

## 호주 Listed Property Trusts의 성과와 자산관리 특성 분석: 우리나라 부동산간접투자제도의 시사점\*

박원석\*\*

**요약:** 본 연구는 호주의 LPT(Listed Property Trusts)의 성과 분석을 통해 펀드형 부동산 간접투자상품으로서 LPT의 성과와 특성을 분석하고, LPT 성과에 영향을 미치는 LPT의 자산관리 특성을 분석하여, 우리나라 부동산 간접투자제도의 발전을 위한 시사점을 도출하는 것을 목적으로 한다. 연구결과를 요약하면 다음과 같다. LPT는 1971년 최초로 설립된 이후 빠른 성장을 통해 호주의 대표적인 부동산간접투자제도의 지위를 차지하고 있다. LPT 성과 특성을 보면, LPT는 명목수익률 및 위험조정수익률의 관점에서 여타 금융상품에 비해 우월한 성과를 보이고 있으며, LPT를 영입함으로써 복합자산 포트폴리오 다변화 효과를 누릴 수 있음을 확인하였다. 또한, LPT는 자산관리 방안으로 결합주식 구조를 활용하고 있는데, 결합주식 구조를 활용하는 LPT가 비결합 LPT보다 우수한 성과를 보이고 있으며, 결합주식 LPT의 포트폴리오 다변화 효과도 더 뛰어나, 결합주식 구조는 LPT가 고도 성장을 하는데 중요한 요인으로 작용하고 있음을 확인하였다. 마지막으로, 이러한 연구결과를 통해 LPT의 결합주식 구조를 우리나라 부동산투자회사 제도에 활용하는 방안, 개발사업의 활성화를 위한 LPT의 사례를 적용하는 방안 등을 모색하였다.

**주요어:** Listed Property Trusts, 부동산투자회사, REITs, 부동산 간접투자, 결합주식, 자산관리, 위험조정 성과, 포트폴리오 다변화

### 1. 서론

#### 1) 연구배경 및 목적

외환위기 이후 우리나라는 기업과 금융기관의 대대적인 구조조정을 경험하였고, 이러한 구조조정 과정에서 정부는 부실채권을 조기에 처리하고 부동산 시장 선진화를 위한 방편으로 부동산을 유동화, 증권화하는 제도들을 속속 도입하였다. 즉, 부동산을 소액 단위로 증권화하여 자본시장에 유통시킴으로써 기업과 금융기관이 매물로 내놓은 부동산의 매각을 원

활하게 하고, 이를 통해 기업과 금융기관의 구조조정을 촉진하고자 한 것이다. 부동산 유동화, 증권화 제도의 도입으로 우리나라에서도 부동산 간접투자상품의 도입이 본격화되었다. 즉, 부동산에 전문적으로 투자하고 투자수익을 투자자들에게 배당하는 새로운 부동산 간접투자제도들이 등장하게 된 것이다. 이러한 부동산 간접투자상품은 미국의 REITs(Real Estate Investment Trusts), 호주의 LPT(Listed Property Trusts), 영국의 PFs(Property Funds) 등 외국에서는 이미 오래 전부터 도입되어 활용되고 있다.

\* 이 논문은 2006년도 한국학술진흥재단의 지원에 의해 연구되었음(KRF-2006-B00605)

\*\* 대구대학교 부동산학과 조교수

외환위기 이후 우리나라에 도입된 부동산 간접투자상품을 보면, 1998년 「신탁업법 시행령」의 개정에서 비롯된 “계약형 부동산투자신탁”, 2001년 「부동산투자회사법」의 제정을 통해 도입된 “부동산투자회사”<sup>1)</sup>, 2003년 「간접투자자산운용업법」에 의해 도입된 “부동산간접투자기구(부동산펀드)”<sup>2)</sup>가 대표적이다. 현재 설립·운영 중인 부동산 간접투자상품들을 보면 기업구조조정 부동산투자회사와 부동산펀드 등 존속기한이 정해져 있고 위탁관리를 위주로 하는 펀드형 간접투자상품이 대부분으로 나타난다. 따라서 우리나라 부동산간접투자시장은 미국의 REITs와 같이 존속기간이 영속적인 회사형 투자상품보다는 호주의 LPT와 같은 펀드 또는 신탁형태가 주도하고 있음을 볼 수 있다. 이는 한편으로는 자기관리형 부동산투자기구에 대해 이중과세 면제를 허락하지 않는 제도적인 문제에 기인하는 측면도 있고, 다른 한편으로는 우리나라 부동산 투자시장에서는 장기적인 자산운용을 통한 안정된 수익보다는 단기적인 프로젝트를 통하여 수익을 창출하는 펀드형 투자를 선호하기 때문으로도 추론할 수 있다.

그런데 펀드형 투자상품이 주도하는 부동산간접투자시장의 성장 패턴이 향후에도 지속될지에 대해서는 논란의 여지가 있다. 왜냐하면, 2002년부터 설립된 펀드형 투자상품의 청산 문제가 향후에 본격화될 것이기 때문이다. 이러한 펀드형 투자상품의 청산문제는 향후 부동산간접투자시장의 건전한 성장에도 영향을 미치는 중대한 사안이라 할 수 있다. 따라서 우리나라에서 부동산 간접투자시장이 조기에 정착되기 위해서는 펀드형 투자상품의 수익 특성을 규명하여 투자자의 이해를 높이는 작업이 필요하며, 이와 동시에 현재 운영 중인 투자상품들이 투자자를 유인할 만큼 수익률을 안정적이고 지속적으로 올리는 방안을 강구하는 것이 관건이라 할 수 있다.

이러한 맥락에서 펀드형 부동산간접투자상품인 호주의 LPT(Listed Property Trusts)에 대한 이해와 집중적인 연구가 필요한 시점이라 판단된다. 호주의 LPT는 상장형 부동산신탁으로서, 한시적인 신탁 형

태를 가지고 있지만, LPT 지분을 상장할 수 있어 유동성이 높은 투자상품이다. 이러한 독특한 구조를 통해 LPT는 부동산 장기투자는 물론 개발사업 투자도 하고 있어 호주의 부동산투자시장에서 대표적인 투자상품으로 역할을 하고 있다. 2007년 4월말 현재 LPT의 시장가치는 1,406억 호주달러로, 호주 기관투자자 부동산의 절반을 LPT가 보유하고 있다. 특히 1990년대 초반 호주의 금융위기를 극복하는데도 LPT가 중요한 역할을 담당한 바 있어, 구조조정기구로서의 LPT의 정책적 중요성도 검증된 바 있다.

우리나라에서 부동산 간접투자에 대한 연구는 부동산투자회사 제도의 도입과 함께 기초적인 연구가 이루어지고 있는 실정이다. 특히, 부동산투자회사 제도가 미국의 REITs를 벤치마킹하여 도입된 만큼 부동산 간접투자에 대한 연구도 미국의 REITs를 중심으로 이루어지고 있다. 호주의 LPT에 대한 연구는 이상영외(1999), 한국건설산업연구원(2000) 등을 들 수 있는데, 이들 연구는 주로 부동산 간접투자회사 제도의 도입 단계에서 호주의 LPT 제도에 대한 소개와 현황 분석 수준에 그치고 있다.

따라서 LPT의 성과분석을 통해 투자상품으로서의 LPT의 경쟁력과 특성을 분석하고, 이를 통해 우리나라 부동산간접투자시장을 주도하고 있는 펀드형 투자상품의 성격을 규명하고 부동산간접투자시장의 효율화와 선진화에 기여할 수 있는 방안을 모색할 수 있을 것이다. 아울러 지금까지 도입된 부동산 간접투자상품들이 본래의 목적인 부동산 투자와 자산운용의 전문화에 제대로 역할을 하고 있는 지를 검토하고, 정책적 개선과제를 도출할 수 있을 것이다.

이러한 맥락에서 본 연구는 호주의 LPT(Listed Property Trusts)의 성과 분석을 통해 펀드형 부동산 간접투자상품으로서 LPT의 성과와 그 특성을 분석하고, LPT 성과에 영향을 미치는 LPT의 자산관리 특성을 분석하여, 우리나라 부동산 간접투자제도의 발전을 위한 시사점을 도출하는 것을 목적으로 한다. 이를 위해 첫째로, 호주의 LPT의 성과를 명목수익률과 위험조정수익률의 관점에서 분석하고 이를 통해 편

드형 부동산 간접투자상품으로서의 LPT의 특성을 파악한다. 둘째로, LPT의 성과에 영향을 미치는 자산관리의 특성을 분석한다. 특히, 자산관리에서 가장 중요한 이슈인 관리방식과 성과 문제를 분석하기 위해 LPT가 활용하고 있는 결합주식(stapled securities) 구조를 집중적으로 분석한다. 셋째로, 분석결과를 토대로 우리나라의 부동산간접투자시장에서 자산관리의 전문성을 증진시키는 방안과 부동산시장 선진화를 구축하기 위한 정책과제와 시사점을 도출한다.

