

경영학석사 학위논문

거시경제변수가 부동산투자회사(REITs) 수익률에 미치는 영향에 관한 연구

A Study on the Influence of Macroeconomic Factors
upon the REITs Returns

2014년 2월

서울과학기술대학교 주택대학원
주택경영학과

정 회 빈

거시경제변수가 부동산투자회사(REITs) 수익률에 미치는 영향에 관한 연구

A Study on the Influence of Macroeconomic Factors
upon the REITs Returns

지도교수 류 근 옥

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함
2014년 1월

서울과학기술대학교 주택대학원
주택경영학과

정 회 빈

정회빈의 경영학석사 학위논문을 인준함
2014년 1월

심사위원장 홍 순 구 (인)

심사위원 류 근 옥 (인)

심사위원 강 신 애 (인)



요 약

제 목 : 거시경제변수가 부동산투자회사(REITs) 수익률에 미치는 영향에 관한 연구

본 논문에서는 2008년 금융위기를 기준으로 전과 후로 구분하여 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수에 대하여 실증분석을 수행하였다. 이에 KOSPI주가지수 수익률, 채권 수익률, 소비자물가지수 변화율을 주요 거시경제변수로 선정하고 가설을 설정하여 검증하였다.

첫 번째 가설은 주식시장의 수익률 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미친다는 것이다. 왜냐하면 기본적으로 리츠는 주식시장에 상장되어 거래되는 투자 상품이기 때문이다. 따라서 주식시장의 수익률이 상승하면 리츠의 수익률이 증가할 것으로 추정했다. 검증결과, KOSPI주가지수 수익률은 2008년 금융위기 이전에는 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미쳤으며, 2008년 금융위기 이후에도 유의하지는 않으나 이전과 동일하게 양(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 따라서 가설 1의 주장은 지지되었다. 결과적으로 리츠는 기본적으로 주식시장에 상장되어 거래되므로 주식시장의 등락에 영향을 받는 것으로 풀이된다. 그러나 2008년 금융위기 이후에는 이전과 달리 주식시장의 수익률이 리츠의 수익률에 미치는 영향의 유의성이 감소한 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 2008년 금융위기 이전에는 리츠 투자에 일종의 투기 심리가 작용하였을 것이라고 추정된다. 왜냐하면 2008년 금융위기 이전에는 주식시장이 상승장으로서 주식투자에 대한 동조심리가 작용했을 가능성이 매우 크기 때문이다. 그러나 2008년 이후에는 금융위기로 인하여 주식시장이 폭락하였기 때문에 리츠에 투자하는 투자자가 리츠의 본래 도입 취지에 부합하는 중간배당 수익과 청산수익을 목적으로 하는 장기투자자로 편입되었을 가능성이 높은 것으로 풀이된다. 따라서 리츠는 투기를 목적으로 하는 주식으로서의 매력은 그다지 없는 것으로 판단된다.

두 번째 가설은 채권 수익률의 하락은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미친다는 것이다. 왜냐하면 리츠는 투자자산의 운용에 따른 투자수익에 대한 중간배당과 소유 부동산의 매각 시 청산배당을 하도록 상법상 의무화되어 있다. 이는 채권의 투자 수익과 매우 유사한 형태의 구조이다. 또한, 선행연구 결과 리츠는 주식과 채권의 중간 정도의 수익률 행태를 보이는 것으로 나타났다. 따라서 기본적으로 리스크를 회피하며 안정적인 장기투자를 선호하는 채권의

투자자는 채권의 수익률이 하락하면 상대적으로 위험도가 높은 주식보다는 리츠에 투자를 할 것으로 추정했다. 검증결과, 채권 수익률은 2008년 금융위기 이전에는 리츠의 수익률에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 2008년 금융위기 이후에는 양(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 따라서 가설 2의 주장은 부정되었다. 이러한 분석결과는 2008년 금융위기 이전에는 주식시장의 상승에 따른 동조심리로 인하여 리츠에 대한 투자를 주식투자의 대상으로 보는 시각이 대부분이었으나, 2008년 금융위기 이후에는 채권과 같은 안정적인 장기적인 투자대상으로 여기는 시각이 높아진 것으로 추정된다. 따라서 2008년 금융위기 이후 리츠는 투자 상품으로서 주식보다는 채권에 가까운 성향을 가지고 있는 것으로 판단된다.

세 번째 가설은 소비자물가지수 변화율의 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미친다는 것이다. 왜냐하면 인플레이션이 발생하면 현금자산의 가치 하락이 예상되므로 투자자는 인플레이션에 대한 헤지 수단으로써 대표적인 실물 자산인 부동산에 투자를 할 것이기 때문이다. 또한, 인플레이션은 리츠의 소유 자산인 부동산의 가치를 상승시켜 리츠의 고정이자 부채 부담을 낮추고 임대료의 상승을 유발시킬 것이다. 따라서 부동산을 투자대상으로 하는 리츠의 수익률은 상승할 것으로 추정했다. 검증결과, 소비자물가지수 변화율은 2008년 금융위기 이전 기간에는 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 2008년 금융위기 이후에는 음(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 따라서 가설 3의 주장은 부정되었다. 이러한 분석결과는 2008년 금융위기 이후 우리나라의 부동산시장 상황과 밀접한 연관이 있는 것으로 풀이된다. 왜냐하면 우리나라의 부동산 경기는 계속된 침체와 장기간의 불황을 겪고 있는 실정이다. 따라서 투자자들이 부동산 투자에 대한 불안감을 가지고 있는 것으로 추정된다. 게다가 2008년 금융위기의 원인이 부동산과 파생상품의 결합이었다는 점 또한 부동산 투자를 하는데 있어서 여전히 불안요소로 작용하고 있는 것으로 판단된다. 이상의 분석결과를 바탕으로 본 논문의 시사점을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 우리나라의 리츠는 주식시장에 상장되어 거래되고 있기는 하지만, 주식과는 그 성격이 다르기 때문에 투기 심리를 바탕으로 시세차익을 얻으려는 목적보다는 배당수익과 청산수익을 목적으로 채권과 유사한 장기적인 관점에서 안정적인 투자를 해야 하는 대상이라는 점이 확인되었다. 둘째, 2008년 금융위기 이후에는 부동산이 자산가치의 하락을 막고 인플레이션을 헤지하는 수단으로써의 매력에 감소하였음을 발견하였다. 또한, 투자자들은 인플레이션이 발생할 경우 오히려 부동산을 위험자산으로 분류하는 경향이 있음을 확인하였다.

목 차

요 약	i
목 차	iii
표 목차	iv
그림 목차	vi
I. 서 론	1
1. 연구의 목적과 배경	1
2. 부동산투자회사(REITs)의 의의	3
1) 부동산투자회사(REITs)의 개념	3
2) 부동산투자회사(REITs)의 구조 및 유형	5
(1) 부동산투자회사(REITs)의 구조	5
(2) 부동산투자회사(REITs)의 유형	7
3) 우리나라 부동산투자회사(REITs)의 현황	12
II. 문헌 연구	38
1. 선행연구	38
2. 가설도출(검증대상)	43
III. 실증분석모형 및 검증	44
1. 다중회귀분석모형	44
2. Data	47
3. 검증결과	54
1) 상관관계 분석결과	54
2) 회귀분석 분석결과	57
IV. 결 론	61
참고문헌	64
Abstract	70
감사의 글	73

표 목차

<표 1-1> 자기관리리츠와 위탁관리리츠의 비교	10
<표 1-2> 부동산투자회사(REITs) 비교	11
<표 1-3> 부동산투자회사(REITs) 현황	13
<표 1-4> 연도별 리츠의 증가현황	13
<표 1-5> 연도별 리츠 자산규모 증가현황	15
<표 1-6> 기업구조조정리츠와 위탁관리리츠의 투자유형별 자산규모 현황	16
<표 1-7> 기업구조조정리츠와 위탁관리리츠의 투자자산규모별 현황	17
<표 1-8> 100억원미만 리츠의 유형별 현황	19
<표 1-9> 100억원미만 리츠의 운용형태별 현황	20
<표 1-10> 100억원미만 리츠의 세부 현황	21
<표 1-11> 100억원이상 500억원미만 리츠의 유형별 현황	21
<표 1-12> 100억원이상 500억원미만 리츠의 운용형태별 현황	22
<표 1-13> 100억원이상 500억원미만 리츠의 세부 현황	23
<표 1-14> 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 유형별 현황	24
<표 1-15> 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황	25
<표 1-16> 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 세부 현황	26
<표 1-17> 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 유형별 현황	27
<표 1-18> 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황	28
<표 1-19> 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 자산규모 현황	29
<표 1-20> 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 유형별 현황	30
<표 1-21> 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황	31
<표 1-22> 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 자산규모 현황	32
<표 1-23> 3,000억원이상 리츠의 유형별 현황	32
<표 1-24> 3,000억원이상 리츠의 운용형태별 현황	33
<표 1-25> 3,000억원이상 리츠의 자산규모 현황	34
<표 1-26> 상장 리츠 현황	36
<표 1-27> 리츠의 연평균 배당수익률 현황	37
<표 3-1> 연구모형 요약	46
<표 3-2> 상장 리츠 현황 요약	47
<표 3-3> 상장 리츠 배당기준일 및 시가배당률 현황	48
<표 3-4> 리츠의 분석기간	49

<표 3-5> 변수의 조작적 정의	50
<표 3-6> 연구모형 I 의 기초통계량	51
<표 3-7> 연구모형 II 의 기초통계량	52
<표 3-8> 연구모형 III 의 기초통계량	53
<표 3-9> 연구모형 I 의 상관관계 분석결과	54
<표 3-10> 연구모형 II 의 상관관계 분석결과	55
<표 3-11> 연구모형 III 의 상관관계 분석결과	56
<표 3-12> 회귀분석 분석결과	57

그림 목차

<그림 1-1> 리츠의 자금흐름도	4
<그림 1-2> 리츠의 구조	6
<그림 1-3> 자기관리리츠의 구조	8
<그림 1-4> 위탁관리리츠와 기업구조조정리츠의 구조	9
<그림 1-5> 연도별 리츠 수	14
<그림 1-6> 연도별 리츠 자산규모	15
<그림 1-7> 리츠의 투자유형별 자산규모	16
<그림 1-8> 리츠의 투자유형별 평균수익률	17
<그림 1-9> 투자자산 규모별 자산비율 현황	18
<그림 1-10> 투자자산 규모 세부유형별 평균수익률 현황	18
<그림 1-11> 100억원미만 리츠의 유형별 자산비율	19
<그림 1-12> 100억원미만 리츠의 운용형태별 자산비율 현황	20
<그림 1-13> 100억원이상 500억원미만 리츠의 유형별 자산비율	22
<그림 1-14> 100억원이상 500억원미만 리츠의 운용형태별 현황	23
<그림 1-15> 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 유형별 자산비율	24
<그림 1-16> 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황	25
<그림 1-17> 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 유형별 자산비율	27
<그림 1-18> 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황	28
<그림 1-19> 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 유형별 자산비율	30
<그림 1-20> 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황	31
<그림 1-21> 3,000억원이상 리츠의 유형별 자산비율	33
<그림 1-22> 3,000억원이상 리츠의 운용형태별 현황	34
<그림 1-23> 연도별 평균 배당수익률 추이	37

I. 서 론

1. 연구의 목적과 배경

본 연구에서는 부동산투자회사(REITs)의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수와 그 결과로서 부동산투자회사(REITs) 수익률이 어떤 영향을 받는지에 대하여 거시경제변수의 설정과 그 역할에 대한 인과관계를 규명하고자 한다.

수익을 얻기 위해 투자행위를 하는 투자자는 투자대상의 위험과 그에 따른 수익률 양상에 매우 민감하게 반응한다. 투자대상은 크게 주식, 채권, 부동산의 세 가지로 분류하여 볼 수 있다. 그 중 주식은 그 특성상 기대 수익률이 높지만 그에 따른 위험수준 또한 높은 것이 일반적이다. 채권은 주식보다는 위험 수준이 낮고 안정적인 투자처이지만 기대 수익률 또한 낮다.¹⁾ 이에 부동산에 대한 투자는 앞서 언급한 두 가지 투자 대상에 비하여 안정성이 확보되고 장기적인 투자수익률 관점에서 주식보다는 낮지만, 채권보다는 높은 수익률을 기대할 수 있기 때문에 일반 투자자의 관심이 날로 증가하고 있는 상황이다. 이렇듯 부동산에 대한 일반 투자자의 관심은 증가하고 있는 상황이지만, 부동산에 투자하기 위해서는 상당한 금액이 필요하다. 따라서 일반투자자들이 부동산에 직접 투자하기에는 많은 어려움이 뒤따른다. 이에 대한 대안으로 일반 투자자들이 부동산에 적은 금액으로 소액 투자를 할 수 있도록 만들어진 상품이 부동산투자회사(REITs)²⁾제도와 부동산펀드 제도이다. 리츠와 부동산펀드는 그 태생은³⁾ 다르지만, 모두 투자자들의 돈을 모아서 특정 부동산을 대신 투자·운용한 뒤 여기서 얻은 수익금을 투자자들에게 되돌려 주는 간접투자 방식이다. 또한, 최근 부동산투자에 있어서도 직접투자보다는 간접투자가 투자의 대세로 자리잡아가고 있다. 기관투자자자는 직접투자에 따른 리스크를 줄이면서 투자 상품을 다양화할 수 있고, 개인 투자자는 적은 투자금액으로 투자에 따른 정보의 제한과 판단의 어려움을 해결하는데 있어서 간접 투자제도가 좋은 대안으로 활용되고 있다.⁴⁾ 이제는 과거와 달리 일반 투자자들도 투자에 있어서 포트폴리오에 대한 지식을 상당히 갖추고 있는 상태이다. 이것은

1) 박종민, 전상경, “거시경제가 부동산펀드 설정규모에 미치는 영향”, 부동산연구, 제22집 제1호, 2012, p. 81

2) 부동산투자회사는 이하 ‘리츠’라고 표기한다.

3) 리츠(REITs)는 ‘부동산투자회사법’을 근거로 2001년 4월 국토교통부(당시 건설교통부)에 의해 도입되었으며, 부동산 펀드는 ‘간접투자자산운용법’을 근거로 2004년 6월 기획재정부(당시 금융위원회)에 의해 도입되었다.

4) 전광섭, “CR-REITs의 제도운용 및 향후 전망”, 주택금융월보, 4월호, 2008, p. 2

투자를 할 때 포트폴리오 분산효과를 노리기 시작했다는 것을 의미한다. 기존에는 주식과 채권만으로 이루어졌던 포트폴리오에 부동산을 편입시키려는 움직임이 활발하게 일어나고 있는 것이다. 이러한 결과로서 리츠와 부동산펀드가 국내 전체 금융시장에서 차지하는 비율 역시 점점 늘어나고 있으며, 포트폴리오의 한 축으로서 급성장을 이루고 있는 상황이다. 또한, 최근 저금리 기조와 증시 부진에 따라 기관투자자들이 대체투자를 확대하면서 리츠와 부동산펀드가 급성장하고 있다. 특히, 연기금과 보험사 등은 그 일환으로 부동산 간접투자를 늘리고 있으며, 기업들도 자금조달을 위해 부동산을 유동화하는 사례가 증가하고 있다.⁵⁾ 이러한 현상은 한국만이 아니라 전 세계적인 추세로서 미국, 중국, 사우디, 독일, 일본 등 주요국 국부 펀드들의 자산 운용사들은 글로벌 부동산을 투자자산으로 적극 편입하고 있는 상황이다. 이는 저금리 추이로 인하여 자금운용과 수익확보에 어려움을 겪고 있는 다른 국부펀드나 연기금 등에서도 감지되고 있는 실정이다. 따라서 향후 기관투자자들이 거시경제위험 완화와 자금여건 호전 등에 기초하여 포트폴리오 구성에 있어서 투자자산을 다변화하고 수익의 증대를 강화하기 위하여 글로벌 부동산에 투자를 확대할 가능성이 매우 높음을 알 수 있다. 이것은 오늘날 부동산을 투자자산의 포트폴리오에 편입시키는 것에 대한 중요성이 부각되고 있으며, 거시경제변수와 부동산 간접투자 상품 수익률간의 인과관계가 매우 중요함을 의미한다. 이렇듯 부동산 투자에 대한 관심과 기대는 한국을 포함하여 전 세계적으로 날로 증가하고 있는 상황이다. 따라서 본 연구에서는 문헌과 선행연구를 통하여 리츠에 영향을 미치는 거시경제변수를 설정하고, 이러한 변수가 리츠의 수익률에 미치는 영향을 실증분석 해 보고자 한다. 특히, 분석기간을 2008년 금융위기 전·후로 구분하여 리츠의 수익률이 변화한 시장상황 속에서 어떠한 거시경제변수의 영향을 받는지 검증하고자 한다. 본 연구에서는 주식시장에 상장되어 접근이 용이하고, 자유로운 투자가 가능한 상장 리츠를 대상으로 실증분석을 실시하여 거시경제변수와 리츠의 수익률간의 인과관계를 규명하고자 한다. 본 연구의 결과는 향후 기관투자자, 자산운용사, 일반투자자 등이 거시경제변수와 리츠의 수익률과의 관계를 고려하여 좀 더 효율적으로 리츠에 투자함으로써 위험을 회피하고 수익을 극대화하는 방향을 제시하여 향후 우리나라 리츠의 발전에 이바지 할 수 있을 것으로 기대된다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저, 제 I 장에서는 연구의 목적과 배경 및 리츠의 개념과 구조, 유형, 현황 등을 소개한다. 제 II 장에서는 선행연구를 비교분석하고 이를 기초로 거시경제변수가 리츠의 수익률에 미치는 영향에 관한

5) 이지연, “최근 부동산펀드의 성장요인 및 활성화 방안”, 주간 금융브리프, 제22권 제28호, 2013, p. 12.

가설을 설정한다. 제Ⅲ장은 실증분석모형을 설정하고 이를 검증하여 가설에서 주요거시경제변수로 선정한 변수들이 리츠의 수익률에 어떠한 영향을 미치는지 회귀분석결과를 제시한다. 제Ⅳ장에서는 분석결과를 토대로 논문을 마무리한다.

2. 부동산투자회사(REITs)의 의의

1) 부동산투자회사(REITs)의 개념

리츠는 자산을 부동산에 투자하여 운용하는 것을 목적으로 부동산투자회사법에 따라 설립된 회사를 말한다. 우리나라의 경우 리츠는 회사형(‘상법’상 주식회사)으로만 설립되어야 하기 때문에, ‘Real Estate Investment Trusts’를 부동산투자회사라고 번역하고 있다. 리츠제도는 다수의 투자자로부터 자금을 모아서 부동산소유지분이나 주택저당증권(MBS: Mortgage Backed Security)⁶⁾에 투자하거나 부동산 관련대출 등으로 운용하여 얻은 수익을 투자자에게 되돌려주는 제도를 말한다. 리츠회사의 지분은 주식의 형태로서 주식시장에서 자유롭게 거래되고 있다.⁷⁾ 리츠는 주식발행을 통하여 다수의 투자자로부터 모은 자금을 부동산에 투자·운용하여 얻은 수익(부동산임대소득, 개발이익, 매매차익 등)을 투자자에게 배당하는 것을 목적으로 하는 주식회사를 말한다. 리츠는 동일한 방식으로 자금을 모아 유가증권에 투자하는 증권투자회사(뮤추얼펀드)와 유사하나 자산운용 대상이 부동산이라는 점에서 차이가 있다. 즉, 실제 영업 측면에서는 부동산 임대 및 개발사업 등을 수행하는 종합부동산회사이며, 일반인으로부터 자금을 모집하고 투자수익을 배분한다는 점에서는 금융기관의 성격도 가지고 있다.⁸⁾ 이러한 측면에서 리츠는 소액투자자들의 자금을 모아 대신 부동산에 투자하는 일종의 간접투자상품이다. 따라서 투자자는 리츠의 주식에 투자함으로써 부동산에 직접투자를 하는 것과 유사한 효과를 얻을 수 있다. 이는 리츠의 수익률에 따라 원금손실이 발생할 수도 있고, 주식매매차익과 배당에 따른 이익이 발생할 수도 있음을 의미한다.

리츠는 상법상 주식회사의 일종이나 부동산에 대한 투자상품으로 도입된 제도이다. 따라서 일반적인 주식회사와는 달리 업무범위, 자산의 운용범위, 차입

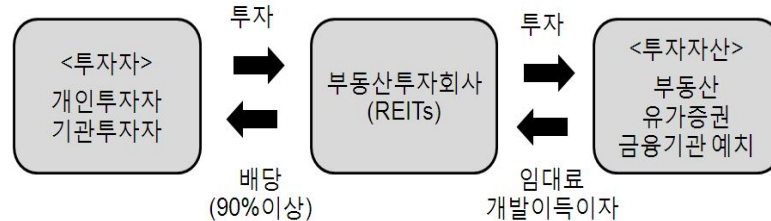
6) 주택저당증권(MBS): 일반적으로 저당대출업무를 취급하는 금융기관이 토지·건물 등의 부동산을 담보로 자금수요자에게 대출한 후 갖게 되는 모기지(mortgage)를 근거로 발행된 증권을 말한다.

7) 이래영, “현대 부동산투자론”, 탐북스, 2010, pp. 451~452

8) 박혜영, “부동산투자회사(REITs)의 수익 및 리스크 특성에 관한 연구 - 상장 리츠를 중심으로”, 중앙대학교, 박사학위논문, 2008, p. 7 재인용

등에서 구분되며, 매년 얻은 이익은 내부보유하지 않고 배당하도록 의무화되어 있다.⁹⁾ <그림 1-1>은 리츠의 자금흐름구도를 도식화한 것으로서 자금모집을 통해 투자자산에 투자한 후 이에 수반하는 이익의 90%이상을 투자자에게 배당하게 된다.

<그림 1-1> 리츠의 자금흐름도¹⁰⁾



부동산투자회사(REITs)의 특징을 살펴보면 다음과 같다. 대형빌딩과 같은 부동산의 지분을 소액단위로 분할·증권화하여 다수의 투자자들에게 주식의 형태로 판매하므로 소액투자자들도 투자에 참여할 수 있는 기회를 제공한다. 또한, 부동산을 증권화하여 증권거래소 시장에 상장되므로 주식매매를 통하여 투자자금을 회수할 수 있어 부동산에 직접 투자하는 것보다 유동성(환금성)을 높일 수 있다.

