

서울시 간접투자대상 오피스빌딩의 실질임대료 및 Cap. rate 비교연구

Comparative Study on the Seoul Regional Office Effective Rents and Cap. Rate

우철민* · 정인호** · 심교언***

Woo, Chul Min · Jung, In Ho · Shim, Gyo Eon

目次

- | | |
|------------------|--------------------|
| I. 서론 | 2. 오피스 시장 실질임대료 분석 |
| 1. 연구의 배경 | IV. 오피스 자산시장 특성 |
| 2. 연구의 방법 | 1. 오피스 간접투자 현황 |
| 3. 선행연구 | 2. 간접투자 오피스의 자본환원률 |
| II. 분석을 위한 전제 | V. 결 론 |
| 1. 오피스 권역 정의 | <abstract> |
| 2. 분석 자료의 특성 | <참고문헌> |
| III. 오피스 공간시장 특성 | |
| 1. 오피스 시장규모 | |

ABSTRACT

1. CONTENTS

(1) RESEARCH OBJECTIVES

The present study aims to analyse the current market conditions of office buildings drawing attention as alternative investment targets from many investors such as domestic pension and funds and insurance companies as well as foreigners since the global financial crisis.

(2) RESEARCH METHOD

In this context, this study analyses the data relevant to both office space market and asset market. To begin with, the scale of indirect investments in office in the space market and the office buildings to be supplied in the future are investigated. Notably, the present study analyses the variation in effective rents which has never been reported by previous

* 주 저 자: 코람코자산신탁 차장, 부동산학박사, succeedarchi@naver.co.kr

** 공동저자: 코람코자산신탁 차장, 부동산학박사, app0207@naver.co.kr

*** 교신저자: 건국대학교 부동산학과 교수, 도시공학박사, xx1000@hanmail.net

▷ 접수일(2015년 1월 6일), 수정일(1차: 2015년 5월 5일, 2차: 2015년 7월 13일), 게재확정일(2015년 8월 10일)

studies. In particular, the present analysis of the real cases of office space implicates a growing gap between face and effective rents due to increasing vacancy rates.

(3) RESEARCH FINDINGS

In terms of the asset market, this study analyses the cap rate, an indicator showing the return on investment in office buildings, in light of regions and indirect investment methods. In short, following the fall after the foreign exchange crisis and the temporary rise after the global financial crisis, the cap rate has stagnated at present. Nonetheless, the preference for risk-free assets coupled with the competition among REITs AMCs is likely to bring up the prices in the future, while reducing the return on investment.

2. RESULTS

As abovementioned, this study analyses the varied office market since the global financial crisis from diversified perspectives and presents some implications for indirect investments.

3. KEY WORDS

- Office Indirect Investment, Face Rent, Effective Rent, Cap Rate, Return

국문초록

본 연구는 외환위기 이후 외국인들뿐만 아니라 국내의 연기금과 보험사 등 많은 투자자들이 대체 투자 대상으로 삼고 있는 오피스 빌딩의 시장현황을 분석하는데 목적이 있다. 이를 위하여 오피스시장을 공간시장(Space Market)과 자산시장(Asset Market)으로 분류하여 이와 관련된 자료들을 분석하였다. 먼저 공간시장에서는 간접투자시장 오피스의 규모와 향후 공급될 예정인 오피스를 파악하였으며, 이전의 연구에서 제시하지 못하였던 실질임대료(Effective Rent) 변화를 분석하였다. 특히, 공실률이 높아지면서 표면임대료(Face Rent)와 실질임대료(Effective Rent)의 차이가 커지고 있음을 실제 오피스 사례를 바탕으로 분석하여 시사점을 제시하였다.

자산시장에서는 오피스 수익률을 나타내는 지표인 Cap Rate을 권역별, 간접투자방법 별로 분석하였다. 분석결과 외환위기 이후 Cap Rate이 낮아지는 모습을 보였으며, 금융위기 이후 잠시 상승하다가 현재는 정체되어 있는 것으로 나타났다.

이상과 같이 다양한 시각을 통하여 금융위기 이후 변화된 오피스 시장에 대한 특성을 분석하였으며, 간접투자를 위한 시사점을 제시하였다.

핵심어 : 오피스 간접투자, 표면임대료, 실질임대료, 자본환원률, 수익률

I. 서론

1. 연구의 배경

2000년 이후 국내 간접투자시장이 대동하면서 외국계 자본들이 대형오피스 빌딩을 대상으로 투자를 시작하였다. 당시 국내 환경은 오피스 시장을 분석할 수 있는 기초 자료조차 구축되어 있지 않아 투자에 대한 이해도가 매우 낮았다. 이러한 이유로 국내 오피스 소유자는 외국계 자본이 제시하는 오피스 가치에 대한 적정성도 분석하지 못한 채 매각하였다.

이후 국내기업들은 시장정보 구축에 대한 필요성을 공감하여 임대료, 공실률 등에 대한 정보들을 수집, 제공하기 시작하였다. 이로 인해 국내 오피스 시장분석 및 예측이 가능해졌으며, 제한적인 자료임에도 불구하고 오피스시장에 대한 정보를 제공하는 큰 역할을 하였다.

구축된 자료를 바탕으로 오피스 관련 연구 및 각종 보고서들이 발간되었다. 이런 자료들이 오피스 시장에 많은 공헌을 하고 있지만 투자측면에서의 한계점은 오피스 시장을 하나의 시장으로 분석하였으며, 간접투자의 대상이 될 수 있는 오피스 빌딩에 대한 자료는 제공하고 있지 못하다는 점이다. 이는 과거 오피스 거래시장에서 간접투자기구가 차지하는 비중이 크지 않았기 때문일 것이다. 하지만 2005년 이후 간접투자기구가 오피스 거래시장에서 매입비중이 42.5%로 증가한 만큼 간접투자자의 역할이 매우 커지고 있는 상황이다.

간접투자기구들이 오피스빌딩 매입을 위해서는 매입대상 오피스의 예상 임대료와 향후 공실률 수준이며, 비교를 위하여 오피스 시장의 Cap. Rate과 임대료, 공실률 자료가 필요할 것이다.

하지만 현재 임대료 자료의 경우 공실률이 높아짐에도 불구하고 지속적으로 상승하고 있어

일반적인 이론과는 다른 결과를 나타내고 있다. 이는 오피스시장 공실률이 높아짐에 따라 테넌트유치를 위해 사용하는 렌트프리(Rent Free)를 반영하지 않았기 때문이다. 즉 임대인이 제시하는 표면임대료(Face Rent)만을 사용하기 때문에 현재와 같이 이론과는 정 반대의 임대료 자료가 발표되고 있으며, 이 자료는 오피스 시장을 분석하는데 도움을 주고 있지 못하다.

