

헬스케어 REITs의 성과 및 운영 특성과 국내 실버산업에의 활용 방안

박원석*

요약: 본 연구는 미국의 헬스케어 REITs의 성과 및 운영 특성을 살펴보고, 이를 통해 국내 실버산업에의 활용 방안을 모색하는 것을 목적으로 한다. 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째로, 미국의 헬스케어 REITs의 현황 및 성과를 보면, 2007년 이후 평균적인 REITs보다 양호한 성과를 보이고 있으며, 이러한 성과를 바탕으로 시장 규모 면에서 전체 REITs에서 차지하는 비중을 높이고 있다. 이러한 헬스케어 REITs가 초과 성과를 보이는 데는 실버산업의 고속 성장도 영향을 미쳤지만, 판매 후 재임대와 3차 순임대차 구조를 활용한 REITs의 전략도 한 몫을 한 것으로 판단된다. 둘째로, 미국 헬스케어 REITs는 자산유형의 관점에서는 선택과 집중전략을, 투자지역의 관점에서는 투자지역 다변화 전략을 사용하는 것으로 나타났다. 셋째로, 이러한 분석결과를 볼 때, 헬스케어 REITs는 국내의 실버산업에 충분히 활용 가능성이 있음을 확인하였으며, 이에 헬스케어 REITs, 즉 부동산투자회사를 효과적으로 활용하기 위한 방안을 제시하였다.

주요어: 헬스케어, REITs, 부동산, 성과, 실버산업, 위험조정모형

1. 서론

평균수명의 증가와 출산율의 감소로 인해 우리나라는 세계 어느 나라보다도 고령화 속도가 빠르게 진행되고 있다. 통계청 통계지리정보서비스 자료에 따르면 2010년 말 현재 국내의 65세 이상 고령자의 비중은 10%에 이르며, 2030년에는 26%에 이를 것으로 예측하고 있다. 고령화의 화두는 물론 가까운 장래에 한국사회에서 가장 중요한 이슈가 될 것이다. 급격한 고령화 추세에 의해 한국경제 및 사회는 큰 구조적인 변화를 경험할 것이고, 그에 따라 국내의 산업구조와 경제기반은 대대적인 조정이 불가피하게 되었다. 물론 이에 따라 정부의 경제 및 사회정책들도 패러다임 전환이 필요한 실정이다.

이러한 고령화 추세는 부동산 투자분야에서도 마찬가지로 큰 변화와 패러다임 전환을 예고하고 있다. 즉 고령화에 따라 고령인구의 비중이 늘어나면, 고령자들을 위한 주거, 의료, 건강, 커뮤니티 시설의 수요가 늘어날 것이고, 이를 위한 다양하고 새로운 산업과 부동산 투자가 늘어날 것이다. 고령자를 위한 산업과 부동산 투자를 광범위하게 실버산업이라고 조작적으로 정의한다면, 부동산 부문에서도 이른바 실버타운이라 불리는 고령자주택, 요양시설, 의료시설, 건강시설 등 실버산업에서 새로운 투자기회들이 늘어날 것으로 판단된다.

이러한 맥락에서 미국과 같이 고령화의 진전이 빠른 선진국에서는 실버산업의 관점에서 고령자를 위한 다양한 부동산 시설투자와 운영이 이루어지고 있

이 논문은 2010년도 대구대학교 학술연구비의 지원에 의하여 연구되었음

* 대구대학교 부동산학과 교수(wspark@daegu.ac.kr)

다. 흥미로운 사실은 이러한 실버산업에 대한 투자를 한편으로는 전문적인 시설운영 노하우를 가진 전문 업체들이 하기도 하지만, 부동산 투자전문 펀드들이 시설을 투자하고 시설운영을 전문 운영업체에 임대를 주는 방법이 활용되기도 한다(Eichholtz *et al.*, 2007). 이러한 부동산 투자전문 펀드들 중 대표적인 주자가 REITs다. REITs는 전통적으로 오피스, 소매시설, 주택 투자에 집중했지만, 2000년대 이후 REITs가 새로운 투자처를 적극 모색하였는데, 그 대표적인 것이 바로 고령자주택 등 실버산업을 중심으로 하는 헬스케어 부문이다. 이러한 헬스케어 부문에 전문적으로 투자하는 REITs를 헬스케어 REITs라 부른다.

헬스케어 REITs는 2000년대 중반 이후 실버산업의 성장에 힘입어 REITs 부문 중에서도 가장 빠르게 성장하고 있는 부문이다. 이러한 헬스케어 REITs는 미국에서 고령자주택을 비롯한 실버산업의 기관투자자로서 실버산업의 활성화에 큰 기여를 하고 있다. 많은 연구에서 미국 헬스케어 REITs의 성공적인 투자 및 운영사례를 확인할 수 있는데, 이러한 헬스케어 REITs의 성공은 실버산업의 활성화라는 관점에서 고무적인 일로 받아들여질 수 있다.

이러한 헬스케어 REITs의 성공 사례는 국내 실버산업의 활성화를 위해 많은 시사점을 줄 수 있다. 국내에서는 급속한 고령화 추세를 앞두고 고령자주택 등 실버산업의 대대적인 확충이 필요함에도 불구하고 이를 뒷받침할 만한 투자자도 부족한 실정이며, 제도적인 지원도 체계적으로 마련되어 있지 않다. 이에 따라 국내에서 운영 중인 고령자주거시설을 보면, 시설 투자자금의 대부분을 시설 입주자의 분양금 또는 보증금에 의존하고 있는 실정이다. 이러한 구조가 계속 유지된다면, 실버산업의 대대적인 확충도 어려울 뿐만 아니라 고령자의 초기자금 부담도 크기 때문에 상당한 문제를 안고 있다. 따라서 국내에서도 실버산업에 대대적으로 투자할 수 있는 기관투자자의 육성이 필요하며, 이에 미국의 헬스케어 REITs의 사례를 적극적으로 벤치마킹할 필요가 있다.

이러한 맥락에서 본 연구는 미국의 헬스케어 REITs

의 성과 및 운영 특성을 살펴보고, 이를 통해 국내 실버산업에의 활용 방안을 모색하는 것을 목적으로 한다. 이를 위해 먼저, 헬스케어 REITs의 현황, 성과 추이 및 특성을 분석한다. 다음으로 개별 헬스케어 REITs 회사의 사례분석을 통해 헬스케어 REITs의 자산운영 특성과 전략을 분석한다. 마지막으로 이러한 결과를 종합하여 시사점을 도출하고, 국내 실버산업에의 활용 방안을 모색한다.

2. 미국 헬스케어 REITs의 현황과 특징

1) 헬스케어 REITs의 현황

전통적으로 미국에서 REITs가 투자하는 주력부문은 오피스, 소매시설, 주택이었다. 2000년대 초반까지만 하더라도 이들 3개 부문이 차지하는 비중이 70%에 이르렀다. 그러나 2000년대 이후 REITs가 새로운 투자처를 적극 모색하면서, 헬스케어 부문은 2000년도 이후 REITs의 주요 투자대상으로 새롭게 등장하고 있다. 2000년대 이후 고령화사회가 가속화되고 건강에 대한 일반인들의 관심이 늘어나면서, 헬스케어시설에 대한 수요가 늘어나고 있으며, 이에 따라 REITs도 헬스케어시설에 대한 투자를 확대하면서 헬스케어 REITs는 빠르게 성장하고 있다. 헬스케어 시설은 전문적인 서비스가 제공되기 때문에 초기에는 REITs가 주요 투자대상으로 관심을 보이지 않았으나, 판매후 재임대(sales and leaseback) 구조와 장기갱신가능 3차 순임대차(triple-net lease) 구조를 활용하여 REITs가 헬스케어시설 운영에 대한 부담을 덜면서, REITs의 투자가 늘어나게 되었다.

표 1은 2003년 이후의 헬스케어 REITs의 비중을 나타낸다. 2003년 헬스케어 REITs의 회사수는 13개, 시장가치는 125억 달러였다. 이는 시장가치 기준으로 전체 REITs 대비 5.4% 수준이었다. 그런데 2010년에는 회사 수 13개소, 시장가치는 423억 달러 규모

표 1. 헬스케어 REITs의 비중

	헬스케어		전체	
	회사 수(개소)	시장가치(100만 달러)	회사 수(개소)	시장가치(100만 달러)
2003	13 (7.5)	12,545 (5.4)	173	230,235
2005	14 (7.1)	16,175 (4.8)	198	335,803
2008	11 (9.7)	25,217 (13.3)	113	190,286
2009	11 (9.4)	30,285 (13.0)	117	233,278
2010	13 (9.1)	42,348 (10.9)	143	388,930

출처: NAREIT의 자료를 가지고 분석한 것임

로 성장했다. 이는 시장가치 기준으로 전체 REITs 대비 10.9%에 이르는 것으로, 헬스케어 REITs는 7년 사이에 시장가치가 4배 가까이 성장했을 뿐만 아니라, 전체 REITs에서 차지하는 비중도 2배 정도 증가하는 등 REITs 부문에서 가장 빠르게 성장하는 부문임을 알 수 있다. 특히, 2008~2009년 사이에는 시장가치 기준으로 전체 REITs 대비 13% 대에 이르러, 주택부문을 제치고 REITs의 3대 주력 투자부문으로 성장하기도 했다. 따라서 2000년대 중반 이후 헬스케어 REITs는 헬스케어 명실상부한 REITs의 주력 투자부문으로서 위상을 차지하게 된 것이다.

