

## K-REITs(부동산투자회사)의 투자 유형별 특성 분석

김상진, 이명훈\*

한양대학교 도시대학원 도시개발경영학과

### A Study on the K-REITs of Characteristic Analysis by Investment Type

Sang-Jin Kim, Myenog-Hun Lee\*

Graduate School of Urban Studies, Hanyang University

요 약 최근 리츠 인가의 증가로 대두되는 사안은 경영활동에 드는 자금을 어떻게 조달하는지와 투자 자금을 효율성 있게 운용함으로써 기대 수익률과 경영 극대화를 목표 설정에 맞게 실현될 수 있는지 대한 문제로 귀결되는 듯하다. 이에 본 연구는 국내 리츠가 운용된 2002년부터 2015년(2007~2009년, 글로벌 금융위기 기간의 파급효과 기간은 제외하였음)까지 리츠의 사업현황, 투자, 재무 등 경영 전반에 관련 자료를 구축하여 투자 유형별 특성을 분석하고 리츠의 부채비율에 영향을 미치는 요인을 분석하였다. 분석결과 리츠의 최대주주 성향이 법인, 연기금, 공제회, 은행, 증권, 보험 등의 비중이 높게 나타나며 최근 최대주주와 주요주주의 비중이 상승하고 있다. 리츠 투자에서 기관투자자 역할이 증대되면서 기관투자자가 리츠 성장을 견인한 것으로 보인다. 기관투자자에서 자주 목격되는 동시 투자자에게 다른 금융기관보다 더 높은 이자율을 지급된 것으로 분석되어, 리츠가 동시투자자에 대하여 유인과 보상을 병행한 것으로 판단된다. 부채비율과 관련 변수 간의 영향요인에 대하여 다중회귀분석을 수행한 결과 부채비율이 수익성과는 음(-)의 관계를 맺어 자본조달순위이론을 지지하며, 투자 기회(성장성)는 음(-)의 관계, 자산 규모와는 양(+)의 관계를 맺어 상충이론을 따르는 것으로 분석되었다. 이와 같은 연구결과는 국내 리츠가 공모형 리츠보다는 사모형 리츠 위주로 운용되고 있어 타인자본 조달 시 주식시장의 자금조달보다는 유형 자산(대부분 부동산)의 담보에 의한 차입으로 운영되고 있는 리츠시장을 반영한 것으로 보인다. 또한, 글로벌 금융위기 이후 타인자본을 리츠 사업에 적극적으로 활용하고 있으며, 최대주주의 비중과 성장, 투자상품에 따라 부채비율이 결정되고 있음을 보여준다.

**Abstract** A discussion has recently emerged over the increase of approvals of K-REITs, which is concluded on the basis of how to raise funds for business activity, fulfill the expected rate of return and maximize the management of managing investment funds. In addition, corporations need to acknowledge the necessity of the capital structure reflected in the current economic environment and decision-making processes. This research analyzed the characteristics by investment types and influence factors about the debt ratio of K-REITs. The data were collected from general management about business state, investment, and finance from 2002 to 2015 in K-REITs (except for the GFC period of 2007~2009). The results of the research demonstrated the high ratios of the largest shareholder characteristics, which are corporation, pension funds, mutual funds, banks, securities, insurance, and, recently, the increasing ratio of the largest shareholder and major stockholder. The investment of K-REITs is increasing the role of institutional investors that take a leading development of K-REITs. The behaviors of simultaneous investment of institutional investors were analyzed to show that they received higher interest rates than other financial institutions and ran in parallel with attraction and compensation. The results of the multiple regressions analysis, utilizing variables about debt ratio were as follows. The debt ratio showed a negative (-) relation that profitability is increasing, which matches the pecking order theory and trade off theory. On the other hand, investment opportunities (growth potential) showed a negative (-) relation and assets scale that indicated a positive (+) relation. The research results are reflected as follows. K-REITs focused on private equity REITs more than public offering REITs, and in the case of financing the capital of others, loan capital is operated under the guarantee of tangible assets (most of real estate) more than financing of the stock market. Further, after the GFC, the capital of others was actively utilized in K-REITs business, and the debt ratio showed that the determinant factors by the ratio and characteristics of the largest shareholder and investment products.

**Keywords** : REITs, investment, institutionalization, simultaneous investment, leverage ratio

\*Corresponding Author : Myenog-Hun Lee(Hanyang Univ.)

Tel: +82-2-2220-0419 email: mhlee99@hanyang.ac.kr

Received September 22, 2016

Revised (1st October 17, 2016, 2nd October 26, 2016)

Accepted November 10, 2016

Published November 30, 2016

## 1. 서론

### 1.1 연구의 배경 및 목적

외환위기 이후 부동산 간접투자자와 유동화 취지에서 2001년 도입된 부동산투자회사(Real estate investment trusts; REITs, 이하 리츠)는 다수의 투자자에게 투자자금을 받아 부동산과 관련 사업에 투자, 운용한 후 수익을 주주에게 배당하는 기업을 말한다. 리츠는 국토교통부의 감독을 받으며 국민이 좀 더 쉽게 부동산에 투자하여, 안정적인 임대수익과 임차자에게 유용한 공간을 연결해 자본시장의 효율성을 높여 주고 있다 [1].

리츠는 설립목적에 따라 기업구조조정리츠와 일반부동산리츠로 구분되며, 관리형태에 따라 위탁관리리츠와 자기관리리츠로 구분된다. 2002년 교보메리츠 구조조정리츠가 운용되면서 리츠 사업을 시작하였으며, 2006년 국민연금이 투자하면서 자산규모가 확대되기 시작했다. 2016년 1분기 기준으로 운용 중인 리츠는 130개, 자산규모는 약 18조 5천억 원이다 [2]. Fig 1은 국내 리츠의 성장(자산규모)을 보여준다.

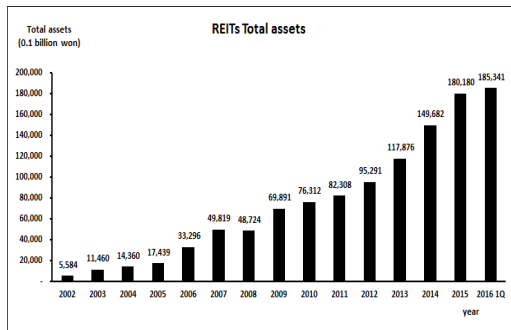


Fig. 1. REITs Total assets

Note) <http://www.kareit.or.kr/>. KAREIT

최근 리츠 설립인가가 증가하면서 대두되는 사안(issue) 중 하나는 리츠의 경영활동에 드는 투자자금을 어떻게 조달할 수 있는가와 리츠 운용을 효율성 있게 경영하여 기대되는 수익률이 실현될 수 있는지 대한 문제로 귀결되고 있다.

투자자금과 목표 기대수익률과 연계하여 자기자본(자본금)과 타인자본(차입)의 비율인 부채비율은 투자를 결정할 때 검토되어야 할 중요한 요인이다.

이에 본 연구에서는 투자 유형별 특성을 최대주주의 비중과 성향, 기관투자자와 동시 투자(simultaneous

investment) 특성 등을 구분하여 분석하고, 리츠의 내부요인을 변수화하여 경영 요소인 부채비율에 영향을 미치는 요인을 분석하고자 한다. 이에 리츠의 투자 행태를 이해하고 리츠의 경영요소인 부채비율에 관한 실질적인 정보를 제공하는 것이 본 연구의 목적이다.

### 1.2 연구의 범위와 내용

본 연구의 시간적 범위는 리츠 운용을 시작한 2002년 1월부터 2015년 12월 말까지 사업 완료된 리츠를 포함하여 분석한다. 다만 글로벌 금융위기 기간인 2007년~2009년(3년간) 사이의 운용된 리츠는 신용경색을 고려하여 분석에서 제외하였다. 이러한 분석 제외 기간 설정은 투자 유형별 특성과 부채비율에 영향을 미치는 요인을 좀 더 공정하게 분석하고 글로벌 금융위기 기간의 과급효과(Spill-over effect) 제외하여 살펴보기 위함이다. 실증분석을 위한 자료는 국토교통부와 한국리츠협회가 공시한 투자보고서와 사업보고서이며, 금융감독원 전자공시시스템의 감사보고서 자료이다. 구축된 자료는 회계단위 기준으로 6개월(반기)로 구성되어 있다. 이에 151개 리츠에서 881개 관측점 자료를 구축하였다 [3], [4].

