

不動産市場의 合理性 提高를 위한 政策方向에 관한 一考

천 영

건국대학교 부동산대학원 겸임교수

은 종 성

전주대학교 금융보험부동산학부 부교수

A Study on the Policy to Enhance the Relationship of Real Estate Market

Chun, Young

Concurrent Professor, Konkuk University

Eun, Jong-Sung

Associate Professor, Jeonju University

Abstract: Due to recent reforming and mitigating the regulation, appearance of the scheme to increase dwelling house and rising REITs in the real estate market of Korea, there are some symptoms that business prosperity of real estate is to boom. However, if there is large difference between the market price and the real value of the real estate, one says that there is no rationality in the real estate market and vice versa. The absence or insignificance of rationality in the real estate market leads to reduction of economic welfare because it causes buyers to consume less and speculation distorts incentives.

To enhance the rationality of real estate market in Korea, we should interest in and embody the policy of choice such as price stability of real estate by supply increase, supplementing and reforming the tax system to minimize the transaction cost in the real estate market, and activating the indirect investment market of real estate etc. Above the policy of choice being embodied, it would be possible to remedy irrationality of the real estate market followed by economic loss. In addition to it, we could experience popularization and advancement of real estate market, development of capital market.

I. 序論

외환위기 이후 우리 나라 부동산시장에는 부동산의 증권화라는 큰 변화가 일어나고 있다. 다시 말해 부동산 자산의 취약점인 유동성 문제를 극복하기 위해 부동산의 소유권, 저당권 등 제반 권리를 담보로 채권 또는 주식을 발행해 자본시장에서 유통되도록 하는 일련의 과정이 진전되고 있다. 이와 같은 부동산 증권화 제도의 도입은 부실채권의 신속한 처리와 급격한 자산디플레이션에 따른 복합불황을 막기 위함이다. 이에 따라 1999년 자산담보부채권(ABS) 발행에 이어 2000년 예도 자산담보부채권(ABS), 그것의 일종인 주택저당증권(MBS) 발행, 2001년 7월 이후의 부동산투자신탁회사(REITs)의 시행으로 부동산 간접투자시대가 전개되고 있다. 이로 인해 부동산과 첨단금융기법이 결합함으로써 유동성 제약과 수익률 변화가 심했던 부동산이 유동성과 안정적인 수익률을 기대할 수 있는 금융상품으로 전환되고 있으며 부동산의 투자패턴은 직접투자보다 간접투자가 더 확산될 것이다. 주택, 빌딩, 토지 등을 직접 소유하지 않아도 해당 부동산을 매개로 발행되는 증권을 매입함으로써 실물 부동산에 직접 투자한 것과 유사한 투자효과를 낼 수 있게 되었으며 부동산 가격이 부동산의 수익률에 영향을 받아 결정될 수 있게 되어 투기억제와 거품현상이 없어질 것이라고 기대해볼 수도 있다.

그러나 최근의 변화된 환경의 부동산 시장을 되돌아볼 때 지난 1980년대 이후 우리 나라는 부동산투기 열풍에 휩싸여 전국의 평균지가상승률이 32%(1989년)에 달하는 시장의 과열상태를 보인 바 있으며 1992~1994년의 기간 동안에는 지가하락을 겪었고, 그리고 외환위기로 인한 경기침체기인 1997년 말부터 또한 지가의 하락세를 경험하여 오다가 최근 주택 측면에서 가격이 외환위기 이전 수준으로 다시 상승하는 추이를 보이고 있다. 부동

산가격의 대폭 상승은 불로소득의 양산과 빈부격차의 확대, 그리고 주거비의 양등에 대한 위기감을 확산시킬 수 있으며 부동산 가격의 폭락은 부동산관련 담보력의 약화와 자원배분의 왜곡에 따른 경제적 손실을 초래한다. 즉 부동산가격이, 부동산의 내재가치에 의하지 않고 거품현상이 반영되어 너무 높거나 낮게 결정되고 있다면 이로부터 부동산시장의 합리성이 결여되면서 부동산의 공급과 수요과정에서 부동산 배분의 왜곡문제가 야기된다.

따라서 본 연구는 문헌연구를 통해 부동산 가격의 등락문제를 분석함과 동시에 부동산시장의 합리성은 어떻게 결정되는가를 분석하고, 부동산시장의 부동산배분과정에서의 경제적 손실을 최소화하는 방안을 부동산시장의 거래활성화와 합리성 제고를 위한 정책을 통해 제시하고자 한다. 이를 위해 제II장에서는 부동산시장의 경제환경변화와 부동산시장의 전망을 분석하고, 제III장에서는 부동산시장의 합리성이 무엇인지를 분석한 다음 부동산시장의 거래활성화와 합리성 제고를 위한 정책방향을 제시하고 제IV장에서 결론을 맺는다.

II. 不動産市場의 環境 變化와 展望

1. 不動産市場의 經濟環境 變化

우리 경제가 당면한 주변 환경은, 국가의 개념을 초월하여 범지구적 무역시스템과 금융시스템, 초국적기업들에 의한 네트워크 안에서 작용하게 되는 이른바 글로벌경제의 환경이다. 더욱이 이러한 글로벌경제 환경에서는 세계자본이 전자통신망을 통하여 수익률의 고저에 따라 유입과 유출이 대량으로 이루어지며 각국의 시장에 막강한 영향력을 행사하고 있다. 다시 말해 교통, 통신, 정보망의 발달로 초국적기업들은 생산비용이나 마케팅비용측면에서 가장 유리한 곳을 생산기지로 선택할 수

있으며, 투자자본의 수익률에 따라 세계의 어느 지역에 자본을 투자할 것인가를 결정하면서 세계자본의 유출입을 좌우하고 있다. 이러한 세계자본의 손익에 영향을 미치는 주요 요인은 투자 대상국의 생산비용과 자본에 대한 태도이다. 특히 생산비용의 하나인 부동산가격과 연관된 부동산시장의 합리성과 부동산의 시장성·거래활성화도 중요한 요인이다. 이와 같은 글로벌경제 현상과 맞물려 우리의 국가경제는 세계경제와의 연계성이 높아지면서 더욱 세계경제에 노출되어 있다. 이에 따라 과거와는 다른 새로운 규범과 질서를 강화하는 일환으로 우리에게 맞는 경제규범을 마련하여 변화의 물결에 대응하지 않으면 안되게 되어 있다.

