



부동산 금융의 현황과 과제



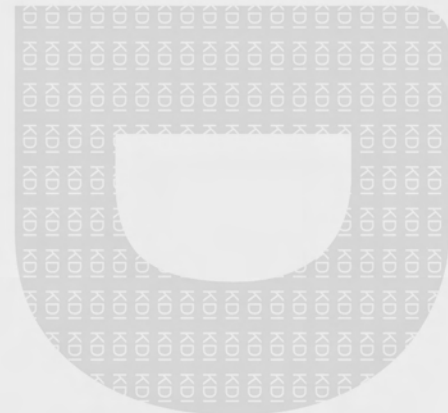
KOREA DEVELOPMENT INSTITUTE

손재영 편



부동산금융의 현황과 과제

손재영 외



발간사

약 40년에 걸친 세계 부동산산업의 동향에서 부동산금융의 비약적인 발전이 가장 두드러진 현상이라 해도 과언이 아니다. 이전 시기의 부동산이 철근과 콘크리트로 상징되었다면 이후에는 “부동산은 금융이다”라는 경구가 상징하듯이 전통적 부동산산업과 금융산업의 연계가 지속적으로 강화되었다. 금융산업과 부동산산업의 연계성이 높아지면서 부동산의 생산과 이용의 효율이 높아졌으며, 보다 많은 사람들이 내 집 마련의 꿈을 실현하였고, 투자자들은 좋은 투자기회를 가지게 되었다. 그러나 다른 한편 1980년대 후반의 아시아 금융위기나 최근의 미국발 세계적 금융위기를 겪은 상당수의 나라들에서 무분별한 부동산금융의 확대가 부동산의 과잉 개발 및 공급을 초래하고, 이 때문에 금융시스템이 불안해지는 경험을 하였다.

부동산금융의 건전한 발전과 안정적인 관리를 통해서만 부동산의 효율적 이용은 물론 국민 주거안정이라는 정책목표와 거시경제와 금융시스템의 안정이라는 또 다른 정책목표를 동시에 달성할 수 있다. 이를 위해 주기적으로 부동산금융 각 부문의 상황을 파악하고 필요한 정책과제를 도출하는 것이 필요하다.

우리나라의 경우 외환위기를 극복하기 위해 대폭적인 규제완화가 이루어진 1998년을 기점으로 부동산금융의 여러 부문이 동시다발적으로 발전하기 시작하였다. 10여 년에 걸친 짧은 기간 동안에 이전에는 존재가 미미했던 부동산금융이 양적으로나 질적으로 비약적인 발전을 하였으며, 중요한 산업부문으로 등장하였다. 이는 정부와 산업계, 그리고 이 분야 전문가 집단의 창조적 의지와 역동성을 잘 나타내는 바이다.

이 기간 중 우리나라는 부동산시장의 유례없는 호황을 겪었으며 그 후에는 세계적인 금융위기의 여파로 부동산시장의 장기 침체를 경험하고 있다. 이처럼 부동산시장이 호황과 불황을 겪으면서 부동산금융 시스템의 강점과 약점이 모두 드러나고 있다. 단기간

발간사

에 급성장하면서 가려졌던 시스템의 취약점이 드러난 것은 이를 교정할 수 있는 기회를 가지게 되었다는 점에서 긍정적인 측면이 있다.

본 보고서는 부동산금융의 상품별로 상품의 성격, 관련 제도, 시장현황 등과 함께 문제점과 개선방안에 대해서 연구한 결과들을 모은 것이다. 해당 분야에 종사하는 실무 전문가들이 대거 참여하여 연구가 이루어졌으므로, 실무적인 측면에서 세밀한 검토가 이루어질 수 있었다. 이 작업에 참여한 필자들은 2008년에 『한국의 부동산금융』을 발간하면서 이 보고서와 유사한 작업을 한 바 있다. 그 이후 여러 환경적·제도적 변화가 있었으며, 특히 세계적 금융위기와 부동산시장의 침체를 겪으면서 각 금융상품의 강점과 약점이 드러났다. 이 점에서 현시점에서 부동산금융 상품들을 다시 한 번 점검하고 새로운 발전방향을 모색하는 것이 중요한 과제인 것이다.

이 보고서의 작성을 위해서 2011년 9월에 해당 분야 실무 전문가들을 초빙하여 원고를 의뢰하였고, 2012년 5월에 1차적으로 원고를 마감하고 필자들이 서로의 원고를 검토하면서 수정사항들을 제안하였다. 각 장의 필자들은 물론, 보고서 작성과정을 주도한 건국대학교의 손재영 교수, 실무적 지원을 담당한 이준용 연구원(現 한국자산관리공사)과 김현아 전문위원, 신형섭 연구원 그리고 실물자산연구팀의 조만 교수께 감사를 드린다. 이 보고서가 널리 활용되어 부동산금융의 안정적인 발전을 위해 기여할 수 있기를 바란다.

끝으로 본 연구에서 제시된 내용은 저자 개인의 의견이며, 본원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀둔다.

2012년 10월
한국개발연구원 원장
현 오 석

목차

발간사

제1장 우리나라 부동산금융의 현황과 과제 (손재영 · 이준용)	1
제1절 서론	1
제2절 부동산금융의 시기별 변화 추이	3
1. 외환위기 이전의 부동산금융	3
2. 2000년대 초의 부동산 및 금융 규제 완화	5
3. 글로벌 금융위기(GFC)와 부동산경기 침체	7
제3절 부동산금융의 상품별 추이	11
1. 주택금융과 MBS	11
2. 개발금융	16
3. 부동산 간접투자상품	20
제4절 부동산 금융의 전망과 과제	23
1. 금융시스템의 안정과 주거지원 기능의 조화	23
2. 부동산개발금융의 재정비	28
3. 부동산 간접투자상품의 정비	31
제5절 결론	33
참고문헌	35
제2장 외국의 부동산 금융현황과 시사점 (김경환 · 조만)	37
제1절 서론	37

목차

제2절 부동산의 특성과 부동산금융의 본질	38
1. 부동산의 유형별 특성	38
2. 부동산금융의 유형별 특성	39
제3절 주택금융	42
1. 주택금융 제도와 유형	42
2. 주요 국가의 주택금융제도 개괄	45
3. 주택금융의 국제 비교	50
제4절 상업용 부동산금융	58
1. 상업용 부동산 투자와 금융	58
2. 상업용 부동산 담보대출과 CMBS	59
3. 부동산투자회사(REITs)	62
4. 부동산투자펀드	64
제5절 결론: 우리나라 부동산금융에의 시사점	64
참고문헌	68
제3장 서브프라임 모기지 위기와 시사점 (조만·김경환)	70
제1절 서론	70
제2절 서브프라임 모기지 사태의 원인과 교훈	74
1. 미국 모기지·MBS 시장의 진화과정	74
2. 서브프라임 모기지·MBS의 미시적 구조	76
3. 서브프라임 모기지시장의 붕괴 과정 및 원인	78
제3절 우리나라 주택금융시스템의 현황	82
1. 주택담보대출시장 추이	82
2. 주담대 잔액 및 증가율의 국제 비교	84
3. 주담대 상품 및 대출심사기준의 국제 비교	85
4. 주담대시장에서의 규제 현황	89
제4절 정책시사점의 정리	91
1. 모기지 및 MBS 신상품에 대한 건전성 관리	91

2. 적격 대출상품의 규정과 금융포용 확대	92
3. 모기지 유통화	93
4. 주택시장에서의 거시건전성 규제	94
제5절 결 언	95
참고문헌	96
부록	98

제4장 주택대출시장 및 MBS시장 (고성수) 102

제1절 서 론	102
제2절 주택담보대출시장의 현황	104
제3절 한국주택금융공사의 보금자리론	107
제4절 국내 주택담보대출의 특징	109
제5절 주택담보대출 관련 이슈	115
1. 가계대출의 증가와 주택담보대출	115
2. 대출 심사 및 감독 체계의 선진화	119
3. 고정금리부 모기지의 확대	120
4. 모기지상품의 다양화	123
5. e-Mortgage 시스템의 활용	126
6. MBS 활성화	128
7. 모기지보험의 활성화	130
제6절 결 론	133
참고문헌	134

제5장 부동산 관련 증권화 상품 (이중희) 135

제1절 증권화의 개요	135
1. 증권화의 개념과 효과	135
2. 증권화의 대상과 구조	137
제2절 증권화 관련 법률과 제도	139

목차

1. 증권화에 관한 법률	139
2. 증권화에 관한 제도	142
제3절 부동산 관련 증권화 상품	146
1. 부동산 관련 증권화 상품의 분류	146
2. 주거용 모기지론의 증권화 상품	147
3. 모기지론 이외 부동산 관련 자산의 증권화 상품	150
제4절 부동산 관련 증권화시장	154
1. 부동산 관련 증권화시장의 추이	154
2. 부동산 관련 증권화시장의 환경 변화	160
3. 부동산 관련 증권화시장의 전망	165
참고문헌	167

제6장 국민주택기금 (남영우)

제1절 서론	168
제2절 국민주택기금의 연혁	169
제3절 국민주택기금의 설치목적 및 기능	169
제4절 국민주택기금의 조성	171
1. 국민주택기금의 조성	171
2. 국민주택채권	173
3. 청약저축 및 주택청약종합저축	175
4. 복권기금 전입금	176
제5절 국민주택기금의 운용	177
1. 주택수요자 대출 프로그램	179
2. 주택공급자 대출 프로그램	181
제6절 국민주택기금의 평가 및 개선방안	184
1. 국민주택기금과 주택금융시장	184
2. 국민주택기금 조성에 대한 평가 및 개선방안	186
3. 수요자 관련 대출에 대한 평가 및 개선방안	187

제7절 국민주택기금의 장기 발전방향	189
1. 정부의 정책방향과 국민주택기금의 운용	189
2. 주택시장의 환경 변화와 기금의 운영방향	190
참고문헌	192
제7장 부동산펀드: 부동산투자회사와 부동산집합투자기구 (이현석·강승일)	193
제1절 개요	193
1. 도입배경	193
2. 개념 및 특징	195
제2절 국내 운용 현황	199
1. 시장규모	199
2. 투자자산	201
3. 운용 특성	203
제3절 과제 및 전망	207
1. 과제 및 개선방안	207
2. 새로운 대안	211
참고문헌	217
제8장 주택연금 (김정주)	219
제1절 개요	219
제2절 주택연금제도의 구조와 상품내용	222
1. 주택연금제도의 구조	222
2. 주택연금제도의 상품내용	225
제3절 주택연금제도의 운영 현황	227
제4절 주택연금제도의 주요 이슈와 발전방안의 모색	236
1. 주택연금의 리스크 측정·관리 시스템과 체계적인 데이터베이스의 구축	236
2. 재건축·재개발로 인한 비자발적 대출종료의 가능성	239
3. 소비자 편의성을 고려한 상품 다양화	240

목차

4. 보증료율 구조의 개선	242
제5절 미국 정부보증 역모기지 제도의 최근 운영 현황 소개	242
1. 리스크 관리의 강화	244
2. 소비자 편의를 고려한 신상품의 개발	246
3. 소비자 보호장치의 강화	248
제6절 소걸 및 주택연금제도의 발전을 위한 제언	249
참고문헌	251
제9장 PF 대출 (강민석·최은영·황규완)	253
제1절 개 관	253
1. 개 요	253
2. 현 황	254
제2절 PF 상품별 구조 및 특징	260
1. 부동산 PF 대출	260
2. PF ABS	261
3. PF ABCP	263
4. 간접투자상품을 이용한 PF: 부동산펀드, 특별자산신탁	264
5. 유동화상품 금융구조별 장·단점	266
제3절 신용보강 및 각종 통제수단	267
1. 시공사의 신용보강	267
2. 담보설정	269
3. 기타 신용보강수단	270
제4절 부동산 PF 구조의 변화방향	271
1. 최근 부동산 PF 구조의 변화	271
2. 향후 발전방향	273
제5절 부동산 PF 대출 및 관련 유가증권 사례 분석	276
1. PF 대출 사례	276
2. PF ABS의 사례	277

3. PF ABCP의 사례	280
4. 간접투자상품을 이용한 PF(부동산펀드, 특별자산신탁)	283
참고문헌	285

제10장 부동산신탁 (윤미영) 287

제1절 부동산신탁제도 및 업계 현황	287
1. 신탁의 개념과 분류	287
2. 부동산신탁의 현황	293
제2절 부동산신탁상품의 이해	304
1. 관리신탁	304
2. 담보신탁	305
3. 처분신탁	306
4. 토지신탁	307
5. 분양관리신탁	310
6. 대리사무	311
제3절 부동산신탁의 문제점	313
1. 제도의 불합리성	313
2. 시장환경의 변화	316
제4절 결 론	320
참고문헌	323

제11장 주택금융 신용보증 (권오훈) 324

제1절 개요	324
1. 주택금융 신용보증의 의의	324
2. 주택금융신용보증기금의 설치·운영	328
제2절 주택금융신용보증기금의 업무	331
1. 신용보증의 종류	331
2. 보증한도 및 보증료	334

목차

3. 보증 취급의 방법	336
제3절 주택금융신용보증기금의 현황 및 성과	337
1. 주택금융신용보증기금의 현황	338
2. 주택금융신용보증기금의 운용성과	341
제4절 주택금융 신용보증의 발전방안	344
1. 공공성 강화를 통한 서민의 주거안정	345
2. 합리적 리스크 관리를 통한 건전성 제고	346
3. 가계부채의 장기·안정화 실현	346
참고문헌	348
제12장 주택분양보증 (조흥연)	349
제1절 서론	349
1. 개념	349
2. 법적 근거 및 성격	350
3. 기능과 역할	352
4. 유사 사례	353
제2절 주택분양보증의 내용 및 현황	355
1. 보증기관	355
2. 연혁 및 변천	356
3. 보증 구조 및 내용	358
4. 보증채무 이행	362
5. 영업실적	363
제3절 주택분양보증과 환경 변화	365
1. 환경 변화	365
2. 분양보증의 향후 전망	368
제4절 결론	369
참고문헌	371
부록	372

제13장 신용평가와 신용보강 (현병호)	379
제1절 신용평가 개요	379
1. 신용평가의 의의 및 종류	379
2. 신용평가의 기능 및 신용등급의 의미	380
3. 국내 신용평가제도의 현황	383
4. 국제 신용평가제도의 현황	384
제2절 부동산금융의 신용평가	387
1. 자산유동화의 의미	387
2. 자산유동화증권의 신용평가 개요	389
3. 신용보강	391
4. 부동산금융의 신용평가방법	393
5. 부동산금융의 신용평가실적	397
제3절 신용평가제도의 규제환경 변화	398
1. 국제 규제환경 변화	398
2. 국내 규제환경 변화	399
제4절 결 론	401
참고문헌	404

저자소개

◆ 표 목 차

〈표 1- 1〉 부동산부문에 대한 여신제한(1997년)	4
〈표 1- 2〉 외환위기 이전의 주택금융시장 규모(1996년)	4
〈표 1- 3〉 외환위기 전후의 부동산시장 개방 관련 법의 제·개정	6
〈표 1- 4〉 주택가격 변동률 추이	8
〈표 1- 5〉 미분양 주택 수 추이	8
〈표 1- 6〉 부동산 PF대출 관련 대책	10
〈표 1- 7〉 건축물 매매 추이	10
〈표 1- 8〉 주택담보대출 추이	12
〈표 1- 9〉 주요국 신규대출의 금리 및 만기구조	13
〈표 1-10〉 PF대출 잔액 및 연체율 추이	17
〈표 1-11〉 민자 사업 MRG 제도 변화 추이	19
〈표 1-12〉 부동산 투자회사의 수 및 자산 추이	21
〈표 1-13〉 부동산펀드의 순자산총액 추이	22
〈표 1-14〉 자통법 시행에 따른 부동산펀드 관련 규제 내용의 주요 변화	22
〈표 1-15〉 가격거품 주장들의 근거와 문제점	24
〈표 1-16〉 아시아 국가들의 리츠 현황(2011년 말 기준)	32
〈표 2- 1〉 부동산 투자상품의 유형	39
〈표 2- 2〉 세계 주요국의 GDP 대비 주택담보대출 비율 추이	50
〈표 2- 3〉 모기지 대출기관과 자원 조달구조	52
〈표 2- 4〉 주요 국가의 주택담보대출상품 특성	54
〈표 2- 5〉 모기지시장에 대한 정부개입	55
〈표 2- 6〉 미국과 유럽 주요국의 모기지 대출 부실화(2009년)	58
〈표 2- 7〉 세계 투자등급 상업용 부동산시장의 구성	59
〈표 2- 8〉 세계 주요 국가의 REITs 비교	63
〈표 2- 9〉 미국 리츠와 부동산사모펀드의 비교	65

〈표 3- 1〉 미국 모기지·MBS의 종류별 특성	77
〈표 3- 2〉 프라임·서브프라임 모기지의 PD와 EC	81
〈표 3- 3〉 부동산대출·금융 부문의 기초통계	83
〈표 4- 1〉 국내 주택금융 현황	103
〈표 4- 2〉 주요 국가의 주택대출 규모 비교	104
〈표 4- 3〉 은행의 가계대출 중 주택담보대출	105
〈표 4- 4〉 금융권 주택담보대출 잔액 추이	106
〈표 4- 5〉 보금자리론(모기지론) 판매실적	108
〈표 4- 6〉 모기지론 LTV 분포	108
〈표 4- 7〉 미국 상업은행들의 주요 재무제표	110
〈표 4- 8〉 은행권 주택담보대출 LTV 추이	112
〈표 4- 9〉 해외 주요 국가의 PIR	112
〈표 4-10〉 은행 주택담보대출 연체율	113
〈표 4-11〉 금리조건별 은행권 주택담보대출 현황	113
〈표 4-12〉 은행권 주택담보대출의 약정 만기별 비중 추이	114
〈표 4-13〉 국가별 가계부채 비교	115
〈표 4-14〉 은행권 주택담보대출의 약정 만기별 비중 추이	116
〈표 4-15〉 비은행권 가계대출 증가세	117
〈표 4-16〉 모기지상품 조사	124
〈표 4-17〉 가구 특성과 모기지상품	126
〈표 4-18〉 보금자리론 공급 현황	129
〈표 4-19〉 보금자리론 상품별 구분	129
〈표 5- 1〉 증권화 대상자산의 종류	138
〈표 5- 2〉 Basel II의 증권화 및 재증권화 상품 위험가중치(표준방법)	143
〈표 5- 3〉 우리나라 증권화 상품의 분류: 대상자산과 근거법률 기준	147
〈표 5- 4〉 우리나라의 공공기관 MBS 발행금액 추이(2000~11년)	149
〈표 5- 5〉 우리나라의 비공공기관 MBS 발행금액 추이(2000~11년)	149

표 목차

〈표 5- 6〉 부동산 PF대출의 증권화 상품 비교: PF ABS와 PF ABCP	151
〈표 5- 7〉 우리나라 부동산 PF대출의 증권화 추이(2003~11년, 발행금액)	152
〈표 5- 8〉 전체 증권화시장의 추이(1999~2011년, 발행금액)	154
〈표 5- 9〉 부동산 증권화시장의 추이(1999~2011년, 발행금액)	156
〈표 5-10〉 글로벌 증권화시장의 추이(2000~10년, 발행금액 및 잔액)	158
〈표 5-11〉 미국의 증권화시장 추이(2000~10년, 발행금액)	160
〈표 6- 1〉 국민주택기금의 연혁	170
〈표 6- 2〉 주택종합계획의 주요 내용	171
〈표 6- 3〉 국민주택기금의 기능	171
〈표 6- 4〉 국민주택기금의 재원	172
〈표 6- 5〉 국민주택기금 조성실적	172
〈표 6- 6〉 제1종 국민주택채권의 발행 방법 및 조건	173
〈표 6- 7〉 제2종 국민주택채권의 발행 방법 및 조건	175
〈표 6- 8〉 주택청약종합저축· 청약저축· 청약예금· 청약부금 비교	176
〈표 6- 9〉 국민주택기금의 주요 사업	177
〈표 6-10〉 국민주택기금 운용실적 및 계획	178
〈표 6-11〉 수요자 용자 운용실적	181
〈표 6-12〉 국민임대주택 유형별 소요재원 및 분담비율	182
〈표 6-13〉 후분양 주택자금대출의 용자조건	183
〈표 6-14〉 공급자 용자 운용 실적 및 계획	184
〈표 6-15〉 국민주택기금 지원 주택건설 실적	185
〈표 6-16〉 연도별 국민주택기금의 운용금리와 조성금리	186
〈표 6-17〉 주요 조성항목 및 운용항목의 금리 및 만기(2012년 5월 기준)	187
〈표 6-18〉 용자항목별 소득기준	188
〈표 6-19〉 대출상품별 조건	188
〈표 6-20〉 역대 정부별 기금운용현황	189
〈표 6-21〉 최근 발표된 부동산대책 내 기금운용 변경사항(2011~12년)	190

