



### 저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



**저작자표시.** 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



**비영리.** 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



**변경금지.** 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

**저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.**

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

2007년 8월  
석사학위논문

# 부동산투자의 위험관리에 관한 연구

조선대학교 대학원  
경제학과  
안영덕

# 부동산투자의 위험관리에 관한 연구

*A Study on the Analysis of the Risk Factors and their  
Management in the Estate Investment Earning*

2007년 8월 24일

조선대학교 대학원  
경제학과  
안영덕

# 부동산투자의 위험관리에 관한 연구

지도교수 김 안 호

이 논문을 경제학석사학위 신청논문으로 제출함

2007년 4월

조선대학교 대학원  
경 제 학 과  
안 영 덕

# 안영덕의 석사학위논문을 인준함

위원장 조선대학교 교수

위 원 조선대학교 교수

위 원 조선대학교 교수

2007년 5월

조선대학교 대학원

## 목 차

### ABSTRACT

<b>제 1 장 서 론</b> .....	<b>1</b>
제 1 절 연구의 목적 .....	1
제 2 절 연구의 범위와 구성 .....	3
제 3 절 기존연구의 검토 .....	4
<b>제 2 장 부동산투자에 관한 이론적 고찰</b> .....	<b>6</b>
제 1 절 부동산투자이론 .....	6
1. 부동산투자의 의의 .....	6
2. 투자의 위험과 수익률 비교 .....	10
3. 부동산투자의 포트폴리오 .....	13
제 2 절 부동산 투자의 구조 .....	17
1. 부동산투자 대상 및 주체 .....	17
2. 부동산투자의 유형 .....	19
3. 부동산투자의 형태 .....	24
제 3 절 부동산가치 및 가치평가이론 .....	31
1. 가치평가의 의의 .....	31
2. 부동산가격의 본질 .....	33
제 4 절 부동산 투자의 위험 .....	45
1. 위험의 정의 .....	45
2. 부동산투자 위험의 유형 .....	46
3. 부동산 투자의 위험-수익률 관계 .....	49
<b>제 3 장 부동산 투자수익률에 관한 실증분석</b> .....	<b>54</b>
제 1 절 부동산수익률의 동향 .....	54
1. 투자수익률 .....	54

2. 소득수익률 .....	55
3. 자본수익률 .....	56
제 2 절 부동산 투자수익률과 주요 거시경제변수 .....	58
1. 인플레이션 위험 .....	58
2. 경제에 대한 불확실성 .....	59
3. 경기변동 .....	59
4. 이자율 위험 .....	60
5. 정부 정책 .....	60
제 3 절 실증분석 .....	60
<b>제 4 장 부동산투자의 위험관리 방안 .....</b>	<b>64</b>
제 1 절 개별 투자에 있어서의 위험관리 방안 .....	64
1. 가격변동 위험의 관리 .....	64
2. 판매(유동성)위험의 관리 .....	65
3. 관리운영과 임대위험의 관리 .....	66
4. 개발위험의 관리 .....	67
5. 비체계적 위험의 최소화 .....	67
제 2 절 리츠회사의 통합위험의 관리 .....	68
1. 위험관리 전략의 설정 .....	69
2. 위험의 측정, 보고, 통제체계의 확립 .....	69
3. 운용부문의 위험관리 .....	71
<b>제 5 장 요약 및 결론 .....</b>	<b>73</b>

**참고문헌**

## 표 목 차

<표 2-1> 부동산투자의 대표적 유형과 그 수익구조 .....	23
<표 2-2> 부동산개발의 분류 .....	26
<표 2-3> 시장접근법의 수행과정 .....	38
<표 2-4> 비용접근법의 수행단계 .....	40
<표 2-5> 소득접근법의 네 가지 기법과 그 성격 .....	42
<표 2-6> 부동산 시장의 주요 위험요인 .....	48
<표 3-1> 7대도시 오피스 및 매장용빌딩 투자수익률 .....	55
<표 3-2> 7대도시 오피스 및 매장용빌딩 소득수익률 .....	56
<표 3-3> 7대도시 오피스 및 매장용빌딩 자본수익률 .....	57
<표 3-4> GARCH(1,1)모형의 추정결과 .....	62
<표 3-5> 부동산수익률의 거시변수에 대한 추정결과 .....	63

## 그 립 목 차

<그림 2-1> 위험 회피형 · 중립형 · 선호형의 효용함수 .....	51
<그림 2-2> 위험과 수익의 상충관계 .....	52



## ABSTRACT

### *A Study on the Analysis of the Risk Factors and their Management in the Estate Investment Earning*

Ahn, Young-Duk

Advisor : Prof. Kim, Ahn-Ho Ph. D.

Department of Economics,

Graduate School of Chosun University

Investment in real estate is different form that in stocks or bonds. The former is more like long-term basis, expecting profits of capital or developments for it as well as requiring much capital. However, it is highly risky. Sharp decrease in land price after IMF and that of yield rate caused by vacant office for rent shows the loss in the principle or risk of investment.

For the investment of real estate, there are the direct way to invest and the indirect way to invest. The first one is to invest developing real estate as product or operating the existing real estate or developed one.

The other is to invest providing funds for developers and operators to real estate finance.

Real estate has been recognized as the safest asset, but as shown in plummeting prices of land during the economic crisis, the days have gone when the real estate was cited as safe investment. Once economy goes beyond high growth stage, investment in real estate has to be

made in consideration of profitability like any other investment.

With regard to investment in real estate expected to emerge as important social issue according to changes in economic situation, the study aims to create environment that can induce investment in real estate by systematically analyzing all theories related to real estate investment and analyze profit and risk of the real estate investment by examining decision-making process related to investment in stage so that it can figure out correlation between real estate investment earning rate and risk through recognition of risk pooling, composition of real estate portfolio and importance of analysis of environment of investment,

This study presents the major risk factors in the real estate investment and management. We analyze the effect of the systemic risk factors, in particular major macroeconomic variables, on the return on the real estate investment. As previous studies showed, lagged industrial production has a consistent positive effect. But inflation, whether it is expected or not, has depressing influence. Furthermore, economic uncertainty measured by the conditional variance from GARCH model or risk premium in bond markets has also negative effect on the real estate investment. In effect, the real estate investment in Korea is insufficient vehicle in hedging against the inflation and the economic uncertainty. This study concludes with a risk-management guideline in the real estate investment and management.

# 제 1 장 서 론

## 제 1 절 연구의 목적

지난 반세기 동안 우리나라는 높은 경제성장률, 인구증가, 산업화, 도시화 1인당 GNI증가와 지속적인 인플레이션 등으로 자산 가치를 유지, 증식시키기 위하여 사람들이 여러 가지 투자대상물 중 부동산을 선호하게 되었다. 이에 따라 인플레이션 헤지(hedge)를 모색하게 되었고, 투자시 위험성은 줄이고 수익성은 높이는 방법이 무엇인가에 대하여 관심을 갖게 되었다. 사실 부동산 투자의 절대적인 기법은 없다. 다만 부동산이라고 하는 재화는 일반재화와는 다른 특성을 가지고 있다. 따라서 부동산 투자는 물리적 특성인 비이동성<sup>1)</sup>, 비동질성<sup>2)</sup>, 희소성<sup>3)</sup>에 의한 영향과 사회적·경제적·행정적 작용에 의하여 영향을 받기 때문에 투자자에 있어서 전문성이 강하게 요구된다.

부동산 투자에 있어서 어떤 투자자는 효용의 극대화를 목적으로 하기도 하고(주택의 소유, 거주), 어떤 투자자는 부의 극대화를 의미하는데, 그 동기는 미래수익(future return)을 얻기 위한 동기에서 유발된다<sup>4)</sup>.

- 
- 1) 비이동성은 부동산의 일부로 간주되는 건물·토양·자갈 등은 자연이고 인간의 힘으로 이동시킬 수 있으나, 토지 그 자체는 움직일 수 없고 자리위치도 변화시킬 수 없는 것을 말한다.
  - 2) 비동질성은 지표상에 존재하는 토지로 위치·지형·지세·지반 등이 동일한 것이 없을 뿐만 아니라 그 개성도 다양하다. 즉 물적 상태의 동일한 토지는 하나밖에 없는 것을 말한다.
  - 3) 토지는 용도에 따른 공급이 원활하지 못하면 희소성을 발휘한다. 토지나 그 공간자체는 실제로 희소성이 없으니, 어떤 주어진 특정용도나 특정입지는 비교적 공급이 불충분하기 때문에 이용경쟁이 생겨 희소성이 문제가 생긴다. 희소성은 대개 도시토지 이용에서 발생한다.
  - 4) 이래영, 『부동산 투자론』, 삼영사. 2000, p.21.

부동산투자 위험과 수익률의 상관관계는 높은 기대수익(expected return)을 위해서 높은 위험을 부담하여야 하며 낮은 기대수익에 만족하는 경우에는 높은 위험을 택하지 않아도 된다. 또한 부동산투자는 현재의 소비를 희생한 대가(economic rewards)로서 시간에 대한 비용이며 또한 불확실성의 대가에 위한 위험의 비용이다.

1997년 IMF외환위기 이후 우리나라 부동산 시장은 새로운 국면을 맞게 되어, 이전에는 토지신화라는 용어가 존재할 만큼 부동산이 저위험 고수익의 투자자산으로 여겨졌으나 외환위기 이후 부동산에서도 위험의 중요성을 인식하게 되었다. 아직까지 우리나라의 부동산시장은 급변하는 환경변화에 아무런 적응력도 갖지 못하고 낙후된 시장구조를 그대로 유지하고 있는 상태이다.

자산관리 중에서 가장 핵심이 되는 부문은 위험관리라 할 수 있다. 규제완화와 세계화가 심화되면서 투자환경의 불확실성이 증가함에 따라, 부동산 투자와 관리에 있어서 고려해야 될 위험요소가 많아지게 되었으며, 그 결과가 위험관리 역시 그 중요성이 커가고 있다.

우리나라에서 부동산 투자와 관리과정에서 위험관리의 중요성이 인식된 것은 비교적 최근이라 할 수 있다. 그 동안 우리나라 부동산시장은 부동산 신화가 존재할 만큼 지속적인 가격상승으로 인하여 투자자들이 위험에 대한 인식이 낮았으며, 부동산은 인플레이션을 헤지할 수 있는 안전자산으로 분류되기까지 하였다. 그러나 IMF 외환위기 이후 구조조정으로 기업과 금융기관이 보유한 부동산 매물이 일시에 증가하면서 극심한 자산디플레이션이 발생하자 부동산과 관련한 위험관리의 중요성이 투자자들에게 인식되기 시작하였다. 특히, 리츠(REITs; Real Estate Investment Trusts)<sup>5)</sup> 도입에 따

---

5) 부동산투자신탁이라는 뜻으로, 소액투자자들로부터 자금을 모아 부동산이나 부동산 관련 대출에 투자하여 발생한 수익을 투자자에게 배당하는 회사나 투자신탁으로 증권의 뮤추얼펀드와 유사하여 '부동산 뮤추얼펀드'라고도 한다. 주로 부동산개발사업·임대·주택

라 전문적인 자산관리의 중요성이 더욱 증가한 것도 위험관리에 대한 관심을 환기시키게 된 계기가 되었다.

이러한 상황에서 부동산 위험을 확인하고 효과적인 위험관리 방안을 강구하는 것은 매우 절실한 과제가 되었다. 그러나 국내에서는 부동산 위험의 중요성이 최근에 부각된 만큼 이와 관련한 연구는 비교적 최근에야 본격화되고 있는 실정이다.

이러한 관점에서 본 연구는 부동산 투자에 관하여 이론적으로 고찰하고, 주요 위험요인 즉, 경기수준, 인플레이션 등 거시경제 변수가 부동산 수익률에 미치는 영향에 관한 실증분석을 하여, 이를 바탕으로 효과적인 위험관리 방안을 제시하는 데 그 목적이 있다.

## 제 2 절 연구의 범위와 구성

본 연구는 부동산투자에 있어서 합리적인 의사결정을 위한 투자자산의 유형에 대하여 각 자산의 특징과 현황을 살펴보고 투자관리와 위험간의 관계를 실증분석한다. 그 결과에 따라 부동산투자에 있어서 위험관리방안을 제시한다. 이와 같은 연구목적을 수행하기 위해 관련서적, 논문 등의 문헌 연구와 관련기관의 통계자료를 활용하여 실증분석을 수행한다.

본 연구의 구성은 서론에 이어 제2장에서는 부동산투자에 관한 이론, 구조, 부동산 가치평가 등을 이론적으로 고찰하고, 제3장에서는 경기수준, 인플레이션, 이자율 등의 거시경제변수의 위험요인을 실증분석을 하는데 있어서 먼저 자료가 안정적인가를 단위근검정을 실시하며 다음으로 GARCH 모형을 추정한다. 제4장에서는 실증분석의 결과로부터 도출된 위

---

저당채권 등에 투자하여 수익을 올리며, 만기는 3년 이상이 대부분이다.

험관리방안으로 파생금융상품 및 선분양제의 활용, 장기계약, 분산투자로 위험의 최소화 등을 제시하고, 제5장에서는 지금까지의 논의를 정리요약하고 결론을 맺는다.

### 제 3 절 기존연구의 검토

부동산 투자와 관리에 있어서 위험의 유형 분류와 위험관리 방안에 관한 연구들은 이미 외국에서는 충분히 진행되어 왔다. 대표적인 것으로, 우선, Sivitanides, Torto and Wheaton은 부동산에서 위험의 유형을 시장위험(market risk)과 부동산에 특수한 위험(property-specific risk)으로 정의하고, 미국의 주요 10개 도시를 사례로 하여 현대 포트폴리오 이론 관점에서 투자타겟과 전략적 포트폴리오 선정에 대한 연구를 하였다.<sup>6)</sup> Fisher and Liang은 분산투자 방법 중에서도 부동산 부문별 분산투자가 지역별 분산투자보다 더 우월함을 실증분석을 통하여 밝혔다.<sup>7)</sup> Cheng and Liang은 현대 포트폴리오이론에 기초하여 부동산 투자에 있어서 최적 분산 수준은 있는지, 있다면 어떤 수준인지에 관한 연구를 하였다.<sup>8)</sup> 이와 함께 Giliberto, Hamelink, Hoesil and MacGregor(1999)는 미국과 영국의 사례 비교를 통하여 조건부 이분산모델(QTARCH)를 활용한 주식, 채권, 부동산 등이 혼합된 포트폴리오 내에서 최적 분산투자 수준을 찾는 연구를 하였다. Gordon(1999)은 리츠주식과 일반주식 간의 옵션계약의 평균 이용률의 비

---

6) Sivitanides P. S, Torto R. G. and Wheaton W. C., "Strategic portfolio analysis: A new approach," *Real Estate Issues, Chicago*, Vol. 24. No. 4., 2000.

7) Fisher J. D. and Liang Y., "Is sector diversification more important than regional diversification?" *Real Estate Finance*, Vol. 17. No. 3. 2000.

8) Cheng P. and Liang Y., "Optimal diversification: Is it really worthwhile?" *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 6, No. 1. 2000.

교를 통하여 부동산에서 파생금융상품시장이 얼마나 발달해 있는지 그리고 향후 파생금융상품의 시장전망에 대해 연구하였다. Bierwan, Fooladi and Roberts는 위험관리의 방안으로서 듀레이션을 활용한 방법을 분석하였다.<sup>9)</sup>

우리나라에서 부동산 위험과 위험관리에 대한 연구를 비교적 최근에는 본격화되었다. 대표적인 연구를 보면, 박원석·최희갑은 부동산 투자의 위험에 대하여 GARCH모형으로 실증분석하여 위험관리방안을 제시하였다.<sup>10)</sup> 임재만은 VaR 모형을 사용하여 오피스 시장의 포트폴리오 및 위험관리 방안에 대하여 분석하였다.<sup>11)</sup>

---

9) Bierwan G. O., Fooladi I. J. and Roberts G. S., "Risk management with duration: Potential and limitations," *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol. 17, No. 2. 2000.

10) 박원석·최희갑, "부동산 투자·관리위험에 대한 실증분석과 위험관리 방안," 『부동산학연구』, 제8집 제1호, 한국부동산분석학회, 2002. pp.41-56.

11) 임재만, 『부동산포트폴리오 분석 및 위험분석』, 한국감정평가연구원, 2001.

## 제 2 장 부동산투자에 관한 이론적 고찰

### 제 1 절 부동산투자이론

#### 1. 부동산투자의 의의

##### 가. 부동산투자의 개념

일반적으로 투자란 현재의 소비를 희생한 대가로 미래의 경제적 보상을 받으려고 하는 투자행위를 말하며 이러한 투자의 특징은 화폐의 시장가치(time value of money)와 위험(risk)이라는 두 가지 속성을 가진다. 부동산 투자는 크게 실물자산투자와 금융자산투자로 구분할 수 있다. 우리나라에 있어 종래에는 부동산투자의 대상은 주로 실물에 국한되어 있었으나 현재에는 투자환경이 변화하여 부동산증권화제도가 도입되어 금융자산의 투자로 확대되었다. 여기서 실물자산이란 재화나 용역을 생산하는데 이용할 수 있는 토지, 건물, 공장, 기계장치 등의 유형자산을 의미하며 이러한 실물자산을 담보로 채권을 발행하였다면 이러한 주식과 채권을 구입한 투자자들은 대상부동산으로부터 얻어질 미래의 소득에 대하여 일정한 청구권을 행사할 수 있다. 이와 같이 미래소득에 대한 청구권을 나타내는 자산을 금융자산이라고 부른다.<sup>12)</sup>

부동산투자에 있어 어떤 투자자는 효용의 극대화를 목적으로 하기도 하고, 어떤 투자자는 부의 극대화를 목표로 한다. 그러나 일반적으로 부동산 투자는 부의 극대화를 의미하는데, 그 동기는 미래수익을 얻기 위한 동기

12) 지청·조담.『현대투자론』, 박영사, 1998.



에서 유발된다. 부동산투자에 있어 미래의 보상적 의미에 있어 기대이익은 위험과 상관비례관계에 있는데, 이는 위험이 크면 클수록 기대이익도 크고 위험이 작으면 기대수익도 적어진다.

#### 나. 부동산투자의 일반적 특성<sup>13)</sup>

##### 1) 개별성(비동질성, 비대체성)

토지는 지리적 위치가 고정되어 있기 때문에 각 토지마다 매우 강한 개별성을 갖고 있다. 즉, 어느 한 편위 토지도 다른 토지와 동일한 속성을 갖고 있다고 볼 수 없으며, 비대체적인 성격을 띠고 있다. 이와 같은 이질성은 토지의 프리미엄이 붙기 마련이고 완전대체의 불가능으로 토지시장의 규모를 극히 제한하여 지역시장의 규모를 극히 제한하여 지역시장을 형성한다.

토지는 그 용도에 따라 세분화되어 고유지목을 가진다. 또한 일반상품은 표준화에 의하여 대량생산되고 견본거래를 할 수 있지만 토지는 개별성이 강하므로 대량생산이나 견본거래가 불가능하여 반드시 입장활동을 하여야 한다.

##### 2) 공급의 한정성

토지는 자연 그대로의 피조물로서 그 물리적인 양을 인위적으로 증가시킬 수 있는 생산물이 아니다. 지구상의 면적은 바다를 매립하여 육지를 만든다고 하여도 토지용도의 전환에 불과하고 그 면적이 늘지 않으며 원래의 면적은 조금도 증가하지 않는다.

---

13) 이래영, 『부동산투자론』. 삼영사, 2000.

