

# 연기금 부동산 투자정책 개선방안에 관한 연구

## A Study on the Improvement of Real Estate Investment Policy in Pension Fund

노 상 윤 (Roh, Sang-Youn)\*

### < Abstract >

Korea institutional investors, including the National Pension Service, are continuing their efforts to ensure sufficient liquidity to provide stable pension and insurance benefits by matching the cash flows of liability in the long-term. So, they continue to grow their portion of alternative investments, especially real estate investments, which can expect regular dividend yields on behalf of past high-interest bonds. However, they lack the completeness of the real estate investment policies compared to global advanced institutional investors. Thus, this paper suggests that how domestic institutional investors to set up and improve the efficient real estate investment policies. First of all, the policies on alternative investment and real estate investment of the National Pension Service, which were limited but partially disclosed, were reviewed. Next, it is to investigate and explain that key points of the global institutional investors' real estate investment policies are included in the target weight in asset allocation, target return on investment, entrusted investment and management, style investment, offshore investment, investment vehicles, ESG, leverage, investment management fee and carried interest rate policies. Then it led to policy implications and implications that were beneficial to domestic institutional investors. Finally, on the basis of the above, this paper proposes alternatives how the institutional investors to establish and improve the following policies such as (1) asset allocation, (2) setting target return rates, (3) entrusted operation, (4) style investment, (5) overseas investment, (6) leverage guideline, (7) fees and post-management.

Keyword : Alternative Investment, Real Estate Investment, Investment Policy, Investment Strategy, Risk Management

## I. 서론

### 1. 연구 배경

국민연금과 같이 장기부채를 가지고 있는 기관투자자(이하, 연기금)들은 연금급여나 보험급여를 안정적으로 지급하기 위한 충분한 자원 마련을 위해 끊임없

는 노력을 지속하고 있다. 연기금입자의 납부보험금과 운용수익에 기초한 적립금을 지속적으로 증대하는 것이 기본 목표이지만, 연기금 운용의 보다 정확한 목표는 장기부채를 추계하는 것으로부터 시작한다. 이후 변화하는 투자 여건을 반영하여 가장 효율적인 자산-부채관리(ALM: Asset-Liability Management)전략과 부채연계투자(LDI: Liability Driven Investment) 전략을 수립한다. 이를 통해 궁극적으로 투자위험을

\* 본 학회 정회원, 중소기업중앙회 자산운용본부 실물투자부장, rohsh007@naver.com

분산하는 동시에 요구된 목표수익률을 달성하고자 하는 것이다. 이때 요구된 목표수익률이란 ALM 및 LDI 기반 투자전략의 필수적인 목표로 장기적으로 요구되는 부채 현금흐름에 매칭하여 필요한 충분한 유동성을 적시에 제공할 수 있는 투자수익률을 의미한다.

투자전략의 기본은 효율적인 자산배분 전략에서 출발한다. 그러나 최근 글로벌 투자환경의 불확실성이 확대되고 10년에 1번 약 3개년 전후의 경제 위기 기간이 반복되는 상황에서 체계적인 리스크 관리의 중요성도 강조되고 있다. 따라서 자산배분 전략과 리스크 관리 등 다양한 측면의 체계적인 투자정책의 수립은 필수요건이다. 주식과 채권 등 전통자산군(Traditional Asset Class)은 이러한 체계적인 투자전략과 리스크 관리 시스템이 일정 수준 정립되었다고 판단된다.

과거 고금리 시대에서는 채권투자를 중심으로 ALM과 LDI 기반 포트폴리오 전략이 수립되었다. 이는 고금리 채권을 통해 부채 현금흐름에 매칭하는 충분한 유동성을 창출할 수 있었기 때문이다. 그러나 최근 저금리 기조가 장기적으로 지속할 것이라는 전망 속에 글로벌 기관투자자들은 주식보다 적은 리스크를 감수하고, 주식의 배당이나 채권금리 보다 월등하게 높은 수준의 정기적인 배당수익 추구가 가능한 대체투자에 대한 관심을 높이고 있다. 그래서 포트폴리오 내 대체투자의 비중을 꾸준히 확대하고 있다. 동시에 대체투자의 중심을 구성하는 부동산을 비롯한 각종 하부 자산군(Sub-asset Class)에 대한 체계적인 투자정책을 마련하고 지속적으로 개선하고 있다. 그러나 국내 연기금들은 여전히 부동산을 비롯한 대체투자에 대한 체계적 투자정책을 제대로 마련하지 못하고 있다.

## 2. 연구목적 및 구성

앞서 설명한 연구 배경하에 본 연구는 다양한 유형의 글로벌 기관투자자들의 부동산 투자정책과 투자현황을 조사하고 분석하여 함의와 시사점을 도출하였다. 그리고 이에 기초하여 국내 연기금들이 보다 체계적이고 합리적인 부동산 투자정책을 수립하거나 개선할 수 있는 방안들을 도출하였다.

이를 위해 본 논문은 다음과 같이 구성되었다. 제1장 서론에서 연구 배경과 연구목적 및 구성을 소개하고, 제2장에서는 본 연구와 직·간접적으로 관련된 선행연구를 소개하였으며, 제3장에서는 국민연금과 글

로벌 기관투자자들의 부동산 투자현황과 투자정책에 대한 자료들을 소개하고 이를 분석하여 도출된 함의와 정책적 시사점들을 제시하였다. 특히 글로벌 기관투자자들의 자산배분 상 목표비중, 투자수익률, 위탁운용 정책, 투자수익-위험 스타일 투자전략, 역외 투자를 위한 자산배분, 투자수단, ESG정책, 레버리지 정책, 투자운용 및 성과 수수료 정책 등에 대한 분석결과와 정책적 시사점을 제시하였다. 제4장에서는 앞서 도출된 정책적 시사점을 기초로 국내 연기금들이 보다 체계적이고 효율적인 부동산 투자정책을 수립하고 개선하는 방안들을 제시하였다. 제5장 결론에서는 본 연구가 갖는 의의와 한계를 설명하고, 부동산 투자정책에 대한 지속적인 개선을 위한 향후과제들을 소개하였다.

## II. 선행연구

국내 연기금들의 부동산 투자전략 및 리스크 관리 등 투자정책을 총괄적으로 다룬 논문은 아직 충분히 발표되지 못하고 있다. 이는 글로벌 기관투자자들과는 달리 국내 연기금들은 투자정책과 투자현황에 대한 정보를 투명하게 공시하지 않기 때문이다. 이에 따라 단편적인 연구주제를 통해 부동산 투자정책 수립에 참고할 수 있는 일부 논문들이 발표되고 있을 뿐이다. 이러한 주요 선행연구들의 연구목적과 연구내용들을 간략하게 정리하면 다음 <표 1>과 같다.

이상의 선행연구들은 글로벌 기관투자자들이 수립하고 이행하고 있는 부동산 투자정책을 국내 기관투자자들이 벤치마킹하여 체계적으로 수립하는 데에는 충분하지 않다.

이에 본 연구는 다음과 같은 차별성을 가지고 있다. 첫째, 국내 기관투자자를 대표하고, 공시 규정과 위원회 회의록을 통해 투자정책과 투자현황을 상대적으로 자세하게 공개하는 국민연금에 대한 조사와 분석을 실시하였다. 둘째, 글로벌 기관투자자들의 투자정책을 이해하고 벤치마킹하는 데에 유용한 통계자료와 분석 자료들을 수집하여 시계열 자료로 정리하고, 함의와 정책적 시사점을 도출하였다. 셋째, 이상의 조사자료와 분석결과를 토대로 국내 기관투자자들이 부동산 투자를 보다 효율적으로 수행하는 데에 도움이 될 수 있는 투자정책 수립 및 개선방안을 도출하였다.

<표 1> 선행연구

연구자	연구목적 및 주요 연구내용
노상윤·이영호·민성훈 (2013)	연기금 자산배분, 성과평가용 부동산투자성과지수미비함을 지적, 부동산투자 성과지수작성방법, DB구축, 지수작성 조직체계마련방안 제시
김경민·김영곤·서충원 (2016)	자산운용상 포트폴리오에 부동산투자 적합성 검토, 국민연금에 있어 대체투자 중 부동산투자가 자산배분 및 기금운용정책수립에 기여함을 제시
김중석 (2016)	부동산투자 공무원연금기금에 미친 영향 분석, 공무원연금기금에 있어서 부동산을 통한 자산배분효과는 크지 않음 제시
강상선·전재범 (2018)	국내부동산 벤치마크의 적정수준 CAPM모형으로 도출, 사용 가능성 제시
강상선·전재범 (2019)	국내부동산 포트폴리오내 최적 투자비중 도출
민성훈 (2019)	부동산투자 스타일 결정인자 상대적 중요도 탐색, 핵심인자로 입지, 임대율, 소득비중 등을 제시
이수진·조진완·이재현 (2019)	자산배분에서 대부분 기관투자자가 대체투자 위험-수익분석 생략을 지적, 대체자산 IRR활용 대체자산 위험-수익 추정 방법론 제시
노상윤 (2020)	연기금과 공제기금 등의 공적 기관투자자들이 상장 리츠 시장을 통해 부동산 투자에 있어서 액티브 운용 전략 방안 제시

### III. 글로벌 부동산 투자정책 현황

#### 1. 조사 및 분석자료 소개

우선 국내 연기금들의 현황과 동향을 파악하기 위한 자료들을 수집하였다. 국내 연기금은 글로벌 기관투자자들에 비해 투자전략 및 리스크 관리 등에 관한 투자정책 및 투자현황을 대외적으로 투명하게 공시하지 않고 있다. 국민연금만이 공시 규정과 국민연금기금운용위원회(이하, 기금위원회)의 회의자료를 통해 투자정책 및 투자현황에 대한 상대적으로 다양한 정보를 얻을 수 있다. 그리고 국내 주요 연기금 및 공제회 홈페이지를 통해 일부 제한적으로 자료를 수집할 수 있다.

