

중소형 근린상가의 월세에 대한 보증금 배율 변화에 관한 연구

A Study on Shifting the Rate of Security Deposit Versus Monthly Rent of
Small and Medium-sized Neighborhood Commercial Buildings

임 지 목 (Lim, Jeemook)*

이 현 석 (Lee, Hyunseok)**

< Abstract >

As the transformation to an aging society accelerates and the low interest rate environment has no end in sight, there has been increasing interest in investing in small and medium-sized commercial buildings in residential areas as a way to secure a stable income. Unprecedentedly low interest rates have brought about a change in the Korean real-estate investment paradigm as the pure Chonseil system (security deposit only, no rent) has gradually given way to a monthly rent system in the residential property market. This trend has also spread to the market for small and medium-sized commercial buildings in residential areas. Before making a decision to invest in such properties, there are many factors to consider, such as property-specific characteristics or the domestic and international investment climate, for instance. This study seeks to verify whether the operating income hypothesis, additional leverage effect hypothesis, and financial borrowing hypothesis exert an effect on the market for small and medium-sized commercial real estate in residential areas. The results of this study suggest that investors in small and medium-sized commercial buildings in residential areas try to maximize their investment income in various ways which support the operating income hypothesis, additional leverage effect hypothesis, and financial borrowing hypothesis (although indirectly). In conclusion, investors in these properties are influenced by domestic and international conditions according to which they adjust the ratio of security deposit to monthly rent in order to maximize investment income. Even after their initial investment, real estate investors continue to adjust security deposit and monthly rent amounts in response to changing economic conditions.

주 제 어 : 중소형 근린상가, 보증부월세, 레버리지 효과, 투자자 영향요인

key word : Small and Medium-sized Commercial Building, Monthly Rent with Security Deposit, Leverage Effect, Investor Influence Factor

I. 서론

1. 연구의 배경 및 목적

최근 지속되는 저금리 등의 영향과 대내·외 경제상

황의 불확실성 증가로 금융권 등에서 대규모 구조조정이 진행됨에 따라 조기은퇴와 노후생활을 대비한 안정적인 수익확보를 위해 중소형 근린상가 투자수요가 점차 확대되고 있다.

* 교보생명 부동산운영지원팀, ljm0519@hanmail.net (주저자)

** 건국대학교 부동산학과 교수, hsl3@konkuk.ac.kr (교신저자)

2015년 6월 한국은행 금융통화위원회에서는 저성장 및 디플레이션(Deplation)에 대한 우려로 기준금리를 사상 최저치인 1.50%로 결정하였으며, 과거 겪어 보지 못한 초저금리 경제상황은 투자자들로 하여금 투자 패러다임(Paradigm)의 변화를 가져왔다. 부동산 자산의 경우 다른 투자자산에 비해 장기 투자자산임을 감안할 때 이러한 투자 패러다임의 변화는 시장금리 하락이 시작된 2012년 초반(2012년 1월 한국은행 기준금리 3.25%)부터 서서히 진행되어 왔다. 시장금리의 지속적인 하락으로 보증금의 운용이익이 하락함으로써 투자자들의 월세 선호현상이 뚜렷이 나타났는데, 아파트를 위주로 하는 주택시장에서는 전세방식의 임대차계약이 월세방식의 임대차계약으로 전환되고 있으며, 개인투자자가 주를 이루는 중소형 수익형 근린상가 매매에 있어서도 보증금보다는 월세비중이 많은 부동산을 선호하는 경향으로 나타나고 있다. 또한 금융기관의 대출금리가 현재의 투자수익률보다 낮은 상황에서 투자자들은 금융부채 조달을 통한 정(+의 레버리지를 활용하여 보증금을 줄이고 월세 비중을 늘려 투자수익을 극대화 하고 있다.

한국감정원에서 조사된 <표 1>의 2012년부터 2014년까지의 상업용 부동산 거래량을 살펴보면 동(호)수 기준으로 2013년도는 전년 대비 27%, 2014년도는 전년 대비 30%이상 증가하였으며, 거래면적에 있어서도 2013년도는 전년 대비 9%, 2014년도는 전년 대비 17%이상 증가하여 저금리 상황에서 상업용 부동산의 수요가 증가하고 있음을 보여준다.

중소형 근린상가의 경우 도심부보다 지역 상권을 기반으로 하여 중심지에서 배후지까지 위치하여 근린기능, 오피스기능, 자산기능 등의 역할을 수행하고 있으며, 관리의 편리성으로 인해 안정적인 임대수입을 주

<표 1> 서울시 상업용 부동산 거래 현황
(단위 : 동(호)수, 천㎡)

구 분	2012년	2013년 (전년비증가율)	2014년 (전년비증가율)
동(호)수	151,169	192,289 (27%↑)	251,753 (30%↑)
거래면적	16,255	17,635 (9%↑)	20,723 (17%↑)

출처 : 부동산통계정보시스템 (한국감정원, 2014년 기준)

된 목적으로 하는 개인투자자가 주류를 이루고 있어 기타 부동산 대비 월세 선호현상이 뚜렷하게 나타난다. 또한 부동산별 개별성이 강해 투자자의 과거경험, 경제상황, 해당 부동산의 위험정도 및 지역적 특수성 등 다양한 대내·외적 환경요인에 영향을 받고 있다.

그러나 중소형 근린상가 특성에 대한 연구는 자료 수집이 어려워 제한적으로 다루어져 왔으며, 대부분의 선행연구에서는 상업용 부동산의 임대인과 임차인과의 임대차계약 구조에 영향을 주는 특성변수를 중심으로, 중소형 근린상가의 가격결정, 투자자의 영향요인 등 중소형 근린상가의 특성 연구는 오피스빌딩과 같은 상업용 부동산으로 포괄하여 진행되어 왔다. 이에 본 연구에서는 그동안 관심과 연구 필요성에도 불구하고 자료 확보의 어려움으로 연구가 진행되지 못했던 중소형 근린상가 투자자의 영향요인을 파악하기 위해 시장금리가 점진적으로 하락하기 시작한 2012년부터 2014년까지 서울시 전역에 걸쳐 실제 거래된 자료를 조사하여 진행하였다.

이러한 실증자료 분석을 통해 대내·외적 환경변화에 따라 투자수익을 극대화하기 위한 중소형 근린상가 투자자의 투자패러다임이 어떻게 변화하고 있는지를 제시하였으며, 아울러 오피스빌딩과 다른 특징을 가진 중소형 근린상가에 대한 투자결정에 영향을 미치는 변수를 살펴봄으로써 투자수요가 증가하고 있는 중소형 근린상가에 대한 투자자의 영향요인을 찾는 데 연구의 목적이 있다.

2. 연구의 방법 및 범위

본 연구는 중소형 근린상가 투자의사 결정에 있어 중요한 요소이며, 투자수익에 직접적인 영향을 주는 월세에 대한 보증금 배율(보증금/월세)이 어떠한 대내·외적 특성요인에 영향을 받고 있는지에 대해 회귀분석을 통해 살펴보고, 아울러 지역별로 다르게 나타나는지에 대해서도 실증 연구한다. 연구에 활용된 자료는 중소형 근린상가 전문 중개회사¹⁾에서 서울시 25개 자치구에 걸쳐 매매 중개 거래한 자료로 실거래가격, 부동산현황 등을 등기사항전부증명서 열람과 건축물 대장 발급²⁾을 통해 확인·보완하였으며, 해당 부동산의 개별공시지가가 실거래 가격의 30%에 미달하는 부

1) 원빌딩부동산중개법인, <http://wonasset.com>

2) 온나라부동산, <http://onnara.go.kr>, 서울시부동산정보포장, <http://land.seoul.go.kr>, 대법원인터넷등기소, <http://iros.go.kr>

동산에 대해 감정평가법인³⁾을 통해 감정평가 사례를 조사하여 거래 가격의 적정성을 살펴보았다. 조사기간 2012년부터 2014년 3개년 사이 매매 거래된 544건의 표본 중에서 개발 예정부지로 실제 수익이 발생하지 않는 나대지, 건물의 전체 특성을 제대로 반영하기 어려운 구분등기상가와 전세계약이 많아 수익성을 살펴 보는데 한계가 있는 주거용 건물(상가주택 포함)은 분석 대상에서 제외하고 건물전체를 수익형 근린상가 로 사용하고 있는 378건을 채택하였다. 또한 지역별 특성을 살펴보기 위해 상권별 특징과 거래건수에 따라 3개 권역으로 구분하였는데, 첫번째 권역으로 안정성 측면에서 투자자가 가장 선호하고 거래가 많은 강남구, 서초구, 송파구를 강남권역으로 구분하였으며, 두번째 권역으로 전통적으로 상권이 발달되어온 지역으로 최근 상권이 확대되고 있으며, 조사기간 동안 지역별로 10건이상 거래된 홍대, 신촌·이대, 명동, 건대, 대학로, 신림동 등을 6대권역으로, 나머지 15개 자치구를 기타권역으로 분류하였다. 이 중 강남권역이 151건(40.0%), 6대권역이 115건(30.4%)이며, 기타권역이 112건(29.6%)으로 분포되었다.

