

주택 전월세 전환율에 관한 이론 연구

- 임대 공급원가를 중심으로 -

A Theoretical Study on Conversion Rate of Jeonse Price to Monthly Rent for Housing

- Focused on Rental Supply Costs -

김원희*, 정대석**

고려사이버대학교 경영학과*, 고려사이버대학교 부동산학과**

Won-Hee Kim(kimwh@cuk.edu)*, Dae-Seok Jeong(dsjung@cuk.edu)**

요약

전월세 전환율이 시장이자율 또는 임대인의 기대수익률이라면 전국의 전월세 전환율은 동일하여야 한다. 그러나 전월세 전환율은 항상 시장이자율보다 높은 수준을 유지하고 있다. 본 연구는 임대주택의 공급원가 구성 요소를 현재의 주택가격, 시장이자율, 감가상각비, 보유세, 그리고 임대차에 따른 위험이 존재할 경우 위험프리미엄으로 파악하고 현재의 주택가격과 각 요소와의 관계를 파악함으로써 주택임차료를 현재 가격으로 표현하였다. 이를 통해 주택가격의 변동 폭을 압묵적으로 가정하거나 전월세 전환율에 현재의 주택가격이 반영되지 못한 단점을 극복하였다. 본 연구는 임대주택의 공급 원가를 구성 요소 간의 조합으로 표현함으로써 전월세 전환율이 시장이자율이 아니라 임대인의 필수수익률 또는 요구수익률임을 밝혔다. 이는 전월세 전환율이 항상 시장이자율보다 높은 현상도 설명할 수 있을 뿐만 아니라 전월세 전환율의 지역별 차이 및 주택 유형별 차이가 발생하는 원인도 설명할 수 있다.

■ 중심어 : 임대 | 전월세 전환율 | 원가접근방법 | 위험 프리미엄 | 요구수익률 |

Abstract

If the conversion rate of jeonse price to monthly rent is the market interest rate or the landlord's expected return, then the conversion rate of jeonse price to monthly rent in the country should be the same. However, the conversion rate of jeonse price to monthly rent has always been higher than the market interest rate. This study identifies the supply cost components of rental housing as a risk premium in the presence of current housing prices, market interest rates, depreciation costs, holding taxes, and leases, and identifies the relationship between the current housing prices and each factor. Housing rent is expressed as the current price. This overcomes the shortcomings that implicitly assume fluctuations in housing prices or do not include current housing prices in the conversion rate of jeonse price to monthly rent. This study found that the conversion rate of jeonse price to monthly rent is the required rate of return or required rate of renter, not market interest rate, by expressing the supply cost of rental housing as a combination of components. This not only explained the fact that the conversion rate of jeonse price to monthly rent was always higher than the market interest rate, but also explained the regional differences. It also explained why the conversion rate of jeonse price to monthly rent varies by type of housing.

■ keyword : Rent | Conversion Rate of Jeonse Price to Monthly Rent | Cost Approach | Risk Premium | Required Rate of Return |

I. 서론

우리나라 주택 임대시장에는 전세, 보증금부 월세, 순수 월세(사글세)라는 계약 형태가 있다. 보증금부 월세는 보증금의 비중에 따라 전세 또는 순수 월세에 가깝기도 하고 전세와 월세의 중간 형태를 띠기도 한다. 임대인과 임차인은 합의를 통해 이런 보증금의 비중을 변경할 수 있다. 따라서 우리나라 주택 임대시장에는 다양한 주택임대계약이 존재하는데 이는 월세만 존재하는 서구의 주택 임대시장보다 더 발달한 형태라고 할 수 있다.

계약 형태와 보증금 비중이 다양한 임대인과 임차인은 이를 선택하는데 어려움을 겪을 수 있다. 이런 어려움 가운데 하나가 보증금 1단위를 감소하기 위해 월세를 몇 단위 증가시켜야 하는가 또는 월세 1단위를 감소시키기 위해 보증금을 몇 단위 증가시켜야 하는가 등이다. 이때 연세(월세×12)변동 분을 보증금 변동 분으로 나누는 값을 전월세 전환율이라고 한다. 전월세 전환율은 월세 계약만 존재하는 외국의 임대주택시장에는 없는 개념으로 보인다.

우리나라에서는 전세금이나 보증금부 월세에 대한 보증금의 기회비용으로 시장이자율을 사용해 왔다[1]. 따라서 전세나 보증금부 월세의 보증금을 월세로 환산하기 위해 시장이자율을 사용하면서 이것을 전월세 전환율로 인식하기도 한다. 그러나 시장에서 나타난 전월세 전환율은 금리의 높고 낮음에 관계없이 시장이자율보다 항상 높은 것으로 드러났다. [표 1]은 2019년 6월 기준 우리나라 지역별 전월세 전환율이다. 그리고 동시점의 한국은행 기준금리는 1.75%이다.¹

표 1. 지역별 전월세 전환율(2019.6)

(단위 : %)					
전국	6.2	대전	7.0	충남	7.9
서울	5.3	울산	7.5	전북	8.4
부산	6.7	세종	5.5	전남	6.9
대구	7.4	경기	6.3	경북	9.0
인천	6.6	강원	7.1	경남	7.3
광주	7.1	충북	8.4	제주	5.7

출처 : 한국감정원

아파트, 연립/다세대, 단독주택의 종합 전월세 전환

¹ 주택임대차보호법 제7조의2, 동시행령 제9조에 따르면 2019년 6월 전월세 전환율은 최고 5.25%이다.

