

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2021. 9. 7 (화)

**meritz** Strategy Daily

## 전략공감 2.0

### Strategy Idea

‘규제(Regulation)’를 평가할 수 있나?

### 오늘의 차트

PEPP 매입 축소가 독일채 금리에 미칠 영향

### 칼럼의 재해석

하반기 리츠 IPO, 상장 리츠 시장에 불어오는 새 바람

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 투자전략  
Analyst **이진우**  
02. 6454-4890  
jinwoo.lee@meritz.co.kr

## ‘규제(Regulation)’를 평가할 수 있나?

- ✓ 규제(Regulation)의 역사 그리고 주식시장의 반응: 록펠러부터 Big Tech 까지
- ✓ 시사점: 1) 규제가 시작되면 단기적인 아닌 장기전, 2) 규제 대응 과정 속 경쟁력 저하 반복
- ✓ 중국 Big Tech를 평가해보면 Tencent, Alibaba > JD.com >> DiDi 순으로 우위

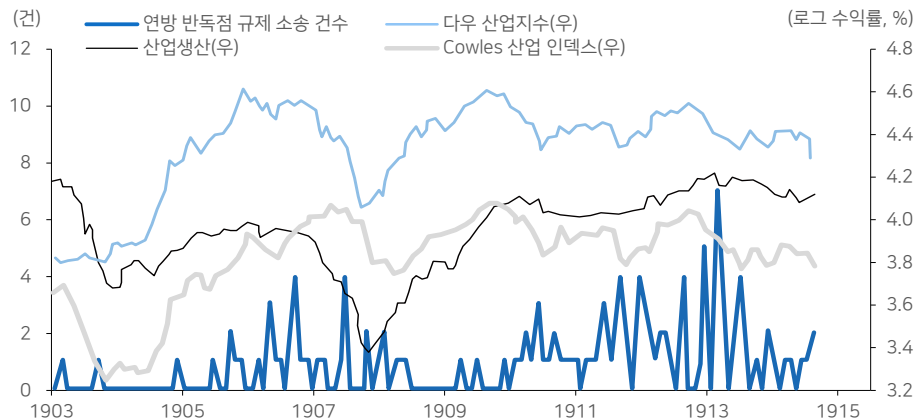
### 록펠러부터 Big Tech까지 : 규제에 대한 거부반응은 공통분모

규제에 대한 주식시장 반응, 100년 전에도 같았다

성장 기업에게 가장 큰 리스크는 ‘규제(Regulation)’이다. 당장의 이익 보다는 미래의 이익을 반영해 나가는 주가 특성 때문이다. 규제로 인해 기업의 성장 경로에 불확실성이 높아진다면 가치(Value)의 훼손이 불가피하다. ‘플랫폼’과 같은 기존의 전통 산업보다 확장성이 더 큰 산업의 경우 더욱 그렇다. 경기논란보다 반독점 이슈에 이들 기업의 주가가 민감하게 반응하는 이유이기도 하다.

규제에 대한 주식시장의 거부반응은 100년전에도 마찬가지였다. 1900년 중반~1910년 초반 Standard Oil을 비롯 철도 기업에 대한 반독점 조치가 가속화되면서 주식시장 변동성이 커졌다. 규제 불확실성이 커진 결과다. 당시의 성장 산업은 원유, 철도 산업이었는데 과도한 외형 확장으로 인한 시장 질서 훼손이 규제의 이유였다. 역사상 가장 부유했던 록펠러 가문의 시련의 시기이기도 하다.

그림1 1900년 초반 미국의 반독점 규제(소송) 건수와 주식시장 반응 : ‘규제의 시대’



자료: G Bittlingmayer (1993), 메리츠증권 리서치센터

성장 산업 및 대표 기업에 대한  
규제는 주식시장에 부정적. 1900  
년대 초반은 '규제의 시대'

시기를 막론하고 주식시장은 기업 가치의 훼손을 가장 불편하게 받아들인다. 그런 의미에서 1900년대 초반은 '규제의 시대' 혹은 '소송의 시대'라 불릴 만 하다. 1901년 루스벨트 대통령이 취임한 이후 1910년 초반까지 기업 규제가 연이어 발생했기 때문이다. 주식시장의 반응만 놓고 보면 윌리엄 맥킨리 대통령 암살 충격(1901. 9. 6, -4.53%)보다 루스벨트 대통령이 주간 상무위원회에서 철도 조사를 지시한 날(1907. 3. 14)의 충격이 컸던 것이 대표적이다. 당일 다우지수는 -8.65% 급락했다.

1911년 Standard Oil의 해체 결정이 1900년대 초반 반독점의 상징으로 인식되지만 10년이 넘는 기간 동안 크고 작은 규제가 진행됐다. 규제가 발표된 당일 주식시장 변동폭은 평균 보다 3배 이상 컸다. 규제 현실화에 '학습효과'란 없었다.

**표1 1900년 ~1914년 중 규제 이벤트 및 주식시장 Reaction**

		제 관련 사건 이후 다우존스지수 수익률 (%)
1901.9.6	맥킨리 대통령 암살시도	-4.53
1901.9.14	맥킨리 대통령 사망. 루스벨트 당선	-4.36
1901.9.16	맥킨리 대통령 사망 이후 반등	4.02
1902.2.2	Northern Securities case 발표	-1.31
1903.4.9	Northern Securities case 항소심 판결	-2.49
1904.3.14	Northern Securities case 대법원 판결	2.61
1904.3.16	미 법무장관의 no running amuck on trusts	1.1
1906.5.4	규제 관련 루스벨트 대통령 연설	3
1906.6.22	Standard Oil 조사 발표	-1.89
1907.3.7	Standard Oil 조사 결정	-1.53
<b>1907.3.14</b>	<b>루스벨트의 ICC에 최고윤임 설정기능 부여</b>	<b>-8.65</b>
1907.3.15	3월 14일 이후 반등	6.48
1907.7.10	American Tobacco 소송	-1.15
1907.7.30	Dupont 소송	-1.25
1907.8.3	Elkins Act 위반에 대한 표준벌금 제정	-1.37
1907.10.22	정부의 표준소송 해결 제안 거부	-2.84
1907.11.26	법무장관의 표준소송 해결	2.61
1907.12.2	루스벨트 연설	2.96
1908.3.25	루스벨트의 헵번 법안 지지	1.21
1908.7.7	Elkins Act 벌금 판결 번복	0.62
1908.12.17	태프트의 규제 관련 연설	-2.23
1909.4.30	법무장관의 반독점 관련 연설	0.03
1911.3.15	Standard Oil 사건 대법원 판결	2.29
1911.5.29	American Tobacco 법원 판결	-0.99
1911.9.23	법무장관의 반독점 관련 연설	-0.93
1911.10.7	태프트의 반독점 관련 연설	-0.01
1911.10.27	US Steel 소송	-3.05
1912.4.30	International Harvester 소송	-0.18
1897.1~1914.7	평균(Mean)	0.011
1897.1~1914.7	표준편차(일)	0.997
	규제 관련 사건 발생일 평균(28건)	-0.421
	규제 관련 사건 발생일 표준편차(28건)	3.043

