

# 정보비대칭 관점에서 서울 오피스 시장의 월세미납리스크에 관한 연구

## A Study on The Risk on the Non-payment of Monthly Rent of Seoul Office Market in the Framework of Asymmetric Information

김성남, 최영상, 고성수  
건국대학교 부동산학과

Sung-Nam Kim(sungnamk@gmail.com), Young-Sang Choi(goimul9@naver.com),  
Sung-Soo Koh(sskoh@konkuk.ac.kr)

### 요약

현재까지 서울 오피스 시장의 경우 관례적으로 고정된 보증금/월세 비율로 인해 보증금에 대한 이론적인 분석의 여지가 없었다. 하지만 본 연구는 글로벌 스탠다드인 점유비용의 개념을 도입하여 오피스 임대시장의 월세 미납 리스크에 대한 분석을 시도한다. 또한 정보비대칭 상황에서 보증금의 수준이 임차인의 역선택 문제를 해소하는 수단으로 사용될 수 있다는 Benjamin, Lusht, and Shilling(1998)의 견해에 따라 본 연구는 정보비대칭 상황인 서울 오피스 시장을 대상으로 보증금과 월세의 수준이 어떻게 정보비대칭 문제를 해결하는지 검증하고자 한다. 실증분석 결과 오피스 임대인들은 월세 미납 리스크를 헤지하기 위해 약 9%의 리스크 프리미엄을 점유비용에 부과하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 오피스 임대시장에서 보증금 및 월 임대료의 운용수익률을 산정할 때, 임차인이 가지는 월세 미납 리스크의 반영 수준을 추정할 수 있게 한다.

■ 중심어 : | 정보비대칭 | 월세미납리스크 | 점유비용 | 역선택 |

### Abstract

Benjamin, Lusht, and Shilling(1998) suggested that the level of deposit can be used as a tool to resolve the problem of adverse selection by the leaseholder under the circumstance of information asymmetry. In this respect, this research aims to verify how the level of deposit and monthly rent mitigate the problem of information asymmetry existing in the office market in Seoul. So far, the analysis of the office market in Seoul has been difficult due to the fixed rate of deposit and monthly rent. This research attempts to adopt the concept of occupancy cost, a global standard indicator that would replace the default risk of monthly payment for analyzing the market. As a result of a series of empirical analysis, the lessors tend to add about 9 percent of risk premium to the occupancy cost to hedge against the default risk of monthly payment. It allows for estimating at what extent one should reflect the leaseholder's default risk of monthly payment for operating deposit and monthly rent in the office building lease market

■ keyword : | Asymmetric Information | The Risk on the Non-payment of Monthly Rent | Net Occupancy Costs | Adverse Selection |

## I. 서론

서울 오피스 임대차시장의 환경은 지속적으로 변화하고 있다. 1997년 말 외환위기와 2008년 글로벌 금융 위기를 겪으면서 대외개방 및 기업구조조정에 관해 시장이 요구하는 수준이 점진적으로 높아졌으며, 간접투자자산운용법(2004)<sup>1</sup>의 개정을 통해 투자수요가 증가하면서 오피스 투자시장 및 임대시장에 대한 정보의 수요도 비약적으로 높아졌다. 이에 따라 서울 오피스 시장을 중심으로 여러 유형의 연구들이 진행되었다. 하지만 대부분의 오피스 시장에 관한 선행연구들은 임대료를 중심으로 한 투자수익률이나 입지조건 등에 대한 분석이 주를 이루었다.

그에 반해 오피스 임대시장에서 월임대료와 함께 오피스시장의 여러 상황을 반영하는 보증금에 관한 연구는 많이 진행되지 않았다. 국내주택시장의 경우 전세제 도라는 독특한 구조로 인해 주택보증금의 성격에 관해 진행된 해외의 연구를 적용하여 다양한 연구성과들이 축적되어 왔다. 하지만 국내 오피스시장의 임대방식은 보증부월세가 주를 이루어 왔고, 이러한 보증금과 월세의 비율이 10/1의 고정된 비율을 보여왔다. 특히 대형 오피스 빌딩을 중심으로 이러한 비율은 고착화되어 있으며, 이로 인해 그동안 주택시장을 중심으로 진행되어 온 보증금의 성격을 규명하는 연구의 적용이 어려웠다. 그러나 최근 문홍식 외(2011)의 연구에서 공간사용에 대한 임차인의 총비용이자 실질적인 월세로 추정이 가능한 점유비용이란 개념을 사용하여 서울오피스 시장에 대한 분석이 시도되면서[1], 보증금에 관해 국내외에서 진행된 연구성과들을 바탕으로 한 오피스 보증금에 대한 이론적 분석이 가능해졌다[2].

보증금과 관련하여 국내의 연구들은 주로 주택시장을 중심으로 진행되었다. 국내 주택시장의 경우 전세제도의 존재로 인해 전세금을 보증금의 한 종류로 보고, 보증금이 임대인의 자본이득을 극대화하기 위한 수단으로 활용된다고 분석하였다. 하지만 이러한 레버리지 관점에서 규명된 보증금의 성격을 오피스 시장에 그대로 적용하기에는 무리가 따른다. 오피스 시장은 주택

시장과 달리 고정적인 월세 수입 또한 중요한 지표일 뿐 아니라 이를 통한 임대수익의 극대화를 추구하기 때문이다. 따라서 오피스 임대수익률은 보증금과 실질적인 공간사용비용인 점유비용이 어떻게 조합되느냐에 따라 다양하게 분석이 가능하다. 이러한 임대계약구조에 따른 분석은 오피스 임대인이 투자하는 관점에 따라 다양하고 유용한 정보를 제공한다.

또한 서울 오피스 임대시장의 경우 주택 임대시장과는 달리 정보비대칭 관점에서의 분석이 필요하다. 주택 임대시장과는 달리 임차인과 임대인 상호간의 정보획득이 어려운 비효율적인 시장이다. 그러므로 임대인은 임차인이 공간을 어떻게 사용할지에 대한 기록이나 정보의 획득이 어려운 상황에 놓이게 된다. 그리고 이런 상황은 임차인의 역선택(adverse selection)현상을 증가시키게 된다.

역선택 현상이란 비대칭정보하에서 불량한 임차인이 우수한 임차인에게 양호한 임차인과 동일한 임대계약 조건을 제시하여 이익을 추구하는 것을 의미한다. 이러한 역선택은 임대인이 임차인의 재무적 신용도나 금융 정보에 따른 차별화된 임대료를 받기 어려우므로 시장의 실패를 유발할 가능성이 높다. 정보비대칭 상황에서 임대인은 보증금을 임대인과 임차인간의 역선택을 방지하는 일종의 수단으로 활용할 것으로 보인다. 또한 이러한 역선택을 방지하는 헤지(Hedge)과정에서 월세와 보증금의 계약구조를 통해 월세에 리스크 프리 미업을 부과해 월세 미납리스크를 해결할 가능성이 높다. 상가시장의 경우 이러한 현상이 일반적으로 존재하고 있음이 실증적으로 증명되었다[3].

