

국내 상장리츠 재무안정성의 구조적 제약요인 분석 및 제언

- 지속가능한 성장기반 마련에는 재무안정성 제고를 위한 정책 지원 필요

2026.04.15

금융2실

오지민 수석연구원
02-787-2328
jimin.oh@kisrating.com

금융2실

전세완 수석연구원
02-787-2354
sewan.jeon@kisrating.com

금융2실

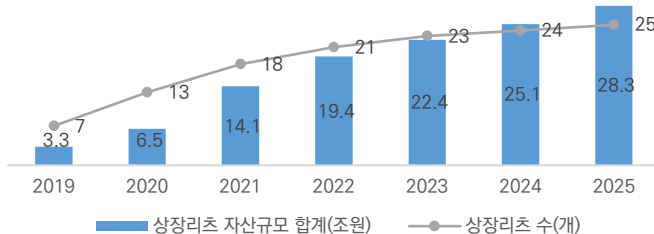
전지훈 실장
02-787-2243
jihoon.jeon@kisrating.com

Executive Summary

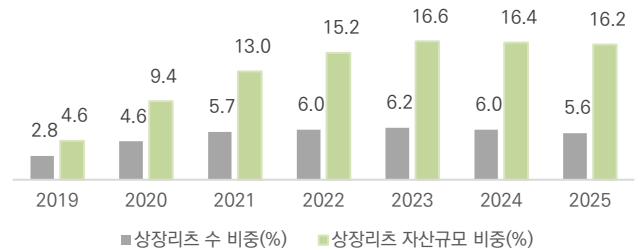
▣ 국내 상장리츠 시장의 외형 성장

정부의 정책적 지원과 저금리·고유동성 금융환경을 바탕으로 국내 상장리츠 시장은 빠르게 성장하였다. 2019년 말 기준 7개에 불과하던 국내 상장리츠의 수는 2025년 말 25개까지 늘어났으며, 자산총계는 28조원을 상회하고 있다. 상장 종목 수와 자산 규모가 확대되면서 상장리츠는 자본시장 내 부동산 간접투자 수단으로서 일정 수준의 시장 기반 또한 형성된 것으로 판단된다.

국내 상장리츠 수 및 자산규모 합계 추이



리츠 시장 내 상장리츠 비중



주) 2025년 자산총계는 9월 말 기준

자료: 한국리츠협회

자료: 국토교통부 리츠정보시스템

▣ KIS Coverage 리츠¹를 중심으로 살펴본 국내 상장리츠의 재무안정성 저하

국내 상장리츠의 성장은 견고한 차입구조 형성 등 재무안정성 제고와 동일선상에서 이어진 것은 아니었다. 정부의 정책 지원과 저금리·고유동성 시장환경을 기반으로 국내 상장리츠의 외형은 크게 확대되었으나, KIS Coverage 리츠를 중심으로 분석한 결과 2022년부터 본격화된 시중 금리 상승 등의 영향으로 전반적인 재무지표가 빠르게 저하되면서 신용도에 부담 요인으로 작용하고 있다.

① EBITDA/금융비용 지표 하락

KIS Coverage 리츠의 평균 EBITDA/금융비용 지표는 금리상승이 본격화되었던 2023년부터 2배 수준으로 하락하였다. 이는 보유 자산 현금 흐름의 변화는 크지 않은 가운데, 저금리 시기에 조달하였던 차입부채의 리파이낸싱 과정에서 금리부담이 빠르게 증가하였기 때문이다.

② 재무완충력 저하

배당을 통한 자금유출이 지속되면서 현금흐름이 내부에 충분히 유보되지 못하였으며, 외부적으로는 추가약세로 유상증자를 통한 자본확충 기 능도 약화되었다. 최근까지도 유상증자에 대한 시장의 부정적 인식이 이어지면서, 업권 전반의 재무완충력 회복을 제약하고 있다.

③ 자산가치 대비 차입부담 확대

해외 자산을 편입한 KIS Coverage 리츠를 중심으로 자산가격 조정과 차입부채 확대가 동시에 나타나면서 자산가치 대비 차입부담이 증가하였다. 국내와 달리 해외의 경우 금리요인 외에도 공실률 상승, ESG 요건 강화 등이 자산가치 하락에 영향을 미쳤으며, 여기에 투자금 환해지 계약에서 정산금 납입 등이 겹치면서 차입규모 또한 더욱 확대되었다.

④ 시장성 차입부채 증가

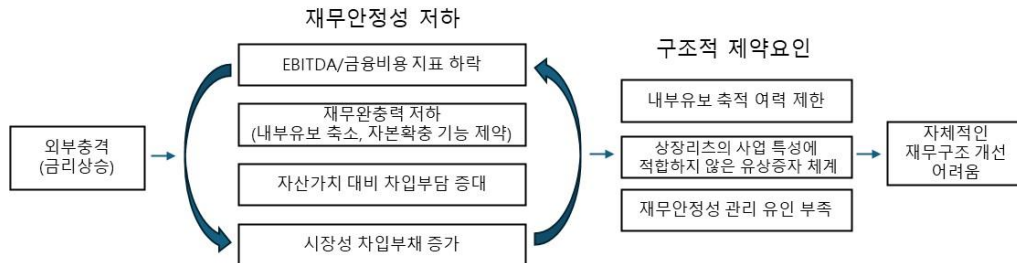
회사채·단기사채 등 시장성 차입부채 비중이 빠르게 확대되고 있다. 이는 조달수단을 다변화하고 금융비용 부담을 줄이기 위한 대응으로 볼 수 있으나, 시장성 차입은 금융시장 여건과 투자수요 변화에 대한 민감도가 높아 중장기적으로는 차환부담과 유동성리스크를 키우는 요인이다.

¹ KIS Coverage 리츠는 2025년 말 기준 당사 유효 신용등급 보유 8개 상장리츠를 의미하며, 세부 현황, 재무분석의 주요 가정 등은 7p를 참고 바란다.

■ 국내 상장리츠 재무안정성의 구조적 제약요인 분석

2022년 이후 금리상승은 재무안정성을 저하시키는 직접적 원인이었으며, 각 요인들은 서로 영향을 미치며 재무부담을 누적시켰다. 문제는 개별업체의 자체적인 개선여력이 구조적으로 제약됨에 따라, 재무안정성 저하가 일시적 현상에 그치지 않을 뿐더러 반복될 가능성이 크다는 점이다. 금리는 재무안정성 저하를 초래하는 외부변수였을 뿐, 근본적인 원인은 재무안정성 개선을 제약하는 구조적 요인에 있다고 판단된다.

상장리츠 재무안정성 저하와 구조적 제약요인의 관계



① 내부유보 축적 여력 제한

국내 상장리츠는 제도 및 관행상 내부 유보 축적이 구조적으로 제한되어 있다. 이에 따라 자본이 충분히 축적되지 못해 금리상승, 리파이낸싱, CAPEX, 환헤지 정산 등 자금수요에 대응할 완충력을 확보하지 못하고 있다. 특히 감가상각비와 자산매각차익까지 배당재원으로 활용하는 체계는 차입금 상환과 재투자 자원 확보 등을 어렵게 하며, 중장기적으로 재무적 유연성과 배당의 지속가능성을 저하시키는 요인으로 작용한다.

② 상장리츠의 사업 특성에 적합하지 않은 유상증자 체계

상장리츠의 유상증자는 일반 기업과 달리 신규 자산편입, 기존 차입금 상환 등으로 즉시 투자효과가 나타난다는 점에서 큰 차이가 있다. 그러나 국내 제도는 주주배정방식과 발행가액 산정 관행으로 인해 자산 매입 시점과 자금조달 시점 간 불일치가 발생하고, 증자 공시 이후 주가 하락이 반복되는 구조를 갖고 있다. 이에 적기 자본조달이 어려워지고, 시장성 차입의존 확대 등으로 조달구조 불안요인이 누적되는 상황이다.

③ 재무안정성 관리 유인 부족

높은 배당성향, 위탁관리 구조 하에서 자산규모 확대 등과 연동된 자산관리회사(AMC) 보수체제로 인해 국내 상장리츠는 재무안정성 관리보다 단기적 배당 유지와 외형 확대에 유인이 쏠리기 쉽다. 실제 일부 상장리츠는 재무완충력이 약화된 상황에서도 유상증자 대금, 미실현이익, 차입 등을 활용해 높은 배당률을 유지하였다.

■ 상장리츠의 지속가능한 성장기반 강화를 위한 제언

첫째, 상장리츠의 내부유보 여력을 높이는 방향의 제도 정비가 필요하다. 높은 배당은 리츠의 투자매력을 구성하는 핵심이지만, 일정 범위의 내부유보가 허용되지 않으면 손실흡수력과 재투자여력은 계속 취약할 수밖에 없다. 초과배당은 차입금의존도 등 일정 지표를 충족할 경우에 활용하도록 하거나, 자산매각차익은 배당으로 자동 유출되지 않고 필요시 내부유보될 수 있도록 배당가능이익 산식을 합리화할 필요가 있다.

둘째, 자본확충 체계 개선이 필요하다. 절차 간소화, 가격결정 및 발행방식의 유연화 등을 통해 상장리츠가 유상증자를 통해 자산편입 시점과 자금조달 시점을 보다 정교하게 맞추고 필요한 투자자금을 충당할 수 있도록 제도를 개선할 필요가 있다.

셋째, 재무안정성 관리 유인을 제도적으로 강화할 필요가 있다. 신규 자산편입 과정에서 일정 수준의 자기자본 투입을 유도하거나, 성과 등 평가 시 레버리지와 이자상환능력 등을 함께 점검하는 관리체계를 도입해, 상장리츠 및 AMC가 배당여력뿐 아니라 차입구조의 안정성과 상환능력도 함께 고려하도록 해야 한다.

■ 마치며

국내 상장리츠 시장은 정책적 지원과 투자자 저변 확대를 바탕으로 외형을 키워왔다. 그러나 2022년 이후 금리상승이라는 시장충격을 소화하는 과정에서 그 성장의 기반이 얼마나 취약했는지를 보여주었다. 내부 유보 축적 여력 제한, 비효율적인 자본확충 체계 등 구조적 제약요인은 외부 충격을 흡수하기보다 재무안정성 저하를 반복시키는 방향으로 작용하고 있다. 따라서 정책적 측면에서 앞으로의 과제는 단순한 시장 확대가 아니라, 지속가능한 성장 기반을 재구축하는 데 있다. 이는 본문에서 제시한 배당체계의 합리화, 증자제도 개선, 재무안정성 중심의 관리체계 도입 논의와도 궤를 같이한다.

2026년은 상장리츠 업권이 개별 리츠사의 재무관리 노력과 함께 제도 개선을 통해 외형 성장 중심의 단계에서 벗어나 질적 성장 기반을 마련해 나가는 중요한 전환점이 되기를 기대한다. 재무안정성과 성장 간의 균형을 회복할 수 있을지 여부가 향후 국내 상장리츠 시장의 중장기 경쟁력을 좌우할 것으로 판단된다.

Contents

1. 들어가며	3
2. 국내 상장리츠 시장의 현황 및 성장배경	4
3. KIS Coverage 리츠를 중심으로 살펴본 국내 상장리츠의 재무안정성 변화	7
4. 국내 상장리츠 재무안정성의 구조적 제약요인 분석	12
5. 상장리츠의 지속가능한 성장기반 강화를 위한 제언	17
6. 마치며	21

1. 들어가며

국내 상장리츠 시장
외형 확대

국내 상장리츠 시장은 정부의 리츠 활성화 정책과 우호적인 금융환경을 바탕으로 성장해 왔다. 상장 종목 수와 자산 규모가 확대되면서 자본시장 내 부동산 간접투자 수단으로서의 기반도 점차 강화되었다. 과거 사모 중심으로 형성된 리츠 시장에서 상장리츠는 주식시장 내에서 거래가 가능한 부동산 투자기구라는 점에서 환금성과 접근성을 동시에 제공하며, 일반투자자의 부동산 투자 참여를 확대하는 제도 중 하나로 자리잡았다.

다만 외형 성장에도 불구하고 상장리츠의 재무안정성은 점차 약화되는 모습을 보이고 있다. 2022년 이후 금리 상승 국면에서의 차입부채 리파이낸싱으로 금융비용 부담이 확대되었고, 일부 리츠는 자산가치 대비 차입부채 부담이 증가하였다. 주가하락 등 비우호적인 금융환경이 이어지면서 유상증자를 통한 자기자본 확충 여건도 저하되었다. 시중금리가 안정화 단계로 전환된 2024년 이후에도 재무지표 개선은 제한적이었으며, 회사채·단기사채 등 시장성 차입 의존도 확대로 차환 위험도 증가하면서 신용도에 부담이 가중되고 있다.