### 3) 투자의 안정성

투자에는 안정성(steady of investment)이 있어야 하는데, 이는 투자로 획득한 자산을 장래에 처분하여 원금을 합리적으로 회수할 수 있는 것을 말한다. 이러한 안정성은 모든 투자활동에서 언제나 보장되는 것은 아니고 때에 따라서는 원금회수가 불가능한 경우도 있다. 이러한 위험성은 투자활동에 대한 3대 위험성의 하나이다. 부동산에 있어서의 원금의 위험성은 법률·경제·기술의 3대 측면에 걸쳐서 분석·판단되어야 한다.

### 4) 투자소득의 발생

부동산의 투자소득에는 양도소득(capital gain)과 임대소득(rental income)이 있는데, 부동산의 소유, 임대 그리고 양도에 의한 자본이득을 목적으로 한다. 양도소득이란 부동산을 처분하여 자본이득이 발생하는 경우라고 임대소득이란 부동산을 타인에게 임대하여 임대료를 수취하는 것을 말한다. 일반적으로 부동산은 다른 재화와 달라서 보유이익, 이용이익, 담보이익, 처분이익의 권능을 가지고 있다.

### 5) 토지의 영속성

토지는 소모, 마멸되지 않는 영속성(indestructibility) 또는 불변성을 가지고 있다. 화재나 홍수 등으로 소실, 유실되더라도 불멸, 불변이라고 볼 수 있다. 이 특성은 사용해도 줄어들거나 방치해 두어도 부패하거나 또는 질적 변화가 거의 없는 영속적인 보존이 가능하다는 뜻이다. 토지의 영속성으로 인하여 감가상각이 불필요하고 유용성은 영구적이며 투자활동시에는 장기적인 배려에 의하고, 재생산이론이 적용되지 않는다.

## 6) 용도의 다양성

토지는 개별성에 따라 농업용지, 공업용지, 상업용지, 주택용지 등 여러 가지 용도에 사용할 수 있다. 토지의 영속성에 따라 가변성은 항상 보장된다. 이 다양성과 가변성은 인간의 기호의 변경, 사회적·경제적 변동, 행정적인 변화에 의한다. 토지용도의 다양성은 하나의 토지에 대하여 경합, 전환 및 병존이라는 세 가지의 다른 형태로 나타난다. 경합하는 용도 중 어느 용도를 선택하는가는 별개의 문제이고 이 선택은 경합이 있기 때문에 가능한 것이다. 또한 어느 용도로 선택하느냐 하는 것은 투자자가 결정하는 것이다.

이는 행정상의 요인에 따르는 경우도 있으나 주로 가격에 의하여 선택되는 것이다.

## 7) 위치와 효용

토지투자에 있어서 물리적인 기능보다는 인위적인 주변환경에 의하여 효용이 달라진다. 토지는 피조물이지만 그 환경은 인위적이다.

부동산에 대하여 투자한다는 것은 효용도에 의한 위치의 투자이다. 효용도가 높고 낮음에 따라 투자의 방향이 다르게 된다. 토지 그 자체에 있어서 가치를 가지는 것이 아니고 인간이 창작하고 이용하는 고정에서 발생한다. 알프레드 마셜(Alfred Marshall)은 위치의 가치, 허드(Hurd)는 위치의 접근성을 강조하였다.

부동산투자는 다음과 같은 특징을 가지고 있다.

- ① 투자기간이 장기이다.
- ② 투자액이 다른 자산의 투자액보다 많은 자본을 필요로 한다.
- ③ 수익획득은 경영자의 경영수완에 의존한다.
- ④ 자본이익을 기대한다.

- ⑤ 감가상각 등에 의한 절세(tax shelter)효과가 있다.
- ⑥ 장래기대수익은 불확실하다.
- ⑦ 도난·멸실의 위험이 없다.
- ⑧ 개발이익의 발생할 수 있다.

## 2. 투자의 위험과 수익률 비교

### 가. 자산투자의 위험

일반적으로 경제이론에서는 미래의 결과에 대하여 어느 정도의 지식을 갖고 있는가에 따라 의사결정의 상황을 확실성(certainty), 위험(risk) 또는 불확실성(uncertainty)으로 구분한다. 확실성이란 미래 결과에 대하여 완전한 지식을 가지고 예측할 수 있는 경우를 의미하며, 불확실성은 미래 결과에 대하여 완전한 무지인 경우를 의미한다. 현실적으로 완전한 예측을 의미하는 확실성이나 완전한 무지를 의미하는 불확실성은 전혀 존재하지 않거나 또는 지극히 예외적으로만 존재한다. 위험은 미래 결과에 대하여 부분적인 지식만을 가지고서 의사결정이 이루어지는 상황을 의미한다. 즉, 위험은 의사결정자가 미래에 얻어지게 될 결과에 대하여 부분적인 지식만을 가지고 있기 때문에, 미래의 결과가 확률분포로 예상될 수 있는 상황을 가리킨다. 따라서 투자위험은 선택가능한 행동대안에 대하여 의사결정자에게 확률분포를 예상할 수 있는 복수의 결과에 대응하는 상태이다. 즉 위험이란 투자손실의 가능성을 말하는 것으로 미래의 불확실성 때문에 발생한다. 어떤 자산의 위험은 그 자산의 수익률이 변동하는 정도, 즉 수익률이 기대수익률을 중심으로 흩어진 정도(dispersion)로 측정된다. 이때 기대수익률로부터 흩어진 정도를 측정하는 방법에는 여러 가지가 있지만, 일반적으로

분산이나 표준편차가 널리 사용된다.

분산이란 미래 수익률의 확률분포가 주어졌을 때, 실현될 수 있는 수익률과 기대수익률간의 차이를 제곱하여 이를 각 수익률이 실현될 확률로 가중평균한 값으로 정의된다.<sup>14)</sup> 이들 수식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\sigma^2 = E[R - E(R)]^2 = \sum p_i [R_i - E(R)]^2$$

그러나 분산은 편차의 제곱이어서 그 단위가 수익률의 단위인 %와는 다르다. 따라서 같은 표준화된 척도로 표준편차를 사용하기도 한다. 표준편차( $\sigma$ )는 분산의 양의 제곱근으로 그 단위는 수익률의 단위와 같은 %이다.

## 나 .수익률

### 1) 수익률의 종류

투자란 장래의 불확실한 수익을 위해 현재의 확실한 소비를 희생하는 것이다. 불확실한 장래의 현금수입을 위해, 현재의 소비를 희생하고 현금을 지출한다는 것은 위험이 수반되는 일이다. 따라서 투자에는 대가가 따르기 마련인데, 이것을 수익률(rate of return)이라 한다. 수익률을 구성하는 대가에는 두 가지가 있다. 하나는 현재의 소비를 희생한 대가로서 기간에 대한 비용이며, 다른 하나는 불확실성에 대한 대가로서 위험에 대한 비용이다.

또한 수익률이란 투자된 자본에 대한 산출의 비율이다. 일반적으로 수익률에는 기대수익률과 요구수익률, 실현수익률이 있다.<sup>15)</sup> 기대수익률(expected rate of return)이란 투자자로부터 기대되는 예상수입과 예상지출

14) 정운찬, 『화폐와 금융시장』, 율곡출판사, 2000.

15) 이래영, 『부동산투자론』, 삼영사, 2000.

을 토대로 계산되는 수익률이다. 예를 들면 1억원에 어떤 땅을 사서 1년 후에 비용을 제하고 1억 1천만원에 팔 수 있을 것이라고 기대할 수 있다면 이것에 대한 기대수익률은 10%가 된다. 요구수익률(required rate of return)이란 투자자에 대한 위험이 주어졌을 때 투자자가 대상부동산에 자금을 투자하기 위해서 충족되어야 할 최소한의 수익률을 의미한다. 요구수익률에는 시간에 대한 비용과 위험에 대한 비용이 들어있다. 투자자는 적절한 요구수익률이 충족되지 않는 한 투자를 하려고 하지 않는다. 예를 들어 기대수익률이 10%인 두 개의 투자대안이 있다고 하자. 하나는 위험 부담이 큰 부동산개발업에 대한 수익률이라고 할 때에 다른 모든 것이 일정한 경우 위험이 큰 개발사업에 대한 수익률이라고 할 때에 다른 모든 것이 일정한 경우 위험이 큰 개발사업에 사람들이 투자하기를 꺼릴 것은 너무도 당연하다. 따라서 위험이 크면 클수록 요구수익률도 커진다.

실현수익률(realized rate of return)이란 투자가 이루어지고 난 후에 현실적으로 실현된 수익률이다. 실현수익률을 다른 말로 실제수익률(actual rate of return)이라고 한다. 실현수익률은 투자가 이루어진 후에야 알 수 있기 때문에 이것은 사후수익률 또는 역사적 수익률(historical rate of return)이라고 한다.

## 2) 필요수익률을 구서하는 요소

필요수익률 중에는 무위험 이자율(risk-free rate), 예상 인플레이션율, 위험보험료 등 세 가지의 주요 요소가 포함되어 있다.

무위험 이자율이란 원금 변제에 대해 채무불이행의 위험성이 없고 미래의 수입 흐름이 확실히 보증된 자산에 대한 수익을 말한다. 무위험 상황에서는 투자자가 지불하는 희생은 일정기간 화폐를 활용하는 데 따른 기회이익뿐이다. 전형적으로는 장기국채의 이율이 무위험 이자율의 기준으로 이

용된다.

그러나 투자가가 흥미를 갖는 것은 실질이율로, 필요수익률에는 인플레이션의 영향을 상쇄시키는 데 충분한 수익이 포함되어 있지 않으면 안된다. 그 때문에 장기국채의 이율에는 실질 무위험 이자율과 예상 인플레이션율이란 두 가지 요소가 포함되게 된다. 세인트루이스 연방준비은행에 따르면 1993년 9월 2일 장기국채의 평균이율은 5.96%였다. 인플레이션율의 장기전망이 3%라고 상정하면, 투자가가 기대한 무위험 이자율로서의 실질 수익률은 그 시점에서 2.96%였다는 것이 된다. 유감스럽게도 실제 투자의 거의 대부분은 위험에서 완전히 자유로운 것이 아니다. 그러므로 사업과 관련한 위험에 대한 대가로서 추가이익률이 부가되지 않으면 안된다. 이것이 전형적인 위험보험료로서 실질적인 수익이 기대수익에서 이탈할 가능성에 대한 대가이다. 일반적으로 높은 위험이 존재하고 있는 경우, 투자가는 높은 수익률을 추구한다.<sup>16)</sup>

### 3. 부동산투자의 포트폴리오

#### 가. 포트폴리오 개념

##### 1) 포트폴리오의 정의

포트폴리오(portfolio)란 용어는 '종이끼우개', '서류가방'의 의미인데 이것은 하나의 재산에만 투자하지 않고 둘 이상의 자산에 분산투자할 경우의 투자대상을 지칭하는 개념이다. 넓은 의미에서의 포트폴리오란 자산의 조합(組合)을 말하나 좁은 의미에서의 포트폴리오란 증권시장에서 거래된 주식, 회사채 등 금융자산의 조합을 말한다. 부동산투자시 한 종목에 투자하

---

16) Gordon V, Smith and Russel, L, Parr, 『(주)테크벨류』, 2000.

지 말고 여러 종류, 즉 주거용인 경우 단독주택이나 다세대주택 그리고 아파트 등이 있으며 상업용빌딩, 임야, 별장지, 나지 또는 위락지 등 투자대상도 많다.

이와 같이 부동산투자의 목적은 위험을 감수하고 일단 더 많은 투자수익(investment return)을 확실하게 올리는 데 있다.

투자는 미래를 보고 행하여지며 미래의 사상은 모두 불확실하다. 따라서 기대수익의 크기와 이에 수반되는 위험의 크기를 적절히 조정하여 균형을 유지하여야 한다.

## 2) 재산3분법

재산3분법이란 자기의 재산을 예금, 부동산, 주식에 각각 배분 투자하여, 투자에서 발생하는 위험을 분산시키고 수익성, 환금성, 안전성을 균형 있게 검토하여 재산관리를 하자는 것이다.

예금은 환금성과 안전성은 강하나, 특히 '인플레이션'시기에는 화폐가치의 하락에 대해 '헤지'가 약하므로, 수익성이 적다고 할 수 있다.

## 3) 부동산 포트폴리오의 효과<sup>17)</sup>

부동산투자시 개별부동산에 분산투자함으로써 투자위험을 축소시킬 수 있다. 부동산의 결합을 통한 투자의 분산화행위는 투자자의 위험을 감소시킨다. 따라서 투자자가 그의 여유자금을 한 장소 한 종류에 집중적으로 투자하지 않고 분산투자하는 것을 포트폴리오 효과(portfolio effect)라고 한다. 이제 어떤 두 부동산의 가격이 정반대로 움직이고 있는 경우 이를 두 부동산을 결합한다면 어떤 결과를 초래하는가를 살펴보자. 가령 A부동산의 수익률은 경기변동에 정비례하고, B부동산은 오히려 역비례하고 있다고 가

17) 이태영. 2000. 부동산투자론. 삼영사



정할 때 투자자가 그의 여유자금을 A, B 중 어느 하나에만 투자하지 않고 이들 두 부동산에 나누어 투자하게 되면 그의 투자 포트폴리오의 기대수익률은 상당히 안정적인 상태를 유지할 수 있을 것이다.

즉, 서로 역의 연관성이 있는 2개의 부동산에 분산투자함으로써 그 투자자의 투자위험은 감소한다.

#### 나. 포트폴리오의 기대수익률과 위험<sup>18)</sup>

포트폴리오란 여러 자산들의 집합이다. 그러므로 포트폴리오의 기대수익률과 위험은 그것을 구성하는 개별자산의 기대수익률과 위험에 따라 결정된다. 직관적으로 볼 때 포트폴리오에 포함된 개별자산의 수익률이 커지면 포트폴리오의 기대수익률도 올라간다. 마찬가지로 개별자산의 위험이 증가하면 포트폴리오의 위험도 증가할 것 같다.

포트폴리오는 여러 자산의 가중합이므로 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned}
 R &= w_1R_1 + w_2R_2 + \dots + w_nR_n \\
 &= \sum_i w_iR_i \\
 \text{단, } &w_1 + w_2 + \dots + w_n = 1
 \end{aligned}$$

여기서  $w_i$ 는 자산  $i$ 가 포트폴리오에서 차지하는 비중,  $R_i$ 는 자산  $i$ 의 수익률을 뜻한다. 이로부터 포트폴리오 기대수익률  $E(R_p)$ 는 다음과 같이 계산된다.

$$E(R_p) = w_1E(R_1) + w_2E(R_2) + \dots + w_nE(R_n)$$

---

18) 정운찬. 전계서.

포트폴리오의 위험에 대해 살펴보면, 포트폴리오의 위험도 개별자산의 위험과 마찬가지로 분산과 표준편차를 사용하여 측정하는 것이 일반적이다.  $R_1$ 과  $R_2$ 의 두 개 자산으로 구성된 포트폴리오의 위험은 다음과 같다. 두 개 자산의 구성비를 각각  $w_1$ 과  $w_2$ 라 하고, 각 개별자산의 수익률 분산은 각각  $\sigma_1^2$ 와  $\sigma_2^2$ 라고 하면 포트폴리오의 위험을 분산으로 계산하면 다음과 같이 도출된다.

$$\begin{aligned}\sigma_p^2 &= E(R_p - E(R_p))^2 \\ &= E(w_1(R_1 - E(R_1)) + w_2(R_2 - E(R_2)))^2 \\ &= w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + 2w_1w_2Cov(R_1, R_2)\end{aligned}$$

결국 포트폴리오의 위험은 각 구성 자산에 가중치를 준 것의 제곱 합과 구성 자산 수익률간의 공분산(covariance)에 의해 결정된다.

자산  $n$ 개로 구성된 일반적인 포트폴리오의 분산은 다음과 같다.

$$\sigma_p^2 = \sum_i w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_i \sum_{j \neq i} w_i w_j \sigma_{ij}$$

공분산이란 각 자산의 수익률간에 존재하는 상호관계를 뜻한다. 즉, 어떤 자산의 수익률이 증가할 때 다른 자산의 수익률이 체계적으로 같은 방향으로 증가한다든지 또는 체계적으로 반대 방향으로 감소하는 경우가 있다. 전자의 경우에는 어떤 자산의 수익률 증가는 다른 자산의 수익률 증가를 동반할 것이다. 반면 후자의 경우에는 어떤 자산의 수익률 감소가 다른 자산의 수익률 증가로 상쇄될 것이다. 확률변수들 사이의 상호관계를 측정하는 척도로서 상관계수를 사용한다. 상관계수란 확률변수 X와 Y의 공분

산을 각각의 표준편차로 나누어 준 값으로 정의된다. 이것은 두 확률변수 간의 선형관계를 반영하는 지수로서, -1과 1사이의 값을 갖는다.

## 제 2 절 부동산 투자의 구조

### 1. 부동산투자 대상 및 주체

#### 가. 부동산 투자대상

부동산은 인간에게 환경이자 재산으로서 투자의 대상이 된다. 부동산은 토지와 정착물로 분류되지만, 질레로 부동산을 이용하는 측면에서 본다면 토지와 정착물 그 각각은 큰 의미를 가지지 못한다. 단순한 채집생활의 단계를 넘어선 인간에게 토지 그 자체가 안겨주는 경제적 효용은 크지 않으며, 정착물의 경우 토지에 기반하지 않고서는 존재할 수조차 없기 때문이다.

그럼에도 불구하고 토지는 여전히 중요한 상품으로서의 가치를 가진다. 토지는 정착물을 만들기 위한 기초적인 바탕이 되며, 그 자체로 거래된다. 정착물의 설치가 용이한 상태로 가공된 형태(절토 및 성토)일 수 있으며, 더 나아가서 특정한 용도의 토지로 인정받기 위해서는 그에 맞는 주변환경이 전제되어야 한다.

건축물은 가장 대표적인 부동산 상품이다. 건축물은 정착물 중에서 수적으로도 다수를 차지하지만 경제적인 측면에서는 더욱 그 비중이 높다. 실제로 이루어지는 정착물에 대한 거래의 대부분은 바로 건축물을 대상으로 하고 있다.

건축물은 일반적으로 토지와 건축물의 상품가치를 높이는 기능을 한다. 도로, 철도, 상하수도, 전기통신 등 기반시설은 주로 토지와 밀접히 연관되어 공공재의 성격을 가지며, 골프장, 스키장, 풀장, 스케이트장 등 옥외시설은 주로 건축물과 밀접히 연관되어 상품으로 거래된다. 결국 투자대상으로서의 부동산은 곧 토지와 정착물을 의미하지만, 좀더 구체적으로는 '잘 가동된 형태의 것을 포함하는 토지(improvements-to-land : 토지+기반시설)'와 '토지와 결합된 형태로서의 정착물(improvements-to-land : 건축물+옥외시설)'로 표현될 수 있다. 투자대상으로서의 부동산은 일반적으로 그 용도에 따라 다시 세분될 수 있다. 부동산의 용도는 크게 주거용, 상업용, 공업용, 임업용, 숙박용, 관광용, 특수목적용 및 복합용도로 구분된다. 부동산의 용도가 효과적으로 달성되기 위해서는 토지와 정착물이 성공적으로 결합되어야 한다. 따라서 토지와 정착물 각각도 위와 동일한 방식으로 분류될 수 있다. 다만 농림업용부동산의 경우 대부분 토지의 형태로 존재하므로 정착물의 분류에서는 중요하게 다루어 지지 않는다. 부동산의 거래되는 시장은 타 재화시장에 비해 몇 가지 특성을 가진다. 부동산시장은 부동산의 물리적 고정성에 의해 고도로 국지화되며, 고가품이기 때문에 거래가 빈번하지 않으며, 시장상황의 변화에 따라 수요와 공급의 조절이 쉽지 않을 뿐 아니라, 법률이나 정부의 정책에 민감하게 반응한다. 이러한 모든 특징은 부동산시장을 불안정하게 만드는 요인이 된다.

