



AHP(Analytic Hierarchy Process)를 활용한 정책형 리츠 계획요소별 상대적 중요도 평가 분석*

Evaluation on the Relative Importance of Planning Elements in Policy-driven Real Estate Investment Trusts (REITs) Using Analytic Hierarchy Process (AHP) Method

송기욱**

Ki Wook Song

■ Abstract ■

This study was set to objectively examine the relative importance and priorities for the planning elements of domestic policy-driven real estate investment trusts (REITs). To this end, analytic hierarchy process (AHP) technique were conducted as the methodology with an expert survey for 29 sub-indicators among 32 professionals in the real estate industry, including REITs companies and financial investors. The principal findings of this study were summarized as follows. Firstly, the importance of the initial projects such as implementation, development, finance and construction which covers location, real estate, and financing was highly evaluated in high and middle classifications, followed by operation, management and disposal. Secondly, locations, investors, land acquisition, lending rates and rent costs were ranked at the top in terms of overall importance and priority that applied different weights for each hierarchy. In contrast, job creation, property management training and community programs were ranked at the bottom, which suggested significant differences in the perception of importance between public and private sectors. Thirdly, the inconsistency ratio for evaluation criteria was lower than the acceptable level as of 0.15, which means that there was no logical contradiction in the responses. The result indicated that the K-REITs still prioritize profitability instead of public interests or social benefits. In conclusion, this study is meaningful as it could provide a basis for a reasonable evaluation system about investment decision-making criteria by identifying planning elements of policy-driven REITs as opposed to private-market REITs. This study is also expected to be useful

* 본 논문은 2020년 LH토지주택연구원에서 수행한 「공공성과 사회적 편익 요소를 고려한 정책형 리츠 평가지표 개발 연구」 보고서의 일부를 발췌해 수정·보완한 것임.

** 한국토지주택공사 토지주택연구원 수석연구원 | Research Fellow, Land & Housing Research Institute, Korea Land & Housing Corporation | skw81@lh.or.kr |

for developing strategies to gain competitive advantages and improving business structures on domestic policy-driven REITs in the future.

Keywords: Policy-driven real estate investment trusts (REITs), Planning elements, Relative importance, Consistency ratio, Analytic hierarchy process

1. 서론

1. 연구배경 및 목적

오늘날 전 세계적인 리츠(real estate investment trusts, REITs) 산업계의 최대 화두는 수익성뿐만 아니라, 범용적 국제표준(global standard)이자 지속가능경영 차원에서 비재무적 가치인 ESG(환경·사회·지배구조)¹⁾ 실천으로 대외경쟁력을 확보하려는 추세이다. 해외 선진국 시장의 글로벌 상장리츠(홍콩 Link, 싱가포르 CMT, Ascendas, 캐나다 ESR Kendall Square)의 경우, 개발부터 운영·매각에 걸친 부동산 전 생애주기(life cycle)에 이르러 ESG 요소 접목 등 일찍이 재무성과와 친환경, 사회책임투자(socially responsible investing, SRI), 윤리경영을 실현하여 도시·주거공간 창출의 혁신 대안으로 그 가능성을 주목받아 왔다(송기욱 외, 2020).

이와 마찬가지로 국내 리츠 시장도 100조 원 규모에 근접한 양적 성장기에서 다양한 부동산금융상품 기획을 통해 질적 발전의 성숙기로 진입함에 따라, 공공의 새로운 중추적 역할이 요구된다. 새정부 중점 국정과제인 도시재생·주거복지·3기 신도시 조성·지역균형발전의 원활한 이행을 위해서 막대한 사업비 지출이 우려됨에 따라, 공

공에서는 투자 확대기에 대비한 민관협력 방식으로 재정부담을 줄이려는 전략적 방편이 모색되어야 할 필요가 있다.

이러한 일환에서 올해 국토교통부도 대폭적인 규제 완화를 주요 골자로 다룬 국민소득 증진 및 부동산 산업 선진화를 위한 「리츠 활성화 방안(관계부처합동, 2024.06.17.)」을 내놓았다. 특히 정부 정책사업 수행 지원, 부동산 시장안정, 그리고 ESG 실현의 선(善)한 영향력 증대를 꾀하는 동시에, 부동산금융 사업다각화 대안모델로서도 정책형 리츠 활용성이 시급하다.

그렇다면 과연 ‘정책형 리츠가 고려해야 할 부문별 계획요소는 무엇이고, 이를 어떻게 평가할 수 있는가’란 궁극적인 의문점이 제기된다. 이렇듯 정책형 리츠를 둘러싼 급변하는 대내외 환경 속에서 시장 전문가들이 중요하게 인지하는 계획요소를 찾아 투자의사결정 행태를 규명하는 작업이 선행되어야 하나, 이에 대해 심도 깊은 논의나 실증분석은 미진한 상황이다.

따라서 금번 연구의 주된 목적은 공공의 정책형 리츠 계획요소를 도출하고, 사업 참여주체별로 계층별 상대적 가중치 산정 및 우선순위 비교 평가를 객관적으로 실증분석하는 데 주안점을 두고자 한다. 이를 통해 향후 국내 리츠 시장의 바람직한 활성화계획 수립방향은 물론 합리적인 투자 의사

1) Environment, Social, Governance의 앞머리를 따서 합쳐 만든 용어이다.

결정기준 평가체계를 마련할 수 있을 것이다.

2. 연구범위 및 방법

본 연구는 국내 전국 지역을 공간적 범위로 다루되, 이 중 사업주체로서 공공자본이 투여된 정책형 리츠를 대상으로 선정하였다.

시간적 범위는 정책형 리츠가 태동하기 시작한 2013년부터 부동산 금융시장에 안착한 최근 시점인 2024년 상반기까지 총 10여 년간 남짓이다. 이 시기는 금융위기 후 잠시 단절되었던 국내 상장 리츠²⁾의 본격적인 부활을 알린 원년이자, 코로나 팬데믹(COVID-19)으로 경기부양을 위해 정책형 리츠 활용이 적극 장려되는 시기이기도 하다.

내용적 범위는 i) 정책형 리츠를 구성하는 계획 요소들을 계층화 시킨 후, ii) 각 단계별 상대적 중요도 측정과 종합 우선순위를 비교 분석하며, iii) 미래 효과적인 상품구조 설계를 위한 정책적 시사점을 제언하는 등 크게 세 부분으로 분류하였다.

이를 위한 연구방법으로는 유사 선행 문헌검토를 통한 이론적 고찰과 실증분석이 병행되었다. 여기서 전자는 정책형 리츠 개념과 현황, 계층별 계획요소의 다차원 속성 범주화를 도출하는 질적(qualitative) 연구이다. 후자인 실증분석의 경우 전문가 그룹 상대로 설문조사를 실시하는 한편, 정책형 리츠 계획요소별 중요도 산정 및 우선순위 평가에 과학적 도구로 AHP(analytic hierarchy

process)를 사용하기로 한다. 이 때 수집된 설문 자료 분석결과 및 해석은 Expert Choice나 IMakeIt 전용 프로그램 대신 MS Excel의 함수 기능(MMULT 명령문)으로 제작·처리하였다.

II. 이론적 고찰 및 선행연구 검토

1. 정책형 리츠 개념

정책형 리츠는 시장형 리츠와 주주 구성 및 부동산, 운용특성이 다름에도 불구하고, 그간 엄밀한 구분 없이 통상적인 리츠로 불려왔기 때문에 사전 개념적 정의를 명확히 정립·이해할 필요가 있다. 흔히 관할 주무관청이나 학계에서는 정책형 리츠를 임대(주택)리츠, 공공(임대)리츠 용어의 명칭으로도 혼용되어 쓰인다(윤광호, 2017; 장윤석, 2022).

본 연구에서 자주 등장·언급할 정책형 리츠(policy-driven REITs)라 함은 “공적기관이 공공성(public interest)과 사회적 편익(social benefit) 제고를 우선시하여 국가 정부 정책수행 지원 목적을 위해 설립한 리츠”로 명하였다(송기욱 외, 2020). 대표적으로 다음의 <표 1>³⁾과 같이 임대주택 공급이나 도시·산업단지 재생을 활성화하고자, 주택도시기금, LH, SH, HUG, 지자체 등의 출·용자 승인을 통해 설립된 리츠⁴⁾를 들 수

2) 2024년 3분기, 국내 증시에 상장된 리츠는 24개로 시가총액 8.1조 원(전체 자산총계 대비 8.2%)에 불과하다(리츠정보시스템, 2024).

3) 독자들의 쉬운 이해를 돕기 위해 정책형 리츠 사례를 항목별로 도식화하였다.

4) 쉽게 말해, NHF제○호공공임대위탁관리부동산투자회사가 그렇다.

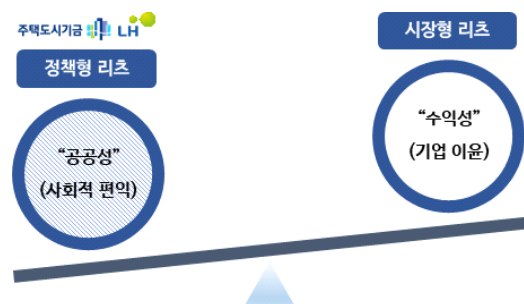
〈표 1〉 정책형 리츠 추진사례

구분	공공임대리츠(NHF제3호공공임대리츠)	도시재생리츠(천안미드힐타운리츠)
전경 (조감도)	 화성동탄  대구테크노	 백경 전  백경 후
분야	주택형	복합형(공공청사+주상복합+기숙사 외)
설립일	2014.10	2016.10
자산규모	15,078억 원(5,005세대)	2,501억 원(19,550㎡)
투자대상	화성동탄2, 파주운정, 안성아양, 대구테크노(5개 지구)	충남 천안 동남구청
임대기간	120개월	69개월
자금조달	주택도시기금(30.2%), LH(2.0%)	주택도시기금(18.4%), 천안시(13.0%)
기대효과	서민층 안정적 주택공급 확대 및 사업다각화	민관협력기반 도시재생 활성화 및 주민편익시설 확충

자료 : 리츠정보시스템(2025), 해당 리츠 결산 투자보고서를 토대로 저자 작성.

있다(국토교통부, 2021). 오로지 기업의 이윤 극대화만을 위해 상업용 부동산(오피스·리테일·물류·호텔·데이터센터 등)에 투자하며, 단순히 수익성(profitability)을 쫓는 민간 다수의 시장형 리츠(private market REITs)와 확연히 대조된다(〈그림 1〉).

