다.

〈표 4〉 대분류 항목의 중요도

대분류	중요도	우선순위
투자환경	0.282	2
자산 pool 특성	0.192	4
대상 부동산 개별 특성	0.321	1
경영 및 관리 특성	0.204	3

2. 소분류 항목의 중요도 분석

1) 투자환경

자기관리리츠 ‘투자환경’에 있어서는 ‘부동산시장 환경’이 0.378로 가장 높게 나타났으며, 다음으로 ‘자본조달환경(0.228)’, ‘거시경제변수(0.228)’, ‘자기관리리츠 환경(0.166)’ 순으로 분석되었다. ‘부동산시장 환경’의 중요도가 높은 것은 자기관리리츠 투자시 수익은 크게 보유기간 동안에 얻는 운영수익과 청산시 얻을 수 있는 자본이득으로 나눌 수 있는데 부동산 가격이 상승세이면 운영에 따른 배당수익과 매각시 부동산 가격 상승으로 인한 자본이득으로 투자 대비 높은 배당을 받을 수 있기 때문인 것으로 판단된다.

또한 자기관리리츠는 부동산 임대차, 세무, 법률, 유가증권 매매, 개발 등 부동산시장과 금융시장 등의 다양한 상품들을 운용할 뿐만 아니라 투자 자금이 수백억원에 이를 정도로 크기 때문에 자산운용전문인력의 전문성과 건전한 윤리의식이 필요하다. 그러나 우리나라의 경우 오랜 기간 부동산시장과 자본시장

이 별개의 시장으로 구분되어 두 분야에 대한 지식과 경험을 갖춘 전문가가 부족으로 인한 리스크가 존재하는데 이런 ‘자기관리리츠 환경’도 중요하지만 리츠는 곧 부동산을 투자·운용하는 분야이기 때문에 그 우선순위가 떨어진 것으로 판단된다.

〈표 5〉 리츠 투자환경 중요도

대분류	중요도	우선순위
거시경제변수	0.228	2
자본조달 환경	0.228	2
자기관리리츠 환경	0.166	4
부동산시장 환경	0.378	1

2) 자산 pool 특성

‘자산의 수익성’이 0.441로 가장 높게 나타났다으며, 다음으로 ‘자산의 구성(0.221)’, ‘투자기간(0.190)’, 마지막으로 ‘자산의 규모(0.147)’ 순으로 분석되었다. 이는 수익성이 투자의 근본적인 목적이기 때문이다. 투자란 확실한 현재의 소비를 희생하여 불확실한 미래의 이득을 바라는 행위라고 정의할 때 최소한 만족할 수 있는 수익이 얼마나 되어야 하는지가 중요 투자 의사결정요인인 것으로 판단된다.

〈표 6〉 자산 pool 특성 중요도

대분류	중요도	우선순위
자산의 규모	0.147	4
자산의 구성	0.221	2
자산의 수익성	0.441	1
투자기간	0.190	3

3) 대상 부동산 개별 특성

자기관리리츠 ‘대상 부동산 개별 특성’은 ‘부동산 입지’가 0.398의 값을 가지며 가장 중요한 투자기준이 되는 것으로 분석되었다. 이어서 ‘부동산 가격’, ‘권리관계’, ‘부동산 용도’가 각각 0.248, 0.178, 0.176의 순으로 투자기준에 대한 중요도를 가지는 것으로 나타났다. 투자자 입장에서는 수요가 안정적이고 상대적으로 부동산 가격 상승 가능성이 높으면서도

관리가 편리한 곳에 소재하는 부동산을 선호하기 때문에 '부동산 입지'를 선호하는 것으로 판단된다. 또한 공법 등 관련 법규상의 제한이 있을 경우 투자 수익 발생이 의문시 될 수 있어 부동산 입지에 대한 중요도가 높은 것으로 판단된다.

〈표 7〉 대상 부동산 개별 특성 중요도

대분류	중요도	우선순위
부동산 입지	0.398	1
부동산 용도	0.176	4
부동산 가격	0.248	2
권리관계	0.178	3

4) 경영 및 관리 특성

'사업성 검토'가 0.353의 값을 가지며 가장 중요한 투자기준이 되는 것으로 분석되었다. 이어서 '운용전문관리의 주체', 'CEO의 신뢰성', '감시기능 구성원'이 각각 0.258, 0.244, 0.145의 순으로 나타났다. 이는 투자자 보호차원에서 사업성에 대한 심사와 시장 평균 수익률을 내기 위해 사업성의 엄격한 심사는 필수적이기 때문이다.

〈표 8〉 경영 및 관리 특성 중요도

대분류	중요도	우선순위
CEO의 신뢰성	0.244	3
감시기능 구성원	0.145	4
운용전문관리 주체	0.258	2
사업성 검토	0.353	1

3. 종합 중요도 및 우선순위 분석

종합 중요도와 우선순위는 대분류와 소분류 중요도를 활용하여 도출하였으며, 그 결과 투자자들은 수요가 안정적이고 부동산 가격 상승이 기대되는 '부동산 입지' 항목을 가장 중요시 하며, 좋은 입지에 있는 부동산의 가격이 상승할 수 있는 '부동산시장 환경'을 다음으로 중요시 하는 것으로 분석되었다. 그 다음으로 부동산의 거래가격이 얼마가 될 것이며, 그 수익은 어느 정도가 될 것인지를 중요시 하였다.

