



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

碩士學位論文

REITs와 부동산펀드의
수익률 비교에 관한 연구



2010年

HANSUNG
UNIVERSITY

漢城大學校 不動產大學院

不動產投刺金融專攻

李 賢 珍

碩士學位論文

指導教授 李龍萬

REITs와 부동산펀드의
수익률 비교에 관한 연구

A Study on Comparison of the Earning Rate Between
REITs and Real Estate Funds in Korea

2009年 12月 日

漢城大學校 不動產大學院

不動產投刺金融專攻

李 賢 珍

碩士學位論文

指導教授 李龍萬

REITs와 부동산펀드의 수익률 비교에 관한 연구

A Study on Comparison of the Earning Rate Between
REITs and Real Estate Funds in Korea

위 論文을 不動產學 碩士學位 論文으로 提出함

2009年 12月 日

漢城大學校 不動產大學院

不動產投刺金融專攻

李 賢 珍

李賢珍의 不動産學 碩士學位論文을 認准함

2009年 12月 日



HANSUNG
UNIVERSITY

審査委員長 _____ (印)

審査委員 _____ (印)

審査委員 _____ (印)

목 차

제 1 장 서론	1
제 1 절 연구의 배경 및 목적	1
제 2 절 연구의 범위 및 방법	3
제 3 절 선행연구 고찰	5
 제 2 장 이론적 검토	7
제 1 절 REITs의 개요	7
1. REITs의 도입배경	7
2. REITs의 정의 및 특징	8
3. REITs의 유형별 분류	11
4. REITs의 구조	12
5. 우리나라의 REITs	14
제 2 절 부동산펀드의 개요	16
1. 부동산펀드의 도입배경	16
2. 부동산펀드의 정의	17
3. 부동산 펀드의 유형	18
4. 부동산펀드의 구조	19
제 3 절 수익률과 위험의 개념	21
1. 수익률의 개념	21
2. 위험의 개념	23
3. 수익률과 위험의 관계	28
4. 펀드평가방법	29
 제 3 장 REITs와 부동산펀드의 수익률 비교	31

제 1 절 국내 REITs와 부동산펀드 현황	31
1. 국내 REITs 현황	31
2. 국내 부동산펀드 현황	39
제 2 절 분석방법과 자료	41
1. 분석방법	41
2. 분석자료	42
제 3 절 분석결과	55
1. REITs와 부동산펀드의 상관관계 분석	55
제 4 장 결론	58
제 1 절 연구의 요약 및 시사점	58
제 2 절 연구의 한계점 및 향후 연구방향	59
[참고문헌]	61
ABSTRACT	63

【 표 목 차 】

[표 2-1] 위험에 대한 조치	24
[표 3-1] 연도별 REITs 추세	31
[표 3-2] REITs 현황	35
[표 3-3] REITs의 유형별 분류	38
[표 3-4] 청산 완료된 REITs	38
[표 3-5] 부동산펀드 규모	40
[표 3-6] 부동산펀드 현황	40
[표 3-7] REITs의 개별수익률	43
[표 3-8] REITs의 반기별 수익률	45
[표 3-9] 부동산펀드의 개별수익률	46
[표 3-10] 부동산펀드의 월별 수익률	50
[표 3-11] REITs의 지수	53
[표 3-12] 부동산펀드의 지수	54
[표 3-13] 수익률 비교	55
[표 3-14] 상관분석	57

【 그림 목 차 】

<그림 2-1> REITs의 구조	13
<그림 2-2> CR-REITs의 구조	16
<그림 2-3> 부동산펀드의 구조	20
<그림 3-1> 연도별 REITs 설립 추세	32
<그림 3-2> 유투하우징 제1호 REITs 운용구조	33
<그림 3-3> REITs의 수익률 추이	46
<그림 3-4> 부동산펀드의 수익률 추이	52
<그림 3-5> REITs와 부동산 펀드 비교	55



제 1 장 서론

제 1 절 연구의 배경 및 목적

국내 부동산시장은 외환위기를 거치면서 여러 문제점에 노출되고 위기를 겪었으며, 그 위기를 극복하기 위한 연구도 끊임없이 진행되어왔다. 전통적으로 우리나라 부동산시장은 직접투자가 대부분이었으나 1998년 이후 외환위기 극복과정에서 간접투자에 대한 여러 법이 제정되면서 간접투자 시장이 열리게 되었다. 간접투자는 불특정 다수의 투자자로부터 자금 등을 모아서 투자증권, 장내파생상품 또는 장외파생상품, 부동산, 실물자산 등에 운용하여 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 것¹⁾을 말한다. 간접투자는 직접투자의 위험도를 줄여 투자자로 하여금 투자를 용이하게 해주는 제도로, 외환위기 이후 등장한 가장 획기적인 투자제도 중의 하나라고 할 수 있다.

부동산 간접투자의 효시는 1991년 「신탁업법」²⁾에 의해 도입된 부동산 신탁제도라고 할 수 있다. 1998년 4월 정부는 「신탁업법」 개정을 통해 기업과 금융기관의 원활한 구조조정 지원과 부동산 거래의 활성화를 통한 부동산 경기의 회복을 위하여 은행에 부동산투자업무를 허용하였고 이로 인해 부동산투자신탁업무를 시행할 수 있는 제도적 기반이 조성되었다. 이어서 1998년 9월 「자산유동화에 관한법률」이 제정되었고 1998년 12월 「주택저당채권유동화회사법」이 제정되면서, 부동산 유동화 및 증권화에 대한 제도적 근거가 마련되었다.

2000년 7월 최초로 부동산투자신탁이 판매되기 시작하면서 우리나라에서도 부동산 간접투자가 본격적으로 시작되었다. 하지만 외환위기 이후 기업 및 금융기관 등은 부채비율을 감소시키고 기업구조조정을 원활하게 추

1) 「간접투자자산운용업법」 제2조 (용어의 정의)

2) 2009년 2월 4일자로 「신탁업법」은 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법)으로 통합되었다. 「자본시장법」은 종전의 증권거래법과 선물거래법, 간접투자자산운용업법, 신탁업법, 종합금융회사에 관한 법률, 한국증권선물거래소법 등 자본시장과 관련된 6개 법률을 통합하여 제정된 법률(법률 제8635호)로서 2007년 8월 3일 공포되어 2009년 2월 4일부터 시행되었다.

진해야 하는 사회적 요구에 직면해있었다. 자산유동화제도는 구조조정용 부동산 중심의 유동화에 치우쳐 있었기 때문에 전반적인 부동산 유동화에 한계가 나타나자 정부는 2001년 4월 「부동산투자회사법」을 제정하여 부동산투자회사³⁾의 설립과 자산 운용에 관한 제도를 도입하였다. 그리고 2001년 5월 법 개정을 통하여 기업 구조조정 목적의 부동산을 대상으로 투자를 하는 기업구조조정부동산투자회사⁴⁾를 추가적으로 도입하였다. 2001년 7월에 「부동산투자회사법」이 시행되면서 부동산투자회사(이하 REITs) 및 기업구조조정부동산투자회사(이하 CR-REITs)가 출범할 수 있는 제도적, 법률적 근거가 완비되면서, 본격적인 부동산의 간접투자 시대가 시작되었다. 하지만 우리나라에서 REITs제도는 부동산간접투자를 위한 일반적인 수단이 아닌 기업 구조조정을 위한 수단으로서의 CR-REITs만이 각종 세제혜택과 특례조항에 힘입어 발전하였고, 중장기 투자목적의 일반 REITs는 자연히 소외되었다.

이와 같이 REITs제도가 부진하고 있는 가운데 2003년 10월 「간접투자자산운용업법」⁵⁾이 제정되었다. 이 제도는 간접투자기구의 구성과 자산운용 및 투자자 보호에 필요한 사항을 규정함으로써 자본시장의 간접투자를 활성화하기 위해 도입된 제도이다. 이 법은 2004년 1월에 시행되면서 유가증권에 한해 적용되던 펀드 상품이 부동산이나 실물자산으로 확대되어 부동산간접투자기구(부동산 펀드:REF)가 탄생하게 되었다.

본 연구는 외환위기 이후 우리나라 간접투자시장의 흐름을 정리함으로써 REITs와 부동산펀드의 기본적인 도입 과정을 고찰하고, REITs와 부동산펀드가 도입된 이후 현재까지의 수익률을 비교해보고자 한다. 그동안의 연구는 2001년 이전에는 REITs제도의 도입방안에 대한 연구가 대부분이었고, 2001년 7월 「부동산투자회사법」 시행 이후에는 법제도의 문제점과

-
- 3) “부동산투자회사”라 함은 자산을 부동산에 투자하여 운용하는 것으로 이 법에 따라 설립된 회사를 말한다.
 - 4) “기업구조조정부동산투자회사”는 일반적인 부동산투자회사의 요건 외에 「부동산투자회사법」 제 49조 2항의 요건을 갖추어야 하는 부동산투자회사를 말한다.
 - 5) 「증권투자신탁업법」과 「증권투자회사법」을 폐지하고 두 법령을 통합하여 제정하였다. 2009년 2월 4일자로 「간접투자자산운용업법」은 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법)으로 통합되었다.

개선 방안에 대한 연구가 주를 이루었다. 특히 CR-REITs에 대한 연구는 많았지만 부동산펀드는 REITs보다 역사가 짧아 자료의 누적량이 상대적으로 부족하여 주로 제도적인 측면에서의 문제점이나 개선방향에 관한 연구만 있었다. 그동안 외국에서는 부동산간접투자제도가 발달하여 다른 금융상품과의 수익이나 위험에 관한 특성, 금융시장과의 관계에 대해 많은 연구가 진행되었다. 국내에서는 REITs제도가 도입된 이래 부동산펀드와 더불어 수익률을 측정해 연구할만한 제도적 정착과 실제 사례가 많지 않고 기간도 충분하지 못했으나 현재는 부동산펀드가 도입된 지 5년이 지났기 때문에 REITs와 다양한 비교·분석을 할 수 있다고 판단하였다.

REITs는 부동산펀드에 비해 역사가 오래되었음에도 불구하고 현저하게 그 수가 적은 반면 부동산펀드는 짧은 역사에도 불구하고 그 수가 상대적으로 많다. 이처럼 REITs가 부동산펀드에 비해 활성화되지 않는 이유는 비단, REITs의 법적 제약 때문만은 아닐 것으로 보인다. 이에 따라 본 연구에서는 REITs와 부동산펀드의 수익률과 위험 측면에서 차이가 있을 것이라는 전제 하에, 두 간접투자상품의 수익률과 위험의 크기를 비교해보고자 한다. 짧은 역사에도 불구하고 활성화된 부동산펀드의 위험 대비 수익률이 REITs보다 클 것이라는 가정 아래, 현 시점에서 REITs와 부동산펀드에 대해 재조명하고 실제 수익률 비교를 통해 국내 간접투자시장에서의 REITs와 부동산펀드의 위험대비 수익률에 대해 실증 분석을 하는 것은 매우 큰 의의가 있다고 하겠다. 따라서 부동산펀드의 위험대비 수익률이 REITs보다 크기 때문에 활성화된 것이라면, 실제 수익률 비교를 통해 그것을 증명하도록 할 것이다.

제 2 절 연구의 범위 및 방법

본 연구에서는 REITs(부동산투자회사)와 부동산펀드의 이론적 고찰을 통해 기본적인 분석의 틀을 제시하고 여러 가지 선행 연구와 각종 자료를 참고하여 각각의 수익률을 비교하고자 한다. 현재까지 국내에서는

CR-REITs(기업구조조정부동산투자회사)만이 실제 운용되고 있으므로 세 부적으로 논하자면 CR-REITs이지만 본 연구에서는 REITs(부동산투자회사)로 통일한다.

본 논문에서는 크게 다음의 두 가지를 분석하고자 한다.

첫째, 본 연구에 들어가기에 앞서 우리나라 간접투자시장의 시대적 변화 과정과 법 제도적 측면에서의 흐름을 검토한 후 국내 선행연구 분석을 통해 기존 연구에서의 REITs와 부동산펀드에 관해 알아본다.

둘째, 청산 완료된 REITs의 수익률과 상환된 공모 부동산펀드의 수익률을 비교 분석하고, 금융시장과의 상관관계에 대해 고찰한다.

본 논문은 총 4 장으로 구성되어있다. 제 1 장 서론에서는 연구의 배경 및 목적, 범위와 방법 등을 기술하고 국내 선행연구를 검토하였다. 제 2 장 이론적 검토에서는 REITs와 부동산펀드의 도입배경과 정의, 유형별 특징과 구조 등에 관한 이론을 살펴보고, 수익률과 위험에 관한 이론을 정리하였다. 제 3 장에서는 REITs와 부동산펀드의 수익률을 비교한 결과에 대해 기술하였으며, 제 4 장 결론에서는 문헌조사와 실증분석을 통해 나타난 연구의 결과를 요약하여 정리하고 본 연구의 시사점을 도출하였으며 연구의 한계점 및 향후 연구방향을 논하였다.

본 논문에서는 연구 목적을 달성하기 위한 연구 방법으로 국내외 각종 자료를 통한 문헌 조사를 하였다. 기본적인 조사 방법으로는 부동산 금융·경제 관련 서적, 각종 석·박사학위논문, 국내 연구자료 보고서, 기타 정기간행물과 단행본, 신문보도자료 그리고 인터넷을 중심으로 자료 수집과 분석을 통한 연구방법을 이용하였다.

수익률을 비교하기 위한 방법으로는 포트폴리오 성과분석에 사용하는 샤프지수를 사용하였다. 샤프지수를 사용하기 위해 REITs와 부동산펀드의 평균수익률과 수익률의 표준편차를 구하였다.

제 3 절 선행연구 고찰

국내 REITs시장과 부동산펀드 시장은 특성 상 외국과 다르기 때문에 본 연구에서는 국내 선행연구만을 분석하였다.

박종택(2003)은 「CR-REITs와 부동산투자신탁의 수익률 결정요인과 위험 특성에 관한 연구」에서 6개 은행의 부동산투자신탁상품(국민, 조흥, 한미, 우리, 외환, 산업은행)과 2개 CR-REITs(교보메리츠, 코크랩)의 수익률 결정요인과 위험특성에 대해 파악하고자 주요 경제변수간 상관관계분석과 회귀분석을 수행하였다. 분석기간은 2000년 9월부터 2002년 8월까지였고, 경제변수로 건설업종지수, 아파트매매 및 전세지수, KOSPI, 콜금리, CD91일 금리, 회사채 3년, 환율을 사용하였다. 부동산경기가 상승하는 시기에는 CR-REITs수익률이 상승하였고, 부동산투자신탁의 수익률은 하락하였다고 밝혔으며 CR-REITs와 COSPI지수는 상관관계가 낮았다고 분석하였다. 표본이 2개였고, CR-REITs가 도입된 지 얼마 되지 않아 분석기간이 2년으로 짧은 한계점을 지나 국내 부동산간접투자상품과 주요 경제변수간의 관계를 최초로 실증분석했다는 데에 의의가 있다.

김선주, 이춘섭(2005)는 「부동산 펀드의 자산 운용에 관한 연구」에서 오피스 실증자료를 중심으로 CR-REITs에 투자된 오피스를 부동산자산으로 하여 주식과 국채 등의 복합포트폴리오를 구성하여 분산화의 효과가 있는지 분석하였고, 부동산과 국채로 구성된 포트폴리오가 수익률 변화에 따라 위험도가 매우 낮게 나타난다고 하였다.

김관영, 박정호(2007)는 「부동산투자회사의 수익-위험 특성에 관한 연구」에서 2002년 1월 30일부터 2006년 12월 28일까지의 6년간 6개 상장된 CR-REITs의 수익률과 채권, 주가지수, 회사채 등의 수익률을 비교분석하였다. CR-REITs는 채권, 일반 주식 등과 비교했을 때 수익은 높고 위험은 낮아 다른 투자자산과 상관관계가 매우 낮은 것으로 나타났으며,

CR-REITs의 성과는 주식시장 및 금리와 큰 상관관계가 없다고 하였다. 따라서 REITs를 포트폴리오에 포함시키면 위험은 크게 낮아질 수 있고, 성과는 개선될 수 있다고 하였다.

김은주, 고성수(2009)는 「경제환경변화에 따른 부동산펀드의 수익률행태」에서 2005년 1월부터 2009년 5월 말까지의 부동산펀드를 대출형과 임대형으로 구분하여 분석하였다. 또한 주식시장이 상승장일 때와 하락장일 때, 부동산시장이 상승장일 때와 하락장일 때를 각각 나누어 부동산펀드의 수익률행태를 분석한 결과 부동산펀드를 구성하고 있는 자산의 특징이 다르기 때문에 임대형부동산펀드와 대출형부동산펀드의 수익률이 시장변화에 따라 다르게 나타난다고 하였다. 주식시장이 상승장일 때보다 하락장일 때 임대형 부동산펀드가 포트폴리오의 위험을 줄이는데 더 효과적이고, 부동산시장이 상승장일 때보다 하락장일 때 대출형 부동산펀드가 포트폴리오 분산효과가 더 크다고 밝혔다. 따라서 부동산펀드는 포트폴리오 위험을 줄이는 데 매우 유용하다고 하였다.

