

## 투자행태에 따른 서울 오피스빌딩 Cap Rate 연구

A Study on the Cap Rate of Office Building According to the Investment Behavior

이 수 정 (Lee, Soo-Jeong)\*

조 주 현 (Cho, Joo-hyun)\*\*

### < Abstract >

This study aimed to investigate what effect the Strategy and the Structure of Investment have on the Cap Rate. An attempt was made to analyze the relationship between the strategy of the funds according to the asset holding period and the Cap Rate, conducting empirical analysis on the cases of office building transactions over the 12-year period since 2Q in 1998 to 2Q in 2010. As a result, it was found that there was a significant difference in the average of the Cap Rate between medium to long-term funds and short-term funds, indicating that the difference of investment strategy according to holding period had an effect on the Cap Rate. It was found that in case of domestic funds there was a significant difference in the average of the Cap Rate between long-term fund and medium to short-term fund, indicating that long-term investors such as the National Pension Fund and Agricultural Cooperatives showed an investment strategy differentiated from other domestic investors.

It was found that the tax-reducing effect of the structure was in orders of In-kind Contribution> ABS > REITs, REF> Outright Sales. This analysis showed there was a significant difference in the average of the Cap Rate between ABS and Outright Sales.

주 제 어 : Cap Rate, 투자자특성, 매입구조

Keywords : Cap Rate, Fund Strategy, Structure

\* 건국대학교 부동산학과 박사과정수료, soojeong7@hotmail.com (주저자)

\*\* 건국대학교 부동산학과 교수, j3586@hotmail.com (교신저자)

## I. 서론

1998년 외환위기 이전의 한국의 오피스빌딩은 보험회사나 대기업들의 사옥용도로 인식되었고 비업무용부동산 규제와 같은 여러 규제로 거래가 활발하지 못하였다. 1999년 12월 현대중공업빌딩(현 ING Tower)의 매각은 한국시장에서 오피스빌딩이 투자용도로 분석되어 해외자본에 거래된 첫 사례였다. 유동성이 부족한 경제위기상황에서 해외투자자가 Cap Rate로 환원하여 제시한 매각가격의 적정성조차 판단하기 어려운 시련의 시기를 겪었으나 이후 한국의 부동산시장은 거래규모의 성장과 함께 투자분석기법과 자산운용의 수준도 빠르게 발전해왔다.

Cap Rate(Capitalization Rate: 자본환원율, 이하 Cap Rate)는 NOI(Net Operating Income; 순운영수익, 이하 NOI)를 부동산가격으로 나눈 자본환원율로 부동산시장에 대한 중요한 지표이며, 단년도 수입과 매매가격만으로 쉽게 계산되므로, 투자분석 시 초기년도 수익률 지표로 널리 사용되고 있다. 그러나 Cap Rate는 한국시장에서 활용기간이 짧고, 오피스빌딩 거래의 빈도가 낮은 탓에 축적된 자료의 양이 부족하여 이에 대한 연구가 충분하지 못하다.

Cap Rate를 연구하는 방법은 여러 가지가 있으나, 이 논문에서는 부동산 시장이 해외자본에 개방된 지난 1998년 2Q부터 2010년 2Q 기간 동안의 오피스빌딩 거래사례분석을 통해 투자자를 투자특성에 따라 분류하고 투자자 특성별 요구수익률의 차이가 실제 투자사례에서 Cap Rate에 어떤 영향을 미치는지 살펴보고자 한다.

이 논문에서는 거래된 오피스빌딩의 매입구조 분석을 실시하여 부동산 정책 변화와 취,

등록세 감면세율의 변화에 따라 매입구조의 선택에 어떤 변화를 가져왔는지를 살펴보고자 하며, Cap Rate가 초기년도 수익률 지표로 널리 사용됨을 감안하여 매입구조에 따른 취, 등록세 절세효과를 반영한다면, Cap Rate에 어떤 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. 이러한 분석을 통해 향후 국내자산운용사나 투자자의 전략이 어떻게 발전할 것인지 예측하는데 도움이 될 것이다.

이 논문은 다음과 같은 내용으로 기술되었다. 제2장에서는 Cap Rate에 관한 선행연구와 투자자행태분석과 관련된 선행연구를 살펴본다. 제3장에서는 과거 오피스빌딩 매매거래사례를 통해 서울 오피스시장의 기간별 투자자 특성과 Cap Rate 추이를 분석하였다. 제4장에서는 투자주체인 투자자에 대한 특성분석과 분류, 각 부동산 거래사례 시 사용된 매입구조 분석을 실시하였다. 제5장에서는 연구가설을 설정하고 제6장에서는 투자자 특성에 따른 요구수익률의 차이 및 투자 시 사용된 매입구조를 감안하여 Cap Rate에 유의한 차이가 있는지를 분석한다.

이 연구는 서울 오피스빌딩 거래자료 분석을 통해 투자자들을 특성에 따라 분류하고, 이러한 투자자 특성에 따라 실제 투자 시 Cap Rate에 유의한 차이가 있는지를 분석한 최초의 연구라는 점에서 다른 연구와 차별성을 가진다.

## II. 선행연구

### 1. Cap Rate 선행연구

1974년 미국에서 “Employee Retirement Income

Security Act"에 의거, 연기금의 운용 시 투자로 인한 대규모 손실이 발생하지 않도록 투자시 분산투자의 원칙을 규정하고, 연기금 펀드의 운용 시에 투자 Portfolio에 부동산투자를 포함시킬 것을 권장하는 규정이 발표되었다. 분산투자에 대한 중요성 인식 그리고 부동산 투자와 관련하여 Cap Rate, IRR(Internal Rate of Return, 내부수익률) 분석 등 수익분석 기법의 발전이 부동산 투자를 기관투자자들의 투자대상으로 자리매김하는데 중요한 역할을 한 것이다.

우리나라보다 부동산투자시장이 일찍 성숙하였고 정보축적기간이 긴 해외에서는 Cap Rate 관련 연구가 상대적으로 활발히 발표되었으며, 최근 Cap Rate 연구의 추세는 Cap Rate 결정요인으로서의 자본시장의 영향에 주목하는 분석들이 주류를 이룬다.

Sivitanidou & Sivitanides(1999)는 Cap Rate에 영향을 미치는 요인으로 전국적 요인보다 지역적 요인의 변수의 역할이 더 영향이 크다고 발표하였으며, Chen, Hudson-Wilson, Nordby(2004)는 부동산 타입별로 모형 Cap Rate Spread와 실제 Cap Rate Spread를 비교하여 가격 고평가와 저평가 여부를 판단하였다. Conner & Liang(2006)은 자산시장이 수요공급을 포함한 NOI를 좌우하고, 자본시장이 Cap Rate를 결정적으로 좌우함을 밝혔다.

한국에서는 1998년 부동산시장이 해외자본에 대해 개방된 이후 오피스빌딩에 대한 본격적인 투자개념이 도입되었다. 2001년 부동산투자회사법 및 2004년 간접투자자산운용업법 제정으로 다양한 매입구조를 이용한 투자가 활성화되기 시작했고, 투자판단과 수익성의 예상

을 위한 투자분석의 중요성이 강조되었다. 우리나라의 경우 오피스시장에 대한 자료의 축적기간이 짧고 공개되는 자료의 수준도 미흡한 편이라 오피스빌딩관련 Cap Rate 관련 선행연구가 극히 한정적이다.

이상경·이현석(2005)은 임대수입이 늘어날 경우 자본환원율은 커지며, 오피스빌딩의 준공년수와 이자율이 작아질 경우 자본환원율도 작아짐을 밝혔고, 장영길(2007)은 Cap Rate, NOI, 가격 결정요인으로 거시경제변수와 부동산특성변수들을 회귀분석 하여 부동산가격에서는 통화량, Cap Rate에서는 통화량과 종합주가지수에 대해 유의한 결과를 도출하였다. 손재영·윤민선(2007)은 Cap Rate, Cap Rate Spread의 결정요인으로 거시경제변수와 부동산특성변수들을 회귀분석 하였는데, 거시경제변수(이자율) 및 투자변수(투자자국적, 투자목적)에서 유의한 결과를 도출했다.

## 2. 오피스시장 및 투자자 행태관련 선행 연구

국내외 자본의 오피스빌딩 투자 관련하여 시장과 행태를 분석한 선행 논문도 그 숫자가 많지 않다. 우리나라 오피스빌딩이 투자대상으로 인식된 지 오래지 않았고, 시장이 충분히 크지 않아 거래빈도가 낮으므로 자료의 확보가 어려운 것이 그 이유가 될 것이다. 또한, 발표된 대부분의 논문이 해외투자자의 행태분석에 집중되어 있어 2005년 이후 부동산투자시장의 주체가 된 국내자본에 대한 투자자분석은 거의 없다.