다음으로 글로벌 기관투자자들의 부동산 투자정책에 대한 중장기 동향 및 변화를 분석하여 함의와 시사점을 찾기 위해 다양한 글로벌 보고서와 자료들을 수집

하였다. 우선 Cornell 대학교의 Baker Program과 Hodes Weill & Associates가 2013년 이후 매년 발표하고 있는 ‘연례 자산배분 모니터 보고서’의 조사통계를 수집하고 시계열로 작성하였다.

<표 2>에서 알 수 있듯이 2019년의 경우 블라인드 방식의 조사에 총 24개국 212개 기관투자자가 응답하였다. 응답자 중 공적연금(Public Pension, 35%), 민간연금(Private Pension, 29%), 대학·협회 기금(Endowment/Foundations, 23%)이 전체의 87%를 차지하였다. 응답기관의 총자산(AUM: Asset Under Management) 규모는 약 12조 3천억 달러, 부동산 AUM 규모는 약 1조 1천억 달러로 응답기관의 규모는 글로벌 기관투자자에 대한 대표성이 어느 정도 확보되어 있다고 판단된다.

<표 2> 응답 기관투자자 개요

구분		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
기본 개요	국가수(개)	26	28	30	28	28	29	24
	기관수(개)	169	231	242	228	244	208	212
	총자산(\$Tri.)	7.0	8.0	11.2	10.3	11.5	11.0	12.3
	부동산(\$Tri.)	0.40	0.70	0.95	0.92	1.10	1.00	1.10
응답기관 분포(%)								
기관 유형	Public Pension	32	34	35	33	34	35	35
	Private Pension	24	22	22	21	18	17	29
	Endowment /Foundations	27	22	26	29	31	30	23
	Insurance Companies	11	13	13	13	14	12	7
	SWFs/GEs	6	9	4	4	3	6	6
기관 입지	미주	63	71	67	65	69	60	66
	EMEA	26	18	20	22	20	24	24
	APAC	11	11	13	13	11	16	10
AUM 규모	Large (\$50Bil.이상)	16	15	17	20	18	21	20
	Small (\$50Bil.미만)	84	85	83	80	82	79	80

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

조사내용은 자산군에 대한 포트폴리오 배분, 부동산 투자에 대한 현재 및 미래 선호도, 투자자들의 확신, 투자 관리 트렌드, 다양한 투자전략의 역할, 부동산 투자방식/수단(직접투자, 조인트 벤처, 사모펀드), 운용성과 및 목표수익률, ESG정책 등에 관한 전체 24개

문향이 조사되었다.

아울러 많은 글로벌 연기금들이 자금운용정책 수립과 제도개혁에 있어 기본적으로 조사하여 벤치마킹하고 있는 미국 대표 연기금 CalPERS(California Public Employees' Retirement System)와 CalSTRS(California State Teachers' Retirement System)의 부동산 투자정책과 투자전략에 대한 자료들을 수집하여 분석하였다. 추가적으로 투자부동산 운용, 관리 및 성과수수료(Carried Interest Rate)와 기준수익률(Hurdle Rate)은 글로벌 리서치 및 컨설팅 회사인 Preqin에서 정보를 제공받아 작성하였다.

### 2. 국민연금 자금운용 개관

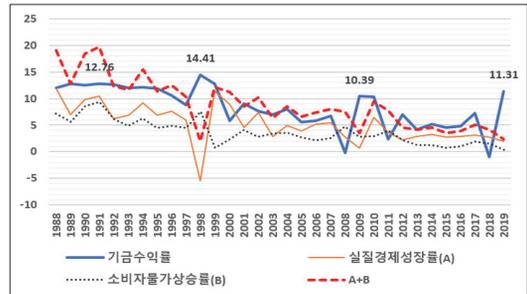
기금위원회(2020.7.17)에 의하면, 2019년도 국민연금의 운용수익률<sup>1)</sup>은 11.31%, 수익금은 73조 4,247억 원을 달성하였다. 이에 따라 1988년 이래 연평균 수익률은 5.86%, 누적수익금은 367조 4,776억 원이다. 금융부문 수익률<sup>2)</sup>은 11.34%로 전년(-0.89%) 대비 12.23%p 상승하였고, 벤치마크(10.86%) 대비 0.48%p 상회하였다. 자산군별 수익률은 국내채권 3.55%, 해외채권 12.05%, 국내주식 12.46%, 해외주식 31.64%, 대체투자 9.82%를 달성하였다.

국민연금의 장기 자금수익률과 목표수익률 시계열 추이는 <그림 1>과 같다. 국민연금운용지침에 의거 장기 목표수익률은 실질경제성장률과 소비자물가상승률에 조정치( $\pm\alpha$ )를 반영하여 결정한다. <그림 1>과 같이 국민연금의 실현수익률은 최근 5년 동안 급등락을 반복하면서 매우 큰 변동성을 실현하고 있다.

이러한 불안한 장기 수익률 실현의 배경에는 그동안 채권 투자비중이 너무 높아 채권을 매각하고 주식과 대체투자 분야로 포트폴리오를 리밸런싱하여 분산 투자하는 데에 많은 시간이 소요되고 있기 때문이다. 이러한 이유로 국민연금은 국내 여타 연기금 및 공제회와 글로벌 기관투자자들에 비해 상대적으로 대체투자의 확대가 미진한 상황이다. 이에 따라 국민연금은 그동안 대체투자를 부동산, 인프라, 벤처투자, 기업구조

조정조합투자, 사모투자, 헤지펀드, 자원개발 등으로 구성해 왔으나 2019년 관련 지침을 개정하면서 대체투자 전문적 운용 활성화 프로그램<sup>3)</sup>을 추가하며 향후 보다 적극적으로 대체투자를 확대할 예정이다.

<그림 1> 국민연금 자금수익률(1988~2019, %)



자료: 국민연금기금운용위원회(2020.7.17) 기초로 재작성

### 3. 국민연금 대체투자 및 부동산 투자 동향

국민연금 대체투자는 2002년 벤처투자조합에 대한 간접투자로 시작되었다. 이후 중장기 자금운용 마스터 플랜(Master Plan)을 수립하여 2005년부터 인프라, 부동산, 사모펀드(PEF) 등 각 부문별 대체투자를 본격적으로 확대하였다. 다양한 수익-위험 프로파일을 가진 자산들을 발굴하여 투자 위험을 분산하고 수익률을 제고하기 위해 2006년에 해외대체투자를 시작하고, 2016년 헤지펀드에 대한 투자를 시작하였다. 특히, 2008년 금융위기를 거치면서 주식 등 위험자산에서 수익이 확보되지 않으면서, 대체투자를 보다 확대하였고, 최근 저금리 기조에서 수익률이 낮은 채권 등에 비해서도 상대적으로 고수익을 달성할 수 있어, 2020년 투자비중 목표를 13%까지 꾸준히 확대하였다. 대체투자 부문과 부동산 투자 및 운용 동향을 살펴보면 <표 3>과 같다.

2019년 대체투자 규모는 84조 2,980억 원으로 이중 국내투자는 29%(24.8조원), 해외투자는 71%(59.5조원)로 구성되었다<sup>4)</sup>. 금융부문 중 대체투자의 투자비중(11.5%)은 목표비중(12.7%)을 1.2%p 미달하여 전략적 자산배분에 의한 목표비중을 지속적으로 미달하였

1) 금액가중수익률로 투자금액에 대한 효율성을 측정하기 위한 지표이고, 절대적인 투자금액을 기준으로 평가시점까지 달성 수익률임.  
 2) 시간가중수익률로 운용자의 운용능력 측정을 위한 지표이고, 각 기간별 투자 금액은 고려하지 않고 입출금이 발생하는 세분기마다 수익률을 계산하여 가중평균한 수익률임.  
 3) 자세한 내용은 기금위원회(2019.5.3.) 회의자료 참고 바람.  
 4) 2019년 국내 보유자산은 회계연도말의 공정가치가 반영되었고, 해외 투자자산은 2019년 3분기 말의 공정가치임.

다(<표 3>, <표 4> 참조). 그러나 국민연금은 대체투자 허용범위(상한 +2.4%p, 하한 -3.4%p)를 설정하고 있어 미달폭(-1.2%p)은 허용범위 내에 해당한다.

2019년 부동산 투자비중은 금융부문 중 4.2%(31.2조원)를 차지하고 전년(4.4%) 대비 0.2%p 축소되면서 목표비중(5.0%)을 0.8%p 미달하였다. 국내(7.5조원)와 해외(23.7조원)의 비중은 각각 24.2%, 75.8%로 해외 부동산을 중심으로 부동산 투자를 확대해 왔다. 2021년 목표는 대체투자 13.2%로 0.2%p 확대, 부동산은 5.0%로 0.1%p 축소하였다(<표 3>, <표 4> 참조).