2) 주요 투자대상

헬스케어 REITs의 주요 투자대상은 고령자 주택, 요양/치료시설, 의료시설, 연구시설, 건강시설로 분류할 수 있다. 현재 운영 중인 헬스케어 REITs가 주로 투자하는 대상을 살펴보면 다음과 같다.

(1) 고령자주택

고령자주택(senior housing)은 헬스케어 REITs의 주력 투자부문이다. 흔히 실버타운이라 불리우는 고령자주택은 퇴직한 고령자들을 위한 주거, 커뮤니티, 케어(생활보조)를 제공하는 시설이다. 다만, 고령자주택은 요양과 케어보다는 주거활동에 초점을 맞춘 시설이라 할 수 있다.

고령자주택은 독립적인 주거시설(independent living facilities)과 생활보조 주거시설(assisted living facilities)로 나뉜다. 독립적인 주거시설은 건강한 고령자를 대상으로 하는 주거시설로, 고령자들이 생활보조 없이 독자적으로 주거생활을 영위하고 고령자 커뮤니티를 제공하는 시설을 말한다. 생활보조 주거시설은 독립적인 주거시설보다는 상대적으로 건강상태가 양호하지 않은 고령자를 대상으로 하며, 식사, 청소, 건강관리, 커뮤니티 등의 생활보조 서비스를 제공하는 주거시설이다. 생활보조 주거시설은 고령자가 독립적인 주거시설에서 요양시설로 넘어가는 중간 단계의 주거형태라 할 수 있다.

헬스케어 REITs의 경우, 대다수가 고령자주택에 투자하고 있으며, 고령자주택을 주력으로 하는 REITs도 상당수가 있다. 헬스케어 REITs의 투자부문 중 고령자주택의 비중이 가장 높게 나타난다. 헬스케어 REITs가 투자하는 고령자주택은 대부분 생활보조 주거시설이다.

(2) 요양/장기치료시설

요양/장기치료시설은 장기간의 요양과 치료를 필요로 하는 시설로, 의료시설과 주거시설을 복합한 개념의 시설이다. 요양시설에는 종합요양시설(congregate care facilities), 장기 간병서비스시설(long term care nursing facilities), 중증치료병원(acute care hospitals), 치매케어시설(alzheimer's

care facilities) 등이 있다.

종합요양시설은 독립적인 생활이 가능한 고령자에게 식사, 의료, 건강관리, 목욕 서비스 등을 종합적으로 제공해주는 시설이다. 다양한 케어서비스를 제공한다는 점에서 생활보호 주거시설과 유사하지만, 간호와 치료서비스의 측면에서는 생활보호 주거시설보다 한 단계 더 전문화된 시설이라 할 수 있다. 장기간병서비스시설은 너싱홈으로도 불리어지는데, 독자적인 생활이 어려운 고령자들을 전문적으로 케어하는 시설이다. 중증치료병원은 일반적인 병원서비스 외에 수술, 중증간호, 연구, 회복치료 서비스 등을 포함한다. 이러한 요양/장기치료시설 역시 헬스케어 REITs의 주요 투자부문이다. 다만, 요양/장기치료시설은 운영에 있어서 연방정부의 재정지원에 의존하기 때문에 규제가 심하다는 단점이 있다.

(3) 의료시설

의료시설 역시 헬스케어 REITs의 주요 투자부문이다. 헬스케어 REITs가 투자하는 의료시설에는 일반적인 단기치료 병원 외에도 회복병원(rehabilitation hospitals), 메디컬빌딩, 물리치료시설 등이 있다. 회복병원은 다양한 회복기반 케어의 필요성이 있는 내

원 외래 환자들을 대상으로 한다. 메디컬빌딩은 의료시설이 전문적 집단적으로 모여 있는 오피스인데, 외래환자 증가에 힘입어 미국에서 헬스케어 산업 부문 중 가장 빠르게 성장하는 부문이다. 따라서 최근 들어 헬스케어 REITs는 메디컬빌딩에 대한 투자를 적극적으로 확대하고 있는 실정이다.

(4) 연구시설

헬스케어 REITs 중에서는 연구시설인 생명공학센터에 투자하는 REITs가 있다. 생명공학센터는 비교적 규모가 큰 헬스케어 REITs를 중심으로 헬스케어 산업의 통합적 운영과 포트폴리오 다각화 차원에서 투자가 이루어지고 있다.

(5) 건강시설

헬스케어 REITs가 투자하는 건강시설에는 웰리스센터가 있다. 웰리스센터는 일종의 스포츠, 건강시설로서, 일부 헬스케어 REITs의 경우 포트폴리오 다각화 차원에서 건강시설에 대한 투자를 하고 있다.

표 2. 의료·건강시설 REITs의 주요 투자대상

유형	주요 투자 대상
고령자 주택	<ul style="list-style-type: none"> • 독립적인 주거시설(independent living facilities) • 생활보호 주거시설(assisted living facilities)
요양/장기치료시설	<ul style="list-style-type: none"> • 종합요양시설(congregate care facilities) • 장기 간병서비스시설(long term care nursing facilities) • 중증치료병원(acute care hospitals) • 치매케어시설(alzheimer's care facilities)
의료시설	<ul style="list-style-type: none"> • 단기치료 병원 • 회복 병원(rehabilitation hospitals) • 메디컬빌딩 • 물리치료실
연구시설	<ul style="list-style-type: none"> • 생명공학센터
건강시설	<ul style="list-style-type: none"> • 웰리스센터

3) 헬스케어 REITs의 특징

앞서 분석한 바와 같이 2000년대 중반부터 헬스케어 REITs의 성장에는 많은 요인들이 작용하고 있다. 여기에는 실버산업의 급성장이라는 외적인 요인도 있지만, 헬스케어 REITs가 가지고 있는 독특한 구조로 인한 내적인 요인도 있다. Terris and Myer(1995), Eichholtz *et al.*(2007), Gordon(2008) 등의 연구에서는 헬스케어 REITs가 가지고 있는 중요한 특징으로 판매후 재임대(sales and leaseback) 구조와 3차 순임대차(triple-net lease) 구조를 들고 있으며, 이러한 구조가 헬스케어 REITs의 성장을 설명하는 중요한 요인으로 다루고 있다. 이러한 맥락에서 헬스케어 REITs의 특징을 살펴보면 다음과 같다.

첫째로, 헬스케어 REITs가 가지고 있는 판매후 재임대 구조를 들 수 있다. 판매후 재임대란 헬스케어 REITs가 헬스케어시설 운영자로부터 시설 소유권을 매입한 후 기존의 헬스케어시설 운영자에게 다시 임대하는 구조를 말한다. 이러한 판매후 재임대 구조는 헬스케어 REITs에게는 운영위험이 적은 우량 부동산을 확보할 수 있다는 이점이, 헬스케어시설 운영자에게는 시설 매각자금을 통해 자금조달을 할 수 있다는 이점이 있으며, 이러한 양자의 이해관계가 일치하기 때문에 헬스케어산업에서 판매후 재임대 구조가 널리 활용되고 있다.

둘째로, 장기 갱신가능 3차 순임대차 구조를 들 수 있다. 3차 순임대차 구조란 임대차 계약에서 임대료 지급방식¹⁾의 하나로, 임대인은 순수한 의미의 임대료만 부담하고, 나머지 부동산 운영에 드는 모든 비용을 임차인이 부담하는 임대차 계약의 일종이다. 헬스케어 REITs가 3차 순임대차 구조를 활용하는 이유를 보면, REITs가 헬스케어시설에 대한 운영 노하우가 부족하기 때문에 3차 순임대차를 통해 순수한 의미의 임대료만 수령하고 헬스케어시설 운영과 관련된 모든 부담을 전문 운영자에게 전적으로 전가하기 위한 것이다. 따라서 REITs는 순임대차를 통해 운영위험은 회피할 수 있는 대신 운영수입은 공유할 수는 없

게 된다.

