

# 대형할인점의 임대차기간과 자본환원율 관계에 관한 연구

## A Study on the Relationship between the Leasing Period and Capitalization Rate of Hypermarket

배 상 열 (Bae, Sang-Yeoul)\*  
이 창 무 (Lee, Chang-Moo)\*\*  
류 강 민 (Ryu, Kang-Min)\*\*\*

### < Abstract >

This study attempts an empirical analysis on the effect of the remaining lease contract period on the capitalization rate for large discount stores traded in Korea. The lease contract of large discount stores has the structural characteristics of the responsibility for renting the entire space as a single tenant, a triple net lease contract in which the tenant bears all the responsibilities and costs of management, and long-term lease period. The characteristics considered on the analysis are largely economic, transactional, building, locational, brand, and time characteristics. Among them, the remaining lease term to be checked in this study was analyzed by adding a square term to consider marginal effects. As a major result, the capitalization rate and the remaining lease term have an inverse relationship. This is because the shorter the remaining lease period, the greater the vacancy risk and the greater the decline in the expected price increase, so the degree of impact on the capital return rate varies. This study differs from the previous studies in that the study of the capitalization rate in the commercial real estate market mainly consisted of offices, but the analysis is attempted by considering the variable of the remaining lease contract period that was not previously considered for large discount stores in the retail market.

Keyword : Capitalization Rate, Leasing, Hypermarket, Retail, Vacancy

## I. 서론

최근 온라인 시장이 발달하고, 소비자들이 원하는 정보를 손쉽게 빠르게 얻을 수 있는 환경이 조성되면서 소비자들의 소비방식이 변화하게 되었다. 즉, 상품과 사람을 대면해가며 구매행태를 이어가던 기존의 오프라인에서의 소비방식에서 원하는 제품을 신속하고 보다 편리하게 비교할 수 있는 스마트폰이나 웹을 활

용한 소비 패턴이 나타난다. 이러한 소비방식의 분위기는 소비트렌드가 변화하면서 온라인 시장의 확대가 더욱 가속화되어 가고 있는 과정이라고 볼 수 있다.

반면 기존의 유통판매시장에서 공급자 역할을 해오던 오프라인 매장들에도 영업활동에 변화가 나타나고 있다. 온라인시장에 소비자 이탈을 겪은 오프라인 유통판매시장은 영업활동의 어려움에 직면하여 매출이 하락하거나 심한 경우 폐점하는 점포가 나타나고 있는

\* 본 학회 정회원, 한양대학교 공과대학 도시공학과 박사과정, shane.bsy@gmail.com, 주저자

\*\* 본 학회 정회원, 한양대학교 공과대학 도시공학과 교수, changmoo@hanyang.ac.kr, 공동저자

\*\*\* 본 학회 정회원, 한양대학교 공과대학 도시공학과 박사, locsword@hanmail.com, 교신저자

실정이다. 과거 유통판매시장에서의 대형할인점은 영업활동을 위한 공간을 마련하기 위하여 임차인 지위로 다른 주체가 소유하고 있는 부동산에 입점하거나 신규로 운영할 매장을 개발 혹은 기존의 영업 중이던 건축물을 매입 후 해당 부동산을 소유의 형태로 전환하여 영업활동을 영위했다.

그러나 최근 주요유통판매사들은 기업의 재무건정성을 확보하기 위한 수단으로 소유하고 있던 매장을 대상으로 자산유동화 하는 사례가 나타나고 있다. 즉, 해당 유통업체가 매장을 소유형태로 영업활동을 하고 있던 부동산을 매각하고, 고정된 임차인의 지위로써 장기간의 임대차 계약 형태로 재입점하여 영업을 이어가는 형태가 두드러지고 있다. 이러한 행태는 영업활동을 하는 주체가 부동산을 소유하면서 발생하는 비용을 줄이고, 신사업에 투입하기 위한 자금마련 등의 수단으로 활용하기 위한 목적성을 가진다.

리테일 시장에서 나타나는 이러한 분위기는 향후의 대형할인점의 공실이 발생할 수 있는 위험이 존재한다는 것을 암시한다. 즉, 유통판매사가 영업활동을 하고 있는 해당 부동산을 소유의 형태가 아닌 임대인과 맺은 임대차계약관계의 임차인 지위에서 계약의 만기가 도래하였을 때, 만일 동일 조건으로 재계약을 한다면 크게 문제되지 않을 것이다. 그러나 임차인이 계약기간의 만기도래 혹은 임대차 계약의 중도해지를 선택하게 된다면 대형할인점의 임대차계약구조의 특성 상 단일 임차인으로 구성된 임대공간이 통째로 비워져 건물 전체가 공실이 되는 상황이 도래하여, 임대인은 해당 부동산의 운영계획상 손실을 입게 될 가능성이 높아진다.

반대로 이러한 점은 해당 부동산을 새롭게 매입하려는 매입주체인 투자자에게 우량임차인이 확보된 상태에서 장기간 임대차계약 조건으로 인해 공실이 발생할 가능성을 줄여가며 안정적인 운용소득을 확보할 수 있는 투자여건을 조성한다. 이 때, 투자의사결정 시 판단 지표로 활용되는 것 중에 하나가 부동산가치 대비 순영업이익의 비율로 산출되는 자본환원율이다.

그 동안 상업용부동산의 자본환원율과 관련한 분석은 주로 업무시설인 오피스를 대상으로 진행되었다. 자본환원율이 자산유형별로 다르게 나타날 수 있음에도 불구하고 유통판매시장을 대변하는 대형할인점을 대상으로 시도된 연구가 미비한 실정이다.

따라서 전국에서 거리가 이렇진 대형할인점을 대상

으로 임대차계약의 잔여기간이 자본환원율에 어떻게 영향을 미치는지 실증분석을 통해 분석하고자 한다.

## II. 이론적 고찰 및 선행연구 검토

### 1. 대형할인점의 정의 및 현황

대형할인점은 기존의 시장이나 백화점의 판매행태와 달리 대형유통사가 유통단계를 간소화하여 줄어든 제품의 마진을 토대로 소비자에게 할인된 제품가격으로 상품을 판매하는 구조를 지닌다.

「유통산업발전법」에 의하면, <표 1>과 같이 대규모 점포를 크게 대형할인점, 전문점, 백화점, 쇼핑센터, 복합쇼핑몰, 그 밖의 대규모 점포로 구분하고 있다. 대형할인점이라는 용어는 미국에서 1950년에 처음 도입된 개념(채영규, 2014)으로 국내에서는 대형마트가 이에 해당한다.

<표 1> 대규모 점포의 구분

구분	정의
대형마트	식품·가전 및 생활용품 중심으로, 점원의 도움 없이 소비자에게 소매하는 점포의 집단
전문점	의류·가전 또는 가정용품 등 특정 품목에 특화된 점포의 집단
쇼핑센터	다양한 상품을 구매할 수 있도록 현대적 판매시설과 소비자 편의시설이 설치된 점포로서, 직영의 비율이 30% 이상인 점포의 집단
복합쇼핑몰	쇼핑, 오락 및 업무기능 등이 한 곳에 집적되고, 문화·관광시설로서의 역할을 하며, 1개의 업체가 개발·관리 및 운영하는 점포의 집단
그 밖의 대규모 점포	대형할인점, 전문점, 백화점, 쇼핑센터 및 복합쇼핑몰에 해당하지 아니하는 점포의 집단

출처 : 법제처, 유통산업발전법

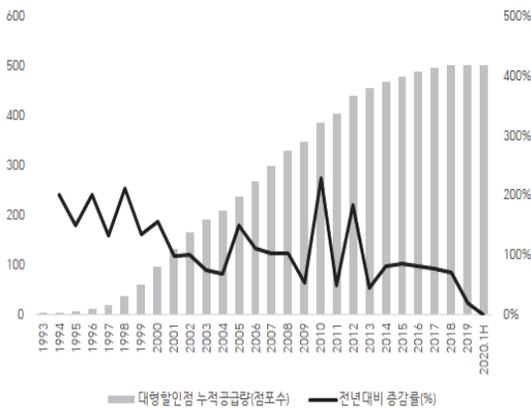
모든 유형에 대해 공통적으로 용역제공 장소를 제외한 매장면적의 합계가 3천㎡이상 점포 집단으로 정의하고 있으며, 세부적으로 구매방식, 품목, 직영점의 비

중, 시설로서의 기능 등의 특성에 따라 분류하고 있다.