재무안정성 제고를 위해
구조적 취약성 보완 필요

이러한 재무안정성 저하는 금리와 같은 대외환경 변화만으로 설명하기는 어렵다. 법적으로 요구되는 높은 의무배당수준과 유상증자 과정에서 반복적으로 나타난 주가하락으로 인해 금리상승기에 유연한 재무정책 변화를 통한 대응이 어려웠던 모습이 다수 관찰되는 등 제도적 요소 또한 영향을 미쳤기 때문이다. 따라서 향후 국내 상장리츠의 재무안정성 제고를 위해서는 개별 업체의 자체적인 대응뿐만 아니라, 성장과정에서 형성된 구조적 취약성을 보완하는 접근이 필요하다고 판단된다.

이에 본 고에서는 국내 상장리츠 시장의 성장 과정과 재무안정성 저하 양상을 정리하고, 재무구조 개선의 구조적 제약요인을 분석하였다. 그리고 이를 바탕으로 상장리츠 시장의 지속가능한 성장 기반을 마련하기 위해 필요한 제도적 보완 방향을 제시하고자 한다.

2. 국내 상장리츠 시장의 현황 및 성장배경

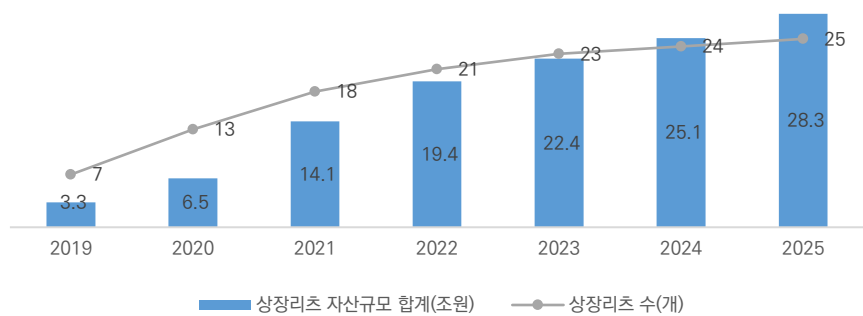
국내 상장리츠 현황

리츠(Real Estate Investment Trusts: REITs)는 부동산에 투자하여 운용하는 것을 주된 목적으로 하며, 보유자산에서 창출된 임대료 등 사업수익을 투자자에게 배당하는 투자회사다. 리츠는 부동산투자회사법에 의거하여 설립되며 자기관리 부동산투자회사, 위탁관리 부동산투자회사 및 기업구조조정 부동산투자회사로 구분되고, 배당가능이익의 일정 비율 이상을 투자자에게 배당할 의무²가 있다. 또한 동법 및 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 따라 자기자본 100억원 이상 등 상장 요건을 갖추게 된 때에는 지체 없이 증권시장에 상장하여야 한다.

리츠 수 증가, 자산 확대 등
국내 상장리츠 저변 확대

2019년 말 기준 7개에 불과하던 국내 상장리츠의 수는 2025년 말 25개까지 늘어났으며, 자산총계도 28조원 이상으로 확대되었다. 대기업 및 금융계열 자산운용사, 신탁사 등을 중심으로 신규 리츠 설립과 자산관리회사(이하 'AMC')의 참여³가 증가하면서 국내 상장리츠 시장의 저변이 빠르게 확장되었다.

국내 상장리츠 수 및 자산규모 합계 추이

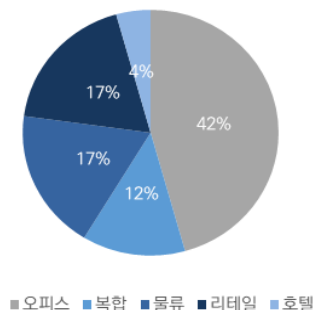


주) 2025년 자산총계는 9월 말 기준

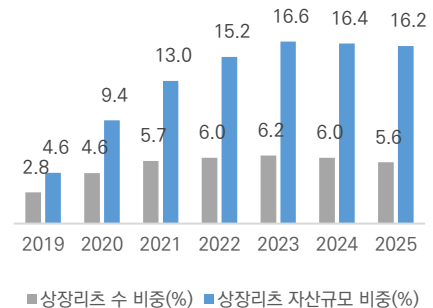
자료: 한국리츠협회

상장리츠의 주요 투자자산은 수요 등이 안정적인 국내 오피스를 중심으로 하고 있으며, 일부 리츠는 물류, 리테일, 호텔, 해외 오피스 등으로 투자대상을 다변화하고 있다. 아직까지 미국, 일본 등 주요 해외시장과 비교할 만한 수준⁴은 아니나, 비교적 빠른 기간 내 상장회사 수와 자산규모가 확대되면서 자본시장 내에서 부동산 간접투자 수단으로서 일정 수준의 시장기반을 형성하고 있는 것으로 판단된다.

상장리츠 투자자산 현황(2024년 말 기준)



리츠 시장 내 상장리츠 비중



주) 상장리츠 대표자산 기준

자료: 자본시장연구원

자료: 국토교통부 리츠정보시스템

² 부동산투자회사법 제28조에 따라 상법상 이익배당한도의 100분의 90 이상(자기관리 위탁관리회사는 100분의 50 이상)을 주주에게 배당하여야 한다.

³ 국내 상장리츠의 대부분은 위탁관리 부동산투자회사 구조이다. 이에 따라 상장리츠의 투자 및 운용업무는 AMC에 위탁되어 수행되고 있으며, 직접 인력 고용과 운용조직 부담이 상대적으로 낮은 구조를 보인다.

⁴ 미국 및 일본의 상장리츠 시가총액('24년 6월 말)은 약 1,845조원 및 127조원으로 국내('25년 말 9.5조) 대비 규모가 매우 크다.

정부 정책 지원을 바탕으로
2018년부터 상장리츠 시장
본격적으로 성장

상장리츠 시장의 성장배경 ① - 정부의 정책적 지원

국내 상장리츠 시장은 2018년에 발표된 정부의 '리츠 공모·상장 활성화 방안'을 시작으로 본격적인 성장을 시작하였다. 그 이전에도 공모리츠 활성화를 위한 세제지원과 제도 정비가 일부 이루어졌으나, 까다로운 상장 요건, 제한적인 투자 기반, 투자자 접근성 부족 등으로 인해 실질적인 시장 확대로 이어지지는 못하였다. 그러나 2018년 발표된 활성화 정책을 계기로 상장요건 개선, 주택도시기금을 통한 투자 촉진 등이 이루어지면서 신규 리츠의 상장이 늘어나고 투자자산 규모도 확대되기 시작하였다.

이후에도 정부 주도의 제도 정비가 이어졌다. 2019년에 발표된 '공모형 부동산간접투자 활성화 방안'에서는 공모형 리츠·부동산펀드에 투자하는 투자자에 대한 세제혜택을 확대하였으며, 2022년 발표된 '공모·상장 활성화를 위한 리츠제도 개선방안'은 리츠 특성에 맞지 않는 경직적 규제 완화, 공모시스템 개선 및 투자환경 정비, 투자자 보호 강화 등의 내용을 담았다. 이러한 일련의 정책 변화는 상장리츠의 설립, 상장, 자산편입 여건 등을 단계적으로 개선함으로써 상장리츠 시장 외형 확대의 중요한 배경으로 작용하였다.

2018~2022년 정부의 리츠 활성화 방안 주요 내용

구분	주요 내용
리츠 공모·상장 활성화 방안 (2018.12.19)	(1) 경직된 상장규제 개선 · 상장규정 정비(상장심사기간 단축, 우선주 상장 허용 등) (2) 운용지원 및 양질의 자산 확보 · 주택도시기금 여유자금의 리츠 투자 확대 등 (3) 투자상품·방법 다양화 · 母-子 리츠를 통한 공모·상장 리츠 활성화 등 (4) 건전성 강화 · 리츠의 신용평가제도 도입, 검사/감독 체계 개선
경제 활성화 및 국민의 소득증대를 위한 「공모형 부동산간접투자 활성화 방안」 (2019.09.11)	(1) 공공사업에 대한 참여 기회 확대 및 우량자산 공급 (2) 공모 투자자 및 공모리츠·부동산펀드에 대한 세제 혜택 · 부동산 간접투자자에 대한 배당소득세 분리과세 · 공모리츠·펀드 보유 부동산에 대한 재산세 분리과세 유지, 차별적 세제 지원 등 (3) 국민의 안전한 투자를 위한 투자환경 마련 · 공모리츠·펀드에 대한 신용평가 실행, 투자정보 제공 확대 등 (4) 다양한 상품개발 및 사업성 강화를 위한 규제 합리화 · 리츠·펀드간 상호 투자 및 재간접 투자 확대
공모·상장 활성화를 위한 리츠제도 개선방안 (2022.01.13)	(1) 리츠 특성을 고려한 경직적 규제 합리화 · 리츠 인가 시 관계기관 협의절차 간소화, 등록제도 개선 · 리츠의 특성을 고려한 지주회사 규제 합리화 (2) 상장리츠 활성화 및 투자환경 개선 · 국민의 리츠 투자수단 다양화(연금저축계좌 상장리츠 투자허용) · 뉴딜인프라자산 등 투자유형 다양화 · 정책자금 등의 상장리츠 앵커투자 확대 지원 · 리츠공모정보시스템 개선 및 청약정보 확대 (3) 투자자 보호를 위한 시장 건전성 관리 강화 · 리츠 명칭을 악용한 기획부동산 차단 · 자산관리회사(AMC) 등의 전문성, 건전성 관리 강화

자료: 국토교통부

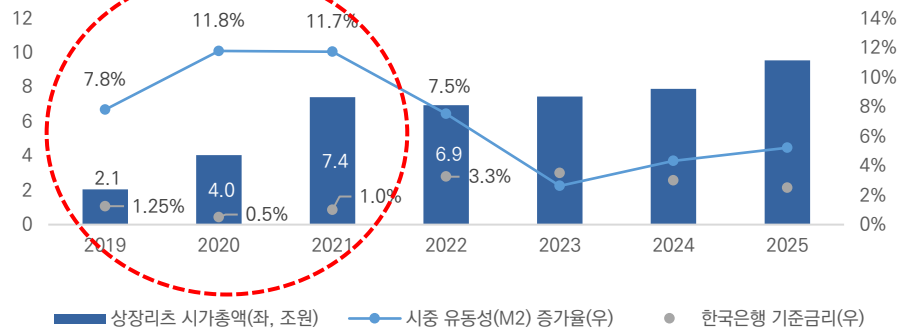
저금리·고유동성 금융환경도
상장리츠 시장 확대의
주요 배경

상장리츠 시장의 성장배경 ② - 저금리·고유동성 금융환경

정부의 정책적 지원과 함께 2018년 이후 상당 기간 지속된 저금리·고유동성의 금융환경도 상장리츠 성장의 중요한 동력이었다. 낮은 금리 수준은 자산매입 과정에서 차입을 병행하는 상장리츠의 금융비용 부담을 완화시키며 외형 성장에 우호적인 여건을 제공하였다. 특히 차입 조달비용이 낮게 유지되면서 신규 자산편입과 기존 차입의 차환이 상대적으로 원활하게 이루어질 수 있었고, 이는 상장리츠의 자산 확대와 시장 진입 활성화로 이어졌다. 투자수요 측면에서도 예금 및 채권 등 전통적 금리형 상품의 기대수익률이 낮아지면서, 임대수익 기반의 상대적으로 안정적인 배당을 제공하는 상장리츠가 기관투자자뿐만 아니라 일반 개인투자자에게도 대체 투자수단으로 부각되었다. 견조한 현금흐름을 바탕으로 한 높은 배당수익률은 저금리 환경에서 비교우위를 가지며 상장리츠의 투자매력을 높이는 요소로 작용하였다.

풍부한 시중 유동성 또한 공모 및 상장 과정에서의 자금조달 여건을 개선시키고 시장 저변 확대를 뒷받침 하였다. 유동성이 확대된 환경에 힘입어 신규 투자상품에 대한 자본시장 내 수용력이 높아지면서 2019~2022년까지 리츠의 상장 및 외형 확대가 보다 원활하게 이루어질 수 있었다. 그리고 이는 저금리 기조에 따른 리츠의 투자수요 증가와 맞물리면서 상장리츠 시장 확대의 주요 배경이 되었다.