II. 선행연구 및 이론적 고찰

1. 선행연구 고찰

임대수입을 목적으로 하는 수익형 부동산에 대한 투자 및 자산가치 결정요인에 관한 기존 연구는 크게 세 가지 분야로 진행되어 왔다. 첫째, 부동산 자산가치에 영향을 미치는 요인에 관한 연구, 둘째, 임대료의 결정요인에 관한 연구, 셋째, 임대계약구조에 관한 연구로 진행되어 왔다.

먼저 자산가치 결정요인과 관련하여 김진·원용수(2011)는 저금리의 지속으로 투자 상품에 대한 수요가 증가하고 있으며, 우리나라의 인구구성에서 큰 부분을 차지하는 베이비부머(Baby-Boomer)세대가 비교적 소액으로 투자가 가능하며, 안정적 임대수익이 제공되는 근린상가에 대한 투자 선호도가 높음을 제시하고 투자자의 투자 결정요인 중 가장 우위가 수익성 요소

임을 관찰하였다.

김서경·최종근(2012)은 서울시 강남 및 도심의 오피스빌딩과 매장용 빌딩의 임대료 및 토지가격의 결정요인을 비교분석한 결과 건물용도와 권역에 따라 영향을 미치는 요인이 다름을 확인하였으며, 토지가격과 임대료가 순환적 구조를 가진 동시적 결정요인임을 밝혔다.

최근에는 김형근·신종철(2014)이 중소형 빌딩의 입지환경과 시설물이 양호할수록 부동산매매 가격에 긍정적 영향을 주고 있음을 확인하였다.

다음으로 임대료의 결정요인에 관한 연구에서 이재우·이창무(2006)는 상가의 임대료 결정요인을 분석하기 위해 구분소유 되지 않은 서울시 3층 이상의 일반상가건물을 대상으로 연구한 결과 임차인 업종에 따라 임대료수준이 다르게 형성될 수 있다는 점을 확인하였다.

양승철·이성원(2006)은 서울시 소매용 부동산을 대상으로 임대료 결정요인에 대해 살펴본 결과, 소매용 부동산의 공실률이 임대료에 음(-)의 영향을 미치거나 유의하게 나타나지 않음을 확인하였다.

이종은·조주현(2008)은 소매용 부동산의 임대료결정요인을 분석하기 위해 1층의 전부 또는 일부를 소매용 부동산으로 사용하고 있는 빌딩을 대상으로 분석한 결과 용적률, 임대면적, 토지단가, 도로접면수, 지하철역과의 거리, 접면도로폭 등이 유의하게 영향을 주는 것을 확인하였다.

마지막으로 보증금과 월세라는 임대차계약구조에서 나타나는 레버리지 효과 및 전월세전환율에 대한 연구가 진행되었다. 이영호·전수진(2009)은 오피스빌딩 자료를 근거로 운용이익 추구가설과 레버리지 추구가설에서 자본환원율(Capitalization Rate)을 추정하였는데, 레버리지 추구가설로 산정된 자본환원율이 운용이익 추구가설로 산정된 자본환원율보다 높게 나타나고 있음을 확인하였다.

최성호·이창무(2009)는 기대 총수익률이 동일하게 유지되는 조건 하에서 매매가격과 순수월세의 상승은 전세가격을 상승시키는 결과를 가지며, 매매가격과 순수월세가 고정되어 있다면 기대가격 상승률의 상승은 전세가격을 하락시키는 효과에 대해 분석하였다.

이창무·정의철·최소의(2009)는 주택시장에서 자본환원율과 기대가격상승률이 전월세전환율을 결정하는 주요 요인으로, 임대인의 레버리지 추구가설이

3) 대한감정평가법인, <http://kosal.co.kr>

<표 2> 보증금의 기회비용에 대한 견해

이론적 가설	투자수익률 균형식	보증금 기회비용
운용소득 추구가설	$k = \frac{(R+i \cdot D) + P \cdot E(a)}{P}$ k : 투자수익률, R : 연세, D : 보증금 i : 시장이자율, P : 자산가치, E(a) : 자산가치상승률	$-\frac{\partial R}{\partial D} = i$
레버리지 추구가설 (이창무·정의철·이현석, 2002)	$k = \frac{R + P \cdot E(a)}{P - D}$	$-\frac{\partial R}{\partial D} = k$
금융 차입가설 (최장규·지규현, 2007, 2008)	$k = \frac{(R - r \cdot S) + P \cdot E(a)}{P - (S + D)}$ S : 대출금액, r : 대출이자율	$-\frac{\partial R}{\partial D} = k$ $-\frac{\partial R}{\partial S} = k - r$

출처: 이영호·고성수(2013), 일부 재구성.

상당부분 작용하고 있음을 실증적으로 규명하였다.

국내와 달리 해외연구들은 운용이익 변화에 따른 매매가격의 움직임과 합리적 투자자의 자본환원율변동을 관찰함으로써 소유하고 있을 때의 운영이익과 자본이익을 동시에 관찰하였다. Sivitanides et al(2001)과 Hendershott and MacGregor(2005)는 합리적 투자자의 경우 공간시장에서의 목표수익률을 자본환원율로 가정하면서 목표수익률이 운영익에 의해 실현되든 자본이익에 의해 실현되든 무차별하다는 것을 관찰하였다.

이상의 선행연구에 대한 검토 결과 중소형 근린상가의 구분기준이 모호하고, 소매용도가 주요 용도로 활용되고 있다는 특징으로 수익형 상가 및 오피스빌딩 투자에 영향을 미치는 요인들을 중심으로 연구가 진행되어 왔다. 또한 임대인과 임차인과의 임대료 결정요인에 관한 연구가 대부분으로 투자자의 영향요인에 대해서는 연구가 제한적으로 이루어지고 있다. 따라서 본 연구에서는 중소형 근린상가의 개념을 살펴보고, 투자자의 투자 의사 결정에 보증금 및 월세의 임대차계약 구조가 어떠한 영향을 주고 있는지를 살펴보고자 한다.

2. 이론적 고찰

1) 중소형 근린상가 개념 정의

중소형 근린상가의 규모와 용도의 정의를 내리기 위해서는 건물규모, 건축연면적 및 활용현황 등을 종합적으로 고려해야 하는데 아직까지 우리나라에는 정확한 구분기준이 마련되어 있지 않다(최막중, 1995).

강원철·최정엽(2002)은 오피스빌딩 규모를 층별 규모에 따라 6층 이상에서 9층 이하는 중형, 10층 이상에서 19층 이하는 대형, 20층 이상을 초대형빌딩으로 구분하였다.

이재우(2005)는 오피스 시장정보 제공기관의 오피스 구분으로 대형, 중대형, 중형, 소형 등으로 세분화되어 있으며, 동일한 유형의 명칭으로 구분된 경우로서로 상이하다고 하였다.

상가용도를 구분하기 위한 선행연구에서는 이재우·이창무(2005)가 상가유형과 개념을 제시하면서 상업적으로 소비자와 직접 연결되는 근린생활권의 상가를 단지내상가, 근린상가, 지하상가, 일반상가, 테마상가 등 여러 유형으로 분류하여 상가의 개념을 정의하였다.

이와 같이 건물규모와 용도를 구분하는데 있어 선행연구와 시장에서 정보를 제공하고 있는 민간 정보기관들 사이에도 기준을 상이하게 적용하고 있으며, 중소형 근린상가를 오피스 기준을 적용하여 소형, 중형, 대형으로 구분하는 것이 한계가 있어 본 연구에서 중소형을 구분하는 건물규모 기준으로는 9층 이하, 연면적 3,305㎡(1,000평)이하의 부동산으로 구분하였으며, 근린상가를 구분하는 용도 기준으로는 건축법 구분기준에 따라 제1종 근린생활시설, 제2종 근린생활시설 업종으로 활용하고 있는 수익형 상가를 대상으로 분석한다.

