

碩士學位論文

우리나라 감정평가 기준상 소득접근법의
문제점과 개선방안에 관한 연구

2003年

漢城大學校 不動產大學院

不動產評價專攻

金卿洙

碩士學位論文

指導教授 安正根

우리나라 감정평가 기준상 소득접근법의
문제점과 개선방안에 관한 연구

A Research on the Problems and Improvement Plan of
Income Approaching Way on the Standard of Appraisal and
Valuation of Our Nation

2002年 12月 日

漢城大學校 不動產大學院

不動產評價專攻

金卿洙

碩士學位論文
指導教授 安正根

우리나라 감정평가 기준상 소득접근법의
문제점과 개선방안에 관한 연구

A Research on the Problems and Improvement Plan of
Income Approaching Way on the Standard of Appraisal and
Valuation of Our Nation

위 論文을 不動產學 碩士學位論文으로 提出함

2002年 12月 日

漢城大學校 不動產大學院

不動產評價專攻

金卿洙

金卿濬의 不動産學碩士學位論文을 認定함

2002年 12月 日

審査委員長 閔太郁 (印)

審査委員 安正根 (印)

審査委員 李龍萬 (印)

目 次

제 1장 序論

제1절 研究目的	=====	1
제2절 研究範圍 및 研究方法	=====	4

제2장 所得接近法에 대한 理論的 考察

제1절 不動産 價値 및 價格	=====	6
1. 不動産의 價値와 價格의 定義	=====	6
2. 價格과 價値의 差異點	=====	7
3. 不動産의 價格形成	=====	8
제2절 不動産評價方法(3방식)	=====	10
1. 費用接近法	=====	10
2. 市場接近法	=====	12
3. 所得接近法	=====	13
4. 試算 價値의 調停	=====	14
제3절 所得接近法 導入의 必要性	=====	15
1. 經濟環境變化와 韓國不動産 市場	=====	15

2. 不動産 價値評價를 위한 所得接近法 導入의 必要性	17
제4절 所得接近法 適用을 위한 前提條件	18
1. 不動産의 保有期間	18
2. 純營業 所得의 흐름에 대한 豫測	19
3. 投資誘因으로서의 資本還元率	21
4. 投資기간의 一般化	21
5. 所得接近法の 類型과 資本還元方法	23
제5절 所得接近法の 根據와 價値推計 論理	27
1. 所得接近法の 意義	27
2. 所得接近法の 理論的 根據	28
3. 所得接近法の 發達過程	29
4. 所得의 推計	32
5. 資本還元率 과 收益率	37
6. 資本還元方法	41
제3장 所得接近法에 의한 不動産 評價상의 適用과 問題點	
제1절 우리나라 不動産市場에서의 所得接近法適用	57
1. 地價公示方法象의 鑑定評價方法	57
2. 鑑定評價에 관한 規則에서의 所得接近法	58

제2절 所得接近法 적용시의 不動産市場의 문제점	==	61
1. 우리나라 不動産 市場의 問題	=====	61
2. 賃貸方式의 問題	=====	63
3. 所得接近法 適用시 還元率 算定 問題點	=====	65
4. 評價資料의 問題點	=====	70
 제3절 評價 方法으로서 所得接近法の 活用상 問題點	 ==	 73
1. 鑑定評價業界에서의 所得接近法の 活用 및 問題點	==	73
2. 地價公示法에서의 價值推計 方法 및 限界	=====	74
 제4장 所得接近法の 研究課題 및 改善方案		
 제1절 純營業 所得의 研究課題 및 改善方案	 =====	 78
1. 純營業所得의 性格	=====	78
2. 純營業所得 推計 其間	=====	78
3. 純營業所得 推計	=====	79
4. 純營業所得 推計 算定の 問題	=====	80
5. 所得 推計 기법의 開發의 必要性	=====	81
6. 資本還元率 決定問題와 研究課題	=====	81
 제2절 所得接近法 適用을 위한 對案	 =====	 85
1. 資本還元率	=====	85
2. 還元方式	=====	88

제5장 結論	=====	93
참고문헌	=====	95
ABSTRACT	=====	98

表目次

〈표2-1〉 미국시장의 부동산 보유기간구조

〈표2-2〉 소득의 추계과정

〈표 4-1〉 회사채 소득률 기준 지역별 토지 자본환원율

제 1장 序論

제1절 研究目的

IMF 管理체제를 거치면서 우리나라는 모든 分野에서 커다란 변화를 겪게 되었으며 이러한 변화는 부동산 시장의 패턴에 큰 변혁을 초래하였다. IMF 이후 국내 金融시스템은 많은 變化를 經驗하게 되었으며, 이전에는 經驗하지 못했던 内外形態인 變化에 직면하게 되었다. 따라서 오랫동안 지속되어오던 金融패러다임이 바뀌기 시작하였고, 특히 外換危機를 겪으면서 不動産 시장은 酷毒한 시련을 겪어왔다.

現在 不動産市長은 經濟原理에 의해 지배되며, 不動産에 대한 인식이 所有에서 이용의 概念으로 전환되고, 供給者 중심의 시장에서 需要者 중심의 시장으로 급변하고 있다. 이러한 시장의 變化 과정 속에서 감정평가 업계에는 需要者 중심의 시장과 외국투자자들의 요구에 부응하는 부동산 가치에 대한 새로운 개념의 정립이 필요하게 되었고 그동안 평가실무에 비중 있게 취급되지 않았던 소득접근법에 대한 필요성이 점증되고 있고, 감정평가 윤리 및 감정평가 실무기준 등을 국제 기준에 맞추려는 노력이 진행되고있는 것이다. 또한 최근 새로이 도입된 부동산 평가방식들은 收益性보다는 安定性和 流動性を 중시하는 傾向인 不動産의 擔保力 등과 聯關을 갖고 있으며, 流動性 중시에 따른 資金運用의 短期化和 부동산의 流動性を 높일 수 있는 方案으로 資產流動化 制度가 導入되고 이를 근거로 資產擔保負債券(ABS)과 住宅抵當證券(MBS)이 發行 되고, 不動産投資信託(REITs)制度의 導入으로 不動産 間接投資時代의 進展 등이라 하겠다.

不動産市場은 각기 다른 位置的 地域에서 去來의 形態別로 달리 존재하

며, 특히 그 去來의 非公開性和 非標準性으로 인한 個別性和 慢性的인 供給不足으로 인한 需要超過 현상은 不動產市場을 不完全하게 하고 價格을 통한 均衡價格의 成立이 不可能하게 한다. 따라서 不動產價格은 價値推計의 專門家인 鑑定評價士의 鑑定評價를 통해 市場에서의 適定한 價値를 判定받게 되며 이러한 가격을 통해 비로소 不動產의 效率的인 利用과 管理, 合理的인 損失補償과 課稅, 投資活動이 이루어지게 되며 나아가 資源의 效率的인 配分을 달성하게 된다. 不動產은 代表的인 耐久財로서 收益性和 安定性을 갖는 投資手段으로 인식되고 있으며, 家計, 企業, 政府 등의 經濟 主體에게 經濟的 비중 면에서도 經濟活動의 주요 對象으로서의 主要한 財務管理 對象이 되고 있다. 이러한 不動產은 一般 財貨와 마찬가지로 원칙적으로 市場에서의 價格을 통해 需要·供給이 調節되고 價格이 形成되며 다시 이 價格은 需要와 供給에 影響을 미치는 관계를 통해 價格이 성립된다. 그러나 不動產은 土地의 경우 地理的인 位置가 固定되어 있고(固定性), 그 절대적인 양의 증가가 없고(不増性), 시간의 흐름에 의해 物理的인 소모나 마멸이 없으며(永續性), 地理的으로나 物理的으로 완전히 同一한 물건이 없고 相互代替가 不可能하다는 性質(個別性, 非代替性)이 있어 不動產 市場은 完全市場이 되지 못한다. 즉 不動產 市場은 각기 다른 位置的 地域에서 去來의 形態(賣買, 賃貸, 交換 등) 별로 달리 존재하며 특히 그 去來의 非公開性和 非標準性으로 인한 개별성과 만성적인 供給不足으로 인한 需要超過 현상은 不動產 市場을 不完全하게 하고 價格을 통한 均衡價格의 성립이 불가능하게 한다. 따라서 不動產 價格(價値)은 價値推計의 專門家인 鑑定評價士의 鑑定評價를 통해 市場에서의 適定한 價値(正常價格)를 判定받게 되며, 이러한 價格을 통해 비로소 不動產의 效率的인 利用과 管理, 合理的인 損失補償과 課稅, 投資活動이 이루어지게 되며 나아가 資源의 效率的인 配分을 달성하게 된다. 이러한 鑑定評價는 市場의 去來事例로부터 對象 物件의 價格을 구하는

比較方式과 價格時點에 있어서 對象物建을 再生産・再取得하는데 드는 費用에 減價修正을 가하는 原價方式, 장래 산출될 것으로 기대되는 純收益 등을 還元하여 價格時點의 價格을 구하는 收益方式 등 傳統的인 3方式이 있고 現行 評價에 관한 법에도 이들 3方式에 의한(3方式 併用) 評價를 규정하고 있다. 지가공시제도¹⁾를 취하고 있는 우리나라의 土地評價에 基礎가 되는 標準地는 「地價公示및土地의評價에관한법률 제5조에 의해 去來價格, 賃料, 造成費用 推定額 등 3方式을 합으로 참작하여 評價하게 되어 있고 補償評價에 관해서는 「公共用地의取得및損失補償에관한特例法」 施行規則 第3條에 따라 가장 適定한 方式(主方式)을 선택하되 다른 方式(副手方式)으로 구한 價格과 비교하여 그 合理性을 검토함을 원칙으로 되고 있다. 다만, 一般評價에 관해서 만은 「鑑定評價에관한규칙」 제10조에서 評價方法 중 가장 적정한 방법에 따르도록 하고 있을 뿐이다. 그러나 土地의 경우 「地價公示및土地등의評價에관한법률」 제10조에 의한 個別公示地價의 決定이나, 「土地收用法」 제46조와 「公共用地의取得및損失補償에관한特例法」 施行規則 제6조의 土地의 補償評價時, 「鑑定評價에관한規則」 제17조의 일반 土地評價時 모두 收益性, 非收益性 不動産을 불문하고 公示地價를 基準한 比較方式의 한가지 형태로 土地를 評價토록 되어 있고, 建物の 경우도 「公共用地의取得및損失補償에관한特例法」 施行規則 제10조 제2항에서 原價法(原價方式)을 원칙으로 하되 住居用 建物の 경우 去來事例比較法(比較方式)으로 評價할 수 있도록 되어 있다. 다만, 建物の 一般評價에 관해서만 「鑑定評價에관한規則」 제18조에서 復成式評價법(原價方式)을 원칙으로 하되 去來事例比較法(比較方式) 또는 소득접근법(소득方式)에 의할 수 있도록 규정하고

1) 손성태, 감정평가 및 보상법규, 1999, pp.504~505

“公示地價는 一般的인 土地去來의 指標가 되며, 國家 地方 自治 團體등의 機關이 그 업무와 관련하여 地價를 算定하거나, 鑑定評價業者가 個別的으로 土地를 鑑定評價하는 경우 그 基準이 된다”.

있을 뿐이다. 비단 이러한 문제점 이외에도 현재 우리나라 부동산 평가 학계나 업계에서는 극심한 용어의 혼란을 겪고 있다. 이와 같은 용어의 혼란은 부동산 평가 관계법령에 있어서도 마찬가지이다. 용어의 혼란은 이해관계인이 법령을 해석하는데에 많은 영향을 주고 있으며, 상호간의 잘못된 해석은 쓸대없는 이의 신청이나 행정소송을 야기시키는 등 민원의 대상이 되기도 한다. 활자화된 용어는 생명력을 지니는 속성이 있기 때문에, 비록 잘못된 용어라고 하더라도 이것들이 상당한 권위가 인정되는 법령에서 사용되었을 경우, 많은 사람들이 그것 나름대로의 고유한 의미를 부여하려는 경향을 띠게 된다. 이것 때문에 해석상의 차이가 생기기도하고, 아무런 실익이 없는 논쟁을 발생하기도 한다. 따라서 본서에서는 부동산평가 관련용어의 적절성을 검토함으로써 이론적 근거가 없는 단순한 개인적인 해석의 오해의 여지를 남기지 않도록 하였다.

본서는 우리나라 감정평가기준상의 소득접근법의 문제점과 개선방안에 관한 연구 목적으로 작성되었으며 이를 현실적으로 활용하고자 하는 데 목적을 두고 있으며 최근 國際的인 鑑定評價 學界 및 業界의 趨勢에 맞추어 鑑定評價士의 주관 개입의 여지가 적고 將來 期待되는 便益, 費用의 純現在價值라는 不動産의 價值概念에도 잘 부합하여 科學的이고 理論的인 評價技法으로 인정받고 있는 소득접근법에 관심을 쏟고 평가상의 용어의 혼란을 정리하여 評價에 擴大 適用하는 길을 모색하는데 그 목적을 두고 있다.

제2절 研究範圍 및 研究方法

本 研究에서는 不動産 鑑定評價와 所得方式에 관련된 國內外 文獻과 鑑定評價에 관한 國內法 規程들, 우리나라 감정평가기준상의 소득접근법의 문제점과 개선방안에 관하여 既存 研究 論文들을 蒐集 檢討하였으며

평가기준상의 용어의 혼란에 대해서 살펴보았다. 따라서 본고에서는 우선 不動産 가치평가에 관한 一般的인 理論을 살펴보고 특히 收益還元法의 부동산가치평가 適用을 위한 前提로 부동산의 보유기간, 소득흐름에 대한예측 투자기간의 일원화에 대해 살펴보았으며 현행 세제 등도 검토의 對象이 되었다. 또한 收益의 現在 價値로의 期間 還元을 위해 割引率의 적용, 용어의 적용등에 있어서도 국내 조사자료와 적용현실을 고려하였다.

不動産市場은 새로운 변화의 소용돌이 속으로 내몰려지고 있다. 不動産市場이 外國人에게 開放되면서 不動産市場은 原價 指向的인 價格 環境에서 Cash Flow위주의 價格構造로 바뀌고, 새로운 시장의 투자는 보다 計量的인 接近을 필요로 하고 있다. 이러한 對內的이고 對外的인 도전의 環境속에서 소득접근법의 문제점과 개선방안을 위한 評價業界의 概念的 接近의 통일을 기하고 그 방법론에 대해 새로운 대안의 필요성이 요구되고 있다.

IMF 관리체제 이전의 不動産 價値算定은 주로 시장접근법과 비용접근법을 사용해왔으나, REITs 제도가 도입되면 價値算定の 방법은 投資理論에서 사용하는 割引現金收支分析法(DCF)이 중용되고 현금의 흐름이 중요하게 될 것이다. 이렇게 소득접근법에 의한 부동산 가치의 평가는 不動産 價値算定 方法의 한 방법으로서 不動産別로 市場價値와의 一致性 정도를 검토하고 각각의 物件別로 賃料-價格 순응성 및 DCF법이 우리나라 不動産 市場에 適用可能한가에 대해서 關聯 法律(「公共用地的取得 및損失補償에 관한特例法」)을 基準으로 檢討하였으며, 법제상으로 잘못 사용되어지고있는 용어의 표현들과 소득접근법의 필요성을 정리하였다.

마지막으로는 本 研究가 갖는 限界와 소득접근법 自體가 갖는 限界를 살펴보고 向後 研究課題와 바람을 제시하였다.

제2장 所得接近法에 대한 理論的 考察

제1절 不動産 價値 및 價格

1. 不動産의 價値와 價格의 定義

1)價格의 定義

「不動産價格은 부동산의 經濟(교환)가치를 判定하여 그 結果를 價額으로 표시한 것을 말한다.」²⁾ 라고 定義 되어있다. 여기서의 交換價値는 주로 不動産의 소유권, 기타권리 및 이익이 다른 상품 또는 화폐와 교환될 수 있는 능력을 말한다. 또한 소유권이란 법률의 범위내에서 소유권을 사용·소득·처분할 수 있는 권리를 말한다.

2)價値의 概念

가치에 대한 정의는 다음과 같이 두 가지로 요약된다. 첫째, “가치란 어떤 재화나 용역이 다른 재화나 용역을 교환의 대상으로 지배하는 힘”이라는 것이다. 이 같은 정의는 가치가 재화와 재화간의 교환비율이며, 그 재화가 가지고 있는 것을 의미하는 것이며, 이는 재화의 교환가치에 비중을 둔 개념의 정의라 할 수 있겠다.

가치에 대한 두 번째 정의는 “가치란 장래 기대되는 편익을 현재가치로 환원한 값”이라는 것이다. 이는 사용가치 및 주관적인 가치를 강조하며, 장래 기대되는 편익은 단순히 금전적인 것만을 의미하는 것이 아니라,

2) 신종웅외 4인공저 「최신감정평가론」 2002 pp87

비금전적인 것도 포함한다는 사실을 강조하고 있다. 부동산과 같은 내구재(durable good)의 가치 정의로는 후자가 더 적합하다고 볼 수 있다. 3)

2. 가격과 가치의 차이점

‘가치의 평가는 가격 결정이다’ 라는 가설이 긍정되고 있다. 가치라는 술어는 “시장가격” 과 동의어로 생각되었으며 이는 1953년 미국 경제학회의 년차 총회에서 공식화되었다.4)

경제학에서는 가격이란 가치를 화폐로 표시한 것이라고 생각하고 있다. 따라서 경제학에서는 가치와 가격은 관념상의 차이일 뿐 특별한 상황이 아닌 한, 가치는 가격과 거의 일치한다고 보고 있다.

가격과 가치는 다음과 같은 네 가지면 에서 차이가 있다고 한다.

첫째, 가격과 가치는 관념상 뚜렷한 차이가 있다. 즉 부동산학에서는 가격(price)은 특정부동산에 대한 교환의 대가로서 시장에서 매수자와 매도자간에 실제 지불된 금액이라고 정의하고 있는 반면에, 가치(value)란 이미 언급한 바와 같이 장래에 기대되는 사익을 현재가치로 환원한 값이다.

둘째, 가치란 ‘가격+가치’ 라는 것이다. 부동산시장은 다른 재화 시장과는 달리 여러 가지 불완전한 요소를 많이 포함하고 있어 모든 거래가 정상적인 매매의 모든 측면을 가지고 있다고는 볼 수 없기 때문이다.

셋째, 가격은 대상부동산에 대한 과거의 값(past worth)이지만, 가치는 그것에 대한 현재의 값(present worth)이라는 것이다.

넷째, 주어진 시점에서 대상부동산에 대한 가격은 하나밖에 없지만, 가치는 무수히 많다는 것이다. 가격은 시장에서 실제 지불된 과거의 값이

3) 안정근, 「부동산평가이론」, 법문사 2001, pp.32-33

4) 김영진, 신부동산총론, 법문사, 1992, p51

기 때문에 특정 시점에서 가격은 하나밖에 있을 수 없다.

이것을 ‘가치의 다원적 개념(multiplication-of-value concept)’⁵⁾ 이라고 한다. 이러한 가치의 다원적 개념에 대해 평가이론의 발달과정에서 학자들간에 많은 논쟁이 있었으나 현재는 시장가치를 기준 한다는데 별다른 이의가 없으며 따라서 본 연구에서도 이러한 기준하에 용어를 사용하였으며 평가사가 기준 하여 산출하는 대상은 시장가치임을 전제하였다.

3. 부동산의 가격형성

1) 가격형성요인과 가격 제 원칙

부동산은 그 부동산이 위치한 지역의 구성부분질서 그 지역 또는 지역 내의 다른 부동산간에 상호존재, 보완 협동, 대체경쟁의 관련관계를 갖고 있기 때문에 사회적, 경제적 위치를 점하게 되며 다른 지역과 구별되는 규모, 구성의 내용, 기능의 차이를 부동산의 지역특성이라고 한다. 이러한 부동산은 부동산을 둘러싼 조성의 사회적, 경제적, 행정적 요인 등의 변화에 따라 부동산이 위치한 지역 자체에도 항상 확대·축소·집중·분산, 발전·쇠퇴의 변화과정에 있으며 따라서 부동산의 가치도 늘 변화의 과정에 있으며 따라서 평가는 특정시점(가격시점)을 기준한 동태적 파악이 되어야 한다.

이러한 부동산의 지역과 부동산의 가격에 영향을 미치는 요인을 가격형성요인 이라 한다. 여기에서는 일반적 제요인, 자연적요인, 개별적 요인이 있으며 일반적 요인은 다시 인구의 상태, 가족 구성, 교육, 생활양식 등의 사회적요인과 저축, 재정, 물가, 소득의 경제적 요인, 토지제도, 정

5) 김영진교수는 ‘가격의 다원적 개념’을 ‘가격다원설’이라고 명명하고 있다.

책, 세제 등의 행정적요인 등으로 나뉜다.

자연적 제요인은 일조, 온도, 지질, 지형 등의 자연자질과 지하자원, 식량, 산림, 수산 등의 자연자원이 있다.

개별적 요인은 택지의 위치, 면적, 형상, 가로의 계통과 구조, 편익시설과 유해시설과의 접근성 정도 등의 택지의 개별적요인과 건물의 면적, 높이 구조, 설계·설비의 양부 등의 건물의 개별적 요인이 있다.

부동산이 위치한 지역의 구성분자인 개개의 부동산의 상태는 그 지역특성의 제약하에 있게 되며 개별 부동산의 개별성에 따라 가격수준과 구체적인 가격이 형성된다. 이러한 가격 형성과정에는 일정한 법칙이 작용하게 되며 이를 “가격제원칙”이라 한다. 이러한 가격제원칙은 가격형성과 평가의 전제가 되는 변동·예측의 원칙과 최유효이용의 원칙, 대체의 원칙, 수요·공급의 원칙이 있으며 최유효이용의 내부원칙과 외부원칙인 적합의 원칙, 외부성의 원칙, 경제의 원칙, 기회비용의 원칙 등이 있다.⁶⁾

2) 부동산가격의 발생

부동산은 일반 재화와는 달리 내용년수가 장기적이고 영속성이 있어 소유권 역시 이전 가능하나 그 본질은 장기적인바 부동산가격은 장래에 기대될 사익의 현재가치가 되며 이는 소득방식의 기초이론이 된다.