제 2 장 이론적 검토

제 1 절 REITs의 개요

1. REITs의 도입배경

1997년 말 IMF 금융위기 이후 국내 경제가 높은 마이너스 성장률을 보이면서 전반적인 경기침체로 인해 건설경기가 침체되고, 부동산가격 폭락으로 부동산 시장이 극도로 경색되는 사태를 맞이하게 되었다. 이에 따라 자산 매각을 통해 구조조정을 하려는 기업은 어려움을 겪게 되었고, 건설회사의 잇따른 부도사태가 발생하였다. 이후 기업 구조조정과 금융기관 구조조정 과정에서 부동산 시장의 활성화와 부동산의 유동성을 제고시키기 위해 부동산 간접투자수단이 필요하게 되었고, 이에 정부는 부동산관련 부실채권의 정리와 자산가치 하락을 완화하려는 노력으로 부동산 시장의 활성화를 위해 1998년 9월 자산유동화증권(ABS: Asset Backed Securities)⁶⁾과 주택저당증권(MBS: Mortgage Backed Securities)⁷⁾의 법적 근거가 되는 「자산유동화법」을 마련하였다.

그러나 자산유동화증권과 주택저당증권은 정책의 주안점이 부실채권 처리에 있었던 만큼 부동산 유동화의 한계로 당면한 문제를 해결하진 못하였다. 또한 부동산 투자시장에서 수요기반을 확대시키기 위해 소액의 개인 투자자들도 부동산 투자를 용이하게 할 수 있는 금융 상품 도입의 필요성이 대두되며 미국에서 중요한 부동산 투자 상품인 REITs가 대안으로 부각되었다. 이러한 경제 환경의 변화로 인해 정부는 부동산 급매물 처리를 위한 부동산 유동화 제도로서 2001년 7월 「부동산투자회사법」을 제정하였다.

6) 자산유동화증권(ABS: Asset Backed Securities)이란 유동화전문회사(신탁업법에 의한 신탁회사)가 자산 원보유자로부터 유동화자산을 양도받아 이를 기초로 발행되는 출자증권 또는 수익증권을 말한다.

7) 주택저당증권(MBS: Mortgage Backed Securities)이란 금융기관이 주택구입자에게 주택자금을 대출해주고 대출금을 회수할 권리인 주택저당채권을 기초자산으로 발행되는 증권을 말한다.

즉, 부실화된 기존의 부동산투자신탁회사들에게 새로운 자금조달수단을 제공하고 부동산 시장의 침체로 어려움을 겪고 있는 건설업체에 새로운 개발자금이 공급되도록 하여 부동산 시장이 활성화되도록 하는 한편 소액 개인투자자들도 많은 자금이 소요되는 개발사업에 참여하여 이익을 얻을 수 있도록 제도적 마련을 한 것이다.

우리나라의 REITs제도는 기본적으로 미국의 REITs제도와 유사하지만 국내 금융시장 및 부동산 시장의 환경을 반영하여 한국적으로 변형한 제도라고 볼 수 있다. 초기 막대한 설립자본금 때문에 기대만큼 활성화되지 못했으나, 특히 우리나라에만 있는 CR-REITs에 대해서는 설립 및 자산 운용에 대해서 여러 가지 특례를 인정함으로써 CR-REITs만 여러 개 탄생하였다.

2. REITs의 정의 및 특징

「부동산투자회사법」에 규정된 부동산투자회사(REITs: Real Estate Investment Trusts)는 주식 발행을 통하여 다수의 투자자로부터 투자자금을 모집한 후 주식회사형태로 실물 부동산 또는 부동산과 관련된 유가증권 등에 투자·운영하고 그 운영으로 인한 수익(부동산 임대수익, 개발이익, 매매차익, 부동산 관련 투자이익 등)을 투자자들에게 배분하는 회사 또는 투자신탁으로 정의한다.⁸⁾

REITs는 주식의 뮤추얼펀드와 같은 부동산의 뮤추얼펀드라 할 수 있다. 다만 주식의 뮤추얼펀드는 상근 임직원이 없는 명목상 회사(Paper Company)에 불과하지만 REITs는 부동산이라는 실물을 투자대상으로 하므로 실질회사를 운용하게 된다는 점이 다르다.

일반적으로 REITs는 상법상의 주식회사⁹⁾로서 일반법인과 같은 내부조

8) 미국리츠협회(NAREIT: National Association of Real Estate Investment Trust)의 정의에 따르면, 리츠는 많은 투자자들의 자본으로 아파트, 쇼핑센터, 오피스, 창고 등과 같은 모든 종류의 부동산에 투자하여 얻은 수익을 운용하거나 부동산에 자금을 대여함으로써 발생하는 수익을 투자자에게 되돌려주는 금융을 제공하기 위해 결합한 회사나 신탁을 말한다.

9) 미국의 REITs제도는 주식회사, 신탁, 조합 등 오랜 기간 축적된 다양한 형태의 부동산투자기관을 포괄하는 개념으로 주식회사의 형태만을 의미하는 국내법상의 REITs 제도와는 차이가 있다.

직을 가진다. 즉, 단순한 자금의 집합체가 아닌 자산운용 기능을 수행하는 영속기업으로서 복합적인 구조를 갖추 투자자와 자본시장, 그리고 부동산 실물시장을 연결하는 매개체로서의 역할을 수행한다.

REITs는 부동산 투자의 약점이라고 할 수 있는 고가성, 복잡성, 높은 투자비용, 저유동성을 획기적으로 개선하는 부동산 투자의 혁명이라고 할 수 있다.

REITs의 특징은 다음과 같다.¹⁰⁾ 첫째, REITs는 유동성이 낮은 부동산을 증권화를 통하여 현금화가 손쉬운 형태로 전환시킨 금융상품이다. 일반적으로 부동산은 고가이기 때문에 유가증권에 비해 거래도 잘 되지 않고 환금성도 떨어진다. 이 점이 부동산에 대한 투자가 갖고 있는 가장 큰 단점인데 REITs를 통해 매도 및 매수를 동시에 할 수 있다. 부동산에 대한 투자는 그 투자금액의 규모가 클수록 수익률도 비례하여 커지는 경향을 지니는데 REITs 제도는 부동산을 분할·증권화하여 투자자들에게 매매하기 때문에 소액투자자들도 REITs 주식을 매입함으로써 간접적으로 부동산에 투자하는 것이 가능해지고 보다 큰 투자수익을 누릴 수 있는 기회가 생기게 된다. 대형 빌딩과 같은 부동산의 투자 기회는 소액투자자에게는 제한되어 있지만 REITs를 통해 투자하면 소규모의 자금으로도 대형 부동산에 투자할 수 있다. 또한 금융회사들도 REITs를 통해 부동산을 채권이라는 형태로 쉽게 유동화 시킬 수 있어 대출회전율이 증가되어 자기자본 비율(BIS)도 안정적으로 유지시킬 수 있다.¹¹⁾

둘째, 개인투자자의 경우 직접 부동산에 투자하는 경우 양도소득세나 종합부동산세 등을 납부해야 하지만 REITs에 투자하는 경우 이러한 세금을 부담할 필요가 없다. REITs가 부동산을 취득하는 경우 일정한 세제상의 조건만 충족시키면 투자도관체(conduit)¹²⁾로 인정되어 비과세되고 운용수익은 투자자들에게 배당관계에서 과세된다. 즉 도관(conduit) 자체는 법인

10) 김범석·유한수(2006), 『부동산금융론』, 서울:청목출판사, pp.158~159

11) 박용광 외(2007), 『리츠 REITs』, 서울:고원, p.17

12) 투자도관체(conduit)란 투자자를 대신하여 일정한 요건을 갖춘 대상에 투자를 하되, 여기서 발생하는 수익의 대부분을 투자자에게 환원시켜 주는 기능을 수행하는 수단을 말한다.

세가 부과되지 않는다. 그러므로 일반 법인이 부동산에 투자하는 것보다 많은 세제혜택을 받게 되어 개인이 직접 부동산에 투자하는 것 보다 더 높은 수익성을 얻을 수 있다.

셋째, REITs는 보유하고 있는 부동산에서 임대료 수입이 안정적이고 지속적으로 발생하기 때문에 비교적 현금 흐름이 안정적이다. REITs의 투자 대상은 부동산이므로 일반 주식에 비해 변동성이 낮은 상품이다. 초기의 REITs 상품은 빌딩임대사업을 통한 임대수입이 주요 수익원이므로 장기적인 임대계약으로 안정적인 현금 흐름을 창출한다는 장점이 있다. 또한 보유 부동산의 매각이나 개발사업의 참여를 통해 높은 수익을 실현할 가능성도 높다. 그리고 투자자산이 부동산으로 구성되어 있어 물가가 오르더라도 투자가치가 하락하는 위험을 피할 수 있다.

넷째, REITs를 통한 투자는 부동산 투자대상을 분산화(diversification)함으로써 투자위험을 감소시키는 것이 가능하다. 투자자 입장에서는 지역별 혹은 부동산 유형별로 분산투자하여 위험을 감소시킬 수도 있고 투자 대상이 다른 몇 개의 REITs를 가지고 독자적으로 분산투자(portfolio)를 만들어 위험을 감소시킬 수도 있다.

다섯째, 부동산에 직접 투자하는 경우 임차인 관리, 임대료 수입이나 건물 관리에 소요되는 비용관리 등 관리의 어려움이 있으나, REITs에 투자하는 경우 소유부동산을 전문 자산관리회사에 관리를 맡김으로써 편리하다.

여섯째, REITs는 증권거래소 시장에 상장되므로 주식 매매를 통해 투자금을 회수할 수 있어 부동산에 직접 투자하는 것보다 유동성이 높다.

일곱째, REITs의 운용결과에 따라 상장 후 주가가 상승할 수 있으며, 주식 매도 시 자본이득도 얻을 수 있다. 일반적으로 REITs 수익은 주식 수익과 채권 수익의 중간적인 성격을 지니고 있으므로 대체로 안정적이라고 할 수 있다. 주식 및 무보증 회사채는 발행 회사의 채무 불이행 등 투자 원금의 회수가 불투명하지만 REITs는 최악의 경우에도 부동산 그 자체가 사라지는 것은 아니므로 보유 부동산의 처분이 가능해 투자원금의 손실을 최소화할 수 있다. 그러한 면에서 투자자금에 대한 최소한의 보호 장치를 자동적으로 지니고 있는 것이다. 또한 REITs 주식은 일반 주식에

비해 주가변동성이 매우 낮다. 불황에도 REITs 주가가 크게 하락할 위험은 일반 주식보다 매우 낮다고 할 수 있다. 이는 일반주식의 가격이 회사 경영실적에 주로 좌우되는 반면, REITs는 부동산이라는 고정자산의 자산 운용 실적에 바탕을 두기 때문이다.

3. REITs의 유형별 분류

REITs의 유형은 다음과 같다.¹³⁾ 첫째, REITs는 투자 대상에 따라 지분형 리츠(Equity REITs), 모기지형 리츠(Mortgage REITs), 혼합형 리츠(Hybrid REITs)로 구분된다. 지분형 리츠(Equity REITs)란 총투자자산의 75%이상이 부동산 소유지분으로 구성되며 임대료가 주요한 수입원이다. 주로 상업용 빌딩, 임대주택, 호텔 등과 같은 부동산을 장기보유하면서 지분투자를 하는 회사이다. 모기지형 리츠(Mortgage REITs)란 총투자자산의 75%이상이 부동산관련대출에 운영되고 있거나 주택저당담보증권에 투자된 형태를 말하며 모기지 관련 이자를 주 수입원으로 하는 회사이다. 혼합형 리츠(Hybrid REITs)란 총투자자산이 상업용 빌딩, 임대주택, 부동산 관련 대출, 주택저당담보증권에 골고루 투자되어있기 때문에 지분형 리츠나 모기지형 리츠로 분류될 수 없는 회사를 말한다.

둘째, REITs는 환매여부에 따라 개방형 리츠(Open end REITs), 폐쇄형 리츠(Closed end REITs)로 구분된다. 개방형 리츠(Open end REITs)란 투자자들의 환매요구에 언제든지 응할 수 있는 형태로 부동산은 유동성이 낮기 때문에 짧은 시간에 대규모 환매요청이 발생하는 경우 개방형 리츠는 유동성 확보에 어려움을 겪을 수 있다. 폐쇄형 리츠(Closed end REITs)란 일정 투자기간동안 투자자에게 환매가 금지되어 있는 형태로 직접 회사에 대하여 환매 요청은 할 수 없지만 투자자는 증권 시장에서 주식을 매각하여 투자한 자금을 회수할 수 있다.

셋째, REITs는 기한 한정여부에 따라 무기한부 리츠(Perpetual REITs)와 기한부 리츠(Finite-life REITs or Self-liquidating REITs)로 구분된다.

13) 김범석·유한수, 전계서, p.162

무기한부 리츠(Perpetual REITs)란 존속기간이 정해져 있지 않은 형태이며 기한부 리츠(Finite-life REITs or Self-liquidating REITs)는 일정 투자기간 동안만 운용되고 일정기간 후에 보유자산을 매각하여 매각대금을 투자자에게 배분하고 해산되는 형태를 말한다. 기한부 리츠는 단기형부터 장기형까지 다양하며 기업구조정부동산투자회사(CR-REITs)가 이에 속한다.

넷째, REITs는 투자대상 사전지정 여부에 따라 대상 특정형 리츠와 대상 불특정형 리츠, 대상혼합형 리츠로 구분된다. 대상 특정형 리츠는 투자자 모집 시 사업설명서에 구입할 자산의 일부 또는 전부를 특정하는 형태이며 대상 불특정형 리츠는 투자자 모집 시 사업설명서에 투자할 자산에 대해 광범위하게 지정하고 자산구입은 펀드매니저가 결정하는 형태이다. 대상 혼합형은 대상 특정형 펀드와 대상 불특정형 펀드가 결합한 형태를 말한다.

다섯째, 법률상 조직형태에 따라 신탁형 리츠와 회사형 리츠로 구분된다. 신탁형 리츠는 영업신탁 형태로 설정되며 회사형 리츠는 주식회사 형태로 설립된다.

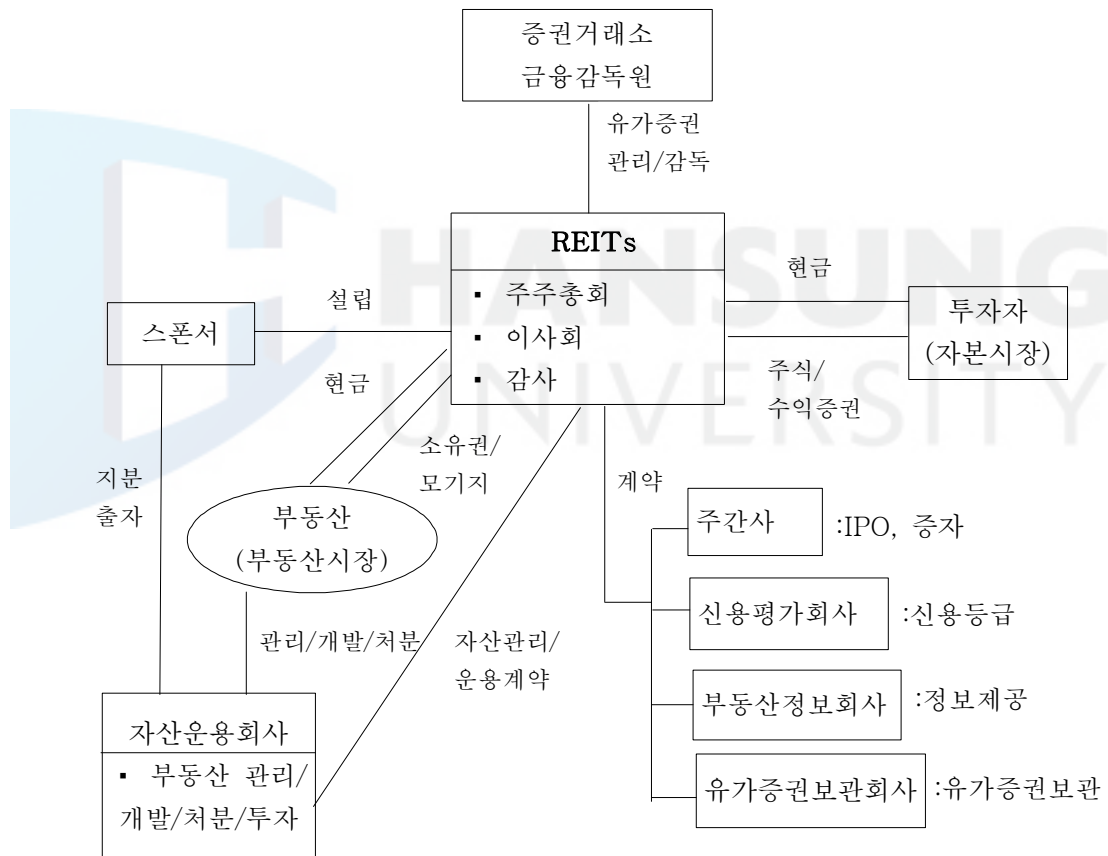
4. REITs의 구조

<그림2-1>에서 보듯이 REITs는 투자자에게 주식을 발행하여 투자자금을 조달한 후 부동산에 투자하고, 부동산 운용으로 이익이 발생하는 경우 그 수익을 투자자에게 배당한다. 즉 REITs는 부동산시장에서 가격이 형성되고 거래되는 부동산이 자본시장의 이해당사자와 REITs를 매개로 상호 연결되는 구조를 가진다. REITs는 내부조직의 당사자 뿐 아니라 금융시장의 다양한 외부 이해당사자들이 참여하므로 그 구조는 내부조직과 외부조직으로 나누어 구분할 수 있다.

