

# 아파트 분양권의 전매 프리미엄 영향 요인에 관한 연구\* - 부동산정책특성과 분양계약 특성을 중심으로 -

A Study on the Influence Factors on the Resales Premium of Pre-Completion Apartment Ownership: Focused on the Real Estate Policy and Sales Condition Characteristics

송 선 주 (Song, Seonju)\*\*  
신 종 칠 (Shin, Jongchil)\*\*\*

## < Abstract >

Under the ownership pre-sale system in the Korean apartment market, developers can sell ownership of apartment units as soon as they start to construct an apartment complex. In Korean apartment, people call this kind of ownership as Bun-Yang-Kwon. Because there is a time difference between ownership purchase and apartment completion under the ownership pre-sale system, apartment owners can transfer their pre-completion ownerships to third parties during the construction period, which is called as Bun-Yang-Kwon Geon-Mae.

This research analyzes resales premium (Bun-Yang-Kwon Geon-Mae premium) between ownership purchase and Geon-Mae by using nationwide 4,734 apartment units in 192 complexes supplied from 2003 to 2016. Specifically, this study analyzes influences of macro environment, real estate policy, sales condition, location, apartment complex and unit characteristics on resales premium between ownership purchase and Geon-Mae by using multiple regression models.

The empirical analysis finds the macro environment, real estate policy and sales condition characteristics have significant effects on the Geon-Mae premium. Also, this study confirms the product characteristics such as location, apartment complex, and unit characteristics influence on the Geon-Mae premium.

주 제 어 : 분양권, 분양권 전매프리미엄, 초과수익률, 부동산정책특성, 분양계약특성

Keyword : Pre-completion Apartment Ownership, Resales Premium of Pre-completion Apartment Ownership, Excess Return, Real Estate Policy Characteristics, Sales Condition Characteristics

## I. 서론

국내 아파트시장에서는 선분양제도가 일반화됨에 따라 자연스럽게 전매시장이 오래전부터 형성되어 왔다. 선분양제도는 홍콩, 대만 등 일부 아시아 시장에서

주거용 부동산을 중심으로 행해지는 제도로서 아파트의 착공과 함께 아파트를 분양하는 방식으로 아파트가 준공되기 전에 건설사들이 분양을 통해 아파트를 판매하고, 건설기간 동안에 분양대금의 일부를 정기적으로 회수할 수 있도록 하는 제도이다(Wong et al., 2006; Edelstein et al., 2012). 선분양제도는 과거 주택 부족

\* 이 연구는 주저자의 박사학위논문 일부 내용을 수정·보완한 것임.  
\*\* 건국대학교 부동산학과 부동산학박사, sjsong5@naver.com, 주저자.  
\*\*\* 건국대학교 부동산학과 교수, jcshin@konkuk.ac.kr, 교신저자.

에 시달리던 시기에 건설사들에게 자금을 원활히 공급할 수 있도록 함으로써 아파트를 대량·지속적으로 공급하는데 도움을 주기 위한 제도이다(Chau et al., 2007; Lai et al., 2004). 수요자 입장에서는 향후 입주 가능한 아파트에 대한 권리를 사전에 확보하고, 건설기간 동안에 주택구매비용을 계약금과 중도금형식으로 분할하여 납부할 수 있어서 아파트 구매에 대한 비용부담을 완화할 수 있다. 이러한 선분양제도로 인해 형성된 분양권이 아파트 준공 이전에 거래되면서 전매시장이 형성되었다.

전매시장은 신규아파트의 분양시장이나 기존아파트의 매매시장과 더불어 또 다른 방식으로 아파트에 대한 권리를 확보할 수 있는 매매시장이다. 전매시장은 분양시장과 밀접히 연결된 시장으로 분양시장을 통해 창출된 분양권이 전매시장을 통해 거래가 가능하다. 수요자들은 전매시장을 통해 주택구매 금액 중 일부를 지불하면서 선호하는 아파트에 대한 권리를 확보할 수 있고, 분양권의 가격등락을 활용하여 시세차익을 실현할 수 있다. 전매시장에서는 분양권 전매를 통해 발생하는 전매프리미엄으로 인해 다수의 투기적 수요가 유입되기도 한다. 전매프리미엄 자체가 아파트의 매매가격이나 분양가격과 밀접히 상호작용하는 경우도 많기 때문에 아파트 시장을 둘러싼 많은 시장참여자와 정책당국자들은 전매시장과 전매프리미엄에 대해 많은 관심을 두고 있다.

국내 아파트시장에서의 전매시장과 전매프리미엄의 중요성에도 불구하고 이에 대한 연구를 찾아보기는 쉽지 않다. 기본적으로는 전매시장과 관련된 자료를 구득하기 쉽지 않기 때문에 연구가 어려웠을 것이라고 생각된다.

본 연구에서는 아파트 분양권의 전매프리미엄에 대한 자료를 확보하여 전매프리미엄에 영향을 미치는 요인들을 도출하고, 이들 요인들이 전매프리미엄에 어떤 영향을 미치는가를 실증적으로 연구하였다. 특히, 본 연구에서는 분양 이후 형성되는 전매시장에 영향을 미치는 분양계약특성과 전매거래를 직접적으로 규제하는 부동산정책특성에 초점을 두어 실증분석을 진행하고자 한다. 이러한 본 연구는 전매시장에 대한 기초적 이해를 공고히 하고, 전매시장을 움직이는 핵심 동력인 전매프리미엄에 대한 학문적 이해를 확장할 수 있다는 점에서 의의를 가진다고 생각된다.

## II. 분양권 전매프리미엄에 대한 이해

### 1. 분양권 전매와 전매프리미엄

국내 아파트 시장은 선분양제도가 일반화되어 왔다. 이러한 선분양제도로 인하여 아파트가 분양된 이후 완공되어 입주할 때 까지 신규아파트에 대한 권리인 분양권은 하나의 재산권으로 거래될 수 있기 때문에 아파트시장에서는 재고아파트에 대한 일반 매매시장과 더불어 분양권 전매시장을 통한 전매거래가 자연스럽게 형성되어 왔다.

분양권이란 일반인이 신규 아파트 청약을 통해 수분양자로 선정된 지위를 의미한다. 분양권 전매란 아파트 분양 후 아파트를 구입할 수 있는 분양권이 형성되고 이러한 분양권을 준공 이전에 제3자에게 양도하는 행위이다. 분양권 전매는 수요자 입장에서 주택 구매시 목돈을 지불하지 않고, 청약금과 중도금을 분납하는 방식으로 인해 주택구매 비용에 대한 부담을 줄일 수 있으며, 분양가격과 준공 이후 아파트 거래가격의 시세차익 발생시 가격프리미엄 등의 이익이 가능하다.

아파트가격은 아파트를 생산하기 위한 생산원가, 판매가격(생산원가에 이윤과 위험 비용을 포함), 그리고 시장거래가격 등의 몇 가지 유형의 가격을 생각해볼 수 있다(김현아 외, 2004). 판매가격은 통상적으로 시장에서 분양가격이라고 불리는 가격으로, 분양이후 재고아파트로 거래되는 경우의 가격인 시장거래가격과는 구분된다. 분양시장과 재고매매시장 사이에 존재하는 전매시장의 전매가격은 재고아파트가 아닌 향후 입주 예정인 아파트에 대한 권리의 가격으로 입주 시까지 발생할 수 있는 미래의 불확실성에 대한 위험 및 수익을 반영하고 있을 가능성이 높다(Edelstein et al., 2012). 즉, 전매가격은 단순히 분양 후 입주시점까지 투여된 자본에 대한 이자비용 이상의 의미를 지니고 있다. 전매가격에는 공급자의 위험 보전에 대한 비용뿐만 아니라 미래 가격 상승 가능성과 위험에 따라 기대심리가 반영된 가격일 가능성이 높다.

그런데 이러한 분양권의 가격프리미엄은 주택공급시장에 투기목적으로 진입하는 수요자를 발생시키고, 투기적 수요자로 인한 초과수요로 아파트시장을 과열시킬 수 있다. 이러한 불균형을 해소하기 위해 정부는 전매제한제도, 분양가제한제도, 투기과열지구제도 등의 정책을 실시하여 전매시장이 균형을 찾도록 하고

있다. 이러한 분양권 전매제한 및 투기과열지구지정, 분양가상한제지정 등 관련 부동산 정책들은 분양권 전매거래 자체를 규제하는 경우가 많기 때문에 전매거래의 발생여부와 전매시장의 활성화에 영향을 줄뿐만 아니라 전매거래를 통해서 발생하거나 형성되는 전매프리미엄에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이런 점에서 본 연구의 분석대상이 되는 전매프리미엄은 부동산 정책에 영향을 받을 가능성이 높다.

