

전세 계약의 레버리지 가설과 운용소득 가설의 검정*

- 일반 및 재건축 아파트먼트와 오피스텔 하부시장에 대한 실증분석 -

Examination of the Leverage-effect Hypothesis and the Interest-seeking Hypothesis on Jeonse
- An Empirical Analysis of Jeonse Sub-markets in Office-tel and Apartment -

백 영 규 (Baek, Youngkyu)**

임 하 나 (Im, Hana)***

최 창 규 (Choi, Changgyu)****

< Abstract >

Jeonse is unique in the world, but universal in Korea. There are two different hypothesis that explain the reason why the system is existed, the interest-seeking hypothesis and leverage-effect hypothesis. The leverage-effect hypothesis by Lee et. al. (2002) has offered the new frame for interpreting the Korean housing rental market. Lee et. al. (2009) examined the two hypothesis by empirical analysis of a certain apartment market. They proved that the leverage-effect hypothesis is better to describe the jeonse system.

To overcome the limited empirical data by Lee. et. al. (2009) and to verify the leverage-effect hypothesis and the interest-seeking hypothesis, this study is conducted for three different sub-markets. The interest-seeking hypothesis and leverage-effect hypothesis are tested in eac sub-market. The same as the result as Lee. et. al. (2009) showed, the interest-seeking hypothesis did not show a meaningful result for any sub-market. The leverage-effect hypothesis has been insisted that it is applicable for the apartment market by Lee. et. al. (2009). However, it does not show a significant result in the office-tel market by this researc. It means that the leverage-effect hypothesis cannot explain the opportunity cost of jeonse deposit for itself. The hypothesis is not universal on the unique jeonse system.

주 제 어 : 전세, 운용소득 가설, 레버리지 가설, 오피스텔, 아파트먼트

key word : Jeonse, Interest-seeking Hypothesis, Leverage-effect-seeking Hypothesis, Office-tel, Apartment

* 본 연구는 주저자의 석사 논문에 기반을 하고 있으며, 2011년 부동산분석학회 추계학술대회에서 발표된 것을 수정 보완하여 발전시켰음.

** 한양대학교 도시대학원 석사, KT Estate 개발투자사업본부 대리, whiteyoungq@hanmail.net(주저자)

*** 한양대학교 도시대학원 박사수료, 서울연구원 도시공간연구실 연구원, hanaim84@naver.com(공동저자)

**** 한양대학교 도시대학원 부교수, cgchoi@hanyang.ac.kr(교신저자)

I. 서론

전세 제도는 그 시스템이 독특할 뿐만 아니라 우리나라 주택 임대시장의 상당부분을 점유하고 있는 계약 수단으로서 중요성이 강조되어 왔다. 2010년 전국 임차가구(795만 가구) 중 전세는 47.7%, 보증부월세는 39.6%에 이르고, 서울시 임차가구(350만 가구) 중 전세는 55.8%, 보증부월세는 37.9%를 차지하고 있다. 전세와 보증부월세가 임차가구 점유형태의 대부분을 차지하고 있음을 알 수 있다.

그러나 최근 주택 임대시장에서의 계약 형태는 보증부월세의 비중이 증가하고 있다. 일부 전문가들은 근래의 집값 상승폭 둔화, 주택 보급률 상승, 시장이자율과 전월세전환율의 차이 등으로 전세 보증금의 금융 기능과 레버리지 효과의 매력 떨어지면서 전세제도가 약화될 것이라는 의견을 가지고 있다 (강선구, 2011; 김규정 2010; 최성호 2010; 이상영, 2011; 차학봉, 2010 등).

또한 관련 학자들도 전세와 월세 시장으로 구성된 국내 주택임대시장이 어떠한 방향으로 갈 것인지에 대한 논의가 엇갈리고 있다. 일부에서는 얼마 있으면 전근대적인 임대차 계약인 전세가 사라질 것이라고 주장하나 (이창무 외, 2003), 임대인과 임차인 각자에게 효용이 큰 전세계약이 없어지지 않을 것이라는 주장 또한 있다 (최창규·지규현, 2008). Kim and Shin (2011)은 보증금이 가진 무이자 담보대출적인 성격의 장점에 주목하면서, 전세 계약의 지속성에 지지를 보이고 있다.

전세 제도가 비제도권 주택 금융의 역할을 수행했다는 이론에 대해서는 일반적인 합의가 이루어지고 있는 것으로 보인다. 하지만 전·월세 선

택에 있어서의 상호 무차별성에 대한 이해, 전세 보증금과 주택대출의 영향, 전세보증금의 단위 기회비용에 관한 논의 등 전세 관련 연구들 중 뚜렷한 합의점을 찾지 못하고 있는 논의가 존재한다는 것 또한 사실이다 (최창규·지규현, 2008).

본 연구에서는 전세보증금의 단위기회비용에 주목하였다. 전세보증금의 단위기회비용에 관한 논의는 임대인 입장에서 전세 제도의 계약 이유 등을 설명할 수 있다는 점과 아직까지 구체적인 합의점을 찾지 못한 다른 논의들과 결부해서 전세 관련 연구의 기초가 될 것이라 여겨진다.

전세보증금의 단위기회비용에 대해서는 운용소득 가설과 레버리지 가설이 존재하나 이를 체계적으로 구분하여 실증분석으로까지 연계한 연구는 이창무 외 (2009)가 유일하다. 이 연구에서는 보증금의 단위기회비용의 의미에 대해 아파트 시장을 대상으로 실증분석하여 운용소득 가설과 레버리지 가설에 대한 결과를 도출해 내었다. 그러나 강남구와 노원구에 한정하였으며, 재건축 아파트는 대상에서 제외하여 가설적용의 보편성을 확보하지 못한 한계를 가지고 있다.

가설에 대한 검증이 유용성을 갖기 위해서는 결과가 모든 하부시장에서 동일하게 적용되어야 한다. 따라서 본 연구는 이창무 외 (2009) 연구 가설의 유용성을 검증하기 위해 각 가설을 기존에 진행되어진 아파트 외에 오피스텔 하부시장까지 확대·적용하여, 각각 특성이 상이하게 나타나는 하부시장별 분석을 통해 전체 임대시장의 적용가능성을 확인하는데 목적이 있다.

이와 같은 목적을 위해 다음과 같은 단계로 연구를 진행하였다. 첫째, 전세 계약 시 발생하게 되는 전세보증금의 역할에 대한 분석을 진행하기 위하여 관련 학계에서 제시하고 있는 각 가설에

대해 정리하였다. 둘째, 하부시장별 가설 적용여부를 확인하기 위해 기존에 제시되어지고 있는 주택유형 중에서 임대차 계약에 직·간접적인 영향과 실증자료의 취득여부 등을 고려하여 아파트와 오피스텔을 선정하였다. 이 두 주거유형은 형태적으로 유사하나 전세와 보증부월세 선택에서 차이를 보인다. 오피스텔은 기존 연구들의 주요한 대상이 아니었으나 임대주택시장에서 주요한 유형이라는 특징을 갖는다. 가설들이 보편성을 확보하기 위해서는 모든 하부시장에서 그 타당성이 증명되어야 한다. 셋째, 강남구와 노원구에 한정되어졌던 지역 자료를 서울시 자치구 중 임차가구의 비중이 가장 높은 관악구를 포함하여 분석의 신뢰도를 높이고자 하였다.