한편, 리츠를 통한 투자는 투자대상을 여러 종류의 부동산이나 지역적인 분산을 함으로써 한 곳에 집중 투자하여 발생하는 위험을 감소시킨다. 조세혜택 부분에 있어서도 개인과 달리 양도소득세나 종합부동산세를 납부하지 않으며, 리츠가 부동산을 취득시 취득·등록세가 감면되므로 개인이 부동산에 투자하는 것보다 높은 수익성을 실현할 수 있다. 또한 취득·등록세의 경우는 자기관리리츠, 위탁관리리츠, 기업구조조정리츠 모두 50%감면되며, 위탁관리리츠, 기업구조조정리츠는 배당가능이익의 90%이상을 배당시 법인세 면제혜택이 있다. 다만 자기관리리츠는 법인세감면 혜택이 없다.

한편, 보유부동산에서 지속적이고 안정적인 임대료수입이 발생하므로 현금흐름이 비교적 안정적이고, 투자대상이 부동산이므로 일반주식에 비해 변동성이 낮은 편이며, 물가가 상승해도 투자가치가 하락하는 위험이 적다. 또한, 소유부동산을 전문 자산관리회사에 관리를 맡김으로써 부동산에 직접 투자할 경우 임차인관리, 임대료수입, 건물관리비 등 관리의 어려움이 없어져 편리하며, 전문 운용회사가 자산운용을 담당하므로 효율성 및 투명성이 높아진다.¹¹⁾

9) 송은원, “VAR모형을 이용한 REITs 수익률 예측에 관한 연구”, 건국대학교, 박사학위논문, 2008, p. 19

10) 박종택, “CR-REITs와 부동산투자신탁의 수익률 결정요인과 위험 특성에 관한 연구”, 세종대학교, 박사학위논문, 2003, p. 8

11) 이영방, “부동산학개론”, 상상에듀, 2010, pp. 469~470 재인용

2) 부동산투자회사(REITs)의 구조 및 유형

(1) 부동산투자회사(REITs)의 구조

리츠는 부동산을 증권화한 상품으로 리츠를 중심으로 부동산시장과 자본시장의 이해당사자들이 상호 연결된다. 즉, 부동산시장에서 가격이 형성되고 거래되는 부동산이 리츠를 통해 자본시장의 투자자와 연결되며, 이는 리츠가 투자자와 자본시장 그리고 실물시장을 연결하는 매개체로서의 역할을 담당하고 있음을 의미한다. 따라서 이러한 이해관계로부터 리츠의 설립 및 운용, 구조에 있어서 금융시장과 부동산시장의 다양한 이해관계자들이 참여할 것이라는 것을 예상할 수 있다. 이를 분류해보면 다음과 같다.

우선, 스폰서는 리츠를 설립하여 투자자금을 모집하고 투자자로부터 리츠의 의사결정권을 위임받아 사실상 리츠의 내부 의사결정권을 지배하며 부동산을 매입하는 등 자산운영에 참여하는 역할을 담당한다. 스폰서가 설립한 자산운용회사가 리츠의 자산운용회사(AMC)가 되는 경우도 많으며, 직접 소유한 부동산을 리츠에 매각하기도 한다. 스폰서의 주체로는 건설회사, 금융회사, 증권사, 일반 회사 등이 있다.

자산운용회사(AMC: Asset Management Company)는 리츠가 보유한 부동산의 관리, 개발, 처분을 담당하는 역할을 한다. 즉, 보유부동산의 매매, 중개, 가치평가, 회계, 법률, 리서치 등 운용기능 및 부동산임대차, 관리, 유지, 보수, 사무수탁 등 부동산관리기능을 갖는다. 이 중에서 관리, 유지, 보수, 임대 등의 부동산 서비스 기능은 별도로 분리하여 운용할 수 있으며, 아웃소싱을 할 수도 있다.¹²⁾ 또한, 리츠가 보유한 부동산의 관리 및 운용은 리츠 내부조직을 이용하는 것과 별도로 자산운용회사(AMC)에 위임하는 것이 가능하며, 자산운용기능을 리츠의 내부에 두어 자기관리의 형태를 취하더라도 별도의 자산운용회사를 자회사로 설립하고 그 자회사가 관리위탁을 받아 리츠의 자산을 관리하는 경우가 일반적이다.¹³⁾

주간사 금융기관은 리츠를 대신하여 리츠의 기업공개(IPO: Initial Public Offering), 유상증자 등을 담당한다. 부동산정보회사는 투자자와 리츠의 자산운용회사에게 각종 투자정보 및 부동산 관련 정보를 제공한다. 신용평가회사는 리츠가 발행하는 지분과 회사채에 대한 신용을 평가한다. 이외에도 유가증권을 보관하는 유가증권보관회사, 리츠가 발행하는 주식의 모집, 판매를 대행하

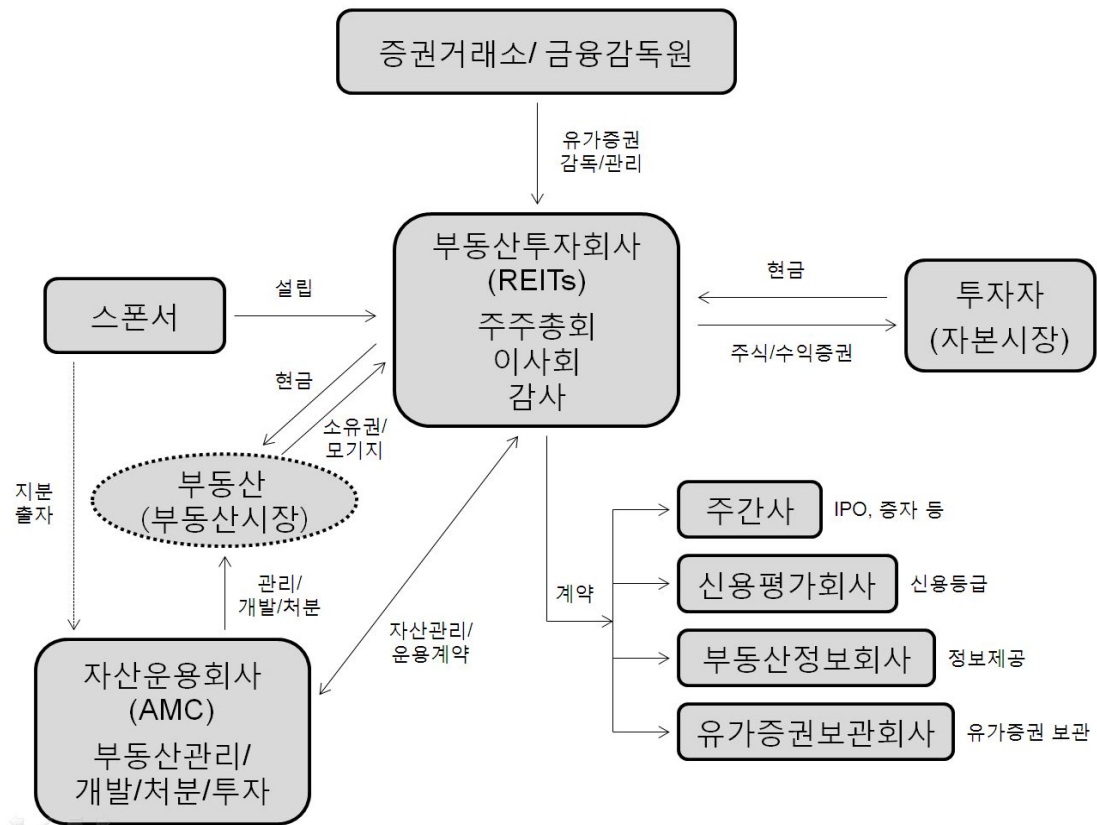
12) 박혜영, 전게서, p. 8

13) 엄수원, “한·미 리츠(REITs)시장 동향과 발전과제”, 대한부동산학회지, 제30권 제2호, 2012, p. 60

는 판매회사 등도 참여한다. 증권거래소(SEC), 금융감독원 등과 같은 정부조직도 리츠가 발행하는 유가증권의 관리, 감독기능을 담당한다. 리츠의 내부조직은 주주총회, 이사회, 감사 등으로 구분된다.¹⁴⁾

투자자는 크게 기관투자자와 개인투자자로 나눌 수 있다. 기관투자자는 연기금, 보험회사, 부동산 자문회사, 뮤추얼펀드 등이 대부분을 차지하며, 일반적으로 중·장기적으로 리츠 시장에 참여하고 주가를 안정시키는 역할을 한다. 필요시 리츠와 파트너십을 체결하여 리츠의 유상증자에 참여하기도 한다.¹⁵⁾ 이와 같이 리츠에는 다양한 이해관계자들이 참여한다. <그림 1-2>는 리츠의 구조를 도식화한 것이다.

<그림 1-2> 리츠의 구조¹⁶⁾



14) 이영방, 전게서, p. 468

15) 박혜영, 전게서, p. 8

16) 송은원, 전게서, p. 19

(2) 부동산투자회사(REITs)의 유형

리츠 제도가 가장 처음 도입되고 활성화된 미국의 경우, 리츠의 유형을 구분하는 기준은 다음과 같다. 첫째, 투자 대상에 따른 분류, 둘째, 환매가능성 여부에 따른 분류, 셋째, 존속기한의 존재 여부에 따른 분류이다.

리츠는 투자대상에 따라 지분형 리츠(equity REITs)와, 모기지형 리츠(mortgage REITs), 혼합형 리츠(hybrid REITs)로 구분된다.

지분형 리츠는 투자자산의 75%이상이 부동산 소유자본으로 구성된 리츠를 말한다. 따라서 지분형 리츠의 주수입원은 임대료가 된다. 모기지형 리츠는 총 투자자산의 75%이상이 부동산관련 대출에 운영되고 있거나 주택저당증권(MBS)에 투자된 리츠를 말한다. 따라서 모기지형 리츠는 모기지(mortgage)관련 이자를 주 수입원으로 하고 있기 때문에 부동산을 직접 소유하지 않는다는 점에서 다른 리츠보다 이자율, 신용변동, 채무불이행의 상태에 특히 민감하다.¹⁷⁾ 혼합형 리츠란 총 투자자산이 부동산 소유지분, 부동산 관련 대출, 주택저당증권(MBS) 등에 골고루 투자되어 있기 때문에 지분형 리츠나 모기지형 리츠로 분류될 수 없는 리츠를 말한다. 따라서 혼합형 리츠의 수입원은 임대료나 모기지(mortgage) 관련 이자가 된다.

유가증권을 대상으로 하는 뮤추얼 펀드 제도와 마찬가지로 리츠 역시 개방형과 폐쇄형으로 구분이 가능하다. 개방형 리츠(open-end REITs)란 리츠 회사가 투자자의 환매 요구에 언제든지 응하는 형태를 말하며, 폐쇄형 리츠(closed-end REITs)란 투자자가 직접 리츠 회사에 대하여 환매요청을 할 수 없고, 그 대신 증권시장에서 주식을 매각하여 투자한 자금을 회수하는 형태를 말한다.

기한의 한정 여부에 따라 리츠는 무기한 리츠(nonfinite-life REITs)와 기한부 리츠(finite-life REITs)로 구분된다. 무기한 리츠란 존속기한이 정해져 있지 않은 리츠를 말하며, 기한부 리츠란 일정 기간 후에 보유자산을 매각하여 매각대금을 투자자에게 배분하고 해산되는 리츠를 말한다.¹⁸⁾

우리나라에서는 부동산투자회사법을 근거로 자기관리리츠, 위탁관리리츠, 기업구조조정리츠로 리츠를 구분하고 있다. 부동산투자회사법을 근거로 우리나라 리츠의 주요 특징을 정리하면 다음과 같다.

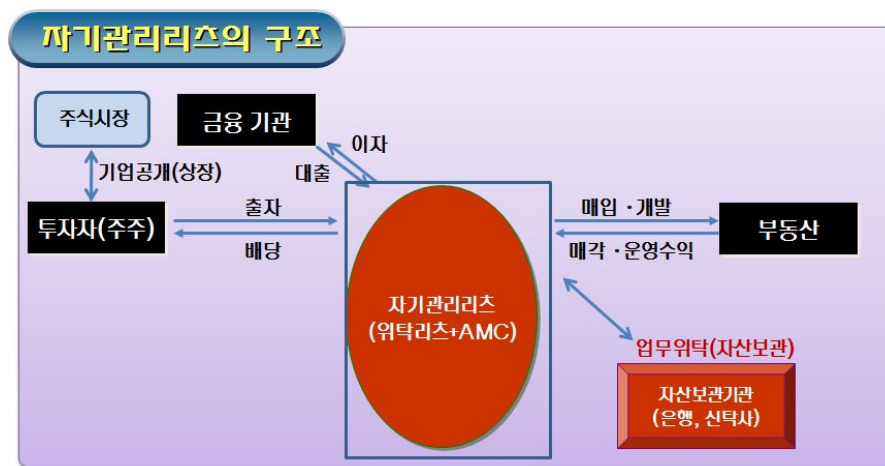
자기관리리츠(self-managed REITs)는 일반부동산을 투자대상으로 하는 회사이다. 자산의 투자 및 운용을 직접 수행하는 실체가 있는 회사로서 상근 임·

17) 박종철·김동현, “부동산투자회사의 운영 실태 분석 및 제도개선 방안”, 한국전자통신학회학술대회지, 제4권 제2호, 2010, p. 223

18) 이래영, 전게서, pp. 453~455

직원을 고용할 수 있다. 설립자본금은 10억원이며, 영업인가 후 6개월이 경과하면 70억원으로 확충해야 한다. 자산의 구성은 총 자산의 70%이상을 부동산에 투자하고, 10%이상을 부동산 관련 증권에 투자해야 한다. 또한, 대통령령으로 정하는 수 이상의 자산운용 전문 인력을 갖추어야 한다. 한편, 투자수익의 90%이상을 의무적으로 배당하여야 하지만, 상법상 법인으로서 법인세 혜택이 없기 때문에 투자자별로 투자소득에 대한 배당 소득세를 이중으로 납부해야 하는 단점이 있다. 자기관리리츠의 존속기간은 실체가 존재하는 회사로서 영속적이다. 자기관리리츠의 구조를 살펴보면 <그림 1-3>과 같다.

<그림 1-3> 자기관리리츠의 구조

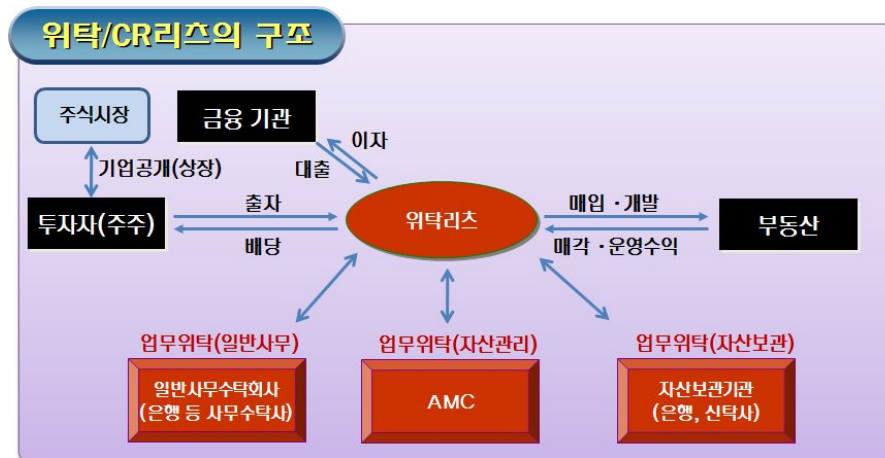


출처: 국토교통부, “부동산투자회사 등 인가매뉴얼”, 2012

위탁관리리츠(externally-managed REITs)도 일반부동산을 투자대상으로 하는 회사이다. 자기관리리츠와 달리 자산의 투자 및 운용을 직접 수행하지 않으며, 상근 임·직원을 고용할 수 없는 서류상으로만 존재하는 명목상 회사이다. 자산의 투자와 운용은 외부의 자산관리회사에 위탁해야 하며, 자산관리를 위탁받은 자산운용사는 대통령령으로 정하는 수 이상의 자산운용 전문 인력을 상근 임·직원으로 고용해야 한다. 설립자본금은 5억원이며, 영업인가 후 6개월이 경과하면 50억원으로 확충하여야 한다. 자산의 구성은 자기관리리츠와 마찬가지로 총 자산의 70%이상을 부동산에 투자하고, 10%이상을 부동산 관련 증권에 투자해야 한다. 한편, 투자수익의 90%이상을 의무적으로 배당하여야 하며, 초과배당도 가능하다. 특히, 투자수익의 90% 이상을 배당하면 법인세 공제 혜택을 받을 수 있다. 회사의 존속기간은 회사의 사정에 따라 선택적으로 선택할 수 있다.

기업구조조정리츠(CR-REITs)는 기업의 구조조정용 부동산을 투자대상으로 하는 회사이다. 따라서 기업이 채권금융에 대한 부채를 상환하기 위한 목적으로 매각하는 부동산 등으로 투자대상이 한정된다. 또한, 매각 대금의 50%이상은 기업의 채무 상환용으로 사용된다. 위탁관리리츠와 마찬가지로 자산의 투자 및 운용을 직접 수행하지 않으며, 상근 임·직원을 고용할 수 없는 서류상으로만 존재하는 명목상 회사이다. 자산의 투자와 운용도 외부의 자산관리회사에 위탁해야 하며, 자산관리를 위탁받은 자산운용사는 대통령령으로 정하는 수 이상의 자산운용 전문 인력을 상근 임·직원으로 고용해야 한다. 설립자본금도 위탁관리리츠와 같은 5억원이며, 영업인가 후 6개월이 경과하면 50억원으로 확충하여야 한다. 한편, 투자수익도 90%이상을 의무적으로 배당하여야 하며, 초과배당도 가능하다. 투자수익의 90% 이상을 배당하면 법인세 공제 혜택을 받을 수 있다는 점도 위탁관리리츠와 동일하다. 그러나 회사의 존속기간은 기업의 구조조정 부동산을 대상으로 하기 때문에 한시적이다. 위탁관리리츠와 기업구조조정리츠의 구조를 살펴보면 <그림 1-4>와 같다.

<그림 1-4> 위탁관리리츠와 기업구조조정리츠의 구조



출처: 국토교통부, “부동산투자회사 등 인가매뉴얼”, 2012

개발전문리츠는 투자대상이 개발사업에 한정되는 특징이 있으며, 자기관리리츠와 위탁관리리츠, 기업구조조정리츠 중 하나의 형태를 취하는 리츠이다.

한편, 특수한 목적으로 설립되는 기업구조조정부동산에 투자하는 구조조정리츠를 제외한 자기관리리츠와 위탁관리리츠의 장·단점을 비교하면 다음과 같다. 자기관리리츠는 상근 임·직원과 전문경영인, 자산운용 전문 인력을 보

유한 실체가 있는 회사로서, 적극적인 자산운용과 책임경영을 바탕으로 리츠의 대형화와 다양한 포트폴리오 구성이 가능하다. 그러나 법인세 혜택은 없다는 단점을 가지고 있다. 반면, 위탁관리리츠는 외부 자산관리회사에 자산관리를 위탁관리하는 형태로서 실체가 없는 서류상의 명목회사이다. 따라서 다양한 포트폴리오의 구성이 불가능하고, 한시적 존속기간에 따른 비효율성과 외부위탁에 따른 소극적 자산운용 및 유동성 부족의 단점이 있다. 그러나 법인세 공제 혜택이라는 장점을 가지고 있다. 이를 정리하면 <표 1-1>과 같다.

<표 1-1> 자기관리리츠와 위탁관리리츠의 비교¹⁹⁾

구분	자기관리리츠 (self-managed REITs)	위탁관리리츠 (externally-managed REITs)
법인형태	실체회사(상근 임직원 있음)	명목회사(paper company)
자산관리	전문경영인+자산전문인력	외부 자산관리회사에 위탁관리
포트폴리오	다양	한정
장점	<ul style="list-style-type: none"> · 리츠의 대형화 · 포트폴리오의 다양화 가능 · 적극적 자산운용가능 · 책임경영 	법인세 혜택 있음
단점	법인세 혜택 없음	<ul style="list-style-type: none"> · 한시적 존속기간에 따른 비효율성 · 외부위탁에 따른 소극적 자산운용 · 유동성 부족

<표 1-2>는 우리나라의 부동산투자회사법상 부동산투자회사(REITs)를 비교하여 정리한 것이다.

