

K-REITs 활성화를 위한 투자 포트폴리오 효과분석 연구*

An Analysis of K-REITs Effect of Investment Portfolio for Market Activation

장 인 석**

Chang, In Seok

目次

- I. 서론
 - 1. 연구배경 및 목적
 - 2. 연구내용과 방법
 - II. 선행연구 고찰 및 검토
 - 1. 선행연구 동향
 - 2. 선행연구 한계 및 연구 차별성
 - III. 국내외 리츠시장비교
 - 1. 시장리츠 규모와 투자현황
 - 2. 정책리츠 사업구조와 특징
 - 3. 글로벌 리츠 비교결과
 - 4. 국내 리츠시장 성장 내재 요인
 - IV. 리츠 포트폴리오 효과추정
 - 1. 분석개요
 - 2. 분석모형 및 자료구성
 - 3. 분석결과 해석
 - V. 결론
 - 1. 요약 및 결론
 - 2. 정책제언과 향후과제
- 〈abstract〉
〈참고문헌〉

ABSTRACT

1. CONTENTS

(1) RESEARCH OBJECTIVES

REITs is a vehicle for making revenue by investing in real estate and capital market, which has been used as a financing method for developers at the same time.

This study is to find a way for expanding the Korean REITs market. For the this, this paer explains the structure and characteristics of the Korea REITs market and analyzes the effects of the investment portfolio as an investment product.

(2) RESEARCH METHOD

This study consisted to literature review and empirical analysis. The first is to identify the trends and main characteristics of the K-REITs and it to draw policy implications. Empirical analysis method compares the efficient frontiers movement

* 이 논문은 한국부동산학회 2018년 하반기 제65차 전국부동산학술발표대회에서 저자가 발표한 "우리나라 리츠시장 특성과 리츠 경쟁력 분석"에 대해 전문가 토론내용을 반영하여 논문제목과 수리적 모형을 보완 한 것이다.

** 주·교신저자, 한국토지주택공사 토지주택연구원 부동산금융연구센터장, 경제학박사, changis@lh.or.kr

▷접수일(2018년 12월 27일), 수정일(1차 : 2019년 2월 12일), 게재확정일(2019년 2월 14일)

between variables using by Markowitz on choice of portfolio theory. In the mathematical model, it is key issue to set K-REITs as risk-free assets for other objects.

(3) RESEARCH FINDINGS

The K-REITs has commonalities with governments such as Japan, Singapore and Hong Kong, when these countries grew rapidly. It was found that Korea was retreating. As a result of the empirical analysis, it is found that K-REITs is contribute to stable diversified investment by expanding the efficient boundary in the capital market.

2. RESULTS

Based on the results of this study, emphasizes the necessity of enlargement and popularization of the market in order to grow and develop the K-REITs market.

Therefore, investors should be able to easily approach K-REITs and market transparency should be accompanied by the expansion of K-REITs by large corporations and public institutions

3. KEY WORDS

- REITs, Asset securitization, Markowitz on choice of portfolio theory, Efficient Frontiers, REITs listed public offering

국문초록

리츠는 부동산개발사업을 위한 재원조달 기법임과 동시에 부동산을 활용한 유동화수단으로서 부동산학 분야의 중요한 주제로 다루어져 왔다. 이 연구는 리츠시장 활성화와 투자저변 확대 필요성을 강조하기 위해 국내 리츠와 글로벌 리츠시장의 성장요인을 비교하고, 마코위츠의 포트폴리오 선택이론을 적용하여 금융시장에서의 리츠투자가 투자포트폴리오의 어떠한 영향력을 주는지 실증 분석하였다. 리츠 국내외 시장비교결과, 우리나라 리츠는 고도성장 과정에서 위탁 관리형과 사모방식에 집중된 한계로 침체기를 겪었으나 최근 정부와 공공기관의 참여로 성장기에 진입한 것으로 나타났다. 리츠투자효과에 대한 실증분석결과, 리츠투자는 위험기피성이 높은 투자포트폴리오의 효율적 투자선이 확대함으로써 금융투자 상품으로서 경쟁력이 있는 것으로 나타났다. 따라서 금융투자상품으로서 리츠의 활성화를 위해서는 일반 투자자들이 쉽게 접근할 수 있도록 공모시장 활성화를 통한 인식전환이 필요함을 강조한다.

핵심어 : 리츠, 부동산 유동화, 마코위츠 포트폴리오 선택이론, 효율적 투자선, 리츠공모시장

I. 서 론

1. 연구배경 및 목적

리츠(REITs:Real Estate Investment

Trust)는 부동산투자회사로서 일반 국민의 부동산 투자건전성을 통한 국민경제 발전을 목적으로 도입되었다(2001년 『부동산투자회사법』 제정목적).

그러나 국내리츠시장은 도입시기가 유사한

아시아권 내 일본, 홍콩, 싱가포르 등에 비해 발전이 더뎠고, 일반 투자자들 접근이 가능하도록 자본시장에 상장된 공모리츠는 6개에 불과하여 대중적 인지도는 미흡한 실정이다.

이론적으로 볼 때 리츠 기능은 부동산 투자 수익창출을 위한 금융투자상품, 개발사업의 재원조달 창구, 공급 및 매입활성화에 따른 부동산 시장 안정화를 가진다.

리츠가 금융상품으로서의 기능은 금융시장에서 유동성 확보가 가능한 분산투자(포트폴리오)대상이다. 따라서 리츠 투자자에게 투명성을 기반으로 안정적 배당을 통해 자본시장을 발전시킨다. 또한 부동산시장 안정화 기능은 리츠가 부동산 매입주체로서 수급기능을 갖을 수 있다. 대표적 사례로서 2008년 글로벌 금융위기에 일본과 미국의 부동산경기는 침체국면을 방어하였고 이후 리츠 시가 총액이 2배 이상 상승한 바 있다.¹⁾

이와 같이 리츠의 기능적 효과에 기반을 둔 본 연구는 해외 국가들의 리츠에 대한 관심과 시장 성장에 비해 양적·질적 열위인 국내 리츠시장이 성장전환기를 가져올 수 있는 긍정적 현상들이 감지되는 데서 출발한다. 우리나라 리츠(이하 K-REITs로 표기함)는 다른 나라와는 달리, 한국토지주택공사(LH), 서울주택도시공사(SH), 주택도시보증기금(HUG) 등 공공기관 중심으로 리츠기법을 활용한 공공개발사업을 통해 리츠시장 규모 확대를 이끌고 있으며, 이에 기관투자자들의 관심이 주목되고 있다.

K-REITs의 핵심은 공공기관이 공공임대주택, 산업단지, 도시재생 등의 정부정책 추진과 정에서 민간재원활용과 부채감축 방안으로 시작하였다. 또한, 최근 정부의 '가계부채 종합대책'에서 리츠활성화를 통한 대체투자처 제공을 핵심과제로 포함시켜 주식시장에서의 상장조건 완화 등 일반 국민들의 리츠투자 접근성을 높이기 위한 정책도 중요한 요소이다.

리츠가 부동산학 분야의 주요 연구대상이 되는 이유는 리츠가 금융시장과 부동산시장을 동시에 발전시키는 투자도관체(conduit)이기 때문이다. 따라서 리츠 기능과 역할에 관한 연구가 축적될수록 부동산과 금융시장간의 연계논리가 보다 더 견고해질 것이다.

