

## 서울시 대형 오피스빌딩 매입방식 결정요인에 관한 연구

### A Study on the Decision Making Factors for the Transaction Type of Large-Sized Office Building Investment in Seoul

김 용 일 (Kim, Yongil)\*

유 선 종 (Yoo, Seonjong)\*\*

이 상 엽 (Lee, Sangyoub)\*\*\*

#### < Abstract >

This study intends to analyze the characteristics of the large-sized office building transactions in Seoul depending on the transaction type: ABS(Asset Backed Securities), REF(Real Estate Funds), REITs(Real Estate Investment Trusts), and direct investment, based on the data set of trading cases of office buildings more than 16,500m<sup>2</sup> from the first quarter of 1998 to the fourth quarter of 2010.

Research finding indicates that the foreign capital prefers the office building investment in ETC district, in general, especially when the interest rate of corporate bonds is relatively low. Also it shows the local capital prefers the investment types of REF and REITs in ETC and CBD districts respectively. These findings will help the office building investor make an appropriate decision for the investment type depending on the grade of buildings, the district of office location, and the nationality of capitals.

주 제 어 : ABS방식, REF방식, REITs방식, 직접방식

Keywords : ABS, REF, REITs, Direct Investment

\* 건국대학교 부동산학과 박사과정, kiy79@hanmail.net (주저자)

\*\* 건국대학교 부동산학과 교수, yoosj@konkuk.ac.kr (교신저자)

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

## I. 서론

### 1. 연구의 배경 및 목적

1997년 외환위기 이후 국내 오피스빌딩 시장은 외국자본의 투자활동으로 여러 가지 변화가 있어 왔다. 오피스빌딩의 매입목적이 사육구입이 아니라 투자목적으로, 임대차계약이 전세에서 보증부월세 계약으로, 1년 단기계약에서 장기계약으로, 차입 중심의 자금조달방법에서 다양한 자금조달방법으로, 직접매입에서 다양한 매입방식으로 바뀌고 있다(서후석·이동준, 2007).

특히 매입방식에 있어서 과거에는 오피스빌딩을 매입한 후 담보로 제공하고 소극적으로 운영하는 직접매입방식을 많이 활용하였지만 최근에는 조세, 위험관리, 자금조달 측면 등 여러 가지 측면에서 증권화 매입방식을 활용한 오피스빌딩에 대한 투자행위가 많이 이루어지고 있다(이동준, 2004). 이와 같은 변화의 계기는 1997년 말 이후 발생한 외환위기와 극심한 자산디플레이션 문제를 해결하기 위해 부동산 증권화 및 유동화를 가능하게 하는 제도가 마련되면서 시작되었다. 1998년 「자산유동화에 관한 법률」에 의한 자산담보부증권(ABS)제도의 실행과 2002년 「부동산투자회사법」에 의한 부동산투자회사제도(REITs)의 도입, 2004년 「간접투자자산운용업법」에 의거한 부동산간접투자기구(REF)의 도입으로 부동산 간접투자시장은 증권화 방식을 활용한 매입방식으로 더욱 활성화되어 가고 있다.

하지만 국내 부동산간접투자 제도의 근본적인

도입 취지가 부동산시장과 자본시장의 결합, 소액투자자에게 다양한 투자방식의 제공, 부동산개발자금의 다양한 조달방법 마련 등 임에도 불구하고 아직도 그 규모는 일본, 미국 등 타 나라와 비교하여 매우 미흡한 실정이다(강혜진·오동훈, 2009). 이와 같은 현재의 상황을 극복하기 위해 다양한 제도의 개선이 필요한 상태이며, 학문적으로도 오피스빌딩에 투자된 축적된 자료를 활용하여 부동산간접투자시장을 확대하는데 많은 기초연구가 이루어져야 하는 시점이라 할 수 있다.

이에 본 연구에서는 선행연구에서 다루고 있는 오피스빌딩 관련 매입방식(들)을 활용하여 서울시에서 거래된 대형 오피스빌딩의 특성 차이를 비교분석하였다. 이를 위해 각 매입방식에 영향을 미치는 요인을 도출하고 각 요인과 매입방식별 각각의 영향력을 분석하였다. 이를 통해 오피스빌딩 매입주체가 국내 대형 오피스빌딩 매입방식에 대한 의사결정에 있어서 합리적인 의사결정을 내리는데 도움을 주고, 오피스빌딩 투자시장 변화에 전략적으로 대응하여 부동산간접투자시장이 발전하는데 기여하는 것이 본 연구의 목적이다.

### 2. 연구의 범위 및 방법

본 연구는 1998년 1분기부터 2010년 4분기까지 서울시에서 거래된 16,500㎡이상의 대형 오피스빌딩을 분석 자료로 활용하였다. 대형 오피스빌딩만을 분석 자료로 사용한 이유는 2003년 이후 오피스 빌딩 시장의 외국자본은 단기성 투자 자금 위주에서 장기성 투자자금으로 재편되면서

1) 본 연구에서 매입방식은 자산담보부증권(asset backed securities) 방식(이하 ABS방식), 부동산간접투자기구(real estate indirect investment vehicle) 방식(REF방식), 부동산투자회사(real estate investment trusts) 방식(이하 REITs방식), 직접매입방식(이하 직접방식) 등으로 나누었다.

상대적으로 경기변동에 영향을 덜 받으면서도 안정적 임대수의 확보가 가능한 대형 오피스빌딩을 선호해 왔고(이상경·이인철, 2005), 이 시기에 외국계 부동산펀드와 실질적으로 경합할 수 있는 국내 세력의 부동산투자회사와 부동산펀드가 등장하면서 대형 오피스빌딩이 선호되고 있기 때문이다.

실증분석 방법으로는 다항로지스틱 분석방법을 활용하였다. 이 분석은 종속변수가 다항형인 경우와 독립변수들 간의 관계를 규명하는데 활용 가능하다. 즉 로짓계수를 추정하여 이를 바탕으로 특정범주를 선택할 확률 또는 특정범주에 속할 확률을 계산하는 방법이다. 이에 본 연구에서는 대형 오피스빌딩 매입방식 선택에 있어서 오피스빌딩 특성과 관련 있는 독립변수들을 이용하여 각 매입방식을 예측하고자 하였다.

### 3. 선행연구 검토

오피스빌딩 매입방식별로 투자된 서울시 대형 오피스빌딩 특성에 관한 선행연구를 검토한 결과, 간접투자자와 직접투자자가 선호하는 오피스빌딩의 특성을 분석한 연구(홍아름 외2, 2009)가 대표적이었으며, 각 매입방식이 투자한 오피스빌딩 특성에 대한 비교분석 연구는 미비한 실정이었다.

먼저 본 연구와 관련 있는 선행연구들을 살펴보면, 이동준(2004)은 외국계 자본의 서울시에 소재한 대형 오피스빌딩에 대한 투자현황과 투자방식에 관한 방법론과 특성을 파악하였다. 하지만 외국자본 중심의 분석으로 이루어 졌고 매입방식별로 투자된 오피스빌딩에 대한 구체적인 비교분석 및 특성에 대한 연구는 이루어지지 않았다.

이상경·이인철(2005)은 외국자본의 서울시 오피스빌딩 투자 특성을 분석한 결과 도심권역과 여의도권역에 대한 선호도가 높게 나타났으며, 연면적이 크거나 ABS투자방식의 자산일수록 외국자본의 선호도가 높아지는 것으로 나타났다. 이 연구도 마찬가지로 외국자본 중심의 분석이며, 일부 변수 중 ABS 투자방식이 외국자본에 어떤 영향을 미치는지 파악하는 정도였다.

