

# 임대차계약사례분석을 통한 서울 간접투자 오피스의 렌트프리 결정요인 분석

## A Study on Rent-Free Determinants by Analysis of Commercial Office Leasing Contract Cases in Seoul

정 원 구 (Chung, Wongoo)\*  
이 호 병 (Lee, Hobyung)\*\*

### <Abstract >

Since the global financial crisis of 2008, the Seoul office market has changed into one driven by tenants. Large office development projects in central Seoul and Yeouido have caused office vacancies to rise sharply. As the competition for tenants has intensified, it has become commonplace for landlords to offer 'rent-free' periods to tenants to induce them to sign office leases. This study examines 441 rental contracts for properties having received indirect investment and uses regression analysis to identify determinants of rent-free periods for tenants. Separate models were created for Gangnam, which does not have any large office development projects, and downtown Seoul/Yeouido District, which is home to large-scale office development projects. These two models were combined into an integrated model in order to identify significant regression variables. This study uses fundamental data from lease contracts for commercial office space in Seoul in order to analyze rent-free periods which have become a buzzword in the Seoul office market. The results of this study suggest that longer lease terms, foreign company tenants, building size, and rent level are significant factors for rent-free periods. In addition to using rent-free periods to attract tenants, landlords also use rent-free periods to secure long-term rental cashflow. This may be related to the importance of WALE(Weighted Average Lease Expiry) when evaluating office space investments overseas.

주 제 어: 오피스 임대차 계약구조, 렌트프리, 상업용 오피스, 임차인 인센티브

key word: Office Leasing Agreement Structure, Rent-Free, Commercial Office, Tenant Incentive

## I. 서론

1997년 외환위기 이후 오피스를 중심으로 해외 자본이 유입되며 급격한 원화 가치와 국내 경제의 펀더멘탈에 대한 기대를 바탕으로 해외자본이 급격하게 유입되었으며 오피스 시장을 중심으로 다양한 해외 투자자의 투자활동이 진행되었다. 이를 시작으로 국내 투자

자도 오피스 시장을 시작으로 점차 리테일, 물류센터로 상업용 부동산의 투자는 확대되고 있다. 2000년대 초중반까지 오피스의 임대료 상승률은 높은 수준을 유지하며 지속적인 자본가치의 상승을 가져 왔으며, 선도적으로 진입한 해외 투자자에게 높은 수익률을 안겨 주었다. 오피스 시장은 2008년 미국 서브프라임 모기지 부실로 인한 금융위기 전까지는 안정적으로 성장하는 모습을 나타내었다.

\* 단국대학교 도시계획 및 부동산학 박사과정, ted\_chung@naver.com (주저자)

\*\* 단국대학교 도시계획부동산학부 교수, hobyung@dankook.ac.kr (교신저자)

2008년 미국의 서브프라임 모기지 부실로 촉발된 금융 위기는 국내 오피스 시장에 큰 변화를 가져오게 되었다. 이전 지속된 임대인 위주의 오피스 시장이 지속될 것으로 가정하고 계획된 용산국제업무단지와 같은 대형 오피스 단지를 중심으로 다양한 민관합동공모형 PF사업 및 도심재개발, 여의도의 국제금융센터 등과 같은 다수의 대형오피스 공급 계획이 수립 또는 실행되기 시작하였다. 점차 경기의 변동 및 과잉 공급 등으로 인하여 오피스 시장은 임대인 위주의 시장에서 임대인 위주의 시장으로 변화되었으며 이 과정에서 가격적인 부분에서 우위를 갖기 위하여 다양하게 임차인을 유치하기 위한 전략이 구사되기 시작하였다.

해당 기간 동안 임대료를 부과하지 않고 관리비만 부과하는 렌트프리(rent-free)는 대표적으로 사용되는 임차인 유치를 위한 임대인의 수단 중(tenant incentive) 하나이다(Jeffries, 1994). 이외에도 다양한 옵션을 부여하며 임차인의 사업계획 상의 유연성 등을 제공한다.

종합부동산서비스기업 젠스타의 2015년 ‘서울 오피스 시장전망’ 과 ‘렌트프리에 대한 6가지 이야기’ 보고서에 따르면 렌트프리는 서브프라임 모기지로 인한 금융위기 이후인 2009년부터 본격적으로 신문기사에 인용되기 시작하는 등 시장에 부각되기 시작하였다. 2014년의 경우 신문기사 인용 횟수가 총 86건으로 2012년과 2013년 각각 26건, 35건의 인용횟수에 비하여 급격하게 증가하며 시장의 렌트프리 적용이 확산되고 있는 현상을 빅데이터 분석을 통하여 주장하였으며, 조사대상 오피스의 약 68.4%가 렌트프리를 활용하는 것으로 발표하였다. 또한, 2011년 이후 여의도의 IFC 및 도심재개발로 인하여 대형 오피스의 공급이 지속되어 급격히 공실이 증가함으로 인하여 임대료가 하락할 수 있는 요인이 있었음에도 불구하고 임대료 지수가 상승할 수 있었던 원인은 대형 오피스 임대인이 호가 임대료(asking rent) 및 계약임대료(face rent) 등을 지속적으로 상승시키며 렌트프리를 통해 유효임대료(effective rent)를 조정하며 실질적인 임차인의 임대료의 부담을 조정하며 임차인 유치를 위한 마케팅 도구로 사용하고 있기 때문임을 주장하였다. 오피스의 임대료 변화는 하방경직성<sup>1)</sup>을 띠는 경우가 많기 때문에 시장의 경쟁이 심화되거나, 공실이 증가하

는 시기의 경우 렌트프리는 더욱 유의미한 수단으로 사용될 수 있다.

그러나 렌트프리가 적용됨으로써 임대인과 임차인의 계약임대료와 실제 현금흐름인 유효임대료의 차이를 가져올 수 있으며 이러한 부분을 고려하지 않고 오피스의 가치를 평가하는 경우 임대차 계약으로부터 실질적으로 발생하는 현금흐름이 계약된 임대료 보다 적기 때문에 가치를 평가하는 경우 평가금액이 실질 현금흐름을 바탕으로 보다 높게 산정 될 수 있다. 이러한 특성으로 임대인은 시장이 침체되는 경우 렌트프리를 전략적으로 적용함으로써 호가임대료 또는 계약임대료를 하락하지 않고 임차인에게 실질적으로 재무적인 혜택을 제공하며 임차인 유치를 유도할 수 있을 뿐만 아니라 현재 시장의 평균 렌트프리에 대한 신뢰할 만한 자료가 구축되지 않고, 임대료 자료만 있는 대부분의 상황의 경우 감정평가시 자산가치의 유지도 기대할 수 있게 되어 임대인 및 임차인 모두가 선호할 수 있는 수단이다.

우철민 외 2인(2015)의 연구에서는 리츠자산운용사 K사의 내부 자료를 인용하여 시장의 변동에 따라 임대차계약의 표면임대료와 실질현금흐름을 반영한 유효임대료의 차이가 상당히 변동하며, 2008년~2012년 사이에 그 차이가 지속적으로 증가하였다고 주장하였다. 또한, 동시기 시장의 명목임대료는 상승하였으나, 실질임대료가 하락하여, 부호가 달라지는 시기가 발생하였으며, 투자시 실질임대료에 대해서 보다 신중하게 검토가 필요하다는 시사점을 제시하기도 하였다.