이와 같은 논의를 배경으로 본 연구는 국내 리츠시장 확대방안을 찾는 데 목적이 있다. 이를 위해 국내의 리츠시장에 대한 주요 특징과 구조는 물론, 리츠가 금융시장에서의 투자경쟁력 분석을 통해 향후 시장활성화 대안을 제시하고자 한다.

2. 연구내용과 방법

금번 연구는 리츠가 자본시장에서 부동산투자 상품임과 동시에 부동산개발사업(매입 포함)과 재원조달 기능의 포괄적 기능을 갖는 것에 초점을 두었다.

연구방법은 크게 문헌조사와 실증분석으로 이원화 하였다. 문헌조사 주요 내용은 국내리츠시장과 글로벌 시장과의 비교, 리츠활성화의 동력인 정책리츠의 사업구조를 살펴본다. 다음으로 수리적 모형을 통해 투자수익률 관점에서 리츠와 경쟁관계를 가질 수 있는 투자상품과의 관계성을 규명하여 리츠투자 확대가 금융시장에서 어떠한 효과를 가져오는지 설명하고자 한다.

II. 선행연구 고찰 및 차별성

1. 선행연구 동향

리츠연구는 금융투자상품으로서 수익률을 다루는 분야와 개발사업의 재원조달 분야로 대별되어 그동안 많은 연구가 수행되어 왔다.

1) 미국 리츠협회(NAREITs)의 2015년 NAREITs-Annual report에서는 리츠가 주식이나 채권과 낮은 민감도를 보이고 있으며, 2013년부터 추세적으로 주식과 채권 수익률을 outperform해 오고 있음을 제시하고 있다. 또한 2018년 6월말 현재, 미국 리츠는 1조달러 이상의 부동산을 보유하고 있고, 연간 1백만개 이상의 일자리를 창출하는 것으로 추정하고 있다.

금융상품(투자상품)에서의 리츠연구는 부동산펀드와의 대칭점에서 호텔, 오피스, 리테일 등 상업용 건축물에 대한 투자수익률에 대한 실증적 분석이 주류를 이루고 있다. 이와 더불어 리츠사업구조 연구는 공공임대주택 공급 확대를 위한 리츠의 사업구조를 분석하고 이에 대한 정책적·제도적 지원방향을 모색하는 연구로 구성되고 있다.

이처럼 리츠연구의 이원화 원인은 리츠투자 대부분이 사모방식이어서 투자도관제 설계에 대한 자료구득이 용이하지 않은 점과 다른 투자자산 대비 시장에서의 관심도가 낮았기 때문으로 판단된다. 연구자료의 접근의 한계에도 불구하고, 금번 연구와 연관성이 높은 선행연구들은 다음과 같이 요약된다.

먼저, 정책리츠와 시장리츠의 차이점²⁾을 구조적으로 설명하고 각각의 사업사례를 소개한 송기욱·장인석(2017)의 연구가 있다.³⁾ 이 연구는 리츠에 대해 민간과 공공의 차별적 활용을 비교하였다. 리츠를 활용한 임대주택공급방식에 대해 LH한국토지주택공사 등 공공기관과 민간사업자간의 사업구조 비교분석을 통해 공공임대주택 리츠가 민간보다 수익성은 다소 낮으나, 사업단계별 리스크 요인을 저감시켜 안전성이 높은 상품임을 확인하였다.

리츠활성화를 위한 정책리츠 연구도 중요한 이슈이다. 관련연구로서 장인석(2018)의 연구는 행복주택리츠사업을 대상으로 정책리츠의 지속성 확보를 위해 시장리츠와는 차별적인 제비용을 적용, 주택도시기금의 내부수익률 하향조

정 필요성을 강조하였다.⁴⁾

최명섭 외(2018)연구는 리츠시장 저변확대를 위해 금융기법이 아닌 산업으로 접근해 산업연관분석에 기초한 경제적 파급효과를 분석하였다.⁵⁾ 이 연구는 리츠산업의 특성을 반영할 수 있는 산업연관분석 방법을 제안하여 리츠가 산업전반에 미치는 경제적 파급효과를 분석함으로써 향후 리츠효과에 대한 계량적 분석의 분석모델을 제시했다는 점에서 중요한 연구로 판단된다.

공공임대주택리츠의 중요한 작동기제로서 일정기간 임대기간 종료 후 사업시행자의 사업비 회수를 위해 적정 분양전환가치를 분석한 연구가 있다.

현미옥 외 (2017) 연구는 공공임대주택리츠의 특성이 거시경제변수의 영향을 받을 것으로 가정하고 거시경제 상황의 변화에 따라 시나리오별 현금흐름 할인법(DCF; Discounts Cash Flow)추정을 통해 조기분양 전환시점을 계량적으로 탐색하였다.⁶⁾

옥정우·안성필(2013)은 전월세 임차인인의 실질적인 임차료 부담을 추정하여 임차인과 투자자를 만족시킬 수 있는 최적의 임대료 수준을 제시하였다.⁷⁾ 이 연구는 재무적 관점에서 임대주택 리츠의 수익성을 검증하고 향후 민간위주의 임대주택 리츠가 활성화될 수 있는 방안을 제시한 데서 의의가 있다.

리츠 회사가 보유하는 자산 평가 방법도 금번 연구주제와 밀접한 연관성을 갖는다. 정책리츠의 경우 시장리츠보다 보유자산 규모는 크나 시장가치 측면에서 열위에 위치할 수밖에 없으

2) 본문에서 언급한 정책리츠와 시장리츠는 엄밀한 의미에서 학술적 용어가 아닌 내용설명을 위해 연구자가 임의로 정의한 것이다. 정책리츠는 공공기관이 정부 정책사업(공공임대주택, 도시재생 등) 추진을 위한 것으로 공공성 중심이며, 시장리츠는 수익성 제고가 우선인 것으로 구분하기로 한다.

3) 송기욱·장인석, "리츠를 활용한 공공과 민간의 임대주택공급모델 기법 특성 및 적용사례 비교연구", 부동산학보, 한국부동산학회, 2016, 57호, pp. 264-278.

4) 장인석, "행복주택리츠사업구조 개선방안에 관한 연구", 부동산학보, 한국부동산학회, 2018, 75호, pp. 155-165.

5) 최명섭·이용창·이상영, "리츠산업 활성화에 따른 경제적 효과분석", 감정평가학논집, 한국감정평가학회, 2018, 17권, 1호, pp. 73~101.

6) 현미옥·장미경·전준용·김주형, "거시경제변수를 반영한 실물옵션 시나리오별 공공임대주택리츠 분양전환가치분석", 건설관리학회지, 한국건설관리학회, 2017, 제18권제3호, pp.874~883.

7) 옥정우·안성필, "임대주택리츠의 수익성확보방안 연구", 경영컨설팅연구, 한국경영컨설팅학회, 2013, 제13권, 제3호, pp.259~262.

나, 이의 합리적 가치추정을 통해 향후 관련시장 확대에 대한 아이디어를 찾을 수 있을 것이다. 조상현 외(2014)는 리츠 수익률 결정에 자산 내재 고유위험과 시장위험이 어떠한 의미를 갖고 있는지 실증분석하였다.⁸⁾

한편, 금융상품으로서 리츠투자에 대한 투자포트폴리오 효과에 대한 선행연구를 소개할 필요가 있다. 이는 금번 연구의 실증분석 모형의 근간인 마코위츠 이론을 소개하는 것이 중요하다.