2) 월세에 대한 보증금 배율의 정의 및 개념

투자 부동산의 보증금과 월세는 투자수익률에 직접적인 영향을 주는 중요한 요소로서 월세에 대한 보증금 배율은 보증금을 월세로 나누어 산정되는 배율로

해당 부동산의 월세화 정도를 나타내는데 배율이 높을수록 보증금 비중이 높은 부동산으로, 배율이 낮을수록 월세 비중이 높은 부동산으로 구분된다. 대부분의 중소형 근린상가의 경우 다양한 보증부월세의 운영 형태를 갖고 있기 때문에 월세에 대한 보증금 배율도 다양하게 나타난다.

3) 이론적 배경

본 연구에서는 투자자가 현재 발생되는 운용이익을 극대화하고 부동산 가치 향상을 통해 발생하는 자본이익을 수취하고자 투자 시 수익에 영향을 미치는 요인들을 종합적으로 고려하여 의사결정 하고 있는지를 살펴보기 위해 문헌연구와 실증분석 방법을 병행한다.

이론적 배경으로 첫째, 투자자는 투자수익률을 운용이익(Income gain)과 자본이익(Capital gain)으로 나누어 보증금에 대한 운용이익과 월세로 받는 임대수익을 운용이익으로 수취하고 투자시점 대비 자산가치 상승을 자본이익으로 수취한다. 투자자는 투자부동산의 가격상승률이 불확실하거나 동일하다는 가정 하에 투자수익을 높이기 위해 매매가격을 낮추거나 임대수익을 높이기 위해 월세 비중이 높은 부동산에 투자함으로써 투자수익을 극대화 할 것이다.

이러한 투자자의 월세 선호현상은 투자수익을 극대화하는 과정에서 보증금을 시장이자율로 운용한다는 운용소득 추구가설의 이론적 배경을 토대로 하고 있다. 따라서 투자자는 시장금리가 하락할수록 보증금 운용이익이 하락함에 따라 월세 비중이 높은 부동산을 선호하게 된다.

둘째, 투자자는 보증금을 레버리지로 활용하여 부동산을 매입함으로써 자기 투자 자본을 최소화하며, 시장금리 하락 시 금융부채를 활용하여 정(+)의 레버리지를 일으켜 투자수익률을 극대화하려 할 것이다. 이러한 현상은 보증금을 재무레버리지 수단으로 활용한다는 레버리지 추구가설과 보증금과는 별도로 금융레버리지를 활용하여 투자수익의 극대화 과정을 설명하는 금융 차입가설의 이론적 배경을 토대로 하고 있다. 이창무·정의철·이현석(2002)은 보증부월세시장의 구조에 관한 연구에서 투자자가 전세 또는 보증금을 부채의 형태로 이용하여 총투자자금을 조달하는 경우 레버리지 효과를 얻을 수 있으며, 전세금과 보증금의 기회비용은 시장이자율이 아니라 자기자본에 기대수익률로서 전월세전환율이라 설명하였다.

셋째, 보증금의 레버리지 효과 외에도 투자자는 시장금리가 하락할 경우 금융차입을 통해 투자수익을 극대화 하는 과정을 거칠 것이다. 최창규·지규현(2007)은 금융차입이 원활한 상황 하에서 임대인은 전세보다는 월세를 선호하고, 전월세전환율은 자기자본수익률뿐만 아니라 차입금의 이자비용에 의해서도 결정된다고 제시하였다. 따라서 투자자는 시장금리가 하락하여 전월세전환율이 부채이자율보다 높을 경우 금융부채를 활용하여 보증금을 줄이고 월세로 전환하려 할 것이다.

III. 분석자료 및 분석모형 설계

1. 분석자료 개요

분석자료의 투자유형을 살펴보면 개인투자가 316건(83.6%)이고 법인투자는 62건(16.4%)으로 개인투자자가 주를 이루고 있으며, 투자형태에서는 단독투자는 219건(57.9%), 공동투자는 159건(42.1%)으로 중소형 근린상가 투자의 경우 주택에 비해 투자 금액이 높아 공동투자 하는 경우가 상대적으로 많았으며, 공동투자의 경우 상속이나 증여를 고려하여 가족명의로 공동으로 투자하는 사례가 많았다.

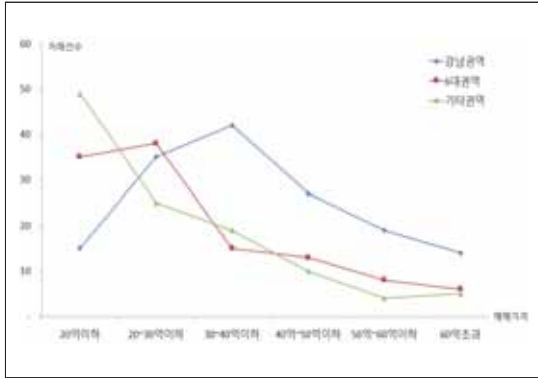
<표 3> 투자유형 및 투자형태

투자유형(건)			투자형태(건)		
개인	316	83.6%	단독	219	57.9%
법인	62	16.4%	공동	159	42.1%
합계	378	100.0%	합계	378	100.0%

<그림 1>에서 나타나듯이 권역별 매매가격 거래건수를 살펴보면 강남권역의 경우 30억~40억이하 구간에서 42건(27.8%)으로 가장 많이 거래가 되었으며, 6대권역의 경우 20억~30억이하 구간에서 38건(33.0%), 기타권역에서는 20억이하 구간에서 49건(43.7%)으로 거래가 가장 활발한 것으로 나타나 상대적으로 강남권역이 타 지역대비 매매가격이 높게 형성되어 있음을 보여준다. 또한 거래 건수의 경우 20억이하 구간에서 101건(26.7%)으로 가장 활발히 매매가 이루어지고 있는 것으로 나타났으며, 다음으로 20억초과~30억이하 구간에서 96건(25.3%)으로 나타나 30억이하(197건,

52.1%)의 중소형 근린상가 비중이 높은 것으로 나타났다.

<그림 1> 권역별 매매가격 거래 건수



월세에 대한 보증금 배율은 <표 4>에서 보듯이 최소 3.03배에서 최대 65배로 다양하게 분포되어 있으며, 10~20배 구간의 부동산이 54.8%로 가장 많았으며, 20~30배 구간이 18.2%, 30~40배 구간이 12.5%로 세 구간에서 85.5%를 차지하여 전체 표본의 대부분을 차지하고 있다. 월세화 정도를 나타내는 월세에 대한 보증금 배율의 경우 배율이 낮을수록 월세 비중이 높은 부동산으로, 부동산 특성과 지역별 특성에 따라 다양하게 나타났는데, 이는 투자자가 개인적 성향 및 경제 여건에 따라 월세에 대한 보증금 배율을 선택하여 투자 하고 있는 것으로 볼 수 있으며, 통상 오피스빌딩에 적용되는 월세에 대한 보증금 배율인 10배 보다 높게 형성되어 있는 것으로 나타났다.

<표 4> 보증금/월세 배율별 매매거래건수

구분(배)	거래건수(건)	비율(%)
10이하	33	8.7
10~20이하	207	54.8
20~30이하	69	18.2
30~40이하	47	12.5
40~50이하	16	4.2
50초과	6	1.6
합 계	378	100

2. 중소형 근린상가의 특성

1) 연도별 특성

조사 연도별 투자자의 월세에 대한 보증금 배율을 살펴보면 <표 5>에서 나타나듯이 2012년도 25.98배에서 2013년도는 20.89배, 2014년도는 17.99배로 하락하고 있어 시장금리가 하락할수록 투자 의사 결정에 있어 보증금보다는 월세를 선호하고 있음을 보여준다. 이러한 맥락은 주택시장에 있어서 과거 전세시장 위주의 주택 임대시장이 최근 들어 빠른 속도로 월세시장으로 전환되는 현상과 같은 맥락으로 볼 수 있다.

