

## 요약

### 1. 연구의 배경 및 목적

- 리츠, 부동산펀드와 같은 부동산 간접투자제도가 미미한 성장에 그치고 있음
  - 부동산시장 주변 환경과 구조 변화에 따라 부동산금융시장의 역할에 대한 관심이 고조되고 있음
  - 2001년 리츠, 2004년 부동산펀드 등 부동산시장과 자본시장을 연계하는 부동산 간접투자제도가 지대한 관심 속에 도입되어 운영 중에 있음
  - 제도 도입 후 10여년이 지난 시점에서 평가하면 외형적으로는 어느 정도 성장하였으나, 활용과 규모면에서 당초 기대에 미치지 못한다는 평가가 주류임
- 연구의 목적은 다음과 같음
  - 부동산 간접투자상품의 시장 및 제도 현황과 운용실태를 파악하여 그 역할이 미미한 원인을 진단하고 관련 제도 개선방안을 도출함으로써 부동산 간접투자상품시장의 효율화를 유도하고자 함
- 연구의 주요내용은 다음과 같음
  - 첫째, 부동산 간접투자상품의 두 축인 리츠와 부동산펀드 시장의 현황을 비교 분석하고 관련 제도를 검토하며 기존문헌, 관련법 제정, 해외사례 비교분석 등을 토대로 시장·제도적 문제점과 개선방안을 도출함
  - 둘째, 선행연구 검토를 통한 이론적 근거를 마련한 후 금융분석기법을 적용하여 부동산 간접투자상품시장의 효율성 여부를 진단하고, 효율적 시장과 현 시장 간의 차이를 측정함
  - 셋째, 시장효율성 분석 결과와 구축된 자료를 이용하여 거시계량모형을 이용한

거시경제 파급효과와 산업연관분석을 이용한 국민경제 파급효과를 분석함으로써 효율적인 부동산 간접투자상품시장이 되었을 때의 경제적 파급효과를 추정함

## 2. 부동산 간접투자상품시장 현황

### 1) 부동산 간접투자상품시장 개관

- 부동산 간접투자의 대표적 상품인 리츠와 부동산펀드
  - 리츠와 부동산 펀드는 투자자의 자금을 모은 간접투자기관이 부동산자산을 매입, 운용, 처분하여 발생한 수익을 투자자에게 돌려준다는 점에서 대표적인 부동산 간접투자상품임
  - 리츠는 부동산과 관련된 대출 및 유가증권 등에 투자하여 얻은 운용수익을 분배한다는 점에서는 부동산펀드와 유사하다고 볼 수 있지만 형태, 운용, 유형 측면에서 서로 상이한 부분이 존재
  
- 우리나라 부동산 간접투자상품시장의 현황
  - 국내 부동산경기 침체로 부동산 직접거래가 위축되고 있는 반면 부동산 간접투자 상품시장은 완만하게 성장하고 있으나, 도입 당시 지대한 관심에 비해 성장세가 두드러지지 않음
  - 리츠는 2002년 도입 이후 완만하게 성장하고 있으며, 2015년 3월말 리츠 수는 100개, 순자산은 7조 원 수준이고, 부동산펀드는 2004년 도입 이후 꾸준하게 성장하여 동 시기 펀드 수는 625개, 순자산은 31.5조 원 수준임
  
- 우리나라 부동산 간접투자상품시장의 특징
  - 2008년 글로벌 금융위기 이후 주택, 예금, 펀드 등 전통적 투자수단의 투자수익률이 저조함에 비해 부동산 간접투자상품인 리츠(14%)와 부동산펀드(14%)의 수익률은 상대적으로 높은 실적을 기록하고 있음
  - 리츠는 CR 리츠에서 위탁관리 리츠 중심으로 운용 형태가 변하고, 부동산펀드는

- PF대출형 및 개발형 위주에서 리스크가 작은 임대형 위주로 투자 유형이 변하는 등 고수익·고위험 투자 유형보다 저수익·저위험 투자 형태의 비중이 늘고 있음
- 부동산 간접투자는 침체가 지속되고 있는 주택보다는 수익 창출이 가능한 상업용 부동산을 대상으로 증가하고 있으며, 개인의 투자 비중이 줄어드는 대신 기관투자자의 투자 비중이 늘어나고 있음

## 2) 리츠시장과 제도 현황

### □ 규모 및 수익률

- 국내 리츠의 수는 100개, 총자산은 15조 원, 순자산은 7조 원(2015년 3월 기준)으로, 시장 전체의 규모뿐만 아니라 리츠 하나 당 규모도 미국 대비 1/30, 일본 대비 1/15 정도로 아주 영세한 규모임
- 리츠 수익률은 은행수신금리와 회사채수익률과 같은 전통적인 투자대상의 수익률을 상당히 상회하고 있으며, 이러한 상황은 미국, 일본과 유사함