마코위츠 투자선정 이론(Harry M. Markowitz portfolio selections)⁹⁾은 투자다양성을 가진 각각의 투자자들이 손실을 보지 않도록 위험의 정도를 나타내는 최소한의 기대수익률을 측정하는 방식의 시초격이자 대표적인 연구로 평가받고 있다. 이 이론을 이용한 투자포트폴리오 효과분석은 위험수익률이 높은 주식시장에서 가격변동성과 위험률을 실증적으로 적용한 것이 대부분이다. 관련 선행연구 가운데 리츠 투자를 포함시킨 대표적 연구는 Konno H. and Yamazaki(2001)¹⁰⁾으로 일본 주식시장에서 리츠의 절대수익률과 주식가격변동성을 기준으로 최적의 투자포트폴리오 조합을 제시하였다. 이와 달리 국내연구는 거의 존재하지 않고 있는데 이는 리츠투자가 아직 대중적이지 못한 점과 리츠 주식가격 변동성이 낮아 투자자의 관심을 이끌어 내지 못한 것도 하나의 요인으로 볼 수 있다.¹¹⁾

2. 선행연구 한계 및 연구 차별성

선행연구들은 부동산금융기법으로서 리츠 활용 확장성을 근거로 리츠의 중요성을 인식하는 데는 금번 연구와 방향성을 같이한다. 그러나 기존 연구결과물들은 리츠시장 규모확대를 위한 리츠 본연의 경쟁력제고에 대한 논의는 다소 부족하다. 즉, 자본시장과 부동산시장의 연결고리로서 국내 리츠의 특징과 한계점, 리츠효과에 대한 실증분석 등의 이론적 접근은 다소 미흡한 실정이다.

이에 금번 연구는 최근 리츠시장변화 가능성에 대한 사전적 진단에서 출발한다. 국내리츠 현황과 한계점, 자본시장 내 리츠투자에 대한 효과를 실증적으로 분석하고 그 결과를 기초로 리츠 경쟁력을 논의한다는 점에서 기존 선행연구와는 차별성이 존재한다.

Ⅲ. 국내외 리츠시장 비교

1. 시장리츠 규모와 투자 현황

K-REITs의 출발은 외환위기 당시 기업구조 지원을 위한 CR리츠와 2010년 PF사업 침체로 개발사업을 직접 수행하는 자기관리 리츠가 주류를 차지한 것으로 볼 수 있으나 그 역할은 미미하였다.¹²⁾ K-REITs의 부흥은 2015년을 기점으로 공공기관 주도의 공공임대주택리츠가 가장 괄목한 것으로 볼 수 있다.

8) 조상현·김상일·유재인, "국내 리츠시장 활성화의 전제로서 리츠자산 평가의 적정성 연구", GRI 연구논총, 경기연구원, 2014, 제16권, 제3호, pp.33~70.

9) Markowitz, H.M., "Portfolio Selection", Financial Analysis Journal, No7(1952), pp.67~76. 이 이론에서는 비선형계획법을 이용하여 투자성향에 따라 원하는 최소 기대수익률을 달성하면서 동시에 가장 낮은 위험을 갖는 비율을 도출하고 있다. 이 연구는 현대의 여러 투자이론 가운데 가장 영향력이 높음과 동시에 금융경제학의 선구적 역할을 인정받아 1990년 노벨경제학상을 수상하였다.

10) Konno H. and Yamazaki, "Mean Absolute Deviation Portfolio Optimization Model and It's Application to Tokyo stock market", Management Science Vol.37, No5, pp.519~531.

11) 이는 리츠투자상품보다 더 기대위험수익이 높은 상품들이 다수 존재하고, 더 나아가 주식시장에서 리츠주식 투자의 영향력이 크지 않았기 때문으로도 판단된다.

12) 자기관리리츠는 부동산투자를 전문으로 하는 영속적인 상법상의 주식회사로서 자산운용인력 3인 이상의 상근인력을 두고 일반투자자들 대상으로 공모자금을 모아 부동산실물, 대출 등에 직접 투자한 후 그 수익을 배분하는 리츠이다.

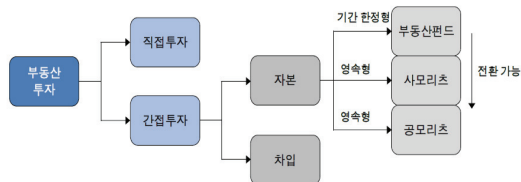
〈표 1〉 K-REITs 주요 정책 및 경과

연도	주요 내용
2001	· 부동산투자회사법 제정 · 자기관리부동산투자회사 도입, CR리츠 도입
2004	· 위탁관리 부동산투자회사 도입 ¹³⁾ · 리츠설립시 최저자본금 완화, 차입허용
2007	· 영업인가제 전환, 최저자본금 완화, 개발전문리츠 도입 공모요건 완화
2011	· 다산리츠 상장폐지 (분식회계 및 횡령)
2015	· 임대주택리츠 공모 분산의무 면제 기준 완화, 개발 전문리츠폐지, 에프지엔리츠상장폐지(허위기재 등)
2018	· 이리츠코크렘, 신한알파리츠 상장, 최저자본금 완화 및 차입허용

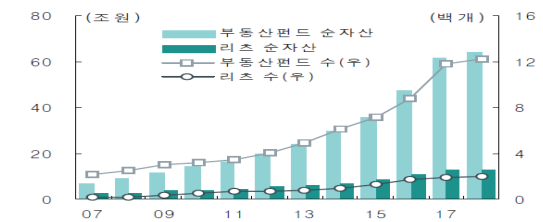
* 출처 : 리츠 관련 주요 이슈에 대해 연구자가 임의 발췌, 재구성함

리츠와 밀접한 연관성을 갖는 부동산펀드는 그동안 리츠시장 성장이 더딘 상황에서 높은 투자수익률과 금융권 영업망을 통해 리츠보다 훨씬 빠른 자산성장속도와 더불어 펀드 내 리츠를 활용하는 추세로 이어지고 있다 (〈그림 1〉, 〈그림 2〉 참조)

〈그림 1〉 공모·사모 리츠와 부동산펀드와 관계



〈그림 2〉 부동산펀드와 리츠 자산추이

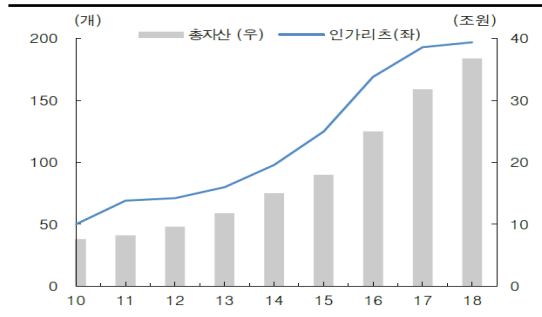


* 출처 : 하나금융연구소, 금융투자협회, 리츠협회 각 자료 재구성

- 위탁관리리츠는 실체가 없는 페이퍼컴퍼니로 투자 및 자산운용 업무를 자체적으로 수행하지 않고 외부의 자산관리회사(AMC)에 위탁하는 방식으로 투자수익의 90%이상을 해당하면 법인세 감면혜택을 받는다.
- 대표적 사례로 '14년 2월 정부의 임대주택 공급방식 다각화 일환으로 공적기관인 LH, SH 등이 주택도시기금을 활용한 공공임대주택리츠 도입을 통해 본격적으로 시장에 진출하였다.

K-REITs는 200개 리츠에 약 38.7조원의 자산규모에 이르고 있다(2018년 9월말 기준). K-REITs의 성장은 정부 및 공공기관의 지원과 시장참여가 뒷받침되었기 때문이다¹⁴⁾(〈표 2〉 참조).