또한 분양권 전매의 경우에는 수분양자가 아파트를 구입하기 위해 지불한 금액, 즉 계약금 및 중도금의 일부를 지불하고서 해당 아파트의 소유권을 확보하며 향후 나머지 금액을 지불할 의무를 이전받게 된다. 즉, 일반매매와는 달리 분양권 전매는 아파트 가격의 일부분을 지불하고서 소유권을 확보하며 또한, 미래 가격 상승에 따른 시세차익과 재산권 행사 및 기타 편익의 가치를 모두 포함하는 권리를 갖게 된다(김승탁, 2008). 또한 일반매매와는 달리 준공 시까지의 기간 동안 주택 가격을 일정비율로 나누어 부담함으로써 주택구입비용에 대한 부담을 줄일 수 있다. 분양권 전매거래와 일반매매거래의 차이를 비교하면 <표 1>과 같다(송선주 · 신종철, 2017).

<표 1> 분양권 전매와 매매의 비교

	분양권 전매	매매
기간	아파트 청약 후 준공 이전까지	아파트 준공 이후
객체	완공되지 않은 건설 중인 아파트 (분양권의 이전)	기존의 재고아파트
대금 지급 방식	분양권 전매 취득 후 이후의 건설기간 동안 중도금 분할 납부, 입주시점에 잔금 납부	당사자의 계약에 의해 계약금, 중도금, 잔금 지급 시기 조율
기타	선분양제도로 인해 형성된 제도	수요와 공급에 의해 형성
공통점	매도인과 매수인 간의 아파트 거래	

그런데 분양권 전매의 경우 분양계약의 조건에 따라 실 투자금액의 정도가 상이하게 된다. 분양계약조건에 따라서는 실투자금액의 규모가 달라지기 때문에 경우에 따라서는 분양계약조건을 고려하여 실투자금액을 최소화하면서 가능한 많은 프리미엄을 얻으려는 투자 행태를 보일 수도 있다. 이런 점에서 분양계약조건은 전매거래에 영향을 미칠 수 있고 이런 과정을 통해서

전매프리미엄에도 영향을 미칠 수 있다. 즉, 분양시장에서 동일한 유형의 아파트가 분양된다고 해도 분양계약조건이 다를 경우 전매시장에서는 상이한 물건으로 거래될 가능성이 있다. 이런 점에서 전매프리미엄은 아파트가 분양될 당시의 분양계약조건에 영향을 받을 가능성이 높다.

본 연구에서는 이러한 전매거래의 특성을 고려하여 전매프리미엄이 어떤 요인들에 영향을 받는지에 관심을 갖고 연구를 진행하였다. 구체적으로 본 연구에서는 가격프리미엄에 대한 선행연구들에 기반을 두어 영향요인을 도출하고, 전매거래만의 특수성을 반영할 수 있도록 전매에 대한 각종 규제를 포함하고 있는 여러 부동산정책들과 전매거래 대상 물건의 한 부분을 구성하는 분양계약특성에 초점을 두어 이러한 요인들이 전매프리미엄에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

## 2. 선행연구 검토

국내의 전매시장이 오래전부터 형성되어 왔음에도 불구하고 분양권 전매프리미엄에 대한 실증연구를 찾아보는 것은 쉽지 않다. 따라서 본 연구에서는 가격프리미엄과 아파트 분양프리미엄에 대한 선행연구를 참조하여 연구를 진행하였다.

먼저, 브랜드 자산 가치를 중심으로 가격 프리미엄을 살펴보면 임세정(2007)의 연구에서는 브랜드에 대한 호의적 태도가 가격 프리미엄에 미치는 영향에 관해 분석하였다. 변수로는 브랜드 개성, 브랜드 신뢰성, 구전에 의한 타인 추천의향, 구매 의도, 가격프리미엄을 사용하였다. 박승배 외(2007)는 구조방정식을 이용하여 아파트 브랜드의 자산구성요소를 파악하고 이를 계층적 브랜드 자산모델에 적용시켜 아파트의 브랜드 자산을 연구하였다. 분석결과 브랜드 이미지, 지각된 품질, 사용자 이미지는 아파트 브랜드 애호에 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 특히 경험적인 측면에서 사회적 평판으로서의 사용자 이미지가 아파트의 브랜드 자산에 있어서 중요한 요소인 것으로 나타났다. 심형석 외(2006)는 지역 아파트의 시장 평균가격과 브랜드 아파트 단지의 개별 가격간의 차이를 아파트 브랜드의 자산 가치로 정의하여 브랜드에 따른 가격프리미엄을 측정하였다. 측정한 가격프리미엄 분석을 통해 아파트 브랜드의 자산가치를 가격프리미엄이라는 실현된 가격의 화폐형태로 도출했다는 점에 연구의 의의

를 두고 있다.

분양프리미엄과 관련해서 권태연 외(2004)는 아파트 분양가와 입주 후 시장가격간의 관계에 대해 입주 전까지 신규주택에서 발생하는 위험이 가격 상승에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 이 연구에서는 분양프리미엄을 분양시점과 입주시점을 기준으로 하여 분양가격 대비 시장가격의 차이를 분양가격으로 나누는 비율로 설정하였다. 분석결과 물가, 금리, 지역별 주택투자위험, 주변지역 재고주택 가격상승률과 기대 가격상승률의 차이가 신규주택 가격상승에 유의한 영향을 미치며, 아파트 특성으로는 시세반영비율, 청약 경쟁률, 세대수, 평형이 주택가격상승에 유의한 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

최은영 외(2011)는 2000년부터 2008년에 분양된 서울 654개 단지의 분양프리미엄에 대해 회귀분석을 실시하였다. 분양프리미엄은 입주시점의 시장가격과 분양가격의 차이를 분양가격으로 나누어 상승률을 구하고 분양부터 입주 시까지 소요된 기간으로 나누어 분양프리미엄을 정의하고 이를 종속변수로 활용하였다. 분양프리미엄에 대한 영향요인들을 거시특성, 지역특성, 개별특성으로 분류하여 변수를 설정하였다. 거시특성과 관련해서는 소비자물가지수, 금리 등을 사용하였고 지역특성과 관련해서는 부동산 114의 구별 평당 아파트 매매가와 아파트 평균 매매가격대비 분양 가격의 비율, 지하철거리를 변수로 설정하였다. 아파트특성과 관련해서는 공동주택유형, 아파트 브랜드, 복도식아파트 여부, 평형 등을 변수로 사용하였다. 분석결과와 분양프리미엄은 지역시장의 재고아파트가 가격 상승률과 분양시점에서 형성되는 기대치의 격차에 의해 크게 영향을 받는 것으로 나타났고, 아파트평균 매매가대비 분양가격도 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 아파트특성으로는 세대수가 많은 단지일수록, 유명브랜드의 아파트일수록, 지하철에 가까운 아파트일수록, 최고층이 높은 아파트일수록 분양프리미엄이 높은 것으로 분석하였다.

이상에서 살펴본 바와 같이 프리미엄에 대한 대부분의 연구는 분양프리미엄을 중심으로 연구되었기 때문에 전매프리미엄에 대해 직접적인 선행연구로 보기 어려운 측면이 있다. 또한 분양프리미엄에 대한 선행연구들의 경우 분양프리미엄의 계산에 있어서 실제거래 사례에 기반 하기보다는 아파트의 분양가격을 기준으로 아파트 입주시점의 통상적인 시장가격을 이용하여

추정된 프리미엄을 계산하는 경우가 많았다.

전매시장이 분양시장과 일반매매시장을 연결하는 중간시장이라는 점에서 두 시장의 영향을 받지만 전매 프리미엄과 분양프리미엄의 크기가 반드시 일치하는 것은 아니고 시간의 경과에 따라 변화하는 경우도 많이 찾아볼 수 있다. 분양성과가 우수한 아파트의 프리미엄이 반드시 높게 형성되는 것도 아니고, 전매프리미엄은 높게 형성되었지만 입주당시에는 프리미엄이 없어지는 경우도 자주 보게 된다. 이런 점에서 분양프리미엄에 대한 연구를 전매프리미엄에 곧바로 적용하는 데는 한계가 있어 전매시장에 대한 별도의 연구가 필요할 것으로 생각된다.