<표 5> 연도별 보증금/월세 배율

(단위 : 배)

구분(연도)	표본수	최소값	최대값	평균	표준편차
2012	103	10.67	63.58	25.98	12.58
2013	136	9.09	65.00	20.89	10.45
2014	139	3.03	40.16	17.99	8.34

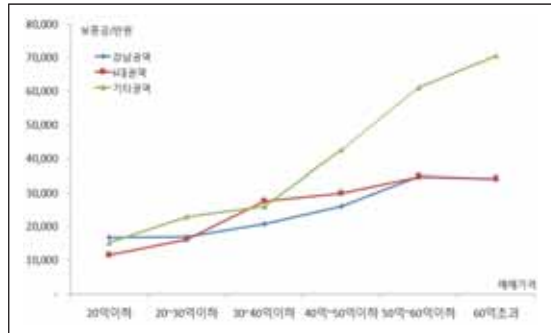
매매가격과 자본환원율⁴⁾을 살펴보면 <표 6>와 같이 연면적당 매매가격은 2012년도 대비 2014년도에 25%이상 상승하였으며, 자본환원율은 4.58%에서 4.33%로 0.25%하락 하였다. 이러한 결과는 중소형 근린상가의 매매시장이 시장금리의 하락과 안정적인 임대소득을 취하려는 수요의 증가로 인해 매매가격이 상승하고 있으며, 자본환원율은 점차 낮아져 투자자들은 자본환원율이 시장금리와 비슷한 수준까지 하락할 때까지 매매가격 상승에도 불구하고 투자를 할 것으로 예상된다. Conner and Liang(2005)은 이자율 하락시(NOI가 변하지 않더라도) 투자자들은 레버리지 효과를 이용하여 더 높은 부동산 투자수익을 기대하고, 이러한 영향으로 부동산 매매가격상승을 일으켜 자본환원율이 하락한다고 설명하였다.

4) 자본환원율은 무위험자산수익률에 리스크프리미엄을 감안한 요구수익률로서 자본환원율=(순영업소득(NOI)/자산가치)+가격상승률로 표시되며, 가격상승률이 불확실하거나 동일하다는 가정 하에 연임대료에서 제세공과금을 제외한 값을 순영업소득으로, 실거래가격을 자산가치로 적용하여 산정하였다.

<표 6> 연도별 연면적당 매매가격 및 자본환원율

구분	표본 수	연면적당 매매가격(만원)				자본환원율(%)			
		최소	최대	평균	표준 편차	최소	최대	평균	표준 편차
전체	378	129.9	5,252.1	516.88	464.65	0.56	10.27	4.51	1.20
2012	103	147.4	1,452.2	444.38	228.30	2.80	7.11	4.58	0.87
2013	136	129.9	5,252.1	504.10	493.46	2.75	10.27	4.65	1.12
2014	139	141.5	4,452.7	558.15	501.85	0.56	10.02	4.33	1.35

<그림 2> 매매가격대별 보증금 규모



2) 권역별 특성

권역별 월세에 대한 보증금 배율을 살펴보면 평균 20.52배로 3개 권역 중 기타권역이 24배로 가장 높게 나타났으며, 강남권역과 6대권역은 각각 18.85배, 18.96배로 비슷한 수준으로 나타났다. 이는 강남권역과 6대권역의 부동산이 월세 비중이 높아 월세화가 많이 진행되어 있음을 보여준다. 또한 기타권역의 보증금 비중이 크게 나타난 것은 해당 권역 투자자들이 보증금을 취득자금으로 활용하고 있음을 보여주는 동시에 타권역 대비 월세화가 더디게 진행되어 있음을 보여준다.

<표 7> 권역별 보증금/월세 배율

(단위 : 배)

구분 (권역)	표본수	최소값	최대값	평균	표준 편차
전체	378	3.03	65.00	20.52	10.41
강남권역	151	3.03	54.22	18.85	10.38
6대권역	115	8.82	37.50	18.96	6.79
기타권역	112	6.64	65.00	24.00	11.84

<그림 2>에서 매매가격대비 보증금 규모를 살펴보면 30억 이하 투자에서는 3권역 모두 비슷한 수준의 보증금 규모를 가진 부동산에 투자하고 있으나, 매매가격이 높아질수록 기타권역의 경우 매매가격 대비 보증금 규모가 강남권역, 6대권역에 비해 높게 나타나고 있음을 알 수 있다. 특히 투자금액이 40억 이상일 경우 보증금 규모가 가파르게 높아지는 것으로 나타났는데, 이는 기타권역에서 투자금액이 높아질수록 투자의사결정이 보증금 규모에 의해 많은 영향을 받고 있음을 보여준다.

<표 8>과 같이 권역별 매매가격과 자본환원율을 살펴보면 매매가격의 경우 강남권역이 평균 38.7억원으로 가장 높았으며 기타권역이 27.1억원으로 가장 낮은 반면, 자본환원율의 경우는 기타권역이 4.86%로 가장 높았으며, 강남권역이 4.22%로 가장 낮은 수치를 보였다. 강남권역의 경우 월세화가 많이 진행되어 안정적인 임대수익 발생으로 투자자들이 타 권역에 비해 리스크 프리미엄을 상대적으로 낮게 보고 있기 때문에 투자수요의 증가가 매매가격을 상승시켜 자본환원율이 낮게 나타난 것으로 보인다. 반면 기타권역의 경우 월세화 정도가 많이 진행되지 않아 투자자들이 리스크 프리미엄을 높게 인식함에 따라 부동산가격이 낮게 형성되어 자본환원율이 높게 나타난 것으로 판단된다.

<표 8> 권역별 매매가격 및 자본환원율

구분	표본 수	매매가격(백만원)				자본환원율(%)			
		최소	최대	평균	표준 편차	최소	최대	평균	표준 편차
전체	378	500	8,000	3,264	1585.20	0.56	10.27	4.51	1.20
강남권역	151	1500	7,730	3,878	1461.85	1.04	8.57	4.22	1.09
6대권역	115	1000	7,300	3,037	1530.25	0.56	7.36	4.48	1.22
기타권역	112	500	8,000	2,715	1528.46	2.40	10.27	4.86	1.22

다음으로 <표 9>와 같이 권역별 부채비율과 지가상승률을 살펴보면 부채비율의 경우 강남권역의 부채비율이 28.39%로 타 권역대비 낮은 비율을 보이고 있으며, 6대권역과 기타권역이 각각 33.46%, 34.59%로 비슷하게 관찰되었다. 강남권역이 매매가격이 높음에도 불구하고 부채비율이 낮게 나타난 것은 강남권역의 투자자들이

자기자본을 많이 갖고 투자하고 있음을 보여준다.

<표 9> 권역별 부채비율 및 지가상승률

구분	표본 수	부채비율(%)			지가상승률(%)				
		최소	최대	평균	표준 편차	최소	최대	평균	표준 편차
전체	378	0.00	98.91	30.07	24.30	-0.80	15.35	3.33	1.88
강남 권역	151	0.00	98.91	28.39	21.84	0.00	9.72	3.32	1.38
6대 권역	115	0.00	85.45	33.46	28.10	0.22	15.35	3.85	2.61
기타 권역	112	0.00	91.64	34.59	32.72	-0.80	11.37	2.93	1.62

지가상승률은 매매 2년 전부터 매매연도까지의 공시지가상승률을 평균하여 산출된 수치로서 권역별 지가상승률을 살펴보면 최근 거래가 활발하고 상권 확장으로 매매가격이 상승하고 있는 6대권역의 지가상승률이 연3.85%로 가장 높은 수치를 보이고 있으며, 강남권역과 기타권역이 각각 연3.32%와 연2.93%로 나타났다.

3) 건물 특성

건물특성을 살펴보기 위해 투자부동산의 건물연령, 대지면적, 미활용용적률(법적용적률 - 현행용적률)을 <표 10>에 정리한다. 건물연령의 경우 구도심 상권이 많이 포함된 6대권역이 27.07년으로 가장 오래되었으며, 상대적으로 강남권역이 17.27년으로 가장 짧은 것으로 나타났다는데, 이는 과거 도심상권의 노후된 상가건물이 아직도 많이 남아 있기 때문인 것으로 판단된다. 또한 관련법상 건물에 대한 감가상각기간이 30년 내외인 점을 고려해 볼 때, 투자부동산의 평균 건물연령이 20.77년으로 나타난 점은 투자자가 매매의사결

정 시 건물의 가격보다 토지가격을 보다 중요한 변수로 인식하고 있는 것으로 추정해 볼 수 있다.

대지면적의 경우는 계획적 도시계획으로 형성된 지역이 많은 기타권역 및 강남권역이 각각 323.66㎡, 307.16㎡로 비슷한 크기로 나타났으며, 6대권역은 242.39㎡로 가장 작게 나타났다. 이는 6대권역이 서울의 도시정비사업 이전 상업중심지에 해당하는 명동, 종로, 신촌 등에 해당하는 지역의 부동산이 소규모로 개발되었기 때문인 것으로 보인다.