한편, 국내정치 및 정책의 틀의 변화는 외환위기 이후 국제통화기금(IMF)관리체제의 환경에서 추진되어 온 노동·기업·금융·공공부분의 4대 개혁 속에서 더욱 촉진되고 있다. 특히 중앙에 집중되었던 권한과 책임이 지방정부로 이양됨에 따른 분권적 의사결정체제가 진전하게 됨과 더불어 국가의 규제와 통제를 받던 경제활동이 시민사회와 시장에 의해 이루어지게 되는 방향 전환이 일어났다. 정치적 정당성과 자본축적을 더욱 강조하게 된 정책목적을 수행하는 일환으로 정책수단은 자본을 강조하면서 민간부문과 외국자본의 자율적 조정에 의한 시장기능의 정상화를 촉구하는 방향에서 결정되었다. 이와 같은 변화의 환경 속에서 부동산관련 제반규제의 완화와 탈규제 조치가 추진됨에 따라 이것이 과거 과중한 규제에 묶여 있었던 부동산시장에 많은 영향을 미칠 것으로 전망된다.

20세기 우리 나라 경제의 성장을 주도해 온 산업은 전자, 자동차, 섬유, 철강, 석유화학이다. 그러나 이들 산업이 국내외 경기침체와 공급과잉·설비투자 부진 등으로 크게 위축되어 있다. 따라서 21세기의 미래에는 경제발전에 기여할 수 있는 침체 산업을 더욱 활성화

하는 것이 지상과제이다. 특히 이른바 디지털 혁명기를 맞이하여 정보기술을 중심으로 하고 수출기여도와 고용·부가가치가 큰 반도체·정보통신·디지털 가전·자동차·조선·섬유 등의 산업, 다른 산업의 성장을 촉진할 수 있는 전자상거래·정밀부품의 산업, 차세대에 유망 분야인 콘텐츠·바이오 산업 등이 경제발전을 주도할 산업으로 부상하고 있다. 이런 흐름에서 떠오르고 있는 첨단산업, 지식정보산업은 부동산 집약적인 산업이 아니다. 이런 산업은 과거와 달리 많은 토지를 필요로 하지 않고 소규모이면서 관련 사회간접자본시설(SOC)이 충분하고 적절하게 구비된 토지를 필요로 한다. 그리고 정보화생활이 보편화됨에 따라 시간과 공간의 격차를 극복한 경제주체들의 활동이 동시화·광역화·다양화 될 것이다. 이것은 주거·산업·위락활동 등과 관련된 도시공간 구조를 변화시킬 것이다. 이러한 환경 속에서 변화되고 있는 부동산시장의 전망을 가격의 안정화, 부동산의 지식산업화와 부동산의 증권화를 통한 간접투자의 활성화 측면에서 분석하면 다음과 같다.

2. 不動産市場의 價格 安定化

부동산 시장의 가격추세는 안정화를 보일 것이다. 부동산시장의 안정적 발전을 위해 부동산시장이 합리성을 가지려면 부동산의 내재 가치와 부동산의 실제가격이 큰 차이를 보이지 않고 부동산 가격의 안정화가 진전되어야 한다. 부동산가격의 안정화가 중요한 만큼 이를 위한 정책 수단의 강구노력과 주변 환경의 추세가 부동산 가격의 안정화를 가져올 것으로 생각된다. 왜냐하면 과거 우리 나라의 부동산가격을 상승시킨 요인들인 고도성장, 고물가, 고금리, 빠른 도시화의 진전 등이 정점에 이르면서, 이러한 요인들이 경제의 안정적 성장, 저물가, 저금리의 지속, 도시화 진전의 정체 등의 변화된 현상을 보이면서 부동산가

격의 불안요인이 완화될 것이기 때문이다. 또한 부동산의 수급 측면에서 볼 때, 우리나라의 경제발전 축이 대규모 부동산을 필요로 하는 장치산업 중심에서 대규모의 부동산이 필요하지 않는 지식·정보산업으로 옮겨짐에 따른 부동산 수요의 상대적 감소, 그리고 부동산 공급의 상대적 증가가 예상되기 때문이다. 특히 부동산의 규제완화와 국토이용계획의 현실화에 따른 도시용지의 확장, 공급물량 확대와 세입자보호 강화를 위한 임대료·분양전환가격 규제 제거·임대주택조합제도의 시행·수도권 임대주택 용지 공급 비율 확대(20%→30%)·국민임대주택 건설 주체에 지방자치단체를 포함하는 등의 임대주택 관련 제도의 변경 시행은 주택보급률의 대폭 확대에 큰 영향을 미칠 것이다. 이와 더불어 정부가 발표한 주택시장에 대한 5·23조치(2001년 5월 23일)로 전용면적 50평 미만 신규주택이 잔금결제 후 5년 이내에 양도되면 양도소득세가 면제되는 바, 이것이 동결효과¹⁾로 인한 부동산공급

1) 투기로 인해 부동산의 가격이 거품을 보이면 부동산의 내재가치와 실체가격이 차이를 보여 부동산 시장의 합리성이 약화된다는 양도차익(양도가액-취득가액)에 대한 양도소득세는 부동산의 거래와 투기를 동일시하여 투기억제수단으로 도입된 조세이다. 이런 양도소득세는 부동산의 장기보유에 대한 유인을 제공하며 또한 장기보유에 대한 여러 가지 혜택이 주어져 왔다. 그렇지만 자본이득에 대한 무거운 세금부과는 자산매각을 지연시키는 凍結效果(lock in effects)를 유발하여 부동산의 공급을 위축시킬 수 있기 때문에 이것이 오히려 부동산가격의 안정이 아니라 부동산가격의 상승을 초래할 수가 있다. 부동산의 빈번한 거래가 가격상승을 초래하기보다는 부동산가격상승에 대한 기대가 빈번한 부동산거래를 유발하는 경우도 있다. 동결효과에 대해서는 다음 문헌을 참조함.

Y. Kanemoto, "On the 'Lock in' Effects of Capital Gains Taxation", *Journal of Urban Economics*, Vol. 40, 1996, pp.30

위축을 완화시켜 부동산가격 상승의 억제에 영향을 미칠 것으로 보여진다. 이에 따른 부동산 공급의 상대적 증가로 인해 부동산가격의 불안정적 상승요인이 완화될 것이기 때문이다. 더욱이 부동산의 소유·이용·거래의 투명성을 제고시키는 부동산실명제의 정착과 부동산관련 제반 정보망의 정비로 불투명한 관행에 기댄 개발이익의 사유화가 어렵게 되어 부동산가격의 급등이나 부동산투자 불패의 신화와 같은 부동산투기의 믿음 대신 부동산도 위험성을 지닌 투자대상이 될 수 있다는 인식이 자리잡고 있다.

한편 과거 우리나라 부동산시장은 공급량보다 수요량이 상대적으로 많아 거래되는 부동산의 종류·가격·품질의 선택은, 수요자의 선호보다는 공급자의 우월한 시장지배력에 의해 좌우되어 왔다. 그러나 전술한 바와 같이 부동산시장의 제반 환경 변화로 인해 공급의 상대적 증가와 수요의 상대적 감소의 현상이 전망되기 때문에 공급자의 우월적 지위는 약화되고 수요자의 다양한 선호를 충족시켜야 부동산 거래의 계약이 이루어질 수 있게 된다.