한국은행 기준금리 및 시중 유동성(M2) 변화와 상장리츠 시가총액 추이



주) 한국은행 기준금리는 연도 말 기준

자료: 한국리츠협회, 한국은행

3. KIS Coverage 리츠를 중심으로 살펴본 국내 상장리츠의 재무안정성 변화

국내 상장리츠의 성장은 견고한 차입구조 형성 등 재무안정성 제고와 동일선상에서 이어진 것은 아니었다. 정부의 정책 지원과 저금리·고유동성 시장환경을 기반으로 국내 상장리츠의 외형은 크게 확대되었으나, 2022년부터 본격화된 시중금리 상승 등의 영향으로 전반적인 상장리츠의 재무지표가 빠르게 저하되었다. 이러한 변화는 ① EBITDA/금융비용 지표 하락, ② 재무완충력 저하, ③ 자산가치 대비 차입부채 확대, ④ 시장성 차입부채 증가의 형태로 나타나면서 상장리츠의 신용도에 부담으로 작용하고 있다.

이어지는 분석의 대상, 주요 가정 및 한계는 아래와 같다.

〈분석 대상〉

- 2025년 말 기준 당사 유효 신용등급 보유 8개 상장리츠(이하 'KIS Coverage 리츠')
- KIS Coverage 리츠 개요

구분	결산월	신용등급		최대주주 및 지분율
		장기	단기	
롯데	6월, 12월	AA-/S*	A2+	롯데쇼핑 (42.04%)
한화	4월, 10월	AA-/S*, A+/S	A2+	한화생명보험 (30.18%)
삼성에프엔	1,4,7,10월	A+/S	-	삼성생명보험 (19.51%)
이지스밸류플러스	2월, 8월	A-/S	A2-	이지스자산운용(14.58%)
제이알글로벌	6월, 12월	A-/N	A2-	미래에셋자산운용(8.51%)
코람코라이프인프라	5월, 11월	-	A2-	미래에셋자산운용(12.10%)
디앤디플랫폼	3월, 9월	A-/S	-	미래에셋자산운용(22.02%)
케이비스타	1월, 7월	-	A2-	KB스타리츠일반사모부동산투자신탁제2호 (16.60%)

주1) 업체명칭에서 위탁관리부동산투자회사 생략, 업체 순서는 신용등급 순, 동일 등급 내에서는 설립일 기준 내림차순

주2) 최대주주는 각 업체의 최근 결산월 기준

* 롯데 및 한화의 AA-/S 장기등급은 담보부사채 신용등급

자료: 감사(검토)보고서

〈주요 가정〉

1. 결산시점

- 업체별 결산 주기와 결산 시점이 상이함에 따라 아래와 같이 결산 시점을 통일하여 표기

구분	22.1H	22.2H	23.1H	23.2H	24.1H	24.2H	25.1H	25.2H
롯데	2022.06.30	2022.12.31	2023.06.30	2023.12.31	2024.06.30	2024.12.31	2025.06.30	2025.12.31
한화	N/A	N/A	2023.04.30	2023.10.31	2024.04.30	2024.10.31	2025.04.30	2025.10.31
삼성에프엔	N/A	N/A	2023.04.30	2023.10.31	2024.04.30	2024.10.31	2025.04.30	2025.10.31
이지스밸류플러스	2022.02.28	2022.08.31	2023.02.28	2023.08.31	2024.02.29	2024.08.31	2025.02.28	2025.08.31
제이알글로벌	2022.06.30	2022.12.31	2023.06.30	2023.12.31	2024.06.30	2024.12.31	2025.06.30	2025.12.31
코람코라이프인프라	2022.05.31	2022.11.30	2023.05.31	2023.11.30	2024.05.31	2024.11.30	2025.05.31	2025.11.30
디앤디플랫폼	2022.03.31	2022.09.30	2023.03.31	2023.09.30	2024.03.31	2024.09.30	2025.03.31	2025.09.30
케이비스타	N/A	N/A	2023.01.31	2023.07.31	2024.01.31	2024.07.31	2025.01.31	2025.07.31

주) 한화, 삼성에프엔 및 케이비스타는 2022년 하반기에 주요자산 편입이 이루어져, 2022년 재무지표 미사용

2. 적용 재무지표

- 연결재무제표를 작성하는 경우에는 연결재무제표 기준으로 분석
 - ✓ 연결재무제표 적용 업체: 제이알글로벌, 디앤디플랫폼, 케이비스타, 이지스밸류플러스
 - ✓ 개별재무제표 적용 업체: 롯데, 코람코라이프인프라, 한화, 삼성에프엔
 - ✓ 이지스밸류플러스의 경우, 기업회계기준서 제1110호에 따라 지배력을 보유하고 있는 종속기업을 연결하지 않고, 종속기업 투자자산을 기업회계기준서 제1109호 '금융상품'에 따라 회계처리함에 따라 일부 지표의 경우 주요 종속기업에 대해 지분율을 고려하여 자산 및 차입금을 합산하여 분석하거나, Outlier로 분석 제외

〈분석의 한계〉

- 재무분석은 KIS Coverage 리츠를 대상으로 하였다는 점에서 분석 결과가 리츠 시장 또는 상장리츠 시장 전체의 재무적 특성을 완전히 대표하지 않을 수 있음
- 상장리츠 전체 대비 KIS Coverage 리츠의 시가총액(2025년 말 기준) 및 자산총계 비율(2025년 9월 말 기준)은 각각 44%, 42%임

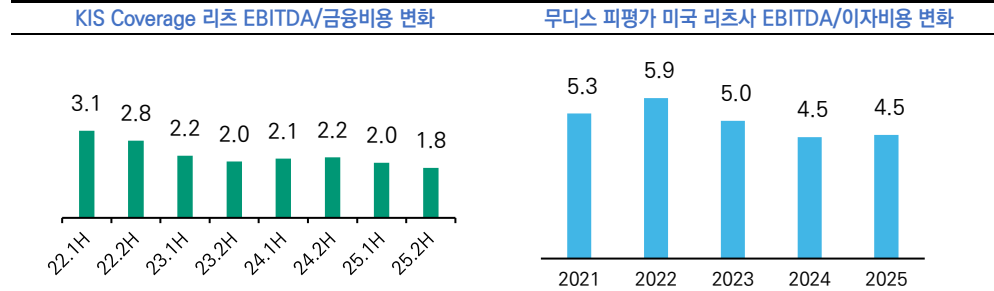
시장금리 상승으로
EBITDA/금융비용 지표 하락

① EBITDA/금융비용 지표 하락

2022년 상반기 약 3.1배를 기록하였던 KIS Coverage 리츠의 평균 EBITDA/금융비용 지표는 시장금리 상승의 영향이 본격화되었던 2023년부터 2배 수준으로 하락하였다. 보유 자산에서 발생하는 장기 임차 계약 기반 현금흐름은 금리변화에 따라 크게 늘어나지 않는 반면, 저금리 시기에 조달하였던 차입부채의 만기가 순차적으로 도래하면서 리파이낸싱 과정에서 금융비용 부담이 빠르게 증가하였기 때문이다.

KIS Coverage 리츠 EBITDA/금융비용 변화 및 미국 리츠사와 비교

(단위: 배)



주) 국내: 수익증권 관련 비경상적 평가손익 등이 포함된 이시스밸류플러스, 케이비스타 제외한 6개사 기준

자료: 각 사 공시자료, Moody's

EBITDA/금융비용 지표는 리츠가 반복적인 영업현금창출을 통해 금융비용을 어느 정도 흡수할 수 있는지를 보여주는 핵심 재무지표이다. EBITDA/금융비용이 높은 수준을 유지할수록 금리상승, 공실 확대, 자산매각 지연 등 외부 충격 발생 시에도 이자지급능력이 유지될 수 있다. 반대로 해당 지표가 낮을 경우 영업현금흐름 대비 금융비용 부담이 과중하다는 의미로, 임대수입 감소나 금리상승에 따른 금융비용 증가 시 그 부담이 상대적으로 크게 나타날 수 있다. 따라서 EBITDA/금융비용 지표의 하락은 원활한 리파이낸싱 등을 통한 차입구조의 지속가능성과도 직접적으로 연결된다.

미국 리츠사 대비
금융비용 대응능력이
상대적으로 취약

해외 리츠와 비교하더라도 무디스가 평가하고 있는 미국 리츠사⁵의 EBITDA/금융비용 지표는 금리상승이 반영된 2023년 이후에도 4배 이상을 유지하고 있으나, 국내의 경우 2025년 하반기에는 2배 미만까지 하락하였으며, 이는 KIS Coverage 리츠의 금융비용 대응능력이 상대적으로 취약하다는 점을 의미한다. 미국 리츠는 EBITDA/이자비용 커버리지가 5배 내외 수준에서 형성되어 금리상승에 따른 조달비용 확대를 흡수할 수 있는 여유도가 상대적으로 높았던 반면, 국내 리츠는 3배 수준에서 출발하여 금리 상승 충격에 대한 사전적 완충 여력이 낮았던 것으로 보인다.

② 재무완충력 저하

보유 유동성 감소와
자본조달 여건 악화로 인해
재무완충력 저하

보유 유동성 감소와 더불어 외부적으로는 자본조달 여건 악화가 동시에 나타나면서 KIS Coverage 리츠의 재무완충력이 저하되었다. 먼저 보유 유동성 측면에서 상장리츠는 기본적으로 의무배당규정 등으로 인해 배당지출 비중이 높아 영업현금흐름이 발생하더라도 내부에 축적되는 현금이 제한적인데, 금리상승에 따라 이자비용 부담이 확대되면서 내부 유보가 더욱 제약되는 악순환이 나타났다. 2022년 이후 KIS Coverage 업체들의 차입금 대비 현금및장단기금융상품 규모를 살펴보면 2022년 하반기 11.2%를 고점으로 2023년 7%대로 하락하였으며, 2024년부터는 6% 중반 수준을 유지하고 있다.

주가 하락으로 인해 각 업체들의 유상증자를 통한 자금조달 기능 또한 저하되었다. KIS Coverage 리츠들의 평균 주가는 2022년 3월을 정점으로 빠르게 하락하기 시작하였다. 이는 금리상승과 자산가치 하락 우려, 글로벌 부동산 시장의 악재가 동시에 부각되며 상장리츠에 대한 투자자 심리가 급격히 냉각된 데 따른 것이다. 리츠사들의 급격한 주가 하락은 2024년 하반기에도 관찰되었는데, 여기에는 자산편입을 추진하던 다수의 업체들이 유상증자를 시도하는 과정에서 과도한 증자규모, 투자자 신뢰도 저하, 리파이낸싱에 따른 배당금 축소 전망 등이 복합적으로 영향을 미쳤기 때문으로 분석된다. 이 시기 리츠 섹터 전반에서 유상증자는 악재라는 인식이 고착화된 것으로 보인다.

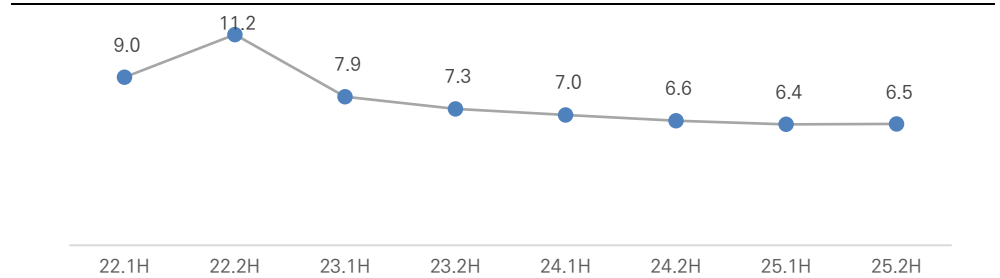
⁵ 무디스가 평가 중인 리츠 중 이용 가능한 재무자료가 존재하는 업체 32개사 기준

주가 회복 지연으로
유상증자를 통한 조달가능
저하된 상황 지속

2025년 이후에도 주가가 회복되지 못하면서 신규 자산편입은 증자보다 차입을 중심으로 이루어지는 모습을 보였으며, 최근까지도 다수의 리츠들이 자산편입 등에 있어서 차입부채 조달, 기존 자산 매각 등 유상증자가 아닌 다른 수단을 주로 활용하고 있는 상황이다. 실제로 최근 업권 전반으로 자산편입 시 유상증자에 앞선 선(先)레버리지 기조와 더불어 자산 매각 대금을 신규 투자 재원으로 활용(Capital Recycling)하는 사례가 늘어나고 있다.