〈표 7- 1〉 부동산간접투자상품의 도입연혁	194
〈표 7- 2〉 부동산펀드의 유형 분류	196
〈표 7- 3〉 국내 부동산펀드 비교	198
〈표 7- 4〉 자본시장법상 집합투자기구의 종류	199
〈표 7- 5〉 국내 부동산펀드 운용 현황	200
〈표 7- 6〉 아시아 태평양 지역 리츠시장 현황 및 국가별 시장비율(2012년 3월 현재)	201
〈표 7- 7〉 위험과 수익 차원에서의 부동산펀드 분류	204
〈표 7- 8〉 부동산펀드의 주요 유형	204
〈표 7- 9〉 부동산펀드의 운용형태 비교	205
〈표 7-10〉 자기관리와 위탁관리의 장단점 비교	206
〈표 7-11〉 자산관리회사별 자산운용 규모	207
〈표 7-12〉 미국 주요 디벨로퍼 중 리츠 상장기업 리스트	212
〈표 8- 1〉 주택연금제도의 상품내용(2012년 3월 말 기준)	226
〈표 8- 2〉 주택연금 월지급금 수준(2012년 3월 말 기준)	227
〈표 8- 3〉 주택연금 연도별 신청 및 해지 현황	228
〈표 8- 4〉 지역별 신청자 수	230
〈표 8- 5〉 지역별 신청자의 평균 월지급금 및 주택가격	231
〈표 8- 6〉 시도별 총인구 및 고령인구의 분포	232
〈표 8- 7〉 연령별 신청자 수	232
〈표 8- 8〉 가구 특성별 신청자 수	233
〈표 8- 9〉 주택 유형별 신청자 수	234
〈표 8-10〉 주택 유형별 평균 주택가격	234
〈표 8-11〉 주택가격대별 신청자 수	235
〈표 8-12〉 주택규모별 신청자 수	235
〈표 8-13〉 미국 HECM의 PLF 조정내용	245
〈표 8-14〉 2009년 이후 HECM for Purchase의 판매실적	246
〈표 8-15〉 표준 HECM과 HECM Saver의 PLF 비교	247

표 목차

〈표 9- 1〉 주요 공모형 PF사업 현황	258
〈표 9- 2〉 PF 유동화 구조별 특징	266
〈표 10- 1〉 신탁의 분류	289
〈표 10- 2〉 신탁 관련 법령의 체계	290
〈표 10- 3〉 자본시장법의 체계	291
〈표 10- 4〉 부동산신탁 연혁	293
〈표 10- 5〉 선발 부동산신탁회사 현황(2012년 3월 말 현재)	295
〈표 10- 6〉 부동산신탁회사의 업무별 영업수익 추이	296
〈표 10- 7〉 부동산신탁회사의 재무제표 분석	297
〈표 10- 8〉 부동산신탁회사의 장단기 자산 및 부채 현황(1997년 말 기준)	298
〈표 10- 9〉 부동산신탁회사의 경영실적 추이(각 연도 12월 말 기준)	300
〈표 10-10〉 부동산신탁회사의 영업수익 추이(각 연도 12월 말 기준)	300
〈표 10-11〉 부동산신탁회사의 손익 현황(2007년 말 기준)	301
〈표 10-12〉 신탁회사 현황(2011년 말 기준)	303
〈표 10-13〉 신탁회사 수탁고 추이	303
〈표 10-14〉 담보신탁과 저당제도 비교	306
〈표 10-15〉 분양관리신탁의 구조	311
〈표 10-16〉 부동산신탁사별 신탁계정대 및 대손충당금 현황(2011년 말)	315
〈표 10-17〉 유형별 수탁고 추이	317
〈표 10-18〉 부동산신탁회사 신탁 유형별 수탁고 및 신탁보수 추이	318
〈표 10-19〉 부동산신탁사 영업수익 및 당기순이익 추이	318
〈표 11- 1〉 주택금융 신용보증 참여주체별 기대효과	328
〈표 11- 2〉 기금의 주요 연혁	330
〈표 11- 3〉 기금의 연도별 기본재산 및 대위변제 현황	331
〈표 11- 4〉 기금 조성과 운용 내용	331
〈표 11- 5〉 개인보증의 종류	333
〈표 11- 6〉 사업자보증의 종류	334

〈표 11- 7〉 동일인당 세부 보증한도	335
〈표 11- 8〉 보증료율 체계	336
〈표 11- 9〉 보증종류별 보증공급 및 잔액 현황	338
〈표 11-10〉 보증사고 현황	339
〈표 11-11〉 대위변제 현황(최근 5개년)	340
〈표 11-12〉 기본재산 및 운용배수 현황(최근 5개년)	341
〈표 11-13〉 신용보증 이용 현황	342
〈표 11-14〉 주요 국가의 인구 천명당 주택 수	345
〈표 12- 1〉 대한주택보증의 주요 보증상품과 수행업무 내용	356
〈표 12- 2〉 주택분양보증제도의 변천과정	357
〈표 12- 3〉 약관 개정의 단계별 흐름	358
〈표 12- 4〉 주택분양보증료율(2012년 현재)	361
〈표 12- 5〉 분양보증 종류별 실적	364
〈표 12- 6〉 연도별 분양보증 채무이행 현황	365
〈표 12- 7〉 가구 수 변화 추이	367
〈표 13- 1〉 회사채 및 기업어음 신용평가의 주요 평가요소	380
〈표 13- 2〉 신용등급의 체계 및 의미	382
〈표 13- 3〉 국내 신용평가회사의 현황	384
〈표 13- 4〉 국내외 신용평가영역의 비교	385
〈표 13- 5〉 국제 신용평가제도의 발전과정	386
〈표 13- 6〉 자산유동화의 일반적 업무 및 절차	389
〈표 13- 7〉 자산유동화의 주요 위험요소 및 위험통제방안	390
〈표 13- 8〉 신용보강수준 또는 신용등급 결정방식	393
〈표 13- 9〉 Agency MBS와 Non-agency MBS 신용평가의 비교	395
〈표 13-10〉 부동산금융의 신용평가실적	397
〈표 13-11〉 글로벌 금융위기 이후 신용평가사 규제의 개선내용	400

◆ 그림 목 차

[그림 1- 1]	평균 DTI 추이	13
[그림 1- 2]	평균 LTV 추이	14
[그림 1- 3]	국가별 최대 LTV와 주택가격의 관계	14
[그림 2- 1]	주택금융제도 개요	43
[그림 2- 2]	영국의 주택구입대출과 Buy-To-Let 모기지(BTL)의 추이	46
[그림 2- 3]	GDP 대비 주택대출 잔액(2009년)과 자가보유율	56
[그림 2- 4]	모기지시장에 대한 정부개입과 자가보유율	57
[그림 2- 5]	고정금리대출 비중과 주택가격 변동성	57
[그림 2- 6]	세계 CMBS 발행액 추이	60
[그림 2- 7]	미국 상업용 부동산 및 공동주택 모기지대출 잔액 추이	61
[그림 2- 8]	미국 CMBS 대출 연체율 추이	61
[그림 3- 1]	미국의 모기지대출 구분	76
[그림 3- 2]	서브프라임 ABS · CDO의 구조	78
[그림 3- 3]	미국의 모기지대출 종류별 연체율 추이	79
[그림 3- 4]	서브프라임 MBS의 자산가치 하락 추세	79
[그림 3- 5]	유형별 가계신용 증가율의 추이	83
[그림 3- 6]	MDO-to-GDP 비율과 1인당 국민소득(2009년 기준)	84
[그림 3- 7]	실질 GDP 증가율과 MDO 증가율의 상관관계(경기 호황기)	86
[그림 3- 8]	실질 GDP 증가율과 MDO 증가율의 상관관계(경기 불황기)	86
[그림 3- 9]	변동금리 모기지의 비율과 장기 채권을 통한 자금조달의 상관관계	87
[그림 3-10]	장기 채권을 통한 자금조달과 1인당 국민소득과의 상관관계	88
[그림 3-11]	최대 LTV와 장기 채권을 통한 자금조달 간의 상관관계	88
[그림 3-12]	DTI · LTV 규제와 투기 · 비투기 지역의 실질 주택매매가격 증가율 추이	90
[그림 3-13]	국가별 실질 주택가격 추이	90

[그림 3-14] 우리나라와 미국의 유동화 상품시장	93
[그림 4- 1] 시기별 가계부채 추이	117
[그림 4- 2] ARM과 FRM의 연체비율 추이	121
[그림 4- 3] 모기지보험 계약체결 흐름	131
[그림 4- 4] 모기지보험의 활용	131
[그림 5- 1] 증권화의 기본구조	139
[그림 5- 2] 기타 부동산 관련 자산의 증권화 구조	153
[그림 5- 3] 전체 증권화시장의 추이(1999~2011년, 발행금액)	155
[그림 5- 4] 부동산 증권화시장의 추이(1999~2011년, 발행금액)	157
[그림 5- 5] 글로벌 증권화시장의 추이(2000~10년, 발행금액)	159
[그림 6- 1] 제1종 국민주택채권	174
[그림 6- 2] 연도별 기금운용항목 비율	178
[그림 7- 1] 국내 간접투자시장 개황 및 부동산펀드의 위상	195
[그림 7- 2] 부동산펀드 구조	196
[그림 7- 3] 부동산펀드 연도별 시장규모	200
[그림 7- 4] 국가별 리츠 투자자산 비율	202
[그림 7- 5] 부동산펀드 수익률 추이	203
[그림 7- 6] 부동산집합투자기구 판매액 · 운용액 상위사	208
[그림 7- 7] 전통적 리츠 구조와 업리츠 구조의 비교	213
[그림 8- 1] 연령계층별 인구구성비(1960~2060년)	220
[그림 8- 2] 유소년 및 노년부양비(1960~2060년)	220
[그림 8- 3] 주택연금제도의 외부 운영구조	224
[그림 8- 4] 주택연금의 내부 관리방식	224
[그림 8- 5] 주택연금 신규 신청건수 및 보증공급액 월별 증감추이	229
[그림 8- 6] 가격대별 전국 주택구성비와 주택연금 신청주택의 구성비 간 비교	236
[그림 8- 7] 실제 주택가격과 주택연금 출시 당시 예상수준의 비교	237

그림 목차

[그림 8- 8] HECM 연도별 신규 판매건수	243
[그림 8- 9] 미국 주택가격지수(Case-Shiller Home Price Indices) 동향	245
[그림 8-10] HECM Saver의 판매실적(2011년 중)	247
[그림 9- 1] 대한주택보증 PF 발행실적	255
[그림 9- 2] 대한주택보증 PF 발행실적(지역별)	255
[그림 9- 3] 시중은행 PF 대출 및 연체율	256
[그림 9- 4] 저축은행 PF 대출 및 연체율	257
[그림 9- 5] 공모형 PF사업 발주 현황	258
[그림 9- 6] 부동산 PF 대출구조	261
[그림 9- 7] ABS를 활용한 부동산 PF	262
[그림 9- 8] ABCP를 활용한 부동산 PF	264
[그림 9- 9] 부동산펀드를 활용한 PF	265
[그림 9-10] 개발리츠 구조도	272
[그림 9-11] 담보대출 확약의 구조	273
[그림 9-12] PF 대출 사례	277
[그림 9-13] ABS를 활용한 PF 사례	278
[그림 9-14] 중도금 반환청구권에 기초한 ABS 발행구조	280
[그림 9-15] ABCP를 활용한 PF 사례	281
[그림 9-16] CDS를 활용한 PF ABCP 신용보강구조	282
[그림 9-17] 시공사 책임준공 및 책임분양에 기초한 ABCP 발행구조	283
[그림 9-18] 간접투자상품을 이용한 PF 사례	284
[그림 10- 1] 신탁사업 부실의 악순환구조 개관	298
[그림 10- 2] 을종 관리신탁의 구조	304
[그림 10- 3] 갑종 관리신탁의 구조	305
[그림 10- 4] 담보신탁의 구조	306
[그림 10- 5] 처분신탁의 구조	307
[그림 10- 6] 임대형 토지신탁의 구조	308

[그림 10- 7] 분양형 토지신탁의 구조	309
[그림 10- 8] 분양관리신탁의 구조	311
[그림 10- 9] 대리사무의 구조	312
[그림 10-10] 신탁계정과 고유계정의 자금흐름도	314
[그림 10-11] 개발사업의 자금조달구조와 투자자 이익배분구조	319
[그림 11- 1] 신용보증의 3면 관계	325
[그림 11- 2] 주택금융 신용보증의 개념	332
[그림 11- 3] 보증의 취급방법에 따른 업무처리 절차	337
[그림 11- 4] 신용보증의 지원 추이	341
[그림 11- 5] 보증재원 및 건전성 추이	342
[그림 12- 1] 주택분양보증의 구조	358
[그림 12- 2] 분양보증상품군의 위치도	359
[그림 12- 3] 주택분양보증서 예시	362
[그림 13- 1] 신용등급별 스프레드	381
[그림 13- 2] 자산유동화의 구조	387
[그림 13- 3] 자산유동화의 신용평가절차	390
[그림 13- 4] 신용평가시장 선진화 방안	401

제1장

우리나라 부동산금융의 현황과 과제

손 재 영 (건국대학교)

이 준 용 (한국자산관리공사)

제1절 서론

부동산금융은 부동산의 개발, 매입, 운영, 임대차, 처분 등을 위한 자금을 공급하는 시스템이라고 정의할 수 있다. 이 시스템은 자금 공급자에게 투자 또는 대출의 기회를 제공하며, 국민경제적 관점에서는 주택, 토지, 기타 부동산의 생산과 활용에 도움을 준다.

과거 40여 년에 걸친 세계 부동산산업의 동향에서 부동산금융의 비약적인 발전이 가장 두드러진 현상이라 해도 과언이 아니다. 미국의 경우 1970년대에 주택저당채권의 풀(pool)에 바탕을 둔 새로운 증권(Mortgage-Backed Securities: MBS)이 만들어지기 시작했다. 저당채권 자체로서는 이미 1930년대 이후부터 유동성을 가지고 있었고, 이 유동성의 배후에는 저당채권의 규격화(standardization)와 저당채권 자체에 대한 정부의 지급보증 등의 뒷받침이 있었다. 이에 덧붙여 정부기관(GNMA: 통칭 Ginnie Mae) 내지 이에 준하는 기관들(FNMA, FHLMC)이 유동화 증권에 대한 보증을 제공하기 시작한 이후 저당채권을 담보로 한 유가증권시장이 열릴 수 있었다. 이후 유동화 대상이 되는 저당채권 유형의 확대, 유동화 주체의 다양화, 새로운 형태의 유가증권 개발 등을 통해 시장이 급격히 성장하였다.

1980년대 후반의 저축대부조합(S&L) 위기 때 발전의 계기를 맞은 부동산투자신탁(Real Estate Investment Trust: REIT, 이하 리츠)은 주식시장을 통해 일반인과 기관 투자자들의 자금이 부동산부문에 쉽게 흘러들게 하였으며, 이는 부동산산업도 유가증권 시장에서 요구되는 만큼의 투명성과 전문성을 갖추는 계기가 되었다. 이전 시기의 부동

산이 철근과 콘크리트로 상징되었다면 이후에는 “부동산은 금융이다”라는 경구가 상징하듯이 전통적 부동산산업과 금융산업의 연계가 지속적으로 강화되었다.

그러나 2000년대에 접어들면서 부동산금융의 복지적 성격을 강조하게 되면서 상환능력이 없는 사람들에게까지 무분별한 대출이 이루어졌다. 이런 불량 대출채권은 여러 단계에 걸쳐 가공되고 다른 채권들과 섞여 퍼져 나갔다. 그렇지만 부동산과 관련 채권을 기초자산으로 하는 유동화증권들이 점점 복잡, 다양해지면서 마침내는 아무도 이해하지 못하는 투자상품이 되어버렸기 때문에 불량 채권의 독성이 어떤 투자상품에 어떤 영향을 미치는지, 그 상품을 취급하는 금융기관의 건전성을 얼마나 위협하는지 등이 불확실하였다. 2006년 이후 주택시장이 침체기로 접어들자 이런 위험들이 일시에 현실화되었고, 금융시장이 붕괴되는 상황이 빚어졌다. 서브프라임 대출은 전체 금융시장의 규모에 비해 미미하였다. 그런 작은 비중의 불량 채권이 전 세계적인 금융위기(Global Financial Crisis: GFC)를 초래할 수 있었던 원인에 대해서는 아직도 이해되지 않는 측면이 있다. 또한 GFC의 경험으로부터 어떤 교훈을 얻을 수 있는지에 대해서도 논란이 있다.

전 세계가 부동산금융의 문제로 혼란을 치루기는 했지만, 부동산금융의 순기능을 부정할 수는 없다. 부동산금융은 자금 수요자와 공급자들의 특성, 성향과 능력에 맞추어 적시 적소에 그리고 저렴한 비용으로 자금이 흐르게 하는 역할을 한다. 공익적인 관점에서 그러한 활동들이 국민들의 주거생활을 안정시키고 기업활동을 원활히 하는 등의 효과를 거두도록 유도하여야 한다. 이처럼 자금 수요자와 공급자의 필요를 충족시키는 가, 비용이 저렴한 효율적 시스템인가, 그리고 공익적 목표를 달성하는 데 도움을 주고 있는가의 세 가지 관점이 부동산금융 시스템의 성과를 평가하는 준거가 된다.

본 장은 위 세 관점에서 우리나라 부동산금융의 발전과정과 성과, 그리고 향후 과제를 검토하고자 한다. 각론에서 각 금융상품별로 보다 자세한 논의가 있을 것이므로 특정 상품에 대한 세부적인 분석보다 우리나라 부동산금융 시스템 전체적으로 어떤 도전과 성취가 있었고, 어떤 문제점을 가지고 있으며, 최근의 관련 쟁점들을 검토하면서 어떤 과제를 풀어야 할 것인지를 논의하겠다.

제2절 부동산금융의 시기별 변화 추이

1. 외환위기 이전의 부동산금융

1960년대 이래 우리나라는 지속적인 부동산가격 상승, 만성적인 주택난과 서민의 주거 불안정, 부동산 소유계층으로의 부의 집중, 개발이익의 배분을 둘러싼 논란, 부동산 부문에서의 각종 부조리와 비리 등을 경험했다. 이에 따라 부동산을 바라보는 국민들의 시선이 차가울 수밖에 없었고, 정부도 부동산시장에 적극적으로 개입하여 투기를 막고 가격상승을 억제하고자 하였다. 다른 한편, 부동산시장은 대외적으로 폐쇄되어 있었다. 외국인들은 업무를 위해 꼭 필요한 용도가 아니라면 토지를 취득할 수 없어서 투자목적으로 우리나라 부동산시장에 참여하는 것이 원천적으로 불가능하였으며, 업종별로 차이는 있지만 부동산 관련 전문서비스 회사들도 국내 시장이 대체로 닫혀 있었다.

이러한 배경에 덧붙여 정부의 일관된 성장정책은 제조업 설비투자 확대에 초점을 맞추고 있었으므로 부동산부문에 대한 금융자원의 배분이 극히 제한되었다. <표 1-1>에서 보듯이 대부분의 부동산개발, 투자 관련 업종을 여신금지업종으로 분류하여 은행 대출을 금지하였고, 10대 재벌의 경우 정상적인 기업활동에 따른 부동산 매입 등에 대해서도 자구노력을 요구하였다. 또 세대당 100㎡를 초과하는 주택의 건설 및 매입에 대해 여신이 금지되고, 가계대출에 할당된 재원 자체가 워낙 빈약했기 때문에 주택구매를 위한 가계의 금융접근성이 제한되었다.

이와 같이 국내 부동산시장은 대외적으로 매우 폐쇄된 시장이었을 뿐만 아니라 금융자원 배분이 원활하지 않았고, 비제도권 자금에 대한 의존도가 높았다. 부동산시장이 지금과 같은 규모로 변모하기까지 많은 시행착오와 노력이 불가피했는데 첫 번째의 전환점은 외환위기라고 볼 수 있다. 외환위기 이전의 시장규모를 보면 <표 1-2>와 같이 제도권 주택금융이 전체의 38.4%에 지나지 않고, 비제도권 금융이라 할 수 있는 전세보증금이 절반을 초과하였다.

