

전세의 월세전환과정에서 전월세전환율 결정요인 분석

이석준* · 김경민**

An Empirical Study of the Jeonse-Rent Ratio Determination

Sukjoon Lee* · Kyung-min Kim**

요약 : 저성장, 저금리 시대에 접어들면서 국내 주택시장에서는 전세에 대한 임대인의 효용이 점차 감소하고 있다. 이에 따라 전세의 공급이 줄어드는 한편 전세의 월세 전환이 가속화되고 있다. 이 연구는 전세의 월세 전환 시, 그 기준으로 적용되는 전월세전환율이 전세세입자의 주거비 수준에 준하여 결정되는지, 매매가에 따른 임대인의 자본환원율에 따라 결정되는지를 확인하고자 하였다. 이론적 검토를 통해 전월세전환율이 매매가를 기준으로 결정되고 있음을 유추하였고, 2011년 이후의 서울시 아파트 실거래자료를 통해 이를 실증하였다. 그 결과, 전월세전환율은 자본환원율과 전세가율 역수의 곱으로 나타낼 수 있음을 확인하였다. 이는 투자리스크가 상대적으로 높은, 낮은 전세가율의 아파트의 경우에 전월세전환율이 더 높게 적용되어 임대인의 리스크가 월세를 통해 임차인에게 전가되고 있음을 시사한다. 보증부 월세로 인한 임차시장 세분화가 이러한 월세-전세 임차시장의 분절에 기여하고 있어, 전월세전환율에 대한 적절한 현실적인 기준마련이 요구된다.

주제어 : 주택시장, 전세, 전세가율, 전월세전환율

ABSTRACT : As the trend of low growth and low interest rate persists, from property owners, the benefit of Jeonse has been reduced in the housing market of Seoul. Consequently, the supply of Jeonse has decreased and the shifting trend from Jeonse to monthly-rent has accelerated. In this situation, this study aims to identify how Jeonse-Rent ratio(conversion rate) is determined. Because Jeonse, which reflect an use-value of housing, has comprised the majority of housing rental market until recently, it is important to identify which is the determinant of monthly-rent, Jeonse or housing price. Through theoretical research this paper found that if rent is controled by housing price, Jeonse-Rent ratio can be expressed by Price-Jeonse ratio and capitalization rate. To prove this empirically, this research use 120,000 apartments trading data of Seoul from 2011 to 2015. As a result, this research get a statistically reliable outcome. This mean that tenants who pay monthly-rent is coping with more housing expenses than Jeonse tenants. In addition, monthly-rent tenants take over the part of risk-premium which should be taken by housing owners. This research point out the monthly-rent with variable deposit as one of cause of this problem.

Key Words : housing market, Jeonse, Jeonse-Rent ratio

* 서울대학교 환경대학원 박사과정(Doctoral Student, Graduate School of Environmental Studies, Seoul National University)

** 서울대학교 환경대학원 부교수(Associate Professor, Graduate School of Environmental Studies, Seoul National University),
교신저자(E-mail: kkim2@snu.ac.kr, Tel. 02-880-9517)

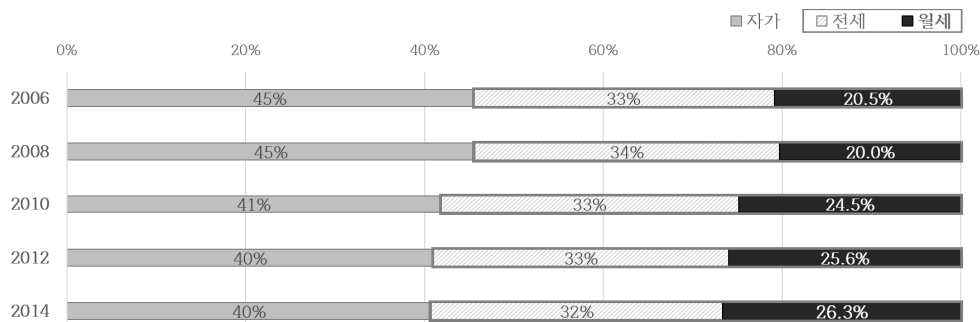
I. 서론

서울의 주택시장에서 나타나고 있는 최근의 주요한 변화 중 하나는 전세가의 지속적인 상승과 전세의 월세전환 가속화이다. 금리인하와 주택가격 상승 기대가 감소하는 상황에서 임대인은 월세를 선호하게 되었으며, 따라서 전세는 보증부 월세의 형태를 통해 꾸준히 월세로 전환되고 있다. 국토교통부 주거실태조사 자료를 보면, 서울에서 전체 가구 중 월세¹⁾ 가구 비중은 2006년 20.5%에서 2014년 26.3%로 증가하였다(〈그림 1〉 참고). 차가가구만을 기준으로 보면, 월세 비중은 2006년 38.2%에서 2014년 45.0%로 증가하여 전세에 대한 월세의 비율이 빠르게 늘어나고 있음을 알 수 있다. 이러한 월세 증가추세는 거래량에서도 확인되고 있는데, 서울의 아파트 거래 중 월세 거래의 비중은 2015년 현재 34.0%로, 2011년 18.5%에 비해 15.5%p 증가하여, 전세중심이었던 기존 시장을 재편하고 있다(서울부동산정보광장). 빌라, 다세대 등 아파트 외 주택에서는 이미 월세가 전체 거래량의 50%를 넘어섰다. 이러한 전세의 감소

및 월세전환 추세는 일시적인 현상이라기보다 장기적이며 필연적인 현상으로 앞으로 지속될 것으로 예측되고 있다(봉인식 외, 2013; 박천규 외, 2015; 서승환, 2015)

그러나 주택 차가시장의 이러한 변화상황에도 불구하고, 전세가 월세로 전환될 때 보증금에 상응하는 월세를 정하는 기준이 되는 ‘전월세전환율’에 대해서는 그 기준이 모호한 것이 현실이다. 경우에 따라 상이한 전환율이 적용되는 상황에서 전세의 월세화가 진행되고 있다. 더욱이 전세공급이 줄어드는 ‘전세난’ 속에서 불가피하게 전세에 비해 불리한 조건의 월세를 선택하는 경우가 늘어나고 있다. 줄어드는 전세의 많은 부분이 보증부 월세의 형태로 전환되고 있는데, 일부 경우 전환된 전세보증금의 대출이자를 상회하는 수준의 높은 전월세전환율이 시장에서 적용되어 문제가 되고 있기도 하다²⁾.