KIS Coverage 리츠 차입금 대비 현금및장단기금융상품 비율 평균 추이

(단위:%)

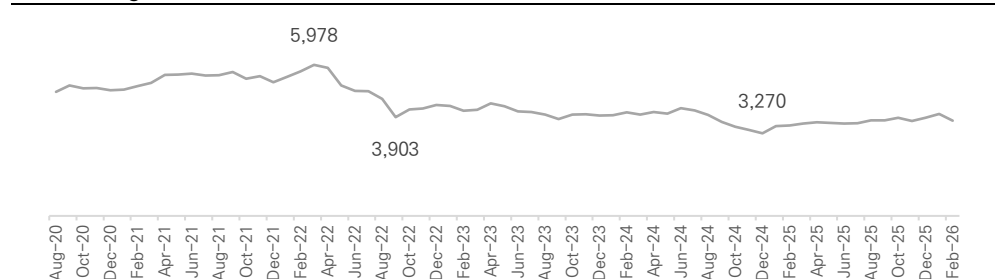


주) KIS Coverage 8개사의 개별(별도) 재무제표 기준

자료: 각 사 공시자료, 감사보고서

KIS Coverage 리츠 평균 주가 변화

(단위:원)



주1) 월평균주가 및 발행주식수를 기준으로 한 시가총액을 가중평균하여 산정

주2) 디앤디플랫폼, 케이비스타, 한화 및 삼성FN은 상장일 이후부터 평균 산정

자료: 한국거래소

③ 자산가치 대비 차입부담 확대

일반적으로 금리상승기에는 투자자 요구수익률 상승과 자산가격 조정 압력이 동시에 나타나면서 리츠의 자산가치는 정체되거나 오히려 하락할 수 있다. 반면 차입금은 만기 구조상 즉시 경감되기 어렵기 때문에, 결과적으로 자산가치 대비 차입부담은 상승하게 된다. 리츠의 자금조달능력은 보유자산의 가치를 기초로 결정되는 점을 감안할 때, 자산가치 하락은 추가 차입여력 축소와 차환조건 악화로 직결된다.

이와 같은 영향은 특히 해외 자산을 편입한 리츠를 중심으로 나타났다. 해외의 경우 미국, 유럽의 시중 금리 상승 폭이 국내 대비 높았던 가운데, 재택근무 확산에 따른 공실률 확대, ESG 요건 강화 등이 복합적으로 영향을 미치면서 전반적인 상업용 부동산 자산가치 하락 폭이 컸다.

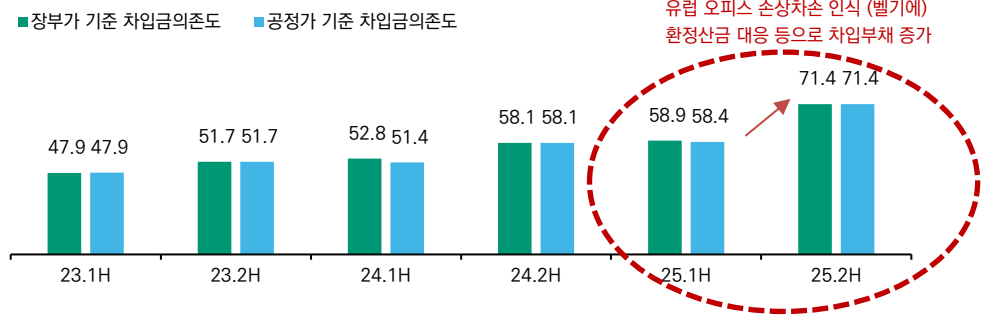
해외 자산 편입 업체는
자산가치 하락, 환헤지 등으로
재무부담 확대

또한 해외자산을 편입한 일부 리츠의 경우 환율 변동에 따른 환정산금 납입 과정에서 차입부채가 확대되며 레버리지 부담이 가중되었다. 케이비스타리츠는 2024년 중 벨기에 Galaxy Towers 자산 관련 환헤지 정산금 지급(약 587억원)과 환율 상승에 따른 외화차입금 평가액 증가 과정에서 차입금이 확대되었다. 이와 함께 투자부동산 손상차손 인식으로 2025년 하반기 차입금의존도가 70%를 상회하는 수준까지 상승하였다. 제이알글로벌리츠 역시 2025년 중 미국 및 벨기에 자산 관련 환헤지 계약 정산금 납입(미국 약 295억원, 벨기에 약 524억원)으로 차입부채가 확대되었다.

이와 같이 해외자산 편입 리츠의 경우 자산가치 조정뿐만 아니라 별개로 환헤지 구조상 환율 변동에 따라 현금 소요가 발생하였으며 이를 차입으로 보전하면서 차입부채 부담이 더욱 증가하는 모습을 보였다.

해외 자산 중심 리츠의 레버리지 부담 증가 사례 1_케이비스타리츠

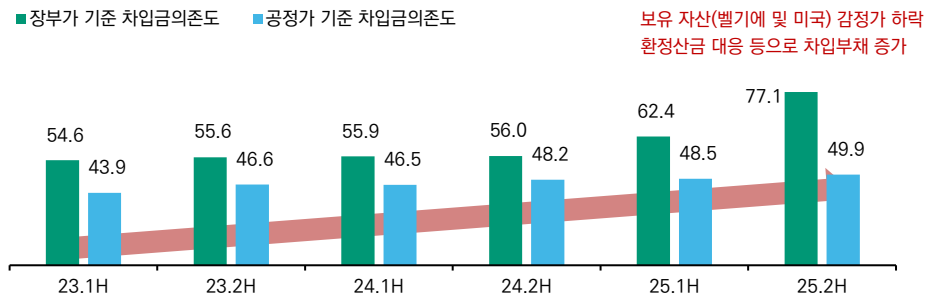
(단위: %)



주) 벨기에 오피스 관련 손상차손: 임대차계약 종료일인 2031년 이후 공실상태로 가정한 공정가치 산정으로 투자자산손상차손 인식, 임대차 계약 연장여부에 따라 공정가치 회복 여부 결정될 전망
자료: 감사보고서, IR자료 등

해외 자산 중심 리츠의 레버리지 부담 증가 사례 2_제이알글로벌리츠

(단위: %)



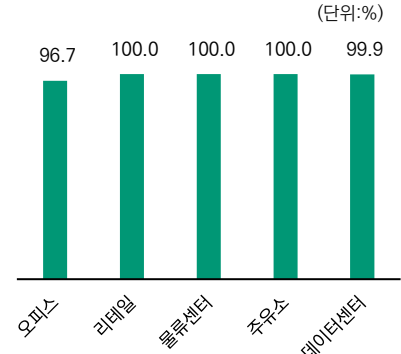
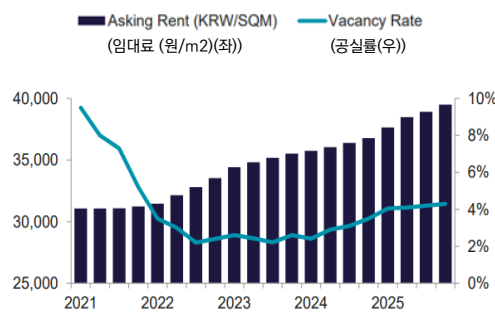
주) 벨기에 자산에 대한 동사 제시 감평가 기준, 현지 선순위 대주 제시 감평가액을 반영할 경우 차입금의존도는 추가적으로 증가함
자료: 감사보고서, 업체제시자료

국내 자산 편입 업체는
자산가치 하락 영향 제한적

반면 국내 오피스 중심으로 포트폴리오를 구성한 리츠의 경우 자산가치 하락 수준이 크지 않았다. 이는 국내 오피스 시장이 대기업 중심의 안정적인 임차 수요에 힘입어 낮은 공실률과 임대료 상승세를 유지하였기 때문이다. KIS Coverage 리츠 보유 자산의 주요 용도별 임차율은 2025년 하반기 기준 95% 이상으로 공실률 이슈가 부각되지 않고 있으며, 우량한 입지와 높은 임차율을 바탕으로 자산가치 하락 또한 제한적이다.

국내 오피스 공실률

KIS Coverage 용도별 평균 임대율(25.2H)

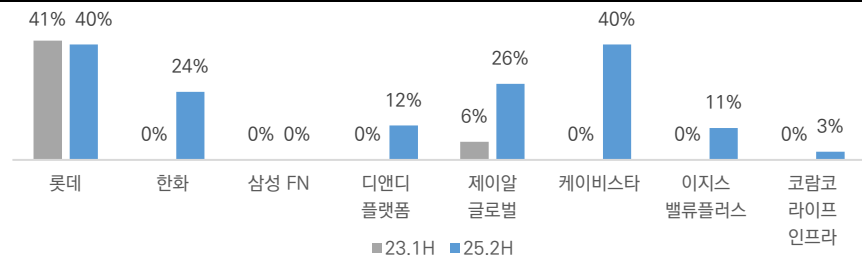


자료: Cushman & Wakefield, 한국리츠협회, 각 사 공시자료

④ 시장성 차입부채 증가

차입부채 구성 측면에서는 회사채·단기사채 등 시장성 차입부채 비중이 늘어나고 있다. 시장성 차입부채는 금리 인하 기대에 따른 채권 투자 수요 확대, 유상증자 기피에 따른 대체 조달 수요가 증가한 2024년부터 빠르게 늘어나면서 2025년 하반기에는 전체 차입부채에서 차지하는 비중이 평균 약 17%까지 상승하였다. 이는 앞서 살펴본 바와 같이 주가하락 등에 따라 자본확충 기능이 원활하게 작동하지 않는 상황에서 조달수단을 다변화하고 금융비용 부담을 최소화하려는 대응으로 볼 수 있으나, 재무안정성의 측면에서는 부담 요인으로 작용하고 있다.

KIS Coverage 리츠 시장성 차입부채 비중 비교 (23.1H vs. 25.2H)



주) 롯데, 한화는 담보부사채 포함. 23.1H 및 25.2H 기준 시장성 차입부채 내 담보부사채 비중은 롯데가 93% 및 100%, 한화가 0% 및 79%
자료: 각 사 공시자료, 감사보고서

담보부 조달이 높은 리츠사의
시장성 차입부채 확대는
유동성 리스크를 부각

KIS Coverage 리츠는 보유 자산의 상당 부분이 이미 기존 차입금에 대한 담보로 제공되어 있어 추가 담보여력이 제한적인 경우가 많다. 이 경우 차입금 만기도래 시 대체조달수단이 충분하지 않을 수 있으며, 결과적으로 차환은 해당 시점의 금융시장 상황과 자본시장 접근성에 크게 의존하게 된다. 또한 시장성 차입이 단기화될 경우 조달금리 변동과 투자수요 변화에 대한 노출이 커지면서 유동성 경색 시 차환리스크가 급격히 증가할 수 있다. 내부 유보나 유상증자와 같은 자본확충 수단이 충분하다면 시장성 차입 확대가 조달구조 다변화로 기능할 수 있으나, 현재 KIS Coverage 리츠의 재무구조나 금융환경을 고려할 때 재무안정성 측면의 리스크가 더 크게 부각된다.

특히, 담보부 조달이 비중이 높은 리츠사일수록 우량자산이 선순위 담보로 선점되어 있는 구조이기 때문에, 무보증 채권자(회사채·단기사채 등)의 구조적 후순위성이 심화될 수 있다. 이 경우 자산가치 하락 시 무보증 채권자가 기대할 수 있는 잔여 회수기반이 크게 축소될 수 있는 점에 대한 주의가 필요하다.

4. 국내 상장리츠 재무안정성의 구조적 제약요인 분석

2022년 이후 금리상승은 국내 상장리츠의 재무안정성을 저하시키는 직접적인 원인이었으며, 그 과정에서 나타난 각 요인들은 서로 영향을 미치며 재무부담을 누적시켰다. 금리상승은 금융비용 증가를 통해 EBITDA/금융비용 지표 저하와 더불어 잉여현금흐름 축소로 이어졌다. 이는 주가하락으로 연결되어 자기자본 확충 여건을 악화시켰고, 상장리츠는 신규 자산편입과 기존 차입금 차환 과정에서 외부차입에 보다 크게 의존하게 되었다. 그 결과 리츠들이 유상증자보다는 차입부채 조달 등 레버리지를 활용하고자 하는 전략이 확산되었으며, 시장성 차입부채 비중이 늘어나면서 차환위험 또한 높아지는 구조가 형성되었다.

