

리츠를 활용한 공공과 민간의 임대주택 공급모델 기법 특성 및 적용사례 비교 연구*

Case Study and Financing Model of Rental Housing between Public and Private
Sector utilizing the REITs

송 기 욱** · 장 인 석***

Song, Ki Wook · Chang, In Seok

目 次

- | | |
|----------------------------|------------------------|
| I. 서론 | IV. 공공과 민간의 임대주택 리츠 운용 |
| 1. 연구배경 및 목적 | 사례 비교분석 |
| 2. 연구범위 및 방법 | 1. 민간부문 최초 도입사례 |
| II. 이론적 고찰 및 선행연구 검토 | 2. 공공부문 선도 시범사례 |
| 1. 임대주택 리츠의 공급모델 기법 | V. 결론 및 시사점 |
| 2. 선행연구 동향 및 검토 | <abstract> |
| III. 사업주체별 임대주택 리츠 현황 및 특성 | <참고문헌> |
| 1. 임대주택 리츠 시장현황 | |
| 2. 사업주체별 임대주택 리츠 특성 | |

ABSTRACT

1. CONTENTS

(1) RESEARCH OBJECTIVES

The purpose of this paper is to identify the difference in characteristics of financing model, applications between public and private sector utilizing rental housing reits.

(2) RESEARCH METHOD

To empirically testify, methods of research were conducted by using cross tab and t-test, in the case of 36 rental housing reits. And then, NHF3 public reits and KB dongja private reits were selected as test-bed for case study analysis.

* 본 논문은 2016년 11월 한국건설관리학회 정기학술발표대회(전문가 특별세션)에서 발표한 논문을 수정·보완한 것임

** 주 저 자 : 서울시립대 일반대학원 도시공학과 박사수료, LH 토지주택연구원 책임연구원, skw1212@lh.or.kr

*** 교신저자 : LH 토지주택연구원 연구위원, 부동산금융연구센터장, 경제학박사, changis@lh.or.kr

▷ 접수일(2016년 12월 30일), 수정일(1차 : 2017년 3월 7일, 2차 : 2017년 4월 12일), 게재확정일(2017년 5월 20일)

(3) RESEARCH FINDINGS

This findings imply that project entity as participants has different role and intensity between public and private sector in the rental housing reits. These are critical factor separating public from private sector and it can be useful direction for successful development of the new reits model in the future.

2. RESULTS

The main results of research are briefly summarized as follows: First, the public has not similar financing model with private, which put emphasized part of public enterprise such as pre-land acquisition, investor, exit strategy. Secondly, the difference of characteristics between two group was statistically significant from location, asset type, household, aum, period, return. Thirdly, in the case study it was verified that structure of public reits has low-profit, but stability is higher by effectively risk hedging and management than private sector.

3. KEY WORDS

• Rental Housing REITs, Public, Private Sector, Financing Model, Case Study

국문초록

본 연구목적은 사업주체별 임대주택 리츠의 공급모델 기법 특성과 시장동향을 분석하여 차이를 밝히고, 실제 주택시장에서 공공과 민간부문에 적용된 임대주택 리츠사례를 심층 비교·검증하는데 있다. 분석기간과 대상은 2001년부터 2015년까지 임대주택으로 인가완료된 리츠 36건을 다루며, 사례대상지로 NHF3호리츠와 KB동자리츠를 선정하였다. 이를 위한 분석방법으로 교차분석, 독립표본 T-검정, 사례분석을 병행·실시한 결과, 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 리츠 공급모델 기법상 공공은 민간과 상이한 사업구조를 갖는데, 사전토지 확보, 출자 참여, 매입확약 등 역할이 강조되었다. 둘째, 리츠 시장동향은 정부 정책지원에 힘입어 민간보다 공공이 활성화된 가운데, 세부적 특성으로 투자지역, 상품유형, 공급세대, 자산규모, 운용기간, 수익률 등에서 차이를 보였다. 셋째, 사례분석을 통해 공공임대주택 리츠가 민간보다 수익성은 다소 낮으나, 사업단계별 리스크 요인을 저감시켜 안전성이 높은 상품임을 확인하였다. 금번 연구결과는 민간과 공공에서 리츠를 활용한 임대주택 공급모델 기법의 차별성을 도출하고, 그에 따른 정량적 분석을 통해 사업주체별 임대주택 리츠의 특성을 입증한 시초적인 연구로서 의의가 있다.

핵심어 : 임대주택 리츠, 공공, 민간 부문, 공급모델 기법, 사례분석

I. 서 론

1. 연구배경 및 목적

최근 국민들의 주택에 대한 인식이 ‘소유’에

서 ‘거주’로 전환되면서, 주택시장의 구조 및 패러다임이 빠르게 변화하고 있다. 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후, 경제성장이 둔화되고 주택 매매가격이 장기간 정체되면서 ‘자가’보다는 ‘임대’ 중심(Sales → Leasing Market)으로

수요가 이동하고 있다.¹⁾ 이 가운데 주택의 매년 지속적인 임대료 상승으로 주거안정성 저하가 우려됨에 따라 리츠(REITs: Real Estate Investment Trust, 이하 부동산투자회사)를 활용한 양질의 주택공급이 주요한 정책의 현안 이슈로 대두되고 있다.

이러한 일환에서 정부가 주택공급 활성화를 통한 경기 진작과 중산층의 주거안정 지원을 위해 마련한 “뉴스테이 정책(New Stay, 2015)2)”은 도입 2년도 지나지 않아 시장에 성공적으로 안착하였다. 그 결과 저성장·저금리 기조의 장기화에 펀드와 리츠 등 간접투자상품에 꾸준히 관심을 가져왔던 제도권의 기관투자자로부터 임대주택이 수익형 부동산(Commercial Real Estate) 중 하나의 투자대상으로 새롭게 편입되는 등 리츠 시장에서 주택분야가 급성장하고 있다.³⁾ 따라서 향후 연기금과 공제회 등 기관투자자의 대체투자(AI: Alternative Investment) 증가에 따라 리츠 시장에서 임대주택이 차지하는 규모와 위상이 한층 강화될 것으로 예상되는 바, 공공과 민간의 역할 분담이 더욱 중요시될 것으로 판단된다.

이와 같은 배경을 토대로 금번 연구의 목적은 실제 시장에 적용된 공공과 민간의 임대주택 리츠사례를 심층적으로 분석·검증하여 사업주체 차이에 따른 임대주택 공급모델 기법의 차별성과 특징을 제시하는데 있다. 이로서 국내 리츠시장에서 주택공급 주체 다변화에 따른 사업구조의 작동기제를 설명하고, 향후 임대주택 공급 확대를 위한 부동산간접투자로서 리츠의 활용성에 대한 학술적 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

2. 연구범위 및 방법

이 연구의 시간적 범위는 리츠의 도입시기인 2001년부터 가장 최근인 2015년 12월까지이며, 주요 분석대상은 전체 리츠 125건 중 임대주택으로 영업인가가 완료된 리츠 36건(단, 해산 리츠인 9건 제외)이다. 이 중 임대주택 공급 주체로서 공공과 민간의 특성을 가장 대표할 수 있는 NHF제3호공공임대개발전문리츠(화성 동탄 외)와 KB동자민간임대위탁관리리츠(용산 동자8구역)를 실증 사례지역으로 선정하였다.