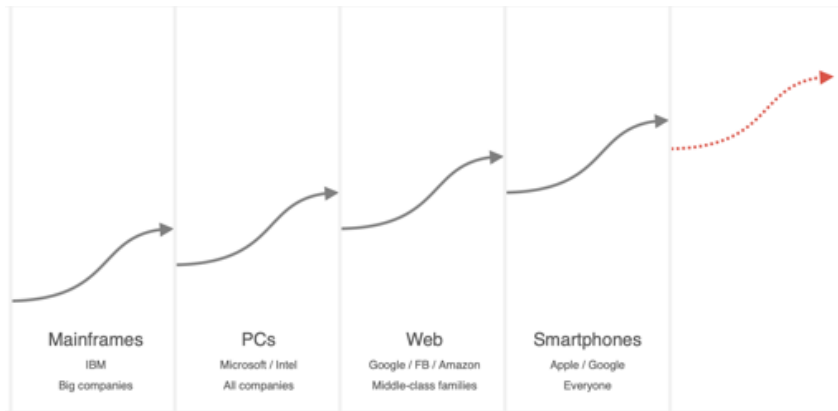
자료: G Bittlingmayer (1993), 메리츠증권 리서치센터

### 기술 기업의 규제: 기술 진화 속 주도 기업의 교체 배경은?

미국 Tech 기업 규제의 시사점:  
 1) 규제가 시작되면 성장의 제한은 불가피, 소송은 장기전,  
 2) 새로운 산업(기업) 대비 경쟁력 저하

규제의 대상은 '기술(Technology)'분야도 예외는 아니었다. Mainframe 시대의 IBM, 통신의 AT&T, PC 및 인터넷 시대의 선두 업체인 마이크로소프트(MS)도 규제에서 자유롭지 못했다. 과도한(?) 성장과 시장 독점에 견제가 취해진 결과다. 문제는 이들 기업 모두 규제가 적용된 이후에는 성장의 정체가 불가피했고, 규제 기간이 장기화됐으며 그 과정에서 새로운 산업과 기업에게 주도권을 내주었다는 점이다. 규제의 불확실성이 오래 지속됨에 따라 빠르게 변하는 기술 산업을 주도하지 못한 결과다. Mainframe의 시대, PC의 시대, Web의 시대, Smartphone으로 이어지는 기술의 발전의 마디마디에는 '규제'가 자리잡고 있던 셈이다.

그림2 기술(Technology)의 진화 속 주도 기업의 교체 배경은?



자료: Benedict Evans, 메리츠증권 리서치센터

IBM의 사례: 규제와 의아한 대응의 조합

IBM은 규제와 더불어 '의아한(?) 의사결정'이 더해지며 장기간의 주가 부진을 야기한 사례다. 미국 법무부는 1969년 1월 17일 IBM에 대해 '범용 디지털 컴퓨터' 시장을 독점하려 했다는 이유로 소송을 제기했다(서면 독점 금지법에 근거). 이 소송은 1982년 1월 8일에야 종료됐고 13년이 소요됐다.

소송의 종료 이유는 반독점 요건의 해소이다. 1969년 약 50%에 달하던 IBM의 점유율은 1982년 37%로 하락했고, 배경은 '제품가격 인상으로 인한 시장 점유율 하락'이다. 이례적으로 IBM은 소송 기간 중 30~40%에 가까운 제품가격 인상을 단행했고, 그 과정에서 시장의 점유율 하락은 가속화됐다. 의도적인 점유율 하락인지는 불분명하나 규제를 벗어나기 위한 전략은 결과적으로 달성했다.

규제를 벗어난 이후 IBM은 제품가격을 인하하면서 점유율 회복에는 성공했지만 그 과정에서 '소프트웨어' 분야의 경쟁력을 키우지 못했다. 훗날 IBM의 장기간의 소송분쟁이 없었다면 지금의 애플과 마이크로소프트가 탄생하지 못했을 것이라는 의견이 나오는 이유다.

**표2 반독점 소송 IBM의 이례적인(?) 전략 : 제품가격 인상을 통한 의도적 점유율 하락**

IBM의 타사 대비 Mainframe 가격 프리미엄		
	조사기간	추정 가격 프리미엄(%)
Ratchford and Ford(1979)	1967	+30 to +40
	1971	+30 to +35
Michaels(1979)	1971	+10 to +20
Levy and Welzer(1984)	1981-1983	-20

**IBM 매출액 및 시장점유율 성장**

기간	매출액	연간 누적 성장률(%)	
		매출액	시장점유율
1961-1968	15.1	-0.5	
1968-1972	3.6	-7.8	
1972-1979	4.7	-2.5	
1979-1983	6.4	3.8	

자료: Fisher et al., and Datamation, May issues, 1980 and 1984, ICLE, 메리츠증권 리서치센터

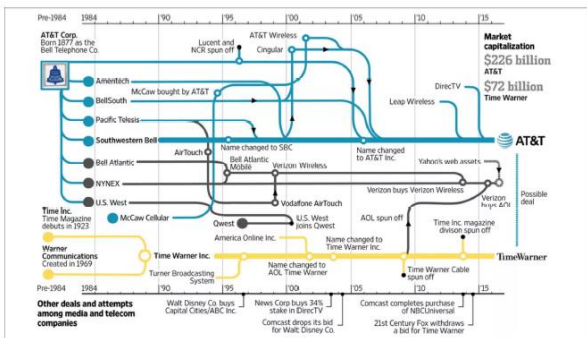
**AT&T의 사례: 무선통신 시대 대응 미흡**

AT&T 역시 규제 과정에서 미래 산업의 경쟁력을 축적하지 못한 사례다. 반독점 소송은 1974년에 시작됐고 1982년에 7개의 지역 독점으로 분할됐다. 통신 산업은 정부가 부여한 독점이라는 점에서 특수성이 존재하지만, 1990년대 이후 시작된 유선통신에서 무선통신으로의 패러다임 전환에는 준비가 되어 있지 못했다.

**마이크로소프트 사례: 스마트폰 시대 과소평가**

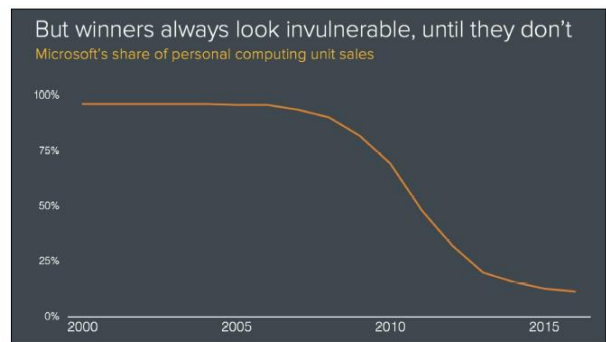
마이크로소프트(MS)은 IBM을 넘어 PC와 인터넷 시대의 강자로 올라섰지만 1998년 5월부터 2001년 6월까지 반독점 규제의 영향권에 놓여있었다. 특히 2000년 4월 법원으로부터 2개사로 분리하라는 판결까지 받았다. 2001년 항소를 통해 분리 명령이 기각되긴 했지만 그 과정에서 Oracle과 같은 기업이 성장했고, 장기적으로는 마이크로소프트의 정체가 구글(Google)을 성장을 용이하게 했다. 마이크로소프트는 윈도우(Window) 운영체제에서 많은 이윤을 창출했지만, PC의 시대에서 스마트폰 시대로의 전환을 과소평가했다.