또한 앞서서도 살펴본 바와 같이 전매시장의 경우 여러 부동산정책들 중에서 전매거래와 직접적으로 관련된 부동산정책들에 영향을 받을 가능성이 높고, 분양과정을 통해 새롭게 부가된 분양계약특성이 영향을 미친다는 특수성을 가지고 있다. 이러한 점에서 본 연구에서는 전매시장의 실제거래사례자료를 활용하여 이들 특성들을 중심으로 전매프리미엄의 형성요인에 대해 연구를 진행하고자 하였다.

가격프리미엄을 연구한 선행연구들에서는 영향요인으로 거시특성변수, 지역특성변수, 아파트특성변수를 사용하는 경우가 많았다. 본 연구에서도 선행연구에서 사용한 거시특성, 지역특성, 아파트특성들을 기초로 하고, 전매거래의 특수성을 반영하기 위해 분양계약특성과 더불어 부동산정책특성을 추가하여 이들 특성들이 전매프리미엄에 미치는 영향을 중점적으로 살펴보려고 한다.

### III. 분석자료 및 연구모형

아파트 분양권의 전매프리미엄을 분석하기 위해서 사용한 자료는 2017년 건설사 도급순위 5위 안에 드는 국내 대표적인 민간건설사인 D사에서 전국에 공급한 아파트 분양 자료를 기초로 하였다. 구체적으로 본 연구에서는 D사에서 2003년부터 2016년 7월까지 서울 및 6대 광역시를 포함하여 전국에 신규로 분양한 아파트 중에서 분양권 전매거래가 이루어진 자료를 추출하여 분석에 활용하였다.

그런데 현실적으로 전매거래가 발생했다고 해도 건설사에서 전매가격을 모두 확인하여 기록하는 것이 아

이기 때문에 본 연구에서는 분양가격과 전매가격을 확인할 수 있었던 192개 단지의 4,734건을 실증분석에 활용하였다. 본 연구의 분석자료 중 신규로 분양된 아파트 중에서 전매된 것은 24.8% 정도로 나타났다.

종속변수 외의 독립변수로 활용한 특성에 대해서는 여러 정보원천에서 자료를 수집하여 분석에 활용하였다. 먼저, 거시특성과 관련해서는 한국은행경제통계시스템에서, 부동산정책특성과 관련해서는 국토교통부에서 발표한 주택업무편람과 「주택법」 등 관련 법령 자료를 근거로 자료를 정리하였다. 또한 입지특성은 네이버 지도를 이용하였고, 단지 및 주호특성은 건설사의 설계도면, 입주자 모집공고 자료와 온나라 포털 사이트를 통해서도 자료를 수집하였다.

전매프리미엄에 영향을 미치는 요인은 전매제도과 관련된 부동산정책특성, 분양계약특성 그리고 거시특성, 아파트 상품특성으로 구분하여 각 특성들이 전매프리미엄에 미치는 영향력을 살펴보기 위해 다중회귀 분석을 실시하였다.

$$f(PR) = f(P, A, M, L, G, U) \quad (1)$$

*PR*: 전매 초과수익률  
*P*: 정책특성    *A*: 계약특성  
*M*: 거시특성    *L*: 입지특성  
*G*: 단지특성    *U*: 주호특성

#### IV. 가설설정 및 변수정의

본 연구는 아파트 분양권의 전매프리미엄에 영향을 미치는 요인을 파악하기 위한 연구로서 종속변수는 전매프리미엄의 수익률로 하였다. 본 연구에서 종속변수 계산에 사용한 가격은 신규 분양 아파트의 분양가격과 첫 번째로 전매거래가 이루어진 전매가격에 기초하여 전매프리미엄 수익률을 계상하였다.

통상적으로 업체나 부동산 거래를 할 때 분양가격과 입주시점의 가격 또는 기준시점의 가격의 차이로서 가격프리미엄을 정의하고 있다. 그러나 이런 형태의 가격프리미엄 측정 방식은 몇 가지 문제를 내포하고 있다고 생각된다. 첫째, 단순히 분양가격과 입주시점의 가격의 차이로 가격프리미엄을 측정하는 경우 절대금액의 차이는 알 수 있지만 최초 분양가의 상대적 규모에 따른 영향을 제대로 측정하기 어렵다. 동일하게 1억원의 가격프리미엄이 발생했다고 해도 초기 분양가격

이 5억인가, 10억인가에 따라 프리미엄 수익률은 상이할 수 있다. 이런 점을 보완하기 위해 본 연구에서는 최초의 분양가를 고려한 상대적 개념으로써 전매프리미엄 수익률을 생각하게 되었다. 분양프리미엄과 관련된 많은 선행연구들이 이러한 프리미엄 개념을 사용하고 있다. 둘째, 동일한 가격프리미엄이 발생했다고 해도 어느 정도 시간이 경과했는지에 따라 실질적인 수익률이 상이할 수 있다는 점에서 시간의 개념을 도입하였다. 전매거래의 경우 아파트가 분양된 이후 개별 아파트별로 전매거래가 발생하는 시점을 일률적으로 설정할 수 없고, 개별 아파트마다 경과시간이 상이하다. 이런 전매거래의 특성을 반영하기 위해 본 연구에서는 전매프리미엄을 산출하는 과정에 전매거래가 발생할 때까지의 경과시간의 개념을 추가로 도입하였다. 셋째, 가격프리미엄을 단순히 분양가격과 입주시점의 가격의 차이로 정의하는 경우 해당 지역부동산시장의 가격상승을 고려하지 못할 수 있다. 즉, 전매프리미엄이 분양가격보다 5% 상승했다고 해도 해당 지역부동산시장의 다른 아파트의 가격이 5% 상승했다면 이 경우 프리미엄이 발생했다고 볼 수 있는가 하는 문제점이 발생한다. 이런 점을 고려하여 본 연구에서는 전매프리미엄 상승률에 해당 지역의 평균적인 가격상승률을 차감함으로써 초과수익률의 개념으로 전매가격프리미엄을 정의하였다. 해당 지역의 아파트 평균가격 상승률은 KB국민은행에서 발표하고 있는 월간 KB주택가격 동향 자료의 아파트 분양시점과 전매시점의 각 해당 지역 아파트 행정동의 KB매매가격지수를 이용하여 산출하였다.

이상에서 언급한 몇 가지 문제점을 고려하여 본 연구에서는 전매 초과수익률을 다음 식 (2)과 같이 정의하였다. 식 (2)을 통해 정의한 본 연구의 전매 가격프리미엄은 시간가치와 지역부동산시장의 가격상승률을 고려한 초과수익률 개념의 전매 가격프리미엄이라는 특징을 가지고 있다.

$$PR = \frac{\frac{P_{t_1} - P_{t_0}}{P_{t_0}} - \frac{I_{t_1} - I_{t_0}}{I_{t_0}}}{t_1 - t_0} \quad (2)$$

$PR$ : 전매 초과수익률  
 $t_0$ : 분양시점  
 $t_1$ : 전매시점  
 $P_{t_0}$ : 분양가격  
 $P_{t_1}$ : 전매가격  
 $I_{t_0}$ : 분양시점매매가격지수  
 $I_{t_1}$ : 전매시점매매가격지수

본 연구에서는 위에서 정의한 전매거래에 따른 초과수익률에 영향을 미치는 요인들을 부동산정책특성, 분양계약특성, 거시특성, 입지특성, 단지특성, 주호특성으로 구분하여 변수를 설정하였다. 일반적으로 전매거래에 대한 수익률은 부동산시장특성에 영향을 받을 가능성이 높지만 종속변수인 전매 초과수익률을 계산하는 과정에서 해당 지역별 아파트가격지수를 고려하였기 때문에 부동산시장특성은 별도로 변수로 설정하지 않았다. 구체적으로 각 설명변수들에 대한 연구가설은 다음과 같다.

