

<연구노트>

# 부동산투자의 스타일에 관한 전문가 인식조사

## An Experts' Perception Survey on the Style of Real Estate Investment

민 성 훈 (Min, Seonghun)\*

< Abstract >

This study surveys the understanding of the investment style, opinion about the style classification, and expected rate of return by style from real estate investment experts in Korea. The result is as follows. Firstly, the experts know the investment style well and expect its spread in the future. Secondly, about the criteria of Core Style, they are more conservative for the sector and region, and more generous for the lease concentration and LTV than the experts in US and UK. This reflects the investment tendency of Korean investors focusing on the prime office buildings in major business districts in Seoul. Lastly, the expected rate of return and capitalization rate by style show rational orders of means and standard deviations, but the levels are much lower than those in US and UK. This seems to be caused by the recent hard competition of investment in Korea. Meanwhile, the proportion of the income return in the total return calculated by the expected rate of return and capitalization rate is similar to the answer of direct question.

Keyword : Real Estate Investment, Investment Style, Style Classification, Perception Survey, Institutional Investor

### I. 서론

부동산에 대한 스타일투자가 국내에 도입된 후 적지 않은 시간이 흘렀다. 국민연금이 가치부가투자를 추구하는 블라인드(Blind) 펀드의 자산운용사를 처음 공개적으로 모집한 것(공고 2011년, 설정 2012년)을 시작으로 보더라도 8년이 지난 셈이다. 사실 기관투자자의 부동산투자가 본격적으로 시작된 2000년대 초반부터, 비록 스타일투자라는 용어는 사용하지 않았지만 대부분 기관투자자는 저위험 저수익의 스타일을 적극적으로 추구해 왔다. 따라서 스타일투자의 역사는 2011년 보다 더 이전으로 거슬러 올라간다고도 볼 수 있다.

스타일투자는 투자대상을 수익과 위험의 특성에 따라 몇 개의 집단으로 분류한 후 특정 집단에 대한 투자

에 집중하는 전략을 말한다. 부동산 분야에서는 저위험 저수익에서 고위험 고수익의 순서에 따라 핵심투자(Core Investment), 가치부가투자(Value-added Investment), 기회투자(Opportunistic Investment) 세 가지로 스타일을 분류하는 것이 일반적이다. 경우에 따라서는 핵심투자과 가치부가투자의 중간에 스타일을 하나 더(Core-plus Investment) 추가하기도 한다. 스타일은 부동산의 등급(Grade)과 유사하지만, 등급이 물건의 특성을 중심으로 분류되는 반면 스타일은 투자의 전략 관점에서 분류된다는 차이가 있다.

어떤 자산의 수익위험 특성을 분석해서 그 스타일을 정의하는 것을 스타일분석이라고 한다. 시장에서 빈번히 거래되고 가격이 쉽게 관찰되는 주식이나 채권과 달리 부동산의 경우 수익을 측정하고 위험을 계량화

\* 본 학회 정회원, 수원대학교 건축도시부동산학부 부교수, smin@suwon.ac.kr

하는 것이 어려워 스타일분석 또한 쉽지 않다. 게다가 지역성이 강한 부동산의 특성은 국가별, 권역별로 스타일분류에 차이를 발생시킨다. 따라서 특정 시기 특정 지역에서 스타일 분류기준에 대해 공감대를 형성하는 것은 효과적인 스타일투자의 중요한 조건이라고 할 수 있다.

국내 부동산시장의 경우 스타일투자에 적극적인 기관투자자가 많지 않고, 사전에 스타일을 공시하고 자금을 모집하는 블라인드 펀드도 활성화되지 않아서 스타일 분류기준에 대한 공감대가 구체적으로 형성되어 있다고 확신하기 어렵다. 본 연구는 이에 대한 현황을 파악하기 위해 국내 전문가를 대상으로 부동산투자의 스타일에 대한 이해, 스타일의 분류기준에 대한 견해, 스타일투자를 통해 기대하는 수익률 등을 조사하고, 그 결과를 미국이나 유럽과 같이 스타일투자가 일반화된 시장의 전문가 인식과 비교하고자 한다. 이를 위해 국내 전문가를 기관투자자, 자산운용사, 서비스회사 세 집단으로 나누어 설문조사를 실시한다.

국내에서 부동산투자의 스타일에 관해 계량적인 분석을 수행한 연구는 소수이지만 발견된다. 그러나 업계 전문가를 대상으로 한 인식조사는 찾아보기 어렵다. 본 연구는 이 분야에 대한 초기 연구라는 점에서 의의를 가지며, 다음의 순서로 진행된다. 먼저 2장에서 부동산투자의 스타일에 관한 이론적 배경과 해외사례를 검토한다. 해외사례는 주로 미국과 유럽의 스타일 분류 과정에서 수행된 전문가 인식조사를 다룬다. 3장에서는 국내 전문가의 인식을 분석한다. 여기서는 부동산의 스타일에 대한 이해, 분류기준, 기대수익률 등 설문조사의 순서대로 응답결과를 요약하고 해외사례와 비교한다. 그리고 5장에서 연구결과와 시사점을 도출한다.

## II. 이론적 배경 및 해외사례

### 1. 관련이론 및 선행연구

투자의 스타일에 대한 이론은 투자성과 즉 수익률에 장기적이고 체계적인 영향을 미치는 결정 요인 분석에 기원을 두고 있다. 스타일 연구자는 수익률의 결정요인 중에서 거시경제변수가 아닌 자산의 특성에 주목하는데, 그중 유의미한 것을 스타일인자(Style Factor)

라고 부른다.

스타일에 대한 본격적인 연구의 시작은 주식 분야에서 이루어진 주가의 이례현상에 대한 분석이었다. 현대 포트폴리오이론(MPT: Modern Portfolio Theory)의 핵심적인 부분인 자본자산 가격결정모형(CAPM: Capital Asset Pricing Model)은 개별 자산의 위험을 시장수익률로 설명 가능한 부분과 그렇지 않은 부분으로 구분하고, 그중 전자인 체계적 위험이 수익률을 결정한다고 설명한다. 그러나 실증적으로는 시장수익률 외에 여러 가지 자산의 특성이 장기적이고 체계적으로 수익률에 영향을 미치는 것으로 밝혀졌는데, 이를 주가의 이례현상이라고 한다. 여기서 주가의 이례현상을 초래하는 자산의 특성들이 곧 스타일인자라고 할 수 있다.

주가의 이례현상을 가장 폭넓게 정리한 학자는 Fama and French(1992, 1993, 1995, 1996, 1998)다. 그들은 기업의 시가총액과 장부가-시가 비율이 주식의 수익률에 영향을 미친다는 3요인 모형을 정립하였다. 3요인 모형은 자산의 특성을 분석하여 투자의 수익위험 수준을 선택할 수 있다는 믿음을 주었을 뿐 아니라 주식 스타일의 구체적인 분류기준도 제시하였다. 주식 분야에서는 이들이 제시한 시가총액을 규모인자, 장부가-시가 비율을 가치성장인자라고 부르며 가장 기본적인 스타일인자로 사용하고 있다.