## 2) 연구방법 및 내용

전술한 바와 같이, 본 연구는 LPT의 성과 및 자산관리 특성을 분석하고, 이를 통해 우리나라 부동산간접투자시장에의 시사점을 도출하는 것을 목적으로 하는데, 이러한 목적을 달성하기 위해 다양한 연구방법과 자료를 활용하였다. 본 연구의 주요 내용, 연구방법 및 자료는 다음과 같다.

우선, 2장에서는 LPT의 개요와 기본적인 현황을 분석한다. 이를 위해 LPT와 관련된 국내외 문헌들을 검토하였으며, 호주 현지조사를 통해 구득한 자료와 전문가 인터뷰 결과 등을 활용하였다. 3장에서는 LPT 성과와 그 특성을 분석한다. LPT의 성과 및 특성에 대한 분석은 기본적으로 시계열 통계자료 분석을 통해 이루어지며, 이와 함께 LPT의 성과와 관련 선행연구들을 분석하여 LPT 성과 특성을 종합적으로 검토<sup>3)</sup>한다. 분석에 사용된 통계자료는 호주 증권거래소, UBS 등을 통해 구득하였다.

4장에서는 결합주식 구조를 중심으로 LPT의 자산관리 특성을 분석한다. 자산관리 특성에 대한 분석은 시계열 통계자료 분석, 결합주식(stapled securities) 구조와 성과에 대한 선행연구 분석, 호주 현지조사를 통해 구득한 각종 문헌 및 자료, 전문가 인터뷰 결과 등을 종합하여 검토한다. 분석에 사용된 통계자료는 호주 증권거래소, UBS 등을 통해 구득하였다. 5장에서는 LPT 연구 결과를 통해 밝혀진 분석결과를 토대로 우리나라의 부동산간접투자시장에 주는 시사점과 정책과제를 도출한다.

## 2. LPT 개요 및 현황

### 1) LPT 개요 및 구조

Listed Property Trusts(LPT)<sup>4)</sup>는 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산에 투자하는 호주의 상장 부동산 투자신탁이다. LPT는 주주들(unitholders)에게 지분(uint)을 발행하여 자금을 모집하고, 모집된 자금은 신탁규약에 의해 피신탁자에게 이전한다. 피신탁자는 부동산을 보유, 매입, 처분하여 주주들에게 운영수익을 배당하는 구조를 가지고 있다. LPT는 호주의 「회사법」의 일부인 「관리투자법(Managed Investment Act)」과 「호주주식시장 상장규칙」의 신탁규약에 근거하여 제도가 유지되고 있다.

LPT의 구조를 보면, 한시적인 신탁조직의 형태를 가지고 있지만, LPT 지분은 주식시장에 상장되어 자유롭게 거래가 가능하다. 다만, LPT는 일반 회사 구조를 취하고 있는 미국의 REITs와는 달리 영속적인 조직이 아니고 신탁규약에 따라 약 80년 정도의 기한 제한이 있다. 이는 토지에 대한 영구소유권을 인정하지 않는 호주의 토지제도의 영향으로 파악된다. 주주는 신탁 운용에 따른 수익을 분배받으며, 지분 범위 내에서 유한책임을 부담한다(박원석 외, 2000b).

LPT는 미국의 REITs와 마찬가지로 소득세법상 일정한 요건을 충족하면 이중과세 면제 혜택이 있다. 미국의 REITs와 다른 점은 자기관리가 허용되지 않는다는 것이다. LPT는 자기관리가 허용되지 않기 때문에 반드시 외부 경영자를 선임하여야 되는데, 이를 위해 자산운용회사와 계약을 맺어 운영을 위탁한다. 이러한 자산관리 기능은 단일책임법인(Single Responsible Entity)이 담당한다. 단일책임법인은 투자자산의 관리와 피신탁자 역할을 동시에 담당하는 주체로서, 주주들을 위한 피신탁자로서의 역할과 주주를 대행하여 이사회의 기능을 동시에 수행하면서 사실상 부동산의 소유 및 운영권을 갖게 된다(한국건설산업연구원, 2000). 따라서 단일책임법인은 LPT의 지배구조와 성과에 핵심적인 역할을 하고 있으며, 단

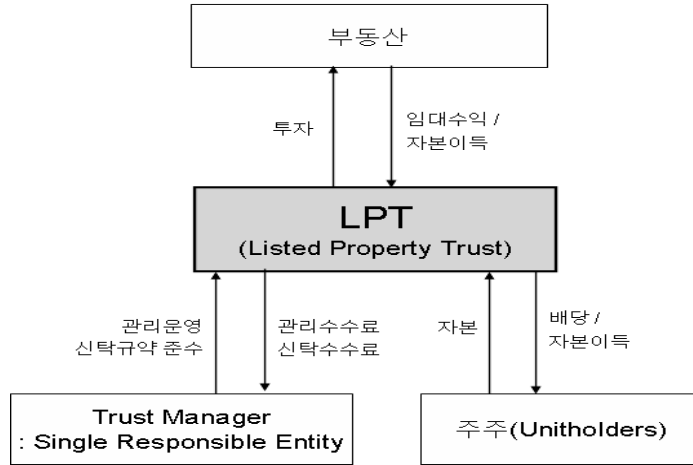


그림 1. LPT의 구조

출처 : 한국건설산업연구원, 2000, 신탁제도를 활용한 부동산투자신탁의 활성화 방안을 참조.

일책임법인의 전문성에 따라 수익성이 크게 영향을 받는다고 할 수 있다.

2) 현황

최초의 LPT는 1971년 Land Lease Corporation가 설립한 GPT(General Property Trust)다. GPT는 LPT를 활용한 최초의 상품으로, Land Lease Corporation이 GPT를 600만 호주달러 규모로 주식시장에 상장하면서 최초의 LPT가 설립되었다. 이후 20년 동안 LPT시장 규모는 점진적으로 성장하는 추세를 유지하

다가, 1990년대 초의 비상장 부동산신탁증권(UPT : Unlisted Property Trusts) 시장이 붕괴되면서 LPT가 급격히 성장하였다. UPT는 1980년대 후반 부동산 경기 상승을 타고 급성장하였으나, 1990년대 초반 부동산 경기 침체 시 투자자들의 잇따른 환매 요청으로 대량의 자금 유출이 발생하면서, 유동성 위기로 인하여 운영이 부실화되는 등 큰 위기에 직면하였다. 이에 호주의 증권감독원(Australian Securities Commission)은 부실 UPT를 정리하는 방안의 하나로 UPT를 LPT로 전환하는 조치를 취하면서 유동성 위

표 1. 호주의 부동산 간접투자 현황(2007년 4월 현재)

구분	펀드 수(개소)	시장가치(1억 호주달러)
Listed Property Trusts (LPTs)	71	1,406
Listed Investment Companies (LICs)	59	279
Infrastructure Funds	22	474
Exchange Trade Funds (ETFs)	5	12
Pooled Development Funds (PDFs)	10	9
Absolute Return Funds	13	158
전체	180	2,195

출처 : 호주 증권거래소.

기를 극복했고, 이를 통해 LPT시장이 급성장하게 되었다. 기관투자자들이 역시 부동산을 직접 투자하는 것보다 유동성이 높은 LPT 증권 보유를 선호하면서 LPT 시장 규모가 급격히 증가하는 계기를 마련했다.

1971년 LPT가 최초로 설립된 이후 30여년간 빠른 성장을 구가하여, 2007년 4월 현재 호주에는 71개의 LPT가 설립·운영되고 있으며, 이들 LPT의 시장가치는 1,406억 호주 달러에 이른다. 이러한 LPT의 시장 규모는 호주 전체의 부동산 간접투자펀드 수의 39%, 시장가치의 64%를 차지하는 것으로, 사실상 LPT가 호주의 부동산 간접투자시장을 주도하는 것을 볼 수 있다. 실제로 기관투자자가 보유하고 있는 부동산의 절반을 LPT가 보유하고 있는 것으로 추정된다.

LPT의 주요 투자대상 부동산은 오피스, 쇼핑센터, 호텔, 주택, 산업용 부동산 등으로 나타난다. Welch(2005)에 따르면, LPT 중에서 매장용 부동산 LPT 46%, 오피스 LPT 11%, 산업용 부동산 LPT 8% 순으로 나타나며, 다각화 투자를 하는 LPT가 33%인 것으로 나타난다.

### 3. LPT의 성과 특성 분석

#### 1) LPT 성과 특성 및 요인

투자상품으로서 LPT의 경쟁력과 성장은 LPT의 성과에 의해 지지된다. LPT의 성과는 다양한 관점에서 분석 가능한데, 기본적으로는 위험조정 전과 위험조정 후의 관점에서 분석할 수 있다. 또한, LPT의 성과 분석을 통해 LPT가 위험-수익 스펙트럼의 관점에서 어떠한 특성을 갖는 투자상품인지를 규명하고, 포트폴리오 구성 요소로서 LPT가 얼마나 경쟁력이 있는지를 분석하는 것은 LPT 성과 특성을 규명하는데 중요한 사안이다. 이러한 관점에서 본 장에서는 다양한 관점에서 LPT의 성과 및 특성을 분석하고, 성과 발생 요인들을 검토한다.

