

부동산펀드 성과 영향요인 분석

An Analysis of Relative Importance in Factors Affecting the Rate of Return
of Real Estate Fund(REF)

남 연 우* · 고 석 찬**

Nam, Yeon Woo · Ko, Suk-Chan

目次

- | | |
|-------------------------|----------------------|
| I. 서론 | |
| 1. 연구의 배경과 목적 | 2. 대분류 항목의 중요도 분석 |
| 2. 연구의 범위와 방법 | 3. 중분류 항목의 중요도 분석 |
| II. 이론적 논의 | 4. 소분류 항목의 중요도 분석 |
| 1. 부동산펀드 성과 및 영향요인 | 5. 복합가중치 분석 |
| 2. 선행연구 및 선행연구와의 차별성 | V. 결론 |
| III. 분석기법 및 자료, 표본특성 분석 | 1. 연구의 요약 |
| 1. AHP 분석기법 | 2. 시사점 |
| 2. 자료 및 표본특성 분석 | 3. 연구의 한계 및 향후 연구 과제 |
| IV. 실증분석 | <abstract> |
| 1. 논리적 일관성 검증 | <참고문헌> |

ABSTRACT

1. CONTENTS

(1) RESEARCH OBJECTIVES

The purpose of this study is to identify the relative importance among factors affecting real estate fund(REF) yields.

(2) RESEARCH METHOD

This study employed Analytic Hierarchy Process(AHP). The data for AHP analysis was gathered through questionnaire survey from thirty practitioners and academics specialized in the field of real estate financing.

(3) RESEARCH FINDINGS

The empirical results of this research found that 'real estate factor' and 'economic

*주 저 자 : 단국대학교 대학원 도시계획 및 부동산학과 박사과정, ywnam@sojong.com

**교신저자 : 단국대학교 도시계획·부동산학부 교수, 도시및지역계획학 박사, sukchan@dankook.ac.kr

▷ 접수일(2015년 4월 6일), 수정일(1차 : 2015년 5월 6일, 2차 : 2015년 5월 7일), 게재확정일(2015년 8월 10일)

factor' is more Important than 'fund manager factor' and 'fund management factor'. According to survey most important factor is 'office building', whereas 'hotel & residential property' is second.

2. RESULTS

The results of the study imply that REF firms and managers should consider the relative importance among factors affecting the rate of return to achieve higher REF yields. Searching for better properties with good cash flows and returns should be the first priority for successful management of REF.

3. KEY WORDS

- Real Estate Fund, Factors for Fund Return, Economic Factor, Real Estate Factor, Fund Manager Factor, Fund Management Factor, AHP

국문초록

실무와 학계의 부동산금융 전문가들을 대상으로 설문조사를 AHP분석기법을 사용하여 부동산펀드 운용 성과 영향요인의 상대적 중요도를 분석하였다. 분석결과, 대분류에서는 '대상물건요인', '경기요인'이 '펀드매니저 요인'과 '자산운용사 요인'에 비해 상대적으로 중요하였다. 전문가들은 북미와 아시아의 경제 상황을 중시하고 있으며, 국내 경기에서 수도권이 차지하는 비중을 높게 보고 있다. 또한 '투자대상 물건소재지 시·군의 경기 상황'과 '사무용 건물' 및 '주거숙박용 건물'을 선호하고 있다. '자산운용사 요인' 중 '최근 5년간의 실적'을 중요시하며 '펀드매니저 요인' 관련은 우수한 교육, 전문자격증 보유, 타 경력보유, 높은 운용보수, 복수의 펀드매니저 및 5년 이상의 경력 보유 항목의 중요도가 높게 나타났다. 또한 과거실적이 우수한 펀드매니저가 향후에도 좋은 성과를 낼 것으로 보고 있다. 복합가중치 분석 결과를 중요도 순으로 살펴보면 '사무용 건물(오피스 외)', '주거숙박용 건물(오피스텔, 호텔 외)', '투자대상 물건소재지 시·군 경기 상황', '서울 및 수도권 경제 상황' 순으로 나타나고 있으며, 공동 네 번째 항목은 자산운용사의 최근 5년간의 실적이 유사펀드 수익률의 평균 이상으로 나타났다.

핵심어 : 부동산펀드, 성과 영향요인, 경기요인, 대상물건요인, 운용자요인, 계층적 분석기법

I. 서론

1. 연구의 배경 및 목적

2004년 국내에 도입된 부동산펀드는 2008년 미국의 투자은행인 리먼 브러더스(Lehman Brothers)의 도산으로 촉발된 국제금융위기 이

후 우리나라를 포함한 각국의 경제 활성화 여건 조성을 위해 추진된 저금리 정책을 배경으로 큰 폭의 성장세를 보이고 있다. 금융투자협회 자료에 의하면, 국내 부동산펀드는 2004년 6월 첫 펀드 출시 이후 그 해 8,610억 원의 펀드를 설정한 이래 꾸준한 성장을 거듭하여 2009년 11.2조 원, 2013년 말 현재 24.2조 원의 설정원본금

액을 달성한 것으로 나타났다. 공시의무가 없는 사모펀드의 정확한 수익률은 파악할 수 없으나, 공시된 공모펀드 수익률이 평균 7.2%¹⁾에 이르는 양호한 성과를 나타내었다.²⁾

국내외의 학계와 실무자들은 부동산펀드 수익률이 어떤 요인에 의해 등락하는지에 관심을 가져왔다. 거시경제 변수와 부동산펀드 성과 간의 관계를 중심으로 연구가 이루어진 가운데, Goldstein(1999)³⁾은 미국의 거시경제지표와 미국 리츠(REIT) 수익률 간의 관계성을 연구하여 주식시장이 하락할 때 리츠는 주식과 더 강한 상관관계가 있음을 밝혔다. Ming-Chu Chiang(2013)⁴⁾은 미국의 서브프라임 모기지(sub-prime mortgage) 위기 상황 이후 타이완, 홍콩, 싱가포르, 일본의 리츠 수익률과 주가지수 간에 양(+)의 상관관계가 있음을 보고하였다. 한편, 국내에서도 김은주(2010)⁵⁾, 김종원(2013)⁶⁾을 비롯한 다수의 연구자들이 거시경제지표와 부동산펀드 간의 관계성을 연구하였다. 이 밖에도 김선주(2006)⁷⁾는 주택지수와 오피스 실제자료를 비교하여 오피스가 주택보다 위험도는 낮고 투자성과는 높다는 사실을 규명하여 투자 대상 부동산별로 위험도와 수익률이 다르므로 투자 대상 물건 자체의 특성 요인도 부동산펀드 수익률에 영향을 미치는 주요 요인임을 실증하였다.

부동산펀드 성과에 관한 다른 시각에서의 연구는 거시경제변수 이외에 펀드를 직접적으로 운용하는 운용자의 능력이 펀드 성과에 미친 영

향을 중심으로 이루어졌다. 주로 인적자원이론(human capital theory)을 토대로 펀드운영자의 교육, 경력, 전문자격증 보유 여부가 펀드 운용 능력에 영향을 미쳐 부동산펀드의 운용 성과를 향상시키는지에 관한 연구를 하였으나 James Philpot(2006)⁸⁾의 연구에 의하면 부동산펀드는 인적자원이론이 적용되지 않는 것으로 나타났다. 그러나 국내에서는 아직 부동산펀드 운영자의 능력을 비롯하여 영향요인 간의 상대적 중요성이 펀드 성과에 미친 영향에 관해서는 실증연구가 부족하므로 체계적인 연구가 필요한 실정이다.

선행연구를 종합하면, 부동산펀드의 성과는 거시경제 요인과 투자대상 부동산의 특성을 비롯하여 펀드운영자의 능력 등 제반 영향요인들이 복합적으로 작용한 결과라고 볼 수 있다. 그렇다면 이러한 성과가 어떠한 요인에 의해 달성된 것인지를 파악할 필요가 있다. 외국의 부동산펀드 성과 영향요인에 기초하여 관리하는 것이 국내 부동산펀드 시장에서는 적절치 않을 수도 있어 국내 부동산펀드 성과 영향요인에 대한 별도의 연구가 필요하다.

