



저작자표시 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.
- 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

- 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

賃貸型 不動産펀드와 金融商品の 収益率
比較에 관한 研究



漢城大學校 不動産大學院

不動産金融專攻

裴 峻 基

碩士學位論文
指導教授 李龍萬

賃貸型 不動産펀드와 金融上品の 収益率 比較에 관한 研究

A Study on Earning Rate Comparison of Lease Type Real Estate
Funds and Financial Products

위 論文을 不動産學 碩士學位 論文으로 제출함

2009年 12月 日

漢城大學校 不動産大學院

不 動 產 金 融 專 攻

裴 峻 基

裴峻基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 서 론	1
제 1 절 연구의 배경 및 목적	1
제 2 절 연구의 방법 및 범위	2
제 3 절 선행연구의 검토	3
제 2 장 부동산펀드의 이론적 배경	5
제 1 절 부동산투자의 개념	5
1. 부동산 직접투자	5
2. 부동산 간접투자	7
3. 부동산 직접투자와 간접투자 비교	8
제 2 절 부동산펀드	10
1. 부동산펀드의 정의	10
2. 부동산펀드의 구조	15
제 3 절 부동산펀드의 문제점 및 해결방안	19
1. 부동산펀드 투자의 문제점	19
2. 부동산펀드의 활성화 방안	22
제 4 절 자본시장통합법과 부동산펀드	24
1. 간투법과 자투법의 법적 비교	25
2. 자본시장통합법의 부동산펀드에의 영향	27
제 3 장 부동산펀드의 시장현황 및 수익률 분석	29
제 1 절 부동산펀드의 시장현황	29
제 2 절 부동산펀드의 수익률 행태	31

1. 부동산펀드의 수익률 현황	32
2. 부동산펀드의 수익률 실증분석	33
 제 4 장 결 론	 38
 【참고문헌】	 40
 ABSTRACT	 42



【 표 목 차 】

<표 2-1> 부동산 직접투자자와 간접투자의 비교	10
<표 2-2> 부동산 간접투자제도 연혁	12
<표 3-1> 간접투자자산운용기구별 상품현황	30
<표 3-2> 간접투자자산운용기구별 상품현황	30
<표 3-3> 부동산펀드 규모별 현황	31
<표 3-4> 대출형 부동산펀드 수익률과 대출금리 비교표	32
<표 3-5> 임대형 부동산펀드 수익률과 부동산투자수익률 비교표	33
<표 3-6> 기초통계량	34
<표 3-7> 주식시장의 변화에 따른 상관분석	35
<표 3-8> 부동산시장의 변화에 따른 상관분석	36

【 그림 목 차 】

[그림 2-1] 부동산펀드의 기본구조	17
----------------------------	----

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 배경 및 목적

우리나라 부동산시장은 1997년 IMF 외환위기의 발생으로 큰 변화를 맞이하게 되었다. IMF사태 이후 국내 경제는 실물경기의 급락과 금리상승으로 전대미문의 위기상황에 직면하였다. 이러한 국내 경제의 위기는 기업으로도 전이되어 경기위축에 따른 매출감소 및 부실채권 해소로 인한 유동성 확보가 기업의 생명을 좌우하게 되었다. 정부는 국내 기업들의 부동산 매각을 원활하게 하기 위하여 부동산 시장을 개방하였고 이러한 조치는 이는 기업의 부족 자금을 해소하고 구조조정을 이루어 단기간에 외환위기를 극복하는데 일조를 하였다. 이에 따라 국내 기업들은 소유 부동산을 매각하여 구조조정을 실시하게 되었다. 그러나 외국자본은 저평가된 국내의 대형 부동산 시장을 선점하여 시장을 지배하는 역효과를 가져오기도 하였다.

이러한 국내의 부동산 시장의 현실을 수정하고 부동산 거래의 활성화 및 구조조정을 지속적으로 촉진하기 위하여 정부는 2001년 「부동산투자회사법」과 2003년 「간접투자자산운용업법」을 제정하여 부동산 간접투자가 가능하도록 제도화하였다.

두 법의 시행은 시공사 중심의 부동산 개발방식을 금융기관 중심의 부동산 개발방식으로 전환시켰다. 그리고 IMF 외환위기 이후 외국자본에 의하여 국내 부동산이 헐값에 매각되는 것을 추가적으로 방지하여 국부의 유출을 방지할 뿐만 아니라 일반 투자자들에게 부동산투자문화의 건전하고 바람직한 정착을 유도하는 순기능의 역할도 하게 되었다.

우리나라 부동산은 그 성격상 일반재화에 비하여 가격이 비싸고 개별성이 강하여 일반투자자에게 쉽게 유통되지 못하고 그 소유에 있어서도 제약이 따르는 등의 단점이 있다. 그러나 부동산은 그 성격상 물건의 안전성과 수익성이 높아 부동산을 소유할 수만 있다면 수익성과 안전성이 겸비된 투자 상품으로 인식되어 왔다. 2001년과 2003년 제정된 부동산 관련법

들은 부동산 유동화를 확보하여 부동산의 자유로운 이전과 매매를 가능하도록 하였고 국내 일반 투자자들에게 부동산 투자에 참여할 수 있는 기회를 주어 부동산 시장의 전문성을 향상시킬 수 있는 제도적 장치로 매김하였다.

반면, 주식 및 이와 관련된 펀드들은 부동산 보다 상대적으로 적은 규모의 돈으로도 매매가 가능하고 환금성이 용이하여 주식을 현금화 하는데도 어려움이 없다. 또한 포트폴리오 효과로 투자위험을 경감할 수 있으며, 전문가들에 의한 투자대행으로 시간 및 비용의 폭을 절감할 수도 있다. 뿐만 아니라, 주식 및 주식형 펀드는 투자 지표들이 잘 공개되어 있어 일반 투자자들이 쉽게 접근할 수 있고 시장상황을 쉽게 파악할 수 있는 장점이 있다.

그러나 우리나라의 주식시장의 경우 2007년 2,085포인트, 2008년에는 893포인트로 최고점과 최저점의 폭락이 순식간에 변동되는 현상을 보이기도 하였다. 이는 미국의 서브프라임 모기지 부실로 인한 국제 금융시장의 불안감 고조에 따른 것이다. 미국 경기의 악화 및 국제 금융시장의 혼란은 일반 투자자들에게 극도의 불확실성 및 불안감을 유발시키기도 하였다.

이러한 이유 등으로 투자 상황이 불확실성이 고조되는 이때에 상대적으로 주식에 비하여 안전성이 높으며, 정기예금보다 높은 투자 수익률을 기대할 수 있는 투자 상품으로 부동산펀드가 하나의 대안이 될 수 있다. 이에 본 논문은 부동산펀드의 이론적 배경과 구조, 특성, 현황 등을 살펴보고 이러한 부동산펀드가 가지는 법적, 현실적 문제점을 고찰한 뒤, 이를 해결할 수 있는 방안을 살펴보고자한다. 다른 금융상품과의 비교를 통하여 부동산펀드 중 임대형 부동산펀드가 일반 투자자들에게 포트폴리오를 구성하는 자산으로서 얼마만큼의 효과가 있는지를 알아보하고자 한다.

제 2 절 연구의 방법 및 범위

본 연구는 이론적 연구와 실증적 연구를 병행하여 진행하고자 한다. 이론적 부분은 부동산펀드의 이론적 배경과 구조, 특성, 현황 등에 대하여 알

아보고 부동산 펀드가 가지는 법적, 현실적 문제점을 고찰한 뒤 이러한 문제점들의 해결방안을 살펴보고자 한다. 실증적 연구부분에서는 임대형 부동산펀드와 주식형 펀드 및 채권의 수익률을 비교분석 하여 투자 상품으로서 부동산펀드의 포트폴리오 효과를 살펴보고자 한다.

논문은 총 4개의 장으로 구성되며, 제1장은 본 연구의 목적과 연구방법을 설명하고 선행연구를 검토하였다.

제2장은 부동산펀드의 이론적 배경을 설명하고 구조, 특성 및 부동산펀드가 가지는 다양한 문제점을 고찰하고 활성화 시키는 방안을 모색하고자 하였다.

제3장은 부동산펀드의 현황을 살펴보고 주식형 펀드 및 채권의 수익률 및 상관관계를 비교·분석하여 포트폴리오 효과를 분석하였다.

제4장은 본 연구의 결론으로 앞서 논의한 바를 정리하고 요약하였다.

제 3 절 선행연구의 검토

「간접투자자산운용업법」의 제정 이후 연구 논문들은 부동산 간접투자 제도의 이해에서 출발하여 활성화되지 못한 점을 지적하고 이에 대한 활성화를 모색하는데 주안점을 두었다고 볼 수 있다.

선행연구 중에서 문은경(2008)은 부동산 간접투자 상품에 관한 연구에서 부동산 간접투자 상품의 이론적, 실증적 분석으로 국내 부동산 간접투자 상품의 시장전망과 활성화 방안에 대해서 논의하였다. 유래현(2008)은 부동산펀드 운용효과 제고방안 연구에서 금융업 종사자들의 설문을 통하여 통계적 방법으로 분석하였다. 정현진(2008)은 부동산 간접투자 시장의 활성화에 관한 연구에서 부동산 간접투자 시장의 문제점을 법적, 제도적, 환경적 문제로 구분하여 각각의 활성화 방안을 모색하였다. 김홍중(2009)은 부동산펀드투자 위험관리 개선방안에 관한 연구에서 부동산펀드의 위험관리에 관한 사례를 들어 이를 분석하고 위험관리 개선방안을 도출하였다. 이승태(2009)는 2009년 시행된 자본통합법 시행을 계기로 해서 부동산펀드의 활성화 방안에 관한 연구를 하였으나, 법 시행 이전에 쓰인 논문으로

부동산펀드에 미치는 실제적 결과에 대해서는 연구되지 못하였다. 이추숙 (2009)은 한국의 부동산펀드 실태와 부동산펀드 투자자의 인식에 대한 고찰에서 설문을 통한 부동산펀드 투자의 실태 및 부동산펀드 투자자의 인식을 분석하여 부동산펀드의 활성화 방안에 대해서 논의하고 있다.

상기 논문들과 비교하여 본 연구의 차이점은 기존의 연구들이 부동산펀드의 활성화 방안을 이론적 또는 REIT's와의 비교를 통하여 분석하는데 그쳤는데, 본 연구는 부동산펀드 중에서도 높은 수익률을 보이고 있는 임대형 부동산펀드로 한정하여, 주식시장과 주식형 펀드와의 수익률 비교를 통하여 부동산펀드가 일반 투자자들에게 포트폴리오 구성에 있어서 하나의 투자 대안으로 설정될 수 있는지를 주로 분석하였는데 그 의미가 있다고 하겠다.



제 2 장 부동산펀드의 이론적 배경

제 1 절 부동산투자의 개념

부동산투자의 개념은 부동산을 대상으로 하는 투자의 일종으로서, 주어진 계약조건 하에서 최대의 수익을 얻고 부를 확대하기 위하여 자기가 가진 자금 등을 투입하여 소유권을 포함한 부동산에 관한 권리를 취득하는 행위라고 할 수 있다.¹⁾

부동산투자의 기대이익은 위험과 비례관계에 있다. 이는 위험이 크면 클수록 기대이익도 크고 위험이 작으면 기대이익도 적어진다. 부동산투자행위는 투자된 금액(현금유출)보다 회수된 금액(현금유입)이 더 큰 부의 극대화를 목표로 한다. 부동산 투자자가 부동산에 투자하는 이유를 보면 효용의 극대화를 목적으로 하기도 하고 부의 극대화를 목표로 하기도 한다. 그러나 부동산투자는 일반적으로 부의 극대화를 의미하는데, 그 동기는 미래수익을 얻기 위한 동기에서 유발된다.²⁾

부동산투자는 주기적인 소득이라던가 보유기간 말에 양도로 인한 자본이득, 인플레이션에 대한 보호, 사회적 지위를 제공하기 때문에 실물투자인 부동산을 선호하는 경향이 많다.