3차 순임대차의 경우 단독 임차인과 임대차 계약을 맺는 경우가 대부분이다. 왜냐하면, 3차 순임대차의 경우 임대인이 임차인에게 부동산 자산관리와 관련된 대부분의 권한과 책임을 임차인에게 넘기는 구조이기 때문에, 통상적으로 단독 임차인에게 부동산을 통째로 임대차 주는 경우가 많은 것이다. 또한, 헬스케어 REITs 운영에서 이러한 단독 임차인은 판매후 재임대를 통해 임차를 받은 기존의 헬스케어시설 운영자인 경우가 많기 때문에, 판매후 재임대 구조와 3차 순임대차 구조는 상호 긴밀하게 연결되어 있다고 하겠다.

이러한 의미에서 헬스케어 REITs의 경쟁력은 판매후 재임대를 받는 헬스케어시설 운영자가 얼마나 우량한 임차인인가에 달려 있다. 특히, 대부분의 헬스케어 REITs의 임차인은 단독 임차인이기 때문에, REITs의 임대료 수입이 단독 임차인의 사업성패에 좌우되는 위험요인을 안고 있다. 따라서 헬스케어 REITs의 경쟁력은 우량한 운영자를 선별하는 능력에 달려 있다 해도 과언이 아닐 것이다. 판매후 재임대와 3차 순임대차 구조를 활용하는 헬스케어 REITs의 경우 진정한 부동산 지분투자라기 보다는 헬스케어 시설 운영자에게 대출자금을 제공하는 성격이 실질적으로 강하다는 점에서, NAREIT에서는 지분형 REITs에 포함시키지 않고 별도로 분류하는 경우도 있다.

3. 미국 헬스케어 REITs의 성과 및 운영 특성

1) 헬스케어 REITs의 성과 추이 및 특성

(1) 현황 및 추이

헬스케어 REITs의 성과 추이를 지수를 통해 보면 그림 1과 같다. 그림 1은 1993년 12월의 지수를 기준 지수 100으로 하여 2010년 말까지 전체 REITs와 헬

스케어 REITs의 월별 성과추이를 지수화한 것이다. 그림 1에서 보듯이, 2007년 중반까지는 헬스케어 REITs의 지수는 전체 REITs의 지수와 거의 유사하게 동행하다가, 2007년 중반을 기점으로 전체 REITs의 지수를 초과하는 성과를 보이게 있다. 특히, 이 시기는 서브프라임 모기지발 금융위기로 인해 미국 주식 시장 전반이 극도의 침체를 보이는 시기인데, 이러한 금융위기에서 헬스케어 REITs는 평균적인 REITs보다 훨씬 안정적인 성과를 보이고 있음을 확인할 수 있는 것이다. 2010년 말 헬스케어 REITs의 지수는 822로, 전체 REITs의 지수 491보다 훨씬 높게 나타난다. 이는 1994~2010년간 헬스케어 REITs의 성과가 전체 REITs의 성과보다 월등히 높았다는 것을 의미한다.

그림 2는 1994~2010년간 헬스케어 REITs의 연간 수익률 추이를 소득수익률과 주가변동률로 나누어 분석한 것이다. 그림 2에서 보듯이, 소득수익률은 5~12% 대로 비교적 안정적인 추이를 보이고 있다. 헬스케어 REITs의 소득수익률은 주로 임대료 수입으로부터 이루어지는 것으로, 따라서 헬스케어 REITs는 비교적 안정적인 임대료 수입을 올리고 있음을 볼

수 있다. 반면, 주가변동률은 주기적인 등락을 보이고 있다. 특히, 아시아 국가의 금융위기 시기인 1998~1999년과 미국의 금융위기 시기인 2007~2008년에는 부(-)의 주가변동률로 보이고 있다. 헬스케어 REITs의 주가변동률은 헬스케어 REITs가 보유한 자산의 가치를 반영할 뿐만 아니라 미국 주식시장의 변동성을 반영하고 있기 때문에, 주기적인 등락이 심하게 이루어지는 것으로 볼 수 있다.

그림 3은 1994~2010년간 헬스케어 REITs와 전체 REITs의 연간 종합수익률 추이를 비교한 것이다. 종합수익률은 소득수익률과 주가변동률을 합친 수익률로, REITs 투자자의 최종적인 성과로 볼 수 있다. 그림 3에서 보듯이, 헬스케어 REITs는 종합수익률의 관점에서 2001~2003년간, 2006~2008년간 전체 REITs보다 초과 성과를 보이고 있다. 특히, 금융위기 기간인 2007~2008년 간에는 전체 REITs의 종합수익률이 극도의 부(-)의 값을 보이는 상황에서도 헬스케어 REITs는 비교적 부(-)의 수익률 정도가 적어, 금융위기 기간 중에 헬스케어 REITs가 잘 버틴 것을 확인할 수 있다. 전반적으로는 헬스케어 REITs의 성장이 두



그림 1. 헬스케어 REITs의 성과지수 추이

주: 2003년 12월의 기준을 100으로 한 지수임
출처: NAREIT의 자료를 가지고 분석한 결과임

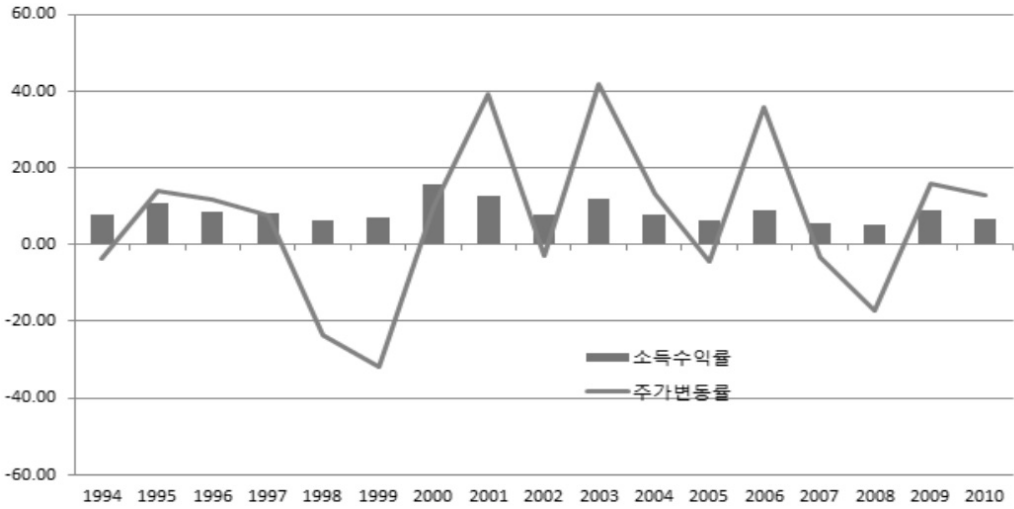


그림 2. 헬스케어 REITs의 연간 수익률 추이

출처: NAREIT의 자료를 가지고 분석한 결과임

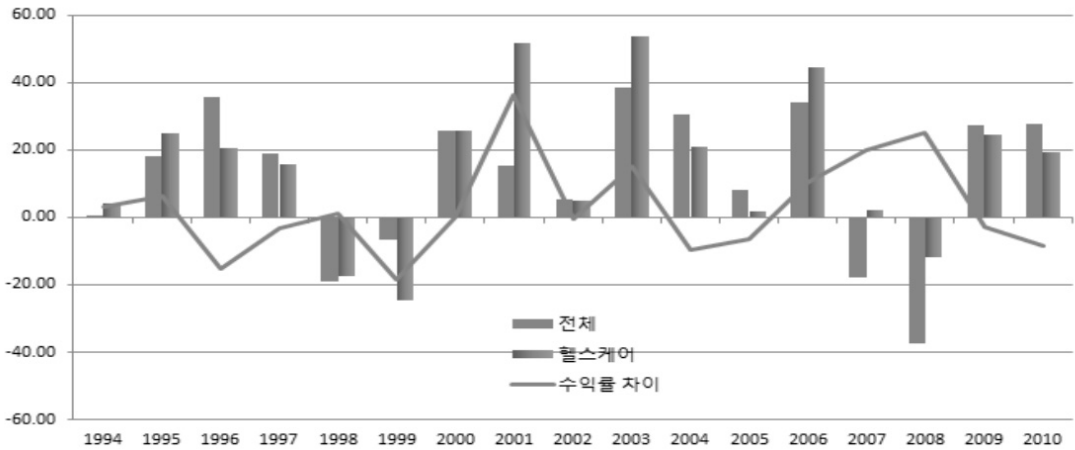


그림 3. 헬스케어 REITs와 전체 REITs의 연간 종합수익률 추이 비교

출처: NAREIT의 자료를 가지고 분석한 결과임

드러진 2005년 이후 헬스케어 REITs가 초과 성과를 보이고 있는데, 이는 헬스케어 REITs의 성장이 헬스케어 REITs의 상대적으로 높은 성과에 기인하고 있음을 추론할 수 있다.