이러한 동기에서 시작된 본 연구는 국내 부동산금융 전문가를 대상으로 한 설문조사를 통하여 부동산펀드 성과(수익률) 영향요인이 무엇인지를 파악하고자 하였다. 국내 부동산펀드 성과 영향요인과 영향요인의 상대적인 중요도에 관한 구체적인 연구결과는 부동산펀드 운용자와 투자자 모두에게 투자 및 운용 전략 수립 등 중요한

1) 금융투자협회가 공시한 2004년 6월부터 2014년 3월말까지의 모든 공모부동산펀드를 조사하여 1달 미만으로 생존한 2개 펀드를 제외한 55개펀드의 평균수익률을 조사하였다. 최초설정금액에 연율 수익률을 가중평균 하여 계산하였다.

2) 2013년 말 공모펀드의 개수는 57개로 전체 펀드 개수 757개의 7.5%를 점하고 있다.

3) Goldstein, Michael A. and E. F. Nellling, "A REIT Return Behavior in Advancing and Declining Stock Market Returns", *Real Estate Finance*, 1999, 15(4)th ed, pp.68-77.

4) Chiang, Ming-Chu, I-Chun Tsai, Tien-Foo Sing, "Are REITs a good shelter from financial crises? Evidence from the Asian markets", *Journal of Property Investment & Finance*, 2013, 31(3)th ed, pp.237-253.

5) 김은주·고성수, "경제환경 변화에 따른 부동산펀드의 수익률 행태", 부동산연구, 한국부동산연구원, 2010, 제19집, pp.51-73.

6) 김종원·최민섭, "부동산 간접투자 수익률에 영향을 미치는 요인에 관한 연구- 부동산펀드를 중심으로", 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2013, 제19집, pp.143-160.

7) 김선주·이춘섭, "부동산펀드의 자산운용에 관한 연구", 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2006, 제11집, pp.51-67.

8) Philpot, J. & A. Peterson, "Manager characteristics and real estate mutual fund returns, risk and fees", *Managerial Finance*, 2006, 32(12), pp.988-996.

의사결정에 필요한 정보를 제공할 수 있을 것이다. 또한 학술적으로는 국내 부동산펀드 운용성과 영향요인과 영향요인들 간의 상대적 중요성에 관한 이론적 토대 구축에 기여할 수 있을 것이다.

2. 연구범위와 방법

본 연구의 목적은 부동산펀드 성과에 영향을 미치는 영향요인을 항목별로 구분하여 영향요인 간의 상대적인 중요도를 파악하는 것이다. 연구목적을 달성하고자 시간적으로는 2004년 6월 첫 펀드가 결성된 이후 국내의 모든 공사모부동산펀드를 대상으로 하였고, 내용적으로는 이 시기에 나타난 부동산펀드 성과에 영향을 미치는 요인들 간의 쌍대비교를 통하여 중요도를 파악하는 것을 범위로 하였다.

기존 연구는 부동산펀드 성과 영향요인을 파악하고자 세부요인을 중심으로 주로 계량분석 방법을 활용하였으나, 이 경우 요인별 영향력 정도 파악은 가능하나 큰 틀에서 영향요인 간 상대적 중요도 파악이 어려운 단점이 있다. 이러한 단점을 보완하고자 본 연구에서는 부동산펀드 성과에 영향을 미치는 제반 요소를 요인별로 구분하여 설문지를 작성하고, 부동산펀드 운용 경험 있거나 부동산펀드 관련 연구자 등의 전문가를 대상으로 영향요인 간의 상대적인 중요도를 측정하였다. 실무 전문가로는 자산운용사의 펀드매니저 7명, 은행의 부동산금융 분야 7명, 증권사의 부동산금융 분야 9명, 교수/박사 7명을 대상으로 설문조사를 실시하였다.

설문자료 분석방법으로는 계층적분석기법 (Analytic Hierarchy Process: AHP)을 활용하였다. 본 연구에서는 첫 단계로 부동산펀드 운용성과 영향요인 파악을 위하여 항목별로 요인을 계층화하였으며, 전문가 설문 조사 이후 항목별 상대적 중요도를 도출하였다. 분석 결과를 토대로 중요도를 비교·분석하였다(〈표 1〉 참조).

〈표 1〉 단계별 연구 과정

1단계 : “부동산펀드 운용성과 영향요인”에 대한 설문단계 항목별 계층화
2단계 : 전문가 설문 조사
3단계 : 설문의 항목별 상대적 중요도 도출
4단계 : 중요도 비교분석

자료 : 저자 작성

II. 이론적 논의

1. 부동산펀드 성과 및 영향 요인의 개념

부동산펀드의 성과는 단위 기간의 수익률로 측정할 수 있으며, 금융투자협회는 공시의무가 있는 공모부동산펀드의 수익률을 공시하고 있다. 수익률은 단위기간의 기초시점의 기준가격과 기말시점의 기준가격의 차이를 기초시점의 기준가격으로 나누어 계산한다. 여기서 기준가격이란 특정시점의 자산총액에서 부채총액을 차감한 금액을 집합투자증권의 발행 총수로 나눈 1좌(share)당 가격을 의미한다.⁹⁾ 예컨대 월간 수익률 계산은 전월 말일의 기준가격 대비 해당 월 말일의 기준가격의 변동률인 바, 식으로 표현하면 다음과 같다.

$$R_{i,m} = (P_{i,m} - P_{i,m-1}) / P_{i,m-1}$$

$R_{i,m}$ 은 펀드 i 의 m 시점의 월간수익률

$P_{i,m}$ 은 펀드 i 의 m 시점의 기준가격.

부동산펀드 수익률은 부동산펀드 수익률에 영향을 미치는 여러 요인들이 상호 작용한 결과로 나타난다. 부동산펀드를 성공적으로 운용하려면 펀드 수익률에 영향을 미치는 제반 요소들을 파악한 후 이들을 중점적으로 관리할 필요가 있다. 선행연구 검토를 토대로 부동산펀드 수익률 영향요인을 구분하면, 경기 요인, 대상물건 요인, 펀드운용자 요인으로 구분할 수 있다.

9) 하나자산운용(www.hana-assetmanagement.com)은 “기준가격 = (자산총액 - 부채총액) / 집합투자증권발행총수”

경기 요인과 관련한 거시경제지표로는 실물 경제를 나타내는 산업생산지수, 금리 지표인 회사채(3년) 및 외환지표인 환율, 종합주가지수 등을 고려할 수 있다. 최혜림(2011)¹⁰⁾은 산업생산지수가 금융위기 이전에는 리츠에 음(-)의 상관성을 보이나, 금융위기 이후의 상황에서 높은 양(+)의 상관관계를 나타낸다고 하였다. 이는 경제 활성화 정도를 나타내는 산업생산지수가 높을수록 공장용지, 물류단지 등의 부동산 수요가 높아짐을 의미하며, 금융위기 상황의 불경기를 겪은 후 경기회복 수요가 발생한 데 따른 것으로 보인다.

회사채(3년)의 영향 정도에 관해서는 김관영(2007)¹¹⁾, 최혜림(2011)¹²⁾ 및 조성홍(2012)¹³⁾의 연구를 통해 회사채가 리츠에 음(-)의 상관관계에 있음을 파악하였다. 김은주(2009)¹⁴⁾는 주식상승장에서 회사채는 부동산펀드에 음(-)의 영향을 미치지만, 주식하락장에서는 회사채가 부동산펀드에 양(+)의 영향을 미친다고 하였다. 경기 상승 시 투자수요의 증가로 회사채 금리는 통상 상승한다. 또한 개발사업에 PF성 자금으로 운용되는 대출형 부동산펀드는 회사채와 같은 성격을 띠고 있어, 경기 상승 시 부동산펀드에 양(+)의 영향을 미칠 가능성이 높고, 임대형 부동산펀드 역시 경기 상승 시 수요의 증가로 인해 양(+)의

영향을 미칠 가능성이 높다.