우선, 위험을 감안하지 않은 명목적인 LPT의 장기

간의 성과 추이를 살펴보면 다음과 같다. 그림 2는 1984년 12월의 지수 100을 기준으로 하여, 2006년 6월까지의 분기별 LPT<sup>5)</sup>, 일반주, 채권 지수의 시계열을 나타낸 것이다. LPT의 경우, 1984년 지수 100에서 2006년 6월에는 1,396에 이르고 있다. 이는 일반주 지수 1,593보다는 작지만 채권 지수 805보다는 큰 수치다. 따라서 LPT의 성과는 일반 주식보다는 낮지만 채권보다는 높은 것으로 나타난다. 이러한 결과는 미국의 REITs의 경우와 일치하는 결과로 볼 수 있으며, 이에 부동산 간접투자상품이 일반적으로 가지고 있는 특성을 LPT 역시 가지고 있는 것으로 파악된다.

LPT의 성과를 투자자산 부문별로 살펴보면 그림 3과 같다. 2006년 6월의 지수를 보면, LPT Retail 지수가 1,555로 가장 높게 나타나고, 다음으로 LPT Industrial 1,112, LPT Composite 863, LPT Office 592 순으로 나타난다. 따라서 LPT 투자부문별로 볼 때, 쇼핑센터와 같은 매장용 부동산에 전문적으로 투자하는 LPT의 성과가 장기적으로 가장 높게 나타나는 반면, 오피스에 전문적으로 투자하는 LPT의 성과는 가장 저조한 것으로 나타난다. 따라서 LPT 투자부문 중에서 매장용 LPT의 비중이 가장 높고 가장 규모가 큰 LPT가 매장용 LPT인 것은 매장용 LPT들이 장기간에 높은 성과를 실현한 것에 기인하는 것으로 추정할 수 있다.

한편, LPT지수의 수익률 추이를 소득수익률과 자본이득률<sup>6)</sup>로 나누어 살펴보면 다음과 같다. 소득수익률의 경우, 대체적으로 7~11% 대 사이의 안정적인 추세를 보이고 있으며, 1985~2006년간 연평균 소득수익률은 8.58%로 나타난다. 따라서 LPT는 투자자산 운용을 통하여 안정적인 수입을 확보하고 있으며, 이를 통해 투자자들은 장기간 안정적이고 일정한 배당수익을 실현하고 있음을 볼 수 있다. 이러한 안정적인 소득수익률은 LPT의 성과를 안정화 시키는 요인인 것으로 파악된다.

반면, 자본이득률의 경우, -11%~31% 대로 상대적으로 높은 변동성을 보이고 있다. LPT는 지분을 거래소시장에 상장하기 때문에 주식시장에서의 추가변

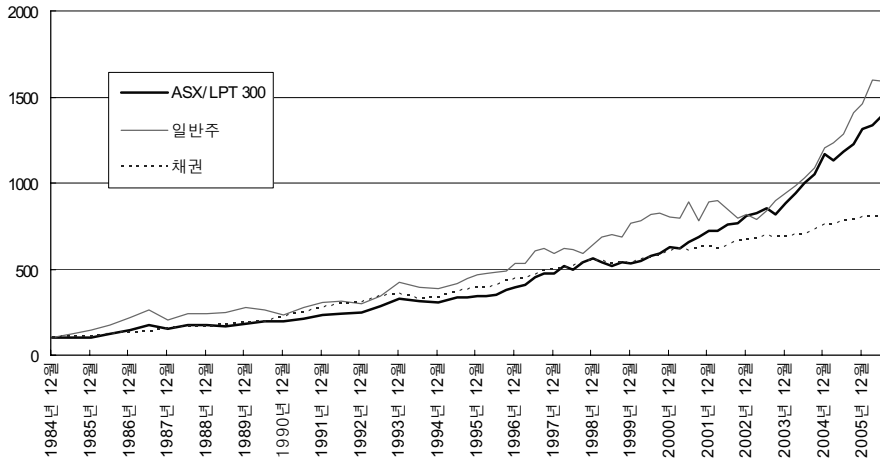


그림 2. 호주의 주요 투자상품의 성과지수 추이

주 : 1984년 12월의 지수 100을 기준으로 함.  
 자료 : 호주증권거래소, UBS.

동률에 따라 자본이득률의 변동폭이 크게 나타나는 것으로 파악할 수 있다. LPT의 자본이득률 추세를 보면, 80년대 말~90년대 초의 금융위기 기간, 90년대 중반 및 후반의 자본시장 침체기를 제외하면 대체적으로 양(+)의 자본이득률을 보이고 있으며, 그 결과

1985~2006년간 연평균 자본이득률은 4.92%로 나타나, LPT는 장기간의 주가의 대세상승 추세를 보이고 있음을 확인할 수 있다.

이러한 LPT 수익률 시계열 자료를 통해 1985~2006년간의 연평균 수익률을 분석하면, 총 수익률은

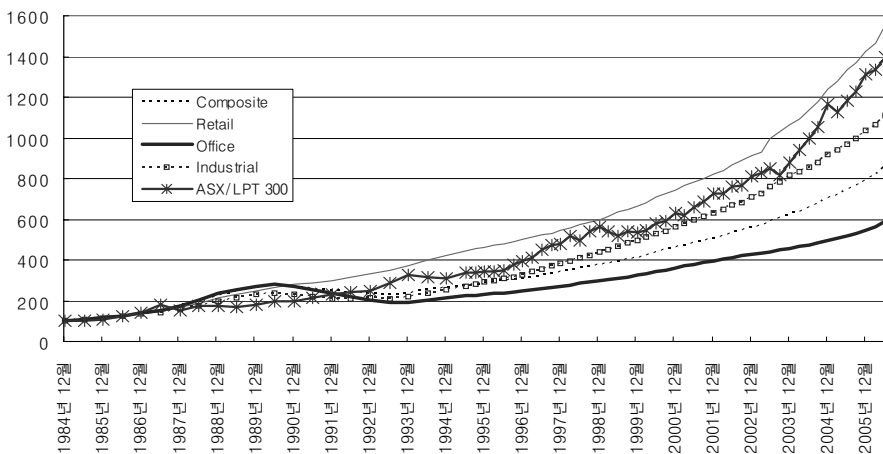


그림 3. LPT 투자부문별 성과지수의 추이

주 : 1984년 12월의 지수 100을 기준으로 함.  
 자료 : 호주증권거래소, UBS.

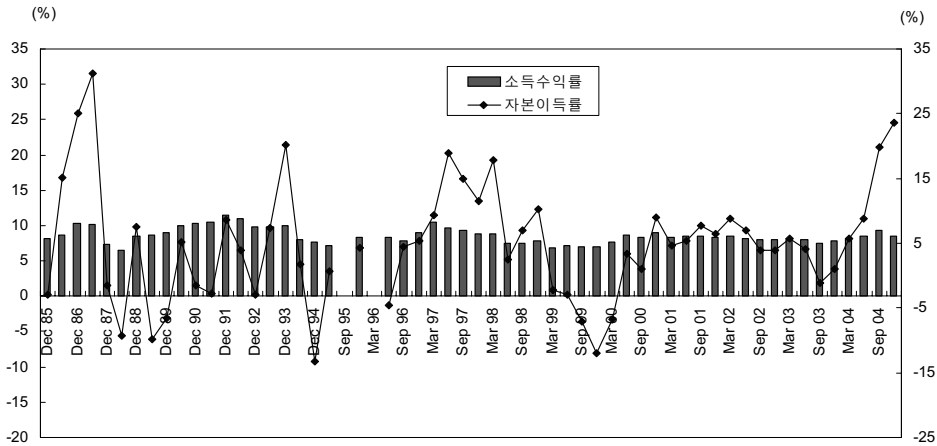


그림 4. LPT지수의 수익률 추이

자료 : 호주증권거래소, UBS.

13.5%로 나타나는데, 이 중 소득수익률이 8.58%, 자본이득률이 4.98%로 나타난다. 따라서 총 수익률 중에서 소득수익률이 자본이득률보다 3.6%p 더 높은 것으로 도출되는데, 이를 통해 LPT의 주 수익률이 투자자산 운용을 통하여 발생하는 배당수익에 의존하고 있음을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 미국의 REITs의 경우와 매우 유사한 결과라 할 수 있다.

한편, 각 수익률의 변동성을 표준편차를 통해 살펴보면, 총 수익률은 9.79, 소득수익률은 1.1, 자본이득률은 9.21로 나타난다. 수익률의 변동성이 큰 자본이득률의 표준편차가 소득수익률보다 9배 가량 높게 나타난다. 총 수익률의 표준편차는 9.21로 자본이득률의 표준편차와 유사한데, 따라서 총 수익률의 변동성은 대부분 자본이득률의 변동성에 기인하는 것을 볼

수 있다.

다음으로, 위험을 감안한 LPT의 위험조정 성과를 살펴보면 다음과 같다. 위험조정 성과는 다양한 측정 방법이 있으나, 가장 간단한 방법 중 하나가 평균 수익률과 성과 분석 결과를 통해 단위당 위험조정 수익률을 나타내는 Sharpe 비율<sup>7)</sup>의 계산이다. LPT지수의 연차별 수익률 자료를 근거하여 Sharpe 비율을 계산하면, LPT 총 수익률의 Sharpe 비율은 1.38로 나타내며, 소득수익률의 Sharpe 비율은 7.81, 자본이득률의 Sharpe 비율은 0.53으로 도출된다.