문제는 이러한 악순환이 일시적 현상에 그치지 않을 뿐만 아니라 구조적으로 반복될 가능성이 크다는 점이다. 상장리츠는 높은 의무배당과 초과배당 관행으로 내부 유보 축적이 제한되고, 재무안정성보다 배당을 유지에 재무정책이 집중되기 쉽다. 또한 유상증자 절차 역시 적시성과 실효성이 낮은 구조를 갖고 있다. 그 결과 외부 충격 발생 시 재무구조를 자체적으로 복원할 수 있는 수단이 제한되고, 차입의존과 차환 부담이 재차 확대되는 상황이 반복될 수 있다. 아래에서는 이와 같은 리츠사들의 재무안정성 저하를 초래하는 구조적 제약요인에 대하여 세부적으로 살펴보았다.

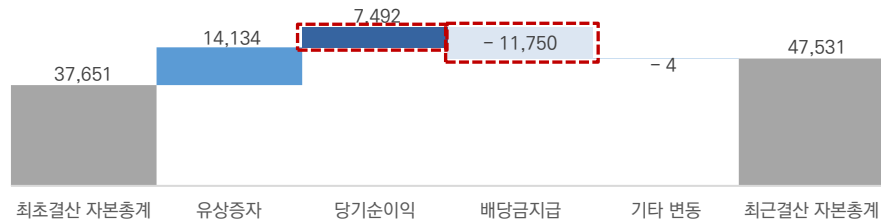
① 내부유보 축적 여력 제한

초과배당 관행 및
자산 매각 차익의 배당 유출은
내부유보 축적여력을 제약

KIS Coverage 업체 기준으로 최초 상장 이후 자본변동 추이를 살펴보면, 유상증자를 제외할 경우 당기 순이익을 초과하는 배당금 지급으로 자본총계는 실질적으로 감소한 것으로 나타났다. 여기에는 배당가능이익의 90% 이상을 배당하도록 하는 의무배당조건 이외에도 감가상각비 초과배당 관행, 자산 매각 차익을 예외 없이 배당가능이익에 포함하도록 하는 제도적 요인 등이 영향을 미친 것으로 판단한다.

KIS Coverage 자본총계 변동 추이

(단위: 억원)



주1) KIS Coverage 8개사의 개별(별도) 재무제표 기준

주2) 최초결산은 각 리츠의 유가증권시장 상장 이후 첫 결산을 의미함

자료: 각 사 공시자료, 감사보고서

현행 부동산투자회사법 제28조에 따르면 상장리츠의 대부분에 해당하는 위탁관리부동산투자회사는 배당가능이익의 90% 이상을 의무적으로 배당하여야 하며, 필요 시 감가상각비 범위 내에서 배당가능이익을 초과하여 배당하는 것도 허용된다.

부동산투자회사법상 배당 관련 주요 내용

- 제28조(배당)
- 부동산투자회사는 「상법」 제462조제1항에 따른 해당 연도 이익배당한다[자산의 평가손실(직전 사업연도까지 누적된 평가손실을 포함한다)은 고려하지 아니한다. 이하 이 조 및 제52조에서 같다]의 100분의 90 이상을 주주에게 배당하여야 한다. 이 경우 「상법」 제458조에 따른 이익준비금은 적립하지 아니한다.
 - (중략)
 - 위탁관리 부동산투자회사가 제1항에 따라 이익을 배당할 때에는 「상법」 제462조제1항에도 불구하고 이익을 초과하여 배당할 수 있다. 이 경우 초과배당금의 기준은 해당 연도 감가상각비의 범위에서 대통령령으로 정한다

자료: 국가법령정보센터

국내 상장리츠는 초기 투자자 확보, 이자비용 상승에 따른 배당수익률 감소효과 상쇄 등 목적에서 감가상각비를 활용한 초과배당을 관행적으로 실시하고 있다. 초과배당은 고레버리지 구조에서 내부 유보를 제약한다는 점에서 재무안정성 측면의 부담이 크다. 상장리츠는 차입을 활용하여 자산을 장기 보유·운영하는 구조이므로, 금리상승, 리파이낸싱, CAPEX, 환헤지 정산 등 다양한 자금수요가 반복적으로 발생할 수 있다.

이 경우 내부에 축적된 재원이 충분하다면 차입금 상환이나 일시적 현금유출에 자체적으로 대응할 수 있으나, 감가상각비까지 지속적으로 배당재원에 활용하는 구조에서는 이러한 완충기능이 작동하기 어렵다. 그 결과 상장리츠는 자금소요 발생 시 적시에 대응하지 못하는 한편, 레버리지를 신속히 낮추기도 어려우며 유상증자나 시장성 차입 확대 등 외부조달에 다시 의존하는 경우가 늘어날 수 밖에 없다. 결국 감가상각비 초과배당의 광범위한 활용은 상장리츠의 재무적 유연성을 약화시키고, 외부 충격 발생 시 차입 레버리지 확대로 이어질 가능성을 높이는 요소라 할 수 있다.

자산 매각을 통해 실현한 차익을 실질적으로 내부에 유보하기 어려운 구조 또한 리츠사들의 레버리지 관리 부담으로 연결되고 있다. 자산 매각차익을 배당가능이익 계산시 반영하는 현행 규정으로 인해, 매각차익의 대부분이 의무배당으로 외부에 유출되기 때문이다. 자산 매각차익은 본질적으로 차입금 상환, CAPEX 및 신규 투자 자원 마련 등 재무구조를 보완하는 데 활용될 여지가 있는데, 이를 충분히 유보하지 못하는 구조에서는 자산 매각이 이루어지더라도 재무완충력 확충으로 곧바로 연결되기 어렵고, 유사시 필요한 자금은 다시 외부차입이나 유상증자에 의존하게 된다. 결국 자산 처분이익의 내부 축적이 제한되는 현재의 구조는 상장리츠의 손실흡수력과 채투자 여력을 동시에 제약하는 요인으로 작용한다.

90% 이상의 의무배당을 규정한 취지는 조세특례를 통해 법인 단계에서의 이중과세⁶를 방지하는데 있고, 개인투자자들이 소액으로도 부동산 직접투자자와 유사한 투자기회를 얻고, 운용성과를 투자자에게 환원시키는 중요한 역할을 한다. 문제는 90%이상 의무배당 규정이 아니라, 배당수익률 중심의 운영 관행에 따른 자산 매각, 차입 확대 등을 통해 실질적인 이익창출력이 왜곡되는 사례가 발생하는 점이다.

주주 관점에서도
내부 유보 부족은
배당 지속성, 안정성을 저하

주주관점에서도 내부 유보가 축적되지 않는 구조는 반드시 유리하다고 보기 어렵다. 평상시에는 높은 배당수익률을 제공하는 것처럼 보일 수 있으나, 외부 충격 발생 시 이를 흡수할 내부 재원이 없으면 배당률이 예상치 못한 외부차입에 따른 비용 증가 등에 따라 좌우되며, LTV 여유분을 확보하지 못해 재무여력이 약화되는 경우 장기적으로 주가가 하락할 수도 있다. 반대로 일정 수준의 내부 유보가 축적되어 있다면 금리 상승, 공실 확대, 자산가치 하락에 따른 차입금 일부 상환요구 등으로 현금흐름이 흔들리는 국면에서도 이를 활용해 배당 수준을 안정적으로 유지할 수 있다.

이러한 점에서 감가상각비 초과배당, 자산매각차익의 배당유출은 단기적인 배당수익률 제고에는 기여할 수 있으나, 중장기적으로는 배당의 지속성과 안정성을 오히려 약화시킬 수 있는 구조적 제약으로 볼 수 있다. 실제 KIS Coverage 리츠 중 해외 자산을 편입한 일부 리츠는 자산가치 하락 과정에서 환헤지 정산금, CAPEX, 리파이낸싱 대응 재원이 부족해 외부차입 의존이 확대되면서 재무구조가 약화되는 사례도 나타났다.

⁶ 법인 단계에서 이익을 유보할 경우 법인세 → 개인 배당소득세의 이중과세 문제 발생, 조세특례를 통해 이익의 대부분을 배당하도록 유도하여 법인 단계 과세를 회피

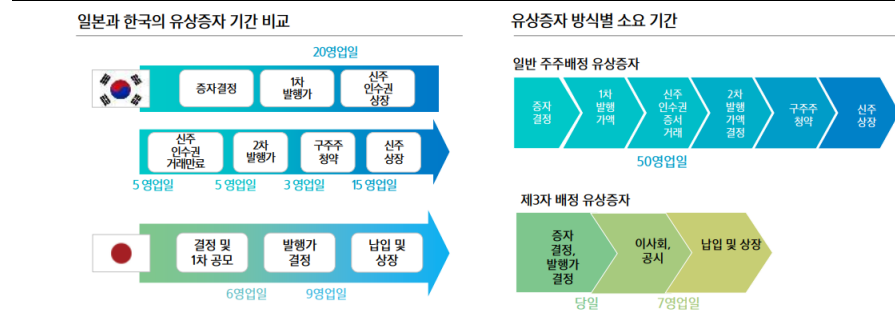
② 상장리츠의 사업 특성에 적합하지 않은 유상증자 체계

국내 상장리츠의 경우 의무배당 등으로 내부 유보 축적이 어려운 만큼, 신규 자산편입과 재무구조 개선 등을 위해 유상증자를 통한 자기자본 확충 기능이 원활하게 작동하는 것이 중요하다. 특히, 계열사 등의 자산 파이프라인에 의존하지 않고 시장에서 직접 자산을 매입해야 하는 비스폰서 리츠의 경우, 적기에 자본을 조달할 수 있는지가 사업경쟁력과도 직결된다.

비교적 장기간 소요되는
주주배정방식 중심 유상증자는
리츠의 자산편입 적시성을 저해

다만, 국내 리츠의 유상증자 제도가 기존 주주 이익 보호 등 목적에서 주로 주주배정방식 중심으로 이루어짐에 따라 ATM(At-the-Market), ABB(Accelerated Book Building), PIPE(Private Investment in Public Equity)⁷⁾와 같은 방식을 활용하는 미국, 싱가포르 등 해외 리츠 대비 장기간 소요되는 공시, 청약절차⁸⁾로 인해 자산 매입 시점과 자금조달 시점 간 불일치를 초래하기 쉽다. 이는 리츠의 자산편입 적시성을 떨어뜨리고, 결과적으로 신규 자산 매입을 차입부채 조달에 보다 의존하게 만드는 요인으로 작용하고 있다.

주주배정 유상증자 절차



자료: 삼성증권

리츠의 유상증자는 일반 기업의 증자와 달리, 조달된 자금이 즉시 자산편입이나 기존 차입금 상환, 추가 차입여력 확보 등으로 연결되는 경우가 많다. 즉, 리츠의 유상증자는 단순한 주가 희석 이벤트라기보다 자산 성장과 조달비용 절감, 배당재원 안정화에 즉각적으로 연결되는 성격이 강하다.

발행가액 산정 관행 또한
과도한 주가 하락을 유발

다만, 국내에서는 주식 발행가액 산정 시 시장 혼란을 방지하고 기존 관행을 존중하기 위하여 구(舊) 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정을 일부 준용하여 발행가액을 산정함에 따라 유상증자 공시 이후 주가가 과도하게 하락하는 경향이 반복되고 있으며, 이는 리츠의 증자 효과에 대한 평가보다 기존 관행과 일반 주식시장의 희석 우려가 과도하게 반영되고 있기 때문으로 판단된다. 결국 현행 유상증자 체계는 투자자 보호 측면에서 의미가 있으나, 반복적 자산편입과 적시 자본조달이 중요한 상장리츠의 사업 특성과는 충분히 부합하지 않는 측면이 있다.