시간적 범위는 자료의 취득 후 기대가격상승률의 대리변수 산출이 가능한 2005년 7월부터 2011년 5월까지 총 71개월의 자료를 사용하였다.

분석방법으로는 우선 기존 연구들을 통해 각 가설에서 제시하고 있는 구조식을 바탕으로 변수들을 도출해 내었다. 그리고 이를 통해 확인되어진 각 가설의 대표변수들을 패널 자료로 구축한 후 횡단면·시계열 회귀분석기법을 이용하여 실증 분석을 수행하였다.

II. 이론적 고찰 및 연구의 착안점

1. 전세보증금의 의미에 대한 가설

국내 임대시장에서 전세에 관련된 연구는 꾸준히 진행되어 왔다. 하지만 전세와 월세의 연결고리인 전월세전환율의 의미와 전·월세 선택 시 주택대출의 영향 등에 대한 합의점을 찾기에는

불분명한 부분이 많다. 이에 대한 논의를 구체화하고 적절한 합의를 이끌어 내기 위해서는 전세 계약 시 발생하는 전세보증금의 단위기회비용이 무엇인지에 대한 합의가 선결되어야 한다고 할 수 있다. 전세보증금의 단위기회비용과 관련해서 과거 연구들에서 제시하고 있는 가설은 운용소득 가설과 레버리지 가설 두 가지로 나누어서 볼 수 있다.

1) 운용소득 가설

운용소득 가설은 전월세전환율을 기반으로 한 레버리지 가설 이전에 전세 관련 연구들에서 암묵적으로 적용되어진 가설이다.

임대인은 전세계약 시 발생하는 전세보증금의 운용을 통해 운용수익을 올리게 되고, 그 운용수익이 임차인에게 받지 않는 임대수익을 대체한다고 인식하는 것이다 (이창무·이재우, 2008). 이러한 인식에 근거하여 운용수익을 산정하는 변환지표로써 시장이자율을 사용하는 방법이 일반적이었다 (이현석, 2001; 손재영, 2000).

또한 시장이자율 이외에도 ‘평균 주식투자수익률’ (김정호·이명재, 1998), ‘1년 만기 정기예금 금리’ (이중희·조상형, 1996), ‘채권(안전자산)의 이자율’ (김종일 외, 1998) 등 연구자들마다 서로 다른 변환 지표를 사용하여 전세보증금의 기회비용을 산정하고 있다.

이러한 접근방법은 전체 주택 임대시장을 관망하는데 있어서 일관된 지표를 사용한다는 점에서 해석상의 용이성을 확보할 수 있다. 하지만 이창무 외 (2002)는 실제 시장에서 관찰되는 전월세전환율과 시장이자율의 차이가 발생하게 됨으로써 차이만큼의 추가 운용수익이 언제나 보장되지 않는다는 점을 한계로 지적하고 있다.

2) 레버리지 가설

레버리지 가설은 임대인 스스로 전세보증금을 운용하여 수익을 확보한다는 운용소득 가설에서 벗어나 자신의 초기 투자금(주택 구입 자금)을 줄이고 임대 행위를 함으로써 그 수익률을 극대화할 수 있는 접근 방식이다 (박병식, 2002; 이창무 외, 2002). 임대인 입장에서 전세보증금의 기회비용인 임대인의 기대총수익률은 전월세전환율과 같은 의미를 가지게 된다. 임대인의 전·월세 선택에 따른 기타 위험을 제외하게 된다면 모든 전·월세에서 동일한 수익률이 발생하게 되어 전·월세 선택은 무차별하다고 주장하고 있다 (이창무 외, 2002).

이러한 접근방식은 기존의 운용소득 가설에서 한계점으로 지적되어졌던 시장이자율과 전월세전환율의 괴리를 설명할 수 있고, 나아가 전세와 월세의 연결고리를 제공하게 되었다. 또한 전세를 해석하는데 있어서 새로운 방법론을 제시하였다는 의의를 가지고 있다.

하지만 최창규·지규현 (2007)은 1990년대 말 이후 급격하게 성장한 주택금융시장 조건하에서 위 논의는 적용의 한계점이 있다는 것을 지적하였다. 그 한계점으로는 임대인이 전세보증금 이외의 차입금으로도 레버리지 효과를 기대할 수 있다는 점과 전세 계약의 반대급부에 있는 임차인의 축적 자산의 제약 여부를 고려하지 못하고 있다는 점을 들었다.

또한 주택금융의 조건에 따라 임대인은 전·월세 선택시 뚜렷한 수익률 차이를 보이고 있고, 이로 인해 임대인의 전·월세 선택은 무차별하지 않음을 보이고 있다 (최창규·지규현, 2008). 임재만 (2011)은 보증금 비중의 선택에 따라 투자수익률에 차이가 있음을 분석하였다.

이와 같이 레버리지 가설은 국내 전·월세시장의 작동기제에 해석을 제공하였으나, 가설의 기본인 전·월세 간 동일한 자기자본 기대수익률 유지에 대해서는 직접적인 증거를 제시하지 못한 한계가 있다 (이창무, 2012).

최근 이창무(2012) 연구에서는 기존 레버리지 가설의 한계를 보완하기 위해 레버리지 증가에 따른 위험프리미엄을 고려한 레버리지 가설을 도출하고, 실증분석을 통해 수정된 레버리지 가설에 따른 주택임대시장의 작동기제에 대한 해석이 비합리적이지 않음을 확인하였다.

2. 연구의 착안점과 차별성

레버리지 가설에 대해 구체적으로 제시한 이창무 외 (2002) 연구 이후 이를 기반으로 한 실증분석은 많은 연구가 진행되어져 왔고, 이들은 레버리지 가설과 유사한 기제가 작동하고 있음을 보여주고 있다 (이창무·이재우, 2005; 이창무 외, 2007). 그러나 위에 제시되어진 운용소득 가설과 레버리지 가설에 관하여 실제적으로 비교·검정을 진행한 연구는 거의 없었다.

하지만 최근 이창무 외 (2009) 연구에서 운용소득 가설과 레버리지 가설에 대하여 실증 자료를 바탕으로 한 분석이 최초로 진행되었다. 이들은 강남구와 노원구의 아파트를 공간적 범위로 설정하여 레버리지 가설이 보다 유용함을 실증하고, 시계열 모형을 바탕으로 각 가설의 실제 적용 가능성을 분석하였다.

분석 결과 전월세전환율을 결정하는데 있어서 운용소득 가설을 대표하는 변수인 시장이자율은 유의미하지 않은 결과 값을 가진 반면 레버리지 가설에 근거한 자본환원율(capitalization rate)과

기대가격상승률의 대리변수는 유의미한 값을 가지게 됨으로써 국내 임대시장을 해석할 시에는 운용소득 가설보다는 레버리지 가설에 입각한 해석이 필요하다고 주장하고 있다.

