

상가 임대시장의 보증금에 내재된 리스크 프리미엄에 관한 연구*

A Study on the Risk Premium of Security Deposit in the Retail Market

이 영 호 (Lee, Youngho)**

고 성 수 (Koh, Sungsoo)***

< Abstract >

The monthly rent with security deposit of the retail rental market makes up the majority of rental contract types, while the Chonsei of the housing rental market accounts for a large proportion of rental contract types. Also comparing with the office rental market which has a standard lease contract structure, the retail rental market has a variety of the distribution in the monthly rent with variable deposit(MRVD). The security deposit of retail is inferred to be effected by the different rental mechanism. The purpose of this study aims at analysing the leaseholder's investment behavior on a variety of factors which affect the security deposit of retail. The analysis data of this study is the case of rental contracts on the retail which is located in the 4 major sub-market of Seoul. The analytical method applied in this study is the regression analysis for testing the risk premium affecting the security deposit. This study analyzes the relationship between the required rate of return and the security deposit to property value ratio. Empirical analysis shows that the security deposit to property value ratio has a positive and statistically significant effect with the nonlinear relationship on the required rate of return. However it can not find the explicit evidence that the leverage risk premium on the security deposit exists in the retail rental market. The required rate of return has a risk premium in the low range of the security deposit to monthly rent ratio.

주 제 어 : 보증금, 리스크 프리미엄, 상가, 전월세전환율, 임대시장

key word : Security deposit, Risk premium, Retail, Conversion rate, Rental market

* 본 연구는 주저자의 박사학위 논문과 2012년 한국부동산분석학회 정기학술대회에서 발표한 저자들의 논문에서 일부 내용을 수정·보완하여 작성하였다.

** 한국부동산연구원 부연구위원, monash@kneri.re.kr (주저자)

*** 건국대학교 부동산학과 교수, sskoh@konkuk.ac.kr (교신저자)

I. 서론

우리나라의 임대시장은 전세, 보증부월세, 월세 등 다양한 임대계약방식이 공존하고 있다. 또한 부동산유형별로 임대시장에서 나타나는 임대계약방식의 비중은 많은 차이를 보이고 있다. 특히 상가 임대시장은 보증부월세 임대계약형태가 전체 임대계약비중의 97.5%를 차지하고 있어, 전세 중심의 주택 임대시장과는 차별화된 현상이 나타나고 있다¹⁾. 한편 상가 임대시장은 유사한 임대계약 비중을 보이고 있는 오피스 임대시장과도 보증금의 비중에서 차이가 나타나고 있다. 일반적으로 오피스빌딩의 보증금은 연간 월세(이하 연세)의 10배 수준으로 비교적 정형화된 임대계약 체결되고 있으나, 상가의 보증금은 다양한 분포가 공존하고 있다²⁾. 이러한 현상은 상가 보증금이 주택 임대시장의 전세금 또는 오피스 임대시장의 보증금과는 어느 정도 차별화된 관점에서 해석될 필요가 있으며, 기존 주택 또는 오피스의 임대시장에 관한 다양한 연구가설들이 상가 임대

시장에서도 지지하는지를 실증적으로 검증해 볼 필요성이 있다.

최근 상가시장은 주택시장의 침체에 따른 투자수요 감소로 안정적인 임대수입을 기반으로 한 투자대상으로 관심이 증대되고 있다. 그러나 상가시장에 참여하는 투자자(임대인)가 투자결정에 중요한 영향을 미치는 투자지표(임대수익률, 자본환원율, 벤치마크수익률 등³⁾)에 관한 자료는 많지 않은 실정이다. 국내 상가 임대시장에서 이러한 투자지표가 부족한 이유로는 매매가격 자료의 부재⁴⁾, 영업경비에 대한 회계기준 처리에 관한 미정립, 세부적인 NOI(Net Operating Income : 순영업소득) 산정에 관한 통일된 기준 미비 등이 있다. 특히 NOI 산정 과정에서 제기되는 문제점의 하나는 보증금 운용수익률 처리방식에 대한 다양한 시각이 존재한다는 것이다.

보증금 운용수익률의 처리방식에 대한 구체적인 문제점은 다음과 같다. 첫째, 보증금 운영수익률의 처리방식에 관해 운용소득 추구가설과 레버리지투자 추구가설 등이 있으나, 학계·실무업계

- 1) 국토교통부(2012)의 자료에서 2011년 4/4분기 서울시의 상가 임대계약 형태는 보증부월세가 97.5%로 대부분의 비중을 차지하고 있는 반면, 전세와 월세의 비중이 각각 2.2%와 0.7%로 낮은 비중을 차지하였다. 이에 반해 통계청 인구센서스(2010)의 자료에 따르면 주택 임차가구 중 전세가구 비중이 47.4%로 다른 임대계약 형태에 비해 가장 높은 비중을 보였다.
- 2) 이창무·이재우(2005)는 (주)SAMS의 오피스빌딩 보증부월세 임대계약 자료를 분석한 결과 월세 대비 보증금 배율의 평균수준이 9배~12배 사이에서 등락하는 것으로 나타난 반면, 이영호·고성수(2011)는 상가의 보증부월세 임대계약 자료에서 월세 대비 보증금 배율의 평균과 표준편차가 각각 27.81배와 27.08로 나타나 다양한 분포가 존재하는 것으로 나타났다.
- 3) 임대수익률은 상가 임대인이 자본이득 추구 외에도 고정적인 월세 수입에 의한 소득이득을 중시한다는 측면에서 주요한 투자지표이며, 자본환원율은 상가 건물의 매입시 투자타당성을 측정하는 주요한 투자지표이다. 또한 벤치마크수익률은 기관투자자(연기금, 부동산투자회사 등)가 투자 포트폴리오 자산에 상가를 포함하는 경우 투자성과를 파악할 수 있는 주요한 지표이다.
- 4) 국토교통부에서는 2002년부터 상가(매장용)에 대한 투자수익률, 임대료, 공실률 등에 관한 통계지표를 발표하고 있으나, 상가시장에서 투자지표로 가장 중요하게 고려되는 가격지수에 관한 통계지표는 발표하고 있지 않은 실정이다.

에서는 일치된 의견을 보이고 있지 않다. 일례로 국내에서 상업용빌딩에 대한 투자수익률을 발표하고 있는 두 기관(국토교통부, IPD⁵⁾)의 경우 보증금의 운용수익률을 달리 적용하고 있다. 국토교통부는 임대인이 보증금을 시장금리로 운용한다는 관점(운영소득 추구가설)에서 3년 만기 CD 금리를 적용하고 있는 반면, IPD는 임대인이 레버리지 효과를 극대화한다는 관점(레버리지효과 추구가설)에서 보증금을 차입금의 형태로 간주하여 총 투자금액에서 차감한다. 둘째, 보증금 운용수익률의 처리방식 차이에 따른 NOI 격차가 상당하다는 것이다. 이영호·윤동건(2012)은 실제 임대사례된 오피스빌딩 자료를 근거로 운용소득 추구가설과 레버리지효과 추구가설의 관점에서 각각의 보증금 운용수익 처리방법으로 자본환원율을 추정하였다. 추정 결과 레버리지효과 추구가설의 자본환원율이 운영소득 추구가설의 자본환원율보다 약 0.5%p~1.2%p 높게 나타났다. 이는 현재와 같은 시장이자율과 전월세전환율이 상당한 괴리를 보이고 있는 상황에서 보증금의 기회비용에 대한 견해 차이가 부동산의 가치평가에 많은 영향을 줄 수 있다는 것을 시사한다. 셋째, 보증금 운용수익률의 처리방식에 관한 기존 이론적 가설 외에도 보증금의 기회비용에 대한 추가적인 고려가 필요하다는 것이다. 임재만(2009)은 정보비대칭의 관점에서 보증금의 기회비용으로 월세 미납 리스크에 대한 고려가 필요하다는 의견을 제시하였으며, 이창무(2012)는 기존 레버리지효과 추구가설을 수정·보완하여 레버리지 증가

(보증금 증가)에 따른 리스크프리미엄을 고려해야 한다는 이론적 모형을 제시하였다. 따라서 상가 임대시장에서도 보증금에 내재된 리스크 프리미엄을 검증함으로써 보증금 운용이율의 적용기준을 종합적으로 검토해 볼 필요성이 있겠다.

본 연구의 목적은 상가 임대시장을 대상으로 상가 보증금에 내재된 리스크프리미엄(월세 미납 리스크, 레버리지 리스크)이 실증적으로 존재하는지를 규명하고자 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성한다. 제2장에서는 보증금의 기회비용에 관한 이론적인 논의 및 선행연구를 살펴보고, 제3장에서는 보증금에 내재된 리스크 프리미엄에 관한 이론적 모형과 분석모형을 제시한다. 제4장에서는 상가 투자수익률과 보증금 비중과의 관계를 실증적으로 분석함으로써 상가 보증금에 내재된 리스크 프리미엄의 존재 여부를 규명한다. 제5장에서는 연구결과와 요약과 연구의 한계를 제시한다.