19) 이영방, 전계서, p. 478 재인용

<표 1-2> 부동산투자회사(REITs) 비교²⁰⁾

구분	자기관리리츠	위탁관리리츠	기업구조조정 리츠(CR-REITs)
투자대상	일반부동산	일반부동산	기업구조조정부동산
회사형	실체회사(상근 임·직원 있음)	명목회사(상근 없음)	명목회사(상근 없음)
자산관리	자기관리	위탁관리	위탁관리
최저 자본금	10억원(영업인가 후 6개월이 경과하면 70억원) 이상	5억원(영업인가 후 6개월이 경과하면 50억원) 이상	5억원(영업인가 후 6개월이 경과하면 50억원) 이상
주식분산	1인당 30%이내	1인당 40%이내	제한없음
주식공모	발행하는 주식총수의 30% 이상	발행하는 주식총수의 30% 이상	의무사항 아님
현물출자	최저자본금 확보 이후 현물출자 자율	최저자본금 확보 이후 현물출자 자율	최저자본금 확보 이후 현물출자 자율
자산구성	· 부동산: 총 자산의 70% 이상 · 부동산관련 증권: 10% 이상	· 부동산: 총 자산의 70% 이상 · 부동산관련 증권: 10% 이상	· 부동산: 총 자산의 70% 이상
자산운용 전문인력	대통령령으로 정하는 수 이상 상근으로 둘 것	자산관리회사에 위탁운용 (대통령령으로 정하는 수 이상 상근으로 둘 것)	자산관리회사에 위탁운용 (대통령령으로 정하는 수 이상 상근으로 둘 것)
배당	90% 이상 의무배당	90% 이상 의무배당 (초과배당 가능)	90% 이상 의무배당 (초과배당 가능)
개발사업 투자	총자산의 30% 이하	총자산의 30% 이하	총자산의 30% 이하
자금차입	자기자본의 2배 이내 (주총특별결의 후 - 합계가 자기자본의 10배 이내 가능)	자기자본의 2배 이내 (주총특별결의 후 - 합계가 자기자본의 10배 이내 가능)	자기자본의 2배 이내 (주총특별결의 후 - 합계가 자기자본의 10배 이내 가능)
취·등록세	50% 감면	50% 감면	50% 감면
법인세	혜택 없음	90% 이상 배당시 공제	90% 이상 배당시 공제
회사존속	영속적	선택적	한시적

20) 국토교통부, “부동산투자회사 등 인가매뉴얼”, 2012, p. 7 (2013년 11월말 현재 부동산투자회사법 개정안을 적용하여 해당 부분 수정 후 사용)

3) 우리나라 부동산투자회사(REITs)의 현황

부동산투자회사(REITs) 제도는 1960년 미국에서 최초 도입을 시작으로 2000년 이후 유럽 및 아시아로 급속히 확산되고 있는 추세이다.²¹⁾

1998년 9월 자산유동화법 및 1999년 1월 주택저당화법이 제정되면서 부동산증권화(ABS: Asset Backed Securities)²²⁾를 통한 간접투자가 활용되었다. 특히, 이즈음에는 IMF의 영향으로 부동산의 가치가 하락하고 기업과 금융기관의 구조조정을 조속히 완수하기 위하여 이들 기관이 보유하고 있는 부동산의 매각 문제가 현안으로 대두되었던 시기이기도 했다. 이와 더불어 1998년부터 부동산시장의 대외개방과 한국자산관리공사를 통한 부실자산의 인수, 한국토지공사 등을 통한 기업의 토지매입 등이 추진되었고, 1999년 말에는 한국주택저당채권유동화주식회사(KoMoCo: Korea Mortgage Corporation)가 출범하면서 우리나라에서도 주택저당담보부증권(MBS) 상품이 등장하였다. 그 후 2001년 4월 부동산투자의 대중화를 기치로 내건 부동산투자신탁(REITs: Real Estate Investment Trusts)제도가 도입됨으로서 본격적으로 우리나라 부동산시장의 선진화를 위한 기반을 마련할 뿐 아니라 부동산 증권화 제도를 완결시킬 수 있는 기반을 조성하였다고 할 수 있다.²³⁾ 정리해보면, 초기 우리나라에서 리츠를 도입한 목적은 일반국민에게 부동산 간접투자의 기회를 제공하고 부동산시장의 선진화를 도모하며, 특히, 외환위기 이후 기업들의 보유 부동산의 유동화를 통한 기업구조조정을 촉진하기 위한 것이었다고 할 수 있다.

2001년 4월 리츠 제도가 도입되고 2001년 12월 21일 교보메리츠퍼스트기업구조조정 부동산투자회사(CR-REITs)가 최초로 설립되었으며, 2002년 1월 9일 설립인가를 받았다. 교보메리츠퍼스트는 대한항공의 구조조정용 물건인 연수원과 승무원용 숙소를 기초자산으로 5년 만기의 리츠를 설립하였고, 2002년 1월 30일 840억원 규모로 주식시장에 상장하였다. 1호 리츠가 설립된 이래로 2013년 10월말 현재 77개의 리츠가 운용중이며 자산규모는 10.6조원 규모로 성장하였다. 이를 세분화하면 자기관리리츠가 14개, 위탁관리리츠 36개, 기업구조조정리츠가 27개이다. 이를 정리하면 <표 1-3>과 같다.

21) 국토교통부, “부동산투자회사 등 인가매뉴얼”, 2012, p. 3

22) 자산유동화증권(ABS): 원래는 금융기관이 보유하고 있는 자산을 담보증권과 구분하여 부동산 담보대출이나 외상매출채권 등과 관련된 금융자산을 기반으로 발행된 증권만을 지칭한다. 자산유동화증권은 1980년대 중반 미국에서 급성장하였으며, 자동차대출 담보증권, 신용카드대출 담보증권, 리스대출 담보증권 등이 대표적이다.

23) 전광섭, 전계서, p. 2

<표 1-3> 부동산투자회사(REITs) 현황(2013년 10월말 현재)

자기관리리츠	위탁관리리츠	기업구조조정리츠	합계
14	36	27	77

출처: 한국리츠협회, “리츠현황 및 상장리츠 월간동향”, 2013년 11월 자료

연도별 리츠 현황을 살펴보면, 우선 인가리츠 현황은 2009년부터 2011년까지 영업인가가 증가하였고, 특히 위탁관리리츠의 인가와 인가신청이 두드러졌다. 자기관리리츠의 인가신청은 지속적으로 감소 추세이나, 2010년 부동산투자회사법 개정으로 리츠 설립에 대한 제한사항이 완화되면서 자기관리리츠의 설립이 증가한 상황이다. 특히, 2009년 건설경기 부양 및 악성 미분양주택 해결을 위해 미분양주택 매입시 세제혜택을 부여하는 법안이 시행됨에 따라 미분양기업구조조정리츠의 인가가 두드러진다. 2012년은 신규인가에 비해 해산인가된 리츠가 많아 2009년 이후 큰 폭으로 증가하였던 인가리츠수가 2011년과 유사한 수준에서 답보 상태이다. <표 1-4>는 연도별 리츠의 증가현황을 정리한 것이다.

<표 1-4> 연도별 리츠의 증가현황²⁴⁾

(단위: 개)

연도별	신규인가	인가리츠	순증가
2002	4	4	4
2003	4	8	4
2004	2	10	2
2005	2	12	2
2006	4	16	4
2007	6	19	3
2008	4	21	2
2009	17	35	14
2010	13	48	13
2011	26	70	22
2012	19	72	2

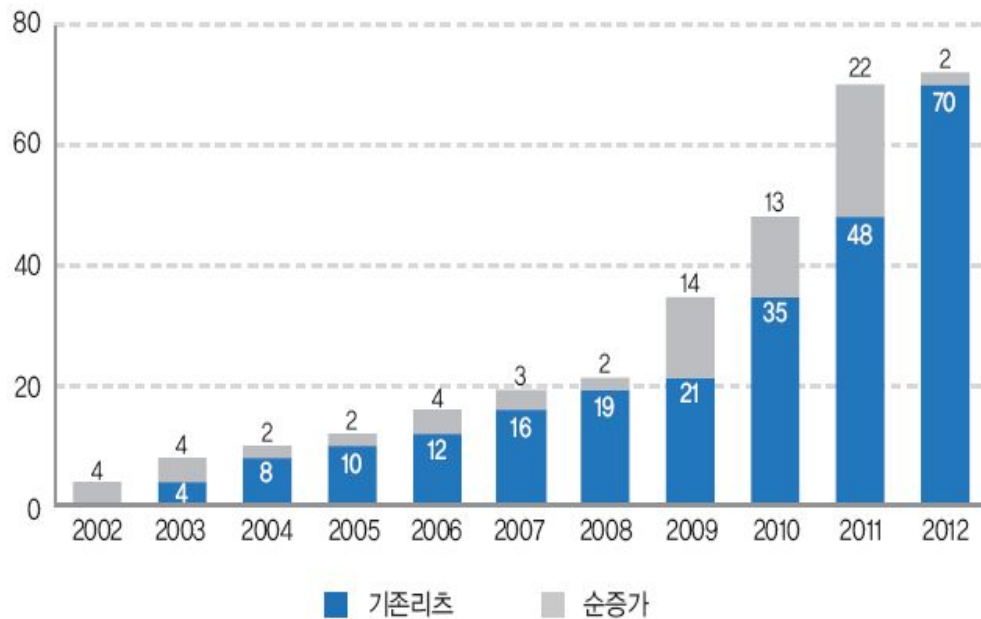
출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

24) 최저자본금 미확보 등에 따른 인가취소 리츠 미포함

<그림 1-5>의 연도별 리츠 수를 살펴보면, 리츠는 2002년부터 매년 꾸준한 증가세를 보여 왔으며 2008년 이후 그 수가 크게 증가하고 있음을 확인할 수 있다.

<그림 1-5> 연도별 리츠 수

(단위: 개)



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

한편, 리츠의 자산규모는 국민연금이 투자를 개시한 2006년부터 급격히 증가하였으며, 지속적인 부동산 경기침체로 기업들이 자산유동화를 위해 다양한 구도의 리츠를 설립하였다. <표 1-5>는 연도별 리츠의 자산규모 증가현황을 정리한 것이다.

<표 1-5> 연도별 리츠 자산규모 증가현황

(단위: 억원)

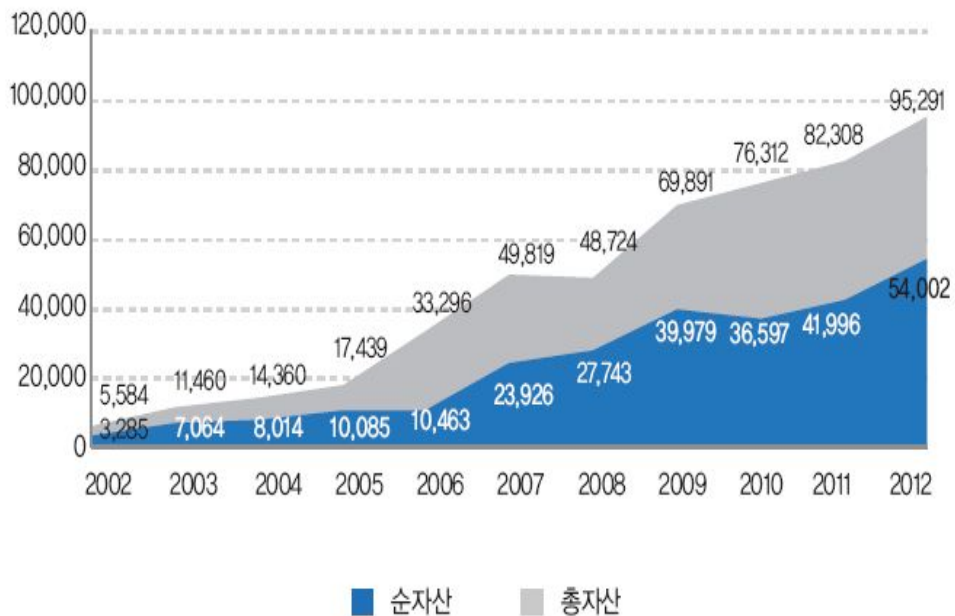
연도별	순자산	총자산
2002	3,285	5,584
2003	7,064	11,360
2004	8,014	14,360
2005	10,085	17,439
2006	10,463	33,296
2007	23,926	49,819
2008	27,743	48,724
2009	39,979	69,891
2010	36,597	76,312
2011	41,996	82,308
2012	54,002	95,291

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-6>의 연도별 리츠의 자산규모를 보면, 리츠의 순자산과 총자산이 매년 증가하고 있음을 확인할 수 있다.

<그림 1-6> 연도별 리츠 자산규모

(단위: 억원)



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

한편, 리츠의 투자유형별 자산규모 현황을 살펴보면, 2013년 6월 30일 현재 기업구조조정리츠와 위탁관리리츠 총 58개 중에서 자산비율 76.8%에 해당하는 36개 리츠가 오피스에 투자하고 있으며, 리테일이 14.0%로 가장 높은 평균수익률을 기록하고 있다.²⁵⁾ <표 1-6>은 기업구조조정리츠와 위탁관리리츠의 투자유형별 자산규모 현황을 정리한 것이다.

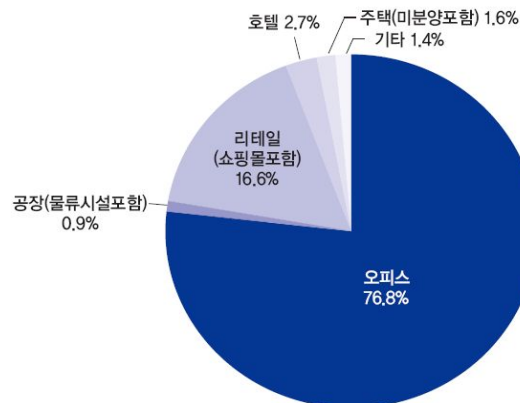
<표 1-6> 기업구조조정리츠와 위탁관리리츠의 투자유형별 자산규모 현황
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률	비고
오피스	36	74,169	76.8%	7.8%	-
공장	3	913	0.9%	5.6%	물류시설 포함
리테일	11	15,993	16.6%	14.0%	쇼핑몰 포함
호텔	4	2,639	2.7%	7.0%	-
주택	3	1,538	1.6%	6.3%	미분양 포함
기타	1	1,351	1.4%	-	복합개발 포함
계	58	96,602	100.0%	8.8%	-

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-7>과 <그림 1-8>은 리츠의 투자유형별 자산규모와 평균수익률을 그래프로 나타낸 것이다.

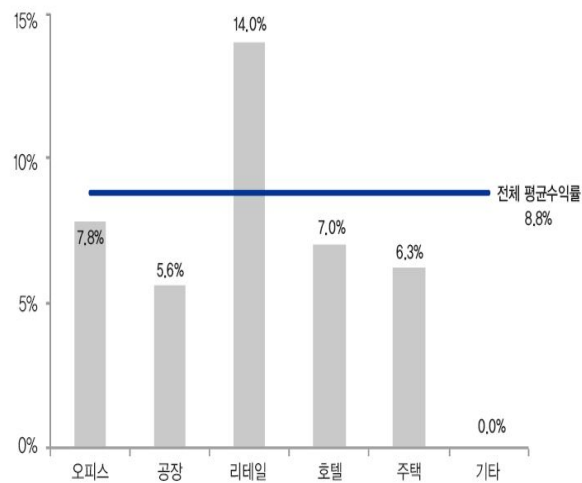
<그림 1-7> 리츠의 투자유형별 자산규모



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

25) 리테일은 상업용 부동산에 투자하는 것으로써 대형쇼핑몰, 상가, 빌딩, 매장 등을 포함한다. 임대료에 의해 발생하는 지속적이고 안정적인 현금흐름의 창출을 목적으로 한다.

<그림 1-8> 리츠의 투자유형별 평균수익률



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-7>은 기업구조조정리츠와 위탁관리리츠의 투자자산 규모별 현황을 정리한 것이다. <표 1-7>에서 리츠의 투자자산 규모별 현황을 살펴보면, 전체 평균 배당수익률은 8.8%이다. 자산 규모 구분 중에서 1,000억원이상 2,000억원미만으로 분류된 자산규모에서 다른 자산규모에 비해 14.7%의 높은 수익률을 기록하고 있다.

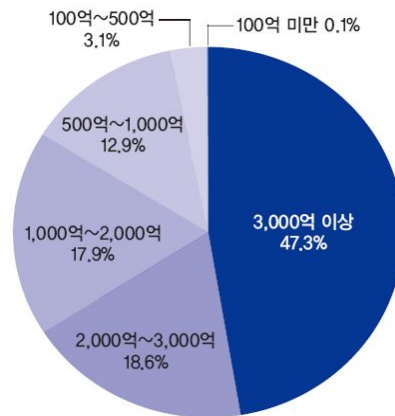
<표 1-7> 기업구조조정리츠와 위탁관리리츠의 투자자산규모별 현황
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균배당수익률
100억원미만	4	90	0.1%	0.0%
100억원이상 500억원미만	8	3,043	3.1%	12.7%
500억원이상 1,000억원미만	17	12,473	12.9%	9.6%
1,000억원이상 2,000억원미만	13	17,296	17.9%	14.7%
2,000억원이상 3,000억원미만	8	17,977	18.6%	12.2%
3,000억원이상	8	45,724	47.3%	9.1%
계	58	96,602	100.0%	8.8%

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-9>는 투자자산 규모별 자산비율 현황을 그래프로 나타낸 것이다.

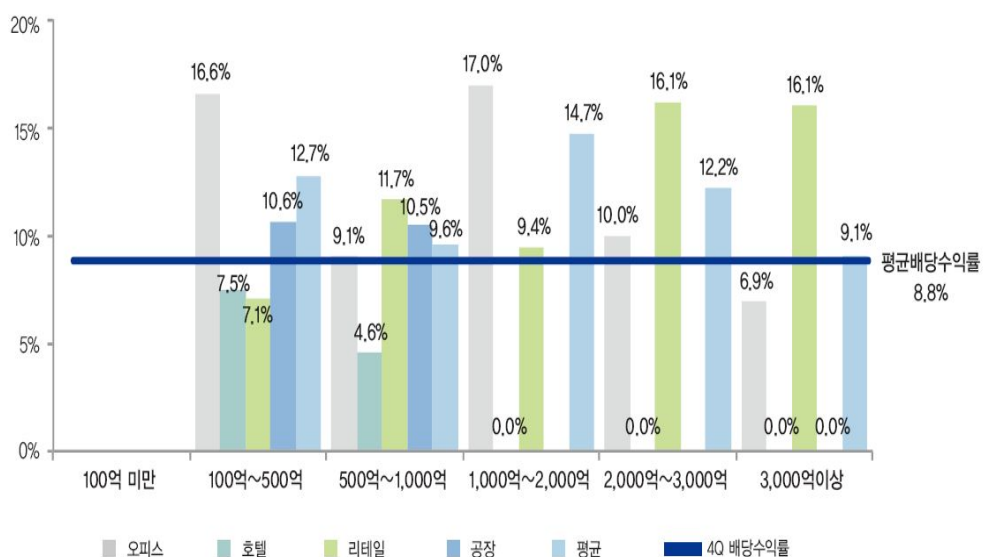
<그림 1-9> 투자자산 규모별 자산비율 현황



출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-10>의 투자자산 규모의 세부유형별 평균수익률 현황을 살펴보면, 투자자산 규모 1,000억원이상 2,000억원미만 구간과 100억원이상 500억원미만 구간의 경우 오피스에 투자한 자산이 각각 17.0%와 16.6%로 높은 수익률을 기록하고 있으며, 2,000억원이상 3,000억원미만 구간의 경우 리테일에 투자한 자산이 16.1%로 가장 높은 수익률을 나타내고 있다.

<그림 1-10> 투자자산 규모 세부유형별 평균수익률 현황



출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

한편, 리츠의 투자자산 규모별 세부현황을 살펴보면, 투자자산 100억미만 리츠는 94.4%가 위탁관리리츠이며 88.9%가 리테일 투자로 운용되고 있다. <표 1-8>은 투자자산 규모 100억원미만 리츠의 유형별 현황을 정리한 것이다.

<표 1-8> 100억원미만 리츠의 유형별 현황

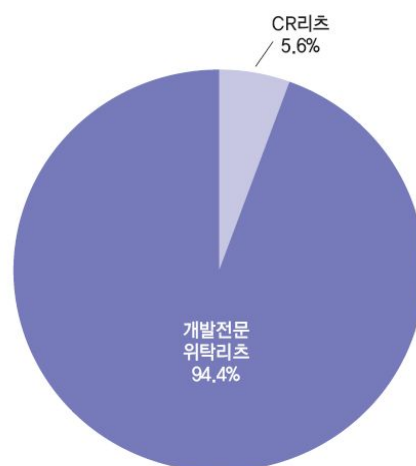
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
일반 CR	1	5	5.6%	-
미분양 CR	-	-	-	-
위탁관리	3	85	94.4%	-
개발위탁	-	-	-	-
계	4	90	100.0%	-

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-11>은 투자자산 규모 100억원미만 리츠의 유형별 자산비율을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-11> 100억원미만 리츠의 유형별 자산비율



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-9>는 투자자산 규모 100억원미만 리츠의 운용형태별 현황을 정리한 것이다.

<표 1-9> 100억원미만 리츠의 운용형태별 현황

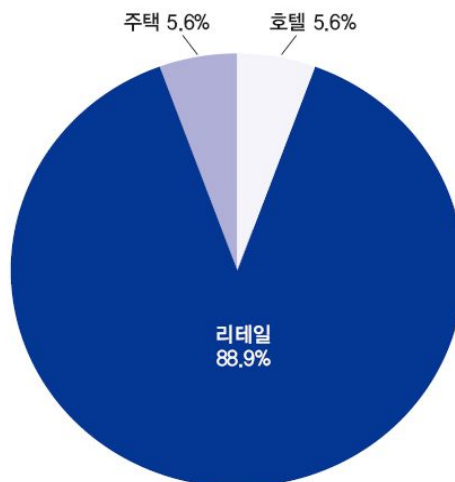
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
오피스	-	-	-	-
호텔	1	5	5.6%	-
리테일	2	80	88.9%	-
공장	-	-	-	-
주택	1	5	5.6%	-
계	4	90	100.0%	-

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-12>는 투자자산 규모 100억원미만 리츠의 운용형태별 자산비율 현황을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-12> 100억원미만 리츠의 운용형태별 자산비율 현황



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-10>은 투자자산 규모 100억원미만 리츠의 세부 현황을 정리한 것이다.

<표 1-10> 100억원미만 리츠의 세부 현황

(단위: 억원)

구분	리츠	자산관리회사	운용형태	자산규모	비고
일반 CR	제이알 제12호	제이알 투자운용	호텔	5	신규인가 (13. 5. 28)
위탁관리	희망임대주택	한국토지 주택공사	주택	5	신규인가 (13. 5. 15)
	마스틴 제5호	마스틴 투자운용	리테일	75	신규인가 (13. 6. 4)
	케이리얼티 제3호	케이티 에이엠씨	리테일	5	신규인가 (13. 6. 24)

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

한편, 투자자산 규모 100억원이상 500억미만리츠의 유형별 현황을 살펴보면, 89.7%가 일반기업구조조정리츠이며 54.6%가 오피스 투자로 운용되고 있다. 특히, 오피스에 투자한 리츠가 16.6%로 수익률이 가장 높다. <표 1-11>은 투자 자산 규모 100억원이상 500억원미만 리츠의 유형별 현황을 정리한 것이다.