**그림3 AT&T, 반독점 판결 이후 7개 지역 독점으로 분할**



Source: WSJ<sup>41</sup>

**그림4 반독점 해소 이후 윈도우 운영체제는 오히려 후퇴**



Source: Benedict Evans<sup>41</sup>

자료: Benedict Evans, ICLE, 메리츠증권 리서치센터

자료: WSJ, ICLE, 메리츠증권 리서치센터

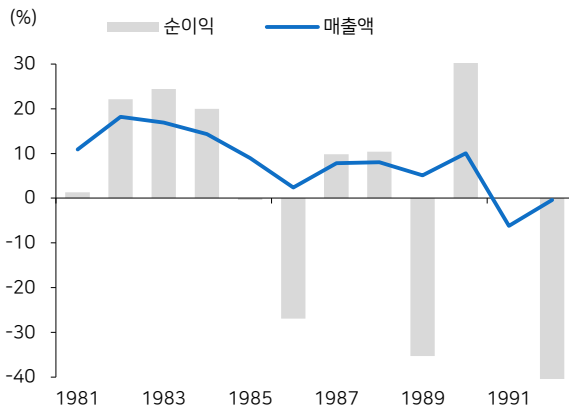
새로운 주주 교체 이면에는  
기존 기업에 대한 '규제'가 있어

미국 Tech 기업의 규제 역사를 요약하면 이렇다. 규제가 일단 시작되면 단기간의 이슈가 아닌 장기간 불확실성이 시작되는 것으로 봐야 한다. 규제의 해소에는 긴 시간이 소요되는 것이 불가피하기 때문이다. 또 규제를 벗어난 이후라 할지라도 정작 해당 기업은 새로운 산업에 대한 준비가 미흡한 경우가 많았다는 점이다. 역설적으로 규제 해제 이후 매출과 이익 창출력이 예전과 못한 이유이기도 하다. IBM 이후 마이크로소프트가, 마이크로소프트 이후에는 구글과 애플의 등장의 배경은 기존 Big Tech 기업에 대한 '규제'와 무관치 않다.

지금 미국만이 아닌 중국도 '규제'의 영향권

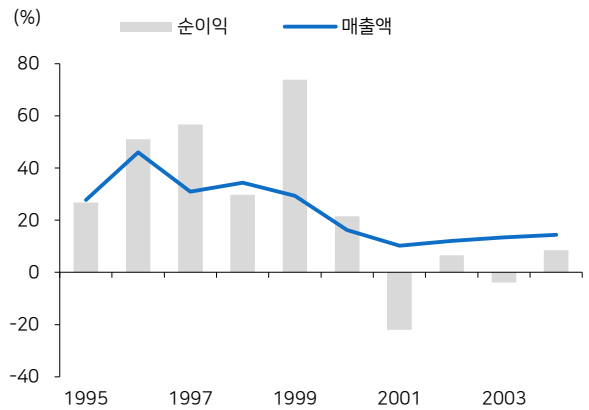
지금의 우리는 어떠한가? '데이터는 미래의 석유'라는 말처럼 데이터 산업에 대한 중요성은 높아지고 있고, 그 과정에서 데이터 기업에 대한 규제 위험도 커지고 있다. 비단 미국 Big Tech만의 문제는 아니다. 중국 Tech 기업도 그 영향권에 있다.

그림5 IBM 매출 및 순이익 성장률 : 소송 이후 성장률 정체



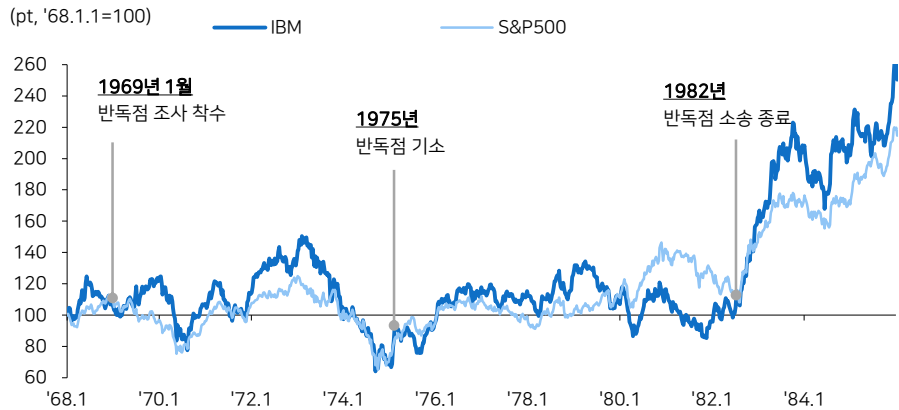
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 MS 매출 및 순이익 성장률 : 소송 이후 성장세 둔화



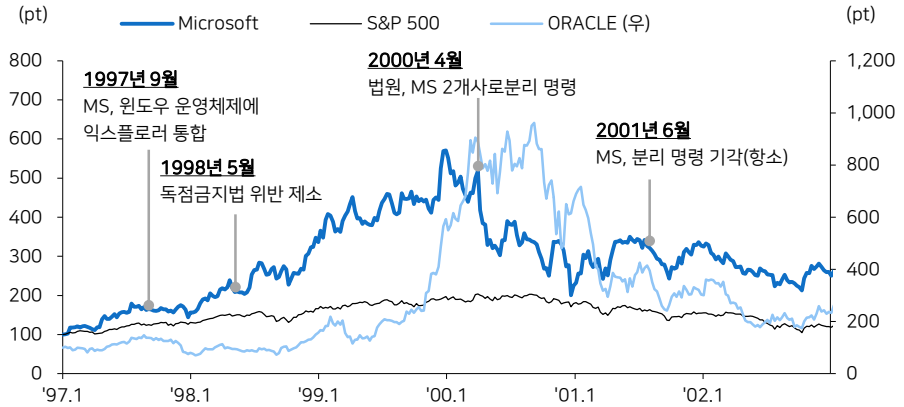
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 IBM의 반독점 소송 일지 : 장기간(13년간)의 소송 다툼으로 주가는 박스권



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 마이크로소프트의 반독점 소송 일지 : 소송 리스크 해소 이후 업황 부진



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

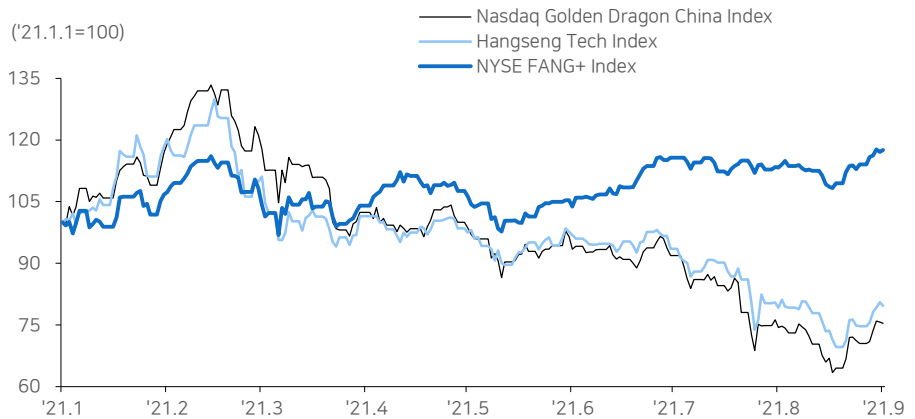
### 규제의 시대, 규제(Regulation)를 어떻게 평가 할 수 있는가?

규제 불확실성 어떻게 판단해야 하나

우리는 중국 정책 당국의 규제는 어떻게 판단해야 할까? 정책(규제)의 결이 다른 국가와 다르다는 점은 있지만 주가 하락의 본질은 같다고 본다. 장기 성장 경로에 불확실성이 발생했다는 점이다. 성장 기업의 주가는 미래 가치를 주가에 반영하고 있다는 점을 본다면 규제 리스크가 충분히 해소되지 않을 경우 적정가치에 대한 하향은 불가피할 듯 하다.

관건은 최근 가파른 주가 하락에 따른 의사결정이다. 단기간에 급격히 하락한 주가가 오히려 매력적으로 보일 수도 있기 때문이다. 하지만 필자는 규제 불확실성이 높아진 기업은 단순히 주가 수준만으로 판단하기는 어렵다고 생각한다. 그렇다면 어떤 기준으로 접근해야 할까.

