

# 주거용부동산 경매의 투자수익률 결정요인에 관한 연구\*

A Study on the Determinants of Return on Equity in Residential Property Auctions

이 규 태\*\* · 김 영 일\*\*\* · 김 형 근\*\*\*\* · 신 중 철\*\*\*\*\*

Lee, Kyutai · Kim, Youngil · Kim, Hyungkeun · Shin, Jongchil

## 目 次

I. 서 론	IV. 분석결과
II. 선행연구 검토	V. 결 론
III. 분석의 틀	<abstract>
1. 분석의 자료 및 모형	<참고문헌>
2. 변수의 정의	
3. 기술통계량	

## ABSTRACT

### 1. CONTENTS

#### (1) RESEARCH OBJECTIVES

In this study, we estimate the monthly investment returns of actual cases based on DCF and analyze the influence of various factors on monthly investment returns after successfully bid in residential property auctions.

#### (2) RESEARCH METHOD

This study analyzes influences of auction, auction investment, real estate market, region, and product characteristics on return on auction investment by using a multiple regression model.

#### (3) RESEARCH FINDINGS

In this study, we found that investment characteristics have a great influence on return on auction investment.

\* 이 연구는 2017년도 대구·경북부동산분석학회 추계학술대회에서 발표한 내용을 일부 수정·보완한 것임.

\*\* 주 저 자 : 건국대학교 부동산·도시연구원 연구원, leekyutai13@gmail.com

\*\*\* 공동저자 : ㈜바른부동산중개법인 대표이사, k3840@daum.net

\*\*\*\* 공동저자 : 영산대학교 부동산대학원 교수, 부동산학박사, hhkim@ysu.ac.kr

\*\*\*\*\* 교신저자 : 건국대학교 부동산학과 교수, 경영학박사, jcshin@konkuk.ac.kr

▷ 접수일(2018년 1월 14일), 수정일(1차: 2018년 2월 1일, 2차: 2018년 2월 6일), 게재확정일(2018년 2월 10일)

## 2. RESULTS

The empirical results of this study are as follows. Firstly, this study finds the auction characteristics such as the number of bidder, and the number of auction miscarriage, have significant effects on return on auction investment. Secondly, this study shows the auction investment characteristics such as the debt ratio of entire investment, vacancy period after auction, and holding period of residential property have influence on return on auction investment. Thirdly, this study confirms the real estate market condition, and region also have impact on the return on auction investment. Finally, this study discovers the return on auction investment is also affected by product characteristics such as distance from subway station, brand of residential complex, type of residential property, size of residential unit, and floor level of residential unit.

## 3. KEY WORDS

- residential property, real estate auction, return on equity, DCF, CAPM

## 국문초록

본 연구는 주거용부동산 경매의 경락 후 투자수익률 결정요인을 분석하고자 각기 다른 시점과 물건별 보유기간이 상이한 점을 고려하기 위해 DCF를 이용한 자기자본 월 투자수익률을 측정하여 다중회귀모형을 이용한 월 투자수익률의 영향요인들을 검토하였다. 주요 분석의 결과는 다음과 같다.

첫째, 경매특성으로 응찰자 수와 유찰횟수가 월 투자수익률에 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있었다. 둘째, 본 연구의 분석에 따르면 투자특성으로 차입금비율과 경락 후 공실기간, 보유기간에 따라 월 투자수익률이 크게 달라질 수 있음을 확인할 수 있었다. 셋째, 부동산시장특성과 지역특성에 따라서 월 투자수익률에 미치는 영향의 정도가 다른 것으로 분석되었다. 끝으로 투자대상이 되는 상품의 입지특성에 따라 지하철역과의 거리는 중요한 요인임을 밝혔고, 상품특성과 관련하여 1군 건설사여부와 주택의 유형, 전용면적, 소재 층에 따라서 월 투자수익률에 미치는 영향력이 다른 것으로 나타났다.

**핵심어 : 주거용부동산, 부동산경매, 투자수익률, 현금흐름할인법, 자본자산가격결정모형**

## I. 서론

부동산 경매시장은 부동산시장의 하위시장으로 일반적인 부동산시장에서 형성되는 거래가 격보다 상대적으로 저렴하게 소유권을 취득할 수 있는 가능성이 존재하기 때문에 일종의 할인

시장(割引市場)을 형성하고 있다. 부동산 경매 시장과 관련하여 법원경매제도는 지속적으로 발달되어 왔다. 법원경매를 통해서도 수요자들이 부동산의 취득이 가능하기 때문에 부동산 경매 시장은 일반적인 부동산 매매시장과는 구분되는 독자적인 성격을 지니는 시장으로 성장하고 있다<sup>1)</sup>. 따라서 법원경매는 시장경제의 한 축으로

1) 법원경매제도는 2002년에 「민사소송법」 내에 포함되어 있던 강제집행절차를 「민사집행법」 제정을 통해 도입되었고, 2006년에는 일괄

써 국민의 재산권을 보호하고 채권자와 채무자의 형평성을 고려하며, 매수자에게 부동산시장에서 형성되는 일반적인 거래가격보다 저렴한 비용으로 부동산을 매입할 수 있는 기회를 부여하는 제도라 할 수 있다.

한편, 우리나라 가계자산의 구성 중 부동산이 차지하는 비중은 막대하고 사회·경제의 변화에 따른 미래의 불확실성은 더 이상 사용(使用)이 아닌 투자의 개념으로 인식이 변화되고 있다. 종전에는 시세차익을 위한 자본이득(capital gain)의 비중이 컸다면, 근래에는 정기적인 현금흐름, 즉 정기적 임대수익(rent income)을 얻을 수 있는 성향으로 변화를 가져왔다. 주거용부동산<sup>2)</sup>은 여타 부동산과는 달리 임대수익과 자본이득 모두를 기대할 수 있는 자산이자 전통적인 투자처이다. 특히, 주거용부동산은 저금리 기조에 따른 풍부한 유동성 장세에 힘입어 꾸준히 각광을 받고 있다. 가격공시제도의 도입과 전입세대 열람, 그리고 정부 3.0에 따른 공공정보가 민간에 공개되면서 정보의 획득이 비교적 용이하여 부동산시장에서 경쟁력을 지닌 하나의 상품으로 인식하는 경향이 뚜렷해지고 있다.

이에 따라 투자자들이 합리적이고 효율적인 투자를 위한 법원경매 관련 낙찰가격 또는 낙찰가율을 중심으로 한 학술적 연구들이 꾸준히 진행되고 있다. 그러나 경매 투자의 성과를 객관적으로 판단할 수 있는 기준이 되는 경락(競落) 후 투자수익률과 관련된 연구는 찾아보기 힘들다. 투자수익률은 흔히 기준가격인 감정가격의 산출 시점과 낙찰가격이 결정되는 시점 간의 상당한 시차(time-lag)를 배제할 수 없으나 위험요인의 내재로 인한 비용의 증가를 간과하여 무조건 저가에 경락 받으면 투자수익률이 좋을 것이라

는 인식이 비록 지배적이지만 실증적으로 분석된 바가 없다.

본 연구는 서울시를 중심으로 법원경매를 통해 주거용부동산에 투자하는 투자자(혹은 경락인)들의 다양한 특성과 개별 물건에 대한 입찰부터 보유·매각까지의 일련의 과정에서 발생하는 각종 비용들을 추적하여 보유기간을 고려한 경락 후 투자수익률을 측정하고 그 영향요인들을 분석하여 검토하고자 하는 데에 주된 목적이 있다.

이와 같은 연구는 그동안 부족했던 법원경매에 있어 경매 투자 및 투자수익률과 관련된 연구의 기초자료로 활용될 수 있을 것으로 생각된다. 나아가 법원경매는 법적인 절차의 이해와 더불어 물건에 대한 정확한 사전 분석이 필요한데 본 연구는 경매투자자들의 합리적인 의사결정을 위한 참고자료로 활용될 수 있을 것으로 생각한다.