이에 이 연구에서는 실거래 자료를 바탕으로 월세에 실제로 높은 전월세전환율이 적용되어, 전세에 비해 높은 수준에서 월세가 결정되고 있는지 확인하고자 하였다. 즉, 매매가, 전세가, 월세로 이



자료: 서울부동산정보광장

〈그림 1〉 서울시 자가, 전세, 월세 가구 비율

1) 보증부 있는 월세, 보증금 없는 월세, 사글세 포함. 보증부 있는 월세가 절대 다수이다. 예컨대 2014년에는 경우, 각각 24.6%, 1.6%, 0.1%이었다.

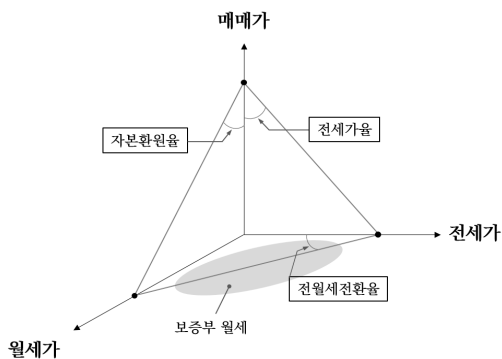
2) 국민일보, 2015.07.18., “집주인만 배 불리는 ‘서러운 반전세’”

루어진 시장에서 전세와 같이 임대시장에 속하는 월세가 전세가가 아닌 매매가에 의존적으로 결정되고 있는지 여부를 이론적 검토와 실증분석으로 통해 확인하고자 한다.

II. 이론적 검토

1. 주택 부동산 시장 구조 및 전세제도

주택의 점유형태는 자가와 차가로 나눌 수 있다. 차가에는 월세와 한국의 특징적인 임대 형태인 전세가 존재한다. 그리고 월세는 다시 완전월세와 전세-완전월세의 중간 형태라 할 수 있는 보증부 월세로 세분하여 볼 수 있다(이창무 외, 2003). 이러한 점유형태로 인해 주택시장은 <그림 2>와 같이 크게 세 개의 시장(매매시장, 월세시장, 전세시장)으로 구성되어 있다. 각각의 관계는 전세가율, 전월세전환율, 자본화율의 세 가지 지표로 표현된다.



자료: 이창무 외, 2003

<그림 2> 매매가, 전세가, 월세의 관계

전세가율은 전세가와 매매가의 관계를 나타내는 지표로 매매가 대비 전세가의 비율로 나타내

며, 전월세전환율은 전세-월세 전환 시 보증금의 변화량으로 연간 월세를 나눈 값을 의미한다. 자본화율의 경우 매매가 대비 연간 월세의 비율을 표현하는 지표이다. 이들 지표로 표현되는 각 시장 사이에는 복잡한 관계성이 존재하고 있다. 때문에 각 시장의 구조(임정호, 2005; 손재영, 2000)와 독립성 및 상호관계(최성호, 2008; 김태경, 2006), 영향의 선후관계(조주현, 1990; 김성제·조주현, 2005) 등에 대한 다양한 연구가 여러 관점에서 진행되어 왔다. 이러한 국내 주택시장과 관련한 연구에서 상당부분은 전세와 관련된 것이다. 전세제도가 해외에서 사례에서 찾아보기 힘든 한국의 특유한 임대제도이며, 동시에 국내 주택부동산시장 분석의 복잡성을 유발하는 주요원인 중 하나이기 때문이다.

전세는 세입자가 월세를 지급하는 대신 상당액의 전세금을 주택소유자에게 지급하였다가 계약기간 후에 돌려받는 것으로 조건으로 주택을 임차하는 계약방식이다. 이러한 방식은 과거 제도권 금융이 발전하지 못하고 주택가격이 상승하던 시기에 발생한 한국의 특유한 임대방식이다. 이 과정에서 전세보증금은 주택소유자에게 무이자 자본 역할을, 세입자에게 내 집 마련을 위한 자본의 강제 축적 기능을 수행하였다(박병식, 2002; 조덕훈, 2014). 때문에 한국경제 발전과정에서 전세는 임대시장의 가장 큰 부분을 차지해 왔다. 그러나 제도권 금융이 체계화되고, 경제성장 둔화로 주택가격상승에 대한 기대가 줄어들어 따라 임대임입장에서 전세제도의 효용은 점차 감소되고 있다(Yoon, 2003).

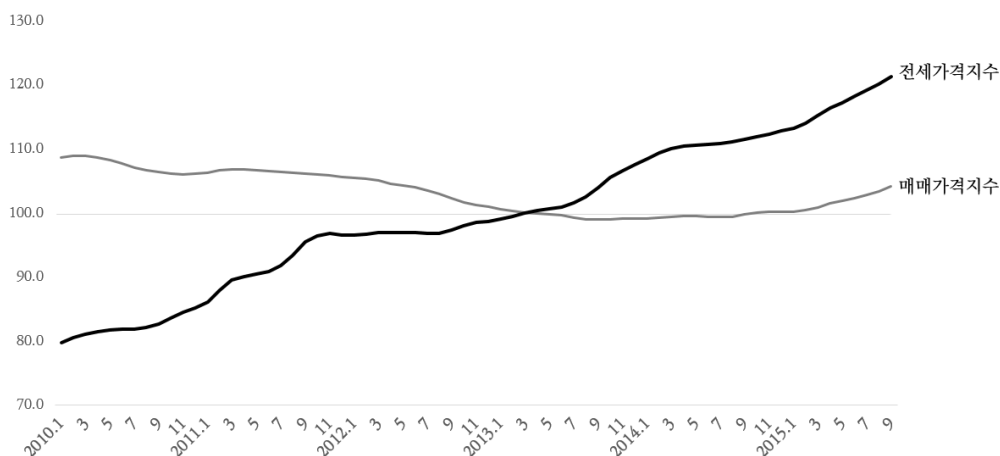
이러한 배경 하에서 최근 전세의 월세화가 빠르게 진행되고 있으며, 전세공급은 점차 줄어들고 있는 추세이다. 반면에 전세에 대한 수요는 여전히

하여 시장에서의 전세가 상승을 주도하고 있다. 이러한 전세 수요에 대해, 서승환(2015)은 임차인 입장에서 전세의 주거비가 월세보다 낮기 때문이라고 지적한다. 달리 말하면, 월세의 주거비가 전세에 비해 높다는 것이다. 그는 전세시장의 수급 불균형이 전세가격의 상승을 초래하고 있다고 주장한다. 실제로 <그림 3>과 같이 2010년 이후 서울의 아파트 전세가지수는 꾸준히 증가해왔다. 이같이 전세대비 높은 월세의 주거비와 전세가격 상승 추세를 종합하면 거시적으로 임차인의 주거비 기준이 상승하고 있음을 알 수 있다.