내용적 범위로는 크게 i)리츠를 활용한 공공과 민간부문의 임대주택 공급모델 기법 차이를 밝히고, ii)사업주체별 임대주택 리츠시장 동향 및 특성을 도출하며, iii)실제 임대주택 리츠 운용사례를 분석하는 세 부문으로 분류하였다.

이를 위한 연구방법으로는 크게 문헌을 통한 이론적 고찰과 실증분석을 병행하였다. 후자의 경우 SPSS 18.0 통계프로그램을 이용하여 교차분석과 독립표본 T-검정을 실시하고, 사례분석(Case Study)을 진행하였다. 분석자료는 리츠를 주관하는 국토교통부의 개별 공시자료와 리츠정보시스템, 그리고 한국리츠협회의 결산 투자보고서를 열람·조사하였다.

Ⅱ. 이론적 고찰 및 선행연구 검토

1. 임대주택 리츠의 공급모델 기법

1) 민간부문 : 일반·표준형

이 연구에서 정의한 임대주택 리츠(Rental

1) 국토교통부가 실시한 주거실태조사(2014)에 의하면, 점유형태 중 임차가구는 월세 비율이 55.0%로 2년 전에 비해 4.5%p 늘어나 전세(45.0%)를 빠르게 추월하는 양상이다.

2) 임대료무기간과 임대료 상승률 제한 외 규제 최소화, 도심내 공공부지와 LH 보유토지 등 다양한 택지공급, 용자금리 인하 및 기금출자 상황의 자금지원, 취득세·법인세 등 세제감면 확대, 주택임대관리업 육성의 인프라구축 전략을 포괄하고 있다.

3) 이러한 사실은 작년 리츠시장에서 주택의 투자비중이 26.2%로 전년대비 10.3%p 상승하며, 시장을 주도한 점으로 설명할 수 있다(한국리츠협회, 2015).

Housing REITs)라 함은 「주택법」 제63조 제1항15의2에 의거, 임대사업자가 리츠를 활용하여 임대주택을 직접 건설 혹은 매입하여 공급하는 새로운 사업방식(Financing Model)을 총칭한다. 이는 법적, 그리고 사업주체 영역에 따라 두 축이 되는 공공과 민간부문의 임대주택 리츠로 양분할 수 있다.⁴⁾

이와 관련하여 우리나라의 임대주택 리츠는 일찍이 민간 분야의 소형 오피스텔이나 도시형 생활주택에 투자하는 자기개발관리리츠 형태로 출발하였고, 주택도시기금의 출자 없이 운영되는 순수 민간임대리츠에 가까웠다. 그러나 최근 출시된 민간의 임대주택 리츠는 주택도시기금이 출·용자로 참여하는 기업형임대리츠로 변화해 나가고 있다.

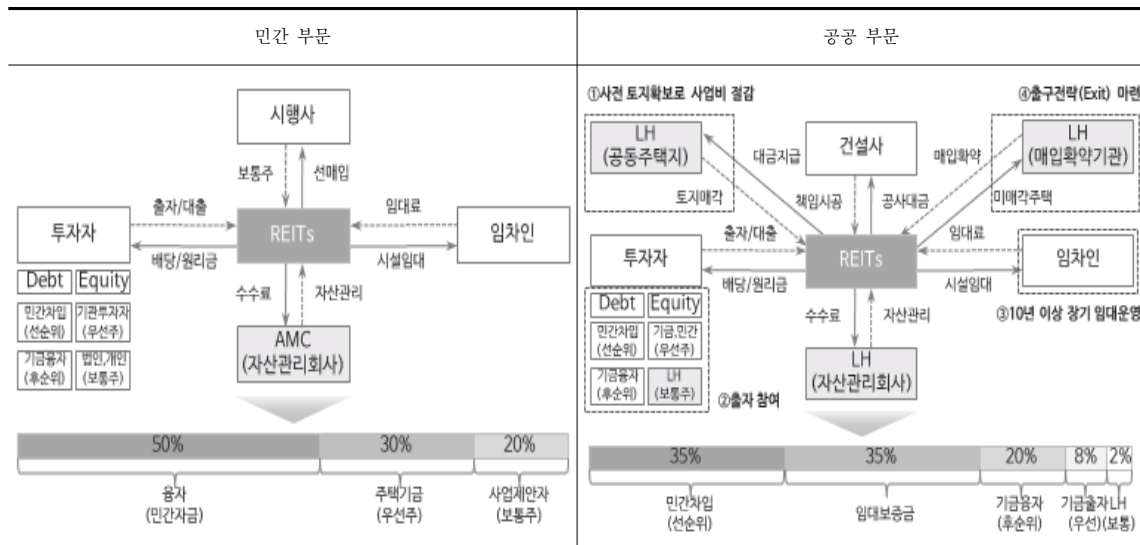
이러한 측면에서 민간(Private) 부문의 임대주택 리츠는 중산층 주거안정을 목적으로 공기업(LH, 지방공사)이 아닌 시행·건설·신탁사

등 민간사업자가 주축이 되어 제안하는 형식을 따르며, 준주택과 「민간임대주택에관한특별법」 제2조 제4호의 기업형임대주택(8년 뉴스테이)의 투자에 그간 보편적으로 활용해온 정형화된 금융기법이라 정의할 수 있다.

기본적인 사업구조는 <그림 1>과 같이 리츠가 시행자로부터 주택을 시세보다 저렴하게 선매입하여 5~10년간 임대주택으로 공급한 후, 매각·청산하는 방식을 취한다. 통상 자금조달의 경우 사업제안자가 전체 사업비의 20%를 충당하면 주택도시기금이 사업성을 심사하여 나머지 30%를 출자하는 가운데, 용자로 50%를 민간자금으로 유치하는 형태이다.

상기와 같은 사항에 비추어볼 때 공공부문의 임대주택 개발은 선투자·후회수 구조의 장기적인 비수익사업 모델이므로, 수익성을 지향하는 기존 민간부문의 전형적인 사업기법으로 더 이상 추진되기 어려운 한계점을 내포하고 있다.