#### 나. 부동산투자의 주체

부동산투자의 유형에 따라 그 주체는 다양하지만, 크게 지분투자자(equity investor)와 저당대출자(mortgage lender)로 나누어진다.

이 중 지분투자자는 부동산투자에 있어서 자기자본을 제공한 자를 말하

며, 저당대출자는 해당 부동산을 담보로 저당대출을 제공한 자를 말한다. 따라서 일반적으로 부동산개발자와 운영자는 지분투자자에, 부동산금융자는 저당대출자에 해당된다.

부동산에 대한 최종 수요자는 자신이 직접 부동산을 개발하거나 취득하여 이용하는 경우도 있지만, 일반적으로 부동산투자의 주체로부터 임차하는 방식을 이용한다. 결국 부동산투자의 궁극적인 이익은 임차자(tenant)로부터 발생하며, 그 과정에서 정부(government)는 각종 규제와 조정을 한다.

이들 지분투자자, 저당대출자, 임차자, 정부를 부동산투자의 시장참여자(market participant)라고 부른다.

## 2. 부동산투자의 유형

부동산투자는 그 대상과 형태에 따라 몇 가지 유형을 형성한다. 부동산투자는 그 유형에 따라 수익과 위험의 구조가 달라지므로, 가치평가에 있어서 투자의 유형은 반드시 고려되어야 한다.

앞에서 살펴본 부동산투자의 대상과 형태는 다음과 같이 요약될 수 있다. 부동산투자의 대상은 곧 토지와 정착물이다. 그러나 투자대상으로서의 부동산은 물리적 실체인 토지와 정착물 자체보다는 그들이 적절하게 결합된 상품을 뜻한다.

부동산투자의 형태는 개발, 운영, 금융의 세가지로 분류된다. 부동산투자를 기업경영에 비유한다면, 기업을 설립하여 주식을 발행하거나 기업이 새로운 사업부분에 진출하는 것은 부동산개발에, 기업의 주식이나 채권을 매수하여 투자이익을 추구하는 것은 부동산운영에, 기업에 대하여 신용이나 자산을 담보로 자금을 대출하는 것은 부동산금융에 해당한다고 할 수 있다. 이 모든 활동은 하나의 사업(project)형태로 나타나며, 부동산에 대해

최종 수요자에게 부동산을 공급하는 기능을 한다.

#### 가. 토지대상에 따른 부동산개발의 유형

부동산개발은 그 대상에 따라 토지개발과 정착물개발로 나눌 수 있다. 토지개발이란 새로운 생활환경을 창조하는 하나의 과정으로서, 토지를 그 목적에 알맞게 가공하고 공공시설 등을 정비하여 토지의 구획도 그것에 적합하도록 변경하는 것으로 정의될 수 있다.<sup>19)</sup>

그 정의에서 알 수 있듯이 토지개발은 토지를 변형시키는 활동을 모두 포괄하기보다는 정착물이 집단적으로 개발될 수 있도록 대단위의 토지를 조성하는 것만을 말하며, 여기에는 도로, 상하수도, 전기통신, 공원 등 기반시설의 설치까지 포함된다. 따라서 하나의 정착물을 건설하기 위해 그 부지를 본인이 조성하는 경우와 같이 소극적인 활동은 엄밀한 의미에서 토지개발의 범주에 포함되지 않는다. 토지개발은 그 용도에 따라 크게 택지개발, 농지개발, 임지개발 등으로 분류될 수 있다. 그런, 일반적으로 토지개발이라고 하면 그 중 주거용, 상업용, 공업용 등의 택지개발만을 말한다. 농지나 임지를 개발하여 타인에게 판매(매각 또는 분양)하는 경우는 흔하지 않기 때문이다. 대부분의 국가에서 토지는 매우 중요한 자원으로 인식되므로, 국토의 균형 있고 효율적인 개발을 유도하기 위해 다양한 법률을 마련하고 있다. 한국의 경우에도 전국의 합리적인 개발, 이용, 보전을 위한 국토건설종합계획법과 국토이용관리법, 도시계획법, 수도권정비계획법 등의 거시적인 체계 내에서 각종 법률에 의해 토지개발사업을 규정하고 있다.

한편 정착물개발은 건축물과 그에 부대 되는 옥외시설을 개발하는 것을 말한다. 토지개발이 타인에게 판매할 것을 목적으로 하는 대규모 사업만을

---

19) 이원준, 『부동산학 원론』. 행법사, 1994.

뜻하는 데 반해서 정착물개발이라는 용어는 보다 넓은 목적에 두루 쓰인다. 즉 개발의 일차적인 목적은 정착물의 판매를 통해 이익을 창출하는 것이지만, 넓게는 호텔사업, 주제공원사업 등 기타사업을 직접 영위하는 것도 포함될 수 있다.

그러나, 이런 경우에도 당해 정착물을 완성하는 단계까지만이 개발사업이며, 이후에 개발사업과 동일한 주체가 타 사업을 영위하는 것으로 파악되어야 한다.

정착물 개발은 그 용도에 따라 크게 주거용, 상업용, 공업용, 숙박용, 관광용, 특수목적용 및 복합용도 개발로 분류될 수 있다.

주거용정착물의 경우 단독주택, 다중주택 등 단독주택과 아파트, 연립주택, 다세대주택 등 공동주택으로 다시 분류된다. 이중 판매를 목적으로 개발되는 가장 대표적인 것은 아파트이며, 그 판매형태는 분양이다. 나머지 주택들도 판매를 목적으로 할 수 있지만, 일반적으로 본인이 거주할 목적으로 개발되거나 분양 대신 바로 임대로 이어지는 경우가 많다. 다만 최근 들어 많이 개발되는 동호인마을이나 전원주택의 경우는 판매를 목적으로 한 단독주택의 예가 될 수 있다.

상업용정착물의 경우 상가 용도의 판매시설과 사무실 용도의 업무시설 두가지가 있으며, 이중 판매시설은 다시 근린생활시설, 시장, 대형점, 백화점, 쇼핑센터, 도매센터, 기타 수퍼마켓 등으로 세분된다. 이들 부동산 역시 대부분 판매될 것을 전제로 개발되며, 그 판매형태는 분양이다.. 그러나 현실적으로 하나의 상업용 정착물이 전부 분양되는 경우는 많지 않다. 대부분은 분양과 임대가 혼합된 형태를 띠며, 이때 상업용정착물의 개발자는 임대사업을 영위할 목적으로 개발에 임하게 된다. 따라서 백화점개발의 주체는 개발이 완료된 후 부동산이 아닌 백화점운영자로 탈바꿈하게 된다.

나머지 공업용, 숙박용, 특수목적용정착물은 대부분 상업용정착물 중 백

화점과 같은 경우에 속한다. 공장은 공업을, 호텔이나 여관은 숙박업을, 골프장이나 스키장은 관광업을 영위할 목적으로 개발된다. 이는 대학이나 병원과 같은 특수목적용정착물에 있어서도 마찬가지이다. 다만 분양을 목적으로 하는 아파트형 공장, 골프장, 콘도 등은 특별한 경우에 속한다.

#### 나. 투자대상에 따른 부동산운영의 유형

부동산운영 역시 그 대상에 따라 토지운영과 정착물운영으로 분류될 수 있다. 그러나 일반적으로 부동산운영이라고 하면 정착물운영만을 의미한다. 토지를 취득하여 그 수요자에게 임대하는 경우는 실제로 매우 드물기 때문이다.

한편, 정착물운영 역시 임대에 국한되기 때문에 모든 용도에 적용되지 않는다. 정착물도 용도에 따라서는 임대를 하지 않는 것이 있기 때문이다. 주거용, 상업용부동산은 대표적인 임대용부동산이다. 주거, 판매, 업무 등의 활동을 하고자 하는 수요자는 그 용도에 해당하는 주택, 상가, 사무실을 임차하여 자기고유의 목적대로 이용할 수 있다. 하지만 공장, 호텔, 골프장 등은 대형부동산을 기반으로 하고 있지만, 그러나 부동산을 임차하여 공업, 숙박업, 관광업을 영위하는 경우는 거의 없다. 그러한 사업을 영위하고자 하는 자는 대부분 자신이 부동산을 개발하거나, 이미 개발된 부동산을 취득하는 경우가 많다. 이는 대학이나 병원과 같은 특수목적용정착물에 있어서도 마찬가지이다.

결국 부동산운영의 대상은 정착물 중 주거용과 상업용부동산에 국한된다고 할 수 있다. 다만 아파트형공장을 임대하는 것은 특별한 경우에 속한다.



**<표 2-1> 부동산투자의 대표적 유형과 그 수익구조**

구분	부동산 개발	부동산 운영	부동산 금융	
토지	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 택지, 임지, 농지밭</li> </ul> (주로 택지에 국한됨) →매각, 분양 : 대금회수	일반적으로 없음	토지나 정착물의 개발과 소용되는 해당 토지나 정착물을 담보로 →대출: 이자수입	
정착물	주용	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 단독, 공동주택 개발</li> </ul> →매각, 분양 : 대금회수		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 단독, 공동주택 취득</li> </ul> →임대 : 보증금+임대료 (또는 전세보증금)
	상업용	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 상가, 사무실 개발</li> <li>● 백화점 등 개발</li> </ul> →매각, 분양 : 대금회수 →이용 : 운영수입		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 상가, 사무실 취득</li> </ul> →임대 : 보증금+임대료
	공업용	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 공장, 창고개발</li> <li>● 아파트형 공장 등 개발</li> </ul> →이용 : 운영수입 →매각, 분양 : 대금회수		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 아파트형 공장 등 취득</li> </ul> →임대: 보증금+임대료
	숙박·관광용	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 호텔, 주제공원 등 개발</li> <li>● 콘도, 골프장 등 개발</li> </ul> →이용 : 운영수입 →분양(회원모집)+이용 : 대금회수(회원모집금) + 운영수입		일반적으로 없음

- 주 1) 각 란의 표기는 ●대표적 사례 → 판매 및 운영방식 : 수익구조 형임  
 2) 수익구조에 있어서 매각 및 분양 대금회수는 자산계정에서 현금계정으로 이동하는 현금수입을, 임대료 및 운영수입은 매출에 의한 현금수입을, 보증금과 회원모집금은 부채 형식의 현금수입을 의미함.

**다. 투자대상에 따른 부동산금융의 유형**

부동산금융에 있어서 투자대상의 분류 자체는 개발이나 운영에 비해 중요하지 않다고 할 수 있다. 부동산금융의 종류에 따라 다를 수는 있지만,

일반적으로 대출자는 담보의 대상인 부동산의 가치 자체나, 부동산으로부터 발생하는 이익이 대출에 대한 이자와 원금을 보장할 수 있는가에 더욱 관심이 있기 때문이다. 따라서 부동산금융은 개발과 운영이 대상으로 하는 모든 부동산을 그 대상으로 할 수 있다.

### 3. 부동산투자의 형태

다양한 부동산활동 및 부동산업을 살펴봄으로써 부동산투자자로 인정받기 위한 기준은 다음의 세 가지 임을 알 수 있다.

첫째, 부동산투자자에 대한 의사결정을 직접 수행해야 한다. 따라서 투자의사결정의 과정에 있어서 전문적인 지식이나 기술을 제공하는 서비스분야의 활동이나 업종은 부동산투자자라고 부를 수 없다.

둘째, 부동산투자자에 따른 자금집행을 직접 실행해야 한다. 따라서 투자의 과정에 수반되는 각종 거래나 관리를 대행하는 서비스분야의 활동이나 업종은 부동산투자자라고 부를 수 없다.

셋째, 부동산투자자에 따른 자금집행을 통해 이익을 추구해야 한다. 여기서 이익이란 부동산으로부터 발생하는 금전적인 이익을 말한다. 따라서 비수익적 목적으로 행하는 부동산관련 활동이나 업종은 부동산투자자라고 부를 수 없다.

앞에서 살펴본 부동산활동 및 부동산업 중에서 위의 조건을 만족시키는 부동산투자의 기준은 크게 다음의 세 가지로 요약될 수 있다.

1. 상품으로서의 부동산을 생산하여 그 수요자에게 판매함으로써 이익을 추구하는 것. 부동산활동이나 부동산업 중에서 여기에 해당하는 것에는 부동산개발, 부동산공급, 부동산분양, 부동산수급 등이 있다.

2. 이미 생산된 부동산을 취득하여 운영하고 일정기간 후 처분함으로써 운영이익과 처분이익을 추구하는 것. 부동산활동이나 부동산업 중에서 여기에 해당하는 것에는 부동산취득처분, 부동산임차, 부동산임대, 부동산투자, 부동산사용권설정 등이 있다.
3. 부동산개발이나 운영에 대해 자금을 공급함으로써 이자이익을 추구하는 것. 부동산활동이나 부동산업 중에서 여기에 해당하는 것에는 부동산금융이 있다.

결국 부동산투자는 '상품으로서의 부동산을 개발하거나, 이미 개발된 부동산을 운영하거나, 그러한 개발과 운영에 대해 금융을 제공함으로써 이익을 추구하는 것'이라고 정의될 수 있다. 나머지 다양한 부동산활동이나 부동산업은 부동산투자에 대해 전문적인 서비스나 환경을 제공하는 역할을 한다.

#### 가. 부동산개발

부동산개발이란 상품으로서의 부동산을 생산하여 판매함으로써 이익을 추구하는 활동을 말한다. 부동산개발은 건설업과 밀접히 연관되어 부동산수요에 대한 공급을 담당하며, 모든 부동산활동의 기초가 된다. 부동산개발의 궁극적인 이익은 개발한 부동산을 판매함으로써 실현된다. 부동산개발에서 판매되는 '매각' 또는 '분양'의 형태로 나타난다. 여기서 매각이란 완성된 부동산상품의 소유권을 그 수요자에게 넘기는 것을 말하는데 그 중 아파트, 사무실, 상가 등과 같이 여러명의 수요자에게 분할 매각하는 것을 특히 분양이라고 부른다. 부동산개발은 기본적으로 그 대상에 따라 토지를 조성하고 도로나 상하수도과 같은 기반시설을 설치하는 '토지개발'과 토지상에 건축물과 옥외시설을 설치하는 '정착물개발'의 두 가지로 분류된다.

그리고 그 외에도 개발주체, 개발지역, 개발성격 등에 따라 다양하게 분류될 수 있다.

**<표 2-2> 부동산개발의 분류**

분류기준	분류항목	개념
개발대상	토지개발	정착물개발의 바탕이 되는 토지를 개발하여 판매하는 것
	정착물개발	각종 용도의 건축물이나 구축물을 개발하여 판매하는 것
개발주체	공공개발	국가, 지방자치단체, 정부투자법인, 특수법인 등에 의한 개발
	민간개발	민간부문에 의한 개발
	민관 합동개발	국가나 지자체가 민간부문과 함께 진행하는 개발 지방자치제도 도입 이후 지방자립도 확립 차원에서 활발히 전개되고 있으며, 주로 공공부문은 토지와 인허가를, 민간부문은 기술과 나머지 자본을 제공하는 경우가 많음
개발지역	도시개발	도시지역에서 이루어지는 개발 도시지역이란 국토이용관리법상 도시지역으로 용도지역이 결정된 곳을 말함. 주로 주거, 상업, 공업용 부동산 개발이 주를 이룸
	지역개발	도시외 지역에서 이루어지는 개발 주로 농업, 임업, 어업 등 1차산업과 관광지개발이 주를 이룸
개발성격	신개발	천연상태의 토지를 대상으로 토지개발을 하거나, 개발된 토지상에 최초로 건축물개발을 하는 것
	재개발	이미 개발된 부동산의 기능을 개선하기 위해 이루어지는 개발

자료 : 이종규, 『부동산 개발사업의 기획과 실무』, 행법사, 1998.

부동산개발의 주체는 앞서 살펴본 바와 같이 그 성격에 따라 공공부문

과 민간부문으로 분류할 수도 있지만, 한편으로는 개발사업 내에서의 역할에 따라 자가개발자, 개발전담자, 건설회사 및 금융기관, 지주공동사업자 등으로 분류할 수도 있다.

자가개발자란 가장 단순한 형태의 주체로서, 토지소유자가 직접 자신의 부동산을 개발하는 경우를 말한다. 이때 자가개발자는 토지의 소유상황에 따라서 개인일수도 있고 개인이 모인 조합일수도 있다. 개발전담자란 부동산전문가, 개발전문업체, 부동산신탁회사 등 부동산의 소유와는 관계없이 개발만을 전담하는 주체를 말한다. 아직 한국에서는 몇몇 부동산신탁회사 외에는 활성화되지 않았으나, 외국의 경우 매우 활발한 활동을 하고 있다.

건설회사는 부동산개발의 주체로부터 건설공사를 도급받아 시행하는 것을 기본적인 업무로 하지만, 실제로는 자체사업 또는 지주공동사업의 형태로 직접 부동산개발을 하기도 한다. 사실 양적인 면에서 볼 때 건설회사는 한국에서 가장 활발한 활동을 하는 부동산개발의 주체이다. 한편 금융기관의 경우 과거에는 담보자산의 수준에서 부동산을 대하였으나, 최근 들어 부실채권이 증가와 업무범위 확대의 필요에 의해 적극적으로 보유자산의 개발에 나서고 있다. 건설회사나 금융기관은 주로 담보의 형태로 부동산을 보유하고 있거나, 부동산개발사업을 위해서 적극적으로 토지의 매수에 나선다는 점에서 일반적인 자가개발자와 구별된다.

지주공동사업자란 자금과 기술이 없는 토지소유자와 토지는 없지만 자금과 전문성이 있는 건설회사 또는 개발전문회사가 짝을 이루어 부동산개발을 진행하는 경우를 말한다. 이 형태는 최근 들어 매우 활성화되고 있다.

## 나. 부동산운영

부동산운영이란 이미 개발된 부동산을 취득하여 운영하고, 일정한 기간

이 지난 후 처분함으로써 이익을 추구하는 것을 말한다. 부동산운영인 궁극적인 이익은 운영중의 임대와 처분시의 매각에 의해 실현된다. 이것은 금융자산의 투자에 있어서 주식이나 채권을 매수하고 배당이나 이자를 취한 후 매도함으로써 자본이익을 얻는 과정과 유사하다. 따라서 부동산운영을 흔히 협의와 부동산투자라고도 한다. 부동산운영은 부동산개발의 중요한 수요처가 된다. 부동산은 그것을 이용할 사람을 위해 개발되기도 하지만, 실제로는 이용할 사람에게 임대할 목적을 가진 운영자를 위해 개발되는 경우도 많다. 하지만 부동산운영자는 부동산개발의 수요자일 뿐이지 개발의 주체는 아니다. 부동산운영자가 부동산을 취득하는 대신 직접 개발하는 경우도 있으나, 이때는 부동산개발자를 겸하는 것으로 봐야 한다. 부동산운영의 주체는 전문경영자와 비전문운영자로 구분될 수 있다. 전문운영자는 부동산운영을 주업으로 하며, 주로 법인의 형태를 가진다. 비전문운영자는 타 분야를 주업으로 하되 자산으로 보유한 부동산을 임대하는 주체를 말하며, 법인 또는 개인의 형태를 가진다. 비전문운영자의 대표적인 형태가 주택을 둘 이상 보유하여 임대하는 개인이라고 할 수 있다.