<표 3> 국민연금 연도별 투자 동향 (단위: 조원, %)

비중	2015		2016		2017		2018		2019		
	금액	비중									
부동산	국내	5.7	1.1	5.9	1.1	6.5	1.0	7.3	1.1	7.5	1.0
	해외	15.5	3.0	19.1	3.4	18.3	2.9	21.1	3.3	23.7	3.2
	소계	21.2	4.1	25.0	4.5	24.8	4.0	28.3	4.4	31.2	4.2
대체투자	54.7	10.7	63.7	11.4	66.8	10.8	76.6	12.0	84.3	11.5	
금융부문	511.7	100	557.7	100	621.0	100	638.2	100	736.1	100	
기금전체 <sup>1)</sup>	512.3		558.3		621.6		638.8		736.7		

주: 1) 금융부문+복지부문+기타부문  
 자료: 각 연도 국민연금 기금운용 성과평가 보고서를 기초로 재작성

<표 4> 국민연금 대체투자 및 부동산 투자 목표비중 (단위: %)

목표비중	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
대체투자	11.5	11.5	11.9	12.5	12.7	13.0	13.2
부동산	4.6	4.5	4.6	4.8	5.0	5.1	5.0

자료: 각 연도 국민연금기금운용계획(안)을 기초로 재작성

2019년 대체투자 수익률(9.82%)은 전년(12.05%) 대비 2.23%p 하락, BM(9.70%) 대비 0.13%p 상회하였다. 중장기적으로 최근 3개년 평균(8.80%)과 5개년 평균(9.73%)도 각각 BM 7.62%, 8.50%를 상회하였다(<표 5> 참조).

<표 5> 국민연금 대체투자 및 부동산 투자수익률 (단위: %)

비중	2015		2016		2017		2018		2019		
	수익률	BM	수익률	BM	수익률	BM	수익률	BM	수익률	BM	
부동산	국내	9.22	7.42	7.53	7.52	6.91	6.94	7.17	5.63	8.59	7.30
	해외	15.64	17.02	12.21	9.35	2.68	-0.73	13.70	11.30	10.36	10.90
	소계 <sup>1)</sup>	13.91	14.44	11.10	8.92	3.78	1.27	12.02	9.85	9.93	10.03
대체투자	12.30	10.39	9.99	9.32	4.65	2.10	12.05	11.28	9.82	9.70	
금융부문	4.57	4.87	4.69	4.80	7.28	6.42	-0.89	-0.26	11.34	10.68	

주: 1) 부동산 중 국내 및 해외 투자비중을 반영하여 산출함  
 자료: 각 연도 국민연금 기금운용 성과평가 보고서를 기초로 재작성

부동산 수익률(9.93%)은 전년(12.02%) 대비 2.09%p 하락하였고, BM(10.02%) 대비 0.10%p 미달하였다. 국내수익률(8.59%)은 전년(7.17%) 대비 1.42% 상승하였고, BM(7.30%) 대비 1.29%p 상회하였다. 해외수익률(10.36%)은 전년(13.70%) 대비 3.34%p 하락하였고, BM(10.90%) 대비 0.54%p 미달하였다. 이후 설명될 글로벌 기관투자자들의 성과에 비해 국민연금의 부동산 수익률의 변동성이 큰 점은 체계적인 투자정책을 기반으로 투자집행과 리스크 관리가 이루어지지 않고 있기 때문이라고 평가된다.

#### 4. 국민연금 대체투자 및 부동산 투자정책

연구 배경에서 제시한 것처럼 대체투자는 주식 등 위험자산에서 일정한 수익이 확보되지 않고, 최근 저금리 기조하에 채권에 비해 상대적으로 고수익을 달성할 수 있다. 이러한 배경하에 국민연금은 2021년 대체투자의 목표비중을 13.2%까지 확대하였다. 그러나 대체투자는 투자 위험을 정형화하기 어렵고, 다양한 리스크 요인들에 노출되면서 보다 정교한 투자전략과 리스크 관리의 필요성이 대두되고 있다.

주식과 채권 등 전통자산과 비교하여 대체투자는 레버리지(leverage) 리스크, 낮은 유동성 등의 추가적인 리스크에 직면하였다. 이에 따라, 투자 의사결정, 집행 및 운용 등의 전 프로세스에서 각 위험요인에 대응하여 체계적인 투자전략의 수립과 리스크 관리 현황을 상시 또는 주기적으로 점검해야 한다. 하지만 대체투

자는 시장에서 빈번한 거래가 발생하지 않아 충분한 가격정보의 수집과 관찰이 곤란하다. 또한 투자 후 특정 리스크 발생시에 즉각적인 대응과 매각이 어렵다. 가격을 비롯한 대체투자 시장에 대한 충분한 정보가 부족하여 투자자산의 수익과 리스크에 대한 정확한 측정이 어렵고, 투자전략 수립에 있어 기대수익 설정과 위험한도에 대한 적절한 모니터링도 어렵다.

그러므로 위험요인별 대표 지표를 선정하고 이를 모니터링하거나 글로벌 기관투자자들의 투자전략과 리스크 관리 등에 관한 투자정책을 기초로 대안을 마련하는 노력이 필요하다. 아울러 위험 발생시 즉각적인 회수가 어렵기 때문에 투자 건별로 철저한 사전 위험요인들을 분석하여 투자의사결정을 할 수 있는 기초 인프라의 마련도 필요하다. 급격한 시장충격에 대비하여 부동산 포트폴리오 차원의 비상계획(Emergency Plan) 수립도 필요하다.

부동산 투자에 대한 투자전략과 리스크 관리는 수익 안정성과 적정수준의 투자위험 분산으로부터 출발할 수 있다. 수익의 안정성은 상대적으로 안전자산인 코어자산과 밸류에드 및 오퍼튜니스틱 자산에 대한 적정 투자비율과 펀드 및 포트폴리오 차원의 적정 레버리지 비율(Leverage Ratio) 등에 대한 사전 가이드라인 설정 및 상시 모니터링이 요구된다. 투자위험의 분산 정도는 투자 섹터별 개별자산의 적정 비중 유지, 우량 위탁운용사 선정 및 적절한 자금배분, 투자 만기의 합리적인 분산 등을 통해 관리할 수 있다.

국민연금의 경우 국내 부동산 투자에 있어 투자전략상 코어자산의 비중이 지분형 투자의 50% 이상을 유지하는지, 개별 위탁운용사의 투자비중이 50% 이하를 유지하는지, 개별자산의 투자비중이 40% 이하인지, 투자빈티지(Vintage)에 있어 특정연도의 투자비중이 40% 이하인지, 레버리지 정책에 있어 코어자산의 경우 평균 LTV(Loan To Value)가 50% 이하인지, 밸류에드 자산의 경우 평균 70% 이하인지에 대한 포트폴리오 위험관리기준을 설정하고 있다.

해외 부동산 투자에 있어서는 투자전략상 코어 및 코어 플러스 자산의 투자비중이 50% 이상인지, 투자 섹터에 있어 개별섹터의 투자비중이 70% 이하인지, 개별 위탁운용사 투자비중이 50% 이하인지, 개별자산의 투자비중이 30% 이하인지, 투자지역에 있어 선진시장의 투자비중이 50% 이상인지, 레버리지 정책에 있어 포트폴리오 평균 LTV가 70% 이하인지, 투자대

상에 있어 프로젝트 위탁운용자산의 개발사업 비중이 20% 이하인지를 점검하는 포트폴리오 위험관리기준을 설정하고 있다.

대체투자 위탁운용 목표비중은 80%이고, 허용범위를 ±15%p로 설정하여 최소 65%에서 최대 95%까지 위탁운용사를 통해 대체투자를 집행할 수 있다.

### 5. 글로벌 기관투자자 부동산 투자 목표비중

글로벌 기관투자자들의 부동산에 대한 자산배분 목표비중은 매년 지속적으로 증가하지만, 그 증가폭은 점차 안정화 되고 있다.

<표 6> 부동산 투자 목표 대비 실제 비중 추이 (단위: %, %p)

비중	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
목표(A)	9.8	9.4	9.6	9.9	10.1	10.4	10.5	10.6
실제(B)	8.8	8.5	8.5	8.9	9.1	9.5	9.4	
격차(B-A)	-1.0	-0.9	-1.1	-1.0	-1.0	-0.9	-1.1	

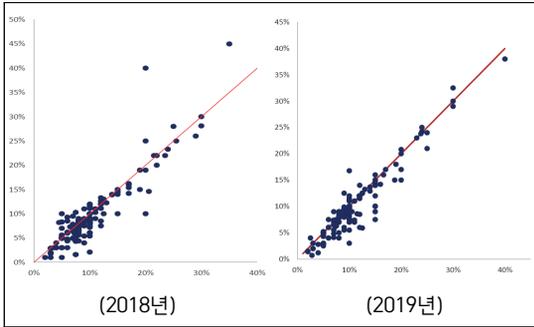
자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

자산배분 전략 상 평균 부동산 목표비중은 2019년 10.5%로 2013년 이후 약 1.6%p 증가하였고, 증가폭은 전년 대비 0.1%p 늘어나 최근 6년 동안 0.2%p~0.4%p 증가에 비해 가장 적은 수준이다(<표 6> 참조).