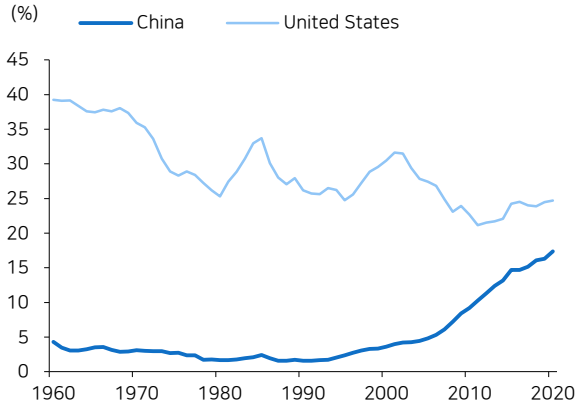
그림9 중국 Big Tech, 규제 이후 미국 Big Tech와 차별화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

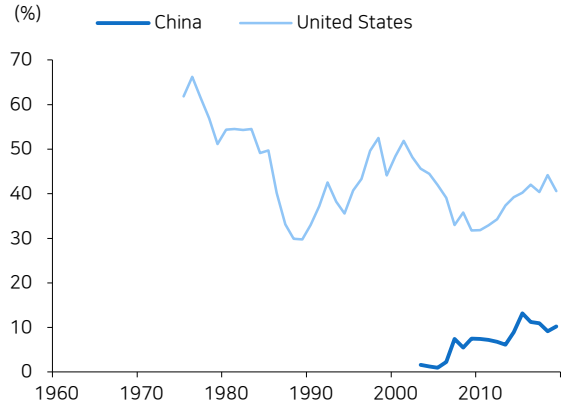
미국 다음의 큰 경제규모, 최근 10년간 전세계 경제성장률의 65%를 기여하고 있다는 점에서 중국이 매력적인 시장임에는 분명하나, 규제 불확실성에 놓인 기업을 보는 관점은 좀 더 세밀해 질 필요가 있다. 특히 성장 기업이라면 시나리오에 대한 검토가 필요하다. 평가의 기준이 필요하다는 뜻이다. 그런데 우리는 무엇으로 '규제(Regulation)'를 평가할 수 있을까.

그림10 전세계 GDP 비중: 미국 vs. 중국



자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림11 전세계 시가총액 비중: 미국 vs. 중국



자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 및 중국 GDP per capita 증감액 및 연평균 증가율

기간	글로벌 GDP 증감(달러)	중국 GDP 증감(달러)	중국 성장기여도(%)	글로벌 GDP 연평균 증가율(%)	글로벌 GDP (중국 제외) 연평균 증가율(%)
1961-1970	1,654.7	32.9	2.0	10.2	9.2
1971-1980	8,046.1	98.6	1.2	14.3	14.5
1981-1990	11,602.1	165.0	1.4	7.7	7.7
1991-2000	11,018.1	850.5	7.7	4.0	3.8
2001-2010	33,766.1	4,875.8	14.4	7.2	6.5
2011-2020	13,229.4	8,635.6	65.3	1.8	0.7

자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

Damodaran 교수가 제시한 방법론

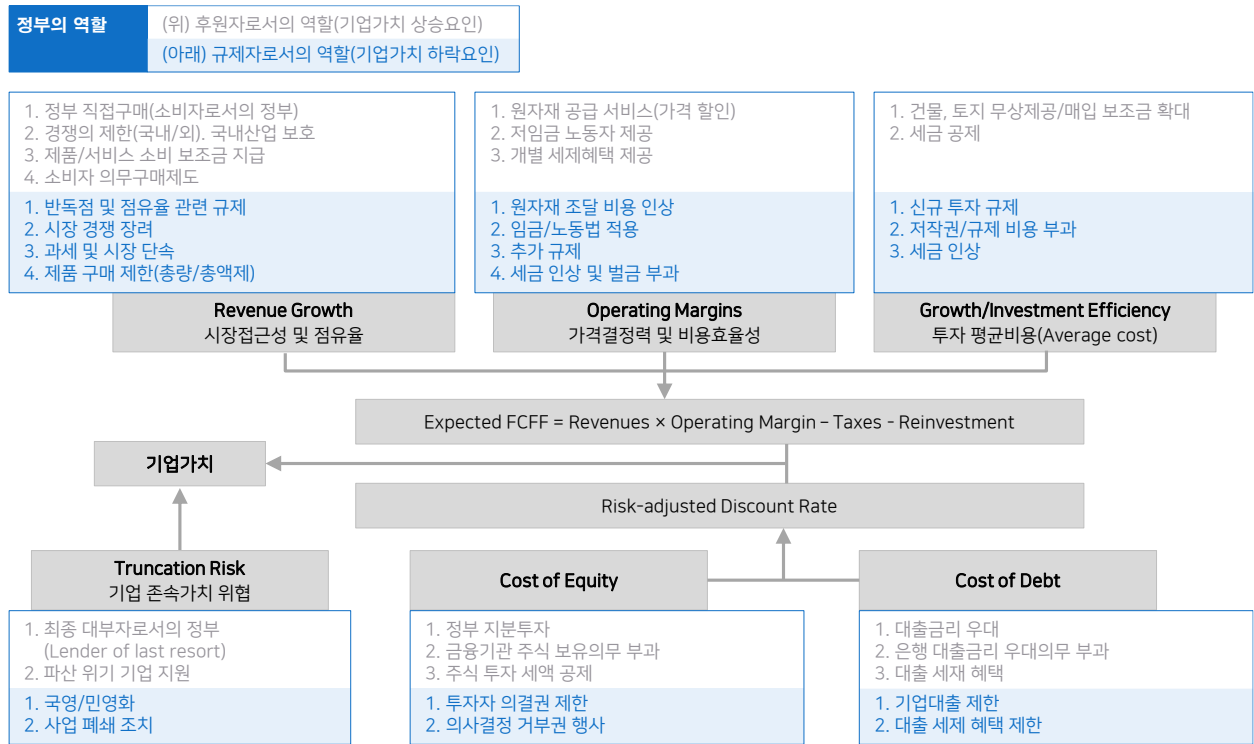
이런 관점에서 최근 Damodaran 교수가 제시한 '기준'은 흥미롭다. 본질적으로 정부의 규제가 기업의 펀더멘털에 영향을 미치는 경로와 이에 따른 가정을 제시한다. 간략히 내용을 요약하면 다음과 같다(아래의 내용은 Damodaran 교수의 내용을 요약 및 재인용 함을 밝혀둔다).

기업의 입장에서 정부는 두 가지 분류로 구분된다. 기업에 도움을 주는 '후원자'로서의 정부와 그 반대인 '규제자'로서의 정부다. 기업에 영향을 미치는 부분은 매출, 마진, 비용 등이 해당되는데 이중 기업 현금흐름에 가장 크게 영향을 미치는 부분은 '매출'과 '마진' 팩터이다. 매출은 반독점과 같은 시장 규제 성격이 영향을 미치는 분야이고, 마진은 동종기업간의 경쟁강도에 의해 영향을 받는 구조다. 규제에



대한 기업 가치의 영향을 측정한다면 이 두 가지 팩터에 의해 시뮬레이션 할 수 있다. 최악/최선의 옵션은 기업 존속 가치에 영향을 주는 부분이나 당장 우리가 예상할 수 있는 사안은 아니다.

그림1 정부의 역할과 기업가치 연결고리



자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

그렇다면 현재 매출과 마진 팩터로 접근할 때 급락한 중국 Tech 기업 중 우선 순위를 매긴다면 어떻게 정리해 볼 수 있을까. 성장 기업의 밸류에이션 방법론을 중국 기업에게 적용해 보자. 1) '가정' 매출 성장률이 향후 5년간 유지되고, 이후 5년간은 제로(0) 성장에 수렴되고(총 10년), 2) '가정'한 마진율은 해당 기간(10년) 간 동안 일정하게 유지된다는 전제 하에서다.