▷ 분석의 시간적 단위 : 6개월(반기)

▷ 분석 관측점 : 881개 (리츠 151개)

▷ 리츠 당 평균 자료 : 5.8개

본 연구의 분석방법은 다음과 같다.

첫째, 투자보고서, 사업보고서, 감사보고서를 활용하여 사업 내용과 주주 현황, 차입조건 등 리츠의 내부요인과 재무, 투자 내용에 대한 자료를 구축하고 예비 변수체계를 도출한다.

둘째, 자기자본과 타인자본인 자본구조의 이론적 배경과 선행연구 고찰을 통하여 연구의 차별성을 제시한다.

셋째, 리츠의 재무, 투자요인을 변수화하여 교차분석을 수행함으로써 투자 유형별 특성을 파악한다.

넷째, 리츠의 부채비율 결정요인을 내부 요인과 투자 유형별 특성을 고려하여 다중회귀모형을 설정하고 변수간 영향 정도와 유의성을 검증한다.

논문의 구성은 다음과 같다. 제2절에서는 이론 검토 및 선행연구, 연구의 차별성을 제시한다. 제3절에서는 리츠의 투자 유형별 특성을 최대주주, 기관투자자, 동시투자자 등으로 구분하여 파악하고, 부채비율 결정요인에 관한 변수로 활용한다. 4절에서는 리츠 부채비율과 관련

하여 다중회귀모형을 설정하고 재무와 투자요인을 중심으로 관련 변수 간 영향도와 유의성을 파악한다.

5절에서는 리즈 부채비율과 투자 유형별 특성에 관한 분석 결과를 정리하고 시사점을 도출한다.

## 2. 이론검토 및 선행연구

### 2.1 이론검토

#### 2.1.1 기관투자자, 동시투자자의 개념

기관투자자의 정의는 국제적으로 통일되어 있지 않지만, 고객의 자금을 모아 증권시장에 참여하여 수익을 증가시키는 투자 주체를 의미한다. 한국거래소에서는 증권회사, 투자신탁회사, 보험회사, 은행 및 중앙회, 투자금융회사, 종합금융회사, 저축은행, 연기금, 공제회 등의 개념을 사용하고 있는데, 본 연구에서는 한국거래소의 기관투자자 기준에 따라 분류하고 투자행태를 파악한다 [5].

리즈의 자본은 자기자본(자본)과 타인자본(부채)으로 구성되며, 자기자본에 투자하는 자본금 투자자와 저당권에 담보하고 대출금에 투자하는 대출금 투자자, 추가하여 하나의 리즈에 주주로서 자본금에 투자하면서 대출을 동시에 투자하는 동시투자자(주주)가 있다. 즉, 동시투자자는 리즈 프로젝트에 시점의 차이가 발생하더라도, 자본금 투자와 대출금 투자를 동시에 수행하여 주주와 채권자의 지위를 이중적으로(dual holding) 또는 동시에 투자(simultaneous investment)하는 경우를 의미한다 [6].

#### 2.1.2 자본구조의 이론적 고찰

자본조달에 따른 자본구조와 관련하여 Modigliani & Miller(1958)[7]를 시작으로 부채와 자기자본의 구성이 적절한 수준일 때 기업가치가 극대화된다는 상충이론(Trade off theory)과 기업가치 극대화를 위해 자본조달의 편의성 또는 이용 가능성에 따라 내부자본, 부채, 유상증자의 순서로 자금을 조달한다는 자본조달순위이론 간에 상반된 주장이 제기되고 있다.

상충이론(Trade off theory)에 따르면 첫째, 투자기회인 성장성이 높을수록 부채비율은 음(-)의 관계에 있다. Feng et al.(2007)은 리즈의 투자기회를 상충이론인 것으로 판단했는데, 투자기회가 많을수록 투자의 재무적 위험을 회피하기 위해 낮은 부채비율을 나타낸다고 분석하였다 [8].

둘째, 수익성이 높을수록 부채비율은 양(+)의 관계에

있다. Jensen(1986)은 수익성이 양호한 기업은 현금흐름을 바탕으로 더욱 많은 부채를 감당할 수 있는 터전이 만들어진다고 실증 분석하였다 [9].

셋째 상충이론에 따르면, 기업규모가 증가하면 할수록 부채비율은 양(+)의 관계를 맺는 것으로 분석한다. Ang et al.(1982)는 기업규모가 증가하면 파산비용이 적어지게 되므로 더욱 많은 부채를 감당할 수 있게 된다고 보았다 [10].

자본조달순위이론(Pecking order theory)에 따르면 첫째, 리즈의 성장성(투자기회)가 확대될수록 내부자금만으로 투자하기에는 부족하므로 부채비율은 양(+)의 관계를 맺는다고 보고한다. Feng et al.(2007)은 자본조달순위이론으로 리즈를 해석하였는데, 장부가치 대비 시장가치비율이 높은 성장기업인 경우에는 주식의 가치가 할인되는 문제점으로 부채에 의한 자금조달을 선호한다고 주장한다 [8].

둘째, 수익성이 높을수록 부채비율은 감소할 것이다. 기업은 조달비용이 가장 저렴한 내부자금을 먼저 활용할 가능성이 높다. 내부자금의 사용으로 부채비율과는 음(-)의 관계를 나타낼 것으로 보인다.

셋째, 자산의 총계(리즈의 규모)가 증가할수록 부채비율은 음(-)의 관계를 나타낼 것이다.

Blazenko(1987)는 기업의 규모 증가는 정보의 비대칭성을 감소시켜서 기업규모와 부채비율은 음(-)의 관계라고 보았다 [11].

상기와 같이 상충이론과 자본조달순위이론 간에는 부채비율에 따른 자본구조의 해석을 달리하고 있다. 아래 Table 1.은 상충이론과 자본조달순위이론의 부호를 정리하였다.

Table 1. Trade off theory and Pecking order theory estimate

type	Trade off theory	Pecking order theory
Profitability	positive(+)	negative(-)
Firm Size	positive(+)	negative(-)
Investment Opportunity	negative(-)	positive(+)

리즈는 실물 부동산에 투자함으로써 담보가치가 크며, 배당가능이익의 90% 이상 배당 시 법인세가 공제되는 장점이 있다. 이에 일반기업과 리즈는 자본구조의 부채비율에 영향을 미치는 요인이 다르게 나타날 것으로 판단되어 선행연구에서 그에 따른 분석 내용을 추가하여 설명하도록 한다.

## 2.2 선행연구

### 2.2.1 선행연구 고찰

박원석(2003)은 국내 리츠가 매우 낮은 체계적 위험( $\beta$ 값)을 보이는 것은 미국 리츠와 비교해 볼 때 기관투자자 중심의 투자에 기인한 것으로 안정적인 투자상품임을 설명한다 [12].

김관영·박정호(2007)는 리츠의 위험은 주식시장의 연계성보다는 배당금 지급과 같은 리츠 고유 요인에 의해 결정되며, 상장 리츠는 부동산과 주식 유동성을 모두 갖춘 투자수단이라는 점을 강조하고 있다 [13].

장병기·심성훈(2007)은 국내 리츠와 부동산, 주식시장 간 시장요인을 다요인 모형으로 분석한 결과, 주식 성향은 낮고 부동산 특성을 보여 포트폴리오 구성 시 실물 부동산을 일부 대체할 수 있다는 점을 강조한다 [14].

정완성(2009)는 리츠의 자본구조에 영향을 미치는 요인에 관한 실증연구에서 리츠가 자본조달순위이론을 따른다는 점을 강조하면서 정보의 비대칭성과 조달비용의 측면이 의사결정에서 상대적으로 중요한 의미를 가진다고 설명한다 [15].

장영길·이현석(2010)은 국내 리츠는 글로벌 금융위기 이후 외부 충격에 노출되어 있어 리츠는 장기투자에 바람직하다고 분석하였다 [16].

조현민·김경민(2011)는 만기가 존재하는 리츠는 매각 차익을 위해 장기보유가 증가하고 거래량을 감소시켜 유동화라는 본래 취지와 거리가 있다는 점을 지적한다 [17].

서원형(2014)은 리츠는 자본시장 변동에 민감하게 반응하여 포트폴리오 분산 효과가 반감되며, 미국 리츠보다 글로벌 금융위기에 다소 둔감한 모습을 보인다고 분석하였다 [18].