그림 4는 1994~2010년간 헬스케어 REITs와 전체

REITs의 연간 소득수익률 추이를 비교한 것이다. 주목할 만한 사실은 소득수익률의 관점에서 헬스케어 REITs는 전체 REITs보다 항상 높은 성과를 보이고 있다는 점이다. 이는 헬스케어 REITs의 임대료 수입을 통해 올리는 수익률이 평균적인 REITs의 수익률보다

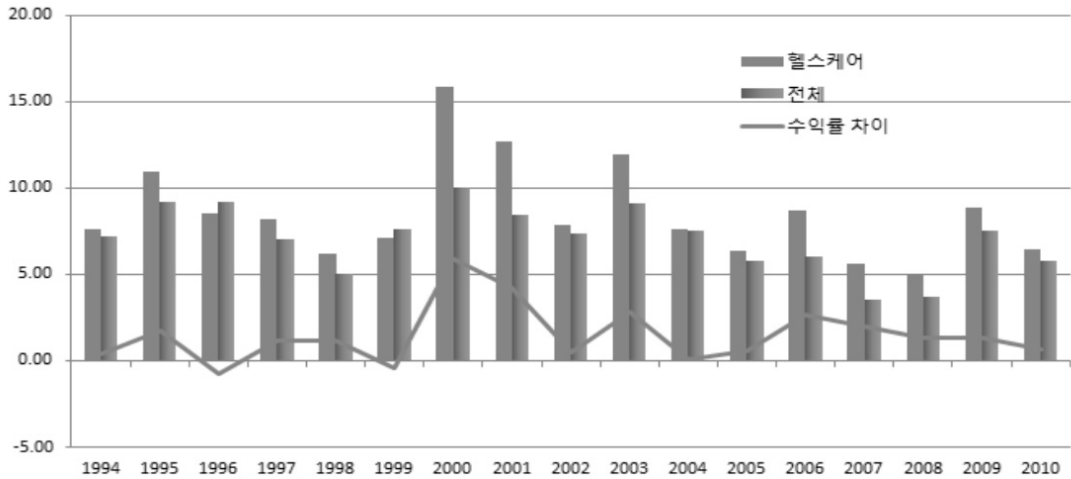


그림 4. 헬스케어 REITs와 전체 REITs의 연간 소득수익률 추이 비교

출처: NAREIT의 자료를 가지고 분석한 결과임

높은 것을 의미한다. 헬스케어 REITs의 임대료 수입의 수익률이 높은 것은 헬스케어 REITs가 3차 순임대차 구조를 적절하게 잘 활용하고 있음을 보여준다. 즉, 단독 임차인과 장기적인 3차 순임대차 계약을 맺음으로 인해 REITs는 공실 부담이 거의 발생하지 않으며²⁾, 3차 순임대차를 통해 운영비용 부담을 임차인에게 떠 넘길 수 있어, 비용의 효율적인 통제가 가능하다는 점이다.

(2) 성과 특성

지금까지 헬스케어 REITs의 기본적인 성과 현황 및 추이를 살펴보았는데, 이러한 헬스케어 REITs의 성과가 위험-수익 관점에서 어떠한 특성을 보이는지를 확인할 필요가 있다. 즉, 헬스케어 REITs의 성과가 투자상품으로서 위험-수익 스펙트럼 상에서 어떤 위상을 차지하고 있는지를 분석할 필요가 있는 것이다. 이러한 관점에서 헬스케어 REITs의 성과특성을 살펴보면 다음과 같다. 본 연구에서 분석한 헬스케어 REITs의 성과 특성에 대한 분석결과는 본 연구의 선행연구인 박원석(2009)의 연구의 내용을 요약한 것이다.

우선, 헬스케어 REITs가 투자상품으로서 위험-수익 스펙트럼 상에서 어떤 특성을 가지고 있는지를 살펴보기 위해 자본자산가격결정모형³⁾을 통해 베타(β)값을 추정하였는데, 그 결과는 표 3과 같다. 표 3에서는 헬스케어 REITs의 베타값을 1994~2002년, 2003~2007년, 2008~2009년으로 구분하여 추정하였다. 여기서, 분석모형 ①은 시장수익률의 대응변수로 REITs 산업 전체의 평균 종합수익률을 적용한 것인데, 이러한 의미에서 분석모형 ①은 REITs 전체의 평균 종합수익률에 대한 헬스케어 REITs의 종합수익률의 민감도를 측정하는 도구로 활용될 수 있다. 분석모형 ②는 시장수익률의 대응변수로 다우존스지수 주가변동률을 적용한 것인데, 따라서 분석모형 ②는 다우존스 지수에 대한 헬스케어 REITs의 종합수익률의 민감도를 측정하는 도구로 활용될 수 있다.

표 3에서 분석모형 ①의 결과를 보면, 2003~2007년 기간을 제외하면 헬스케어 REITs의 베타값은 1보다 작은 것으로 나타나, 대체적으로 헬스케어 REITs는 평균적인 REITs보다 저위험-저수익 투자상품의 특성을 가지고 있는 것을 볼 수 있다. 이는 헬스케어 REITs가 판매후 재임대와 3차 순임대차 구조를 적절

표 3. 헬스케어 REITs의 기간별 베타값

	〈분석모형 ①〉의 베타			〈분석모형 ②〉의 베타		
	1994-2002	2003-2007	2008-2009	1994-2002	2003-2007	2008-2009
헬스케어 REITs	0.88	1.01	0.92	0.18	0.87	1.52

출처: 박원석, 2009, “위험조정모형을 활용한 미국 REITs의 부동산 유형별 성과분석”, 한국경제지리학회지, 12(4)

표 4. 위험조정모형을 활용한 헬스케어 REITs의 성과

	1994-2002			2003-2007			2008-2009		
	실제수익률	요구수익률	성과차이	실제수익률	요구수익률	성과차이	실제수익률	요구수익률	성과차이
분석모형 ①	0.39	0.88	-0.49	1.59	0.67	0.92	0.75	-0.49	1.24
분석모형 ②	0.11	0.47	-0.37	1.33	0.61	0.71	0.37	-0.81	1.19

출처: 박원석, 2009, “위험조정모형을 활용한 미국 REITs의 부동산 유형별 성과분석”, 한국경제지리학회지, 12(4)

하게 잘 활용하여, 채권투자와 유사한 성격가지고 있기 때문에 판단된다. 한편, 분석모형 ②의 결과를 보면, 1994~2002년과 2003~2007년 간에는 베타값이 1보다 작은 것으로 나타나지만, 2008~2009년의 베타값은 1보다 큰 것으로 나타난다. 이러한 결과는 미국 REITs가 저위험-저수익 투자상품의 특성을 보인 것으로 분석한 선행연구의 결과들을 뒤집는 것으로, 금융위기를 겪으면서 REITs는 오히려 평균적인 주식보다 더 변동성이 큰 고위험-고수익 상품으로 바뀌고 있으며, 예외적인 금융위기 상황에서는 REITs는 오히려 위험이 큰 상품으로 변화할 수 있음을 이 결과는 보여주고 있다(박원석, 2009).

다음으로, 위험조정모형(RAM: Risk Adjustment Model)을 활용하여 헬스케어 REITs의 기간별 성과를 분석하였는데, 그 결과는 표 4와 같다. 결과에서 보듯이, 헬스케어 REITs는 분석모형 ①, 분석모형 ② 모두에서 1994~2002년간에는 실제수익률이 요구수익률보다 낮은 부(-)의 성과를, 2003~2007년과 2008~2009년에는 실제수익률이 요구수익률보다 높은 정(+)의 성과를 보이고 있다. 특히 헬스케어 REITs는 2003~2007년과 2008~2009년에서 다른 어떤 유형의 REITs보다 가장 높은 정(+)의 성과를 보이고 있

다. 따라서 위험조정수익의 관점에서 헬스케어 REITs는 2003년 이후 가장 높은 성과를 올리고 있는 투자 부문임을 확인할 수 있다. 이러한 헬스케어 REITs의 성과 특성으로 인해, 2000년대 중반 이후 헬스케어 REITs에 대한 투자가 급증하고, 이에 헬스케어 REITs가 REITs 부문 중에서 가장 빠르게 성장하고 있는 부문인 것을 확인할 수 있다.