1) 내부조직

REITs의 내부조직으로는 이사회, 감사, 주주총회 등이 있다. 주주총회에서 선임된 이사회는 관리운영회사를 지정하는 등 REITs 운영 전반에 대한 권한과 책임이 부여된다. 효과적인 경영관리가 REITs의 성공을 결정짓는다는 점에서 이사의 능력과 이사회의 효율적 운영은 중요하다. 감사는 일반적으로 내부의 감사위원회와 외부의 독립회계감사인인 수행하며 주주총회는 최고의사결정기관으로 이사회를 선임한다.

< 그림 2-1 > REITs의 구조



자료 : 박원석·박용규(2001) 『리츠제도의 도입과 시사점』, 삼성경제연구소

2) 외부조직

REITs의 외부조직으로는 자산운용회사와 주간사, 신용평가회사, 부동산 정보회사, 보관회사 등과 같은 지원조직과 증권거래소, 금융감독원과 같은 감독 기능의 조직이 있다.

자산운용회사는 매입 부동산의 관리·개발·처분·투자 등의 기능을 담당한다. 주간사인 금융기관은 REITs를 대신하여 REITs의 기업공개(IPO: Initial Public Offering), 유상증자 등을 담당하며 신용평가회사는 REITs가 발행하는 주식과 회사채에 대한 신용을 평가하는 역할을 담당한다. 부동산 정보회사는 투자자와 REITs의 자산관리회사에 각종 투자정보 및 부동산 관련 정보를 제공하는 역할을 담당한다. 또한 유가증권 보관을 위한 유가증권 보관회사, REITs가 발행하는 주식의 판매를 대행하는 판매회사 등이 지원조직으로 참여한다.

또한 증권거래소, 금융감독원과 같은 조직도 유가증권 관리·감독의 기능으로 참여하게 된다.

5. 우리나라의 REITs

우리나라의 「부동산투자회사법」에 규정된 회사의 형태는 일반 REITs와 CR-REITs로 구분되는데, CR-REITs는 우리나라에만 있는 특수한 형태로 볼 수 있다. 일반 REITs는 자기관리형 REITs와 위탁관리형 REITs로 구분된다. 자기관리형 REITs는 실체회사가 영속적으로 존재하는 형태로 상근 임직원을 보유하고 있는 형태이며, 위탁관리형 REITs는 명목회사 형태로 설립되고 상근 임직원은 없으며 투자 및 자산운용 업무는 자산관리회사가 위탁·관리하는 형태이다.

CR-REITs는 투자자로부터 자금을 받아 기업이 구조조정을 위해 매각하는 부동산(매각 대금의 50%이상을 부채상환에 사용하는 부동산)에만 투자하여 이를 관리·운용하고 투자수익을 투자자에게 분배하는 형태의 부동산투자신탁회사이다. CR-REITs는 명목회사 형태로 설립되며 상근 임직원

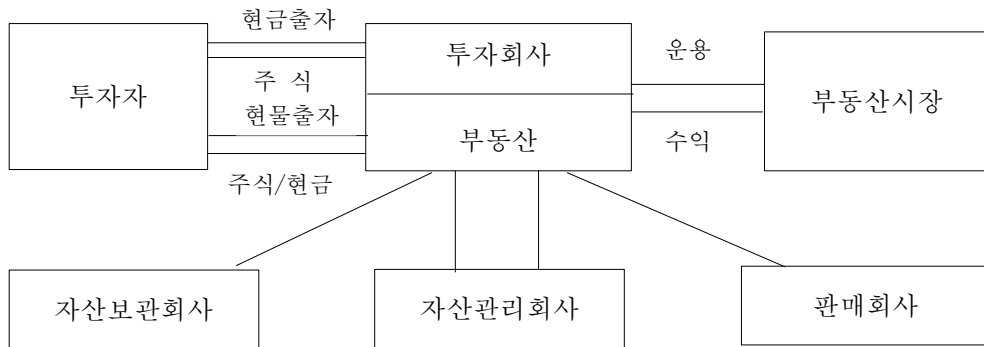
은 없으며 투자 및 자산운용업무는 자산관리회사가 위탁·관리하는 점에서 위탁관리형 REITs와 동일하나 투자대상이 기업구조조정용으로 제한된다. 운용구조는 일반 REITs와 동일하나 운용대상이 구조조정용 부동산으로 제한되어 있는 점이 다르다. 14)

<그림2-2>를 살펴보면 자산관리회사는 CR-REITs로부터 그 자산의 투자·운용업무를 위탁받아 수행하며 자산보관회사는 CR-REITs가 투자한 부동산의 관리 및 수익수령, 배당지급 등의 업무를 담당한다. 판매회사는 CR-REITs를 투자자에게 판매하는 회사로 주로 증권회사가 담당한다.

14) 구조조정부동산투자회사(CR-REITs)는 일반적인 부동산투자회사(REITs)의 요건 외에 「부동산투자회사법」 제49조 2항의 요건을 갖추어야 하는 부동산투자회사를 말한다. 제49조의 2,

1. 총자산의 100분의 70 이상이 다음 각목의 부동산을 매입·취득한 자산으로 구성될 것
- 가. 기업이 채권금융기관에 대한 부채 등 채무를 상환하기 위하여 매각하는 부동산
- 나. 채권금융기관과 재무구조개선을 위한 약정을 체결하고 당해 약정 이행 등을 위하여 매각하는 부동산
- 다. 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」에 의한 회생절차에 따라 매각하는 부동산
- 라. 그 밖에 기업의 구조조정을 지원하기 위하여 금융위원회가 필요하다고 인정하는 부동산
2. 회사의 존립기간을 정관에 기재할 것
- ② 국토해양부장관은 제9조에 따라 기업구조조정부동산투자회사(제49조의3제1항에 따른 공모부동산투자회사인 기업구조조정부동산투자회사를 제외한다)의 영업인가를 하려는 경우에는 미리 금융위원회의 의견을 들어야 한다.<개정 2007.7.13, 2007.8.3, 2008.2.29>
- ③ 기업구조조정부동산투자회사의 주주는 주주의 이익을 보호하기 위하여 불가피한 경우로서 대통령령이 정하는 경우에는 당해 주식의 판매회사에 대하여 주식의 환매를 청구할 수 있다. 이 경우 매수가격 및 매수대금의 지급방법 등 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.
- ④ 기업구조조정부동산투자회사에 대하여는 제14조의3, 제15조, 제24조제1항·제2항 및 제25조제1항의 규정을 적용하지 아니한다.<개정 2007.7.13>
- ⑤ 제11조의2, 제14조제2항, 제22조의2, 제28조제3항, 제49조제5항 및 제6항은 기업구조조정부동산투자회사에 관하여 준용한다. 이 경우 "위탁관리부동산투자회사"는 "기업구조조정부동산투자회사"로 본다.<개정 2007.7.13>
- ⑥ 대통령령으로 정하는 채권금융기관이 기업구조조정부동산투자회사에 출자하는 경우 해당 출자에 대하여는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 법률에 따른 출자한도제한, 재산운용제한 및 투자제한 등을 적용하지 아니한다.<개정 2007.8.3>
 1. 「은행법」 제37조제1항 및 제2항
 2. 「보험업법」 제106조, 제108조 및 제109조
 3. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제344조
 4. 그 밖에 대통령령으로 정하는 법률
- ⑦ 기업구조조정부동산투자회사가 「은행법」 제2조제1항제2호에 따른 금융기관(이하 이 항에서 "금융기관"이라 한다)의 자회사에 해당하는 경우 「은행법」 제37조제3항에 따른 자회사에 대한 신용공여한도를 산출하는 데 있어서는 해당 기업구조조정부동산투자회사를 금융기관의 자회사로 보지 아니한다.<신설 2007.8.3>

< 그림 2-2 > CR-REITs의 구조



자료 : 기획재정부(2001), “기업구조조정부동산투자회사 도입추진” 보도자료

제 2 절 부동산펀드의 개요

1. 부동산펀드의 도입배경

1991년 「신탁업법」이 도입된 이후 1998년 은행에 부동산 투자업무를 허용하면서 부동산투자신탁상품이 처음 등장하였다. 그리고 2001년 7월 「부동산투자회사법」이 제정되면서 펀드 형태의 부동산간접투자상품이 국내에 도입되었다. 그러나 일반 REITs가 세제 면에서나 자금 조달 및 운용에서의 제약으로 활성화되지 못했고 이에 따라 2001년 12월 CR-REITs가 도입되면서 상대적으로 세제 혜택과 특례 조항으로 인해 우리나라에서의 REITs는 CR-REITs의 형태로 기업구조정의 수단으로 활용되었다.

2002년부터 간접투자시장에 대한 관련 법규가 금융기관별로 규정되어있음에 따라 금융기관 간 형평성 문제가 발생하였고 유사한 내용의 규정이 여러 법률에 산재해 있다는 문제점이 제기되었다. 이에 따라 간접투자상품에 대한 법체계를 금융기관별로 묶기보다는 기능별로 재정비하는 것이 더 바람직하다는 의견이 대두되었다. 이에 정부는 2003년 10월 각 법규에 흩어져 있는 간접투자상품에 대한 규정을 하나로 묶은 「간접투자자산운용

업법」을 제정, 2004년 1월부터 시행하였다. 이로서 기존에 유가증권에 한해 적용되던 펀드상품이 장외파생상품, 실물자산 뿐만 아니라 부동산으로 확대되면서 부동산 펀드가 도입되었다. 그러나 2004년 1월에 도입된 신탁형 부동산 펀드는 부동산 등기가 불가능하여 사실상 문제점이 있었고 프로젝트 파이낸싱¹⁵⁾에 대한 대출 등 자금 운용을 제한적으로 밖에 할 수 없었다. 이러한 부동산 등기 문제나 세제 문제에 대한 문제점을 해결하기 위해 2004년 12월 회사형 부동산 펀드가 등장하였고 그 투자대상도 다양해져 임대형, 프로젝트 파이낸싱형 외에 경매부동산 및 해외부동산에 투자하는 부동산 펀드도 등장하였다.

2. 부동산펀드의 정의

부동산펀드(REF: Real Estate Fund)는 다수의 투자자로부터 자금을 모아 공동기금을 조성하여 전문적인 투자기관에 맡겨 부동산이나 부동산과 관련된 대출 및 유가증권 등에 투자하여 운용성과에 따라 그 수익을 투자자에게 배당하는 투자신탁(business trust), 투자회사(corporation), 또는 간접투자상품을 의미한다.

부동산 펀드는 넓은 의미와 좁은 의미로 나누어 정의할 수 있다. 넓은 의미의 부동산 펀드는 「부동산투자회사법」상의 부동산투자회사(REITs)와 「간접투자자산운용업법」에 의한 부동산간접투자기구, 그리고 외국계 투자펀드 등을 포괄한다. 일반적으로 외국에서 말하는 부동산 펀드는 넓은 의미를 지칭하며 대표적 상품으로 REITs를 꼽는다.¹⁶⁾ 그러나 본 연구에서는 일반적으로 우리나라에서 쓰이는 좁은 의미의 부동산 펀드 즉, 「간접투자자산운용업법」상의 부동산간접투자기구로 부동산펀드¹⁷⁾를 정의한다.

15) 프로젝트 파이낸싱(PF: Project financing)이란 은행 등 금융회사들이 담보나 기업체 신용도가 아닌 사업의 미래 현금흐름을 근거로 자금을 제공하고 투자지분 비율에 따라 미래의 현금흐름을 배분받거나 손실을 분담하는 금융기법으로 장기간 대규모의 투자자금이 소요되는 사업에 대해 사업주체의 신용도보다는 사업자체의 수익성투자위험에 근거하여 대출이 이루어지며 대출금도 사업에서 발생하는 수익에 의해 상환된다.

16) 손재영 외(2008), 『한국의 부동산금융』 서울:건국대학교출판부, p.190

17) 2009년 2월 4일 시행된 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」은 부동산집합투자기구(부동산펀드의 법적명칭)에 REITs를 포괄적으로 포함하고 있다.

3. 부동산 펀드의 유형

부동산펀드는 대부분 대형 오피스 빌딩에 투자하는 REITs에 비해 투자 대상이 매우 다양하다. 일반적으로 부동산 펀드는 투자대상에 따라 프로젝트 파이낸싱(PF) 형태의 대출형 펀드, 임대형 펀드, 경매(공매)형 펀드, 개발형 펀드 그리고 해외 부동산에 직접 투자하거나 해외 부동산 펀드, REITs 등을 대상으로 한 해외형 펀드 등이 있다.

PF형 부동산 펀드는 부동산 개발 사업에 필요한 자금을 시행사에게 대출해주고 이자 수익을 얻는 펀드이며, 이에 따른 인허가·분양위험이 있다. 대출형 부동산 펀드는 시행사에게 자금대여 후 분양대금으로 자금을 회수하는 형태이며 대부분 펀드에서 담보를 1순위 혹은 2순위로 설정하고 있기 때문에 예상수익률이 대부분 높지 않은 편이며 운용 기간은 건설 기간과 비슷하다. 이 방식은 PF에 자금을 대여하는 것이므로 PF가 안고 있는 여러 위험요인 즉, 정부정책의 변화, 사업부지 확보지연, 사업 인허가 지연, 시공사 준공 지연, 시행사 또는 시공사의 부도, 분양저조와 펀드 상환재원 미확보 등의 문제에 대한 검토가 철저히 이루어져야 한다.

임대형 부동산펀드는 개인 투자자들이 투자하기 어려운 대형 상가, 오피스텔, 사무용 빌딩 등의 매입과 운영을 통해 발생하는 임대료 수입과 일정기간 운영 후의 재매각을 통한시세 차익 획득을 목적으로 하는 부동산 펀드로, 주요 수입원이 건물 운영을 통한 임대수익과 자산 매각 시 발생하는 시세차익이기 때문에 부동산의 현금흐름, 부동산의 가격변동위험, 원금상환을 위한 건물 매각 시 유동성 위험 등에 대한 위험을 충분히 감안하여 투자여부를 결정하여야 한다.

경매형 부동산펀드는 경매·공매부동산을 매입하여 임대수익을 얻거나 재매각을 통한 시세차익을 얻은 수익으로 투자하는 펀드로 경매물건을 저가에 낙찰 받으면 높은 시세차익을 얻을 수 있지만 관련 지식이 필요해 개인이 직접 투자하기 쉽지 않다. 이 펀드는 투자대상 불특정 방식으로 운용되는 경우가 대부분이기 때문에 운용자의 전문성이 특히 요구되는 구조라고 할 수 있다.

개발형 부동산펀드는 직접 개발주체가 되어 부동산을 개발하여 운용한다. 즉, 직접적으로 부동산 개발 사업에 지분을 투자하고 개발 사업이 완료된 이후의 부동산에 대해 운영과 매각을 통해 수익을 창출하는 것을 목적으로 하는 부동산 펀드이다. 따라서 사업이 성공적으로 수행되는 경우 높은 수익을 기대할 수 있지만 사업 추진에 있어 장기간이 소요되고 대출형 펀드와 임대형 펀드의 위험요인을 동시에 내포하고 있어 대표적인 고위험·고수익 펀드라 할 수 있다. 개발형 부동산 펀드에 투자하기 위해서는 사업의 내용과 타당성에 대한 면밀한 검토와 시장 상황에 대한 철저한 분석이 선행되어야 할 것이다.

해외형 펀드는 해외부동산에 간접적으로 투자하는 경우로서 주로 해외 주식시장에 상장된 REITs에 재투자하거나 부동산 개발회사의 주식에 투자하는 형태이다. 여기에는 해외증권펀드, 해외특별자산펀드, 외국의 REITs 또는 부동산개발회사 지분에 투자하는 재간접펀드(FOF)¹⁸⁾ 등이 해당된다. 해외형 부동산 펀드는 설정 초기 대부분이 재간접 형태의 펀드로 출시되었으나 최근에는 직접 부동산 시장에 투자하여 소유권을 확보한 후 해당 부동산의 임대 및 관리를 현지 또는 국제적인 부동산 관리회사에 위탁하는 사례가 증가하고 있다.

4. 부동산펀드의 구조

「간접투자자산운용업법」에 의한 부동산 펀드의 운용구조를 살펴보면 <그림2-3>과 같다. 부동산 펀드는 자산운용회사에 의해 투자신탁형으로 설립된 후 자산운용회사나 증권회사, 은행(판매회사)을 통해 투자자에게 판매함으로써 자금을 조달한다. 이렇게 조달된 자금은 수탁회사에 보관되고 수탁회사는 자산운용회사의 지시에 따라 자산의 취득 및 처분을 이행한다.