율로 주택임대차보호법이 지켜지는 지역은 한 곳도 없을 뿐만 아니라 경북 지역은 서울 지역보다 약 1.7배나 높다. [표 2]는 서울과 경북 지역의 아파트, 연립/다세대, 단독주택의 규모별 전월세 전환율이다. [표 2]를 보면 대체로 단독·연립/다세대·아파트 순으로 전월세 전환율이 높고, 면적은 대체로 작은 것이 높게 나타났다.

표 2. 서울·경북 주택 규모별 전월세 전환율(2019.6)

(단위 : %)				
구분	규모	전국	서울	경북
아파트	60㎡이하	5.2	4.3	6.5
	60㎡초과 85㎡이하	4.4	3.9	4.8
	85㎡초과	4.3	4.0	4.3
연립/다세대	30㎡이하	6.6	4.8	12.4
	30㎡초과 60㎡이하	5.6	4.5	6.9
	60㎡초과	5.0	4.3	8.3
단독	30㎡이하	8.9	7.1	12.1
	30㎡초과 60㎡이하	7.4	5.9	11.4
	60㎡초과	5.5	4.3	7.9
전체		6.2	5.3	9.0

출처 : 한국감정원

학계에서는 전월세 전환율이 시장이자율보다 높은 현상을 규명하고자 하는 이론 및 실증 연구들이 이루어지고 있다. 이창무 외 2(2002)는 전세나 보증금을 레버리지효과를 추구하는데 이용된다는 가정 하에 전세금이나 보증금의 기회비용은 시장이자율이 아니라 자기자본에 대한 기대총수익률이며 이것이 전월세 전환율이라고 주장하였다[2]. 최창규 외 1(2007)은 전월세 전환율이 자기자본 기대총수익률 뿐만 아니라 차입금의 이자비용에 의해서도 결정된다고 하였다[1]. 임재만(2011)은 투자수익률 산정모형으로 전월세 전환율을 연구하였다[3].

이처럼 전월세 전환율을 연구자마다 달리 규정하고 있는 것은 아직도 전월세 전환율의 개념이 명확하게 정립되지 않았다는 증거이다. 전월세 전환율에 대해 일치된 개념 정의가 없기 때문에 이의 구성요소에 대해서도 다양한 실증연구 결과가 나타나고 있다. 본 연구는 원가접근방법으로 임대주택의 공급 원가를 분석함으로써 전월세 전환율의 성격을 규명해 보고자 한다. 공급원가 분석은 원가 요소들의 분석이 전제되어야 하기 때문에 전월세 전환율의 구성요소들이 동시에 분석되는 장점이 있다. 전월세 전환율을 임대주택의 공급 원가를 바탕으로 접근하면 시장이자율과 전월세 전환율의 차이,

[표 1]의 지역별 전월세 전환율의 차이, [표 2]의 주택유형별, 규모별 전월세 전환율의 차이를 설명할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구는 제2장에서 전월세 전환율에 관한 선행연구들을 살펴보고 그 문제점을 밝히며, 제3장에서는 주택 전월세 전환율을 임대 공급원가를 중심으로 분석한다. 그리고 제4장에서는 이에 따른 본 연구의 결론을 맺고자 한다.

II. 선행 연구 고찰

1. 전월세 전환율에 관한 이론 연구

이창무 외 2(2002)는 전세금이나 보증금을 레버리지 효과를 추구하기 위해 이용하는 경우 발생하는 자기자본의 기대총수익률 k ($k > 0$)를 다음과 같이 정의하였다[2].

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

R : 연세(월세×12),
 S : 보증금,
 P : 구입가격,
 a : 예상주택가격상승률

식(1)은 다음과 같이 정리될 수 있다.

$$R = -kS + (k - a)P \quad (2)$$

식(2)는 보증금(S)과 월세(R)는 역의 관계임을 보여준다. 따라서 k 가 전월세 전환율이라는 것이다. 그런데 이 연구는 암묵적으로 $a > -\frac{R}{P}$ 임을 가정하고 있다. 즉, 주택가격이 연세(R)보다 더 적게 하락하여야만 식(1)과 (2)가 성립한다. 그렇지 않으면 기대총수익률과 전월세 전환율이 음(-)이 되어 해석이 불가능하다. 또 식(1)에 사용된 P 는 주택 구입가격이 아니라 현재의 주택가격으로 보는 것이 타당하다. 왜냐하면 현재 주택임대공급을 결정하는데 과거의 구입가격은 의사결정에 영향을 미치지 못하는 매몰비용(sunk cost)이기 때문