일반적으로 부동산의 가격은 수요와 공급의 일반원칙에 따라 성립한다면서도 그 부동산에서 발생하는 쾌적성이나 소득성, 생산성 등의 효용과 부동산의 부증성으로 인한 상대적 희소성과 부동산을 구매하려는 실질적인 수요인 유효수요 등의 상호 결합에 의해 경제적 가치로서의 가격이 생성된다. 이밖에도 Alfred A Ring은 이전성을, AI(Appraisal Institute)는 욕망을 제시하기도 한다. 이러한 부동산의 가격은 부동산의 지역성과

6) 신종웅외 4인공저 전게서 pp93-115

지역특성에 의해 일정한 가격수준이 형성되며 그 범위 내에서 부동산이 갖는 개별성에 따라 구체적인 가격이 형성된다.

전술한 대로 부동산의 가치는 효용성과 상대적 희소성, 유효수요와 이전성, 욕구 등의 상호결합에 의해 발생하며 여기에서는 일반적, 지역적, 개별적 요인의 가격형성요인이 상호작용을 하며 영향을 미치게 된다. 한편 이러한 가격형성과정에는 일정한 법칙성이 존재하는데 이를 가격 제원칙이라고 한다. 감장평가는 이렇게 형성된 가치를 지역분석과 개별분석을 통해 다시 가격에 영향을 미친 가격형성요인을 분석하고 가격수준과 구체적, 개별적 가격을 파악하게 된다. 이때 가격형성요인의 파악은 가격형성의 법칙성이기도 한 가격 제원칙하에 이루어지게 된다.

이렇게 파악된 부동산의 가치에 대해, 전통적인 가치이론으로부터 비록된 부동산 가치의 3면성에 기초한 소득접근법, 시장접근법, 비용접근법이 있다.

제2절 不動産評價方法(3방식)

1. 비용접근법

1) 비용접근법의 정의와 특징, 성립근거

비용접근법(Cost Approach)이란 가격시점에 있어서의 재조달원가에서 필요한 감가수정을 행하여 시산가격(적산가격)을 구하는 방식이다. 즉 “가격시점의 재조달원가 감가상당액”이 가격시점의 비용접근법에 의한 시산 가격인 적산가격이 되는 것이다.

이방법의 정도는 재조달원가의 정확한 파악과 감가상당액의 정확한 산

정에 있다. 한편 토지에서는 생산비의 개념이 성립되지 않고 평가에 있어서도 적산가격의 개념이 해당되지 않는 것이 원칙이기 때문에 토지와 건물을 함께 평가하는 경우에는 토지의 가격은 거래사례비교법으로 구하는 것이 통례로 되어 이 경우의 토지비준가격도 원가방식의 정도를 좌우한다. 이 방식은 비용성의 사고방식에 따라 대상물건의 신축, 조성, 매립 등 재조달에 소요되는 원가에 주목하여 대상물건의 가격을 구하는 방법으로 공급가격의 성격을 갖고 있다. 이방법의 성립 근거는 대체의 원칙에 있다. 즉 2개이상의 동유형의 부동산이 있는 경우에 어느쪽을 선택하느냐 또는 기존의 부동산에 갈음하여 신규로 부동산을 조달할 것이냐는 ‘대체의 원칙’에 영향을 받는다. 이때 대체의 기준으로는 부동산의 가격과 유용성이 선택의 지표가 된다. 즉 유용성이 이같은 경우라면 값이싼 쪽이 선택되고 값이 같다면 유용성이 높은 쪽이 선택된다.

부동산의 ‘개별성’의 특성에 있어서 엄격한 의미에서의 대체성은 없는 것이 원칙이고 유용성에도 완전한 동일성은 없는 것이나 부동산을 소유하는 목적을 달성한다는 수요측면에서 어느 정도의 대체가능성이 성립되고 부동산의 인문적 특성들은 이를 가능하게 해준다.

2) 비용접근법의 장·단점

△장점 : 가격의 상한을 표시하는 재조달 원가에서 감가 상당액을 감액함으로써 시산가격(적산가격)을 구하는 방법이기 때문에 건물, 구축물, 기계, 등의 상각 자산에 널리 적용될 수 있으며 병합시의 재평가나 고정자산의 재평가 기타 기업회계처리에 관한 경우 또는 공공·공익에 쓰이는 평가 등에도 효과적인 방법이다. 대체의 원칙에 이론적 근거를 두는 것이므로 비교적 논리적인 방법으로 평가사의 주관이 개입될 여지가 비교적 작다.

♠ 단점: 재조달 원가와 감가상당액을 파악하는데 기술적 애로가 있고 토지와 같이 재생산이 불가능한 자산에 있어서는 적용하기 어렵다. 또한 건물에는 외부에서 관찰이 불가능한 기술적 하자의 파악이 어렵고 감가수정으로 인한 가격공제분이나 수선이나 소득의 감소분에 해당하는 감가요인 만큼 시장에서의 가치하락으로 나타나는 지도 의문으로 남는다.

2)적산법

적산법이란 대상 부동산의 가격시점에 있어서의 기초가격을 구해서 그에 기대이율을 곱하여 얻은 금액에다 대상부동산의 임대차에 소요되는 통상적인 필요제 경비 등을 가산하여 대상부동산이 시산임료를 구하는 방법이다. 부동산의 임대차 사례가 적은 부동산에 대해서는 임대사례비교법의 적용이 곤란하므로 이방법이 유용하게 사용된다.

2. 시장접근법

1) 시장접근법의 정의와 특징, 성립근거

시장접근법(Market Approach)거래사례 부동산과 대상부동산에 대한 품등, 시점 등을 비교 대조해서 대상부동산의 가격을 구하는 방법으로 대상과 위치적, 물적, 시간적 유사성이 있고 사정보정의 가능성이 있는 사례를 수집하여 사정보정과 시점수정, 지역요인과 개별요인, 등을 비교하여 대상부동산의 가격을 구하게 된다. 이 방식은 동일성 내지 유사성이 있는 다른 물건의 거래사례와 비교하여 수정 및 보정을 한후 가격을 산출하고 시장거래를 기준으로 한 가격이기 때문에 수요와 공급가격의 특성을 갖는다. 거래사례비교법은 토지를 위시해서 과수원, 동산 등에 널리

쓰이므로 현재 실무상 평가기법에 중추적인 방법이라 할 수 있다.

이 방식이 성립되는 근거는 역시 대체의 원칙이나 이 경우 타방식보다 직접적인 성립근거가 되며 이는 대상부동산과 사례 부동산과의 대체성이 이방식의 근본적인 전제이기 때문이다. 이밖에도 수요·공급의 원칙과 경쟁의 원칙을 들기도 한다.

2) 시장접근법의 장·단점

세 가지 평가 방식 중 가장 실증적인 방법으로 평가기법의 중추적인 역할을 해왔다. 이는 거래사례가 있는 모든 부동산에는 적용이 가능하고 算式이 간결하고 시장에서의 매매사례를 기준으로 하므로 의뢰자나 일반인들에게 현실성과 설득력이 있기 때문이다.

3. 소득접근법

1) 소득접근법의 정의 및 특징, 성립근거

소득접근법(Income Approach)은 대상물건이 장래 산출할 것으로 기대되는 연간순영업소득을 자본환원율로 환원하여 가격시점에 있어서의 시산 가격(소득가격)을 구하는 방법으로 순영업소득, 환원 비율, 환원방법을 소득환원법의 3요소라 한다. 그러나 최근에는 DCF법(할인현금수지분석법)의 등장으로 소득환원 방식에 다소 변화가 있음을 볼 수 있다. 이에 대해서는 후술하는 소득접근법의 이론적 고찰에서 살펴보도록 하겠다.

소득접근법은 장기에 걸쳐 계속해서 발생하는 다른 시점의 소득을 가격시점현재의 가치로 환원한다는 원리로 과실로부터 원본의 가치를 구한다는 사고에 입각하고 있으며, 이 방법에 의한 가격은 소득방식의 효용을

기대하는 수요가격의 특성을 갖고 있다. 이방법의 이론적 근거는 재화에 대한 소득배분의 원리 및 대체의 원칙과 관련이 있으며 순영업소득이 최유효사용을 전제로 한다는 점에서 최유효사용의 원칙도 근거가 된다. 그러나 비단 이러한 원칙들만 관련되어지는 것이 아니라 다른 원칙들도 상관관계를 가지고 있음에 유의해야 할 것이다.

2) 소득접근법의 장·단점

소득접근법은 부동산의 가치를 장래에 기대되는 수익의 순현재가치라는 가치개념에 잘 부합하여 소득을 발생하는 부동산에 적용이 가능하며 임대용 부동산이나 기업용 부동산에 특히 유용하다. 또한 부동산 시장이 안정되어 있고 투기현상이 적은 곳에서 정확한 부동산의 가치를 반영하며 가치를 구하는 논리가 과학적이고 이론적이어서 평가사의 주관개입가능성이 적다. 따라서 내구재의 특성을 가치에 반영하는 방식인 소득접근법이 최근에는 이론적 타당성을 더욱 인정받고 있다.

반면에 교육용, 주거용, 공공용 부동산과 같이 소득의 발생이 없거나 그 파악이 곤란한 경우에는 적용이 불가능하다. 또한 부동산 시장이 안정되지 못한 곳에서는 원본과 과실의 관계가 괴리되므로 이 방식을 적용할 수 없고 신·구 부동산의 경우 소득의 차이가 없는 경우에는 그 구별이 어렵다. 그리고 순영업소득 자본환원율의 파악과 필요제경비, 할인율, 부동산 가치상태에 대한 추계, 저당의 개별화 등은 소득접근법을 적용하는데 극복해야할 과제로 남는다.

4. 시산 가치의 조정

1) 의의 및 근거

시산 가치의 조정이라 함은 평가 방법의 적용에 의하여 비용, 소득, 시장 자료에서 산출된 3가지 시산 가치 또는 시산 자료를 상호 관련시켜 시산 가치 상호간의 격차를 조정하는 작업을 말한다. 시산 가치 조정의 이론적 근거는 가격의 3방식에 의한 3가격은 경쟁·대체의 원리에 의거하여 결국 동일하게 된다는 3가격의 등가성에 있다는 Alfred Marshall의 이론에서 연유했고 Mertzke⁷⁾ George. L. Schmutz, Harry Grant Atkinson 등에 의해 3방식을 합병하여 가격을 정하는 시산 가치 조정이 강조되었다. 반면에 Frederick M. Babcock은 부동산 평가는 이론적으로 가장 우수한 소득접근법만을 적용해야 한다고 주장하였고 Richard M. Hurd는 가치를 가장 잘 나타내고있는 것이 매매사례 가격이라고 주장하였다. 이러한 ‘三面等價의 法則’에 대한 논쟁은 3방식에 의한 시산 가치가 서로 비슷하게 일치하는 것이 이상적이기는 하나, 현재에는 이론적으로 일치해야 할 이유가 없다는 것으로 논란이 종결된 상태에 있다.⁸⁾ 이러한 시산 가치의 조정은 어떠한 시산 가치에 더 많은 비중을 둘 것인가 결정하기 쉽지 않은 문제가 발생된다. 이때에 비중을 정하는 근거가 되는 것이 조정기준(reconciliation criteria)이다. 여기에는 적절성, 정확성, 그리고 증거의 양 의 세가지기준이 있다. 평가사는 이같은 세 가지 기준을 토대로 각 시산 가치의 상대적 중요성을 판단하여 비중을 결정한다.

제3절 소득접근법 導入의 必要性

1. 경제환경변화와 한국부동산 시장

7) Mertzke는 正常價格(Normal Value)라는 概念을 不動産評價에 도입한 장본인이다. 우리나라 不動産 關聯評價法規에서는 ‘正常價格’이라는 用語로 아직도 그 概念을 사용하고 있다.

8) 안정근 「부동산평가이론」, 법문사, 2001, pp.151

perspective부동산은 보는 시각에 따라 다양한 모습을 가진다. 즉, 제한된 범위 내에서 지표의 일부를 독점적으로 이용할 수 있는 권리로 접근하는 법적인 측면(legal perspective)과 자원의 효율적 배분이란 경제적 측면(economic perspective)에서 접근하는 시도도 부동산의 주요한 연구분야의 하나이다. 나아가서 부동산을 투자의 대상으로 보아 이에 따른 위험과 소득을 계량적으로 분석하여 개인의 부와 사회적 효용증대를 동시에 만족할 수 있는 투자의사결정방법론을 찾아가는 재무적 측면(financial perspective)도 존재 할 것이다. 또 이러한 관점은 필연적으로 이와 관련된 업무 영역인 중개업, 관리업, 개발업 및 감정평가업 등의 창출을 가져다주게 되므로 이러한 모든 기능을 포괄하는 사업적 측면(business perspective)도 중요한 시각중의 하나가 될 것이다.

상기측면 중 부동산에 대한 재무적 접근은 근대 자본시장이론을 부동산에 접목시키려는 노력의 일환으로 해석될 수 있다. 그러나 부동산은 그 고유의 특성인 개별성, 고정성 및 부증성 등에 의해 시장이 국지화 되기 때문에 단순한 경제, 경영학적논리를 직접이용 하는데 많은 어려움이 따른다. 특히 부동산시장의 비효율성은 이러한 접근의 장애가 되어온 것이 사실이다. 실제로 투자의사결정은 계량적인 접근보다는 선택적이고 감각적인 관행에 의해 결정된 것이 일반적인 관행이었으나, 근래의 급격한 경제 환경적 변화로 인하여 계량적인 접근을 필요로 하고 있다.

외국자본시장 개방 및 국내 부동산의 외국인 취득허용으로 선진부동산계량기법들이 국내 부동산 시장에 도입되면 이와 관련하여 부동산의 유동화와 저당권 유동화가 대두되고 있어 앞으로 부동산 투자관리는 좀더 과학적인 방법에 의존하지 않으면 안될 것이다. 특히 이를 위해서는 부동산 시장과 자본시장의 투자이론이 실제 적용될 수 있는가 하는 선행연구가 이루어 져야 한다.

2. 부동산 가치평가를 위한 소득접근법 도입의 필요성

우리나라는 장기간 동안 인플레이션이 계속되어 왔다. 대부분의 토지가격이 크게 상승하였으며 주택가격 또한 크게 상승하였다. 토지가격이 항상 상승하는 상황에서는 다소 잘못된 가격은 토지를 취득하여도 시간이 지나면 그러한 문제는 해결될 수 있었다. 부동산 투자를 검토하는 경우에도 투자부동산의 임대소득을 정확히 알아야 할 필요는 없었다. 왜냐하면, 부동산 가격상승에 의한 자본이득이 임대소득 저하를 충분히 보전하였기 때문이다. 그러나 미래의 부동산 가격이 하락할 것으로 예측되기 때문에 부동산 투자를 하려면 적절한 부동산 투자 분석을 행하여야 할 것으로 보여진다.

한국 부동산 시장에서는 투자이율이 외국과 비교하여 특별히 낮다. 서울사무실의 투자이율은 5%에도 미치지 못하고 있다. 이 경우 투자이율이란 부동산 투자액과 매년순영업소득의 비율을 의미한다. 그러나 본래 부동산은 투자 이율은 장래 가격상승이익을 고려하여야 정확한 투자분석이 된다. 부동산투자액에 대한 매년순영업소득은 5%이지만 토지의 가격상승률이 연간 10%이상이라면 매년 현금흐름과 자본이득을 합한 투자소득률은 상당히 높게 된다. 그러나 토지 가격이 상승하지 않거나 보합세인 경우에는 그 토지에 소재하는 건물은 년수가 경과함에 따라 가치가 감소하기 때문에 토지, 건물일 때에는 부동산의 가격은 하락하게 된다. 그러므로 자본이득은 기대할 수 없고 오히려 자본손실이 되므로 부동산 투자에서 어느 정도 투자소득률을 얻으려면 매년의 임대수입에 기초한 현금흐름에 대하여 산출한 투자이율이 높아야 한다. 최근 전국의 토지가격과 주택 가격은 매우 높은 수준이기 때문에 앞으로는 토지가격이 상승할 것이라고 기대할 수는 없다고 판단된다. 이 때문에 매년 순영업 소득비율이 높지 않으면 부동산 투자는 채산이 맞지 않는다. 이제까지 연간소득

의5%로 부동산의 가치를 평가하였지만 이제부터는 적어도 소득률이 10%는 되어야 한다고 인식되고, 이러한 현실들은 학문적인 바탕으로 뒷받침하기 위하여 기존의 부동산 평가방법이 달라질 필요가 있는 것이다. 또한 부동산이 보유위주의 수단에서 투자의 수단으로 바뀌어 지고 있으므로 더욱 중요시되어지고 있는 것이다.

제4절 소득접근법 適用을 위한 前提條件

소득접근법의 적용에 있어서는 대상부동산에서 발생할 년 간 순영업소득의 정확한 추계 및 그의 지속성에 대한 판단과 적절한 자본환원율의 선택 그리고 대상물건에 적합한 환원방법의 선정 등이 가장 중요한 요소로서 이러한 요소는 다음과 같은 전제조건을 만족시키지 않으면 소득접근법에 의한 소득가격의 정확도를 높일 수가 없다.

1. 부동산의 보유기간

기간에 관한 전제조건⁹⁾의 설정에는 첫째 소득기간을 영구적인 것으로 하는 방법, 둘째 소득기간을 현존하는 건물의 경제적 잔존 내용년수에 의하는 방법, 셋째 소득기간을 경영주체가 투자자본의 회수를 목적으로 하는 기간으로 하는 방법이 있다.

영구적인 것으로 하는 방법은 기업용 부동산이 Going Concern Value를 가진다고 보는 명목자본추계의 관점에서 파악되는 것이나 가격변동에 부응하지 않는 방법이다. 경제적 잔존 내용년수의 방법은 투자자의 소득활동이 건물의 경제적 내용년수 까지 지속하는 것을 전제로 하고 있어 영

9) 은근수, 『소득접근법의 실용화에 관한 연구』 동국대학교 경영대학원, 1988, pp11-16

구기간의 방법보다는 가격변동에 부응하지만 기간이 장기화하면 영구 기간법과 동일하게 되는 결함을 갖게 된다. 마지막으로 투자자본 회수를 목적으로 하는 기간의 방법은 투자자본의 회수 입장에서는 가장 현실적이고 적합하며 가격동향에 부응할 수 있는 방법이다.

2. 순영업 소득의 흐름에 대한 예측

1) 일반적인 요인에 관한 예측

부동산의 경제가치에 가장 깊은 영향을 끼치는 일반적 요소 가운데 경제활동은 재화가치의 변동이 없는 정태경제와 재화가치가 하락 경향이 있는 동태경제 그리고 성장과정에 있는 동태경제로 구분하여 각각 적합한 예측을 하여야 한다. 살펴보면 다음과 같다.

① 재화의 변동이 없는 정태경제하에서 토지에 귀속하는 순영업 소득은 불변이다. 따라서 토지를 보유함으로써 재화가치의 변동에 따른 이익이 생기지 않는다. 그러나 복합부동산의 경우 건물은 경과년수에 의하여 가치가 감소하므로 건물에 귀속되는 순영업소득은 체감경향이 있다는 점을 고찰해야한다.

② 재화가치의 하락경향에 있는 동태경제하에서는 토지에 귀속하는 순영업소득은 재화가치의 하락에 따라 명목상으로는 증가하는 경향을 갖는다. 따라서 보유이익에 관해서는 재화가치의 하락을 cover하는 것으로 믿게 되고 이것이 경제행동의 기본형으로 장착되며, 토지의 자본환원율은 금융시장에 있어서의 이율보다 낮은 수준에 있게 된다. 그러나 복합부동산의 경우에는 비록 상각자산인 건물이라도 경과년수에 비례해서 가치가 감소되지 않고 건물에 귀속하는 순영업소득은 재화가치의 하락이 없었다면 체감하는 만큼 감소하지 않고 때로는 명목가치의 증가를 기대할 수도 있다는 점을 고찰해야한다.

③ 성장과정에 있는 동태 경제하에서는 토지에 귀속하는 순영업소득은 명목적으로도 실질적으로도 증가하는 경향이 있다. 그리고 재화가치의 변동을 상회하는 토지보유이익을 발생시키는 것으로 일반적으로 인식되어 토지의 선행취득을 촉진하는 유인으로 작용하여 토지에 귀속하는 순영업소득과 토지에 대한 투자액과의 상관관계를 희박하게 하는 것으로 된다. 건물에 대해서는 재화가치의 안정 혹은 하락의 상황에 따라 앞서 살펴본 예측이 순영업소득에 대해서 성립한다는 점을 고찰해야 한다. 그러나 현실의 경제활동(우리나라의 경우)은 대개 성장과정에 있는 동태 경제하에 있다는 점에 유의해야 한다.

2) 순영업소득의 흐름에 관한 예측

소득의 예측에 있어서는 총소득과 유효총소득과를 명확하게 구분할 필요가 있다. 전자에 대해서는 소득의 양적 분석이고 후자는 질적 분석이다. 총소득은 일반적요인, 지역적요인 및 개별적 요인에 대해서 현재와 장래의 동향 즉, 대상부동산을 둘러싸고 있는 실정 내지 주어진 여건이 충분히 정통하고 있는 투자자의 입장에서 예측하여야 하며 예측된 총소득이 현실에 적합성을 지녀야 한다. 이는 현실경제가 동태경제이고, 가격도 동태과정에 있다는 것이 투자자가 행동 속에는 고려되어 있기 때문이다. 장래 순영업소득의 흐름에 대해서 증가경향이 있는가? 감소경향이 있는가? 예측은 실질적 Date분석에 근거하여 판단할 필요가 있고, 이는 장래 순영업소득의 흐름에 대한 예측에 따라 적용할 환원방법이 달라지게 되는 것이다.

