

부동산개발비용 투자결정요인에 관한 연구: 개발전문 자기관리형 REITs를 중심으로

The Analysis for Investment Decision Making of the Real Estate Development Expenses:
The Case of Self-managed REITs

송 동 원 (Song, Dongwon)*

최 민 섭 (Choi, Minsub)**

< Abstract >

The staff of self-managed REITs perceives the risk and return from the perspectives of real estate market factor, financial market factor and REITs capital structure at the phase of investment decision making. This study investigates the effects of these risk and return on investment decision making. The data for this study are collected through the survey of self-managed REITs located in Seoul Metropolitan Area. Reliability analysis, factor analysis and path analysis are used to analyze investment decisions.

The findings of this study are as follows. First, real estates market factor, financial market factor and REITs capital structure have positive effects on the return perception. Secondly, real estate market factor, financial market factor and REITs capital structure have separate effects on the risk perception. Thirdly, the return perception has a positive effect on investment decision making, but the risk perception doesn't have any effect. Fourthly, real estate market factor has a positive effect on investment decision making, but REITs capital structure has a negative effect on investment decision making.

주 제 어 : 개발비용, 자기관리리츠, 투자결정요인, 수익률, 위험요인

key word : Development Expenses, Self-Managed REITs, Investment Decision Factor, Proceeds, Risk Factor

* 서울벤처대학원대학교 부동산학 박사수료, serv1@naver.com(주저자)

** 서울벤처대학원대학교 부동산학과 교수, choi@svu.ac.kr(교신저자)

I. 서론

1. 연구의 배경 및 목적

우리나라의 부동산개발금융은 구미선진국 부동산개발금융의 영향을 받아 발전을 거듭하였으나 아직도 시공사의 신용등급과 담보가치에만 지나치게 의존하는 전통적인 대출방식 때문에 부동산금융시장은 여전히 불안하다.

자산유동화 시장이 발달된 미국의 경우 부동산개발은 지분투자(equity financing), 합자회사, REITs, 차입융자(debt financing) 등 다양한 방법을 사용한다.

주택금융시장 역시 1차시장(primary market), 2차시장(secondary market), 그리고 자본시장(capital market)으로 구성되어 있기 때문에 리스크를 분산할 수 있다.

그러나 우리나라의 부동산개발방식은 비용의 전부를 제1금융권에서 Project Financing으로 조달하고 개발사업의 모든 리스크는 시공사에서 부담하는 형태이다. 리스크 프리미엄은 공사비 상승의 직접적인 원인이 되지만 시공사는 공사 수주물량을 확보하는 것이 최우선이기 때문에 과도한 지급보증의 순환구조에서 벗어날 수 없다. 또한 부동산시장이 경직되고 Project Financing의 부실화가 증가하면서 과도한 지급보증은 시공사와 금융권 양자 모두에게 부담으로 작용하게 된다. 이러한 구조는 부동산시장이 호황기일 때는 지급보증에 의한 분양가 상승에도 불구하고 분양률 저하 문제를 해결할 수 있으나 불황기일 때는 분양률 저하에 따른 사업위험에 노출되어 시공사의 신용과 안정성은 급격히 떨어지게 된다. 이러한 상태가 심화될 경우 시공사는 부도위험에 노

출되고 재무적 투자자도 재무 건전성 악화로 동반부실을 겪게 되면서 금융권의 전반적인 부실로 확대될 수 있다.

이와 같은 부동산시장의 구조적 문제점을 해소하고 부동산개발금융 시장의 건전성과 안정성을 강화하기 위해서는 전통적 자금조달기관인 제1금융기관 의존도를 축소하여야 한다. 또한 기존의 프로젝트금융투자회사(PFV), 부동산유동화증권(ABS), 부동산펀드, 등에 한정된 자본시장에 보험사, 연기금, 공제회 등이 투자자로서 참여할 수 있도록 자본시장을 확대하여 시공사 지급보증에 의한 부동산개발금융을 지양하고, 재무적 투자자들이 적절한 리스크를 부담하는 시장을 활성화해야 한다.

이에 따라 점차 대두되어 나타나고 있는 것이 리츠(Real Estate Investment Trusts, REITs, 부동산투자회사: 이하, 리츠)이다. 2001년 처음 등장한 리츠 제도는 그간 제도적 미비로 인하여 별다른 성과를 내지 못하고 있다가 점차적인 제도보안에 따라 새로운 부동산개발금융의 대안으로 제시되었으며, 2007년 10월 14일부터 시행된 부동산투자회사법개정에 따라 자기관리형 리츠(Reits)가 등장 하였다.

자기관리형 리츠가 지니고 있는 대표적인 경쟁력은 총자산의 100%를 개발 사업에 투자할 수 있을 뿐만 아니라 대출이 아닌 직접 참여 방식으로 자금공급이 가능하며 회사형태로 운용할 경우 주식을 구조화 할 수 있어 상품구조를 유연하게 만들 수 있다는 것이다.

하지만 자기관리형 리츠 특성상 최저자본금 하향에 따른 부실과 리츠사의 난립 문제, 법인세 과세로 인한 조세 중립성 저해와 투자자의 투자 의사결정 왜곡 및 효율성 저해 문제, 부동산 개

발사업 특유의 위험성으로 인한 투자리스크의 분산 문제, 리츠의 투자 대상이 다양하지 못하고 자산운용전문 인력의 부족과 리츠 투자가치의 추계 및 분석 기법의 미흡, 회계의 불투명, 자산운용회사의 도덕적 해이로 인한 신뢰도 저하, 투자자금의 환금성 미흡 등을 비롯하여 부동산시장의 불안정성, 직접 투자를 선호하는 관행, 부동산 투자에 대한 사회의 부정적인 인식 등 여러 가지 투자저해요인을 갖고 있다(한국토지공사, 2009).

부동산개발 사업에 있어서 투자자는 부동산 개발의 중요요소인 토지확보 및 자금 동원, 상품 개발 뿐만 아니라 부동산 시장을 정확히 파악해야 하는 예측력이 필요하다. 아무리 좋은 상품을 만들어도 부동산 시장상황이 안 좋거나 물건을 사기 힘든 각종 규제가 깔려있는 시점에 분양을 시작한다면 분양성공을 거두기 어려울 것이다. 따라서 부동산 개발사업 투자자들은 건설시장의 흐름을 인지하고 과거의 사례와 외국의 경우, 각종 경제지표 및 분양 관련 요소들을 기본적으로 분석함으로써 사업투자의 리스크를 줄이고 안전한 사업을 할 수 있다(김창현, 2003).

한국에서 관심을 가지고 주의를 기울여야 할 대표 요소는 경제지표와 부동산 정책이다. 경제지표로는 금리와 환율, 유가를 비롯한 원자재가격, 유동성 등이 체크되어야 하며 부동산 정책은 과세정책과 청약정책, 대출 및 유동성을 포함한 기타 규제 등이 면밀히 검토되어야 한다.

하지만 앞서 언급한 바, 자기관리형 리츠를 비롯한 부동산 개발사업 투자업계는 여전히 위험요소가 있고 자기관리리츠 활성화 저해요인이 상존하고 있으며, 철저한 안전성 확보보다는 수익을 위해 리스크 요인을 감수하는 관행이 이어져오고 있다. 이러한 현상이 지속되는 것은 우리나라에

서 부동산 개발사업 투자에 대한 인식이 비교적 최근에 이루어져 위험관리 등에 대한 효과적인 연구가 제대로 이루어지지 못하였으며, 제도상으로도 잦은 변동과 경직성으로 인해 리츠제도 발전의 걸림돌이 되고 있다.

특히 선행연구에서 부동산 개발사업의 투자와 관련해 자기관리 리츠의 제도적 활성화와 운영방안에 관한 연구들만 존재하고 있으며, 투자결정 과정에 산재한 위험요인과 영향요인을 다양하게 고려하여 실증적 상관관계를 검증한 연구는 전무한 실정이다. 이에 자기관리형 리츠를 통한 부동산 개발사업 투자에 대해 정보 부족과 수익에 대한 불신을 해소하고 부동산 투자 위험에 대한 효과적인 관리를 위하여, 자기관리형 리츠 운용체계 개선을 뒷받침할 실증적 연구의 필요성이 대두되고 있다.

이에 본 연구는 자기관리형 리츠를 통한 부동산 개발사업 투자에 있어서 자기관리형 리츠 실무자가 지각하는 부동산시장요인, 금융시장요인, 자사의 자본구조요인 등이 지각된 수익과 위험의 관계 속에서 최종적으로 투자의사결정에 어떠한 영향을 미치는지 실증적으로 파악하고자 한다. 이를 자기관리형 리츠 운용과 투자결정시 사업성 검토의 기초자료로 삼고, 궁극적으로 자기관리형 리츠 운용에 따른 투자자의 심리적 불안을 해소하여 올바른 정보와 신뢰를 제공함으로써 리츠시장의 활성화와 투자 촉진을 위한 전략을 제시하고자 한다.

2. 연구의 방법 및 범위

최근 부동산 개발금융은 건설규모의 대형화와 복합화의 추세로 커다란 환경변화를 겪고 있다.

기존의 대형오피스 등 임대형 상품위주에서 벗어나 부동산실물자산의 개발과 자산의 매입, 운용, 개발, 매각이라는 전 과정에 재무적 투자자와 대형 개발회사들의 적극적인 참여가 가능해졌다.

국토해양부 2014년 3월 공시자료에 의하면, 급변하는 국내 부동산시장의 변화에 따라 부동산투자회사는 2009년 11월부터 2014년 3월까지 32개에서 83개로 증가하였다. 그러나 리츠는 많은 연구가 있었음에도 불구하고 투자결정에 영향을 미치는 요인에 대한 구체적인 실증연구는 부재한 실정이다. 이에 부동산 개발과 금융의 조합인 리츠에 관한 심도 있는 연구의 필요성을 고려하여, 부동산개발사업의 불투명성을 해소하고 리츠사와 투자자에게 수익을 줄 수 있는 방안 마련의 기초 자료를 얻기 위해 자기관리형 리츠에 대하여 연구하고자 한다.