하지만 대부분의 임차인이 개인사업자이거나 소규모 법인인 상가시장과는 달리 오피스 시장의 임차인은 대형 법인이나 중견기업 이상의 기업이 대부분을 차지하고 있다. 따라서 임차인의 매출규모나 자금운용의 건전함, 금융 신용도 등이 상가시장에 비해 비교적 양호할 것으로 예상된다. 이로 인해 오피스 시장의 월세 미납 리스크는 상가시장의 월세 미납 리스크와는 다른 성격을 가질 것으로 예상되나, 오피스 시장은 순수월세를 기준으로 보증금/월세 비율이 10/1의 고정된 형태가 대부분을 차지해 이론적 분석의 여지가 매우 적었다.

1 2001년 REITs법 및 현행 자본시장과 금융투자업에 관한 법률이 흡수통합됨

따라서 본 연구는 실질적인 월세의 성격을 가지고 있는 점유비용의 개념<sup>2</sup>을 적용하여 오피스 빌딩의 보증금이 임대인과 임차인간의 정보비대칭 문제에 대한 해결 수단으로써 어떻게 작용하는지에 대해 실증적으로 분석해 보고자 한다. 점유비용을 활용하여 월세 미납 리스크를 추정하고 이를 통한 정보비대칭 관점에서 오피스 보증금에 대한 실증적인 분석을 시도하는 본 연구는 흥미로운 결과가 도출될 것으로 예상된다.

## II. 이론적 분석 및 선행연구

### 1. 이론적 분석

정보비대칭 상황과 완전정보상황 하에서 임대인과 임차인간 임대료 수준에 대한 이론적인 모형은 Benjamin, Lusht, and Shilling(1998)에 의해 정립되었다[4]. 본 연구에서는 이와 같은 이론적인 모형을 바탕으로 임대공간을 임차인이 어떻게 활용하는지를 월세 미납위험으로 해석하여 정리하고자 한다. 오피스 시장의 경우 임차인이 공간을 점유 및 활용할 때 임대인이 우려하는 리스크를 고려할 가능성은 사실상 매우 낮은 것으로 보인다. 따라서 본 연구에서는 임대인이 가장 즉각적으로 체감하는 점유비용 미납리스크를 월세 미납리스크와 같은 맥락에서 정보비대칭의 요인으로 가정하였음을 밝힌다. Benjamin, Lusht, and Shilling(1998)이 정립한 이론적 개념의 기본가정은 다음과 같다.

#### 1.1 기본가정

월세 미납리스크에 대한 임차인의 유형을 두 가지로 가정한다. 임차인의 유형을 월세 미납리스크가 낮은 임차인(type-l)와 월세 미납리스크가 높은 임차인(type-h)로 구분하며, 이러한 임차인 유형에 대해 임대인은 별도의 비용을 지출하지 않는 이상 파악이 불가능하다고 가정한다.

임대계약 기간 중에 월세( $r, r \geq 0$ )는 고정되어 있으며,

2 글로벌 부동산회사인 DTZ의 정의(DTZ Research, 2009)이며, 국제적으로 통용되는 개념으로서 회사마다 오피스 등급 등의 세부적인 내용은 조금씩 다름

월세 외의 모든 비용은 임차인이 부담한다고 가정한다. 임대계약 시점에서 보증금( $d, d \geq 0$ )은 임대인에게 지불되고, 임대종료 시점에 임차인에게 반환된다. 두 유형의 임차인은 소득을  $y$ 로 가정하고, 임차인의 예산제약식은  $y - r - d \geq 0$ 로 가정한다. 또한 임차인은 유형에 관계없이 보증금에 필요한 자금을 조달하기 위한 금융차입은 없으며, 각 임차인은 현금흐름에 대한 동일한 효용함수  $V(\cdot)$ 를 가정한다.

또한 시간선호도(time preference)에 대한 가정도 각 임차인마다 같으며, 임차유형이  $m(m=h, l)$ 인 경우 임차인의 효용함수는 식 (1)과 같이 나타난다(시간선호율 :  $\delta, 0 < \delta < 1$ ).

$$V(-d) + V(y-r) + \delta V(y-r) + \dots + \delta^{n-1} V(y-r) + \delta V(1-p_m) V(d) \tag{1}$$

유동성에 제약이 있으므로( $y-r-d \geq 0$ ) 식(1)을 극대화하면, 임차유형( $h, l$ )의 월세( $r$ )와 보증금( $d$ ) 한계대체율(MRS : Marginal rate of Substitution)이 식(2), 식(3)과 같이 나타난다.

$$MRS_h = \left[ \frac{\delta^{-1} - 1}{\delta^{-n-1} - \delta^{-1}} \right] \frac{V'(-d)(\delta^{-n} - (1-p_h))}{V'(y-r)} \tag{2}$$

$$MRS_l = \left[ \frac{\delta^{-1} - 1}{\delta^{-n-1} - \delta^{-1}} \right] \frac{V'(-d)(\delta^{-n} - (1-p_l))}{V'(y-r)} \tag{3}$$

식(2)와 식(3)은  $p_h > p_l$  이므로  $MRS_h$  가  $MRS_l$  보다 크고, 임차인의 무차별 곡선이 월세( $r$ )와 보증금( $d$ )의 그래프와 오목한(concave) 관계를 보이며, 원점에 근접할수록 효용함수는 증가한다. 또한 위험중립적(risk neutral)으로 가정한 임대인의 기대수익( $\pi$ )은 식(4)와 같다.

$$\pi = (r - \delta c) + (\delta r - \delta^2 c) + \dots + (\delta^{n-1} r - \delta^n c) - p_m \delta^n (\Phi_m - d) \quad (4)$$

c : 임대인의 자본에 대한 기회비용  
 $\Phi_m$  : 월세 미납 금액

경쟁적 시장에서 활동하는 모든 임대인을 가정하면, 시장의 균형은 기대수익( $\pi$ )이 0인 지점에서 이루어지므로, 임차유형 m의 무수익 직선(zero-profit locus)은 식(5)와 같으며, 무수익 직선상에 존재하는 월세(r) 및 보증금(d)의 조합은 임대인의 기대수익이 0이 됨을 의미한다.

$$r = \delta c + p_m \left[ \frac{\delta^{-1} - 1}{\delta^{-n-1} - \delta^{-1}} \right] (\Phi_m - d) \quad (5)$$

또한 여기서 무수익 직선의 기울기는  $-p_m[\delta^{-1} - 1][\delta^{-n} - \delta^{-1}]$ 이며,  $p_h > p_l$  임으로 type h의 무수익 직선에 대한 기울기는 type l의 무수익 직선보다 크다.

유동성이 제약된 것으로 가정한 임차인을 고려할때, 이 모형에서의 공급과 수요의 균형은 type h의 무차별 곡선과 type l의 무수익 직선의 교차점 그리고 type l의

무차별 곡선과 type h의 무수익 직선의 교차점에서 각각 형성된다. 이와 같은 균형점은 식(2), 식(3), 식(5)의 기울기가 같을 경우 성립된다.

$$\frac{V'(-d)(\delta^{-n} - (1 - p_m))}{V'(y - r)} = p_m \quad (6)$$

$$m = h, l$$

### 1.2 완전정보 상황에서의 임대료(보증금 및 월세의 조합)

[그림 1] 에서 type h의 무차별곡선과 type h의 무수익 직선의 접점은 A이며, type l의 무차별 곡선과 type l의 무수익 직선의 접점은 B이다. 이는 완전정보 상황에서 각 임차유형이 특정형태의 임대계약을 선호하는 것을 의미한다. type h는 A 임대계약을( $r_A, d_A$ ) type l은 B 임대계약을 체결하며 type h는 B 임대계약을 선호하더라도 완전정보 상황 하에서는 이론적으로 계약체결이 이루어질 수 없다.