전세가 상승과 관련하여, 다른 한편으로 전세가 및 전세가를 상승이 매수로 전환되어 매매시장에도 영향을 주는 측면도 존재한다. 그러나 이에 대해서는 지역적 패턴의 차이가 크게 나타나고 있기 때문에(고필송·김동현, 2012) 그 관계를 일반화하여 보기에는 어려움이 있다. 따라서 전세시장 변동과 관련해 매매, 월세의 상관관계에 대한 이론적 검토가 필요하다.

2. 전세가와 매매가의 관계

아파트 매매가는 투자가치와 사용가치를 내포하고, 전세가는 사용가치를 내포하고 있다(이충한·이상엽, 2015). 시장에서 결정된 특정 주택의 전세가는 (주어진 공급조건 하에서) 실거주 수요가 반영되어 결정된 사용가치, 즉, 해당 주택의 점유권(사용권)에 대해 시장에서 형성된 가격이다. 주택에 대한 수요를 가진 사람이 매매과 전세를 두고 선택하는 상황을 가정하면, 전세에 대해 지불가능한 금액은 해당 주택에 대한 순수한 사용가치로 한정된다. 반면, 매매에 대해서는 사용가치에 더해 향후 기대되는 해당 주택의 가치상승 정도까지가 지불용의 금액에 반영될 수 있다. 주택 소유자 입장에서 자본이득을 기대할 수 없다면 주택을 점유할 권리를 가지는 전세 세입자보다 유지비용등 더 큰 비용을 부담하면서 주택을 유지할 이유가 없기 때문이다. 중위소득가구의 자가, 월세, 전세 주거비를 비교한 송인호(2013)의 연구에서도 자가의 주거비가 전세의 경우보다 높은 것으



자료: KB부동산 주택가격동향

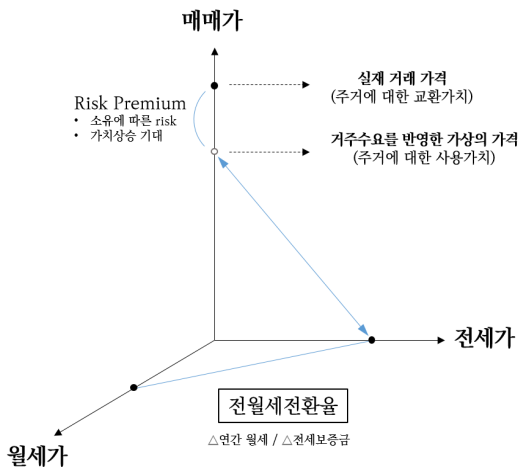
<그림 3> 서울시 아파트 매매 및 전세가격지수

로 확인되었다. 이처럼 매매가격과 전세가격의 차이에는 자본이득에 대한 기대가 반영되어있다(김태경, 2013).(<그림 4> 참고)

따라서, 주택의 매매가격(Price, P)에는 주택에 대한 순수한 사용가치(use value, V_{use})와 주택가격 상승에 대한 기대(risk premium, α)가 포함되어 있다(<식 1> 참고). 이때, 주택의 사용가치는 시장에서 형성된 전세가를 기반으로 단순화하여 <식 2>와 같이 표현할 수 있다. 임차인과 임대인 양측에서 주택의 사용가치(V_{use})는 전세가(D)와 전세가에 대한 기회비용($D \cdot r$)의 합으로 나타난다.

$$P = V_{use} + \alpha \quad \text{〈식 1〉}$$

$$V_{use} = D + D \cdot r \quad \text{〈식 2〉}$$



〈그림 4〉 매매가와 전세가의 관계

주택가격에 포함된 가치상승 기대 프리미엄의 상대적인 크기는 전세가율(Jonse deposit / Price ratio, $JPratio$)을 통해 지표로 나타난다. 전세가율은 매매가 대비 전세가의 비율로 주택의 위험 프리미엄이 클수록 작은 값을 가질 것을 기대할 수

있다. 물론, 전세가율은 전세가의 기회비용에 포함된 금리의 크기에 따른 영향도 함께 받기 때문에 시계열적인 비교는 한계가 있다. 그러나 금리가 일정한 조건을 가정할 수 있다면, 전세가율의 크기로 각 주택에 대한 가치상승 기대를 비교할 수 있다. 이충언(2014)의 경우, 전세가율의 지역별 차이에 집중하여, 전세가격/주택가격비율이 기대매매가격 증가율에 의해 결정된다는 이론모형을 도출하고 서울 및 광역시 자료를 이용한 패널 분석을 통해 이를 실증하였다. 또한, 환경변화로 자본이득 기대가 어려워지면 전세임대자가 전세가격 높이고, 전세공급 줄일 것을 예상하였다. 그 이전에 김정호·이명재(1989)도 전세비율이 가격 상승률과 음의 관계를 가짐을 실증적으로 밝힌바 있다. 이런 관점에서 전세가율을 동태적으로 해석해 주택가격 변화의 예고지표로 활용하는 연구가 진행되기도 했다(박재현 외, 2010). 예를 들어 전세가율 상승을 매매가 상승이 전세가 상승보다 낮은 것으로 해석하여, 향후 주택 가격 상승을 예견할 수 있다는 것이다. 이와 같이 전세가율은 해당 주택에 대한 가치 상승 기대를 반영하는 지표로서 의미를 가진다.

3. 월세가와 매매가, 전세가의 관계

이 연구에서는 월세가가 전세가가 아닌 매매가에 의해 결정되고 있음을 확인하고자 한다. 전술하였듯이 전세가는 매매가가 아닌 사용가치에 기반하여 결정되며, 매매가는 전세가와 그 기회비용에 위험 프리미엄을 더한 값으로 표현될 수 있다. 월세가 매매가에 의존하고 있음을 확인하기 위해서는 먼저 월세의 결정과정을 확인해야한다.