이석기(2016)은 부동산 간접투자에서의 동시 투자는 유인과 보상 때문에 투자가 이루어지고 있음을 밝히고 있다 [6].

국내 리츠 선행연구에서는 투자와 부채비율에 관한 선행연구가 다소 부족하여 해외 선행연구를 추가하였다

Rajan & Zingales(1995)는 기업의 성장성, 수익성, 규모, 운영위험 등이 부채비율에 영향을 미치며, 수익성과 부채비율 간에는 음(-) 관계를 맺으며 자본조달순위이론을 지지한다고 보았다 [19].

Capozza & Seguin(2001)은 1989년부터 1998년까지의 미국 리츠를 분석대상으로 주거용 리츠인 경우 기업

의 규모와 부채비율 간에는 음(-)의 관계를 맺으며, 다른 리츠에 비해서 담보가치로 인해 부채비율이 더 높다고 분석하였다 [20].

Baker & Wurgler(2002)는 투자기회 측면이 높은 기업은 자본시장에서 긍정적인 기업평가로 인해 자기자본 조달이 선호되면서 부채비율과는 음(-)의 관계를 나타낸다고 분석하였다 [21].

Howton *et al.*(2003)은 미국 리츠의 재무자료를 1993년~2001년의 자료를 토대로 자본조달순위이론 측면에서 수익성과 부채비율과는 음(-)의 관계임을 실증 분석하였으나, 투자기회와 부채비율 간에는 유의한 결과를 얻지 못했다 [22].

Chen, Harford and Li(2006)는 미국 리츠의 기관투자자의 투자경향과 현황을 정리하고 기관 유형에 따라 리츠 이익의 정도를 확인한 결과, 리츠 이익은 투자 기간이 길수록 거래빈도가 높을수록 낮은 것으로 분석되었다 [23].

Morri and Beretta(2008)는 2002년~2005년까지의 미국 리츠의 자료를 토대로 리츠의 자본구조를 실증 분석하였는데, 수익성과 부채비율은 음(-)의 관계, 투자기회와 부채비율은 양(+)의 관계. 기업의 규모와 부채비율과는 양(+)의 관계를 맺는다고 분석하였다 [24].

Bauer *et al.*(2010)은 미국 리츠를 대상으로 2002년~2006년의 509개 관측점의 재무자료를 분석한 결과 배당성향이 낮은 리츠가 상대적으로 수익률이 높다는 점을 확인하였는데, 이 같은 결과는 전문성 높은 자산관리 회사와 수익률 간에 양(+)의 관계임을 보여준다 [25].

Harrison *et al.*(2011)은 미국 리츠의 재무자료를 1990년~2008년까지 473개사, 2,409개의 관측점을 활용한 분석 결과에서 리츠 부채비율이 모든 이익과 비용을 고려하여 최적의 자본구조를 선택한다는 상충이론(Trade-off Theory, TOT)에 근거한다고 보았다 [26].

Paul Brockman *et al.*(2014)는 미국 리츠를 대상으로 1985년~2007년까지 1,924개의 관측점의 자료를 구축한 후 투자 유의성을 분석한 결과, 총자산, 자본의 시장가치, 차입금 대비 이자 지급 비용, 레버리지 비율 등이 기관투자자의 비율이 증가할수록 수익에는 양(+)의 영향을 준다는 점을 강조한다 [27].

Gunjan Banati *et al.* (2015)는 미국 리츠를 대상으로 1994년 10월~2014년 10월까지 자료를 구축한 후, 이자율을 분석한 연구에서 사업 기간이 짧은 경우보다 긴 경

우에 이자율에 대한 위험이 더 크게 나타나는데 이는 자산 특성요인 때문으로 분석하였다 [28].

이상의 해외 선행연구에서는 리츠의 수익성과 투자기회(성장성), 기업규모와 부채비율 간의 관계는 자본조달순위이론(Pecking order theory)를 따르고 있다. 그러나 기업의 규모와 부채비율 간에는 양(+)의 관계가 있다는 점을 강조하면서도 리츠 상품에 따라서는 기업의 규모와 부채비율이 음(-)의 관계가 있음을 보고하고 있다. 또한, 투자기회인 성장성과는 양(+), 음(-)의 상반된 연구 결과를 보여주고 있어 리츠가 일반기업과도 다소 구별된 모습을 가지고 있음을 실증분석하였다.

### 2.3 연구의 차별성

본 연구는 다음과 같은 점에서 연구의 차별성을 가진다. 첫째, 글로벌 금융위기 기간의 파급효과(Spill-over effect) 기간인 2007년~2009년을 제외하고 2002년~2006년, 2010년~2015년으로 구분하여 리츠의 투자 유형별 특성을 비교 분석하였다. 둘째, 분석 기간 내 리츠를 투자 유형별로 분류한 후 주주 특성과 기관투자자의 기관화 현상에 대해 분석하고, 동시투자자와 단일 투자인 자본금만 투자하는 그룹과 비교하여 유형별 특성에 관해 분석하였다. 셋째, 리츠의 부채비율에 미치는 영향요인을 리츠의 내부 요인뿐만 아니라 리츠 지배와 관련한 최대주주와 주주 특성을 변수화하여 다중회귀모형을 설정하고 변수 간 영향도와 유의성을 파악하였다. 마지막으로 리츠 투자에 관해 결과를 정리하고 추후 연구의 방향성과 한계점을 제시한다.

## 3. 리츠 투자 현황 분석

### 3.1 자료

본 연구의 151개 리츠에서의 관측점은 N=881로 2002년부터 2006년까지, 2010년부터 2015년까지, 전체 기간으로 구분하여 Table 2.에 정리하였다. 구조조정리츠(N=414)와 위탁관리리츠(N=381)의 관측점은 N=795로 전체 리츠의 90.2%로 높은 비중을 차지하고 있다. 상품별로는 오피스(N=460)와 리테일, 주택, 물류, 호텔의 리츠 상품을 통합하여 비오피스(N=421) 구성되어 있다.

Table 2. K-REITs Survey Point

year	Survey Point	Office	Non-Office
2002	4	2	2
2003	11	8	3
2004	17	13	4
2005	20	15	5
2006	26	20	6
2002~2006Y	78	58	20
2010	72	36	36
2011	94	49	45
2012	117	66	51
2013	132	77	55
2014	169	86	83
2015	219	88	131
2010~2015Y	803	402	401
Total	881	460	421

Note :1. REITs/Survey Point/Amount assets-six months financial statements(Amount)

2. Non-Office Type: Retail, Housing, Warehousing, Hotel

### 3.2 최대주주와 주요 주주 특성 및 현황

상법상 주식회사 형태로 리츠가 운영되고 있어, 주주 구성의 흐름을 먼저 파악할 필요가 있다. 주주는 의사결정권을 가장 많이 소유한 최대주주와 소유 지분이 3% 이상의 주요주주가 있다. 또한, 경영에는 참여하지 않지만, 배당참여와 잔여 청구권 권리를 가지는 소액주주로 구분할 수 있다.

Table 3.는 리츠의 최대주주를 기간 구분하여 분석한 결과 글로벌 금융위기 이후 리츠의 최대주주 지분율이 이전보다 평균 22.4% 높아져 최대주주 지분율이 강화된 모습을 보인다. 최대주주 성향은 경영전략과 투자입지, 목표 기대수익률 등에서 리츠의 경영권을 가지고 의사결정을 시행함으로 리츠가 다른 특성을 보이는 주요 요인으로 작용한다.

Table 3. K-REITs Largest Shareholder(%)

Type	Survey Point	Largest Shareholder (%)
2002-2006Y	78	36.2%
2010-2015Y	803	58.6%
Total	881	56.6%

리츠의 최대주주성향을 유사한 주요 업종(10개)으로 묶어서 정리한 표가 Table 4이다.

Table 4. K-REITs Largest Shareholder style

Type	2002 ~2006Y	2010 ~2015Y	Total
Corporation	15	202	217(24.6%)
Pension Funds	5	119	124(14.1%)
Mutual Funds	0	128	128(14.5%)
banks	19	70	89(10.1%)
Securities	2	86	88(10.0%)
insurance	22	16	38(4.3%)
individual	0	68	68(7.7%)
government	0	37	37(4.2%)
Public Cor.	0	8	8(0.9%)
Foreign Cor.	15	69	84(9.5%)
Total	78	803	881(100%)

리츠의 최대주주 성향 중 빈도수가 가장 법인은 구조조정 물건의 소유주로서 리츠에 참여하면서 최대주주의 지위를 차지하는 투자 성향을 보인다.