본 연구에서는 부동산 개발사업 투자에 있어서 부동산시장요인, 금융시장요인, 자본구조요인에 따라 수익률과 위험요소에 대한 관계에서 투자자의 결정요인에 어떠한 영향력을 미치는지 파악하고자 한다. 이에 부동산투자회사(Reits)가 처음 시작된 2001년부터 2014년 현재까지 인가를 받은 부동산투자회사(Reits)와 부동산개발사업 투자금융 관련업종을 대상으로 범위를 한정하였다. 부동산 개발사업 주체로서 서울 및 수도권 지역에 본사를 둔 7개의 자기관리형 리츠사와 부동산개발금융 관련업에 종사하며 투자자의 결정에 직접 참여하는 실무 관계자와 회사의 경영자가 실질적 대상이다.

연구목적을 달성하기 위하여 단행본과 학술논문, 각종 간행물과 통계자료를 통한 문헌적 고찰과 실증연구를 병행하였으며 선행연구와 부동산투자회사 전문가의 인터뷰를 통해 부동산개발금

융 투자결정요인에 영향을 미치는 변수들을 추출하여 연구모형을 구축하였다.

선행연구를 참조하여 작성된 설문문항에 대해 신뢰성과 타당성을 검증하여 구조화된 설문지를 연구대상에게 배포하였다. 부동산개발금융 관련업 실무관계자와 경영자의 설문을 통한 실증연구를 위하여 계층화의사분석방법인 AHP (Analytic Hierarchy Process)를 사용하였다. 부동산시장요인, 금융시장요인, 자본구조요인을 상위단계와 하위단계로 분류하여 쌍대비교를 하였으며, 가중치 분석을 위해서 Expert Choice 2000을 사용해 중요도를 분석하였다.

또한, 본 연구에서 채택된 독립변수 3개, 매개변수 2개, 종속변수 1개, 총 6개의 내생변수와 9개의 연구가설 검증을 위해 SPSS 18.0을 사용하여 빈도분석, t-검정, 요인분석을 실시하였으며, AMOS 8.0을 이용하여 전반적인 모형의 적합도와 경로의 유의성을 검증하였다.

II. 이론적 배경

1. 자기관리형 리츠의 개념

자기관리 리츠의 법적 개념은 자산운용전문인력 등을 포함한 임직원을 상근으로 두고 부동산 자산의 취득 및 투자·운용을 직접 수행하는 회사로서 임직원 상근은 겸직을 금하며 자산운용 전문 인력 5명을 필히 고용해야 한다. 또한, 부동산 자산취득의 경우 회사의 자본으로 취득하여 소유권을 확보하는 Self-Owned 방식이어야 하며 직접 투자운용의 부분은 자산의 투자운용을 임직원이 직접 수행하는 Self-Managed 방식이다.

이러한 자기관리 리츠의 개념은 다수의 투자자에게 수수료를 받고 수익형 부동산이나 관련 유가증권에 투자하여 운용하는 부동산 자산운용사와 자산관리회사가 합쳐진 형태라고 할 수 있다(김선욱, 2010).

위탁관리 리츠는 자산관리회사에 운용대가로 수수료를 지급하는 반면 자기관리 리츠는 인건비 등의 일반관리비가 발생하는 형태다. 위탁수수료는 자산규모에 따라 변동되나 자기관리 리츠의 일반관리비는 주로 경비성격으로 비용절감이 가능하며 다음과 같은 장점이 있다.

첫째, 브랜드가치의 활용으로 초기 투자사업의 안정화 이후 형성되는 브랜드 가치는 자금조달, 투자자산 확보에 유리하게 활용할 수 있으며 타 간접 투자 상품 보다 직접관리비용의 감소를 가져온다. 그리고 부동산 매매가격 결정 시 유리하게 작용하며 투자, 운용구조의 선순환이 가능해짐에 따라 무형가치의 확보에 따른 주식 가격 프리미엄 형성에 긍정적인 기여를 하게 된다.

둘째, 시장변화에 따른 순발력 있는 대응이 가능해 전문가 집단의 책임경영에 의한 운용으로 자기관리 리츠의 수익률을 극대화 할 수 있을뿐만 아니라 시장의 변화에 대한 의사결정을 신속하고 효율적으로 할 수 있다.

셋째, 네트워크 형성이 가능해짐으로 장기적인 부동산 투자 및 관리에 대한 국내외 네트워크가 구축되어 시너지 효과가 발생하며 전문성을 보완하기 위한 수단으로 외부전문가의 자문위원과 투자심위원을 위촉 할 수 있다.

넷째, 효율적인 위험관리가 가능해짐으로 경기순환에 따른 운영자산 재구성, 운영방식의 전환 등 투자 Portfolio에 대한 능동적인 리스크 관리가 가능해지며 업종별 경기전망을 고려하여 임대

자산의 효율적 운용이 가능해지고 만기가 있는 간접 투자 상품보다 영속회사로서 효과적으로 위험관리가 가능해진다.

다섯째, 원가절감의 극대화 효과, 임직원의 책임 있는 운용으로 원가절감의 노력이 지속되고 취득등록세 50% 감면과 재산세 분리과세 적용 등의 세제감면에 따른 비용절감 효과가 있다.

그러나 위의 여러 가지 장점에도 불구하고 국내의 경우 자기관리부동산투자회사는 배당가능수익의 90% 이상을 배당하더라도 국내법「자기관리부동산투자회사법」상 투자도관체로 인정을 받지 못하기 때문에 법인세를 내야하는 문제로 인하여 다른 간접투자 상품과의 형평성 측면에서 불합리하다.

제도 운영상의 측면에서 자기관리형 부동산투자회사는 다수의 투자자들로부터 자금을 모집하여 부동산 개발 사업에 전문적으로 투자하여 개발 이익을 투자자들에게 배분하는 것이다. 총 자산의 100%를 우량 개발 사업에 투자할 수 있고 자기자본 10배 이하의 적정 재무레버리지를 활용하여 높은 투자수익률 실현이 가능하며 이익의 90% 이상을 배당한다. 주식의 증권시장 조기 상장을 통하여 투자자산의 유동성 확보와 투자자금 회수 안정장치를 마련할 수 있고 향후 자기자본에 의한 토지매입 및 운영리츠 등과 연계한 개발 사업으로 안정성을 확보할 수 있는 장점이 있다.

또한, 부동산 개발자금을 조달하고 운용하는 자산운용회사 및 개발 사업을 주도하는 디벨로퍼의 기능이 결합되어 전문가의 효율적 자산운용에 의한 투자수익 제고 및 정부의 영업인가와 관리 감독에 의한 공신력과 투명성을 확보할 수 있고 일반 국민이 소자본으로도 대형 부동산개발 사업에 투자가 가능하게 되어 일반국민과 개발이익을

공유할 수 있게 되었다.

이러한 개발전문투자회사는 첫째, 영속회사로서의 책임경영 실현이 가능하여 위탁관리 리츠 또는 부동산 펀드에서 발생하기 쉬운 투자자 보다는 수탁자의 이익우선 경영 등 대리인 문제를 극복하여 투자자의 이익과 가치증대를 우선하는 책임경영을 실현한다.

둘째, 다양한 수익구조로 설계, 운영하는 자기 관리 리츠로서 부동산 개발자금을 조달하는 금융 회사의 역할과 함께 개발 사업을 주관하는 디벨로퍼로서 부동산개발프로젝트의 다양한 수익구조의 설계와 다변화를 통한 리스크 분산 및 수익의 안정화를 실현할 수 있다.

셋째, 시공사의 지급보증에 의존하는 은행대출, ABS 채권발행 등 부채자금 조달 위주의 기존 개발금융방식은 PF채권의 부실화 현상을 초래한다. 그러나 개발금융의 패러다임이 전환됨으로 자금력과 전문 인력 및 조직력을 겸비한 개발전문 부동산투자회사가 자본시장을 통한 개발프로젝트 전 과정의 재무 및 사업리스크를 효율적으로 관리함으로써 투자 리스크를 최소화하고 투자이익을 극대화하여 투자자 즉, 주주에게 안정적, 장기적 수익원을 제공할 수 있다. 그리고 차별화된 투자 포트폴리오 구성이 가능한 자기관리 리츠는 장기적으로 안정적인 현금수입이 발생하는 운영투자, 사업성이 높은 중기 개발투자과 현금 회전률을 제고할 수 있는 단기 금융투자 등 투자포트폴리오의 효율성 제고 등 다양한 사업을 할 수 있다.

2. 선행연구 고찰

부동산투자회사 리츠(REITs)는 2001년 처음 등장하였기에 그 역사가 짧은 만큼 연구의 실적도

부진하다. 부동산 개발사업 투자와 관련한 초기 선행연구는 자기관리 리츠의 제도적 활성화에 대한 연구와 운영방안에 관한 연구들이 대부분이다.

박병식(1999)은 주택소유에 대한 자본이득의 영향분석에서 부동산투자는 비교적 높은 편의 투자수익, 자본이득의 발생, 저당권설정으로 인한 자금유통의 가능, 절세 등의 장점이 있으나, 반면에 투자자의 노력이 많이 요구되고 위험부담이 큰 편이라 하였다. 결국 투자가는 가능한 이득으로부터 이익을 얻을 수 있는 것보다 가능한 손실로부터 더 큰 어려움을 겪을 것이므로 위험이 없는 대안을 선호하게 된다는 것이다.

이공원(2000)은 부동산투자 활성화를 위한 REITs에 관한 연구에서 리츠에 대한 투자자들의 인식을 조사하고 리츠제도의 도입에 따른 기대효과를 기술하고 부동산 투자에 경험이 없을수록 리츠에 대한 투자여의사가 높다고 하였다.

신용철(2002)은 REITs 투자의향에 영향을 주는 요인에 관한 연구에서 리츠 상품에 대한 투자의향을 결정짓는 투자요인을 구분하고 수익성이 리츠 제도를 정착시키는데 절대적 요소임을 밝혔다.

이명철(2005)은 재무정보와 기업가치 평가 연구에서 기업의 순이익과 영업의 흐름 그리고 운영수익을 비교·평가하여 부동산 감가상각비를 고려하지 않은 운영수입이 리츠의 주가를 보다 잘 나타내고 있다고 하였다.