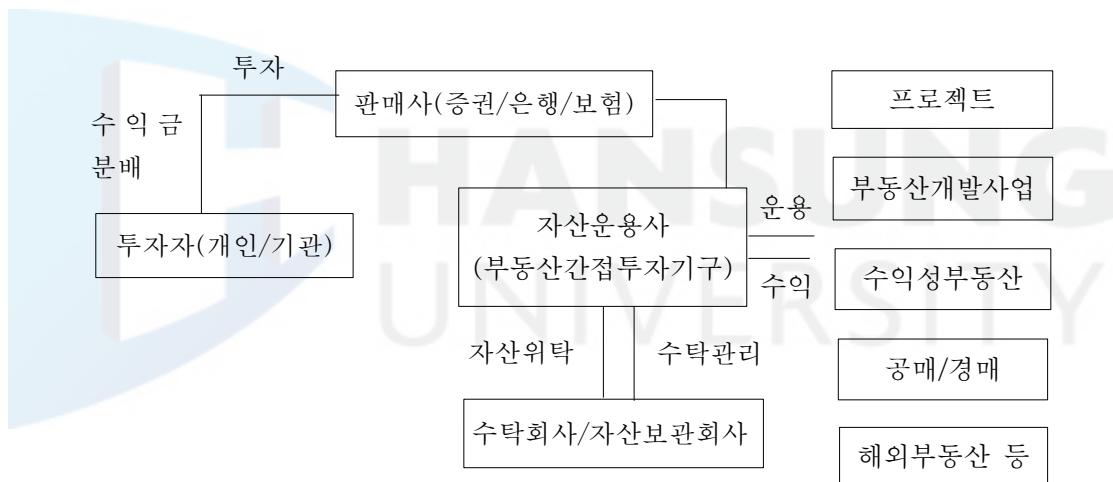
기존의 증권투자신탁의 자산운용 구조와 기본구조는 동일하나 부동산 펀드 내에 수익차총회가 있어 투자자들이 적극적으로 자신들의 이익을 보

18) 재간접펀드(FOF: Fund of Fund)란 펀드운용사가 투자위험을 줄이기 위해 다양한 펀드에 분산투자하는 것을 말한다.

호받을 수 있고 수탁회사의 역할도 자산운용사의 지시에 따르는 수동적인 보관기능에서 자산운용회사의 운용지시에 대해 감시하고 법령, 정관 및 신탁 약관에 위반되는 운용지시의 철회, 변경 또는 시정을 요구하는 등 자산운용회사의 자산운용행위를 적극적으로 감시하는 기능으로 확대되었다.

즉, 간접투자 행위를 하는 투자자의 이익보호를 위한 제도를 강화함으로써 자산운용사의 독단적인 자산운용행위를 실질적으로 견제할 수 있도록 하였다. 부동산 개발사업이나 부동산 임대 등을 통해 얻은 수익을 투자자에게 배당금으로 지급한다. 수탁회사는 투자신탁재산의 보관 및 관리역할을 담당한다.

< 그림 2-3 > 부동산펀드의 구조



자료 : 제로인 (www.zeroin.co.kr)

제 3 절 수익률과 위험의 개념

1. 수익률의 개념

수익률(yield rate, rate of return)이란 자본에 대한 수익의 비율, 즉 일정한 단위의 자본으로 어느 정도의 이익을 올릴 수 있는가를 나타내는 것을 말한다. 수익률에 영향을 미치는 요인들을 탐색하는 선행연구들이 미국을 비롯한 선진국에는 많이 있는데 반해 국내에서는 아직 많지 않은 실정이다. 따라서 본 연구에서는 국외 선행연구들을 통해 영향을 미치는 중요한 요인들을 분석하여 이를 국내 REITs와 부동산펀드 시장에 적용해보고자 한다. 또한 경제변수들 중에서 수익률에 영향을 미칠 만한 요인들을 추가하여 분석해보고자 한다.

1) 부동산경기와 수익률

Giliberto(1990)은 부동산, 주식, 채권, 그리고 REITs 수익률을 이용하여 상호관계를 검증하였다. 그의 연구에 따르면 부동산 수익률과 REITs 수익률 사이에 상관관계가 높으며, 주식 및 채권에 비해 REITs의 수익성이 떨어진다고 주장하였다. 이러한 결과는 부동산 경기가 좋으면 부동산에 투자한 REITs에 긍정적 영향을 주므로 REITs 수익률은 좋아지게 될 것이라는 결과를 가져올 수 있다. 그러나 평균적으로 부동산자산의 수익률이 채권보다는 높고, 주식보다는 낮다는 역사적 사실에 비추어 볼 때 채권보다도 REITs의 수익률이 낮게 나온 것은 이해하기 어렵다. Glascock and So(2000)는 REITs가 1992년 이전까지는 포트폴리오 분산투자효과가 있었다고 하였다. 그러나, 1992년 이후 REITs의 규모가 대형화되어 시가총액이 상승하고, 부동산시장 등이 회복하게 되면서 REITs가 S&P500지수와 비슷한 움직임을 보여주고 있다고 하였다. 결과적으로 REITs가 다양한 포트폴리오 자산의 위험분산효과가 적어지게 되었다고 주장하였다. 19)

19) 박종택(2003), 「CR-REITs와 부동산투자신탁의 수익률 결정요인과 위험특성에 관한 연구」, p55

이러한 연구들이 외국의 경우이기 때문에 국내 상황과 직접 비교할 수는 없지만 REITs나 부동산펀드의 수익률이 부동산경기와 관련이 있을 것으로 이론적으로 유추할 수 있기 때문에 이를 본 연구에서도 검증하고자 한다. 다만, 국내의 경우에는 부동산지수를 대표하는 신뢰할 만한 지수가 없으므로 본 연구에서는 증권거래소에 상장되어 있는 건설업종의 지수를 부동산경기지수의 대용물(proxy)로 사용하여 REITs 수익률과 부동산경기 사이의 상관성을 분석할 것이다.

2) 금리수준과 수익률

금리수준이 REITs 혹은 부동산펀드의 수익률과 밀접한 관계를 갖는지는 매우 중요한 문제일 것이다. 금리와 REITs 수익률 관계를 연구한 대표적인 논문들로 Sweeney and Warga(1986), Titman and Warga(1986), Mengden(1988), Chen and Tzang(1988) 등이 있다.

이들 연구의 공통점은 주식의 수익률이 다른 일반 주식들과 마찬가지로 시장의 금리변화와 민감하다는 것인데, 그 이유는 금리의 변동이 주택저당 시장에 영향을 줌으로써 부동산 관련자산에 투자하는 REITs도 당연히 영향을 받게 된다는 것이다. 또 다른 이유는 투자이론에서 일반적을 받아들이는 것처럼 금리에 대해 단기 화폐시장(money market)과 장기 자본시장(capital market)은 대체관계에 있기 때문에 자본시장에서 거래되는 REITs 또한 그 영향권에 있다는 것이다.

이러한 분석으로부터 REITs의 수익률이 금리와 밀접한 관계가 있다는 것을 유추할 수 있으므로 REITs 와 부동산펀드가 금리의 영향에서 각각 어떤 상관관계를 가지는 지 본 연구에서 분석할 것이다.

3) 시장지수와 수익률

Chandrashekar(1999)은 주식시장의 수익률 자료를 대표하는 것으로 S&P500지수를 사용하고, 채권은 Shearson-Lehman 채권지수를 사용, 부

동산간접투자상품의 대표치로 1975년부터 1996년까지의 REITs 지수를 사용하여 상관성에 대해 연구하였다. REITs와 S&P500지수는 분석기간에 따라 0.48~0.79까지 다양한 상관관계를 나타내었고, 채권지수와는 0.13~0.44까지의 상관관계를 나타내었다. Gyourko and Keim(1992)은 1978년 1월부터 1990년 4월까지 자산별 월별 수익률 자료를 이용하여 주식과 부동산 간의 상관성을 분석하였다. 그 결과 REITs와 S&P500지수의 상관관계수는 0.65를 나타내었고, 부동산지수인 Russell/NCREIT Index와 S&P500지수는 -0.04로 분석되었다. 부동산을 증권화한 REITs가 S&P500 주가지수와는 높은 정(+)의 상관관계를 보인 반면에 부동산 지수인 Russell/NCREIT Index와 S&P500 주가지수와는 약한 부(-)의 상관관계를 보인 것이다. 이런 결과는 부동산을 기초로 해서 발행된 주식은 일반적인 주식들과 매우 밀접한 관계를 지니고 있다는 사실을 증명하고 있다.

이러한 연구결과들은 주식의 형태를 가지고 있는 REITs의 경우 예측가능한 결과일 수도 있지만 국내 상황에서 REITs와 부동산펀드가 각각 어느 정도의 상관관계를 가지는 지 분석하고자 한다.

이상으로 REITs와 부동산펀드에 영향을 주는 경제변수에 대해 선행연구 중심으로 고찰하였다. 본 연구는 국내 시장에서 REITs와 부동산펀드가 수익률에 어떤 차이를 보이며, 주요 경제변수들과 밀접한 관계를 가지는 지에 대해서 분석할 것이다.

2. 위험의 개념

1) 위험의 정의

위험(risk)이란 미래 가능한 현금흐름 또는 수익률의 변동가능성이다. 실현수익률(realized rate of return)²⁰⁾이 기대수익률과 일치하는 경우의 자산

20) 실현수익률(realized rate of return)이란 투자가 이루어지고 난 후에 현실적으로 실현된 수익률이다. 다른 말로 실제수익률(actual rate of return)이라고도 하며 투자가 이루어진 후에야 알 수 있기 때문에 사후 수익률 또는 역사적 수익률(historical rate of return)이라고도 한다.

을 무위험자산이라 하며 그렇지 못한 경우를 위험성 자산이라 하는데, 위험성 자산의 위험을 측정하는 척도로는 수익률의 분포가 정규분포를 이룬다는 가정 하에 수익률의 분산 또는 표준편차가 이용된다.

위험에 대한 영향력을 약화시키기 위해서는 사전에 위험에 대한 조치를 취하거나 계획을 수립하고 있어야 한다. 먼저 위험은 예상 가능한 부분과 예상 불가능한 부분으로 이루어진다. 또한 이러한 위험에 대해 사전조치가 가능한 부분과 불가능한 부분이 있다. 이를 정리하면 <표 2-1>과 같다.

< 표 2-1 > 위험에 대한 조치

구분	예상 가능	예상 불가능	
대응조치 마련 가능	제 거	중화/회피	← 원래 위험의 크기
대응조치 마련 불능	중화/회피	노 출	← 노출된 위험

첫째, 위험 중 예상이 가능하고 동시에 대응조치 마련이 가능한 부분은 예상에 따라 조치를 취함으로 제거한다.

둘째, 위험 중 예상이 불가능하지만 대응조치 마련이 가능하거나 예상이 가능하지만 대응조치마련이 불가능한 부분에 대해서는 불확실성을 중화(neutralize)시키거나 회피(escape)할 수 있도록 한다. 이 수준까지의 위험은 인간의 노력으로 없애거나 영향력을 소멸(중화)시키거나 약화(회피)시킬 수 있다.

그러나 마지막으로 예상도 불가능하고 대응조치 마련도 불가능한 위험에 대해서는 그대로 노출되어 있을 수밖에 없다. 부동산 분석 결정자는 관리를 통해 사전에 위험을 낮출 수 있는 방안들을 마련해야 한다.

2) 부동산 투자위험

투자의 개념은 현재의 소비를 희생한 대가로 미래의 경제적 보상을 받으려고 하는 행위를 의미하며 미래의 경제적 보상은 항상 불확실성을 내포한다. 일반적으로 투자는 화폐의 시간가치와 위험이라는 두 가지 속성을

내포하고 있는데, 시간가치는 시간의 흐름에 따라 화폐가치가 달라지므로 현재의 일정금액은 미래의 같은 금액의 현금가치보다 그 가치가 더 크다는 것을 의미한다. 위험은 미래에 대하여 부분적인 정보만 가지고 예측하고 투자하는 데에서 발생한다. 즉, 투자에 대한 기대수익은 항상 위험과 상충관계에 있으며 이는 위험이 클수록 기대수익률은 크고 위험이 작을수록 기대수익률은 작아진다는 것을 의미한다.

이러한 위험과 불확실성에도 불구하고 투자자가 부동산에 투자하는 이유는 투자를 통해 얻게 되는 높은 운영 수익과 보유 후 매각을 통해 발생하는 가격상승, 투자 대상의 다변화를 통한 포트폴리오의 구성, 그리고 부동산 투자를 통한 세제 우대 등의 혜택을 얻을 수 있기 때문이다. 그렇다면 이렇게 선호되는 부동산 투자를 통해 수익과 위험의 관계가 적절히 반영되고 있는지에 대해 생각해 보아야 할 것이다.

모든 투자계획에 포함된 위험은 다양한 근원으로 발생한다. 그러나 주어진 형태의 위험이 모든 투자형태에 적용되는 것은 아니다. 부동산 투자수익은 현재의 소비를 희생한 대가로서 시간에 대한 비용이며 또한 불확실성의 대가에 의한 위험의 비용이기도 하다. 위험의 종류를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 유동성의 위험이다. 유동성의 위험(risk of liquidity)이란 장래 어떤 시점에 투자 물건을 현금화시키는 데 관련되는 위험이다. 즉, 현금화의 위험을 말한다.

둘째, 이자율 위험이다. 이자율 위험(interest rate risk)이란 이자율 변동에 의하여 부동산 수익률이 변화하는 것을 말한다. 시장 이자율은 자금에 대한 수요와 공급에 따라 지속적으로 변동하며 이러한 이자율의 변동은 모든 부동산의 가격과 수익률에 대하여 직접적으로 영향을 미치게 된다.

셋째, 구매력 위험이다. 구매력 위험(purchasing power risk)이란 주로 인플레이션에 의하여 구매력이 하락하게 될 가능성을 의미한다. 따라서 구매력 위험은 확정이자율을 갖는 건축이나 연금 등의 투자에서 가장 크게 작용하며 인플레이션율이 확정수익률보다 높을 때 구매력 위험은 더욱 높

아지게 된다.

넷째, 사업상의 위험이다. 사업상의 위험(business risk)이란 부동산업을 영위하면서 발생하는 수익성에 관한 위험이다. 사업상의 위험은 시장상황으로부터 야기되는 것이 많다.

다섯째, 법적 위험이다. 법적 위험(legal risk)이란 투자자들이 부동산에 대하여 가지는 재산권이 법적 환경에 많은 영향을 받는 것을 말한다. 정부의 여러 가지 정책 중 지역지구제, 토지이용규제 등은 법적 환경의 중요한 구성요소가 된다. 부동산 투자의 의사결정은 이와 같은 법적 환경 하에서 이루어지는 것이므로 법적 환경의 변화는 부동산 투자에 대한 위험을 변화시킨다.

이 외에 관리 위험(management risk) 및 환경 위험(environmental risk) 등이 있다.

3) 위험의 분석

이러한 부동산 투자의 위험분석은 다음과 같이 구분하여 설명할 수 있다.²¹⁾

① 위험과 수익의 측정

부동산 투자이론에서는 기대소득에 대한 변동가능성(variability)을 위험으로 파악하고 있다. 통계적인 기법을 사용한 위험분석에서는 일반적으로 수익성을 나타내는 지표로 소득의 기대가치를, 위험을 나타내는 지표로서는 표준편차를 사용하고 있다.

② 평균·분산 결정법

평균과 분산을 이용하여 투자대안을 선택하는 방법을 평균·분산 결정법(mean-variance decision rule)이라 한다.

21) 박용광 외(2007), 『리츠 REITs』, 서울:고원, pp.70~71

③ 위험의 처리방법

투자자들의 위험을 처리하는 방법에는 다음과 같이 여러 가지가 있을 수 있다. 첫째, 위험한 투자는 가능한 한 투자대상에서 제외하는 것이다. 위험을 감수한다는 것은 투자자의 부를 감소시킬 수도 있지만 증가시킬 수도 있다. 위험에는 부정적 효과만 있는 것이 아니라 이 같은 긍정적 효과도 있다. 둘째, 투자수익을 가능한 한 낮게 예측하고 그것을 기준으로 투자결정을 하는 것이다. 투자수익을 최대, 중간, 최소로 추계하고 그 중에서 최소추계치를 판단기준으로 삼는 것과도 같은 것이다. 이와 같은 투자 전략은 예측이 정확하기만 한다면 좋은 투자대안을 선택하게 해준다. 그렇지만 예측이 부정확할 때에는 실제로 채택해야만 하는 좋은 투자대안들을 제거하는 위험을 범할 수 있다. 미래에 관한 예측은 불확실한 것이기 때문에 높은 쪽이든 낮은 쪽의 추계이든 간에 그것이 실현되지 않을 가능성은 어느 쪽에도 있다. 특히 높은 쪽의 추계를 제외시킨다는 것은 부를 극대화할 가능성을 그만큼 배제하고 있는 셈이 된다. 셋째, 위험조정할인율(risk-adjusted discounted rate)을 사용하는 방법이다. 즉, 장래 기대되는 소득을 현재가치로 환원할 때 위험한 투자일수록 위험할증률(risk premium)을 더해 높은 할인율이 적용되는 것이다.

④ 감응도 분석

위험의 내용이 산출결과에 어떠한 영향을 미치는가를 파악하는 방법으로, 감응도 분석(sensitivity analysis)이 사용되고 있다. 감응도 분석이란 투자효과를 분석하는 모형의 투입요소가 변화함에 따라 그 산출 결과가 어떠한 영향을 받는가를 분석하는 기법이다. 즉, 임대료, 영업비, 공실률, 감가상각방법, 보유기간, 가치상승 등의 투자수익에 영향을 줄 수 있는 구성요소들이 변화함에 따라 투자에 대한 순현재가(net present value)나 내부수익률이 어떻게 변화하는가를 분석하는 것이다.