한편, 이러한 LPT의 위험조정 성과를 여타 투자상품과 비교하여, 투자상품으로서의 LPT의 경쟁력을 평가할 수 있는데, 이에 대한 선행연구로 Peng(2005)의 연구를 들 수 있다. Peng(2005)은 준 분산(semi-

표 2. LPT의 평균 수익률 · 표준편차 · Sharpe 비율 분석

	소득수익률	자본이득률	총수익률
평균(%)	8.58	4.92	13.50
표준편차	1.10	9.21	9.79
Sharpe 비율	7.81	0.53	1.38

자료 : 호주증권거래소, UBS 자료를 근거로 계산

deviation)의 개념<sup>8)</sup>을 도입하여 1985년 12월부터 2004년 6월까지 LPT의 위험조정 수익률을 직접 부동산 투자 및 보통주 투자의 위험조정 수익률을 비교 분석하였는데, 결과를 보면 LPT는 직접 부동산 투자나 보통주 투자보다 더 우월한 위험조정수익률을 올리는 것으로 나타났다. 따라서 호주에서 LPT는 자본시장의 여타 투자상품에 비해 경쟁력이 있는 상품으로 장기간 성과를 구가해 왔으며, 이러한 성과가 LPT의 성장을 뒷받침하고 있음을 볼 수 있다.

지금까지 살펴본 LPT의 성과와 변동성은 다양한 요인에 의해 영향을 받을 수 있는데, 이러한 LPT의 성과에 미치는 요인은 선행연구를 통해 살펴볼 수 있다. 우선 Newell(2005)은 LPT의 성과와 변동성에 부동산, 주식, 채권시장 요인들이 각각 얼마나 영향을 미치는가를 분산분해 절차를 활용하여 평가하였다. 그 결과를 보면, 주식시장 요인은 상대적으로 LPT 성과의 변동성에 가장 중요한 영향을 미치고 있지만, 장기적으로는 그 영향력이 점차적으로 줄어들고 있는 것으로 나타났다. 반면, 부동산시장 요인은 LPT 변동성에 작은 영향을 끼치지만, 영향력이 점진적으로 증가하는 것으로 나타났다. 마지막으로 채권시장 요인은 그 중요성이 1994년 이후로 주식시장 요인을 능가하는 것으로 나타났으며, 이들 요인으로 설명되지 않은 개별위험 요인도 LPT의 성과와 변동성에 상당한 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 LPT는 근저하는 자산은 부동산이지만, 주식시장에 상장됨으로써 실제 성과의 변동성은 자본시장의 영향을 더 많이 받는 것을 보여준다. 특히, Newell(2005)은 LPT의 성과를 설명하는데 있어서 주식 및 채권시장 요인의 비중이 큰 이유로, LPT 주식에서 기관투자자의 비중이 크다는 점을 들고 있다.

한편, West and Worthington(2003)은 GARCH-M 모델을 활용하여, 호주의 부동산 수익률에 거시경제 요인들이 미치는 효과를 분석하였다. 결과를 보면 단기금리, 예상된 인플레이션, 예상하지 못한 인플레이션, 건축활동, 고용변화, 사업서비스산업 생산 등의 거시경제 요인들이 LPT의 수익률에 유의한 영향을

미치는 것으로 나타났다. 이러한 선행연구 결과를 요약하면, LPT는 부동산 자산으로 구성되어 있지만 보유자산이 성과에 미치는 영향력은 미미하고, 주식·채권시장 등의 자본시장 요인들과 금리, 인플레이션, 산업생산과 같은 거시경제 요인들이 LPT의 성과에 중요한 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다.

## 2) LPT의 투자자산 다변화 효과

LPT가 자산운용에 있어서 투자자산을 어떻게 구성하는가, 그리고 어떠한 전략이 효과적인가를 분석하는 것은 LPT의 성과 특성을 밝히는데 있어서 중요하고 기본적인 사안이라 할 수 있다. 즉, LPT 투자에 있어서 투자 부동산을 다변화하는 것이 효과가 있는가의 점이다. 전통적인 재무이론과 포트폴리오 이론에 따르면, 투자자는 포트폴리오 다변화를 통해 위험을 줄일 수 있기 때문에 다변화 효과가 있다고 알려져 있다. 그런데 미국의 REITs의 경우, 1990년대 이후 한 분야에 전문화된 REITs가 우수한 성과를 보이면서 REITs의 고도성장을 주도하였고, 이에 REITs의 투자자산 다변화 효과가 중요한 논쟁이 되고 있다. REITs의 투자자산 다변화 효과에 대한 경험적 연구결과<sup>9)</sup>를 보면, 다변화 효과에 대한 일관된 연구결과가 나타나지 않으며, 오히려 다변화 효과보다는 자산관리에 있어서 전문화의 이익이 더 크게 나타나는 연구결과들도 있다.

이러한 투자자산 다변화 효과에 대한 연구는 LPT에 있어서도 중요한 주제가 되고 있으며, 이에 대한 선행연구들이 진행된 바 있다. Hedander(2005)는 1992~2003년간 39개 LPT를 대상으로 한 연구에서, LPT의 투자 부동산의 유형별 지역별 다변화 효과를 분석하였다. 결과를 보면, 부동산 유형별로 보면 한 분야에 전문화된 LPT의 기업가치가 다변화된 LPT의 기업가치보다 더 높은 것으로 나타났다. 반면 지리적으로는 다변화된 LPT의 기업가치가 집중된 LPT의 기업가치보다 더 높은 것으로 나타났다. 따라서 LPT의 경우, 부동산 유형별로는 전문화가 효과적인 반면, 지리적으로는 다변화가 효과적인 투자전략이 됨을



볼 수 있다.

한편, Newell and Tan(2003)에서도 1995년 3월~2002년 6월간의 LPT지수를 대상으로 LPT의 투자 부동산의 유형별 지역별 다변화 효과를 분석하였다. 연구결과를 보면, 부동산 유형별 지역별 모두 유의한 수준의 다변화 효과가 발생하며, 다변화 효과의 강도 면에서는 지역별 다변화 효과의 강도가 더 큰 것으로 나타났다. Newell and Tan(2003)의 부문별 다변화 효과에 대한 연구 결과는 Hedander(2005)의 연구와는 상이한 결과를 보이고 있는데, 이러한 경향은 미국 REITs의 연구에서도 보이고 있다. 결론적으로, LPT의 투자전략에서 지역별 다변화 효과는 확실히 나타나지만, 부동산 유형별 다변화 효과는 연구대상과 기간에 따라 상이한 결과가 나타난다고 하겠다.

### 3) LPT의 포트폴리오 영입 효과

LPT가 투자 포트폴리오 구성요소로서 유용한 지에 대한 연구도 LPT의 성과 특성을 분석에서 중요한 의미를 가지고 있다. 즉, 복합자산 펀드의 포트폴리오에 LPTs를 영입하는 것이 효과적인지 여부를 규명하려는 연구들은 기관투자자들이 LPT의 주요 투자자로 부상함에 따라 그 중요성이 커지고 있다. 기관투자자들은 대부분 LPT에 전적으로 투자하는 투자자들이기 보다는 펀드의 포트폴리오를 구성하는 투자상품으로서 LPT에 관심을 가지는 투자자들이었고, 이러한 점은 포트폴리오의 구성요소로서의 LPT에 대한 관심을 낳게 되었던 것이다. 포트폴리오의 관점에서 부동산 투자상품을 연구하려는 움직임<sup>10)</sup>은 1990년대 중반 이후 미국에서 기관투자자들이 REITs시장에 진출한 이후에 두드러졌다. 이들 연구결과에서는 REITs가 복합자산 포트폴리오를 구성함으로써 다변화 효과가 있음을 보고하고 있다.

호주의 LPT의 경우에도 기관투자자의 비중이 커지면서 LPT의 포트폴리오 다변화 효과에 대한 연구들이 진행되었다. Newell and Acheampong(2001)은 1980~2000년간 LPT 지수를 대상으로 복합자산 포트폴리오에 LPT를 영입할 경우 다변화 이익이 발생하는

지를 분석하였다. 연구결과를 요약하면, LPT는 복합자산 포트폴리오의 성과를 개선시키는 다변화 효과를 가지고 있는 것으로 나타났다. 특히, 주식시장이 상승기에 있는 경우가 하강기에 있는 경우보다 LPT의 포트폴리오 영입 효과가 더 큰 것으로 나타났다.