주택의 경우를 볼 때, 과거에는 어느 지역이든지 저렴하게 구할 수 있는 개발가능 토지만 있으면 주택공급자는 공급을 결정하여 수요자가 따라가는 형태였으나 수요자의 선호를 중요하게 고려하지 않으면 안되게 되어 있다. 다시 말해 미래에 더욱 부상되는 정보·지식 기반산업은 이들 산업에 적절한 기반시설이 정비된 부동산만을 선호하게 되어 있다. 그리고 이들 산업의 종사인력은 상대적으로 고소득층에 해당되어 거주지 선택에 교통비를 중요하게 고려하지 않게 되며 또한 이들 종사인력의 담당업무 소프트웨어로 인해 정보거래비용의 상대적 저렴화가 재택근무를 가능하게 한다. 이러한 요인들 때문에 미래에는 혼잡한 도시내

의 고밀도 아파트보다는 삶의 질을 극대화할 수 있는 좋은 자연경관의 환경내에 입지한 교외의 단독주택, 저밀도의 아파트가 더욱 선호된다.

과거와 같이 국가와 지방자치단체의 투자기관에서 거의 독점해왔던 토지공급은, 민간기업에 대한 토지개발 허용과 외국인에 대한 부동산개발업의 전면 개방으로 인해 공급 주체의 다양화가 이루어지고 있기 때문에 부동산 시장의 공급자간 경쟁은 더욱 치열해질 것 이어서 부동산 수요자의 선호가 중요하게 되었다. 결국 차별화가 심화된 부동산시장에서 공급자가 수요자의 다양한 선호를 충족시키지 못하면 경쟁력을 잃게 되어 공급이 초과되는 바가 되기 때문에 공급자에 의한 부동산의 거품가격은 점차 보이지 않게 될 것으로 생각된다.

3. 不動産의 證券化를 통한 間接投資化

시장경제의 진전과 더불어 부동산시장과 자본시장이 점차 통합되는 경향을 보이면서 부동산의 증권화가 진전되고 있다. 더욱이 주식시장의 불투명, 저금리 추세의 지속 등으로 저축·주식 같은 대중적인 투자상품의 인기가 하락됨에 따라 주식, 부동산, 예금으로의 분산 투자라는 종래의 재산 투자 3분법의 틀이 변화되면서 부동산의 간접투자수요가 증가되고 있다. 이는 한편으로 부동산 간접투자는 투자자로부터 돈을 모아 부동산에 투자한 후 투자수익을 배당하는 형태이고 보유한 돈이 적더라도 주식처럼 얼마든지 투자가 가능하기 때문이다. 이러한 부동산의 간접투자는 은행의 부동산신탁·주택저당채권(MBS)·자산유동화증권(ABS), 2001년 7월 이후 선보이게 된 부동산투자신탁(REITs)과 구조조정부동산펀드(CRV) 등을 통해 구체화되고 있다. 이와 같이 비현금화 상태의 보유자산(매출채권, 대출채권, 부동산, 부동산 저당채권 등)을 근거

자산으로 현금화(유동화)하기 위해 발행되는 부동산 금융의 자산유동화증권을 구체적으로 분석하면 다음과 같다.

먼저 資産擔保負債券(ABS asset backed securities)은 각종 대출채권, 매출채권 및 부동산 등 다양한 형태의 자산을 증권형태로 하여 자금을 조달할 때 이러한 자산유동화의 결과로 발행하는 증권이며 그 발행구조는 아래의 그림과 같다.²⁾ 자산담보부채권(ABS)를 발행함으로써 기업채무구조의 개선(부의금융효과 Off-Balance Sheet), 자금조달 기능향상(새로운 자금조달수단), 자금조달비용의 절감, 기업의 상환부담으로부터의 면제, 기업 및 금융기관의 원활한 구조조정, 금융기관경영의 건실성 제고 등을 도모할 수 있다. 그렇지만 자산담보부채권은 유동화 구조가 복잡하고, 높은 법적 리스크를 부담해야 하는 어려움이 있다.

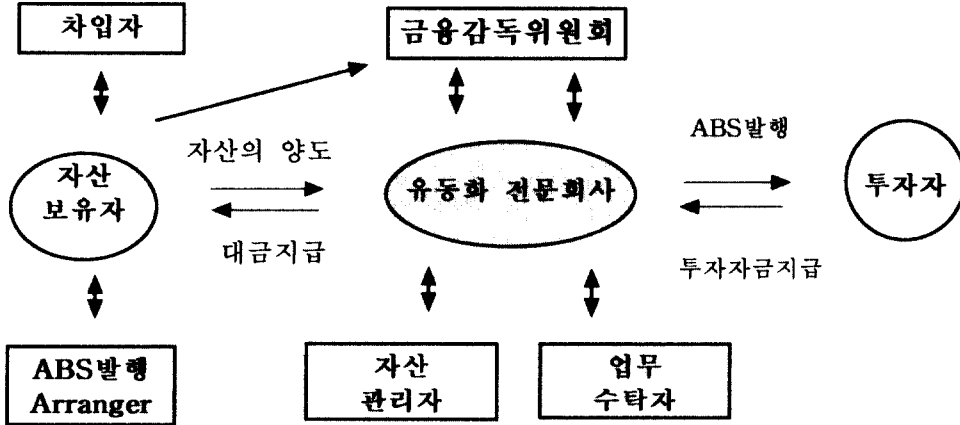
주택저당채권(MBS, Mortgage Backed Securities)은 금융기관이 주택을 담보로 설정한 저당권에 의해 담보되는 채권을 바탕으로 발행하는 증권이며 대출채권의 원리금 상환을 담보로 증권을 발행하는데 그 발행구조는 다음 그림과 같다.³⁾ 예를 들어 주택수요자가 은행으로부터 주택자금 대출을 받게 되면 해당 주택에 대해 은행이 저당채권을 갖는데 이를 주택저당담보부채권(Mortgage)이라 하며 이를 기초로 증권을 발행하여 새로운 대출자원을 마련하는 방법이 주택저당증권(MBS)의 발행이다.