부동산 분야에서도 수익률에 장기적이고 체계적인 영향을 미치는 결정요인을 밝히기 위한 연구가 오래전부터 이루어졌다. 여기에는 지역과 섹터(Sector)에 대한 연구가 주를 이루었는데, 2000년대에 들어 미국의 NCREIF(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries, 2003)가 이러한 연구들을 종합하여 스타일 분류모형을 제시하기에 이르렀다. 이때 제시된 부동산투자의 스타일이 바로 핵심투자, 가치부가투자 및 기회투자 세 가지다. 이들 스타일은 당시 미국의 기관투자자를 대상으로 한 설문 및 인터뷰에 근거한 것으로서, 이후 미국 뿐 아니라 유럽에서도 널리 받아들여졌다. 한편 INREV(European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles, 2011)은 NCREIF(2003)의 분류기준을 사모 부동산펀드를 중심으로 더욱 발전시켰다. 핵심투자, 가치부가투자 및 기회투자라는 분류방식은 그대로 유지하되, 보다 구체적으로 수치적인 분류기준을 제시한 것이다. 이 두 연구는 부동산투자의 전문가 단체에 의해 수행

되었으며, 실제 투자 경험 및 정보를 바탕으로 이루어졌다는 점에서 큰 의의를 가진다. 보다 구체적인 분류 기준은 후술할 해외사례에서 살펴보기로 한다.

최근에도 스타일인자의 유의성, 스타일투자의 효과 등을 검정하는 연구가 계속해서 이루어지고 있다. Peng and Thibodeau(2013)은 NCREIF의 자료를 기준으로 핵심투자자와 가치부가투자자의 성과를 비교하여 가치부가투자자가 핵심투자자보다 높은 수익을 제공했다고 보기 어려우며, 특히 부동산 경기가 상승하는 시기에는 가치창출 효과가 더 낮다는 것을 발견하였다. Pagliari(2015)도 NCREIF의 자료를 바탕으로 스타일별 수익위험 특성을 비교하였다. 그는 총위험을 기준으로 한 위험조정수익률을 계산하여 가치부가투자자의 성과가 핵심투자자에 미치지 못하였다고 보고하였다.

국내에서는 민성훈·고성수(2012), 민성훈(2013) 등이 투자스타일에 대한 연구를 수행하였다. 민성훈·고성수(2012)는 부동산의 수익률을 분석함으로써 스타일을 정의하는 수익기반 스타일분석(RBSA: Return-based Style Analysis)을 다루었으며, 민성훈(2013)은 부동산펀드의 특성을 분석하여 스타일을 정의하는 자산기반 스타일분석(PBSA: Portfolio-based Style Analysis)를 다루었다. 이들 연구는 미국이나 유럽에서 이루어진 전형적인 스타일 분석의 기법들을 국내 시장에 적용해보았다는 점에서 의의를 가진다.

## 2. 해외 스타일분류 사례

NCREIF(2003)와 INREV(2011)의 스타일 분류기준과 그에 대한 전문가의 의견을 보다 구체적으로 정리하면 다음과 같다.

NCREIF(2003)의 경우 부동산투자의 스타일에 관해 전문가를 상대로 수차례 공식적인 회의, 발표 및 의견수렴을 거쳐 분류기준을 수립하였다. 그 과정에서 실제로 투자업무에 종사하는 전문가를 상대로 심층적인 인터뷰도 진행하였다. 인터뷰는 핵심투자, 가치부가투자, 기회투자 세 가지 스타일에 대한 전문가의 의견을 섹터, 투자특성, 레버리지, 수익목표 등으로 나누어 진행하였다. 그 결과는 <표 1>과 같다.

첫째, 섹터의 경우 오피스, 리테일, 산업부동산, 공동주택 정도가 전통자산으로 분류되고, 핵심투자자는 이 범위 내에 있을 뿐 아니라 이미 운영 중이고 임대된

상태의 자산만을 대상으로 해야 한다는 것이 주된 의견이었다. 가치부가투자에는 여기에 호텔, 자가창고, 노인주택 등 비전통자산까지 포함되며, 기회투자는 섹터에 구애받지 않을 뿐 아니라 부실채권 등 실물자산이 아닌 것까지 포함된다고 판단하였다.

둘째, 투자특성의 경우 핵심투자자는 핵심 입지에 소재한 대규모, 고품질 자산만을, 가치부가투자자는 재임대, 재개발 등 자산가치 상승을 위한 노력이 수반된 투자까지, 기회투자는 부실자산, 해외자산, 건물이 없는 토지 등에 대한 투자까지 대상으로 하는 것으로 판단하였다.

셋째, 레버리지의 경우 핵심투자자는 LTV 30~50% 이하, 가치부가투자자는 LTV 70% 이하, 기회투자는 LTV 75% 이상까지 허용되는 것으로 판단하였다. 특이한 점은 핵심투자의 LTV에 대한 의견 편차가 가장 크다는 것이다. 레버리지는 투자의 수익 및 위험에 미치는 영향이 매우 크므로 저위험 저수익을 추구하는 핵심투자에서 전문가 간에 의견이 쉽게 일치하지 않는 것으로 생각된다.

넷째, 수익목표의 경우 총수익률을 기준으로 핵심투자는 10~12%, 가치부가투자자는 12~15%, 기회투자는 15% 이상 등 절대수치로 응답한 전문가도 있었고, 핵심투자는 NPI(NCREIF Property Index) 수준, 가치부가투자자는 NPI + 200bp, 기회투자는 NPI + 500bp 등 벤치마크 대비 상대수치로 응답한 전문가도 있었다. 단, 이들 응답은 2003년 이전에 이루어진 것이므로 현재 시점에서 수치가 가지는 의미는 크지 않다. 각 스타일별 목표수익률에 대해서는 최근의 자료를 통해 뒤에서 살펴본다.

이를 근거로 NCREIF(2003)가 제시한 스타일 분류 기준은 <표 2>와 같다. <표 1>을 통해 살펴본 전문가 인터뷰에 추가적인 조사를 더하여 보다 상세한 분류기준을 제시하고 있는데, 기본적인 개념은 크게 다르지 않다. 다만, 부동산의 특성 뿐 아니라 펀드매니저에 대한 통제와 같은 투자구조를 추가한 것은 주목할 만하다.

<표 1> NCREIF(2003) 스타일에 대한 전문가 조사

구분	핵심투자	가치부가투자	기회투자
섹터	운영 중이고 상당부분 임대된 오피스, 리테일, 산업부동산, 임대주택으로 제한	중위험의 전통자산 저위험의 비전통자산 - 호텔, 자가창고, 노인주택, 농업부동산 등	섹터에 구애받지 않음 부실채권, 메자닌채권 등 기회를 포착하거나, 부동산 또는 자본시장의 비효율성을 활용하는 투자
투자특성	핵심 지역에 입지하며, 규모가 크고, 높은 수준의 품질을 가진 부동산 임대율이 높은 부동산	재임대, 재개발, 자본구조 개편 등 자산가치 상승의 노력이 포함된 투자	부실자산, 해외자산, 토지 등에 대한 투자
레버리지	LTV 30~50% 이하	LTV 70% 이하	LTV 75% 이상도 가능
수익목표	총수익률 10~12% 수익 중 상당부분이 소득수익에서 발생할 것 NCREIF Property Index를 벤치마크로 함	총수익률 12~15% 또는 NPI + 200bp 수익 중 일정부분이 자본이득에서 발생	총수익률 15% 또는 NPI + 500bp 수익의 대부분이 자본이득에서 발생

<표 2> NCREIF(2003) 스타일 분류기준

구분	핵심투자	가치부가투자	기회투자
섹터	주요 섹터에 국한 오피스, 리테일, 산업부동산, 임대주택	주요 섹터 리테일, 호텔, 노인주택, 창고	개발사업, 토지 등 전통적이지 않은 섹터 포함
라이프사이클	운영단계	운영 및 임대단계	개발 및 재개발단계
임대율	높음	중간 또는 선임대가 이루어진 개발	낮음
임대차집중	낮음	중간	높음
임대차갱신	낮음	중간	높음
레버리지	낮음	중간	높음
시장	핵심 지역	핵심 지역 또는 이머징마켓	2차 및 3차 시장, 해외
투자구조	강한 통제	강하거나 중간적인 통제 담보, 선순위 포지션	최소한의 통제 무담보 포지션
포트폴리오 수준의 특성	Core자산 위주로 구성된 포트폴리오 임대위험이나 레버리지비율이 낮고 Non-core 자산비중이 낮음 소득수익 비중이 높고, 변동성이 낮음	Core자산과 기타자산이 섞인 포트폴리오 임대위험이나 레버리지비율이 중간수준 자본수익 비중이 중요하고 변동성이 중간수준임	Non-core자산 위주로 구성되어 자본수익률 비중이 크고 변동성이 높음 개발에 대한 노출, 높은 레버리지, 기타 위험요인의 조합 등

