

## 공모부동산펀드보수에 영향을 주는 요인에 관한 연구

### An Empirical Analysis of Public Real Estate Fund Fee

김 은 주 (Kim, Eunjoo)\*

고 성 수 (Koh, Sungsoo)\*\*

#### < Abstract >

There is very little study about the fee of real estate funds because of the short history of real estate funds in Korea. This study demonstrated and analyzed the factors affecting the fee of domestic public real estate fund for the first time in Korea. The period of analysis is from June, 2004 to May, 2009 and total 55 cases of public real estate funds were used.

The result of analysis showed that the size of real estate fund had negative relationship with the fee rate of real estate fund. The total fee rate of PF type real estate fund was smaller than that of Buy-lease type. The fee rates of real estate funds changed according to location and investment assets.

주 제 어 : 부동산펀드, 보수

Keywords : Real Estate Fund, Fee

\* 건국대학교 부동산학 박사, analyst21@naver.com

\*\* 건국대학교 부동산학과 교수, sskoh@konkuk.ac.kr

## I. 서론

2009년 5월말 현재 국내 펀드산업은 약 359조 원으로 매우 폭발적인 성장세를 보이고 있다. 이러한 양적 성장 속에서 업계에서는 끊임없이 펀드관련보수 및 여러 수수료에 대한 논쟁이 끊이지 않고 있다. 2007년 서브프라임 사태로 전반적인 펀드의 수익률이 마이너스(-)가 되었음에도 펀드관련보수 및 수수료는 지속적으로 펀드에서 비용으로 처리되어 빠져나가 투자자의 수익률을 더욱 떨어뜨리는 역할을 하는 경우가 많았다.

펀드와 관련한 보수(관련된 수수료포함)가 높다는 인식이 퍼지면서 투자자들의 다양한 욕구를 충족시키기 위해 펀드보수율이 상대적으로 작은 온라인 전용펀드도 생겨나고 있는 추세이다.

펀드가 편입한 펀드재산이 상대적으로 높은 위험을 수반하거나 펀드운용시 더 세심한 주의가 필요하다면 운용보수율이 높아질 수도 있다. 또한 이러한 펀드는 투자자들에게 펀드의 수익구조와 위험성에 대해 더 상세히 설명해야 하기 때문에 판매보수율도 더 증가될 수 있다고 예상해볼 수 있다.

해외에서는 펀드의 보수(운용보수, 판매보수 및 펀드와 연관된 수수료)와 성과, 규모와의 관계 등에 대한 연구가 학계 및 업계에서 꾸준히

진행되어 오고 있으나, 국내에서는 펀드의 역사가 짧아 부동산펀드)의 보수에 대한 연구뿐만 아니라 일반적인 펀드의 보수에 대한 연구도 거의 없는 실정이다. 부동산펀드는 2004년 6월 처음 설정된 이후 꾸준히 증가하여 2009년 5월말 현재 전체 펀드의 2.24%인 약 8조7,725억원의 시장규모<sup>2)</sup>를 차지하고 있고, 전체 펀드성장보다 더 빠른 성장세를 보이고 있기 때문에 본격적인 부동산펀드의 시장형성에 앞서 부동산펀드의 보수에 대해 연구할 필요가 있다.

본 연구에서는 부동산펀드의 보수를 공시하는 공모형 부동산펀드만을 분석대상으로 삼았다. 부동산펀드의 보수를 총보수, 운용보수, 판매보수로 구분하였고, 부동산펀드 보수에 영향을 미치는 요인으로 부동산펀드의 규모, 운용기간, 판매회사수를 선정하였다. 또한 부동산펀드의 운용방식에 따라 보수가 차이가 나는지, 투자지역과 투자대상에 따라서도 차이가 나는지도 분석하였다.

본 연구는 공모형 부동산펀드의 보수에 영향을 주는 요인에 대해 실증분석한 것으로 이를 바탕으로 부동산간접투자시장에서 부동산펀드에 투자하는 투자자의 투자판단과 자산운용사의 운용 가이드, 펀드판매회사의 판매가이드에 도움이 되고자 한다.

- 1) 부동산펀드는 다수의 투자자들로부터 자금을 모아 부동산, 부동산관련 대출 등에 투자하여 발생하는 운용성과를 분배하는 회사 혹은 투자신탁을 의미한다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’으로 약칭)제229조에 따라 부동산집합투자기구(부동산펀드의 법적명칭)의 정의는 다음과 같다. 부동산집합투자기구는 ‘집합투자재산의 100분의 40이상으로서 대통령령으로 정하는 비율을 초과하여 부동산(부동산을 기초자산으로 한 파생상품, 부동산 개발과 관련된 법인에 대한 대출, 그 밖에 대통령령으로 정하는 방법으로 부동산 및 대통령령으로 정하는 부동산과 관련된 증권에 투자하는 경우를 포함)에 투자하는 집합투자기구’로 정의하고 있다. 이때 자본시장법 시행령 제240조1항에서는 대통령령으로 정하는 비율을 100분의 50으로 정하고 있다.
- 2) 부동산펀드는 맵스프런티어부동산투자신탁1호가 450억원 규모로 2004년 6월 4일 처음으로 설정되어 운용되었고, 2004년말 현재 약 8,610억원으로 전체 펀드설정규모에서 0.46%를 차지하였으나 이후 일반투자자의 부동산간접투자가 활성화되면서 2009년 5월말 현재 전체 펀드규모에서 약 2.24%의 시장규모를 차지하는 등 빠른 성장세를 보이고 있다.

## II. 선행연구

펀드산업이 발달한 미국에서는 끊임없이 펀드 관련 보수(펀드관련 수수료 및 여러 비용<sup>3)</sup> 등을 포함하는 것으로 모든 용어는 '보수'로 통일하기로 함에 대한 연구가 지속되었다.