이상경·이인철(2005)은 외국자본의 오피스

빌딩투자의 특성, 선택형태, 보유기간, 투자수익율을 분석하여 외국자본이 도심과 여의도권에 투자를 하고 있으며, 간접투자방식을 선호한다고 분석하였다. 또한, 건물의 연면적이 크거나, ABS 자산일수록 외국자본의 투자확률이 커지며, 국내자본과 비교하여 보유기간이 짧고 수익률은 높다고 분석하였다.

채원(2008)은 자산보유기간 및 자금조달성격에 따라 해외투자자를 분류하고, 외국계투자자들의 투자수익률 극대화 전략을 매입, 자산관리, 매각의 단계에 따라 분석하였고, 서후석·이동준(2007)은 취, 등록세 면에서 ABS, CR-REITs > 현물출자 > REF > 휴먼법인 자회사방식 > 직접 매입 순으로 유리하며, 증권화 방식이 최종매수자와 투자도관체 간의 신용분리가 명확하게 이루어져 위험관리 측면에서 유리하다고 분석하였다.

신승우·유선중(2010)은 매수자의 조달금리가 낮고, 시장공실률이 낮고, 시장의 평균가격이 높고, 자본환원율이 낮을수록 매매가 활발해지며 매도 해저드가 높아진다는 분석을 하였으며, 거래비용이 늘어날수록 보유기간이 늘어난다는 결과를 도출하였다.

Cap Rate 관련 선행연구들이 Cap Rate의 결정요인에 주로 주목한 반면, 이 연구에서는 투자자의 특성에 따라 요구수익률이 달라지고, 이러한 요구수익률의 차이가 실제 한국에서 거래된 오피스빌딩 투자사례에서 Cap Rate의 차이로 나타나는지를 검증하고자 하였다. 투자자의 분류는 채원(2008)의 연구에서 분석되었

던 투자자의 특성분류에 주목하여 단기, 중기, 장기 투자자로 분류하였으며, 투자자 특성에 따라 요구수익률이 차이가 날 것이란 점에 착안하여 투자자특성별로 Cap Rate를 분석하였다. 더불어 실제오피스투자사례를 분석하여 매입구조에 따른 취,등록세를 감안 시 Cap Rate에 어떤 영향을 미치는 지 살펴보고자 한다.

### III. 기간별 투자자 특성 및 Cap Rate 추이분석

#### 1. 기간별 투자자 특성

흔히 한국의 부동산시장 개방 이후 외국계 단기투자자본이 가장 먼저 진출하여 한국의 부동산을 사들였다고 알려진 것과 달리, Core Strategy의 Rodamco Fund 가 1999년 4Q에 현대중공업빌딩(현 ING타워)를 매입한 것이 해외자본의 본격적인 부동산 투자의 시작이었다.<sup>1)</sup> 또한, 대표적인 장기투자자인 GIC의 시그마타워 매입이 2000년 1Q, 서울파이낸스센터의 매입이 2Q에 이루어졌다. 한국의 부실채권시장이 IMF 직후 Lehman Brothers 등이 매입하면서 본격적으로 가속화 된 반면, 오피스부동산의 투자에 있어서는, 대표적인 중,장기 투자자들과 단기 투자성향의 Opportunistic Fund 들이 거의 동시에 한국시장에 진출했다고 볼 수 있다. 일반적으로 신흥시장의 경우 Opportunistic

1) Rodamco Fund 는 네덜란드 증시에 상장된 FMC(Fund Management Company)로 역삼동의 현대산업빌딩을 Core Fund로 매입하였다. 2004년에는 투자를 다변화하기 위해 목동지역 서울이동통신사옥을 매입하고, 이후 부천중동 "The Mall"을 매입하는 등 Value Added Strategy 로 투자전략을 확대하였다.



Fund-> 중기투자자-> 장기투자자 순으로 투자가 일어나는 것과 상이한 현상이다. 이러한 현상은 한국부동산 시장이 단계적으로 개방된 것이 아니라 일시에 개방되었기 때문인 것으로 판단된다.

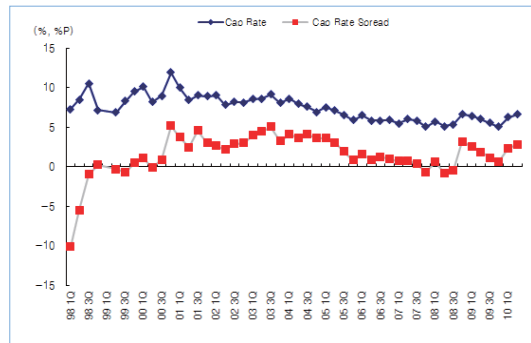
IMF 구제금융 이후 빠른 경제회복과 더불어 부동산 가격도 빠른 회복을 이루었으며 2002년에 Pramerica, 2003년에 GERE 와 같은 중기 투자 성향의 펀드들이 한국에 본격적인 투자를 시작하였다. 2004년 이후부터는 REITs 와 부동산펀드의 도입으로 국내 자본이 경쟁력을 갖추면서 오피스시장의 주된 매수자로 부상하였다. 2008년 Sub-prime Mortgage 사태 이후, 국내자본을 중심으로 비교적 안정적인 수익을 창출 하는 Core Asset 위주로 제한적인 거래가 진행되었으며, 최근 한국의 오피스빌딩 투자시장은 국내 투자자들이 주류를 이루는 가운데, 해외의 중장기투자자들이 자신들의 차별화된 전략에 부합하는 물건들을 제한적으로 매수하고 있다. 2010년 오피스빌딩 거래시장이 부진한 가운데 RREEF가 매입한 프라임타워, 알파 빌딩이 그러한 사례이다.

또한, 부동산시장 개방 초기에 참여하였던 해외기관투자자라고 하더라도 현재 한국시장에 투자하는 자금원은 부동산시장 개방초기에 도입된 자금원과 차이가 있다. 예를 들어 투자 초기에는 Opportunistic Strategy의 자금원으로 투자하였지만, 2000년 대 중반 이후에는 보다 장기적이고 안정적인 Core Strategy의 자금원으로 투자하고 있다.

## 2. Cap Rate, Cap Rate Spread 추이분석

1998년 1Q부터 2010년 2Q까지 연면적 10,000m<sup>2</sup> 이상 서울 오피스빌딩의 Cap Rate, Cap Rate Spread 추이를 분석하면 다음과 같다.2)

〈그림 1〉 Cap Rate와 Cap Rate Spread 추이



1998년 1Q부터 1999년 3Q까지의 거래는 IMF 쇼크로 인해, 대기업이 자금난에 빠진 회사의 유동성 확보를 위해 빌딩을 인수한 경우이거나 기업의 M&A의 결과로 인해 건물의 소유주가 변경된 사례이다. HSBC, HP 등 다국적기업, 미래에셋, 교보증권 등 국내 금융기관이 장기적인 비즈니스 영위를 위해 사옥을 매입하였으며 이 기간의 Cap Rate Spread는 (-)이거나 극히 낮은 수준으로 나타나 부동산 거래의 목적이 사옥용도나 장기적인 경영관점에서 매입한 것으로 분석된다.

Cap Rate Spread 는 Cap Rate 에서 국고채3년물 이자를 차감한 것으로 Cap Rate와 함께

2) Cap Rate 추정에 필요한 데이터는 부동산 컨설팅회사인 Savills Korea와 자산관리회사인 (주)메이트플러스의 자료를 종합적으로 이용하여 구축하였다. 감정평가가격이나 시장의 호가가 아닌, 실제매각사례의 자료를 분석하였으므로, 자료의 평활화문제(smoothing)없이 투자시장을 정확하게 반영한다는 의미가 있다.

시장에 대한 지표가 되는데, Cap Rate Spread가 적정수준 이하가 될 경우 시장이 과열되는 지표로 볼 수 있다. 또한, 급속한 경기변동으로 인한 특수사항에서 금리가 급속히 상승할 경우에도 그러한 현상이 나타날 수 있다.<sup>3)</sup>

Opportunistic Fund의 경우 Cap Rate Spread가 중요한 투자지표가 되는데 Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lone Star와 같은 Private Equity Fund들이 Cap Rate Spread가 급격히 상승한 2000년부터 2002년 까지 활발하게 투자한 것이 그 예이다.

2005년 4Q부터는 Cap Rate의 지속적인 하락과 함께 Cap Rate Spread가 150 bp 이하로 떨어져서 시장의 과열이 시작된 것으로 분석된다. 이 시기의 투자들은 국내 자본에 의해 향후 시세차익을 기대하고 투자된 경우이거나 단기간에 수익을 기대할 수 없으나 물가상승 수준의 지속적인 임대료 상승을 감안한 장기 투자전략으로 투자하는 투자자들에 의해 이루어졌다. 이러한 시장의 변화는 2004년 간접투자자산운용법에 따른 부동산펀드의 활성화의 결과로 시장의 매수세가 확대되는 반면 제한된 매물의 영향으로 Cap Rate Spread가 지속적으로 축소되었기 때문이다.