따라서 본 연구는 이전에 제공하지 못하였던 간접투자 대상인 임대용 오피스들의 실질임대료(Effective Rent)와 Cap. Rate에 대한 자료를 제공 하여 투자를 위한 혜안(慧眼)과 시사점을 남기고자 한다.

2. 연구의 방법

간접투자의 대상이 되는 오피스는 대부분이 A급 이상의 오피스빌딩이며, 사옥용이 아닌 임대용으로 사용하고 있는 오피스들이다. 현재 집계되고 있는 자료의 경우 사옥용으로 사용되고 있는 오피스들이 포함되고 있으며, 임대료 자료에 대한 분리도 되어 있지 않다. 따라서 본 연구에서는 정성적 분석을 통하여 간접투자의 대상이 되는 오피스들의 현황을 분석하고자 한다.

분석을 위하여 오피스 시장을 공간시장(Space Market)과 자산시장(Asset Market)으로 나누었다¹⁾. 공간시장에서는 오피스빌딩의 채고와 공실률, 임대료를 분석하며, 자산시장에서는 Cap. Rate 추이를 통하여 오피스 빌딩의 가치의 변화에 대하여 살펴볼 것이다.

공간시장에서 오피스 채고는 권역별 임대용 오피스빌딩만을 대상으로 조사하여 서울시 전체의 오피스 시장규모를 살펴보았다. 공실률 또한 임대용 오피스 빌딩만을 대상으로 조사하여 간접투자시장을 분석하는데 실효성을 높이고자 하였다.

임대료 항목에 있어서는 국내 모든 자료들

1) 간접투자 오피스 시장에서는 임대료뿐만 아니라 자산가치를 측정할 수 있어야 하기 때문에 공간시장과 자산시장 분석으로 통하여 간접투자 오피스에 대한 현황을 파악할 수 있을 것이다.

이 표면임대료를 사용하고 있지만, 본 연구에서는 렌트프리(Rent Free)를 반영한 실질임대료를 조사하였다. 국내에서 사용하고 있는 명목임대료의 문제점은 공실률과 상관없이 임대료가 계속 상승하는 모습을 보여 오피스 시장의 변화를 전혀 반영하지 못하고 있는 단점이 있다. 이는 국내의 경우 임대료를 한번 낮출 경우 다시 올리기 어려운 환경으로 렌트프리를 통하여 실질임대료를 조정하고 있기 때문이다. 따라서 실질임대료의 분석 없이 표면임대료만 참고할 경우 시장이 왜곡될 가능성이 크며, 정확한 시장분석을 위해서는 반드시 필요한 부분이다.

자본시장에서는 Cap. Rate 추이를 분석하였다. Cap. Rate에 대한 정의와 한계 등은 이미 많은 선행연구에서 지적된바, 본 연구에서는 실무적으로 사용되는 수익률 개념으로 분석하였다. 특히 Cap. Rate은 무위험수익률인 국채와 비교를 하기 때문에 3년 국고채 금리와 같이 표기하였다. 이상과 같이 간접투자 오피스의 공간시장과 자본시장의 정성적 분석을 통하여 시사점을 두고자 한다.

3. 선행연구

과거 오피스빌딩관련 연구 경향을 살펴보면 크게 시장환경, 임대료, Cap. rate와 같은 3개의 주요 단어로 나누어 볼 수 있다. 먼저 시장환경 분석은 최막중(1995)²⁾의 연구가 최초로 보인다. 연구에서 오피스시장의 규모, 임대료 공실등을 분석하였으며, 이를 바탕으로 미래

의 수요 예측을 시도하였다. 정량적 분석과 정성적 분석을 동시에 시도하였으며, 최초로 서울시 오피스시장 환경을 분석한데 의의가 있다. 김상일(2005)³⁾은 전수조사에 가까운 데이터를 사용하여 서울시 오피스의 수요예측과 공급가능성을 분석하였다. 분석을 위하여 오피스 시장규모, 공실률, 임대료 추이 등을 바탕으로 향후 공급될 오피스 규모를 예측하였다. 방대한 자료로 서울시 오피스 시장 전체를 분석하였는데 큰 의의가 있다.

다음으로 오피스 임대료에 관한 연구들은 많이 존재한다. 이들 연구들의 대부분은 거시경제 데이터를 사용하여 미래 임대료를 예측하는데 주력하였다. 특이점은 임대료에 관한 대부분의 연구들은 금융위기 전인 2008년까지 존재하고 이후부터는 찾아보기 어렵다는 점이다. 이는 아마도 금융위기 이후 임대료와 공실률의 상관관계가 나타나지 않기 때문인 것으로 추론된다.

마지막으로 오피스 수익률(박원석(2007)⁴⁾, 이상경(2009)⁵⁾)과 자본환원률(이상경·이현석(2005)⁶⁾, 손재영·윤민서(2007)⁷⁾, 이수정·조주현(2010)⁸⁾, 문홍식(2013)⁹⁾) 개념인 Cap. Rate에 관한 연구들이 최근에 증가하기 시작하였다. 이는 간접투자 시장이 확대되면서 투자의 지표로 사용되고 있는 Cap. Rate에 관심이 급증하였기 때문으로 판단된다. 이들 연구들은 Cap. Rate의 변화를 거시경제변수를 사용하여 분석하였다.

이상과 같이 초기 오피스 관련 연구는 시장환경분석부터 시작하여 임대료, 최근에는 투자

2) 최막중, "서울시 오피스 시장의 특성과 추이 및 전망", 국토계획, 대한국토도시계획학회, 1995, 80호, pp.143-159.

3) 김상일, "서울시 업무공간 수요예측 및 공급가능성 진단 연구", 서울연구원, 2005, p.35.

4) 박원석, "위험조정모형을 활용한 부동산투자회사의 성과특성 분석", 지리학연구, 국토지리학회, 2007 제41호 4권, pp.495-504.

5) 이상경, "오피스 투자행태의 시공간적 특성에 관한 연구", 서울도시연구, 서울시정개발연구원, 2009, 제10권 1호, pp.47-59.

6) 이상경·이현석, "서울 오피스 시장의 자본환원율과 조소득승수 추정에 관한 연구", 국토계획, 국토도시계획학회, 2009, 제40권 5호, pp.245-256.

7) 손재영·윤민선, "서울시 오피스 건물의 자본환원율 결정요인", 국토계획, 대한국토도시계획학회, 2007, 제42권 2호, 대한국토도시계획학회, pp.163-178.

8) 이수정·조주현, "투자행태에 따른 서울오피스 빌딩 Cap Rate 연구", 부동산학연구, 한국부동산연구원, 2009, 제16권 4, pp.115-135.

9) 문홍식, "서울시 오피스 시장의 투자수익률 결정요인에 관한 연구", 건국대학교 박사학위논문, 2012, p.12.

