

# 도시재생 모자리츠의 배당수익률에 대한 모의실험<sup>1)</sup>

이호진\*

## 요약

현 정부의 도시재생사업에 있어 강조되고 있는 가장 큰 특징은 공공성이다. 그러나 공공성이 지나치게 강조되는 경우, 사업 참여자의 수익성이 제한될 수밖에 없으며, 사업 기간의 장기화 등 상대적으로 높은 위험성이 우려된다. 따라서 도시재생사업을 차질 없이 진행하기 위해서는 공공부문의 지원에 더해 민간부문의 투자가 뒷받침되어야 할 것이다. 이러한 배경에서 본 연구는 모자리츠 방식으로 사업이 추진될 경우, 투자자의 배당수익률을 모의실험하고자 한다. 이를 통해 리츠의 연평균 배당률 수준 이상을 달성할 수 있는 조건들을 찾아보기로 한다. 모의실험 결과, 자리츠 임대료수준 및 공실률 등 관리적인 측면에 비해 주택도시기금의 대출자로서의 참여규모와 건물 분 자본이득이 더 큰 영향을 주는 것으로 나타났다. 또한 주택도시기금을 통해 제공되는 장기저리의 대출비중이 증가할수록, 초과배당여부가 리츠 투자자의 배당수익률에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다.

핵심어 : 도시재생, 모자리츠, 배당수익률, 모의실험

## 1. 서론

정부의 주요 국정과제 중 하나인 ‘도시재생 뉴딜’ 정책은 과거 개발주도 방식과는 차별화된 방식으로 운영되고 있다. 먼저, 이른바 마중물 역할<sup>2)</sup>을 수행하기 위하여 특정 쇠퇴지역에 예산, 기금 등의 공적 재원을 집중하여 지원하고 있다. 그러나 도시재생사업의 취지에 맞게 쇠퇴하는 도시의 활력을

1) 이 논문은 국토교통부·주택도시보증공사(2018)의 내용 중 일부를 수정·보완한 것임.

\* 이호진, 주저자, 제주대학교 부동산관리학과 교수, 부동산학 박사, leehojin@jejunu.ac.kr

© Copyright 2021 Housing Finance Research Institute. This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>) which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

회복하고 자생력 있는 도시로 만들기 위해서는 공공부문의 투자만으로는 한계가 있을 것이다.

또한 현 정부의 도시재생사업에 있어 강조되고 있는 가장 큰 특징은 공공성이다. 그러나 공공성만이 지나치게 강조되는 경우, 사업 참여자의 수익성이 제한될 수밖에 없으며, 사업 기간의 장기화 등 상대적으로 높은 위험성이 우려된다. 따라서 도시재생사업을 차질없이 진행하기 위해서는 공공부문의 지원에 더해 민간부문의 투자가 뒷받침되어야 할 것이다.

이와 관련한 국내 사례로 증산층의 주거안정을 위해 도입된 뉴스테이 사업을 들 수 있다. 동 사업은 모자(母子)리츠 형태로 운영되어 모리츠인 '뉴스테이 허브(New Stay HUB) 위탁관리리츠'를 설립하고, 이를 통해 개별리츠(자리츠)에 재출자하는 구조라는 점에서 과거 기금이 사업장별 리츠에 직접 출자하던 방식과 차별화된다. 기금의 수익성과 리스크가 개별사업이 아닌 허브리츠에서 결정되기 때문에 열악한 사업 환경 속에서도 보다 나은 조건으로 지원할 수 있으며, 임대료 등 수입이 안정화되는 시점에 주식을 상장하거나 기관 투자자에게 매각해 유동성을 강화할 수 있다는 점에서 효율적인 대안이 될 것으로 기대된다.

또한 모리츠는 자리츠를 지속적으로 편입함으로써 기존 일물일사(一物一社) 형태로 운영되던 일반 리츠에 비해 대규모로 운영되며, 다양한 자산구성(포트폴리오)을 통해 리스크를 낮출 수 있다는 장점이 있다. 이를 통해 재무적 투자자들의 참여가 보다 활성화될 것으로 기대되며, 자리츠로서 공공임대 주택에 출자하는 구조로 진행되는 경우, 투자자의 수익성 확보는 물론, 이를 통한 공공성의 동시 달성이 가능할 것으로 기대된다.

이러한 배경에서 본 연구는 도시재생사업을 모자리츠 방식으로 사업이 추진될 경우의 배당수익률을 모의실험하고자 한다. 이를 통해 리츠의 연평균 배당률 수준 이상을 달성할 수 있는 조건들을 찾아보기로 한다.

연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 제 I 장에서는 본 연구의 배경과 목적 등을 제시하였다. 제 II 장에서는 리츠의 다양한 자산가치 평가방법 및 선행연구들을 고찰한다. 제 III 장에서는 AFFO 이론을 기반으로 실무에서 사용하는 가정을 통해 도시재생 모자리츠의 배당수익률에 대한 모의실험 방법을 제시하는 한편, 제 IV 장에서는 모의실험 결과를 토대로 도시재생 모자리츠의 배당수익률에 영향을 미치는 요인들을 분석한다. 마지막 제 V 장에서는 연구의 결론과 그와 관련된 시사점을 제시한다.

---

2) 사업초기 민간의 활력을 유도하고 민간투자를 견인하는 역할을 의미한다.

## II. 이론 및 선행연구 고찰

### 1. 리츠 자산가치의 평가방법

리츠는 일반적인 회사의 평가와 달리 자산가치의 평가 시 두 가지 측면을 동시에 고려해야 한다는 점에서 차별성이 있다. 대부분의 주식과 같이 회사를 운영함으로써 발생하는 미래의 현금흐름(수익)과 리츠의 기초자산인 부동산 자산에 대한 평가이다. 다른 하나는 리츠의 주식에 대한 평가는 다수의 부동산을 보유한 부동산투자회사에 대한 평가로 주식의 산정, 합병·양수·해산 시의 자산평가 및 투자보고서의 작성에 대한 평가이다.<sup>3)</sup> 본 연구에서는 모의실험에 앞서 리츠의 평가 시 부동산의 고유한 특성과 금융시장의 특성을 동시 고려하기 위해 기존문헌에 소개된 FFO(Fund From Operation), GGM(Gorden Growth Model), NAV(Net Asset Value), DCF(Discounted Cash Flow) 방식을 살펴보기로 한다.

#### 1) FFO(Fund From Operation)

FFO의 개념은 명확한 기준이 없어 개별 리츠에 따라 다양하게 적용됨에도 불구하고, 리츠의 수익 구조에 대한 기본적인 이해를 도모하는데 도움이 되고 있다. 이를 <표 1>에 제시한 바와 같이 연간 180백만 달러의 총임대수익(PGI)을 예상하는 부동산 직접투자자와 리츠투자자로 나누어 비교해 보면 다음과 같다.