따라서 임대인 중심의 시장에서 임차인 중심으로 변하는 시기 또는 임차인 중심으로의 시장으로 성향이 변동하는 시기의 경우 호가임대료를 반영한 시장 오피스 임대 리서치 자료를 통해 공개되는 임대료의 변동과 렌트프리가 반영된 실제 현금흐름인 유효 임대료의 변동하는 방향이 달라질 수도 있기 때문에 실질임대료의 대용함수(proxy variable)로서 같음하는 경우 분석이 왜곡되거나 임대료와 관련한 정량적 분석결과 해석의 오류 가능성이 높아질 수밖에 없다.

실질적인 현금흐름에 대한 미시적 연구는 오피스 시장의 변화를 정확하게 분석하기 위하여 매우 중요한 부분이나, 아직 시장 투명성이 높지 않은<sup>2)</sup> 국내 시장

1) 소현재 외 2인(2008), Baum et al.(1997)

2) JLL의 Global Real Estate Transparency Index (2014)에 따르면 한국의 상업용 부동산의 시장투명성은 Semi-Transparent로서 중국, 인도네시아, 필리핀, 멕시코, 터키 및 이스라엘과 같은 등급이다.

의 특징을 고려할 때 정량적인 연구에 충분한 수량의 계약사례자료를 구득하는데 한계가 있다.

실제로, 이무송·유정석(2014)의 연구에서 오피스 시장을 Dipasquale-Wheaton의 4분면 모형으로 설명하는 연구에서 4사분면과 1사분면의 실제 수요 공급과 관련된 오피스의 공급 증가량과 임대료 감소간의 관계가 유의하지 않게 나타났으며 이는 상계서의 연구자료가 호가임대료 자료로서 오피스 공급량이 증가한 경우 계약임대료를 낮추지 않고 렌트프리를 반영하여 유효임대료를 감소시키므로 호가임대료를 활용한 자료에서는 가설과 다르게 결과가 발생할 수 있었다고 판단한다.

렌트프리는 임대마케팅의 도구로서 개별 자산별로 임차인 유치를 통해 수익을 극대화하기 위하여 임차인의 계약 시기의 공실률, 시장의 상황, 시장의 향후 전망 및 임대인의 운영전략 임차인의 예산 등을 고려한 의사결정을 통하여 최종적으로 임대인과 임차인간의 의사결정의 결과물인 임대차 계약을 체결함으로써 렌트프리의 적용 기간이 결정될 것으로 예상할 수 있으며, 일반적인 시장의 상황, 입지적 요인, 건물의 특성 등으로부터 결정되는 임대료의 결정 요인과는 다른 양상을 보일 것으로 추정 할 수 있다.

본 연구에서는 기관투자자가 펀드, 리츠 등의 다양한 형태로 간접 투자한 서울의 도심, 여의도, 강남과 같은 주요 3대 권역에 위치한 오피스 물건을 중심으로 렌트프리의 자료가 포함된 오피스의 임대차 실제 계약 사례 표본을 활용하여 임대차 계약의 주요 변수의 관계에 대하여 분석하고 최종적으로 결정 요인에 대하여 도출하고자 한다. 렌트프리의 특징상 계약 사례 내의 변수보다 오피스 시장 변화에 따른 거시적인 경제 요인이 렌트프리 발생의 주요한 요인으로 예상할 수 있으나, 본 연구에서는 임차인 위주의 시장으로 렌트프리의 적극적 활용이 일반화 되어가고 있는 2014년을 기점으로 유효한 임대차 계약 사례 분석을 통하여 임차인 위주의 시장에서의 오피스 계약 구조를 이루는 주요변수의 특성 및 렌트프리의 특성요인을 도출하고자 한다.

이를 통하여 서울 고급오피스 시장의 특징을 상업용 부동산 시장의 가장 근원적인 단위인 각 임차인 임대차 계약자료 수준으로 부터 분석함으로써 아직 국내에서는 많은 연구가 이루어지지 않은 미시적인 향후 오피스 임대차 시장 연구의 발전을 위한 연구를 진행하고, 향후 오피스 관련 연구의 실증 분석의 결과로부터

보다 풍성한 시사점을 도출 하는데 기여할 수 있을 것으로 예상된다.

## II. 선행연구 검토 및 연구의 차별성

### 1. 선행연구의 검토

국내 오피스의 연구는 대부분 거시적인 요소를 분석하는 흐름으로 발전해왔으며 실질적인 현금흐름과 관련이 있는 임대차계약 중심의 관점에서 시장을 분석한 연구는 아직 활성화 되지 않고 있다. 또한, 연구에 대부분 주요 종합부동산서비스사에서 제공하는 호가임대료 중심의 시장 자료를 바탕으로 하고 있기 때문에 실제 현금흐름의 기반이 되는 실질임대료와는 차이가 발생할 수 있다.

최근과 같은 임차인 우위의 시장에서 임대인이 활용하고 있는 렌트프리와 같은 재무적 인센티브로 인한 실제 계약에서 발생하는 현금흐름과는 차이가 날 수 밖에 없으며, 동일 오피스 건물 내에서도 임대인의 재무적 목표를 달성하기 위한 전략과 임차인의 협상력 등으로 인하여 인센티브의 정도가 변화할 수 있다.

따라서, 현재의 호가 임대료 또는 기존 계약임대료 자료 수준으로 이루어지고 있는 현재의 국내 오피스 시장의 연구는 시장의 급변기나 임차인 우위의 시장에서는 실제 시장의 유효임대료의 변동하는 방향과 호가임대료의 방향이 서로 달라져 연구 결과에서도 의미 있는 차이가 발생할 수도 있는 맹점을 안고 있다. 그러나, 호가임대료와 같은 대용변수 외에 실질적인 자료를 구득하기에는 현재 국내 상업용 시장의 규모와 투명성을 고려할 때 계량적 분석을 진행할 만한 임대차 계약의 충분한 관측치를 확보하는데 어려움이 있기 때문에 오피스 시장 연구의 지속적인 발전에 한계가 있다.

국내 오피스 시장의 연구 중 실질적인 현금흐름 등을 바탕으로 진행된 연구는 시작단계로서 민성훈(2013)은 임대료를 임대인의 호가 임대료, 임대인과 임차인의 계약 임대료, 실질적인 현금흐름인 수취임대료가 차이를 패널 자료의 분석을 통하여 실제로 연구에 일반적으로 사용되는 호가 임대료 수준의 자료를 통하여 계약임대료, 수취 임대료를 추정하는 모델을 구축하는 연구를 진행하였다. 세 가지 임대료

가 각각 유의한 차이가 있으며 부동산 시장의 경기가 좋지 않은 경우 호가 임대료와 계약임대료의 차이가 더 커지는 양상을 나타내는 분석 결과를 도출하였다. 기존의 호가 임대료 중심으로 이루어져온 오피스 시장의 연구의 한계를 다시금 확인하며 보다 본질적인 임대료의 현금흐름에 접근하는 연구로 발전시켰다.

여태종 외 2인(2015)은 건물단위의 렌트프리 자료를 바탕으로 연면적, 건물연한자료와 상대임대료와 추정임대료를 정의하여 이를 설명변수로 하여 렌트프리의 결정 요인을 추정하였다. 공실률, 연면적, 건축연한, 추정임대료 등이 유의한 변수로 발생하였다.