<표 1-11> 100억원이상 500억원미만 리츠의 유형별 현황

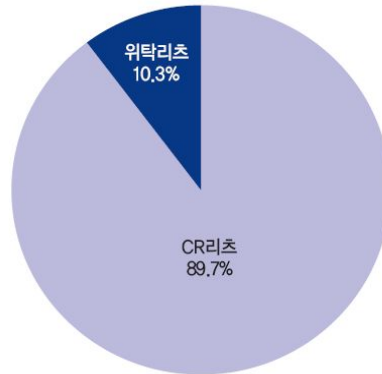
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
일반 CR	7	2,730	89.7%	13.6%
미분양 CR	-	-	-	-
위탁관리	1	313	10.3%	7.5%
개발위탁	-	-	-	-
계	8	3,043	100.0%	12.7%

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-13>은 투자자산 규모 100억원이상 500억원미만 리츠의 유형별 자산비율을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-13> 100억원이상 500억원미만 리츠의 유형별 자산비율



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-12>는 투자자산 규모 100억원이상 500억원미만 리츠의 운용형태별 현황을 정리한 것이다.

<표 1-12> 100억원이상 500억원미만 리츠의 운용형태별 현황

(단위: 개, 억원, %)

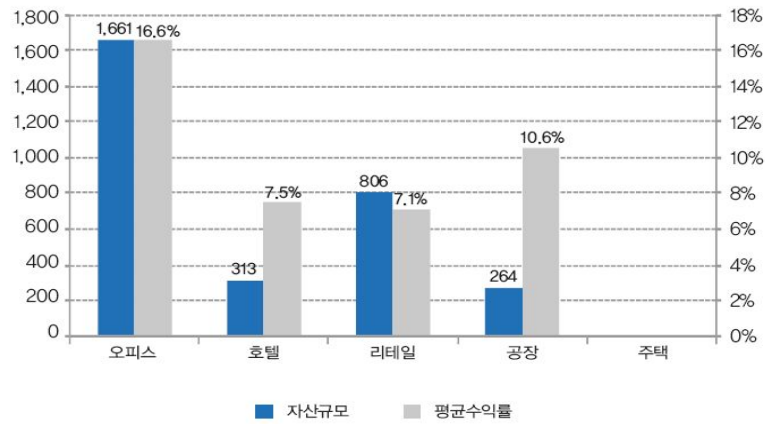
구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
오피스	4	1,661	54.6%	16.6%
호텔	1	313	10.3%	7.5%
리테일	2	806	26.5%	7.1%
공장	1	264	8.7%	10.6%
주택	-	-	-	-
계	8	3,043	100.0%	12.7%

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-14>는 투자자산 규모 100억원이상 500억원미만 리츠의 운용형태별 현황을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-14> 100억원이상 500억원미만 리츠의 운용형태별 현황

(단위: 억원)



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-13>은 투자자산 규모 100억원이상 500억원미만 리츠의 세부 현황을 정리한 것이다.

<표 1-13> 100억원이상 500억원미만 리츠의 세부 현황

(단위: 억원)

구분	리츠	자산관리회사	운용형태	자산규모	비고
일반 CR	케이알 제3호	케이리츠엔 파트너스	오피스	491	
	케이비와이즈 스타 제1호	KB부동산 신탁	오피스	347	
	씨나인 제6호	인트루스 투자운용	오피스	473	Zero basis Dividend ²⁶⁾
	케이비와이즈 스타 제2호	KB부동산 신탁	오피스	349	
	케이비와이즈 스타 제3호	KB부동산 신탁	리테일	418	
	행복마스틴 제1호	마스틴 투자운용	공장	264	
	카이트 제4호	한국자산 신탁	리테일	388	신규인가 (13. 5. 15)
위탁관리	제이알 제5호	제이알 투자운용	호텔	313	

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

26) Zero basis Dividend REITs: 리츠 설립시 재무구조를 의도적으로 제로로 설정한 리츠(단순 vehicle 이용 목적 리츠)

한편, 투자자산 규모 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 현황을 살펴보면, 44.8%가 일반기업구조조정리츠이며 59.4%가 오피스 투자로 운용되고 있으며, 주택(개발사업)에 투자한 리츠가 15.4%로 가장 높은 수익률을 기록하고 있다. <표 1-14>는 투자자산 규모 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 유형별 현황을 정리한 것이다.

<표 1-14> 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 유형별 현황

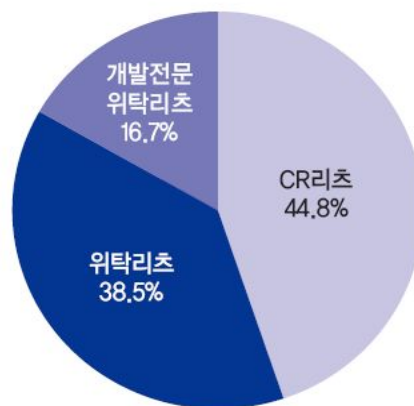
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
일반 CR	7	5,590	44.8%	9.4%
미분양 CR	-	-	-	-
위탁관리	7	4,798	38.5%	10.1%
개발위탁	3	2,086	16.7%	8.5%
계	17	12,473	100.0%	9.6%

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-15>는 투자자산 규모 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 유형별 자산비율을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-15> 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 유형별 자산비율



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-15>는 투자자산 규모 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황을 정리한 것이다.

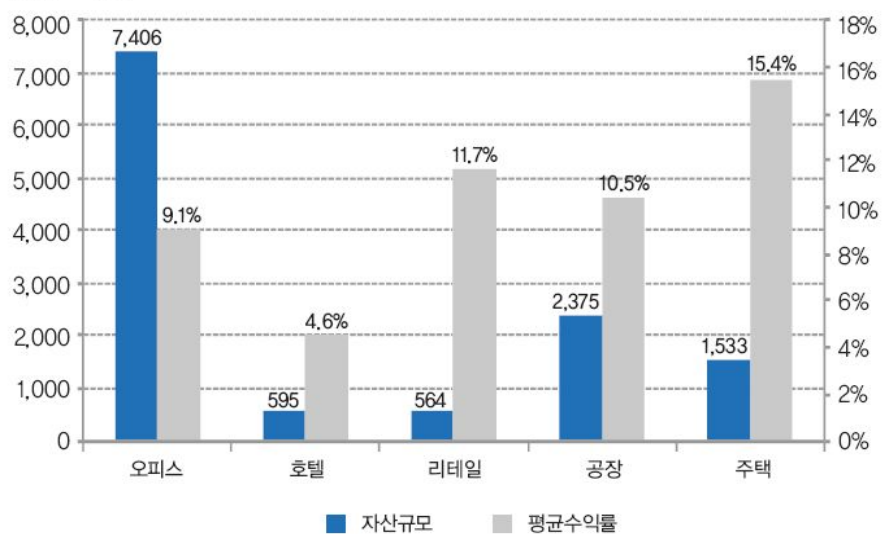
<표 1-15> 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
오피스	10	7,406	59.4%	9.1%
호텔	1	595	4.8%	4.6%
리테일	1	564	4.5%	11.7%
공장	3	2,375	19.0%	10.5%
주택	2	1,533	12.3%	15.4%
계	17	12,473	100.0%	9.6%

출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-16>은 투자자산 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-16> 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황
(단위: 억원)



출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-16>은 투자자산 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 세부 현황을 정리한 것이다.

<표 1-16> 500억원이상 1,000억원미만 리츠의 세부 현황

(단위: 억원)

구분	리츠	자산관리회사	운용형태	자산규모	비고
일반 CR	씨나인인피니티	인트러스트투자운용	오피스	749	-
	제이알 제2호	제이알투자운용	리테일	564	-
	에스와이인더스	하나에이아이엠 에이엠씨	공장	946	-
	제이알 제4호	제이알투자운용	오피스	640	-
	지이프리미어 제1호	GE자산관리코리아	오피스	982	-
	케이브이지 제2호	하나에이아이엠 에이엠씨	오피스	832	-
	화도디씨	베스트에이엠씨	공장	876	-
위탁관리	코크랩 제8호	코람코자산신탁	오피스	760	-
	케이브이지 제1호	하나에이아이엠 에이엠씨	오피스	520	-
	코크랩 제17호	코람코자산신탁	오피스	670	-
	케이알 제5호	케이리츠 엔파트너스	오피스	905	-
	생보 제1호	생보부동산신탁	호텔	595	-
	트러스케이 제8호	인트러스트투자운용	오피스	515	-
	제이알 제10호	제이알투자운용	오피스	832	-
개발위탁	케이비부국	KB부동산신탁	주택	625	-
	웹코로지스틱 제3호	퍼시픽투자운용	공장	553	-
	민락2지구 주택	한국토지주택공사	주택	908	-

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

한편, 투자자산 규모 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 현황을 살펴보면, 53.2%가 일반기업구조조정리츠이며 69.9%가 오피스 투자로 운용되고 있다. 특히, 오피스에 투자한 리츠가 17.0%의 수익률을 기록함으로써 리테일에 투자한 리츠에 비하여 상대적으로 높은 수익률을 나타내고 있다. <표 1-17>은 투자자산 규모 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 유형별 현황을 정리한 것이다.

<표 1-17> 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 유형별 현황

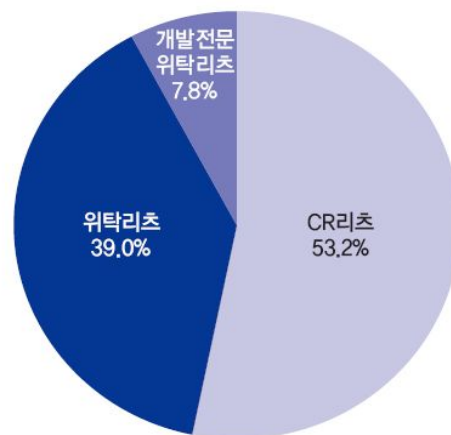
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
일반 CR	7	9,204	53.2%	19.0%
미분양 CR	-	-	-	-
위탁관리	5	6,741	39.0%	7.9%
개발위탁	1	1,351	7.8%	-
계	13	17,296	100.0%	14.7%

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-17>은 투자자산 규모 1,000억원이상 2,000억원 미만 리츠의 유형별 자산비율을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-17> 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 유형별 자산비율



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-18>은 투자자산 규모 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황을 정리한 것이다.

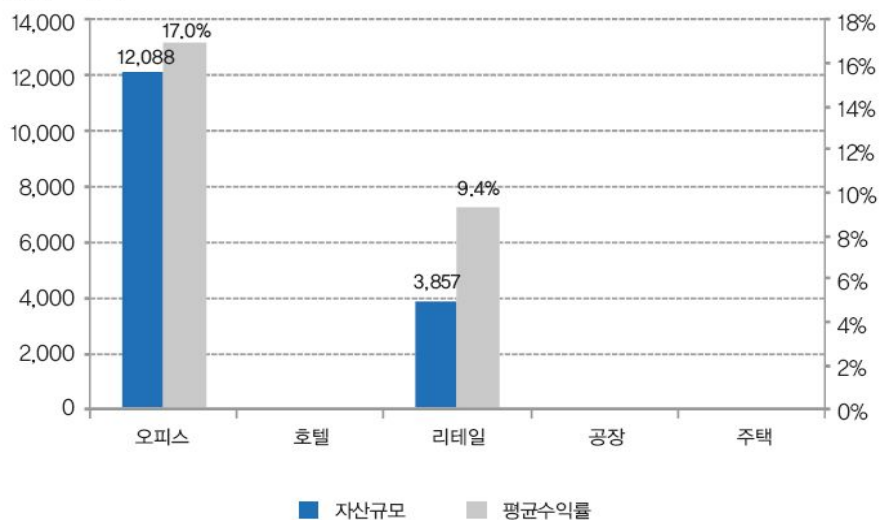
<표 1-18> 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
오피스	9	12,088	69.9%	17.0%
호텔	-	-	-	-
리테일	3	3,857	22.3%	9.4%
공장	-	-	-	-
주택	-	-	-	-
기타	1	1,351	7.8%	-
계	13	17,296	100.0%	14.7%

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-18>은 투자자산 규모 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-18> 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황
(단위: 억원)



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-19>는 투자자산 규모 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 자산규모 현황을 정리한 것이다.

<표 1-19> 1,000억원이상 2,000억원미만 리츠의 자산규모 현황
(단위: 억원)

구분	리츠	자산관리회사	운용형태	자산규모	비고
일반 CR	멤코리테일 제1호	퍼시픽투자운용	리테일	1,060	-
	제이알 제1호	제이알투자운용	오피스	1,568	-
	유엠씨멤코 리테일	퍼시픽투자운용	리테일	1,527	-
	코크랩 제15호	코람코자산신탁	오피스	1,191	-
	에이치전주	베스트에이엠씨	리테일	1,270	-
	케이리얼티 제2호	케이티에이엠씨	오피스	1,568	-
	제이알 제9호	제이알투자운용	오피스	1,019	-
위탁관리	코크랩 제14호	코람코자산신탁	오피스	1,124	-
	인피니티 NPS 제1호	인트루스트투자운용	오피스	1,707	-
	트리스와이 제7호	인트루스트투자운용	오피스	1,076	-
	제이알 제8호	제이알투자운용	오피스	1,089	-
	제이알 제11호	제이알투자운용	오피스	1,746	-
개발위탁	코크랩광고	코람코자산신탁	기타	1,351	-

출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

한편, 투자자산 규모 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 현황을 살펴보면, 51.3%가 위탁관리리츠이며 74.3%가 오피스투자로 운용되고 있다. 특히, 리테일에 투자한 리츠가 16.1%의 수익률을 기록함으로써 오피스에 투자한 리츠에 비하여 상대적으로 높은 수익률을 나타내고 있다. <표 1-20>은 투자자산 규모 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 유형별 현황을 정리한 것이다.

<표 1-20> 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 유형별 현황

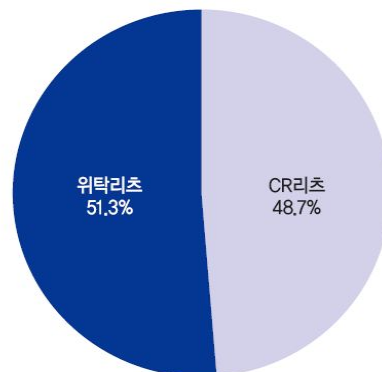
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
일반 CR	4	8,758	48.7%	15.1%
미분양 CR	-	-	-	-
위탁관리	4	9,220	51.3%	6.2%
개발위탁	-	-	-	-
계	8	17,977	100.0%	12.2%

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-19>는 투자자산 규모 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 유형별 자산비율을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-19> 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 유형별 자산비율



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-21>은 투자자산 규모 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황을 정리한 것이다.

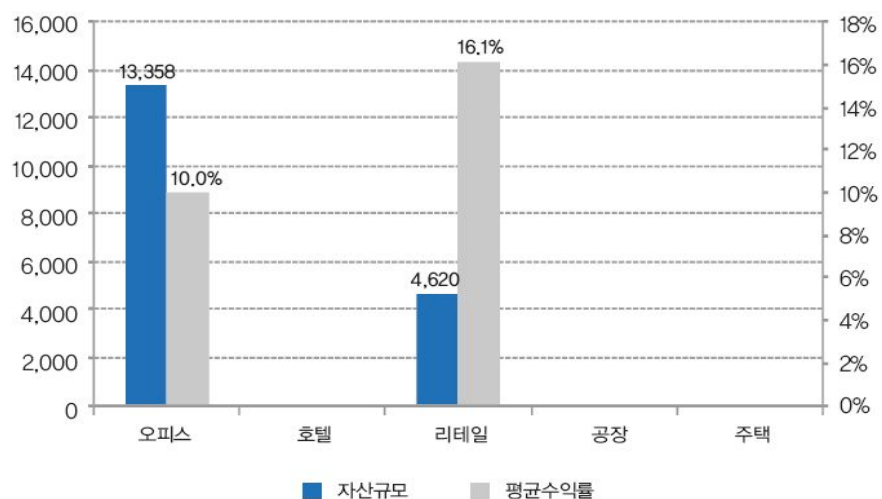
<표 1-21> 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
오피스	6	13,358	74.3%	10.0%
호텔	-	-	-	-
리테일	2	4,620	25.7%	16.1%
공장	-	-	-	-
주택	-	-	-	-
계	8	17,977	100.0%	12.2%

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-20>은 투자자산 규모 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-20> 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 운용형태별 현황
(단위: 억원)



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-22>는 투자자산 규모 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 자산규모 현황을 정리한 것이다.

<표 1-22> 2,000억원이상 3,000억원미만 리츠의 자산규모 현황

(단위: 억원)

구분	리츠	자산관리회사	운용형태	자산규모	비고
일반 CR	코크렙 제6호	코람코자산신탁	리테일	2,205	-
	코크렙 제11호	코람코자산신탁	오피스	2,129	-
	오스타라 씨나인	인트러스투자운용	오피스	2,009	-
	뉴코아강남	GE자산관리코리아	리테일	2,415	-
위탁관리	맥쿼리NPS	맥쿼리리얼 에스테이트코리아	오피스	2,051	-
	마스턴 제2호	마스턴투자운용	오피스	2,077	-
	카이트 제3호	한국자산신탁	오피스	2,255	-
	코크렙양재	코람코자산신탁	오피스	2,837	신규인가 (13. 5. 3)

출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

한편, 투자자산 규모 3,000억원이상 리츠의 현황을 살펴보면, 86.7%가 오피스 투자로 운용되고 있으며, 리테일에 투자한 리츠가 16.1%의 수익률을 기록함으로써, 오피스에 투자한 리츠에 비하여 상대적으로 높은 수익률을 나타내고 있다. <표 1-23>은 투자자산 규모 3,000억원이상 리츠의 유형별 현황을 정리한 것이다.

<표 1-23> 3,000억원이상 리츠의 유형별 현황

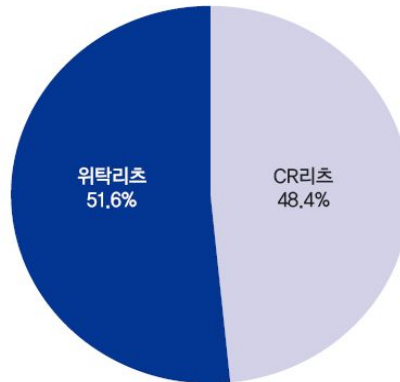
(단위: 개, 억원, %)

구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
일반 CR	3	22,135	48.4%	12.7%
미분양 CR	-	-	-	-
위탁관리	5	23,589	51.6%	6.3%
개발위탁	-	-	-	-
계	8	45,724	100.0%	9.1%

출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-21>은 투자자산 규모 3,000억원이상 리츠의 유형별 자산비율을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-21> 3,000억원이상 리츠의 유형별 자산비율



출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-24>는 투자자산 규모 3,000억원이상 리츠의 운용형태별 현황을 정리한 것이다.

<표 1-24> 3,000억원이상 리츠의 운용형태별 현황

(단위: 개, 억원, %)

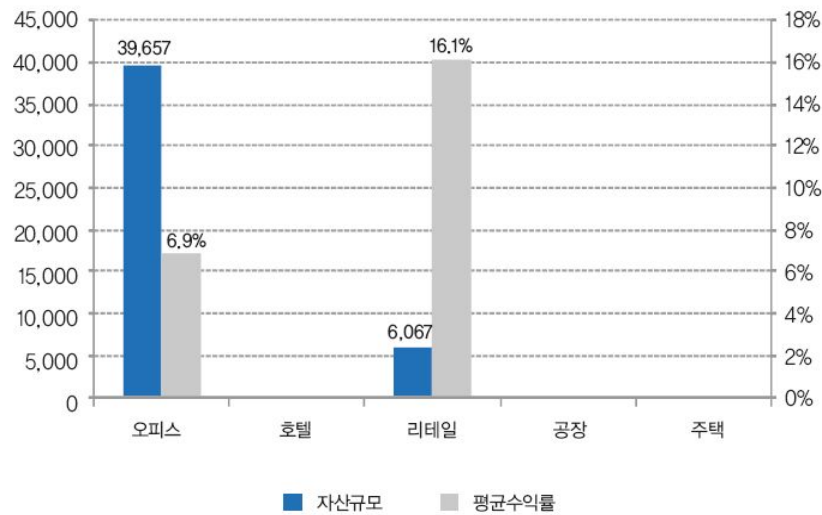
구분	리츠수	자산규모	자산비율	평균수익률
오피스	7	39,657	86.7%	6.9%
호텔	-	-	-	-
리테일	1	6,067	13.3%	16.1%
공장	-	-	-	-
주택	-	-	-	-
계	8	45,724	100.0%	9.1%

출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-22>는 투자자산 규모 3,000억원이상 리츠의 운용형태별 현황을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1-22> 3,000억원이상 리츠의 운용형태별 현황

(단위: 억원)



출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

<표 1-25>는 투자자산 규모 3,000억원이상 리츠의 자산규모 현황을 정리한 것이다.

<표 1-25> 3,000억원이상 리츠의 자산규모 현황

(단위: 억원)

구분	리츠	자산관리회사	운용형태	자산규모	비고
일반 CR	코크렙NPS 제2호	코람코 자산신탁	리테일	6,067	-
	케이알원	케이리츠엔 파트너스	오피스	11,059	Zero basis Dividend
	케이리얼티 제1호	케이티 에이엠씨	오피스	5,008	-
위탁관리	코크렙 NPS 제1호	코람코 자산신탁	오피스	7,917	-
	지이엔피에스 제1호	GE자산관리 코리아	오피스	3,264	-
	맥쿼리NPS 제2호	맥쿼리리얼 에스테이트코리아	오피스	3,504	-
	코크렙청진 제18호	코람코 자산신탁	오피스	4,897	-
	코크렙청진 제19호	코람코 자산신탁	오피스	4,007	-

출처: 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013

한편, 리츠의 주식시장 상장 현황을 살펴보면 2013년 10월 말 현재 8개의 리츠가 상장되어 주식시장에서 거래되고 있으며, 총 자산규모는 5,228.1억원, 시가총액은 2,097.4 억원이다. 위탁관리리츠로는 코크렙 제8호와 트러스와이 제7호가 상장되어 있으며, 자기관리리츠는 이코리아 리츠와 케이탑 리츠가 상장되어 있다. 부동산개발을 전문으로 하는 부동산개발전문리츠는 케이비부국 제1호 위탁관리리츠와 골든나래 자기관리리츠, 광희 자기관리리츠가 상장되어 있으며, 기업의 구조조정 부동산을 투자대상으로 하는 기업구조조정리츠는 코크렙 제15호가 상장되어 있다. 각 리츠의 상장일과 자산규모, 시가총액, 투자대상 부동산등을 살펴보면 다음과 같다.