이런 부동산투자를 투자주체에 따라 직접투자와 간접투자로 나누어 볼 수 있다.

1. 부동산 직접투자³⁾

1) 부동산 직접투자의 개념

부동산에서의 직접투자란 소유권의 취득이나 권리의 취득·관리·운용·처분

1) 한만희·조만, 「부동산투자금융론」, 보성각, 2008. 47~48면

2) 이래영, 「부동산투자론」, 삼영사, 2007. 25면

3) 이추숙, “한국의 부동산펀드 실태와 부동산펀드 투자자의 인식에 대한 고찰”, 부산대학교 석사학위 논문, 2009, 7~8면

등을 통하여 향유하게 될 투자수익을 목적으로 투자주체인 투자자가 직접 부동산투자를 실행하는 것을 말한다.

IMF외환위기 이전까지만 해도 우리나라에서 부동산에 대한 투자는 주로 투자자가 직접 투자하는 방법이 사용되어 왔다. 우리나라는 사유재산을 인정하고 있고 민법상 사적 자치의 원칙에 의하여 사인 간의 계약에 의해 재화의 매매가 가능하므로, 부동산도 마찬가지로 사인 간의 계약에 의하여 매매 될 수 있다.

전통적으로 우리나라는 부동산을 매매할 때에 공인된 중개사를 통하거나 기타의 다른 방법에 의하여 투자자가 직접 투자하여 부동산을 취득한 후, 관리·운영하여 수익을 얻으며 처분하는 방법이 주로 이용되었다. 이러한 부동산 직접투자에는 일반적으로 거액의 자금이 소요되며, 투자자가 직접 투자할 부동산의 물색과 매매계약을 통하여 부동산을 취득하거나 사용·수익할 수 있는 권리를 취득해야한다. 그리고 임차인 물색, 임대차 계약 등을 통하여 관리·운영에 대한 방안을 마련함과 동시에 임대료의 청구 및 독촉, 세무신고 등을 직접 해야 하며, 필요시에는 직접 부동산을 매각하기도 하여야 한다.

2) 부동산 직접투자 방식의 유형⁴⁾

한 투자자가 직접투자를 하는데 있어서도 모든 자금을 단일 부동산의 취득에 투자하는 경우와 자금을 나눠서 부동산 포트폴리오로 투자하는 방식이 있다(투자대상에 의한 구분). 단일 부동산에 투자하는 경우 이 부동산으로부터의 현금흐름이나 자본이득을 독점적으로 향유할 수 있고 이 부동산의 운용이나 처분에 관한 의사결정을 소유자가 신속히 내릴 수 있다는 장점이 있다. 반면 활용할 수 있는 재원을 대부분 한 부동산에 투자하게 되므로 당해 부동산의 공급이 과잉되거나 경기침체로 가격이 하락하는 경우에는 위험이 과중하게 될 우려가 있다.

한 투자자가 여러 부동산을 포트폴리오 형태로 투자하는 경우, 각 개별

4) 한만희·조만, 전게서, 198~199면

부동산의 소유권을 확보하는지 또는 지분으로 참여하는지 여하에 따라 그 성격이 달라질 수 있다. 어느 경우에든지 포트폴리오 형태로 투자하는 경우에는 투자자의 현금흐름에 유리하도록 여러 부동산 또는 자산을 조합할 수 있어 수익성을 높일 수 있고 주택 또는 상업용 부동산의 경기가 침체될 경우 다른 부동산이나 자산의 호경기가 이를 보완할 수 있어 투자자의 위험을 완화하는 장점이 있다. 그러나 지분으로 참여하는 경우에는 간접투자의 경우와 마찬가지로 필요한 시기에 부동산을 현금화하고자 하여도 다른 지분소유자들의 동의를 얻어야만 하는 경우가 있으므로 그만큼 유동화에 제약이 있을 수 있다. 그런데 포트폴리오 형태로 투자를 하는 방식은 자금을 여러 부동산에 나누어서 투자하거나 주식, 채권 등과 함께 자금의 일부를 부동산 취득에 투입하는 방식이 있을 수 있는데 분산투자효과를 기대하기 위해서는 후자의 방식이 더 바람직하다.

2. 부동산 간접투자

일반적으로 간접투자란 불특정 다수인 투자자로부터 자금 등을 모아서 투자증권, 장내 파생상품 또는 장외 파생상품, 부동산, 실물자산 등에 투자 운용하고 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 것이라고 할 수 있다. 즉, 투자자로부터 자금 등을 집적하여 이 자금을 전문가들이 투자하고 그 운용 수익을 투자자에게 배당 등의 방식으로 배분하는 방식이다. 투자자의 입장에서 보면 간접투자는 가치상승의 이익 또는 수익률 제고를 위하여 주식이나 채권 등을 매입하는 형태이지만, 기업경영에는 간여하지 않는 것을 일반적으로 간접투자라고 할 수 있다.⁵⁾

부동산 간접투자는 직접투자에 대비되는 개념으로서, 투자자가 직접 부동산을 소유하기 위한 목적으로 투자하지 않고 부동산에 투자 또는 소유하는 주체에 투자하는 것을, 주로 부동산 취득자 또는 소유자가 제공하는 증권 등에 투자하는 방식을 말한다. 부동산 간접투자는 협의와 광의의 부동산 간접투자로 구분하여 볼 수 있다. 우선 협의의 부동산 간접투자는 직접

5) 이추숙, 전제논문, 8면

적으로 부동산에 투자하기 위한 목적으로 설립되는 회사인 투자기구 등⁶⁾의 주식 등을 취득하는 투자행위를 말한다. 대표적인 예가 부동산투자회사(REIT's)나 부동산펀드에 참여하는 것이다. 광의의 부동산 간접투자는 투자유형에 관계없이 부동산을 직접 취득·소유하지 않고 부동산과 관련된 지분, 주식 등에 투자하여 수익을 얻는 행위를 말하며 따라서 협의의 간접투자는 물론 부동산과 관련하여 발행되는 증권·채권 등에 투자하는 모든 행위가 포함된다.

부동산 간접투자는 부동산의 증권화를 통해서 가능해졌으며, 따라서 부동산 간접투자는 사실상 증권화된 부동산에 대한 투자를 의미한다. 부동산의 증권화는 주로 대출기관이 유동성이 없거나 약한 부동산 관련 자산 중 유사한 성격의 자산들로 풀을 구성하여 이를 토대로 증권을 발행하고 이를 장외시장을 통해 매각함으로써 이루어진다. 그리고 부동산소유자 등이 부동산투자회사를 설립하고 그 주식을 공개된 시장을 통해 상장 또는 거래하는 방식으로 이루어진다.

증권발행기관은 부동산 자산을 직접 매각하는 것과 증권화 하여 매각하는 것을 비교하여 후자가 유리하면 증권화 하여 매각을 하게 된다.⁷⁾ 반면 투자자는 수입의 안정성 또는 높은 수익률을 기대하여 부동산관련 주식 또는 증권을 주식시장이나 장외시장 등을 통해 매입하는데, 이와 같은 증권의 발행과 거래가 원활히 이루어지려면 각종 주식과 채무증서의 거래가 빈번히 일어날 만큼 수요자와 공급자가 참여하는 발달된 금융시장이 있어야 한다.⁸⁾

3. 부동산 직접투자와 간접투자 비교⁹⁾

6) 간접투자자산운용업법 제2조 제2호 간접투자기구란 투자자로부터 자금 등을 모아서 특정자산에 운용하고 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 것을 수행하기 위한 기구를 말하며, 동법에서 허용하는 간접투자기구는 투자신탁과 투자회사 및 투자전문회사를 의미한다. ; 윤장호, “REIT's 관련 법제 개선방안에 관한 연구”, 건국대학교 석사학위 논문, 2009, 5면

7) Davidson Andrew, Securitization, Structuring and Investment Analysis, John Wiley & Sons, Hoboken NJ, 2003. ; 발행기관이 금융, 규제, 세금, 회계처리 그리고 경영전략상 유·불리를 평가하여 부동산 자산을 직접 매각할 것인지 증권화를 통해 매각할 것인지를 결정하게 된다고 설명한다(pp.15~17).

8) 한만희·조만, 전게서, 202~203면

9) 이추숙, 전게논문 9~11면

부동산에 있어서 직접투자는 투자자가 직접 투자대상 부동산을 자유롭게 선택할 수 있고 부동산의 취득과 운영, 관리 및 처분으로 인한 수익을 투자자만이 갖는다는 장점이 있다. 단점으로는 부동산에 대한 전문적인 지식이나 경험이 부족하여 투자위험이 상대적으로 크다는 점과 직접투자를 하기 위해서는 상당히 많은 자금이 소요된다. 규모의 비경제에 의한 이익상실과 부동산 물건의 물색 등에 따른 시간적, 경제적 손실이 발생할 수 있으며 환금성 및 유동성 문제에 봉착할 수 있는 단점이 있다.

이에 반하여 부동산에 대한 간접투자는 투자 수익을 투자와 관련된 다수의 참여자가 함께 나누어야 한다는 단점이 있으나 소액으로 부동산투자가 가능하다는 장점이 있다. 그리고 부동산 전문가가 수익성 부동산을 물색하고 물건을 취득하여 임차인의 물색 및 임대차 계약, 임대료 청구 및 독촉, 세무 관련 문제 등에 대하여 전문가가 대행함으로써 비용 및 시간적 손실의 폭을 절감시킬 수 있다. 또한 다수의 투자자에 의하여 소액으로 대형 부동산에 투자함으로써 투자위험을 경감시킬 수 있다. 소액으로 대형 부동산에 투자가 가능해져 규모의 경제효과를 누릴 수 있고 부동산의 최대 단점인 환금성 및 유동성 문제의 해결도 가능해진다는 장점이 있다.

또한 부동산과 관련한 간접상품에 참여하는 금융관련자, 부동산 전문가, 세무관련 전문가 등에게 고용의 기회를 확대 제공하고 사회적으로 부동산 투기에 의한 부의 편재나 형평성과 관련된 문제를 해결하는데 어느 정도 실마리를 제공한다는 긍정적인 측면이 있다.

따라서 부동산 간접투자는 부동산 직접투자에 비하여 사회적 반감도 감소시키고 간접 투자자금을 통하여 산업의 활성화와 고용의 기회를 증대시킬 수 있다는 점에서 활성화 되어야 할 필요가 있다. 소규모의 부동산 투자는 자산가치의 상승이익을 독점할 수 있기 때문에 간접투자보다 직접투자가 투자자에게는 더 나은 방안일 수도 있다. 그러나 부동산 직접투자는 미래의 불확실성으로 인하여 어느 시점에 부동산 가치의 상승폭이 둔화되고 부동산 종별에 따른 차별화가 심화될 수도 있기 때문에 직접투자와 간접투자와의 장·단점을 잘 비교해서 투자자의 투자성향과 투자자금의 성격 등을 고려하여 부동산 직접투자를 할 것인지 간접투자를 할 것인지 선택

하여야 할 것이다.