그러나, 조사방법의 한계<sup>3)</sup>로 인하여 호가 임대료의 연구 사용시 발생하는 한계와 마찬가지로 실제 시장에서 존재하는 건물의 평균적인 임차인의 렌트프리와는 일정한 차이가 있을 수 있는 리스크를 내포하고 있다. 다만, 오피스 렌트프리와 관련한 첫 번째 연구로서 의의를 가지며 향후 오피스 렌트프리 연구에 대한 필요성과 후속적인 과제들을 제시한다.

오피스가 포함된 상업용 부동산 임대차 계약사례 자료를 바탕으로 계약구조 정량적 연구는 인채권·여흥구(2013)의 연구 이외에는 아직 미진하다 2008년~2012년 체결된 3,396건의 상업용부동산 임대차계약을 분석하였으며 전반적인 국내 시장의 상업용 부동산의 일반적인 특징을 분석하였으며 임대차 면적이 커지는 것이 임대차 기간에 대하여 양의 영향을 미치는 것으로 분석결과를 도출하였다.

우철민 외 2인(2015)의 연구에서는 임대차 계약 자료를 분석하여 임대차 계약의 계약임대료인 표면임대료와 실제 현금흐름이 반영된 실질임대료의 차이가 시기에 따라 일정하지 않은 현상이 발생함을 지적하였다. 2008년~2012년 사이 동시기 시장의 명목임대료는 전반적으로 상승하였으나, 실질임대료가 하락하여, 변동률 간의 부호가 달라지는 시기가 발생함을 지적하며, 실질임대료 분석의 중요성이 보다 높아질 것임을 기술하였다.

해외에서는 렌트프리를 포함한 임대 인센티브(lease incentive)에 대한 문제가 90년대 초에 이슈가 되며 연구가 본격적으로 시작되었다. Jeffries(1994)는 호주, 뉴질랜드, 미국에서 임차인 인센티브로 인한 이론적, 실무적 이슈가 제기되고 있으며 비정상적으로

과도한 인센티브가 원인이 된 임대료의 왜곡으로 발생한 법률적인 분쟁의 사례를 소개하며 임대차 계약상의 시간의 흐름을 고려한 다양한 임대 인센티브(lease incentive)의 현재가치(present value)를 추정하는 모델을 구축하여 패키지 프로그래밍화 하였다. Brown(1995)도 마찬가지로 임대차 계약상에서의 시간의 흐름에 따른 렌트프리, 임대료조정(rent review) 등을 고려하여 시간가치 및 유효임대료가 반영된 유효임대료(effective rental value)를 추정하는 모델을 구축하였다. Bond(1994)는 공실의 증가로, 다양한 국가의 오피스 시장에서 임대 인센티브가 나타나고 있으며 이와 관련한 다양한 파급 효과를 소개하였다. 이에 따르면 임대 인센티브로 인한 임차인의 재무적 혜택에 대해서는 과세 대상으로 판단한 호주 세무당국의 결정 사례를 소개하였으며, 임대료 조정(rent review) 관련 조항에 포함된 역진방지조항(ratchet clause)으로 인하여 시장 임대료와 계약임대료의 차이가 발생하는 경우 등 미국, 호주 뉴질랜드에서 오피스 시장의 임대 인센티브로 발생한 파급 효과 사례를 소개하며 오피스 경기순환에 따른 임대 인센티브의 변화를 설명하였다. Crosby and Murdoch(1994)는 임대차 계약을 자본가치로 환산하기 위한 가치평가(capital calculation)중 렌트프리에 초점을 맞추어 보다 정확하게 가치가 평가될 수 있는 방법을 모색하였다.

렌트프리와 관련한 직접적인 연구 외에도 오피스 임대차 구조에 대한 연구도 활발하게 이루어왔다. Gunnelin and Söderberg(2003)은 스톡홀름 오피스 시장의 1977~1991년에 체결된 861개의 오피스 임대차 계약을 이루는 기본적인 변수인 임대료, 면적, 빌딩의 준공 후 경과연수 등을 바탕으로 계약 시기 별로 임대차 계약기간과 임대료 간의 관계를 분석하였으며 이를 채권의 금리의 전망에 따라 만기에 따른 수익률 곡선(yield curve)이 달라지는 관계를 의미하는 기간구조(term structure)에 적용하여 임대료와 계약기간간의 관계를 중심으로 분석하였다. Clapham and Gunnein(2003), Bond, et al. (2008)도 이와 유사한 주제로 연구를 진행하였으며, 임대차 시장에 전망에 따른 기간구조가 존재함을 증명하였다.

Tse(1999)는 시장의 예상되는 공실의 지속기간,

3) 여태종 외 2인(2015)의 렌트프리 조사 방법은 건물단위의 렌트프리 자료로서 조사방법은 실제 계약 사례 또는 건물당 평균 렌트프리의 사례가 아닌 렌트프리 수준을 일반적인 호가 임대료 조사방법과 유사하게 유선상 또는 방문조사로 구득하였다.

렌트프리 기간, 임대료 수입의 상승률 등을 고려하여 최적의 임대기간을 도출하는 연구를 하였다. Tse는 향후의 임대료의 기대상승률이 낮을수록, 시장의 할인율이 증가할수록, 예상되는 공실의 지속기간이 증가할수록, 임대인 입장에서의 최적의 임대기간이 길어지는 경향이 나타나는 결과를 도출하였다.

상업용 오피스 부동산 시장이 일찌감치 발달한 주요 도시를 중심으로 임대차 계약 대한 연구가 지속되어왔으며, 오피스 시장은 최종 수요자가 합리적인 의사결정을 추구하며 영속적인 영리행위를 목적으로 하는 기업을 대상으로 한다. 이로 인하여 다른 상업용 부동산 시장에 비해 지역적, 문화적 차이가 상대적으로 적기 때문에 타 지역의 임대차 계약 및 미시적인 시장 분석과 같은 선행 연구의 결과들은 아직 거시적인 수준에만 머무르고 있는 국내 오피스 시장 연구 발전에 시금석이 될 수 있다고 생각한다.

## 2. 기존 연구와의 차별성

호가 임대료 중심의 국내 오피스 시장 연구에 대표적인 임차인 인센티브 수단인 렌트프리에 대한 임대차 계약 수준에서의 최초의 분석으로서 임대차 계약의 특성 및 렌트프리의 분석결과를 공유함으로써 오피스 시장의 후속 연구시 해석의 풍부함을 줄 수 있을 것으로 생각한다. 향후 렌트프리가 건물 단위 자료로 분석이 되더라도 실제로 각 건물의 협상 전략에 따라 동일 시기라고 해도 다양한 렌트프리의 협상 결과가 도출될 수 있기 때문에 현재의 계약임대료 또는 호가임대료의 자료 사용으로 인한 분석의 왜곡가능성을 피해가는 것은 한계가 있다고 생각한다.

또한, 상업용 부동산 시장의 현금흐름의 근원인 임대차 계약 수준의 다양한 해외의 선행 연구 및 이슈들을 제기하며 추후 국내에도 다양한 관련 연구가 나올 수 있는 단서가 될 것으로 생각한다.

최초로 서울 오피스 시장의 렌트프리의 결정 요인을 실제 횡단면 임대차 계약 자료를 통해 분석함으로써 거시 경제의 변수가 통제된 상태에서의 렌트프리 결정 요인을 도출하며 향후 오피스와 관련한 가치평가, 시장 분석 분야의 임대차 계약 수준의 미시적인 연구 결과를 제시함으로써 향후 필요한 연구의 과제를 제시한다.

