

기관투자가 오피스빌딩 투자의사결정 요인에 관한 연구

An Investigation of Institutional Investor's Decision-Making Factors for Office Building Investment

김 홍 중* · 이 호 병**

Kim, Hong Joong · Lee, Ho Byung

目 次

I. 서론	2. 계층별 설문항목 구성
1. 연구배경 및 목적	IV. 분석결과
2. 연구범위 및 방법	1. 상위계층의 영향력 분석
3. 선행연구 검토 및 본 연구의 차별성	2. 하위계층의 영향력 분석
II. 이론적 고찰	3. 종합적 중요도 분석
1. 오피스빌딩의 개념	V. 결론
2. 의사결정 이론	1. 연구결과의 요약 및 시사점
3. AHP(Analytic Hierarchy Process) 기법	2. 연구의 한계 및 향후 연구방향
III. 연구의 틀 설정	〈abstract〉
1. 설문조사	〈참고문헌〉

ABSTRACT

1. CONTENTS

(1) RESEARCH OBJECTIVES

The purpose of this study is to analyze institutional investor's decision making factors for Office Building investment and is to compare the difference of decision making factors by investor type.

(2) RESEARCH METHOD

For this study, questionnaires were distributed to 60 experts and the results were classified into 57 cases. The analytical hierarchy process(AHP) of institutional investor reveals the priority order in office building investment.

* 주 저 자 : 단국대학교 도시계획 및 부동산학과 박사과정 수료, hjkim0400@naver.com

** 교신저자 : 단국대학교 도시계획 및 부동산학과 교수, 도시및지역계획학박사, hobyung@dankook.ac.kr

▷ 접수일(2016년 7월 18일), 수정일(1차: 2016년 7월 25일, 2차: 2016년 7월 31일), 게재확정일(2016년 8월 10일)

(3) RESEARCH FINDINGS

For the research findings, firstly, the survey result shows that the priority order for investor's decision-making factors is in order of asset characteristic, financial strength, security package and asset management's capability. The priority order for financial strength in the detailed factors is in order of the appropriateness of purchase price, cash flow stability and rate of return. The priority order for asset characteristic is in order of location, lease contract and vacancy rate. The priority order for security package is in order of security right, repayment priority and credit reinforcement. The priority order for asset management's capability is in order of people's careers, asset management's outcome and co-investor's credit.

2. RESULTS

The implications of results are as followings. Firstly, there are main factors in common for investors and there are differences among investor types. It is estimated there is a big difference because of information quantity and risk-taking. Secondly, this result suggests a direction of marketing for asset management company and security firm.

3. KEY WORDS

- The Analytical Hierarchy Process(AHP), Decision Making Factors, Office Building, Institutional Investor, The Priority Order

국문초록

본 연구의 목적은 오피스빌딩을 투자하는 기관투자자들이 고려하는 투자의사결정요인의 중요도를 분석하여 의사결정요인의 중요도의 순서와 기관투자자 유형에 따른 중요도의 차이점을 파악하는 것이다. 연구방법은 오피스빌딩 투자의사결정요인의 분석을 위하여 선행연구와 문헌연구 등을 참조하여 예비요인을 도출하고 이를 투자전문가들과의 표적집단면접법을 통하여 최종 확정하였다. 그리고 설문결과를 가지고 AHP기법을 사용하여 오피스빌딩 투자에 있어서 중요도와 우선순위를 밝혀 기관투자자 유형에 따른 인식의 차이를 분석하였다. 연구 결과, 오피스빌딩 투자를 고려하는 투자자 유형에 따라 공통적으로 중요하게 생각하는 요인이 있으며 명확한 차이를 보이는 요인도 있다는 점이 확인되었다. 이는 투자자 유형에 따른 정보량의 차이 및 투자 리스크 감당정도에 따라 중요하게 생각하는 요인이 달랐다고 추정할 수 있다. 본 연구의 의의는 향후 자산운용사나 판매사 등이 기관투자자에게 오피스빌딩을 마케팅하는 경우 투자자 성향에 부합하는 상품 설계 방향을 제시하였다는 점에 있다.

핵심어 : 계층분석적 의사결정방법, 의사결정요인, 오피스빌딩, 기관투자자, 우선순위

I. 서 론

1. 연구배경 및 목적

오피스빌딩은 산업활동을 위한 실제 필요한 공간이자 개인 및 기관투자자의 주요 투자상품인 수익성 부동산 중 하나이다. 최근 부동산 간접투자시장이 확대되어 가고 있는 가운데 오피스빌딩은 부동산펀드, 리츠 등 부동산 간접투자 상품의 기초자산 중 가장 비중이 높은 투자대상이다. 특히 최근 저금리가 지속되면서 공모 부동산펀드가 개인들의 주요 재테크 수단으로 부상하면서 기관뿐만 아니라 개인들도 오피스빌딩 투자에 관심이 많아지고 있다.

그러나 국내 오피스빌딩의 투자 관련 연구는 오피스빌딩의 물리적 특성 및 거시경제 변수와 임대료의 관계를 분석한 경우가 대부분이며, 투자자 혹은 금융기관 관점에서 오피스빌딩 투자 시 의사결정에 영향을 미치는 요인들에 관한 연구는 거의 없는 실정이다.

이에 따라 본 연구는 오피스빌딩을 투자하는 기관투자자들이 고려하는 투자의사결정요인의 중요도를 파악하는 것을 그 목적으로 한다. 보다 구체적으로는 기관투자자들이 오피스빌딩을 투자할 때 고려하는 다양한 의사결정요인의 중요도의 순서와 기관투자자 유형에 따른 중요도의 차이점을 파악하는 것이 목적이다. 이를 통해 자산운용사나 판매사 등이 기관투자자에게 오피스빌딩을 마케팅하는 경우 투자자 성향에 부합하는 상품 설계 전략을 수립하는 데 기초 자료로 활용할 수 있도록 하고자 한다.

2. 연구범위 및 방법

본 연구의 내용적 범위는 기관투자자들이 오피스빌딩 투자 시 고려하는 의사결정요인이다. 본 연구는 오피스빌딩에 주로 투자하는 기관투자가 실무 담당자들을 대상으로 설문조사를 하였다. 기관투자자도 은행, 보험사 등 대출투자

자와 연기금, 외국계 등 지분투자자로 나누어 분석을 실시하였다.

공간적 범위는 국내 수도권 오피스빌딩을 대상으로 하며 시간적 범위는 문헌조사의 경우 대체로 1990년 이후의 자료를 토대로 이루어졌고 설문조사의 경우는 2016년 1월 12일부터 4월 20일까지 조사 자료를 토대로 수행하였다.

본 연구는 통계분석 위주의 계량적 접근법을 근간으로 수행된다. 이를 세부적으로 살펴보면 먼저 오피스빌딩 투자의사결정 요인의 중요도 분석을 위해 선행연구와 금융감독원 자료 등을 참조하여 예비요인을 도출하고 이를 투자전문가들과의 표적집단면접법을 통하여 최종 확정된 다음 설문지를 작성하였다. 설문조사 방식은 국내에서 활동하고 있는 투자자로 하여금 일관성 있는 답변을 위하여 직접 일대일로 대면 접촉하였다. 본 연구는 AHP기법을 사용하여 오피스빌딩 투자에 있어서 중요도와 우선순위를 밝혀 상호간의 인식의 차이를 분석하였다.

