

# 감정 평가에서의 수익 환원법 적용

노 태 욱

강남대학교 교수

I. 서 론 .....	51
II. 감정평가와 수익 환원법 .....	52
III. 수익 환원법 적용의 제 문제 .....	55
IV. 수익 환원법의 정착 과제 .....	58
V. 결 론 .....	64
* 참고문헌 .....	65



# I. 서 론

IMF로 새로운 경제 체제가 시작되면서 우리 나라 부동산의 가격이 급격히 하락함으로써 소위 '거품'의 존재가 확인되었다. 이에 따른 부동산 시장의 혼란은 부동산 산업 전반에 걸쳐 큰 혼란과 변화를 동시에 가져오게 되었는데 그 중에서도 가장 큰 변화는 지금까지 부동산 투자를 다른 자본 투자와 구별지었던 부동산의 시간에 따른 자본 등귀 가능성이 크게 줄어들거나 거의 없어지게 되었다는 점이다.

부동산을 둘러싸고 있는 이러한 환경의 변화는 부동산 감정 평가 부문에도 중대한 영향을 가져오게 되었다. 그 중의 하나가 지금까지 이론적으로는 알고 있으면서도 실무에서 소홀하게 다루어 왔던 소득 접근법 혹은 수익 환원법이 확대 적용하게 된 것이다. 물론 이전에도 감정 평가에 삼방식을 고루 적용할 것을 제도적으로 요구하고 있었다. 그러나 외국과는 다른 시장 환경 그리고 부동산에 대한 제도와 인식의 차이로 감정 평가 부문에서 소득 접근법의 적용이 상대적으로 소홀했으며 관련 기법의 발달도 이루어지지 못해 왔다.

과거처럼 부동산이 인플레이 방책으로 기능하고 부동산 가치의 많은 부분이 자본 등귀에 의해 결정되는 경우에는 부동산 가격의 결정에 어느 정도의 '희망' 가치가 포함되게 되고 이러한 희망 가치의 평가에는 객관적이기보다 주관적 요소가 많이 개입되므로 장기적인 부동산 가치의 합리적 추계가 사실상 불가능하다. 게다가 지금까지와 같이 수요자 중심이 아닌 공급자 중심의 부동산 시장에서는 수익의 많은 부분을 공급자가 결정할 수 있어서 객관적인 시장 상황에 기초한 비교 가능 자료가 확보될 수 없다. 이와 같은 상황에서는 수익성 부동산의 경우에도 수명 동안의 수익 창출 능력보다는 재 매각에 따른 자본 이득을 계산하기 위한 비교 가능 부동산의 가격 평가가 부동산 활동의 중요 부분이 될 수밖에 없었다.

그러나 부동산 개발이 거의 완료되면서 부동산 시장이 수요자 중심 시장으로 이행하고 있는 와중에 이루어진 부동산 시장의 대외 개방은 부동산 시장에 급격한 환경 변화를 촉발했다고 하겠다. 부동산 시장 대외 개방의 가장 큰 의미는 국제적 관행과 제도의 도입으로 평가에서도 국제 평가 실무 기준이 적용되게 되었다는 점이다.

기본적으로 외국 자본의 국내 부동산 투자는 전적으로 재산 포트폴리오(asset portfolio)에 따른 투자 대안의 일환으로 이루어지고 있으며 외국 자본의 주 관심이 자본 등귀보다는 일정 기간에 걸친 부동산의 수익 창출 능력에 두고 있다. 더구나 국내 부동산 투자가 아직도 장기적 관점을 취하고 있는 반면에 외국 자본은 다른 자본 투자와 비교한 수익률에 초점을 두는 그래서 중·단기적 관점을 취하고 있는 점에서 차이를 보이고 있다. 하지만 우리 나라에서도 재산 담보부 채권(Asset Backed Securities: ABS), 저당 담보부 채권(Mortgage Backed Securities: MBS) 등 부동산 관련 금융의 도입과 확대에 따라 부동산의 유동화가 촉진된다면 부동산에 대한 중·단기적 투자가 더 많은 비중을 차지하게 될 것으로 예측된다.

현재 이루어지고 있는 광범위한 부동산 환경의 변화는 종국적으로 수익에 기초한 부동산 가치의 평가와 비교를 통해 부동산 투자에 관련된 의사결정의 합리화와 투명성을 높이는 계기가 될 수도 있을 것이다. 뿐만 아니라 부동산 관련 금융의 개발과 확대로 부동산의 유동화가 이루어진다면 부동산 투자가 재산 포트폴리오의 하나로 자리잡으면서 오히려 부동산 투자 시장이 확대되는 전화위복의 장이 될 수도 있을 것이다.

이 글은 부동산 환경의 이러한 변화에 따라 감정 평가 분야에서 화두로 떠오르고 있는 수익 환원법의 논거와 이의 실무 적용에 따른 문제점들을 살펴봄으로써 수익 환원법의 확대·적용에 따른 대응책을 논의하고자 한다.

## II. 감정 평가와 수익 환원법

### 1. 감정 평가 3방식과 수익 환원법

통상 수익 환원법은 개념적으로 소득 접근법의 범주에서 다루고 있다. 소득이 곧 수익이므로 상통하는 개념으로 볼 수 있으며 어떤 측면에서는 소득이 수익보다는 더 포괄적인 개념이기 때문에 그러할 것이다. 먼저 감정 평가 삼방식과 소득 접근법, 소득 접근법과 수익 환원법 간의 관계를 차례로 살펴본다.