3. 수익률과 위험의 관계

포트폴리오를 구성하면 개별 자산이 가지는 불필요한 위험들 제거할 수 있으나 포트폴리오를 구성한다고 하더라도 제거될 수 있는 위험이 있고 그렇지 않은 위험이 있다. 이것은 부동산의 경우에도 마찬가지이다. 부동산투자의 위험에는 ‘피할 수 없는 위험(unavoidable risk)’과 ‘피할 수 있는 위험(avoidable risk)’이 있다. 피할 수 없는 위험을 체계적 위험(systematic risk)이라 하고, 피할 수 있는 위험을 비체계적 위험(nonsystematic risk)이라 한다. 체계적 위험이란 시장의 힘에 의해 야기되는 위험으로, 모든 부동산에 영향을 주는 위험이다. 한편, 비체계적 위험이란 개별적인 부동산의 특성으로부터 야기되는 위험으로 투자대상을 다양화하여 분산 투자를 함으로써 피할 수 있는 위험을 말한다. 부동산투자에 수반되는 총위험은 체계적 위험과 비체계적 위험을 합으로 구성된다. 따라서 포트폴리오를 구성함으로써 제거될 수 있는 위험은, 총위험에서 체계적 위험을 뺀 값이 된다.

위험과 수익은 서로 비례한다고 할 수 있으나 위험이 커진다고 해서, 수익이 반드시 커지는 것은 아니다. 경우에 따라서는, 위험은 큰데 상대적으로 수익이 작은 것도 얼마든지 있을 수 있다. 위험과 수익의 비례관계에 있다는 것은, 시장의 체계적 위험과 수익이 비례관계에 있다는 것을 의미하는 것은 아니다. 따라서 불필요한 위험을 제거하고, 주어진 시장상황에서 최선을 결과를 얻을 수 있는 ‘포트폴리오의 선택(portfolio selection)’이란 매우 중요한 의미를 지니고 있다.²²⁾

포트폴리오의 기대수익률은 개별자산 기대수익률의 가중평균이지만, 포트폴리오 위험은 개별 자산의 위험과 각 개별 자산간 상관관계의 함수로써 개별 자산 위험의 가중평균보다 작아진다는 원리는 현대 포트폴리오 이론의 기초가 되었다. 이는 상호 완전 정(+)의 상관관계에 있지 않은 위험자산으로 이루어진 포트폴리오는 포트폴리오를 구성하고 있는 개별자산보다 덜 위험하다는 의미이다. 개별자산의 위험은 분산 불가능한 체계적

22) 안정근(2002), 『현대부동산학』, 서울:법문사, p.264~265

위험과 분산 가능한 비체계적 위험으로 구성되는데 평균분산분석을 통하여 효율적 프론티어를 구축할 수 있으며, 포트폴리오의 총위험을 감소시킬 수 있다.

4. 펀드평가방법

1) 샤프지수(Sharpe ratio)

샤프지수는 특정 펀드가 한 단위의 위험자산에 투자해서 얻은 초과수익의 정도를 나타내는 지표이다. 샤프척도(Sharpe measure)라고도 하며, 트레이너지수(Treynor ratio), 젠센지수(Jensen's ratio)와 함께 위험을 감안하여 펀드를 측정하는 방법으로, 두 지수와 더불어 위험조정 후 수익률 지수로 통칭된다. 트레이너지수가 펀드의 베타계수만을 고려하는 반면, 전체 위험을 고려하는 표준편차를 사용하고, 최소 1개월 이상의 수익률 데이터를 필요로 한다. 분산투자가 잘 되어 있지 않은 펀드를 평가할 때 유용한 방법으로, 값이 높을 수록 펀드의 수익률이 우수하다는 것을 보여주는 보편적인 지표이다.

* 샤프지수 = (펀드평균수익률-무위험평균수익률) / 펀드수익률 표준편차

샤프지수는 투자수익률 대비 변동성비율이다. 이 비율은 일정기간 동안에 위험의 1단위당 무위험이자율을 초과 달성한 수익률의 정도를 나타내며, 이것의 높을수록 위험을 감안한 후 투자성고가 좋았음을 의미하고, 낮을수록 부진했다는 것을 의미한다. 즉 샤프지수는 총위험 1단위당 어느 정도의 보상을 받았는가 하는 위험 보상률을 의미하며 이 지수가 크면 클수록 투자성고가 우수한 것으로 평가된다.

2) 트레이너지수(Treynor ratio)

펀드에 대한 수익을 측정할 때 위험을 감안하는 방법으로, 펀드의 베타 계수 한 단위당 무위험초과수익률을 나타내는 지표이다. 트레이너척도(Treynor measure)또는 수익률 대 변동성비율(RVOL:reward to volatility ratio)이라고도 한다. 트레이너지수는 분산투자가 잘 되어 있는 펀드를 평가할 때 유용하며, 시장전체의 움직임에 대한 개별 펀드의 민감도를 나타낸다. 지수가 높을수록 동일한 베타계수에 대하여 수익률이 높음을 나타낸다. 펀드의 위험 단위당 얼마만큼의 위험초과수익률을 달성하는가를 나타내는 샤프지수가 펀드의 전체위험을 고려하는 반면 베타계수만을 고려한다.

* 트레이너지수 = (포트폴리오의 수익률-무위험이자율의 평균) / 베타

3) 젠센지수(Jensen's ratio)

특정 펀드에 대해 기대하는 수익률과 실제로 달성된 수익률과의 차이를 나타내는 지표로 젠센척도(Jensen's measure) 또는 젠센알파지수(Jensen's Alpha ratio)라고도 한다. 즉, 적정수익률과 실현수익률의 차이를 나타내며, 임의의 베타계수 수준이 정해져 있을 경우 자본자산가격결정모형(capital assets pricing model)에 의거하여 평가한다. 자본자산가격결정모형이란 자본시장이 균형상태를 이룰 때, 자본자산의 가격과 위험과의 관계를 나타내는 모형이다. 젠센지수가 (+)이면서 수치가 높을수록 펀드의 성과가 우수함을 나타내고, (-)이면서 낮을수록 적정수익률에 미치지 못함을 나타낸다. 즉, 시장수익률보다 못한 성과를 나타낸 것이며, 0을 나타내면 특정 펀드에 대한 정확한 분석이 이루어졌음을 뜻한다.

제 3 장 REITs와 부동산펀드의 수익률 비교

제 1 절 국내 REITs와 부동산펀드 현황

1. 국내 REITs 현황

2002년 1월 교보메리츠 이후 8년여의 시간동안 REITs 시장은 많은 변화가 있었다. 특히 2008년 REITs 시장은 신규설정 부진, REITs 청산 증가, 개발 REITs 출시 및 전문자산관리회사 출현, 자기관리REITs의 출현으로 요약할 수 있다. 2008년 들어 청산되는 REITs가 나옴으로써 REITs가 건물의 임대료에 기초한 안정적 기간 배당을 주고, 높은 매각 이익을 청산 시점에 배당할 수 있는 안정적인 고수익 금융상품임을 투자시장에서 인정받는 계기가 되었다.²³⁾

또한 2009년에는 13개의 부동산투자회사가 신규로 인가되고 자산규모는 1조 8,106억원이 순증가하는 등 작년 대비 큰 폭으로 증가해 2008년 금융위기로 주춤했던 신규 REITs 시장이 회복세를 보이고 있다. <표3-1>은 연도별 신규 설립되는 REITs의 추세와 누적규모를 나타낸 것으로, 2002년 이후로 같거나 감소 추세에 있던 REITs 증가율이 2006년 이후로 조금씩 증가해 2009년 큰 폭으로 늘어난 것을 알 수 있다(<그림3-1> 참조).

< 표 3-1 > REITs 추세

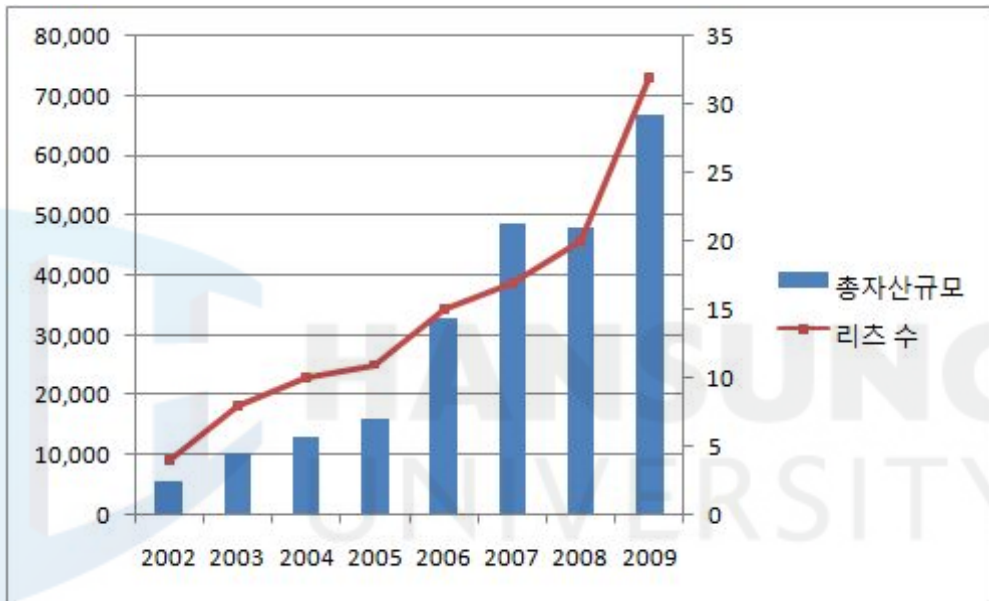
(단위:개, 억원)

구 분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	~2009. 11
리츠수 (누적)	4	8	10	11	15	17	20	32
신규 설립	4	4	2	2	4	5	5	13
청산	-	-	-	1	-	3	2	1

23) 매경ECONOMY(2008), 『2009 대예측』, 서울: 매일경제신문사, p.252

구 분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	~2009. 11
자본규모 (누적)	5,584	10,267	13,167	16,246	32,966	48,626	48,203	66,757
증감	-	4,683	2,900	3,079	16,720	15,660	423	18,554

< 그림 3-1 > 연도별 REITs 설립 추세



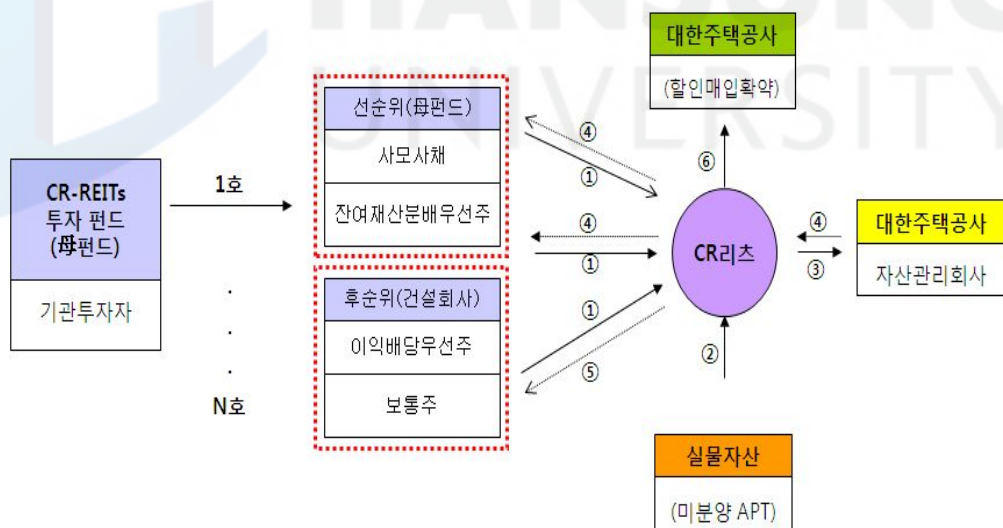
자료 : 국토해양부(www.mltm.go.kr) 2009년 11월

국토해양부 자료에 따르면 11월 현재 32개의 REITs가 운영 중이며 올해 REITs 13개사가 신규 설립하였고, 총 자산규모는 6조 6,757억원이다. 올해 신규 인가된 투자 대상을 보면 오피스빌딩, 미분양아파트, 공장 등으로 그 종류가 다양화되고 있다. 이처럼 REITs 설립이 증가하고 있는 것은 최근 경기가 회복조짐을 보이면서 상업용 부동산에 대한 투자심리가 다소 살아나고 있으며 미분양아파트 해소를 위한 REITs 설립이 추진되고 있기 때문으로 보인다.

최초의 미분양 CR-REITs는 유투하우징 제1호로 민간 기관투자자로 구

성된 부동산펀드(선순위)와 건설사(후순위)가 공동으로 CR-REITs에 투자하여 미분양아파트를 매입하고 이를 매각함으로써 수익을 창출하는 방식으로 이루어졌다. 미분양아파트의 매입대금 중 부동산펀드(선순위)가 투자한 금액(전체 매입대금의 60~70%)만큼은 현금으로 매도자(시행사)에게 지급되고 나머지는 REITs의 지분으로 지급되며 REITs 운영에 필요한 자금은 건설사(시공사)가 부담한다. 운용기간동안 매각되지 않은 잔여 물량은 기간 만료 후 건설사가 우선매수선택권을 행사하거나 주공(자산관리회사)에서 선순위 투자금액이 확보되는 수준으로 매입함으로써 투자위험을 줄인다. 미분양 CR-REITs는 상업용 빌딩에 국한되어 설립되던 REITs가 일반아파트에까지 확대되는 계기를 마련하고 REITs시장의 활성화에 기여했다는 데에 그 의의가 있다.

< 그림 3-2 > 유투하우징 제1호 REITs 운용구조



자료 : 국토해양부(www.mltm.go.kr) 2009년 3월

유투하우징 제1호 REITs의 운용구조를 보면, 다음과 같다.

- ① CR-REITs에 선순위 펀드는 사모사채 및 잔여재산분배우선주, 후순위 투자자는 보통주로 투자 (후순위 투자자는 선순위 펀드의 사모사채이자 지급을 위해 CR-REITs에 Over Funding 필요)
- ② CR-REITs는 시행사 보유 미분양 APT 매입 (분양가의 100%)
- ③ CR-REITs는 자산관리회사를 통해 미분양 아파트 운용수익금 (분양/임대) 관리
- ④ 발생한 수익금에 대해 부채, 선순위, 후순위 順으로 회수
- ⑤ 후순위투자자는 CR-REITs로부터 잔여 미분양 아파트에 대해 우선매수선택권 보유
- ⑥ 후순위투자자 우선매수권 미 행사 시 대한주택공사에 잔여 미분양 아파트 할인매각 (대한주택공사의 매수보장한도는 미분양물건의 사업지, 주거여건, 분양율, 단지 규모 등에 따라 상이함)

최근 들어 CR-REITs의 매매는 세일 앤 리스백(Sale & Lease back)²⁴⁾ 방식을 통해 이루어져 매각기업들은 단기유동성 부족을 해소할 뿐만 아니라 매각 부동산을 계속 사용할 수도 있고 CR-REITs는 임대료 수입이 보장되며 경기가 호전되었을 때 매입부동산을 보다 높은 가격에 재매각할 수 윈-윈(win-win) 구조로 이루어진다.

2002년 제도 도입 이후 CR-REITs를 통해 경영위기에 놓인 기업에 공급된 유동성은 총 5조 2,593억원이며, 이 중 금년 3월 이후에 공급된 유동성이 1조 3,296억원에 이른다. 특히 금년 3월 이후에 공급된 1조 3,296억원 중 6,610억원이 미분양 REITs를 통해 건설업체에 공급되었고 미분양 REITs는 이를 통해 총 1,577세대의 미분양 세대를 매입했거나 매입할 예정으로 미분양 해소에 일조하고 있다.²⁵⁾ 또한 외국 투자자가 전액 출자한 REITs²⁶⁾가 2009년 8월 28일 최초로 설립되는 등 해외투자자로부터

24) 세일 앤 리스백(Sale & Lease back)이란 이용자가 원래 소유하던 자산을 매각처분하고 계약과 동시에 매도자가 매수인으로부터 부동산을 다시 임차하는 방식으로 주로 기업의 재무구조 개선을 위해 사용하는 방식이다.

25) 미분양 리츠 현황 : 유투하우징 제1호, 제2호, 플러스타 제1호, 에프엔뉴하우징 제1호

26) 뉴코아강남 CR-REITs “ 싱가포르 투자청(Government of Singapore Investment Corporation),

REITs에 대한 관심이 증대되고 있다.

<표3-2>는 현재 운용 중인 32개의 REITs의 자산관리회사, 자본, 총자산, 운용기간과 투자부동산의 현황을 나타내며, 2002년 이후 청산 완료된 REITs의 목록은 <표3-3>에 따로 분류하였다.