수익률에 관한 연구로 트렌드가 변화되고 있는 것을 알 수 있다. 본 연구 또한 최근 간접투자시장의 확대에 관심이 더욱 높아진 오피스의 실질임대료와 Cap. Rate 추이를 정성적으로 분석하여 시장에 시사점을 두고자 한다.

〈그림 1〉 서울 주요 오피스 권역



II. 분석을 위한 전제

1. 오피스 권역 정의

여러 연구에서 제시되었지만 일반적으로 서울 오피스 시장을 크게 3대 권역으로 나누고 있다. 도심권역(CBD: 중구 및 종로구)은 서울에서 가장 오랜 역사를 가진 최대 규모의 오피스 권역이다. 1960년대에 형성되어 기반시설을 고루 갖추고 있으며, 오늘날 대기업들이 가장 선호하는 지역으로 보험·증권, 외국은행 및 법률관계회사, 대사관 등이 다수 분포하고 있는 지역이다.

강남권역(KBD: 강남구 및 서초구)은 1980년대 중반 이후 형성되기 시작하여 지속적인 신규 공급이 이루어지면서 대형오피스의 주요 공급지 역할을 하였다. 특히 IT관련 업체가 집중 분포하고 있다.

여의도권역(YBD: 마포구 및 영등포구)은 1970년대 개발이 시작되어 1980년대 후반부터 본격적으로 오피스가 밀집하기 시작하였다. 도심권역에 비해 급격히 개발되었으며, 금융중심산업이 주를 이루고 있는 특성이 있다. 이상 도심권역, 강남권역, 여의도권역을 본 연구의 중심 권역으로 정의하였으며, 그 위치는 〈그림 1〉과 같다.

2. 분석 자료의 특성

1) 분석 자료

본 연구에 사용된 자료는 신영에셋에서 제공하는 자료를 사용하였다. 현재 다양한 기관¹⁰⁾에서 오피스 자료를 시장에 공급하고 있으나, 신영에셋 자료의 오피스 표본수가 약 880여개로 가장 많으며, 조사기간이 가장 길어 신뢰도가 높은 것으로 판단하였다¹¹⁾. 특히 분석에 사용된 자료는 신영에셋에서 보유하고 있는 내부 자료를 사용하였으며, 공식적으로 발표되는 정보의 원자료를 사용하여 본 연구의 목적에 맞게 가공하였다.

2) 분석 대상

분석대상은 간접투자 시장에서 가장 많이 거래되고 있는 Prime급 오피스와 A급 오피스¹²⁾만을 대상으로 하였다. 이러한 오피스 중에서도 기업사옥용으로 사용되는 오피스는 제외하고 임대용으로만 이용되고 있는 오피스를 분석 대상으로 하였다. 이는 간접투자 대상이 대부분 임대용 오피스이기 때문이다¹³⁾.

10) 동일한 오피스 시장에 대하여 신영에셋, 한화63시티, 삼성에버랜드, CBRE, 교보리얼코, 메이트플러스 등에서 정보를 제공하고 있다.

11) 또한 오피스관련 여러 연구에서 이미 사용되어 그 신뢰성을 검증받은 자료이다.

12) 오피스 등급에 대한 기준은 정보를 제공하는 기업마다 조금씩 차이가 나지만, 본 연구에서는 신영에서 사용하는 기준인 연면적이 33,000~50,000㎡이면 A급, 50,000㎡ 이상이면 Prime급으로 분류하여 분석하였다.

13) 간혹 대기업 사옥을 Sales&Lease-back 방식으로 통하여 간접투자시장에 공급되는 경우가 있으나 그 기준을 명확히 구분하기 어렵기 때문에 분석에서 제외하였다.

신영에셋의 자료를 대상으로 Prime과 A급 오피스만을 분석할 경우 주요권역의 전수조사에 가까운 결과를 얻을 수 있으며 분석대상이 되는 오피스 규모는 <표 1>과 같다. 임대 가능한 오피스만을 대상으로 하였을 경우는 약 385만평정도 되며, 주요 3대권역만을 분석하였을 때는 324만평이다. 본 연구의 시점은 2013년 1/4분기이다.

Ⅲ. 오피스 공간시장 특성

1. 오피스 시장 규모

1) 서울시 주요권역 오피스 공급 및 재고

오피스 시장분석을 위해서 오피스의 총규모를 먼저 알아보았다. 오피스 재고 추이는 2003년 232만평에서 2012년 325만평까지 늘어 40%증가한 것을 볼 수 있다. 이후 2016년까지 예정된 물량이 모두 공급될 경우는 총 재고는 약 400만평까지 증가할 것으로 예상된다.

공급 추이를 살펴보면 금융위기 이전까지인 2003~2007년은 연평균 7.9만평이 공급되었고, 금융위기 이후인 2008~2012년까지는 연평균 10.9만평이 공급되어 금융위기 이후 공급량이 오히려 증가한 것을 볼 수 있다. 이는 금융위기 이전 오피스 경기 상황이 좋았던 시기에 계획된 프로젝트들이 실행되면서 나타난 결과이다. 이러한 상황은 여러 연구에서 증명되었듯이

오피스 공급에는 시차가 발생하기 때문이다.

2013년부터 2016년까지는 이전보다 더 많은 연평균 19.4만평이 공급될 것으로 보여지나, 향후 경기 상황에 따라 예정된 물량의 실제 공급의 변동성은 높아 보인다. 각 권역 별 분석에서 자세히 살펴보기로 하겠다.

공급지역을 살펴보면 2003~2007년까지는 주로 CBD권역과 KBD권역에 공급이 집중되었고, 2010년부터는 CBD권역의 도시재정비지역에 오피스가 공급되면서 공급량이 급증하는 모습을 보였다. 향후 공급되는 오피스 또한 CBD권역의 도시재정비구역에 공급되며, KBD권역의 경우 얼마 남지 않은 가용지에 공급될 예정이다. YBD권역의 경우도 예정 공급량이 크게 증가할 것으로 보이는데 이는 연기금소유 빌딩의 재건축과 Parc 1의 공급이 예정되어 있기 때문이다.

2) CBD권역의 공급 및 공실률 추이

CBD권역의 공급추이를 살펴보면 공급가용지가 많지 않아 오피스 물량이 대규모로 공급되지는 않는 모습을 보였다. 하지만 도시재정비 사업으로 공급이 가능해지면서 2010년 공급물량이 증가하였고, 공급증가와 함께 공실이 증가하는 모습을 보이고 있다. 이는 금융위기 이후 국가 성장률이 낮아지면서 공급되는 오피스를 시장에서 흡수하고 있지 못하기 때문인 것으로 판단된다.