3. 투자유인으로서의 자본환원율

사후적으로 실현한 부동산의 투자이율(부동산의 매매이율)이 사후적 개념이라면 투자가의 투자행동을 나타내는 투자유인으로서 자본환원율¹⁰⁾은 사후적개념¹¹⁾이다.

자본환원율은 임대목적, 기업 경영목적, 부동산 경영목적 등을 이유로 하여 투자하는 투자가를 당해 부동산에 대한 투자자본을 유인하는데 필요한 소득을 운영하는 이율이다. 이 투자자본을 유인하는데 필요한 소득 즉 기대소득률(Return on capital)과 투자자본에 대한 회수 즉 자본회수율(Return of capital)로 구분된다. 상각자산에 대해서 이율은 일반적으로 투자자본의 회수율을 포함한 이율 상각후 자본환원율¹²⁾로서 파악된다. 즉, 자본환원율은 위험율을 Cover하고 자본을 유인하는데 필요한 이율로서 투자유인을 표현하는 것이다. 이것은 자본환원율을 감정평가에 있어서 소득을 가치로 정의하기 위한 이율임을 정의하는 것이다.

4. 투자기간의 일반화

국내의 소득방식은 그 전제가 내용년수 만료시점까지 건물을 보유하는 것을 전제로 하고 토지는 영구히 보전하는 것으로 하지만 내용년수 만료 후의 토지이용 수입이 발생하지 않는 시점에 대한 보정이 없는 실정이다. 소득가격은 투자자와 보유기간이란 틀속에서 판단하여야 하는 것일 것이다. 단순히 무한보유를 전제로 창출한 소득만을 이용하여 소득가격

10) 화폐가치변화에 따른 부동산의 가치변화를 말하는 것이 아니라, 대상부동산의 수요, 공급의 변화등으로 인한 대상부동산의 가치변화를 말한다.

11) 부동산시장에서의 자본환원율은 금융시장에서의 금리처럼 명확하게 시장형상으로 인식할 수는 없다.

12) AIREA, Appraisal of Real Estate, Chicago, 1978, p.384

을 판단하는 논리는 비록 이론적인 타당성을 갖고 있을지 몰라도 비현실적인 가정인 것은 분명하다. 일본의 경우 공시지가 산정시에는 보유기간을 무한¹³⁾으로 두고 판단한다고 하나, 이는 정책적인 목적하에서만 가능한 전제가 아닐까 한다.

〈표2-1〉 미국시장의 부동산 보유기간구조

구분	부동산유형	예상보유기간	예상Marketing기간(월)	비고
투자자	사무실-교외형	10	6	
	산업용-창고	10	6	
	사무실-CBD	10	6	
	산업용-R&D	10	6	
	근린상가	10	6	
	아파트	10	6	
	지역Mall	10	6	
	호텔	10	6	
대출자 및 컨설턴트	사무실-교외형	10	9	
	산업용-창고	5	6	
	사무실-CBD	10	12	
	근린상가	5	9	
	아파트	3	5	
	지역Mall	-	12	
	호텔	-	8	

자료:RERC(Real estate research corporation),Real estate report (4th quarter),

Vol.26,No4.-1997

국내에는 일반적인 투자자의 보유기간에 대한 통계적인 검증자료가 없는 바 이를 확하게 몇 년으로 하는 것이 타당한 것인가에 대해서는 향후 연구가 이루어 져야 할 것으로 본다. 그러나 사람이 예측할 수 있는 기간 및 자료의 신빙성 등을 감안하면 5~10년이 적당한 것이 아닐까 하고 생

13) 주택신보사 『부동산 감정』, Nov, 1998, p34

각되며, 미국시장의 부동산 보유기간에 대한 위의 자료에서 보듯이 미국인이 생각하는 적정 투자보유 기간은 10년 정도로 파악된다.

5. 소득접근법의 유형과 자본환원방법

1) 소득접근법의 유형

▷ 환원대상소득에 따라 분류

먼저 소득접근법은 무엇을 환원대상소득으로 사용하느냐에 따라 몇 가지로 나뉘어진다. 부동산평가의 환원대상소득으로는 조소득, 순영업소득, 세전현금수지, 세후현금수지 등이 있다. 조소득을 환원하는 방법으로는 조소득승수법이 있는데, 이는 '可能粗所得乘數法'과 '有效粗所得乘數法'의 두 가지가 있다. 그리고 상업용이나 공업용부동산의 평가에는 흔히 年粗所得乘數法이 사용되지만, 주거용부동산의 평가에는 月粗所得乘數法이 주로 사용된다. 순영업소득을 환원하는 방법으로는 '傳統的 所得接近法'(conventional income approach), 잔여환원법 등이 있다. 전통적 소득접근법이란 오래 전부터 쓰여오던 것으로서, 순영업소득을 시장에서 추출한 환원율로 바로 할인하여 대상부동산의 가치를 구하는 방법이다. 殘餘還元法에서는 순영업소득을 토지귀속소득과 건물귀속소득으로 나누고, 이것들을 각각 토지환원율과 건물환원율로 할인하여 대상부동산의 가치를 구하고 있다. 抵當持分還元法에서는 순영업소득에서 저당지불액을 제한 세전현금수지를 할인하여 부동산의 가치를 구하고 있다. 여기서는 순영업소득을 지분귀속소득과 저당귀속소득으로 나눈다. 그리고 지분귀속소득을 持分收益率(equity yield rate)로 할인하여 지분가치를 구한 후, 저당가치를 합산하여 대상부동산의 가치를 구한다. 割引現金收支

分析法에서는 세전현금수지에서 영업소득세와 자본이득세를 제한 세후현금수지를 稅後收益率(after-tax rate)로 할인하여 지분가치를 구한 후, 여기에 저당가치를 합산하여 대상부동산의 가치를 구한다. 할인현금수지 분석법은 현재 가장 일반적으로 사용되고 있으며, 이론적으로도 가장 타당성이 있는 평가기법으로 인정받고 있다.

▷ 자본회수법에 따른 분류

소득접근법은 資本回收法에 따라 직선환원법, 연금환원법, 감채기금환원법으로 나뉘어지기도 한다. 그러나 이것들은 환원법이라고 부르지만, 실제로는 환원방법의 차이에 의한 분류가 아니고, 자본회수방법의 차이에 의한 분류라는 것을 이해할 필요가 있다.

자본회수법은 흔히 잔여환원법과 결합되어 사용된다. 잔여환원법에서는 부동산의 가치는 시간이 경과함에 따라 언제나 감소하며, 소유자는 대상부동산을 경제적 수명까지 보유한다고 가정하고 있다. 따라서 투자자는 대상부동산의 경제적 수명이 다하기 전에, 즉 가치가 없어지기 전에, 매년 일정 비율로 투자자본을 회수해야만 한다. 그러나 저당지분환원법과 할인현금수지분석법에서는 대상부동산의 가치가 시간이 경과함에 따라 항상 감소한다고 가정하지 않으며, 대상부동산을 경제적 수명까지 보유한다고 가정하지도 않는다. 이들 방법에서는 전형적인 保有期間 말에 대상부동산을 되팔아 투자자본을 회수한다고 생각하고 있기 때문에, 매년의 자본회수율을 자본환원율에 포함시키는 방법을 사용하지 않는다.

▷ 소득기간에 따른 분류

앞에서 언급한 바와 같이, 소득접근법은 '한 해의 소득'을 환원대상으로

하느냐 또는 '여러 해의 소득'으로 하느냐에 따라, 直接還元法과 收益還元法으로 나뉘어진다. 전통적 소득접근법과 잔여환원법은 직접환원법에 속하는 평가기법이다.

소득접근법은 다시 '순영업소득 소득접근법'(NOI yield capitalization method)이며, '지분 소득접근법'(equity yield capitalization method)로 나뉘어진다. NOI 소득접근법이란 문자 그대로 여러 해의 순영업소득을 할인하여 대상부동산의 가치를 구하는 방법이다. 그리고 지분 소득접근법이란 투자자가 획득하는 여러 해의 지분소득과 기간 말의 持分復歸額을 할인하여 지분가치를 구하고, 여기서 저당가치를 합산하여 그것을 구하는 방법이다. 지분소득으로는 세전현금수지(BTCF)와 세후현금수지(ATCF)가 사용된다. 이에 따라 지분 소득접근법도 'BTCF 소득접근법'과 'ATCF 환원법'으로 나뉘어진다. 저당지분환원법은 전자에, 할인현금수지분석법은 후자에 속하는 평가기법이다.

소득접근법에 속하는 평가기법도 일정한 제한조건 아래 직접환원법의 형태로 변환될 수 있다. 소득접근법에 속하는 여러 가지 평가기법이라는 것도, 사실은 가장 일반적인 할인현금수지분석법의 특수한 변형에 불과하다는 점을 명심할 필요가 있다.

2) 자본환원율의 결정 방법

과거로부터 흔히 쓰여왔던 자본환원율의 결정방법에는 다음과 같은 것들이 있다. 즉, 시장추출법, 조성법, 투자결합법, 엘우드법, 부채감당법이 그것이다. 투자결합법은 다시 물리적 투자결합법과 금융적 투자결합법으로 나뉘어진다.

시장추출법(market extraction method)은 과거에서 현재까지 오랜 기간 동안 자본환원율을 결정하는 방법으로 사용되어 왔다. 이것은 시장으로

부터 자본환원율을 직접 추출하는 방법으로서, 대상부동산과 유사한 최근의 매매사례로부터 이 비율을 찾아낸다. 시장에서 이 같은 방법으로 찾아낸 자본환원율을 특히 市場抽出率(market extraction rate)이라고 한다.

組成法(built-up method)이란 대상부동산에 관한 위험을 여러 가지 구성요소로 분해하고, 개별적인 위험에 따라 危險割増率을 더해감으로써 자본환원율을 구하는 방법이다. 예를 들어, 사업상의 위험에 몇 퍼센트, 유동성위험(liquidity risk)에 몇 퍼센트라는 식으로, 위험이 부과될 때마다 무위험률에 이것들을 더해가는 것이다. 이 방법은 이론적으로는 어느 정도 정당성을 인정받고 있으나, 자본환원율을 결정하는 과정에 평가사의 주관이 개입될 여지가 지나치게 많기 때문에, 현재는 거의 사용되고 있지 않다. 하지만 우리나라의 '鑑定評價에 관한 規則'에서는 이 방법으로 자본환원율을 구할 것을 요구하고 있다.

자본환원율을 구하는 또 다른 방법으로는 投資結合法이 있다. 투자결합법은 대상부동산에 대한 투자자본과 그것의 구성비율을 결합하여 자본환원율을 구하는 방법이다. 이것은 다시 '물리적 투자결합법'과 '금융적 투자결합법'으로 나누어진다. 전자는 부동산의 가치를 토지가치와 건물가치와의 결합으로 하고, 후자는 抵當價值와 持分價值와의 결합으로 하고 있다.

Ellwood의 抵當持分還元法에서도 대상부동산의 가치를 저당가치와 지분가치를 합산하여 구하고 있다. 저당가치는 매기간의 저당지불액을 저당상수로 할인하여 구하고, 지분가치는 ① 매기간의 현금수지, ② 기간말의 부동산의 가치상승(하락), ③ 보유기간 동안의 지분형성분을 합산하여 구한다.

1975년에 Ronald E. Gettel은 負債堪當率을 이용하여 자본환원율을 계산하는 새로운 방법을 개발했다. 이 방법을 흔히 부채감당법(debt

coverage method), 또는 Gettel법이라고 부른다. 부채감당법에서 자본환원율은 (부채감당률 * 대부비율 * 저당상수)로 계산된다. 이때까지 살펴본 자본환원율의 결정방법은 모두 持分投資者 입장에서 자본환원율을 계산하는 것이지만, 이것은 抵當投資者(mortgage investor), 즉 대출자의 입장에서 지분환원율을 계산하는 것이다. 종합환원율을 구성하고 있는 부채감당률, 대부비율, 그리고 저당상수는 모두 대출자가 저당조건으로 중시여기는 요소들이다.

제5절 소득접근법의 근거와 가치추계 논리

1. 소득접근법의 의의

『감정평가에 관한 규칙』 제4조6호에서 “소득방식이라 함은 대상물건이 장래에 산출할 것으로 기대되는 순영업소득을 적정한 이율로 할인하여 대상물건에 대한 평가시점의 경제적 가치를 산정하는 방식을 말한다” 라고 정의 되어있다. 또한 Appraisal Institute에서 발간한 The Dictionary of Real Estate Appraisal은 소득접근법을 다음과 같이 규정하고 있다.

소득접근법이란 평가자가 소득성부동산의 예상편익(현금흐름과 복귀액)을 부동산의 가치로 전환함으로써 소득성 부동산의 가치를 추계하는 절차를 말한다. 다음 두 가지 방법을 이용하여 예상편익을 가치로 전환할 수 있다. 첫째 방법은 1년간의 소득 기대치를 시장에서 도출한 자본환원율로 환원하거나 특수한 소득유형, 투자에 대한 소득, 투자가치의 변동을 반영하는 자본환원율로 환원하는 방법이며, 둘째 방법은 보유기간동안의 연간현금흐름과 복귀액을 특정한 소득률로 할인하는 방법이다.

『감정평가에 관한규칙』 제4조6호에서의 정의와 동규칙 제12조¹⁴⁾에서 규정한 소득환원방법과 관련하여 파악할 때 The Dictionary of Real Estate Appraisal에서 정의하는 방법 중에서 첫 번째 방법만을 규정하고 있는 것으로 이해되며, 특히 최근 소득접근법의 중요한 축을 이루고 있는 할인현금흐름분석법(DCF법)을 포괄하는 정의라고 보기는 어렵다. 따라서 소득접근법에 대한 정의는 Appraisal Institute에서 의 정의와 같이 직접환원법 뿐만 아니라, 할인현금흐름분석법을 포괄하는 넓은 의미로 이해될 필요가 있다.

2. 소득접근법의 이론적 근거

소득접근법은 부동산의 시장참여자들이 시장가격을 소득과 결부시킨다는 사실을 인정하고 시장적 사고를 반영하고 있다. 실제 거래당사자들은 시장에서 소득성과 가격을 비교교량하여 지불가격을 결정하는 경향이 있다. 이러한 관점에서 소득접근법의 이론적 근거로 대체의 원칙과 소득성의 思考등을 들 수 있다.

소득접근법의 보다 직접적이고 이론적인 근거는 부동산학 뿐만 아니라 여타 분야에서도 널리 인정되는 재화에 대한 가치 정의에서 찾을 수 있다. Fisher의 “재화의 가치는 장래에 기대되는 사익의 현재가치이다”라는 가치에 대한 정의가 소득접근법의 이론적 근거가 된다고 할 수 있겠다. 그리고 한계효용학파의 한계효용이론은 가치의 본질을 기존의 공급 중심적 사고에서 수요 중심적 사고로 전환시킨 점에서 간접적인 근거가 된다고 볼 수 있다. 또한 소득접근법의 환원논리는 곧 現價化 작업으로 利子 理論을 기본 바탕으로 하고 있다.

14) 『감정평가에 관한규칙』 제12조는 소득환원방법으로 직접법, 직선법, Inwood법 및 Hoskold 법을 규정하고 있다.

3. 소득접근법의 발달과정

소득접근법을 이해하기 위해서 그것의 역사를 고찰하는 것은 도움이 될 것이다. 앞으로의 설명은 두가지 시대로 나뉘어 기술된다¹⁵⁾ 즉 직접법 및 환원방법에 대한 이론적기초가 형성된 초기시대와 특정기법과 절차가 발달되고 기틀이 잡힌 현대시대이다.¹⁶⁾

1) 초기시대

가. John Newton

John Newton(1622-1678)은 현재가치와 미래가치의 개념을 최초로 정립한 사람으로서 오늘날 평가에서 흔히 쓰이고 있는 일시불의 현재가치, 일시불의 내가치, 연금의 현재가치, 연금의 종가치 등 4가지를 정립하였다.

나. Hoskold

Henry D. Hoskold(?-1904)는 자본환원이율은 자본소득률과 자본회수율의 합으로 구성되는데 Hoskold는 자본 회수율로 감채기금계수를 사용할 것을 제안하였다. 축척이율은 자본소득률보다 낮은 안전한 소득률¹⁷⁾을 적용해야 한다고 주장하였다.

다. Irving Fisher

Irving Fisher(1867-1947)는 부동산의 가치를 장래기대소득의 현재가치라

15) 한국감정원, 『부동산감정평가』 1990.9 pp.387-390

16) 안정근, 전제서, 2001, pp.377-386

17) 안전한 收益率(安全率)은 다른말로 純水率(pure rate)이라고도 한다. 그러나 오늘날에는 安全率이나 순수이율이라는 표현 대신에 無危險率(risk-free rate)이라는 표현이 많이 사용되고있는 듯하다. 無危險率은 債務不履行의 危險(default risk)이 없는 公債에 適用되는 소득률이다.

정의하고, 자본자본환원율(capitalization rate)이라는 용어를 처음 사용하였다. 그리고 마샬이 제창한 최고·최선의 이용¹⁸⁾의 개념을 확장시켰다. 또한 비용에 대한 소득률이라는 개념을 사용하여 미래현금수지를 평가하는 수식을 개발하였는데 이것이 오늘날의 내부소득률이다. 내부소득률이란 투자에 수반되는 비용과 창출되는 소득을 같게 만드는 소득률을 의미한다.

라. Babcock

부동산에 대한 8가지 평가기법을 제시하였는데 그중 4가지가 소득성부동산의 평가에 관한 것이다. 순소득환원법(오늘날 직접환원법과 유사), 소득분석법, 유추소득법, 생애연금법이 바로 그것이다. 그리고 토지, 건물의 자본환원율을 따로 구하고 이를 결합하여 종합자본환원율을 구하는 분리환원율을 사용하여 제창하였다.

마. Ross

Babcock의 물리적 분석에 의한 분리자본환원율을 비판하고 지분과 저당이 금융적 구성부분으로 나누어 자본환원율을 구하는 법을 제창하였다. 이는 이후 금융적 투자결합법으로 불리어졌다.

2) 현대시대

가. Ellwood

Leon W. Ellwood(1896-1974)는 지금까지 언급된 투자결합법을 대폭적으로 개량한 사람이다. 그는 그 동안 부동산 평가에 쓰여져 왔던 여러

18) 최유효이용 이라고도 한다.

가지 관행들을 신랄하게 비판하고 있다. Ellwood는 자본자본환원율을 구성하고 있는 요소들을 분석하고, 이를 토대로 자본자본환원율을 계산하는 새로운 공식을 만들었다. Ellwood법, 또는 저당지분분석법(mortgage-equity analysis)이라고 불리는 것이다. 그는 소득성 부동산의 자본환원율은 대부비율, 저당이자율, 대부기간, 저당상환으로 인한 지분회수분, 보유기간 중의 부동산 가치의 증감, 지분소득률 등의 함수라고 주장하고 있다. Ellwood는 또한 자본자본환원율이 보유기간 말의 부동산 가치의 증감에 의해서 어떻게 영향을 받는지를 검증하는 방법을 소개하고 있다.

나. Wendt

직접환원법, 토지잔여법 건물잔여법을 반대하고 GEM(gross rent multiplier)법과 DCF분석법(discounted cash flow analysis method)을 대안으로 제시했다. DCF분석법이란 부동산의 보유기간동안 기대되는 매년의 소득과 기간말 부동산 처분시 창출되는 소득의 현가의 합으로 부동산의 가격을 구하는 방법이다. Wendt는 저당지분분석법이 DCF분석법의 특수한 예에 불과하며 투자결합법의 변형이라는 사실을 지적했다.

다. Ratcliff

토지와 건물의 분리환원법사용을 체계적으로 비판하고, 생산성분석, 위험분석, 투자분석 등의 여러 측면에서 지분투자를 설명하였다. 그는 부동산 평가는 단하나의 수치로 가치를 표시하는 것이 아니라 가치의 범위를 찾는 것이라 주장하였으며, Wendt와 같이 세후현금수지의 중요성을 강조하였다. 시장가치란 “가장 가능성이 많은 매도가격(most probable selling price)”이라 정의했다. 또 직접환원법, Inwood법, Ellwood법 등을 비판하고 GRM법과 DCF분석법이 소득성 부동산 평가의 유용한 방안

이라고 주장하기도 했다.

라. Kinnard

통계적 도구와 컴퓨터를 사용한 계량적 접근법과 인간의 의사결정형태에 대한 행동과학적 접근방법을 부동산 평가 분야에 도입하였다. 최유효이용 대신 가장 가능한 이용(most probable use)이라는 개념을 제창하였다. 세후 현금수지의 중요성을 강조하고, 단일가치개념, 3방식 병용, 시산가치 조정관행, 비용접근법 적용 등을 비판하고 있다.

마. Hubbard와 Hawkins

위험분석의 원리를 체계적·종합적으로 부동산평가와 결합시켰으며, 부동산평가를 의사결정과정과 동일시하였다. 부동산의 가치는 소득률에 의해 평가되는 것이 아니라 기회 현금수지에 의해 평가되어야 한다고 제창하였다.

4. 소득의 추계

〈표2-2〉 소득의 추계과정

- 가능총소득(potential gross income; PGI)
- 공실 및 대손충당금(Allowance for vacancy and bad debt)
- 유효총소득(effective gross income; EGI)
- 영업경비(operating expenses; OE)
- 순영업소득(net operating income; NOI)
- 부채서비스액(debt service; DS)
- 세전현금수지(before-tax cash flow; BTCF)
- 영업소득세(taxes from operation)
- 세후현금수지(after-tax cash flow; ATCF)

소득을 추계하기 위해서는 우선 순영업소득을 분석하여야 한다. 저당지분을 고려하면, 세전현금수지를 분석하고, 세금을 고려하면 세후현금수지를 분석하여야 한다. <2-1>은 소득의 추계과정을 요약한 것이다. 개개의 개념을 살펴보면 다음과 같다.