2008년 Sub-prime mortgage 사태 직후 Cap Rate는 급격히 상승하였으나, 경기가 안정되어 감에 따라 다시 하락하는 추세이다. 시장의 Cap Rate와 Cap Rate Spread의 추세분석을 통해 특정시기에 어떤 전략을 가진 투자자들이 시장에서 경쟁력을 갖는지를 분석 및 예측할 수 있다.

## IV. 투자자분류 및 매입구조분석

### 1. 투자자분류

투자기관은 다양한 기준으로 분류할 수 있는데, 이 연구에서는 1) 투자자금이 자기자금인지, 타인자금인지를 기준으로 Principal Investor vs. FMC(Fund Management Company), 2)투자 전략과 보유기간에 따라 Core Strategy, Value Added Strategy, Opportunistic Strategy 3)투자 Platform(투자목적회사)의 국적을 기준으로 국내펀드 vs. 해외펀드로 분류하였다.

#### 1) Principal Investor vs FMC

자기자본을 투자하는 Principal Investor와 타인의 자본을 모아서 투자하는 FMC (Fund Management Company: 여기서는 타인의 자본을 모아 운용하는 Fund, Trust, REITs를 포괄하는 의미로 사용함)로 분류한 결과는 다음과 같다.

〈표 1〉 Principal Investor 와 FMC 비교

구분	자금	사례
Principal Investor	자기자금	국부펀드, 연기금, 공제회, Capital, 보험사/은행의 고유계정, 기타 자기자금으로 투자하는 회사
FMC	공모 혹은 사모	PEF, Investment Trust, REF, REITs 등

#### (1) Principal Investor

국부펀드나 연기금이 자체자금으로 투자하

3) IMF 구제금융시기 직후 금리가 급속도로 상승하면서 1999년 3Q 까지 Cap Rate Spread는 (-)를 기록하였다.

거나 캐피탈, 보험사, 은행 등이 고유계정으로 투자하는 경우가 대표적인 사례이다. Principal Investor는 자체적으로 투자하기도 하지만, Fund에 자기자본을 투자하여 Fund들의 자금원이 되기도 한다. 자금원의 투자성향은 Fund의 투자전략과 밀접한 관계가 있다. 한국에서 활발한 부동산투자를 한 대표적인 해외국부펀드로는 GIC(싱가포르투자청)가 대표적이다. 국내의 공적 연금으로는 국민연금, 사학연금, 공무원 연금이 있고, 군인공제회, 지방행정공제회, 교원공제회 등 11개 공제회가 있다, 정부에서는 이들 3개 연금과 11개 공제회에 대해 REITs에 30%이상 지분 투자 시 사모가 가능하여 100% 지분소유가 가능하고 의결권도 행사가 가능하도록 규정하고 있다.

해외연기금으로는 독일의 연기금이 DIFA, DEGI, DEKA와 같은 FMC를 통해 한국 오피스빌딩에 투자한 바 있다. 보험사들도 비교적 오랜 기간 동안 Portfolio 차원에서 부동산에 투자해 왔는데, 회사의 고유계정투자자와 보험계약자로부터 수취한 보험료의 자금운용으로서의 투자로 나뉜다. 국내에서는 삼성생명, 교보생명 등 생명보험사와 기타 화재보험사들이 오피스빌딩에 투자하고 있으며, 해외 보험사로는 Prudential, AIG, ING 가 있다. GE Capital 나 Cargil 처럼 산업자금형태로 투자하는 경우도 Principal Investor로 분류된다.

## (2) FMC

FMC는 자금조달방식에 따라 공모와 사모펀드로 나뉘지며 투자대상 사전지정여부에 따라 대상특정형, 대상불특정형(Blind Fund)으로 나뉜다. 해외 주요 FMC의 경우 대부분 Capital Call 방식의 Blind Fund 들이 많으나, 국내에서는 사례가 제한적이며,<sup>4)</sup> 대표적인 사례로 MAPS의 아시아퍼시픽부동산공모1호를 들 수 있다. 펀드만기의 사전 확정여부에 따라서는, 기한부, 무기한부 펀드로 구분되는데 국내펀드들은 일반적으로 5년 형으로 설정되며<sup>5)</sup> 설정 3년 이후부터 정산이 가능하다. 설립 시 모집금액의 확정여부에 따라서 폐쇄형과 개방형으로 분류되는데, 자본시장 통합법 상 국내의 펀드는 모두 폐쇄형으로 설정되어야 하며, 만기를 사전에 확정하도록 규정되어 있다. REITs는 2010년 4월 개정된 부동산투자회사법(49조의 2)에 의해 펀드와 달리 존립기간 없이 영구 존속이 가능하다.

### 2) 보유기간과 투자전략에 따른 분류

투자자는 자산의 보유기간에 따라 장기, 중기, 단기 투자자로 분류될 수 있으며, 투자전략에 따라 Core, Value Added, Opportunistic Strategy 로 분류되기도 한다.<sup>6)</sup> 해외투자자의 경우 장기투자자는 Core Strategy, 중, 단기 투자자는 Value Added Strategy, 단기투자자는 Opportunistic Strategy로 투자한다. 각 투자자

4) Ascendas가 기존의 보유부동산 일부를 유동화시키고 규모를 확대하여 Blind Fund 로 만든 형태로 A-KOF 1호가 있으며 씨티은행본점, 다동빌딩, 아남타워, 시그니처 타워가 포함되어있다. 국내 최초의 Blind Fund 형태로 알려져 있으나, Seed Asset을 유동화한 JV에 가깝다. 엄격한 의미의 Blind Fund와는 차이가 있다.

5) MAPS 아시아퍼시픽부동산공모1호가 최장기간인 40년만기로 설정된 사례가 있다.

6) 투자자에 따라서 Core Fund, Core Plus Fund, Opportunistic Fund 로 분류하기도 한다.

들은 투자전략에 따라 요구수익률에 차이가 있으며 요구수익률은 투자의 시기, 시장의 변화에 따라 조정된다. 통상적으로 요구수익률은 Core Strategy 투자자의 경우 6~10%, Value Added Strategy 10~15%, Opportunistic Strategy 15% 이상으로 알려져 있으나 최근에는 투자자별 요구수익률이 다소 낮아지는 추세이다.

채원은 “외국계투자자의 오피스빌딩 투자활동에 관한 연구”에서 오피스빌딩의 보유기간과 투자자금의 성격에 따른 부동산 투자성향의 차이로 투자자를 구분하였다.<sup>7)</sup> 단기투자자 그룹으로 사모펀드와 투자은행, 부동산투자전문회사로 구분하여, Morgan Stanley, Lone Star, Carlyle, Merrill Lynch, Lehman Brothers, CDL, Lend Lease를 사례로 들고, 중기 투자자로는 금융그룹의 부동산펀드, 혹은 부분적으로 연기금을 재원으로 하거나 자기자본투자, 산업자본형태로 투자하는 Macquarie, Pramerica, GE

Real Estate를 포함시켰다. 장기투자자로는 연기금펀드와 국부펀드를 포함시켰는데 독일의 연기금 FMC인 DIFA, DEKA, DEGI, 국부펀드인 GIC, 아센다스, PPIM 을 예로 들었다.

Fund 들은 자금원의 Risk와 Return을 고려한 투자전략에 따라 투자대상 물건을 결정하게 되는데 최근에는 자금원의 다양화로 인해, 물건에 따라 다양한 투자 전략을 구사하는 FMC들이 늘고 있다.<sup>8)</sup> 반면 Core Strategy를 주로 선호하는 국부펀드들이나 연기펀드, 생명보험사 등도 자산의 Portfolio 전략에 의거하여 Opportunistic Fund에 일부 자금을 투자하는 경우가 있다. Core Strategy 투자의 대표적인 사례로는 GIC의 서울파이낸스센터와 강남파이낸스센터 투자를 들 수 있으며, Opportunistic Fund의 대표적인 투자 사례로는 Morgan Stanley 의 대우센터매입을 들 수 있다.<sup>9)</sup>

〈표 2〉 투자전략에 따른 투자자 분류

구분	Core Strategy	Value Added Strategy	Opportunistic Strategy
자산보유기간	장기투자(5년이상)	중기투자(3~5년)	단기투자(3년미만)
요구수익률	6~10%	10~15%	15% 이상
투자대상	안정된 현금흐름이 가능한 주요권역의 Prime빌딩, 저위험 안정형 투자	자산의 개보수, 운용의 효율성을 제고하여 추가수익창출 전략	자산, 회사 및 대출등에 의한 직간접투자, 고위험 고수익전략
수익구성	임대수입이 주 수입원	임대수입+자본차익	자본차익에 의존
LTV	50% 이하	50~70%	70% 이상
주요투자자	GIC, DEGI, DEKA, 국민연금 등	GERE, Macquarie, Pramerica	Lehman Brothers, Lone Star, Morgan Stanley 등

\* 손재영(2009), 한국의 부동산 금융, 일부 수정

7) 채원, 외국계투자자의 오피스빌딩 투자활동에 관한 연구(2008). pp 60-71

8) RREEF 의 경우 Core Fund에서부터 Opportunistic Fund에 이르기까지 다양한 자금원을 확보하여 투 대상의 범위가 넓은 것으로 알려져 있다.

