creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

공기업정책학 석사 학위논문

국내 리츠(REITs)의 소유구조에 따른 기업 성과 연구

- 앵커 투자자의 역할을 중심으로 -

2019년 8월

서울대학교 행정대학원

공기업정책학과

김 병 수

국내 리츠(REITs)의 소유구조에 따른 기업 성과 연구

- 앵커 투자자의 역할을 중심으로 -

지도교수 박 상 인

이 논문을 공기업정책학 석사 학위논문으로
제출함
2019년 5월

서울대학교 행정대학원
공기업정책학과
김 병 수

김병수의 석사 학위논문을 인준함
2019년 6월

위 원 장 이 석 원 (인)

부위원장 김 병 섭 (인)

위 원 박 상 인 (인)

국문초록

주요어 : 리츠, FFO, ROE, ROA, 배당수익률, 앵커 투자자, 스폰서
학 번 : 2018-22389

본 연구의 목적은 국내 리츠를 대상으로 리츠의 앵커 투자자 지분율에 따라 기업 가치가 어떻게 변화하는지 살펴보고자 함에 있다. 이를 위해 앵커의 지분율을 독립변수로 하고, FFO 비율, ROE, ROA, 배당수익률은 종속변수로 하여 합동회귀분석 및 패널분석에 의한 실증분석을 시도하였다.

또한 앵커 투자자의 지분율에 따른 대리인 문제 및 안주효과가 발생하는지 추가적으로 살펴보고자 했는데, 앵커 투자자가 지분을 많이 소유하게 되면 다른 주주들과의 이해관계를 같이 하는 이해일치설에 따라 기업 가치가 증가할 수 있지만, 과다한 지분 소유는 리츠를 사적인 이익 탈취 수단으로 인식하여 기업의 이익에 반하는 안주효과를 발생시킬 수 있을 것으로 판단된다.

분석 결과 앵커 투자자의 지분율과 기업 성과가 일차함수의 성격을 지니고 있는지 분석한 가설1의 모형에서는 대부분 유의미한 결과가 도출되지 않았다.

반면 앵커 투자자의 지분율과 기업 성과가 이차함수의 성격을 가지고 있는지 분석한 가설2의 모형에서는 지분이 일정 수준까지는 이해일치설에 따라 기업 성과가 증가하다가 일정 분기점 이상에서는 안주가설에 따라 기업 성과가 감소하는 것으로 나타났다. 국내 리츠의 앵커 투자자 안주효과는 FFO 비율을 종속변수로 했을 경우 58.7% 수준으로 나타났는데, 적정한 수준 이상의 지분 보유는 결국 대리인비용을 발생시키기 때문인 것으로 판단된다.

목 차

제 1 장 서 론 ····· 1
제 1 절 연구의 배경 및 목적 ····· 1
제 2 절 연구의 대상 및 방법 ····· 4

제 2 장 이론적 배경 및 선행연구 ····· 5
제 1 절 이론적 배경 ····· 5
1. 리츠(REITs) ····· 5
2. 앵커 투자자(스폰서) ····· 7
3. 자산관리회사(AMC) ····· 9
4. 리츠의 대리인 문제 ····· 12
제 2 절 선행 연구 ····· 13
1. 리츠 연구 ····· 13
2. 리츠의 대리인 문제 연구 ····· 18
3. 본 연구의 차별점 ····· 19

제 3 장 분석자료 및 연구방법 ····· 22
제 1 절 분석 자료 ····· 22
제 2 절 변수 선정 ····· 23
제 3 절 연구 방법 ····· 26
1. 연구 가설 ····· 26
2. 연구 모형 및 분석방법 ····· 28

제 4 장 실증분석 ····· 31
제 1 절 기초통계량 및 상관분석 ····· 31
제 2 절 기업성과 영향요인 분석 ····· 34

제 5 장 결 론 ····· 54
제 1 절 연구의 결과 및 시사점 ····· 54
제 2 절 연구의 한계 및 향후 과제 ····· 57

참고문헌 ····· 58
부 록 ····· 61
Abstract ····· 62

표 목 차

<표 2-1> 국내 리츠 현황 ····· 7
<표 2-2> 리츠 자산관리회사(AMC) 현황 ····· 9
<표 2-3> 자산관리회사별 운용리츠 현황 ····· 10
<표 2-4> 자산관리회사 설립의 주요 요건 ····· 11
<표 3-1> 연구의 범위 ····· 22
<표 3-2> 변수의 측정과 변수명 정리 ····· 25
<표 3-3> 패널 분석 모형 ····· 29
<표 4-1> 기초통계량 ····· 31
<표 4-2> 더미변수 특성 ····· 32
<표 4-3> 상관분석 ····· 33
<표 4-4> 모형Ⅰ의 분석결과 : FFO 비율(POLS) ····· 35
<표 4-5> 모형Ⅰ의 분석결과 : FFO 비율(RE-IV) ····· 37
<표 4-6> 모형Ⅱ의 분석결과 : FFO 비율 ····· 39
<표 4-7> 모형Ⅰ의 분석결과 : ROE ····· 41
<표 4-8> 모형Ⅰ의 분석결과 : ROA ····· 42
<표 4-9> 모형Ⅰ의 분석결과 : 배당수익률 ····· 44
<표 4-10> 모형Ⅲ의 분석결과 : FFO 비율 ····· 46
<표 4-11> 모형Ⅲ의 분석결과 : ROE ····· 49
<표 4-12> 모형Ⅲ의 분석결과 : ROA ····· 50
<표 4-13> 모형Ⅲ의 분석결과 : 배당수익률 ····· 51

그 림 목 차

<그림 1-1> 국내 리츠 규모 ····· 2
<그림 2-1> 자기관리리츠 및 위탁관리리츠의 구조 ····· 6
<그림 2-2> 리츠 위탁운영 사업구조 ····· 9
<그림 3-1> 연구 모형 ····· 28
<그림 4-1> 앵커투자자의 지분율 분포 ····· 34
<그림 4-2> 앵커투자자 지분율에 따른 기업성과 ····· 48

제1장 서 론

제1절 연구의 배경 및 목적

리츠(REITs)는 'Real Estate Investment Trusts'의 약자로 부동산투자신탁을 뜻한다. 주식발행을 통해 다수의 투자자들에게 자금을 모아 부동산이나 부동산관련 상품에 투자한 뒤 생긴 이익을 되돌려주는 투자회사로 대표적인 부동산 간접투자 방식이다. 우리나라는 IMF 이후 부동산 매각에 어려움을 겪는 국내기업의 어려움을 해결하고, 개인투자자들에게 우량한 대형부동산에 대한 투자기회를 제공하기 위한 목적으로 2001년 미국의 리츠제도를 도입하여 시행하였다.

그동안 한국리츠는 10년이 넘는 기간 동안 외적인 성장을 이어 왔으나, 전체 리츠 중 상장 리츠의 비중은 1% 수준에 불과한 상황이다. 또한 회사형의 영속형 리츠보다는 청산형의 비영속형 리츠가 주를 이루고 있어 부동산에 대한 간접투자 기회 확대라는 애초의 리츠 도입 취지가 무색한 실정이다.

실제 리츠가 국내에 도입된 시기는 2001년이지만 비슷한 시기에 리츠를 도입한 일본과 싱가포르와는 큰 격차를 나타내고 있다. 일본의 상장리츠는 59개로 120조원의 시가총액을 형성하고 있고, 싱가포르는 상장리츠 35개가 약 66조원 규모의 시장을 형성하고 있다. 반면, 한국의 경우 상장리츠가 5개에 불과하며 전체 시가총액도 4천억 원 수준에 불과하다. 또한 국내 리츠 자산 규모는 2018년 9월 기준 39조원 수준에 이르지만 이 중 99%가 사모형태로 운용이 되고 있는 실정이다.

이렇게 국내 상장리츠가 지금까지 성공적이지 못했던 가장 큰 이유는 먼저 배당수익률이 안정적이지 못했던 이유가 크다. 기존 상장리츠의 경우 리츠 1개당 부동산 1개 운용이 대다수였기 때문에 자산규모가 작았고, 1개 부동산의 운영이 부실해질 경우 리스크가 매우 커지는 구조였다. 게다가 일부 리츠의 경우 경영진의 횡령·배임, 주가조작 등으로 상장

폐지되면서 상장리츠에 대한 투자자의 신뢰도가 매우 낮아진 상황이다.

<그림 1-1> 국내 리츠 규모

자료 : 국토교통부, 리츠정보시스템

리츠의 이러한 문제점에 대해 공감한 정부는 갈수록 투기 등이 만연해지고 있는 부동산 직접 투자 방식을 지양하고 간접 투자를 확대하기 위하여 리츠 활성화를 전면에 내걸었고, LH는 이와 관련하여 국토부와 리츠 상장모델 발굴을 위한 협약을 체결하기도 하였다.

리츠를 활성화하기 위한 정부정책의 연장선에서 다양한 연구과제도 수행되어 왔는데 대표적인 연구가 국토교통부(2015)의 '리츠사업 다각화 및 공모 활성화 방안' 연구로서 아시아 주요국가의 리츠시장에 대한 분석과 이들 국가의 공통적인 리츠 활성화 요인을 도출하였다.

특히 이 과정에서 아시아 주요 리츠 선진국인 싱가포르, 홍콩, 일본과 같은 앵커 리츠(혹은 스폰서 리츠)의 필요성을 제기하고 있는데 앵커 리츠(Anchor REITs)는 리츠의 설립과 성장과정에 공신력 있는 연기금 또는 공공기관, 대기업이 앵커 투자자로 참여하여 리츠의 자금조달과 투자정책에 대한 상당한 영향을 미쳐 리츠의 외부 관리(경영)자로서 부동산 투자회사를 관리하는 구조를 통칭한다. 국내에서는 2018.06월에 상장된 이리츠코크랩과 2018.08월 상장된 신한알파리츠가 앵커 리츠의 대표적인 예라고 할 수 있다. 이리츠코크랩은 이랜드리테일을 최대주주로 하고, 신한알파리츠는 신한리츠운용 외 7개 기관투자자가 주요 주주로서 앵커 투자자 역할을 수행하고 있다.

일반적으로 앵커 리츠에서 앵커의 역할은 다양하게 작용할 수 있는데, 앵커 유형이 은행권일 경우 자금조달 등을 원활히 지원함으로써 리츠의 성장을 돕고, 부동산 관련회사의 경우는 보유자산을 리츠에 지속적으로 공급할 수 있는 장점을 통해 앵커의 역할을 수행하게 된다. 한편 연기금 등 정부 유관기관이 앵커일 경우는 오히려 부실자산을 리츠에 매각하는 등 '도덕적 해이' 문제가 발생할 수 있다.

본 연구는 국내 리츠를 대상으로 리츠의 앵커 투자자 지분율에 따라 기업가치가 어떻게 변화하는지 살펴보고자 하며 세부적으로 회사 관점에서 기업 성과 지표인 FFO 비율, ROE, ROA와 투자자 관점에서 지표인 배당수익률을 함께 분석하였다.

한편 미국 REITs의 경우에는 일반회사와 같은 형태를 취하면서 회사에 경영진을 보유하고 있는 자기관리형 REITs가 대부분을 차지하고 있는 반면 일본, 싱가포르, 말레이시아, 홍콩 등 REITs가 활성화된 아시아권 REITs의 경우에는 앵커 투자자가 외부 자산관리회사(AMC)를 통하여 사실상 리츠의 관리자 및 경영자로서의 역할을 수행하고 있는 위탁관리형(externally managed) REITs[1)]이다.

본 연구에서는 추가적으로 앵커 투자자의 지분율에 따른 대리인 문제 및 안주효과가 발생하는지 살펴보고자 하는데, 경영자의 역할을 맡고 있는 앵커 투자자가 지분을 많이 소유하게 되면 다른 주주들과의 이해관계를 같이 하는 이해일치설에 따라 기업가치가 증가할 수 있지만, 과다한 지분 소유는 REITs를 사적인 이익 탈취 수단으로 인식하여 기업의 이익에 반하는 안주효과를 발생시킬 수 있을 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 앵커 투자자의 소유구조와 형태, 대리인비용이 REITs의 성과에 어떤 영향을 미치는지 검토하고, 국내 REITs를 활성화하기 위한 앵커의 역할에 대하여 정책적 함의를 도출하는 데 그 목적이 있다.

---

1) externally managed REITs : 국내에서는 위탁관리형 REITs를 세부적으로 기업구조조정리츠(CR_REITs)와 위탁관리리츠로 구분하며 기업구조조정리츠는 부동산 매도자가 매매대금의 전부 또는 일부를 반드시 부채의 상환에 사용하여야 하는 리츠를 말한다.

제2절 연구의 대상 및 방법

본 연구는 국내 리츠(REITs)의 앵커 지분율을 중심으로 소유구조에 따른 기업 성과를 평가하는 것을 목적으로 하고 있다. 2012년부터 2017년까지 6년간 국내에 등록된 리츠회사 201개 전수를 분석 대상으로 하며, 개별 리츠회사의 연간 자료를 분석 단위로 사용하였다. 이 중에서 일차적으로 위탁관리방식이 아닌 자기관리형 리츠(4개)는 분석 대상에서 제외하였고, 이차적으로 리츠가 인가된 지 얼마 되지 않아 재무 데이터가 제대로 제공되지 않은 리츠도 제외하였다. 또한 본 연구에서는 기업 성과를 측정하기 위한 방법으로 임대주택 리츠와 같이 LH가 AMC 역할을 하는 경우 등 수익률이 아닌 주거 안정을 목표로 하여 상시 적자가 나는 리츠는 연구 대상에서 제외하였다.

본 연구 2장에서는 본격적인 실증분석에 앞서 리츠와 관련된 국내외 각종 논문 등의 자료를 검토하여 리츠의 성과와 관련된 이론적 배경을 먼저 고찰하였다. 검토된 주요 학술 문헌들은 리츠가 많이 활성화된 해외 사례가 중심이었는데 이를 토대로 국내 비상장 리츠에도 이러한 이론이 동일하게 적용되는지 분석하였다.

본 연구 3장에서는 세부적인 실증분석을 위해 최종적으로 총 84개 회사 296개의 관찰점을 대상으로 FFO 비율, ROE, ROA, 배당수익률을 종속변수로 하여 기업 성과를 측정하였다. 실증분석은 합동회귀분석 패널분석을 통하여 실시하였으며, 각 기업의 재무 데이터 및 소유 구조에 관한 자료는 국토교통부에서 관리하는 리츠정보시스템에 등재된 각 기업의 영업보고서와 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국리츠협회에서 제공하는 자료를 참고하였다.

본 연구 4장에서는 앞서 제시한 이론적 배경과 세부 방법론을 토대로 실증분석을 실시하였으며 리츠의 소유구조에 따른 기업 성과를 다양한 변수와 함께 분석하였다.

끝으로 제5장은 앞에서의 실증분석한 결과를 토대로 결론 요약 및 시사점을 제시하였으며, 마지막으로 본 연구의 한계까지 함께 제시하였다.

제 2장 이론적 배경 및 선행연구

제1절 이론적 배경

2.1.1 리츠(REITs)

리츠(REITs : Real Estate Investment Trusts)란 다수의 투자자들로부터 금전을 위탁받아 부동산이나 부동산관련 대출에 투자하고 그 부동산으로부터 발생하는 수익을 투자자들에게 배당하는 회사를 말한다. 리츠는 뮤추얼 펀드와 유사한 점이 있으나, 투자대상이 금융상품이 아닌 부동산을 전문으로 한다는 측면에서 차이점이 있다. 리츠는 수익증권의 발행주체가 되어 투자자로부터 자금을 받고 수익을 배당하는 구조이며 투자수익에 대한 법인세 및 관련세제의 우대조치를 받는 대신 투자자에게 배당되는 수익에 대한 과세를 함으로서 이중과세를 방지하여 부동산 시장의 활성화를 도모하는데 그 의의가 있다.