또한 투자시점에 미래의 개발 가능성 요소인 미활용용적률을 살펴보면 최근 개발된 강남권역이 신축건물이 많아 미활용용적률이 66.76%로 가장 낮게 나타난 반면, 오래된 건물이 많고 준주거 및 상업지역이 많아 개발 여지가 많은 6대권역이 336.83%로 가장 높게 나타나 개발할 수 있는 용적률을 가장 많이 가지고 있는 것으로 나타났다.

중소형 근린상가의 특성을 요약하면 다음과 같다. 첫째, 연도별 특성으로 시장금리가 지속적으로 하락함에 따라 보증금 운용이익이 낮아져 월세를 선호하고 있기 때문에 월세에 대한 보증금 배율이 점차 낮아지고 있으며, 수요증가로 인해 매매가격이 상승하여 자본환원율도 낮아지고 있다. 둘째, 권역별 특성으로 강남권역 및 6대권역의 월세에 대한 보증금 배율이 기타권역 대비 낮게 나타났는데, 이러한 결과는 강남권역과 6대권역의 부동산이 월세화가 많이 진행되었으며, 이로 인해 당해 지역 부동산의 가격이 상승하여 자본환원율이 낮아지고 있음을 알 수 있다.

3. 가설설정 및 분석모델

저금리 상황이 지속되면서 중소형 근린상가 투자자가 운용이익과 자본이익 등을 고려한 투자수익을 극대

<표 10> 건물연령, 대지면적 및 미활용용적률 현황

구분	표본수	건물연령(년)				대지면적(㎡)				미활용용적률(%)			
		최소	최대	평균	표준편차	최소	최대	평균	표준편차	최소	최대	평균	표준편차
전체	378	1.0	85.0	20.77	12.21	10.00	992.00	295.78	147.04	-176.26	1264.20	200.31	321.60
강남 권역	151	1.0	32.0	17.27	8.37	127.41	668.60	307.16	97.92	-50.76	1115.06	66.76	103.20
6대 권역	115	1.0	85.0	27.07	14.93	10.00	767.01	242.39	147.53	-66.65	1264.20	336.83	413.35
기타 권역	112	1.0	46.0	20.03	11.93	107.01	992.00	323.66	181.38	-176.26	1191.39	252.26	352.35

화하기 위해 어떠한 의사결정을 하는가를 분석하기 위해 다음의 2가지 가설을 설정한 후 가설에 대한 검증모형을 제시한다.

첫째, 시장금리와 투자부동산의 월세에 대한 보증금 배율은 양(+)의 관계로 나타날 것이다. 한국은행 기준금리가 2012년 1월 3.25%에서 2014년 12월 2%로 지속적으로 하락하는 시장상황에서 투자자는 보증금 운용이익이 감소함에 따라 월세 비중이 높은 부동산에 투자할 것으로 보증금에 대한 운용소득 추구가설의 이론 모형이 중소형 근린상가 투자시장에서 실증적으로 지지하는지를 검증한다.

둘째, 투자부동산의 부채비율과 월세에 대한 보증금 배율은 양(+)의 관계로 나타날 것이다. 투자자들은 무이자 비용 성격의 보증금을 취득자금으로 활용하여 자기 투자 자본을 최소화하려 할 것이며, 현재와 같이 시장금리가 하락하고 있는 경우 전월세전환율이 부채이자율보다 높기 때문에 금융부채를 활용하여 투자수익을 극대화 할 것이다. 중소형 근린상가의 경우 매매시점에 임대차계약이 대부분 포괄 양수도 되어 임대차 계약 변경이 불가함에 따라 투자자는 투자시점에 자기 투자 자본을 최소화 하고 임대차기간 종료 시 부채를 활용하여 보증금을 줄이고 월세비중을 확대하여 투자 수익을 극대화 할 것으로 레버리지 추구가설과 금융차입가설이 중소형 근린상가 투자시장에서 지지하는지를 검증한다.

이러한 가설들을 검증하기 위한 모델로 다중회귀모형을 사용하였으며, 변수는 다음과 같이 선정한다. 모형의 종속변수로 월세에 대한 보증금 배율을 선정하며, 설명변수로는 입지특성, 건물특성, 수익특성, 시장금리, 부채비율로 구성한다. 입지특성은 지역적 요인을 살펴보기 위해 강남권역, 6대권역, 기타권역으로 구분하고, 건물특성의 경우 해당 부동산의 물리적 요인으로 건물연령, 연면적, 미활용용적률, 접도수, 엘리베이터유·무로 선정하며, 수익특성으로 매매가격, m²당 보증금과 m²당 NOI를 변수로 선정한다. 또한 본 연구의 가설을 검증하기 위해 시장금리와 부채비율을 주요 변수로 선정하여 살펴봄으로써 개별성이 강한 중소형 근린상가 투자에서 투자자의 투자행태가 대내·외적 변수에 따라 어떻게 나타나는지에 대해 검증한다.

Y _i : 보증금/월세	L _i : 입지특성
B _i : 건물특성	T _i : 수익특성
M _i : 시장금리	D _i : 부채비율

4. 변수의 구성

본 연구에서는 투자자가 부동산 투자 시 투자자의 경제여건, 해당 부동산의 건물특성과 같은 대내적 변수와 시장금리, LTV비율과 같은 대외적 변수의 변화에 따라 수익률과 직접 관련이 있는 보증금 또는 월세 선호현상이 어떻게 나타나는지를 살펴보기 위해 월세에 대한 보증금 배율을 종속변수로 활용한다. 이러한 종속변수에 영향을 미치는 대내·외적 요인을 살펴보기 위한 설명변수로 입지특성, 건물특성, 수익특성, 시장금리, 부채비율을 채택한다.

입지특성은 지역별 더미를 활용하여 투자선호도가 높고 상대적으로 매매가격이 높게 형성되어 있는 강남권역과 상권이 확대되고 있는 홍대, 신촌·이대, 건대, 대학로, 명동, 신림 등을 6대권역으로 구분하며, 상기 2개 권역을 제외한 지역에서 거러낸 부동산을 기타권역으로 구분하여 기저변수로 활용한다. 이를 통해 월세화 진행정도가 투자지역 선택에 영향을 주고 있는지를 살펴본다.

건물특성은 해당 부동산의 물리적 요인으로 최막중·방제익(2002)은 오피스빌딩의 전월세전환율 결정 연구에서 건물연령, 건물연면적을 특성변수로 활용하였다. 전월세전환율은 보증금과 월세 사이의 전환비율로서 본 연구에서 검증하고자 하는 중소형 근린상가의 월세에 대한 보증금의 전환비율로서 관련을 갖고 있다고 판단되어 분석변수에 포함한다. 건물연령의 경우 최초 준공일에서 매매시점까지의 기간으로 최근 신축된 건물일수록 신축자금의 필요로 인해 보증금을 높여 신축비용으로 활용했을 것으로 판단됨에 따라 음(-)의 부호를 예상한다. 이재우·이창무(2005)는 상가시장에 대한 임대계약과 전월세전환율 특성 연구에서 상가의 경과연수가 증가할수록 보증금/월세 배율이 음(-)의 상관관계를 보여 보증금을 상가개발 초기에 있어 레버리지 수단으로 활용될 가능성이 있음을 연구하였다. 건물연면적의 경우 연면적이 큰 상가일수록 신축빌딩이 많고 매매가격이 높아 취득 자금 조달을 위해 보증금이 많은 부동산을 선호할 것으로 판단되어 양(+)의 부호를 예상한다. 또한 미활용용적률의 경우 법적 허용용적률과 현재 적용용적률의 차이를 나타내는

$$Y_i = \alpha_0 + \beta_1 L_i + \beta_2 B_i + \beta_3 T_i + \beta_4 M_i + \beta_5 D_i + \epsilon_i$$

식 (1)

것으로 미활용용적률이 클수록 향후 개발을 통한 이익에 영향을 받게 됨에 따라 자기 투자 자본을 최소화하여 신축자금에 충당할 것으로 판단되어 양(+)의 부호를 예상한다. 다음으로 접도수와 엘리베이터설치 여부를 살펴보았는데, 중소형 근린상가의 경우 대부분의 업종이 고객밀착형 점포로 구성되어 있어 접근성이 중요한 요인으로 작용할 것으로 판단되어 수평적 접근성 정도를 파악하기 위해 접도수를, 수직적 접근성 정도를 파악하기 위해 엘리베이터 설치 여부를 살펴본다. 접도수가 많을수록 접근성이 양호하여 월세 비중이 높을 것으로 판단되어 음(-)의 부호가 예상되며, 엘리베이터가 설치되어 있을 경우 수직적 접근성이 개선돼 월세 비중이 높을 것으로 판단되어 음(-)의 부호를 예상한다.