9) 현 서울스퀘어. Morgan Stanley의 Opportunistic Fund 로 Value Added 형 상품에 투자한 경우이다.

3) 국내펀드 vs. 해외펀드

국내펀드와 해외펀드의 대표적인 차이는, Morgan Stanley나 Merrill Lynch 등 큰 규모의 해외 펀드들이 대부분 Blind Fund인 반면, 국내펀드들은 1:1 Matching Fund로, 물건을 확보하고 물건에 적합한 투자자를 찾는 경우가 대부분이라는 점이다. 이러한 현상의 원인은 부동산이 투자자산으로 인식된 기간이 짧아 국내 투자자나 자산운용사들의 투자실적이 상대적으로 적고 국내 오피스빌딩 시장의 규모가 작아, 대규모의 Blind Fund를 설정하여 여러 개의 물건을 Pooling 하는 전략보다 단일 물건에 대해 펀드를 설정하는 것이 더 용이한 탓으로 분석된다.

해외의 Blind Fund 들이 펀드설정 시부터 투자전략과 투자물건의 Category가 확정되어 투자물건 대상이 오피스, 쇼핑센터, 기타 Retail, 호텔, 물류센터, 공장 등 다양하고 전문화된 데 반하여, 국내펀드의 경우는 대부분의 자산운용사들이 물건확보 후 투자자를 모집하므로, 투자자들이 일반적으로 선호하는 오피스빌딩

위주의 매입전략을 구사하게 된다.

또 다른 차이점으로, 해외 FMC의 경우 펀드에 자기자본을 일부 투자하는 경우가 있으며 FMC의 자기자본 투자는 펀드에 참여하는 다른 투자자들의 신뢰를 높여 펀드자금조성을 용이하게 하는 역할을 한다. 국내의 경우 자산운용사의 자기자본 투자는 아직 일반화되지 않고 있다.

국내펀드도 다양한 자금원의 개발과 관리능력 향상으로 투자영역과 Category를 넓힐 필요가 있으며, 자산운용사자산운용사들의 역량이 차별화되고 투자자와 신뢰관계가 구축되면 한국에서도 Blind Fund 들이 더욱 활성화 될 것으로 기대된다. 국내 오피스빌딩 시장의 규모가 작은 문제를 해결하기 위해서는, 한국의 자산운용사들이 해외 투자에도 관심을 확대시켜 해외자산의 운용능력을 검증하는 도전을 계속해야 할 것이다.

본 연구의 실증분석에서는 매매사례자료 분석을 통해 투자자의 특성별로 Cap Rate의 평균에 차이점이 있는지 검증하고자 한다.

〈표 3〉 오피스매입구조의 비교

구분	법적근거	거래 대상	매수주체	계약형태	권리확보
직접매입	상법	빌딩	주식회사/개인	자산 양수도	등기부등재
자회사	5년휴면법인	주식	주식회사(자회사)	주식 양수도	발행주식51%이상보유
	현물출자회사	주식	주식회사(자회사)	주식 양수도	발행주식51%이상보유
증권화	사모 ABS	자산유동화에 관한법률	SPC (유한회사)	자산 양수도	SPC출자지분 + 후순위채권
	CR-REITs	부동산투자회사법	부동산투자회사 (주식회사)	자산 양수도	발행주식51%이상보유
	부동산펀드	간접투자 자산운용업법	부동산간접투자기구 (회사형/신탁형)	자산 양수도	신탁증서 혹은 지분

\* 서후석 · 이동준(2007), 외국계 자본의 국내 대형 오피스빌딩의 매입방식에 관한 연구

## 2. 매입구조 분석

### 1) 오피스매입구조의 비교

오피스빌딩 매입구조 결정 시 중요한 고려사항은 첫째, 소유권 행사문제와 둘째, 매입구조를 이용한 절세효과를 들 수 있다. 투자자들이 주로 사용되는 구조는 직접매입방식, 자회사방식, ABS, CR-REITs, REITs, REF 가 있다.

직접매입방식은 IMF 구제금융 시기 이전부터 주로 사용되던 매입구조이나 해외투자자의 경우 수도권 지역 설립 5년 이내 법인의 부동산 취득에 대한 등록세 3배증과를 피하기 위해 자회사 방식 중 설립 후 5년 이상인 휴면법인을 통해 투자한 경우가 많다. 그러나 휴면법인 매입 시 우발채무 등의 위험과 과세당국과의 마찰로 이용 빈도수가 감소하고 있다.

현물출자를 포함한 Share Transaction(지분거래방식)의 경우, 매도자는 매각 시 양도차익에 대한 조세가 이연되는 효과가 있으므로, 매각가격에서 이를 고려한 조정이 이루어지는 경우가 많다. 다른 투자구조에 비해 취득, 등록세와 함께 매입가격 조정에도 상당한 영향을 줄 수 있다.

ABS는 완전한 소유권을 행사할 수 있고 조세부담을 최소화 하는 의미에서 국내외 기관 투자자들이 가장 선호하는 방식이다. 특히 한 국오피스시장이 개방된 초기에는 신용도가 높

은 해외 투자자들은 회사의 높은 신용도를 바탕으로 국내금융기관으로부터 선순위채권을 낮은 금리로 조달함으로써 leverage 효과를 최대화 할 수 있는 장점이 있었다.<sup>10)</sup> 또, 세금 감면에 대한 혜택의 범위 내에서 매각가격을 조정할 수 있으므로, 현물출자와 같은 특수한 구조를 제외하고는, ABS구조로 매입을 하는 투자자가 가장 경쟁력 있는 가격을 제시할 수 있다.<sup>11)</sup>

ABS는 세제감면이 축소되고 금융감독원의 유동화 승인을 받기가 까다로운 관계로 이용 빈도가 감소하는 추세였으나 최근 입법예고된 자산유동화에 관한 법률개정안에 의해 자산유동화증권 발행 가능한 자산보유자 범위가 넓어지고 한 유동화 전문회사(SPC)가 여러 개의 ABS를 발행할 수 있도록 조건이 완화될 예정으로 향후 부동산 매입구조의 선택에 영향을 미칠 것으로 보인다.<sup>12)</sup>

### 2) 구조별 조세효과 비교

매입구조별 조세효과는 사회변화에 따라 변천해 왔다.

CR-REITs의 경우 2001년~ 2003년 까지 취득, 등록세 100% 면제이며, 2004년~2009년 까지 50% 감면, 2010년부터 30% 감면으로 감면 혜택이 축소되어왔다. REF의 경우도 2010년부터 간접투자자산운용업법 제정시 50% 감면혜택이

10) 투자자의 자체 조달금리가 더 낮은 경우에는 LTV 를 낮추는 경우도 있다.

11) ABS 발행 조건이 까다로운 만큼 매도자의 입장에서는 굳이 복잡한 ABS발행 요건에 따라 절차를 취해야 하는지에 대한 이견을 제시하는 경우가 있다. 이에 따라 세금감면에 대한 혜택의 범위 내에서 투자자가 매입가격을 조정하거나 비용을 부담하는 경우도 발생했다.

12) 2010년 10월 25일 입법예고된 자산유동화법에 따르면 금융회사·공기업·신용도가 우량한 법인 등으로 한정돼 있던 ABS 발행 주체의 범위 중 '신용도가 우량한 법인'을 '신용도나 자산규모를 고려해 금융위가 정하는 요건을 충족하는 법인'으로 수정해 자산보유자 범위를 넓혔다.



〈표 4〉 매입구조별 조세효과: 2010년 기준

구분	취득시(취, 등록세)	보유시			매각시 (법인세)	
		재산세 (토지분)	중부세	법인세 (운영이익)		
직접매입	100%부과(세율4.6%)	별도합산적용 (세율0.4%)	부과 (세율0.5~0.7%)	부과 (세율 22%)	부과 (세율 22%)	
자회사	5년휴면법인	100%부과(세율4.6%)	별도합산적용 (세율0.4%)	부과 (세율 0.5~0.7%)	부과 (세율 22%)	부과 (세율 22%)
	현물출자자회사	50% 이상 지분소유 시 간주취득세(2.2%)	별도합산적용 (세율0.4%)	부과 (세율 0.5~0.7%)	부과 (세율 22%)	부과 (세율 22%)
증권화	ABS (사모)	50%감면(2.3%)	분리과세적용 (세율 0.2%)	면제	면제	면제
	CR-REITs	30%감면(3.22%)	분리과세적용 (세율 0.2%)	면제	면제	면제
	부동산펀드	30%감면(3.22%)	분리과세적용 (세율 0.2%)	면제	면제	면제

2010년부터 30% 감면으로 축소되었다. ABS도 1999년 자산유동화에 관한 법률에 의거 취, 등록세의 100% 면제의 조세혜택이 있었으나 2004년부터 50%감면으로 변경되었다. 전반적으로 조세정책은 감면혜택을 축소하는 추세이다. 반면 취, 등록세율은 5.8%에서 2005년 1월 1일자로 4.6% 로 낮춰졌다.