국내의 대형할인점은 1993년 11월 서울 창동에서 최초로 등장하면서 과거 백화점과 재래시장이 주를 이루던 유통판매시장의 흐름을 변화시켰다. IMF 이후에는 경기지역을 중심으로 공급이 늘어나기면서 전국적으로 공급이 확장되는 분위기가 형성되었다. 그러나 2012년에 들어 전염성이 강한 중동호흡기증후군(MERS)이 전 세계로 확산되고, 국내 유통판매시장에도 영향을 받으면서 전통적인 형태인 대형할인점의 공급 상승세는 누그러들었다.

2020년 상반기를 기준으로 우리나라의 대형할인점은 <그림 1>과 같이 전국적으로 약 500여개 점포가 분포하고 있다.

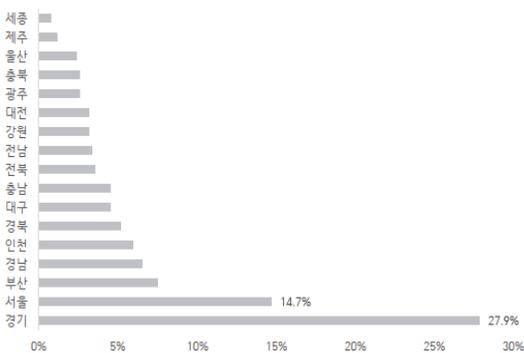
<그림 1> 대형할인점의 누적공급량('93-'20.1H)



출처: 체인스토어협회

전국에 공급되어 있는 대형할인점을 살펴보면, <그림 2>와 같이 경기지역(27.9%)과 서울(14.7%)에 가장 많이 밀집해서 분포하고 있다.

<그림 2> 전국 대형할인점 비중('20.1H)

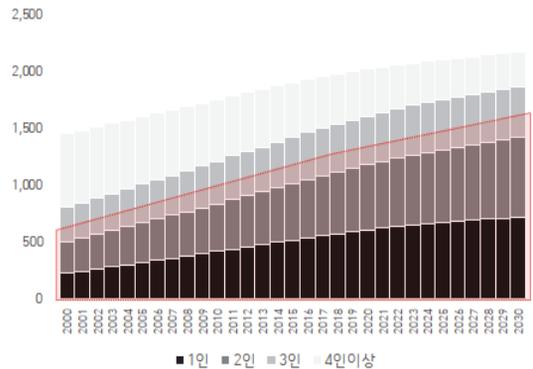


출처: 체인스토어협회

## 2. 소비트렌드의 변화 및 리테일 시장

최근 1·2인 소형가구가 증가하면서, 소량상품을 선호하는 등 소비트렌드의 변화가 나타나고 있다. 이는 온라인 쇼핑이 확장해나가는 시장분위기와 연관된다.

<그림 3> 가구당 가구원수 변화

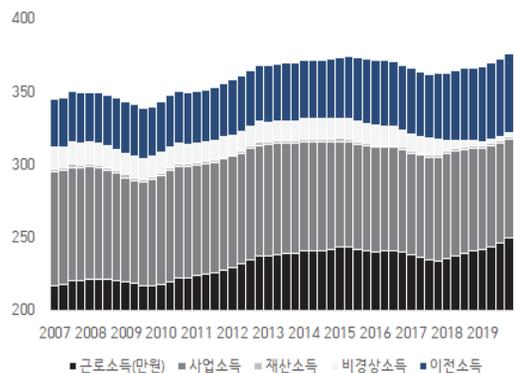


출처: 통계청

이러한 트렌드와 더불어 소비자들은 스마트폰을 빈번하게 이용하게 되면서, 구매하고자 하는 상품정보를 편리하고 빠르게 접할 수 있게 되었다. 특히, 온라인상에서 상품을 판매, 비교, 홍보 등의 정보를 제공하는 검색엔진을 비롯한 여러 상품구매 관련 플랫폼의 정보 구현 방식이 기존보다 다양해져 소비자들의 정보접근성은 과거보다 상당히 용이해졌다.

반면에 소비자들의 소득은 <그림 4>와 같이 크게 증가하지 않아 동일 품질에 대해 보다 저렴하게 구매하려는 욕구가 강한 양상을 보이고 있다.

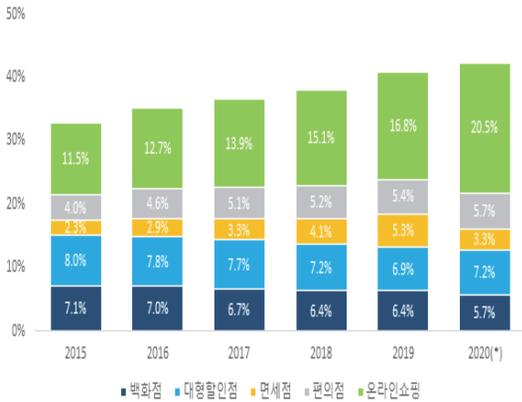
<그림 4> 가구당 실질 월소득변화(단위: 만원)



출처: 통계청(전국/실질/1인 이상, 4분기 이동평균)

특히, 2020년에는 COVID-19의 감염우려로 온라인 쇼핑을 통한 소비가 더욱 증가하게 되었다. 이러한 분위기 속에서 온라인 쇼핑은 <그림 5>와 같이 2020년 기준으로 20.5%수준을 보이며 점차 확대되어가고 있다.

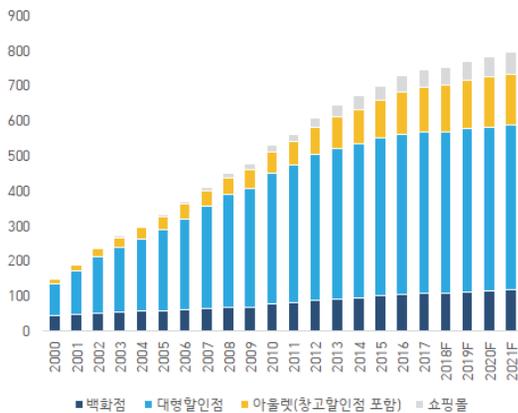
<그림 5> 소매업태별 비중



출처: 통계청  
 (\* ) 2020년: 1월~10월 자료로 [월평균 판매액\*12] 추정

이와 더불어 소비트렌드와 리테일 시장 환경의 변화로 새로운 형태의 유통판매시설이 등장하게 되었다. 배송기능을 갖추거나 저렴한 상품을 대량으로 판매를 위한 참고형 할인점과 아울렛, 쇼핑몰이 대표적이다.

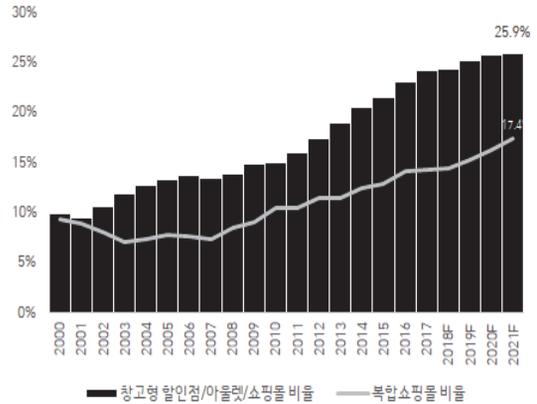
<그림 6> 대형소매업 유형별 누적공급(점포수)



출처: 체인스토어협회

그리고 온라인 쇼핑에서 부족한 다양한 경험을 소비자에게 직접 제공할 수 있도록 레저와 외식 공간 등의 기능을 추가한 복합쇼핑몰의 공급형태가 나타났다. 점포수를 기준으로 살펴보면, <그림 7>과 같이 복합쇼핑몰은 전체 중 17.4%의 비중을 차지하며, 대형할인점은 약 59.1%의 비중으로 공급되어 있다.