법인 다음으로, 공제회> 연기금> 은행> 증권> 외국법인> 개인 > 정부(뉴스테이리츠)> 보험> 공기업 순으로 분석된다. 외국 법인은 구조조정리츠, 연기금/공제회는 위탁관리리츠, 은행은 구조조정과 위탁관리리츠, 증권/보험은 구조조정리츠, 자기관리리츠에는 법인과 개인이 최대주주로 투자하는 성향을 보인다.

Table 5. Investment location(Unit: 0.1 billion won)

type	location	02 ~06Y (N=78)	10 ~15Y (N=803)	Total
Pension /Mutual Public	seoul	1,052	1,701	1,690(76.2%)
	other	-	529	529(23.8%)
	Total	1,052	2,229	2,219
banks	seoul	986	563	653(52.1%)
	other	566	609	600(47.9%)
	Total	1,552	1,171	1,253
insurance/ Securities	seoul	442	834	759(52.4%)
	other	707	687	691(47.6%)
	Total	1,148	1,521	1,450
Corpo- ration	seoul	2,064	603	704(85.8%)
	other	41	122	116(14.2%)
	Total	2,105	724	820
individual	seoul	-	158	158(44.6%)
	other	-	196	196(55.4%)
	Total	-	354	354
Foreign Cor.	seoul	1,406	2,932	2,660(81.6%)
	other	566	609	600(18.4%)
	Total	1,972	3,541	3,259
Total	seoul	1,111	1,190	1,183(74.5%)
	other	363	409	405(25.5%)
	Total	1,474	1,599	1,588

Table 5는 최대주주의 성향에 따른 투자자산의 입지를 교차 분석하였다. 대부분 서울을 중심으로 투자되었

으며, 최대주주가 법인(85.8%), 외국 법인(81.6%), 연기금/공제회/공기업(76.2%) 순으로 서울 비중이 높게 나타났다. 은행, 보험, 증권 등 금융권의 최대주주는 서울지역 투자가 다소 높은 편이나, 개인투자자는 서울 외 지역 투자비중이 다소 높게 나타난다.

리츠에서 최대주주와 연계하여 최대주주와 주요 주주의 지분율을 기간을 구분하여 Table 5에 정리하였다.

Table 6. Largest+Major Shareholder(%)

Type	Survey Point	Largest+Major Shareholder(%)
2002-2006Y	78	74.7%
2010-2015Y	803	91.0%
Total	881	89.6%

리츠의 최대, 주요주주의 합계 지분율이 2010년~2015년에는 평균 91.0%로 이전 기간보다 지분율이 상승하였으며, 상대적으로 소액주주 비중인 하락하는 모습을 보인다. 최대주주가 연기금/공제회/공기업인 경우 주요주주는 법인> 보험/증권> 연기금/공제회/공기업의 조합으로 리츠 투자가 이루어졌다. 또한, 은행은 보험/증권> 은행> 법인 순으로, 보험/증권은 보험/증권> 법인> 은행 순으로, 개인은 개인> 법인> 보험/증권 순으로, 외국법인은 보험/증권> 외국법인 >은행 순으로 리츠 주주 구성이 되어 있다. Table 7은 최대주주 성향에 따른 주요주주 성향을 정리한 표이다.

### 3.3 기관투자자 특성 및 현황

최대주주와 주요주주에서 기관투자자 비중을 선별한 결과(N=881) 62.26%의 비중을 보인다. 기관투자자는 리츠에서 리츠 운용의 감시자와 경영자(monitoring managers) 역할을 동시에 수행하고 있는 것으로 판단된다. Table 8은 리츠의 기관투자자 비중을 구간별로 정리하였다.

Table 8. REITs Institution Investor(%)

Type	Survey Point	Institution Investor(%)
2002-2006Y	78	67.03%
2010-2015Y	803	61.79%
Total	881	62.26%

Table 7. K-REITs major shareholder of the largest shareholder style

Largest Shareholder	major Shareholder						Survey Point
	Pension/Mutual Public Cor.	banks	Insurance / Securities	Corporation	Individual	Foreign Cor.	
Pension/Mutual Public Cor.	<b>18.2%</b>	10.4%	<b>20.7%</b>	<b>48.5%</b>	0.2%	2.1%	584
banks	8.9%	<b>18.7%</b>	<b>60.7%</b>	10.2%	1.5%	0.0%	460
Insurance / Securities	2.3%	<b>17.9%</b>	<b>37.9%</b>	<b>29.8%</b>	10.4%	1.8%	396
Corporation	8.3%	13.8%	<b>38.3%</b>	<b>25.1%</b>	<b>14.5%</b>	0.0%	785
Individual	1.9%	3.5%	<b>15.4%</b>	<b>29.7%</b>	<b>48.3%</b>	1.2%	259
Foreign Cor.	0.0%	<b>18.3%</b>	<b>50.0%</b>	3.3%	0.0%	<b>28.3%</b>	60
Survey Point (largest N=881) (major N=2,544)	226	346	921	724	288	39	2,544

기관투자자 비중이 0%인 관측점이 N=145, 기관투자자 비중이 100%인 관측점이 N=210으로 양 극단의 리츠 비중이 전체 관측점의 40.3%를 차지하고 있다. Fig 2는 기관투자자 비중의 구간별 투자 비중현황을 그림으로 나타낸 것이다.

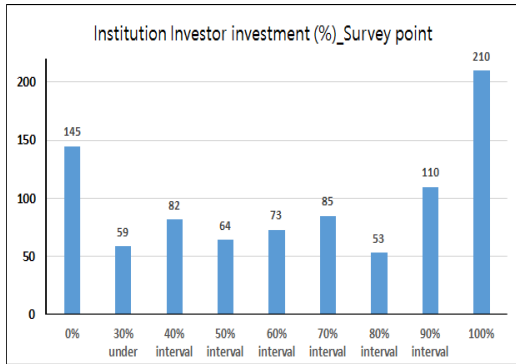


Fig. 2. Institution Investor Equity interval

Fig 3, 4는 기관투자자 비중이 증가함에 따라 리츠 자산 총계와 배당금액이 증가하고 있음을 보여 준다. 분석 관측점은 N=836인데, 이는 유형자산 처분기의 경우 배당금액이 높아 이상치(Outlier) 성격을 나타내 제외하여 분석하였다. 기관투자자 비중이 높아질수록 자산총액과 배당금액에는 양(+)의 방향을 보이며 그에 따른 결정계수 값도 자산 총계(0.81), 배당금(0.78)으로 높게 나타난다.

Linneman(1997)이 제기한 리츠의 규모 가설(REITs-size hypothesis)인 규모의 경제로 인해 소규모 리츠보다는 대형 리츠가 리츠 운용에 더 유리하는 점을 강조하고 있는데 [29], 국내 리츠도 해외사례와 유사하게 기관투자자의 투자비중과 연계되어 자산총계와 배당

금액과 양(+)의 관계를 맺고 있다. 이에, 기관투자자(%)의 투자비중과 리츠의 규모경제가 연관되어 있음을 알 수 있다.

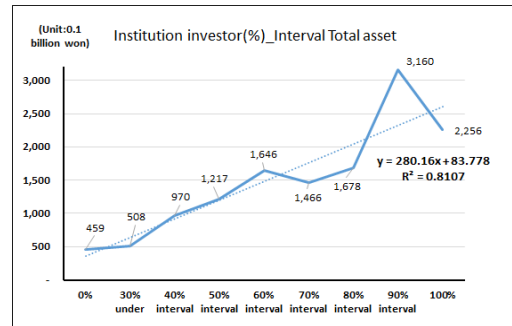


Fig. 3. Institution Equity Interval : Total asset(N=836)

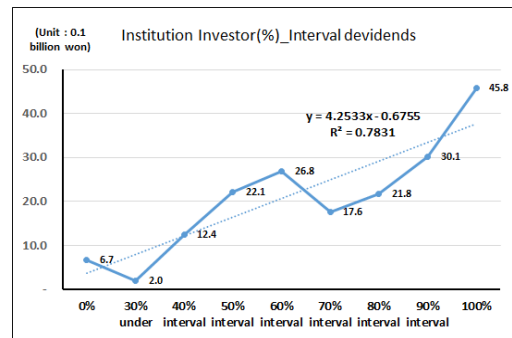


Fig. 4. Institution Equity Interval : dividends(N=836)

### 3.4 동시투자자 특성 및 현황

리츠의 지분투자(Equity)시 대리인 문제, 투자 예정 부동산의 공실률, 경기변동에 따른 위험도, 차입금 규모,

투자 예상 수익률 측정에 대한 적절한 절차 등을 시행하며, 대출 투자 시에는 리츠의 담보 물건이 가치와 시장성이 있는지 대출 상황에 큰 어려움 없이 현금흐름(Cash flow)을 창출하는지 등에 관심을 가진다 [30]. 리츠 투자에서 상기와 같은 방법으로 지분투자와 대출투자를 동시에 수행하는 투자자가 동시투자자이다.