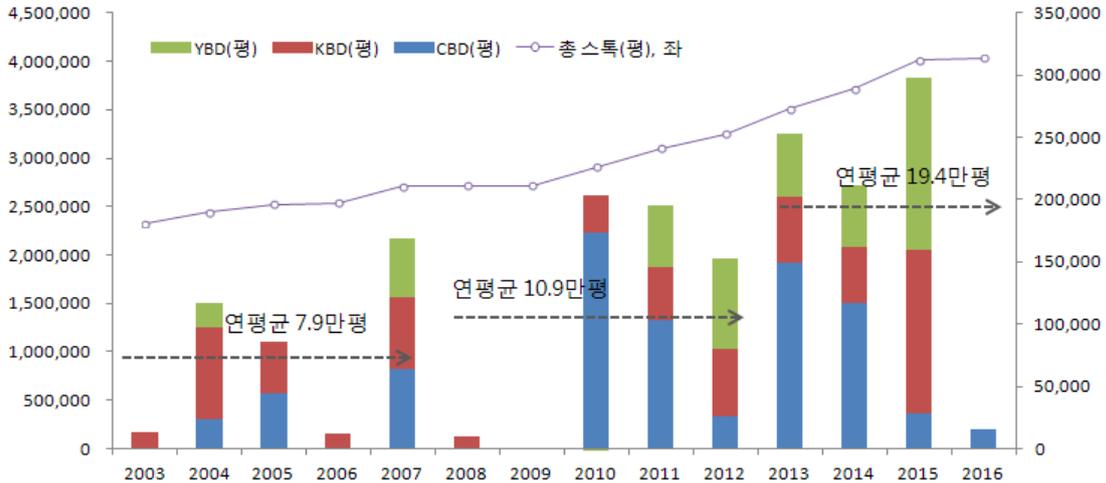
공실률 추이를 자세히 살펴보면 CBD권역의 경우 다양한 업종의 기업이 임차하여 경기변동에 강한 모습을 보여 왔다. 하지만 금융위기

<표 1> 권역별 오피스 재고량 (2013년 1Q현재)

	CBD	KBD	YBD	Others	합계
임대 가능한 오피스 스탁	139 만평	123 만평	62 만평	61 만평	385만평
사육을 포함한 오피스 스탁	168 만평	147 만평	72 만평	82 만평	469만평

자료: 신영에셋, 2013. 1Q, 4p 재가공

〈그림 2〉 주요권역 오피스 연평균 공급 추이



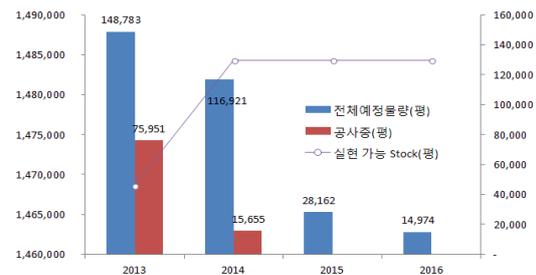
자료: 신영에셋, 2013. 1Q, 13p 재가공

이후 CBD권역에 지점을 가지고 있던 외국계 법인들이 철수하였고, 공급량까지 증가하여 공실률이 6.5%까지 높아진 것을 볼 수 있다. 이후 공실률이 2010년 초까지 안정화되는 모습을 보였지만, 2010년 4/4분기에 도시정비사업으로 많은 물량이 공급되면서(145천평) 10%까지 다시 공실률이 높아지는 모습을 보인다.

즉, 경제여건이 좋지 못한 상태에서 공급량은 공실에 큰 영향을 주는 것으로 보이며, 향후

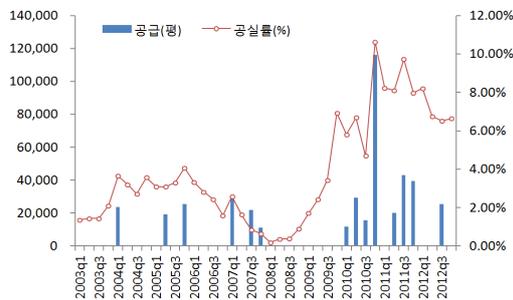
도시정비사업을 통하여 대량의 오피스가 공급될 경우 높은 공실을 유지할 가능성이 큰 것으로 판단된다. 따라서 향후 시장 예측을 위해서는 공급 예정 물량의 정확한 판단이 필요하다.

〈그림 4〉 CBD권역 공급 예정 및 실현 가능 물량



자료: 신영에셋, 2013. 1Q, 7p, 13p 재가공

〈그림 3〉 CBD 권역의 공급 및 공실률 추이



자료: 신영에셋, 2013. 1Q, 7p, 13p 재가공

2016년까지 CBD권역에 예정물량이 모두 공급될 경우 총 재고는 170만평 정도로 늘어나겠지만, 실현가능 물량만 살펴본다면 약 148만평 정도가 될 것으로 예상된다¹⁴⁾. 예정되었던 물량 대부분은 도시재정비사업으로 공급되는 오

14) 실현가능 물량의 정의는 오피스 Prime급 과 A급 오피스의 경우 준공에 최소 2년 이상의 시간이 소요되기 때문에 공급예정 연도 2년전 까지도 공사를 하고 있지 않은 오피스 들은 제외하고 순수하게 공사중인 오피스만을 대상으로 실현가능물량으로 정의하였다.

피스들이며, 대규모 공급에 대한 우려가 많았지만 공급이 다소 늦춰질 경우 시장에 오는 충격은 감소할 것으로 판단된다.

3) KBD권역의 공급 및 공실률 추이

KBD권역의 특징은 지속적인 오피스 공급에도 불구하고 5%미만의 공실률 보여 금융위기 이전까지 오피스 수요가 높은 지역으로 평가되었다. 금융위기 이후 공실이 5%까지 상승하는 모습을 보이지만 CBD와 비교하면 낮은 수준이며, 현재도 5%미만의 안정적인 공실률 보이고 있다. 이는 F.I.R.E(Finance, Insurance, Real Estate)업종 임차인이 비율이 낮음으로 금융위기 영향이 제한적이었기 때문으로 판단된다.

〈그림 5〉 KBD 권역의 공급 및 공실률 추이



자료: 신영에셋, 2013. 1Q, 8p, 13p 재가공

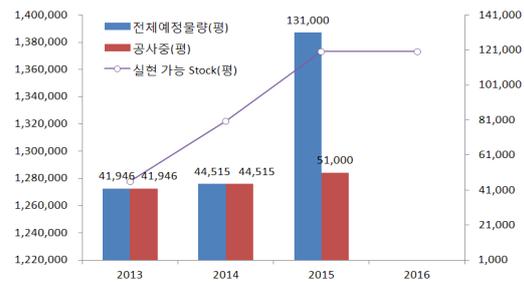
하지만 최근 보험 및 금융회사 지점들의 통합과 삼성엔지니어링과 같은 기업들의 대규모 이전에 의한 공실이 발생하였으며, IT업종의 이전이 예정되어 있어 공실이 다소 높아질 것으로 예상된다. IT산업은 KBD권역의 주요 임차인으로 대기업들이 이전할 경우 주변 협력사들이 같이 이전할 가능성이 크기 때문에 관련 임차인들의 동향을 주시할 필요가 있다 15).