김원식(2006)은 부동산 투자정보의 신뢰성이 투자결정에 미치는 영향에 관한 연구에서 위험이란 투자한 경우 손실의 가능성을 말하는 것으로 미래의 불확실성 때문에 발생한다고 하였다. 부동산투자의 의사결정은 장래에 대한 행동의 선택을 의미하므로 장래에 발생하리라고 예상되는 결과에 관한 지식이 의사결정의 중요한 요점임을 밝혔다.

정상만(2008)은 개발리츠의 활성화 방안에서 부동산 대출상품이 일부 포함된 특별자산펀드를 고려할 경우 그 규모는 더욱 커지고 있으며 부동산 펀드시장은 지속적으로 성장할 것으로 예상되는 등 부동산간접투자의 시장전망이 좋은 것으로 예상했다. 이것은 한편으로 부동산간접투자시장이 부동산펀드와 함께 리츠가 성장할 수 있다는 전망이기도 하다. 부동산펀드는 대부분 대출형이고 신탁형 상품으로 리츠와 같이 실물형에 투자하는 것과는 다소 다르다. 부동산펀드와의 차별성을 부각시키고 리츠 본연의 목적을 달성하기 위해서는 이제 이러한 문제점을 보완해야 할 것이다. 이제 단순 임대형 위주의 리츠에서, 자산운용 전 과정에 참여하는 자기관리형 리츠의 활성화가 리츠 시장을 발전시킬 수 있는 계기가 될 것이라 하였다.

안정훈(2009)은 개발형 리츠의 활성화 방안에서 리츠는 경영진의 도덕적 해이와 이익의 상충에 대한 문제가 발생할 소지가 많을 수 있고 정보 인프라 구축의 문제도 들 수가 있기 때문에 많은 선진국에서는 리츠인덱스를 개발하여 시장 동향을 파악하는 추정치로 사용하고 있다고 하였다. 또한 리츠의 성과와 사업성을 분명히 알 수 있도록 객관적이고 통계적인 많은 분석방법이 체계적으로 투자자에게 제공되고 있고 미국의 경우 NAREIT를 통하여 필요한 정보를 각 투자자에게 배분하고 있으나 국내에서는 종합적인 리츠에 관한 정보를 제공하는 기구가 아직 마련되어 있지 않다고 하였다.

김선욱(2010)은 개발리츠의 활성화 방안에서 다수의 투자자에게 수수료를 받고 수익형부동산이나 관련 유가증권에 운용하는 부동산 자산운용사와 자산관리회사가 합쳐진 형태라고 말한다.

위탁관리형 리츠는 자산관리회사에 운용대가

로 수수료를 지급하는 반면 자기관리형 리츠는 인건비 등의 일반관리비가 발생하는 형이며 위탁 수수료는 자산규모에 따라 변동되나 자기관리형 리츠의 일반관리비는 주로 경비성격으로 경제실현에 따른 비용절감이 가능하다고 하였다.

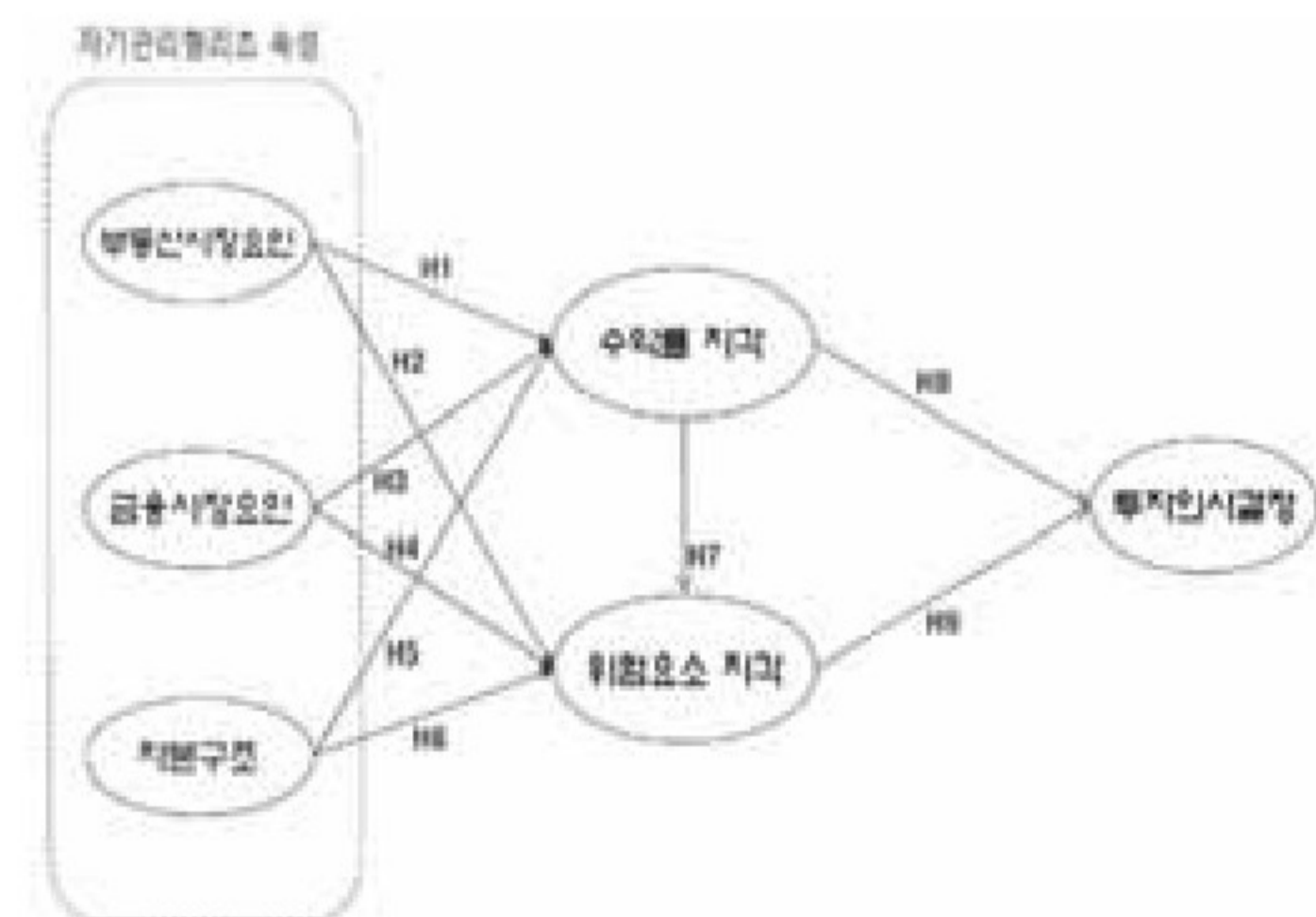
III. 연구설계

1. 연구모형

1997년 외환위기 극복과정에서 부동산 증권화가 논의되면서 부동산투자회사(REITs)는 제도의 도입을 위한 연구가 시작 되었다. 초기 연구의 주제는 부동산 신탁과 관련한 신탁형 리츠 제도의 도입과 활용방안, 회사형 리츠제도, 자금조달 기법, 등에 한정되었으나 2001년 리츠 제도가 도입되면서 다양한 논의가 본격화 되었다.

본 연구에서는 선행연구에 의해 자기관리형 리츠를 중심으로 부동산개발금융 투자의사결정에 영향을 미칠 것으로 예상되는 관련 변수와 영향 관계를 고려하여 아래 <그림 1>와 같은 연구모형을 설정하였다.

<그림 1> 연구모형



2. 연구가설

리츠의 투자의사결정에 영향을 미치는 변수는 여러 가지가 있으나 통제할 수 없는 외부환경에 의해서 좌우되는 변수와 어느 정도는 투자자의 판단에 의해서 통제가 가능한 변수로 구분될 수 있다. 부동산 투자의사결정에 영향을 미치는 외부환경 변수로는 경제성장률, 물가상승률, 금리, 환율 등의 거시경제와 관련한 지표들이 있다. 또한 국내 부동산시장의 흐름에 많은 영향을 미쳐 왔던 정부의 부동산정책도 리츠의 투자의사결정에 영향을 미치는 요소로 볼 수 있다.

반면 리츠의 자본구조 및 기타 요인도 리츠의 투자결정에 영향을 미친다. 일반적으로 리츠는 적정 규모의 타인자본을 활용해서 재무레버리지 효과로 인한 자기자본수익률을 제고시키고 필요 자본금의 규모를 줄여서 여러 개의 투자에 참여하는 자금조달 방법을 활용한다. 이외에 펀드메니저의 능력을 반영하는 자산관리회사의 부동산 자산에 대한 운용능력, 오피스, 상업시설, 물류시설 등 투자대상자산의 성격도 투자의사결정에 영향을 미칠 수 있다.

이현진(2009)에 따르면 Giliberto(1990)는 부동산, 주식, 채권, 그리고 리츠 수익률을 이용하여 상호관계를 검증하였는데 그의 연구에 따르면 부동산 수익률과 리츠 수익률 사이에 상관관계가 높으며 주식 및 채권에 비해 리츠의 수익성이 떨어진다고 주장하였다. 이러한 결과는 부동산경기가 좋으면 부동산에 투자한 리츠에 긍정적 영향을 주기 때문에 리츠 수익률은 좋아지게 될 것이라는 결과를 가져올 수 있다고 하였다.

김민형(2005)은 부동산 시장의 경기 외에도 부동산 시장에 영향을 주는 부동산 정책, 소비자

수요, 투자대상 부동산 개발사업의 수익지향성, 사업입지환경 등도 리츠의 수익률에 영향을 미치게 된다고 하였다.

이현진(2009)은 부동산 개발금융 투자의 위험요소는 예상 가능한 부분과 예상 불가능한 부분이 있으며, 이러한 위험에 대해 사전조치가 가능한 부분과 불가능한 부분이 있다고 하였다.

안정근(2002)은 위험과 수익 간의 관계가 서로 완벽하게 정비례 또는 반비례의 관계에 있다고 판단할 수는 없으나, 일반적으로 투자자들은 긍정적인 부동산시장 환경 하에서는 위험요소를 낮게 지각하게 되므로, 부동산시장의 제요인은 위험요소 지각에 부(-)의 영향을 미친다고 볼 수 있다고 하였다.