공실과 영업경비를 감안할 때, 두 경우 모두 달성 가능한 NOI(1백만 달러)를 기준으로 부동산의 가치를 평가되는 반면, 리츠투자자의 경우 NOI에서 자산의 운영·관리를 외부에 위탁함으로써 발생하는 비용 즉, 일반유지관리비용을 NOI에서 차감한다. 이 경우, 리츠의 일반관리비용을 3백만 달러로 가정하면, EBITDA(earning before taxes, depreciation and amortization: 법인세·이자·감가상각비 차감 전 영업이익)는 97백만 달러로 산정된다.

이때, 부동산 담보대출에 대한 이자비용을 연간 40백만 달러로 가정하면, 리츠투자자의 경우 EBITDA에서 이자비용을 차감함으로써 FFO(57백만 달러)의 현금흐름이 발생하는 반면, 직접투자자의 경우 별도의 현금흐름 계정으로 분류되지 않으므로 직접부동산투자자와 리츠투자자 간 현금흐름은 주요한 차이점을 보인다.

또한 일반적으로 대부분의 회사에 대한 평가는 FFO 기준으로 이루어지는 점에서 주요한 차이점이

3) 본 장은 이영호 외(2016)와 Geltner et al.(2013) 등을 참고하여 재정리하였다.

〈표 1〉 부동산 직접투자자와 리츠투자의 현금흐름 상 차이

부동산 직접투자자(백만 달러)		리츠투자자(백만 달러)	
PGI	180	PGI	180
공실률	-9	공실률	-9
영업경비	-71	영업경비	-71
NOI	100	NOI	100
		일반관리비용	-3
이자비용	-40	EBITDA	97
		이자비용	-40
감가상각비용	-20	FFO	57
		감가상각비용	-20
GAPP 기준의 순수익	40	GAPP 기준의 순수익	37
		(배당 $\geq$ 0.9 $\times$ 순수익=33.3)	
감가상각 환원	+20	감가상각 환원	+20
자본적 지출	-15	자본적 지출	-15
EBTCF	45	AFFO(FAD)	42

주: Geltner et al.(2013), p.582.

PGI, potential gross income, NOI, net operating income; EBITDA, earning before taxes, depreciation and amortization; FFO, fund from operation; GAPP, generally accepted accounting principles; EBTCF, equity-before-tax cash flow; AFFO, adjusted FFO; FAD, funds available for distribution.

있다. 해당 부동산의 감가상각이 매년 20백만 달러를 가정한 경우 GAAP의 기준에 의한 순수익은 직접부동산 투자의 경우는 40백만 달러로 나타나는 반면, 리츠는 GAAP의 순수익의 90% 이상을 주주에게 현금 배당하므로 리츠의 배당금은 33.3백만 달러이다(=0.9 $\times$ 37백만 달러). 이는 100백만 달러의 NOI를 창출하는 리츠에서 내부유보금이 3.7백만 달러(=0.1 $\times$ 37백만 달러)임을 의미한다.

다음으로 실질적인 현금흐름의 추정치를 얻기 위해 감가상각비용(20백만 달러)과 자본적지출(15백만 달러)을 고려하여야 한다. 감가상각비용은 실질적인 현금유출로 인식되지 않기 때문에 GAAP의 순수익에서 감가상각비용을 가산하여야 하며, 자본적 지출<sup>4)</sup>은 실질적인 현금유출이기 때문에 GAAP의 순수익에서 차감할 필요성이 있다. 따라서 직접부동산투자의 EBTCF(equity-before-tax cash flow: 세전현금흐름)와 리츠의 AFFO(adjusted FFO)는 각각 45백만 달러와 42백만 달러로 평가된다.

한편, AFFO는 리츠가 주주에게 실질적으로 배당할 수 있는 현금흐름으로 FAD(Funds Available

4) 자본적 지출은 부동산의 유지관리를 위해 발생하는 정기적 비용으로 NOI의 10%~20% 정도의 비중을 차지한다(Geltner et al., 2013).

for Distribution) 또는 CAD(Cash Available for Distribution)와 유사한 개념이다. FAD 또는 CAD는 개발사업 프로젝트와 같은 비정기적으로 발생하는 자본적 지출을 포함한다는 점에서 AFFO와 주요한 차이점이 있다. 이와 같이 <표 2>에서는 FFO의 산정 기준이 명확하게 나타나고 있으나, 실무적인 리츠의 FFO 현금흐름은 GAPP 기준에 비해 상대적으로 모호한 개념이다. 예컨대, 일반적으로 부동산의 매각으로 인한 임시항목(extraordinary item)은 FFO에 계상되지 않으나, 리츠는 세법의 범위 내에서 일부 자산이 정기적으로 매각되는 리츠는 임시항목에 포함될 수 있다.

## 2) GGM법(Gorden Growth Model: 배당평가모형)

GGM은 리츠에서 발생하는 미래의 배당 현금흐름을 현재가치화하는 방법으로 리츠의 조직구조가 수직적으로 통합되어 있다는 측면에서 중요시된다. 일반적으로 부동산의 가치평가는 DCF 평가방법으로 많이 측정되는데, GGM은 부동산자산의 세전현금흐름(PBTCF)이 아닌 리츠에서 지불된 배당의 순현금흐름을 측정한다는 점에서 차이점이 있다.

GGM은 <식 1>에서와 같이  $t$ 년도의 지불된 연간 배당금( $D$ )을 주식시장의 장기 기대수익률( $r$ )로 할인한 합계의 형태로 주식가치를 평가하는 방법이다.

<표 2> 리츠의 현금흐름에 대한 정의

FFO의 정의	AFFO의 정의	CAD 또는 FAD의 정의
REITs의 수입	FFO	AFFO
(-) REITs의 운영비용	(-) 정기적으로 지출되는 자본적 지출	(-) 비정기적인 자본적 지출
(-) 감가상각 이연상각	(-) 직선법에 의한 임대료 조정	=CAD or FAD
(-) 이자비용	=AFFO	
(-) 일반관리비용		
=순이익(GAPP 기준)		
(+) 부동산 감가상각비용		
(-) 부동산 판매 순수익		
=FFO		

주: Bank of America Merrill Lynch(2013)과 한국토지신탁(2000)을 참조하여 재구성.  
 FFO, fund from operation; AFFO, adjusted FFO; CAD, cash available for distribution; FAD, funds available for distribution.

$$E_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} = \frac{D_1}{cr} \quad \langle \text{식 1} \rangle$$

또한 GGM은 일반적으로 미래의 배당이 g%의 성장률로 무한히 성장할 것을 가정하면 <식 2>와 같이 단순화할 수 있다.

$$E = \frac{D_1}{r-g} = \frac{D_1}{cr} \quad \langle \text{식 2} \rangle$$

실제 미래의 배당을 정확히 예측할 수 없다는 측면에서 이와 같은 GGM의 단순화된 모형식은 실무적으로 광범위하게 활용되고 있다. 그러나 이 경우에도 미래의 배당 성장률을 예측하는 문제는 상존하고 있으며, 일반적으로 (r-g)는 자본환원률(cr)로 치환될 수 있다. 한편, 리츠의 평가에서 GGM을 적용하는 경우 3가지 변수(1년도의 배당(D<sub>1</sub>), 미래 배당의 성장률(g), 리츠주식의 위험이 반영된 기대수익률(r)에 대한 추정치가 결정되어야 한다.