### □ 관리형태와 투자대상

- 도입 초기 CR리츠가 다수를 차지하였으나 최근에는 위탁관리리츠가 자산 규모면에서 9조 원에 달하며 60%정도를 차지하고 있으며, 법인세 혜택이 없는 자기관리 리츠는 전체리츠에서 작은 비율을 차지함
- 우리나라 리츠의 투자 대상물건은 과거의 오피스 집중 현상이 상당 부분 완화되어 리테일과 물류를 투자 대상으로 하는 리츠가 최근에 증가하고 있는 추세이지만 여전히 오피스의 비중이 절반을 넘고 있음

### □ 공모와 존속기간

- 2015년 6월 기준 108여개 리츠 중 공모리츠는 4개에 불과하며, 2015년 해산된 리츠를 대상으로 살펴보면 해산된 39개 리츠 중 6년 이상 존속한 리츠는 단 2개에 불과 하는 등 존속기간이 아주 짧음

□ 기여

- 부동산과 금융이 결합한 리츠가 국내 시장에 도입되면서 부동산시장의 선진화에 기여하였고, 부동산의 투명성을 개선하는 계기로 작용하여 외국계 투기성 자본과 경쟁할 수 있는 국내 자본의 집결체 역할을 하고 있음

3) 부동산펀드시장과 제도 현황

□ 규모 및 수익률

- 부동산펀드 시장은 최근 5년간 연평균 19% 성장하여 2015년 3월 말 기준 부동산펀드 수는 625개, 순자산 규모는 31.5조 원을 넘어섰음
- 2004년 도입 후 10년여간 비약적인 발전을 이루었으나, 전체 국내 펀드시장에서 차지하는 비율이 10% 이하에 그쳐, 미국, 영국, 일본, 그리고 호주 등 선진국들에 비해 활성화 되지 못하고 있음

□ 공모 및 사모별 부동산펀드 현황

- 2015년 6월말 기준 전체 부동산펀드 설정액에서 공모형 부동산펀드 설정액은 1.1조 원으로 3%의 비중을 차지하고 있으며, 사모형 부동산펀드가 97%임
- 다수의 개인 투자자에게 부동산 투자 기회를 제공할 목적으로 도입된 제도이지만 공모형 부동산펀드상품의 종류가 많지 않고 사모형의 비중이 지나치게 높은 상태임

□ 부동산펀드의 해외 투자현황

- 2015년 6월말 해외에 투자한 부동산펀드는 11.1조 원 규모로 전체 부동산펀드의 33.34% 수준이며, 해외 부동산펀드 역시 공모형보다는 사모형 펀드의 비중이 높음
- 최근의 저금리 기조, 단기 부동산자금의 급증, 그리고 선진국의 부동산 경기 회복 등의 원인으로 31개 자산운용사에서 165개의 부동산펀드가 해외에 투자하고 있으며, 그 중 4개 부동산펀드는 국내·외 혼합투자를 수행하고 있음

## □ 기여

- 저금리-저성장 시대에 대표적 대체 투자재로서 인식되는 부동산펀드는 부동산시장의 안정과 함께 개인 투자자들에게도 전문적 투자집행, 위험회피, 그리고 각종 세금혜택 등의 이점을 제공하였음

## 3. 부동산 간접투자상품시장의 효율성

### 1) 효율성 진단

#### □ 효율성의 개념

- 금융 및 투자와 관련된 연구와 현장에서 활용되고 있는 다양한 개념들은 시장 효율성 가설(efficient market hypothesis)과 밀접한 관련이 있음
- 완전히 효율적인 시장에서 증권의 수익은 공공정보와 과거 성과에 의하여 결정되지 않는다는 약형 효율적시장가설에 근거하여 본 연구에서는 과거 리츠 주식과 부동산 펀드에 대한 정보가 리츠 주식가격과 부동산 펀드가격 변화를 통하여 설명될 수 있는가를 점검함

#### □ 시장범위 및 자료 구성

- 우리나라 리츠시장이 효율적으로 운영되고 있는지를 실증적으로 분석하고 이에 대한 시사점을 도출하기 위하여, 증권시장에 상장된 4개의 리츠를 중심으로 효율성을 점검함
- 부동산 펀드시장의 효율성 점검에서는 자료 획득의 제약 상 해외부동산을 제외하고 국내 부동산 가운데 부동산 임대와 부동산대출채권을 중심으로 실증분석을 진행함