한편 이러한 부동산운영자에 대해 운영에 수반되는 제반업무를 대행하는 운영대행자의 활동도 매우 활발하다. 그러나 부동산운영대행자는 부동산운영에 따른 투자의 의사결정과 자금집행을 직접 하지 않는다는 점에서 부동산운영의 주체로 보기는 힘들다.

부동산운영은 일반적으로 발상 및 타당성검토 - 자금조달 및 취득 - 운영 - 처분의 네 단계로 이루어진다. 여기서도 부동산개발에서와 같이 투자에 대한 최종적인 의사결정은 타당성검토의 과정에서 이루어진다.

부동산운영에 대한 의사결정에 있어서도 가장 중요한 요소는 역시 수익과 위험이며, 타당성검토나 가치평가에서 사용되는 기본적인 논리는 부동산개발의 그것과 다르지 않다.

#### 다. 부동산금융

부동산개발이나 운영을 위한 자금은 자기자본과 타인자본이라는 두가지 형태로 조달되며, 이는 일반적인 기업금융과 다르지 않다. 그러나 부동산분야에는 특수한 금융의 형태가 존재하는데 '저당(mortgage)'과 '프로젝트파이낸스(project finance)'가 바로 그것이다. 부동산금융은 부동산개발과 운영에 대하여 자금의 공급원 역할을 한다. 그러나 부동산개발이나 운영을 위한 모든 자금이 부동산금융을 통해 조달되지는 않는다. 마찬가지로 부동산금융의 자금공급 대상 역시 부동산개발이나 운영에만 국한되지는 않는다. 넓은 의미의 부동산금융은 부동산을 매개로 한 모든 자금의 유통을 의미하기 때문이다. 그러나 부동산투자로서의 부동산금융이라고 할 때에는 부동산개발이나 운영에 필요한 자금을 대상부동산을 담보로(또는 대상부동산으로부터 기대되는 현금흐름을 기초로) 조달하는 것을 의미한다.

저당이란 부동산을 담보로 하여 필요한 자금을 유통하는 것을 말한다. 이때 차입자를 피저당권자(mortgagor), 대출자를 저당권자(mortgagee)라고 한다.<sup>20)</sup> 일반적으로 협의의 부동산금융이라고 하면 이러한 저당금융을 말한다. 저당금융에 의한 자금의 조달은 곧 타인자본조달을 의미한다.

저당은 오래 전 유럽에서 시작되었다. 당시 지주들은 필요한 자금을 금융자본가들로부터 유통하였으나, 가톨릭교회는 이자를 죄악시하였기 때문에 정당한 금융비용이 형성될 수 없었다. 결국 지주는 대출금을 상환할 때까지 토지의 소유권을 대출자에게 넘기고, 대출자는 원금을 상환 받을 때까지 토지로부터의 수익을 이자대신 수취하는 편법이 사용된 것이다.

현대적 의미의 저당제도는 단순히 부동산을 담보로 하는 유통 그 자체만을 의미하지는 않는다. 부동산금융이 활성화되기 위해서는 풍부한 저당

20) 안정근, 『현대부동산학』, 법문사, 1998.

자금이 필요하다. 저당제도가 발전한 국가의 경우 이를 위해서 저당유통화 제도를 시행하고 있다.

저당유통화제도란 저당대부를 시행한 대출자가 자신이 보유한 저당권을 근거로 증권을 발행하여 유통시킴으로써 자금을 회수하는 것을 말하며, 이때 사용되는 증권을 저당담보증권(mortgage-backed security)이라고 한다. 만약 저당담보증권이 일반적인 주식이나 채권과 경쟁하여 시장에서 투자자의 요구수익률을 만족시킬 수 있다면, 대출자는 대출금을 신속히 회수할 수 있을 것이며 더 많은 수요자가 저당대부의 혜택을 받을 수 있을 것이다.

발전된 저당시장은 크게 1차저당시장과 2차저당시장으로 구분된다. 1차저당시장(primary mortgage market)은 자금의 수요자와 저당대부를 제공하는 대출기관으로 구성되며, 대출기관은 저당대부의 대가로 수요자로부터 저당지불액(대출이자)과 저당관리비용(저당잔금의 일정비율)을 징수한다. 2차저당시장(secondary mortgage market)은 1차대출기관과 또 다른 투자자로 구성된다. 1차대출기관은 자신이 설정한 저당 중 지역, 가격, 만기가 유사한 것들을 모아 저당패키지(mortgage package)를 만들고, 이것을 2차대출기관에 팔아 필요한 자금을 조달한다. 한편 2차대출기관 역시 때로는 저당패키지를 보유하지 않고 다른 투자자에게 팔기도 한다. 결국 2차저당시장은 저당대부를 받은 수요자와는 직접 관계가 없는 공개시장이라고 할 수 있다.

한편 프로젝트파이낸스란 대규모 위험사업에 대한 자금조달수법으로서, 자금조달의 기초를 프로젝트를 추진하는 사업주의 신용이나 물적 담보의 가치에 두지 않고 프로젝트 자체의 경제성에 두는 비소구 또는 제한소구적 금융을 말한다. 프로젝트파이낸스에 의한 자금 역시 대부분 타인자본의 형태를 가진다.



프로젝트파이낸스를 위해서는 프로젝트사업주(project sponsor)와 법적 시행 주체인 프로젝트회사(project company), 대출 및 보증공여기관(lender and guarantor), 원재료공급자(supplier), 생산품구매자(off-taker or purchaser), 건설시공회사(contracting) 등 여러 참여자가 관여된다.<sup>21)</sup> 여기서 실질적인 프로젝트의 추진 주체는 프로젝트사업주이지만 자금차입의 주체는 프로젝트회사가 된다. 대출 및 보증공여기관은 각종 계약을 통해 자신의 위험을 최소화하지만 기본적으로 프로젝트사업주에게 직접적이고 최종적인 상황을 소구하는 것은 불가능하다.

### 제 3 절 부동산가치 및 가치평가이론

#### 1. 가치평가의 의의

##### 가. 가치이론과 가치평가이론

경제학에서 가치에 대한 논의는 고대 그리스시대부터 있어왔으나 현대적인 의미의 가치이론은 18~19세기 무렵 고전경제학자들에 의해서 정립되었다. Adam Smith(1721~1790)는 자신의 저서 '국부론(The Wealth of Nations)'에서 토지, 노동, 자본 등 생산요소를 사용한 대가(지대, 임금, 이윤) 사이에는 적절한 비율이 존재하며, 이 비율은 주어진 시간과 장소 내에서 일정하다고 주장했다. 그는 이 비율을 '자연율(natural rate)'이라고 불렀으며, 자연율대로 지불된 가격인 '자연가격(natural price)'이야말로 해당 재화의 진정한 가치를 보았다. 결국 그의 이론은 자산의 가치를 그것을 생

---

21) 반기료, 『프로젝트 파이낸스』, 한국금융연수원, 1998.

산하는데 드는 비용에 근거하여 파악하는 '생산비가치설'의 효시를 이루었다.

David Ricardo(1772~1823)는 '한계토지(marginal land)'에 대한 지대이론을 통해 생산비가치설을 부동산분야로 더욱 발전시켰다. 한계지란 기존의 경작지가 수확체감의 상황에 직면하여 새로이 개간되는 토지를 말한다. 그는 한계지의 지대는 한계지에서 산출된 수확물이 가격에서 다른 생산요소(노동, 자본 등)에 해당하는 비용을 제한 남은 부분이라고 주장했다.<sup>22)</sup>

19세기 후반에 이르러 Karl Marx(1818~1883)는 극단적인 노동가치설을 주장했다. 그는 재화가 가지는 가치의 근원은 그것을 생산하는데 투입된 인간의 노동이라고 보고, 정당한 노동의 대가와 실제 지불되는 임금의 차이를 잉여가치라고 불렀다. 그는 자본의 축적이 그러한 잉여가치의 결과인 것으로 파악함으로써, 자본주의 생산양식의 착취구조를 주장했다. 결국 그의 가치이론은 그 목적과 태도에서 고전학과와 차이를 보이지만, 투입된 비용의 관점에서 접근한다는 점에서 기본적인 맥락을 같이한다고 할 수 있다. 한편 비슷한 시기 한계효용학파는 보다 획기적인 가치의 개념을 주장하였다. 그들은 고전학파가 해결하지 못한 교환가치와 사용가치의 모순에 초점을 맞추었다. 그들은 '다이아몬드와 물의 모순'이 고전학파가 지나치게 객관적인 가치에 집착한 때문인 것으로 보고 보다 주관적인 '한계효용'을 주장하였다. 그들의 이론은 '효용가치설'을 성립시켰다.<sup>23)</sup>

고전학파의 '생산비가치설'과 Marx의 '노동가치설'이 공급과 비용의 측면을 강조한 것이라면, 한계효용학파의 '한계효용설'은 수요와 가격의 측면을 강조한 것이라고 할 수 있다. 이들 두 관점에 대한 성공적인 결합은 Alfred Marshall(1842~1924)에 의해 이루어졌다.

---

22) 노용호, 『감정평가론』, 부연사, 2005..

23) 정창영, 『경제학원론』, 세경사, 1997.

신고전학파의 대표적인 학자인 Marshall은 단기와 장기라는 시간의 개념을 도입하여 두 견해를 조정했다. 그는 기존의 생산시설이 확장될 수 없는 정도의 짧은 기간을 단기, 새로운 생산시설이 확충될 수 있으며 따라서 새로운 공급자도 시장에 진입할 수 있을 정도의 긴 시간을 장기라고 정의하였으며, 단기에는 수요(가격)가 강하게 작용하지만 장기로 갈수록 공급(비용)이 중요해진다고 주장했다. 즉 공급이 일정할 때에는 단기적 수요에 의해 가격 결정되지만, 장기적으로는 수요와 공급의 불균형이 해소되어 정상적 공급가격이 형성된다는 것이다.<sup>24)</sup> 가치이론은 그 이후에도 다양한 형태로 전개되지만 기본적인 개념은 신고전학파시대에 모두 완성되었다고 할 수 있다. 이상의 가치이론은 자산의 가치가 그것을 생산하는데 투입된 비용에 좌우된다는 '생산비가치설'과 가치는 생산비와는 무관하며 자산이 줄 수 있는 효용에 좌우된다는 '효용가치설'로 대변될 수 있다.

한편 가치평가이론은 그러한 가치이론에 기반하여 자산의 가치를 투입 비용에 근거하여 평가하는 '비용접근법(cost approach)', 효용(소득)에 근거하여 평가하는 '소득접근법(income approach)', 그리고 공급과 수요의 시장 균형 결과라고 할 수 있는 매매사례를 근거로 평가하는 '시장접근법(market approach)'의 세 가지로 발전하였다.

## 2. 부동산가격의 본질

### 가. 부동산가격의 의의

부동산가격은 부동산의 경제(교환)가치를 판정하여 그 결과를 가격으로 표시한 것을 말한다.

---

24) 노용호, 전게서. pp.198-202..

① 교환가치는 주로 부동산의 소유권, 기타 권리 및 이익이 다른 상품 또는 화폐와 교환될 수 있는 능력을 말한다.

② 소유권이란 법률의 범위 내에서 소유권을 사용·수익·처분할 수 있는 권리를 말한다.

③ 권리에는 일정한 목적을 위하여 타인의 물건을 제한적으로 지배하는 권리인 제한물건을 비롯하여 점유권, 임차권, 환매권 및 영업권도 포함한다.

④ 이익이란 제도적으로 권리로서 확립되지 않았으나 사회적 관행 등에 의하여 가치를 발생하는 일종의 권리와 같은 것을 말한다.

부동산가격의 바탕이 되는 교환가치의 본질은 부동산의 소유에서 비롯되는 장래의 이익에 대한 현재가치라고 보는 것이 일반적이다. 이 때문에 부동산평가에 있어서는 가격이 장래 어떻게 변동할 것인가에 관한 장기적인 예측을 강조하는 예측의 원칙이 강조되고 있다.

부동산도 하나의 경제재이기 때문에 그 가격발생에 있어서는 효용, 상대적 희소성, 유효수요 등의 3가지가 바탕이 된다.

① 효용이란 부동산의 이용수익을 통해 우리가 받는 수익성 또는 폐적성을 말하는데 이 두가지를 유용성이라고 표현하는 견해도 있다. 토지는 생산비와 투입이 없이 가치를 지니는 예외적인 경제재이기 때문에 유용성의 논리가 매우 중요시 된다.

② 상대적 희소성은 재화와 수량에 제한이 있고 이를 입수하기 위해서는 어떤 희생을 치러야 하는 것을 말하는데 부동산의 경우는 증가할 수 없는 성격으로 희소성이 높이 인정되고 있다.

③ 유효수요는 인간의 수요에 대한 구매력의 뒷받침을 강조하는 것으로 특히 부동산에 있어서는 이것이 가격에 미치는 영향이 매우 크다.

상술한 세 가지에 이어 부동산의 가격은 자연적, 사회적, 경제적, 행정적 측면에서의 일반적 요인, 지역요인 및 개별적 요인에 의하여 직·간접적으로 영향을 받고 있다.

## 나. 부동산가격의 발생원인

### 1) 의의

부동산가격은 자연적, 사회적, 경제적 및 행정적인 제 영향의 상호작용에 의하여 형성된 결과인 것이다. 부동산가격이 발생하는 ①효용(유용성) ②상대적 희소성 ③유효수요에 영향을 주는 자연적, 사회적, 경제적, 행정적인 일반적요인, 지역요인 및 개별적 요인의 상호작용에 의하여 창조, 유지되며 수정되고 파괴된다.

### 2) 부동산의 효용(유용성)

부동산의 효용이란 우리 인간생활에 기여하는 쓸모 있는 가치, 유용성의 정도를 말하며 일반적으로 쾌적성, 생산성, 수익성의 정도를 말한다.

① 이 경우에 주거용 부동산은 쾌적성(정신적인 만족도)으로 나타낸다.

② 공업용부동산은 생산성(생산원가의 절감)으로 나타낸다.

③ 상업용부동산은 수익성(순이익의 증대)으로 나타낸다.

④ 상술한 유용성의 논리는 비유용성, 시장성 논리와 함께 부동산의 3면성이라 하고, 이는 부동산평가 삼발식의 착안점이 된다.

### 3) 부동산의 상대적 희소성

상대적 희소성이란 인간의 욕망에 비해 욕망의 충족수단이 질적·양적으로 유한한 상태의 정도를 말한다. 그리고 부동산에 있어서는 일반경제재

보다도 유한성의 정도가 강하다. 토지의 경우 상대적 희소성을 증대시키는 예시는 다음과 같다.

① 자연적, 물리적 측면에서 토지의 절대량의 부족을 들 수 있다. 국토가 협소하는 등 자연적 조건의 제약 때문에 토지의 희소성이 높아지는 경우가 있다.

② 토지에는 불증성의 특성이 있고 용도적인 면에서는 대체성이 있는 토지는 제한이 있다.

③ 행정적 제요인이 작용하여 희소성이 높아지는 경우도 있다. 개발제한구역, 용도지역지구의 지정이나 건폐율의 인하 등은 한정된 토지의 상대적 희소성을 증가시키는 경우가 있다.

#### 4) 유효수요

부동산에 관한 실질적인 구매력이 존재하는데 이를 유효수요라고 한다. 이는 일반경제재와 대체로 동일한 개념이며 사회전반에 걸쳐 임금수준, 관습 및 국가의 복지후생정책과도 밀접한 관련성이 있다.

### 다. 부동산가격의 기능

부동산의 불증성이라는 자연적 특성으로 인하여 공급이 제한된다. 일반재화의 가격은 전용수입과 rent로 구분하여 구성될 수 있는데, 부동산가격은 거의 rent로 구성된다고 하겠다. 따라서 부동산가격은 균형가격이 성립되지 않는다.

#### 1) 가격의 파라미터적 기능(parameteric function)

파라미터적 기능이란 자유경쟁에 의하여 결정된 재화의 가격은 소비자

와 생산자의 행동을 결정하는 중요한 지표가 된다는 것이다. 그러나 부동산 가격은 rent로 구성되므로 소비자의 행동에는 영향을 미치나 공급을 창출하지는 못한다.

## 2) 가격의 자원배분 기능

부동산 가격은 공급을 창출하지 못하지만 그 자체가 수요자의 행동을 결정하게 되므로 지가통제를 어렵게 한다. 따라서 부동산 가격은 자원배분 기능을 갖게 된다.

## 3) 감정평가가격이 잠재가격으로서의 기능

잠재가격이란 그 재화의 기회비용을 올바르게 반영하는 가격을 말한다. 부동산의 현실적인 가격(sales price)은 기회비용을 반영하지 못하지만, 감정평가가격은 기회비용을 올바르게 반영하는 잠재가격의 기능을 하게 된다.

# 라. 부동산 평가 방법 및 역할

## 1) 시장접근법

시장접근법은 유사매매사례를 분석함으로써 대상부동산의 가치를 도출하는 평가방법으로, 시장자료접근법(market data approach), 매매사례지교접근법(sales comparison approach), 비교접근법(comparison approach)이라고도 한다. 이 방법은 사려깊은 매수자는 유사한 매매사례 이상을 지불하지 않을 것이며, 반대로 매도자는 유사한 매매사례 이하로 팔지 않을 것이라는 논리에 근거한다. 시장접근법은 매매사례라는 객관적 사실에 근거하기 때문에 비용접근법이나 소득접근법에서 발생할 수 있는 평가주체의 주

관성 개입이 비교적 적으며, 충분한 매매사례만 있다면 부동산의 종류에 관계없이 적용할 수 있다는 장점이 있다. 실제로 비수익성 부동산에는 소득접근법을 적용하기 어렵다. 반면 시장에서 유사한 부동산의 매매사례가 드물거나, 매수자와 매도자간의 협상능력에 의해 매매가격이 왜곡되거나, 저당대부(mortgage loan)와 같은 금융조건 및 매매조건이 결부되어 있거나, 거래당사자의 매매동기가 비정상적인 경우 등에는 그 적용이 불가능하거나 어려워질 수 있다는 단점이 있다. 실제로 부동산은 주식과 같은 금융자산에 비해 거래량이 적으며, 유사한 매매사례를 결정하는 데에도 많은 어려움이 따른다.

전형적인 시장접근법에 의한 가치평가는 다음의 4단계를 거쳐 이루어진다.

**<표 2-3> 시장접근법의 수행과정**

단계	수행내용	고려사항
매매사례 선정	대상지의 용도를 고려하여 사례를 모집한 후 대표성 없는 사례를 소거함으로써 매매사례 표본추출	용도: 주거, 상업, 공업... 대표성 없는 사례: 정부에 의한 매매, 관련자에 의한 매매...
매매사례 분석	표본추출된 매매사례에 있어서 매매가격에 영향을 미칠 수 있는 각종 요소 분석	가격영향요소: 권익, 금융조건, 매매 및 시장상황, 위치, 특성...
매매사례 수정	각 요소별로 매매사례에 있어서 매매가격에 영향을 미칠 있는 각종 요소 분석	조정방법: 비율수정법, 금액수정법, 연속수정법(비율+금액)
시산가치 조정	개별 사례의 시간가치를 재검토하여 최종적인 부동산 가치 평가	가치는 확정적 금액 또는 일정한 범위로 표시함

자료: 안정근, 『감정평가론』, 부연사, 1996.