## III. 이론 고찰 및 모형 설정

### 1. 오피스 임대차 계약 체결 과정에 대한 이론 고찰

Pfrang and Wittig(2008)은 오피스의 임대차 협상과 관련한 임차인과 임대인의 협상을 게임이론의 관점에서 개념적인 모델링을 하였으며 중개인의 임대인과 임차인의 임대차 계약으로 인한 상호 양보 및 이로 인한 인센티브를 양측에 인지시키며 추가적인 협상 항목의 도출 등을 통하여 계약을 더욱 양측에 매력적으로 다가 올 수 있게 만드는 역할을 할 수 있다고 주장하였다. 렌트프리는 기본적인 계약 임대료 단가 외에 임대차 협상 내에서의 주요 협상 항목 중 하나로서 실질적인 현금흐름의 영향을 미치는 가장 중요한 주요 협상 항목이라고 할 수 있다. 임대료 조정시 하방경직성의 의미가 있는 역진방지조항(ratchet clause)이 명시적 또는 비명시적으로 시장에 형성되어있기 때문에 임대료의 협상에서 렌트프리의 조정이 가장 실질적으로 현금흐름에 영향을 미칠 수 있는 요소 중 하나이다. 따라서, 경기의 변동 등이 포함되지 않은 한 시점에서의 임대차 계약 자료를 통해서도 렌트프리의 결정 요인에 대해서 유익한 분석이 가능할 것으로 판단한다.

### 2. 분석 모형

본 연구에서는 다중 회귀 분석을 통하여 렌트프리에 영향을 미치는 특성 요인들을 분석할 예정이다. 다중 회귀분석의 기본적인 모형은 다음과 같다.

$$Y_i = \alpha + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_n X_{ni} + \epsilon_i \quad (1)$$

$i$  : 관찰된 표본

$Y$  : 종속변수

$X_1, X_2, \dots, X_n$  : 독립변수

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$  : 독립변수의 계수

본 연구에서는 일부 변수가 변수들의 특성상 높은 왜도가 발생하는 변수가 많으며, 이러한 변수를 보다 표준정규분포에 가깝게 하여 다중회귀분석의 전제조

건을 보다 충족하기 위하여 이중로그방식 (Log-log model) 방식으로 더미변수를 제외한 각 변수를 로그 변환 (logarithmic transformation)<sup>4)</sup> 변환 하였다. 된 식은 다음과 같으며, 변환시 원래 변수가 0(zero)인 경우 Log변환에 어려움이 있으므로 분석 변수 각 단위에 10의 -5제곱을 더하여 분석에 영향을 미치지 않고 변환 할 수 있도록 하였다.

$$\ln Y_i = \alpha + \beta_{ni} \ln X_{ni} + D_{ni} \quad (2)$$

D: 더미변수

종속변수로는 렌트프리의 기간을 적용하여 모형 별로 유의한 설명변수를 도출한 후 이에 대한 해석을 함으로서 본 연구를 진행할 것이다. 분석하기 전, 예상되는 결과는 다음과 같다.

첫째, 계약임대료단가가 높을수록 렌트프리의 기간이 길 것으로 예상된다. 계약임대료 단가가 높을수록 임차인 위주의 시장에서 상대적으로 가격 경쟁력의 저하와 임차인의 선택의 폭이 커지면서 공실 리스크가 커질 수 있기 때문에 적극적으로 렌트프리를 활용할 것으로 예상된다. 다만, 임대료는 건물의 면적, 입지 조건 등 다양한 조건의 결과로서 시장에서 형성되는 변수로서 보다 다양한 관점에서 후속 연구의 실마리가 될 수 있을 것으로 판단한다.

둘째, 공실이 클수록 렌트프리의 기간이 길 것으로 예상된다. 상대적으로 늘어난 공실로 인하여 보다 적극적으로 렌트프리를 마케팅 수단으로 활용할 것으로 예상된다.

셋째, 임차 대행 서비스를 활용하는 외국계 임차

인은 렌트프리를 더 높게 계약에 반영될 것으로 예상된다. 정보의 비대칭성을 줄이고 숙련된 높은 협상력으로 임차인이 임대인과 임대차 협상시 보다 할 수 있는 기회가 있을 수 있기 때문이다.

넷째, 해당임차인이 건물에서 차지하는 면적 비중이 클수록, 즉 임차인이 해당 건물의 중요임차인 (key tenant)일수록 임차인을 잃게 될 경우의 리스크가 크기 때문에 렌트프리가 길 것으로 예상된다.

다섯째, 임대차 기간이 길수록 렌트프리가 더 많이 적용될 것으로 예상된다. 임대차 기간이 길수록 장기적으로 현금흐름의 안정성이 증가하게 되며, 투자자도 우호 적으로 의사결정을 할 것으로 예상된다.

## IV. 실증분석

### 1. 분석 자료 및 변수의 구성

렌트프리는 임대 마케팅을 위한 임대인의 수단으로서 기본적으로 거시경제의 변화에 따른 수요 공급의 원칙에 따라 변화 할 수 있다. 현재 국내에서 렌트프리가 부각된 시점도 미국 서브프라임 모기지 부실로 촉발된 전반적인 금융위기 이후 대형 오피스 공급이 지속되며 부각 되었으며 Brown(1995), Jeffries(1994)에 따르면 상업용 부동산 시장 상황이 급격히 불황으로 변화되던 시기인 90년대 초에 영국, 뉴질랜드, 호주, 미국을 중심으로 중요 이슈로 부각 되었다고 언급하였다. 그러나, 현재의 시장 투명성 등을 고려할때 렌트프리가 포함된 임대차 계약자료를 정량적 시계열 분석이 가능한 수준의 자료를 확보하는 것은 거의 불가능하기 때문에 이에 대한 학문적으로 연구를 진행하는 것은 상당히 어려우며, 해외의 관련 연구도 이러한 이유로 렌트프리가 포함된 경우 임대차 계약의 자본가치의 평가 및 유효임대료의 도출, 보다 정확한 자산의 가치평가 방법론과 관련된 방향으로 연구의 중심이 맞추어졌다.

본 연구에서는 임대인의 마케팅 활동의 수단으로 렌트프리를 활용하고 렌트프리가 동일한 시장상황에서는 임대인과 개별 임차인의 임대차 계약 협상의 결과에 따라 변동 될 수 있다는 것을 가정하고 렌트프리가

<표 1> 연구의 예상 결과

변수	가설 내용
임대료	임대료가 높을수록 렌트프리 기간 증가
공실률	공실률이 높을수록 렌트프리 기간 증가
외국계 임차인 여부	외국계 임차인이 국내임차인에 비해 렌트프리 기감 증가
건물내 임대차 비중	건물내 임차 면적 비중이 높을 수록 렌트프리 기간 증가
임대차 기간	임대차 기간이 길수록 렌트프리 기간 증가

4) Benoit(2011), Linear Regression Models with Logarithmic Transformations, London School of Economics.