사실 정책형 리츠란 용어는 한국감정원(2019)의 리츠 결산 보도자료(2019.06.28.)를 통해 처음 공식적으로 그 존재가 인정되었고, 한국리츠협회 리츠정보시스템(reits.molit.go.kr)에서도 이를 별도 분리한 통계를 집계·발표 중이다.⁵⁾ LH 희망임대주택리츠(2013)를 시작으로 정책형 리츠의 괄목할만한 성장은 2015년 이후 박근혜 정부 시절 공공지원임대주택 공급확대 정책(new stay)에 따라 2018년 108개(NAV: 5.9조 원)에



자료 : 저자 작성.

〈그림 1〉 정책형 리츠 vs 시장형 리츠 지향가치

이르렀던 자산규모가 대폭 급증 이래(Song et al., 2021), 현재 주택도시기금 등 공적자금이 투입된 공공임대리츠, 공공지원민간임대리츠(공공+민간협력형)⁶⁾가 총 178개(AUM 40.1조 원)로 전체 375개 중 47.5%에 달하며 이러한 정책기조가 계

5) 정책형 리츠 성질상 청산 이전까지 현실적으로 중간배당이 불가한데, 이를 포함시킬 경우 전체 리츠 수익률 하락 현상이 야기된다.

6) 기존 뉴스테이(기업형임대주택) 장점은 그대로 살리되, 입주자격 제한과 임대료 인하 등 공공성을 한층 강화하였다.

속 유지되고 있다(국토교통부, 2024). 이 중 2022년 기준 공공임대리츠의 주주구성(shareholder composition)을 들여다보면, 공공과 민간의 지분율이 각각 80.8%, 19.2%를 점한 것으로 전해진다(김상진 · 전재범, 2023). 주로 무주택세대, 소득이 낮은 사회적 취약계층(청년, 신혼부부, 고령자 등)에게 주변시세 대비 임대료가 저렴한 주택임대리츠를 공급하여 서민 주거복지 향상과 부동산 시장 안정화에 기여하고자 한다. 그 밖에 지역균형발전, 인프라시설 확충, 미분양적체 해소, 원주민 토지보상, 하우스푸어(house poor) 구제, 시장 수급조절 기능도 겸한다(권주안 · 황은정, 2015)⁷⁾.

단언컨대 정책형 리츠는 민간에서 자생적으로 형성된 사업모델이 아니라, 공공이 개입하여 당초 정부가 의도한 정책목표 달성과 지역문제 해결수단으로써 고안되었다고 말할 수 있다. 이로 인해 민간 시장형 리츠와 달리 가장 큰 특징이자 이질성은 고유가치 창출(value creation)에서 잘 드러나는데, <그림 1>처럼 기업 수익성 추구보다 다수 시민들이 누려야 할 공익성, 사회적 편익 지향에 무게를 둔 점이다. 선투자·후회수로 높은 부채비율과 매각차익에 의존한 사업구조의 개발형 주택리츠들이 많아 운용기간 중 현금배당이 힘들기 때문에 투자수익률이 낮은 특수성을 내포하기도 한다(김상진 · 전재범, 2023; 송기욱 · 장인석, 2017).

2. 선행연구 검토

지난 수십 년간 국내·외를 통틀어 리츠 시장의

발전에 힘입어 다방면에서 연구들이 지속적으로 활발히 수행되어 왔다. 주제별로는 문헌들의 대부분이 상업용 리츠 제도의 시장인식, 문제점 및 해결방안, 선진 해외사례 현황 소개, 투자수익률 영향 요인 및 리스크 분산효과 검증에 그칠 뿐, 공공성 관점에서 정책형 리츠에 초점을 맞춘 연구가 부재한 실정이다. 방법론 측면으로 해마다 신규 리츠 설립에 의한 시계열 통계자료들이 축적되면서, 계량분석 시도가 점차 늘어나는 추세다. 그중 전문가 설문조사 일종인 AHP를 이용해 리츠 계획요소별 중요도와 우선순위를 평가한 실증분석 문헌들만 간추려, 주요 내용 및 분석결과를 <표 2>로 정리하였다.

Newell and Osmadi(2010)은 말레이시아 리츠(M-REITs) 개발의 주요 영향요인으로 세무이슈, 전문서비스 제공, 양질의 부동산 가용성, 입지, 투명성 개선 등을 손꼽았다. 리츠 회사들은 제도 규제 개혁과 함께 이를 포용하는 미래 성장전략 수립으로 국제경쟁력 강화에 맞서야 함을 촉구하였다.

심혁주 외(2013)는 자기관리리츠 투자 시 외부 시장환경보다 수익과 직결된 요소인 부동산 입지나 가격 등 개별성에 의존한 의사결정 행태로 해석하였다. 그러나 자기관리리츠가 경영진의 도덕적 해이(moral hazard)와 부실 운영으로 거의 사라진 실정에 비추어, 위탁관리리츠 대비 결과 활용성이 극히 제한적일 수밖에 없었다.

송동원 · 최민섭(2014)은 수도권 소재 개발전 문자자기관리리츠의 부동산, 금융시장, 자본구조요인이 서로 다르게 반응한 수익률 및 위험지각

7) 주택정책 목적에 의한 리츠 유형을 크게 7가지로 분류한 바 있다.

〈표 2〉 리츠 분야 AHP 기법 관련 선행연구 검토

연구자 (연도)	공간적 범위 (시간)	설문대상 (표본수)	분석방법	주요 내용 및 결과 (유의미한 영향 요인)	비고
심혁주 외 (2013)	전국 (2012)	리츠 관계 실무자 (46명)	브레인스토밍 AHP	· 자기관리리츠는 자산 개별성에 의한 투자 의사 결정 · 부동산 입지, 시장환경, 수익성, 가격 중시 성향	●
송동원 · 최민섭 (2014)	수도권 (2013)	리츠 관계 실무자 (100명)	AHP 구조방정식	· 개발전문리츠 입지, 금리, 신용도가 투자지배력 강화 · 부동산, 금융시장, 자본구조 ⇒ 수익 · 위험 ⇒ 투자 의사	○
윤광호 (2017)	전국 (2016)	일반인·전문가 (400명)	설문조사 구조방정식	· 공공리츠 속성 중 경제, 교육 · 사회복지, 문화가 유의 · 선택속성 ⇒ 선호도(매개) ⇒ 투자의향의 인과관계 경로	●
김준완 · 김종진 (2018)	전국 (2015)	리츠 관계 실무자 (32명)	브레인스토밍 Fuzzy-AHP	· 대토보상 신청, 개발리츠 인가의 초기 위험관리 중요 · 사업유인 부족, 주주 의견상충, 국민인식 저하 해소	●
이수정 · 김호철 (2021)	전국 (2021)	리츠 관계 실무자 (80명)	FGI AHP	· 민간임대리츠 수익은 정책, 지역, 개별, 거시경제 순 · 사업안정 확보로 토지위치, 주변환경 변화가 상위권	●
장윤석 (2022)	전국 (2021)	리츠 관계 실무자 (20명)	FGI AHP	· 공공리츠 상장은 세제혜택, 규모확대, 규제개선 중대 · 지방세 감면, 모자리츠 확대, 매출액 기준완화 바람직	●
이창중 외 (2022)	전국 (2021)	도시재생 전문가 (108명)	Delphi AHP	· 토지, 입지, 리츠, 지자체 참여가 재생사업 성공요인 · 민관합동방식인 리츠 자본투자구조가 효율적 수단	●
강명기 (2024)	전국 (2023)	리츠 관계 실무자 (80명)	AHP 민감도분석	· 공공지원리츠는 분양, 토지, 건축, 공급자가 고평가 · 금융 · 세제보다 용적률, 도급비에 임대료가 변동 민감	○
전태욱 · 김호철 (2024)	전국 (N/A)	리츠 관계 실무자 (110명)	AHP	· 경기, 금리, 입지, 수익, 전문인력이 투자 영향 지대 · 리츠, 금융기관·개인 등 그룹별 투자요소 달리 인지	●

주 : 1) 비교란은 본 연구와의 적합성을 5단계로 평가 판단(○ : 매우 낮음, ● : 낮음, ○ : 보통, ● : 높음, ● : 매우 높음).

2) AHP, analytic hierarchy process; FGI, focus group interview.

자료 : 선행연구 9편을 발췌 후, 저자 작성.

관계 속에서 비용 투자의사결정에 도달하는 매커니즘을 설명하였다. 전반적으로 모형 적합도가 뛰어났으나, 금융시장이 위험지각을 매개로 한 투자의사에는 직접적 영향력을 끼치지 않아 가설이 기각되었다.

Erdogan et al.(2016)은 퍼지 계층적분석법(fuzzy-AHP)을 사용해 튀르키예 내 BIST에 상장된 리츠의 경영성과 평가를 진단하였다. 리츠 회계모델에서 기업가치 평가를 측정하는 재무성과 4대 지표로 자산이익률, 잔여이익, 경제적 부가가치, 매출수익률의 중요도가 25% 안팎으로 거의 동등함을 보여주었다.

윤광호(2017)는 공공리츠 임대주택 선택 속성의 중요도 점수를 매겨, 선호도와 투자의향에 미치는 영향 및 인과관계를 구조방정식 모형으로 풀어냈다. 일차적으로 경제(+), 교육 및 사회복지 여건(+), 문화적(-) 요인이 매개변수인 선호도(+)를 거쳐 재차 최종 투자의향으로 이어진 경로를 확인하였다.

김준완 · 김종진(2018)은 정부 신도시 · 공공택지 등 공익사업 조성에 따른 원주민 토지보상부터 대토개발리츠 설립, 배당 · 청산까지 fuzzy-AHP로 사업단계별 리스크 요인을 식별하였다. 주로 시행 초기의 리츠 설립인가와 대토(代土)보상 신

청단계에서 중요도가 높아 사업자 정보 부족, 주주 간 의견상충, 대토보상 인식 저하 문제에 선제 대응하기 위한 효율적인 리스크 관리방안 구축을 강조하였다.

리츠 분야에 오랫동안 연구를 수행해 온 송기욱 외(2020)는 송기욱·장인석(2017)과 송기욱 외(2018)에 이은 일련의 시리즈 연구로 민간 영역과 다른 공공의 정책형 리츠 평가지표를 개발하였다. 국내 시장에 정책형 리츠가 조기 진입할 수 있도록 개념을 정립한 선언적 연구이자, 광범위한 후속 과제들이 논의할 수 있는 이론적 토대를 제공해 주었다.