〈그림 3〉 K-REITs 시장 규모 추이



* 출처 : 리츠정보시스템 (2018년 9월말 기준)

'14년 2월 정부의 임대주택 공급방식 다각화의 일환으로 공적기관인 LH한국토지주택공사와 SH서울주택도시공사 등이 주택도시기금을 활용한 공공임대리츠도입은 K-REITs 시장의 양적확대에 크게 기여한 것으로 평가할 수 있다(〈표 2〉 참조).

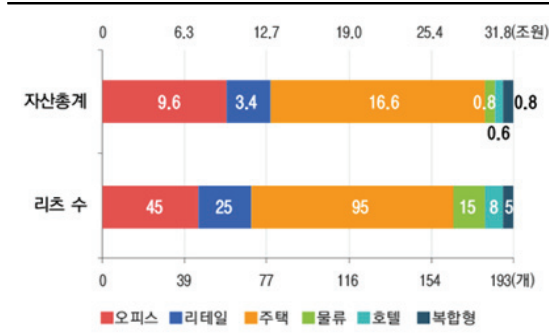
〈표 2〉 K-REITs AMC별 운용리츠현황

순위	자산관리회사	운용리츠	수탁규모 (조원)
1	한국토지주택공사	39	14.2
2	코람코자산신탁	27	6.9
3	대한토지신탁	19	3.0
4	KB부동산신탁	20	2.0
5	JR투자운용	14	1.8
6	서울투자운용	5	1.3
7	한국자산신탁	8	1.3
8	마스던투자운용	10	1.2
9	ARA코리아	6	1.2
10	케이리츠엔파트너스	5	1.1

* 출처 : 리츠정보시스템 (2018년 9월말 기준), 수탁규모순 분류

K-REITs 투자대상은 <그림 4>와 같이 95개의 주택리츠에 약 16.6조원으로 전체 투자자산의 50%를 상회하고 있다.

<그림 4> 리츠 투자대상 및 규모



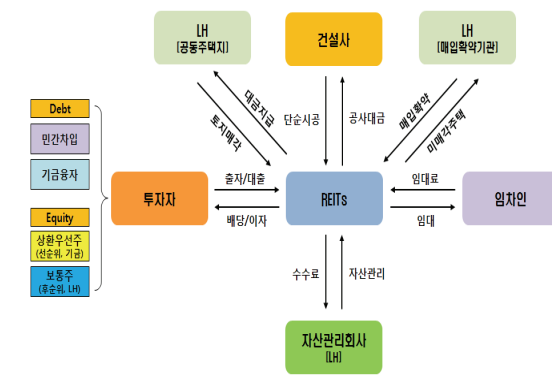
* 출처 : 리츠정보시스템 (2018년 8월말 기준)

2. 정책리츠 사업구조와 특징¹⁵⁾

K-REITs 투자대상에서 가장 큰 비중을 차지한 주택리츠는 장기공공임대주택 공급확대를 위한 정책리츠가 핵심적 역할을 수행하였다. 정책리츠는 리츠 회사가 특정계층의 임대 목적용 공공임대주택을 보유 자산으로 설정하고, 임차인이 지불하는 임대료가 주요 수익창출원이다.

대표적인 정책리츠인 공공임대리츠는 공공 또는 민간의 출자(Equity)를 통해 리츠를 설립하고, 자금의 차입(Debt)을 통해 임대주택을 건설하는 방식이다. 건설 후 임대료 수입으로 임대기간 동안 관리운영비를 충당하며, 일정 임대기간 종료 후 매각(분양전환)을 통해 출자자 배당금, 대부 금융기관에게 원리금상환과 기타 운영관리비 등을 확보한다. 공공임대리츠 운용은 10년을 기준으로 하며, 출자자에 대한 배당금과 대부자의 원리금 상환은 기중배당 내지 상환 없이 임대

<그림 5> 공공임대리츠 사업구조 (LH예시)

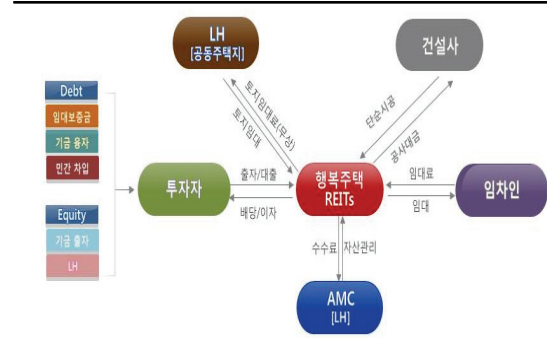


* 출처 : 장인석 (2018) 인용¹⁷⁾

기간 종료 이후 건축물(토지와 주택)의 일반분양 후 그 대금으로 일괄 청산하는 구조이다.¹⁶⁾

한편, 장기공공임대주택 공급을 위한 리츠는 공공임대주택의 법정임대기간이 30년임을 제외하면 10년 공공임대리츠와 큰 차이는 없고 분양전환을 통해 청산하는 구조가 아니므로 매입확약의 안전장치가 필요치 않은 점이 차별적이다 (<그림 6> 참조).

<그림 6> 장기공공임대주택리츠(LH예시)



* 출처 : 장인석 (2018) 인용

15) 공공임대리츠의 운용은 LH한국토지주택공사, SH서울주택도시공사 등 공적기관이 대부분을 차지하고 있다. 금번 연구에서 공공임대리츠를 정책리츠로 명칭 하는 이유는 출자자가 주택도시기금과 LH 등 공적기관인 점도 있겠으나, 시장리츠와 비교시 저렴한 주택공급을 위해 리츠를 대상으로 토지공급주체와 리츠 자산관리회사(AMC)가 출자자와 동일한 공공기관이기 때문이다.

16) <그림 5>에서 매입확약의 내용은 임대기간 종료 이후 분양하는 과정에서 매각되지 않을 경우 공공사업시행자가 이를 대신 매입해주는 방식으로서 리츠설립 초기 민간자금차입을 원활하게 하는 핵심요소이다.

17) 장인석, "행복주택리츠 사업구조 개선방안", 부동산학보, 한국부동산학회, 2018, 75호, pp. 155-165.

3. 글로벌 리츠 비교 결과 시사점

1) 글로벌 리츠 개황

리츠가 활성화된 국가들은 리츠를 부동산개발을 위한 재원조달방식 뿐만 아니라, 금융투자상품으로 인식하는데 반해 우리나라는 투자보다는 부동산개발사업자들의 재원조달방식으로 인식하고 있다.¹⁸⁾

K-REITs와 비교가능한 글로벌 리츠 선진국가로 미국, 호주, 일본, 싱가포르, 홍콩 등이 많이 언급된다.¹⁹⁾ 전체 글로벌 리츠시장 규모는 약 1.7조불(한화 〇〇〇조원)로 미국 1.1조불, 일본 1,071억불, 호주 903억불이다.²⁰⁾ 싱가포르 리츠는 리츠 배당수익률이 국고채 10년물 수익률에 비해 약 3배 정도 높으며, 일본은 무려 10배 이상의 수익률을 보인다.

국내 리츠 수익률은 평균 6%수준을 보이고 있으나, 주택리츠에 한정할 경우 수익률은 3.0%초반대로 하락되어 투자자산 포트폴리오 구성 다양성은 다소 미흡한 상황이다.