한편 컴퓨터의 사용이 일반화되고 부동산 매매사례가 공개화됨에 따라



회귀분석을 이용한 계량적 시장접근법 또한 활발히 사용되고 있다. 이 방법은 광범위한 부동산정보체계를 활용함으로써 전통적 시장접근법의 표본추출에서 발생하는 오류를 줄여줄 수 있는 것으로 평가받고 있다.

시장접근법은 금융자산의 가치평가에 비교하자면, 비슷한 자산과 수익구조를 가진 기업의 주식가격을 기준으로 대상 기업의 주식가치를 평가하는 것과 유사하다. 여기서는 수익과 위험이 별도로 고려되고 있지 않다.

## 2) 비용접근법

비용접근법은 부동산의 생산비용에서 감가상각액을 제하여 가치를 평가하는 방법으로서, 사려깊은 매수자는 대상 부동산과 동일한 효용을 제공하는 대체부동산의 생산비용보다 높은 가격을 지불하지 않을 것이라는 논리에 근거한다.

비용접근법은 유사사례가 존재하지 않거나 비수익성 부동산인 경우에도 사용할 수 있어 공공건물, 항만, 공항 등에 적용 가능한 유일한 방법이며, 특히 감가상각이 없거나 적은 신축건물의 가치평가에 매우 정확하다는 장점이 있다.

반면 대체부동산의 생산비용과 감가상각액을 산출하는데 있어서 평가주체의 주관이 개입할 여지가 많다는 단점이 있다.

비용접근법은 금융자산의 가치평가에 비교하자면, 기업의 회계적 정보인 장부가치에 의해 주식의 가치를 평가하는 것과 유사하다. 여기서도 수익과 위험은 별도로 고려되고 있지 않다.

전형적인 비용접근법에 의한 가치평가는 다음 <표 2-4>의 4단계를 거쳐 이루어진다.

〈표 2-4〉 비용접근법의 수행단계

단계	수행내용	고려사항
1단계 : 대체부동산 생산비용 산출	재생산비용 또는 대체비용 산출 ①총량조사법: 모든 투자항목별로 세밀하게 비용 산출 ②구성단위법: 구성단위별로 단가 를 적용하여 비용 산출 ③단위비교법: 총량(면적)에 단가를 적용하여 비용 산출	재생산비용: 대상부동산과 동일 한 복제품을 만드는데 드는 비 용 대체비용: 대상부동산과 동일효 용의 자산을 만드는데 드는 비 용
2단계 : 감가상각액 산출	①나이수명법: 단순 나이로 추정 ②분해법: 물리적, 기능적, 경제적 감가상각을 각각 구하여 합산 ③관찰상태법: 전문가의 판단 ④사례비교법 ⑤소득환원법: 수명에 따른 임대료 하락 폭을 환원	여기서 감가상각은 시간의 흐름 에 따른 '가치손실'의 의미로서 회계적 감가상각과 다름. 가치 손실 요인에는 다음의 세가지가 있음. 기능적: 구식, 불합리성 등 경제적: 시장여건 등 환경의 변 화
3단계 : 토지가치 평가	사례비교법, 할당법, 공제법, 토지 구획개발법, 토지잔여법, 저지임대 표 환원법 등으로 별도 산출	재생산비용 또는 대체비용, 감 가상각액 등은 부동산 중 건물 에만 해당됨
4단계 : 전세가치 계산	건물의 재생산비용 또는 대체비용 -건물의 감가상각액+토지가치	건물비용을 대체비용으로 산출 했다면 감가상각액 중 기능적 감가상각액은 제외하고 차감해 야 함

자료: 안정근, 전계서.

### 3) 소득접근법

소득접근법은 대상부동산으로부터 기대되는 소득을 근거로 가치를 평가하는 방법으로서, 소득을 많이 창출하는 부동산일수록 가치는 크다는 논리에 근거한다. 소득접근법은 가치의 기본적인 개념에 잘 부합되며, 시장접근법이나 비용접근법이 과거의 사실에 주로 근거하는데 반해 매매의 수익에

근거한다는 장점을 가진다. 또한 현실적으로 대상부동산에 대한 지분 및 저당투자자에게 구체적인 투자의 조건을 제시하기 위해서도 미래에 기대되는 소득을 보여줄 필요가 있으므로 현재 가장 많이 사용된다. 일반적으로 주식이나 채권과 같은 금융자산의 가치를 평가하는데 많이 이용되는 현금흐름할인법 역시 이 범주에 해당된다.

반면 소득접근법은 소득을 발생시키지 않는 비수익성 부동산에는 적용할 수 없다는 단점이 있다. 부동산은 생활을 위한 기본 조건이므로 비수익적 목적으로 이용되는 경우가 많으며, 한편으로는 수익목적의 부동산일지라도 음(-)의 현금흐름을 보이는 경우가 허다하다.

소득접근법은 미래의 소득을 예측하고 이것을 현재가치화하는 과정으로 이루어지며, 그 과정에서 어떤 방법과 지표를 사용하는가에 따라 다시 다양한 기법으로 분류된다. 미래의 소득은 안정된(그리고 대표성 있는)한 기간으로 산출할 수도 있고, 여러 기간에 걸쳐 산출할 수도 있다. 소득접근법에서는 전자를 '직접환원법(direct capitalization method)', 후자를 '수익환원법(yield capitalization method)'이라고 부른다. 직접환원법은 다시 '소득환원법(income capitalization method)'과 '잔여환원법(residual capitalization)'으로, 수익환원법은 다시 '저장지분환원법(mortgageequity capitalization method)'과 '할인현금수지분석법(discounted cash flow analysis)'으로 나누어진다.<sup>25)</sup> 여기서 소득환원법과 잔여환원법은 현재가치화의 대상이 되는 소득으로서 순영업소득을 사용하며, 저장지분환원법은 세전현금수지를, 할인현금수지분석법은 세전 또는 세후현금수지를 각각 사용한다. 그 중 현재 가장 널리 이용되는 방법은 할인현금수지분석법이다. 이러한 네가지 기법 외에 실무적으로는 '조소득승수법(gross income multiplier method)'이라는 것도 사용한다. 조소득승수란 매매가격이 조소득

---

25) 안정근, 전계서.

의 몇 배인가를 나타내는 지표로서, 시장사례를 통해 조소득승수를 구하고 이것을 대상 부동산의 조소득에 적용함으로써 시장가치를 평가할 수 있다. 이 기법은 소득을 다룬다는 점에서 소득접근법과 유사하지만, 미래의 소득을 현재가치화하는 과정을 거치지 않는다는 점에서 상기 방법과 구별된다.

〈표 2-5〉 소득접근법의 네 가지 기법과 그 성격

구 분	기 법	대상소득	소득예측방법	적용수익률
직접환원법	소득환원법	순영업소득	한 기간	환원률
	잔여환원법			
수익환원법	저당지분환원법	세전현금수지	다수의 기간	할인률
	할인현금수지분석법	세후현금수지		

한편 미래의 소득을 현재가치화 하기 위한 지표에는 ‘환원률(capitalization rate)’과 ‘할인률(discount rate)’ 두 가지가 있다. 부동산평가 분야에서는 수익률(收益率, rate of return)을 소득률(所得率, income rate)과 수익률(收益率, yield rate)이라는 두 가지 범주로 구분한다. 여기서 소득률(所得率)은 대표적인 한 기간의 소득과 가치의 비율을 뜻한다.<sup>26)</sup> 투자자의 요구수익률에 대응되는 개념으로서 환원률은 그 중 소득률에, 할인율은 수익률에 대응된다. 따라서 한 기간의 소득을 예측하여 가치를 평가할 때에는 ‘환원한다’고 하고, 여러 기간일 경우에는 ‘할인한다’고 한다.

적정 환원율과 할인율을 결정하는 문제는 부동산평가 분야에서 핵심적인 부분을 이루고 있다. 미래의 소득을 예측하는 것도 쉬운 일은 아니지만, 환원율이나 할인율은 그 성격이 추상적이고 또한 그 결과가 가치평가에 미

26) 안정근, 전게서.

치는 영향이 크므로 역사적 많은 논쟁을 불러일으켰다. 대표적인 환원율의 결정기법에는 시장추출법, 조성법, 물리적 투자결합법, 금융적 투자결합법, Ellwood법, 부채감당법 등이 있다.

#### 마. 가치평가의 투자의사결정에 있어서 역할

부동산투자를 실행하기 위해서는 의사결정이 필요하다. 각종 자산에 대한 투자전문가들은 보다 객관적이고 합리적인 의사결정을 위해서 여러 기법을 사용한다. 이러한 기법에는 입지분석, 토지이용분석, 경제기반분석, 비용편익분석, 현금흐름분석, 타당성분석 등이 있다. 이들은 부동산평가 중 비가치추계적 평가에 해당한다.

입지분석(Location analysis)은 부동산의 입지가 가지는 종합적인 특성이나 특정용도에 대한 부합여부를 따지는 것을 의미하며, 반대로 토지이용부석(Land use studies)은 토지의 가치를 극대화할 수 있는 최고최선의 이용방안(highest & best use)을 찾는 것을 의미한다. 이들 두 기법은 특정한 부동산을 취득할 것인가 또는 특정한 부동산을 어떠한 용도로 개발할 것인가 등에 대한 직접적인 의사결정 기준을 제공한다.

비용편익분석(cost benefit analysis)은 투자에 수반되는 비용과 편익을 산출하고 이를 현재가치화 함으로써 전체적인 자금수를 따지는 것을 의미한다. 비용편익분석은 ? 중의 세세한 자금변동보다는 총체적인 자금수지에 더욱 집중하며, 때로는 비현금 비용 및 편익을 함께 고려함으로써 사회적 가치에 관심을 가지기도 한다. 현금흐름분석(cash flow analysis)은 이윤극대화를 목적으로 하는 투자자의 입장에서 투자기간중과 기간말의 현금흐름(income gain+capital gain)을 투자자본과 비교하는 것을 의미한다. 현금흐름분석은 비용편익분석에 비해 투자기간중의 현금흐름을 세세하게 다루며,

철저하게 투자자의 입장에서 현금의 유입과 유출에 관심을 가진다.

타당성분석(feasibility analysis)은 상기 기법들보다 다소 넓은 의미로 쓰인다. 부동산활동에는 크게 물리적, 법적, 경제적 타당성이 존재한다. 하지만 실제로 타당성분석이라고 하면 주로 투자자본에 대한 투자자의 요구 수익률을 확보할 수 있는지 여부를 분석하는 경제적 타당성분석을 의미한다. 비요편익분석, 현금흐름분석, 타당성분석 등 세 기법은 그 관점에서 다소 차이가 있으나, 기본적인 구조는 동일하다.

한편 경제기반분석(economic base analysis)은 한 지역의 경제기반이 되는 산업을 분석하여 부동산시장에 미치는 영향을 파악하는 것으로서, 다른 여러 분석에 대한 기초적인 정보를 제공하는 역할을 한다.

투자의사결정의 여러 기법들은 각각 나름의 관점과 목적을 가지고 있지만, 그 구체적인 수행과정에서는 투자에 대한 수익과 위험을 측정함으로써 가치를 평가한다는 점에서 동일한 구조를 가진다.

결국 가치평가는 부동산투자에 있어서 부동산의 가치를 금액으로 산출하는 그 자체 뿐 아니라, 투자의사결정을 위한 여러 기법에서 핵심적인 기능을 하고 있음을 알 수 있다. 부동산투자의 과정에서 가치평가의 역할을 요약하면 다음과 같다.

- ① 개발대상 부지를 취득하기 위해서 토지의 가치평가<sup>27)</sup>
- ② 개발사업의 실행에 대한 의사결정을 위해서 사업의 가치평가
- ③ 개발된 부동산을 판매하기 위해서 부동산의 가치평가 또는 투자의사결정 과정에서 도출
- ④ 운영사업의 실행에 대한 의사결정을 위해서 사업의 가치평가
- ⑤ 운영을 위한 또는 운영하던 부동산의 취득과 처분을 위해서 부동산의 가치평가

---

27) 가치평가가 투자의사결정의 도구로 기능하는 경우를 말함.

- ⑥ 운영대상 부동산의 적정 임대가를 결정하기 위해 부동산의 가치평가 또는 투자의사결정 과정에서 도출
- ⑦ 저당대상 부동산의 담보능력을 결정하기 위해 부동산의 가치평가 또는 저당이나 프로젝트파이낸스의 실행에 대한 의사결정을 위해 가치평가

## 제 4 절 부동산 투자의 위험

### 1. 위험의 정의

일반적으로 위험은 이론적으로는 투자 안으로부터 얻어지게 될 미래의 현금흐름 또는 수익에 대해 불확실성이 존재함으로써 발생하는 자신이나 부채가치의 변동성으로 정의된다. 특히 기업경영에 있어 의미 있는 위험의 정의는 미래의 불확실성으로 인하여 있을 수 있는 기업의 자본금 또는 수익에 생겨날 수 있는 불리한 영향(adverse impact) 또는 손실가능성이라고 하겠다.

부동산 투자와 관리과정 역시 불확실성으로 인한 많은 위험 요소를 안고 있다. 부동산의 경우 투자 의사결정과 포트폴리오 구성과 관련된 위험뿐만 아니라, 실물인 부동산을 임대차, 유지, 개보수, 개발하는데 따른 관리 위험을 추가 부담해야 한다. 이는 주식, 채권 등 여타의 금융상품에는 찾아보기 어려운 위험으로 부동산에 고유한 위험이라 할 수 있겠다.

위험은 미래의 투자 수익의 가변성을 증가시키는 만큼 가급적 기피하는 것이 발마직할 것이다. 그러나 사회적으로 자본과 노동의 사용에 대한 대가를 지불하고도 별도의 이윤을 얻게 되는 원천은 바로 적극적으로 위험을 부담하려는 해위에서 비롯된다고 할 수 있다. 즉 위험을 전혀 부담하지 않

는다면 성장이나 고수익의 기회도 상실하게 될 것이다. 부동산 투자에 있어서도 위험은 무조건 회피의 대상이 아니다. 오히려 선택과 자원의 집중에 의해 위험을 적극적으로 부담하고, 위험부담에 따른 결과를 사전에 잘 인식하고 또 적극적으로 관리하는 것이 좋은 운용 결과를 얻는 첩경이라 하겠다.

## 2. 부동산투자 위험의 유형

부동산 투자·관리에 있어서 직면하게 되는 위험은 그 분류 기준에 따라 다양한 유형으로 나눌 수 있다. 일반적인 재무이론에서 분류하는 기준뿐만 아니라 부동산에 고유하게 내재된 분류 기준으로도 나눌 수 있다. 이는 부동산 투자위험에 대해 연구한 기존 연구결과드레서도 다양한 위험 분류기준이 사용되고 있음을 볼 수 있다. 따라서 본 논문에서는 기존의 분류 기준들을 종합하여 부동산 관리운용에서 확인 가능한 위험의 유형을 살펴보기로 한다.

우선 가정 고전적인 분류 방법으로 부동산에 내재된 위험이 부동산 전반에 관한 것인지 아니면 특정 부동산에 대한 것인지에 따라 체계적 위험, 비체계적 위험으로 분류할 수 있다. 부동산 관리운용에 있어서 체계적 위험이란 부동산 시장의 모든 부동산에 영향을 미치는 요인이어서 부동산에 투자하는 한 피할 수 없는 위험들을 말한다. 반면, 비체계적 위험이란 특정 지역, 특정 유형의 부동산에 고유하게 내재된 위험을 의미한다. 따라서 이러한 비체계적 위험은 분산투자를 통하여 어느 정도 회피가 가능하다.

한편, 부동산 관리운용과 관련된 위험은 경제적 성격에 따라서도 분류할 수 있는데, 경기변동 위험, 유동성위험, 신용위험, 금리위험, 인플레이션 위험, 운영위험, 법적 위험 등으로도 분류하는 것이 그것이다. 만약 이들



위험이 부동산시장 전반에 동시에 미치는 영향이라면 체계적 위험으로, 특정 부동산에만 미치는 위험이라면 비체계적 위험으로 분류<sup>28)</sup>할 수 있다. 예를 들어 경기변동위험의 경우, 국가경제 전반의 경기수준과 관련된 위험이라면 체계적 위험에, 부동산 물건이 속한 특정 지역에 국한된 경기수준과 관련 위험이라면 비체계적 위험에 포함시킬 수 있을 것이다. <표 2-6>에서 이러한 부동산시장의 주요 위험요인을 체계적 비체계적 위험으로 나누어 개별 경제적 성격에 따라 분류되어 있다.

한편, 부동산 관리운영에서의 위험은 부동산 투자 및 운영의 단계에 따라서 분류할 수 있다. 즉, 매입 또는 매각단계에서의 위험, 개발단계에서의 위험, 운영단계의 위험이 그것이다. 각각의 부동산 투자 및 운영 단계의 위험은 다시 그 내용에 따라 체계적 위험과 비체계적 위험으로 분류할 수 있으며, 또한 경제적 성격에 따라서도 분류할 수 있을 것이다. 위험을 투자 및 운영단계별로 나누는 것은 각각의 단계에 공통적으로 포함되는 위험도 있지만, 각각의 단계에 특수하게 개입되는 위험들을 추출할 수 있기 때문이다. 예를 들면, 개발단계에서는 건설과 관련된 위험, 개발 규제와 관련된 위험, 개발 프로젝트의 판매(분양)과 관련된 위험 등이 추가적으로 개입된다. 일반적으로 부동산은 개발단계의 위험이 가장 큰 것으로 지적되고 있다.

---

28) 거시경제적 경기변동이나 인플레이션 위험 등은 그 영향이 경제전반에 미치기 때문에 체계적 위험으로, 유동성위험, 법적 위험 등은 성격상 개별성이 강하기 때문에 비체계적 위험으로 분류되는 경우가 많을 것이다.