수익특성으로 매매가격, m²당 보증금과 m²당 NOI를 살펴보았다. 매매가격의 경우 실제 거래된 매매가격으로서 투자자들은 투자금액이 커짐에 따라 더욱 보수적으로 접근하려 할 것이며, 따라서 보증금보다는 월세 비중이 높은 부동산을 선호할 것으로 판단되어 음(-)의 부호를 예상한다. 다음으로 m²당 보증금 및 m²당 NOI를 수익변수로 활용하여 월세에 대한 보증금 비율에 미치는 영향을 살펴본다. 이영호·고성수(2011)는 임대계약구조에 대한 연구에서 m²당 보증금을 해당부동산의 임대료수준으로, m²당 NOI를 임대수익성을 나타내는 지표로 활용하였는데, 중소형 근린상가 거래에 있어 상가임대차보호법 및 부가가치세법상의 이유로

포괄양수도 계약을 통해 현재의 임대인과 임차인의 지위를 승계하는 경우가 대부분으로 임대료 수준과 수익성이 월세에 대한 보증금 비율에 영향을 줄 것으로 예상되어 변수로 활용한다. 변수 산정에 사용된 NOI는 순영업소득의 개념으로 임대수입에서 제반 관리비용을 공제한 금액으로 오피스빌딩과 다르게 중소형 근린상가의 경우 관리비용이 지역별, 상권별, 유형별로 각각 다르게 형성될 뿐만 아니라 임차인이 각종공과금 및 제세금을 실비정산 하는 사례가 많았는데 표본에서 조사된 관리비용은 매매가격 대비 평균 0.16%로 평균 518만원/년 지출하는 것으로 파악되었다.

가설검증을 위한 변수로 시장금리의 경우 매매시점의 한국은행 기준금리를 대응변수로 활용한다. 일반회사채의 경우 등급에 따라 금리 변동폭이 크고, 대부분 회사채 금리가 한국은행 기준금리에 리스크 프리미엄을 가산하여 동일한 방향으로 움직이고 있기 때문에 매매시점의 한국은행기준 금리를 사용하여 월세에 대한 보증금 비율의 변화를 살펴본다. 시장금리가 하락할수록 투자자는 보증금 운용이익이 감소하여 월세비중이 많은 부동산에 투자하려는 경향이 나타날 것으로 양(+)의 부호를 예상한다.

부채비율의 경우 매매시점에 해당 부동산이 갖고 있는 부채비율로서 전월세전환율이 부채이자율보다 높은 상황에서 투자자는 투자시점에 자기자본을 최소화하고 임대기간 종료 시 보증금을 월세로 전환시킴으로써 수익을 극대화하기 위해 보증금이 많은 부동산을

<표 11> 분석자료 및 변수구성

구분	변수명	단위	설명	예상부호	
종속변수	보증금/월세	배율	매매시점 보증금총액 / 월세총액		
설명 변수	입지 특성	강남권역	더미	강남,서초,송파	(?)
		6대권역		홍대,신촌,건대,신림,대학로,명동	(?)
		기타권역		그밖 상권(기준더미)	-
	건물 특성	건물연령	년	매매거래연도 - 최초 준공연도	(-)
		건물연면적	m ²	건축물대장상의 연면적	(+)
		미활용 용적률	%	법적허용용적률 - 현행적용용적률	(+)
		접도수	도로수	건물이 접한 도로 수	(-)
		엘리베이터	더미	엘리베이터 유=1, 무=0	(-)
	수익 특성	매매가격	만원	매매실거래가격	(-)
		m ² 당 보증금	만원	매매시점 보증금총액/건물연면적	(+)
		m ² 당 NOI	만원	매매시점 NOI/건물연면적	(-)
		시장금리	%	매매시점 한국은행 고시 기준금리	(+)
	부채비율	%	매매시점 해당 부동산 부채비율	(+)	

선호할 것으로 양(+)¹의 부호를 예상한다. 이상의 변수를 종합하면 <표 11>과 같다.

IV. 실증분석

1. 기초통계량

월세에 대한 보증금 배율에 영향을 주는 특성변수를 관찰하기 위하여 사용한 자료는 총 378개 표본을 대상으로 하며 사용된 변수의 기초통계량은 <표 12>와 같다. 종속변수로 사용된 월세에 대한 보증금 배율은 평균 20.52배로 나타났으며, 최대값과 최소값이 각각 3.03배, 65.00배로 건물특성과 지역특성에 따라 편차가 크게 나타났다. 건물연령의 경우 평균 20.77년으로

오피스빌딩과 비교해 건물연령이 오래되었으나, 중소형 근린상가 특성상 임차업종이 다양하고 입점 시 업종에 맞는 인테리어를 임차인이 부담하고 있어 건물에 대한 기능이 상대적으로 오래 유지되고 있는 것으로 판단된다. 임대면적을 나타내는 연면적의 경우 평균 799.11㎡로 나타났으며, 미활용용적률은 평균 200.31%로 개발할 수 있는 용적률 많이 남아있는 것으로 나타났다. 이는 평균 건물연령 20.77년을 고려해 볼 때 중소형 근린상가의 경우 서울도시계획수립 이전 축조된 노후된 건물이 많아 향후 개발가능성이 많은 것을 알 수 있다. 접도수는 평균 1.64면과 접해 있으며, 매매가격은 평균 326,422만원, ㎡당 보증금과 ㎡당 NOI는 각각 평균 36.01만원, 22.67만원으로 나타났으며, 시장금리는 평균 2.56%, 부채비율은 평균 30.07%로 나타났다.

<표 12> 기초통계량

변수명	N	단위	최소값	최대값	평균	표준편차
보증금/월세	378	배수	3.03	65.00	20.5238	10.40764
건물연령	378	년	1.0	85.0	20.772	12.2191
건물연면적	378	㎡	34.84	3267.42	799.1134	490.45321
미활용용적률	378	%	-176.26	1264.20	200.3135	321.60363
접도수	378	면수	1.0	3.0	1.648	0.5922
매매가격	378	만원	50000	800000	326422	158520.14
㎡ 당 보증금	378	만원	5.1	574.0	36.013	37.9382
㎡ 당 NOI	378	만원	4.1	315.1	22.673	22.1762
시장금리	378	%	2.00	3.25	2.5633	0.24603
부채비율	378	%	0.00	98.91	30.07	24.30

<표 13> 상관분석

구분	보증금/월세	건물연령	건물연면적	미활용용적률	접도수	매매가격	㎡당 보증금	㎡당 NOI	시장금리	부채비율
보증금/월세	1									
건물연령	-0.119*	1								
건물연면적	0.057	-0.214**	1							
미활용용적률	-0.028	0.367**	-0.213**	1						
접도수	-0.022	0.107*	0.068	0.044	1					
매매가격	-0.163**	-0.083	0.604**	-0.054	0.09%	1				
㎡당 보증금	0.269**	0.154**	-0.297**	0.298**	0.009	-0.056	1			
㎡당 NOI	-0.143**	0.171**	-0.332**	0.354**	0.002	0.028	0.873**	1		
시장금리	0.267**	-0.129*	0.058	-0.003	-0.033	-0.018	0.084	-0.034	1	
부채비율	0.097	0.010	0.162**	0.108*	0.030	0.158**	0.071	0.064	-0.041	1

주) 유의수준(양쪽) 5%(*), 1%(**)하에서 유의함

월세에 대한 보증금 배율과 연속형 설명변수 간의 상관분석 결과를 살펴보면 <표 13>과 같다. 월세에 대한 보증금 배율은 건물연령, 매매가격, m²당 보증금, m²당 NOI, 시장금리와 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 건물연령, 매매가격, m²당 NOI는 음의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

2. 실증분석

투자자의 대내·외적 특성변수에 따른 월세에 대한 보증금 배율의 변화를 살펴보기 위해서는 우선적으로 변수와 회귀함수 형태의 선택이 이루어져야 하며, 보다 정확한 추정을 위해서는 선택되는 변수가 어느 한 측면으로 오차(bias)가 발생되지 않고 가급적 모든 변수의 특성이 반영될 수 있도록 고루 선택되어야 한다. 이에 본 연구에서는 다중회귀함수를 이용하여 도출된 결과값을 바탕으로 중소형 근린상가의 월세에 대한 보증금 배율에 영향을 미치는 요인들을 알아본다.