미래수익을 현재가치로 환산해 대상의 가치를 판단하는 수익환원법(income capitalization method)

을 따르면 월세는 해당 주택의 가치에 수익률을 곱한 값이 된다(이종은, 2009; 이영호·윤동건, 2012). 이때의 수익률, 곧 매매가격 대비 임대가격의 비율(r)은 부동산학에서 자본환원율(capitalization rate)의 개념으로 사용된다. 전세시장과의 관계를 고려하면 일반적으로 자본환원율은 시장이자율 또는 그 이상의 값을 갖는다.³⁾

Value

$$\begin{aligned}
 &= R + \frac{R}{(1+r)} + \frac{R}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R}{(1+r)^n} \\
 &= \sum_{t=0}^n \frac{R}{(1+r)^t} \\
 &\doteq \frac{R}{r}
 \end{aligned}$$

$$R = \text{Value} \cdot r \quad \langle \text{식 3} \rangle$$

국내 주거시장 구조에서 월세는 매매가와도 관련이 있고, 전세가와도 관련이 있다. 앞서 살핀바와 같이 전세가와 매매가는 각각 주택의 사용가치와 교환가치를 기준으로 서로 차이를 두고 결정되기 때문에 전세가에 의존적으로 결정되는 월세(월세가 전세에 상응하는 수준의 주거비를 기준으로 정해지는 경우)와 매매가에 의존적으로 결정되는 월세(월세가 매매가에 대한 일정 수준의 자본환원율을 기준으로 정해지는 경우) 사이에는 차이가 존재하게 된다. 매매가와 월세의 관계에서 보면, 월세는 매매가에 자본환원율을 곱한 값으로 결정되게 된다. 한편, 전세와 월세의 관계에서 월세는 전세보증금에 전월세전환율을 곱한 값으로

결정된다. 또는 전세가에 기반한 주택의 사용가치를 기준으로 자본환원율을 적용하여 표현될 수 있다.

이를 수식적으로 표현하면 다음과 같이 볼 수 있다.

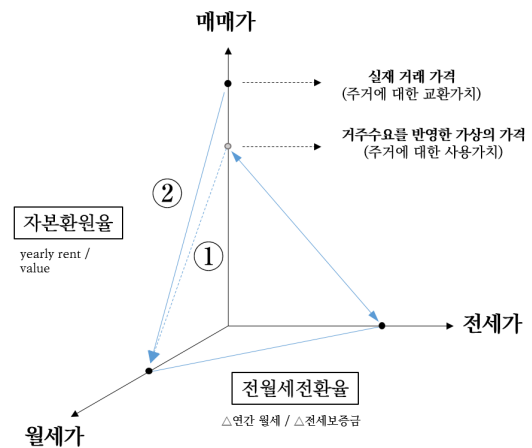
- ① 월세가 사용가치를 따라 결정되는 경우(임차임 입장에서 전세에 상응하는 주거비 부담)

$$\begin{aligned}
 R &= V_{\text{use}} \cdot r \\
 &= D(1+r) \cdot r \quad \langle \text{식 2} \rangle \text{에 따라 유도}
 \end{aligned}$$

- ② 월세가 매매가격을 따라 결정되는 경우

$$\begin{aligned}
 R &= P \cdot r \\
 &= (D/JPratio) \cdot r \quad \text{전세가율: } JPratio
 \end{aligned}$$

이렇게 주택의 사용가치와 교환가치에 따라 서로 다르게 결정되는 월세는 전월세전환율과 자본환원율의 관계로 치환되어 다음과 같이 표현될 수 있다. 특히, ②에서는 매매가에 포함된 리스크 프



〈그림 5〉 월세와 자본환원율

3) 일반적인 시장상황에서 리스크가 없을 경우 투자수익률은 기준금리에 수렴하며, 상업용부동산에서 대상물건의 투자리스크 프리미엄이 높을 수록 Cap Rate는 높게 형성된다. 서울의 아파트 임차시장은 상대적으로 안전한 시장으로 볼 수 있다.

리미엄이 전세가율의 형태로 전월세전환율에 반영되고 있음을 설명한다.

$$\textcircled{1} \frac{R}{D} = r(1+r) \quad \text{〈식 4-1〉}$$

$$\textcircled{2} \frac{R}{D} = \frac{r}{JPratio} \quad \text{〈식 4-2〉}$$

실증분석에 앞서, 현재 관측되고 있는 현상에 비추어 보면 월세가 사용가치에 따라 결정되는 ①의 경우, 지역에 따라 상이하게 나타나고 있는 현재의 전월세전환율을 설명할 수 없다. 반면, 월세가 매매가에 따라 결정되는 ②의 경우 지역에 따른 전월세전환율의 차이가 전세가율과 관련되어 설명될 수 있음을 시사하여 현실설명의 가능성을 가지고 있다.

따라서 현재 월세는 전세의 경우와 달리 주택의 사용가치가 아닌 매매가격에 따라 결정된다는 가설의 설정이 가능하다. 이러한 가설은 임대인이 사용가치에 더해 추가적으로 지불한 주택가격 상승 기대에 따른 위험프리미엄이 월세에 반영됨을 의미한다. 이는 전세제도 하에서는 나타나지 않았던 현상으로, 전세난이 심화되고 전세의 월세전환이 가속화 되고 있는 시점에서 중요한 시사점을 가진다. 이 연구에서는 이러한 가설을 서울시 아파트 실거래 자료를 기준으로 실증 분석하여, 이론적으로 도출된 것과 같이 매매가에 따른 월세의 결정을 확인하고자 하였다.

Ⅲ. 실증분석

1. 분석방법 및 자료

이 연구에서 실증분석을 위해 사용한 모델은 다음과 같다.

$$\frac{R}{D} = r \cdot \frac{1}{JPratio}$$

개별주택 사례들을 대상으로 하여, 전월세전환율(R/D)을 종속변수로 '1/전세가율'을 독립변수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 이를 통해 주택의 전세가-매매가 비율이 해당 주택의 전월세전환율에 통계적으로 유의한 영향을 미치고 있는지를 확인하고자 한다. 이때, 개별 주택별로 상이하게 나타나고 있는 전월세전환율, 전세가율과 달리 자본환원율은 지역에 상관없이 동일시점에 동일한 값을 가진다고 가정하였다. 자본환원율은 모델에서 종속변수의 계수의 의미를 가지기 때문에 모델에서 도출된 종속변수의 계수값과 각 시기 기준금리를 비교하여, 모델의 설명력을 정성적으로 확인하는 기준이 될 수 있다.