1988~1991년 기간 동안 운용된 뮤추얼펀드의 보수에 대해 연구한 McLeod and Malhotra(1994)는 펀드의 총보수율은 규모, 운용기간과는 음(-)의 관계를 갖는다고 하였다. Malhotra and McLeod(1997)는 또한 1992년과 1993년도의 펀드를 펀드의 기초자산의 특성에 따라 주식형과 채권형으로 운용형태를 나누어 펀드의 전체 보수에 대해 연구하였다. 그 결과 운용형태에 따라 다른 결과를 보여주었다. 주식형펀드의 총보수율은 규모, 펀드 운용기간과는 음(-)의 관계를 갖는다고 하였다. 그러나 채권형펀드는 총보수율과 규모와는 음(-)의 관계를 나타내나, 운용기간과는 양(+)의 관계를 나타낸다고 하였다.

뮤추얼펀드의 판매관련 보수에 관해 연구한 Kihn(1996)은 판매보수율과 운용기간과는 음(-)의 관계를 갖는다고 하였다. 또한 규모와는 양(+)의

관계를 가지나 통계적으로 유의미하지는 않다고 하였다.

핀란드 뮤추얼펀드시장에 대해 연구한 Korpela and Puttonen(2006)은 2002년에 등록된 뮤추얼펀드의 총보수율은 규모와 양(+)의 관계에 있으나 통계적으로 유의미하지 않았고, 운용기간과는 유의미한 양(+)의 관계를 나타낸다고 하였다. LaPlante(2001)는 1994년에서 1998년 사이의 개방형 뮤추얼펀드를 연구하면서 주식형과 채권형으로 나누어 펀드보수에 관하여 연구하였다. 그 결과 주식형펀드의 총보수율과 규모, 기간과의 관계가 모두 통계적으로 유의미한 음(-)의 관계를 가진다고 하였다. 그러나, 채권형에서는 총보수율과 규모와의 관계가 유의미하지 않지만 음(-)의 관계를 나타냈으며, 운용기간과는 양(+)의 관계를 나타내어 운용형태에 따라 총보수율에 미치는 영향이 차이가 있음을 보여주었다. Dellva and Olson(1998)은 1987년과 1992년 사이의 568개의 뮤추얼펀드의 보수에 관해 연구하였는데, 그들은 펀드의 총보수율과 규모, 운용기간과는 음(-)의 관계를 나타낸다고 하였다.

부동산간접투자 중 REITs<sup>4)</sup>와 관련된 연구에

3) 해외선행연구에서 펀드와 관련된 펀드비용율(expense ratio)로 표현된 것도 용어의 통일을 위하여 모두 '보수'로 보기로 한다.

4) 미국의 REITs(Real Estate Investment Trusts)는 아파트, 쇼핑센터, 오피스, 창고 등과 같은 부동산에 투자하여 얻은 소득을 운용하거나 부동산에 자금을 대여함으로써 발생하는 수익을 투자자에게 되돌려주는 부동산투자회사의 한 형태이다. 국내에서는 부동산간접투자활성화를 위해 미국에서 가장 대중화된 부동산간접투자상품의 하나인 REITs(Real Estate Investment Trusts)와 유사한 상품을 구성할 수 있는 국내REITs(부동산투자회사법에 의한 부동산투자회사)가 도입되었으나 이중과세문제와 도입당시 500억원에 달하는 높은 초기 자본금으로 인해 크게 활성화되지 못하였다. 그러므로 부동산투자회사법에 의한 국내REITs는 해외REITs와 이름은 같아도 해외REITs에 비해 많은 제약이 있어 동일한 특성을 가지고 있는 부동산간접투자상품이라고 하기 어렵다. 2009년 5월말 현재 국내 부동산간접투자의 총 시장규모는 약 11조5,401억원 규모이고, 이중 국내REITs는 24%(약2조7,676억원), 부동산펀드는 76%(약8조7,725억원)으로 국내REITs의 3배 규모를 차지하고 있다. 2001년 도입된 부동산투자회사법에 의한 국내REITs보다 2003년 도입된 간접투자자산운용법(현 '자본시장법'으로 통합)에 의한 부동산펀드는 국내REITs보다 역사는 짧지만 매우 빠른 성장세를 보이고 있고, 해외REITs와 유사한 특성을 보이고 있으므로 본 연구에서는 해외REITs

서는 Ambrose, Highfield and Linneman(2005)이 1990년에서 2001년 사이의 187개 REITs를 연구하였는데, 그들은 REITs의 총자본이 늘어나면 전체 매출대비 일반관리비용의 비율이 줄어든다고 하였다. Yang(2001)은 부동산간접투자의 한 종류인 REITs비용에 있어 규모의 경제가 존재하는지 연구하였다. 그 결과 전체비용과 규모, 이자비용과 규모, 일반관리비와 규모와의 관계가 각각 양(+)의 유의미한 관계를 나타낸다고 하였으나, 운영비용과 규모, 시설관리비용과 규모와는 유의미하지 않지만 음(-)의 관계를 나타낸다고 하였다.

국내에서는 부동산펀드의 보수와 관련된 연구는 발견할 수 없었으나, 주식형펀드와 인덱스펀드에 대해서는 몇 건의 연구결과를 찾을 수 있었다. 민성기(2008)는 인덱스펀드의 성과에 대한 연구를 하였는데, 펀드보수율이 적을수록 펀드성고가 향상된다고 하였다. 원승연(2009)은 국내 주식형펀드를 대상으로 펀드의 판매보수에 대해 연구하였는데, 판매보수율이 높은 펀드는 오히려 펀드의 운용성고를 하락시키는 요인으로 작용한다고 하였다.

선행연구결과를 바탕으로 펀드보수에 영향을 미치는 요인을 살펴보면 펀드규모, 운용기간 등이 있다는 것을 알 수 있다. 또한 연구자들이 연구에 사용된 데이터의 분석기간이나 펀드의 형태에 따라 다른 결과들을 보이고 있음을 알 수 있다. 펀드보수와 관련하여 다양한 연구가 진행되어 온 만큼 본 연구에서도 공모형 부동산펀드의 보수를 결정하는 요인에 대해 실증분석해보고자 한다.