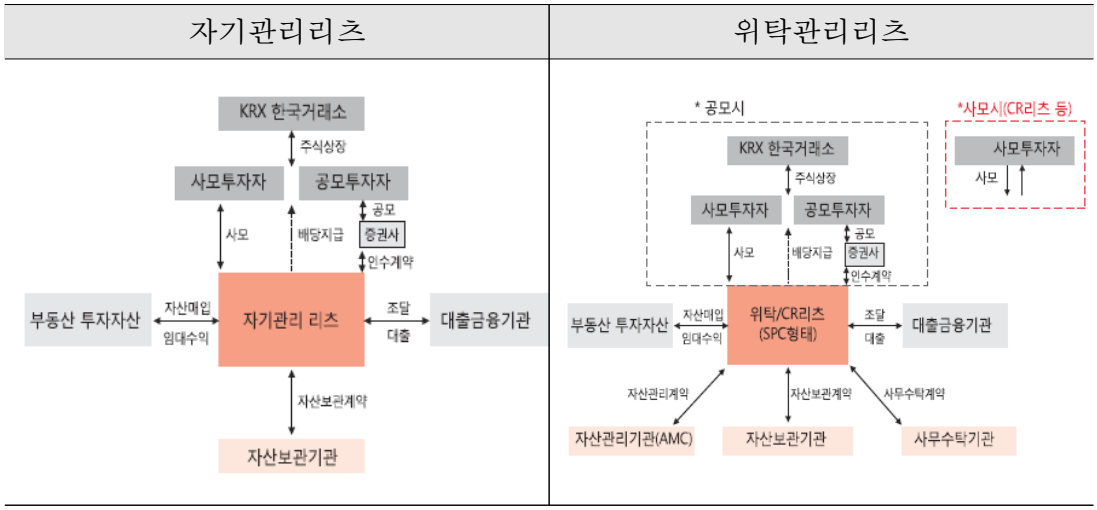
리츠는 1960년대 미국에서 처음 도입되었으며 2000년대 이후 자본시장과 부동산시장의 통합이 전세계적인 추세로 발전하게 되면서 부동산 유동화 및 증권화의 방편으로 아시아 및 유럽지역에서 빠른 속도로 확산되고 있다. 우리나라는 1997년 외환위기 이후 기업들의 보유 부동산 유동화를 통한 기업구조조정을 촉진하기 위해 「부동산투자회사법」을 제정(2001.05.07.)하여 처음 도입되었다.

투자상품으로서 리츠는 다양한 장점을 가지고 있는데 무엇보다 개인투자자 등이 소규모 자금으로도 대형 부동산에 대한 투자 기회를 얻을 수 있으며 장기적으로 안정적인 수익성을 도모할 수 있다. 리츠는 주주들에게 매년 배당가능이익의 상당부분(보통 90% 이상)을 의무적으로 배당하고 있어 주주들에게 높은 배당 수익을 안겨 주며, 부동산 가격 상승시 배당수입 외에 매각차익도 기대할 수 있다. 또한 국내의 경우 위탁관리리츠는 배당가능 이익의 90% 이상을 배당할 경우 법인세를 면제받게

되며 리츠를 통한 투자 시 종합부동산세 대상에서 제외되는 세제혜택을 받을 수 있다.

리츠는 상근인력의 유무에 따라 크게 자기관리리츠와 위탁관리리츠(기업구조조정리츠 포함)로 구분된다. 또한 위탁관리리츠와 기업구조조정리츠는 부동산의 유형에 따라 투자부동산이 일반부동산이면 위탁관리리츠, 투자부동산이 매각대금의 50% 이상을 기업채무상환용으로 사용하는 부동산이면 기업구조조정리츠(CR_REITs)로 구분된다. 자기관리리츠는 자산운용 전문인력을 포함한 임직원을 상근으로 두고 자산의 투자 및 운용을 직접 수행하는 실체형 회사다. 따라서 영속회사로서 책임 있는 경영이 가능하고 시장변화에 대해 신속하고 순발력 있는 대응이 가능하다.

<그림 2-1> 자기관리리츠 및 위탁관리리츠의 구조



자료 : 국토교통부, 하이투자증권

국내는 2018년 9월 전체 201개 리츠 중에서 위탁관리리츠는 168개, 기업구조조정리츠는 29개, 자기관리리츠는 4개로, 위탁관리형 리츠가 대부분을 차지하고 있고 자기관리리츠 규모는 미미한 실정이다. 이는 자기관리리츠가 위탁관리리츠에 비해 상근인력고용에 대한 부담으로 상대적으로 고비용 구조이고 국내에서는 법인세가 높아 선호되지 않기 때문이다.

<표 2-1> 국내리츠 현황 : 2018년 9월 기준

구 분	리츠수(개)	총자산(조원)	자산비율(%)
기업구조조정리츠 (CR_REITs)	29	5.3	13.69
위탁관리리츠	168	32.9	85.24
자기관리리츠	4	0.4	1.07
계	**201**	**38.6**	**100.00**

자료 : 국토교통부, 리츠정보시스템

2.1.2 앵커 투자자(스폰서)

앞에서 살펴본 바와 같이 국내에서 가장 일반적인 리츠 형태는 외부 자산관리회사(AMC)가 리츠 운용을 담당하는 페이퍼컴퍼니(Paper Company) 형태의 위탁관리형 리츠다. 그런데 이러한 위탁관리형 리츠가 발달한 일본, 홍콩, 싱가포르, 말레이시아 등 아시아 REITs 산업의 가장 큰 특징은 바로 앵커 투자자(스폰서)의 존재이다. 앵커는 리츠의 구성 및 운영을 주도하는 기업을 의미하며 보유자산을 이양하거나 리츠의 자금조달과 자산운용, 시설관리 등을 전반적으로 지원함으로써 리츠의 안정성을 높이고 투자자의 신뢰도를 높여주는 역할을 한다는 의미에서 앵커 혹은 스폰서라고 불리고 있다. 리츠가 매우 활성화된 일본시장의 경우 2017년 기준 55개의 상장리츠 모두 스폰서 제도를 통해 운영되고 있으며 전체 시총의 50% 가량을 차지하는 10대 리츠에는 미쓰이부동산 등 대형 개발업자(developer) 및 금융기관이 앵커로 참여하고 있다. 일반적으로 스폰서 리츠는 앵커 리츠와 혼용되어 사용되고 있는데, 스폰서란 용어가 국내에서는 다소 부정적 의미로 받아들여지기 때문에 국토교통부에서 공식적으로 사용하고 있는 용어인 앵커를 본 연구에서도 사용하고자 한다.

일반적으로 개발업자(developer)가 앵커일 경우에는 당해 회사가 보유

또는 개발한 부동산자산을 매각함으로써 판매 매출을 확보할 수 있고 여기에서 유입되는 현금을 바탕으로 재투자에 나서 다양한 자산군의 개발 경험을 축적할 수 있다. 더불어 리츠에 매각한 자산의 관리운영(Asset Management)을 담당함으로써 밸류체인을 확장하며 지속적인 운영매출을 확보할 수 있는 장점이 있다.

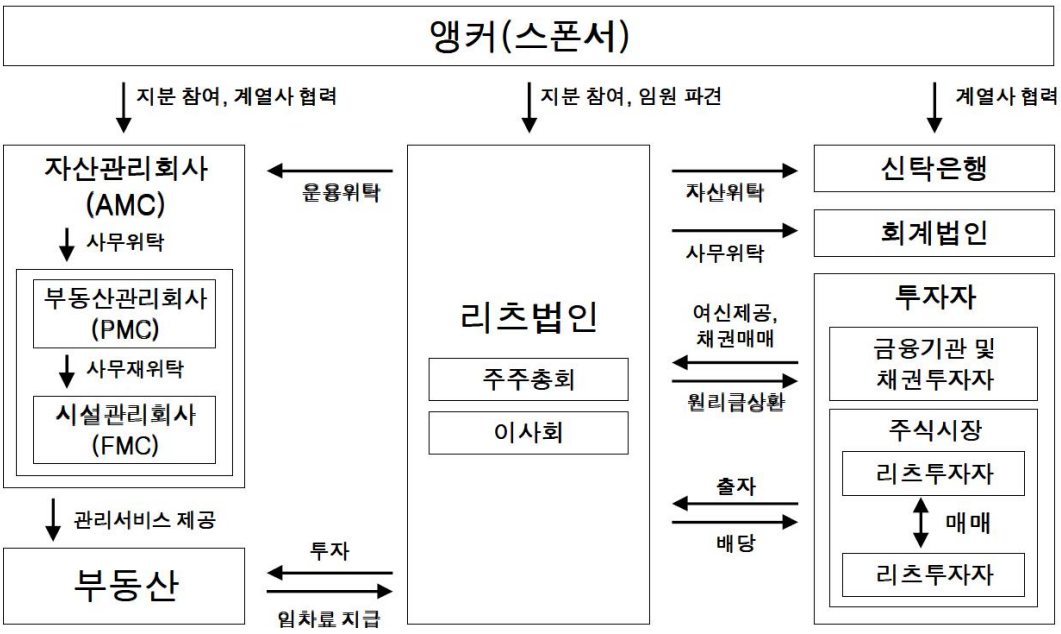
리츠 입장에서는 믿을 만한 앵커가 개발하거나 중개하는 부동산 자산을 지속적으로 공급 받으며 성장할 수 있다. 또한 자산관리회사(AMC)를 통해 전문적인 자산운용, 시설관리를 제공받음으로써 투자자의 신뢰도를 높일 수 있고 이를 통해 자본시장에서 지속적으로 자금을 조달할 수 있는 장점이 있다. 따라서 앵커 제도는 리츠와 앵커 투자자가 함께 성장할 수 있는 기반이 되었다고 할 수 있다.

한편 국내에서도 앵커 리츠를 위한 투자여건이 개선되었다. 2016년 '2.23. 리츠 활성화 대책'에서 대기업이 앵커인 경우 위탁관리 리츠에 대한 주식소유제한을 기존 40%에서 50%로 완화하여 앵커가 리츠의 운영권 및 경영권을 안정적으로 획득할 수 있게 하였다. 또한 앵커가 보유자산을 리츠에게 매각 후 위탁 운영 자회사를 통해 해당 자산에 대한 운영수익을 확보할 수 있게 허용하였다.

현재까지 국내 리츠의 앵커는 연기금 등이 주요 주주로 참여하는 형태이거나 일부 금융권과 부동산 관련회사가 지분 참여 및 자산관리를 지원하는 형태로 이루어져 왔다. 금융사가 앵커로 있는 경우는 KB금융과 하나금융이 대표적인데 각각 KB부동산신탁과 하나자산신탁을 자산관리회사(AMC)로 하여 리츠 업무를 수행해 오고 있다. 2018년 현재 KB금융은 17개 리츠를 운용하며 수탁고는 1.5조원이고 하나금융은 2개 리츠를 운용하며 수탁고는 1천억원이다. 금융사들은 보유한 점포나 오피스를 기초자산으로 리츠 진출을 모색하는데, 자금 조달 및 지원 등에 강점이 있는 반면 부동산 개발역량이 미비하다는 약점이 존재한다.

위와 같이 앵커와 자산관리회사를 통한 REITs의 위탁운영 사업구조는 아래와 같다.

<그림 2-2> 리츠 위탁운영 사업구조



2.1.3 자산관리회사(AMC)

자기관리리츠를 제외한 위탁관리리츠와 기업구조조정리츠(CR_REITs)를 설립하기 위해서는 반드시 부동산 자산의 실질적인 관리를 담당할 자산관리회사(AMC)가 필요하다. 투자자들이 리츠에 출자한 후 AMC에 위탁관리를 맡기면 AMC가 건물 시설관리 및 운영 서비스를 담당하는 구조다. 이때 리츠 AMC는 운용 수수료가 주요 수입원이며 오피스나 주택, 호텔 등 기초자산의 취득과 운영, 매각에 전문성을 보유한 집단이다. 2018년 9월 현재 국내에 자산관리회사로 등록된 회사는 총 29개로 아래의 <표 2-2>과 같다.

<표 2-2> 리츠 자산관리회사(AMC) 현황 : 2018.9월 현재

구 분	자산관리회사
신탁업 겸업 (7개)	한국토지신탁, 한국자산신탁, 코람코자산신탁, 대한토지신탁, KB부동산신탁, 하나자산신탁, 생보부동산신탁,

신탁업 비겸업 (22개)	한국토지주택공사, 에이알에이코리아, 인트러스투자운용, 케이리츠앤파트너스, 퍼시픽투자운용, 코레이트투자운용, 하나에이아이엠투자운용, 제이알투자운용, 마스턴투자운용, 한국경우에이엠씨, 케이티에이엠씨, 하나투어투자운용, 서울투자운용, 대림에이엠씨, 비앤피투자운용, 에이치디씨자산운용, 신한리츠운용, 디앤디인베스트먼트, 엠디엔투자운용, 이지스자산운용, NH농협리츠운용, 한국리테일투자운용

한국의 리츠시장은 이러한 자산관리회사(AMC)와 함께 위탁관리리츠를 중심으로 형성되었다. 자산관리회사는 리츠시장의 제한적인 성장으로 인해 업체간의 경쟁이 심화되고 있고 증권투자규제(수탁받은 리츠 투자비율 10% 이내 제한)로 인해 수수료에 의존하는 사업구조가 고착화되어 영세함을 벗어나지 못하고 있다. 전체 전업사 중 약 50% 가까이 영업이익 적자 상황이다. 그러나 향후 리츠시장의 IPO가 확대되고 양적·질적 성장이 본격화될 경우 자산 매입부터 처분까지 리츠 운영 전반을 아우르는 자산관리회사의 역할이 증대될 수 밖에 없다. 정부가 AMC의 증권투자제한 완화(10→30%)를 고려 중인 상황이므로 점차 대형화·전문화된 AMC가 등장할 수 있을 것으로 판단된다.

<표 2-3> 자산관리회사별 운용리츠 현황 : 2018.9월 현재

자산관리회사	운용리츠(개)	수탁규모(조원)	수탁규모 비율
한국토지주택공사	39	14.2	37.11%
코람코자산신탁	27	6.9	18.04%
대한토지신탁	19	3.0	7.77%
KB부동산신탁	20	2.0	5.31%
제이알투자운용	14	1.8	4.60%
마스턴투자운용	10	1.2	3.12%
한국자산신탁	8	1.3	3.34%
케이티에이엠씨	7	1.0	2.74%
한국토지신탁	7	0.3	0.73%

에이알에이코리아	6	1.2	3.00%
서울투자운용	5	1.4	3.57%
케이리츠앤파트너스	5	1.1	2.92%
생보부동산신탁	5	0.5	1.41%
인트러스투자운용	5	0.5	1.24%
퍼시픽투자운용	5	0.4	1.07%
코레이트투자운용	4	0.6	1.69%
하나자산신탁	4	0.2	0.55%
대림에이엠씨	2	-	-
신한리츠운용	1	0.6	1.56%
하나에이아이엠투자운용	1	-	0.12%
HDC자산운용	1	-	0.10%
비앤피투자운용	1	-	0.01%
한국리테일투자운용	1	-	-
합 계	197	38.2	100.00%

자료 : 국토교통부, 리츠정보시스템

이러한 자산관리회사를 설립하기 위한 주요 요건을 보면 아래 <표 2-4>와 같다. 자산관리회사의 인가 시 중요하게 평가하는 요소는 크게 3가지로 경영진의 전문성, 주주구성의 신뢰성, 사업계획서의 타당성이라고 할 수 있다.

<표 2-4> 자산관리회사 설립의 주요 요건

항목	주요 요건
자본금	70억원 이상
경영진	부동산이나 유가증권 등 자산의 투자, 운용, 관리에 대한 전문성 확보

자산운용전문인력	부동산투자회사법 제22조에 따른 전문인력 5인 이상
사업계획 타당성	업무개시 후 3년간의 추정재무제표 및 수지전망이 타당성이 있을 것
주주 구성	전문성과 신뢰도가 높은 주주로 구성

출처 : 부동산투자회사법

2.1.4 REITs의 대리인 문제

현대의 REITs 경영은 일반회사의 경영과 유사해지고 있는 실정이며 이러한 경영방식의 변화는 소유구조의 변화가 중요한 요인이 되었을 것으로 판단된다. 자산운용 전문인력을 회사 내에 두는 자기관리형 리츠는 경영자가 지분을 소유하게 되면서 이러한 변화에 큰 영향을 미쳤으며, 자산관리회사를 통해 운영되는 위탁관리형 리츠는 앵커가 지분을 소유하고 경영자의 역할을 대체하면서 영향을 미치게 된다. 본 연구에서는 이러한 앵커투자자 소유구조에 따른 대리인 문제를 분석하고자 한다.