이다. 최창규 외 1(2007)은 이창무 외 2(2002)의 연구에 임대인의 차입 가능성과 임차인의 자산축적 제약조건을 추가하여 전세 및 월세 시장을 설명하는 모형식을 제안하고 임대인은 전세보다 월세를 선호하고 전월세 전환율은 자기자본 기대총수익률과 차입금의 이자비용에 의해 결정된다고 하였다[1][2]. 이 연구 역시 이창무 외 2(2002)의 연구처럼 주택가격 변동 폭이 제한되어 있다는 한계를 가지고 있다[2]. 이창무(2012)는 시장균형상태에서 전월세 전환율은 임대인이 임차인에게 보증금이라는 차입금에 대해 지불할 수 있는 균형차입이자율이라고 하였다[4]. 이 역시 이창무 외 2(2002)의 연구결과[2]를 바탕으로 하기 때문에 동일한 문제점을 가지고 있다. 또 식(1)에서 예상주택가격상승률은 임대인의 관심사이지 임차인의 관심사는 아니다. 그럼에도 불구하고 임차인이 임대인의 자기자본 기대수익률로 임대료의 기회비용을 계산하는 문제점이 있다.

김문성 외 1(2012)는 위험기피와 거래비용을 무시하고 합리적 기대를 사용하여 무차의 조건을 도출한 후 임대시장의 무차의 조건을 고려하여 전월세 전환율을 도출하였다[5].

임대시장에서 임대료를 받고 임대하는 것과 전세로 임대하는 것이 균형에서 모두 존재하기 위해서는 다음과 같은 무차의 조건이 성립해야 한다.

$$D_t = \frac{R_t}{r_t} \quad (3)$$

R_t = t 기의 임대료
 D_t = t 기의 전세
 r_t = t 기의 실효이자율

식(3)은 다음과 같이 변경할 수 있다.

$$r_t = \frac{R_t}{D_t} \quad (4)$$

식(4)에서 실효이자율(r_t)이 전월세 전환율(R_t / D_t)이 됨을 알 수 있다고 하였다. 그러나 이 연구는 현재의 주택가격과 전월세 전환율과의 관계를 알 수 없는 단점이 있다. 임대주택시장에서 현재의 주택가격은 임대료 결정에 있어서 결정적인 요소이다. 그럼에도 불구하고

식 (3)과 (4)에는 현재 주택가격이 나타나지 않아 전월세 전환율과 현재 주택가격과의 관계를 알 수 없는 문제점이 있다.

임재만(2011)은 월세이율에 임대인과 임차인 간 정보비대칭에 따른 위험 프리미엄이 포함되어 있기 때문에 월세이율을 단순히 자기자본에 대한 기대총수익률로 보기에는 무리가 있다고 비판하면서 임대인의 자본이익을 고려하지 않을 때 월세소득이 최소한 주택담보대출에 따른 이자부담을 상쇄할 수 있는 수준이 되어야 한다고 가정하고 임대차계약 유형에 대한 의사결정구조를 탐색하였다[3].

전월세 전환율에 관한 선행 연구를 요약하면, 이창무 외 2(2002)의 연구[2]처럼 시장이자율(r)을 중심으로 관련 요소를 결합하여 설명하는 이론이 주류를 이루고 있으며, 임재만(2011)의 연구처럼 위험프리미엄을 반영한 이론도 일부 대두되고 있다[3]. 전자의 연구는 식 (1)처럼 주택의 현재가격이 아닌 구입가격을 적용하였기 때문에 구입 시점에 따라 식에서 분모가 음(-)이 될 수 있는 논리적 모순을 가지고 있다. 후자의 연구들에서는 제시된 위험 프리미엄이 임대인과 임차인간에 합의된 것이라고 볼 수 없다는 단점이 있다. 즉 임대인 입장에서 고려되고 임차인의 입장을 반영하지 못한 일방적 가격이기 때문에 전월세 전환율이 임대차계약에 따른 균형 가격 성격을 가지지 못하는 논리적 문제점이 있다고 할 수 있다.

전월세 전환율에 관한 다음의 실증연구도 이 두 가지 이론에 주로 근거하고 있다.

2. 전월세 전환율의 결정요인에 관한 연구

이창무 외 2(2002)는 전월세 전환율의 결정요인으로 연세(월세 \times 12), 주택구입가격, 예상 주택가격상승률, 보증금 규모를 들었다[2]. 정의철 외 1(2005)는 실증분석을 통해 전월세 전환율이 보증금부 월세와 전세의 상대적 선호도에 부분적으로 영향을 받는다고 하였다[6]. 최창규 외 1(2007)은 전월세 전환율의 결정요인으로 자기자본 기대총수익률 뿐만 아니라 차입금의 이자비용에 의해서 결정된다고 하였다[1]. 이창무 외 2(2009)는 전월세 전환율이 자본환원율과 기대가격상승률에 의해 직접적으로 결정된다는 실증분석결과를 제시하였

다[7]. 이석준 외 1(2016)은 월세의 결정이 위험프리미엄이 반영된 매매가를 따르고 있다고 분석하였다[8]. 황관석(2018)은 전월세 전환율에 영향을 미치는 요인으로 금리, 주택매매 소비심리전망지수, 주택담보대출잔액 등에 의해서도 영향을 받는 것으로 분석하였다[9]. 금리변동은 글로벌 금융위기 이후에는 시장이자율+위험프리미엄으로 해석하고 있다.