1)가능 총소득

가능 총소득(potential gross income; PGI)이란 대상부동산이 전부 임대 에 제공되고 또한 완전히 점유되었을 때 얻을 수 있는 총소득을 말하며, 우리나라 부동산 시장의 경우 일반적으로 월임료, 보증금(전세금)운용이익, 관리비수입, 기타수입(주차료수입, 대관·대실료수입, 자동판매기설치 사용료, 광고수입 등)등으로 구성된다.

2) 공실 및 대손충당금

가. 공실 손실

공실율은 임대 가능한 면적에 대한 공실 면적의 비율로 표시된다. 우리나라의 부동산 임대시장에서는 임대가능 면적에 주차장면적과 시설면적(구내식당, 강당, 청소용품보관소 등)을 포함하는 경우도 있고 제외하는 경우도 있는데, 이 경우 공실 면적 또한 전자의 경우에는 주차장면적을 포함하여야 하고 후자의 경우에는 주차장면적을 제외하여야 한다. 공실률은 대상부동산 및 지역적인 수급동향을 고려하여 적정하게 산정하여야 한다. 실무적용에 있어 공실율은 일정시점에서의 공실율이 아닌 연평균 공실율이어야 하므로 대상부동산에 대한 충분한 정보가 필요하다.

나. 대손충당금

대손충당금은 임차인이 계약기간중 임대료를 지급하지 아니할 경우를 대비하여 통상적으로 일정액을 계상되며, 기업회계에서는 이를 영업비용에 포함하나 부동산회계에서는 가능총소득에 대한 정상적인 공제로 처리한다. 대손충당금은 정상적인 전출입, 현재 및 미래의 수급상황 등을 고려하여 산정하여야 하나, 임대차 계약시 보증금을 수수하지 않은 미국 등과 달리 우리나라의 부동산 임대관행은 통상 보증금을 월임대료의 10개월치 정도로 수수하고 임차인이 임대료를 지급하지 않는 경우에 보증금으로 보전하므로 대손충당금은 특수한 경우를 제외하고 별도로 고려할 필요가 없다고 본다.

3) 유효총소득

유효총소득(effective gross income; EGI) 가능총소득에서 공실 및 대손충당금을 공제하면 유효총소득이 된다. 유효총소득은 직접 환원법의 일종인 유효총소득 승수법을 적용하여 부동산 가치를 구하는 경우에 유효총소득승수에 대응한다. (유효총소득 $\times$ 유효총소득승수=부동산가치).

4) 영업경비

영업경비(operating expenses; OE)는 부동산을 운영하는데 있어 소요되는 비용으로서 변동비용, 고정비용 및 대체충당금 등으로 분류할 수 있다.

가. 변동비용

부동산의 운영, 유지 및 관리와 관련하여 소요되는 비용으로서 수도광열비, 유지관리비 및 일반관리비 등으로 분류할 수 있으며, 유지관리비는 다시 유지보수비 및 용역·직영 인건비로 분류할 수 있다.

나. 고정비용

부동산을 보유함으로써 점유율과 관계없이 고정적으로 드는 비용으로서, 세금과 공과 및 보험료 등이 있다.

다. 대체충당금

건물 주체부분의 내용년수 동안 정기적으로 교체를 해야하는 내용년수가 짧은 건물의 구성부분에 대해 향후 발생할 것으로 예상되는 자본적 지출을 매기 안분하여 적립해야할 비용을 말한다. 부동산 회계관행은 보유기간중 자본적 지출이 이루어진 경우에, 자본적 지출의 효과가 미치는 내용년수 동안 비용을 안분하여 기존 건물부분의 감가상각비와 함께 감가상각비로 계상하고 있으며 대체충당금을 고려하지는 않는다. 대체충당금은 건물의 부대설비등 자본적 지출 항목과 내용년수를 고려하여 적정하게 계상하여야 할 것이다. 다만, 건물 주체부분의 잔존내용년수와 동일하거나 이를 초과할 것으로 여겨지는 건물의 구성부분 등은 대체충당금을 설정할 필요가 없다.

5) 운영업소득

유효총소득에서 영업경비를 공제하면 운영업소득(Net Operating Income; NOI) 이 된다. 운영업소득은 소득접근법을 적용하여 부동산 가치를 구함에 있어서 한해의 운영업소득을 환원하는 경우에는 종합환원율로 환원하며, 보유기간동안 매기의 운영업소득을 할인하는 경우에는 종합환원율로 환원하며, 보유기간동안 매기의 운영업소득을 환원하는 경우에는 종합소득률(가중평균자본비용)로 환원된다. 다만, 보유기간동안 매기의 운영업소득을 할인하는 경우에 저당금음이 없거나, 없다고 상정하는 경우에는 지분소득률(자기자본비용)로 환원한다.

6) 부채서비스액 또는 저당지불액

부채서비스액(Debt Service;DS) 또는 저당지불액은 매기 일정액씩 상환하는 원리금을 의미하며, 미상환 저당잔액에 대한 원금상환액과 이자지불액으로 구성된다. 미국 등 선진부동산 시장에서는 일반적으로 원리금 균등상환 조건으로 담보대출 계약이 이루어져 세전 현금 수지 파악시 부채서비스액이 고려된다. 그러나 우리나라의 업무용 부동산에 대한 담보대출 관행은 원리금 균등 상환 조건보다는 계약기간 동안은 매기 일정액씩 이자만 지불하고 만기에 원금을 일시에 상환하는 조건이 일반적이다. 따라서 우리나라의 부동산 시장에서는 세전 현금수지 파악시 부채서비스액이 아닌 이자지불액을 고려하는 경우가 일반적이다.

7) 세전현금수지

운영업소득에서 부채서비스액 또는 이자지불액을 공제하면 세전 현금수

지가 된다. 세전 현금 수지는 소득접근법을 적용하여 지분가치를 구함에 있어서 매기의 세전현금수지(before-tax cash flow;BTCF)를 할인하는 경우에 세전 지분소득율(세전 자기 자본비용)에 대응한다.

8) 소득세 또는 법인세

부동산의 임대 소득에 부과되는 세금으로는 소득세 또는 법인세가 있다. 개인의 한계세율에 따라 임대소득세가 달라지는 문제점이 있으므로 시장가치를 구하는 경우에는 통상인을 상정한 표준적인 세율을 구할 필요가 있다.

9) 세후현금수지

세전 현금수지에서 소득세나 법인세를 공제하면 세후 현금수지(After-Tax Cash Flow;ATCF)가 된다. 세후 현금수지는 소득접근법을 적용하여 지분가치를 구함에 있어서 매기의 세후 현금수지를 할인하는 경우에 세후 지분소득율(세후 자기자본비용)에 대응한다.

5. 자본환원율 과 수익률

소득접근법에서 사용하는 소득율(rate of return)은 소득율(income rate)과 수익률(yield rate)로 구분할 수 있다. 종합자본환원율과 지분자본환원율은 소득률(income rate)이며, 지분소득률, 종합소득률 이자율, 할인율 등은 수익률이다. 소득율(income rate)은 직접환원법에서 한 해의 기대소득 추계치를 환원하는데 사용되며, 수익률(yield rate)은 소득접근법에서 각 기간의 미래편익을 할인하거나 한 해의 기대소득 추계치를 환원하는

데 사용된다.

1) 자본환원율(所得率)

자본환원율이란 순영업소득의 부동산가격에 대한 비율을 의미하며, 자본환원율정산방법으로는 시장추출법, 물리적투자결합법, 금융적투자결합법, 부채감당율법, 유효소득승수이용법 등이 있다.

가. 시장추출법(직접시장비교법)

시장추출법이란 시장으로부터 직접 자본환원율을 추출하는 방법으로서, 대상부동산과 유사한 최근의 매매사례로부터 이 비율을 찾아내는 것이다. 사례부동산에 대한 매매사례가 풍부한 경우에 유용한 방법이며, 사례부동산은 대상부동산과 유사성이 있는 것들이어야 한다.

$$\text{자본환원율} = \frac{\text{사례부동산의순영업소득}}{\text{사례부동산의매매가격}}$$

나. 물리적투자결합법

물리적 투자결합법은 소득을 창출하는 부동산의 능력이 토지와 건물이 다르며, 이것은 분리될 수 있다는 가정에 근거하고 있다. 이것은 토지와 건물이 다르며, 이것은 분리될 수 있다는 가정에 근거하고 있다. 이것은 토지와 건물의 구성비율에 토지 및 건물의 자본환원율을 곱한 것으로 서로 합산하여 자본환원율을 구하고 있다.

$$\text{자본환원율} = \text{토지구구성비율} \times \text{토지환원비율} + \text{건물구성비율} \times \text{건물환원비율}$$

부동산으로부터 창출되는 소득은 물리적 구성부분에 따라서 나누어질 수 없다는 점, 그리고 토지소득률과 건물소득률을 다르게 적용하는 것은 유효이율을 상정하는 부동산 평가원리에 위배된다는 점등에서 강한 비판을 받고 있다.

다. 금융적 투자결합법

저당투자자의 요금소득률과, 지분투자자의 요구소득이 서로 다르다는 것에 주목하여, 투자자본을 금융적 측면에서 구분하고 있다. 대상부동산이 금융적 구성비율에 따라 저당투자자와 지분투자자로 구분하고, 각각의 구성비율에 대한 저당환원율(저당상수)과 지분환원율(지분배당율)을 곱하여 합산한다.

Kazdin식에 의한 자본환원율=저당투자비율×저당환원율+지분투자비율×지분환원율

라. 부채감당법

Ronald E. Gettel이 개발된 것으로 부채감당률을 이용하여 자본환원율을 계산하는 방법이다.

자본환원율= 부채감당율×대부비율×저당상수

마. 유효총소득승수법

유효총소득승수법(EGIM)이란 영업경비비율과 유효총소득승수를 이용하

여 자본환원율을 구하는 방법이다.

$$\text{자본환원율} = \frac{1 - \text{영업경비비율}}{\text{유효총소득승수}}$$

2) 수익률

수익률(Yield rate)은 지분수익률(자기자본비용)과 종합수익률(가중평균 자본비용)로 나눌 수 있다. 자본수익률은 투자자가 자기 자본을 부동산에 투자한 대가로 요구하는 기회비용을 의미하며, 기대실질수익률, 기대물가상승률, 위험의 정도, 유동성에 대한 개인의 선호도 및 대체투자(증권, 채권 등)시 예상되는 소득률 등에 의해 영향을 받는다. 지분수익률 산정방법으로는 조성법, 투자자조사법, 위험-수익모형 등이 있다.

종합수익률(가중평균자본비용)은 저당금율이 있는 경우 부동산 투자비용을 고려하여 ‘자본투자비용×지분수익률+저당투자비용×저당이자율(1-소득세/도는 법인세율)’로 산정 한다.

가. 조성법

조성법¹⁹⁾이란 대상부동산에 관한 위험을 여러 가지 구성요소로 분해하고, 개별적인 위험할증율을 더해감으로써 자본환원율을 구하는 방법이다. 이 방법은 이론적으로는 어느 정도 정당성을 인정받고 있으나, 자본환원율을 결정하는 과정에 평가사의 주관이 개입될 여지가 많다. 그리고 이 방법은 저당금율이 자본환원율에 미치는 영향을 전혀 고려하지 않고 있다. 따라서 이방법은 실무에서는 거의 사용하지 않고 있다.

19) 「감정평가에 관한 규칙」 제13조 자본환원율은 순수이율에 대상 물건의 위험율(위험성, 비유동성, 관리의 난이성, 자금의 안정성)을 가산한 율로 한다고 규정함.

나. 투자자 조사법

투자자조사법은 부동산의 잠재적 투자자를 대상으로 여러 유형의 부동산에 대해 어느 정도의 소득률을 기대하는지를 조사하여 지분소득률(자기자본비용)을 추계한다. 미국의 경우 Cushman and Wakefield, Korpacz & Associates, Lincoln North & Co. 등 전문조사회사에서 조사하여 발표하고 있으나 우리나라에서는 아직 발표되지 않고 있다.

다. 부동산자산가격결정모형

금융자산을 분석할 때 사용하는 자본자산가격결정모형을 부동산 가치평가에도 적용할 수 있다. 「자본자산가격결정모형(CAPM)」²⁰⁾은 R_f 무위험이자율에 개별 자산의 위험프리미엄을 가산하여 기대소득율(자기자본비용)을 구하는 모형이다. 개별자산의 위험프리미엄을 가산하여 기대소득율(자기자본비용)을 구하는 모형이다. 개별자산의 위험프리미엄은 개별 자산의 체계적(분산불가능)위험과 시장포트폴리오의 위험프리미엄을 관련하여 구하며, 개별 자산의 체계적 위험은 그 자산의 베타로 측정한다.

6. 자본환원방법

1) 직접환원법

직접환원법(direct capitalization)²¹⁾은 한 해의 기대소득 추계치를 적절한

20) 정한규외, 「가치평가론」, 경문사, 1998

21) AI. The Dictionary of Real Estate Appraisal, 1993, p 100

자본환원율로 나누거나 적절한 승수를 곱하여 가치로 전환하는 자본환원 방법이며, 자본환원율이나 승수는 시장에서 수집한 비교사례로부터 구한다.

대상부동산의 가치 = 소득/자본환원율 (또는 소득 × 승수)

2) 소득접근법

소득접근법(income capitalization)²²⁾은 각 기간의 미래편익을 적절한 소득률로 할인하거나 투자안의 소득패턴, 가치변화, 소득률 등을 명시적으로 반영하는 자본환원율을 도출하여 한 해의 기대소득 추계치를 환원하는 자본환원방법이다.

소득접근법은 크게 할인모델(discounting models)과 현재가치모델(present value models)로 분류되고 후자는 할인현금흐름분석법(discounted cash flow analysis)이라고 한다.

가. 소득모델

소득모델(income models)은 투자자본을 보유기간중에 전액 회수하는 것으로 하고 매기의 소득흐름만 고려한다. 따라서 대상부동산의 가치를 산정하기 위해서는 소득흐름에 포함되어 있지 않은 복귀액의 현재가치를 별도로 구하여 소득흐름의 현재가치에 합산하여야 한다.

①균등소득모델

22) op, cit, p, 398

균등소득(level income)모델은 소득흐름이 안정된 수준으로 예상되는 경우에는 자본회수에 대한 투자자의 기대에 따라 영구환원법(capitalization in perpetuity), 인우드법(The Inwood premise), 호스콜드법(The Hoskold premise)등으로 분류된다.

ㄱ) 영구환원법

영구환원법(capitalization in perpetuity)은 소득흐름이 매기 일정액으로 영구히 계속되는 경우에 적용된다.

$$V = \frac{r}{a}$$

V;부동산가치 a;순영업소득 r;(지분)소득률

ㄴ)인우드법

인우드법(the Inwood premise)은 소득흐름이 보유기간동안 매기 일정액으로 계속되고 매년의 자본회수액은 자본소득에 대한 할인율, 즉 소득률과 동일한 비율로 재투자될 수 있는 경우 적용된다. 대체 투자안이 많이 있다고 전제되는 자산에 적용된다.

$$V = \frac{a}{r + \frac{r}{(1+r)^n - 1}} = a \times \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n}$$

V;부동산가치 a;순영업소득 r;(지분)소득률 n;보유기간

ㄷ)호스콜드법

호스콜드법(the Hoskold premise)은 소득흐름이 보유기간동안 매기 일정액으로 계속되고 매년의 자본회수액은 자본소득에 대한 할인율(소득률)보다 안정적인 이율, 즉 안전율로 재투자될 경우에 적용된다. 호스콜드법은 광산등 소모성자산 평가²³⁾에 적용된다.

$$V = \frac{a}{r + \frac{i}{(1+i)^n - 1}}$$

V;부동산가치 a:순영업소득 r;(지분)소득률 n:보유기간 I=안전율

②정액증감소득 모델

정액증감소득 [strait-line change perperiod income] 모델은 소득흐름이 매기 일정액씩 증가 또는 감소하는 경우에 적용된다.

$$V = (a + h \times n) \times PVAF(r, n) - \frac{h(n - PVAF(r, n))}{r}$$

$$PVAF(r, n) = \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n}$$

V;부동산가치 a:순영업소득 r;(지분)소득률 n;보유기간 h;순영업소득증가액(감소액) PVAF(r,n);연금의 현재가계수

23) 광업권보상평가지침 제6조 ①항은 광산의 평가방법으로 호스콜드법을 규정하고 있다.

③정률증감소득 모델

정률증감소득 [exponential-curve change per period income]모델은 소득 흐름이 매기 일정률씩 증가 또는 감소하는 경우에 적용된다.

$$V=a \times \frac{1-(\frac{1+g}{1+r})^n}{r+g}$$

V;부동산가치 a;순영업소득 r;(지분)소득률 n;보유기간
g;매기순영업소득증가율(감소율)

나. 부동산모델

부동산모델(property models)은 매기의 소득흐름 뿐 아니라 보유기간별 가치변동 또한 반영하여 자본화원이율을 산정한다. 따라서 부동산가치는 첫기의 순영업소득을 부동산모델에서 구한 자본자본환원율로 자본 환원하여 구한다.

여기에서 자본자본환원율은 결과적으로 직접환원법에서 적용한 자본자본 환원율과 동일하나, 자본자본환원율을 구하는 방법이 다르다는 점에서 구별된다. 즉 직접환원법에서의 자본자본환원율은 시장자료를 통하여 직접 도출하나, 부동산모델에서 구한 자본자본환원율은 명시적으로 지분소득률, 자본회수율 등을 고려하여 도출한다.

①균등소득 모델

균등소득모델은 매기 소득흐름이 일정한 경우에 적용할 수 있다. 보유기

간말 부동산 가격의 변화 여부에 따라 자본자본환원율은 달라진다.

ㄱ) 보유기간 말 부동산가격의 변화가 없을 것으로 기대되는 경우

$R=r$

R =자본자본환원율 r =(지분)소득이율

ㄴ) 보유기간 말 부동산가격의 변화가 있을 것으로 기대되는 경우

$$R=r \pm \frac{dep}{app} \times SFF(r, n), SFF(r, n) = \frac{r}{(1+r)^n - 1}$$

R =자본자본환원율 r =(지분)소득이율 n ;보유기간

$dep(app)$;보유기간말부동산가치하락율(사용률) $SFF(r,n)$;상환기금계수

②소득-부동산가격의 정액증감 모델

ㄱ)전통적인 직선회수(직선법)

소득과 부동산가격이 일정액씩 감소하고 부동산의 가치가 소멸할 때까지 보유하는 경우에 적용된다. 투자자본을 균등 액으로 회수하고, 순소득은 균등 액의 자본회수액과 미회수자본에 대한 투자소득으로 구분할 수 있다.

$$R=r + \frac{1}{n'}$$

R =자본자본환원율 r =(지분)소득이율 n' =경제적잔존수명

ㄴ)직선법의 확장

소멸성자산 뿐만 아니라 가치 증가 자산도 고려하고, 부동산의 보유가 경제적 잔존수명 이내의 일정기간인 경우에도 적용할 수 있도록 직선법을 확장할 수 있다. 직선법의 전제조건을 완화하여 소득과 부동산가격이 매기 일정액씩 감소 또는 증가하고 부동산의 보유기간이 경제적 잔존수명보다 짧은 경우에 직선법의 식을 변형하여 적용할 수 있다.

$$R=r \pm \frac{dep}{app} \frac{1}{n}$$

R =자본자본환원율 r =(지분)소득률 n ;보유기간 $dep(app)$;보유기간말 부동산 가치하락율(상승률)

③소득-부동산가격의 정률증감 모델

소득 및 부동산가격이 보유기간동안 매기 일정률씩 증가 또는 감소하는 경우에 적용된다.

$$R=r-g$$

R =자본자본환원율 r =(지분)소득률 g ;매기순영업소득증가율(감소율)

④저당지분법

저당지분법(Ellwood법)은 매기의 소득흐름에서 저당소득분과 지분소득분을 고려하고 보유기간말 복귀가격에서 지분형성분과 부동산가치 변동분을 고려하여 자본자본환원율을 구하는 방법이다. 부동산 투자에 저당금융이 존재하며 저당금융은 부동산 가격에 영향을 미치고, 보유기간은 경제적 잔존수명보다 단기이고, 투자자는 전체소득률보다는 지분소득률에 더 많은 영향을 받는다고 가정한다. 저당지분법은 매기의 소득흐름의 유형에 따라 분류할 수 있다.

ㄱ) 매기 순영업소득이 일정한 경우

$$R=y-\frac{1}{V}c\pm\frac{dep}{app}SFF(y,n), c=y+p\times SFF(y,n)-MC$$

R=자본자본환원율 y=지분소득률(자기자본소득률) $\frac{1}{V}$;저당투자비율

p;보유기간말상환비율($\frac{(1+r)^{n-1}}{(1+r)^n}$, r,계약이자율, n,보유기간, n; 계약기간)

n;보유기간 dep(app);보유기간말부동산가치하락율(상승율)

SFF(y,n);상환기금계수 MC;저당상수

ㄴ)매기 순영업소득이 일정액씩 감채기금형식으로 누적적으로 증가 또는 감소하는 경우

$$R = y - \frac{L}{V} c \pm \frac{dep}{app} SFF(y, n) \frac{y - \frac{L}{V} c \pm \frac{dep}{app} SFF(y, n)}{1 + \Delta I \times J}$$

ΔI = 보유기간말순영업소득변동률

ㄷ) 매기 순영업소득이 일정률씩 증가 또는 감소하는 경우

$$R = \frac{y - \frac{L}{V} c \pm \frac{dep}{app} SFF(y, n)}{K}, K = \frac{1 - \frac{(1+g)^n}{(1+y)^n}}{(y-g) \times PVAF(y, n)}$$

다. 할인현금수지분석법

割引現金收支分析法(discounted cash flow analysis)은 매기의 현금흐름 및 보유기간 말 복귀액을 각각 할인하여 부동산 가치를 구하는 방법이다. 이 방법은 소득 및 부동산 가치의 변화가 일정한 유형을 따르지 않고 불규칙할 때에도 적용할 수 있으며, 소득 및 부동산 가치의 변화가 일정한 유형을 따르는 경우에 적용할 수 있는 소득모델과 부동산모델은 할인현금흐름분석법의 특수한 형태라 할 수 있다.