서후석·이동준(2007)은 서울시 대형 오피스빌딩의 매매사례들을 조사하여 외국계 자본의 대형 오피스빌딩 매입방식에 대해서 다양한 측면으로 비교분석하였다. 그 결과 외국계 자본은 프라임(Prime) 오피스빌딩을 주로 매입하였으며, 직접 매입방식과 자회사방식보다는 다양한 자금조달방법을 활용할 수 있는 증권화방식을 선호하였다. 하지만 각 매입방식별 특성에 대한 분석을 시도하였지만 외국자본이 활용한 매입방식 특징을 중심으로 분석을 하였고, 각 매입방식들이 투자한 오피스빌딩 특성에 대한 비교분석은 시도되지 않았다.

이준용·이현석(2008)은 국내 오피스시장에서 외국자본의 투자행태와 입지적 선호요인에 대해 실증분석 하였다. 그 결과 외국자본은 서울시 오피스빌딩 중 대형 오피스빌딩을 선호하고 교차로 및 주요도로에 인접한 오피스빌딩을 선호하는 것으로 나타났다. 이 연구에서 각 매입방식들이 설명변수로 사용되었을 뿐 각각의 매입방식들이 선호하는 오피스빌딩에 대한 특성과 비교분석은 이루어지지 않았다.

홍아름 외2인(2009)은 서울시 오피스빌딩 시장에서 간접투자자와 직접투자자가 선호하는 오피스빌딩의 특성을 분석하였다. 그 결과 간접투자자는 외국자본으로 투자하는 경우 회사채의 수익률이 낮을 때 외국자본으로 임대료가 좀 더 높은 도심권

역에 대한 선호도가 높게 나타났으며, 연면적이 크거나 ABS투자방식의 자산일수록 외국자본의 선호도가 높아지는 것으로 나타났다. 이 연구도 마찬가지로 외국자본 중심의 분석이며, 일부 변수 중 ABS 투자방식이 외국자본에 어떤 영향을 미치는지 파악하는 정도였다.

역 오피스빌딩에 투자하고, 국내자본으로 투자하는 경우 기준환율이 1,100원 미만일 때 여의도권역이 아닌 권역을 선호하는 것으로 분석되었다. 이 연구에서는 오피스빌딩 매입방식을 직접투자 방식과 간접투자 방식 두 가지 방식으로 구분하여 비교분석하였지만 간접투자 방식을 좀 더 세분한 ABS, REITs, REF 방식들 간의 비교분석은 이루어 지지 않았다.

이와 같이 선행연구에서는 각 매입방식을 통해 투자한 오피스빌딩에 대한 특성을 비교분석한 연구는 없었다. 이에 본 연구는 선행연구에서 수행한 매입방식에 대한 연구를 좀 더 세분화하여 각 매입방식별로 투자한 오피스빌딩에 대한 특성을 비교분석하였다.

## II. 이론적 고찰

### 1. 오피스빌딩 매입방식의 분류

일반적으로 오피스빌딩 매입방식으로는 직접 매입방식과 증권화 매입방식으로 구분된다. 직접 매입방식이란 매도자와 매수자가 오피스빌딩을 직접 매매하는 것으로, 별도의 투자 수단을 통하지 않고 오피스빌딩을 직접 소유하는 방식을 말한다. 증권화 매입방식이란 투자도관체가 오피스빌딩을 매입하고 이를 기초로 발행한 증권을 매각하여 조달된 자금으로 오피스빌딩의 매입자금을 조달하는 것을 말한다. 최종매수자는 투자도관체가 발행한 증권, 특히 주식 또는 지분, 메자닌 증권 등을 매입하여 오피스빌딩의 지배권을 확보한다. 이때 어떤 투자 도관체를 활용하느냐에 따라서 자산유동화증권, 부동산투자회사, 부동

산펀드 방식 등으로 나눌 수 있다(서후석·이동준, 2007).

자산유동화증권(ABS, asset backed securities)은 1998년에 「자산유동화에 관한 법」이 제정되어 다양한 형태의 자산들이 증권화 되면서 부동산 등 보유자산을 근거로 발행하는 증권을 말한다. 오피스빌딩 소유자가 자산유동화에 관한 법률의 투자도관체인 유동화전문회사(SPC)를 설립한 후 빌딩을 매각하고, 유동화전문회사는 ABS를 발행하여 투자자로부터 자금을 조달하게 된다. 최종적인 투자자는 유동화 전문회사의 출자금과 ABS 중 후순위 채권을 매입함으로써 오피스빌딩에 대한 권리를 가지게 된다.

부동산투자회사(REITs, real estate investment trusts)는 2001년에 제정된 「부동산투자회사법」에 의해 설립된다. 주식을 발행하여 기관투자자 및 개인투자자로부터 자금을 조달하고 그 조달된 자금을 부동산 관련 자산에 투자한다. 이를 통해 얻은 수익을 배당하는 형태로 투자자들은 부동산 투자회사의 주식을 보유함으로써 오피스빌딩을 간접 소유하게 된다.

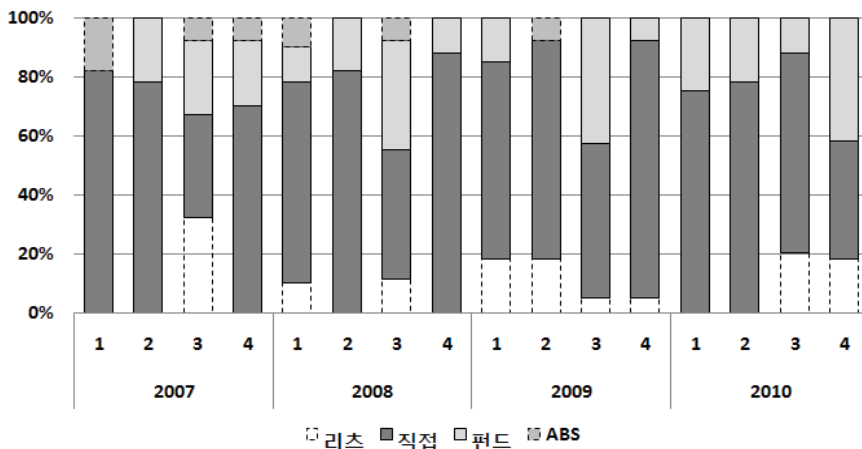
부동산펀드(REF, real estate fund)는 2003년에 제정된 「간접투자자산운용업법」에 의한 부동산간접투자기구의 등장으로 시작했다. 다수 투자자들로부터 자금을 모아서 자산운용회사가 부동산, 부동산 관련 대출 또는 유가증권 등에 투자하여 그 운용성과에 따라 수익을 분배하여 주는 회사 또는 투자신탁을 의미한다. 투자자들로부터 모집된 자금은 수탁회사에 보관되고 자산운용회사의 지시에 따라 수탁회사는 자산의 취득 및 처분을 이행한다.

## 2. 서울시 오피스빌딩 매입방식별 현황

2007년 1분기부터 2010년 4분기까지 서울시 오피스빌딩 매입방식별 현황을 살펴보면, ABS방식의 경우 이 제도가 처음 도입된 시기에 주된 매입방식의 하나였지만 현재 다른 매입방식과 비교할 때 활용 비율이 많이 떨어진 상태이다. 이와 같은 현상은 REF, REITs방식의 활성화가 주된 이유인 것으로 판단된다.