<그림 7> 참고형할인점/아울렛/쇼핑몰 및 복합비율



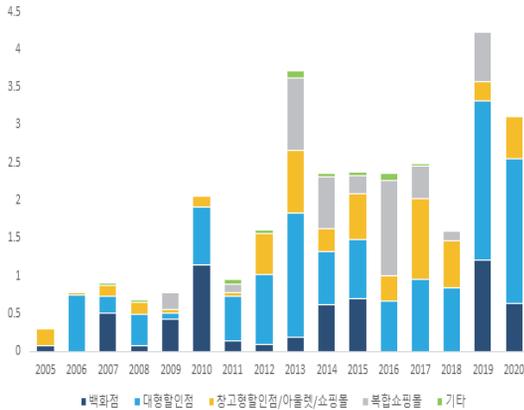
출처: 체인스토어협회

이와 같은 상황에 오프라인 리테일 시장에서는 백화점의 경우, 가격을 낮춰 저렴한 식음료 상품의 비중을 늘리고, 대형할인점은 수익성이 낮은 매장의 매각, 폐점, 물류일괄 대행서비스를 수행하는 풀필먼트(Fulfillment)<sup>1)</sup> 스토어로의 전환, PL(Private Label) 상품<sup>2)</sup>제작 등의 대응전략을 꾀하고 있다. 그럼에도 불구하고 소비트렌드의 변화로 대형할인점은 운영환경의 악화로 변화하는 소비트렌드에 적응하지 못하는 매물이 증가하고, 주요 유통업체가 재무건정성을 확보하기 위하여 자산유동화를 진행함에 따라 쏟아지는 매물이 바로 거래로 연결되고 있다.

특히, 2013년에는 유통사 H사와 L사가 여러 부동산 자산을 한꺼번에 유동화 시키면서 해당 기간 동안에 전체 거래는 총 3.7조원 규모를 기록했다. 2019년에도 E사와 L사가 여러 자산을 포트폴리오 형태로 자산유동화하며 전체 시장의 거래규모가 커지며 총 4.2조원의 거래가 이뤄졌으며, 2020년에는 총 3.1조원의 거래 규모를 기록했다.

1) 풀필먼트(Fulfillment) 서비스는 물류 전문업체가 물건을 판매하려는 업체들의 위탁을 받아 배송, 보관, 포장, 재고관리, 교환/환물서비스 등 일련의 과정을 담당하는 물류대행서비스를 의미함  
 2) PL(Private Label)상품이란 유통업체가 제조업체에 생산을 위탁한 기획 상품이나 자체제작한 뒤 유통업체 브랜드로 판매하는 상품으로 저렴한 가격으로 소비자가 만족할 만한 품질을 높은 상품을 의미함

<그림 8> 리테일 거래규모(단위: 조원)



대형할인점의 임차인은 신용도가 높은 주요 유통판매사가 책임임대차(Master Lease)<sup>3)</sup> 계약구조로 고정임차인(Anchor Tenant)<sup>4)</sup> 성격으로 입점하며, 다음과 같은 임대차 계약구조의 특징을 가진다.

먼저, 여러 임차인이 아닌 단일 임차인으로 해당 건물의 전체공간에 대해 임대차 계약을 맺기 때문에 공실률이 제로인 특성을 가진다.

둘째, 트리플넷 임대차계약(Triple Net Lease)<sup>5)</sup> 형태이기 때문에 임차인이 관리비용을 부담하고, 임대인은 관리운영 전반의 책임과 비용에서 자유롭다. 이러한 계약구조는 신용도가 유통사가 임차인 지위에서 입점하여 관리비용을 지불하는 대신 영업활동을 위한 건물 유지의 편의성을 위한 목적성을 가진다.

셋째, 임대차계약기간이 장기계약형태이다. 이는 첫 번째 특징에서 언급한 공실률이 제로인 상태에서 오랜 기간 동안 임대인에게 운용수익을 안정적으로 발생시킬 수 있는 조건이 마련되는 특성을 지닌다.

### 3. 자본환원율의 개념

부동산에서의 수익은 크게 보유기간동안 기대하는 임대운용수익과 거래활동을 취할 때 발생하는 매입가와 매각가간의 차액에 대한 수익으로 구분할 수 있다.

우리나라의 경우, IMF 시기가 도래하기 이전에는 부동산 가치상승에 따른 자본적 이익에 관심을 두었다

면, 이후에는 운용수익에 중점을 두기 시작했다(이영호·윤동건, 2012).

상업용 부동산은 거래주체가 투자할 대상에 자기자본을 투입하여 그에 따른 수익을 추구하는 목적성을 지닌다. 이러한 투자활동을 전개하는 단계에서 사전에 수익성을 판단할 수 있는 척도가 필요하다. 이와 관련하여 자본환원율은 매입주체가 수익성을 판단하는데 도구적 기능을 하게 된다.

자본환원율을 적용하여 자산의 가치를 평가하는 방식을 「감정평가에 관한 규칙」에서는 수익환원법이라고 명시하고 있다. 이에 따르면, “대상 물건이 장래 산출할 것으로 기대되는 순수익을 환원이율로 환원하여 가격시점에 있어서의 평가가격을 산정하는 방법”이라고 명명하고 있다.

자본환원율을 산정에 필요한 운영업소득(NOI: Net Operation Income)은 임대 가능한 공간이 공실 없이 모두 임대가 되어 임대료와 보증금운용수익, 관리비 수입 등을 통해 발생하는 가능조총소득(PGI: Potential Gross Income)에서 공실 혹은 임대료 미납에 따른 손실을 차감하여 유효조총소득(EGI: Effective Gross Income)을 산출한 후 세금과 유지관리비 등 비용적 요소를 제외하여 산출한다(부동산경제학, 2020). 운영업소득은 부동산에서 발생하는 총수입의 규모에 대해 해당 부동산의 소유권을 지닌 지분투자자, 대출을 실행하는 금융투자자 등 모든 투자자별로 회수할 수 있는 수입비중의 총합을 의미하기 때문에 투자의 판단적 역할에 중요한 함의를 지닌다.

자본환원율의 추정방법은 크게 사례 부동산의 거래가격 대비 운영업소득으로 산출하는 시장추출법, 대상 부동산의 위험을 구성요소로 분해하여 할증률을 반영하는 조성법, 대상 부동산의 건물과 토지의 구성 비율을 결합하여 자본환원율을 산출하는 투자결합법, 저당대부의 Ellwood법, 부채감당법, 할인을 반영법 등 여러 방법이 있으며, 본 연구에서는 시장추출법을 채택하여 분석을 시도한다.