〈표 3〉 최근 5년간 글로벌 국가별 리츠와 타 금융상품별 수익률 비교

국가	배당률	국고채10년물	리츠 지수	주식지수
싱가폴	6.36	2.37	3.26%p	2.00%p
호주	4.91	3.05	7.84%p	5.63%p
캐나다	7.11	1.94	-3.789%p	5.88%p
일본	3.33	0.29	9.81%p	18.49%p
미국	4.17	2.46	5.49%p	13.825%p

* 출처 : 한국투자증권, 2018. 『산업분석』 자료 인용

2) K-REITs에 대한 시사점

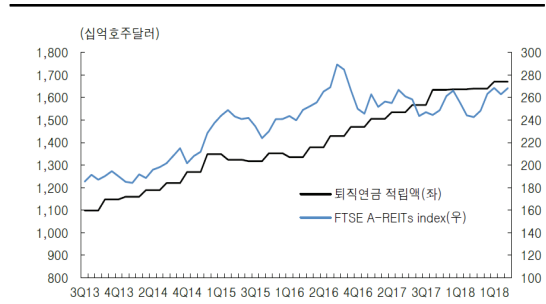
주식시장에 상장된 리츠의 시가 총액 기준으로 GDP 내 비중을 살펴보면, 국내 리츠는 0.001% 수준으로 다른 국가에 비해 미미한 수준이다 (〈표 4〉 참조). 또한 주식시장 내 시가총액기준으로 차지하는 비중도 상대적으로 낮은 상황이다. 이는 부동산투자기법 또는 금융상품으로서 리츠의 자금조달능력이 부족함을 의미한다.

일본, 싱가포르, 홍콩의 리츠시장의 성장요인을 보면 국내리츠와 같이 정부 및 공공기관 주도로 리츠를 투자도관체로 적극 활용한 점이 유의할만하다.

궁극적으로 리츠시장 발전은 부동산시장의 관심과 규모가 확대되는 것보다는 리츠 내 자금유입이 가능하도록 자본시장 발전이 우선적이라 할 것이다.

이에 대표적 사례로서 호주는 '90년대 퇴직연금시장이 발전함에 따라 해당 시장내 유입된 자금을 투자하기 위한 금융상품으로서 리츠를 활용하였다 (〈그림 7〉 참조).²¹⁾

〈그림 7〉 호주 리츠시장과 퇴직연금 상관성



* 출처 : 자본시장연구원, 『2018년 자본시장 포커스』 자료인용

18) 이는 글로벌국가들은 리츠지수를 개발하여 주식지수와 같이 보편적으로 활용하는 것으로도 이해할 수 있다.

19) 리츠제도는 미국이 1960년대 가장 먼저 도입하였으며, 일본, 싱가포르, 홍콩 등은 우리나라보다 늦은 2003년부터 도입하였다.

20) 한국투자증권, 『2018년 금융산업분석』 참조.

21) 호주의 퇴직연금 적립금은 70% 이상이 주식, 채권 등 금융자산에 투자되는 반면, 우리나라 퇴직연금은 수익성보다는 안정성을 선호하여 79%가 1%대의 예금상품에 투자하고 있다. 따라서 투자자산 중 부동산투자를 안전자산 대상으로 보면 리츠투자의 경쟁력이 높다 할 것이다.

〈표 4〉 글로벌 리츠시장 현황 및 성장동력 비교

구분	한국 ('03)	미국 ('60)	호주 ('71)	일본 ('00)	싱가폴 ('02)	홍콩 ('01)
상장리츠 (개수)	6	226	71	59	35	12
시가총액 (조원)	0.6	1,129	144	120	66	31
GDP 대비 비중 (%)	0.001	6.1	10.5	2.2	5.6	10.0
주식시장 내 비중 (%)	0.03	2.64	4.82	1.55	4.20	0.64
주요 유형	신탁형, 위탁관리	자기관리 리츠 중심	신탁형, 결합형증권	회사형, 위탁관리	신탁형, 위탁관리	신탁형, 위탁관리
성장요인	정부 임대주택공급 방식 다변화	'93년 부동산시장 위축시 투자대안	'90년대 퇴직연금시장 발전에 따라 급속히 성장	정부 및 기업부동산 매각정책	국부펀드투자	홍콩주택청 자산유동화

*출처 : NAREITs, ARES, SGX, TSX, 한국리츠협회

*주 : 괄호 안은 도입시기이며, '18년 5월말 기준(한국은 '18년 9월말 기준)

국내 리츠는 최근에 이르러서야 관련 법 개정을 통해 퇴직연금 자금을 리츠에 투자할 수 있도록 규제를 완화하였다.²²⁾

이 운용하는 대형 상장리츠가 활성화 될 경우, 향후 시장확대 가능성은 매우 높을 것으로 여겨진다.

4. 국내 리츠시장 성장 내재화 요인

최근 공공부문에 의해 건인되었던 국내 리츠시장은 금융상품 수요자와 자금공급자, 정부 정책변화 등을 통해 향후 높은 성장가능성을 내재하고 있다.

첫째, 수요측면에서 투자관심 증대이다. 금융상품으로서 리츠는 수익구조 형태가 중수익·중위험 형태다. 최근 상장리츠는 직접 부동산 투자와 비슷한 수준으로 현금흐름에서 발생하는 이익을 배당금으로 수령할 수 있도록 금융구조를 설계하고 있다. 이는 주식시장에서 거래·유통되어 부동산 직접투자자로 결여된 유동성 확보가 가능한 점을 말해준다.

둘째, 자금공급 측면에서 금융자본의 진출이다. 2017년 정부가 금융권과 부동산펀드의 리츠 겸업 허용 이후, 은행과 자산운용사들의 리츠 AMC 설립이 증가하고 있다. 특히, 비이자수익 비중 확대가 필요한 대형 금융지주의 리츠 자산관리회사 설립은 개인투자자들의 높은 관심을 유발하고 있다.²³⁾ 이를 기반으로 금융지주사들

〈표 5〉 금융업계별 리츠 진출현황

금융업계	리츠 진출
신한금융지주	2017년 신한리츠운용 설립, 2018년 신한알파리츠 상장
NH금융지주	2018년 7월 NH농협리츠운용 출범, 2018년말 사모리츠 출시계획
KB금융지주	KB부동산신탁을 통해 리츠 AMC 운용

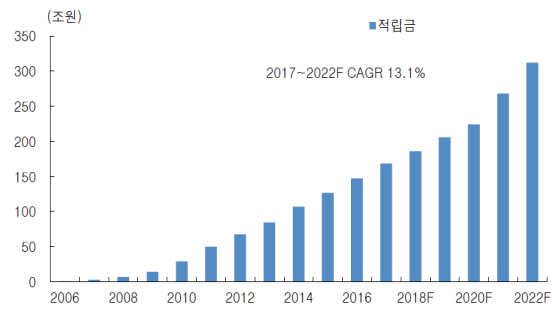
* 출처 : 금융투자협회, 『금융투자』, 2018년 9월호

셋째, 정책측면에서 정부 리츠시장 확대 지원이다. 지난해 국내 부동산 매매거래 건수는 약 18만건에 이르는데, 풍부한 시중 유동성 대비 뚜렷한 투자처를 찾지 못해 주택시장에 과도하게 집중됨을 반증한다. 그리하여 정부는 경기과 과열된 부동산시장의 안정화 수단으로 리츠 산업을 육성하는 정책을 발표했으며, 확정급여형(DB; Defined Benefit) 퇴직연금이 증권거래소 상장리츠에 한해 투자를 허용한 바 있다. 우리나라의 은퇴인구 증가와 초고령화 사회 진입에 따른 노후자금 준비로 리츠의 안정적 배당이 퇴직연금 성향과 부합된 조치로 해석된다.