### III. 연구가설

선행연구검토를 통해 부동산펀드의 보수와 관련하여 다음의 가설을 설정하였다.

첫 번째, 펀드규모가 크면 펀드보수율이 줄어들 것이라고 가설을 설정해보았다.

Malhotra and McLeod(1997), LaPlante(2001) 등의 선행연구들은 보수에 대한 규모의 경제효과 때문에 규모가 클수록 보수율은 점점 줄어든다고 하였다. 그러므로 국내 부동산펀드도 펀드규모가 커지면 규모의 경제효과 때문에 펀드보수율이 줄어든다고 가설을 설정하고 실증분석해보고자 한다.

두 번째, 펀드운용기간이 길면 펀드보수율은 늘어날 것이라고 가설을 설정해보았다.

부동산펀드는 실물자산에 투자하는 것이기 때문에 다른 자산보다 관리하는데 시간과 노력이 많이 투입될 것으로 예상된다. 그러므로 펀드운용기간이 길면 오랜 시간동안 관리하는 대가로 더 많은 펀드보수율을 요구할 것으로 가설을 설정해 볼 수 있다. 그러나 대부분의 부동산펀드는 폐쇄형이고, 분석에 사용된 공모형 부동산펀드는 운용기간이 3년 내외의 비슷한 기간형태를 보이고 있기 때문에 펀드운용기간에 따른 펀드보수율의 영향은 미미할 수도 있다. 그러므로 국내 부동산펀드의 운용기간과 펀드보수율의 관계를 실증분석해 볼 필요가 있다.

세 번째, 펀드판매회사가 많을수록 펀드보수율은 늘어날 것이라고 가설을 설정해보았다.

펀드판매회사가 많다는 것은 투자자들의 접근통로가 넓어진다는 것이다. 이는 투자자들의 접근성을 높이고 투자자들의 투자를 유도하기 위해 노력한다는 것을 의미한다고 볼 수 있고, 그만큼 부동산펀드판매에 대한 마케팅비용이 늘어난다는

것으로도 유추해볼 수 있다. 마케팅비용을 투자자의 접근성을 높이기 위한 판매회사수의 대리변수로 생각해본다면 판매회사가 많을수록 펀드보수율은 늘어날 것이다. 그러나 원승연(2009)은 펀드판매회사가 1개이면 펀드판매회사가 적극적 기능을, 펀드판매회사가 복수이면 펀드판매회사는 소극적 기능을 한다고 하였다. 즉, 펀드판매회사가 1개이면 펀드를 독점적으로 판매하게 되고, 펀드운용에 적극적 기능을 수행하게 되므로 오히려 높은 펀드판매보수를 요구하게 된다고 하였다. 그러므로 국내 부동산펀드의 판매회사수가 많을수록 펀드보수율은 늘어난다고 가정하였으나 반대의 의견도 생각해 볼 수 있으므로 실증분석이 필요하다.

네 번째, 부동산펀드의 운용방식에 따라 펀드보수율은 차이가 날 것이라고 가설을 설정해보았다.

부동산펀드는 운용방식에 따라 크게 대출형 부동산펀드와 임대형 부동산펀드로 나누어 볼 수 있다. 대출형은 총자산의 상당부분을 부동산관련 대출상품에 투자하거나, 또는 부동산개발사업을 하는 시행사에 자금을 대출해주는 형태를 취하며 일종의 회사채와 비슷한 형태를 보인다. 개발사업자체는 위험도가 높을 수 있으나 국내 대출형 부동산펀드가 펀드자금을 시행사에 대여할 때는 개발사업에 참여하는 시공사의 지급보증, 채무인수, 연대보증, 분양률에 따른 보험가입 등 신용보강을 통해 펀드수익의 안전성을 높이게 된다. 그러므로 대출형 부동산펀드는 임대수익이 발생하는 수익형 부동산 즉, 사무용 빌딩 및 상가 등을 매입하여 임대수익과 매각차익을 동시에 노리기 위해 꾸준히 관리해야 하는 임대형 부동산펀드보다 높은 안전성을 확보하게 되는 경우가 많아 펀드보수율이 낮다고 가정해 볼 수 있다.

다섯 번째, 부동산펀드가 투자하는 지역에 따라 펀드보수율은 차이가 날 것으로 가설을 설정

해보았다.

부동산펀드는 부동산에 투자하는 펀드이기 때문에 투자대상이 위치한 지역성 즉 입지를 무시할 수가 없다. 본 연구에 사용된 공모형 부동산펀드는 해외에 투자하는 2개의 펀드를 제외하고 모두 대부분의 자산을 국내에 투자하는 펀드로, 투자지역은 서울, 인천, 경기도, 충청도, 전라도, 경상도, 부산 등 다양하게 분포하였다. 수도권은 대부분의 자산운용사가 위치한 서울에서 가까워 수도권에 위치한 부동산에 투자한 부동산펀드를 자산운용사가 관리하기 용이할 것이기 때문에 보수율이 낮을 것으로 예상이 되나, 해외나 수도권 외의 지역에 위치한 부동산에 투자하는 부동산펀드는 지리적으로 멀리 떨어져 있기 때문에 높은 보수율이 부과될 것으로 가정해 볼 수 있다. 또한 대부분의 투자자는 수도권 외의 지역보다 유동성이 좋고, 수요가 더 많은 수도권에 투자하는 것을 선호하는 경향이 있어 수도권에 위치한 지역에 있는 부동산에 투자하는 부동산펀드는 펀드판매회사가 투자자에게 판매하기 더 수월할 것이다. 그러므로 부동산펀드가 투자하는 지역을 수도권과 그 외 지역으로 나누었을 때, 수도권에 투자하는 부동산펀드의 보수율이 수도권 외의 지역에 투자하는 부동산펀드의 보수율보다 낮을 것이라고 가설을 설정해 볼 수 있다.