그러나 이들의 실증분석은 전세보증금의 기회비용에 관한 가설을 일부 지역의 일반 아파트만을 대상으로 하였다는 한계를 지닌다. 즉, 일부 아파트 시장을 대상으로 한 분석만으로는 가설의 보편성이 확보되었다고 할 수 없다. 우리나라 임대시장 전체를 관통하는 가설로의 보편성을 확보하기 위해서는 각기 다른 조건이 존재하는 각 하부시장별로 동일한 형태의 검정이 이루어져야 한다. 만일 다른 하부시장에서도 위와 같은 결과가 도출된다면 전체 임대시장을 이해하는데 있어서 레버리지 가설은 보편성을 확보할 수 있을 것이라 판단된다. 반면 조건이 상이한 하부시장에서 다른 결과가 도출된다면 하부시장별로 다른 변수가 개입될 여지가 있고 이는 레버리지 가설의 추가적인 보완의 필요성을 말할 수 있다고 생각되어진다.

본 연구는 이창무 외 (2009) 연구결과의 보편성을 확인하고자 일반 아파트 외에 전·월세 계약 형태가 동시에 존재하면서 각기 다른 조건이 작용하는 오피스텔을 대상으로 각 가설의 적용 여부를 검증하였다. 또한 이창무 외(2009) 연구 대상이었던 일반 아파트에 재건축 가능 아파트까지 추가하여 분석함으로써 가설의 일반화 가능성을 확인하고자 하였다.

아파트는 이창무 외 (2009)에서 연구 대상이 되었으며, 우리나라의 대표적인 주택 유형이다. 오피스텔은 아파트와 같이 전·월세가 공존하면서도 계약형태의 구성비가 아파트와는 상이하여 위논의를 비교·분석하기에 적절하다 판단되어진다.

또한 아파트 하부시장을 재건축이 가능한 아파트와 일반 아파트로 구분하여 재건축 여부가 각 가설 적용에 영향을 미치는지를 검증하고자 하였다. 기존 이창무 외 (2009)연구에서는 재건축이 가능한 아파트를 배제하였지만 본 연구에서는 재건축 가능 아파트를 대상에 포함함으로써 실증분석의 범주를 넓히고자 하였다.

3. 전월세 보증금에 대한 가설별 변수선정

실증분석에 앞서 각 가설의 변수를 도출해내기 위하여 가설에서 제시하고 있는 구조식을 확인할 필요가 있다.

운용소득 가설에 기반을 둔 임대인의 총투자비용은 차입금이나 보증금의 지원 없이 자기자본만으로 주택을 구입하게 된다. 수익적인 측면에서 임대인은 임대수익과 보증금의 운용수익 그리고 차후의 자본차익으로 자기자본에 대한 수익률을 이끌어 내게 된다. 각 수익의 비중은 임대인의 계약방식에 따라 달라지는데, 보증금이 없는 월세(이하 순수월세) 계약은 매달 발생하는 임대소득과 차후 발생하는 자본차익 두 가지로 구성되며, 보증금이 있는 월세(이하 보증부월세) 계약은 매달 발생하는 임대소득과 보증금에 대한 이자소득 그리고 자본차익으로 구성된다. 마지막으로 전세계약 시에는 매달 수령하게 되는 임대소득이 없는 대신 보증부월세 보증금보다 더 많은 전세보증금에 대한 운용수익과 자본차익으로 구성된다. 이에 따른 운용소득 가설의 자기자본기대수익률을 정리하면 식 (1)과 같다.

$$\frac{R+i \cdot D+a \cdot P}{P}=k \quad (1)$$

식 (1)에서 R은 연세(월세 X 12), i는 시장이자율, D는 보증금(전세계약 시 전세보증금), a는 기대가격상승률, P는 구입가격, 마지막으로 k는 임대인의 기대수익률을 나타내고 있다. 위 수식을 연세 R에 대하여 재구성하면 식 (2)와 같다.

$$R = -i \cdot D + (k - a) \cdot P \quad (2)$$

연세(R)는 보증금(D)으로 편미분을 진행하고, 보증금(D)의 증가에 따른 연세(R)의 감소를 알 수 있도록 좌항을 음의 부호로 정리하면 식 (3)과 같이 된다.

$$-\frac{\partial R}{\partial D} = i \quad (3)$$

식 (3)은 보증금이 증가함에 따른 연세의 감소량을 의미하며, 여기서 전월세전환율은 시장이자율과 같은 크기로 감소한다. 하지만 기존 운용소득 가설의 한계점으로 제시되었듯이 실제 시장에서 관측되는 전월세전환율은 시장이자율보다 언제나 높게 나타난다. 이러한 차이를 임대인 입장에서 운용소득 가설로 설명하면, 전세나 보증부월세 계약을 택한 임대인은 순수월세계약 시 얻게 되는 연세(R)와 동일한 수익을 이끌어 내기 위해서 시장이자율에 의한 수익과 더불어 보증금의 추가적인 운용수익을 이뤄야 한다.

그러나 이창무 외 (2002)연구에서 지적하였듯이 임대인이 보증금을 이용하여 언제나 추가적인 운용수익을 얻어야 한다는 것이 현실적으로 적용 가능한가에 대해서는 의문이 든다.

레버리지 가설은 보증금을 자신이 직접 투자하여 운용수익을 얻기보다는 주택구입시 초기 투

자비용인 자기자본을 줄이는 용도로 사용함으로써 기대수익률을 극대화 할 것이라는 가정에서 시작된다. 이를 식으로 표현하면 (4)와 같다.

$$\frac{R + a \cdot P}{P - D} = k \quad (4)$$

레버리지 가설에 의하면 임대인이 투자하는 자기자본은 보증금(D)에 의해 변하게 된다. 임대차 계약에 의한 수익구성 역시 변한다. 순수월세계약에서의 수익은 최대한의 임대소득과 자본차익으로 구성되나, 보증금을 받지 않음으로써 주택구입시 발생하는 초기 비용은 자신이 전부 부담하게 된다. 보증부월세 또한 임대소득과 자본차익으로 구성되는데 순수월세보다 적은 임대수익을 얻게 되지만 보증금을 받음으로써 자기자본에 대한 부담이 줄게 된다. 전세계약의 수익은 임대소득은 발생하지 않으므로 주택매매 시 발생하는 자본차익만으로 구성된다. 그러나 전세보증금을 받게 됨으로써 자기자본의 지출을 최대한으로 줄일 수 있게 된다.

이렇듯 계약 형태에 따라 보증금의 유무 또는 증감과 함께 수익금은 달라지지만 결과적으로 자기자본에 대한 기대수익률은 같기 때문에 임대인은 어느 계약을 선택하여도 무방하다는 추론을 이끌어낼 수 있게 된다.

식 (4)를 연세(R)로 정리하면 식 (5)와 같다.

$$R = -k \cdot D + (k - a) \cdot P \quad (5)$$

단위보증금에 대한 연세(R)의 감소율을 알기 위해 편미분을 한 후 좌항을 음의 부호로 정리하면 식 (6)과 같다.

$$-\frac{\partial R}{\partial D} = k \quad (6)$$

식 (6)은 보증금의 증가에 따른 월세의 감소비율인 전월세전환율이 임대인의 기대수익률(k)과 같게 됨을 설명하고 있다.