〈표 3〉 INREV(2011) 스타일에 대한 전문가 조사

구분	핵심투자	가치부가투자	기회투자
레버리지	낮은 LTV	중간 LTV	높은 LTV
개발에 대한 노출	없거나 매우 낮을 것	투자의 일정부분을 개발에 배분	투자의 상당부분을 개발에 배분
총수익에서 소득수익이 차지하는 비중	총수익 중 대부분이 소득수익에서 발생할 것	소득수익과 자본수익이 균형을 이룰 것	총수익의 대부분이 자본수익에서 발생
섹터(및 자산특성)	수익형 자산이 대부분일 것	섹터에 구애받지 않음 재임대, 재개발 등 자산가치 상승을 위한 액티브 투자를 포함할 것	자산가치 상승을 위한 액티브 투자에 적극적일 것
국가 및 분산투자			특정한 국가, 지역, 섹터에 집중 가능

한편 INREV의 경우 2004년부터 레버리지와 목표수익률을 중심으로 한 스타일 분류기준을 적용하고 있었으나, 2007년 워킹그룹을 조직하고 이를 개선하기 위한 연구를 진행하여 INREV(2011)을 발표하였다. INREV(2011)은 부동산펀드의 위험요소를 크게 펀드 활동(Fund Activity), 펀드의 성격(Vehicle Characteristics), 포트폴리오 구성(Portfolio Composition)으로 구분하고, 200개 이상의 부동산펀드에 대한 계량분석을 통해 레버리지, 개발에 대한 노출, 총수익에서 소득수익이 차지하는 비중, 섹터, 국가, 분산 등 여섯 가지 요소를 도출하였다. 그 과정에서 확인된 전문가의 공감대는 다음과 같다.

첫째, 레버리지, 개발에 대한 노출, 총수익에서 소득수익이 차지하는 비중 등은 NCREIF와 같이 핵심투자, 가치부가투자, 기회투자 순으로 높아지는 것으로 (단, 총수익에서 소득수익이 차지하는 비중은 낮아지는 것으로) 판단하였다. 구체적인 수치는 전문가 조사가 아닌 부동산펀드에 대한 실증분석으로 도출하였다.

둘째, 섹터의 경우 NCREIF(2003)와 마찬가지로 전통자산과 비전통자산을 고려하고는 있으나, 구체적인 용도를 적시하지 않았다. 그보다는 수익형 자산인지 여부, 자산가치 상승을 위한 액티브 투자 여부 등에 주목하였다.

셋째, 국가 및 분산투자의 경우 핵심투자과 가치부가투자에 대해서는 구체적인 제한을 언급하지 않고, 기회투자에 대해서만 특정한 국가, 지역, 섹터에 집중할 수 있는 것으로 판단하였다. 이는 사실상 핵심투자과 가치부가투자에 대해서는 일정 수준 이상의 분산을

제시한 것과 다르지 않다. NCREIF(2003)의 경우 임차인 및 임대차계약의 분산을 중요시한 반면 INREV(2011)은 국가, 지역, 섹터의 분산을 중요시하고 있다.

이러한 전문가의 인식과 실제 부동산펀드에 대한 계량분석을 근거로 INREV(2011)이 제시한 스타일 분류기준은 <표 4>와 같다. 여기에는 비수익 자산의 목표비중, 총수익에서 소득수익이 차지하는 비중, 개발 또는 재개발에 대한 노출, 최대 LTV 등 네 가지 요소가 고려되고 있다. 이는 모두 펀드의 재무비율이라는 점과 구체적인 수치를 제공한다는 점에서 NCREIF(2003)의 분류기준과 차별화된다.

〈표 4〉 INREV(2011) 스타일 분류기준

구분	핵심투자	가치부가투자	기회투자
비수익 자산의 목표비중	≤ 15%	15~40%	> 40%
총수익에서 소득수익이 차지하는 비중	≥ 60%		
개발 또는 재개발에 대한 노출	≤ 5%	5~25%	> 25%
최대 LTV	≤ 40%	40~60%	> 60%

해외 기관투자자의 스타일투자 현황은 PREA(Pension Real Estate Association)의 Investor Report를 통해 파악이 가능하다. PREA는 부동산에 투자하는 미국의 기관투자자를 회원으로 하는 협회 성격의 비영리기

관으로서 부동산투자 통계를 주기적으로 발표하고 있다. PREA의 회원이 운용하는 자산규모는 2017년 기준 2,694,851 million USD이며, 그중 부동산관련 자산은 총 자산의 9% 수준인 242,086 million USD이다. 스타일별 투자규모를 살펴보면 다음과 같다. PREA 회원의 부동산 포트폴리오에서 2016년 기준 가장 큰 비중을 차지하는 것은 핵심투자자 121,499 million USD(62.5%)이다. 기회투자자는 두 번째로 큰 비중을 차지하며 41,566 million USD(21.4%)이며, 제일 낮은 비중을 차지하는 가치부가투자자는 31,424 million USD(16.2%)이다.

<표 5> PREA(2017) 스타일투자 현황

구분	2016		2015	
	\$ Millions	% of Private RE Equity	\$ Millions	% of Private RE Equity
핵심투자	121,498.5	62.5	106,784.7	57.2
가치부가투자	31,423.7	16.2	36,730.7	19.7
기회투자	41,565.5	21.4	43,269.2	23.2
합계	194,487.7	100.0	186,784.6	100.0

### III. 국내 전문가의 스타일에 대한 인식

#### 1. 조사개요

국내 부동산투자 전문가에 대한 설문조사는 2019년 5월 말에서 6월 말까지 총 1개월간 구글 폼(Google Forms)를 이용하여 실시하였다. 조사대상은 연기금, 공제회 등 기관투자자, 부동산펀드, 리츠(REITs: Real Estate Investment Trusts) 등의 자산운용사, 상업용 부동산의 투자, 관리 등에 대해 전문적인 서비스를 제공하는 서비스회사 세 분야 종사자로 구성하였으며, 업무경력을 가급적 균등히 배분하였다.

유효한 응답을 한 응답자는 총 111명이었다. 이중 기관투자자는 27명(24.32%), 자산운용사는 58명(52.25%), 서비스회사는 26명(23.42%)이었다. 구체적인 조사개요는 <표 6>과 같다.