2010년 4분기 전체 펀드 자산총액은 318조8천123억 원이며 이 중에서 REF가 차지하고 있는 펀드총액은 14조1천31억 원으로 전체 펀드 총자산액의 4.4% 수준이다. 전분기 대비 1조 4,300억 원이 증가하였다. 전분기 대비펀드총액은 감소하였지만 부동산펀드의 비중은 크게 늘어나 우량 부동산물건을 중심으로 투자가 지속적으로 이루어지고 있다. REITs의 경우 2010년 4분기 현재 리츠의 총자산은 전분기 대비 6,992억원 증가한 7조 9,562

〈그림 1〉 서울시 오피스빌딩 매입방식별 현황(2007년~2010년)



자료 : 메이트플러스, 2010

〈표 1〉 매입방식별 특징 비교

| 구 분  | 자산유동화증권(ABS)   | 부동산투자회사(REITs)      | 부동산집합투자기구(REF)       |
|------|----------------|---------------------|----------------------|
| 근거법  | 자산유동화에관한법률     | 부동산투자회사법            | 자본시장과금융투자업에관한법률      |
| 설립인가 | 금융감독위          | 국토해양부               | 금융감독위                |
| 회사형태 | 페이퍼컴퍼니         | 일반회사/페이퍼컴퍼니         | 투자회사/투자신탁/투자조합       |
| 자본금  | 1천만원           | 50 ~ 70억 원          | -                    |
| 투자대상 | 부동산            | 부동산/기업구조조정용부동산      | 부동산, PF Loan, 개발사업 등 |
| 상장   | 불가             | 의무화/임의              | 임의                   |
| 배당   | 90% 이상시 법인세 혜택 | 90% 이상시 법인세 혜택      | 90% 이상시 법인세 혜택       |
| 존속기간 | 증권의 만기         | 영속기업 또는 정관에 존속기간 삽입 | 약관/정관에 존속기간 설정       |
| 업무위탁 | 일괄위탁           | 자기관리 또는 일괄위탁        | 일괄위탁                 |

자료 : 한국리츠협회, 「제8회 자산운용 전문인력 사전교육」, 2011

의 원이다. 투자대상의 다양화로 개발전문 자기관리 리츠의 투자부동산은 도시형생활주택 및 관광휴양단지 개발 사업 등으로 다양화 되고 있는 반면 위탁리츠 및 기업구조조정 리츠의 투자부동산은 상업용 빌딩 및 오피스빌딩 위주로 나타났다).

### III. 분석모형 및 변수의 설명

#### 1. 분석모형

로지스틱 분석은 종속변수와 요인들 간의 관계를 규명하는데 활용가능하며, 종속변수에 영향을 미치는 요인들이 얼마만큼 영향력을 가지는지를 통계적으로 찾아낼 수 있는 방법이다. 본 연구에서 사용하는 이항 로지스틱분석의 기본 모형은 종속변수를 Y라 하고 독립변수를 X라 할 때, 이항 로지스틱 모형은 다음 식(1)과 같다.

$$\ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = b_0 + b_1X_1 + \dots + b_kX_k \quad (1)$$

(여기서, P: 종속변수 Y를 선택할 확률,  $b_0$ : 절편,  $b_k$ : 독립변수에 대한 회귀계수,  $X_k$ : 독립변수)

다항 로지스틱 분석은 이항 로지스틱 분석의 단순한 확장한 것으로 다항 로지스틱 모형은 다음 식 (2)와 같다.

$$\ln\left(\frac{P_J}{P_R}\right) = \beta_{J0} + \beta_{J1}X_{J1} + \dots + \beta_{Jk}X_{Jk} \quad (2)$$

이항 로지스틱 회귀분석 모형에서는 종속변수가 항상 2가지(A 또는 B)이므로, 승산<sup>3)</sup>을 정의할 때, A가 일어날 확률 P와 A가 일어나지 않을 확률1-P를 대비시킨다.

다항 로지스틱 분석에서는 종속변수가 항상 3가지 이상이므로(예, A, B, C, D), 승산을 정의할 때 각 사건이 일어날 확률을 특정사건과 대비시킨다. 이 특정 사건을 기준(reference)사건이라고 한다. 기준이 D라면 A와 D, B와 D, C와 D를 각각 대비시키는 식이 필요하다. 이 예를 위 식2에 적용시키면 J는 A, B 또는 C가 되고 R은 기준인 D가 된다. 예를 들어 A와 D를 대비시키는 식을 표현해 보면

$$\ln\left(\frac{P_A}{P_D}\right) = b_{A0} + b_{A1}X_{A1} + \dots + b_{Ak}X_{Ak} \quad (3)$$

이와 같이 된다. 그리고 D와 D를 대비시키는 식은 의미도 없어 보일 뿐 아니라 수학적으로도

$$\ln\left(\frac{P_D}{P_D}\right) = \ln(1) = 0 \quad (4)$$

이 되어 필요가 없다. 따라서 종속변수에 k개의 종류가 있다면 k-1개의 식이 필요하다. 다항 로지스틱 분석에서는 각 식의 다항 로짓계수 b가 모두 미지수가 되며 이를 모두 추정해야 한다.

2) R2Korea, 「OFFICE Market Report」, 2010

3) 승산(Odds)이란 어떤 사건이 발생할 확률(P)과 발생하지 않을 확률(1-P)의 비율을 의미한다. 승산의 변화는 odds ratio로 나타낼 수 있는데 odds ratio가 1보다 크면 승산비가 odds ratio배로 커지게 되고, 1보다 작으면 승산비가 odds ratio배 만큼 작어지게 된다고 해석한다.

## 2. 변수의 설명

### 1) 종속변수

본 연구는 1998년 1분기 조사시점부터 2010년 4분기까지 매매가 이루어진 오피스빌딩 중에 ‘ABS방식’, ‘REF방식’, ‘REITs방식’, ‘직접방식’ 등을 활용한 오피스빌딩들의 특성을 비교분석하였다. 이 매입방식들을 선택한 매입주체는 투자 경험과 노하우를 통해 관련법에 맞는 매입방식을 선택하여 조세부담을 최소화하고 투자수익을 극대화할 수 있는 방식을 선택한다. 이에 본 연구는 오피스빌딩의 각 매입방식들을 더미변수로 설정하고 종속변수로 선택했다. ‘ABS방식’이 오피스빌딩을 매입하는 경우를 1, ‘REF방식’이 매입하는 경우를 2, ‘REITs방식’이 매입하는 경우를 3, ‘직접방식’이 매입하는 경우를 4로 가정한다.

### 2) 독립변수

최적모형을 구하기 위해서 독립변수를 모두 포함시킨 모형부터 시작하여, 통계적으로 유의하지 않은 변수를 하나씩 제거해 나가는 방법으로 다음 <표 2>와 같이 변수를 선정하였다.

먼저 입지적 특성을 살펴보기 위하여 서울시의 권역을 ‘CBD’, ‘KBD’, ‘YBD’, ‘ETC권역’으로 4개의 권역을 더미변수를 만들고, ‘YBD권역’을 기저변수로 하여 권역별 더미를 만들었다.

물리적인 특성으로 본 연구에서는 빌딩등급을 사용하였다. 그 이유는 대부분의 부동산정보업체에서는 오피스빌딩의 다양한 측면을 고려하여 빌딩등급을 4가지로 구분하고 있고, 이 등급에는 오피스빌딩의 전반적인 물리적 특성이 반영되어 있기 때문이다<sup>4)</sup>. 그리고 본 연구에서는 연면적 16,500㎡이상의 대형 오피스빌딩 중에 ‘Prime’,

<표 2>모형에 사용된 변수

| 구분   | 변수                    | 내용   |
|------|-----------------------|--|
| 종속변수 | 매입방식<br>(base=Direct) | ABS일 경우=1, REF일 경우=2,<br>REITs일 경우=3, Direct일 경우=4                                   |
| 독립변수 | 권역별<br>(base=YBD)     | CBD권역일 경우=1, 아니면=0<br>KBD권역일 경우=1, 아니면=0<br>YBD권역일 경우=1, 아니면=0<br>ETC권역일 경우=1, 아니면=0 |
|      | 빌딩등급<br>(base=B)      | Pr등급일 경우=1, 아니면=0<br>A등급일 경우=1, 아니면=0<br>B등급일 경우=1, 아니면=0                            |
|      | 매입주체<br>(base=국내자본)   | 국내자본=0,<br>외국자본=1  |
|      | 거래면적                  | 실제 매매 거래된 면적(m)  |
|      | m <sup>2</sup> 당 가격   | 거래면적(m <sup>2</sup> )당 가격(천원)  |
|      | 회사채                   | 장외3년, AA-등급의 회사채 수익률(%)  |
|      | 환율                    | 원/미국달러(원)  |

4) 본 연구에서는 (주)저스트알에서 사용하고 있는 빌딩등급을 사용하였으며, 건축연면적, 월임대료, 지하철역까지의 거리, 접도수, 건축년수 등의 5가지 항목을 기준으로 항목별 가중점수를 합산한 최종점수를 기준으로 전체 빌딩을 네 가지 등급으로 분류하고 있다.