<그림 1> 민간과 공공의 임대주택 리츠 공급모델 기법 차이



주) 국토교통부, “리츠, 새로운 임대주택 공급주체로 우뚝”, 보도자료, 2014.11.21, p.4(내용 일부 연구자 재구성)

4) 주택도시기금 운용 및 관리규정(2017)에서도 사업제안자에 따라 용자대상(43조)이 되는 임대리츠를 “공공임대리츠”와 민간에 해당하는 “기업형임대리츠”로 구분하며, 이 정의에 기초하고 있다.

2) 공공부문:민간부문 차용·변형

공공(Public) 부문의 임대주택 리츠는 주로 무주택 서민가구의 지원을 위해 공익성이 강한 국가, 지자체, 주택도시기금, 공기업(LH, SH, 지방공사 등)이 주도하여 공동 투자함으로써, 「공공주택특별법」 제2조 제1호인 공공임대주택의 원활한 공급과 민간 자본참여를 촉진하기 위해 새롭게 고안된 사업방식이다.

사업구조는 주택도시기금과 공기업이 설립한 리츠가 사업시행자로서 공기업으로부터 택지를 매입하여 공공임대주택을 건설하고, 이를 10년간 임대운영한 후 일반분양으로 전환하여 매각하는 방식이다. 이는 전체적으로 민간부문의 리츠 구조를 차용하여 일부 변형·발전시킨 것으로, 간략히 도식화하면 <그림 1>과 같다.

여기서 민간부문 리츠와의 가장 큰 차이점은 공기업의 역할을 가히 손꼽을 수 있는데, i) 사전 토지확보로 사업비 절감, ii)보통주 출자자로 참여, iii)AMC로 장기를 전제로 한 임대운영, iv)미분양주택의 매입확약으로 출구전략(Exit) 확보 등 각 사업단계별로 안정적인 구도를 갖추었다는 점이다(표1 참조).

그리고 사업추진을 위한 재원마련은 일반적으로 전체 사업비의 10%만 출자를 하고, 나머지 90%는 전부 차입으로 조달하게 된다. 이 때 출자는 LH가 보통주로 2%, 주택도시기금이 우선주로 8%의 비율을 차지한다. 한편 차입의 경우에는 주택도시기금이 후순위 용자로 20%, 그리고 임대보증금이 35% 포함되며, 민간차입은 선순위로 35%를 구성한다.

2. 선행연구 동향 및 검토

국내·외를 불문하고 지난 수십년간 리츠는 부동산 펀드와 함께 대표적인 간접투자기구(Vehicle)로서 다양한 분야에 걸쳐 활발한 연구(Jones, 2007⁵⁾; Ambrose and Peter, 2009⁶⁾; Cotter and Roll, 2014⁷⁾)가 진행되어 왔다. 초창기에는 리츠의 전반적인 현황과 특성을 파악하고, 해외 리츠 선진사례를 통해 현 제도 운영실태의 문제점과 개선방안을 도출하는 학술적 연구에 초점이 맞추어졌다.

리츠 제도가 정착된 이후에는 거시경제지표의 움직임이나 경쟁상품인 주식과 채권, 금융시장과의 상호연관성을 다루는 시계열 분석의 실증연구(이치주·이강; 2010⁸⁾)가 시도되었으며, 후반에는 리츠사업의 현금흐름(CF)을 산출하여 재무적 타당성(Feasibility)을 검토하는 실무관점의 연구들이 활기를 띠었다. 이와 함께 리츠의 투자성과 지표인 수익률의 결정요인을 밝히려는 미시적 연구(여수진·유상철·신동훈; 2014⁹⁾)가 다수 수행되며 전성기를 열었다.

이처럼 리츠의 왕성한 연구활동에도 불구하고, 지금까지 임대주택 리츠와 관련된 선행연구는 표본사례가 불충분($N \leq 30$)하여 극소수에 그치는 등 미진한 실정이다. 내용상으로는 임대주택 리츠의 수익성 극대화 및 리스크 절감이 중요한 사회적 이슈로 인식되며, 최적의 사업구조(Structure)를 모색하려는 심도깊은 논의(이종권·김은혜, 2001; 박원석, 2009; 김영곤, 2012; 서민석·정인호·조주현, 2013; 옥정우·안성필, 2013)가 전개되고 있다.

5) Jones, C. "Private Investment in Rented Housing and the Role of REITs.", *International Journal of Housing Policy*, 2007, 7(4), pp.383~400.

6) Ambrose, B. and Peter, L., "REIT Organizational Structure and Operating Characteristics.", *Journal of Real Estate Research*, 2009, 21(3), pp.141~162.

7) Cotter, J. and Roll, R., "A Comparative Anatomy of Residential REITs and Private Real Estate Market.", *Real Estate Economics*, 2015, 43(1), pp.209~240.

8) 이치주·이강, "리츠와 건설경기, 부동산경기, 주식시장과의 관계 분석", 한국건설관리학회 논문집, 한국건설관리학회, 2010, 제11권 제5호, pp.41~52.

9) 여수진·유상철·신동훈, "리츠 수익률의 결정요인에 관한 연구: 내부요인을 중심으로", 대한부동산학회지, 대한부동산학회, 2014, 제32권 제1호, pp.183~208.

대표적으로 이종권·김은혜(2001)¹⁰⁾는 미분양 매입임대주택에 리츠의 적용가능성을 검토한 시초적인 연구로 기초토대를 마련했는데 의미가 깊다. 뒤를 이어 박원석(2009)¹¹⁾은 미국 시애틀 Ballinger Commons를 사례로 임대주택 리츠의 거주자 특성과 선호요인을 분석하였고, 국내에서도 중산층 대상의 임대주택이 리츠 자산으로 상품성이 높음을 각인시켰다. 이와 같은 맥락에서 김영곤(2012)¹²⁾도 시공비 절감효과가 있는 개발전문자기관리리츠가 중산층 영구임대주택 공급을 위한 새로운 사업방식이 될 수 있음을 주장하였다. 서민석·정인호·조주현(2013)¹³⁾은 소형 임대주택 리츠의 사업성을 추정한 결과, 수익률이 2.53%로 현저히 낮아 기금이자율 인하 및 한도증액, 용적률 상향, 표준임대료 산정규칙 개정 등을 제안하였다. 옥정우·안성필(2013)¹⁴⁾도 임대주택 리츠의 수익성 확보를 위해 매입비용 절감, 임대료 상승, 세제혜택의 추가로 투자유인책이 될 수 있음을 증명하였다.

근래에 들어와서는 주택리츠의 영업인가가 대폭 늘어나 유형별로 세분화하여 임대주택 리츠 시장의 현주소 및 사업환경을 진단하는 연구(나호준 외, 2013¹⁵⁾; 김종서·장희순, 2014¹⁶⁾; 권주안, 2015¹⁷⁾; 박원석, 2015¹⁸⁾, 이상영, 2015¹⁹⁾)가 비로소 가능하게 되었다. 이 시점에서 공공과 민간의 사업주체별로 상이한 특성을 고려·반영하여 임대주택 리츠의 공급모

델 기법과 특성, 그리고 적용사례 등을 종합적으로 수행한 연구는 거의 전무하여 이에 대한 실증적인 분석이 요구된다고 할 수 있다.