3가지 시뮬레이션

시뮬레이션은 크게 3가지 시나리오다. 1) 현재 수준이 유지될 경우(현재의 성장 지표 유지), 2) 정부의 일부 규제가 존재할 경우(매출 및 마진 지표 하향), 3) 정부가 적대적인 규제에 나설 경우(매출 및 마진 지표 추가 하향)다. 판단의 기준(% Under or Over Valued)은 적정가치 대비 현재 주가와외의 괴리로 판단한다(음의 값이면 저평가, 양의 값이면 고평가). 분석의 대상은 Tencent, Alibaba, JD.com, DiDi 이다.

규제 민감도 측면에서는  
Tencent, Alibaba > JD.com >>  
DiDi 순으로 우선 순위 세울 수  
 있어

시나리오 결과는 이렇다. 중국 정부의 규제가 현실화되지 않는다면 DiDi가 적정가치 대비 가장 저평가(-66.4%)된 것으로 평가되지만 규제가 현실화되지 시작한다면, 즉 매출과 마진 변수의 하향 조정이 수반되면 DiDi는 가장 고평가 되어 있는 것으로 평가된다. 그 만큼 규제에 취약하다는 뜻이다. 반면 매출 및 마진이 하향되는 시나리오일수록 Tencent, Alibaba가 상대적으로 안정적인 것으로 나타난다. 시나리오에 따른 분석이기 한계는 있을 수 있지만 규제 민감도 측면에서는 Tencent, Alibaba > JD.com >> DiDi 순으로 우선 순위를 세울 수 있다.

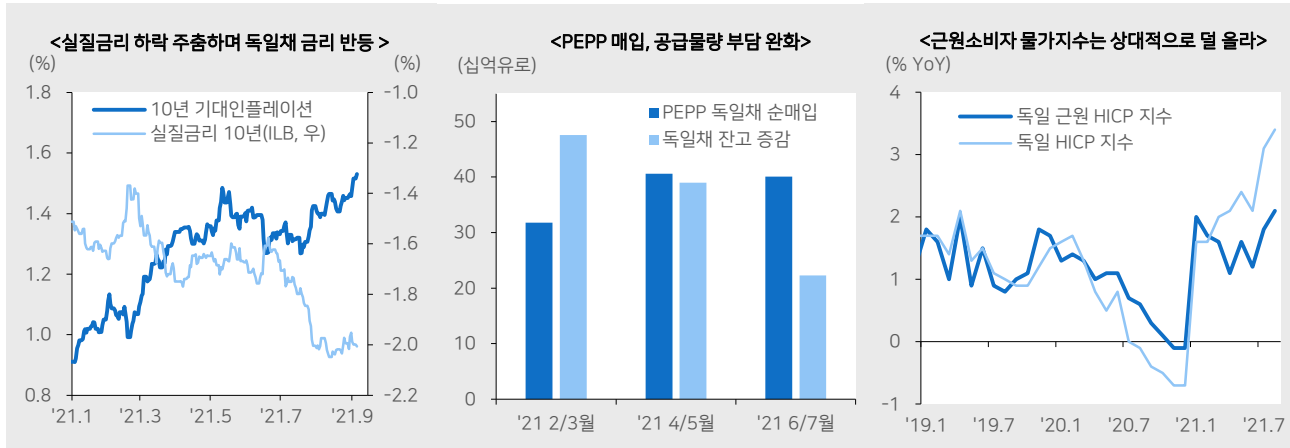
표1 시뮬레이션 분석: 정부 규제 별 중국 Big Tech 기업들의 적정가치 변화

		Government as benefactor	Government as Net Negative	Government as Adversary
<b>Tencent</b>	Revenue Growth(5yrs)	20.00%	15.00%	10.00%
	Target Margin	28.29%	25.00%	20.00%
	Cost of Capital	5.85%	5.85%	5.85%
	Value per share	HKD 713.76	HKD 512.83	HKD 352.47
	HKD 490.50	% Under or Over Valued	-31.28%	-4.35%
<b>Alibaba</b>	Revenue Growth(5yrs)	25.00%	20.00%	15.00%
	Target Margin	14.67%	12.00%	9.00%
	Cost of Capital	7.79%	7.79%	7.79%
	Value per share	CNY 1,766.63	CNY 1,204.44	CNY 808.69
	CNY 1,099.50	% Under or Over Valued	-37.76%	-8.71%
<b>JD.com</b>	Revenue Growth(5yrs)	30.00%	25.00%	20.00%
	Target Margin	4.00%	3.50%	3.00%
	Cost of Capital	9.45%	9.45%	9.45%
	Value per share	CNY 672.92	CNY 479.33	CNY 352.78
	CNY 515.50	% Under or Over Valued	-23.39%	7.55%
<b>Didi</b>	Revenue Growth(5yrs)	40.00%	30.00%	20.00%
	Target Margin	12.00%	8.00%	4.00%
	Cost of Capital	9.51%	9.51%	0.00%
	Failure Probability	10.00%	15.00%	25.00%
	Value per share	CNY 173.15	CNY 50.62	CNY 0.27
	CNY 58.20	% Under or Over Valued	-66.39%	14.97%

자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

**오늘의 차트** 임제혁 연구원

**PEPP 매입 축소가 독일채 금리에 미칠 영향**



자료: 독일 연방은행, Eurostat, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**독일 통화정책 정상화 기대  
독일채 금리 상승 견인**

실질금리 중심으로 빠르게 하락하던 독일채 10년 금리는 8월 말 반등했다. 이는 미국채 금리에 상승에 연동된 가운데, 9월 ECB 통화정책 회의에서 PEPP 매입 축소 등 통화정책 정상화 기대가 확대된 영향으로 보인다. 실질금리는 수요요인 등 시장여건과 경기전망을 반영한다(명목금리= 실질금리+기대인플레이션).

**PEPP 독일채 물량 부담 상당부분  
줄여주는 효과 있어**

올해 독일채 잔고 증감과 PEPP의 독일채 순매수를 비교해보면, 6월~7월에는 PEPP 독일채 순매수가 독일채 잔고 증가분보다 컸다. ECB는 6월 통화정책 회의에서 연초에 비해 확대된 PEPP매입을 유지하기로 결정했었다. 이로 인해, 델타 바이러스 확산으로 인한 경기 둔화 우려와 함께 양호한 수급 여건이 이어지며 실질금리는 7월 이후 큰 폭으로 하락했다. 10년 기대 인플레이션율(BEI)은 상승세를 보였으나, 명목금리는 실질금리의 영향으로 하락세가 지속되었다.

**실질금리 반등하며 명목금리  
상승 이어갈 가능성**

9월 ECB에서 양호한 경기를 바탕으로 4분기 PEPP 매입 축소를 언급할 가능성이 높다. 이는 낮아져있는 실질금리의 반등으로 이어져 명목금리의 상승을 견인할 수 있는 요인이다. 다만, 실질금리 상승으로 총수요가 줄어드는 등 인플레이션 기대가 축소되는 측면이 있어, 실질금리 상승분이 일부 상쇄될 것으로 보인다.

**다만 실질금리 상승 국면에서  
인플레이션 기대 정점 지나며  
상승압력은 점차 약해질 전망**

이와 더불어, 독일 연방은행은 연말까지 높은 물가상승 압력이 유지될 수 있으나, 이는 지난해 낮은 유가 등 기저효과와 부가가치세 인하로 인한 일시적일 현상일 가능성이 높다고 평가했다. 8월 독일 HICP를 살펴보면 근원 HICP와 헤드라인 HICP와 차이가 확대된 것을 확인할 수 있다. 품목별로도 자동차 등 공급 쇼타지의 영향을 받는 상품들의 기여도가 커 점차 영향력이 축소될 가능성이 높은 것으로 보인다. 기대 인플레이션이 실제 물가지표에 선행한다는 점을 고려했을 때, 실질금리가 상승하는 국면에서 기대 인플레이션이 정점을 지나며 중장기적으로는 금리 상승 압력이 점차 줄어들 것으로 예상된다.