일반적으로 부동산 가치의 평가에는 비용법, 매매 사례 비교법과 소득 접근법의 세 가지 방식이 이용되고 있다. 그러나 실제 평가에서는 세 가지 방법이 전혀 별개의 독립적 가격 산정 체계는 아니다(임재만, 1997, p. 127). 보통 비용 자료와 매매 자료의 분석에서 소득 환원 방식이 중요한 부분을 차지하고 있으며 비용 방식이나 매매 사례 비교 방식에서도 소득 환원 기법은 빈번하게 사용되고 있다. 매매 사례 비교 방식에서는 매매 사례를 분석하고 수정하는데 소득 환원 기법을 이용하며 또한 비교 방식에서는 기능적 감가상각을 측정하기 위하여 종종 추계 임대료 손실을 환원하는 소득 환원 기법을 적용한다. 따라서 세 방법은 서로 상보적 성격을 갖고 있으며 평가 대상 부동산의 종류와 특성에 따라 상대적 유용성이 정해진다(이상영, 1998, p. 85). 다만 현실적으로 부동산 투자의 다양화, 수익성 부동산의 확대 등 부동산 환경의 변화에 따라 다른 투자 대안과의 비교가 요구됨에 따라 소득 접근법의 적용이 강화되고 있는 실정이다.

이러한 소득 접근법(income approach)은 소득에 대한 접근 방식에 따라 직접 환원법(direct capitalization method)과 수익 환원법(yield capitalization method)으로 나뉘어진다. 직접 환원법은 한 해의 소득을 소득률(income rate)로 나누거나 소득 승수(income multiplier)를 곱하여 부동산의 가치를 구한다. 따라서 장기간에 걸친 소득을 다루

는 것이 아니라 한 해의 소득을 중심으로 부동산의 가치를 평가한다. 이에 반해 수익 환원법은 장래의 기대 편익을 적정 수익률(yield rate)로 할인(현금 현금 수치법<sup>1)</sup>: Discounted Cash Flow method)하거나 소득 흐름, 부동산 가치의 변화 그리고 수익률 등을 종합적으로 고려한 종합 환원률을 적용하여 부동산의 가치를 평가한다.

이러한 소득 접근법에서 사용하는 수익률과 소득률은 같을 수도 있고 같지 않을 수도 있다. 두 개념의 차이는 계산에서 투자 기간 만료시의 매각 이득을 포함하는지에 의존한다. 소득률은 한 해 동안의 소득에 대한 부동산 가치의 비율을 나타내기 때문에 투자 기간 만료시의 매각 이득을 포함하지 않는다. 종합 환원율은 한 해 동안의 기대 순 영업 소득과 부동산 가치간의 관계를 나타내는 것으로 개념적으로는 일종의 소득률이다. 반면 수익률은 투자 기간 동안의 모든 예상 소득을 고려할 수 있는 개념이다. 자본 이득과 소득 이득 모두를 현재 가치로 환원하는데 사용된다. 따라서 소득률과 수익률의 관계는 부동산 가치와 소득 변화의 함수이다(안정근, 1992).

직접 환원법은 여러 가지 가정을 완화할 경우 수익 환원법의 DCF법과 동일(임재만·정승희, 1998, p. 68)하므로 수익성 부동산의 경우에는 DCF법을 이용하여 가치를 산정하는 것이 국제적 표준으로 인식되고 있으며 부동산 투자 분석에서도 부동산의 투자 가치나 시장 가치를 자기 자본 투자자의 입장에서 분석할 수 있는 유용한 도구로 인식되고 있다.

결론적으로 수익 환원법은 소득 접근법을 대변하는 평가 기법으로 다른 접근법들과 별개로 존재하는 것은 아니다. 현실적인 부동산 환경의 변화에 따라 수익 환원법에 대한 수요가 확대된 것이다. 이는 무엇보다도 그것은 부동산이 주거용 부동산과 수익성 부동산으로 이원화되면서 수익성 부동산의 투자적 성격이 강화된 데 기인한다.

수익성 부동산의 경우에는 매각에 따른 자본 이득보다는 시간에 따른 부동산의 장래 소득이 부동산 투자를 결정하게 된다. 이러한 상황에서는 장기간에 걸쳐 부동산이 창출하게 될 소득의 비교와 평가 뿐 아니라 다른 투자 대안과 비교하는 것도 중요한 작업이 된다. 특히 수익 환원법은 방법적으로 장래의 변화를 수용할 수 있는 유연성이 있어서 투자의 위험과 불확실성을 고려할 수가 있다. 따라서 무엇보다도 수익 환원법의 장점은 부동산 가치의 산정에 경제 변수들의 예측과 변동을 반영할 수 있기 때문에 투자 기법과 금융 조건이 복잡한 현대적 부동산 투자에 유용하다는 점을 들 수 있다(이상영, 1998, p.85).

1) 현금 수치 분석법은 가치에 대한 소득 접근법에서 일반적으로 인정되는 분석 도구이자 평가 방법이다. 새로운 방법은 아니나 컴퓨터 기술을 이용하기 전에는 널리 사용되지 못하였다. 이윤 지향적이고 불확실한 미래의 사건 분석에 의존하기 때문에 오용될 가능성이 크다(임재만, 1999, pp. 61-3). 이 분석은 기관의 부동산 시장에서 수요되기 시작하여 일반적 부동산 시장에서의 투자 시장으로 확장되었다. 예정 건물의 평가 또는 분석, 토지 개발, 콘도미니엄 개발 또는 전환, 재개발, 다양한 유형의 수익성 부동산에 적용될 수 있다. 이는 또 투자자가 매수, 매각, 보유 의사 결정을 하는 단계를 재생하는 가장 좋은 방법으로 간주되고 있다. 또, DCF법은 예측의 원리 즉 가치는 미래 편익의 예측에 의하여 창출된다는 원리에 기초하고 있다. 이에 따라 투자 기준을 반영하며 평가사에게 실증적이고 주관적인 가정을 요구한다.