주택저당채권(MBS)을 발행함으로써, 대출 자산매각에 의한 위험가중자산의 감소를 통해 재무건전성을 강화할 수 있고, 대출채권의 매각대금에 의한 신규주택대출 자금회전을 제고로 주택금융을 확대재생산하고, 수수료수입의 획득과 아울러 기존고객과의 관계를 유지하

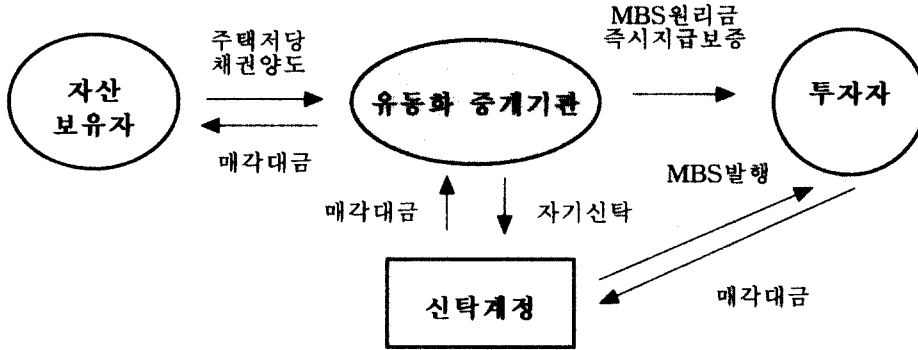
2) <http://www.hanwhareits.com>

3) <http://www.hanwhareits.com>

자산담보부채권(ABS)의 발행구조



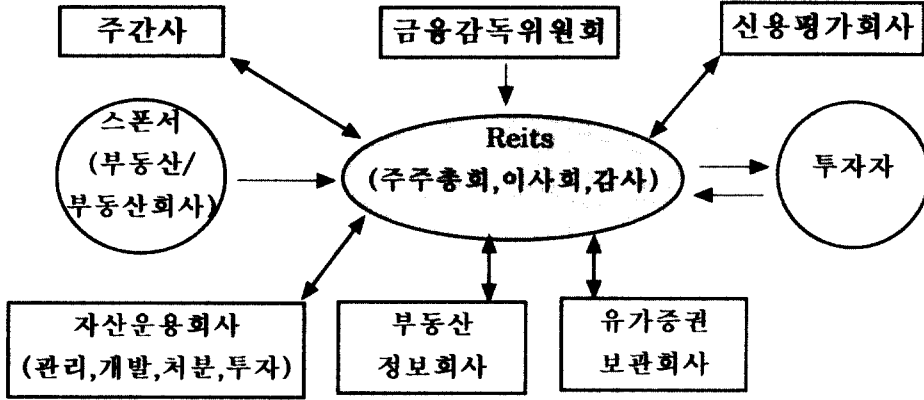
MBS의 발행구조



고, 대출채권의 확보에 의한 새로운 자금조달 수단을 확보하고, 발행기관의 새로운 상품과 서비스창출에 의한 주택금융 취급기관으로서의 경쟁력이 제고되고, 장기대출채권 매각을 통한 신용, 금리, 유동성 위험부담 경감을 도모할 수 있다. 그리고 주택저당채권은, 투자자에게 안정적 수익을 주는 투자상품을 제공하고, 투자자의 투자요건에 적합한 다양한 만기와 금리구조를 가진 다양한 투자상품을 제공

하며 또한 각종 신용보강장치와 전문적인 사후관리로 투자자의 이익보호장치를 제공할과 더불어 효율적인 유통시장을 형성한다. 대출 수요자의 입장에서 보면 주택저당채권이 발행됨으로써, 금융대출기관의 재원확대로 주택자금대출이 쉬워지며, 유동화가 정착됨에 따라 낮은 금리로 장기주택자금의 차입이 가능해지고, 또한 대출수요자 중심의 주택금융시장이 형성되는 현상을 보일 수도 있다.

Reits의 발행구조



그렇지만 최근 주택저당증권(MBS)의 발행은 매우 부진하여 유명무실화되고 있다. 한국은행의 내부자료에 의하면 주택저당채권의 발행은 2000년 3월 첫 발행 이후 5월까지 총 9건에 1조6582억원에 불과한 것으로 나타났으며 2000년에 주택저당증권이 국내 총 자산유동화증권 발행규모(154건, 49조3832억원)에서 차지하는 비중은 2.8%에 불과하였다. 이와 같은 주택저당증권의 발행 부진은 낮은 주택저당채권 금리, 소득수준에 비해 상대적으로 높은 주택가격에 따른 원리금상환부담 등 때문이다.

부동산투자신탁(REITs)은, 다수의 투자자들로부터 자금을 위탁받아 부동산과 부동산관련 대출이나 금융상품에 투자하여 그 운용수익을 투자자에게 배당하는 간접투자상품이며 그 발행구조는 다음과 같다.⁴⁾

리츠(REITs 부동산투자신탁)가 도입·발행됨에 따른 효과는 다음과 같다. 첫째, 리츠 주식은 다른 주식과 마찬가지로 투자자들에게 신속한 투자원본 회수기회를 제공하기 위해 공개시장에서 매매됨으로써 유동성 확보가 가

능하다. 둘째, 리츠는 여러 종류의 부동산 또는 지역적인 분산투자를 통해 단일 부동산에 내재하는 위험을 효과적으로 희석시키면서 부동산투자에 따른 위험을 분산시킨다. 셋째, 자본조달이 용이해진다. 즉 리츠는 증자, 전통적인 금융조달, 신용한도를 통하여 자본조달이 용이하고, 개인투자자 또는 유한 파트너십의 자본을 조달할 때 발생하는 비용보다 저렴하다. 넷째, 공개시장에서 거래되는 리츠는 투자자에 대한 리치가치공개와 정보제공의 신속성을 도모한다. 다섯째, 부동산 시장과 금융시장을 통합하여 부동산 시장을 국제화하고, 과학적인 수익성 분석을 통한 수익성 지표의 공시를 통해 부동산의 불투명성을 제거할 수 있어 경제의 안정성이 추구된다. 여섯째, 기업과 금융기관이 소유한 부실채권 및 부동산의 처분을 촉진시킬 수 있어 원활한 기업구조조정이 가능해진다.

리츠의 도입은 부동산시장에 활력을 주고 기업의 구조조정을 가속화하는 촉매제가 될 것으로 보여진다. 과거와 같이 개별 건설회사가 자금을 모집하여 토지를 개발하는 방식이 점차 사라지고 일반 투자자금을 활용한 부동산 사업이 활발해지게 됨에 따라 부동산 산업

4) <http://www.hanwhareits.com>

의 구조가 재편될 것으로 보여진다. 그리고 5~6년 안에 증권화 할 수 있는 부동산이 금액으로 30조원 정도 되어 리츠 관련 자금이 주식시장 유입을 통해 자본시장에 미치는 영향도 상당할 것으로 보여진다. 리츠가 사들인 부동산은 일정기간 보유해야 하므로 장기적으로 부동산 가격을 안정시킬 것이며 또한 개별 부동산의 수익률 공표가 이루어지므로 이를 통한 합리적인 가격결정이 가능해질 것으로 생각된다.