또한 기대수익률(k)의 결정기제를 파악하기 위해 식 (4)를 보증금이 관여하지 않는 순수월세 (R₀)의 수익구조로 변환하면 식 (7)과 같이 전개 된다.

$$\frac{R_0 + a \cdot P}{P} = \frac{R_0}{P} + a = k \quad (7)$$

식 (6)과 (7)을 정리하면 전월세전환율은 기대 수익률(k)과 같게 되고, 기대수익률(k)은 R₀/P와 기대가격상승률(a)로 구성된다. 여기서 R₀/P는 부동산의 가치(P는 주택구입가격) 대비 운용수익으로 자본환원율의 성격을 가진다. 레버리지 가설의 구조식을 바탕으로 결정기제를 도출하게 된다면, 전월세전환율은 자본환원율과 기대가격상승률로 설명이 가능하다. 이는 허부시장별로 다르게 관측되어지는 전월세전환율의 차이를 허부시장별 자본환원율과 기대가격상승률의 차이로 설명할 수 있다.

그러나 이는 최창규·지규현 (2007,2008)연구에서 지적하였듯이 주택금융의 개방으로 임대인 또한 차입금을 사용하여 레버리지 효과를 기대할 수 있다는 것을 설명하기에는 여전히 한계점을 가지고 있다.

또한 이창무 외 (2009)에서 제시되어진 레버리지 가설이 장기적인 일반균형조건 하에서 시장이자율의 영향을 인정하는 형태(이하 장기균형 조

건 가설)가 있다. 이는 주택시장과 자본시장 간에 장기적인 균형조건이 이루어지게 된다면 전월세전환율로 나타날 수 있는 기대수익률은 시장이자율에 투자 위험도를 감안한 수익률로 수렴해야 한다는 형태이다. 이를 구조식으로 표현하면 식 (8)과 같다.

$$-\frac{\partial R}{\partial D} = k \rightarrow i + i_r \quad (8)$$

식 (8)에서 전월세전환율은 기대수익률(k)과 같지만 장기적으로 전월세전환율은 시장이자율(i)과 투자위험도(ir)가 합해지는 값으로 변하게 된다는 것을 의미한다. 이러한 형태는 장기적인 균형조건이라는 점을 감안할 때 단기적으로 구축되어진 실증자료를 바탕으로 검정이 가능한지에 대해 의문이 든다. 하지만 이러한 형태를 전월세전환율을 설명하는 결정기제로써 하나의 가설로 인정하여 본 연구에서는 운용소득 가설과 레버리지 가설에 더해 검정을 실시하였다.

본 연구는 이창무 외 (2009)의 구조를 따르는 한편, 각 가설마다 다르게 제시되어지고 있는 보증금의 단위기회비용 즉, 전월세전환율을 구성하는 변수들을 도출하고 실증적으로 비교·검정을 진행하고자 한다.

III 연구 모형 설정 및 실증자료 수집

1. 연구 검증모형의 설정

분석하고자 하는 자료는 시간에 따라 변화를

일으킬 수 있는 패널 형태이다. 이에 맞는 시계열 횡단면을 고려한 회귀모형을 설정하며, 이는 이창무 외 (2009)와 같다. 횡단면·시계열을 고려한 기본 회귀모형(Time Series Cross Section Regression)은 식 (9)와 같다.

$$Y_{st} = \alpha_{st} + \beta_{st} X_{st} + u_{st} \quad (9)$$

아래첨자 s는 하부시장을, 아래첨자 t는 시간을 의미한다. 식 (9)에 따르면 종속변수 Y_{st} 는 일반선형회귀식 $\alpha_{st} + \beta_{st} \cdot X_{st}$ 와 오차항 u_{st} 로 구성되며, 하부시장과 시간의 차이에 따른 계수 값의 변화는 오차항 u_{st} 에 반영됨을 알 수 있다 (이성찬, 2004). 식 (9)를 각 가설별로 변수와 조합하여 나타내면, 식 (10), 식 (11), 식 (12)와 같다.

$$T_{st} = a + bI_t + u_{st} \quad (10)$$

식 (10)은 운용소득 가설에 기반을 두어 도출된 모형으로써 T_{st} 는 s하부시장의 t시점 전월세전환율, I_t 는 t시점의 시장이자율, u_{st} 는 오차항을 나타낸다.

$$T_{st} = a + bC_{st} + cG_{st} + u_{st} \quad (11)$$

식 (11)은 레버리지 가설에 근거한 모형이다. C_{st} 는 s하부시장의 t시점 자본환원율, G_{st} 는 s하부시장의 t시점 기대가격상승률을 나타낸다.

$$T_{st} = a + bC_{st} + cG_{st} + dI_t + u_{st} \quad (12)$$

식 (12)는 레버리지 가설을 기반으로 장기적인

균형조건이 이루어지게 된다면 성립되는 모형식이다. 기본적으로 레버리지 가설의 모형에 시장이자율을 포함한 식을 추정하게 된다.

본 자료는 시계열 자료간 자기상관 문제가 발생하여 이를 해결하고자 횡단면간 이분산성과 자기상관성 그리고 시계열간 1차 자기상관성을 가정하는 Parks모형을 기반으로 분석하였다 (Parks, 1967; 이성찬, 2004).

연구의 분석 프로그램은 SAS/ETS TSCSREG 프 로시저의 PARKS 옵션을 사용하였다.

2. 자료수집 및 변수 설정

본 연구에서는 운용소득 가설과 레버리지 가설의 유용성을 분석하고자 한다. 이에 추가적으로 레버리지 가설의 일반균형조건이 포함되는 모형을 하부시장별로 구분하여 각 가설의 적용가능성을 비교·검정하고자 한다.

주택유형에 따른 하부시장은 아파트와 오피스텔로 구분하였고, 재건축이 가능한 아파트와 재건축 연한이 안 된 일반 아파트를 추가적으로 비교·검정하였다.

이창무 외 (2009)연구의 대상이었던 강남구와 노원구 샘플에 서울시 자치구 중 임차가구 비중이 가장 높은 관악구 샘플을 추가하여 지역적 범위를 상대적으로 넓히고자 하였다. 기간은 2005년 7월부터 2011년 5월까지 71개월의 시계열 데이터를 분석하였다.

데이터 분석을 위해서 각 가설의 결정기제와 관련된 변수인 전월세전환율, 시장이자율, 자본환원율과 기대가격상승률의 자료를 구축하였으며, 이창무 외 (2009)에서 사용되어진 변수 산출 방법을 이용하였다. 전월세전환율과 자본환원율은

부동산114(주)의 보증부월세와 전세가격 자료를 이용하여 개별 계약건의 전월세전환율을 계산한 후 허부시장별로 평균값을 사용하였다.

자본환원율을 산출해내기 위해 순수월세에 관한 데이터 구축이 필요하나 조사항목에 포함되어 있지 않은 관계로 조사되어진 자료 중 보증부월세 계약을 순수월세화(전환월세)¹⁾하여 사용하였으며, 전월세전환율과 같이 허부시장별 평균값 계산을 사용하였다.