상업용부동산의  $t$ 시점의 자본환원율은 식(1)과 같이 산출할 수 있다. 즉, 거래 후 최초년도 운영이익이 아닌 거래시점( $t$ )을 기준으로 자산가치( $P_t$ ) 대비 운영

3) 책임임대차계약(Master Lease)은 임차인이 해당부동산 임대공간 전체에 대해 임대차계약을 맺어 단일임차인으로 구성된 구조임  
 4) 고정임차인(Anchor Tenant)란 신용도가 높은 우량임차인이 소비자를 유인하여 건물이나 주변가치까지 향상시키는 역할을 함  
 5) 트리플넷임대차계약(Triple Net Lease)이란 임차인이 임대료를 제외한 건물운영에 수반되는 제세공과금과 보험료, 수선유지비 등의 관리비용을 부담하는 계약형태로, 임대인의 관리운영 상 책임이나 관리비용에 대한 부담을 줄이는 임대차계약의 성격을 가짐

업이익( $NOI_t$ )의 비로 정의된다.

$$k_t = \frac{NOI_t}{P_t} \quad (1)$$

식(1)과 같이 정의되는 자본환원율( $k_t$ )은 식(2)와 같이, 요구수익률에서 기대가격상승률을 뺀 값으로 재정의 할 수 있다.

$$k_t = \gamma_t - g_t \quad (2)$$

식(2)에서  $\gamma_t$ 는 해당 부동산의 요구수익률이자 위험조정 할인율이며,  $g_t$ 는  $t$ 시점에 기대할 수 있는 기대가격상승률이다. 여기서  $\gamma_t$ 를 요구수익률이라고 가정한다면,  $\gamma_t$ 는 다시 식(3)과 같이 무위험수익률( $\gamma_t^f$ )에 리스크프리미엄( $\pi_t$ )을 합한 값으로 구성할 수 있다.

$$\gamma_t = \gamma_t^f + \pi_t \quad (3)$$

여기서 요구수익률은 무위험자산 수익률에 리스크프리미엄을 고려한 값으로, 물가상승률에 실질이자율을 더한 수치임을 감안하면, 이미 물가상승률이 반영된 함의를 지닌다. 즉, 투입하는 자산에 대해 기대하는 총수익률은 무위험 수익률에 리스크프리미엄을 합산한 관계로 식(4)와 같이 정의될 수 있다.

$$k_t = \gamma_t^f + \pi_t - g_t \quad (4)$$

즉, 자본환원율은 시장에서 얻을 수 있는 무위험수익률에 리스크프리미엄을 합한 값에서 기대가격상승률을 뺀 값의 의미를 가지게 된다.

따라서 부동산자산의 기대하는 운용수익은 무위험수익률인 시장금리와 공실이라는 리스크프리미엄, 기대가격상승률에 영향을 받게 된다. 그리고 식 (4)에서 무위험수익률은 시간에 따라 변하게 되고, 리스크프리미엄과 기대가격상승률은 시간에 따라 변하며 입지나 자산의 유형, 기타 특성에 따라 달라질 수 있다.

#### 4. 선행연구 검토

그 동안 상업용부동산의 자본환원율에 관한 연구는

국내보다 해외에서 오랜 기간 동안 연구가 진행되었고, 그중에서도 오피스 시장을 대상으로 한 연구가 주를 이어왔다. 자본환원율의 수준은 투자자가 인식하는 기대수익과 위험요소로 인해 영향 받는 시장특성에 따라 차이를 보이며(Sivitanides et al, 2001). 자본환원율 스프레드는 여러 수익률 변수들의 스프레드에 영향을 받지만, 시차를 두고 영향을 받게 된다(Jud and Winkler, 1995). 오피스 시장의 자본환원율은 기대수익과 수익의 손실위험에 영향을 주는 과거 자본환원율, 재고량, 공실률 등과 같은 시장요인에 의해 변화하지만, 시장의 상황에 빠르게 반응하지 않는 것으로 보인다(Sivitanidou and Sivitanides, 1999).

해당 부동산의 구조적 특성과 입지조건, 이자율 등의 횡단면적 자료특성을 활용하여 자본환원율의 구조를 살펴본 결과, 임대수입이 늘어날 경우 자본환원율이 커지고, 건축연한과 이자율이 작아질 경우 자본환원율은 작아진다(이상경 · 이현석, 2005). 반면, 시계열적으로 거시경제변수를 고려하여 살펴본다면, 이자율 하락과 위험프리미엄의 하락에 따라 자본환원율이 낮게 형성되는데 이는 개별부동산의 특성보다 거시경제변수들의 영향을 더 크게 받는 것으로 나타났다(손재영 · 윤민선, 2007). 특히, 시장금리와 자본환원율 간 양의 관계를 가지는 분석(이수정 · 조주현, 2010)은 거시경제와 자본환원율의 연관성을 검증하였다.

기업경기실사지수와 같은 부동산 투자의 위험과 구분소유여부, 국내투자자여부와 같은 부동산 투자 측면이 지니는 특성도 자본환원율에 영향을 미치게 된다(문홍식 · 조주현, 2012). 다시 말해서, 구분거래이거나 외국인 매입 그리고 공실률이 높은 상태일수록 자본환원율은 높게 형성된다(이동준 · 이용만, 2012).

공급의 제약이 자본환원율에 크게 영향을 줄 수 있으며(Chichernea et. al, 2008), 부동산 자산의 유형에 따라 자본환원율의 차이가 존재하기 때문에 산출할 경우 유형의 구분이 중요하다(Ambrose and Nourse, 1993). 따라서 본 연구는 부동산 자산유형별 자본환원율의 수준이 차이가 존재하기 때문에 (Sivitanidou and Sivitanides, 1999), 그 동안 주로 오피스를 중심으로 진행되어 온 선행연구와 달리 대형할인점을 중심으로 연구를 진행한다. 그리고 지금까지 자본환원율의 연구에서 고려되지 않은 임대차계약의 잔여기간이 자본환원율에 미치는 영향에 관하여 실증분석을 시도한다는 측면에서 기존연구와의 차별성을 지닌다.

### III. 자료특성 및 실증분석모형

#### 1. 자료특성

본 연구에서는 2006년 1분기부터 2020년 상반기까지 전국에서 거래된 대형할인점 사례를 대상으로 한다. 전체 거래된 사례 중 대형유통사라는 우량임차인이 고정 임차인으로 입점하여 장기간 임대차계약 구조 형태를 지닌 사례로 제한하여 총 104건을 분석 표본으로 선정하였다.

이 사례들은 대형유통사가 소유주으로써 보유하며 영업활동을 하고 있던 부동산을 새로운 매수인에게 매각하고 임차인의 입장에서 임대차계약을 맺거나, 이미 장기임대차계약기간 동안 임대차계약이 맺어진 대형할인점에 대해 또 다른 새로운 매수인간의 거래가 이뤄진 특성을 가진다. 이를 배경으로 본 연구에서의 변수구성은 <표 2>와 같이 구성하였다.

먼저, 종속변수인 자본환원율(Cap.Rate)은 투입된 자금 대비 이익을 판단할 때 활용되는 지표로, 순영업이익을 부동산 가치 나눠 산출되며 산정방식에 따라 그 수준이 달라질 수 있다.

상업용부동산의  $t$ 시점에서 추정할 수 있는 자본환원율은 식(5)와 같이 산출할 수 있다.

$$k_t = \frac{NOI_t}{P_t} = \frac{(D_t \times i + R_t + C) \times (1 - V_t)}{P_t} \quad (5)$$

자본환원율을 추정하기 위해서는 순영업이익의 산출과정을 살펴볼 필요가 있다.

순영업이익은 무위험수익률인 시장금리( $i$ )를 보증금( $D_t$ )에 적용하여 보증금의 이익분에 해당자산의 연간임대료( $R_t$ )와 관리비용( $C$ )에서 발생하는 수익금을 합산한다. 이렇게 도출된 값에 공실( $V_t$ )리스크를 고려하여 최종적으로 순영업이익을 산출한다.

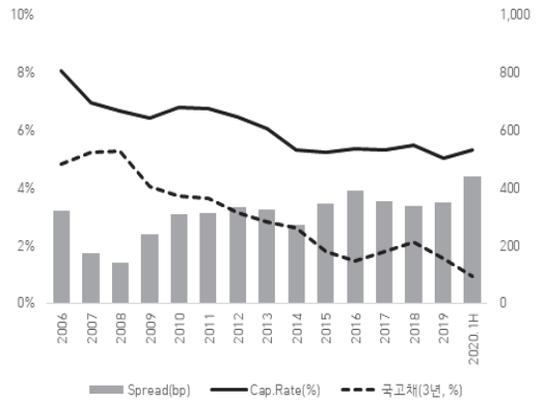
본 연구의 분석대상인 대형할인점은 오피스와 달리 책임임대차계약(Master Lease)의 구조로 인한 공실률이 제로인 특성과 관리비용 실비정산 방식인 트리플넷 임대차계약(Triple Net Lease) 성격을 가지기 때문에 식(6)과 같이 자본환원율을 산출할 수 있다. 즉, 보증금운용을 고려하여 보증금운용이익에 임대료를 합산하여 순영업이익을 산출한 후 매매가격으로 나누어

자본환원율을 산정한다.

$$k_t = \frac{D_t \times i + R_t}{P_t} \quad (6)$$

식(6)을 적용하여 국내 대형할인점의 연도별 자본환원율의 추이를 산출하면 <그림 9>와 같다. 2020년 상반기 기준 자본환원율은 5.3%수준으로, 저금리 기조로 인해 시장금리와의 스프레드가 가장 높은 수준을 나타내고 있다.