Ⅲ. 不動産市場의 合理性과 政策方向

1. 不動産市場의 合理性

우리 나라의 부동산 거래가격이 부동산의 실제가치와 상당한 차이를 보이고 있다고 믿는 사람들은 부동산시장의 합리성을 부정한다. 지난 1980년대 이후 우리 나라는 부동산 투기 열풍에 휩싸여 전국의 평균지가상승률이 32%(1989년)에 달하는 시장의 과열상태를 보인 바 있으며 이로 인한 불로소득의 양산과 빈부격차의 확대, 그리고 주거비의 앙동에 대한 위기감이 확산되어 토지공개념이 도입되는 등 다양한 투기억제책이 시행되었던 바가 있다. 그러나 1992~1994년의 기간 동안 겪은 지가하락, 그리고 외환위기로 인한 경기침체로 말미암아 1997년 말부터 지가의 하락세를 보이면서 생산요소보다 자산으로서의 토지의 중요성이 더욱 강조되고 있다. 또한 매물의 공급증가로 인한 담보가치의 하락이 금융기관의 재무구조를 악화시켜 자금흐름을 더욱 경색시킬 수 있다는 複合不況에 대한 염려가 없지 않다. 특히 외국인 투자자들은 1980년 후반의 부동산가격 폭등을 거품현상으로 보고 1990년대 전반 이후의 부동산가격 하락과 정체 그리고 1997년 외환위기 이후의 부동산가

격 폭락을 거품 제거현상으로 보았던 것이다.

부동산 시장의 합리성과 관련하여 먼저 부동산의 수요와 공급의 작용과 조세, 기타 요인에 의한 부동산가격의 등락에 대해 Yamazaaki and Idee의 모형⁵⁾을 확장·원용하여 살펴보면 다음과 같다. 부동산의 공급자 측면에서 볼 때, 부동산의 소유자가 매매의사를 갖고 있을 경우 해당 부동산의 매각시기 선택은 각 시기에 기대되는 순이익을 고려하여 이루어진다. 예를 들어 올해에 매각한다면 그 순이익은, 지난 부동산취득시의 가격과 지금의 부동산 매도가격의 차액에 부과한 양도세액을 지금의 부동산매도가격에서 차감한 금액과 그 차감 금액에 대한 이자의 합계이다. 만약 내년 시점에 해당 부동산을 매각한다면 임대료를 얻는 대신 보유세를 납부해야 하므로 그 순이익은, 내년까지 보유하는 부동산에서 얻게 되는 임대료 수입과 부동산 매도가격을 합친 금액에서 보유세액과 양도세액을 차감한 금액이 된다. 이에 대하여 부동산의 수요자 측면에서 볼 때, 부동산의 수요자가 매입의사를 갖고 있을 경우 해당 부동산의 매입시기 선택은 각 시기에 기대되는 매입총비용을 고려하여 이루어진다. 예를 들어 내년의 시점에서 산출한 올해의 매입총비용은, 올해의 부동산 매입가격과 취득세액·보유세액의 합계액과 그 합계액의 이자를 더한 금액이 된다. 그리고 이와 비교하기 위해 내년의 시점에서 산출한 내년의 매입총비용은, 올해 부과되는 보유세는 내지 않는 반면 임대료를 지급해야 하므로 내년 시점의 부동산 매입가격과 취득세액 그리고 임대료를 합친 금액이 된다. 이와 같은 공급자의 매각, 수요자의 매입에 관한 의사결정

5) 이 모형은 양도소득세의 동결효과를 분석한 것이다. F. Yamazaki and Takako. Idee, "An Estimation of the Lock in Effect of Capital Gains Taxation", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.11, 1997, pp.82~104. 참조.

들을 기초로 하여 각 변수의 변화에 따른 부동산의 공급·수요 변화를 분석하면 다음과 같다.

현재보다 미래 시점의 부동산가격이 더 높다고 예상한다면 공급자는 부동산을 지금 매물로 내놓지 않을 것이어서 해당 부동산의 공급량이 위축되고, 양도소득세율이 상승할수록 부동산의 공급은 위축된다. 그러나 현재의 부동산거래가격이 상승할수록 현재의 부동산 공급량은 늘어나고 현재의 보유세율과 미래의 양도소득세율이 상승할수록 현재의 부동산 공급이 늘어난다. 그리고 이자율의 상승은 현재의 부동산 보유에 대한 기회비용을 증가시키는 것이므로 부동산의 공급증가 요인이 될 수도 있다. 이에 대하여 미래의 부동산가격이 높아질수록 현재의 부동산 수요량이 증가하고, 미래의 취득세율이 상승할수록 현재의 부동산 수요가 증가한다. 그리고 저금리 추세는 지속적인 은행금리 이상의 투자수익을 올릴 수 있다는 기대에서 시중의 자금이 임대수익형 부동산의 직접매입자금으로, 리츠회사를 통한 부동산투자신탁으로 유입되므로 부동산의 수요가 증대된다. 그러나 현재의 부동산매입가격이 높을수록 현재의 부동산 수요량이 위축되고, 현재의 취득세율·보유세율·이자율이 상승할수록 현재의 부동산 수요가 위축된다.

위와 같이 부동산의 공급·수요 요인에 의해 거래량과 가격이 결정되는데 있어 그 가격이 부동산의 실제가격과 얼마나 근접하느냐에 따라 부동산시장의 합리성이 좌우된다. 즉 부동산의 실제 거래 가격과 부동산의 실제가격 사이에 커다란 차이를 보이지 않을 때 부동산시장이 합리성을 지녔다고 말한다. 이 때의 부동산에 내재한 실제가격(이하 내재가격이라고 약칭)을 평가하는 방법으로는 원가법, 거래사례비교법, 수익환원법을 고려해볼 수 있다. 부동산의 내재가격을 추정하는데는 수익환원법에 의한 내재가격 접근법이 유용하다. 수익환원법에 의한 부동산의 내재가격과 부동

산의 실제 거래가격 사이의 차이를 측정함으로써 부동산 시장의 합리성 여부를 판단할 수 있다. 이 때의 수익환원법에 의한 내재가격 추정을 분석하면 다음과 같다.

수익환원법에 의한 부동산의 내재가격 추정은 부동산이 미래에 가져올 수익을 현재가치로 환산함으로써 가능해진다. 다시 말해 t 시점에 알려진 부동산 관련 정보를 이용하여 미래의 임대료를 추정한 후 이를 현재가치로 환산하여 내재가격을 추정할 수 있다. 이를 식으로 표현하면 다음과 같다.⁶⁾

$$V_t = \sum_{i=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^{i+1} E(R_{t+i} | I_t)$$

여기서 V_t 는 부동산의 내재가격, r 은 미래수익을 현재가치로 환산하는 할인율, R_{t+i} 는 $t+i$ 시점의 임대료, $E(R_{t+i} | I_t)$ 는 t 시점에 알려진 부동산 관련 정보집합 I_t 의 조건하에 기대되는 임대료인 R_{t+i} 의 기대치이다. 건물의 경우 내재가격은 대체로 물리적 구성요소, 택지적 구성요소, 쾌적성적 구성요소에 영향을 받는다. 이 快適性은 부동산이 입지하고 있는 지역의 물리적·사회적·법적 환경을 구성하는 환경재(맑은 공기, 도로, 공원 등)와 시장에서의 접근성, 문화적·심리적 요소를 포함한다. 이러한 요소를 포함하는 부동산의 내재가격을 그 임대료를 통해 추정할 때 어떤 요인을 고려하느냐가 임대료와 내재가격의 현실성을 결정짓게 된다. 건물의 경우 임대료는 입지특성(주요지역 접근성, 주요 도로·지하철과의 거리, 도로폭, 금융기관 입점, 인접도

6) John Y. Campbell and Robert J. Shiller, "Cointegration and Tests of Present value Models", Journal of political Economy, Vol.95, No.5, 1987, pp. 1062~1088. 참조.