한편, LPT의 해외 부동산 투자가 늘어나면서 해외 부동산 투자를 하는 LPT를 복합자산 포트폴리오에 영입시킬 경우의 효과를 분석한 연구가 Tan(2004a)와 Tan(2004e)에 의해 진행되었다. Tan(2004a)은 해외 부동산 투자 비중이 높은 5개의 LPT를 대상으로 1997년 6월~2002년 6월간의 포트폴리오 다변화 효과를 분석하였다. 분석결과를 보면, 효율적 프론티어 구축에 있어서 해외 부동산 투자 LPT의 포트폴리오 다변화 효과가 나타나는 것으로 확인되었다. Tan(2004e)에서는 직접 개발한 국제 LPT 지수를 가지고 1997년 6월~2003년 3월간의 포트폴리오 다변화 효과를 분석하였다. 분석결과를 보면, 국제 LPT를 포함한 복합자산 포트폴리오는 다른 복합자산 포트폴리오보다 우월한 성과를 보이는 것으로 나타나, 국제 LPT의 포트폴리오에 다변화 효과를 확인할 수 있었다.

결론적으로, LPT는 REITs와 마찬가지로 복합자산 포트폴리오 다변화 효과를 가지고 있으며, 이러한 다변화 효과를 누리기 위해 기관투자자들은 자신의 포트폴리오에 LPT를 적극적으로 고려할 수 있음을 확인되었다. LPT 투자에서 기관투자자의 비중이 높아지는 추세를 감안할 때, LPT는 전문 투자자뿐만 아니라 포트폴리오 투자자에게도 유용한 투자자산이 될 수 있는 것으로 판단된다.

## 4. LPT의 자산관리 특성

### 1) 결합주식 구조와 자산관리 특성

LPT의 자산관리 특성을 분석함에 있어서 가장 중요한 이슈는 결합주식(stapled securities) 구조의 활

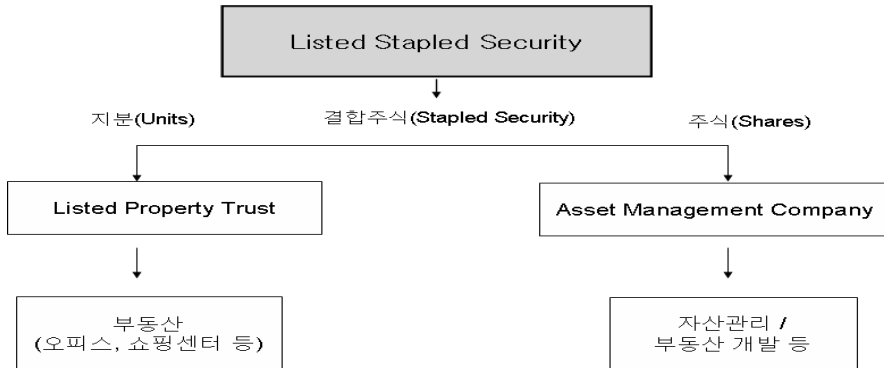


그림 5. 결합주식 LPT의 구조

자료 : 호주증권거래소의 내용을 재구성함.

용이라 할 수 있다. 결합주식이란 일반적으로 관련된 2개 이상의 주식을 하나의 기구로 묶어서 투자자에게 매매하는 구조를 말한다. 일단 결합주식으로 투자자에게 매각되면 투자자는 이를 분리해서 매각하지 못한다. 따라서 2개의 주식이 마치 스테플로 짝인 상태로 묶여서 거래된다는 의미에서 이를 결합주식(stapled securities)으로 명명한다.

전술한 바와 같이, LPT는 신탁형 펀드이고, LPT의 자산관리는 외부위탁 자산관리회사(asset management company)에서 이루어진다. 따라서 LPT 투자자들은 투자 포트폴리오에서 발생하는 배당수익만을 수취할 수 있었다. 이에, LPT 투자자들은 보유 부동산 투자 포트폴리오로부터 발생하는 수익뿐만 아니라 자산관리회사가 수행하는 부동산 개발 및 펀드관리와 같은 사업으로부터 발생하는 이익을 받을 권리를 확보하기를 요구했다. 이러한 투자자의 요구를 뒷받침하고 외부관리 구조에 내재된 비효율성과 이해 당사자간의 갈등 문제를 해소하는 차원에서 위해 호주에서는 1998년 「관리투자법(Managed Investment Act)」의 제정을 통해 LPT가 결합주식 구조를 활용하는 것을 허용하였다. 이러한 결합주식 구조의 허용은 1986년 미국에서 조세개혁법을 통해 REITs의 자기관리를 허용한 것과 유사한 성격의 조치라 할 수 있다(Tan, 2004c).

결합주식 LPT의 구조는 그림 5와 같다. LPT의 지분(unit)과 자산관리회사의 주식(share)을 묶어서 상장형 결합주식(listed stapled security)을 만들고, 이러한 결합주식의 소유자는 LPT가 보유한 부동산 투자 포트폴리오로부터 발생하는 수익뿐만 아니라 자산관리회사가 수행하는 부동산 개발 및 자산관리와 같은 적극적인 사업으로부터 발생하는 수익을 받을 권리를 확보하게 된다. 결합주식 보유자들은 자산관리 수익을 추가로 확보할 수 있음에 따라 더 많은 이윤을 배당받을 수 있으며, 소득흐름의 다양성을 증대시킬 수 있는 이점이 있다. 또한 외부위탁 구조에서 발생하는 수수료 비용의 누출을 방지하는 효과도 누릴 수 있다. 반면 한번 자산관리회사를 채택하면 성과가 낮더라도 바꾸기 어렵다는 점과 신탁과 운영회사를 결합함으로써 인해 투자자의 위험이 높아지는 단점(Tan, 2004c)을 안고 있다. 이러한 결합주식 구조는 LPT가 개발사업에 대한 비중을 높이면서 유용성이 더욱 증대되고 있다.

## 2) 결합주식 LPT의 현황과 성과

1998년 결합주식 구조가 도입된 이후, 최초로 설립된 결합주식 LPT는 1998년에 설립된 Stockland Group이다. Stockland Group이 설립된 이후 대형 LPT를 중심으로 개발사업과 적극적인 자산운용 사업

표 3. 결합주식 LPT의 현황

	개수	총 시장가치(백만 호주달러)	평균 시장가치(백만 호주달러)
결합주식 LPT	21	103,965	4,726
비결합 LPT	48	32,693	681

주 : 2007년 3월말 기준.  
 자료 : 호주 증권거래소.

을 전개해 나가면서 결합주식 구조를 적극적으로 활용하고 있다. 2007년 3월말 현재 69개의 LPT 중에서 21개가 결합주식 LPT인 것으로 나타난다. 시장가치에 있어서는 결합주식 LPT의 총 시장가치가 1,097억 호주달러로, 전체 LPT 시장규모의 76%를 차지하는 것으로 나타난다.

결합주식 LPT의 시장가치 비중이 LPT 수의 비중보다 더 큰 것은 결합주식 LPT 구조가 대형 LPT를 중심으로 활용되기 때문으로 볼 수 있다. <표 3>에서 보는 바와 같이, 결합주식(stapled securities) LPT의 평균 시장가치가 47억 호주달러로, 비결합(unit trust) LPT의 평균 시장가치 7억 호주달러의 7배에 이르는 것을 볼 수 있다.

특히, 주요 LPT 현황을 보면 시장가치 규모가 가장 큰 10개의 LPT 중에서 9개가 결합주식 구조를 활용하고 있으며, 이들의 성과는 대체적으로 LPT 평균 수익률을 상회하는 것을 확인할 수 있다. 따라서 결합주식 LPT 구조는 LPT의 고도 성장을 견인하는 주요한 요인으로 볼 수 있으며, 현재 LPT시장에서 지배적으로 활용되는 자산관리 구조임을 확인할 수 있다.

여기서, 결합주식 LPT의 급성장이 우월한 성과에 기인하는 지를 확인하기 위해 자산관리 유형별 LPT의 성과 분석을 하면 다음과 같다. 표 5에서 보는 바와 같이, 결합주식 LPT의 평균 총 수익률은 1년 기준 39%, 3년 기준 26%, 5년 기준 21%로 모두 비결합 LPT의 평균 총 수익률을 능가하고 있다. 특히, 최근

표 4. 주요 LPT의 현황

LPT	시장가치 (백만 호주달러)	총 수익률(%)			자산관리 구조
		1년	3년	5년	
Westfield Group	36,752	24.64			결합
Stockland Trust Group	11,821	28.15	20.54		결합
Macquarie Goodman Group	11,677	44.19			결합
GPT Group	10,085	26.53	24.92	20.09	결합
Centro Properites Group	7,361	54.77	43.95	31.71	결합
Mirvac Group	5,280	30.86	11.94	13.7	결합
DB RREEF	4,993	25.36			결합
CFS Retail Property Trust	4,754	20.34	22.76	21.93	비결합
Multiplex Group	3,743	55.17			결합
Investa Property	3,707	19.54	14.77	12	결합

주 : 2007년 3월말 기준.  
 자료 : 호주 증권거래소.

표 5. 결합주식 LPT의 성과 분석

	평균 총 수익률(%)			배당수익률(%)
	1년	3년	5년	
결합주식 LPT	39.12	25.89	21.27	5.88
비결합 LPT	15.89	15.59	17.16	13.35

주 : 2007년 3월말 기준.

자료 : 호주 증권거래소 자료를 기초로 분석.

들어 결합주식 LPT와 비결합 LPT간의 수익률 차이가 더 벌어지는 것으로 나타난다. 따라서 결합주식 LPT의 성장 배경에는 결합주식 LPT가 꾸준히 우월한 성과를 보였기 때문으로 확인할 수 있다.