<그림 9> 대형할인점의 자본환원율 추이('06-'20.1H)



다음으로 독립변수는 시장경제특성, 거래특성, 건물특성, 입지특성, 브랜드특성 등 크게 4가지 범주로 구분하였다.

첫째, 시장경제특성은 앞서 연구된 많은 연구들에서 확인된 무위험수익률을 고려하기 위한 변수로 국고채 3년을 변수로 선정했다.

둘째, 거래특성변수로 본 연구에서 핵심적으로 다루게 될 설명변수인 잔여임대차기간이다. 잔여임대차기간은 투자자가 안정적인 운용수익구조를 갖추기 위한 조건으로, 거래시점에서 임대차계약기간 만료일을 뺀 값으로 변수를 구성한다. 추가적으로 잔여임대차기간이 줄어감에 따라 나타날 수 있는 한계효과를 고려하여 잔여임대차계약기간의 제곱항을 추가변수로 넣어 2차 방정식 형태로 구성한다.

셋째, 건물특성변수로는 거래되는 대형할인점의 연면적을 고려하였다. 매장의 규모는 해당 부동산이나 유통판매 영업활동의 매출규모와 관련이 있으므로, 자본환원율에 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상된다.

<표 2> 변수구성

구분	변수명	변수설명	단위	비고		
종속변수	자본환원율	순영업이익/거래가격	%	등기부등본		
독립변수	시장경제 특성	시장금리	국고채 3년	%	한국은행	
		거래 특성	잔여임대기간	거래시점-임대차기간 만료일	연	등기부등본
	(잔여임대기간) <sup>2</sup>		잔여임대차기간의 제곱항	-	등기부등본	
	건물 특성	거래면적	거래된 건물의 거래(바닥)면적의 합	평	등기부등본 건축물대장	
		건축연한	거래시점-준공시점	연		
	입지 특성	수도권+5대광역시(세종포함)	수도권+5대광역시(서울, 경기, 인천, 광주, 대구, 대전, 부산, 울산, 세종)=1, 그 외=0	더미	건축물대장	
	브랜드 특성	L사	그 외=0 (기준: H사)	L사=1	더미	등기부등본
		E사		E사=1		
	시간 특성	2007	그 외=0 (기준: 2006년)	2007년=1	더미	등기부등본
		2008		2008년=1		
		2009		2009년=1		
		2011		2011년=1		
		2012		2012년=1		
		2013		2013년=1		
		2014		2014년=1		
2015		2015년=1				
2016		2016년=1				
2017		2017년=1				
2018		2018년=1				
2019		2019년=1				
2020		2020년=1				

특히, 앞서 연구된 이동준·이용만(2012)은 해당 변수를 그룹화한 더미변수로 자본환원율에 대한 리스크와 성장요인 측면을 언급한 바가 있다. 추가로 건축연한은 해당자산의 노후도를 의미하며 거래시점에서 준공시점을 뺀 값으로 변수를 구축하였다.

넷째, 입지특성을 고려하기 위하여 수도권(서울, 경기, 인천)과 5대광역시(광주, 대구, 대전, 부산, 울산), 세종지역을 포함하여 더미변수로 구성하였다.

다섯째, 대형할인점을 운영하는 주요 브랜드를 지닌 유통사별로 영향력을 고려하기 위하여 각 유통사에 해당하는 변수를 더미로 구성하였다.

마지막으로 자본환원율에 영향을 줄 수 있는 요인으로 시간특성을 반영하였다. 자본환원율을 구성하는 무위험수익률과 리스크프리미엄, 기대가격상승률은 시

간에 따라 변화한다. 따라서 연도별 시간특성 더미변수를 고려하여 도출되는 추정계수를 통해 시장이자율과의 흐름을 비교하기 위하여 변수를 구성하였다.

이 외에도 건축구조, 건축구분(일반/집합), 입지 관련 더미변수 등의 특성변수들을 검토하였다. 그러나 모형에 적용하여 분석을 시도해본 결과, 해당 변수들은 유의하지 않게 도출되어 본 연구의 설명변수에서 제외하였다.

## 2. 실증분석모형

본 연구는 대형할인점의 잔여임대차계약기간이 자본환원율에 미치는 영향을 알아보기 위하여 식(5)를 통해 산출한 자본환원율 변수와 개별 대형할인점들의

고려된 특성을 반영하여 다중회귀모형으로 식(7)과 같이 회귀분석을 진행한다.

$$k_i = f(x_1, x_2, \dots, x_n) \quad (7)$$

여기서 종속변수  $k_i$ 는 대형할인점의 자본환원율이고, 독립변수  $x_1, x_2, \dots, x_n$ 는 앞에서 언급된 시장경제 특성, 거래특성, 건축물특성, 입지특성, 브랜드특성과 관련한 요인들에 관한 벡터를 의미한다.

$$k_i = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_n x_n + \varepsilon \quad (8)$$

추가적으로 앞에서 잔여임대차계약의 한계성을 고려하기 위하여 식(8)에 제곱항을 추가하여 실증분석을 진행하게 된다.

## IV. 실증분석

### 1. 대형할인점 자본환원을 및 개별특성

과거 2006년부터 2020년 상반기까지 거래가 이뤄진 대형할인점들을 대상으로 잔여임대차 기간을 비롯한 변수들의 특성을 파악하기 위하여 기초통계량을 살펴보면 <표 3>과 같다.

먼저, 자본환원율(Cap.Rate)은 평균값이 5.8%이고 최소 4.1%에서 최대 8.2% 수준이며, 1.1%의 표준편차를 보였다.

거래면적은 최소 1663평에서 최대 23,733평으로 평균적으로 12,175평 규모수준이며, 표준편차는 4,531평으로 나타났다.

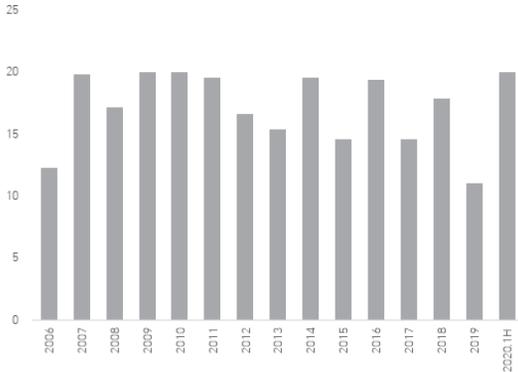
브랜드 특성을 파악하기 위하여 여러 대형할인점을 묶어 자산유동화를 시킨 주요 대형유통사에 대해 H사를 기준으로 더미변수를 구성하여 확인하였다. L사의 경우 평균값이 0.3, 표준편차값은 0.5로 확인되었으며, E사 더미변수는 평균값 0.1, 표준편차 0.3값을 가지는 것을 확인하였다.

다음으로 본 연구에서 주요설명변수인 잔여임대차 기간은 최소 9년에서 최대 20년으로 2배 이상의 차이를 보였다. 연도별 평균잔여 임대차기간은 <그림 10>과 같으며, 평균적으로 15.6년이다.