로 수, 공시지가 등), 건물 속성(연면적, 대지면적, 전용률, 층수, 준공연도, 중·개축여부, 건물의 내부장치 : 냉난방 시설 등, 건물내 주차장 유무, 건축미), 시장조건(공실률, 인구변화, 기타 거시경제변수의 변화), 계약형태(임대기간, 임대형식, 관리비 항목, 임차인의 업종) 등의 요인에 좌우된다.

따라서 추정된 부동산의 내재가치와 부동산의 실제가격 사이의 괴리정도를 확인함으로써 부동산시장의 합리성여부를 판단해볼 수도 있다. 또는 부동산가격의 추이가 장기적으로 임대료의 추이에서 크게 벗어나지 않고 일정한 범위내에서 변동하고 있으면 부동산시장의 합리성을 인정하는 식의 방법인 부동산가격과 임대료간의 공적분검정을 통해 확인해볼 수도 있다.⁷⁾ 부동산가격이, 부동산의 내재가치에 의하지 않고 거품현상이 반영되어 너무 높게 결정되고 있다면 이로부터 부동산 배분의 왜곡문제가 야기된다. 다시 말해 이로 인해 부동산 거래량과 부동산가격이 적정수준을 보이지 않고 있는 바가 되어 부동산의 공급이 늘어나더라도 특히 주택, 사무실 등의 수요가 왜곡되는 현상을 보임으로써 부동산 수요자들의 경제적 손실을 가져오는 것은 자명하다. 따라서 부동산의 거래 활성화와 부동산시장의 합리성 제고를 위한 정책에 대한 지속적인 연구와 정책제시가 필요하다.

2. 不動産市場의 合理性과 去來活性化를 위한 政策方向

부동산시장의 경제환경변화, 부동산시장의 가격 안정화, 부동산의 증권화를 통한 간접투

자화 등의 부동산시장의 경향에 부응하여, 부동산정책은 국토공간 및 부동산시장의 움직임에 예측 가능한 질서체계를 보여주어야 하는 역할이 강조되어야 한다. 이를 위해서는 부동산시장의 질서유지에 필요한 법적·제도적 장치를 탄력있게 강구하여 부동산정책 집행의 효율성을 추구하면서 부동산시장의 제반 변수들이 상호 환경에 적응할 수 있도록 하며 또한 부동산시장내의 갈등요인들이 스스로 완화 내지 예방될 수 있도록 해야 한다. 이렇게 될 때 부동산 시장의 합리성이 제고되어 부동산의 보유와 거래에 따른 경제적 손실이 감소된다. 이에 따라 부동산시장의 안정적 발전에도모하고 부동산시장의 합리성을 제고시키기 위한 부동산 시장의 정책방향을 제시하면 다음과 같다.

가. 부동산 공급의 원활한 관리에 의한 가격 안정화 도모

투기에 따른 부동산가격의 불안정을 잠재우기 위해 시행되어온 수요관리 위주의 정책은 부동산 환경의 변화에 부응하여 공급관리 위주의 정책으로 전환되어야 할 필요가 있다. 수요를 충족시킬 수 있도록 부동산 공급을 확대하고, 부동산의 수요와 공급이 적기에 조화될 때 가격안정화가 가능하기 때문이다.

첫째, 부동산 공급의 원활한 확보를 위해서는 기존의 공영개발방식 외에 토지구획정리사업방식의 재활용, 구획정리방식과 공영개발방식의 혼합, 신탁방식, 환지(換地) 및 환권(換權)방식 등을 도입하여 토지개발방식을 다양화해야 한다. 둘째, 개발용지 확보의 어려움을 타개하고 수요가 있는 곳에 적절하게 부동산공급이 이루어질 수 있도록 하기 위해서는, 중앙 및 지방정부의 출자기관 외에도 부동산 소유자를 포함한 민간인, 국내 및 외국기업이 부동산개발사업에 능동적으로 참여할 수 있도록 유도하여 부동산개발 사업자들을 다양화시킬 필요가 있다. 셋째, 개발사업의 종류, 규모,

7) 이러한 실증분석에 대한 내용은 다음 문헌에서 확인할 수 있음. John Y. Campbell and Robert J. Shiller, "Cointegration and Tests of Present value Models", Journal of political Economy, Vol.95, No.5, 1987, pp. 1062~1088.

발생편의 정도 등에 따라 기반시설의 설치비용을 개발사업지구 및 주변의 실질적인 수익자에게 부담시키는 공공시설부담금제(Impact Fee)같은 방안을 통해 부동산개발 재원의 확보가 가능하도록 해야 한다. 넷째, 부동산의 효율적 이용과 도시의 건전한 발전을 위해서는 부동산공급의 확대 과정의 부작용을 방지할 필요가 있으며 이를 위해 종합적인 공간계획 및 토지이용계획에 의한 부동산개발 체계 구축이 마련되어 부동산개발과 토지이용계획간의 연계성을 제고시켜야 한다. 특히 토지이용계획의 입안 및 결정 권한은, 기초단체에게 줄 필요가 있다. 왜냐하면 해당 지역의 기초단체가 해당지역의 산업활동 여건과 부동산시장 문제를 보다 잘 알고 있어 상황 대응이 효율적이기 때문이다. 다만 중앙정부는 국가차원에서 보존·보호하여야 할 지역내 토지 위주로 계획권한을 행사하여야 할 것으로 본다. 물론 이와 관련하여 지역이기주의 완화와 중앙정부와 지방자치단체간 또는 지방자치단체들간의 갈등을 종합적으로 조정할 수 있는 제도적 장치도 보장하여야 한다. 다섯째, 국토개발과정에서 보존이 필요한 지역에 대해서는 보존이 필요한 자원의 환경적 가치에 따른 공공재의 공급이라는 차원에서 계획논리를 통한 보존을 등한시하지 않아야 할 필요가 있다. 예를 들어 국토이용계획과 농지보전계획의 연계를 통해 우량농지의 부분별한 잠식을 방지함으로써 주곡 자급과 농지의 환경보전적 기능 유지라는 농지정책 목표를 도모할 수 있다. 여섯째, 주거의 수요에 맞는 공급 확대를 통해 주거비용의 안정화와 주택가격의 안정화를 위해서는 임대주택을 활성화시키는 방안을 대도시내 임대주택용지 공급확대, 공공기관의 임대주택 공급능력 확대, 민간 임대건설사업자에 대한 지원 강화(주공 참여 임대주택 리츠회사 육성 : 주공이 임대주택 공급에 필요한 자금조달을 원활히 할 수 있도록 다세대주택 매입임대와 도심내에 슬럼화된 지역의

리모델링을 전문으로 하는 리츠회사 출자를 허용, 중장기적으로는 주택공사가 소형임대주택 건설을 위주로 하는 리츠회사에 대한 출자 허용, 임대주택 조합제도, 소형임대주택 금융지원 확대), 부도 임대아파트 입주자 보호대책(경매절차를 통한 주공의 부도사업장 인수, 부도사업장 입주자 기금대출금리 인하, 분양 전환 때까지 주택보증제 확대, 임대보증금 징수한도 제한, 임대아파트 제한물권설정 제한) 등을 통해 강구해볼 수 있다.