‘A’, ‘B등급’을 받은 표본을 사용하였다. C등급을 사용하지 않은 이유는 연구의 범위로 설정한 규모의 제한으로 표본수가 적었기 때문이다.

매입주체에 따른 매입방식의 특성을 알아보기 위하여 ‘국내자본’과 ‘외국자본’을 변수로 선정하여 분석을 하였다. 이 변수를 선정할 이유를 선행연구에서 살펴보면, 서후석·이동준(2007)은 외국계 자본의 오피스빌딩 매입방식이 직접방식과 자회사방식보다는 증권화방식이 향후 오피스빌딩 매입방식의 주종을 이룰 것으로 분석했다. 김상용 외 2인(2009)은 외환위기 이후 외국자본과 명확하게 비교되던 국내자본의 국내 오피스빌딩 투자행태 차이가 국내자본의 성장으로 감소하였다고 분석하였다. 이와 같이 점차적으로 국내자본과 외국자본은 하나의 큰 매입 세력으로 증권화

방식을 통한 매입이 증가할 것으로 예상할 수 있다.

‘거래면적’은 실제 거래된 면적으로 빌딩의 일부 상가를 제외한 오피스빌딩 부분만의 거래 또는 일부 층별 매매사례 등이 있음을 감안하였다. 이는 건물의 전체 연면적을 분석할 경우에는 시장정보의 왜곡을 가져올 수 있기 때문이다(김상용 외 2인, 2009). 또한 빌딩등급에는 이미 연면적을 고려하고 있어 변수로 선택하였다.

오피스빌딩의 ‘m<sup>2</sup>당 가격’은 거래면적당 가격으로 오피스빌딩을 매각하거나 매입할 경우 오피스빌딩의 거래면적당 가격이 투자 의사결정에 중요한 영향을 미칠 수 있어 선택하였다. 즉 거래면적당 가격이 높은 빌딩일수록 자산의 가치가 높고, 자산의 가치가 높은 빌딩은 운영수익이 높을 가능성이 크다. 또한 매입가가 낮은 빌딩일

〈표 3〉 기술통계량

(단위 : 건, m<sup>2</sup>, 천원, %, 원)

|                   |      | N   | 최소값       | 최대값        | 평균        | 표준편차      |
|-------------------|------|-----|-----------|------------|-----------|-----------|
| 매입구조              |      | 171 | 1,000     | 4,000      | 2,702     | 1,292     |
| 권역                | CBD  | 61  | 0,000     | 1,000      | 0,357     | 0,480     |
|                   | KBD  | 58  | 0,000     | 1,000      | 0,339     | 0,475     |
|                   | YBD  | 36  | 0,000     | 1,000      | 0,211     | 0,409     |
|                   | ETC  | 16  | 0,000     | 1,000      | 0,094     | 0,292     |
| 등급                | Pr   | 41  | 0,000     | 1,000      | 0,240     | 0,428     |
|                   | A    | 62  | 0,000     | 1,000      | 0,363     | 0,482     |
|                   | B    | 68  | 0,000     | 1,000      | 0,398     | 0,491     |
| 매입주체              | 국내자본 | 106 | 0,000     | 1,000      | 0,620     | 0,487     |
|                   | 외국자본 | 65  | 0,000     | 1,000      | 0,380     | 0,487     |
| 거래면적              |      | 171 | 16628,630 | 212615,290 | 40512,674 | 28502,985 |
| m <sup>2</sup> 당가 |      | 171 | 759,332   | 7229,321   | 2878,868  | 1277,752  |
| 회사채               |      | 171 | 3,870     | 17,540     | 6,219     | 1,668     |
| 원/미국달러            |      | 171 | 920,590   | 1415,220   | 1139,495  | 128,068   |

5) ‘m<sup>2</sup>당 가격’은 매매체결가격을 기준으로 하였으며, 거래협상 과정에서의 가격을 알 수 없는 관계로 대리 지표로써 사용하였음.



경우 추후 매각 시 자본이득이 높을 가능성이 있기 때문이다.

특히 본 연구에서는 외국자본을 변수로 선정하여 매입주체가 매입방식에 영향을 미치는 정도를 알아보고자 하였다. 이로 인해 거시적 특성이 영향을 줄 것으로 예상되어 거시변수를 선정하였다.

‘기준환율’은 원화가치가 하락하면 외국인 투자자의 입장에서 환차익과 부동산투자수익을 동시에 얻을 수 있는 기회가 발생한다. 이러한 이유로 원달러 환율 상승 시 외국으로부터의 투자가 늘어나는 효과를 얻을 수 있기 때문에 기준환율이 영향을 미칠 것으로 예상하여 변수로 선택하였다.

‘회사채’의 경우 회사채 수익률이 증가하면 부동산 투자에 대한 상대적인 투자 수익률이 감소하기 때문에 변수로 선정하였다<sup>6)</sup>.

## IV. 실증분석

### 1. 자료분석

본 연구의 분석자료는 1998년 1분기부터 2010년 4분기까지 서울시에 소재한 16,500m<sup>2</sup>이상의 오피스빌딩 매매사례이다. 이 기간 동안 총 오피스빌딩 매매사례는 181건이며, 이 가운데서 연구의 목적에 부합하는 변수선택 과정에서 171건만이 본 연구의 자료로 사용되었다<sup>7)</sup>. 분석 자료의 출처는 부동산투자자문회사인 (주)저스트알이 구축한 오피스빌딩 관련 자료와 분기별 발표하는

마켓리포트를 활용하여 조사하였다. 그리고 거시경제변수의 ‘회사채’, ‘기준환율’의 경우 한국은행의 통계자료에서 오피스빌딩 거래시점의 해당 분기 평균자료를 조사하여 활용하였다.

분석 자료를 통한 기초통계량은 다음 <표 4>와 같다. 먼저 권역의 경우 ‘CBD권역’의 매매사례가 35.7%로 가장 높게 나타났다. 각 방식별로 살펴보면, ‘ABS방식’의 경우 ‘CBD권역’이 39.2%, ‘REF방식’의 경우 ‘KBD권역’이 40.9%, ‘REITs방식’의 경우 ‘CBD권역’이 52.0%, ‘직접방식’의 경우 ‘KBD권역’이 38.4%로 각각 높게 나타났다. ‘CBD’와 ‘KBD권역’이 각 매입방식별로 선호도가 높은 지역임을 알 수 있다.

등급의 경우 ‘B등급’의 매매사례가 39.8%로 가장 높게 나타났다. 각 방식별로 살펴보면, ‘ABS방식’의 경우 ‘B등급’이 45.1%, ‘REF방식’의 경우 ‘A등급’이 40.9%, ‘REITs방식’의 경우 ‘Prime등급’이 48.0%, ‘직접방식’의 경우 ‘B등급’이 46.6%로 각각 높게 나타났다. 각 매입방식별로 다양한 분포를 보였으며, ‘B등급’의 오피스빌딩의 수가 상대적으로 다른 등급의 오피스빌딩 수보다 많고 ‘ABS방식’과 ‘직접방식’에서 매매사례가 많이 이루어졌다.