한편, Geltner et al.(2013)에서는 <표 3>에서 보는 같이 성장률(g)에 따라 성장이 없다고 가정한

<표 3> 성장률(g)에 따른 GGM 모형

성장률(g)의 가정	주요 내용
CASE 1: 성장이 없음을 가정 [내부유보금=0, D1=AFFO1] $E = \frac{D_1}{r-g_E} = \frac{(1-p)AFFO_1}{r-g_E}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 리츠는 수동적(passive)이고 도관체적(pass-through)인 성격이 강함</li> <li>• 배당성장률(g<sub>E</sub>)는 현재 부동산의 EBTCF 성장률을 의미함</li> </ul>
CASE 2: 내부유보를 통한 재투자 가정, 성장기회가 없음 $E = \frac{D_1}{r-g} = \frac{(1-p)AFFO_1}{r-g} = \frac{AFFO_1}{r-g_E}$ 0 < p < 1 g = g <sub>E+p(r-g<sub>E</sub>)=g<sub>E+pg<sub>E</sub></sub> </sub>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 리츠는 매년 AFFO의 p%를 재투자함(D1&lt;AFFO)</li> <li>• 리츠가 현재 부동산과 동일한 시장가치의 부동산을 취득하며, 이를 위해 내부유보금과 부채를 활용한다고 가정(D/E 비율은 동일)                      ⇒ 리츠의 주식가치는 CASE 1과 동일함</li> <li>• 배당성장률(g)는 EBTCF 성장률(g<sub>E</sub>)을 초과하나, 리츠의 주가수익 비율(P/E 비율)은 CASE 1과 동일함</li> </ul>
CASE 3: 재무적인 확장과 성장기회가 있음 $E^* = E + NPV(\text{growth opportunities})$ $E^* = \frac{(1-p)AFFO_1}{r-g} + NPV$ $= \frac{AFFO_1}{r-g_E} + NPV$ $E^* = \frac{D_1}{r-g^*} = \frac{(1-p)AFFO_1}{r-g^*}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 리츠는 NPV &gt; 0인 투자기회를 포착하여 투자할 능력이 있음. 즉, 주식시장과 사적부동산시장에서 차익거래를 실현할 수 있음</li> <li>• g*는 GGM 모형의 성장률과 긍정적인 NPV 성장 기회로 인한 AFFO의 성장률을 통합한 개념임(g* &gt; g)</li> <li>• Case 3의 주가수익 비율은 Case 1과 Case 2의 주가수익 비율보다 큼</li> </ul>

주: Geltner et al.(2013), p.590.

GGM, gorden growth model; EBTCF, quity-before-tax cash flow.

모형과 내부유보를 통한 재투자 및 성장기회가 없음을 가정한 모형, 그리고 재무적인 확장과 성장기회가 모두 있다고 가정한 모형의 세 가지 케이스별 GGM 모형을 제시하였다.

### 3) NAV법(Net Asset Value: 순자산가치모형)

NAV는 리츠를 개별 부동산의 집합체로 인식하여 평가하는 방법으로 대차대조표에 기재된 부동산 지분에 관해 부동산의 현금흐름과 기대수익률(자본환원율)에 근거하여 리츠의 자산을 평가하는 방법이다. 이 방법은 부동산 수준의 가치에 주안점을 두어 다양한 리츠 간의 비교가 가능하며, 운영수익이 발생하지 않는 자산(토지, 현금, 증권 등)에도 적용할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 리츠 경영자의 관리 능력, 미래 성장성 등이 가치에 반영되지 않으며, 적절한 자본환원율의 추정이 어려운 경우 리츠 평가에 대한 신뢰성을 저하시킬 수 있다는 단점이 있다.

NAV법은 직관적으로 리츠가 보유한 모든 부동산이 가치를 평가하는 방식으로 추정될 수 있으며, 특히 리츠가 보유한 비자산 가치인 TRS의 가치도 포함된다. NAV는 리츠가 보유한 부동산, TRS의 가치, joint venture의 지분가치를 합계한 후 부채를 차감한다. NAV법은 모든 부동산의 가치를 평가해야 하므로 현실적으로 개별 부동산의 평가에 많은 비용과 시간이 소요될 수 있다.

따라서 이러한 평가는 대량 평가모형(mass appraisal)에 기반하는 경우가 많으며, 대량 평가모형은 리츠의 EBITDA 또는 개별부동산의 NOI를 추정한 후 사적 부동산투자시장의 자본환원율을 적용한다(직접환원법 활용). Barclays(2012)에 따르면 NAV법에 다른 리츠주식의 평가 절차는 <표 4>에서 보는 바와 같이 크게 4단계로 이루어진다.

<표 4> NAV법에 근거한 평가절차

Step #1	<ul style="list-style-type: none"> <li>과거 1년 동안의 분기별 NOI를 연율화한 후 기본적인 가정에 근거한 1년 동안의 NOI 성장률을 곱하여 향후 1년 동안의 NOI를 추정함.</li> <li>이때 joint venture의 지분가치가 있다면 이에 대한 NOI를 계상함.</li> </ul>
Step #2	<ul style="list-style-type: none"> <li>NOI를 자본환원율로 나누어 개별부동산의 가치를 추정.</li> <li>이 경우 자본환원율은 리츠 포트폴리오의 가중평균 자본환원율을 적용.</li> <li>가중평균 자본환원율은 개별부동산이 포함된 지역별 자본환원율을 포트폴리오 투자 비중에 따라 가중하여 산정함.</li> </ul>
Step #3	<ul style="list-style-type: none"> <li>개별 부동산이 가치를 합산하여 전체 부동산의 가치를 구함.</li> <li>리츠의 관리로 인한 수익이 발생한다면 이러한 수익은 자본화하여 기록함(이 경우 자본환원율은 가중평균 자본환원율과 차별화되어야 함).</li> <li>개별 중인 부동산이나 토지의 경우에는 기대수익률에 근거하여 가치를 추정함.</li> </ul>
Step #4	<ul style="list-style-type: none"> <li>상기의 방법으로 구한 자산가치에서 부채를 차감하여 NAV를 평가함</li> </ul>

주: Barclays(2012)를 재구성.  
NAV, net asset value.