나. 부동산 관련 세제 보완과 거래비용 현실화의 환경 구축

다른 조건이 일정할 때 양도소득세가 높게 될수록 부동산공급이 위축되어 자유시장가격보다 높은 수준에서 거래가격이 형성되고 취득관련세가 높아질수록 자유시장가격보다 낮은 수준에서 거래가격이 형성된다. 그리고 보유규제가 부동산 거래와는 무관하지만 부동산의 거래규제는 부동산의 거래저해효과가 있기 때문에 거래규제의 완화가 필요하다. 더욱이 생산요소로서의 토지공급을 늘려 기업활동에 대한 장애를 제거하고 경우에 따라 구조조정이 원활히 이루어지도록 資産으로서의 토지 처분을 지원하며, 도시용 토지의 공급을 확충하기 위해서는 거래의 활성화가 필요하다.

따라서 거래가격과 부동산의 실재가치의 비교에 의한 부동산시장의 합리성을 고려할 때, 자유로운 거래가 이루어지면 거래가격이 부동산의 실재가치에 근접할 것이라는 차원에서 그리고 세금으로 인한 가격예곡을 최소화 하는 차원에서 부동산 세제의 보완이 요구된다. 즉 분배의 형평성과 부동산의 효율적 이용을 위해 부동산세제를 취득증과세보다 보유에 대한 증과세 중심으로 유지할 필요가 있다. 예를 들어 현행의 양도소득세가 부동산투기 억제 목적을 목적으로 운영되고 있으나 주택보급률이 94%에 이르고 부동산 투기 가능성이 줄어들고 있기 때문에 거래세는 낮추고, 부동

산경기에 증립적이고 조세의 가격전가 효과가 상대적으로 적은 것으로 알려진 보유세는 높은 방안을 고려해볼 수 있다. 그러나 한편으로 부동산의 보유단계에서 부과되는 세금이 많아질 경우 부동산 매매를 하지 않고 한 집에서 장기간 사는 사람들의 조세부담이 늘어나게 되어 이들의 불평이 있을 수 있고, 지방세인 취득·등록세를 낮추면 지방자치단체의 재정축소에 대한 불만이 많아질 것이다. 이러한 점을 고려하여 우선 보유세로 인해 일시에 부동산소유자의 부담이 과중하게 되지 않도록 하기 위해, 취득관련세금과 보유세금을 합친 총액을 현 수준으로 유지하면서 거래관련 취득세와 등록세 등의 세금을 단계적으로 낮추고 줄어드는 세액은 보유과세인 재산세 및 종합토지세의 강화에서 보충하는 방안을 고려해볼 수 있다. 이렇게 되면 지방재정을 건실화에도 긍정적 효과를 가져올 것이다.

한편 부동산 거래의 활성화를 통해 부동산거래가격과 실재가치간의 차이를 완화시키려면 부동산거래비용의 최소화 내지 현실화가 필요하다. 이를 위해서는 부동산거래정보망과 부동산관리종합전산망 구축 등의 부동산 관리체계의 정교한 정보화가 요구된다. 이러한 정보망에는 부동산실명제, 공시지가제도, 국가지리정보망(NGIS)이 포함되어야 하고 행정자치부, 건설교통부, 국세청 등 행정부내의 관련부처별로 분산하여 관리하고 있는 부동산관련 정보가 통합되어야 한다. 그리고 부동산등록의 중복 관리를 인한 행정비용 낭용과 민원인의 이중부담을 완화시키고 부동산등록의 공신력 회복과 신속 정확한 부동산정보의 다목적 이용 등을 도모하기 위해서는 이원화되어 있는 지적공부와 부동산등기부를 하나의 공부로 통합하고, 관리기관도 행정부나 사법부 중 하나의 기관으로 정하는 것이 요구된다.

다. 부동산 간접투자상품 시장의 활성화

자산담보부채권(ABS), 주택저당채권(MBS)

과 더불어 부동산투자신탁(REITs) 등에 의한 부동산의 증권화를 통한 간접투자시장이 진전되게 됨에 따라 투자 대상의 부동산 범위가 확대되고 있다. 이 과정에서 투자자 및 실수요자의 보호와 부동산 간접투자상품 시장의 정착을 위해서는 부동산관리의 생산성·수익성을 최대로 실현시킬 수 있는 자산운용 전문가집단(부동산종합관리회사, 부동산투자자문업)의 양성, 부동산의 매매 가격 및 지대소득을 정확히 평가할 수 있도록 평가기법의 선진화, 부동산관련 투자회사의 도덕적 해이를 방지하고 투자자를 보호할 수 있는 장치(부동산 투자정보 공시기준, 부동산의 공신력 제고를 위한 부동산권리보험제도)의 보강 등이 요구된다.

특히 부동산의 간접투자시장에는 리츠가 중심으로 자리잡을 것이므로 리츠의 조기 정착을 위해서는 법인세의 면제, 자산관리회사의 난립규제, 적정수익률의 보장, 적정금리의 수준, 부동산간접투자시장의 투명성 확보 등이 고려되어야 할 것으로 생각된다. 만일 리츠에 대한 법인세가 면제되지 않는다면 리츠회사가 투자자에게 보장할 수 있는 수익이 3분의 1정도가 줄어들고, 정부가 예상하는 리츠수익률(6-9%)도 확보할 수 없게 된다. 그리고 자산관리회사(AMC)는 자본금 30억원 이상, 전문가 5명을 갖추면 리츠의 자산관리를 대행할 수 있기 때문에, 자산관리회사의 난립을 규제하지 않으면 금융기관이나 건설회사 등이 자산관리회사를 설립한 후 리츠를 명목 회사로 운영할 수 있게 된다. 이렇게 되면 기업이 갖고 있는 부실 부동산을 타인에게 매도하지 않고 직접 처리하기 위해 리츠를 만들어 관련 부동산을 매입한 후 자사 계열의 자산관리회사에 관리를 맡기는 방식으로 재산을 보전할 수 있는 길이 생겨 이런 형태의 자산관리회사가 대량 난립되므로 자산관리가 부실해질 가능성이 크다. 부동산투자신탁에 대한 수익률은 리츠가 정착하기 위한 우선 조건이다.