Ⅲ. 사업주체별 임대주택 리츠 현황 및 운용특성

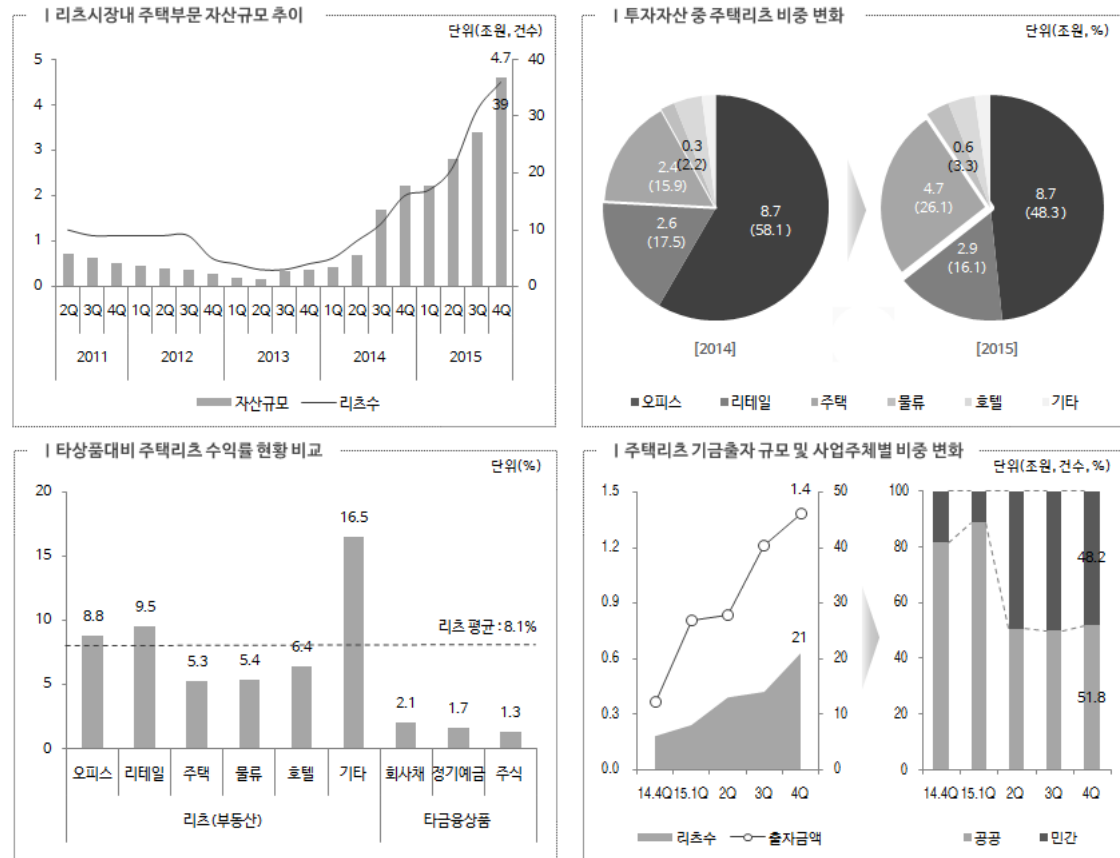
1. 임대주택 리츠 시장현황

한국리츠협회²⁰⁾에 따르면, 2015년말 기준 국내 리츠시장 운용규모는 125개가 설립되며 총자산금액(AUM)은 18.0조원에 육박하였다. 그럼에도 불구하고 그동안 임대주택은 낮은 수익률로 기관들이 투자를 기피해왔으나, 2014년을 기점으로 임대주택에 본격적인 투자가 이뤄지며 리츠 시장을 견인하고 있다. 특히 지난 한해는 전체 역대 최다인 41개(3.0조원) 리츠가 신규로 영업인가를 받았으며, 이 중 주택리츠(17개, 2.3조원)가 대다수를 차지할 정도로 양적인 성장세가 두드러졌다.

그 결과 리츠의 주력상품인 오피스 투자비중이 절반 이하로 감소한 대신, 주택부문의 투자는 종전 2.4조원(22개)에서 4.7조원(39개)으로 2배 가까이 신장하였다. 이를 누적 공급물량(Stock)으로 환산할 경우 공공과 민간은 각각 2.9만호와 1.4만호에 달하는 수치이며, 그 배경

- 10) 이종권·김은혜, “리츠제도의 주택부문에 활용가능성 검토”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2001, 제7집 제1호, pp.119-132.
- 11) 박원석, “수요자 분석을 통한 임대주택 REITs의 특성 및 활용가능성에 관한 연구”, 지역연구, 한국지역학회, 2009, 제25권 제5호, pp.83-106.
- 12) 김영곤, “중산층용 영구임대주택 REITs에 관한 소고”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제49집, pp.275~289.
- 13) 서민석·정인호·조주현, “임대주택 리츠 개선방안 연구”, 주거환경, 한국주거환경학회, 2013, 제11권 제1호, pp.85-95.
- 14) 옥정우·안성필, “임대주택 리츠의 수익성 확보방안 연구”, 경영컨설팅연구, 한국경영컨설팅학회, 2013, 제13권 제3호, pp.259-282.
- 15) 나호준 외, “CR리츠를 활용한 미분양 주택 유통화 지원정책 분석”, 한국건설관리학회 논문집, 한국건설관리학회, 2013, 제14권 제5호, pp.12-25.
- 16) 김종서·장희순, “민간재난 준공공임대주택 리츠의 활성화 방안”, 주거환경, 한국주거환경학회, 2013, 제12권 제2호, pp.99-115.
- 17) 권주안, “임대주택리츠 활성화 방안”, 부동산정책연구, 한국부동산정책학회, 2015, 제16집 제1호, pp.173-188.
- 18) 박원석, “수요자 분석을 통한 임대주택 REITs의 특성 및 활용가능성에 관한 연구”, 지역연구, 한국지역학회, 2009, 제25권 제5호, pp.83-106.
- 19) 이상영, “주택임대시장에서 리츠의 역할과 개선방향”, 주택도시연구, SH도시연구원, 2015, 제5권 제2호, pp.1-16.
- 20) 한국리츠협회, www.kareit.or.kr.