매입주체의 경우 ‘국내자본’이 62.0%로 높게 나타났다. 각 방식별로 살펴보면, ‘ABS방식’의 경우 ‘외국자본’이 90.2%로 매우 높았으며, ‘REF방식’의 경우 ‘국내자본’이 86.4%, ‘REITs방식’의 경우 ‘국내자본’이 68.0%, ‘직접방식’의 경우 ‘국내자본’이 89.11%로 각각 높게 나타났다. ‘국내자본’과 ‘외국자본’의 분포가 각 매입방식별로 확

6) 본 연구에서 VIF, 공차한계, 상태지수 등과 같은 공선성 진단 후 독립변수를 선정하였음.

7) 본 연구에서는 매매사례 건수 중에 오피스빌딩 등급이 C등급인 10건을 제외한 나머지 등급의 매매사례를 사용하여 분석을 실시하였음.

〈표 4〉 매입방식별 기초 통계량

(단위 : 건, m<sup>2</sup>, 천원, 원)

| 매입방식                |     | ABS |          | REF |          | REITs |          | Direct |          | Total |       |
|---------------------|-----|-----|----------|-----|----------|-------|----------|--------|----------|-------|-------|
|                     |     | n   | mean     | n   | mean     | n     | mean     | n      | mean     | n     | mean  |
| 권역                  | CBD | 20  | 39.2%    | 6   | 27.3%    | 13    | 52.0%    | 22     | 30.1%    | 61    | 35.7% |
|                     | KBD | 13  | 25.5%    | 9   | 40.9%    | 8     | 32.0%    | 28     | 38.4%    | 58    | 33.9% |
|                     | YBD | 14  | 27.5%    | 1   | 4.5%     | 1     | 4.0%     | 20     | 27.4%    | 36    | 21.1% |
|                     | ETC | 4   | 7.8%     | 6   | 27.3%    | 3     | 12.0%    | 3      | 4.1%     | 16    | 9.4%  |
| 등급                  | Pr  | 9   | 17.6%    | 6   | 27.3%    | 12    | 48.0%    | 14     | 19.2%    | 41    | 24.0% |
|                     | A   | 19  | 37.3%    | 9   | 40.9%    | 9     | 36.0%    | 25     | 34.2%    | 62    | 36.3% |
|                     | B   | 23  | 45.1%    | 7   | 31.8%    | 4     | 16.0%    | 34     | 46.6%    | 68    | 39.8% |
| 매입<br>주체            | 국내  | 5   | 9.8%     | 19  | 86.4%    | 17    | 68.0%    | 65     | 89.0%    | 106   | 62.0% |
|                     | 외국  | 46  | 90.2%    | 3   | 13.6%    | 8     | 32.0%    | 8      | 11.0%    | 65    | 38.0% |
| 거래면적                |     | 51  | 37,582.7 | 22  | 35,364.4 | 25    | 47,297.4 | 73     | 41,787.6 | 171   | 100%  |
| m <sup>2</sup> 당 가격 |     | 51  | 2,469.5  | 22  | 3,548.5  | 25    | 3,397.1  | 73     | 2,785.5  | 171   | 100%  |
| 회사채                 |     | 51  | 6.01     | 22  | 5.40     | 25    | 5.86     | 73     | 6.73     | 171   | 100%  |
| 기준환율                |     | 51  | 1,140.4  | 22  | 1,065.8  | 25    | 1,108.6  | 73     | 1,171.6  | 171   | 100%  |
| Total               |     | 51  |          | 22  |          | 25    |          | 73     |          | 171   | 100%  |

연히 차이가 나고 있는 것은 각 매입방식별 도입 시기와 시장상황이 다르기 때문인 것으로 판단된다.

평균 거래면적은 ‘ABS방식’의 경우 37,582.7 m<sup>2</sup>, ‘REF방식’의 경우 35,364.4 m<sup>2</sup>, ‘REITs방식’의 경우 47,297.4 m<sup>2</sup>, ‘직접방식’의 경우 41,787.6 m<sup>2</sup>로 ‘REITs방식’의 매입 면적이 가장 넓었다. ‘REITs방식’의 경우 ‘Prime등급’의 오피스빌딩의 매매 사례가 많아 상대적으로 거래면적이 넓은 것으로 판단된다.

‘m<sup>2</sup>당 가격’은 ‘ABS방식’의 경우 2,469,500원, ‘REF방식’의 경우 3,548,500원, ‘REITs방식’의 경우 3,397,100원, ‘직접방식’의 경우 2,785,500원으로 ‘REF방식’의 경우가 가장 높게 나왔다. ‘REF방식’의 경우 2004년에 도입되어 다른 매입방식보다 늦게 출발하였고 오피스빌딩의 자산가치가 많이 오른 시기에 매매가 많이 이루어져 상대적으로 ‘m<sup>2</sup>당 가격’이 높은 것으로 판단된다.

‘회사채’는 ‘ABS방식’의 경우 6.01%, ‘REF방식’의 경우 5.4%, ‘REITs방식’의 경우 5.86%, ‘직접방식’의 경우 6.73%로 ‘직접방식’을 선택할 당시의 ‘회사채’ 수익률이 높았다.

‘기준환율’은 ‘ABS방식’의 경우 1,140.4원, ‘REF방식’의 경우 1,065.8원, ‘REITs방식’의 경우 1,108.6원, ‘직접방식’의 경우 1,171.6원으로 ‘직접방식’ 당시의 환율이 비교적 높게 나타났다.

## 2. 오피스빌딩 매입방식별 특성 비교분석

본 연구에서 설정한 매입방식 중 ‘직접방식’을 기준(reference)집단으로 설정하고 ‘ABS’, ‘REF’, ‘REITs방식’으로 매입할 확률에 대한 다항로지트 모형을 추정한 결과, 상수만을 이용한 우도값(-2LL)은 434.046에서 독립변수가 포함된 경우 263.523으로 감소하여 투입된 독립변수가 종속변

〈표 5〉 매입방식별 모형 추정결과

| 종속변수                | 매입방식(reference category : 직접방식)   |           |            |        |          |            |        |           |            |
|---------------------|---|-----------|------------|--------|----------|------------|--------|-----------|------------|
|                     | ABS   |           |            | REF    |          |            | REITs  |           |            |
| 독립변수                | B   | Wald      | Odds ratio | B      | Wald     | Odds ratio | B      | Wald      | Odds ratio |
| 절편                  | 3.831   | 1,059     |            | 4.364  | 1,750    |            | 0.843  | 0,091     |            |
| CBD                 | -0.018  | 0,001     | 0.982      | 1.418  | 1,400    | 4.131      | 2.393  | 4.243**   | 10.947     |
| KBD                 | 0.223   | 0,075     | 1.250      | 1.557  | 1,722    | 4.743      | 1.980  | 2.825*    | 7.245      |
| ETC                 | 0.600   | 0,259     | 1.822      | 3.638  | 6,941*** | 38.015     | 2.755  | 3.755*    | 15.718     |
| Pr                  | 0.575   | 0,305     | 1.777      | 2.681  | 4,013**  | 14.594     | 3.462  | 10.719*** | 31.889     |
| A                   | 1.000   | 2,115     | 2.718      | 1.251  | 2,817*   | 3.493      | 1.827  | 5.834**   | 6.216      |
| 외국자본                | 5.067   | 44.180*** | 158.759    | 1.001  | 1,217    | 2,720      | 1.834  | 6.151**   | 6.258      |
| 거래면적                | 0.000   | 1,635     | 1.000      | 0.000  | 3,547*   | 1,000      | 0.000  | 3.458*    | 1.000      |
| m <sup>2</sup> 당 가격 | 0.000   | 1,895     | 1.000      | 0.001  | 5,245**  | 1,001      | 0.000  | 0.256     | 1.000      |
| 회사채                 | -0.558  | 6,236**   | 0.572      | -0.922 | 6,488**  | 0,398      | -0.489 | 4.196**   | 0.613      |
| 기준환율                | -0.002  | 0,419     | 0.998      | -0.003 | 1,297    | 0,997      | -0.002 | 0,706     | 0.998      |
| 적합도                 | N=171, -2LL(0)=434.046, -2LL(k)=263.523, Cox & Snell R <sup>2</sup> =0.631, Nagelkerke R <sup>2</sup> =0.685, 분류정확률=70.2% |           |            |        |          |            |        |           |            |

\*p<0.10, \*\*p<0.05, \*\*\*p<0.01

수를 설명하는데 중요한 영향력이 있음을 보여준다(표 5 참조).