첫째, 부동산 정책은 전매 초과수익률에 직접적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 전매시장에 영향을 미칠 것으로 예상되는 부동산 정책으로 분양시 전매제한 여부와 전매제한기간과 관련이 있는 투기과열지구지정 여부와 분양가상한제적용 여부를 변수로 설정하였다. 전매제한 여부는 「주택법」 제64조의 1항을 근거로 신규 아파트의 입주자로 선정된 지위에 대해 전매를 제한하는 제도이다. 전매제한은 주택 거래의 유동성에 영향을 주기 때문에 투자목적의 수요자 참여가 줄어들게 된다. 따라서 분양시 전매제한이 시행되는 단지의 경우 거래제한으로 인하여 수요가 줄어들기 때문에 전매제한기간 이후에도 분양권 전매거래가 일어날 가능성이 낮아지고 분양권 전매 초과수익률도 낮게 나타날 것으로 예상된다.

또한 투기과열지구는 「주택법」 제41조 및 「주택법 시행규칙」 제19조의 3에 근거하여 주택가격이 급등하거나 주택에 대한 투기수요로 청약경쟁이 과열되어 실수요자의 주택구입 기회가 어려운 지역에 지정된다. 투기과열지구로 지정되면 지역에 따라 차등적으로 분양권 전매가 금지되며, 금융대출 규제 등 해당지역의 부동산 시장을 위축시킬 가능성이 커진다. 이러한 효과 때문에 투기과열지구로 지정된 경우에는 전매 초과수익률이 낮아질 것으로 예상된다.

한편, 분양가상한제는 「주택법」 57조 제1항에 근거하여 부동산 시장의 가격 자체를 제한하는 것으로 분

양시장에서 형성된 가격을 하향조정하기 때문에 수요·공급에 직접적인 영향을 미치게 된다. 공급자 입장에서는 분양가상한제로 인해 다양한 주택의 공급에 제동이 걸릴 수 있고, 수요자 입장에서는 분양가격과 시장가격 간의 차이로 인한 프리미엄의 효과를 볼 가능성이 존재할 수 있다. 이러한 분양가상한제의 효과가 전매 초과수익률에 미치는 영향력을 살펴보기 위해 변수로 설정하였다.

본 연구에서는 전매 초과수익률에 영향을 미치는 부동산 정책변수로 전매제한 여부, 투기과열지구지정 여부 및 분양가상한제 여부를 변수로 사용하여 「주택법」 및 관련법령의 과거 개정내용 및 국토교통부 주택업무편람을 참조하여 각 아파트 단지가 분양된 지역과 시점을 토대로 자료를 구축하였다.

둘째, 분양 아파트의 분양계약특성은 전매와 관련된 금융비용과 직접적으로 관련되어 있어 전매 초과수익률에 영향을 미칠 것으로 예상된다.

분양당시의 계약조건이 전매거래시 그대로 이관되기 때문에 분양당시의 계약조건에 따라 전매 초과수익률이 달라질 수 있다. 본 연구에서는 분양계약조건으로 중도금이자후불제 여부를 변수로 설정하였다. 중도금이자후불제란 중도금의 각 회차에서 발생하는 금액의 이자를 입주시점인 잔금 납부시에 함께 지불하는 방식을 말한다. 분양계약조건으로 중도금이자후불제가 적용될 경우 실제 전매 소요 자금이나 금융비용에 대한 부담의 크기에 직접적인 영향을 미치기 때문에 전매투자를 하려는 수요자가 늘어날 가능성이 있다.

셋째, 거시특성으로서 금리 변화는 전매 초과수익률에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 아파트 거래에 있어 대규모 자금이 소요되어 금리의 변화는 주택자금의 금융비용에 직접적인 영향을 미칠 가능성이 크기 때문에 중요한 고려요인 중 하나이다. 최은영 외(2011)는 아파트 분양프리미엄에 금리가 미치는 영향력을 살펴 보았고, 김승탁(2008)은 옵션가격 결정모형을 이용하여 민영임대주택 분양권 손익 분석에서 분양권의 가치가 이자율의 변화에 따라 상당히 민감하게 반응하고 있음을 보여주고 있다. 본 연구에서 사용한 금리변수는 한국은행경제통계시스템에서 공개하고 있는 회사채수익률을 사용하여 전매거래 당시의 금리를 변수로 설정하였다.

넷째, 아파트의 상품특성도 전매 초과수익률에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 상대적으로 우수한 상품

<표 2> 변수의 정의

변수군	변수명		단위	정의	출처
종속변수	전매 초과수익률		%	$(\text{프리미엄비율} - \text{지역가격상승률}) \div \text{전매소요기간}$	건설사&KB
부동산 정책특성	전매제한		더미	분양당시 전매제한이 있는 경우 1, 아니면 0	법령 & 주택업무편람
	투기과열지구		더미	분양당시 투기과열지구이면 1, 아니면 0	
	분양가상한제		더미	분양당시 분양가상한제이면 1, 아니면 0	
계약특성	중도금이자후불제		더미	중도금후불제이면 1, 아니면 0	건설사
거시특성	금리		%	회사채수익률	한국은행
입지특성	초등학교거리		더미	단지로부터 초등학교가 500m이내에 있으면 1, 아니면 0	포털사이트
	공원거리		더미	「도시공원 및 녹지 등에 관한 법률」에서 구분하는 공원이 500m이내이면 1, 아니면 0	
	택지개발지구		더미	해당단지가 택지개발지구이면 1, 아니면 0	
단지특성	단지규모		세대	아파트단지의 총세대수	건설사
주호특성	전용면적		더미	주거전용면적 85㎡이상이면 1, 아니면 0	
	해당층 (5층 이하)	6-10층	더미	6-10층이면 1, 아니면 0	
		11-15층	더미	11-15층이면 1, 아니면 0	
		16층 이상	더미	16층 이상이면 1, 아니면 0	
시간특성 (2008년 이전)	09-11년		더미	2009-2011년 분양이면 1, 아니면 0	
	12-14년		더미	2012-2014년 분양이면 1, 아니면 0	
	15-16년		더미	2015-2016년 분양이면 1, 아니면 0	
지역특성 (서울시)	광역시		더미	광역시이면 1, 아니면 0	
	경기도		더미	경기도이면 1, 아니면 0	
	충청도		더미	충청도이면 1, 아니면 0	
	경상북도		더미	경상북도이면 1, 아니면 0	
	경상남도		더미	경상남도이면 1, 아니면 0	

특성을 지닌 아파트의 경우 향후 가격 상승가능성이 높다는 점에서 전매 초과수익률이 높아질 것으로 예상된다.

먼저, 아파트의 입지특성이 우수할 경우 전매 초과 수익률이 높을 것으로 예상된다. 본 연구에서는 아파트 입지특성으로 아파트가 입지하는 지역의 특성과 관련하여 교육환경을 대표하는 초등학교 거리, 자연환경을 반영하는 공원거리, 개발환경과 관련하여 택지개발 지구 등을 변수로 설정하였다.

본 연구에서는 교육환경을 대표하는 변수로는 아파트 단지로부터 초등학교가 위치한 방향으로 가장 가까운 아파트 단지의 경계면으로부터 500m이내에 초등학교가 위치해 있는지 여부를 측정하여 변수로 설정하였다. 자연환경과 관련하여 아파트단지 인근에 공원이 위치하는 경우 휴식이나 운동공간으로서의 활용가능성이 높고, 주거의 쾌적성도 향상된다는 점에서 공원

거리를 변수로 설정하였다. 본 연구에서는 아파트 단지로부터 공원이 위치한 방향으로 가장 가까운 아파트 단지의 경계면으로부터 500m이내 「도시공원 및 녹지 등에 관한 법률」 제 15조에서 구분하는 공원이 존재하는지 여부를 측정하여 변수로 설정하였다. 개발환경과 관련하여 택지개발지구여부의 경우 아파트단지가 기존의 도심에 입지하는 경우와 신도시와 같이 대규모 택지지구에 개발되는 경우도 있다. 이와 같이 아파트 단지가 위치한 입지의 차이가 전매 초과수익률에 어떤 영향을 미치는가를 살펴보기 위해 건설사 자료를 통해 택지개발지구 여부를 변수로 설정하였다.