## 2. 소득 접근법의 감정 평가 원칙

일반적으로 소득 접근법의 적용을 위해서는 다음과 같은 감정 평가 원칙들이 고려되어야(임재만, 1997, pp. 127-130) 한다고 알려져 있다. 이를 살펴보면 실무에서 수익 환원법을 적용할 때 나타날 수 있는 문제점에 대한 시사를 얻을 수 있다. 차례로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 예측과 변동의 원칙. 이는 예측의 원칙이 소득 접근법의 근간임을 의미한다. 부동산의 가치는 미래 획득 편익에 대한 기대에서 창출되기 때문에 이러한 장래 편익에 대한 모든 권리의 현재 가치가 부동산의 가치이다. 소득 접근법에서는 기대 미래 수익을 예측하고, 시간 경과에 따라 예상되는 소득의 변화 유형을 반영할 수 있는 환원 이율 추계가 중요한 작업이다.

이러한 예측에는 가정이 포함되므로 변화가 수익성 부동산의 가치에 어떻게 영향을 미치는 가도 반드시 고려해야 한다. 가치를 추계하는 환원 절차에는 부동산 투자의 위험성이 내포되어 있으므로 할인률이나 환원 이율의 선택에 이러한 사실을 반영해야 한다. 일반적으로 할인률에 위험 할증율(risk premium)을 더함으로써 위험을 반영할 수 있다.

둘째, 수요와 공급의 원칙. 수요와 공급의 원칙 그리고 이에 따른 경쟁은 장래 편익 추정 그리고 수익률 예측과 특히 관련이 있다. 소득 흐름과 수익률은 시장에서 결정되기 때문에 이를 예측하기 위해서는 특정 유형의 부동산에 대한 수요 그리고 이 수요가 공급에 어떻게 영향을 미치는가를 고려해야 한다.

셋째, 대체의 원칙. 부동산의 가격, 임대료와 수익률은 유사한 효용을 갖는 대체 부동산의 일반적 가격, 임대료, 수익률에 의해 결정되는 경향이 있다. 따라서 이 대체의 원칙은 시장 지향적이며 임대료와 경비의 추계 그리고 적정 할인률 및 환원 이율의 계산에 근거를 제공한다. 또 소득 환원법의 타당성과 이에 적용된 자료의 신뢰성을 검증하는 데에도 이용된다.

넷째, 균형의 원칙. 이 원칙은 특히 의미가 있다. 수익성 부동산은 유형과 위치 사이에 균형이 적정하여야 가치가 창출되고 유지된다. 토지 이용이 불균형적이면 토지 가치가 하락하며 반대로 토지 이용 계획과 지역 지구제가 잘 정비되어 있으면 더욱 효율적인 토지 이용이 촉진된다.

다섯째, 외부성의 원칙. 정 또는 부의 외부 경제(external economies)는 부동산의 가치에 경제 외적 영향을 미친다. 상업용 부동산의 경우에는 시선을 끌고 공간이 넓으며 접근성이 좋은 주변 환경에 의해 가치가 높아지고 반대의 경우에는 가치가 낮아진다.

이러한 원칙은 결국 수익의 환원에 이르기 전 단계에서 이루어지는 시장 조사 등의 중요성을 강조하고 있는 것으로 볼 수 있다. 즉 감정 평가가 곧 의사 결정 그 자체가 아니라 의사 결정을 위한 자료로 기능할 수밖에 없다면 가능한 한 객관적인 평가가 이루어지도록 하는 작업이 중요해지는 것이다. 이에 따라 수익 환원의 출발점이 되는 자료 그리고 환원 수익의 크기를 결정하게 되는 할인률 등의 후방 연계와 환원 결과의 이용이라는 전방 연계간 연결 고리가 제대로 이어질 수 있어야 할 것이다.

### III. 수익 환원법 적용의 제 문제

수익 환원법은 외국 투자자의 투자 기준으로 작용하고 있을 뿐 아니라 부동산의 유동화가 증대될 경우 그 적용이 더욱 확대될 것이다. 부동산 환경의 국제화로 수익 환원법의 사용이 불가피해 졌지만 지금까지 제도와 관행은 수익 환원법 적용에 많은 장애 요소도 안고 있다. 따라서 수익 환원법의 성공적 실제 적용을 위해서는 전제적 조건들이 충족되어야 한다. 현재 수익 환원법의 적용을 둘러싸고 제기되고 있는 문제점들을 먼저 정리해 보면 다음과 같다.

#### 1. 자본 환원율

적절한 환원율의 선택은 전체 소득 추계 결과에 직접적으로 영향을 미치는 요소로 수익 환원법의 적용을 위한 예측 및 변동의 원칙과 관련된다. 수익과 비용 요소가 모두의 정확한 추계를 전제로 하면 어떤 환원율을 선택하느냐에 따라 수익의 크기가 결정된다.

개념적으로 환원율을 정의하는 것이 어렵지는 않다. 현재와 미래의 정확한 교환 비율을 구할 수 있으면 이를 환원율로 사용하면 되기 때문이다. 그러나 실제에서는 고려 요소가 많을 뿐 아니라 환원율 자체가 예측적 요소를 포함하고 있으므로 시장의 여러 이자율 혹은 과거 자료 분석에서 바로 얻어지지 않는다. 그것은 환원율의 기초가 되는 화폐 이자율 등이 투자 수익률이나 시간 선호 등 투자에 관련되는 실질적 힘에 의해서만 결정되기보다는 외부적 영향 요소인 화폐적 영향에 따라 변할 수 있을 뿐 아니라 시장에는 위험의 차이 혹은 자본 시장의 불완전성을 반영하는 많은 이자율이 존재하기 때문이다(노태욱, 1995, p. 158).