## II. 선행연구 검토

주거용부동산을 중심으로 한 경매시장 분석에 대한 연구는 다수 진행되어 왔다. 특히, 아파트를 대상으로 한 낙찰가격 결정요인에 대한 연구들이 법원경매와 관련하여 주요한 분석의 대상이었다. 하지만 경락 후 투자수익률이 어떻게 결정되는지에 대한 연구는 진행된 바 없기 때문에 본 연구에서는 주거용부동산 낙찰가격에 대한 선행연구를 검토하였다.

먼저, 박민수·김상봉(2013)<sup>3)</sup>의 연구에서는 서울시를 대상으로 2012년 1월부터 동년 6월까지 총 1,004건의 아파트 m<sup>2</sup>당 낙찰가격을

대리 허용(「공인중개사의 업무 및 부동산 거래신고에 관한 법률」)을 통하여 법원경매제도는 부동산의 소유권을 취득하는 방법 중 하나로 정착하게 되었음(이규태 외, 2017).

2) 부동산의 유형은 여러 가지로 분류할 수 있는데, 안정근(2009)은 주거용부동산, 상업용부동산, 공업용부동산, 특수목적부동산으로 구분하였으며, DiPasquale and Wheaton(1995)은 주거용부동산과 비주거용부동산으로 구분하고, 주거용부동산은 단독주택, 공동주택, 콘도 및 조합주택, 이동식주택으로, 비주거용부동산은 상가, 오피스, 공장, 창고로 분류함.

3) 박민수·김상봉, “부동산 경매시장의 아파트 낙찰가격에 영향을 미치는 요인들에 관한 연구”, 부동산학회, 한국부동산학회, 2013, 제53집, pp.57~71.

분석하였다. 분석결과, 경매특성으로 유찰횟수와 경매소요기간, 특수권리유무는  $m^2$ 당 낙찰가격에 부(-)의 영향력이 있는 것으로 나타났고, 상품특성으로 최고층수와 동수, 그리고 경과연수, 대지지분은  $m^2$ 당 낙찰가격에 정(+)의 영향력을, 층 세대수와 방 개수는 부(-)의 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 다음으로 지역특성과 관련하여 아파트가 강남3구에 소재하는 경우 정(+)의 영향력을 미치는 것으로 분석되었다.

김재필(2012)<sup>4)</sup>은 서울시 소재 단독주택과 다가구주택을 대상으로 2007년 1월부터 2011년 12월까지 총 1,068건을 바탕으로 낙찰가격 결정요인을 분석하였다. 분석결과, 경매특성으로 대항력(임차인 및 전세권자)유무와 소유권취득위험권리(법정지상권, 선순위가처분, 인수권리, 선순위가등기, 예고등기, 지분경매), 유찰횟수는 낙찰가격에 부(-)의 영향력이 있는 것으로 나타났고, 응찰자 수, 감정가격, 낙찰가율은 정(+)의 영향력을 미치는 것으로 분석되었다. 이외에 부동산시장특성으로 부동산거래지수는 낙찰가격에 유의적인 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다.

정가연·유선중(2010)<sup>5)</sup>은 2006년 버블세븐지역으로 지정된 서울시 4개 자치구와 경기도 3개 지역 소재 아파트를 대상으로 2008년 2월부터 동년 8월까지와 2009년 2월부터 동년 8월까지로 설정하여 총 556건을 바탕으로 한 두 시점 간  $m^2$ 당 낙찰가격 결정요인을 비교하여 분석하였다. 분석결과, 전체 모형에서는 경매특성으로 유찰횟수, 특수권리유무는  $m^2$ 당 낙찰가격에 부(-)의 영향력을 미치는 것으로 나타났고 감정가격, 응찰자 수는 정(+)의 영향력이 있는 것으로 나타났다. 부동산시장특성으로 환율과 소비자물가지수는 모두 부(-)의 영향력이 있는 것으로

분석되었다. 상품특성과 관련하여 평형은 종속변수에 부(-)의 영향력을, 대지지분은 정(+)의 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 다음으로 2008년(2008년 2월부터 동년 8월)과 2009년(2009년 2월부터 동년 8월)을 기준으로 각각 구분하여 비교하면 2008년 모형은 경매특성과 상품특성을 포함한 6개 변수만이 유의하게 나타났으나 2009년 모형에는 경매특성, 부동산시장특성, 상품특성에 속하는 변수들이 유의한 것으로 나타나 2009년의 아파트 낙찰가격이 2008년보다 환율과 소비자물가지수 등 부동산시장특성의 영향을 받았다는 것을 확인할 수 있었다.

문희명(2010)<sup>6)</sup>은 서울시 소재 주거용부동산을 선별하여 2008년 12월부터 2009년 11월까지 총 354건을 바탕으로 낙찰가격 결정요인을 분석하였다. 분석결과, 경매특성으로 유찰횟수와 인수부담유무, 특수권리유무는 낙찰가격에 부(-)의 영향력이 있는 것으로 나타났고, 임차인 유무는 정(+)의 영향력이 있는 것으로 나타났다. 입지특성으로 지하철역 인근에 위치하면 유의적인 긍정적 영향을, 지역특성으로 주요 5개 자치구(강남구, 서초구, 송파구, 양천구, 용산구)에 속하는 경우 유의적인 긍정적 영향이 있는 것으로 나타났고, 상품특성으로 건물규모와 대지규모, 세대수, 방수는 종속변수에 정(+)의 영향력을 미치는 것으로 분석되었다. 이외에 담보의 대상이 된 부동산에 설정되어 있는 채권의 총액은 낙찰가격에 유의적인 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다.

정성용(2009)<sup>7)</sup>은 대구시와 경북 경산시, 구미시, 칠곡군 소재 원룸 및 다가구주택을 대상으로 2005년 1월부터 2009년 2월까지 총 137건을 바탕으로 낙찰가격 결정요인을 분석하였다. 분석결과, 경매특성으로 유찰횟수와 대항력

4) 김재필, "부동산경매 위험유형별 요인이 매각가격에 미치는 영향: 서울지역 단독주택을 중심으로", 단국대학교 박사학위논문, 2012, pp.94~103.

5) 정가연·유선중, "부동산 경매시장의 아파트 낙찰가격 결정요인에 관한 연구: 버블세븐지역을 중심으로", 주택연구, 한국주택학회, 2010, 제18권 제3호, pp.29~50.

6) 문희명, "부동산경매 참여자의 의사결정특성 분석", 강원대학교 박사학위논문, 2010, pp.98~109.

7) 정성용, "부동산경매 위험요인이 낙찰가격에 미치는 영향에 관한 연구: 대구광역시 원룸주택을 중심으로", 주택연구, 한국주택학회, 2009, 제17권 제3호, pp.107~133.

임차인 수, 인도명령자 수, 유치권유무는 낙찰가격에 정(+ )의 영향력이 있는 것으로 나타났고, 임차인 수와 인수금액비율은 부(-)의 영향력이 있는 것으로 나타났다. 지역특성으로 구미시에 소재하는 경우가 그렇지 않은 경우 대비 유의적인 부정적 영향이 있는 것으로 나타났으며, 상품특성으로 경과연수는 종속변수에 유의적인 부정적 영향을, 사진자료에 의한 평가를 바탕으로 한 건물관리상태 변수는 유의적인 긍정적 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 또한, 확률계수모형을 이용한 추가적인 분석결과에 의하면 KB국민은행 주택가격지수의 변동률, 임차인 수, 대항력 임차인 수, 인수금액, 인수금액비율과 관련된 변수는 고정계수가 아니라 확률계수인 것으로 판명되었다.