이러한 입지특성 이외에 단지특성으로 단지규모를 변수로 설정하였다. 일반적으로 대규모 단지의 경우, 지역의 대표아파트로 인지될 가능성이 있고, 생활에 필요한 부대시설이 다양하게 제공되어 향후 가격 상승 잠재력이 높다. 이런 측면에서 본 연구에서는 단지규

모의 대리변수로 아파트단지의 총 세대수를 변수로 설정하였다.

주호특성으로는 전용면적과 아파트의 소재층을 변수화 하였다. 먼저, 아파트의 규모에 따라 전매 초과수익률이 상이할 수 있다는 점을 고려하여 전용면적을 변수로 설정하였다. 전용면적의 경우 연속형변수 형태로 사용할 수도 있지만 일반적으로 20평대, 30평대, 40평대 등과 같이 아파트의 경우 전형적인 평형대별로 공급되는 것이 업계의 관행이라는 점에서 이산형변수 형태로 변수를 설정할 수도 있다. 본 연구에서는 연속형 변수형태인 경우 해당 아파트의 전용면적을  $m^2$ 으로 측정하였고, 이산형 변수형태인 경우 국민주택규모인  $85m^2$ 를 기준으로 더미변수화 하였다. 우리나라 주택정책의 기준이 국민주택규모인  $85m^2$ 를 기준으로 차등 적용<sup>1)</sup>되기 때문에 이러한 현실을 반영하여 국민주택 규모인  $85m^2$ 을 기준으로 하여  $85m^2$ 미만을 기저변수로 하여 더미변수를 설정하였다.

한편, 조망 등이 중요해짐에 따라 아파트 소재층에 따라서도 전매 초과수익률이 상이할 수 있다는 점을 고려하여 소재층을 주호특성변수로 설정하였다. 소재층의 경우 연속형 변수로 볼 수도 있지만 소재층에 따른 수요자의 선호도나 가격수준이 연속적으로 변화하는 것이 아니라는 점에서 본 연구에서는 소재층의 경우 이산형 형태로 변수를 구성하였다. 구체적으로 본 연구에서는 아파트 소재층의 경우 5층 이하를 기저변수로 하여 6-10층, 11-15층, 16층 이상에 대해 더미변수를 설정하였다.

마지막으로 본 연구의 분석 자료는 건설사의 2003년부터 2016년까지 전국에 분양한 아파트 자료라는 점을 고려하여 시기특성과 지역특성을 통제변수로 설정하였다. 시기특성변수의 경우 2008년 이전을 기저변수로 하여 부동산시장 환경의 변화에 따라 몇 개의 시기로 나누어 더미변수를 설정함으로써 시기별 부동산시장의 영향을 통제하고자 하였다. 한편, 지역특성의 경우 서울지역을 기저변수로 하여 광역시, 경기도, 충청도 등 광역자치단체별로 더미를 설정하여 각 지역에 따른 영향을 통제하고자 하였다.

## V. 분석결과

### 1. 기초통계량

전매프리미엄 모형에 사용된 연속형 변수의 기초통계량은 <표 3>와 같다. 종속변수인 전매 초과수익률의 평균값은 -0.014%이며 최소값은 -0.84%, 최대값은 0.234%인 것으로 나타났다. 본 연구의 분석 자료는 전매 초과수익률의 평균이 음(-)인 것으로 나타나 실질적으로 지역별 시세를 반영하여 계상한 전매 초과수익률이 음(-)의 수익률을 보이는 것으로 나타났다. 금리의 평균값은 3.08%이고, 최소값은 1.65%, 최대값은 5.74%이며, 세대수는 평균 1.034세대이며, 최소값은 210세대, 최대값은 2,978세대인 것으로 나타났다.

<표 3> 연속형 변수의 기초통계량

(관측치=4,734)

변수명	단위	평균	표준편차	최소	최대
전매 초과수익률	%	-0.0147	0.0805	-0.846	0.2345
금리	%	3.0830	0.6558	1.650	5.740
총세대수	세대	1,034.06	432.28	210	2,978

다음은 이산형 변수의 빈도분석 결과이다. 분양당시 전매제한이 있는 경우는 19.54%이며, 투기과열지구로 지정된 경우는 4.2%이고 분양가상한제가 적용되는 지역은 40.03%를 차지하는 것으로 나타났다. 중도금이자후불제인 경우는 69.12%로 많은 비중을 차지하는 것으로 나타났다. 초등학교 500m 이내인 경우는 82.62%로 인근단지에 초등학교 비율이 높은 것을 알 수 있다. 공원 500m 이내인 경우는 24.14%로 나타났다. 전용면적은  $85m^2$  미만의 경우 66.50%,  $85m^2$  이상의 경우 33.50%로 나타났으며, 소재층을 살펴보면 5층 이하는 22.94%, 6~10층인 경우는 27.04%, 11층~15층은 24.33%, 16층 이상인 경우는 25.69%의 비율을 차지하고 있다.

1)  $85m^2$ 를 기준으로 분양가상한제 적용, 이자소득공제 제도, 보증자리주택의 공급 등 여러 유형의 주택정책들이 주택규모에 따라 차등 적용되고 있다.



&lt;표 4&gt; 이산형 변수의 빈도분석

(관측치=4,734)

변수명	구분	빈도	비율	누적비율
전매제한여부	유	925	19.54	19.54
	무	3,809	80.46	100.00
투기과열지구	지정	199	4.20	4.20
	미지정	4,535	95.80	100.00
분양가상한제	적용	1,895	40.03	40.03
	미적용	2,839	59.97	100.00
중도금이자 후불제	시행	3,272	69.12	69.12
	미시행	1,462	30.88	100.00
초등학교거리	500m 이내	3,911	82.62	82.62
	500m 이상	823	17.38	100.00
공원거리	500m 이내	1,143	24.14	24.14
	500m 이상	3,591	75.86	100.00
택지개발지구	지정	1,355	28.62	28.62
	미지정	3,379	71.38	100.00
전용면적	85㎡ 미만	3,148	66.50	66.50
	85㎡ 이상	1,586	33.50	100.00
소재층	5층 이하	1,086	22.94	22.94
	6-10층	1,280	27.04	49.98
	11-15층	1,152	24.33	74.31
	16층 이상	1,216	25.69	100.00
시기특성	03-08년	672	14.2	14.2
	09-11년	1,572	33.21	47.40
	12-14년	2,065	43.62	91.02
	15-16년	425	8.98	100.00
지역특성	서울시	428	9.04	9.04
	광역시	1,075	22.71	31.75
	경기도	764	16.14	47.89
	충청도	780	16.48	64.36
	경상북도	874	18.46	82.83
	경상남도	813	17.17	100.00

## 2. 실증분석

본 연구에서는 시간가치를 고려한 전매 초과수익률을 종속변수로 하여 부동산정책특성, 분양계약특성, 거시특성, 입지특성, 단지특성, 주호특성, 시기 및 지역특성 등의 독립변수들이 전매 초과수익률에 미치는 영향을 살펴보았다.

구체적으로 본 연구에서는 아파트 규모 증가에 따라 전매 초과수익률의 선호도가 일률적으로 증가하거나 감소하지 않을 가능성도 있다고 판단하여 전용면적 변

수를 연속형 변수와 이산형 변수로 다르게 투입하여 실증분석을 진행하였다. 이러한 분석을 통해 나타난 두 모형의 분석결과는 <표 5>와 같다. 전용면적을 연속형 변수로 투입한 모형 1의 회귀모형의 F값은 305.5 이고 p-value는 0.000으로 나타났고, 회귀모형의 전반적 설명력을 의미하는 수정된  $R^2$ 는 0.586로 나타났다. 전용면적을 더미변수형태로 투입한 모형 2의 F값은 316.9이고 p-value는 0.000으로 나타났고, 수정된  $R^2$ 는 0.584로서 나타났다. 두 가지 모형의 적합도 지표는 큰 차이가 없었는데 이들 지표들을 살펴볼 때 도출된 회귀모형의 적합도에는 큰 문제가 없는 것으로 생각된다. 다중공선성과 관련된 분산팽창계수(VIF : variance inflation factor)의 경우 제곱변수를 투입한 모형 1의 전용면적변수 외에 다른 변수들의 경우 분산팽창계수가 모두 10 이하로 나타나 설명변수 간의 다중공선성에도 큰 이상이 없는 것으로 나타났다. 회귀모형의 전반적 적합도에 큰 문제가 없는 것으로 나타났기 때문에 주요 특성별 분석결과를 다중공선성에 문제가 없는 모형 2를 기준으로 살펴보면 <표 6>과 같다.