REITs는 일반기업과 다르게 법인세 면제[2] 등의 혜택을 부여하는 반면 소유지분 제한, 자산구성요건 등의 제도적 요건을 별도로 요구하고 있으므로 일반기업과는 다른 형태의 대리인문제가 발생할 수 있다. 즉 배당 가능한 이익의 대부분을 배당함에 따라 이익의 재투자를 통한 성장 가능성이 낮은 유인동기가 있을 수 있고, 자기자본이익률을 높이기 위해 부채를 적극적으로 활용하지 않으므로 채권자로부터의 감시효과가 낮을 수 있다. 또한 부동산에 자산이 집중되므로 다른 업종과의 인수합병이 어려워 기업운영에 대한 적극성이 미약해질 수 있다. 따라서 REITs의 경우 일반기업에 비하여 대리인 문제가 보다 심각해 질 수 있는 가능성이 있으므로 일반 기업과 마찬가지로 대리인문제와 이에 따른 안주효과 등이 발생하는지 분석해 볼 필요가 있다.

2) 위탁관리리츠는 수익의 90% 이상을 배당할 경우 법인세 면제 혜택을 받게 된다.

Jensen and Meckling(1976)은 대리인비용의 증가는 기업가치에 부정적 영향을 미치며 대리인비용이 최소가 될 때 기업가치는 극대화된다고 주장하였다. 이러한 주장에 따라 대리인비용의 감소는 기업가치의 상대적 증가를 의미하므로 대리인문제의 심각성을 완화시킬 수 있는 방안이 REITs의 경영효율성을 창출할 수 있는 중요 이슈가 될 것이다.

REITs의 대리인 문제는 일반회사와 마찬가지로 경영자 및 앵커와 주주간 이해관계 상충을 통하여 발생한다. 선행연구에서는 다양한 결과가 나타나는데 Capzza and Seguin(2003)은 이해일치설(Convergence of Interest Hypothesis)에 따라 경영에 참여하는 내부주주의 지분이 증가할수록 기업가치가 증가한다고 주장하는 반면 Ghosth and Sirmans(2003)은 안주가설(Entrenchment Hypothesis)에 따라 경영자가 일정 수준이상의 지분을 소유하게 되면 자신의 이익을 위하여 기업의 이익에 반하는 행동을 할 수 있다고 주장하게 되었다. 한편 대리인 문제의 심각성을 완화하는 방안과 관련하여 Cheng and Masaki(2017)은 기관투자자의 비중이 높을수록 감시효과가 높아져 대리인문제를 완화시키고 이로 인해 기업 성과를 높인다고 주장하였다.

제2절 선행 연구

2.2.1 리츠 연구

리츠는 부동산증권화의 대표적 유형으로 도입 이래로 많은 연구가 진행되어 왔다. 미국은 리츠제도를 최초로 도입한 국가이자, 세계에서 가장 큰 규모의 시장으로 상장 리츠가 많고 공개된 리츠 정보가 많아 다수의 리츠관련 연구가 미국 리츠시장을 대상으로 이루어지고 있다.

미국 리츠에 관한 초기 연구 중 1990년대 리츠 포트폴리오 효과에 관한 연구로는 Mueller et al.(1994)의 연구가 있다. 이들은 리츠의 포트폴리오 효과를 알아보기 위해 주식과 채권으로 구성된 포트폴리오에 리츠를 포함하였을 때의 성과를 분석하였는데, 시기에 따라 성과에 차이가

나타남을 확인하였다.

리츠의 수익률에 관한 연구로서는 리츠가 활성화되기 시작한 1990년대 초기 Goldstein and Nelling(1999)의 연구를 주목할 수 있다. 이들은 리츠의 수익률과 위험에 관한 실증 분석결과 리츠의 수익률과 위험은 일반 채권과 주식에 의하여 영향을 받는다고 주장하였는데, 이는 초기 리츠의 포트폴리오 효과가 낮다는 기존 연구결과를 지지하는 것으로 해석된다.

Fei et al.(2010)은 1987~2008 기간 동안 미국의 지분형 리츠의 수익률에 관한 연구를 수행하였는데, 분석결과 리츠와 S&P500지수와의 상관관계가 시간가변적(time-varying)이고, 시기에 따라 상관관계가 변화하며, 두 자산간 상관관계가 낮을수록 지분형 리츠의 기대수익률이 증가함을 확인하였다. 이러한 연구결과는 시기에 따라 리츠의 포트폴리오 효과가 변화하는 기존 연구들의 결과와 동일하다.

아시아를 대상범위로 한 연구에는 Liow(2000)의 연구가 있다. 부동산 주식과 실물 부동산과의 관계를 연구한 Liow는 싱가포르의 상업용 부동산을 대상으로 연구를 수행하였는데, 분석결과 상업용 부동산은 장기적으로 부동산주식뿐 아니라 거시경제변수에도 강한 영향을 받고 있다고 주장하였다.

한편 Liow and Huang(2006)은 아시아 주요 리츠시장인 싱가포르, 홍콩, 일본과 영국을 포함한 데이터를 구축하여 리츠의 초과수익률을 1997년 아시아 외환위기 전후로 비교 분석하였다. 분석결과 리츠 수익률은 국가별로 차이가 있고 아시아 금융위기 이전까지는 이자율이 수익률에 유의미한 영향을 미쳤으나 이후부터는 유의하지 않았음을 보였다.

Newell and Yue(2010)은 아시아 주요 리츠 시장 중의 하나인 홍콩을 대상으로 분석하였다. 분석결과 금융위기 이전기간에는 리츠가 일반주식 및 부동산회사에 비해 우수한 위험 조정능력을 가진 것으로 나타났으나, 금융위기를 거치면서 이러한 위험 조정능력이 없어지는 것으로 드러났다.

Newell and Peng(2012)은 일본 리츠를 대상으로 포트폴리오 효과에 대한 분석을 시도하였다. 분석결과 세계 금융위기 이후 일본리츠의 위험 조정 실적이 크게 개선되었고, 시장이 많이 성숙해짐에 따라 기관 투자

자가 리츠를 포트폴리오에 편입하여 위험을 분산시키기에 충분한 유동성을 가지는 것으로 나타났다.

Wong et al.(2013)은 싱가포르, 일본, 홍콩, 말레이시아리츠의 IPO(기업공개)에서 앵커 투자자의 역할에 관한 실증분석을 수행하였는데, 앵커가 보유한 주식의 비율과 Underpricing[3] 간의 관계가 통계적으로 유의한 수준에서 정(+)의 영향력을 보이는 것으로 나타났다.

한국의 리츠시장에 대한 기존연구를 살펴보면 우리나라는 리츠제도가 2001년에 도입된 후 제도도입 초기에는 제도적 개선방안을 중심으로 진행되던 연구 분야가 최근에는 리츠 수익률 영향요인 등으로 확대되고 있는 추세이다.

박종택(2003)은 리츠 및 부동산투자신탁의 수익률 결정요인 및 위험특성을 파악하기 위하여 주요 경제 변수들간의 상관관계 및 회귀분석을 실시하였다. 2002년 기준 증권거래소에 상장되어 있는 리츠와 부동산신탁상품을 발행한 경험이 있는 5개 시중은행과 산업은행의 수익률 계산 가능한 펀드 자료를 사용하였는데, 분석결과 부동산경기가 상승하는 기간에는 리츠의 수익률은 상승하나 부동산투자신탁의 수익률은 하락하였고, 금리가 하락할수록 리츠와 부동산투자신탁 모두 수익률이 상승하는 것으로 나타났으며 주식시장과 리츠는 유의적인 결과를 얻지 못하였고, 주식시장과 부동산투자신탁과는 유의적인 수준에서 정(+)의 관계를 보이는 것으로 분석되었다.

김은혜(2004)는 미국리츠의 성과측정치를 비교·분석하여 이중 어떤 성과측정치가 리츠의 가치를 더 잘 반영하는지를 검증하였고 또한 순이익보다 운영수입이 더 적절한 성과측정치인지에 대해서도 검증하였다. 이때 개별리츠의 주가를 리츠의 가치로 보았으며, 리츠(REITs)의 순이익(NI)과 운영수입(FFO) 그리고 영업현금흐름(CFO)을 리츠의 성과측정치로 보고 검증을 실시하였다. 분석 결과, 순이익에 비해서 운영수입이 상대적으로 유용한 정보인 것으로 확인되었다. 반면에 운영수입에 비해 영업흐름정보는 상대적으로 유용한 정보는 아닌 것으로 분석결과를 제시하

3) Underpricing : IPO 과정에서 공모주가 저가 발행되는 경우를 의미한다.

였다.

김관영・박정호(2007)는 국내 상장된 6개 리츠를 대상으로 수익과 위험의 특성에 대한 연구를 수행하는데, 분석결과 리츠는 일반주식과 채권에 비해 수익은 높고 위험은 매우 낮았다. 또한 리츠는 다른 투자자산과 상관관계가 매우 낮게 나타나 우리나라에서의 리츠는 포트폴리오의 성과를 크게 개선할 수 있는 훌륭한 투자상품이라고 제시하고 있다.

심종원・정의철(2007)은 우리나라 구조조정리츠 주식가격이 어떠한 변수들에 의해 영향을 받으며 그 이유는 무엇인지를 리츠 가격결정 모형을 구축하여 거래소에 상장되어 거래되는 6개 구조조정리츠 주식에 대해 패널자료를 이용하여 회귀분석을 실시하였다. 분석결과 주식가격과 채권수익률이 높을수록 리츠 주식가격이 더 낮고 임대료가 높을수록 주식가격은 더 높은 것으로 나타났다. 또한 건물수가 적을수록, 자산이 복합용도로 구성될수록, 리츠회사의 부동산이 위치해있는 지역의 토지가격이 상승할수록 리츠 주식가격이 더 높은 것으로 나타났다.

장병기・심성훈(2007)은 차익거래 가격결정모형(APT; Arbitrage Pricing Theory)에 기초한 다요인모형을 구축하여 우리나라 리츠가 주식으로서의 특성을 지니고 있어서 주식시장으로부터 주로 영향을 받는지, 부동산으로서의 특성을 지니고 있어서 부동산시장으로부터 영향을 받는지를 분석하였다. 분석결과, 주식시장의 체계적 위험이 리츠시장에는 영향을 주지 않는 것으로 나타났으나, 반면 부동산가격상승률은 5개 종목 중 3개 종목에서 리츠수익률에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타나 우리나라 리츠의 경우 주식으로써 특성보다는 부동산에 가까운 특성을 지니고 있다고 설명하고 있다.

김재훈(2008)은 국내 리츠를 대상으로 자기자본수익률에 영향을 미치는 요인에 관한 연구에서 LTV, 우선주 발행, 이자율고정, 자산관리화사, 부동산 종류, 리츠의 종류 총 6개 변수가 유의미한 관계가 있는 것으로 나타났다. 배당률은 자본구조변수인 LTV와 정의 관계를 갖고 있으며, 높은 부채비율을 갖고 있는 리츠의 자기자본수익률은 정의 레버리지효과로 인해 상승하였음을 보여준다.

송은원(2008)은 벡터자기회귀모형(VAR모형)을 통한 REITs 수익률 모형을 구축하여 분석한 결과 부동산변수인 주택매매가격 변동율, 오피스 공실률, 지가변동률이 리츠 수익률에 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 거시경제 변수로는 소비자 물가지수가 약한 인과관계 있는 것으로 나타났다고 밝히고 있다.

유상철(2012)은 금융상품으로서 수익성과와 그 특성을 규명하기 위하여 리츠가 도입된 2001년부터 2010년말까지 설립된 리츠전체(62개)를 대상으로 운영성과를 파악하고, 공모로 모집되어 상장한 13개의 리츠를 대상으로 분석하였다. 분석결과 체계적 요인인 거시경제 변수 중에서 리츠의 수익률에 통계적으로 유의하게 영향을 미치는 요인으로는 소형주, 광공업 생산지수, 환율, 회사채 3년 이자율인 것으로 나타났다. 또한 주가지수요인과 이자율요인은 리츠의 특성과 방향성을 같이 하는 것으로 분석되었으며 인플레이션 및 환율요인은 반대의 결과가 나타났고 부동산경기요인은 독립변수에서 제외되는 결과가 나타났는데, 그 이유로는 만기가 존재하는 한국 리츠의 고유한 특성에 기인한 것이었다고 분석하고 있다. 비체계적 요인의 경우 리츠의 투자대상자산의 용도가 업무시설에 해당하거나 도심내에 입지하는 등 범용성이 높은 투자대상자산의 수익률이 높았으며, 총자산 규모가 크거나 부동산 규모, 즉 건축물 연면적이 큰 것일수록 수익률이 높았고, 자산관리수수료의 비중이 높은 경우 부동산투자회사의 수익률도 높은 것으로 나타났다고 분석하고 있다. 반면에 부동산투자회사의 부채비율이나 주주의 구성 및 보유부동산의 수 등은 리츠의 수익률에 영향을 미치는 영향요인으로 분석되지 않았다고 밝히고 있다.

이인애(2013)는 한국 리츠의 수익률을 결정하는 요인으로 리츠운영 특성변수(자산규모, 주택담보대출비율(LTV), 우선주 발행여부, 대형 자산관리회사 관리여부), 거시경제변수(경제성장률), 부동산 하위시장변수(전국상업지역지가상승률, 오피스 공실률)와의 관계를 실증 분석하였다. 분석결과 자산규모와 자산운용사의 규모는 리츠수익률에 양(+)의 영향을 미쳤으나, 거시경제변수 및 전국상업지역지가지수에는 영향이 없는 것으로 나타났고, 오피스 공실률에는 음의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다.

여수진(2014)은 청산이 완료된 13개 리츠를 대상으로 리츠 수익률을 운용기간 리츠 평균수익률, 처분기 리츠 평균수익률, 처분기 제외 리츠 평균수익률로 구분하여 이에 영향을 미치는 내부요인과의 관계를 분석하였다. 분석결과, 운용기간 리츠의 평균수익률에 영향을 미치는 통계적으로 유의한 내부요인으로는 보유부동산의 업무시설 비율로 나타났으며, 처분기 제외 리츠 평균 수익률에 영향을 미치는 통계적으로 유의한 내부요인으로는 보유부동산의 수와 업무시설 비율 및 리츠의 영업일수인 것으로 나타났고, 처분기 리츠수익률에 영향을 미치는 통계적으로 유의한 내부요인으로는 총자산대비 자산관리수수료비율과 리츠의 자본규모인 것으로 나타났다고 분석하고 있다.

한편, 앵커 리츠의 필요성에 대해 분석결과를 제시한 국내 정부 기관의 연구는 본 연구 목적의 중요한 배경이 되는데 국토연구원(2015)은 국내 리츠시장의 효율성 및 파급효과에 대해 실증적인 연구결과를 제시하며 리츠시장 활성화의 필요성을 역설하였고, 그 방안으로 앵커리츠를 제안하였다.

2.2.2 리츠의 대리인 문제 연구

선행연구에서는 대체로 미국내 자기관리리츠를 중심으로 앵커가 아닌 경영자의 지분율과 기업 성과와의 관계를 연구한 논문이 있는데 결과는 경영자의 지분 증가에 따라 기업가치가 증가하거나 감소하는 상반된 결과를 보였다. Capzza and Seguin(2003)은 이해일치설에 따라 경영에 참여하는 내부주주의 지분이 증가할수록 기업가치가 증가한다고 주장하는 반면 Ghosth and Sirmans(2003)은 안주가설에 따라 경영자가 일정 수준 이상의 지분을 소유하게 되면 자신의 이익을 위하여 기업의 이익에 반하는 행동을 할 수 있다고 주장하게 되었다.

Feng and Ghosh(2005)에 따르면 현대 미국내 REITs는 과거에 비하여 자기관리방식이 80%이상 수준으로 확대됨에 따라 경영자를 포함한 내부주주의 소유지분이 증가하여 과거 위탁관리방식에 따른 이해일치설

에 의한 대리인 문제의 해석과 더불어 경영자의 안주가설에 의한 해석도 고려할 필요성이 있다고 하였다.

고성수, 정완성(2006)은 미국내 리츠를 중심으로 경영자 지분율과 기업 성과에 대해 분석한 결과 경영자의 지분율이 14.22%까지는 주주-경영자의 이해일치에 따라 기업의 가치는 증가하지만 경영자의 지분율이 14.22%를 넘어서면 경영자의 안주에 따라 기업의 가치는 감소하는 것으로 나타났다. 아울러 균형수준이상의 일반관리비용은 기업의 가치에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났는데 특히 경영자의 안주가 발생하는 높은 수준의 지분을 경영자가 소유하는 경우 균형수준 이상의 일반관리비용 증가는 기업의 가치를 큰 폭으로 하락시키는 것으로 나타났다.