이수정·김호철(2021)은 실제 사업참여자를 대상으로 민간임대주택 리츠 수익성에 영향을 미치는 요인들의 중요도를 파악했다. 상위계층에서는 정책적(세금·대출)·지역적·개별적·거시경제 요인 순으로 중요도가 높고, 특히 하위계층은 사업 안정성을 확보코자 본질적 속성인 토지 위치와 주변환경 변화를 중시 여겨 이를 고려한 정책구상이 필요함을 강력히 주장하였다.

장운석(2022)은 전문가 대상 표적집단면접법(focus group interview, FGI)과 AHP를 바탕으로 공공리츠 상장 활성화 요인의 중요도를 평가하였다. 세제혜택·규모확대·상장규제 순으로 우선시한 경향 아래, 지방·소득세 감면, 모자리츠 확대, 매출액 기준 완화의 제도 개선방안 마련을 수립하였다.

이창중 외(2022)는 델파이 조사, AHP를 통해 사업성과 구조를 중심으로 도시재생사업의 민간 자본(private capital) 참여 의사결정요인을 살펴보고 있다. 공공 혹은 학계보다 민간 부문에서 위

협회피와 수익 극대화 추구 성향상 토지확보, 입지, 용적률 확대 및 용도전환, 리츠 투자기구, 지자체 참여의 5대 핵심요소가 민간자본 참여를 유인할 수 있는 효과적인 수단으로 적극 활용을 권고하였다. 항목과 그룹별로 분리해 델파이, AHP, 요인 간 상관분석 등 과학적인 방법으로 사안을 세밀하게 접근한 사례란 점에서 주목할 만하다.

강명기(2024)는 공공지원민간임대리츠 임대가격 변화에 매매시세를 포함한 청산가치의 분양 조건이 압도적이고, 그 다음으로 매입가격, 도급비나 용적률 등 토지·건축적 요소에 민감한 반응하였다. 부동산 시장에서 통제관리 불가의 매매시세나 도급비 대신, 용적률과 임대료율은 충분히 정책적 조치를 취해 변화시킬 수 있으므로 좀 더 현실적 대안이라고 평하였다.

최근 들어 전태욱·김호철(2024)이 발표한 연구는 전문가 상대로 AHP 기법을 활용해 리츠 상품의 투자결정 요인별 중요도에 따른 우선순위를 정하였다. 리츠 투자결정 요인을 투자환경, 구조적 특징, 부동산 상품, 회사 경영역량의 4개 대분류로 구분한 결과, 세부 하위지표 중 시장경기, 차입금리, 대체시장 전망, 투자금액 규모, 배당·양도수익, 부동산 입지, 실거래가, 전문인력 우수성, 자기자본비율 등이 중요도가 높게 나타났다. 리츠 투자 의사결정의 기초자료로써 시장 활성화 및 상품개발에 정책적 시사점을 제시한 점이 매우 의미가 깊다.

앞서 전술한 바와 같이 선행연구 결과를 종합해보면(〈표 2〉), 리츠 계획요소별로 영향력의 방향이나 강도 차이가 다소 상이한 가운데, 거시경제, 입지, 건물, 주변환경 등이 거론되며 수익성과

밀접한 관계를 맺는 점에서 공통적인 견해를 보였다. 따라서 본 연구는 AHP를 채택해 부동산개발 금융 업계 종사자로부터 공공의 정책형 리츠 계획 요소별 상대적 중요도 평가 및 우선순위를 상호 규명한 최초 실증분석 연구로서, 분명히 차별성을 지닌다. 이를 통해 선행연구에서 경험적으로 밝혀진 민간임대주택 리츠 수익성 영향요인(대조 vs 실험군)과 대비한다면(이수정·김호철, 2021), 사업 참여주체별 뚜렷한 선호 및 인식 차이에 입증에 한층 도움이 될 것이라 판단된다(전태욱·김호철, 2024).

3. 정책형 리츠 계층별 계획요소 선정

정책형 리츠는 초기 거액의 자금이 일시 투입되는 반면, 장기에 걸쳐 경제적 편익이 나누어 발생하므로 사업자에게 불리한 구조이다. 최소한의 수익을 전제로 공공성도 겸비하는 저수익·저위험(low risk-low return)의 수동적 투자전략(passive investment style)을 구사하기에, 구조화금융(structured finance, SF) 설계 시 이를 구성하는 계획요소들 간의 균형적인 고려가 필수적 사항이다. 특히 정부 정책과의 연관성이 높은 「공기업·준정부기관 사업 예비타당성조사⁸⁾ 일 반지침」(강동석 외, 2023)은 AHP 수행 시 공공성(70%)과 수익성(30%) 기준으로 평가, 종합적인

접근하에 사업추진 여부를 판단하는 근간이 된다.

이처럼 정책형 리츠 설립 시 계층별 평가항목 및 계획요소들의 중요도 영향력을 들여다보고자, AHP를 적용한 공공투자사업 심사기준 관련 이론적 고찰(강동석 외, 2023)과 지역상생 주택개발 리츠 현장사례지 공모제안서 지침(한국토지주택 공사, 2023), 그리고 리츠 선행문헌 검토(김준완·김종진, 2018; 심혁주 외, 2013; 이수정·김호철, 2021; 이창중 외, 2022; 전태욱·김호철, 2024)에서 선행적으로 거론된 질문유형을 예비 선별(1차)하였다. 그 후 연구목적에 맞추어 수정·보완(2차) 및 델파이 조사(Delphi, 3차)⁹⁾ 3회를 거쳐 유의미한 변인들을 최종 확정키로 한다.

따라서 AHP에서는 정책형 리츠 의사결정체계를 포괄적인 최상위 목표로 삼고, 이에 영향을 끼치는 수익성과 공공성 양립의 평가기준과 항목들을 <그림 2>와 같이 4차원(dimension)¹⁰⁾의 수직적 위계를 지닌 계층트리(hierarchy tree) 구조로 만들어냈다.

대분류 상단의 1계층은 시행·개발기획~처분·매각시점(4개)에 이르는 부동산 가치사슬(value chain)의 전방위적 활동 일체를 다룬다. 중분류에 속한 2계층은 입지 및 부동산, 상품설계, 재원조달, 건축계획, 임대운영·관리, 고용·환경, 지역사회 교류, 경영투명성, 상장연계, 출구전략 등 사업단계 부문별 평가항목(10개)을 배치하였다.

8) 대상은 총사업비 500억 원(국고지원 300억 원 이상)의 건설, 사회간접자본(social overhead capital, SOC) 등 대형 신규 공공투자 사업으로 한국개발연구원(Korea Development Institute, KDI)이 실시한다. AHP 종합평점 0.5 이상일 시, 사업타당성 요건을 갖춘 것으로 간주할 수 있다.

9) 10인 미만 소수 전문가 패널로부터 설문문항의 반복적 의견수렴을 통해 궁극적인 합의점에 도달해가는 정성적 기법이다.

10) 박현 외(2000)는 계층구조가 너무 깊어지면, 계산상의 복잡성(complexity)이 유발되므로 통상 5±2단계 형성이 적절함을 언급하였다. 평가기준이 많을수록 쌍대비교 횟수가 늘어나 수차례 질의(query) 반복과정에서 자칫 신중치 못해 응답 성실도가 낮아진다.



주 : 1) 분석의 틀을 정립하는 <그림 3>의 2단계 해당.
 2) 제3계층은 소분류 개체 수(N)가 많아, 지면 관계상 축약.
 3) AHP, analytic hierarchy process.
 자료 : 저자 작성.

<그림 2> 정책형 리츠 AHP 분석 계층구조

최하위에 자리매김한 소분류의 3계층은 정책형 리츠를 구성하는 개별 속성(attributes)임과 동시에, 상호배타적(mutually exclusive)인 세부 계획요소(planning elements, 29개)들로 입지, 자산유형, 부지확보, 상위계획 정합성, 규모(공급 세대), 물건형태, 수익률 변동성, 자금모집, 투자자 구성, 차입금리, 건설사 브랜드, 특화설계 및 디자인, 입주대상, 임대료 수준, 임차인 보호, 자산관리 교육, 관리비용, 공공편의시설, 커뮤니티 프로그램, 사회공헌 활동, 일자리 창출 효과, 환경 및 에너지 자원, 윤리경영, 정보공개, 존속기한, 유동성, 매각절차, 우선소유권 주제, 매각가격 적정성¹¹⁾ 등이 포함된다. 즉 정책형 리츠의 사업의 의사결정모형은 AHP 기본공리(axiom)로서 역수성·동질성·독립성·기대성¹²⁾을 만족시키는 물

론, <그림 2>처럼 4대-10중-29소의 다층적인 분류체계(multi-level classification system)를 펼친다고 말할 수 있다.

III. 분석의 틀

1. 방법론

본 연구의 정책형 리츠 계획요소별 상대적 중요도 산정 및 우선순위 평가에는 1970년대 초반 Saaty(1980)가 처음 창안한 다기준의사결정모형(multi-criteria decision making, MCDM) 중 하나로서 가장 대중적인 계층화분석기법(analytic hierarchy process, AHP)을 방법론으로 채택하였다. 불완전한 정보하에서 AHP는 정책형 리츠와 같이 여러 평가기준의 다방면 계획 요소들이 복잡하게 얽혀 우선순위가 상충될 때, 계량화된 수치를 통해 서로 다른 대안들의 선정에 합리적 의사결정을 지원하는 유용한 과학적인 분석도구이다(민재형, 2022). 계산식이 비교적 간단하고 이해가 쉬운 이점 때문에 공공정책 수립, 경영성과 관리, 신사업 투자, 기업마케팅 분야에 널리 응용되고 있다.

일반적으로 인간 사고체계와 흡사한 AHP 분석과정¹³⁾은 의사결정자가 먼저 해결해야 할 문제와 목표를 명확히 규정짓고, 평가기준-항목-요소

11) 리츠 투자자에게 일정 수익창출이 가능하면서도 시장매각가 이상 과도한 폭리를 취하지 않는 적정가 범위를 뜻한다.

12) 평가요소는 상호비교 가능한 동등 척도로 측정되어야 한다. 또한 계층구조가 의사결정 시 고려사항들을 완전히 포함시키되, 서로 연관성이 없어야 함을 일컫는다.

13) 기타 자세한 내용과 산식은 AHP 전문서적(민재형, 2022; 박현 외, 2000; 조근태 외, 2003; Saaty, 1980)을 참고하기 바란다.