먼저, 부동산정책특성과 관련된 전매제한 여부, 투기과열지구지정, 분양가상한제적용은 전매 초과수익률에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 연구의 분석결과 아파트 분양시에 전매제한이 있는 경우 일정 기간 동안 전매할 수 있는 기회가 제한되는데 이러한 부동산 거래의 제한으로 인해 거래자체가 어려워지기 때문에 전매 초과수익률이 형성될 가능성도 낮아지게 된다. 전매거래 자체가 감소하기 때문에 가격상승 가능성이 낮아져 전매 초과수익률이 유의적으로 낮게 나타난 것으로 생각된다. 또한 투기과열지구로 지정된 지역의 경우 유의적으로 전매 초과수익률이 낮은 것으로 나타났다. 투기과열지구는 주택가격이 급등하거나 주택에 대한 투자수요가 증가되는 지역에 지정되는 것으로 투기과열지구로 지정되면 일정기간 동안 전매제한 등의 규제를 받게 되어 투기과열지구로 지정되지 않은 지역에 비해 상대적으로 전매 초과수익률이 낮게 나타난 것으로 생각된다. 이러한 분석결과는 전매제한제도와 투기과열지구지정 등의 관련 부동산 정책이 전매시장을 안정화 시키는데 효과가 있음을 보여주는 결과로 해석할 수 있다.

반면, 분양가상한제가 적용되는 경우는 전매 초과수익률은 유의적으로 높게 나타났다. 분양가상한제가

<표 5> 모형별 분석결과

분류		모형 1			모형 2			
Group	Variable	B	t	VIF	B	t	VIF	
부동산 정책특성	전매제한여부	-0.07009***	-17.90	4.26	-0.07055***	-18.02	4.23	
	투기과열지구지정여부	-0.10396***	-16.19	2.93	-0.10108***	-15.94	2.84	
	분양가상한제적용여부	0.07057***	22.71	4.09	0.06954***	22.47	4.04	
계약특성	중도금이자후불제여부	0.02019***	7.11	3.04	0.01608***	5.91	2.78	
거시특성	금리	-0.00342*	-1.80	2.74	-0.00384*	-2.01	2.74	
입지특성	초교500m이내여부	0.01526***	3.73	4.23	0.01733***	4.28	4.13	
	공원500m이내여부	0.03976***	11.72	3.72	0.04187***	12.39	3.67	
	택지개발지구여부	0.06253***	15.59	5.80	0.06093***	15.11	5.83	
단지특성	총세대수	0.00005***	14.54	4.13	0.00005***	14.88	4.12	
주호특성	전용면적	0.00001***	5.03	45.56				
	전용면적제곱	-0.00094***	-4.29	46.46				
	전용면적85㎡이상				-0.00585***	-2.98	1.51	
	사용층 (5층 이하)	6-10층	0.00426**	1.97	1.62	0.00420*	1.94	1.62
		11-15층	0.00777***	3.49	1.61	0.00768***	3.44	1.61
16층이상		0.00172	0.76	1.73	0.00105	0.46	1.73	
시기특성 (2008년 이전)	09-11년	-0.02541***	-4.22	6.95	-0.02013***	-3.37	6.79	
	12-14년	-0.08275***	-15.85	1.67	-0.07749***	-15.07	1.29	
	15-16년	0.01653***	3.87	7.93	0.01983***	4.73	7.57	
지역특성 (서울시)	광역시	-0.08226***	-20.13	5.17	-0.08712***	-21.49	5.06	
	경기도	-0.04142***	-7.30	7.70	-0.04484***	-7.91	7.62	
	충청도	-0.07211***	-14.74	3.48	-0.07324***	-14.99	3.45	
	경상북도	-0.06695***	-19.46	3.14	-0.06752***	-19.70	3.11	
	경상남도	0.00585	1.03	7.98	0.00708	1.26	7.88	
상수	Constant	-0.00882	-0.68		-0.04385***			
모형 요약	N	4,734			4,734			
	Adjusted R <sup>2</sup>	0.586			0.584			
	F-value	305.5***			316.9***			
	df_r	4711			4712			

주: \* p<0.1, \*\* p<.05, \*\*\* p<0.01

적용되는 아파트의 경우 분양시장에서 형성되는 가격이 인위적으로 하향조정 될 가능성이 크기 때문에 인근아파트 시세에 비해 상대적으로 낮은 분양가격으로 책정되는 경향이 있다. 이러한 가격의 차이는 향후 시세차익을 기대할 수 있을 가능성이 크기 때문에 전매 초과수익률이 높게 형성되는 것으로 생각된다. 이러한 분석결과는 분양가상한제가 시행되는 경우 분양시장의 분양가격을 안정화 시키는 효과가 있는 반면, 전매 시장에서는 전매 초과수익률을 높이는데 영향을 미치는 것으로 나타나 분양가상한제의 정책 입안시 분양시

장과 전매시장 및 재고매매시장에 대한 종합적인 판단이 필요하다는 것을 보여주고 있다.

분양계약특성의 분석결과를 살펴보면 중도금이자 후불제인 경우 전매 초과수익률이 높은 것으로 나타났다. 중도금이자후불제는 분양이후 입주까지 회차별로 분할 납부하도록 한 중도금에 대한 이자를 입주시점인 잔금과 함께 납부할 수 있도록 하는 이자를 유예하는 제도로써, 중도금이자후불제가 시행된 경우 입주시점 이전에 거래되는 전매 거래에서는 금융비용 부담을 낮출 수 있게 됨으로써 중도금이자후불제를 시행하지 않

&lt;표 6&gt; 분석결과

Group	Variable	B	Std. Err.	$\beta$	t	VIF	
부동산 정책특성	전매제한여부	-0.07055***	0.003914	-0.34763	-18.02	4.23	
	투기과열지구지정여부	-0.10108***	0.006341	-0.25205	-15.94	2.84	
	분양가상한제적용여부	0.06954***	0.003095	0.42339	22.47	4.04	
계약특성	중도금이자후불제여부	0.01608***	0.002722	0.09229	5.91	2.78	
거시특성	금리	-0.00384**	0.001905	-0.03127	-2.01	2.74	
입지특성	초교500m이내여부	0.01733***	0.004050	0.08160	4.28	4.13	
	공원500m이내여부	0.04187***	0.003378	0.22267	12.39	3.67	
	택지개발지구여부	0.06093***	0.004032	0.34223	15.11	5.83	
단지특성	총세대수	0.00005***	0.000004	0.28332	14.88	4.12	
주호특성	전용면적85m이상	-0.00585***	0.001963	-0.03429	-2.98	1.51	
	층 (5층 이하)	6-10층	0.00420*	0.002166	0.02316	1.94	1.62
		11-15층	0.00768***	0.002231	0.04093	3.44	1.61
		16층이상	0.00105	0.002276	0.00567	0.46	1.73
시기특성 (2008년 이전)	09-11년	-0.02013***	0.005969	-0.08245	-3.37	6.79	
	12-14년	-0.07749***	0.005141	-0.45349	-15.07	1.29	
	15-16년	0.01983***	0.004189	0.12223	4.73	7.57	
지역특성 (서울시)	광역시	-0.08712***	0.004053	-0.45354	-21.49	5.06	
	경기도	-0.04484***	0.005665	-0.20499	-7.91	7.62	
	충청도	-0.07324***	0.004887	-0.26097	-14.99	3.45	
	경상북도	-0.06752***	0.003428	-0.32555	-19.70	3.11	
	경상남도	0.00708	0.005618	0.03318	1.26	7.88	
상수	Constant	-0.04385***	0.006683		-6.56		
모형 요약	N		R-squared	Adjusted R <sup>2</sup>	F-value	df_r	
	4,734		0.585	0.584	316.9***	4712	

주: \* p<0.1, \*\* p<.05, \*\*\* p<0.01

는 경우보다 전매 초과수익률이 높게 나타나는 것으로 판단된다. 이러한 분석결과는 분양당시의 계약특성이 이후의 전매시장에도 영향을 미치고 있음을 보여주는 결과라 할 수 있다.