설문 문항의 경우 각 항목별로 5점 리커트 척도 기준의 쌍대비교 방식으로 작성하였다. 계층별로는 각 요소들의 가중치를 추정하였으며 일관성 검정을 실시하였다.

3. 선행연구 검토 및 본 연구의 차별성

1) 선행연구 검토

먼저 오피스빌딩 투자요인 및 투자행태 관련 선행연구를 살펴보면, 홍아름 등(2009)¹⁾은 서울시 오피스빌딩 거래사례를 통해 간접투자의 투자행태에 영향을 미치는 요인들을 로지스틱회귀분석을 사용하여 분석하였으며, 의사결정나무분석을 사용하여 간접투자자와 직접투자 시 영향을 미치는 요인들 중 어떠한 요인들이 투자방식 결정에 영향을 주는지에 대해 분류된 요인들을 분석하였다.

김용일 등(2011)²⁾은 외국자본과 국내자본

1) 홍아름·한제선·유선중, "서울시 오피스빌딩의 간접투자요인에 관한 연구", 주택연구, 한국주택학회, 2009, 제17권 제4호, pp.53-75.

으로 투자된 서울시 오피스빌딩을 분석하여 외국 자본으로 투자할 때 서울시 오피스빌딩에 영향을 미치는 요인들을 로지스틱회귀분석과 의사결정 나무분석을 통하여 분석하였다. 김상용 등 (2009)³⁾은 서울시 오피스 매매사례를 통해 국내자본과 외국자본과의 오피스 투자행태 간의 차이를 생존분석을 사용하여 비교하여 검증하였다.

다음으로 AHP기법을 통한 투자의사결정 관련 연구를 살펴보면, 류근목(2009)⁴⁾은 부동산 프로젝트 파이낸싱 대출 연체에 영향을 미치는 리스크 요인을 AHP기법을 통하여 중요도를 산출하였다. 이를 바탕으로 평가항목별 배점 산출 및 등급 구간별 평가점수를 부여한 평가모형을 구축하였다.

이영삼(2013)⁵⁾은 상업용부동산 경매 입찰과정에서 전문가와 일반인과의 입찰 참여 요인의 중요도가 다름을 AHP기법을 통하여 입증하였으며, 최세희 등(2011)⁶⁾은 부동산 담보부 부실채권 투자의사결정을 위한 기준의 상대적 중요도 도출을 위하여 AHP기법을 활용하였다.

하정훈(2015)⁷⁾은 비즈니스호텔 투자결정 요인을 계층화하여 AHP기법을 통하여 분석한 후 시사점을 도출하였는데 객실점유율 및 실당 매출액이 비즈니스호텔을 투자하는 데 있어서

가장 중요한 요인임을 입증하였다.

윤창준 등(2011)⁸⁾은 중소형 오피스빌딩 임차인과 임대인의 의식차이에 영향을 미치는 요인을 계층화하여 중요도 요인을 분석하였으며 임대인과 임차인 집단 간에 여러 유사점과 차이점이 있음을 증명하였다.

한편 주요 해외 연구를 살펴보면, Aykan Akincilar 등(2014)⁹⁾은 호텔 웹사이트의 서비스 품질을 향상시키기 위하여 AHP기법을 사용하였는데, 호텔 웹사이트의 품질에 영향을 미치는 요소들을 계층화하여 중요도를 분석하였다.

Razieh Mosadeghi 등(2015)¹⁰⁾은 AHP 기법과 Fuzzy-AHP기법을 활용하여 도시의 토지이용계획 수립을 시도하였으며 정량적 분석 방법인 AHP와 Fuzzy-AHP기법을 비교하였다.

Accola(1994)¹¹⁾는 AHP기법을 이용하여 비계량적인 불확실성을 분리한 후 기존의 위험-수익 구조에 불확실성을 추가하여 자원배분을 위한 의사결정을 시도하였으며, Armacost 등(1990)¹²⁾은 은행, 보험 등 소규모 비즈니스 선정 시 AHP기법을 활용하였고 Javalgi 등(1991)¹³⁾은 병원을 선정할 때 고려요인을 AHP기법을 활용하여 결정하였다.

2) 김용일·이상엽, "외국자본의 서울시 대형 오피스빌딩 투자특성에 관한 연구", 지역연구, 한국지역학회, 2011, 제27권 제2호, pp.3-19.

3) 김상용·한제선·유선중, "국내자본과 외국자본의 오피스 투자행태 분석", 국토연구, 국토연구원, 2009, 제62권, pp.199-222.

4) 류근목, "프로젝트 파이낸싱 리스크 평가모형에 관한 연구", 건국대학교대학원 박사학위논문, 2009, pp.1-159.

5) 이영삼, "상업용부동산 경매의 입찰의사결정 행태", 서울벤처대학원대학교 박사학위논문, 2013, pp.1-221.

6) 최세희·이상엽, "부동산 담보부 부실채권 투자의사결정 기준에 관한 연구", 건국대학교대학원 석사학위논문, 2011, pp.47-71.

7) 하정훈, "비즈니스호텔 투자결정요인에 관한 연구", 건국대학교대학원 석사학위논문, 2015, pp.1-111.

8) 윤창준·유주연, "중소형 오피스빌딩의 임대인과 임차인의 의식차이", 주택연구, 한국주택학회, 2011, 제19권제2호, pp.97-121.

9) Aykan Akincilar, Metin Dagdeviren, "A hybrid multi-criteria decision making model to evaluate hotel websites", *International Journal of Hospitality Management*, January 2014, Volume 36, pp.263-271.

10) Razieh Mosadeghi, Jan Warnken, Rodger Tomlinson, Hamid Mirfenderesk, "Comparison of Fuzzy-AHP and AHP in a spatial multi-criteria decision making model for urban land-use planning", *Computers, Environment and Urban Systems*, 2015, 49, pp.54-65.

11) Accola, Wilton L., "Assessing risk and uncertainty in new technology investments", *Accounting Horizons*, American Accounting Association, 1994, Vol.8. No.3, pp.19-35.

12) Armacost R.L., J. C. Hosseini and R. G. Javalgi, "Using the Analytic Hierarchy Process for Small Business Decision Making", *Akron Business & Economic Review*, 1990, 21(1), pp.33-49.

13) Javalgi, R. G., S. Rao and E. G. Thomas, "Choosing a Hospital : Analysis of Consumer Tradeoffs", *Journal of Health Care Marketing*, 1991, 11(1), pp.12-22.