국내 상장리츠가 따르고 있는 유상증자 발행가액 관련 구 규정 산식은 각 단계별로 과거 1개월 1주·최근일 가중산술평균을 통해 산정된 기준주가를 통해 발행가액이 결정됨에 따라 증자 진행과정에서 주가가 점차 낮아질 가능성이 높은 추종형 구조다. 이는 상장리츠에 국한된 사항이 아니며 일반 코스피 상장사도 동일한 방식으로 구 규정을 일부 준용하는 것이 일반적이다. 다만, 리츠처럼 증자 빈도가 높고, 배당수익률에 대한 민감도가 높은 업종에서는 주가하락 → 유상증자 발행가액 추가하락 → 희석 확대 → 주당 배당금 감소 → 추가 주가하락이 반복적으로 관측될 가능성이 높다. 현재와 같이 구 규정을 상장리츠가 동일하게 적용하는 상황에서는 주가 하락이 학습되며 유상증자를 통한 반복적인 조달 어려움이 구조적으로 증폭·지속될 소지가 있다.

⁷⁾ ATM: 미리 등록해 둔 물량 내에서 시가가 근처로 수시 매각, ABB: 기관투자자를 대상으로 단기간내 수요예측과 가격결정으로 수시

간·수일 내 조달, PIPE: 연기금 등 특정 기관투자자 대상 사모방식 신주발행으로 협의 기반 수일 내 자금조달

⁸⁾ 주요국 유상증자 기간 등에 관해서는 20p를 참고 바란다.

그 결과 목표 조달금액을 달성하지 못하거나 주가 부담을 감안해 증자 규모를 제한하는 사례가 늘어날 가능성을 배제할 수 없으며, 이로 인해 단기사채 등 시장성 조달로의 대체가 반복되면서 조달 구조의 불안정성이 누적될 수 있다.

구(舊) 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정에 따른 발행가액 산정 방식

예정 발행가액	▶ 1 차 발행가액 = 기준주가 × (1 - 할인율) / [1 + (유상증자비율 × 할인율)] ※ 기준주가: Min{(1 개월 가중산술평균주가 + 1 주일 가중산술평균주가 + 최근일 가중산술평균주가)/3, 최근일 가중산술평균주가}
2 차 발행가액	▶ 2 차 발행가액 = 기준주가 × (1 - 할인율) ※ 기준주가: Min {(1 주일 가중산술평균주가 + 최근일 가중산술평균주가)/2, 최근일 가중산술평균주가}
확정 발행가액	▶ 확정 발행가액 = MAX[MIN(1 차 발행가액, 2 차 발행가액), 청약일 전 과거 제 3 거래일부터 제 5 거래일까지의 가중산술평균주가의 60% ⁹ (리츠는 70% ¹⁰)]

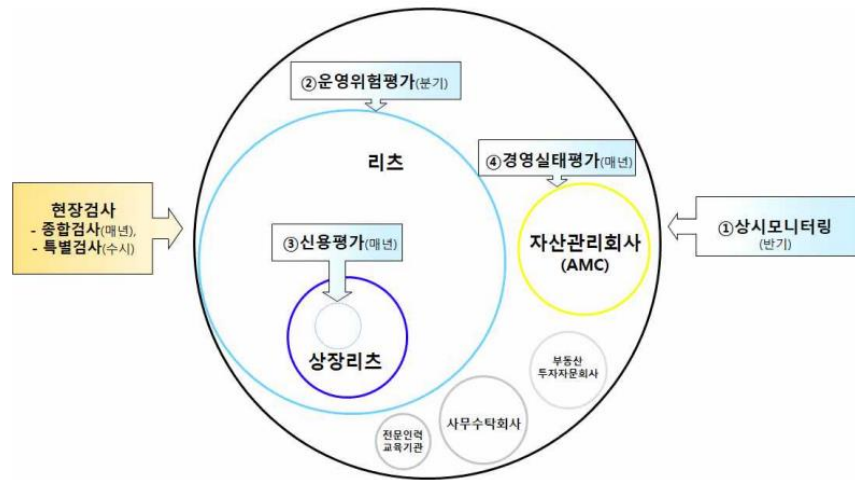
자료: 각 사 증권신고서

③ 재무안정성 관리 유인 부족

재무안정성 관리 유인 부족하여
단기적인 배당여력 유지와
자산규모 확대에 집중

국내 상장리츠 재무안정성 저하의 또 다른 구조적 원인은 재무안정성 관리 유인이 상대적으로 약하다는 점이다. 국내 리츠 시장은 개별 업체의 높은 배당성향과 배당수익률에 대한 시장 기대가 강하고, 주가 수준이 자본조달 여건과 직결되는 구조를 갖고 있다. 특히 위탁관리 구조가 일반적인 국내 시장에서는 AMC 보수가 자산규모나 자산 취득·매각 실적과 연동되어 있어, 재무안정성 관리보다 자산편입 확대와 레버리지 활용에 대한 유인이 구조적으로 더 크다. 그 결과 의사결정은 중장기적인 재무완충력 확충보다 단기적인 배당여력 유지와 자산규모 확대에 집중되기 쉽다.

현행 리츠·AMC 검사체계



자료: 리츠 업무매뉴얼

물론 현행 제도하에서도 상장리츠에 대한 관리장치가 부재한 것은 아니다. 상장리츠에는 일정요건을 충족할 경우 신용평가 의무가 부과되어 있고, 감독체계 측면에서도 현장검사, 상시모니터링, 운영위험평가, AMC 경영실태평가 등이 운영¹¹되고 있다. 이러한 장치들은 개별 리츠 또는 채무증권의 신용위험을 적정하게 식별·반영하고, 법규 준수와 일반적인 건전운영 여부를 점검하는 기능을 한다.

⁹ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제165조의6 및 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제5-15조의2에 의거하여 청약일 전 과거 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가를 기준주가로 하여 40% 할인율을 적용하여 산정한 가격보다 낮은 경우 최대 할인율은 40% 적용

¹⁰ 부동산투자회사법 시행령 제 15조(주식의 발행가액): 주식의 발행가액은 청약일 전 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가의 100분의 70 이상이어야 한다.

¹¹ 운영위험 및 경영실태 평가 항목에 관해서는 'Appendix2. 리츠업무매뉴얼 운영위험 및 경영실태 평가 항목' 참고

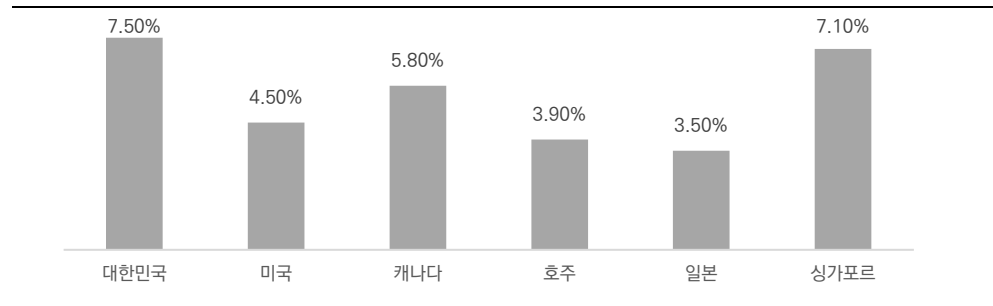
핵심은 업권 전반에서 배당재원 구성, 내부유보 축적, 시장성 차입 비중, 차입 만기구조 등과 같은 주요 재무정책이 어떠한 방향으로 유도되고 있는지이다. 신용평가와 감독체계는 개별 리츠의 위험을 식별하고 점검하는 역할을 수행하고 있으나, 그것만으로 업권 전반의 운영기조에서 재무안정성 관리의 우선순위를 높이는 데는 한계가 있다.

이러한 유인 구조는 실제 조달 방식에서도 확인된다. 일부 리츠는 재무완충력이 낮아져 있는 상황에서도 **유상증자 대금, 미실현이익, 자산매각, 추가 차입 등을 활용해 높은 수준의 배당을 유지**하였다. 이는 재무구조 복원보다 단기적인 배당수준 방어와 주가 부양을 우선한 사례이다.

한국 상장리츠의
평균 배당률은 7%대 수준으로
고배당 고착화

한국리츠협회에 따르면 2024년 6월말 기준 주요국 상장리츠의 평균 배당수익률은 미국과 일본이 3~5% 내외, 싱가포르 7.1% 수준으로, 국내 상장리츠(2024년 기준 약 7.5%)는 글로벌 주요국 대비 높은 배당수익률을 보이고 있다. 2022~2024년 한국 상장리츠 평균 배당수익률은 7.4%~7.8%로 일관되게 높은 수준을 기록하였으며, 이는 국내 상장리츠의 높은 배당률이 관행으로 고착화되어 있음을 의미한다.

국내 및 해외 상장리츠 배당수익률 비교



주) 대한민국은 2024년 기준이며, 그 외 국가는 2024년 6월 말 기준

자료: 한국리츠협회

또한 앞서 언급한 KIS Coverage 리츠의 시장성 차입부채 비중 확대도 자기자본 확충이 원활하지 않은 상황에서 차입구조의 안정화보다 신규 자산편입과 배당여력 유지를 우선한 결과로 해석할 수 있다. 특히 시장성 차입 확대는 중장기적으로는 차환리스크와 자본시장 민감도를 높여 재무안정성을 더욱 저하시키는 방향으로 작용할 가능성이 높다. 결국 최근의 시장성 차입부채 확대는 단순한 조달수단 다변화의 결과라기보다, 배당수익률 유지와 자산규모 확대를 재무안정성보다 우선순위에 놓은 운영의 결과물로 볼 여지도 있다.

5. 상장리츠의 지속가능한 성장기반 강화를 위한 제언

최근의 리츠 관련 제도 개선 방향

금리 상승 등으로 비우호적인 대외환경이 전개된 2024년 이후 정부에서는 리츠 활성화 방안 등을 발표하고 후속 입법을 추진해 왔다. 2025년 5월 개정된 부동산투자회사법이 같은 해 11월부터 시행되면서 프로젝트리츠 관련 특례와 자산구성 규정 일부가 제도화되었으며, 그 외 투자대상 확대, 공모예외 주주 확대 등은 리츠가 보다 다양한 자산에 투자하고 자금조달 수단을 넓힐수 있도록 하는 제도개선으로 평가할 수 있다. 이러한 정책 방향은 상장리츠 시장의 외연 확대와 시장 활성화 측면에서 분명한 의미가 있다.

2025년 및 2026년 부동산투자회사법 개정(안) 내용

구분	주요 내용
2025년 5월 개정 내용	(1) 프로젝트 부동산투자회사의 신고 등 관련 사항 규정 · 설립신고서 기재사항, 영업인가 또는 등록 의무 이행시기 등 (2) 정관 중 변경인가 대상 축소 (3) 리츠지원센터의 위탁근거 마련 (4) 부동산개발사업의 범위 확대 · 중·개축사업 투자 규모 제한 폐지 및 리모델링을 부동산개발사업의 범위 포함 (5) 공모예외 주주 확대 (6) 자산관리회사 주요주주 적격요건 기준 개선
2026년 개정안	(1) 합병 규제 완화 · 다른 종류의 리츠 간의 합병이 원칙적으로 가능하고, 분할신설합병 방식의 합병을 허용 (2) 리츠 자회사에 대한 감독·조사권 신설 · 국토교통부장관의 감독·조사 대상에 리츠의 자회사를 추가하여 그 범위를 확대 (3) 영업인가 등 취소사유 확대 · ‘투자자 이익을 현저히 해할 우려가 있거나 리츠나 AMC로 존속하기 곤란한 사정이 있는 경우로서 대통령령이 정하는 경우’를 영업인가 등의 취소 사유로 추가

주) 2026년 개정안은 '부동산투자회사법 개정안(일부개정법률안) (2025. 12. 24. 박용갑 의원 대표발의)' 기준이며, 2026년 2월 국토법안심사소위원회에 회부됨

또한 2026년 현재 국회에서 심사 중인 부동산투자회사법 일부개정법률안은 합병 규제 완화, 부실 리츠 정리 및 감독 권한 강화 등을 통해 시장 재편과 대형화를 촉진하려는 내용을 담고 있다. 국내 리츠 시장은 여전히 해외 주요국 대비 규모가 작아 포트폴리오 다각화 부족, 조달수단 제한 등의 한계점이 존재하고 있어 합병 등을 통한 대형화는 자산 다변화, 비용 효율화, 재무 유연성 제고 등 측면에서 긍정적인 효과를 기대할 수 있다.

제도개선 지속되고 있으나
재무안정성 제고는
주요 대상에서 제외

다만 최근의 제도 개선은 어디까지나 시장 활성화 및 투자대상 확대, 대형화, 주주 보호 등 시장의 성장과 주주가치 제고에 무게중심을 두고 있는 모습이다. 앞서 분석한 구조적 제약요인인 제한적인 내부 유보, 비효율적인 자기자본 확충 체계, 재무안정성보다 배당능력 유지에 기울어진 운영 유인이 직접적인 제도 개선 대상으로 충분히 다루어졌다고 보기는 어렵다.