<표 3> 기초통계량

구분	항목명	mean	min	max	Std. Dev
종속변수	Cap.Rate	5.8%	4.1%	8.2%	1.1%
시장경제 특성	국고채 3년	2.9%	1.3%	5.9%	1.3%
거래 특성	잔여 임대기간	15.60	8.9%	20.0	4.11
	(잔여 임대기간) <sup>2</sup>	259.98	80.21	400.11	124.71
건물 특성	거래면적	12,175	1,663	23,733	4,531
	건축연한	8.30	0.00	34.00	6.70
입지 특성	수도권+ 5대광역시 (세종포함)	0.67	0.00	1.00	0.47
브랜드 특성	L사	0.33	0.0	1.0	0.47
	E사	0.13	0.0	1.0	0.33
시간 특성	2007년	0.03	0.00	1.00	0.17
	2008년	0.06	0.00	1.00	0.23
	2009년	0.01	0.00	1.00	0.10
	2010년	0.03	0.00	1.00	0.17
	2011년	0.02	0.00	1.00	0.14
	2012년	0.06	0.00	1.00	0.23
	2013년	0.14	0.00	1.00	0.35
	2014년	0.10	0.00	1.00	0.30
	2015년	0.07	0.00	1.00	0.25
	2016년	0.06	0.00	1.00	0.23
	2017년	0.08	0.00	1.00	0.27
	2018년	0.04	0.00	1.00	0.19
2019년	0.16	0.00	1.00	0.37	
2020년	0.03	0.00	1.00	0.17	

<그림 10> 대형할인점 평균잔여임대차 기간



식 (4)에서 언급한 바와 같이 자본환원율은 시간의 특성에 따라 영향을 받게 된다. 이에 따라 각 시점특성을 정량화하여 더미변수로 구성하였다.

## 2. 임대차계약 잔여기간과 자본환원율의 관계

추정모형을 근거하여 모형의 적합성을 파악하기 위하여 각 특성별 고려된 분석 Model을 구성한다.

먼저, 무위험수익률인 시장금리와 시점특성인 시점 더미변수의 추세를 확인하기 위하여, Model 1은 시장경제특성을 제외하고 거래특성을 반영한 잔여임대차 기간과 잔여임대차기간의 제곱항, 건물특성을 고려한 거래면적과 건축연한, 입지특성을 고려한 더미변수, 브랜드특성을 H사 기준으로 고려한 더미변수, 시간특성을 고려한 연도별 더미변수로 구성한다.

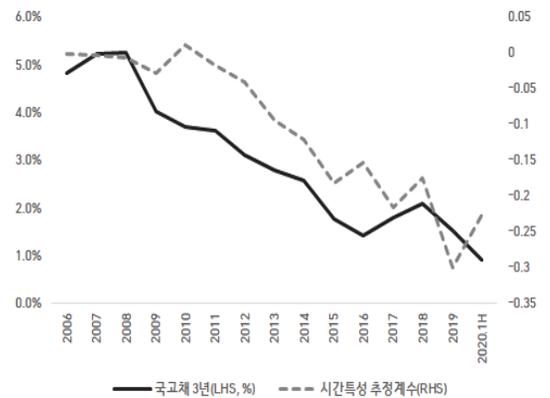
다음으로 Model 2는 시간특성 더미변수를 시장경제특성인 시장금리 변수로 대체하여 모델을 구성한다.

마지막으로 Model 3은 Model 2에서 유의하지 않게 확인되는 건축연한 변수를 제외하여 구성하며, 분석한 결과는 <표 4>와 같다.

우선적으로 Model 1에서 도출된 시점특성을 고려한 더미변수들의 추정계수들의 시점별 추이와 연도별 시장금리의 추이를 살펴보면 <그림 11>과 같이 추세가 유사한 방향성을 가지고 있다. 이는 자본환원율에 영향을 미치는 시간특성이 이미 시장금리에 반영되어 있다고 해석할 수 있다.

다시 말해서 자본환원율은 시간의 특성에 영향을 받으며, 이는 시간특성 더미변수를 대신해서 시간의 특성에 따라 변화하는 무위험수익률인 시장금리로 설명 변수를 대체하여 분석이 필요하다는 것을 확인했다.

<그림 11> 시간특성 추정계수-국고채(3년)금리 관계



Model 1에서 분석된 결과로는 잔여임대기간이 자본환원율에 음(-)의 영향력을 주는 것으로 나타나며, 5%수준에서 유의한 변수로 확인되었다. 한계효과를 고려한 잔여임대기간의 제곱항은 반대로 양(+의) 영향을 주며 동일수준에서 유의한 변수로 확인되면서 대형할인점의 장기계약형태인 임대차기간의 잔여기간이 줄어들어감에 따라 자본환원율에 미치는 영향력의 속도는 달라질 수 있다고 설명할 수 있다. 건물특성을 고려한 설명변수인 거래면적과 입지특성 더미변수는 모두 음(-)의 영향력을 가지는 것으로 나타났는데 이는 자산가치 상승여력이 있는 대상으로 해석되며 성장성을 확인할 수 있는 결과라고 판단된다.

Model 1의 R<sup>2</sup>는 0.8541로 높은 수준이지만, 자본환원율이 시간특성의 더미변수가 시간에 따라 변하는 특성을 지니는 무위험수익률의 영향을 고려하지 못한 모델이므로 거시경제특성을 반영한 Model 2를 재구성하여 분석을 시도하였다.

Model 2의 R<sup>2</sup>는 0.7725로 나타났으며, 시장금리인 국고채 3년 변수는 양(+의) 방향으로 영향력을 가지며 1%수준에서 유의한 변수로 확인되었다. Model 2에서의 잔여임대차기간 변수는 1%수준에서 유의하게 나타났으며, Model 1에서 변수의 유의도가 높아졌음을 확인하였다. 건축연한은 건축물의 노후정도를 판단하기 위한 변수로 건축물의 가치에 영향을 미칠 것으로 생각하고 고려하였으나, 유의성이 확보되지 않았다.

따라서 Model 3에서는 해당변수를 제외하고 Model 2에서 유의한 변수들로만 설명변수를 구성하여 분석을 시도하였다.

<표 4> 분석결과

구분	변수명	Model1		Model2		Model3		
		추정계수 (표준편차)	t값	추정계수 (표준편차)	t값	추정계수 (표준편차)	t값	
상수항		0.1295*** (0.0157)	8.26	0.1162*** (0.014)	8.30	0.1135*** (0.0129)	8.79	
독립변수	시장경제 특성	국고채 3년	-	-	0.4780*** (0.0602)	7.94	0.4966*** (0.0474)	10.47
	거래 특성	잔여임대기간	-0.0056** (0.0022)	-2.54	-0.0075*** (0.0017)	-4.39	-0.0073*** (0.0017)	-4.42
		(잔여임대기간) <sup>2</sup>	0.0142** (0.0001)	2.01	0.2046*** (0.0001)	3.74	0.1981*** (0.0001)	3.74
	건물 특성	거래면적	-0.0003** (0.0000)	-2.30	-0.0002*** (0.0001)	-1.63	-0.0002* (0.0001)	-1.73
		건축연한	0.0000 (0.0001)	0.08	-0.0001 (0.0001)	-0.50	-	-
	입지 특성	수도권+5대광역시 (세종포함)=1	-0.0039*** (0.0012)	-3.27	-0.0028** (0.0013)	-2.22	-0.0029* (0.0013)	-2.30
	브랜드 특성	L사=1	-0.0033** (0.0016)	-2.00	-0.0042** (0.0013)	-3.20	-0.0040*** (0.0013)	-3.19
		E사=1	-0.0114*** (0.0031)	-3.71	-0.0161*** (0.0025)	-6.45	-0.0160*** (0.0025)	-6.46
	시간 특성	2007년=1	-0.0027 (0.0035)	-0.76	-	-	-	-
		2008년=1	-0.0030 (0.0030)	-0.99	-	-	-	-
		2009년=1	-0.0090* (0.0053)	-1.71	-	-	-	-
		2010년=1	0.0031 (0.0040)	0.77	-	-	-	-
		2011년=1	-0.0033 (0.0040)	-0.83	-	-	-	-
		2012년=1	-0.0067** (0.0031)	-2.17	-	-	-	-
		2013년=1	-0.0133*** (0.0027)	-4.94	-	-	-	-
		2014년=1	-0.0150*** (0.0032)	-4.70	-	-	-	-
		2015년=1	-0.0201*** (0.0034)	-5.94	-	-	-	-
		2016년=1	-0.0153*** (0.0032)	-4.77	-	-	-	-
		2017년=1	-0.0196*** (0.0029)	-6.75	-	-	-	-
		2018년=1	-0.0144*** (0.0036)	-4.06	-	-	-	-
2019년=1		-0.0230*** (0.0033)	-7.03	-	-	-	-	
2020년=1	-0.0162*** (0.0039)	-4.14	-	-	-	-		
R-Square		0.8541		0.7725		0.7719		
Adj.R <sup>2</sup>		0.8168		0.7533		0.7552		
표본수		104		104		104		