코크렙 제8호는 위탁관리리츠로서 2006년 6월 15일 상장되었다. 자산규모는 759.6억원, 시가총액은 358.3억원이다. 현재, 경기도 성남시 분당구에 위치한 G 타워를 투자대상으로 하고 있으며, 자산관리회사는 코람코 자산신탁이다. 코크렙 제15호는 기업구조조정리츠로서 2010년 1월 29일 상장되었다. 자산규모는 1,190.7억원, 시가총액은 588.4억원이다. 서울시 중구에 위치한 인송빌딩을 투자대상으로 하고 있으며, 자산관리회사는 코크렙 제8호와 같은 코람코 자산신탁이다. 트러스와이 제7호는 위탁관리리츠로서 2011년 9월 30일 상장되었다. 자산규모는 1,075.5억원이며, 시가총액은 405.4억원이다. 서울시 양천구에 위치한 SMT빌딩을 투자대상으로 하고 있으며, 자산관리회사는 인트리스 투자운용이다. 골든나래는 자기관리 개발전문리츠이다. 2010년 5월 3일 상장되었으며, 자산규모는 285.5억원, 시가총액은 162.5억원이다. 경남 거제시 고현동에 위치한 골든아틀란티스와 제주시 한림읍에 위치한 제주콘도미니엄, 경기도 양주시에 위치한 노인 요양시설 등의 개발사업에 투자하고 있다.

광희 리츠도 자기관리 개발전문리츠로서 2011년 7월 14일 상장되었으며, 자산규모는 737.5억원, 시가총액은 156억원이다. 서울시 영등포구에 위치한 계룡리슈빌과 메이준, 서울시 성동구에 위치한 왕십리 KCC스웨첸의 개발사업에 투자하고 있다. 이코리아 자기관리리츠는 2011년 3월 10일 상장하였으며, 자산규모는 118.1억원, 시가총액은 88.2억원이다. 울산시 남구에 위치한 팔레드쌍떼를 투자대상으로 하고 있다. 케이탑 자기관리리츠는 2012년 1월 31일에 상장하였으며, 자산규모는 436.3억원, 시가총액은 220.4억원이다. 부산시 부산진구에 위치한 주디스 태화와 인천시 서구에 위치한 토성빌딩, 경기도 성남시 분당구의 판교 산운아펠리움과 경기도 고양시 덕양구에 소재한 홀인원프라자를 투자대상으로 하고 있다. 상장 리츠의 현황을 정리해보면 <표 1-26>과 같다.

<표 1-26> 상장 리츠 현황

(단위: 억원)

회사명	구분	상장일	자산관리 회사	자산 규모	시가 총액	투자 부동산	부동산 유형	소재 지역	비고
코크렙 제8호	위탁 관리	2006. 6.15	코람코 자산신탁	759.6	358.3	G타워	업무 시설	경기도 성남시 분당구	
코크렙 제15호	CR	2010. 1.29	코람코 자산신탁	1,190.7	588.4	인송빌딩	업무 시설	서울시 중구	
트러스 와이 제7호	위탁 관리	2011. 9.30	인트러스 투자운용	1,075.5	405.4	SMT빌딩	업무 시설	서울시 양천구	
케이비 부국 제1호	위탁 관리 (개발 전문)	2012. 6.12	케이비 부동산 신탁	624.8	118.2	잠실 아이파크	업무 시설	서울시 송파구	개발 사업
골든 나래	자기 관리 (개발 전문)	2010. 5.03	-	285.5	162.5	골든아틀란티스	주거 시설	경남 거제시 고현동	개발 사업
						제주콘도미니엄	휴양 시설	제주시 한림읍	
						노인요양시설	요양 시설	경기도 양주시	
광희	자기 관리 (개발 전문)	2011. 7.14	-	737.5	156.0	영등포 계룡리슈빌	주거 시설	서울시 영등포구	개발 사업
						메이준	주거 시설	서울시 영등포구	
						왕십리 KCC스웨첸	주거 시설	서울시 성동구	
이코리아	자기 관리	2011. 3.10	-	118.1	88.2	팔레드쌍떼	복합 시설	울산시 남구	
케이탑	자기 관리	2012. 1.31	-	436.3	220.4	쥬디스태화	상업 시설	부산시 부산진구	구분 소유
						토성빌딩	업무 시설	인천시 서구	
						관교 산운아펠바움	주거 시설	경기도 성남시 분당구	
						홀인원프라자	근생 시설	경기도 고양시 덕양구	
합계	-	-	-	5,228.1	2,097.4	-			

출처: 국토교통부, 2013년 7월10일 기준

한편, <표 1-27>에서 리츠의 연평균 배당 수익률 현황을 살펴보면, 2007년부터 2009년도에는 매각차익의 포함으로 배당수익률이 크게 높았으며 2002년부터 2011년까지의 총 연평균 배당 수익률은 15.9%이다. 2012년까지의 연평균 배당 수익률은 CR리츠 18.6%, 위탁관리리츠 6.9%, 상장 리츠 27.6%이며, 리츠 전체의 연평균 배당 수익률은 15.1%이다. 이는 리츠의 제도 도입 취지에 부합하는 매우 높은 수준의 배당정책이라 할 수 있다. <그림 1-23>은 리츠의 연도별 평균 배당수익률 추이를 나타낸 그래프이다.

<표 1-27> 리츠의 연평균 배당수익률 현황

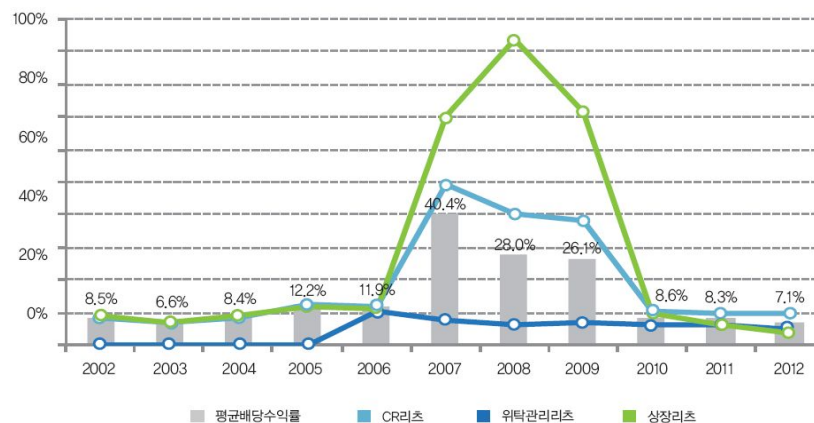
(단위: %)

연도별	CR리츠	위탁관리리츠	상장리츠	평균수익률
2002	8.5	-	8.9	8.5
2003	6.6	-	7.1	6.6
2004	8.4	-	8.7	8.4
2005	12.2	-	11.9	12.2
2006	12.1	10.1	11.1	11.9
2007	49.0	7.4	70.3	40.4
2008	40.3	6.3	93.8	28.0
2009	40.0	7.2	71.7	26.1
2010	10.4	6.4	9.9	8.6
2011	9.9	6.4	6.0	8.3
2012	9.4	4.9	3.7	7.1
평균	18.6	6.9	27.6	15.1

출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

<그림 1-23> 연도별 평균 배당수익률 추이

(단위: %)



출처: 한국리츠협회, "KAREIT REPORT", 리츠저널, 통권 9호, 2013

II. 문헌 연구

1. 선행연구

점차 세계는 하나의 거대한 금융시장이 되어가고 있다. 연기금과 기관투자가를 비롯한 거대한 투자자금이 수익률을 쫓아 투자 대상을 찾아 전 세계를 돌아다니고 있는 것이다. 이러한 투자 대상들은 그 나라의 경제상황과 매우 밀접한 관계를 가지고 있다. 거시경제변수가 각 국가의 경제상황과 투자대상에 미치는 영향이 날로 커지고 있는 것이다. 기존 주식시장과 채권 시장이 점유한 포트폴리오에 새로운 투자대안으로 급부상하고 있는 리츠와 부동산 펀드 역시 거시경제변수와의 관계와 그 영향력에 대한 연구가 활발히 진행되어지고 있는 상황이다.

Mei and Hu(2000)는 홍콩, 싱가포르, 인도네시아, 말레이시아, 태국, 필리핀, 일본 등 아시아 국가들의 부동산주식 수익률이 이자율 및 미국 달러에 대한 환율과 같은 거시경제 변수들의 위험요인과 매우 밀접한 관련이 있다고 주장하였다. 또한, Liow(2000)는 싱가포르 상업용 부동산이 장기적으로 부동산 주식시장뿐만 아니라 거시경제변수에도 강하게 영향을 받는다는 연구결과를 보고하였다.

한편, 리츠와 부동산펀드는 기본적으로 부동산에 투자를 하는 것이기 때문에 부동산 시장과의 연관성이 있는지에 대한 여부는 매우 중요한 요소이다.

Giliberto(1990)는 리츠의 수익률이 실물 부동산 자산의 영향을 받는다고 주장하였다. 특히 부동산, 주식, 채권의 수익률과 리츠 수익률의 상관관계분석을 통하여 리츠 수익률은 부동산과 높은 상관관계를 보이고 있다는 점을 강조하였다. Liang and McIntosh(1995)는 리츠 성과의 80%는 주식과 채권에 의해 설명될 수 없다고 주장하였다. 또한 리츠 성과의 나머지 20%는 소형주가 40%, 채권이 60%를 차지하며, 리츠는 주식과 채권적인 성격보다는 비증권화된 실물 부동산의 특성을 더 많이 가지고 있다는 점을 강조하였다. Clayton and MacKinnon(2001)은 리츠 수익률은 주식 및 채권과 같은 금융자산에 매우 민감하게 움직이고 실물 부동산에 의해 설명되는 부분이 매우 적다는 연구결과를 보고하였다. 그러나 시기를 분리하여 분석한 결과 리츠 시장이 크게 성장한 1992년 이후에는 실물 부동산과의 연계가 강화된 것으로 나타났다는 분석결과를 보고하였다.

한편, 리츠와 부동산펀드는 ABS, MBS등의 유동화를 통하여 부동산을 증권화한 금융상품이기 때문에 금융시장의 대표적인 상품인 주식 및 채권과의 관계는 매우 중요한 요소이다.

Chan, Hendershott and Sanders(1990)와 Liu and Mei(1992)는 리츠 수익률의 평균 변동성에 가장 크게 영향을 주는 거시변수는 채권수익률과 주가의 변동성이라고 주장하였다. Goldstein and Nelling(1999)은 1973~1989년의 미국자료를 이용하여 리츠 수익률과 위험은 일반 주식과 채권에 의해 영향을 받지만, 리츠 시장의 구조적 변화에 따라 이러한 영향이 변화한다는 연구 결과를 보고하였다. Sanders(1998)는 리츠의 장기적인 수익률 행태는 주식시장 및 채권시장의 수익률과 관련이 있다고 주장하였다. 특히, 고수익 회사채 및 소형주와 가장 밀접한 관련을 가지고 있다는 점을 강조하였다.

한편, 리츠의 경우는 주식시장에서 거래가 되는 상품이기 때문에 주식 투자의 성격을 가지고 있는지의 여부가 포트폴리오를 구성하는데 있어서 투자자의 판단에 영향을 미칠 수 있다.

Li and Wang(1995)은 리츠가 일반 주식시장과 통합되어 가고 있다는 연구결과를 보고하였으며, Ling and Naranjo(1999)는 리츠와 일반주식이 통합되는 현상이 1990년대 이후 더욱 두드러지고 있다고 주장하였다. Gyourko and Keim(1992)은 리츠와 S&P500 지수 사이에서는 높은 양(+)의 상관관계가 확인되는 반면 부동산지수인 Russell/NCREIF지수와 S&P500지수 사이에서는 약한 음(-)의 상관관계가 나타남을 확인하였다. 이것은 리츠와 주식시장은 방향성이 같고, 부동산 지수와 주식시장은 방향성이 다르다는 연구 결과로서 리츠의 수익률은 부동산 시장보다 주식시장의 변화에 더 민감하게 반응한다는 점을 시사한다. Mull and Sonen(1997)은 리츠와 일반주식 사이에 강한 상관관계를 밝힘과 동시에 리츠가 인플레이션의 헤지 및 포트폴리오의 다양성에 기여할 수 있다고 주장하였다. Glascock, Lu and So(2000)는 리츠가 1992년 이전까지는 포트폴리오의 분산투자효과가 있었다고 하였다. 그러나 1992년 이후 리츠 시장의 구조적인 변화 때문에 리츠가 채권보다 주식과 비슷한 움직임을 보여주고 있다고 하였다. 결과적으로 1992년 이후 리츠가 다양한 포트폴리오 자산의 위험분산효과가 적어지게 되었다고 주장하였다. 반면, Wang, Erickwon, Gau and Chan(1995)은 주식시장에서 리츠와 일반주식의 주가분석자료 및 리츠 관련 정보의 제공수준이 다르고, 리츠의 거래량과 기관투자자의 참여율이 일반주식에 비해 낮기 때문에 일반주식과는 본질적으로 차이가 있다고 주장하였다. Goldstein and Nelling(1999)은 1970, 1980년대와 비교하여 1990년대 이후에 리츠와 일반주식의 상관관계가 더욱 낮아지는 추세에 있다고 보고하였

다. Chiang, Lee and Wisen(2005)은 일반주식, 채권 등과의 비교를 통한 리츠의 분산투자효과에 관한 연구에서 최근 들어 주식시장과의 상관관계가 더욱 낮아지고 있어 리츠는 분산투자효과가 매우 뛰어난 자산이라고 주장하였다.

우리나라에서도 부동산 간접투자 상품의 시장규모가 점차 증가하고, 수요가 확대됨에 따라 어떤 거시경제변수가 리츠와 부동산펀드 수익률에 영향을 미치는지에 대한 연구가 매우 활발히 이루어지고 있다. 선행연구 결과에 따르면 리츠와 부동산펀드의 수익률에 영향을 미치는 주요 거시경제변수로는 부동산 관련변수, 금융시장 관련변수, 일반 거시경제 변수 등이 있음을 확인할 수 있다. 그러나 어떠한 거시경제변수가 리츠에 영향을 미치는지에 대한 연구결과는 서로 상이한 분석결과를 보고하고 있다.

박종택, 원재환(2003)은 리츠의 수익률이 건설업 경기수준, 금리, 아파트 가격지수와 밀접한 관련이 있고, 환율, KOSPI와는 관계가 없으며 부동산 투자신탁 수익률의 경우는 건설업 경기수준, 금리, 아파트 가격지수, 환율, KOSPI 등의 변수와 모두 밀접한 관련이 있다고 주장하였다. 최차순(2005)은 우리나라 리츠의 수익률이 단기적으로는 콜금리 변화, 중·장기적으로는 산업생산변화 지표의 영향을 받는다고 주장하였다. 이는 리츠도 보통주식처럼 단기자금을 차입하여 거래되는 경우가 많으며, 국민총소득이 증가하면 리츠의 수익률도 영향을 받을 수 있음을 의미하는 것이라 할 수 있다. 또한 최차순(2006)은 미국 지분형 리츠의 월별 수익률과 월별 거시경제변수간의 관계 분석을 통하여, 미국 리츠의 수익률이 2년 만기 미국국채 수익률, 리츠 배당수익률, 소비자물가상승률, 다우종합주가지수 수익률과 유의한 관계를 가지고 있으며, 건축재생산 상승률과는 관계가 없다는 결과를 보고하였다. 김문웅(2008)은 리츠를 포함한 부동산 펀드의 수익률은 KOSPI주가지수, 건설업종지수, 주택매매가격등락율, CD금리 및 국공채 채권수익률 등과 상관관계가 없다고 주장하였다. 송은원(2008)의 연구에서는 주택매매가격변동률, 오피스공실률, 지가변동률이 리츠의 수익률에 영향을 미치는 부동산 거시경제변수인 것으로 나타났다. 김봉수, 한정수(2010)는 종합주가지수와 건설업종지수는 리츠의 주가에 영향이 없으며, 달러 환율과 자기 자신의 과거 정보만이 전체 리츠 주가에 양(+)의 영향을 미친다고 보고하였다. 조성홍, 김영곤(2012)은 우리나라 리츠의 주가지수 수익률의 원인변수가 리츠의 청산배당수익률과 환율이며, 리츠 운용배당 수익률과 KOSPI주가지수 수익률, 국고채 변동률, 회사채 변동률, 공시지가변동률 등은 영향이 없다고 주장하였다. 박종민, 전상경(2012)의 연구에서는 유형별 부동산 펀드 설정규모에 금리와 교역수지가 매우 유의한 음(-)의 인과관계를 미치는 주요거시경제변수로 나타났다.

한편, 리츠의 기초자산이 부동산이기 때문에 리츠의 수익률이 부동산 시장의 영향을 받는지에 대한 연구도 활발히 진행되고 있으나 상이한 연구결과를 보고하고 있다.

김도한(2000)은 미국의 리츠와 부동산 시장과의 관계 분석을 통하여 미국의 리츠와 부동산 시장은 상관관계가 없다고 주장하였다. 박혜영(2008)도 우리나라의 리츠와 아파트 가격 상승률의 상관관계가 낮다는 점을 강조하였다. 반면, 장병기, 심성훈(2007)은 우리나라의 리츠 수익률이 주식시장보다는 부동산시장의 영향을 더 많이 받는 경향이 있다고 주장하였다. 특히, 리츠에 대한 투자는 주식투자의 속성보다는 부동산투자의 속성에 더 가깝다는 점을 강조하였다. 반면, 심종원, 정의철(2007)은 우리나라 CR리츠의 가격이 주식이나 채권과 같은 금융자산의 가격에도 민감하게 움직이지만, 리츠의 기초자산인 실물 부동산의 운영성과와 특성, 청산시의 가치 등에도 영향을 많이 받는다는 점을 강조하였고, 김은주(2009)도 아파트 가격상승은 임대형과 사모형 부동산 펀드에 양(+)의 영향을 미친다고 주장하였으나, 대출형 부동산 펀드에는 그 반대의 결과를 나타낸다는 결과를 통하여 중립적인 연구결과를 보고하였다.

한편, 리츠와 주식 및 채권의 관계에 대해서는 대체적으로 리츠와 채권, 주식의 수익률이 서로 상관관계가 낮기 때문에 포트폴리오 분산 효과가 있다는 분석결과가 다수를 차지하고 있으나 모두 일치하지는 않는다.

박원석(2003)은 리츠의 수익률이 KOSPI, 소형주, KOSDAQ, 국고채, 회사채, 고위험 회사채 등 다른 어떤 금융상품과도 연관성을 보이지 않는 독자적인 수익률 행태를 보인다고 주장하였다. 신태호(2004)는 우리나라 CR-REITs는 KOSPI에 비해 안정적인 현금흐름을 유지하고 대형주, 중형주, 소형주, 경기방어업종, 경기민감업종 등 여러 주가지수들과의 상관성이 낮게 나타난다는 것을 발견하였다. 특히, 소형주와의 민감도가 높게 나타나는 미국에 비해서 한국의 CR-REITs는 소형주와의 상관관계가 낮게 나타났다는 점을 강조하였다. 김관영, 박정호(2007)는 우리나라의 리츠가 미국에서보다 채권, 일반주식시장 등과 상관관계가 더욱 낮게 나타났다고 보고하였다. 박혜영(2008)도 우리나라의 리츠가 미국에 비해 일반주식, 회사채와 상관관계가 더욱 낮게 나타났다는 점을 강조하였다. 김은주(2009)는 부동산 펀드의 성과와 KOSPI200지수의 수익률이 음(-)의 관계를 갖는다는 분석결과를 보였다. 반면, 장영길, 이춘섭(2010)은 주식시장과 상업용 부동산 시장은 동조 관계이고, 채권시장과는 대체 관계라고 주장하였다. 이것은 주식시장과 채권시장이 상업용 부동산 시장에 영향을 주고 있으며, 자본시장과 부동산 시장은 단기적인 균형관계가 있음을 시사한다. 또한 장영길, 이현석(2010)은 리츠의 수익률은 경제상황이 안정적인 기간

에는 KOSPI, 채권 등 다른 자산과의 상관관계가 낮지만, 경제의 불안상황에서는 자본시장 변동에 민감하게 움직인다고 주장하였다. 장현석(2011)도 해외의 리츠펀드를 분석한 결과 해외 리츠펀드의 수익률이 2008년 이전에는 주가지수와 상관관계가 낮거나 통계적으로 유의하지 않았지만, 2008년 이후에는 상관관계가 높아졌다는 것을 확인하였다. 특히, 통계적으로 상관관계가 높았던 부동산 가격 변동의 경우 2008년 이후에는 상관관계가 없거나 낮아졌다는 점을 강조하였다. 지성국(2012)은 우리나라의 개별 리츠 총 수익률이 부동산 시장의 영향보다는 주식시장에 영향을 더 많이 받으며 주식수익률의 특성과 더 비슷한 성격을 가지고 있다고 주장하였다.

2. 가설도출(검증대상)

본 연구에서는 2008년 금융위기를 기준으로 전과 후를 구분하여 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수에 대하여 다음 세 가지 가설을 설정하고 이를 실증 분석하고자 한다.

첫째, 주식시장의 수익률 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 판단된다. 왜냐하면 기본적으로 리츠는 주식시장에 상장되어 거래되는 투자 상품이기 때문이다. 따라서 주식시장의 수익률이 상승하면 리츠의 수익률은 증가할 것으로 추정된다. 따라서 가설 1은 다음과 같다.

가설 1) 주식시장의 수익률 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

둘째, 채권 수익률의 하락은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 판단된다. 왜냐하면 리츠는 투자자산의 운용에 따른 투자수익에 대한 중간배당과 소유 부동산의 매각 시 청산배당을 하도록 상법상 의무화되어 있다. 이는 채권의 투자 수익과 매우 유사한 형태의 구조이다. 또한, 선행연구 결과 리츠는 주식과 채권의 중간 정도의 수익률 행태를 보이는 것으로 나타났다. 따라서 기본적으로 리스크를 회피하며 안정적인 장기투자를 선호하는 채권의 투자자는 채권의 수익률이 하락하면 상대적으로 위험도가 높은 주식보다는 리츠에 투자를 할 것으로 추정된다. 따라서 가설 2는 다음과 같다.