< 표 3-2 > REITs 현황

회사명(인가일)	자산관리회사	자본 (억원)	총자산 (억원)	만기 (년)	투자부동산
맥쿼리센트럴오피스 (‘03.12.23)	맥쿼리리얼에스 테이트코리아	763	1,711	7	국동빌딩(충무로)
코크랩 제5호 (‘04.12.15)	코람코 자산신탁	500	1,093	5	데이콤빌딩(역삼)
코크랩 제6호 (‘05.07.26)	코람코 자산신탁	1,310	2,896	7	뉴코아아울렛 (일산,인천,평촌,야탑)
코크랩 제7호 (‘05.10.25)	코람코 자산신탁	600	1,299	5	DSME빌딩(다동) 과천코오롱별관빌딩
씨나인인피니티 (‘06.04.07)	씨나인 자산관리	357	826	5	하이프랜드빌딩 (6개층, 양재동)
코크랩 제8호 (‘06.05.17)	코람코 자산신탁	460	1,230	7	G타워(수송동) 센트럴타워(서현동)
코크랩NPS 제1호 (‘06.09.20)	코람코 자산신탁	7,870	8,281	영속	시그마타워(신천동) 서울시티타워(서울역) KB역삼빌딩,삼화빌딩
코크랩NPS 제2호 (‘06.12.21)	코람코 자산신탁	2,255	6,383	11	홈플러스할인점 10개 (서울시홍점 외 9개)
코크랩 제11호 (‘07.04.23)	코람코 자산신탁	950	2,227	6	STX남산타워(남대문)
맥쿼리NPS (‘07.09.21)	맥쿼리리얼에스 테이트코리아	1,074	2,231	10	ING빌딩(순화동) 르노삼성빌딩(양평동)

이 100% 투자하여 설립한 REITs로 GIC가 지난 2005년 이후 최초로 실시하는 국내 부동산투자로서 해외 자본을 통한 국내구조조정 촉진이라는 의의가 있다.

회사명(인가일)	자산관리회사	자본 (억원)	총자산 (억원)	만기 (년)	투자부동산
코크렙아리프코리아 제1호('07.10.25)	코람코 자산신탁	945	2,067	7	Noon Square(명동) (구아바타쇼펍몰)
케이알원 (‘07.10.25)	케이리츠&파트 너스	3,604	10,303	10	SeoulSquare(서울역) (구 대우센터빌딩)
팜코리테일제1호 (‘07.11.15)	퍼시픽 자산관리	535	1,111	11	키즈맘센터(평촌점) 수원 패션아일랜드 (구 밀리오레)
오스타라씨나인 (‘07.11.29)	씨나인 자산관리	730	2,189	7	펜텍계열 R&D센터 (상암동)
코크렙제14호 (‘08.01.10)	코람코 자산신탁	107	418	영속	경방오피스(영등포)
케이알제2호 개발전문('08.02.04)	케이리츠& 파트너스	250	353	3	아파트형 공장 신축· 분양(구로동,가산동)
인피니티NPS제1호('08.03.15)	씨나인 자산관리	1,636	1,758	10	로즈테일빌딩(수서)
다산자기관리 (‘08.04.07)	-	10	10	영속	비즈니스호텔임대
골든나래개발 전문자기관리 (‘08.10.24)	-	10	10	영속	골프장 및 비즈니스 호텔 개발
제이알 제1호 (‘09.03.03)	제이알 자산관리	1,210	2,557	6	금호생명사옥 (신문로)
우투하우징제1호 (‘09.03.03)	대한주택공사	1,382	1,894	3년 6월	준공 후 미분양 아파트(공주,광양,대 구,부천,진주)
플러스타 제1호 (‘09.03.17)	KB부동산신탁	1,118	2,473	5	준공 후 미분양 아파트(부산 등)
지이엔피에스제1호 (‘09.06.08)	GE자산관리코 리아	100	3,304	영속	극동빌딩(충무로)
제이알 제2호 (‘09.06.08)	제이알 자산관리	1,554	3,313	10	극동빌딩(충무로)

회사명(인가일)	자산관리회사	자본 (억원)	총자산 (억원)	만기 (년)	투자부동산
케이알 제3호 (‘09.06.24)	케이리츠& 파트너스	110	516	12	이랜드 가산동 사옥
에스와이인더스 (‘09.06.24)	하나에이아이엠 에이엠씨	425	950	5	쌍용양회공업(주) 쌍용레미콘(주)인천 공장
에프엔뉴하우징 제1호 (‘09.07.30)	대한주택공사	720	996	4	준공후 미분양 아파트(대구)
케이비와이즈스타 제1호(‘09.07.30)	KB부동산신탁	185	360	4	분당IDC센터
유투하우징 제2호 (‘09.08.26)	대한주택공사	1,022	1,247	3년 6월	준공 후 미분양 아파트(칠곡,진해)
뉴코아강남 (‘09.08.28)	GE자산관리코 리아	100	2,303	15	뉴코아강남점 김스 클럽 및 패션아울렛
플러스스타 제2호 (‘09.10.16)	KB부동산신탁	200	1,629	5	준공 후 미분양 아파트(월성, 각산, 아산 등)
유엠씨팜코리테일 (‘09.10.16)	퍼시픽자산관리	930	0	15	애경백화점 구로점
합계(32개사)	-	31,726	66,757	-	-

<표3-3>을 보면 총 32개의 REITs 중에서 위탁 REITs는 코크렙 제7호, 코크렙 제8호, 코크렙NPS 제1호, 맥쿼리NPS, 코크렙 제14호, 인피니티 NPS제1호, 지이엔피에스제1호 등 7개사이고, 자기관리 REITs는 다산자기 관리 1개사, 개발전문 REITs 중 위탁REITs는 케이알제2호개발전문, 자기 관리REITs는 골든나래개발전문자기관리이며, 이를 제외한 나머지 22개사는 CR-REITs이다.

< 표 3-3 > REITs의 유형별 분류

CR-REITs	위탁REITs	자기관리	개발전문		계
			위탁	자기관리	
22	7	1	1	1	32

* 청산완료 : 7개사, 청산 진행중 : 4개사

자료 : 국토해양부(www.mltm.go.kr) 2009년 11월

<표3-4>를 보면 2002년 이후 청산 완료된 REITs는 총 7개사이며, 본 연구에서는 7개의 REITs 중에서 공시된 반기별 배당률이 확인 가능한 코크랩 제1호, 코크랩 제2호, 리얼티코리아 제1호, 코크랩 제3호, 코크랩 제4호 등 총 5개 REITs의 수익률을 사용하여 분석을 수행하였다.

< 표 3-4 > 청산 완료된 REITs

회사명(인가일)	자산관리회사	자본 (억원)	총자산 (억원)	만기 (년)	투자부동산
교보메리츠퍼스트 (‘02.01.09)	코리츠	908	863	5	KAL사원아파트 (부산 사직동·덕천동, 경남 김해) KAL연수원 (등촌동)
코크랩 제1호 (‘02.05.23)	코람코 자산신탁	1,330	2,338	5	한화빌딩 (장교동) 대아빌딩 (동교동) 대한빌딩 (여의도)
케이원 (‘02.09.26)	한국토지신탁	914	1,239	5	케이원리트빌딩 (충정로) 대흥빌딩 (당산동) 동진타워 (신설동) 시그마타워 (신천동)
코크랩 제2호 (‘02.10.30)	코람코 자산신탁	560	730	5 (조기 청산)	명동타워 (명동) 트리스타워 (논현동)

회사명(인가일)	자산관리회사	자본 (억원)	총자산 (억원)	만기 (년)	투자부동산
리얼티코리아 제1호 (‘03.04.29)	리얼티어드바이 저스코리아(RAK)	329	439	5	로즈데일 (수서) 엠바이엔빌딩 (분당) 세이백화점 (대전)
코크랩 제3호 (‘03.08.20)	코람코 자산신탁	680	1,530	5	한화증권빌딩 (여의도) 아이빌힐타운 (논현)
코크랩 제4호 (‘04.04.08)	코람코 자산신탁	760	1,807	5	YTN타워 (남대문) 플래티넘타워 (서초)
합 계 (7개사)		5,481	8,946		

2. 국내 부동산펀드 현황

2004년 6월 4일 맵스프런티어부동산투자신탁1호가 처음 설정된 이후 2009년 11월 현재 운용중인 펀드는 총 11개이다. 2008년 한 해 부동산펀드의 특징은 펀드 설정액 대폭 증가, PF형 부동산펀드 손실위험 증가, 국외 부동산펀드 실적 저조, 펀드 상품 다양화다. 펀드 설정액이 2007년 말 6조 8000억원 대비 2008년 말에는 28.6%나 증가한 8조 7000억원을 기록했는데 이는 부동산펀드상품을 특별자산과 재간접펀드 형태의 다양한 구조로 만들고, 국내외 부동산 및 부동산 관련 유가증권을 포괄하도록 확대했기 때문이다. 또한 하반기 세계 금융위기가 실물경기 침체로 이어지면서 펀드의 투자 원금 보전이나 목표수익률의 실현가능성에 어려움을 겪기 시작했다. 부동산 PF형 펀드는 대부분 투자원리금 상환 재원이 분양대금에 의존하게 돼 있는데, 주거용 부동산시장 침체로 분양대금이 계획대로 들어오지 못해 원리금 회수가 어렵게 된 펀드도 등장했다. 2002년부터 상승한 세계 부동산 가격에 대한 지나친 낙관주의와 시중 과잉유동성에서 기인한 잘못된 투자행태가 그대로 드러났다. 서브프라임 모기지 사태 이후 과잉 레버리지의 역효과, 세계 부동산 거품론, 금융론 위기 이후 본격적 실물경기 침체로 부동산펀드 시장은 낙관적이지 못했다. 그러나 2007년 말부터 국내 주

거형 부동산 개발시장의 침체 전망으로 2008년 초부터 국외 부동산 개발 사업 및 상업용 부동산에 투자하는 국외형 부동산펀드 출시가 큰 폭으로 증가했다. 투자대상 국가도 미국·영국·호주 등과 같이 성숙된 선진국에서 중국·베트남과 같이 과거 지속적 경제성장이 이어질 것으로 예상되는 국가, 카자흐스탄이나 사할린 등과 같은 자원이 풍부한 국가 등으로 확대된 것은 주목할 일이다.²⁷⁾

현재 금융투자협회에 등록된 부동산 관련 펀드는 실물 및 PF에 투자한 부동산펀드와 부동산 대출채권 등에 투자한 특별자산펀드, 그리고 국내외 REITs 등 부동산 간접상품에 투자한 재간접펀드로 구분되어 공시되고 있다. 그러나 공시된 부동산 관련 펀드 자료를 바탕으로 REITs 시장과 직접 비교하기 위해 실물투자 부동산 펀드 현황을 정확히 파악하기는 쉽지 않다. 따라서 금융투자협회에서 추출가능한 부동산펀드의 자료로 본 연구의 분석을 수행하였다. <표3-5>와 <표3-6>는 금융투자협회에 공시된 현재 운용중인 부동산 펀드의 현황을 나타낸다.

< 표 3-5 > 부동산펀드 규모 (단위:억원)

펀드유형	10억 미만	10억~ 100억	100억~ 500억	500억~ 1000억	1000억~ 5000억	5000억 ~1조	1조 이상	합계
부동산	24	3,760	33,354	24,092	41,250	0	0	102,480
(공모)	0	0	1,510	1,432	6,036	0	0	8,978

< 표 3-6 > 부동산펀드 현황 (단위:개)

펀드유형	10억 미만	10억~ 100억	100억~ 500억	500억~ 1000억	1000억~ 5000억	5000억 ~1조	1조 이상	합계
부동산	8	65	145	38	24	0	0	280
(공모)	0	0	7	2	2	0	0	11

자료 : 금융투자협회(www.kofia.or.kr) 2009년 11월

27) 매경ECONOMY(2008), 전게서, p.254

부동산펀드는 중도 운용수익률보다 상환수익률을 살펴보는 것이 보다 정확하다. 이는 펀드 청산 시 추가수익을 올리거나 손실을 입을 수 있기 때문이다. 즉, 대출형 펀드는 조기상환 시 상환수수료를 추가배당하며, 임대형 펀드는 임대료 수입 외에 건물 매각 시 양도차익의 일정부분을 투자자에게 지급하며 만기 시에 부동산가격 하락에 따라 손실을 입을 수도 있다. 따라서 상환일에 수익률 변동을 보이는 경우가 있으므로 부동산펀드의 경우 이미 상환이 이루어진 펀드들의 최종수익률로 분석을 하는 것이 정확한 의미를 가진다. 따라서 본 연구에서는 상환된 부동산 펀드의 수익률로 실증분석을 하였다.

제 2 절 분석방법과 자료

1. 분석방법

1) 샤프지수

펀드 성과평가는 일정기간 동안 펀드 자산의 운용을 통해 얻어진 펀드 수익률 및 펀드의 위험지표를 활용하여 자산운용의 효율성을 평가하는 것으로, 본 연구에서는 샤프지수를 사용하여 성과평가분석을 할 것이다.

$$\text{Sharpe지수} = (\text{펀드평균수익률} - \text{무위험평균수익률}) / \text{펀드수익률 표준편차}$$

무위험평균수익률은 국고채1년 수익률을 이용한다.

2) 상관분석

부동산펀드와 REITs의 수익률을 분석한 후, 종합주가지수, 3년 만기 회사채 수익률, 국고채 3년 수익률, CD(91일)의 월간 수익률, 건설업종 지수

등의 다른 금융상품과의 상관관계를 비교·분석하기 위해 상관분석을 할 것이며, 이는 부동산펀드와 REITs의 포트폴리오 효과를 규명하기 위해 수행하였다.

2. 분석자료

1) 자료(data)의 수집

본 연구에서 분석을 위해 사용된 자료들에 대해 자세히 설명하고자 한다. 자료는 크게 세 가지로 분류할 수 있는데, REITs관련 자료, 부동산펀드 자료, 그리고 독립변수로 사용된 주요 경제변수들에 관한 자료이다.

본 연구는 REITs가 도입되어 배당이 시작된 시점인 2002년 1월부터 2009년 6월까지의 자료를 토대로 하며, 청산 완료된 REITs의 수익률과 상환된 부동산펀드의 수익률로 분석이 이루어지므로 수익률에 관한 자료는 2009년 6월까지의 자료로 분석을 수행하였다. 다만 보다 정확한 정보전달을 위해 REITs와 부동산펀드의 일반적인 현황에 관해서는 2009년 11월까지 반영된 사항을 모두 포함하고 있음을 밝힌다.

첫째, REITs 관련 자료는 청산 완료된 7개의 REITs 중 각 자산관리회사 홈페이지를 통해 공시된 5개 REITs의 반기별 배당률로 수익률을 측정하였으며, 2002년 1월 처음 배당된 코크랩 제1호부터 코크랩 제2호, 코크랩 제3호, 코크랩 제4호, 리얼티코리아 제1호의 2009년 6월까지의 자료를 이용하였다.

둘째, 부동산펀드 관련 자료는 금융투자협회 전자공시를 통해 상환된 공모부동산펀드 36개의 월별 수익률을 조사하였다. 부동산펀드의 경우 금융투자협회에 자료가 공시되어 있으므로 2005년 이후 상환된 모든 부동산펀드의 자료를 수집하였다. 현재 국내에는 부동산펀드에 대한 지수가 별도로 있지 않다. 따라서 본 연구를 위해 각 월말에 해당하는 공모형 부동산펀드의 월말 수익률과 운용규모를 전체로 가중평균²⁸⁾하는 방식으로 각 해당

월말의 월 수익률을 산정하였다. REITs의 경우 공시된 자료가 반기별 배당률이기 때문에 수익률 비교를 위해 부동산펀드의 월 수익률을 산정한 후 반기별 수익률로 평균을 내어 각각 비교하였다.

셋째, 주요 경제변수들의 경우 REITs와 부동산펀드의 수익률 분석기간과 동일한 기간(즉, 2002년 1월부터 2009년 6월까지)동안의 종합주가지수, 3년만기 회사채 수익률, 국고채 3년 수익률, CD(91일)의 월간 수익률, 건설업종 지수 등의 공시된 자료를 인터넷 사이트 등에서 수집하였다.

2) 분석자료

① 부동산펀드와 REITs의 수익률 현황

먼저 REITs의 자료부터 살펴보도록 하겠다. 다음의 <표3-7>은 2002년 1월부터 2009년 6월까지 청산이 완료된 5개 REITs의 각각의 반기별 수익률을 나타낸다. 코크랩 제1호의 경우 반기별 9~10%의 수익률을 유지하였으며, 코크랩 제2호의 경우 4~12%의 수익률을 나타내었고, 코크랩 제3호의 경우 6~9%대의 수익률을 유지하였다. 코크랩 제4호의 경우 5~9%의 수익률을 나타내었고, 리얼리티코리아 제1호의 경우 7~18%의 수익률을 나타냈으나 2008년 상반기에 청산 이전의 투자부동산 매각으로 인해 높은 수익률을 나타냈다.

< 표 3-7 > REITs의 개별수익률

구분	코크랩 제1호	코크랩 제2호	코크랩 제3호	코크랩 제4호	리얼티코 리아제1호
2002	8.38	-	-	-	-
2003	9.21	8.77	-	-	-
	9.03	4.89	6.52	-	7.53

28) 미국의 NAREIT지수와 일본의 J-REITs지수 역시 매일 지수산정을 위해 가중평균하는 방식을 취하고 있으며, 한국의 kspi200지수는 200개 종목월 시가총액을 기준으로 가중평균하여 일일 지수를 산정하고 있다. 본 연구는 금융투자협회의 전자공시에서 제공하는 각 펀드들의 월간수익률을 기준으로 가중평균하는 방식을 사용했다.