다만, 배당수익률을 비교하면 결합주식 LPT의 배당수익률이 6%로 비결합 LPT의 13%의 절반에도 못미치고 있다. 이는 결합주식 LPT의 경우 기업가치 LPT에서 발생하는 배당수익뿐만 아니라 자산관리회사의 자산관리 실적에 의존하는 바가 크기 때문에 절대적인 배당수익률은 더 적은 것으로 나타난다고 판단된다. 따라서 결합주식 LPT의 경우, 일반회사 주식처럼 배당수익뿐만 아니라 기업가치 성장으로 인한 자본이득을 통한 성과가 중요한 비중을 차지하고 있음을 볼 수 있다. 즉, 결합주식 LPT의 우월한 성과는 높은 성장 가능성에 기인한 주가 시세차익인 자본이득 때문으로 확인할 수 있다.

자산관리 구조가 LPT의 성과에 미치는 영향을 연구한 Tan(2004c)의 연구를 통해 이러한 결합주식 LPT의 우월한 성과를 명확하게 확인할 수 있다. Tan(2004c)은 위험조정모형(RAM : Risk Adjustment Model)을 사용하여 1997년 6월~2003년 12월간 결합주식 LPT와 비결합 LPT 간에 유의한 성과차이가 있는지를 분석하였다. 분석결과를 보면, 결합주식 LPT의 성과는 위험조정수익률의 관점에서 초과(+)성과를 보이는 반면 비결합 LPT는 부(-)의 성과를 보여, 위험조정수익률의 관점에서도 LPT가 더 우월한 성과를 보이고 있음을 확인할 수 있다. 또한, 복합자산 포트폴리오 효과를 분석한 결과에서도 결합주식 LPT를 영입한 포트폴리오가 시장 포트폴리오와 비결합 LPT

를 영입한 포트폴리오보다 더 우월한 성과를 보이고 있어, 결합주식 LPT의 포트폴리오 다변화 효과가 확인할 수 있다.

Tan(2004c)은 전문가 인터뷰를 통해 결합주식 LPT가 초과성과를 보이는 요인으로, 첫째로, 투자자와 관리자의 이해관계가 일치함으로 인해 이해관계 갈등이 제거된다는 점, 둘째로, 낮은 자본비용과 저렴한 지분 자본의 접근성을 통해 수익의 증가 잠재력이 더 높다는 점, 셋째로, 수수료 비용의 누수가 없다는 점, 넷째로, 부동산 개발 등 보다 다양한 수입원을 활용할 수 있다는 점, 다섯째로, 내부관리로 인한 효율성이 높다는 점을 들었다.

요약하면, 결합주식 LPT는 명목 수익률 및 위험조정 수익률의 관점에서 모두 비결합 LPT의 성과를 초과하는 것으로 나타났으며, 이러한 초과성과는 개발사업 등 다양한 수익원의 창출로 인한 주가 시세차익에 기인하는 것으로 확인되었다. 특히, 결합주식 LPT는 복합자산 포트폴리오 다변화 효과도 커서, 기관투자자들이 LPT를 포트폴리오 투자형태로 활용하는데도 유용한 투자수단이 될 수 있음을 볼 수 있다.

### 3) 결합주식 LPT와 개발사업

앞서 살펴본 바와 같이, 결합주식 LPT의 자산관리자들은 결합주식 구조를 활용하는 가장 중요한 이유로 부동산 개발사업을 활용할 수 있다는 점을 들고 있다. 실제로 Tan(2004d)에 따르면, 부동산 개발사업을 하는 LPT는 모두 결합주식 LPT인 것으로 나타난다. 그러나 개발사업의 경우 그 만큼 수익의 변동성과 위험이 커지기 때문에 위험조정 수익의 관점에서

결합주식 LPT의 성과에 미치는 영향을 분석할 필요가 있다.

이에 Tan(2004d)은 위험조정모형(RAM : Risk Adjustment Model)을 사용하여 1997년 6월~2003년 12월간 개발사업을 영위하는 LPT와 개발사업을 하지 않는 LPT 간에 유의한 성과차이가 있는지를 분석하였다. 분석결과에 따르면, 명목수익률 및 위험조정수익률의 관점에서 모두 개발사업 LPT의 성과가 비개발사업 LPT보다 더 높은 것으로 나타났다. 또한, 개발사업 LPT를 총 자산의 15% 이상을 개발사업에 투자하는 고개발사업 LPT와 총 자산의 15% 미만을 개발사업에 투자하는 저개발사업 LPT 간의 위험조정 성과도 비교 분석하였는데, 분석결과 저개발사업 LPT가 고개발사업 LPT보다 위험조정 성과가 더 우월한 것으로 나타났다. 따라서 일정 수준 이상의 개발사업의 경우 개발위험의 증가로 위험조정 성과가 오히려 나빠지는 것으로 나타난다. 따라서 적정 수준의 개발사업이 LPT의 위험조정 성과를 개선시키는 효과가 있음을 볼 수 있다.

## 5. 우리나라 부동산간접투자시장에의 시사점

### 1) LPT 성과 및 자산관리 특성 요약 : 미국의 REITs, 우리나라의 부동산투자회사와 비교

지금까지 부동산 호주 LPT의 성과와 자산관리 특성을 살펴보았다. 분석 결과에서 보는 바와 같이, LPT는 장기간의 우월한 성과를 통해 빠르게 성장하고 있으며 호주의 대표적인 부동산 간접투자상품으로서 역할을 하고 있다. 특히, 기관투자자의 투자가 늘어나면서 LPT는 자본시장에서 의미있는 포트폴리오 투자 대안으로서도 자리잡고 있음을 볼 수 있다. 이러한 성장으로 인해 LPT는 미국의 REITs 다음으로 규모가 큰 부동산 간접투자시장을 형성하고 있다.

LPT의 성과 및 자산관리 특성에 대한 분석 결과를

미국의 REITs 및 우리나라의 부동산투자회사의 성과에 대한 선행연구 결과와 비교할 때, 다음과 같은 부동산 간접투자상품으로서의 공통적인 특성을 확인할 수 있다. 첫째로, LPT, REITs, 부동산투자회사 모두 위험-수익 스펙트럼에서 주식과 채권의 중간적인 성격을 가지고 있다는 점이다. 즉, 이들 부동산 간접투자상품은 일반 주식보다는 저위험-저수익, 채권보다는 고위험-고수익의 특성을 가지고 있다는 점이다. 따라서 이들 상품은 채권보다는 높은 수익을 원하면서 안정적인 위험관리를 요구하는 투자들을 대상으로 한 틈새시장을 형성하고 있음을 볼 수 있다.

둘째로, 투자자산 구성에 있어서는 다변화보다는 전문화가 더 효과적이라는 점이다. 즉, 성과 분석결과 LPT나 REITs 모두 부동산 유형별 투자 다변화 효과가 명확하게 나타나지 않으며, 전문화된 LPT와 REITs가 시장을 지배하고 있다는 점이다. 실제로 미국의 REITs의 경우, 1990년대 이후 전문화된 REITs가 더 우월한 성과를 통해 REITs시장을 지배하고 있으며, LPT의 경우도 Retail 분야에 전문화된 LPT가 높은 성과를 통해 전체 LPT 중에서 67%를 차지하고 있다. 이는 부동산 투자의 경우 포트폴리오 구성을 통한 다변화 효과보다는 한 분야에 전문화된 자산관리를 통한 이익이 성과에 더 크게 영향을 미칠 수 있기 때문으로 판단된다.

셋째로, LPT, REITs, 부동산투자회사 모두 복합자산 포트폴리오 효과를 가지고 있음을 확인할 수 있다. 즉, 복합자산 포트폴리오에 이들 부동산 간접투자상품을 영입함으로써 다변화 효과가 발생하는 것이다. 이는 이들 부동산 간접투자상품이 여타 금융상품과는 다른 수익률 변화의 행태를 보이고 있어, 기관투자자들에게는 포트폴리오 다변화를 위한 대안으로서 매우 효과적인 투자상품임을 의미한다. 따라서 LPT 등의 부동산 간접투자상품은 기관투자자들에게 효과적인 포트폴리오 구성 상품이 될 수 있다. 이러한 점은 우리나라 자본시장 참여자 특히 기관투자자들에게 중요한 시사점을 던져 준다.

## 2) 결합주식 구조 활용 가능성 검토

결합주식 구조를 통해 LPT는 펀드형 부동산 간접 투자상품이지만 실질적으로 자기관리 방식의 자산관리를 활용할 수 있으며, 자산관리에서 발생하는 운영 수익을 투자자에게 배당할 수 있게 되었다. 즉, 미국의 REITs와는 달리 자기관리가 허용되지 않는 펀드형 부동산 간접투자상품이 자기관리의 장점을 취할 수 있는 구조로 활용되고 있다는 점인데, 결합주식 구조는 LPT시장이 급성장하는데 크게 기여하였다. 이러한 결합주식 구조는 자기관리형 부동산투자회사에 대한 법인세 감면이 허용되지 않아 펀드형 부동산투자회사가 지배하는 우리나라 부동산 간접투자시장에서도 활용 가능성을 검토할 만하다.