이상에서 살펴본 바와 같이 낙찰가격은 다양한 특성 변수들이 복합적으로 작용하여 결정된다는 것을 보여준다. 또한, 이들 연구에서 대상 물건의 소재지가 다르고, 시간적 범위가 각각 다를지라도 기본적인 결정 메커니즘은 유사하다는 것을 보여주고 있다. 이러한 선행연구에 기초하여 본 연구에서는 주거용부동산을 대상으로 경락 후 투자수익률 결정요인을 경매특성, 투자특성, 부동산시장특성, 지역특성, 입지특성, 상품특성으로 구분하여 그 영향요인들을 분석하여 검토하고자 한다.

### Ⅲ. 분석의 틀

#### 1. 분석의 자료 및 모형

본 연구는 주거용부동산 경매의 경락 후 투자수익률을 분석하고, 그 시사점을 도출하는 데에 주된 목적이 있다. 이에 서울시 소재 B경매컨설팅회사와 D경매컨설팅회사의 실제 경락된 사례를 바탕으로 경매의 입찰부터 보유·매각까지의 일련의 과정을 분석하고자 2006년 1월부터 2015년 10월까지 진행된 낙찰사례를 모집, 추

적하는 방법을 통해 총 130건의 자료를 구축하였다. 구체적인 조사대상 물건의 종류는 아파트 86건, 주상복합 18건, 오피스텔 26건이고, 이 밖의 자료에 속하는 경락인의 특성과 관련된 정보는 면담, 통화, 등기부등본 열람, 그리고 입찰 당시 상담기록 등을 통하여 자료를 구축하였다.

본 연구에서는 각기 다른 시점과 물건별 보유기간이 상이하기 때문에 각 경매 투자사례의 비교 가능성을 높이기 위해 투자수익률을 다음과 같이 측정하였다. 본 연구의 종속변수가 되는 투자수익률은 시간적 흐름을 고려한 임대수익과 자본이득의 합이라 할 수 있으므로 보유기간수익률(Holding-period Return)의 개념을 통해 투자수익률을 산출하였다. HPR의 적용을 위해 경락 후 직접 거주하는 총 14건(아파트 7건, 주상복합 2건, 오피스텔 5건)의 경우에는 임대수익이 발생하지 않아 정교한 투자수익률의 측정이 어렵게 되므로 부동산114 REPS를 통해 보유기간 동안의 임대수익을 추정 후 보완하여 적용하였다.

먼저, 개별 물건들의 시점보정을 위해 임대수익과 자본이득 등을 현금흐름할인법(Discounted Cashflow Method: DCF)을 활용하여 각각의 NPV(Net Present Value: NPV)를 측정한다. 다음의 식 (1)을 통해 각 현금흐름을 현재가치로 할인하여 합하면 NPV를 산출할 수 있다.

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{C_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

$C_t$ : 순현금흐름

$r$ : 할인율

$t$ : 현금흐름의 기간

식 (1)에서 적용되는 할인율은 기대수익률 또는 요구수익률과 같은 개념으로써 무차입 등을 가정하면 자기자본이므로 개별 물건에 대한 시장의 기대(요구)수익률은 Black et al.(1972)<sup>8)</sup>가 제안하는 형태의 자본자산가격결정모형(Capital

Asset Pricing Model: CAPM)을 이용하여 위험을 반영한 할인율을 추정하였다.

다음의 식 (2)는 개별 물건의 기대수익률과 베타계수와 선형관계식을 나타내는 증권시장권(SML)으로 이는 개별 자산의 기대수익률은 무위험이자율(Risk-free rate)에 시장프리미엄(Market premium)을 더한 값으로 결정되며, 시장프리미엄은 체계적 위험(Systematic risk)을 나타내는 베타계수에 비례한다는 것을 의미한다. 여기에서 정확한 베타계수를 추정하기 위해서는 개별 부동산의 수익률과 시장 전체의 수익률의 예상되는 확률분포를 통해 이에 근거한 공분산과 분산을 이용하는데, 이를 사전적(ex-ante) 베타계수라 한다(Bodie et al., 2007)<sup>9)</sup>.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f) + \epsilon_i \quad (2)$$

$E(R_i)$ : 기대(요구)수익률

$R_f$ : 무위험이자율

$$\beta_i: \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

$E(R_m)$ : 시장수익률

$E(R_m) - R_f$ : 시장프리미엄

$E(R_i) - R_f$ : 위험프리미엄

따라서 본 연구에서는 이에 근거하여 개별 부동산의 수익률은 해당 물건이 소재한 자치구를 기준으로 KB부동산이 발표하는 아파트 매매가격지수를 대용치로 적용하였고, 시장수익률은 일률적인 지표가 존재하지 않기 때문에 손재영 외(2011)<sup>10)</sup>와 유주연(2011)<sup>11)</sup>, 이종아(2011)<sup>12)</sup> 등의 연구를 참조하여 실제의 시장을 반영

한다고 할 수 있는 전국 아파트 매매가격지수를 시장수익률의 대용치로 각각 적용하여 산출하였다. 여기에서 안정적인 베타계수 추정을 위한 기간은 물건별 경락시점 기준 과거 36개월을 롤링(rolling)하여 매각시점까지를 고려하였다. 다음으로 무위험이자율은 개별 물건의 경락시점 기준 3년 만기 국고채 수익률을 채택하여 적용하였다(Bodie et al., 2007)<sup>13)</sup>.

이와 같은 전개는 CAPM이 비록 주식시장을 대상으로 개발된 이론이라 할지라도 본 연구에서의 경매 투자사례의 비교 가능성을 높이기 위한 접근이라 할 수 있다. 다시 말하면, NPV를 산출하는 데에 있어 임의로 산정한 할인율을 이용하기 보다는 개별성이 강한 부동산의 특성을 감안하여 평균적이고 표준화된 매매가격지수를 통해 기대(요구)수익률, 즉 합리적인 할인율을 도출하기 위한 하나의 과정인 것이다. 그러므로 국내 부동산시장에 CAPM을 적용하여 검증을 시도한 다수의 관련 선행연구들과는 그 목적에 분명한 차이가 있다.

따라서 이와 같은 방법을 통해 산출한 할인율을 월 투자수익률의 시점을 보정하기 위해 사용하였다. 월 투자수익률은 입찰하여 보유함으로써 인해 발생하는 임대수익과 추후 매각하여 얻게 되는 자본이득에서 이자비용과 각종 세금 등의 비용들을 차감하여 산출할 수 있다. 그러나 부동산 매매시장과 마찬가지로 경매시장에서도 부동산을 매입할 때 100% 자기자본으로 구입하는 경우는 드물다. 물론, 경매시장이 할인시장의 성격을 지닌다고 할지라도 부동산이라는 특징을 감안한다면 가격의 규모가 크기 때문인데, 금융기관으로부터 자본을 차입하여 투자하는 즉, 레버리지효과를 극대화하기 위해 차입금을 통해

8) Black, F., Jensen, M., and Scholes, M., "The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests", *Studies in the Theory of Capital Markets*, 1972, Vol. 18, No. 3, pp.79~121.

9) Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, A., *Essentials of Investments*. NY: McGraw-Hill Education, 2007, pp.193~209.

10) 손재영·이준용·유주연, "주택 전세-매매가격 비율에 반영된 미래자본이득 기대형성 메카니즘", 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2011, 제17권 제3호, pp.5~24.

11) 유주연, "CAPM의 주택시장 적용에 관한 연구: 서울을 중심으로", 건국대학교 박사학위논문, 2011, pp.10~18.

12) 이종아, "주택투자의 위험과 수익 간의 관계 분석: CAPM 활용을 중심으로", 강원대학교 박사학위논문, 2011, pp.20~27.

13) Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, A., 앞의 책, 2007, pp.193~209.

자기자본수익률을 높이려는 경향이 강하다. 그렇기 때문에 금융비용<sup>14)</sup>은 포함하되, 차입금을 제외한 자기자본만을 고려해야 할 필요성이 존재한다. 이를 식으로 표현하면 다음의 식 (3)과 같다. 여기에서 취득세는 낙찰가격에 낙찰된 연도를 기준으로 하여 산출하였으며, 양도소득세는 매각된 연도의 세율을 적용하였고, 장기보유특별공제<sup>15)</sup>는 잔금납부기준일로부터 매각잔금지급일까지의 보유기간을 고려한 공제율을 적용하였다. 아울러, 양도소득기본공제는 양도자 1인당 연간 2,500,000원을 공제하여 산출하였으며, 채납관리비용과 명도비용은 명도(인도) 당시 실제 명도합의비용과 관리사무실에서 정산한 채납납부액을 기준으로 산출하였다.

$$R_i = \frac{(R_i - T_i^R)NPV + (S_i - T_i^S)NPV}{C_0} \quad (3)$$

- $R_i$ : 개별 물건의 자기자본 월 투자수익률
- $n$ : 보유기간(月)
- $C_0$ : 초기 투자비용
- $R_i$ : (월 임대수익×보유기간)+보증금 운용수익
- $T_i^R$ : 보유비용
- $S_i$ : 매각가격 - {낙찰가격 - (취득세+인수금액 + 채납관리비+명도비용)}
- $T_i^S$ : 수리비+양도소득세

위에서 산출한 자기자본 월 투자수익률의 결정요인을 분석하기 위해 종속변수와 설명변수간의 인과관계를 추정하기 위한 분석으로 다중회귀모형을 이용하였다.

## 2. 변수의 정의

본 연구는 주거용부동산 경매의 경락 후 투

자수익률에 영향을 미치는 변수군을 크게 경매 특성, 투자특성, 부동산시장특성, 지역특성, 입지특성, 상품특성으로 분류하고 각 특성별로 선행연구에 기초하여 영향변수들을 설정하여 <표 1>에 제시하였다.

먼저, 종속변수는 시점보정을 한 자기자본 월 투자수익률로 구성하였다.

다음으로 각 특성별 설명변수를 살펴보면, 경매특성으로 응찰자 수와 유찰횟수, 관리비연체여부 등으로 설정하였다. 응찰자 수와 유찰횟수는 경매과정에 있어서 낙찰가격에 영향을 미칠 가능성이 큰 변수이기 때문에 궁극적으로 투자수익률에 지대한 영향을 미칠 가능성이 높은 변수이다. 그렇기 때문에 이러한 변수들의 크기나 유무에 따라 투자수익률에 차이가 발생할 수 있다는 점을 고려하고자 사전적인 검토의 과정을 거쳐 연속형 변수의 형태로 변수를 도입하였다. 또한, 관리비연체여부의 경우 이에 해당되면 경락인이 연체된 관리비에 상응하는 금액만큼 낙찰금액 이외에 추가적으로 부담하여야 하는 비용이 되기 때문에 이 또한 종속변수인 월 투자수익률에 영향을 미칠 가능성이 있기에 변수로 설정하였다.

투자특성으로 차입금비율과 부부공동소유 여부, 공실기간, 보유기간 등으로 설정하였다. 차입금비율은 투자자의 특성을 반영해 주는 변수로써 차입금의 비율에 따라 종속변수인 자기자본 월 투자수익률에 큰 영향을 미칠 변수일 가능성이 높기 때문에 설정하였다. 부부공동소유 여부와 같은 공동투자는 우리나라 「소득세법」의 구조가 누진세율 구조를 취하고 있기 때문에 과세표준이 높아지면 세율도 덩달아 높아지게 되는데, 부동산의 명목가 지분으로 나뉘면 지분으로 된 금액에 따라 세금이 부과되기 때문에 전체 세금의 액수는 그만큼 낮아지기 때문에 부부공동소유의 형태이면 월 투자수익률에 영향을 미칠 가능성이 높을 것이므로 이를 변수로 설정

14) 대출 이자비용은 최초 대출액에서 매각 시까지 전체 구간 원리금상환에 따른 대출금액과 변동되는 이자율을 추적하여 반영하였으며, 2015년 10월 31일까지 이자율을 산출함.

15) 장기보유특별공제액 공제율=(실지양도가액-실지취득가액-필요경비)×보유기간

〈표 1〉 변수의 정의

변수군	변수명	단위	정의	예상효과
종속변수	월 투자수익률	%	NPV 측정을 통한 보정된 자기자본 월 투자수익률	
경매특성	응찰자 수	명	해당 경매 물건의 응찰자 수	-
	유찰횟수	회	해당 경매 물건의 유찰횟수	+
	관리비연체여부	Dummy	1=관리비연체 有; 0=관리비연체 無	-
투자특성	차입금비율	Rate	낙찰가격 대비 차입금액의 비율	+
	부부공동소유여부	Dummy	1=부부공동소유; 0=기타	+
	공실기간	日	해당 경매 물건이 경락된 이후 공실기간	-
	보유기간	月	해당 경매 물건이 경락된 이후 매각되기까지의 보유기간	+
부동산시장특성	전세가율 증감률	%	KB부동산 서울시 아파트 매매가격 대비 전세가격의 증감률	+
지역특성	강남3구역부	Dummy	1=강남3구(강남구, 서초구, 송파구); 0=非 강남3구	+
입지특성	지하철역과의 거리	m	해당 경매 물건으로부터 지하철역까지의 최단 직선거리	-
상품특성	1군 건설사여부	Dummy	1=건설사 도급 순위 상위 10개 사(에스케이건설, 롯데건설, 삼성물산, 현대건설, 현대엔지니어링, 대림산업, 지에스건설, 대우건설, 현대산업개발, 포스코건설); 0=기타	+
	주상복합여부	Dummy	1=주상복합; 0=非 주상복합	-
	오피스텔여부	Dummy	1=오피스텔; 0=非 오피스텔	+
	전용면적	m <sup>2</sup>	해당 경매 물건의 전용면적	-
	20층 초과여부	Dummy	1=20층 초과; 0=20층 이하	+

하였다.

그리고 공실기간은 경락 후 새로운 임차인을 구하기까지의 기간을 의미하는 것으로써 이 기간이 길 경우 임대료 수입 상실의 위험에 직면하게 되므로 종속변수에 유의미한 영향을 미칠 가능성이 높다. 임대수익의 크기를 좌우할 수 있는 공실기간은 본 연구의 연구대상인 아파트, 주상복합, 오피스텔이 경매시장에서의 수요량이나 공급량에 따라 차이가 존재할 가능성을 면밀히 검토하였으나 집단에 따른 차이가 없는 것으로 확인되어 연속형 변수로 설정하였다.

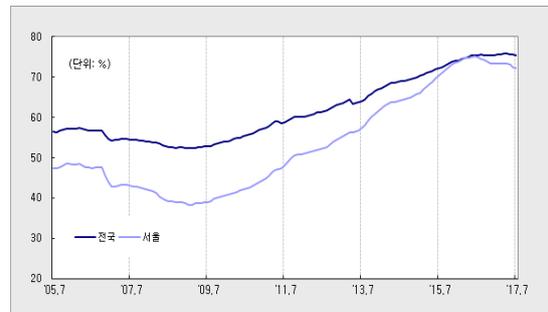
마지막으로 보유기간은 보유에 따른 비용보다 거래비용이 높기 때문에 이를 상쇄하기 위해서는 최소한의 기간 이상을 보유하여야 질세의 효과가 있으며, 보유기간이 길 경우 정기적 임대료에 보증금 운용수익이 추가가 되므로 공실이 없다면 월 투자수익률에 미미하나마 영향을 미칠 변수일 가능성이 높으므로 이를 변수화 하였다.