Table 9. Type : Simultaneous investment

Type	Simultaneous investment	equity investment	Total
02-06Y	58(74.4%)	20(25.6%)	78
10-15Y	308(38.4%)	495(61.6%)	803
Total	366(41.5%)	515(58.5%)	881

글로벌 금융위기 이전에는 동시 투자의 비중이 74.4%로 높게 나타났으나 이후 기간에는 38.4%를 나타내 비중이 축소되었다. 전체 기간 동안 동시투자는 41.4%이며 자본금만 투자한 비중은 58.5%로 분석된다. 아래 Table 10은 동시 투자와 자본금만 투자한 리츠의 자산총계를 구간별로 구분하였다.

리츠의 동시투자자는 자본금만 투자한 그룹과 비교하여 자산의 총계가 평균 1.8배 높게 나타나며 대출금 투자 측면에서 리츠의 규모와 동시 투자의 선택은 양(+ )의 관계임을 보여준다.

Table 10. Total assets: Simultaneous investment  
(unit: 0.1 billion won)

Type	Simultaneous investment	equity investment	average
02-06Y	1,621	1,046	1,474
10-15Y	2,240	1,200	1,599
Total	2,142	1,194	1,588

대출투자에서 중요한 변수는 대출금의 차입이자율인데 분석 기간 내 리츠의 대출 N=225건 중에서 동시 투자와 관련된 대출 N=74건 대출 이자율을 구분하였다. 동시 투자자의 이자율 결정이 적정했는지 비교 분석하기 위해 동일 대출 건 내에서 동시투자자가 아닌 일반 금융기관의 대출이자율과 비교·분석하여 Table 11에 정리하였다.

Table 11. Simultaneous investment interest rates

Type	Simultaneous investment (A)	Other institution's (B)	(A)-(B) gap
02-06Y (N=17)	6.78%	6.70%	(+)0.09%
10-15Y (N=57)	5.60%	5.22%	(+)0.38%
Total (N=74)	5.87%	5.56%	(+)0.31%

동일 대출건의 동시투자자와 일반 금융기관 이자율을 분석한 결과(N=74), 동시투자자는 전체 기간 동안 31bp(basis point)만큼 대출이자율을 더 받은 것으로 분석된다. 이와 같은 분석 결과는 동시 투자에 관한 차입이자율 관련 선행연구가 없어 정합성을 논하기는 어려우나, Jiang et al.(2010)의 미국 사례를 살펴보면 비 은행기관투자자의 동시 투자 사례를 실증분석하였는데. 광범위한 신디케이션(syndication) 자료 분석을 통하여 동시투자자가 참여한 대출 이자율의 경우 18~32bp(basis point) 정도 낮게 받은 미국 사례와는 달리 국내 리츠 동시 투자 사례는 동일 대출 건에 대해서 다른 금융기관 이자율보다 더 높게 받는 것으로 분석된다. 동시투자자의 이자율 결정 시 리츠의 경영을 주관하는 최대주주의 의사결정과도 연계되어 있어 동시투자자에게 유인과 보상이 이루어지고 있음을 시사한다 [6], [31].

## 4. 부채비율 영향요인 실증분석

### 4.1 자료의 선정

리츠의 자본구조인 부채비율을 분석하기 위해 이론적 고찰에서 상충이론과 자본조달순위이론을 설명하였으며, 선행연구를 바탕으로 리츠의 부채비율 영향요인을 분석하기 위해 리츠가 일반기업과는 다른 특징을 보인다는 점을 설명하였다.

분석 대상이 되는 변수의 채택은 상충이론과 자본조달순위이론 간의 주장이 대립하고 있는 성장성(투자회), 수익성, 기업 규모에 관한 재무변수와 리츠의 투자 관련 변수중에서 부채비율에 영향을 미치는 요인을 변수로 사용하였다.

리츠의 분석자료는 2002년~2015년까지의 리츠 반기 자료 중 글로벌 금융위기의 Spill-over effect(파급효과) 기간인 2007년~2009년을 제외한 관측점 881개의 자료이다. 자료의 상품구성은 오피스, 리테일, 주택, 물류, 호



텔 등으로 구성되어 있으나, 분석에 필요한 최소 샘플 수가 부족하여 리츠 상품은 오피스(N=460)와 비오피스(N=421)으로 구분하였다.

MM(Modigliani & Miller, 1958)은 완전자본 시장에서 기업의 부채비율이 기업의 시장가치와 무관함을 증명한 바 있으나 대리인비용과 파산비용, 정보 비대칭이 존재하는 현실시장에서는 일반기업과 다른 특징을 보이는 리츠는 기업별 최적자본구조가 다를 수 있다. 본 연구인 리츠의 부채비율 영향요인에 관한 실증분석에서는 기존 이론 및 리츠 실증연구에서 중요하게 취급된 결정요인에 따라 부채구조를 결정하는 요소로 기업규모, 수익성, 성장성(투자기회), 유형고정자산, 영업비용중 수수료 비중, 투자와 관련된 변수 중 리츠 투자상품, 글로벌 금융위기 더미변수, 최대주주비중과 성향 더미변수를 선정하였다.

기업규모는 부채비율 결정에 영향을 미칠 수 있는데, 기업규모가 크면 리츠 사업의 안정성을 높이며 부도 위험을 낮추고, 금융권 등의 타인자본 조달이 쉽게 하여 부채비율이 높을 가능성이 제기된다(Friend & Lang, 1988) [32]. 기업규모가 크면 상대적으로 담보 가능성이 크기 때문에 부채를 얻기 쉬워 상충이론을 지지하는 것으로 파악된다. 그러나, 기업규모가 크면 클수록 직접금융시장인 주식발행이나 회사채를 통해 자금을 조달할 것이라는 주장을 보여준다(Scherr & Hulburt, 2001) [33].

본 연구에서는 리츠의 기업규모를 측정하기 위해 자산의 총계(억원) 자료를 활용하였으며 로그값을 취하여 사용하였다.

성장성(투자기회)과 부채비율 간에는 음(-)의 관계가 있다는 주장이 제기된다(Titman & Wessels, 1988) [34]. 기존에 부채를 발행한 기업의 경우 경영자는 수익성이 높은 사업에 대해 부채의 대리인 비용이 커질 것이라 예상되어 상대적으로 부채에 의한 자금조달 대신에 자기자본을 늘리는 것이라고 설명할 수 있다. 자본조달순위에론에 따르면 부채비율은 많은 투자기회를 가진 기업에서 높으며, 투자자본이 유보이익보다 적으면 부채비율은 감소한다. 이에, 성장성(투자기회)과 부채비율은 정(+)의 관계를 맺는다. 본 연구에서는 성장성(투자기회)의 변수를 총자산 변동률로 계산하였는데 당기총자산에서 전기총자산을 차감하여 전기총자산으로 나눈 총자산 변동률을 사용하였다.

수익성은 자본조달순위에론에 따르면 외부자금보다

는 내부자금을 선호하고, 우선순위를 정해 기업의 유보이익, 금융기관을 통한 자금조달, 주식, 채권 등 직접조달 순으로 자금조달 순서를 결정한다 (Myers & Majluf, 1984) [35]. 기업 내부 자금이 외부 자금보다 비용 측면에서 안정적이므로 차입에 따른 타인자본조달은 감소하여 수익성과 부채비율 간에는 음(-)의 관계를 갖는다. 이에 반해, 절충이론은 수익성이 양호하다는 것은 기업의 경영이 양호함을 의미하므로 자본조달이 쉬워져 수익성과 부채비율 간에는 양(+)의 관계를 맺을 것이라고 분석한다. 본 연구에서는 수익성 변수는 자기자본이익률(Return on Equity, ROE)을 사용하였는데, 당기순이익을 자기자본으로 나누어 산출하였다.