여섯 번째, 부동산펀드가 투자하는 투자상품에 따라 펀드보수율은 차이가 날 것이라고 가설을 설정해보았다.

부동산펀드는 아파트, 오피스, 근린상가, 공장 등 다양한 상품에 투자한다. 이중 아파트는 대부분의 투자자들이 가장 친근감을 가지고 있는 대표적인 부동산투자상품으로 투자자들의 투자이해도가 매우 높다. 그러므로 펀드판매시 다른 부동산상품에 비해 판매가 더 쉬울 것으로 가정할 수 있기 때문에 펀드에 적용되는 판매보수율은 더

적을 것이라고 예상해 볼 수 있다. 또한 운용보수율도 일반적으로 더 많은 관리서비스를 필요로 하는 오피스, 근린상가, 공장 등에 투자하는 수익형 부동산에 비해 낮을 것이다. 그러므로 아파트에 투자하는 부동산펀드의 보수율이 아파트 외의 수익형 부동산 등에 투자하는 것보다 더 낮을 것이라고 가정해 볼 수 있다. 그러나, 아파트에 투자되는 공모형 부동산펀드는 대부분 대출형 부동산펀드이기 때문에 대출형 부동산펀드만을 별도로 구분하여 아파트와 아파트 외의 부동산투자상품에 투자하는데 따른 펀드보수율을 추가로 분석해 볼 필요가 있다.

#### IV. 실증분석

##### 1. 분석자료

본 연구에 활용되는 부동산펀드는 2004년 6월

부터 2009년 5월말까지의 분석기간 중 펀드보수에 대한 자료가 공시되는 모든 공모형 부동산펀드 56개 중 이상 값(%)을 가지는 1개의 펀드를 제외하고 55개로 연구대상을 한정하였다.

국내 펀드보수와 비슷한 단어로 수수료라 있다. 비슷한 용도로 쓰이는 단어이긴 하나 보수는 펀드자산을 기준으로 지속적으로 발생하는 비용을 뜻하는 것이며, 수수료는 보통 한번만 부과하는 것을 말한다. 예를 들어 환매수수료는 환매할 때, 즉 1번만 발생하게 된다. 보통 국내펀드는 3개월 이내에 환매하게 되면 펀드투자이익의 70%를 수수료로 부과하고 있다. 본 분석에 이용되는 공모형 부동산펀드는 환매수수료를 정해놓고 있으나, 실질적으로 부동산펀드는 폐쇄형으로 구성되어 있고, 투자자가 사망 등의 특수한 상황일 경우에만 환매수수료가 발생된다. 그러므로 본 연구에서는 이러한 환매수수료는 별도로 감안하지 않고 펀드보수(총보수, 운용보수), 판매보수)만 연구대상으로 삼았다.

펀드보수는 크게 4가지로, 운용회사가 펀드운

〈표 1〉 펀드보수의 종류

종류	설명	자료의 출처
총보수	펀드의 총보수를 나타내는 것으로 운용보수, 판매보수, 수탁보수, 사무관리보수를 모두 포함한다. (단위 : %)	금융 투자 협회
운용보수	펀드운용사가 펀드의 운용에 대한 대가를 받는 것으로 펀드의 순자산가치에 계약된 일정한 비율만큼 발생한다. (단위 : %)	
판매보수	펀드판매회사가 투자자에게 제공하는 서비스 및 판매에 대한 대가를 받는 것으로 이 역시 펀드의 순자산 규모에 따라 계약된 일정한 비율만큼 발생한다. (단위 : %)	
수탁보수	펀드자산의 보관 및 관리, 운용감사에 대한 대가로 계약된 일정한 비율만큼 펀드의 순자산에서 발생한다. (단위 : %)	
일반사무 관리보수	펀드의 일반 회계처리, 기준가격 산출, 여러 지원업무를 하는 사무수탁회사가 이러한 활동에 대한 대가를 받는 것으로 펀드의 순자산에서 계약된 일정한 비율만큼 펀드의 순자산에서 발생하게 된다. (단위 : %)	

5) 공모 펀드임에도 불구하고 금융투자협회에서 보수에 관한 정보를 알 수 없는 데이터는 제거하였다.

6) 본 연구에 성과급은 포함하지 않았다.

〈표 2〉 변수의 정의

변수명	정의	자료의 출처
Fee	부동산펀드의 보수율을 나타내는 것으로 운용보수율, 판매보수율, 수탁보수율, 사무관리보수율을 모두 포함한다. 분석을 위하여 총보수율은 T_Fee로 나타내기로 하며, 운용보수율은 O_Fee, 판매보수율은 M_Fee로 나타내기로 한다. (단위 : %)	금융 투자 협회
Size	각 펀드의 초기 설정된 펀드규모를 나타내는 것으로 상관분석 및 회귀분석에 투입되는 변수는 로그를 취한다. (단위 : 억원)	
Age	펀드운용기간(신탁형은 신탁계약기간, 회사형은 회사의 존립기간)을 나타낸다. (단위 : 년)	
Number	펀드판매회사수를 나타낸다. (단위 : 개)	
D <sub>1</sub>	펀드운용방식에 따른 더미변수이며, 대출형은 1, 임대형은 0을 나타낸다.	
D <sub>2</sub>	투자지역에 따른 더미변수이며, 수도권은 1, 수도권 외의 지역은 0을 나타낸다.	
D <sub>3</sub>	투자상품에 따른 더미변수이며, 아파트는 1, 아파트 외(오피스, 근린상가, 공장 등)의 투자상품은 0을 나타낸다.	

용에 대한 대가로 받는 운용보수, 판매회사가 펀드판매에 대한 대가로 받는 판매보수, 수탁회사가 펀드자산의 보관 및 관리 등에 대가로 받는 수탁보수, 사무관리회사가 펀드의 일반 회계처리, 여러 지원업무에 대한 대가로 받는 일반사무관리보수로 구성되어 있다.

