

뉴스테이 리츠의 수익률 영향요인 연구 - 임대형 리츠와의 비교를 중심으로 -

A Study on the Factors Influencing Rate of Return of New Stay REITs
 - Focusing on the Comparison with Rent-based REITs -

김 준 형 (Junhyung Kim)* · 고 성 수 (Sungsoo Koh)**

〈 Abstract 〉

New Stay REITs which is being pursued for the purpose of housing stability of the middle class, has characteristics of publicity and development projects at the same time. These features distinguish New Stay REITs from rent-based REITs. The main results drawn from the empirical analysis are summarized as follows. First, New Stay REITs did not appear statistical significance in the LTV ratio variable, which is different from the rent-based REITs. Second, the use of private loans by New Stay REITs did not improve profitability. These results can be inferred due to the publicity and the characteristics of long-term development projects. Third, it is analyzed that the increase of the share of financial investors has a positive effect on profitability due to the enhancement of business stability in both types of REITs. Fourth, in the case of rent-based REITs, the assets located in the Seoul area were analyzed to be lower returns than the assets located outside Seoul. This result is due to the low vacancy rate and high liquidity, which lowers the required rate of returns for investors. However, this study has limits that can be used expected financial data of New Stay REITs, and it is difficult to directly compare the two types of REITs. It is expected that the study contribute to the development of the private rental housing business in the future.

키워드 : 뉴스테이 리츠, 임대형 리츠, 수익률, 부채비율, 재무적투자자, 자본구조

Keyword : New Stay REITs, Rent-based REITs, Rate of Return,
 LTV(Loan to Value) Ratio, Financial Investor, Capital Structure

* 건국대학교 부동산학과 박사과정 수료, jjun3346@naver.com, 주저자

** 건국대학교 부동산학과 교수, sskoh@konkuk.ac.kr, 교신저자

I. 서론

‘뉴스테이(New Stay)’는 중산층의 주거 안정을 목적으로 2015년 1월 국토교통부가 발표한 「기업형 주택임대사업 육성을 통한 중산층 주거혁신 방안」을 통해 도입되었다. 뉴스테이 제도는 8년간 임차인의 거주를 보장하며, 연 5% 이내로 임대료 상승이 제한된다. 현 정부는 2017년 12월, 청년 및 신혼부부 등 특별공급 대상 확대 및 주변시세 대비 95% 이하의 초기임대료 규제 등 공공성을 보다 강화한 ‘공공지원 민간임대주택’으로 명칭을 변경하여 제도의 운영을 지속해 오고 있다.

뉴스테이 사업의 가장 큰 특징은 투자기구인 리츠(REITs)를 통해 필요자금을 조달하여 건설, 임대, 매각 등 사업의 전 과정을 진행 하는데 있다. 뉴스테이 사업에 리츠가 활용됨에 따라 주거용 자산에 투자하는 리츠의 수 및 자산규모는 급속하게 증가하였으며, 2017년 1분기를 기점으로 그간 국내 리츠의 절대비중을 차지해 왔던 오피스 자산을 추월하게 되었다. 이후 뉴스테이 리츠의 신규설립 증가로 2018년 6월, 총 197개 운영 리츠 중 102개 리츠가 주택에 투자하고 있다¹⁾.

국내 리츠 산업에서 주택투자 리츠가 차지하는 비중에도 불구하고, 그동안 국내 리츠 연구는 오피스, 리테일 등의 상업용 부동산을 편입하여 임대료 수익을 목적으로 한 임대형 리츠를 주 대상으로 연구가 진행되었다. 이는 2015년 이후 설립이 본격화된 뉴스테이 리츠가 대부분 건설단계에 있어, 배당수익 등 실제 자료가 축적되지 못한 것에 기인한다. 그러나 도입 4년이 경과한 현 시점에서, 뉴스테이 리츠에 대한 기초연구 수행은 향후 중산층의 주거안정을 위해 설립이 확대될 것으로 예상되는 ‘공공지원 민간임대주택’ 리츠 운영에 시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 기대된다.

뉴스테이 리츠의 특징은 다음과 같이 요약된다. 첫째, 임대형과 개발형 리츠의 특성을 동시에 보유하고 있다. 자금조달, 토지매입, 건설, 임대, 매각 등 운용의 전 과정을 포괄하는 개발형 리츠의 특징과 완성 부동산을 매입하여 운용하는 임대형 리츠의 특성을 모두 가지고 있다. 둘째, 공적기금을 통한 자금의 조달이 사업추진의 중요한 역할을 담당한다. 중산층의 주거안정을 목적으로 한 뉴스테이 사업은 민간의 참여를 유도하기 위해 주택도시기금을 통해 출자와 용자를, 주택도시보증공사의 고유계정에서 보증의 방식으로 사업이 진행

1) 한국리츠협회, KAREIT REPORT(2018년 6월)

되어왔다.

따라서 뉴스테이 리츠의 수익률에 미치는 영향요인은 기관투자자 중심의 안정적 배당수익을 목적으로 한 임대형 리츠와 차별성이 존재할 것으로 예상된다. 본 연구는 뉴스테이 리츠뿐만 아니라 임대형 리츠의 수익률 결정요인을 분석하여 상호 비교를 통해 그 특징을 도출해 보고자 한다. 도출된 결과는 ‘공공지원 민간임대주택’ 사업의 참여자들뿐만 아니라 정책의 추진에도 시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 기대한다.

논문의 구성은 다음과 같다. 제 I장은 서론으로 연구의 배경과 목적 등을 명시하였으며, 제 II장에서는 리츠의 수익률 결정요인과 관련한 선행연구를 고찰하고 임대형, 개발형, 뉴스테이형 리츠의 특성에 대해 세부적으로 살펴보고자 한다. 제 III장에서는 선행연구를 기반으로 분석모형과 가설을 설정하는 한편, 제 IV장에서는 제 II장과 제 III장의 내용을 토대로 뉴스테이 리츠의 수익률 결정요인 도출을 위한 실증분석을 실시하고자 한다. 마지막 제 V장은 연구내용을 요약하고 시사점을 도출한다.

II. 선행연구의 고찰

1. 리츠의 수익률 결정요인

리츠는 일반회사와 동일하게 투자자의 자금을 부동산에 투자하고 보유기간 중 발생하는 임대료 수입을 주주들에게 배당하며, 청산시점에 매각차익을 주주들에게 배당한다. 따라서 리츠의 주가는 (식 1)과 같이 일반적인 주식가치 평가모형으로 설명될 수 있다(유상철, 2012).

$$PV_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(D_t)}{(1+r)^t} + \frac{E(V_T)}{(1+r)^t} \quad (\text{식 1})$$

PV_0 = 현재가치

$E(D_t)$ = 운영기간 배당수익 : 임대료수익

$E(V_T)$ = 매각 시 배당수익 : 청산수익

리츠의 현재가치(PV_0)는 보유한 부동산의 임대료와 매각 당시 부동산 가격에 따라 달라지며, 두 요인은 자산 자체의 특징과 거시경제 상황 등에 영향을 받는다. 리츠의 수익률에 미치는 영향요인을 분석한 선행연구는 리츠 회사 및 편입 부동산의 개별요인과 금리, 주가, 물가 등 거시경제 변수에 의한 영향요인 분석으로 구분되어 진행되어 왔다. 그러나 현재 국내 리츠는 상장 리츠 수가 6개²⁾ 불과하며, 시가총액 및 시장거래량이 소규모에 그치고 있어 거시경제 변수에 의한 영향요인을 연구하기 위한 환경은 제한적이다.

뉴스테이 리츠의 수익률에 미치는 영향요인을 실증분석하기 위해서는 임대형과 개발형 리츠의 특성에 대해 각각 살펴볼 필요가 있다. 국내 리츠의 수익률 결정요인을 연구한 대부분의 선행연구는 임대형 리츠를 대상으로 실증연구가 진행되었다. 이는 2007년 허용된 개발형 리츠 중 일부가 부실운영의 여파로 상장 폐지됨에 따라 국내 리츠 시장에서 자리 잡지 못하였기 때문이다.