〈표 1〉 부동산 수익 방식의 발전 과정

년 도	공 식	제 안 자
1662	$V=I \times YP$ : 연매 계수	Petty
1668	$V_n=1/(1+i)^n$ : 현재 가치 $A_n=(1-(1/(1+i)^n))/i$ : 복리 연금 현가율	Newton
1726	$K=(i/((1+i)^n-1))+1$ : 년부 상환율	Smart
1877	$V=I \times R$ , $R=1/((i/2/((1+i)^n-1))+i_1)$ : 상환 기금법	Hoskold
1906	영구환원법	Fisher
1922	다중 회귀분석	Hass
1924	최 유효 이용 하의 부동산 가치	Badcock
1927	환원 이율=이자율+자본 회수	Mertzke
1929	부동산 소득의 현재 가치 + 복귀 가격의 현재 가치	Cameron
1932	지분 방정식	Badcock
1938	합성법	Schmutz
1938	투자 결합법( $R=LTV\% \times R_m$ )+(E% $\times$ Re)	Ross
1944	투자 결합법( $R=LTV\% \times K$ )+(E% $\times$ Re)	Kazdin
1955	NOI의 현재 가치 + 복귀 가격의 현재 가치	Grebler
1959	Elwood 공식	Ellwood
1965	most probable selling price	Ratclif
1969	세 공제 후 현금 흐름 모형, GRM	Wendt
1969	$V=f(CF, I, B, M)$	Hubbard & Hawkins
1971	Elwood 공식 변경	Ellwood
1975	재무적 내부 수익률	Messner & Findlay
1976	부채 감당율법	Gettel
1978	CAPM	Gau & Kohlhepp
1980	Equity yield rate & Equity dividend rate Elwood 공식에 DCR 이용	Lusht & Zerbst
1980	OER 및 평가 모형 개발	Jaffe
1989	DIV 평가 기법	RTC
1997	Fuzzy Logic 모형을 이용한 평가 모형 개발	Halbert Smith

자료 : 신중용, 1999, p. 148.

위의 표에서 보는 바와 같이 지금까지 여러 가지 자본 환원율 결정 방법들이 제안되고 있는데 대부분 방법상의 차이를 중심으로 구분되고 있다. 이를 공통 분모를 중심으로 재분류하면 본질적으로 세 가지로 나눌 수 있다(안정근, 1999, pp. 76-8).

첫 번째는 시장에서 추출하는 방법이다. 이 방법은 유사 부동산에 대한 매매 사례가 충분할 경우 유용성이 높은 방법이다. 두 번째는 자본 환원율의 개념적 구성 부분을 분석하여 구축하는 방법으로 시장에서 추출할 수 있는 자본 환원율이 없거나 있더라도 신뢰성이 부족할 경우에 사용된다. 자본 환원율을 구하는 대부분의 방법들이 여기에 속하고 있다. 세 번째는 투자자들을 대상으로 직접 조사하는 방법이 그것인데 앞의 두 방법의 적절성을 검사하는데 사용하

는 것으로 이론적으로는 가장 정확한 방법으로 알려져 있다.

그런데 이들 방법은 기본적으로 과거 자료에 기초하고 있으므로 예측이 포함되는 미래 수익 흐름 결정에서는 보완적 역할에 머물 수밖에 없을 것이다. 따라서 수익 환원법의 실제 적용에서는 소득과 경비의 정확한 추정 그리고 적절한 할인률의 선택이 가치의 정확성을 높이는 관건이 될 것이다. 게다가 앞에서의 수요·공급 원칙 측면에서 보면 정태적인 단순한 과거 자료의 분석에 입각한 자본 환원율이 동태적인 미래 수익 흐름을 반영하는 데에는 한계가 있다.

## 2. 보유 기간

수익의 흐름에 대한 결정이 이루어지면 자본 환원율 뿐 아니라 투자 기간을 얼마로 잡느냐도 실제 투자 수익의 크기를 결정하는데 결정적인 역할을 하게 된다. 그러나 부동산의 개별적인 특성상 모든 부동산의 보유 기간을 고려하여 적용하는 것은 힘들기 때문에 일반적으로 사무실 빌딩의 경우에는 10년을 기준으로 이루어지고 있으며 복귀 가치는 10년 말에 가상적으로 매각하는 것을 가정하여 예측하고 있다(임재만·정승희, 1998, pp. 80-1).

그러나 이는 미국에서 부동산을 회사채나 채무성 증권과 같은 다른 장기 투자 대상과의 비교를 위해 필요한 것이므로 사실상의 수명이 제대로 고려될 수 있다면 그 기간을 모두 계산에 산입하는 것이 타당할 것이다.

이와 함께 실제 수익 흐름은 매 기간의 기대 수익과 기대 할인률에 따라 결정되므로 현재처럼 일정한 기대 수익과 할인률을 적용하는 것은 실제 가치와 괴리를 낳을 수 있다. 실제 계산에서는 위험 프리미엄을 더하는 등의 방법으로 현실성을 높일 수는 있을 것이나 완벽한 방법이 되지 않는 것이다. 왜냐하면 투자의 위험이 매년 일정할 만큼 규칙적이지 않으며, 현재 가치의 계산에서 할증률의 영향이 수익 패턴에 따라 달리 나타날 수 있고, 또 분석가와 투자자 모두 할증률에 대한 정확한 지침을 갖고 있지 못하기 때문이다(노태욱, 1995, p.83).

## 3. 시장 가치와 투자 가치

시장 가치는 객관적이어서 특정 개인과 관계없이 공평하나 투자 가치는 주관적이어서 특정 개인의 판단 기준에 기초한다. 소득 환원법으로 시장 가치를 추계하기 위해서는 사용 자료가 모두 시장 지향적이어야 할 것이며 투자자의 평가 시점에서는 투자 동기도 고려할 수 있어야 할 것이다. 어떤 투자자는 시장 가치보다 더 높은 가격을 기꺼이 지불할 수 있으며 어떤 투자자는 소유 부동산을 시장 가치보다 높은 가치를 지닌 것으로 판단할 수 있다.