2) 운영사례 및 특성 분석

(1) 헬스케어 REITs 회사 현황

2010년 말 현재 미국에서 운영 중인 헬스케어 REITs는 총 13개다. 표 5는 2010년 말 현재 운영 중인 헬스케어 REITs의 개략적인 현황을 나타낸다. 헬스케어 REITs 중에서 가장 큰 규모의 REIT는 HCP로, 본사는 캘리포니아에 있으며 시장가치는 118억 달러에 이른다. 가장 작은 규모의 REIT는 Cogdell Spencer ERDMAN으로, 본사는 노스캐롤라이나에 있으며, 시장가치는 3억 달러에 이른다. 2010년 말 현재 헬스케어 REITs의 총 시장가치는 423억 달러에 이르며, 평균 시장가치는 32억 달러로 나타난다. 본사의 지역분포를 보면, 캘리포니아가 4개로 가장 많

표 5. 헬스케어 REITs의 현황

구분	본사(주)	시장가치(100만 달러)
HCP	캘리포니아	11,896
Ventas	일리노이	8,214
Health Care REIT	오하이오	6,980
Nationwide Health Properties	캘리포니아	4,593
Senior Housing Properties Trust	메사추세츠	2,786
Omega Healthcare Investors	메릴랜드	2,210
Healthcare Realty Trust	테네시	1,364
National Health Investors	테네시	1,250
Medical Properties Trust	알라바마	1,205
LTC Properties	캘리포니아	668
Universal Health Realty Income Trust	펜실베이니아	456
Sabra Health Care REIT	캘리포니아	434
Cogdell Spencer ERDMAN	노스캐롤라니아	294
계		42,350

주: 2010년 말 기준

출처: NAREIT, REITs 회사의 웹사이트 및 Annual Report를 참조

고, 테네시 2개 순으로 나타난다. 헬스케어 REITs가 고령자 주택과 요양시설을 주요 기반으로 하는 만큼, 본사의 입지는 기후가 온화한 중남부 지역의 수가 많은 것으로 판단된다.

(2) 자산유형별 포트폴리오

2010년 말 현재 헬스케어 REITs의 자산유형별 포트폴리오 현황을 살펴보면 표 6과 같다. 표 6의 수치는 각 REITs가 보유하고 있는 자산유형별 시설 개수를 나타낸다. 그런데 자산유형별 포트폴리오 현황을 분석하기 위한 단위는 투자규모가 더 적합하나, 자산유형별 투자규모에 대한 정보는 모든 REITs에서 얻기가 어려웠기 때문에, 차선의 대응변수로 시설 개수 정보를 채택하였다.

표 6에서 보면, 헬스케어 REITs가 가장 많이 투자하는 자산유형은 고령자주택인데, 고령자주택은 총 1,799개로 전체 자산의 45%를 차지한다. 고령자주택은 전통적으로 헬스케어 REITs의 투자 기반이 되어 왔으며, 헬스케어 REITs의 가장 중요한 특징인 3차

순임대차 형태의 자산운영 형태를 전형적으로 가지고 있다. 고령자주택의 대부분은 주거와 보조서비스를 동시에 제공하는 생활보조 주거시설로 나타난다. 2010년 말 현재 시장가치 규모 1위인 HCP부터 6위인 Omega Healthcare Investors까지 대형 헬스케어 REITs는 모두 고령자주택의 투자 비중이 가장 큰 것으로 나타난다. 따라서 고령자 주택은 헬스케어 REITs의 대표적인 투자 브랜드라 할 수 있다. 고령자 주택에 투자하는 REITs는 총 10개로 나타난다.

다음으로는 메디컬빌딩인데, 메디컬빌딩은 총 932개로 전체 자산의 23.3%를 차지한다. 메디컬빌딩은 의료시설을 전문화·집단화한 오피스빌딩으로, 외래환자의 증가 추세에 따라 최근들어 투자규모가 급증하고 있는 자산유형이다. 경기침체에 따라 일반 오피스에 투자하는 REITs들이 전문적인 메디컬빌딩으로 투자 포트폴리오를 전환하는 과정에서 메디컬빌딩의 투자수요는 계속 증가할 것으로 보인다. 메디컬 빌딩에 가장 많이 투자하는 REITs로는 자산규모 7위의 Healthcare Realty Trust, 11위의 Universal Health

Realty Income Trust 등 2개다. 메디컬빌딩에 투자하는 REITs는 총 10개로, 고령자주택과 동일하다.

다음으로는 요양/장기치료시설인데, 요양/장기치료시설은 총 872개로 전체 자산의 21.8%를 차지한다. 요양/장기치료시설 역시 헬스케어 REITs의 전통적인 주력 투자부문이 되어왔다. 다만, 요양/장기치료시설은 미 정부의 규제가 까다롭기 때문에 REITs가 요양/장기치료시설의 투자를 단기간에 획기적으로

늘리기에는 한계가 있어 최근 들어 투자비중이 줄어 들고 있는 추세다. 요양/장기치료시설은 고령자주택의 생활보조 주거시설과 시설 운영형태가 유사하기 때문에 요양/장기치료시설에 투자하는 REITs들은 대부분 생활보조 주거시설에도 투자하는 것으로 나타난다. 요양/장기치료시설에 가장 많이 투자하는 REITs로는 자산규모 8위의 National Health Investors, 12위의 Sabra Health Care REIT 등 2개

표 6. 헬스케어 REITs의 자산유형별 포트폴리오 현황

(단위: 개소(%))

구분	고령자주택	요양/장기치료시설	의료시설		연구시설	건강시설 및 기타	계
			병원	메디컬빌딩			
HCP	199	45	17	187	98	-	546
Ventas	240	187	40	135	-	-	602
Health Care REIT	346	181	31	162	7	-	727
Nationwide Health Properties	275	203	-	135	-	56	669
Senior Housing Properties Trust	226	2	-	82	-	10	320
Omega Healthcare Investors	377	10	-	-	-	13	400
Healthcare Realty Trust	-	12	28	163	-	6	209
National Health Investors	37	53	-	4	-	-	94
Medical Properties Trust	-	14	34	2	-	6	56
LTC Properties	93	74	-	-	-	-	167
Universal Health Realty Income Trust	-	11	-	41	-	-	52
Sabra Health Care REIT	6	80	-	-	-	-	86
Cogdell Spencer ERDMAN	-	-	47	21	-	-	68
계	1,799 (45.0)	872 (21.8)	197 (4.9)	932 (23.3)	105 (2.6)	91 (2.3)	3,996 (100.0)

주: 2010년 말 기준. 기타에는 웰리스센터, 모기지 등이 있음
출처: 각 REITs 회사의 웹사이트 및 Annual Report를 참조

다. 요양/장기치료시설에 투자하는 REITs는 총 12개로, 대부분의 헬스케어 REITs는 어떤 형태로든 요양/장기치료시설을 포트폴리오로 보유하는 것으로 나타난다.

다음으로는 병원인데, 병원은 총 197개로 전체 자산의 4.9%를 차지한다. 병원에 가장 많이 투자하는 REITs로는 자산규모 10위의 Medical Properties Trust, 13위의 Cogdell Spencer ERDMAN Universal 등 2개다. 메디컬빌딩에 투자하는 REITs는 총 6개인데, 병원의 경우 전문적인 투자 및 운영 노하우가 필요하기 때문에 병원에만 전적으로 투자하는 헬스케어 REITs들이 있다. 생명공학센터와 기타(웰리스센터 등)는 자산 수가 각각 105개와 91개로 전체 자산의 각각 2.6%, 2.3%를 차지한다. 이들 시설들은 헬스케어 REITs가 주력으로 투자하는 유형이라기 보다는 자산 포트폴리오의 관점에서 투자하는 시설이다.

한편, REITs 회사별로 자산 포트폴리오를 보면, 자산규모가 1위 HCP, 2위 Ventas, 3위 Health Care REIT, 4위 Nationwide Health Properties 등의 REITs는 비교적 골고루 고령자주택, 요양/장기치료시설, 의료시설에 포트폴리오를 구성하는 것으로 나타난다. 반면, 하나의 자산유형에 70% 이상 집중하는 REITs로는 고령자주택에 집중하는 Senior Housing Properties Trust와 Omega Healthcare Investors, 요양/장기치료시설에 집중하는 Sabra Health Care REIT, 의료시설에 집중하는 Healthcare Realty Trust, Medical Properties Trust, Universal Health Realty Income Trust, Cogdell Spencer ERDMAN 등 6개로 나타난다. 특히, 소형 REITs들은 대부분 하나의 자산유형에 집중하는 것으로 나타난다. 따라서 헬스케어 REITs는 하나의 전문 자산유형에 집중적으로 투자하는 경향이 있으며, 회사의 성장에 따라 자산 포트폴리오를 다각화하는 것으로 판단된다.