〈그림 2〉 임대주택 리츠 부문별 현황 추이



주1) 국토교통부, “리츠 자산 성장세 지속, 배당수익률은 안정적(보도자료)”, 2016.05.18, pp.1~6(내용 일부 연구자 재구성)

주2) 한국리츠협회, “국내 리츠 현황”, 리츠저널, 한국리츠협회, 2016, 제19권, pp.22-53(이하 동일)

에는 정부 주도하에 뉴스테이 정책이 민·관임대 주택 리츠 활성화에 유효하게 작용한 것으로 풀

〈표 1〉 임대주택 리츠 시장규모 추이

(단위: 개, 조원, %)

구 분	2013		2014		2015	
	리츠수	총자산	리츠수	총자산	리츠수	총자산
전 체	80	11.8	98	15.0	125	18.0
주 택	13	0.6	22	2.4	39	4.7
구성비	(16.3)	(4.9)	(22.4)	(15.9)	(31.2)	(26.2)

출처) 국토교통부(www.molit.go.kr)

이된다.

그러나 여전히 임대주택 리츠의 자금모집 형태는 소수투자자 중심의 사모형이 압도적으로, 아직까지 개인대상의 주식공모 상장형(IPO)은 전무한 실정이다. 여기서 주택도시기금의 출자금액은 공공이 2.8조원으로 민간의 1.8조원을 상회하여 지원하고 있다.

한편 주택리츠의 연간 배당수익률은 투자대상(Sector) 중 가장 최하위인 5.3%로, 전체 평균 수익률인 8.1%에 크게 못 미치고 있다. 그 이유는 주택분야의 개발사업 특성상 약 60% 물량이 현재 수익 발생시점이 도래하지

않아 수익률이 낮고 변동성도 큰 것(Low Return & High Risk)으로 추측된다(국토교통부, 2016).²¹⁾ 그럼에도 불구하고 회사채, 정기에금, 주식 등 2% 내외인 저금리의 타금융상품 수익률과 비교해볼 때, 리츠가 매력적인 투자대안임을 알 수 있다.

2. 사업주체별 임대주택 리츠 특성

본 장에서는 사업주체(공공/민간)에 따른 임대주택 리츠 특성의 차이 여부를 객관적으로 상호 비교·분석하고자, 교차분석(Cross Tab)과 독립표본 T-검정(T-Test)을 실시하였다. 분석결과 리츠 특성 중 투자지역, 상품유형, 공급세대, 자산금액, 운용기간, 수익률 등 6가지 항목에서 모두 통계적으로 유의미한 차이가 있는 반면($p < 0.05$), 리츠 형태나 출자기관은 그렇지 않은 것으로 나타났다($p > 0.1$).

이를 순차적으로 살펴보면 첫째, 투자지역의 경우 민간은 입지와 사업성이 대체로 양호한 서울·경기 등 수도권(85.7%)에 집중된 반면,

〈표 2〉 임대주택 리츠의 투자지역 및 상품유형
(단위: 개, %)

구 분	투자지역		상품유형			
	수도권	지 방	아파트	연립주택	오피스텔	도시형주택
공 공	8 (53.3)	7 (46.7)	13 (86.7)	2 (13.3)	-	-
민 간	18 (85.7)	3 (14.3)	12 (57.1)	1 (4.8)	5 (23.8)	3 (14.3)
전 체	26 (72.2)	10 (27.8)	25 (69.4)	3 (8.3)	5 (13.9)	3 (8.3)
$\chi^2(p)$	4.573 (0.032**)		7.584 (0.055*)			

주) ***1%($p < 0.01$), **5%($p < 0.05$), *10%($p < 0.1$) 이내 유의

공공은 전국 각지에 산재한 지방(46.7%, 대구·충남 외)이 비교적 많았다.²²⁾ 상품유형은 공공이 가장 대중적 주거시설인 아파트(86.7%)에 한정된 반면, 민간은 기존 아파트 외에도 1~2인 가구중심의 오피스텔과 도시형생활주택(38.1%)으로 투자다변화를 이뤘다.²³⁾

둘째, 공급세대는 85m²의 대단지 위주로 구성된 공공이 2,261호에 달하며, 평균수가 60m² 이하로 911호에 불과한 민간보다 사업규모가 2.5배 컸다.²⁴⁾ 이에 따라 총자산금액도 유사한 경향 아래, 공공이 2,057억원, 민간은 738억원에 그치며 극심한 격차가 발생하였다. 이로써 공공은 수익 극대화를 위해 대형자산 투자로 규모의 경제(Economy of Scale)를 추구하지만, 민간은 사업추진 지연가능성이 적고 사후관리가 용이한 소형자산으로 달리함을 알 수 있다.

〈표 3〉 임대주택 리츠의 공급세대 및 자산금액

(단위: 개, 호, 억원)

구 분	공급세대			자산금액		
	N	Mean	Std.Dev	N	Mean	Std.Dev
공 공	15	2,261	1,902	15	2,057	1,632
민 간	21	911	886	21	738	924
전 체	36	1,473	1,533	36	1,287	1,409
t(p)	2.558 (0.020**)			3.083 (0.004***)		

주) ***1%($p < 0.01$), **5%($p < 0.05$), *10%($p < 0.1$) 이내 유의

셋째, 리츠형태에서 공공은 시장주류를 이루는 위탁관리리츠(66.7%)의 비중이 큰 반면, 민간은 위촉된 프로젝트 파이낸싱(PF) 사업 대안으로 설립된 개발전문리츠(42.9%)의 활용도가 높았다.²⁵⁾ 운용기간은 민간이 5년 이하로 단

21) 국토교통부 보도자료 중 “리츠 자산 성장세 지속, 배당수익률은 안정적(2016.05.28)” 기사의 일부 내용을 발췌·참조하였다.

22) 일례로 LH가 하우스푸어(House Poor) 구제방안으로 거주 아파트 509채를 3차례에 걸쳐 매입한 희망임대주택 1~3호위탁관리리츠의 지역별 구성은 경기(51%), 서울(29%), 지방(11%), 인천(9%) 등 특정장소에 국한되지 않고 분산되어 있다.

23) 펠코제7호(2014), 마스틴제11호위탁관리리츠(2015)는 각각 서울 길동(191세대)과 충남 천안(586세대) 소재의 오피스텔 및 도시형 생활주택을 매입, 운영 후 처분하는 상품이다.

24) 세대수 기준으로 적게는 80세대(케이알제7호리츠: 68억원)에서부터 많게는 최대 5,005세대(NHF제3호리츠: 4,386억원)에 달한다.

25) 이를테면 하나스테이제1호개발전문위탁관리리츠(2015)의 경우, 하나금융그룹이 개발전문리츠 형태를 빌려 공기업 이전에 따른 도로교 통공단 부지를 공동주택(729가구)으로 개발해 직접 추진하는 최초의 서울 도심형 뉴스테이 사업이다.

기(60.0%)간인 반면, 공공은 임대기간이 10년 이상 지속되는 중장기(76.9%)로 대조된 양상을 보였다. 이를 통해 민간이 공공보다 운용기간이 짧아 분양자금 회수(Payback)가 빠른 자산을 선호함을 짐작할 수 있다.