국내 상장리츠의 재무안정성 제고를 위한 제언

상장리츠 시장은 정부의 제도적 지원을 바탕으로 성장해 왔다. 앞으로의 정책은 단순한 시장 확대에서 한 걸음 더 나아가, 재무완충력 확보와 차입구조 안정화, 적시 자기자본 확충과 같은 질적 성장 기반까지 함께 다룰 필요가 있다. 여기서는 이러한 관점에서 상장리츠의 재무안정성 제고를 위해 필요한 과제를 제시해 보았다.

① 배당 유보를 통한 재무완충력 제고 허용

유연한 배당체계 확보하여
자기자본 강화 기반 제고 필요

의무배당 구조는 상장리츠의 투자매력을 구성하는 핵심요소지만, 일정 범위 내 자금유보를 허용하지 않으면 손실흡수력과 재투자 여력은 계속 취약한 상황에 놓일 수밖에 없다. 국내 상장리츠의 저하된 재무안정성을 감안할 때, 재무완충력을 제고하기 위해서는 특정상황에서 배당성향을 합리적으로 조정하고 내부 유보를 확대함으로써 자기자본을 강화할 수 있는 기반을 마련할 필요가 있다. 1) 초과배당의 경우 차입금의존도, EBITDA/금융비용 등 일정 재무지표 수준을 만족시킨 경우에 한정하여 활용하거나 이를 제한 또는 관리하는 등의 규율 체계 도입, 2) 자산매각차익은 배당에 활용되지 않고 유보할 수 있게 하는 배당가능이익 산정 특례를 검토할 수 있을 것으로 판단된다.

미국의 경우 제도적으로 초과배당을 허용하거나 제한하는 별도의 규정은 없으나, FFO(Funds From Operations), AFFO(Adjusted FFO)를 기준¹²⁾으로 리츠의 배당여력을 평가하고 있으며 미국 리츠들은 평균적으로 AFFO 대비 지급배당금 비율을 70% 중후반 수준¹³⁾에서 관리 중이다. 즉, 자본적지출 등을 감안하여 과도한 배당이 이루어지지 않는 시장 환경이 자리잡아 있는 것으로 판단된다. 또한 미국 리츠는 자산 매각에 따른 자본이득은 의무배당 대상에서 제외된다. 이에 따라 자본이득은 내부에 유보하거나 별도의 자본이득배당으로 선택적으로 배당할 수 있다¹⁴⁾.

미국 리츠 법상 배당 관련 주요 내용

26 U.S. Code § 857 - Taxation of real estate investment trusts and their beneficiaries	(a) Requirements applicable to real estate investment trusts The provisions of this part (other than subsection (d) of this section and subsection (g) of section 856) shall not apply to a real estate investment trust for a taxable year unless— (1) the deduction for dividends paid during the taxable year (as defined in section 561, but determined <u>without regard to capital gains dividends</u>) equals or exceeds— (A)the sum of— <u>(i)90 percent of the real estate investment trust taxable income</u> for the taxable year (determined without regard to the deduction for dividends paid (as defined in section 561) and by excluding any net capital gain); and ----- (중략) ----- (B)Definition of capital gain dividend For purposes of this part, a capital gain dividend is any dividend, or part thereof, which is <u>designated by the real estate investment trust as a capital gain dividend in a written notice mailed to its shareholders or holders of beneficial interests at any time before the expiration of 30 days after the close of its taxable year</u> (or mailed to its shareholders or holders of beneficial interests with its annual report for the taxable year); ----- (후략) -----
---	---

자료: United States Code

¹²⁾ FFO는 National Association of Real Estate Investment Trusts(이하 'NAREIT')에서 표준화하였으며, AFFO는 FFO를 기반으로 시장에서 통용되고 있는 지표이다.

• FFO = 영업수익 - 운영경비 + 감가상각비 - 간접비용(매각손익 등) - 이자비용
• AFFO = FFO - 경상적 자본지출 - 일회성 비용(임대료 조정 등)

¹³⁾ S&P에 따르면 미국 리츠의 2025년 3분기 AFFO payout ratio(지급된 배당금의 총액 (Total dividends) / AFFO) 평균은 74.3%이다.

¹⁴⁾ 미국 리츠가 자본이득의 분배하지 않을 경우 법인세 등이 발생할 수 있으나, 관련 규정 등을 통해 과세이연하거나 투자자 단계에서 세액공제가 가능하다. 일본 리츠의 경우 합병으로 발생한 부의영업권(Negative Goodwill)을 배당가능 이익에서 제외할 수 있다.

합리적이고 유연한
유상증자 체계를 마련하여
자본확충 실효성 제고

② 증자제도 개편을 통해 자본확충의 실효성 제고

현행 상장리츠의 유상증자는 부채 조달 대비 절차가 복잡하고 소요기간이 길어 리츠 시장 여건에 알맞는 유상증자 제도 마련이 필요할 것으로 보인다. 일반적으로 유상증자 계획 발표부터 자금 납입까지 3개월 가량 소요되는 구조로 인해 상장리츠들은 적시 투자 대응이 어려운 측면이 존재하며, 주가 하락 등으로 인한 조달난이도도 높아지는 경향이 있다. 향후 중복 규제 완화 및 절차 간소화 등을 통해 자본확충 소요 기간을 단축하고 불합리한 주가산정 절차 등을 보완할 경우, 리츠의 자금조달 안정성과 재무구조 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

미국 리츠는 ATM(At-the-Market) 방식의 유상증자를 상시적 자본조달 수단으로 활용하고 있으며, 이에 따라 시장 상황에 맞춰 분산적으로 자금을 조달할 수 있다. ATM 방식은 공모가를 사전에 확정하지 않고, 시장의 거래가격에 따라 시장가격으로 수시 발행하는 방식이다. 이에 따라 대규모 일괄 증자 대비 시장 충격을 완화하는 장점이 있으며, 2022~2023년과 같은 금리 인상기에 중요한 자금조달 수단으로서 기능하였다. 국내 상장리츠도 이러한 해외 사례를 참고하여, 주가 충격을 최소화하면서 자본확충의 시의성과 유연성을 높일 수 있는 방향으로 증자제도를 개편할 필요가 있다.

미국 상장리츠 연도별 자금조달 현황



자료: Nareit

주요국 상장 리츠 유상증자 제도 비교

항목	대한민국	싱가포르	홍콩	일본	미국	호주
소요 기간	3~6 개월	수시간~4 주	1~6 주	2~3 주	하루~수일 (Block Deal)	수일~4 주
주요 방식	주주배정, 제3자 배정, 공모	ABB, 권리 실행, 공모	ABB, 권리 발행, 공모	Global Offering, 공모	ATM, ABB, PIPE, Block Deal	ABB, 주주배정, 공모

자료: 2024 Winter REITs Journal [상장리츠 유상증자, 3개월의 시간은 필연적인가? 효율성 제고 방안 모색], Nareit

대한민국 상장리츠의 유상증자 절차는 일반적으로 3~6개월이 소요되나, 미국이나 싱가포르에서는 유상증자가 하루에서 최대 4주 이내에 완료되는 경우가 많으며 일본과 홍콩도 상대적으로 신속한 유상증자 절차를 운영하고 있다. 아래는 ATM 방식 외에도 해외 상장리츠가 활용하고 있는 신속한 유상증자 방식으로, 글로벌 리츠는 긴급 자금 수요나 기회성 자산편입 시 아래의 방식 등을 이용하고 있다.

- ABB(Accelerated Book Building)
 - 싱가포르, 홍콩, 미국, 호주에서 활용
 - 기관투자자를 대상으로 단기간 내 수요예측과 가격결정을 병행하는 유상증자 방식
 - 수시간~수일 내 조달 가능
- PIPE (Private Investment in Public Equity)
 - 미국에서 활용
 - 특정 기관투자자(연기금·PE·헤지펀드 등)를 대상으로 '사모' 방식으로 신주를 발행
 - 공모·청약 절차 없이 협의 기반으로 거래가 이루어져 수일 내 자금조달 가능

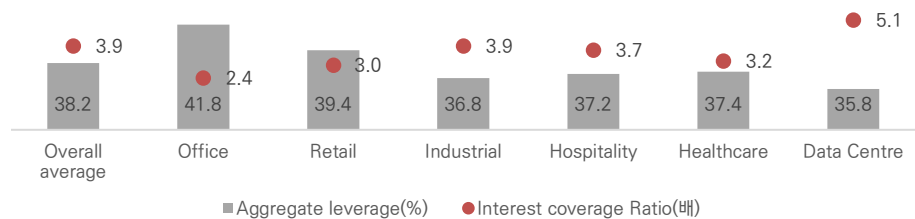
리츠 운영 시
재무안정성 관리 유인
제도적으로 강화

③ 재무안정성 관리 유인 강화

리츠사 전반의 재무안정성 관리를 위해 **신규 자산편입 시** 일정 수준의 자기자본 투입을 요구하거나, **레버리지 규율과 연계한 재무비율 관리체계**, **일정 수준의 재무안정성 지표를 만족시키지 못하는 리츠사들의 재무구조 개선 계획 등 공시·모니터링 제도 도입**과 같이 리츠가 배당여력뿐 아니라 차입구조의 안정성과 상환능력도 함께 관리하도록 유도할 필요가 있다.

싱가포르 통화청(MAS)은 리츠에 대해 총부채/총자산 비율 50%(Total Debt/Total Assets)를 레버리지 상한선으로 설정하고 있으며, 이자보상비율을 1.5배 이상으로 관리하고 있다. 따라서 싱가포르 리츠사들은 규제비율을 준수하지 못할 경우 유상증자, 자산매각, 부채상환 등을 통해 스스로 자본구조를 조정해야 하며, 이자보상비율의 경우 1.8배 미만일 경우 개선계획 등을 공시하여야 한다. 이와 같은 규제 등의 영향으로 실제 싱가포르 리츠사들은 규제비율 내에서 보수적인 재무구조를 유지하고 있다.

싱가포르 리츠 규제비율 현황



주) 2024년 6월 말 기준

자료: Bank of Singapore

강제적인 규제 외에 자율적으로 재무안정성을 관리할 유인도 필요하다. 국내 상장리츠의 다수가 위탁관리 구조를 채택하고 있는 점을 감안할 때, AMC의 성과 및 보수체계는 개별 리츠의 재무정책과 자산운용 방향에 실질적인 영향을 미치는 요인이다. 현재와 같이 자산규모, 거래 실적, 목표 배당액 초과달성 여부 등에 연동된 보수체계는 외형 성장에는 유리하나, 재무안정성 관리와는 상충될 가능성이 있다.

따라서 AMC 평가 체계 등에 LTV, EBITDA/금융비용, 차입구조의 안정성과 같은 지표를 반영하는 방법도 리츠의 재무안정성을 제고하는 데 간접적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단한다. 특히 지금과 같은 위탁관리 구조 하에서는 AMC와 주주 또는 채권자의 이해관계가 일치하지 않을 수 있어 성과체계가 과도한 레버리지 확대나 자산편입 유인을 강화하지 않도록 보완해야 할 것이다.

6. 마치며

시장 전반의 제도 성숙도와
재무구조의 안정성은
추가 점검 및 보완 필요

국내 상장리츠 시장은 정책적 지원과 투자자 저변 확대를 바탕으로 일정 수준의 외형을 갖추는 단계에 진입하였다. 상장 종목 수와 자산규모는 빠르게 확대되었으나, 시장의 역사와 운용 트랙레코드 측면에서는 여전히 미국·유럽 등 선진 리츠 시장 대비 초기 단계에 머물러 있는 것으로 판단된다. 이에 따라 시장 전반의 제도 성숙도와 재무구조의 안정성은 추가적인 점검과 보완이 필요하다.