분석결과 <표 5>는 기준범주가 ‘직접방식’으로 ‘직접방식’에 비해 ‘ABS’, ‘REF’, ‘REITs방식’을 선택할 가능성에 영향을 미치는 독립변수의 효과를 검증한 것이다. 독립변수의 상대적인 영향력은 승산비(이하 Odds ratio)를 사용하여 표현할 수 있다. 즉 개별독립변수의 효과를 Odds ratio를 사용하여 다른 독립변수의 수준이 일정할 때, 각 매입방식으로 매입한 오피스빌딩이 해당 독립변수의 특성인 경우 각 매입방식별로 승산을 산출하면 각 매입방식들이 선호하는 오피스빌딩들의 특성을 추정할 수 있다.

먼저 권역이 각 매입방식에 영향을 미치는 정도를 살펴보면, 다른 독립변수들의 수준이 일정한 경우 ‘YBD권역’을 기저변수로 보았을 때,

‘ABS방식’의 경우 ‘ETC’, ‘KBD권역’이 ‘YBD권역’보다 ‘직접방식’에 비해 ‘ABS방식’으로 매입할 Odds ratio가 각각 1.822, 1.250배 증가하였으며, ‘CBD권역’은 0.982배 감소하였다. 따라서 ETC > KBD > YBD > CBD권역 순으로 높은 영향을 미치는 것으로 나타났지만 모두 통계적으로 유의하지 않았다. ‘REF방식’의 경우 ‘CBD’, ‘KBD’, ‘ETC권역’이 ‘YBD권역’보다 ‘직접방식’에 비해 ‘ABS방식’으로 매입할 Odds ratio가 각각 4.131, 4.743, 38.015배 증가하였다. 따라서 ETC > KBD > CBD > YBD권역 순으로 높은 영향을 미치지만 ‘ETC권역’만이 통계적으로 유의하게 나타났다. ‘REITs방식’의 경우 ‘CBD’, ‘KBD’, ‘ETC권역’이 ‘YBD권역’보다 ‘직접방식’에 비해 ‘ABS방식’으로 매입할 Odds ratio가 각각 10.947, 7.245, 15.718배 증가하였다. 따라서

ETC > CBD > KBD > YBD 권역 순으로 높은 영향을 미치며, 통계적으로 모두 유의하게 나타났다. 이와 같이 통계결과에 의하면 대체적으로 'YBD 권역' 보다는 그 외 권역이 '직접방식'에 비해 증권화방식으로 오피스빌딩을 매입할 가능성이 높다고 할 수 있다. 특히 일반적으로 투자 권역으로 생각하고 있는 'CBD', 'KBD', 'YBD 권역'보다 'ETC 권역'에서 증권화 방식의 매입으로 선택할 가능성이 높게 나타났다. 이것은 대체적으로 증권화 방식은 사육용 매입보다는 투자용으로 매입할 경우가 많아 수익률을 중요시하는 경향이 강하다. 또한 강혜진·오동훈(2009)의 연구에서는 오피스빌딩의 수익률이 'CBD 권역'보다 일부 부도심과 수도권 지역에서 수익률이 더 높게 나타났으며, 이상경·이인철(2005)의 연구에서도 'KBD 권역'에서 일어나고 있는 외국자본의 투자확률과 비교하여 'ETC 권역'이 외국자본으로 투자할 확률이 더 높은 것으로 나타나 본 연구의 결과하고 유사했다.

등급에서는 'B등급'을 기저변수로 보았을 때, 'ABS 방식'의 경우 'Prime', 'A등급'이 'B등급'보다 '직접방식'에 비해 'ABS 방식'으로 매입할 Odds ratio가 각각 1.777, 2.718배 증가하였다. 따라서 A > Prime > B등급 순으로 높은 영향을 주지만 통계적으로 유의하지 않았다. 'REF 방식'의 경우 'Prime', 'A등급'이 'B등급'보다 '직접방식'에 비해 'ABS 방식'으로 매입할 Odds ratio가 각각 14.594, 3.493배 증가하였다. 따라서 Prime > A > B등급 순으로 높은 영향을 주고, 통계적으로도 유의하게 나타났다. 'REITs 방식'의 경우 'Prime', 'A등급'이 'B등급'보다 '직접방식'에 비해 'ABS 방식'으로 매입할 Odds ratio가 각각 31.889, 6.216배 증가하였다. 따라서 Prime > A

> B등급 순으로 높은 영향을 주고, 통계적으로도 유의하게 나타났다. 이와 같이 증권화 방식의 'REF'와 'REITs 방식'의 경우 'Prime 등급'의 오피스빌딩을 선택할 가능성이 높게 나타났다. 이것은 증권화 방식의 경우 대형 오피스빌딩을 선호하는 측면이 있고(서후석·이동준, 2007), REF, REITs 제도가 시행된 이후 이 두 매입방식들은 투자자에게 안정적인 투자수익률을 제공해야 하는 특성상 우수한 현금흐름을 낼 수 있는 높은 등급의 오피스빌딩을 선호한 것으로 판단된다. 또한 시기적으로 이 제도들이 시행된 시점에서 외국자본의 투자패턴이 단기 투자에서 중장기 투자 목적으로 전환되면서(서후석·이동준, 2007) 외국자본들은 랜드마크로서 안정적인 투자대상과 오피스빌딩에 대한 정보를 얻기가 쉬운 높은 등급의 오피스빌딩을 선호했을 것으로 판단된다.

매입주체에서는 '국내자본'을 기저변수로 보았을 때, 'ABS', 'REF', 'REITs 방식'의 경우 '외국자본'이 '국내자본'보다 '직접방식'에 비해 'ABS', 'REF', 'REITs 방식'으로 매입할 Odds ratio가 158.759, 2.720, 6.258배 증가하였다. 따라서 '외국자본'은 '국내자본'보다 ABS > REITs > REF > 직접방식 순으로 높은 영향을 주지만 'REF 방식'은 통계적으로 유의하지 않았다. 이것은 'ABS 방식'의 경우 1998년 기업구조조정을 촉진시키기 위해서 「자산유동화에 관한 법률」이 도입되었고, 이 당시 'ABS 방식'으로 처리되는 오피스빌딩 대부분이 부실자산 정리나 구조조정 목적으로 매각되는 관계로 저평가 되어 있는 경우가 많았다(이상경·이인철, 2005). 또한 기업구조조정 대상 기업들이 보유 부동산을 유동화 할 경우 취득 및 등록세, 양도소득세 등 조세혜택을 부여하여 외국자본에 의해 인수되는 경우가 많이 발생했기

때문이다(서후석·이동준, 2007). 두 번째로 ‘REITs 방식’이 ‘외국자본’이 선호하는 것으로 나타났다. 이것은 ‘REITs 방식’의 경우 노후빌딩의 리모델링 공사가 가능하고 투자자들이 주총·이사회를 통해 주주이익 대변이 용이한 측면이 있어 장기적으로 안정적인 임대수익 확보가 가능하다. 이에 비해 ‘ABS 방식’은 개보수 공사가 허용되지 않고 ‘REF 방식’은 주주이익 대변이 어려워<sup>8)</sup> 선호치 않는 것으로 판단된다.

‘거래면적’은 1㎡증가할 때, ‘직접방식’에 비해 ‘ABS 방식’으로 매입할 Odds ratio가 1배로 같은 정도의 영향을 미치고, 통계적으로 유의하지 않았다. 또한 ‘REF’와 ‘REITs 방식’의 경우 통계적으로 유의하지만 이 두 방식도 같은 정도의 영향을 미치고 있다. 즉 ‘거래면적’의 증감은 ‘직접방식’에 비해 각 증권화방식 선택에 있어서 차이가 없는 것으로 판단된다.