미주 및 아시아 태평양 지역의 기관투자자들이 주도해 온 부동산 목표비중의 확대는 2020년에도 평균 0.1%p 확대할 것으로 전망된다. 이는 미주 및 아태지역 기관투자자들의 목표비중은 평균 0.2%p 확대가 예상되지만, EMEA(Europe, the Middle East and Africa)의 기관투자자들은 큰 변동이 없을 것으로 예상되기 때문이다. 그러나 글로벌 기관들이 이같이 적극적으로 부동산 투자를 추진해 왔지만, 목표비중을 미달하는 ‘Denominator Effect’가 지속되고 있다.

<그림 2>의 x축은 자산배분 상의 부동산 투자 목표 비중을 나타내고, y축은 실제비중을 나타낸다. x축과 45도 기울기를 갖는 붉은 선 상단에 표시된 점들은 목표비중을 상회하여 부동산 투자를 집행한 기관투자자들의 분포를 나타내고, 하단에 표시된 점들은 목표비중을 미달한 기관투자자들의 분포를 나타낸다. 따라서 대다수 기관투자자들의 부동산 투자비중은 목표비중을 미달하였다.

<그림 2> 부동산 목표비중(X) 대비 실제비중(Y) 분포



자료 : 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor

실제로 2019년 응답기관 실제 투자비중의 평균(9.4%)은 7개년 평균(9.0%)에 비해 0.4%p 증가하였으나, 2019년 약 -1.1%p, 7개년 평균 약 -1.0%p 목표비중을 미달하고 있으며, 지속적으로 목표비중 대비 과소투자(Under-invested) 상태가 지속되었다(<표 6> 참조). 전체적으로는 2019년 응답 기관투자자의 약 50%가 목표비중을 미달하였다고 응답하였고, 이들의 평균 편차는 평균 -1.9%p로 집계되었다.

<표 7> 차년도 부동산 투자 성향 조사

(단위: %)

목표조정의견	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
비중확대	39	20	30	23	24	27	24
비중유지	52	61	62	70	71	65	69
비중축소	9	19	8	7	5	8	7
액티브투자선호	81	72	78	90	92	92	96

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

매년 실제 투자비중이 목표비중을 미달하였지만 차년도 목표비중을 유지하거나 확대하겠다는 기관의 비중은 7개년 동안 평균 91% 수준을 유지하고, 7개년 평균 86%의 기관들이 부동산에 대한 액티브 투자를 지속하겠다고 응답하였다(<표 7> 참조). 따라서 글로벌 기관의 부동산 투자수요를 감안한다면, 이에 상응한 투자대상이 상대적으로 부족하므로 신규 투자섹터의 발굴과 매력적인 투자구조를 설계하는 데에 보다 집중해야 할 필요성이 제기된다.

## 6. 글로벌 기관투자자 부동산 투자수익률

상대적으로 부족한 엄선된 부동산에 집중적으로 투자가 이루어지기 때문에 2018년 실현된 투자수익률이 전년 대비 다소 감소하고 최근 몇 년간 수익률 수준은 한 자릿수로 낮아졌다.

<표 8> 부동산 투자수익률

(단위: %)

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
전체	9.6	10.8	11.8	10.9	8.7	9.1	8.8	
기관 유형	Public Pension	10.3	10.0	11.7	11.4	8.8	9.2	8.4
	Endowment/Foundation	9.3	13.9	13.0	11.0	9.1	8.9	9.1
	Private Pension	9.1	10.5	12.6	11.1	8.2	8.9	9.0
	Insurance Company	6.8	7.3	8.3	9.3	9.1	9.9	8.7
	SWFs/GEs	14.4	11.4	11.4	9.7	8.1	8.9	9.3
기관 입지	미주	10.6	12.5	12.6	11.7	8.7	9.3	9.2
	EMEA	5.9	6.2	10.4	9.3	8.4	8.5	7.5
	APAC	9.4	9.3	9.5	10.1	9.2	9.1	9.1
AUM 규모	Large	10.2	10.1	11.1	11.0	9.4	9.6	9.2
	Small	9.5	10.9	12.0	10.9	8.6	9.0	8.7

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

실제 2018년 평균 수익률은 8.8%로 2017년 9.1%에 비해 0.3%p 감소했지만 꾸준히 목표수익률을 상회하고 있다(<표 8>, <표 9> 참조).

<표 9> 부동산 투자 초과성과 추이

(단위: %, %p)

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
실현수익률	9.6	10.8	11.8	10.9	8.7	9.1	8.8
BM수익률 <sup>1)</sup>	7.2	8.5	10.0	10.7	7.4	7.9	7.4
초과성과	2.4	2.9	1.8	0.3	1.4	1.2	1.4

주: 1) IPD Global Property Index

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

따라서 자산가치 평가와 경제성장 약화에 대한 우려와는 달리, 기초여건은 대체로 양호하고 부동산 투자 수익률은 상대적 강세가 지속될 것이라는 공감대가 형

성되고 있다고 판단된다. 그래서 부동산 투자수익률은 <표 9>와 같이 지난 7년 동안 평균 최소 8.8%(2018년)에서 최대 11.8%(2014년)를 달성하였다. 그리고 IPD Global Property Index를 BM으로 할 때, 최소 0.3%p(2015년)에서 최대 2.9%p(2013년)의 초과성과를 달성하였다.

이상의 양호한 투자수익률을 달성해 온 기관투자자들은 <표 10>과 같이 2015년 이후 투자시장 환경변화에 따라 최소 8.2%에서 최대 8.4%의 목표수익률을 설정하였다.

<표 10> 부동산 투자 목표수익률 설정 추이 (단위: %)

구분	2015	2016	2017	2018	2019	기간평균		
						3년	5년	
전체	8.2	8.4	8.2	8.2	8.3	8.2	8.3	
기관 유형	Public Pension	7.9	7.9	7.6	7.6	7.5	7.6	7.7
	Endowment/Foundation	8.9	9.6	9.5	8.8	9.7	9.3	9.3
	Private Pension	8.2	7.8	7.9	8.4	8.3	8.2	8.1
	Insurance Company	7.7	7.8	7.5	8.2	8.4	8.0	7.9
	SWFs/GEs	7.4	8.8	9.6	7.2	7.2	8.0	8.0
기관 입지	미주	8.6	8.5	8.5	8.5	9.0	8.7	8.6
	EMEA	7.1	8.0	6.9	7.3	6.9	7.0	7.2
	APAC	7.7	8.4	8.8	8.1	7.6	8.2	8.1
AUM 규모	Large	7.9	7.7	7.7	7.5	7.9	7.7	7.7
Small	8.3	8.5	8.3	8.3	8.5	8.4	8.4	

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

2019년의 경우 상대적으로 고위험-고수익을 추구해 온 대학이나 협회 기금은 9.7%의 가장 높은 목표수익률을 설정하였고, 상대적으로 안정적인 수익목표를 설정한 공적 연금의 경우 7.5%, 민간연금은 8.3%의 목표수익률을 설정하였다.

### 7. 글로벌 기관투자자 부동산 위탁운용

기관투자자들은 부동산 위탁운용사(Third-party Manager)에 대한 의존도를 지속적으로 확대하고 있다(<표 11> 참조). 이는 펀드 운용사들이 두 자리 AUM 성장세를 지속하고 있기 때문으로 해석된다. 다시 말해 기관투자자들은 신규 투자의 상당 부분을 위탁운용

사를 통해 집행하고 있다. 이는 내부 인력의 원활한 충원이 어려운 상황에서 급변하는 투자환경 하에서 우량한 딜소싱의 한계에 직면하고, 부동산 투자 목표 비중은 지속적으로 증가하여 해외 투자 확대를 위한 포트폴리오 관리 효율화 측면에서 아웃소싱에 대한 의존도를 높일 수 밖에 없는 상황이 지속되기 때문이라고 판단된다.

<표 11> 부동산 투자 위탁비중 선호도 (단위: %)

위탁비중	2016	2017	2018	2019
100%	66	67	69	70
50~100%미만	17	15	16	16
0~50%미만	11	11	11	8
0%(100% 직접운용)	6	7	4	6

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

기관투자자들은 위탁운용을 확대하면서 기존에 위탁운용을 담당했던 운용사들과 원만한 파트너십을 유지하는 것을 선호한다고 조사되었다(<표 11> 참조). 이에 글로벌 기관투자자들은 우량한 위탁운용사를 선정하기 위한 객관적이고 투명한 기준 마련과 프로세스 개선을 위한 노력을 지속하였고, 대부분 위탁운용사 선정 및 관리에 대한 체계적인 기준을 마련하였다.

반면에 내부운용인력을 통한 직접투자에 대한 선호도는 상대적으로 낮아지고, 특히 2019년 상대적으로 더욱 줄어들었다(<표 12>, <표 13> 참조).

<표 12> 부동산 투자 운용역 증감 계획 (단위: %)

운용역증감	2016	2017	2018	2019
인력증가	28	29	33	34
유지	56	61	56	56
인력감소	16	10	11	10

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

<표 13> 부동산 투자 파트너십 계획 (단위: %)

투자파트너십	2016	2017	2018	2019
기존운용사	65	64	60	64
신규운용사	20	21	25	23
직접(내부)운용	15	16	15	13

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

이는 기금규모가 점차 커지고, 시장의 투자섹터와 투자대상이 보다 다양해지면서 내부인력을 활용한 투자보다 외부 우수 운용사를 통한 투자가 보다 효율적이라는 시장의 공감대가 형성되었음을 알 수 있다.