LPT에서 활용되는 결합주식 구조는 미국의 REITs에서도 paired-share<sup>11)</sup> 형태로 호텔 REITs를 중심으로 활용된 바 있다. 호텔 REITs의 운영자들은 수동적 소득(passive income) 규정을 위반하지 않으면서 호텔 운영수입을 투자자가 가질 수 있는 구조로 paired-share REITs 구조를 활용하여, REITs 주주가 REITs에서 발생하는 임대수입과 C-Corporation에서 발생하는 호텔 운영수입을 모두 배당받을 수 있도록 하였다. 그런데 paired-share 구조가 조세회피 수단으로 악용되는 사례가 늘어나면서, 미 정부는 1984년 이후부터 paired-share 구조를 허용하지 않고 있다.

우리나라 부동산투자회사 제도는 페이퍼컴퍼니 형태의 펀드형 부동산투자회사에 대해서만 세제혜택을 부여하기 때문에, 자기관리가 허용되는 실체형 부동산투자회사 제도가 활성화하는 데는 규제가 존재한다. 자기관리형 부동산투자회사의 설립을 어렵게 하는 현재의 제도가 부동산 간접투자시장의 활성화에 치명적인 장벽임은 부인할 수 없는 사실이다. 그런데 호주의 LPT나 미국의 REITs의 사례에서 보는 바와 같이, 자기관리형 부동산 간접투자상품의 성과가 더 우수하고, 투자자의 선호가 높은 만큼 부동산 간접투자시장의 활성화를 위해서는 이에 대한 제도적 보완이 필요하다. 그 대안으로 호주의 LPT에서 활용하는 결합주식 구조를 도입할 만하다. 그러나 결합주식 구

조는 미국의 REITs 사례에서 경험한 바와 같이, 조세 회피 수단으로 악용될 우려가 있기 때문에 우리나라 부동산투자회사에서 결합주식 구조를 활용하기 위해서는 이를 방지하는 방안이 필요하다.

그 대표적인 방안으로 결합주식 구조를 활용할 수 있는 사업유형과 수익구조를 엄격하게 제한하는 조치를 들 수 있다. 즉, 부동산투자회사와 결합된 자산관리회사에 대해서는 자산관리회사가 영위할 수 있는 사업 유형을 부동산과 관련된 매매, 운영, 개발 등의 행위로 엄격히 제한하고, 자산관리회사에서 발생하는 수익도 이들 행위를 통해 발생하는 수익으로 제한할 경우, 일반 회사가 조세회피 목적으로 결합주식 구조를 활용하는 것을 막을 수 있을 것이다.

## 3) 개발사업의 활용 방안

우리나라 부동산투자회사 제도에서는 개발사업을 부분적으로 허용하고 있지만, 실제로 부동산투자회사가 개발사업을 활용한 사례는 드문 것으로 나타난다. 이는 개발사업에서 발생하는 위험을 적절히 관리하는 구조를 가지고 있지 못하기 때문으로 볼 수 있다. 그러나 부동산투자회사의 입장에서는 부동산 개발은 위험이 높은 만큼 고수익으로 보상받을 수 있으며, 포트폴리오 구성이나 수익성 확보를 위하여, 또한 새로운 부동산 수요를 만족시키기 위해 일정한 수준의 부동산 개발사업을 활용하는 것이 필요하다.

LPT의 경우 개발사업의 활성화를 위한 결합주식 구조를 활용하고 있다. 즉, LPT와 결합된 자산관리회사에서 개발사업을 영위함으로써 LPT가 직접 개발사업을 수행하는 위험을 회피할 수 있는 반면 개발사업에 따른 수익은 LPT와 결합된 주식의 주주로서 배당에 참여할 수 있기 때문에, 결합주식 구조가 LPT의 개발사업 활성화에 기여하고 있다.

따라서 우리나라 부동산투자회사 제도에서 결합주식 구조를 허용할 경우 개발사업 활성화를 기대할 수 있을 것이다. 그러나 조세회피 등의 문제로 결합주식 구조를 허용하지 않을 경우에도 부동산투자회사와 자산관리회사간의 실질적인 결합을 통한 개발사업

활성화 방안을 모색할 수 있을 것이다. 여기에는 부동산투자회사와 자산관리회사간의 사전 옵션계약, paper clip REITs 형태<sup>12)</sup>의 느슨한 결합구조의 활용 등을 들 수 있다.

## 6. 결론

지금까지 LPT의 성과 및 자산관리 특성을 분석하고, 이를 통해 우리나라 부동산 간접투자시장에의 시사점을 도출하였다. 연구결과를 요약하면, 2장에서는 LPT의 개요와 기본적인 현황을 분석하였는데, LPT는 펀드형 부동산 간접투자상품으로 1971년 LPT가 최초로 설립된 이후 30여년간 빠른 성장을 구가하여, 2007년 4월 현재 LPT의 시장가치는 1,406억 호주 달러에 이르며, 호주의 가장 대표적인 부동산간접투자상품의 지위를 차지함을 볼 수 있었다. 3장에서는 LPT 성과와 그 특성을 분석하였는데, 분석결과 LPT는 명목수익률 및 위험조정수익률의 관점에서 여타 금융상품에 비해 우월한 성과를 보이고 있으며, LPT를 영입함으로써 복잡자산 포트폴리오 다변화 효과를 누릴 수 있음을 확인하였다. 4장에서는 결합주식 구조를 중심으로 LPT의 자산관리 특성을 분석하였는데, 분석결과 결합주식 구조를 활용하는 LPT가 비결합 LPT보다 초과 성과를 보이고 있으며, 결합주식 LPT의 포트폴리오 다변화 효과도 더 뛰어나, 결합주식 구조는 LPT가 고도 성장을 하는데 중요한 요인으로 작용하고 있음을 확인하였다. 마지막으로, 5장에서는 LPT 연구 결과를 통해 밝혀진 분석결과를 토대로 우리나라의 부동산간접투자시장에 주는 시사점과 정책과제를 도출하였는데, LPT의 결합주식 구조를 우리나라 부동산투자회사 제도에 활용하는 방안, 개발사업의 활성화를 위한 LPT의 사례를 적용하는 방안 등을 모색하였다.

앞서 살펴본 바와 같이, LPT의 사례는 우리나라 부동산 간접투자시장에 중요한 시사점을 던져주고 있

다. LPT와 같이 펀드형 부동산 간접투자상품이 지배적인 우리나라의 경우 LPT가 성과 및 자산관리 특성 연구를 통해 부동산 간접투자시장의 발전 경로와 정책과제를 도출할 수 있었다. 우리나라 부동산 간접투자시장은 짧은 역사와 함께 아직까지는 초기 단계에 이르고 있다. 그러나 짧은 역사에도 불구하고 건실한 성장을 이루고 있어, 발전 잠재력은 크다고 하겠다. 따라서 부동산 간접투자시장의 건전한 성장을 위해 앞으로도 많은 연구가 필요하리라 사료된다.

## 주

- 1) 부동산투자회사의 유형으로는 자기관리가 가능한 실체형 회사인 일반 부동산투자회사와 위탁관리로 운영되는 페이퍼컴퍼니형의 기업구조조정형 부동산투자회사, 위탁관리형 부동산투자회사가 있다.
- 2) 부동산간접투자기구는 일반적으로 부동산펀드로 불리우는데, 이하에서는 부동산펀드로 명명한다.
- 3) LPT의 성과에 대한 선행연구들이 상당히 진행되어 있기 때문에, 본 연구에서는 연구과정에서 구득한 통계자료와 선행연구 결과들을 종합, 비교분석하는 방법을 사용하였다. 이러한 분석결과는 이를 우리나라 부동산간접투자시장에 주는 시사점을 끌어내기 위한 토대로 활용된다.
- 4) Listed Property Trusts(LPT)는 상장부동산신탁으로 번역되는데, 이하 LPT로 통일한다.
- 5) LPT의 성과를 대표하는 지수로 ASX/LPT 300을 선택하였다. ASX/LPT 300은 UBS에서 발표하는 지수로, 호주의 대표적인 LPT ..개를 포함하여 가중평균한 지수다.
- 6) 소득수익률은 LPT의 투자자산 운용에 따른 소득, 자본이득률은 LPT 주가의 변동률을 나타내는 수익률로, 소득수익률과 자본이득률을 합하여 총 수익률을 구할 수 있다.
- 7) Sharpe 비율은 투자상품의 위험 1단위에 대한 초과수익의 정도를 나타내는 비율이다.
- 8) 준 분산(semi-deviation)의 개념은 부동산 투자의 위험은 수익률의 변동성보다는 손실 가능성을 통해 더 엄밀하게 측정된다는 전제 하에 투자의 하방위험을 측정하는 적절한 측정치로 도입되었다.
- 9) 여기에 대한 연구로, Chen and Peiser(1999), Capozza

- and Seguin(1998) 등을 들 수 있다.
- 10) 여기에는 Chandrasheharan(1999), Geltner and Rodriguez(1997), Sanders(1998), Ghosh, Miles and Simmans(1996), Mueller, Pauley and Morill(1994) 등의 연구를 들 수 있다.
  - 11) paired-share REITs는 마치 REITs 주식과 C-Corporation 주식이 신발 한 켤레처럼 붙어다니는 의미에서 paired-share로 불리운다.
  - 12) paper clip REITs 구조는 REITs의 주주는 최초 기업공개 시는 REITs 주식과 C-Corporation 주식을 동시에 보유하지만, 이후에는 REITs 주식과 C-Corporation 주식을 함께 보유할 필요가 없어, 어느 하나의 주식을 별도로 매각하는 것이 가능한 구조다. paper clip REITs는 REITs 주식과 C-Corporation 주식이 묶여 있으나 클립처럼 느슨하게 묶여 있다는 점에서 paper clip으로 불리우고 있다. paper clip 구조는 paired-share 구조가 가진 위법성 문제를 해결할 수 있어 현재 미국에서 활용할 수 있는 구조다. 다만, paper clip 구조는 REITs의 주주와 운영회사인 C-Corporation 주주간의 이익 충돌이 발생할 가능성이 있다는 문제를 안고 있다.