유형성은 담보가치(Collateral value)와 관련 있는데, 담보가치가 크면 부채비율과는 양(+)의 관계를 맺는 경향을 보인다, 기업의 담보능력이 증가하면 정보비대칭성을 감소시키는 효과가 있다. 이와 반대로 유형성이 낮은 기업은 정보의 비대칭성으로 인해 내부직원의 감시가 어려워므로 역으로 대출을 늘려 채권자에게 감시를 맡기므로 대리인 비용을 줄일 수 있다고 보았다(Grossman & Hart, 1983) [36].

영업 위험성은 향후 경영에 대한 불확실성을 의미한다. 영업을 통한 자금조달이 안정적이지 못할 경우 영업 위험성과 부채비율 간에는 음(-)의 결과를 보일 것으로 판단된다. 한편, 영업에 대한 위험이 클수록 부채의 대리인비용이 감소하여 타인자본이 증가할 수 있음을 주장한 연구자도 있다(Kim & Sorensen, 1986) [37].

본 연구는 영업 위험성 변수를 영업 비용 중 각종 수수료 비중을 사용하였는데, 리츠의 경영 효율화 측면에서 각종 수수료 비중과 부채비율 간에는 음(-)의 관계가 가질 것으로 보인다.

설명변수 중 전기 부채비율(-1)은 전기 부채비율이 금기의 부채비율에 영향이 있는지를 파악하고, 회귀모형에서 변수들을 통제한다는 의미도 내포되어 있다(최광성, 2016) [38].

투자상품 변수는 본 연구에서는 오피스 상품과 비오피스 상품으로 구분하여 더미 처리화 하였다.

Capozza & Seguin(2001)[20] 는 주택상품의 담보가치가 다른 상품과 비교해 높아 부채비율과는 양(+)의 관계가 있음을 보여 주었는데, 오피스, 비오피스 상품과 부채비율 간의 관계에서는 상대적으로 오피스 상품이 부채비율과 음(-)의 관계를 맺을 것으로 보인다.

Table 12. Variables

(Dependent Variables)	
leverage ratio	Total debt ratio (Total debt / Total capital)
(Independent Variables)	
REITs Size	ln (asset)
Profitability	Return on equity(ROE)
Investment Opportunity	Total capital growth rate
Tangibility	Tangible assets comparing total capital(%)
Risk of operating expense	Ratio of varieties of handles charges in operating expense (%)
Leverage(-1)	Lagged Leverage(-1)
Investment product	Dummy of Investment product Office = 1 Non-Office = 0
Global Crisis	Dummy of global financial crisis 2010Y-2015Y = 1 2002Y-2006Y = 0
largest shareholder (%)	largest shareholder (%)
largest shareholder style	Dummy of the largest shareholder's propensity Pensions /Mutual /Public = 1 Other = 0

또한, 글로벌 금융위기를 기준으로 2002년~2006년, 2010년~2015년의 양 기간과 부채비율 간의 관계에서는 2010년~2015년의 기간이 부채비율과 양(+)의 관계를 나타낼 것으로 보인다. 이는 글로벌 금융위기 이후 리츠에서 부채를 적극적으로 활용하여 사업에 반영하고 글로벌 금융위기 이전에 대비하여 상대적으로 낮은 금리로 타인자본을 조달한 이유도 존재한 것으로 보인다.

Table 13. Basic Statistics

Variables		Unit	N	Minimum	Maximum	average	Std.Dev.
Dependent Variables	leverage ratio	%	877	0.03%	362.12%	50.69%	26.67%
	REITs Size	0.1 billion won	881	2.1	11,314.3	1,588.01	1,842.88
Independent Variables		LN	881	0.7	9.3	6.86	1.06
	Profitability	%	881	-215.35%	335.07%	11.78%	42.96%
	Investment Opportunity	%	752	-96.22%	27,444.29%	48.40%	1,005.08%
	Tangibility	%	649	0.09%	99.93%	93.96%	8.82%
	Risk of operating expense	%	742	1.58%	100.00%	36.32%	23.57%
	Leverage(-1)	%	729	0.03%	149.25%	50.80%	23.37%
	Investment product	Dummy	881	0.00	1.00	0.52	0.49
	Global Crisis	Dummy	881	0.00	1.00	0.91	0.28
	largest shareholder (%)	%	881	3.7%	100.00%	56.62%	31.11%
	largest shareholder style	Dummy	881	0.00	1.00	0.34	0.47
remarks	Valid N(list)	-	544				

부채비율 결정에 영향을 미치는 요인 중 경영자의 지분인 최대주주 지분율과 최대주주 성향을 변수화하였는데, 이는 최대주주 지분이 높으면 높을수록 타인자본조달비용을 낮추기 위해 내부자금을 선호할 것으로 보이며, 또한 연기금/공채회/공기업 등의 최대주주는 다른 성향을 보이는 최대주주에 비해서 타인자본보다는 자기자본을 이용할 것으로 보이기 때문이다.

#### 4.2 분석모형과 기초통계량

본 연구에서는 종속변수와 여러 개의 설명변수 사이의 관계를 규명하는 다중회귀분석(multiple regression analysis)방법을 이용한다. 이론적 고찰과 선행연구를 토대로 리츠의 부채비율에 영향을 주는 요인의 영향관계를 파악하고, 리츠의 부채비율과 요인 간 상대적 비교를 통해 다중회귀분석을 실시한다. 다중회귀식은 자료의 선형성을 가정하고 식(1)과 같은 형태로 구성하였다.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \dots + \beta_k x_{ki} + \epsilon_i \quad (1)$$

$Y_t$ 는 종속변수이며  $x_1, x_2, x_3, \dots, x_k$ 는 독립변수이다. 식에서 회귀계수인  $\beta_k$  값은  $x_k$ 가 종속변수인  $Y_t$ 에 미치는 영향력으로, 회귀식으로는 기울기 값을 나타내며,  $\beta_0$ 는 상수항을 의미한다.

상기 다중회귀식의 분석방법을 토대로 Table 13에 변수의 기초 통계량을 정리하였다. 기초 통계량은 최솟값, 최댓값, 평균, 표준편차로 구성되어 있으며, 분석 기간

전체 표본 N=881중에서 다중회귀분석에 유효한 분석 관측치는 N=544개이다.

독립변수인 리츠의 부채비율의 평균값은 50.69%이며, 표준편차는 26.67%이다. 설명변수인 자산총계(억원)의 리츠 관측점은 N=881으로 최솟값 2.1억원과 최댓값 11,314.3억원으로 넓은 산포도를 형성한다. 리츠의 자산총계의 평균값은 1,588.01억원으로 분석된다. 자기자본 이익률인 ROE의 평균값이 11.78%로 분석되며, 유형자산 처분기로 인해 리츠의 자산 증가율의 평균값은 48.40%이며, 표준편차는 1,005.08%로 분석된다. 또한, 리츠는 부동산과 관련 산업을 자산으로 자산의 총계에서 유형자산 비중이 93.96%로 높게 나타난다. 영업비용 중 각종 수수료비용의 평균값은 36.32%로 분석되었으며, 표준편차는 23.57%이다.

투자상품의 더미 변수 평균값은 0.52, 글로벌 금융위기의 더미 변수 평균값은 0.91이다. 최대주주의 평균 지분율 56.62%로 분석되며, 최솟값 3.7%, 최댓값 100.0%로 넓은 분포유형을 나타낸다. 최대주주의 성향은 연기

금/공제회, 공기업을 중심으로 한 그룹과 금융권, 법인, 개인, 외국법인을 중심으로 한 그룹으로 구분하였다. 최대주주 성향의 더미변수 평균값은 0.34이다.

### 4.3 분석결과

회귀모형은 변수와 잔차에 관련된 것으로 다중공선성, 잔차의 독립성, 잔차의 정규분포 등을 검정해야 한다. 종속변수인 부채비율과 설명변수 간에 공선성통계량을 살펴본 결과, 변수들 모두 VIF 값이 10 이하, 공차 값이 0.1 이상으로 다중공선성 문제는 없는 것으로 분석되었다. 자기상관관계의 존재를 알아보는 Durbin-Watson 검증결과(1.781)은 잔차의 독립성이 가정된 것으로 보인다.