#### 2. 스타일에 대한 이해도 및 필요성

설문의 시작은 스타일에 대한 이해도와 필요성에 관한 것이었다. 질문은 크게 세 개로서 첫째, 본인은 스타일에 대해 알고 있는지, 둘째, 국내의 시장 참여자가 전반적으로 스타일에 대해 알고 있다고 생각하는지, 셋째, 지금보다 스타일투자가 더 확산될 필요가 있는

<표 6> 조사개요

직무		경력			
		5년미만	5-10년	10년이상	Total
기관 투자자	응답자수	7	3	17	27
	직무내 비중	25.93	11.11	62.96	100
	경력내 비중	17.5	11.11	38.64	24.32
자산 운용사	응답자수	22	20	16	58
	직무내 비중	37.93	34.48	27.59	100
	경력내 비중	55	74.07	36.36	52.25
서비스 회사	응답자수	11	4	11	26
	직무내 비중	42.31	15.38	42.31	100
	경력내 비중	27.5	14.81	25	23.42
합계	응답자수	40	27	44	111
	직무내 비중	36.04	24.32	39.64	100
	경력내 비중	100	100	100	100

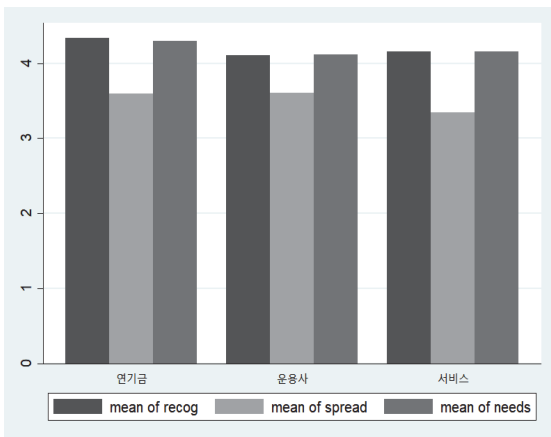
지로 구성하였다. 답변은 이해도나 필요성이 높은 수록 점수 또한 높게 5점 척도로 요구하였다.

<표 7> 스타일에 대한 이해도 및 필요성 (5점 척도)

구분	관측수	평균	표준편차
본인의 이해	111	4.17	1.03
시장의 이해	111	3.54	1.12
확산될 필요성	111	4.17	0.94

응답자의 답변은 첫째, 자신은 스타일에 대해 잘 알고 있으며(평균 4.17), 둘째, 시장 참여자의 전반적인 이해가 높은 편이지만 본인의 이해에 미치지 못하며(평균 3.54), 셋째, 더욱 확산될 필요성 또한 매우 높은 것으로(평균 4.17) 나타났다. 특히 확산될 필요성에 대한 응답의 표준편차가 매우 낮아(0.94), 스타일투자의 중요성에 대해 강하게 공감하는 것을 알 수 있다.

<그림 1> 스타일에 대한 이해도 및 필요성 (5점 척도)



설문에는 스타일투자가 필요한 이유에 관한 질문도 주어진 보기에 대한 복수선택의 형태로 포함하였는데, 투자성과의 평가 > 투자대상의 이해 > 투자전략의 유지 > 투자지수 및 파생상품의 개발 순으로 많은 선택을 받았다. 각 스타일별로 그 수익위험 특성에 상응하는 평가를 받아야 한다는 것과 스타일이 투자자로 하여금 해당 투자의 수익위험 특성을 쉽게 이해하도록 한다는 것은 전문가들 사이에서 잘 알려진 사실이니만큼 높은

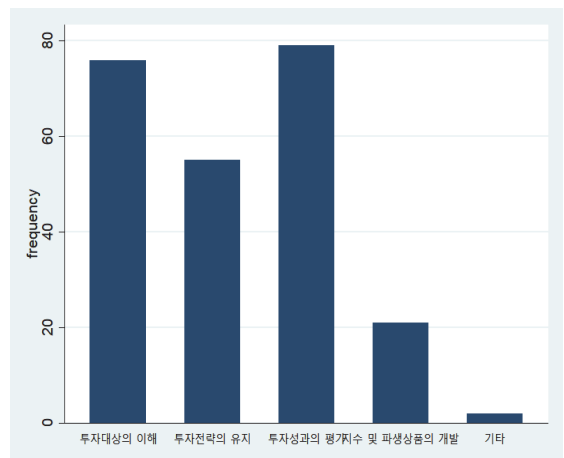
선택을 받았다. 그러나 블라인드 펀드가 운용의 과정에서 스타일의 일관성을 유지하지 못하는 현상(Style Drift)을 방지하는 효과나 지수나 파생상품의 개발과 같은 추가적인 효과에 대해서는 인식이 높지 않았다.

한편 응답을 직무별로 구분해서 나타난 결과는 <그림 3>과 같다. 약간의 차이는 있으나, 직무별로 중요하게 판단하는 항목의 순서에는 큰 차이가 없다. 단, 자산 운용사의 경우만 투자성과의 평가보다 투자대상의 이해를 선택한 응답자가 약간 많았는데, 이는 투자자에게 펀드를 설명하여 자금을 모집하거나 성과를 보고할 경우가 많기 때문인 것으로 판단된다.

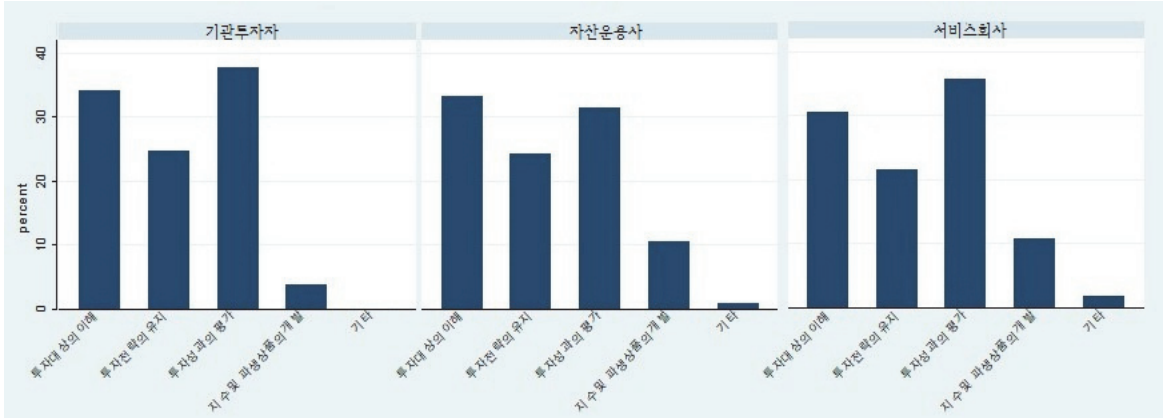
<표 8> 스타일이 필요한 이유 (복수 선택)

구분	선택수	선택비중
투자대상의 이해	76	32.62
투자전략의 유지	55	23.61
투자성과의 평가	79	33.91
투자지수 및 파생상품의 개발	21	9.01
기타	2	0.86
합계	233	100

<그림 2> 스타일이 필요한 이유 (복수 선택)



<그림 3> 스타일이 필요한 이유 (직무별)



### 3. 물리적 특성이 스타일에 미치는 영향

해외 사례에서 가장 기본적으로 고려되는 섹터, 입지, 규모에 대한 국내 전문가의 인식을 조사한 결과는 다음과 같다.

먼저 핵심투자에 적합한 섹터의 범위에 대한 응답은 <표 9>와 같다. 질문은 여러 섹터를 제시하고 그중에서 복수선택 하는 방식으로 하였다. 먼저 오피스를 선택한 응답이 36.79%로 가장 높은 비중을 차지하였다. 그 뒤를 리테일(15.03%), 인더스트리얼(12.44%)이 따랐는데, 그 비중은 오피스에 비해 현저히 낮았다. 이는 오피스, 리테일, 인더스트리얼, 임대주택까지를 전통 자산으로 취급하는 NCREIF(2003)의 견해와 매우 다른 결과이다. 이를 통해 국내 기관투자자의 부동산투자가 여전히 오피스에 집중되어 있으며, 섹터의 확장에 매우 소극적인 것을 확인할 수 있다. 한편 용도는 상관없다는 답변도 21.24%로서 오피스 다음으로 높은 비중을 차지하였다. 이는 전통자산이 아니더라도

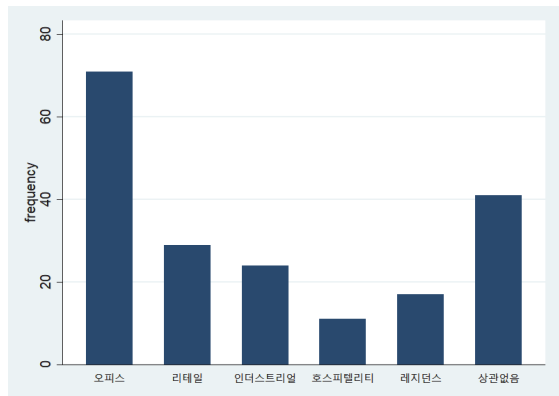
안정적인 수익형 자산이면 핵심투자의 대상이 될 수 있다고 보는 INREV(2011)의 견해와 유사하다. 이러한 성향은 과거 우량한 단일 또는 소수의 임차인이 책임 임대차를 한 부동산에 대한 투자가 다수 이루어진 사례를 통해서도 확인할 수 있다.