이러한 선행연구들의 이론적 기반에 의해 가설 1과 가설 2를 설정하였다.

가설1. 부동산시장요인은 수익률 지각에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

가설2. 부동산시장요인은 위험요소 지각에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

이현진(2009)은 Sweeney & Warga(1986), Mengden(1988), Chen and Tzang(1988) 등이 금리와 리츠 수익률 관계를 연구한 대표적 논문이라고 하였다. 이들 연구의 공통점은 리츠의 수익률이 시장의 금리 변화에 민감하다는 것이다. 그 이유는 금리의 변동이 주택저당시장에 영향을 미쳐 부동산관련자산에 투자하는 리츠도 당연히 영향을 받게 된다는 것이다. 또 다른 이유는 투자이론에서 금리에 대해 단기 화폐시장(money market)과 장기 자본시장(capital market)은 대체관계에 있기 때문에 자본시장에서 거래되는 리츠

또한 그 영향권에 있다는 것이다. 이러한 분석으로부터 리츠의 수익률이 금리와 밀접한 관계가 있다는 것을 유추할 수 있다고 하였다.

박원암(1992)과 서상근(2003)은 유동성과 관련된 대출규제와 물가, 소비, 투자, 기타 전반적인 산업시장의 경기 등은 부동산 개발금융의 투자 수익률에 영향을 미치게 된다고 하였다.

이러한 금융시장 요인이 실제 시장에서 나타나는 지표상 또는 심리적 체감정도에 따라 불안정할 경우에 투자자는 상대적으로 이를 위험요소로 판단할 수 있을 것이다.

이러한 선행연구의 이론적 기반에 의해 가설 3과 가설 4를 설정하였다.

가설3. 금융시장요인은 수익률 지각에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

가설4. 금융시장요인은 위험요소 지각에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

박상덕 외(2001)는 리츠는 부동산 투자에 필요한 자금을 자기자본으로 충당할 수 있고 타인자본으로 조달할 수도 있으며 타인자본은 금융기관으로부터 차입하거나 사채발행을 통해서 조달할 수 있다고 하였다. 자기자본은 주식발행에 의한 자금과 내부유보금이 있는데, 리츠의 경우 부동산투자회사법에 따라 이익배당한도의 90% 이상을 배당해야하기 때문에 내부유보금에 의한 조달은 매우 어렵다.

투자자가 차입을 활용하는 이유는 여러 가지가 있을 수 있는데 첫째, 단순히 투자에 필요한 재원을 모두 확보하지 못하고 있는 경우에 타인자본을 활용할 수 있다. 두 번째로 자기자본을 여러 부동산에 분산투자하는 경우에는 포트폴리

오를 구성함에 따라 투자위험을 저감시킬 수 있기 때문에 타인자본을 활용할 수 있다. 세 번째 이유는 차입이자에 대해서 비용으로 인정받을 수 있기 때문에 세금을 절약할 수 있다는 장점이 있다. 마지막으로 재무레버리지 효과를 통해서 잠재적 이익을 실현시킬 수 있기 때문이다. 재무레버리지란 차임금리보다 부동산투자수익률이 높은 경우 발생하는 이익이라고 하였다.

Brueggeman 등(2001)은 리츠가 부동산을 매입할 때 차입하는 대출금에 대한 비용은 차주인 리츠의 신용도, LTV, DCR 등을 종합적으로 평가해서 결정되며, 미국 부동산투자신탁협회인 NAREIT(National Association of Real Estate Investment Trust)의 발표 자료를 인용해, 차입레버리지가 올라감에 따라 수익률도 함께 상향되고 있음을 보여 주었다. 레버리지가 높으면 재무레버리지 효과가 증가되어 수익률 향상이 기대되나 이자부담이 함께 증가되어 Default Risk도 증가하게 된다. 일반적으로 국제적인 투자은행들과 사모펀드들은 고수익, 고위험 투자를 선호하기 때문에 이러한 높은 비율의 LTV 투자를 하게 되고, 연기금이나 금융기관이 많이 참여하는 리츠의 경우 LTV 비율이 중간 수준인 40% 정도에서 결정되고 이에 따라 적정 재무레버리지 효과를 얻고 있음을 알 수 있다.

리츠사의 자기자본구조가 높을수록 리츠 관계 실무자의 수익률과 위험요소에 대한 지각이 동시에 높아지기 때문에 수익률 지각에 정(+)의 영향을 미치고 위험요소지각에 음(-)의 영향을 미치게 된다. 이에 선행연구의 이론적 기반에 의해 가설 5와 가설 6을 설정하였다.

가설5. 자본구조요인은 수익률 지각에 정(+)
의 영향을 미칠 것이다.

가설6. 자본구조요인은 위험요소 지각에 음(-)
의 영향을 미칠 것이다.

송병록(2002)은 부동산 개발금융의 투자에서는
위험 정도와 기대 수익에 따라 투자의사결정의
선택도 달라진다고 하면서 투자의사결정에 영향
을 미치는 것이 자산 선택으로 얻게 되는 기대
수익이라고 하였다.

권지현(2007)은 소득위험이 가계 포토폴리오구
성에 미치는 영향에 관한 연구에서 투자개발자는
개발 사업에 있어서 위험이나 불확실성을 고려하
는데 위험이나 불확실성은 기대수익률의 확보가
가능성이라 하였으며, 정은주(1992)는 일반적으로
수익과 위험은 상쇄관계(trade-off)에 있다고 하였
다

안정근(2002)은 수익을 높게 인식할수록 시장
의 체계적 위험을 낮게 지각하며 불필요한 위험
을 제거하고 주어진 시장상황에서 최선의 결과를
얻을 수 있는 매우 중요한 의미를 지니고 있는
것이 '포트폴리오의 선택(portfolio selection)'이라
고 하였다.

수익률이 증가하면 위험요소가 감소하기 때문
에 선행연구의 이론적 기반에 의해 가설 7을 설
정하였다.

가설7. 수익률 지각은 위험요소 지각에 음(-)의
영향을 미칠 것이다.

김형원(2010)은 부동산 개발금융 투자에 있어
서 수익성이나 공신력이 우월하게 되면 채권의
신용등급도 높아서 상대적으로 안전한 투자대상

으로 인식되게 된다고 하였다. 따라서 불완전성
이 감소됨으로서 투자실패의 위험이 줄어들며 이
로 인해 투자의사결정의 유인요인으로 작용하게
된다고 하였다. 수익률이 증가하면 투자결정자는
적극적으로 투자에 나서게 되기 때문에 선행연구
의 이론적 기반에 의해 가설 8을 설정하였다.

가설8. 수익률 지각은 투자의사결정에 정(+)
의 영향을 미칠 것이다.

Yeung and Morris(2006)와 함께 Peter and
Ryan(1976)은 일반적으로 지각된 위험은 선택의
사 결정과정에서 부정적인 영향을 미치는 것으로
알려져 있다고 하였다. 그들은 연구에서 지각된
위험을 선택의 결과로 발생하는 기대손실의 관점
에서 보고, 결과에 대한 불확실성으로 인해 지각
된 위험이 높을수록 선택의도가 낮아진다고 보았
다. 위험요소지각이 증가하면 투자의사결정자의
투자결정의 선택은 감소하기 때문에 선행연구의
이론적 기반에 의해 가설 9를 설정하였다.

가설9. 위험요소 지각은 투자의사결정에 음(-)
의 영향을 미칠 것이다.

IV. 실증분석

1. 연구방법 및 절차

자기관리형 리츠 운용사 실무관계자, 즉 투자
결정자를 대상으로 투자의사결정 요인에 대한 설
문 및 분석 작업을 수행하려면 적절한 변수가 선
정되어야 한다. 투자결정자는 의사 결정에서 정

량적 그리고 정성적인 판단을 하게 되는데, 정량적인 자료, 정성적인 정보예측을 통해 투자 의사 결정을 하게 된다. 이런 상황에서 결정 요인을 실증적으로 분석하려면 의사 결정의 근거가 되는 변수 또는 정보가 필요하다. 즉 의사 결정 요인에 영향을 미치거나 의사결정 요인과 밀접한 상관관계를 가지면서 계량화될 수 있는 구체적인 변수 또는 정보가 필요하다. 본 연구는 자기관리형 리츠의 부동산시장요인, 금융시장요인, 자본구조요인은 수익률요인과 위험요소요인의 지각에 의해 투자의사결정에 영향을 미치게 된다는 가설을 근거로 변수를 선정하였다.

변수와 설문항목의 선정은 정은주(1992) 김원식(2006) 김보배(2008) 용익(2009) 전병두(2009) 권순구(2010)의 선행연구를 통하여 경험적으로 많이 사용되어 온 의사 결정 요인을 추출하였다. 이러한 변수의 개념 및 내용들은 실제 시장에서도 의사결정시 사용하고 있다. 따라서 그러한 변수들을 설명할 수 있는 척도를 활용함으로써 의사결정 요인에 대한 실증적 분석의 객관성을 확보할 수 있다.

본 연구의 조사도구는 부동산 개발사업의 투자의사결정 및 영향요인에 관련된 선행연구의 설문지를 참조하여 문항을 발췌하고 본 연구의 목적과 모형에 맞게 일부 수정·보완하여 구성하였다.

본 연구는 자기관리형 리츠 운용사와 부동산 개발사업 투자금융 관련업으로 나누어 설문조사를 실행 하였다. 독립변수는 부동산시장요인은 5 문항, 금융시장요인은 7문항, 자본구조 3문항으로, 매개변수는 수익률 지각5문항, 위험요소 지각은 5문항으로, 종속변수는 부동산 개발금융투자 의사결정 4문항, 총29문항으로 구성되어 있다.

인구 통계적 특성은 총 6문항으로 구성되어 있으며, 성별, 연령, 결혼여부, 학력, 소득, 경력으로 구성하였다.

본 연구에서는 부동산 개발사업 투자금융의 주체로서 서울 및 수도권 지역에 본사를 둔 자기관리형 리츠사 7개(상장, 비상장 포함)의 관계자와 부동산투자회사, 자산운용사, 신탁사, 금융사 등 부동산개발사업 투자금융 관련업에서 부동산 자산운용 관계자를 표본으로 삼았다.