(3) 지역별 포트폴리오 현황

2010년 말 현재 헬스케어 REITs의 투자지역별 포트폴리오 현황을 살펴보면 표 7과 같다. 표 7의 수치

는 각 REITs가 보유하고 있는 자산의 지역별 시설 개수를 나타낸다. 표 7에서 헬스케어 REITs가 가장 많이 투자하는 1~3위 주의 비율을 보면, 1~3위 주의 비율이 가장 높은 REITs는 Cogdell Spencer ERDMAN로, 70.6%인 반면, 가장 비율이 낮은 REITs는 Ventas로, 18.1%이다. 산술 평균적으로 헬스케어 REITs가 1~3위 주에 투자하는 비율은 43%로 나타난다. 전체 자산의 50% 이상을 1~3위 주에 투자하는 REITs는 총 4개로 나타나는데, 이들은 대부분 투자규모가 적은 REITs들이다.

한편, 개별 헬스케어 REITs가 투자하는 주(state)의 수를 보면, 가장 작은 주에 투자하는 REITs는 Universal Health Realty Income Trust와 Cogdell Spencer ERDMAN로 15개 주에, 가장 많은 주에 투자하는 REITs는 Ventas로, 44개 주에 투자하는 것으로 나타난다. 평균적으로는 헬스케어 REITs는 30개 주에 걸쳐 투자하는 것으로 계산된다.

이러한 분석결과를 종합해 보면, 헬스케어 REITs는 전반적으로 몇 개 주에 집중적으로 투자하는 전략 보다는 다수의 주에 걸쳐 분산 투자하는, 즉 지역 다변화 투자 전략을 활용하는 것으로 판단된다. 특히, REITs의 성장 초기에는 몇 개 주에 집중적으로 투자하는 경향을 보이다가도, 성장을 거듭할수록 미국 전역에 투자하는 다변화 투자를 적극적으로 확대하는 추세를 확인할 수 있다. 실제로 상위 6개의 헬스케어 REITs는 모두 사실상 미국 전역이라 할 수 있는 35개 이상의 주에 투자를 하고 있다.

한편, 헬스케어 REITs의 투자지역 분포를 보면, 텍사스는 4개의 헬스케어 REITs에서 투자순위 1위인 주에 랭크되었으며, 다음으로 캘리포니아 2개, 플로리다 2개 순으로 나타난다. 또한, 헬스케어 REITs별 투자순위 1~3위에 드는 주의 분포에서도 텍사스 7개, 플로리다 7개, 캘리포니아 6개 순으로 나타난다. 이들 3개 주의 포트폴리오 수를 모두 합하면 전체 포트폴리오의 절반을 넘는다. 따라서 텍사스, 플로리다, 캘리포니아 주는 헬스케어 REITs가 가장 많이 투자하는 주라 할 수 있다. 이들 텍사스, 플로리다, 캘

표 7. 헬스케어 REITs의 지역별 포트폴리오 현황

(단위: 개소)

구분	투자 주(state) 순위			1-3위 주 비율(%)	총 투자 주 수
	1위	2위	3위		
HCP	캘리포니아 134	텍사스 73	플로리다 51	47.2	42
Ventas	캘리포니아 38	일리노이 37	인디애나 34	18.1	44
Health Care REIT	플로리다 84	텍사스 74	캘리포니아 47	28.2	39
Nationwide Health Properties	텍사스 80	캘리포니아 32	플로리다 31	21.4	42
Senior Housing Properties Trust	메릴랜드 23	캘리포니아 21	위스콘신 21	20.3	37
Omega Healthcare Investors	플로리다 86	오하이오 50	텍사스 31	41.8	35
Healthcare Realty Trust	텍사스 57	플로리다 25	테네시 20	48.8	28
National Health Investors	테네시 25	플로리다 15	텍사스 11	54.3	21
Medical Properties Trust	텍사스 14	캘리포니아 12	루이지애나 3	55.8	22
LTC Properties	텍사스 36	오하이오 16	플로리다 13	38.9	27
Universal Health Realty Income Trust	애리조나 14	네바다 11	텍사스 7	61.5	15
Sabra Health Care REIT	뉴햄프셔 15	켄터키 15	코네티컷 10	46.5	19
Cogdell Spencer ERDMAN	노스캐롤라이나 22	사우스캐롤라이나 20	조지아 6	70.6	15

주: 2010년 말 기준

자료: 각 REITs 회사의 웹사이트 및 Annual Report를 참조

리포니아 주는 공통의 특징이 있다. 우선 고령자들이 살기에 적합한 기후가 온화하고 건조한 남부지역의 주라는 점, 대도시와 인구밀집지역이 있어 고령자들이 편리하게 도시 인프라를 활용할 수 있는 주라는 점, 예산규모가 큰 주 정부를 끼고 있어, 주 정부의 지원을 많이 받을 수 있는 점을 들 수 있다. 따라서 헬스케어 REITs의 지역별 포트폴리오 특징을 한 마디로 요약하면, 헬스케어 산업의 특성상 헬스케어

REITs는 지역별 투자 포트폴리오를 구성하면서도 고령자의 생활에 적합하고 재정지원이 풍부한 남부의 대형 주들을 선호하는 것으로 판단된다.

4. 국내 실버산업 활성화를 위한 헬스케어 REITs의 활용 방안

1) 종합적 시사점

지금까지 헬스케어 REITs의 성과 특성과 운영사례를 통한 전략을 살펴보았다. 이러한 분석 결과를 토대로 국내 실버산업 활성화를 위한 시사점을 도출하면 다음과 같다.

첫째로, 헬스케어 REITs의 경우, 판매후 재임대와 3차 순임대차 구조를 활용하여 운영 부담과 위험은 전문 운영업체에 전가하고 순수한 자산투자 수익만 확보하는 전략을 고수함으로써 단기간에 빠른 성장과 안정된 수입 확보를 동시에 이루고 있음을 확인할 수 있다. 이러한 투자와 운영의 분리 원칙을 고수할 경우, 헬스케어 REITs는 시설운영에 따른 운영수입을 올리지 못하는 기회손실은 있지만, 운영위험을 전가하면서 안정된 투자수입을 확보할 수 있는 장점이 있다. 따라서 2000년대 중반 이후 헬스케어 REITs의 고속 성장을 통해 볼 때, 헬스케어 REITs의 이러한 전략은 어느 정도 성공적이었음을 확인할 수 있다. 고령자에게 주거, 의료, 건강, 커뮤니티 등 다양한 서비스를 제공하는 헬스케어산업의 특성상 전문가가 아닌 순수한 투자자인 REITs가 운영 부담을 한다는 것은 매우 모험적인 일일 것이다. 따라서 운영 부담은 운영 노하우가 풍부한 전문 헬스케어 서비스업체에 넘기고, 순수한 투자기회만 확보하는 헬스케어 REITs의 이러한 전략은 국내 실버산업에도 중요한 시사점을 던져준다고 하겠다.

둘째로, 자산유형의 관점에서 헬스케어 REITs는 선택과 집중 전략을 구사하고 있다는 점을 들 수 있다. 앞의 분석에서 대다수의 헬스케어 REITs는 1~2개의 투자부문에 집중하는 선택과 집중 전략을 채택하고 있음을 확인할 수 있었다. 특히 중소형 헬스케어 REITs의 경우 대부분 하나의 부문에 집중 투자하고 있다. 헬스케어산업의 경우 전문성이 매우 강하기

때문에, 헬스케어 REITs가 순수한 투자자라 하더라도 어떤 업체가 어떤 서비스를 제공하는 지, 어떤 시설이 경쟁력이 있는 지에 대한 이해와 관리가 필요하다. 이러한 맥락에서 헬스케어 REITs는 1~2개 부문에 집중적으로 투자하는 전략을 사용하는 것으로 판단된다. 다만, REITs의 투자규모가 커질 경우, 점차적으로 자산유형을 다변화하는 전략을 구사하는 것으로 나타난다.

셋째로, 투자 포트폴리오의 입지 선정전략에 있어서는 투자 포트폴리오 다변화 전략을 사용하는 점을 들 수 있다. 앞서 분석에서 헬스케어 REITs가 평균적으로 30개 주에 투자 자산을 가지고 있어, 투자 다변화 전략을 적극적으로 구사하는 것을 볼 수 있다. 특히 투자규모가 큰 상위 6개 헬스케어 REITs의 경우 사실상 미국 전역에 투자자산을 보유하고 있다. 이는 지역별 포트폴리오 전략의 경우 자산유형별 전략과는 달리 선택과 집중 전략보다는 포트폴리오 다변화 전략이 더 유효하다는 점을 의미한다. 지역별 다변화 전략을 취하는 이유로는 헬스케어산업이 지역 고유의 개별적인 정보에 의존하는 산업이 아니라는 점, 헬스케어 REITs가 운영업체로부터 판매후 재임대 방식으로 자산을 매입하는 과정에서 운영업체가 가지고 있는 시설을 통째로 매입함으로써 자연스럽게 지역 다변화가 이루어진다는 점을 들 수 있다. 다만, 헬스케어 REITs는 지역별 투자 포트폴리오를 구성하면서도 고령자의 생활에 적합하고 재정지원이 풍부한 남부의 대형 주들을 선호하는 것으로 나타난다.