‘㎡당 가격’에서는 ‘직접방식’에 비해 ‘ABS’와 ‘REITs 방식’으로 매입할 Odds ratio가 1배로 같은 정도의 영향을 미치고, 통계적으로 유의하지 않았다. 또한 ‘REF 방식’의 경우 통계적으로 유의 하지만 마찬가지로 같은 정도의 영향을 미치고 있다.

‘회사채’는 1% 증가할 때 각 ‘ABS’, ‘REF’, ‘REITs 방식’에 비해 ‘직접방식’이 더 선호되는 것으로 나타났다. 이것은 오피스빌딩을 하나의 투자 대상으로 간주 했을 때 대체 투자의 개념으로 생각해 보면 투자자들은 부동산간접투자 상품에 투자하기보다 회사채에 투자할 확률이 높음을

알 수 있다. 즉 증권화 방식들은 선후순위채권의 매각 혹은 주식 매각으로 투자자들로부터 자금을 조달하는 측면이 강하기 때문이다.

‘기준환율’에서는 ‘직접방식’에 비해 ‘ABS’, ‘REF’, ‘REITs 방식’에서 통계적으로 유의하지 않고 각 매입방식별로 같은 정도의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이것은 오피스빌딩 매입규모를 따져보면 국내자본이 외국자본보다 절대적으로 크고, 국내자본과 외국자본간 투자행태가 국내 부동산 간접투자제도 성장에 따라 거의 유사해 졌기(김상용 외 2인, 2009) 때문인 것으로 판단된다<sup>9)</sup>.

위의 결과를 각 매입방식별로 종합해 보면, ‘직접방식’과 ‘ABS 방식’ 사이에서는 ‘외국자본’이고, ‘회사채’ 수익률이 낮을수록 ‘ABS 방식’의 매입을 선호하는 것으로 나타났다. ‘직접방식’과 ‘REF 방식’ 사이에서는 ‘회사채’ 수익률이 낮고, ‘Prime 등급’과 ‘A 등급’에서 등급이 높고, ‘ETC 권역’에 있는 오피스빌딩일 때 ‘REF 방식’의 매입을 선호하는 것으로 나타났다. ‘직접방식’과 ‘REITs 방식’ 사이에서는 ‘외국자본’이고, ‘회사채’ 수익률이 낮고, ‘Prime 등급’과 ‘A 등급’에서 등급이 높고, ETC > CBD > KBD > YBD 권역 순으로 ‘REITs 방식’의 오피스빌딩 매입을 선호하는 유의한 경향이 있다고 할 수 있다.

지금까지 위의 결과에서는 ‘직접방식’에 비해 ‘ABS’, ‘REF’, ‘REITs 방식’을 선택할 가능성에 독립변수가 미치는 영향에 대한 검증을 실시했다. 만약 ‘ABS 방식’에 비해 ‘직접방식’을 선택할

8) 한국리츠협회, 「제8회 자산운용 전문인력 사전교육」, 2011

9) 2010년 3분기 R2Korea의 「OFFICE Market Report」에 의하면, 2010년 8월 현재 서울 오피스의 소유자 별 비중을 살펴보면, 외국계 7.0%, 국내개인 17.7%, 국내비영리법인과 지자체 19.9%, 국내영리법인 55.4%로 조사 되었다.

〈표 6〉 매입방식별 모형 추정결과

| 종속변수                | 매입방식(reference category : ABS)  |           |            |        |           |            |
|---------------------|---|-----------|------------|--------|-----------|------------|
|                     | REF   |           |            | REITs  |           |            |
| 독립변수                | B   | Wald      | Odds ratio | B      | Wald      | Odds ratio |
| 절편                  | 0.533   | 0.015     |            | -2.988 | 0.565     |            |
| CBD                 | 1.437   | 1.157     | 4.206      | 2.411  | 3.757*    | 11.147     |
| KBD                 | 1.334   | 0.994     | 3.796      | 1.757  | 1.941     | 5.798      |
| ETC                 | 3.038   | 4.214*    | 20.866     | 2.155  | 2.320     | 8.628      |
| Pr                  | 2.105   | 1.971     | 8.211      | 2.887  | 5.948**   | 17.941     |
| A                   | 0.251   | 0.090     | 1.285      | 0.827  | 1.075     | 2.287      |
| 외국자본                | -4.067  | 20.085*** | 0.017      | -3.233 | 17.500*** | 0.039      |
| 거래면적                | 0.000   | 1.753     | 1.000      | 0.000  | 0.939     | 1.000      |
| m <sup>2</sup> 당 가격 | 0.001   | 7.880***  | 1.001      | 0.001  | 2.671     | 1.001      |
| 회사채                 | -0.363  | 0.905     | 0.696      | 0.069  | 0.075     | 1.072      |
| 기준환율                | -0.001  | 0.088     | 0.999      | 0.000  | 0.001     | 1.000      |
| 적합도                 | N=171, -2LL(0)=434.046, -2LL(k)=263.523, Cox & Snell R <sup>2</sup> =0.631, Nagelkerke R <sup>2</sup> =0.685, 분류정확률=70.2% |           |            |        |           |            |

\*p&lt;0.10, \*\*p&lt;0.05, \*\*\*p&lt;0.01

가능성에 미치는 독립변수의 효과를 구하려면 위에서 추정된 값의 부호를 반대로 바꾸면 된다. 하지만 ‘직접방식’을 제외한 나머지 ‘ABS’, ‘REF’, ‘REITs방식’ 사이의 선택에 미치는 독립변수의 영향에 대해서는 추정하지 않았다. 이러한 이유로 위에서 구해진 추정치를 이용해서 ‘ABS방식’에 비해 ‘REF’, ‘REITs방식’을 선택할 가능성에 대한 독립변수의 효과 추정치를 구했고 그 결과는 다음 <표 6>과 같다.

위의 결과를 바탕으로 ‘ABS방식’에 비해 ‘REF’, ‘REITs방식’을 선택할 영향 정도를 살펴 보면, 먼저 권역에서는 ‘YBD권역’을 기저변수로 보았을 때, ‘REF방식’의 경우 ‘CBD’, ‘KBD’, ‘ETC권역’이 ‘YBD권역’보다 ‘ABS’에 비해 ‘REF방식’으로 매입할 Odds ratio가 각각 4.206, 3.796, 20.866배 증가하였다. 따라서 ETC > CBD >

KBD > YBD권역 순으로 영향을 미치는 것으로 나타났지만 ‘ETC권역’만이 통계적으로 유의하게 나타났다. ‘REITs방식’의 경우 ‘CBD’, ‘KBD’, ‘ETC권역’이 ‘YBD권역’보다 ‘ABS방식’에 비해 ‘REITs방식’으로 매입할 Odds ratio가 각각 11.147, 5.798, 8.628배 증가하였다. 따라서 CBD > ETC > KBD > YBD권역 순으로 영향을 미치는 것으로 나타났지만 ‘CBD권역’만이 유의하게 나타났다. ‘REITs방식’의 경우 ‘직접방식’과 비교 시 ‘ETC권역’에서 높은 영향정도를 나타냈지만 ‘ABS방식’과 비교 시 ‘CBD권역’에서 높은 영향정도를 나타냈다. 이것은 ‘REITs방식’의 경우 ‘Prime등급’의 오피스빌딩을 ‘ABS방식’보다 더 선호하는 측면과 ‘CBD권역’이 다른 권역보다 더 많은 ‘Prime등급’의 오피스빌딩이 있기<sup>10)</sup> 때문인 것으로 판단된다.