### 1.3 정보비대칭 상황에서의 임대료(보증금 및 월세의 조합)

정보비대칭 상황하의 임대인은 임차유형의 리스크

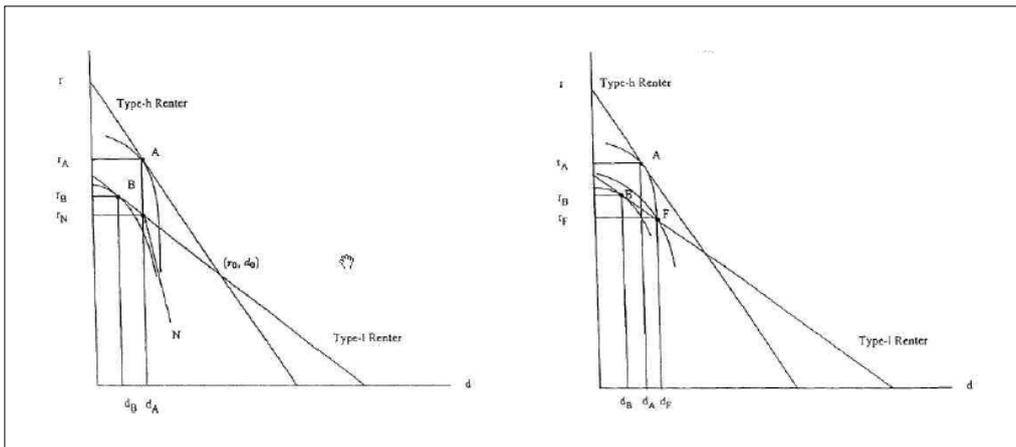


그림 1. 완전정보 상황의 임대료 결정(左) 및 정보비대칭 상황의 임대료 결정(右)[4]

상태를 구분할 수 없다. type h의 임차인이 B 임대계약 ( $r_B, d_B$ )을 체결할 가능성이 있으며, 이러한 계약은 임대인에게 임대손실을 발생시킨다. 그러므로 임대인은 이러한 형태의 임차유형을 파악할 수 없는 정보비대칭 상황에서의 손해를 헤지하기 위해 [그림 1]에서 보듯이 두 임차유형의 중간점인 F 임대계약( $r_F, d_F$ )을 체결할 것이다. 또한 type l은 F점(낮은 월세, 높은 보증금)과 B점의 효용을 비교하여 월세 미납리스크가 낮은 임차인의 정보를 임대인에게 제공하기 위해 F 임대계약을 체결할 것이다. 그러나 이러한 가정하에서 type l은 임차유형의 구분이 불가능한 임대인의 상황으로 인한 손실을 부담하므로 일부 type l은 임대차를 통한 공간 사용보다 소유를 통한 공간 사용을 선택할 가능성이 높아진다. 따라서 임대에 대한 선호가 큰 type l만이 임대인에게 월세 미납 리스크가 낮다는 정보의 전달을 위해 F점의 계약을 선택하며, type h의 임차인은 낮은 보증금의 A점을 선택한다.

위의 모형에서 살펴본 바와 같이 보증금의 규모는 임차인의 재무상태를 포함한 임차정보를 전달하는 주요한 신호로 기능할 수 있다. 따라서 임차유형간의 월세 미납리스크에 따라 임차인이 선호하는 월세 및 보증금의 조합이 차별적으로 존재하는 현상이 임대차 시장에 나타난다. 즉, 이러한 이론적 가정은 결국 임대차 기간의 종료 시 증가되는 보증금의 기회비용은 임대료 미납리스크의 헤지 비용이 반영되어야 함을 시사한다.

## 2. 선행연구

기존 오피스의 월임대료에 관한 연구들은 입지요인과의 관계를 분석한 논문들이 주를 이루었다.

손재영·김경환(2001)은 서울 오피스 시장의 임대료에 대해 횡단면 분석을 시도하였다. 또한 개별 빌딩별로 전월세 전환율을 적용하여 월 실효임대료를 추정하였으며, 연구결과 오피스 소유주체는 임대료에 영향이 없는 것으로 나타났으나 당시 상업용 부동산의 경우 소유주체의 특성이 다양하게 나타나기 전임을 감안할 때 본 연구의 오피스 소유주체 요인 분석을 시도할 만한 가치가 있을 것으로 보인다[5].

손진수·김병욱(2002)은 헤도닉 모형(Hedonic Price Model)을 통해 서울시 오피스 임대시장의 매물을 분석하여 임대계약 형태의 특성을 분류하였으며, 이를 바탕으로 오피스의 전세, 전월세, 보증부 월세의 3가지 계약 방식을 고려한 지수개발에 관한 연구를 진행하였다[6]. 김관영·김찬교(2005)는 서울 오피스 시장의 패널자료를 활용하여 오피스의 주요권역을 3개 하위시장으로 구분하여 분석하였으며, 이를 통해 수요 및 공급, 시장 규모 관점에서의 임대료 결정요인을 연구하였다[7]. 물리적 특성에 관해 이병일(2007)은 공간의 구성에 관한 특성을[8], 김재운(2007)은 랜드마크적 특성이 오피스 임대료에 미치는 영향을 분석하였다[9]. 또한 본 연구의 주요개념인 점유비용에 관한 최초의 연구인 문홍식 외(2011)는 점유비용의 결정요인을 각각 입지특성, 규모특성, 상품서비스 특성으로 구분하여 점유비용에 미치는 영향을 실증 분석 하였으며, 강남구, 중구, 영등포구의 3개 하위권역 또한 따로 실증분석하여 기존의 월 임대료와는 차별적인 분석을 시도하여 흥미로운 결과를 얻었다.<sup>3</sup>

정보비대칭 상황과 관련한 국내의 연구들을 살펴보면 먼저 고성수(1996)의 연구에서 은행과 기업 사이에 비대칭적 정보가 존재하면 은행은 차입자가 신용평판의 상승을 유인하기 위해 담보를 이용할 수 있다고 분석하였다. 이론적 모형에서 도출되어진 결과를 보면 기업과 은행 간의 정보가 비대칭적으로 존재할 경우 은행대출이 담보조건과 감시의 위임을 동반하므로 자금시장을 통한 직접금융보다 효과적이라는 주장을 지지한다는 것을 밝혔다[8].<sup>4</sup> 또한 레버리지 효과 추구의 관점에서 임대계약 구조의 해석을 시도하는 연구들이 이창무 외(2002)의 연구를 시작으로 여러 방향에서 진행되어졌다[10].