임대형 리츠를 대상으로 개별요인이 수익률에 미치는 영향요인을 분석한 선행연구는 규모, 부채사용, 주주구성, 자산유형, 자산의 위치 등의 변수가 운영성과에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 선행연구에 따르면, 리츠의 규모는 대체로 수익률에 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 일반기업을 대상으로 자본구조를 분석한 김영래 외(2007)는 기업의 규모가 커질수록 사업 다각화의 영향으로 이익과 순 현금흐름의 변동성이 축소되고 기대파산비용도 작아지게 된다고 주장하였다. 이경순(2010)은 국내 임대형 리츠를 대상으로 실증분석을 통해 자산규모가 증가할수록 수익률이 상승하는 결과를 도출하였으며, 그 원인은 수익용 오피스빌딩을 주로 매입하는 임대형 리츠의 경우 자산규모가 클수록 공실률이 낮아지기 때문이라고 주장하였다. 또한 이병훈 외(2011)는 리츠의 규모가 클수록 안정적 투자 자산 발굴이 가능하기 때문에 수익성이 개선된다고 주장하였다.

반면, 공모형 부동산펀드를 대상으로 임대형과 대출형으로 구분하여 수익률 영향요인을 분석한 김은주·고성수(2009)의 실증분석 결과는 두 유형 모두에서 규모가 성과에 부(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다. 이는 임대형 펀드의 경우 투자대상이 정해지지 않은 블라인드(blind)방식으로 운영될 경우 미운용 자금이 증가하여 수익성에 부(-)의 영향을 미치며, 대출형 펀드의 경우 대규모 자금 대여가 신용도와 담보가치가 높은 경우에 가능하

2) 현재 국내 상장 리츠는 이리츠코크랩, 모두투어리츠, 케이탑리츠, 트리스제7호, 에이리츠, 신한알파 등 6개 이다.

기 때문에 대출이자 감소함에 따라 수익률은 줄어들게 된다고 주장하였다.

리츠의 부채비율이 수익성에 미치는 영향요인 분석은 자본구조 및 가산금리 결정이론에 기반하여 실증분석을 수행한 선행연구들이 존재한다. 김상진·이명훈(2016)은 전통적 자본구조 이론에 기초하여 국내 리츠의 수익성이 부채비율에 부(-)의 영향을 미치고 있음을 주장하였다. 이러한 결과는 자본구조와 관련한 이론 중 내부자금, 부채, 주식발생 순서를 따르는 자본조달순서이론(pecking order theory)³⁾을 지지하였으며, 배당으로 내부자금을 거의 적립하지 않고, 부채사용에 따른 법인세 감세효과(tax shield effect)를 누리지 못하는 리츠는 자본투자자 유치를 통한 자금조달을 선호하고 있다고 해석될 수 있다. 리츠에 대한 대출 가산금리 결정요인을 실증분석 한 김준형·고성수(2018)의 선행연구에 따르면, LTV 비율의 증가에도 불구하고 대출 가산금리는 하락하는 것으로 나타났다. 이는 일반적 기대와 반대의 결과로, 기관투자자 중심으로 운영되는 국내 임대형 리츠의 경우 배당을 위해 안정적 수익이 발생하는 대형 오피스빌딩 등의 자산을 주로 편입한 결과로 해석될 수 있다.

임대형 리츠의 수익률 영향요인을 실증분석 한 선행연구 결과는 <표 1>과 같이 요약된다. 이경순(2010)의 선행연구는 리츠의 운용기간이 길어질수록 수익률이 낮고, 편입부동산의 수가 적을수록 수익률이 높아진다고 분석하였다. 또한 이병훈 외(2011)의 선행연구에서는 배당액에 가장 큰 영향을 미치는 요인으로 규모, 임대수익 순으로 분석되었으며, 여수진 외(2014)는 리츠에 편입된 부동산 자산의 수, 매각처분에 따른 수익, 부동산의 용도가 수익률에 정(+)의 영향을 미치는 한편, 부동산의 소재 위치, 면적, 자산규모는 수익률에 큰 영향을 미치지 않음을 밝혀냈다.

리츠의 주주구성과 관련하여, 기관투자자의 참여비중 증가는 수익성에 긍정적으로 작용하는 것으로 나타났다. Xu and Ooi(2018)는 기관투자자의 참여 증가가 리츠에 대한 모니터링(monitoring) 효율성을 증가시켜, 운용자는 리츠의 성장을 위해 보다 적극적으로 관여한다고 주장하였다. 이외에도 리츠 수익률에 미치는 영향에 대한 다양한 실증분석 결과가 존재하나, 분석대상 리츠의 시기 및 종류에 따라 각기 다른 결과가 도출되었다.

3) 자본조달순서이론에 따르면, 경영자와 투자자 사이에 존재하는 정보비대칭으로 인해 기업은 조달비용이 낮은 내부잉여자금, 부채, 자기자본 순으로 자본을 조달한다.

〈표 1〉 임대형 리츠의 수익률 결정요인 선행연구

연구자	대상	종속 변수	설명변수 및 방향성	
이병훈 외 (2011)	CR리츠 13개	배당 수익률	리츠규모(+), 임대수익(+), 지역특성요인(+)	
이경순 (2010)	공모형 리츠 10개, 사모형 리츠 14개, 부동산펀드 7개	배당 수익률	자산규모(+), 운용기간(-), 편입자산수(-),	
유상철 (2012)	공모형 리츠 13개	운영 수익률	총자산(+), 부동산규모(+), 업무시설(+), 도심에 위치(+), 자산관리수수료(+)	
여수진 외 (2014)	기업구조조정 리츠 및 위탁관리 리츠 13개	리츠 수익률	부동산 개수(+), 매각처분 수익(+), 용도(+), 부동산 위치, 규모(-), 면적(-), 자산규모(-)	
김은주 · 고성수 (2009)	공모형 부동산펀드	펀드 수익률	임대형	펀드규모(-), 펀드수수료(-), 판매회사수(+)
			대출형	펀드규모(-), 운용기간(+), 펀드수수료(+), 판매회사수(+)

임대형 리츠에 비해 연구가 활발하지 못했던 개발형 리츠의 국내 성장배경과 선행연구를 살펴보면 다음과 같다. 2007년 10월 개정된 「부동산투자회사법」의 시행으로 총 자산의 30%까지 허용되었던 부동산 개발사업의 투자한도를 100%까지 허용함으로써 개발전문 부동산투자회사의 설립이 가능해졌다. 따라서 개발형 리츠는 자산의 전부를 투자하여 부동산의 매입, 개발, 임대, 매각 등 자산운용의 전 과정을 수행할 수 있게 되었다. 그러나 국내 리츠 시장에서 개발형 리츠는 2차례⁴⁾의 부실화 영향으로 크게 활성화되지 못하였으며, 2011년 「부동산투자회사법」의 개정으로 개발리츠 제도는 폐지되었다. 부실화의 주요 원인은 개발기간의 장기화로 수익배당 시 까지 상당기간이 소요되어, 경영진 입장에서 단기차익 실현을 위한 경영부실화에 쉽게 노출될 수 있다는 점으로 요약된다.

개발형 리츠의 수익률을 분석하기 위해서는 임대형 리츠가 가진 개별적 요인 이외에도 개발사업에 따른 위험성이 종합적으로 고려되어야 한다. 개발사업의 대표적인 위험은 다음

4) 국내 리츠 도입 이후 발생한 대표적 관련 금융 사고는 2011년 상장폐지 된 다산리츠 사례와 2014년 상장폐지 된 골든나래리츠 사례가 대표적이며, 부실화의 주요원인은 임원의 비리, 경영권분쟁, 가장납입 등으로 요약된다.

과 같이 요약된다. 우선 개발 프로젝트 추진을 위한 인·허가와 관련한 위험이다. 개발사업은 사전 투입비용이 많고 토지 취득 후 인·허가 기간이 6개월 이상 소요되기 때문에 일반 투자자 보호 차원에서 인·허가 완료 후 리츠를 설립하도록 하고 있다(전재호, 2012). 또한 사업성 예측이 실제 사업성과 차이가 발생할 경우에도 위험이 존재한다(전재호, 2012). 이는 임대수요를 과다하게 예측하거나 건설비용을 과소하게 추산함으로써 발생할 수 있는 위험으로 시장상황 변화에 따라 공실 및 임대료가 예상과 차이가 존재하는 경우에 발생하게 된다.