II. 보증금의 기회비용에 관한 이론적 고찰

1. 보증금의 기회비용에 대한 이론적 논의

부동산 임대시장에서 전세 또는 보증부월세를 임대수익으로 전환하는 과정에서 다양한 이론적 논의들이 제기되어 왔다. 전세 또는 보증금의 기회비용을 바라보는 시각에서 크게 운용소득 추

5) IPD(Investment Property Databank)는 영국에서 설립(1985년)된 민간기업으로 유럽을 중심으로 여러 국가(영국, 프랑스, 독일, 미국, 호주 등)에 독립적인 부동산투자지수와 부동산 포트폴리오 벤치마크 서비스를 제공하고 있다. IPD는 2007년부터 한국 부동산투자지수(IPD Korean Property Index)를 연간 통계로 발표하고 있다.

가설과 레버리지 추구가설로 구분할 수 있다. 그러나 보증금의 기회비용에 대한 기본적인 견해 차이는 자산시장에서의 시장이자율이 부동산 임대시장의 전월세전환율(임대인의 기대수익률)과 차이를 보이는 현상에서 그 원인을 찾을 수 있겠다. 부동산 임대시장의 기대수익률이 자산시장의 기대수익률과 동일하다는 효율적인 시장을 전제로 한다면, 보증금의 기회비용에 대한 이러한 이분법적인 구분은 큰 의미가 없을 것으로 보여진다.⁶⁾ 즉, 최근의 부동산 가격 하락추세가 장기적으로 유지된다면, 임대인의 기대가격 상승률 하락으로 인해 시장이자율과 전월세전환율의 격차가 미미해지기 때문에 운용소득 추구가설과 레버리지 추구가설은 동일한 관점에서 해석될 수 있다. 부동산 임대시장의 부분적인 균형을 가정한 레버리지효과 추구가설이 자산시장과 임대시장의 균형이론을 설명하기에는 미흡한 한계를 갖고 있으나, 본 연구에서는 보증금의 기회비용에 대한 다양한 견해를 체계적으로 정리한다는 의미에서 크게 두 가지(운용소득 추구가설, 레버리지 추구가설)로 구분한다.

1) 운용소득 추구가설

운용소득 추구가설은 전통적 운용소득 추구관점과 정보비대칭 관점으로 나누어 살펴볼 수 있겠다.

전통적 운용소득 추구관점은 임대인이 투자수익률을 극대화하는 과정에서 전세금 또는 보증금을 시장이자율로 운용한다는 견해이다. 부동산시장이 효율적이라고 가정한 경우 전세금 또는 보

증금의 기회비용은 임대인이 모든 자산에 투자함으로써 얻을 수 있는 자본시장의 투자수익률(시장이자율)과 동일하다는 것이다. 즉, 부동산 임대시장과 자산시장의 관계가 시장이자율에 의해 영향을 받기 때문에 시장의 균형이론을 논리적으로 설명할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 현실의 임대시장에서 통용되고 있는 전월세전환율과 시장이자율은 많은 차이를 보인다는 비판이 제기되고 있으며, 전월세전환율이 시장이자율보다 높은 상황에서 임대계약형태가 완전 월세로 수렴되어야 한다는 구조적인 문제점을 내포하고 있다.

정보비대칭 관점은 임대인과 임차인간의 임대계약과정에서 나타날 수 있는 비대칭정보 상황을 가정한 것으로 보증금의 기능이 임대인과 임차인의 비대칭정보 문제를 해소하는 기능으로 활용된다는 견해이다(Benjamin, Lusht, and Shilling(1998)). 특히 상가 임대시장에서는 임대인이 임차인의 신용정보를 적게 가지기 때문에 낮은 보증금 수준은 불량한 임차인(bad tenant)을 선별하는 신호로 해석된다. 따라서 보증금의 기회비용은 시장금리에 정보비대칭 리스크 프리미엄을 부과한 것으로 볼 수 있겠다. 그러나 정보비대칭 가설은 임차인의 신용도를 계량적으로 추출하는 어려움과 임차인의 신용도(quality)를 구분함에 있어 객관성의 결여 등으로 실증적인 검증이 어렵다는 한계가 있다.

2) 레버리지효과 추구가설

레버리지효과 추구가설은 전통적 레버리지 추구관점, 임대인 차입 관점, 월세 미납 리스크 관점, 레버리지 리스크 관점으로 나누어 살펴볼 수 있겠다.

6) 부동산 임대시장에서 시장이자율(i)과 투자수익률(k)이 동일하다고 가정하면, 운용소득 추구가설의 임대인 투자수익률 산정식($k = \frac{(R+i \cdot D)+P \cdot a}{P}$)은 레버리지 추구가설($i = \frac{R+P \cdot a}{P-D}$)과 동일하게 표현할 수 있다.

〈표 1〉 보증금의 기회비용과 관련한 다양한 견해

이론적 가설		임대인의 투자수익률 균형식	보증금의 기회비용
운용소득 추가가설	전통적 운용소득 관점	$k = \frac{(R+i \cdot D) + P \cdot a}{P}$ k : 임대인의 투자수익률 R : 연세, D : 보증금 i : 시장이자율, P : 자산가치, a : 자산가치 상승률	$-\frac{\partial R}{\partial D} = i$
	정보비대칭 관점 (Benjamin, Lusht, and Shilling, 1998)	$k = \frac{[R_t + D \cdot (i + \gamma)] + P \cdot a}{P}$ R_t : 임대인의 임대공간 훼손 리스크를 반영한 연세, γ : 연세 단위당 임대인의 임대공간 훼손 리스크 프리미엄	$-\frac{\partial R_t}{\partial D} = i + \gamma$
레버리지 효과 추가가설	전통적 레버리지 추구 관점 (이창무·정의철·이현석, 2002)	$k = \frac{R + P \cdot a}{P - D}$	$-\frac{\partial R}{\partial D} = k$
	임대인 차입 관점 (최장규·지규현 (2007, 208))	$k = \frac{(R - r \cdot S) + P \cdot a}{P - (S + D)}$ S : 차입한 대출금, r : 대출금리	$-\frac{\partial R}{\partial D} = k,$ $-\frac{\partial R}{\partial S} = k - r$
	월세 미납 리스크 관점 (이창무·정의철·이현석, 2002)	$k = \frac{(R_r - \beta R_r) + P \cdot a}{P - D}$ R_r : 월세 미납 리스크 프리미엄을 반영된 연세, β : 연세 단위당 월세 미납 리스크프리미엄($\beta > 0$)	$-\frac{\partial R_r}{\partial D} = \frac{k}{1 - \beta}$
	레버리지 리스크 관점 (이창무2012)	$K_e(D) = K_e(0) + \beta_0 \sigma_a \frac{D}{P - D}$ $K_e(D)$: 보증부월세시장의 요구수익률, $K_e(0)$: 월 세시장의 요구수익률, β_0 : 레버리지 리스크 프리미엄, $\sigma_a \frac{D}{P - D}$: 레버리지 투자 위험도	$-\frac{\partial R}{\partial D} = K_e(0) - \beta_0 \sigma_a$

전통적 레버리지 추구 관점은 임대인이 투자 수익률을 극대화하는 과정에서 전세 또는 보증금이 자기자본을 줄이는 재무레버리지 수단으로 활용된다는 견해이다(이창무·정의철·이현석, 2002). 즉, 보증금의 기회비용(전월세전환율)은 임대인의 기대수익률로 해석됨으로써 시장이자율과 임대시장에서 통용되는 전월세전환율의 차이를 설명하고 있다. 그러나 전통적 레버리지 추구 관점은 임대인이 전세(또는 보증금)만을 레버리지 추구 수단으로 한정함으로써 모형의 가정이 단순화된

측면이 있다.

임대인 차입 관점은 전통적 레버리지 추구 관점이 금융기관의 차입금을 고려하지 않았다는 문제점이 제기됨에 따라 임대인의 금융차입이 원활히 이루어지는 상황 하에서 보증금과 대출금의 동시적인 고려가 필요하다는 견해이다(최장규·지규현 (2007, 2008)). 즉, 금융기관에 의한 대출이라는 현실적인 상황을 전제하는 경우 임대인이 차입조건의 완화 유무에 따라 전세 및 완전월세의 선호(또는 보증금 비중의 선호)가 달라질 수

있다는 것이다.

월세 미납 리스크 관점은 보증금의 규모가 작아지고 월세가 많아질수록 임대인은 월세 미납 및 체납에 대한 위협에 처하게 될 것이므로, 이에 대한 추가적인 보상(월세 미납 리스크 프리미엄)을 요구한다는 견해이다(이창무·정의철·이현석, 2002; 임재만, 2009). 즉, 이러한 월세의 비중이 증가할수록 월세 미납 리스크 프리미엄의 부과로 보증금의 기회비용은 증가한다. 월세 미납 리스크 관점은 임대계약형태가 보증부월세인 경우 보증금이 월세 미납 방지를 위한 보험적인 성격을 비교적 명확히 반영하고 있다. 그러나 임대인이 어떠한 임대계약방식을 선택하든지 임대인의 투자수익률은 무차별하다는 전통적 레버리지 추구 관점의 가정에는 위배된다. 또한 실제 임대시장에서 월세 미납 리스크가 존재하는 월세 대비 보증금 구간이 명확하지 않아 일반적인 이론적 모형으로 정립하기에는 한계가 있다.