#### 4) DCF법(Discounted Cash Flow: 할인현금흐름모형)

DCF법은 주식의 가치평가에서 DCF법은 일반적으로 가장 많이 활용되는 평가방법으로 주주의 현금흐름 및 미래 현금흐름의 성장성, 현금흐름 구조에 내재된 위험을 또한 반영한다. 동 방법은 리츠에 내재된 내·외부의 성장 요인을 반영하고, 리츠 투자자에게 귀속되는 직접적인 현금흐름과 위험을 고려한다는 측면에서 다른 평가방법에 비해 이론적인 타당성을 얻고 있는 방식이다.

전술한 NAV법은 단기간(1년)의 현금흐름을 가정하고 자본환원율의 미세한 차이가 평가가격에 많은 영향을 미친다는 단점이 있는 반면, DCF법은 할인을 적용을 위한 CAPM 모형의 이론적 정치성, 장기의 현금흐름을 고려한다는 점에서 차별성이 있다. DCF법을 통해 5년을 가정한 리츠의 주식가치 평가는 <표 5>에 제시한 바와 같이 5단계의 절차에 의해 수행된다.

〈표 5〉 DCF법을 통한 리츠의 주식가치 측정 절차

Step #1	<ul style="list-style-type: none"> <li>임대료, 점유율, 자본구조, 부동산 개발 및 취득 등에 관한 기본적인 가정을 수립하고, 향후 5년 동안 리츠에 투자한 투자자에게 지급되는 현금흐름(CAD)을 추정함.</li> </ul>
Step #2	<ul style="list-style-type: none"> <li>CAPM 모형을 통해 할인율(무위험수익률+리츠의 리스크 프리미엄)을 추정함.</li> <li>리츠에 내재된 리스크 프리미엄을 측정하기 위해 전체 리츠의 리스크 프리미엄을 섹터별 리츠의 <math>\beta</math>에 곱하여 구함.</li> <li>베타의 경우, 섹터별 가중평균된 unlevered <math>\beta</math>를 구한 후 리츠의 자본구조 변화를 반영하기 위해 조정된 levered <math>\beta</math>를 산출함.</li> </ul> <p>CAPM 모형: <math>re=rf+\beta(rm-rf)</math>  <math>re</math>: 리츠의 자기자본비용(할인율)                      <math>rf</math>: 무위험수익률  <math>rm</math>: 리츠 지수의 수익률  <math>\beta</math>: 베타    <math>rm-rf</math>: 시장 리스크 프리미엄  <math>\beta=unlevered</math> 리츠의 <math>\beta \times (1+부채/자기자본비율)</math></p>
Step #3	<ul style="list-style-type: none"> <li>리츠의 CAD에 대한 현재가치를 구하기 위해 5년 동안의 현금흐름을 할인함.</li> </ul>
Step #4	<ul style="list-style-type: none"> <li>5년 시점에서 리츠의 매각 시 복귀가치를 계산함. 복귀가치는 4년 시점의 CAD 추정치에 성장률을 적용하여 5년 시점의 CAD를 추정한 후 이를(할인율-성장률) 또는 최종 자본환원율로 나누어 산정함.</li> <li>- 이 경우, CAD의 성장률은 ROE(Return on Equity)에 (1-배당성향)을 곱하여 계산하며, 만약 계산된 CAD의 성장률이 장기 기대인플레이션보다 작다면 장기 기대인플레이션을 성장률로 적용하고, 5년 시점의 복귀가치는 할인율을 적용하여 현재가치화 함.</li> </ul>
Step #5	<ul style="list-style-type: none"> <li>리츠의 CAD 현금흐름에 대한 현재가치와 복귀가치의 현재가치를 합산하여 리츠 주식의 최종적인 평가가치를 구함</li> </ul>

주: 이영호 외(2016) 재구성.

DCF, discounted cash flow; CAD, cash available for distribution.



## 2. 리츠 수익률 영향요인에 대한 선행연구

국내 리츠의 경우, 상장된 리츠수 및 시가총액, 시장거래량 면에서 주요 리츠 선진국에 비해 소규모에 그치고 있어 리츠 수익률에 미치는 영향요인을 규명하기에 어려움이 있다. 그동안 진행된 주요 선행연구들에 따르면 리츠의 배당수익률에는 <표 6>에 제시한 바와 같이 리츠의 자산규모, 운용기간, 자금조달 방식 등이 영향을 주는 것으로 요약된다.

이를 보다 구체적으로 살펴보면 리츠의 수익률을 증대시키는 요인으로 먼저, 이경순(2010)은 국내 임대형 리츠의 경우, 수익용 오피스빌딩을 주로 매입하는 임대형 리츠의 경우 자산규모가 클수록 공실률이 낮아지므로 자산규모가 증가할수록 수익률이 상승한다고 보았다. 또한 이병훈 외(2011)는 리츠의 규모가 클수록 안정적 투자 자산 발굴이 가능하기 때문에 수익성이 개선된다고 주장하였다.

여수진 외(2014)에서는 CR리츠의 경우, 운용기간 평균수익률과 내부요인의 관계에서 업무시설 비율이 영향을 주는 것으로 나타났다. 특히, 처분기를 제외한 평균수익률에는 보유부동산의 업무시설 비율, 보유 부동산 수, 영업일수가 영향을 주는 것으로 나타났다.

한편 최명섭 외(2017)에 따르면 뉴스테이와 같은 개발형 리츠의 재원조달 구성은 출자 25%, 용자 53%, 임차인의 임대보증금 22%로 구성된다. 즉, 전체사업비의 약 75%가 임대보증금을 포함한 부채를 통해 조달되며, 보증금의 증가는 수익성에 긍정적 영향이 더 크게 작용한다고 보고되었다. 또한 동 연구에서 수익률 및 위험확률을 분석한 결과, 주택가격상승률이 수익에 가장 큰 요인으로 나타났으나, 이는 거시변수이므로 실질적으로는 전월세전환율과 임대보증금 비중을 통해 조정이 가능하고 보았다.

김준형·고성수(2019)에서는 임대형 또는 뉴스테이 리츠 여부에 따라 부채비율 증가에 따른 레버

<표 6> 배당수익률에 미치는 주요 변수

연구자	종속변수	설명변수(방향성)
이병훈 외(2011)	배당수익률	리츠규모(+), 임대수익(+), 지역특성요인(+)
이경순(2010)	배당수익률	자산규모(+), 운용기간(-), 편입자산수(-)
유상철(2012)	운영수익률	총자산(+), 부동산규모(+), 업무시설(+), 도심위치(+), 자산관리수수료(+)
여수진 외(2014)	리츠수익률	부동산 개수(+), 매각처분 수익(+), 용도(+), 규모(-), 면적(-), 자산규모(-)
김준형·고성수 (2019)	예상 주주 내부수익률	재무적 투자자비중(+), 민간용자비중(+)
	연평균 배당수익률	총부채비중(+), 재무적 투자자비중(+), 서울소재(+), 민간용자비중(+)

주: 김준형·고성수(2019)를 토대로 재구성.