구분	코크랩 제1호	코크랩 제2호	코크랩 제3호	코크랩 제4호	리얼티코 리아제1호
2004	9.59	10.2	7.49	-	8.5
	9.23	8.99	7.39	5.01	8.5
2005	9.6	10.76	7.32	9.49	9.38
	9.58	9.56	7.19	7.36	10.05
2006	10.01	11.53	7.72	7.95	10.05
	9.78	10.09	7.79	7.69	10.24
2007	9.07	12.23	8.48	8.79	10.56
	-	7.77	8.35	8.34	10.32
2008	-	-	9.08	8.72	18.9
	-	-	-	7.86	14.4
2009	-	-	-	9.92	-
평균	9.348	9.479	7.733	8.113	10.766
표준 편차	0.465	2.083	0.736	1.354	3.218

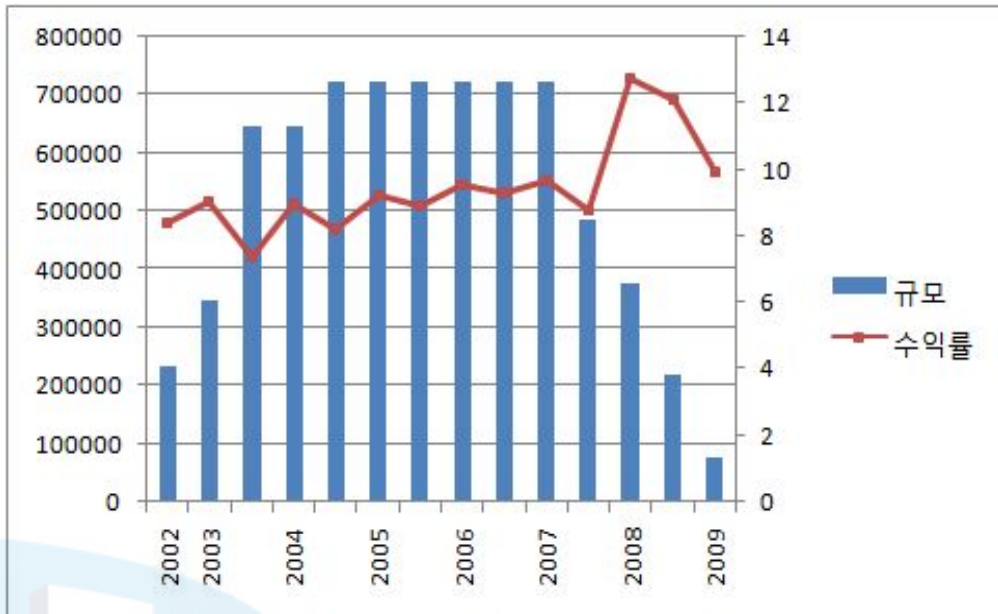
또한 다음의 <표3-8>은 각 반기별 운영된 REITs의 수와 총규모를 나타내며, 각 REITs의 규모별로 가중평균한 수익률을 나타낸 것이다. 표를 보면 2002년 상반기에는 1개의 REITs가 운영되었고, 2003년 상반기에 총 2개의 REITs가 운영되었다. 2003년 하반기에서 2004년 상반기까지 총 4개의 REITs가 운영되었고, 2004년 하반기부터 2007년 상반기까지 총 5개의 REITs가 운영되었다. 2007년 하반기에 4개의 REITs가 운영되었고, 2008년 상반기에 3개의 REITs가 운영되었다. 2008년 하반기에 2개의 REITs가 운영되었고, 2009년 상반기에 1개의 REITs가 운영되었음을 알 수 있다. 또한 규모별로 가중평균한 수익률의 평균이 큰 폭의 차이 없이 안정적인 것을 알 수 있다.

< 표 3-8 > REITs의 반기별 수익률

년	반기	리츠수	규모(백만원)	수익률
2002	2	1	235000	8.38
2003	1	2	346600	9.07
	2	4	646100	7.38
2004	1	4	646100	8.95
	2	5	722100	8.21
2005	1	5	722100	9.23
	2	5	722100	8.92
2006	1	5	722100	9.54
	2	5	722100	9.27
2007	1	5	722100	9.70
	2	4	487100	8.80
2008	1	3	375500	12.75
	2	2	219300	12.13
2009	1	1	76000	9.92
평균	-	-	-	9.45
표준 편차	-	-	-	1.43

다음의 <그림3-3>은 REITs의 규모와 수익률을 그래프로 보여주고 있다. 그래프를 보면 REITs의 규모가 2002년부터 증가하기 시작해 2007년 하반기 이후로 감소하는 것을 알 수 있으며, 수익률은 평균적으로 반기별 7~8%를 유지하다가 2008년 13%대로 상승, 2009년에 다시 평균 수익률로 감소하는 것을 알 수 있다.

< 그림 3-3 > REITs의 수익률 추이



다음은 부동산펀드의 자료를 살펴보도록 하겠다. 아래에 <표 3-9>는 36개의 각 부동산펀드의 월별수익률을 평균한 반기별 수익률이다. 본 자료를 토대로 각 부동산펀드의 자본규모별로 가중평균한 수익률을 산출할 것이다.

< 표 3-9 > 부동산펀드의 개별수익률

펀드명	2005		2006		2007		2008		2009	평균	표준편차
	1	2	1	2	1	2	1	2	1		
KTB과 주신도시 부동산	-1.01	7.52	-	-	-	-	-	-	-	3.25	6.03
부자아빠 베네하임 부동산 3	7.84	-9.44	-	-	-	-	-	-	-	-0.80	12.22
한일드림 모아부동 산1	7.17	6.99	-	-	-	-	-	-	-	7.08	0.13

펀드명	2005		2006		2007		2008		2009	평균	표준 편차
	1	2	1	2	1	2	1	2	1		
KTB 칸 피트니스부 동산	7.16	7.04	-	-	-	-	-	-	-	7.10	0.08
KTB 칸 피트니스부 동산2	7.59	7.38	-	-	-	-	-	-	-	7.48	0.15
KTB 칸 피트니스부 동산3	7.43	7.05	-	-	-	-	-	-	-	7.24	0.27
마이애셋 부동산 1	7.94	7.57	-	-	-	-	-	-	-	7.76	0.26
마이애셋 부동산 2	6.98	7.18	-	-	-	-	-	-	-	7.08	0.13
마이애셋 부동산 4	7.43	6.89	-	-	-	-	-	-	-	7.16	0.38
맵스프런 티어부동 산 3	7.38	13.08	1.94	-	-	-	-	-	-	7.47	9.60
한화마스 터피스부 동산 1	6.96	8.31	1,159 .39	-	-	-	-	-	-	391.55	664.96
맵스프런 티어부동 산 1	6.42	6.41	5.01	-	-	-	-	-	-	5.95	0.81
부자아빠 하늘채부 동산 1	6.90	6.98	7.01	-	-	-	-	-	-	6.97	0.05
TAMS하 늘채부동 산 2	6.99	6.97	7.02	-	-	-	-	-	-	7	0.03
대한클래스 원루미아트 부동산	-	6.64	6.08	-	-	-	-	-	-	6.36	0.40

펀드명	2005		2006		2007		2008		2009	평균	표준 편차
	1	2	1	2	1	2	1	2	1		
마이애셋 부동산10	-	7.54	43.12	7.38	-	-	-	-	-	19.35	20.59
맵스프런 티어부동 산2	6.77	7.27	6.56	7.28	-	-	-	-	-	6.97	0.36
한일골든 립부동산1	7	6.93	6.94	6.97	-	-	-	-	-	6.96	0.03
한 일 DS 해운대부 동산1	6.91	6.92	6.93	6.93	-	-	-	-	-	6.92	0.01
대한클래 스원루미 아트부동 산3	-	6.55	6.49	31.25	-	-	-	-	-	14.76	14.28
대한클래 스원오창 우림부동 산1	-	6.03	5.97	5.93	5.55	-	-	-	-	5.82	0.23
한일골든 립부동산 2	-	7.14	7.16	7.18	7.08	-	-	-	-	7.14	0.04
마이애셋 부동산9	6.73	6.66	6.60	6.68	6.23	-	-	-	-	6.58	0.20
대한클래 스원오창 우림부동 산2	-	6.33	6.25	6.22	6.76	-	-	-	-	6.39	0.25
맵스프런 티어부동 산10	-	5.51	7.78	4.61	6.97	44.21	8.03	158.4 6	3.767	29.92	53.64
맵스프런 티어부동 산5	2.95	7.74	11.96	9.33	9.911	10.55	94.81	11.37	12.24	18.98	28.58

펀드명	2005		2006		2007		2008		2009	평균	표준 편차
	1	2	1	2	1	2	1	2	1		
하나UBS 부동산4	-	-	-	-	6.88	6.86	6.67	-	-	6.80	0.11
하나UBS 부동산4 Class C1	-	-	-	-	6.68	6.66	6.48	-	-	6.60	0.11
하나UBS 부동산4 Class C3	-	-	-	-	7.23	7.25	7.06	-	-	7.20	0.12
KB웰리 안부동산 7	-	9.62	8.3	8.09	8.13	8.13	8.1	7.96	-	8.33	0.58
칸서스용 인죽전 APT부 동산	-	-	-	8.43	8.43	8.44	8.44	8.41	8.24	8.40	0.08
TOPS상 림원부동 산1	-	-	8.08	7.88	7.87	7.94	7.93	3.02	-2.86	5.70	4.19
동양토투 엔부동산 1	-	7.05	6.57	4.60	5.20	13.26	12.53	8.05	8.72	8.25	3.18
현대경매 부동산1	-0.05	-0.93	5.89	3.62	-0.69	10.66	7.43	-23.50	-	0.30	10.49
굿앤리치 부동산공 경매1	-	0.32	0.19	79.42	-0.59	-	-	-	-	19.84	39.73
굿앤리치 부동산공 경매2	-	0.69	-1.56	-4.57	23.56	-3.73	17.4	82.65	-	16.35	31.24

다음의 <표3-10>은 2005년 1월 이후 운용된 월별 부동산펀드의 총개수와 총규모, 월별 시장수익률을 나타낸다. <표 3-9>의 자료를 토대로 각 펀드의 자본규모별로 가중평균하여 각 월별로 운용된 모든 펀드의 평균 시장수익률을 구한 것이다.

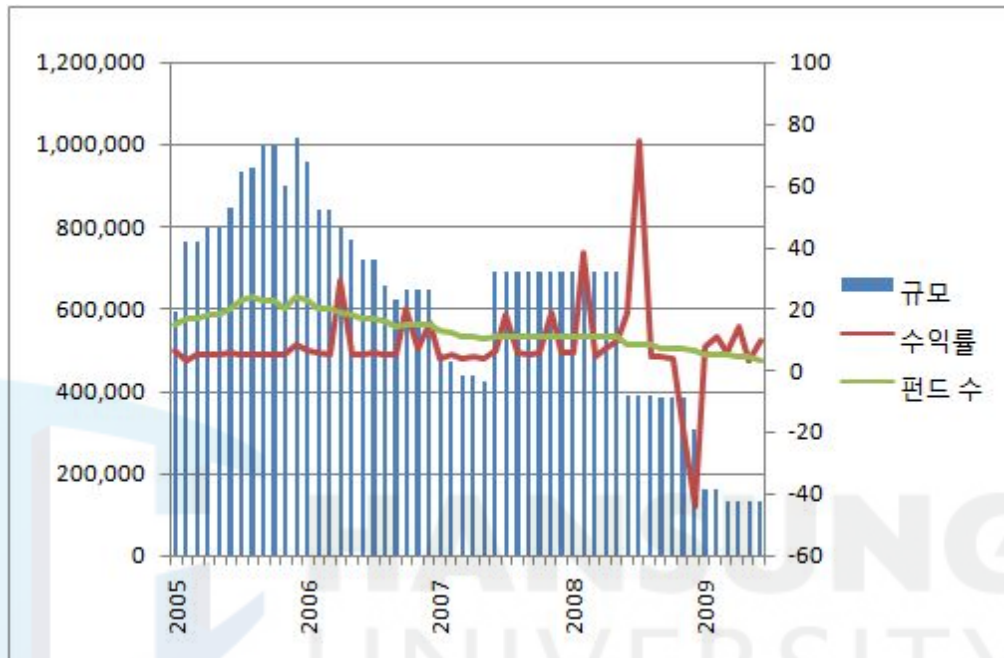
< 표 3-10 > 부동산펀드의 월별 수익률

년	월	펀드수	규모(백만원)	수익률
2005	1	15	592,835	6.53
	2	17	763,628	3.1
	3	17	763,628	5.52
	4	18	798,438	5.64
	5	18	798,438	5.56
	6	20	843,186	5.8
	7	23	932,809	5.61
	8	24	944,066	5.51
	9	23	994,960	5.59
	10	23	994,960	5.64
	11	20	897,616	5.43
	12	24	1,015,296	8.39
2006	1	23	954,698	6.76
	2	20	842,556	5.68
	3	20	842,556	5.48
	4	19	796,248	29.49
	5	18	766,385	5.57
	6	17	720,078	5.18
	7	17	720,078	5.8
	8	16	654,886	5.31
	9	14	620,801	5.1
	10	15	647,903	20.39
	11	15	647,903	7.53
	12	15	647,903	15.43
2007	1	13	489,812	3.87

년	월	펀드수	규모(백만원)	수익률
2007	2	12	468,911	5.47
	3	11	435,380	4.2
	4	11	435,380	4.67
	5	10	424,123	3.77
	6	11	689,186	6.95
	7	11	689,186	18.38
	8	11	689,186	5.68
	9	11	689,186	5.25
	10	11	689,186	5.9
	11	11	689,186	19.04
	12	11	689,186	5.93
2008	1	11	689,186	6.15
	2	11	689,186	38.51
	3	11	689,186	5.02
	4	11	689,186	6.97
	5	11	689,186	9.59
	6	8	388,982	19.03
	7	8	388,982	74.72
	8	8	388,982	4.95
	9	7	383,062	4.82
	10	7	383,062	3.98
	11	7	383,062	-18.46
	12	6	307,945	-43.93
2009	1	5	158,265	8
	2	5	158,265	11.17
	3	5	131,163	6.13
	4	4	131,163	14.22
	5	4	131,163	3.1
	6	3	131,046	10.13
평균	-	-	-	8.13
표준편차	-	-	-	3.24

다음의 <그림3-4>에 나타나듯이 부동산펀드의 월별 수익률을 보면 REITs에 비해 수익률의 편차가 매우 크다는 것을 알 수 있다.

< 그림 3-4 > 부동산펀드의 수익률 추이



② REITs와 부동산펀드의 샤프지수

샤프지수는 투자수익률 대비 변동성비율로, 일정기간 동안에 위험의 1단위당 무위험이자율을 초과 달성한 수익률의 정도를 나타내며, 이것의 높을수록 위험을 감안한 후 투자성과가 좋았음을 의미하고, 낮을수록 부진했다는 것을 의미한다. 즉 샤프지수는 총 위험 1단위당 어느 정도의 보상을 받았는가 하는 위험 보상을 의미하며 이 지수가 크면 클수록 투자성과가 우수한 것으로 평가된다.

샤프지수로 분석한 결과, 아래의 <표 3-11>을 보면 REITs의 샤프지수는 코크랩제1호만 낮은 (-)지수를 나타내며, 코크랩제2호·코크랩제3호·코

크랩제4호·리얼티코리아제1호는 모두 (+)지수를 나타냄을 알 수 있다.

< 표 3-11 > REITs의 지수

구분	코크랩 제1호	코크랩 제2호	코크랩 제3호	코크랩 제4호	리얼티코 리아제1호
2002	8.38	-	-	-	-
2003	9.21	8.77	-	-	-
	9.03	4.89	6.52	-	7.53
2004	9.59	10.2	7.49	-	8.5
	9.23	8.99	7.39	5.01	8.5
2005	9.6	10.76	7.32	9.49	9.38
	9.58	9.56	7.19	7.36	10.05
2006	10.01	11.53	7.72	7.95	10.05
	9.78	10.09	7.79	7.69	10.24
2007	9.07	12.23	8.48	8.79	10.56
	-	7.77	8.35	8.34	10.32
2008	-	-	9.08	8.72	18.9
	-	-	-	7.86	14.4
2009	-	-	-	9.92	-
평균	9.35	9.48	7.73	8.11	10.77
표준 편차	0.47	2.08	0.74	1.35	3.22
샤프 지수	-1.09	7.13	1.63	4.86	9.35

아래의 <표 3-12>를 보면 부동산펀드의 지수는 매우 편차가 크다는 것을 알 수 있다. REITs의 지수에 비해 (-)와 (+)의 고저가 매우 크며 수익률의 불안정성을 나타냄을 알 수 있다.