Cheng and Masaki(2017)는 일본, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르 상장 리츠를 중심으로 앵커 투자자 지분율에 따른 기업 성과를 분석했는데, 앵커 투자자의 지분율이 경영자와 마찬가지로 일정 수준의 지분까지는 이해일치설에 따라 기업의 가치는 증가하지만 일정 수준 이상 넘어가게 되면 안주효과가 발생하여 기업의 가치는 감소하는 것으로 드러났다. 또한 기관투자자의 지분율이 높을수록 기업가치가 증가하는 것으로 나타났는데 이는 기관투자자가 감시 역할을 함으로써 대리인 문제를 완화시키기 때문이라고 분석하였다. 배당수익률과 관련해서는 앵커의 지분율과 배당수익률이 음의 비선형 관계에 있다고 하였는데 이는 수익을 배당으로 지출하기보다 미래 성장 동력으로 활용하기 위하여 자본을 축적하기 때문이라고 분석하였다.

2.2.3 본 연구의 차별점

미국, 일본, 싱가포르, 호주 등 리츠시장이 활성화된 나라에서는 상장된 리츠의 숫자도 많고 리츠 수익률 정보 등이 상당기간에 걸쳐 축적이 되어 있어 이와 관련된 다양한 연구가 진행되어 왔다. 그러나 우리나라의 경우 리츠 도입의 역사가 상대적으로 짧고 상장된 기업이 극소수로 당초 정부가 기대했던 만큼 시장이 활성화되지 않고 있어 심도 있는 연

구에는 한계가 있었다. 국내에서는 리츠 도입 초기에는 제도 개선방안에 대한 연구가 주를 이루었고, 2000년대 들어와서 리츠 수익률 영향요인, 리츠의 기업가치에 대한 연구가 늘어나고 있는 추세이다. 그러나 대부분의 연구가 일부 구조조정리츠나 상장리츠에 국한되어 있거나 자료 축적이 잘 되어 있는 해외 리츠를 대상으로 이루어지는 등 국내 리츠를 대상으로 하는 연구는 미비한 상황이다. 최근 리츠와 같은 배당투자 개념의 안정성 있는 투자상품에 대한 관심이 증대되고 리츠를 활용한 부동산 임대시장 규모가 커지는 등 대내외 환경이 변화하고 있기 때문에 리츠에 대한 종합적인 연구를 통하여 리츠의 활성화 방안에 대한 고민이 필요한 시점이다. 이러한 인식을 바탕으로 본 연구는 아시아 시장에서 리츠의 성공 요인으로 평가받고 있는 앵커의 역할에 대하여 국내 비상장 리츠를 대상으로 실증 분석을 시행하였다. 본 연구와 선행연구와의 차별성은 다음과 같다.

첫째, 기존 국내 선행연구가 리츠 수익률의 영향요인으로 부채비율, 이자율, 소유 부동산의 종류, 소비자물가지수 등 거시경제변수나 리츠 물건의 특성에 중점을 두어 분석이 이루어졌고 기업의 소유구조나 지배구조의 영향을 분석한 연구는 전무한 실정이었다. 따라서 본 연구에서는 소유구조에 중점을 두고 특히 아시아 리츠의 성공 요인으로 평가받고 있는 앵커의 기능이 국내에서도 작동하고 있는지 파악하기 위하여 앵커의 지분율 등 소유구조 관련 변수를 활용하여 기업성과를 분석하였다.

둘째, 기존 기업의 성과를 나타내는 종속변수로 리츠 주가지수 상승률, 자기자본이익률, 배당수익률 등의 일반적인 수익률 지표를 사용했다면, 본 연구에서는 기존 수익률 지표 외에 리츠의 성과를 가장 잘 나타낼 수 있다고 평가받고 있는 FFO[4](운영수입) 개념을 추가하여 성과를 분석하였다. 특히 기존 연구가 대부분 상장 리츠를 대상으로 분석하다 보니 주가지수 상승률, Tobin's Q[5] 등 주가와 연계된 종속변수를 활용하는 것

4) FFO(Funds From Operations)는 운영자금을 의미하며, 리츠의 수익성을 나타내는 지표로 선진국에서 주로 사용하고 있다. 일반주식과 달리 리츠는 부동산 등 유형자산 소유에 따른 감가상각비가 많은 비중을 차지하고 있고 실제 리츠의 배당은 당기순이익 아닌 FFO 범위 내에서 운용하고 있다.

이 일반적이었으나, 국내 리츠는 비상장리츠가 주를 이루고 있어 FFO 비율, ROE, ROA 등 상장 여부에 관계 없이 리츠의 성과 파악이 가능한 변수를 활용하여 분석을 진행하였다.

셋째, 대리인 문제는 일반적으로 주주와 경영자가 추구하는 목표가 상이함에 따라서 발생하는 문제로, 기존 선행연구에서는 경영자 등 내부주주의 지분율을 설명변수로 하여 대리인문제가 어떻게 발생하는지, 그리고 이에 따른 기업가치가 어떻게 변화하는지를 분석한 연구들이 주를 이루었다. 그러나 본 연구에서는 위탁관리형 리츠에서 실제 경영자의 역할을 수행하고 있는 앵커가 일반회사의 경영자처럼 대리인 문제를 유발시키는지를 확인하기 위하여 앵커의 지분율을 설명변수로 하여 안주분기점 등을 추정하고자 하였다.

5) 기업의 시장가치(시가총액) 대비 대체원가 비율로서 투자성과와 기업가치의 할증여부를 측정할 수 있는 장점이 있다.

제 3장 분석자료 및 연구방법

제1절 분석자료

본 연구는 국내 리츠(REITs)의 소유구조에 따른 기업 성과를 평가하는 것을 목적으로 하고 있다. 2012년부터 2017년까지 6년간 국내에 등록된 리츠회사 201개 전수를 분석 대상으로 하며, 개별 리츠회사의 연간 자료를 분석 단위로 사용하였고 연구대상기간 중 6년간의 자료를 모두 갖추지 못한 기업을 연구에 포함한 불균형 패널자료(unbalanced pannel)로 구성되었다. 각 기업의 재무 데이터 및 소유 구조에 관한 자료는 국토교통부에서 관리하는 리츠정보시스템에 등재된 각 기업의 영업보고서와 금융감독원 전자공시시스템(DART), 한국리츠협회에서 제공하는 자료를 토대로 분석하였다. 이 중에서 일차적으로 위탁관리방식이 아닌 자기관리형 리츠(4개)는 분석 대상에서 제외하였고, 이차적으로 리츠가 인가된 지 얼마 되지 않아 재무 데이터가 제대로 제공되지 않은 리츠도 제외하였다. 또한 본 연구에서는 기업성과를 측정하기 위한 방법으로 FFO 비율, ROE, ROA 등 수익률 지표를 사용하고 있기 때문에, 임대주택 리츠와 같이 LH가 AMC 역할을 하는 경우 등 수익률이 아닌 주거 안정을 목표로 하여 상시 적자가 나는 리츠는 연구 대상에서 제외하였다.

<표 3-1> 연구의 범위

구 분	연구 대상과 범위
연구기간	- 2012년 ~ 2017년 총 6년간
연구대상 리츠	- 전체 리츠 : 201개 → 84개 리츠, 296개 관찰점 대상
분석자료 기준시점	- 연구기간내 각 리츠의 12월말 기준 결산기 자료
연구 실증자료	- 국토교통부, 리츠정보시스템 : 투자보고서, 사업보고서 - 금감원 전자공시시스템(DART) : 감사보고서

제2절 변수 선정

본 연구는 국내 리츠(REITs)의 소유구조 중 앵커 투자자의 소유지분에 따른 REITs의 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 기존의 연구에서는 자기관리리츠의 경영자, 내부주주 등의 지분율에 따른 기업 성과를 이용하여 분석이 진행되었으나, 국내 리츠는 대부분 위탁관리형으로 대기업 및 연기금 등의 앵커 투자자가 경영자의 역할을 수행하고 있다고 판단하여 앵커 투자자의 지분율을 변수로 사용하였다.

본 연구에서는 REITs의 가치를 측정하기 위하여 총자산 대비 운영자금(FFO) 비율, 자기자본이익률(ROE), 총자산이익률(ROA), 배당수익률을 종속변수로 사용하였다. 일반적으로 상장 기업의 시장 가치를 평가하기 위한 지표로 Tobin's Q를 이용하지만 우리나라 리츠는 비상장리츠가 주를 이루고 있고 본 연구에서는 비상장주식을 분석하므로 상장여부에 상관 없이 기업 성과를 비교할 수 있는 지표를 선정하였다. 배당수익률은 투자자 입장에서 사용된 변수이며, 기업 입장에서 성과로 사용할 수 있는 변수로 FFO 비율, ROE, ROA를 선정하였다.

운영자금(FFO : funds from operations)은 실제 기업의 현금흐름을 알 수 있는 지표로 기업의 당기순이익에서 부동산 순매각이득을 차감하고 감가상각비와 이연자산상각비를 더하여 구해진다. 한국에서는 FFO를 기반으로 하는 밸류에이션에 대한 방법이 일반투자자에게는 익숙하지 않지만 미국 등 선진국에서는 FFO를 리츠의 성과를 측정하는 지표로 가장 많이 사용하기 때문에 본 연구에서도 주요 종속 변수로 사용하였다. 자기자본이익률(ROE)은 회계기간 동안 자기자본 대비 회사의 당기순이익(손실)을 구하여 산출하며 총자산이익률(ROA)은 총자산 대비 당기순이익을 기준으로 산출한다.

독립변수로는 이 연구에서 가장 중요한 변수인 앵커 투자자의 지분율을 사용하였으며, 추가로 앵커 투자자의 지분율에 따라 기업가치에 미치는 영향이 이차함수 형태를 보이는지를 검증하고 안주 분기점을 추정하

기 위하여 앵커 투자자 지분율의 제곱을 변수로 선정하였다.

통제변수로는 먼저 앵커 투자자 외에 다른 주요 주주들이 감시 효과 등을 일으켜 기업 성과에 영향을 미치는지 여부를 파악하기 위해 기관투자자 지분율, AMC 지분율을 변수로 선정하였으며, 우리나라 리츠는 개인투자자의 비중은 극히 미미하여 개인투자자의 지분율은 제외하였다.

또한 기업의 규모에 따라 기업 성과가 달라질 수 있으므로 이를 컨트롤하기 위하여 기업의 규모를 나타낼 수 있는 자산총계를 지표로 선정하였다. 총부채비율은 채권자가 일반적으로 감독관의 역할을 수행하여 대리인 문제를 완화시킬 수 있다고 판단되므로(Diamond 1984) 포함하였으며 부채총계를 자산총계로 나누어 산출한다.

추가로 기타 외부요인이 기업 성과에 영향을 미쳤는지 파악하기 위하여 지역구분과 앵커 투자자 유형을 포함하였다. 지역구분 더미는 보통 수도권, 비수도권, 기타(수도권 및 비수도권 혼합, 혹은 해외 자산) 여부에 따라 부동산의 자산 가치가 달라질 가능성이 있으므로 선정하였고, 앵커 투자자 유형은 앵커의 형태에 따라 장단점이 존재하고 이에 따른 기업의 성과 차이가 나타날 수 있으므로 금융권, 부동산 관련, 정부 유관기관 등으로 나누어 분석하였다.

자산형태는 리츠가 보유하고 있는 부동산의 특성에 따라 성과가 달라질 수 있으므로 세부적으로 오피스, 리테일, 주택, 물류, 호텔, 복합(포트폴리오가 2가지 형태 이상)으로 나누어 분석하였으며, 마지막으로 거시경제 변수로 국고채 수익률을 통제변수로 포함하였는데 5년 만기 국고채 수익률은 이자율 등의 경기 순환적 요인이 기업 가치에 미치는 영향을 컨트롤하기 위하여 사용되었다.

여기서 앵커 투자자 지분율을 구하기 위한 구체적인 방법으로 최대주주와 자산관리회사(AMC)의 성격을 감안하였는데, 일본과 같은 경우는 리츠의 홈페이지에 앵커가 비교적 명쾌하게 명시되어 있으나 국내의 경우는 그렇지 않다. 국토교통부(2015) '리츠사업 다각화 및 공모 활성화 방안'에 따르면 국민연금, 주택기금과 같은 경우를 앵커 투자자(스폰서)로 정의하고 있기 때문에 이러한 기본적 정의를 본 연구에서도 사용하여

국민연금이나 주택기금이 주주로 있는 경우 앵커 투자자로 정의하였다. 또한 금융권 앵커 투자자의 경우는, 예를 들어 KB국민은행이 리츠의 최대주주이고 KB국민은행이 출자한 KB자산운용이 자산관리회사로서 리츠를 위탁관리할 경우 KB국민은행과 KB 계열사의 소유 지분을 앵커 투자자의 지분율로 정의하였다. 부동산 관련 앵커의 경우는 대기업 건설사 등 부동산 관련회사가 주요 주주로 있는 경우 해당 지분과 관련 계열사 및 관련 부동산 펀드 자금의 소유 지분을 앵커 지분율로 산정하였다.

<표 3-2> 변수의 측정과 변수명 정리

구 분	변수	조작적 정의	변수명
종속변수	FFO 비율	총자산 대비 운영자금 비율	ffota
	ROE	자기자본 이익률	roe
	ROA	총자산 이익률	roa
	배당수익률	1주당 액면금액 대비 배당액 비율	divyield
독립변수	앵커 지분율	앵커 투자자의 지분율	spown
	앵커 지분율^2	앵커 투자자의 지분율의 제곱	spown2
통제변수	기관투자자 지분율	연기금을 포함한 기관투자자의 지분율	insown
	AMC 지분율	자산관리회사의 지분율	amcown
	자산총계	전체 자산의 총계	size
	총부채비율	전체 자산 대비 총부채비율	leverage
	국고채 수익률	당해연도 기말의 5년 만기 국고채 수익률	5ynote
	지역구분	수도권, 비수도권, 기타 구분	region
	앵커 투자자 형태	금융권, 부동산 관련, 정부 유관기관 구분	spotype
	자산 형태	오피스, 리테일, 주택, 물류, 호텔, 복합	assetype

제3절 연구방법

3.3.1 연구 가설

본 연구의 첫 번째 실증분석은 앵커 투자자의 지분율이 기업가치에 긍정적 영향을 끼치는지 여부를 검증하고자 한다. 이에 따른 가설1은 아래와 같은데 리츠 회사 관점에서 수익률 지표인 FFO 비율, ROE, ROA, 그리고 투자자 관점에서의 수익률 지표인 배당수익률을 종속변수로 사용하였다.

가설 1 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율이 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다.

가설 1-1 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율이 총자산 대비 운영자금 비율(FFO/TotalAsset)에 긍정적인 영향을 미친다.

가설 1-2 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율이 자기자본 이익률(ROE)에 긍적적인 영향을 미친다.

가설 1-3 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율이 총자산 이익률에(ROA)에 긍정적인 영향을 미친다.

가설 1-4 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율이 배당수익률에 긍정적인 영향을 미친다.

만약 분석결과 앵커 투자자의 지분율에 따라 기업가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타난다면 이해일치설이 타당하며, 그 반대의 결과가 나타난다면 안주가설이 타당하게 될 것이다. 따라서 본 연구는 가설1에 대한 검증을 통하여 비상장 위주의 국내 리츠 시장에서 앵커 투자자의 역할이 실제 기업 성과에 어떻게 작용하고 있는지 살펴볼 수 있을 것이다.

한편 경영자의 역할을 수행하고 있는 앵커 투자자의 지분율과 기업가치의 관계는 일차함수의 형태로 설명되기보다는 어느 수준까지는 주주-앵커(경영자)의 이해 일치설에 따라 기업가치를 증가시키고 어느 수준을

넘어서 지분이 증가할 경우 안주효과가 발생하여 기업가치를 감소시키는 이차함수의 성격을 가질 수도 있을 것으로 판단된다. 이에 따른 가설2는 아래와 같으며, FFO 비율, ROE, ROA, 배당수익률을 종속변수로서 사용하고자 한다.

가설 2 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율은 어느 수준까지는 기업성과에 긍정적 영향을 미칠 것이나 일정 지분율 이상에서는 기업성과에 부정적 영향을 미칠 것이다.