기대가격상승률은 실제 시장에서 관측되지 않는 변수이다. 자본이득 기대에 대한 가설들 중

본 연구에서는 조사되어진 자료를 바탕으로 변수화가 가능한 적응적 기대가설(손재영, 2000)에 의거하여 과거 변동률을 대리변수로 사용하였다.

임대차 계약은 보통 2년 단위로 계약이 이루어지는 점을 고려하여 과거 2년간 매매가격 상승률을 선택하였다. 기대가격상승률의 산출 식은 (13)과 같다.

$$a = \frac{\frac{P_t - P_{t-24}}{P_{t-24}}}{2} \quad (13)$$

〈표 1〉 도출되어진 변수목록과 산출식

구분	변수명		산출식1)	자료
종속 변수	전월세전환율(te)		$\frac{R^r \times 12}{C^r + D^r} \times 100$	부동산114(주) Data Base
	운용소득 가설	시장이자율	CD유통수익률(91일 기준)	한국은행 경제통계시스템
독립 변수	레버리지 가설	자본환원율	$CR^e = \frac{R_0^e}{P_t^r} \times 100 = \frac{(R^r \times 12) + (D^r \times t^e)}{P_t^r} \times 100$	부동산114(주) Data Base
		과거 2년간 연평균 기대가격상승률2)	$a = \frac{P^{r_t} - R^{r_{t-24}}}{P^{r_{t-24}}}$	부동산114(주) Data Base
	레버리지 가설의 장기균형모형	자본환원율	$CR^e = \frac{R_0^e}{P_t^r} \times 100 = \frac{(R^r \times 12) + (D^r \times t^e)}{P_t^r} \times 100$	부동산114(주) Data Base
		과거 2년간 연평균 기대가격상승률**	$a = \frac{P^{r_t} - R^{r_{t-24}}}{P^{r_{t-24}}}$	부동산114(주) Data Base
시장이자율		CD유통수익률(91일 기준)	한국은행 경제통계시스템	

R : 월세, C : 전세금, D : 보증부월세의 보증금, R : 현재시점의 매매가격, CR : 자본환원율(Cap.Rate)

1) 변수에 붙여진 위 첨자 r은 부동산 114에서 실제 조사되어진 값을 사용하였고, 위 첨자 e는 실제 조사되어진 자료를 가공하여 산출된 값을 사용하였다.

2) 기대가격상승률은 실제 시장에서 관측되지 않는 변수로써 본 연구에서는 적응적 기대가설에 의거하여 과거변동률을 대리변수로 사용하였다. 임대차계약은 보통 2년 단위로 계약이 이루어지는 점을 고려하여 과거 2년간 매매가격 상승률을 선택하였다.

1) 자본환원율의 산출은 본문에서 기술되어진 대로 순수월세 자료의 부재로 인해 보증부월세를 순수월세화하여 값을 구하도록 하였다. 이로 인해 보증부월세의 순수월세화를 하기 위해서는 선행적으로 구해진 전월세전환율을 활용하기에 자료측면에서 자본환원율은 태생적으로 전월세전환율의 종속되어지는 결과를 보일 수 있다는 한계를 안고 있다.

여기에서 P_t 는 현재시점(월단위)의 매매가격이고, P_{t-24} 는 과거 24개월 전의 매매가격이다. 이를 2로 나눔으로써 과거 2년간 연평균 매매가격 상승률을 산출하였다. 마지막으로 시장이자율은 선행연구(이창무 외, 2009)에서 사용되어진 CD유통 수익률(91일 기준)을 이용하였다.

<표 1>은 각 가설에서 도출되어진 변수목록과 산출식을 나타낸 것이다.

IV. 운용소득 가설과 레버리지 가설 검증

본 연구에서는 전·월세 계약 형태가 동시에 존재하면서 아파트와 조건이 다른 오피스텔을 대상으로 두 개의 가설을 적용하여 가설의 일반화를 검토하고자 한다. 그에 앞서 선행연구의 한계라 할 수 있는 일반 아파트에 재건축 가능 아파트를 포함하여 아파트 하부시장 내에서의 가설 적용 가능성을 확인하고자 한다.

1. 아파트 성격에 따른 가설 검증

전세보증금에 관한 가설이 전체 임대시장에 아우를 수 있는 이론으로 정립되려면 이창무 외(2009)에서 진행되어졌던 일반 아파트 시장뿐만 아니라 재건축이 가능한 아파트 하부시장에서도 같은 형태의 분석결과가 도출되어야 할 것이다.

이창무 외(2009)는 “재건축 가능 아파트의 가격결정기제가 임대시장의 운용소득에 기초한다고 볼 수 없다”고 하여 분석대상에서 제외하였으나, 가설이 보편성을 확보하기 위해서는 전세 제도가 존재하는 모든 시장에서 그 타당성이 입증되어야

함으로 이들 주장의 설득력은 떨어진다.

오피스텔 하부시장 분석에 앞서 재건축 가능 여부에 따른 하부시장을 구분함으로써 이창무 외(2009)의 연구에서 제외하였던 재건축 가능 아파트 시장에 대해서도 검토를 하고자 하였다. 재건축 아파트와 일반 아파트는 총기대수익 중 자본차익 부문에서 재건축 아파트가 일반아파트보다 높은 수익을 올릴 것이라 예상되어진다.

또한 재건축 아파트와 일반 아파트는 전세와 월세 구성비에서 같은 비중을 보일 것이다. 따라서 본 절에서는 전세와 월세의 구성비가 통제되어 있으면서 자본환원율과 기대가격상승률의 차이가 있는 하부시장의 특성이 전세보증금의 기회비용 즉, 전월세전환율에 미치는 영향을 검증할 수 있을 것이다.

자본차익의 차이가 서로 다른 하부시장을 비교·분석함으로써 각 가설이 어떤 영향을 미치는지 파악할 수 있을 것이라 판단되어진다.

<표 2>는 아파트 임대시장 중 재건축 가능 아파트와 일반 아파트를 구분하여 분석에 사용되어진 변수들의 기초통계량을 나타내고 있다. 전월세전환율은 모든 하부시장에서 CD유통수익률보다 4.7%p~5.2%p 높게 형성되어있다. 이창무 외(2002)에서 지적하였듯이 시장에서 관찰되는 전월세전환율과 시장이자율은 차이가 나타나고 있음을 알 수 있다. 시장이자율이 전월세전환율을 대변하지 못함을 보이고 있다고 판단되어진다(이창무 외, 2009).