< 표 3-12 > 부동산펀드의 지수

펀드명	평균	표준편차	샤프지수
KTB과주신도시부동산	3.25	6.03	2.64
부자아빠베네하임부동산 3	-0.8	12.22	-1.1
한일드림모아부동산1	7.08	0.13	-22.2
KTB칸피던스부동산	7.1	0.08	-38.32
KTB칸피던스부동산2	7.48	0.15	-18.36
KTB칸피던스부동산3	7.24	0.27	-6.78
마이애셋부동산 1	7.76	0.26	-7
마이애셋부동산 2	7.08	0.13	-22.19
마이애셋부동산 4	7.16	0.38	-3.2
맵스프런티어부동산 3	7.47	9.6	7.05
한화마스터피스부동산 1	391.55	664.96	391.55
맵스프런티어부동산 1	5.95	0.81	0.95
부자아빠하늘채부동산 1	6.97	0.05	-72.27
TAMS하늘채부동산 2	7	0.02	-152.81
대한클래스원루미아트부동산1	6.36	0.4	-4.44
마이애셋부동산10	19.35	20.59	19.12
맵스프런티어부동산2	6.97	0.36	-4.67
한일골든립부동산1	6.96	0.03	-134.08
한일DS해운대부동산1	6.92	0.01	-503.13
대한클래스원루미아트부동산3	14.76	14.28	14.44
대한클래스원오창우림부동산1	5.87	0.22	-14.35
한일골든립부동산2	7.1397875	0.04	-103.11
마이애셋부동산9	6.58	0.2	-16.5
대한클래스원오창우림부동산2	6.39	0.25	-12.48
맵스프런티어부동산10	29.92	53.64	29.83
맵스프런티어부동산5	18.99	28.58	18.83
하나UBS부동산4	6.80	0.11	-39.18
하나UBS부동산4 Class C1	6.61	0.11	-40.23
하나UBS부동산4 Class C3	7.2	0.12	-36.28
KB웰리안부동산7	8.33	0.58	-0.37
칸서스용인죽전APT부동산	8.4	0.08	-55.01
TOPS상림원부동산1	5.7	4.19	4.58

펀드명	평균	표준편차	샤프지수
동양토투엔부동산1	8.25	3.18	6.79
현대경매부동산1	0.30	10.49	-0.15
굿앤리치부동산공경매1	19.84	39.73	19.72
굿앤리치부동산공경매2	16.35	31.24	16.19

제 3 절 분석결과

1. REITs와 부동산펀드의 상관관계 분석

1) REITs와 부동산펀드의 시장수익률

아래의 <표 3-13>을 보면 REITs는 평균적으로 수익률이 높으면서 변동폭이 적다는 것을 알 수 있으며, 부동산펀드는 수익률이 낮으면서 변동폭이 커서 상대적으로 위험이 크다는 것을 알 수 있다. 따라서 수익률과 위험의 측면에서는, 수익률이 높기 때문에 상대적으로 더 활성화되었을 거라는 본 논문의 초기 가설과 달리 부동산펀드보다 REITs가 더 안정적으로 높은 수익률을 나타낸다는 것을 보여주고 있다(그림 3-5 참조).

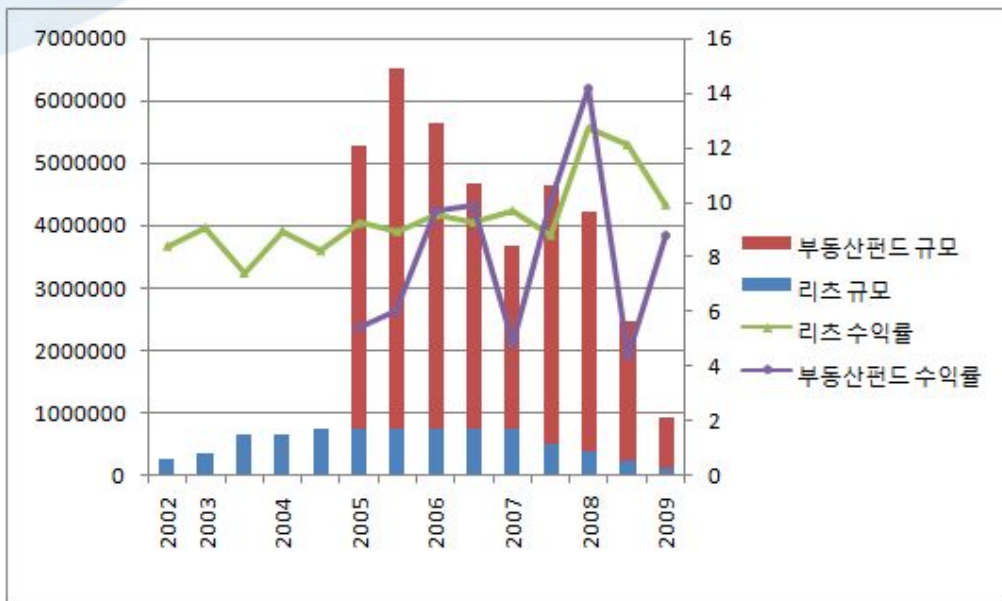
< 표 3-13 > 수익률 비교 (단위 : 백만원, %)

	REITs		부동산펀드	
	자본규모	시장수익률	자본규모	시장수익률
2002	235,000	8.38	-	-
2003	346,600	9.07	-	-
	646,100	7.38	-	-
2004	646,100	8.95	-	-
	722,100	8.21	-	-
2005	722,100	9.23	4,560,153	5.36

	722,100	8.92	5,779,707	6.03
2006	722,100	9.54	4,922,521	9.70
	722,100	9.27	3,939,474	9.93
2007	722,100	9.7	2,942,792	4.82
	487,100	8.8	4,135,116	10.03
2008	375,500	12.75	3,834,912	14.21
	219,300	12.13	2,235,095	4.35
2009	76,000	9.92	841065	8.79
평균	-	9.45	-	8.13
표준편차	-	1.43	-	3.24

아래의 <그림 3-5>을 보면 그래프에서 부동산펀드의 수익률과 REITs의 수익률의 편차를 알 수 있다. 부동산펀드의 수익률은 편차가 심하고 불안정한 모습을 보이는 데 반해, REITs의 수익률은 안정적이고 상대적으로 높은 수익률을 보여주고 있다.

< 그림 3-5 > REITs와 부동산 펀드 비교



2) 다른 금융상품과의 상관관계

<표 3-14>를 보면 REITs는 부동산펀드에 비해 종합주가지수, 회사채, 국고채에 강한 양의 상관관계를 보이고 있다. 나누어 살펴보면 REITs는 CD를 제외하고는 종합주가지수와 회사채수익률, 국고채수익률, 건설업종지수와 상대적으로 높은 상관관계를 보인다. 부동산펀드는 종합주가지수와 건설업종지수를 제외하고는 REITs에 비해 회사채수익률, 국고채수익률, 건설업종지수와 낮은 상관관계를 보이고 있다.

따라서 REITs와 부동산펀드 모두 종합주가지수와 건설업종지수에 높은 상관관계를 보여 주식시장과 부동산시장의 영향을 받는다는 것을 나타내고 있다. 또한 REITs보다는 부동산펀드의 포트폴리오 효과가 더 크다고 분석된다.

< 표 3-14 >

상관분석

	REITs	부동산펀드
종합주가지수	0.54	0.58
회사채	0.62	0.05
국고채	0.34	0.26
CD	-0.65	-0.05
건설업종지수	0.55	0.56

주 : 종합주가지수(KOSPI) : KRX한국거래소

회사채3년 월간수익률 : 금융투자협회

국고채3년 수익률 : 통계청

CD(91일)의 월간 수익률 : 통계청

건설업종지수 : KRX한국거래소

제 4 장 결론

제 1 절 연구의 요약 및 시사점

본 연구는 REITs와 부동산펀드의 수익률을 비교·분석하고 다른 금융상품과의 상관관계를 알아보기 위해 선행연구의 고찰을 통해 연구가설을 도출한 후 제시된 가설을 실증적으로 분석하였다.

REITs는 부동산펀드에 비해 역사가 오래되었음에도 불구하고 현저하게 그 수가 적고 활성화되지 못했다. 초기 REITs의 법적 제약이 높다는 이유로 설립이 활성화되지 못한 이유도 있었겠지만, 수익률의 측면에서 차이가 있을 것이라는 가설을 세우고, 본 연구에서는 REITs와 부동산펀드의 수익률과 위험 측면에서 차이가 있을 것이라는 전제 하에 분석을 수행하였다. 즉, 짧은 역사에도 불구하고 활성화된 부동산펀드의 위험 대비 수익률이 REITs보다 클 것이라는 가정 아래 두 간접투자상품의 수익률과 위험의 크기를 비교·분석하였다.

분석방법은 전체 위험을 고려하는 표준편차를 사용하고, 최소 1개월 이상의 수익률 데이터를 필요로 하며, 분산투자가 잘 되어 있지 않은 펀드를 평가할 때 유용한 방법으로 보편적인 지표인 샤프지수를 사용하였다. 샤프지수는 특정 펀드가 한 단위의 위험자산에 투자해서 얻은 초과수익의 정도를 나타내는 지표로써 위험을 감안하여 측정하는 위험조정 후 수익률 지수로 본 연구의 목적에 가장 가까운 분석방법이라 할 수 있다.

샤프지수를 통해 분석한 결과, REITs의 샤프지수는 코크랩제1호만 낮은 (-)지수를 나타내며, 코크랩제2호·코크랩제3호·코크랩제4호·리얼티코리아제1호는 모두 (+)지수를 나타내어 위험대비 수익률이 평균적으로 높다고 분석된다. 따라서 투자성과가 전체적으로 높고 안정된 것을 나타낸다. 부동산펀드의 경우 REITs의 지수에 비해 (-)와 (+)의 고저가 매우 크며 수익률의 불안정성을 나타냄을 알 수 있다.

또한 시장수익률 비교를 통해 REITs는 평균적으로 수익률이 높으면서

변동폭이 적다는 것을 알 수 있으며, 부동산펀드는 수익률이 낮으면서 변동폭이 커서 상대적으로 위험이 크다는 것을 알 수 있다. 따라서 수익률과 위험의 측면에서는, 수익률이 높기 때문에 상대적으로 더 활성화되었을 거라는 본 논문의 초기 가설과 달리 부동산펀드보다 REITs가 더 안정적으로 높은 수익률을 나타낸다는 분석결과를 나타낸다.

또한 다른 금융상품과의 상관관계를 규명하기 위해 상관분석을 실시한 결과, REITs는 부동산펀드에 비해 종합주가지수, 회사채, 국고채에 강한 양의 상관관계를 보임을 알 수 있다. 나누어 살펴보면 REITs는 CD를 제외하고는 종합주가지수와 회사채수익률, 국고채수익률, 건설업종지수와 상대적으로 높은 상관관계를 보인다. 부동산펀드는 종합주가지수와 건설업종지수를 제외하고는 REITs에 비해 회사채수익률, 국고채수익률, 건설업종지수와 낮은 상관관계를 보이고 있다.

따라서 REITs와 부동산펀드 모두 종합주가지수와 건설업종지수에 높은 상관관계를 보여 주식시장과 부동산시장의 영향을 받는다는 것을 분석결과를 통해 알 수 있으며, 결과적으로 REITs보다는 부동산펀드의 포트폴리오 효과가 더 크다고 분석된다.

결론적으로, REITs는 부동산펀드보다 위험대비 수익률이 높고, 위험도 상대적으로 낮은 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 REITs시장이 부동산펀드시장에 비해 활성화되어 있지 않은 것은 결국 경직적인 제도 때문인 것으로 보인다. 또는 상대적으로 REITs보다는 부동산펀드가 포트폴리오 효과가 좋기 때문에 부동산펀드가 REITs보다 활성화된 것으로 볼 수도 있다.

제 2 절 연구의 한계점 및 향후 연구방향

본 연구의 한계점에 대해 두 가지로 정리하고자 한다.

첫째로, 자료 수집의 문제이다. 본 연구의 분석에 앞서 수익률의 정확한 자료를 위해 부동산펀드와 REITs의 월별 수익률을 조사하여 수익률 비교를 하려 했으나, REITs의 특성 상 반기별 배당이 실시되는 관계로 REITs

의 월별수익률 산출이 어려운 문제점이 있었다. 따라서 REITs의 반기별 수익률을 조사하였고, 부동산펀드의 경우 월별 수익률을 모두 조사하였으나 비교를 위해 반기별 평균을 내어 REITs와 부동산펀드를 분석할 수 밖에 없었던 한계점이 있었다.

둘째로, 수익률 산출의 문제이다. 수익률 산출에 있어서 REITs의 경우 반기별 배당률을 기준으로 측정할 수 밖에 없었다. 하지만 REITs의 특성상 중간에 자산이 매각되어 배당되는 경우 배당률이 일시에 높아질 수 밖에 없고 따라서 다음 배당 시에 평균보다 낮은 배당률이 나올 수 밖에 없다. 이러한 특성으로 인해 본 연구에서 다른 REITs는 만기에 자산매각을 통해 배당이 이루어진 REITs만으로 분석을 하여 편차를 줄이고자 했으나 특성상의 오차는 있을 수 밖에 없음을 밝힌다. 또한 배당수익률과 주가수익률을 모두 측정해야 정확한 수익률을 산출할 수 있는데 본 연구에서는 주가수익률을 제외한 수익률로 분석을 한 것이 한계점이라 할 수 있겠다.

향후 연구방향은, REITs의 경우 배당률로만 수익률을 산출한다는 것이 자산매각시기에 따라 측정기준의 형평성문제가 도출되어 정확한 수익률의 산출에 어려움이 있을 수 밖에 없다. 따라서 배당률과 주가수익률을 분석하여 보다 오차범위가 적은 수익률을 측정해야 할 것이다. 또한 다양한 분석기법으로 수익률의 비교·분석이 이루어졌다면 좀 더 정확한 연구결과를 도출할 수 있었을 것이다.

【 참 고 문 헌 】

1. 단행본

김범석·유한수(2006), 『부동산금융론』, 청목출판사
매경ECONOMY(2008), 『2009 대예측』, 매일경제신문사
박원석·박용규(2001) 『리츠제도의 도입과 시사점』, 삼성경제연구소
박용광 외(2007), 『리츠 REITs』, 고원
손재영 외(2008), 『한국의 부동산금융』, 건국대학교출판부
안정근(2002), 『현대부동산학』, 법문사

2. 국내문헌

김관영, 박정호(2007), 「부동산투자회사의 수익-위험 특성에 관한 연구」, 『부동산학연구』 13(2), 한국부동산학회
김선주(2005), 「부동산 펀드의 자산 운용에 관한 연구:오피스 실증자료를 중심으로」, 건국대학교 석사학위논문
김은주, 고성수(2009), 「경제환경변화에 따른 부동산펀드의 수익률행태」, 『부동산학연구』 19(1), 한국부동산학회
박종택(2003), 「CR-REITs와 부동산투자신탁의 수익률 결정요인과 위험 특성에 관한 연구」, 세종대학교 박사학위논문

3. 국외문헌

Chandrashekar, V(1990), 「Time-series Properties and Diversification Benefits of REITs Returns」, Journal of Real Estate Research 17(1/2)
Chen, K. C. and D. T. Tzang(1988), 「Interest-Rate Sensitivity of Real Estate Investment Trusts」, Journal of Real Estate Research, 3(3)
Giliberto, S. M.(1999), 「Equity Real Estate Investment Trusts and Real Estate

- Returns」, Journal of Real Estate Research 5(2)
- Glascok, J. L.(1991), 「Market Conditions, Risk, and Real Estate Portfolio Returns : Some Empirical Evidence」, Journal of Real Estate Finance and Economiss
- Sweeny, R. J. and A. D. Warga(1986), 「The Pricing of Interest Rate Risk : Evidence from the stock Market」, Journal of Finance, 41(2)
- Titman, S. and A. Warga(1986), 「Risk and Performance of Real Estate Investment Trusts : A. Multiple Index Approach」, AREUEA Journal, 14(4)

4. 기타자료

기획재정부 <http://www.mosf.go.kr> “기업구조조정부동산투자회사 도입추진” 보도자료

국토해양부(<http://www.mltm.go.kr>)

금융투자협회(<http://www.kofia.or.kr>)

제로인 (www.zeroin.co.kr)

통계청(<http://www.kostat.go.kr>)

KRX한국거래소(<http://www.kofia.or.kr>)

ABSTRACT

A Study on Comparison of the Earning Rate Between REITs and Real Estate Funds in Korea

Lee, Hyun-Jin

Major in Real Estate Finance
and Investment

Graduate School of Real Estate
Hansung University

This study drew hypotheses from review of prior researches and analyzed them empirically to compare and analyze the earning rate between REITs and real estate funds and determine correlation with other financial instruments.

Despite REITs longer history than that of real estate funds, there are remarkably few REITs, which have failed to be activated. Although they might have failed to be established actively because of initial legal restrictions, this study formulated a hypothesis that there would be differences in terms of the earning rate and made an analysis, assuming that there would be differences in terms of the earning rate and risks between REITs and real estate funds. So assuming that the earning rate as compared with risks of real estate funds, which were activated despite shorter history, would be greater than that of REITs, the size of risks and the earning rate of those two indirect investment instruments was compared and analyzed. The results of the analysis showed that the sharpe ratio for REITs had a high (+) rate as

compared with risks on the average. With high and stable investment performance in general, real estate funds had very remarkable rise and fall in (-) and (+), along with instability, as compared with the ratio of REITs. Comparison of market perform showed that REITs had a higher earning rate in a narrower range of fluctuation on the average, while real estate funds had a lower earning rate in a wider range of fluctuation, having relatively greater risks. In terms of the earning rate and risks, contrary to the initial hypothesis suggesting more activation due to the higher earning rate, it was shown that REITs had a more stably higher earning rate than real estate funds.

According to correlation analysis to determine correlation with other financial instruments, REITs had stronger positive correlation with the Korea composite stock price index, corporate bonds, and treasury bonds than real estate funds. Specifically, REITs showed relatively higher correlation with the Korean composite stock price index, return of corporate bond, return of treasury bond, and architecture business index, with the exception of CD. Except the Korean composite stock price index and architecture business index, real estate funds showed lower correlation with return of corporate bond, return of treasury bond, and architecture business index than REITs.

Therefore, REITs and real estate funds, both of which showed high correlation with the Korean composite stock price index and architecture business index, were found to be affected by stock and real estate markets; it was concluded that real estate funds had greater portfolio effects than REITs.