조사도구의 신뢰성과 타당성을 높이기 위해 자기관리형 리츠 실무자 2인과 부동산 금융 전문가 2인의 검토를 거쳐 내용타당성을 1차적으로 확인하였으며, 이후 예비 설문지 43부를 배부하여 수정·보완을 통해 연구의 사용에 적합한 것인지 판단하였다.

본 조사 설문지는 2013년 10월 9일부터 12월 13일까지와 2014년 1월 14일부터 동년 1월22일까지 총 3차에 걸쳐 실시하였다. 자기관리형 리츠사는 총 303부를 배부하여 247부가 회수되었으며, 응답내용이 불성실하거나 누락된 설문지 33부를 제외한 나머지 214부를 분석 자료로 활용되었다. 또한 AHP방식의 조사,분석을 위하여 부동산개발사업 투자금융 관련업 4개 업종에 대하여 각각 25부씩 총 100부를 부동산 자산운용 전문인력 이상의 전문가들에게 배부하여 91부를 회수하였으며, 회수된 설문지 전부를 분석 자료로 활용하였다.

본 연구에서는 부동산시장요인, 금융시장요인, 자본구조요인들 간에 비교 우위의 중요한 요인이 무엇인가를 검증하기 위하여 상위단계와 하위단계로 분류하여 계층화 의사분석방법인 AHP(Analytic Hierarchy Process)를 사용하여 쌍대비교를 하였으며, 가중치 분석을 위해서 Expert

〈표 1〉 설문지의 구성

변수		항수	변수의 개념 및 내용	출처
인구통계적 특성		6	성별, 연령, 결혼여부, 학력, 소득, 경력	-
독립변수	부동산시장요인	5	부동산시장의 경기, 부동산정책변화 가능성, 소비자수요, 개발사업의 수익지향성, 사업입지환경,	Giliberto(1990) 김민형(2005) 이현진(2009)
	금융시장요인	7	저금리, 주식시장경기, 대출규제 완화, 물가안정, 소비심리, 투자 심리, 전반적인 산업시장의 경기 에 대한 심리적 체감정도	안정근(2002) 서상근(2003) 박상덕 외(2001) 용익(2009)
	자본구조요인	3	리츠의 신용도, 자기자본비율, 타 인자본비용을 제외한 순영업수익	김보배(2008)
매개변수	수익률 지각요인	5	안정적 자산관리수단, 가장 우수한 수익률, 항상 많은 수익발생, 원금손실 없음, 위험과 수익은 비례,	김원식(2006) 권순구(2010) 정은주(1992)
	위험요소 지각요인	5	부동산 개발사업 투자에 있어서 잠재된 전반적인 위험, 법률·제도적 위험, 시장 위험, 생산비용상의 위험, 금융적 위험에 대한 지각	송병록(2002) 권지현(2007) 안정근(2002)
투자의사결정요인		4	투자자의 만족성, 투자자의 선호성, 투자자의 계속성, 투자자의 홍보성	Yeung and Morris(2006) Peter and Ryan(1976) 전병두(2009) 김원식(2006) 김보배(2008) 용익(2009) 손진수(2006) 김형원(2010)

Choice 2000을 사용해 중요도를 분석하였다. 또한 부동산시장요인, 금융시장요인, 자본구조요인이 수익률 및 위험요소 지각과 투자의사결정에 어떤 영향을 미치는지 알아보기 위하여 SPSS18.0을 사용하여 빈도분석, 신뢰도분석, 요인분석을 실시하였으며, AMOS 8.0을 이용하여 전반적인 모형의 적합도와 경로의 유의성을 검증하였다.

2. 일반적 특성

1) 부동산개발사업 투자금융 관련업

부동산개발사업 투자금융 관련업 조사대상자의 일반적 변인에 대한 분포는 <표 2>에 주어져 있다. 조사대상자의 응답자 성별은 남성이 79명(86.8%)이고, 여성이 12명(13.2%)으로 남성이 상

〈표 2〉 표본의 일반적 특성

변인	범주	N	%
성별	남	79	86.8
	여	12	13.2
	계	91	100
연령	30대	19	20.8
	40대	41	45.1
	50대	27	29.7
	60대	4	4.4
	계	91	100
학력	고졸	4	0.5
	대졸	71	78
	대학원졸	16	17.5
	계	91	100
연소득	5,000만원 미만	10	11
	5,001~8000만원	42	46.1
	8,001~1억원	33	36.3
	1억원이상	6	6.6
	계	91	100
결혼	미혼	8	8.8
	기혼	83	91.2
	계	91	100
직업	부동산투자회사	24	26.4
	자산운용사	24	26.4
	신탁사	23	25.3
	금융사	20	21.9
	계	91	100
경력	10년 미만	15	16.5
	11~15년	56	61.5
	16년이상	20	22
	계	91	100

대적으로 많이 나타났다. 남성의 비중이 높게 나타난 것은 관련 업계에 근무하는 인원이 남성이 월등하게 많다는 점에서 원인을 찾을 수 있을 것이다. 연령은 30대가 19명(20.8%), 40대가 41명

(45.1%), 50대 27명(29.7%), 60대 4명(4.4%)으로 40대에서 가장 높은 분포를 보였다.

학력은 고졸학력 4명(0.5%), 대학졸업 학력 71명(78%), 대학원 졸업 이상이 16명(17.5%)의 분포를 나타내고 있으며, 석사 12명, 박사 4명으로 부동산 투자개발 관련업에 종사하는 전문 인력은 대부분 고학력자임을 알 수 있다.

연 소득은 5,000만원 미만 10명(11%), 5001~8000만원 42명(46.2%), 8001~1억원 33명(36.3%), 1억원 이상 6명(6.6%)으로 다른 업종보다 상당히 높은 수준의 소득을 나타내고 있다.

결혼 여부는 기혼 83명(91.2%), 미혼 8명(8.8%)으로 대부분 결혼을 한 기혼자로 나타나고 있다.

직업의 평가는 공정성을 기하고자 관련업 종사자에 대해 각각 25명씩 선택하여 설문하였으며 응답자는 부동산투자회사 24명(26.4%), 자산운용사 24명(26.4%), 신탁사 23명(25.3%), 금융사 20명(21.9%)으로 총 91명이다.

부동산개발투자 관련업에 실무전문가로 일하게 된 평균경력은 10년 이상 56명(61.5%), 15년 이상 20명(22%), 10년 미만 15명(16.5%), 순으로 나타나 대부분 10년 이상의 장기근속을 하고 있는 것으로 나타나고 있다.

(1). 대분류에 의한 비교

부동산개발금융 투자결정요인인 부동산시장요인, 금융시장요인, 자본구조요인을 쌍대비교를 통한 중요도를 분석한 결과 부동산시장요인 0.421, 금융시장요인 0.392, 자본구조요인 0.187의 순서로 아래 <표 3>에 나타나 있다.

부동산시장요인이 상대적으로 월등하게 높게 나타나고 있으며, 자본구조요인은 상대적으로 낮

〈표 3〉 대분류 중요도 평가

대분류	중요도
부동산시장요인	0.421
금융시장요인	0.392
자본구조요인	0.187

게 나타나고 있는 것을 볼 수 있다. 반면 금융시장요인은 부동산시장요인에는 미치지 못하나 자본구조요인보다는 월등하게 높게 나타나고 있다. 이는 부동산투자결정은 부동산시장요인과 금융시장요인에 의하여 결정이 이루어진다고 할 수 있으며 자본구조요인에는 비교적 영향을 받지 않는다는 것을 보여주고 있다.

(2) 소분류에 의한 비교

부동산개발금융 투자결정의 부동산시장요인인 부동산시장의 경기, 부동산정책 변화의 가능성, 소비자 수요, 부동산개발사업의 수익지향성, 사업입지환경의 중요도를 분석한 결과 사업입지환경 0.225, 부동산시장의 경기 0.211, 소비자 수요 0.209, 부동산정책 변화의 가능성 0.181, 부동산개발사업의 수익지향성 0.174, 순으로 아래〈표 4〉에 나타나고 있다.

부동산은 첫째 입지라는 관념을 그대로 나타내고 있으며 시장의 경기와 소비자 수요가 비슷하게 나타나고 있는 반면 정책의 변화 가능성과 개발사업의 수익지향성은 낮게 나타나고 있다.

일반적으로 부동산개발 사업에서 수익지향성이 가장 우선 시 되고 있다고 생각할 수 있고 정책의 변화에 따라 부동산시장이 요동을 치는 현실과는 동떨어진 결과이다. 전문가 입장에서 입지가 좋고 시장의 경기가 활성화되어 소비자 수요가 증가한다면 충분히 커버할 수 있다는 의미

〈표 4〉 부동산시장요인 소분류 중요도 평가

소분류	중요도
부동산시장의 경기	0.211
정책 변화의 가능성	0.181
소비자 수요	0.209
개발사업의 수익지향성	0.174
사업입지환경	0.225

에서 다른 평가를 하였다고 예측해 볼 수 있는데 의의가 있다고 할 수 있다.

부동산개발금융 투자결정의 금융시장요인인 저금리, 주식시장경기, 대출규제완화, 물가안정, 소비심리, 투자심리, 전반적인 산업시장의 경기, 중요도를 분석한 결과 저금리 0.163, 대출규제완화 0.161, 소비심리 0.145, 물가안정 0.138, 투자심리 0.137, 주식시장경기 0.134, 전반적인 산업시장의 경기 0.122, 순으로 아래〈표 5〉에 나타나고 있다.

금융시장요인에서 저금리와 대출규제 완화가 상대적으로 높게 나타나 금융시장요인의 중요도를 직접적으로 나타내고 있으며 다음으로 소비심리에 의하여 영향을 받는 것으로 나타나고 있다. 물가안정, 투자심리, 주식시장의 경기는 비슷한 중요도를 나타내고 있으며 전반적인 산업시장의 경기는 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 나타나고 있다.