이처럼 전월세전환율 결정 요인은 연구에 따라 다양하게 취사선택되고 있다. 이 중에는 상대적 선호도와 같이 계량화할 수 없는 요소가 있는가 하면 주택구입가격, 예상주택가격상승률, 자기자본기대총수익률, 차입금이자비용 등 계량화할 수 있는 요소도 있다. 그러나 임차인에게는 임차주택의 현재가격만 중요할 뿐, 예상주택가격상승률, 임대인의 자기자본기대총수익률, 임대인의 차입금 이자비용은 고려 대상 요소로 보기 어렵다.

따라서 본 연구에는 계량화가능하며 동시에 임대인과 임차인의 공통의 관심사가 된다고 판단되는 임대공급 원가 요소를 중심으로 전월세 전환율을 분석하고자 한다.

III. 전월세 전환율의 구성 요소

전월세전환율에 영향을 미치는 요소는 다양하다. 이러한 요소들은 시장 요소와 주택의 개별적 요소로 나눌 수 있는데 전자는 기회비용으로서 시장이자율을 들 수 있고 후자는 감가상각비와 주택소유에 따른 세금을 들 수 있다. 시장요소로서 기회비용은 선행연구에서 주류를 이루는 요소라고 할 수 있으며, 주택 개별적 요소는 본 연구에서 처음으로 제안하는 요소로 이 두 가지를 합하면 임대 공급원가라고 할 수 있다.

이와 더불어 임차인의 특성에 따른 요소로 선행연구에서 일부 적용하고 있는 위험 프리미엄을 고려할 수 있다. 단, 위험프리미엄은 전세나 보증금부 월세에서는 고려할 요소가 아니고 순수 월세(사글세)에서만 고려할 수 있는 요소이다.

즉, 본 연구에서는 전월세전환율에 미치는 영향 요소로서 임대 공급원가와 위험 프리미엄을 제시한다.

우선 전월세전환율의 구성요소로 감가상각비를 고려하기 위해 주택가격은 토지와 건물가격 두 가지로 분해할 수 있다고 가정하고 주택에 대해서만 감가상각비를 고려한다. 그러면 주택가격(P), 건물가격(H), 토지가격(L)의 관계는 다음과 같다.

$$P = H + L \quad (5)$$

1. 기회원가

임대인은 임대주택을 공급하기 위해 주택가격만큼 자금을 지출한다. 임대인은 임대주택 매입공급 대신 다른 대안을 선택할 수 있고 그로부터 수익을 얻을 수 있으므로 임대주택의 공급 원가는 지출된 자금의 원가 또는 다른 대안으로부터 얻을 수 있는 수익 즉 기회수익이다. 임대주택 공급을 위해 지출된 자금의 원가는 자기 자금으로 조달하는 가 또는 차입으로 조달하는가에 따라 다를 수 있다. 차입자금도 차입조건에 따라 조달 비용이 다르다. 이처럼 임대인의 개별적 요인 때문에 시장보다 높게 발생한 자금 원가는 경쟁시장에서는 사라진다. 예를 들면 자기 자금으로 임대주택을 매입 공급하는 임대인과 담보 차입을 이용해 임대주택을 매입 공급하는 임대인의 경쟁은 전자가 경쟁우위를 갖기 때문에 후자는 주택임대시장에서 장기적으로는 사라진다. 이때 자기 자금으로 임대주택을 매입 공급하는 임대인의 자금 원가는 기회수익이 되며 시장이자율로 추정하는 것이 합리적이다. 시장이자율이 아니면 다시 임대인의 개별적 요소가 작동하게 되는데 경쟁시장에서는 이런 개별적 요소는 사라지기 때문이다. 시장이자율(r)은 임대인의 입장에서 임대기간과 동일 만기를 갖고 위험이 전혀 없는 국고채수익률 또는 정기예금 이자율로 보는 것이 합리적이다. 이에 따라 기회원가를 수식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{기회원가} = P \cdot r \quad (6)$$

2. 감가상각비

주택은 시간이 지남에 따라 건물의 감가(減價)현상이 발생한다. 감가는 건물이 제공하는 물리적 효용의 소비

를 화폐단위로 표현한 것으로 이를 소비한 자가 그 대가를 부담하는 것은 당연하다. 주택임대에서는 임차인이 건물의 물리적 효용을 소비하기 때문에 임차인이 그 대가를 부담하는 것은 당연하고 임차인이 부담하는 형식이 임대인의 임대주택 공급원가에 포함하는 형식으로 나타난다. 우리나라 법인세법 시행규칙 제15조제3항은 건축물 등의 기준내용연수 및 내용연수 범위를 표로 규정하고 있다. 이 중 건물과 관련된 부분만 발췌하면 다음과 같다.