2. 뉴스테이 리츠의 수익률 결정요인

뉴스테이 리츠의 수익률 결정요인을 살펴보기 위해서는 사업진행 현황과 구조를 살펴볼 필요가 있다. 뉴스테이 제도는 임차인에게 8년간의 거주기간을 보장하며, 임대료 상승률을 연 5% 이내로 제한한다. 최근 진행되고 있는 ‘공공지원 민간임대주택’ 사업은 이러한 조건 이외에도 주변시세대비 95% 이하의 임대료 제한, 신혼부부 및 청년 등 특별공급 대상에 대한 공급확대 등 공공성을 보다 강화하여 운영되고 있다. 뉴스테이 리츠의 설립 및 운영 현황을 살펴보면, <표 2>에 제시된 바와 같이 2018년 6월말 기준 총 48개가 설립되어 운영 중으로 주택도시기금은 출자 및 용자의 방식으로 참여하고 있다. 또한 전체 48개 사업 중 35개가 서울을 비롯한 수도권 지역에 위치하고 있다.

<표 2> 뉴스테이 리츠 운영현황

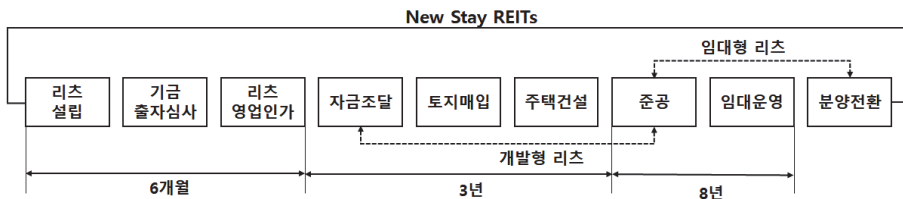
설립리츠 수	사업장위치		기금출자 세대수	기금참여	
	수도권	수도권 외		출자	용자
48개	35개	13개	약 4.5만 세대	약 2.2조 원	약 3.3조 원

자료 : 리츠정보시스템, 공공기관 경영정보시스템, 재구성

뉴스테이 리츠의 사업진행 절차를 살펴보면 <그림 1>과 같이 사업계획 확정 후 설립된 리츠에 주택도시기금이 출자하여 영업인가를 득하게 된다. 이후 주택도시기금 및 민간금융기관으로부터 토지매입과 주택건설을 위한 자금을 용자방식으로 확보한 후 시공사를 선정하여 주택을 건설한다. 시공사 선정 후 약 3년간의 건설기간을 거쳐, 임차인이 8년간 거주

하게 되며, 이후 분양전환 방식으로 자산을 매각한다. 따라서 뉴스테이 리츠의 수익은 주택 준공 후 발생될 임대료와 자산매각 대금으로 구성되며, 개발형 및 임대형 리츠의 특징이 복합된 구조라고 할 수 있다. 임대형 리츠와 개발형 리츠의 특성에 대해 살펴보면 다음과 같다.

우선 임대형 리츠는 주로 완성된 상업용 부동산을 매입하여 운영기간 동안 임대수익을 추구하며, 청산 시 자산을 매각하여 차익을 추구한다. 반면, 개발형 리츠는 개발을 목적으로 토지 등 부동산을 매입하여 개발 완료 후 분양을 통해 수익을 추구한다. 따라서 개발형 리츠는 임대형 리츠에 비해 투자자의 기대수익이 높은 반면 사업의 위험성도 수반한다.



〈그림 1〉 뉴스테이 리츠의 사업진행 과정

뉴스테이 리츠는 사업진행 절차상 임대운영 개시 전까지 임대수익이 발생하기 힘들며, 투자자에 대한 배당 또한 어렵다. 아울러 8년간의 임대 의무기간이 경과 한 후 매각을 통해 공사대금을 회수하고 자본차익을 기대할 수 있다(이상영, 2016). 또한, 주택사업의 특성상 보증금을 통한 자본조달 비율이 일반적인 리츠에 비해 높은 것이 특징인데, 보증금 비율의 증가는 전월세전환율에 따라 임대료 수익을 감소시키는 원인이 된다. 따라서 뉴스테이 사업에 참여하는 재무적투자자들은 배당수익을 목적으로 한 출자보다 정책금융기관이 보증하는 용자의 형태로 참여하고 있다. 건설기간 중 배당수익 발생과 준공 후 8년간 자산 매각을 통한 유동화가 어려운 사업의 특성으로 주택도시보증공사에서 출자 및 용자를, 주택도시보증공사의 고유계정을 통한 보증 방식으로 민간사업자의 수익과 위험을 일정수준 유지해 주기 위한 인센티브를 제공하고 있다.

최명섭 외(2017)는 재원조달구조 파악을 위해 주택도시보증공사에서 제공한 2016년 7월까지 투자심사가 이루어진 24개 뉴스테이 사업 현황자료를 분석하였으며, 이를 자기자본, 타인자본, 임대보증금으로 구분하면 <표 3>과 같다. 뉴스테이 리츠의 재원조달 구성은

출자 25%, 용자 53%, 임대인의 임대보증금 22%로 구성되며, 전체사업비의 약 75%가 임대보증금을 포함한 부채를 통해 조달된다. 자본의 구성을 살펴보면, 자기자본은 우선주와 보통주로, 타인자본은 용자와 보증금으로 구성된다. 용자를 통한 자본조달은 전체사업비의 약 53% 수준으로 기금용자와 민간용자로 구성된다.

〈표 3〉 뉴스테이 리츠의 자원조달 비중

자기자본			타인자본			합계
우선주	보통주	소계	용자	임대보증금	소계	
16.4%	8.7%	25%	53.3%	21.7%	75%	100%

자료 : 최명섭 외(2017), 재구성

임대보증금을 통한 자본조달과 관련하여, 뉴스테이 리츠의 수익과 위험을 분석한 최명섭 외(2017)는 전월세전환률, 주택가격상승률, 임대보증금 비중이 수익과 위험에 많은 영향을 미치고 있으나, 전월세전환율의 경우 사업의 공공적 성격으로 사업자가 조절하기 힘든 변수이며, 주택가격상승률 역시 거시변수에 의해 영향을 받기 때문에 통제하기 어려운 변수라고 주장하였다. 또한 뉴스테이 리츠의 보증금 활용과 관련하여, 최명섭 외(2017)는 보증금의 증가는 수익성에 긍정적 영향이 더 크게 작용한다고 주장하였다.

보증금의 증가가 수익률의 정(+)의 영향을 미치는 원인은 외부금융부채를 적게 사용함으로써 이자비용의 절약이 가능하며, 수입과 지출의 시점에 차이가 존재하기 때문에 현금흐름 상 수익률에 유리하게 작용할 수 있다. 반면 보증금은 자본비용을 지불하지 않고 자금을 조달할 수 있는 방안이나, 보증금 사용의 증가는 월세 수입을 감소시켜 리츠 수익률에 부(-)의 영향으로 작용할 수 있다. 뉴스테이 리츠의 특성을 종합적으로 고려해 볼 때, 사업성에 영향을 미치는 요인은 〈표 4〉와 같이 정리 될 수 있다.

〈표 4〉 뉴스테이 사업성 영향요인 요약

구 분	내 용
토지관련	사업면적, 조성원가, 매입가액, 취득세
건축관련	건축계획(건축면적, 공급면적), 건설비, 기금지원
사업추진	공사기간, 임대기간, 처분기간
임대조건	보증금, 임대료, 임대율, 임대료상승률
분양조건	분양전환가격, 주택가격상승률, 분양전환율
자금구조	재원조달(자본금, 기금차입, 일반차입, 보증금), 차입이자율(일반차입 이자율, 기금차입이자율), 차입기간

자료 : 신용상 외(2017), pp. 59, 재구성

III. 연구방법 및 가설의 설정

1. 분석방법

본 연구는 뉴스테이 리츠의 수익률 결정요인을 임대형 리츠와 비교·분석함으로써 그 특징을 도출하는데 있다. 연구의 목적을 달성하기 위한 실증분석은 〈Model #1〉과 〈Model #2〉로 구성하였으며, 〈Model #1〉에서는 제 II장에서 살펴본 뉴스테이 리츠의 사업진행 과정, 자본조달 특성, 수익발생 요인 등에 기초하여 설명변수를 구성하고 다중회귀분석(multiple regression analysis)을 실시한다. 한편 임대형 리츠의 수익률 결정요인을 분석하기 위한 〈Model #2〉에서는 뉴스테이 리츠의 실증분석 결과와의 비교·분석을 위해 〈Model #1〉과 대응되는 변수를 구성하여 다중회귀분석을 실시하고자 한다.