가설 2-1 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율은 어느 수준까지는 총자산 대비 운영자금 비율(FFO/TotalAsset)에 긍정적 영향을 미칠 것이나 일정 지분율 이상에서는 부정적 영향을 미칠 것이다.

가설 2-2 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율은 어느 수준까지는 ROE에 긍정적 영향을 미칠 것이나 일정 지분율 이상에서는 부정적 영향을 미칠 것이다.

가설 2-3 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율은 어느 수준까지는 ROA에 긍정적 영향을 미칠 것이나 일정 지분율 이상에서는 부정적 영향을 미칠 것이다.

가설 2-4 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율은 어느 수준까지는 배당수익률에 긍정적 영향을 미칠 것이나 일정 지분율 이상에서는 부정적 영향을 미칠 것이다.

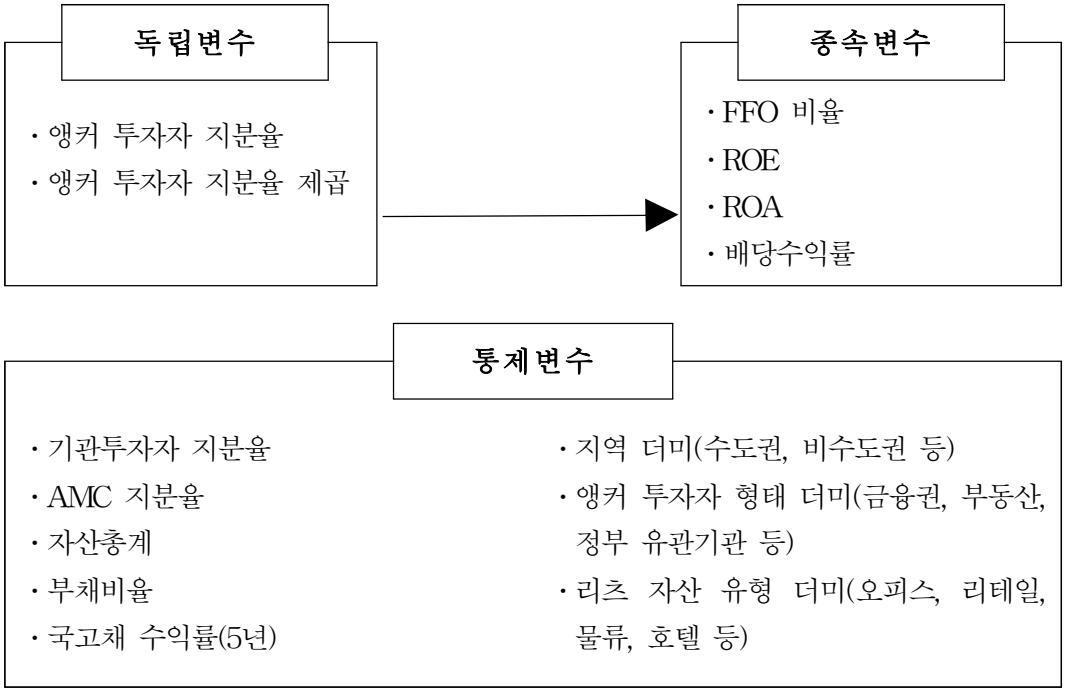
만약 분석결과 앵커 투자자의 지분율에 따라 기업가치에 미치는 영향이 이차함수 형태를 보인다면 국내 REITs 시장에 있어 앵커 투자자의 안주가 어느 정도 수준의 지분율에서 발생하는지 안주분기점을 추정할 수 있게 된다. 이러한 안주분기점 추정을 바탕으로 특정 지분 이하 수준에서는 주주-앵커간 이해일치설에 따라 대리인비용이 감소하는 반면 적정 지분 이상 수준에서는 안주가설에 따라 대리인비용이 증가한다고 결

론 내릴 수 있을 것이다.

3.3.2 연구 모형 및 분석 방법

본 연구에서 연구모형은 다음 <그림 3-1>과 같다.

<그림 3-1> 연구모형



본 연구의 분석방법으로 자료는 2012년부터 2017년 기간 동안 84개사, 296개의 관찰점의 자료를 토대로 구성되어 있으며 이를 바탕으로 실증분석을 시행한다. 세부적인 분석방법으로는 기본적으로 합동회귀분석(Pooled OLS)을 실시하되, 본 연구가 패널 데이터 형태의 성격을 가지고 있으므로 고정효과 모형(Fixed Effect Model), 확률효과 모형(Random Effect Model)을 추가로 사용하고자 한다.

일반적으로 패널데이터의 분석은 기업의 개별효과와 시간의 효과를 고려하지 않는 패널 최소 자승법(Pooled OLS), 개별기업의 특성을 구별하기 위하여 특정 가변수를 이용하여 효과를 분석하는 고정 효과 모형, 개별기업의 특성을 구별하기 위하여 특정 가변수가 일정한 분포를 가지고

변화한다고 가정하여 분석하는 확률 효과 모형의 세 가지 방법을 이용할 수 있다.

세 가지 모형의 간단한 차이점은 최소자승법이 변수의 개별적인 특성을 무시하여 절편이 모두 동일하다는 가정을 하는 반면, 고정 효과 모형은 변수의 개별적인 특성을 고려하여 절편이 서로 다르다고 가정하여 추정하는 방법이다. 반면 확률 효과 모형은 변수의 개별적인 특성을 고려하되 절편이 확률적으로 결정된다고 가정하고 추정하는 방법이다.

패널 데이터 분석 모형을 수식화 하면 다음 <표 3-3>과 같다.

<표 3-3> 패널 분석 모형

분석방법	모형
Pooled OLS	$y_{it} = \alpha + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1,\cdots,n \quad t = 1,\cdots,T$
Fixed Effect Model	$y_{it} = \alpha_i + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1,\cdots,n \quad t = 1,\cdots,T$
Random Effect Model	$y_{it} = \alpha_i + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it}, \quad \alpha_i = \alpha + v_i, \; v_i \sim N(0, \sigma_v^2) \quad i = 1,\cdots,n \quad t = 1,\cdots,T$

한편 전봉걸(2015) 및 Cheng and Masaki(2017) 등에 따르면 관심 변수의 변화폭이 매우 작을 경우는 고정효과 모형의 사용이 모호한 해석을 낳을 수 있다고 이야기하고 있고 패널 전체 기간 동안에 변하지 않는 변수들, 본 연구에서는 더미 변수의 경우 고정효과 모형에 따라 제거되므로 사용이 불가능하다. 특히 국내 비상장 리츠의 경우는 사모 리츠의 성격상 일반 투자자가 자유롭게 지분을 사고 파는 구조가 아니기 때문에 연도별로 지분율의 변화가 극히 적고, 더미 변수 중에서 앵커 투자자 유형과 리츠 자산 유형 역시 연도별로 값이 고정되어 있으므로 고정 효과 모형의 해석은 적절하지 않을 것으로 판단된다.

또한 권세훈, 한상범(2013)에 따르면 위와 같이 시간불변인 변수가 포

함된 기업 재무 패널 분석시 고정효과 모형은 시간불변 혹은 시간변동성이 매우 적은 변수의 계수 추정이 불가능하여 Pooled OLS 혹은 확률효과 모형을 임의로 잘못 적용하는 경우가 많은데, 이는 패널 자료의 내생성 문제를 제어하지 못하므로 이를 해결하기 위한 가장 적절한 방법으로 Hausman-Taylor(1981)가 고안한 RE-IV 모형을 이용하는 방법을 제안하고 있다.

따라서 본 연구 역시 리츠 기업의 재무 패널 분석이므로 Pooled OLS, 고정효과 모형에 대한 분석 후 모형의 내생성을 제어하기 위하여 최종적으로 Hausman-Taylor 모형을 활용하여 분석을 시행하고자 한다.

일반적으로 패널분석을 위한 프로그램에는 SAS와 STATA가 많이 사용되며 본 연구의 분석에는 STATA 프로그램을 활용하고 주요 변수들 간의 관련성 분석을 위하여 상관관계 분석을 시행한다.

제4장 실증분석

제1절 기초통계량 및 상관분석

본 연구는 리츠의 소유구조에 따라 기업 가치가 어떻게 변화하는지 살펴 보는 것을 목적으로 하며 분석에 사용된 자료 및 변수의 특성과 기초통계량은 다음 <표 4-1>과 같다. 리츠회사의 운영변수 중 앵커 투자자의 지분율의 평균은 26.8%, 기관투자자의 지분율은 65.9%, AMC의 지분율은 1.5%, 자산총계 평균은 1,741억, 총 부채비율은 52.7%로 나타났다.

<표 4-1> 기초통계량

변 수	변수 설명	N	최소값	최대값	평균	표준편차
FFOTA	총자산대비 운영자금 비율	296	-0.001	0.078	0.036	0.017
ROE	자기자본이익률	296	-0.047	0.249	0.055	0.038
ROA	총자산 이익률	296	-0.011	0.073	0.026	0.017
DIVYIELD	배당수익률	296	0	0.328	0.076	0.043
SPOWN	앵커 지분율	296	0	1	0.268	0.356
SPOWN2	앵커 지분율의 제곱	296	0	1	0.198	0.351
INSOWN	기관투자자 지분율	296	0	1	0.659	0.348
AMCOWN	AMC 지분율	296	0	0.1	0.015	0.029
SIZE	자산 총계(백만원)	296	14,142	809,206	174,143	169,886
LEVERAGE	총부채비율	296	0.000	0.869	0.527	0.194
5YNOTE	5년 만기 국고채 수익률	296	1.533	3.24	2.278	0.590

통제 변수 중 더미변수는 지역(입지) 더미, 앵커 투자자의 유형 더미, 자산 형태의 더미 3가지로 구분되며, 각 더미 변수의 특성은 <표 4-2>와 같다. 지역은 수도권 리츠가 85% 비중으로 가장 많았으며, 자산 형태로는 오피스 리츠가 63%로 가장 높은 비중을 차지하였다. 또한 앵커 투자자는 금융 관련이 11%, 부동산 관련이 33%, 정부 유관기관이 18%로 각각 나타났다.

<표 4-2> 더미변수 특성

구 분		최소값	최대값	평균(비중)
지역 더미	수도권	0	1	85%
	비수도권	0	1	8%
	복합	0	1	7%
자산 형태 더미	오피스	0	1	63%
	리테일	0	1	22%
	주택	0	1	1%
	물류	0	1	6%
	호텔	0	1	6%
	기타	0	1	2%
앵커 투자자 유형 더미	금융	0	1	11%
	부동산 관련	0	1	33%
	정부 유관	0	1	18%
	기타	0	1	13%
	앵커 투자 없음	0	1	25%

향후 분석에 사용할 변수들의 상관분석을 실시한 결과 유의적으로 높은 상관관계를 가지는 변수는 앵커투자자의 지분율과 FFO 비율이 0.57의 상관계수로 나타나 앵커투자자의 지분율이 높을수록 기업의 성과가 좋아지는 것으로 나타났다. 또한 총부채비율과 FFO 비율, 총부채비율과 ROA은 상관계수가 각각 -0.59 및 -0.60으로 음의 관계를 가지는데 이는 부채비율이 높을수록 이자비용이 상승하기 때문에 기업성과가 낮아지는 것으로 판단된다. 한편 앵커투자자의 지분율, AMC 지분율, 자산총계 등 독립변수간 유의하게 상관성이 높은 것으로 나타나는데, 분석시 독립변수간 다중공선성에 유의하여야 할 것으로 판단된다. 이와 관련하여 STATA 프로그램의 VIF 함수를 사용하여 독립변수간 다중공선성을 검증한 결과 최대값 1.97, 평균값 1.48로, 계수값이 10을 초과하지 않으므로 다중공선성은 존재하지 않는 것으로 생각된다.

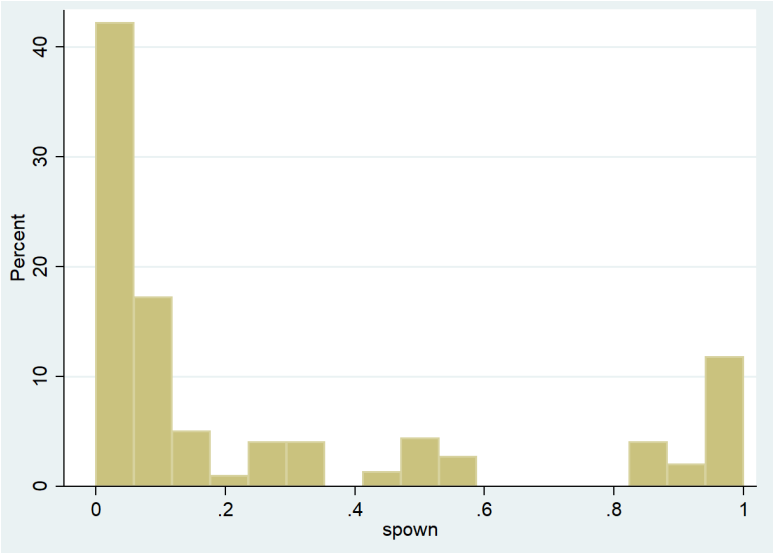
<표 4-3 상관분석>

	Y_1	Y_2	Y_3	Y_4	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	X_6
FFO 비율 (Y_1)	1.000									
ROE (Y_2)	0.678***	1.000								
ROA (Y_3)	0.960***	0.721***	1.000							
배당수익률 (Y_4)	0.591***	0.923***	0.580***	1.000						
앵커지분율 (X_1)	0.571***	0.210***	0.521***	0.183***	1.000					
기관지분율 (X_2)	0.203***	0.049	0.261***	-0.012	0.297***	1.000				
AMC지분율 (X_3)	-0.169***	-0.137**	-0.132**	-0.169***	-0.040	0.001	1.000			
자산총계 (X_4)	0.339***	0.134**	0.350***	0.068	0.521***	0.388***	-0.082	1.000		
부채비율 (X_5)	-0.591***	0.034	-0.604***	0.163***	-0.624***	-0.380***	0.018	-0.438***	1.000	
5년국채금리 (X_6)	0.223***	0.002	0.192***	-0.052	0.371***	0.263***	-0.177***	0.308***	-0.257***	1.000

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

위와 같은 기술통계량 중 본 연구에서 검증하고자 하는 주요 변수인 앵커투자자의 소유지분율에 대한 분포를 히스토그램을 사용하여 살펴보면 다음의 <그림 4-1>과 같다.

<그림 4-1> 앵커투자자의 지분율 분포



제2절 기업성과 영향요인 분석

가설 1 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율이 기업가치에 영향을 미친다.

가설 1-1 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율이 총자산 대비 운영자금 비율(FFO/TotalAsset)에 긍정적인 영향을 미친다.

가설 1-2 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율이 자기자본 이익률(ROE)에 긍적적인 영향을 미친다.

가설 1-3 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율이 총자산 이익률에(ROA)에 긍정적인 영향을 미친다.

가설 1-4 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율이 배당수익률에 긍정적인 영향을 미친다.

위의 가설 1과 같이 리츠의 기업성과(수익률)에 영향을 미치는 변수에 대한 분석은 FFO 비율(총자산대비 운영자금 비율), ROE(자기자본이익률), ROA(총자산이익률), 배당수익률 총 4가지를 각각 종속변수로 하여 분석하였다. 각각의 종속변수는 서로 유사하긴 하지만 일반적으로 국내에서 주로 사용되는 ROE, ROA 외에 미국 등 해외에서 많이 사용되는 FFO 비율을 추가하여 변수에 따른 설명력이 어떻게 달라지는지 살펴보았다. 또한 배당수익률은 FFO 비율, ROE처럼 회사의 관점이 아닌 주주의 관점에서 사용될 수 있는 수익률 지표이므로 추가로 분석하였다.

아울러 리츠 물건의 지역과 앵커 투자자의 유형, 투자대상 부동산의 종류를 더미변수로 구성하여 앵커투자자의 지분율 등 다른 변수와의 조합에 따라 기업성과에 미치는 영향관계가 어떻게 달라지는지를 살펴보았다. 이를 위해 앵커투자자 지분율, 기관투자자 지분율, AMC 지분율, 자산총계, 부채비율, 국고채 5년 금리를 기본변수로 하여 리츠의 지역(입지)과 투자 부동산 형태 더미변수를 포함하는 모형(Ⅰ), 리츠의 지역과 투자부동산 형태, 앵커투자자 형태 더미변수를 모두 포함하는 모형(Ⅱ)으로 구분하여 비교・분석하였다.