표 3. 기준내용연수 및 내용연수 범위

구분	기준내용연수 및 내용연수 범위 (하한-상한)	구조 및 자산 명
1
2
3	20년 (15년~25년)	연와조, 블록조, 콘크리트조, 토조, 토벽조, 목조, 목골모르타르조, 기타조의 모든 건물(부속설비 포함)과 건축물
4	40년 (30~50년)	철골 철근콘크리트조, 철근콘크리트조, 석조, 연와석조, 철골조의 모든 건물(부속설비 포함)과 건축물

[표 3]을 보면 철골, 철근, 돌 등을 사용한 건축물의 내용연수는 길고 그렇지 않으면 내용연수가 짧다. 그리고 상각 기간도 기준내용연수에서 상하로 25%씩 증감할 수 있다. 예를 들면 연와조 주택에 대해서는 상각기간을 15년~25년 사이에서 정할 수 있고 철골조는 30년~50년 사이에서 정할 수 있다.

표 4. 내용연수와 감가상각률(%)

내용연수(년)	정액법	정률법
15	0.066	0.182
20	0.050	0.140
25	0.040	0.113
30	0.034	0.096
40	0.025	0.073
50	0.020	0.059

동 규칙 제15조제2항은 내용연수에 따른 감가상각률을 정액법과 정률법 각각에 대해 규정하고 있다. 이 중 몇 가지만 발췌하면 [표 4]와 같다.

식(5)에서 감가상각 대상 자산은 건물뿐이므로 주택가격(P)과 감가상각비의 관계를 주택가격의 백분율로 나타내면 다음과 같다.

$$\text{감가상각비}(\%) = \frac{H}{P} \times \text{감가상각률} \quad (7)$$

임대주택의 공급원가 요소로 감가상각비를 살펴보면 단독주택은 연와조, 블록조, 콘크리트조가 많아 내용연수가 짧아 매년의 감가상각률이 큰 반면 아파트는 철골·철근콘크리트조가 많아 내용연수가 길어 감가상각률이 작다. 따라서 감가상각률이 공급원가에 미치는 영향을 표로 나타내면 다음과 같다.

표 5. 감가상각률이 임대공급원가에 미치는 영향

건물가격/주택가격	아파트		단독주택	
	30년	50년	15년	25년
10%	0.0034	0.0020	0.0066	0.0040
20%	0.0068	0.0040	0.0132	0.0080
30%	0.0102	0.0060	0.0198	0.0120

예를 들어 단독주택과 아파트 모두 건물가격이 주택가격에서 차지하는 비중이 30%라고 할 때, 임대주택의 공급원가는 내용연수에 따라 커다란 차이가 난다. 정액법으로 감가상각을 하고 내용연수를 15년으로 정한 경우 매년 감가상각비(%)는 1.98%(=0.3×0.066)인 반면 내용연수를 50년으로 정한 경우의 매년 감가상각비(%)는 0.6%(=0.3×0.020)가 되어 1.38%P 차이가 발생한다.

[표 1]을 보면 경북 지역 전월세 전환율은 전국에서 가장 높다. 그런데 [표 2]의 경북 지역 아파트 전월세 전환율과 전국 또는 서울 지역의 아파트 전월세 전환율 차이는 [표 1]의 전국 또는 서울 지역의 종합전월세 전환율과의 차이보다 작다. 이는 경북지역은 서울지역과 비교해 볼 때 상대적으로 단독주택이 많아 감가상각비가 주택임대료에서 차지하는 비중이 크기 때문인 것으로 추론할 수도 있다.

동일 내용연수라 하더라도 정률법을 사용한 감가상각률이 정액법의 그것보다 약 2.75배~2.95배 정도 높다. 이는 감가상각방법에 따라 임대주택의 공급원가가 달라질 수 있음을 보여준다.

3. 보유세

임대인은 주택의 소유자의 자격으로 보유세를 납부

하지만 이는 임대주택의 효익을 소비하는 임차인이 부담하여야 한다. 그리고 실제로도 보유세는 임차인의 임대료에 포함되어 임차인이 부담하는데 보유세에는 재산세, 지방교육세, 도시계획세가 있다.

주택의 재산세는 과세표준×세율로 계산된다. 과세표준²은 주택공시가격의 60%³이다. 2018년 1월 서울에서 거래된 11,084건의 주택공시가격은 실거래가의 약 65% 수준으로 나타났다⁴. 그리고 재산세율은 누진세체제로 0.1%~0.4%⁵까지이다. 지방교육세는 재산세의 20%이고 도시계획세는 과세표준의 0.14%이다. 이들을 주택가격(P)으로 표현하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{재산세} &= P \times 0.65 \times 0.6 \times (0.001 \sim 0.004) \\ &= 0.00039P \sim 0.00156P \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{지방교육세} &= P \times (0.00039 \sim 0.00156) \times 0.2 \\ &= 0.000078P \sim 0.000312P \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{도시계획세} &= P \times 0.65 \times 0.6 \times 0.0014 \\ &= 0.000546P \end{aligned}$$

보유세의 합계는 0.001014P~ 0.002418P로 주택가격의 0.1%~0.24% 수준이다. 이는 서울지역에 한한 것으로 각 지역의 실거래가격에 대한 공시가격 수준에 따라 달라질 수 있다.