다음으로 거시특성과 관련하여 금리는 전매 초과수익률에 5% 유의수준에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 본 연구의 분석결과는 금리가 상승하는 경우 전매투자자와 관련된 금융비용 부담이 증가할 가능성이 높기 때문에 초과수익률에 부정적인 영향을 미치는 것으로 생각된다. 분양이후 입주 시까지의 가격프리미엄을 연구한 최은영 외(2011)의 연구에서도 금리가 분양프리미엄에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

본 연구에서는 입지특성과 관련하여 택지개발지구 여부, 학교거리, 공원거리 등의 영향을 살펴보았다. 본

연구의 분석결과, 택지개발지구에 위치한 아파트의 경우에 유의적으로 전매 초과수익률이 높게 나타났다. 택지개발지구의 경우 대규모로 계획도시로 조성되는 경우가 많은데 수요자 입장에서는 완전히 개발이 이루어진 기존 도심에 비해 상대적으로 향후 성장잠재력도 크고, 가격상승가능성도 높다고 생각하는 경우가 많다. 택지개발지구에서 분양된 아파트의 경우 수요자들의 이러한 기대심리가 반영되어 전매 초과수익률이 높게 나타나는 것으로 생각된다.

한편, 본 연구의 분석결과 개발지구의 특성뿐만 아니라 주변의 시설들과의 입지적 관련성에 따라서도 전매 초과수익률이 영향을 받는 것을 나타났다. 구체적으로 아파트단지와 학교간의 거리가 가까울수록 유의적으로 초과수익률이 높은 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 학교가 주거지와 가까울수록 교육환경이

좋다는 것을 의미하기 때문에 상대적으로 수요자의 선호도가 높고, 가격상승의 가능성이 높아서 전매 초과수익률에 유의한 영향을 미치는 것으로 해석된다. 또한 학교 이외의 공원과의 거리가 가까울수록 유의적으로 전매 초과수익률이 높은 것으로 나타났다. 주거지 인근에 공원이 위치할 경우 주거환경의 쾌적성이 높아지기 때문에 수요자의 선호도가 높고, 가격상승 가능성이 높아서 이러한 결과가 나타난 것으로 생각된다.

이러한 입지특성 이외에 아파트의 개별특성도 전매 초과수익률에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 먼저 단지특성과 관련하여 단지규모가 클수록 전매 초과수익률이 높은 것으로 나타났다. 본 연구에서는 단지규모를 총세대수로 측정하였는데 총세대수가 큰 경우 단지 내 입주민이 이용할 수 있는 부대시설의 종류가 다양하고, 주거관련 편의시설도 풍부하며, 지역에서 랜드마크 단지로 인식될 가능성도 커서 가격상승의 가능성도 높다. 따라서 단지규모가 클수록 전매 초과수익률이 높게 나타난 것으로 판단된다.

다음으로 주호특성과 관련해서는 전용면적의 경우 모형 1의 분석결과 주택규모가 증가할수록 전매 초과수익률은 감소하는 것으로 나타났다. 또한 모형 2의 분석결과는 국민주택규모인 85㎡미만의 경우 유의적으로 전매 초과수익률이 높은 것으로 나타났다. 이러한 분석결과가 나타난 이유를 추론해보면 상대적으로 규모가 작은 아파트의 경우 분양권 전매 거래의 자금 규모가 크지 않기 때문에 전매에 대한 잠재 수요자가 많기 때문으로 생각된다.

소재층과 관련하여 소재층이 5층 미만인 경우에 비해 6-10층, 11-15층에서 전매 초과수익률이 높은 것으로 나타났다. 이러한 분석결과가 나타난 것은 거래 대상이 되는 주호가 위치한 소재층이 높을수록 상대적으로 일조량과 조망이 좋고, 지상으로부터 발생하는 소음 등의 영향을 적게 받기 때문에 수요자들의 선호도가 높고, 가격상승의 가능성도 커서 소재층이 높을수록 전매 초과수익률에 유의적인 영향을 미치는 것으로 생각된다.

통제변수로 사용한 시간특성과 지역특성의 분석결과를 살펴보면 시기적으로는 2008년 이전에 비해 2009년~2011년과 2012년~2014년에 분양된 아파트의 경우 전매 초과수익률이 낮게 나타나고, 2015년 이후의 경우 전매 초과수익률이 높게 나타났다. 이러한 분석결과는 2009년 글로벌 금융위기, 2012년 유럽 재

정위기 등의 경제적·사회적 혼란기에 따른 영향이 전매시장에도 영향을 미친 것으로 추론된다. 한편, 지역 특성에 대한 분석결과를 살펴보면, 서울이 비해 광역시, 그리고 경기도, 충청도, 경상도의 경우 모두 전매 초과수익률이 낮게 나타났다. 이러한 분석결과 지역시장의 가격상승률을 고려한 실질적인 전매 초과수익률이 서울이 가장 높은 것을 확인할 수 있었다.

마지막으로 표준화 계수에 따른 전매 초과수익률에 영향을 미치는 정도를 시기 및 지역 특성을 제외하고 살펴보면 분양가상한제적용, 전매제한여부, 택지개발사업지구여부, 단지규모, 투기과열지구지정여부 등의 순으로 전매 초과수익률에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 표준화 계수값의 크기를 고려할 때 부동산정책특성군과 입지특성군이 전매거래의 초과수익률에 미치는 영향력이 큰 것을 알 수 있었다.

## VI. 결론

아파트 매매 형태 중 우리나라는 전매라는 독특한 방식이 존재한다. 분양권 전매는 아파트의 착공시 아파트를 구입할 수 있는 권리인 분양권이 주어지고 이러한 분양권을 준공 이전에 거래하는 것을 의미한다. 이러한 분양권 전매는 기존의 재고아파트에 대한 매매와 달리 향후 입주 예정인 아파트를 미리 구입함으로써 미래의 시간가치의 활용이 가능하다. 분양권 전매를 통해 아파트를 구매함에 있어 거래당시 바로 목돈을 지불하지 않고 중도금을 분할 납부함으로써 아파트의 구입비용에 대한 부담을 줄일 수 있으며, 분양가격과 이후 아파트 거래가격의 시세차익이 형성될 경우 전매프리미엄의 발생이 가능하게 된다. 이러한 전매시장은 공급자에 의해 결정되는 분양시장과 재고매매시장으로 이어지는 과정에 존재하는 중간계 시장으로 분양시장에서의 다양한 영향요인들이 전매시장으로 연결되어 전매행태에 영향을 미치게 되고 또한 전매시장에서의 현상이 일반재고시장으로 연결되어 재고매매 거래에 영향을 미치게 된다. 이러한 전매시장에서의 전매프리미엄에 대한 실증연구의 필요성에도 불구하고 이에 대한 실증연구를 찾아보는 것은 쉽지 않다.

본 연구에서는 민간건설사의 분양권 거래 자료를 활용하여 분양권 전매프리미엄에 영향을 미치는 요인에 대해 전매시장과 관련하여 부동산정책특성과 분양계

약특성을 중심으로 연구를 진행하였다. 구체적으로 본 연구에서 사용한 종속변수는 가격프리미엄을 시간가치와 지역부동산시장의 가격상승률을 고려한 전매 초과수익률 개념으로 정의하여 연구를 진행하였다. 본 연구에서는 2003년부터 2016년까지 전국에 공급한 192개 단지의 전매거래 자료에 기초하여 부동산정책 특성, 분양계약특성, 거시특성, 입지특성, 단지특성, 주호특성 등이 전매 초과수익률에 미치는 영향을 살펴 보았다.

본 연구를 통해 나타난 주요 연구결과를 살펴보면 다음과 같다. 먼저, 본 연구의 분석결과 전매제한, 투기과열지구지정 및 분양가상한제 등의 부동산정책특성이 전매 초과수익률에 유의적으로 영향을 주는 것으로 나타났다. 구체적으로 본 연구의 분석결과, 분양당시의 전매제한, 투기과열지구지정 등의 부동산정책이 분양 이후의 전매 초과수익률을 낮추는 효과가 있다는 것을 보여주고 있다. 반면에 분양가상한제의 경우 건설사의 분양가격을 안정화시키는 효과가 있을 수 있지만 전매시장에서는 전매 초과수익률을 높이는 부작용을 가지고 있는 것으로 나타났다. 이러한 본 연구의 분석결과는 전매제한제도와 관련된 전매제한여부, 투기과열지구지정 및 분양가상한제지정 등의 부동산정책이 분양시장과 연결된 전매시장에도 직접적인 영향을 미치는 것으로 나타나 부동산정책의 종합적인 고려가 필요할 것으로 여겨진다.