실증분석을 수행하기 위한 기초자료는 리츠의 자산운용회사가 리츠정보시스템에 공시하고 있는 투자보고서와 영업보고서를 통해 구득하였다. 공시된 자료에는 리츠의 설립현황, 재무현황, 주주구성, 편입부동산 정보, 대출관련 정보 등이 포함되어 있다. 다만 뉴스테이 리츠는 2015년 이후 사업이 본격적으로 진행되었으며, 대부분의 리츠가 현재 건설단계에 있고 배당이 발생하지 않기 때문에 예상 주주 내부수익률 자료를 사용하였다.

2018년 6월 말 기준 국내에는 197개의 리츠가 운용되고 있다⁵⁾. 이중 주택투자 리츠는

5) 자산규모는 국민연금이 투자를 시작한 2006년 이후 크게 성장하여 총 38.7조원에 달한다.

총 102개로 매입형 리츠를 제외한 주택도시기금이 출자 및 용자하고 주택도시보증공사의 고유계정을 통해 보증 등의 방식으로 참여한 건설형 뉴스테이 리츠 39개를 분석대상으로 선정하였다. 39개 리츠의 예상 주주내부수익률은 언론을 통해 공개된 국정감사 자료를 기반으로 33개를, 6개 자료는 언론 등 사업 관련 자료조사를 통해 구득하였다. 또한 설명변수를 구성하는 총사업비, 총부채, 용자 및 출자금액은 리츠정보시스템에 공시된 결산자료, 언론보도자료, 공공기관 정보공개시스템 등을 통해 구득하였다.

임대형 리츠의 분석대상 선정은 다음과 같다. 2018년 6월말 기준 운영 중인 리츠 중 상장리츠, 주택매입형 리츠, 개발형 리츠를 제외하고, 상업용 부동산을 매입하여 임대수익을 목적으로 설립된 리츠를 선정하였다. 일반적인 재무적투자자의 배당수익률을 산출하기 위해 국민연금 등 공적기관이 100% 출자한 정책 리츠를 분석대상에서 제외하였다. 이중 연평균 배당수익률 측정을 위해 운영 기간이 1년 이상 경과한 총 48개 운영 리츠를 최종 분석대상으로 선정하였다. 매각에 따른 자본이득이 포함된 청산 리츠는 대부분 2000년대 초반 기업의 구조조정을 목적으로 설립됨에 따라, 외환위기에 따른 기업의 유동화를 위한 자산을 저가에 매입하여 부동산경기가 회복된 2007년~2009년 매각함에 따라 국내 리츠의 평균 수익률을 크게 상회하여 분석대상에서 제외하였다⁶⁾.

2. 모형의 설정

뉴스테이 리츠의 수익률 영향요인을 실증분석하기 위한 종속변수는 예상 주주 내부수익률이다⁷⁾. 주주 내부수익률에 미치는 영향요인을 자본조달의 관점에서 살펴보기 위한 설명변수는 제 II 장에서 살펴본 임대형 및 건설형 리츠의 특성과 선행연구에 기초하여 총사업비규모, 총부채비율, 기금용자비율, 보증금비율, 재무적투자자 출자비율, 사업장의 소재지 등으로 구성하였다.

개별 설명변수를 살펴보면, 리츠의 규모가 수익성에 미치는 영향분석을 시행한 이경순

6) 한국리츠협회 자료에 따르면, 국내 리츠는 도입 이후 연평균 14% 수준의 수익성을 보이고 있으며, 2007년부터 2009년 사이에 기업구조조정 리츠의 매각 차이가 반영되어 최대 40%의 수익률을 기록했고, 2007년 ~ 2009년을 제외한 평균 수익률은 9%에 달한다.

7) 주택도시보증공사의 뉴스테이(New Stay) 민간제안사업 공모지침서(2017.2)에 따르면, 주주 내부수익률은 리츠의 투자자들의 기대수익률로 출자금의 현재가치 총액과 미래현금 유입액의 현재가치 총액을 동일하게하는 할인율을 의미한다.

(2010)은 국내 임대형 리츠의 자산규모가 증가할수록 수익률이 상승하는 결과를 도출하였으며, 그 원인은 수익용 오피스빌딩을 주로 매입하는 임대형 리츠의 경우 자산규모가 클수록 공실률이 낮아지기 때문이라고 주장하였다. 또한, 이병훈 외(2011)는 리츠의 규모가 클수록 안정적 투자자산 발굴이 가능하기 때문에 수익성이 개선된다고 주장하였다. 다만, 본 연구에서 사용한 자산규모는 임대형 리츠의 경우 재무제표 상 총자산을 사용하였으나, 뉴스테이 리츠의 경우 분석대상 리츠가 건설단계에 있기 때문에 사업 완료 후 총자산 규모를 추정하기에는 무리가 있으며, 대용변수로 예상 총사업비를 사용하였다.

LTV(Loan to Value) 비율은 자산규모 대비 총부채비율을 사용하였다. 뉴스테이 리츠의 총부채는 민간용자, 기금융자, 임대보증금으로 구성되며, 민간용자는 주택도시보증공사가 민간사업자의 수익성 개선을 위해 지급을 보증하고 있다. 뉴스테이 리츠의 수익과 위험이 임대보증금에 의한 영향요인을 연구한 최명섭 외(2017)는 임대보증금 비중, 전월세전환율, 주택가격상승률 등 3가지 주요 요소를 감안하여 수익성을 분석하였다. 또한, 국내 임대형 리츠를 대상으로 대출에 대한 가산금리 산정요인을 분석한 김준형·고성수(2018)는 LTV 비율의 증가에도 불구하고 대출자와 차주 간 협상에 의해 낮은 금리로 자금을 조달하고 수익성을 증가시키고 있다고 주장하였다. 이러한 선행연구 결과를 종합적으로 고려하여, 뉴스테이 리츠의 수익성에 미치는 영향요인으로 예상된 총부채비율, 민간용자비율, 기금융자비율, 보증금비율을 부채특성 변수로 반영하였다.

리츠의 주주구성과 관련하여, Xu and Ooi(2018)는 기관투자자자의 참여 증가가 리츠에 대한 모니터링(monitoring) 효율성을 증대시켜, 운용자는 리츠의 성장을 위해 보다 적극적으로 관여한다고 주장하였다. 따라서 리츠의 자본구조를 결정하는 주식발행을 통한 자본조달 특성이 수익성에 미치는 영향을 분석하기 위해 국내 리츠 시장의 주요 투자자인 재무적투자자의 출자비율을 설명변수에 포함시켰다. 재무적투자자의 출자비율은 우선주와 보통주 형식으로 참여한 주택도시기금과 일반적인 재무적투자자가 출자한 금액을 총 출자금액으로 나누어 산출하였다. 리츠의 편입자산 위치와 관련하여 유상철(2012)은 도심에 위치한 자산의 수익성이 보다 높게 나타났으며, 여수진 외(2014)는 자산의 위치와 수익성은 높은 상관성이 나타나지 않는다고 주장하였다. 본 연구에서는 뉴스테이 사업장의 위치가 수익률에 미치는 영향을 살펴보기 위해 서울지역과 서울 외 지역으로 구분한 더미(dummy)변수를 사용하였다.

임대형 리츠의 수익률에 영향을 미치는 요인을 살펴보기 위한 설명변수 구성은 결과의 비교가 가능하도록 뉴스테이 리츠의 실증분석 변수와 유사하게 설정하였다. 임대형 리츠의 수익률은 운영기간이 1년 이상 경과 한 리츠 중 배당수익이 발생한 리츠의 연평균 배당수익률을 사용하였다. 규모변수는 재무제표 상 총자산을, LTV 비율은 총자산 대비 총부채 비율을 사용하였다. 총부채는 기금융자가 포함되지 않으며, 민간금융 차입금과 임대보증금만으로 구성된다. 재무적투자자 비율 및 자산소재지 변수는 뉴스테이 리츠와 동일한 방식으로 선정하였으며, 실증분석을 위한 변수는 <표 5>와 같다.