이런 측면에서 지금의 감정 평가와 공시 지가 체계가 부동산 가격을 제대로 반영하고 있지 못하다(이상영, 1998, p. 84)는 측면에서 시장 가치와 투자 가치의 조화를 기할 수 있는 방

안이 강구되어야 할 것이다. 소득 접근법을 따를 경우 현재 우리 나라의 부동산 가격은 너무 높게 책정되어 있다는 논란이 여기에 기인한다고 볼 수 있다. 따라서 수익성 부동산이 다른 자본 투자 대안과 비교될 수 있는 수익률을 확보하기 위한 노력이 있어야 할 것이다. 여기에는 부동산 수익에 대한 정보 인프라의 구축과 객관적 부동산 투자 지표의 개발이 전제가 될 것이다.

## IV. 수익 환원법의 정착 과제

수익 환원법의 국제 표준화는 시급한 과제로 다가와 있다. 그러나 앞서서도 보았듯이 이와 관련되는 제도와 관행은 아직 이를 수용하지 못하고 있는 것이 현실이다. 앞에서의 논의를 중심으로 수익 환원법의 정착에 고려되어야 할 항목들을 열거해 보면 다음의 몇 가지를 들 수 있을 것이다.

### 1. 환원 방법의 표준화와 법제화

수익 환원법에 대한 논의를 보면 수익 환원법의 당위성에도 불구하고 부동산에 관련되는 문화의 차이가 실제 적용에서 장애로 작용하고 있음을 알 수 있다. 따라서 빠른 정착과 확산을 위해서는 환원 방법의 표준화와 법제화가 이루어져야 할 것이다. 이에 대한 논의는 일본의 예를 참고로 할 수 있을 것이다.

일본에서는 1994년 9월 2일에 국토청 토지 감정 위원회, 수익 환원법 검토 소위원회에서 신 수익 환원법을 검토하여 결정하고 1994년 9월9일에 토지 감정 위원회에서 승인(방경식, 1997, p. 18)함으로써 경제·사회적 변동과 부동산 거래 이용 형태의 변화를 반영하고 있다. 이에 따르면 그 동안 수익 환원법의 적용시 매년 일정한 것으로 가정하였던, 총수익의 대부분을 차지하는 임료의 변동과 이에 따른 순수익의 변동을 인정하고 있다. 이는 투자가의 투자 행동이 임료의 변동을 전제로 한다는 점에서 감정 평가를 할 때 수익 패턴의 예측에 대한 고려가 있어야 할 것임을 시사한다.

이 사례는 시장 가치, 수익, 환원 이율 등에 관한 정의가 국제적으로 일치하고 있지는 않은(임재만·정승희, 1998, p. 67) 상황에서 법제화와 표준화를 통해 국내 환경에 적합한 환원 기법의 정착을 좀 더 앞당길 수 있음을 시사한다. 특히 수익 흐름의 변화를 인정하고 있는 점을 높이 살 수 있다.

## 2. 부동산 제도 및 관행의 개선

수익 환원법을 실제 적용에서의 여러 가지 제약은 기본적으로 부동산에 대한 문화의 국제적 차이를 반영하고 있다. 외국과의 문화적 차이를 간추려 보면 다음과 같다.

먼저, 부동산을 통해 수익을 얻는 방법에서 차이가 난다. 외국은 부동산시장이 주거용과 수익성 부동산시장으로 명확히 구분되어 있으며 수익성 부동산은 하나의 금융 상품으로 취급된다. 따라서 부동산 투자는 단기 현금 수지와 처분시의 예상 수익을 계산하여 이루어진다. 이에 반해 우리 나라는 이용보다 소유 의식이 강하여 수익성보다 자산 보전 차원에서 부동산 투자가 이루어지기 때문에 단기적 수익보다 장기 보유에 따른 시세 상승을 노리고 있다.

이는 외국인들이 관심을 갖는 우리 나라의 부동산을 보면 쉽게 알 수 있다. 외국인들이 투자에 관심을 나타내는 부동산의 목록을 보면 서울 소재 상업용 빌딩, 수도권 지역 상업용·주거용 부동산, 성업공사의 부실 채권, 영종도 투자 유치 지역 내 카지노 사업 등에 대한 직접 투자, 서울, 분당, 일산지역의 아파트 매입 및 임대 등으로 재산 가치로서의 부동산보다는 수익성에 초점을 두고 있다. 부동산에 대한 소유와 이용의 시각 차이라고 볼 수 있을 것이다. 우리 나라는 부동산을 재고(stock)의 개념으로 보고 있는 반면에 외국인들은 부동산을 흐름(flow)의 개념으로 파악하여 부동산을 보유를 위한 재산이 아니라 하나의 금융 상품으로 보고 철저한 현금 수지 분석이 투자의 전제가 된다.

〈표 2〉 외국과 우리 나라간 부동산 문화의 비교

구 분	외 국	한 국	비 고
부동산에 대한 인식	·부동산시장이 주거용과 수익성 시장으로 구분 ·부동산의 수익성 중시하며 부동산을 금융 상품으로 취급 ·단기 수익의 현금 흐름과 처분시 예상 이익을 계산하여 투자	·자산운용보다 자산보전 차원에서 부동산에 투자 ·소유 의식이 강하다 ·단기 수익보다 장기 보유에 따른 시세 차익을 기대	수익성 상업용 부동산이 금융 투자상품이 될 수 있도록 하는 제도적 뒷받침
임대차 계약 기간	5년 이상으로 안정적 투자가 가능	2년으로 안정적 투자가 곤란	임대 기간의 장기화를 추진
투자 지표	지역별, 상품종류별 수익률 지수를 권위있는 기관에서 발표해 투자판단에 기여	부동산 투자 지표는 전무	신뢰할 수 있는 기관의 투자지표 개발 보급이 시급
임대(전세) 제도	월임대료- 투자수익률 분석이 간단	전세제도로 인하여 투자 분석이 어려움	- 전세제도의 홍보 - 투자상품(오피스 빌딩, 상가)의 월세 제도 전환
부동산의 개념	토지와 건물이 일체가 된 하나의 부동산	토지와 건물이 별개로 취급	제도적 차이점의 설득