부동산시장특성으로 전세가율 증감률을 설정하였다.

이는 낙찰시점과 매각시점의 시장의 변화

양상을 반영하기 위해 설정한 변수인데, 전세가율이 상승기일 때의 투자수익률과 하락기일 때의 투자수익률은 분명한 차이가 있을 것이므로 변수로 구성하였다. 〈그림 1〉과 같이 전세가율은 지속적으로 상승하여 왔는데, 전세가율이 상승했다는 것은 단순히 매매가격이 전세가격보다 하락하거나, 전세가격이 매매가격보다 상승한 경우로 나뉜다. 따라서 두 가지의 경우의 수를 고려한다면 전세가율의 상승은 임대수익과 자본이득 모두 투자자 입장에서 긍정적 시그널로 받아들여질 가능성이 높다.

〈그림 1〉 KB부동산 아파트 전세가율 추이



지역특성은 부동산시장을 선도하는 지역인 강남3구(강남구, 서초구, 송파구)를 변수로 설정하여 동일 지역이라 할지라도 지역 내에서 투자수익률이 다를 수 있음을 검토하고자 변수로 설정하였다.

입지특성으로 지하철역과의 거리를 변수로 설정하였다. 지하철역은 대표적인 대중 교통시설에 따른 접근성을 반영하는 변수이다. 지하철역과의 거리 정도에 따라 부동산의 가치가 다르게 형성될 것이므로 투자수익률에도 지대한 영향을 미칠 가능성이 높은 변수이다.

상품특성으로 1군 건설사여부, 주상복합여부, 오피스텔여부, 전용면적, 소재 층 등을 변수로 설정하였다. 먼저, 1군 건설사여부는 브랜드 파워가 자산의 가치에 미치는 영향력을 고려해 볼 때, 이에 해당될 경우 보다 투자수익률이 높을 가능성이 있어서 변수로 설정하였다(정수연 외, 2009)<sup>16)</sup>.

다음으로 주거용부동산의 유형과 관련하여 주상복합여부와 오피스텔여부를 변수로 설정하였다. 주상복합은 기저변수에 해당되는 아파트 대비 대형 고급주택이기 때문에 환금성이 떨어진다는 점으로 인해 2008년 세계 금융위기 이후 시장에서 선호되는 유형의 주택이 아닐뿐더러 관리비용의 수준이 높다. 이와는 달리 오피스텔의 경우는 아파트 대비 초기 투자비용이 상대적으로 저렴하여 소액으로 투자가 가능하기도 하고, 전·월세를 중심으로 시장이 형성되어 있어 꾸준한 임대수익을 올릴 수 있는 점 등으로 인해 높은 투자수익률을 기대할 수 있는 유형의 부동산이므로 이 또한 변수로 포함하여 월 투자수익률에 어떠한 영향을 미치는지 검토하고자 한다.

한편, 구체적 상품과 관련하여 전용면적과 소재 층을 변수로 설정하였다. 전용면적은 부동산의 유형을 불문하고 초기 투자비용에 직결되는 요인

으로 전용면적과 초기 투자비용은 비례하는 구조를 지니고 있다. 따라서 전용면적이 클 경우 비용의 부담으로 인하여 임차인을 구해야 하는 어려움과 사용에 따른 높은 관리비용이 수반되게 되므로 전용면적이 클 경우보다 작을 경우 투자수익률이 높을 것이라 예상하여 변수로 설정하였다. 그리고 소재 층과 관련하여 20층이 초과하는 고층 주택이면 저층 또는 중층과는 달리 조망 및 일조량이 우수하고 사생활의 침해를 받지 않는다는 점 때문에 자산의 가치에 지대한 영향을 미칠 가능성, 즉 층별 효용에 분명한 차이가 있기에 이를 변수로 설정하였다(오동훈, 2003)<sup>17)</sup>.

### 3. 기술통계량

앞서 NPV 측정을 통해 보정된 월 투자수익률을 살펴보면 평균은 약 0.94%이며, 최솟값은 약 0.75%, 최댓값은 약 1.87%로 물건에 따라 상당한 편차가 존재하는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 투자자들의 운영방식에 따라 크게 좌우되는 것이기도 하나, 투자수익률과 위험이라는 상충(trade-off)되는 요소를 조화시킴으로써 불확실성 하에서 경제적 합리성을 추구하는 과정에서 나타난 적절한 보상이기도 하다(Brueggeman and Fisher, 2015)<sup>18)</sup>. 즉, 소위 말하는 'High Risk, High Return'의 개념이 성립하는 것이라 할 수 있다.

경매특성으로 경매과정과 관련된 응찰자 수의 평균은 약 6.2명이며, 유찰횟수의 평균은 약 1.43회로 나타났다. 그리고 관리비연체여부의 경우, 연체된 관리비와 연체된 일수를 반영하여 계산되는 연체요율의 합을 승계취득자인 경락인이 승계하여야 한다(대법원 2006. 6. 29. 선고 2004다3598, 3604 판결). 이러한 위험요인이 내재된 경우는 52건으로 전체에서 차지하는 비율은 40.00%로 나타났다.

16) 정수연·김태훈·박홍희, "서울10대 브랜드가 아파트가격에 미치는 영향에 관한 연구", 도시행정학회, 한국도시행정학회, 2009, 제22권 제3호, pp.133~156.

17) 오동훈, "한강변 아파트단지 내 조망 유무에 따른 등별 층별효용비용 비교분석", 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2003, 제9권 제2호, pp.53~67.

18) Brueggeman, W., and Fisher, J., *Real Estate Finance and Investments*, NY: McGraw-Hill Education, 2015, pp.736~737.

〈표 2〉 연속형 및 이산형 변수의 기술통계량

변수군	변수명	단위	obs.(freq.)	%	Mean	Std.Dev.	Min	Max
종속변수	월 투자수익률	%	130		0.9352781	0.1332358	0.7548795	1.873099
경매특성	응찰자 수	명	130		6.207692	4.797765	1	26
	유찰횟수	회	130		1.430769	0.6462589	0	3
	관리비연체여부	Dummy	(52)	40.00				
투자특성	차입금비율	Rate	130		0.5748625	0.1676538	0.1432665	0.978314
	부부공동소유여부	Dummy	(62)	47.69				
	공실기간	日	130		4.469231	10.82359	0	81
	보유기간	月	130		38.67692	20.20331	4	112
부동산시장특성	전세가율 증감률	%	130		6.384615	7.544478	-9.5	32.6
지역특성	강남3구여부	Dummy	(35)	26.92				
입지특성	지하철역과의 거리	m	130		331.0231	230.1619	15	883
상품특성	1군 건설사여부	Dummy	(14)	10.77				
	주상복합여부	Dummy	(18)	13.85				
	오피스텔여부	Dummy	(26)	20.00				
	전용면적	m <sup>2</sup>	130		91.95431	48.74017	23.85	244.54
	20층 초과여부	Dummy	(12)	9.23				

다음으로 투자특성으로 차입금비율의 평균은 약 0.57이며, 부부공동소유의 경우는 47.69%의 분포를 보이고 있다. 공실기간의 평균은 약 4.47일, 보유기간의 평균은 약 38.68개월로 나타나 투자특성에 따른 차이가 존재하는 것으로 나타났다.

부동산시장특성과 관련하여 전세가율 증감률의 평균은 약 6.38%로 나타났다. 그리고 물건의 소재지와 관련하여 지역특성으로 강남3구인 경우는 35건으로 26.92%이며, 입지특성으로 지하철역과의 거리 평균은 약 331.02m로 나타났다. 끝으로 상품특성과 관련하여 1군 건설사인 경우는 10.77%, 주상복합인 경우는 13.85%, 오피스텔인 경우는 20.00%로 나타났다. 전용면적의 평균은 약 91.95m<sup>2</sup>이고, 소재 층이 20층을 초과하는 경우는 9.23%로 나타났다.