2) 본 연구의 차별성

본 연구는 기관투자자의 오피스빌딩 투자의 사결정요인을 국내 최초로 AHP 분석을 활용하여 그 중요도를 분석하였다. 기관투자자들이 전체적으로 오피스빌딩을 투자할 때 어떤 요인을 중요하게 생각하는 지 상위계층과 하위계층으로 나누어 중요도를 분석하였다. 특히 기관투자자를 은행, 보험사 등 대출투자자와 연기금, 외국계 등 지분투자자로 나누어 투자자 유형별로 중요도 차이를 비교·분석한 점은 기존 연구와 차별성을 갖는다.

II. 이론적 고찰

1. 오피스빌딩의 개념

오피스빌딩이란 업무시설을 통칭하는 말이며, 업무시설이란 업무(사무)활동-혹은 업무기능-을 수행 지원하는 공간으로서 공공기관의 행정관리 업무와 영리를 추구하는 일반기업체의 본사, 지사의 기업업무 및 FIRE(금융, 보험, 부동산), 여행 등 소비자 관련 업무가 원활하게 수행되도록 제공되는 공간을 말한다.¹⁴⁾ 오피스빌딩은 건축법상의 건물로 용도구분 정의에 의하여 주용도가 오피스(업무시설)이며 6층 이상의 건축물을 목표 모집단으로 정의한다.¹⁵⁾ 본 연구에서의 오피스빌딩은 기관투자자들이 일반적으로 투자 대상으로 고려하는 수도권에 속하는 중형이상 오피스빌딩으로 한정된다고 할 수 있다.

2. 의사결정 이론

의사결정 이론은 경영학 마케팅분야에서 연

구가 활발하게 진행되어 왔으며 의사결정은 결과가 불확실한 상황에서 문제를 해결하는 체계적인 방법으로 행위의 주체가 최적의 선택을 할 수 있도록 하는 것이다. 즉 선택 가능한 여러 대안들 가운데에서 행위 주체가 미리 정하고 있는 기준에 적합한 하나의 대안을 선택하는 것을 의미한다.¹⁶⁾

문희명(2010)¹⁷⁾은 의사결정이란 선택적 상황에 따라 추가적인 희생과 행복을 비교하여 선택하는 경제적인 사고방식이며 효용 및 이윤의 크기에 따라 소비자 및 기업의 행동 원칙에 활용되어진다고 말하고 있다. 이재승(2014)¹⁸⁾은 이러한 다양한 개념을 행위 주체가 문제를 인식하고 해결해 나가는 과정뿐만 아니라 선택까지 포함하는 개념으로 정의하고 있다.

백용창(2000)¹⁹⁾에 따르면 이용고객의 구매의사결정은 친구, 이웃, 동료들로부터 이루어지는 소집단으로부터 강한 영향을 받으며 이용고객의 선택행동을 좌우하는 기준과 가치를 제공하는 준거집단으로부터 추종, 동일시, 내면화 등의 영향을 받는다. 본 연구에서의 의사결정은 오피스빌딩 투자를 고려하는 기관투자자들이 준거집단의 영향을 받아 투자 의사결정 요인의 상대적인 순서를 정하고 이에 따라 투자여부를 결정하는 것이라 정의할 수 있다.

3. AHP기법

AHP(Analytic Hierarchy Process)기법은 의사결정의 계층구조를 구성하고 있는 요소간의 쌍대비교에 의한 판단을 통하여 평가자의 지식, 경험 및 직관을 포착하고자 하는 하나의 새로운 의사결정방법론 중의 하나이다.²⁰⁾

AHP기법은 의사결정요소에 속하는 하위

14) 박상우, "대도시 업무공간 변화에 관한 연구", 국토개발연구원, 1996, p.27.

15) 김경민·이창석, "오피스 하부시장간 영향에 관한 연구", 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제58집, p.158.

16) 오석홍, 행정학, 박영사, 2007, p.126.

17) 문희명, "부동산 경매참여자의 의사결정특성분석", 강원대학교대학원 박사학위논문, 2010, p.28

18) 이재승, "무주택임차인의 아파트 구매의사결정에 관한 연구", 서울벤처대학원대학교 박사학위논문, 2014, p.17.의 내용을 참고하여 재인용

19) 백용창, "패밀리레스토랑 이용고객의 구매의사결정에 관한 연구", 동아대학교대학원 박사학위논문, 2000, p.29.의 내용을 참고하여 재인용

계층과 의사결정요소에 대한 쌍대비교를 통해 요인들의 중요도를 도출한다.²¹⁾

AHP에 의한 가중치 산정은 고유 벡터법은 의사결정자가 한 수준에서 n 개의 평가 항목에 대해 $n \times n$ 회의 쌍대비교를 수행하면 $n \times n$ 행렬 $A = (a_{ij})$ 가 만들어지며 이를 이용하는 방법이다. 이 행렬 A 를 비교행렬(Comparison Matrix)이라 부른다. A 는 $A_{ij} = (i, j = 1, 2, 3, \dots, n)$ 이고 행렬 A 는 $a_{ji} = 1/a_{ij}$ 주 대각선의 원소값이 모두 1이 되는 성질을 가진다.²²⁾

$$a_{ij} = w_i/w_j \quad A = (a_{ij}) \quad i, j = 1, 2, \dots, n$$

$$A = \begin{bmatrix} w_1/w_1 & w_1/w_2 & \dots & w_1/w_n \\ w_2/w_1 & w_2/w_2 & \dots & w_2/w_n \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ w_n/w_1 & w_n/w_2 & \dots & w_n/w_n \end{bmatrix}$$

이때 행렬 A 의 성분 a_{ij} 는 아래와 같은 관계가 성립한다. $a_{ij} = \beta$ 이면, 단 $\beta \neq 0$ c_i 와 c_j 의 중요성이 같으면 $a_{ij} = 1/\beta$ $a_{ij} = a_{ji} = 1$ 이 된다. 특히 모든 i 에 대해 $a_{ii} = 1$ 이 된다. 따라서 행렬 A 는 다음과 같이 정리될 수 있다.

$$A = \begin{bmatrix} 1 & a_{12} & a_{13} & \dots & a_{1n} \\ 1/a_{12} & 1 & a_{33} & \dots & a_{2n} \\ 1/a_{22} & a_{23} & 1 & \dots & a_{3n} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ 1/a_{1n} & 1/a_{2n} & 1/a_{3n} & \dots & 1 \end{bmatrix}$$

설문응답의 적절성을 판단하기 위하여 일관성 검토(consistency test)를 실시하였으며 검증방법으로 일관성지수(Consistency Index)

를 사용하였다. 일관성비율²³⁾(Consistency Ratio : CR)식은 식(1)과 같다.

$$CR = \frac{CI}{RI} \quad (1)$$

CR : 일관성비율

CI : 일관성지수

RI : 난수지수

III. 연구의 틀 설정

1. 설문조사

본 연구에서는 AHP설문을 위해서 오피스빌딩 투자 관련 업무를 수행하는 전문가를 대상으로 일대일 인터뷰를 진행하였으며 객관성을 높이기 위하여 응답자수를 60명으로 책정하였다. 설문의 회수결과 3부에서 일관성 비율이 0.1 초과로 나타나 분석에서 제외하였다. 분석에 사용된 설문 응답자의 구성은 <표 1>과 같다.