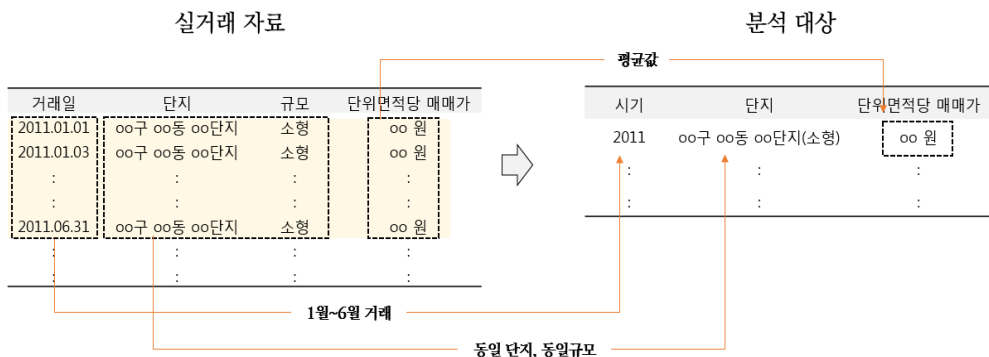
이를 위하여서 각 주택별 전월세전환율과 전세가율의 확보가 필요하다. 그런데 주택의 경우 각각의 물건이 이질적 특성을 가지며, 거래 이후 다음번 거래가 발생하기까지 시간적 간격이 크기 때문에 동일 물건에 대한 전월세전환율과 전세가율을 파악하는데 어려움이 있다. 때문에 이 연구에서는 대상을 아파트로 한정하여 연구를 진행하였다. 아파트 시장의 경우, 다른 주택유형에 비해 상대적으로 동질성이 높고 시장도 안정화되어있기 때문이다. 동일 지역, 동일 아파트단지, 동일 규모의 아파트에 대해 시장에서 동질의 가치를 가진다고 가정하여 이러한 기준에 따라 각각 분석 대상 사례(규모에 따라 나뉜 각 아파트 단지의 세대 그룹)를 구성하였다. 규모에 있어서는 5개의 구간⁴⁾으로 나누었으며, 그 결과 서울 내 2011년부터 2015년 사이의 약 5000개 아파트 단지, 약 7000개의 대상 사례(개별 아파트 단지의 각 규모별 세대 그룹)로 구분되었다.

분석에 사용된 매매가, 전세보증금 및 월세는 국토교통부에서 제공하는 아파트 실거래가의 서울시 아파트 자료를 사용하여 구축하였다. 시기적으로는 자료가 제공되는 2011년 1월부터 2015년 6월까지를 대상으로 하였다. 대상 사례(규모에 따라 나뉜 각 아파트 단지의 세대그룹)에 대해 분석에 가능한 충분한 거래 건 수 확보하기 위해 각 해의 6개월간 거래를 종합하였고, 계절요인을 제거하기 위해 각 해의 동일한 기간(1~6월)을 추출하여 가공하였다(그림 6). 이 과정에서 개별거래 기록 중 이상치로 판단되는 경우⁵⁾를 제거하였다. 그리고 6개월간의 거래를 종합하는 과정에서 매매거래, 전세거래, 월세 거래 중 어느 하나가 5건 미만인 경우를 사례에서 제거하였다. 그리고 2011년부터 2015년까지 각 시기별 표본이 동일하도록 5개의 시기에 모두 포함되는 사례만을 추려 분석에 사용하였다. 그 결과 총 276개의 대상이 분석에 활용되었으며, 각 대상의 평균값을 구하기 위해 총 121,892건의 거래가 사용되었다.

지역별로 보면 노원구의 사례가 39개로 가장 많이 포함되었으며, 은평구의 경우에는 1개의 사

례가 분석에 포함되었다. 규모에 있어서는 소형 평형대 사례가 180개로 가장 큰 비중을 차지하였고, 다음으로는 중형평형대 사례가 84개로 이 두 개의 평형대가 거의 대부분을 구성하고 있다. 그러나 이러한 지역별, 규모별 사례 수 차이에도 불구하고 이러한 결과는 실제 거래량으로부터 도출된 것으로 대표성을 가지는 표본이라 할 수 있다.(〈표 1〉과 〈그림 7〉 참고)

각 사례의 매매가와 전세보증금은 해당기간 각 사례에 포함된 거래 금액의 평균을 사용하였다(〈표 2〉 참고). 매매의 경우는 각 사례별로 평균 23건의 거래에 대한 평균값이 사용되었고, 전세보증금은 약 48건의 거래를 바탕으로 값이 도출되었다. 이는 동일 지역, 동일 단지, 동일 규모의 각 아파트 사례에 대해 6개월 간 이루어진 거래의 평균 건 수로서, 도출된 각 사례의 대푯값이 현실적인 수치를 반영하고 있음을 말할 수 있다. 월세의 경우, 보증금과 월세의 비율이 다양하기 때문에 앞서 도출된 각 사례의 해당 시기별 전세보증금을 기준으로 거래별 전월세전환율⁶⁾을 계산하여 그것의 사례별 평균값을 전월세전환율로 삼았다.



〈그림 6〉 자료 가공 예시

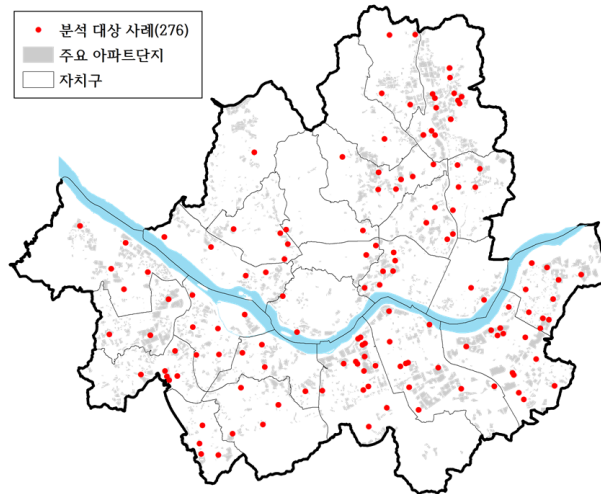
4) 규모 구분: 소형(전용면적 60㎡ 이하), 중소형(60㎡ 초과, 85㎡ 이하), 중형(85㎡ 초과, 102㎡ 이하), 중대형(102㎡ 초과, 135㎡ 이하), 대형(135㎡ 초과)

5) 월세, 전세거래에서 단위면적당 만 원 이하로 거래된 경우

6) 전월세전환율 = 연간 월세 / (전세보증금 - 월세보증금)

〈표 1〉 지역별, 규모별 사례 수

| 자치구별 사례 수 | | | | | | | | 규모별 사례 수 | |
|-----------|------|-----|------|------|------|-----|------|----------|------|
| 자치구 | 사례 수 | 자치구 | 사례 수 | 자치구 | 사례 수 | 자치구 | 사례 수 | 규모 | 사례 수 |
| 노원구 | 39 | 성북구 | 16 | 중랑구 | 7 | 용산구 | 3 | 대형 | 3 |
| 송파구 | 26 | 양천구 | 14 | 영등포구 | 6 | 종로구 | 3 | 소형 | 180 |
| 강남구 | 23 | 구로구 | 10 | 도봉구 | 5 | 광진구 | 2 | 중대형 | 6 |
| 서초구 | 21 | 동작구 | 8 | 동대문구 | 5 | 은평구 | 1 | 중소형 | 84 |
| 강동구 | 20 | 마포구 | 7 | 강북구 | 4 | | | 중형 | 3 |
| 강서구 | 18 | 성동구 | 7 | 금천구 | 4 | | | | |
| 관악구 | 16 | 중구 | 7 | 서대문구 | 4 | 계 | 276 | 계 | 276 |



