

<박사학위논문 소개>

**아시아 스폰서 리츠의 대리인 문제에 관한 실증분석 : 성과, 위험, 유동성을 중심으로\***

An Empirical Study on the Agency Problem of Asian Sponsor REITs : Focused on Performance, Risk, and Liquidity

저 자: 한 광 호 (Han, Gwangho)\*\*

지도교수: 노 승 한 (Ro, Seunghan)\*\*\*

아시아 리츠는 스폰서의 존재를 특징으로 한다. 스폰서와 리츠는 외견상 독립된 회사이지만 투자자이자 거래상대방인 스폰서가 운용사를 소유함으로써 리츠의 경영에 강한 영향력을 행사할 수 있는 구조를 가진다. 이러한 구조는 스폰서와 리츠 투자자 사이에 이해상충을 유발하며, 대리인 문제를 발생시킬 수 있다. 아시아 리츠에 관한 기존 문헌은 아시아 리츠의 구조적 문제점과 스폰서와 리츠 사이에 발생하는 부적절한 거래 행위들을 지적하며, 대리인 문제를 경고한다. 그러나 스폰서가 리츠에 자산 파이프라인과 보증 효과(투자 안정성)를 제공하는 역할을 하여 긍정적인 영향을 미치고, 리츠가 제도적으로 강한 투자자 보호를 갖추고 있어 대리인 문제가 없을 수 있다는 반론도 존재한다.

아시아 리츠 시장에서 스폰서가 가지는 지위와 영향력을 고려할 때, 스폰서의 영향력을 정확하게 이해하는 것은 아시아 리츠에 대한 정확한 분석과 투자 의사 결정, 나아가 관련 제도의 보완과 개선을 위해 중요하다. 이에 본 연구에서는 아시아 리츠 시장에서 스폰서의 역할에 대해 심층적인 분석을 시도하였다.

첫 번째 분석은 Dimson(1979)의 수정 CAPM으로 추정된 시장 초과 수익률과 시장위험에 스폰서 지분율이 미치는 영향력을 분석한다. 분석 결과 스폰서 지분율의 상승은 시장 초과 수익률을 상승시키지만, 일정 수준을 넘는 경우 부정적인 것으로 나타나 침해가설(Entrenchment effect)을 지지하였다. 또한, 스폰서 지분율의 상승인 시장위험을 상승시켜 위험을 높이는 것으로 분석된다. 이는 위험-성과 교환관계(Risk Return Trade off)에 따라 스폰서에 의한 성과상승 만큼 위험이 비례하여 상승함을 의미한다. 즉, 스폰서가 제공하

는 것으로 알려진 보증효과가 시장위험 측면에서 확인되고 있지 않음을 뜻한다.

두 번째 분석은 극단적 확률로 발생하는 주가급락위험에 대한 스폰서의 영향력을 분석한다. 분석 결과 스폰서 지분율의 상승은 주가급락위험을 낮추며, 이 효과는 스폰서가 정부와 관련된 경우 더 강한 것으로 분석된다. 이는 스폰서 지분율의 상승이 이해관계를 일치시켜 대리인 문제를 완화하고 있음을 의미한다. 또한, 스폰서에 의한 보증 효과가 시장위험과 같은 일상적 수준의 위험이 아닌 주가급락위험과 같은 극단적 확률의 위험에 대해 제공됨을 의미한다.

세 번째 분석은 정보거래와 관련된 대리인 문제의 가능성을 분석한다. 스폰서가 내부정보를 이용해 정보 거래를 하는 경우 리츠의 시장 유동성을 낮출 수 있다. 본 연구는 개별 리츠의 유동성 마찰을 실질 마찰과 정보 마찰로 분해한 뒤 스폰서 지분율이 정보 마찰을 발생시키는지 분석한다. 분석 결과 스폰서에 의한 정보 마찰이 관찰되고 있어, 유동성 측면에서 대리인 문제가 나타나고 있음을 확인하였다.

본 연구의 결과는 아시아 리츠의 스폰서에 대한 이해를 확장하고, 스폰서가 리츠에 미치는 이질적인 영향력을 실증적으로 밝힘으로써 투자 의사 결정 및 제도 개선과 보완을 위한 중요한 근거를 제공한다.

주제어 : 아시아 리츠, 스폰서, 대리인 문제, 주가급락 위험, 유동성 마찰

Keyword : Asian REITs, Sponsor, Agency Problem, Stock Price Crash Risk, Liquidity Friction

\* 본 논문은 필자의 건국대학교 박사학위 논문인 한광호(2020), '아시아 스폰서 리츠의 대리인 문제에 관한 실증분석'을 요약한 것이다.

\*\* 본 학회 정회원, 건국대학교 박사, realestatepro@hanmail.net

\*\*\* 본 학회 정회원, 건국대학교 부동산학과 교수, shro@konkuk.ac.kr