환율과 관련하여 최차순(2010)¹⁵⁾과 조성홍(2012)¹⁶⁾은 리츠에 음(-)의 상관성을, 김종원(2013)¹⁷⁾은 환율이 부동산펀드에 양(+)의 상관성을 보이고 있다고 하였다. 대미환율의 하락 즉 원화가치의 상승 시 외환수급 면에서 외환의 유입이 예상되며, 이 경우 풍부한 유동성을 바탕으로 부동산펀드의 수익률은 상승하게 된다. 즉, 환율은 부동산펀드 수익률에 음(-)의 영향을 준다고 볼 수 있다. 주가지수의 부동산펀드에 대한 영향의 정도에 관하여 조성홍(2012)¹⁸⁾은 리츠에 양(+)의 영향을 준다고 하였고, 김종원(2013)¹⁹⁾은 부동산펀드에 음(-)의 영향을 준다고 하였다. 최혜림(2011)²⁰⁾은 주가지수가 리츠에 대하여 금융위기 이후 양(+)의 영향을 주고 있다고 하였다. 이처럼 다수의 선행연구를 통하여 거시경제지표로 표현되는 경기 요인이 부동산펀드 성과에 상당한 영향을 미칠 것으로 추정된다.

부동산펀드 수익률에 영향을 미치는 또 다른 요인으로 대상물건 요인을 들 수 있다. 이는 투자 대상물건 자체의 특성요인으로 투자대상 부동산의 종류, 건물의 연령 등이다. 김선주(2006)²¹⁾는 주택지수와 오피스의 실체자료를 비교하여 오피스가 주택보다 위험도는 낮고 투자성과는 높다고 하여 선호되는 투자 대상물건

- 10) 최혜림·유정석, “리츠 편입을 통한 복합자산 포트폴리오의 분산효과 분석 : 국제금융위기 전·후 기간을 중심으로”, 국토연구, 국토연구원, 2011, 제71집, pp.115-132.
- 11) 김관영·박정호, “부동산투자회사의 수익-위험 특성에 관한 연구”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2007, 제13집, pp.5-20.
- 12) 최혜림·유정석, “리츠 편입을 통한 복합자산 포트폴리오의 분산효과 분석 : 국제금융위기 전·후 기간을 중심으로”, 국토연구, 국토연구원, 2011, 제71집, pp.115-132.
- 13) 조성홍·김영곤, “부동산투자회사(REITs)의 수익률에 관한 요인 분석”, 기업경영연구, 한국기업경영학회, 2012, 제19집, pp.167-192.
- 14) 김은주·고성수, “경제환경 변화에 따른 부동산펀드의 수익률 행태”, 부동산연구, 한국부동산연구원, 2010, 제19집, pp.51-73.
- 15) 최차순, “REITs 수익률 변동요인에 관한 연구”, 감정평가학논집, 한국감정평가학회, 2010, 제9집, pp.53-67.
- 16) 조성홍·김영곤, “부동산투자회사(REITs)의 수익률에 관한 요인 분석”, 기업경영연구, 한국기업경영학회, 2012, 제19집, pp.167-192.
- 17) 김종원·최민섭, “부동산 간접투자 수익률에 영향을 미치는 요인에 관한 연구- 부동산펀드를 중심으로”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2013, 제19집, pp.143-160.
- 18) 조성홍·김영곤, “부동산투자회사(REITs)의 수익률에 관한 요인 분석”, 기업경영연구, 한국기업경영학회, 2012, 제19집, pp.167-192.
- 19) 김종원·최민섭, “부동산 간접투자 수익률에 영향을 미치는 요인에 관한 연구- 부동산펀드를 중심으로”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2013, 제19집, pp.143-160.
- 20) 최혜림·유정석, “리츠 편입을 통한 복합자산 포트폴리오의 분산효과 분석 : 국제금융위기 전·후 기간을 중심으로”, 국토연구, 국토연구원, 2011, 제71집, pp.115-132.
- 21) 김선주·이춘섭, “부동산펀드의 자산운용에 관한 연구”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2006, 제11집, pp.51-67.

에 대한 선호를 파악할 수 있다. 오피스, 창고, 병원 등 선택하는 투자 부동산의 종류에 따라 영위하는 업종이 다르므로 부동산 종류별로 다른 현금흐름(cash flow)의 특성을 나타낸다. 투자 대상 부동산의 상태 즉, 건물의 노후화 정도에 따라라도 가격과 임대수익률이 달라지므로 수익률 역시 달라진다. 이러한 점을 고려한다면 대상 물건요인이 부동산펀드 성과에 영향을 미칠 것으로 추정된다.

부동산펀드 수익률에 영향을 주는 또 다른 요인들은 펀드를 직접 운용하는 운용자에 관한 부분이다. 훌륭한 펀드매니저로 자리 매김하기 위해서는 해당 분야의 교육과 전문자격증이 필요할 것이다. 또한 경험이 있거나 펀드운영 성과에 따른 보수가 높을 경우 더 나은 성과를 예상할 수 있다. J. Philpot(2006)²²⁾은 교육, 경력, 전문자격증 보유 여부가 기술 향상에 작용하여 성과를 증진시킨다고 하는 인적자원이론(human capital theory)이 자본시장에서도 적용될 수 있는지를 연구하였다. 부동산펀드 성과와 펀드매니저 경력 기간, 전문자격증 보유 여부 등과 같은 부동산펀드 매니저의 개별 특질과의 관련성을 연구하였으나, 부동산펀드는 인적자원이론이 적용되지 않는 것으로 나타났다. 국내 부동산펀드의 경우 인적자원이론을 적용할 수 있을지에 관해 검토할 필요가 있으며, 아울러 이러한 펀드매니저를 고용하여 내부 시스템을 거쳐 기업의 성과를 끌어내는 조직요인 즉, 자산운용사 요인도 펀드 성과에 영향을 미치는 영향요인으로 고려할 수 있다.

2. 선행연구 및 선행연구와의 차별성

김관영·박정호(2007)²³⁾는 리츠의 포트폴리오 개선 효과를 검증하기 위하여 2002년 1월

30일부터 2006년 12월 28일까지 상장된 6개의 CR-REITs의 수익률과 채권, 주가지수, 회사채 등의 수익률을 비교분석 하였다. CR-REITs는 채권, 주식과 비교하였을 때 수익은 높고 위험은 낮아 다른 투자자산과 상관관계가 매우 낮은 것으로 나타났다. 따라서 REITs를 포트폴리오에 편입하면 위험은 낮아지고 수익은 개선시킬 수 있어 리츠의 포트폴리오 효과가 존재함을 입증하였다.

김선주·이춘섭(2006)²⁴⁾은 오피스, 주식, 채권의 포트폴리오 구성 시 오피스 구성비가 높을수록 위험률은 감소하고, 수익률은 증가한다고 하였다. 아파트나 주택의 수익률은 오피스에 비해 변동성이 크고 샤프비율은 낮다고 하였다.

장영길·이현석(2010)²⁵⁾은 리스크를 고려한 수익률로 분석하여 금융위기 이전에는 자체의 변동성이 수익률에 영향을 준다고 하였으나 금융위기 이후에는 불확실성과 자본시장의 변동이 주된 영향 요인임을 주장하였다. 즉 안정적인 기간에는 여타 자산과의 상관관계가 낮아 포트폴리오 개선 효과를 기대할 수 있었으나 경제의 불안정성이 심화된 때에는 개별 리스크보다 자본시장 변동성에 더욱 민감하다고 하였다.

조성홍·김영곤(2012)²⁶⁾은 2002년 1월부터 2010년 6월까지 부동산투자회사 종목의 시계열 자료를 구축하여 국내 리츠 주가지수 수익률 영향요인을 분석하였다. 단위근 검정 및 그랜저 인과관계 검정, VAR모형을 통한 충격반응함수, 분산분해 분석을 실시하여 리츠 주가지수 수익률은 청산배당, 환율이 원인변수로 나타난다고 하였다.

J. Philpot와 C. A. Peterson (2006)²⁷⁾은 2001-2003년의 \$63백만 Real

22) Philpot, J. & A. Peterson, "Manager characteristics and real estate mutual fund returns, risk and fees", *Managerial Finance* 32(12), 2006, pp.988-996.

23) 김관영·박정호, "부동산투자회사의 수익-위험 특성에 관한 연구", 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2007, 제13집, pp.5-20.

24) 김선주·이춘섭, "부동산펀드의 자산운용에 관한 연구", 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2006, 제11집, pp.51-67.

25) 장영길·이현석, "국내 국내 REITs의 수익률과 조건부 이분산 모형을 이용한 리스크 분석", 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2010, 제16집, pp.25-40.

26) 조성홍·김영곤, "부동산투자회사(REITs)의 수익률에 관한 요인 분석", 기업경영연구, 한국기업경영학회, 2012, 제19집, pp.167-192.