1) FFO 비율

(1) 모형(Ⅰ) : 기본 변수 + 지역 및 투자부동산 형태 더미 변수

FFO 비율(총자산 대비 운영자금 비율)을 종속변수로 하고, 앵커 투자자 지분율, 기관투자자 지분율, AMC 지분율, 자산총계, 총부채비율, 국고채 5년금리, 지역 더미, 투자부동산 형태 더미를 설명변수로 하여 합동회귀분석을 실시하였다. 모형 Ⅰ의 분석결과는 다음의 <표 4-4>와 같다.

<표 4-4> 모형 Ⅰ의 분석결과 : FFO 비율(Pooled OLS)

Parameter(변수)	종속변수 = FFO 비율				
	비표준화 계수		표준화 계수	유의도	t
	B	표준오차	베타		

상수항		0.078***	0.007	-	0.000	11.85
앵커지분율		0.013***	0.003	0.278	0.000	4.55
기관지분율		-0.004**	0.002	-0.090	0.057	-1.91
AMC지분율		-0.066***	0.249	-0.114	0.009	-2.65
자산총계		-8.67e-09	5.62e-09	-0.087	0.124	-1.54
부채비율		-0.049***	0.006	-0.563	0.000	-8.74
5년국고채금리		-0.002	0.001	-0.055	0.247	-1.16
지역 더미	수도권	-0.020	0.004	-0.417	0.000	-5.39
	비수도권	-0.024	0.005	-0.382	0.000	-5.08
자산 형태 더미	오피스	0.006	0.007	0.158	0.437	0.78
	리테일	0.131**	0.007	0.321	0.079	1.76
	주택	0.005	0.009	0.031	0.622	0.49
	물류	0.016***	0.008	0.228	0.042	2.04
	호텔	0.007	0.008	0.093	0.381	0.88
Observations		296				
R-square		53.8%				
Adjusted R-Sq		51.7%				

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

세부적으로 모형 Ⅰ의 분석결과를 살펴보면 본 연구에서 검증하고자 하는 주요 변수인 앵커 투자자의 지분율과 FFO 비율 간에 유의한 관계가 도출되었는데, 다른 모든 변수가 일정하다고 가정했을 때 앵커 투자자의 지분율이 10% 증가할 때마다 FFO 비율은 0.13%만큼 증가하여 기업 성과가 증가하는 것으로 나타났다.

기관투자자 지분율과 AMC의 지분율에 따른 기업 성과와 관련하여,

기관투자자의 지분율은 5% 유의수준에서 유의하지 않았고, AMC는 지분율이 증가할수록 FFO 비율이 감소하는 것으로 나타났는데, 이는 AMC가 리츠 운영의 효율화를 추구하며 기업의 성과와 이해 일치를 하기보다는 단순 운영수수료 수입에 의존하기 때문인 것으로 판단된다.

부채비율과 관련하여 부채비율이 10% 증가할 때마다 FFO 비율은 0.49% 포인트만큼 감소하는 것으로 나타났는데, 당초 채권자의 감시 효과로 인하여 부채비율이 높을수록 기업 성과가 좋아질 것이라는 예상과 다른 결과이다. 이는 부채비율이 높아질수록 이자비용 상승으로 인하여 기업의 성과(이익)가 감소하기 때문인 것으로 판단된다.

한편 리츠의 입지특성과 관련하여 수도권에 입지하고 있는 리츠가 비수도권에 있는 리츠에 비하여 통계적으로 유의한 수준에서 FFO 비율이 평균 0.4% 높은 것으로 나타났는데 이는 수도권에 있는 리츠가 공실률 등이 낮고 상권이 좋기 때문인 것으로 해석된다.

리츠의 투자대상자산 특성과 관련하여 오피스, 리테일, 물류 등 자산의 특성에 따른 기업 성과는 대체로 유의한 결과가 나오지 않았으나, 이 중 물류를 기초자산으로 하는 리츠의 경우에만 통계적으로 유의한 수준에서 기타 리츠에 비해 평균적으로 수익률이 높은 것으로 나타났다.

끝으로 거시변수와 리츠 성과와 인과관계를 분석한 결과 국고채5년 금리와 기업 성과는 유의한 관계가 도출되지 않았다.

한편 본 연구의 자료는 패널 데이터의 성격이 있어 관측 불가능한 개별 리츠의 효과를 통제하기 위하여 패널분석을 추가로 실시하였다. 또한 Breusch-Pagan 검정을 통하여 적절한 모형을 추정하였는데, 검정 결과 Pooled OLS가 적절하다는 귀무가설이 기각되어 확률 효과 모형이 더 적절한 것으로 분석되었다. 그러나 앞의 3절에서 논의하였듯이 본 연구의 독립 변수인 앵커 투자자의 지분율의 경우 연도별로 변화폭이 매우 작아 고정효과 모형을 사용할 수 없으므로 내생성 문제를 해결하기 위하여 Hausman-Taylor 모형을 이용한 분석을 시행하였다.

이에 대한 모형 Ⅰ의 분석결과는 다음의 <표 4-5>와 같다.

<표 4-5> 모형 Ⅰ의 분석결과 : FFO 비율(Hausman-Taylor 모형)

Parameter(변수)	종속변수 = FFO 비율

		비표준화 계수		유의도	z
		B	표준오차		
상수항		-0.029	0.041	0.480	-0.71
앵커지분율		0.002	0.010	0.835	0.21
기관지분율		0.021***	0.009	0.028	2.20
AMC지분율		-1.176	1.159	0.310	-1.01
자산총계		4.36e-08	3.10e-08	0.160	1.40
부채비율		0.001	0.019	0.992	0.01
5년국고채금리		0.003	0.008	0.663	0.44
지역 더미	수도권	0.021	0.025	0.399	0.84
	비수도권	0.018	0.028	0.522	0.64
자산 형태 더미	오피스	0.031	0.038	0.410	0.82
	리테일	0.031	0.036	0.469	0.72
	주택	0.026	0.077	0.231	1.20
	물류	0.092	0.038	0.256	1.13
	호텔	0.043	0.039	0.491	0.69
Observations		296			

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Hausman-Taylor 모형에 의하여 분석한 결과 대부분의 변수가 유의미한 결과가 도출되지 못했는데, 합동회귀분석과 매우 대조되는 결과를 보여주고 있다. 반면 유일하게 기관투자자의 지분율에 한하여 유의한 관계가 도출되었는데, 기관투자자의 지분율이 1% 늘어날수록 FFO 비율은 0.02% 증가하는 것으로 나타났다.

(2) 모형(Ⅱ) : 기본 변수 + 지역, 투자부동산 형태 더미 변수 + 앵커 투자자 유형 더미 변수

앞의 모형 Ⅰ에 추가로 앵커 투자자의 유형을 포함하여 합동 회귀분석을 실시하였다. 모형 Ⅱ의 분석결과는 다음의 <표 4-5>와 같다.

<표 4-6> 모형 Ⅱ의 분석결과 : FFO 비율(Pooled OLS)

Parameter(변수)		종속변수 = FFO 비율				
		비표준화 계수		표준화 계수	유의도	t
		B	표준오차	베타		
상수항		0.077***	0.007	-	0.000	11.82
앵커지분율		0.002	0.005	0.042	0.663	0.44
기관지분율		-0.005**	0.002	-0.120	0.014	-2.48
AMC지분율		-0.050*	0.028	-0.087	0.081	-1.75
자산총계		-7.27e-09	5.73e-09	-0.072	0.205	-1.27
부채비율		-0.056***	0.005	-0.640	0.000	-9.49
5년국고채금리		0.001	0.001	0.012	0.812	0.24
지역 더미	수도권	-0.020***	0.003	-0.424	0.000	-5.56
	비수도권	-0.024***	0.004	-0.396	0.000	-5.32
앵커 유형 더미	금융	0.012***	0.003	0.239	0.000	3.92
	부동산 관련	0.001	0.002	0.023	0.691	0.40
	정부 유관기관	0.007*	0.004	0.164	0.084	1.73
	기타	0.003	0.002	0.074	0.150	1.44
자산 형태	오피스	0.005	0.006	0.169	0.397	0.85

더미	리테일	0.014*	0.007	0.350	0.052	1.95
	주택	0.006	0.009	0.046	0.457	0.75
	물류	0.017**	0.007	0.240	0.029	2.19
	호텔	0.009	0.007	0.133	0.209	1.26
Observations		296				
R-square		56.4%				
Adjusted R-Sq		53.8%				

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

분석 결과 합동회귀분석 모형 Ⅰ과는 다르게 본 연구의 주요 독립변수인 앵커의 지분율과 기업 성과간에 유의미한 결과가 도출되지 못했는데, 기관투자자의 지분율만 통계적으로 유의한 수준에서 기관투자자의 지분율이 증가할수록 기업 성과가 감소하는 것으로 나타났다. 반면에 앵커투자자 유형 중에 금융 관련 및 정부 유관기관은 각각 5%, 10% 유의수준에서 기업 성과에 긍정적인 영향을 끼치는 것으로 나타났다.

모형 Ⅰ과 모형 Ⅱ의 결과가 상이하게 나온 이유는 앵커투자자 유형 더미 변수와 독립변수인 앵커투자자의 지분율간의 상관관계가 매우 높게 나타났기 때문으로 판단되는데, 일반적으로 불필요한 변수가 모형에 포함되어 있으면 모형의 과다추정이 문제되고, 각 추정량의 분산이 증가하여 추정량의 효율성이 감소할 수 있다. 앵커 투자자의 지분율과 앵커 투자자 유형 더미의 상관관계에 대한 분석 결과 상관관계가 매우 높은 수준(0.76)으로 나타나서 통계적 유의성을 상실한 것으로 보인다.

한편 모형 Ⅱ의 경우에는 종속변수가 FFO 비율 외에 ROE, ROA, 배당수익률일 경우에도 앵커 지분율과 앵커 유형 더미간 높은 상관관계로 통계적 유의성을 상실하는 결과가 나타났는데, 본 연구에서는 앵커 투자자 지분율에 따른 기업 성과 연구가 주 목적이므로 모형의 과다추정이 발생해 통계적 유의성을 상실시키는 앵커투자자의 유형 더미 변수는 향후 분석 대상에서 제외하기로 한다.

또한 FFO 비율 외에 나머지 종속변수인 ROE, ROA, 배당수익률에 대한 패널분석 및 Hausman-Taylor 분석 결과 합동회귀분석(Pooled OLS) 모형은 적절하지 않은 것으로 드러나, 향후 모든 모형에 대한 분석은 Hausman-Taylor 방법에 의한 추정결과를 토대로 분석하고자 한다.

2) ROE(자기자본이익률)

(1) 모형(Ⅰ) : 기본 변수 + 지역 및 투자부동산 형태 더미 변수

ROE(자기자본이익률)을 종속변수로 하고, 앵커 투자자 지분율, 기관투자자 지분율, AMC 지분율, 자산총계, 총부채비율, 국고채5년금리, 지역더미, 투자부동산 형태 더미를 설명변수로 하여 Hausman-Taylor 분석을 실시하였다. 모형 Ⅰ의 분석결과는 다음의 <표 4-7>과 같다.

<표 4-7> 모형 Ⅰ의 분석결과 : ROE(Hausman-Taylor 모형)

Parameter(변수)		종속변수 = ROE			
		비표준화 계수		유의도	z
		B	표준오차		
상수항		-0.203	0.177	0.252	-1.15
앵커지분율		-0.040	0.035	0.251	-1.15
기관지분율		0.047	0.033	0.156	1.42
AMC지분율		2.163	4.543	0.634	0.48
자산총계		5.31e-08	6.79e-08	0.435	0.78
부채비율		0.055	0.048	0.244	1.17
5년국고채금리		0.054***	0.020	0.009	2.61
지역더미	수도권	-0.010	0.114	0.927	-0.09
	비수도권	-0.033	0.131	0.803	-0.25

자산 형태 더미	오피스	0.046	0.187	0.805	0.25
	리테일	0.082	0.181	0.647	0.46
	주택	-0.019	0.332	0.954	-0.06
	물류	0.092	0.192	0.630	0.48
	호텔	0.097	0.196	0.620	0.50
Observations		296			

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Hausman-Taylor 모형에 의하여 ROE를 종속변수로 하여 분석한 결과 FFO 비율과 마찬가지로 대부분의 변수가 유의미한 결과가 도출되지 못했는데 유일하게 국고채5년 금리에 한하여 금리가 상승할수록 ROE도 높아지는 것으로 나타났다.

3) ROA(총자산이익률)

(1) 모형(Ⅰ) : 기본 변수 + 지역 및 투자부동산 형태 더미 변수

ROA(총자산이익률)을 종속변수로 하고, 앵커 투자자 지분율, 기관투자자 지분율, AMC 지분율, 자산총계, 총부채비율, 국고채5년금리, 지역 더미, 투자부동산 형태 더미를 설명변수로 하여 Hausman-Taylor 분석을 실시하였다. 모형 Ⅰ의 분석결과는 다음의 <표 4-8>과 같다.

<표 4-8> 모형 Ⅰ의 분석결과 : ROA(Hausman-Taylor 모형)

Parameter(변수)	종속변수 = ROA			
	비표준화 계수		유의도	z
	B	표준오차		
상수항	-0.026	0.042	0.537	-0.62

앵커지분율		-0.005	0.010	0.620	-0.50
기관지분율		0.025**	0.009	0.011	2.56
AMC지분율		-1.097	1.167	0.347	-0.94
자산총계		4.92e-08*	2.91e-08	0.091	1.69
부채비율		-0.007	0.018	0.700	-0.39
5년국고채금리		0.003	0.008	0.679	0.41
지역 더미	수도권	0.020	0.026	0.431	0.79
	비수도권	0.132	0.029	0.655	0.45
자산 형태 더미	오피스	0.022	0.040	0.582	0.55
	리테일	0.018	0.038	0.635	0.47
	주택	0.798	0.079	0.313	1.01
	물류	0.031	0.040	0.433	0.78
	호텔	0.017	0.041	0.677	0.42
Observations		296			

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Hausman-Taylor 모형에 의하여 ROA를 종속변수로 하여 분석한 결과 역시 대부분의 변수가 유의미한 결과가 도출되지 못했는데 유일하게 기관투자자 지분율에 한하여 유의한 수준에서 긍정적인 영향이 있는 것으로 분석되었다.

4) 배당수익률

(1) 모형(Ⅰ) : 기본 변수 + 지역 및 투자부동산 형태 더미 변수

투자자 관점에서 중요한 기업 성과 지표인 배당수익률을 종속변수로 하고, 앵커 투자자 지분율, 기관투자자 지분율, AMC 지분율, 자산총계, 총부채비율, 국고채5년금리, 지역 더미, 투자부동산 형태 더미를 설명변수로 하여 Hausman-Taylor 분석을 실시하였다. 모형 Ⅰ의 분석결과는 다음의 <표 4-9>과 같다.

<표 4-9> 모형 Ⅰ의 분석결과 : 배당수익률(Hausman-Taylor 모형)

Parameter(변수)		종속변수 = 배당수익률			
		비표준화 계수		유의도	z
		B	표준오차		
상수항		-0.085	0.118	0.472	-0.72
앵커지분율		0.040	0.028	0.153	1.43
기관지분율		0.046*	0.026	0.075	1.78
AMC지분율		-0.233	3.142	0.941	-0.07
자산총계		-1.15e-07	7.21e-08	0.111	-1.59
부채비율		0.131***	0.047	0.005	2.78
5년국고채금리		0.014	0.020	0.495	0.68
지역 더미	수도권	-0.040	0.072	0.578	-0.56
	비수도권	-0.052	0.082	0.526	-0.63
자산 형태 더미	오피스	0.079	0.113	0.485	0.70
	리테일	0.090	0.108	0.403	0.84
	주택	0.075	0.217	0.728	0.35
	물류	0.092	0.114	0.423	0.80
	호텔	0.081	0.116	0.483	0.70
Observations		296			

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Hausman-Taylor 모형에 의하여 배당수익률을 종속변수로 하여 분석한 결과 역시 대부분의 변수가 유의미한 결과가 도출되지 못했는데 기관투자자 지분율과 부채비율에 한하여 유의한 수준에서 배당수익률에 긍정적인 영향이 있는 것으로 분석되었다.

이처럼 가설1에 대한 전반적인 분석 결과 4가지 종속변수 모두 설명변수와의 관계에서 유의미한 결과가 나타나지 않았는데, 이는 기업성과와 앵커 투자자의 지분율과의 관계는 선형적인 관계가 성립되지 않는 것으로 해석할 수 있다.