<표 2-1> 부동산직접투자와 간접투자의 비교

구 분	장 점	단 점
직접투자	·투자대상 물건의 자유로운 선택 ·독점적인 투자수익 ·소규모 부동산 투자에 적격	·부동산에 대한 전문지식 미흡 ·시간적, 경제적 손실발생 ·거액의 투자자금 필요 ·유동성과 환금성 리스크 부담 ·투자리스크 부담 ·포트폴리오에 의한 위험관리 어려움 ·규모의 경제 효과 상실
간접투자	·소액으로 부동산투자 가능 ·국민의 부 편재에 따른 상탈감 완화 ·시간적, 경제적 손실의 최소화 ·다수의 참여자들에 투자리스크 분담 ·유동성과 환금성 리스크 경감 ·고용창출효과 ·부동산 시장기능에 긍정적 영향 ·포트폴리오 효과 ·규모의 경제 효과	·투자수익을 다수 참여자와 공유

제 2 절 부동산펀드

1. 부동산펀드의 정의

1) 부동산펀드의 개념

부동산펀드는 다수 투자자들로부터 자금을 모아서 공동기금을 조성하여 전문적인 투자기관에 맡겨 부동산, 부동산과 관련한 대출 및 유가증권 등

에 투자하여 운용성과에 따라 수익을 분배하는 투자신탁, 투자회사, 또는 간접투자 상품을 의미한다.

부동산펀드는 넓은 의미와 좁은 의미로 나누어 정의할 수 있는데, 넓은 의미의 부동산펀드는 리츠(REIT's)라고 불리는 부동산투자회사법상의 부동산투자회사와 간접투자자산운용업법(이하 간투법)에 의한 부동산 간접투자기구 그리고 외국계 투자펀드 등을 포괄한다. 우리나라에서 좁은 의미로 말할 때 부동산펀드는 간투법상의 부동산간접투자기구만을 의미한다.¹⁰⁾

따라서 본 논문에서는 통상적인 좁은 의미로 부동산펀드 용어를 사용하고자 한다.

2) 부동산펀드의 도입배경¹¹⁾

부동산 간접투자상품은 1991년 신탁업이 도입된 이후 1999년 4월 정부에서 은행의 금전신탁에 대해 부동산투자를 허용하면서 부동산투자신탁상품이 처음 시장에 소개되었다. 2001년 7월 부동산투자회사법이 제정되면서 펀드형태의 부동산간접투자상품 즉, 일반 REIT's가 국내에 도입되었다. 그러나 본 투자상품은 세제면이나 자금조달면 및 운용면에서의 제약 때문에 예상보다 활성화되지 못하였다.

이후, 2001년 12월 세제면에서 일반 REIT's보다 유리한 기업구조조정 REIT's(CR-REIT's)가 도입되었는데, 기업구조조정 REIT's는 당시 기업들의 구조조정의 필요에 따라 크게 활성화되기 시작하였다. 2003년 10월 각 법규에 흩어져 있는 간접투자상품에 대한 규정을 하나로 묶은 간접투자자산운용업법이 제정되면서 간접투자상품의 자산운용대상범위가 확대되었다. 새로이 제정된 간접투자자산운용업법은 펀드의 투자대상을 주식이나 채권뿐만 아니라 부동산으로 확대하였다는 데에 큰 의미가 있다. 2004년 1월에 도입된 부동산펀드는 신탁형으로 부동산등기 자체가 불가능하여 펀드 내에 부동산을 편입하거나 부동산개발사에 투자하기가 사실상 어려운 문제점으로 지적되었고 이러한 부동산등기나 세제 관련 문제점을 해결하

10) 손재영 외, 「한국의 부동산 금융」, 건국대학교출판부, 2009, 190면

11) 이승태, “부동산펀드의 활성화 방안에 관한 연구”, 건국대학교 석사학위 논문, 2009, 5~7면.

기 위하여 2004년 12월에 회사형 부동산펀드가 추가로 도입되었다.

2004년 12월 도입된 회사형 부동산펀드는 당시 시중의 저금리 현상에 영향을 받아 저축상품의 수신금리가 하락함에 따라 이에 대한 투자대안수단으로 투자자들의 큰 관심을 끌었다. 이후부터 최근까지 다양한 형태의 부동산펀드가 만들어져 있으며, 또한 투자대상 자산도 다양해져 임대형, PF형 이외에 경매부동산에 투자하는 부동산펀드, 해외부동산에 투자하는 부동산펀드 등 매우 다양한 형태로 발전하였다.

<표 2-2> 부동산 간접투자제도 연혁

연 도	부동산 간접투자 법규	부동산 간접투자상품
1991. 2	신탁업법	부동산신탁 도입
1998. 4	신탁업법	은행의 부동산투자신탁 도입
1998. 9	자산유동화에 관한 법률	자산담보부증권(ABS)의 도입
1999. 1	주택저당채권유동화회사법	주택저당증권(MBS)의 도입
2001. 7	부동산투자회사법	회사형 부동산투자회사 도입
2001. 7	부동산투자회사법	계약형 기업구조조정 부동산투자회사 도입
2004. 1	간접투자자산운용업법	신탁형 부동산펀드 도입
2004. 12	간접투자자산운용업법	회사형 부동산펀드 도입
2005. 1	부동산투자회사법	명모강 회사형태의 부동산투자회사 도입
2009. 2	자본시장과 금융투자업에 관한 법률	혼합형 부동산펀드 도입

3) 부동산펀드의 유형¹²⁾

(1) 임대형 부동산펀드

임대형 부동산펀드는 조달된 자금으로 빌딩을 구입하여 임대수입을 얻고자 설립된 펀드이다. 임대형 부동산펀드는 임대수익과 매각수익을 얻을 수 있다.

임대형 부동산펀드는 부동산펀드가 직접 부동산을 매입하여 운용하는 경우와 재무적 투자방법으로 구분할 수 있다. 재무적 투자방법이란 부동산 임대수입을 기초자산으로 발행된 유동화증권에 투자하는 경우이다. 임대형 부동산펀드는 오피스빌딩, 상가 등을 일정기간 임대하고 추후 매각수익을

12) 김법석·유한수, 「부동산금융론」, 청목출판사, 2008, 224~230면

얻는 방식이다. PF형 펀드가 약정된 이자율에 따라 안정적인 수익을 얻을 수 있는 반면 임대형 부동산펀드는 건물의 공실률 여부에 따라 수익률이 결정된다. 또한 대상 부동산 매각시 부동산 가격이 상승하면 차익을, 부동산 가격이 하락하면 손실을 입을 수 있다.

즉, 임대형 부동산펀드는 실물자산을 매입하여 운용기간동안 일정한 수익을 창출하는 펀드로서, 자산운용사의 직·간접적인 자산관리 노하우가 수익성을 좌우하며 그 수익성을 기초로 시장에서 자산가치가 있는 부동산에 투자하는 것이다. 평균 5년 정도의 펀드 존속기간 동안의 안정적인 임대수입과 부동산매각 시 매매차익을 주 수익원으로 하는 펀드로서 장기적으로 안정적인 소득을 원하는 투자자에 적합한 펀드이다.

(2) 개발형 부동산펀드

개발형 부동산펀드는 부동산개발사업에 투자하는 펀드로서 투자성격에 따라 지분형과 대출형으로 구분할 수 있다. 지분형은 다시 부동산 개발 사업에 직접 투자하는 경우와 유동화전문회사(SPC)에 투자하는 경우로 구분할 수 있다. 대출형의 경우는 부동산개발회사 또는 건설회사의 대출채권에 투자한다.

(3) 경·공매형 부동산펀드

경매란 여러 이해관계에 있는 부동산 매물을 민사집행법에 의하여 법원에 의해서 매도하는 것으로 채권·채무관계를 국가의 힘을 빌려 정산해 주는 것이다. 공매는 국세징수법에 의한 처분방법으로 대부분 세금과 관련된 사건으로 현재는 한국자산관리공사에서 대행하고 있다. 경매·공매를 통해 부동산을 구입하는 주된 이유는 시세 대비 경락가가 저렴하기 때문이다. 특정 물건을 제외하고 일반 부동산을 기준으로 15~30%정도 저렴하게 매수 할 수 있다. 시세보다 낮은 취득가격이라는 장점을 살리고 직접투자의 불편함과 어려움에 대한 단점을 없앤 것이 경·공매형 부동산펀드이다. 그러나 경매·공매 절차와 경락 및 소유권 이전·후 명도와 복잡한 권리관계에 대한 권리분석 문제로 일반 개인들이 경·공매에 참여하기란 쉬운 일이

아니며, 물건에 대한 정확한 정보부재, 권리 및 투자분석능력 부족, 입장활동에 필요한 시간부족 등이 경·공매에 직접참여를 망설이게 하는 대표적인 요인이다. 경·공매형 부동산펀드는 일반 투자자들의 자금을 모아 펀드를 구성하여 경·공매 등 시가대비 저평가된 자산에 투자를 하여 운용기간 동안 수익과 매각 시 매각차익에 따른 수익을 투자자들에게 배분해주는 상품이다. 경·공매형 부동산펀드는 경·공매 입찰에 참여하여 부동산을 취득한 후 임대수익 및 매각차익을 투자자에게 배당하는 형태이다.

(4) PF형 부동산펀드

PF형 부동산펀드는 부동산개발에 필요한 자금을 대출해 주고 이자수익을 얻는 펀드이다.¹³⁾ 즉, 특정 프로젝트로부터 미래에 발생하는 현금흐름을 담보로 하여 당해 프로젝트에 소요되는 필요한 자금을 조달하는 금융기법을 총칭하는 개념으로 기존의 사업주 담보나 신용을 담보로 대출이 이루어지는 전통적인 기업금융과는 대칭되는 자금조달 기법이다. 사업주와 법적으로 독립된 프로젝트로부터 발생하는 미래의 현금흐름을 차입자금의 상환재원으로 삼고 프로젝트의 자산과 다양한 이해 당사자와의 계약을 담보로 하여 사업주는 제한적인 책임만 부담하면서 당해 프로젝트의 시공 및 운영에 소요되는 자금을 조달하는 기법이다. PF는 1994년 민자유치법에서 민간부문의 자본을 활용한 SOC의 건설 및 운영 프로젝트에 대한 자금조달기법으로 널리 활용되고 있다. PF에 의한 사업 시 모든 채권의 상환을 그 프로젝트 자체의 현금 흐름에서 청구해야 하고 그 외 자산에 대하여는 청구를 할 수 없다. 이러한 속성을 비소구금융이라고 하는데 현재까지 각종사업에 조달된 PF의 경우 100% 비소구금융을 적용한 사례는 거의 없다. 최초로 시공사 보증 없는 비소구금융 사례는 2005년 7월에 설정된 'KTB실크로드특별자산펀드 5호'가 첫 사례이다.

그러나 우리나라 금융환경에서는 사업주가 PF와 관련된 제반 위험에 대해 일정한 보증으로 자신의 재산을 담보로 제공하거나, 금융기관 등의 지

13) 김범석·유한수, 전제서, 198면

급보증을 제공하고 채권자들은 프로젝트 도산시 사업주가 제공한 지급보증이나 담보에 의하여 채권의 일부를 변제하도록 하는 제한적 소구금융이 일반적이다.

그밖에 부동산펀드가 투자한 개발 사업에 따른 위험에 대한 안전장치로 자산가치하락보험에 가입하여 보험 목적물의 분양 완료 후 분양 수입금이 보장가액에 미달할 경우 금융기관의 대출원금 잔액을 한도로 하여 보험보상한도액 내에서 보상을 해 주는 제도가 있다.