핵심투자에 적합한 입지에 대한 응답은 <표 10>과 같다. 질문은 오피스를 기준으로 하였으며, 서울 핵심 권역에서 범위를 넓혀가며 하나를 선택하는 식으로 하였다. 응답은 서울 3대 권역으로 국한된다는 답변이 83.78%로서 압도적으로 높았다. 분당 등 주변 도시까지 포함된다는 응답이 12.61%에 불과한 것은 국내 전문가의 입지에 대한 견해가 여전히 매우 까다롭다는 것을 잘 보여준다.

<표 9> 핵심투자에 적합한 섹터

구분	선택수	선택비중
오피스	71	36.79
리테일	29	15.03
산업부동산	24	12.44
호텔	11	5.7
주거	17	8.81
상관없음	41	21.24
합계	193	100

<그림 4> 핵심투자에 적합한 섹터





&lt;표 10&gt; 핵심투자자에 적합한 입지 (오피스)

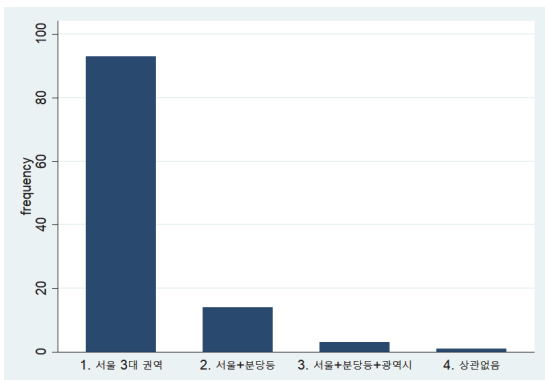
구분	선택수	선택비중
서울 3대 권역	93	83.78
서울+분당등	14	12.61
서울+분당등+광역시	3	2.7
상관없음	1	0.9
합계	111	100

오피스를 기준으로 핵심투자자에 적합한 최소 규모에 대한 질문에는 1만평 이상이라는 답변이 63.06%로 가장 높은 비중을 차지하였다. 그 다음은 3만평 이상이 27.93%의 응답을 받았는데, 1만평에 비해서 응답자수가 크게 낮았다. 핵심투자자에 적합한 입지에 대한 질문에서 가장 높은 응답을 받은 서울 3대 권역 내에는 도시환경정비사업 등을 통해 재개발이 이루어진 곳을 제외하고 그 이상의 규모를 가진 오피스가 흔하지 않다. 이러한 현상이 핵심투자자에 적합한 오피스의 최소규모에 영향을 미친 것으로 판단된다.

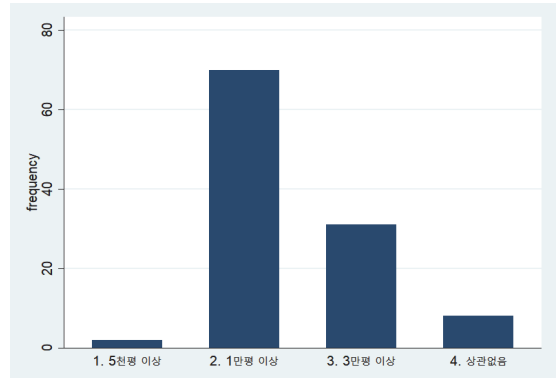
&lt;표 11&gt; 핵심투자자의 최소 규모 (오피스)

구분	선택수	선택비중
5천평 이상	2	1.8
1만평 이상	70	63.06
3만평 이상	31	27.93
상관없음	8	7.21
합계	111	100

&lt;그림 5&gt; 핵심투자자에 적합한 입지 (오피스)



&lt;그림 6&gt; 핵심투자자의 최소 규모 (오피스)



#### 4. 운영적 특성이 스타일에 미치는 영향

NCREIF(2003)는 운영적 특성으로서 임대율과 임대분산을 중요하게 취급하였다. 이와 관련한 질문에 대한 응답은 다음과 같다.

핵심투자자에 요구되는 최소임대율에 대해서는 90% 이상 즉 공실률 10% 이하로 응답한 비율이 57.66%로 가장 높았다. 임대율 95% 이상 즉 공실률 5% 이하로 응답한 비율은 18.02%로 그에 비해 매우 낮았는데, 이는 최근의 임대시장 부진에 기인한 것으로 보인다. 임대율 80% 이상 즉 공실률 20% 이하로 응답한 비율이 19.82%나 차지하는 결과가 이러한 판단을 뒷받침하고 있다.

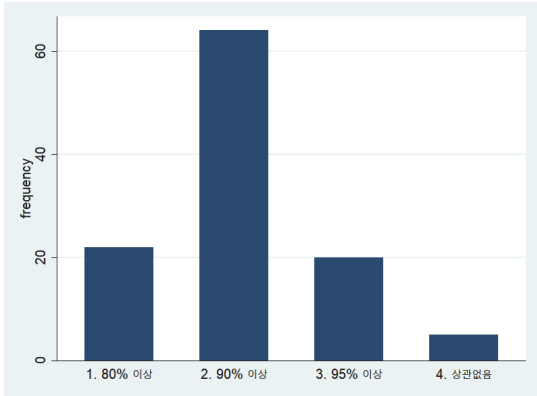
&lt;표 12&gt; 핵심투자자의 최소 임대율

구분	선택수	선택비중
80% 이상	22	19.82
90% 이상	64	57.66
95% 이상	20	18.02
상관없음	5	4.5
합계	111	100

임대분산의 정도에 대해서는 국내 전문가가 미국이나 유럽의 전문가에 비해 매우 관대한 것으로 나타났다. 해외에서 일반적으로 요구하는 다수 분산 응답이 7.21%로 매우 낮은 가운데, 임차인이 우량하다면 소수 집중도 가능하다(38.74%), 단독 임차인도 가능하다(36.04%)는 응답 비율이 매우 높았다. 이는 국내 기관투자자의 안전자산 투자경쟁이 치열해지면서 한동안

소수 또는 단독 임차인에 의한 책임임대차 물건이 선호된 것과 연관이 높아 보인다.