다음으로는 임대차 계약 기간에서 차이가 난다. 임대차 계약 기간은 부동산의 투자 안정성과 직접적으로 관련된다. 우리 나라는 부동산을 임대하는 등 운영을 통해 수익을 얻기보다는 보존을 통한 재산 가치의 증식에 더 중점을 두고 있기 때문에 외국에 비해 임대 기간이 짧다. 우리 나라의 임대 기간은 2년으로 단기이나 외국은 5년 이상 25년에 걸치고 있다. 외국의 경우 임대료 갱신만 3년 혹은 5년 단위로 이루어진다. 이러한 우리 나라의 단기 계약은 부동산 투자자에 대한 투자 안정성을 위축시키는 요인이 될 것이다.

〈표 3〉 세계 주요 도시의 오피스 빌딩 임대차 계약 관행

구분	서울	동경	런던	파리	프랑크푸르트	브뤼셀	뉴욕	시카고	LA
계약기간(년)	2	2	25	9	5 or 10	9	10	10	10
임대료	0	0	0	0	0	0	0	0	0
관리비	0	0	0	0	0	0	×	×	×
부동산세	×	×	0	0	0	0	×	×	×
임대료 개정	계약 갱신시	계약 갱신시	매 5년	매 3년 (물가)	5년째 (물가)	매 3년 (물가)	5년째	5년째	5년째
계약면적	각층 공용면적 포함	사무소 면적	각층 공용면적 포함	각층 공용면적 포함	각층 공용면적 포함	각층 공용면적 포함	각층 공용면적 포함	각층 공용면적 포함	각층 공용면적 포함
내장공사비 부담 <sup>1)</sup>	주인	주인	임차자	임차자	임차자	임차자	(임차자)	(임차자)	(임차자)
free rent <sup>2)</sup>	×	×	△	×	△	×	0	0	0
일시금	0	0	×	×	×	×	×	×	×
전대 가부	×	×	0	△	△	-	0	0	0

주1) T. I. Allowance(Tenant Improvement Allowance임차자 개량비용 부담)를 나타내는데, 미국은 통상 내장은 하지 않고 빌려주지만 임대 조건으로 임차자에게 유리하도록 내장 비용을 주인이 부담한다.

주2) 입주 계약시 일정 기간 임대료 징수를 유예하는 것을 의미.

자료 : 이상영, 1999, p. 87.

임대 제도에서도 차이를 보이고 있다. 우리 나라는 외국에 없는 전세 제도가 있어 이 역시 외국인들이 투자를 고려할 때 투자 수익성을 계산하기 어렵게 만들 것으로 보인다. 우리 나라는 외국에 없는 전세 제도를 채택하고 있는 반면 외국은 보증금 없는 월 임대료 제도를 시행하고 있어서 투자 수익률 분석이 간단하다. 이는 부동산을 이용의 측면에서 보고 임대료를 부동산으로부터 얻은 부동산 서비스에 대한 수수료를 지불하는 것으로 보는 '흐름'식 사고 방식의 당연한 귀결이라 볼 수 있을 것이다.

마지막으로 우리 나라에는 부동산 투자 지표가 개발되어 있지 못하다. 미국과 일본 그리고

영국에는 투자자에게 투자 판단 기준을 제공하고 부동산시장에 대한 정보를 공개하여 부동산 시장의 투자를 활성화하고자 각각 부동산 지수를 개발하여 발표하고 있다. 부동산 지수의 조사 주체는 민간이며, 부동산 가치 평가는 감정 평가와 공시지가를 이용하고 있으며, 지수 개발의 수익원은 회비 혹은 기존 업무이다.

우리 나라에 이와 같은 부동산 지수가 개발되지 못한 것은 우리 나라의 부동산시장이 공급자 위주의 시장이어서 부동산 수요에 대한 배려가 필요하지 않았기 때문으로 보인다. 수요가 대기하고 있는 공급자 위주의 시장에서는 공급만 고려하면 되었으므로 굳이 수요분석을 할 필요가 없기도 하였을 뿐 아니라 부동산을 투자의 대상보다는 자산운용의 일환으로 보는 시각으로 인하여 대부분의 부동산이 임대용으로 개발되기보다는 자산으로 개발되어 왔기 때문이다. 이는 우리 나라에서 수익성을 목적으로 하는 부동산 임대 시장이 활성화되지 못하게 한 요인으로도 보인다.

〈표 4〉 외국의 부동산 지수

구분 \ 나라별	미 국	영 국	일 본		
지수명	NCREIF(NPI) 부동산지수	IPD지수	전국임료통계조사(임료지수)	주생종연지수	STIX
조직명	NCREIF(전미부동산투자수탁자협회)	IPD 부동산조사기관(주식회사)	(재) 일본부동산연구소	(주)주우생명중소합연구소	(주)주신기초연구소
최초 작성 시기	1976년	1985년	-	-	-
지수의 목적	투자자의 투자 판단 기준	- 투자자의 투자 판단 기준 - 시장의 투자회복	부동산시장에 대한 정보 공개와 정비	지수에 대한 인지도 도모	지수에 대한 인지도 도모
자료원	협회의 회원으로 실질적 소유자(연금기금)	기관 투자자(약300개)의 15,000 부동산 물건	협력회사(31개)의 자료(1,100 사례)	자사 자료	-발당협회(임료) -공시지가 -건축착공통계
부동산 가치 평가방법	감정평가	감정평가 (내부평가 매년, 외부평가 매 4년)	감정평가	-토지:공시지가(노선가) -건물:건축착공통계	-토지:공시지가 -건물:건축착공통계
조사지역	- 미국 전지역 - 동부, 중서부, 남부, 서부로 구분 - 각 주	- 영국 전 지역 - 스코틀랜드, 북아일랜드를 포함한 카운티 및 런던의 5개 지구	전국 61개 도시	-수도권 -나고야권 -관서권 (지역 한정)	도심5지구 (8개 지구 한정)
수익원	협회 회원의 연회비 -자료제공회원 \$4,500 -투자고문회사등 \$3,500	부동산 투자 고문 회사 출자	기존 업무	기존업무	기존업무
발표 시기	분기별, 연차	월차, 연차	매년 9월, 12월말 발표	부정기	부정기