CD유통수익률은 우리나라 전체에 영향을 미치는 변수로 재건축 가능여부와 지역별로 차이를 보이지 않으나, 전월세전환율과 자본환원율, 기대가격상승률은 재건축 가능여부별, 지역별 차이를 보이고 있다. 전월세전환율은 재건축 가능 아파트가

〈표 2〉 재건축 가능 여부에 따른 하부시장별 기초통계량

구 분		재건축 가능 여부에 따른 하부시장							
		재건축 가능 아파트				일반 아파트			
		전체	강남구	관악구	노원구	전체	강남구	관악구	노원구
전월세전환율	평균	8,684	8,682	8,436	8,748	8,584	8,527	9,165	8,569
	표준편차	.347	.405	.483	.357	.430	.402	2,000	.539
자본환원율	평균	3,607	3,107	4,278	4,434	4,050	3,734	4,808	4,198
	표준편차	.269	.185	.391	.758	.547	.166	1,093	.931
CD유통수익률	평균	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
	표준편차	1,172	1,172	1,172	1,172	1,172	1,172	1,172	1,172
2년간 연간 기대가격상승률	평균	9,522	8,151	9,774	12,577	10,102	5,514	10,536	15,383
	표준편차	7,409	8,956	9,101	13,913	9,534	6,185	8,224	16,221
자료수		71	71	71	71	71	71	71	71

일반 아파트보다 높게 관측됨을 알 수 있다.

그러나 레버리지 가설의 주요 변수인 자본환원율과 기대가격상승률은 다른 양상을 보인다. 자본환원율은 전월세전환율과 다르게 일반 아파트가 재건축 가능 아파트보다 높게 형성되어있는 반면, 기대가격상승률은 일반 아파트보다 재건축 가능 아파트가 더 높음을 알 수 있다. 기대가격상승률의 표준편차는 재건축 가능 아파트가 더 작음(9.3%)으로 재건축 가능 아파트와 일반 아파트의 자본환원율과 기대가격상승률은 그 비중이 서로 다르게 형성되어있음을 확인하였다.

이창무 외 (2009)연구에서는 일반 아파트를 대상으로 운용소득 가설의 변수인 시장이자율이 유의하지 않음을, 레버리지 가설의 변수인 자본환원율과 기대가격상승률이 유의미함을 도출하였다. 반면 장기 균형조건이 개입된 모형에서는 시장이자율은 유의미한 결과를 갖지만 음(-)의 값을 가지게 됨으로써 이를 해석하는데 어려움이 있어 유보적인 입장을 취하게 되었다. 이를 통해 우리나라 임대시장을 이해하는데 있어서는 운용소득 가설보다는 레버리지 가설에 기반을 둔 해석이

이루어져야 한다는 결론을 도출하였다.

본 연구의 분석도 선행연구 결과와 동일하게 일반 아파트만으로 구성되어진 하부시장에서 운용소득 가설의 변수인 시장이자율은 무의미한 값이 나온 반면, 레버리지 가설의 두 변수는 양(+)의 방향과 유의미한 값을 가지게 됨으로써 레버리지 가설에 기반을 둔 해석이 가능하다고 볼 수 있다. 또한 균형조건 개입 모형에서도 시장이자율이 음(-)의 부호를 가지게 되어 해석의 어려움이 있다.

반면 재건축 가능 아파트에서는 자본환원율과 기대가격상승률이 일반아파트와 다른 구성 비율을 보임으로써 전월세전환율에 미치는 영향이 다르게 나타날 것이 예상되어진다.

그러나 <표 3>과 같이 재건축 가능 아파트도 일반 아파트와 같은 결과를 보이고 있다. 이는 전세와 월세의 계약비중이 통제되어 있는 상태에서는 하부시장별 자본환원율과 기대가격상승률의 구성비중이 전월세전환율에 큰 영향을 주지 못한다는 결과를 얻게 되었다. 즉, 전월세전환율을 설명하는 데 있어 레버리지 가설에 기반을 둔 해석

(표 3) 재건축 가능 여부별 하부시장의 시계열횡단면 분석

구 분		재건축 가능 여부에 따른 하부시장 구분					
		재건축 가능 아파트			일반 아파트		
		운용소득가설	레버리지가설	균형조건 모형	운용소득가설	레버리지가설	균형조건 모형
상수	계수	9.184***	5.686***	5.827***	9.315***	2.269***	2.652***
	SE	0.213	0.370	0.378	0.411	0.509	0.531
자본 환원율	계수		0.709***	0.775***		1.495***	1.498***
	SE		0.079	0.077		0.098	0.097
과거 2년간 가격상승률	계수		0.012*	0.018***		0.021***	0.026***
	SE		0.005	0.005		0.006	0.006
CD유통수익 률	계수	-0.110		-0.151***	-0.139**		-0.133***
	SE	0.043		0.037	0.045		0.039
R2		0.030	0.289	0.360	0.045	0.577	0.593
N		213	213	213	213	213	213

주) *p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01

이 가능하다고 할 수 있다.

2. 하부시장 유형별 가설 검증

아파트는 국내 주택시장에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 주택유형으로 임대시장에 관한 대부분의 실증연구에서 주로 다루어졌으며, 본 연구에서 다루고자 하는 전세보증금의 단위기회비용에 관한 논의에서도 이창무 외 (2009) 연구 대상지인 일반 아파트가 유일하다고 할 수 있다.

그러나 자료의 구득 여부 등의 어려움 등으로 인해 아파트 이외의 유형에서는 이와 같은 검증이 이루어지지 않아 다른 하부시장에서의 적용가능성은 아직 확인되어진 바가 없다.

본 절에서는 아파트와 오피스텔을 대상으로 각 가설의 적용가능성을 확인하고자 한다. 분석하고자 하는 오피스텔 임대시장은 비록 건축법상 업무시설로 분류되어 있지만 바닥 난방과 업무비용 면적 등에 완화로 주택의 또 다른 유형으로

자리 잡고 있다.

또한 <표 4>와 <표 5>와 같이 오피스텔은 자가보다 차가가 많은 주택유형일 뿐만 아니라 여러 주택 유형 중 유일하게 월세의 계약비율이 전세보다 많다는 특성을 가지고 있다. 따라서 전세와 월세의 비중의 차이가 각 가설의 적용가능성에 미치는 영향을 검증하기에 적합하다 판단되어진다.

<표 6>은 분석에 사용되어진 각 가설의 변수들의 기초통계량을 나타내고 있다. 앞서 분석되어진 재건축 가능 여부에 따른 하부시장에서와 마찬가지로 오피스텔 하부시장에서도 전월세전환율은 시장이자율보다 높게 형성되어 있어 시장이자율은 전월세전환율을 대변하지 못함을 보이고 있다.