〈그림 7〉 분석사례 대상지 분포

〈표 2〉 각 연도 사례에 포함된 총 거래 수

| 시기 | 총 거래 건 수 | | | 각 사례별 평균 거래 건 수 | | |
|------|----------|--------|-------|-----------------|----|----|
| | 매매 | 전세 | 월세 | 매매 | 전세 | 월세 |
| 전체평균 | 6,276 | 13,328 | 4,774 | 23 | 48 | 17 |
| 2011 | 6,515 | 15,072 | 4,246 | 24 | 55 | 15 |
| 2012 | 4,801 | 14,774 | 4,045 | 17 | 54 | 15 |
| 2013 | 7,519 | 13,830 | 4,733 | 27 | 50 | 17 |
| 2014 | 8,056 | 12,645 | 5,166 | 29 | 46 | 19 |
| 2015 | 4,491 | 10,321 | 5,678 | 16 | 37 | 21 |

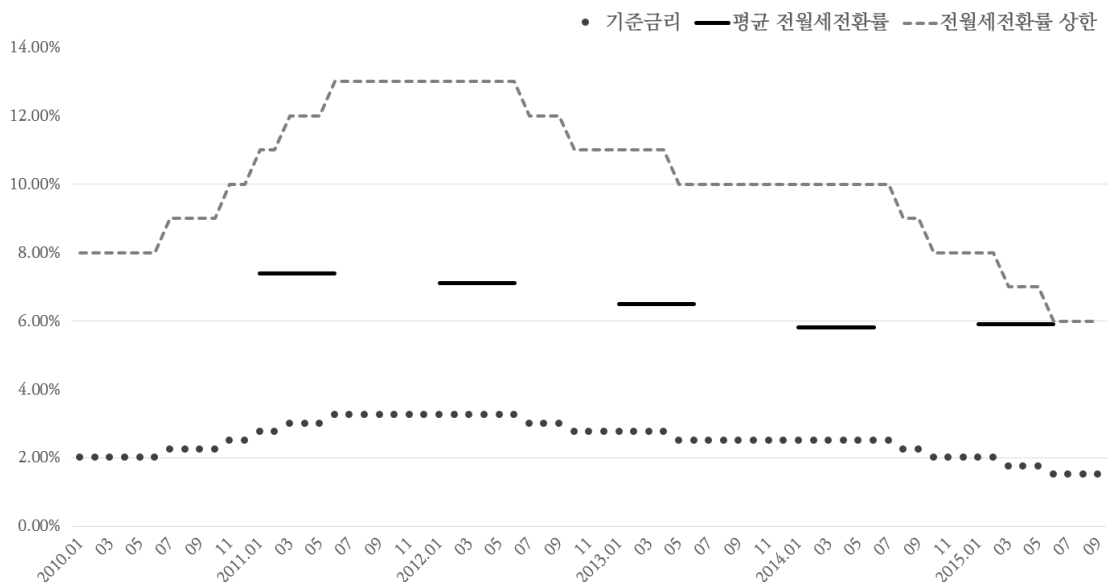
2. 분석 결과

먼저 가공된 자료의 기초통계량을 보면, <표 3>과 같이, 분석에 사용된 276개의 아파트 평균 전세가율은 지속적으로 상승하여 2011년 약 50.1%에서 2015년 약 70.7%에 도달했다. 평균 전세가율의 증가율에 비해 전세가율 표준편차의 증가율은 상대적으로 작아 전세가율의 증가가 전반적인 현상임을 알 수 있다.

평균 전월세전환율은 2011년 7.4%에서 2014년 5.8%로 저금리 기조를 따라 점차 감소하는 패턴을 보인다. 그러나 2015년에는 추가적인 금리인하에도 불구하고 전월세전환율은 2014년과 큰 차이 없이 5.9%로 나타났다. 이러한 평균 전월세전환율은 <그림 8>에서 확인할 수 있듯 법적 상한에 비해 낮은 수준을 유지해오다 2015년 하반기에 법적상한에 근접하고 있다.

<표 3> 기초통계량

| | 전세가율 | | | | | 전월세전환율 평균 | | | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|------|------|-------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| 평균 | 50.1% | 56.9% | 62.2% | 67.0% | 70.7% | 7.4% | 7.1% | 6.5% | 5.8% | 5.9% |
| std.dv | 11.2% | 11.0% | 11.6% | 12.8% | 14.1% | 0.9% | 0.8% | 0.9% | 0.9% | 1.1% |
| max | 76.7% | 78.6% | 86.7% | 84.8% | 87.5% | 10.9% | 10.8% | 9.9% | 9.1% | 10.9% |
| min | 10.3% | 13.0% | 12.9% | 9.4% | 8.6% | 5.2% | 5.4% | 4.4% | 3.9% | 3.8% |



<그림 8> 평균 전월세전환율과 기준금리

분석 결과를 통해 <표 4>와 같이 2011년부터 2015년까지 모든 시기에 대해 전월세전환율에 대한 전세가율 역수의 선형관계가 통계적으로 유의함을 확인하였다. 각 시기별로 얻어진 계수 값이 모두 신뢰성 높은 t값을 갖는 결과가 나타났으며, 모델의 설명력도 높은 것으로 확인되었다. 따라서 현재 서울 아파트 완전월세 및 보증부 월세 시장에서 월세가격이 매매가격을 기준으로 일정한 자본환원율을 보장하는 수준에서 결정되고 있다는 가설을 확인하였다.

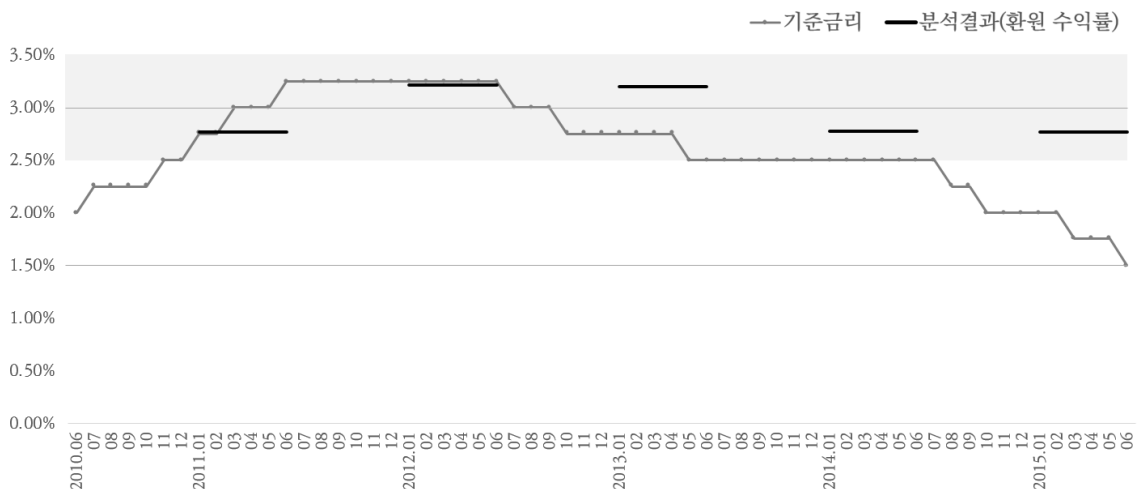
분석 결과 독립변수의 계수로 도출된 자본환원율(임대인 입장에서 자본수익율)은 <그림 6>에서