<표 2> 입지결정요인들의 작성기준 및 단위

변수	내용	단위
GFA	임차빌딩 연면적	m <sup>2</sup>
Vac	임차 건물 공실율	%
NetA	임대차면적(전용)	m <sup>2</sup>
LeaseA	임대차면적(계약)	m <sup>2</sup>
L_Term	계약기간	개월
Udeposit	보증금 단가	원/m <sup>2</sup> ,월
Urent	계약 임대료 단가	원/m <sup>2</sup> ,월
Ucamf	관리비 단가	원/m <sup>2</sup> ,월
KeyT	임차인이 해당 건물에 차지하는 면적 비율	
NOC	총점유비용단가(전용공간당 실제 점유비용)*6)	원/m <sup>2</sup> ,월
ARF	연평균 렌트프리기간	개월
D_Global	외국계 임차인 더미	외국계:1, 기타:0

시장의 이슈로 부각된 시점의 호가가 아닌 실제 임대차계약 횡단면 자료의 분석을 통하여 임대차 계약상에서 발생하는 변수에서의 렌트프리 결정요인을 도출할 것이다.

본 연구는 외국계 종합부동산서비스사인 'C'사의 내부 자료 등을 바탕으로 기관 투자자가 투자한 상업용 오피스의 2014년을 기준으로 계약이 유효하게 유지되고 있는 렌트프리 여부가 포함된 개별 임대차 계약 자료 441개, 총 임대차계약면적 1,261,183 m<sup>2</sup> 5)을 연구의 자료로서 사용하였다.

앞서 국내 상업용 부동산 임대차 계약에 관한 최초의 연구인 인채권·여흥구(2013)의 연구에서 사용된 임대차 계약에서 도출되는 기본적인 변수인 계약기간, 임대면적, 건물 연면적 등과 같이 임대차 계약에서 일반적으로 도출 되는 변수는 동일하게 적용하였으며, 여태종외 2인(2015)의 연구에서 활용된 건물별 공실률도 포함되었다.

기본정보 외에 임차대행서비스를 적극적으로 활용하여 상대적으로 부동산 거래의 정보 비대칭성이 적은 상태에서 거래하는 외국계 임차인 여부와 임차인이 해당건물에서 차지하는 면적비율을 변수로 포함하여 빌딩내의 임차인의 비중이 렌트프리에 영향을 미치는지 분석을 할 예정이다.

본 연구에는 일반적인 오피스 임대료 결정 모형에 포함되는 입지적 조건, 건물의 물리적 조건과 같은 임대료에 영향을 미치는 것이 확인된 변수는 포함되지 않았지만 설명 변수에 포함하는 개별 임차인 임대료 관련 변수는 의미에는 임대료를 구성하는 입지적 요소, 건물 자체의 물리적 조건 등의 요소의 결과물로서의 의미가 존재한다.

데이터의 기술 통계량은 <표 3>와 같다. 데이터의 평균 임대차 계약기간은 51.7개월이며, 평균임대료는 평방미터당 월 27,485원/m<sup>2</sup> 수준으로 CBRE Korea에

<표 3> 기술통계량

변수	단위	평균	표준편차	왜도	첨도
GFA	m <sup>2</sup>	88,904.35	65,268.16	0.912	-0.786
Vac	%	0.1401	0.1274	1.852	3.460
NetA	m <sup>2</sup>	1,490.50	2,995.38	6.656	62.692
LeaseA	m <sup>2</sup>	2,859.83	5,609.93	6.101	51.645
L_Term	개월	51.69	27.42	0.982	0.945
Udeposit	원/m <sup>2</sup> ,월	285,087.52	240,004.52	7.333	63.039
Urent	원/m <sup>2</sup> ,월	27,485.98	5883.254	0.001	5.254
Ucamf	원/m <sup>2</sup> ,월	11,658.22	1,450.92	-0.153	0.299
NOC	원/m <sup>2</sup> ,월	76,265.72	15,911.82	0.399	2.187
KeyT		0.0503	0.1128	5.506	36.364
ARF	개월	1.268	1.1531	0.887	1.055

5) CBRE Korea의 2015년 1월 발표한 Seoul Office Market, Tenant Profile and Demand Outlook에 따르면 서울의 B급 이상의 오피스 총 재고량은 8,346,733 sqm으로 본 연구의 자료는 서울 오피스 A급, B급 오피스 총량의 약 15.1% 수준이다.

6) NOC(Net Occupancy Cost)는 일반적으로 임대료 단가 등이 계약면적을 중심으로 산정하나 건물별로 전용율이 상이한 관계로 동일한 조건에서 임차인이 실제로 사용면적당 재무적인 부담을 비교하기 위하여 적용하는 개념으로서 실무에서 널리 사용된다. 본 연구에서는 다음과 같이 계산하였다. NOC= 보증금 X 2014년 5년 만기 국채수익률 (2.836%)/12+총임대료+총관리비/전용면적

서 발표한 2015년 1분기 서울 A급 평균 임대료인 27,027원/㎡ 을 약간 상회하는 수준이다. 연간 평균 렌트프리 기간은 약 1.277개월이다. 평균을 고려할 때 계약임대료 대비 약 10.6%가량이 실질적으로 할인되고 있음을 의미할 수 있다. 평균 임대차 면적은 전용으로 1,490.5 평방미터이며 임대면적으로는 2,859.8 평방미터이다. 또한, 렌트프리기간의 표준편차를 고려할 때 임대료 변수보다 변동성이 높은 것으로 나타났다. 회귀분석시에는 변수의 개수를 최소화하기 위해 오피스 시장에서 널리 활용되는 총점유비용단가 (NOC: Net Occupancy Cost)의 개념을 적용하여 변수 변환하였다 실제 전용면적당 보증금, 임대료, 관리비의 재무적 부담의 크기를 표현하며, 건물별로 전용률이 상이하기 때문에 NOC를 적용하면 동등한 조건에서 임차인의 실점유면적당 재무적 부담을 비교할 수 있도록 한다.

또한, 원자료의 전용면적과 임대면적 중, 개별 빌딩마다 전용율의 차이가 있으므로 전용면적만 분석에 적용한다.

표본의 연평균 렌트프리 기간변수의 평균 1.27개월을 고려할 때 계약임대료와 실제 현금흐름은 약 10.6%의 차이가 발생하고 있다. 이는 투자, 운영 등의 부동산 활동의 의사결정의 큰 차이를 가져 올 수 있는 수준이 되기에 충분하다. 특히, 해외 선행연구에서 많은 논의가 된 렌트프리가 반영된 자산의 가치평가와 관련한 분야는 국내에서도 후속적으로 많은 연구와 실무적인 논의가 이루어져야 할 사항으로 판단된다. 여태종외 2인의 선행연구에서는 렌트프리를 연평균 정수로 수집하였으나, 실제 임대차 계약사례에서는 다양한 사례가 관측되었으며, 렌트프리가 존재하는 사례 중 약 58% 가량이 연평균 렌트프리가 정수로 계약이 체결되지 않았다.

설명변수간의 0.5이상의 유의한 상관관계가 있는 것으로 추정되는 변수는 총점유비용단가(NOC)와 연면적(GFA)변수간의 관계와 건물내 차지하는 비중(KeyT) 변수와 임대차전용 면적(NetA)간이다.

연면적 전체 자료의 평균 수준인 5.0% 기점으로 구분대비 임차비율변수(KeyT)는 임대면적과 연면적 변수의 계산으로 도출된 변수이므로 회귀모형 구축시 다중공선성 문제를 발생시킬 우려가 있어 하는 더미 변수로 별도 구축하였다. 또한, 기본 가설에서 언급된 글로벌 임차인 여부에 대한 더미를 적용하였으며, 사

례 중 외국계임차인의 비율은 약 62%이다. 도심, 여의도, 강남 지역의 렌트프리와 관련된 특성을 살펴보기 위하여 여의도와, 도심지역에 대한 더미 변수를 구축하였다.