PF는 프로젝트로의 현금 및 부채흐름이 여타 기업 및 사업부문들의 대차대조표에는 나타나지 않아 이들의 대외적인 신용도에 영향을 주지 않는다. 이러한 특성을 부외금융이라고 하는바, 이 부외금융으로 취급되는 프로젝트의 특성상 프로젝트 사업시행은 법적·경제적으로 별개의 법인에 의하여 진행된다. PF는 프로젝트의 규모가 매우 큰 사업이나, 여러 국가의 경계를 초월한 국제적인 프로젝트인 경우에 많이 이용되고 있는 실정이다. 따라서 PF형은 사업계획의 단계에서부터 건설 및 운영의 단계에 이르기까지 많은 자금이 투입되는 자본집약적인 프로젝트 및 투자된 자금을 회수하기까지 상당한 기간이 소요되는 사업에 적합한 제도이다.

2. 부동산펀드의 구조¹⁴⁾

투자펀드는 단일 펀드로 구성하는 것이 일반적이거나 여러 가지 목적상 다양한 펀드 구조가 이용되기도 한다. 예컨대, 모자펀드, 종류형 펀드, 재간접 펀드 등이 그것이다. 모자펀드란 다수의 자펀드의 자산을 모펀드로 모아서 운용함으로써 규모의 경제효과를 얻기 위한 펀드구조이다. 종류형 펀드란 판매보수와 수수료를 다양하게 조합하여 기준 가격이 다른 여러 종류의 간접투자증권을 발행하는 펀드로서 다양한 유형의 투자자를 단일 펀드로 포섭할 수 있게 된다. 재간접 펀드란 펀드자산을 주로 다른 펀드에 투자하는 펀드를 말한다.

현행 자본시장통합법은 모자펀드, 종류형 펀드 및 재간접 펀드 구조를 모

14) 이승태, “부동산펀드 활성화 방안에 관한 연구”, 건국대학교 석사학위 논문, 2009, 10-15면

두 허용하고 있다. 따라서 펀드자산을 직접 부동산에 투자하는 대신 국내외 부동산펀드에 주로 투자하는 재간접 펀드를 만들 수도 있다. 또한 투자대상 자산을 특정하지 않고 어느 자산에나 자유롭게 운용할 수 있는 혼합자산펀드도 만들 수 있다.

1) 펀드의 법적 구조¹⁵⁾

이전의 간투법에서 부동산펀드는 부동산간접투자기구, 특별자산간접투자기구, 재간접투자기구로 분류되어진다. 간접투자기구라는 법적 성격은 동일하므로 간투법의 제도인 3종류의 간접투자기구의 법적 구조는 동일하고 주로 투자하는 투자대상이 다르다는 점과 간접투자기구별 운용제한의 폭이 다르다는 것 이외에는 명확한 차이점은 존재하지 않았다. 그러나 2009년 시행된 자본시장통합법에서는 집합투자업의 업무가 확대되어 이전의 간투법 상 투자신탁, 주식회사, 합자회사로 한정하던 것을 설립 가능한 모든 집합투자기구로 허용되었다. 또한 집합투자대상 자산도 열거하지 않고 ‘재산적 가치가 있는 모든 재산’으로 정의하였다. 펀드의 종류별 운용대상 자산의 제한을 폐지하였다.

2. 펀드의 투자구조

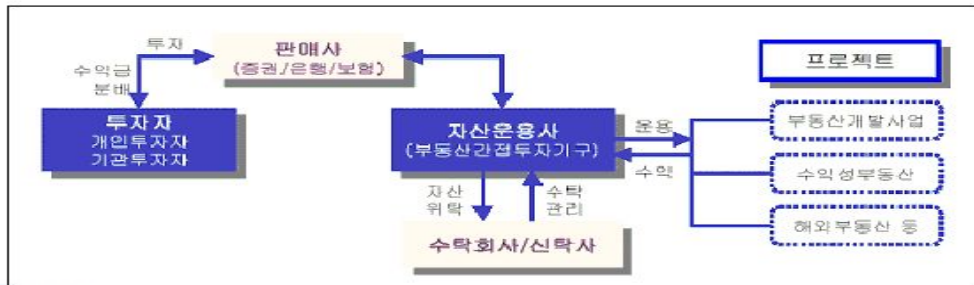
부동산펀드는 자산운용회사에 의하여 투자신탁형으로 설립된 후 자산운용회사나 판매회사를 통하여 기관 및 개인 투자자들에게 판매된다. 투자자들로부터 모집된 자금(투자신탁재산)은 수탁회사에 보관되고 자산운용회사의 지시에 따라 수탁회사는 자산(부동산)의 취득 및 처분을 이행한다. 기존의 증권투자신탁의 자산운용구조와 기본구조는 동일하며 부동산펀드 내에 수익자총회가 있어 투자자들이 적극적으로 자신들의 이익을 보호 받을 수 있고 수탁회사의 역할도 자산운용사의 지시에 따르는 수동적인 보관기능에서 자산운용사의 운용지시에 대해 감시하고 법령, 정관 및 신탁약관에 위반되는 운용지시의 철회, 변경 또는 시정을 요구하는 등 자산운용사의

¹⁵⁾ 윤장호, 전계논문, 60면.

자산운용행위를 적극적으로 감시하는 기능으로 확대되었다. 즉 간접투자행위를 하는 투자자의 이익보호를 위한 제도를 강화함으로써 자산운용사의 독단적인 자산운용 행위를 실질적으로 견제할 수 있도록 하였다.¹⁶⁾

[그림 2-1 부동산펀드의 기본구조]

■ 기본 구조



3) 펀드 운용구조¹⁷⁾

부동산펀드는 그 운용구조에 따라 개방형과 폐쇄형으로 구분된다. 개방형 펀드는 환매 가능한 펀드 지분을 발행하는 펀드로서 계속적으로 펀드지분을 발행(판매)하고 환매(소각)한다.¹⁸⁾ 개방형 펀드에 있어서는 당해 펀드가 자신이 발행한 펀드지분(회사형 펀드 즉, 투자회사인 경우 주식)을 되사는 것 즉, 환매를 한다는 점에서 일반 회사와 차이가 있다. 개방형 펀드에서는 펀드의 순자산가치(기준가격)에 따라 펀드지분을 판매하고 환매하므로, 순자산가치의 산정이 중요한 의미를 가지게 된다. 폐쇄형 펀드는 환매 가능한 펀드지분을 발행하지 않는 펀드를 말한다. 통상적으로 최초 공모 또는 사모방식으로 확정된 수량의 펀드지분을 발행하므로 확정된 자본을 유지하게 된다. 이처럼 자본 확정이라는 폐쇄형 펀드의 특성으로 인하여 폐쇄형 펀드에 대해서는 차입을 허용하는 입법례가 일반적이다. 한편, 폐쇄형 펀드에 있어서는 펀드 투자자의 투자회수를 위해 펀드 지분을 거

16) 양철원·조우성, 「부동산간접투자기구를 이용한 부동산투자 방안」, 하나경제연구소, 2003, 5면.

17) 김학규, “부동산펀드의 활성화 방안에 관한 연구”, 동국대학교 석사학위논문, 2005, 18~19면

18) 펀드지분의 계속적인 발행과 소각으로 인해 투자펀드의 자본규모도 계속 변동하게 되는데, 이 때문에 개방형의 회사형 펀드를 ‘변동자본투자회사’라고 부르기도 한다.

래소에 상장하게 되며 투자자는 시장에서 자신이 보유하는 펀드 지분을 매도하는 방법으로 펀드 만기 전에 투자금을 회수할 수 있게 된다. 유동성이 떨어지고 매일 공정한 시가를 구하여 순자산가치를 산정하는 것이 용이하지 않은 점을 감안한 것으로 이해된다.

4) 펀드의 관리구조

자본시장통합법은 모두 부동산펀드를 폐쇄형으로 조직하도록 하고 펀드 설립 후 일정기간 이내에 거래소에 상장하도록 규정하고 있다. 부동산펀드를 폐쇄형으로 제한하는 것은 부동산이라는 투자대상의 특성 때문이다.

부동산펀드는 그 관리구조에 따라 내부(자기)관리형 펀드와 외부(위탁)관리형 펀드로 구분된다. 내부관리형 펀드는 펀드에 고용된 종업원이 일상적으로 펀드를 관리하는 형태로서 보통의 회사와 같이 운영된다. 이러한 펀드형태는 회사형/폐쇄형 펀드에서 채택된다. 신탁형 펀드나 계약형 펀드는 펀드자체가 법인격이 없어 종업원과 고용계약을 체결할 수가 없기 때문에 내부관리형을 택할 수가 없다. 외부(위탁)관리형 펀드는 전문적인 펀드운용사가 투자펀드와의 계약 등을 통하여 일상적으로 펀드를 관리하는 것을 말하며, 일반적으로 대부분의 펀드는 외부관리형을 취하고 있다.

간투법상 부동산펀드는 모두 외부관리형 펀드라고 할 수 있다. 반면에 부동산투자회사법상 부동산펀드는 내부관리형 펀드(자기관리 부동산투자회사)와 외부관리형 펀드(위탁관리 부동산투자회사, 기업구조조정 부동산투자회사)로 나누어진다.¹⁹⁾

5) 펀드 수익구조 및 위험

일반적으로 부동산 사업에 운용하는 비중이 60%이상인 경우를 부동산펀드로 분류하며, 부동산 관련 자산과 기타 유가증권 간에는 상관관계가 적으므로 분산투자를 통한 리스크 헤지 효과를 기대할 수 있다. 포트폴리오 내의 부동산 관련 자산 안에서의 분산효과, 다시 말해 부동산 및 관련 증

19) 김학규, 전계논문, 19면.

권(ABS 등)의 분산효과도 기대할 수 있으나 펀드 내 차입으로 인한 레버리지 위험이 따른다.

6) 공모펀드와 사모펀드²⁰⁾

투자펀드는 투자자 모집방법과 투자자의 수 및 최저 투자금액 등을 기준으로 공모펀드와 사모펀드로 구분된다. 사모펀드에 대해서는 펀드 관련법의 규제대상에서 제외하거나 혹은 규제를 하더라도 공모펀드에 비해 규제의 정도를 상당 정도 완화하는 것이 일반적이다.

자본시장통합법은 사모펀드의 요건을 정하고 그러한 요건에 해당하는 사모펀드에 대해서는 자본시장통합법 규정 중 일부를 적용 면제하고 일부 규제를 완화해 주고 있다. 사모펀드 요건은 증권거래법상 모집 / 매출 이외의 방법으로만 간접투자증권을 발행하고 투자자 수가 30인 미만이거나 또는 모든 투자자가 거액 투자자(개인 10억 원, 법인 20억 원)로만 구성되어야 한다. 이러한 요건만 충족하면 사모펀드는 투자신탁이나 투자회사 어떠한 형태로도 가능하다. 사모펀드 적용 면제되는 규정으로는 거래소 상장, 투자설명서 제공 및 설명, 투자한도 제한, 외부감사, 자산운용보고서 제공 등이 있다. 사모펀드에 대한 규제완화사항으로는 사모투자신탁의 설정 및 약관 변경이 금융위에 사후보고(공모펀드는 사전보고), 성과보수의 취득 허용(공모펀드는 금지), 재간접투자기구에 대한 투자제한 완화 등이다. 자본시장통합법에서는 부동산펀드도 위의 사모펀드 요건을 충족하면 사모펀드 형태로 만들 수 있으며, 이 경우 성과보수 등 사모펀드 규제특례의 혜택을 보게 된다.

제 3 절 부동산펀드 투자의 문제점 및 해결방안

I. 부동산펀드 투자의 문제점²¹⁾

20) 이승태, 전제논문, 16~17면.

21) 정현진, “부동산간접투자시장의 활성화에 관한 연구”, 경희대학교 석사학위 논문, 2008, 60~65면.