〈표 9〉 소분류 항목의 영향값

대분류	소분류	중요도	순위	영향값	순위
투자 환경 (0.282)	거시경제 변수	0.228	2	0.064	6
	자본조달 환경	0.228	2	0.064	7
	자기관리리츠 환경	0.166	4	0.047	12
	부동산시장 환경	0.378	1	0.107	2
자산 pool (0.192)	자산의 규모	0.147	4	0.028	16
	자산의 구성	0.221	2	0.043	13
	자산의 수익성	0.441	1	0.085	3
	투자 기간	0.190	3	0.037	14
대상 부동산 개별성 (0.321)	부동산 입지	0.398	1	0.128	1
	부동산 용도	0.176	4	0.057	9
	부동산 가격	0.248	2	0.080	4
	권리관계	0.178	3	0.057	8
경영 및 관리 (0.204)	CEO의 신뢰성	0.244	2	0.050	11
	감시기능 구성원	0.145	4	0.030	15
	운용전문관리 주체	0.258	2	0.053	10
	사업성 검토	0.353	1	0.072	5

V. 결 론

본 연구는 자기관리리츠 투자시 의사결정의 중요도와 우선순위로 중요 의사결정요인을 파악하고자 하였다. 이를 파악하기 위해 자기관리리츠의 투자요인을 추출하였고 직군별로 평가항목의 속성들을 정확히 파악하여 계층으로 구조화할 수 있도록 하였다. 그리고 자기관리리츠 추진 과정에 참여하는 전문가들이 참고해야 할 중요도의 순서나 합리적 의사결정에 영향을 끼치는 요소들을 파악할 수 있도록 분석의 틀을 만들었다. 또한 자기관리리츠 투자 의사결정 요소를 추출, 중요도를 분석하여 자기관리리츠의 설립을 추진할 때 합리적 의사결정을 내릴 수 있도록 투자자 및 리츠 운영 주체자에게 시사점 및 대안을 도출하고자 하였다.

그 결과 자기관리리츠 투자자들은 투자의 외부환경에 대한 요인보다는 리츠 자산 자체나 리츠 운영 부동산의 개별성을 중시하여 투자의사결정을 하고, 세부적으로는 부동산 입지와 시장 실거래가보다 저렴하게 구입하여 운영수익을 낼 수 있는 부동산을 선호하는 것

으로 분석되었다.

본 연구의 시사점으로는 투자자 입장에서 막대한 기대 수익률에만 의존하는 것이 아니라 투자시 자기관리리츠 대상 부동산의 개별 특성 등을 고려하여 투자를 결정한다는 것을 보여주고 있다. 자기관리리츠 운영 주체자 입장에서는 투자의 수익성을 확보하기 위해 개발기획 능력이 가장 중요하게 고려되어야 한다는 것을 실증적으로 나타내고 있다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다.

자기관리리츠의 투자 의사결정요인의 주요 분석대상 항목을 구성하는데 있어 투자요

인 항목이 누락했을 가능성을 배제할 수 없다. 이는 리츠 관련 연구가 미비하여 자료수집이 어려웠기 때문이다. 또한 아직까지 국내 유가증권시장에 상장된 자기관리리츠가 4개 밖에 없다보니 설문조사 대상의 수나 구성이 다소 풍부하지 못한 한계가 있다.

마지막으로 본 연구가 자기관리리츠의 성장과 발전에 도움이 되고, 자기관리리츠가 안정적인 사업구조를 가지고 성공적으로 운영되어 우리나라 부동산 시장에서 성공적인 사업 케이스로 자리매김할 수 있는 모범 사례가 되기를 바란다.

參考文獻

- 강민석, “리츠에 대한 투자 활성화 방안 : 일반 투자자의 투자의식을 중심으로”, 명지대학교 부동산유통경영대학원 석사학위논문, 2011.
- 고영선·정재호, “철도역세권개발사업의 역사편의시설 중요요인에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2011, 45집.
- 국토해양부, “부동산투자회사 인가매뉴얼”, 2012.
- 권영태, “국내리츠시장의 현황과 활성화 방안”, 고려대학교 정책대학원 석사학위논문, 2010.
- 김동현, “AHP에 의한 개발리츠의 위험요인에 관한 연구”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문, 2011.
- 김수웅·이창석, “대형할인점의 입지 선정 중요도에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2011, 47집.
- 김홍진·고봉성, “상업용 부동산의 활성화 방안에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2011, 44집.
- 신용철, “리츠 투자의향에 영향을 주는 요인에 관한 연구”, 단국대학교대학원 박사학위논문, 2002.
- 안현진 외, “부동산 권리보험의 활성화를 위한 주요 요인 도출 및 중요도 분석”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2011, 45집.
- 여인석, “부동산투자신탁 투자 활성화 요인에 대한 인식 연구 : 투자동호회를 대상으로”, 건국대학교대학원 석사학위논문, 2006.
- 이공원, “부동산투자 활성화를 위한 REITs에 관한 연구”, 호서대학교대학원 박사학위논문, 2000.
- 이동훈, “K-REITs 활성화 방안에 관한 연구”, 아주대학교 공공정책대학원 석사학위논문, 2012.
- 전재호, “자기관리리츠의 활성화 방안에 관한 연구”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위논문, 2012.
- 조근태 외, 계층분석적 의사결정, 동원출판사, 2003.
- 최세희·이상엽, “부동산 담보부 부실채권 투자의사결정 기준에 관한 연구”, 주택연구, 한국주택학회, 2011.
- 최형석·유정석, “도심형복합상업시설의 입주인 유치 영향요인 분석”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2011, 47집.
- 한국리츠협회, “한국리츠 : 구조의 이해와 경영”, 2011.
- 한국리츠협회, www.kareit.or.kr
- 허기영, “리츠 활성화 방안에 관한 연구”, 창원대학교 석사학위논문, 2011.
- 홍순제, “개발리츠의 활성화 방안에 관한 연구 : 자기관리리츠 활성화 중심으로”, 명지대학교 부동산유통경영대학원 석사학위논문, 2011.