**칼럼의 재해석** 박형렬 연구위원

**하반기 리츠 IPO, 상장 리츠 시장에 불어오는 새 바람 (The Investor)**

지난 8월 30일부터 9월 1일까지 일반 투자자들을 대상으로 진행한 SK리츠의 공모주 청약 결과, 552:1이라는 경쟁률을 기록하며 흥행 대박을 터뜨렸다. 디앤디플랫폼리츠가 8월 27일 코스피에 상장하며 하반기 리츠 IPO의 포문을 열었고, 하반기에 SK리츠를 포함 5개의 신규 리츠 상장이 예정되어 있다. 리츠에 대한 시장 관심도가 높아진 상황에서 신규 리츠 상장이 공모 리츠 흥행의 신호탄이 될 수 있을지 그 행보가 주목된다.

리츠(REITs)는 다수의 투자자에게 자금을 모아 부동산 또는 부동산 사용에 관한 권리 등에 투자하는 부동산 간접투자 기구로, 자기 관리리츠와 위탁관리리츠, 그리고 기업구조조정리츠 3가지로 구분된다. 한국은 2001년에 리츠를 처음 도입하였고, 외환 위기 이후 유동성 문제를 겪은 기업들의 자산 유동화를 목적으로 한 기업구조조정리츠 중심으로 성장하였다. 국토교통부는 리츠 시장의 몸집을 키우기 위해서 2010년 설립 문턱을 낮추었으나, 이로 인한 부작용으로 2011년 주가조작 및 배임사건 등 투자자 보호 문제가 연이어 발생하며 리츠의 건전성이 크게 저하되었다. 그 이후 리츠 상장 요건이 강화되며 사모 리츠 중심으로 성장, 공모 리츠 시장은 시장에서 소외되었다.

사모 리츠 중심으로 시장의 몸집이 커지던 중, 2018년 국토교통부의 공모·상장 리츠 활성화 방안을 발표하며 규제 완화 등을 통해 시장 활성화를 유도하였다. 그 결과, 2018년 이후에만 10개의 공모 리츠가 상장하며 시장에서 공모 리츠의 비중이 커졌으나, 2020년 코로나19 사태 속에서 투자자들은 리츠 시장을 외면하였다.

2021년 경제가 코로나19로부터 빠르게 회복하며 상황이 변했다. 오피스 공실률 정상화, 이커머스 시장 확대로 물류센터에 대한 관심 증가, 호텔 및 리테일 등 경기 민감 리츠 위주의 수익률 상승 등으로 2021년 상장 리츠 평균 수익률은 20.7%로 코스피 수익률 11.6%를 크게 상회하였다. 미국 연준의 테이퍼링 시사로 인해 증시 변동성이 높아진 상황에서, 안정적인 배당 수익을 얻을 수 있는 리츠로 투자자들의 관심이 몰렸다. 또한, 디앤디플랫폼리츠와 SK리츠 등 대형 스폰서의 지원을 받는 리츠가 많아지며 리츠의 안정성과 신뢰도에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 이러한 상황 속에서, 하반기 예정된 신규 리츠 IPO는 상장 리츠 시장의 성장을 가속화할 것으로 전망한다.

**SK리츠 흥행 대박, 공모 리츠 흥행의 신호탄?**

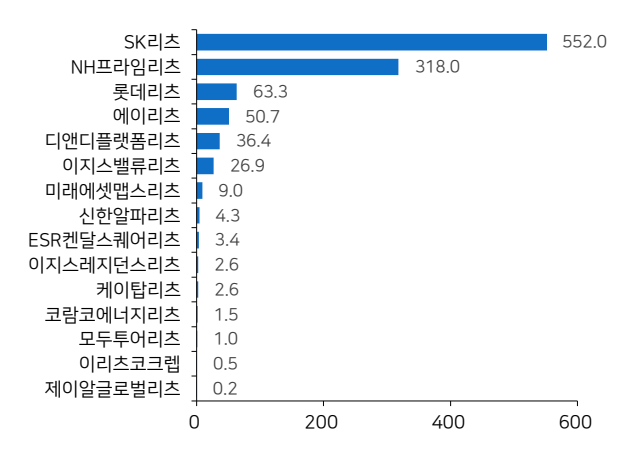
SK리츠 청약 경쟁률 552:1

552대 1. 지난 8월 30일부터 9월 1일까지 일반 투자자들을 대상으로 진행한 SK리츠의 공모주 청약 경쟁률이다. 이는 공모 리츠 기준 역대 최고 경쟁률이며, SK그룹 IPO 사상 최대 경쟁률이기도 하다. 청약 증거금 또한 19조 2,556억원으로 기존에 7조 7,499억원으로 상장 리츠 중 가장 많은 증거금을 모았던 NH프라임리츠의 기록을 경신하며 '흥행 대박'을 터뜨렸다.

하반기 신규 리츠 IPO:  
공모 리츠 흥행의 신호탄?

지난 8월 27일 오피스, 물류센터 등 멀티 에셋을 기초로 한 디앤디플랫폼리츠의 상장을 시작으로, 9월 SK리츠의 상장을 앞두고 있고 신한서부터엔디리츠, 미래에셋글로벌리츠, NH올원리츠, 마스틴프리미어제1호리츠가 올해 하반기 상장 예정이다. 최근 리츠에 대한 시장 관심도가 높아진 상황에서 신규 리츠 상장이 공모 리츠 흥행의 신호탄이 될 수 있을지 귀추가 주목된다.

그림1 공모 리츠 청약경쟁률 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 2021 하반기 기상장 및 상장예정 리츠 목록

리츠명	상장시기	주요 투자자산
디앤디플랫폼리츠	8월27일	세미콜론 문래(오피스), 백업 파스토 물류센터, 일본 아마존 오다와라 물류센터
SK리츠	9월 중순	SK서린빌딩, SK에너지 주유소 116곳
신한서부티엔디리츠	11월	서울 용산 드래곤시티호텔, 인천 스퀘어원(쇼핑몰)
미래에셋글로벌리츠	11월	미국 플로리다 페덱스 물류센터, 미국 텍사스주 아마존 물류센터
NH올원리츠	연말	성남 분당스퀘어, 서울·수원 엠디엠타워, 인천 도지 물류센터
마스턴프리미어제1호리츠	연말	프랑스 크리스탈파크 오피스, 인천 쿠팡 물류센터

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 한국 리츠의 역사

#### 리츠의 정의

리츠(REITs: Real Estate Investment Trusts)는 다수의 투자자에게 자금을 모아 대부분의 투자자금을 부동산 또는 부동산 사용에 관한 권리 등에 투자하고, 투자한 부동산의 운용 및 개발수익을 투자자에게 분배하는 부동산 간접투자 기구이다. 소액으로 부동산에 투자해 임대수익과 매각 차익을 얻을 수 있다는 점에서 부동산 펀드와 유사하지만, 부동산 펀드에 비해 투자 기간이 짧고 유동성이 높다는 특징이 있다.

#### 리츠의 유형

리츠는 구조적으로 크게 3가지 유형으로 구분된다. 리츠 회사가 직접 투자·관리하는 자기관리리츠, 외부 자산관리회사(AMC)가 투자·관리하는 위탁관리리츠, 기업의 자산 유동화라는 목적으로 활용되는 기업구조조정리츠이다. 국내 리츠는 2001년에 처음 도입되어 외환 위기 이후 유동성 문제를 겪은 기업들의 자산 유동화를 목적으로 한 기업구조조정리츠 중심으로 성장하였다.