가설 2) 채권 수익률의 하락은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

셋째, 소비자물가지수 변화율의 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 판단된다. 왜냐하면 인플레이션이 발생하면 현금자산의 가치 하락이 예상되므로 투자자는 인플레이션에 대한 헤지 수단으로써 대표적인 실물자산인 부동산에 투자를 할 것이기 때문이다. 또한, 인플레이션은 리츠의 소유자산인 부동산의 가치를 상승시켜 리츠의 고정이자 부채 부담을 낮추고 임대료의 상승을 유발시킬 것이다. 따라서 부동산을 투자대상으로 하는 리츠의 수익률은 상승할 것으로 추정된다. 따라서 가설 3은 다음과 같다.

가설 3) 소비자물가지수 변화율의 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

Ⅲ. 실증분석모형 및 검증

1. 다중회귀분석모형

본 연구에서는 다중회귀분석모형을 이용하여 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수가 무엇인지에 대하여 인과관계를 분석하고자 한다. 특히, 2008년 금융위기를 전, 후로 구분하여 분석함으로써 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수가 무엇인지 파악해 보고자 한다. 이를 통하여 리츠 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수가 무엇인지에 대한 분석이 가능할 것으로 기대된다. 이에 본 연구에서는 현재 주식시장에 상장되어 거래가 이루어지고 있으며, 배당을 주기적으로 실시하고, 시기적으로 2008년 금융위기와 가까우며, 상장 후 상당한 기간이 경과하여 분석의 표본이 충분한 리츠를 분석대상으로 선정하였다. 이를 통하여 코크랩 제8호와 코크랩 제15호가 분석대상으로 선정되었으며, 각각의 연구 모형은 다음과 같다.

(모형 I)

$$R_t = \beta_0 + \beta_1(Y_1) + \beta_2(Y_2) + \beta_3(Y_3) + \epsilon$$

여기서, R_t : 코크랩 제8호의 월별 수익률(2008년 금융위기 이전 기간),

Y_1 : KOSPI주가지수 월별 수익률, Y_2 : 회사채 3년(AA-) 월별 수익률,

Y_3 : 소비자물가지수 월별 변화율

모형 I에서는 코크랩 제8호의 2008년 금융위기 이전 기간 리츠의 월별 수익률을 대상으로 분석을 실시한다. 분석기간은 코크랩 제8호가 주식시장에 상장되어 거래가 시작된 2006년 7월부터 2008년 12월까지 총 30개월이며, 회귀분석을 통하여 금융위기가 발생하기 이전 상황에서 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수가 무엇이었는지에 대한 파악이 가능할 것으로 기대된다.

(모형 II)

$$R_2 = \beta_0 + \beta_1(Y_1) + \beta_2(Y_2) + \beta_3(Y_3) + \epsilon$$

여기서, R_2 : 코크렙 제8호의 월별 수익률(2008년 금융위기 이후 기간),

Y_1 : KOSPI주가지수 월별 수익률, Y_2 : 회사채 3년(AA-) 월별 수익률,

Y_3 : 소비자물가지수 월별 변화율

모형II 에서는 코크렙 제8호의 2008년 금융위기 이후 기간 리츠의 월별 수익률을 대상으로 분석을 실시한다. 분석기간은 금융위기가 발생한 이후인 2009년 1월부터 2013년 10월까지 총 58개월이며, 회귀분석을 통하여 금융위기가 발생한 이후 상황에서 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수가 무엇인지에 대한 파악이 가능할 것으로 기대된다.

(모형 III)

$$R_3 = \beta_0 + \beta_1(Y_1) + \beta_2(Y_2) + \beta_3(Y_3) + \epsilon$$

여기서, R_3 : 코크렙 제15호의 월별 수익률(2008년 금융위기 이후 기간),

Y_1 : KOSPI주가지수 월별 수익률, Y_2 : 회사채 3년(AA-) 월별 수익률,

Y_3 : 소비자물가지수 월별 변화율

모형III 에서는 2008년 금융위기 이후 기간인 2010년 1월 29일 상장된 코크렙 제15호의 리츠 월별 수익률을 대상으로 분석을 실시한다. 분석기간은 코크렙 제15호가 상장되어 거래가 시작된 2010년 2월부터 2013년 10월까지 총 45개월이며, 금융위기가 발생한 이후 상장된 코크렙 제15호의 회귀분석을 통하여 금융위기가 발생한 이후 상황에서 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수가 무엇인지에 대한 파악이 가능할 것으로 기대된다. <표 3-1>은 연구모형을 요약하여 정리한 것이다.

<표 3-1> 연구모형 요약

모형	요약	구분	변수명	분석 목적	분석 기간	표본
I	R_1	종속	코크랩 제8호 2008년 이전 기간 월별 수익률(%)	2008년 금융위기 이전 리츠 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수 분석	2006. 7 ~ 2008. 12	30개월
II	R_2	종속	코크랩 제8호 2008년 이후 기간 월별 수익률(%)	2008년 금융위기 이후 리츠 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수 분석	2009. 1 ~ 2013. 10	58개월
III	R_3	종속	코크랩 제15호 2008년 이후 기간 월별 수익률(%)	2008년 금융위기 이후 리츠 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수 분석	2010. 2 ~ 2013. 10	45개월
전체 모형	Y_1	독립	KOSPI주가지수 월별 수익률(%)	KOSPI주가지수가 리츠의 수익률에 미치는 영향 분석	해당 기간	해당 기간
	Y_2	독립	회사채 3년(AA ⁻) 월별 수익률(%)	채권이 리츠의 수익률에 미치는 영향 분석	해당 기간	해당 기간
	Y_3	독립	소비자물가지수 월별 변화율(%)	소비자물가지수가 리츠의 수익률에 미치는 영향 분석	해당 기간	해당 기간

2. Data

본 연구에서는 2013년 10월 현재 주식시장에서 상장되어 거래되고 있는 리츠를 1차 분석 대상으로 선정하였다. 현재 주식시장에 상장되어 운용되고 있는 리츠에 대한 현황은 국토교통부 홈페이지(www.molit.go.kr), 국토교통 통계누리시스템 통합검색 및 국토교통부 부동산 산업과 리츠담당부서에 문의하였다. 현재 한국의 주식시장에 상장되어 거래되고 있는 상장 리츠의 현황을 요약하면 <표 3-2>와 같다.

<표 3-2> 상장 리츠 현황 요약

회사명	구분	상장일	자산관리회사	투자부동산
코크렙 제8호	위탁관리	2006.06.15	코람코 자산신탁	G타워(수송동)
코크렙 제15호	CR	2010.01.29	코람코 자산신탁	인송빌딩 (서울 중구 회현동 소재)
트러스와이 제7호	위탁관리	2011.09.30	인트러스 투자운용	SMT빌딩 (서울시 양천구 목동 소재)
케이비부국 제1호	위탁관리 (개발전문)	2012.06.12	케이비 부동산신탁	오피스텔 등 부동산개발사업 (서울시 송파구 잠실동 소재)
골든나래	자기관리 (개발전문)	2010.05.03	-	주상복합 개발사업 (거제도) 등
광희	자기관리 (개발전문)	2011.07.14	-	도시형생활주택 (영등포구 영등포동, 영등포구 당산동)
이코리아	자기관리	2011.03.10	-	주상복합 아파트 (경남 울산)
케이탑	자기관리	2012.01.31	-	쥬디스태화빌딩 (부산 부전동), 인천 토성빌딩 (인천 서구), 단독주택(성남 분당구)

출처: 국토교통부 홈페이지, 국토교통통계누리, 2013년 7월10일 기준

본 연구는 실증분석에서 리츠의 투자자는 리츠의 배당수익과 청산수익을 추구하는 장기적이고 안정적인 투자자이며, 리츠가 주기적인 배당을 실시하여 주식보다는 채권과 가까운 성향을 가지고 있을 것이라고 가정한다. 이에 현재 주식시장에 상장되어 거래되고 있는 리츠 가운데 주기적으로 배당을 실시함으로써 리츠의 제도 도입 목적과 본 논문의 가설에 부합하는 리츠를 대상으로 2차 분석대상을 선정하였다. 이를 위하여 주식시장에서 상장되어 거래되고 있는 리츠 가운데, 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>) 전자공시와 KRX한국거래소(www.krx.co.kr) 공시자료를 이용하여 주기적으로 배당을 실시하고 있는 상장 리츠를 분류하였고, 배당을 실시하고 있지 않은 상장 리츠는 분석대상에 제외하였다. <표 3-3>은 상장 리츠 가운데 배당을 실시하고 있는 리츠의 배당기준일과 시가배당률을 정리한 것이다. 또한 2008년 금융위기 이후 33개월의 기간이 경과한 후에 상장되어 시기적으로 상당한 시차가 존재하며, 표본수도 25개월 밖에 되지 않는 트러스와이 제7호는 정확한 분석을 위하여 분석대상에서 제외하였다. 이를 통하여 코크렙 제8호와 코크렙 제15호를 최종 분석대상으로 선정하였다.

<표 3-3> 상장 리츠 배당기준일 및 시가배당률 현황

회사명 (상장일)	코크렙 제8호 (2006. 06. 15)	코크렙 제15호 (2010. 01. 29)	트러스와이 제7호 (2011. 09. 30)
배당기준일 (시가배당률)	06. 12. 31(3.6%)	-	-
	07. 06. 30(2.99%)	-	-
	07. 12. 31(3.5%)	-	-
	08. 06. 30(2.8%)	-	-
	08. 12. 31(4.8%)	-	-
	09. 06. 30(4.0%)	-	-
	09. 12. 31(4.0%)	-	-
	10. 06. 30(3.6%)	10. 08. 23(5.1%)	-
	10. 12. 31(3.9%)	10. 12. 31(5.0%)	-
	11. 06. 30(3.7%)	11. 06. 30(4.6%)	-
	11. 12. 31(2.1%)	11. 12. 31(4.8%)	11. 10. 31(2.9%)
	12. 06. 30(1.92%)	12. 06. 30(4.8%)	12. 04. 30(3.7%)
	13. 06. 30(31.4%)	12. 12. 31(4.8%)	12. 10. 31(3.2%)
총 배당 횟수	13회	6회	3회
평균 시가배당률	5.56%	4.85%	3.27%

출처: 금융감독원 전자공시시스템 및 KRX한국거래소

분석기간은 2008년 금융위기를 기준으로 전과 후로 구분하였다. 금융위기 이전 기간 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수에 대한 분석 대상은 코크렙 제8호이며, 분석기간은 코크렙 제8호의 상장 후 거래가 시작된 2006년 7월부터 금융위기 이전 기간인 2008년 12월까지, 총 30개월이다. 금융위기 이후 기간 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수에 대한 분석 대상은 코크렙 제8호와 코크렙 제15호이다. 분석기간은 코크렙 제8호의 경우는 금융위기 이후 기간인 2009년 1월부터 2013년 10월까지 총 58개월이며, 코크렙 제15호는 상장이 되어 거래가 시작된 2010년 2월부터 2013년 10월까지 총 45개월이다. 이를 정리하면 <표 3-4>와 같다.

<표 3-4> 리츠의 분석기간

구분	분석대상	상장일	분석기간	
2008년 금융위기 이전	코크렙 제8호 월별 수익률	2006. 6. 15	2006. 7 ~ 2008. 12	30개월
2008년 금융위기 이후	코크렙 제8호 월별 수익률	-	2009. 1 ~ 2013. 10	58개월
	코크렙 제15호 월별 수익률	2010. 1. 29	2010. 2 ~ 2013. 10	45개월

종속변수인 리츠의 월별 수익률은 동양증권 HTS의 시세 검색을 통하여 코크렙 제8호와 코크렙 제15호의 월별 주가 자료를 이용하여 산출하였다.

$$R_o = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \times 100$$

여기서, R_o : 리츠의 월별 수익률(%), P_0 : 월별주가 시가, P_1 : 월별주가 종가

배당이 있을 시에는 리츠의 월별수익률에 배당기준일 해당월의 시가배당률을 합산하여 계산하였다. 최종적으로 실증분석에 사용된 리츠의 수익률은 월별수익률과 시가배당률을 합산한 수익률이다.

$$R_t = R_o + D$$

여기서, R_t : 리츠의 수익률(%), R_o : 리츠의 월별 수익률, D : 시가배당률

본 연구는 리츠의 수익률과 거시경제변수로서 주식시장, 채권시장, 인플레이션과의 인과관계를 분석하고자 한다. 이에 다음과 같이 독립변수를 선정하고 실증분석에 이용하였다. 주식시장의 변수로는 KOSPI주가지수 월별 수익률, 채권 시장의 변수는 회사채 장외 3년(AA⁻등급) 월별 수익률, 인플레이션은 소비자물가지수 월별 변화율을 독립변수로 사용하였다. KOSPI주가지수는 KRX한국거래소(www.krx.co.kr) 주식통계 사이트를 통하여 월별 자료를 확보하였으며, 회사채 장외 3년(AA⁻등급) 수익률과 소비자물가지수 자료는 한국은행 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>) 사이트를 이용하였다. KOSPI주가지수와 소비자물가지수는 월별 변화율(%)로 환산하여 분석에 사용하였다.²⁷⁾ <표 3-5>는 실증분석에 사용한 변수를 정리한 것이다.

<표 3-5> 변수의 조작적 정의

변수명	요약	변수 설명	자료의 출처
코크렙 제8호 2008년 이전 기간 월별 수익률	R_1	리츠의 월별 주가 변동률을 이용하여 구한 월별 수익률과 배당 기준일 해당 월에 시가배당률을 합산한 수익률(단위: %)	동양증권
코크렙 제8호 2008년 이후 기간 월별 수익률	R_2	리츠의 월별 주가 변동률을 이용하여 구한 월별 수익률과 배당 기준일 해당 월에 시가배당률을 합산한 수익률(단위: %)	동양증권
코크렙 제15호 2008년 이후 기간 월별 수익률	R_3	리츠의 월별 주가 변동률을 이용하여 구한 월별 수익률과 배당 기준일 해당 월에 시가배당률을 합산한 수익률(단위: %)	동양증권
KOSPI주가지수 월별 수익률	Y_1	KOSPI주가지수 월별 수익률(단위: %)	KRX 한국거래소
회사채 3년(AA ⁻) 월별 수익률	Y_2	회사채 3년(AA ⁻) 월별 수익률(단위: %)	한국은행
소비자물가지수 월별 변화율	Y_3	소비자물가지수 월별 변화율(단위: %)	한국은행

27) 선행연구에서는 KOSPI주가지수와 소비자물가지수를 지수(절대값)가 아닌, 월간 변화율(%)로 환산하여 실증분석에 이용하였다. 본 연구에서도 리츠의 월별 수익률에 대한 실증분석을 위하여 이를 참조하여 전월 대비 변화율(%)로 환산하여 실증분석에 이용하였다. 즉, 전월대비 변화율(%) = $\frac{\Delta x}{x} \times 100$ 이다.

<표 3-6>, <표 3-7>, <표 3-8>은 연구모형에 따른 변수들의 기초통계량을 정리한 것이다.

<표 3-6> 연구모형 I 의 기초통계량(코크렙 제8호: 2006. 7~2008. 12)

변수명	요약	N	최소값	최대값	평균	표준편차
코크렙 제8호 2008년 이전 기간 월별 수익률(%)	R_1	30	-15.22	10.47	0.11	5.85
KOSPI주가지수 월별 수익률(%)	Y_1	30	-23.42	11.02	-0.23	7.16
회사채 장외3년, (AA- 등급) 월별 수익률(%)	Y_2	30	4.93	8.56	6.11	1.00
소비자물가지수 월별 변화율(%)	Y_3	30	-0.49	0.92	0.27	0.36
유효수 (목록별)		30				

<표 3-6>은 2008년 금융위기 이전 기간인 2006년 7월부터 2008년 12월까지 30개월 동안의 코크렙 제8호의 수익률에 대한 기초통계량을 분석한 결과이다. 해당 분석기간 동안 종속변수인 코크렙 제8호의 월별 수익률 평균은 0.11%로, 표준편차는 5.85%로 나타났다. 가장 낮은 수익률은 -15.22%를 기록하였으며, 가장 높은 수익률은 10.47%인 것으로 나타났다. 동기간 독립변수들의 기초통계량을 살펴보면, KOSPI주가지수 월별 수익률은 평균 -0.23%였으며, 표준편차는 7.16%이다. 최소 -23.42%, 최대 11.02%의 수익률을 나타냈다. 회사채 장외3년 월별 수익률은 평균 6.11%이며, 표준편차는 1%인 것으로 나타났으며, 최소 4.93%에서 최대 8.56%의 수익률을 나타냈다. 소비자물가지수 월별 변화율은 평균 0.27%였으며, 표준편차는 0.36%인 것으로 나타났다. 최소 -0.49%에서 최대 0.92%의 변화율을 나타냈다.

<표 3-7> 연구모형Ⅱ의 기초통계량(코크렙 제8호: 2009. 1~2013. 10)

변수명	요약	N	최소값	최대값	평균	표준편차
코크렙 제8호 2008년 이후 기간 월별 수익률(%)	R_2	58	-6.40	13.40	0.61	3.51
KOSPI주가지수 월별 수익률(%)	Y_1	58	-12.96	15.51	1.16	5.56
회사채 장외3년, (AA- 등급) 월별 수익률(%)	Y_2	58	2.91	7.34	4.40	0.98
소비자물가지수 월별 변화율(%)	Y_3	58	-0.50	1.17	0.21	0.33
유효수 (목록별)		58				

<표 3-7>은 2008년 금융위기 이후 기간인 2009년 1월부터 2013년 10월까지 58개월 동안의 코크렙 제8호의 수익률에 대한 기초통계량을 분석한 결과이다. 해당 분석기간 동안 종속변수인 코크렙 제8호의 월별 수익률 평균은 0.61%로, 표준편차는 3.51%로 나타났다. 가장 낮은 수익률은 -6.4%를 기록하였으며, 가장 높은 수익률은 13.40%인 것으로 나타났다. 동기간 독립변수들의 기초통계량을 살펴보면, KOSPI주가지수 월별 수익률은 평균 1.16%였으며, 표준편차는 5.56%이다. 최소 -12.96%, 최대 15.51%의 수익률을 나타냈다. 회사채 장외3년 월별 수익률은 평균 4.4%이며, 표준편차는 0.98%인 것으로 나타났다. 최소 2.91%에서 최대 7.34%의 수익률을 나타냈다. 소비자물가지수 월별 변화율은 평균 0.21%였으며, 표준편차는 0.33%인 것으로 나타났다. 최소 -0.5%에서 최대 1.17%의 변화율을 나타냈다.

<표 3-8> 연구모형Ⅲ의 기초통계량(코크렙 제15호: 2010. 2~2013. 10)

변수명	요약	N	최소값	최대값	평균	표준편차
코크렙 제15호 2008년 이후 기간 월별 수익률(%)	R_3	45	-5.40	5.54	0.57	2.14
KOSPI주가지수 월별 수익률(%)	Y_1	45	-12.96	13.37	0.56	4.88
회사채 장외3년, (AA- 등급) 월별 수익률(%)	Y_2	45	2.91	5.32	4.01	0.63
소비자물가지수 월별 변화율(%)	Y_3	45	-0.50	1.17	0.19	0.33
유효수 (목록별)		45				

<표 3-8>은 2008년 금융위기 이후 기간인 2010년 2월부터 2013년 10월까지 45개월 동안의 코크렙 제15호의 수익률에 대한 기초통계량을 분석한 결과이다. 해당 분석기간 동안 종속변수인 코크렙 제15호의 월별 수익률 평균은 0.57%로, 표준편차는 2.14%로 나타났다. 가장 낮은 수익률은 -5.4%를 기록하였으며, 가장 높은 수익률은 5.54%인 것으로 나타났다. 동기간 독립변수들의 기초통계량을 살펴보면, KOSPI주가지수 월별 수익률은 평균 0.56%였으며, 표준편차는 2.14%이다. 최소 -12.96%, 최대 13.37%의 수익률을 나타냈다. 회사채 장외3년 월별 수익률은 평균 4.01%이며, 표준편차는 0.63%인 것으로 나타났다. 최소 2.91%에서 최대 5.32%의 수익률을 나타냈다. 소비자물가지수 월별 변화율은 평균 0.19%였으며, 표준편차는 0.33%인 것으로 나타났다. 최소 -0.5%에서 최대 1.17%의 변화율을 나타냈다.

3. 검증결과

1) 상관관계 분석결과

연구모형 I 에서는 코크렙 제8호의 금융위기 이전 기간인 2006년 7월부터 2008년 12월까지 30개월의 기간에 대하여 상관관계 분석을 실시하였다. <표 3-9>는 연구모형 I 의 상관관계 분석결과이다.

<표 3-9> 연구모형 I 의 상관관계 분석결과(코크렙 제8호: 2006. 7~2008. 12)

	변수 요약		Y_1	Y_2	Y_3
변수 요약	구 분		KOSPI 주가지수 월별 수익률	회사채 장외3년 월별 수익률	소비자 물가지수 월별 변화율
Y_1	KOSPI 주가지수 월별 수익률 (n=30)	Pearson 상관계수 (유의확률)	1		
Y_2	회사채 장외3년 월별 수익률 (n=30)	Pearson 상관계수 (유의확률)	-0.457* (0.011)	1	
Y_3	소비자 물가지수 월별 변화율 (n=30)	Pearson 상관계수 (유의확률)	0.156 (0.411)	-0.162 (0.392)	1

주: * 는 95%수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

회귀분석에서 독립변수로 사용될 변수들 간의 상관관계를 분석해보면 다음과 같다. KOSPI주가지수 월별 수익률의 경우는 회사채 장외3년(AA⁻등급) 월별 수익률과 -0.457의 유의한 비교적 높은 부적(-) 상관관계($\alpha < 0.05$)가 나타났으며, 소비자물가지수 월별 변화율과는 0.156의 극히 낮은 정적(+) 상관관계를 나타냈다. 한편, 회사채 장외 3년(AA⁻등급) 월별 수익률의 경우는 소비자물가지수 월별 변화율과 -0.162의 극히 낮은 부적(-) 상관관계를 가지고 있는 것으로 확인되었다. 독립변수 간 상관계수의 범위는 -0.457~0.162이다. 따라서 다중공선성(multi-collinearity)의 문제는 없는 것으로 판단된다.