KBD권역의 공급 예정 물량을 살펴보면,

공사중인 오피스가 모두 공급된다면 2016년 KBD권역의 총 스톡은 137만평이 될 것으로 보여진다.

KBD권역은 도심권역과 같은 도시정비사업이 불필요한 지역으로 향후 도시정비사업에 의한 대규모 공급은 없을 것으로 보이며, 현재와 같은 수준에서 공급되거나 가용지의 부족으로 공급량이 적어질 것으로 예상된다. 하지만 IT산업의 이전과 오피스 공급이 맞물릴 경우 공실률이 증가할 가능성은 큰 것으로 판단된다.

〈그림 6〉 KBD권역 공급 예정 및 실현 가능 물량



자료: 신영에셋, 2013. 1Q, 8p, 13p 재가공

4) YBD권역의 공급 및 공실률 추이

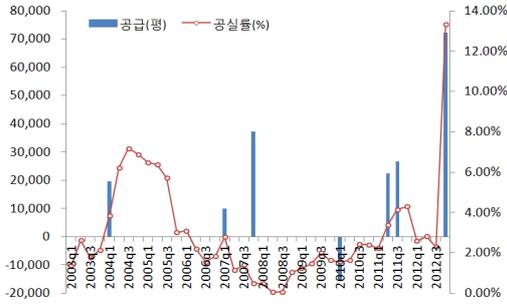
YBD권역은 2003년 이후 공급이 거의 없었기 때문에 안정적인 공실률을 나타내고 있다. 일반적으로 F.I.R.E 업종이 경기변동에 취약한 모습을 보이지만 YBD의 경우 2004년 국내 금융사들의 구조조정과 합병으로 2008년 글로벌 금융위기 이후에는 안정적인 공실률을 보였다. 하지만 2012년 SIFC(Seoul International Finance Center) 공급과 함께 13%의 높은 공실률을 보이고 있어 대규모 공급에 약한 모습을 보인다16).

2013년 이후 공급 물량을 보면 KBD권역과 비슷한 규모의 공급 물량이 예정되어 있다. 하지만 실현 가능한 물량을 봤을 때 2014년 이

15) 엔씨소프트사는 판교테크노벨리로 이전하였으며, 마이크로소프트사는 CBD권역으로 이전하였다. 향후 IT관련 임차인들의 판교테크노벨리 이전이 예정되어 있어 판교테크노벨리 개발로 인한 KBD권역의 영향은 클 것으로 예상된다.

16) SIFC 1, 2, 3가 모두 공급될 경우 연면적은 11만평에 달해 오피스 총 재고가 67만평인 YBD권역에는 큰 부담으로 작용된다.

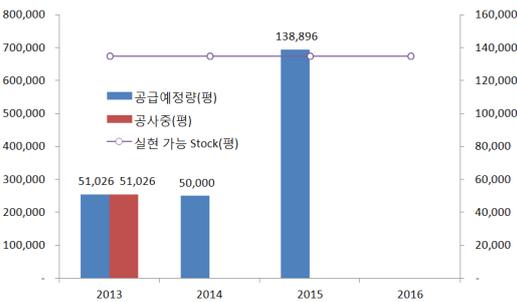
〈그림 7〉 YBD 권역의 공급 및 공실률 추이



자료: 신영에셋, 2013. 1Q, 9p, 13p 재가공

후에는 공급물량이 없을 것으로 보여진다. Parc 1의 경우 연면적이 11만평으로 시장에 공급될 경우 공실률이 다시 크게 증가할 것으로 예상되지만 소송으로 인하여 공급시기가 다소 늦춰질 것으로 생각된다. 따라서 공사중인 물량을 모두 공급된다면 2016년 YBD권역 총 재고는 67만평 정도가 될 것으로 보여지며, 대규모 공급에 취약한 모습을 보이기 때문에 향후 공급에 대한

〈그림 8〉 YBD권역 공급 예정 및 실현 가능 물량



자료: 신영에셋, 2013. 1Q, 9p, 13p 재가공

면밀한 분석이 필요한 지역으로 판단된다.

2. 오피스 시장 실질임대료 분석

1) 실질임대료(Effective Rent) 정의

일반적으로 국내 오피스 시장에서 말하는 시장임대료라 함은 표면임대료(Face Rent)로 오피스 기준층을 사용한다는 가정으로 책정된 빌딩 기준 임대료라 할 수 있다. 따라서 임대차 시장에서 행해지고 있는 렌트프리(Rent Free)나 핏아웃(Fit Out)기간¹⁷⁾이 반영되지 않는 임대료이다. 표면임대료의 경우 오피스 시장의 공실률과 상관없이 가격이 높아지는 모습을 보이고 있어 시장 상황을 잘 반영하지 못하는 것으로 판단된다¹⁸⁾. 따라서 임대차 계약상 나타나는 표면임대료가 아닌 렌트프리(Rent Free)¹⁹⁾가 반영된 실질임대료(Effective Rent)를 분석해야 시장의 변화를 알 수 있을 것이다.

일반적으로 영·미권에서는 실질임대료(Effective Rent)를 보증금과 기타 비용이 포함되며, 총 임대차기간 임대료의 시간가치를 고려한 현가개념으로 사용하지만 본 연구에서는 현가개념이 없는 단순 렌트프리를 반영한 임대료로 정의하였다.

2) 분석자료

실질임대료 조사를 위해선 각 빌딩 소유주와 임차인들과의 계약조건을 분석해야하지만 이는 영업상 기밀에 속하기 때문에 자료 구득에 어려움이 있었다. 이러한 자료구득의 한계로 이전 어느 연구에서도 실질임대료에 대한 추정만 할 뿐 실제 값을 사용하여 분석한 경우는 없었다.

17) 렌트프리(Rent Free)는 임대차 계약에서 사용되는 방법으로 장기 임차인 유치를 위하여 일정기간 무상으로 업무공간을 사용할 수 있도록 제공하는 서비스를 말한다. 지역, 업체, 규모에 따라 다소 차이가 존재하지만 우량임차인의 경우 대개 1년에 2개월 정도의 렌트프리 서비스를 받는다. 핏아웃(Fit Out)은 임차인이 이전해기 이전에 인테리어 및 기타 공사를 하는 기간을 말하며, 경우에 따라서 이기간동안 임대료를 받지 않는 경우도 있다.