#### IV. 분석결과

본 연구에서는 주거용부동산 경매의 경락

후 투자수익률에 영향을 미치는 요인으로 경매특성, 투자특성, 부동산시장특성, 지역특성, 입지특성, 상품특성으로 구분하여 다중회귀모형을 통한 그 영향을 분석하였다. 분석결과, 모형의 적합도와 설명력을 보여주는 F-value은 35.13으로 나타나 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났으며, 모형의 설명력을 보여주는 수정된 R<sup>2</sup>은 0.7987으로 나타났고, VIF 최댓값이 4.38으로 나타나 다중공선성의 문제는 없는 것으로 파악되었다.

구체적으로 분석결과를 살펴보면 먼저, 경매특성과 관련하여 응찰자 수는 10% 수준에서 월 투자수익률에 부(-)의 영향력이 있는 것으로 분석되었다. 응찰자 수가 많을 경우 해당 물건에 대한 입찰 경쟁이 치열해지면서 낙찰가율이 감정가격을 훌쩍 넘는 경우가 속출하게 된다. 따라서 이와 같은 결과는 초기 투자비용을 상승시키게 되므로 나타난 결과로 풀이된다.

다음으로 유찰횟수는 1% 수준에서 월 투자수익률에 정(+)의 영향력이 있는 것으로 나타났다. 이는 유찰횟수가 증가함에 따라 저감된 가격에 낙찰을 받을 수 있음을 감안하여 볼 때, 초

〈표 3〉 분석결과

변수군	변수명	Coef.	Std. Err.	$\beta$	t	p	VIF
경매특성	응찰자 수	-0.0024305*	0.0012942	-0.0875217	-1.88	0.063	1.39
	유찰횟수	0.0364692***	0.0093736	0.1768934	3.89	0.000	1.32
	관리비연체여부	-0.0080731	0.0118978	-0.0297991	-0.68	0.499	1.24
투자특성	차입금비율	0.3384994***	0.0657148	0.4259421	5.15	0.000	4.38
	부부공동소유여부	0.0136475	0.0138275	0.0513588	0.99	0.326	1.74
	공실기간	-0.0023522***	0.0008744	-0.1910867	-2.69	0.008	3.23
	보유기간	0.0020391***	0.0003161	0.309204	6.45	0.000	1.47
부동산시장특성	전세가율 증감률	0.0025532***	0.0008405	0.1445732	3.04	0.003	1.45
지역특성	강남3구여부	0.0426065***	0.0130793	0.1423917	3.26	0.001	1.22
입지특성	지하철역과의 거리	-0.0000576*	0.0000314	-0.0995791	-1.84	0.069	1.88
상품특성	1군 건설사여부	0.094331***	0.0278533	0.2203231	3.39	0.001	2.71
	주상복합여부	-0.0288309*	0.0162463	-0.0750267	-1.77	0.079	1.15
	오피스텔여부	0.0810194***	0.0280185	0.1698914	2.89	0.005	2.21
	전용면적	-0.0003026**	0.000132	-0.1106934	-2.29	0.024	1.49
	20층 초과여부	0.0840596***	0.0218347	0.1833292	3.85	0.000	1.45
모형요약		obs.	F-value	sig.	R <sup>2</sup>	adj. R <sup>2</sup>	
		130	35.13	0.0000	0.8221	0.7987	

주: \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

기 투자비용을 낮추어 줌으로 인해 나타난 결과로 해석이 된다. 그러나 유찰횟수가 많다는 것은 그만큼 위험요인이 내재된 물건으로 해석할 수도 있다. 가령 법률상·사실상 부분에 있어 상당한 흠결이 있는 물건이라면 이를 적절히 헤지(hedge)하여 투자수익률을 극대화 할 수도 있지만 그에 따른 위험을 부담하여야 하는 현실적 어려움도 있다. 따라서 유찰횟수의 증가는 초기 투자비용을 낮추어 준다는 점에서 투자수익률에 긍정적인 요인이라 할 수 있지만 상당한 위험 또한 부담하여야 함을 의미하므로 경락인의 전문적인 운영 능력이 필요하다 할 수 있다.

한편, 관리비연체여부는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났지만 월 투자수익률에 부(-)의 영향력이 있는 것으로 나타났다. 이는 경락인이 추가적으로 부담하여야 할 비용을 의미하는 것이기 때문에 초기 투자비용을 상승시키는 요인에 해당하기 때문에 나타난 결과로 풀이된다.

투자특성과 관련하여 차입금비율은 1% 수

준에서 월 투자수익률에 정(+)의 영향력이 있는 것으로 나타났다. 이는 금융기관으로부터 자본을 차입하여 투자할 때, 자기자본수익률이 더 높아짐을 의미하는데, 저금리 기조에 따른 마땅한 투자의 대안이 없는 상황 속에서 범법경매를 통한 투자는 전·월세 위주의 시장 상황과 맞물려 투자수익률을 극대화 할 수 있는 방법 중 하나로 언급되는 경우가 많다. 본 연구의 분석결과는 부동산 경매 투자에 있어서도 일종의 레버리지 효과가 있음을 시사하는 한편, 이자비용 등의 상당한 위험을 부담하기 때문에 나타난 결과로 추론된다.

공실기간은 1% 수준에서 종속변수에 부(-)의 영향력이 있는 것으로 나타났는데, 이와 같은 결과는 경락 후 공실기간 동안에는 임대수익이 발생하기 않게 되는데 공실기간을 최소화 할수록 일정한 운영수입을 얻을 수 있기 때문에 월 투자수익률의 상승요인으로 해석된다. 그리고 보유기간은 1% 수준에서 월 투자수익률에 정(+)의 영향력이 있는 것으로 나타났다. 이는 우

리나라의 부동산 거래 시 소요되는 비용의 구조가 보유비용보다 거래비용이 높기 때문에 거래비용을 최소화하기 위해서는 일정한 기간 이상을 보유를 하여 전세의 효과를 노림과 동시에 통상적인 임대기간을 고려하여 볼 때, 장기간 보유로 인한 임대료 외에 추가적인 보증금 운용수익이 더해지기 때문에 해석된다. 더불어 불확실성 하에서 장기간 보유는 위험이 내재된 투자라는 점에서 위험이 크기 때문에 그 투자 성과도 좋다 할 수 있다.

부부공동소유여부는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났지만 종속변수에 정(+ )의 영향력이 있는 것으로 분석되었다. 이는 부부가 공동소유 함으로 인해 그만큼의 전세의 효과가 있기 때문에 투자수익률에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다. 먼저, 거래비용과 관련하여 양도소득세는 기본적으로 누진세율이 적용되기 때문에 부동산의 명목가 지분으로 나뉘질 시, 지분에 따라 과세표준이 적용되게 되므로 전체 세액은 낮아지게 된다. 또한, 「소득세법 시행령」에 따르면 1세대가 1주택과 다른 주택에 대한 지분을 일부 가지고 있는 경우 2주택에 해당하여 2년 이상 보유한 주택이라 할지라도 1세대 1주택 양도소득세 비과세가 적용되지 않지만 부부나 동일세대원이 하나의 주택을 지분으로 나누어 공동소유하고 있는 경우는 하나의 주택으로 보기 때문에 부부 또는 동일세대원 중 한명이 주택을 보유한 경우와 동일하게 1세대 1주택 양도소득세 비과세가 적용되기 때문에 단독으로 소유하는 형태보다 유리한 면이 많다 할 수 있다.