22) 이에 대해 퇴직연금에 대한 부가적 설명이 필요하다. 우리나라의 퇴직연금의 67%가 퇴직시 지급받는 급여수준을 사전에 결정하는 확정급여형(DB)이다. 이에 반해 퇴직연금시장이 발전한 호주, 미국은 사용자가 부담금을 정기 납입하고 근로자의 운용성과에 따라 퇴직급여를 결정하는 확정기여형(DC)이 각각 87%, 67%에 이르고 있다. 따라서 자금투자 주체 관점에서 리츠시장이 안정적이고 장기 우상향을 기대한다면 시장변동성 등을 감안할 때 투자 확정급여형이 다소 유리할 수 있다.

23) 대표적 사례로서 지난 8월 상장된 신한알파리츠의 개인청약률은 4:1에 육박하여 투자자의 뜨거운 관심을 받았으며, 공모 이후에도 당초 예상과는 달리 공모가 이상을 유지하는 것으로도 증명가능하다.

〈그림 8〉 우리나라 퇴직연금 적립금 추이



* 출처 : 보험개발원, 『KIDI BRIEF』, 2018년 8월

다만, 현재 투자가능 한 상장리츠가 제약적인 상황에서 확정급여형 퇴직연금(DB)의 리츠투자 효과가 높을 것이라고 단정하기에는 무리가 따를 것이다. 그러나 향후 시장에서의 신뢰도 높은 대형 리츠가 상장될 경우 중소규모의 퇴직연금 운용상품에서부터 편입이 늘어날 것이므로 중장기적 리츠시장 성장확대에는 긍정적 요소라고 할 수 있다.

IV. 리츠 포트폴리오 효과추정

1. 분석개요

본 연구의 핵심은 금융상품으로서 리츠투자 효과를 분석하고 향후 K-REITs 시장확대 방안을 모색하는 것이다.

본 장에서는 금융시장에서의 리츠 효과를 계량적으로 분석하여 리츠확대에 대한 정책적 지원 당위성을 제시하고자 한다. 이를 위해 금융

시장 내 리츠와 다른 투자상품과 비교를 전제로 리츠투자가 자본시장 변화에 대해 어떠한 효과를 갖는지 살펴본다.²⁴⁾

2. 분석모형 및 자료구성

1) 수리분석 모형

리츠를 금융상품 일종의 투자대상으로 전제할 때 실증효과를 분석하기 위해 적합한 방법은 마코비츠(Markowitz)의 포트폴리오 이론(Theory of Portfolio Selection)을 근거로 할 수 있다.²⁵⁾ 이론의 핵심은 투자대상에 고려되는 자산의 수가 증가할수록 포트폴리오구성에서 개별자산에 미치는 영향이 낮아져, 포트폴리오 전체의 위험이 줄어들음을 가정하는 것이다. 다시 말해 이를 리츠 투자에 적용하면, 투자위험이 낮아져 안정적 포트폴리오를 구성하게 됨을 설명한다.

본 연구의 논리전개를 위해 리츠를 투자자의 투자가능 집합에 포함시키고, 리츠와 경쟁관계에 있는 투자상품간의 수익률 변동성에 대해 효율적 투자선(Efficient Frontier)²⁶⁾의 개념을 이용해 살펴보고자 한다. 따라서 수리적 모형은 효율적 투자선의 기울기가 높아질수록 평균과 분산이 높아지는 것으로 투자자산의 위험도가 큰 것이고, 반대로 낮아질수록 투자위험이 낮음을 의미한다.

분석을 위한 수리적 모형은 선행연구를 참조하여 다음과 같이 재구성하기로 한다.²⁷⁾ 먼저, 포트폴리오 평균 수익률은 다음의 산식에 의해 계산된다.

24) 금융상품으로서 리츠투자가 확대될 경우 금융시장 내 효율적 경제의 이동이 가능한지를 보이는 것이 분석의 핵심이다.

25) 이는 다양한 투자 종목과 자산 중에서 어느 자산을 최적 포트폴리오에 고려할 것 인지를 정하는 것이다.

26) 효율적 경제는 평균과 분산으로 대별되는 투자자산의 기대수익률의 변동성 집합경계로 정의한다.

27) 본 분석을 위한 마코비츠 모형은 양혜선·강창덕, “국제금융 전후의 혼합자산 최적 포트폴리오 분석과 시사점”, 대한부동산학회지, 대한부동산학회, 2015, 제40권, 제pp.305~321를 참고하였으며, 효율적투자선 도출방식은 Brown, Jeffrey R., “Private persons mortality risk and the decision to annualize”, Journal of Public Economics, 82, 2001, pp.29~62, Jones C “Private Investment in Rented Housing and the Role of REITs,” International Journal of Housing Policy 2007 7(4) pp.383~400 등을 참조하였다.

먼저, 투자자산에 리츠가 포함된 포트폴리오 평균 수익률은 식1)과 같이 계산된다.

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(R_i) \quad \cdots \text{식1)}$$

단, $E(R_p)$: 혼합자산 포트폴리오 기대수익률

w_i : 포트폴리오 내 리츠가 차지하는 비중

$E(R_i)$: 특정자산의 기대수익률

이 때 투자자산의 포트폴리오 위험률은 식2)와 같이 구할 수 있다.

$$E(\sigma_p^2) = \sum_{i=1}^n w_i \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_i \sigma_j p_{ij} \quad \cdots \text{식2)}$$

단, $E(\sigma_p^2)$: 혼합자산 포트폴리오 기대분산

w_i : 포트폴리오 내 자산 i 가 차지하는 비중

w_j : 포트폴리오 내 자산 j 가 차지하는 비중

σ_{ij} : 각각 자산 i, j 의 위험률²⁸⁾

p_{ij} : 자산 i, j 의 상관계수

위와 같은 식을 통해 최적자산 포트폴리오의 평균수익률과 위험률을 산출한 다음, 투자자산으로서 리츠 포함 여부에 따른 효율적 투자선의 기울기를 구한다.

첫째 리츠가 투자자산에 포함되지 않을 경우 효율적 투자선은 식3)과 같이 설정한다. 식3)은 수익률의 표준편차 $S(Rw)$ 를 최소화 하는 자산포트폴리오 기대수익률 $E(Rw)$ 을 구하는 것이다.

$$\min S(Rw) = \min \left[\sum_{i=1}^n w_i \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_i \sigma_j p_{i,j} \right] \quad \text{식3)}$$

식3)은 리츠의 투자자산 포함을 구분하여 효율적 투자선은 평균과 분산에 따라 최적의 포트폴리오를 구성하는 집합으로 연결됨을 의미한다. 이를 구체화하기 위해 N개의 자산의 수익률을 행벡터 R로 표현하고 자산포트폴리오에서 N개의 자산이 차지하는 비중을 벡터 w로 표현함을 의미하는 것이다.