1) 제도적 문제점

(1) 부동산간접투자 관련 정보인프라 구축 미흡

부동산간접투자는 3~5년 장기간의 투자기간이 필요한 반면에 투자자가 믿고 투자할 만한 자료가 부족하다. 부동산시장의 흐름을 판단하고 실적을 평가할 수 있는 부동산간접투자 자산에 관한 지표를 공개하는 공시제도가 부족하다. 지금은 일반인이 부동산 간접투자시장에 관한 투자성과를 확인하고 판단을 할 만한 자료가 부족한 실정이고 신문 또는 연구기관의 자료는 부정기적으로 과거시장의 수익률을 위주로 분석이 이루어져 현재의 시점에서 항상 판단할 수 있는 국가적 차원 또는 공인된 기관의 지표가 절실히 필요한 실정이다.

(2) 부실경영에 따른 투자자 보호 문제

부동산 간접투자의 또 하나의 문제점은 부동산자산관리회사의 경영진이나 자산전문인력의 도덕적 해이나 개발사업에 따른 손실발생 등으로 인한 부실한 자산운용으로 투자자에게 큰 손실이 발생 될 수 있다는 점이다. 또한 유가증권 등의 단기거래나 사기, 내부자 거래 등으로부터 건전한 투자자를 보호하기 위한 대책 수립도 요구된다. 개발사업의 시행사 채무불이행에 따른 원리금 상환 리스크나 부동산 경기에 민감한 분양위험, 시행사의 부도위험 등 개발사업에 따른 리스크가 있다. 자산의 자기관리로 인한 횡령사고의 발생 등도 예상되는 문제점 중의 하나이다.

(3) 장기투자펀드로 운용하는 문제

우리나라의 부동산펀드는 모두 목적을 수행하면 수명을 다하는 단기위주의 펀드로 설정·운용되고 있다. 이러한 투자관행은 그동안 우리나라가 인플레이션이 높아 단기위주로 부동산투자가 이루어졌고 장기로 투자하는 것은 손해를 본다는 인식이 높았기 때문이다. 단순한 단기투자 상품이 아

니 장기투자상품을 개발하여 포트폴리오의 다양화 및 적극적 자산운용 전략추진을 위하여 영속형 펀드설립의 활성화가 미흡한 상태이다.

2) 시장의 환경적 문제점

(1) 부동산간접투자에 관한 인식 및 신뢰의 부족

우리나라는 경제성장과 함께 도심개발로 인한 부동산가격의 급상승으로 많은 국민이 부동산을 통하여 부를 축적하였다고 해도 과언이 아니다. 이러한 부동산투자는 일부 계층만 혜택이 돌아갔고 여기에서 소외된 대다수의 서민들은 정부의 부동산정책에 불만이 많았다. 따라서 부동산 간접투자 상품 특히 부동산펀드는 이러한 소외계층에 소액자금 투자의 기회를 제공함으로써 건전한 투자문화를 만들기 위한 제도이다. 최근에는 부동산가격의 상승으로 투자수익을 올릴만한 부동산 확보가 어려워 부동산 간접투자 시장의 활성화에 저해요인이 되고 있다. 그러나 아직은 일부계층이나 기관에서 고수익을 목표로 부동산펀드를 운용하고 있다. 최근에는 부동산가격의 상승으로 투자수익을 올릴만한 부동산 확보가 어려워 부동산 간접투자 시장의 활성화에 저해요인이 되고 있다. 국내의 금리상승에 따른 높은 수익률 지급요구는 수익성이 높은 자산을 확보하기 어려운 현재의 상황에서 간접투자상품의 설정을 더욱 어렵게 하고 있다.

부동산에 대한 우리의 전통적인 투자형태는 부동산을 매각하여 일시에 양도차익을 얻으려는 것이다. 일반 투자자의 부동산 간접투자에 대한 신뢰 부족으로 부동산펀드는 소형 자산운용사 위주로 운용되고 있다. 그리고 공모형보다는 사모형 형태로 부동산펀드들이 설정되어, 일부 기관 투자자 위주의 투자운용 형태를 가지고 있어서 일반인들은 부동산 간접투자에 관한 인식이 많이 부족한 상태이다. 또한 사업시행에 따른 다양한 정보의 투명성이 부족하고 사모시장의 특징상 인적 네트워크에 의존하면서 정보의 공개 및 공유에 한계점을 지니고 있다.

(2) 자산관리 기능의 전문화 문제

부동산투자회사는 부동산과 부동산 관련 증권에 투자하고 운용하는 전문적인 회사이므로 성공적인 사업 운영을 위해서 전문적인 인력이 필요하다. 투자자의 대부분이 부동산에 관한 전문가가 아닌 사람이기 때문에 전문인력의 확보는 사업의 성공에 직접적인 영향을 미치므로 자산을 운용하는 기관과 펀드매니저는 부동산과 금융에 관한 전문적인 지식을 가져야 한다. 그러나 이러한 전문 인력이 우리나라에서는 부족한 상태이다.

2. 부동산펀드의 활성화 방안²²⁾

1) 투자자의 신뢰회복

자산운용산업의 정직성과 장기적 안정성에 대한 투자자의 신뢰확보 없이 기관 및 가계의 투자자금이 자산운용업계로 이동할 것을 기대하기는 어렵다. 벌써 부동산펀드가 출시된 지 5년이 경과하여, 이제는 초창기에 설립된 펀드들의 만기 상환시점이 도래함에 따라 사업 초기 자산운용사가 제시한 수익률에 대한 평가가 자연스럽게 이루어지고 있다.

최근의 부동산 경기침체에 따라 투자원금의 손실이 예상되는 펀드들이 종종 발생하여 투자자와 자산운용사 간의 다툼이 발생하고 있다.

자산운용업계는 직원들에 대하여 실적 위주의 보수체계를 시행하다 보니 펀드매니저가 무리하게 펀드상품을 만들고 이것이 문제화될 즈음에는 또 다른 자산운용사로 이직하는 경우가 있다.

반면 리츠(REIT's)의 경우 투자자들이 주주로서 이사회를 통하여 중요한 의사결정에 직접 참여하고 있어 투자자의 입장에서 자신의 투자자산에 대한 중요 의사결정시 참여할 수 있는 장점 때문에 기관 투자자들 중에 부동산펀드보다 리츠(REIT's)를 통한 투자를 선호하는 경우도 있다.

투자자들의 신뢰를 얻기 위해서 사업초기부터 사업 청산 시까지 동일한 펀드매니저가 사업을 관리하거나 적어도 회사차원에서 지속적인 관리가 필요하며 이를 위하여 자산운용사와 투자자 간의 지속적인 정보교류를 통

22) 이승태, 전계논문, 53~59면 정리.

하여 부동산펀드에 대한 투자자의 신뢰도를 향상시킬 필요가 있다.

자산운용사는 펀드 투자 제안 때부터 발생할 수 있는 위험부담을 투자자에게 명확히 고지하고 위험을 회피할 수 있는 방안을 강구하여야 한다. 또한 가입 이후에도 이러한 방안들이 제대로 실행되고 있는지 따져 보아야 한다.

2) 펀드판매 보수의 인하

부동산펀드에 투자할 경우 펀드 투자금액에 따라 산정된 보수를 부담하게 되며, 이 보수는 펀드를 판매한 판매사와 펀드를 운용하는 자산운용사가 나눠 갖는다. 펀드보수에는 판매보수가 차지하는 비중이 높는데 판매보수를 낮추어 펀드 투자자의 비용부담을 경감시킬 필요가 있으며 이를 위하여 자산운용사가 자신이 만든 펀드상품에 대하여 고객에게 직접 판매하는 직판제도를 활용할 수 있고 온라인 판매를 통하여 판매보수를 낮추는 방안도 검토할 필요가 있을 것으로 보인다.

최근 금융감독원에서는 펀드 가입자의 부담을 경감하고 장기투자를 유도한다는 취지에서 국내 및 해외 주식형 펀드에 대하여 판매사에 지불하는 보수를 가입 2년째부터 매년 10%이상씩 최소 2년간 낮아지게 하는 펀드 판매보수 인하제도를 발표하였다. 이러한 제도는 향후 펀드 판매보수에도 적용하여 펀드 투자자의 부담을 줄여 펀드가입을 촉진 시킬 필요가 있다고 생각된다.

3) 부동산펀드 투자 상품의 다양화 및 포트폴리오 투자

자통법의 시행 이후 종합자산운용사는 혼합자산펀드를 이용하여 한 펀드 내에서 다양한 상품에 투자할 수 있는 기회를 가지고 있다. 반면, 투자 상품이 제한되는 부동산 전문 자산운용사들은 이러한 약점을 보완하기 위하여 종합자산운용사로의 전환을 추진하거나 모회사와의 연계를 통하여 부동산 개발 전문성을 부각시키는 방향으로 나아가고 있다.

부동산간접투자시장이 정착된 미국의 경우 부동산 개발 사업에 대한 대

출보다는 부동산 유가증권의 매입 등 안정적인 자산에 대한 투자를 우선시하고 있다. 보유자산의 유형 또한 오피스, 상업시설, 주거시설, 숙박시설, 리조트시설, 의료시설, 창고시설 등 수익을 창출할 수 있는 모든 부동산을 망라하고 있어 우리나라와 비교하여 상대적으로 위험도가 낮아 부동산경기에 상관없이 꾸준한 수익을 올릴 수 있다.

자통법의 시행 이후 주요 투자대상자산을 어떤 자산에나 자유롭게 운용할 수 있는 새로운 종류의 혼합자산펀드가 신설되어 하나의 펀드 내에서 다양한 상품에 투자를 하여 위험을 회피하는 포트폴리오 투자가 가능해졌다. 이를 위하여 각 분야에 전문지식을 가지고 있는 다양한 투자운용인력을 육성해 나갈 필요가 있다.

4) 부동산 취득관련 세제상의 문제점 및 관련 제도 개선

부동산펀드는 대출형태 또는 출자형태로 부동산 개발 사업에 투자할 수 있는데, 대출형태로 투자하는 경우에는 큰 문제가 없지만, 출자형태로 투자하는 경우 세제상 의문점이 생긴다. 조세특례제한법 제119조 및 제120조에 의하며 부동산펀드가 신탁재산으로 부동산을 취득하는 경우 취득세 및 등록세의 50%를 감면 받도록 되어 있으나, 부동산펀드가 부동산 개발사업 목적으로 설립 또는 출자한 SPC가 개발을 위하여 부동산을 취득하는 경우에도 취·등록세가 감면되는지가 의문이다.

이에 대해 부동산펀드가 개발 사업을 위하여 투자한 SPC 명의로 부동산을 취득하는 경우에도 넓게 보면 부동산펀드가 투자를 위하여 신탁재산으로 부동산을 취득하는 경우이므로 세제상의 혜택을 주는 것이 타당하다고 생각한다. 이 밖에도 현재의 자통법 중 집합투자업 규정이 개선되는 것도 부동산펀드 활성화에 매우 중요하다.

제 4 절 자본시장통합법과 부동산펀드²³⁾

23) 이승태, 전계논문, 39~46면 정리.

펀드산업이 지속적으로 발전하고 있으나, 2009년 자본시장과 금융투자업에 관한 법률시행 이전에 펀드관련규제는 간투법을 비롯하여 각 부처별로 11개의 개별 법률에 산재되어 있다 보니, 동일한 기능을 가진 금융투자상품임에도 불구하고 각 개별법에 의하여 서로 다른 규제를 적용받게 되어 전체적으로 투자자 보호규제수준이 미흡해지는 현상이 발생하였다. 따라서 자본시장통합법(이하 자통법)에서는 개별 법상 펀드라는 투자자 보호의 필요성이 큰 공모펀드에 대해서는 자통법이 원칙적으로 적용되도록 하였다. 즉, 과거 개별 법령에서 규율 받지 않던 이해상충방지체계의 구축, 정보교류의 차단, 미공개 정보의 이용금지와 같은 투자자 보호에 필요한 중요한 규제가 자통법에 의하여 적용받게 되었다.