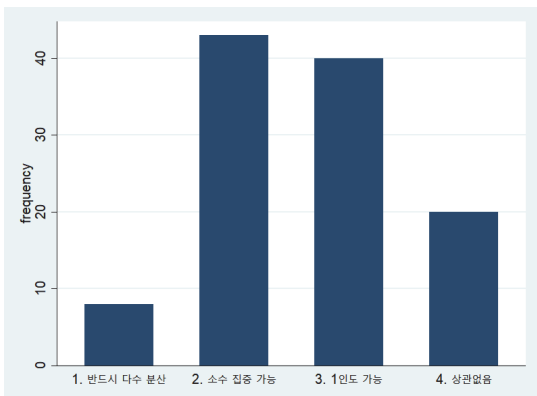
<그림 7> 핵심투자의 최소 임대율



<표 13> 핵심투자에 적합한 임대분산 정도

구분	선택수	선택비중
반드시 다수 분산	8	7.21
소수 집중 가능	43	38.74
1인도 가능	40	36.04
상관없음	20	18.02
합계	111	100

<그림 8> 핵심투자에 적합한 임대분산 정도



### 5. 재무적 특성이 스타일에 미치는 영향

레버리지 비율은 부동산투자의 수익위험 특성을 결정하는 가장 중요한 요소로 여겨지고 있다. 따라서 미국이나 유럽에서는 스타일 구분을 LTV 기준으로 하는

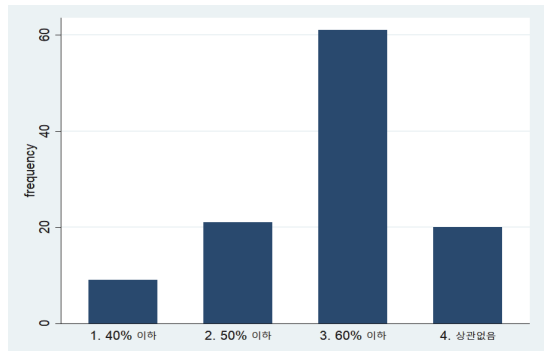
경우도 자주 발견된다.

핵심투자에 적합한 최대 LTV가 얼마인지를 묻는 질문에 대해서는 60% 이하라는 응답이 54.95%로 가장 높게 나타났다. 그 뒤를 따르는 50% 이하 응답은 18.92%에 불과하였다. 이는 30~50% 이하와 40% 이하를 각각 제시하고 있는 NCREIF(2003)나 INREV(2011)에 비해 매우 높은 수준이다. 이는 우량한 상업용 부동산에 대해 국내 은행이나 보험사가 60% 수준의 선순위 담보대출을 제공하는 국내 자본시장의 관행과 관련이 깊은 것으로 생각된다.

<표 14> 핵심투자의 최대 LTV

구분	선택수	선택비중
40% 이하	9	8.11
50% 이하	21	18.92
60% 이하	61	54.95
상관없음	20	18.02
합계	111	100

<그림 9> 핵심투자의 최대 LTV



한편 핵심투자의 최대 LTV에 대해서는 직무 간 유의한 차이가 발견되었다. 가장 많은 응답을 얻은 60% 이하의 비율이 기관투자자 내에서 74% > 자산운용사 내에서 57% > 서비스회사 31% 순으로서, 기관투자자가 레버리지에 가장 관대한 것으로 나타났다. 이는 기관투자자가 투자위험에 가장 민감할 것으로 보는 일반적인 기대와 매우 다른 결과이다. 한편 가치부가투자의 최대 LTV에 대한 질문에서는 70% 이하가 가장 높은 응답을 받았다.

레버리지 못지않게 중요한 재무비율로서 총수익에서 소득수익이 차지하는 비중이 있다. 핵심투자에 적합한 최소 소득수익비중을 묻는 질문에서는 70% 이상

이 46.85%로 가장 큰 응답을 받았다. 90% 이상이 34.23%로 그 뒤를 따르는 것으로 보아 80%대의 소득 수익비중을 요구하는 전문가 비중도 상당할 것으로 예상된다. 이는 최소 60% 이상을 요구하는 INREV (2011)의 견해에 비해 상당히 보수적인 태도이다. 한편 가치부가투자에 대해서는 50% 이상의 소득수익비중을 요구하는 응답이 가장 많았다.

<표 15> 핵심투자의 최대 LTV (직무별)

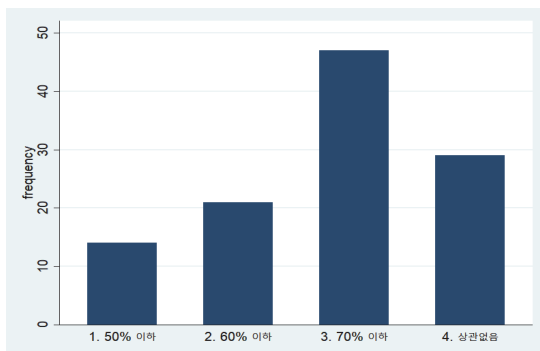
구분	기관투자자	자산운용사	서비스회사	합계
40% 이하	0	4	5	9
50% 이하	4	9	8	21
60% 이하	20 (74%)	33 (57%)	8 (31%)	61
상관없음	3	12	5	20
합계	27	58	26	111

Pearson  $\chi^2(6) = 14.3554$  Pr = 0.026

<표 16> 가치부가투자의 최대 LTV

구분	선택수	선택비중
50% 이하	14	12.61
60% 이하	21	18.92
70% 이하	47	42.34
상관없음	29	26.13
합계	111	100

<그림 10> 가치부가투자의 최대 LTV



## 6. 스타일별 기대수익률 및 자본환원율

스타일별 기대수익률에 대한 답변은 일반적인 기대와 일치하였다. 응답자는 핵심투자에 대해 6.41%, 가치부가투자에 대해 9.83%, 기회투자에 대해 13.53%의 IRR(Internal Rate of Return)을 기대하였는데, <그림 13>에서 보는 바와 같이 기대수익률이 높을수록 그 표준편차가 커지는 경향을 보여주었다.

그러나 기대수익률의 수준은 해외에 비해 매우 낮게 나타났다. NCREIF가 발표하는 부동산펀드의 스타일지수 중에서 핵심투자를 대변하는 NFI-ODCE의 경우 과거 1~5년 평균 수익률이 8~11%를, 가치부가투자를 대변하는 NFI-CEVA의 경우 과거 1~5년 평균 수익률이 14~17%를 기록하고 있다. 이에 비해 국내 전문가의 기대수익률은 3~5% 낮은 수준이다. 낮은 기대수익률은 스타일간 스프레드의 축소로도 이어진다. NFI의 핵심-가치부가투자 간 스프레드가 6% 수준인데 반해 국내 전문가들의 기대치 스프레드는 3~4%에 불과하다. 이는 최근 국내에서 벌어지고 있는 양질의 상업용 부동산 투자경쟁에 기인하는 것으로 보인다.

기대수익률에서 보여준 스타일 간 분포는 자본환원율에서도 유사하게 나타난다. 응답자는 핵심투자에 대해 4.40%, 가치부가투자에 대해 5.98%, 기회투자에 대해 7.38%의 자본환원율을 기대하였는데, <그림 14>에서 보는 바와 같이 자본환원율이 높을수록 그 표준편차가 커지는 경향을 보여주었다.

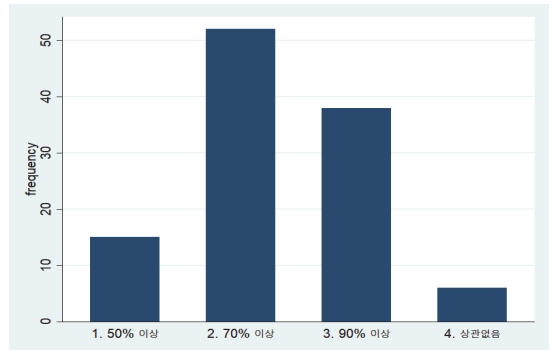
자본환원율이 기대수익률에서 차지하는 비중은 총 수익에서 소득수익이 차지하는 비중과 같은 의미를 가진다. 이 비율을 계산해보면 핵심투자의 경우 68.6%, 가치부가투자의 경우 60.8%, 기회투자의 경우 54.5%가 도출되어, 그 순서가 일반적인 믿음과 일치하는 것을 알 수 있다. <표 17, 18> 및 <그림 11, 12> 또한 최소 소득수익비중을 묻은 앞선 질문에서 핵심투자의 경우 70% 이상을 응답한 비율이 가장 컸고, 가치부가투자의 경우 50% 이상을 응답한 비율이 가장 컸는데, 이 응답과의 일관성도 높다고 판단된다. 이는 응답자 대부분이 부동산투자 실무에 종사하고 있어서 기대수익률이나 자본환원율에 대해서 소신 있고 잘 정리된 인식을 보유하고 있기 때문인 것으로 판단된다. 각 스타일별로 기대수익률과 자본환원율의 분포를 그래프로 나타내면 <그림 16>과 같다. 자본이득이 포함된 기대수익률에 비해 현재 관찰 가능한 자본환원율의 표준

편차가 현저히 작은 것을 확인할 수 있다.