<표 14>의 <회귀분석1> 분석결과 상수(constant)

와 독립변수간의 관련정도를 예측하는 모델로서, 결정계수(R-Square: R^2)는 69.4%의 설명력을 보이고 있으며, 모형에 대한 다중공선성 분석 결과 모든 변수들에 대한 분산팽창인자(VIF)가 10 이하로 변수들 간의 다중공선성 문제는 없는 것으로 분석되었고, Durbin-Watson은 2.004로 잔차들 간에 상관관계가 없어 회귀모형이 적합한 것으로 나타났다.

입지특성을 살펴보기 위해 기타권역을 기준더미로 하여 강남권역과 6대권역을 살펴보았는데, 유의한 결과값이 나타나지 않아 권역별로 차이가 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 전월세전환율이 하부시장별로 차이를 보인다는 기존 연구와는 다른 결과로 표본 추출 과정에서 표본편의 때문인 것으로 판단된다. 건물특성을 나타내는 변수로 건물연령의 경우 1% 유의수준에서 예상 부호와 일치되게 음(-)으로 나타났는데, 이는 최근에 신축된 건물일수록 건물가격 반영으로 매매가격이 높아 투자자가 보증금을 취득자금으로 활용하고 있는 것으로 보여진다. 이재우·이창무(2005)는 상가시장의 임대계약 및 전월세전환율 특성 연구에

<표 14> 회귀분석 결과

구분	변수	회귀분석 1			회귀분석 2			회귀분석 3		
		B	t값	VIF	B	t값	VIF	B	t값	VIF
	상수항	16.783***	4.693		17.745***	4.999		23.539***	18.719	
입지 특성	강남권역	-0.101	-0.122	1.869						
	6대권역	-0.522	-0.613	1.590						
건물 특성	건물연령	-0.115***	-3.787	1.552	-0.119***	-4.000	1.479	-0.127***	-4.339	1.450
	건물연면적	0.001	1.284	2.532	0.002*	1.729	2.243	0.001	1.527	2.266
	미활용 용적률	0.003**	2.394	1.471	0.003***	2.839	1.304	0.003***	2.677	1.314
	접도수	-0.421	-0.820	1.038	-0.391	-0.758	1.031	-0.431	-0.839	1.030
	엘리베이터	-1.101	-1.348	1.531	-1.064	-1.294	1.530	-1.185	-1.449	1.528
수익 특성	매매가격	-4.642*	-1.655	2.235	-4.349*	-1.708	1.817	-4.740*	-1.868	1.821
	m ² 당 보증금	0.438***	25.644	4.770	0.442***	26.044	4.639	0.447***	27.206	4.397
	m ² 당 NOI	-0.716***	-23.065	5.380	-0.721***	-23.501	5.178	-0.732***	-24.473	4.971
	시장금리	2.598**	2.061	1.092	2.406**	1.900	1.087			
	부채비율	0.036***	2.830	1.073				0.034***	2.660	1.062
	R ²	0.703			0.697			0.700		
	Adjusted R ²	0.694			0.689			0.692		
	Durbin-Watson	2.004			1.994			1.999		
	N	378			378			378		

주) 유의수준 10%(*), 5%(**), 1%(***)하에서 유의함

서 매매과정으로 소유자가 변경되더라도 대부분 임대차계약조건이 동일하게 유지되는 점을 감안하여 건물연령 증가에 따라 월세에 대한 보증금 배율의 감소폭이 작아지는 비선형적 관계일 가능성이 보다 높을 것으로 파악하고 상가의 개발과 운용과정에 따른 수익률 최적화과정에서 임대계약 방식의 운용이 이루어질 수 있다고 주장한다. 미활용적률의 경우 5% 유의수준에서 양(+의 부호)가 나타났는데, 이는 향후 개발비용 충당하기 위해 자기 투자 자본을 최소화하고 있는 것으로 판단된다.

수익특성으로 매매가격은 10% 유의수준에서 음(-)의 부호를 보여 투자금액이 클수록 월세비중이 많은 부동산을 선호하는 것으로 나타났으며, m²당 보증금은 1% 유의수준에서 양(+의 부호)가 나타났는데, 보증금이 1만원 증가할 경우 월세에 대한 보증금 배율이 0.438배로 상승하는 효과로 보증금을 취득자금으로 활용하고 있음을 보여주며, m²당 NOI는 1% 유의수준에서 음(-)의 부호로 나타났는데 이는 투자자가 운용이익을 높이기 위해 월세 비중이 높은 부동산에 투자하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

시장금리는 5% 유의수준에서 양(+의 부호)가 나타났는데, 시장금리가 낮아지면서 보증금보다는 월세비중이 많은 부동산에 투자하고 있는 것으로 나타나 운용소득 추구가설을 지지하였다. 따라서 투자자들은 현재와 같이 시장금리가 하락할 경우 보증금에 대한 운용이익이 낮아져 월세 비중이 높은 부동산에 투자하여 수익을 극대화하고 있는 것으로 판단된다.

부채비율의 경우 1% 유의수준에서 양(+의 부호)가 나타났는데, 시장금리하락으로 전월세전환율이 부채이자율보다 높은 상황에서 투자자는 임대차계약 조건변경이 불가능한 투자시점에 이자비용 발생이 없는 보증금을 취득자금으로 활용하고 있으며, 동시에 부동산 매입 후 임대차계약 조건 변경 가능 시점에 금융부채를 활용하여 보증금을 줄이고 월세로 전환할 것을 고려해 투자하고 있는 것으로 나타나 레버리지 추구가설을 지지하고 있으며, 금융 차입가설을 간접적으로 지지하는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 대해서 이영호·고성수(2011)는 상가임대시장의 보증부월세 임대계약구조에 관한 연구에서 임대인 입장에서 부채비율이 높을수록 보증금이 크게 나타났는데, 이는 상가시장의 경우 주택시장과 다르게 LTV 수준에 따른 적정 부채비율이 아니라 투자자 각자의 차입 여건에 따라

부채를 수용하기 때문에 나타난 결과로 설명하였다.

<표 14>의 <회귀분석2>, <회귀분석3>에서는 월세에 대한 보증금 배율에 영향을 주는 각각의 주요 변수에 대한 영향요인을 보기 위해 별도의 분석을 진행하였다. 입지특성 변수가 하부시장별로 차이가 나타나지 않음에 따라 입지특성 변수를 제외하고, 시장금리와 부채비율을 구분하였을 때 월세에 대한 보증금 배율의 영향요인이 다르게 나타나지 살펴본 결과 입지특성 변수와 시장금리 및 부채비율 변수를 같이 반영한 <회귀분석1>과 비슷한 결과로 나타났다. <회귀분석2>, <회귀분석3>의 설명변수에 대한 계수값이 비슷하게 나타남에 따라 분석모형상에 큰 문제가 없으리라 판단되며, 중소형 근린상가의 월세에 대한 보증금 배율이 어느 하나의 특정 요인에 영향을 받고 있는 것이 아니라, 다양한 요인에 영향을 받고 있음을 알 수 있다.

결론적으로 중소형 근린상가 투자자는 투자시점에서의 대내·외적 환경 변화에 따라 상황에 맞는 월세에 대한 보증금 배율을 선택함으로써 투자수익을 극대화할뿐 아니라 투자 후 경제 상황을 감안하여 보증금과 월세 구조를 선택하고 있는 것으로 나타났다.

V. 결론

저금리 기조가 지속되고 있고 급격한 금리 상승을 기대하기 어려운 현재의 경제 상황에서 중소형 근린상가 투자는 노후 대비 및 안정적인 임대수입을 원하는 투자자들에게 투자수단으로 자리매김 하면서 투자수요가 매년 증가하고 있다. 과거 개인들의 부동산 투자는 아파트 등 주택투자가 주류를 이루었으나, 주택에 대한 수요 감소와 공급이 증가로 인해 기회비용을 감안할 경우 추가이익을 획득하기가 어려운 상황에서 투자자는 미래의 자본이익보다 현재의 운용이익을 보다 중요한 투자 의사 결정 요인으로 받아들이고 있다. 따라서 주택시장에서는 전세제도가 월세제도로 바뀌어가고 있으며, 상가를 포함한 수익형 부동산 시장에서도 월세 선호현상이 뚜렷이 나타나고 있다. 그러나 과도기적 상황과 불확실한 경제상황에서 투자자의 영향요인을 어느 하나의 요인에 기인한 것으로 단정 짓기는 힘들다. 왜냐하면 부동산의 가치를 결정하는 요인이 개별적 상황과 지역적 상황 등 여러 요소가 내포되

어 있기 때문이다.