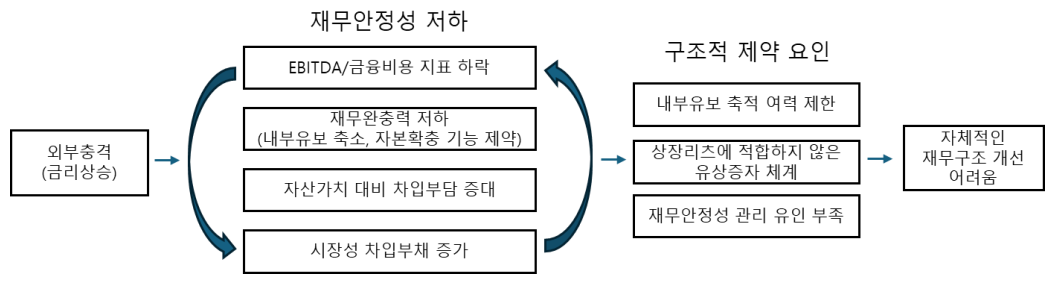
국내 상장리츠는 저금리·고유동성 환경에서 출범·성장하면서 차입을 활용한 레버리지 기반의 사업구조가 보편화되었다. 그러나 2022년 이후 금리 상승 국면에서 EBITDA/금융비용 저하, 재무완충력 약화 등 재무구조 악화가 가시화되었다. 최근의 미국·이란 간 갈등과 같은 지정학적 리스크 등을 감안할 때 글로벌 고금리 기조가 완화되기까지는 상당한 시간이 소요될 가능성이 있으며, 상장리츠의 자산가치, 차입 여력, 배당여력 전반에 부담 요인으로 작용할 가능성이 높다.

이러한 여건 하에서 상장리츠의 지속가능한 성장을 위해서는 재무안정성 관리가 핵심 과제로 부각된다. 신용평가 과정에서 배당정책의 지속가능성, 레버리지 수준, 차입구조 안정성, 유동성 대응능력 등을 중심으로 재무위험을 보다 면밀히 점검할 필요가 있다. 단기적인 배당 수준뿐 아니라 중장기적인 손실률 수력과 재무유연성에 대한 평가의 중요성은 더욱 확대될 것으로 판단된다.

개별 업체 차원의 대응 여력이
구조적으로 제한됨에 따라
제도적·환경적 지원 필요

다만, 감가상각비 초과배당 관행, 자산매각차익의 배당유출 구조, 비효율적인 유상증자 체계 등 구조적 제약요인을 감안할 때, 개별 리츠사의 자구 노력만으로 재무구조 개선을 달성하기에는 한계가 존재한다. 외부 환경 변화에 대응할 수 있는 재무정책 선택지가 제한된 상황에서는 제도적·환경적 뒷받침이 병행되지 않을 경우 재무안정성 저하가 반복될 가능성을 배제하기 어렵다.

상장리츠 재무안정성 저하와 구조적 제약요인의 관계



정책적 측면에서도 단순한 투자자 보호나 시장 외형 확대에 국한된 접근보다는, 내부유보 확대를 통한 재무완충력 제고, 유상증자의 적시성과 유연성 확보, 레버리지 관리 유인 강화와 같이 상장리츠의 질적 성장을 뒷받침할 수 있는 방향으로의 전환이 요구된다. 이는 본문에서 제시한 배당체계의 합리화, 증자 제도 개선, 재무안정성 중심의 관리체계 도입 논의와도 궤를 같이한다.

2026년은 상장리츠 업권이 개별 리츠사의 재무관리 노력과 함께 제도 개선을 통해 외형 성장 중심의 단계에서 벗어나 질적 성장 기반을 마련해 나가는 중요한 전환점이 되기를 기대한다. 재무안정성과 성장 간의 균형을 회복할 수 있을지 여부가 향후 국내 상장리츠 시장의 중장기 경쟁력을 좌우할 것으로 판단된다.

Appendix1. 국내 상장리츠 개요

국내 상장리츠 개요(2025년 말 기준)

명칭 ^{주1)}	구분	자산관리회사	설립일	상장일	주요 투자자산 유형
대신밸류	위탁관리	대신자산신탁	2024.10.23	2025.07.10	오피스
신한글로벌액티브	위탁관리	신한리츠운용	2022.03.17	2024.07.01	복합
삼성FN	위탁관리	삼성SRA자산운용	2022.07.26	2023.04.10	오피스
한화	위탁관리	한화자산운용	2022.05.10	2023.03.27	오피스
KB스타	위탁관리	KB자산운용	2022.02.08	2022.10.06	해외 오피스
마스턴프리미어	위탁관리	마스턴투자운용	2020.02.28	2022.05.31	오피스, 물류
코람코더원	위탁관리	코람코자산신탁	2015.09.15	2022.03.28	오피스
신한서부티엔디	위탁관리	신한리츠운용	2020.01.02	2021.12.10	리테일, 호텔
미래에셋글로벌	위탁관리	미래에셋자산운용	2021.05.21	2021.12.03	물류
NH올원	위탁관리	NH농협리츠운용	2019.11.20	2021.11.18	오피스, 물류
SK	위탁관리	에스케이리츠운용	2021.03.15	2021.09.14	오피스, 주유소
디앤디플랫폼	위탁관리	디앤디인베스트먼트	2020.03.10	2021.08.27	오피스, 물류
ESR켄달스퀘어	위탁관리	켄달스퀘어리츠운용	2020.02.20	2020.12.23	물류
코람코라이프인프라	위탁관리	코람코자산신탁	2019.12.11	2020.08.31	주유소, 물류
제이알글로벌	위탁관리	제이알투자운용	2019.10.24	2020.08.07	해외 오피스
미래에셋맵스	위탁관리	미래에셋자산운용	2019.12.12	2020.08.05	리테일, 오피스
이지스레지던스	위탁관리	이지스자산운용	2020.02.03	2020.08.05	주택, 호텔
이지스밸류플러스	위탁관리	이지스자산운용	2019.07.16	2020.07.16	오피스, 물류
NH프라임	위탁관리	NH농협리츠운용	2019.05.30	2019.12.05	오피스
롯데	위탁관리	롯데에이엠씨	2019.03.29	2019.10.30	리테일, 물류
신한알파	위탁관리	신한리츠운용	2017.12.18	2018.08.08	오피스
이리츠코크립	기업구조조정	코람코자산신탁	2005.07.26	2018.06.27	리테일
스타에스엠	자기관리	N/A	2014.01.10	2016.09.22	호텔, 리테일
케이탑	자기관리	N/A	2010.11.04	2012.01.31	오피스, 리테일
에이	자기관리	N/A	2010.11.04	2011.07.14	주택

주1) 명칭에서 위탁관리부동산투자회사 생략

주2) 순서는 상장일 기준 내림차순

자료: 한국리츠협회

Appendix2. 리츠업무메뉴얼 운영위험 및 경영실태 평가 항목

운영위험평가의 계량항목

평가부문	세부평가항목	평가산식
수익성	매출액영업이익률	영업이익/매출액
	매출액순이익률	당기순이익/매출액
	자기자본순이익률	당기순이익/평균자본총계
안정성	유동비율	유동자산/유동부채
	부채비율	부채총계/자본총계
	이자보상배율	영업이익/이자비용
사업성	사업계획 대비 매입가액 차이비율	실제 매입가액/사업계획상 매입가액
	사업계획 대비 매각가액 차이비율	실제 매각가액/사업계획상 매각가액
	사업계획 대비 공실률 차이	실제 공실률 - 사업계획상 공실률
	사업계획 대비 임대면적단위(㎡)당 연간임대료 차이비율	실제 임대료단가 / 사업계획상 임대료단가
	직전연도 대비 임대면적단위(㎡)당 연간임대료 증감비율	당해연도 임대료단가/직전연도 임대료단가
	직전연도 대비 렌트프리 기간 증감비율	당해연도 렌트프리 기간/직전연도 렌트프리 기간
	사업계획 대비 분양률 차이	실제 분양률 - 사업계획상 분양률
	사업계획 대비 공정률 차이	실제 공정률 - 사업계획상 공정률
주가(상장리츠)	주가 변동	평기기간종료일종가/평기기간개시일종가

운영위험평가의 비계량항목

평가부문	세부평가항목
위험관리 조직의 역할 (총 8개 항목)	위험관리위원회를 별도로 설치·운영하고 있는지 여부
	투자의사결정에 대한 투자심의위원회의 사전검토 및 의결절차가 적절히 이루어지고 있는지 여부
	준법감시인이 임직원의 불공정거래 방지를 위한 절차를 명확히 수립하고, 그 준수여부를 적절한 방법으로 확인하고 있는지 여부
정보관리 및 IT 통제 (총 8개 항목)	해킹이나 심각한 전산장애 발생 등에 대비하여 이사회 또는 위험관리조직의승인을 받은 IT 비상계획을 마련하여 운영하고 있는지 여부
	정보교류 차단 부서간 사무공간을 분리 설치하고, 부서별로 전용출입카드를 부여하였는지 여부
	전산센터 등 하드웨어에 물리적인 보안체계(CCTV 설치, 출입통제시스템가동등)를 운영하고 있는지 여부
재무위험 측정 및 점검 (총 8개 항목)	리츠별 재무위험을 전산화된 시스템을 활용하여 자동 측정하고 있는지 여부
	재무위험에 대한 정기 또는 수시 점검 결과를 경영진(대표이사 포함)에게 보고하였는지 여부
	자본잠식이 발행한 경우 이를 해소하기 위한 개선계획 및 이행상황 점검등이 적절하게 이루어지고 있는지 여부

경영실태평가 요소별 평가항목

평가부문	계량항목	비계량항목
자본적정성	자기자본 규모	적정 자본 유지 가능성 자기자본 유지 정책
수익성	총자산순이익률 수지비율	손익구조 변동요인의 적정성 영업별 수익과 비용의 특성
수탁 자산관리 적정성	적정 수탁자산 수탁자산 증감률 자산운용전문인력	수탁자산 위험관리체제의 적정성 수탁자산 운용의 합리성
내부통제	리츠 관련 법규 위반	내부통제기준 설정·운영 적정성 규정위반의 특성 및 정도

참고문헌

1. 정부 정책·법령 자료
 - 국토교통부·금융위원회. 2018. 「리츠 공모·상장 활성화 방안」
 - 관계부처 합동. 2019. 「공모형 부동산간접투자 활성화 방안」
 - 국토교통부·금융위원회·공정거래위원회. 2022. 「공모·상장 활성화를 위한 리츠제도 개선방안」
 - 국토교통부. 2023. 「리츠업무메뉴얼」
 - 관계부처 합동. 2024. 「국민소득 증진 및 부동산 산업 선진화를 위한 리츠(REITs) 활성화 방안」
 - 국토교통부. 2024. 「리츠(REITs) 활성화 방안 수립」
 - 박용갑 의원 외. 2025. 「부동산투자회사법 개정안(일부개정법률안)」
2. 공공·연구기관 자료
 - 국토연구원 부동산시장정책연구센터 편. 2024. 「해외 사례를 통해 살펴본 리츠 산업의 발전방향」
 - 한국부동산분석학회. 2023. 「리츠 활성화 및 관리체계 개선 연구」
 - 자본시장연구원. 김필규. 2020. 「리츠를 통한 부동산 간접투자 활성화 방안」
 - 자본시장연구원. 김보영. 2021. 「일본과 싱가포르의 상장리츠시장 성장 및 시사점」
 - 자본시장연구원. 김필규. 2025. 「상장리츠시장의 현황과 개선과제」
 - KDI 경제교육·정보센터. 송준혁. 2016. 「리츠(REITs) 활성화를 위한 과제」
 - 한국조세재정연구원. 홍범교·강문정·허윤영. 2021. 「부동산투자회사(REITs) 과세제도 연구」
3. 시장업계 자료
 - 신영증권. 박세라. 2025. 「[REITs 칼럼] 유상증자를 대하는 방법」
 - 이동진. 2024. 「2024 Winter REITs Journal: 상장리츠 유상증자, 3개월의 시간은 필연적인가? 효율성 제고 방안 모색」
 - 삼성증권 리서치센터 대체투자팀. 2025. 「주주가 원하는 것은 NAV 보다 현금흐름! : 리츠/인프라펀드 2026년 전망」
 - 삼성증권 리서치센터 대체투자팀. 2025. 「상장리츠 시장 활성화를 위한 개선 방향」
 - 대신증권 리서치센터. 2021. 「REITs ABC, [한 권으로 읽는 리츠 투자 가이드] 리츠 개념부터 투자 대상/방법/세제 혜택까지」
 - BANK OF SINGAPORE. 2024. 「S-REITs SECTOR: A TURNING POINT」

유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권 장래의 상대적인 신용 위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간 행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스자산평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사 각관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 약속하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련되어 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았던 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서는 필자의 개인적인 견해로 당사의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.