〈표 2-6〉 부동산 시장의 주요 위험요인

위험의 분류		세부 위험 요인							
체계적 위험	경제전체	-경제성장(예 : 고용증가율) 및 산업구조의 변화 -인구증가와 가족구성 및 가구분리 등의 상황 변화 -경기 변동 -인플레이션 -금리 수준 및 기간별 구조 -교통정책, 조세정책, 주택정책, 토지이용 등 정부의 계획 및 규제 -통화정책의 변화							
	특정 지역	<table border="1"> <tr> <td>일반사항</td> <td>-고용인구(의 증가율)과 고용형태, 지역산업구조 -지역 인구구조의 변화 -소득 수준과 그 증가율 -공실률, 임차율 -특정지역에만 미치는 규제의 변화</td> </tr> <tr> <td>주택지역</td> <td>지역의 자연적·사회적 환경상태, 재해·공해발생 상황, 위험·협오시설의 변화, 도로의 폭·포장, 도심과의 거리 및 교통수단, 상점가 배치상황, 상하수도·가스·전기 등의 공급처리실태, 학교·병원·공원 등 배치상황, 단지규모</td> </tr> <tr> <td>상업지역</td> <td>배후지 및 고객의 질과 양, 지역의 교통상황, 영업의 종류 및 경쟁상황, 지역경기 변화</td> </tr> <tr> <td>공업지역</td> <td>주로 비용성, 채산성을 중심으로 제품의 판매시장 및 원재료 구입시장과의 위치관계, 간선도로·항구·철도 등 수송시설, 동력자원 및 용·배수, 노동력 확보의 용이성, 연관산업과의 위치관계, 온도·습도·풍우 등 기상상태 등</td> </tr> </table>	일반사항	-고용인구(의 증가율)과 고용형태, 지역산업구조 -지역 인구구조의 변화 -소득 수준과 그 증가율 -공실률, 임차율 -특정지역에만 미치는 규제의 변화	주택지역	지역의 자연적·사회적 환경상태, 재해·공해발생 상황, 위험·협오시설의 변화, 도로의 폭·포장, 도심과의 거리 및 교통수단, 상점가 배치상황, 상하수도·가스·전기 등의 공급처리실태, 학교·병원·공원 등 배치상황, 단지규모	상업지역	배후지 및 고객의 질과 양, 지역의 교통상황, 영업의 종류 및 경쟁상황, 지역경기 변화	공업지역
일반사항	-고용인구(의 증가율)과 고용형태, 지역산업구조 -지역 인구구조의 변화 -소득 수준과 그 증가율 -공실률, 임차율 -특정지역에만 미치는 규제의 변화								
주택지역	지역의 자연적·사회적 환경상태, 재해·공해발생 상황, 위험·협오시설의 변화, 도로의 폭·포장, 도심과의 거리 및 교통수단, 상점가 배치상황, 상하수도·가스·전기 등의 공급처리실태, 학교·병원·공원 등 배치상황, 단지규모								
상업지역	배후지 및 고객의 질과 양, 지역의 교통상황, 영업의 종류 및 경쟁상황, 지역경기 변화								
공업지역	주로 비용성, 채산성을 중심으로 제품의 판매시장 및 원재료 구입시장과의 위치관계, 간선도로·항구·철도 등 수송시설, 동력자원 및 용·배수, 노동력 확보의 용이성, 연관산업과의 위치관계, 온도·습도·풍우 등 기상상태 등								
비체계적 위험	특정물건	일반사항	-대상 토지 및 건물의 입지-물릿거 특성 -물리적 특성 -자금조달기법(대출/건물가액 비율, 합작투자 여부 등 -임차 및 임차/분양기업의 특성(세입자, 임대계약의 연장률, 임대료 수준) -관리의 용이성						
		토지	면적·높이·구조·재질 등, 설계·설비 등의 양부, 시공의 질과, 공·사법상의 규제 및 제약, 건물과 그 환경과의 적합정도 등						
		건물	위치·면적·지세·지질·지반 등, 접면 너비·깊이·형상, 일조·통풍·건습 등, 고저·각지·접면 가로와의 관계, 공공시설·상업시설의 접근정도, 위험 또는 협오시설의 접근정도, 제도적 규제 및 제약 등						
		아파트	지역입지 인기도, 교통 이용편리도, 도심 접근성, 경관·일조권·조망, 소음·협오시설 등의 요인, 편익시설구비, 학교시설의 이용편리도와 학군의 변화, 배치 및 내부구조에 대한 선호변화, 건설회사 지명도						

### 3. 부동산 투자의 위험-수익률 관계

#### 가. 위험에 대한 투자자의 태도

투자에 대한 모든 의사결정은 예상되는 결과를 기대하고 행해진다. 그러나 실현된 결과가 예상한 결과와 정확하게 일치하는 경우는 그리 흔하지 않다. 실현된 결과가 예상한 결과로부터 벗어날 가능성을 불확실성(uncertainty) 또는 위험이라고 한다. 일반적으로 투자자들은 미리 위험을 계산하고 행동을 한다.

기대수익률이 동일한 두 개의 투자대안이 있는데, 하나가 다른 하나보다도 더 위험하다고 하자. 그렇다면 투자자들은 대부분 덜 위험한 쪽을 선택할 것이다. 투자자들의 이러한 행동을 위험혐오적(risk-averse)이라 부른다. 위험혐오적이라는 말은, 사람들이 전혀 위험을 감수하려 하지 않는다는 것을 의미하는 것은 아니다. 위험을 전혀 감수하지 않을 경우, 얻을 수 있는 수익률은 무위험률(risk-free rate)밖에 없다. 따라서 위험을 전혀 수반하지 않는 투자는, 진정한 의미의 투자라고는 볼 수 없을 것이다.

투자자들이 위험혐오적인 행동을 한다는 것은, 수익률이 동일할 경우 덜 위험한 쪽을 택한다는 것을 의미하는 것이지, 위험을 전혀 감수하려 하지 않는다는 것을 의미하지는 않는다. 위험혐오적인 투자자라 할지라도, 감수할만한 유인책이 있는 위험이거나 회피할 수 없는 위험일 경우에는, 투자자는 기꺼이 위험을 감수한다.<sup>29)</sup> 위험에 따른 투자자의 태도유형은 다음과 같다.

---

29) 안정근, 『현대 부동산학』, 법문사, 2003.

### 1) 위험회피형

위험회피형(risk averse)은 위험을 피하려는 이성적인 인간행동으로, 위험을 부담하는 경우에는 반드시 이에 따르는 보상을 얻고자 하는 형을 말한다. 위험회피형은 수익률이 증가함에 따라 효용은 증가하지만 한계효용(marginal utility)이 체감하는 효용함수의 특징을 가지고 있다. 이와 같이 한계효용이 체감하는 이유는 일반적으로 수익률이 높을수록 위험이 증가하여 위험회피형의 효용이 한계적으로 작아지기 때문이다.<sup>30)</sup>

### 2) 위험추구형

위험추구형(risk seeking)은 위험을 선호하는 인간행동으로, 높은 수익률을 획득할 기회를 얻기 위하여 위험을 감수하는 형으로 위험이 같은 두 가지의 투자 대안의 있을 경우 큰 쪽을 선택하여 큰 만족을 얻는 투자자를 말한다.<sup>31)</sup>

### 3) 위험중립형

위험중립형(risk neutral)은 위험의 크기에 관계없이 기대수익률에만 따라 행동하는 형을 말한다. 위험중립형의 기대수익률을 최대함으로써 기대효용을 극대화하는 것으로 위험중립형의 효용은 위험의 크기와는 관계없이 수익률에 정비례한다.

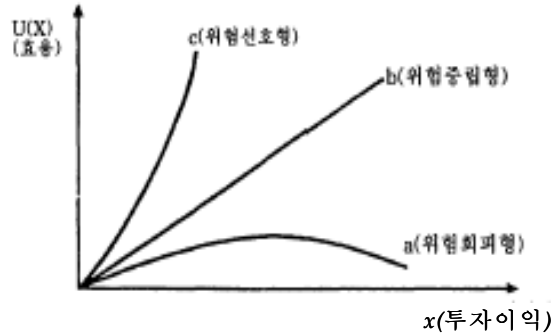
<그림 2-1>에서와 같이 투자이익이 증대됨에 따라 제 곡선의 효용함수는 모두 증가추세를 보이고 있으나 위험회피형의 한계효용은 체감하는 추세를 보이고 있는 반면 위험선호형의 한계효용은 체증하는 경향을 보이고 있다.<sup>32)</sup>

30) 이래영, 「부동산 경제론」, 기공사, 1999, p.227.

31) 김화균, 「부동산 컨설팅」, 기공사, 1998.

32) 이래영, 「부동산 투자론」, 삼영사, 2000, p.34.

<그림 2-1> 위험 회피형·중립형·선호형의 효용함수



자료 : 이래영, 『부동산투자론』, 삼영사, 2000. p.34

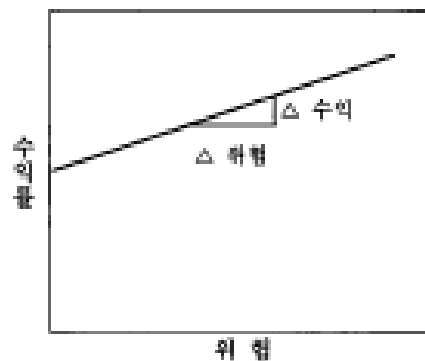
#### 나. 위험-수익률의 상관관계

일반적으로 위험과 수익은 비례관계를 가지고 있다. 투자 위험이 크면 클수록 요구하는 수익률도 커진다. 위험과 수익의 이 같은 관계를 위험-수익의 상충관계(risk-return-trade-off)라 한다.

<그림 2-2>는 이 같은 위험과 수익률의 상충관계를 나타내고 있다. 그래프의 정확한 형태에 관해서는 논란의 여지가 있지만, 여기서는 편의상 직선으로 표시하였다. 그림에서 종축은 수익률을, 횡축은 위험을 나타낸다. 종축의 절편은 무위험률을 나타내고 있는데, 무위험률은 장래 기대되는 수익이 확실할 경우의 수익률을 의미한다. 예를 들어, 은행에 정기예금을 하였다고 하자. 무위험률은 순수한 시간가치에 대한 대가가 된다. 그러나 은행의 정기예금이라 할지라도, 위험이 전혀 없는 것은 아니다. 은행의 공공성에 의해 채무 불이행의 위험(default risk)은 없다고 하더라도, 인플레이션이 있을 경우에는 그것의 실질가치가 하락할 위험성이 있다. 따라서 투자자는 예상되는 인플레이션에 대한 보상도 아울러 요구한다. 이처럼 투자자의 요구수익률은 개인으로서 피할 수 없는 위험이 증대됨에 따라 동반 상승한다. 이

때, 증가되는 시장 위험에 대한 대가를 위험할증률(risk premium)이라 한다. 그리고 위험에 대한 대가로 할증률이 가산된 요구수익률을 위험조정률(risk-adjusted rate)이라 한다. 따라서 위험수준과 요구수익률 사이의 관계는 다음과 같이 표현된다. 이 관계가 <그림 2-2>에 나타나 있다.

<그림 2-2> 위험과 수익의 상충관계



자료 : 안정근, 『현대부동산학』, 법문사, 2003. p.250.

$$r = r_f + p$$

여기서  $r$ 은 요구수익률,  $r_f$ 는 무위험률,  $p$ 는 위험증대률을 의미한다. 무위험률의 크기는 일반경제상황과 관계가 있다<sup>33)</sup>.

화폐의 공급과 수요, 저축률과 투자율 등은 무위험률에 영향을 주고 있다. 예를 들어, 시중은행에 대한 지불준비율이 높아지면 일반이자율이 상승하게 되고, 일반이자율이 상승하게 되면 무위험률도 아울러 상승하게 된다. 무위험률의 상승은 직선 전체를 상향 이동시키며, 무위험률의 하락은 그것을 하향이동시킨다.

위험할증률은 시장위험뿐만 아니라 개별투자가 안고 있는 위험에 따라

33) 안정근, 『현대 부동산학』, 법문사, 2002, p.249.

서도 변화한다. 예를 들어, 어느 도심지역에 상업용 건물을 짓는다고 할 때, 이 투자에 대한 위험할증률이 10%라 하면, 투자자는 당연히 10%만큼의 위험할증률이 요구수익률에 반영되기를 원한다.

## 제 3 장 부동산 투자수익률에 관한 실증분석

부동산투자에 따른 수익률에 영향을 미치는 요소는 거시경제변수 외에 산업 및 지역적 요인과 개별 부동산의 경제적 특성 등 매우 다양하다. 그러나 거시경제변수 요인 외에는 수치화하기가 불가능하기 때문에 본 연구에서는 부동산 수익률과 거시경제변수간의 관계를 실증분석한다.

### 제 1 절 부동산수익률의 동향

#### 1. 투자수익률

2005년 7월 1일부터 2006년 6월 30일까지 1년간 7대 도시 투자수익률은 오피스빌딩이 9.23%, 매장용빌딩은 8.14%로 추정되었다.

오피스빌딩은 전년 대비 0.70%P 증가한 반면, 매장용빌딩은 전년대비 0.52%P 하락한 것으로 조사되었다. 오피스빌딩은 사무실 수요의 증가로 인한 공실률 감소와 자산가치 상승으로 투자수익률이 상승한 반면, 매장용빌딩은 임대료수준이 소폭 상승하였으나 자산가치 상승폭이 둔화됨에 따라 투자수익률이 하락하였다.

도시별로는 오피스빌딩의 경우 서울이 10.92%로 가장 높은 반면 광주 0.48%로 가장 낮았으며, 매장용빌딩은 서울이 9.65%로 가장 높고 광주 3.48%로 가장 낮은 것으로 조사되었다. 서울지역 대부분의 오피스빌딩은 9%~13%의 투자수익률을 보인 반면, 부산은 대부분 4%~6%의 투자수익률을 보이고 있는데, 이러한 차이는 자본수익률에서 기인하고 있다. 대구는 경부고속전철운행의 영향 지속, 지하철 2호선의 개통, 혁신도시 선정, 칠곡 지역 택지개발 등의 호재로 인하여 오피스(18.7%P) 및 매장용빌딩(1.23%P)



모두 2005년 대비 투자수익률이 상승하였다. 광주에 매장용빌딩은 구도심(금남로 및 충장로상권) 공공청사 이전의 지속적인 영향으로 상권 위축, 자산가치 감소 등이 투자수익률 하락의 주요한 요인으로 나타났다.

**<표 3-1> 7대도시 오피스 및 매장용빌딩 투자수익률**

구분		전체	서울	부산	대구	인천	광주	대전	울산
오피스	2006	9.23	10.92	4.63	7.42	4.89	0.48	7.19	4.26
	2005	8.53	10.10	4.91	5.55	7.35	0.46	5.93	2.53
	2004	9.42	10.84	6.49	6.70	8.03	2.95	6.01	4.07
	2003	11.81	14.15	6.38	6.99	9.52	2.55	5.40	4.59
매장용	2006	8.14	9.65	5.70	7.19	7.35	3.48	8.90	5.99
	2005	8.66	10.67	6.18	5.96	6.67	4.31	10.85	5.24
	2004	9.54	11.06	7.68	8.24	6.80	6.65	10.53	7.30
	2003	14.09	19.39	8.42	9.43	13.81	9.32	9.32	9.06

자료 : 한국부동산연구원, 『2006년 임대료조사 및 투자수익률 추계 결과보고서』, 2006.

## 2. 소득수익률

순영업소득을 기초 자산가치(2005년 7월 1일 기준 가격)로 나누어 산정된 8대도시 오피스빌딩의 소득수익률은 5.19%, 매장용은 4.99%로 파악되었다. 대부분의 도시에서 오피스빌딩과 매장용빌딩의 소득수익률이 2005년 대비 증가한 가운데 오피스빌딩은 전년대비 0.07%p, 매장용빌딩은 0.10%p 높아진 것으로 조사되었다.

지역별로는 오피스빌딩의 경우 순영업소득이 감소한 인천(1.2%p)을 제외하고 2005년 대비 모든 지역에서 상승한 가운데, 서울이 5.89%로 가장 높고 광주가 2.03%로 가장 낮은 것으로 분석되었다. 울산은 임대료의 상승과 공실률의 하락으로 큰 폭의 소득수익률 상승을 보이고 있는데, 특히 신

시가지인 삼산지역이 지속적인 상승을 보이고 있으며 일부 지역에서는 재개발로 인한 오피스빌딩 공급 감소에 따른 대폭적인 공실률의 하락으로 전년 대비 1.24%p 상승하였다.

매장용빌딩은 오피스빌딩과 유사하게 울산이 5.85%, 대전 5.50%로 다소 높은 가운데 광주는 4.06%로 가장 낮게 나타났으며, 서울은 제외하고 전년 대비 모든 지역에서 상승한 것으로 나타났다. 울산 삼산지역은 주상복합건물의 개발과 일부 빌딩의 적극적인 임차인 유치로 인한 공실률 하락이 소득수익률 상승의 주된 요인이며, 광주는 구도심과 신도심의 양극화가 심화됨에 따른 지속적인 구도심 상권 쇠퇴가 낮은 소득수익률의 주된 요인으로 나타났다.

**<표 3-2> 7대도시 오피스 및 매장용빌딩 소득수익률**

구분		전체	서울	부산	대구	인천	광주	대전	울산
오피스	2006	5.19	5.89	3.79	4.59	3.18	2.03	2.97	3.53
	2005	5.12	5.87	3.57	4.39	4.38	1.80	2.14	2.29
	2004	6.00	6.85	4.24	5.08	5.27	2.63	2.57	3.14
	2003	7.40	8.57	4.81	5.69	6.56	2.59	3.05	4.29
매장용	2006	4.99	4.87	4.92	5.10	5.41	4.06	5.50	5.85
	2005	4.89	5.04	4.69	4.92	5.13	4.05	4.56	4.67
	2004	5.65	6.13	5.21	5.47	5.34	4.71	4.61	5.41
	2003	6.78	7.13	6.31	6.49	7.70	5.70	5.73	6.60

자료 : 한국부동산연구원, 『2006년 임대료조사 및 투자수익률 추계 결과보고서』, 2006.

### 3. 자본수익률

2005년과 2006년 기준시점간 자산가치평가를 통해 추정 한 7대 도시 오

피스빌딩의 자본수익률은 평균 4.04%이며, 매장용 평균 3.15%로 나타났다.

2005년 대비 오피스빌딩은 자본수익률 0.63%p 소폭 상승하였으며, 매장용빌딩은 0.62%p 하락하였다. 지역별로는 오피스빌딩의 경우 서울이 5.03%로 가장 높은 가운데, 대전(4.22%), 대구(2.82%)순으로 나타났으며, 광주 공공청사 이전, 상무지역 개발 등으로 구도심 업무지역의 가격하락이 발생하여 자본수익률이 마이너스(-1.55%)를 나타냈다. 하위시장별로는 서울 천호지역(8.10%), 무교지역(7.54%) 등의 자본수익률이 높은 반면, 시청이전 등에 따른 수요 감소 등으로 침체를 보이는 광주 금남로지역은 마이너스로(-3.77%) 나타났다.

매장용빌딩의 경우 임대수익용 상가에 대한 투자수요가 꾸준한 서울이 4.77%로 가장 높은 가운데, 지하철 개통으로 인한 역세권 주변의 지가상승으로 인해 대전(3.40%), 대구(2.09%)순으로 높은 수치를 기록하였다.

**<표 3-3> 7대도시 오피스 및 매장용빌딩 자본수익률**

구분	전체	서울	부산	대구	인천	광주	대전	울산	
오피스	2006	4.04	5.03	0.84	2.82	1.72	-1.55	4.22	0.73
	2005	3.41	4.22	1.34	1.16	2.97	-1.32	3.79	0.24
	2004	3.42	4.00	2.26	1.61	2.76	0.32	3.44	0.93
	2003	4.41	5.58	1.57	1.30	2.96	-0.04	2.35	0.30
매장용	2006	3.15	4.77	0.78	2.09	1.94	-0.57	3.40	0.14
	2005	3.77	5.62	1.49	1.05	1.53	0.26	6.30	0.57
	2004	3.90	4.93	2.47	2.77	1.45	1.94	5.92	1.89
	2003	7.31	11.26	2.11	2.94	6.10	3.62	3.59	2.46

자료 : 한국부동산연구원, 『2006년 임대료조사 및 투자수익률 추계 결과보고서』, 2006.

## 제 2 절 부동산 투자수익률과 주요 거시경제변수

부동산의 투자 운영에 따라 투자자가 직면하는 위험을 체계적 위험과 비체계적 위험으로 분류할 수 있다. 체계적 위험요인은 부동산 시장의 모든 부동산에 영향을 미치는 요인이어서 부동산에 투자하는 한 피할 수 없는 위험들이다. 그러나 포트폴리오 매니저가 이러한 체계적 위험에 대한 민감도를 결정할 수 있고 예상되는 방향(상승, 하락)에 맞추어 포트폴리오를 수정할 수 있다면 포트폴리오 전체의 위험-수익 성과는 크게 개선된다. 따라서 체계적 위험과 관련된 주요 거시경제변수를 중심으로 본 실증 분석에서 사용될 변수를 추출하면 다음과 같다.