주택(부동산)시장이 제도권 금융의 뒷받침을 받지 못했으므로 1997년 말의 우리나라 외환위기는 1990년대 초 일본의 거품붕괴나 2000년대 후반 미국의 서브프라임 사태 등의 부동산시장발 경제·금융 위기와 다른 특징을 가진다. 이들 나라에서는 저금리에 기초하여 주택담보대출이나 부동산 건설 및 투자가 급속도로 증가한 것이 위기발생 직전의

〈표 1-1〉 부동산부문에 대한 여신제한(1997년)

<p>가. 여신금지부문(금융기관 여신운용규정)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 토지의 매입자금 <ul style="list-style-type: none"> - 서민주택 건설용, 공장 건설용, 실수요자의 농지용, 학교법인 교지용, 비영리법인이 정부로부터 매입하는 사옥 건설용 및 지방자치단체가 시행하는 도로건설사업용 등은 제외 ◇ 세대당 100평방미터를 초과하는 주택, 오피스텔, 스키장 및 유원지(관광진흥법에 의한 휴양업소 제외)의 건설 또는 매입과 콘도미니엄의 매입 ◇ 여신금지업종(9개 업종) <ul style="list-style-type: none"> - 콘도미니엄업 - 건평 또는 대지 330평방미터 초과 식당업(관광 관련 지역 소재업소 등 제외) - 주점업, 부동산업, 골프장, 도박장, 불건전 오락기구 제조업, 댄스홀·댄스교습소, 터키탕(증기탕)·안마 시설소 <p>나. 10대 계열에 대한 부동산 취득 규제</p> <ul style="list-style-type: none"> - 부동산 취득에 대한 주거은행의 사전승인제도 - 부동산 취득 시 자구의무 부과제도 및 자기자본 지도비율 - 비업무용 부동산에 대한 주거은행의 처분 촉구 등

〈표 1-2〉 외환위기 이전의 주택금융시장 규모(1996년)

(단위: 조원, %)

		잔액	비중	
제도권 금융	공공자금	23.4	11.5	
	민간자금	주택자금대출	20.5	10.0
		일반자금대출	34.3	16.9
		민간자금 합계	54.8	26.9
	제도권 금융 합계		78.2	38.4
비제도권 금융	전세자금	110.0	54.1	
	선분양자금	15.3	7.5	
	비제도권 금융 합계	125.3	61.6	
주택금융 합계		203.5	100.0	

주: 1) 공공자금의 93%는 국민주택기금 용자.
 2) 민간자금의 일반 자금대출은 가계신용 중 50%를 주택금융으로 가정.
 3) 전세금 자료는 윤주현 외(1998)에서 인용.
 4) 주택부문 건설수주액의 36.5%를 선분양자금으로 가정.
 자료: 김정인 외(2002) 일부 수정.

두드러진 모습이였다. 무분별한 금융기관 대출을 바탕으로 부동산가격이 오르고, 가격 상승이 다시 대출 및 투자를 확대하는 악순환 속에서 가격거품이 생성되였다. 더 이상 커질 수 없을 만큼 성장한 거품은 작은 외부적인 충격에도 매우 취약하였고, 이내 거품이 터질 수밖에 없었다. 위기의 원인이 부동산시장에 있었으므로, 부동산시장의 회복에

는 매우 긴 시간이 소요될 수밖에 없다.

반면, 우리나라에서는 부동산가격 거품을 자라게 할 만큼의 금융지원이 없었다. 우리나라 외환위기의 핵심적인 원인은 제조업의 과잉투자과 수익성 악화였다. 부동산시장의 과잉공급, 과다투자가 위기의 원인이 아니었으므로 외환위기 기간 중 폭락했던 부동산 시장은 단기간 내에 회복되었고, 이는 위기 극복에 큰 도움을 주었다.

2. 2000년대 초의 부동산 및 금융 규제 완화

1997년 말 IMF에 긴급 자금지원을 요청하면서 시작된 외환위기는 경제의 모든 영역에 흑독한 시련이었다. 건설 및 부동산 부문에서는 부동산가격이 폭락하여 국민들의 자산 중 상당 부분이 허공중에 사라졌으며, 건설업체들이 대량 부도사태를 맞았다.

부동산금융 중 소비자금융은 워낙 작은 규모였기 때문에 큰 문제가 나타나지는 않았지만, 개발금융 부문에서 부동산신탁회사들의 부실화가 큰 파장을 일으켰다. 금융규제가 완화되기 전까지 부동산 개발을 위한 제도권 대출은 사실상 불가능하였다. <표 1-1>에서 본 바와 같이 일반적인 수익형 부동산이나 일정 규모 이상의 주택건설을 위한 은행대출은 엄격히 제한되어 있었기 때문이다.

이 시기에는 시공사가 시행사의 역할까지 담당하였으므로 이들은 별도의 자금조달 자구책을 마련해야 했다. 한 가지 유력한 대안이 부동산신탁회사의 개발신탁(또는 토지신탁)이었다. 개발신탁이란 부동산신탁회사가 부동산을 위탁받아 명목적인 시행자가 되어 개발, 관리하고 그 수익을 원소유자나 실제 사업 시행업자(시공사 포함)에게 돌려주는 것이다. 신탁회사는 주로 나대지를 위탁받아서 금융권으로부터 자금을 조달하여 아파트나 수익형 부동산(상가, 오피스텔 등)을 개발, 분양하고 그 수익금으로 대출금을 갚고 신탁수수료를 받았다.

1988년 올림픽 이후 부동산시장의 호황과 맞물려 외환위기 전까지 개발신탁의 수익성이 높았다. 그렇지만 외환위기가 닥치자 대규모 미분양 사태가 벌어졌고 금리가 급격히 상승하여 사업을 유지할 수 없게 되었다. 대부분의 신탁회사들은 시장에서 퇴출되었고 살아남은 신탁회사들은 이후 보다 안정적인 관리신탁이나 담보신탁 등의 업무에 주력하게 되었다.

한편, 외환위기를 극복하기 위해 유례없이 강력하고도 광범위한 개혁이 이루어졌다. 그 일환으로 전후방 연계효과가 큰 주택건설산업 및 광의의 부동산산업에 대해서도

〈표 1-3〉 외환위기 전후의 부동산시장 개방 관련 법의 제·개정

	관련 법 제정 및 개정	내 용
1996	국내 부동산서비스시장 일부 개방	- 부동산 중개업, 감정평가업, 관리업, 부동산 서비스업
1998	국내 부동산서비스시장 전면 개방	- 부동산 임대업, 분양, 공급업까지 개방 확대(전면 개방)
1998. 5. 25	외국인토지법 전문 개정	- 규정된 신고절차에 따라 외국인인, 개인 토지취득
1998. 9. 16	외국인투자촉진법 제정	- 법인세, 소득세, 취득세, 재산세 및 종합토지세 감면
1999. 5. 24	외국인투자촉진법 개정	- 외국인 투자에 대한 조세 감면 (조세특례법 119조, 120조)
1999. 9. 16	자산유동화에 관한 법률 제정	- 자산담보부증권(ABS)제도 도입
2000. 4. 7	부동산투자회사법 제정	- K-REITs 도입
2000. 12. 29	외국인투자촉진법 개정	- 주식소유를 위한 투자의 출자 목적물에 부동산 추가
2001. 5. 24	부동산투자회사법 개정	- 기업구조조정 부동산투자회사(CR-REITs) 도입
2003. 10. 4	간접투자자산운용업법 제정	- 부동산 간접투자기구(REF) 도입

다양한 규제완화 및 지원책이 강구되었다. 정부는 토지거래 신고·허가 구역을 해제하고, 토지공개념제도들의 적용을 보류하며, 외국인의 토지 취득 및 개발을 전면 자유화하는 등의 조치와 함께, 세제 측면에서도 기업구조조정을 지원하는 각종 대책을 연이어 내놓았다. 주택시장에서도 여러 대책들이 나왔으나, 신축주택에 대한 분양가 규제를 실질적으로 해제하였고, 분양권의 전매를 허용했던 것이 가장 주요한 변화였다. 이 외에도 금융규제 완화의 일환으로 부동산대출을 자유화하여 금융권 자금이 부동산개발사업이나 주택구입에 흘러들어갈 수 있게 하였다.

이런 대책들 중에서도 가장 주목할 만한 정책 변화는 국내 부동산시장의 대외적인 전면 개방과 그에 필요한 관련 법들의 제·개정들이다(표 1-3). 특히 「외국인 토지 취득 및 관리에 관한 법률」이 「외국인 토지법」으로 전문 개정되어 1998년 6월 말부터 외국인도 자격, 용도, 면적을 불문하고 토지를 취득할 수 있게 되었다. 부동산시장이 개방되면서 국내 기업들이 외국인 투자자들에게 자산을 매각하여 외화를 벌어들이고 부채를 줄일 수 있었다. 부수적으로는 외국인 투자자 및 서비스 회사들을 통해 부동산금융의 선진기법들이 국내 시장에 도입되었다.

금융 관련 규제의 완화는 주택마련자금, 주택건설자금 등 주택 관련 대출은 물론 오피스 및 상가 등의 수익형 부동산에 대한 대출도 확대될 수 있는 길을 열어주었다. 부동산대출을 극도로 제한하던 여신운용규정이 개정(1998년 1월)되어 대출이 자율화되었고,

신탁업법이 개정(1998년 4월)되어 은행에서도 부동산신탁상품들이 나올 수 있게 되었다. 또한 자금 조달방식에 있어 여러 선진기법을 도입하기 위해 「자산유동화에 관한 법률」이 제정되는 것을 필두로 「부동산투자회사법」, 「간접투자자산운용업법」 등이 제정되었다. 이처럼 광범위한 제도개혁이 1998년을 기점으로 진행되었으므로 현대적 의미의 국내 부동산금융은 이때 시작되었다고 할 수 있다.

소비자금융인 주택담보대출의 획기적인 확대, 리츠 및 부동산펀드의 성장 등에 대해서는 뒤에서 자세히 논의하기로 하고, 여기서는 간략히 프로젝트 파이낸스(Project Finance: PF)대출이 개발금융을 주도하게 된 배경을 설명하기로 한다. 경제위기 이전에는 건설회사들이 시행과 시공의 역할을 모두 담당하였다. 하지만 경제위기 이후 기업경영의 투명성 요구가 높아지고 부채비율을 낮추어야 할 필요성이 커져서 대형 건설회사(시공사)들이 재고 토지를 보유하고 인·허가를 담당하기 어려워졌다. 따라서 시행사가 사업시행의 역할을 담당하였다.

대부분의 시행사들은 자본금 규모가 작고 신용도도 떨어지므로 대출기관들은 추가적인 신용보강을 요구하였는데, 시공권을 따내기 위한 경쟁 속에서 시공사들이 신용보강을 제공하는 관행이 정착되었다. 표면상으로는 개발사업에 대해 무한책임을 지는 시행주체와 단순 도금공사를 담당하는 시공 주체가 분리되었지만, 시공사들이 신용보강을 제공하면서 사업위험을 대부분 부담하므로 실질적인 분리가 이루어졌다고 보기 어렵다. 또한 대부분의 개발사업이 분양수익을 노리는 구조이므로 운영수익을 담보로 PF대출을 일으키는 교과서적인 PF대출과 거리가 멀었다. 결국 국내 PF대출은 시공사 보증에 바탕을 둔 단기 담보 또는 신용 대출일 뿐이었다.

우리 경제가 외환위기에서 벗어난 후 부동산금융은 <표 1-4>와 같은 부동산가격의 상승 및 시장의 호황을 배경으로 급성장하였는데, 한편으로는 이들 제도나 상품들에 대해 충분히 검증할 수 있는 시간이 부족했다. 시장참여자와 감독기관들이 각종 리스크에 대해 미리 대비하지 못하였으며, 일부 시장 참여자들의 도덕적 해이와 감독기관의 무관심이 누적되었다.

3. 글로벌 금융위기(GFC)와 부동산경기 침체

외환위기 이후 부동산금융산업은 저금리하에 주택 및 상업용 부동산 시장의 호황, 관련 간접투자상품의 증가, 부동산개발금융(PF대출) 확대의 순환구조 속에서 급성장하였다.

〈표 1-4〉 주택가격 변동률 추이

(단위: %)

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
매매 가격	전국	0.4	9.9	16.4	5.7	-2.1	4.0	11.6	3.1	3.1	1.5	1.9	6.9
	서울	3.1	12.9	22.5	6.9	-1.4	6.3	18.9	5.4	5.0	2.7	-1.2	0.3
전세 가격	전국	11.1	16.4	10.1	-1.4	-5.0	3.0	6.5	2.6	2.6	1.7	3.4	7.1
	서울	13.8	18.7	10.8	-3.9	-7.2	2.3	9.8	3.7	1.1	6.0	6.4	10.8

자료: 국민은행.

〈표 1-5〉 미분양 주택 수 추이

(단위: 호)

	전 국	수도권	비수도권
2000	58,550	19,785	38,765
2001	31,512	9,360	22,152
2002	24,923	1,387	23,536
2003	38,261	7,370	30,891
2004	69,133	15,458	53,675
2005	57,215	12,242	44,973
2006	73,772	4,724	69,048
2007	112,254	14,624	97,630
2008	165,599	26,928	138,671
2009	123,297	25,667	97,630
2010	88,706	29,412	59,294
2011	69,807	27,881	41,926
2012.3	62,949	26,961	35,988

자료: 통계청.

부동산 관련 금융상품들은 자금 수요자 및 공급자 모두에게 큰 이익을 안겨다 주었지만 호황의 이면에서 여러 문제점들이 누적되고 있었다. 이러한 문제들이 수면 위로 올라오게 된 계기는 2000년대 중반 미분양 주택의 증가로 인한 PF대출의 부실 문제였다. 〈표 1-5〉에서 보듯이 전국의 미분양 주택 수는 2004년 이후 급증하여 2008년에는 16만 6천호에 달하였다.

미분양 주택문제가 해결되지 않고 있는 가운데 2008년 하반기에는 GFC의 여파가 국내 시장에 몰아닥쳤다. 국내 부동산시장이 급격히 침체되었고, 부동산금융의 여러 부문에서 크고 작은 문제들이 나타났다. 소비자금융, 즉 주택담보대출에 대해서는 주택가격

의 급락, 주택담보대출의 대량 부실화, 대출기관의 광범위한 부실화, 이에 따른 경제불황을 예언하는 보고서들이 나와서 많은 사람들을 불안하게 하였다(선대인 외[2008]; 산은경제연구소[2010]; 하나금융경영연구소[2010]; 현대경제연구원[2010]). 특히 주택담보대출이 2000년 이후 급속히 확대되면서 가계대출 증가를 주도해 왔으므로 주택담보대출의 광범위한 채무불이행 사태가 벌어진다면 미국 서브프라임 사태와 같은 경제위기가 초래될 가능성이 우려되었다. 하지만 DTI, LTV규제와 같은 금융건전성 규제가 이전부터 시행되고 있었고, 우리나라 주택담보대출이 미국의 주택대출과 다른 여러 특성들이 있으며, 무엇보다도 주택가격이 급격히 하락하지 않았으므로 주택대출이 한꺼번에 부실화된다는 시나리오는 현실화되지 않았다.¹

소비자금융이 비교적 안정을 유지했던 반면, 부동산개발금융 부문에서는 큰 문제가 발생했고, 아직도 해결되지 않은 상태이다. 앞에서 설명한 바와 같이 국내 민간 개발사업들에 활발히 적용된 PF대출은 교과서적인 PF와 근본적으로 다른 특징을 가지고 있다. 명목적으로는 미래에 발생할 분양수익금, 매각대금 등의 현금흐름을 상환재원으로 하지만, 실질적으로는 시공사의 책임준공, 책임분양, 연대보증 또는 채무인수와 같은 신용보강에 절대적으로 의존한다. 토지매입, 인허가, 분양 등 개발사업의 여러 단계에 잠재해 있는 위험요인들 중 어느 하나라도 현실화될 때, 사업은 난관에 봉착한다. 만약 손실액의 크기가 보증을 제공한 시공사가 감당하기 어려울 정도로 크다면 PF대출채권이 부실화되어 해당 사업이 진척되지 못하는 것은 물론 이 시공사가 시공을 맡는 다른 사업장에까지도 여파가 미친다.

2000년대 중반의 지방 주택시장 미분양 사태와 2008년 이후의 수도권 주택시장 침체 등으로 인해 많은 개발사업이 부실화되었고, 이는 많은 시공사와 저축은행의 부실화를 초래하였다. 2008년부터 2010년까지 이 문제를 해결하기 위해 나왔던 여러 대책들은 <표 1-6>에 정리된 바와 같다. 이들 대책에도 불구하고 PF대출의 부실화와 이에 따른 저축은행 사태는 아직도 진행 중이며 더 많은 시공사와 저축은행들이 퇴출될 것으로 예상된다.

GFC의 영향이 우리나라에 미치기 이전까지 부동산정책은 투기를 억제하고 주택가격의 상승을 막는 데 초점을 맞추었다. LTV, DTI 규제 등도 서울 강남지역에 보다 낮은 비율을 정하는 등 금융건전성 목표 이외의 주택정책 목표를 가미하여 시행되었다. 그러나 부동산시장이 침체되자 이전의 투기억제정책 기조에서 탈피하여 시장기능을 회복하도록

¹ 당시 제기되었던 비판적 전망들의 내용과 문제점은 뒤에서 상세히 논의한다.

〈표 1-6〉 부동산 PF대출 관련 대책

시기	주요 내용
2008. 9~12	전 금융권 PF사업장 전수조사 실시
2008. 10. 1	은행권 부동산 PF 리스크관리 모범규준 발표
2008. 12~ 2009. 12	구조조정기금, 캠퍼를 통한 부실채권 매입(전 금융권 총 2.9조원)
2009. 8	전 금융권 PF사업장 자율 워크아웃 협약 제정 및 시행
2009. 10. 27	금융투자업자(증권 및 펀드) 부동산 PF 리스크관리 모범규준(안) 발표
2010. 2. 26	부동산 PF대출 및 PF ABCP 건전성 제고방안 발표(저축은행 건전성 감독 강화, 기타 업권 건전성 관리기준 강화, PF ABCP에 대한 공시 및 감독 강화 등)
2010. 4	서민금융회사의 건전 경영 유도방안 발표(PF대출 여신한도 축소, 신규 해외 PF사업 진출금지 등을 통한 자산운용규제 강화, 건전성 기준 강화, 지배구조 개선 등)
2010. 5. 28	신용평가보고서를 통한 건설회사 PF 관련 우발채무 공시 확충 방안 발표(우발채무를 신용평가보고서에 기재하고 이를 신용평가회사 홈페이지를 통해 공시)
2010. 6. 25	저축은행 PF대출 문제에 대한 대책 및 감독 강화방안 발표(구조조정기금, 캠퍼에서 부실 우려 PF채권 3.8조원 매입, PF대출 상시 감시시스템 구축, 운영 등)
2010. 9. 30	상호저축은행 PF대출 리스크관리 모범규준 발표

〈표 1-7〉 건축물 매매 추이

(단위: 호(동), %)

		합계	증감률	주거용	증감률	아파트	증감률
2006	전국	1,788,337		1,580,569		1,128,501	
	서울	403,634		337,802		191,575	
2007	전국	1,474,438	-21.3%	1,232,123	-28.3%	839,727	-34.4%
	서울	291,086	-38.7%	208,310	-62.2%	98,790	-93.9%
2008	전국	1,493,295	1.3%	1,259,581	2.2%	889,074	5.6%
	서울	267,473	-8.8%	194,077	-7.3%	95,128	-3.8%
2009	전국	1,423,352	-4.9%	1,217,460	-3.5%	929,698	4.4%
	서울	228,067	-17.3%	177,185	-9.5%	108,488	12.3%
2010	전국	1,326,293	-7.3%	1,118,160	-8.9%	849,215	-9.5%
	서울	168,775	-35.1%	121,771	-45.5%	71,355	-52.0%
2011	전국	1,549,976	14.4%	1,306,152	14.4%	975,155	12.9%
	서울	201,476	16.2%	149,895	18.8%	87,032	18.0%

자료: 한국토지주택공사.

해야 한다는 목소리가 점차 높아졌다. 현재의 주택시장 침체에서 두드러지는 점은 〈표 1-7〉에서 보듯이 가격 하락보다는 거래량 감소이다. 주택의 원활한 거래가 집을 사고팔고자 하는 사람들의 이해는 물론 주택거래와 관련된 여러 내수 업종의 경기와 신규 주

택의 분양에도 영향을 미친다는 점에서 거래 활성화가 현재로서는 중요한 정책목표이다. 그러나 여러 차례에 걸친 부동산 규제 및 세제의 완화에도 불구하고 시장의 침체가 깊어지고 있다. 주택금융과 관련된 규제, 예컨대 DTI나 LTV 규제를 완화해야 한다는 주장도 지속적으로 나오고 있지만, 정부는 금융건전성 측면에서 규제를 완화하기 어렵다는 입장이다.

제3절 부동산금융의 상품별 추이

1. 주택금융과 MBS

가. 주택담보대출

소비자를 대상으로 하는 부동산금융은 공공부문에서는 주로 국민주택기금이 담당하고 민간부문에서는 다양한 금융기관들이 담당한다. 부동산금융이 자유화되기 이전인 1996년의 경우 공공과 민간이 같은 비중의 대출잔액을 가지고 있었지만, 이후 민간 주택담보대출이 급격히 증가하면서 양자의 비율은 9:1로 바뀌었다. <표 1-8>에서 보듯이 규제 완화 직후인 2000년대 초반에 민간, 특히 은행의 주택담보대출이 폭발적으로 증가하였고, 그 이후에도 대출잔액이 꾸준히 증가해서 2001년 86조원에서 2011년 389조원으로 4배 이상 상승하였다.

주택담보대출은 가계대출 증가를 주도하였다. 1996년에 가계대출의 24%가 주택담보대출이었지만, 2006년에 54.3%에 달하였고 이후 50% 수준을 유지하고 있다. 우리 경제 규모에 비해 가계대출 규모가 너무 크므로 금리나 주택가격 급변동과 같은 충격이 닥치면 미국 서브프라임 사태와 같은 위기가 발생할 수 있다는 우려가 지속적으로 제기되고 있다. 특히 <표 1-9>에서 보듯이 선진국에 비해 변동금리대출과 단기 대출의 비중이 높아서 금리상승 위험이 채무자에게 전가되어 있다는 점이 우려된다.