Table 15, 16은 본 연구 모형의 다중회귀분석의 요약한 표와 분산 분석표를 정리하였다. 부채비율에 관한 요인을 설명하는 비율인 조정된 R<sup>2</sup> 값이 0.909로 설명 값은 높은 편이다. 회귀식의 통계적 유의성을 검정하는 F 통계량 값은 529.87이며, 유의확률은 1% 이하의 회귀식은 통계적으로 유의하다고 볼 수 있다.

Table 14. Results of Multiple regression analysis for Model

R	R <sup>2</sup>	Adjust- R <sup>2</sup>	Std. Error of Est.	Durbin-Watson
0.953	0.909	0.907	0.655	1.781

Table 15. Multiple regression analysis table of analysis of variance

Model	Sum of Squares	df	Mean Squares	F	P-Value
Regression analysis	227948.68	10	22794.86	529.87	0.000
Residual	22929.43	533	43.02		
Total	250878.12	543			

Table 16. Result of Total debt-to total asset ratio regression analysis

Type	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t-value	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta		Tolerance	VIF	
Constant	1.633	4.393		0.372			
Independent Variables	REITs Size(LN)	0.232	0.364	0.009	0.638	0.783	1.278
	Profitability	-0.12	0.007	-0.027	-1.664*	0.635	1.576
	Investment Opportunity	-0.059	0.007	-0.121	-9.048***	0.963	1.039
	Tangibility	0.060	0.037	0.023	1.614	0.849	1.178
	Risk of operating expense	-0.018	0.016	-0.017	-1.169	0.793	1.261
	Leverage(-1)	0.883	0.017	0.884	50.767***	0.566	1.767
	Investment product Dummy	-2.299	0.675	-0.050	-3.406***	0.791	1.265
	Global Crisis Dummy	2.611	1.062	0.038	2.459**	0.725	1.379
	largest shareholder(%)	-0.033	0.010	-0.049	-3.176***	0.735	1.360
	largest shareholder style Dummy	-1.753	0.682	-0.040	-2.570***	0.720	1.390

Note : \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 10%, 5% and 1% level respectively

Table 14는 부채비율에 영향을 미치는 요인에 대한 회귀분석 결과를 정리하였다. 먼저, 수익성의 회귀분석 결과를 살펴보면 부채비율과는 음(-)의 관계로 유의성이 있는 것으로 분석되었다. 이는, 리츠가 자본조달순위이론에서의 부채비율과 수익성 간의 관계인 음(-)의 관계임을 보여주는 것이다.

본 연구는 장완성(2009)의 연구결과와 동일하게 수익성 측면이 자본조달순위이론을 따르고 있다. 리츠의 경우 내부자금이 풍부하다면 타인자본인 부채보다는 내부자금을 우선 이용한다고 볼 수 있다.

자산의 총계인 리츠규모의 회귀결과를 살펴보면, 유의한 결과는 얻지 못했지만, 리츠 규모와 부채비율 간에는 양(+)의 관계임을 알 수 있는데 Friend & Lang(1988)이 설명하고 있는 기업 규모가 크면 클수록 파산확률이 낮고 타인자본의 조달이 쉬워 부채비율과 양(+)의 관계에 있음을 보여주는 것으로 리츠 자산이 대부분 부동산으로 담보가치가 높은 것도 자산 총계와 부채비율과 연관 되어 있는 것으로 판단된다.

투자기회(성장성)의 회귀분석 결과는 음(-)의 관계로 유의성도 높게 분석된다. Titman & Wessels (1988), 윤봉환(2005)[39]에 따르면 투자기회가 많은 기업일수록 부채비율을 낮게 유지한다. 부채는 주주와 채권자 간에 대리문제가 발생하여 과소투자자와 자산 대체와 같은 비효율성을 발생시킨다. 이러한 비효율성을 감소시키기 위해 투자기회가 많은 기업일수록 부채를 적게 사용한다. 국내 리츠는 상충이론하에서 부채비율과 투자기회(성장성)이 음(-)의 영향관계인 것으로 분석된다.

본 연구의 유형성인 유형자산은 부채비율을 높일 경우 금융권에 담보로 제공할 수 있으며, 기업의 차입능력을 증가시킬 수 있다. 이론적으로 유형성은 상충이론에 따라 부채비율과는 양(+)의 관계에 있으며, 유의성이 0.107로 분석되어 일정 부분 부채비율과 관련성이 존재하는 것으로 보인다.

영업 위험성의 대리변수인 영업비용 중 수수료 비중과 부채비율 간에는 음(-)의 관계를 가지는 것으로 분석되었는데, 이는 영업을 통한 자금조달이 안정적이지 못할 경우 부채비율이 음(-)의 값을 가질 수 있음을 보여준다.

투자상품의 더미변수 회귀분석 결과는 부채비율과 음(-)의 관계로 비오피스의 비해서 오피스 상품이 상대적으로 부채비율을 좀 더 낮게 사용하고 있는 것으로 보인다.

다. 또한, 리츠에서는 국제금융위기 이후 기간에 부채를 활용하여 사업을 확장하는 경향을 보이며, 최대주주의 지분율이 높고 연기금, 공제회, 공기업 그룹의 최대주주에서는 타인자본인 차입보다는 내부자금을 활용하여 외부 조달비용을 낮추고 있는 것으로 판단된다.

부채비율에 관한 회귀분석 결과는 부채비율과 수익성 측면에서는 음(-)의 영향관계로 Rajan & Zingles(1995)이 제시한 자본조달순위이론을 지지하는 것으로 분석되었다. 투자기회(성장성)은 음(-), 리츠 기업 규모는 양(+)으로 분석되어 상충이론을 따르고 있는데, 이는 분석 관측점 N=881 중에서 상장 리츠가 N=136로 전체 분석 관측점의 15.4%를 차지하고 있다. 상장 리츠인 공모형 리츠 보다는 사모형 리츠가 대부분으로 구성되어 리츠가 타인자본조달시 주식시장의 신주 발행보다는 유형자산을 담보로 활용한 금융권 차입에 의존하고 있는 점을 보여주고 있다.

## 5. 결론

최근 글로벌 금융위기 이후 대내외 경제여건이 낙관적이지 아니하며 저금리 구조와 낮은 경제성장률로 인해 부동산투자회사가 속해 있는 상업용 부동산 시장에도 큰 변화가 예상되고 있다.

본 연구는 리츠 시장의 동향과 맞물려 리츠의 투자 유형별 특성을 기관투자자의 기관화현상을 중심으로 분석하고, 동시 투자의 투자형태를 파악하였다. 또한 투자분석에서 중요한 요소인 부채비율에 관하여 리츠의 내부요인과 투자요소를 변수화하여 관련변수 간 영향요인과 유의성을 파악하였다.

연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 리츠의 최대주주 성향을 분석한 결과, 법인, 연기금/공제회, 은행, 증권, 보험 등의 순으로 비중이 높게 분석되며, 최대주주 성향에 따라 리츠 투자의 입지, 규모, 부채비율이 다르게 나타난다.

둘째, 리츠의 규모 경제는 기관투자자의 비중도 증가와 연관되어 양(+)의 관계를 맺으며, 리츠의 동시투자자는 유인과 보상 측면에서 차입이자율을 다른 금융기관과 비교하여 더 지급한 것으로 분석된다.

셋째, 글로벌 금융위기 이전 기간과 이후 기간을 비교한 결과 최대주주와 주요주주의 비중이 상승하고 있으며, 리츠 투자상품이 오피스에서 비오피스로 확대하고

서울지역 위주의 투자에서 수도권과 지방으로 투자지역을 확대하고 있다.

넷째, 리츠는 부동산을 실물자산으로 투자하는 투자도관체 성격을 가지며, 배당요건 충족 시 법인세를 면제 받고 있어 일반기업과는 구별된 모습을 보인다. 리츠의 부채비율에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과, 수익성과는 음(-)의 관계로 자본조달순이익론을 지지하는 것으로 분석되며, 리츠의 자산규모와는 양(+)의 관계, 투자기회(성장성)와는 음(-)의 관계를 보여 상충이론을 따르고 있는 것으로 판단된다. 이는 국내 리츠가 공모형 리츠보다는 사모형 리츠에 치중하는 투자 결과로 주식시장에서의 자금조달보다는 리츠가 부동산 자산을 담보로 차입하는 형태를 취함으로써 자금조달비용을 낮추려는 경향을 보이고 있다. 이는, 리츠에서 부채비율의 적정성은 자금조달비용 측면에서 중요한 의미를 가진다.