4. 위험 프리미엄

임대인이 주택을 임대시장에 공급함으로써 부담하게 되는 위험은 두 가지로 볼 수 있다. 하나는 유동성 위험이고 다른 하나는 임차인의 채무불이행 위험이다. 유동성 위험은 자산을 손해 보지 않고 처분할 수 없는 것을 말한다. 임대인은 주택을 임대시장에 공급함으로써 계약기간 동안 임대주택을 처분할 수 없다. 왜냐하면 계약을 이행해야 하기 때문이다. 그러나 현실에서는 계약을 승계시키면서 임대주택을 처분한다. 이때 임대 때문에 시가보다 낮게 매도하면 이는 유동성 위험이 현실화한 것이다. 임대인은 이런 유동성 위험에 대해 보상받

2 지방세법 제110조.

3 지방세법 시행령 제109조 2호.

4 국회 예산정책처, 산업동향&이슈 8월호, p.39.

5 지방세법 제111조제1항 3호.

고자 하는데 그 방법이 임차료에 이를 포함시키는 것이다. 임대인은 주택을 임대시장에 공급함으로써 임차인의 채무불이행위험을 부담한다. 그런데 임차인의 채무불이행위험은 계약형태에 따라 다르다. 순수 월세계약이나 보증금부 월세계약 중 보증금이 작은 경우에 임대인은 임차인의 채무불이행위험을 부담한다. 여기서 보증금이 작다고 하는 것은 임차인의 채무불이행이 발생하고 이를 법률적 절차를 통해 구제받는 기간 동안의 월세보다 작게 보증금을 수취한 경우이다. 이때는 임차인의 채무불이행위험이 존재한다. 그러나 이보다 크게 보증금을 수취한 경우에는 임차인의 채무불이행 위험이 없는 것으로 보아야 한다. 임차인의 채무불이행이 발생하더라도 이미 수취한 보증금에서 임차인의 채무불이행으로 인해 발생한 손실을 보상받을 수 있기 때문이다. 따라서 주택임대에 따른 위험은 적정보증금의 유무에 따라 다르다. 보증금이 충분한 경우에는 임대인은 유동성 위험만 부담하지만 그렇지 못한 경우에는 임차인의 채무불이행 위험도 부담한다. 이런 위험에 대한 대가가 주택임대공급원가에 포함되어야 한다. 이런 위험 프리미엄을 α %라고 하자. 그러면 위험 프리미엄은 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$\text{위험 프리미엄} = P \cdot \alpha \quad (8)$$

5. 전월세 전환율의 구성 요소

임대 공급에 따른 전월세 전환율(CR)은 다음과 같이 임대인의 공급원가(C)와 위험 프리미엄(α)에서 도출되어 설명할 수 있다.

$$\begin{aligned} & \text{공급원가}(C) + \text{위험프리미엄}(\alpha) \\ &= (\text{기회원가} + \text{감가상각비} + \text{세금}) + \text{위험프리미엄} \\ &= (Pr + P(\frac{H}{P} \times D) + (0.001014P - 0.002418P)) + P\alpha \\ &= P[r + (\frac{H}{P} \times D) + (0.001014 - 0.002418) + \alpha] \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} & \text{전월세 전환율}(CR) \\ &= [r + (\frac{H}{P} \times D) + (0.001014 - 0.002418) + \alpha] \end{aligned} \quad (10)$$

식(9)는 임대주택의 임차료를 계약시점 주택가격의 백분율로 표시한 것이다. 이는 식(1)처럼 주택가격 변동폭을 제한하지도 않고 식(3)처럼 주택가격과 관계없이 임차료가 결정되지도 않는다. 식(9)를 보면 임대차 계약 체결시점에 주택가격(P), 시장금리(r), 건물가격(H), 감가상각률(D), 재산세, 지방교육세, 도시계획세는 확정되어 있다. 확정되지 않은 것은 임차인이 발생시킬 수 있는 위험에 대한 프리미엄(α)뿐이다. 따라서 계약 체결시점에 확정되어 있는 부분은 임대인과 임차인 모두가 합의할 수 있는 것으로 임대인의 입장에서 필수 수익률이고, 임차인도 지불의사가 있는 임차료이다. 특히 임대인은 필수수익률 이하의 임차료로 임대할 경우 경제적 손실이 발생하기 때문에 필수수익률은 임대인에게 중요한 의미를 지닌다.

위험프리미엄은 임대인이 요구하지만 임차인도 기꺼이 지불하고자 하는 비용은 아니다. 유동성 위험에 대한 보상은 임대인의 자유재량원가이다. 임대인이 임대주택을 계약 기간 이후까지도 보유하고자 한다면 요구하지 않을 수도 있는 원가이다. 반대로 계약기간 내에 주택을 처분할 의사가 있다면 임대인은 임대차계약 때문에 유동성 위험이 현실화될 수도 있다. 그러나 이는 임차인에게도 계약기간 내에 주택을 명도해야 할 수도 있기 때문에 위험일 수 있다. 또 임차인의 채무불이행 위험에 대한 보상은 임대주택공급에 따라 발생하는 원가가 아니라 임차인의 신용에 따라 발생하는 원가이기 때문에 임대인과 임차인 사이에 협의가 필요한 부분이다. 특히, 임차인의 신용위험은 보증금 수준에 따라 그 유무가 결정된다고 할 수 있다. 이론적으로는 적정보증금 이하를 수취하는 경우에만 임차인의 채무불이행 위험에 대한 보상이 요구될 수 있다. 이는 필수수익률에 위험프리미엄을 더한 형태로 나타나는데 임대인이 요구하는 요구수익률이다.