한편 고성수, 정완성(2006)에 따르면 "경영자의 지분증가와 기업 가치의 관계는 일차함수의 형태로 설명되기보다는 일정 수준까지는 주주-경영자의 이해일치에 따라 기업가치를 증가시키고 일정 수준을 넘어서 지분이 증가할 경우에는 경영자의 안주에 따라 기업가치를 감소시키는 이차함수의 성격을 가지고 있다"고 하였다. 이 연구에서는 경영자의 지분이 아닌 앵커 투자자의 지분율에 있어서도 일정수준 이상부터는 기업 가치를 감소시키는 이차함수의 성격을 가지는지 판단하기 위해 아래 가설2와 같이 앵커투자자 지분율의 제곱을 변수로 추가하여 분석을 시행하였다. 또한 이때 기업가치가 제일 높아지는 앵커투자자의 안주 분기점을 추정하고자 하였다.

가설 2 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율은 일정수준까지는 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 것이나 일정수준 이상에서는 기업가치에 부정적 영향을 미칠 것이다.

가설 2-1 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율은 어느 수준까지는 총자산 대비 운영자금 비율(FFO/TotalAsset)에 긍정적 영향을 미칠 것이나 일정 지분율 이상에서는 부정적 영향을 미칠 것이다.

가설 2-2 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율은 어느 수준까지는 ROE에 긍정적 영향을 미칠 것이나 일정 지분율 이상에서는 부정적 영향을 미칠 것이다.

가설 2-3 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율은 어느 수준까지는 ROA에 긍정적 영향을 미칠 것이나 일정 지분율 이상에서는 부정적 영향을 미칠 것이다.

가설 2-4 : 국내 REITs에서 앵커 투자자의 지분율은 어느 수준까지는 배당수익률에 긍정적 영향을 미칠 것이나 일정 지분율 이상에서는 부정적 영향을 미칠 것이다.

1) FFO 비율

(1) 모형(Ⅲ) : 모형 Ⅰ + 앵커 투자자의 지분율의 제곱

아래 모형 Ⅲ은 가설2-1에 대한 분석을 하기 위한 것으로 기존 모형 Ⅰ에 앵커투자자의 지분율의 제곱의 변수를 추가하였다. 세부적으로는 FFO 비율(총자산 대비 운영자금 비율)을 종속변수로 하고, 앵커 투자자 지분율, 앵커 투자자 지분율의 제곱, 기관투자자 지분율, AMC 지분율, 자산총계, 총부채비율, 국고채5년금리, 지역 더미, 투자부동산 형태 더미를 설명변수로 하여 Hausman-Taylor 분석을 실시하였다. 모형 Ⅲ의 분석결과는 다음의 <표 4-10>과 같다.

<표 4-10> 모형 Ⅲ의 분석결과 : FFO 비율(Hausman-Taylor 모형)

Parameter(변수)	종속변수 = FFO 비율			
	비표준화 계수		유의도	z
	B	표준오차		
상수항	-0.074	0.076	0.328	-0.98
앵커지분율	0.134**	0.069	0.052	1.94
앵커지분율^2	-0.114**	0.057	0.047	-1.98
기관지분율	0.031**	0.031	0.021	2.31
AMC지분율	-1.442	1.469	0.326	0.39

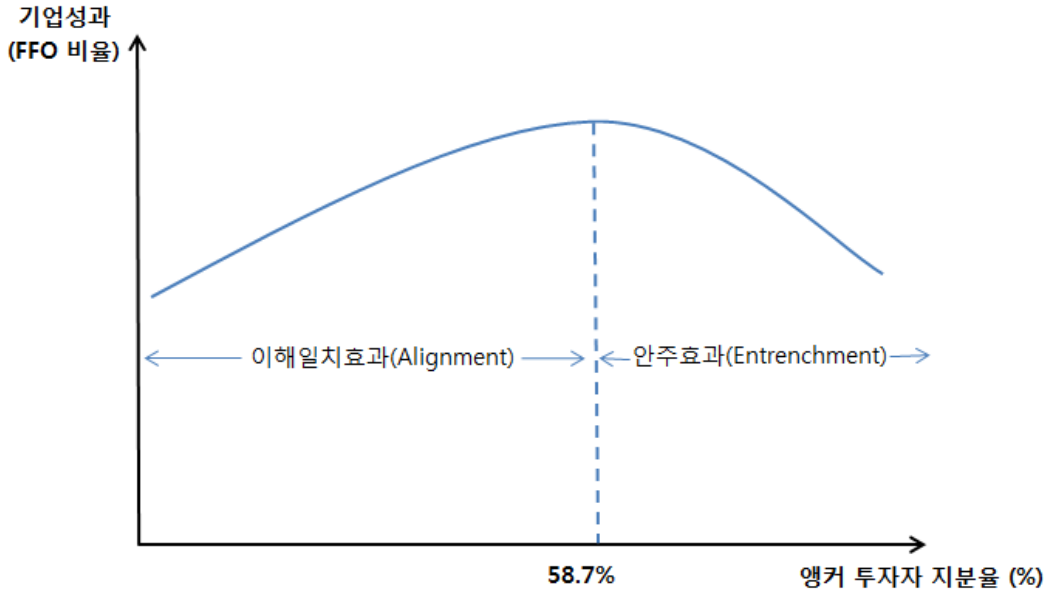
자산총계		4.93e-08**	2.51e-08	0.050	1.96
부채비율		0.007	0.017	0.694	0.39
5년국고채금리		0.009	0.007	0.197	1.29
지역 더미	수도권	0.037	0.047	0.425	0.80
	비수도권	0.041	0.055	0.460	0.74
자산 형태 더미	오피스	0.030	0.081	0.710	0.37
	리테일	0.020	0.080	0.799	0.25
	주택	0.096	0.124	0.437	0.78
	물류	0.032	0.084	0.704	0.38
	호텔	0.023	0.086	0.789	0.27
Observations		296			

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

세부적으로 모형 Ⅲ의 분석결과를 살펴보면 앵커 투자자의 지분율의 제곱 변수가 추가됨에 따라 모형 Ⅰ과는 대조적으로 주요 변수들이 유의미한 관계가 도출되었다. 먼저 앵커 투자자의 지분율과 기업성과간의 관계는 이차함수의 성격을 가지고 있는 것으로 나타났는데 일정 지분율까지는 긍정적인 영향을 보이다가 일정 지분 이상에서는 부정적인 영향을 끼쳤다. 이를 바탕으로 앵커투자자의 지분 증가에 따른 안주분기점을 추정해 보면 58.7%[6]로 산출되었으며 이를 도식화하면 아래 <그림 4-2>와 같다. 수치가 높게 나온 것은 우리나라 리츠의 특성에 기인한 것으로 판단되는데 우리나라 리츠는 비상장 리츠가 대부분이기 때문에 개인투자자의 비중이 매우 낮고 대부분이 국민연금과 같은 앵커투자자나 기관투자자들이 한 번에 많은 지분을 소유하고 있다.

6) 미분공식을 이용하여 ffota=0.134spown-0.114spown2+...을 spown에 대하여 1차 편미분하면 0.134-0.228spown2=0을 만족하는 점인 58.7%가 앵커 투자자의 안주분기점이 된다.

<그림 4-2> 앵커투자자 지분율에 따른 기업성과



이처럼 지분율 변화에 따른 FFO 비율에 미치는 영향에 대한 결과는 Cheng and Masaki(2017)의 주장과 일치하며, 리츠에서 앵커 투자자는 일반 회사의 경영자와 같은 역할을 수행하기 때문에 일정수준까지는 이해일치설에 따라 기업 가치를 증가시키고, 일정수준을 넘어서는 경우에는 지분이 증가할 경우 안주효과가 발생하여 기업가치를 감소시키는 것으로 판단된다.

한편 기관투자자의 지분이 증가함에 따라 기업성과가 좋아지는 것으로 나타났는데 기관투자자 지분이 1% 늘어남에 따라 FFO 비율은 0.03%씩 유의미하게 증가하는 것으로 드러났다. 이는 기관투자자가 주요 주주로서 감시 효과를 나타내 대리인 문제를 완화시키고 기업 성과를 높인다고 주장한 Cheng and Masaki(2017)의 해석과 일치한다.

또한 기업의 자산 규모와 기업 성과는 유의미한 관계가 도출되었는데, 이는 리츠에 있어서도 규모의 경제가 발현되기 때문인 것으로 판단된다.

리츠 자산의 입지, 자산유형, 부채비율 등은 유의한 관계가 도출되지 않았다.

2) ROE 및 ROA

(1) 모형(Ⅲ) : 모형 Ⅰ + 앵커 투자자의 지분율의 제곱

FFO 비율 외에 리츠 기업의 입장에서 기업성과를 나타내는 또 다른 지표인 ROE, ROA를 종속변수로 한 Hausman-Taylor 분석을 실시하였는데 그 결과는 다음의 <표 4-11> 및 <표 4-12>이다. FFO 비율과 전반적으로 유사한 결과가 도출되었다.

<표 4-11> 모형 Ⅲ의 분석결과 : ROE(Hausman-Taylor 모형)

Parameter(변수)		종속변수 = ROE			
		비표준화 계수		유의도	z
		B	표준오차		
상수항		-0.315	0.236	0.182	-1.33
앵커지분율		0.527***	0.201	0.009	2.62
앵커지분율^2		-0.474***	0.165	0.004	-2.86
기관지분율		0.089***	0.040	0.028	2.20
AMC지분율		-3.848	4.520	0.395	-0.85
자산총계		4.40e-08	6.83e-08	0.519	0.64
부채비율		0.059	0.049	0.226	1.21
5년국고채금리		0.052***	0.020	0.012	2.51
지역 더미	수도권	0.094	0.148	0.525	0.64
	비수도권	0.103	0.173	0.550	0.60
자산 형태 더미	오피스	0.089	0.255	0.726	0.35
	리테일	0.064	0.251	0.797	0.26
	주택	0.245	0.388	0.527	0.63
	물류	0.067	0.265	0.798	0.26

	호텔	0.064	0.272	0.813	0.24
Observations		296			

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

<표 4-12> 모형 Ⅲ의 분석결과 : ROA(Hausman-Taylor 모형)

Parameter(변수)		종속변수 = ROA			
		비표준화 계수		유의도	z
		B	표준오차		
상수항		-0.075	0.080	0.352	-0.93
앵커지분율		0.124*	0.071	0.082	1.74
앵커지분율^2		-0.109*	0.059	0.066	-1.84
기관지분율		0.038*	0.014	0.077	2.71
AMC지분율		-1.493	1.549	0.335	-0.96
자산총계		5.58e-08**	2.53e-08	0.027	2.21
부채비율		-0.002	0.018	0.903	-0.12
5년국고채금리		0.008	0.007	0.250	1.15
지역 더미	수도권	0.039	0.050	0.428	0.79
	비수도권	0.039	0.058	0.504	0.67
자산 형태 더미	오피스	0.023	0.086	0.788	0.27
	리테일	0.014	0.085	0.867	0.17
	주택	0.094	0.132	0.474	0.72
	물류	0.022	0.089	0.801	0.25
	호텔	0.015	0.092	0.869	0.16
Observations		296			

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

3) 배당수익률

(1) 모형(Ⅲ) : 모형 Ⅰ + 앵커 투자자의 지분율의 제곱

한편 투자자 입장에서 기업 성과를 판단하기 위한 지표로 배당수익률을 사용하여 추가적인 분석을 시행하였다. 다음의 모형Ⅲ는 가설2-4에 대한 분석을 하기 위한 것으로 기존 모형1에 앵커투자자의 지분율의 제곱의 변수를 추가하였다. 세부적으로는 배당수익률을 종속변수로 하고, 앵커 투자자 지분율, 앵커 투자자 지분율의 제곱, 기관투자자 지분율, AMC 지분율, 자산총계, 총부채비율, 국고채5년금리, 지역 더미, 투자부동산 형태 더미를 설명변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. 모형 Ⅲ의 분석결과는 다음의 <표 4-13>과 같다.

<표 4-13> 모형 Ⅲ의 분석결과 : 배당수익률(Hausman-Taylor 모형)

Parameter(변수)		종속변수 = 배당수익률			
		비표준화 계수		유의도	z
		B	표준오차		
상수항		-0.278	0.320	0.384	-0.87
앵커지분율		0.976***	0.246	0.000	3.97
앵커지분율^2		-0.794***	0.198	0.000	-4.00
기관지분율		0.097*	0.058	0.056	1.91
AMC지분율		-7.853	6.108	0.199	-1.29
자산총계		-1.34e-07*	7.60e-08	0.079	-1.76
부채비율		0.159***	0.054	0.004	2.91
5년국고채금리		0.024	0.023	0.307	1.02
지역	수도권	0.105	0.203	0.605	0.52

더미	비수도권	0.143	0.238	0.549	0.60
자산 형태 더미	오피스	0.120	0.353	0.734	0.34
	리테일	0.046	0.347	0.894	0.13
	주택	0.378	0.534	0.479	0.71
	물류	0.029	0.367	0.937	0.08
	호텔	0.024	0.378	0.949	0.06
Observations		296			

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

투자자 관점에서 살펴 본 배당수익률의 경우에도 FFO 비율과 마찬가지로 일정 지분까지는 배당수익률을 증가시키는 반면, 일정 지분 이상에서는 배당수익률을 오히려 감소시키는 것으로 드러났다. 배당수익률에 있어서도 안주 분기점을 추정할 수 있는데 배당수익률이 가장 최대가 되는 앵커 투자자의 지분율은 61.4%로 산출되었다.

이처럼 지분율 변화에 따른 배당수익률에 미치는 영향에 대한 결과는 Cheng and Masaki(2017)의 주장과 상반된 결과를 나타냈는데, Cheng and Masaki는 앵커의 지분이 증가할수록 배당수익률이 전반적으로 감소한다고 분석하였다. 이는 앵커 투자자가 배당수익률을 높여 자신의 부를 증가시키기보다는 기업내 현금 보유를 늘려 장기적으로 리츠의 성장을 도모하기 때문이라고 하였는데, 국내의 경우 대조적인 결과가 나온 것은 아직까지 앵커 투자자가 리츠의 성장을 돕기보다는 단순히 자신의 수익 추구를 도모하기 때문인 것으로 판단된다.

부채비율은 앞서 다른 종속변수와는 다르게 유의한 관계가 도출되었는데 부채비율이 높을수록 배당수익률이 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과의 원인으로 국내 리츠의 특성을 살펴볼 수 있는데 국내 리츠는 주요 채권자가 리츠의 주요 주주로 있는 경우가 많아 채권자가 배당수익 증가를 통해 투자금 회수를 도모하기 때문인 것으로 판단된다.

기업의 규모와 관련하여 10% 유의 수준에서 자산총계가 클수록 배당

수익률이 낮아지는 것으로 나타났는데 일반적으로 기업의 규모가 작은 경우 주요 주주가 대기업이 아닌 영세한 업체인 경우가 많아 장기적인 기업의 성장보다는 단기적인 수익 확대를 꾀하기 때문인 것으로 생각된다.

제4장 결 론

제1절 연구의 결과 및 시사점

우리나라 리츠시장은 최근 부동산 간접 투자상품에 대한 많은 관심 증가에도 불구하고 활성화가 더딘 상황으로 2019년 홈플러스리츠가 IPO(기업공개)에 실패하는 등 전반적으로 투자자들이 리츠에 대한 관심이 부족한 실정이다. 리츠가 잘 발달한 일본, 홍콩, 싱가포르 등 해외의 경우와 비교했을 때 우리나라 리츠가 활성화되지 못한 가장 큰 이유는 리츠라는 투자 상품을 지속적으로 발굴하고 지원하는 앵커 투자자(스폰서)의 역할이 부족하기 때문으로 판단된다. 이 연구에서는 우리나라 비상장 리츠에서 앵커 역할을 하고 있는 투자자의 지분에 따른 기업의 성과가 어떻게 달라지는지 분석하고 투자자, 정책당국 등 이해관계자에게 시사점을 제시하고자 하였다.