개별 부동산의 수익률이 정확히 공표되도록 하면 이를 통한 합리적인 가격결정이 가능해진다. 이렇게 되면 즉 부동산 간접투자상품 시장 특히 리츠의 활성화가 이루어질 때 부동산의 거래가격과 수익률을 반영하는 실제가치의 차이가 줄어들어 부동산시장의 합리성이 제고된다. 리츠 활성화의 또 다른 조건은 저금리이다. 저금리는 리츠 정착을 위한 버팀목이다. 현재 저금리 체제가 계속되는 한 리츠시장의 전망은 밝다. 그러나 금리가 다시 높아지면 리츠의 입지는 좁아진다. 국내 빌딩의 투자수익률은 조사기관에 따라 5%부터 15%까지 차이가 크다. 이는 수익률 측정에 필요한 개별 부동산의 정보가 미흡하기 때문이다. 따라서 리츠가 투명하게 운영될 수 있도록 시장의 투명성이 제고되어야 한다.

IV. 結論

최근의 부동산시장의 환경변화에도 불구하고 부동산가격이, 부동산의 내재가치에 의하지 않고 거품현상이 반영되어 너무 높거나 낮게 결정되고 있다면 이로부터 부동산시장의 합리성이 결여되면서 부동산의 공급과 수요과정에서 부동산 배분의 왜곡문제에 따른 경제적 손실이 크기 때문에 이에 대한 대응방안의 제시 일환으로 본고에서는 여러 가지 정책방향을 제시하였다. 이것은 ①부동산공급의 원활한 관리에 의한 부동산가격의 안정화 도모, ②부동산 관련 세제의 보완과 거래비용의 최소화 환경 마련, ③부동산 간접투자상품 시장의 활성화 등을 통해 부동산시장의 합리성을 제고시키고 안정적 발전을 도모하자는 것이었다.

부동산시장은 간접투자가 중심이 될 것이고 리츠가 핵심으로 부상하고 있지만 무엇보다도 리츠제도 활성화의 핵심 전제조건인 수익성 있는 우량 부동산(저평가 부동산)을 확

보하기가 어렵다. 세계적으로 볼 때 우리나라의 부동산 가격의 절대수준이 매우 높아 투자 기대수익률이 높은 부동산 확보가 쉽지 않기 때문이다. 또한 상업용 건물은 물론 최근 수요가 증가하고 있는 주택임대사업도 임대료가 지속적으로 상승하지 않는 한 현 가격수준에서 다른 자산에 비해 투자메리트를 찾기 어렵다. 토지가격의 경우 우리나라의 지가총액/GDP 비율은 3배 정도에 달하고 있어 인구밀도를 고려하더라도 1~2배 정도의 선진국들에 비해 과도하게 높은 수준으로 평가된다. 가계의 연소득에 대한 집값의 비율, 즉 PIR배수가 전국평균 5(서울 등 수도권 6~7) 수준에 달해 2~3 수준인 다른 나라에 비해 집값의 절대수준도 높은 상황이다. 부동산의 실제가치에 걸맞지 않은 부동산 가격이므로 경제적 충격이 있게된다면 부동산 가격의 급락 위험이 상존하고 있는 셈이다. 결국 현재 저평가되어 있어 예상투자수익률이 큰 부동산 확보가 쉽지 않아 추가로 높은 자본이득과 수익을 내기가 어려운 상황이다.

따라서 이런 문제에 대응하기 위해서는 각종 부동산에 대한 공신력 있는 조사·유통기능, 부동산의 내재가치 등 부동산투자의 수익성에 대해 투명하고 객관적인 정보를 제공할 수 있는 평가 및 신용보완 기능, 관련회사에 대한 감시·감독기능 등 간접투자 관련 기능을 강화하는데 힘을 기울여야 하고 부동산 자산을 운용할 전문인력과 기관의 양성 등의 부동산간접투자 관련 인프라 구축이 절실히 요구된다. 그리고 부동산간접투자는 당초 기대했던 수익률이 변할 수 있고 원리금 손실위험이 있을 수도 있는 것이기 때문에, 부동산시장의 주역으로 부상하고 있는 리츠는 대박이 아니라 예금보다 위험이 큰 만큼 좀 더 높은 투자수익률을 기대할 수 있는 합리적인 투자수단일 뿐이다라는 국민적 의식이 필요하다. 이렇게 될 때 부동산시장은 투기의 시장이 아닌 투자의 시장이 되며 부동산시장의 합

리성이 더욱 제고되면서 부동산시장에 내재된 경제적 손실을 최소화할 수 있게 되며 또한 부동산투자의 대중화와 선진화가 이루어지고, 자본시장이 더욱 발전하는 계기가 될 것으로 생각된다.

참고문헌

- 건설교통부, 부동산투자회사법시행령(안) 입법 예고(건설교통부 공고 제2000 - 83 호), 2001.4.
- 배순석, 택지개발사업의 평가와 개선방안, 국토개발연구원, 1997.
- 이상영, "부동산가격 산정방법을 둘러싼 쟁점과 전망", 국토 9월호, 1998, pp.84~89.
- 임해웅·김원희, 토지시장 안정시책의 평가와 개선방안 연구, 국토개발연구원, 1997. 6.
- 한국토지공사, 택지개발제도의 발전방향, 1999.
- Appraisal Institute, *Real Estate Market Analysis : Supply and Demand Factors*, Appraisal Institute, 1995.
- Campbell, John Y. and Robert J. Shiller, "Cointegration and Tests of Present value Models", *Journal of political Economy*, Vol.95, No.5, 1987, pp. 1062~1088.
- Fanning, Stephen F. and Terry V. Grissom and Thomas D. Pearson, *Market Analysis for Valuation Appraisals*, Appraisal Institute, 1994.
- Kanemoto, Y., "On the 'Lock in' Effects of Capital Gains Taxation", *Journal of Urban Economics*, Vol. 40, 1996, pp.303~315.
- Reddaway, Brian, Forward in Michie, Jonathan and Smith, John Grieve (ed.), *Managing the Global Economy*, Oxford : Oxford University Press, 1995.
- Reich, Robert B., *The Work of Nations : Preparing Ourselves for 21st Century Capitalism*, New York : Vintage Books, 1991.
- West, Kenneth D., "A Specification Test for Speculative Bubbles", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.102, pp.553~580, 1987.
- Yamazaki, F. and Idee, Takako., "An Estimation of the Lock in Effect of Capital Gains Taxation", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 11, 1997, pp.82~104.
- <http://www.hwhareits.com> , 2001. 5. 2.
- <http://www.moct.go.kr> , 2001. 5. 2.