대부분 이러한 보수는 <표 1>의 설명처럼 펀드의 순자산에 미리 정한 일정한 비율을 적용하여 받게 되는데 펀드가 운용하게 될 투자대상 고유의 특성, 예상 위험, 관리의 난이도, 예상 수익률, 판매의 용이성 등 다양한 요소들을 고려하여 부동산펀드의 보수율을 결정하게 된다. 본 연

구에서는 펀드보수를 하나로 통합한 전체 총보수에 영향을 미치는 요인에 대해서도 분석해보며, Yang(2001)의 연구방법처럼 각 보수를 운용보수와 판매보수로 다시 세분화하여 분석해보기로 한다.

<표 2>는 본 연구에 필요한 변수의 정의를 나타낸 것이다. 선행연구들을 보면 대부분 펀드의 규모와 운용기간이 펀드의 보수에 중요한 영향을 주는 변수로 채택했기 때문에 본 연구에서도 독립변수로 선택하였다. 또한 펀드판매보수의 적정성에 대한 연구를 한 원승연(2009)은 펀드의 판매회사수를 펀드의 성과에 적극적 또는 소극적 기능을 비교하기 위한 대리변수로 사용하였다.

〈표 3〉 운용방식으로 구분한 펀드보수율 비교

(단위 : %, 모두 평균보수율을 나타냄)

구분	펀드수	총보수율	운용보수율	판매보수율	수탁보수율	일반사무 관리보수율
대출형	43	1.34	0.47	0.79	0.06	0.02
		(100)	(35.1)	(58.9)	(4.5)	(1.5)
임대형	12	1.87	0.74	0.95	0.13	0.05
		(100)	(39.6)	(51.0)	(6.8)	(2.6)
전체	55	1.44	0.52	0.82	0.08	0.02
		(100)	(36.1)	(56.8)	(5.6)	(1.5)

〈표 4〉 운용방식으로 구분한 부동산펀드의 기초통계량

구분	펀드수	규모 (Size)	운용기간 (Age)	판매회사수 (Number)
대출형	43	494,150	1,599	2,880
임대형	12	695,393	3,491	3,250
전체	55	538,057	2,012	2,960

모두 평균값을 나타냄, Size단위는 억원, Age단위는 년, Number단위는 개

그러므로 본 연구에서도 펀드의 보수에 판매회사수가 영향을 미칠 것으로 보고 독립변수로 선택하였다. 운용방식에 따라 구분되는 대출형과 임대형은 더미변수로 각각 1과 0으로 나타냈으며, 투자지역은 수도권과 수도권 외의 지역으로 각각 1과 0으로 구분하여 더미변수를 사용하였다. 투자상품에 따른 펀드보수율을 살펴보기 위해 아파트와 아파트 외의 상품으로 나눈 더미변수를 각각 1과 0으로 구분하여 사용하였다.

<표 3>은 대출형과 임대형 부동산펀드의 보수율을 비교하여 나타내었고, <표 4>는 부동산펀드의 규모, 기간, 판매회사수에 대한 기초통계량을 나타내었다. 대출형 부동산펀드의 총보수율에서 운용보수와 판매보수가 차지하는 비율이 각각 35.1%, 58.9%로 나타났고, 임대형 부동산펀드는 총보수율에서 운용보수와 판매보수가 차지하는 비율이 각각 39.6%, 51.0%를 나타내 국내 부동산펀드의 총보수는 운용보수와 판매보수가 대부분을 차지하는 것으로 나타났다.7) 수탁보수와 일반사무관리보수는 총보수에서 차지하는 비율이 작기 때문에 수탁보수와 일반사무관리보수는 실증분석에서 제외하였다.

## 2. 실증분석

펀드보수에 영향을 주는 요인을 분석하기 위해 부동산펀드 보수를 총보수율(T\_Fee), 운용보수율(O\_Fee), 판매보수율(M\_Fee)로 각각 나누어 종속변수로 놓고, 부동산펀드규모(Size : 로그로 변환), 펀드운용기간(Age), 판매회사수(Number)를 독립변수로 놓았다. 또한 운용방식 구분에 따른 더미변수, 투자지역에 따른 더미변수, 투자상품별 더미변수를 설정한 후 (1)의 회귀모형을 이용하여 실증분석을 하였다.

공모형 부동산펀드 중 아파트에 투자하는 부동산펀드는 1개의 임대형 부동산펀드를 제외하고 대부분 대출형 부동산펀드인 것으로 나타났기 때문에 투자상품에 따른 펀드보수율의 차이를 보기 위해 대출형 부동산펀드만을 별도로 구분하여 분석할 필요가 있다. 그러므로 다음 (2)와 같은 회귀모형을 만들어 실증분석을 추가하였다.

$$Fee = \beta_0 + \beta_1(\ln(Size)) + \beta_2(Age) + \beta_3(Number) + \beta_4(D_1) + \beta_5(D_2) + \beta_6(D_3) + \varepsilon \quad (1)$$

Fee : 펀드보수율

ln(Size) : 로그로 변환된 펀드규모

Age : 펀드운용기간

Number : 펀드판매회사수

D<sub>1</sub> : 펀드운용방식에 따른 더미변수, 1=대출형, 0=임대형

D<sub>2</sub> : 투자지역 더미변수, 1=수도권, 0=수도권 외

D<sub>3</sub> : 투자상품 더미변수, 1=아파트, 0=오피스, 근린상가, 공장 등

7) 금융투자협회의 2008년말 기준 주식형 펀드의 평균 보수율은 운용보수율이 0.747%, 판매보수율이 1.266%, 수탁보수율이 0.042%, 일반사무관리보수율이 0.023%이며, 채권형은 각각 0.176%, 0.267%, 0.032%, 0.014%를 나타내고 있다. 평균적으로 국내 펀드는 부동산펀드뿐만 아니라 주식형, 채권형 펀드도 판매보수율이 운용보수율보다 더 높다는 것을 알 수 있다.