〈표 4〉 임대주택 리츠의 형태 및 운용기간

(단위: 개, %)

구 분	리츠형태				운용기간	
	위탁 관리	기업 구조조정	자기 관리	개발 전문	단 기	중장기
공 공	10 (66.7)	-	-	5 (33.3)	3 (23.1)	10 (76.9)
민 간	11 (52.4)	1 (4.8)	-	9 (42.9)	12 (60.0)	8 (40.0)
전 체	21 (58.3)	1 (2.8)	-	14 (38.9)	15 (45.5)	18 (54.5)
$\chi^2(p)$	1.224 (0.542)				4.332 (0.037**)	

주) ***1%(p<0.01), **5%(p<0.05), *10%(p<0.1) 이내 유의

넷째, 출자기관은 공공이 주택보증공사를 비롯한 주택도시기금(66.7%)의 지원이 많은 편인데, 최대 주주(Shareholder)로서 참여비율은 80%이상이다. 이에 반해 민간은 주택도시기금을 제외한 건설사와 금융권 등 기타 재무적 투자자(FI, 42.9%)의 비중이 높았다.²⁶⁾ 주요 기관투자자로는 민관에 상관없이 사학연금, 과

〈표 5〉 임대주택 리츠의 출자기관 및 수익률

(단위: 개, %)

구 분	출자기관		수익률(ROE)			
	주택기금	그 외	-5% 초과	-5~0%	0~5%	5% 초과
공 공	10 (66.7)	5 (33.3)	6 (40.0)	7 (46.7)	-	2 (13.3)
민 간	12 (57.1)	9 (42.9)	2 (9.5)	11 (52.4)	6 (28.6)	2 (9.5)
전 체	22 (61.1)	14 (38.9)	8 (22.2)	18 (50.0)	6 (16.7)	4 (11.1)
$\chi^2(p)$	0.334 (0.563)		8.114 (0.044**)			

주) ***1%(p<0.01), **5%(p<0.05), *10%(p<0.1) 이내 유의

학기술인공제회, 한국교직원공제회, 대한소방공제회, 새마을금고중앙회 등이 투자가 활발하였다. 연간 수익률(ROE)은 영업손실로 적자(0%미만, 86.7%)를 보인 공공이 저조한 반면, 민간은 흑자(38.1%)로 수익이 개선된 사업장이 많은 탓에 상대적으로 양호하였다. 따라서 공공은 투자자 확보를 위해 수익률을 제고하는 것이 가장 시급한 우선과제라 판단된다.

이러한 사실로 미루어보아 공공은 주택도시기금의 출자로 지방의 대규모 아파트에 중장기간에 걸쳐 안정적인 투자가 이뤄지는 저수익 상품인 반면, 민간은 특정한 기관투자자를 대상으로 수도권 외의 소형 오피스텔과 도시형생활주택에 단기간 운영하며 투자가 이뤄지는 고수익 상품이라는 점에서 서로 상반된 특성을 가진다고 말할 수 있다.

IV. 공공과 민간의 임대주택 리츠 운용사례 비교분석

1. 민간부문 최초 도입사례:KB동자 민간임대위탁관리리츠

KB동자민간임대위탁관리리츠는 민간으로부터 제안받아 시범적으로 추진한 최초의 임대주택 리츠로서, 용산구 동자동 일원의 재개발로 신축되는 트윈시티 남산타워 오피스텔(32,798.6㎡, B6/29F)에 투자하여 5년간 임대주택으로 공급하는 사업이다.

원래는 사업자가 분양목적으로 개발하여 단기 일괄매각 후 청산할 계획이었으나, 주택임대차시장 선진화방안(2.26대책)에 힘입어 임대주택으로 전환하여 준공과 동시에 2015년 3월 리츠 영업인가를 완료하였다. 공급규모는 14~19평(전용률: 46.2%)까지 8개 타입으로 구성된 567세대이며, 입지상 교통의 요충지인 서울역

26) 민간은 자금모집에 있어 소액 개인투자자(36명) 중심의 코크렙하우징제1호위탁관리리츠(서울 영등포구 오피스텔, 143억원)도 상존하며, 2015년 기준 5.5%의 배당수익률을 거두었다.

〈그림 3〉 KB동자민간임대위탁관리리츠 사업구조 및 재원조달방식



주1) 국토교통부, “서울 도심에 민간제안 임대리츠 1호 사업추진(보도자료)”, 2014.10.07, pp.1~7(내용 일부 연구자 재구성)
 주2) 한국리츠협회, “KB동자민간임대 제3기 결산 투자보고서”, 2016.03.30, pp.1~30(이하 동일)

인근의 1인 가구(ex.2~30대 젊은 직장인과 대학생)를 주요 임차인 대상으로 하였다.

사업구조는 시행자인 동자PFV로부터 주택 도시기금과 외국계 자본(사업제안자)이 공동으로 출자한 KB부동산신탁의 리츠와 선매매계약을 맺고, 준공과 동시에 건물을 인수하여 5년간 임대운영을 통해 투자자에게 수익을 배당하고 추후 매각하는 방식이다. 임대개시 이후에는 별도의 전문 주택임대관리회사로 에스원을 두어 체계적인 시설임대와 자산관리(PM) 등 최상의 서비스를 제공하였다. 연간 임대계약 기준가는 실당 평균 보증금 1,000/임대료 80~110만원으로 연간 임대료 상승 5% 제한이 그대로 적용되며, 현재는 목표임대율인 85%를 넘어 100% 만실로 임대가 끝난 상태이다.

66개월간 운용되는 동안 투자자별 목표 배당수익률은 우선주 4.5%, 보통주가 5.0%로 안정적인 수익 실현이 예상된다. 총사업비는 1,140억원이 소요되며, 자금모집은 홍콩계 사모펀드인 거캐피탈(Gaw Capital)이 투자한 KB와이즈스타제2호사모부동산투자(유)가 보통주로 20%, 주택도시기금이 우선주로 30% 출

자하며, 나머지 50%는 민간 차입금으로 조달하였다.