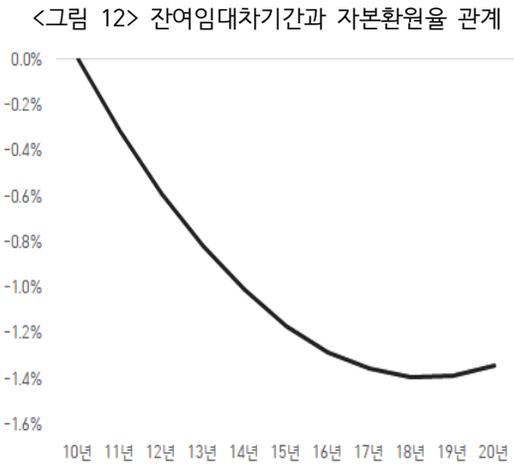
\*.p<0.1, \*\*.p<0.05, \*\*\*.p<0.01

\*\*\*\*잔여임대차기간의 제곱항의 경우, 영향력을 확인하기 위하여 추정계수값에 100을 곱해서 나타낸 수치임

\*\*\*\*.거래면적의 경우, 추정계수값에 1,000을 곱한 값으로 1천평 단위로 단위전환을 의미

Model 3의 R<sup>2</sup>는 0.7719로 모형 설명력의 적합성을 가지며, 분석결과는 다음과 같다. 먼저 국고채 금리의 경우 만일 1%p하락할 경우 자산가격의 증가로 자본환원율은 약 0.5%p하락의 영향을 줄 수 있다는 분석결과가 나타났다.

다음으로 투자자 입장에서의 임대차계약기간은 운용을 통해 수익을 얻을 수 있는 기간을 의미한다. 이에 잔여임대차기간은 남은 투자수익가능 구간이라고 재 해석할 수 있다. 본 연구의 주요 요인인 잔여임대차기간과 한계효과를 고려한 제곱항 모두 1%수준에서 유의미한 변수로 확인되었다. 자본환원율과 잔여임대차기간은 반비례 관계를 가지고 제곱항은 정(+의) 관계를 가지는 것으로 나타났다. 추정된 결과를 반영하여 잔여임대차기간 10년을 기준으로 잔여임대차기간과 자본환원율의 관계를 살펴보면 <그림 12>와 같다.



임대차계약기간의 남은 기간이 줄어들수록 공실리스크가 증가하게 되고 기대가격상승률의 하락폭이 커지기 때문에 자본환원율의 상승폭은 커지게 된다.

예를 들면, 대형할인점의 잔여임대차기간이 20년이 남은 상황에서 매입하여 16년이 매각한 경우와 15년

일 때 매입하여 11년일 때 매도한 경우로 가정하여 <표 5>와 같이 살펴보자.

Model 3에서 추정된 계수값을 적용하여 자본환원율의 증가분을 계산해보면 전자의 경우, 잔여임대차기간이 줄어드는 기간에 따라 20년에서 19년으로 줄어들 경우 0.004%p, 19년에서 18년으로 줄어들 경우 0.004%p, 18년에서 17년으로 줄어들 경우 0.04%p, 17년에서 16년으로 줄어들 경우 0.08%p씩 증가하여 운용기간동안 자본환원율은 총 0.12%p 상승하게 된다. 반면, 후자의 경우, 15년에서 14년으로 줄어들 경우 0.15%p, 14년에서 13년으로 줄어들 경우 0.19%p, 13년에서 12년으로 줄어들 경우 0.23%p, 12년에서 11년으로 줄어들 경우 0.27%p씩 증가하여 운용기간 동안 자본환원율이 총 자본환원율이 0.86%p 증가하게 된다. 즉, 운용기간을 동일하게 4년으로 가정하였을 때, 임대차계약의 남은 기간에 따라 자본환원율의 상승속도의 차이가 벌어지게 된다. 이러한 결과는 잔여임대차 기간이 줄어들어 만기가 도래했을 때, 단일 임차인으로 구성된 공간의 공실을 바로 채우기 어려운 공실리스크에서 비롯한 영향에 기인한 결과라고 해석할 수 있다. 결과적으로 잔여임대차기간이 증가할수록 공실리스크는 줄어들고 자산가치가 상승하여 자본환원율은 감소하는 관계적 결론을 도출할 수 있다.

다음으로, 거래면면적의 경우 질적으로 개선된 리테일 시설로 변모할 가능성이 고려되어 면적 1천평 증가할 경우 자본환원율에 0.02%p 수준의 하락으로 작용할 수 있다. 브랜드 더미변수의 경우 H에 비해 L사는 0.04%p, E사는 1.60%p 하락하는 것으로 나타났다. 이는 매입당시 잔여임대차기간이 평균적으로 H사가 16.1년으로 가장 높고, L사가 14.9년, E사가 10.0년 순으로 공실리스크에 따른 거래가격 변화로 이어진 결과라고 해석된다. 마지막으로 서울을 포함한 5대광역시와 세종에 입지한 대형할인점의 경우 자산가치의 차이로 그 외 지역에 비해 자본환원율이 0.21%p하락하는 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 5> 잔여임대차기간과 자본환원율의 관계

잔여임대차기간(년)	20	20 ↓ 19	19 ↓ 18	18 ↓ 17	17 ↓ 16	16 ↓ 15	15 ↓ 14	14 ↓ 13	13 ↓ 12	12 ↓ 11	11 ↓ 10	10 ↓ 9
Cap.Rate 증가분(%)	-	0.004	0.004	0.04	0.08	0.11	0.15	0.19	0.23	0.27	0.31	0.35

## V. 결론 및 시사점

자본환원율은 매수자가 어떠한 자산에 자기자본을 투입하여 투자하고자 할 때, 의사결정의 참고지표로 활용될 수 있다. 그러나 자본환원율은 시장상황이나 여러 요인에 따라 해석이 달라질 수 있다.

자본환원율이 높아지는 경우는 운영업이익이 높아지는 경우와 최초 매입당시 자산가치가 하락하는 경우로 구분할 수 있다. 반대로 낮아지는 경우는 운영업이익이 하락하는 경우와 자산가치가 상승하는 경우로 해석할 수 있다. 따라서 단순히 자본환원율이 나타내는 수치만의 해석으로 투자를 판단하기 보다는 해당 자산의 자본환원율이 변화하는 요인에 대한 원인을 살펴볼 필요가 있다.

따라서 본 연구는 전국에서 거래된 대형할인점 104건의 사례정보를 수집하여 그 동안 언급되지 않았던 요인인 잔여임대차기간이 자본환원율에 미치는 관계를 파악하기 위한 분석을 진행하였다. 연구에서 도출된 결론의 요약과 주요 시사점은 크게 2가지이다.

첫째, 대형할인점과 같이 우량임차인이 장기간 계약형태로 있는 자산은 향후 공실리스크가 존재할 수 있다. 임대차계약기간이 장기간일수록 투자자는 안정적인 운용수익을 취할 수 있지만, 임대차계약의 잔여기간이 줄어들수록 공실리스크는 커지고 기대수익률의 하락폭이 커지기 때문에 자본환원율의 상승 속도는 가파르게 변화하게 된다. 즉, 잔여임대차계약기간과 자본환원율은 반비례관계로 나타나는 것으로 분석결과에서 나타났다. 따라서, 새로운 투자자입장에서 대형할인점의 매입을 고려할 경우, 해당 유통업체의 매출액 수준이나 기타 조건뿐만 아니라 남아있는 임대차 계약기간을 고려할 필요가 있다.