와 같이 실제 기준금리와 유사한 패턴을 보여 예상과 유사한 현실적인 결과를 도출하였다. 구독가 능한 자료의 시간적인 제약 때문에 이러한 패턴을 객관적으로 분석하기에는 한계가 있으나 주어진 조건 하에서 앞서 전개한 이론에 가까운 현실적 결과로 유추할 수 있다.

세부적으로 보면, 2011년과 2012년의 경우, 자본환원율은 분석대상이 된 시기의 이전 시점으로 부터 분석 시점까지의 기준금리 평균에 근접한 값을 갖는 것으로 나타났다. 그러나 2013년 이후로는 기준금리보다 높은 수준에서 자본환원율이 적용되고 있는 것으로 나타났다. 특히 2015년 상반기

<표 4> 분석 결과

| 시기 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Estimate (r, 자본환원율) | 2.77% | 3.21% | 3.20% | 2.77% | 2.77% |
| Std. Error | 0.08% | 0.08% | 0.08% | 0.09% | 0.10% |
| t value | 36.09 | 41.83 | 40.26 | 32.04 | 27.97 |
| p value | .000 | .000 | .000 | .000 | .000 |
| R-squared | 0.8256 | 0.8642 | 0.8549 | 0.7887 | 0.7399 |



<그림 9> 기준금리와 분석 결과 도출된 실제 자본환원율(환원수익률)

기의 경우, 떨어진 금리에 비해 자본환원율이 상대적으로 높은 값을 보인다. 이에 대해 금리인하의 시장 반영 딜레이, 세금 등으로 인한 시장의 마지노선 존재와 같은 복합적인 요인이 작용할 것으로 보이나, 이 연구에서 특정할 수 없고 정확한 판단을 위해서는 장기적인 관점에서 추이를 살펴볼 필요가 있다.

IV. 결론

이 연구에서는 월세의 결정이 주택의 사용가치를 반영한 전세시장이 아니라 위험프리미엄이 반영된 매매가를 따르고 있다는 것을 약 12만 건의 서울의 아파트 실거래자료를 통해 실증적으로 확인하였다.

최근의 시장 상황에서 일반적으로 월세가 매매가에 대해 기준금리에 상응하거나 그보다 높은 자본환원율을 유지하는 수준에서 결정되고 있다는 것이다. 이는 동일한 임차시장이지만 전세와 월세 시장의 작동기제가 다르게 나타나고 있다는 것을 보여주는 결과이다. 이러한 결과는 이론적 고찰을 통해 유도된 '월세가 (전세가 아닌) 매매가에 의해 결정될 때 전월세전환율은 전세가율의 역수에 비례한다'는 모형(<수식 4-2>)을 통해 확인되었다. 따라서 이 연구의 결과에서 전세가율이 낮을수록 즉, 매매가격에 포함된 가격상승 기대가 클수록, 높은 전월세전환율이 적용되고 있다는 것을 확인할 수 있다. 이는 곧 전세가율이 낮은 주택의 경우 월세 세입자가 전세 세입자에 비해 상대적으로 더 많은 주거비를 지출하고 있다는 것을 의미한다.

이 연구의 결과와 같이, 동일한 주택 임차시장임에도 불구하고 이러한 주거비 불일치가 발생하

는 원인은 여러 가지가 있다. 먼저, 보증부 월세의 존재에서 그 원인을 발견할 수 있다. 전술하였듯이 월세와 전세사이의 주거비 불일치는 두 시장이 독립적으로 작동하고 있음을 의미한다. 기존의 전세가 보증부 월세 형태로 전환되는 형태로 월세가 진행되고 있고, 또한 분석대상 사례에도 월세의 많은 수가 보증부 월세였다는 점을 고려하면, 월세와 전세 시장의 주체가 서로 독립적이라고 보기는 어렵다. 문제는 임차시장이 전세, 완전 월세와 같이 명확한 시장으로 양분되는 것이 아니라 보증부 월세라는 세분화된 형태로 존재하기 때문에 발생한다. 보증부 월세는 개개의 물건에 대해 유동적인 보증금-임대료 비율을 적용함으로써 명확한 시장가치를 추정하기 어렵게 만든다. 보증부 월세에서는 완전 경쟁시장의 성격은 약해지고, 개개인의 금융조건에 따른 매칭이 중요해지기 때문이다.

또 다른 문제의 원인으로 주택시장이 공급자 주도로 움직이고 있다는 점을 지적할 수 있다. 주택보급율과 별개로 주택가격이 크게 상승하면서 주택 구입이 어려워지고, 전세가율이 높아짐에 따라 주택보증금에 대한 부담이 증가하는 상황에서 수요자 입장에서 시장을 조절할 힘이 약화된 것이 전월세 불일치 문제의 원인으로 볼 수 있다.

연구의 결과로부터 제기할 수 있는 또 다른 이슈는 월세에 해당 주택에 대한 리스크 프리미엄이 포함되어 있다는 것이다. 이는 전세세입자의 입장에서 부담하지 않았던 부분으로, 주택의 사용가치에 더해 주택소유자가 자본이득에 대한 기대로 인해 추가적으로 부담하고 있던 리스크에 해당하는 가치이다. 최근의 전세의 월세전환 추세와 함께 고려할 때, 이러한 월세의 결정과정은 주택가격상승 기대 감소가 가격에 온전히 반영되는 것을

막는 버퍼(buffer)로 작용하게 될 우려가 있다. 주택가격상승에 대한 시장전반에 대한 기대하락이 가격을 하락(즉, 가격에 포함된 리스크 프리미엄 부분의 축소) 시키는 것이 아니라 전세의 월세화 추세로 전환되어 세입자에게 리스크를 전가함으로써 수익률을 유지해 주택가격을 방어하는 기제로 작용할 수 있다.

유사한 관점에서 현재와 같은 월세전환은 수익형부동산으로서의 주택의 성격을 강화하는데 기여할 수 있어, 앞으로 이러한 문제에 대한 심층적인 연구와 대안 마련이 요구될 것이다.

