부동산학연구 제28집 제2호, 2022. 6, p. 95 http://dx.doi.org/10.19172/KREAA.28.2.7
Journal of the Korea Real Estate Analysts Association
Vol.28, No.2 2022. 6, p. 95

<박사학위논문 소개>

미국 리츠 시장의 꼬리 위험*

Tail Risk in the US REITs Market

저　　자: 송 정 섭 (Song, Jeongseop)**
지도교수: Liow, Kim Hiang***

지난 2007-2009 금융위기부터 최근 코로나 시기까지 미국 주식시장에 상장된 리츠들은 비금융 주식들보다 더 큰 변동성을 보여줬다. 실물자산을 기반으로 상대적으로 안정적인 현금 흐름을 가졌음에도 불구하고 리츠는 다른 산업보다 더 높은 주가 위험을 보였다. 이에 본 연구는 미국 리츠의 꼬리 위험의 특성과 영향에 대한 조사를 목적으로 네 장의 실증적 연구를 다뤘다.

첫 번째 장에서 지역 시장의 불확실성이 꼬리 위험에 미치는 영향을 조사하였다. 이를 위해 연간 사업보고서에 나온 지리적 정보를 바탕으로 지역적 불확실성 노출(LUE)을 측정했다. 불확실성의 영향을 살펴본 결과 LUE가 높은 리츠가 더 높은 꼬리 위험을 가졌다. 추가로 2012년 뉴욕에서 일어난 허리케인 Sandy를 외생적 충격으로 사용하여 지역 시장 불확실성의 인과적 영향을 테스트했다. 그 결과 허리케인에 인접한 리츠는 직접적인 재난 피해가 없었지만 더 높은 꼬리 위험을 보였다.

두 번째 장에서는 꼬리 위험이 리츠시장에서 어떻게 상호 영향을 주는지 분석하였다. 리츠 시장의 꼬리위험 상호의존성은 경기변동에 역순환적이고 전체 주식시장의 불확실성으로부터 주로 영향을 받았다. 또한, 같은 S&P 지수에 편입된 리츠들의 꼬리위험이 더 강한 공행을 보인다는 것을 발견했다. 이러한 공행은 본사 위치와 부동산 섹터를 공통으로 하는 리츠들 사이에서도 발견됐다. 마지막으로, 꼬리 위험 네트워크 분석을 통해 리츠의 부동산 섹터 간 꼬리 위험이 이질적인 군집을 형성한다는 것을 보여줬다.

세 번째 장은 꼬리 위험의 주가 반영성에 대해 조사했다. 구체적으로, 산업 기반 꼬리 의존성 리스크가 주식 수익률에 미치는 영향을 분석했다. 이를 위해 개별 종목의 꼬리위험 노출을 여러 업종에 포착하는 새로운 꼬리위험 의존성 측정인 산업꼬리노출위험(ITER)을 제안했다. 실증자산가격결정 실험의 결과로 우선 ITER이 높은 리츠가 ITER이 낮은 리츠보다 더 높은 미래 수익률을 보여준 다는 것을 입증했다. ITER 프리미엄은 대형주, 가치주, 고수익주에 더 강하게 나타났고 시장 불황기에 더 높게 나타났다.

마지막으로 꼬리위험 분산화 방법에 대해 연구하고 본 논문을 마무리했다. 이 장에서는 리츠 투자자들이 리츠가 큰 손실을 보인 날에 상대적으로 더 나은 수익률을 보인 산업과 안전자산에서 위험 분산효과를 얻을 수 있었는지 조사했다. 이를 위해 “flight-from-target”이라는 투자 알고리즘을 바탕으로 포트폴리오 전략을 제시했다. 결과에 따르면 제안된 포트폴리오는 리츠의 꼬리 위험을 최소 20%까지 감소시켰다. 위험-수익률을 바탕으로 한 효율성도 개선되었다. 또한 포트폴리오 이익은 불황 시기에 크게 증가했다. 이 포트폴리오 전략은 다른 산업에서 더 높은 이익을 가져다줬다.

주제어 : 꼬리위험, 리츠, 위험원인, 위험프리미엄, 위험분산
Keyword : Tail Risk, REITs, Risk Source, Risk Premium, Risk Diversification

---

* 본 논문은 필자의 싱가포르국립대학교 박사학위 논문인 송정섭(2021), ‘미국 리츠시장의 꼬리위험’을 요약한 것임.
** 본 학회 정회원, 싱가포르국립대 박사, js.song@u.nus.edu
*** 싱가포르국립대 부동산학과 교수, bizkhl@nus.edu.sg