1. 간투법과 자통법의 법적 비교

1) 협회의 펀드 간 비교공시 확대²⁴⁾

간투법에서는 각 펀드재산의 운용실적을 펀드의 종류, 투자대상, 매입자산 유형 등으로 구분하여 비교 공시하게 되었으나 자통법에서는 협회가 각 펀드재산의 순자산가치 변동명세가 포함된 운용실적을 비교하여 인터넷 홈페이지 등을 통하여 공시하도록 하며, 시행령에서는 현행 비교 공시대상 이외에도 집합투자업자, 판매회사, 운용보수, 판매보수·수수료 등 비교 공시기준을 다원화하여 투자자에게 투자판단의 선택을 폭넓게 지원하도록 하였다.

2) 공모펀드 운용에 대한 성과보수 허용범위²⁵⁾

간투법에서는 공모펀드 운용에 대한 성과보수 적용시 운용사가 성과보수를 높이기 위하여 지나친 위험을 취할 동기를 야기한다는 우려를 감안하여 사모펀드에 대해서만 허용하였으나, 자통법에서는 펀드 운용실적과 연

24) 자본통합시장법 제90조 제4항

25) 자본통합시장법 제86조 제1항

계된 성과보수를 원칙적으로 금지하되, 사모펀드와 운용보수 산정방식·투자자 구성 등과 관련한 일정요건을 갖춘 공모펀드에 한하여 허용하고 시행령에서는 성과보수를 받을 수 있는 공모펀드의 요건을 규정하였다.

3) 집합투자업자 의결권 행사시 투자자 보고 및 공시 합리화²⁶⁾

간투법에서는 집합투자업은 각 펀드재산의 일정비율 또는 일정금액 이상을 소유하는 주식에 대한 의결권 행사여부와 그 내용을 시행령으로 정하는 방법에 따라 기록·유지하였으나 자통법에서는 간투법 내용에 추가하여 펀드재산인 주식에 대한 자산운용사의 의결권 행사의 투자자에 대한 사후 보고의무를 부과하였다. 그리고 펀드 투자자의 이익과 기관 투자자로서의 주식시장에 미치는 영향을 감안하여 펀드재산에 속하는 주식의 의결권 행사내용을 사전공시 하도록 의무화하였다. 더불어 동 시행령에서는 펀드재산인 주식에 대한 집합투자업자의 의결권 행사에 대한 투자자 보고 및 공시의무를 합리적으로 보완하였다.

4.) 분산투자 적용대상 확대²⁷⁾

간투법에서는 일부 증권(주식, 채권, CD, CP)에 대하여 동일종목 10% 투자한도를 적용하였으나 자통법은 투자대상자산의 발행인의 부도·파산 등으로 발생 가능한 위험을 분산하기 위한 것으로 동 의무의 적용대상자산 범위를 확대 필요에 의하여 집합투자증권을 제외한 모든 증권 및 시행령으로 정하는 자산에 대하여 분산투자를 의무화하였다. 더불어, 동 시행령에서 분산투자규제가 적용되는 증권의 범위를 확대하고 금전채권 등에 대해서도 분산투자규제를 적용하였다.

5) 법정보고서(자산운용보고서, 자산보관·관리보고서)의 작성·제공 비용부담²⁸⁾

26) 자통법 제87조 제8항

27) 자통법 제81조 제1항

28) 자통법 제88조 제3항, 제248조 제3항

간투법에서는 자산운용보고서의 작성·제공에 드는 비용을 펀드가 부담하도록 하고 있으며, 자산보관·관리보고서의 경우 별도의 규정이 없었으나, 자통법에서는 자산운용보고서, 자산보관·관리보고서의 작성·제공에 소요되는 비용의 부담에 대해서 시행령에서 정하도록 위임하고, 동 시행령에서는 각 업자가 의무이행에 소요되는 비용을 부담하도록 함으로써 제공하는 서비스와 그 대가의 대응성을 제고하였다.

6) 환매금지형 집합투자기구 의무화²⁹⁾

간투법은 환매금지형 펀드 설정을 임의화 하되, 부동산펀드·실물펀드는 환매금지형으로만 설정할 것을 의무화하였으나, 자통법에서는 존속기간을 정한 펀드에 대해서만 환매금지형 펀드로 설정·설립할 수 있도록 하되, 펀드 재산의 현금화가 곤란한 사정 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우 환매금지형 집합투자기구로 설정·설립을 의무화하고 동 시행령에서는 부동산펀드·특별자산펀드·혼합자산펀드에서 대해서 환매금지형으로의 설정·설립을 의무화하였다.

2. 자본시장통합법의 부동산펀드에의 영향

1) 집합투자기구의 형태의 확대

간투법은 펀드의 형태를 신탁(투자신탁)과 주식회사(투자회사) 및 합자회사(PEF³⁰⁾)로 제한하고 있으나 자통법의 시행에 따라 펀드의 형태를 신탁과 주식회사 이외에 자금의 풀링이 가능한 모든 형태의 기구 즉, 상법상 유한회사, 합자회사, 익명조합 및 민법상 조합 형태에 대해서도 펀드로 이용할 수 있도록 하였다.

이는 간투법상 사모투자전문회사가 다른 기업을 지배하는 목적으로만 운

29) 자통법 제230조 제1항, 제5항

30) 사모투자전문회사(PEF) : 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자, 운용하는 합자회사로서 지분증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구

용되는 사모펀드인 반면에 자통법상 투자합자회사는 일반 포트폴리오 투자를 목적으로 할 수 있으며, 법률상으로는 공모펀드로도 운용이 가능하다.

2) 집합투자기구 종류 재분류

간투법상 주로 투자하는 자산에 따라 현재 7종류의 펀드구분을 4종류로 재분류하고 펀드 종류별 운용대상 자산의 제한을 없앴으로써 MMF를 제외한 모든 펀드가 다양한 투자대상을 운용하며, 각 펀드별 주요 투자 대상 자산에 해당 기초자산 관련 파생상품을 포함시킴으로써 파생상품펀드르 별도로 구분하지 않을 예정이다. 그리고 실물펀드와 특별자산펀드를 통합한 재간접펀드는 운용대상자산의 유형상 증권펀드로 구분하였다. 또한 주요 투자대상자산을 특정하지 않고 언제나 어떤 자산에나 자유롭게 운용할 수 있는 새로운 종류의 펀드(혼합자산펀드³¹⁾)를 신설해 상품의 다변화를 꾀하였다.

31) 혼합자산펀드 : 투자대상자산의 비중을 수시로 변동시킬 수 있는 펀드

제 3 장 부동산펀드의 시장현황 및 수익률 분석

제 1 절 부동산펀드의 시장현황

2004년 간투법이 제정되어 시행된 이래로 현재 국내 간접투자상품 현황은 <표 3-1>, <표 3-2>와 같다. 현재 간접투자상품 자산액은 278조 598억원이고 사모와 공모를 기준으로 보면 공모형이 전체의 61.1%인 169조 8,917억원, 사모형이 38.9%인 108조 1,681억원을 차지하고 있다. 2009년 6월 기준 간접투자상품 중 주식형의 비중이 전체의 47.2%인 131조 4,965억원으로 주식형 펀드로의 편중현상이 심화되어 향후 펀드시장의 자금유출입 현황에 따라 주식시장에 미치는 영향이 아주 높은 실정이다. 또한 부동산펀드 전체 7조 8,486억 중 사모형의 비율이 92.6%를 점하고 있는 데, 이는 부동산 특성에 따른 성격 때문에 공모에 의한 경우보다 사모에 의한 투자신탁형이 주류를 이루고 있어 부동산 펀드의 연구 시에는 이에 대한 이해가 요구된다고 할 수 있다.

부동산펀드의 규모별 현황은 <표 3-3>에서 보는 바와 같이 10억 원 미만이 펀드 수에서 4.75% 설정액 0.03%, 설정액 10억~100억 원 미만이 펀드 수에서 21.07% 설정액 3.84%를 점하고 있고 설정액 100억~500억 원 미만이 펀드 수에서 51.68% 설정액 33.18%를 점유하고 있고 설정액 500억~1000억 원 미만이 펀드 수에서 14.36% 설정액 26.89%를 점유하고 1000억~5000억 원 미만이 펀드 수에서 8.14% 설정액 36.05%를 점유하고 있다.

또한 부동산펀드의 유형은 투자위험이 큰 개발형 및 임대형보다 개발사업에 자금을 대출하여 주는 PF형 펀드가 주류를 이루며 발전해왔다. 그러나 2008년 이후 신규 설정된 부동산펀드는 감소세를 보이고 있는데, 이는 미국에서 발생한 서브프라임 모기지 사태와 2008년 리먼브러더스의 파산으로 인한 글로벌 금융위기로 초래된 국내 금융시장의 경색과 국내 부동산 경기침체로 인한 기관 투자자들의 투자 포기 및 투자 보류에 기인한 것으로 사료된다. 뿐만 아니라 최근의 불안정한 환율시장은 해외 부동산펀

드도 상당한 영향을 입혔다. 그리고 최근 들어 기존의 단순한 아파트 개발 사업에 대한 PF 대출형 펀드보다는 SOC, BTL³²⁾ 등 틈새시장에 대한 상품구성이 증가하는 경향을 띄고 있다.

<표 3-1> 간접투자자산운용기구별 상품현황(공·사모, 2009.6.30)

구분		증권					단기 금융	파생 상품	부동 산	재간 접	특별 자산	합계
구분	펀드 종류	주식	혼합 주식	혼합 채권	채권	소계						
공 모	투자 신탁	500,085	33,544	46,712	59,215	609,555	823,159	90,030	5,424	1,154	8,275	1,627,537
	투자 회사	31,355	1,517	18,068	0	50,850	0	2,867	131	0	17,472	71,319
	소계	591,350	35,061	64,780	59,215	750,405	823,159	92,896	5,555	1,154	25,747	1,698,917
사 모	투자 신탁	62,704	35,536	133,260	327,559	559,059	231,217	83,486	67,476	51,993	52,384	1,045,605
	투자 회사	1,066	2,341	2,103	0	5,509	0	418	1,825	0	28,323	36,075
	소계	63,770	37,877	135,363	327,559	564,569	231,217	83,903	69,301	51,993	80,707	1,081,681
전 체	투자 신탁	622,789	69,070	179,972	386,774	1,258,606	1,054,376	173,515	72,900	53,148	60,659	2,673,203
	투자 회사	32,331	3,858	20,170	0	56,359	0	3,284	1,956	0	45,795	107,394
	소계	655,120	72,928	200,143	386,774	1,314,965	1,054,376	176,800	74,856	53,148	106,454	2,780,598

<표 3-2> 간접투자자산운용기구별 상품현황(2009.6.30)

펀드유형	펀드 수		순자산액(억원)		합계	
	투자신탁	투자회사	투자신탁	투자회사	펀드 수	순자산액(억원)
증권	4,006	345	1,258,606	56,359	4,351	1,314,965
- 주식	899	27	622,789	32,331	926	655,120

32) BTL(Build-Transfer-Lease)방식은 민간사업자인 사업주체가 시설을 완공한 후 발주자인 정부 또는 공공기관에게 시설의 소유권을 지니하면 발주자는 시설임대로부터 발생하는 임대료를 사업주체에 직접 지급하는 방식이다. 민간사업자가 직접 관리·운영하기 어렵거나 최종수요자에게 사용료를 직접 부과하기 어려운 경우 적합한 방식이다. ; 김범석·유한수, 전계서, 254면.