아파트와 오피스텔의 차이를 보면, 전월세전환율과 자본환원율은 아파트 시장보다 오피스텔 시장에서 높게 관찰됨을 알 수 있다. 반면 기대가격상승률은 오피스텔 시장보다 아파트 시장에서

〈표 4〉 전국 주택유형별 자가/차가 비율

구 분	단독주택(다가구주택)		아파트		연립주택		다세대주택		오피스텔	
	자가(%)	차가(%)	자가(%)	차가(%)	자가(%)	차가(%)	자가(%)	차가(%)	자가(%)	차가(%)
1990	47.3	52.7	64.1	35.9	63.2	36.8	62.2	37.8	25.2	74.8
1995	48.3	51.7	64.1	35.9	67.1	32.9	64.9	35.1	31.2	68.8
2000	48.1	51.9	61.8	38.2	66.8	33.2	63.5	36.5	21.9	78.1
2005	49.5	50.5	66.9	33.1	69.8	30.2	65.2	34.8	45.8	54.2

※ 자료 : 인구주택총조사(1990~2005), 통계청

〈표 5〉 시기별 임차가구의 점유형태

구 분	주택유형에 따른 임차가구 점유형태									
	단독주택(다가구주택)		아파트		연립주택		다세대주택		오피스텔	
	전세(%)	월세(%)	전세(%)	월세(%)	전세(%)	월세(%)	전세(%)	월세(%)	전세(%)	월세(%)
1990	46.97	23.68	25.34	6.90	30.86	9.10	29.19	7.10	15.76	23.10
1995	53.94	18.30	29.36	9.60	28.64	6.30	31.51	3.40	16.72	23.70
2000	51.88	21.90	29.73	10.30	26.56	6.00	31.80	3.90	28.57	36.60
2005	41.70	32.60	25.36	10.00	25.52	6.30	30.70	8.80	33.39	48.80

※ 자료 : 인구주택총조사(1990~2005), 통계청

〈표 6〉 아파트와 오피스텔 시장의 기초통계량

구 분		주택유형에 따른 하부시장							
		아파트 하부시장				오피스텔 하부시장			
		전체	강남구	관악구	노원구	전체	강남구	관악구	노원구
전월세전환율	평균	8.635	8.634	8.480	8.634	11.401	11.099	11.767	12.513
	표준편차	.376	.388	.419	.462	.201	.135	.507	.571
자본환원율	평균	3.803	3.365	4.308	4.285	6.809	6.244	8.752	7.865
	표준편차	.366	.174	.406	.864	.323	.148	.751	.819
CD유통수익률	평균	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000
	표준편차	1.172	1.172	1.172	1.172	1.172	1.172	1.172	1.172
2년간 연간 가대가격상승률	평균	9.903	7.306	9.784	14.311	4.485	4.760	3.817	3.343
	표준편차	8.131	7.983	8.883	15.299	3.543	2.840	5.095	6.352
자료수		71	71	71	71	71	71	71	71

더 높게 관찰되어진다. 이는 오피스텔이 수익형 부동산으로써 아파트보다 더 높은 운용수익률을 얻을 수 있는 반면 아파트는 오피스텔보다 자본차익에 의한 수익의 비중이 더 큼을 알 수 있다.

본 절에서 사용한 아파트 하부시장은 재건축 가능 아파트와 일반 아파트를 구분하지 않았다. 앞의 분석에서 두 하부시장의 특성이 전세보증금의 단위기회비용을 설명하는 각 가설에 큰 차이

(표 7) 아파트와 오피스텔시장의 시계열횡단면 분석

구 분		주택유형에 따른 하부시장 구분					
		아파트			오피스텔		
		자치구 3구 전체			자치구 3구 전체		
		운용소득가설	레버리지가설	균형조건 모형	운용소득가설	레버리지가설	균형조건 모형
상수	계수	9.068***	5.070***	5.322***	11.405***	6.609***	6.736***
	SE	0.216	0.382	0.391	0.138	0.238	0.234
자본환원율	계수		0.834***	0.877***		3.054***	3.043***
	SE		0.082	0.080		0.164	0.158
과거 2년간 가격상승률	계수		0.014**	0.018***		-2.522***	-2.534***
	SE		0.004	0.004		0.181	0.173
CD유통수익 률	계수	-0.119**		-0.137***	-0.001		-0.007
	SE	0.041		0.036	0.249		0.014
R2		0.392	0.353	0.406	0.000	0.815	0.819
N		213	213	213	213	213	213

주) *p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01

를 보이지 않아 본 분석에서는 하나로 통합하여 분석을 진행하였다.

아파트 시장에 대한 각 가설의 검정결과는 기존 이창무 외 (2009)연구에서와 같이 운용소득 가설의 시장이자율이 유의미한 결과를 도출해내었으나 이론과 반대되는 방향성을 보임으로써 해석에 한계를 드러내었다. 레버리지 가설의 주요 변수인 자본환원율과 기대가격상승률의 대리변수는 이론과 같이 양의 부호와 유의미한 값을 나타내어 레버리지 가설에 의한 임대시장 해석이 가능하다고 할 수 있다 (표 7 참조).

오피스텔 하부시장에서도 아파트 하부시장과 같이 운용소득 가설의 시장이자율 변수는 무의미한 값을 나타내어 적용가능성의 한계를 보이고 있다. 하지만 레버리지 가설의 각 변수들은 아파트 시장과 다른 양상을 나타내었다. 자본환원율 변수는 양의 부호와 유의미한 값을 나타냈으나, 기대가격상승률의 대리변수는 음의 부호를 보이

고 있다. 이는 하부시장별로 레버리지 가설의 적용가능성이 다르게 나타남을 의미한다.

오피스텔 하부시장은 전세보다 월세의 계약비중이 높고 임대인의 총기대수익 중 자본차익보다는 운영수익의 비중이 높은 수익형부동산이다. 그렇지만 아파트와 같이 오피스텔 시장 또한 전세와 월세가 공존하기 때문에 레버리지 가설이 적용되어야한다. 그러나 아파트와 오피스텔 하부시장의 가설 적용이 다른 결과를 보임으로써 전세와 월세의 비중차이에 따른 전세 우위시장과 월세우위 시장이란 특성이 작용하였을 것이라 판단되어진다.

VI 결론 및 시사점

우리나라의 주택 임대시장은 전세 제도라는 독특한 특성과 중요성으로 인해 관련된 연구가

많이 진행되었지만 아직 많은 부분에서 불분명한 논의들이 존재하고 있다. 본 연구에서는 전세보증금의 단위기회비용에 주목하여 이와 관련된 운용소득 가설과 레버리지 가설을 정리하고 실증분석을 통해 각 가설의 적용가능성을 하부시장별로 검증하였다.

선행연구를 통해 운용소득 가설과 레버리지 가설에 관한 이론적인 틀을 확인하였다. 기존의 암묵적으로 수용되어진 운용소득 가설 위주의 분석에서 레버리지 가설은 우리나라 임대시장을 해석하는데 새로운 분석의 틀을 제공하였다. 또한 이창무 외 (2009)연구에서는 실증분석을 통해 아파트 시장을 대상으로 각 가설의 차이와 적용가능성을 확인하였다. 다만, 일반 아파트 시장에 국한되었다는 점에서 레버리지 가설이 전·월세가 존재하는 전체 임대시장을 관통할 수 있는 이론인가를 확인할 필요가 있다.

본 연구는 일반 아파트 시장으로 한정하여 분석한 이창무 외 (2009)연구 모형을 바탕으로 다른 하부시장에서의 적용가능성을 알아보았다.

첫째, 일반 아파트와 재건축 가능 아파트를 비교한 결과, 선행연구에서와 같이 운용소득 가설은 기각되고 레버리지 가설은 적용이 가능한 결과를 얻게 됨으로써 전세보증금의 단위기회비용을 설명하는데 있어서 기대가격상승률의 차이는 큰 영향을 미치지 않는다는 결과를 얻게 되었다.