-대안의 계층구조¹⁴⁾로 배열한다. 설문지에서 양방향 9점 비율척도(ratio scale)로 측정한 계층 내 평가요소를 두 개씩 짝지어 n 번의 일대일 쌍대 비교(pairwise comparison)¹⁵⁾를 이행하여, 고유치 연산과 정규화 행렬(normalized matrix)로 중요도를 산출해낸다. 여기서 연립방정식의 특성근 중 최대 고유치(λ_{\max})에 대응하는 고유벡터(eigenvalue vector)를 얻을 수 있는데(식 1~3), 이 값이 바로 AHP 핵심부분인 중요도(Weight: ω , $0 \leq \omega \leq 1$)이며 아래의 등식으로 치환·표현된다(단, 요소 α_{ij} 로 구성되는 행렬 A , ω 는 가중치 벡터).

$$A = \alpha_{ij} = \begin{bmatrix} \omega_1/\omega_1 & \omega_1/\omega_2 & \cdots & \omega_1/\omega_n \\ \omega_2/\omega_1 & \omega_2/\omega_2 & \cdots & \omega_2/\omega_n \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \omega_n/\omega_1 & \omega_n/\omega_2 & \cdots & \omega_n/\omega_n \end{bmatrix} \quad \dots \quad (\text{식 } 1)^{16}$$

$$A \times \omega = \lambda_{\max} \times \omega \quad \dots \quad (\text{식 } 2)$$

$$(A - \lambda I) \times \omega = 0 \quad \dots \quad (\text{식 } 3)^{17}$$

$$CI = (\lambda_{\max} - n) / (n - 1) \quad \dots \quad (\text{식 } 4)$$

$$CR = CI / RI \quad \dots \quad (\text{식 } 5)$$

아울러 중요도가 구해지면, AHP에서는 응답의 논리적 이상 유무가 없는가를 일관성 검증 작

업으로 신뢰도(reliability) 타당성을 판별해야 한다. 만약 비일관성 비율(consistency ratio, CR)이 임계치 최대 허용한도(max: 0.2 초과)를 벗어날 경우, 정책 환류평가(feedback) 조정 과정을 두어 재조사¹⁸⁾를 하게 된다. 비일관성 비율은 비일관성 지수(consistency index, CI)를 무작위(난수)지수(random index, RI)¹⁹⁾로 나눈 값이며, 상단의 (식 4), (식 5)로 풀어낼 수 있다(단, n 은 계층요소 수). 마지막으로 계층별 요인간 상대적 중요도끼리 곱하여 절대적 복합가중치로 환산 비교, 최종 우선순위(priority) 평가 부여를 마친다.

이렇듯 AHP는 문제정의 및 목표설정에서부터 우선순위 평가 등 최종 의사결정에 이르기까지 총 6단계를 밟으며, 상기 구축한 방법론을 바탕으로 분석모델링 설계 시 주안점과 일련의 과업 제반절차는 다음의 <그림 3>과 같이 순차적으로 진행하였다.

2. 조사설계

본 연구의 설문대상자로 전국 소재 부동산개발 금융업에 종사하면서, 리츠 사업에 대한 관심과 이해도가 높고 업무 숙련도가 뛰어나 해당 프로젝

14) 계층 내 가능한 동질적 요소끼리 묶되, 계층 간 상이성(dissimilarity)을 최대한 유지토록 하는 군집화(clustering) 과정을 거친다.

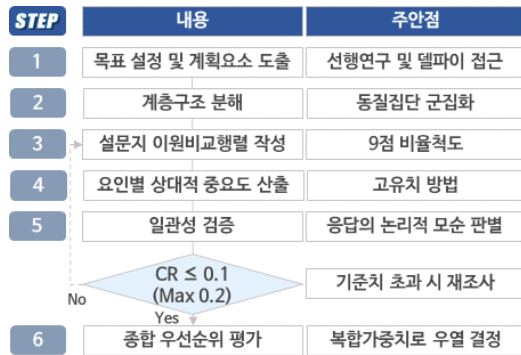
15) 평가요소의 수가 n 이라면, 쌍대비교 횟수는 $nC_2 = n(n-1)/2$ 를 반복한다.

16) $n \times n$ 정방행렬의 주대각선 성분들이 항상 1이며, 상·하방 대칭구간은 역수(reciprocal)를 취하는 관계이다.

17) (식 2)에서 우변을 좌변으로 이항, 공통의 ω 에 대해 전개하면 (식 3)이 성립된다(단, I 는 단위행렬).

18) 설문응답에서는 요소들 간 순위 뒤바뀐의 서수적(전이, ordinal) 또는 배율이 불일치한 기수적(cardinal) 일관성 결여 문제가 주 원인이다.

19) 1~9까지 정수를 임의 생성한 비교행렬의 비일관성 지수 평균값으로, 행렬의 크기와 정비례하여 커진다.



주 : 1) 점선(...)은 환류(feedback).
 2) AHP, analytic hierarchy process.
 자료 : 강동석 외(2023), Saaty(1980)를 토대로 저자 도표 재작성.

〈그림 3〉 AHP 분석절차

트를 중립적(neutrality)으로 평가할 수 있는 투자·자산운용·컨설팅·기타 등 민관 학계 및 실무 전문가(팀장급 이상)를 선정하였다. 이 중 표본설계에서 공공이 최소 30% 이상 확보를 통해 모집단 대표성을 반영하도록 소속기관별 할당표집(quota sampling)²⁰⁾이 이루어졌다(〈표 3〉).

전문가 설문조사(expert survey) 내용은 응답자 인적사항이 담긴 배경질문(background)과 정책형 리츠 계획요소별 중요도 및 우선순위 평가 인식에 관한 단답식 폐쇄형의 총 23개 문항(10분 내외 소요)으로 구성되었다. 가령, 어느 한 요소가 다른 요소보다 상대적으로 얼마나 중요하게 생각 하는지를 묻는 양자 간 비교방식이다. 이 때 중요도는 Miller(1956)의 인지심리학 분야 실험결

〈표 3〉 설문조사 개요

구분	주요 내용
조사목적	정책형 리츠 계획요소별 중요도 및 우선순위 평가
조사대상	부동산개발금융업 학계·실무 전문가(팀장급 이상)
유효표본	32명(100% 회수)
표본추출	소속기관별 할당표집(공공 30% 이상 최소 확보)
조사방법	구조화된 질문지를 이용한 온라인 웹조사(CAWI)
조사기간	2019.06.12~07.17(5주)
설문문항	23개(단답식 폐쇄형, 10분 내외)

주 : CAWI, computer aided web interview.
 자료 : 저자 작성.

과²¹⁾에 기인, Saaty(1980)가 제안한 9점 비율척도(1점: 동등~9점: 절대 중요)²²⁾로 측정하였다. 이는 사전에 구조화된 질문지 도구(structured questionnaire)를 이용한 웹기반 비대면 온라인 조사(computer aided web interview, CAWI)²³⁾로 2019.6.12.~7.17.까지 5주간 실시하였다. 코로나 팬데믹 영향과 동종업계 근무환경(찾은 출장, 고강도 업무)을 감안해, 시간·비용·장소에 제약 없이 자유롭게 참여함으로써 응답률을 제고하기 위함이다. 전문가 풀(pool)에게 설문지 60부를 이메일로 발송·배포한 가운데, 응답 불성실 오류나 결측치(missing value)가 없는 32부(회수율: 53.3%) 전량을 최종 AHP 분석자료로 활용하였다.

20) 모집단을 지역·성·연령·직업 등 몇 개 하위집단으로 나눈 후, 이들 특성에 비례하여 소표본을 임의추출하는 비확률표집이다.
 21) 9점은 인간이 느끼는 반응 차이를 최대로 구별해 측정가능한 범위 혹은 정보처리능력 수용 한계치로서 둘 이상의 요소 간 중요도 평가 비교에 부합하다고 전해진다(박현 외, 2000: 43 재인용).
 22) 등급(grade)별 척도는 동등(1점), 약간(3점), 상당히(5점), 매우(7점), 절대(9점), 중간값(2, 4, 6, 8점)의 의미이다. 예로 이원비교 척도 '5'라면, 요인 A가 B에 비해 5배만큼 상당히 중요함을 뜻한다.
 23) 생성된 링크(URL)에 정책형 리츠 개념, 사례, 계획요소에 관한 전문가들의 상세 이해를 돕기 위해 부연 설명하는 등 실천 모의테스트 과정을 종료하였다.

IV. 실증분석

1. 응답자 기초통계량

실증분석에 들어가기에 앞서 수집한 본 정책형 리츠 설문조사 자료들의 개괄적인 현황을 살펴보고자, 기술통계량(descriptive statistics) 분석을 실행하였다. 전체 32명²⁴⁾ 전문가 설문응답자의 사회·인구통계학적(socio-demographic) 변인 속성으로 성, 연령, 학력, 소속기관, 직업군, 근무기간, 투자경험, LH 리츠 사업 참여범주 등에 따른 문항별 빈도와 구성 분포는 <표 4>에서 확인할 수 있다.

기술통계량 분석결과 40~50대 중장년 연령층의 남성 비율이 87.5%로 가히 압도적이고, AHP 전문가 조사 특성상 부동산 금융업에 종사하는 석·박

사급(대학원졸, 68.8%)인 고학력자가 꽤 많은 편이다. 소속기관의 경우 시장형 상업용 리츠를 지배·운용하는 민간이 어김없이 2배 남짓한 68.8%를 점유했지만, 후발주자로서 정책형 리츠를 전담 취급하는 공공 비중(31.2%)도 결코 적지 않았다. 이들 직업군²⁵⁾의 근무기간(연한)은 평균 14.6년(부서 간부급, 관리자 직책)으로 무려 78.1%가 10년 이상(장기근속)의 경력자에 달했는데, 학계·컨설팅(50.0%)²⁶⁾이 최다이며 자본시장(capital market) 영업현장 최전선 선봉장에 위치한 자산운용(25.0%)과 금융·투자(21.9%) 순이었다. 다시 말해 학계와 실무진이 5:5로 적절히 균등하게 분포하여 결과의 신뢰도를 드높였다. 구체적으로는 실제 투자업무(56.3%)를 담당한 적이 있거나, LH 리츠 사업(71.9%)에 과반이 참여할 정도로 자금지행 및 정책수립 과정에 친화적인 모습을 보였다.

<표 4> 전문가 설문응답자 인구통계학적 특성(기술통계량)

구분	항목	빈도(명)	비율(%)	구분	항목	빈도(명)	비율(%)	구분	항목	빈도(명)	비율(%)
성별 (A1)	남	28	87.5	소속기관 (A4)	공공	10	31.3	직업군 (A7)	금융·투자	7	21.9
	여	4	12.5		민간	22	68.8		자산운용	8	25.0
연령 (A2)	30대	4	12.5	근무기간 (A5)	10년 미만	7	21.9		컨설팅	2	6.3
	40대	20	62.5		10~20년	18	56.3		학계	14	43.8
	50대	8	25.0		20년 초과	7	21.9		기타	1	3.1
학력 (A3)	대졸	10	31.3	투자경험 (A6)	유	18	56.3	LH 참여 (A8)	유	23	71.9
	석·박사	22	68.8		무	14	43.8		무	9	28.1

주 : 1) 소수점 둘째 자리에서 반올림하여 비율 합산 시 단수 차이 발생.