본 연구는 2012년부터 2014년까지 서울시 전역에 걸쳐 실제 매매된 수익형 중소형 근린상가 378건의 월세에 대한 보증금 배율을 종속변수로 활용하여 투자 선택에 영향을 주는 여러 요인을 살펴봄으로써 중소형 근린상가의 특성이 어떻게 나타나는 지를 관찰하였다. 부동산 투자에 있어 투자자가 어떠한 보증금과 월세구조를 선택하느냐에 따라 투자수익률은 많은 영향을 받는다. 운용이익이 낮은 부동산은 자산 가격을 낮게 매입하려 하며, 그에 따라 자본환원율은 상승하게 된다. 자본환원율은 위험리스크를 반영한 것으로 중소형 근린상가 투자자의 경우 경제 상황과 같은 대외적 요인과 해당 부동산의 개별요인을 종합적으로 고려하여 최적의 투자안을 선택함으로써 리스크를 줄이려는 합리적 투자 의사결정을 하고 있음을 확인하였다.

실증 분석한 결과를 요약하면 투자자는 투자수익률을 극대화하기 위해 다음과 같은 투자행태를 보이는 것으로 나타났다. 첫째, 투자자는 시장금리가 하락할 수록 보증금 운용이익이 낮아져 월세 비중이 높은 부동산에 투자하고 있음을 알 수 있다. 둘째, <표 2>의 레버리지 추구가설 혹은 금융 차입가설의 활용을 고려한 투자자는 투자 시점에 무이자 비용의 보증금과 부채비율이 높은 부동산에 투자하여 자기 투자 자본을 최소화하고 있으며, 임대차조건 변경이 가능한 시점에 금융부채를 활용하여 보증금을 줄이고 월세로 전환함으로써 투자수익을 극대화 할 수 있는 점을 고려해 투자하고 있음이 확인된다.

본 연구는 중소형 근린상가에 대한 연구가 자료 수집의 어려움으로 선행연구가 많이 진행되고 있는 못하는 상황에서 최근 임대수익을 목적으로 투자 관심이 빠르게 증가하고 있는 중소형 근린상가 투자자의 투자 의사결정에 영향을 미치는 특성변수와 유의성에 대해서 분석해 보았다는데 의의를 찾을 수 있으나, 다음과 같은 점이 한계점으로 남는다. 첫째, 중소형 근린상가의 경우 최근 투자수요가 급격히 증가하고 있음에도 불구하고 오피스빌딩과 같이 상업용 부동산의 일부분으로 인식되어 정확한 개념정립이 되어 있지 않아 단순히 중소형이라는 규모기준과 근린상가라는 용도기준을 선행연구와 관련법에 정해진 기준을 적용하였다. 둘째, 전문적인 정보 제공기관이 없으며, 개인투자자에 의해 거래되는 경우가 대부분으로 정보노출을 기피하는 경향이 많아 데이터 수집에 어려움이 있어 다양

한 변수 활용에 한계가 있다. 셋째, 중소형 근린상가의 경우 투자여건에 따라 거래되는 경우가 많고, 임차업종 및 공실에 따라 수익률 변동 폭이 커 해당 부동산의 지속적인 수익률로 판단하는데 한계가 있다. 또한 보유기간이 길어 자본이익 수취 여부를 확인할 수 없기 때문에 투자 후 자본이익을 수취하기 위한 투자자의 행태를 검증하는데 어려움이 있다. 다만 전월세전환율을 통해 이러한 투자자의 행태를 추정해 볼 수 있으나, 중소형 근린상가에 대한 전월세전환율을 산출할 수 있는 자료 부족과 일반적으로 적용할 수 있는 명확한 근거 부족으로 본 논문에서는 다루지 못하였으며, 향후 자료보완을 통해 연구과제로 수행하기를 기대한다.

논문접수일 : 2016년 2월 1일

논문심사일 : 2016년 2월 5일

게재확정일 : 2016년 3월 8일

참고문헌

1. 강원철·최정엽, “우리나라 오피스 시장규모 전망”, 「부동산학연구」 제8집 제1호, 한국부동산분석학회, 2002, pp.85-97
2. 김서경·최종근, “오피스 빌딩과 매장용 빌딩의 임대료 및 토지가격 결정요인에 관한 비교분석”, 「지역연구」 제28권 제4호, 한국지역학회, 2012, pp.3-21
3. 김 진·원영수, “상업용부동산 투자의 결정요인”, 「주거환경」 제9권 제2호, 한국주거환경학회, 2011, pp.73-86
4. 김형근·신종철, “중소형 빌딩의 매매가격 형성요인에 관한 연구”, 「부동산학연구」 제20집 제3호, 한국부동산분석학회, 2014, pp.69-88
5. 양승철·이성원, “서울시 매장용 빌딩의 임대료결정 요인에 관한 연구”, 「부동산연구」 제16집 제2호, 한국부동산연구원, 2006, pp.31-48
6. 이영호·고성수, “상가 임대시장의 보증부월세 임대계약구조에 관한 연구”, 「부동산연구」 제21집 제3호, 한국부동산연구원, 2011, pp.127-147
7. 이영호·고성수, “상가 임대시장의 보증금에 내재된 리스크 프리미엄에 관한 연구”, 「부동산학연구」 제19집 제3호, 한국부동산분석학회, 2013, pp.75-95
8. 이영호·전수진, 수익환원법에 적용되는 환원이율 산정에 관한 연구, 한국부동산연구원 연구보고서, 2009
9. 이재우, “빌딩규모 구분에 의한 서울 오피스시장 현황과 특성 차이”, 「부동산연구」 제15집 제2호, 한국부동산연구원, 2005, pp.51-65
10. 이재우·이창무, “상가시장의 임대계약 및 전월세전환률 특성”, 「국토계획」 제40권 제1호, 대한국토·도시계획학회, 2005, pp.93-111
11. 이재우·이창무, “서울 상가시장 임대료 결정요인에 관한 연구”, 「국토계획」 제41권 제1호, 대한국토·도시계획학회, 2006, pp.75-90
12. 이종은·조주현, “소매용 부동산의 임료결정요인에 관한 연구”, 「부동산연구」 제18집 제2호, 한국부동산연구원, 2008, pp.63-102
13. 이창무·정의철·이현석, “보증부월세시장의 구조적 해석”, 「국토계획」 제37권 제6호, 대한국토·도시계획학회, 2002, pp.87-97
14. 이창무·정의철·최소의, “아파트 임대시장의 전월세전환율 결정구조”, 「주택연구」 제17집 제2호, 한국주택학회, 2009, pp.213-229
15. 최막중, “서울시 오피스시장의 특성과 추이 및 전망”, 「국토계획」 제30권 제6호, 대한국토·도시계획학회, 1995, pp. 143-159
16. 최막중·방제익, “서울시 오피스 하위시장의 전월세환산률 차이에 관한 연구”, 「국토계획」 제37권 제3호, 대한국토·도시계획학회, 2002, pp.141-155
17. 최성호·이창무, “매매, 전세, 월세 시장간 관계의 구조적 해석”, 「주택연구」 제17권 제4호, 한국주택학회, 2009, pp. 183-206
18. 최창규·지규현, “전세와 월세에 대한 구조적 해석”, 「국토계획」 제42권 제3호, 대한국토·도시계획학회, 2007, pp. 215-226
19. Conner, P. and Y. Liang, “The Complex Interaction between Real Estate Cap Rates and Interest Rates,” *Briefings in Real Estate Finance*, Vol. 4, No. 3, 2005, pp.185-198
20. Hendershott, P. and B. MacGregor, “Investor Rationality: An Analysis of NCREIF Commercial Property Data,” *Journal of Real Estate Research*, Vol. 27, No. 4, 2005, pp.445-475
21. Sivitanides, P., J. Southard, R. Torto and W. Wheaton, “The Determinants of Appraisal-Based Capitalization Rates,” *Real Estate Finance*, Vol. 18, No. 2, 2001, pp. 27-37
22. 대법원인터넷등기소, <http://iros.go.kr>
23. 대한감정평가법인, <http://kosal.co.kr>
24. 서울시부동산정보광장, <http://land.seoul.go.kr>
25. 원빌딩부동산중개법인, <http://wonasset.com>
26. 온나라부동산, <http://onnara.go.kr>