부동산시장특성과 관련하여 전세가율 증감률은 1% 수준에서 월 투자수익률에 정(+ )의 영향력이 있는 것으로 분석되었다. 이는 벤치마크(Bench mark)라 할 수 있는 서울시 전세가율이 상승기라면 개별 부동산도 이에 편승하여 상승하는 것이라 할 수 있다. 궁극적으로 2008년을 기점으로 부동산시장의 과열과 주택가격 폭등으로 이어지던 부동산시장에 2008년 세계 금융위기는 부동산시장의 폭락과 이로 인한 저금

리 기초의 유지는 대폭적인 규제완화 정책에도 불구하고 공급과 수요의 비대칭이 심각해지면서 매매가격의 상승분보다 전·월세의 지속적 상승, 즉 전세가율의 상승을 부추겼다. 이는 부동산시장의 상황에 따라 실수요가 전·월세시장으로 수요가 이동(shift of demand)하여 나타난 결과인 것이다. 따라서 실수요의 집중에 따른 전·월세의 폭등과 이를 바로 잡기 위한 각종 매매 전환 유도 정책은 본 연구의 분석결과에서처럼 임대수익과 자본이득에 유의적인 긍정적 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

지역특성으로 강남3구여부는 1% 수준에서 월 투자수익률에 정(+ )의 영향력이 있는 것으로 분석되었다. 이는 동일한 주거용부동산이라고 해도 강남3구에 소재하는 주거용부동산에 투자하는 경우 그 성과가 더 좋음을 의미한다.

입지특성으로 지하철역과의 거리는 10% 수준에서 월 투자수익률에 부(- )의 영향력이 있는 것으로 분석되었다. 이는 주거용부동산과 관련한 다수의 선행연구에서 언급한 바와 같이 우리나라에서는 환경요인보다 광범위하게 주택의 가치에 영향을 미치는 요인이 대중 교통시설과의 접근성이기 때문인데 일반적으로 접근성이 양호한 주택의 경우 가격의 상승요인으로 작용한다. 이 경우 임대수익과 자본이득 모두 부동산 시장에서 높게 형성되기 때문에 투자수익률 측면에서도 긍정적 시그널로 받아들여질 수 있다.

상품특성과 관련하여 1군 건설사여부는 1% 수준에서 월 투자수익률에 정(+ )의 영향력이 있는 것으로 분석되었다. 브랜드라는 개념이 주택시장에 도입된 이후, 브랜드는 단순한 이미지는 넘어서 소비자들의 선호도, 품질 수준, 이미지 등을 총망라하는 종합적인 의미를 가지게 되었다. 이에 따라 브랜드가 좋은 주택은 모든 면에서 우수한 주택이자 가치가 풍부하여 브랜드 로열티(Brand loyalty)가 형성되기 때문에 높은 임대수익과 자본이득 모두를 기대할 수 있기 때문으로 추론된다(Gounaris and Stathakopoulos, 2004)<sup>19)</sup>.

19) Gounaris, S., and Stathakopoulos, V., "Antecedents and Consequences of Brand Loyalty: An Empirical Study".

다음으로 주상복합여부는 10% 수준에서 월 투자수익률에 부(-)의 영향력을, 오피스텔여부는 1% 수준에서 종속변수에 정(+)의 영향력이 있는 것으로 나타났다. 먼저, 주상복합은 일반적으로 대형 고급주택으로 대표된다. 따라서 고가의 주택이다 보니 환금성이 낮아 투자재로서의 가치는 아파트와 비교하여 볼 때 낮게 귀결된다. 그러므로 주상복합은 초기 투자비용을 감안한다면 본 연구에서의 분석결과와 같이 투자수익률이 상대적으로 낮은 유형의 주택이라 할 수 있다. 이와는 달리 오피스텔은 저금리 기조 하에서 소액으로 투자가 가능하다는 장점이 있어 주거용부동산 중에서 대표적인 투자처로 각광을 받고 있다. 특히 상가 등 여타 수익형부동산에 비해 초기 투자비용이 낮고 월세 및 보증금으로 꾸준한 임대수익을 얻을 수 있는 대표적인 수익형부동산이기 때문에 나타난 결과로 풀이된다.

한편 구체적 상품과 관련하여 전용면적은 5% 수준에서 월 투자수익률에 부(-)의 영향력이 있는 것으로 분석되었다. 주택의 전용면적이 크다고 볼 수 있는 중·대형주택의 경우, 소형주택에 비해 임대수익과 자본이득의 상승폭이 크지 않을뿐더러 고가일 가능성이 높고 그에 따라 부가적인 관리비용도 높을 것이다. 그렇기 때문에 높은 비용의 부담으로 인하여 임차인을 구해야 하는 어려움도 있고 2008년 세계 금융위기 이후 실수요가 소형주택을 선호하는 주거 다운 사이징이 확산되면서 투자재로서의 가치가 있다고 할 수 있는 소형주택을 중심으로 한 수요의 집중에 따른 결과로 해석할 수 있다.

투자대상이 되는 상품의 소재 층과 관련된 20층 초과여부는 1% 수준에서 월 투자수익률에 정(+)의 영향력이 있는 것으로 나타났다. 투자대상 상품이 고층에 위치하는 경우, 조망 및 일조량이 우수하고 사생활의 침해로부터 자유롭다는 점 때문에 저층 대비 자산의 가치가 월등히 높는데, 이는 층별 효용에 의해서도 확인할 수 있다(오동훈, 2003)<sup>20</sup>.

## V. 결론

본 연구는 법원경매를 통해 주거용부동산에 투자하는 투자자들의 다양한 특성과 개별 물건에 대한 입찰부터 보유·매각에 이르기까지의 과정에서 발생하는 각종 비용들을 추적하여 보유기간을 고려한 경락 후 투자수익률을 측정하여 그 영향요인들을 규명하고자 하였다. 이와 같은 학술적 연구가 부족한 상황 속에서 본 연구는 기초적인 형태의 연구로서 2006년 1월부터 2015년 10월까지 진행된 실제 경락된 사례를 바탕으로 주거용부동산 경매의 경락 후 투자수익률을 살펴보았다. 주요 연구결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 본 연구를 통해 경매특성이 월 투자수익률에 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있었다. 응찰자 수는 입찰 경쟁에 따른 초기 투자비용의 상승을 야기하는 주요 변수로써 응찰자 수가 적을수록 투자수익률에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다음으로 유찰횟수의 증가는 초기 투자비용을 낮추어 준다는 점에서 투자수익률의 상승요인이라 할 수 있으나 그만큼의 위험요인이 내재된 물건이므로 경락인의 전문적인 운영 능력이 필요함을 시사한다.

둘째, 본 연구의 분석에 따르면 투자특성에 따라 투자수익률이 크게 달라질 수 있음을 확인할 수 있었다. 먼저, 금융기관으로부터 자본을 차입하여 투자하는 경우 투자수익률의 상승요인으로 나타났는데, 이러한 결과는 1%대의 저금리 기조에 따른 상황 속에서 전·월세 위주의 시장 상황과 맞물려 투자수익률을 극대화 할 수 있는 방법 중 하나이기 때문으로 부동산 경매 투자에 있어서도 레버리지효과가 성립함을 보여주는 것이다. 또한, 경락 후 공실기간을 최소화하게 되면 그만큼 일정한 수입을 확보할 수 있게 되므로 투자수익률의 상승요인으로 해석할 수 있으며, 보유기간은 일정한 기간 이상을 보유하게 되

*Journal of Brand Management*, 2004, Vol. 11, No. 4, pp.283~306.

20) 오동훈, 앞의 논문, 2003, pp.53~67.