그렇지만 주택담보대출의 대량 상환불능에 따른 금융위기 발생의 가능성은 아직은 걱정할 문제가 아니라는 것이 많은 연구들의 결론이다. 무엇보다도 대출의 건전성을 나타내는 DTI와 LTV 비율이 안정적인 수준이다. [그림 1-1], [그림 1-2]에서 보듯이 DTI와 LTV 평균이 낮은 수준이며, 각 비율의 상위 10%(90분위 수)의 경우도 우려할 정도로

〈표 1-8〉 주택담보대출 추이

(단위: 조원)

	1996	1997	1998	2000	2001	2004	2006	2007	2008	2009	2010	2011
A. 주택담보대출 잔액	36.4	43.3	44.2	51.5	93.9	240.2	298.8	293.5	327.4	363.5	396	430.4
민간 주택담보대출	18.2	22.7	20.8	22.3	86.4	222.6	276.7	267.6	296	328.6	358.1	389.1
일반 은행	50.0%	52.4%	47.1%	43.3%	92.0%	92.7%	92.6%	91.2%	90.4%	90.4%	90.4%	90.4%
비은행 금융기관 ¹⁾	14.9	16.7	16.4	20.3	86.4	169.7	217	221	240	264	285	306
비은행 금융기관 ¹⁾	40.9%	38.6%	37.1%	39.4%	92.0%	70.6%	72.6%	75.3%	73.3%	72.6%	72.0%	71.1%
비은행 금융기관 ¹⁾	3.3	6	4.4	2	-	52.9	59.7	46.6	56	64.6	73.1	83.1
비은행 금융기관 ¹⁾	9.1%	13.9%	10.0%	3.9%	-	22.0%	20.0%	15.9%	17.1%	17.8%	18.5%	19.3%
비은행 금융기관 ¹⁾	18.2	20.6	23.4	29.2	7.5	17.6	22.1	25.9	31.4	34.9	37.9	41.3
공공 주택담보대출	50.0%	47.6%	52.9%	56.7%	8.0%	7.3%	7.4%	8.8%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
국민주택기금 ²⁾	18.2	20.6	23.4	29.2	7.5	9.1	15.7	17.7	20.7	21.8	21.9	21.9
국민주택기금 ²⁾	50.0%	47.6%	52.9%	56.7%	8.0%	3.8%	5.3%	6.0%	6.3%	6.0%	5.5%	5.1%
한국주택금융공사	-	-	-	-	-	2.9	6.4	8.2	10.7	13.1	16	19.4
한국주택금융공사	-	-	-	-	-	1.2%	2.1%	2.8%	3.3%	3.6%	4.0%	4.5%
B. 가계대출	151	185	165.8	241.1	303.5	449.4	550.4	595.4	648.3	737.9	797.5	858.1
C. 국내총생산(GDP; 명목)	461	506.3	501	603	651	826.9	908.7	975	1026.5	1065	1173.3	1237.1
B/C	32.8%	36.5%	33.1%	40.0%	46.6%	54.3%	60.6%	61.1%	63.2%	69.3%	68.0%	69.4%
A/B	24.1%	23.4%	26.7%	21.4%	30.9%	53.4%	54.3%	49.3%	50.5%	49.3%	49.7%	50.2%
A/C	7.9%	8.6%	8.8%	8.5%	14.4%	29.0%	32.9%	30.1%	31.9%	34.1%	33.8%	34.8%

주: 1) 농협 등 신용협동기구, 보험사, 저축은행 포함.

2) 수요자 용지지원의 대출금이며, 저소득가구 전세자금, 근로자 및 서민 주택전세, 전세금반환자금, 근로자 및 서민 주택구입, 최초 주택구입, 매입임대주택자금, 개발이주자전세금임.

3) 2011년 국민주택기금 대출금은 2010년 기준임.

자료: 2006년까지는 Cho(2008)에서 재작성, 이후는 국민주택기금 업무편람 각년도, 주택금융월보, 한국은행.

〈표 1-9〉 주요국 신규대출의 금리 및 만기구조

(단위: %)

		미국	영국	독일	프랑스	덴마크	일본	한국
중장기 고정금리 대출 비중	만기 10년 이상	52	1	28	46	51	17	3
	6~10년	2	3	38	12	49	12	7
	2~5년	35	60	15	13	-	61	-
변동금리 및 단기고정금리 대출 비중		11	36	19	29	0	10	90

주: 2007년 기준.
 자료: 영국 재무부, EMF, ECB, 송경희·노진호·김승룡(2011)에서 재인용.

[그림 1-1] 평균 DTI 추이

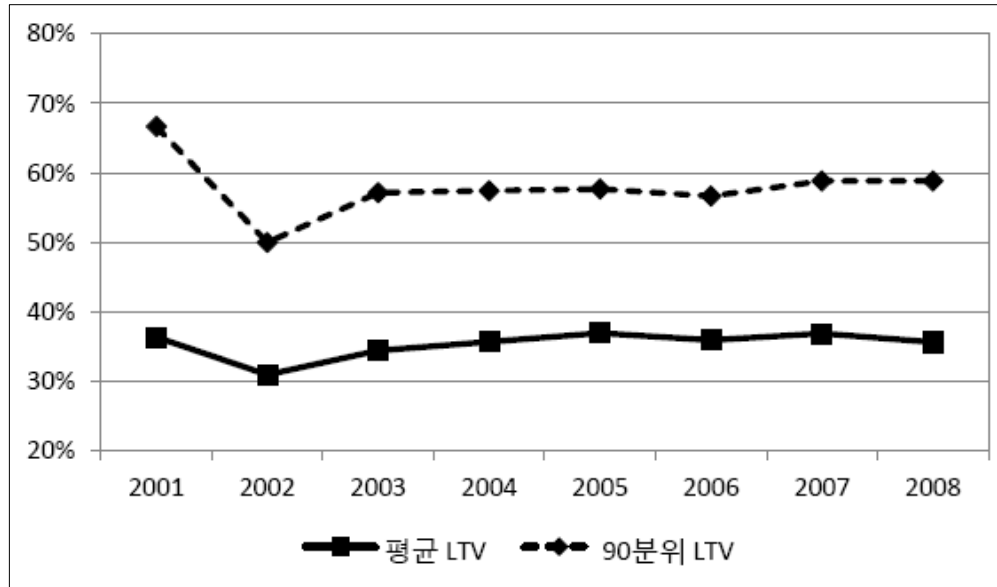


자료: 국민은행, 주택금융수요실태조사.

높은 수준은 아니다.

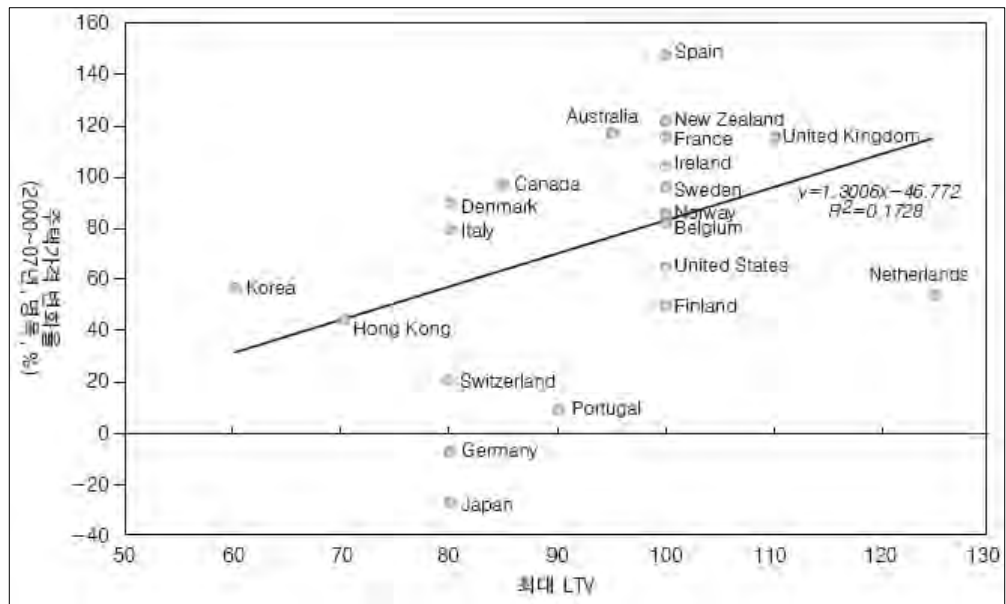
최근의 한 IMF보고서는 최대 LTV와 그에 따른 주택가격 상승률을 나라별로 비교하였는데, 규제가 느슨할수록 주택가격은 크게 상승한 것을 볼 수 있다(그림 1-3). 재정위기를 겪고 있는 유럽 국가들이 이에 해당되는데, 이들은 글로벌 금융위기 이후 현재까지 부동산시장이 극도로 침체되어 있다. 반면, 우리나라에서는 가격하락 충격에 대한 완충장치로서 LTV 규제가 중요한 역할을 한 것으로 보인다.

[그림 1-2] 평균 LTV 추이



자료: 국민은행 주택금융수요실태조사.

[그림 1-3] 국가별 최대 LTV와 주택가격의 관계



자료: Crowe et al.(2011), 조만·이준용(2011)에서 재인용.

나. MBS

주택저당증권(MBS)은 주택담보대출채권을 유동화 기관에 넘겨 이를 기초로 하여 발행하는 수익증권이다. 우리나라에서 주택저당대출채권의 유동화는 공공부문과 민간부문으로 나뉘는데 공공부문에서는 한국주택금융공사가 주도하고,² 민간부문에서는 SC은행 등이 참여하고 있다.

우리나라 주택담보대출은 대부분이 변동금리대출에서 금리변동 위험을 소비자들에게 전가하는 구조이며 최대 LTV 비율을 낮게 제한함에 따라 담보대출채권이 부실화될 가능성이 낮다. 따라서 주택저당채권은 금융기관에게 매우 우량하고 안정적인 자산이다. 경제위기 당시 기업대출 부실화로 인해 큰 어려움을 겪었던 금융기관들로서는 주택저당채권을 직접 보유하고자 하는 것은 당연하며, 그 결과 저당채권의 유동화가 부진하다. 특히, 글로벌 금융위기 이후 높아진 신용리스크 때문에 민간부문의 MBS 발행액이 급감하였다.

다. 역모기지

국내 인구구조의 변화 중 가장 두드러지는 점은 고령화의 진전이 유례없이 빠르다는 것이다. 이미 2010년 고령사회를 맞이한 상황에서 짧게는 20여 년 뒤에 초고령 사회가 될 전망이다.³ 빠른 고령화 추세 속에서 한 가지 문제는 현금이나 금융자산의 비중이 떨어지는 우리나라의 가계자산구조이다. 고령자들은 상대적으로 고액 자산인 주택을 보유하지만 소득이 부족하며, 자산에 비해 소비 수준이 낮다. 이 같은 고령자들의 비중이 커져서 전체 소비가 줄어든다면 경제성장률이 낮아지게 된다.

고령자들의 주택을 정기적인 연금 형식으로 전환시켜 주는 역모기지(reverse mortgage)의 보급이 이런 문제에 대한 대책이 될 수 있다. 역모기지는 주택을 담보로 매월 일정 지급액을 받거나 일정 한도액(credit line) 내에서 자유롭게 대출금을 인출할 수 있게 한다. 주택담보대출에서 금리, 만기, 지급방식 등에 따라 매우 다양한 상품이

2 주택저당채권의 유동화는 「자산유동화에 관한 법률」에 의해서도 가능하였지만, 1회성 SPC보다 실체가 있는 영속기업이 지속적이고 표준화된 방법으로 유동화하는 것이 효과적이라는 정책적 판단하에 1999년 KoMoCo가 설립되었다. KoMoCo는 2004년 3월 한국주택금융공사에 흡수되었다.

3 유엔 기준에 따르면 전체 인구 중 65세 이상 고령인구 비율이 20% 이상이면 초고령 사회, 14% 이상이면 고령 사회, 7% 이상이면 고령화 사회로 지칭한다.

있듯이 역모기지도 다양한 구조로 설계가 가능하다. 우리나라에서도 2004년부터 시중 은행들이 역모기지 상품을 출시하였으나 그 실적은 저조했다.

이후 고령화에 대한 문제의식이 높아지고 정부 차원에서 역모기지를 활성화시키기 위한 고민이 시작되었고 2007년 한국주택금융공사의 주택연금이 출시되었다. 주택금융공사의 주택연금은 민간 역모기지와 달리 저소득계층을 지원하기 위해 정부가 보증을 제공하는 공적 보증제도이다. 연금설계에 필요한 파라미터들은 일부 복지정책 차원에서 결정되며 대출총액이 담보가치를 초과하더라도 사망 전까지는 계약된 월지급금을 영구적으로 지급받는다. 초기 보급 속도는 느렸지만, 고령자를 위한 연금제도의 필요성이 부각되고 제도에 대한 홍보가 지속되면서 주택연금이 활성화되기 시작하였다. 또한 주택연금 가입대상에 분양형 유료노인복지주택이 포함되는 등 제도개선 노력이 이어져 왔다. 앞으로도 시장 변화의 흐름을 반영하는 다양한 상품을 개발하는 한편, 보증기금의 재원이 고갈되지 않도록 상품의 구조를 안정적으로 유지해 가야 할 것이다.

2. 개발금융

가. 개발금융

이미 논의된 바와 같이 우리나라의 PF대출구조는 외부충격에 따른 위험을 흡수하는데 한계가 있을 뿐만 아니라, 시공사 부실이 이 시공사가 담당하는 다른 사업장에까지 전이되는 취약성을 가진다. 물론 시공사가 선정되기 이전 토지매입단계에서 사업이 중단된다면 토지매입자금 대출은 대출기관(주로 저축은행)의 부실채권이 된다. 실제로 2000년대 중반의 지방 미분양 사태와 GFC에 따른 경기침체로 인해 PF대출채권이 대규모로 부실화되었다.

개별 사업자들은 물론 금융감독 차원에서 사업평가 및 위험관리의 총체적 실패는 많은 부동산 PF대출채권과 시공사들의 부실화를 초래하였으며, 이 문제는 아직도 진행 중이다. 여러 차례에 걸친 부실채권 매각, 충당금 적립 등에도 불구하고 <표 1-10>에서 보듯이 금융기관들의 부실 PF대출은 정리되지 않고 있다. 시중은행은 PF 부실문제를 비교적 안정적으로 관리하고 있으나, 저축은행은 아직도 추가적인 부실화가 우려된다. 그렇지만 전체적으로 PF 부실이 금융시스템의 안정성을 저해할 정도로 심각한 수준은 아니다. 이는 외환위기 때 금융안정화를 위해 투입된 공적자금(공적자금 I)의 규모가

〈표 1-10〉 PF대출 잔액 및 연체율 추이

(단위: 조원, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ¹⁾
A. 은행							
PF대출 잔액	-	25.9	41.8	52.5	51	38.7	36.5
연체율(%)	-	0.23	0.48	1.07	1.67	4.25	5.3
총대출 대비 비중(%)	-	2.9	4.2	4.5	4.4	3.2	3
B. 저축은행							
PF대출 잔액	6.3	11.6	12.1	11.5	11.8	12.2	7 ²⁾
연체율(%)	9.1	9.6	11.6	13	10.6	25.1	22.8 ²⁾
총대출 대비 비중(%)	-	-	25.6	20.9	-	-	-
C. 증권회사							
PF대출 잔액	-	-	2.3	2.8	2.7	2.1	1.8
연체율(%)	-	-	4.6	13.9	30.2	29.8	26.6

주: 1) 2011년은 3월 말 기준, 그 외 모든 기간은 연말 기준.

2) 영업정지 8개사 제외 기준.

자료: 금융감독원·금융위원회 보도자료.

168.8조원에 달했던 것에 비해 미국발 금융위기 이후의 공적자금 조성(공적자금 II)은 4.5조원에 불과한 것에서 잘 나타난다. 향후 추가적인 공적자금이 필요하더라도 우리 경제가 관리 가능한 수준 이내일 것이다.

시공사들에 대해서는 최근 빈재익(2012)이 상세히 분석하였는데, 시공능력 순위 10위 이내 대형 건설기업들도 위기에서 벗어나는 과정이 쉽지 않을 것으로 보인다. 주택 부문의 성장성과 수익성 회복이 기업에 따라 차이가 있으나 금융위기 이전에 비해 위축된 모습을 보이고 있으며, 시행사나 재개발·재건축 조합 등에 대한 지급보증을 제공한 결과로 부담하게 된 우발채무도 상당한 규모이다. 그러나 PF 우발 채무로 인해 다수의 대형 건설사들이 한꺼번에 도산 사태를 맞고 경제 전체에 심각한 파장을 미칠 가능성은 크지 않다. 다수의 주택전문 중견 건설사들이 부실화됨에 따라 산업구조가 소수의 대형 건설사 위주로 재편되고 건설산업의 안정성·유연성이 저하될 가능성이 우려의 대상이다.

나. ABS, ABCP

PF대출 외에도 부동산자산 매입이나 부동산개발자금 조달에 대한 다양한 방법들이 등장하였다. 「자산유동화에 관한 법률」이 제정된 이후 자산유동화 증권은 다양한 형태의 자산을 기초로 발행되어 왔다. 외환위기 직후 이 법률이 제정됨에 따라 오피스 빌딩을 매입하는 방식으로 주로 이용되어 왔는데, 주로 사모형 ABS방식을 택해서 오피스가 거래되었다. 이 외에도 기업구조조정에 따른 재무구조 개선, 부실채권 처분 등에 많이 활용되었으며, 2004년 이후 부동산 PF대출채권을 유동화하기 위한 PF ABS 발행이 증가하였다.

자산담보부기업어음(ABCP)은 상법상의 도관체(유동화회사)를 통해 사모 형태로 발행되는데, 단기 채권으로 장기 대출 재원을 충당하는 구조이다. 즉, 일정 기간마다 기업어음을 발행하여 단기 이자비용으로 장기 자금을 조달할 수 있도록 한다. 하지만 ABCP는 최근 상황과 같이 경기가 불안정한 상태에서는 이자율 변동위험에 그대로 노출될 수밖에 없다. 또한 시공사의 신용을 바탕으로 발행되고 부동산개발이 예상대로 진행되지 않는 현상에서 잠재적으로 높은 위험을 내포하고 있다. 감독당국은 최근 PF ABCP 매입약정에 대한 감독기준을 강화하여, 사업의 실현 가능성 및 현금흐름 등 고유 위험요소 위주로 평가하도록 유도하고 있다.

다. 사회간접자본 PF 및 복합개발 PF

1990년대 이후 급속한 경제발전에도 따라 여러 신도시와 공항 등이 요구됨에 따라 여러 사회간접자본이 부족하였고 이를 충당하기에 정부의 재정여력은 한계가 있었다. 이에 민간기업의 참여를 유도하는 다양한 형태의 사업방식이 등장하게 되었다. BOT, BOO, BTO, BLT 등이 대표적인 방식이며 기본적으로 민간사업자가 필요한 자금을 조달하고 최소운영수입 보장(Minimum Revenue Guarantee: MRG) 등과 같은 정부 및 지자체의 지원을 통해 활성화를 도모하였다. 즉, 정부의 재정부담 없이 민간부문의 효율성을 공공서비스사업에 담아 발 빠르게 필요 시설이 완공되고 서비스가 제공되는 장점이 있다.

하지만 일부 지자체들은 선심성 공약으로 기반시설 투자를 악용하기도 하였다. 많은 경우 이들 사업이 최소운영수입 보장제도에 의해 민간운영사의 손실을 일정 부분 지원하도록 계약을 맺었다. 민간투자사업은 장기적인 투자로서 수요예측이 어렵고, 사업비

〈표 1-11〉 민자 사업 MRG 제도 변화 추이

		1999	2003	2006	2009. 10
보장기간		제한 없음	15년	10년	폐지
보 장 비 례	정부고시사업	90%	90%(1~5년) 80%(6~10년) 70%(11~15년)	75%(1~5년) 65%(6~10년)	폐지
	민간제안사업	80%	80%(1~5년) 70%(6~10년) 60%(11~15년)	폐지	폐지

자료: 국토해양부.

규모나 운영수익의 편차가 크기 때문에 위험부담이 매우 크다. 정부는 이러한 위험을 경감시켜 주기 위한 취지로 MRG를 도입하였지만 손실을 보전하는 수준이 예상치를 훨씬 웃돈다면 그 부담이 고스란히 해당 지자체의 재정악화 요인이 되는 것이 문제였다. 이에 2009년 10월 MRG제도는 전면 폐지되었고, 〈표 1-11〉처럼 기존 사업에 대한 보장기간 이후 보장 규모는 점차 축소된다.

한편, 기존의 신도시 개발에서 주택건설은 계획대로 진행되지만 상업시설, 편의시설, 공공시설 등은 제때에 갖추어지기 힘들었다. 상업용지 등을 분양받은 토지주들이 각자의 사업계획에 따라 사업을 진행함에 따라 해당 지역의 상권이 정상궤도에 오르기에는 많은 시간이 소요되었기 때문이다. 따라서 신도시 등의 중심 상업지역을 통합적인 계획에 따라 일시에 개발하는 방식이 요구되었다. 이 요구에 부응하여 신도시나 기존 구도심의 도시재생사업에서 주거 및 상업 시설, 공공시설 등을 포함하는 복합개발사업이 추진되었다. 참여기업들은 대규모 사업물량을 확보할 수 있었고 지역상권의 랜드마크성 건축사업을 통해 기업이미지의 홍보효과를 얻을 수 있었다. 금융투자자들은 사업규모가 큰 만큼 높은 수익률을 기대할 수 있었다. 이처럼 공공과 민간 사업참여자들의 이해가 부합하여 복합개발사업⁴들이 활발히 추진되어 왔다. 대부분의 대규모 복합개발 사례들을 보면 민관공모형(Public Private Partnership)사업으로 추진되었으며, 이는 공공성이 높은 사업들이었다.