등급에서는 ‘B등급’을 기저변수로 보았을 때,

‘REF방식’의 경우 ‘Prime’, ‘A등급’이 ‘B등급’보다 ‘ABS방식’에 비해 ‘REF방식’으로 매입할 Odds ratio가 각각 8.211, 1.285배 증가하였다. 따라서 Prime > A등급 > B등급 순으로 높은 영향을 주지만 통계적으로 유의하지 않았다. ‘REITs방식’의 경우 ‘Prime’, ‘A등급’이 ‘B등급’보다 ‘ABS방식’에 비해 ‘REF방식’으로 매입할 Odds ratio가 각각 17.941, 2.287배 증가하였다. 따라서 Prime > A등급 > B등급 순으로 높은 영향을 주지만 ‘Prime등급’만이 유의한 결과를 나타냈다. 즉 <표 3>결과와 마찬가지로 ‘REF’, ‘REITs방식’의 경우 ‘Prime등급’의 오피스빌딩을 ‘ABS방식’보다 더 선호하는 것으로 알 수 있다.

매입주체에서는 ‘국내자본’을 기저변수로 보았을 때, ‘REF’, ‘REITs방식’의 경우 ‘외국자본’이 ‘국내자본’보다 ‘ABS방식’에 비해 ‘REF’, ‘REITs방식’으로 매입할 Odds ratio가 각각 0.017, 0.039배 감소하였고, 통계적으로도 유의하게 나타났다. 결국 <표 3>의 결과와 마찬가지로 ‘외국자본’의 경우 ‘ABS’, ‘REITs방식’을 더 선호하는 것으로 알 수 있다.

위의 결과를 종합해 보면, ‘ABS방식’과 ‘REF방식’ 사이에서 ‘국내자본’이고 ‘ETC권역’에 있는 오피스빌딩 일수록 ‘REF방식’의 매입을 선호하는 것으로 나타났으며, ‘ABS방식’과 ‘REITs방식’ 사이에서는 ‘국내자본’이고 ‘CBD권역’의 오피스빌딩 일수록 ‘REITs방식’의 매입을 선호하는 유의한 경향이 있다고 할 수 있다.

## V. 결론

본 연구는 ABS, REF, REITs, 직접방식을 통해 매입한 서울시 대형 오피스빌딩의 특성 차이를 비교분석하기 위해 1998년 1분기부터 2010년 4분기까지 서울시에 소재한 16,500㎡ 이상의 오피스빌딩 매매사례를 이용하였다. 이 자료를 활용하여 각각의 매입방식에 영향을 미치는 요인과 영향력에 대해 분석하였다. 이에 대한 분석결과를 통해 다음과 같은 결론을 얻었다.

먼저 직접방식과 ABS, REF, REITs방식을 비교하면, 직접방식에 비해 ABS방식은 외국자본으로 투자하는 경우 회사채의 수익률이 낮을 때 오피스빌딩 매입을 선호하고, REF방식은 회사채의 수익률이 낮을 때 Prime등급과 A등급 순으로 ETC권역에 있는 오피스빌딩 매입을 선호한다. REITs방식은 외국자본으로 회사채 수익률이 낮을 때 등급은 Prime등급과 A등급 순으로, 권역은 ETC, CBD, KBD, YBD권역 순으로 오피스빌딩 매입을 선호하는 것으로 나타났다.

또한 ABS방식과 비교하여 REF방식과 REITs방식을 살펴보면, ABS방식에 비해 REF방식은 국내자본으로 투자하는 경우 ETC권역에 있는 오피스빌딩 매입을 선호하며, REITs방식은 국내자본으로 투자하는 경우 CBD권역의 오피스빌딩 매입을 선호하는 것으로 나타났다.

이와 같이 각 매입방식별로 정리하면, ABS방식의 경우 이 제도의 도입 시기에 다른 제도가 없는 가운데 대부분의 오피스빌딩이 부실자산 정리나 구조조정 목적으로 저평가 되어 있었고, 세

10) 2011년 1분기 (주)저스트알의 「오피스 시장 동향 보고서」에서 총 조사 빌딩 중 등급별 분포는 Prime 등급이 10%, A, B, C 등급은 각각 15%, 35%, 39%이며, 최근 공급된 대형 오피스로 인해 CBD권역에 프림 오피스가 가장 많은 것으로 조사되었다.

제혜택을 최대한 많이 받을 수 있는 제도였다. 즉 이 제도를 이용하여 막대한 양도차익을 얻을 수 있는 시기로 다른 시기보다 외국자본의 오피스빌딩 매입이 활발히 이루어져 다른 매입방식과 비교 시 외국자본에 대한 특성 외에 다른 특별한 특성을 살펴볼 수 없는 것으로 판단된다. RFE방식의 경우에는 지역적인 특성에서 ETC권역을 다른 매입방식보다 선호하고 각 등급에서도 다양한 매입분포를 보이는 것으로 보아 상대적으로 높은 수익률을 얻을 수 있는 오피스빌딩을 선호하는 것을 알 수 있었다. REITs방식의 경우에는 지역적인 특성에서 권역별 선호도 보다는 안정적으로 수익을 얻을 수 있는 높은 등급의 오피스빌딩을 선호하는 것을 알 수 있었다. 또한 리모델링이 가능하고 주주이익 대변이 용이하여 상대적으로 외국자본에 유리한 측면이 있다. 이것을 볼 때 앞으로 더욱 외국자본에 의한 매입방식으로 선호될 것으로 판단된다.

지금까지 증권화방식인 ABS, REF, REITs방식과 직접방식으로 투자된 오피스빌딩에 대한 특성을 비교분석하였다. 비록 본 연구에서 REF와 REITs 사이의 비교분석은 실시하지 못하였다. 이는 데이터의 부족과 현재까지 둘 사이에 법률적인 부분 외에 확연한 차이가 없기 때문이다. 향후에는 이 부분에 대한 연구와 사육목적으로 오피스빌딩을 매입하는 기업들도 증권화 방식을 활용할 가능성이 높기 때문에 증권화 방식에 대한 다양한 측면을 고려한 연구가 계속 진행되어야 할 것으로 생각한다.

논문접수일 : 2011년 6월 30일

논문심사일 : 2011년 7월 27일

게재확정일 : 2011년 9월 28일



## 참고문헌

1. 강혜진·오동훈, “부동산간접투자 오피스빌딩의 특징 및 수익률과의 상관관계 분석”, 「주택연구」, 제17권 1호, 한국주택학회, 2009, pp. 53-75
2. 김상용·한제선·유선중, “국내자본과 외국자본의 오피스 투자행태 분석”, 「국토연구」, 제62권, 국토연구원, 2009, pp. 199-222
3. 메이트플러스, 「Mate Plus Market Report」, 2010
4. 서후석·이동준, “외국계 자본의 국내 대형 오피스빌딩의 매입 방식에 관한 연구”, 「부동산학연구」, 제13집 제3호, 한국부동산분석학회, 2007, pp. 21-41
5. 이동준, “외국계 자본의 국내 오피스빌딩 투자방식에 관한 연구-매입방식 현황과 사례연구를 중심으로”, 건국대 석사학위논문, 2004
6. 이상경·이인철, “외국자본의 서울 오피스 빌딩 투자 행태 연구”, 「국토계획」, 제40권 5호, 대한국토·도시계획학회, 2005, pp. 177-188
7. 이준용·이현석, “외국자본의 서울 오피스빌딩 투자에 대한 입지적 선호요인 연구”, 「국토계획」, 제43권 제7호, 대한국토·도시계획학회, 2008, pp. 135-148
8. 한국리츠협회, 「제8회 자산운용 전문인력 사전교육」, 2011
9. 홍아름·한제선·유선중, “서울시 오피스빌딩의 간접투자요인에 관한 연구”, 「주택연구」, 제17권 제4호, 한국주택학회, 2009, pp. 53-75
10. JUSTR, 「오피스 시장 동향 보고서」, 2011
11. R2Korea, 「OFFICE Market Report」, 2010, 2011