### 8. 글로벌 기관투자자 부동산 스타일 투자전략

기관투자자들의 부동산 수익-위험 스타일별 투자 전략에 대한 선호도 조사결과, 가치부가형인 밸류애드(Value-add) 전략이 글로벌 기관투자자들이 가장 선호하는 투자전략으로 부상하였다(<표 14> 참조).

<표 14> 부동산 수익-위험 스타일별 투자 선호도 (단위: %)

구분	Style <sup>1)</sup>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
전체	C	46	52	56	66	69	63	66
	V	68	74	76	86	86	90	91
	O	52	57	57	70	72	75	69
기관유형	Public Pension	C			89	89	78	78
		V			91	82	91	95
		O			77	78	72	65
	Endowment /Foundation	C			26	48	36	42
		V			87	91	94	90
		O			77	78	82	81
	Private Pension	C			60	64	70	74
		V			75	88	91	88
		O			59	71	68	65
Insurance Company	C			88	68	63	60	
	V			81	76	81	87	
	O			58	48	69	60	
SWFs/GEs	C			89	86	100	73	
	V			100	100	75	82	
	O			67	71	75	73	
기관입지	미주	C	42	44	54	63	50	69
		V	79	84	87	86	95	91
		O	65	66	77	78	80	76
	EMEA	C	79	85	85	89	85	80
		V	62	61	80	89	83	93
		O	26	36	57	64	65	61
	APAC	C	76	75	89	80	89	80
		V	59	60	88	80	76	85
		O	53	40	62	45	67	40

주: 1) C : Core, V : Value-add, O : Opportunistic  
 자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 재작성

반면, 개발 및 재개발 사업 등 기회추구형 오퍼튜니스틱(Opportunistic) 전략에 대한 관심은 5년 만에 처음으로 감소하기 시작하였다. 2019년의 경우 약 91%의 기관투자자들이 밸류애드 전략에 적극적으로 자산 배분을 확대한 반면 66%는 코어(Core) 전략에, 69%는 오퍼튜니스틱 전략에 자산을 배분한 것으로 분석된다. 2018년과 비교했을 때 2019년에 관심이 감소한 투자전략은 오퍼튜니스틱 전략이 유일하였다.

실제로 미국 대표적인 연기금인 CalPERS는 부동산 투자에 있어 기본적으로 코어 자산을 75% 이상 투자하고, 밸류애드 자산과 오퍼튜니스틱 자산은 최대 25%를 넘지 못하도록 관리하고 있다. 특히 오퍼튜니스틱 자산 중에 고위험-고수익 프로파일을 지닌 개발 사업은 부동산 포트폴리오의 최대 10%를 넘지 않도록 규제하고 있다.

<표 15> CalSTRS 부동산 스타일 자산배분 (단위: %)

스타일구분	장기목표 비중	목표 수익률	장기배분 범위	허용편차
Core	60	7.0	50-75	±5
Value-add	20	7.5	10-30	±5
Opportunistic	20	10.0	10-30	±5
Public	0		0~15	±5

자료: CalSTRS(2017) 기초로 재작성

CalSTRS의 경우 CalPER에 비해 <표 15>와 같이 보다 구체적으로 수익-위험 프로파일에 기초한 스타일별 장기적인 자산배분 목표 등 투자정책을 수립하고 있다. CalSTRS는 장기적으로 전체 부동산 포트폴리오의 60%를 코어 자산으로, 밸류애드와 오퍼튜니스틱 자산은 각각 20%씩 구성하는 것을 목표로 설정하였다. 시장 상황에 따라 코어 자산은 최소 50%까지 축소하거나 최대 75%까지 확대할 수 있고, 밸류애드와 오퍼튜니스틱 자산은 최소 10%에서 최대 30%까지 시장 상황과 투자기회에 따라 유연하게 투자비중을 조절할 수 있도록 투자 가이드라인을 수립하고 있다. 아울러 시장 상황에 따라 초과수익 기회를 적극 활용하기 위해 공모 REITs(Real Estate Investment Trusts)와 공모 REOCs(Real Estate Operating Companies)에 최대 15%까지 투자할 수 있도록 하였다.

### 9. 글로벌 기관투자자 역외 부동산 자산배분

2019년 들어 역외투자를 선호한다는 기관투자자의 비중은 2018년에 비해 다소 줄었지만 여전히 대다수 기관투자자들은 역외투자를 선호하였다(<표 15> 참조). 특히 상대적으로 투자시장이 협소한 아태지역의 기관투자자들은 늘어나는 기금 규모와 부동산 투자비중 목표의 확대에 따라 역외투자에 대한 선호가 여전히 높은 것으로 판단된다.

<표 16> 부동산 역외투자 선호도

(단위: %)			
기관입지	2017	2018	2019
미주	66	74	66
EMEA	81	88	71
APAC	95	95	90

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

기관투자자들의 권역별 자산배분을 살펴보면, 북미에 대한 투자는 계속 늘어나고 있고, 다음으로 유럽 대륙에 대한 투자를 확대하고 있다(<표 17> 참조).

<표 17> 부동산 역외투자 대상지별 선호도

(단위: %)							
투자지역	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
북미	79	81	82	89	92	91	92
유럽	54	48	56	72	73	77	73
영국	45	40	51	64	64	70	61
아시아	31	29	25	42	43	47	40
호주	21	16	18	36	36	36	36
이머징마켓	19	15	21	33	34	33	23

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

투자자의 역외 자산배분은 영국과 아시아를 제외하고 매년 대체로 일정한 수준을 유지하고 있는데, 이는 기관투자자들이 환율, 브렉시트 관련 불확실성, 홍콩 시위, 글로벌 무역전쟁 영향 등을 상당한 영국과 아시아에 대한 투자 리스크 때문이라고 판단된다.

CalPERS의 경우 최소 70% 이상 미국 내 실물자산에 투자하도록 가이드라인을 설정하고 있어, 역외 투자는 최대 30%로 한정되어 있다. 역외 투자에 있어서도 선진시장(Developed Market)에 부동산 포트폴리

오의 30% 이하, 신흥시장(Emerging Market)에 15% 이하, 프론티어 시장(Frontier Market)에 5% 이하의 자산배분이 이루어지도록 제한하고 있다.

CalSTRS도 역외투자는 부동산 포트폴리오의 30% 이하로 유지하도록 관리하고 있고, 각 국가 고유의 리스크를 고려하여 역외투자도 투자국가의 투자리스크를 고려하여 코어, 밸류애드, 오피튜니스틱으로 구분하여 정책적으로 관리하고 있음을 알 수 있다.

### 10. 글로벌 기관투자자 부동산 투자수단

기관투자자가 가장 선호하는 투자수단은 폐쇄형 사모펀드(C-EPF: Closed-End Private Fund)이고, 다음으로 개방형 사모펀드(O-EPF: Open-End Private Fund)를 선호하는 것으로 조사되었다. 최근 투자 여건을 반영한 투자정책이 변화하면서 2019년 C-EPF에 대한 선호도는 13%p 감소하였다(<표 18> 참조).

<표 18> 부동산 투자수단별 선호도

(단위: %)							
구분	투자수단 <sup>1)</sup>	2015	2016	2017	2018	2019	
전체	Direct	35	39	38	33	38	
	JV	31	40	37	42	41	
	SA	31	36	33	31	34	
	C-EPF	79	79	87	93	80	
	O-EPF	42	52	55	56	51	
AUM 규모	Large	Direct		30	62	63	50
		JV		32	68	69	69
		SA		26	66	64	64
		C-EPF		77	86	89	77
		O-EPF		49	66	64	46
	Small	Direct		69	31	23	34
		JV		67	29	33	33
		SA		70	25	20	26
		C-EPF		86	87	94	81
		O-EPF		63	53	54	53

주: 1) JV : Joint Venture , SA : Separate Account , C-EPF : Closed-End Private Fund , O-EPF : Open-End Private Fund  
 자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기초로 제작성

특히 투자자산에 대한 재량권을 확대하고 포트폴리오 관리비용을 낮추려는 대형 기관투자자들이 직접투자자와 SMA(Separately Managed Account)와 같은 투자자 맞춤형 분리계정(Separate Account)에 대한

선호도가 2019년 다시 증가하였음에 주목해야 한다.

### 11. 글로벌 기관투자자 부동산 투자와 ESG 정책

ESG정책은 인지도와 투자 프로세스 상에서 그 중요성이 점점 더 강조되고, 투자관리자들은 클라이언트들의 목표를 수용하기 위해 운용조직의 구조와 투자상품을 이에 맞춰 개편하고 있다(<표 19>, <표 20> 참조).

<표 19> 부동산 투자시 ESG정책 중요성 인지도 (단위: %)

기관입지	2017	2018	2019
ALL	36	39	46
APAC	43	59	76
EMEA	70	59	65
미주	26	26	35

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기조로 제작성

기관투자자들은 목표수익률을 달성하는 것뿐만 아니라 환경 지속성(Environmental Sustainability), 사회적 책임(Social Responsibility), 지배구조(Governance)에 대한 목표도 충족하는 투자에 대한 선호도가 높아지고 있는 것이다. EMEA의 기관투자자들은 ESG 정책 구현에서 투자업계를 선도하고 있다.