레버리지 리스크 관점은 전통적인 레버리지 추구 관점을 수정·보완하여 레버리지 증가에 따른 리스크 프리미엄을 감안해야 한다는 견해이다(이창무, 2012)). 이는 보증금 비중의 증가에 따른 임대인이 직면하는 투자위험도가 동일하다는 기존의 레버리지 추구 관점에 대한 문제점을 제기하였으며, 보증금 비중의 증가에 따른 미래 자본이득의 불확실성(리스크)을 고려해야 한다는 것이다.⁷⁾ 그러나 레버리지 리스크 관점은 임대차 계약 시 임대인이 보증금 비중 증가에 대한 리스크 프리미엄을 임차인에게 요구할 수 있는지에 대한 추가적인 논의가 필요하며, 월세 미납 리스크 프리미엄을 고려하지 않는다는 단점이 있다.

3) 이론적 가설의 종합비교

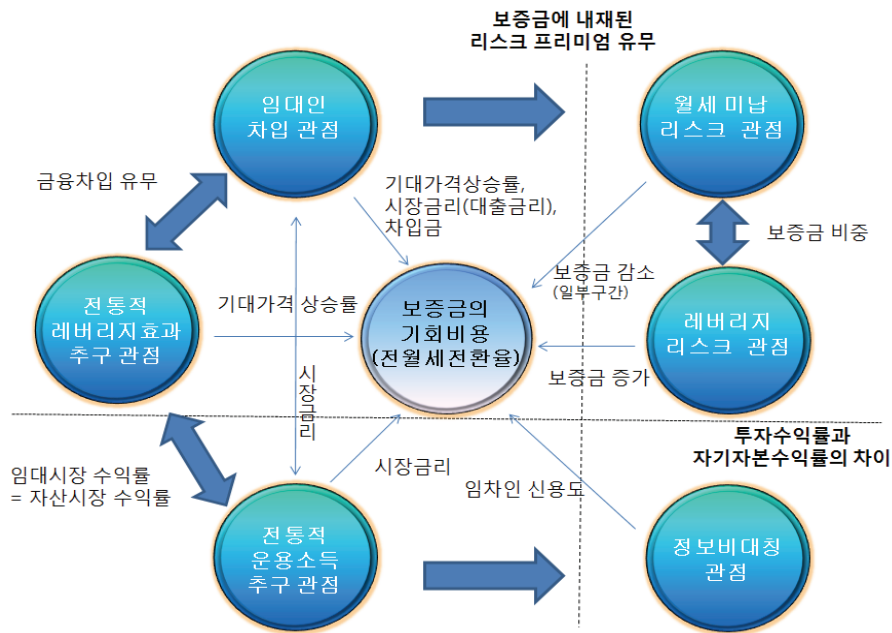
지금까지 논의된 보증금의 기회비용에 관한 이론적 가설은 크게 두 가지의 측면에서 분류해 볼 수 있겠다.

수익률의 측면에서 전통적 운용소득 추구 관점과 정보비대칭 관점은 보증금의 기회비용이 임대인의 투자수익률(자기자본+타인자본의 수익률) 측면에서 논의되고 있는 반면, 전통적 레버리지 추구 관점, 임대인 차입 관점, 월세 미납 리스크 관점, 레버리지 리스크 관점은 임대인의 자기자본 수익률 측면에서 논의된다고 할 수 있겠다. 그러나 부동산 임대시장의 수익률이 자산시장의 수익률과 동일하다면, 자기자본수익률과 투자수익률은 동일하게 나타나기 때문에 운용소득 추구가설과 레버리지효과 추구가설의 구분은 무의미할 수 있다.

한편 보증금에 내재된 리스크 프리미엄의 측면에서 전통적 운용소득 추구 관점, 전통적 레버리지 추구 관점, 임대인 차입 관점은 리스크 프리미엄을 고려하지 않은 가설인 반면, 정보비대칭 관점, 월세 미납 리스크 관점, 레버리지 리스크 관점은 보증금 비중, 임차인의 신용도 등을 보증금에 내재된 리스크 요인으로 가정한 가설이다. 따라서 최근의 부동산 임대시장이 금융시장과 밀접한 관계를 유지하고 있다는 것을 고려한다면, 보증금의 기회비용은 자산시장의 균형이자율에 다양한 요인에 의한 리스크 프리미엄이 반영된 것으로 해석하는 것이 더 현실적일 것으로 보여진다.

이상과 같이 보증금의 기회비용(전월세전환율)은 지금까지 논의된 다양한 요인(시장금리, 임대

7) 이창무(2012)는 보증금 비중에 대한 다양한 선택이 시장에서 공존하기 위해서는 보증금 비중을 높임에 따라 발생하는 위협의 증가를 보상해 줄 수 있을 만큼의 높은 기대수익률이 보장되어야 한다고 보았다.



〈그림 1〉 보증금의 기회비용과 관련한 다양한 영향요인

인의 기대가격 상승률, 차입금 비중, 보증금 비중, 임차인 신용도 등에 의해 결정될 수 있으며, 현실에서의 부동산 임대시장은 하나의 요인에 영향을 받기 보다는 시장상황에 따른 다양한 요인들의 조합에 영향을 받을 수 있다고 유추해 볼 수 있겠다. 현재와 같이 부동산 임대시장의 기대가격 상승률이 낮아지는 상황에서는 전월세전환율이 장기적으로 시장이자율에 근접할 수 있으며, 향후 보증금 비중과 임차인 신용도 등이 전월세전환율을 결정하는 중요한 요인이 될 수 있겠다.

2. 보증금에 내재된 리스크 프리미엄과 관련한 선행연구

이창무·정의철·이현석(2002)은 월세 미납 리스크 프리미엄을 고려한 경우 전월세전환율이 보증금 비중에 따라 상이하다는 것을 이론적인 모형

으로 정립하였다. 이와 더불어 보증금이 연세의 2년 이하인 구간에서는 월세 미납 리스크의 영향으로 전월세전환율이 비선형적인 관계가 유지될 수 있음을 이론적으로 규명하였다. 이러한 비선형성이 강하다면 실용적인 의미에서의 선형적인 관계를 가정한 시장 전월세전환율 지표 자체가 무의미해질 수 있다는 문제를 제기하였다.

이창무·이상영·안건혁(2003)은 보증금과 월세의 관계가 비선형적일 가능성이 있다는 관점(리스크 프리미엄이 존재)에서 아파트의 보증부월세 자료를 이용하여 월세 미납 리스크와 보증금 비중 증가에 따른 리스크 프리미엄의 존재를 실증적으로 분석하였다. 실증분석 결과 보증금 비중 증가(보증금이 월세의 절반을 상회하는 경우)에 따른 리스크 프리미엄은 존재하는 것으로 나타난 반면, 월세 미납 리스크(보증금<월세×24개월)는 하위시장별로 혼재되어 있는 것으로 나타났다.

이재우·이창무(2005)는 보증금 증가에 따른 자본이득 추구 시 리스크 프리미엄이 존재한다고 보았으며, 이러한 리스크 프리미엄은 전월세전환율에 내재되어 있다는 관점에서 상가 임대차계약 사례(2002년~2004년)를 대상으로 전월세전환율과 보증금/전세금 비율의 상관관계를 실증분석하였다. 분석결과 전월세전환율과 보증금/전세금 비율의 상관관계는 양(+)으로 나타나 동일 임대료 수준에서 보증금과 월세의 비선형적인 관계가 존재하는 것으로 파악되었다.

임재만(2011)은 임대인의 투자수익률 극대화 관점에서 월세이율과 기대가격상승률이 동일하다는 전통적 레버리지 추구가설의 문제점으로 보증금 비중의 변화에 따라 투자수익률이 상이함을 제시하였다. 또한 이러한 주장을 뒷받침하기 위해 서울시 아파트 단지의 분기별 자료를 이용하여 임대계약 유형의 선택조건 변화를 살펴보았다. 몬테칼로 시뮬레이션 기법에 의한 분석결과 매매가격 상승률에 대한 기대치가 충분히 클 경우에 전통적 레버리지 추구가설이 성립되나, 매매가격 상승에 대한 기대치가 낮은 경우 주택소유자는 월세를 선호하는 것으로 나타났다.

이영호·고성수(2012)는 상가 보증금이 임대인과 임차인의 정보비대칭 문제를 해결하는 수단으로 활용되는지를 검증하였다. 서울시에 소재한 2,662개의 상가 임대차 현황자료를 대상으로 월세에 월세 미납 리스크 프리미엄이 부과되는지를 실증·분석하였으며, 분석결과 월세 미납 리스크가 존재하는 경우 월세 임대료에 할증 프리미엄이 부과되는 것으로 나타났다.