### 1. 인플레이션 위험

일반적으로 부동산은 좋은 인플레이션 헤지 수단으로 알려져 있다. 실제로 부동산의 종류와 관계없이 부동산은 인플레이션율과 正(+)의 상관관계를 갖는 것으로 알려져 있다. 그러나 장기임대계약을 체결한 부동산 소유자의 경우 인플레이션 위험에 노출된다는 점에 유의해야 한다. 즉, 임대료가 인플레이션에 따라 자동적으로 상향조정된다는 계약을 사전에 맺지 않는 한 임대료의 일반적 수준이 상승할 경우 손실이 발생하게 된다. 인플레이션 위험은 ① 인플레이션 예상치가 높아지거나 ② 예상치 못한 인플레이션이 발생할 경우로 나누어볼 수 있다. 인플레이션 예상치가 올라갈 경우 부동산은 사전에 계약된 임대료가 단기적으로 조정하기 어렵다는 점과 부동산으로부터 발생하는 현금흐름에 대한 할인율이 높아진다는 두 가지 이유에서 손실이 생겨난다. 한편 물가가 일시적으로 당초 예상보다 높아질 경우에도 부동산보유자는 손실 위험에 직면한다. 빌딩 관리비용이 상승하

고 단기적으로 임대료를 조정하기 어렵다는 점으로 말미암아 부동산 투자에 따른 수익을 감소시키기 때문이다.

## 2. 경제에 대한 불확실성

IMF 금융지원 요청 등 극단적인 경우를 배제하고 경제상황이 불확실해질 경우 일반적인 부동산은 좋은 헤지 수단이 될 수 있다. 많은 연구자가 실제로 이를 확인하고 있다. 실제로 미국의 경우 국공채의 수익률과 회사채 수익률의 차로 정의한 투자자신뢰지수가 하락할 경우 부동산에 대한 수익률은 증가하는 것으로 나타나고 있다. 우량채권과 투기채권간의 수익률 차로 측정된 투자자의 심리상태간에는 負(-)의 상관관계를 나타내 경제의 불확실성이 증가할 경우 부동산에 대한 수익률은 증가하는 것으로 나타나고 있다.<sup>34)</sup>

## 3. 경기변동

경기 확장시 주식 수익률은 상승하고 채권수익률은 하락한다. 물론 이는 경기확장의 어느 단계에 와 있느냐에 따라 달라질 수 있다. 경제활동이 일정수준을 넘어 확장하게 되면 물가, 임금, 이자율을 상승시키고, 지나치게 팽창된 경제는(차입자의) 파산위험과 이자율위험(대여자)을 발생시킨다. 부동산의 경우 소비증가로 측정된 경기 활황은 일반적으로 부동산 투자수익률을 높이는 것으로 나타나고 있다.

---

34) 박원석·최희갑, “부동산 투자·관리위험에 대한 실증분석과 위험관리 방안,” 『부동산학연구』, 제8집 제1호, 한국부동산분석학회, 2002. pp.46-48.

#### 4. 이자율 위험

이자율 상승은 모든 자산가격결정에 있어 負(-)의 영향을 미친다. 자산 가격은 미래이득에 대한 현재가치이고, 이자율의 상승은 내재가격의 하락을 가져온다. 부동산의 경우 시장사이클(공실률 등), 고용증가율, 높은 정보, 거래 및 유동성 비용으로 말미암아 이자율의 변화에 더 큰 영향을 받게 된다. 단적으로 차입을 통해 자금을 조달한 리츠의 경우 수입은 임대료에서 이자비용을 제한 것이 되므로 이자율 상승은 수입을 감소시키는 요인으로 작용한다. 한편 이자율 상승이 경제 전반의 신용위험 상승에 기인할 경우에는 이자율 상승은 공실률의 증가와 임대료 하락을 동반하게 되므로 리츠의 경영을 더욱 악화시킬 수 있다.

#### 5. 정부 정책

재정 및 통화정책은 국민경제와 국민경제 내에서 거래가 이루어지는 부동산을 포함한 각종 자산의 가격에 영향을 미친다. 정부지출 확대는 경기를 부양하는 효과를 가져 부동산 수요를 높이는 한편 부동산 가격도 상승시킨다. 팽창적인 통화정책(경제내의 통화량의 증가나 신용규모의 증가)은 경제 전체의 유동성을 이고 기업의 자본비용(이자율)을 감소시켜 부동산에 대한 수요를 높이는 효과를 갖는다.

### 제 3 절 실증분석

본절에서는 경기변동, 기대 인플레이션율, 예상치 못한 인플레이션, 실

질이자율, 경제의 불확실성 등의 거시경제적 요인이 부동산 수익률에 미치는 영향을 실증분석하고 그 결과를 제시한다.

실증분석에 사용한 자료와 주요 변수 실증분석은 분석에 사용할 수 있는 시장이자율 시계열이 이용이 가능한 1991년부터 2005년 8월까지 월별 자료를 대상으로 한다. 부동산 가격은 한국주택은행에서 발표하는 전국 아파트 매매 가격지수를 계절 조정하였고 수준변수가 단위근을 가지므로 1차 차분한 시계열을 이용하였다. 경기수준을 측정하기 위해 통계청의 월별 산업활동지수를 계절조정 후 1차 차분값을 사용하였으며, 인플레이션을 모형화하는 방법은 매우 다양하나, 본 연구에서는 가장 단순한 형태인 직전 5기의 인플레이션에 기초한 자기회귀모형(Autoregressive Model)으로 기대인플레이션을 추정해 사용하였다. 예상치 못한 인플레이션은 이렇게 추정된 기대인플레이션을 실제 인플레이션에서 차감해 구해졌다. 실질이자율은 통화안정증권(365일물)에 대한 유통수익률에서 인플레이션을 차감해 구했다.<sup>35)</sup> 마지막으로 경제의 불확실성은 두 가지 지표를 주로 활용하였다. 우선 거시경제의 실증분석에서 자주 사용하는 불확실성지표로서 월별산업생산을 이용해 오차의 조건부 이분산(conditional heteroscedasticity)이 오차항 제곱의 시차변수들에 의해 결정된다고 상정하는 GARCH(1,1)모형에 의해 추정한 조건부 이분산을 사용하였다.

$$y_t = x_t \alpha + \epsilon_t$$

$$\epsilon_t = z_t \sigma_t, \quad N(0, 1)$$

$$\sigma_t^2 = \beta_0 + \beta_1 \epsilon_{t-1}^2 + \beta_2 \sigma_{t-1}^2$$

35) 기대인플레이션을 장단기 국제수익률의 차이로 정의할 수 있겠다. 본 연구에서도 장단기 국제수익률의 차이를 이용해 모형을 추정해 보았으나 유의성이 크게 떨어지는 것으로 나타났다.

여기서  $x$ 와  $y$ 는 시차변수를 포함하는 설명변수이다. 단위근 검정결과 계절조정된 산업생산은 단위근을 가지나 산업생산 증가율은 안정적 시계열이므로 산업생산 증가율을 사용했다. GARCH(1,1)모형을 추정한 결과 추정계수들은 유의성이 낮지 않게 나왔으며 GARCH계수도 1보다 작게 나와 추정이 잘된 것으로 보인다. Durbin-Watson 수치 역시 2.87로 잔차항의 자기상관도 거의 없는 것으로 나타났다. 따라서 실증분석에서는 GARCH(1,1)모형에서 구한 조건부 이분산을 경제의 불확실성으로 나타내는 대응변수로 사용하였다(<표 3-4> 참조).

**<표 3-4> GARCH(1,1)모형의 추정결과**

		GARCH(1,1)	
		계수	t-값
평균방정식	$a$	0.0079	4.26
분산방정식	$\beta_0$	0.0007	4.79
	$\beta_1$	0.6159	3.30
	$\beta_2$	-0.0689	-1.79
Durbin-Watson 값		2.87	

경제의 불확실성을 측정하는 또 하나의 방식은 우량회사채와 비우량회사채의 수익률간의 차이, 즉 위험프리미엄으로도 정의할 수 있다. 그러나 한국의 경우 비우량회사채인 BBB-(3년) 등급의 회사채에 대한 수익률이 1999년 9월 이후부터 이용 가능하므로 우리는 국고채 3년과 우량회사채(AA-, 3년)의 유통수익률 차이로 위험프리미엄을 측정하였다.

<표 3-5>는 경제의 불확실성을 각각 GARCH(1,1)모형에 의해 추정한 조건부 이분산과 위험프리미엄으로 설정해 실증 분석을 한 결과를 제시하고 있다. 결과에 따르면 불확실성을 측정하는 방법과 상관없이 산업생산증가율의 3~6개월 시차변수가 모든 부동산 수익률에 유의성이 있는 정의 효과



를 보여주고 있다. 실질 이자율은 유의성이 다소 떨어지나 부동산에 負(-)의 효과를 주는 것으로 나타났다. 한편 인플레이션율은 기대인플레이션이냐 예상하지 못한 인플레이션이거나 모두 부동산 수익률에 부의 효과를 주는 것으로 나타나 1991년 이후 부동산은 인플레이션에 대한 헤지할 수 있는 역할도 떨어지는 것으로 나타났다. 그러나 추정계수의 유의성은 크게 떨어지고 있으므로 결과의 해석에 주의할 필요가 있다.

**<표 3-5> 부동산수익률의 거시변수에 대한 추정결과**

		추정계수	t-값
예상하지 못한 인플레이션		-0.1486	-1.81
경제 불확실성 (GARCH(1,1)모형에 의해 추정된 조건부 이분산)		-0.0605	-0.24
기대인플레이션율		-0.7778	-2.66
경기지수 (산업생산 증가율)	시차 -3	0.0296	2.86
	시차 -4	0.0454	2.89
	시차 -5	0.0361	2.29
	시차 -6	0.0157	1.52
실질이자율 (통안채 365일물 유통수익률 - 소비자 물가상승률)		-0.0005	1.25
상수항		0.0047	1.35
AR(1)		0.7794	13.40
Durbin-Watson		2.099	
결정계수 R <sup>2</sup>		0.712	

## 제 4 장 부동산투자의 위험관리 방안

지금까지 거시경제변수가 부동산 수익률에 미치는 실증분석을 통하여, 우리나라 부동산시장에서 체계적 위험과 관련된 주요 변수들의 영향을 살펴보았다. 분석결과에서 보는 바와 같이 부동산 투자에서 관리해야 할 주요 변수들로는 부동산 수익률과 負(-)의 효과를 갖는 인플레이션, 불확실성 변수 등이 도출되었다. 또한 부동산 수익률과 정의 효과를 갖는 경기지수 역시 경기하강시에는 위험의 헤지가 필요함을 볼 수 있다. 이에 본장에서는 이러한 위험들을 효과적으로 관리하는 방안을 살펴보기로 한다. 위험관리 방안으로서는 우선 개별투자에 있어서의 위험관리 방안을 살펴보고, 다음으로 리츠회사의 통합위험관리 방안에 대하여 살펴보기로 한다.

### 제 1 절 개별 투자에 있어서의 위험관리 방안

#### 1. 가격변동 위험의 관리

경기수준이나 인플레이션으로 인한 부동산 또는 부동산 유가증권의 가격 변동 위험을 헤징하는 방법으로는 파생금융상품을 활용하는 방안을 들 수 있다. 헤지의 대상이 부동산일 경우 파생금융상품의 근거자산(underlying assets)은 부동산 가격지수가 될 수 있고, 헤지의 대상이 리츠 주식일 경우, 해당 주식 또는 주가지수가 근거자산이 될 것이다.

우선, 부동산 자체의 가격변동 위험을 헤징하기 위해 파생금융상품을 활용할 경우, 그 대상은 부동산을 근거로 한 파생금융상품(real estate backed derivatives)이 될 것이다. 즉, 부동산 가격변동 위험을 회피하기 위하여 대상 부동산을 근거로 한 선물, 옵션, 스왑계약을 맺는 것이 가능할 것

이다. 이 경우 파생금융상품의 근거 자산은 개별성이 강한 부동산을 일일이 대상으로 할 수 없기 때문에 부동산 가격지수를 대용변수로 할 수 있다. 부동산 가격지수로 는 수익성 부동산을 대상으로 한 총수익 지수<sup>36)</sup>, 부동산 매매가격을 대표하는 지수, 임대료 또는 공실률 지수<sup>37)</sup>, 부동산회사 주식의 주가지수<sup>38)</sup> 등이 대표적이다. 이러한 부동산 가격지수의 경우 청산 거래 시에는 부동산을 직접 현물로 줄 수 없기 때문에 현물가격에 해당하는 현금으로 청산거래가 이루어진다. 그런데 부동산의 경우 특수성이 강하기 때문에 부동산 가격지수만으로 완전한 헤지가 되지 못하는 단점이 있다. 우리나라의 경우 아직까지 부동산지수 선물시장이 형성되지 않은 상태지만, 리츠 도입에 따라 부동산 거래가 빈번해지고 부동산 가격변동이 커질 경우, 부동산 선물시장이 형성될 가능성은 있다고 볼 수 있다.

다음으로, 리츠와 같은 부동산 주식의 가격변동을 헤지하기 위해서는 대표적인 주가지수나 해당 주식을 근거자산으로 하는 파생금융상품을 활용할 수 있다. 우리나라의 경우 근거자산으로 주가지수가 주로 이용되고 있으며, 개별주식을 대상으로 한 파생상품은 2002년에 들어서야 허용되었다. 미국의 경우 개별주식을 근거자산으로 하는 파생금융상품을 투자자들이 리츠나 상장된 부동산운영회사의 주식투자시에 이를 활용하고 있다.

## 2. 판매(유동성)위험의 관리

부동산에 있어서 중요한 위험 중의 하나는 투자자의 의도대로 부동산 자산이 시장에서 팔릴 수 있을 것인가 또는 투자자가 의도하는 대로 자산의 일부를 현금화하고자 할 경우 이를 적시에 시행할 수 있는가 하는 판매

36) 미국에서는 Russell지수, NCREIF 지수 등이 주로 이용되고 있다.

37) 임대료 및 공실률 조사자료를 근거로 지수를 작성할 수 있다.

38) 지분형 리츠를 중심으로 지수를 작성할 수 있다.

위험 또는 유동성위험과 관련된 것이다. 판매위험은 개발사업의 완료 후 부동산을 분양하고자 하는 경우 또는 보유 포트폴리오를 교체하고자 하는 경우에 주로 발생할 수 있다.

판매위험 또는 유동성위험을 헤지하는 방법으로는 각종 사전옵션계약을 활용하는 방안을 들 수 있다. 즉 개발사업자가 완성된 부동산의 지분을 확정된 가격에 인수하는 사전 옵션계약을 맺어, 판매위험을 줄이는 방법이다. 이러한 옵션계약은 미국의 리츠에서 신규 부동산 물건을 선확보하는 방법으로 활용하고 있다. 아울러, 투자자가 부동산 매매계약을 맺으면서 일정 기간이 지난 이후 이를 부동산 소유자에게 되팔 수 있는 권리 즉 풀백옵션 (put back option)을 활용하는 방안도 판매위험을 관리하는 대안이 될 수 있을 것이다.

개발사업을 시행하는 경우 선분양제도를 활용하는 경우도 판매위험을 헤지하는 주요한 수단으로 가능하다. 선분양제도는 개발사업자와 분양권 매입자가 개발과 관련된 위험과 이익을 적절하게 공유하는 메커니즘을 가지고 있다고 하겠다.

### 3. 관리운영과 임대위험의 관리

부동산 임대 등 관리운영과 관련된 위험을 관리하는 방안으로는 우선 임차인과의 장기임대계약을 맺는 방법을 들 수 있다. 리츠와의 장기임대계약을 활용할 경우 부동산 투자자의 입장에서는 장기적으로 임대수입의 현금흐름이 안정될 수 있기 때문에, 장기적으로 안정된 투자 수익을 확보하는데 절대적으로 유리할 수 있다. 아울러 부동산 관리위험을 회피하는 방안으로는 우선 고려해야 할 것이 전문 관리업체에 장기운영계약을 통하여 아웃소싱하는 방법일 것이다.

보다 포괄적으로는 리싱 패키지(leasing package)를 활용하는 방안을 들 수 있다. 리싱 패키지란 빌딩 오너와 관리회사가 통제 할 수 없는 외부 시장여건 변화에 대응하기 위하여 통제 가능한 내부 여건을 변화시켜서 적극적으로 대응해 나가는 전략이다. 여기서 외부 여건이란 시장의 공실률, 흡수율, 신규 공급 및 임차 동향, 임대료 동향 등을 말한다. 이런 변화에 대해서 빌딩 내부의 향후 공실 가능성과 임차인들의 수요 변화를 예측하여 임대계약기간을 조정하거나 잠재임차인 접촉을 통해서 시장에서 가능한 임대조건의 믹스범위를 구하게 된다. 임대조건의 믹스는 임대료, 임대기간, 계약조건, 임대면적, 인센티브 등 다양한 항목들로 구성된다.

#### 4. 개발위험의 관리

앞서 살펴본 바와 같이 부동산을 개발하는 경우에는 공산중단, 미완공 위험, 공사비초과, 완공기간 지연위험, 완공 프로젝트의 적정성 위험, 기술적 위험 등 개발위험이 새로이 추가된다. 개발위험을 회피하기 위해서는 시공자와 건설과정에서의 설계, 물자조달, 인허가 등 각종 절차를 일괄적으로 부담시키고 건설비도 계약시에 확정하는 '확정가격에 의한 일괄도급계약(Fixed Price and Lump-sum Turn-key Contract)'을 활용할 수 있다. 설계·조달·건설을 일괄추진한다는 점에서 이를 수행하는 건설업체를 EPC(Engineering, Procurement and Construction)라 부른다.

#### 5. 비체계적 위험의 최소화

비체계적 위험을 최소화하기 위한 방법으로는 분산투자가 있다. 부동산의 위험관리의 가장 기본은 일반 투자와 마찬가지로 분산투자에서 출발한

다. 비체계적 위험이 부동산시장내의 모든 물건에 똑같은 영향을 미치지 않는다. 이에 따라 부동산 물건을 적절히 결합함으로써 포트폴리오 매니저가 비체계적 위험을 최소화하는 것이 가능하다. 분산투자는 포트폴리오의 수익을 감소시키지 않고 전체 포트폴리오의 위험을 감소시키는 가장 효과적인 방법이라고 할 수 있다.

분산투자의 방법으로는 부동산 부문별로 분산투자를 하는 방법과 지역별로 분산투자를 하는 방법이 가능하다. Fishier and Liang(2000)의 연구에 따르면 부문별 분산효과가 지역별 분산효과보다 더 효과적인 것으로 나타난다. 반면, 임재만(2001)은 아파트의 분산효과를 분석하였는데, 아파트를 지역적으로 분산투자한 투자성고가 아파트를 평형별로 분산투자한 투자성과보다 더 우수한 성과를 보인 것으로 나타났다.