<표 5> 변수의 구성

구분	변수명		단위	뉴스테이 리츠	임대형 리츠
종속 변수	수익률		%	예상 주주 내부수익률	연평균 배당수익률 (설립 후 운영기간 평균)
독립 변수	규모특성	리츠규모	LN	LN(총사업비)	LN(총자산)
	부채특성	총부채	%	총부채/총사업비	총부채/총자산
		민간용자	%	민간용자/총사업비	민간용자/총자산
		기금융자	%	기금융자/총사업비	-
		보증금	%	보증금/총사업비	보증금/총자산
	출자특성	재무적투자자	%	총지분 투자자 중 재무적투자자 출자비중	총지분 투자자 중 재무적투자자 출자비중
지역특성	지역	더미	서울지역=1, 서울 외 지역=0	서울지역=1, 서울 외 지역=0	

주 : 뉴스테이 리츠의 종속 및 독립변수는 예상값을 사용함.

이상의 내용을 종합적으로 고려하여 뉴스테이 및 임대형 리츠의 수익률에 미치는 영향요인을 실증분석하기 위한 분석모형은 <식 2>와 같다. 실증분석의 모형은 뉴스테이 리츠와 임대형 리츠의 특성을 비교하기 위해 2가지로 구분하였으며, <Model #1>은 뉴스테이 리츠를, <Model #2>는 임대형 리츠를 분석하였다. 또한 부채특성과 관련하여, 총부채는 민간용자, 기금융자, 보증금으로 구성되기 때문에 총부채 사용과 총부채 구성요소 간 상관성이 존재하며, 분석모형은 총부채만을 고려한 (분석 1)과 총부채의 구성요소를 고려한 (분석 2)로 구분하여 회귀분석을 실시하고자 한다.

$$\begin{aligned} \text{수익률} = & \beta + \sum a_i(\text{규모 특성})_i + \sum b_i(\text{부채 특성})_i & (\text{식 2}) \\ & + \sum c_i(\text{출자 특성})_i + \sum d_i(\text{지역 특성})_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

3. 가설의 설정

실증분석을 위한 가설은 뉴스테이 및 임대형 리츠와 관련한 선행연구, 그리고 개발형 리츠의 특성에 기반하여 다음과 같이 설정하였다. 대부분의 선행연구 결과는 일반 기업과 마찬가지로 임대형 리츠의 규모가 수익성에 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 대형자산 매입에 따른 공실률 저하(이경순, 2010), 안정적 투자자산 발굴 가능성 증가(이병훈 외, 2011)에 기인한다. 개발형 리츠의 성격을 포함하고 있는 뉴스테이 리츠는 대출형 부동산펀드의 자금대여와 연관지어 설명될 수 있으며, 김은주·고성수(2009)는 대규모 자금대여가 신용도와 담보가치가 높은 경우에 가능하여 사업자의 자금조달 금리가 하락한다고 주장하였다. 사업자의 자금조달 금리의 하락은 리츠의 수익성을 개선시키는 요인으로 작용할 것으로 예상되며, 뉴스테이 리츠의 사업규모는 수익률과 정(+)의 관계를 형성할 것으로 기대된다.

연구가설 1 : 리츠 규모의 증가는 뉴스테이 및 임대형 리츠 수익률에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

리츠의 부채사용 증가와 관련한 일반적 기대는 파산위험의 상승으로 수익성이 악화될 것으로 예상된다. 그러나 국내 임대형 리츠를 대상으로 LTV 비율이 가산금리에 미치는 영향을 연구한 김준형·고성수(2018)의 선행연구에 따르면 대출자와 차주 간 LTV 비율과 가산금리 결정의 내생성(endogeneity) 요인이 존재함에 따라 LTV 비율의 상승함에도 불구하고 가산금리는 하락하는 것으로 분석되었다. 이는 기관투자자 중심의 국내 리츠가 부채사용에 따른 레버리지 효과를 활용하여 수익성과 안정성이 확보된 자산을 편입하고 있음을 의미한다. 반면, 뉴스테이 리츠는 건설기간 중 배당이 어렵고, 8년의 임대운영 기간 종료 후 매각을 통해 자본차익을 추구하는 특성을 가진다. 따라서 뉴스테이 리츠가 가진 공공성과 장기 개발사업적 특성은 임대형 리츠에 비해 상대적으로 수익성을 제한하는 요소로 작

용하며, 부채사용 증가가 수익성에 부(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. LTV 비율과 관련한 가설은 다음과 같이 설정하였다.

연구가설 2 : 뉴스테이 리츠의 LTV 비율은 수익률에 부(-)의 영향을, 임대형 리츠의 LTV 비율은 수익률에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

보증금을 통한 자금조달이 수익률에 미치는 영향과 관련하여 다음과 같은 상반된 관점이 존재한다. 우선, 수익률에 부(-)의 영향을 미치는 원인은 총 부채사용량 증가로 재무위험이 상승함에 따라 증가하는 부채비용에 기인한다. 또한, 임대보증금의 상승은 전월세전환에 따라 상대적으로 임대료수입을 감소시킨다. 반면, 수익성에 정(+)의 영향을 미치는 원인은 외부부채 사용을 감소시킴으로써 이자비용을 절감할 수 있으며, 현금흐름 상 용자의 조기 상환 등 수익률에 유리하게 작용한다. 최명섭 외(2017)는 실증분석을 통해 뉴스테이 리츠의 경우 보증금 사용이 수익성에 긍정적으로 작용하고 있다고 주장하였다. 임차인이 납부하는 보증금은 상대적으로 높은 금융비용을 지불하고 있는 민간용자의 상환에 사용함으로써 현금흐름을 개선시킬 수 있을 것으로 예상된다. 반면, 임대형 리츠의 보증금 증가는 수익성에 부(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그 이유는 기관투자자자의 배당수익 확보를 위해 대형 오피스빌딩 등 안정적 자산을 주로 편입하는 임대형 리츠의 경우 전월세전환율이 투자자의 요구수익률 보다 낮을 경우 수익성은 오히려 감소하기 때문이다. 따라서 보증금과 관련한 가설은 다음과 같이 설정하였다.

연구가설 3 : 뉴스테이 리츠의 보증금비율 증가는 수익률에 정(+)의 영향을, 임대형 리츠의 보증금비율 증가는 수익률에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

일반적으로 재무적투자자의 지분참여 증가는 수익률에 정(+)의 영향을 미칠 것으로 기대된다. 이는 장기적이고 안정적인 자산운용을 추구하는 재무적투자자의 특성상, 투자 의사 결정 시 임대수익을 확보할 수 있는 자산을 편입시킴으로써 수익률 향상에 보다 적극적으로 관여할 것으로 예상되기 때문이다. 이러한 기대는 기관투자자의 참여 증가가 리츠에 대한 모니터링 효율성을 증대시켜, 운용자가 리츠의 성장을 위해 보다 적극적으로 관여한다

고 주장한 Xu and Ooi(2018)의 선행연구를 통해 확인할 수 있으며, 재무적투자자의 출자비중과 관련한 가설은 다음과 같이 설정하였다.

연구가설 4 : 재무적투자자의 출자비중 증가는 뉴스테이 및 임대형 리츠 수익률에 정(+)
의 영향을 미칠 것이다.

리츠가 편입한 자산의 위치와 관련한 일반적 기대는 서울지역에 소재한 자산을 편입한 리츠의 수익성이 서울 외 지역에 비해 높을 것으로 예상된다. 그러나 서울지역에 소재한 자산의 경우 서울 외 지역에 소재한 자산에 비해 상대적으로 높은 초기 매입비용을 지불해야 한다. 또한 서울 소재 자산의 경우 임차인 모집의 용이성으로 공실률의 저하, 매각의사 결정시 높은 유동성으로 운영위험은 낮아지게 된다. 서울 소재 자산의 운영위험 감소는 뉴스테이 및 임대형 리츠에 참여하는 주주들의 요구수익률을 낮추는 요인으로 작용될 수 있으며, 보유자산의 위치와 관련한 가설은 다음과 같이 설정하였다.