현재 법적으로 정해진 전월세전환율의 상한기준⁷⁾은 기준금리의 4배 이내 또는 연 10% 중 낮은 비율이다. 그러나 계약중의 전월세 변환에 대한 규정으로 계약 갱신이나, 신규계약에는 적용되지 않아 실효가 없는 상황이다. 뿐만 아니라 이 연구 결과에 따르면 이러한 전월세전환율 기준은 현재와 같은 저금리 상황에서 전세가율이 약 25%인 경우에 해당하는 것으로, 임대인에게 유리하게 작용할 수 있다. 이 경우 법적인 기준 하에서도 대출금리보다 높은 전월세전환율 적용이 가능하여 상한제도의 존재가 무의미할 수 있다. 따라서 매매 및 전월세 시장의 구조적인 관계를 고려한 현실적인 대안 마련이 요구된다.

상술한 연구의 결과와 그 시사점에도 불구하고, 이 연구는 자본에 대한 레버리지 효과 등이 무시되었다는 점에서 한계를 지닌다. 모델이 어느 정도 설명력 있는 것으로 결과가 도출되었으나 시장 내 상호관계를 단순화하는 과정에서 현실에 존재하는 보증금의 규모나 월세의 비중에 따른 전월세 전환율의 차이 등이 무시되었다. 또한 자료의 한

계로 2011년 이후의 상황을 5개의 구간으로 나누어 단편적으로 비교하였기 때문에 시간에 따른 추세나 변화 등을 설명하기에는 한계가 있다. 때문에 연구의 결과와 같은 매매가 중심의 월세 결정이 최근에 발생한 현상인지, 과거부터 월세 시장에 적용되어온 구조적인 특성인지 등에 대한 판단 역시 불가능하다. 또한 이 연구에서는 재건축대상 여부, 연식 등 분석대상 아파트 및 지역의 특성이 전세가율에 이미 반영된 것으로 해석하였기 때문에 개별적인 아파트 특성에 따른 효과를 확인하지 못하였다. 이 연구의 이러한 한계는 향후 연구과제로 남겨 두며, 추후 연구를 통해 보다 종합적이고 현실적인 관점에서 전월세전환율의 결정과정을 연구하고자 한다.

참고문헌

- 고필송·김동현, 2012, "IMF 이후 아파트 전세가율에 관한 연구", 『한국전자통신학회 논문지』, 6(2): 136~141.
- 김성제·조주현, 2005, "주택시장의 인과관계에 대한 시장 상황분석: 노원구 지역의 아파트매매 및 전세가격 공급량을 중심으로", 『부동산학연구』, 11(2): 87~96.
- 김정호·이명재, 1989, "자산시장개념을 이용한 서울지역 아파트 전세 및 매매가격간의 관계분석", 『지역연구』, 5(1): 13~26.
- 김태경, 2006, "최근 주택시장 추세변화에 관한 연구", 『도시행정학보』, 19(2): 97~111.
- , 2013, "임대인과 임차인의 입장에서 본 전·월세 선호 원인에 관한 연구", 『GRI연구논총』, 15(3): 135~152.
- 박병식, 2002, "전, 월세제도의 이론적 고찰: 모의실험을 통한 투자수익률 계산을 중심으로", 『부동산학연구』,

7) 주택임대차보호법 7조의2은 보증금의 월세 전환시 연 10% 또는 기준금리의 4배 이내 중 낮은 비율을 적용하도록 하고 있다(2013.12 기준 14%에서 10%로 낮아짐. 2013년 이전까지는 기준금리가 2.5% 이상으로 10% 상한이 효력 있었으나, 현재 같은 저금리에서는 효력 없음).

- 8(1): 57~69.
- 박재현·이상효·김재준, 2010, “주택매매가격 및 전세가격 변화에 따른 전세/매매가격비율 변동 분석”, 『한국 디지털건축인테리어학회 논문집』, 10(2): 13~20.
- 박천규·김태환·김대진·박미선, 2015, “전월세 시장행태 및 인식변화와 시사점”, 『국토정책Brief』, 497: 1~8.
- 봉인식·장윤배·남원석, 2013, “존폐기로의 전세제도”, 『이슈&진단』, 112: 1~24
- 서승환, 2015, “월세화 추세와 전월세 대책”, 『지역연구』, 31(2): 63~77.
- 손재영, 2000, “주택매매가격과 전세가격의 상관관계”, 『사회과학논총』, 24: 139~163.
- 송인호, 2013, “제3장 우리나라의 주거비 현황 고찰”, 『임대주택시장의 중·장기 발전을 위한 정책과제 연구』, 한국개발연구원, 73~88.
- 이영호·윤동건, 2012, “수익환원법에 적용되는 자본환원율 산정에 관한 연구”, 『부동산학보』, 51: 171~185.
- 이종은, 2009, “보증부 월세를 고려한 수익환원법 적용에 관한 연구: 소매용 부동산을 대상으로”, 건국대학교 박사학위논문.
- 이창무·김동근·안건혁, 2003, “아파트 월세지수 산정에 관한 연구”, 『국토계획』, 38(6): 47~60.
- 이충언, 2014, “매매가격 기대로 형성된 전세가격모형의 패널분석”, 『경제학연구』, 62(1): 29~53.
- 이충한·이상엽, 2015, “서울시 아파트의 매매가와 전세가 사이의 스프레드값 분석에 관한 연구”, 『서울도시연구』, 16(3): 69~89.
- 임정호, 2006, “주택매매시장, 전세시장 및 월세시장 간의 상호연관성에 관한 연구”, 『주택연구』, 14(1): 165~193.
- 조덕훈, 2014, “내용분석을 통한 주택전세제도 변화전망의 유형분석”, 『국토계획』, 49(6): 33~50.
- 조주현, 1990, “주택전세보증금의 결정요소”, 『행정연구』, 14: 111~127.
- 주택임대차보호법(법률 제12989호).
- 최성호, 2008, “서울시 주택시장의 구조적 해석-매매, 전세, 월세시장의 관계를 중심으로”, 한양대학교 대학원 박사학위논문.
- Yoon, J., 2003, “Structural changes in South Korea's rental housing market: the rise and fall of the Jeonse system”, *The Journal of Comparative Asian Development*, 2(1): 151~168.
- 서울부동산정보광장, <http://land.seoul.go.kr/land/>
- KB부동산 주택가격동향, <http://nland.kbstar.com/>

원 고 접 수 일 : 2016년 4월 5일
1 차 심 사 완 료 일 : 2016년 6월 30일
최 종 원 고 채 택 일 : 2016년 8월 1일