$$Fee = \beta_0 + \beta_1(\ln(\text{Size})) + \beta_2(\text{Age}) + \beta_3(\text{Number}) + \beta_4(D_1) + \beta_5(D_1 \times D_2) + \beta_6(D_1 \times D_3) + \varepsilon \quad (2)$$

Fee : 펀드보수율

ln(Size) : 로그로 변환된 펀드규모

Age : 펀드운용기간

Number : 펀드판매회사수

D<sub>1</sub> : 펀드운용방식에 따른 더미변수, 1=대출형, 0=임대형

D<sub>1</sub>×D<sub>2</sub> : 대출형의 투자지역 더미변수, 1=수도권, 0=수도권 외

D<sub>1</sub>×D<sub>3</sub> : 대출형의 투자상품 더미변수, 1=아파트, 0=오피스, 근린상가, 공장 등

<표 5>는 (1)의 회귀모형에 따른 부동산펀드 보수율에 대한 회귀분석결과를 나타낸 것이고, <표 6>은 (2)의 회귀모형에 따른 부동산펀드 보수율에 대한 회귀분석결과를 나타낸 것이다. 회귀분석결과<sup>8)</sup>를 바탕으로 가설검정을 하면 다음과 같다.

첫째, β<sub>1</sub>은 각각 구분된 펀드보수율(총보수율, 운용보수율, 판매보수율)이 모두 유의미한 음(-)의 회귀계수 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 부동산펀드의 규모가 커질수록 부동산펀드의 보수율이 줄어든다는 것을 의미하므로 보수에 대한 규모의 경제효과<sup>9)</sup>가 있는 것으로 파악해볼 수 있

<표 5> 부동산펀드 보수율에 대한 회귀분석(1)

Fee	절편	ln(Size)	Age	Number	D <sub>1</sub>	D <sub>2</sub>	D <sub>3</sub>	Adj R <sup>2</sup>
T_Fee	3.248 <sup>***</sup> (0.000)	-0.205 <sup>**</sup> (0.020)	0.002 (0.976)	0.023 (0.503)	-0.126 <sup>*</sup> (0.053)	-0.263 <sup>*</sup> (0.059)	-0.603 <sup>***</sup> (0.000)	0.399
O_Fee	1.161 <sup>***</sup> (0.002)	-0.095 <sup>*</sup> (0.055)	0.032 (0.503)	0.028 (0.141)	-0.016 (0.920)	-0.108 (0.170)	-0.234 <sup>***</sup> (0.007)	0.302
M_Fee	1.979 <sup>***</sup> (0.000)	-0.106 <sup>**</sup> (0.042)	-0.037 (0.460)	-0.006 (0.777)	-0.097 (0.555)	-0.142 <sup>*</sup> (0.088)	-0.371 <sup>***</sup> (0.000)	0.337

주 : \*\*\*, \*\*, \*는 1%, 5%, 10%수준에서 유의한 값, ( )안은 유의확률을 나타냄.

<표 6> 부동산펀드 보수율에 대한 회귀분석(2)

Fee	절편	ln(Size)	Age	Number	D <sub>1</sub>	D <sub>1</sub> ×D <sub>2</sub>	D <sub>1</sub> ×D <sub>3</sub>	Adj R <sup>2</sup>
T_Fee	2.744 <sup>***</sup> (0.000)	-0.189 <sup>**</sup> (0.050)	0.011 (0.905)	0.031 (0.389)	-0.022 (0.944)	-0.038 (0.815)	-0.498 <sup>***</sup> (0.005)	0.296
O_Fee	1.029 <sup>***</sup> (0.008)	-0.097 <sup>*</sup> (0.067)	0.037 (0.458)	0.030 (0.131)	0.006 (0.974)	-0.044 (0.617)	-0.162 <sup>*</sup> (0.091)	0.333
M_Fee	1.599 <sup>***</sup> (0.000)	-0.087 (0.134)	-0.036 (0.514)	0.002 (0.928)	-0.019 (0.920)	0.012 (0.899)	-0.328 <sup>***</sup> (0.003)	0.208

주 : \*\*\*, \*\*, \*는 1%, 5%, 10%수준에서 유의한 값, ( )안은 유의확률을 나타냄

8) 회귀분석을 한 결과 다중공선성을 판단하는 VIF값을 확인하였으나 모두 10이하로 나타나 회귀분석에 대한 다중공선성 문제는 없는 것으로 나타났다.

9) 부동산펀드가 일정한 규모를 초과할 경우 오히려 규모의 경제효과가 감소하는가를 분석할 목적으로 다음과 같이 추가적으로 분석하였다. 즉  $Fee = \beta_0 + \beta_1(\text{Size}) + \varepsilon$ 를 이용하여 분석한 결과 부동산펀드 보수율은 규모와 통계적으로 유의미한 음(-)의 관계를 나타내었다. 그러나  $Fee = \beta_0 + \beta_1(\text{Size}) + \beta_2(\text{Size}^2) + \varepsilon$ 를 사용하여 분석한 결과 β<sub>2</sub>는 통계적으로 유의미한 계수를 보이지 않았다. 그러므로 국내 공모형 부동산펀드의 보수율은 ‘규모의 경제효과’가 있는 것으로 파악된다. (분석에 사용된 펀드규모는 모두 로그를 취함)

다. 또한 부동산펀드의 규모가 커지면 상대적으로 펀드보수율이 줄어들기 때문에 투자자는 부동산펀드에 투자할 때 규모가 큰 부동산펀드를 선택함으로써 펀드투자에 대한 비용을 줄일 수 있음을 의미한다. 이러한 결과들은 펀드규모가 크면 펀드보수율이 줄어들 것이라는 가설을 지지하며, 선행연구들의 결과와 대부분 일치하였다.