현물출자의 간주취득세는 현물출자하여 New Co.의 주식을 매입하는 과정에서 발생한다. 지분 50% 초과 시 매수자의 간주취득세(취득세 2%+농어촌특별세0.2%) 납부의무가 생기므로 2인이 정확히 지분의 50%씩 매입한다면 간주취득세는 발생하지 않는다. 단, 2인의 매수자가 특수관계인이 아니어야한다. 간주취득세는 부동산 장부가액의 2.2% 이므로 시가대비 낮은 게 일반적이다.

2010년 조세정책을 기준으로 조세효과를 분

석하면, 현물출자> ABS > REITs, REF> 직접매입 순으로 조세 감면효과가 있다.<sup>13)</sup> 취, 등록세 절감효과는 오피스빌딩 매입 시 초기투자금액을 절감하여 투자자의 수익률에 영향을 미친다. 이 연구에서는 매입구조에 따른 취, 등록세 절세효과를 매입가격에 반영 시 Cap Rate에 유의한 차이가 있는지 살펴보고자 한다.

## V. 연구가설

### 1. 연구가설

본 연구의 가설은 다음과 같다.

첫째, 투자자의 투자성향의 차이에 따라 Cap Rate에 유의한 차이가 있을 것이다. Cap Rate

13) 현물출자는 2명의 투자자가 지분을 50% 취득하는 경우, 간주취득세가 면제되므로, 조세상으로는 조세 감면효과가 가장 높을 수 있다.

는 단기> 중기> 장기 펀드 순서 일 가능성이 크다.

둘째, 투자자의 국적은 간접투자자산운용법 제정 이후 국내투자자들이 활발한 활동을 시작한 2005년을 기점으로 이후엔 차이가 줄어들 것이다.

셋째, 2010년 기준, 매입구조에 따른 절세효과와의 차이는 현물출자> ABS> REITs> REF> 직접매입일 것으로 예상되며 정책변화 시기에 따라서도 유의한 차이가 발생할 것이다.

본 연구에서는 상기 가설에 따른 분석에 추가하여 매입구조의 취득, 등록세 효과를 감안한 매매가격을 적용할 경우, Cap Rate 에 어떤 영향을 미치는 지도 함께 분석하고자 한다. 이 분석에는 다음과 같은 사항이 전제된다. 수익환원율로서 Cap Rate는 매입구조에 따른 취득, 등록세 절세효과를 고려하지 않는다. 그러나 시장에서 Cap Rate는 개략적인 초년도 수익률의 개념으로 널리 사용되고 있으며 투자자입장에서 초년도 수익률 지표로 Cap Rate 산정 시에는 취득, 등록세를 매매가격에 가산시키는 경우가 많다. 본 연구에서는 후자의 관점에서 매입구조가 Cap Rate 에 미치는 영향을 분석해보고자 한다.

## 2. 자료 및 분석방법

투자행태가 Cap Rate에 미치는 영향을 분석하기 위해 1998년 2Q부터 2010년 2Q 시기에 거래되었던 서울 오피스빌딩 실제 매매사례들을 분석하였으며 이 중 연면적 10,000sm 이상, 거래당시의 투자행태, 매각조건이 확보된 총

259개 빌딩을 최종 분석대상으로 하였다. 다만 투자자 성향 분석은 분명하게 투자성향이 밝혀진 사례만을 대상으로 하므로 163개의 사례를 분석대상으로 하였다. Cap Rate 추정에 필요한 데이터는 부동산 컨설팅회사인 Savills Korea와 자산관리회사인 (주)메이트플러스의 자료를 종합적으로 이용하여 구축하였다. Cap Rate에 영향을 미치는 요인으로는 자산의 보유기간과 자금의 성격에 따른 투자자특성과, 투자 시 매입구조를 선정하였다.

분석의 방법으로는 Cap Rate을 종속변수로, 투자특성별 분류와 매입구조를 독립변수로 더미변수화 하여 회귀분석을 실시하고 빈도자료와 모수적 방법인 t검정을 이용하여 평균 분석을 통해 투자행태에 따라 Cap Rate에 유의한 차이가 있는지를 파악하고자 한다.

## 3. Cap Rate의 산정

Cap Rate 는 NOI/V로 계산되는데 이때 NOI는 공실면적을 제외한 임대면적으로부터 발생하는 유효총수입(Effective Gross Income, 이하 EGI)에서 관리비용을 공제한 후의 수익이며<sup>14)</sup>, 빌딩가치 V는 실제 매매가격이 이용된다.

### 1) NOI의 산출

선행연구에서 NOI에서 수입으로 산입되는 항목은 보증금에 대한 이자와 월세이다. 실제 투자사례에서 NOI를 구하게 되면, NOI에는 관리비와 기타수입도 고려되어야 하나 투자시점과 개별 물건의 물리적 상태에 따라 관리비 수익의 비율은 달라질 수 있고, 사옥용 건물

14) Brueggeman, W.B. and Fisher, J. D. 2004.부동산금융과투자. 서울:부연사

혹은 개인이 소유하고 직접 운용하는 건물 등의 경우도 일괄적인 관리비 수익을 적용하는데 문제가 있을 수 있다. 모든 건물의 관리비 수익에 관한 자료를 확보할 수 없는 자료의 한계로 기존의 선행 연구와 동일하게 최종적으로 아래와 같이 NOI를 산정하였다.<sup>15)</sup>

〈표 5〉 선행연구에서의 NOI 산출식

연구자명	NOI 산출식
손재영 윤민선 (2007)	$((\text{임대보증금} \times \text{예금은행가중평균수신금리}) + \text{월임대료} \times 12) \times (1 - \text{해당권역평균공실률})$
장영길 (2007)	$((\text{임대보증금} \times \text{해당분기회사채금리}) + \text{월임대료} \times 12) \times (1 - \text{해당권역평균공실률})$
이상경 이현석 (2005)	EGI-Operating Cost

$$\text{NOI} = ((\text{임대보증금} \times \text{예금은행가중평균수신금리}) + \text{월임대료} \times 12) \times (1 - \text{해당권역평균공실률})$$

### 2) 매매가격의 산출

Cap Rate 는 NOI/V에서 V는 매매가격이다. Cap Rate는 일반적으로 매입구조에 따른 취득, 등록세 절세효과를 고려하지 않는다. 그러나 현실적으로 Cap Rate는 투자자들에게 개략적인 초년도 수익률의 개념으로 널리 활용되고 있으며 이 경우 취득, 등록세 및 기타 취득비용을 매매가격에 반영시키고 있다. 본 연구에서는 후자의 관점에서 매입구조로 인한 취득, 등록세 감면효과를 감안 시 Cap Rate 에 미치는

영향을 분석해 보고자 한다.

$$V = \text{거래당시의 매매가격} \times (1 + \text{거래 시 사용한 매입구조에 대한 거래 당시의 취득, 등록세 요율})$$

## VI. Cap Rate 실증분석

### 1. 펀드특성에 따른 Cap Rate 분석

#### 1) 자료 분석

Cap Rate를 분석하기 위한 매매사례 총 259개 데이터 중 자금원을 구분하여 투자전략을 구분할 수 있는 사례는 163개였다. 투자시점의 변화에 따른 Cap Rate의 영향을 최소화하기 위해 장기, 중기, 단기로 구분한 펀드의 연도별 Cap Rate 평균 데이터를 사용하였으며, 장기와 단기펀드의 관측치가 없는 1998년~1999년은 분석기간에서 제외하였다.

자산보유기간을 투자자 분류의 기준으로 선정한 이유는 이러한 분류가 자산의 투자전략에 의한 분류와 일치할 뿐만 아니라, 자산보유기간에 대한 자료가 축적되어 객관적으로 증명이 가능하기 때문이다.<sup>16)</sup> 특히, 해외투자자의 경우 펀드설정 시부터 투자전략이 뚜렷하게 설정된 Blind Fund가 많으므로 투자전략에 따른 분류가 용이한 반면, 국내투자자의 경우

15) 이수정 · 조주현, 2010, 벡터오차수정모형을 이용한 서울 오피스시장의 cap Rate 결정요인분석, 부동산연구, 20 (2) pp5~26. 실제부동산 투자 시 관리비수입에서 통상 20~30% 수준에서 관리비 수익이 발생하는 점과 기타수입을 감안할 때, 선행연구에서 사용된 Cap Rate 자료는 실제 Cap Rate와 비교하여 0.4%~1% 정도 낮게 산정되었을 가능성이 크다. 최근 부동산 컨설팅회사들은 관리비 수익을 NOI에 포함시켜 Cap Rate 를 산정하는 경우가 많다.