- 혼합주식	564	18	69,070	3,858	582	72,928
- 혼합채권	1,096	300	179,972	20,170	1,396	200,143
- 채권	1,447		386,774		1,447	386,774
단기금융	273		1,054,376		273	1,054,376
과생상품	2,690	10	173,515	3,284	2,700	176,800
부동산	205	4	72,900	1,956	209	74,856
재간접	25		53,148		25	53,148
특별자산	251	15	60,659	45,795	266	106,454
합계	7,450	374	2,673,203	107,394	7,824	2,780,598

<표 3-3> 부동산펀드 규모별 현황(2009.6.30)

구분			10억미만	10억 ~ 100억	100억 ~ 500억	500억 ~ 1000억	1000억 ~ 5000억	합계
투자신탁	공모	설정액			636	1,351	2,583	4,570
		펀드수			4	2	2	8
	사모	설정액	22	2,743	22,533	17,532	22,142	64,972
		펀드수	10	44	102	27	14	197
	계	설정액	22	2,743	23,169	18,883	24,275	69,542
		펀드수	10	44	106	29	16	205
투자회사	공모	설정액			188			188
		펀드수			1			1
	사모	설정액			334	502	1,025	1,862
		펀드수			1	1	1	3
	계	설정액			522	502	1,025	2,049
		펀드수			2	1	1	4
총계	공모	설정액			824	1,351	2,583	4,758
		펀드수			5	2	2	9
	사모	설정액	22	2,743	22,867	17,854	23,167	66,653
		펀드수	10	44	103	28	15	200
	계	설정액	22	2,743	23,691	19,205	25,750	71,411
		펀드수	10	44	108	30	17	209
	점유 비율	설정액	0.03	3.84	33.18	26.89	36.05	100
		펀드수	4.75	21.07	51.68	14.36	8.14	100

제 2 절 부동산펀드의 수익률 행태³³⁾

33) 김은주·고성수, “경제환경변화에 따른 부동산펀드의 수익률행태”, 「부동산연구 제19집」, 2009, 60~72면.

1. 부동산펀드 수익률 현황

현재 부동산펀드의 형태는 크게 대출형 부동산펀드와 임대형 부동산펀드로 나눌 수 있다. 대출형 부동산펀드는 부동산개발사업을 하는 시행사에 주로 자금을 대여하거나 부동산개발과 관련된 법인에 대한 대출에 투자함으로써 주로 이자를 수취하는 목적으로 만들어진 펀드이다. 이는 기존의 개발회사들이 PF를 통하여 자금을 조달하는 형식과 비슷한 구조를 띄기 때문에 PF형 부동산펀드라고도 하며 회사채와 비슷한 형식을 가진다.

2004년 6월 4일 맵스프런티어 부동산투자신탁 1호가 처음 설정된 이후 2009년 5월말 현재까지 상환되었거나 운용중인 공모 부동산펀드는 총 56개이고, 이 중 대출형 부동산펀드는 44개, 임대형 부동산펀드는 12개이다. 2009년 5월말 현재 운용중인 펀드는 총 12개이고 이 중 대출형 부동산펀드는 4개이며, 임대형 부동산펀드는 8개이다.

대출형 부동산펀드는 은행대출과 비슷한 형태를 띠고 있으므로 대출형 부동산펀드 수익률을 대출금리와 비교해 보았을 때, <표 3-4>와 같이 채권과 유사하게 수익이 발생하므로 꾸준히 은행대출 평균금리나 일반자금대출금리³⁴⁾보다 수익률이 매년 더 높다는 것을 알 수 있다. 이것은 제1금융권에서 차입이 안되는 경우 다소 위험이 있더라도 부동산펀드를 통하여 조달하게 되기 때문에 부동산펀드의 연평균 수익률이 은행대출금리보다 높게 나타나는 것이다.

<표 3-4> 대출형 부동산펀드 수익률과 대출금리 비교표

년도	대출형 부동산펀드 연평균 수익률	은행대출 평균금리	기업 일반자금대출금리
2005	7.26	5.59	5.88
2006	8.70	5.99	6.30
2007	8.07	6.55	6.75
2008	8.71	7.07	7.38

이에 반해 임대형 부동산펀드는 업무용 또는 상업용 부동산 등을 시장이

34) 통계청, 2009, 시중금리조사

나 경·공매에서 매입하여 임대하는 것을 주된 운용방법으로 하고 이를 통하여 안정적인 임대소득을 노리며 향후 부동산 자산가치 증가에 따른 자본소득까지 기대할 수 있는 것을 운용목적으로 하는 부동산펀드이다. 미국이나 일본, 호주의 대표적인 부동산간접투자방식인 Real Estate Mutual Funds, REIT's, J-REIT's, LPT의 경우 대부분 국내의 임대형 부동산펀드와 유사한 형태로 운용되고 있다.

임대형 부동산펀드는 업무용 또는 상업용 빌딩 등을 매입 및 운영하여 수익을 발생시키는 것이므로 임대형 부동산펀드의 수익률과 순수 부동산 투자상품간의 수익률을 비교해 볼 때, 부동산투자수익률은 국토해양부가 매년 조사 발표하는 업무용 및 상업용 빌딩 수익률³⁵⁾을 기준으로 비교하였는데, 임대형 <표 3-5>에서 보면 임대형 부동산펀드수익률이 2005년에는 현저히 낮았는데 이는 경매나 공매에서 기초자산을 매입하는 경우 적절한 때에 매입하지 못하여 미운용자금의 많았기 때문인 것으로 보인다.

<표 3-5> 임대형 부동산펀드 수익률과 부동산투자수익률 비교표

년도	임대형 부동산펀드 연평균 수익률	업무용 빌딩 수익률	상업용 빌딩 수익률
2005	2.06	8.53	8.66
2006	8.68	9.23	8.14
2007	11.73	9.28	8.20
2008	15.00	13.74	10.91

2. 부동산펀드 수익률 실증분석

본 논문에서는 2007년 11월부터 2009년 10월까지 최근 3년간 주식시장이 상승세일 때와 하락세일 때를 구분하여 부동산펀드와 다른 금융자산들과의 관계가 어떠한지를 조사하여 부동산펀드와 투자자산으로서 포트폴리오 효과가 있는지를 분석하였다. 본 논문에서는주식시장을 전체적으로 상승하고 하락한 즉, 추세적 상승기와 하락기로 구분하였다. 김은주·고성수(2009)는 전월 대비 증가월 기준으로 상승장과 하락장을 구분하였는데, 이런 점

35) 국토해양부, 2009, 08년 하반기 상업용 빌딩 투자정보 조사결과 발표

에서 본 논문은 김은주·고성수(2009)의 연구와는 차이가 있다. 총 36개월 중 상승하는 기간은 19개월, 하락하는 기간은 17개월이다. 또한 현재 국내에 별도의 부동산펀드에 대한 지수가 없는 바, 공모형 부동산펀드의 운용 규모와 공시된 각 펀드들의 월말 수익률을 전체 가중평균하는 방식을 취하여 각 해당월말의 월 수익률을 산정하였다.

<표3-6>의 자료를 분석하면 조사한 3년 간 임대형 부동산펀드는 월평균 수익률에 있어서 다른 금융자산보다 높은 수익률을 올리고 있다. 특히 추세적 하락기간에는 타 금융자산보다 높은 수익률을 올리고 있음을 보여준다. 임대형 부동산펀드의 표준편차는 CD나 채권에 비하여 표준편차가 다소 높은 편이나 KOSPI200, 소형주에 비하여 굉장히 낮은 수치를 보여주고 있다. 이는 최근 3년간 주식시장이 급등과 급락이 심하였던 시기임을 고려해보면, 임대형 부동산펀드가 주식시장에 비하여 안정적이고 높은 수익률을 올리고 있음을 보여주고 있는 것이다.

<표 3-6> 기초통계량

변수	전체 기간(36개월)		추세적 상승기간(19개월)		추세적 하락기간(17개월)	
	월 평균 수익률	표준편차	월 평균 수익률	표준편차	월 평균 수익률	표준편차
대출형	0.579	0.317	0.579	0.412	0.679	0.096
임대형	0.656	1.258	0.470	1.389	1.100	1.392
KOSPI200	0.600	7.510	3.227	6.467	-2.336	7.680
소형주	0.633	9.076	4.194	7.856	-3.346	8.881
CD	0.377	0.106	0.316	0.104	0.446	0.052
국고채10년	0.445	0.030	0.432	0.018	0.459	0.035
회사채3년	0.632	0.708	0.463	0.038	0.820	1.012

1) 주식시장변화에 따른 부동산펀드의 수익률 형태

<표 3-7>을 통해 분석기간을 전체를 볼 때 임대형부동산펀드는 다른 금융자산과 양의 상관계수를 보여주고 있으며 대출형부동산펀드는 음의 상관계수를 보여주고 있다. 특히 대출형부동산펀드는 전체기간동안 주식시장과 음의 상관계수를 나타내어 큰 수치는 아니지만 주식시장에 대하여 위험관리 기능이 있음을 보여주고 있다. 부동산펀드는 주식시장의 추세적 하

락기보다는 추세적 상승기에 음의 상관관계를 보여주고 있어 주식시장의 추세적 하락기보다는 추세적상승기의 작지만 안정적인 역할을 할 수 있음을 보여주고 있다. 또한 임대형 부동산펀드는 투자대상의 속성상 빌딩의 임대수입과 자산가치 상승을 주된 운용목적으로 하기 때문에 국고채와 회사채와 상관성이 크게 없다고 생각하기 쉬우나 하락하는 시장에서 각각 양(+)의 상관관계를 보여주고 있어 주식시장에서 안정적인 역할을 할 수 있음을 보여주고 있다고 판단된다. 즉, 부동산펀드는 다른 금융자산과 혼합한 포트폴리오를 구성할 때 포트폴리오의 전체 위험에 대한 변수 기여도가 주식시장이 하락할 때가 상승할 때보다 더욱 유용하다는 것을 나타낸다.

<표 3-7> 주식시장의 변화에 따른 상관분석

기간분류	펀드유형	KOSPI200	소형주	CD	국고채	회사채
전체기간 (36개월)	대출형	-0.287	-0.058	-0.021	0.075	0.387
	임대형	0.040	0.022	0.084	0.474	0.399
추세적 상승기간 (19개월)	대출형	-0.365	0.047	-0.095	0.198	0.398
	임대형	-0.002	-0.068	0.042	-0.083	0.510
추세적 하락기간 (17개월)	대출형	0.255	0.312	-0.782	-0.047	-0.917
	임대형	0.234	0.221	-0.013	0.979	0.000

2) 부동산시장변화에 따른 부동산펀드의 수익률 형태

2007년 정부의 1.11 부동산대책으로 인하여 주택법이 변경되어 부동산시장에는 큰 변화가 일어났다. 분양가상한제, 택지비의 감정이 계산, 전매기간 강화 등은 건설사와 시행사의 이익을 줄어들게 만들었기 때문에 개정안 이후 신규 아파트 분양물량은 감소하였다.

공모형 대출형 펀드는 총 44개이며 이중 33개가 아파트개발사업에 자금을 대여해주는 PF에 투자하는 펀드이다 이는 전체 대출형 부동산펀드에 75%에 해당한다.

대출형 부동산펀드는 국내 아파트개발사업의 PF자금을 대여해주는 방식

이기 때문에 주택법 개정은 대출형 부동산펀드에도 큰 영향을 주었다. 이에 따라 본 논문에서는 최근 3년간 부동산 36개월을 부동산시장의 상승기와 하락기로 구분하여 분석하였다.