넷째로, 헬스케어 REITs는 신규 형태의 시설의 발굴하고, 이에 대한 투자를 적극적으로 모색하고 있다는 점이다. 초기의 헬스케어 REITs는 주로 고령자주택을 중심으로 투자가 이루어졌다. 그러나 최근 들어서는 메디컬빌딩으로 신규 투자의 축이 옮겨가고 있다. 메디컬빌딩의 경우 헬스케어산업의 성격도 가지고 있지만, 기본적으로 오피스 부동산이기 때문에 오피스 REITs들도 이에 대한 투자를 확대할 가능성이 있다. 아무튼 향후 헬스케어산업에서 신성장 동력이 발굴되는 추세에 따라 헬스케어 REITs의 투자대상이

변할 것으로 판단된다.

2) 헬스케어 REITs의 활용 방안

(1) 활용 가능성

전술한 바와 같이, 미국에서는 헬스케어 REITs를 활용하여 실버산업의 활성화를 적극적으로 도모하고 있다. 국내에서는 한국판 REITs라 할 수 있는 부동산 투자회사 제도가 도입되어 운영되고 있고, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」상의 부동산 집합투자기구, 즉 부동산펀드 제도도 운영되고 있어, 실버산업에 투자할 수 있는 다양한 부동산 기관투자자 제도를 활용할 수 있다. 다만, 지금까지 부동산투자회사와 부동산펀드는 주로 오피스, 상가 등의 전통적인 수익성 부동산에만 투자를 집중하고 있으며, 실버산업에 대한 투자는 아직까지 본격화되고 있지는 않다. 그러나 고령화 사회의 진전을 앞두고 실버타운 등의 확충을 위해서는 전문 부동산 기관투자자의 육성이 반드시 필요한 만큼, 그 활용 가능성을 살펴보면 다음과 같다.

첫째로, 실버타운의 공급자로서 부동산투자회사의 투자 가능성은 시니어주거산업에 대한 제도와 환경 변화의 전제 하에서 충분히 있는 것으로 판단된다. 현재 부동산투자회사는 오피스, 상가 등을 매입하여 안정적인 임대료 수입을 올리는 위주로 자산을 운용하고 있다. 그러나 수익성이 높은 오피스의 소진으로 부동산투자회사는 새로운 투자처를 모색하고 있는데, 그 대표적인 돌파구가 실버타운 등의 실버산업이 될 수 있다.

특히 「부동산투자회사법」의 개정으로 부동산개발사업에 전적으로 투자할 수 있는 개발전문 부동산투자회사가 허용됨에 따라, 실버타운의 개발에 부동산투자회사를 적극적으로 활용할 수 있는 길이 열렸다. 우리나라의 경우, 실버타운의 절대적인 규모가 아직 선진국에 비해 모자라기 때문에 신규 시설의 확충이 절대적으로 필요한데, 이를 위해 개발전문 부동산투자회사를 활용할 수 있을 것⁴⁾이다.

그런데 부동산투자회사는 전문적인 실버산업 시설 운영 노하우가 부족하기 때문에 미국의 헬스케어 REITs와 같이, 시설을 직접 운영하기 보다는 전문 운영자에게 단독으로 시설을 임대차하여 임대수익을 올리는 방안이 적절할 것으로 판단된다. 다만, 미국과 달리 국내에서는 실버타운에 대한 전문 운영자가 절대적으로 부족하기 때문에, 부동산투자회사가 새로운 산업을 발굴, 육성한다는 차원에서 직접적으로 시설 운영을 할 수 있을 것이다. 하지만 이러한 방법은 실버산업 초기에나 가능한 방법이고, 시장이 성숙되면 미국의 헬스케어 REITs와 같이 전문 운영자에게 임대차하는 방법이 더 효과적인 것으로 판단된다.

둘째로, 실버타운의 수요자로서 고령자의 입주 의사 역시 상당히 개선되고 있어, 부동산투자회사가 운영하는 실버타운의 활용 가능성은 충분한 것으로 판단된다. 국내에서 이전의 실버타운은 주로 분양방식을 활용하여, 시설 투자자금을 입주 수요자인 고령자를 통해서 조달되었다. 그러나 고령자 역시 몹시 마련에 상당한 부담을 느끼고 있는 만큼, 부동산투자회사 등 기관투자자가 임대로 운영하는 실버타운에 대한 선호도가 올라가고 있는 실정이다. 실제로 박명순·박원석(2006)의 연구를 보면, 실버타운 수요자의 절반 이상이 임대형을 선호하고 있다. 따라서 공신력 있는 부동산투자회사가 투자하고, 전문적인 운영회사가 운영하는 실버타운이 있다면, 이에 대한 고령자의 입주 수요는 충분히 있을 것으로 판단된다.

(2) 활용 방안

실버산업 활성화를 위해 헬스케어 REITs, 즉 부동산투자회사를 효과적으로 활용하기 위한 방안을 살펴보면 다음과 같다.

첫째로, 개발전문 부동산투자회사와 임대전문 부동산투자회사 간의 적절한 역할 분담을 모색할 필요가 있다. 개발전문 부동산투자회사는 투자자산의 100%를 개발사업에 운용할 수 있기 때문에, 실버타운의 개발 단계에서 자금조달원으로 적극 활용할 수 있다. 여기서 개발전문 부동산투자회사의 경우도 완

성된 개발사업의 출구가 필요한데, 이에 일반 부동산 투자회사를 출구(매수자)로 활용할 수 있다. 즉 개발 전문 부동산투자회사와 일반 부동산투자회사를 전략적으로 결합하는 투자 전략을 마련하는 것이다.

둘째로, 부동산투자회사와 실버산업 전문 운영자를 연결할 수 있는 네트워크의 마련이 필요하다. 즉, 미국의 헬스케어 REITs의 사례에서 보듯이, 투자를 전담하는 부동산투자회사와 시설운영을 전담하는 전문 운영회사간의 역할 분담이 적절하게 이루어져 있고, 이들은 오랜 신뢰관계를 통해 위험을 분담하면서 실버산업의 활성화를 견인하고 있다. 따라서 실버산업의 활성화를 위해서는 부동산투자회사와 전문 운영회사를 여하히 연결하고 이들 간의 신뢰관계를 구축해주는 네트워크가 필요하다. 현재 국내에서는 이러한 네트워크가 미약한 실정이다. 민간의 전문단체가 될 수도 있고, 공공의 기관이 될 수도 있지만, 이러한 신뢰관계를 구축할 수 있는 네트워크의 마련이 필요하다.

셋째로, 부동산투자회사 스스로도 실버산업 투자 시 선택과 집중 전략을 전략적으로 적절하게 활용할 필요가 있다. 미국의 사례에서 보듯이, 헬스케어 REITs는 자산유형은 선택과 집중 전략을, 투자지역은 다변화 전략을 기본적인 전략으로 채택하고 있다. 이에 부동산투자회사 역시 이러한 전략의 장단점을 분석하여 적절하게 구사할 필요가 있다. 우선, 부동산투자회사의 핵심 역량이 무엇인지를 파악하고, 제한된 자원을 집중할 수 있는 분야를 선택하여 집중적으로 투자할 필요가 있다. 그리고 핵심 분야와 수평적, 수직적으로 연계가 가능한 분야가 있다면, 이러한 투자부문에도 관심을 기울일 필요가 있을 것이다. 다만, 지역의 측면에서는 집중 전략보다는 수요처가 있는 지역을 적절하게 선택하여 분산하는 전략도 채택할 수 있을 것이다.

넷째로, 부동산투자회사가 실버타운의 직접적인 운영자가 될 수 있는 각종 제도 및 규제의 정비가 필요하다. 국내에서는 실버산업과 실버타운에 대한 인식과 역사가 짧아 아직까지 제도적으로 정비가 미미

한 실정이다. 실제로 「노인복지법」 상의 노인복지시설의 분류도 명확하지 않고, 복합적인 서비스를 제공하는 시설에 대한 분류도 새롭게 정의해야 하는 실정이다. 또한 이러한 노인복지시설을 운영할 수 있는 주체에 대한 제한도 있어, 부동산투자회사가 사실상 투자가 어려운 시설도 있는 실정이다. 또한, 이러한 시설들에 대한 정부의 재정지원도 선진국에 비하면 모자라는 실정이다. 따라서 이러한 제도들을 종합적으로 개선할 수 있다면, 헬스케어 REITs라 할 수 있는 부동산투자회사를 실버산업 활성화에 적절하게 활용할 수 있을 것이다.