이를 위해 본 연구에서는 2012년부터 2017년까지 국내 비상장 위탁관리 리츠 총 84개, 296개의 관찰점을 대상으로 리츠의 FFO 비율, ROE, ROA, 배당수익률에 영향을 미치는 요인을 합동회귀분석, 패널모형, Hausman-Taylor 모형을 통해 분석하였다. 구체적으로는 리츠의 앵커 투자자의 지분율 및 지분율의 제곱을 독립변수로 설정하고, 기관투자자의 지분율, AMC의 지분율, 자산총계, 부채비율, 국고채5년금리, 리츠의 위치(입지), 리츠의 자산 유형 변수를 통제변수로 넣어 종합적으로 분석하였다.

먼저 FFO 비율(총자산대비 운영자금 비율)에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과 지분율과 기업 성과가 일차함수 형태일 것이라는 가설1은 대체로 유의하지 않은 반면, 이차함수의 성격을 가지고 있을 것이라는 가설2는 대체로 유의한 결과를 나타냈다. 기업 성과를 나타내는 다른 지표인 ROE, ROA, 배당수익률의 경우에도 유사한 결과가 나타났다.

리츠에 대한 선행연구에서 고성수, 정완성(2006)에 따르면 미국내 자기관리리츠의 경우 경영자의 지분율에 따른 대리인 문제와 안주효과가 발생하는 것을 확인할 수 있었는데, 가설2에 대한 검증을 통해 국내 위탁

관리 리츠에서 관리자 역할을 수행하고 있는 앵커 투자자(스폰서)의 경우에도 이러한 대리인 문제와 안주효과가 발생하고 있다는 것을 확인할 수 있었다.

구체적으로 모형 Ⅲ에서 앵커투자자 지분율의 제곱변수를 추가하여 분석하였는데, 분석 결과 싱가포르, 일본 등의 리츠를 중심으로 안주가설에 따른 앵커 투자자 소유구조와 기업 성과 간의 관계를 연구한 Cheng and Masaki(2017)의 해석이 국내 비상장 리츠의 경우에도 타당성이 있는 것으로 드러났다. 아울러 국내 리츠의 앵커 투자자 안주효과는 58.7% 수준에서 안주분기점이 발생하는 것으로 나타났는데, 적정한 수준 이상의 지분 보유는 앵커 투자자 역시 리츠 회사의 이익보다는 본인만의 이익을 추구하는 대리인비용을 발생시키기 때문인 것으로 추정된다.

본 연구의 결과는 국내 리츠 시장에서 다음과 같은 시사점을 주고 있다. 첫째, 국내 리츠의 경우에도 앵커 투자자가 기업 성과에 일정 수준까지는 긍정적인 영향을 나타내고 있기 때문에, 우리나라에서 리츠가 보다 활성화 되기 위해서는 이러한 앵커 투자자의 역할이 더욱 강조된다고 할 수 있다. 다행히 최근 이러한 앵커 투자자를 중심으로 기업 공개(IPO)를 통한 리츠 활성화 노력이 계속되고 있는데 이미 이리츠코크렙과 신한알파리츠의 상장을 통해 이랜드그룹과 신한금융그룹이 앵커 투자자로서 리츠 시장에 진입했고, 최근 롯데지주의 경우에는 롯데AMC를 자회사로 설립해서 롯데쇼핑, 호텔롯데 등 자회사 및 관계사가 보유한 핵심자산을 중심으로 롯데리츠를 성장시켜 나가겠다는 계획을 세우고 있다. 또한 HDC그룹, NH농협금융그룹 등의 다수의 대기업들이 AMC를 설립하여 상장 리츠 시장 진입을 준비하고 있다. 이러한 공신력 있는 대기업들이 리츠의 단순 지분 보유자로서의 역할이 아닌 해외 리츠처럼 자산의 추가 개발, 공급, 금융 지원 등을 통하여 리츠의 지속적 성장을 위해 많은 노력을 기울여야 할 것이다. 또한 대기업 외에 이미 자산관리회사를 보유하고 있는 LH와 같은 공공기관이 많은 보유자산을 바탕으로 적극적으로 리츠 발굴 및 상장에 나서야 할 것이다.

둘째, 배당수익률의 경우, 앵커 투자자의 지분이 증가할수록 전반적으로 배당수익률도 증가하는 경향이 나타났는데 이는 해외 연구 결과와는 상반된 것이다. 해외의 경우에는 앵커가 배당수익률을 높여 단기적인 이

익을 추구하기보다는 기업내 현금 보유를 증가시켜 장기적으로 리츠의 성장을 도모한다고 분석하였다. 따라서 국내에서도 앵커 리츠가 보다 활성화되기 위해서는 앵커 투자자가 기업의 단기적 이익을 좇는 것이 아닌 장기적인 측면에서 리츠의 성장을 돕는 것이 필요할 것으로 보인다.

셋째, 투자자 측면에서 봤을 때 공신력 있는 앵커 투자자의 참여도가 높을수록 기업 성과가 전반적으로 더 좋게 나타나는 것으로 드러났기 때문에 앵커 리츠가 안정적인 수익을 창출할 수 있는 대체투자 성격을 가지고 있고 부동산 안정화에 도움을 줄 수 있다는 점이다. 그동안 상장된 많은 국내 리츠의 경우에 투자자들이 회사에 대한 낮은 신뢰도와 불안감, 수익률에 대한 불확실성 등으로 투자를 꺼린 측면이 많으나 대기업 등 공신력 있는 기관이 앵커 투자자로 참여할 경우에 안정적으로 배당수익을 낼 수 있다는 신뢰도가 생겨 리츠 시장이 활성화되는 데 기여를 할 수 있을 것으로 판단된다. 이렇게 되면 부동산 직접 투자에 대한 개인 투자 수요가 리츠와 같은 간접 투자 상품으로 흡수 이동하게 되어 부동산 가격 안정에 도움을 줄 수 있을 것이다. 특히 현재 시중 부동자금이 1000조원에 육박한 가운데 부동산 외 투자처가 마땅치 않아 수도권 아파트 등에 투기성 자금이 몰리고 있는 것을 보면, 수익성이 확보된 앵커 리츠가 지속적으로 상장된다면 이러한 시중 부동자금이 아파트시장에서 리츠시장으로 이동할 가능성이 높다고 판단된다. 이를 위해서는 현재 대부분 '기간한정형 사모리츠'인 국내 리츠를 장기적으로 앵커 투자자를 바탕으로 한 '영속형 공모상장리츠'로 변화시켜야 할 것이다.

넷째, 앵커 투자자의 지분율과 기업 성과와의 관계가 이차함수의 형태를 가지고 있는 것으로 나타났는데 국내 리츠의 성과를 더 높이기 위해서는 앵커 투자자의 대리인 문제를 완화시킬 필요가 있다는 점이다. 현재 국내 비상장 리츠의 경우에는 주주들의 구성이 일부 앵커 투자자와 기관투자자 등 소수로 국한되어 있기 때문에 최근 주목을 받고 있는 스튜어드십코드[7]를 통한 감시 효과나 채권자의 감시 효과가 상대적으로

7) 연기금, 보험사, 자산운용사 등 기관투자자들이 의사결정에 적극적으로 참여하도록 유도하는 의결권 행사지침으로 투자대상의 경영 전략, 성과, 위험관리, 지배구조 등 핵심사안에 대해 기관투자자의 적극적인 점검, 주주제안, 소송 참여 등의 포괄적인 참여 형태를 유도한다.

부족한 것이 사실이다. 따라서 이러한 대리인 문제를 완화시키기 위해서는 결국 리츠 상장을 통해 주주 구성을 다양화하고, 전환사채와 신주인수권 부사채 등 부채 조달 창구 역시 다양화해서 기업에 대한 감시 효과를 극대화하는 것이 필요할 것으로 보인다.

제2절 연구의 한계 및 향후 과제

본 연구는 2012년부터 2017년까지 국내 비상장 리츠를 대상으로 앵커 투자자의 지분율에 따른 기업 성과를 분석하였다. 그러나 국내 리츠의 경우에는 주주들의 구성이 국민연금 및 일부 기관투자자 등 몇 개 기관이 대부분의 지분을 소유한 경우가 많아 일반 상장회사처럼 지분율의 분포가 다양하지 못하다는 문제점이 있고, 연도별로 각 투자자의 지분율의 변화가 극히 적어 연도에 따른 기업 성과를 파악하기가 어려운 점이 있었다. 또한 우리나라 리츠의 경우에는 임대주택 리츠와 같이 LH 등이 AMC 역할을 수행하는 경우가 많은데, 임대주택 리츠는 서민의 주거 안정이 주 목적이기 때문에 수익률이 대부분 적자인 경우가 많아 다양한 자산 형태를 통합적으로 분석하는 데 한계가 있었다.

하지만 그 동안 국내 앵커 투자자의 역할에 대한 연구가 전무했으나 처음으로 실증분석을 시도했다는 점에서 본 연구는 의의가 있다고 생각된다. 이러한 앵커 투자자의 역할에 대한 실증분석이 좀 더 효과적이기 위해서는 국내에도 다양한 앵커 리츠가 상장이 되어 일본 등 리츠 선진국처럼 실질적으로 리츠 기업이 성장할 수 있는 여건이 조성되어야 한다. 또한 앵커 투자자 역시 국내처럼 단순하게 지분을 투자하는 데 그치는 것이 아닌 금융 지원, 자산 개발 등 다양한 역할을 수행해야 할 것으로 판단된다.

최근에 대기업 등 공신력 있는 다양한 기관이 AMC를 자회사로 설립하여 리츠 개발 및 상장에 많은 노력을 기울이고 있다. 우리나라도 일본, 홍콩, 싱가포르처럼 공모상장 리츠가 하루 빨리 정착되고 활성화되어 리츠를 보유한 회사 뿐 아니라 투자자에게도 다양한 투자 기회를 제공할 수 있는 날이 오길 기대해 본다.

참 고 문 헌

박종택, “CR-REITs와 부동산투자신탁의 수익률 결정요인과 위험특성에 관한 연구”, 세종대학교 박사학위논문, 2003.

김은혜, “리츠의 성과측정치와 주가와의 관계분석”, 국토계획 39(4),pp. 193-202, 2004.

고성수・정완성, “REITs의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증연구”, 「주택연구」제14권 2호, pp.117-144, 2006.

김관영・박정호. “부동산투자회사의 수익-위험 특성에 관한 연구.” 「부동산학연구」제13집 제2호, 한국부동산분석학회, pp.5-20, 2007.

심종원・정의철, “구조조정리츠 주식가격 결정요인에 관한 연구”, 국토계획, 제42권 1호, pp.113-125, 2007.

장병기・심성훈, ″한국의REITs,부동산인가? 주식인가?″, 주택연구, 제5권 52호, pp.35-39, 2007.

송은원, “VAR 모형을 이용한 REITs 수익률 예측에 관한 연구”, 건국대학교 대학원 석사학위논문, 2008.

유상철, “리츠(REITs)의 운영성과 및 특성”, 강원대학교 박사학위논문, 2012

권세훈・한상범, “시간불변 설명변수가 포함된 기업재무 패널분석”, 「산업경제연구」26(4), 한국산업경제학회, pp.1635-1658, 2013.

여수진, “리츠 수익률의 결정요인에 관한 실증연구”, 명지대학교 석사학위논문, 2014

이인애, “한국리츠의 수익률 결정요인 분석”, 연세대학교 석사학위논문, 2014

강원철・고성수, “기업부동산의 포트폴리오 효과에 관한 고찰”, 「부동산연구」제25집 제2호, 한국부동산연구원, pp.21-34, 2015.

국토교통부, “리츠사업 다각화 및 공모활성화 방안 연구”, 2015.

전봉걸・이현진, “국내 기업의 해외직접투자가 국내투자에 미치는 영향 : 기업단위 자료를 이용하여”, 「한국은행 경제연구원」제21권 제1호, pp.101-124, 2015.

Mueller, Glenn R., Keith R. Pauley, and William K. Morrill. “Should REITs be included in a mixed-asset portfolio.″ Real Estate Finance 11.1, 23-28, 1994.

Chopin, Dickens, Shelor, “An Empirical Examination of Compensation of REIT Managers”, The Journal of Real Estate Research, 1994, 263-277.

Chan, Leung, Wang, “Institutional Investment in REITs: Evidence and Implications”, The Journal of Real Estate Research, 1998, 16-3, 357-374.

Capozza and Seguin, “Focus, Transparency and Value: The REIT Evidence”, Real Estate Economics, 1999, 27-4, 587-619

Goldstein, M. and E. Nelling, “REIT Return Behavior in Advancingand Declining Markets”, Real Estate Finance, Vol.15, pp.68 - 77, 1999.

Liow, Kim Hiang. “The dynamics of the Singapore commercial property market.″ J ournal of Property Research 17.4, pp.279-291, 2000.

Ghosh and Sirmans, “Board Independence, Ownership Structure and Performance: Evidence from Real Estate Investment Trusts”, Journal of Real Estate Finance and Economics, 2003, 26-2/3, 287-318.

Feng,Ghosh and Sirmans,″How Important is the Board of Directors to REIT Performance?″, Journal of Real Estate Portfolio Management, 11-3, 2005, 281~293.

Fei, Peng, Letian Ding, and Yongheng Deng. “Correlation and volatility dynamics in REIT returns: performance and portfolio considerations.″ The J ournal of Portfolio Management 36.2, pp.113-125, 2010.

Newell, Graeme, et al. “The development and performance of REITs in Hong Kong.″ Pacific Rim Property Research J ournal 16.2, pp.190-206, 2010.

Newell, Graeme, and Hsu Wen Peng. “The significance and performance of Japan REITs in a mixed-asset portfolio." Pacific Rim Property Research J ournal 18.1, pp.21-34, 2012.

Wong, Woei-Chyuan, Seow-Eng Ong, and Joseph TL Ooi. “Sponsor backing in Asian REIT IPOs." The Journal of Real Estate Finance and Economics 46.2, pp.299-320, 2013.

Cheng and Masaki, “Sponsor Ownership in Asian REITs”, J Real Estate Finan Econ, 2017, 55, 265-287

부 록

<표 A-1> 패널 분석 모형별 결과 예시

Parameter(변수)		종속변수 = FFO 비율			
		Pooles OLS		Random Effect Model	
		B	t-value	B	t-value
상수항		0.078***	12.06	0.064***	6.12
SPOWN		0.039***	4.52	0.053***	3.58
SPOWN2		-0.030***	-3.17	-0.042	-2.76
INSOWN		-0.004*	-1.93	0.001	0.51
AMCOWN		-0.074***	-3.03	-0.065	-1.50
SIZE		-6.73e-09	-1.21	-5.38e-09	-0.56
LEVERAGE		-0.055***	-9.43	-0.038***	-4.34
5YNOTE		-0.001	-0.73	0.001	0.30
지역 더미	수도권	-0.019***	-5.29	-0.015**	-2.23
	비수도권	-0.022***	-4.98	-0.019**	-2.35
자산 형태 더미	오피스	0.005	0.80	-0.002	-0.23
	리테일	0.130*	1.78	0.001	0.12
	주택	0.003	0.38	-0.006	-0.46
	물류	0.152*	1.96	0.004	0.39
	호텔	0.006	0.83	-0.001	-0.15
Observations		296		296	
R-square		55.4%		55.2%	
Adjusted R-Sq		53.2%		51.9%	

주 : ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.10의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Abstract

The purpose of this study is to examine how REITs' firm value changes according to the stake of anchor investors in REITs in Korea. For this purpose, the stake of anchor is set as an independent variable, and FFO ratio, ROE, ROA, and dividend yield are used as dependent variables to run pooled OLS and empirical analysis by panel analysis.

In addition, this study also tried to examine whether the agent problem and the entrenchment effect are generated according to the stake of anchor investors. If anchor investors own a large amount of stake, the value of the company may increase according to the alignment effect that shares with other shareholders, but excessive stake ownership may cause the entrenchment effect against the interests of the company by recognizing REITs as a means of depriving private profits.

The results of the analysis showed that the hypothesis 1 model, which analyzed whether the stake and corporate performance of anchor investors have the characteristics of the primary function, did not have significant results.

On the other hand, in the hypothesis 2 model, which analyzes whether the stake and corporate performance of anchor investors have the characteristics of a secondary function, the corporate performance increases according to the alignment until a certain level, and the corporate performance decreases according to the entrenchment theory at a certain branch point or more. The anchor investor's entrenchment effect of domestic REITs was 58.7% when the FFO ratio was used as a dependent variable, and it is judged that the holding of more than the appropriate level of stake causes agency problem.

Key word : REITs, FFO, ROE, ROA, dividend yield, anchor, sponsor