<표 1> 설문 응답자 구성

구분	관련기관	조사 대상자 수
국내지분투자자	연기금	19명(33.3%)
외국지분투자자	외국투자자	19명(33.3%)
대출투자자	국내은행 및 보험사	19명(33.3%)

2. 계층별 설문항목 구성

오피스빌딩 투자의사결정요인 중 상위계층은 금융감독원의 분류기준을 인용하여 재무적 역량, 자산의 특성, 사업주 역량, 채권보전책으

20) 조근태·조용곤·강현수, 계층분석적 의사결정, 동원출판사, 2005. p.24

21) 이의방·이재범·양창규, "클라우드펀딩의 투자의사결정기준에 관한 연구", *Information Systems Review*, 한국경영정보학회, 2014, Vol.16, No.2, p.32.

22) 류태창·최봉문, "원도심 상업지역 재생을 위한 정책 평가 연구", 국토계획, 대한국토·도시계획학회, 2013, 제48권 제6호, p.327.

23) 조근태 등(2005) p.77에 의하면 일관성비율이 0의 값을 갖는다는 것은 응답자가 완전한 일관성을 유지하며 쌍대비교를 수행하였음을 의미하는 반면에, 일관성비율이 0.1 이상이면 일관성이 부족한 것으로 재검토가 필요함을 의미한다.

〈표 2〉 리스크 평가 주요항목 사례

구분	주요내용
재무적 역량 (Financial Strength)	시장상황, DSCR, 스트레스분석 등
자산의 특성 (Asset Characteristic)	입지, 인허가 상황, 설계 및 건물상태 등
사업주/개발자의 역량 (Asset management's capability)	사업주 및 개발자의 신용도, 유사 부동산에서의 명성 및 실적 등
채권보전책 (Security Package)	담보권 및 보증인의 성격, 부보범위의 적절성 등

자료 : 금융감독원, “금융감독정보”, 2008, 제2008-38호, p.14.

〈표 3〉 분석을 위한 설문조사 내용 구조

생위계층	하위 계층	A ⁵⁾	B ²⁶⁾	C ²⁷⁾	D ²⁸⁾	E ²⁹⁾
재무적 역량	LTV 비율	○		○		○
	자기자금 출자비율	○	○			○
	현금흐름 안정성	○				○
	매입가 적정성			○		○
	수익률(금리)			○	○	○
자산의 특성	스트레스 분석	○				
	입지여건		○	○	○	○
	연면적 및 층수		○	○		
	준공년도					○
	전용률					
	공실률					
사업주 역량	임대차계약		○	○	○	
	운용사 신용 및 수탁고	○				○
	운용사 핵심인력 경력					
	운용사 과거성과	○				
	운용사 관계사 지원 정도	○				○
	운용사 보수 적정성					
채권 보전책	공동 투자기관 신용도					
	담보권(소유권) 확보	○	○		○	○
	근저당권 설정비용					
	상환순위	○		○		
	자금관리 통제권 여부	○				○
	신용보강(보증 등)	○				○
	특별채무약정	○				

로 분류하였다. 하위계층은 선행연구 등을 참고한 후 수차례 7개 기관투자자들과 표적집단면접법(FGI : Focus Group Interview)을 실시하여 세부항목을 확정하였다. ²⁴⁾

1) 재무적 역량

재무적 역량은 오피스빌딩을 투자하는 데 재무적으로 중요 크게 LTV비율, 자기자금출자비율, 현금흐름안정성, 매입가적정성, 수익률(금리), 스트레스분석으로 구성하였으며, 각각의 자세한 내용은 〈표 4〉와 같다. 이 중에서 LTV비율은 총투자금액 대비 대출금 금액 비율로 대출로 인한 디폴트 위험을 판단할 수 있다. 자기자금 출자비율은 총소요자금 대비 자기자본 투자 비율로 자금조달 능력을 평가하는 요소이다.

〈표 4〉 재무적 역량 하위계층 정의

하위계층	정의
LTV 비율	- LTV(LoanToValue) (대출금액/총투자금액) - 총투자금액 or 감정가액 대비 대출금액 비율 - 대출금 상환 가능성 및 원금상환 가능성
자기자금 출자비율	- 총소요자금 대비 자기자본 투자 비율 - 자금조달능력 평가
현금흐름 안정성	- DSCR(Debt Service Coverage Ratio) ³⁰⁾ - 현금흐름의 안정성과 원리금상환능력 평가 - 재무추정에 대한 미래 상환능력 평가
매입가 적정성	- 인근 거래사례 대비 매입가 적정성 - 수익력 대비 매입가(Cap Rate) ³¹⁾ 적정성
수익률 (금리)	- 투자기간 및 해당프로젝트 리스크대비 적정수익률(지분투자자) / 금리(대출투자자)
스트레스 분석	- 수입감소 및 비용증가에 따른 돌발적인 상황에서 현금흐름 안정성 및 원금상환 가능성

자료 : 최세희·이상엽, “부동산 담보부 부실채권 투자의사결정 기준에 관한 연구”, 건국대학교대학원 석사학위논문, 2011, p.55. 등을 참고하여 연구자가 정리

24) 표적집단면접법(FGI : Focus Group Interview)이란 소수의 응답자와 집중적인 대화를 통하여 정보를 찾아내는 마케팅 용어를 말한다.

25) 류근목, 전게서, p.82.

26) 이영삼, 전게서, p.81.

27) 최세희·이상엽, 전게서, p.55.

28) 하정훈, 전게서, p.42.

29) 창성남, “부동산 프로젝트 파이낸싱의 리스크관리에 관한 연구”, 중앙대학교 박사학위논문, 2013, p.57.

30) DSCR(Debt Service Coverage Ratio)란 부채상환비율을 말하며, 순영업이익(NOI)을 부채서비스액으로 나눈 값을 말한다.

31) Cap Rate란 순영업이익(NOI)을 자산가격으로 나눈 값을 말한다.

2) 자산의 특성

자산의 특성은 크게 입지여건, 연면적 및 층수, 준공년도, 전용률, 공실률, 임대차계약으로 구성하였으며, 각각의 자세한 내용은 <표 5>와 같다. 이 중에서 입지여건은 도심권역, 강남권역, 여의도권역 등 업무중심지역에 위치했느냐 여부가 중요한 판단기준이 된다.