2) 조사문항 척도 종류 구분(A5: 비율, 그 외 A1~A8: 명목).

24) 대개 표본 크기가 30개 이상($N \geq 30$)이면 중심극한정리(central limit theorem, CLT)에 의해 정규분포 근접을 가정하므로, 결과 해석에 무방하다.

25) 직업군별 하위 유형은 투자(연기금·공제회), 자산운용(펀드·리츠·신탁사), 금융(은행·증권·생보사), 컨설팅(회계·세무·감정평가·법률법인), 학계(교수·연구원·언론인), 기타(일반회사)로 분류하였다.

26) 동등한 학계더라도 공공과 민간으로 각자 소속이 다르다. 예시로 ○○산업연구원은 민간 건설기업을 대변하는 단체속성을 띄므로 정책형 리츠 운용을 지원하는 공적기관과 사안의 경중이 있기에 그룹 간 계층별 비교분석이 더욱 의미가 있다.

이러한 응답자 특성에 미루어 볼 때, 상당수 인력이 정책형 리츠의 해박한 지식과 실무경험이 풍부함은 물론 오랜기간 몸담아 공공투자사업이란 이익 관점에서 당 사업을 공정히 객관적으로 평가할 수 있는 능력을 갖추 뿐더러, 전략적 투자 의사결정에 직·간접적인 영향력을 행사하는 심층전문가 집단으로 유추된다.

금번 조사설계 시 부동산금융업계 전문가 인력 확보가 순탄치 않은 점을 감안해 KDI 공공기관 사업 예비타당성조사(강동석 외, 2023)에서 제시한 AHP 평가대상 연구진 자격기준 규정 준수(10명)와 각계각층 직군의 고른 참가 속에 민관 산학연관을 아우른 소속기관 및 직군별 최소 표본비율의 필수 요구조건(prerequisite)도 충족시켜, 연구결과와의 대표성을 확보하는 데 전혀 무리가 없는 것으로 볼 수 있다.

2. 계층별 상대적 중요도 및 우선순위 평가

1) 전체 계층별 중요도

상기 설정한 분석의 틀/framework)에 의거하여 정책형 리츠 의사결정체계가 부동산 전 생애주기에 걸쳐 고려해야 할 하위 평가기준과 다양한 세부 계획요소들이 유기적 관계를 맺는 집합체란 대전제(assumption) 아래, 전체 계층별 중요도 측정을 수행하였다.

우선 1계층에 놓인 상위 사업단계는 시행·개발(0.306), 금융·건설(0.265), 운영·관리(0.253), 처분·매각(0.177)의 순으로 부동산 생애주기가 빠를수록 중요도가 상응 비례하여 높게 나타났다. 아마도 사업 초창기 시행·개발단계가 내포하

고 있는 토지매입 및 인허가, 자금계획, 이해당사자들과 권원 조정 등 불확실성(uncertainty)으로 인한 잠재적 리스크가 가장 크기 때문이다(김준완·김종진, 2018). 이 사실은 리츠 설립인가 이전인 사업시행 착수 준비 단계부터 정책형 리츠 기획구상에 신중을 기해야 함을 일러준다.

2계층의 중위항목에서는 각 사업단계별로 입지 및 부동산(0.772), 재원조달(0.704), 임대운영·관리(0.493), 출구전략(0.605) 부문의 중요도가 높게 점쳐졌다. 시행·개발에서 고유 불변 기초자산의 태생적(inherent) 속성으로 입지 및 부동산이 상품설계(0.228)의 구조화 요인(Song et al., 2021)을, 금융·건설단계는 사업비를 충당코자 자기·타인자본(equity·debt)의 출·용자를 동반한 재원조달(financing) 여력이 건축계획(0.296)을 2~3배 가량 월등히 앞질렀다. 본격적인 자산운용기에 접어들면, 투자자에게 배당가능한 임대료(income) 기반의 안정적 현금창출원(cash cow)과 공공성 담보행위로 입주대상 등 지속적인 임대운영·관리가 강조되는 바 최대 관건임을 각인시켰다. 그러나 해외와 비교해 국내 리츠 시장에 ESG 도입이 이제 막 걸음마에 머물러, 수익과 동떨어진 비재무적 가치로 경영투명성(0.205), 일자리 및 환경(0.164), 지역사회 교류(0.138)가 등한시되는 분위기이다. 리츠 만기도래에 따른 처분·매각 시, 무리한 증시 상장연계(0.395) 추진 대신 주주 차익실현 극대화를 위한 투자금의 적정 회수시기·대상·가격 등 출구전략(exit plan)이 더욱 중시되었다.

3계층 내 하위영역 계획요소로는 입지(0.471), 수익률 변동성(0.323), 투자자 구성(0.356), 건

설사 브랜드(0.547), 임대료 수준(0.342), 공공 편의시설(0.538), 일자리 창출 효과(0.658), 정보공개(0.573), 유동성(0.703), 매각가격 적정성(0.428)이 높은 중요도를 기록하였다. 시행·개발의 첫 단계에서 입지 및 부동산은 독보적 입지가 부지확보(0.273), 자산유형(0.257)을, 상품설계는 수익률 변동성이 상위계획 적합성(0.320), 물건형태(0.183), 규모(0.175)를 추월했는데, 지리적 위치(location)가 수익성, 법적 규제와 연결된 만큼 리츠 투자성패를 판가름한 결과라 풀이된다(심혁주 외, 2013; 이수정·김호철, 2021; 이창중 외, 2022; 전태욱·김호철, 2024). 금융·건설 중 재원조달은 투자자 구성, 자금모집(0.325), 차입금리(0.319)가 거의 대등한 가운데, 건축계획은 창의성을 살린 수요자 맞춤형 특화설계 및 디자인(0.453)보다 시공능력과 실적이 우수한 건설사 브랜드 선호(brand preference) 현상이 그대로 엿보인다. 층화(stratification)가 두터운 임대운영·관리 분야에 한정하면, 주변시세 대비 저렴한 임대료 수준과 주거 취약계층의 입주대상(0.220) 선정이 관리비용(0.167), 임차인 보호(0.160), 자산관리 교육(0.112)을 능가하였다. 지역사회 교류는 주민들이 이용가능한 문화·체육·복지 등 공공편의시설 건립(주민센터, 주차장, 도서관, 수영장)²⁷⁾이 커뮤니티 프로그램(0.311)과 사회공헌 활동(0.151)을, 고용·환경에서 부동산 투자로 시행-건설-임대-중개-자산관리-리모델링 등 전후방 연관산업의 일자리 창출 효과가 환경 및 에

너지 자원(0.342)을, 그리고 지배구조개선 차원에서 경영투명성(transparency)은 기업이 반드시 지켜야 할 필수덕목인 윤리경영(0.427)에 더해 민주적 의사소통으로서 정보공개가 긴요해졌다. 처분·매각기의 상장연계는 환금적 요소의 유동성(liquidity)이 존속기한(0.297)을, 출구전략은 우선소유권 주체(0.354)와 매각절차(0.218)보다 분양전환가 산정방식으로 사회적 쟁점이슈가 된 매각가격 적정성에 중점을 두었다.

이렇듯 상·하위계층마다 각각 다른 상대적 중요도를 상호 곱셈하여 정책형 리츠 사업 계획요소별 복합가중치(integrated weight) 변환값²⁸⁾으로 재추정한 결과, 전체 29개의 세부 평가항목 간 중요도 종합 우선순위는 다음의 <표 5>와 같다. 단연코 수많은 개별적 요인들 중에서 부동산의 1순위인 입지(0.111=0.306×0.772×0.471)를 포함한 개발금융 초반 투자자 구성(0.066), 부지확보(0.064), 자금모집(0.061), 자산유형(0.061), 차입금리(0.060), 임대료 수준(0.043) 등이 상위권(top 10: 30% 미만)으로 우선순위가 높아, 정책형 리츠 사업 의사결정에 깊숙이 관여하는 핵심 변인임을 암시한다. 차입금리(lending rate) 경우, 대출 비중(50%~80%)이 높아 시장이자율 영향을 피할 수 없는 정책형 리츠 사업의 독특한 구조적 특징이 반영된 것으로 추론할 수 있다(이수정·김호철, 2021). 그 다음으로 처분 시 우선소유권 주체(0.038), 특화설계 및 디자인(0.036), 정보공개(0.030), 입주대상(0.027), 일자리 창출

27) 개발사업 시 공공기여방식으로 기반시설 조성에 의한 기부채납이 익숙하게 받아들여져 당연시한 결과다.

28) 계층별 중요도를 α_i , β_i , γ_i 라고 가정할 시, 전체 중요도 산식은 $\omega = \sum_{i=1}^n \alpha_i \beta_i \gamma_i$ 로 표시되며 항시 이들의 합은 1이다.

〈표 5〉 정책형 리츠 계획요소별 전체 종합 중요도 산정 및 우선순위 평가(단위: 100%=1)

1계층		2계층		3계층		종합평가	
사업단계	중요도 (α)	항목	중요도 (β)	계획요소	중요도 (γ)	중요도 ($\sum \alpha\beta\gamma$)	순위
시행·개발	0.306	입지 및 부동산	0.772	입지	0.471	0.111	1
				자산유형	0.257	0.061	5
				부지확보	0.273	0.064	3
		상품설계	0.228	상위계획 적합성	0.320	0.022	18
				규모	0.175	0.012	27
				물건형태	0.183	0.013	26
				수익률 변동성	0.323	0.023	17
금융·건설	0.265	재원조달	0.704	자금모집	0.325	0.061	4
				투자자 구성	0.356	0.066	2
				차입금리	0.319	0.060	6
		건축계획	0.296	건설사 브랜드	0.547	0.043	9
				특화설계 및 디자인	0.453	0.036	12
운영·관리	0.253	임대운영·관리	0.493	입주대상	0.220	0.027	14
				임대료 수준	0.342	0.043	10
				임차인 보호	0.160	0.020	22
				자산관리 교육	0.112	0.014	25
				관리비용	0.167	0.021	20
		지역사회 교류	0.138	공공편의시설	0.538	0.019	23
				커뮤니티 프로그램	0.311	0.011	28
				사회공헌 활동	0.151	0.005	29
		고용·환경	0.164	일자리 창출 효과	0.658	0.027	15
				환경 및 에너지 자원	0.342	0.014	24
		경영투명성	0.205	윤리경영	0.427	0.022	19
				정보공개	0.573	0.030	13
처분·매각	0.177	상장연계	0.395	존속기한	0.297	0.021	21
				유동성	0.703	0.049	7
		출구전략	0.605	매각절차	0.218	0.023	16
				우선소유권 주체	0.354	0.038	11
				매각가격 적정성	0.428	0.046	8

주 : 1) 계층별 중요도 합은 1, 밑줄(_)은 그룹 내 최대 가중치.