27) Philpot, J. & A. Peterson, "Manager characteristics and real estate mutual fund returns, risk and fees", *Managerial*

Estate Mutual Fund(REMF)를 대상으로 위험조정 후 수익률, 시장 위험, 운용수수료 및 펀드매니저 경력 기간, 전문자격증 보유 여부, 부동산 경력 여부, 펀드매니저가 복수인지 여부와 같은 펀드매니저 개별 특질을 변수화하여 회귀분석 하였다. 분석결과 팀으로 운용되는 펀드는 단독 펀드보다 낮은 위험 조정 후 수익률을 시현하며, 긴 경력의 펀드매니저는 높은 시장위험 수준을 추구하며, 펀드매니저 개별 특질과 펀드 운용수수료와는 관련성이 없다고 하였다.

국내의 선행연구는 주로 리츠 또는 부동산펀드의 다른 자산과 함께 포트폴리오를 구성할 경우, 리스크는 낮추고 수익률은 안정화시키는 포트폴리오 효과를 논증하거나 거시경제변수가 리츠주가 수익률 또는 부동산펀드 수익률에 어떠한 영향을 끼치는지를 연구하는 논문이 주류를 이루었고, 2008년의 국제 금융위기를 겪으면서 금융위기 전후의 영향력 변화를 실증하는 연구가 주류를 이루어 왔다.

본 연구는 선행 논문에서 다루었던 국내 부동산펀드 성과에 미치는 거시경제요인뿐 아니라 대상물건 요인 및 운용자 변수인 자산운용사 및 부동산펀드 매니저의 특성 요인을 포함한 전문가 설문을 통하여 부동산펀드 수익률에 미치는 주요 요인을 종합적으로 살펴보고자 하였다. 즉, 경기요인을 지역별로 세분화했고, 오피스나 호텔 등 대상물건별로 세분하여 그 차이를 보고자 하였다. 또한 자산운용사의 규모나 실적 별로 차이가 있는지 살펴보았고, 부동산펀드를 직접 운영하는 펀드매니저 요소를 세분하여 부동산펀드 시장에 인적자본(human capital)의 가치가 어떻게 투영되는지를 알아보고자 하였다. 분석방법으로는 AHP 분석기법을 사용한 점이 기존 연구와 차별화할 수 있는 점이다.

III. 분석기법 및 자료, 표본특성 분석

1. 계층분석적 의사결정기법(AHP)에 관한 논의

T. Saaty 에 의해 개발된 AHP (Analytic Hierarchy Process : 계층분석적 의사결정기법)는 의사결정의 계층구조를 구성하고 있는 요소 간의 쌍대비교(pairwise comparison)에 의한 판단을 통하여 평가자의 지식, 경험 및 직관을 포착하고자 하는 의사결정기법이다.²⁸⁾ 의사결정 문제를 요소별로 체계화하여 중요도를 산정하는 데 탁월한 기법으로 평가되고 있는 AHP는 통상 5단계의 의사결정단계를 거친다.

첫 단계는 의사결정 문제의 계층화(hierarchy of decision problem)단계로 이 단계에서는 의사결정 문제를 계층화하여 전체적인 의사결정의 구조를 만든다. 다음은 평가기준의 쌍대비교(pairwise comparison) 단계로서 어떤 계층에 있는 한 기준의 관점에서 직계 하위 계층에 있는 기준들의 상대적 중요도를 평가하기 위하여 평가대상 기준들 간에 1:1로 비교하여 그 결과를 행렬로 나타내는 과정이다.²⁹⁾ 평가척도로는 Saaty가 제안한 1-9점 척도의 사용빈도가 높다.³⁰⁾ 셋째 단계는 쌍대비교 후에 행하는 비교 평가 대상 요소들이 갖는 상대적 가중치(estimation of relative weights)의 추정이다. 넷째 단계는 의사결정자의 판단에 대한 논리적 일관성을 측정하는데, 비일관성 비율(inconsistency ratio)이 0.1을 넘게 되면 의사결정자가 논리적 일관성을 결여하고 있는 것으로 판단한다. 일관성 검정을 위한 일관성지수(Consistency Ratio : CR)는 $(\lambda_{\max} - n) / (n-1)$ 로 산정하는데, $\lambda_{\max}$ 는 언제나 n 보다 크

Finance, 2006, 32(12), pp.988-996.

28) 이현석·신종철·이상엽·심교연, "상업시설의 특성에 따른 소비자 집객 결정기준에 관한 연구", 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제59집, pp.99-111.

29) 송가·김재환·이상엽, "중국 바링허우(80後) 이선도시(二線都市) 아파트 선택에 관한 연구", 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제51집, pp.265-277.

30) Sasty(1980)는 1-9점 척도가 실제치에 가장 근접한 결과를 나타낸다고 보고하였다

나 같기 때문에 λ_{max} 가 n 에 가까운 값일수록 쌍대 비교행렬의 수치들이 일관성을 갖춘 것으로 본다. 또한 1에서 9까지의 정수들을 임의로 추출하여 역수행렬을 작성하고 이로부터 평균 일관성지수를 구한 것을 무작위지표(Random Index : RI)라 한다. 이는 일관성의 허용한도를 나타내는데, 일관성 비율(CR)은 $(CI/RI)/100\%$ 로 산정한다. CR이 0의 값을 나타내면 일관성이 완전함을 의미하며, 반면 CR값이 일정 수준 이상이면 일관성이 부족하여 재검토가 필요함을 의미한다.³¹⁾

〈표 2〉 일관성 지수 및 일관성 비율

일관성지수 (Consistency Ratio : CI)	$(\lambda_{max} - n) / (n-1)$
일관성비율 (Consistency Ratio : CR)	$(CI / RI) / 100\%$

〈표 3〉 무작위 지표 평균

행렬크기	1	2	3	4	5
R.I	0.0	0.0	0.58	0.90	1.12
행렬크기	6	7	8	9	10
R.I	1.24	1.32	1.41	1.45	1.47

자료 : 이현석 외, “상업시설의 특성에 따른 소비자 집객 결정기준에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제59집, pp.99-111.

2. 자료 및 표본특성 분석

본 연구는 계층분석적 의사결정 방법을 활용하여 부동산펀드 운용성과 영향요인을 파악하기 위하여 부동산금융 실무자와 학계 전문가 32명을 대상으로 2015년 1월 9일부터 3월 19일까지 설문조사를 실시하였다(설문에 응한 은행 1명, 증권 1명은 부동산금융 경력 부족으로 조사대상에서 제외하였다). 설문조사에 응답한 전문가의 분야별 분포는 자산운용사의 부동산펀드매니저 7명, 은행의 부동산금융 분야 7명, 증권사의 부동산금융 분야 9명, 부동산금융 분야 교수/박사 7인으로 나타났다. 설문응답자의 인구통계적 특성은 40-50대가 전체의 80% 이상을 차지하였고, 부동산금융 분야 경력은 5

년~9년이 53.4%로 과반이 10년 이내의 경력 소유자이며, 20년 이상 장기경력자는 10%였다. 학력은 응답자의 53.3%가 대학원 이상의 고학력 소지자였다.

〈표 4〉 표본의 특성

분류항목	빈도	유효 퍼센트	누적 퍼센트
부동산금융 분야	자산운용사 (펀드매니저)	7	23.3
	은행	7	23.3
	증권사	9	30.0
	교수 및 박사	7	23.4
학력	대졸 이하	14	46.7
	대학원 이상	16	53.3
연령 분포	50대 이상	6	20.0
	40대	19	63.3
	30대	5	16.7
부동산금융 경력	20년 이상	3	10.0
	15년~19년	4	13.3
	10년~14년	7	23.3
	5년~9년	16	53.4

자료 : 저자 작성

IV. 실증분석

1. 논리적 일관성 검증

설문 내용의 논리적 일관성을 검증하기 위한 장치로서 일관성 비율(Consistency Ratio)을 활용한다. 일관성 비율은 일관성 지수를 난수지수(평균무작위지수)로 나눈 비율이다. 일관성 비율이 10% 이내일 경우 당해 쌍대비교행렬은 일관성이 있다고 규정한다. 본 연구에서는 각 평가자들의 일관성 지수가 대분류, 중분류 및 소분류 항목이 모두 10% 이내에 위치하므로 일관성이 있는 분석으로 추정된다.