#### 사모 리츠 중심의 성장

상업용 부동산에 투자하는 경우 기관들 위주의 사모 리츠 형태로 투자가 이어졌고, 국토교통부가 설립 규제 문턱을 낮추자 2010년부터는 일부 자기관리 리츠가 상장하며 공모 리츠 시장 활성화의 신호탄을 쏘았다. 하지만 2011년 다산리츠의 배임사건, 골든나래리츠의 주가조작 등 일부 기업의 도덕적 해이 문제가 연이어 발생해 리츠의 상장요건이 강화되며 공모리츠는 도태되고 사모리츠를 중심으로 성장하였다.

#### 상장 리츠 활성화 방안에 따라 공모 리츠 비중 증가

이후 2014년, 대부분 사모로 발행된 LH공사의 임대주택리츠를 중심으로 리츠 시장의 성장이 지속되었다. 2018년에는 국토교통부의 공모·상장 리츠 활성화 방안에 따라 상장 규정 개선, 투자자산 취득지원, 재투자 규제 완화 등을 통해 시장 활성화를 유도하였다. 그 결과, 2018년 이후에만 10개의 공모 리츠가 상장하며 시장에서 공모 리츠의 비중이 높아졌다.

2020년, 코로나 바이러스로 인해 시장에서 소외된 상장 리츠

하지만 2020년, 코로나19 바이러스로 인해 오피스 공실률이 높아지고 대면 접촉 활동이 감소하면서 호텔·상가 등 상업용 부동산 시장에 대한 전망이 어두워졌다. 또한 임차인의 임대료 지급능력 악화와 배당 축소 우려, 그리고 성장주 강세 기조가 이어지며 신규 상장 리츠의 청약 미달 사태가 발생하는 등 시장에서 소외되었다.

표2 리츠, 부동산펀드 비교

구분	리츠	부동산펀드
도입	2001년	2004년
주무부처	국토교통부	금융위원회
투자방식	부동산투자회사법	간접투자자산운용
투자대상	부동산 투자회사, 투자회사가 관리하는 여러 개의 부동산 자산	실물자산, 하나의 부동산 자산
환매	자유로움, 환매수수료 없음	불가능, 높은 수수료(10% 내외) 부담
수익	임대료 및 매각차익에 따른 배당, 시세 차익	임대료, 청산 시 매각 차익 등
기간	원할 때 매매	3~5년 만기
세제혜택	90% 이상 배당시 법인세 비과세(자기관리리츠 제외)	90% 이상 배당시 법인세 비과세

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

표3 유형별 리츠 비교

종류	자기관리리츠	위탁관리리츠	기업구조조정리츠
투자대상	일반부동산 / 개발사업	일반부동산 / 개발사업	기업구조조정용 부동산
영업개시	국토교통부 영업인가(공모, CR리츠는 금융위 사전협의)		
설립주체	발기인(발기설립)		
감독	국토부, 금융위		
회사형태	실체회사(상근 임직원)	명목회사(상근 없음)	명목회사(상근 없음)
최저자본금	70억원	50억원	50억원
주식분산	1인당 50%이내	1인당 50%이내	제한 없음
주식공모	주식 총수의 30%이상	주식 총수의 30%이상	의무사항 아님
상장	요건 충족시	요건 충족시	의무사항 아님
자산구성	부동산: 70% 이상(부동산, 부동산 관련 증권 및 현금 80%이상)	부동산: 70% 이상(부동산, 부동산 관련 증권 및 현금 80%이상)	기업구조조정 부동산: 70% 이상(부동산, 부동산 관련 증권 및 현금 80%이상)
자산운용 전문인력	5인 (리츠 상근 고용)	자산관리회사(5인)에 위탁운용	자산관리회사(5인)에 위탁운용
배당	50%이상 의무배당(초과배당 가능), (2021년 12월 31일까지)	90%이상 의무배당 (초과배당 가능)	90%이상 의무배당 (초과배당 가능)
처분제한	1년	1년	제한없음
	개발사업후 분양하는 경우에는 처분 제한기간 없음		
자금차입	자기자본의 2배이내(주총 특별결의시 10배)		

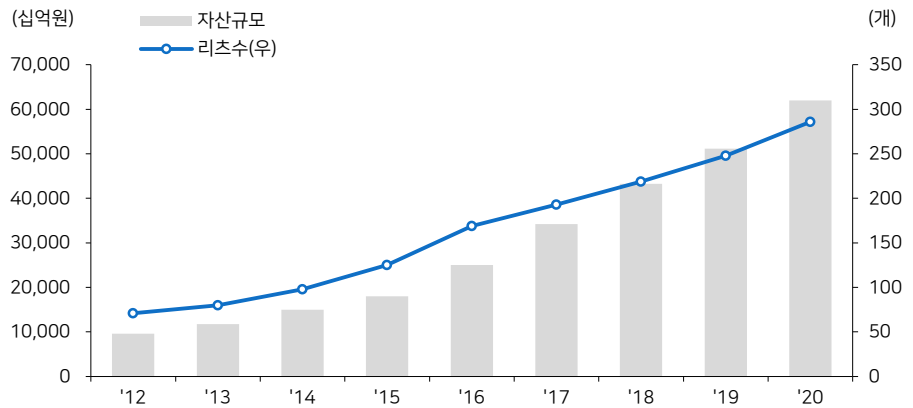
자료: 리츠정보통계시스템, 메리츠증권 리서치센터

**표4 2011. 6. 15 리츠 관리 감독 강화방안**

- 자기관리 리츠 영업인가 심사시 인허가 부서 협의 및 현장실사 의무화, 사업대상 부동산 감정평가 의무화, 초기사업 변경 엄격 제한
- 리츠 정기조사·불시검사 등 상시감독체계 구축 및 준법감시인의 내부검토 등 준법감시활동 강화, 인감관리 업무 외부위탁 권고
- 자기관리리츠에 대한 주식시장 상장요건 강화

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 리츠 수 및 자산 규모 추이**



자료: 리츠정보통계시스템, 메리츠증권 리서치센터

**상장 리츠 시장, 성장을 위한 무대 마련**

경제 활동 정상화에 따라 리츠에 대한 관심 증가

2021년 백신이 보급되며 코로나 바이러스로부터 경제가 빠르게 회복하며 상황이 변했다. 경제 활동이 활성화되고 오피스 공실률이 정상 수준을 회복했으며, 비대면 거래 확산으로 이커머스 시장이 발달하며 물류센터에 대한 관심이 증가하였다. 그 결과, 2020년 한 해 동안 소외되었던 리츠는 호텔, 리테일 등 경기에 민감한 섹터와 물류센터 리츠를 중심으로 회복하며 21년 이전에 상장한 13개 공모 리츠의 연초대비 수익률은 20.7%를 기록하며 코스피 수익률인 11.6%를 크게 상회했다.

변동성이 큰 증시에서 안정적인 수익 창출 가능

미국 연방준비제도의 테이퍼링 시사 또한 상장 리츠 시장에 긍정적으로 작용할 수 있다. 금리 인상과 테이퍼링 우려로 증시 변동성이 높아진 상황에서 안정적인 배당 수익을 얻을 수 있는 리츠로 투자자들의 관심이 몰릴 것으로 전망된다. 2020년 말 운용중인 리츠의 평균 배당 수익률은 8.3%, 상장 리츠의 평균 배당 수익률은 7.13%로 나타났으며, 해산한 리츠까지 고려했을 때 평균 배당 수익률은 12.3%를 기록했다. 2020년 신규 상장한 6개 리츠의 상장시점이 하반기에 몰려 정상적인 배당이 이뤄지지 못한 점을 감안한다면, 올해부터는 상장 리츠 수익률이 더욱 개선될 것으로 전망된다.