<표 17> 핵심투자의 최소 소득수익비중

구분	선택수	선택비중
50% 이상	15	13.51
70% 이상	52	46.85
90% 이상	38	34.23
상관없음	6	5.41
합계	111	100

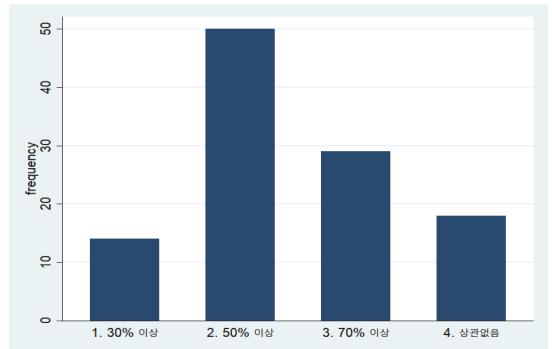
<그림 11> 핵심투자의 최소 소득수익비중



<표 18> 가치부가투자의 최소 소득수익비중

구분	선택수	선택비중
30% 이상	14	12.61
50% 이상	50	45.05
70% 이상	29	26.13
상관없음	18	16.22
합계	111	100

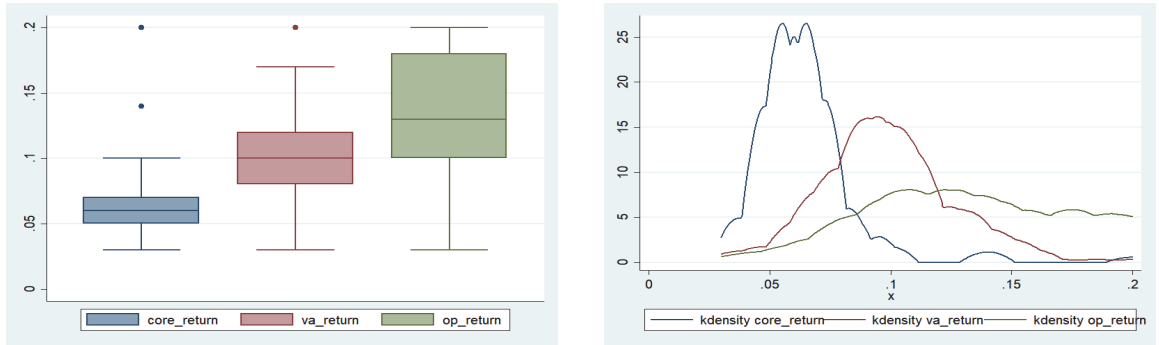
<그림 12> 가치부가투자의 최소 소득수익비중



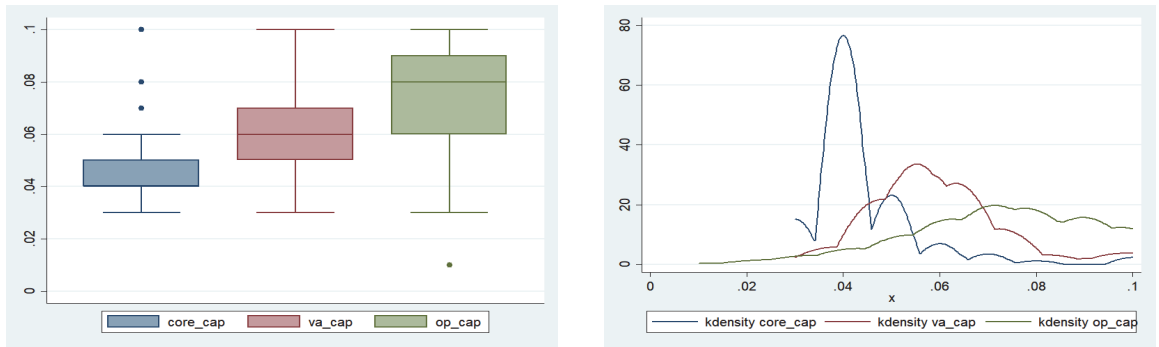
<표 19> 스타일별 적정 기대수익률 및 자본환원율

구분		관측수	평균값	표준편차	최솟값	최댓값
기대수익률	핵심투자	111	0.0641	0.0218	0.03	0.2
	가치부가투자	111	0.0983	0.0277	0.03	0.2
	기회투자	111	0.1353	0.0438	0.03	0.2
자본환원율	핵심투자	111	0.0440	0.0119	0.03	0.1
	가치부가투자	111	0.0598	0.0145	0.03	0.1
	기회투자	111	0.0738	0.0199	0.01	0.1

<그림 13> 스타일별 적정 기대수익률 분포



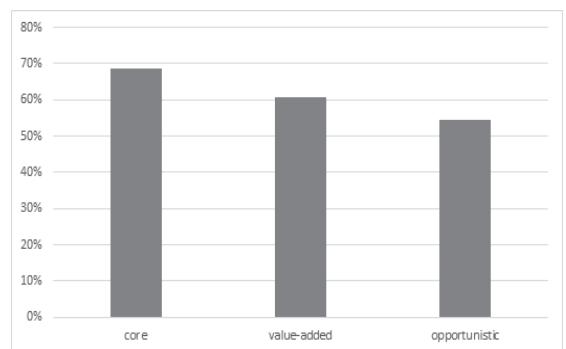
<그림 14> 스타일별 적정 자본환원율 분포



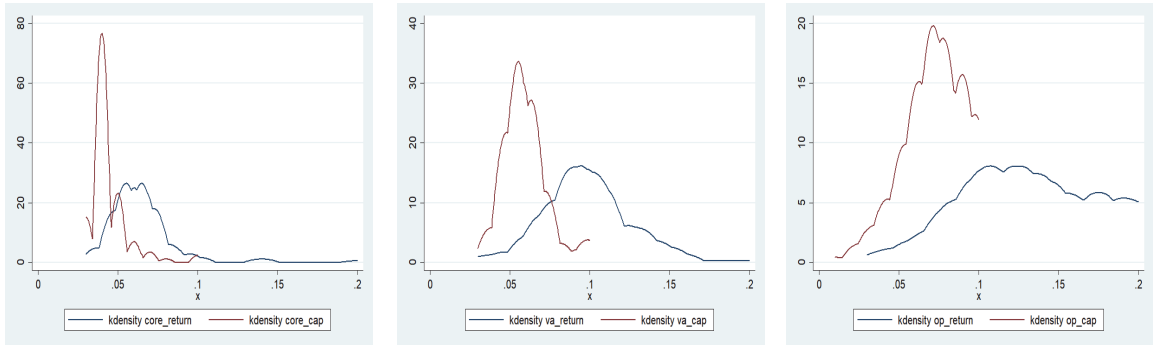
<표 20> 스타일별 적정 소득수익비중

핵심투자	68.6%
가치부가투자	60.8%
기회투자	54.5%

<그림 15> 스타일별 적정 소득수익비중



<그림 16> 스타일별 적정 기대수익률과 자본환원을 비교 (핵심, 가치투자, 기회투자 순)



#### IV. 결론

본 연구는 국내 전문가를 대상으로 부동산투자의 스타일에 대한 이해, 스타일의 분류기준에 대한 견해, 스타일투자를 통해 기대하는 수익률 등을 조사하여 그 결과를 미국과 유럽의 선행연구와 비교하였다. 비교대상은 전문가 협회의 성격을 가지며 부동산 스타일의 분류기준을 제시하고 있는 NCREIF의 2003년 연구와 INREV의 2011년 연구로 선정하였다. 국내 전문가는 기관투자자, 자산운용사, 서비스회사 세 집단으로 나누어 설문조사를 실시하였다.