#### □ 리츠의 실증분석 결과

- 리츠의 가격변수를 사용한 단위근 검정 분석 결과 가격수준에서 단위근을 가지고

- 있었으며, 시계열 분석을 위한 적정시차를 확인하기 위하여 자기상관계수 및 편자기상관계수 분석을 실시한 결과 시장이 효율적이지 않다는 결과를 도출함
- ARIMA 모형을 활용하여 4개 리츠를 분석한 결과 과거값은 미래 가격을 예측하는데 통계적으로 유의미한 것으로 나타나고 있으므로 부동산시장이 효율적이지 못하다는 결론을 낼 수 있음
  - 위험프리미엄을 수익의 조건부 분산의 함수로 정의하는 시변불변 GARCH-M 모형을 이용하여 충격에 의한 변동성을 통제할 경우, 리츠시장이 효율적이라고 결론을 내릴 수 없었음
  - 시간의 변화에 따라 과거 수익률이 오늘의 수익률에 미치는 영향에 대한 분석을 통하여 시장의 효율성을 점검할 수 있는 시변가변 GARCH-M 모형을 이용하였을 경우, 4개의 상장 리츠의 경우 효율적이라고 결론 내릴 수 없었음

#### □ 부동산펀드의 실증분석 결과

- 부동산펀드의 8개 종목에 대한 단위근 검정 분석 결과 2개 종목에서 안정적인 시계열로 나타나므로 효율적이지 못하다는 판단할 수 있음
- ARIMA 모형 추정결과는 자기회귀 계수들이 모두 통계적으로 유의하지 않으므로, ARIMA 모형에 근거하여 부동산 펀드시장의 효율성을 판단하는 경우 부동산펀드는 효율적인 시장으로 볼 수 있음
- 시변불변 GARCH-M 모형을 이용하여 분석할 경우, 2개 종목을 제외한 나머지 종목의 경우 분석결과 비효율적이란 것을 확인할 수 있었음
- 시변가변 GARCH-M 모형을 이용하여 부동산 임대형 펀드와 대출채권 펀드에서 각각 하나씩 선정하여 분석한 결과, 효율적이란 결과를 도출함

## 2) 효율성 측정

#### □ 효율성 측정의 개요

- 앞서 분석한 효율성 검정 결과를 수용하여, 부동산 간접투자 상품 시장이 비효율적이라는 전제 하에 효율성의 크기를 측정하고자 함

- 여기에서 효율성은 상대적인 효율성으로서, 부동산 간접투자 상품 시장 내에서 가장 효율적으로 운용되고 있는 상품 대비 그렇지 못한 상품들이 얼마나 비효율적으로 운용되고 있는 지를 측정하는 것임

#### □ 효율성 측정 방법론

- 상대적인 효율성을 측정하는 방법 중 비모수적(non-parametric) 접근법으로서 자료포락분석(DEA; data envelopment analysis)은 최적화 방식으로 경계를 도출하므로 상대적으로 자료의 수가 많지 않은 경우에도 이용할 수 있음
- 이 연구에서는 활용 가능한 자료의 특성과 분석 목적 등을 감안하여 자료포락분석법을 적용하였으며, 효율성 측정 기준과 규모수익에 대한 가정을 중심으로 자료포락분석모형을 구성하여 효율성을 측정하였음

#### □ 리츠의 효율성 측정 결과

- 리츠의 자기자본수익률은 [당기순이익/자본]이므로 개선 가능한 수익률 편차와 자본을 알면 개선 가능한 당기순이익을 구할 수 있음
- 리츠협회의 재무제표 자료기준 2014년 4분기 현재 자본총계는 6조 9351억 원임
- 도출된 자기자본수익률의 개선 가능 폭이 0.012이므로, 분기 당 개선 가능한 당기순이익 규모는 1,219억 원이며, 이를 연 단위로 환산하면 4,875억 원임

#### □ 부동산펀드의 효율성 측정 결과

- 투입산출분석에 사용할 수 있도록 효율성 개선 가능 규모를 도출하기 위해 일일실현수익률의 개선 가능 규모를 이용하여 자산총액의 증가폭을 산출함
- 효율성분석에 사용된 282개 부동산펀드의 2014년 12월 기준 자산총계는 약 44조 원임
- 2014년 12월까지의 누적 일일실현수익률은 1.028이고, 산출기준 효율성 개선 가능 정도는 0.57%가 도출되었으므로, 누적 수익률의 개선 가능폭은 0.016임
- 따라서 증대 가능한 총자산 규모는 약 7천억 원임