<표 20> 부동산 투자 프로세스 상 ESG정책 반영도 (단위: %)

기관입지	2017	2018	2019
전체	31	36	36
APAC	46	57	45
EMEA	60	53	59
미주	20	25	25

자료: 각 연도 Institutional Real Estate Allocations Monitor 기조로 제작성

### 12. 글로벌 기관투자자 부동산 레버리지 정책

장기적으로 글로벌 저금리 시대에 지속될 것으로 예상되는 상황에서 부동산 지분투자 수익률에 큰 영향을 미치고 있는 것 중 하나는 레버리지 정책이다. 레버리지의 대표적인 정책지표들은 LTV(Loan to Value), DSCR(Debt Service Coverage Ratio) 등이다.

실제 CalPERS의 경우 LTV는 50% 이하로 제한하

고 있고, DSCR의 경우 전체 부동산 포트폴리오 평균 1.5배 이상을 유지하여야 하고, 코어 자산의 경우 평균 2.0배 이상을 유지하도록 가이드를 제시하고 있다.

CalSTRS의 경우 자산의 스타일군에 따라 각 자산군 포트폴리오의 공정가치 기준 LTV 제약을 보다 세분화하여 설정하고 있다. 코어 자산군은 40% 이하, 밸류어드 자산군은 65% 이하로 설정하되 이 기준을 위배하지 않는 범위에서 개별 밸류어드 자산은 65% 이상 활용할 수 있도록 하였다. 그러나 오퍼튜니스틱 자산군은 위험조정수익(Risk Adjusted Return)을 고려하여 LTV제약을 부여하지 않고 운용역에게 재량권을 부여하였다. 특징적인 것은 CalSTRS의 경우 레버리지 1% 활용에 상응한 프리미엄을 최소 3bp 이상 확보하는 것을 기본 가이드라인으로 제시하고 있어 만약 운용역이 50% 레버리지를 활용하여 투자하는 자산의 경우 레버리지를 활용하지 않는 자산(Unlevered Asset)에 비해 150bp 추가 수익률을 달성해야 한다.

### 13. 부동산 투자 운용 및 성과 수수료 정책

효율적인 투자운용에 있어 기관투자자의 최근 관심 사항 중 하나는 운용수수료의 합리적인 결정과 초과성과를 유인하기 위한 성과수수료 정책이다.

<표 21> 사모 부동산 펀드 빈티지별 수수료와 기준수익률

Vintage		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
운용 수수료	중앙값	1.46	1.44	1.44	1.34	1.31	1.46	1.55
	평균값	1.50	1.50	1.50	1.50	1.40	1.50	1.50
기준 수익률	중앙값	8.30	8.48	8.32	8.42	8.23	8.52	8.09
	평균값	8.00	8.00	8.00	7.25	8.00	8.00	7.00
성과 수수료	중앙값	19.4	17.8	19.5	18.7	18.3	18.4	18.7
	평균값	20.0	20.0	20.0	20.0	18.0	15.0	20.0

자료: Preqin 보고서를 기초로 제작성

<표 21>과 같이 사모 부동산 펀드 운용수수료는 중앙값 기준 2013년 이후 평균 최소 1.31%(2017년)에서 최대 1.55%(2019년) 수준이고, 평균값 기준으로는 2017년을 제외하고 1.50%로 조사되었다. 성과수수를 지급하기 위해 설정된 기준수익률은 중앙값 기준 최소 8.23%(2017년)에서 최대 8.52%(2018년)으로 조사되었고, 평균값 기준 최소 7.0%(2019년)에서 최대 8.0%으로 조사되었다. 이러한 기준수익률 이상의 초

과성과를 유도하기 위한 성과수수료는 중앙값 기준 초과수익률의 최소 17.8%(2014년)에서 최대 19.5%(2015년)를 지급하는 것으로 조사되었고, 평균값 기준으로는 2017년과 2018년을 제외하고 초과수익률의 20%를 지급하는 것으로 조사되었다.

합리적인 인센티브(패널티) 정책은 투자자와 운용사 간에 원만한 유대관계를 지속하기 위한 필수 요소이다. 따라서 실현가능성이 낮은 과도한 목표와 성과수수료는 의미가 없고 기대효과가 낮으므로 성과를 공유할 수 있는 효율적인 가이드라인 설정이 필요하다.

## Ⅳ. 부동산 투자정책 개선방안

본 연구를 통해 글로벌 기관투자자들의 투자 동향과 부동산 투자정책을 조사하여 분석한 결과 도출된 함의와 시사점을 기반으로 제시하는 부동산 투자정책 정립과 개선방안들은 다음과 같다.

### 1. 자산배분 정책

우선 장기부채 현금흐름에 매칭한 자산배분 전략상 부동산 목표비중은 최소 10% 이상 설정할 필요가 있다. 국내 주요 기관투자자들 중 부동산 투자비중('20년 목표)을 공시한 사례는 2019년말 기준 국민연금 4.2%(5.1%) 이외에 군인공제회 27.2%(41.4%), 과학기술인공제회 26.5%(25.0%), 경찰공제회 26.3% 뿐이다. 다만 대체투자의 비중('20년 목표)은 2019년 기준 사학연금 21.2%(23.5%), 공무원연금 18.6%, 행정공제회 54.6%(58.7%), 군인공제회 46.5%(69.4%), 과학기술인공제회 63.2%(65.0%)로 조사되었다<sup>5)</sup>. 이에 공제회를 중심으로 대체투자 비중이 타 기관투자자들에 비해 높고 이에 따라 부동산 투자비중 역시 상당히 클 것으로 예상된다.

따라서 국민연금을 제외하고는 부동산 투자 목표비중을 10% 이상 설정하되 글로벌 기관투자자들 중 유사한 기관 유형과 투자철학을 지닌 기관들을 참고하여 일정 수준 이상 과도하지 않는 목표설정이 필요하다.

이는 개별 부동산의 투자 수익-위험 프로파일이 준

공시점을 기준으로 일정 기간이 지나면 공실률, 투자수익률 중 임대수익률 비중, 자본적 지출 규모 등 다양한 원인에 의해 스타일 재조정이 필요하다는 데에 글로벌 기관투자자들이 공감하고 있기 때문이다.

아울러 경제와 산업구조의 변화에 따라 특정 부동산 투자 섹터들에 대한 투자매력이 장기적으로 변화한다는 점도 체계적인 분산투자과 적시의 리밸런싱 전략이 필요한 이유이다. 체계적인 자산배분 정책 가이드가 존재하지 않으면 장기적으로 전체 기금의 안정성도 훼손될 수 있다.

### 2. 목표수익률 설정

부동산 자산군의 목표수익률은 기관별 유형 및 투자철학을 고려하여 <표 9>의 조사결과를 기초하여 상대적으로 안정적인 기금운용을 추구하는 연기금의 경우 7% 중반에서 상대적으로 공격적인 투자를 선호하는 연기금의 경우 9% 후반 사이로 설정할 것을 제안한다.

아울러 연간 수천만원의 정보비용을 지불하고 글로벌 인덱스를 BM으로 사용하는 연기금에게는 목표수익률을 성과평가 벤치마크로 설정하는 대안을 제시한다. 실제 11개 글로벌 기관들이 이같은 절대수익률을 성과평가 BM으로 활용하고 있다. 특히 고액의 정보비용을 부담하기 어려운 기관투자자들에게 절대수익률 BM은 좋은 대안이 된다.

### 3. 위탁운용 정책

효율적인 부동산 투자를 위한 위탁운용 비중은 내부인력 일인당 운용 규모를 고려하여 단기적으로 최소 50% 이상 설정하고 장기목표를 100%로 설정하는 중장기 투자정책을 제안한다.

대부분의 글로벌 기관투자자들처럼 국내 대다수 기관의 기금 규모는 꾸준히 증대할 것이다. 반면 내부운용인력을 기금 규모에 비례하여 적절히 증원하는 것은 쉽지 않다. 제한적인 내부인력만으로 국내 및 해외부동산에 효율적인 투자를 진행하는 것은 분명 한계가 있다.

따라서 효율적인 부동산 투자 확대와 리스크 관리를

5) 이외에도 고용보험 14.77%(15.48%), 산재보험 9.79%(11.0%), 장애인고용기금 4.41%(12.00%), 임금채권보장기금 0.0%(2.89%)이고, 공무원연금 18.6%(n.a.), 교직원공제회 57.5%('24년 중기목표 60.5%), 건설근로자공제회 24.2%(n.a.), 경찰공제회 51.1%(n.a.) 등은 부분적인 정보만 공시됨.

위해 내부인력은 객관적이고 투명한 프로세스 하에서 우량한 위탁운용사를 선정하고, 이들과 원활한 파트너십을 꾸준히 유지하며, 투자 후 다각적인 사후관리에 보다 집중하는 것이 합리적이라고 판단된다.

#### 4. 스타일 투자정책

부동산 투자정책 상 스타일 투자전략에 있어 자산 섹터보다는 스타일을 기준으로 수립할 것을 제안한다.

오피스, 리테일, 물류 등 자산 섹터는 동일한 섹터라도 개별 부동산별로 서로 다른 수익-위험 프로파일을 가지고 있다. 따라서 효율적인 포트폴리오 구성에 있어 기초정보인 수익-위험 프로파일을 부동산 섹터별로 정의하여 투자정책을 수립하기는 어렵다.

글로벌 기관투자자들과 같이 부동산 투자수익과 리스크를 결정하는 주요 요인들에 대한 일정 임계치(Criteria)에 따라 투자대상 개별 자산 또는 펀드를 저위험-저수익의 코어, 중위험-중수익의 밸류에드, 고위험-고수익의 오퍼튜니스틱 등 스타일 그룹으로 분류할 것을 제안한다.