## 제 2 절 리츠회사의 통합위험의 관리

투자자가 간접투자를 선호하여 리츠와 같은 부동산 회사에 투자할 경우 고려해야 할 위험은 개별 부동산 투자에 있어서의 위험뿐만 아니라 회사조직으로서의 리츠에 대한 통합위험 관리가 필요하다. 왜냐하면, 리츠 회사의 경우, 경영전략 위험, 파산위험 등이 추가로 개입되기 때문이다. 따라서 파생금융상품 등을 통한 위험 종류별 헤지나 위험 전가전략이나 세밀한 체크리스트 작성이나 관리도 중요하지만 회사 내에 자연스러운 통제 메커니즘을 확립해 가는 것이다. 모든 위험을 세밀히 관리한다는 것은 기업이 직면하는 무수한 위험의 종류나 이에 투입될 인력과 기타자원을 감안한다면 물리적으로 불가능한 일이기 때문이다. 통합위험관리에 필요한 요소들을 보면 다음과 같다.

## 1. 위험관리 전략의 설정

통합위험관리에 있어서 중요한 요소 중 하나는 위험관리 전략을 설정하는 일이다. 이를 위해서는 우선 위험관리에 대한 책임과 역할이 조직적으로 뒷받침하기 위한 위험관리조직의 설치가 필요하다. 이사회는 위험관리의 최종 책임을 부담하는 만큼, 리츠사가 당면한 위험들을 이해하고 적절히 관리되도록 보장해야 할 책임<sup>39)</sup>이 있다. 또한 이사회 활동을 실무적으로 뒷받침하는 조직으로 위험관리 집행위원회가 운영되어야 한다. 위험관리 집행위원회는 전사적 위험관리전략을 수립하고 내부 통제를 위한 정책과 절차가 적절히 시행되고 갱신되도록 하며, 장기계획과 투자에 있어서 위험이 고려되어질 수 있도록 하는 역할을 담당한다.

둘째로, 리츠 투자 부동산 부문별로 위험허용한도와 자본금의 할당이 필요하다. 특정 기업의 위험 중 계량화가 가능한 위험은 자본금 체계를 통하여 적극적으로 관리하여야 하며, 계량화가 어려운 위험은 이를 통제할 수 있도록 구조화하여야 한다. 계량화 가능위험은 '전사적·사업영역별 위험 허용한도와 자본금의 할당'을 통해 구체화한다. 사업영역별로 할당되어진 위험허용한도와 자본금기준 한도액은 이를 모두 합계하였을 때 전사적 위험허용한도와 자본금과 일치하여야 한다.

## 2. 위험의 측정, 보고, 통제체계의 확립

리츠 회사의 경영활동이 전반적 전략목표와 위험관리목표에 따라 관리되기 위해서는 위험의 효과적인 측정, 보고 및 통제가 필요하다. 우선, 시

---

39) 이사회는 ① 모든 노출 위험관리에 필요한 제도, 실무, 문화를 정착시켜야 하고 ② 전사적 위험관리시스템이 적정히 운영되도록 해야 한다. 특히 위험허용한도, 자본금 할당에 대한 책임을 갖는다.

장위험, 신용위험, 유동성위험 등 위험의 효과적인 측정이 필요하다. 이자율위험, 통화위험, 주가위험 등을 포괄하는 시장위험은 일반적으로는 VaR(Value at Risk)<sup>40</sup>를 사용하여 측정하는데, VaR는 불리한 시장변동시 기업이 보유하고 있어야 할 필요자본금(capital at risk)의 추정액을 산정하는데 큰 도움이 된다. 아울러, 임차인이나 금융거래 상대방에 대한 신용위험도 정기적으로 측정되고 모니터링되어야 한다. 물론 새로운 거래상대방과의 거래에 들어가기 전에 그 거래상대방이 그러한 거래를 약정할 수 있는 법률적 능력과 권한을 가지고 있음을 확인하는 절차가 필요하다.

유동성 위험과 관련하여서는 적절한 단기 소요기간(예컨대 1개월까지) 범위 내에서 발생하는 현금흐름 분석을 통하여 일일기준으로 감시되어야 한다. 리츠는 일반기업이나 금융기관에서는 찾아보기 힘든 자산구조를 보유하고 있어 유동성의 통합관리가 매우 중요하다. 리츠는 통산 자산의 90%를 부동산 및 부동산관련 증권에 투자하고 있다. 부동산의 특성상 유동성위기에 직면하여 처분할 경우 적절한 가격을 받지 못하거나 매매 자체가 불가능할 수 있다. 그러나 현금포지션은 이자소득이 없는 자산이기 때문에 그 규모를 가능한 한 작게 할 필요성이 있다. 즉, 유동성관리의 요점은 무조건 많은 현금을 확보하는 데 있는 것이 아니라 유동성 부족사태가 발생할 경우의 위험과 현금보유라는 비수익적 운영에 따른 기회비용을 고려해 결정되어야 한다.

둘째, 부문별로 측정된 시장위험, 신용위험 및 유동성위험은 위험관리부서의 책임 하에 전사적으로 합계가 이루어져야 하는 것이다. 또한 위험관리 집행위원회는 어느 시점에서라도 당면한 위험의 규모나 집중정도에 대한 개요를 보고 받을 수 있어야 한다. 그리고 한도초과분은 시정조치를 승

---

40) 미래 시장가격의 변화, 즉 환경변화 시나리오를 사용하여 포트폴리오의 가치를 계산하고 그 결과 얻어진 포트폴리오 가치 변동액(이익 또는 손실) 중 가장 큰 손실을 VaR로 한다.



인 받을 수 있도록 위험관리부서를 통하여 집행위원회에 보고되어야 한다.

셋째, 이사회 및 집행위원회에서 결정된 자본금할당을 반영하기 위해 부문별 수준에서도 자본금 한도가 책정되어야 한다. 물론 이 위험기준자본금한도는 각 부문이 당면하는 대부분의 위험을 포괄할 수 있도록 시장위험과 신용위험을 모두 포함하여야 한다. 다만 아직까지 운영위험과 같은 여타 요소는 계량화하는 방법론이 개발되어 있지 않은 상황임을 감안하여야 한다.

넷째, 위험에 기초한 원가배분과 성과측정이 이루어져야 한다. 위험관리가 현업 일선에서도 제대로 집행되기 위해서는 부문별 원가배분(또는 요구수익률)과 성과측정에 있어서 각 부문이 안고 있는 위험에 대한 고려가 있어야 한다. 즉, 부문별 최저요구수익률과 실현수익률의 평가에 있어서 단순한 수익률 지표를 사용하는 관행에서 벗어나 위험이 감안된 지표<sup>41)</sup>를 사용하도록 하여야 한다.

### 3. 운용부문의 위험관리

완전한 위험관리를 위해선 전담조직의 설치나 위험수준의 측정뿐만 아니라 거래부선 및 지원부서에 대한 견실하고 안전한 운영통제가 필요하다. 거래부선과 관련하여서는 거래의 권한이 명확히 설정되어야 하는 것이 중요하며 시장외거래, 영업시간외거래, 부외거래에 대해서는 문서화된 정책이 설정되어 있어야 한다. 아울러 거래전산기록이 완전성, 정확성 그리고 적시

---

41) 전통적인 수익성 측정방법인 자본이익률(ROE) 또는 자산수익률(ROA)은 리스크 부담비용이 전혀 고려되지 않으므로 사업부문 또는 개별거래별 성과평가지 당해 사업(거래)이 부담해야 하는 리스크비용(예; 대손비용)을 감안하여 수익성을 조정하는 리스크감안자본(CaR)대비 이익률(Return on Risk-Adjusted Capital; RORAC), 자본대비 리스크감안수익(Risk-Adjusted Return on Capital; RAROC) 등을 개발·운용할 필요가 있다.

성이 확보되어야 한다. 지원부서는 보유자산에 대한 평가액과 손익계산서를 일일 기준으로 작성하되 이의 산정을 위한 가격데이터는 이해상충과 가격조작을 피하기 위해 거래부서가 아닌 독자적인 출처에서 구해져야 한다. 한편 모든 거래는 해당 거래일자에 거래상대방에게 거래실행부서와는 독립적으로 확인되어야 하며 결제과정 역시 마찬가지이다. 물론 이러한 운영통제는 감독규정, 법률심사, 규제이행확인(compliance), 세무 및 인적자원 등과 같은 전사적 기능 영역에 대한 통제를 통해 보완되어야 한다.

## 제 5 장 요약 및 결론

최근 부동산 투자수요 증가로 개인의 투자 성향이 다양화되고, 실제로 투자자가 투자를 결정할 때에는 기대수익 그 자체보다는 그것이 자신에게 주는 만족의 정도가 더 큰 영향을 미치게 된다. 이 때 만족의 정도는 각 투자자에 따라 다를 수 있는데, 보다 현명한 투자를 하기 위해서는 자기의 재산을 분산투자하여 투자에서 발생하는 위험을 분산시키고 수익성, 현금성, 안전성을 균형있게 검토하여 재산관리를 하여야 한다.

부동산투자의 단점이 비유동성으로 인하여 현금화하는 데에 시간적인 소요기간이 걸리지만 수익성이나 안전성에 있어서는 주식이나 기타 투자재보다 유리한 점을 가지고 있다. 투자자는 부동산을 매입할 때 한가지의 부동산에 투자하지 않고, 투자위험을 가능한 회피하는 방법으로 투자자금의 성격 중 현금유입과 현금유출을 고려하여 여러 종류의 부동산에 분산투자를 하게 된다. 그러나 부동산투자에는 어떤 부동산을 얼마만큼 매입할 것인가의 문제 외에도 언제 매입하는가, 언제 매각하는가 등의 투자시기의 문제 등이 있으며 일단 조성된 포트폴리오를 어떻게 관리할 것인가 등을 생각하여야 하며 포트폴리오 선택에 있어서 부동산투자의 의사결정과정은 투자방침의 설정→ 투자대상 후보선택→ 투자하여야 할 부동산의 그 구성비율의 결정→ 주체적 거래 계획의 결정이라고 볼 수 있다.

부동산투자의 목적은 일단 보다 많은 투자수익(return)을 더 확실하게 올리는데 있다. 투자는 미래를 보고 행하여지며 미래의 사상은 모두 불확실하다. 따라서 기대수익의 크기와 이에 수반하는 위험의 크기를 적절히 조정하여 균형을 유지하여야 한다. 또한 부동산투자의 분산화 효과에 대하여서는 투자자는 부동산을 매입하여 하나의 투자 포트폴리오를 구성함으로써 그의 총투자위험을 축소시킬 수 있고 부동산의 결합을 통한 투자의 분

산화 행위는 투자자의 위험을 감소시키며, 따라서 투자자가 그의 여유자금을 한 장소 한 종류에 집중저그로 투자하지 않고 분산투자하는 것은 투자 위험을 축소할 수 있다.

부동산 투자수익률에 대한 실증분석의 결과를 바탕으로 위험관리 방안을 개별 투자안에 대한 위험관리 방안과 리츠회사의 통합위험관리방안으로 나누어 제시하였다. 개별 투자안에 대한 위험관리 방안은 다시 거시경제변수와 관련한 체계적 위험과 개별 부동산에 특수한 비체계적 위험의 관리방안으로 나누어 볼 수 있다. 비체계적 위험의 경우 분산투자를 통해 상당부분관리가 가능한 반면, 인플레이션, 유동성, 임대위험 등의 경우 파생금융상품, 장기계약, 리싱패기지 등의 관리방안이 필요함을 보였다. 한편, 리츠 회사의 통합위험관리방안으로는 위험관리 전략의 설정, 위험의 측정, 보고, 통제체계의 확립 등을 제시하였다.

부동산 투자는 제한된 시간과 범위내에서 얼마나 효과적으로 정확하게 분석을 하느냐에 따라서 사업의 진행방향과 결과(처분)에 중요한 영향을 미치게 된다. 부동산 사업성 분석은 장기적인 안목에서 운영시에 발생할지 모르는 순간의 위험과 변수들을 어떻게 합리적으로 대처하느냐에 대한 문제로 귀결될 수 있다. 사실 부동산투자라는 것은 한두 가지 분석기법에 의하여 성공적인 투자가 보장되지는 않는다. 부동산 투자를 위하여 다양한 분석툴(tool)을 활용하는 것은 가능한 위험을 줄이고 예측가능한 위험을 찾아내는데 분석의 의의가 있다. 아직도 시세판단에서 특히 어려운 점은 부동산경기의 전망이다. 감정가와 거래가격을 기준으로 시세판단을 했다가 도중에 경기가 나빠지면 당초 예상했던 수익을 얻기 어렵기 때문이다.

또한 부동산의 투자분석에 있어서도 중요성이 인식되고 그 기법이 다양해지고, 정교해져야 할 상황에 놓이게 되었다. 이에 따라 본 논문에서는 부동산투자의 환경과 행태 분석 및 수익과 위험에 관한 이론적인 기법 등을

살펴보았다. 어떠한 부동산투자분석이 일방적으로 우세하다거나 그 효율을 측정하기는 어렵다. 그렇지만 부동산의 종별과 유형에 따라, 또한 투자환경에 따라 최적의 투자분석기법을 선택적으로 활용할 것이 요구된다고 하겠다.

우리나라에서 부동산 투자·관리와 관련한 위험에 대한 인식과 그 관리방안에 대한 연구는 비교적 최근해야 본격화되고 있다. 본 연구도 위험관리의 중요성을 인식한 차원에서 문제의식을 가지고 접근하였다. 특히 본 연구는 우리나라 부동산시장에서 중요하게 다뤄져야 할 위험을 확인하고, 효과적인 위험관리 방안을 살펴보았다는 차원에서 의의가 있다. 그러나 자료의 문제 때문에 시계열을 80년대 이전까지 확대하지 못함으로 인해 보다 장기적인 추세를 살펴보지 못하였다는 점과, 위험관리 방안도 기존의 연구와 사례에서 나타난 결과들을 분석, 정리하는데 중점을 두어 이를 보다 입체적, 심층적으로 분석하지는 못하였다는 점에서 한계가 있다. 이러한 연구의 한계들은 추후의 연구를 통하여 보완해야 할 과제라 할 수 있다.

## 참 고 문 헌

### 1. 국내문헌

- 김규진 외 역, 『부동산 금융과 투자』, 부연사, 2003.
- 김동원 · 김기화, 『화폐금융과 경제활동』, 부연사, 2003.
- 김원기, 『투자론』, 삼영사, 1997.
- 김재태, 『부동산개발분석 I』, 경기대학교 행정대학원, 2002.
- 김태훈 · 김갑렬, 『부동산학개론』, 부연사, 2000.
- 김화균, 『부동산 컨설팅』, 기공사, 1998.
- 나상수, 『부동산 투자분석과 가치평가』, 부연사, 2002.
- 문윤태 외, 『리츠 투자 가이드』, 굿인포메이션선, 2001.
- 민병오, 『부동산 컨설팅 연구』, 부동산 연구사, 1998.
- 박원석, 박용규, 『REITs 도입의 영향과 정책과제』, 삼성경제연구소, 2000.
- 박원석 · 최희갑, “부동산투자 · 관리 위험에 대한 실증분석과 위험관리방리 방안,” 『부동산학연구』, 제8집 제1호, 한국부동산분석학회, 2002.
- 박정식 · 박종원, 『현대 투자론』, 다산출판사, 2001.
- 방경식 · 장희순 공저, 『부동산학개론』, 부연사, 2002.
- 삼성에버랜드 · 감정평가연구원, 『부동산시장정보 분석모형 구축방안』, 2000.
- 서진형, 『부동산경영실무』, 부연사, 2003.
- 신창득 · 김영곤 · 김규진 공역, 『부동산 금융과 투자』, 부연사, 2002.
- 안정근, 『현대부동산학』, 법문사, 2003.
- 양승철 외, 『부동산 위험분석 모형 구축방안』, 삼성에버랜드 · 한국감정평가연구원, 2003.

- 이래영, 『부동산 투자론』, 삼영사, 2000.
- 이래영, 『부동산 경제론』, 기공사, 1999.
- 이성근, 『부동산금융론』, 부동산경제연구원, 2001.
- 이용만, “부동산투자의 포트폴리오와 위험관리에 관한 연구: Var의 측정을 중심으로,” 『부동산학연구』, 제7권 제1호, 한국부동산분석학회, 2001.
- 임재만, 『부동산포트폴리오 분석 및 위험분석』, 한국감정평가연구원, 2001.
- 정대석, 『부동산 증권화의 구조와 전략』, 부연사, 2001.
- 정상철 · 오준석 · 김영곤, 『부동산경제론』, 형설출판사, 2002.
- 정운찬, 『화폐와 금융시장』, 율곡출판사, 2000.
- 한국부동산연구원, 『2006년 임대료조사 및 투자수익률 추계 결과보고서』, 2006.
- 홍용석 · 이철현 · 김용철, 『부동산공법』, 법문사, 2003.

## 2. 외국문헌

- Bierwag G. O., Fooladi I. J. and Roberts G. S., “Risk management with duration: Potential and limitations,” *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol. 17, No. 2. 2000.
- Cheng P. and Liang Y., “Optimal diversification: Is it really worthwhile?” *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 6, No. 1. 2000.
- Fisher J. D. and Liang Y., “Is sector diversification more important than regional diversification?” *Real Estate Finance*, Vol. 17. No. 3.

2000.

Giliberto M., Hamelink F., Hoesli M. and Macgregor B., “Optimal diversification within mixed-asset portfolios using a conditional heteroskedasticity approach: Evidence from the U.S. and the U.K.,” *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 5, No. 1. 1999.

Gordon, Jacques N., “Deriatives markets: How far does real estate have to go?” *Real Estate Finance*, Vol. 16, No. 2. 1999.

Sivitanides P. S, Torto R. G. and Wheaton W. C., “Strategic portfolio analysis: A new approach,” *Real Estate Issues, Chicago*, Vol. 24. No. 4. 2000.



## 저작물 이용 허락서

학 과	경제학과	학 번	20057736	과 정	석사
성 명	한글: 안 영 덕	한문: 安 泳 德	영문: Ahn, Young-Duk		
주 소	광주광역시 동구 충장로1가 13-5				
연락처	E-MAIL : ydan53@hanmail.net				
논문제목	한글 : 부동산투자의 위험관리에 관한 연구 영어 : A Study on the Analysis of the Risk Factors and their Management in the Estate Investment Earning				
본인이 저작한 위의 저작물에 대하여 다음과 같은 조건아래 조선대학교가 저작물을 이용할 수 있도록 허락하고 동의합니다.					
- 다 음 -					
1. 저작물의 DB구축 및 인터넷을 포함한 정보통신망에의 공개를 위한 저작물의 복제, 기억장치에의 저장, 전송 등을 허락함 2. 위의 목적을 위하여 필요한 범위 내에서의 편집·형식상의 변경을 허락함. 다만, 저작물의 내용변경은 금지함. 3. 배포·전송된 저작물의 영리적 목적을 위한 복제, 저장, 전송 등은 금지함. 4. 저작물에 대한 이용기간은 5년으로 하고, 기간종료 3개월 이내에 별도의 의사 표시가 없을 경우에는 저작물의 이용기간을 계속 연장함. 5. 해당 저작물의 저작권을 타인에게 양도하거나 또는 출판을 허락을 하였을 경우에는 1개월 이내에 대학에 이를 통보함. 6. 조선대학교는 저작물의 이용허락 이후 해당 저작물로 인하여 발생하는 타인에 의한 권리 침해에 대하여 일체의 법적 책임을 지지 않음 7. 소속대학의 협정기관에 저작물의 제공 및 인터넷 등 정보통신망을 이용한 저작물의 전송·출력을 허락함.					
동의여부 : 동의( ○ ) 반대(     )					
2007 년        8 월        일					
저작자 : 안 영 덕        (서명 또는 인)					
<b>조선대학교 총장 귀하</b>					