리지 효과가 상이하게 나타났다. 재무적 투자자의 출자비중 증가 시 뉴스테이 및 임대형 리츠의 수익성에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 분석하였다. 또한 <표 7>에서 보는 바와 같이 뉴스테이의 사업성에 영향을 주는 요인에 대해 신용상 외(2017)에서는 토지, 건축, 사업추진, 임대 및 분양 조건, 자금구조 등이 종합적으로 영향을 줄 수 있음을 제시하였다. 특히 자금구조 측면에서 재원조달방법(자본금, 기금차입, 일반차입, 보증금), 차입이자율(일반차입 이자율, 기금차입이자율), 차입기간은 사업성에 영향을 줄 수 있다.

따라서 모리츠에 대한 재무적 투자자들의 참여를 활성화하는 한편, 자리츠로서 공공임대주택에 재출자하는 구조를 활성화하여 투자자의 수익성 확보는 물론, 이를 통한 공공성을 동시에 달성하려면 수익성 강화, 위험완화, 부동산금융지원이 중요하게 작용할 것으로 판단된다(국토연구원, 2017). 이상의 내용을 종합해볼 때, 리츠의 수익률에는 자산규모, 운용기간, 자금조달 방식 등을 종합적으로 고려될 필요가 있다.

이에 본 연구에서는 Geltner et al.(2013)에서 제시된 AFFO 이론을 기반으로 전문가 FGI(Focus Group Interview)를 통해 습득한 가정을 접목하여 1개의 모자리츠와 2개의 자리츠(공공임대주택)를 구성하는 등 보다 실무적인 방향으로 논의를 이어감으로써 차별화한다. 이 경우, 주택도시기금의 대출 참여 여부와 일반은행을 통한 자금조달, 주택도시계정 참여율(대출액 비율), 자리츠 임대료 수준, 공실률, 건물 분 자본이득(감가상각) 배당 여부에 따른 수익률 변화를 모의실험하여 정책적 시사점을 제시하고자 한다.<sup>5)</sup>

<표 7> 뉴스테이 사업성 영향요인

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

주: 신용상 외(2017), 김준형·고성수(2019)에서 재인용.

5) KB부동산신탁과의 전문가 회의결과(2018. 1. 19.), 투자자는 운영수익과 자본수익을 기대하므로 이를 충족할 수 있는 상품이면 바람직하다고 보았다. 또한 펀드(리츠)의 운영기간이 장기로 설정될 경우, 투자자금에 대한 회수가능성이 낮으므로 공모형 모리츠를 설립하여 민간자금이 유입되는 구조를 제안해 볼 수 있으며, 공적 보증지원 여부에 따라 민간투자자의 참여결정 시 중요하게 작용할 것이라는 의견을 제시하였다.

### III. 리츠의 배당수익률에 대한 모의실험 설계

전술한 바와 같이 본 연구에서는 Geltner et al.(2013)에서 제시된 AFFO 이론을 기반으로 실무에서 활용하는 가정을 접목하여 모자리츠를 구성하였다. 이를 통해 30년 배당수익률에 대한 모의실험을 진행하였다. 이 경우 국토교통부 보도자료(2017. 6. 1.)에 따라 평균 배당률이 6.0% 수준 이상을 달성할 수 있는 조건들을 찾아보기로 한다.<sup>6)</sup>

모의실험을 위해 모리츠(상장 대상)의 자산구성은 보다 현실적인 모의실험을 위해 천안지역에서 실제 제안된 사례(약 1,102억 원 규모)를 활용하였으며, 자리츠는 공공임대주택 2개(각 698억 원, 469억 원)로 구성하였다. 이 경우, <표 8>에 제시한 바와 같이 부동산투자금액 2,269억 원과 기타 등록 및 면허세, 감정평가 비용 및 유가증권시장 상장금액을 포함하여 초기투자비용은 약 2,290억 원이 될 것으로 예상된다. 또한 초기 법인설립을 위한 제경비는 관련 법령 및 업계 사례에 따라 등록면허세는 자본금의 0.4%와 이에 대한 부가세로 지방교육세 0.08%, 기타 감정평가비용 등 자문수수료로 총 자산의 0.5%를 설정하였다.

리츠의 매출액은 1개의 모리츠와 2개의 공공임대주택 자리츠의 운영수입으로 구성되며, 리츠의 주요 수입원은 주택 및 상가의 임대료로 구성되며, 분양가의 70%를 전세가로 계산하는 한편, 이 중 10%를 보증금으로 설정한 나머지 금액에 대해 전월세전환율 8.05%를 반영하고, 이를 연간 임대료로 환산하였다. 이 경우, 한국부동산원 부동산통계정보시스템(R-one)의 2018년 1분기 기준 전국 주택(6.3%) 및 상가(9.8%)의 전월세전환율 평균값을 적용하였다. 또한 자리츠의 임대료는 공공성을 감안하여 사례 분양가격을 보증부 임대 형태로 전환한 후 80%를 적용하였다.

위탁관리리츠를 가정하였으므로 업계의 사례에 따라 자산관리(취득가액의 0.3%), 자산보관(취득가액의 0.03%), 그리고 사무수탁(취득가액의 0.04%)에 대한 수수료를 운영비용으로 산출하였다. 이 외에 직접적인 건물 운영관리를 위해 PM 및 FM 수수료(각 매출액의 0.3%)를 반영하였으며, 물가인상분 등을 감안하여 5년 주기로 2%씩 인상하는 것으로 가정하였다.

대출금상환액은 리츠의 경우 자본금의 2배 이상을 차입할 수 없음을 감안하여 초기투자자금의 50%(1,155억 원)는 신주발행을 통해 조달하는 한편, 나머지 금액은 장기(30년) 저리(3%)로 주택도시기금을 통해 조달함을 기본가정으로 하였다. 주당가액을 4,500원으로 가정할 경우, 총 주식수는 2,567만 주가 유통될 것으로 예상되며, 이와 함께 주택도시기금의 참여율에 따른 배당수익률 변화에

6) 국토교통부 보도자료(2017. 6. 1.)에 따르면 리츠의 '16년 결산 보고서를 분석한 결과, 리츠가 이용하는 자산규모가 '16년 말 25조 원을 돌파했으며, 평균 배당수익률은 6.0% 수준으로 일반 예금 금리의 4배 가까이 되는 것으로 나타났다.