또한 ESR켄달스퀘어리츠, 디앤디플랫폼리츠와 SK리츠 등 스폰서 리츠가 확대되고 있다는 점도 긍정적이다. 스폰서 리츠란, 대기업, 대형은행 및 정부 관계기업들

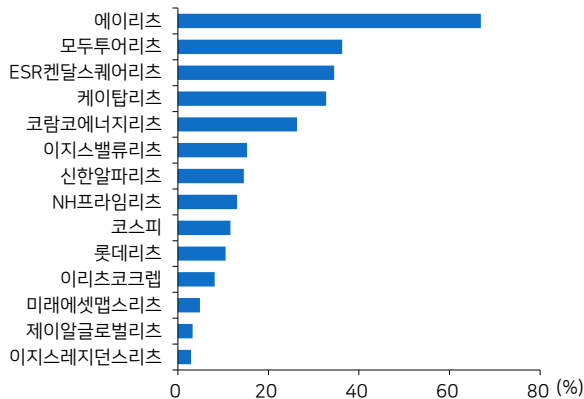
스폰서 리츠 증가

이 리츠의 구성 및 운용을 주도하는 스폰서로 참여하여 운영을 이끄는 것이다. 국내와 비슷한 시기에 리츠를 도입한 일본과 싱가포르의 경우, 스폰서 리츠를 바탕으로 크게 성장하였다. 스폰서가 보유자산을 이양하거나 리츠의 자금 조달을 지원하기 때문에 리츠의 안정성과 신뢰도를 높여 투자자들의 시장 참여를 이끌 수 있다.

상장 리츠 시장에 새 바람을 불러올 하반기 신규 리츠 IPO

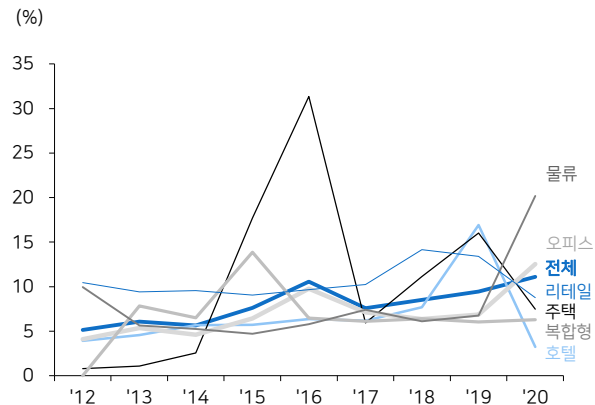
장기간 시장에서 소외되었던 상장 리츠 시장이 반등의 조짐을 보이고 있다. 경제는 코로나19로부터 빠르게 회복하고 있으며, 테이퍼링 우려로 변동성이 높아진 시장에서 안정적인 수익을 얻을 수 있다는 점에서 투자자들의 관심이 커지고 있다. 또한, 대형 스폰서를 기반으로 한 스폰서 리츠의 확대로 안정성과 신뢰도를 확보하고 있다는 점에서 투자 매력도 증가하고 있다. SK리츠와 ESR켄달스퀘어리츠 등 보유 자산의 퀄리티가 높아지고 있고 국내 및 해외의 다양한 자산을 적극적으로 편입하고 있다는 것도 긍정적이다. 올해 들어 진행된 2건의 리츠 IPO가 성황리에 마무리된 상황에서, 하반기 예정된 신규 리츠 IPO는 상장 리츠 시장에 새 바람을 불어넣을 것으로 전망한다.

그림3 2021년 상장 리츠 및 코스피 연초대비 수익률



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 리츠 배당수익률 추이



자료: 리츠정보통계시스템 메리츠증권 리서치센터

표5 한국, 일본, 싱가포르 상장 리츠 규모 비교

	한국	일본	싱가포르
도입시기	2001년	2000년	2002년
상장리츠 시가총액 (백만달러)	3.97	140.19	77.98
증권시장 시총 중 상장리츠 비중	0.20%	3.70%	12.00%
상업용 부동산리츠 규모 대비 상장리츠 규모	0.70%	11.20%	35.30%

주: 2020년 말 기준

자료: EPRA, KCM 메리츠증권 리서치센터



### Appendix: 상장 리츠 현황

표6 상장 리츠 현황						
리츠명	상장일	AMC	투자 섹터	시가총액 (십억원)	2020년 배당 수익률 (%)	투자자산
에이리츠	2011-07-14	-	복합형	48.9	8.7	e편한세상문래 에듀플라츠, 대구 주상복합신축사업, 삼성생명 상계사옥, 삼성생명 광명 사옥
케이탑리츠	2012-01-31	-	복합형	79.5	6.7	주디스태화(본관), 완정빌딩, 화정빌딩, 미원빌딩, 서초빌딩, 김포빌딩, 판교산운 아펠바움, AJ빌딩
모두투어리츠	2016-09-22	-	호텔	31.3	5.1	스타즈호텔 명동 1호점, 스타즈호텔 명동 2호점, 스타즈호텔 동탄점, 스타즈호텔 독산점, 해동본타워, 홈플러스 5개 지점
이리츠코크렙	2018-06-27	코람코자산신탁	리테일	377.5	3.2	NC백화점 야탑점, 뉴코아아울렛 일산점, 뉴코아아울렛 평촌점, 2001 아울렛 중계점, 2001 아울렛 분당점
신한알파리츠	2018-08-08	신한리츠운용	오피스	429.1	2.3	크라프톤타워, 더프라임타워, 대일빌딩, 트윈시티 남산, 신한L타워, 삼성화재 역삼빌딩
롯데리츠	2019-10-30	롯데에이엠씨	리테일	1,372.8	3.0	롯데백화점 강남점, 롯데백화점 구리점, 롯데백화점 광주점, 롯데백화점 창원점, 롯데백화점 의왕점, 롯데마트 서청주점/롯데아울렛 청주점, 롯데마트 대구 율하점/롯데아울렛 대구 율하점, 롯데마트 장유점
NH프라임리츠	2019-12-05	NH농협리츠운용	오피스	89.7	2.6	서울스퀘어, 강남N타워, 삼성SDS타워, 삼성물산 서초사옥
이지스밸류리츠	2020-07-16	이지스자산운용	복합형	132.7	3.0	태평로빌딩, 여주 쿠팡물류센터
이지스레지던스리츠	2020-08-05	이지스자산운용	주택	105.1	2.6	부평 더샵 민간임대주택
미래에셋맵스리츠	2020-08-05	미래에셋자산운용	리테일	100.1	2.7	광고 센터럴 푸르지오시티 상업시설
제이알글로벌리츠	2020-08-07	제이알투자운용	오피스	881.0	2.9	Finance Tower Complex
코람코에너지리츠	2020-08-31	코람코자산신탁	리테일	427.5	2.7	전국 187개 주유소의 토지, 건물, 구축물 등
ESR켄달스퀘어리츠	2020-12-23	켄달스퀘어리츠운용	물류	949.8	2.1	부천 물류센터(저온), 고양 물류센터, 용인 물류센터1, 용인 물류센터2, 용인물류센터3, 이천 물류센터1, 이천 물류센터2, 김해 물류센터1, 이천 물류센터3, 이천 물류센터4, 평택 물류센터, 안성 물류센터
디앤디플랫폴리츠	2021-08-27	디앤디인베스트먼트	복합형	345.8	-	세미콜론 문래, 백암 FASSTO 1센터, 글로벌 이커머스사 일본 허브 물류센터

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

원문: Korea hails first REIT to hit stock market this year-The investor