18) 이는 시장상황의 변화를 표면임대료에 직접 반영하는 것이 아니라 렌트프리(Rent Free)방식을 도입해 표면 임대료와 실질 임대료간 차이를 뒤 빌딩 매매가를 유지하는 방식을 채택하기 때문이다.

19) 현재와 같이 오피스 공실률이 높을 경우 표면임대료는 고정된 상태에서 렌트프리 서비스를 통하여 실질임대료를 조정하는 방법을 사용하여 임차인의 비용을 낮추고 있다. 표면임대료가 평당 50,000원이고 1년에 렌트프리가 2개월일 경우 월별 실질임대료는 50,000원 × 10개월 ÷ 12개월 = 41,600원으로 계산된다.

〈표 2〉 분석 오피스의 기초통계량

	평균	최대	최소	표준 편차
오피스 건물면적(평)	10,034	18,153	4,998	4,410
임차면적(평)	707.7	4,733	16.4	964.5
표면임대료(천원)	72.7	107.0	43.6	12.3
실질임대료(천원)	68.6	107.0	35.1	13.8

자료: K사 내부자료, 2013, 8p

하지만 본 연구에서는 리츠AMC의 대표회사격인 K사가 보유하고 있는 오피스 10개동의 모든 계약 조건을 검토하여 실질임대료를 분석할 수 있었다²⁰⁾. 분석기간은 2008년 1/4분기~2013년 1/4분기 까지 10개 오피스에서 이루어졌던 97개 임차인의 117개 임대차 계약 자료를 바탕으로 분석하였다.

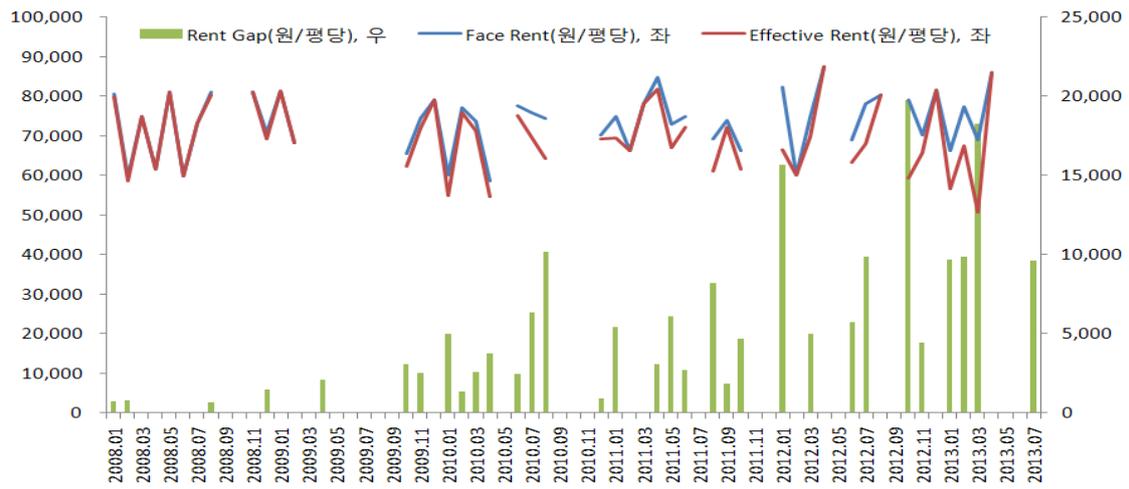
3) 시장 실질임대료 추정

10개 오피스에서 발생하는 신규 임대차 계약을 바탕으로 표면임대료와 실질임대료 추이를 분석하였다. 그 결과 2008년까지는 표면임대료와 유효임대료의 차이가 크지 않은 것으로 나타났지만, 2009년 하반기부터 그 차이가 발생하기 시작하였다.

표면임대료와 실질임대료의 차이를 말하는 Rent Gap을 살펴보면 2009년 4월 평당 4,000원정도 차이가 났지만 2013년 3월에는 최대 18,000원까지 벌어지는 것을 볼 수 있다.

Rent Gap 비율을 분기와 연도별로 환산하여 보면 그 비율에 차이가 남을 명확히 알 수 있다²¹⁾. 2008년도에는 표면임대료와 실질임대료의 차이가 거의 발생하지 않았지만 2012년 1/4분기에는 실질임대료가 표면임대료의 93%정도까지 낮아진 것을 볼 수 있어 그 차이가 발생함을 알 수 있다.

〈그림 9〉 표면임대료와 실질임대료 추이

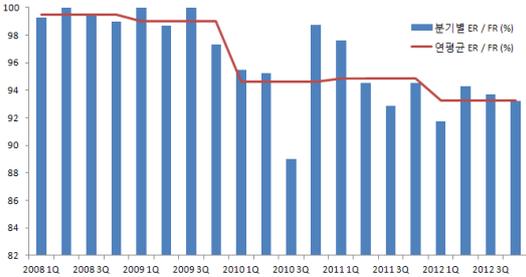


자료: K사 내부자료, 2013, 9p

20) 오피스 명은 영업기밀자료에 포함되므로 표기하지 못함을 밝혀둔다.

21) 월별자료를 평균하여 분기별 자료로 전환하여 표기하였다.

〈그림 10〉 표면임대료 대비 실질임대료 비율



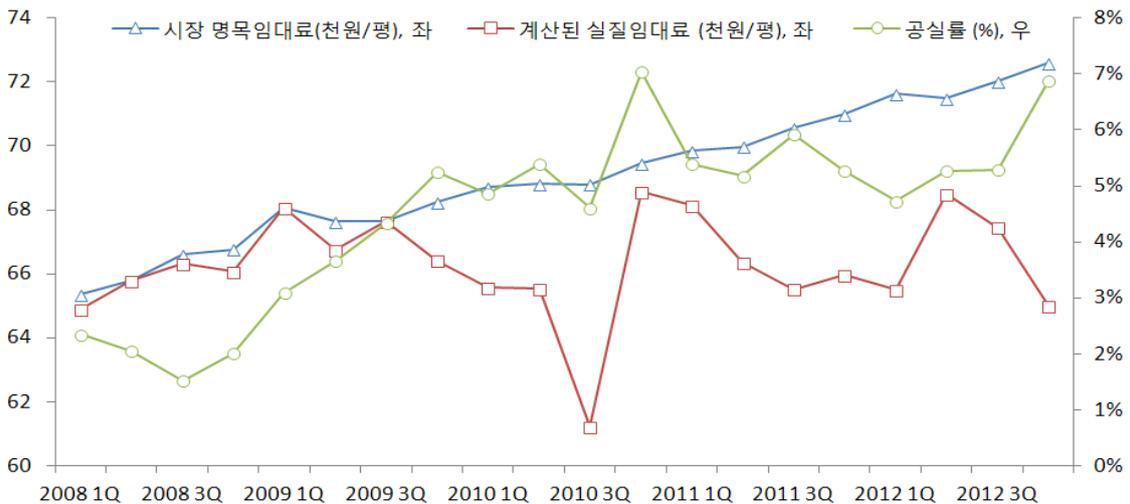
자료: K사 내부자료, 2013, 10p

이러한 결과는 오피스 임대차 시장이 어려워짐에 따라 임차인 유치를 위하여 임차인에게 렌트프리 기간을 증가시켜 실질 임대료를 낮추고 있기 때문이다. 실질적으로 공실률이 높아지자 오피스 소유자들이 공실로 두기보다는 임차인을 채워 오피스 빌딩의 가치(Value)를 유지시키고자 하는 전략을 사용하기 때문으로 생각된다.