<표 5> 자산의 특성 하위계층 정의

하위계층	주요내용
입지여건	- 업무중심지역(CBD, YBD, KBD) 소재 여부
연면적 및 층수	- 건물 연면적 및 층수
준공년도	- 건물준공년도(노후화 정도)
전용률	- 전용면적/전체면적
공실률	- 전체 면적대비 공실면적의 비율
임대차계약	- 임대차계약기간 및 임대조건, 임차인 신용도

자료 : 이영삼, "상업용부동산 경매의 입찰의사결정 행태", 서울벤처대학원대학교 박사학위논문, 2013, p.81. 등을 참고하여 연구자가 정리

3) 사업주 역량

사업주 역량은 크게 운용사 신용 및 수탁고, 운용사 핵심운용인력 경력, 운용사 과거성과, 운용사 관계사 지원정도, 운용사 보수 적정성, 공동투자기관 신용도로 구성하였으며, 각각의 자

<표 6> 사업주 역량 하위계층 정의

하위계층	주요내용
운용사 신용 및 수탁고	- 운용사 업력, 모회사 등급 - 운용사 수탁고
운용사 핵심운용인력 경력	- 핵심운용인력 경력 및 경험
운용사 과거성과	- 운용사 과거 실적, 성공 및 실패 프로젝트, 소송계류 여부
운용사 관계사 지원정도	- 운용사 관계사(모회사) 지원 여부 및 지원 수준
운용사 보수적정성	- 운용사 운용보수 및 성과보수 적정성 여부
공동 투자기관 신용도	- 해당 프로젝트 공동 투자기관(대주) 신용도

자료 : 류근목, "프로젝트 파이낸싱 리스크 평가모형에 관한 연구", 건국대학교대학원 박사학위논문, 2009, p.82. 등을 참고하여 연구자가 정리

세한 내용은 <표 6>과 같다.

4) 채권보전책

채권보전책은 크게 담보권(소유권) 확보, 근저당권 설정비율, 상환순위, 자금관리 통제권 여부, 신용보강, 특별채무약정으로 구성하였으며, 각각의 자세한 내용은 <표 7>과 같다. 이 중에서 근저당권 설정비율은 일반적으로 대출금액의 120~130%에서 결정되는 데 향후 대출이 문제가 생겨 경매가 진행되었을 때 원금 상환 가능성과 관련된다. 상환순위는 대출금의 경우 지분보다 선순위이지만 대출금이나 지분 각 영역에서 선·중·후순위로 구조가 다양해지고 있다.

<표 7> 채권보전책 하위계층 정의

하위계층	주요내용
담보권 (소유권) 확보	- 완전한 담보권 확보 여부(대출투자자) - 완전한 소유권 확보 여부(지분투자자)
근저당권 설정비율	- 근저당권 설정비율(일정비율 이상)
상환순위	- 대출금 상환순위 - 지분투자자 우선상환 순위(보통주 대비)
자금관리 통제권 여부	- 사업자금관리를 위한 별도계좌 개설 여부, 중요계좌에 대한 근절권 설정 여부
신용보강	- 투자 원금에 대한 보증 - 임대차 계약에 보증 및보증인 신용등급
특별 채무약정	- 일정조건 이하 시 이자 유보 및 추가 차입금지 및 대주 동의(대출투자자) - 우선배당 조건(지분투자자)

자료 : 창성남, "부동산 프로젝트 파이낸싱의 리스크관리에 관한 연구", 중앙대학교 박사학위논문, 2013, p.57. 등을 참고하여 연구자가 정리

IV. 분석결과

1. 상위계층의 영향력 분석

<표 8>은 상위계층인 재무적 역량, 자산의 특성, 사업주 역량, 채권보전책이 오피스빌딩 투자의사결정요인에 미치는 영향력에 대한 평

〈표 8〉 투자자 유형별 상위계층의 중요도 분석결과

구분	전체	투자자 유형별		
		국내지분	외국지분	대출
재무적 역량	0.227	0.220	0.228	0.233
자산의 특성	0.359	0.357	0.417	0.311
사업주 역량	0.131	0.144	0.149	0.103
채권보전책	0.179	0.156	0.135	0.272
일관성지수	0.04123	0.03895	0.04947	0.03526

가이다.

오피스빌딩 투자의사결정요인 중 상위계층 중 가장 영향을 미치는 요인은 자산의 특성이 0.359로 가장 높게 나타났다. 이는 입지여건, 연면적 및 층수, 준공년도 등 자산 자체의 특성이 오피스빌딩 투자에 가장 중요한 요소임을 보여주는 결과라고 할 수 있다. 다음으로는 재무적역량이 0.227로 높게 나타났다. 자산의 특성 다음에 LTV비율, 자기자금출자비율, 매입가격정성, 수익률 등 재무적인 부분이 오피스빌딩 투자의사결정 시 자산의 특성 다음으로 중요하다고 보여준 결과이다. 다음으로는 채권보전책이 0.179, 사업주역량이 0.131로 나타났다. 이는 담보권확보, 근저당권 설정비용, 상환순위 등 채권보전책이 자산의 특성 다음으로 중요하며 운용사 신용 및 수탁고, 운용사 핵심운용인력 경력 등 사업주 역량보다 중요하다고 응답한 것이다. 기관투자자들은 오피스빌딩 투자의사결정 요인 중에 자산의 특성, 재무적 역량, 채권보전책, 사업주 역량 순으로 중요하다고 생각하는 것으로 나타났다. 사업주 역량이 가장 덜 중요하다고 나타났는데 이는 기관투자자들의 투자에 대한 전문성으로 자산 자체 및 재무적 역량 등 하드웨어적인 면이 사업주 역량 등 소프트웨어 측면보다 더 중요하다고 본 것이라 생각된다.

상기 결과를 좀 더 세분화하여 투자자 유형별로 살펴보면, 국내외 지분투자자와 대출투자자 모두 자산의 특성이 가장 중요한 것으로 생각하였다. 그 다음 중요한 요인은 지분투자자의 경우 재무적 역량으로 나타났지만 대출투자자는

채권보전책이 재무적 역량보다 투자의사결정 시 영향력이 더 높은 것으로 나타났다. 세 번째로 중요한 요인으로 국내 지분투자자는 채권보전책을, 해외 지분투자자는 사업주 역량을 더 중요하다고 판단하였다. 이는 해외 지분투자자의 경우 국내 지분투자에 비하여 국내 투자 경험이 많지 않아 운용사 역량, 공동투자기관 신용도 등을 더욱 중시하는 것으로 볼 수 있다.

2. 하위계층의 영향력 분석

아래의 〈표 9〉는 하위계층이 오피스빌딩 투자의사결정요인에 미치는 영향력에 대한 평가이다.

요인별 결과를 살펴보면 재무적역량에서는 전체적으로 매입가격정성이 중요도가 0.269로 가장 높게 나타났다. 이는 매입가가 적정해야 수익률도 우수하고 향후 EXIT 리스크도 낮기 때문이라 추정된다. 재무적역량에서 매입가격정성 다음에는 현금흐름안정성, 수익률(금리), LTV 비율 순으로 중요하게 생각하는 것으로 나타났다. 한편 투자자 유형별로 보면 지분투자자의 경우 국내외 공통적으로 매입가 적정성이 가장 높게 나타났다. 반면 대출투자자의 경우 현금흐름안정성이 가정 중요한 것으로 나타났다. 이는 지분투자자는 매입가가 적정할 경우 향후 매각차익을 얻을 가능성이 있고 EXIT 리스크도 높지 않기 때문이다. 반면 대출투자자는 원리금 상환가능성 등 운영기간 현금흐름안정성이 상대적으로 더욱 중요하다고 판단하는 데 기인하는 것으로 추정된다.