면 얻게 되는 질세의 효과와 더불어 통상적인 임대기간을 고려하여 볼 때, 장기간 보유로 인한 임대료 외에 추가적인 보증금 운용수익이 더해지기 때문에 보유기간이 길수록 투자수익률의 상승요인으로 분석되었다.

셋째, 부동산시장특성과 지역특성에 따라 투자수익률에 미치는 영향의 정도가 다른 것으로 나타났다. 먼저, 2008년 세계 금융위기는 부동산시장의 터닝포인트가 되었는데, 저금리 기조의 유지와 대폭적인 규제완화 정책에도 불구하고 공급과 수요의 비대칭이 심각해지면서 전세가율의 상승을 부추겼고, 이에 실수요의 집중에 따른 전·월세의 폭등과 이를 바로 잡기 위한 각종 매매 전환 유도 정책이 임대수익과 자본이득의 상승에 따른 투자수익률의 상승요인으로 귀결된 것이라 할 수 있다. 다음으로 지역특성과 관련하여 부동산시장을 선도하는 지역이라 할 수 있는 강남3구에 소재하는 주거용부동산에 투자하는 경우 투자 성과가 더 좋은 것으로 나타났다.

넷째, 투자대상이 되는 상품의 입지특성에 따라 투자수익률에 미치는 영향의 정도가 다른 것으로 나타났다. 그리고 지하철역과의 거리는 주택의 가치에 지대한 영향을 미치는 요인이 대중 교통시설과의 접근성이라는 점을 고려해 볼 때, 접근성이 양호할수록 투자수익률에도 긍정적인 영향을 주는 것으로 분석되었다.

마지막으로 본 연구의 분석결과, 상품특성이 월 투자수익률에 유의미한 영향을 주는 것으로 나타났다. 먼저, 1군 건설사에 해당되는 경우, 브랜드가 지니는 가치에 의해 브랜드 로열티가 형성되기 때문에 투자수익률의 상승요인으로 나타났다. 다음으로 주거용부동산의 다양한 유형들 가운데, 주상복합은 대형 고급주택이기 때문에 투자재로서의 가치가 낮으므로 아파트 대비 투자수익률에 부정적인 영향을 미치는 것으로 분석된 반면, 오피스텔은 초기 투자비용이 낮아 투자재로서의 가치를 지니고 있는 수익형부

동산이라는 점에서 아파트 대비 투자수익률에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

구체적 상품과 관련하여 주택의 전용면적은 2008년 세계 금융위기 이후 실수요가 임대수익과 자본이득의 상승폭이 큰 소형주택을 선호하는 주거 다운사이징이 확산되면서 소형주택이 투자재로서의 가치가 높기 때문에 투자수익률의 상승요인으로 분석되었고, 층수와 관련하여 20층을 초과하는 고층이면 조망 및 일조량이 우수하고 사생활의 침해로부터 자유롭다는 이점으로 인해 층별 효용이 저층 또는 중층 대비 크기 때문에 투자수익률에도 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다.

사회가 발전되고 다원화됨에 따라 법원경매를 통한 주거용부동산 또는 비주거용부동산을 중심으로 한 직·간접적 투자가 활발히 진행 중인데, 투자의 핵심적 요소라 할 수 있는 위험관리와 수익추구는 더 이상 관념적인 개념이 아니라 현실적 개념이 될 필요성이 있다. 본 연구에서의 분석결과에서 확인할 수 있듯이 위험요인이 내재되어 있음을 간과하지 아니하고 그 위험을 인지하여 위험에 대한 관리가 합리적으로 이루어질 때, 비로소 수익추구도 합리적일 것이며, 나아가 본래 투자 목적의 실현가능성을 한 차원 높일 수 있을 것이다.

본 연구는 주거용부동산 경매의 경락 후 투자수익률 결정요인을 밝히고자 하였다. 그러나 분석의 범위가 공간적으로 서울시로 한정되어 있어 이를 확장할 필요가 있을 것으로 보인다. 또한, 자료의 구득 한계로 인하여 구득 가능한 자료만을 활용하였다는 점과 더불어 본 연구와 관련된 직접적인 선행연구가 없는 관계로 주거용부동산 낙찰가격에 대한 제반의 선행연구 검토를 통해 변수를 선정하여 분석을 진행하기는 하였지만 본 연구에서 사용된 변수들 이외에 경매의 투자수익률을 보다 잘 설명할 수 있는 다양한 변수를 고려한 향후의 연구가 필요할 것으로 생각된다.

## 參考文獻

- 김승래, “부동산경매절차에서 대가의 배당에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2017, 제69집.
- 김재필, “부동산경매 위험유형별 요인이 매각가격에 미치는 영향: 서울지역 단독주택을 중심으로”, 단국대학교 박사학위논문, 2013.
- 문희명, “부동산경매 참여자의 의사결정특성 분석”, 강원대학교 박사학위논문, 2010.
- 박민수·김상봉, “부동산 경매시장의 아파트 낙찰가격에 영향을 미치는 요인들에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2013, 제53집.
- 손재영·이준용·유주연, “주택 전세-매매가격 비율에 반영된 미래자본이득 기대형성 메카니즘”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2011, 제17권 제3호.
- 안정근, 부동산평가이론, 서울: 양현사, 2009.
- 오동훈, “한강변 아파트단지 내 조망 유무에 따른 동별 층별효용비를 비교분석”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2003, 제9권 제2호.
- 유주연, “CAPM의 주택시장 적용에 관한 연구: 서울을 중심으로”, 건국대학교 박사학위논문, 2011.
- 이규태·신일진·김형근·신종철, “구분소유 상가의 경매 매각가격 결정요인 분석”, 부동산학연구, 한국부동산분석학회, 2017, 제23권 제3호.
- 이석원·정재호, “거시경제요인이 아파트가격 변동에 미치는 영향 연구: 의사결정나무 방법론을 이용하여”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2017, 제70집.
- 이종아, “주택투자의 위험과 수익 간의 관계 분석: CAPM 활용을 중심으로”, 강원대학교 박사학위논문, 2011.
- 임의택·이호병, “수도권 아파트의 경매낙찰가율에 미치는 영향 요인 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2017, 제69집.
- 정가연·유선중, “부동산 경매시장의 아파트 낙찰가격 결정요인에 관한 연구: 버블세븐지역을 중심으로”, 주택연구, 한국주택학회, 2010, 제18권 제3호.
- 정성용, “부동산경매 위험요인이 낙찰가격에 미치는 영향에 관한 연구: 대구광역시 원룸주택을 중심으로”, 주택연구, 한국주택학회, 2009, 제17권 제3호.
- 정수연·김태훈·박홍희, “서울10대 브랜드가 아파트가격에 미치는 영향에 관한 연구”, 도시행정학보, 한국도시행정학회, 2009, 제22권 제3호.
- 최정일·이옥동, “서울 및 5대 광역시의 주택 매매가와 전세가 상승률 동향과 상관관계 분석”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2017, 제68집.
- 하정순·정삼석·정상철, “부동산투자스타일 세분화에 따른 선호속성과 구매의도에 관한 연구”, 부동산학보, 한국부동산학회, 2017, 제68집.
- Brueggeman, W., and Fisher, J., *Real Estate Finance and Investments*, NY: McGraw-Hill Education, 2015.
- Black, F., Jensen, M., and Scholes, M., “The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests”, *Studies in the Theory of Capital Markets*, 1972, Vol. 18, No. 3.
- Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, A., *Essentials of Investments*. NY: McGraw-Hill Education, 2007.
- DiPasquale, D., and Wheaton, W., *Urban Economics and Real Estate Markets*. NJ: Pearson, 1995.
- Gounaris, S., and Stathakopoulos, V., “Antecedents and Consequences of Brand Loyalty: An Empirical Study”, *Journal of Brand Management*, 2004, Vol. 11, No. 4.
- KB부동산, nland.kbstar.com