본 연구의 리츠 투자 현황 분석, 부채비율과 관련 변수 간 영향도와 유의성 분석 결과가 리츠 투자자와 이해관계자, 정책당국자에게 리츠의 투자구조를 이해하는데 실질적 도움이 되었으면 하는 바램이며, 리츠 설립시 자산운용에 필요한 투자구조를 만드는 데 유용한 자료로 활용되었으면 한다.

다만, 본 연구는 상기와 같은 연구결과에도 불구하고 연구의 한계점을 가지고 있다. 본 연구에서 부족한 리츠의 시장가치에 관한 정보, 거시경제 등 외부적 요인, 시간특성을 고려한 회귀모형의 설정 등 다양한 측면에서 적절한 분석이 후속 연구에서 이루어지길 기대한다. 향후 자료의 축적 및 표본의 확대를 통하여 분석결과를 향상시킬 수 있을 것이다. 또한, 리츠 실증분석에 관한 적실한 검증 방법론이 개발되는 등 후속 연구가 지속해서 이어지길 기대한다.

## References

- [1] KAREIT, K-REITs understanding and management Structure, pp. 2-10, 2012.
- [2] Korea Association of Real Estate Investment Trusts REITs Journal, vol. 19, Spring, 2016.
- [3] <http://www.kareit.or.kr/>.KAREIT,
- [4] <http://dart.fss.or.kr/>
- [5] <http://www.krx.co.kr>
- [6] Lee, Seok-Hee, "The Mechanism of Simultaneous Investments in Korean Real Capital Market," *The Gradyate School, Sejong University Ph.D.* 2016.
- [7] Modigliani and Miler, "The cost capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48, no. 4, pp. 261-297, 1958.
- [8] Feng, Ghosh , Sirmans, "On the capital structure of real estate investment trusts(REITs)," *Journal of Real Estate Finance & Economics*, vol. 34, no. 1, pp. 81-105, 2007. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s11146-007-9005-2>
- [9] Jensen, "Agency costs of the cash flow, corporate finance and takeovers," *American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp. 323-329, 1986.
- [10] Ang, Chua, Mcconnell, "The administrative costs of corporate bankruptcy: a note," *Journal of Finance*, vol. 37, no. 1, pp. 219-26, 1982. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1982.tb01104.x>
- [11] Blazenko, "Managerial preference, asymmetric information and financial structure", *Journal of Finance*, vol. 42, no. 4, pp. 839-62, 1987. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb03915.x>
- [12] Park won seok, "Characteristics of REITs performance-comparative analysis between Korea and USA- " *The Korean Association of professional Geographers*, vol. 37, no. 4, pp. 455-471, 2003.
- [13] Kim, Kwan Yong, Park, Jung Ho, " Correlation Analysis between the Korean REITs and the Property Market and the Capital Market," *The Korea Spatial Planning Review*, vol. 71, pp. 69-86, 2011. DOI: <http://dx.doi.org/10.15793/kspr.2011.71..004>
- [14] Sim Sung-Hoon, Chang Byoung-ky., "Does Korean REITa Act Like Real Estate or Stock ?", " *Housing studies Review*, vol. 15, no2 pp. 31-52, 2007.
- [15] Jung, Wan Sung, "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure for REITs " *Korea Real estate academy*, vol. 38, no3 pp. 54-72, 2009.
- [16] Chang, Young Gil, Lee, Hyun Seok, An Analysis on Domestic REITs Return & Risk using GARCH-M Model. *Journal of the Korea Real Estate Analysts Association*, vol. 16, no1, pp. 25-40, 2010
- [17] Cho, Hyun-min, Kim Kyung-min. "A Study on Risk-Return Characteristics of Korean REITs", *Journal of the Korea Real Estate Analysts Association*, vol. 13, no. 2, pp. 5-20, Aug. 2007.
- [18] Seo, Won Hyeong, "A Comparative Analysis on the Characteristics and Investment Performance in REITs-Focused on REITs of the U.S. and Korea", *Department of Urban Planning and Real Estate Graduate School Dankook University Ph.D.* 2014.
- [19] Rajan & Zingales, "What do we know about capital Structure ? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, vol. 50, no. 5, pp. 1421-1460, 1995. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- [20] Capozza and Seguin, "Focus transpsreny and value: the REIT evidence ", *Real estate finance*, vol. 18, no. 1, pp. 38-46, 2001.
- [21] Baker and Wurgler, "Market timing and capital structure", *Journal of finance*, vol. 57, no. 1, pp. 1-32, 2002. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00414>

- [22] Howton Shawn, Howton Shelly and Mcwillians, "Equity vs debt financing of REITs", *Real Estate Finance*, 3-3, pp. 147-157, 2003
- [23] Chen, X., J Harford, and K. Li. Monitoring : Which Institutions Matter? *Journal of Financial Economics*, vol. 86, no. 2, pp. 279-305, 2007.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jqref.2006.05.002>
- [24] Morri and Beretta, "The capital structure determinants of REITs. Is it a peculiar industry " *Journal of European Real Estate*, vol. 1, no. 1, pp. 6-57, 2008.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1108/17539260810891488>
- [25] Bauer, R., Eichholtz, P., & Kok, N., Corporate governance and performance : the REIT effect. *Real Estate Economics*, vol. 38, no.1, pp. 1-29, 2010.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6229.2009.00252.x>
- [26] David M.Harrison, Christine A.Panasian, Michael J.Seiler. "Further Evidence on the Capital Structure of REITs," *Real Estate Economics*, vol. 39, no. 1, pp. 133-166, 2011.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6229.2010.00289.x>
- [27] Paul Brockman, Dan W. French, Chris Tamm. REIT Organizational Structure, Institutional Ownership, and Stock Performance, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 20, no. 1, 2014.
- [28] Gunjan Banati, Leonie van Hofweg, Sarah wander, snjezana Tremblay, "Interest rate risk of real estate investment trusts," NYU Stern working paper, May 2015.
- [29] Linneman, Peter, "Forces changing the real estate industry forever," *Wharton Real Estate Review*, 1, pp. 1-12, 1997.
- [30] William B. Bruggeman & Jeffrey D. Fisher, *Real Estate Finance and Investments Fourteenth Edition*, by McGraw-Hill Companies, In C. All rights reserved. Chapter 11, pp. 374-379, 2011.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhq056>
- [31] Jiang, W., Li, K., & Shao, P., "When shareholders are creditors: Effect of the simultaneous holding of equity and debt by non-commercial banking institutions," *Review of Financial Studies*, vol. 23, no. 10, pp. 3595-3637, 2010.
- [32] Friend, I. and L. H. P. Lang, "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate structure," *Journal of Finance*, 43: pp. 271-281, 1988.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb03938.x>
- [33] Scherr and H. M. Hulburt, "The Debt Maturity Structure of Small Firms," *Financial Management*, pp. 85-111, 2001.
- [34] Timan S., and R. Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance*, pp. 1-19, 1988.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- [35] Myer, Stewart C., and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information Investors Do Not Have," *Journal of Finance Economics*, 13, pp. 187-221, 1984.  
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- [36] Grossman S. J and O. Hart, "Corporate Financing Structure and managerial incentives," NBER Working paper, 398, 1983.
- [37] Kim W. S. and E. H. Sorensen, "Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy," *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 21: pp. 131-144, 1986.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2330733>
- [38] Choi Koang Sung. "A Study on Determinants of leverage for REITs : Evidence from Korea REITs," Master Department of applied economics Hanyang University. 2016.
- [39] Boog han. Yoon, "A Long-run Analysis of the Determinants of capital structure," *Korean management review*, vol. 30, no. 4, pp. 973-1000, 2005.

**김 상 진(Sang-Jin Kim)****[정회원]**

- 1993년 2월 : 고려대학교 경영대학 경영학사
- 2013년 2월 : 강원대학교 대학원 부동산학 석사
- 2016년 2월 : 한양대학교 도시대학원 도시공학 박사수료

&lt;관심분야&gt;

REITs 투자/자본, 임대차 시장, 도시문화, 주택정책

**이 명 훈(Myong-Hun Lee)****[정회원]**

- 1984년 2월 : 한양대학교 도시공학과 공학사
- 1986년 8월 : 한양대학교 대학원 도시공학 석사
- 1998년 11월 : 일본 츠크바대학교 사회공학 석사, 사회공학 박사
- 1999년 3월 ~ 현재 : 한양대학교 도시대학원 교수

&lt;관심분야&gt;

도시재생, 도시 및 부동산 관련 법규