〈표 6〉 자산보유기간에 따른 펀드분류

연도	장기	중기	단기	합계
1998	0	0	0	0
1999	0	1	0	1
2000	3	2	6	11
2001	2	5	6	13
2002	2	12	4	18
2003	2	13	1	16
2004	9	15	2	26
2005	5	14	1	20
2006	2	7	2	11
2007	3	13	1	17
2008	5	6	1	12
2009	3	10	1	14
2010	1	3	0	4
합계	37	101	25	163

자산운용사 및 자금원에 따른 전략의 차이가 뚜렷하게 드러나지 않아 분류가 모호한 경우가 많으며 이러한 문제 때문에 보유기간에 따른 분류가 보다 효율적이라고 판단하였다.

자산보유기간은 자산을 매입한 후 매각한 경우에는 보유기간을 기준으로 하였으며, 아직 매각되지 않았으나 펀드만기가 사전에 설정된 경우, 펀드설정기간을 기준으로 분류하였다. 그 결과, 해외투자자의 경우 자산보유기간에 따른 분류가 투자전략에 따른 분류와 대부분

동일한 결과를 보이는 반면, 국내의 경우 사모로 모집되는 펀드와 REITs를 대상으로 자금원을 분석한 결과 자금원 별로 뚜렷이 차별화되는 Strategy를 유추하기 어려웠다. 다만, 국민연금이 투자한 경우는 펀드설정기간이 상대적으로 장기간이며 Core Strategy 로 다른 투자자와 차별화 되었으며<sup>17)</sup> 농협의 경우도 비교적 장기전략으로 Core Strategy 의 자산에 투자한 경우가 많았다.<sup>18)</sup> 기타 국내 투자자 중 학교재단을 포함한 재단이 수익용부동산을 취득한 경우 자산을 장기적으로 보유하는 경우가 있었다.

본 연구의 실증분석에서는 매매사례의 자산보유기간에 따라 분류되는 투자자의 특성에 따라 Cap Rate에 유의한 차이가 있는지 검증하고자 한다.

## 2) 펀드특성에 따른 Cap Rate 분석

신승우·유선종 (2010)은 “서울오피스 보유기간에 관한 연구”에서 자산규모가 큰 경우 거래비용이 늘어나고, 보유기간이 늘어난다는 결과를 도출하였는데, 이 선행 연구 결과는, Core Fund 의 보유기간이 길다는 본 연구의 전제와 일치한다.<sup>19)</sup>

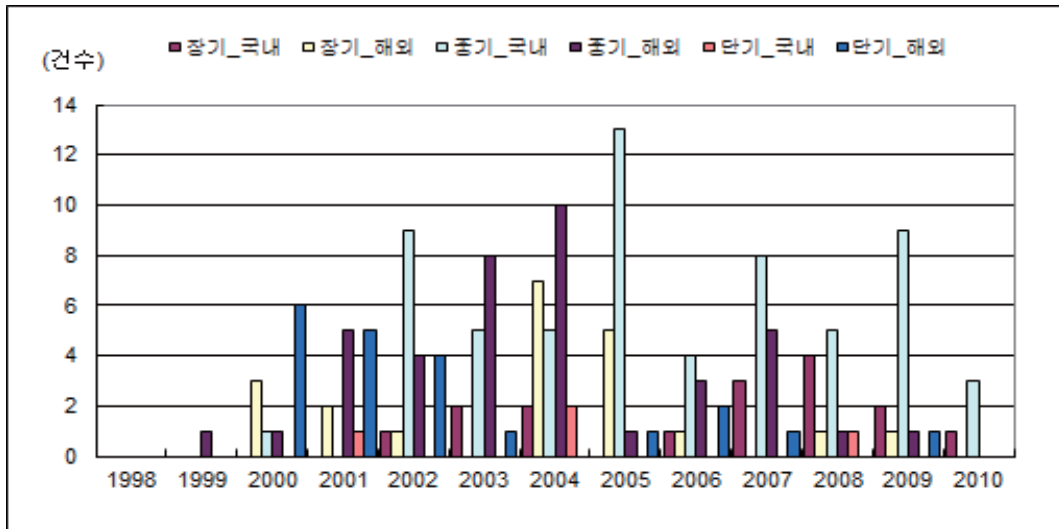
16) 채원은 외국계투자자의 오피스빌딩 투자활동에 관한 연구(2008) 에서 오피스빌딩의 보유기간과 투자자금의 성격에 따른 부동산 투자성향의 차이로 펀드를 분류한 바 있다.

17) 국민연금이 단독으로 투자한 코크렘NPS1호는 영속회사이며, 맵스NPS1호는 펀드설정기간10년이다. 반면, 국민연금이 삼성생명보험,대한생명보험,교보생명보험과 공동투자한 코크렘5호는 펀드설정 5년 만기로 청산되었다.

18) 농협이 단독으로 투자한 맵스NH1호의 펀드설정기간 10년이며, 공동투자한 것으로 알려진 코크렘 14호는 영속회사, 공동투자인 맵스21호는 펀드설정기간이 10년으로 농협이 비교적 장기투자를 선호하는 것으로 분석된다.

19) Core Fund에서 선호하는 부동산은 Prime Building 이며 Prime Building은 자산의 규모가 크고 위치가 뛰어나며, 좋은 임차인을 확보하고 있다는 특징을 갖는다.

〈그림 2〉 자산의 보유기간에 따른 펀드의 분류



투자자 특성별로 Cap Rate에 차이가 있는지를 알아보기 위해 투자자특성을 더미변수로 구분하여 독립변수로 선정하고 Cap Rate을 종속변수로 회귀분석 하였다.

〈표 7〉 Cap Rate 회귀분석결과-장기펀드 기준

모형	비표준화 계수		표준화 계수	t	유의 확률
	B	표준오차	베타		
상수	7.05	0.30		23.2	0.00
중기	0.49	0.35	0.12	1.38	0.17
단기	2.67	0.49	0.46	5.40	0.00***

장기펀드를 기준으로 중기, 단기펀드의 Cap Rate을 비교한 결과 장기펀드와 중기펀드의 Cap Rate는 차이가 유의하지 않았으며, 단기펀드의 경우 1% 유의수준에서 차이가 있는 것으로 나타났다. 단기펀드의 경우, 장기펀드와 비교하여 Cap Rate이 2.67% 더 높은 것으로 나타났다.

투자자를 해외와 국내로 구분하여 해외투자

자 특성별로 Cap Rate의 평균을 t 검정방식으로 비교한 결과 장기투자자의 Cap Rate 평균은 투자전략에 따른 투자자 분류(<표 2> 참조)의 요구수익률의 범위 내에 있었으나 중기투자자와 단기투자자는 그렇지 않았다. 이는 중기와 단기투자자의 경우 자본차익을 고려한 투자전략을 구사하는데, Cap Rate 의 경우 첫째 NOI를 매매가격으로 나눈 것이므로 자본차익을 반영하는데 한계가 있기 때문인 것으로 판단된다. 장기투자자와 중기투자자의 Cap Rate 차이는 유의하지 않았으며, 장기투자자와 단기투자, 중기투자자와 단기투자 간에는 단기투자자의 Cap Rate 평균이 유의하게 높았다.

〈표 8〉 해외 투자자 특성 별 Cap Rate 차이

	평균1	평균2	t-stat	p-value
장기 vs 중기	7.83	8.22	-0.8296	0.4102
장기 vs 단기	7.83	10.03	-3.1450	0.0032***
중기 vs 단기	8.22	10.03	-3.3059	0.0016***

국내투자자 특성별 Cap Rate 분석결과, 장기펀드와 중기펀드의 차이가 유의하며, 장기펀드와 단기펀드의 차이가 유의하게 나타났다. 이 연구에서는 국내투자자 중 국민연금, 농협, 기타 재단에 대한 투자만 장기투자자로 구분하였는데 이들 투자자의 Cap Rate 는 중기 투자자보다 평균이 낮았으며, 이는 이들 투자자가 Prime급 빌딩에 주로 투자하였기 때문인 것으로 보인다.