### 참고문헌

김진우, 1998, “호주 부동산 시장 침체와 부동산 증권화 : 상장 부동산 신탁증권(LPT)”, 홍성웅 외 편저, 자산 디플레이션과 부동산 증권화, 한국건설산업연구원.

박원석, 2003, “외환위기 이후 부동산 간접투자제도의 도입과 정책과제”, 경제지리학회지 6(1), pp.211-232.

박원석, 2003, “REITs의 수익률 특성 분석”, 지리학연구 37(4), pp.455-471.

박원석, 박용규, 2000a, “REITs 도입이 부동산시장과 금융시장에 미치는 영향”, 응용경제 2(1), pp.47-68.

박원석, 박용규, 2000b, REITs 도입의 영향과 정책과제, 삼성경제연구소.

이상영 외, 1999, 부동산투자회사 제도의 도입 방안에 관한 연구, 한국건설산업연구원.

한국건설산업연구원, 2000, 신탁제도를 활용한 부동산투자 신탁의 활성화 방안.

BDO, 2006, BDO Australian Listed Property Trust Survey

2006.

Capozza, Dennis R. and Paul J. Seguin, 1998, “Managerial style and firm value: The REITs evidence”, *Real Estate Economics* 16(1), pp.131-150.

Chandrasheharan, V., 1999, “Time-series properties and diversification benefits of REIT returns”, *Journal of Real Estate Research* 17, pp.91-111.

Chen, J., and R. Peiser, 1999, “The risk and return characteristics of REITs”, 1993-1997, *Real Estate Finance* 16, pp.61-68.

Dimovski, William and Robert Brooks, 2006, “The Pricing of Property Trust IPOs in Australia”, *Journal of Real Estate Finance Economy* 32, pp.185-199.

Geltner, D., and J. Rodriguez, 1997, “Public and private real estate : Performance implications for asset allocation”, R. T. Garrigan and J. F. C. Parsons (eds.), *Real Estate Investment Trusts-Structure, Analysis and Strategy*, McGraw-Hill, pp.371-409.

Ghosh, C., M. Miles, and C. F. Simmans, 1996, “Are REITs stock?”, *Real Estate Finance* 13, pp.46-53.

Graff, Richard A., Adrian Harrington and Michael S. Young, 1997, “The shape of Australian real estate return distributions and comparisons to the United States”, *Journal of Real Estate Research* 14(3), pp.291-308.

Hedander, Johan. 2005, “Focus, liquidity and firm value : An empirical study of listed property trusts in Australia”, *Pacific Rim Property Research Journal* 11(1), pp.84-111.

Kishore, Rohit, 2001, “Are size and value premiums significant in listed property trust returns?”, *Pacific Rim Real Estate Society Conference 2001*, pp.1-22.

Lee, Stephen, Graeme Newell and Simon Stevenson, 2003, “The role of market timing and property selection in listed property trust performance”, Center for Real Estate Research Graduate School of Business, UCD, Working Paper, pp.1-13.

Mueller, G. R., K. R. Pauley, and W. K. Morill Jr., 1994, “Should REITs be included in a mixed-asset portfolios”, *Real Estate Finance* 11, pp.23-28.



- Newell, Graeme and Peter Acheampong, 2001, "The dynamics of the Australian property trust market risk and correlation profile", *Pacific Rim Property Research Journal* 7(4), pp. 259-270.
- Newell, Graeme and Tan Yen Keng, 2003, "The significance of property sector and geographic diversification in Australian institutional property portfolios", *Pacific Rim Property Research Journal* 9(3), pp.248-264.
- Newell, Graeme and Tan Yen Keng, 2004, "The development and performance of listed property trust futures", *Pacific Rim Property Research Journal* 10(2), pp.132-145.
- Newell, Graeme and Tan Yen Keng, 2005, "The Significance of Fractional Interests in Listed Property Trust Portfolios", *Pacific Rim Property Research Journal* 11(3), pp.282-298.
- Newell, Graeme, 2005, "Factors influencing the performance of listed property trusts", *Pacific Rim Property Research Journal* 11(2), pp.211-227.
- Peng, Vincent, 2004a, "Price predictability and capital market efficiency : Listed property trust investment strategies", *Pacific Rim Property Research Journal* 10(4), pp.451-465.
- Peng, Vincent, 2004b, "Selectivity, timing and the performance of listed property trusts: implications for investment strategies", *Pacific Rim Property Research Journal* 10(2), pp. 235-255.
- Peng, Vincent, 2005a, "Calendar anomalies and capital market efficiency : Listed property trust investment strategies", *Pacific Rim Property Research Journal* 11(1), pp.65-83.
- Peng, Vincent. 2005b, "Risk measurement and listed property trust investment strategies : Focusing on the downside", *Pacific Rim Property Research Journal* 11(2), pp.178-199.
- Sanders, A. B., 1998, "The historical behavior of REITs returns", R. T. Garrigan and J. F. C. Parsons (eds.), *Real Estate Investment Trusts-Structure, Analysis and Strategy*, McGraw-Hill, pp.277-305.
- Tan, Yen Keng, 2004a, "Benchmarking international property in Australian listed property trust portfolios", *Pacific Rim Property Research Journal* 10(1), pp.3-29.
- Tan, Yen Keng. 2004b, "Australian property securities funds : A survey of strategic investment issues", *Pacific Rim Property Research Journal* 10(3), pp.263-282.
- Tan, Yen Keng. 2004c, "The effect of management structure on the performance of listed property trusts", paper presented at the European Real Estate Conference, Milan, Italy, June. pp.386-403.
- Tan, Yen Keng. 2004d, "The effect of real estate development on the performance of listed property trusts", paper presented at the European Real Estate Conference, Milan, Italy, June, pp.405-419.
- Tan, Yen Keng. 2004e, "The role of international property trusts in Australian mixed-asset portfolios", *Pacific Rim Property Research Journal* 10(3), pp.215-234.
- UBS, *Global Equity Research*, various editions.
- Welch, John, 2005, *Australia's Top Property Trusts 2005-2006*, Wrightbooks.
- West, Tracey and Andrew Worthington, 2003, "Macroeconomic risk factors in Australian commercial real estate, listed property trust and property sector stock returns : A comparative analysis using GARCH-M", Working Paper, pp.1-18.
- <http://www.asx.com.au/> (Australian Securities Exchange)
- 교신: 박원석, 경북 경산시 진량읍 내리리 대구대학교 부동산학과, Tel: 053-850-6381, Fax: 053-850-6389, E-mail: wspark@daegu.ac.kr
- Correspondence: Won Seok Park, Department of Real Estate, Deagu University, Jillyang, Gyeongsan, Gyeongbuk, 712-714, Korea, Tel: 053-850-6381, Fax: 053-850-6389, E-mail: wspark@daegu.ac.kr

최초투고일 2007년 7월 4일

최종접수일 2007년 8월 9일

## **Performance and Asset Management System of Listed Property Trusts in Australia: Implications for Korean Real Estate Indirect Investment Market\***

Won Seok Park\*\*

**Abstract:** This paper aims at analyzing the characteristics of performance and asset management system of listed property trusts(LPT) in Australia, and elucidating the implications for Korean real estate indirect investment market. The main results of this paper are as follows. Firstly, LPT have a leading position among the real estate indirect investment systems in Australia, through the rapid growth of market capitalization. Secondly, LPT achieved superior risk adjustment performance than other financial products, and had valid portfolio diversification effect. Thirdly, many LPT have used stapled securities structure as a asset management system, and stapled LPT revealed superior risk adjustment performance than unit LPT. Finally, implications and policy measures such as using the stapled structure and activating the development activities were examined for the development of Korean real estate indirect investment market.

**Keywords:** Listed Property Trusts, Real Estate Investment Trusts, Real Estate Indirect Investment, Asset Management System, Stapled Securities, Risk Adjustment Performance, Portfolio Diversification

---

\* This paper was supported by the Korea Research Foundation Grant(KRF-2006-B00605)

\*\* Professor, Department of Real Estate, Deagu University