스타일의 이해에 대한 응답은 다음과 같다. 국내 전문가는 첫째, 본인은 스타일에 대해 잘 알고 있으며, 둘째, 시장 참여자의 전반적인 이해도 높은 편이지만 본인의 이해에는 미치지 못하며, 셋째, 더욱 확산될 필요 또한 매우 높은 것으로 생각하고 있었다. 특히 확산될 필요에 대한 응답의 표준편차가 매우 낮아, 스타일투자의 중요성에 대해 강하게 공감하는 것을 알 수 있다. 스타일투자가 필요한 이유에 대해서는 투자성과의 평가와 투자대상의 이해를 중요하게 꼽았다.

스타일의 분류기준 중 물리적 특성에 대한 응답은 다음과 같다. 첫째, 핵심투자에 적합한 섹터의 범위는 여전히 오피스에 국한되어 섹터의 확장에 매우 소극적이었다. 이는 오피스 뿐 아니라 리테일, 인더스트리얼, 임대주택까지 전통자산으로 취급하는 NCREIF(2003)의 견해와 매우 다른 것이다. 둘째, 핵심투자에 적합한 입지에 대해서는 서울 3대 권역으로 국한된다는 답변이 83.78%로 압도적이었다. 분당 등 주변 도시까지 포함된다는 응답이 12.61%에 불과한 것은 국내 전문가의 입지에 대한 견해가 매우 까다로움을 보여준다.

셋째, 오피스를 기준으로 핵심투자에 적합한 최소 규모에 대한 질문에는 1만평 이상이라는 답변이 63.06%로 가장 높은 비중을 차지하였다. 핵심투자에 적합한 입지에 대한 질문에서 가장 높은 응답을 받은 서울 3대 권역 내에는 도시환경정비사업 등을 통해 재개발이 이루어진 곳을 제외하고 그 이상의 규모를 가진 오피스가 흔하지 않은 점이 영향을 미친 것으로 생각된다.

스타일의 분류기준 중 운영적 특성에 대한 응답은 다음과 같다. 첫째, 핵심투자에 요구되는 최소임대율에 대해서는 90% 이상 즉 공실률 10% 이하로 응답한 비율이 57.66%로 가장 높았다. 이는 최근 서울 3개 권역의 평균공실률을 의식한 결과인 것으로 생각된다. 둘째, 임대분산에 대해서는 국내 전문가가 미국이나 유럽의 전문가에 비해 매우 관대한 것으로 나타났다. 임차인이 우량하다면 소수 집중(38.74%)이나 단독 임차인도(36.04%) 수용하는 응답이 큰 비중을 차지하였다. 이는 국내 기관투자자의 안전자산 투자경쟁이 치열해지면서 한동안 소수 또는 단독 임차인에 의한 책임임대차 물건이 선호된 것과 연관이 높다.

스타일의 분류기준 중 재무적 특성에 대한 응답은 다음과 같다. 첫째, 핵심투자에 적합한 최대 LTV가 얼마인지를 묻는 질문에 대해서 60% 이하라는 응답이 54.95%로 가장 높게 나타났다. 이는 30~50% 이하와 40% 이하를 각각 제시하고 있는 NCREIF(2003)나 INREV(2011)에 비해 매우 높은 수준이다. 둘째, 핵심투자에 적합한 최소 소득수익비율을 묻는 질문에서는 70% 이상이 46.85%로 가장 큰 응답을 받았다. 90% 이상이 34.23%로 그 뒤를 따르는 것으로 보아 80%대의 소득수익비율을 요구하는 전문가 비중도 상당할 것

으로 예상된다. 이는 최소 60% 이상을 요구하는 INREV (2011)의 견해에 비해 상당히 보수적인 태도이다.

기대수익률에 대한 답변은 일반적인 기대와 일치하였다. 핵심투자자에 대해 6.41%, 가치부가투자자에 대해 9.83%, 기회투자자에 대해 13.53%로 점차 높은 IRR을 기대하였다. 그러나 기대수익률의 전반적인 수준은 해외 스타일지수에 비해 매우 낮았다. 이는 최근 국내에서 벌어지고 있는 투자경쟁에 기인하는 것으로 보인다.

자본환원율에서도 스타일 간 분포가 유사하게 나타났다. 응답자는 핵심투자자에 대해 4.40%, 가치부가투자자에 대해 5.98%, 기회투자자에 대해 7.38%의 자본환원율을 기대하였는데, 이를 근거로 총수익에서 소득수익이 차지하는 비중을 계산해보면 핵심투자자의 경우 68.6%, 가치부가투자자의 경우 60.8%, 기회투자자의 경우 54.5%가 도출되어, 그 순서가 일반적인 믿음과 일치하였다. 이는 응답자 대부분이 부동산투자 실무에 종사하고 있어서 기대수익률이나 자본환원율에 대해서 소신 있고 잘 정리된 인식을 보유하고 있기 때문인 것으로 판단된다.

국내 기관투자자가 부동산투자를 본격적으로 시작한 시점을 90년대 말 외환위기 이후로 잡더라도 이제 그 역사가 20년에 이른다. 그간 이 시장이 얼마나 성장했는지는 부동산집합투자기구와 부동산투자회사의 시장규모를 통해서 쉽게 확인할 수 있다. 그러나 이러한 양적 성장에도 불구하고, 스타일투자를 포함한 투자전략에 대한 관심은 그리 크지 않았다. 서울 3대 권역의 오피스에 집중된 기관투자자의 포트폴리오를 통해 이를 확인할 수 있다. 그러나 최근 투자경쟁이 치열해짐에 따라 가치부가투자를 비롯해서 다양한 투자전략이 본격화되고 있다. 이러한 시점에 부동산투자 실무에 종사하는 전문가를 대상으로 스타일에 관한 인식을 조사하고 그 결과를 미국 및 영국과 비교하여 시사점을 도출했다는 점에서 본 연구는 의의를 가진다. 부동산의 경우 거래가 빈번하지 않아서 스타일을 포함한 수익위험 특성의 계량분석이 쉽지 않다. 향후 전문가를 대상으로 한 질적 연구가 풍부하게 이루어져 부족한 계량분석의 공백을 채워야 할 것이다.

## 참고문헌

1. 고성수·민성훈. “부동산 포트폴리오의 스타일분석에 관한 연구 -규모 및 가치성장 인자의 유용성-”, 「부동산학연구」 18권 4호, 한국부동산분석학회, 2012, pp. 5-22
2. 민성훈. “부동산 포트폴리오의 스타일분석에 관한 연구: Core, Value-added, Opportunistic 스타일의 적용 가능성”, 「국토연구」 76권, 국토연구원, 2013, pp. 47-63
3. Baczewski, J., Hands, K. and Lathem, C, NCREIF Styles White Paper Committee. Real Estate Investment Style: Trends from the Catwalk, 2003
4. Fama, E. and French, K, “The Cross-Section of Expected Stock Returns”, *Journal of Finance*, vol. 47 no. 2, 1992, pp. 427-465
5. Fama, E. and French, K., “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, vol. 33, 1993, pp. 3-56
6. Fama, E. and French, K., “Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns”, *Journal of Finance*, vol. 50 no.1, 1995, pp. 131-155