2. 대분류 항목의 중요도 분석

설문조사 자료를 토대로 ‘경기 요인’, ‘대상물건 요인’, ‘자산운용사 요인’ 및 ‘펀드매니저 요인’으로 대분류한 4가지 항목 간의 AHP분석기법을 활용한

31) 이현석·신종철·이상엽·심교연, “상업시설의 특성에 따른 소비자 집객 결정기준에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제59집, pp.99-111.

상대적 중요도를 분석한 결과 ‘대상물건 요인’이 0.377, ‘경기요인’이 0.323, ‘펀드매니저 요인’이 0.183, ‘자산운용사 요인’이 0.117로 나타났다. 이는 설문에 응답한 전문가들이 부동산펀드 운영성과 영향요인으로 ‘대상물건요인’과 ‘경기 요인’이 상대적으로 ‘펀드매니저 요인’과 ‘자산운용사 요인’에 비해 중요하게 생각하고 있음을 보여준다. 부동산펀드의 특성상 해당 건물의 종류나 건물의 상태 등 ‘대상물건요인’이 부동산펀드 수익률에 가장 중요하다고 보는 것이며, 근소한 차이로 ‘경기 요인’을 꼽고 있다. 이는 경기 상황이 입점업체의 매출 및 수익 상황에 직접적인 영향을 미치고 연쇄적으로 임대료와 건물의 가치에 영향을 미침으로써 투자수익률에도 직접적인 파급효과를 미치기 때문으로 추정된다.

‘대상물건요인’과 ‘경기요인’의 중요도가 0.32 이상인 것에 비해 ‘펀드매니저 요인’과 ‘자산운용사 요인’은 상대적인 중요도에서 0.2 미만으로 상당한 차이를 보이고 있다. 이는 운용능력이 있는 자산운용사와 펀드매니저의 역할은 현금흐름이 뒷받침되는 수익성 있는 대상 물건을 발굴하는 것이 중요하다는 의미이며, 경기가 뒷받침되지 않고서는 부동산펀드 운용을 통해 우량한 실적을 거두기가 쉽지 않다는 결과로 추정된다. 다만 펀드매니저 요인과 자산운용사 요인을 합할 경우 0.3의 중요도를 나타내므로 두 가지 요소를 합한 요인의 중요도를 간과할 수만은 없음을 시사한다.

〈표 5〉 대분류 항목 중요도 및 일관성 비율

항목	경기 요인	대상물건 요인	자산운용사 요인	펀드매니저 요인
중요도	0.323	0.377	0.117	0.183
일관성비율	0.00			

자료 : 저자 작성

3. 중분류항목의 중요도 분석

1) 경기 요인

부동산펀드 성과에 영향을 미치는 경기요인을 세분화하여 세계경기, 국내경기, 해당지역경기가 상대적으로 어느 정도 중요한지에 관한 응답 자료를

분석한 결과, 응답자들은 ‘해당 지역의 경기 (0.458)’를 가장 중요하게 생각하는 것으로 나타났고, 이어서 ‘국내 경기’와 ‘세계경기’ 순으로 중요하게 여기는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 부동산의 특성인 위치의 고정성으로 인해 세계와 국내경기 보다는 지역의 경제적 상황이 특정 부동산의 수익성에 지대한 영향을 미치고, 이것이 부동산펀드의 운영성과에 직접적으로 반영되기 때문으로 볼 수 있다.

〈표 6〉 중분류 항목(경기요인) 중요도 및 일관성 비율

대분류	중요도	중분류	중요도
경기 요인	0.323	세계 경기	0.206
		국내 경기	0.336
		해당 지역의 경기	0.458
일관성 비율	0.01		

자료 : 저자 작성

2) 대상 물건 요인

대분류 항목 ‘대상물건 요인’의 중분류 항목의 상대적 중요도를 살펴 본 결과, 설문응답자들은 ‘해당 물건의 종류(0.657)’를 ‘건물의 상태(0.343)’보다 훨씬 중요하게 생각하는 것으로 나타났다. 이는 부동산 물건의 종류에 따라 영위 업종이 다르고 그에 따른 현금흐름(cash flow)의 특성이 투자자의 부동산 물건에 대한 선호도에 영향을 미친 것으로 볼 수 있다. 즉, ‘건물의 상태’가 ‘해당 물건의 종류’보다 중요도에서 상대적으로 낮게 평가된 것은 기능적 또는 사용의 편리성은 먼저 건물의 종류가 결정된 후에 고려해야 할 사항임을 의미한다고 볼 수 있다.

〈표 7〉 중분류 항목(대상물건요인) 중요도 및 일관성 비율

대분류	중요도	중분류	중요도
대상 물건 요인	0.377	해당 물건의 종류 (오피스, 공장, 창고 등)	0.657
		건물의 상태 (노후화 정도, 사용의 편리성 등)	0.343
일관성 비율	0.00		

자료 : 저자 작성

3) 자산운용사 요인

대분류 항목 ‘자산운용사 요인’의 중분류 항목

의 중요도를 살펴 본 결과, '자산운용사의 과거 실적(0.734)'의 중요도가 '자산운용사의 규모(0.266)'의 중요도에 비하여 상대적으로 매우 높게 나타남을 알 수 있다. 이는 자산운용사의 규모나 다른 조건보다 해당 펀드를 운용하는 자산운용사의 과거실적이 부동산펀드 수익률에 보다 밀접한 영향을 미치는 것으로 부동산펀드 전문가들은 판단하고 있음을 의미한다.

〈표 8〉 중분류 항목(자산운용사 요인) 중요도 및 일관성 비율

대분류	중요도	중분류	중요도
자산운용사 요인	0.117	자산운용사의 규모	0.266
		자산운용사의 과거 실적	0.734
		일관성 비율	0.00

자료 : 저자 작성

4) 펀드매니저 요인

대분류 항목인 '펀드매니저 요인'의 중분류 항목 구성요소들의 중요도를 살펴 본 결과, '펀드매니저의 과거 실적(0.314)'이 중요도가 가장 높았고, 그 다음으로 '펀드매니저의 경력(기간)(0.226)'의 중요도가 높은 것으로 나타났다. 그 뒤를 이어서 '펀드매니저의 타 경력 보유 여부(0.117)', '펀드운용보수(0.106)', '펀드매니저 숫자(0.1)' 순으로 중요한 것으로 나타났다. '펀드매니저의 전문자격증 소지 여부(0.077)'나 '펀드매니저의 학력(0.059)'은 설문응답자들이 부동산펀드 성과 영향요인의 중요도 측면에서 미미하게 생각하는 것으로 나타났다. 흥미로운 부분은 J. Philpot 와 A. Peterson(2006)³²⁾이 펀드매니저의 전문자격증 보유 여부나 타 경력 보유 여부, 1인 팀 여부 등을 계량화하여 펀드 성과와의 관계성을 연구한 결과 경험, 교육, 훈련이 생산성을 증가시킨다는 '인적자원이론(human capital theory)'이 부동산펀드에 있어서는 적용되지 않는다는 연구결과를 제시하였는데, 본 연구의 분석결과도 Philpot와 Peterson의 연구 결과와 유사하다는 점이다.

〈표 9〉 중분류 항목(펀드매니저 요인) 중요도 및 일관성 비율

대분류	중요도	중분류	중요도
펀드 매니저 요인	0.183	펀드매니저의 학력	0.059
		펀드매니저의 전문자격증 소지 여부	0.077
		펀드매니저의 타 경력 보유 여부	0.117
		펀드운용보수	0.106
		펀드매니저 숫자	0.100
		펀드매니저의 경력(기간)	0.226
		펀드매니저의 과거 실적	0.314
일관성비율	0.01		

자료 : 저자 작성

4. 소분류 항목의 중요도 분석

1) 경기 요인

중분류인 '세계경기'의 소분류 항목의 중요도를 살펴본 결과, '북미경제상황(0.438)'의 중요도가 가장 높았고, 그 다음으로 '아시아 경제상황(0.324)', '유럽 경제상황(0.238)' 순으로 나타났다. 이는 부동산펀드 성과가 우리나라 경제와 상대적으로 더욱 밀접한 관계에 있음을 반영한 결과로 보인다. 또한 중분류인 '국내경기'에서의 소분류 항목의 중요도는 '서울 및 수도권 경제상황(0.636)'이 중요도에서 압도적으로 높았고, 그 다음으로 '광역시 등의 거점지역의 경제 상황(0.253)', '수도권과 광역시를 제외한 지역의 경제상황(0.11)'으로 나타났다. 이러한 응답결과는 우리나라 경제에서

〈표 10〉 소분류 항목(경기요인) 중요도 및 일관성 비율

중분류	소분류	중요도	일관성
세계 경기	북미 경제 상황	0.438	0.01
	유럽 경제 상황	0.238	
	아시아 경제 상황	0.324	
국내 경기	서울 및 수도권 경제상황	0.636	0.07
	광역시 등의 거점지역의 경제상황	0.253	
	수도권과 광역시를 제외한 지역의 경제상황	0.110	
해당 지역의 경기	투자대상 물건소재지 시군 경기 상황	0.607	0.00
	투자대상 물건소재지 구,읍/면 경기상황	0.393	

자료 : 저자 작성

32) Philpot, J. & A. Peterson, "Manager characteristics and real estate mutual fund returns, risk and fees", *Managerial Finance*, 2006, 32(12), pp.988-996.