2) 종합 중요도는 각 계층별 중요도를 곱한 값(소수점 넷째 자리 반올림), 음영색(5단계)이 짙을수록 최종 우선순위가 높음.

효과(0.027), 매각절차(0.023), 상위계획 정합성(0.022)은 기여도가 평이한 중위권(middle 10: 30%~70%)을 형성하였다. 반면 수익성과 결부되지 아니한 질적 요소인 사회공헌 활동(0.005), 커뮤니티 프로그램(0.011), 자산관리 교육(0.014), 환경 및 에너지 자원(0.014), 공공편의시설(0.019), 임차인 보호(0.020), 관리비용(0.021)은 중요도가 현저히 떨어져 하위권(bottom 10: 70% 초과)으로 밀려났다. 그 이유로 조사설계 시 운영·관리 부문 내 하위계층의 구성항목이 많아 중요도 분산으로 지배력(influence)이 소폭 하향된 점²⁹⁾을 들 수 있다. 아직 정책형 리츠가 해외 선진국처럼 ESG 구현 접근에서 일자리 및 환경 보호(E), 지역 사회 교류(S), 경영투명성(G) 등 지배구조개선에 미치는 파급력이 약할 뿐더러, 실제 이를 운용하는 국내 자산관리회사(asset management company, AMC)의 업무수행 능력이 미숙하고 비즈니스 활동과 연계한 ESG 전략 구사도 효과적이지 못함을 주지한다. 여타 하부요인과 달리 최소한의 경제성(economic) 요건만 충족될 시 사업자가 계획적 의도 아래 조절·통제가능한 선택(option) 요인으로 해석할 수 있으며, 민간임대주택 리츠 수익성 영향에 공용공간 수준·구성, 주거서비스와 커뮤니티 요인의 중요도를 낮게 평가한 이수정·김호철(2021)의 연구와 궤를 같이한다.

2) 그룹 간 계층별 중요도 비교

전체 계층별 중요도에 이어 사업 참여주체를 공공(public)과 민간(private)으로 나누어 양대

그룹 간 중요도 차이가 상존하며, 과연 유의미한 비교 경쟁우위(competitive advantage) 요소가 무엇인지를 중점 기술하기로 한다.

일단 1계층의 가치사슬 단계에서 순위가 혼전을 다투며, 열띤 경합을 펼쳤다. 민간이 리츠 설립 시발점인 우량투자처 발굴(deal sourcing)의 시행·개발(0.317)을, 공공은 영속적으로 사업을 이끌어갈 사후 운영·관리(0.304)가 중요하다고 응답했다. 즉 수익성이 검증된 우량물건 물색에 민간이 사활을 걸고 집중하는 데 반해, 공공은 전문적인 운영·관리 노하우 부재에 시달려 왔음을 여실히 드러낸다.

뒤를 이어 2계층에 자리한 부문별 중위항목은 중요도 수치 정도만 조금씩 달라질 뿐, 공공과 민간이 인지한 순서에는 전체 기초와 변함없이 모두 동일하게 나타났다. 예상컨대 민간으로부터 8할이 넘게 절대적 지지를 받은 입지 및 부동산(0.809-0.691=0.118p)에서 격차(gap)가 심화되었으나, 주주권의 보호를 위한 내부통제장치(compliance) 미확립으로 경영투명성(0.015p)의 간극이 미미하였다. 특히 공공은 민간 대비 상품설계(0.309), 건축계획(0.358), 임대운영·관리(0.517), 고용·환경(0.195), 출구전략(0.629)에서 좀 더 강세인 긴중한 태도를 보이며, 극복가능한 자신감이 투영된 행보로 읽힌다.

마찬가지로 3계층 내 하부 계획요소도 상품설계와 재원조달 부문 요인을 제외한 나머지, 그룹 간 중요도 결과가 대체적으로 합치하는 움직임이 계속 전개되었다. 오히려 민간이 정부 정책 및 관

29) 실제로 지역사회 교류(0.138)라는 동일 요인 내에서 공공편의시설(0.538) 중요성 대비 상위계층의 가중치가 극히 적어 23위에 그쳤다.

련법률 검토의 제도적인 상위계획 정합성(0.329)을, 공공은 임대주택(개발)리츠 취약점으로 잘 알려진 수익률 변동성(0.391)을 고평가하여 서로 상반된 대조를 이뤘다. 또한 기관투자자와 금융사 위주 사모형에서 소액 개인공모 상품출시로 투자자변을 넓힌 민간이 자금모집(0.359)을, 공공은 주택도시기금, LH, HUG 등이 리츠 최대주주로서 스폰서(sponsor)이자 앵커(anchor) 역할을 떠맡는 투자자 구성(0.410)에 한껏 힘이 실렸다(국토교통부, 2016). 이와 더불어 공공은 자산유형(0.358), 일자리 창출 효과(0.737), 임대료수준(0.418), 매각가격 적정성(0.506), 커뮤니티 프로그램(0.385) 등에서 민간과 대략 0.1p 내외로 순조롭게 리드 점수폭을 벌려나갔다.

위에서 설명한 각 계층별 정책형 리츠 의사결정요소들의 상대적 중요도를 근간으로 복합가중치를 재산출하면, 공공과 민간 입장에서 전체 29개의 세부 평가항목 간 중요도 종합 우선순위는 <표 6>과 같다. 소속기관과 상관없이 입지(1위, 0.083~0.121)와 사회공헌 활동(29위, 0.005)은 각각 최고·최저 중요도 인자로 판명된 가운데, 공통적으로 자산유형, 투자자 구성, 차입금리, 건설사 브랜드, 유동성, 매각가격 적정성이 한 자릿수 이내 상위권을 차지하였고, 규모, 물건형태, 자산관리 교육, 관리비용, 일자리 창출 효과, 환경 및 에너지 자원은 20위권 밖인 하위권으로 뒤쳐졌다. 리츠 기초자산(underlying assets)으로 여전히 실물부동산 특유 지리적 위치의 고정성(flexibility)이 임대수요 및 투자수익률 향방을 좌우, 사업자가 유일하게 리스크를 통제(제어)할 수 없으므로 결국 지역에 의존하는 공간종속성(spatial dependence)

이 큰 상품임을 미루어 짐작할 수 있다(Song et al., 2021). 차입금리도 민관 가릴 것 없이 타인자본 융통으로 지렛대 효과(leverage effect)를 일으켜 사업을 진행해야 하는 만큼, 수익극대화 매진에 동조한 것으로 보이나 민간이 더욱 민감히 반응하였다. 한편, 자금모집, 부지확보, 수익률 변동성, 임대료 수준, 매각가격 적정성 등 주요 5개 항목에서 그룹 간 서열차가 극명히 두드러졌다. 세부적으로 민간은 경제자본 원천으로서 나란히 2, 3위에 오른 부지확보(0.075), 자금모집(0.073)을 근본적 걸림돌(obstacle)로 자각해 우선시한 경향이 짙었다. 공공은 자체 보유 미매각자산을 리츠에 이양·편입하거나 강제 토지수용(공영개발) 권한을 가져 공급처(pipeline) 다원화와 저리성 정책자금 조달이 수월한 편이나, 민간 대다수가 그렇지 못해 경쟁력 있는 사업후보지 취득 및 외부차입으로 결손(deficit) 충당에 난항을 겪어 리츠 설립이 비우호적 영업환경에 처해 있음을 반증한다(이수정·김호철, 2021; 전태욱·김호철, 2024). 다시 말해 민간사업자는 안정적인 부지확보와 자금모집 주선을 통해 개발인허가 및 거래종결(deal closing)이 무산될 위험을 헤징(hedging)하려는 행동으로 사료된다. 역(逆)으로 공공은 공익성과 사회적 기여도와 밀접한 매각가격 적정성(2위, 0.070), 임대료 수준(3위, 0.066), 일자리 창출 효과(0.039), 수익률 변동성(0.032), 임차인 보호(0.026)에서 강점의 긍정적 면모를 발휘하였다. 만약 분양전환 종료 시 시장 매각가 이상의 과다한 폭리를 취할 경우 공공기관 본연 취지인 공익성을 훼손하고, 주변시세 대비 임대료 할인은 리츠 운영 불안감을 키울 수 있다.

〈표 6〉 정책형 리츠 계획요소별 사업주체 간 종합 중요도 산정 및 우선순위 평가(단위: 100%=1)

구분 (No)	소속기관 계획요소	공공					민간				
		1계층 (α)	2계층 (β)	3계층 (γ)	종합 ($\Sigma\alpha\beta\gamma$)	순위	1계층 (α)	2계층 (β)	3계층 (γ)	종합 ($\Sigma\alpha\beta\gamma$)	순위
1	입지	0.262	0.691	0.459	0.083	1	0.317	0.809	0.473	0.121	1
2	자산유형			0.358	0.065	4			0.234	0.060	6
3	부지확보			0.183	0.033	12			0.293	0.075	2
4	상위계획 적합성		0.309	0.289	0.023	21	0.191	0.191	0.329	0.020	19
5	규모			0.165	0.013	26			0.178	0.011	27
6	물건형태			0.155	0.013	28			0.191	0.012	26
7	수익률 변동성			0.391	0.032	13			0.302	0.018	22
8	자금모집	0.213	0.642	0.229	0.031	15	0.278	0.732	0.359	0.073	3
9	투자자 구성			0.410	0.056	6			0.337	0.069	4
10	차입금리			0.361	0.049	7			0.304	0.062	5
11	건설사 브랜드		0.358	0.531	0.041	9	0.268	0.268	0.555	0.041	8
12	특화설계 및 디자인			0.469	0.036	11			0.445	0.033	12
13	입주대상	0.304	0.517	0.162	0.026	19	0.240	0.483	0.245	0.028	14
14	임대료 수준			0.418	0.066	3			0.308	0.036	10
15	임차인 보호			0.166	0.026	17			0.157	0.018	23
16	자산관리 교육			0.091	0.014	24			0.122	0.014	25
17	관리비용			0.162	0.025	20			0.169	0.020	20
18	공공편의시설		0.112	0.457	0.016	23	0.149	0.149	0.565	0.020	18
19	커뮤니티 프로그램			0.385	0.013	27			0.286	0.010	28
20	사회공헌 활동			0.158	0.005	29			0.148	0.005	29
21	일자리 창출 효과		0.176	0.737	0.039	10	0.159	0.159	0.621	0.024	16
22	환경 및 에너지 자원			0.263	0.014	25			0.379	0.014	24
23	윤리경영		0.195	0.469	0.028	16	0.210	0.210	0.408	0.020	17
24	정보공개			0.531	0.031	14			0.592	0.030	13
25	존속기한	0.221	0.371	0.312	0.026	18	0.165	0.406	0.291	0.019	21
26	유동성			0.688	0.056	5			0.709	0.048	7
27	매각절차		0.629	0.150	0.021	22	0.594	0.594	0.245	0.024	15
28	우선소유권 주체			0.344	0.048	8			0.358	0.035	11
29	매각가격 적정성			0.506	0.070	2			0.397	0.039	9

주 : 1) 계층별 중요도 합은 1, 밑줄(_)은 그룹 내 최대 가중치.