할인현금분석법은 할인대상인 소득의 유형에 따라 순영업소득모형에 따라 순영업소득모형과 현금수지모형으로 나눌 수 있으며, 후자는 다시 세금의 영향을 고려하느냐에 따라 세전 현금수지모형과 세후 현금수지모형으로 나눌 수 있다.

현금할인분석법의 적용을 위해서는 향후 보유기간 동안의 현금흐름의 추계, 적정 보유기간의 추계, 기간 말 자산가치의 추계가 합리적으로 가능하여야 적정가치 산정이 가능하다.

① 순영업소득모형

순영업소득모형은 매기의 순영업소득과 보유기간말 복귀액을 각각 할인하여 부동산의 가치를 구한다. 소득률은 저당금융이 존재하지 않거나 이의 영향을 고려하지 않은 경우에는 지분소득률(자기자본비용)이 되며, 저당금융이 존재하고 이를 고려하는 경우에는 종합소득률(가중평균자본비용)이 된다. 종합소득률은 「지분투자비율 x 지분소득률 + 저당투자비율 x 저당이자율(1-법인세 또는 소득세율)」로 산정한다.

$$V = \frac{a_1}{(1+r)} + \frac{a_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{a_n + V_n}{(1+r)^n}$$

V :부동산가치 a_n :n기의순영업소득 r :소득률 V_n :보유기간말부동산순매도액

② 세전 현금수지모형

세전 현금수지모형은 매기의 세전 현금수지와 보유기간말 세전 지분복귀액을 각각 세전 지분소득률로 할인하여 지분가치를 구하고 여기에 저당금융을 더하여 부동산의 가치를 구한다.

$$V = V_E + V_M$$

$$V_E = \frac{BTCF_1}{(1+y_{BT})} + \frac{BTCF_2}{(1+y_{BT})^2} + \dots + \frac{BTCF_n + BTVE_n}{(1+y_{BR})^n}$$

V :부동산가치 V_E :지분가치 V_M :저당투자액 $BTCF_n$:n기의세전현금수지

y_{BT} : 세전지분소득률 $BTVE_n$: 보유기간말세전지분복귀액

③ 세후 현금수지모형

세후 현금수지모형은 매기의 세후현금수지와 보유기간말 세후 지분복귀액을 각각 세후 지분 소득률로 할인하여 지분가치를 구하고 여기에 저당금율을 더하여 부동산의 가치를 구한다. 세전 지분복귀액은 보유기간동안 매기 원리금을 균등 상환하는 경우에는 ‘매도가격-미상환저당잔금’이 되며, 보유기간동안 매기 이자만 지불하는 경우에는 ‘매도가격-매도비용-저당원금’이 된다. 우리의 경우는 후자의 경우가 일반적이다.

$$V = V_E + V_M$$

$$V_E = \frac{ATCF_1}{(1+y_{AT})} + \frac{ATCF_2}{(1+y_{AT})^2} + \dots + \frac{ATCF_n + ATVE_n}{(1+y_{AR})^n}$$

V : 부동산가치

V_E : 지분가치

V_M : 저당투자액

$ATCF_n$: n 기의 세후 현금수지

y_{AT} : 세후지분소득률 $ATVE_n$: 보유기간말세후지분복귀액

라. 소득접근법 적용시 고려사항

① 현금흐름의 추계

ㄱ) 소득의 예측

미래의 임대소득(보증금, 월 임대료, 관리비수입 등)을 추계하는 경우에는 과거 임대소득의 추이, 수요와 공급의 상황, 경제의 전반적인 상황 등을 고려해야 한다.

ㄴ) 비용의 예측

향후의 임대비용을 추계하는 경우에는 과거 임대비용의 추이, 임대관리 기법의 개선 가능성, 인건비 및 기대물가상승률 등을 고려해야 한다.

ㄷ) 기대성장률

미래의 소득과 비용의 성장률을 추계하는 데 중요한 변수는 기대물가상승률이다. 부동산 시장이 안정되어 있는 경우 소득과 비용의 기대성장률은 기대물가상승률과 비슷하고, 수요초과의 경우에는 초과수요가 해소될 때까지 임대소득의 기대성장률이 물가상승률보다 높을 수 있으며 공급초과의 경우 그 반대이다. 기대물가상승률은 소비자물가지수가 주로 이용된다. 한편 투자자조사를 통해 발표된 소득과 비용의 기대성장률을 활용할 수 있다.

② 보유기간과 추계

미국의 Cushman and Wakefield사의 투자자조사 결과(1991년 5월)는 전형적인 투자기간이 일반적으로 10년으로 조사되었으며, 전통적으로 부동산 시장에서의 예측은 보통 10년을 기준으로 이루어진다. 우리나라의 대형 업무용 부동산의 경우 전형적인 보유기간은 대체로 건물의 경제적 수

명이다 할 때까지인 것으로 조사되고 있고, 유통되는 국채의 만기가 3년~5년 정도라는 점등을 종합적으로 고려하여 예측기간을 결정하여야 할 것이다.

③ 보유기간 말 부동산 가치의 추계

보유기간 말의 부동산 가치는 아래와 같은 방법 등을 적용하여 추계할 수 있으며, 어떤 방법을 적용하든지 합리적인 가치가 산정되어야 한다.

ㄱ) 순영업소득을 환원하는 방법

보유기간 익년의 순영업소득을 추계하고 향후 소득 및 부동산 가치의 변화를 예측하여 구한 자본환원율에 장기 위험 프리미엄을 가산한 최종자본환원율로 자본 환원하여 보유기간 말의 부동산 가치를 구할 수 있다. 미국의 경우에는 장기 위험프리미엄은 대체로 1%정도로 보는 거의 일반적이다.

예컨대, 보유기간 익년의 순영업소득이 1000만원을 요구소득률은 10%, 보유기간 말 이후 소득 및 부동산 가치가 매기 0.94% 상승²⁴⁾할 것으로 예상되고 장기 위험프리미엄이 1%인 경우에 보유기간 말의 부동산 가치는 9,940만원 $[1,000만원 / (0.10 - 0.0094 + 0.01) = 9,940만원]$ 이 된다.

ㄴ) 부동산 가치를 기준하는 방법

현재의 부동산 가치에 변동률을 곱하여 보유기간 말의 부동산 가치를 구할 수 있다. 예컨대, 현재의 부동산 가치가 1,000만원, 부동산 가치는 매

24) 토지: 건물의 가치 구성비가 6:4이고 토지 가치는 매기 3% 상승하며 건축비는 매기 3% 상승하고 건물의 실질 가치는 매기 5%($\sqrt[50]{0.1} \approx 0.95$) 하락하는 경우 부동산 가치는 매기 0.94%($0.6 \times 1.03 + 0.4 \times 1.03 \times 0.95$) 상승하게 된다.

기 0.94%씩 상승('주24' 참조), 보유기간은 10년인 경우 보유기간 말의 부동산 가치는 1098만원 [$1,000\text{만원} \times 1.0094^{10} = 1,098\text{만원}$]이 된다.

3) 잔여환원법

잔여환원법은 어떤 투자 구성요소의 가치를 알고 있으나 나머지 모르는 구성요소의 가치에 할당되는 잔여소득을 환원하여 부동산 가치를 추계하는 방법이다. 잔여환원법은 물리적 측면에서 토지잔여법과 건물잔여법으로 분류할 수 있으며, 금융적 측면에서 지분잔여법과 저당지분잔여법 등으로 분류할 수 있다.

가. 토지잔여법

토지잔여법은 건물의 가치를 알고 있는 경우에 부동산 전체 소득에서 건물에 귀속되는 소득을 공제하여 토지에 귀속되는 잔여소득을 환원하여 토지가치를 구하고 이에 건물가치를 더하여 부동산의 가치를 구하는 방법이다.

$$V_L = \frac{a - V_B \times R_B}{R_L}, V = V_B + V_L$$

V_L : 토지가치 R_L : 토지환원율 V_B : 건물가치 a : 순영업소득

R_B : 건물환원율(직선법, 인우드법, 호스쿨드법등을 적용하여 구함)

나. 건물잔여법

건물잔여법은 토지의 가치를 알고 있는 경우에 부동산 전체 소득에서 토지에 귀속되는 소득을 공제하여 건물에 귀속되는 잔여소득을 환원하여 건물 가치를 구하고 이에 토지가치를 더하여 부동산의 가치를 구하는 방법이다.

$$V_B = \frac{a - V_L \times R_L}{R_B}, V = V_B + V_L$$

건물잔여법은 부동산의 가치 가운데 건물이 기여하는 정도를 직접 측정할 수 있게 함으로써 건물의 철거나 개축이 경제적 타당성이 있는가를 결정하거나 또는 건물의 감가상각액을 결정하는데 도움을 준다.

다. 지분잔여법

지분잔여법은 저당대부액을 알고 있는 경우에 부동산 전체 소득에서 저당대부액에 귀속되는 소득을 공제하여 구한 지분에 귀속되는 잔여소득을 환원하여 지분가치를 구하고 이에 저당대부액을 더하여 부동산 가치를 구하는 방법이다.

$$V_E = \frac{a - V_M \times R_M}{R_E}, V = V_E + V_M$$

V_E : 지분가치 R_E : 지분환원율 V_M : 저당투자액 R_M : 저당환원율

라. 저당잔여법

저당잔여법은 지분투자액을 알고 있는 경우에 부동산 전체 소득에서 지분투자액에 귀속되는 소득을 공제하여 구한 저당대부액에 귀속되는 잔여소득을 환원하여 저당가치를 구하고 이에 지분투자액을 더하여 부동산의 가치를 구하는 방법이다.

$$V_M = \frac{a - V_E \times R_E}{R_M}, V = V_E + V_M$$

4) 일본 ‘부동산감정평가기준’에서의 소득환원방법

일본 ‘부동산감정평가기준’은 부동산가격을 구하는 방법으로서 직접환원법(자본환원율은 물리적 투자결합법으로 산정), 영구환원법, 직선법, 인우드법, 호스콜드법 등을 규정하고 있으며, 부동산 구성부분의 가격을 구하는 방법으로서 건물잔여법, 토지잔여법 등을 규정하고 있다.

5) 적용 가능한 소득환원방식

소득방식중에서 직접환원법은 시장증거에 의해 지지될 수 있으므로 미국의 경우 일반적으로 사용되며, 우리나라의 경우에도 적용 가능하다.

할인현금흐름분석법은 소득 및 부동산 가치의 변화가 일정하지 않은 경우에 적용가능하여 일반적인 가치 추계모형이라고 할 수 있다. 미국의 평가 실무에서 널리 활용되며, 최유효사용 분석 및 투자분석등의 컨설팅에서 사용되어 지고 있다. 잔여환원법은 부동산 구성부분의 가격을 구하는 경우 최유효이용, 타당성 분석 및 표준지 공시지가조사 등의 경우에 활용 가능하다.

제3장 所得接近法에 의한 不動産 評價償의 適用과 問題點

제1절 우리나라 부동산시장에서의 소득접근법적용

1. 지가공시방법상의 감정평가방법

1)공시지가의 의의

건설교통부장관은 지가공시법에 따라 토지이용상황이나 조성환경 기타 자연적·사회적 조건이 일반적으로 유사한 일단의 토지 중에서 선정한 표준지에 대하여 매년 공시기준일 현재의 적정가격을 조사·평가하고 중앙토지수용위원회의 심의를 거쳐 이를 공시하여야 한다. (지가공시법 제4조 제1항)

공시지가란 지가공시법에서 정한 절차에 따라, 건설교통부장관이 조사·평가하여 공시한 표준지에 대한 공시기준일 현재의 단위·면적당 적정가격을 말한다. (지가공시법 제2조제1호)

2)표준지 공시지가의 평가방법

지가공시법 제5조 제1항에서는 “표준지의 적정가격을 조사·평가하는 경우에는 인근유사토지의 거래가격·임료 및 당해 토지와 유사한 이용가치를 지닌 다고 인정되는 토지의 조성에 필요한 비용 추계액들을 종합적으로 참작하여야 한다” 라고 규정함으로써 공시지가 표준지의 평가기준

으로서 거래사례비교법, 소득접근법, 비용접근법을 사용하여 산출된 가격을 상호 비교하여 종합적으로 참작하여 평가하도록 되어있다.²⁵⁾

3) 개별토지의 평가 방법

“공시지가는 일반적인 토지거래의 지표가 되며, 국가, 지방자치단체 등의 기관이 그 업무와 관련하여 지가를 산정하거나, 감정평가업자가 개별적으로 토지를 감정평가하는 경우에 그 기준이 된다. (지가공시법 제3조)”라고 공시지가의 효력을 규정하고 있다.

따라서 공시지가는 감정평가업자가 타인의 의뢰에 의하여 토지를 개별적으로 감정평가하는 경우에 그 기준이 된다. 감정평가업자는 평가대상토지와 유사한 이용가치를 지닌다고 인정되는 하나 또는 둘이상의 표준지와 평가대상토지와 위치, 형태, 지형, 환경 등 토지의 객관적 가치에 영향을 미치는 제요인을 비교하여 평가대상토지의 가격과 표준지 공시지가가 균형을 유지하도록 감정평가 하여야 한다.

이러한 토지등의 감정평가에 있어서 그 공정성과 합리성을 확보하기 위하여 감정평가에 관한 규칙(건설부령460호)이 제정되어 있다.

2. 감정평가에 관한 규칙에서의 소득접근법

1) 우리나라에서 소득환원방식의 적용현실

소득방식중 각 가격을 구하는 소득접근법은 대상 부동산에 대해 장래 기대되는 순영업소득을 자본환원율로 환원하는 전통적인 소득환원법에서 잔여 소득으로 대상부동산의 가치를 구하는 토지잔여법, 건물잔여법, 부

25) 부동산 연구사, 지가공시및토지등의 평가에 관한 법률, 부동산 연구사, 2000. P. 6

동산 잔여법 등의 잔여 환원법으로 발전하였고, 이 방식은 다시 전형적인 보유기간, 저당이율과 비율등의 저당조건, 보유기간 말의 가치변화 등을 고려하는 저당지분 환원방식과 여기에 영업소득세나 자본이득세 등의 세금효과 까지 고려한 할인현금수지 분석법(DCF)까지 발전하였다.

그러나 우리나라의 소득접근법의 적용현실은 1938년 George L. Schmutz에 의해 개발된 잔여환원법 보다도 낙후된 방식인 전통적인 소득환원법 수준에 머물고 있으며 이러한 적용도 극히 제한적으로 이루어지고 있다. 즉 앞에서 살펴본바와 같이 표준지 평가시나 보상평가시 소득방식을 적용할수있도록 규정만 되어있을 뿐 구체적인 적용에 있어서는 토지는 표준지 공시지가를 기준한 비교방식의 사고로, 건물은 비용접근법을 원칙으로 하고 있으며 염전, 산림, 과수원, 공장, 광산, 자동차, 중기, 선박, 항공기, 어업권, 기타 무형고정자산 임료, 주식 등의 기타 물건에 관해서는 「감정평가에 관한규칙」 제 19조 내지 32조에 별도의 평가방식을 규정하여 소득접근법의 적용을 극히 제한하고 있다.

2) 소득접근법과 관련된 규정

가. 소득접근법(제4조 제6호)

소득접근법이라 함은 대상물건이 장래에 산출할것으로 기대되는 순영업소득을 자본환원율로 환원하여 가격시점에 있어서의 평가가격을 사정하는 방법을 말한다.

나. 소득접근법(제12조)

소득접근법에 의한 소득가격은 직접법·직선법·년금법 또는 상환기금법

중에서 대상물건에 가장 적당한 방법을 선택하여 순영업소득을 자본환원율로 환원하여 결정한다.

다. 자본환원율(제13조)

- ① 소득접근법이 적용되는 자본환원율은 순영업소득을 자본환원하는 비율로서 순수이율에 대상물건의 위험률을 가산한 율로 한다.
- ② 제1항의 위험률은 위험성·비유동성·관리의 난이성·자금의 안전성 등을 참작한 것이어야 한다.
- ③ 2개 이상의 대상물건이 함께 작용하여 순영업소득이 산출된 경우에는 종합환원율을 적용할 수 있다.

3) 물건별 평가기준

가. 주 방식이 소득접근법인 경우

① 광산의 평가 (제23조)

㉠ 광산의 평가는 소득접근법에 의하여 평가된 가액에서 장래에 소요될 기업비의 현가화한 금액을 공제하여 행한다.

㉡ 광업권만의 평가는 제1항의 규정에 의한 평가가액에서 현존시설에 해당하는 가격을 공제하여 행한다.

② 어업권평가(제28조)

어업권의 평가는 어장전체에 대한 소득접근법에 의하여 평가된 가액에서 당해사업의 적정규모에 해당하는 시설소득액을 공제하여 행한다.

나. 기타무형 고정자산의 평가 (제29조)

① 영업권의 평가는 소득접근법에 의한다. 다만, 소득접근법에 의한 평가가 적정하지 아니한 경우는 거래사례비교법에 의한 비준가격 또는 취득원가를 기준으로 결정할 수 있다.

② 특허권·실용신안권·의장권·상표권·저작권·전용측선 이용권 기타 무형고정자산의 평가는 영업권의 평가방법을 준용하여 행하거나 영업권의 평가에 포함하여 행할 수 있다.

다. 보조방법이 소득접근법인 경우

① 건물의 평가(제18조)

건물의 평가는 비용접근법에 의한다. 다만, 비용접근법에 의한 평가가 적정하지 아니한 경우에는 거래사례비교법 또는 소득접근법에 의할 수 있다.

② 염전의 평가

第2節 소득접근법 적용시의 不動産市場의 문제점

1. 우리나라 不動産 市場의 問題

國內 不動産 業界의 現實上 不動産 所有者들은 自身이 所有한 不動産에 대한 資料가 公開되는 것을 극히 꺼리고 있다. 따라서 소득접근법, 특히 直接還元法을 적용하기 위하여 賣買事例를 구하고 그 事例의 收益, 費用 資料를 입수하는 것이 매우 어려울 뿐 아니라 評價對象 不動産과 類似한 事例의 賣買價格, 收益, 費用資料 등을 구하는 것은 극히 어렵다. 심지어는 評價對象 不動産의 所有者가 제공하는 대상부동산에 대한 자료마저 완전히 信賴하기 어려운 점이 있는데, 費用資料에 관해서는 더욱 그렇다.

우리나라의 鑑定評價業界에서는 不動産 評價時 대부분 賣買事例比較法을 이용하고 있는데 實際 賣買된 類似賣買事例로부터 資料를 구하는 경우는 거의 없다. 대부분 公示地價와 比較하거나 世評價格, 또는 放賣事例 등을 통하여 평가가치를 구하고 있다. 물론 이러한 관행이 형성되기까지는 地價公示法 등 法律上の 問題³⁰⁾, 鑑定評價士들의 勞力不足 등도 지적되어야 하지만 보다 根本的인 問題는 類似賣買事例를 구하는 것도 용이하지 않다는 점이다. 하물며 그 類似賣買事例의 收益, 費用資料까지 구한다는 것은 거의 불가능하다. 일부에서는 不動産은 個別性이 강하므로 대상부동산과 동일한 특성을 지닌 부동산은 없고, 따라서 信賴性있는 資料가 없어 收益還元法을 적용하지 못한다는 논리는 성립하지 않으며, 능력과 경험부족이 문제라고 주장하기도 한다.

전술한 바와 같이 市場에 不動産의 收益, 費用에 관한 資料가 풍부하지 않기 때문에 收益用 不動産 種類別로 一般的인 收益, 經費構造가 알려져 있지 않아, 대상부동산 運營上 發生하는 非正常的인 收益, 費用부분도 발견하기 어렵다. 다시 말하면 實際 支出되었더라도 市場의 一般的인 不動産에 비하여 非效率的인 管理, 運營에 기인하는 過多한 費用이 있을 수 있는데, 이를 구분하기가 容易하지 않다. 또한 市場에 자본환원율에 관한 資料나 慣行 등이 없어서 適用할 還元利率을 決定하기 힘들다. 資料未備의 問題點과, 適正한 자본환원율을 구하려면 類似한 不動産의 價格과 收益, 費用資料 등이 필요하므로 상당한 노력이 필요하다. 꼭 자본환원율을 구하기 위해서가 아니더라도 소득접근法을 적용하기 위해서는 資料蒐集에 상당한 노력을 경주하여야 하는데 현재 우리나라의 鑑定評價報酬로는 이러한 노력이 보상될 수 없다는 점도 소득접근法の의 導入을 어렵게 하는 부분이다. 특히 DCF법 적용시 미래를 예측하기 위해서는 不動産

30) 기존의 계약조건은 계약 갱신시에도 그대로 적용될 가능성이 높기 때문에, 그 초과 소득은 계약기간 동안에만 한정되는 것이 아닐 수도 있다.

市場分析과 豫測이 必須的인데 이러한 과정은 결코 간단히 처리될 수 없다. 또한 우리나라 不動產業界에서는 그 동안 不動產의 價値를 市場接近法이나 費用接近法으로 推計하였는데, 이를 소득접근法으로 評價한다는 것은 우리나라 不動產市場에서 거의 사용되지 않던 새로운 價値概念이 導入되는 것을 의미하므로, 收益還元方式으로 不動產을 評價하게 되면, 특히 DCF법의 경우에, 金利 등 餘他 投資資産의 收益率을 고려하지 않을 수 없으므로 評價額이 既存의 評價價値보다 下落하는 것이 一般的이다. 그러나 이것은 一般的으로 시장에서 쉽게 받아들여지지 않고 있다.