차지하는 서울 및 수도권 지역의 영향력이 반영된 것으로 여겨진다. 마지막 중분류 항목인 '해당 지역의 경기에서는 '투자대상 물건 소재지 시·군의 경기 상황(0.607)'의 중요도가 '투자대상 물건소재지 구·읍/면 경기상황(0.393)'보다 높게 나타나 투자부동산의 가치는 구와 읍/면 단위의 국소적인 경제 상황보다는 시·군 단위규모의 집적경제가 필요함을 나타내는 것으로 볼 수 있다.

2) 대상 물건 요인

중분류인 '해당 건물의 종류(오피스, 공장, 창고 등)'의 소분류 항목의 중요도를 살펴 본 결과, '사무용 건물(오피스 외)'의 중요도가 0.472로 가장 높았고 '주거숙박용 건물(오피스텔, 호텔 외)'의 중요도가 0.372로서 두 번째로 높았다. 이는 부동산펀드 투자대상 물건으로 사무용 건물과 호텔 등의 수익성 건물에 대한 선호도가 높음을 나타내는 결과로 보인다. 반면, '생산 및 보관용 건물'은 0.156로서 공장, 창고 등에 대한 선호도는 상대적으로 낮게 나타났다.

중분류인 '건물의 상태(노후화 정도, 사용의 편리성 등)'의 소분류 항목의 중요도를 살펴본 결과, '건물의 신축 또는 수선 여부'의 중요도가 0.465로 제일 높았고, '사용자의 편리성 위주의 건물설계 여부(인텔리전트 빌딩, 병원용도 빌딩 등)'이 0.353으로 두 번째로 중요한 것으로 나타났다. 반면, '건물 외관의 독특성과 미적 가치 보유 여부'

〈표 11〉 소분류 항목(대상물건요인) 중요도 및 일관성 비율

중분류	소분류	중요도	일관성
해당 건물의 종류 (오피스, 공장, 창고 등)	사무용건물 (오피스외)	0.472	0.01
	생산및보관용건물 (공장, 창고등)	0.156	
	주거숙박용건물 (오피스텔, 호텔 외)	0.372	
건물의상태 (노후화 정도, 사용의 편리성 등)	건물의 신축 또는 수선 여부	0.465	0.00
	사용자 편리성 위주의 건물설계여부(인텔리전트빌딩 , 병원용도빌딩 등)	0.353	
	건물의 외관의 독특성과 미적 가치 보유 여부	0.181	

자료 : 저자 작성

는 0.181에 불과하여 부동산펀드 운영자들이 새 건물에 대한 선호 및 미적 가치보다는 실용성을 중시함을 알 수 있다.

3) 자산운용사 요인

중분류인 '자산운용사의 규모'의 소분류 항목의 중요도를 살펴 본 결과, '대규모(100명 이상)'이 0.421로 중요도가 가장 높았으나, '중규모(50명 이상~100명 이하)'의 중요도 0.354과는 큰 차이가 나지 않았다. '소규모(50인 이하)'는 0.225로 제일 낮은 수치를 보이고 있다. 이는 전문가들이 볼 때 자산운용사의 인력 규모가 클수록 부동산펀드 운용에 긍정적이긴 하지만 상대적 중요도에 있어서 차이가 크지 않음을 시사한다. 중분류인 '자산운용사의 과거 실적'의 소분류 항목의 중요도를 살펴보면, '최근 5년간의 실적이 유사펀드 수익률의 평균 이상임'의 중요도가 0.799을 나타냄으로써 중요도가 압도적으로 높은 반면, '자산운용사의 과거실적과 관계없음'의 중요도는 0.201를 나타내고 있어 과거 실적을 전문가들이 중요하게 여기고 있음을 알 수 있다.

〈표 12〉 소분류 항목(자산운용사 요인) 중요도 및 일관성 비율

중분류	소분류	중요도	일관성
자산운용사의 규모	소규모(50인이하)	0.225	0.00
	중규모(50명이상-100명이하)	0.354	
	대규모(100명이상)	0.421	
자산운용사의 과거 실적	최근5년간의실적이 유사펀드수익률의 평균이상임	0.799	0.00
	자산운용사의 과거실적과 관계없음	0.201	

자료 : 저자 작성

4) 펀드매니저 요인

중분류 '펀드매니저의 학력'의 소분류 항목의 중요도를 살펴 본 결과, '국내외의 우수한 교육'의 중요도가 0.729로 나타나 교육의 중요성을 인정하고 있고, 중분류인 '펀드매니저의 전문자격증 소지 여부'의 소분류 항목인 '전문자격증 소지'의 중요도는 0.754로서 전문자격증을 소지하는 것이 중요시

되고 있음을 알 수 있다. 또 다른 중분류인 '펀드매니저의 타 경력 보유 여부'의 소분류 항목인 '펀드매니저 외에 다른 경력을 보유'의 중요도는 0.74로서 타 경력을 보유하는 것이 부동산펀드 운용 성과에서 보다 중요함을 나타내고 있다.

한편, 중분류인 '펀드운용보수'의 소분류 항목의 중요도를 살펴보면, '펀드운용보수가 유사 펀드 평균 이상'의 중요도가 0.73으로 높게 나타났으며, 중분류인 '펀드매니저의 숫자'의 소분류 항목인 '해당 펀드운용 펀드매니저가 2인 이상인 경우'의 중요도가 0.652로서 '해당 펀드운용 펀드매니저가 혼자인 경우'의 0.348 보다 매우 높아, 2인 이상이 상호 협의하여 운용하는 것이 리스크 대비 수익률이 높을 수 있음을 암시한다. 또 다른 중분류인 '펀드매니저의 경력(기간)'의 소분류 항목인 '펀드매니저의 경력이 5년 이상'이 0.783으로 나타나 경력의 중요성을 강조하고 있고, 중분류인 '펀드매니저의 과거실적'의 소분류 항목인 '최근 5년간 실적이 유사펀드 평균수익률 이상'의 중요도는 0.809로서 과거 실적이 좋았던 펀드매니저가 향후에도 좋은 결과를 나타낼 것이라는 실무 전문가 집단의 믿음을 강하게 드러내고 있다.