둘째, 부동산펀드의 운용기간은 펀드보수율에 통계적으로 유의미한 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 대부분의 부동산펀드는 운용기간이 3년 내외의 비슷한 기간형태를 보이고, 폐쇄형으로 운용되기 때문에 이러한 결과가 나타난 것으로 분석된다.

셋째, 부동산펀드를 판매하는 판매회사수는 펀드보수율에 통계적으로 유의미하게 영향을 주는 요인이 아닌 것으로 나타났다. 원승연(2009)은 펀드판매회사가 1개이면 펀드를 독점적으로 판매하게 되고 펀드판매회사는 펀드운용에 적극적 기능을 수행하기 때문에 높은 펀드판매보수를 요구한다고 하였으나 국내 부동산펀드는 판매회사수가 총보수율, 운용보수율 뿐만 아니라 펀드판매보수율에도 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었다.

넷째, 부동산펀드의 총보수율은 대출형이 임대형보다 통계적으로 유의미하게 작은 것으로 나타났다. 대출형 부동산펀드는 개발사업을 시행하는 개발회사에 자금을 대출해주어 받게 되는 이자수입을 주목적으로 운용하게 되는데, 이러한 대출 이자를 결정하는 대출금리수준에 큰 영향을 주는 것에는 개발사업의 사업성, 시공사의 신용등급, 시공사의 담보책임범위, 분양률에 따른 보험가입 여부, 담보설정된 토지가치 등이다. 국내 부동산 개발사업은 시공사의 신용보강<sup>10)</sup>이 있어야 시행사에게 자금대여가 일어나는 것이 일반적이다.

시공사의 신용등급이 높은 경우에는 펀드의 안전성이 확보되어 우량한 부동산펀드가 되어 정해진 이자수입을 안정적으로 확보할 수 있기 때문에 상대적으로 펀드를 운용하거나 펀드판매회사가 펀드를 판매하는데 어려움이 발생하지 않는다.

그러나 임대형 부동산펀드는 안정적인 임대수입을 주목적으로 운용하지만 예상수익률의 변동성이 대출형 부동산펀드보다 더 크다. 또한 임대형 부동산펀드는 실물자산을 매입함으로써 매각 시 투자원본에 대한 상실가능성을 내포하고 있고, 실물자산 매입으로 발생할 수 있는 공실률 발생 등 여러 관리운영상의 위험성을 가지고 있다. 펀드보수율을 펀드가 내포하고 있는 위험을 관리하기 위한 대리변수로 취급하여 본다면 임대형 부동산펀드는 대출형 부동산펀드보다 더 위험하다고 볼 수 있다. 그러므로 이러한 위험관리에 대한 대가인 펀드보수율은 임대형이 대출형보다 더 높게 나타났다고 분석해볼 수 있다.

다섯째, 부동산펀드를 대상으로 회귀분석한 총보수율과 판매보수율은 투자지역을 수도권과 수도권 외의 지역으로 나누어 분석해보았을 때 통계적으로 유의미한 차이를 나타냈다. 즉, 수도권에 투자한 부동산펀드가 수도권 외의 지역에 투자한 부동산펀드보다 총보수율과 판매보수율이 낮다는 것을 알 수 있었다. 부동산은 고정성이라는 고유한 특성을 가지고 있어 부동산이 위치한 입지를 무시할 수 없다. 대부분의 자산운용사는 수도권 내에 위치하고 있기 때문에 수도권 내의 지역에 위치한 부동산에 투자하는 부동산펀드를 관리하는 것이 수도권 외의 지역에 위치한 부동산에 투자하는 부동산펀드보다 관리하기가 더 쉬울 것이기 때문에 관리의 용이성으로 인해 전체 공모형 부동산펀드의 총보수율은 더 낮게 나타난

10) 시공사의 신용보강에는 책임준공, 채무인수, 연대보증 등이 있으며 부동산개발사업의 사업성, 예상분양률 등에 따라 신용보강의 수준은 각 부동산펀드의 특성별로 다르게 적용된다.

것으로 분석된다. 또한 일반적인 투자자는 접근성이 우수한 수도권 내에 있는 부동산에 투자하는 것을 선호한다. 이러한 지역에 위치한 부동산에 투자하는 부동산펀드를 판매하는 펀드판매회사는 투자자에게 펀드판매하기가 더 쉬울 것이기 때문에 펀드판매보수율도 낮게 된 것이라고 분석해 볼 수 있다.

그러나 회귀모형(2)에 의해 펀드보수율에 대해 회귀분석한 결과를 <표 6>에서 보면 대출형 부동산펀드는 투자지역에 따른 펀드보수율이 모두 통계적으로 유의미한 차이를 보이지 않았다. 수도권 외의 지역에 위치한 개발사업에 자금대여가 이루어지는 부동산펀드라 할지라도 시공사의 신용보강, 담보설정, 보험가입 등이 여러 겹 이루어진다면 안정적으로 대출이자수입을 확보하는데 어려움이 없게 된다. 즉, 수도권 외의 지역이라는 이유만으로 개발사업의 관리위험증가를 가져오지 않는다. 그러므로 투자지역은 대출형 부동산펀드의 보수율에 큰 영향을 주지 못한 것으로 분석된다.

여섯째, 부동산펀드가 투자하는 투자상품에 따라 부동산펀드의 보수율은 통계적으로 유의미하게 차이를 보였다. 부동산투자상품을 크게 아파트와 아파트 외의 투자상품인 오피스, 근린상가, 공장 등으로 구분할 수 있다. 아파트는 대표적인 무수익형 상품이며 대부분의 투자자들이 가장 친근감을 가지고 있고 유동성도 풍부하며 관리에 별다른 어려움을 갖지 않는 상품이다. 이에 반해 오피스, 근린상가, 공장 등은 아파트에 비해 임차인관리가 더 어렵고 자산가치를 증대시키기 위한 제반활동도 수반되는 상품으로 아파트에 비해 더 많은 관리서비스를 요구하게 된다. 그러므로 부동산투자상품을 운용하는 난이도에 따른 대리변수로 취급하여 본다면 아파트 외의 부동산투자상품에 투자하는 부동산펀드는 관리서비스의 난이

도에 따라 펀드의 보수율이 더 높게 형성된 것으로 분석해 볼 수 있다.