〈표 9〉 국내 투자자 특성 별 Cap Rate 차이

	평균1	평균2	t-stat	p-value
장기 vs 중기	6.10	7.06	-2.3607	0.0208**
장기 vs 단기	6.10	7.73	-2.1693	0.0437**
중기 vs 단기	7.06	7.73	-0.7464	0.4582

투자자특성별로 국내투자자와 해외투자자를 비교한 결과, 국내 장기투자자의 Cap Rate 평균은 6.10으로 해외장기투자자의 평균 7.83보다 낮은 것으로 나타났으며 국내중기투자자의 Cap Rate 평균도 해외중기펀드의 평균보다 유의하게 낮았다. 국내단기펀드의 경우 해외 단기투자자와 평균의 차이는 큰 것으로 보인다. 빈도수가 적어 통계상 유의하게 나타나지는 않았다.

〈표 10〉 투자자 특성 별 Cap Rate 차이  
-국내투자자 vs 해외투자자

	평균1	평균2	t-stat	p-value
국내 장기 vs 해외 장기	6.10	7.83	-3.2708	0.0024***
국내 중기 vs 해외 중기	7.06	8.22	-3.6024	0.0005***
국내 단기 vs 해외 단기	7.73	10.03	-1.5120	0.1454

〈표 11〉 국적별 Cap Rate 차이 -2005년 기준

	평균1	평균2	t-stat	p-value
전체 (해외 vs 국내)	8.50	7.00	5.5612	0.0000***
2005년 이전 (해외 vs 국내)	9.44	7.85	5.6051	0.0000***
2005년 이후 (해외 vs 국내)	6.38	5.95	1.6288	0.1059

부동산 간접투자자산운용법 실시 이후, 국내투자자가 투자의 주체로 부상한 2005년을 기준으로 Cap Rate 분석한 결과는 다음과 같다.

국내투자자와 해외투자자의 Cap Rate 평균의 차이는 2005년 이전에 유의한 차이가 있었으며 2005년 이후 국내간접투자기관들이 경쟁에 참여한 이후로는 국내투자자와 해외투자자간의 Cap Rate 평균은 차이가 많이 줄어들어 국적 간 투자자의 차이는 유의하지 않았다.

투자자특성과 Cap Rate간의 유의성 분석결과는 첫째, 해외투자자의 경우 중,장기 투자자와 단기투자자간의 Cap Rate 평균에 유의한 차이가 있어 투자자의 투자 전략이 Cap Rate에 영향을 미치는 것으로 판단되며, 국내투자자의 경우, 국민연금과 농협과 같은 장기투자자의 투자만 기타 투자자들과 유의한 차이를 보이고 있음을 알 수 있다. 국내투자자와 해외투자자간의 Cap Rate 차이는 2005년을 기점으로 차이가 줄어들어 유의하지 않았다. 이는 부동산투자회사법, 간접투자자산운용법과 같은 정책이 국내자본의 규모를 성장시키고 자산관리능력을 향상시키는데 일조하여 국내투자자의 경쟁력제고에 영향을 미친 것으로 보인다.



## 2. 매입구조에 따른 Cap Rate 분석

### 1) 자료 분석

1998년 2Q부터 2010년 2Q까지 서울 오피스 빌딩매매사례를 통해 매입구조의 사용빈도 수를 분석하였다.

2005년 이전까지는 해외투자자의 ABS구조가 활발하게 이루어졌으며, 현물출자는 서울과 이앤스센터, 강남파이낸스센터 등의 초대형 Prime 급 빌딩의 매입구조로 이용되었으나 2007년 이후 사용된 사례가 없었다. 국내투자자의 REITs를 통한 투자도 2002년부터 지속적으로 이루어져 왔으며 2005년 이후부터 REF를 이용한 투자가 급증하였다.

매입구조에 따른 Cap Rate 차이 분석에서도 투자시점의 변화에 의한 Cap Rate의 영향을 최소화하기 위해 연도별 각 매입구조의 평균 데이터를 사용하고, 연도별 결측치가 많은 구조는 분석 모형에서 제외시켰다.

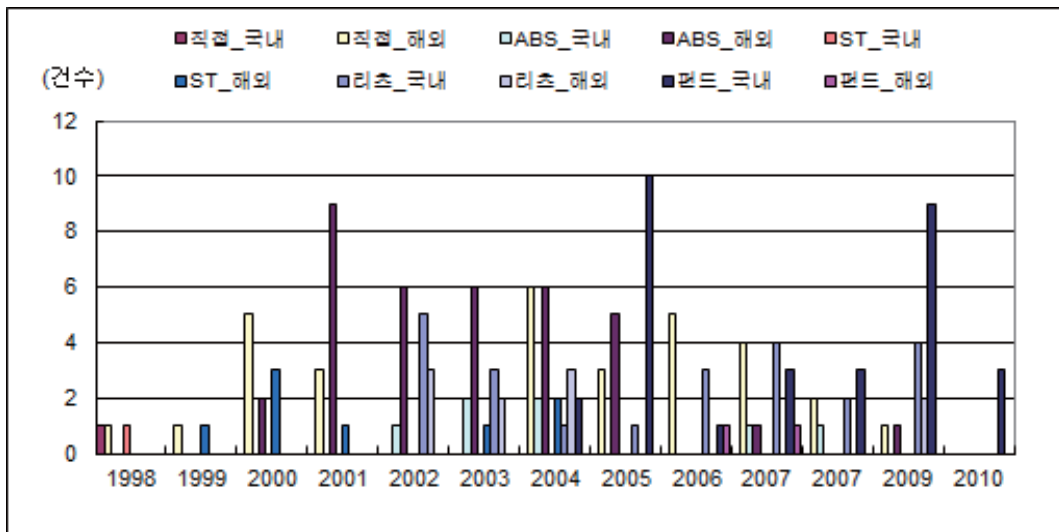
〈표 12〉 매입구조에 따른 빈도 수

연도	직접	ABS	ST	REITs	REF	합계
1998	4	0	0	0	0	4
1999	4	0	1	0	0	5
2000	11	2	3	0	0	16
2001	7	9	1	0	0	17
2002	16	7	0	8	0	31
2003	11	8	1	5	0	25
2004	16	8	2	4	2	32
2005	13	5	0	1	10	29
2006	11	0	1	3	2	17
2007	15	2	0	4	4	25
2008	16	1	0	2	3	22
2009	15	1	0	6	9	31
2010	2	0	0	0	3	5
합계	141	43	9	33	33	259

### 2) 매입구조에 따른 Cap Rate 분석

매입구조는 일반매입, ABS, 현물출자를 포함한 Share Transaction(지분거래방식), REITs, REF로 구분하였다. 투자시점으로 인한 Cap Rate

〈그림 3〉 매입구조에 따른 빈도 수 연도별



의 차이를 가급적 최소화 하기위해 관측치의 분포가 비교적 빠짐없이 분포된 일반매입구조와 ABS의 Cap Rate를 대상으로 회귀분석하였으며 그 결과는 다음과 같다.

〈표 13〉 일반매입과 ABS구조 Cap Rate 차이-일반매입구조 기준

모형	비표준화계수		t	유의확률
	B	표준오차		
상수	6.910	0.171	40.417	0.000
ABS	1.621	0.346	4.685	0.000***

일반매입구조를 기준더미변수로 ABS구조와 비교하였을 때 Cap Rate는 1% 유의수준에서 차이가 있었으며 ABS구조가 일반매입구조 보다 Cap Rate이 1.6% 높은 것으로 나타나 ABS 구조 사용 시 Cap Rate 상승효과가 있는 것으로 보인다.

간접투자자산운용업법이 제정되고, 취, 등록세가 50% 감면으로 축소된 2004년을 기준으로 분석한 결과는 <표 14>, <표 15>와 같다.

2004년 이전의 분석 시 결측치가 비교적 적은 일반매입, ABS, 현물출자를 비교하였으며 결과는 현물출자 > ABS > 일반매입 순으로 이는 조세상의 혜택과 동일하다.

〈표 14〉 매입구조별 Cap Rate 차이-2004년 이전-일반매입구조 기준

모형	비표준화계수		t	유의확률
	B	표준오차		
상수	8.356	0.252	33.113	0.000
ABS	1.192	0.440	2.71	0.008***
현물출자	1.432	0.791	1.81	0.074*

〈표 15〉 매입구조별 Cap Rate 차이-2004년 이후-일반매입구조 기준

모형	비표준화계수		t	유의확률
	B	표준오차		
상수	6.151	0.141	43.644	0.000
ABS	0.822	0.350	2.348	0.02**
REITs	0.692	0.328	2.112	0.036**
REF	0.155	0.270	0.574	0.567

2004년 이후의 데이터에서 결측치가 많은 현물출자를 빼고 분석한 결과 Cap Rate 평균은 각각 ABS> REITs> REF> 일반매입의 순이었으며 이중 일반매입과 ABS, 일반매입과 REITs 간의 Cap Rate 의 차이가 유의한 것으로 나타났다. 취, 등록세 제제상의 혜택이 동일한 REITs 와 REF의 Cap Rate의 차이는 유의하지 않았다.