둘째, 아파트와 오피스텔을 비교한 결과, 아파트에서 레버리지 가설은 기존 연구에서와 마찬가지로 유의미한 결과를 보여주고 있으나 오피스텔에서는 그렇지 않은 결과를 보여주고 있다. 오피스텔에서의 레버리지 가설은 자본환원율만이 기존의 이론 및 선행연구와 같은 결과를 보여주고 있고, 기대가격상승률의 대리변수는 유의미한 결

과이지만 방향성이 이론과 반대인 음의 부호가 나타났다. 오피스텔 하부시장에 대해서 기존의 레버리지 가설만으로는 설명하지 못한다는 것을 확인하고 있다.

결과적으로, 본 연구의 결과는 레버리지 가설이 각 하부시장과 전체 임대시장을 관통하는 보편성을 갖고 있지 못함을 보여주고 있다. 전세가 우월한 아파트 임대 시장에서만 레버리지 가설이 적용되고, 월세가 우월한 시장인 오피스텔 임대 시장에서 이 가설이 적용되지 않는다면 그 가설에 한계가 내재되어 있음을 보여주고 있는 것이다. 현실적으로 이 두 주거 유형에서 전세와 월세가 일반적인 계약으로 존재하고 있기 때문에 보편적인 가설이라면 모두 적용 가능하여야 하는 것이 논리적이다.

이는 기존 레버리지 가설에서 주장하고 있는 자본환원율과 기대가격상승률 이외에도 다른 변수가 개입되어 있을 수 있음을 추정하게 한다. 레버리지 가설이 더욱 보편성을 확보하기 위해서는 논리적으로 전반적인 변화가 필요함을 의미하고 있는 것으로 판단된다. 하부시장이 가지는 특수성에 따른 이유라면 각 하부시장의 특성을 대변할 수 있는 변수가 추가적으로 확인되어야 할 것이다. 그러나 각 하부시장별로 특수성이 허용된다면 레버리지 가설이 가지는 보편성에도 타격을 입을 것이다. 하부시장별 변용이 아닌 근본적인 논리적 보완을 통한 보편적 가설로의 전환이 필요한 것으로 판단된다. 이때 레버리지 가설은 조금 더 유용한 가설로서 발전할 수 있을 것이라 생각되어진다.

본 연구에서는 운용소득 가설과 레버리지 가설을 하부시장으로 분류하여 검증하였으나, 레버리지 가설만으로 전세보증금의 단위기회비용을

이해하는 데에는 한계가 있다는 것을 보이고 있다. 레버리지 가설을 보완하는 추가 변수의 개발이 필요하며, 허부시장별로 다르게 나타나는 전·월세 우위시장 여부가 주요 변수일 것이라고 저자들은 추정하고 있다. 하지만 이러한 추정에 대하여 이론적으로 뒷받침하고 있지 못하며, 이 외에도 다른 변수의 영향을 생각해내지 못하고 있음 또한 사실이다. 따라서 추후에는 이러한 이론적 틀을 심화하고 추가변수의 발굴이 후행되어야 한다고 판단되어진다.

논문접수일 : 2013년 5월 20일
 논문심사일 : 2013년 6월 6일
 게재확정일 : 2013년 6월 26일

참고문헌

1. 강선구, 「전세 감소의 경제적 의미」, LG경제연구원, 2011
2. 김규정, 「주택시장, 월세 중심으로 이동하다」, 부동산 114 전문가 칼럼, 2010
3. 김정호·이명재, “자산시장개념을 이용한 서울 지역 아파트 전세 및 매매가격간의 관계분석”, 「지역연구」 제5권 제1호, 한국지역학회, 1989, pp.13-26
4. 김종일·송의영·이우현, “서울 아파트시장에서의 전세매매가격 비율과 시장의 효율성”, 「한국경제의분석」 제4권 제1호, 한국금융연구원, 1998, pp.50-94
5. 박병식, “전·월세제도의 이론적 고찰”, 「부동산학연구」 제8집 제1호, 한국부동산분석학회, 2002, pp.57-69
6. 손재영, “주택매매가격과 전세가격의 상관관계”, 「사회과학」 제24집, 건국대학교 사회과학연구소, 2000, pp.139-163
7. 이데일리, “전세난에 월세전환 가속, 세입자 허리 된다”, 2011.09.13
8. 이상영, “전세는 어떻게 될 것인가?”, 부동산 114 전문가 칼럼, 2011.03
9. 이성찬, “임대주택시장의 전월세전환율 결정구조 분석”, 서울대학교 석사학위논문, 2004.
10. 이창무, “레버리지 위험을 고려한 전월세 시장 균형모형”, 「주택연구」 제20권 제2호, 한국주택학회, 2012, pp.5~31
11. 이창무·이상영·안건혁, “아파트 보증부월세 특성에 대한 실증분석”, 「국토계획」 제38권 제1호, 대한국토·도시계획학회, 2003, pp.109-124
12. 이창무·이재우, “서울 오피스 임대시장구조

- 실증분석”, 「국토계획」 제40권 제2호, 대한민국토·도시계획학회, 2005, pp.207-221
13. 이창무·이재우, 「한국 부동산 임대시장의 새로운 해석」, 부동산114(주), 2008
 14. 이창무·임성은·류강민, “수도권 오피스텔 시장특성 분석”, 「부동산학연구」 제13집 제3호, 한국부동산분석학회, 2007, pp.5-20
 15. 이창무·정의철·이현석, “보증부월세시장의 구조적 해석”, 「국토계획」 제37권 제6호, 한국토·도시계획학회, 2002, pp.87-97
 16. 이창무·정의철·최소의, “아파트임대시장의 전월세전환율 결정구조”, 「주택연구」 제1권 제2호, 한국주택학회, 2009, pp.213-229
 17. 이현석, “공간시장과 자본시장의 관계 및 예상자본수익률”, 「국토계획」 제36권 제2호, 대한민국토·도시계획학회, 2001, pp. 163-175
 18. 임재만, “서울시 아파트 임대차계약 구조에 대한 새로운 해석”, 「국토연구」 제70권, 국토연구원, 2011, pp.23-39
 19. 차학봉, “세계 유일 전세 끝나간다”, 조선일보, 2010.09.17
 20. 최성호, “주택 매매시장 중심에서 보증부월세 임대시장으로의 전환”, 부동산 114 전문가 칼럼, 2010.11
 21. 최창규·지규현, “전세와 월세에 대한 구조적 해석”, 「국토계획」 제42권 제3호, 대한민국토·도시계획학회, 2007, pp.215-226
 22. 최창규·지규현, “전세와 주택 금융 차입하에 임대인의 공급 선택에 대한 해석”, 「국토계획」 제43권 제6호, 대한민국토·도시계획학회, 2008, pp.53-67
 23. 통계청, 인구및주택총조사, 각년도
 23. Kim Sejik , Hyunsong Shin, “Financing Growth without Banks: Korean Housing Repo Contract” Seoul National University Department of Economics Seminar, 2011.
 24. Parks, R.W., “Efficient Estimation of a System of Regression Equations when Disturbances Are Both Serially and Contemporaneously Correlated,” Journal of the American Statistical Association, Vol.62, 1967, pp.500-509.