전월세 전환율은 필수수익률 또는 요구수익률이다. 새로 체결하는 계약의 결과가 일정 수준 이상의 보증금이 있는 계약이 되는 경우에는 필수수익률이 최소한의 전월세 전환율이 된다. 이때는 채무불이행 위험이 없고 유동성 위험은 임대인의 자유재량원가이기 때문이다. 새로 체결하는 계약의 결과가 일정 수준 이하의 보증금이 있는 계약 또는 월세 계약이 되는 경우에는 임대인

은 유동성 위험과 채무불이행위험에 대한 프리미엄을 요구할 수 있다. 이때에는 요구수익률이 전월세 전환율이 된다. 이처럼 전월세 전환율이 필수수익률 또는 요구수익률 두 가지로 작동하는 것은 동일한 임대시장이지만 전세와 월세 시장의 작동 기제가 다르게 나타나고 있다는 이석준 외 1(2016)의 실증연구 분석결과[8]와도 일치하는 것이다.

식(10)에서 보는 바와 같이 전월세 전환율은 시장이자율에 감가상각비, 보유세, 위험프리미엄을 더한 것으로, 금리수준보다 항상 일정하게 높다. 이는 [표 1]의 서울보다 다른 지역의 전월세 전환율이 높은 것을 설명할 수 있다. 서울은 상대적으로 아파트보급률이 높고 지방은 낮은 것으로 추론할 수 있다. 아파트의 경우 내용연수가 길어 감가상각률이 낮아 주택임대 공급원가에서 감가상각률이 차지하는 비중이 낮기 때문이다. 이는 [표 2]의 사실이 뒷받침한다. 즉 [표 2]를 보면 아파트보다 연립/다세대 또는 단독주택의 전월세 전환율이 높게 나타나는데 이는 연립/다세대 또는 단독주택의 감가상각률이 아파트보다 높기 때문이다.

IV. 결론

전월세 전환율이 시장이자율 또는 임대인의 기대수익률이라면 전국의 전월세 전환율은 동일하여야 한다. 그러나 전월세 전환율은 항상 시장이자율보다 높은 수준을 유지하면서 지역별로 차이가 나는 것이 현실이다. 본 연구는 이러한 현상을 분석하기 위해 임대 공급원가 접근방법을 사용하였다.

본 연구는 임대주택의 공급원가 구성요소를 현재의 주택가격, 시장이자율, 감가상각비, 보유세, 그리고 임대차에 따른 위험이 존재할 경우 위험프리미엄으로 파악하고 현재의 주택가격과 각 요소와의 관계를 파악함으로써 주택임차료를 현재 가격으로 표현하였다. 이렇게 함으로써 주택가격의 변동 폭을 암묵적으로 가정하거나 전월세 전환율에 현재의 주택가격이 반영되지 못한 단점을 극복하였다.

본 연구는 임대주택의 공급 원가를 구성 요소 간의 조합으로 표현함으로써 전월세 전환율이 시장이자율이

아니라 임대인의 필수수익률 또는 요구수익률임을 밝혔다. 이는 현재 시장에서 나타나는 현상 즉 전월세 전환율이 항상 시장이자율보다 높은 현상도 설명할 수 있을 뿐만 아니라 지역별 차이 및 주택 유형별 차이가 발생하는 원인도 설명할 수 있다. 본 연구의 [표 1]은 서울 지역의 주택구성비는 경북 지역의 주택구성비와 다르고 경북지역은 연립/다세대 또는 단독주택이 많은 것으로 추정할 수 있다. 따라서 아파트보급률이 높은 서울은 아파트의 감가상각기간 때문에 전월세 전환율이 낮게 나타나고, 연립/다세대 또는 단독주택의 보급이 높은 것으로 추정되는 경북 지역은 전월세 전환율이 높게 나타났다.

[표 2]는 주택간 전월세 전환율의 실태를 보여 주는 것으로 서울이나 경북 모두 아파트보다 연립/다세대 또는 단독주택의 전월세 전환율이 높은 것으로 나타났다. 이는 주택 유형별 내용연수가 달라 감가상각률에 차이가 발생하기 때문이다.

주택임대계약 체결시점에 시장이자율, 감가상각률, 보유세율은 이미 확정되어 있고 위험 프리미엄만 미정으로 남아 있다. 따라서 임대인과 임차인이 계약시점에 할 수 있는 것은 위험 프리미엄에 대한 합의라고 할 수 있다. 위험 프리미엄이 포함되지 않은 전월세 전환율은 임대인의 필수수익률이며, 위험 프리미엄이 포함된 전월세 전환율은 임대인의 요구수익률이다. 전월세 전환율인 임대인의 필수수익률과 요구수익률사이에서 결정되며 여기에 영향을 미치는 요소는 보증금 수준이라고 할 수 있다.

본 연구는 기존 연구에서 주로 적용하고 있는 요소인 기획원가에 주택 개별요소인 감가상각비와 보유세를 더한 임대공급원가 측면에서 전월세 전환율을 고찰하였다. 이는 점에서 연구의 차별성이 있다.