〈표 5〉 금융시장요인 소분류 중요도 평가

소분류	중요도
저금리	0.163
주식시장경기	0.134
대출규제완화	0.161
물가안정	0.138
소비심리	0.145
투자심리	0.137
산업시장의 경기	0.122

부동산개발금융투자결정의 자본구조요인인 리츠의 신용도, 자기자본비율, 타인자본비용을 제외한 순 영업이익, 중요도를 분석한 결과 리츠의 신용도 0.392, 타인자본비용을 제외한 순 영업이익 0.331, 자기자본비율 0.277, 순으로 아래<표 6>에 나타나고 있다.

자본구조요인에서 리츠의 신용도가 가장 높게 나타난 것은 리츠의 역사가 짧고 자산운용전문 인력의 부족으로 성과가 부진한 상태에서 리츠의 임직원들의 도덕적 해이로 인한 신뢰도가 저하되었기 때문인 것으로 예측할 수 있다.

<표 6> 자본구조요인 소분류 중요도 평가

소분류	중요도
리츠의 신용도	0.392
자기자본비율	0.277
순 영업수익	0.331

(3) 소결

부동산개발 비용 투자결정요인에 대한 구조방정식 모형의 실증분석에 앞서 부동산개발 관련그룹인 부동산투자회사, 자산운용사, 신탁사, 금융사 등의 실무관계자들을 상대로 결정요인에 대한 중요도를 조사 분석 하였다.

이는 자기관리형 리츠 운용과 투자결정시 사업성 검토의 기초자료를 제공하는 것으로 부동산개발 관련그룹 실무자의 투자결정요인의 중요도 평가에 따라 사업의 우선순위를 결정할 수 있기 때문이다.

부동산개발 사업은 대규모의 비용과 장기간의 건설기간을 필요로 하는 사업으로 분양률에 따라 사업의 성패가 결정된다. 분양률은 여러 가지 조건에 따라 시장이 다르게 형성될 수 있지만 조

사 분석의 결과는 부동산시장요인과 금융시장요인이 크게 작용하고 있으며 상대적으로 자본구조요인은 영향력을 미치지 못하고 있는 것으로 나타나고 있다.

부동산개발 비용의 대부분을 Project Financing으로 조달하고 있기 때문에 자본구조요인의 형태는 그다지 중요하지 않다고 판단하는 것이다.

부동산시장의 경기가 활성화되고 가격이 상승기에 있거나 저금리로 인하여 자금의 유동성이 풍부할 때는 분양률이 양호하여 수익이 증가한다. 또한 부동산개발 비용을 Project Financing으로 조달하는 것이 용이하기 때문에 부동산개발 사업자는 타당성 검증을 통해 시장에 진입할 수 있다.

부동산개발 사업자는 개발비용으로 소요된 재무적 투자자의 투자비를 반환한 후 최종 수익률이 어떻게 나타나는지 수지분석을 하고 이를 사업계획서에 반영하여 진퇴를 결정할 수 있기 때문에 소분류 평가 결과까지 그 중요도를 평가하는 것은 의의가 있다고 할 것이다. 그러나 AHP 기법의 평가방법은 소수의 전문가에 의하여 이루어져 다양한 계층의 의견을 수렴할 수 없다는 점과 객관화와 일반화의 한계성이 존재한다.

2) 자기관리형 리츠사

자기관리형 리츠사 조사대상자의 일반적 변인에 대한 분포는 <표 7>에 주어져 있다.

대상의 성별을 보면, 남성이 130명(60.7%)이고, 여성이 84명(39.3%)이다. 연령은 20대가 30명(14.0%), 30대가 68명(31.8%), 40대가 86명(40.2%), 50대 이상이 30명(14.0%)으로 40대에서 가장 높은 분포를 보였다.

학력은 고졸학력 26명(12.3%) 대학학력 101명

(47.5%), 대학원 졸업 이상이 86명(40.2%)의 분포를 나타내 부동산 투자개발업 실무인력들은 대부분 고학력자임을 알 수 있었다.

연 소득은 5,000만원 이상이 111명(51.9%)로 가장 높게 나타나, 상당히 높은 수준의 소득을 지니고 있는 것으로 나타났으며, 결혼 여부는 기혼이 162명(75.8%)로 가장 높게 나타났다. 그리고 부동산 개발 투자업의 실무자로서 일하게 된 경력은 10년 이상 87명(40.6%), 10년 미만 83명(38.8%), 5년 미만 44명(20.6%) 순으로 나타났다

〈표 7〉 대상의 일반적 특성

변인	범주	N	%
성별	남	130	60.7
	여	84	39.3
	계	214	100.0
연령	20대	30	14.0
	30대	68	31.8
	40대	86	40.2
	50대 이상	30	14.0
	계	214	100.0
학력	고졸	26	12.3
	대졸	101	47.5
	대학원졸	86	40.2
	계	213	100.0
연 소득	5,000만원 미만	43	20.1
	5,001~8000만원	60	28
	8,001~1억원	88	41.4
	1억원이상	23	10.8
	계	214	100.0
결혼	미혼	52	24.2
	기혼	162	75.8
	기타	0	0.0
	계	214	100.0
경력	5년 미만	44	20.6
	10년 미만	83	38.8
	10년 이상	87	40.6
	계	214	100.0

(1) 측정도구의 신뢰성 및 타당성 검증

측정도구의 신뢰도란 측정 문항 간의 내적 일관성을 의미하는 것으로서, 측정변수의 진정한 값을 측정할 수 있는 정도이며, 측정오차와 대립되는 개념이다. 즉 신뢰성이란 동일한 개념에 대하여 반복해서 측정했을 때, 나타나는 측정값의 분산을 의미한다. 신뢰도간에는 측정의 안정성, 일관성, 예측가능성, 정확성 등의 개념이 포함되어 있다(강병서, 김계수, 1998).

다문항 측정도구를 이용하는 경우에는 문항이 의도한 변수를 정확하게 측정하고 있는가를 확인하기 위해 반드시 측정도구의 신뢰성과 타당성을 분석하게 된다. 통계적으로 신뢰성은 측정에 대한 내적 일관성을 나타내는 것이며, 측정 도구의 신뢰성은 주로 크론바하 알파(Cronbach's Alpha) 계수를 이용하여 검증을 실시하게 된다. 일반적으로 사회과학에서는 크론바하 알파 값이 0.7 이상이면 측정항목들의 신뢰성이 비교적 높다고 판단한다(이훈영, 2010).

신뢰도의 측정결과는 다음 <표 8>과 같다.

〈표 8〉 측정도구의 신뢰도 분석결과

변 수		문항수	Cronbach's Alpha 값
전 체		29	0.818
독 립 변 수	부동산시장 요인	5	0.902
	금융시장 요인	7	0.920
	자본구조 요인	3	0.930
매 개 변 수	수익률 지각	5	0.921
	위험요소 지각	5	0.780
투자의사결정		4	0.961

〈표 9〉 측정도구의 타당성 분석 결과

변수	항목	요인 1	요인 2	요인 3	요인 4	요인 5	요인 6
부동산 시장 요인	1	.819	.113	.080	.053	.050	.360
	2	.817	-.056	.212	.037	.208	.110
	3	.795	.136	.129	.173	-.008	.076
	4	.790	-.059	.286	.169	.060	.144
	5	.786	.128	.125	.236	.093	.228
금융 시장 요인	1	.167	.823	.126	-.014	.165	.090
	2	.175	.822	.083	.124	.307	.024
	3	-.064	.803	-.013	.048	.176	.344
	4	.194	.798	.063	.071	.355	.179
	5	.186	.775	.193	.091	.063	.105
	6	.155	.752	.033	.139	.110	-.014
	7	.071	.727	.202	-.075	.045	-.078
자본 구조 요인	1	.095	.030	.919	.334	-.025	-.104
	2	.096	.272	.892	.031	.042	.117
	3	.167	.186	.868	.321	-.014	.045
수익률 지각	1	.312	-.007	.150	.839	.129	.143
	2	.269	.124	.203	.816	.103	.083
	3	.217	.261	.200	.801	.184	.356
	4	.276	.246	.116	.790	.313	.387
	5	.107	-.003	.376	.740	.180	.281
위험 요소 지각	1	.092	.113	.132	.213	.750	.105
	2	.160	.382	-.029	.150	.729	-.052
	3	-.046	.033	.102	.101	.703	-.065
	4	.104	.265	.112	.203	.633	.085
	5	.142	.130	.231	.193	.602	.017
투자 의사 결정	1	.271	.154	.169	.215	-.017	.865
	2	.255	.123	.029	.148	.012	.861
	3	.198	.286	.007	.183	.030	.846
	4	.149	-.081	.033	.040	.028	.840
고유값		2.779	9.747	1.706	3.663	1.175	2.324
분산비(%)		9.584	33.612	5.884	12.630	4.050	8.013
누적분산비(%)		9.584	43.196	49.080	61.710	65.760	73.773

자기관리형 리츠의 속성 요인 중 부동산시장 요인의 Cronbach's Alpha 값은 0.902이고, 금융시장 요인은 0.920, 자본구조는 0.930으로 나타났다. 한편, 수익률 지각은 0.921, 위험요소 지각은

0.780으로 나타났고, 투자의사결정은 0.961으로 나타났으며, 전체적으로도 0.818으로 내적 신뢰성을 가지고 있음을 확인할 수 있었다.

다음으로, 타당성이란 측정하고자 하는 개념이

나 속성을 정확하게 측정하였느냐를 나타내는 개념으로, 측정개념이나 속성을 측정하기 위해 개발된 측정도구가 해당 속성을 정확히 반영하고 있는가와 관련된 것이다. 본 연구에서는 내적타당도를 검증하기 위해 탐색적 요인분석을 실시하였다. 요인분석의 기본원리는 항목간의 상관관계가 높은 것끼리 하나의 요인으로 묶어내어 요인 간에는 상호독립성을 유지하도록 하는 것이다. 따라서 요인 간에는 서로 상관관계가 없는 것으로 각 요인은 서로 상이한 개념이라 할 수 있다. 이는 요인 내의 항목은 집중 타당성을 유지하고 요인 간에는 판별 타당성이 유지되는 것으로 해석이 가능하다(채서일, 2002).