연구모형Ⅱ에서는 코크랩 제8호의 2008년 금융위기 이후 기간인 2009년 1월부터 2013년 10월까지 58개월의 기간에 대하여 상관관계 분석을 실시하였다. <표 3-10>은 연구모형Ⅱ의 상관관계 분석결과이다.

<표 3-10> 연구모형Ⅱ의 상관관계 분석결과(코크랩 제8호: 2009. 1~2013. 10)

	변수 요약		Y_1	Y_2	Y_3
변수 요약	구 분		KOSPI 주가지수 월별 수익률	회사채 장외3년 월별 수익률	소비자 물가지수 월별 변화율
Y_1	KOSPI 주가지수 월별 수익률 (n=58)	Pearson 상관계수 (유의확률)	1		
Y_2	회사채 장외3년 월별 수익률 (n=58)	Pearson 상관계수 (유의확률)	0.151 (0.257)	1	
Y_3	소비자 물가지수 월별 변화율 (n=58)	Pearson 상관계수 (유의확률)	0.065 (0.629)	0.267* (0.043)	1

주: * 는 95%수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

회귀분석에서 독립변수로 사용될 변수들 간의 상관관계를 분석해보면 다음과 같다. KOSPI주가지수 월별 수익률의 경우는 회사채 장외3년(AA⁻등급) 월별 수익률과 0.151의 극히 낮은 정적(+) 상관관계가 나타났으며, 소비자물가지수 월별 변화율과도 0.065의 극히 낮은 정적(+) 상관관계를 나타냈다. 한편, 회사채 장외 3년(AA⁻등급) 월별 수익률의 경우는 소비자물가지수 월별 변화율과 0.267의 유의한 낮은 정적(+) 상관관계($\alpha < 0.05$)를 가지고 있는 것으로 확인되었다. 독립변수 간 상관계수의 범위는 0.065~0.267이다. 따라서 다중공선성(multi-collinearity)의 문제는 없는 것으로 판단된다.²⁸⁾

28) 공선성(collinearity)은 두 개의 독립변수들 간의 관계를 의미하는데, 예를 들어 두 개의 독립변수 간의 상관관계 계수가 1이면 완전한 공선성(complete collinearity)을 보인다고 하고, 계수가 0이면 전혀 공선성이 없음(complete lack of collinearity)을 의미한다. 특히, 세 개 이상 변수들 간의 관계를 다중 공선성(multi-collinearity)이라 한다. 한 독립변수가 종속변수에 대한 설명력이 높더라도 (다중)공선성

연구모형Ⅲ에서는 코크렙 제15호의 2008년 금융위기 이후 기간인 2010년 2월부터 2013년 10월까지 45개월의 기간에 대하여 상관관계 분석을 실시하였다. <표 3-11>은 연구모형Ⅲ의 상관관계 분석결과이다.

<표 3-11> 연구모형Ⅲ의 상관관계 분석결과(코크렙 제15호: 2010. 2~2013. 10)

	변수 요약		Y_1	Y_2	Y_3
변수 요약	구 분		KOSPI 주가지수 월별 수익률	회사채 장외3년 월별 수익률	소비자 물가지수 월별 변화율
Y_1	KOSPI 주가지수 월별 수익률 (n=45)	Pearson 상관계수 (유의확률)	1		
Y_2	회사채 장외3년 월별 수익률 (n=45)	Pearson 상관계수 (유의확률)	0.049 (0.750)	1	
Y_3	소비자 물가지수 월별 변화율 (n=45)	Pearson 상관계수 (유의확률)	-0.002 (0.989)	0.290 (0.053)	1

회귀분석에서 독립변수로 사용될 변수들 간의 상관관계를 분석해보면 다음과 같다. KOSPI주가지수 월별 수익률의 경우는 회사채 장외3년(AA⁻등급) 월별 수익률과 0.049의 극히 낮은 정적(+) 상관관계가 나타났으며, 소비자물가지수 월별 변화율과는 -0.002의 극히 낮은 부적(-) 상관관계를 나타냈다. 한편, 회사채 장외 3년(AA⁻등급) 월별 수익률의 경우는 소비자물가지수 월별 변화율과 0.290의 낮은 정적(+) 상관관계를 가지고 있는 것으로 확인되었다. 독립변수 간 상관계수의 범위는 -0.002~0.290이다. 따라서 다중공선성(multi-collinearity)의 문제는 없는 것으로 판단된다.

이 높으면 설명력이 낮은 것처럼 나타난다. (다중)공선성을 알아보기 위한 가장 간단한 방법은 독립변수들 간의 상관관계를 조사하는 것이다. 독립변수들 간의 높은 상관관계(일반적으로 0.90이상)는 공선성을 판단하는 지표이다. <표 3-9>, <표 3-10>, <표 3-11>을 보면 독립변수들 간의 상관관계의 절대값은 모두 0.457이하로 (다중)공선성의 문제는 없는 것으로 판단된다.

2) 회귀분석 분석결과

본 연구에서는 2008년 금융위기를 기준으로 금융위기 전과 후로 구분하여 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수가 무엇인지 분석하였다. <표 3-12>는 회귀분석의 결과를 정리한 것이다.

<표 3-12> 회귀분석 분석결과

변수		연구모형					
기간		2008년 금융위기 이전		2008년 금융위기 이후			
구분		모형 I (30개월)		모형 II (58개월)		모형 III (45개월)	
종속변수		코크랩 제8호 월별 수익률		코크랩 제8호 월별 수익률		코크랩 제15호 월별 수익률	
독립변수		비표준화 계수 (유의확률)	VIF	비표준화 계수 (유의확률)	VIF	비표준화 계수 (유의확률)	VIF
Y_1	KOSPI 주가지수 월별 수익률	0.245* (0.082)	1.275	0.113 (0.161)	1.024	0.088 (0.184)	1.003
Y_2	회사채 장외3년 월별 수익률	-2.010** (0.047)	1.278	1.198** (0.013)	1.098	0.310 (0.555)	1.095
Y_3	소비자 물가지수 월별 변화율	4.584* (0.069)	1.036	-0.159 (0.909)	1.077	-1.771* (0.084)	1.092
R^2		0.441		0.160		0.110	

주: **, *는 각각 95%, 90% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

주: 모형 I, 코크랩 제8호의 월별 수익률 분석기간(2006. 7~2008. 12, 30개월)

주: 모형 II, 코크랩 제8호의 월별 수익률 분석기간(2009. 1~2013. 10, 58개월)

주: 모형 III, 코크랩 제15호의 월별 수익률 분석기간(2010. 2~2013. 10, 45개월)

우선, 2008년 금융위기를 기준으로 이전 기간에 해당하는 코크렙 제8호의 2006년 7월부터 2008년 12월까지 30개월 동안에 리츠의 월별 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수에 대한 회귀분석에서는 수정된 결정계수(R^2)가 0.441로 전체 모형의 44.1%를 설명하고 있다.²⁹⁾ KOSPI주가지수 월별 수익률과 소비자물가지수 월별 변화율은 리츠의 수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있으며, 채권의 대용치인 회사채 3년 월별 수익률은 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 따라서 2008년 금융위기 이전 기간 리츠의 수익률은 KOSPI주가지수 수익률과 소비자물가지수 변화율이 상승하면 증가하였고, 채권의 수익률이 증가하면 감소했던 것으로 판단된다. 한편, 시기를 분리하여 2008년 금융위기를 기준으로 이후 기간에 해당하는 코크렙 제8호의 2009년 1월부터 2013년 10월까지 58개월의 기간과 코크렙 제15호의 2010년 2월부터 2013년 10월까지 45개월의 기간을 분석해보면, 각각의 수정된 결정계수(R^2)는 0.160과 0.110으로 모형의 16%와 11%를 설명하고 있다. KOSPI주가지수 월별 수익률의 경우 코크렙 제8호와 코크렙 제15호의 리츠 월별 수익률에 유의하지는 않으나 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 회사채 3년 월별 수익률의 경우는 코크렙 제8호의 리츠 월별 수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있으며, 코크렙 제15호의 경우도 유의하지는 않으나 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 소비자물가지수 월별 변화율은 코크렙 제8호 리츠의 월별 수익률에 유의하지는 않으나 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 코크렙 제15호의 경우는 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 따라서 2008년 금융위기 이후 리츠의 수익률은 KOSPI주가지수 수익률과 채권의 수익률이 상승하면 증가하지만, 소비자물가지수 변화율이 상승하면 감소하는 것으로 판단된다. 분석결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, KOSPI주가지수 월별 수익률은 2008년 금융위기 이전 기간 리츠의 월별 수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미쳤으며, 2008년 금융위기 이후에도 유의하지는 않으나 이전과 동일하게 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 따라서 본 논문의 검증대상인 연구가설 1의 주식시장의 수익률 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 주장은 지지되었다. 이러한 결과는 리츠가 기본적으로 주식시장에 상장되어 거래되므로 주식시장의 등락에 영향을 받는 것으로 풀이된다. 이는 리츠가 일반 주식시장과

29) R^2 가 낮게 나타나고 있는데 이는 시장모형을 사용하여 월별주가자료로 베타를 추정하는 경우 흔하게 나타나는 일반적인 현상이다. R^2 는 주로 횡단면 분석에서 모형의 타당성을 검증하기 위해 사용되고, 시계열 분석인 시장모형을 통한 베타의 추정시에는 사용되지 않는 통계량이다. 본 연구에서도 시장모형이라는 학계에서 이미 오래전부터 검증된 모형을 통해 분석대상 REITs의 베타를 추정하는 것이 주목적이므로 R^2 가 낮은 것에 대해서는 별다른 분석을 하지 아니하였다.

통합되어 가고 있다는 연구결과를 보고한 Li and Wang(1995)과 리츠의 수익률에 KOSPI주가지수가 양(+)의 영향을 미친다는 점을 강조한 신태호(2004)의 주장과 부분적으로 일치하는 결과이다. 그러나 2008년 금융위기 이후에는 이전과 달리 주식시장의 수익률이 리츠의 수익률에 미치는 영향의 유의성이 감소한 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 2008년 금융위기 이전에는 리츠 투자에 일종의 투기 심리가 작용하였을 것이라고 추정된다. 왜냐하면 2008년 금융위기 이전에는 주식시장이 상승장으로서 주식투자에 대한 동조심리가 작용했을 가능성이 매우 크기 때문이다. 그러나 2008년 이후에는 금융위기로 인하여 주식시장이 폭락하였기 때문에 리츠에 투자하는 투자자가 리츠의 본래 도입 취지에 부합하는 중간배당수익과 청산수익을 목적으로 하는 장기투자자로 편입되었을 가능성이 높은 것으로 풀이된다. 따라서 리츠는 투기를 목적으로 하는 주식으로서의 매력은 그다지 없는 것으로 판단된다. 왜냐하면 2008년 이전 기간 리츠의 수익률에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났던 채권의 수익률이 2008년 금융위기 이후에는 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났기 때문이다. 채권 수익률이 리츠의 수익률에 미치는 영향에 관한 분석결과를 살펴보면 다음과 같다.

둘째, 채권(회사채 장외 3년, AA-) 월별 수익률의 경우는 2008년 금융위기 이전에는 리츠의 월별 수익률에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 2008년 금융위기 이후에는 상이한 분석결과가 도출되었다. 코크렙 제8호의 경우 회사채 장외 3년 월별 수익률은 리츠의 월별 수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있으며, 코크렙 제15호도 유의하지는 않으나 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 본 논문의 검증 대상인 가설 2의 채권의 수익률 하락은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 주장은 부정되었다. 이러한 분석결과는 2008년 금융위기 이전에는 주식시장의 상승에 따른 동조심리로 인하여 리츠에 대한 투자를 주식투자의 대상으로 보는 시각이 대부분이었으나, 2008년 금융위기 이후에는 채권과 같은 안정적이고 장기적인 투자대상으로 여기는 시각이 높아진 것으로 추정된다. 따라서 2008년 금융위기 이후 리츠는 투자 상품으로서 주식보다는 채권에 가까운 성향을 가지고 있는 것으로 판단된다. 이는 리츠가 일반주식과 다르게 총 수익에서 주가수익 보다는 배당금수익이 차지하는 비중이 크고 배당수익률 수준은 채권수익률에 비해 월등히 높기 때문에 투자자들이 단기적 관점보다는 장기적으로 리츠를 보유하고자 하는 성향이 강하게 나타나고 있다고 주장한 김관영, 박정호(2007)와 박혜영(2008)의 연구결과를 재확인하는 것이라 할 수 있다. 또한, 우리나라 주식시장의 체계적 위험이 리츠 시장에는 영향을 주지 않기 때문에 우리나라의 리

츠가 주식으로서의 성향이 매우 낮다는 연구결과를 보고한 장병기, 심성훈(2007)과 주식시장에서 리츠의 수익 및 위험은 일반주식과는 완전히 다른 패턴을 갖는다는 연구결과를 보고한 박혜영(2008) 그리고 우리나라의 리츠는 리스크 관리에 있어서 비교적 수익률이 높고 안정적이지만, 금융위기 이후 예기치 못한 변동성에 의하여 수익률이 군집적으로 변동함으로 단기투자보다는 장기투자가 바람직하다는 점을 강조한 장영길, 이현석(2010)의 주장과도 상당부분 일치하는 결과이다. 한편, 이상의 분석결과는 리츠 수익률의 평균 변동성에 가장 크게 영향을 미치는 거시경제변수가 채권수익률과 주가의 변동성이라고 주장한 Chan, Hendershott and Sanders(1990)와 Liu and Mei(1992), 리츠 수익률과 위험은 일반 주식과 채권에 의해 영향을 받는다는 분석 결과를 보고한 Goldstein and Nelling(1999), 리츠의 장기적인 수익률 행태는 주식시장 및 채권시장의 수익률과 관련이 있다고 주장한 Sanders(1998), 리츠의 위험은 주식시장에서의 위험 보다는 리츠 고유의 요인에 의해 결정되기 때문에 리츠의 위험 파악에 있어 배당금 지급과 같은 리츠 고유의 위험 파악이 무엇보다도 중요하다라는 점을 강조한 김관영, 박정호(2007) 그리고 박혜영(2008)의 연구결과를 뒷받침하는 결과이다.

셋째, 소비자물가지수 월별 변화율은 2008년 금융위기 이전에는 리츠의 월별 수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 2008년 금융위기 이후에는 상이한 연구결과가 도출되었다. 코크랩 제8호의 경우 유의하지는 않으나 리츠의 월별 수익률에 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 코크랩 제15호는 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 본 논문의 검증대상인 가설 3의 소비자물가지수 변화율의 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 주장은 부정되었다. 이는 우리나라의 리츠가 인플레이션에 대한 헤지 효과가 크지 않다는 연구결과를 보고한 장병기, 심성훈(2007)과 소비자물가지수를 대상으로 리츠의 인플레이션 헤지 효과에 대하여 유의하지 않다는 연구결과를 보고한 최차순(2005)의 주장과 부분적으로 일치하는 결과이다. 그러나 리츠가 인플레이션의 헤지 및 포트폴리오의 다양성에 기여할 수 있다고 주장한 Mull and Sonen(1997)의 주장과는 상반되는 결과이다. 이러한 분석결과는 2008년 금융위기 이후 우리나라의 부동산시장 상황과 밀접한 연관이 있는 것으로 풀이된다. 왜냐하면 우리나라의 부동산 경기는 계속된 침체와 장기간의 불황을 겪고 있는 실정이다. 따라서 투자자들이 부동산 투자에 대한 불안감을 가지고 있는 것으로 해석된다. 게다가 2008년 금융위기의 원인이 부동산과 파생상품의 결합이었다는 점 또한 부동산 투자를 하는데 있어서 여전히 불안요소로 작용하고 있는 것으로 추정된다. 결과적으로 부동산이 자산가

치의 하락을 막고 인플레이션을 방어하는 수단으로서의 매력은 감소한 것으로 풀이되며, 오히려 인플레이션이 발생할 경우에는 부동산을 위험자산으로 분류하는 것으로 판단된다.

IV. 결 론

본 논문에서는 2008년 금융위기를 기준으로 전과 후로 구분하여 리츠의 수익률에 영향을 미치는 거시경제변수에 대하여 실증분석을 수행하였다. 이에 KOSPI주가지수 수익률, 채권 수익률, 소비자물가지수 변화율을 주요 거시경제변수로 선정하고 다음의 가설을 설정하여 검증하였다.

첫 번째 가설은 주식시장의 수익률 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미친다는 것이다. 왜냐하면 기본적으로 리츠는 주식시장에 상장되어 거래되는 투자 상품이기 때문이다. 따라서 주식시장의 수익률이 상승하면 리츠의 수익률은 증가할 것으로 추정했다.

두 번째 가설은 채권 수익률의 하락은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미친다는 것이다. 왜냐하면 리츠는 투자자산의 운용에 따른 투자수익에 대한 중간배당과 소유 부동산의 매각 시 청산배당을 하도록 상법상 의무화되어 있다. 이는 채권의 투자 수익과 매우 유사한 형태의 구조이다. 또한, 선행연구 결과 리츠는 주식과 채권의 중간 정도의 수익률 행태를 보이는 것으로 나타났다. 따라서 기본적으로 리스크를 회피하며 안정적인 장기투자를 선호하는 채권의 투자자는 채권의 수익률이 하락하면 상대적으로 위험도가 높은 주식보다는 리츠에 투자를 할 것으로 추정했다.

세 번째 가설은 소비자물가지수 변화율의 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미친다는 것이다. 왜냐하면 인플레이션이 발생하면 현금자산의 가치 하락이 예상되므로 투자자는 인플레이션에 대한 헤지 수단으로써 대표적인 실물 자산인 부동산에 투자를 할 것이기 때문이다. 또한, 인플레이션은 리츠의 소유 자산인 부동산의 가치를 상승시켜 리츠의 고정이자 부채 부담을 낮추고 임대료의 상승을 유발시킬 것이다. 따라서 부동산을 투자대상으로 하는 리츠의 수익률은 상승할 것으로 추정했다.

실증분석을 위하여 본 연구에서는 현재 주식시장에 상장되어 거래가 이루어지고 있으며, 배당을 주기적으로 실시하고, 시기적으로 2008년 금융위기와 가까우며, 상장 후 상당한 기간이 경과하여 분석의 표본이 충분한 리츠를 분석 대상으로 선정하였다. 이에 코크렙 제8호와 코크렙 제15호를 최종 분석대상으

로 선정하고 가설을 검증하였다. 검증결과는 다음과 같다.

첫째, KOSPI주가지수 수익률은 2008년 금융위기 이전 기간 코크렙 제8호와 코크렙 제15호의 수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미쳤으며, 2008년 금융위기 이후에도 유의하지는 않으나 이전과 동일하게 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 따라서 본 논문의 검증대상인 가설 1의 주식시장의 수익률 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 주장은 지지되었다. 결과적으로 리츠는 기본적으로 주식시장에 상장되어 거래되므로 주식시장의 등락에 영향을 받는 것으로 풀이된다. 그러나 2008년 금융위기 이후에는 이전과 달리 주식시장의 수익률이 리츠의 수익률에 미치는 영향의 유의성이 감소한 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 2008년 금융위기 이전에는 리츠 투자에 일종의 투기 심리가 작용하였을 것이라고 추정된다. 왜냐하면 2008년 금융위기 이전에는 주식시장이 상승장으로서 주식투자에 대한 동조 심리가 작용했을 가능성이 매우 크기 때문이다. 그러나 2008년 이후에는 금융위기로 인하여 주식시장이 폭락하였기 때문에 리츠에 투자하는 투자자가 리츠의 본래 도입 취지에 부합하는 중간배당수익과 청산수익을 목적으로 하는 장기투자자로 편입되었을 가능성이 높은 것으로 풀이된다. 따라서 리츠는 투기를 목적으로 하는 주식으로서의 매력은 그다지 없는 것으로 판단된다. 왜냐하면 2008년 이전 기간 리츠의 수익률에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났던 채권의 수익률이 2008년 금융위기 이후에는 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났기 때문이다. 가설 2의 검증대상인 채권 수익률이 리츠의 수익률에 미치는 영향에 관한 분석결과를 살펴보면 다음과 같다.

둘째, 채권(회사채 장외 3년, AA-)수익률의 경우는 2008년 금융위기 이전에는 리츠의 수익률에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 2008년 금융위기 이후에는 상이한 분석결과가 도출되었다. 코크렙 제8호의 경우 채권의 수익률은 리츠의 수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있으며, 코크렙 제15호도 유의하지는 않으나 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 본 논문의 검증대상인 가설 2의 채권의 수익률 하락은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 주장은 부정되었다. 이러한 분석결과는 2008년 금융위기 이전에는 주식시장의 상승에 따른 동조심리로 인하여 리츠에 대한 투자를 주식투자의 대상으로 보는 시각이 대부분이었으나, 2008년 금융위기 이후에는 채권과 같은 안정적이고 장기적인 투자대상으로 여기는 시각이 높아진 것으로 추정된다. 따라서 2008년 금융위기 이후 리츠는 투자 상품으로서 주식보다는 채권에 가까운 성향을 가지고 있는 것으로 판단된다.

셋째, 소비자물가지수 변화율의 상승은 2008년 금융위기 이전에는 리츠의 수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 2008년 금융위기 이후에는 상이한 연구결과가 도출되었다. 코크렙 제8호의 경우 유의하지는 않으나 리츠의 수익률에 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 코크렙 제15호는 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 본 논문의 검증대상인 가설 3의 소비자물가지수 변화율의 상승은 리츠의 수익률에 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 주장은 부정되었다. 이러한 분석결과는 2008년 금융위기 이후 우리나라의 부동산시장 상황과 밀접한 연관이 있는 것으로 풀이된다. 왜냐하면 우리나라의 부동산 경기는 계속된 침체와 장기간의 불황을 겪고 있는 실정이다. 따라서 투자자들이 부동산 투자에 대한 불안감을 가지고 있는 것으로 해석된다. 게다가 2008년 금융위기의 원인이 부동산과 파생상품의 결합이었다는 점 또한 부동산 투자를 하는데 있어서 여전히 불안요소로 작용하고 있는 것으로 추정된다. 결과적으로 부동산이 자산가치의 하락을 막고 인플레이션을 방어하는 수단으로서의 매력은 감소한 것으로 풀이되며, 오히려 인플레이션이 발생할 경우에는 부동산을 위험자산으로 분류하는 것으로 판단된다.