이창무(2012)는 전통적 레버리지효과 추구가설에서 보증금의 비중이 관계없이 동일한 전월세전환율(투자수익률)을 얻는다는 가정이 보증금 비

중 증가에 따른 자본이득의 불확실성을 간과한 측면이 있다는 문제제기를 하였으며, 전통적 레버리지효과 추구가설을 수정한 이론적인 모형을 정립하였다. 이러한 모형은 보증금의 증가에 따른 리스크 프리미엄은 기대수익률과 위험의 관계에서 고려되어야 하며, 보증금 비중에 대한 다양한 선택이 임대시장에서 공존하기 위해서는 보증금 비중 증가에 따른 위험의 증가를 보상하기 위해 높은 기대수익률이 보장되어야 한다는 것을 의미한다. 수정된 레버리지효과 추구가설(레버리지 리스크 관점)을 검증하기 위해 서울시 아파트를 대상으로 보증금 비중의 변화에 따른 사후 투자수익률을 시계열적으로 산정한 후 평균수익률과 표준편차(위험)를 비교하였다. 분석결과 보증금 비중이 높을수록 기대수익률은 높아지는 반면 위험 지표인 표준편차도 동시에 증가한다는 결과를 보였으며, 이는 레버리지 리스크 관점을 지지하는 것으로 나타났다.

본 연구는 기존 선행연구와 다음과 같은 점에서 차별성이 있다. 첫째, 이창무·이상영·안건혁(2003)와 이창무(2012)는 보증금 비중의 증가에 따른 리스크 프리미엄을 실증적으로 검증하기 위해 시장 전월세전환율의 비선형성 규명 또는 시뮬레이션 방법 등과 같은 간접적인 분석방법에 의존하였다는 한계가 있다. 따라서 본 연구는 실제 투자수익률과 보증금 비중의 관계를 실증적으로 분석함으로써 상가 보증금에 내재된 리스크 프리미엄이 존재하는지를 규명하는 것에 차별성이 있다. 둘째, 이창무·이상영·안건혁(2003)은 주택 임대시장에서 낮은 보증금 비중에 대한 월세 미납 리스크의 존재 여부를 실증적으로 검증하였으나 명확한 관계를 확인할 수 없었다. 그러나 상가 임대시장에서는 임차인의 월세 미납 방지를

위해 낮은 보증금 비중에 관해 리스크 프리미엄을 부과할 가능성이 높다. 실제로 경기침체 시 상가의 임차인이 영업악화 등의 이유로 월세를 지불할 수 없는 경우 임대인은 보증금에서 월세를 충당하는 사례가 빈번히 나타나고 있다. 따라서 본 연구에서는 상가 임대시장을 대상으로 보증금에 내재된 월세 미납 리스크 프리미엄과 레버리지 리스크 프리미엄이 동시에 존재하는지를 실증적으로 검증한다.

치 대비 보증금 비중의 관계를 간략히 정리하면 다음과 같다.

보증부월세시장의 투자수익률($K_e(D)$)은 식(1)과 같이 월세시장의 투자수익률($K_e(0)$)과 보증금 증가에 따른 리스크 프리미엄($\beta_0\sigma_a \frac{D}{P-D}$)으로 나타낼 수 있다. 식(1)에 식(2)를 대입하고, 자산가치 대비 보증금의 비중(D/P)을 d 로 표현하여 정리하면 식(3)과 같다.

$$K_e(D) = K_e(0) + \beta_0\sigma_a \frac{D}{P-D} \quad \text{식(1)}$$

$k_e(D)$: 보증부월세시장의 투자수익률, $K_e(0)$: 월세시장의 투자수익률, β_0 : 레버리지 리스크 프리미엄, σ_a : 기대가격 상승률의 표준편차, D : 보증금, P : 자산가치

III. 분석배경 및 분석모형

1. 분석배경

이창무·정의철·이현석(2002)이 제시한 전통적 레버리지 추구가설은 보증금 비중 또는 임대계약 형태와는 무차별하게 임대인의 투자수익률이 동일하다고 보았으나, 이와 관련한 실증적인 증거가 명확히 제시되어 있지 않다. 최근에는 임재만(2011)이 주택임대시장을 대상으로 보증금 비중에 따라 투자수익률이 상이할 수 있음을 실증적으로 규명하였으며, 최창규·지규현(2007, 2008)은 대출금리와 전월세전환율의 관계에서 임대인이 선호하는 임대계약형태는 달라질 수 있다고 보았다.

이러한 관점에서 이창무(2012)는 전통적 레버리지효과 추구가설이 보증금 비중에 관계없이 동일한 투자수익률을 얻는다는 가정을 수정하여 보증금에 내재된 리스크 프리미엄의 영향으로 투자수익률이 다를 수 있다(레버리지 리스크 관점)는 이론적인 모형을 제시하였다. 레버리지 리스크 관점에서 제시된 임대인의 투자수익률과 자산가

$$r = -\frac{\partial R}{\partial D} = K_0 - \beta_0\sigma_a \quad \text{식(2)}$$

r : 전월세전환율

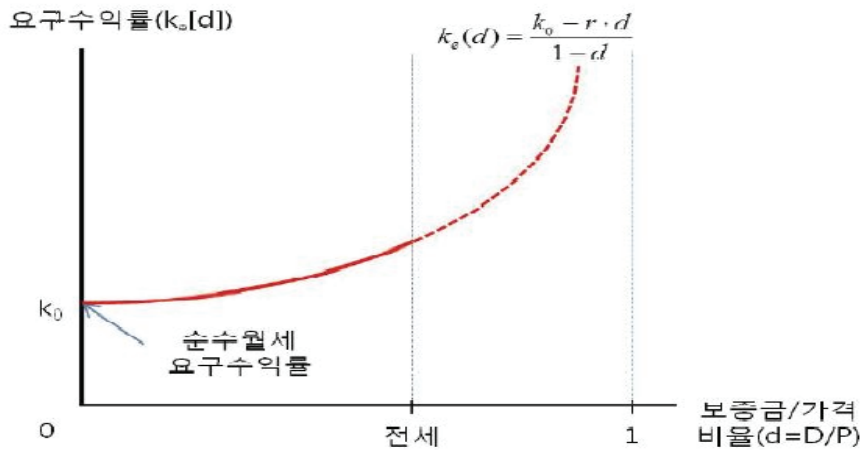
$$K_e(d) = \frac{K_0 - rd}{1-d} \quad \text{식(3)}$$

d : 자산가치 대비 보증금 비중

식(3)은 임대시장에서 월세시장과 보증부월세시장이 공존하기 위해 자산가치 대비 보증금 비중(d)이 변화할 때 보증부월세시장에서 요구되는 투자수익률($K_e(d)$)을 의미한다. 식(3)에서 d 의 변화에 따른 투자수익률의 변화를 살펴보기 위해 d 에 대한 편미분을 계산하면 식(4)와 같다.

$$\frac{\partial K_e(d)}{\partial d} = \frac{k_0 - r}{(1-d)^2} \quad \text{식(4)}$$

식(4)에서 기대가격상승률의 변동성이 0이 아닌 경우 K_0 는 r 보다 반드시 크므로($K_0 > r$), $\frac{\partial K_e(d)}{\partial d}$ 는 0보다 크다.



(그림 2) 자산가치 대비 보증금 비중과 투자수익률의 관계(월세 미납 리스크 프리미엄 미포함)
출처 : 이창무(2012)

따라서 보증부월세 시장에서 요구되는 투자수익률은 가격 대비 보증금 비율이 증가함에 따라 체증적으로 증가하는 관계를 가지며, <그림 2>와 같이 나타낼 수 있다.

그러나 레버리지 리스크 관점은 월세시장의 투자수익률($K_e(0)$)이 월세미납에 대한 리스크 프리미엄을 고려하지 않았다는 문제점이 있다. 즉, 보증금이 없거나 낮은 보증금 비중의 구간에서는 임차인이 월세를 미납할 리스크 프리미엄은 임대인의 요구수익률에 반영되어야 하며, 이러한 측면에서 보증금 증가에 따른 레버리지 리스크 프리미엄과 보증금 감소에 따른 월세 미납 리스크 프리미엄을 동시한 고려한 모형을 검토해 볼 수 있겠다.