요인회전방법은 베리맥스(Varimax) 방법을 선택하였다. 요인분석의 결과는 다음 <표 7>과 같다. 모든 변수들이 각각의 요인으로 잘 묶였고 전체 6개의 요인으로 설명할 수 있는 총 분산비는 73.8%로 나타나 높은 설명력을 보였다.

KMO(Kaiser-Meyer-Olkin)는 요인분석의 적합도를 나타내는 것으로 값이 기준치 0.5보다 높으면 적합하다고 할 수 있다. 여기서는 0.906으로 나타나고 있기 때문에 각 요인은 서로 상이한 개념임이 확인 되었다.

주성분분석을 할 경우에는 요인적재량(Factor Loading) 값을 봐야 하는데, 이는 요인과 변수 간의 상관관계를 설명하는 것으로, 그 값이 0.5 이상이면 매우 높은 적재량이라고 할 수 있다(채서일, 2002). 또한 고유치(eigen-value)는 요인을 설명할 수 있는 변수의 분산 크기로서, 고유치가 1보다 크다는 것은 하나의 요인이 변수 1개 이상의 분산을 설명해 준다는 것을 의미한다. 이를 바탕으로 요인분석을 실시한 결과, 요인적재량이 모두 0.5 이상으로 나타났고 고유치 역시 6개요

인 모두 1 이상으로 확인되었다.

(2) 구조방정식 모형의 적합도 검증

연구모형에 대한 AMOS 구조방정식 모형 적합도 검증결과 다음 <표 10>와 같은 적합지수를 얻을 수 있었다.

적합도 지수 중 카이제곱 값의 경우, 유의확률 p값이 0.05보다 큰 경우 모형이 적합하다는 결론을 내리게 된다. 일반적인 통계분석에서와는 달리 적합도 검증에 있어서 카이제곱 값은 ‘모형이 적합하다’라는 귀무가설을 채택해야 하기 때문이다. 적합도 지수를 살펴보면 값이 0.160로 유의하게(p>0.05) 나타났고, GFI, AGFI, NFI 모두 0.90 보다 높게 나타나고 있으며, RMSEA도 0.05보다 낮게 나타나 모형 적합도가 아주 높은 것으로 나타났다. 따라서 본 연구에서 수집된 자료들은 구조모형과 매우 잘 부합되는 모형으로 결론 내릴 수 있다.

<표 10> 연구모형의 적합도

구분	적합지수	권장 수준	연구 모형	적합 여부
절대 부합 지수	카이제곱(x^2)	p>0.05	0.160	적합
	기초부합지수 (GFI)	0.90 이상	0.962	적합
	근사원소평균 자승잔차 (RMSEA)	0.05 이하	0.012	적합
증분 부합 지수	조정부합지수 (AGFI)	0.90 이상	0.945	적합
	표준부합지수 (NFI)	0.90 이상	0.975	적합

(3) 가설검증

결과가설 1과 2의 부동산시장 요인이 수익률 지각에 미치는 영향에 있어서는 추정치 0.231, C.R. 값은 5.270($p < 0.001$)로 유의한 것으로 나타나, 부동산시장 요인은 수익률 지각에 정(+)¹의 관계가 있다는 것을 확인할 수 있었다. 부동산시장 요인이 위험요소 지각에 미치는 영향에 있어서는 추정치는 -0.104, C.R. 값은 -3.004($p < 0.001$)로 유의한 것으로 나타나, 부동산시장 요인은 위험요소 지각에는 음(-)²의 관계가 있음을 확인할 수 있다. 이를 바탕으로 가설 1과 2는 모두 채택되었다.

가설 3과 4는 금융시장 요인이 수익률 지각 및 위험요소 지각에 영향을 미치는가에 관한 가설로서 이를 검증한 결과, 금융시장 요인이 수익률 지각에 미치는 영향에 있어서는 추정치는 0.500, C.R. 값은 9.052($p < 0.001$)로 금융시장 요인은 수익률 지각에 정(+)³의 관계로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 금융시장 요인이 위험요소 지각에 미치는 영향에 대한 검증에서는 추정치는 -0.015, C.R. 값은 -0.366($p = 0.714$)로 유의하지 않아, 금융시장 요인은 위험요소 지각에 음(-)⁴의 영향은 미치지 않지만 유의하지 않아 가설은 기각되었다. 이를 바탕으로 가설 3은 채택되었지만, 가설 4는 기각되었다.

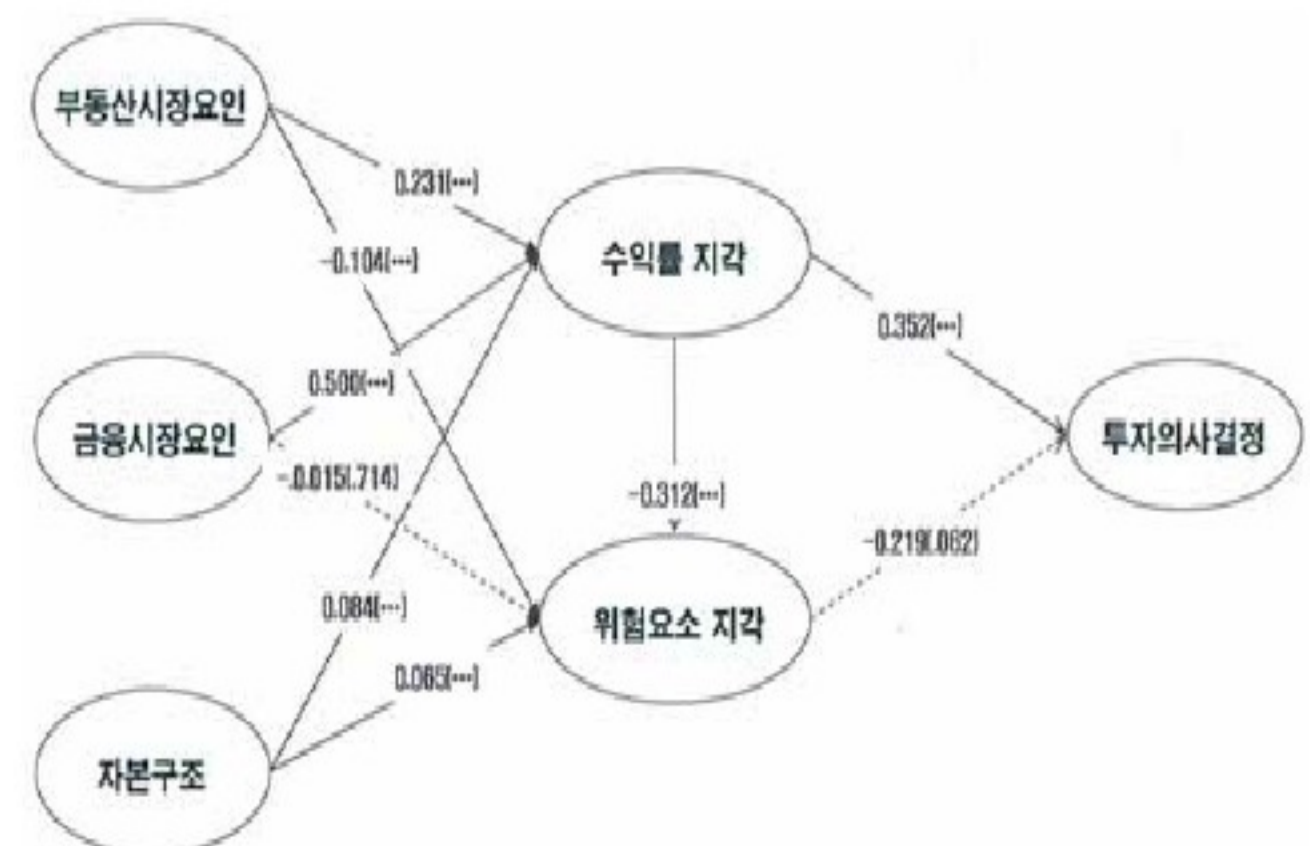
가설 5과 6은 자본구조요인이 수익률 지각 및 위험요소 지각에 영향을 미치는가에 관한 가설로서 이를 검증하기 위해 경로계수의 추정치가 유의한가를 확인한 결과, 추정치는 0.084, C.R. 값 3.241($p < 0.001$)로 자본구조는 수익률 지각에 정(+)⁵의 관계가 있는 것으로 확인되었고, 자본구조 요인이 위험요소 지각에 미치는 영향에 대한 검증에서는 추정치는 0.065, C.R. 값은 3.477($p < 0.001$)로 자본구조요인은 위험요소 지각에 음(-)⁶의 관계

가 있음을 확인할 수 있다. 이는 리츠사의 자기 자본구조가 높을수록 리츠 관계실무자의 수익률과 위험요소에 대한 지각이 동시에 높아진다는 사실을 알려준다. 이를 바탕으로 가설 5와 6은 모두 채택되었다.

수익률과 위험요소 지각 및 투자의사결정의 관계에 관한 가설 7, 8, 9를 검증하기 위해 경로계수의 추정치가 유의한가를 확인한 결과, 수익률 지각이 위험요소 지각에 미치는 영향에 대한 추정치는 -0.312, C.R. 값은 -7.156($p < 0.001$)로 유의한 것으로 나타나, 수익률 지각은 위험요소 지각에는 음(-)⁷의 관계가 있다는 결과를 얻었다. 수익률 지각이 투자의사결정에 미치는 영향은 추정치 0.352, C.R. 값은 4.946($p < 0.001$)로 유의한 것으로 나타나, 수익률 지각은 투자의사결정에 정(+)⁸의 관계를 보이는 것으로 나타났다. 위험요소 지각이 투자의사결정에 미치는 영향은 추정치는 -0.219, C.R. 값은 -1.864($p = 0.062$)로 유의하지 않는 것으로 나타났다. 이를 바탕으로 가설 7과 가설 8은 채택되었으나, 가설 9는 기각되었다. 위와 같이 구조방정식을 통해 나타난 가설의 검증 결과를 정리하면 다음 <표 11>과 같다.

또한 가설검증 결과에서의 경로계수를 구조방정식 모형에 적용하면 다음 <그림 2>와 같다.