임재만(2009)은 아파트 시장자료를 이용하여 위험중

3 문홍식외(2011)의 연구에서는 불변(不變)하는 주요특성인 규모 및 입지 특성 외에도 임대인과 임차인의 협약에 의해 가변(可變)할 수 있는 상품서비스적 특성이 점유비용에 미치는 영향을 분석한 점이 차별적이다.

4 고성수(1996)은 은행대출시장에서 은행과 기업 간에 정보비대칭 상황이 존재하는 경우 담보물량이 이러한 문제를 완화시킨다는 견해를 보이고 있는데, 이는 부동산시장에서 임대인과 임차인이 보증금을 매개로 정보비대칭 문제를 해결할 수 있다는 논리와 유사한 이론적 구조를 가지고 있다.

립지분소득률 균형조건을 가정하고 실제 임대시장의 보증금 운용수익률과 전세비용이 위험중립 균형조건 이상으로 나타나는것은 임차인에 대한 리스크 프리미엄이 반영된 결과라고 해석하였다. 따라서 전세나 보증부월세를 순수월세로 전환하는 월세전환율의 사용시 수익과 위험이 상충되는 문제점이 생긴다고 보았다[11].

상가시장과 관련하여 이영호·고성수(2012)는 상가의 보증금이 레버리지 추구나 운용수익 추구 이외에도 다른 임대 매커니즘이 작용한다고 보고, 정보비대칭의 관점에서 상가 보증금의 성격을 규명하였다. 연구결과 상가 보증금은 월세 미납위험이 있는 임차인에게 18.8%의 할증된 월세 프리미엄을 부과하는 것으로 나타나 상가 임대시장에서 보증금의 운용수익률을 산정할 때 임차인의 월세 미납을 고려한 리스크 프리미엄을 반영해야 한다고 분석하였다.

정보비대칭상황 하에서 거래자들간의 실증적인 분석들은 주로 외국에서 진행되어져 왔다. 이는 보증부월세의 임대계약형태가 표준적으로 자리잡은 외국의 임대 시장이 정보비대칭 상황하에서의 임대계약구조에 대한 연구에 접근이 더 수월하기 때문으로 보여진다.

Miceli(1989)는 주택시장이 불완전 정보로 이루어졌다고 보고 이로 인한 역선택 문제에 대해 연구하였다. 역선택 문제가 존재하는 상황하에서 주택거래시 거래 당사자들이 이 임차와 소유를 결정하는데 필요한 이론적 모형을 정립하였다. 역선택 문제가 부재할 시에는 주택의 거래자들이 임차를 선택하고, 역선택 문제가 발생할 경우에는 소유를 선택한다고 분석하였다. 이는 임대공간의 활용정도에 따라 활용도가 높을수록 임대를 선택하고, 활용도가 낮을수록 소유를 선호하는 것을 의미한다[13].

Benjamin et al(1988)은 정보비대칭의 관점에서 소규모 보증금이 임대계약형태의 임차인에게 높은 월세를 부담시킨다고 보았다. 이러한 형태의 높은 월세는 일종의 패널티의 성격을 가지는데, 이는 금융시장에서 신용도가 낮은 차입자에게 전가하는 높은 대출이자율의 성격과 그 궤를 같이한다고 보았다.

정보비대칭의 관점에서 이러한 패널티적 성격의 높은 임대료는 임대인과 임차인 사이에 정보비대칭으로

인한 도덕적 해이에 대한 헤지 수단으로 사용될 수 있다고 해석하였는데 이러한 해석은 미국 워싱턴주의 아파트 단지 임대사레 자료로 보증금과 월세의 관계를 실증한 결과를 토대로 한다.

또한 Benjamin et al(1994)는 임대인과 임차인간의 계약 시 정보비대칭 상황에서 MM의 무관련이론이 성립하지 않는다는 것으로 분석하였다. 그리고 이러한 문제점을 해결하기 위해서는 임대시장에서 임차인의 역선택 문제를 해결하기 위한 임대계약조건들이 다양하고 세분화된다고 해석하였다[14].

Mooradian and Yang(2002)는 임대인과 임차인 계약 유형을 완전경쟁시장과 독점시장 하에서 어떻게 선택하는지에 대한 이론적인 모형을 분석하였다. 완전경쟁 시장 하에서는 임대인이 임차인의 공간활용도를 정보비대칭으로 인해 파악이 불가능하다고 보고 임대공간 활용도가 높은 임차인은 Gross lease를 선택하고 낮은 활용도를 보유한 임차인은 Net lease를 선택한다고 분석하였다. 또한 임대인이 독점시장 하에서는 자신의 유리한 이점을 사용하여 Gross lease에 더 높은 수준의 임대료를 부과하여 이를 부담할 수 있을 것으로 보았다. 이를 통해 대형 쇼핑센터 내에 있는 소수의 임차인만이 Gross lease를 선택할 센터와 같은 활용도 높은 부동산 임대 계약 형태가 Gross lease를, 농업용 산업용 부지 등과 같은 활용도 낮은 계약형태는 Net lease를 선택하는 현상을 설명할 수 있다고 보았다[15].

Benjamin and Chinloy(2004)는 상가 임대계약조건에 임대료 비율에 관한 조항이 없는 경우 임대인이 임차인이 가진 디폴트 리스크를 감소시키는데 보증금을 이용한다는 것을 분석하였다. 이론적 옵션모형을 통해 기준 임대료 및 보증금 비율임대료에 관한 관계를 분석함으로써 상가 임대료와 보증금간의 성격을 해석하였다[16].

### III. 분석모형 및 분석자료

#### 1. 가설 및 모형설정

오피스 임대시장에서 정보비대칭하의 보증금의 성격과 월세 미납 리스크를 규명하기 위해 다음과 같은 가

설을 설정한 후 가설의 검증을 위해 모형식을 정립하였다. Benjamin et al(1998)의 경우 정보비대칭 문제를 완화하는 역할로써 보증금의 성격을 분석하기 위해 Hedonic 모형을 이용한 월 임대료 분석모형을 설정하였다.

본 연구에서도 기존 연구의 모형식을 응용하였으며, 미납 리스크와 관련한 보증금의 성격을 실증하기 위한 월세 미납 리스크 변수를 설정하였다.<sup>5</sup> 그에 따른 가설과 모형은 다음과 같다.

가설) 정보비대칭상황에서 점유비용의 결정에 월세 미납 리스크가 영향을 미친다. (월세 미납리스크가 존재할 때 할증된 리스크 프리미엄이 점유비용에 부과될 것이다.)

Model :

$$N_i = a_0 + P_i + B_i + C_i + L_i + R_i$$

$N_i$ : 점유비용     $a_0$ : 상수  
 $P_i$ : 입지적 특성     $B_i$ : 물리적 특성  
 $C_i$ : 계약적 특성     $L_i$ : 임대인 특성  
 $R_i$ : 미납 리스크

본 연구에서 설정된 모형의 경우 점유비용에 미치는 요인을 크게 5가지로 구분하였다. 첫째는 오피스 빌딩이 가지는 지리적, 입지적인 특성의 변수들을 고려한 입지적 특성이며, 두번째는 건물자체가 가지는 특성인 물리적 특성, 세번째는 임차인과 임대인간 계약 시 주요하게 고려되는 변수를 고려한 계약적 특성, 그리고 네 번째는 임대인의 성격에 따른 분류인 임대인 특성 변수가 그것이다.