이 비율을 바탕으로 신영에셋에서 제공하는 시장 표면임대료를 실질임대료로 전환해 보았으며²²⁾, 그 결과는 다음 〈그림 11〉과 같다. 비교해 보면 지속적으로 상승하는 표면임대료와 공실률 사이의 관계는 없어 보이지만 계산된 실질임대료는 공실률과 역의 상관관계가 보이고 있는 것으로 판단된다. 짧은 시계열 데이터로 인하여 통계적 인과관계 증명은 어려웠지만 표면임대료보다는 비교적 공실률과 함께 오피스 시장을 잘 설명하는 것으로 보여진다. 또한 시장 공실률이 높아질수록 표면임대료와 실질임대료의 차이가 커지는 것을 볼 수 있어 공실률이 높아질수록 렌트프리 기간을 더 늘려 임차인의 실질 임대료를 낮추고 있는 것으로 추론된다.

향후 시장 공실률이 증가할 경우 그 차이는 더욱 커질 것으로 예상되며, 이는 투자수익률과 직결되기 때문에 향후 오피스의 표면임대료 뿐만 아니라 투자오피스의 실질임대료의 추이를 살펴 봐야한다는 시사점을 줄 수 있을 것이다.

〈그림 11〉 계산된 실질임대료와 공실률 비교



자료: K사 내부자료, 2013, 11p

22) 신영에셋에서 제공하는 분기별 임대료 자료에 본 연구에서 분석한 실질임대료 비율을 단순히 곱하여 추계해 보았다.

IV. 오피스 자산시장 특성

1. 오피스 간접투자 현황

오피스 간접투자 시장 분석을 위해서는 간접투자를 통한 오피스 거래 규모를 살펴봐야 할 것이다. 오피스 간접투자 방법으로는 ABS(Asset Back Security), REF(Real Estate Fund), REITs(Real Estate Investment Trust)로 나눌 수 있다.

〈표 3〉 간접투자를 통한 오피스 매입건수

	ABS	REF	REITs	합계
2003	8	0	3	11
2004	5	0	2	7
2005	2	3	1	6
2006	2	0	2	4
2007	4	2	3	9
2008	0	2	3	5
2009	0	4	2	6
2010	0	10	1	11
2011	0	10	0	10
2012	0	9	2	11
2013	0	9	4	13
합계	21	49	23	93

자료: 신영에셋 내부자료, 2013. 32p 재가공

2003~2013년까지의 거래 규모(Prime 급과 A급)를 살펴보면 초창기는 ABS유동화와 '부동산투자회사법'에 의한 REITs에 의하여 오피스 매입이 주를 이루었다. 이후 2004년 '간접투자자산운용법'에 의하여 부동산 펀드가 활성화 되면서 REF를 통한 매입이 다수를 차지하게 된다. 현재 REF의 경우 국토교통부의 인허가가 필요 없이 등록제로 시행되어 빠른시간 내에 투자할 수 있기 때문에 인허가를 받아야 하는 REITs보다 시장에서 선호하고 있다. 이러한 결과로 오피스 간접투자 시장에서 REF의 점유율

이 52%를 차지하고 있으며, 간접투자를 이용한 오피스 매입이 꾸준히 증가하는 것을 볼 수 있다.

2. 간접투자 오피스의 자본환원율

오피스의 자본환원율(Cap Rate)은 투자 초년도의 순운영이익(NOI, Net Operating Income)을 매매가격(Price)으로 나눈 값으로 투자자의 요구수익률로 정의되기도 하며, 해당 투자가 시장에서 소득대비 적절한 가격인지의 지표가 된다. 또한 산출된 Cap Rate은 약간의 변형을 거쳐 부동산의 가치(Value)를 평가하는 유용한 기준이 된다(문홍식, 2012). 따라서 Cap Rate을 살펴보는 것은 간접투자로 인한 수익률을 간접적으로 알 수 있는 방법이다. Cap Rate에 대한 정의는 여러 연구에서 다루고 있지만 본 연구에서는 일반적으로 실무에서 적용하는 개략적인 방법을 사용하였다²³⁾.

비교를 위하여 직접 매입한 빌딩들의 Cap Rate과 간접 투자한 빌딩들의 Cap Rate을 비교하였다. 2003~2013년까지의 평균 Cap Rate을 살펴보면 직접매입은 6.96%이며 ABS는 8.59%, REF는 6.81%, REITs는 7.30%

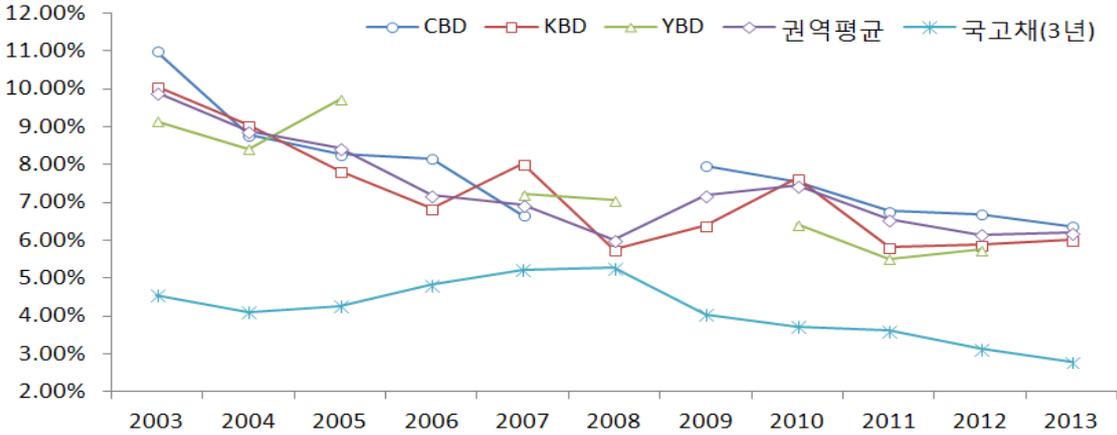
〈표 4〉 간접투자 주체별 오피스 Cap Rate 추이(%)