<그림 2> 가설검증 결과(경로계수)



〈표 11〉 가설 검증 결과 정리

가설	경로	경로 계수	표준오차	C.R.	결과
1	부동산시장 → 수익률	0.231	0.044	5.270***	채택
2	부동산시장 → 위험요소	-0.104	0.035	-3.004***	채택
3	금융시장 → 수익률	0.500	0.055	9.052***	채택
4	금융시장 → 위험요소	-0.015	0.041	-0.366(.714)	기각
5	자본구조 → 수익률	0.084	0.026	3.241***	채택
6	자본구조 → 위험요소	0.065	0.019	3.477***	채택
7	수익률 → 위험요소	-0.312	0.044	-7.156***	채택
8	수익률 → 투자의사	0.352	0.071	4.946***	채택
9	위험요소 → 투자의사	-0.219	0.117	-1.864(.062)	기각

***p<0.001

V. 분석결과 논의

본 연구는 자기관리형 리츠를 통한 부동산 개발사업 투자 상에 있어서 자기관리형 리츠 실무자가 지각하는 부동산시장요인, 금융시장요인, 자사의 자본구조요인 등이 지각된 수익과 위험의 관계 속에서 최종적으로 투자의사결정에 어떠한 영향을 미치는지 실증적으로 파악함으로써, 자기관리형 리츠 운용과 투자결정시 사업성 검토의 기초자료를 제공하고자 실시하였다. 이에 관계자 설문조사에 의한 연구모형 및 가설의 검증을 실시한 주요 연구결과를 정리해 보면 다음과 같다.

첫째, 부동산시장요인, 금융시장요인, 자본구조

요인은 수익률 지각에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 부동산 시장경기가 활성화 되면 수요가 증가하게 되기 때문에 수익률은 증가하며 저금리가 지속되면 적극적인 부동산투자가 이루어지게 된다. 또한 자기자본 비율이 증가하면 비례하여 수익률도 증가하게 된다. 그러나 반대 현상으로 부동산시장이 위축되면 분양률이 저조하고 거래가 이루어지지 않아 수익률이 감소하게 되고 자기자본 비율이 높아진 만큼 리스크도 증가하게 된다. 때문에 부동산시장요인과 자본구조요인은 위험요소 지각에 음(-)의 영향을 미치지만 금융시장요인은 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 그러나 금리는 위험요소 지각에 영향을 미치는 것은 하나 유의하지는 않는 것으로 나타나 기

각되었다.

둘째, 수익률지각은 위험요소지각에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 자기자본 비율이 높아지면 비례하여 수익률이 증가하지만 위험요인도 함께 비례하여 증가하기 때문에 타인자본을 유입하게 된다.

셋째, 수익률 지각은 투자의사결정에 정(+)의 영향을 미치지만, 위험요소 지각은 투자의사결정에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 리츠사의 투자의사결정에 있어서 위험보다는 수익률이 투자결정에 영향을 주기 때문에 리츠 투자실무자들은 객관적인 판단을 위해 정확한 수익률 예측과 사업타당성에 대한 관리가 필요하다는 것을 시사한다.

넷째, 부동산개발사업 투자금융 관련업 종사자들은 부동산시장요인, 금융시장요인, 자본구조요인의 순서로 중요도를 평가하고 있으며, 부동산시장요인과 금융시장요인이 자본구조요인에 비하여 투자의사결정에 상대적으로 많은 영향을 미치는 것으로 평가하고 있다. 그러나 리츠 실무자들은 부동산시장요인과 자본구조요인은 투자의사결정에 직접적으로도 영향을 미치나 금융시장요인은 투자의사결정에 직접적인 영향을 미치지 않는다는 결과를 보였다. 이는 리츠 실무자들이 투자의사결정에 있어서 수익률뿐만 아니라 부동산시장의 상황과 자사의 자본구조를 우선적으로 고려하고 있음을 시사하고 있다는 것을 알 수 있다.

V. 결론

자기관리형 리츠의 성공적인 부동산개발사업을 위해서는 우선적으로 부동산시장요인, 금융시

장요인, 자본구조요인 이라는 부동산시장의 투자환경을 정확하게 파악하여야 한다는 것을 연구결과를 통해 알 수 있었다. 부동산투자 경영계획을 설정하고 의사결정을 하는 과정에서 리츠 투자실무자는 부동산시장과 금융시장을 분석함으로써 궁극적으로 투자운용을 어떻게 하여야 할 것인가를 결정할 수 있게 된다. 또한 투자의 대상을 선정하고 투자시점을 선택하여 투자금액을 결정할 수 있으며 더 나아가 향후 투자경영을 어떻게 할 것인지에 대하여도 나름대로 판단 할 수 있다. 1990년대 이후 국내 부동산 개발부문의 행위주체는 중개업자, 부동산 감정평가업자, 건축설계사무소 등이 지배적 이었으나 부동산개발관련 서비스부문에서 부동산중개법인, 부동산투자법인, 외국투자자, 부동산컨설턴트가 새로운 행위주체로 등장하면서 큰 변화가 일어나고 있다. 우리나라가 금융위기를 겪으면서 급격하게 표출되었다고 할 수 있는데, 개발과 성장위주보다 관리와 지속발전을 도모하고 공급자시장에서 수요자시장으로 중심이 이동되면서 폐쇄된 시장에서 개방형 시장으로의 변화한 것을 들 수 있다.

부동산 시장과 금융 시장의 중간지점에 있는 부동산 개발금융에 있어서 이러한 패러다임 변화에 대한 이해를 도모하기 위해서는 시장 환경 변화의 배경을 살펴볼 필요가 있다. 또한 투자의 성공은 수익과 위험이라는 양면성을 동시에 지니고 있으므로 계획과 정보에 기반 하여 사전 사업타당성을 분석함으로써 합리적인 의사결정을 해나가야 한다는 결론을 얻을 수 있었으나 본 연구는 다음과 같은 한계점을 갖는다.

첫째, 본 연구의 대상은 서울 및 수도권 지역에 본사를 둔 자기관리형 리츠 운용사 관계자 및 부동산개발금융 관련업으로 실무상 투자의사 결

정에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 구성원으로 한정하였다.

둘째, 본 연구의 대상은 자기관리형 리츠 및 부동산개발금융 관련업 실무자로 한정하였으나, 기업의 규모나 투자 중인 개발사업의 특수성 등을 세부적으로 고려하지 못하였다.

셋째, 부동산개발금융 투자결정요인은 본 연구에서 다루고 있는 요인보다 더 많은 요인들이 상호 작용함을 알 수 있었다.

향후 자기관리형 리츠는 계속하여 발전하게 될 것이기에 다양한 요인을 적용하여 연구할 필요성이 있다고 하겠다.

논문접수일 : 2014년 5월 8일
 논문심사일 : 2014년 5월 14일
 게재확정일 : 2014년 6월 2일

참고문헌

1. 강병서·김계수, 「사회과학통계분석」 고려정보산업, 1998
2. 권순구, “부동산자산의 수익성과 위험성에 대한 인식과 실제의 차이 - 행동경제학적 해석”, 서울시립대학교 석사학위논문, 2010
3. 권지현, “소득위험이 가계 포트폴리오 구성에 미치는 영향”, 이화여자대학교 석사학위논문, 2007
4. 김민형, “부동산 개발사업의 리스크 요인 분석 및 관리방안”, 한국건설산업연구원, 2005
5. 김보배, “중국 부동산 투자 결정요인 도출 및 투자전망에 관한 연구”, 국민대학교 석사학위논문, 2008
6. 김선욱, “개발리츠의 활성화 방안”, 건국대학교 석사학위논문, 2010
7. 김원식, “부동산 투자정보의 신뢰성이 투자결정에 미치는 영향에 관한 연구”, 동아대학교 석사학위논문, 2006
8. 김창현, “상업용 부동산 마케팅 전략에 관한 연구”, 건국대학교 석사학위논문, 2003
9. 김형원, “부동산개발업체의 수익성 결정요인 분석”, 강남대학교 박사학위논문, 2010
10. 박병식, “주택소유에 대한 자본이득의 영향 분석”, 동국대학교 박사학위논문, 1991
11. 박상덕 외 7인, 「우리나라리츠 이론과 실무」, 형설, 2001.
12. 박원암, “지가, 환율과 거품”, 한국개발연구원, 『한국개발연구』, 1992, pp.27-49.
13. 서상근, “부동산개발사업의 타당성 분석에 관한 연구”, 중앙대학교 석사학위논문, 2003

14. 송병록, “위험요소를 고려한 부동산과 기타 자산의 수익률 비교”, 「감정평가논집」제12집1호, 한국감정평가연구원, 2002, pp.114-131.
15. 안정근, 「현대부동산학」, 법문사, 2002.
16. 안정훈, “개발형 리츠(REITs)의 활성화 방안”, 한양대학교 석사학위논문, 2009
17. 용익, “차이나타운 테마상가 투자 의사결정 요인 분석”, 건국대학교 석사학위논문, 2009
18. 이공원, “부동산투자 활성화를 위한 REITs에 관한 연구”, 호서대학교 박사학위논문, 2000
19. 이명철, “재무정보와 기업가치 평가 연구”, 경원대학교 박사학위논문, 2005
20. 이현진, “REITs와 부동산 펀드의 수익률 비교에 관한 연구”, 한성대학교 석사학위논문, 2009
21. 이훈영, 「마케팅조사론」, 도서출판 청람, 2010
22. 전병두, “부동산 구매 결정에 영향을 미치는 요인”, 중앙대학교 석사학위논문, 2009
23. 정상만, “개발리츠의 활성화 방안에 관한 연구”, 연세대학교 석사학위논문, 2008
24. 정은주, “위험태도에 따른 가계의 투자행동에 관한 연구”, 이화여자대학교 석사학위논문, 1992
25. Brueggeman 외 1인, 김규진 외 3인 공역, 「부동산금융과 투자」, 부연사, 2006
26. Yeung, R. M. W. and J. Morris, "An empirical study of the impact of consumer perceived risk on purchase likelihood: A modelling approach, "International Journal of Consumer Studies, 30(3), 2006, pp.294-305.
27. Peter, J. P. and M. J. Ryan, “An investigation of perceived risk at brand level,” Journal of Marketing, 55(1), 1976, pp.10-25.
28. 국토해양부 <http://www.mltm.go.kr>