〈표 8〉 모의실험을 위한 기본 가정

구 분		내 용
초기 투자금	부동산투자금액	모리츠 및 자리츠 개발비용
	법인설립등록면허세	자본금의 0.4%
	법인설립지방교육세	법인설립등록면허세의 0.08%
	기타 자문수수료	총 자산의 0.5%
매출액	모리츠 자리츠 1 자리츠 2	보증금=사례분양가격×전세가율(70%)×보증금비율(10%) 임대료=전세가×전월세전환율(8.05%) 자리츠의 경우 산출임대료의 80% 적용 관리비=운영비용과 상채 공실률=5%, 임대료 성장률=2%
	보증금 이자수입	매년 보증금의 1.8%(정기예금 이자율)
리츠 운영 비용 (위탁)	자산관리수수료	취득가액의 0.3%
	자산보관수수료	취득가액의 0.03%
	사무수탁수수료	취득가액의 0.04%
	PM수수료	매출액의 0.3%, 5년 주기로 2%씩 인상
	FM수수료	매출액의 0.3%, 5년 주기로 2%씩 인상
주식발행	보통주 및 우선주	액면가 4,500원(발행수는 자본규모에 연동)
대출금 상환액	주택도시보증기금상환원리금	원리금균등상환(CPM), 이자율 3%, 30년
	일반장기상환원리금	원리금균등상환(CPM), 이자율 6.5%, 30년
감가상각액(건물분)		건물가액(부동산투자금액의 50% 가정) / 30년
세전현금흐름		매출액-리츠운영비용-대출금상환액+감가상각액
배당액		세전현금흐름의 90% 배당
배당수익률		배당액/자기자본

대한 민감도 분석을 실시하였다.

본 연구에서는 위탁관리형태의 리츠를 가정하므로 90% 이상을 배당함에 따라 법인세 절감혜택을 받는 것으로 설정하고, 투자자의 자본이득에 대한 기대를 충족하고자 건물분 감가상각액(정액법)을 포함한 세전현금흐름에 대해 배당할 경우를 가정하였다.<sup>7)</sup> 이 경우, 연간 건물 분 감가상각액은 토지를 포함한 총 부동산투자금액의 50%에 대해 30년 간 상각하는 것으로 가정하였다.

7) 부동산투자회사법 시행령 제32조(초과배당의 범위 등) ② 초과배당은 해당 연도의 감가상각비의 범위에서 배당하되, 초과배당으로 인하여 전기(前期)에서 이월된 결손금(缺損金)은 당기(當期)의 배당가능이익 산정 시 포함하지 아니한다.

전술한 조건에 의해 투자자의 기간수익률을 산출한 결과, 기간수익률은 <표 9>에서 보는 바와 같이 8년 6.7%, 20년 7.8%, 30년 8.9%로 나타났으며, 주택도시기금의 경우 상환이자 3% 외에 재무적 투자자(FI)로 참여할 경우 추가 이익이 가능할 것으로 기대된다.<sup>8)</sup>

<표 9> 기본가정에 따른 현금흐름(요약)

구분 (백만 원)		0	1	8	20	30
초기 투자	부동산투자금액	226,945				
	법인설립등록면허세	908				
	법인설립지방교육세	1				
	기타 자문수수료	1,135				
	계	228,988				
매출	모리츠		5,619	6,455	8,186	9,979
	자리츠 1		2,884	3,313	4,202	5,122
	자리츠 2		1,927	2,213	2,807	3,422
	보증금 이자수입		266	266	266	266
	계		10,697	12,248	15,461	18,789
리츠 운영 비용	자산관리수수료		687	701	729	758
	자산보관수수료		69	70	73	76
	사무수탁수수료		92	93	97	101
	PM수수료		32	33	34	35
	FM수수료		32	33	34	35
	계		911	930	967	1,006
대출금 상환	주택도시기금상환원리금		5,741	5,741	5,741	5,741
	일반장기상환원리금		0	0	0	0
	계		5,741	5,741	5,741	5,741
감가상각액(건물분)			3,782	3,782	3,782	3,782
세전현금흐름			7,827	9,360	12,536	15,824
배당액			7,044	8,424	11,282	14,242
배당수익률(%)			6.1	7.3	9.8	12.3
기간수익률(%)			-	6.7	7.8	8.9

8) 본 연구에서 배당수익률은 당해 연도 배당수익률을 의미하며, 기간수익률은 1년차부터 n년(8년, 20년, 30년)차까지의 평균수익률을 나타낸다.

## IV. 리츠의 배당수익률에 대한 모의실험 결과

본 연구에서는 기본가정에 대해 각 요인의 변화에 따른 수익률 변화에 대해 모의실험하였다. 이 경우, 주택도시기금의 대출 참여 여부와 일반은행을 통한 자금조달, 주택도시계정 참여율(대출액 비율), 자리츠 임대료 수준, 공실률, 건물 분 자본이득(감가상각) 배당 여부에 따른 수익률 변화를 대상으로 하였다.<sup>9)</sup>

먼저, 차입금을 전부(전체 자산의 50%) 주택도시기금을 통해 조달(이자율 3%, 만기 30년)할 경우, <표 10>에 제시한 바와 같이, 전 기간에서 2016년 평균 리츠 수익률 6% 이상을 달성할 수 있을 것으로 예상된다. 반면, 차입금 전액에 대해 일반은행을 통해 조달(이자율 6.5%, 만기 30년)하는 경우, 6% 이상의 수익률을 달성하는 데 20년 이상의 장기간이 소요되며, 수익률이 2.2%p 가량 감소하므로 투자자 유인이 어려울 것으로 예상된다.

이는 현실적으로 30년 만기의 장기의 대출을 일반은행을 통해 얻는 경우, 추가 이자율 상승이 예상되며, 이 경우 주택보증공사에서 제공하는 사업자 보증을 통해 이자율을 다소 낮출 수 있겠으나, 대출기관이 유동성 위험을 안게 되므로 상대적으로 위험이 크다고 할 수 있다. 주택도시기금이 제한된 금액 내에서 재무적 투자자로서의 참여하기보다는 대주(borrower)로서 장기·저리의 대출을 제공하는 것이 리츠 수익률 달성에 기여하는 바가 큰 것으로 판단된다.

한편, 주택도시계정 대출참여 비율에 따른 수익률 변화를 살펴보면 <표 11>에서 보는 바와 같이, 총 대출금 중 주택도시계정이 차지하는 비중이 감소할수록(일반은행 비중이 증가할수록) 수익률이 감소하는 것으로 나타났다. 이는 금융기관 간 자금조달 이자율의 차이에서 비롯된 것으로, 이를 통해 모리츠 수익률은 금융기관의 대출이자율이 상당한 영향을 주고 있음을 확인할 수 있다. 또한 전술한 천안 도시재생사례와 같이 18%까지 낮아지는 경우(일반은행 비율 32%), 대출금 전액(자산의 50%)

<표 10> 주택도시기금 참여 여부에 따른 수익률 변화

주택도시계정 참여 여부	50% 참여(일반은행 0%)			비참여(일반은행 50%)			증감
	8년차	20년차	30년차	8년차	20년차	30년차	
배당수익률(%)	7.3	9.8	12.3	5.1	7.6	10.1	-2.2p
기간수익률(%)	6.7	7.8	8.9	4.5	5.6	6.7	

9) 다만 영속형 리츠로서 장기간 운영됨을 가정하고, 사례가 상대적으로 적음에 따라 여러 시장 환경 변화 및 예상치 못한 변인에 따라 결과는 달라질 수 있다.