둘째, 임대인 입장에서 임대차기간 만료시 재계약 단계에서 계약갱신에 대한 위험요소가 남아있다. 소비자트렌드가 변화하고 온라인 쇼핑시장의 규모가 확대되어가면서 오프라인 형태인 대형할인점은 영업활동을 영위하기에 불리한 상황을 맞이하고 있다. 이러한 시장분위기 속에서 단일임차인으로 구성된 대형할인점의 임대차계약기간이 만기가 도래한다면, 임차인 지위에서 영업활동을 영위하던 유통판매사는 동일 조건으로 계약을 갱신하는 것은 어려운 선택일 것이다. 오히려 계약을 해지하거나 재계약을 하더라도 기존의 임대료보다 낮은 수준에서 갱신할 것을 요구하는 선택을

하게 될 수 있다. 보수적으로 만일 재계약을 하지 않는다면, 해당임차인을 통해 채워져 있던 모든 임대공간이 단번에 공실이 발생하여, 임대인은 손실이 발생할 가능성이 있다.

최근 기존의 대형할인점을 타용도로 개발하기 위한 거래가 일부 발견되고 있다. 거래사례들을 살펴보면, 잔여임대차기간 10년 미만인 경우에 주로 나타나는 거래특성이다. 신규 매수인은 임대차기간이 짧게 남은 기존 임차인을 승계 받아서 건물을 운용하게 되면, 앞서 언급한 공실리스크로 인하여 향후 자산매각 시 손실이 발생할 수 있다. 그렇기 때문에 다른 용도로의 개발목적으로 기존 건축물의 철거비와 신규 개발비를 고려한 거래를 추구하거나 아니면 임대차계약을 갱신하여 매각하는 전략을 추구한다. 이는 결과적으로 잔여임대차기간에서 비롯되는 공실리스크가 기인한 결과로 판단된다. 따라서 자산 거래 시 매도인과 매수인 모두 임대차계약의 리스크 점검이 필요하다.

본 연구는 주식이나 채권과 달리 상업용 부동산의 거래가 빈번하게 나타나지 않는 특성상 제한된 사례를 대상으로 분석을 시도하여 표본수 적다는 한계가 존재한다. 그리고 온라인 유통판매시장이 활발해짐에 따라 대형할인점이 기존의 형태에서 물류창고기능을 내재화하거나 복합기능을 갖추는 등의 새로운 대형할인점의 자료가 축적이 된다면 추가적인 연구가 진행될 것으로 기대한다.

그럼에도 불구하고 본 연구는 리테일 시장의 자본환원율에 관한 연구가 부족한 실정과 그 동안 고려되지 못한 잔여임대차기간이라는 요인을 고려하여 분석을 시도하였다는 점에서 기존 선행연구와의 차별성을 지닌다.

논문접수일 : 2020년 11월 13일

논문심사일 : 2020년 11월 16일

게재확정일 : 2020년 12월 24일

## 참고문헌

1. 김경환, 「부동산경제학(제3판)」, 건국대학교출판부, 2020
2. 김형근·신종철, “중소형 빌딩의 자본환원을 스프레드 결정요인에 관한 연구”, 「주거환경」, 제15권 제2호, 2017, pp.13-25
3. 문홍식·조주현, “오피스 자본환원을 분석을 통한 리스크프리미엄 연구”, 「국토계획」, 제47권 3호, 2012, pp.345-361.
4. 민석훈·고성수, “자본환원을 결정행태 관점에서 본 서울 오피스시장의 투자자합리성”, 「주택연구」, 제20권 4호, 2012, pp. 81-102
5. 손재영·윤민선, “서울시 오피스 빌딩의 자본환원을 결정요인”, 「국토계획」, 제42권 2호, 2007, pp.163-178.
6. 이동준·이용만, “오피스시장의 시장 자본환원을 추정에 관한 연구 : 서울권역을 대상으로”, 「국토연구」, 제75권, 2012, pp. 105-128
7. 이상경·이현석, “서울 오피스시장의 자본환원과 조소득승수 추정에 관한 연구”, 「국토계획」, 제40권 6호, 2005, pp. 245-256
8. 이수정·조주현, “벡터오차수정모형을 이용한 서울 오피스시장의 Cap Rate 결정요인 분석”, 「부동산연구」, 제20권 2호, 2010, pp.133-152
9. 이영호·윤동건, “수익환원법에 적용되는 자본환원을 산정에 관한 연구”, 「부동산연구」, 제51권 51호, 2012, pp.171-185
10. 이종은·조주현, “소매용 부동산 임료특성과 자본환원을 관계에 관한 연구”, 「부동산·도시연구」, 제1권 2호, 2010, pp. 17-39
11. 채영규, “부동산 유동화시장에서 대형할인매장에 대한 투자자 선호특성에 관한 연구”, 「대한부동산학회지」, 제32권 1호, 2014, pp.221-246
12. 하서진·한광호·노승한, “주거용 부동산의 자본환원을 결정요인 연구: 서울 월세 아파트를 중심으로”, 「주택연구」, 제26권 제2호, 2018, pp.105-132
13. Ambrose and Nurse, “Factors Influencing Capitalization Rates”, *Journal of Real estate Research*, Vol 8 no. 2, 1993, pp.221-237
14. Chichernea, D., Miller, N., Fisher, J., Sklarz, M. and White, B., “A Cross - Sectional Analysis of Cap Rates by MSA”, *Journal of Real Estate Research*, vol. 30 no. 3. 2008, pp. 249-292
15. Jud, G. D. and Winkler, D. T., “The Capitalization Rate of Commercial Properties and Market Returns”, *Journal of Real Estate Research*, vol. 10 no. 5, 1995, pp.509-518
16. Petros Sivitanides, Jon southard, Raymond G.Torto, William C, and Wheaton, “The Determinants of Appraisal-Based Capitalization Rates”, *Real Estate Finance*, vol.18 no.2, 2001, pp.27-37
17. Sivitanides, “Real Estate Market Fundamentals and Asset Pricing”, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 29 no. 5, 2003, pp.45-53

<국문요약>

## 대형할인점의 임대차기간과 자본환원율 관계에 관한 연구

배 상 열 (Bae, Sang-Yeoul)  
이 창 무 (Lee, Chang-Moo)  
류 강 민 (Ryu, Kang-Min)

본 연구는 국내에서 거래된 대형할인점을 대상으로, 잔여임대차계약기간이 자본환원율이 미치는 영향에 대하여 실증분석을 시도한다. 대형할인점의 임대차계약은 단일임차인으로 전체공간을 임차하는 책임임대차계약, 관리의 책임과 비용을 전부 임차인이 부담하는 트리플넷 임대차계약, 장기임대차기간이라는 구조적 특성을 가진다. 분석을 진행하면서 고려하는 특성은 크게 시장경제적 특성, 거래특성, 건물특성, 입지특성, 브랜드특성, 시간특성이다. 이 중 본 연구에서 확인하고자 하는 잔여임대차계약기간은 한계효과를 고려하기 위하여 제곱항을 추가하여 분석을 진행하였다. 주요 결과로, 자본환원율과 잔여임대차계약기간은 반비례 관계를 가지게 된다. 이는 잔여임차기간이 짧을수록 공실리스크가 증가하고 기대가격상승률의 하락폭이 커지기 때문에 자본환원율에 미치는 영향의 정도는 달라지게 된다. 본 연구는 상업용부동산 시장의 자본환원율의 연구가 오피스를 주로 이루었으나, 리테일 시장의 대형할인점을 대상으로 기존에 고려되지 않은 잔여임대차계약기간이라는 변수를 고려하여 분석을 시도한 점에서 기존 연구와의 차별성을 지닌다.

주 제 어 : 자본환원율, 임대차계약, 대형할인점, 리테일, 공실