본 연구에서는 식(1)에 월세 미납 리스크 프리미엄을 고려함으로써 자산가치 대비 보증금 비중과 임대인의 요구수익률의 관계를 다음과 같이 제시한다. 식(1)에서 월세시장에서 월세 미납 리스크 프리미엄을 감안한 투자수익률인 식(5)를 대입하면, 식(6)과 같이 나타낼 수 있다.

$$K_e(0) = \frac{R_0(1-\beta_1) + aP}{P} \quad \text{식(5)}$$

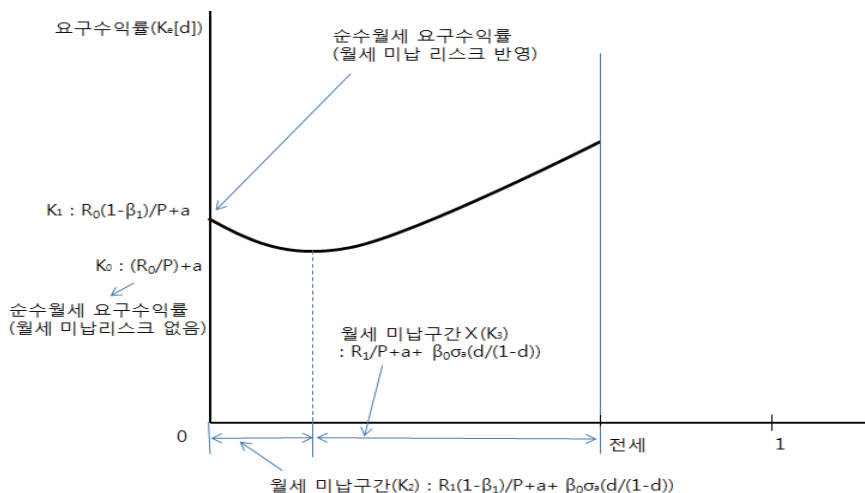
R_0 : 월세시장의 연세 β_1 : 월세미납 리스크 프리미엄
 a : 기대가격 상승률

$$K_e(D) = \frac{R_0(1-\beta_1) + aP}{P} + \beta_0 \sigma_a \frac{D}{P-D} \quad \text{식(6)}$$

식(6)에서 자산가치 대비 보증금의 비중(D/P)을 d 로 표현하여 정리하면 식(7)과 같다.

$$K_e(d) = \frac{R_0(1-\beta_1) + aP}{P} + \beta_0 \sigma_a \frac{d}{1-d} \quad \text{식(7)}$$

식(7)에서 임대인의 요구수익률은 월세 미납 리스크 프리미엄이 반영된 자본환원율, 기대가격 상승률, 기대가격상승률의 불확실성에 대한 레버리지 리스크 프리미엄으로 구성되어 있다는 것을 알 수 있다. 이러한 모형에서 월세시장, 보증부월세시장, 전세시장의 경우로 구분하여 임대인이 요구하는 투자수익률은 다음과 같이 나타낼 수 있다.



〈그림 3〉 자산가치 대비 보증금 비중과 투자수익률의 관계(월세 미납 리스크 프리미엄 포함)

$$K_c(d) = \frac{R_0(1-\beta_1)}{P} + a \quad : \text{월세시장}$$

$$K_c(d) = \frac{R_1(1-\beta_1)}{P} + a + \beta_0\sigma_a \frac{d}{1-d}$$

: 보증부월세시장(월세미납리스크 있음)

R_1 : 보증부월세시장의 월세($R_1 < R_0$)

$$K_c(d) = \frac{R_1}{P} + a + \beta_0\sigma_a \frac{d}{1-d}$$

: 보증부월세시장 또는 전세시장(월세미납리스크 없음)

따른 레버리지 리스크 프리미엄보다 크다면($\beta_1 > \beta_0$), <그림 3>과 같이 월세미납 구간에서는 보증금 비중의 증가에 따라 임대인의 요구수익률은 감소할 것이다. 본 연구에서는 상가 임대시장을 대상으로 보증금 비중과 임대인의 요구수익률(투자수익률)과의 비선형적인 관계가 존재하는지를 규명하며, 이러한 비선형적인 관계에서 월세 미납 리스크와 레버리지 리스크가 동시에 존재하는지를 규명하고자 한다.

2. 분석모형

본 연구에서는 상가 보증금 비중과 상가 투자수익률의 관계를 규명하기 위해 다중회귀분석모형을 사용하였다. 종속변수로는 요구수익률에 대한 대용변수로 상가 투자에서 실현된 투자수익률을 사용하였으며, 설명변수로는 입지권역, 도로접면, 건축연면적, 승강기 유무, 자산가치 대비 보증금 비중, 자산가치 대비 대출금 비중, 월세 미납 리스크를

보증부월세시장의 경우 임대인의 요구수익률의 형태는 월세 미납이 있는 보증금의 구간과 월세 미납 없는 보증금의 구간에서 차별화될 수 있다. <그림 3>은 이러한 관점에서 보증금 비중과 임대인의 요구수익률의 관계를 보여주고 있다. 월세 미납 구간에서는 보증금/가격 비중의 기울기가 월세 미납 리스크 프리미엄(β_1)과 레버리지 리스크 프리미엄(β_0)의 상대적인 크기에 따라 결정될 수 있을 것이다. 여기에서 월세 증가에 따른 월세 미납 리스크 프리미엄이 보증금 증가에

선정하였다.

우선 다중회귀분석 모형의 설정을 위해 3가지 연구가설을 선정하였다.

첫째, 상가의 투자수익률은 자산가치 대비 보증금 비중이 증가함에 따라 비선형적으로 체증하는 관계를 가지는지를 검증하였다. 상가 투자수익률과 자산가치 대비 보증금 비중이 비선형적으로 체증하는 관계가 존재한다면, 이는 상가 임대인이 높은 보증금 비중에 관해 레버리지 리스크 프리미엄을 부과한다고 해석될 수 있겠다. 또한 이창무(2012)가 제기한 보증금 비중의 증가에 따른 레버리지 리스크 프리미엄을 반영해야 한다는 레버리지 리스크 관점을 지지한다고 볼 수 있다.

둘째, 상가의 투자수익률은 자산가치 대비 대출금 비중(LTV)이 증가함에 따라 비선형적인 관계를 보이는지를 검증하였다. 최창규·지규현(2008)은 보증금과 더불어 차입금(대출금)도 레버리지 효과를 위한 수단으로 사용될 수 있으므로 임대인이 레버리지 수단으로 보증금과 차입금을 동시에 고려해야 한다고 보았다. 이러한 관점에서 자산가치 대비 대출금 비중이 상가 투자수익률과 비선형적으로 체증하는 관계를 가진다면, 대출금에도 레버리지 리스크 프리미엄이 내재되어 있다고 해석될 수 있겠다.

셋째, 월세 미납 리스크가 있는 보증금의 구간에서 상가의 투자수익률은 보증금 총액/월세 총액 비율이 증가함에 따라 감소하는지를 검증하였다. 보증금 총액/월세 총액 비율이 낮은 구간일수록 투자수익률이 증가한다

면, 상가 임대인은 낮은 보증금 비중에 관해 월세 미납 리스크 프리미엄을 부과한다는 실증적인 증거를 찾을 수 있겠다.

3가지 연구가설을 검증하기 위한 분석모형은 다음과 같이 설정한다. 모든 Model은 종속변수로 투자수익률을 선정한다. Model 1의 설명변수로는 입지적 요인, 물리적 요인, 자산가치 대비 보증금 비중으로 구성한다. 입지적 요인으로는 입지권역, 도로접면을 선정하며, 물리적 요인으로는 건물연면적, 승강기 유무를 선정한다⁸⁾. Model 2의 설명변수는 Model 1의 설명변수에 자산가치 대비 대출금 비중(LTV_i)을 추가한다. Model 3의 설명변수는 Model 1의 설명변수에 자산가치 대비 대출금 비중(LTV_i)을 제외하고 월세 미납 리스크(d_i)를 추가한다.

Model 1 :

$$K_e = a_0 + \beta_1 L_i + \beta_2 B_i + \beta_3 D_i / P_i + \beta_3 (D_i / P_i)^2 + \epsilon_i$$

K_e : 투자수익률 a_0 : 상수 L_i : 입지적요인 B_i : 물리적요인 D/P_i : 자산가치 대비 보증금 비중 ϵ_i : 잔차

Model 2 :

$$K_e = a_0 + \beta_1 L_i + \beta_2 B_i + \beta_3 D_i / P_i + \beta_4 (D_i / P_i)^2 + \beta_5 LTV_i + \beta_6 (LTV_i)^2 + \epsilon_i$$

LTV_i : 대출금/자산가치

Model 3 :

$$K_e = a_0 + \beta_1 L_i + \beta_2 B_i + \beta_3 D_i / P_i + \beta_4 (D_i / P_i)^2 + \beta_7 d_i + \epsilon_i$$

d_i : 월세 미납 리스크

8) 상가 투자수익률에 영향을 미치는 요인에 관한 국내의 선행연구는 없는 실정이다. 일반적으로 투자수익률은 임대료에 많은 영향을 받는데, 이러한 관점에서 본 연구는 입지적 요인과 물리적 요인의 변수 선정을 위해 상가 임대료 결정요인에 관한 기존 선행연구들(이재우·이창무(2006), 양승철·이성원(2006), 이영호·고성수(2012))를 참조하였다.

〈표 2〉 상가 보증금의 리스크 프리미엄 분석에 관한 변수구성

구분	변수명		설명	단위
종속 변수	투자수익률		소득수익률 + 자본수익률	%
설명 변수	입 지 적 요 인	도심 권역	명동상권, 인사동상권, 종로상권	더미
		강남 권역	강남역상권, 신사상권, 압구정상권, 청담상권	
		신촌 권역	신촌역상권, 이대앞상권, 홍대앞상권	
		영등포 권역	영등포상권(기준더미)	
		도로접면	한면이상이 광대로와 접함=1 한면이상이 광대로와 접하지 않음=0	더미
	물리적 요인	건물연면적	건축물관리대장의 건축연면적	m ²
		승강기 유무	승강기 있음 : 1, 승강기 없음 : 0	더미
	보증금/자산가치 비중		(보증금 총액 / 감정평가액)×100	%
	대출금/자산가치 비중		(등기부등본상의 대출금 총액 / 감정평가액)×100	%
	월세 미납 리스크	1년 미납	보증금 총액/월세 총액 ≤ 1 이하	더미
2년 미납		1 < 보증금 총액/월세 총액 ≤ 2 이하		
리스크 없음		2 < 보증금 총액/월세 총액 (기준더미)		

3. 분석자료 및 변수구성

본 연구의 분석자료는 국토교통부에서 발표되고 있는 상가 투자수익률에 관한 자료(2011년 4/4분기 기준)⁹⁾를 기초로 하고 있다. 국토교통부의 상가 투자수익률은 보증금의 운용수익률로 시장금리를 적용하고 있으나, 본 연구에서는 보증금이 레버리지효과 추가가설로 운용된다는 가정에서 상가 투자수익률을 재산정하였다. 또한 분석의 편의상 상가 투자수익률은 기타수입과 영업경비가 없는 것으로 가정하였다¹⁰⁾.