<표 3-8>에서 보면 부동산시장변화에 대한 분석시기도 부동산시장의 추세적상승기와 추세적하락기를 기준으로 부동산펀드와 금융상품간의 상관관계를 분석했다. 전체기간으로 임대형부동산펀드는 타금융상품과 양의 상관관계를 보여주고 있으며 대출형부동산펀드는 음의 상관관계를 보여주고 있어 위험관리기능이 있음을 보여주고 있다. 부동산시장의 추세적상승기와 하락기에는 임대형부동산펀드는 양의 상관계수를 보여주고 있고 특히 부동산시장하락기에 상승기에 비해 큰 양의 관계를 보여주고 있다. 대출형부동산펀드는 전체기간동안 특히 부동산시장상승기에 주식시장과 음의 상관계수를 보여주고 있어 주식시장에 대한 위험관리기능이 있음을 보여주고 있다.

<표 3-8> 부동산시장의 변화에 따른 상관분석

기간분류	펀드유형	KOSPI200	소형주	CD	국고채	회사채
전체기간 (36개월)	대출형	-0.287	-0.058	-0.021	0.075	0.387
	임대형	0.040	0.022	0.084	0.474	0.399
추세적 상승기간 (30개월)	대출형	-0.321	-0.068	0.137	0.078	0.540
	임대형	0.062	0.036	0.085	0.955	0.230
추세적 하락기간 (6개월)	대출형	-0.075	0.070	-0.562	0.179	-0.212
	임대형	0.244	0.027	0.006	0.320	0.468

3. 소결

부동산펀드를 구성하고 있는 자산의 특성에 따라 임대형 부동산펀드와 대출형 부동산펀드로 구분해 보면 임대형 부동산펀드는 대출형부동산펀드를 포함한 다른 금융상품에 비해 높은 수익률을 보여주고 있다. 물론 대출형부동산펀드와 채권형 상품에 비해 높은 표준편차는 낮은 안정성을 보여주고 있지만 주식형금융상품에 비해 높은 수익률과 안정성을 위 기간동안 보여주고 있다. 표준편차를 통한 안정성에 관한 문제는 임대형부동산펀드

의 특성상 자산가치의 상승을 평가기준시점에 반영하고 있는 평가지수의 문제점에서 기인한다. 특히나 최근 3년간의 주식시장은 급등락을 거듭하는 불안정한 시장이었지만 부동산펀드 특히 임대형부동산펀드는 비교적 높은 수익률과 안정성을 보여주고 있다.

이러한 점에서 볼 때, 투자자들이 포트폴리오의 분산투자효과로 기대하는 것은 하나의 자산을 포트폴리오에 편입함으로써 동일한 위험 속에 수익을 증대시키거나, 수익을 증대시키기 전에 위험을 감소시키는 것이다. 또한 투자자들은 시장이 상승할 때보다 하락할 때 위험을 줄일 수 있느냐에 초점을 맞춘다.

따라서 주식시장이 상승할 때보다 하락할 때, 부동산시장이 상승할 때보다 하락할 때 모두 임대형 부동산펀드는 보다 더 투자자들의 복합자산포트폴리오의 위험을 줄이는데 유용한 변수가 있음을 통계적으로 보여주고 있는 것이다.



제 4 장 결 론

부동산 증권화 및 유동화를 통한 부동산 간접투자 시장은 1997년 IMF의 환위기로 발생한 대규모의 기업 부도와 부동산 가격의 급락 및 부동산 시장의 침체로 인한 건설경기 침체로 기업 및 금융구조조정에 상당한 장애요인이 발생하자 부동산경기 활성화와 이를 통한 구조조정을 촉진하기 위하여 도입되었다.

그러나 우리나라의 부동산 시장은 버블 논쟁을 일으키며 지난 10여 년간 높은 가격 상승률을 기록하였고 이에 개인 투자자들은 자산 증식의 수단으로 부동산 투자를 선호하고 있다. 그러나 부동산 투자는 초기투자비용이 크며 거래비용과 정보비용이 등 기타 제 비용이 많이 소요되고 부침이 심한 시장 상황 등을 미루어 볼 때, 안정적이고 확실한 투자대상은 아니라고 생각하나 많은 투자자들의 부동산에 대한 직접투자가 많고 그로 인한 불법적인 매매방식이나 부동산투자정보회사 등의 오보 등으로 인하여 부동산 시장이 혼란한 것이 현실이다.

이에 2003년 10월 간접투자기구 등의 구성과 자산운용 및 투자보호에 필요한 사항을 규정함으로써 자본시장의 간접투자를 활성화하여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 하는 간접투자자산운용업법이 제정되었고, 이 법은 자산운용산업에 다양한 펀드를 조성하여 자산투자의 새로운 기회를 제공하게 되었다. 또한 이 법의 시행으로 사실상의 부동산 간접투자 시대의 개막은 부동산 투자에 있어서 건전하고 바람직한 부동산 투자문화의 조성을 위한 대내외적 환경조성과 더불어 정부의 일관성 있는 부동산 정책을 요구하고 있으며, 이는 부동산 투자에 있어서 투자자들의 의식변화의 계기가 되었다고 할 수 있다. 또한 2009년 2월 시행된 자본시장통합법의 계기로 포괄주의 규율체제 및 기능별 규율체제 도입과 업무범위의 확대 및 투자자 보호제도의 선진화 등 규제형식 및 내용을 획기적으로 변경하여 자본시장과 증권 산업뿐만 아니라 자산운용산업에도 적지 않은 영향을 끼쳤다.

본 연구에서는 이러한 간접투자상품의 하나인 부동산펀드에 관하여 이론

적 배경과 구조에 대해서 살펴보고 부동산펀드가 가지는 위험과 문제점에 대해서 알아보고 해결책을 제시하였으며, 또한 부동산펀드의 활성화 방안 에 대해서도 제시하였다.

또한 부동산펀드의 유형 중 임대형 부동산펀드의 수익률을 분석하여 타 주식형 펀드 및 채권 등과 수익률을 비교 분석함으로써 임대형 부동산펀 드의 수익률이 일정한 수준을 유지하는 것을 알 수 있었을 뿐만 아니라 주식이나 부동산 시장의 하락시에도 꾸준히 수익을 올릴 수 있는 상품임 을 보여주었다. 이는, 개인 투자자들에게 현재의 부동산펀드가 폐쇄적 형 태를 띠고 있어 추가적인 참여가 불가능하나, 차후 만들어지는 부동산펀드 가 투자포트폴리오를 구성함에 있어 좋은 투자처가 될 수 있음을 보여주는 것이 본 연구의 의의라 할 수 있다. 다만 아쉬운 점은 본 연구에 대상 이 된 부동산펀드가 그 수적인 면이나 다양성인 면에서 다른 펀드에 비하 여 절대적으로 부족하고 또한 그룹에도 불구하고 모든 펀드를 분석하여 비교하고 또한 계량화된 수치를 보다 많이 얻지 못한 것이 다음 연구 과 제로 남았다고 할 수 있다.

【참고문헌】

1. 단행본

김범석·유한수, 「부동산금융론」, 청목출판사, 2008.

손재영 외, 「한국의 부동산 금융」, 건국대학교출판부, 2009.

양철원·조우성, 「부동산간접투자기구를 이용한 부동산투자 방안, 하나경제연구소」, 2003.

오세경 외, 「위험관리론」 경문사, 2000.

이래영, 「부동산투자론, 삼영사」, 2007.

한만희·조만, 「부동산투자금융론」, 보성각, 2008.

Davidson Andrew, Securitization, structuring and Investment Analysis, John Wiley & Sons, Hoboken NJ, 2003.

2. 논문 및 기타자료

김은주·고성수, “경제환경변화에 따른 부동산펀드의 수익률 행태”, 「부동산연구 제19집 제1호」, 2009

김동환, “REITs와 부동산펀드의 수익 및 위험특성에 관한 연구”, 연세대학교 경제대학원 석사학위 논문, 2009.

김홍중, “부동산펀드투자 위험관리 개선방안에 관한 연구”, 고려대학교 정책대학원 석사학위 논문, 2009.

문은경, “부동산간접투자상품에 관한 연구”, 서울시립대학교 경영대학원 석사학위 논문, 2008.

윤장호, “REITs 관련 법제 개선방안에 관한 연구 : 부동산펀드와의 비교를 중심으로”, 건국대학교 부동산대학원 석사학위 논문, 2009.

이승태, “부동산펀드의 활성화 방안에 관한 연구 : 자본시장통합법 시행을 계기로”,
건국대학교 부동산대학원 석사학위 논문, 2009.

이추숙, “한국의 부동산펀드 실태와 부동산펀드 투자자의 인식에 대한 고찰”, 부산대
학교 석사학위 논문, 2009.

정현진, “부동산간접투자시장의 활성화에 관한 연구”, 경희대학교 행정대학원 석사학
위 논문, 2008.

제로인 <http://www.zero.in.co.kr/>

자산운용협회, <http://www.amak.or.kr/>



ABSTRACT

A Study on Earning Rate Comparison of Lease Type Real Estate Funds and Financial Products

Bae, Joon Ki

Major in Real Estate Finance

Graduate School of Real Estate,

Hansung University

Real estate securitization and securitization of real estate indirect investment through the IMF crisis in 1997 as the market of large companies went bankrupt and caused a sharp decline in housing prices and housing market downturn caused by the recession in the construction business and financial restructuring, a significant obstacle to the cause Through this real estate game and let's active to facilitate the restructuring was introduced. However, Korea's real estate market bubble debate over the past 10 years, losing to a record high price increases was the growth of assets as a means of private investors for real estate investment is preferred. However, the initial investment cost of real estate investment and large transaction costs, information costs and other expenses will take a lot of ups and downs, and this severe situation, pulling the market view, stable and reliable investment destination for many investors think the market is not a direct a lot of investment and the resulting illegal sale of real estate investment company, such as information, misinformation due to mixed reality is the real estate market. The indirect investment organization in October 2003 and on the configuration and asset management and investment protection provisions

required by the indirect investment in the capital markets to enable the development of national economy and contribute to the purpose has been established that the indirect investors sanunyongeopbeop, the law on the asset management industry by creating a variety of fund assets were invested to provide new opportunities. In addition to the fact that enforcement of the law on indirect real estate investments real estate investment in the Era of healthy and desirable real estate investment for cultural composition of the environment and externally consistent with government policy requirements, and real estate, real estate investment in which investors The instrument of change in consciousness that can be found. In addition, capital markets, conducted in February 2009 of the Act as an instrument of discipline system, and functional regulation system pogwalju introduction and expansion of business scope, and the advancement of investor protection and regulation systems that dramatically changed the format and content of capital markets and securities industry, as well as the in the asset management industry had a considerable impact. In this study, one of these indirect real estate investment products and funds about the theoretical background about the structure of real estate funds look for ways to learn the risks and challenges has provided a solution, the activation of the real estate fund in the room were also present.

In addition, the type of real estate funds of funds lease type real estate analysis of the rate of such bonds and other stock funds rate by a comparative analysis of two real estate funds rate to maintain a certain level would know that the real estate market, as well as a drop in stocks or even a steady income can contribute to a product is shown. The private investors that the current real estate funds are closed-form ttigo one additional possible participation, a future made real estate investment fund's portfolio as a good investment destination can be configured in this study show that can uiuira. Unfortunately, this just became a real estate fund targeted research that many adults in terms of numerical cotton compared to other funds and the lack of absolute compared to analyze all the funds and also weighing more than the numbers we did not get qualified It was left to the research project can be.