마지막으로 정보비대칭 상황에서 점유비용의 결정에 보증금이 가지는 성격을 규명하기 위해 월세 미납 리스크의 대응치인 점유비용 미납 리스크 변수를 설정하였다. 본 연구에서는 임대인과 임차인의 계약 시 점유비

용의 미납 리스크가 존재할 만큼 보증금의 수준이 낮을 때 이를 헤지하기 위한 점유비용에 할증된 프리미엄이 발생하는지에 대한 실증적 검증을 하고자 한다.

## 2. 자료 및 변수의 정의

본 연구는 점유비용이 종속변수인 모형의 특성상 2012년 4분기의 10,000 sqm(약3,000평) 이상 오피스 빌딩<sup>7</sup>에 대한 263개의 데이터를 추출하였다. 대부분의 데이터는 중구, 영등포구, 강남구의 3개 권역 오피스 밀집 지역을 중심으로 불완전하거나 누락된 데이터를 제외하고, 보증부월세를 중심으로 250개의 오피스 데이터를 추출하였다.

종속변수인 점유비용은 월 임대료와 관리비 그리고 보증금의 운용수익률을 보증금에 적용한 후 전용율로 나눈 문홍식외(2102)의 연구를 참고하여 선정하였으며, 임대계약구조에 영향을 직간접적으로 미치는 입지적 특성은 도심, 영등포, 강남 권역을 더미변수로 설정하였다. 대중교통과의 접근성 또한 오피스 임대차 계약 시 유의한 영향을 미칠 것으로 예상하여 오피스 빌딩에서 지하철역까지의 도보 소요시간을 교통요건변수로 입지적 특성에 포함시켰다. 그리고 입지적 요인 중의 하나인 공시지가는 2012년을 기준으로 한 대지 공시지가로 구성하였다.

또한, 직접적으로 계약에 연관된 물리적 특성은 최막중·방제익(2002)<sup>8</sup> 연구를 참고하여 지하 및 지상을 합한 건물층층수 변수, 오피스 빌딩의 건물연령, 그리고 오피스의 건물 연면적으로 선정하였다[17]. 건물연령은 종속변수에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상되며, 연면적 또한 증가할수록 보증금 선호현상이 커질 것으로 추정되므로 양(+)의 영향이 예상된다. 임대계약관계에 영향을 미치는 계약관련 특성은 임차인의 효용을 보여

5 Benjamin, Lusht, and Shilling(1998)는 보증금이 월 임대료에 비해 미미한 수준을 가질 경우 Low Security Deposit 더미변수(낮은 보증금 수준 = 1)를 사용하였다. 그러나 이와 같은 더미변수 구분의 근거는 명확히 제시되지 않았다. 따라서 본 연구는 이영호·고성수(2012)의 연구를 참고하여 임대인과 임차인간의 정보비대칭 문제를 완화하는 수단인 보증금의 대응 변수로 월세 미납리스크를 선정하였다.

6 데이터특성에 따라 규모가 작아 왜곡되거나 정확하지 않을 가능성이 높은 C등급 미만 오피스를 배제하였다.

7 오피스 등급을 나누는 기준은 나라나 부동산 회사별로 다르나 국내에서는 서브윌이나 한화 63시티 등 일부 부동산서비스회사들은 하위 40%를 C등급으로 구분함. 본 연구에서는 연면적을 기준으로 1만 sqm(3,000평) 미만인 오피스를 C등급으로 구분하여 분석 대상에서 제외하였다.

8 건물연령 및 연면적이 입지적 요인으로써 오피스 전월세전환율의 결정에 영향을 미친다고 분석하였다.

표 1. 변수 설명

구분	변수명	설명(단위)	예상부호
종속변수	점유비용	NOC (Net Occupancy Cost) <sup>9,10</sup>	
독립변수			
입지적 특성	도심권역	- 중구 권역 더미(기준더미)	(?)
	영등포권역	- 영등포구 권역 더미	(?)
	강남권역	- 강남구권역 더미	(?)
	공시지가	2012년 기준 대지 공시지가 (백만원/m <sup>2</sup> )	+
물리적 특성	교통여건	지하철역까지 거리 (분)	-
	건물총층수	총층수 = 지상층수+지하층수	-
	건물연령	기준시점 - 건축경과년수	-
임대계약 특성	건물연면적	연면적/1000 (1000sqm)	+
	임차인 효용	건축구조 더미 <sup>11</sup>	+
임대 소유주체 특성	엘리베이터 대수	빌딩별 엘리베이터의 개수	(?)
	대기업소유	- 대기업 소유자특성더미	(?)
	공공기관소유	- 정부, 지자체, 공기업, 협회 소유자특성더미	(?)
	외국계 소유	- 전문투자자, 외국계투자자소유자특성더미	(?)
임대 미납리스크	중소·개인소유	- 중소기업 및 개인소유자특성더미(기준더미)	(?)
	보/점-평균계약기간	보증금/점유비용 배율 - 평균계약기간 > 0 = 0 보증금/점유비용 배율 - 평균계약기간 < 0 = 1	+

주는 건축구조 더미 변수 및 수직적 이동의 편리성으로 보여주는 엘리베이터 대수로 선정하였다. 건축구조 더미변수는 콘크리트 구조 및 철근 콘크리트 구조의 차이가 미치는 영향을 검증하기 위한 변수로써, 철근 콘크리트 구조(SRC)의 건물이 콘크리트 구조(RC)에 비해 임대계약시 교섭에 의해 임차인의 사용공간 확장이나 활용공간의 확보가 상대적으로 용이하므로 계약적 특성으로 선정하였으며, 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 엘리베이터 대수 또한 임차인이 오피스빌딩의 이용 시 수직적 이동 등 편의성을 대표할 수 있는 변수 중 하나로 추정되어 변수로 편입시켰다.

임대인 특성 변수는 오피스 빌딩을 소유한 주체들의 특성이 어떻게 점유비용에 영향을 검증하기 위해 대기업 및 공공기관, 외국계 기업과 중소기업 및 개인소유로 나누어 설정하였다. 이는 각각의 소유자 특성이 요구하는 투자수익률의 수준, 보증금의 수준등에 대해 입장에 따른 관점의 차이가 예상되기 때문이다.