〈표 16〉 REF 와 REITs Cap Rate 차이 - 2004년 이후-REF구조 기준

모형	비표준화계수		t	유의확률
	B	표준오차		
상수	6.306	0.198	31.865	0.000
REITs	0.537	0.322	1.667	0.102

2004년 이전과 이후를 구분해서 비교해보면, 2004년의 세금감면 축소 정책으로 매입구조 간 평균의 차이가 축소되고 있음을 볼 수 있어 조세정책이 부동산 Cap Rate에 즉각적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 2004년 이후 거래 사례만을 분석한 결과는 REITs와 REF의 평균의 차이가 유의하지 않은 것으로 드러나 REITs나 REF 라는 Platform 의 차이보다 조세감면 효과가 Cap Rate에 미치는 영향이 더 큰 것을 알 수 있다.

## VII. 결론

Cap Rate는 부동산시장에 대한 중요한 지표이다. 투자자 특징과 매입구조가 Cap Rate에 미치는 영향을 살펴보는 일은 향후 한국시장에서 자산운용사들과 투자자들이 어떤 전략을 갖고 성장해야 할지, 조세효과에 따라 부동산 시장이 어떻게 달라질지를 이해하는데 도움이 될 것이다. 1998년 2Q부터 2010년 2Q 까지 12년간의 거래사례 자료로 실증분석한 결과는 다음과 같다.

투자자 특성분석 관련하여, 해외 투자자는 Blind Fund로 설정된 펀드가 많고, 투자자들도 오랜 투자경험을 통해 Portfolio전략과 투자전략을 구축하였으므로 비교적 뚜렷한 투자특성을 보이는 반면, 국내투자자는 국민연금과 농협, 일부 재단투자자와 같은 장기투자자들 외에는 투자자들 간에 뚜렷한 투자전략이 구별되지 않았다. 국내자산운용사들과 투자자들의 투자경험이 쌓이고, 신뢰관계가 구축되면 국내에서도 향후 자산운용 능력이 차별화, 전문화되어 투자대상이 확대되고 Blind Fund 조성을 통해 자산운용의 규모도 커질 것으로 판단된다. 국내오피스시장의 규모가 작은 것은 대규모 Blind Fund 조성에 걸림돌이 되는데, 이는 자산관리의 전문성 제고를 통해 오피스뿐만 아니라 투자대상을 확대하고 시장의 범위를 국내를 넘어서 해외시장까지 투자전략을 확대함으로써 해결할 수 있을 것이다.

투자자특성에 따른 실증분석결과는 중,장기 펀드와 단기투자펀드간의 Cap Rate 평균에 유의한 차이를 보여 투자특성의 차이가 매입당시의 Cap Rate에 영향을 미치는 것으로 분석

되었다. 국내펀드만을 대상으로 하였을 때 장기펀드와 중기펀드간의 Cap Rate 평균에 유의한 차이가 있어 국민연금과 농협과 같은 장기투자자가 기타 투자자들과 차별화 된 투자전략을 보이는 것으로 판단된다.

국적으로 분류했을 때 국내시장에서 간접투자가 활성화된 2005년 기준으로, 이전에는 해외투자자와 국내투자자간의 Cap Rate의 차이가 유의하였으나 이후에는 차이가 축소되어 유의하지 않았다. 이는 부동산투자회사법, 간접투자자산운용업법과 같은 정책이 국내자본의 규모를 성장시키고 자산관리 능력을 향상시키는데 영향을 미친 것으로 보인다.

매입구조 결정 시 중요한 고려사항은 소유권 행사문제와 매입구조를 이용한 절세효과를 들 수 있다.

Cap Rate가 실제 시장에서 초기년도 투자수익률로 광범위하게 사용되고 있음을 고려하여 매입구조에 의한 감면효과를 감안하여 Cap Rate을 산정할 경우, 어떤 영향을 미치는지를 분석하였다. 조세효과는 ABS> 현물출자> REITs, Fund> 일반매입 순이며 실제 거래사례의 Cap Rate 평균 분석에서도 ABS> 일반매입 간에 유의한 차이가 있었다.

2004년 이후 거래사례만을 분석한 결과는 REITs와 REF의 평균의 차이가 유의하지 않은 것으로 드러나 REITs 나 REF 라는 Platform의 차이보다 조세감면효과가 Cap Rate에 미치는 영향이 더 크다고 분석되었다.

이 연구는 다음과 같은 한계를 가진다. 첫째, Cap Rate는 첫해의 NOI를 매각가격으로 나눠서 구해지므로 다년간의 수익의 성과를 분석할 수 없고, 투자 시 자본차익을 반영하기가

어렵다. 특히 Opportunistic Fund 의 경우, 자본차익을 기대하는 투자를 하는데, Cap Rate를 주제로 다룬 본 연구에서는 이를 반영하기 어려웠다.

둘째, 서울의 오피스빌딩 거래는 자료의 축적기간이 짧고 거래가 빈번하게 이루어지지 않아 분석할 수 있는 데이터의 한계가 있다. 투자시점으로 인한 Cap Rate 차이가 분석결과에 영향을 미칠 것이 우려되어 연도별 평균 Cap Rate 자료를 사용하고, 특정시점을 기준으로 관측치가 없는 분류를 제외하였으나 데이터의 분포가 고르지 않아 평균의 의미가 희석되는 문제점이 있었다.

그러나 이러한 한계에도 불구하고, Cap Rate는 오피스 시장을 반영하고 예측하는 유용한 지표이며 시장에서 빈번하게 활용되는 투자지표라는 점에서 이에 대한 연구가 의미가 있다고 할 것이다. 특히, 투자자특성과 같은 투자행태가 Cap Rate의 평균에 유의한 차이를 발생시키는지 분석하는 일은 향후 부동산 정책의 변화가 오피스시장에 어떤 영향을 미칠지 또한, 한국 오피스 부동산시장이 성숙해짐에 따라 자산운용회사나 투자회사들이 어떤 전략으로 발전해 나갈 것인지를 예상할 수 있는 단초를 제공할 것이다.

논문접수일 : 2010년 11월 24일

심사완료일 : 2010년 12월 29일

## 참고문헌

1. 서후석·이동준 2007, “외국계 자본의 국내 대형 오피스빌딩의 매입방식에 관한 연구”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회
2. 손재영, “한국의 부동산금융” 2009(2판), 서울: 건국대학교출판부
3. 손재영·윤민선, 2007, “서울시 오피스 빌딩의 자본환원을 결정요인”, 국토계획 42(2), 대한국토·도시계획학회
4. 신승우·유선중, 2010, “서울오피스 보유기간에 관한 연구”, 부동산학연구, 16(1), 한국부동산분석학회
5. 이상경·이인철, 2005, “외국자본의 서울오피스빌딩 투자행태연구”, 국토계획, 40(5), 대한국토·도시계획학회
6. 이상경·이현석, 2005, “서울오피스시장의 자본환원과 조소득승수 추정에 관한 연구”, 국토계획 40(6), 대한국토·도시계획학회
7. 이수정·조주현, 2010 “벡터오차수정모형을 이용한 서울 오피스시장의 Cap Rate 결정요인분석” 부동산연구 20(2), 한국부동산연구원
8. 이준용·이현석, 2008 “외국자본의 서울오피스빌딩 투자에 대한 입지적 선호요인 연구” 국토계획 43(7), 대한국토·도시계획학회
9. 장영길, 2007, “자본환원율오피스자본환원율 결정구조에 관한 연구”, 건국대학교 석사학위논문
10. 장영길·이춘섭, 2010, “상업용부동산시장과 거시경제변수의 연관성에 관한 연구”, 부동산연구 20(1), 한국부동산학회
11. 조주현. 2004. 부동산학원론(2판). 서울: 건국대학교출판부

12. 채원, 2008, “외국계투자자의 오피스빌딩 투자활동에 관한 연구”, 건국대학교 석사 학위논문
13. Brueggeman, W.B. and Fisher, J. D. 2004. 부동산금융과투자. 서울:부연사
14. Chen, Jun, Susan Hudson-Wilson and Hans Nordby. (2004) “Real Estate pricing: spread & sensibilities: Why real estate pricing is rational”. Journal of Real Estate Portfolio Management, 10(1):1-11
15. Evans, R. D. (Fall 1990) “A Transfer Function Analysis of Real Estate Capitalization Rates,” Journal of Real Estate Research 5(3), 371-379.
16. Liang, Youguo. (Jan. 2005) “The Complex interaction between real estate cap rates and interest rates”, in Philip Conner (ed.), Real Estate Finance.
17. Sivitanidou, R. and Sivtanides, P. (1999) “Office Capitalization Rates: Real Estate and Capital Market Influences,” Journal of Real Estate Finance and Economics, 18(3). 297-322.
18. Savills Korea (각호), Office Market Report.