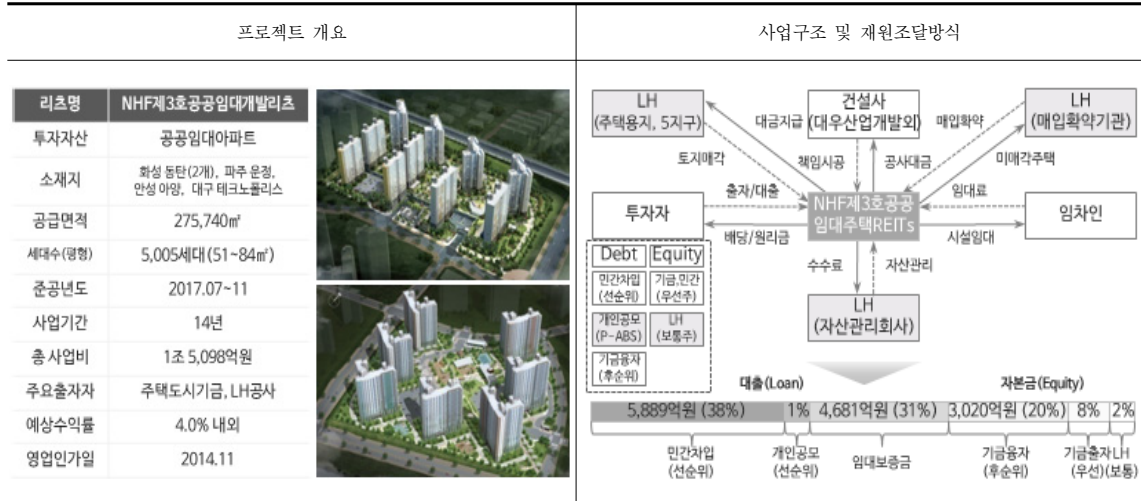
사업의 핵심 성공요인은 i) 당초 법정관리 진행중인 쌍용건설의 PF 부도사업장을 리츠가 시세대비 20% 이상 할인된 가격에 매입하여 권리를 확보하고, ii) 주택도시기금의 마중물 역할로 대한주택보증공사(AAA)의 보증하에 이자율 3~4%대로 자금을 마련하여 단기 일괄 매각에 따른 분양리스크를 해소하였다는 점을 들 수 있다.

이번 사례는 공공택지 일변도의 획일적인 임대주택 공급을 탈피하고, 국내에 한정된 투자자의 참여대상을 해외 자본으로 확대하여 민간 임대주택 사업을 촉진하는 계기가 되었다는 데 의의를 찾을 수 있다.

2. 공공부문 선도 시범사례: NHF제3호공공임대개발전문리츠

NHF제3호공공임대개발전문위탁관리리츠는 공공이 시범적으로 시행하는 최대규모의

〈그림 4〉 NHF제3호공공임대개발전문위탁관리리츠 사업구조 및 재원조달방식



주1) 국토교통부, “리츠, 새로운 임대주택 공급주체로 우뚝(보도자료)”, 2014.11.21, pp.2(내용 일부 연구자 재구성)

주2) 한국리츠협회, “NHF3 제1기 결산 투자보고서”, 2015.03.30, pp.1~33(이하 동일)

임대주택 리츠로, 화성동탄2(2개소), 파주운정, 대구테크노폴리스, 안성아양 등 5개 지구에 총 5,005세대의 공공임대주택(275,740㎡)을 공급하는 사업이다.

특이하게 단일지역이 아닌 전국 소재 지방의 사업장에 분산된 형태로 자산 포트폴리오(Portfolio)를 구성하였고, 2014년 11월 리츠 영업인가를 득하였다. 공급가구의 평형은 전용 51~84㎡로 구성되며, 수요자는 장기적으로 내 집 마련을 희망하는 30~40대 지역 거주민을 타겟으로 하였다.

기본 사업구조는 리츠가 LH의 공동주택용지를 매입하여 공공임대주택을 건설하고, 10년간 임대운영한 후 일반분양으로 전환하여 매각하는 방식이다. 이렇게 되면 LH와 회계상 분리(Book-off)되는 별도의 리츠 설립으로 시행은 리츠가 담당하고, LH는 AMC로서 주택건설·공급, 임대운영, 분양전환, 제반업무 등 총체적인 자산관리의 역할을 수행할 수 있다.

현 공정률은 개별 사업지구마다 각기 다르지만 17년말 준공목표로 평균 30~40% 내외를 보이며, 본격적인 임대개시는 17년 10월 이후가 될 예정이다. 임차인은 최장 10년 동안 주변 임대시세보다 저렴한 가격으로 거주가 가능하며, 분양권을 부여받게 된다. 만약 미분양이 발생하더라도, LH가 다시 매입하여 공공임대주택으로 활용하는 일종의 우선 매수청구권(Buy Back) 옵션을 제시하였다.

총사업비는 1조 5,098억원의 대규모 자금이 투입되는데, 이 중 주택도시보증·LH가 각각 8%와 2%를 출자하고, 임대보증금 31%, 후순위로 기금융자 20%, 나머지 39%를 선순위인 민간 차입으로 조달하였다. 특히 민간 차입금 중 약 200억원은 개인투자자를 상대로 우량자산유동화증권(p-ABS)²⁷⁾ 발행을 통해 공모하였다. 대한주택보증은 원리금 지급을 보증한 p-ABS는 은행권 정기예금 이자보다 높은 3.4%의 이자율로, 개인투자자에게 큰 호응을 얻으며 성황리에 판매 종료되었다.

27) 임대주택 리츠에 대한 대출채권을 기초로 발행하는 유동화 증권으로 대한주택보증의 지급보증을 통해 투자위험을 저감한 금융상품을 일컫는다.

14년간 운용되는 이 리츠의 우선주 목표 배당수익률은 연간 4.0% 이상으로 예상되는데, 리츠 업계에서는 이를 실질적으로 무위험 채권 이면서 10년 만기 국채 금리(2.3%)²⁸⁾ 이상의 수익 실현이 가능한 안정적인 상품으로 인식하고 있다.

이처럼 사업의 핵심 성공요인으로서는 i)분양성을 고려하여 우량/비우량지구 등 여러 자산을 한데 묶어 일괄거래(Pooling & Package Deal)로 신속한 매각을 추진하였고, ii)기보유 택지공급을 통해 건설원가를 15% 이상 절감시켰으며, iii)주택도시기금과 LH 출자, 융자금에 대한 대한주택보증공사(HUG)의 지급보증 등 공공의 신용보강을 통해 약 30%의 완충률(Buffer)을 확보하여 민간의 자금조달비용을 낮추는 한편, iv)미분양주택 분의 사전 약정가(감정가 85%)의 매입확약으로 처분리스크 부담을 완화시킨 점 등이 언급될 수 있다.

이번 사례는 공공 입장에서 택지비 조기회수를 비롯한 사업비용 절감으로 LH 부채감축과 재무구조 개선을 도모하는 등 성공적인 사업모델을 창출하고, 더불어 차입금리 인하 효과에 따른 민간자금 유치를 활성화시켜 공공임대주택 리츠에 대한 시장투자자들의 저변을 확대하였다는데 큰 의미가 있다.