점유비용 미납리스크는 국토해양부(2012)의 수익형

부동산 임대차자료를 바탕으로 권역별 평균 계약기간<sup>12</sup>을 보증금/점유비용의 변수에서 차감한 후 나타나는 양상에 따라 더미변수로 처리하였다.<sup>13</sup>

점유비용을 실질적인 공간사용에 대한 총 비용이란 측면에서 평균 계약기간이 보증금/점유비용의 배율보다 클 경우 값이 (-) 값을 가지며 이는 임차인이 점유비용 미납 시 보증금으로 미납분을 납부할 수 없는 것을 나타낸다. 이에 따라 본 연구는 점유비용 미납리스크에 대해 (-)값을 가지는 경우 즉, 보증금/점유비용 배율이 평균계약기간보다 작을 경우는 1, 이와 반대로 보증금/점유비용 배율이 평균계약기간보다 클 경우에는 0으로 더미변수를 설정하였으며, 이는 각각 점유비용 미납리스크의 유무를 나타낸다. 또한 이영호·고성수(2012)의 연구에서 밝힌 바와 같이 점유비용 미납리스크 더미변수는 점유비용에 양(+)의 리스크 프리미엄을 더할 것으로 예상하였다. 이는 실증 분석의 결과가 예상과 일치할 경우 임대인은 임차인에게 점유비용 미납에 대한 정

9 NOC(점유비용) = [월 임대료+월 관리비+보증금\*무위험수익률(3%)/12]/전용면적

10 점유비용에 사용한 무위험 수익률은 오피스의 평균 임대차기간이 2년인 점을 감안하여 1년 만기 국고채와 3년 만기 국고채의 3년간(2011~2013)의 평균수익률[(3.06%+3.18%)/2=3.12%]을 산정한 3%를 적용함

11 RC(Reinforced Concrete) = 0 / SRC(Steel-Reinforced Concrete) = 1

12 국토해양부(2012)에서 발표한 4분기 오피스의 평균계약기간은 도심권역 18.4개월, 영등포권역 20.6개월, 강남권역 20.1개월로 나타났다.

13 이창무·이상영·안건혁(2003)은 아파트 보증부월세 임대시장에서 월세 미납에 대한 리스크 프리미엄이 보증금과 월세의 조합에 영향을 미친다고 보았으며, 이러한 가설을 검증하기 위해 보증금이 일반적인 임대계약기간(2년)의 월세총액보다 적은 경우를 월세미납리스크로 간주하는 더미변수(보증금-24\*월세<0인 경우 1, 보증금-24\*월세≥0인 경우0)을 도입하였다[18].

보비대칭 문제를 보증금을 활용하여 해소하고 있다는 근거로 해석이 가능할 것으로 보인다.

#### IV. 실증분석

##### 1. 기초통계량

[표 2]는 종속변수 및 설명변수의 기초통계량이다. 우선 종속변수인 점유비용은 평균이 50,738원으로 나타났으며, 최소값은 24,219 원, 최대값은 90,271원으로 나타났다. 입지적 특성의 각각 도심권역은 59개, 영등포권역은 69개, 강남권역은 122개의 비중을 보이고 있다. 교통여권관련 변수인 지하철역까지의 평균 도보 소요시간은 약 18분이었으며 공시지가의 경우 평균이 m<sup>2</sup>당 6백만원으로 나타났으며 5백만원에서 5천만원까지의 분포를 보였다.

건물 총층수는 9층이상 56층 이하로 평균은 21.9층으로 나타났으며, 건물연령의 평균은 평균 19.21년으로 최소값은 0.33년, 최대값은 51년으로 가장 최근에 준공된 건물부터 매우 노후한 건물까지 전체적으로 망라되어 있는 것을 볼 수 있다. 건물연면적의 크기는 평균 31.24천 m<sup>2</sup>로 나타났다. 임차인의 계약적 공간효용을 보여주는 건축구조 더미는 SRC 구조가 약 110개로 절반 조금

이 안되는 비중을 가지는 것으로 나타났으며 오피스 빌딩별 평균 엘리베이터 대수는 5.66대로 나타났다. 임대 소유 특성의 종류는 중소·개인소유, 대기업소유, 외국계기업소유, 공공기관소유 순으로 나타났으며, 점유비용 미납 리스크는 평균은 0.88로 나타나 보증금/점유비용 배율이 평균계약기간보다 작은 오피스 빌딩이 대부분임을 보여주고 있다.

##### 2. 실증분석

헤도닉 점유비용 결정모형은 선형 모형을 적용하였다. 각각 선형 모형과 준로그 모형, 그리고 역준로그 모형 및 전로그 모형으로 회귀분석을 실시하여 모형을 선정하였으며, 헤도닉 점유비용 결정모형 4개중 수정된 R<sup>2</sup>는 역준로그 모형이 0.583으로 가장 낮았으며, 선형 모형이 0.607로 가장 높게 나타났다. 모형의 설명력에 대한 각각의 차이가 크게 유의미한 차이를 보여주지 않았다. 따라서 본 연구는 비교적 직관적으로 가설의 검증이 가능하고, 설명이 좀 더 용이한 선형 모형을 사용하여 연구를 진행하였다.

분석결과는 [표 3]과 같으며, 각각의 특성별로 세부적인 특성 간에 유의미한 영향을 보여준 변수가 섞여있는 것을 확인할 수 있다. 또한 모형의 수정된 R<sup>2</sup> 값은 0.607로 나타났으며 분산팽창지수(VIF)모두 10이하로 나타

표 2. 변수별 기초통계량

구분	변수명	개수(n)	최소값	최대값	평균	표준편차
종속변수	점유비용	250	24219.66	90271.96	50738.70	13729.26
독립변수						
입지적 특성	도심권역	59	0	1	0.27	0.46
	영등포권역	69	0	1	0.24	0.43
	강남권역	122	0	1	0.49	0.50
	공시지가	250	5.031	50.711	6.18	3.44
	교통여건	250	1.000	20.000	18.23	9.61
물리적 특성	건물총층수	250	9.000	56.000	21.89	7.16
	건물연령	250	0.333	51.000	19.21	9.43
	건물연면적	250	9.930	212.615	31.24	27.58
계약적 특성	임차인 효용	250	0	1	0.44	0.50
	엘리베이터 대수	250	1	33	5.66	4.59
임대 소유 주체 특성	대기업소유	250	0	1	0.28	0.45
	공공기관소유	250	0	1	0.49	0.50
	외국계 소유	250	0	1	0.11	0.32
	중소·개인소유	250	0	1	0.12	0.33
임대 미납리스크		250	0	1	0.88	0.33

표 3. 회귀분석 결과

변수		$\beta$	t값	VIF
유의확률상수항		42519.64***	11.04	
입지적 특성	영등포권역	-6051.79***	-3.41	1.92
	강남권역	-881.20	-0.56	2.08
	공시지가	277.42***	3.60	1.84
	교통여건	-357.83**	-2.14	1.11
물리적 특성	건물총층수	230.64	1.58	3.68
	건물연령	-458.60***	-6.37	1.55
	건물연면적	17.43	0.39	5.04
계약적 특성	임차인 효용	2048.80	1.60	1.36
	엘리베이터 대수	465.54*	1.80	4.73
임대 소유주체 특성	대기업소유	6695.31***	4.70	1.37
	공공기관소유	900.66	0.45	1.33
	외국계 소유	8620.10***	4.34	1.40
임대 미납리스크		4475.32**	2.44	1.20
R <sup>2</sup>			.627	
Adjusted R <sup>2</sup>			.607	
F-Value			30.564	
F값의 유의확률			0.000	

\*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%,5%,10% 유의수준에서 유의함을 표시함

나 다중공선성이 없는 것으로 나타났다.

예상했던 것과는 다르게 입지적 특성 중에서는 강남 권역이 유의미한 결과가 나타나지 않았고, 물리적 특성 중에서는 건물 총 층수와 건물 연 면적이 통계적으로 유의미한 결과를 보여주지 못했다. 또한 임대 소유주체 특성 중에서 공공기관 소유의 건물이 점유비용에 영향이 없음을 보여주고 있다.