종속변수인 투자수익률은 소득수익률과 자본수익률로 구성되어 있다. 소득수익률은 1년 동안의 임대수익률을 의미하며, 자본수익률은 1년 동안의 부동산가격 증감률을 의미한다.

상가 투자수익률은 다음과 같이 산정하였다. 상가 소득수익률(k_i)은 2011년 4/4분기 시점의 월세 수입을 연간 수입으로 전환한 수치를 자기자본(P-D)으로 나누어 산출하였다.¹¹⁾ 상가 자본수익률(k_c)은 1년 동안의 기대가격 상승률을 자기자본(P-D)으로 나누어 산출하였다.

9) 국토교통부의 상가 투자수익률은 동일 상가에 소재한 모든 임차인의 보증금, 월세, 기타수입, 영업경비, 자산가치를 조사·평가함으로써 산출되고 있다.

10) 본 연구에서는 <표 1>의 이론적인 모형과 같이 보증금, 월세, 자산가치만을 고려하여 투자수익률을 산정하였다. 즉, 기타수입과 영업경비를 배제한 투자수익률 산정식이 보증금 비중과 투자수익률의 관계를 명확히 규명할 것으로 판단하였다.

11) 임대수입은 단위당 월세기준 임대료에서 연면적을 곱한 후 공실면적에 해당하는 임대손실을 차감하여 산정하였다(임대수입 = (m²당 월세기준 임대료 × 건물연면적) - (m²당 월세기준 임대료 × 공실면적)). 건물

$$k = k_i + k_c \quad \text{식(8)}$$

$$k_i = \frac{R \times 12}{P - D} \quad \text{식(9)}$$

$$k_c = \frac{P \cdot a}{P - D} \quad \text{식(10)}$$

k : 상가 투자수익률, k_i : 상가 소득수익률, k_c : 상가 자본수익률, R : 월세 수입, D : 보증금수입, P : 자산가치
 a : 기대가격 상승률

상가의 자본수익률 산출 시 기대가격 상승률은 미래 가격에 대한 예상이 실제 가격의 추세에 기초한다는 적응적 기대가설에 근거하여 국토교통부에서 발표되고 있는 3년(2009년~2011년) 연평균 자본수익률(2.22%)을 적용하였다. 3년 연평균 자본수익률은 기하평균수익률로 다음과 같이 계산된다.

$$r_t = \sqrt[3]{(1+r_1) \times (1+r_2) \times (1+r_3)} - 1 \quad \text{식(11)}$$

r_t : 기하평균수익률 r_1 : 2009년 연간 자본수익률
 r_2 : 2010년 연간 자본수익률 r_3 : 2011년 연간 자본수익률

입지적 요인은 입지권역과 도로접면을 주요 변수로 하였다. 입지권역은 영등포 권역을 기준 더미로 구분하였으며, 도로접면은 대로변과 후면지의 투자수익률 차이 여부를 파악하기 위해 한 면 이상이 광대로(폭 25m 이상)에 접한 상가를 기준으로 더미변수로 처리하였다.

물리적 요인은 건물연면적과 승강기 유무를 주요 변수로 하였다. 건물연면적은 건축물관리대장에 기재된 건축연면적으로 상가 규모가 투자수익률에 미치는 영향을 파악하고자 하였다. 승강

기 유무는 승강기가 있는 상가를 기준 더미변수로 처리하였으며, 일반적으로 승강기가 있는 상가는 층별 임대료 격차(1층 임대료 대비 다른 층의 임대료 격차)가 작기 때문에 투자수익률이 높을 것으로 예상할 수 있겠다.

자산가치 대비 보증금 비중은 보증금 총액을 2011년 4/4분기 시점의 감정평가액으로 나누어 산정하였으며, 자산가치 대비 대출금 비중은 등기부등본상에 기재된 대출금액을 감정평가액으로 나누어 산정하였다.

월세 미납 리스크는 월세 총액 대비 보증금 총액 비율이 1 이하인 구간, 1 초과에서 2 이하인 구간, 2이상인 구간으로 나누어 더미변수로 처리하였으며, 월세 총액 대비 보증금 총액 비율이 2를 초과하는 구간을 기준 더미변수로 처리하였다. 본 연구의 월세미납 리스크 더미변수의 처리방법은 이창무·이상영·안건혁(2003)의 연구에서 제시한 월세 미납 리스크를 측정하기 위한 대응변수 산정방법과 유사하다. 그러나 본 연구는 개별 임대차계약 단위에 대한 월세 미납 리스크가 아닌 임대인의 재무구조 관점에서 월세 미납 구간을 세분화하여 월세 미납 리스크 프리미엄을 살펴본다는 점에서 기존 선행연구와 차별성이 있다²⁾.

IV. 실증분석

1. 기초통계량

분석자료의 기초통계량은 <표 3>에 자세히 제

연면적에는 임대계약면적뿐만 아니라 비임대면적(자가사용면적, 분양면적, 무상임대면적)이 포함되는데, 비임대면적에는 계약임대료가 존재하지 않기 때문에 시장임대료를 임대수입에 반영하였다.

12) 한편 이영호·고성수(2012)는 개별 임대차계약 단위의 관점에서 상가 월세 미납 리스크의 존재 여부를 규명하였다.

시되어 있다. 분석자료는 서울(4대 권역)에 분포한 상가 515동을 수집하였으며, 수집된 자료 중 5동이 1층의 임대료 자료가 없어¹³⁾ 최종적으로 상가 510동을 대상으로 분석하였다.

종속변수인 투자수익률은 평균 8.201%로 나타났으며, 최소값과 최대값이 각각 3.030%와 20.104%로 나타났다. 권역별로는 신촌 권역의 평균이 8.867%로 가장 높게 나타났으며, 강남 권역의 평균이 7.482%로 가장 낮게 나타났다.

입지권역은 강남 권역이 183동으로 전체의 35.9% 비중을 차지하고 있는 반면, 영등포 권역이 56동으로 전체의 11.0% 비중을 차지한 것으로 나타났다. 도로접면은 전체 자료 중 17.1%만이 대로변에 위치한 것으로 나타났다.

건축연면적은 평균 801m²로 나타났으며, 최소값과 최대값이 각각 119m²와 10,077m²로 나타났다. 승강기가 있는 상가는 전체의 23.9% 비중을 차지하고 있다. 자산가치 대비 보증금 비중은 9.729%로 나타났는데, 이는 오피스빌딩의 자산가치 대비 보증금 비중과 유사하다고 할 수 있겠다.¹⁴⁾ 대출금 대비 자산가치 비율은 평균이 10.460%로 나타났으며, 최대값이 165.066%¹⁵⁾로 나타났다. 한편 전체 표본 중 34.5%가 월세 미납 리스크가 존재하지 않는 것으로 나타난 반면, 2년 미납 구간의 비중이 전체 표본 중 53.7%로

가장 높게 나타났다.

2. 실증분석

상가 보증금에 내재된 레버리지 리스크 프리미엄에 관한 실증분석 모형의 설명력(수정된 R^2)은 0.323%~0.564%로 나타났으며, 모든 모형에서 분산팽창지수(VIF) 값이 자승 변수를 제외하고 10 이하로 나타나 다중공선성이 없는 것으로 확인되었다(<표 4>).

Model 1에서 강남 권역이 영등포 권역에 비해 낮은 투자수익률을 보이는 것으로 나타난 반면, 도심 권역과 신촌 권역은 유의미한 값을 보이지 않았다. 도로접면과 건물연면적은 음(-)의 부호로 나타났는데, 이는 전통적인 상권의 중심지가 후면지의 소형 상가를 중심으로 성장한 경우가 많기 때문인 것으로 보여진다. 따라서 이러한 상가들은 높은 임대료 수준에 비해 상대적으로 낮은 자산가치를 보이는 특성이 높은 투자수익률에 영향을 미치는 것으로 보여진다. 승강기 유무는 양(+)의 부호를 보이는 것으로 나타났는데, 이는 승강기가 있는 상가의 경우 층별 접근성이 양호해짐에 따라 상대적으로 높은 임대수입이 발생하기 때문으로 보여진다.

한편 자산가치 대비 보증금 비중은 투자수익

13) 5동이 1층의 기준층 임대료 자료가 없는 이유로는 1층이 피로티 주차장으로 사용되고 있기 때문으로 파악되었으며, 일반적으로 1층의 임대수익이 소득수익률에 미치는 영향이 크기 때문에 이러한 특수한 표본은 분석의 정확성을 위해 제외하였다.