## 4. 부동산 간접투자상품시장 활성화의 경제적 파급효과

### 1) 거시경제 파급효과

#### □ 거시경제 파급효과 분석방향

- 거시경제파급효과분석은 연립방정식의 구조모형 형태인 국토연구원의 부동산 시장거시계량모형을 기반으로 부동산시장 및 거시경제 등 관련 부문에 부동산간접투자 상품변수를 적용하여 추정할 수 있는 방안을 마련하였음
- 부동산간접투자 상품에 대한 거시경제 파급효과분석은 전체 시장 규모의 관점에서 분석을 시행하였으며, 부동산펀드의 규모는 설정잔액이고 리츠의 규모는 총자산 기준임

#### □ 행태식 추정

- 부동산펀드와 리츠가 거시경제에 미치는 파급경로는 부동산시장의 주택매매가격, 상업용건축물거래, 비주거용건축허가면적 등의 변화가 건설투자, 민간소비 등의 영향을 통해 GDP에 영향을 미치는 구조로 설계함
- 부동산 펀드와 리츠총자산의 규모가 부동산시장 및 거시경제에 영향을 미칠 수 있도록 행태식을 추정하며, 장기적인 균형관계를 고려할 수 있도록 장기식의 오차항을 단기식의 설명변수로 적용하는 방법을 적용

#### □ 거시경제 파급효과 분석 결과

- 모형의 적합도는 RMSE(Root Mean Squared Error)를 이용하여 측정할 수 있으며, 2010년 1분기부터 2014년 4분기까지 총 4년간의 시물레이션 결과를 이용하여 모형의 적합도를 산출한 결과 대체로 양호한 수준을 나타냈음
- 부동산 간접투자상품시장 규모가 10% 증가할 경우 연평균 실질GDP 0.016%, 건설투자 0.163%, 민간소비 0.006%, 취업자수 0.004% 증가시키는 효과가 발생했음



## 2) 국민경제 파급효과 분석

### □ 국민경제 파급효과 분석 방법

- 앞서 분석한 부동산 간접투자상품시장의 효율성 제고에 따라 개선 가능한 리츠 및 펀드 등 부동산 간접투자상품으로 인한 수익 증가에 따른 국민경제 파급효과를 투입산출모형(Input-Output Model)을 통해 분석함
- 부동산시장에 미치는 영향을 분석하기 위해 산업을 부동산산업, 관련산업, 기타산업 등으로 구분하여 분석결과를 제시함

### □ 국민경제 파급효과 분석 방향

- 부동산 간접투자가 활성화되면 개인은 적은 금액으로 보다 많은 소득을 올릴 수 있고, 이러한 가처분소득을 다시 소비로 지출하면 생산, 부가가치, 고용 등의 측면에서 정(+ )의 유발효과를 발생시키는 등 경제성장에 도움을 줄 것임
- 부동산 간접투자 활성화로 가처분소득이 증가하게 되면 주택거래 또한 증가하게 되어 주거용, 비주거용 건물에 대한 투자가 동시에 증가하게 될 것이며, 민간소비 지출, 건설투자 등 최종수요를 증가시킬 것임

### □ 국민경제 파급효과 분석 결과

- 부동산 간접투자상품시장이 효율화하면, 최종수요 5천억 원 증가로 인한 국민경제 파급효과는 생산유발효과 9천억 원, 부가가치유발효과 4천억 원, 고용유발효과 5천 명, 임금유발효과 1천 6백억 원에 이룸

## 5. 부동산 간접투자상품시장 활성화를 위한 개선방안

### 1) 리츠 활성화를 위한 개선방안

#### □ 공모 활성화 및 대형화

- 투명성 및 신뢰도 제고
- 세제혜택 및 기능 강화
- 투자대상 다양화 및 시장 성숙도 제고
- 앵커 리츠(anchor REITs) 추진

## 2) 부동산펀드 활성화를 위한 개선방안

- 부동산 집합투자증권에서 균질화 강제의 개선
- 부동산펀드시장의 공모화를 위한 노력
- 부동산펀드 취득세의 감면혜택 존속
- 사모 부동산펀드에 대한 규제완화
- 유사한 부동산 간접투자제도들의 이원화 개선
- 부동산펀드의 금전 차입 시 규제에 대한 개선
- 부동산펀드에 의한 부동산 직접 개발 시 문제점의 개선
- 부동산펀드의 환매기간 유연화
- 부동산펀드에서 종합부동산세 과세에 대한 개선
- 환매금지형 부동산펀드의 배당 소득세의 개선