V. 결론 및 시사점

이 연구는 국내 임대주택 리츠를 대상으로 사업주체(공공/민간)별 공급모델 기법과 특성의 차이를 비교·검증하고, 적용사례를 실증분석하였다. 이는 종전의 개별 리츠건으로 연구가 진행된 것과 달리 임대주택 리츠 전체의 현황과 특성, 이론기법과 적용사례 등을 총망라한 기초연구로, 주된 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 공급모델 기법상 민간이 리츠의 가장 일반적인 표준형의 사업구조를 갖는다면, 공공은 민간 부문의 리츠를 차용하여 일부 변형·발전 시킴으로서 보다 복잡하고 정교한 사업구조를 지닌다. 그 결과 민간보다 공공 부문에서 사업단계별로 위험을 제거하는 안전장치(Hedging Options)들이 많고 사업자의 참여 역할이 강조되는 점을 알 수 있다.

둘째, 시장에 공급된 임대주택 리츠의 특성은 공공과 민간이 투자지역, 상품유형, 공급세대, 자산금액, 운용기간, 수익률 등에서 유의미한 차이를 보였다($p < 0.05$). 즉 민간은 사업성 위주로 수도권내 소형 오피스텔과 같이 단기 운영상품에 투자가 집중되는 반면, 공공은 공익성에 기초하여 지방의 대규모 아파트 건설에 중장기로 투자하며 이와 대조를 이루었다.

셋째, 민간과 공공의 가장 대표적인 적용사례로서 KB동자민간임대리츠와 NHF제3호공공임대리츠는 공통적으로 주택도시기금이 출·용자하여 저금리로 민간자금을 조달하였다. 다만 수익률 측면에서 전자가 해외 자본 투자자의 참여로 5% 이상 고수익을 실현하는 반면, 후자는 균형적인 자산 포트폴리오 구성과 p-ABS 공모발행으로 기대수익률(3~4%)은 비교적 낮으나 투자위험이 적은 상품이라는 점에서 차이를 확인하였다.

이러한 측면에서 본 연구는 i)이론적으로 사업주체별 공급모델의 기법 및 사업구조를 논의하고, ii)실무적으로는 임대주택 리츠의 특성과 선호요인(Preference)을 상호 규명하며, iii)사례분석을 통해 핵심 성공요인을 도출하였다는데 연구의 의의가 있다. 특히 LH와 재무여건이 열악한 지자체와 지방공사의 개발사업에 활력을 불어넣고, 악화된 재무구조를 개선시키는 훌륭한 벤치마킹 사례가 될 수 있다.

그럼에도 불구하고 본 연구는 시기적으로 임대주택 리츠 도입이 늦었고 현재 대다수가 건

28) 발행기간에 따라 1년 단기부터 50년 초장기까지 다양하며, 이 중 임대주택 리츠와 운영기간이 유사한 10년물 국고채 금리는 2015년 기준 전년대비 0.9%p 하락한 2.3%를 기록하고 있다.

설중인 자산이므로, 실제 리츠 운영과정의 세부적인 특성들이 반영되지 못하였다. 또한 사례조사 분석에서 다루는 표본의 수가 적어 대표성을 보장하는데 다소 일반화하기 어려운 구조적 한계점을 지닌다.

따라서 향후 연구에서는 공공과 민간의 임대주택 리츠의 심층사례를 토대로 사업구조에

따른 수익성을 모의실험하여 비교·분석하고, 그 과정에서 사업성 개선여부 및 발생가능한 리스크 예상요인을 세부적으로 검토할 필요가 있다. 이와 더불어 장기적으로는 임대주택 리츠의 성과를 진단하고 평가하며, 최적의 사업구조를 모색하는 후속 연구들이 진행되어야 하겠다.

參考文獻

- 김경민·김영곤·서충원, “국민연금 기금운용을 통한 대체투자로서 부동산투자 특성에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2016, 제66집.
- 김병준·이창석, “미국 REITS시장과 주식시장 수익률간의 상호 영향력 검토”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2016, 제66집.
- 김영곤, “중산층용 영구임대주택 REITs에 관한 소고”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제49집.
- 김종서·장희순, “민간제안 준공공임대주택 리츠의 활성화 방안”, 주거환경, 한국주거환경학회, 2014, 제12권 제2호.
- 김홍중·이호병, “기관투자가 오피스빌딩 투자의사결정 요인에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2016, 제66집.
- 권주안, “임대주택리츠 활성화 방안”, 부동산정책연구, 한국부동산정책학회, 2015, 제16집 제1호.
- 나호준 외, “CR리츠를 활용한 미분양 주택 유동화 지원정책 분석”, 한국건설관리학회 논문집, 한국건설관리학회, 2013, 제14권 제5호.
- 박원석, “수요자 분석을 통한 임대주택 REITs의 특성 및 활용가능성에 관한 연구”, 지역연구, 한국지역학회, 2009, 제25권 제5호.
- 박원석, “임대주택 리츠의 해외사례 및 시사점”, 주택도시연구, SH도시연구원, 2015, 제5권 제2호.
- 서민석·정인호·조주현, “임대주택 리츠 개선방안 연구”, 주거환경, 한국주거환경학회, 2013, 제11권 제1호.
- 송기욱·장인석, “리츠를 활용한 공공과 민간부문의 임대주택 공급모델 기법 및 적용사례 비교 연구”, 한국건설관리학회 학술발표대회 논문집, 한국건설관리학회, 2016.
- 송기욱·남진, “서울시 프라임 오피스 빌딩의 점유비용 결정요인에 관한 실증분석”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2016, 제66집.
- 여수진·유상철·신동훈, “리츠 수익률의 결정요인에 관한 연구: 내부요인을 중심으로”, 대한부동산학회지, 대한부동산학회, 2014, 제32권 제1호.
- 옥정우·안성필, “임대주택 리츠의 수익성 확보 방안 연구”, 경영컨설팅연구, 한국경영컨설팅학회, 2013, 제13권 제3호.
- 이상영, “주택임대시장에서 리츠의 역할과 개선방향”, 주택도시연구, SH도시연구원, 2015, 제5권 제2호.
- 이종권·김은혜, “리츠제도의 주택부문에의 활용가능성 검토”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2001, 제7집 제1호.
- 이치주·이강, “리츠와 건설경기, 부동산경기, 주식시장과의 관계 분석”, 한국건설관리학회 논문집, 한국건설관리학회, 2010, 제11권 제5호.
- 최효비·이재송·최열, “은퇴계층의 부동산자산 운용에 관한 결정요인 분석”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2016, 제65집.
- 국토교통부, www.molit.go.kr

한국리츠협회, www.kareit.or.kr.

한국은행경제통계시스템, <http://ecos.bok.or.kr>.

Ambrose, B. and Peter, L., "REIT Organizational Structure and Operating Characteristics.", *Journal of Real Estate Research*, 2009, 21(3).

Cotter, J. and Roll, R., "A Comparative Anatomy of Residential REITs and Private Real Estate Market.", *Real Estate Economics*, 2015, 43(1).

Jones, C., "Private Investment in Rented Housing and the Role of REITs.", *International Journal of Housing Policy*, 2007, 7(4).