연구가설 5 : 뉴스테이 및 임대형 리츠의 자산이 서울지역에 소재할 경우 수익률은 감소
할 것이다.

IV. 실증분석

1. 기초통계

실증분석을 수행하기에 앞서 각 변수들의 기초통계는 <표 6>과 <표 7>에 제시하였다. 우선 뉴스테이 리츠의 기초통계를 살펴보면 다음과 같다. 종속변수인 예상 주주 내부수익률 평균은 6.02%로, 최소 2.40%에서 최대 14.98% 사이에 분포하였다. 예상 총사업비 규모는 평균 3,484억원으로 최소 650억원에서 최대 10,346억원 범위에 분포하였다. 예상 총사업비 대비 예상 총부채 사용량(LTV) 평균은 76.64%로 임대형에 비해 높은 것으로 나타났다. 특히 예상 보증금 비중은 평균 21.03% 수준으로, 전체 사업비에서 보증금을 통한 자금조달이 임대형 리츠(9.57%)에 비해 크게 높은 것으로 확인되었다. 재무적 투자자의

예상 출자 비중은 평균 70.34%로 뉴스테이 리츠는 정책적 성격의 사업임이 확인되었다. 또한 뉴스테이 리츠의 사업장은 서울이 21.00%로 수도권 및 지방에서도 사업이 활발히 진행되고 있는 것으로 분석되었다.

〈표 6〉 기초통계_뉴스테이 리츠

구 분		단위	최소값	최대값	평균	표준편차	
종속변수	예상 주주 내부수익률	%	2.40	14.98	6.02	2.36	
설명 변수	규모특성	총사업비	억원	650	10,346	3,484	2,194
		총사업비	LN	24.90	27.67	26.40	0.61
	부채특성	LTV(총부채/총사업비)	%	45.10	85.81	76.64	8.37
		민간용자/총사업비	%	5.45	58.68	37.55	12.70
		기금융자/총사업비	%	0.00	39.40	18.05	12.93
		보증금/총사업비	%	2.38	74.56	21.03	13.49
	출자특성	재무적투자자	%	51.52	100.00	70.34	10.26
	지역특성	지역데미(서울)	데미	0.00	1.00	0.21	0.41

임대형 리츠의 기초통계를 살펴보면, 〈표 7〉에 제시한 바와 같이 종속변수인 연평균 배당수익률은 7.01%로 나타났으며, 최소 0.00%에서 최대 33.03%로 편차가 크게 분포하였다. 총자산 규모는 평균 약 1,395억원으로, 최소 225억원에서 최대 5,361억원 범위에 분포하였다. 총자산 대비 총부채 사용량(LTV) 평균은 56.94%로 뉴스테이 리츠에 비해 약 20.00%가량 낮게 나타났으며, 보증금 비중 역시 평균 9.57% 수준으로 뉴스테이 리츠에

〈표 7〉 기초통계_임대형 리츠

구 분		단위	최소값	최대값	평균	표준편차	
종속변수	연평균 배당수익률	%	0.00	33.03	7.01	6.88	
설명 변수	규모특성	총자산	억원	225	5,361	1,395	1,203
		총자산	LN	23.84	27.01	25.36	0.78
	부채특성	LTV(총부채/총자산)	%	45.06	82.83	56.94	7.39
		민간용자/총자산	%	19.66	59.68	47.36	8.63
		보증금/총자산	%	0.37	34.32	9.57	8.21
	출자특성	재무적투자자	%	0.00	100.00	72.48	26.78
	지역특성	소재데미(서울)	데미	0.00	1.00	0.65	0.48

비해 약 10.00% 가량 낮게 나타났다. 재무적 투자자의 출자 비중은 평균 72.48%로 뉴스테이 리츠와 유사하게 나타났다. 또한, 임대형 리츠의 자산은 약 65.00%가 서울지역에 소재함으로써 서울지역에 자산이 편중되어 있음이 확인되었다.

분석대상 리츠의 예상 부채구성 비율을 보다 세분화하여 살펴보면, <표 8>에 제시한 바와 같이 민간용자 37.55%, 기금융자 18.05%로 나타났으며, 자본비용을 지불하지 않는 보증금활용비율은 21.03%로 분석되었다. 이는 최명섭 외(2017)의 선행연구에서 제시한 자금조달 구조와 유사한 것으로 확인되었다. 반면, 임대형 리츠는 민간금융기관 통한 용자 47.36%, 보증금 9.57%로 기금융자를 통한 자금조달은 이루어지지 않으며, 뉴스테이 리츠와 차별성을 보였다.

<표 8> 뉴스테이 리츠와 임대형 리츠의 부채사용 비교

뉴스테이 리츠			임대형 리츠		
부채 구성	민간용자	37.55%	부채 구성	민간용자	47.36%
	기금융자	18.05%		기금융자	-
총부채사용비율(LTV)		55.60%	총부채사용비율(LTV)		47.36%

실증분석에 앞서 리츠 유형별 수익성에 규모특성인 자산규모(LN)와 부채특성을 구성하는 LTV비율(%), 용자비율(%), 보증금비율(%)에 차별적인 영향이 존재하는지 살펴보기 위해 t검정을 실시하였다. 분석결과 <표 9>에 제시된 바와 같이 분석 변수 모두에서 집단 간 차이가 존재하는 것으로 확인되었다.

<표 9> 규모 및 부채 특성 t-검정 결과

구분		평균		표준편차		t값	유의 확률
		뉴스테이 (n=39)	임대형 (n=48)	뉴스테이 (n=39)	임대형 (n=48)		
규모특성	자산규모(LN)	26.40	25.36	0.61	0.78	-6.85	0.00
	LTV비율(%)	76.64	56.94	8.37	7.39	-11.64	0.00
부채특성	용자비율(%)	55.61	47.36	13.12	8.63	-3.38	0.00
	보증금비율(%)	21.03	9.57	13.49	8.21	-4.88	0.00

2. 실증분석결과

분석모형 <Model #1>의 뉴스테이 리츠는 2015년 이후 사업이 본격화되어 현재 많은 사업이 진행 중에 있어 실현수익 구득에 장기간의 기간이 소요되는 만큼 예상 자료를 활용한 연구의 한계가 존재한다. 반면 분석모형 <Model #2>의 임대형 리츠는 실현된 연평균 배당수익률을 사용하였다. 따라서 두 모형 간 직접적인 결과의 비교 보다는 실현수익을 분석한 임대형 리츠의 분석결과에 기초하여 뉴스테이 리츠의 자본구조가 예상 수익률에 미치는 영향에 대해 살펴보고자 한다⁸⁾.

실증분석 결과 뉴스테이 리츠의 수익률에 영향을 요인은 <표 10>의 회귀분석 결과표에 제시한 바와 같이 부채특성 및 출자특성에서 나타났다. 우선 부채특성과 관련한 결과를 살펴보면, LTV 비율은 통계적 유의성은 존재하지 않았으나 방향성 측면에서 수익성에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 임대형 리츠의 LTV 비율은 <표 11>에 제시된 바와 같이 통계적으로 5% 유의수준 하에서 수익성에 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내 임대형 리츠가 기관투자자의 지분참여와 배당수익률 제고를 위해 레버리지효과를 활용하고 있다고 해석될 수 있다. 반면, 뉴스테이 리츠의 경우 증산층의 주거안정을 위한 정책 특성상 사업에 공공적 성격을 내포하고 있으며, 건설기간 3년 동안 임대수입이 발생하지 않고, 8년간의 의무임대기간으로 분양전환 등 사업완료에 장기간의 시간이 소요되는 등의 특징에 기인한다고 해석될 수 있다.

뉴스테이 리츠의 자금조달 중 75% 가량을 차지하는 부채는 기금융자, 민간용자, 보증금으로 구성된다. 부채조달 방식을 세분화하여 실증분석을 실시한 결과, 기금융자 및 보증금 비율 변수에서는 통계적 유의성이 도출되지 못하였다. 반면, 민간용자의 사용은 통계적 유의수준 5% 하에서 수익성에 부(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이는 민간용자를 통한 자금조달이 뉴스테이 리츠의 사업적 특수성으로 수익성 제고에 제한적인 영향을 미치고 있는 것으로 해석될 수 있다.