그러나 대부분 아파트와 관련된 부동산펀드는 대출형 부동산펀드이다. 그러므로 대출형 부동산펀드가 투자하는 투자상품을 다시 아파트와 아파트 외의 상품으로 더미변수를 투입하여 분석하였다. 그 결과 대출형 부동산펀드도 아파트와 아파트 외의 수익형 부동산으로 투자대상을 나누어 보았을 때 펀드보수율에 차이를 보였다. 즉, 아파트에 투자하는 대출형 부동산펀드의 보수율이 아파트 외의 투자상품에 투자하는 대출형 부동산펀드의 보수율보다 더 낮아 관리서비스의 난이도에 따라 차이를 나타냈다.

회귀분석결과를 바탕으로 형성된 (1)의 회귀모형을 살펴보면 전체 공모형 부동산펀드 총보수율, 운용보수율, 판매보수율의 수정된 설명계수가 각각 39.9%, 30.2%, 33.7%로 나타나 어느 정도 회귀모형이 설명력을 갖고 있는 것으로 나타났다.

## V. 결론

본 연구는 국내 부동산펀드의 보수에 미치는 요인을 살펴보기 위해 실증분석하였다. 각 부동산펀드의 보수를 총보수, 운용보수, 판매보수로 나누어 펀드규모, 펀드운용기간, 판매회사수, 운용방식에 따른 펀드구분, 투자지역의 차이, 투자상품의 차이가 보수를 결정하는데 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다.

본 연구를 통해 결론을 요약하면 다음과 같다. 부동산펀드는 대부분의 선행연구결과와 같이 펀드규모가 클수록 펀드보수율은 줄어든다는 것을 파악할 수 있었으나 펀드운용기간과 판매회사수는 펀드보수율에 모두 영향을 미치지 않았다는 것을 파악할 수 있었다. 대출형 부동산펀드는 임

대형 부동산펀드보다 실물자산을 매입하고 관리 운영하는 위험부담이 상대적으로 더 적으므로 총 보수율은 더 낮게 나타났다. 부동산펀드는 투자 지역에 따라서도 보수율이 차이를 보였는데 접근성이 좋은 수도권에 투자하는 부동산펀드의 보수율이 수도권 외의 지역에 투자하는 보수율에 비해 낮았다. 또한 아파트에 투자하는 부동산펀드가 아파트 외의 부동산투자상품에 투자하는 부동산펀드에 비해 보수율이 더 낮게 나타나 부동산투자상품의 관리서비스 난이도에 따라 보수율은 차이를 보였다.

펀드보수율은 투자자의 수익률에 직접적인 영향을 미치는 매우 중요한 요소로 펀드업계에서 항상 논쟁의 중심에 있어왔다. 현재 부동산펀드 시장이 폭발적으로 커지고 있고, 자본시장법에 의해 투자자의 욕구에 부합하는 다양한 형태의 부동산펀드 출시가 예상되고 있기 때문에 펀드보수율에 대한 연구는 투자자들의 부동산펀드를 투자하기 위한 선택의 가이드 역할을 위해 매우 중요하다고 할 수 있다. 본 연구의 결과를 일반화하기에는 자료의 부족, 주식형 펀드에 비해 작은 시장규모 등의 한계가 존재하는 것이 현실이다. 그러나 본 연구는 부동산펀드의 보수에 영향을 주는 요인들을 본격적으로 연구하였다는데 그 의미가 있다고 하겠다.

논문접수일 : 2010년 3월 10일

심사완료일 : 2010년 5월 31일

## 참고문헌

1. 민성기, 「인덱스펀드의 비용, 추적오차, 그리고 성과에 대한 실증분석」, 한국재무관리학회, 추계학술발표대회, 2008.
2. 원승연, “펀드판매사의 역할과 판매 보수의 적정성 : 한국의 주식형 펀드를 대상으로”, 「재무관리연구」 제26권 제1호, 한국재무관리학회, 2009, pp.31-64.
3. Ambrose, Brent W., Michael J. Highfield and Peter D. Linneman, “Real Estate and Economies of Scale : The Case of REITs”, *Real Estate Economics*, Vol. 33 No. 2, 2005, pp.323-350.
4. Dellva, Wilfred L. and Gerard T. Olson, “The Relationship between Mutual Fund Fees and Expenses and Their Effects on Performance”, *The Financial Review*, Vol. 33, 1998, pp.85-104.
5. Kihn, John, “To Load or Not to Load? A study of the Marketing and Distribution Charges of Mutual Funds”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 52 No. 3, 1996, pp.28-36.
6. Korpela, Mari and Vesa Puttonen, “Mutual Fund Expenses : Evidence on the Effect of Distribution Channels”, *Journal of Financial Services Marketing*, Vol. 11 No. 1, 2006, pp. 17-29.
7. LaPlante, Michele, “Influences and Trends in Mutual Fund Expenses Ratios”, *The Journal of Financial Research*, Vol. 24 No. 1, 2001, pp. 45-63.
8. Malhotra, D. K. and Robert W. McLeod, “An Empirical Analysis of Mutual Fund Expenses”, *The Journal of Financial Research*, Vol. 20

- No. 2, 1997, pp.175-190.
9. McLeod, Robert W. and D. K. Malhotra, “A Re-examination of the Effect of 12b-1 Plans on Mutual Fund Expense Ratios”, *The Journal of Financial Research*, Vol. 17 No. 2, 1994, pp.231-240.
  10. Yang, Shiawee X., “Is Bigger Better? A Re-examination of the Scale Economies of REITs”, *The Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 7 No. 1, 2001, pp.67-77.