2) 종합 중요도는 각 계층별 중요도를 곱한 값(소수점 넷째 자리 반올림), 음영색(5단계)이 짙을수록 최종 우선순위가 높음.

이 정황은 공공에게 부동산 가격상승 억제와 자산 부실화 예방을 위해 수익률 변동성(volatility)을 최소화시킬 수 있는 적정단가(가액·임료) 책정³⁰⁾이 무엇보다 지대함을 말한다. 10위권대 진입한 공공의 정책형 리츠가 파생할 부대산업의 양질 일자리 창출 효과(13위)와 함께 임대료 인상 동결 제한 및 장기 임대기간 거주 보장을 담은 임차인 보호(17위)의 포용적인 정책적 배려도 돋보인 평가항목임을 알 수 있다.

요컨대 공급자 입장에서 호의적(관대) 평가로 요인별 중요도가 비교적 균등한 공공과 달리, 민간은 불균형 편차가 훨씬 극심하여 엄격히 평가하는 성향이 다분하였다. 이처럼 정책형 리츠 계획 요소별로 중요도 크기나 순위가 다른 이유는 공공과 민간사업자의 그룹 간 전문가들이 사안을 바라보는 우열의 상대적 사고인식 및 가치관(신념) 그리고 행태(behavior) 차이로 이해할 수 있다(김준완·김종진, 2018).

3) 일관성 검증

AHP 설문응답자 32명 중 일관성이 떨어져 신뢰하기 힘든 답변($CR \leq 0.2$)³¹⁾은 분석 시 다음의 <표 7>과 같이 사전 문항별로 제거, 최후 분석대상으로 삼아 채택률 70%~100%를 무난히 달성하였다.

본 설문조사 응답의 일관성 검증 결과, 1계층(0.122)만 논리적 일관성 비율(CR)이 0.15 미만의 수용·용납가능(acceptable)한 범위에 도달

<표 7> 응답의 일관성 검증

구분 (대-중-소)		응답자수 (명)	일관성 총족 (CR≤0.2)	채택률 (%)	일관성 비율 (CR)
1계층		32	24	75.0	0.122**
2 계층	(M1)	32	32	100.0	0.000***
	(M2)	32	32	100.0	0.000***
	(M3)	32	24	75.0	0.059***
	(M4)	32	32	100.0	0.000***
3 계층	(L1)	32	22	68.8	0.057***
	(L2)	32	26	81.3	0.085***
	(L3)	32	23	71.9	0.041***
	(L4)	32	32	100.0	0.000***
	(L5)	32	26	81.3	0.094***
	(L6)	32	24	75.0	0.052***
	(L7)	32	32	100.0	0.000***
	(L8)	32	32	100.0	0.000***
	(L9)	32	32	100.0	0.000***
	(L10)	32	25	78.1	0.059***

주 : 1) CR값은 소수점 넷째 자리 반올림.

2) ** $CR < 0.15$, *** $CR < 0.10$.

3) CR, consistency ratio.

할 뿐, 2~3계층 내 임계치(critical value)가 전부 0.1보다 작아 합리성을 구비한 것으로 판단된다. 전문가 인력 확보가 용이하지 않은 점을 감안, 과거에 전혀 시도된 적이 없었던 초기 탐색적(exploratory) 실험연구에서 일관성 비율 기준값을 0.2까지 완화 적용을 인정한 사례들(민재형, 2022; 안국진 외, 2014; 이용주·장상엽, 2016; 이창중 외, 2022; Saaty, 1980)에 견주어 볼 때, 위의 결과에 논리적 신빙성을 충분히 뒷받침해주었다.

30) 예를 들어 국토교통부(2023)에서 제시한 예상 매각금액이 인근 거래시세 및 자분환원률과 유사하여 수용가능한 수준($\pm 50bp$)이다.

31) 일반적으로 일관성 비율이 0.2 초과일 때 일관성이 결여(위배)된 것으로 간주, 재조사를 권하였다.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 현 재직 중인 부동산개발금융 업계 종사자를 대상으로 전문가 설문조사(9점 리커트식)에 기반한 AHP 기법을 활용하여 국내 공공이 주도하는 정책형 리츠 계획요소들의 상대적 중요도 산정 및 우선순위 평가를 실증분석하였다. 이는 민간에서 도외시되어 왔던 공공성 및 사회적 편익 요소를 정책형 리츠에 새롭게 접목한 선언적 기초연구로 주된 분석결과를 간략히 요약·정리하면 다음과 같다.

첫째, 기술통계량 분석결과, 응답자 인구통계학적 특성(N=32)은 공·사가 3:7 비중 하에 근무경력 15년 이내 재직 중인 팀장급 이상 고위 직책의 자산운용(25.0%), 금융·투자(21.9%), 학계·컨설팅(50.0%)사가 활발히 참가하였다. 이들은 고학력(대학원졸, 68.8%)의 해박한 식견과 자본시장 최전선에서 리츠 자금집행 및 정책수립에 실질적으로 관여한 실무경험(투자업무: 56.3%, LH 리츠 사업: 71.9%)을 지녀, 투자 의사결정에 막강한 영향력을 행사하는 심층전문가 집단으로 추측된다. 민간 산학연관을 아울러 각계각층 소속기관 및 직군이 고른 분포 속에 형평성 충족(공공 최소 30% 이상 표집할당)과 KDI 예비타당성조사(강동석 외, 2023)의 AHP 평가자 자격기준을 준수하여 공공투자사업 관점에서 당 사업을 공정히 객관적으로 평가할 수 있는 대표성을 띤다고 볼 수 있다.

둘째, 정책형 리츠 사업의 속성을 대(4)-중(10)-소(29) 분류체계로 설정한 평가모형에서 계

층별 상대적 중요도가 높은 소항목은 시행·개발(0.306)~금융·건설(0.265)의 초기 사업단계의 입지 및 부동산(0.772), 재원조달(0.704) 부문에 속한 지리적 위치(0.111), 투자자 구성(0.066), 부지확보(0.064), 자금모집(0.061), 자산유형(0.061), 차입금리(0.060) 등 물적·경제적 요인으로 집약되며, 설명력이 무려 40%에 달하였다. 즉 선행연구에서 이미 밝혀진 바와 같이 부동산의 1순위로 손꼽힌 전통적인 입지(심혁주 외, 2013)를 비롯해 수익과 귀결된 임대료 수준, 부지확보, 자금모집, 차입금리는 정책형 리츠 사업 의사결정에 유의미한 핵심인자임을 시사한다. 반면 임대운영·관리(0.253) 부문의 사회공헌 활동(0.005), 커뮤니티 프로그램(0.011), 자산관리 교육(0.014), 환경 및 에너지 자원(0.014), 공공편의시설(0.019), 임차인 보호(0.020), 일자리 창출 효과(0.027) 등은 중요도가 현저히 떨어진 하위권에 포진하였다. 아직 정책형 리츠가 수익과 거리가 먼 생소한 지역사회 교류와 고용 및 환경보호를 후순위로 고려하며, 자산관리회사 운용수행 역량 역시 미성숙한 풍토를 내비쳤다. 그렇다고 정책형 리츠가 ESG 경영목표 실천 연계성 차원에서 지역사회와 호흡할 수 있는 소프트웨어(S/W) 지향적인 환경 및 에너지 자원, 일자리 창출 효과, 커뮤니티 프로그램, 사회공헌 활동, 주거복지서비스 개발 등을 결코 간과해선 안되며, 미비점에 지속적 노력을 기울여 경쟁력을 강화해 나가야 할 것이다(이수정·김호철, 2021). 최근 리츠가 고객자산을 위탁받아 보관하는 선량한 자산관리자로서 건전성 있게 운영·투자할 사회적 책임(corporate social

responsibility, CSR)이 부각되는 점³²⁾을 감안할 때, 최적 운용전략 수립 및 위험 대처방안에 있어 운용사들의 경영역량 요인들이 점차 강조되어 합의가 크다(전태욱·김호철, 2024). 한편, 소속 기관에 상관없이 전체와 중요도 결과가 대체적으로 부응하나, 일부 항목에서 그룹 간 뚜렷한 격차가 두드러졌다. 공공이 공익성을 신장·고취할 수 있는 유효한 기법으로 매각가 적정성, 임대료 수준, 수익률 변동성을, 민간이 마땅히 감당해내기 어려운 자금모집, 부지확보를 가장 큰 위험으로 여겨 극명히 엇갈린 시각차(온도차)를 엿볼 수 있었다. 바꾸어 말해 민간은 장기 투자 선행 및 개발 인허가 사업리스크를 자금모집, 부지확보의 안정성으로 헤징하려는 의도가 깔려있다. 이처럼 정책형 리츠 계획요소별 상대적 중요도 강도 및 우선순위가 상이함은 공공과 민간의 사업 참여주체들이 사안을 인식하는 가치관이나 행태 차이에서 기인한 현상으로 해석된다.

셋째, 계층별 평가항목 간 AHP 설문조사 응답 대한 일관성 비율 검증 결과, 민재형(2022)과 Saaty(1980)에 의거해 1~3계층 모두가 허용범위 수준 이하의 합리적 일관성 조건($CR \leq 0.15$)을 무사히 통과하므로 주장이 설득력 있게 받아들여진다.