이와같은 점들이 우리나라에서 소득접근法을 實務的으로 적용하는데 걸림돌이 되고 있다.

2. 賃貸方式의 問題

위와 같이 國內 不動產業界에 소득접근法을 적용하는데는 여러 가지 現實的인 어려움이 있지만, 또 다른 問題點으로는 우리나라 固有의 賃貸方式을 꼽을 수 있다. 우리나라에는 세계에서 유례가 드문 傳貰制度가 있고, 月貰를 받는다 해도 保證金의 비중이 외국에 비해 월등히 높다. 따라서 傳貰金이나 保證金의 處理問題는 收益方式의 적용에 있어 우리만의 문제라고 할 수 있다.

1) 保證金의 處理問題

保證金의 處理問題에 있어서 保證金을 私金融의 일종으로 보고 持分殘餘法으로 접근하는 방식이 있을 수 있고, 다른 방법으로는 保證金에 一定한 運用利率을 적용하여 保證金 運用益을 구해 이를 收入에 加算하는 방식이 있을 수 있다. 이 두가지 방식에 同一한 還元利率을 적용하는 경

우 각각 다른 評價結果를 초래한다. 이는 國內에 소득접근法 導入時 充分히 論議되어야 할 민감한 부분이고, 直接還元法의 還元利率을 市場에서 抽出할 때 적용한 방법을 대상부동산 가격산정시에도 一貫性있게 적용하여야 한다. 그러나 DCF법 적용시에는 보증금 운용익이라는 가상의 현금흐름을 가정하지 않고 보증금 자체를 현금흐름에 고려하여 처리함으로써 이러한 논쟁을 피할 수 있다.

2) 保證金과 月賃의 比率問題

國內 收益用 不動産의 경우 全額 保證金이나 月賃만으로 賃貸料를 받는 경우는 드물고, 통상 一定 水準의 保證金에 나머지는 月賃로 받는 形態가 대부분이다. 이 경우 保證金을 月賃로 換算해야 하는데 이 換算率은 地域이나 不動産의 種類, 規模, 所有者의 財務狀態에 따라 상당히 달라진다.

保證金 換算率은 적게는 월1부에서 2부에까지 이르는데 중간값인 1.5부만 적용한다고 하더라도 연 18%에 이른다. 이는 통상 所有者의 收益率을 상회하는 수준이기 때문에 月賃가 賃貸料에서 차지하는 비중에 따라 不動産의 收益率은 달라지게 된다. 이는 持分殘餘法的인 接近이나 保證金運用益을 구하는 방법 중 어느 방법을 사용하더라도 발생하는 문제로서, 결국 還元利率을 시장에서 구할 때에도 同一한 月賃比重을 가진 事例를 선정하여야 한다.

直接還元法은 純營業所得 이외의 모든 要因을 還元利率에 반영하여 처리하기 때문에 이런 複雜한 要因들을 모두 반영하기 어렵다. 그러나 DCF법의 경우에는 부동산의 價格形成에 영향을 미칠 모든 미래의 요인들을 직접적으로 반영하기 때문에 이런 제반 요인들을 상대적으로 정확히 반영할 수 있다.

3. 소득접근법 적용시 환원율 산정 문제점

1) 환원율 선택의 이론적 문제점

적절한 자본환원율의 선택문제는, 오래 전부터 소득접근법을 사용해 온 미국의 경우에도 감정평가사들에게 여전히 큰 고민거리인 것 같다. Accetta는 최근의 논문에서 다음과 같이 설파하고 있다.³¹⁾

"직접환원법을 적용함에 있어, 자본환원율의 선택은 중요한 단계가 된다. 많은 평가사들은 자신들이 어떻게 해서 자본환원율을 구하던 간에, 그들의 결정이 비판받을 것을 두려워하고 있다. 평가의뢰인이나 일반인들의 관점에서 볼 때, 자본환원율은 종종 적절히 지지되지 못하고 있다. 자본환원율은 시장거래와 유리된 기계적인 과정에 의해 도출되고 있으며, 대상부동산의 특수한 특성이 고려되고 있지 못한 경우가 허다하다."

앞에서 살펴본 바와 같이, 자본환원율을 구하는 방법에는 여러 가지가 있다. 최근 Martin and Sussman은 자본환원율의 결정방법을 12가지로 분류한 적이 있다.³²⁾ 하지만 그의 분류도 결국 본문에서 언급한 내용을 세분한 것에 지나지 않는 것으로서, 새로운 자본환원율 결정방법을 제창하고 있는 것은 아니다.

자본환원율을 결정하는 이 같은 방법들은 본질적으로 3가지로 나뉘어진 다.³³⁾ 즉 ① 시장에서 추출하는 방법, ② 자본환원율의 개념적 구성부분을 분석하여 구축하는 방법, ③ 투자자들을 대상으로 직접 조사하는 방법이 그것이다. ①번의 시장추출법은 유사부동산에 관한 매매사례가 충

31) Gregory J. Accetta, "Supporting Capitalization Rates," The Appraisal Journal, October 1998, p. 371.

32) Joseph H. Martin and Mark W. Sussman, "The Twelve Rs: An Overview of Capitalization Rate Derivation," The Appraisal Journal, April 1997, pp. 149-155.

33) Gregory J. Accetta, op. cit., pp. 371-374.

분할 경우에는 다른 어떤 방법보다도 선호되는 방법이다.³⁴⁾ 관련자료를 분석하여 자본환원율을 구축하는 ②번의 방법은, 시장추출률이 없거나 있다고 하더라도 신뢰성이 충분하지 않을 때에 사용된다. 자본환원율을 결정하는 대부분의 방법은 모두 여기에 속하고 있다. 이 방법은 또한 시장추출률을 검증하는 목적으로도 유용하게 사용된다. 마지막으로 ③번의 방법은 앞의 두 방법의 적절성을 체크하는 데 사용되는데, 이론적으로는 가장 정확한 방법인 것으로 알려져 있다.

자본환원율이란 이론상 대상부동산이나 유사부동산의 과거 소득률 자료를 분석하여 획득될 수는 없는 것이다. 왜냐하면, 이것은 대상부동산의 장래 기대소득에 대한 미래의 할인율이기 때문이다. 따라서 이것들은 미래의 기대소득과 마찬가지로, 매년 다른 값을 가질 수 있다. 단지 서로 다른 값을 추계할 수 있는 방법이 없으므로, 편의상 같다고 가정할 뿐이다. 따라서 자본환원율을 산출하는 데 사용되는 과거의 시장자료나 기타자료는, 어디까지나 미래의 할인율에 대한 보조자료에 불과하다. 따라서 투자자들이 대상부동산이나 유사부동산의 소득에 대해 어떠한 생각을 가지고 있는가를 조사한다는 것은 이론적으로 매우 중요한 의미가 있다.

2) 미국의 평가실무에서 환원율 산정

미국의 경우에도 보고서의 양식에 따라 사용하는 방법에는 차이가 있다. 서술형 평가보고서에서는 일반적으로 할인현금수지분석법이 많이 쓰인다. 하지만 미국 Appraisal Foundation의 평가기준위원회(Appraisal Standards Board)가 개발한 상업용·공업용부동산에 대한 서식형 보고

34) Appraisal Institute, The Appraisal of Real Estate, 11th ed. (Chicago: Appraisal Institute, 1996), p. 514.

서에서는, 소득접근법뿐만 아니라 직접환원법도 사용하고 있다.³⁵⁾

직접환원법의 경우에는 시장추출법과 투자결합법을 사용하여 자본환원율을 결정하도록 되어 있다. 먼저 시장추출법에서는 유사매매사례의 매매가격과 순영업소득을 비교하여 그것들의 범위를 기재한다. 미국에서는 3가지 접근법을 모두 사용하도록 되어 있는데, 자본환원율은 통상적으로 매매사례비교법에서 사용된 비교부동산으로부터 구해진다. 평가사는 이것들을 조정하여 적절한 자본환원율을 선택한다.

투자결합법에서는 지분배당률과 저당상수를 가중 평균하여 자본환원율을 구하는데, 이것에 대한 근거자료도 마찬가지로 매매사례비교법에서 사용한 비교부동산으로부터 구해진다. 즉, 비교부동산의 매매가격에서 저당대부액을 차감하여 지분투자액을 계산하고, 순영업소득에서 연간 저당지불액을 제하여 지분소득을 계산한다. 지분소득을 지분투자액으로 나누어 각 비교부동산의 지분배당률을 계산한다. 그리고 비교부동산별로 지분배당률과 저당상수를 가중평균하여 종합환원율의 범위를 구하고, 이를 조정하여 대상부동산에 적용할 종합환원율을 구하는 것이다.

소득접근법의 경우에는 '부동산 소득환원율'(property yield rate)을 사용한다. '부동산 소득환원율'이란 부동산투자액에 대한 매년의 순영업소득과 기간말의 복귀액으로 계산되는 소득률을 의미한다. 즉, 지분소득률(equity yield rate)과 저당소득률(mortgage yield rate)을 합성하여 종합환원율을 계산하는, 저당지분환원법이나 할인현금수지분석법은 사용하지 않아도 무방한 것으로 되어 있다. 그러나 서식정보보고서가 아닌 서술정보보고서에서는, 일반적으로 이 같은 방법 외에 할인현금수지분석법이 흔히 사용된다는 점에 유의해야 한다. 물론 서식형 보고서에서도 저당지분환원법이나 할인현금수지분석법을 사용할 수도 있다.

35) The Appraisal Foundation, Uniform Commercial and Industrial Appraisal Report: Existing Properties, (Washington, DC: Appraisal Foundation, 1997), pp. 49-51.

3) 거품가격의 문제점

소득접근법을 평가실무에 적용하려고 할 경우, 감정평가사가 곤혹감을 느끼는 것 중의 하나는, 매매사례비교법에 의한 평가가치와 소득접근법에 의한 평가가치의 차이가 클 경우 어떻게 해야 하느냐 하는 것이다. 많은 감정평가사들은 현재 부동산시세가 없다보니 매매가격에 거품이 많이 제거되었는데도 불구하고, 소득접근법으로 평가하게 되면 여전히 거품이 많이 있는 것으로 나타날까 두려워하고 있는 것 같다. 예를 들어, 순영업소득을 간략하게 은행이자율로 할인한 대상부동산의 所得價値 (income value)는 얼마되지 않는데, 그렇다고 해서 현재나 과거의 매매가격과의 차이를 모두 거품이라고 하기도 곤란하다는 것이다. 따라서 가능한 한 자본환원율을 낮게 적용하고 싶은데, 시중이자율을 감안하면 그럴 수도 없어 난감해 하고 있다. 그러나 이것은 자본환원율의 구성논리를 잘못 이해하는 데에서 기인하는 것으로 볼 수 있다.

앞에서 살펴본 바와 같이, 유사매매사례에 관한 자료가 충분히 유용하다면, 시장추출률은 대상부동산에 대한 가장 좋은 근거가 된다. 자본환원율이란 단지 순영업소득을 매매가격으로 나눈 것에 지나지 않으므로, 시장추출법을 사용할 경우 거품의 문제는 발생하지 않는다. 시장추출률이 시중이자율보다 낮다고 해서, 적용하는 것을 주저할 필요는 없다. 그리고 시장이자율과의 차이 부분을 거품이라고 단정해서도 곤란하다. 그러나 투자결합법이나 부채감당법을 사용할 경우에는 거품의 문제가 제기될 수도 있다. 부채감당법은 담보평가의 경우 평가가치의 적절성을 체크하는 수단으로 사용되기도 한다. 투자결합법은 부동산의 경제적 수명만큼 장기 저당대부가 일반화된 나라에 흔히 적용된다. 그렇지 않을 경우에는 자본회수가 조기에 이루어져, 자본환원율이 지나치게 높아지는 문제가 발생한다. 우리 나라의 경우에는 장기 저당대부가 일반화되어

있지 않으므로, 이 같은 문제가 충분히 발생할 수 있다. 자본환원율이 높으면 소득접근법에 의한 試算價值가 낮아지므로, 시장접근법에 의한 그것과 괴리가 발생할 수 있다. 이에 대한 대안으로는 Kazdin의 투자결합법 대신에, Ross의 투자결합법을 사용할 수도 있다. 즉, 저당기간이 짧은 상업용부동산 등은, 저당이자율과 지분배당률만 이용하여 대상부동산의 자본소득률을 구하고, 자본회수율을 별도의 방법으로 구하여 이를 합산하는 것이다. 이 방법은 미국의 경우 1970년대 중반까지도 실무에서 번번히 사용되었지만, 이론적으로는 다소 문제가 있다.³⁶⁾ 저당기간이 짧은 상업용부동산은 오늘날 주로 할인현금수지분석법을 사용하여 평가된다는 점에 유의할 필요가 있다.

시장접근법과 소득접근법과의 이 같은 괴리는 저당지분환원법이나 할인현금수지분석법을 적용함으로써 해결될 수 있다. 자본환원율은 과거나 현재의 관련자료의 분석으로부터 계산되는 것이 아니라, 미래에 대한 투자자들의 전망까지도 고려하여 계산되어야 한다. 이 같은 방법에서는 미래소득의 증가, 부동산가치의 변화, 그리고 稅制上의 변화까지도 고려하여 자본환원율을 결정한다. 예를 들어, 저당지분환원법에서 투자자의 지분배당률은 다음과 같이 계산된다.³⁷⁾

$$\text{지분배당률} = \text{지분소득률} - \text{지분형성률} - \text{지분복귀율}$$

여기서 지분소득률은 투자자의 요구소득률이며, 지분형성률은 기간 중 원금상환액을 지분투자액으로 나눈 것이며, 지분복귀율은 기간 말의 부동산의 가치변화율을 지분투자액으로 나눈 것이다. 지분형성률과 지분복귀율을 합하여 持分價值變化率이라고 한다. 편의상 지분소득률이 대

36) 安正根, 不動産評價實務, 서울: 法文社, 1993, p. 222.

37) 상계서, p. 279.

안적 투자수단인 은행이자율과 같다고 하자. 그렇다면 부동산의 가치가 증가하거나 세금이 경감될 것으로 예상된다고 하면, 위 수식에서 보는 바와 같이, 지분배당률은 은행이자율보다 낮아질 수 있는 것이다. 따라서 투자결합법으로 계산되는 자본환원율도, 은행이자율보다 훨씬 낮아질 수 있다.

4. 평가자료의 문제점

1) 연역적 추론법과 귀납적 추론법

소득접근법을 적용할 경우, 평가실무에서 직면하는 또 다른 문제로는 신뢰성 있는 자료가 부족하다는 것이다. 하지만 신뢰성 있는 자료의 부족은, 매매사례비교법의 경우에도 마찬가지이다. 매매사례비교법을 적용한다고 하지만, 실제로 우리 나라 감정평가사들은 많은 경우 실거래된 유사매매사례로부터 자료를 구하고 있지 않다. 감정평가사들은 중개업체의 世評價格을 적용하여 대상부동산의 평가가치를 구하고, 이런 식으로 평가가치를 구하는 것을 매매사례비교법이라고 하고 있다. 그러나 이것은 잘못된 것이다. 매매사례비교법이란 실거래된 유사매매사례로부터 대상부동산의 가치근거를 찾는 것이다. 따라서 엄격히 말하면, 우리나라의 감정평가업계에서 사용하는 평가기법은 매매사례비교법이라고 할 만한 것도 별로 없으며, 만약 있다고 한다면 公示地價比較法만 있을 따름이다. 우리나라의 많은 감정평가사들은 먼저 데이터베이스가 구축되어 있어야만, 소득접근법을 적용할 수 있는 것으로 생각하는 것 같다. 예를 들어, 깊이계수표, 공시지가 비준표, 층별 효용 지수표와 같은 가치산정 지표가 없으면, 평가를 하기 곤란하다고 생각하는 것이 그것이다. 이런 식으로 이미 만들어진 일반적인 평가원리를 적용하여 평가가치를 추계하

는 방법을 演繹的 推論法(deductive reasoning)이라고 하는데, 이것은 개별평가사들이 유용한 자료에 대한 접근이 극히 제한되었던 과거에 주로 행해졌던 방법이다. 오늘날의 평가사들은 이런 식으로 평가를 하는 것이 아니라, 먼저 관련자료를 수집하고 이를 분석하여 대상부동산의 평가가치를 추계해낸다. 이런 식의 접근법을 歸納的 推論法(inductive reasoning)이라고 한다.³⁸⁾우리나라 감정평가업계도 이제까지의 연역적 추론법에서 벗어나 귀납적 추론법으로 평가하는 방식으로 변모할 필요가 있다.

흔히들 임대료나 환원율에 관한 신뢰성 있는 자료가 없어 소득접근법을 적용하기 곤란하다고 이야기한다. 하지만 보다 근본적인 문제는 신뢰성 있는 자료의 부족이 아니라, 주어진 자료를 능숙하게 처리하여 의미있는 평가결론을 도출해낼 수 있는 평가능력과 경험이 부족하다는 데 있다. 사실 지구상에 동일한 부동산이란 하나도 없으므로, 대상부동산에 딱 들어맞는 완전한 자료는 이 세상 어디에도 없다.

감정평가사들은 유사자료를 수집하고 통계치의 분포범위를 조사·분석하여, 대상부동산에 '성립될 가능성이 가장 많은 매매가격(the most probable selling price)'을 구해야 한다. 이렇게 하기 위해서는 평가지식 뿐만 아니라, 계량분석과 컴퓨터에 관한 지식이 필수적이다. 데이터베이스가 구축되고 컴퓨터가 점점 더 발달함에 따라, 표준지 공시지가를 중심으로 개별지가를 산출하듯이 몇 개의 가치산정지표를 적절히 배합하여 평가가치를 도출하는 식의 평가는 앞으로 감정평가업계에서 발붙이기가 점차 힘들어질 것이다.

38) 안정근, "감정평가업의 시장개방에 따른 대응전략," 부동산학연구, 제2집, pp. 52-53, 1996.

2) 데이터베이스 구축문제점

감정평가 데이터베이스는 통상적으로 '전용 데이터베이스'(proprietary data base)와 '공용 데이터베이스'(public data base)의 두 가지로 나뉘어진다.³⁹⁾ 전자는 개인, 금융기관, 전문협회 등이 그들의 필요에 따라 지역 평가정보, 평가기록, 평가보고서, 평가파일 등을 유지하는 것이며, 후자는 지방정부나 중앙정부가 경제, 고용, 인구, 소득 등에 관한 정보를 유지하는 것이다.

오늘날 컴퓨터의 발달로 많은 데이터와 정보가 인터넷을 통해 공급되고 있다. 그리고 정부에서도 최근 관계기관별로 제공되어 있는 각종 정보를 통합하는 부동산정보 인프라 시스템 구축에 박차를 가하고 있어, 다른 어느 때보다 소득접근법을 적용할 수 있는 여건은 성숙되어 있는 편이다. 문제는 공용 데이터베이스 구축이 제대로 안 된 데에 있는 것이 아니라, 평가에 관련된 전용 데이터베이스 구축이 제대로 안 된 데에 있다. 이 중의 일부는 감정평가업계가 공동으로 해결해야 할 것도 있지만, 상당수는 개별 평가법인이 자체적으로 해결해야 할 것들이다. 평가업계도 경쟁체계에 돌입한 만큼, 개별 평가법인은 보다 나은 데이터베이스를 구축하려고 노력해야 할 것이다. 감정평가에 필요한 자료로는 일반자료, 대상부동산에 관한 자료, 유사부동산에 관한 자료가 있다. 그리고 구축해야 할 대상부동산과 유사부동산의 자료로는 비용자료, 매매사례자료, 소득자료가 있다. 이 중에서 대상부동산에 관한 자료의 대부분은 평가의뢰인으로부터 나온다. 그러므로 감정평가사는 평가계약 체결시에 의뢰인이 적극적으로 자료협조를 한다는 점을 명시할 필요가 있다. 감정평가란 것도 결국은 과학적 분석과정의 하나이므로, 정확한 자료가 제공

39) William M. Shenkel, Modern Real Estate Principle, (New York: McGraw-Hill, 1978), p. 319.

될 때에 그 결과도 정확해진다. 그럼에도 부족한 자료나 유사부동산에 관한 자료는 직접 조사를 통해 획득할 수밖에 없다.

第3節 評價 方法으로서 所得接近法の 活用상 문제점

부동산 價値推計 方法으로서 소득접근法の 重要性 및 必要性을 논하기에 앞서 現行 鑑定評價業界에서의 소득접근法の 活用 및 問題點을 알아보고, 地價公示法상의 鑑定評價 方法에 대한 限界點을 검토하여 價値推計 方法으로서 收益還元法の 중요성 및 필요성을 논하고자 한다.

1. 鑑定評價業界에서의 소득접근법法の 活用 및 問題點

현재 鑑定評價에서 소득접근법에 의한 價値推計方法을 적용한 鑑定書는 거의 없는 실정이다. 鑑定評價에 관한 規則에서도 收益還元法에 의한 價値推計方法을 主方法으로 인정하고 있는 것은 鑛山の 評價, 漁業權의 評價, 其他 無形固定資産의 評價가 全部이고, 收益還元法이 補助的인 方法으로써 적용되는 것에는 建物の 評價, 鹽田의 評價, 果樹園의 評價, 工場의 評價, 非上場株式의 評價가 있다. 이것도 대부분이 直接資本還元法的 개념에 의한 것이고, 期間末 處分時の Capital Gain, 不動産의 성격에 따른 資本回收 方法, 投資者의 투자 형태, 他人 資本의 유무, 時間 價値概念 등을 고려한 報酬利益還元法을 언급하고 있는 것은 없다. 鑑定評價實務 業界에서는 減價償却與否에 따른 純收益을 기준으로한 償却前 還元利率 또는 償却後 還元利率+償却率에 의한 還元利率을 가지고 直線法에 의한 還元方法이 대부분이다.