둘째, 본 연구의 분석결과는 중도금이자후불제 등 건설사의 분양계약조건에 따라 전매 초과수익률이 영향을 받는다는 것을 보여주고 있다. 본 연구의 분석결과 중도금이자후불제를 실시할 경우 전매 초과수익률이 높아지는 것으로 나타났다.

셋째, 본 연구를 통해 금리 등의 거시특성이 전매 초과수익률에 유의적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다. 이러한 본 연구의 분석결과는 주택이라는 상당한 규모의 자금과 금융비용을 수반하는 전매거래에 있어서 금리가 전매 초과수익률에 유의적인 영향을 미치는 요인이라는 것을 보여주고 있다.

넷째, 본 연구의 분석결과는 전매대상이 되는 아파트 상품 특성에 따라서 전매 초과수익률이 상이할 수 있음을 보여주고 있다. 본 연구의 분석결과 입지적 측면에서는 택지개발지구에 위치하고, 교육환경과 자연환경이 우수한 아파트의 경우 전매 초과수익률이 높게 나타났다. 단지나 주호측면에서는 단지규모가 크고,

상대적으로 고층에 위치하면서 전용면적이 작은 아파트의 경우 전매 초과수익률이 높게 나타났다. 이러한 본 연구의 분석결과는 상대적으로 수요자의 선호도가 높은 상품특성을 가진 아파트의 경우 전매거래를 통해 좀 더 높은 수익을 향유할 가능성이 있다는 것을 보여 주고 있다.

본 연구는 우리나라에서 오래 전부터 분양시장 및 일반매매시장과 더불어 하나의 시장으로 자리하고 있는 전매시장의 전매가격프리미엄과 관련하여 영향요인들을 도출하였다. 민간건설사의 전매거래 자료를 이용하여 실증연구를 진행함으로써 분양권 전매의 초과수익률에 대한 이해의 폭을 넓혔다는 점에서 의의를 가지고 있다.

그러나 이러한 본 연구의 의의에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 점에서 몇 가지 한계를 가지고 있다. 첫째, 본 연구는 전매거래에 대한 자료구득의 어려움으로 인하여 자료구득이 가능한 민간건설사의 자료를 활용하여 연구를 진행하였다. 특정의 단일건설사의 자료하는 점에서 해당 건설사의 특성이 반영되어 있을 수 있고, 표본의 편의가 존재할 가능성이 있다. 이러한 점에서 향후에는 여러 건설사들의 자료를 풀링하여 보다 일반화된 자료를 구축하고 연구를 진행함으로써 본 연구의 연구결과를 일반화할 수 있는 연구가 필요할 것으로 생각된다. 둘째, 본 연구에서는 전매거래가 발생하기까지의 경과시간의 개별성과 지역부동산시장의 평균가격변화를 고려한 시간가치에 기초한 초과수익률 개념으로 전매프리미엄을 정의하고 연구를 진행하였다. 그러나 전매프리미엄은 단순한 가격차이만을 고려할 것인지, 전매대상 아파트의 규모를 고려할 것인지, 초기투자가치에 기초한 변화율을 고려할 것인지, 지역부동산시장의 평균가격변화를 고려할 것인지, 경과시간을 고려할 것인지, 실질가치의 변화를 고려할 것인지 등에 따라 다양한 형태로 정의할 수 있을 것으로 생각된다. 전매프리미엄에 대한 통일된 개념 정의가 없는 가운데 본 연구에서는 단순한 가격차이나 변화율 개념보다는 진일보된 시간가치를 고려한 초과수익률 개념을 적용했다는 점에서는 의의를 가지지만 거래대상 아파트의 규모 차이나 시간에 따른 실질가치를 고려하지 못했다는 한계를 가지고 있다. 각각의 정의마다 나름대로의 장단점을 가지고 있어서 어떤 정의가 반드시 우수하다고 보기는 어렵지만 향후에는 본 연구에서 사용한 프리미엄개념을 보다 정교화하거나 현실

적용력을 높이는 형태로 전매프리미엄을 정의하고 이를 활용하는 연구를 진행함으로써 본 연구를 더욱 확장한 연구가 필요할 것으로 생각된다. 이외에도 다양한 형태의 프리미엄개념들을 비교분석하는 연구들도 필요할 것으로 생각된다. 마지막으로 본 연구는 전매프리미엄에 대한 선행연구가 없는 가운데 분양프리미엄에 대한 선행연구들과 전매거래와 전매시장의 특수성을 고려해서 영향요인들을 도출하여 연구모형을 구성하고 연구를 진행하였다. 이러한 점에서 본 연구에서 사용한 전매프리미엄의 영향요인들이 모든 영향요인들을 포괄했다고 보기는 어려운 측면이 있다. 이러한 측면에서 향후에는 본 연구에서 사용한 영향요인 이외에 다양한 추가적인 요인들을 고려한 연구가 필요할 것으로 생각된다. 이러한 향후 연구들이 진행될 때 전매시장과 전매거래에 대한 학술적인 이해를 확장할 수 있을 것으로 생각된다.

논문접수일 : 2017년 8월 16일  
 논문심사일 : 2017년 8월 17일  
 게재확정일 : 2018년 3월 27일

회, 학술대회발표논문집」한국마케팅과학회, 2006

10. 임세정, 「개성이 호의적 태도와 가격 프리미엄에 미치는 영향에 관한 연구-아파트 브랜드를 중심으로」, 경희대학교 석사학위논문, 2007
11. 최은영 · 김민석 · 고성수, “서울시 공동주택 분양프리미엄 결정요인에 대한연구”, 「부동산연구」 제21권 제1호, 한국부동산연구원, 2011
12. 한국은행경제통계시스템, ecos.bok.or.kr
13. Chau, K. W., S. K. Wong and C. Y. Yiu, “Housing Quality in the Forward Contracts Market,” *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 34 No. 3, 2007, pp. 313-325
14. Edelstein, Robert, Peng Liu and Fang Wu, “The Market for Real Estate Pre-sales: A Theoretical Approach,” *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 45, 2012, pp. 30-48
15. Lai, R. N., K. Wang and Y. Zhou, “Sale Before Completion of Development: Pricing and Strategy,” *Journal of Real Estate Economics*, Vol. 32 No. 2, 2004, pp. 329-257
16. Wong, S. K., C. Y. Yiu, M. K. S. Tse and K. W. Chau, “Do the Forward Sales of Real Estate Stabilize Spot Prices?,” *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 32 No. 3, 2006, pp. 289-304

## 참고문헌

1. 국가법령정보센터, [www.law.go.kr/main.html](http://www.law.go.kr/main.html)
2. 국토교통부, 「2016주택업무편람」, 2016
3. 권태연 · 이창무 · 최막중, “아파트 분양가와 입주 후 시장가격 간의 관계분석”, 「국토계획」 제39권 제7호, 대한국토·도시계획학회, 2004
4. 김승탁, “이항옵션가격결정모형을 이용한 중대형 민영임대주택 분양권의 손익분석”, 「선물연구」 제16권 제1호, 한국선물학회, 2008
5. 김현아 · 백성준 · 김우영, “아파트 분양가격의 상승 원인과 가격결정구조 분석”, 「한국건설산업연구원 연구보고서」, 2004
6. 박승배 · 이문숙 · 김정구, “계층적 아파트 브랜드 자산과 가격프리미엄의 관계에 관한 연구”, 「상품학연구」 제25권 제4호, 한국상품학회, 2007
7. 부동산정보 통합포털, [www.onnara.go.kr](http://www.onnara.go.kr)
8. 송선주, 「아파트 분양권의 전매 특성에 관한 연구」, 건국대학교 박사학위논문, 2017
8. 송선주 · 신종철, “아파트 분양권의 전매 거래빈도에 관한 연구”, 「주거환경」 제15권 제3호, 한국주거환경학회, 2017
9. 심형석 · 서문식 · 이종호, “가격프리미엄을 활용한 아파트 브랜드 자산가치의 실제 측정에 관한 연구”, 「한국마케팅과학