〈표 13〉 소분류 항목(펀드매니저 요인) 중요도 및 일관성 비율

중분류	소분류	중요도	일관성
펀드매니저의 학력	국내외의 우수한 교육	0.729	0.00
	국내외의 보편적 교육	0.271	
펀드매니저의 전문자격증 소지 여부	전문자격증 소지	0.754	0.00
	전문자격증 없음	0.246	
펀드매니저의 타 경력 보유 여부	펀드매니저 외 다른 경력을 보유	0.740	0.00
	펀드매니저 경력만 보유	0.260	
펀드운용 보수	펀드 운용보수가 유사펀드 평균 이상	0.730	0.00
	펀드운용 보수와 무관함	0.270	
펀드매니저 숫자	해당 펀드운용 펀드매니저가 혼자인 경우	0.348	0.00
	해당 펀드운용 펀드매니저 수가 2인 이상인 경우	0.652	
펀드매니저의 경력(기간)	펀드매니저의 경력이 5년이상	0.783	0.00
	펀드매니저의 경력이 5년미만	0.217	
펀드매니저의 과거실적	최근 5년간 실적이 유사펀드 평균수익률 이상	0.809	0.00
	펀드매니저의 과거 실적과 무관함	0.191	

자료 : 저자 작성

5. 복합가중치 분석

복합가중치는 각 단계(대·중·소분류)의 중요도 값을 곱한 수치로서 '부동산펀드 수익률 영향요인 분석'을 위한 상대적 중요도의 항목별 우선순위를 판단할 수 있는 근거가 된다. 30개의 전체 항목 중에서 복합가중치 분석 결과 상위 10개 항목은 '사무용 건물(오피스 외)'이 0.117로서 가장 높게 나왔고, 다음으로는 '주거숙박용 건물(오피스텔, 호텔 외)'이 0.092로 나타났다. 두 항목 모두 중분류는 '해당 건물의 종류'에 해당하는 항목으로 '경기 요인'이나 '운용자 요인'보다도 투자대상 건물의 종류가 가장 중요 요소임을 드러내고 있다. 그 중에서도 오피스 건물에 대한 선호도가 가장 높았고, 그 다음으로 오피스텔, 호텔 등의 주거숙박용 건물에 대한 수요가 높음을 의미한다.

복합가중치 분석에 있어 세 번째 및 네 번째 항목은 대분류 경기요인 중 '투자대상 물건소재지 시·군 경기 상황' 및 '서울 및 수도권 경제 상황'으로 복합가중치는 각각 0.09 및 0.069를 나타내고 있다. 이는 대상물건을 잘 선정하여도 경기 상황이 뒷받침되어야 좋은 성과를 낼 수 있음을 의미하며, 특히 투자대상 물건이 소재한 해당 지역의 경기가 매우 중요함을 나타낸다. 또한 수도권의 경기 상황이 국내 경기 전반에 영향을 미침으로 '서울 및 수도권 경제상황'을 네 번째 중요항목으로 꼽고 있는 것이다.

대분류 '자산운용사 요인' 중 '자산운용사의 최근 5년간의 실적이 유사펀드 수익률의 평균 이상임'이 0.069의 복합가중치를 나타냄으로 공동 네 번째의 중요도 요소로 전문가들은 판단하고 있다. 이는 과거의 실적이 우수한 자산운용사의 펀드 운용 시스템에 대한 전문가들의 신뢰를 의미한다고 볼 수 있다.

여섯 번째로는 '건물의 신축 또는 수선 여부'가 0.06의 중요도로서 신축되었거나 수선된 경우 임대조건이 개선되어 수익률에 직접적인 영향을 미침을 의미한다. 다음으로 '투자대상 물건소재지 구·읍·면 경기상황'이 0.058의 복합가중치를 보였으며, 펀드매니저의 과거 실적의 '최근 5년간 실적이 유사펀드 평균수익률 이상'이 0.047로서 여덟 번

〈표 14〉 복합가중치 분석(대분류, 중분류, 소분류)

전체 일관성 : 0.01

대분류	중요도	중분류	중요도	소분류	중요도	복합가중치	순위
경기 요인	0.323	세계경기	0.206	북미 경제 상황	0.438	0.029	12
				유럽 경제 상황	0.238	0.016	17
				아시아 경제 상황	0.324	0.022	15
		국내경기	0.336	서울 및 수도권 경제상황	0.636	0.069	4
				광역시 등의 거점지역의 경제상황	0.253	0.027	13
				수도권과 광역시를 제외한 지역의 경제상황	0.110	0.012	21
		해당 지역의 경기	0.458	투자대상 물건소재지 시군 경기 상황	0.607	0.090	3
				투자대상 물건소재지 구,읍/면 경기상황	0.393	0.058	7
대상 물건 요인	0.377	해당 건물의 종류 (오피스,공장, 창고 등)	0.657	사무용건물 (오피스외)	0.472	0.117	1
				생산및보관용건물 (공장,창고등)	0.156	0.039	10
				주거숙박용건물 (오피스텔, 호텔 외)	0.372	0.092	2
		건물의상태(노후화 정도, 사용의 편리성 등)	0.343	건물의 신축 또는 수선 여부	0.465	0.060	6
				사용자 편리성 위주의 건물설계여부 (인텔리전트빌딩, 병원용도빌딩 등)	0.353	0.046	9
				건물의 외관의 독특성과 미적 가치 보유 여부	0.181	0.023	14
				소규모(50인이하)	0.225	0.007	28
				중규모(50명이상~100명이하)	0.354	0.011	23
자산 운용사 요인	0.117	자산운용사의 규모	0.266	대규모(100명이상)	0.421	0.013	20
				최근5년간의실적이 유사펀드수익률의 평균이상임	0.799	0.069	4
				자산운용사의 과거실적과 관계없음	0.201	0.017	16
		자산운용사의 과거 실적	0.734	자산운용사의 과거실적과 관계없음	0.201	0.017	16
				국내 외의 우수한 교육	0.729	0.008	27
				국내 외의 보편적 교육	0.271	0.003	32
				전문자격증 소지	0.754	0.011	23
				전문자격증 없음	0.246	0.003	32
펀드 매니저 요인	0.183	펀드매니저의 학력	0.059	펀드매니저 외 다른 경력을 보유	0.740	0.016	17
		펀드매니저의 전문자격증 소지 여부	0.077	펀드매니저 경력만 보유	0.260	0.006	29
				펀드 운용보수가 유사펀드 평균수익률 이상	0.730	0.014	19
		펀드매니저의 타 경력 보유 여부	0.117	펀드 운용 보수와 무관함	0.270	0.005	31
				해당 펀드 운용 펀드매니저가 혼자인 경우	0.348	0.006	29
		펀드매니저숫자	0.100	해당 펀드 운용 펀드매니저수가 2인 이상인 경우	0.652	0.012	21
				펀드매니저의 경력(기간)	0.783	0.032	11
		펀드매니저의 경력(기간)	0.226	펀드매니저의 경력(기간)	0.217	0.009	26
				최근 5년간실적이 유사펀드 평균수익률 이상	0.809	0.047	8
		펀드매니저의 과거실적	0.314	펀드매니저의 과거 실적과 무관함	0.191	0.011	23

자료 : 저자 작성

제의 중요도를 나타내고 있다. 이는 과거 실적이 양호한 펀드매니저의 노하우를 전문가들이 인정하고 있음을 의미하고 있다. 다음으로 ‘사용자 편리성 위주의 건물 설계 여부(인텔리전트 빌딩, 병원 용도 빌딩 등)’ 항목이 0.046, ‘생산 및 보관용 건물(공장, 창고 등)’ 항목이 0.039의 복합가중치를 나타내고 있다.

부동산펀드 수익률 영향요인 분석을 위한 상대적 중요도의 항목별 우선순위를 판단할 수 있는 근거가 되는 30개 항목 중에 위에서 기술한 10개의 항목이 상대적으로 중요한 요인으로 전문가들은 판단하고 있다.

V. 결론

저금리 정책을 배경으로 부동산펀드가 대체투자 수단으로 부각되고 있는 상황에서 부동산펀드의 성공적인 투자와 효율적인 운용을 위해 부동산펀드 성과 영향요인에 대한 상대적인 중요도의 검토가 필요하다. 실무와 학계의 부동산금융 전문가들을 대상으로 설문조사 및 인터뷰를 통해 수집한 자료를 AHP분석기법을 사용하여 부동산펀드 운용 성과 영향요인의 상대적 중요도를 분석하였다.

분석결과, 대분류에서는 ‘대상물건요인’, ‘경기요인’이 ‘펀드매니저 요인’과 ‘자산운용사 요인’에

비해 상대적으로 중요하였다. 대분류 항목인 '경기 요인'의 중분류 항목에서는 '해당지역의 경기', '국내경기', '세계경기'의 순으로 중요한 것으로 나타났다. '대상 물건 요인'의 중분류 항목의 중요도를 살펴 본 결과, '해당물건의 종류'가 '건물의 상태'보다 중요하였고, '자산운용사 요인'의 중분류 항목에서는 '자산운용사의 과거 실적'이 '자산운용사의 규모'보다 압도적으로 중요도가 높았다. '펀드매니저 요인'의 중분류 항목에서는 '펀드매니저의 과거실적'의 중요도가 다른 요인에 비해 중요하였다. 중분류 항목을 종합해 보면 부동산펀드의 특성상 투자부동산이 소재한 지역의 경기가 중요하며, 건물의 종류에 따른 선호도 차이가 있고, 과거실적이 양호한 운용자가 미래에도 좋은 성과를 낼 것으로 전문가들이 판단하고 있음을 알 수 있다.