또한, 서로 상관관계가 높으며, 타 변수에 비해 종속 변수와 상관 관계가 높은 연면적과 임대료 변수에 대하여 연면적은 금상수·조주현(2012)의 연구의 프라임급 오피스의 하위 5%기준인 연면적 94,486 평방미터를<sup>8)</sup> 기준으로 초과 여부에 따라 더미변수를 신설하였으며, 임대료에 대해서는 CBRE Korea의 2014 4Q 기준으로 개별 임대차 계약 사례가 위치하는 각 권역별 A급 오피스의 평균을 초과하는지 여부에 따라 더미 변수를 추가 하였으며, 전체적인 더미 변수의 빈도는 <표 4>와 같다.

<표 4> 더미변수의 빈도

변수	1	0	계
D_Global	168	273	441
D_KeyT	99	342	441
D_YBD	50	391	441
D_CBD	248	193	441
D_GFA_Prime	125	316	441
D_Rent_Higher	191	250	441

## 2. 모형의 구축 및 분석 결과

다중회귀분석을 진행하기 전 변수간 상관관계 분석 결과, 순점유비용단가(NOC)변수와 연면적 변수간의 상관관계가 0.5이상으로 높고 유의하게 나타났으나, 두 변수 모두 렌트프리 변수와도 상관관계가 유의함에 따라 두 개의 변수를 각각 포함 하는 2개의 모형을 구축하였다. 곽윤희·이호병(2008)의 연구에서도 연면적은 서울 오피스 시장에서 임대료에 크게 영향을 미치는 변수이며, 이현석·박성균(2012)의 연구에서는 A등급 오피스의 경우 연면적이 증가함에 따라 임대료가 증가되는 것으로 추정되는 등 다른 연구에서도 연면적은 임차인의 점유 비용과 밀접한 관계가 있는 변수로서, 두 개의 변수를 교차하며 입력하여 최종 모형을 찾아가기 위한 ‘중간 모형’ I, II를 구성 하였다.

7) 여태종 외 2인(2015)의 연구에서 2013년 3Q기준 연구자료의 평균 렌트프리 기간은 연 1.12개월이다.

8) 실제 금상수·조주현(2012)연구의 기재된 면적은 28,082坪이다.



다중공선성으로 모형의 왜곡되는 것을 체크하기 위하여 VIF이외에도 다중공선성 진단(Collinearity Diagnostics)시 상태지수(Condition Index)도 검토하여 보다 심도 있게 다중공선성을 체크하였으며, 과정 모형 I, II에서는 분산팽창지수 및 더빈왓슨 통계량만을 고려할 때는 다중공선성으로 크게 의심할 만한 부분이 없었으나, 다중공선성진단지 상태지수가 30을 초과하며 우려할만한 수준의 다중공선성<sup>9)</sup>이 나타나는 것으로 도출이 되었으며, 중간 모형 I, II에서 상태지수(Condition Index)가 각각 198.617, 63.481로서 30을 초과하기 때문에 우려할만한 다중공선성이 나타나며 최종적으로 해석 후 시사점 도출을 위한 모형으로는 무리가 있다고 판단하였다. 최종모형을 구축하기 위하여 모형을 구축하였으나, 이러한 다중공선성 문제로 채택되지 못한 중간 모형 및 최종적으로 채택된 모형은 <표 7>과 같다.

최종적으로 채택된 모형은 앞 절에서 구축한 연면적과, 임대료를 더미 처리한 변수를 최종적으로 적용하여 앞선 다중공선성 진단에서도 문제가 없으며, 최초로 수집한 데이터를 최대한 활용할 수 있는 모형을 채택하였다. 최종 모형 I, II의 차이는 건물 내의 임차인의 비중 즉, 면적 기준으로 중요한 임차인일수록 렌트프리의 기간과 유의한 관계가 있는지 명확하게 체크하기 위하여, 건물내임차비중변수와 중요임차인 더미변수를 각 모형에서 사용하였다. 다만, 모형 I의 건물내 임차비중 변수를 포함시키기 위하여 상관관계가 매우 높은 면적 관련 변수를 제외하였다.

III-1절에서 언급한대로 왜도가 큰 변수들의 분포를 보다 정규화하고, 변수간의 단위 차로 인한 문제를 감소시키기 위하여 더미변수를 제외한 종속변수와 설명변수를 모두 Log 변환을 진행한 후 모형을 구축하였다. 모형의 적합성을 검토하기 위하여 변환하지 않고 최종 모형의 변수를 입력하여 회귀모형도 구축한 경우에도 결정계수의 변화가 최종모형과 불과 0.01 가량의 차이를 나타내었다. Log-Log변환 변수의 회귀분석 특성상 추정 모형의 표준화계수 베타는 민감도로 해석될 수 있으며 최종 구축 모형의 해석결과에 대입하면 최종 모형 II의 경우 임차 건물의 공실률의 증가율이 1%인 경우 연평균 렌트프리는 약 0.44% 증가하여 계약할 것으로 추정되었다. 즉 개별 오피스의 공실률이

10%에서 20%로 증가하는 경우 10%일 때 평균적인 렌트프리가 1개월이라 가정할 때, 20%인 경우는 약 1.44개월 정도 부여 받는 것으로 추정된다.

더미 변수를 제외하고 가장 렌트프리의 결정 요인에 큰 영향을 미치는 변수는 임대차 기간으로서 임대차 기간이 1% 증가할 때 렌트프리는 2% 정도 증가하는 것으로 추정되었다. 결과로부터 기관투자자인 임대인은 렌트프리를 단지 마케팅으로만 활용하는 것이 아니라 렌트프리로 인한 실질적인 임대료 할인으로부터 오는 잠재적 현금흐름의 손실을 장기 계약을 통하여 임차인의 현금흐름에 대한 안정성을 높이는 것에 대한 댓가로서 지불하는 것으로 추정 할 수 있다.

공실률 변수 추정 결과는 비표준화 계수 기준으로 0.442이며 유의한 변수 중 가장 낮은 절대값을 나타내고 있다. 투자자 입장에서 공실이 높은 경우 렌트프리가 보다 긴 기간으로 임대차 계약이 체결될 수 있다는 통계적인 유의성은 있으나, 다른 변수에 비해서 가장 낮은 수준으로 임대차계약 기간과 같은 다른 조건이 동일한 상태에서 단순히 공실률이 높은 경우에 기관 투자자인 임대인 입장에서 쉽게 렌트프리를 활용하는 성향은 약하다고 추정할 수 있다.

또한, 중요임차인 더미와, 임차인 전용면적에 대한 변수가 본 연구에서 유의한 변수로 도출이 되지는 않았으나, 임차인 전용면적 변수의 경우 유의확률이 13.2%로서 유의한 변수의 기준에 약간 미치지 못하는 수준으로 0.483의 회귀계수가 추정되었다.

중요 임차인 더미와 관련해서, 최근과 같은 임차인 우위의 시장에서는 상대적으로 단기 계약하는 경우 임대차 재협상에서 발생할 수 있는 임대료의 변동, 공실의 발생 등으로 인한 임대료 수입 리스크 발생빈도가 높아지기 때문에 (Tse, 1999) 다른 요인이 동일하다는 가정에서 대형 임차인에게 상대적으로 장기간의 렌트프리를 부여하는 의미를 가진 중요 임차인 더미 변수가 통계적으로 유의한 변수로 도출되지 못한 것으로 추정 된다.