〈표 11〉 주택도시계정 대출참여 비율에 따른 수익률 변화

주택도시계정 대출참여율	50%			40%			18%		
	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)
배당수익률	7.3	9.8	12.3	6.4	8.9	11.5	5.9	8.4	10.9
기간수익률	6.7	7.8	8.9	5.8	7.0	8.1	5.3	6.4	7.5
증 감	기 준			-0.8%p			-1.4%p		

에 참여하는 경우에 비해 1.4%p 가량 감소하는 것으로 나타났다.

한편, 자리츠의 경우, 공공임대주택으로서 시세의 70%~80% 수준의 임대료 수입을 얻게 됨에 따른 수익률 변화를 살펴보면 〈표 12〉에서 보는 바와 같이 인근지역 수준의 임대료 수준을 유지할 경우에 비해 1~2%p 낮아질 것으로 예상된다. 이는 공공리츠의 경우 운영기간이 장기화 될수록 수익률이 점차 감소하는 구조이며, 공공목적으로 자리츠를 운영할 경우 이러한 수익감소의 보완을 위해 지속적으로 자산을 유입할 필요성이 있음을 나타낸다.

이와 관련하여 국토교통부(2017)에 따르면 영속형 리츠 성장의 핵심 3요소로 우량자산, 대형 포트폴리오, Pipe-Line으로 나누고 있으며, 이러한 3요소는 IPO단계와 지속성장단계 2단 추진체계로 분류하고 있다. IPO단계에서 우량자산의 준비와 이들로 구성된 대형 포트폴리오를 구축한 후 우량자산<sup>10)</sup>을 지속적으로 유입한다. 또한 지속성장단계에서는 리츠가 영속적으로 성장할 수 있도록 지속적인 자산편입을 위한 ‘PIPE LINE(공급자)’을 마련하고, 앵커로부터 자산을 공급받거나 리츠 스스로 발굴하는 단계를 의미한다.

자리츠를 공공임대주택 리츠로 구성할 경우, 시세보다 낮은 수준의 임대료로 운영되므로 운영기간이 장기화 될수록 모리츠의 수익률이 점차 감소한다. 따라서 〈표 13〉에 제시한 바와 같이 IPO 단계에

〈표 12〉 자리츠 임대료 수준에 따른 수익률 변화

자리츠 임대료수준	인근지역 수준			시세대비 80%			시세대비 70%		
	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)
배당수익률	8.4	11.2	14.1	7.3	9.8	12.3	6.8	9.1	11.5
기간수익률	7.7	9.0	10.3	6.7	7.8	8.9	6.2	7.3	8.3
증감	기 준			-1.0%p	-1.2%p	-1.4%p	-1.5%p	-1.7%p	-2.0%p

10) 일본의 GLP리츠는 임대율이 80% 이상인 자산을 우량자산으로 정의한다.

〈표 13〉 국가별 리츠 IPO당시 총자산, 시가총액, 자산 수 비교

국가 평균	홍콩	싱가포르	일본	미국	영국	한국
총자산(원)	4.9조	1.1조	1.6조	1.5조	4,669억	270.1억
시가총액(원)	3.1조	7,086억	1.1조	1,100억	2,842억	-
자산 수(개)	61	11	21	161	65	1.5

주: SNL Data base, Google Finance, 기업별 Annual Report. 국토교통부(2017)에서 재인용.

의 규모를 주요 리츠 선진국 수준으로 향상한 후 지속적으로 모리츠에 우량자산을 유입함으로써 대응하는 것이 타당할 것으로 판단된다. 리츠의 운영이 일물일사(一物一師) 위주로 진행됨에 따라 공모리츠 등 활성화에 장애요인으로 작용하였음은 여러 연구에서 이미 지적된 바 있다. 따라서 모리츠 상장을 통해 민간자본 투자를 적극적으로 유치하기 위해서는 최초 IPO 이후 지속적으로 우량자산을 편입하는 방법을 검토해볼 필요가 있다.

공실률에 따른 배당수익률 변화를 살펴보면 〈표 14〉에서 보는 바와 같이 자연공실률 5%를 가정하는 경우에 비해 공실률 10%에서는 기간수익률이 약 0.7%p 감소하는 것으로 나타났다. 특히, 공실률이 20%에 이르는 경우에는 30년 평균 배당수익률이 6.4%로 나타남에 따라 영속형 리츠를 통한 안정적인 체계적인 부동산 관리 역시 배당수익률에 중요하게 작용하고 있음을 시사한다.

마지막으로 영속형 리츠로서 운영수익과 자본수익을 기대하는 투자자의 요구를 충족하기 위한 방안으로 건물 분 자본이득(감가상각) 배당 여부에 따른 수익률 변화를 살펴보면 〈표 15〉에 제시한 바와 같다. 감가상각을 자본이득으로서 배당하는 경우 그렇지 않은 경우에 비해 2.9%p의 수익률 증가가 기대된다.

반대로 감가상각 미배당 시 30년 기간 평균수익률은 6%로 본 연구 기준 수익률 수준이나, 이를 달성하기에는 상당한 시간이 소요됨에 따라 투자자의 투자유인을 충족하지 못하는 결과를 초래할

〈표 14〉 공실률에 따른 배당수익률 변화

공실률	5%			10%			20%		
	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)
배당수익률	7.3	9.8	12.3	6.6	8.9	11.2	5.1	7.1	9.0
기간수익률	6.7	7.8	8.9	6.0	7.1	8.1	4.7	5.6	6.4
증감	기 준			-0.7%p	-0.7%p	-0.8%p	-2.0%p	-2.2%p	-2.5%p



〈표 15〉 건물 분 자본이득(감가상각) 배당 여부에 따른 수익률 변화

자본이득 반영	감가상각 미배당			감가상각 배당			증감
	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)	8년차 (%)	20년차 (%)	30년차 (%)	
배당수익률	4.4	6.8	9.4	7.3	9.8	12.3	2.9%p
기간수익률	3.8	4.9	6.0	6.7	7.8	8.9	

수 있다.<sup>11)</sup> 반면, 감가상각 배당 시 평균수익률은 초기 수익률이 6%를 초과함에 따라 투자자 모집 시 긍정적인 효과를 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 리츠 투자자를 통해 민간자본을 조달하고자 할 경우에는 건물 분 감가상각에 상응하는 정도의 자본이득 배당에 대한 검토도 필요할 것으로 판단된다.