이를 통해 주택임대차보호법 시행령에서 규정하고 있는 전월세 전환율에 대한 이론적 근거를 제시할 수 있을 뿐만 아니라 시장상황에 따른 동 시행령의 개정에 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구는 전월세 전환율에 관한 이론적인 설명을 목적으로 하고 있으나 선행 이론연구처럼 이론 연구가 가지는 기본적인 한계가 있다. 따라서 향후 본 연구에서 제시된 전월세 전환율 구성 요소들에 대한 실증연구가

필요하다. 즉 기회원가인 시장이자율과 지역별, 주택 유형별, 규모별 전월세 전환율의 관계를 분석하여 전월세 전환율의 지역별 차이를 본 연구에서 제시된 요소에 의해 분석될 수 있기를 기대한다.

참 고 문 헌

[1] 최창규, 지규현, “전세와 월세에 대한 구조적 해석-금융조건 및 임차인의 자산 계약을 중심으로-,” 국토계획, 제42권, 제3호, pp.215-226, 2007.

[2] 이창무, 정의철, 이현석, “보증부 월세시장의 구조적 해석,” 국토계획, 제37권, 제6호, pp.87-97, 2002.

[3] 임재만, “서울시 아파트 임대차계약구조에 대한 새로운 해석,” 국토연구, 제70권, pp.23-39, 2011.

[4] 이창무, “투자이론에 기초한 임대인의 보증금 비중 선택모형,” 국토연구, 제75권, pp.2-24, 2012.

[5] 김문성, 배형, “서울 아파트 월세, 전세, 매매시장의 무차의 조건과 규제 및 규제완화 효과에 대한 시사점,” 규제연구, 제21권, 제2호, pp.127-146, 2012.

[6] 정의철, 심종원, “아파트 전·월세 구성비율 결정요인 분석,” 국토연구, 제44권, pp.87-99, 2005.

[7] 이창무, 정의철, 최소의, “아파트임대시장의 전월세 전환율 결정구조,” 주택연구, 제17권, 제2호, pp.213-229, 2009.

[8] 이석준, 김경민, “전세의 월세전환과정에서 전월세 전환율 결정요인 분석,” 서울도시연구, 제17권, 제3호, pp.91-104, 2016.

[9] 황관석, “구조적 VAR모형을 이용한 전월세 전환율의 영향요인 분석,” 국토연구, 제96권, pp.3-19, 2018.

[10] 손재영, “주택매매가격과 전세가격의 상관관계,” 사회과학연구논집, 제24권, pp.139-163, 2000.

[11] 이택수, 이주형, “부동산 개발사업의 유형별 투자결정요인 분석,” 한국콘텐츠학회논문지, 제13권, 제1호, pp.456-466, 2013.

[12] 류강민, 지규현, 이창무, “월세관련 위험과 보증부-월세 전환율 결정구조,” 부동산학연구, 제19권, 제2호, pp.21-35, 2013.

[13] 박병식, “전월세제도의 이론적 고찰: 모의실험을 통한 투자수익률 계산을 중심으로,” 부동산학연구, 제8권, 제1호, pp.57-69, 2002.

[14] 이창무, “레버리지 위험을 고려한 전월세시장 균형모

형.” 주택연구, 제20권, 제2호, pp.5-31, 2012.

[15] 임정호, “주택매매시장, 전세시장 및 월세시장간의 상호연관성에 관한 연구,” 주택연구, 제14권, 제1호, pp.165-193, 2006.

[16] 최성호, 이창무, “매매, 전세, 월세 시장간 관계의 구조적 해석,” 주택연구, 제17권, 제4호, pp.181-206, 2009.

[17] 정대석, “부동산 경매시장 지표간의 상호 영향에 관한 연구,” 한국콘텐츠학회논문지, 제19권, 제12호, pp.535-545, 2019.

[18] 강원철, 김원희, “지역별 아파트 투자성과에 관한 분석,” 한국콘텐츠학회논문지, 제13권, 제12호, pp.431-439, 2013.

[19] 조이운, 김보영, “시계열분석 모형을 이용한 전세시장 변동에 따른 전세보증대출 영향 요인에 관한 연구,” 한국콘텐츠학회논문지, 제15권, 제6호, pp.411-420, 2015.

[20] 국회 예산정책처, 산업동향&이슈, 8월호, p.39, 2019.

저 자 소개

김 원 희(Won-Hee Kim)

정희원



- 1990년 2월 : 고려대학교 대학원 경영학과(경영학 박사)
- 1990년 3월 ~ 2002년 2월 : 국은투자신탁운용 운용본부장
- 2003년 3월 ~ 현재 : 고려사이버대학교 경영학과 교수

〈관심분야〉 : 금융상품, 금융정책

정 대 석(Dae-Seok Jeong)

정희원



- 1997년 8월 : 서울대학교 도시공학과(공학박사)
- 1998년 4월 ~ 2009년 8월 : 한국기업평가(주) 부동산PF실장
- 2009년 9월 ~ 현재 : 고려사이버대학교 부동산학과 교수

〈관심분야〉 : 도시 및 부동산 개발