이러한 스타일 분류기준은 민성훈(2019)의 연구결과를 참고로 하여 부동산의 입지, 용도(섹터), 규모(건물연면적), 임대율(또는 공실률), 임대 분산도(임차인 유형, 평균잔여임차기간), LTV, 투자수익 중 임대소득이 차지하는 비중 등을 기준으로 설정할 것을 제안한다.

이렇게 분류된 스타일 그룹별로 부동산 투자정책을 수립할 경우, 부동산 포트폴리오의 수익목표 달성과 리스크를 효율적으로 관리할 수 있는 기반을 형성할 수도 있다. 우선 부동산 포트폴리오에 할당된 목표수익률을 달성하기 위한 최적의 스타일 그룹별 자산배분이 필요하다. 글로벌 부동산 시장에서 형성되는 스타일 그룹별 기대수익과 위험 수준은 투자시장 여건에 따라 유동적으로 변화한다. 따라서 시장통계를 기초로 정기적으로 자산배분을 변경하거나 CalSTRS처럼 내부적으로 설정한 스타일 그룹별 목표수익률을 기반으로 스타일 그룹별 자산배분정책을 수립할 수 있다.

CalPERS와 CalSTRS의 사례를 참고할 때, 코어는 최소 60% 또는 75% 이상, 밸류에드와 오퍼튜니스틱은 최대 20% 또는 25% 이하로 설정할 수 있을 것이다. 다만 과도한 위험 감수를 통제하기 위해 개발사업에 대해서는 전체 포트폴리오의 최대 10%를 넘지 않는 투자 가이드라인 설정이 필요하다.

이러한 스타일 그룹별 자산배분정책에 기초한다면 제안받은 신규 투자대상 자산 또는 개별 펀드의 투자 우선순위를 결정할 수도 있다. 우선 신규 투자 제안건의 수익-위험 프로파일을 내부기준에 따라 분석하여 특정 스타일 그룹으로 정의한다. 그리고 스타일 그룹별 투자비중 목표 대비 해당 시점까지의 집행 실적을 집계하면 신규 투자 검토 건이 우선 편입대상인지 아닌지를 판별할 수 있는 것이다.

스타일 그룹별 투자정책 역시 글로벌 기관투자자들의 투자선호 추이의 변화와 CalPERS 및 CalSTRS 정책수립 사례를 참고하여 국내 개별 기관투자자들의 기관유형과 투자철학을 반영하여 결정할 필요가 있다.

아울러 대체투자 자산군 내 유동성 확보와 유리한 시장 여건에서 보다 액티브한 부동산 투자를 원한다면, CalSTRS 사례를 벤치마킹하여 REITs나 REOCs 대해 최대 15% 이하 투자할 수 있는 투자 가이드라인 설정도 적극 검토할 필요가 있다.

#### 5. 해외 투자정책

해외투자의 비중은 국내 부동산 투자시장의 규모와 협소한 투자섹터의 현실을 감안할 때, 국내 연기금 여건에 맞추어 중장기적으로 확대할 것을 제안한다. 다만 해외투자에 있어 경제권역별 경제 및 제도 환경 등을 고려하여 해외투자의 최소 60% 이상은 상대적으로 안정적인 선진시장에 투자하고, 신흥시장에는 최대 30% 이하, 프론티어 시장에는 최대 10% 이하 투자하는 가이드라인을 제안한다.

해외 부동산 투자에 있어서 특히 국내에는 존재하지 않거나 아직 성숙하지 않는 투자섹터들에 대한 투자 확대 및 분산투자의 수단으로 활용할 것을 제안한다. 국내 부동산 투자 섹터는 오피스, 리테일, 물류, 호텔, 레지던스 등에 국한되어 있다. 그러나 글로벌 부동산 투자시장에는 데이터 센터, 메디컬 센터, 스튜던트 하우스, 시니어 하우스, 정부임대 오피스 등 다양한 섹터의 부동산 투자시장이 성숙되어 있다. 따라서 서로 다른 수익-위험 프로파일을 지니고 중장기적으로 꾸준한 수요가 예상되는 투자 섹터들에 대한 분산투자를 목적으로도 해외투자는 적극적으로 확대해야 한다.

## 6. 레버리지 정책

레버리지 정책은 부동산 투자에 있어 필수적이고 핵심적인 정책 중 하나이다. 부동산 투자는 중단기 3~5년 이상의 투자도 있지만 10년 이상 장기 투자도 이루어지는 자산군이다. 향후 장기적인 저금리를 예상하지만, 만약 금리가 급상승할 경우 부의 레버리지 효과(Negative Leverage Effect)도 고려해야 한다.

따라서 전체 부동산 포트폴리오의 LTV 평균은 최대 50%를 넘지 않도록 가이드라인을 제안한다. 아울리스타일 투자전략과 연계하여 코어 자산군은 최대 40% 이하로 설정하고, 밸류에드 자산군은 평균 LTV를 65% 이하로 유지하는 상황에서 개별 밸류에드 투자건은 동일 위험 하에 기대수익률을 높이기 위해 LTV를 65% 이상 활용할 수 있으며, 오피튜니스틱 자산군은 전체 포트폴리오의 LTV가 50%를 초과하지 않는 한 투자기회를 충분히 살려 기대수익률을 높일 수 있도록 한계를 두지 않을 것을 제안한다.

LTV 정책과 동시에 DSCR에 대한 가이드라인을 설정할 것을 제안한다. DSCR은 대출 뿐만 아니라 지분 투자의 배당 안정성을 모니터링하는 핵심지표가 된다. 따라서 CalPERS 사례를 벤치마킹하여 전체 부동산 포트폴리오 평균 DSCR을 1.5배 이상 유지하도록 하고, 코어 스타일 그룹의 경우 DSCR을 평균 2.0배 이상 유지하도록 가이드라인 설정을 제안한다.

## 7. 수수료 및 사후 운용성과 관리 정책

운용수수료는 최대 1.5%를 넘지 않도록 설정하고, 설정한 목표수익률을 기준수익률로 하여 이를 상회할 때 지급하는 성과수수료는 초과수익률의 최대 20%를 넘지 않도록 가이드라인을 설정할 것을 제안한다.

수수료 정책수립에 있어 초점은 운용성과에 대한 공유와 인센티브와 패널티를 명확하게 정의하고 이에 대한 연기금과 운용사 또는 투자 제안사 사이에 원활한 공감대를 형성하는 것이다. 무조건 운용수수료를 절감하거나 성과수수료 낮추려는 노력은 우량 투자 건에 대한 연기금의 접근성과 좋은 투자 기회를 스스로 차단하는 결과를 초래할 위험이 있다.

따라서 제안한 투자 건에 대해서 청산시점까지 최선을 다해 관리하고 합리적인 차익 실현을 위한 노력을 지속할 수 있도록 투자 이후 사후 운용관리의 효율성

을 높일 수 있는 정책들의 마련이 필요하다.

일례로 일정 비율의 제안사 공동투자를 유도하고, 합리적인 성과 인센티브 조건과 수준을 설정하며, 동시에 관리부실과 성과 미달에 따른 수수료 삭감 등을 담은 명확한 가이드라인을 투자 의사결정 전에 합의를 통해 결정할 것을 제안한다.

## V. 결론

그동안 연기금을 비롯한 국내 기관투자자들은 부동산 투자 확대를 위해 다각적으로 노력을 꾸준히 지속해 왔다. 그러나 제한적으로 공시된 국민연금 부동산 투자정책을 검토할 때, 글로벌 기관투자자들에 비해 다각적인 측면에서 정책적 내용의 충분성이 다소 미흡하다고 판단된다. 따라서 보다 체계적이고 효율적인 투자정책의 정립과 개선이 필요하다고 판단된다.

부동산 투자정책에 대한 이상의 일곱 가지 제안이 글로벌 선진 기관투자자들이 수립하고 있는 투자정책의 전부는 아니다. 하지만 이상의 일곱 가지의 투자정책이라도 합리적으로 정립한다면 어느 정도 기본적인 체계는 갖추었다고 평가할 수 있을 것이다.

본 논문은 연구주제와 관련한 자료들을 제한적으로 수집, 분석하여 합의와 시사점을 도출하였기에 정책적 제언에 있어 한계가 분명히 존재한다. 따라서 국내 연기금과 공제회에 대한 투자현황과 운용성과에 대한 지속적인 모니터링이 가능하도록 공시 및 정보수집 체계의 개선이 필요하다. 그리고 Cornell University's Baker Program과 Hodes Weill & Associates와 같이 국내 연기금을 비롯한 글로벌 기관투자자들을 대상으로 정기적으로 조사하고 분석하는 사업에 대한 유관단체의 관심이 요구된다.

이와 더불어 향후 보다 다양한 측면에서 필요한 추가적인 투자정책을 수립하고자 할 때, 보다 많은 주요 글로벌 연기금들의 투자정책서(IPS: Investment Policy Statement)들을 수집하고, 관련 위원회 자료들을 수집하여 분석할 필요도 있다. 그러나 선진 기관의 투자정책이라고 해서 무조건 그대로 수용하는 것은 위험한 접근방법이다. 따라서 유사한 유형의 글로벌 기관들의 조사결과를 참고하되 각 연기금의 기금운용 목표와 투자철학에 맞는 합리적이고 효율적인 기준을 제각각 설정하는 것이 필요하다. 이를 위해서는 글로벌

별 선진 기관투자자들의 투자정책을 충분히 이해함과 동시에 투자정책 정립과 개선을 원하는 연기금에 대한 이해도 충분한 전문 컨설팅 기관이나 전문가의 자문을 충분히 반영할 필요가 있다고 판단된다.