이와 같은 외국과의 차이는 고유한 부동산 문화에 기인하는 것일 수도 있다. 그러나 시장의 국제화로 어떤 측면에서건 외국과의 경쟁이 불가피하다면 가능한 분야에서는 국제적 표준에

맞는 제도와 관행의 도입을 서두르는 것이 좋을 것이다. 이 분야에서 부동산이 예외일 수 없으며 특히 부동산에 대한 인식과 우리 나라에 고유한 수익 특성으로 인한 관행의 문제는 장기간을 두고 형성된 것으로 경제적 환경의 변화에 따라 쉽게 바뀔 수 있는 것은 아니다. 따라서 법제화를 통해서라도 제도와 관행의 국제 표준화로 나아가야 할 것이다.

### 3. 예측 기법의 개발과 정교화

수익 환원법은 각종 경제 변수와 현금 수지의 정확한 예측이 전제가 된다. 경제 분야에서는 경기 순환 등을 예측하기 위한 거시적 예측 기법들은 많이 개발되어 있다. 그러나 이들을 미시적인 소득 흐름이나 다른 변수들을 예측하는데 사용하기에는 무리가 있다. 따라서 부동산 소득 흐름에 유용한 예측 기법의 개발이 필요할 것이다. 특히 소득 흐름의 환원과 관련한 할인률 변화의 예측, 그리고 경제 지표와 관련한 위험 프리미엄의 예측 등이 중요한 과제가 될 것이다.

아래에서 보듯이 각 투자 대안은 수익률이 서로 다를 뿐 아니라 위험 프리미엄 또한 서로 다르므로 실제 투자에서는 양자가 공히 중요하다. 그런데 부동산은 특성상 지역 시장이 특징이므로 이를 반영할 수 있는 방안이 강구되어야 할 것이다. 특히 우리나라의 경우 그 동안 부동산 시장이 전국적 시장이었으나 부동산 투자에서의 거품 요소가 빠진다면 더욱 지역별 부동산의 특성이 고려될 수 있는 예측이 이루어져야 할 것이다.

〈표 5〉 투자 대안의 수익률 평균과 분산(1978~1990)

구 분	부 동 산	채무성 증권	주 식	채 권	인플레이션
평 균	10.9%	9.2%	15.1%	9.8%	6.1%
분 산	3.1	1.3	16.3	9.9	2.1
위험 프리미엄	1.7%	-	5.9%	0.6%	-

### 4. 자료 기반의 정비

수익 환원법의 적용을 위해서는 그 기초 자료가 되는 임대료 수입 등 수익성 부동산에 관한 자료 데이터 베이스의 구축이 무엇보다도 시급하다. 지금까지는 수익성 부동산을 투자 목적으로 소유하고 있는 경우에도 순수 투자 목적보다는 부동산 가격의 자본 등귀에 따른 시세 차익, 자금 동원을 위한 담보 제공과 소유에 따른 권위 등이 주목적이었기 때문에 수익 흐름에 대한 인식이 미미했다. 따라서 객관적이고 투명한 분석을 위해서는 자료 수집과 정비가 동시

에 이루어져야 할 것이다.

현재 상공회의소는 <서울 지역 임대료 동향 조사>를 통해 91년부터 사무실 빌딩의 임대료 지수를 매년 제공하고 있으며 공실률, 임대 계약 관행이나 임대 관련 설문 조사도 실시하고 있다. 또 사무실 이외에 상가, 백화점 등을 포함하여 조사를 하고 있다 이외에 신영 건업의 자료는 통신이나 CD-ROM의 형태로 접근할 수 있는데 서울의 주요 사무실 지역 고층 건물 현황과 평균 전세가를 제공하고 있다(이상영, 1998, pp. 88-9)<sup>2)</sup>.

그런데 현재 제공되고 있는 자료들을 보면 자료의 내용과 범위가 대단히 제한적이다. 따라서 수익 환원법의 확산과 정착을 위해서는 비교 가능 부동산을 횡단면적으로 분석할 수 있을 정도로 현재 제공되고 있는 자료의 항목과 내용들이 확대되어야 할 것이며 이는 또 부동산 지수의 개발과도 연계되어야 할 것이다. 현재에서도 통계적으로는 서울을 중심으로 지역내 사무 빌딩에 대한 임대 보증금, 월 임대료와 관리비 등에 관한 통계치들을 얻을 수는 있다. 그러나 이들이 실제 투자를 위한 분석 자료로 이용될 수 있기 위해서는 세분화된 대형 건물별 자료 등이 확보되고 또한 공개될 수 있는 환경이 조성되어야 할 것이다. 실제로 이러한 작업은 민간 부문에서 이루어지는 것이 바람직하다<sup>3)</sup>.