다음으로 효율적 경계위의 점에서 가장 높은 효용을 주는 점을 구한다. 즉, 효율적 투자선(efficient boundary)의 기울기를 통해 자산 포트폴리오(w)중에서 효용수준이 제일 높은 포트폴리오 비중 w^* 를 구하는 것이다. 투자자산포트폴리오 w 중 효용수준이 가장 높은 점인 w^* 은 식4)와 같이 구할 수 있다.

$$EU(Rw^*) = \max EU(Rw) \quad \text{식4)}$$

다음으로 투자자산 유형 중 가장 높은 효용을 주는 값, 즉 무위험수익률을 구해야 한다. 효율적 경계의 점 중 가장 높은 효용을 주는 점과 동일한 수준의 효용을 주는 점을 무위험수익률을 리츠로 가정할 때 식5)와 같이 표현할 수 있다.

$$\text{무위험 수익률 } ce = \mu - 1/2A\sigma^2 \quad \text{식5)}$$

단, μ 는 기대수익률, σ^2 는 수익률의 분산, 위험기피도 $A = \gamma - 1$ 이며,

위험기피도를 편의상 1, 2, 3, 4, 5, 10, 20으로 가정 함

각각의 효율적 투자선의 기울기를 구하기 위해 분석대상 투자자산의 평균수익률, 위험률 및 리츠투자 여부에 따른 식1)~식5)을 계산하여 최적의 포트폴리오를 계산한다. 이 때 얻는 무위험수익률 방향성에 대해 수익표준표차와 수익률간의 위치를 비교하는 것이다.

28) 이 때 위험률은 수익률 변동성을 의미한다.

2) 분석자료 구성

본 분석에 사용하는 자료는 리츠의 수익률과 이의 대체성을 갖는 자산수익률로 구성하였다.

먼저, 리츠의 수익률은 국내 주식시장 내 상장된 리츠의 배당률을 활용하였고, 대체자산 수익률은 3년만기 정기예금 이자율, 3년 만기 국고채 수익률, 회사채 (BBB+) 및 주식수익률을 사용하였다.²⁹⁾

각각 분석기간은 2010년 1월부터 2018년 8월말까지 시계열 연속형 자료(Time Series Data)를 사용하였으며, 변수들의 기초통계량과 명목수익률은 다음과 같다.³⁰⁾

〈표 6〉 변수 기초통계량 및 명목수익률

변수	표본	평균	표준편차	최소값	최대값
정기예금 (3Y-Deposit)	113	1,381	0,097	0,113	0,603
국고채 (K-Bond)	113	1,556	0,111	0,122	0,725
회사채 (Firm bond)	113	2,337	0,101	-0,0145	0,913
주식수익률 (KOSPI_)	113	3,802	5,454	-18,981	11,95
리츠수익률 (K-REITs)	113	2,572	0,426	-12,55	27,58

〈표 7〉 명목수익률간 공분산행렬

변수	정기 예금	국고채	회사채	주식 수익률	리츠 수익률
정기예금 (3Y-Deposit)	0,009	-	-	-	-
국고채 (K-Bond)	0,003	0,010	-	-	-
회사채 (Firm bond)	0,005	0,011	0,015	-	-
주식수익 (KOSPI_)	-0,028	0,004	-0,020	22,748	-
리츠수익률 (K-REITs)	0,011	0,012	0,009	-0,028	0,213

29) 개별주가를 사용하는 대신 주가수익률을 사용할 때는 투자가능집합이 과소평가될 가능성이 있다. 이는 주가지수에 사용된 가중치와 다른 가중치를 사용하여 만들어지는 포트폴리오는 투자가능집합에 포함되지 않기 때문이다. 그럼에도 불구하고 개별주가 수익률을 사용하지 않고 주가지수의 수익률을 사용하는 것은 개별주가 수익률에 측정오차가 많을 것으로 판단되었기 때문이다. 이는 회사채 수익률 자료 구축과정에서도 동일하게 해당되는 내용이다. 개별회사의 기대수익률과 표준편차를 제대로 추정하는 것이 어렵기 때문에 회수채 지수의 수익률을 사용하는 것이 자료의 객관성 유지에 절대적으로 유리하기 때문이다.

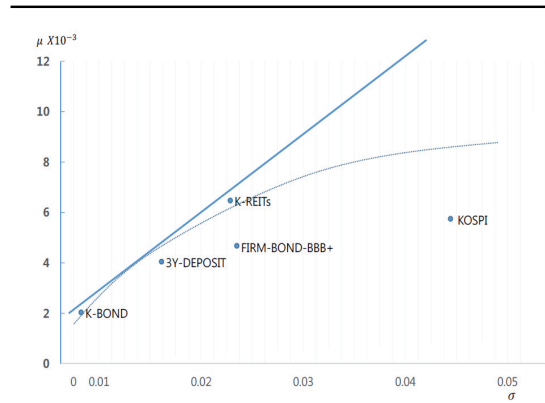
30) 분석자료 중 3년 만기 정기예금은 분석자료 중 리츠와 동등한 수준의 무위험자산으로 설명하기 위한 변수선택이다.

한편 분석자료의 시계열적 안정성을 판단하기 위해 공분산행렬을 산출하였다. 분석결과, 〈표 7〉과 같이 상장리츠의 평균 수익률과 변동성은 주식 보다 낮은 것으로 나타났다. 리츠의 수익률은 다른 투자자산의 수익률과 음의 상관관계를 갖는 것으로 관측되었다.

3. 분석결과 해석

투자자 관점에서 자산투자의 포트폴리오 구성 중 리츠를 포함시켰을 경우 〈그림 9〉와 같이 효율적 투자선의 기울기가 낮아지는 것으로 나타났다.

〈그림 9〉 K-REITs의 효율적 투자선 비교



* 가로축 투자자산의 수익표준편차, 세로축은 월간 수익률, 단위는 %

리츠 투자자산의 효율적 투자선은 직선을 중심으로 각각의 분석대상들의 위치와 비교우열을 판단하는 것이다. 리츠의 경우 KOSPI 보다 수익률이 높고 수익의 표준편차는 낮은 것으로 나타나 포트폴리오 구성에서 우월성을 가진 것으로 해석할 수 있다.

위험기피도가 5일 때를 기준으로 리츠투자 수익률을 포함할 경우 확실성 등가는 0.46%에서 0.52%로 0.06%p 상승하는 것으로 나타났다. 이는 위험기피도가 커지는 상황에서 리츠에 투자할 경우 위험기피도가 낮아질 수 있음을 의미한다.

이상의 분석결과는 금융시장 내 리츠가 투자상품으로서 활성화 될 경우 투자수익발생의 규모가 더욱 커질 수 있음을 보여주는 것이다. 즉, 위험기피성향이 높은 투자자들과 낮은 투자자들 사이에는 각각 투자수익률이 높아지는 것으로 추정할 수 있다.

〈표 8〉 혼합자산의 최적 포트폴리오 비중 비교

위험기피도	최적 포트폴리오 비중	
	리츠 미포함	리츠 포함
1	0.1325	0.6040
2	0.2536	0.6869
3	0.2369	0.656
4	0.3214	0.622
5	0.4645	0.520
10	0.3236	0.2863
20	0.1971	0.2271

이러한 분석결과로 볼 때 향후 정책리츠를 포함한 리츠시장 규모 확대는 금융시장 내 민간 재원 유치를 위한 주요 수단으로 활용될 수 있을 것이다.

V. 결론

1. 요약 및 결론

리츠는 금융투자상품과 동시에 개발사업 추진을 위한 사업시행과 재원조달 기능을 동시에 갖는다. 따라서 국가경제성장, 산업변화, 제도의

유연성 및 주식과 부동산시장 등 다양한 환경요인과 상관성이 존재한다.

이는 부동산시장과 관련된 금융상품의 발전은 거시경제 안정과 리스크 관리차원에서도 활용성이 높으므로 정책적인 지원이 필요함을 강조하는 기반이라 할 수 있다.