외국계 임차인을 의미하는 글로벌임차인 더미도 전체 모형에서 유의하게 도출이 되었다. 외국계 임차인은 대부분 임차 대행 서비스(tenant representative services)를 이용하고 있어 본 연구의 소유자인 기관 투자자 임대인과 시장 비전문가인 임차인이 시장 정보

9) Chennamaneni et al.(2016)에서 다양한 다중공선성을 체크하기 위한 다양한 지표를 기술하며 VIF가 10이하라도 다중공선성에 대한 진단에 오류가 발생할 수 있으며 Condition Index가 30이상일 때 다중공선성의 존재가 있음을 지시한다고 기술하였다.

<표 7> 렌트프리 결정요인 최종 모형 구축 과정

변수 모형 I	중간 모형 I		중간 모형 II		최종 모형 I		최종 모형 II	
	비표준화 계수 (표준화 계수)	t값 (유의확률)	비표준화 계수 (표준화 계수)	t값 (유의확률)	비표준화 계수 (표준화 계수)	t값 (유의확률)	비표준화 계수 (표준화 계수)	t값 (유의확률)
상수	-100.102***	-7.860 (0.000)	-39.351***	-9.079 (0.000)	-11.969***	-5.772 (0.000)	-12.539***	-7.833 (0.000)
GFA (연면적)			2.401***	6.783 (0.312)***				
NOC (총점유비용단가)	7.874***	6.950 (0.319)***						
D_GFA_Prime (프라임급 규모 연면적 더미)					1.972***	3.066 (0.163)***	1.911***	3.008 (0.158)***
D_Rent_Higher (권역별 A급 평균 초과 더미)					1.964***	3.435 (0.179)***	1.894***	3.331 (0.173)***
VAC (공실률)	0.350*	1.702 (0.072)*	0.355*	1.724 (0.073)*	0.425**	2.045 (0.088)**	0.442**	2.129 (0.091)**
NetA (전용면적)	0.341*	1.786 (0.079)*	0.234	1.123 (0.054)			0.483	1.511 (0.071)
LTerm(계약기간)	1.625***	3.792 (0.182)***	2.150***	5.040 (0.241)***	2.130***	5.040 (0.239)***	2.000***	4.577 (0.224)***
D_Global (글로벌임차인더미)	1.493***	3.015 (0.133)***	1.126**	2.216 (0.101)**	1.204**	2.216 (0.108)**	1.244***	2.404 (0.111)***
D_CBD	1.287**	2.485 (0.117)**	0.779	1.539 (0.071)	1.454	2.664 (0.071)	1.412**	2.594 (0.129)**
D_YBD	-1.285	-1.522 (-0.075)	-2.555***	-3.084 (-0.149)***	-1.961***	-2.318 (-0.114)***	-2.732*	-2.521 (-0.125)*
D_KeyT (중요임차인 더미, 비중 5%이상)	0.207	0.374 (0.016)	0.769	1.344 (0.059)			0.465	0.799 (0.036)
KeyT (건물내임차비중)					0.147	0.770 (0.038)		
Adj. R square	0.247		0.244		0.222		0.225	
F Value	19.066		18.718		16.725		18.195	
Sig.	0.000		0.000		0.000		0.000	
D.W.	1.445		1.453		1.401		1.409	
Collinearity Diagnostics Condition Index	198.617		63.481		27.534		24.023	

\*\*\*, \*\*, \*는 각각 p<0.01, p<0.05, p<0.1 모든 모형, 모든 변수에서 VIF<1.6

수준이 동등한 상태에서 협상을 할 수 있게 되어, 정보의 비대칭성이 발생하는 경우에 비하여 임차인에 유리하게 협상을 진행 할 수 있게 한다. 이러한 협상력의 강화가 외국계 임차인의 렌트프리 기간이 더 길게 형성 되는 현상이 통계적으로 유의하게 추정되게 하는

것으로 판단된다.

지역과 관련되어 도심의 양의 계수로 유의하게 추정되었으며, 여의도의 경우 음의 변수로 추정되었다. 도심 재개발로 다양한 프로젝트가 추진되며, 다수의 대형 프로젝트가 공급되어 경쟁이 매우 심화되었다. 반

면의 여의도의 경우 IFC와 전경련회관이라는 대형 프로젝트가 공급되었지만, IFC의 경우 준공 이후에도 단계적으로 시장에 공급하며 공실의 충격을 줄이고자 하는 노력을 기울였다. 전경련 회관(FKI 타워)은 전국경제인연합회의 회장단을 구성하고 있는 대기업 계열사의 입주가 진행되며 2013년 LG CNS 본사, 2014년 11월 한화건설 본사와 같은 초대형 우량 임차사 유치에 성공하며 여의도 신규 대형 오피스의 전반적인 공실이 관리되며, 다른 지역에 비하여 렌트프리가 상대적으로 덜 활용된 것으로 판단한다.

전반적으로 더미 변수의 경우 연속 변수에 비해서, 상당히 변화량이 크게 도출되어, 해석에 현실적인 시사점을 도출하는데 일부 어려움이 있었다. 향후 개별 설명변수의 종속변수와의 특성을 파악하여 개별적으로 면밀하게 후속 연구로 삼아야 할 필요가 있을 것으로 판단된다.

## V. 결론 및 시사점

### 1. 연구 요약 및 시사점

본 연구는 실제 기관 투자자의 오피스 임대차 계약 데이터 441개를 바탕으로 하여 임차인 우위의 시장으로 변화가 심화되는 시점에서 임대차 계약 내 변수를 바탕으로 렌트프리의 결정 요인을 도출하고자 하였다.

본 연구의 실증 분석 결과로부터 2014년 시점에서 렌트프리는 장기적인 현금흐름을 확보하기 위한 임대인의 노력이 상당히 높은 우선순위를 두고 있음을 알 수 있다. 국내 투자물건 분석시 아직 활용 빈도가 낮으나, 영국과 같이 일반적인 오피스 임대차 계약 기간이 10~15년 가량 되는 시장에서는 잔여가중평균임대차 기간을 의미하는 WALE(Weighted Average Lease Expiry)을 상업용 부동산의 미래 현금흐름 안정성과 관련하여 매우 중요한 요소로서 투자 의사 결정시 반영하고 있다. 즉, 투자자산의 WALE의 값이 낮다는 의미는 높은 자산에 비해서 공실에 대한 리스크에 보다 노출되는 것을 의미하며, 이는 개별 임차인과의 임대차 기간과 직접적인 연관성을 가진다.

본 연구의 자료에서 나타난 연평균 1.27개월의 렌트프리는 실제 계약서에 기재되는 임대료 단가와 유효임

대료의 간극으로서 호가 임대료와는 더 큰 간극을 가져 올 수 있다. 현재의 국내 오피스 자산의 평가시 상세한 렌트프리와 관련된 계약자료를 확보하지 못하는 경우 시장에 축적된 데이터가 적기 때문에 이러한 부분이 적절하게 반영이 되지 않는 경우가 많으며, 호가 임대료로 연구를 하는 경우에도, 본 연구에서 나타나듯이 임차인의 계약기간, 임대료 부담수준, 외국계 임차인 여부, 건물의 연면적 등에 따라, 렌트프리 기간의 차이가 통계적으로 유의하게 추정되기 때문에 우철민 외 2인(2015)의 연구에서도 언급하였듯이 시장의 변동기에는 상당한 오류를 내포할 수 있기 때문에, 향후에도 지속적인 연구가 필요하다고 판단한다.