위의 실증분석 결과로부터 정책형 리츠가 수익뿐만 아니라 공공성과 사회적 편익 향상 도모, 지역균형발전 촉진의 도시계획적 수단으로 발전가능성을 실감하고, 이에 대해 합리적인 투자 의사

결정기준 평가체계를 마련한 점이 가장 큰 성과라 할 수 있다. 본 연구는 정책형 리츠 계획요소별 그룹 간 상대적 중요도 평가 및 우선순위를 상호 규명하고, 객관적으로 측정가능한 방법론을 정립하였다는데 학문적 의의가 존재한다. 금번 연구는 수익성 일변도의 민간부문 시장형 리츠에서 벗어나 큰 축을 차지하는 공공성 및 사회적 편익 요소를 가미한 정책형 리츠 대중화로 한 단계 확장·보완 발전시킨 것이다. 이는 국내 정책형 리츠 사업 추진 시, 민간과 대립되는 공공의 특성을 살려 차별화된 경쟁력 우위 확보의 특화전략 계획방향 및 상품구조 고도화 설계 구상 등 실무 의사결정에 대단히 유용한 기초자료로 판단된다. 끝으로 정책형 리츠 활성화를 위해 공공 외 민간의 자발적 참여를 이끌어낼 맞춤형 제도적인 인센티브(incentive) 지원이 반드시 수반되어야 함을 시사점으로 제언하였다.

그럼에도 불구하고 본 연구는 설문조사 기간 경과에 의한 횡단면(cross-sectional) 데이터의 시간적 제약 문제³³⁾로 이를 조금이나마 보완코자, 정책형 리츠 사례분석의 정성적 연구를 추가 실시하였음을 밝혀둔다. 흔히 전통적인 AHP 방법론상 소수 전문가 경험에 근거한 주관적 의향으로 다양한 계층의 의견수렴이 불가능해 일반화하기에는 선부른 근원적 한계점도 내포한다. 또한 계층별 분류체계에서 운영·관리처럼 구성항목이 많을 경우, 영향력 분산으로 특정 요인의 중요도가 과다·과소평가(희석·부각효과)되어 우선순위

32) 부동산투자회사법(2024. 2. 20., 일부 개정) 제36조, 제47조에 명시되어 있다.

33) 이를 기반으로 시간 흐름에 따라 정책형 리츠 요인들의 중요도 시계열 변화를 추적(tracing)하는 과제가 진행될 경우, 본 설문조사 데이터는 단점이 아닌 훌륭한 기점 역할을 담당할 것이다.

가 역전될 여지가 남아있다. 따라서 향후 정책형 리츠 요인들의 가중치 변화에 따른 우선순위 평가를 예측하는 민감도(sensitivity) 분석과 설문 응답 모호성 해결 차원에서 fuzzy-AHP 도입, 정상적 작동기제 실행을 위한 사업구조 정교화 설계 등 심도 깊은 미시적인 후속 연구들이 조속히 진행되어야 할 것이다.

ORCID

송기욱 <https://orcid.org/0000-0002-1683-024X>

참고문헌

1. 강동석, 김정아, 정유진, 김재연, 천서영. (2023). *공기업·준정부기관 사업 예비타당성조사 수행을 위한 일반지침 수정·보완 연구*(제4판). 한국개발연구원.
2. 강명기. (2024). *토지임대방식 공공지원민간임대 리츠의 임대가격에 미치는 영향 요인 분석*(박사학위논문). 단국대학교.
3. 국토교통부. (2016.02.23.). *리츠산업 경쟁력 제고 방안*. https://www.molit.go.kr/USR/NEWS/m_71/dtl.jsp?lcmstage=4&id=95077053
4. 국토교통부. (2021.07.07.). *올해로 20살 리츠, 안정적 투자처로 국민적 관심 증대*. https://www.molit.go.kr/USR/NEWS/m_71/dtl.jsp?lcmstage=2&id=95085758
5. 국토교통부. (2023). *리츠 업무매뉴얼*. http://www.molit.go.kr/policyData/m_34681/dtl.jsp?id=4733
6. 국토교통부. (2024.06.17.). *리츠(REITs) 활성화 방안 수립: 국민소득 증진 및 부동산 산업 선진화 기대*. https://www.molit.go.kr/USR/NEWS/m_71/dtl.jsp?lcmstage=1&id=95089863
7. 권주안, 황은정. (2015). *임대주택리츠 활성화 방안* (연구보고서 2015-02). 주택산업연구원.
8. 김상진, 전재범. (2023). 주택리츠 활성화를 위한 제언: 민간부문을 중심으로. *부동산정책연구*, 24(3), 25-49.
9. 김준완, 김종진. (2018). 대토개발리츠의 리스크분석을 통한 개선방안 연구. *주거환경*, 16(1), 245-256.
10. 리츠정보시스템. (2024). *리츠 통계*. <http://reits.molit.go.kr/pub/chart/chartSearch01?pmn=9>
11. 리츠정보시스템. (2025). *리츠 투자보고서*. <http://reits.molit.go.kr/pub/reits/pblntf/invtrpt/pblntfInvtrptSearch?pmn=38>
12. 민재형. (2022). *스마트 경영과학*(개정3판). 생능.
13. 박현, 고길곤, 송지영, 신경식. (2000). *예비타당성조사 수행을 위한 다기준분석 방안 연구*. 한국개발연구원.
14. 송기욱, 장인석. (2017). 리츠를 활용한 공공과 민간의 임대주택 공급모델 기법 특성 및 적용사례 비교 연구. *부동산학보*, 69, 58-71.
15. 송기욱, 장인석, 백재민. (2018). *투자자산 다변화를 위한 상업용 건축물 리츠 도입방안 기초연구*(연구보고서 2018-133). 토지주택연구원.
16. 송기욱, 장인석, 신형섭, 송태호, 임민정. (2020). *공공성과 사회적 편익 요소를 고려한 정책형 리츠 평가지표 개발 연구*(연구보고서 2020-06). 토지주택연구원.
17. 송동원, 최민섭. (2014). 부동산개발비용 투자결정 요인에 관한 연구: 개발전문 자기관리형 REITs를 중심으로. *부동산학연구*, 20(2), 17-39.
18. 심혁주, 김용일, 이상엽. (2013). 자기관리리츠 투자 의사결정 기준에 관한 연구. *부동산학보*, 55, 197-207.

19. 안국진, 조용경, 이상엽. (2014). 건설회사의 공동 주택 PF 부실사업장에 대한 투자 결정요인 분석. *한국건설관리학회 논문집*, 15(2), 112-121.
20. 윤광호. (2017). *공공리츠 활성화에 영향을 미치는 선택속성에 관한 연구*[박사학위논문]. 전주대학교.
21. 이수정, 김호철. (2021). AHP분석을 통한 민간임대 주택 리츠 수익성의 중요 요인 분석. *도시행정학보*, 34(3), 41-55.
22. 이용주, 장상엽. (2016). 도시재생사업 타당성 평가 기준의 지역특성별 중요도 분석에 관한 연구. *부동산 학보*, 67, 58-72.
23. 이창중, 이창수, 김찬호. (2022). AHP 분석을 이용한 도시재생사업의 민간자본 참여 의사결정요인 분석: 사업성과 사업구조를 중심으로. *국토연구*, 115, 25-48.
24. 장윤석. (2022). *공공리츠 상장 활성화에 관한 연구* [박사학위논문]. 동의대학교.
25. 전태욱, 김호철. (2024). 부동산 리츠(REITs) 상품의 투자 결정요인 우선순위 분석. *도시행정학보*, 37(2), 117-130.
26. 조근태, 조용곤, 강현수. (2003). *앞서가는 리더들의 계층분석적 의사결정*. 동원출판사.
27. 한국감정원. (2019.06.28.). *리츠 수익률, 부동산 직접투자보다 높아*. <https://www.reb.or.kr/reb/na/ntt/selectNttInfo.do?mi=9565&nttSn=48131>
28. 한국토지주택공사. (2023.06.09.). *구리갈매역세권-충남서천 지역상생 주택개발리츠 공모* https://www.lh.or.kr/board.es?mid=a10601020000&bid=0034&list_no=648563&act=view
29. Erdogan, N. K., Altinirmak, S., & Karamasa, C. (2016). Performance assessment of real estate investment trusts (REITs) listed in BIST via different multi-criteria decision making methods. *International Journal of Economics and Finance*, 8(7), 304-321.
30. Newell, G., & Osmadi, A. (2010). Assessing the importance of factors influencing the future development of REITs in Malaysia. *Pacific Rim Property Research Journal*, 16(3), 358-374.
31. Saaty, T. L. (1980). *The analytic hierarchy process*. McGraw-Hill.
32. Song, K. W., Yun, B. H., & Nam, J. (2021). Analysis on the change pattern and dynamic characteristics of location centrality in K-REITs' underlying assets using the spatial statistical model. *Journal of Korea Planning Association*, 56(1), 67-91.

논문접수일: 2025년 2월 16일

심사(수정)일: 2025년 3월 26일

게재확정일: 2025년 4월 11일

국문초록

본 연구목적은 국내 정책형 리츠 계획요소의 상대적 중요도 산정 및 우선순위를 객관적으로 비교·평가하는 것이다. 이에 리츠사, 투자자 등 부동산개발금융 업계 종사자 대상으로 전문가 설문조사를 실시한 뒤, 방법론으로 AHP(analytic hierarchy process) 기법을 수행하였다. 본 연구의 주요 실증분석 결과를 요약·정리하면 다음과 같다. 첫째, 대·중분류는 입지 및 부동산, 재원조달을 포괄하는 시행·개발~금융·건설의 사업초기 중요도가 높게 평가되었다. 둘째, 소분류는 입지, 투자자 구성, 부지확보, 차입금리, 임대료 수준 등 물리·경제적 요인이 상위권을 차지한 반면, 질적인 일자리 창출, 자산관리 교육, 커뮤니티 프로그램은 하위권으로 영향력이 미미해 사업 참여주체별 계획요소 간 극명한 중요도 인식차를 엿볼 수 있었다. 셋째, 평가기준의 비일관성 비율이 모두 허용범위 수준 이하로 낮아 응답의 논리적 모순이 없음을 확인하였다. 이 사실은 국내 리츠가 아직 공공성 및 사회적 편익 가치 추구 보다 수익성 중시 경향이 짙음을 시사한다. 본 연구결과는 최초로 민간과 대비되는 공공 주도 정책형 리츠의 유의미한 계획요소를 밝혀 합리적 투자 의사결정기준 평가체계의 토대를 마련한 점에서 의의가 있다. 향후 국내 정책형 리츠 사업추진 시, 공공 특성에 맞춘 특화전략 수립과 상품구조 고도화 설계에 유용하리라 판단된다.

주제어 : 정책형 리츠, 계획요소, 상대적 중요도, 일관성 비율, 계층화분석법