鑛山の 評價에서도 호스콜드方式에 의한 資本還元方法을 사용하면서 還元利率의 概念이 所得率(income rate)인지 報酬率(yield rate)인지에 따라

미상각자산인 土地 復歸價値를 고려할 것인지를 판단하여야 하는데 還元利率 성격에 대한 言及 없이 사용하고 있다. 그리고 鑛業權 補償評價 指針 제5조에서 광업권 소멸에 대한 評價를 규정하면서 순수한 鑛業權만의 評價가 아니라, 理論的으로는 鑛山(鑛業權+土地)의 評價를 규정하고 있다. 이러한 오류는 소득접근法에 대한 잘못 이해한데서 연유한 것이라 할 것이다.

鑑定評價士는 價値지적의 전문가라는 입장에서 또한 鑑定評價 영역의 확대를 위해서라도 소득접근法에 대한 研究가 활발히 이루어져야 할 것이고 소득접근法에 의한 評價價値推計가 요구된다.

2. 地價公示法에서의 價値推計 方法 및 限界

1) 地價公示法상에서의 鑑定評價 方法

公示地價는 一般的인 土地去來의 指標가 되며, 國家, 地方自治團體 등의 機關이 그 業務와 關聯하여 地價를 算定 하거나, 鑑定評價業者가 個別的으로 土地를 鑑定評價하는 경우에 그 基準이 된다. 따라서 國家·地方自治團體 등이 補償, 國·公有地の 取得 또는 處分, 課稅時價標準額의 조정등 각종의 行政목적을 위하여 地價를 산정할 필요가 있는 경우에 公示地價를 基準으로 地價를 산정하도록 규정하고 있으며, 또한 鑑定評價業者가 타인의 의뢰에 의하여 土地를 개별적으로 鑑定評價하는 경우에 그 基準 價格이 된다.

이러한 규정은 不動産의 特性, 評價目的에 따라 적절한 價値推計方法을 선택하도록 하고 있는 鑑定評價理論의 특수한 경우이다. 즉, 去來事例比較法, 復成式評價法, 收益還元法에 의한 價値推計方法에 대한 특수한 방법으로서 公示地價 基準 價値 推計方法이다.

2) 公示地價 基準 價値推計의 限界

가. 公示地價 성격상의 한계

地價公示法에서는 地價公示制度의 목적을 土地의 適定價格을 評價 公示하여 지가산정의 기준이 되게 함으로써 적정한 價格의 形成을 도모하고자 하는 데 두고 있다. 따라서 適定價格의 성격이 어떤 것인가를 명확히 하는 것은 鑑定評價의 정확성 및 명확성을 부여하는 데 필수적인 것이다. 특히 우리나라의 경우 公示地價를 기준으로 個別土地를 鑑定評價하도록 地價公示法에 규정되어 있으므로 특히 중요기준이 된다.

適定價格이라 함은 “當該 土地에 대하여 자유로운 去來가 이루어지는 경우 합리적으로 성립한다고 인정되는 價格”을 말한다. 이러한 適定價格이 당위(sollen)價格인가, 존재(sein)價格인가를 두고 논란이 있었으나 현재는 “있어야 할 상태”의 價格인 당위價格이라는 데는 理論이 없는 듯하다. 따라서 公示地價의 價格은 價値指向的, 정책적인 當爲價格으로 이해해야 하고 이러한 당위價格을 기준으로 의로인의 評價목적에 부응하는 다양한 價格(市場價値등)을 산정하는 데는 한계가 있을 수 밖에 없다.

나. 鑑定評價 기능상의 한계

鑑定評價라 함은 土地 등의 經濟的 價値를 判定하여 그 결과를 價額으로 표시하는 것을 말한다. 鑑定評價는 不動産이 가지고 있는 客觀的 價値를 評價하여 不動産政策 樹立과 執行을 지원하고(政策的機能), 불완전한 市場을 보완함으로써 不動産 資源의 效率的 分配와 流通秩序 確立에 기여한다(經濟的機能) 이러한 기능은 公的活動은 물론 私的活動에서도 대단히 중요한 의의를 갖는다.

地價公示法은 土地公概念과 관련되어 制定된 것이므로, 公示地價 基準 價値推計 방법은 鑑定評價의 公的機能에 중점을 두었다고 할 수 있으므로 鑑定評價의 사적기능을 취약하게 한다. 鑑定評價의 結果는 동산 관련 계획의 타당성분석, 신규사업 검토 등에 있어서 의사결정의 유용한 도구 로서의 기능이 있으므로 사적기능에서의 측면도 대단히 중요시 된다. 그러나 公示地價만을 기준으로 한 價値推計 방법은 이러한 사적기능을 지원하는 데에는 한계가 있다.

다. 價格多元論上的 限界

不動産의 價格을 언제나 하나로 볼 것인가, 아니면 評價目的이나, 價格形成동기 등에 따라 다양하게 볼 것인가의 논의가 있는데 후자, 즉 價格多元說이 通說이다. 價格의 多元的 파악이 필요한 이유는 ①價格形成要因의 多樣性 ②鑑定評價의 正確性和 安定性 ③鑑定評價의 社會的 寄與 등에 의해서 요구된다. 地價公示法에서 규정한 것과 같이 公示地價만을 기준으로 한 價値推計 방법은 價格의 多元적 파악의 필요성에 한계가 있을 수 밖에 없다.

3) 소득접근法의 重要性

가. 소득접근法의 重要性

價値推計의 3方式은 원칙적으로 同格에 속하는 방법이기 때문에 3方式 中 어떤 方式이 보다 우수하다는 식으로 말할 수는 없다. 결국 이들 3方式은 相互補完關係에 있는 것으로 그 사이에 主종경중의 관계에 있는 것은 아니다.

價値推計方法으로는 各國이 去來事例比較法, 復成式評價法, 收益還元法을 理論的으로 사용하고 있으나 實際로 鑑定評價를 할 때는 우리나라와 일본은 復成式, 미국·영국·프랑스 등 구미에서는 收益還元法이 중심이 되어 鑑定評價를 하는 경향이 강하다.

去來事例比較法에 의해 구한 比準價格은 실제로 현실의 不動産 市場에서 去來되는 價格으로서 설득력이 풍부하고(persuasive) 객관적인(objective) 價格이다. 그러나, 왜 그러한 價格이 形成되어야 하는 지에 대한 설명이 부족하고, 단지 현실적으로 그 價格에 去來가 되었으므로 그 去來價格이 적정하다는 것이다.

收益價格은 將來 期待되는 便益의 現在價値로 還元한 價格으로 왜 그 價格이어야 하는 지에 대한 설명이 가능하며 해당 不動産의 價格이 어떻게 자리 메김되어야 하는가에 대한 설명이 가능하다. 收益還元法에 대한 자리 메김되어야 하는가에 대한 설명이 가능하다. 收益還元法에 대한 정확한 이해가 선행되어야 諸 經濟變數 혹은 不動産 정책의 변화가 不動産 價格에 미치는 영향에 대한 설명이 가능한 경우가 많고 不動産 投資案에 대한 분석, 不動産 최유효이용에 대한 분석 등 不動産 Consulting Service도 가능하다.

第4章 소득접근법의 연구과제 및 개선방안

第1節 순영업 소득의 연구과제 및 개선방안

소득접근法에서 순영업소득은 소득접근法을 구성하는 3요소중에 하나로 정확한 價値 지적을 위해 순영업소득의 성격을 분명히 하고, 또한 순영업소득의 推計期間, 순영업소득의 조건, 순영업소득의 추계, 收益推定技法의 개발 등이 순영업소득과 관련하여 중요 논점이 될 것이며 앞으로의 研究 課題가 될 것이다.

1. 순영업소득의 성격

현재 鑑定評價 業界에서는 상각전·후에 대한 구별만을 하고 있는 실정이나 순영업소득의 성격에 따라 資本還元 하는 方法이 相異하고 適用還元利率이 달라진다. 순영업소득은 永續性與否, 減價償却與否, 安定化與否, 稅控除與否 등으로 다양하게 분류되고, 어떤 收益을還元하느냐에 따라 有期還元과 永久還元, 償却前還元과 償却後還元, 直接還元과 報酬利益還元, 稅前模型과 稅後模型 그리고 殘餘還元 등으로 분류된다.

따라서 소득접근법에서는 순영업소득의 성격에 따라 資本還元하는 方法 및 資本還元利率이 달라지므로 순영업소득의 성격을 명확히 하는 것이 소득접근法에서는 무엇보다 중요시된다.

2. 순영업소득 추계 기간

不動産의 價値는 將來 期待되는 便益의 現在價値라고 정의할 때 순영

업소득은 과거의 소득이 아니라 將來 對象不動産에서 期待되는 純收益이어야 하나 일부에서는 익년도에 발생한 순영업소득으로서 추계하는 경우가 종종 있는 데 이것은 “財貨의 價値는 장래 기대되는 便益의 現在價値이다”라는 價値理論을 근거한 소득접근법 理論的 근거에 모순되는 것으로서 항상 純收益은 對象不動産에서 장래 기대되는 순영업소득이어야 한다.

3. 순영업소득 추계

1) 순영업소득의 조건

순영업소득이란 對象不動産에서 將來 발생할 것으로 예측되는 것으로서 合理性, 合法性, 實行可能性, 客觀性 등에 기인한 收益이어야 하나, 현재 일부에서는 合理性 등이 缺如된 純收益을 對象不動産의 純收益으로 하여 資本還元하고 있는데 첫째, 利用主體·規模·方法은 물론 技術的·經濟的 合理性이 전제되며, 계속적(규칙적) 발생이 요구된다. 그러므로 투기적 목적이나 불확실한 이용에 기한 收益은 배제된다. 둘째, 地域·地區制·環境基準 등 법적으로 허용되는 이용에 기인한 收益이어야 한다. 다만 法規의 變更可能性에 기한 장래의 합법성이나 非適法性 등은 고려될 필요가 있다. 셋째, 技術的·物理的으로 實現可能한 이용에 기인한 收益이어야 한다. 넷째, 제 조건이 評價主體의 主觀에 따라 달라져서는 아니되는 바 經驗的 資料에 의하여 지지되는 이용에 기인한 收益이어야 한다. 다섯째, 單一利用, 중도적 이용, 비적법적이용, 비최유효이용 등에 의한 收益은 個別的·具體的 判斷을 통하여 결정되어야 할 것이다.

2) 최고최선의이용(=최유효이용)의 前提

投資分析과 같이 依頼人이 對象不動産의 利用方法을 指定하여 投資分析을 依頼한 경우에는 依頼人이 指定한 利用方法에 의하여 純收益을 推計하고 타당성 분석을 하면 될 것이다. 이때의 鑑定評價는 의뢰인의 意思決定에 有用한 情報를 提供하기 위한 것이므로 당연한 결과이다.

하지만 客觀的인 市場價値를 구하고자 할 때는 正常價格을 구하는 것이 목적이므로 最有效利用을 前提로 形成되는 價格을 算出해야 한다. 따라서 純收益도 最有效利用을 前提로한 純收益이어야 한다. 對象物件이 最유효이용에 미달할 경우에는 最有效利用을 鑑定評價士가 判斷하여 假定한 純收益을 가지고 資本還元하여야 한다. 그러나 일부에서는 對象不動産의 最有效利用의 판단 없이 現在의 利用狀態를 基準으로하여 對象不動産으로부터 산출되는 純收益을 가지고 資本還元하는 경우가 있으며, 또한 對象不動産이 非合法的·特殊한 條件으로 超過收益(영업권적 성격)을 올리고 있을 경우 對象不動産에서 發生possible한 典型的인 收益으로 보정없이 資本還元하는 경우가 있는데, 이러한 경우 구하고자 하는 正常價格(市場價値)과는 乖離가 있는 特定價格이 될 수가 있다.

4. 순영업소득 추계 산정의 문제

순영업소득은 總收益에서 總費用을 控除함으로써 구한다. 우리나라의 경우 既存의 傳統的인 方法에 의한 순영업소득 推定 算式과 美國 理論에 의한 순영업소득 推定 算式은 差異가 있다. 이러한 차이를 명백히 하지 않을 경우 혼동이 발생할 것이다. 대표적인 것이 減價償却費 및 空室 및 不良負債에 대한 充當金의 처리 문제이다. 기존 우리나라에서 사용되고 있는 방법에는 순영업소득에 減價償却費를 控除한 것이나 여부에 따라

償却前 순영업소득과 償却後 순영업소득으로 나누어지고, 여기에 따라 償却前 자본환원율 또는 償却後 還元利率+償却率을 사용하느냐 아니면 償却後 자본환원율을 사용하느냐가 달라진다. 하지만 美國의 경우 資本回收(減價償却)를 保有期間 동안 하느냐 期間末에 一括 處理하느냐 與否에 따라 減價償却費를 反映하는 경우와 費用으로 반영하지 않고 자본환원율을 조정하여 減價償却費의 문제를 처리하고 있다.

우리나라에서는 空室 및 不良負債에 대한 充當金은 通常 費用項目으로 처리하고 있지만, 美國 理論의 경우 不良負債의 問題를 可能粗所得에 대한 '정상적인 공제'로 보아 總收益에서 공제하고 있다.

5. 소득 추계 기법의 개발의 필요성

소득접근법에서 適用되는 순영업소득은 對象物件이 將來 算出할 것으로 기대되는 순영업 소득이므로 將來 豫測을 필요로 하고 있으나 장래소득이란 매우 不確實한 요소를 내포하고 있기 때문에 순영업소득 算定에 필요한 總收益 및 總費用의 추계기법이 아직 미개발 내지 체계화되어 있지 않고 있으며, 그중에서도 특히 過去 實積이 없으나 향후 소득이 豫想되는 事業體, 開業 또는 設立初期로서 수익실적이 없거나 (-)이지만 향후 소득이 豫想되는 業體등에 대한 소득추계방법에 대한 研究가 없다. 따라서 소득접근법의 實用化를 위한 첫 단계로서 소득추계기법의 研究開發이 시급히 해결되어야 할 과제인 것만은 틀림없다.

6. 자본환원율 결정문제와 연구과제

자본환원율 決定에 관한 接近方法은 우리나라뿐만 아니라 美國과 日本 등의 나라에서도 評價實務에 적용함에 있어서 현실적으로 여러 가지 문

제를 내포하고 있다. 여기서는 要素構成法의 限界, 인플레이션 대 不動產 價値의 增加가 자본환원율에 미치는 影響, 자본환원율에 대한 認識不足 등이 자본환원율과 관련하여 研究하여야 할 과제이다.

1) 要素構成法의 한계

現行 資本還元利率의 決定에 있어서는 實務業界에서는 주로 市場比較方式에 의하고, 鑑定評價에 관한 규칙에서는 要素構成法에 의한다. 市場比較方式은 對象不動產과 類似한 不動產으로부터 類推하여 還元利率을 결정하는 방법이고, 要素構成法은 純粹利率+危險率로서 還元利率을 決定하고 있다.

要素構成法에 의한 還元利率의 결정은 純粹利率 및 危險率을 결정하는데 있어서 다음과 같은 問題點이 있다.

가. 純粹利率(無危險率)

純粹利率이란 債務不履行의 危險이 전혀 없다고 간주되는 가장 安定的인 國債, 地方債, 金融債 등과 같은 金融資産에 適用 되는 利率으로써 “純粹한 時間에 대한 價値”를 반영하는 利率이며, 定期預金 利率, 國·公債 利率等에 基礎를 두어 판단할 수 있다. 그러나 不動產 投資活動에 관련되는 利率에는 이밖에도 證券關係利率, 地價變動率, 建築費變動率, 企業收益率, 金融利率 등이 있을 수 있는데, 純粹利率을 이들 利率 중에서 具體적으로 어느 것을 기준으로 하여 純粹利率의 概念을 接近하느냐 하는 문제는 우리나라에서는 아직 研究되고 있지 않다.

나. 危險率(危險割増率)

危險率이란 대상 부동산이 投資 對象으로서 갖게 되는 不適正性을 말하며 이는 純粹利率에 가산되어 不動産의 還元利率을 구성하는 것으로, 鑑定評價에 관한 規則에서 規定한 것과 같이 非流動性, 高度의 難易性, 資金의 不安定性, 인플레이션 위험 등으로 구성되며, 不動産投資活動에 있어서 經濟的 側面에서 발생하기 쉬운 去來事故를 말한다.

위와 같은 構成要素들은 抽象的이고 複合的인 要素로 구성되어 있어 計量的으로 測定하기가 어려우며, 鑑定評價時 客觀的 要素가 크게 작용할 수 밖에 없다. 還元利率의 不適正한 利用은 收益還元法에 의한 價値推計 方法의 客觀性和 合理性을 缺如시키고 市場價格과 괴리가 발생하게 된다.

다. 자본환원율의 획일성

不動産은 不動産 內在的 特性으로 인하여 地域性·個別性 등 價格形成要因의 특수성이 있는데, 요소구성법의 특징상 要素構成法에 의한 자본환원율의 결정시에는 不動産의 지역성 및 개별성을 반영되지 않으므로 劃一的인 자본환원율이 결정되는 모순이 발생한다. 要素構成法에 의하는 경우에는 단지 일반적요인만이 반영된 자본환원율을 구할 수 밖에 없다. 따라서 不動産 特性을 반영한 現實的 價格이 나오지 않는다.

2) 인플레이션 대 不動産價値 증가의 영향

기대되는 인플레이션 혹은 디플레이션은 자본환원율을 결정하는데 영향을 미친다. 또한 期間末 不動産 價値 변화도 자본환원율에 영향을 미

친다. 하지만 이들이 미치는 영향은 역의 관계이다.

인플레이션이란 貨幣量 및 신용의 크기의 증가와 일반적 물가수준의 상승으로 인해 결과적으로 구매력이 침식되는 것을 의미한다. 그러므로 인플레이션 증가는 장래 貨幣價値에 영향력을 將來의 자본환원율을 상승시키는 작용을 한다. 특히 중요한 것은 인플레이션의 영향에 따라 收益과 費用의 크기를 어떤 값으로 할 것인가와 자본환원율의 결정에 어떻게 할 것인가가 중요시된다.

期間末 不動産 價値의 増加는 供給에 비해 수요가 초과되어 不動産 價値가 상승하는 것을 말한다. 期間末 不動産 價値의 증가는 資本利得의 개념이므로 자본환원율의 값을 하락시키는 결과로 작용한다.

3) 자본환원율에 관한 認識 不足

자본환원율은 단순히 결정되는 것이 아니라 對象 不動産의 性格, 資本回收方法의 選擇, 期間末 對象不動産의 價値變化, 他人資本의 義務 및 貸付利率, 投資者의 投資形態, 不動産市場의 環境, 不動産投資와 관련된 資本市場의 環境 등에 의해 複合적으로 결정되어야 한다. 하지만 鑑定評價에 관한 규칙에서는 要素構成法에 의한 자본환원율 決定 方法에 의하고, 實務 業界에서는 부분적으로 對象不動産과 類似한 不動産으로부터 유추하여 자본환원율을 결정하고 있는 실정이다.

우리나라의 경우 보수이익에 대한 개념이 아직 성립되지 않은 관계로 저당-自己資本還元方式(엘우드공식), 보수율 개념에 의한 잔여법의 원리 등은 사용되지 않고 있다. 이것은 우리나라 不動産 市場의 不完全性 등으로 야기되는 것이기도 하지만, 限界로 理論的인 研究를 등한시 한다는 것은 收益性 不動産에서 소득접근법에 의한 가치 추계 방법의 사용을 막는 결과가 될 것이다.

第2節 소득접근법 적용을 위한 대안

1. 자본환원을

자본환원이란 資本에 대한 期待收益率(return on investment)과 資本回收率(return of investment)의 합으로 설명될 수 있다. 不動産 價格을 주어진 변수로 볼 경우에는 投資에 대한 收益率로도 해석될 수 있다. 따라서 前者의 정의에 의하면 資本에 대한 期待收益率은 無危險利子率(risk-free rate)과 危險負擔割増率(risk premium)으로 설명되는 바 無危險利子率は 定期預金金利를 代用變數로 하고, 危險負擔割増率을 會社債 收益率과 定期預金金利의 差異로 파악하면, 資本에 대한 期待收益率은 會社債 收益率을 代用變數로 볼 수밖에 없다.

自己持分 收益率 = 無危險 利子率 + 不動産 投資의 危險率(risk premium)

투자대상으로의 위험.....價格變動 등
비유동성賣却의 困難性
관리의 곤란성管理費用의 발생
자산으로서의 안전성
(1)構成要素 合成法
(2)他投資商品 比較
(3)市場의 去來實態

앞의 도식은 期待收益率을 산정하기 위한 概念的인 接近 方法을 도식적으로 보여준다. 土地에 대한 回收率을 單一期間⁴⁰⁾으로 파악하면 매년도 별 지가 變動率이 이의 代用變數가 될 것이므로 還元利率은 다음과 같이

기술 할 수 있다⁴¹⁾.