자산의 특성의 경우 전체적으로 기관투자자들은 입지여건이 0.319로 가장 중요도가 높게 나타났다. 그 다음으로는 임대차계약, 공실률 순으로 중요도가 높게 나타났는데 이는 임대차계약과 공실률은 수익성과 관계되는 요인이므로 입지여건을 제외하고 연면적 및 층수 등 다른 물리적여건보다 더 중요하게 생각한 것으로 해석된다. 한편 투자자 유형별로는 자산의 특성 중 가장 높은 영향력을 나타낸 요인은 투자자 유형

〈표 9〉 투자자 유형별 하위계층의 중요도 분석결과

구분	전체	투자자 유형별		
		국내지분	외국지분	국내대출
재무적 역량	LTV비율	0.104	0.087	0.165
	자기자금출자비율	0.096	0.100	0.090
	현금흐름안정성	0.189	0.157	0.247
	매입가격정성	0.269	0.311	0.212
	수익률(금리)	0.145	0.153	0.130
	스트레스분석	0.102	0.094	0.094
	일관성지수	0.04298	0.04632	0.03526
자산의 특성	입지여건	0.319	0.332	0.278
	연면적및층수	0.099	0.107	0.100
	준공년도	0.081	0.116	0.072
	전용률	0.082	0.063	0.076
	공실률	0.156	0.140	0.185
	임대차계약	0.196	0.156	0.244
	일관성지수	0.04649	0.03789	0.05526
사업주 역량	운용사신용및수탁고	0.131	0.153	0.164
	운용사핵심운용인력경력	0.235	0.266	0.196
	운용사과거성과	0.179	0.185	0.166
	운용사관계사지원정도	0.108	0.090	0.129
	운용사보수적정성	0.097	0.092	0.106
	공동투자기관 신용도	0.146	0.117	0.219
	일관성지수	0.04228	0.03684	0.05316
채권 보전책	담보권(소유권)확보	0.270	0.302	0.271
	근저당권 설정비용	0.087	0.085	0.108
	상환순위	0.171	0.166	0.169
	자금관리 통제권여부	0.094	0.087	0.093
	신용보강	0.166	0.148	0.154
	특별채무약정	0.123	0.133	0.120
	일관성지수	0.04263	0.03579	0.04579

에 관계없이 입지여건이었다. 하지만 지분투자자의 경우 국내외 모두 0.3 이상으로 나타났지만 대출투자자의 경우 0.278로 상대적으로 낮았고 임대차계약이 0.244로 입지여건과 차이가 크지 않았다. 특히 외국 지분투자자는 연면적 등 물리적여건보다 임대차계약, 공실률 등을 국내 지분투자자보다 더 중요하게 생각한다는 것이 나타났다. 이는 국내 시장에 대하여 상대적으로 정보가 부족하기 때문에 임대차계약 상황 등 수익성과 관계된 객관적인 정보가 물리적인 여건보다 더 중요한 의사결정 요인이라 생각한 것으로 해석될 수 있다.

사업주 역량의 경우 전체적으로 운용사 핵심운용경력이 0.235로 중요도가 가장 높게 나타났다. 이같은 결과는 다른 자산과는 달리 개인적

역량 및 능력이 중요한 대체자산의 특성이 반영된 것으로 보인다. 운용사 핵심운용인력경력 다음으로는 운용사 과거성과가 중요하다고 보았고 공동투자기관 신용도가 그 다음 순이었다. 운용사 신용 및 수탁고와 운용사관계사 지원정도는 상대적으로 운용인력 및 과거성과에 비해서 중요하다고 보지 않았는데 이는 운용사 자체 보다는 운용인력 및 실적 등 개인적 역량을 가진 펀드 매니저를 보유하는 것이 더욱 중요하다는 점을 시사한다고 볼 수 있다. 한편 투자자 유형별로는 국내 지분투자자와 대출투자자는 운용사 핵심운용인력이 가장 중요한 요인이라 판단한 반면 외국 지분투자자는 공동투자기관 신용도가 가장 중요하다고 생각하였다. 이는 해외 투자자의 경우 국내 투자시장에 대한 정보 부족으로 공동

투자기관 신용도를 더욱 중요하게 생각한다는 것으로 해석된다.

마지막으로 채권보전책의 경우 전체적으로 담보권(소유권) 확보가 0.270으로 가장 중요도가 높은 것으로 나타났다. 이는 대주에게는 담보권이, 지분투자자에게는 소유권이라는 절대적이고 근본적인 요인이 가장 중요한 것임을 다시 확인할 수 있었다. 그 다음으로는 상환순위가 중요한 것으로 나타났고 신용보강, 특별재무약정, 자금관리 통제권여부, 근저당권 설정비율 순이었다. 한편 투자자 유형별로 살펴볼 때 투자자 모두가 가장 중요한 요인으로 선택한 것은 담보권 및 소유권 확보였지만 특히 국내 지분투자자는 중요도가 0.302로 다른 투자자보다 소유권확보를 가장 중요하게 생각하였다.

반면 중요도가 가장 낮은 요인은 국내 투자

자의 경우 근저당권 설정비율이었는데, 국내 지분투자자는 0.085, 국내 대출투자자는 0.071로 나타났다. 외국 지분투자자는 자금관리 통제권이 0.093으로 가장 낮았다.

이 같은 결과를 분석해 볼 때, 근저당권 설정비율이 예상외로 국내 대출투자자도 중요도가 가장 낮게 나타난 점과 자금관리 통제권을 외국 지분투자자가 가장 덜 중요하다고 판단한 것은 의외의 결과라 볼 수 있다.

3. 종합적 중요도 분석

〈표 8〉과 〈표 9〉에 제시된 오피스빌딩 투자 의사결정요인의 상위계층 및 하위계층 중요도를 바탕으로 요인의 항목별 종합적 중요도를 〈표 10〉과 같이 도출하였다.