분석결과를 종합해보면, 2008년 금융위기 이전 리츠의 수익률은 KOSPI주가지수 수익률과 소비자물가지수 변화율이 상승하면 증가하였고, 채권의 수익률이 증가하면 감소하였다. 그러나 시기를 달리한 2008년 금융위기 이후 리츠의 수익률은 KOSPI주가지수 수익률과 채권 수익률이 상승하면 증가하고, 소비자물가지수 변화율이 상승하면 감소하는 것으로 나타났다. 이상의 분석결과를 바탕으로 본 논문의 시사점을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 우리나라의 리츠는 주식시장에 상장되어 거래되고 있기는 하지만, 주식과는 그 성격이 다르기 때문에 투기 심리를 바탕으로 시세차익을 얻으려는 목적보다는 배당수익과 청산수익을 목적으로 채권과 유사한 장기적인 관점에서 안정적인 투자를 해야 하는 대상이라는 점이 확인되었다.

둘째, 2008년 금융위기 이후에는 부동산이 자산가치의 하락을 막고 인플레이션을 헤지하는 수단으로써의 매력이 감소하였음을 발견하였다. 또한, 투자자들은 인플레이션이 발생할 경우 오히려 부동산을 위험자산으로 분류하는 경향이 있음을 확인하였다.

마지막으로, 상장 후 청산된 리츠에 대한 자료를 구할 수 있었다면 다양한 리츠를 대상으로 분석이 가능했을 것이라는 아쉬움이 남는다. 향후 리츠지수가 만들어져 풍부한 자료를 바탕으로 리츠의 수익률과 거시경제변수와의 관계 및 리츠에 관한 다양한 분석과 연구가 수행되기를 기대해본다.

참고문헌

1. 국내 문헌

- 강 원, “국내 공모 부동산펀드의 임대형과 대출형 간 수익률 결정요인 비교분석”, 통합학술대회, 제2009권 단일호 (2009): 1-18
- 강민석 · 윤용건 · 권대중, “부동산투자회사(REITs)의 투자 활성화 방안에 관한 연구 - 일반투자자의 투자의식을 중심으로”, 대한부동산학회지, 제29권 제1호 (2011): 77-106
- 국토교통부, “부동산투자회사 등 인가매뉴얼”, 2012
- 김경주, “우리나라 부동산펀드의 자산운용에 관한 연구 - 간접투자자산운용업법의 간접투자기구를 중심으로”, 중앙대학교, 석사학위논문, 2005
- 김관영 · 박정호, “부동산투자회사의 수익-위험 특성에 관한 연구”, 부동산학연구, 제13집 제2호 (2007): 5-20
- 김도한, “부동산투자신탁과 부동산시장의 수익률 관계 - 미국 부동산 시장 지수의 시계열분석을 중심으로”, 한양대학교, 석사학위논문, 2000
- 김문웅, “국내 부동산펀드의 투자정책 유형별 성과 분석”, 건국대학교, 석사학위논문, 2008
- 김범석, “2007~2008년 국제금융위기를 전후한 국내 리츠/부동산펀드와 미국 리츠의 주가동조화 현상”, 부동산연구, 제20집 제1호 (2010): 115-137
- 김봉수 · 한경수, “부동산투자신탁(Reits) 유형별 주가 영향 요인에 관한 실증연구”, 기업경영연구, 제17권 제1호 (2010): 41-62
- 김선주 · 이춘섭, “부동산 펀드의 자산 운용에 관한 연구 - 오피스 실증자료를 중심으로”, 부동산학연구, 제11집 제2호 (2005): 1-24
- 김윤영, “우리나라 주택시장의 매매 · 전세 가격변동 거시결정요인의 동태분석”, 경영학연구, 제60권 제3호 (2012): 127-153
- 김은주, “부동산펀드 성과와 특성에 관한 연구”, 건국대학교, 박사학위논문, 2010
- 김은주 · 고성수 · 강원, “부동산펀드의 성과와 규모효과에 관한 연구”, 국토연구, 통권 제62권 (2009): 181-197
- 김은진, “부동산펀드 투자의 활성화 방안”, 경기대학교, 석사학위논문, 2009

- 김중환, “부동산펀드 활성화를 위한 제도 및 운용의 개선방안 연구 - 자본시장과 금융투자업에 관한 법률을 중심으로”, 아주대학교, 석사학위논문, 2010
- 대니얼 엘트먼(Daniel Altman), “10년 후 미래(Outrageous Fortunes)”, 고영태 옮김, 청림출판, 2011
- 류근옥, “금융 및 산업자본 생명보험사의 경영성과 비교와 금산분리의 타당성 검증”, 보험학회지, 제81집 (2008): 69-99
- 류근옥, “배당형 생명보험의 공정한 이익배분과 가치평가”, 리스크관리연구, 제14권 제1호 (2003): 47-73
- 류근옥, “경영리스크관리”, 문영사, 2012
- 민성훈, “부동산 포트폴리오의 스타일분석에 관한 연구”, 건국대학교, 박사학위논문, 2013
- 박명호 · 박대근 · 윤정선, “경영진의 주가연계보상이 부채의 만기구조에 미치는 영향”, 보험금융연구, 제23권 제3호 (2012): 95-122
- 박영록, “부동산투자회사법 개정안에 대하여”, 리츠저널, 통권 5호 (2013): 47-54
- 박원석, “REITs의 수익률 특성 분석 - 한미간 비교분석을 중심으로”, 지리학연구, 제37집 제4호 (2003): 455-471
- 박종민 · 전상경, “거시경제가 부동산펀드 설정규모에 미치는 영향”, 부동산연구, 제22집 제1호 (2012): 79-107
- 박종철 · 김동현, “부동산투자회사의 운영 실태 분석 및 제도개선 방안”, 한국전자통신학회학술대회지, 제4권 제2호 (2010): 222-228
- 박종택, “CR-REITs와 부동산투자신탁의 수익률 결정요인과 위험 특성에 관한 연구”, 세종대학교, 박사학위논문, 2003
- 박혜영, “부동산투자회사(REITs)의 수익 및 리스크 특성에 관한 연구 - 상장리츠를 중심으로”, 중앙대학교, 박사학위논문, 2008
- 송요섭, “부동산펀드의 성과측정과 성과지속성에 관한 연구”, 한성대학교, 박사학위논문, 2010
- 송은원, “Var모형을 이용한 REITs의 수익률 예측에 관한 연구 - 수익 및 위험특성 분석”, 건국대학교, 박사학위논문, 2008
- 신태호, “주식시장 변동과 REITs의 수익-위험 특성에 관한 연구”, 감정평가학논집, 통권 제3호 (2004): 91-116
- 심종원 · 정의철, “CR REITs 주식가격 결정요인에 관한 연구”, 국토계획, 제42권 제1호 (2007): 113-125

- 엄수원, “리츠(REITs)시장의 활성화를 위한 관리, 운용방안 연구”,
지역사회개발연구, 제31권 제2호 (2006): 49-62
- 엄수원, “한·미 리츠(REITs)시장 동향과 발전과제”, 대한부동산학회지,
제30권 제2호 (2012): 57-79
- 원재환·박종택, “부동산투자신탁의 수익률결정요인과 위험에 관한 연구”,
경영논총, 제17권 제2호 (2006): 157-182
- 유무영, “거시경제변수와 주택경매시장의 관계에 관한 연구”, 건국대학교,
석사학위논문, 2013
- 유상철, “리츠(REITs)의 운영성과 및 특성”, 강원대학교, 박사학위논문, 2012
- 윤기식, “복합자산펀드 포트폴리오의 수익률 및 위험도에 관한 연구 -
오피스와 금융자산의 혼합을 중심으로”, 단국대학교,
박사학위논문, 2010
- 이래영, “현대 부동산투자론”, 탐북스, 2010
- 이성희, “주식가격과 거시경제변수의 관계에 대한 분석 - 공적분과
VECM모형을 중심으로”, 이화여자대학교, 석사학위논문, 2001
- 이영방, “부동산학개론”, 상상예듀, 2010
- 이영수, “한국의 주택가격과 거시경제 - SVAR 분석”, 부동산학연구,
제14권 제3호 (2008): 129-147
- 이정섭, “부동산 정책이 주식시장에 미치는 영향에 관한 연구”, 경기대학교,
석사학위논문, 2004
- 이지순, “거시경제학”, 법문사, 2009
- 이지언, “최근 부동산펀드의 성장요인 및 활성화 방안”, 주간 금융브리프,
제22권 제28호 (2013): 12-13
- 이지언, “부동산거래 활성화를 위한 리츠 활성화 필요성”, 주간 금융브리프,
제22권 제2호 (2013): 10-11
- 이학식·임지훈, “SPSS 18.0 매뉴얼”, 집현재, 2011
- 이희석, “거시경제변수가 주택매매 및 전세지수에 미치는 영향에 관한 연구”,
경원대학교, 박사학위논문, 2006
- 장병기·심성훈, “한국의 REITs, 부동산인가? 주식인가?”, 주택연구,
제15권 제2호 (2007): 31-52
- 장영광, “증권투자론”, 신영사, 2009
- 장영길·이준섭, “상업용부동산시장과 거시경제변수의 연관성에 관한 연구”,
부동산연구, 제20권 제1호 (2010): 193-235

- 장영길 · 이현석, “국내 REITs의 수익률과 조건부 이분산 모형을 이용한
리스크 분석”, 부동산학연구, 제16집 제1호 (2010): 25-40
- 장현석, “주식 및 부동산 가격변동과 REITs 수익률과의 연관성에 관한 연구 -
해외 REITs 펀드를 중심으로”, 고려대학교, 석사학위논문, 2011
- 전 진, “주택가격과 거시경제지표의 관계 분석”, 한밭대학교,
석사학위논문, 2010
- 전광섭, “CR-REITs의 제도운용 및 향후 전망”, 주택금융월보, 4월호
(2008): 2-20
- 전해정, “주택가격과 거시경제변수간의 동태적 관계 분석 -
서울 25개구를 중심으로”, 중앙대학교, 박사학위논문, 2012
- 정운찬 · 김영식, “거시경제론”, 율곡출판사, 2012
- 정충영 · 최이규, “SPSSWIN을 이용한 통계분석”, 무역경영사, 1998
- 정희남, “리츠제도의 성과와 활성화 방안”, 국토정책브리프, 제220호
(2009): 1-8
- 조성홍 · 김영곤, “부동산투자회사(REITs)의 수익률에 관한 요인 분석”,
기업경영연구, 제19권 제3호 (2012): 167-192
- 조중형, “리츠의 한국거래소 상장 준비과정”, 리츠저널, 통권 3호
(2013): 54-56
- 지성국, “부동산 간접투자 REITs 총수익률과 거시경제변수와의 상관관계에
관한 실증분석 - REITs, 부동산 간접투자 실증 자료 중심으로”,
영산대학교, 박사학위논문, 2012
- 최차순, “Var모형을 이용한 REITs의 가격예측에 관한 연구”, 중앙대학교,
박사학위논문, 2005
- 최천규, “엑셀을 활용한 마케팅 조사”, 한울출판사, 2009
- 한국리츠협회, “KAREIT REPORT”, 리츠저널, 통권 9호, 2013
- 한국리츠협회, “리츠현황 및 상장리츠 월간동향”, 2013
- 홍석원 · 신태호, “REITs의 관리 방식 및 운영특성에 관한 연구”,
주거환경논문집, 제3권 제1호 (2005): 169-184

2. 국외 문헌

- Chan, K. C., P. H. Hendershott and A. B. Sanders, "Risk and Return on Real Estate Markets: Evidence from Equity REITs", *Real Estate Economics*, 18(40), (1990): 431-452
- Chiang, K. C. H., M-L Lee and C. H. Wisen, "On the Time-Series Properties of Real Estate Investment Trust Betas", *Real Estate Economics*, 33(2), (2005): 381-396
- Clayton, J. and G. MacKinnon, "REITs Maturation and Pricing Dynamics", *Real Estate Finance*, 17(3), (2001): 51-62
- Giliberto, S. M, "Equity Real Estate Investment Trusts and Real Estate Returns", *The Journal of Real Estate Research*, 5(2), (1990): 259-263
- Glascok, J. L., C. Lu. and R. W. So, "Further Evidence on the Intergration of REIT, Bond, and Stock Returns", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 20(2), (2000): 177-194
- Goldstein, M. and E. Nelling, "REIT Return Behavior in Advancing and Declining Stock Returns", *Real Estate Finance*, 15(4), (1999): 68-77
- Gyourko, J. and D. B. Keim, "What Does the Stock Market Tell Us About Real Estate Returns?", *Real Estate Economics*, 20(3), (1992): 457-485
- Li, Y. and K. Wang, "The Predictability of REIT Return and Market Segmentation", *Journal of Real Estate Research*, 10(4), (1995): 471-482
- Liang, Y., W. McIntosh. and J. R. Webb, "Intertemporal Changes in the Riskiness of REITs", *Journal of Real Estate Research*, 10(4), (1995): 427-443
- Ling, D. C. and A. Naranjo, "The Integration of Commercial Real Estate Markets and Stock Markets", *Real Estate Economics*, 27(3), (1999): 483-515
- Liow, K. H, "The Dynamics of the Singapore Commercial Property Market", *Journal of Property Research*, 17(4), (2000): 279-291
- Liu, C. and J. Mei, "The Predictability of Returns on Equity REITs and their Co-movement with Other Assets", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 5(4), (1992): 401-418

- Mei, J. and J. Hu, "Conditional Risk Premiums of Asian Real Estate Stocks", *Journal of real estate finance and Economics*, 21(3), (2000): 279-314
- Mull, S. R. and L. A. Sonen, "U. S. REITs as an Asset Class in International Investment Portfolios", *Financial Analysts Journal*, 53(2), (1997): 55-61
- Sanders, A. B, The historical behavior of REITs returns. Garrigan R. T. and J. F. C. Parsons(eds). Real estate investment trusts-structure, analysis and strategy, *McGraw-Hill*, (1998): 277-305
- Wang, K., J. Erickson, G. Gau and S. H. Chan, "Market Microstructure and Real Estate Returns", *Real Estate Economics*, 23(1), (1995): 85-100

Abstract

A Study on the Influence of Macroeconomic Factors upon the REITs Returns

Jung, Hoe Bin

(Supervisor Lew, Khan Oak)

Dept. of Housing Business Administration

The Graduate School of Housing

Seoul National University of Science and Technology

This study carried out empirical analysis on macroeconomic factors of having influence upon return rate of REITs(Real Estate Investment Trusts) by dividing it into before and after based on financial crisis in 2008. Accordingly, it established and verified hypotheses by selecting major macroeconomic variables as KOSPI stock index returns, bond yield, and consumer price index change rate.

The first hypothesis is that a rise in stock market returns has positive(+) impact on return rate of REITs. That is because REITs are basically investment products of being transacted by being listed in stock market. Accordingly, a rise in returns of stock market was estimated to lead likely to a rise in the return rate of REITs. As a result of verification, the KOSPI stock index returns had positive(+) influence upon return rate of REITs before the financial crisis in 2008, but were indicated to have positive(+) influence same as before even if being not significant after the financial crisis in 2008. Accordingly, the assertion of hypothesis 1 was supported. Consequently, REITs are transacted by being listed basically in stock market, thereby being analyzed to be influenced by the fluctuations of stock market. However, following the financial crisis in 2008, it was indicated that the significance of the influence in stock-market returns upon return rate of REITs reduced unlike before. This analytical outcome is

estimated that a kind of speculative psychology might be functioned in the investment in REITs before the financial crisis in 2008. That is because of being very big in possibility that the conformity psychology on stock investment might be functioned as a stock market is bull market before the financial crisis in 2008. However, due to a heavy fall of stock market caused by the financial crisis following the year in 2008, an investor of making investment in REITs is analyzed to be highly possible to have been involved as a long-term investor with the aim of interim dividend revenue and clearing revenue, which conform with the original purport of introducing REITs. Accordingly, REITs are judged to have no such attraction as stocks with the aim of speculation.

The second hypothesis is that a drop in bond yield has positive(+) influence upon return rate of REITs. That is because REITs are mandated to make the interim dividend on investment revenue according to operation of investment assets, and the clearing dividend given selling real estate in possession, in accordance with the commercial law. This is the structure in the very similar form to the investment revenue in bond. Also, as a result of prior research, REITs were indicated to show a form of returns in middle level between stock and bond. Accordingly, an investor, who basically avoids risk and prefers stably long-term investment, was estimated to likely invest in REITs than stocks with relatively high risk given a drop in bond yield. As a result of verification, the bond yield was indicated to have negative(-) influence upon the return rate of REITs before the financial crisis in 2008, but to have positive(+) influence after the financial crisis in 2008. Accordingly, the assertion of hypothesis 2 was denied. This analytical outcome is estimated that the majority was possessed by a sight of seeing investment in REITs as subject of stock investment owing to the conformity psychology according to a rise in stock market before the financial crisis in 2008, but that a sight got higher in regarding bond as stable and long-term investment subject following the financial crisis in 2008. Accordingly, following the financial crisis in 2008, REITs are judged to have propensity close to bond rather than stock as the investment product.

The third hypothesis is that a rise in consumer price index change rate has positive(+) influence upon the return rate of REITs. That is because an investor will invest in real estate, which is representative real asset as a hedge means against inflation due to being expected a drop in value of cash asset given occurrence of inflation. Also, inflation increases value of real estate, which is asset possessed by REITs, thereby likely lowering a burden for liabilities of the fixed interest in REITs and causing a rise in rental cost. Accordingly, the return rate of REITs, which have real estate as investment subject, was estimated to likely grow. As a result of verification, the consumer price index change rate was indicated to have positive(+) influence upon the return rate of REITs before the financial crisis in 2008, but to have negative(-) influence after the financial crisis in 2008. Accordingly, the assertion of hypothesis 3 was denied. This analytical outcome is analyzed to be closely related to a situation of real estate in our country following the financial crisis in 2008. That is because that our country's real-estate economy is in the real situation of suffering the prolonged stagnation and the long-term depression. Accordingly, investors are estimated to have a sense of anxiety about investment in real estate. In addition, even a point as saying that a cause for the financial crisis in 2008 was the combination between real estate and derivative is judged to function still as uneasy element in real-estate investment.

Arranging the implications of this study based on the above analytical results, they are as follows.

First, our country's REITs were confirmed to be transacted by being listed in stock market, but to be subject that stable investments need to be made in the long-term perspective similar to bond with the aim of dividend revenue and clearing revenue, rather than trying to obtain future profit based on speculative psychology because its character is different from stocks.

Second, real estate was found to have been reduced attraction as a means of hedging inflation with preventing a drop in asset value following the financial crisis in 2008. Also, investors were confirmed to tend to classify real estate rather as risk asset given the occurrence of inflation.

감사의 글

졸업을 앞둔 지금 그동안 대학원에서의 참 많은 경험과 일들이 머릿속에 스쳐 지나갑니다. 이제 새로운 나를 찾고자 시도한 여행에 대하여 그 이야기의 종언을 구하고자 합니다. 시행착오도 많았고 실수도 하고 욕심도 있었습니다. 또한, 시련과 좌절도 겪었습니다. 포기하고 싶은 때도 참 많았습니다. 만약 그때 무너져버렸다면 미완성으로 남고, 가슴 한편 먹먹한 답답함으로 가득 채워졌을 것입니다. 졸업을 앞두고 뒤를 돌아보니 참 많은 분들께서 저에게 힘을 주시고 대학원 생활을 무사히 마칠 수 있도록 도와주셨습니다. 더불어, 삶이라는 주제에 있어서도 어떻게 방향을 찾고 구할 것인가에 관하여, 질문으로써 스스로 생각하는 자세를 가질 수 있도록 기회를 마련해 주셨습니다. 이를 통하여 삶에 지쳐 어느 순간 시들해져 마음속 깊이 간직해 두었던 열정이란 불꽃을 다시 피울 수 있는 기회가 되었고, 새로운 저를 발견할 수 있었습니다.

많은 분들께 감사의 인사를 전하고 싶습니다. 우선, 스스로의 알을 깨 수 있는 '촉탁'의 기회를 만들어주신 존경하는 류근옥 지도교수님께 진심으로 감사의 인사를 드리고 싶습니다. 또한, 스스로 생각할 수 있는 인간이 될 수 있도록 언제나 훌륭한 조언을 아낌없이 해주시고, 일으켜 세워주신 노용진 주택경영학과 주임교수님께도 진심으로 감사드립니다. 흥분되고 두근거리는, 심장 떨리도록 열정적으로 수업을 진행해주신 덕분에 세상과 삶의 여러 부분에 두루 관심을 갖고 열정을 느낄 수 있도록 해주신 이채원 교수님, 편안하고 부드러운 카리스마의 안서원 교수님, 최대 위기의 순간 결정적인 도움을 주신 강신애 교수님, 날카로운 지적으로 논문의 완성도를 높일 수 있도록 도움주신 홍순구 교수님, 매력적인 미소의 김용태 교수님, 큰 형님 같으신 장인석 교수님, 더불어 모든 경영학과 교수님들께 진심으로 감사의 인사를 드립니다. 또한, 우리 주택대학원과 주택경영학과와 선배님들, 동기들, 후배님들께도 감사의 인사를 드립니다. 재학기간동안 함께 공부한 산업대학원 e-business 경영학과 대학원생 분들께도 이 자리를 빌려 감사의 인사를 전합니다.

한편, 고집불통인 아들이 늦게 시작한 공부 때문에 많이 걱정하시고 힘드셨을 아버지와 어머니, 언제나 내 편이 되어준 누나에게도 미안한 마음과 함께 진심으로 고마움의 마음을 전하고 싶습니다. 또한, 오랜 시간 함께한 나의 평생지기 파트너인 든든한 지원군 절친 김범수에게도 고맙다는 말을 전하고자 합니다. 마지막으로 제 주위의 모든 분들이 언제나 행복하고 건강하시길 바라며, 하시고자 하는 모든 일에 행운이 함께 하시길 기원합니다.