보증금의 활용 역시 통계적 유의성이 나타나지 않았으나 방향성 측면에서 최명섭 외

8) 뉴스테이 및 임대형 리츠 두 유형의 회귀분석에서 산출된 회귀계수가 상이한 요인에 의해 영향을 받고 있는지 확인하기 위해 회귀계수 간 동질성 검정(equality of coefficients test)을 통해 확인하였다. 차우검정(Chow Test) 결과 F값이 15.805로 나타나 두 조건의 모형으로부터 추정된 회귀계수 값은 유의수준 1%에서 상이한 값임이 확인되었다.

(2017)의 결과와 반대의 결과가 도출되었는데, 이는 분석대상 뉴스테이 리츠와 분석방법의 차이에 기인한 것으로 예상된다. 실증분석을 통해 도출된 부채구성 요소의 수익성 영향요인 결과는 리츠의 자본조달과 관련한 운용에 시사점을 전달 할 수 있을 것으로 보인다.

〈표 10〉 회귀분석 결과표 : Model #1_뉴스테이 리츠

구 분		분석 1			분석 2				
		추정계수	t값	VIF	추정계수	t값	VIF		
(상수)		-19.228	-1.123		-17.709	-1.190			
규모특성	총사업비	0.723	1.177	1.170	0.855	1.567	1.269		
부채특성	LTV(총부채/총사업비)	-0.012	-0.273	1.204					
	민간용자/총사업비				-0.106	**	-2.154	4.521	
	기금융자/총사업비				-0.050		-1.212	3.227	
	보증금/총사업비				-0.003		-0.070	3.825	
출자특성	재무적투자자	0.104	***	2.930	1.106	0.088	***	2.874	1.136
지역특성	지역더미(서울)	-0.916		-0.975	1.243	-0.390		-0.471	1.330
F-value		3.205 **			5.396 ***				
R^2		27.4%			50.3%				
adj R^2		18.8%			41.0%				

주1 : 종속변수 : 예상 주주 내부수익률(%)

주2 : 유의수준 10%(*), 5%(**), 1%(***)하에서 유의함.

임대형 리츠의 회귀분석 결과를 살펴보면 〈표 11〉과 같다. 우선 총부채 사용 증가는 수익성에 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 재무적투자자의 자본출자와 배당수익 확보를 위해 높은 수익성이 확보된 자산을 매입하는 임대형 리츠의 특성이 반영된 결과로 해석될 수 있다. 또한 임대형 리츠는 김준형·고성수(2018)의 선행연구 결과와 같이 LTV 비율의 증가에도 불구하고 대출자와 차주 간 내생적 조정 현상에 의해 낮은 금리로 자금을 조달하고 수익성을 증가시키고 있다고 볼 수 있다.

임대형 리츠의 보증금 사용은 통계적 유의성이 나타나지 않았으나 방향성 측면에서 수익성에 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다. 이는 가설과 반대의 결과로 보증금 증가에 따른 전월세전환비율이 투자자의 요구수익률보다 높게 책정됨에 따라 보증금의 활용이 수익률 개선에 긍정적으로 작용하고 있는 것으로 예상될 수 있다.

〈표 11〉 회귀분석 결과표 : Model #2_임대형 리츠

구 분		분석1			분석2		
		추정계수	t값	VIF	추정계수	t값	VIF
(상수)		8.430	0.300		8.585	0.305	
규모특성	총자산	-0.642	-0.575	1.088	-0.728	-0.649	1.094
부채특성	LTV(총부채/총자산)	0.205 *	1.707	1.133			
	민간용자/총자산				0.262 *	1.969	1.900
	기금융자/총자산						
	보증금/총자산				0.150	1.134	1.696
출자특성	재무적투자자	0.100 ***	3.049	1.110	0.101 ***	3.068	1.111
지역특성	소재터미(서울)	-6.245 ***	-3.338	1.178	-6.590 ***	-3.463	1.219
F-value		6.300 ***			5.237 ***		
R^2		37.0%			38.4%		
adj R^2		31.1%			31.1%		

주1 : 종속변수 : 연평균 배당수익률(%)

주2 : 유의수준 10%(*), 5%(**), 1%(***)하에서 유의함.

두 모형 간 회귀분석 결과 비교는 〈표 12〉와 〈표 13〉에 제시하였으며, 〈표 12〉는 부채 구성요소 중 총부채를 반영한 회귀분석 결과이며, 〈표 13〉은 총부채를 구성하는 민간용자, 기금융자, 보증금을 종합적으로 반영한 회귀분석 결과이다. 재무적투자자의 출자비중 증가는 뉴스테이 리츠와 임대형 리츠 모두의 수익성에 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다. 이는 가설에서 예상했던 바와 같이 재무적투자자의 참여가 사업 안정성을 높이고 자본조달비용을 감소시켜 자산운영자가 리츠의 운영을 보다 효율적으로 관리·감독 하고 있는 것으로 해석될 수 있다.

지역적 특성과 관련하여 뉴스테이 리츠는 통계적으로 유의성이 나타나지 않았으나, 임대형 리츠의 경우 통계적으로 유의한 수준에서 서울지역에 소재한 자산의 수익성이 오히려 낮은 것으로 나타났다. 이는 서울지역에 소재한 편입자산의 경우 안정적 임차인 확보로 인한 공실률 저하, 매각의사결정시 높은 환금성으로 인한 위험의 감소효과가 투자자의 요구 수익률을 하락시키는 것으로 해석된다.

〈표 12〉 회귀분석 결과비교 : 총부채

구 분		〈Model #1〉 뉴스테이 리츠		〈Model #2〉 임대형 리츠	
		추정계수	t값	추정계수	t값
(상수)		-19.228	-1.123	8.430	0.300
규모특성	총자산	0.723	1.177	-0.642	-0.575
부채특성	총부채비중	-0.012	-0.273	0.205 *	1.707
출자특성	재무적투자자 비중	0.104 ****	2.930	0.100 ****	3.049
지역특성	소재더미(서울)	-0.916	-0.975	-6.245 ****	-3.338
F-value		3.205 **		6.300 ****	
R^2		27.4%		37.0%	
adj R^2		18.8%		31.1%	

주1 : 종속변수 : 〈Model #1〉은 예상 주주 내부수익률(%), 〈Model #2〉는 연평균 배당수익률(%).임.

주2 : 유의수준 10%(*), 5%**), 1%(****)하에서 유의함.

〈표 13〉 회귀분석 결과비교 : 총부채 구성요소

구 분		〈Model #1〉 뉴스테이 리츠		〈Model #2〉 임대형 리츠	
		추정계수	t값	추정계수	t값
(상수)		-17.709	-1.190	8.585	0.305
규모특성	총자산	0.855	1.567	-0.728	-0.649
부채특성	민간용자비중	-0.106 **	-2.154	0.262 *	1.969
	기금융자비중	-0.050	-1.212		
	보증금비중	-0.003	-0.070	0.150	1.134
출자특성	재무적투자자비중	0.088 ****	2.874	0.101 ****	3.068
지역특성	소재더미(서울)	-0.390	-0.471	-6.590 ****	-3.463
F-value		5.396 ****		5.237 ****	
R^2		50.3%		38.4%	
adj R^2		41.0%		31.1%	

주1 : 종속변수 : 〈Model #1〉은 예상 주주 내부수익률(%), 〈Model #2〉는 연평균 배당수익률(%).임.

주2 : 유의수준 10%(*), 5%**), 1%(****)하에서 유의함.

V. 결론

중산층의 주거 안정을 목적으로 2015년 도입된 ‘뉴스테이’ 정책은 공공성 강화를 위한 제도적 보완을 거쳐 현재 ‘공공지원 민간임대주택’이라는 명칭으로 사업이 진행 중에 있다. 뉴스테이 리츠의 수익률에 미치는 영향요인 고찰은 향후 민간주도의 사업이 기대되는 ‘공공지원 민간임대주택’ 사업에서 리츠의 경영활동과 관련한 자본조달 특징을 예상하는데 시사점을 제공할 것으로 기대된다. 본 연구는 리츠의 수익률 결정요인을 연구한 선행연구와 뉴스테이 리츠의 사업특성을 종합적으로 고려하여 실증분석을 수행하였으며, 임대형 리츠를 실증분석한 결과와 비교·분석을 통해 다음과 같은 결과를 도출하였다.