〈표 10〉 투자자유형별 오피스빌딩 투자의사결정요인의 종합적 중요도 분석 결과

구분		전체		국내지분		외국지분		국내대출	
		순위	가중치	순위	가중치	순위	가중치	순위	가중치
채무적 역량	LTV비율	14	0.023	19	0.019	19	0.018	9	0.038
	자기자금 출자비율	18	0.022	15	0.022	16	0.023	18	0.021
	현금흐름 안정성	6	0.043	9	0.035	6	0.039	4	0.058
	매입가 적정성	3	0.061	2	0.068	3	0.067	7	0.049
	수익률(금리)	8	0.033	10	0.034	9	0.034	12	0.030
	스트레스 분석	16	0.023	17	0.021	12	0.027	17	0.022
자산의 특성	입지여건	1	0.115	1	0.119	1	0.147	1	0.086
	연면적 및 층수	7	0.036	8	0.038	7	0.038	11	0.031
	준공년도	13	0.029	6	0.042	13	0.026	16	0.022
	전용률	12	0.029	14	0.023	5	0.048	15	0.024
	공실률	4	0.056	4	0.050	4	0.061	5	0.057
	임대차계약	2	0.070	3	0.056	2	0.082	2	0.076
사업주 역량	운용사 신용 및 수탁고	20	0.017	15	0.022	23	0.013	21	0.017
	운용사 핵심운용인력 경력	9	0.031	7	0.038	11	0.029	14	0.026
	운용사 과거성과	15	0.023	11	0.027	14	0.025	20	0.019
	운용사 관계사 지원정도	23	0.014	24	0.013	18	0.019	23	0.011
	운용사 보수 적정성	24	0.013	23	0.013	21	0.016	24	0.010
	공동투자기관 신용도	19	0.019	20	0.017	10	0.033	22	0.012
채권 보전책	담보권(소유권)확보	5	0.048	5	0.047	8	0.037	3	0.066
	근저당권 설정비율	22	0.016	22	0.013	22	0.015	19	0.019
	상환순위	10	0.031	12	0.026	15	0.023	8	0.048
	자금관리 통제권여부	21	0.017	21	0.014	24	0.013	13	0.028
	신용보강	11	0.030	13	0.023	17	0.021	6	0.055
	특별재무약정	17	0.022	18	0.021	20	0.016	10	0.032

항목별 중요도를 살펴보면, 투자자 전체를 대상으로 할 경우 입지여건의 중요도가 0.115로 가장 높으며, 다음으로 임대차계약(0.070)이 2순위, 매입가적정성(0.061)이 3순위, 공실률(0.056)이 4순위로 매입가적정성을 제외하고는 자산의 특성 요인들의 중요도가 높은 순위를 보였다. 한편 운용사 보수적정성(0.013, 24순위), 운용사관계사 지원정도(0.014, 23순위) 등 사업주 역량 요인들의 중요도가 가장 낮은 순위를 보였다.

투자자 유형별로 살펴보면, 국내 지분투자자의 경우 입지여건(0.119)이 1순위, 매입가적정성(0.068)이 2순위, 임대차계약(0.056)이 3순위로 나타났다. 국내 지분투자자의 경우 전체투자자와 비교했을 경우 상위항목 중 임대차계약보다 매입가적정이 더 높은 중요도를 보인다는 점은 매각차익을 중요시 하는 지분투자자의 성향을 반영한 것이라고 볼 수 있다. 한편 운용사관계사 지원정도(0.013, 24순위) 운용사 보수적정성(0.013, 23순위) 등 사업주 역량 요인들의 중요도가 가장 낮은 순위를 보였다.

외국 지분투자자의 경우 입지여건(0.147)이 1순위, 임대차계약(0.082)이 2순위, 매입가적정성(0.067)이 3순위로 나타났다. 한편 자금관리통제권여부(0.013, 24순위), 운용사 신용 및 수탁고(0.013, 23순위) 등 채권보전책과 사업주역량 요인들의 중요도가 낮은 순위를 보였다. 한편 자산의 특성 중 국내투자자는 준공년도(0.042, 6순위)가 높은 순위인 데 반하여 외국 지분투자자는 13순위(0.026)로 나타났으며, 전용률의 경우 국내 지분투자자는 14순위(0.023)인 데 반하여 해외 지분투자자는 5순위(0.048)로 나타났다. 이는 외국에 비하여 건물 사용년수가 짧아 국내 투자자들은 건축년도를 더욱 중요하게 생각한다는 점이 나타났고, 실질 임대 수입과 관련된 요인인 전용률을 외국 투자자가 국내 투자자보다 더 중요하게 생각한다는 것을 알 수 있다.

마지막으로 대출 투자자의 경우 다른 투자자와 마찬가지로 입지여건(0.086)이 가장 높은 중

요도를 보였으며 임대차계약(0.076)으로 2순위를 보였다. 그러나 3순위는 담보권(소유권) 확보(0.066)로 국내 및 외국 지분투자자와 명확한 차이를 보였다. 한편 운용사 보수적정성(0.010, 24순위), 운용사관계사 지원정도(0.011, 23순위), 공동 투자기관신용도(0.012, 22순위) 등 사업주 역량 요인들의 중요도가 가장 낮은 순위를 보였다. 반면 국내외 지분투자자와 달리 담보권(소유권) 확보 뿐만 아니라 신용보강(0.055, 6순위), 상환순위(0.048, 8순위), 특별채무약정(0.032, 10순위) 등 채권보전책이 높은 순위를 보였다. 이는 수익성보다는 안전성을 중요시하는 대출 투자자 성향을 나타낸 것이라고 해석할 수 있다.

V. 결론

1. 연구결과의 요약 및 시사점

본 연구에서는 기관투자가가 오피스빌딩 투자 시 고려하게 되는 의사결정요인의 중요도를 파악하고 나아가 기관투자자 유형에 따른 투자 의사결정요인의 중요도 차이점을 실증적으로 비교·분석하였다. 본 연구는 국내 지분투자자, 해외 지분투자자, 대출투자자 등 기관투자자의 설문조사를 기초로 하였으며 연구를 통해 도출된 결과 및 시사점은 다음과 같이 요약된다.

첫째, 오피스빌딩 투자의사결정요인 상위 계층 중 가장 영향을 미치는 요인은 자산의 특성이며 다음으로는 재무적역량, 채권보전책, 사업주역량 순으로 나타났다. 이는 입지여건, 연면적 등 자산 자체의 특성이 오피스빌딩 투자에 가장 중요한 요인이라는 것을 확인해주는 결과이다. 투자자 유형별로 살펴볼 경우, 투자자 모두 자산의 특성이 가장 중요도가 높은 것으로 나타났으나 두 번째 중요한 요인은 지분투자자의 경우 재무적 역량이었으며 대출투자자는 채권보전책이었다. 이같은 결과는 예상대로 대출투자자는 수익보다는 원금확보 등 보수적인 요인을 더욱 중

요하게 생각하고 있다는 점을 확인시켜 주었다.

둘째, 오피스빌딩 투자의사결정요인 하위 계층의 중요도를 살펴보면 재무적역량에서는 전체적으로 매입가 적정성, 현금흐름 안정성, 수익률(금리), LTV비율의 순으로 나타났다. 한편 투자자 유형별로 살펴보면 지분투자자는 모두 매입가 적정성이 가장 중요한 요인으로 분석되었으며 대출투자자는 현금흐름안정성을 가장 중요하게 생각하였다. 이는 매각이익을 중요시하는 지분투자자의 성향과 원리금 회수를 중요시하는 대출투자자의 성향이 반영된 것이라 추정된다. 자산의 특성의 경우 전체적으로 입지여건, 임대차계약, 공실률 순으로 중요도가 높게 나타났으며 투자자 유형에 관계없이 입지여건이 가장 높은 중요도를 보였다. 사업주 역량의 경우 국내 투자자는 모두 운용사 핵심운용인력이 가장 중요한 요인이라 판단한 것에 반하여 외국 투자자는 공동투자기관 신용도를 가장 중요시하였다. 이는 단독 투자 위주의 외국 투자자의 성향상 예상밖의 결과라고 사료된다. 마지막으로 채권보전책의 경우 전체적으로 담보권(소유권) 확보 및 상환순위가 중요한 요인으로 분석되었다.