地域別 土地의 每年 還元利率 = 會社債 收益率 - 地域別 年間 地價 變動率

〈표 4-1〉 회사채 소득률 기준 지역별 토지 자본환원율

구 분	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998. 6	평균
회사채수익률 b	16.5	18.9	16.2	12.6	12.9	13.8	11.9	13.4	18.0	14.9
국채수익률 n	—	16.79	13.17	11.96	13.46	9.24	11.44	15.32	14.27	13.2
서울 대(상업용)	28.86	11.09	2.41	8.74	-1.29	0.19	1.02	0.29	-17	1.3
서울 환원이율	-12.4	5.41	18.9	25.2	17.79	16.3	15.5	16.2	33.5	15.2
부산 대(상업용)	16.4	14.92	-1.01	-7.03	-0.16	-0.01	0.17	-1.24	-17.89	0.5
부산 환원이율	0.1	1.58	17.5	23.5	16.66	16.5	16.3	17.7	34.39	16.0
대구 대(상업용)	26.85	13.38	-2.62	-7.94	0.21	0.56	0.64	-1.01	-15.6	41.6
대구 환원이율	-10.4	3.12	19.1	24.4	16.29	15.9	15.9	17.5	32.14	1.6
광주 대(상업용)	21.03	14.98	1.17	-5.53	-0.19	1.32	0.63	-0.08	-13.6	2.2
광주 환원이율	-4.53	1.52	15.3	22	16.69	15.2	15.9	16.6	30.1	14.3
대전 대(상업용)	19.85	21.92	-9.96	-8.21	-0.74	-1.24	-0.25	-0.64	-9.45	1.3
대전 환원이율	-3.35	-5.42	26.5	24.7	17.24	17.7	16.8	17.1	25.95	15.2
인천 대(상업용)	25.32	17.41	-0.78	-7.69	-0.14	0.15	0.4	0.04	-16.31	2.0
인천 환원이율	-8.82	-0.91	17.3	24.2	16.64	16.4	16.1	16.5	32.81	14.5

1) 회사채 수익률은 3년 만기 기준

2) 정기예금금리는 1-2년 미만 정기예금금리

3) 지가변동률은 건설교통부 고시 매년 지가변동률 자료를 인용함

다른 시각에서 이를 접근하면 土地에 대한 期待收益率은 補償評價指針에서 말하는 期待利率(이는 賃貸料 算定을 위한 값인바 投資危險은 保有期間後의 賣却時 地價變動이 가장 주요한 投資 危險要素인 현실에 비추어

40) 보유기간이나 투자기간에 대한 통계적인 검증자료가 없으므로 단일기간으로 파악함.
이를 상기 정의식에 대입하면 자본환원율 = 자본에 대한 기대소득율 = 지가변동율 × 자본에 대한 기대소득율 / [(1+자본에 대한 기대소득율)-1] = 자본에 대한 기대소득율 - 지가변동율이 된다.

41) 건물의 자본환원율을 회사채 소득율에 정액법을 적용한 자본회수율을 더하여 결정할 수 있을 것이다.

볼 때 危險負擔 割増率이 相對的으로 낮게 고려된 값으로 볼 수 있다)에
適定 危險負擔 割増率을 加算한 율로 볼 수도 있다.

따라서 다음 식으로 地域別 還元利率을 산정할 수도 있을 것이다.

土地每年還元利率 = (期待利率+會社債收益率-定期預金金利)-年間地價變動率

따라서 상기 接近方法을 基準으로 還元利率을 會社債收益率을 기준으로
접근할 경우와 期待利率을 기준으로 파악할 경우의 地域別 還元利率을
각각 산정해 본다.

1) 期待收益率 基準

危險負擔割増率(risk premium)⁴²⁾은 直接 市場에서 不動産 投資收益率
로부터 無危險利率을 차감하여 구하는 방법과 매기의 현금흐름을 無危
險指數로 나누어서 결정하는 방법 및 대용 β 를 이용한 포트폴리오 理論
을 이용하여 구하는 방법으로 분류하여 설명할 수 있다.

이들방법을 동원하여 세계적인 不動産 關聯會社들의 不動産保有 資料를
이용하여 구한 값 2%를 일반적인 수치로 보고 있다. 그러나 홍콩대학의
Chau교수가 홍콩의 不動産 市場을 分析한 資料에 의하면 홍콩은 5% ~
6%의 危險負擔割増率을 가지고 있는 것으로 조사되어 다음 표에서 보듯
이 危險負擔割増率을 會社債 收益率에서 定期預金金利를 차감한 값으로
볼때 韓國 不動産市場의 위험부담 할증률과 유사한 값을 보이고 있음을
알 수 있다.

42) Gerald R. Brown, Property Investment & The Capital market, E & FN Spon, 1991, pp 126 ~131.

2) 國際的인 比較

美國 不動産 市場을 보면 1980년대에는 10.5%에서 7.5%까지 下落하다가 1990초반에 는 9.5%까지 上昇하였다. 그러나 1995~1997년에는 다시 9.2%대로 하락하였다. 이를 두고 Richard B. Gold⁴³⁾는 美國 市場에서 還元利率은 9%의 核心利率(core rate)과 變動利率(transitory rate)로 구성 된다고 제시하고 있다. 따라서 不動産 還元利率은 核心利率 9%로 회귀 하고자 하는 성격을 갖고 있으며 長期的으로 不動産 價格과 賃料도 이러한 變動 樣相을 가질 것으로 추계하고 있다.

3) 賣渡時點 適用還元利率

前述한 자본환원율은 保有期間 중에 산출되는 純營業所得에 적용되는 利率이다. 그러므로 賣渡時點에 적용되는 자본환원율은 약간은 다른 접근을 필요로 한다. 왜냐하면 賣渡時點에 매수인은 다음 연도의 純營業所得을 예상하여 그 때에 적용되는 자본환원율로 還元하여 投資價格을 판단할 것이기 때문이다. 또한 장래의 소득을 예측하는 것은 價格 時點의 所得을 豫測하는 것보다는 더 不確實하기 때문에 일반적으로 0.5%~2% 정도 높게 산정하는 것이 일반적이다.

2. 還元方式

1) 直接還元方式

43) Richard B. Gold, "The Nine Percent Solution," Real Estate Issue 21, no. 2(August 1996). pp 23 ~ 26.

初年度の純營業所得을 기준으로 자본환원율로 나누어 收益價格을 算定하는 方式을 直接還元方式으로 부른다. 이때 적용되는자본환원율은 市場에서 去來價格과 純營業所得을 比較 判斷하여야 할 것이나, 전술한 數理的인 模型을 참고로 하여 保有期間, 不動産의 位置特性, 不動産 變動率 등을 참고로 하여 公示地價의 경우에는 自己資本收益率을 적용하고 建物の 경우에는 自己持分 收益률 + 1 / 殘存內用年數로 不動産 전체를 기준으로 할 경우에는 割引率-보유기간 동안 不動産 및 賃料의 예상 變動率로 하거나 割引率-보유기간동안 價格 變動率 X 償還基金率 중에 하나를 적용하는 것이 現在 소득접근법의 導入段階에서는 가장 적절한 대응이 아닐까 한다.

2) 抵當持分還元方式

抵當持分還元方式은 他人資本을 가미한 投資環境에서 적용되는 산식으로 자본환원율은 資本費用의 概念이 된다. 그러나 現在의 不動産 市場은 傳貫金이 他人資本을 補完하는 양상을 갖고 있어, 이를 적용하는 것은 다소 이른감이 있다. 그러나 現實的인 投資 樣態를 설명하는데 가장 適合한 理論的인 접근이다. 抵當債券의 流動化가 本格的으로 導入되고 流動性이 증가되는 時點에 이 方式의 적용을 검토하여도 될 것이다. 그러나 投資價格을 판단 할 경우에는 抵當常數 및 自己資本收益率 등을 他人資本 構成比와 自己資本 構成比로 加重平均하여 산출할 수 있을 것이다.

3) DCF(割引現金收支分析)

가장 積極的이고 合理的인 價格 算定은 現金割引收支分析일 것이다.

그러나 이 방식도 保有期間, 割引率 등의 判斷資料가 · 必要하고 未來 所得의 豫測에 수반되는 위험의 정도를 줄이기 위해서는 敏感度 分析 (what-if分析) 이나 simulation분석 技法이 응용되어져야 할 것이다.

가. DCF법의 類型

DCF법은 두 가지 유형으로 나누어지는데, 세전현금흐름(before-tax cash flow: BTCF)을 현재가치로 환원해서 대상부동산의 市場價値를 구하는 방법과 세후현금흐름(after-tax cash flow: ATCF)을 現在價値로 還元해서 대상부동산의 가치를 구하는 방법이다. 전자는 세전현금흐름모형이고 후자는 세후현금흐름모형이다.

세전현금흐름이란 純營業所得에서 元利金償還額을 뺀 금액으로서 所得稅를 控除하지 않은 것이다. 세후현금흐름이란 세전현금수지에서 소득세를 공제한 나머지로써 투자자에게 돌아가는 몫을 말한다. 미국에서는 세전현금흐름모형(before-tax cash flow model)이나 세후현금흐름모형(after-tax cash flow model) 양쪽 모두 抵當貸付가 있다고 묵시적으로 가정하고 있다.

나. DCF법에 있어서 세전모형과 세후모형의 논쟁

세전모형을 옹호하는 입장을 취하는 평가사들은 所得稅가 그 不動產의 所得創出能力뿐만 아니라 投資者의 限界所得稅率에 따라 달라지므로 그러한 영향을 받지 않는 稅前模型이 不動產 價値를 산정하는데 있어 더 좋은 방법이라고 생각한다. 특히 外國의 不動產市場은 法人稅가 減免되거나 免除되는 慈善團體, 年金, 基金, 不動產 投資信託 등에 의해 영향을 받는다. 또한, 세전모형은 간편하다는 利點도 있고, 不動產 이외의 投資

對象들, 예를 들면 株式이나 債券 등의 投資收益率이 通常 稅前으로 計算되므로 이들과의 비교를 위해서도 유리하다.

세후모형을 옹호하는 입장의 評價士들은 賃세는 부동산 투자자들에게 있어 중요한 관심사항이므로 세금과 賃세효과를 모두 반영하지 않은 모형은 불완전하다고 주장한다. 그들은 비교를 하기 위해서라면, 주식, 채권, 예금의 소득률을 세후소득률로 전환하는 것은 어렵지 않다고 주장한다.

세전과 세후모형에 관한 논쟁은 의미가 있고 지금도 계속되고 있다. 과거의 부동산 분석에서는 세전기준으로 분석하는 것이 보통이었으나, 요즘은 세후기준을 선호하는 평가사들도 많이 있다.

다. 直接還元法과 DCF법의 比較

直接還元法은 일년 동안의 營業所得과 市場에서 抽出한 綜合還元利率을 사용한다. 實務者들은 단지 營業所得과 綜合還元利率을 推計하기만 하면 되므로 이 방법은 다소 간단하게 보인다.

이와같이 直接還元法에서 適正한 綜合還元利率을 決定하기 위해서는 不動産의 未來 현금흐름에 영향을 미칠 수 있는 제반 요인에 대한 고려가 필요하지만, 純營業所得은 일년분만 있으면 가능하다. 즉, 直接還元法에 있어서는 미래 현금흐름을 명백히 고려하지는 않지만 還元利率은 미래의 현금흐름 및 가치의 변화가 類似한 不動産으로부터 抽出되어야 한다. 대상부동산의 미래 가치의 변화, 현금흐름과 이것들에 영향을 미치는 요인이 사례부동산과 다르다면 직접환원법은 부동산의 가치를 평가하기에는 너무 단순한 방법이 될 수도 있다.

한편, DCF법에서는 評價者가 保有期間 동안의 營業所得, 營業經費, 空室率의 變化, 未來의 資本的 支出, 保有期間 末의 純賣渡額 등을 豫測하

여야 한다. 그리하여 예상되는 현금흐름을 결정된 소득율로 할인하여 대
상부동산의 純現在價值를 구한다. 이 경우에 적용되는 할인率は 直接還
元法에 있어서의 綜合還元率과는 달리 市場狀況과 投資者들의 期待値를
고려한 要求收益率 水準이 된다.

直接還元法과 DCF법은 모두 市場指向的이고 未來收益으로부터 不動
産의 價格을 도출하는 개념으로부터 출발한 것이므로, 소득접근법을 적
용할 때 하나의 還元方法에 얽매일 필요는 없다. 적절히 사용한다면 직
접환원법과 DCF법은 유사한 결론을 도출할 것이다.

제5장 결론

지금까지 소득접근법의 문제점과 개선방안에 대하여 살펴보았다.

前述한 여러 問題點을 볼 때, 우리나라 不動産 市場은 소득접근법을 導入하기에는 아직 토양이 덜 갖추어진 상태라고 볼 수 있다. 그러나 소득접근법이 가지는 理論的 強點과 現實的 必要性 등을 고려할 때, 소득접근법 導入을 뒤로 미룰 수만은 없다. 그러나 도입에 앞서 몇가지 문제점을 수정하여 실무적으로 보다 효율적인 사용이 되어질 수 있도록 해야할 것이다. 몇가지의 대안을 제시하면 다음과 같다.

첫째, 용어의 통일성이 전제되어야 할 것이다.

평가이론과 기법이 급격하게 발달하고 있는 현시점에서 학계나 업계에서는 관계법령에서 사용되고 있는 한정된 용어만을 고수하고 있으며, 또한 이때까지 부동산관련 학회나 협회에서 한번도 용어의 적절성이나 통일성의 문제를 공식적으로 검토한적이 없다. 이러한 태도는 변화하는 평가기법과 이론속에서 양산되는 새로운 용어에 대응할 수 없도록 만든다는 문제점이 있다. 이러한 문제가 발생하는데에는 기술법적 성격을 지니는 부동산평가 관계법령이 새로운 평가이론과 기법이 발달함에 따라 잠진적으로 변경되어 왔음에도 불구하고, 법의 경직성으로 인하여 수십년동안 방치되어왔다는 점이고 또 한가지는 우리나라의 평가이론이 학문적 발달정도가 구미에 비해 상당히 뒤떨어지고 있는 일본에만 지나치게 의존하여 왔던 것도 큰 이유 중의 하나라고 볼 수 있다.

둘째, 直接還元法 適用時 適用할 자본환원율의 決定에 있어, 市場抽出法에 의한다면 市場에서 類似한 事例의 賣買價格과 收益, 費用資料를 구해야 하는데 資料의 公開를 꺼리는 國內 不動産 市場의 劣鬪氣에 비추어볼 때 당분간은 資料確保가 용이하지 않아 적용이 쉽지 않다. 또한, 國內 不

動産 投資者들이 不動産의 자본환원율을 考慮하여 投資하는 것이 아니므로, 投資者調査도 우리 실정에 아직 시기상조이고, 組成法の 경우에는 評價士의 主觀이 介入될 여지가 많아 적용하기가 쉽지 않다. 이처럼 直接還元法の 경우에는 자본환원율을 결정하기 어렵고 결정하더라도 전적으로 信賴하기는 어렵다.

셋째, 소득접근법 導入의 가장 큰 걸림돌이라 할 수 있는 資料蒐集의 問題와 자본환원율의 問題를 어느 정도 해결하여야 하며, 保證金問題도 合理的으로 處理할 수 있어야 할 것이다. 또한 소득접근법 적용시 既存方式에 의한 가격과의 차이가 발생하는 문제도 향후 우리 不動産市場의 거품이 해소되면서 서서히 해결될 것이다.

이러한 문제들이 해결될 경우 소득접근법을 導入하여 評價를 하다보면, 評價業界內에 收益用 不動産의 賣買價格, 收益, 費用의 資料들이 蓄積되고, 不動産 業界에서도 資料의 公開를 꺼리는 분위기가 상당부분 완화될 것이다. 또한 그 동안 評價士들이 소득접근법에 關心을 갖고 不動産 市場을 分析하므로써, 不動産 市場分析에 대한 노하우(know-how)도 많이 축적될 것이므로 이 때가 소득접근법을 本格的으로 導入하는 適期가 될 것이다. 이 경우 소득접근법이 주류를 이룰 것이므로 우리 評價業界에서도 소득접근법에 대한 지속적인 관심을 가져야 할 것이다.

▷ 참고문헌 ◁

〈국내문헌〉

손성태, 감정평가 및 보상법규, 1999

신종웅외 4인공저, 최신감정평가론 2002

안정근, 부동산평가이론 , 법문사 2001

김영진, 신부동산총론, 법문사, 1992

한국감정원, 부동산감정평가 1990.9

강남호, 감정평가사, 세학사, 1992

박래영, 우리나라에서의 소득접근법 실용화 방안연구, 부동산리서치 봄호, 한국감정원, 2000

주택신보사 부동산 감정 , Nov, 1998

부동산 연구사, 지가공시및토지등의 평가에 관한 법률, 부동산 연구사, 2000

안정근, 감정평가업의 시장개방에 따른 대응전략, 부동산학연구, 제2집

이상영, 부동산 가격산정을 둘러싼 쟁점과 전망, 국토 1998, 국토개발원

이규황, 미래의 부동산시장, 한국감정원사보, 1997.7

안정근, 부동산평가실무, 법문사, 1993

안정근, 소득접근법(소득접근법)의 이론적 접근, 부동산리서치 봄호,
한국감정원, 1999

은근수, 소득접근법의 실용화에 관한 연구 동국대학교 경영대학원, 1988

문창준, 부동산평가에 있어 소득접근법 적용에 관한 연구, 경희대학교
석사학위논문

임정영, 소득접근법에 관한 연구 석사학위논문 경희대 행정대학원
2000

장영설, 한국부동산시장에서 소득방식의 적용가능성에 관한 실증적 연
구, 석사학위논문, 고려대학교 경영대학원, 1996

이기우, 소득환법에 의한 부동산 가치평가에 관한 연구, 석사학위논문,
호남대학교 2001

<외국문헌>

AI. The Dictionary of Real Estate Appraisal, 1993,

AIREA, Appraisal of Real Estate, Chicago, 1978

Gregory J. Accetta, "Supporting Capitalization Rates," The Appraisal Journal, October 1998

Joseph H. Martin and Mark W. Sussman, "The Twelve Rs: An Overview of Capitalization Rate Derivation," The Appraisal Journal, April 1997

Appraisal Institute, The Appraisal of Real Estate, 11th ed. (Chicago: Appraisal Institute, 1996)

The Appraisal Foundation, Uniform Commercial and Industrial Appraisal Report: Existing Properties, (Washington, DC: Appraisal Foundation, 1997)

William M. Shenkel, Modern Real Estate Principle, (New York: McGraw-Hill, 1978)

Gerald R. Brown, Property Investment & The Capital market, E & FN Spon, 1991

Richard B. Gold, "The Nine Percent Solution," Real Estate Issue 21, no. 2 (August 1996)

Abstract

A Research on the Problems and Improvement Plan of Income
Approaching Way on the Standard of Appraisal and
Valuation of Our Nation

Kyung Su, Kim

Specialized in Real Estate Valuation

Graduate School of Real Estate

Han Sung University

Now the real estate market is ruled by the economic principle, the recognition on the real estate is changing from owning to utilizing, and the focus of the market is changing from supplier to user. The appraisal and valuation industry during this change procedure of market needs a new establishment of the concept about the real estate value meeting the demand of the user-oriented market and foreign investors, the necessity about

the income approaching way which was not treated significantly in practical valuation is getting higher, the efforts to set the ethics of appraisal and valuation, the practical standard of appraisal and valuation and so forth to an international standard are being progressed, the real estate valuation way newly introduced is connected to the security power of real estate which is the trend focusing on the stability and the fluidity rather than on the profit rate, the asset fluidity system is introduced as an alternative which is able to raise the short dating of the funds management and the fluidity of real estate according to focusing on the fluidity, and on the basis of it asset backed securities(ABS) and mortgage backed securities(MBS) are published , the real estate indirect investment like the introduction of REITs is being activated. This real estate market begins to be opened to foreigners with the new trend of changes, and it changed from the price environment of the prime cost-oriented to the price structure of cash flow oriented, it is necessary to approach schematically rather than to invest into a new market. In this domestic and foreign environments it is required to promote a unification of conceptual approach of valuation industry for the problems and

improvement plan of income approaching way, and it is also required to suggest a new alternative for the theory of the way.

Therefore, this research looked around the problems and improvement plan of income approaching way.

As seen from the above problems, the real estate market of our nation is not fully matured to introduce the income approaching way. But, considering the theoretical merit and realistic necessity of the income approaching way, we can't postpone the introduction of the income approaching way any longer. However we should make it to be used more efficiently in practice by correcting some problems before the introduction.

Some alternative plans are as follows.

Firstly, the unity of terms should be premised.

In this time when the valuation theory and the techniques are developing rapidly, the academic world and the industry stick to limited terms used in the related laws, and until now they have never formally considered the problems of the properness and unity of terms. This attitude has the problems that it makes it difficult to confront with a new term generated from the changing valuation techniques and the theory. The reasons

why this problems occur are that it was left unused for several decades owing to the stiffness of law though the real estate valuation related law which is descriptive has been changed gradually according as the new valuation theory and the techniques develop, and another big reason is that the valuation theory of our nation is excessively dependent only on Japan the development degree of which is much falling behind the Western.

Secondly, in deciding the exchange rate of interest applied when applying direct exchange law, the trading price, the profit, the cost data of the similar case in market should be obtained for the market outflow law, but the appliance is not easy for the data securing is not easy for the time being as seen from the atmosphere of domestic real estate market avoiding the opening of data to the public.

In addition, as the domestic real estate investors do not invest with considering the exchange rate of interest of real estate, the investigation of investors is premature to our reality, and in case of preparing a law the appliance is also not easy for there are lots of cases in which the subjectivity of valuation agent can be intervened. Thus, in case of direct exchange law it is

difficult to determine the exchange rate of interest, and it is hard to be trusted entirely though it is determined.

Thirdly, the problems of data collecting and the problems of exchange rate of interest which is the most big barrier to the introduction of the income approaching way should be solved somewhat, the problems of assurance should be treated reasonably.

In addition, the problem of generating differences with the price by the existing method when applying the income approaching way will be gradually solved in the future with the bubble of real estate market of our nation being removed.

When these problems will be solved, the data of the trading price, the profit, the cost of the real estate for profit within the valuation industry will be accumulated, the most atmosphere avoiding the opening of data even in the real estate industry will be relaxed by valuing with the introduction of the income approaching way.

In addition, when the know-how about the real estate market analysis will be grossly accumulated by analyzing the real estate market with an interest in the income approaching way by the valuation agent will be a proper time to actively

introduce the income approaching way. In this time as the income approaching way will be a main steam, our valuation industry should have a continuous interest in the income approaching way.