14) 2001년 1월부터 2011년 9월까지 전자공시에 공개된 오피스빌딩 매매사례에 따르면, 보증금이 매매금액을 줄이는 수단으로 사용되고 있으며, 2005년 이전에는 매매금액의 13%, 2005년 이후에는 매매금액의 11% 수준이 보증금으로 차감되어 거래가 되고 있다(류강민·이창무, 2012).

15) 대출금 대비 자산가치 비율이 100%를 상회하는 이유는 등기부등본상에 기재된 저당금액이 다른 토지 또는 건물과 공동담보인 경우이다. 본 연구에서는 전체 분석 결과에 큰 영향을 미치지 않는다고 판단되어 분석자료에 포함시켰다.

〈표 3〉 상가 보증금의 리스크 프리미엄 분석에 관한 기초통계량

구분	변수명	개수(N)	최소값	최대값	평균	표준편차	
종속변수	투자수익률	전 체	510	3.030	20,104	8.201	2.304
		도심 권역	102	4.757	20,104	8.484	2.287
		강남 권역	183	3.030	12,721	7.482	1.611
		신촌 권역	169	4.125	17,581	8.867	2.702
		영등포 권역	56	4.445	15,034	8.026	2.316
설명변수	입지 권역	도심 권역	510	0.000	1,000	0.200	0.400
		강남 권역	510	0.000	1,000	0.359	0.480
		신촌 권역	510	0.000	1,000	0.331	0.471
		영등포 권역	510	0.000	1,000	0.110	0.313
	도로접면		510	0.000	1,000	0.171	0.377
	건축연면적		510	119	10,077	801	723
	승강기 유무		510	0.000	1,000	0.239	0.427
	보증금/자산가치 비중		510	0.843	41,757	9.729	5.599
	대출금/자산가치 비중		510	0.000	165,066	10,460	21,437
	월세미납 리스크	1년 미납	510	0.000	1,000	0.118	0.323
		2년 미납	510	0.000	1,000	0.537	0.499
		리스크 없음	510	0.000	1,000	0.345	0.476

률에 1% 유의수준에서 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 자산가치 대비 보증금 비중의 자승 변수는 음(-)의 부호를 보이는 것으로 나타났다. 즉, 자산가치 대비 보증금 비중이 증가함에 따라 투자수익률이 체증적으로 증가하는 것이 아니라 체감하는 현상을 보이고 있다.¹⁶⁾ 이는 이창무(2012)가 제시한 레버리지 리스크 가설에 관한 명확한 증거를 찾을 수 없었다는 것을 의미하며, 투자수익률과 자산가치 대비 보증금 비중의 비선형적인 관계에서 월세 미납 리스크 프리미엄이 일부 작용하고 있는지를 추가적으로 검증해 볼 필요성이 있겠다.

Model 2에서는 자산가치 대비 대출금 비중

이 투자수익률과는 비선형적인 관계를 보이고 있지 않는 것으로 나타났다. 즉, 상가 임대인은 대출금과 보증금을 동일한 레버리지 수단으로 사용할 수 있으나, 대출금에 내재된 리스크 프리미엄이 보증금과는 다른 메커니즘에서 작용될 가능성이 있다는 것을 시사한다.

Model 3은 Model 1에서의 보증금 비중과

투자수익률의 비선형적인 관계가 월세 미납 리스크에 영향을 받는지를 검증하기 위해 월세 미납 리스크 더미 변수를 구간별로 투입하였다. 분석결과 1년 미만 구간과 2년 미만 구간의 월세 미납 리스크 프리미엄은 각각

16) 상가 임대인은 자산가치 대비 보증금의 비중이 34.7%인 경우 가장 높은 투자수익률을 요구하는 것으로 나타났다.

<표 4> 상가 보증금의 리스크 프리미엄에 관한 회귀분석 결과

변수	model1			model 2			model 3			
	β	t값	VIF	β	t값	VIF	β	t값	VIF	
상수항	5.865***	14.919		5.875***	15.004		0.795***	1.814		
입지 권역	도심권역	0.223	0.694	2.350	0.181	0.565	2.355	-0.035	-0.133	2.387
	강남권역	-0.600**	-1.986	2.979	-0.675**	-2.241	3.003	-0.441*	-1.814	2.998
	신촌권역	-0.130	-0.426	2.948	-0.153	-0.503	2.954	0.168	0.677	3.008
도로접면	-0.544**	-2.325	1.101	-0.544**	-2.338	1.105	-0.396**	-2.103	1.104	
건물연면적	-0.000**	-2.576	1.397	-0.000**	-2.601	1.397	-0.000*	-1.764	1.407	
승강기 유무	0.685***	2.939	1.404	0.580**	2.475	1.438	0.483**	2.571	1.413	
보증금/ 자산가치	0.347***	7.436	9.646	0.338***	7.280	9.693	0.727***	16.184	13.909	
(보증금/ 자산가치) ²	-0.005***	-3.275	9.282	-0.005***	-3.188	9.294	-0.012***	-9.244	11.107	
대출금 /자산가치				0.012	1.379	4.675				
(대출금 /자산가치) ²				0.000	0.061	4.596				
월세 미납 리스크	1년 미납						4.448***	14.586	2.127	
	2년 미납						2.862***	15.371	1.898	
N	510			510			510			
Adjusted R ²	0.323			0.346			0.564			
F-Value	31.382			26.358			66.781			
F값의 유의확률	0.000			0.000			0.000			

4.448%와 2.862%로 나타났다. 이는 월세 대비 보증금 비율이 낮은 구간에서는 보증금이 월세 미납을 헤지할 수 없는 리스크가 반영되었기 때문으로 보여진다. 이러한 원인에 대한 다른 해석으로는 월세 미납 리스크를 헤지하기 위한 월세의 할증 프리미엄 효과가 소득수익률에 많은 영향을 주기 때문으로 판단된다.

<표 5>는 월세 미납 리스크의 유무로 구분한

후 보증금 비중의 증가에 따른 투자수익률의 영향을 추가적으로 실증분석한 결과를 보여준다. 모형의 설명력(수정된 R²)은 이전의 분석모형보다 높게 나타났으며(0.455~0.648), VIF 값으로 판단하건대 다중공선성은 없는 것으로 나타났다.

월세 미납 리스크가 있는 상가의 임대인은 자산가치 대비 보증금 비중이 1% 증가함에 따라 0.568%p의 투자수익률 할증을 요구하는 반면, 월

〈표 5〉 월세 미납리스크 유무에 따른 회귀분석 결과

변수	월세 미납리스크 없음			월세 미납리스크 있음			
	β	t값	VIF	β	t값	VIF	
상수항	5.209***	8.300		4.195***	13.934		
입지 권역	도심 권역	-0.497	-0.734	2.260	0.375	1.493	2.376
	강남 권역	-1.282**	-2.071	3.859	-0.065	-0.269	2.809
	신촌 권역	0.002	0.004	3.894	0.150	0.581	2.394
도로접면	-0.780*	-1.882	1.156	-0.213	-1.088	1.126	
건물연면적	-0.000	-1.167	1.470	-0.000	-1.502	1.489	
승강기 유무	0.866**	2.119	1.685	0.436**	2.197	1.347	
보증금/자산가치	0.225***	9.769	1.059	0.568***	22.552	1.134	
대출금/자산가치	0.018***	2.773	1.136	-0.004	-1.206	1.089	
N	176			334			
Adjusted R^2	0.455			0.648			
F-Value	19.235			77.477			
F값의 유의확률	0.000			0.000			

세 미납 리스크가 없는 상가의 임대인은 자산가치 대비 보증금 비중이 1% 증가함에 따라 0.225%p의 투자수익률 할증을 요구하는 것으로 나타났다. 이는 자산가치 대비 보증금 비중과 투자수익률의 관계가 레버리지 리스크 프리미엄 보다는 월세 미납 리스크 프리미엄에 많은 영향을 받는 것으로 유추해 볼 수 있겠다.

한편 월세 미납 리스크가 없는 상가의 임대인은 대출금 비중이 1% 증가함에 0.018%p의 투자수익률 할증을 요구하는 것으로 나

난 반면, 월세 미납 리스크가 있는 상가의 임대인은 대출금 비중과 투자수익률간에 유의미한 결과가 나타나지 않았다. 일반적으로 월세 미납 리스크가 있는 상가의 임대인은 상대적으로 안정적인 재무구조를 갖추고 있어 낮은 대출금 비중을 유지할 가능성이 많다. 따라서 이러한 낮은 재무적 근경위험을 가진 임대인의 투자성향이 대출금 비중의 증가에 따른 투자수익률의 보상 프

리미엄에 영향을 미치지 않을 것으로 판단된다. 그러나 이에 대한 명확한 해석은 추가적인 분석과 논의가 필요할 것으로 보여진다.