셋째, 종합적인 중요도 분석을 한 결과, 투자자 전체를 대상으로 입지여건이 가장 높은 순위였으며 임대차계약, 매입가 적정성, 공실률 순으로 재무적 역량 요인에 속하는 매입가적정성을 제외하고는 자산의 특성 요인들의 중요도가 높은 순위를 보였다. 한편 운용사 보수적정성, 운용사관계사 지원정도 등 사업주 역량 요인들의 중요도가 가장 낮은 순위를 보였다.

이상의 연구결과는 오피스빌딩 투자를 고려하는 투자자 유형에 따라 공통적으로 중요하게 생각하는 요인이 있으며 명확한 차이를 보이는 요인도 있다는 것이 분석되었다. 이는 투자자 유형에 따른 정보량의 차이 및 투자 리스크 감당 정도에 따라 중요하게 생각하는 요인이 달랐다고 추정할 수 있다. 향후 자산운용사나 판매사 등이 기관투자자에게 오피스빌딩을 마케팅하는 경우 투자자 성향에 부합하는 상품 설계 방향을 제시하였다는 점에서 연구의 의의가 있다.

2. 연구의 한계 및 향후 연구방향

본 연구에서는 오피스빌딩 투자의사결정 요인 중 하위계층에서 6개씩을 선정하여 분석하였으나 좀 더 다양한 요인을 추가하여 분석하거나, 투자자 유형을 분석할 때 지분투자자를 코어(core) 투자자 및 가치부가형(value-added) 투자자로 세분화하거나 대출투자자를 선순위, 중순위, 후순위 대주 등으로 세분화하여 분석할 경우 보다 현실적이고 효과적인 결과를 도출할 수 있을 것으로 판단된다.

본 연구는 글로벌 경제 위기 상황 속에서 의 투자의사결정 요인에 대한 분석이기 때문에 호황 시에는 결과가 달라질 수 있으므로 일반화에는 제약이 있을 수 있다.

마지막으로 연구 방법론상 본 연구에서 사용한 AHP기법은 경기변동에 따른 투자자의 의사결정 측면을 반영하지 못하였으므로 이런 상황을 반영할 수 있는 방법론을 통한 연구도 필요할 것으로 사료된다.

參考文獻

- 김경민 · 이창석, “오피스 하부시장간 영향에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제58집.
 김상용 · 한제선 · 유선종, “국내자본과 외국자본의 오피스 투자행태 분석”, 국토연구, 국토연구원, 2009, 제62권.
 김성규 · 이창석, “부동산 담보부 부실채권(NPL)의 투자만족도에 관한 실증연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제59집.

72 기관투자가 오피스빌딩 투자의사결정 요인에 관한 연구

- 김용일 · 이상엽, “외국자본의 서울시 대형 오피스빌딩 투자특성에 관한 연구”, 지역연구, 한국지역학회, 2011, 제27권 제2호.
- 김홍진 · 정재호, “도시형생활주택 개발 리스크요인 중요도 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제59집.
- 류근목, “프로젝트 파이낸싱 리스크 평가모형에 관한 연구”, 건국대학교대학원 박사학위논문, 2009.
- 류태창 · 최봉문, “원도심 상업지역 재생을 위한 정책 평가 연구”, 국토계획, 대한국토·도시계획학회, 2013, 제48권 제6호.
- 문희명, “부동산 경매참여자의 의사결정특성분석”, 강원대학교대학원 박사학위논문, 2010.
- 박상우, “대도시 업무공간 변화에 관한 연구”, 국토개발연구원, 1996.
- 백용창, “패밀리레스토랑 이용고객의 구매의사결정에 관한 연구”, 동아대학교대학원 박사학위논문, 2000.
- 선상훈 · 이재우, “철도역세권 개발에서 자금조달 방안의 중요도 분석”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2015, 제61집.
- 오석홍, 「행정학」, 박영사, 2007.
- 윤창준 · 유주연, “중소형 오피스빌딩의 임대인과 임차인의 의식차이”, 주택연구, 한국주택학회, 2011, 제19권제2호.
- 이영삼, “상업용부동산 경매의 입찰의사결정 행태”, 서울벤처대학원대학교 박사학위논문, 2013.
- 이의방 · 이재범 · 양창규, “클라우드펀딩의 투자의사결정기준에 관한 연구”, *Information Systems Review*, 한국경영정보학회, 2014, Vol.16, No.2.
- 이재승, “무주택임차인의 아파트 구매의사결정에 관한 연구”, 서울벤처대학원대학교 박사학위논문, 2014.
- 조근태 · 조용곤 · 강현수, 계층분석적 의사결정, 동현출판사, 2005.
- 조용철 · 민규식, “오피스텔개발사업 의사결정요인에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2014, 제59집.
- 창성남, “부동산프로젝트파이낸싱의 리스크관리에 관한 연구”, 중앙대학교 대학원 박사학위논문, 2013.
- 최세희 · 이상엽, “부동산 담보부 부실채권 투자의사결정 기준에 관한 연구”, 건국대학교대학원 석사학위논문, 2011.
- 하정훈, “비즈니스호텔 투자결정요인에 관한 연구”, 건국대학교대학원 석사학위논문, 2015.
- 홍아름 · 한제선 · 유선종, “서울시 오피스빌딩의 간접투자요인에 관한 연구”, 주택연구, 한국주택학회, 2009, 제17권 제4호.
- サステナブル不動産研究會, サステナブル不動産：マルチステークホルダーの動きから読む ぎょうせい, 2009.
- 松下文洋, 不動産 不良債権 PFIの投資分析, 東洋經濟新報社, 1999.
- 佐久間文, まだまだ儲かる不動産投資ノウハウ集：私はこうして金持ちになった, ビジネス社, 1991.
- Accola, Wilton L, “Assessing risk and uncertainty in new technology investments”, *Accounting Horizons*, American Accounting Association, 1994, Vol.8. No.3.
- Armacost R.L., J. C. Hosseini and R. G. Javalgi, “Using the Analytic Hierarchy Process for Small Business Decision Making”, *Akron Business & Economic Review*, 1990, 21(1).
- Aykan Akincilar, Metin Dagdeviren, “A hybrid multi-criteria decision making model to evaluate hotel websites”, *International Journal of Hospitality Management*, January 2014, Volume 36.
- Javalgi, R. G., S. Rao and E. G. Thomas, “Choosing a Hospital : Analysis of Consumer Tradeoffs”, *Journal of Health Care Marketing*, 1991,11(1).
- Razieh Mosadeghi, Jan Warnken, Rodger Tomlinson, Hamid Mirfenderesk, “Comparison of Fuzzy-AHP and AHP in a spatial multi-criteria decision making model for urban land-use planning”, *Computers, Environment and Urban Systems*, 2015, 49.
- Satty, T.L., *The Analytic Hierarchy Process*, New York : McGraw Hill, 1980