복합개발 PF사업은 기존 사업방식에 비해 공공성과 효율성을 높일 수 있는 잠재력을 가지고 있다. 하지만 GFC 이후 부동산시장의 침체와 더불어 분양시장의 어려움으로 인

4 이들 사업은 PF대출 구조를 근간으로 하므로 복합개발 PF로 불리기도 하며, 공공사업자가 공모를 통해 민간 참여자를 선정한다는 점에서 공모형 PF사업이라고 불리기도 한다.

해 이들 사업이 제대로 추진되지 못하고 있다. 2009년 3월 기준으로 공모형 PF사업은 32개 사업이 추진되고 있으나 대부분 사업 초기단계에서 벗어나지 못하고 있다. 사업 추진이 지지부진한 것은 부동산 경기침체 때문이기도 하지만 구조상의 문제들도 있다. 발주처의 과도한 토지비 경쟁 유도, 재무적 투자자의 보수화와 이로 인한 PF 보증채무 상환 부담 가중, 동일 지역 및 수요기반 내의 중복 사업과 키테넌트 또는 앵커테넌트의 중복, 그리고 과다 공급 등이 지적된다(김진·서정렬[2008]; 서정렬[2010]).

3. 부동산 간접투자상품

가. 리츠

부동산에 대한 간접투자상품으로는 <표 1-3>과 같이 관련 법들이 제정됨에 따라 신탁, ABS, 리츠, 부동산펀드 등이 등장하였다. 특히 리츠와 부동산펀드 상품들이 출시됨에 따라 일반 투자자에게도 부동산에 대한 간접투자의 길이 열리게 되었다. 2001년에 등장한 리츠는 새로운 자금조달방식으로서 부동산업계에서 큰 관심을 얻었지만 그 성장은 더뎠고 현재에 이르기까지 적지 않은 시행착오를 겪고 있다.

초기에 활성화되지 못했던 원인은 설립회사의 형태, 최소 자본금, 업무영역, 자금조달원, 세제 혜택, 다른 투자상품과의 경쟁, 투자물건 확보의 어려움 등에 있었다. 활성화를 위해 세제 지원 등의 측면에서 여전히 문제가 남아 있지만 몇 차례의 법 개정으로 인해 제도적 제약이 완화됨에 따라 리츠의 설립이 증가되었다. <표 1-12>와 같이 리츠의 인가 수나 규모는 2000년대 중반 이후 증가하였는데, 특히 2007년의 제7차 부동산투자회사법 개정에서 대폭적인 규제완화가 이루어진 데 기인한다.⁵

제7차 법 개정에서는 부동산개발사업을 전문적으로 수행하는 개발전문리츠를 별도로 설립할 수 있도록 하였고, 리츠 설립절차를 간소화하여 이전의 예비인가방식에서 발기설립 후 영업인가방식으로 전환하였다. 또한 국민연금 등의 연기금이 리츠 주식의 30% 이상을 인수하는 경우 주식공모의무 규제나 주식소유한도 규제를 적용하지 않았다. 이후 개발리츠는 글로벌 금융위기 이후 PF의 대안으로 부상하면서 설립 회사 수가 증가했을 뿐만 아니라 투자형태도 매우 다양해졌다.

리츠의 총수는 2011년 말 기준으로 70개에 달하는데 전년도 리츠 수(52개) 대비 35%가

5 「부동산투자회사법」의 개정 추이 및 특징에 대한 상세한 논의는 김영곤 외(2012) 참조.

〈표 1-12〉 부동산 투자회사의 수 및 자산 추이

(단위: 개, 10억원)

	2002	2004	2006	2008	2010	2011
리츠 수	4	10	14	20	52	70
자산규모	558.4	1,436	3,329.6	4,872.4	7,631.2	8,355.3

자료: 국토해양부(2012).

증가하였다. 리츠가 투자한 자산의 유형이나 형태도 다양해졌는데 기존에는 상가나 오피스가 대부분의 비중을 차지하고 있지만 호텔, 도시형 생활주택, 복합 쇼핑몰 등으로 투자대상이 확대되고 있다. 또한 리츠자산을 위탁받아 운용하는 자산관리회사(AMC)도 전년도 15개 회사에서 2011년에는 20개로 증가하였다.

이와 같이 최근 리츠시장 활성화로 기업 재무구조의 개선이나 투자자에게 간접투자상품에 대한 기회가 부여되는 만큼 관리감독에 대한 필요가 증대되고 있다. 2011년 한 해 동안 다산리츠, 골든나래리츠의 상장 폐지와 주가조작사건 등처럼 자기관리 리츠에 대한 문제들로 인해 자기관리 리츠에 대한 인가심사 및 관리감독이 한층 강화되었다.

나. 간접투자기구

리츠가 간접투자상품 및 자금조달원으로서 시장에 먼저 선을 보였지만, 「간접투자자산운용업법」 제정 이후 부동산펀드의 성장이 두드러졌다. 리츠에 비해 부동산펀드는 상대적으로 설립이 간편하고 규제가 덜하기 때문이다. 부동산펀드는 공모보다는 사모 위주인데, 공개시장에서 일반 투자자들의 자금을 유치하는 것보다 기관투자자들로부터 자금을 모집하는 것이 수월하기 때문이다. 초기에는 오피스 빌딩에 투자하는 것이 대부분이었지만 근린상가, 호텔, 창고 등 투자대상이 다양화되었다.

부동산펀드는 실물자산을 매입하는 펀드도 있지만 PF 등 단기 대출 중심으로 자금을 운용하는 펀드가 많았다. 국내 부동산개발사업이 대부분 분양 위주의 사업이므로 단기에 수익이 실현될 수 있었기 때문이다.

「간접투자자산운용업법」에 근거한 부동산펀드는 2009년 2월 4일 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자통법)의 적용을 받게 되었다. 다수의 투자자로부터 자금을 집합하는 집합투자의 개념이 도입되어 재산적 가치를 가진 모든 자산이 집합투자 대상이 된다. 펀드의 기초자산 중 50%를 초과하는 주요 투자자산에 따라 증권펀드, 부동산펀드,

〈표 1-13〉 부동산펀드의 순자산총액 추이

(단위: 억원)

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
순자산 총액		8,631	25,947	41,753	70,602	88,902	115,588	141,313	164,294
펀드 종류	투자신탁	8,631	24,073	39,801	64,508	82,555	109,016	133,974	155,838
	투자회사	-	1,874	1,952	6,093	6,347	6,572	7,339	8,456
투자 지역	국내	8,631	25,947	38,888	58,708	70,210	93,268	111,298	131,183
	해외	-	-	2,865	11,894	18,692	22,320	30,015	33,111

자료: 금융투자협회.

〈표 1-14〉 자동법 시행에 따른 부동산펀드 관련 규제 내용의 주요 변화

		간접투자자산운용업법	자본시장과 금융투자업에 관한 법률 (2009. 2. 4 시행)
펀드의 법률적 정의 및 종류	정의	<ul style="list-style-type: none"> 간접투자: 투자자로부터 자금을 모아서 투자대상 자산에 운용하고 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 것 → 간접투자기구(펀드): 간접투자를 수행하기 위한 기구 	<ul style="list-style-type: none"> 집합투자: 2인 이상에게 투자 권유를 하여 모은 금전 등을 투자자 등으로부터 일상적인 운용 지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상 자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 등에게 배분하여 귀속시키는 것 → 집합투자기구(펀드): 집합투자를 수행하기 위한 기구
	종류	<ul style="list-style-type: none"> 투자신탁, 투자회사(상법), 사모투자전문회사(PEF) 	<ul style="list-style-type: none"> 투자신탁, 투자회사(상법), 유한회사(상법), 합자회사(상법), 익명조합(상법), 투자조합(민법), 사모투자전문회사(PEF)
	운용대상	<ul style="list-style-type: none"> 증권, 파생상품, 부동산, 실물자산, 기금융, 재간접, 특별자산 	<ul style="list-style-type: none"> 증권, 부동산, 특별자산, 단기금융, 혼합자산
펀드 운용 관련 주요 규제	부동산펀드	<ul style="list-style-type: none"> 펀드자산을 부동산에 투자 	<ul style="list-style-type: none"> 펀드자산의 50% 이상을 부동산 및 관련 증권에 투자
	실물자산펀드	<ul style="list-style-type: none"> 펀드자산을 실물자산에 투자 ※ 실물자산: 금·곡물·석유 등 물품과 이를 가공한 물품 등 	<ul style="list-style-type: none"> (특별자산펀드로 통합됨)
	특별자산펀드	<ul style="list-style-type: none"> 펀드자산을 특별자산에 투자 ※ 특별자산: 자금청구권, 금융기관의 금전채권, 어음, 신탁수익권(영화 등), 특정 사업으로부터 발생하는 수익권 등 	<ul style="list-style-type: none"> 펀드자산의 50% 이상을 특별자산에 투자 → 투자된 특별자산이 파생상품의 기초 자산이면 파생상품펀드가 아니라 특별자산펀드에 포함 ※ 특별자산: 간투법상 실물자산 및 특별자산을 말함.
	기 타	<ul style="list-style-type: none"> 증권, 재간접, 파생상품, MMF 등 	<ul style="list-style-type: none"> 재간접은 주로 증권펀드로 흡수, 파생상품펀드도 분산 흡수

자료: 하나금융연구소, 노진호·송경희·최현우(2009)에서 재인용.

특별자산펀드, 단기금융펀드로 나뉜다. 여기서 단기금융펀드(MMF) 외의 모든 펀드 유형은 부동산자산을 펀드자산으로 포함시킬 수 있기 때문에 부동산과 다양한 유형의 자산들로 기초자산이 구성될 수 있다. 이러한 점에서 자본시장 내에서 부동산 투자 비중이 높아질 수 있는 길이 열렸으며, 부동산금융의 중요성이 더욱 커지고 있다. 특히 GFC 이후 경기침체 속에서 수익형 부동산이 각광받고 있는 지금, 임대형 부동산이 부동산펀드의 주요 기초자산의 대상이 될 가능성이 크다.

제4절 부동산금융의 전망과 과제

1. 금융시스템의 안정과 주거지원 기능의 조화

우리나라 부동산금융이 외환위기 이후의 규제완화에 힘입어 본격적으로 발전하기 시작했다면, 약 10년 후의 GFC는 그동안 급성장했던 부동산금융 시스템의 약점과 강점을 드러내었다.

소비자금융 측면에서는 보수적인 규제의 진가가 발휘되었다. 주택담보대출이나 이를 포괄하는 가계부채가 10여 년간 워낙 빠르게 확대되어 왔으므로 그 수준과 건전성에 대해 많은 우려가 있었고, 여기에 강남 주택가격 상승을 막는다는 목적까지 더해져서 강력한 LTV, DTI 규제가 시행되었다. 이 때문에 GFC에 따른 금융 및 실물 시장의 어려움에도 불구하고 주택담보대출이 대량으로 부실화되는 사태는 발생하지 않았다.

그러나 GFC를 계기로 주택시장과 금융시장이 연계되면서 발생할 수 있는 심각한 문제들에 대한 인식이 깊어졌다. 2008년 이후 민간 연구기관들을 중심으로 제기되어 언론의 큰 호응을 받았던 주택가격 폭락론은 한결같이 주택시장의 위기가 금융시장으로 전파되고, 금융시장의 위기가 실물부문을 공황에 빠뜨리는 시나리오를 가지고 있다. 이들 시나리오가 가진 공통적인 요소들은 다음과 같다.

첫 번째 그리고 가장 중요한 요소는 “현재의 주택가격에 거품이 있으므로 거품이 꺼지고 가격이 폭락할 수밖에 없다”는 주장이다. 거품의 증거는 현재 가격이 너무 높다는 것인데, 이를 뒷받침하는 데는 다양한 근거가 제시된다. 그러나 이용만(2010)이 제시한 <표 1-15>에서 보듯이 거의 모든 주장들은 일정 시점을 기준으로 해서 소득, 물가, 임대료 등에 비해 주택가격이 상대적으로 빠르게 상승하였다는 것을 거품이 존재한다는

〈표 1-15〉 가격거품 주장들의 근거와 문제점

거품의 존재를 주장하는 근거	주장의 문제점
<ul style="list-style-type: none"> - 가격이 빠르게 상승 - 가격이 비정상적으로 높음(비교대상: 물가, 소득, 임대료 등) 	<ul style="list-style-type: none"> - 빠르다는 것과 비정상적이라는 것은 주관적인 판단 - 시장근본가치의 상승 자체가 빠를 수도 있음.
<ul style="list-style-type: none"> - 가격상승률 > 물가상승률 (실질가격상승률 > 0) 예: 산은연구소 1987. 1 기준 물가상승과 주택가격상승의 차이가 거품; 하나연구소 1995. 1 기준 	<ul style="list-style-type: none"> - 주택가격과 물가가 같이 움직여야 하는 근거? - 1987년 또는 1995년에는 주택가격 = 근본가치?
<ul style="list-style-type: none"> - 가격상승률 > 경제성장률 	<ul style="list-style-type: none"> - 왜 가격상승률이 경제성장률보다 높으면 거품인가?
<ul style="list-style-type: none"> - 가격상승률 > 임대료상승률 - 가격상승률 > 전세가격상승률 	<ul style="list-style-type: none"> - 가격과 임대료, 그리고 소득 간에 장기적인 균형관계가 존재할 것은 사실 - 그러나 또 다른 펀더멘털 요소인 이자율의 변화도 고려해야 함.
<ul style="list-style-type: none"> - 가격상승률 > 소득상승률(PIR 상승) (전국 PIR은 미국의 3.5배나 일본의 3.72배보다 매우 높고 서울은 뉴욕의 7.22배나 샌프란시스코의 9.09배보다 높음) 	<ul style="list-style-type: none"> - 장기적인 추세를 보면, 지금 수준은 1993년 수준 정도(1990년에는 전국 10.6배, 서울은 21.5배) - 서울 PIR계산에 전국 근로자가구 소득 사용

자료: 이용만(2010)을 일부 수정.

주장의 근거로 삼고 있다. 그러나 각 변수와 주택가격 사이에 어떤 일정한 관계가 성립한다는 이론적·경험적 확증이 있지 않고는 그 하나하나의 근거들이 현재 주택가격이 비정상적으로 높다거나, 한 걸음 더 나아가서 가격에 거품이 있다는 증거가 되기에 부족하다. 또한 주택가격 상승의 시기별 차이가 큰 것을 감안할 때, 어떤 연도를 기준으로 삼는가에 따라서도 결론의 차이가 클 수밖에 없다. 거품의 존재를 주장하는 연구들이 채택한 기준 연도가 왜 적정한 것인지에 대해서도 설득력 있는 근거가 부족하다. 결국 주택가격에 거품이 존재하고, 이 거품이 꺼지면서 가격이 폭락할 것이라는 예측은 신뢰할 수 없다.

두 번째 요소는 “고령화가 급속히 진행되고 있고 조만간 인구가 감소하기 시작할 것이므로 주택수요는 위축되고 가격은 더욱 하락한다”는 예측이다. 인구구조의 변화가 주택수요에 미치는 영향을 분석하는 데는 맨큐-와일(Mankiw and Weil[1989], 이하 M-W) 모형에 바탕을 두고 경제학자들이 발전시킨 방법론이 유용하며, 우리나라에서도 M-W의 방법론을 활용한 연구들이 상당수 있다. 예를 들어 정의철(2004)은 주택수요 증가율을 추정하고 소득 증가가 최소 연 3%를 유지하는 한 매년 수도권에서 약 25만호 내지 이를 약간 초과하는 정도의 신규 수요가 있을 것으로 전망하였다.

이 예측이 지나치게 낙관적인 것이 아닌가 하는 의문이 들 수 있다. 인구의 고령화에

따라 30대 이하 인구가 감소하게 될 것이지만 이들은 주된 주택수요 계층이 아니므로 주택수요 감소효과는 그리 크지 않다. 당분간 주된 수요 계층인 40대에서 60대 인구가 증가하고, 소득도 지속적으로 상승함에 따라 주택수요가 완만한 증가세를 보이는 것이다.

최근에는 이창무·박지영(2009)이 1인가구 증가 등의 가구특성 변화까지 고려하여 M-W 모형을 변형하고 2030년까지의 주택수요 변화를 추정하였다. 이들은 총 주거면적을 연구대상으로 하였지만, 2005년의 주택 수 약 1,250만호에 이 비율들을 곱하여 계산해 보면 소득 증가 1%, 3%, 5% 각각에 대해 주택수요의 증가는 연간 최저 15.6만호에서 최대 54.5만호, 보다 현실적으로는 32.9만호에 달하는 것으로 나타났다.

인구추세는 다른 어떤 경제변수보다도 더 근본적인 요인이다. 어떠한 경제현상도 인구의 제약에서 벗어날 수 없다. 그러나 인구학적인 변화는 다른 경제변수들에 비해 훨씬 서서히 진행되며, 주택 수요와 가격의 단기적 변동에 큰 영향을 미칠 가능성은 낮다. 또 소득이 꾸준히 늘어나거나, 수요의 가격탄력성이 크거나, 고령자들이 기존 주택에서 계속 살고 싶은 의지가 크다면 인구구조 변화에 따른 주택 수요 및 가격의 감소효과는 작아진다. 이에 덧붙여 주택연금의 보급이 확대되면, 노인들이 자신의 집에서 그대로 살면서도 일정 소득을 유지할 수 있으므로 고령화가 주택시장에 미치는 충격이 완화될 수 있다.

부동산시장 폭락론의 세 번째 요소는 “주택담보대출이 너무 많아서 주택가격 하락, 이자율 상승 등의 충격이 오면 가계가 파산하고 금융기관들이 부실화된다는 주장이다. 가계부채의 급격한 증가에 대한 우려가 많고, 최근에는 부채의 질도 악화되고 있어서 정부에서도 다양한 각도에서 대책들을 내놓고 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 주택담보대출은 변동금리대출 비중이 과다하게 높은 등 리스크의 대부분을 소비자들이 부담하는 취약점이 있다. 주택가격이 급락하거나 이자율이 급등하는 외생적 충격이 온다면, 대출로 집을 마련한 가계의 상당수가 파산할 것이 우려된다.

그러나 가계부채에 대한 실증분석들은 전체적으로는 아직 큰 걱정을 할 필요가 없다는 결론을 내리고 있다. 이소영(2011)에 의하면, 그동안 상대적으로 재무건전성이 양호한 고소득층을 중심으로 가계부채가 증가되어 왔으며, 부채보유 가구들은 실물자산 축적을 기반으로 부채상환 능력이 제고되었다. 한영기 외(2011)도 유사한 분석 결과를 제시하고 있으며, 나승호 외(2011)는 시뮬레이션 결과 GFC 수준의 경제위기가 닥쳐도 가계부채의 대규모 부실화 위험은 낮다고 평가하였다.⁶

6 이런 총론적인 결론에도 불구하고, 모든 연구들은 저소득층 채무자들이 외부적 충격에 취약한 상황임

설사 어떤 외생적 충격 때문에 다수의 가계가 상환불능 상태에 빠진다고 해서 곧바로 금융시스템의 불안이 초래되지는 않는다. 나승호 외(2011)의 분석에 의하면 주택담보대출의 LTV 중위값이 전 소득계층에서 40% 미만으로 워낙 낮으므로 가계부채의 부실화가 곧바로 금융기관의 대규모 손실로 이어지지 않을 것이다. 금융기관이 대출 위험의 상당 부분을 채무자에게 전가한 결과, 채무자가 부실화되더라도 시스템적 위험의 발생 가능성이 낮은 것이다.⁷

부동산가격의 폭락과 금융기관 부실화의 악순환을 예언하는 보고서들은 현 상황에 대한 나름대로의 진지한 고민을 보여주지만, 지나치게 비관적인 관점을 가지고 있다. 주택담보대출은 주택구매를 지원하여 국민들의 주거를 안정시키는 임무를 가진다. 금융시스템의 불안을 초래할 정도의 방만한 대출이 이루어져서는 안 되겠지만, 발생 가능성이 낮은 문제를 걱정해서 지나치게 대출을 억제하는 것도 바람직하지 않다. 점진적이고 예측 가능한 수준으로 금융시스템의 안정을 위해 필요한 조치들을 취해가야 할 것이며, 현 단계에서 주택담보대출에 대한 급진적인 규제의 필요성은 크지 않다.⁸

지난 몇 년간 지속적으로 제기되는 문제 중의 하나는 DTI, LTV 규제가 모두 필요하지, 또 현재와 같은 형태로 유지되어야 할지에 대한 의문이다. 이들 규제가 주택가격 상승을 막는다는 의도를 일부 반영하여 도입되었고, 그러한 의도가 규제 내용에도 반영되어 있다. 지난 3년여 동안 수도권 주택시장이 침체되어 있고 부동산 거래량이 급감한 상황에서 규제완화가 시장을 활성화하는 데 도움이 될 것이라는 주장도 대두되고 있다.