이와 같은 리츠의 속성을 토대로 본 연구는 부동산간접투자로서 우리나라 리츠시장 확대가 필요함을 강조하기 위해 글로벌 리츠시장과의 정성적 비교와 리츠투자효과에 대한 실증분석을 시도하였다. 주요 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

국내리츠시장 변화과정을 보면, 우리나라 리츠는 2001년 제도도입 이후 전반적인 정체기였다. 주요국에서 리츠가 빠른 속도로 성장을 거듭하는 동안 오히려 국내 리츠는 시장규모나 자본시장에서 투명성에서는 오히려 후퇴하였고, 자본시장에서는 이의 대안으로 부동산펀드가 급성장하는 현상을 보였다.³¹⁾

그러나 2015년을 기점으로 정부의 공공임대주택 공급확대방안으로서 공공기관 중심으로 다양한 리츠사업구조 개발과 저금리 기조에 따른 대체투자 시장에 대한 투자자 관심이 증가하여 우리나라 리츠는 새로운 전환점을 맞이하게 되었다.

향후 리츠시장 성장이 괄목할 것이라는 기대가 가능한 것은 자본시장에서는 금융지주의 리츠 자산관리회사 설립허용에 따른 은행권의 리츠진출 본격화, 리츠 내 퇴직연금 편입허용 등이다. 또한 리츠시장을 선도해 온 공공부문도 정부의 주거복지로드맵에 의한 2022년까지 연간 17만호씩 장기공공임대주택 공급을 추진하는 과정에서 리츠사업의 확장이 예상되고 있다.

금번 연구에서는 리츠 투자확대가 과연 금융시장 내 다른 투자상품과 관계성을 추정하였다. 분석결과, 투자자 관점에서 리츠를 투자 포트폴리오로 편입시킬 경우, 투자 포트폴리오상

31) 그동안 리츠가 침체하고 부동산펀드가 성장한 배경으로서 부동산펀드는 금융당국의 규제만 받으므로 운용이 용이하며 세제혜택이 있어 실질효용성과 투자자의 접근이 용이한 점도 간과할 수 없다.

의 효율적 경계이동이 존재하는 것으로 나타났다. 이와 같은 분석 결과는 리츠시장 활성화 및 투자자의 건전한 분산투자 확대를 위해 자본시장 내 다양한 공모리츠가 필요함을 반증하는 것이라 하겠다.

2. 정책제언과 향후과제

리츠시장이 지속적으로 성장한 국가들은 양호한 경제성장률, 부동산·주식시장의 건전성 이외, 상품 선택의 폭이 넓고 규제가 유연하며, 하나의 리츠가 수백 개의 자산을 담고 있어 리스크 분산효과가 뛰어난 공통점이 존재한다. 반면, K-REITs시장은 시장대형화와 대중화가 매우 미약한 상황이다.

이의 원인을 금번연구는 위탁관리형리츠, 기관투자자 중심의 사모형 리츠는 시장성장 저해요인으로 판단하고, 대기업, 정부기관 중심의 활발한 공모리츠 확대를 통해 일반 개인들이 소액으로 투자할 수 있는 기반을 마련해 주어야 함을 강조하였다.

금번 연구는 국내 리츠시장특성과 리츠의

경쟁력 강화를 위한 제반 조건을 조사분석 하여 향후 리츠시장 성장과 규모확대에 대한 논리적 근거를 제시한 의의가 있다.³²⁾

그럼에도 불구하고 연구결과 활용의 확장성을 위해 다음과 같은 보완이 필요하다.

첫째, 글로벌 리츠의 시장동향을 조사하는 과정에서 리츠성장을 위한 조세혜택 등을 포함한 다양한 정책지원 조사가 필요하다. 이는 K-REITs 시장에도 많은 시사점을 줄 수 있으나, 자료구득상의 한계로 이를 충분히 소개하지 못했다.

둘째, 리츠투자자에 따른 효율적 투자선의 기율기를 추정하는 과정에서 분석자료인 리츠 수익률을 2017년말 기준 5개 상장리츠에 한정시켜 분석했다는 점이다. 이는 현행 국내리츠 대부분이 사모형이므로 자료구득의 어려움을 안정한다 해도 5개의 상장리츠 수익률로는 분석결과의 객관성이 미흡할 수 있을 것이다.

다만, 비교분석자료의 패턴에 따른 리츠투자 효과의 효율적 경계이동의 방향성을 이해하는 데는 설명력이 존재하므로 향후 자료보완을 통한 후속연구가 필요할 것이다.

參考文獻

- 김경민·김영곤·서충원, “국민연금 기금운용을 통한 대체투자로서 부동산투자 특성에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2016, 제66집, pp.46~58.
- 김병준·이창석, “미국 REITS시장과 주식시장 수익률간의 상호 영향력 검토”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2016, 제66집, pp.103~115.
- 김영곤, “중산층용 영구임대주택 REITs에 관한 소고”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제49집, pp.275~289., 30권, 2호, pp.57-59.
- 송기욱·장인석 “리츠를 활용한 공공과 민간의 임대주택 공급모델 기법 특성 및 적용사례 비교연구, 부동산학보, 한국부동산학회 제69집 2017.
- 엄수원, “한미 리츠(REITs)시장의 동향과 발전과제, 대한부동산학회지, 대한부동산학회, 2012, 30권, 2호, pp.57-59.
- 육정우·안성필, “임대주택리츠의 수익성확보방안 연구”, 경영건설팅연구, 한국경영건설팅학회, 2013, 제13권, 제3호, pp.259~262.
- 장인석, “행복주택리츠 사업구조 개선방안에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 제75호, 2018.
- 최명섭·이용창·이상영, “리츠산업 활성화에 따른 경제적 효과분석”, 감정평가학논집, 한국감정평가학회, 2018.

32) 이 연구는 부동산학 관점에서 리츠기법을 매개로 금융과 부동산시장의 시장메커니즘에 대한 시장상황과 리츠 투자활성화의 필요성을 제시한 정책연구로서 학술적 의미를 부여할 수 있다.

- 17권, 1호, pp. 73~101.
- 최효비 · 이재송 · 최열, “은퇴계층의 부동산자산 운용에 관한 결정요인 분석”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2016, 제65집, pp.146~160.
- 현미옥 · 장미경 · 전준용 · 김주형, “거시경제변수를 반영한 실물옵션 시나리오별 공공임대주택리츠 분양전환가치 분석”, 건설관리학회지, 한국건설관리학회, 2017, 제18권제3호. pp.874~83.
- Ambrose B. and Peter L. “REIT Organizational Structure and Operating Characteristics.” Journal of Real Estate Research 2009 21(3) pp.141~162.
- ARA Asset Market Report Limited 2016.
- Brown, Jeffrey R., “Private persons mortality risk and the decision to annualize”, Journal of Public Economics, 82, 2001.
- 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.
- Konno H. and Yamazaki, “Mean Absolute Deviation Portfolio Optimization Model and It's Application to Tokyo stock market”, Management Science Vol.37, No5, pp.519~531.
- Markowitz, H.M, “Portfolio Selection”, Financial Analysis Journal, No7(1952), pp.67~76.
- Jones C, “Private Investment in Rented Housing and the Role of REITs.” International Journal of Housing Policy 2007 7(4) pp.383~400.
- JREAST 『Annual Reort 2016』 2016.
- Needham Barrie and George de Kam “Understanding How Land is Exchanged: Coordination Mechanisms and Transaction Costs” Urban Studies 2004 Vol 10.