먼저 입지특성을 살펴보면, 기저변수인 중구를 기준으로 영등포구가 점유비용에 음(-)의 영향을 보이는 것으로 나타났으며, 강남구는 유의하지는 않았지만 중구에 비해 상대적으로 음(-)의 영향을 보이는 것으로 나타났는데, 이는 중구오피스 시장이 전통적으로 가지고 있는 도심지라는 특성으로 인해 보증금 수준이 가장 높기 때문으로 보인다.

입지적 특성변수중 공시지가 변수는 예상대로 점유비용과 양(+)의 관계를 보였으며, 오피스의 교통편의성을 보여주는 지하철역까지의 도보소요시간은 예상한대로 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 임대료 및 점유비용 관련 선행연구에서 살펴본 것과 같이 입지적 특성이 점유비용에 유의한 영향을 미치는 것으로 해석이 가능하다. 물리적 특성관련 변수는 세부변수 중 건물연령 변수만이 유의미한 결과를 보여주고 있으

며, 건물 총 층수 및 건물연면적의 경우 기존의 연구와는 달리 유의하지 않은 것으로 나타났다. 건물연령은 예상한 것과 같이 점유비용에 음(-)의 영향을 미치고 있다. 이는 건물 연령이 건축물의 유지보수와 관련한 관리비의 지출증가에 영향을 미치는 것을 의미한다. 관리비가 임대료의 일부 비율로 책정되는 국내 임대료 계약구조의 특성상 관리비 지출과 더불어 건물의 노후로 인한 임대경쟁력이 떨어지고 이에 따라 임대료 자체가 하락하기 때문인 것으로 해석된다.

임대인과 임차인간의 계약에 영향을 미치는 세부적 변수들로 구성된 계약적 특성 중 임차인 효용을 나타내는 건축구조는 통계적으로 유의미한 결과가 없는 것으로 나타났다. 하지만 엘리베이터 대수의 경우 양(+)의 영향을 미치는 것을 볼 수 있는데 이는 엘리베이터의 대수가 임차인들을 비롯한 오피스 빌딩 사용자들의 편의성을 추정할 수 있는 변수로써 작용함과 동시에 관리비와 관련하여 조금 더 높은 관리비 및 임대료의 책정을 유인하는 요소인 것으로 해석이 가능하다.

임대소유자 특성의 경우 중소기업 및 개인소유자 오피스 빌딩을 중심으로 대기업 소유와 외국계소유 오피스가 강한 양(+)의 영향을 점유비용에 미치고 있는 것을 보여주고 있는데 이는 소유자 주체에 따라 차별화된

부동산 자산관리와 임차인서비스로 인해 공간사용에 따른 실질적 비용의 부과 수준이 다른것을 보여주고 있다. 즉, 대기업 및 외국계 투자자가 소유한 오피스의 경우 임차인에게 공공기관이나 개인보다 전문화된 자산관리 서비스를 통해 공간에 대해 안정되고 효율적인 이용을 제공하기 때문에 임대인과 임차인간 계약과정에서 임차인들이 점유비용에 있어서 보다 높은 수준의 부담을 수용하는 것으로 추정된다.

하위권역과 관련하여 세 지역을 위시한 하위시장별로 소유주체에 따른 흥미로운 결과를 살펴볼 수 있을 것으로 예상되었으나 대부분의 미납리스크를 미보유한 오피스가 강남에 집중적으로 분포하여<sup>14</sup> 본 연구의 주목적인 점유비용 미납리스크 가설의 검증에 적용하기에는 무리가 있어 전체 구역을 중심으로 분석하였다.

점유비용 미납리스크 변수의 경우 점유비용과 강한 양(+)의 관계를 보이는것으로 나타났다. 월세 미납리스크를 보유한 오피스 빌딩의 경우 제곱미터 당 약 4500원의 점유비용을 추가적으로 부담하는 것으로 나타났으며, 이는 평균 점유비용을 기준으로 약 9%의 리스크 프리미엄이 부과되는 것<sup>15</sup>으로 해석할 수 있다.

## V. 결론

본 연구는 그동안 관례적으로 고정된 보증금/임대료 계약구조로 인해 분석의 여지가 없었던 오피스 보증금 및 월세 미납 리스크에 대해 분석을 시도하였다. 우리나라 오피스 시장의 경우 관리비가 임대료와 연계되어 책정되는 Gross Lease의 형태가 대부분이므로 월 임대료를 기반으로 한 분석에는 한계가 있었다. 하지만 점유비용이라는 개념이 도입되면서 분석의 여지가 생겼는데, 이는 점유비용이 월 임대료를 포함 배타적 공간 사용에 대한 실질적인 총 월세를 의미하고 있기 때문이다. 따라서 이러한 점유비용이라는 새로운 개념의 도입

을 통해 그간 지지부진했던 오피스 보증금과 관련한 일련의 연구가 가능해 졌다. 특히 본 연구는 정보 비대칭 상황에서 임대인이 임차인의 신용 위험을 보증금을 통해 해소하는지에 대해 최초로 실증했다는 것에 그 기여점이 있다. 또한 오피스 임대시장의 고정된 보증금/월세 배율로 인해 임대 미납리스크 가설로는 설명되지 않던 부분이 점유비용을 통해 월세 미납 리스크 변수를 추정함으로써 흥미로운 결과의 도출이 가능했다.

실증분석의 결과는 다음과 같다.

첫째, 임대인과 임차인의 교섭을 통해 책정되는 점유비용은 입지적 특성과 물리적 특성, 임대계약상의 특성 그리고 임대 소유 주체 특성이 고려되는 것으로 나타났다. 이는 기존의 임대료 결정요인에 관한 여러 연구들 및 점유비용 결정요인에 관한 선행연구들과 변수별로 비슷한 영향을 미치는 것으로 기본적인 결정요인들이 대략적으로 유사하게 점유비용에 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다.

둘째, 임대인이 정보 비대칭상황 하에서 보증금을 통해 월세 미납리스크를 해소함으로써 임차인의 신용정보에 대한 접근 가능성의 불리함을 해결하는 것으로 나타났다. 실증분석결과 약 9%의 리스크 프리미엄을 점유비용에 부과하는 것으로 나타났으며, 이는 임대인이 월세 미납 리스크를 점유비용이라는 실질적인 공간사용 비용을 통해 헤지하기 위해 보증금을 활용한다는 본 연구의 가설을 지지한다고 볼 수 있다.