DTI 규제는 소득에 비해 대출 원리금 상환액이 클수록 연체가 발생할 가능성이 높으므로 이 가능성을 낮추는 목적을 가지고 있고, LTV는 채무자가 상환불능 상태에 빠질 경우 금융기관이 대출금을 회수할 가능성을 높이는 목적이다. 미국의 경우 경험적으로 DTI 30% 내외, LTV 80% 이내가 각각의 목적을 달성하는 데 적절하다는 증거가 있지만, 금융기관들은 주택시장 상황, 채무자의 직업, 경력, 신용평가 점수, 기타 다른 여러 자료들을 종합적으로 고려하여 대출 여부를 결정한다.

우리나라에서도 DTI 기준은 금융기관이 채무자의 상환 능력 및 의사를 나타내는 다

을 잘 보여주고 있다.

7 부동산 폭락론의 네 번째 요소는 부동산개발금융의 부실화 문제인데, 이에 대해서는 뒤에서 논의하도록 한다.

8 2011년 8월 12일 금융위원회는 시중은행 영업담당 부행장들을 소집하여 은행의 가계대출 증가율을 전월의 0.6% 이내로 맞추도록 지시하였고, 가계대출이 전면 중단되는 사태가 벌어졌다. 그 결과 대출을 받으려 했던 사람들이 제2금융권이나 대부업으로 내몰리는 등 시장에 큰 혼란이 초래되었다. 이 같은 급격하고 예측 불가능한 규제(또는 은행들의 과잉 대응)가 바람직하지 않다는 데 대해서는 이견이 없을 것이다.

른 지표들과 종합적으로 판단하도록 하고, 정부는 대출자산의 건전성을 결정하는 LTV 규제만 시행하는 것이 어떨까 한다. 이때 규제비율을 투기억제 목적보다 금융시스템의 안정 목적에 따라 정하여야 할 것이며, 경험적인 증거들을 축적하여 최적 수준을 찾아내야겠지만 그 수준은 현재의 규제비율보다는 높은 수치일 가능성이 크다. 또 주택가격이 높고 거래가 활발한 지역에서 LTV 상한이 높게 정해지는 것이 자연스럽다.

금융기관들이 소비자에게 이자율 위협의 대부분을 전가하는 문제에 대해서는 고정금리대출의 비중을 점진적으로 확대하는 장치가 필요하다. 금융기관들이 자율적으로 이 문제를 개선할 인센티브가 없으므로, 정부의 개입이 필요한 문제이다. 2011년 6월 정부는 2016년까지 가계대출 중 고정금리대출의 비중을 30%까지 끌어올릴 것을 주문하였고, 이에 따라 최근의 신규 가계대출 중 고정금리대출의 비중이 30%를 넘어섰다. 이 비율의 추이를 보면서 목표를 좀 더 상향 조정해도 좋을 것이며, 소비자들을 고정금리대출로 유도하기 위해서 변동금리대출에 비해 조기상환 수수료를 낮추는 것도 대안이다. 더 나아가 금융기관들이 정부가 제시하는 정형화된 대출상품 구조를 따르도록 하고, 추후 이 채권들을 모아 유동화하기 쉽도록 하는 것이 바람직하다.

한편, MBS가 도입된 지 10여 년이 지났지만 시장은 활성화되지 않고 있다. 2차 저당채권시장이 침체된 배경에는 여러 문제들이 있지만, 앞으로는 장기채권시장이 성장하고 예금보다 투자상품에 대한 선호가 높아지는 데 따라 MBS시장이 현재보다 확대될 것으로 기대된다. 앞서 제안한 바와 같이 정부 주도로 정형화된 장기 고정금리 주택담보대출이 확대되면 저당채권의 매매 및 유동화도 활성화의 계기를 맞을 것이다. 또한 제도적 제약을 완화하여 MBS시장을 활성화하는 노력도 필요하다. 우선 공공부문(한국주택금융공사)의 저소득층 지원기능과 저당대출 유동화 기능을 구분하는 것이 바람직하다. 저소득층의 내 집 마련을 지원하기 위한 보금자리론은 현재와 같이 주택가액이나 대출액수의 상한을 적용하면서, 필요하다면 단기적으로 소폭의 역금리를 감수하면서도 MBS를 발행할 필요가 있다. 그러나 보금자리론이 아닌 일반 은행 대출자산에 대해서는 주택가액과 대출액수의 제한 없이 채권을 매입하여 유동화함으로써 MBS시장의 성장을 주도하는 것이 바람직하다. 이렇게 발행된 주택금융공사 MBS를 장기국채와 함께 통화당국의 공개시장조작의 수단으로 채택한다면 시장 활성화에 더욱 도움이 될 것이다.

2. 부동산개발금융의 재정비

반드시 GFC 때문은 아니지만, 여러 부동산금융 부문들 중 GFC를 전후해서 가장 큰 타격을 입은 것이 부동산개발금융이다. 2000년 이후 PF대출이 비약적인 성장세를 보이는 과정에서 지적되던 다음의 문제들이 현실로 불거졌음은 이미 논의한 바와 같다. 첫째로, PF대출 구조에서 형식상 시행과 시공 주체가 분리되었으나 시행사들이 실제로 위험을 부담할 능력이 부족하다. 둘째로, 시공사가 각종 보증을 통해 대부분의 개발리스크를 부담하고 있는데, 사업이 원활히 추진되지 않을 경우 감당하기 어려운 수준의 손실을 떠안기 쉽다. 또 시공사 부도를 매개로 해서 다른 사업장들이 연쇄적으로 부실화될 수 있다. 셋째로, 인·허가 지연, 시공사 부도, 미분양 등 다양한 원인으로 다수의 사업이 정상적으로 추진되지 못하면 대출금융기관, 특히 저축은행들이 부실화될 가능성이 있다.

이런 문제점들은 시행사, 시공사, 금융기관이 PF대출을 고리로 얽혀 있는 부동산개발사업의 구조적 문제를 반영한다. 우선 영세한 시행사가 담당하는 ‘토지작업’에는 불투명한 부분이 많으며, 그 대가로 시행사는 투자자금의 수십 배 또는 그 이상의 수익을 거두고자 한다. 이런 일확천금의 꿈은 분양이 순조로워서 한꺼번에 거액의 분양대금이 들어올 때 실현된다. 오로지 분양에서의 성공이 목적이므로 시행사는 분양 이후 수분양자나 입주자들의 편익에 대해 무관심한 경우가 많다.⁹ 시공사들은 실질적으로 개발리스크를 대부분 부담하는 대신 시공단가를 높이며, 시행사가 부실화될 경우 개발사업을 인수하기도 한다. 그러나 2000년대 중반 이후의 미분양 사태처럼 동시다발적인 사업 실패가 속출할 경우 시공사들이 우발채무를 감당하기 어려워져 부도위기에 몰린다. 실제로 지난 몇 년간 도급순위 100위 내의 건설회사 중 25개가 워크아웃이나 법정관리에 들어갔다.

PF대출을 담당하는 금융기관들은 개발사업에 대한 평가, 분석 능력이 취약하여 부동산 담보와 시공사 보증에 크게 의존하지만 시공사가 감당할 수 있는 수준을 넘어서는 사업 손실이 발생하면 금융기관이 그 손실을 떠안는다. 또한 저축은행 사태를 겪으면서

9 이러한 비판은 공모형 PF사업(또는 복합개발 PF사업)에도 동일하게 적용된다. 공공 개발사업자는 토지대금을 높게 받는 데 만족하고, 재무적 투자자는 일반 대출에 비해 높은 수익률로 투자 및 대출을 하며, 시공사는 사업수행에 따른 물량확보와 시행이익을 거두는 것이 목적이다. 일단 분양에 성공하면 모든 참여자가 소기의 성과를 거두고 사업에서 실질적으로 손을 떼므로 개발된 상가나 업무시설이 활성화되지 못해도 이는 수분양자의 손실일 따름이다.

경영진의 잘못된 행태가 다수 드러나기도 하였다. PF대출에 제기되는 가장 근본적인 문제는, 일반인의 예금을 재원으로 해서 위험성이 큰 개발금융에 대출하는 것이 바람직한가의 문제이다.

이상의 여러 문제들에 덧붙여 새로운 경제여건하에서는 종래의 PF대출이 더 이상 존속되기 어렵고 또 바람직하지도 않다. 우선 시공사들이 PF대출에 보증을 제공하기 어렵게 되었다. 새로 도입된 국제회계기준(IFRS)에서는 시행사 또는 특수목적기업(SPC)이 연결대상에 포함될 경우 건설사가 보증한 부동산 PF 또는 ABS/ABCP 등은 시공사의 부채로 인식된다. 결국 시공사 보증이 없거나 현재보다 낮은 수준의 보증으로 사업이 진행될 수 있는 금융구조를 만들어야 할 필요성이 크다.

회계기준보다 중요한 문제는 부동산개발금융의 여러 참여자들 사이에 수익과 위험을 어떻게 적절히 배분하는가의 문제이다. 시장 호황기에는 사업구조를 어떻게 짜더라도 모든 참여자가 이익을 취하고 만족스럽게 사업을 끝낸다. 그러나 시장이 불황과 호황이 이어지는 장기간에 걸쳐서는 각 참여자들이 부담하는 위험에 상응하는 수익을 거둘 수 있는 사업구조만이 안정적으로 지속될 수 있다. 종래의 PF대출 구조에서 시행사, 시공사, 금융기관들 사이에 수익과 위험의 배분이 적절했던 아니든 2000년대 중반까지 주택 시장이 호황이었기 때문에 특별한 문제가 나타나지 않았다. 시장이 침체된 이후 PF대출에 참여한 대부분의 참여자들이 큰 어려움을 겪고 있다는 것은 각 참여자들 사이에 위험과 수익의 배분이 적절하지 못했고, 사업에 대한 평가도 제대로 이루어지지 못했음을 말해 준다.

개발사업은 본래 큰 위험을 수반한다. 이 위험을 제대로 인식하고, 이를 적절한 수익을 매개로 시행, 시공, 금융 참여자들 사이에 배분하는 금융구조를 찾아야 한다. 종래의 PF대출에서 대부분의 위험을 시공사들에 부담시켰지만, 시공사들이 그 위험을 감당할 수 없었다. 결국 새로운 개발사업구조에서는 시행사 및 금융기관들의 위험분담 비율이 현재보다 높아질 수밖에 없다. 아직 새로운 구조가 정착되지 않았지만, 개선된 개발구조는 다음과 같은 모습일 것이다.

우선 최소한의 자금으로 분양 대박을 노리는 영세 사업자가 아니라 충분한 자금을 가지고 투명하게 개발사업을 진행하는 건설한 사업자가 개발사업의 시행을 맡아야 한다. 특히 개발 성과물(특히 상업용 부동산의 경우)이 정상화될 때까지 시행사가 책임지고 운영할 수 있는 자금력과 전문성이 있어야 한다. 이런 기준에 합당한 시행사도 토지매입 자금, 개발 초기자금을 전액 자기자본으로 충당하기는 어렵고 또 그럴 필요도 없다. 초

기자금의 상당 부분을 공급하는 메자닌금융 제공자가 나와야 하며, 이들은 높은 위험을 감당하기에 적합한 자금공급원을 가지고 있어야 한다. 현재에도 사적으로 이 같은 기능을 담당하는 회사들이 있으나, 조직화된 제도권 금융기관들이 시장을 발전시켜 가야 할 것이다. 예를 들어 개발사업에 전문화된 사모 투자펀드나 사모 개발리츠 등이 적절한 주체일 것이다.

시공을 맡는 건설회사들 중 상당수가 부동산 호황기에 시행분야에 진출하고, 불황이 닥치면 개발위험을 떠안은 것을 후회하는 시행착오를 반복한다. 외환위기 당시 건설회사들이 도급공사만 맡기로 결정했던 이유들은 지금도 유효하다. 사업시행의 이익을 향유하고 싶다면 시행부문이 시공부문과 분리되어 리스크를 전가시키지 않는 회사구조를 갖추도록 하여야 할 것이다.

마지막으로, 원론적인 입장에서 본다면 일반 금융기관이 불특정 다수 고객의 예금을 재원으로 하여 개발사업에 대출하는 것은 재고할 필요가 있다. 이들은 개발 이후 안정화된 부동산을 매입, 운영하는 데 필요한 자금을 공급하는 저위험 대출에 만족하는 것이 바람직하다. 실제로 국내 금융기관들이 투자은행 기능을 제고하는 노력을 해 왔지만 GFC 이후 주춤한 형편이다. 그러나 부동산개발은 위험부담에 상응하는 높은 수익을 안겨줄 수 있다. 따라서 충분한 사업성 검토와 위험관리를 기반으로 자산의 일정 비율 이하를 부동산개발금융에 할애하는 것은 나쁘지 않은 선택이다. 이런 관리능력이 갖추어 진다면 현재처럼 천편일률적인 대출보다는 수익 참여도가 높은 메자닌금융, 지분 참여 등 적극적인 개입이 가능하고 또 바람직할 것이다.

개발사업의 구조가 전환되면 이해당사자 간에 자본투자 및 위험부담에 대응한 합리적인 성과보상이 이루어질 것이며, 개발 성과물의 수분양자 또는 임차자의 권익도 보호될 수 있다. 거시적으로는 도시의 기능을 제고하여 국민들의 삶의 질을 높이는 데도 기여할 것이다. 이 같은 구조전환을 위해 정부는 불특정 다수의 일반인을 상대로 분양 또는 임대를 하는 일정 규모 이상의 개발사업에 대한 통제를 점진적으로 강화해 갈 필요가 있으며, 금융 측면에서는 금융기관의 사업평가능력 제고, 위험관리능력 향상과 더불어 투자은행 기능이 발전할 수 있도록 유도하여야 할 것이다. 대규모 개발사업, 특히 공모형 PF사업 등에서 재무적 투자자들의 역할이 강화되는 추세가 관찰되는데, 이 같은 시장흐름과 적절한 정부개입이 개발시장의 정상화를 앞당길 수 있을 것이다.

3. 부동산 간접투자상품의 정비

시장 참여자들의 지대한 관심 속에 2001년 리츠가 도입되었지만 그 성장세는 실망스러운 것이었다. 반면에 2004년에 도입된 부동산펀드는 매우 빠르게 성장하였다. 역시 금융과 세제를 장악하고 있는 정부부처 관할 아래 있어야 발전하기 유리한 것이 아닌가 한다. 이 사정은 2007년의 「부동산투자회사법」 개정 이후 새로운 국면을 맞았다. 즉, 다양한 규제완화 조치들에 힘입어 리츠도 펀드에 비해 크게 뒤떨어지지 않는 경쟁력을 가지게 되었고, 2008년 2월에 명목형 개발전문리츠가 출범하였고, 같은 해 10월에 실체형 개발전문리츠(골든나래 개발전문 자기관리리츠)가 최초로 영업인가를 받았다. 실체형 개발전문리츠는 상근 임직원을 둔 자기관리리츠와 개발전문리츠가 결합된 형태로, 특정 개발사업을 위해 존립기간을 정해 한시적으로 운영되는 대부분의 개발기구와 달리 지속적인 유상증자를 통해 영구적으로 존속하면서 여러 개발사업을 영위할 수 있다. 개발리츠가 정착되면 기존의 PF대출을 대체하여 자본시장에서 투자자금을 유치하여 개발사업에 투입하도록 하는 새로운 통로가 생길 것으로 기대되었다.

그러나 이런 기대에 찬물을 끼얹는 다산리츠 사건이 발생하였다. 다산자기관리리츠는 2008년 4월 자기관리리츠 최초로 인가를 받았고, 2010년 8월에 유가증권시장에 성공적으로 상장되었다. 그러나 상장 이후 거액의 횡령과 각종 비리로 정상적인 영업활동을 하기 어려웠고, 2011년 6월에 코스피 역사상 최단시일이라는 불명예를 안고 상장 폐지되면서 수많은 투자자들에게 피해를 입혔다. 다산리츠 사건은 리츠에 대한 지속적인 규제완화 추세에 제동을 걸었고, 국토해양부는 감독 강화방안을 내놓지 않을 수 없었다. 리츠 영업인가 심사가 엄격해지고, 인가과정의 투명성과 예측 가능성을 높이기 위한 조치들이 취해졌으며, 유가증권시장 상장규정상의 부동산투자회사 신규상장 심사요건이 강화되었다.

많은 선의의 피해자를 낳고 있지만, 개발에 관련된 위험성을 충분히 인지하지 못하는 불특정 다수의 투자자들에게 개발리츠 주식을 적합한 투자대상으로 제공할 수 있는가에 대해 의문이 제기되는 것은 불가피하다. 일반 기업들은 상장에 앞서 오랜 기간 존속하면서 영업실적을 쌓는 것이 필수인 데 비해 개발리츠는 객관적인 실적을 내세울 수 없는 경우가 대부분이다. 회사 임직원들이 개발에 관련되어 전문성을 가지고 있는지, 과거의 실적은 어떠한지, 회사 운영이 투명한지, 계획 또는 진행되고 있는 사업의 전망이 좋은지 등에 대해 투자자들이 충분한 정보를 얻기 어려운 현실이기 때문이다.

〈표 1-16〉 아시아 국가들의 리츠 현황(2011년 말 기준)

국가	상장 리츠 수	평균 배당 수익률 (%)	10년 만기 국채 수익률	리츠 상장총액 (백만달러)
일본	34	6.33	0.99	38,239
싱가포르	26	7.1	1.62	27,535
홍콩	9	5.58	1.47	14,923
말레이시아	15	6.45	3.71	5,134
태국	35	6.71	3.32	3,091
대만	8	3.06	1.28	2,426
한국	7	8.79	3.78	195
총합	134	6.37	N/A	91,543

자료: CBRE.

적어도 실물 부동산을 가지지 않는 리츠의 경우, 인가받고 곧바로 상장하여 자본시장에서 금융을 조달하도록 하는 성장경로를 설정하는 것은 무리이다. 그보다는 시행사로서 장기간에 걸쳐 실적을 쌓은 회사들이 개발리츠로 변신하여 새로운 도약을 꾀하도록 하는 것이 보다 자연스러운 성장경로로 생각된다. 개발리츠의 새로운 성장경로를 염두에 두고 제도를 재편하는 것이 바람직하다.

성장의 진통에도 불구하고 리츠산업은 지속적으로 성장하면서 새로운 영역으로 뻗어나가고 있으며, 앞으로 더 큰 역할을 할 것이라는 점은 의심의 여지가 없다. 다만, 개발사업을 하는 시행자 누구나, 얼마든지 자금을 끌어다 쓸 수 있는 창구가 되지는 않을 것이다.

한편, 리츠가 활성화되지 못하여 유가증권시장에 상장된 리츠의 시가총액도 다른 나라에 비해 작다. 〈표 1-13〉에서 보듯이 2011년 말의 리츠 시가총액은 우리나라가 약 2억불 정도였는데 비해, 일본은 382.4억달러, 싱가포르는 275.4억달러, 대만이 24.3억달러였다. 국가 경제나 부동산시장의 규모를 볼 때 우리나라 리츠시장이 아시아 다른 나라들에 비해 현격히 작은 규모여야 할 이유는 없다. 더욱이 우리나라 상장 리츠들의 수익률은 장기 국채에 비해서나 다른 나라 리츠 수익률에 비해 양호했다. 향후 제도적 정비와 시장 참여자들의 노력이 더해진다면 리츠의 성장 여력은 매우 크다.

규제완화의 결과 리츠와 펀드가 유사한 성격을 더 많이 가지게 되면서 두 상품이 서로 다른 제도에 의해 규율되어야 할 이유가 있는지에 대한 의문이 커진다. 유사한 기능을 가진 두 간접투자상품이 서로 다른 법령에 의해 규율을 받는 것은 시장에 혼란을 초래한다. 외국의 사례를 볼 때, 리츠라고 하면 ‘부동산 전문가들의 집합’이라는 성격이 강

하고 펀드는 '돈의 집합'이라는 느낌이 들지만, 우리나라 시장에서 리츠와 펀드의 자산 운용 측면의 차이는 거의 없다.

부동산을 관할하는 부처가 맞든, 금융상품을 관장하는 부처가 맞든 두 상품은 하나의 법률에 의해 규율되는 방향으로 개편되고 이를 모두 리츠라고 부르는 것이 바람직하다. 한 가지 방안은 상장 리츠와 비상장 리츠로만 나누어 상장 리츠는 회사 설립, 투자자 모집, 자산운용, 공시 등에 대해 투자자 보호를 위한 장치를 완비하도록 하고, 비상장 리츠의 경우는 사모펀드 수준의 규율만 하는 것이다. 부처 간 의견이 다르므로 리츠와 펀드를 통합하는 문제는 장기적으로 추진할 과제이다. 단기적으로 시급하다고 생각되는 것은 펀드의 공시제도를 개선하는 문제이다. 펀드의 설립과 운용에 관련된 공시자료가 투자자들이 알아야 할 모든 정보가 담겨져 있는지, 또 그 자료들의 진실성이 확보된 것인지 등 투자자 보호를 위해 제반 책임을 판매사들이 져야 하지 않을까 한다.