다른 측면에서는 수익 환원법 적용이 자료의 문제가 아니라 주어진 자료를 능숙하게 처리하여 의미있는 평가 결론을 도출해 낼 수 있는 평가 능력과 경험의 부족이 걸림돌이라는 견해도 있다(안정근, 1999, p.80). 물론 개인적인 자료의 구축과 선진화된 분석 기법의 도입으로 어느 정도는 해결할 수 있을 것이나 신뢰성의 확대는 보다 객관적인 통계 자료에 의존할 수밖에 없다. 따라서 새로운 분석 틀을 보편화할 수 있는 기초적이면서 비교가 가능한 데이터 베이스의 구축을 위한 노력이 개인과 업계 모두에서 이루어져야 할 것이다.

2) 이외에도 다음과 같은 자료들이 제공되고 있으나 외국처럼 체계적이고 지속적으로 조사, 관리되고 있는 정보는 없는 실정이다(임재만·정승희, 1998, p.61).

- 월간 빌딩관리(빌딩관리 발간) : 1986.8 - 현재.
- 월간 빌딩 문화(대생엔지니어링 발간) : 1991.3 - 현재.
- 대한서울상공회의소, 「임대료동향조사보고」, 1986 - 1997.
- 대한서울상공회의소, 「서울지역 주요 업무용 건물 임대정보」, 1996, 1997.

3) 미국의 경우 전국부동산 지수를 작성하기 위한 매매거래 정보에는 다음과 같은 항목들도 포함되어 있다.(임재만·정승희, 1998, p.32)

- 보고자 성명, 회사명
- 부동산의 주소, 도시, 주, 우편번호
- 하위 시장, 부동산의 유형(아파트, 창고, 소매 상가, 사무실, 호텔)
- 단위(방)의 수, 건축 연도(재축/대수선)
- 총 거래 가격, 계약 완료일
- 총 임대 가능 면적, 순 임대 가능 면적
- 실제 임대 면적
- 견적 임대료
- 공실율, 경비, 순 영업 소득, 자본 환원율

## V. 결 론

앞으로 부동산 시장과 부동산 의식의 국제화는 필연적이다. 수익 환원법은 현실적으로 외국 투자자의 투자 기준으로 작용하고 있다. 따라서 부동산 가격 산정 방법으로 많은 장점을 갖고 있는 수익 환원법은 부동산 증권화가 도입될 경우 그 적용이 더욱 확대될(이상영, 1998, p.87) 것이 분명하다. 이런 측면에서 수익 환원법이 우리 나라에 갖는 의미를 재확인하고 이의 정착을 위한 노력을 경주되어야 할 것이다.

부동산 시장의 개방 이래로 그 동안 외국 투자자들은 국내 부동산 시장의 관행과 제도에 대한 개선을 투자의 전제 조건으로 요구해 왔다. 물론 일부는 문화적 차이에 기인하는 억지 주장도 있으나 대부분은 국제적 관행이 적용될 수 있는 제도적 장치를 지적하고 있다. 실제 요구 사항들의 내용들은 다양하지만 기본적으로는 부동산의 가치를 어떻게 평가하는가에 초점이 모아져 있고 그 중심에 수익 환원법이 서 있다고 할 수 있다. 지금까지 논의된 결과들을 중심으로 시사점들을 요약해 보면 다음과 같다.

첫째, 수익 환원법의 적용은 평가 기법의 난해가 아니라 자료 미비, 공식적 환원 이율 부재, 기법에 대한 이해 부족(임재만·정승희, 1998, p. 1)이 중요한 장애 요인이었다. 따라서 이를 해결할 수 있는 공공과 민간 양 부문의 개선 노력이 이루어져야 할 것이다. 민간 부문의 경우에는 분석 기법의 정교화에 힘써야 할 것이며 공공 부문은 법제화 등을 통해 상보적으로 민간 부문을 지원해야 할 것이다.

둘째, 가장 기초적인 것은 모든 개선 노력의 전제가 되는 자료 기반의 확보이다. 특히 우리나라는 조세 등과 관련하여 거래에 관련되는 자료의 공개가 금기시 되고 있다. 따라서 금융 실명제처럼 부동산 관련 거래 정보의 공개가 이루어질 수 있도록 하여 부동산 시장의 투명성을 제고시켜야 할 것이다.

셋째, 관련 제도의 개선이 이루어져야 한다. 실제적 필요성이 아무리 크더라도 민간 부문의 환경 개선 노력에는 한계가 있다. 따라서 법제화를 중심으로 관련 제도에 대한 총체적 점검이 있어야 하겠다.

## 참 고 문 헌

- 김기완, "부동산투자 수익분석의 필요성," 감정평가, 제 31호, 1998.
- 김용창·이상현, 산업구조 조정과 부동산서비스업 환경의 변화, 감정평가연구원, 1998.
- 노태욱(역), 부동산 경제학, 기공사, 1995.
- 노태욱외, 재태크론, 강남대학교출판부, 1999.
- 박창수, "부동산 가격·가치 등에 관한 고찰," 부동산고시, 제 50호, 1997.
- 방경식, "일본의 신 수익환원법," 부동산고시, 제40호, 1997.
- 신종웅, "수익 방식 적용을 위한 개념적인 접근," 감정평가론집 제 9호, 1999.
- 안정근, 부동산평가이론, 법문사, 1998.
- 안정근, "수익 환원법(소득 접근법)의 이론적 접근," 부동산 Research, 창간호, 1999.
- 이상영, "부동산가격 산정방법을 둘러싼 쟁점과 전망," 국토, 제 203호, 1998.9
- 이왕범, "우리 나라 부동산 시장에서의 수익환원법 적용 방안," 부동산 Research, 창간호, 1999.
- 임재만·정승희, 감정평가에서의 수익방식 적용을 위한 기초조사 연구, 감정평가연구원, 1998.
- 임재만(편역), 부동산 감정평가이론, 감정평가연구원, 1997.
- 임재만(역), 통일전문평가실무기준, 감정평가연구원, 1999.
- 한국감정원, 토지 가격 형성 요인의 실증적 연구, 1996.