## V. 결론 및 시사점

본 연구에서는 도시재생사업 시 영속형 모자리츠를 구성을 통해 자금을 조달한다는 가정 하에 배당수익률이 6% 이상을 달성할 수 있는 조건들에 대해 모의실험을 진행하였다. 이를 통해 도시재생사업 자금조달 추진 방향과 사례와 재무적 투자자 유인을 위한 정부의 정책에 대한 분석을 통해 국내 도시재생분야 리츠 활용의 현황과 한계에 대해 진단하였다.

리츠 주식투자자의 최소수익률을 6%로 설정하여 이를 달성하기 위한 요건들에 대해 모의실험한 결과, 자리츠 임대료수준 및 공실률 등 관리적인 측면에 비해 주택도시기금의 대출자로서의 참여규모와 건물 분 자본이득(감가상각 초과배당)이 더 큰 영향을 주는 것으로 나타났다. 또한 주택도시기금을 통해 제공되는 장기저리의 대출비중이 증가할수록, 건물 분 감가상각을 초과배당할수록 리츠 투자자의 수익률에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 이상의 내용을 종합할 때, 운영이익 외에 건물 분 감가상각 초과배당을 통한 및 주택도시기금에서 장기저리로서 제공하는 대출규모가 모자리츠 수익률 결정에 대한 영향력이 크다고 할 수 있다.

본 연구에서는 도시재생 모자리츠가 최소 배당수익률 이상을 달성할 수 있는 조건들에 대해 모의실험을 진행한 점에서 차별성을 둘 수 있을 것이다. 또한 이를 통해 도시재생사업 자금조달 추진 방향과 사례와 재무적 투자자 유인을 위한 정부의 정책에 대한 분석을 통해 국내 도시재생분야의 리츠

11) 국토교통부(2017)의 설문조사결과, 투자자는 리츠 수익률에 대해 5%~7% 수준을 기대하는 것으로 나타난다.

활용 방안에 대해 진단한 점에서 의의를 둘 수 있을 것이다.

그러나 본 연구는 현실적으로 발생 가능한 다양한 사업적 특징을 반영하지는 못했다. 향후 진행하게 될 연구에서는 다양한 사업적 특징, 사업참여자 간의 입장 등 여러 제반 조건들에 따른 각 요인들의 반응 등에 대한 자료를 제공할 필요가 있다. 끝으로 본 연구를 계기로 도시재생 사업 등 대규모 사업들에서 수익성과 공공성의 조화로운 달성을 위한 방안에 대한 관심과 추가연구가 보다 활성화되기를 기대해 본다.

## 참고문헌

- 국토교통부. (2017). *리츠의 사회·경제적 파급효과 분석 및 상장 활성화 방안 연구*. 세종: 국토교통부.
- 국토교통부, 주택도시보증공사. (2018). *도시재생뉴딜사업 금융지원방안 연구*. 세종: 국토교통부.
- 국토연구원. (2017). *기업형 임대주택(뉴스테이) 공급 활성화를 위한 금융지원 방안 연구*. 세종: 국토연구원.
- 김준형, 고성수. (2019). 뉴스테이 리츠의 수익률 영향요인 연구: 임대형 리츠와의 비교를 중심으로. *주택연구*, 27(2), 91-116.
- 신용상, 이상영, 이수옥, 이태리. (2017). *기업형 임대주택(뉴스테이) 공급 활성화를 위한 금융 지원 방안 연구*. 세종: 국토연구원.
- 여수진, 유상철, 신동훈. (2014). 리츠 수익률의 결정요인에 관한 연구: 내부요인을 중심으로. *대한부동산학회지*, 32(1), 183-208.
- 유상철. (2012). *리츠(REITs)의 운영성과 및 특성*(박사학위논문). 강원대학교, 춘천.
- 이경순. (2010). *임대형 부동산 간접투자상품의 배당수익률 결정요인 분석*(석사학위논문). 건국대학교, 서울.
- 이병훈, 이백래, 김주형, 김재준. (2011). 회귀분석을 통한 부동산투자회사(REITs) 오피스빌딩의 수익률 영향요인 분석. *대한건축학회논문집*, 27(9), 293-300.
- 이영호, 유승동, 김계홍. (2016). *부동산증권화 상품의 평가방법에 관한 연구: REITs 및 MBS를 중심으로*. 대구: 한국부동산연구원.
- 최명섭, 이무근, 이상영. (2017). 건설형 뉴스테이 임대주택 리츠의 수익: 위험 분석. *감정평가학논집*, 16(1), 143-164.
- 한국토지신탁. (2000). *부동산을 움직이는 REITs*. 서울: 부연사.
- Bank of America Merrill Lynch. (2013). *BofAML REITs primer*, 4th Ed. Retrieved from <http://www.merrilledge.com/publish/content/application/pdf/gwml/BofAML-REIT-Primer.pdf>
- Barclays. (2012). *Equity research: U.S. REITs*.
- Geltner, D., Miller, N. G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2013). *Commercial real estate analysis and investments*. Mason, OH: OnCourse Learning.

(논문 접수일: 2021.04.23. 수정논문 접수일: 2021.05.17. 논문 채택일: 2021.06.02.)

# A Simulation of the Dividend Yield of Hub REITs for Urban Regeneration

Hojin Lee\*

## Abstract

Publicity is being emphasized in the current government's urban regeneration project. However, if publicity is excessively emphasized, the profitability of project participants will inevitably be limited, and a relatively high risk is concerned due to the prolonged project period and the participation of various stake-holders. Therefore, there is a need for a financing plan that allows the government and the private sector to participate in financing methods for urban regeneration projects. Against this background, this study aims to simulate the dividend yield when the project is promoted in the Real Estate Hub-REITs method. Through this, we will look for conditions that can achieve the REITs annual average dividend level or higher. The simulation results are as follows. First, compared to management aspects such as the rent level and vacancy rate of the Individual REITs, the scale of participation as a borrower of the National Housing and Urban Fund (NHUF) and capital gains for buildings were found to have a greater impact. In addition, it was found that the higher the proportion of long-term low-interest loans provided through the NHUF and the excess dividends for depreciation of buildings, the more positive the REITs investor returns.

Keywords : Urban Regeneration, Hub REITs, Dividend Yield, Simulation

---

\* Hojin Lee, Corresponding author, Department of Real Estate, Jeju National University, Assistant Professor, [leehojin@jejunu.ac.kr](mailto:leehojin@jejunu.ac.kr)

© Copyright 2021 Housing Finance Research Institute. This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>) which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.