	직접 매입	ABS	REF	REITs	평균
2003	8.35	9.36	-	11.38	9.78
2004	8.76	8.66	-	9.48	8.84
2005	9.10	8.72	8.40	8.01	8.53
2006	8.69	7.42	-	6.96	7.49
2007	6.05	7.54	7.47	5.76	6.77
2008	6.79	-	6.20	5.91	6.44
2009	6.63	-	6.91	7.77	6.94
2010	5.87	-	7.54	6.73	7.12
2011	5.59	-	6.55	-	6.39
2012	6.24	-	6.28	5.64	6.18
2013	6.58	-	6.26	6.13	6.30
평균	6.96	8.59	6.81	7.30	7.24

자료: 신영에셋 내부자료, 2013., 32p 재가공

23) (보증금×(1-0.95))+(월세×12개월)+(관리비×12개월×0.2(관리비수익))×(총 임대면적×(1-시장공실률)) / 매입가격

〈그림 12〉 권역별 오피스 Cap Rate 추이



자료: 신영에셋 내부자료, 2013., 33p 재가공

로 나타났다. 평균적으로는 REITs의 Cap Rate이 가장 높은 것으로 보이나 최근에 와서는 가장 낮은 수치를 보이고 있다. 또한 지속적으로 하락하고 있는 모습을 볼 수 있어 오피스 수익률이 낮아지고 있는 것으로 평가된다. 특히 간접투자를 통한 오피스 수익률이 집적 구매한 오피스보다 낮은 수익률을 보이고 있다.

이는 간접투자시장에서 자산운영사와 리츠 AMC들의 경쟁이 심화되면서 오피스 매입시 평당가격이 올라가고 있기 때문인 것으로 생각된다. 특히 대기업이 장기적으로 임차해 있는 경우 안정적인 임차인을 확보할 수 있기 때문에 오피스 매입 가격을 높게 책정하는 경우가 많아 수익률이 낮아지는 경우가 있다.

Cap Rate을 권역별로 살펴보면 모든 권역에서 하락화 추세가 나타나는 것을 볼 수 있다²⁴⁾. 2003년 초장기에는 Cap Rate이 최소 9%이상으로 매우 높은 수익을 보였으나 경기가 안정됨에 따라 대체적으로 하락하면서 무위험수익률과 차이(Cap rate spread)가 압축되는 모습을 보였다. 이는 경기성장에 따른 부동산가격 상승기대도 있지만, 부동산 펀드의 활성화로 시

장의 수요가 늘어난 반면 매물이 제한되어 Cap Rate이 하락하고 Cap rate spread가 축소된 것으로 판단된다.

금융위기 이후는 Cap Rate이 정체하는 모습을 보이며, Cap rate spread 안정적인 상태를 유지하고 있다. 하지만 경기불안정으로 안전 자산 선호현상이 높아짐에 따라 투자자들은 수익률이 낮아도 안정적인 Prime과 A급 오피스에 몰리고 있어 Cap Rate이 하락할 가능성이 있다. 따라서 오피스 투자를 위해서는 공급량과 Cap Rate추이 분석이 필요할 것으로 여겨진다.

V. 결 론

본 연구는 오피스 간접투자를 위하여 사육용이 아닌 임대가능 오피스를 대상으로 오피스 공간시장(Space Market)과 자산시장(Asset Market)에 관련된 부분들을 검토 하였다. 먼저 오피스 총 재고(Stock)를 분석하여 시장규모를 검토하였으며, 향후 공급예정인 오피스

24) 비교를 위하여 무위험수익률인 국고채금리(3년)와 같이 표기하였다.

물량을 분석하여 공실률 변화에 대한 의견을 제시하였다.

또한 이전에 연구에서 제시하지 못하였던 실질임대료(Effective Rent)를 조사하여 표면 임대료가 나타내지 못하였던 시장변화를 분석하였다. 특히 표면임대료와 차이가 커지고 있음을 보여 향후 투자에 있어 실질임대료의 신중한 검토가 필요하다는 시사점도 제시하였다.

마지막으로 간접투자 대상이었던 오피스들의 Cap Rate 추이를 분석하여 투자시장에서의 변화와 위험을 제시하였다.

이상의 결과들을 요약하면 대부분의 분석 지표들은 금융위기 이후 부정적인 결과를 나타

내고 있어 향후 오피스 시장에 부담으로 작용할 것으로 판단된다. 특히 금융위기 이전보다 높은 공실률을 유지 하고 있음에도 불구하고 예정된 공급물량이 많아 시장에서 빠르게 흡수하지 못하면 장기간 공실로 남아 있을 가능성이 높다. 또한 공실로 인한 실질임대료의 감소는 투자자들의 수익을 낮추는 결과로 이어질 것이다.

이상과 같이 이전에 쓰지 못하였던 방대한 자료를 정리하고 제시하였다는 점에서는 의의가 있을 것으로 판단되며, 금융위기 이후 오피스 시장의 변화된 모습을 분석·정리한 것은 시기적으로 전하는 시사점이 클 것으로 예상된다.

參考文獻

- 김경민·이창석, “오피스 하부시장간 영향에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제58권.
- 김지현·강병록, “녹색건축인증제가 오피스 시장에 미치는 영향 분석”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제55권.
- 문홍식, “서울 오피스시장의 투자수익률 결정요인에 관한 연구”, 건국대학교 박사학위 논문, 2013.
- 박원석, “위험조정모형을 활용한 부동산투자회사의 성과특성 분석”, 지리학연구, 국토지리학회, 2007, 제41권 제4호.
- 손재영·윤민선, “서울시 오피스 건물의 자본환원율 결정요인”, 국토계획, 대한국토도시계획학회, 2007, 제42권 제2호.
- 서원형·유정석, “한미 리츠시장의 유형별 투자성과 특성 분석”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제57권.
- 심혁주·김용일·이상엽, “자기관리리츠 투자의사결정 기준에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제55권.
- 이상경·이현석, “서울 오피스 시장의 자본환원율과 조소득승수 추정에 관한 연구”, 국토계획, 대한국토도시계획학회, 2005, 제40권 제5호.
- 이상경, “오피스 투자행태의 시공간적 특성에 관한 연구”, 서울도시연구, 서울시정개발연구원, 2009, 제10권 제1호.
- 이수정·조주현, “투자행태에 따른 서울오피스 빌딩 Cap Rate 연구”, 부동산학연구, 한국부동산연구원, 2010, 제16권 제4호 16(4).
- 허필원·조주현·심교언, “서울시 오피스빌딩 임차인 업종별 특성 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제54집.
- 신영에셋, <http://www.syasset.com>