논문접수일 : 2020년 8월 13일

논문심사일 : 2020년 8월 14일

게재확정일 : 2020년 8월 31일

## 참고문헌

1. 강상선·전재범, “부동산투자 벤치마크의 적정수익률 설정과 성과평가 연구”, 『한국지역개발학회지』 제30권 제3호, 한국지역개발학회, 2018, pp. 157-177
2. 강상선·전재범, “부동산투자의 위험-수익관계에 기반한 전략적 자산배분: ‘기관투자자의 자산운용 측면’을 중심으로”, 『한국지역개발학회지』 제31권 제1호, 한국지역개발학회, 2019, pp. 161-179
3. 국민연금기금운용위원회, 2015년도 국민연금 기금운용계획(안), 2014년도 제3회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2014.6.13
4. 국민연금기금운용위원회, 2015년도 국민연금 기금운용평가(안), 2016년도 제4회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2016.7.1
5. 국민연금기금운용위원회, 2016년도 국민연금 기금운용계획(안), 2015년도 제2회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2015.6.9
6. 국민연금기금운용위원회, 2016년도 국민연금 기금운용평가(안), 2017년도 제5회국민연금기금운용위원회 회의자료, 2017.6.28
7. 국민연금기금운용위원회, 2017년도 국민연금 기금운용계획(안), 2016년도 제3회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2016.5.16
8. 국민연금기금운용위원회, 2017년도 국민연금 기금운용평가(안), 2018년도 제4회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2018.7.4
9. 국민연금기금운용위원회, 2018년도 국민연금 기금운용계획(안), 2017년도 제4회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2017.5.25
10. 국민연금기금운용위원회, 2018년도 국민연금 기금운용평가(안), 2019년도 제6회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2019.7.5
11. 국민연금기금운용위원회, 2019년도 국민연금 기금운용계획(안), 2018년도 제3회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2018.5.30
12. 국민연금기금운용위원회, 2019년도 국민연금 기금운용평가(안), 2020년도 제7회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2020.7.17
13. 국민연금기금운용위원회, 2020년도 국민연금 기금운용계획(안), 2019년도 제5회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2019. 5.31
14. 국민연금기금운용위원회, 2021년도 국민연금기금운용계획(안), 2020년도 제5회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2020.5.20
15. 국민연금기금운용위원회, 국민연금기금 수익률 제고를 위한 대체투자 집행 개선방안, 2019년도 제4차 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2019.5.3
16. 국민연금기금운용위원회, 국민연금기금 위탁운용 목표범위 조정(안), 2017년도 제2회 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2017.2.28
17. 김경민·김영곤·서충원, “국민연금 기금운용을 통한 대체투자로서 부동산투자 특성에 관한 연구”, 『부동산학보』 제66권 한국부동산학회, 2016, pp. 46-58
18. 김중석, “부동산자산 투자가 공적연기금에 미치는 영향-공무원연금기금 사례를 중심으로”, 『지방자치연구』 제19권, 전북대학교 지방자치연구소, 2016, pp. 39-63
19. 노상윤, “국내 연기금의 미국 상장 리츠를 활용한 부동산투자 액티브 운용전략에 관한 연구”, 『경제연구』 제38권 제2호, 한국경제통상학회, 2020, pp. 61-87
20. 노상윤·이영호·민성훈, “부동산투자 성과지수 개발의 현황과 과제”, 『부동산연구』 제23권 제3호, 한국부동산연구원, 2013, pp. 135-155
21. 민성훈, “부동산투자 스타일인자의 상대적 중요도에 관한 연구”, 『부동산연구』, 한국부동산연구원, 제29집 제4호, 2019, pp. 25-41
22. 보건복지부·국민연금공단, 『국민연금기금운용지침』, 2018. 7.30
23. 이성훈·최영민, 『대체투자 현금흐름을 반영한 위험-수익률 측정에 관한 연구』, 국민연금공단 정책자료, 2019
24. 이수진·조진완·이재현, “기준포트폴리오 개념을 이용한 대체투자 위험수익 분석”, 『선물연구』 제27권 제2호, 한국파생상품학회, 2019, pp. 193-209
25. Funk, D. and D. Weill, “2013 Institutional Real Estate Allocations Monitor,” Ithaca, NY: Cornell University’s Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, LP, 2013
26. Funk, D. and D. Weill, “2014 Institutional Real Estate Allocations Monitor,” Ithaca, NY: Cornell University’s Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, LP, 2014
27. Jones, D. and D. Weill, “2015 Institutional Real Estate Allocations Monitor,” Ithaca, NY: Cornell University’s Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, LP, 2015
28. Jones, D. and D. Weill, “2016 Institutional Real Estate Allocations Monitor,” Ithaca, NY: Cornell University’s Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, LP, 2016
29. Jones, D. and D. Weill, “2017 Institutional Real Estate Allocations Monitor,” Ithaca, NY: Cornell University’s Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, LP, 2017
30. Jones, D. and D. Weill, “2018 Institutional Real Estate Allocations Monitor,” Ithaca, NY: Cornell University’s Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, LP, 2018
31. Jones, D. and D. Weill, “2018 Institutional Real Estate Allocations Monitor,” Ithaca, NY: Cornell University’s Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, LP, 2018

32. 건설근로자공제회, <https://www.cwma.or.kr/contents.do>
33. 경찰공제회, <https://www.pmaa.or.kr/www/1461131407276/content.do>
34. 고용보험, <https://www.moel.go.kr/info/astmgmt/employ/list3.do>
35. 공무원연금, [https://www.geps.or.kr/business/funds/page\\_01.jsp](https://www.geps.or.kr/business/funds/page_01.jsp)
36. 과학기술인공제회, <https://www.sema.or.kr/front/notify/assetPlan.do?menuId=MEU201700307>
37. 교직원공제회, <https://www.ktcu.or.kr/IN/IN-P700M01.do>
38. 군인공제회, <http://www.mmaa.or.kr/contents.action?menuid=617>
39. 사학연금, [http://www.tp.or.kr:8088/tp/business/business\\_0301.jsp](http://www.tp.or.kr:8088/tp/business/business_0301.jsp)
40. 산재보험, <https://www.moel.go.kr/info/astmgmt/sanjae/list3.do>
41. 임금채권보장기금, <https://www.moel.go.kr/info/astmgmt/imchae/list3.do>
42. 장애인고용기금, <https://www.moel.go.kr/info/astmgmt/disaster/list3.do>
43. 행정공제회, <https://www.poba.or.kr/mno/mno01/mno0105/mno010501>
44. CalPERS, California Public Employees' Retirement System Total Fund Investment Policy, <https://www.calpers.ca.gov/docs/total-fund-investment-policy.pdf>
45. CalPERS, CalPERS Investment Policy for Real Assets Program, <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/about-investment-office/policies>
46. CalPERS, Real Assets Strategic Plan Update, Investment Committee, Apr. 18, 2016, <https://www.calpers.ca.gov/docs/real-estate-strategic-plan.pdf>
47. CalSTRS, Real Estate Investment Policy, Investment Branch, Jul. 2017, <https://www.calstrs.com/investment-policies>

<국문요약>

## 연기금 부동산 투자정책 개선방안에 관한 연구

노 상 윤 (Roh, Sang-Youn)

국민연금을 비롯한 국내 기관투자자들은 장기부채 현금흐름에 매칭하여 장기적으로 안정적인 연금 및 보험급여 제공을 위한 충분한 유동성을 확보하기 위한 노력을 지속하고 있다. 이를 위해 국내 기관투자자들은 과거 고금리 채권을 대신하여 정기적인 배당수익을 기대할 수 있는 대체투자, 특히 부동산 투자에 대한 비중을 지속적으로 확대하고 있다. 그러나 국내 기관투자자들은 부동산 투자정책 수립 수준이 글로벌 선진 기관투자자들에 비해 미흡하다. 이에 본 논문을 통해 국내 기관투자자들이 체계적이고 효율적인 부동산 투자정책을 수립하고 개선하는 방안을 연구하였다. 우선 제한적이지만 일부 공개된 국민연금의 대체투자 및 부동산 투자정책을 검토하였다. 다음으로 글로벌 기관투자자들의 부동산 투자정책과 관련한 자산배분 상 목표비중를 비롯하여 투자수익률, 위탁운용, 투자수익-위험 스타일 투자전략, 역외 투자를 위한 자산배분, 투자수단, ESG정책, 레버리지 정책, 투자운용 및 성과 수수료 정책 등에 대한 핵심적인 내용들을 조사하여 제시하였다. 그리고 이를 통해 국내 기관투자자들에게 유익한 정책적 시사점 및 함의를 도출하였다. 마지막으로 이상의 내용들을 기초로 하여 본 연구는 국내 기관투자자들이 (1) 자산배분, (2) 목표수익률 설정, (3) 위탁운용, (4) 스타일 투자, (5) 해외 투자, (6) 레버리지, (7) 수수료 및 사후 운용성과 관리 등과 같은 내용의 부동산 투자정책을 수립하고 개선하는 방안들을 제시하였다.

주 제 어 : 대체투자, 부동산투자, 투자정책, 투자전략, 리스크관리