이상의 결과에서 보듯이 상가 임대시장에서는 보증금 비중의 증가에 따른 레버리지 리스크 프리미엄의 명확한 증거를 찾을 수 없었으나, 보증금 비중의 감소에 따른 월세 미납 리스크 프리미엄은 비교적 명확히 찾을 수 있었다. 이는 상가의 재무구조가 월세 대비 낮은 보증금 비중(평균적인 자산가치 대비 보증금 비중은 약 10%)을 보임에 따라 임대인의 투자수익률은 레버리지 리스크 보다는 월세 미납 리스크에 상대적으로 많은 리스크 프리미엄을 부과하기 때문으로 해석된다. 일반적으로 자산가치 대비 높은 보증금 비중의 임대계약 특성을 나타내는 주택 임대시장에서 보증금의 기회비용은 레버리지 리스크 프리미엄에 크게 영향을 받을 수 있다. 그러나 월세 수입을 기반으로 하는 상가 임대시장에서는 보증금

의 기회비용이 주택임대시장과는 차별화된 관점(월세 미납 리스크 프리미엄의 고려)에서 해석될 필요성이 있겠다.

V. 결론

본 연구는 상가 보증금의 기회비용에 리스크 프리미엄의 고려가 필요하다는 견해에서 보증금에 내재된 리스크 프리미엄(월세 미납 리스크, 레버리지 리스크)이 실증적으로 존재하는지를 분석하였다. 본 연구에서는 서울의 4대 권역(도심 권역, 강남 권역, 신촌 권역, 영등포 권역)에 소재한 일반 상가를 분석대상으로 하였으며, 상가 임대인의 투자수익률과 보증금 비중의 관계를 실증적으로 규명하였다.

상가의 자산가치 대비 보증금 비중이 투자수익률의 리스크 프리미엄에 미치는 영향을 분석한 결과는 다음과 같다. 자산가치 대비 보증금 비중이 증가할수록 투자수익률은 비선형적인 관계를 보였으나, 이창무(2012)의 연구에서와 같이 체증적으로 증가하기 보다는 체감적으로 증가하는 현상을 보였다. 이는 보증금 비중의 증가에 따른 레버리지 리스크 프리미엄에 관한 실증적인 증거를 찾을 수 없었다. 또한 월세 미납이 있는 보증금의 구간에서는 보증금 총액/월세 총액 배율이 낮을수록 투자수익률 할증 프리미엄 현상이 크게 나타났으며, 이는 상가 임대시장에서 보증금의 기회비용이 월세 미납 리스크에 많은 영향을 받는 것으로 해석될 수 있다.

이러한 연구결과는 상가 임대시장에서 전월세 전환율과 시장이자율의 차이가 나는 원인이 임대인의 기대가격 상승률과 더불어 보증금에 내재된

리스크 프리미엄이 주요한 요인으로 작용한다는 것을 의미한다. 일반적으로 상가 임대시장의 보증금 비중은 주택 임대시장보다 낮기 때문에 상가의 보증금에 내재된 리스크 프리미엄은 주택의 전세금 또는 보증금과 차별화된 관점에서 해석될 필요성이 있겠다.

최근 부동산투자의 관심이 자본이득 추구에서 임대수익 추구로 전환됨에 따라 임대소득에 대한 수익률은 과거에 비해 중요한 지표로 인식되고 있다. 그러나 아직까지 보증금의 기회비용을 보는 시각이 다양함에 따라 보증금 운영수익의 처리방법에 대한 표준화가 미비하였다. 따라서 향후 보증금의 기회비용과 관련된 다양한 연구들이 지속적으로 이루어질 필요성이 있으며, 이러한 후속연구의 연구결과를 기초로 다양한 요인(기대 가격 상승률, 시장이자율, 대출금리, 보증금 비중, 월세 미납 리스크, 레버리지 리스크 등)들을 종합적으로 고려한 보증금 운용이율의 적용에 관한 통일된 기준이 제시될 필요성이 있겠다. 본 연구는 이러한 측면에서 상가 보증금에 내재된 월세 미납 리스크와 레버리지 리스크를 실증분석하였으며, 투자수익률 산정 시 중요한 고려사항인 보증금 운용이율의 적용에서 보증금에 내재된 리스크 프리미엄의 반영이 필요하다는 문제 제기를 하였다는 것에 의의를 두고자 한다.

본 연구에서는 다음과 같은 점이 연구의 한계로 남는다. 첫째, 상가 투자수익률을 시계열적으로 분석할 수 있는 자료의 확보가 어려워 횡단면 자료를 근거로 분석하였다. 이에 따라 실증분석에서 임대시장의 시간적 변화에 따른 보증금 비중 또는 투자행태의 변화를 정확히 반영할 수 없었다. 둘째, 상가 보증금에 내재된 리스크 프리미엄을 추정함에 있어 리스크 요인의 대응변수로

사전적인 자료를 사용하였으나, 다양한 확률이론을 적용한 사후적인 자료의 생성을 통해 보다 정교한 리스크 프리미엄의 추정이 필요할 것으로 보여진다. 향후 시계열 자료의 축적이 충분히 이루어진다면, 이들 자료를 이용해 리스크 프리미엄의 측정에 관한 정확성을 높일 수 있을 것으로 판단된다.

본 연구는 상가 임대시장을 대상으로 다각적인 관점에서 보증금 기회비용을 논의하였으나, 실무적으로 활용이 가능한 연구결과를 도출하기 위해서는 추가적인 후속연구들이 지속될 필요성이 있겠다. 특히 상가 임대계약과정에서 보증금 비중을 결정하는 두 주체(임대인과 임차인)에게 공통적인 영향을 미치는 요인들을 검토해 볼 필요성이 있겠다. 또한 향후 오피스빌딩, 오피스텔, 숙박용 부동산 등으로 연구대상을 다양화함으로써 기존의 이론적인 가설들에 대한 실증적인 증거들을 확보할 필요가 있겠다. 특히 주택 임대시장에 비해 상대적으로 연구가 미진하였던 상업용 부동산의 임대시장에서 보증금의 기회비용에 관한 활발한 논의들이 이루어지길 기대해 본다.

논문접수일 : 2013년 6월 11일
논문심사일 : 2013년 7월 2일
게재확정일 : 2013년 8월 6일

참고문헌

1. 국토교통부, 「2011년 4/4분기 및 연간 오피스·매장용빌딩 임대료조사 및 투자수익률 추계 결과보고서」, 2012
2. 류강민·이창무, “서울시 오피스 임대시장의 공실률과 임대료의 상호결정구조 분석”, 「부동산학연구」 제18집 제2호, 한국부동산분석학회, 2012, pp.91~102
3. 이영호·고성수, “상가 임대시장의 보증부월세 임대계약구조에 관한 연구”, 「부동산연구」 제21집 제3호, 한국부동산연구원, 2011, pp.127~147
4. 이영호·고성수, “정보비대칭 관점에서 상가 보증금의 성격에 관한 연구”, 「부동산연구」 제22집 제2호, 한국부동산연구원, 2012, pp.123~147
5. 이영호·윤동건, “수익환원법에 적용되는 자본환원을 산정에 관한 연구”, 「부동산학보」 제51집, 한국부동산학회, 2012, pp.171~185
6. 이영호, “상가 보증금의 성격에 관한 연구”, 건국대학교 박사학위 논문, 2013
7. 이재우·이창무, “상가시장의 임대계약 및 전월세 전환률 특성”, 「국토계획」 제40권 제1호, 대한국토도시계획학회, 2005, pp.93~111
8. 이재우·이창무, “서울 상가시장 임대료결정요인에 관한 연구”, 「국토계획」 제41권 제1호, 대한국토도시계획학회, 2006, pp.75~90
9. 이창무·이재우, “서울 오피스 임대시장구조 실증분석”, 「국토계획」 제40권 제2호, 대한국토도시계획학회, 2005, pp.207~221
10. 이창무·정의철·이현석, “보증부월세시장의 구조적 해석”, 「국토계획」 제37권 제6호, 대한국토도시계획학회, 2002, pp.87~97
11. 이창무·이상영·안건혁, “아파트 보증부월세

- 특성에 대한 실증분석”, 「국토계획」 제38권 제1호, 대한국토도시계획학회, 2003, pp.109~124
12. 이창무, “레버리지 위험을 고려한 전월세시장 균형모형”, 「주택연구」 제20권 제2호, 한국주택학회, 2012, pp.5~31
 13. 임재만, “아파트 임대차계약 당사자의 공동균형에 관한 연구 : 수도권을 중심으로”, 「국토연구」 제60권, 국토연구원, 2009, pp.47~59
 14. 임재만, “서울시 아파트 임대차계약 구조에 대한 새로운 해석”, 「국토연구」 제70권, 국토연구원, 2011, pp.23~39
 15. 양승철·이성원, “서울시 매장용 빌딩의 임대료결정 요인에 관한 연구”, 「감정평가연구」 제16집 제2호, 한국부동산연구원, 2006, pp.31~48
 16. 최창규·지규현, “전세와 월세에 대한 구조적 해석”, 「국토계획」 제42권 제3호, 대한국토·도시계획학회, 2007, pp.215~226
 17. 최창규·지규현, “전세와 주택 금융 차입하에 임대인의 공급선택에 대한 해석”, 「국토계획」 제43권 제6호, 대한국토·도시계획학회, 2008, pp.53~67
 18. Benjamin, J.D., 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. 4, 1998, pp.309~329
 19. 2010 인구주택총조사, www.census.go.kr,