### 2. 연구의 한계점 및 향후 연구 방향

국토교통부의 실거래가 공개시스템과 같이 상업용 부동산의 임대차 계약의 경우도 거래 자료가 축적되어 시장 투명성이 제고될 수 있는 제도적 환경이 조성된다면 보다 신뢰성 높은 연구가 진행 될 수 있을 예상되며, 이는 오피스 등의 상업용 부동산 시장의 리스크를 보다 측정가능하게 할 것으로 판단한다. 이는 보다 시장 투명도가 높은 일본, 싱가포르 등과 같이 공모형 투자가 보다 활성화 되어, 우량 상업용 부동산의 수익을 보다 많은 사람들이 향유하도록 개인 투자자의 관심도를 제고하는 환경을 조성할 수도 있다.

본 연구의 임대차 계약 자료가 기관 투자자의 간접 투자 물건만 대상으로 하기 때문에 중소형 오피스의 경우에 대해서 다루지 못한 부분을 후속 연구로 남겨둔다. 대형 오피스의 대량 공급은 중소형 오피스의 임차인이 대형 오피스로 이전할 수 있는 기회가 되기 때문에 순차적으로 중소형 오피스 시장에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한, 441개의 임대차 자료를 확보하였으나, 특이치 등을 고려하고 더미변수들에 대해서 현상을 보다 명확하게 설명하고 강건한 모형을 구축하기 위해서는 보다 많은 사례의 수집이 필요하다고 생각한다.

또한, 렌트프리는 마케팅 활동의 수단이므로 근원적으로 시장의 거시적 변화에 따라 영향을 크게 받을 것으로 예상된다. 렌트프리가 포함된 임대료 자료를 시계열적으로 분석하기에 충분한 만큼 신뢰할만한 자료를 확보하는 데는 현재의 시장의 투명성과, 불과 상업용 부동산 시장이 본격적으로 형성된 시기를 고려할 때 아직은 한계가 있다고 판단한다.

상업용 부동산에 대한 투자는 임대수익을 주목적으로 하며 다른 부동산의 개발 사업보다 낮은 수익률을 추구하지만, 안정적인 투자 수익률을 추구하는 투자처이다. 오피스는 상업용 부동산 분야 중 리테일, 호텔, 물류 분야에 비해서도 안정적인 투자처이기도 하다. 다만, 안정적인 만큼 기대 수익률이 상대적으로 낮기 때문에 보다 미시적으로 분석되어야 할 필요가 있으며, 본 연구에서 제시하는 다양한 미시적인 해외의 선행 연구 및 본 연구를 통하여 국내 오피스 시장에도 임대차 계약과 관련한 다양한 연구가 이루어지기를 희망한다.

논문접수일 : 2016년 4월 14일  
 논문심사일 : 2016년 4월 28일  
 게재확정일 : 2016년 6월 18일

## 참고문헌

1. 곽윤희·이호병 "서울시 오피스 시장의 임대료 결정요인 분석, 『부동산학보』 제33권, 한국부동산학회, 2008, pp. 193-204
2. 금상수·조주현 "오피스 빌딩 등급 결정 요인에 관한 실증연구 - 서울시 오피스 빌딩을 중심으로-", 『부동산학연구』 제18집 제3호, 한국부동산분석학회, 2012, pp. 69-87
3. 민성훈, "오피스 호가임대료를 이용한 계약 및 수취임대료 추정모형 연구", 『국토연구』 제79권, 국토연구원, 2013, pp. 63-76
4. 우철민·정인호·심교언, "서울시 간접투자대상 오피스빌딩의 실질임대료 및 Cap. Rate 비교연구", 『부동산학보』 제62집, 한국부동산학회, 2015, pp. 92-105
5. 여태중·류강민·김형주, "서울 오피스 임대시장의 렌트프리 결정요인 분석", 『부동산학연구』 제21집 제3호, 한국부동산분석학회, 2015, pp. 75-84
6. 이무송·유정석, "연립방정식 모형을 이용한 오피스 시장의 균형메커니즘 연구", 『부동산학연구』 제20집 제 1호, 한국부동산분석학회, 2014, pp. 19-38
7. 이현석·박성균, "공간자기상관을 고려한 권역별 등급별 오피스 임대료 결정요인 분석", 『국토계획』 제45권 제 2호, 대한국토·도시계획학회, 2010, pp. 165-177
8. 인채권·여홍구, "상업용부동산 임대차계약에 관한 실증연구", 『국토지리학회지』 제46권 제4호, 국토연구원, 2013, pp. 381-395
9. 소현재·박명옥·강명구, "산업구조변화에 따른 상업용지에서 오피스 임대료 하방경직성에 대한 연구", 한국도시설계학회 2008년 춘계학술대회, 한국도시설계학회, 2008, pp. 387-398
10. 젠스타, 「서울 오피스 시장전망」, 2015
11. 젠스타, 「렌트프리에 대한 6가지 이야기」, 2015
12. Bond, Sandy, "Rental Valuations with Inducements: An Update", *Journal of Property Valuation & Investment*, Vol. 12 No. 2, 1994, pp. 7-18
13. Bond, Shaun A. and Pavlos Loizou and Patrick McAlister, "Lease Maturity and Initial Rent: Is There a Term Structure for UK Commercial Property Leases?", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 36 No. 4, 2008, pp. 451-469
14. Benoit, Linear Regression Models with Logarithmic Transformations, London school of economics, 2011, pp 1-8
15. Brown, Gerald R., "Estimating effective rents", *Journal of Property Finance*, Vol. 6 No. 2, 1995, pp. 33-42
16. Chennamaneni, Echambadi, Hess and Syam, "Diagnosing harmful collinearity in moderated regressions: A road map", *International Journal of Research in Marketing*, Vol. 33 No. 1, 2016, pp. 172-182
17. Clapham, Eric and Åke Gunnelin, "Rental Expectations and the Term Structure of Lease Rates", *Real Estate Economics*, Vol. 31 No. 4, 2003, pp. 647-670
18. Crosby, Neil and Sandi Murdoch, "Capital Valuation Implications of Rent-free Periods", *Journal of Property Valuation & Investment*, Vol. 12 No. 2, 1994, pp. 51-64
19. Gunnelin, Åke and Bo Sönderberg, "Term Structure in Office Rental Market in Stockholm", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 26 No. 2, 2003, pp. 241-265
20. Jeffries, Rodney L., "Lease Incentives and Effective Rents: A Decapitalization Model", *Journal of Property Valuation & Investment*, Vol. 33, 1994, pp. 172-182
21. Pfrang, Dominique C. and Silke Wittig, "Negotiating office lease contracts from a game-theoretical towards a behavioural view", *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 1 No. 1, 2008, pp. 88-105
22. Tse, Raymond, "Lag vacancy, effective rents and optimal lease term", *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 17 No. 1, 1999, pp. 75-88
23. CBRE Korea, *Seoul Office Market, Tenant Profile and Demand Outlook*, 2015, <http://www.cbrekorea.com>
24. CBRE Korea, *Seoul Market Overview Q4 2014*, 2014, <http://www.cbrekorea.com>