첫째, 임대형 리츠의 부채비율 증가는 수익성 증가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 뉴스테이 리츠의 경우 통계적으로 유의한 결과가 도출되지 못하였다. 이는 뉴스테이 리츠가 현재 진행중인 사업으로 공공성과 장기 개발사업의 특성을 동시에 포함하고 있는 결과라고 해석될 수 있다. 둘째, 임대형 리츠의 민간용자 사용은 수익성에 정(+)^의 영향을 미치고 있어 뉴스테이 리츠와 다른 결과가 도출 되었다. 셋째, 뉴스테이 리츠와 임대형 리츠 모두에서 보증금을 통한 자본조달 효과가 수익성에 미치는 영향은 통계적으로 유의한 결과가 도출되지 못하였다. 다만, 방향성 측면에서 뉴스테이 리츠의 경우 수익성에 부(-)^의 영향을 미치고 있는 것으로 나타난 반면, 임대형 리츠의 경우 수익성에 정(+)^의 영향을 미치고 있어 상반된 결과가 존재하였다.

넷째, 재무적투자자의 출자비중 증가는 뉴스테이 리츠뿐만 아니라 임대형 리츠에 있어서도 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 확인되었다. 이는 재무적투자자가 리츠의 투자의사결정, 운용, 매각 등 관리자의 역할을 효율적으로 수행하고 있음을 나타낸다. 다섯째, 편입자산이 소재한 지역이 수익성에 미치는 영향과 관련하여 뉴스테이 리츠는 통계적으로 유의한 결과가 도출되지 못하였다. 반면, 임대형 리츠는 서울지역에 위치한 자산을 편입한 리츠의 수익률이 서울 외 지역에 위치한 자산을 편입한 경우 보다 수익률이 낮은 것으로 분석되었다. 이는 토지 및 건물 등 자산 매입가격이 상대적으로 높은 우량 자산을 리츠에 편입시킴으로써 안정적 임대수익을 확보하는 임대형 리츠의 특성을 반영한 결과이다. 또한 서울 지역에 소재한 자산의 경우, 풍부한 임대수요로 인해 공실률이 낮고 매각의사 결정 시 높은 환금성을 확보할 수 있어 운영위험이 감소하게 되며 이로인해 투자자

의 요구수익률이 상대적으로 낮아진 결과로도 해석될 수 있다.

본 연구는 2015년 도입된 뉴스테이 리츠를 대상으로 실증분석이 이루어진 만큼 다음과 같은 연구의 한계가 존재한다. 우선, 뉴스테이 리츠의 경우 대부분의 사업이 미 완공 상태로 건설 중이며, 배당수익이 발생하지 않아 실증분석을 위한 자료는 예상 자료를 활용할 수밖에 없었으며, 임대형리츠의 경우 청산을 통한 자산매각 수익이 반영되지 못하였다. 따라서 두가지 유형의 리츠를 상호 직접 비교 하기에는 무리가 따르며, 연구의 결과는 실현수익을 분석한 임대형 리츠에 기초하여 뉴스테이 리츠의 자본조달 방식에 따른 예상수익 변화를 예측해 볼 수 있는 기초연구로 활용될 수 있는데 그 의의가 있다. 또한 리츠의 수익에 미칠 수 있는 여러 요인 중 재원조달 측면을 중심으로 실증분석이 이루어져 사업구조 및 시장상황, 사업리스크 등이 종합적으로 고려되지 못하였으며, 총수익 중 주주의 기대수익률을 구분하여 반영하지 못한 점이 아쉬움으로 남는다. 향후 ‘공공지원 민간임대주택’ 사업과 관련한 운영 자료가 축적된다면, 사업의 특성을 보다 현실적이고 면밀히 분석 할 수 있는 연구가 진행되길 기대한다.

참고문헌

1. 김상진·이명훈, “K-REITs(부동산투자회사)의 투자 유형별 특성 분석”, 『한국산학기술학회 논문지』, 제17권 제11호, 한국산학기술학회, 2016, pp.66-79.
2. 김영래·김필규·최종범, “자본구조 결정요인과 부채비율 조정속도에 관한 연구”, 『한국재무학회 학술대회』, 한국재무학회, 2007, pp.1443-1483.
3. 김은주·고성수, “공모형 부동산펀드의 성과결정요인에 관한 연구”, 『부동산·도시연구』, 제2권 제1호, 건국대학교 부동산·도시연구원, 2009, pp.103-114.
4. 김준형·고성수, “리츠 대출의 가산금리 결정요인 연구”, 『주택연구』, 제26권 제3호, 한국주택학회, 2018, pp.79-107.
5. 신용상·이상영·이수욱·이태리, 『기업형 임대주택(뉴스테이) 공급 활성화를 위한 금융지원 방안 연구』, 국토연구원, 2017.
6. 여수진·유상철·신동훈, “리츠 수익률의 결정요인에 관한 연구_내부요인을 중심으로”, 『대한부동산학회지』, 제32권 제1호, 한국주택학회, 2014, pp.183-208.

7. 유상철, “리츠(REITs)의 운영성과 및 특성” 강원대학교 박사학위논문, 2012.
8. 이경순, “임대형 부동산 간접투자상품의 배당수익률 결정요인 분석”, 건국대학교 석사학위논문, 2010.
9. 이병훈 · 이백래 · 김주형 · 김재준, “회귀분석을 통한 부동산투자회사(REITs) 오피스빌딩의 수익률 영향요인 분석”, 『대한건축학회논문집』, 제27권 제9호, 대한건축학회, 2011, pp.293-300.
10. 이상영, 『기업형 임대주택사업의 문제점 및 정책과제』, 한국감정원, 2016.
11. 전재호, “자기관리 리츠의 활성화 방안에 관한 연구; 상장리츠를 중심으로”, 건국대학교 석사학위논문, 2012.
12. 최명섭 · 이무근 · 이상영, “건설형 뉴스테이 임대주택 리츠의 수익-위험 분석”, 『감정평가학논집』, 제16권 제1호, 한국감정평가학회, 2017, pp.143-164.
13. Xu, R., and J. T. L. Ooi, “Good Growth, Bad Growth: How Effective are REITs’ Corporate Watchdogs?,” *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 57 No. 1, 2018, pp.64-86.

- | | |
|---------|---------------|
| • 접수일 | 2019. 02. 12. |
| • 심사일 | 2019. 02. 13. |
| • 심사완료일 | 2019. 04. 04. |

국문요약

뉴스테이 리츠의 수익률 영향요인 연구

중산층의 주거안정을 목적으로 추진 중인 뉴스테이 리츠는 사업의 공공적 성격과 사업기간의 장기화 등 개발사업의 특성을 가지고 있어 임대형 리츠와 차별화된 특징이 관찰된다. 실증분석을 통해 도출된 주요 결과는 같다. 첫째, 임대형 리츠의 경우 부채비율 증가에 따른 정(+)의 레버리지 효과가 나타났으나, 뉴스테이 리츠의 경우 통계적으로 유의한 결과가 도출되지 못하였다. 둘째, 뉴스테이 리츠의 민간용자 사용은 사업의 특성상 수익성 개선에 제한적인 영향을 미치고 있는 것으로 해석된다. 셋째, 재무적투자자의 출자비중 증가는 사업의 안정성 제고로 뉴스테이 및 임대형 리츠의 수익성에 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다. 다만, 본 연구의 결과는 뉴스테이 리츠와 관련한 예상 자료를 활용할 수밖에 없었던 점, 사업성에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요소 중 자본조달을 중심으로 실증분석을 수행점 등 연구의 한계가 존재한다. 따라서 본 연구는 실현수익을 분석한 임대형 리츠의 결과에 기초하여 뉴스테이 리츠의 자본조달 방식에 따른 예상수익 변화를 예측해 볼 수 있는 기초연구의 하나로 활용될 수 있을 것이다. 본 연구가 향후 ‘공공지원 민간임대주택’ 사업의 성공적 추진에 기여할 수 있기를 기대한다.