'경기 요인'의 중분류인 '세계경기'의 소분류 항목의 중요도를 살펴본 결과, 전문가들은 우리나라의 경제가 북미와 아시아의 영향을 많이 받고 있으며, 국내 경기에서 수도권이 차지하는 비중을 매우 높게 보고 있음을 알 수 있다. '해당 지역의 경기'에서는 '투자대상 물건소재지 시군 경기 상황'을 중요하게 여기는 것으로 나타났다. '대상물건 요인'의 중분류 항목에서는 부동산펀드 투자대상으로 '사무용 건물' 및 '주거숙박용 건물'을 상대적으로 선호하고, 신축건물을 보다 선호하며, 건물의 실용성을 중시함을 알 수 있다.

'자산운용사 요인'의 중분류 항목 중에서는 '자산운용사의 규모'가 클수록 선호도가 높으나 큰 차이가 없었고, '최근 5년간의 실적'을 중요시 하는 것으로 나타났다. '펀드매니저 요인'의 소분류 항목 중에서는 '국내외의 우수한 교육'과 '전문자격증 소지' 그리고 '펀드매니저 외에 다른 경력을 보유하는 것이 그렇지 않은 것보다 월등히 높은 중요도를 나타내고 있다. 또한 '펀드운용보수가 유사 펀드 평균 이상'과 '해당 펀드운용 펀드매니저가 2인 이상인 경우' 그리고 '펀드매니저 경력이 5년 이상'의 중요도가 그렇지 않은 경우 보다 매우 높게 나타났다.

또한 과거실적이 우수한 펀드매니저가 향후에도 좋은 성과를 낼 것으로 보고 있음을 알 수 있다.

복합가중치는 대중소분류 각 단계의 중요도 값의 곱으로서 부동산펀드 수익률 영향요인의 상대적 중요도의 항목별 우선순위를 판단할 수 있는 근거가 된다. 30개의 전체 항목 중에서 복합가중치 분석결과 도출된 상위의 중요한 요인을 잘 관리하여 부동산펀드의 투자 및 운용에 대한 효율성을 높일 수 있을 것이다.

결국 부동산펀드의 운용성과를 높이기 위해서는 펀드운영자들이 전국 부동산 시장과 해당 지역경제 상황에 대한 면밀한 분석을 통해 지역경제가 활성화된 지역에 소재하는 수익률이 높은 입지, 용도, 규모의 건물을 선정하고, 건물의 상태 즉, 노후화 정도나 사용의 편리성 등을 살펴보는 것이 상대적으로 중요함을 시사한다. 한편, 부동산펀드 투자자 입장에서 펀드를 운용하는 펀드매니저나 해당 자산운용사의 과거 실적을 면밀히 검토하는 것이 부동산펀드 투자 성과를 높이는 방법인 것으로 나타났다.

본 연구는 전문가 설문을 통해 보다 풍부한 경험과 다양한 부동산금융의 경험을 가진 전문가들 중에서 부동산펀드를 직접 운용하였거나 부동산펀드에 투자 및 관리한 인력을 파악하여 전체 모집단을 대상으로 대표성을 지닐 수 있는 표본을 대상으로 인터뷰 및 설문을 진행하였어야 하지만, 정확한 모집단 파악이 불가능한 상황에서 누적표본추출에 의해 표본을 선정할 수밖에 없었다. 부동산펀드의 역사가 짧고 현재의 여건상 이론과 경험을 함께 갖춘 인력이 많지 않아 분석결과와 객관성이 다소 부족할 수 있다. 또한 부동산펀드 성과 영향요인에 대한 연구라는 포괄적인 연구를 수행함에 따라, 조사대상 분류 항목이 포괄적이라는 한계가 있다. 성과 영향요인의 분류 근거는 선행논문의 분석을 통해 도출되었으나 향후 연구에서는 보다 세밀한 성과 영향요인의 설정이 필요하며, 부동산펀드 수익률 영향요인에 관한 보다 체계적인 연구를 통해 보완할 필요가 있다.

參考文獻

- 강원, “국내 공모부동산펀드의 임대형과 대출형간 수익률 결정요인 비교분석”, 한국경영학회 통합학술발표논문집, 2009.
- 김관영·박정호, “부동산투자회사의 수익-위험 특성에 관한 연구”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2007, 제13집.
- 김범석, “2007~2008년 국제금융위기를 전후한 국내 리츠/부동산펀드와 미국 리츠의 주가동조화 현상”, 부동산연구, 한국부동산연구원, 2010, 제20집.
- 김선주·이춘섭, “부동산펀드의 자산운용에 관한 연구”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2006, 제11집.
- 김은주, “부동산펀드 성과와 특성에 관한 연구”, 건국대학교 박사학위 논문, 2010.
- 김은주·고성수, “경제환경 변화에 따른 부동산펀드의 수익률 행태”, 부동산연구, 한국부동산연구원, 2010, 제19집.
- 김종원·최민섭, “부동산 간접투자 수익률에 영향을 미치는 요인에 관한 연구- 부동산펀드를 중심으로”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2013, 제19집, pp.143-160.
- 박종택, “CR-REITs와 부동산투자신탁의 수익률 결정요인과 위험 특성에 관한 연구”, 세종대학교 박사학위논문, 2003.
- 박학목, “공모형 PF사업의 단계별 문제점 도출 및 중요도 분석”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제53집.
- 송가·김재환·이상엽, “중국 바링허우(80後) 이선도시(二線都市) 아파트 선택에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2012, 제51집.
- 송요섭·이용만, “우리나라 부동산펀드의 성과 측정에 관한 연구”, 주택연구, 한국주택학회, 2011, 제19집.
- 신태호, “주식시장 변동과 REITs의 수익-위험 특성에 관한 연구”, 감정평가학논집, 한국감정평가학회, 2004, 제3집.
- 윤영식·성주한, “부동산 개발사업에 관한 단계별 리스크 요인의 상대적 중요도와 효율적인 리스크 관리 방안에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 제59집, 2014.
- 이영일·민규식, “부동산개발 유형별 PF 위험요인 분석 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 제54집, 2013.
- 이현석·신종철·이상엽·심교연, “상업시설의 특성에 따른 소비자 집객 결정기준에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제59집.
- 장영길·이현석, “국내 국내 REITs의 수익률과 조건부 이분산 모형을 이용한 리스크 분석”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2010, 제16집.
- 정재호·박영호, “AHP 분석에 의한 부동산개발사업의 리스크 관리 방안”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2007, 제30집.
- 조성홍·김영곤, “부동산투자회사(REITs)의 수익률에 관한 요인 분석”, 기업경영연구, 한국기업경영학회, 2012, 제19집.
- 최차순, “REITs 수익률 변동요인에 관한 연구”, 감정평가학논집, 한국감정평가학회, 2010, 제9집.
- _____, “REITs 수익률의 ARIMA Model 설정에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제58집.
- 최혜림·유정석, “리츠 편입을 통한 복합자산 포트폴리오의 분산효과 분석 : 국제금융위기 전·후 기간을 중심으로”, 국토연구, 국토연구원, 2011, 제71집.
- Chiang, Ming-Chu, I-Chun Tsai, Tien-Foo Sing, “Are REITs a good shelter from financial crises? Evidence from the Asian markets”, *Journal of Property Investment & Finance*, 2013, 31(3)th ed.
- Goldstein, Michael A. and E. F. Nelling, “A REIT Return Behavior in Advancing and Declining Stock Market Returns”, *Real Estate Finance*, 1999, 15(4)th ed.
- Malkiel, Burton G., “Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991”, *Journal of Finance*, 1995, 50(2)th ed.
- Philpot, J. & A. Peterson, “Manager characteristics and real estate mutual fund returns, risk and fees”, *Managerial Finance*, 2006, 32(12).
- Saaty, T. L, *The Analytic Hierarchy Process, Planning, Priority Setting, Resource Allocation*, McGraw-Hill, New York, 1980.
- www.molit.go.kr 국토교통부
- www.moleg.go.kr 법제처
- www.hana-assetmanagement.com 하나자산운용