제5절 결론

부동산금융은 다양한 성향을 가진 투자자들로부터 효율적이고 안정적인 수단으로 자금을 동원하여 부동산 개발, 매입, 운용 등을 위해 자금을 필요로 하는 수요자에게 공급하는 역할을 수행하며, 그 과정에서 국민의 주거안정과 같은 공공적 목표를 실현하여야 한다.

한국의 부동산금융시장이 본격적으로 발전하기 시작한 것은 1998년 이후였지만, 그 짧은 기간 중의 성장속도는 놀라웠다. 특히 이 기간 중 2000년대 초의 부동산시장 호황과 2008년 하반기 이후 세계적인 금융위기에 따른 시장의 침체를 겪으면서 부동산금융시스템의 강점과 약점이 모두 드러나는 경험을 하였다. 역시 단기간에 급성장하는 과정에서 여러 문제들이 누적되어 있었고, 이 문제들을 해결하는 데 적지 않은 진통이 따르고 있다. 우리는 본 장에서 부동산금융시장의 향후 동향을 전망하고 정부와 업계의 과제를 검토하였다.

주택담보대출은 가계부채의 증가를 견인한 것으로 인식되고 있지만, 실제로 주택을 구입하기 위한 대출보다는 다른 용도의 대출들이 우려의 대상이다. 주택담보대출이 미분양 사태나 GFC와 같은 충격에 비교적 잘 견디었던 것은 DTI나 LTV 등 보수적인 규제의 성과라고 할 수 있다. 이들 규제가 금융안정성 제고라는 본래적 목적을 달성하면

서도 무주택자의 금융접근성을 높이는 방안이 강구되어야 한다.

개발금융은 주택시장 침체에 따른 PF대출 부실화의 충격에서 아직도 헤어나지 못하고 있다. 지난 10년간 광범위하게 활용되었던 개발금융의 구조가 근본적으로 바뀌어야 하는 시점이다. 여러 제안들이 나오고 있으며, 다양한 실험이 필요하다. 어떤 경우든지 각 참여자들이 감당할 수 있는 리스크의 한도 내에서 의사결정을 하도록 하는 금융구조가 필요하다. 또 개발금융의 부실화에 저축은행의 경영이나 금융당국의 감독체계가 가진 문제들이 원인제공을 한 부분이 많음을 상기할 때, 금융감독체계의 개선도 진지하게 고민하여야 한다.

크고 작은 문제들이 있지만, 10여 년 만에 현재와 같은 규모의 완전히 새로운 산업을 만들어낼 수 있었다는 것은 부동산금융에 관련된 정부와 산업계, 그리고 이 분야 전문가 집단의 창조적 의지와 역동성이 뛰어났음을 반영한다. 이제 국제적인 기준으로 보아도 크게 뒤떨어지지 않는 금융 인프라와 전문성이 갖추어졌다. 앞으로는 부동산금융이 해외로 진출하여 국부를 창출하는 데 기여하여야 할 것이다.

참고문헌

- 국토해양부, 보도자료, 2012. 1. 19.
- 김영곤 · 이현석 · 서후석 · 지규현 · 이명식, 『한국 리츠: 구조의 이해와 경영』, 한국리츠협회, 2012. 3.
- 김정인 외, 『미국의 주택금융제도』, 국민은행연구소, 2002. 12.
- 김진 · 서정렬, 「부동산개발사업의 위험회피를 위한 PFV(Project Finance Vehicle)의 역할과 개선방안에 관한 연구」, 『부동산학연구』, 제14집 제3호, 한국부동산분석학회, 2008. 12.
- 나승호 · 박양수 · 이동렬 · 문소상 · 손민규, 「가계부채 누증에 따른 잠재리스크 평가」, 『부채경제학과 한국의 가계 및 정부부채』, 한국은행, 2011. 12.
- 노진호 · 송경희 · 최현우, 「부동산 및 특별자산 펀드 시장동향과 전망」, 『하나금융정보』, 제9호, 2009. 2.
- 빈재익, 「프로젝트 파이낸싱 부실화와 건설산업의 위기」, 『건설이슈포커스』, 한국건설산업연구원, 2012. 1.
- 산은경제연구소, 『국내 주택가격 적정성 분석』, 2010. 3.
- 서정렬, 「민간공모형 PF 복합개발사업 추진의 애로요인과 사업 활성화 방안」, 『주거환경』, 제8권 제1호, 한국주거환경학회, 2010. 6.
- 선대인 · 심영철, 『부동산 대폭락 시대가 온다』, 한국경제신문, 2008.
- 송경희 · 노진호 · 김승룡, 「주요국 사례 비교를 통한 주택대출 장기 · 고정금리화 방안 검토」, 『하나금융정보』, 제30호, 2011. 3.
- 윤주현 · 손경환 · 김혜승 · 천현숙, 『주택시장 구조 변화와 신주택정책 방향』, 국토개발연구원, 1998.
- 이소영, 「가계부채 현황 및 추이와 시사점」, KERI Insight, 한국경제연구원, 2011. 3.
- 이용만, 「부동산 가격 거품 논란과 향후 전망」, SREF세미나 발표자료, 2010. 6. 17.
- 이창무 · 박지영, 「수도권 개발지 수요예측모형」, 『국토계획』, 제44권 제3호, 2009. 6.
- 정의철, 「주거여건의 추이와 장기주거수요 전망」, 차문중 편, 『주택시장 분석과 정책과제 연구』, 한국개발연구원, 2004.
- 조만 · 이준용, 「Box.1 미국-유럽 주택시장 동향」, 『2011년 3/4분기 부동산시장 동향분석』, 제1권 제3호, 한국개발연구원, 2011.
- 하나금융경영연구소, 『중장기 주택시장 변화요인 점검 및 전망』, 2010. 3.

- 한영기 · 장광수 · 박양수 · 박승환 · 김준태 · 김용선, 「가계부채 상황에 대한 분석 및 평가」, 『부채경제학과 한국의 가계 및 정부부채』, 한국은행, 2011. 7.
현대경제연구원, 『아파트가격 하락 가능성과 시사점』, 2010. 3. 11.
- Cho, Man, “Subprime Mortgage Market: Rise, Fall, and Lessons for Korea,” 건국대학교 일반대학원 부동산학과 특강자료, 2008. 4.
- Crowe, C., G. Dell’Ariccia, D. Igan, and P. Rabanal, “How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences,” IMF Working Paper, No. 11/91, 2011.
- Mankiw, N. and D. Weil, “The Baby Boom, the Baby Bust and the Housing Market,” *Regional Science and Urban Economics*, 19, 1989.

제2장

외국의 부동산금융 현황과 시사점

김 경 환 (서강대학교)

조 만 (KDI 국제정책대학원)

제1절 서론

부동산금융은 부동산자산의 생산과 거래를 매개하는 수단으로서 미시적 차원에서 부동산 관련 자원배분의 효율성을 높이는 데 기여한다. 부동산금융은 금융 자본시장과의 연계를 통해 금융시스템의 건전성과 거시경제에도 영향을 미친다. 1990년대 중반 이후 미국과 여러 선진국들에서 주택가격이 급등했다가 2006~07년 이후 급락한 배후에는 가격 상승기에 모기지대출의 급격한 증가와 대출기준 완화가 있었다. 미국의 상업용 부동산 가격 급등의 원인 중의 하나도 상업용 모기지대출의 급증과 대출기준의 완화에 있었다.

본 장의 목적은 부동산금융의 본질과 미국과 유럽 주요 국가의 부동산금융의 현황과 정책이슈들을 살펴보고 우리나라 부동산금융에의 시사점을 도출하는 데 있다. 이를 위하여 부동산금융을 주택금융과 상업용 부동산금융으로 구분하고, 투자용 상업용 부동산에 대한 자본시장을 통한 자금조달방식에 따라 부채와 지분, 공모와 사모 등 네 유형으로 분류하여 살펴본다.

제2절 부동산의 특성과 부동산금융의 본질

1. 부동산의 유형별 특성

부동산은 금융의 역할이 중요한 고가 내구소비재 또는 생산요소이며 동시에 자산이다. 부동산은 용도에 따라 주거용과 비주거용 부동산으로 구분되며 비주거용 부동산은 다시 오피스, 판매시설, 산업시설(공장, 창고 등), 호텔 등으로 분류된다.

주택은 가격이 구입하는 가장 값비싼 내구재로서 주택을 구입하면 오랜 기간 동안 주거서비스의 흐름을 소비하게 된다. 많은 선진국에서 주택구입자들은 주택가격의 일부인 down payment을 자기자금으로 부담하고 나머지 대부분을 차입을 통해 충당한다. 따라서 주택대출의 구득가능성(access to credit)과 차입조건이 자가주택 수요에 중요한 영향을 미친다. 자가주택은 직접적으로 금전적 수익을 창출하지 않는 대신 소유주가 거주하면서 주거서비스를 소비한다. 반면, 임대주택은 임대인에게 일정한 현금흐름을 제공하는 투자용 자산이다.

상업용 부동산은 자체 소비의 가치보다는 현금수익이 중시되는 투자상품이다. 임대주택과 상업용 부동산은 수익용 부동산(income producing property)으로 분류된다. 상업용 부동산의 개발금융은 프로젝트 파이낸싱에 의해 이루어지며 개발이 완료된 상업용 부동산은 다른 투자상품과 경합하는 하나의 자산 class로 투자자의 선택대상이 된다.

주택시장과 상업용 부동산시장은 공통적으로 인구 및 고용, 소득, 금리 등 경제변수들과 어메니티 및 공공서비스 등 국지적인 변수들의 영향을 받으므로 주택가격과 상업용 부동산가격은 함께 움직이는 경향이 있다. 한편, 주택거래는 경험이 적은 개인들이 주도하기 때문에 기대심리에 따른 과열현상이 발생할 가능성이 높고 차익거래의 여지가 상대적으로 큰 반면, 상업용 부동산 거래는 시장정보와 자금력을 갖춘 기업과 기관에 의해 이루어진다는 차이가 있다¹.

¹ 주택시장과 상업용 부동산시장의 공통점과 차이점에 대해서는 Gyourko(2009) 참조.

2. 부동산금융의 유형별 특성

가. 투자·금융 상품의 분류

선진화된 부동산금융 시스템을 갖춘 나라에서는 다양한 형태의 부동산금융상품이 거래된다. 이들 상품은 몇 가지 기준에 따라 분류할 수 있다. 첫째, 부동산의 자산가치 변동과 임대수입(또는 배당수입)에 의존하는 지분투자와 원금상환과 이자수입에 의존하는 채권투자가 있다. 둘째, 부동산의 직접 취득 및 소유를 통한 가계, 기업 또는 정부기관의 직접투자와, 지분투자상품 또는 채권투자상품을 통한 간접투자가 있다. 셋째, 간접투자상품은 다시 주식시장 또는 채권시장에서의 유통 여부에 따라 공적(public) 투자상품과 사적(private) 투자상품으로 구분된다. 따라서 <표 2-1>에서와 같이 공적 지분투자상품, 사적 지분투자상품, 공적 채권투자상품, 사적 채권투자상품 등 네 가지로 분류된다.

공적 지분투자상품의 대표적인 예는 주식시장에서 상장·거래되는 주식회사형 리츠(Real Estate Investment Trust: REITs)를 들 수 있다. 1960년 미국에서 소액투자자들에게 의한 상업용 부동산 투자 확대를 위하여 ‘수동적(passive)’ 투자도관체로 도입된 REITs는 1990년대에 시장규모가 크게 확대되었고, 유럽과 아시아 국가들에서도 REITs

<표 2-1> 부동산 투자상품의 유형

투자구분	직접투자	간접투자	
		사적(Private) 투자	공적(Public) 투자
지분투자 (Equity)	주거용/상업용 부동산의 직접 소유 및 관리	<ul style="list-style-type: none"> - 합자회사(Limited Partnership) 또는 합명회사(General Partnership) - 비상장 REITs 또는 주식회사 - 부동산 사모펀드(Real Estate Private Equity Fund: REPEF) - 부동산신탁회사 	<ul style="list-style-type: none"> - 상장 REITs: 지분형(Equity REITs), 모기지(Mortgage REITs), 혼합형(Hybrid REITs) - 기타 공모형 주식회사 또는 합자회사 (Publicly-Traded Partnership)
채권투자 (Bond)	부동산 물권 또는 임대권을 담보로 직접 대출 (예: 전세보증금)	<ul style="list-style-type: none"> - 주거용 모기지, 비주거용(또는 상업용) 모기지 건설·개발금융대출 (Construction & Development, C&D, Loan) - 부동산대출 유통화 상품, 채권시장 장외거래(Over-the-counter(OTC) 거래) - 역모기지(Reverse Annuity Mortgage) 	<ul style="list-style-type: none"> - 주거용 모기지 유통화상품(Residential Mortgage Backed Security, RMBS) - 상업용 모기지 유통화상품(Commercial Mortgage Backed Security, CMBS) - 커버드 본드(Covered Bond) 또는 모기지본드(Mortgage Backed Bond, MBB)

자료: 한만희·조만(2008)에서 수정 재인용.

제도를 도입하였다. 미국의 리츠는 자산의 형태에 따라 지분형(equity) 리츠, 모기지(mortgage) 리츠, 혼합형(hybrid) 리츠로 구분한다. 리츠 이외에도 상장형 공모회사(publicly-traded partnership) 등이 공적 지분투자 형태에 속한다. 일반적으로 부동산에 대한 공적 지분투자는 일반 대중을 통한 대규모 자금조달이 상대적으로 용이하고, 자산운용의 투명성과 전문성을 높일 수 있는 장점이 있다.

사적 지분투자상품에는 비상장 리츠와 함께 합자회사(Limited Partnership), 합명회사(General Partnership), 부동산사모펀드(Real Estate Private Equity Fund: REPEF), 부동산신탁회사 등이 있다. 이들은 1990년대 미국에서 리츠시장이 확대되기 이전에 기업형 부동산투자의 주종을 이루었고, 현재에도 리츠를 통한 공적 투자상품과 보완적인 관계를 유지하고 있다(이에 대해서는 제4절의 논의 참조). 사적 지분투자는 주로 자금력이 풍부한 개인이나 기업 또는 연기금의 투자에 의존하고 있고, 운용 및 투자성과의 평가에 있어서 공적 투자상품에 비하여 투명성이 떨어지는 것으로 알려져 있다.

공적 채권투자상품은 부동산대출을 기초자산으로 하는 상품 중 유동화를 통하여 채권시장에서 1차 발행된 이후 2차 유통시장에서 거래되는 상품을 포함한다. 주거용·비주거용 모기지를 기초자산으로 한 유동화상품인 RMBS(Residential Mortgage Backed Security)와 CMBS(Commercial Mortgage Backed Security)가 대표적인 사례이다. RMBS는 미국에서 1970년대 처음 도입되었고, 그 이후 1990년대 및 2000년대를 거치며 유럽 및 신흥 시장국가로 제도가 확대되었다. 이들 공적 채권투자상품들은 비유동적(illiquid)이고 거래가 가능하지 않은(non-tradable) 개별 모기지대출 상품을 유동화를 통하여 채권시장에서 기관투자자들에 의해 거래될 수 있게 만들었다. 유동화로 인해 주거용·상업용 모기지시장의 유동성 공급이 확대되었을 뿐 아니라, 모기지대출 상품에 내재한 신용 위험 및 이자율 위험을 보다 과학적·명시적으로 측정, 관리할 수 있게 되었다.

사적 채권투자상품에는 주거용·상업용 모기지 외에도 건설·개발금융대출(Construction & Development(C&D) Lending), 역모기지와 함께 이들 대출을 기초자산으로 한 유동화상품 중 유통시장에서 거래되지 않는 장외거래(Over-the-Counter: OTC) 상품을 포함한다. 본 유형은 기본적으로 대출 또는 투자 기관이 매입 후 보유(buy-and-hold)하는 방식의 투자형태이고, 자본시장을 통한 자금조달이 용이하지 않기 때문에 대출기관의 영업환경에 따라 유동성 공급이 영향받을 수 있다.

이상에서 설명한 상품 이외에 다양한 형태의 신용보증도 부동산금융의 한 유형으로

볼 수 있다. 예를 들면, 미국의 주거용 모기지시장에서 통용되고 있는 외적신용보완(external credit enhancement)의 형태인 민간 모기지보험(Private Mortgage Insurance: PMI)가 이에 속한다.

나. 주택금융과 상업용 부동산금융²

주거용 부동산금융, 즉 주택금융과 상업용 부동산금융 사이에는 몇 가지 중요한 차이가 있다. 첫째, 대출원리금 상환액의 출처가 다르다. 주택담보대출의 경우 차입자의 소득과 담보물건이 원리금 상환재원이다. 따라서 대출기관들은 대출심사에 있어서 부채상환능력을 나타내는 총부채 상환비율(DTI)과 담보물건 회수 가능성을 나타내는 용자비율(LTV)을 중시한다. 상업용 부동산 담보대출은 수익부동산에 대한 대출이며 원리금 상환재원은 부동산 임대수입이다. 따라서 대출기관들은 DTI, LTV뿐 아니라 원리금 상환액 대비 임대료 수입, 즉 DSCR(Debt Service Coverage Ratio)도 고려한다.

미국의 주택담보대출은 실질적인 비소구(non-recourse) 대출이며 상업용 부동산대출은 항상 비소구 대출이다. 비소구 대출의 차입자는 담보물건의 가치가 대출잔액보다 작아지면 자산을 포기하는 풋옵션(put option)을 행사할 수 있다. 이러한 풋옵션을 행사할 가능성을 줄이는 요인도 주택과 상업용 부동산에서 다르다. 주택은 거주공간인 동시에 소유주의 중요한 자산이고 거래비용이 많이 소요되며 채무불이행 시 차입자의 신용등급 저하가 우려되므로 전략적인 채무불이행의 위험은 높지 않다. 그러나 상업용 부동산은 공간 소비에 따른 가치보다는 개인이나 제3자 보증이 채무불이행의 억제요인으로 더 중요하다.

상업용 부동산대출은 주택담보대출에 비해 대출원금이 훨씬 크므로 신용위험도 더 크다. 또한 대출기간과 상환방식에 있어서 상업용 부동산 담보대출은 만기가 10년 이내로써 매월 이자만 상환하고 원금을 일시에 상환하거나 대출만기보다 더 긴 기간에 걸쳐 원리금이 완전히 상환되는 구조로 되어 있다. 이에 반해 주택담보대출은 보통 15~30년 만기 고정금리에 원리금이 완전히 상환된다. 미국의 경우 고정금리 주택담보대출의 조기상환에 대한 벌금이 없기 때문에 금리가 하락하면 차입자들이 저금리 대출로 전환하게 되어 대출기관이 금리 리스크를 부담한다. 반면에 상업용 부동산 담보대출의 경우 조기상환에 대한 벌금이 있고 만기도 상대적으로 짧아 대출기관의 금리 리스크가 작다.

² 본 소절의 내용은 Levitin and Wachter(2012)을 토대로 정리하였다.

유동화 측면에서도 주택담보대출과 상업용 부동산대출에는 차이가 있다. 미국의 예를 들면, 2011년 현재 주택담보대출 잔액의 62%가 유동화되어 있는 반면 상업용 부동산대출 잔액의 20%만 유동화되어 있다. 상업용 부동산대출은 예금기반 상업은행이 주도하고 있지만 2000년대에는 글로벌 경제위기 발발 이전까지 CMBS의 비중이 높아졌다. RMBS의 기초자산은 전국적으로 분포하고 있으나 CMBS의 기초자산은 상업용 부동산에 대한 양질의 시장정보가 존재하는 약 60개의 대도시 지역에 편중되어 있다. RMBS가 주로 페니 매이(Fannie Mae)와 프레디 맥(Freddie Mac) 등 정부후원기관(Government Sponsored Enterprises: GSE)들이나 Ginnie Mae의 보증을 전제로 하지만 임대용 공동주택을 제외한 상업용 부동산은 대부분 민간에 의해 유동화된다.

또한 RMBS에 비해 CMBS의 기초자산은 담보물건의 수가 적어서 특정 물건으로 인해 전체 CMBS의 신용위험이 커질 가능성이 있기 때문에 신용위험 관리가 더 중요하다. 따라서 CMBS는 투자등급인 A-piece와 투자등급 이하인 B-piece로 나누어 판매되며, 신용위험이 집중되는 B-piece 투자자에 대해 대출단계에서부터 특별한 권리와 보호장치를 부여한다.