본 연구의 결과는 실증적으로 임대인이 보증금의 운용수익을 설정할 때 임차인이 월세를 비롯한 점유비용을 미납하는 경우를 대비한 리스크 프리미엄이 고려되어야 한다는 것으로 보여준다. 국내 오피스 임대시장의 경우 그동안 임대료에 관례적으로 연계되어진 관리비와 보증금 수준으로 인해 보다 효율적이고 합리적인 보증금의 운용수익을 책정방식에 대한 해석의 여지가 없었다고 볼 수 있다. 하지만 본 연구에서 살펴본 바와 같이 사실상의 공간사용비용으로써의 글로벌 스탠다드가 실현적인 월세로 볼 수 있는 점유비용을 이용하면 주택 보증금과 관련된 선행연구들의 여러가지 성과들을 적용할 수 있었다. 이를 통해 보증부월세가 계약형태의 대부분을 차지하는 오피스 임대시장에서 임대인

14 본 연구의 대형 오피스 빌딩 자료에 따르면 점유비용 미납리스크를 미보유한 총 32개의 오피스 빌딩 대부분이 강남에 분포하고 있는 것으로 나타났다.(강남 26, 도심 3, 영등포 3)

15 이는 금융기관이 금융신용도가 열악한 차입자에게 대출을 실행할 때 낮은 담보가치를 제시하는 차입자에게 위험회피 측면에서 높은 수준의 이자율을 부과하는 논리와 유사하게 볼 수 있다.

이 레버리지 효과 추구뿐 아니라 운용수익을 추구하는 과정에서도 정보비대칭상황으로 인한 위험을 반영한 리스크 프리미엄을 고려함을 밝혔으며, 이러한 연구성과를 응용하면 이전 보다 안정적인 운용수익 및 투자수익률의 디자인이 가능할 것으로 보인다.

하지만 데이터의 몇 가지 한계로 인한 본 연구의 개선점은 다음과 같다. 첫째, 자료의 한계 상 서울 전체 오피스 임대시장만 분석이 가능하였다. 본 연구의 자료는 대형 오피스 빌딩을 중심으로 집계되었으므로 미납 리스크와 관련하여 통계적으로 유의한 숫자의 빌딩 대부분이 강남지역에 밀집되어 있다는 문제를 가지고 있다. 이에 따라 보다 흥미로운 분석이 가능할 것으로 보이는 하위시장의 분석이 불가능 하였다. 둘째, 횡단면 자료를 기반으로 한 회귀분석의 특성상 시계열자료와 관련한 이론적 가설의 제시가 어려웠다. 향후 오피스 임대차시장에 대한 시계열 자료가 지속적으로 축적된다면 더욱 정교한 가설을 바탕으로 한 실증분석이 가능할 것이다. 셋째 정보비대칭 상황에서 중요한 요인 중의 하나인 임대인 및 임차인의 대출현황 등의 세부적인 자료가 부족하여 금융적 측면 및 신용측면의 분석이 어려웠다. 앞으로 임대주체 및 임차인에 대한 금융, 신용적 측면의 구체적이고 세분화된 자료의 집계가 가능하면 주택시장에서 연구된 다양한 연구들의 성과를 오피스 시장에 적용하여 보다 심층적인 연구가 가능할 것으로 예상된다. 따라서 향후 진행될 오피스 월세 미납리스크를 비롯한 리스크 프리미엄과 관련하여 보다 진보된 연구의 진행을 기대하기 위해서는 본 연구의 한계점을 보완한 자료의 집계 및 구축이 필요할 것으로 보인다.

#### 참 고 문 헌

- [1] 문홍식, 최영상, 도한영, 허창근, “오피스 점 유비용 결정특성에 대한 실증분석”, 국토연구, 제68권, pp.155-169, 2011.
- [2] 김성남, 고성수, “오피스시장의 점유비용-보증금 계약구조에 관한 연구”, 부동산도시연구, 제7권, 제2호, pp.79-97, 2014.
- [3] 이영호, 고성수, “정보비대칭 관점에서 상가 보증금의 성격에 관한 연구”, 부동산연구, 제22권, 제2호, pp.123-147, 2012.
- [4] J. D. Benjamin, K. M. Lusht, and J. D. Shilling, “What do Rental Contracts Reveal About Averse Selection and Moral Hazard in Rental Housing Markets?,” Real Estate Economics, Vol.26, No.2, pp.309-329, 1998.
- [5] 손재영, 김경환, “서울시 오피스 임대료의 횡단면 분석”, 대한국토계획학회지, 통권 110호, pp.279-295, 2000.
- [6] 손진수, 김병욱, “서울 오피스시장의 임대료지수 개발에 관한 연구”, 대한국토계획학회지, 제37권, 제4호, 통권122호, pp.109-122, 2002.
- [7] 김관영, 김찬교, “오피스빌딩 임대료 결정 요인에 관한 실증연구”, 부동산학연구, 제12집, 제2호, pp.115-137, 1996.
- [8] 이병일, 오피스의 공간구성 특성이 임대료에 미치는 영향에 관한 연구, 건국대학교, 석사학위논문, 2007.
- [9] 김재윤, 랜드마크적 특성이 오피스 임대료에 미치는 영향에 관한 연구, 건국대학교, 석사학위논문, 2007.
- [10] 고성수, “은행대출시장내 담보의 역할”, 금융동향, 제10권, 제2호, pp.79-111, 1996.
- [11] 이창무, 정의철, 이현석, “보증부월세시장의 구조적 해석”, 대한국토계획학회지, 제37권, 제6호, 통권124호, pp.87-97, 2002.
- [12] 임재만, “아파트 임대차계약 당사자의 공동균형에 관한 연구 : 수도권을 중심으로”, 국토연구, 통권 제60권, pp.47-59, 2009.
- [13] T. J. Miceli, “Housing Rental Contracts and adverse selection with an Application to the Rent-Own Decision,” AREUEA Journal, Vol.17, No.4, pp.223-236, 1989.
- [14] J. D. Benjamin, C. de la Torre, and J. Musumeei, “Controlling the Incentive Problems

in Real Estate Leasing,” Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol.10, No.2, pp.177-191, 1994.

[15] R. M. Mooradian and S. X. Yang, “Commercial Real Estate Leasing, Asymmetric Information, and Monopolistic Competition,” Real Estate Economics, Vol.30, No.2, pp.293-315, 2002.

[16] J. D. Benjamin and P. Chinloy, “The Structure of a Retail Lease,” The Journal of Real Estate Research, Vol.26, No.2, pp.223-236, 2004.

[17] 최막중, 방제익, “서울시 오피스 하위시장의 전월세환산률 차이에 관한 연구”, 대한국토계획학회지, 제37권, 제3호, 통권121호, pp.141-155, 2002.

[18] 이창무, 이상영, 안건혁, “아파트 보증부월세 특성에 대한 실증분석”, 대한국토계획학회지, 제38권, 제1호, 통권126호, pp.109-124, 2003.

최 영 상(Young-Sang Choi)

정회원



- 2009년 8월 : 한양대학교 경제학부(경제학사)
- 2013년 2월 : 건국대학교 대학원 부동산학과(부동산 석사)
- 2013년 3월 ~ 현재 : 건국대학교 대학원 부동산학과 박사과정

<관심분야> : 부동산금융, 부동산시장분석, 부동산 개발금융, 부동산정책

고 성 수(Sung-Soo Koh)

정회원



- 2001년 9월 ~ 현재 : 건국대학교 부동산학과 교수

<관심분야> : 부동산금융, 부동산개발, 부동산정책, 부동산관리경영

저 자 소 개

김 성 남(Sung-Nam Kim)

정회원



- 2013년 9월 ~ 현재 : 건국대학교 대학원 부동산학과 박사과정

<관심분야> : 부동산개발, 부동산관리, 부동산 금융, 자산관리