5. 결론

지금까지 미국의 부동산 기관투자가인 헬스케어 REITs의 현황, 성과 추이 및 특성을 분석하고, 다음으로 개별 헬스케어 REITs 회사의 사례분석을 통해 헬스케어 REITs의 자산운영 특성과 전략을 분석하였으며, 이러한 결과를 종합하여 시사점을 도출하고, 헬스케어 REITs를 국내 실버산업에 적절하게 활용할 수 있는 방안을 모색하였다. 앞서 살펴본 바와 같이, 고령화 문제는 한국사회가 직면한 가장 중요한 이슈이기 때문에 이에 대비한 실버산업의 육성 방안을 선제적으로 대응할 필요가 있다. 헬스케어 REITs를 실버산업의 활성화를 위해 활용하는 방안도 그 일환이 될 수 있다. 실버타운을 비롯한 실버산업의 육성을 위한 기관투자가의 육성이 필요하다면, 헬스케어 REITs, 즉 부동산투자회사의 활용을 적극적으로 모색할 필요가 있을 것이다. 본 연구는 이러한 맥락에서 헬스케어 REITs를 통해 국내 실버산업의 패러다임 전환의 필요성에 대한 화두를 던진 연구라 할 수 있다.

주

- 1) 일반적으로 임대차 계약에서 임대료 지급방식은 총임대차(gross lease)와 순임대차(net lease)로 나뉜다. 총임대차란 임차인이 임대인에게 임대료만을 지불하고 부동산 운영에 드는 모든 비용은 임대인이 부담하는 계약이다. 총임대차에 부동산 운영경비가 다 포함되어 있기 때문에 임차인은 부동산 운영경비를 임대료의 명목으로 지불하는 셈이다. 반면, 순임대차란 임차인은 순수한 의미의 임대료만 임대인에게 지불하고 순임대료 이외의 운영경비는 임차인과 임대인간의 사전협상에 의해 지불부담을 결정하는 계약을 의미한다. 순임대차는 다시 임차인이 임대료+공공요금을 부담하는 1차 순임대차(net lease), 1차 순임대차(임대료+공공요금, 세금, 부과금)+보험료를 부담하는 2차 순임대차(double net lease), 2차 순임대차(임대료+공공요금, 세금, 부과금+보험료)+수선유지비용을 부담하는 3차 순임대차로 나뉜다. 3차 순임대차(triple-net lease)는 임차인이 임대인에게 지불하는 임대료의 금액은 가장 적지만, 임차인이 부담하는 부동산 운영비용은 가장 많은 임대차 계약이다. 따라서 3차 순임대차 계약은 임차인의 운영부담이 크기 때문에 통상적으로 단독 임차인과의 계약에서 많이 활용되며, 50년 이상의 장기계약을 맺는 것이 일반적이다.
- 2) 물론 극단적으로 3차 순임대차에서 단독 임차인이 임대료를 제때 지불하지 않으면 임대료 수입이 0이 될 수 있다. 이렇듯 단독 임차인과의 3차 순임대차 계약은 극단적인 상황에 처해질 수 있다.
- 3) Litt *et al.*(1999)의 연구에서 개발한 위험조정모형(RAM: Risk Adjustment Model)은 위험이 REITs의 요구수익률에 어떠한 영향을 미쳤는지를 분석하기 위해 기대수익률을 다양한 위험원천의 함수로 표현한 자산가격결정모형의 일종이다. 이러한 위험조정모형을 통해 헬스케어 REITs의 위험조정 요구수익률을 추정할 수 있으며, 이러한 위험조정 요구수익률을 헬스케어 REITs의 실제수익률과 비교하여 헬스케어 REITs의 성과를 판단할 수 있다. 위험조정모형은 간단한 모형임에도 불구하고 개념의 명확성과 포괄적인 적용 가능성으로 인해 미국의 REITs, 호주 LPT, 우리나라의 부동산투자회사의 성과 분석에 활용되고 있다(박원석, 2007). 위험조정모형의 구체적인 내용은 본 연구의 선행연구인 박원석(2009)의 연구를 참조

할 수 있다.

- 4) 이러한 점은 판매후 재임대 위주의 미국의 헬스케어 REITs와는 차이가 있다.

참고문헌

- 김관영 · 박정호, 2007, “부동산투자회사의 위험-수익 특성에 관한 연구”, *부동산학연구* 13(2), pp.5-20.
- 박명순 · 박원석, 2006, 실버타운 수요자 분석을 통한 개발 모델과 마케팅 전략수립에 관한 일고, *부동산학보* 26, pp.92-103.
- 박원석, 2003, “REITs의 수익률 특성 분석”, *지리학연구* 37(4), pp.455-471.
- 박원석, 2007, “위험조정모형을 활용한 부동산투자회사의 성과특성 분석”, *지리학연구* 41(4), pp.495-504.
- 박원석, 2007, “호주 Listed Property Trust의 성과와 자산관리 특성 분석: 우리나라 부동산간접투자자의 시사점”, *한국경제지리학회지* 10(3), pp.245-262.
- 박원석, 2009, “수요자 분석을 통한 임대주택 REITs의 특성 및 활용가능성에 관한 연구-미국 시애틀의 Ballinger Commons 사례를 중심으로”, *지역연구* 25(4), pp.83-106.
- 박원석, 2009, “위험조정모형을 활용한 미국 REITs의 부동산 유형별 성과분석”, *한국경제지리학회지* 12(4), pp.665-680.
- 박원석 · 최희갑, 2002, “부동산 투자,관리위험에 대한 실증 분석과 위험관리 방안”, *부동산학연구* 8(1), pp.41-56.
- 유선종 · 박원석 외, 2010, 시니어 주거시장 분석 및 사업 참여방안 연구, 대구도시공사.
- Arjun C., Y. Liang and Willard McIntosh, 2000, “The Asymmetric REIT-Beta Puzzle”, *Journal of Real Estate Portfolio Management* 6(2), pp.101-111.
- Chen, J. and R. Peiser, 1999, “The Risk and Return Characteristics of REITs”, *Real Estate Finance* 16, pp.61-68.
- Eichholtz, P. M. A., N. Kok and B. G. Wolnicki, 2007, “Who Should Own Senior Housing?”, *Journal of Real Estate Portfolio Management* 13(3), pp.205-217.

- Gordon, M., 2008, *The Complete Guide to Investing in REITs*, Atlantic Publishing.
- Liow, K. H. and Addae-Dapaah, 2010, Idiosyncratic risk, market risk and correlation dynamics in the US real estate investment trusts, *Journal of Housing Economics* 19, pp.205-218.
- Litt, J., J. P. Mei and the Paine Webber REIT Team, 1999, "A Risk Adjustment Model for REIT Evaluation", *Real Estate Finance* 16(1), pp.9-19.
- Newell, G. and H. W. Peng, 2006, The Role of Non-Traditional Real Estate Sectors in REIT Portfolios, *Journal of Real Estate Portfolio Management* 12(2), pp.155-166.
- Terris, D. D. and F. C. N. Myer, 1995, "The Relationship

between Healthcare REITs and Healthcare Stocks", *Journal of Real Estate Research* 10(4), pp.483-494.

교신: 박원석, 712-714, 경북 경산시 진량읍 대구대로 201 대구대학교 행정대학 부동산학과, 전화: 053-850-6381, 이메일: wspark@daegu.ac.kr

Correspondence: Wonseok Park, Department of Real Estate, Daegu University, Jillyang, Gyeongsan, Gyeongbuk 712-714, Tel: 053-850-6381, e-mail: wspark@daegu.ac.kr

최초투고일 2011년 5월 9일

최종접수일 2011년 6월 2일

Journal of the Economic Geographical Society of Korea
Vol.14, No.2, 2011(157~175)

Characteristics of Healthcare REITs' Performance and Operation, and their Use for Activating the Silver Industries in Korea

Wonseok Park*

Abstract : This paper aims to analyze the characteristics of healthcare REITs' performance and operation, and to examine their use for activating the silver industries in Korea. The results of this study are as follows. First, according to the results of analyzing healthcare REITs' performance, healthcare REITs outperformed average REITs and extended investment proportion compared to total REITs after 2007. This outperforming came from not only rapid growth of silver industries, but also REITs strategy using the structure of sale-and-leaseback and triple-net lease. Second, healthcare REITs use selection and concentration strategy in terms of asset sector, but use portfolio diversification strategy in terms of investment region. Third, according to the analysis results, healthcare REITs are to be useful for activating the silver industries in Korea. In this context, major implications are presented to use healthcare REITs effectively.

Keywords : healthcare, REITs, real estate, performance, silver industries, Risk Adjustment Model

This study was financially supported by Daegu University in the program year 2010.

* Professor, Department of Real Estate, Daegu University