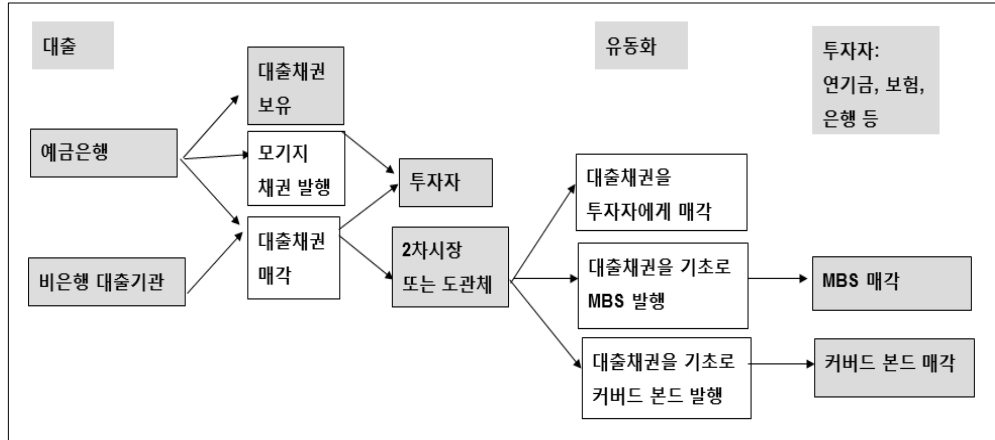
제3절 주택금융

1. 주택금융 제도와 유형

주택금융은 주택을 담보로 하는 장기 금융이며 그 본질은 차입자와 대출기관, 모기지 투자자 사이의 위험분담에 있다. 주택금융제도의 구체적 형태는 대출(origination), 원리금 회수(servicing), 위험관리(risk management), 재원 조달(funding) 등 주요 기능을 어떤 기관이 어떻게 분장하여 수행하는가에 따라, 그리고 정부의 개입 정도와 방식에 따라 국가별로 큰 차이를 보인다. 특히 정부나 정부기관이 직접 대출을 담당하는 주택금융 전담기관(specialized housing finance institutions)을 운영하는 나라들도 있다. 그러나 1980년대 이후 주택금융 전담기관의 역할이 상대적으로 축소되고 시장기반 주택금융이 확대되는 추세이다. 여기서는 민간 주택금융기관에 논의를 한정한다.

주택금융제도는 전통적인 예금기반 시스템(deposit-financed lending), 유동화 시스템(securitized mortgage system), 그리고 커버드 본드(covered bonds system) 시스템

[그림 2-1] 주택금융제도 개요



등 세 가지 유형으로 구분할 수 있다(Campbell[2012]). [그림 2-1]은 모기지대출부터 대출채권의 유동화 또는 매각에 이르는 과정을 보여준다.

예금기반 시스템은 은행 등이 예금을 통해 자금을 조달하여 주택담보대출을 제공하고 원리금 회수를 관리하며, 금리위험, 조기상환위험 등 위험을 부담, 관리하는 전통적인 시스템이다. 이 제도하에서는 대출기관이 대출채권을 만기까지 보유(originate to hold) 하기 때문에 대출심사를 신중히 하고 주택가격의 하락 등으로 불가피할 경우 대출조건을 수정할 인센티브를 갖는 등의 장점이 있다. 반면에 대출기관의 자원조달에 한계가 있고 예금 인출에 따른 유동성 위험을 겪을 수 있으며, 단기 자금으로 장기 대출을 제공하는 기간불일치(term mismatch)로 인해 금리위험에 취약하다.

유동화제도는 대출기관이 모기지대출채권을 보유하지 않고 매각하는 방식이다. 대출채권을 매입한 제3의 기관이 대출채권의 원리금 상환의 현금흐름을 기초로 수익증권인 주택저당증권(Mortgage-Backed Securities: MBS)을 발행하여 궁극적인 투자자들에게 매각(Originate To Distribute: OTD)하는 방식이다. 대출기관은 대출채권을 매각함으로써 주택대출의 시장위험과 신용위험을 투자자들에게 이전시키기 때문에 대출심사를 신중히 해야 할 인센티브가 상대적으로 약하다. MBS 투자자들은 차입자들의 신용위험에 대한 완전한 정보를 갖지 못하는데, 이 문제를 해결하기 위해 미국의 경우 정부후원기관(GSE)들이 발행하는 MBS의 적기 지급을 보증해 왔다. 그러나 투자자들이 신용위험을 인식하지 못하거나 GSE가 제공하는 신용보증의 가격이 적절하게 책정되지 않을 경우 대출기관이 고위험 대출을 수행하고 그 위험을 전가시킬 우려가 있다. 실제로 미국

의 주택가격 상승기에 대출기관들은 서브프라임 모기지뿐 아니라 전반적으로 대출기준을 완화한 것으로 나타났다.³ 또한 모기지대출기관들이 MBS를 자체 보유하는 경향이 있으며 이 경우 모기지대출채권을 자체 보유하는 것과 유사한 위험에 노출된다.

커버드 본드제도는 유럽에서 널리 시행되는 주택저당채권담보부채권(Mortgage-Backed Bonds: MBB)으로 대출재원을 자본시장을 통해 조달한다. 커버드 본드도 주택저당채권의 집합(cover pool)을 기초로 발행되지만 MBS와 달리 모기지가 대출기관의 대차대조표상에 남는다. 또한 MBS와 달리 커버드 본드 발행기관은 원리금 상황에 대한 모든 책임을 지며, 일부 모기지가 지급불능 상태가 되면 이를 대체할 다른 모기지를 제공해야 하므로 대출기관은 대출심사를 신중히 할 인센티브를 갖는다. 이처럼 커버드 본드는 담보물건과 발행기관 양쪽에 대해 소구권을 부여하므로 동일 기관이 발행하는 MBS에 비해 금리가 낮다.

모기지상품의 구성은 재원조달구조와 밀접한 관계가 있다. 장기 고정금리 모기지(FRM)는 자본시장으로부터 장기자금의 조달을 필요로 한다. 따라서 자본시장으로부터의 재원조달 비중이 높을수록 FRM의 비중이 높은 경향이 있다.

대출상품의 다양성이 소비자들의 선택의 폭을 넓혀 소비자 후생을 증대시키는 데 기여할 수 있는지는 상품에 대한 정확한 정보의 공개와 소비자들의 재무적 지식(financial literacy)에 달려 있다. 다양한 상품은 오히려 소비자들의 위험을 증대시킬 수도 있으므로 소수의 표준화된 대출상품을 장려할 필요가 있다는 주장도 있다(Scanlon and Lunde[2007]).

주택금융의 목적은 소비자들의 자가구입을 지원하는 데 있다. 따라서 자가보유율 제고를 명시적 정책목표로 삼는 미국 등 여러 국가에서는 모기지시장에 대해 정부가 다양한 형태로 개입한다. 그러나 본 절에서 설명하겠지만 모기지시장에 대한 정부개입과 자가보유율 사이의 상관관계는 강하지 않다.

3 여기에 대해서는 제3장에서 상세히 설명한다. 유동화제도에서 각 단계별 참여자들의 행동을 왜곡시킬 수 있는 인센티브에 대해서는 Aschcraft and Schuermann(2008)을 참조.

2. 주요 국가의 주택금융제도 개괄⁴

가. 미국

미국의 주택금융시장은 Federal Housing Administration 또는 Veteran Administration이 보증하는 정부보증 모기지시장과 나머지 일반 모기지(conventional mortgages)시장으로 구분된다. 후자는 다시 Fannie Mae와 Freddie Mac이 유동화를 위해 구입하는 conforming loans과 나머지 nonconforming loans으로 구분된다.

일반 모기지대출상품은 크게 고정금리 모기지(FRM)와 변동금리 모기지(ARM)로 구분되는데 FRM이 신규 대출의 80% 이상을 차지한다. FRM의 만기는 15년, 20년, 30년이며 이 기간 동안 원리금 상환액이 동일하다. FRM 차입자들은 금리가 하락할 경우 대출을 상환하고 재대출(refinancing)을 받거나 조기상환할 수 있다. 용자비율(LTV)은 100%를 넘기도 하지만 용자비율이 80%를 초과하면 민간 모기지보험을 구입해야 한다.

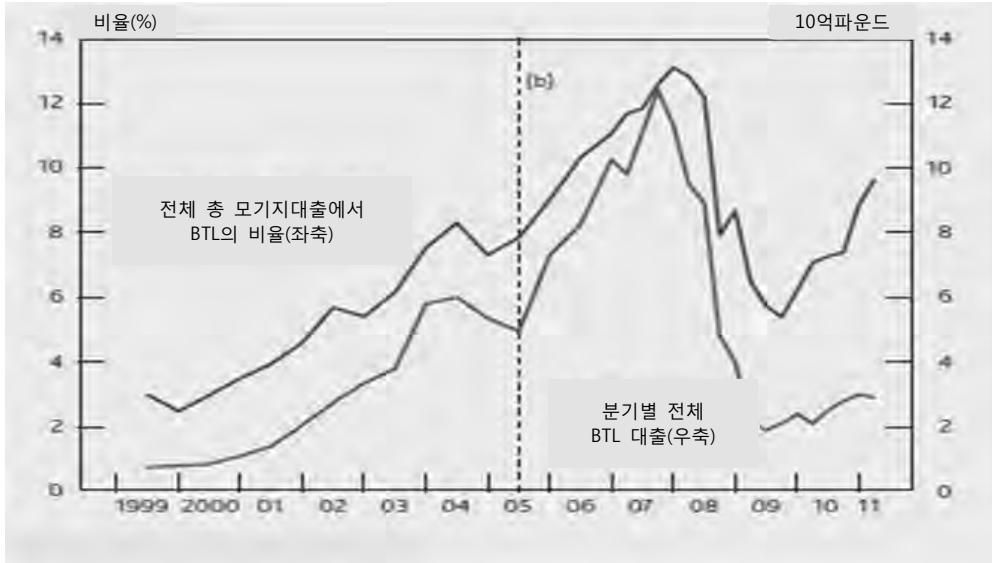
주택금융에 대한 수요는 거주목적과 투자목적의 주택구입에서 비롯된다. 그러나 주택담보대출(mortgage loans) 통계에서는 거주와 투자 목적 대출, 최초대출과 재대출 등이 구분되지 않는다. 미국의 경우 주택을 담보로 주택구입 이외 용도의 자금을 대출받을 수 있는 Home Equity Line Of Credit(HELOC) 통계는 별도로 제공되나 실제 대출액은 파악되지 않는다.

나. 영국

미국과 달리 영국의 주택대출은 변동금리 상품 위주로 되어 있고 5년 이상 고정금리 상품은 거의 없다. 변동금리 상품의 대출금리는 대출기관의 조달비용에 연계되어 있고 은행 간 단기 대출금리의 변동에 따라 매달 조정될 수 있다. 영국에는 이자만 상환하는 모기지(interest only mortgage)와 생명보험상품을 결합한 endowment mortgage가 많다. 이 상품은 차입자가 대출기관에 매월 이자만 상환하고 원금상환액에 해당하는 보험상품에 가입하여 보험료를 납부하고 대출 만기에 보험금으로 원금을 일시 상환하는 방식이다. 이 상품은 보험상품의 투자수익률이 대출금리를 상회할 것으로 예상되던 1980년대에 가장 많이 판매되었다. 그러나 실현된 만기 보험금이 예상보다 작아 모기지대출

4 본 소절의 내용은 Shilling(2012), IMF(2011), Kofner(2009) 등을 참조.

[그림 2-2] 영국의 주택구입대출과 Buy-To-Let 모기지(BTL)의 추이



자료: Bank of England, Trends in Lending, 2012년 7월.

원금을 상환하지 못하여 소비자 불만 사례가 많다. 용자비율 80% 초과분에 대해서는 모기지보험을 별도로 구입한다.

모기지대출의 대부분은 대출기관이 보유하고 있으며 10% 정도만 유동화되어 있고 유동화에 대한 정부의 직접·간접 보증은 없다. 유동화증권이 우수한 신용등급을 받기 위해서는 신용보강이나 선순위-후순위 구조가 필요하다.

영국에는 임대주택 구입에 대한 별도의 대출로 Buy-To-Let(BTL) 모기지가 있다. BTL 모기지는 구입하려는 임대용 주택을 담보로 하는 대출로 그 주택의 임대료 수입으로 원리금을 상환하는 방식이다. 1990년대 후반 이전에도 임대사업자들이 모기지대출을 받을 수 있었으나 금리가 자가구입용 모기지에 비해 더 높았다. 그러나 1990년대 후반에 Association of Residential Letting Agents가 BTL 모기지를 처음 도입한 이래 금리 격차가 점점 줄어 거의 소멸되었다. 2000년에 2만건이었던 BTL 모기지대출은 2007년에 18만건으로 급격히 증가하였으나, 글로벌 금융위기로 2009년에는 4만건 수준으로 하락한 후 2011년에는 6만건 정도로 다소 회복되었다(Whitehead[2012]).

다. 캐나다

캐나다의 모기지대출시장은 소수의 상업은행(chartered banks)들이 전체 시장의 절반가량을 점유하고 있으며 2000년대 들어 모기지 브로커들의 시장점유율이 높아졌다. 대부분의 모기지대출 재원은 예금으로부터 조달한다. CMHC(Canadian Mortgage and Housing Corporation)는 모기지보험을 제공하고 민간 금융기관이 발행하는 NHA(National Housing Act)-MBS의 원리금 적시 지급을 보증하며 NHA-MBS를 매입하여 CMB(Canada Mortgage Bonds)를 발행한다. NHA 모기지의 대출조건은 정부가 정하며 5% 이상 down payment, credit score 최저 기준 이상 등을 충족해야 한다.

캐나다의 주요 대출상품은 roll-over mortgage이다. 최초 대출기간(대개 5년 이내) 동안 금리가 고정되어 있고 이 기간이 지나면 대출기관과 차입자가 대출을 연장할지 여부를 결정한다. 대출기관은 대출을 연장할 의무를 지지 않으며 양자가 조건에 합의하지 못하면 차입자가 다른 대출을 찾아야 한다.

조기상환에 대해서는 벌금이 부과된다. 그러나 6개월 또는 1년의 단기간 내 언제든지 대출금의 일부 또는 전액을 벌금 없이 상환할 수 있는 open mortgage도 있다.

라. 독일

독일의 모기지시장에서 주요 공급기관은 저축은행, 모기지은행, 상호저축은행, 상업은행 등이다. 모기지 은행들은 Pfandbriefe라는 독일 특유의 커버드 본드 또는 모기지 담보부 채권(mortgage-backed bond)을 발행하여 대출재원을 조달한다. 기초자산인 모기지는 최장 30년 만기이지만 금리는 최대 10년간 고정되어 있다. 모기지의 용자비율은 담보잔액의 60%(감정가액의 50~55%)로 상대적으로 낮으며 10년 동안은 조기상환이 불가능하다.

Pfandbriefe 시장은 유럽의 고정수익채권(fixed income securities) 중 가장 규모가 크다. Pfandbriefe를 발행하는 금융기관들이 전체 주택 모기지대출 잔액의 23%를 보유하고 있으며 나머지는 시중은행, 공공 저축은행, 건축대부조합(Bausparkassen) 등이 공급한다.

마. 프랑스

프랑스의 모기지시장은 경제규모에 비해 매우 작고 대출상품의 절반 이상은 10년, 15년, 20년 만기 고정금리 모기지이다. 용자비율은 최근까지 60~70%였으며 최근 들어 70~80%로 높아졌고 일부 은행에서는 신용등급이 높은 차입자들에게 85~90%까지 대출을 제공하고 있다. 대부분의 은행은 담보주택의 가치보다 차입자의 상환능력을 중시하기 때문에 일단 대출 여부를 결정한 다음에 용자비율을 결정한다. 고정금리 상품에 대해서는 조기상환 벌금이 부과된다. 변동금리 상품에 대해서도 금리가 고정되어 있는 기간에는 조기상환 벌금이 부과되며 이후에는 조기상환이 허용된다. 프랑스 은행들은 모기지 유통화를 통해 자본시장에서 자금을 조달한다.

바. 덴마크

덴마크의 대표적인 대출상품은 만기 10~30년의 장기 고정금리 원리금 균등상환 모기지이며 비교적 최근에 금리가 1~10년 동안 고정되어 있는 만기 20~30년의 장기 변동금리 모기지가 출시되었다. 모기지대출의 대부분은 모기지은행에 의해 공급된다.

모기지은행들은 만기와 명목 금액이 모기지대출 원금과 동일한 모기지담보부 채권(MBB)을 발행하여 자본시장에서 대출재원을 조달한다. 이러한 모기지대출과 모기지채권과의 대응원칙(balance principle)은 덴마크 모기지제도의 고유한 특성이다. 모기지대출 금리는 모기지채권의 금리에 대출은행의 마진을 더해서 책정된다. 대출은행은 모기지 원리금 상환금액을 모기지채권 투자자들에게 전달한다. 용자비율은 대개 80%(단독주택 용자비율 상한)이며 차입자들은 상업은행이나 저축은행으로부터 10~15%를 만기가 짧고 금리는 더 높은 추가 대출(second mortgage)을 받을 수 있다. 그러나 대출자의 신용에 따라 차등적인 대출금리가 적용되지 않기 때문에 신용도가 낮은 사람들은 모기지은행으로부터 대출을 받기 어렵다.

사. 스페인

영국과 비슷하게 스페인의 모기지는 대부분 변동금리대출이고 고정금리대출은 10% 정도에 불과하다. 변동금리 상품의 대출금리는 첫해에는 고정되고 다음 해에는 Euribor

에 대출기관의 마진을 더한 금리로 변동된다. 마진은 차입자에 따라 다르다.

거의 모든 모기지에는 조기상환 벌금이 부과된다. 상환기간은 대개 25년 혹은 그 이상이다. 용자비용의 상한은 주택가격의 95%이지만 실제로는 60~70% 수준이다. 대출재원은 대부분 단기 예금으로부터 조달되며 유동화는 1999년에 시작되었으나 규모는 작다.

아. 호주

호주의 모기지시장은 소수의 대형 은행이 주도하고 있으며 이들 은행은 단기 예금을 통해 자금을 조달한다. 따라서 대부분(92%)의 모기지는 중앙은행이 책정하는 공식 금리에 연동된 변동금리 상품이다. 유동화를 통해 일부 고정금리 모기지가 공급되고 있지만 최초 5년 이내 기간 동안에만 고정금리이고 이후에는 자동적으로 변동금리 상품으로 전환된다.

거의 모든 대출심사는 차입자의 상환능력을 토대로 이루어진다. 소득 대비 상환액은 25~35%로 제한되지만 신용도가 높은 차입자에게는 더 높은 비율이 적용된다. 용자비용은 대개 60~70%이다.

자. 일본

일본의 모기지대출은 변동금리 상품과 하이브리드 상품으로 구성된다. 변동금리 상품은 1~2년 단위로 금리가 조정되는 상품이다. 하이브리드 상품은 처음 2~5년 동안은 고정금리가 적용되고 이후 변동금리로 전환된다. 하이브리드 상품이 전체의 70~80%를 차지하고 있다. 최근 10여 년 동안 저금리가 계속됨에 따라 변동금리 상품의 비중이 높아지고 있다.

용자비용은 40~50%이지만 신용도가 높은 차입자들은 100%까지 대출받을 수 있다. 대출기간은 25년이지만 상환기간은 30년, 40년, 50년이며 평균 상환기간은 단독주택은 26년, 아파트는 33.5년이다.

3. 주택금융의 국제 비교

가. 주택금융 규모

주택금융의 규모는 경제규모, 자본시장 발전 정도, 법률 및 규제 인프라 등에 따라 나라마다 차이가 있다. <표 2-2>는 1994년, 2000년, 2006년, 2010년 말 현재 주요 국가의 GDP 대비 주택담보대출 잔액의 비율 추이를 정리한 것이다. 이 표를 보면 대다수 국가에서 1994~2000년, 2000~06년 기간 중에 경제규모에 비해 주택금융이 훨씬 빠른 속도로 증가하였음을 알 수 있다. 특히 스페인, 아일랜드, 네덜란드 등 집값이 큰 폭으로 상승한 나라에서 GDP 대비 주택담보대출 잔액 비율의 증가가 두드러졌다. 반면, 독일과 일본에서는 이 수치가 크게 증가하지 않았다.

주택금융시장의 규모는 대출기관들의 장기 자금조달능력에 좌우된다. 대출기관에 의한

<표 2-2> 세계 주요국의 GDP 대비 주택담보대출 비율 추이

(단위: %)

국가	1994	2000	2006	2010
벨기에	21.2	26.6	36.3	46.3
덴마크	64.9	76.1	100.8	101.4
독일	44.1	54.1	51.3	46.5
그리스	3.6	9.2	29.3	35.0
스페인	15.8	30.9	58.6	64.0
프랑스	20.8	21.5	32.2	41.2
아일랜드	22.8	31.6	70.1	87.1
이탈리아	6.0	10.0	18.7	22.7
일본	34.4	36.6	36.1	37.0
한국	11.0	13.0	35.7	30.5
룩셈부르크	24.4	25.8	34.3	44.7
네덜란드	46.4	74.2	111.9	107.1
포르투갈	15.6	43.9	59.2	66.3
핀란드	36.2	30.7	43.8	42.3
스웨덴	54.8	45.7	56.7	66.6
영국	54.6	56.3	83.1	85.0
미국	46.4	52.1	77.2	72.2

자료: Kim and Renaud(2009); EMF(2010).

주택금융 공급 규모는 차입자에 대한 신용정보, 담보주택의 가치평가능력, 차입자의 채무불이행 시 담보채권의 확보 가능성, 거시경제의 안정성 등에 의해 영향을 받는다. 이러한 전제하에 Warnock and Warnock(2008)은 신흥경제(39개국)와 선진국(23개)을 포함한 62개국 자료를 사용하여 GDP 대비 모기지대출 잔액으로 측정된 주택금융대출시장 규모의 결정요인을 분석하였다. 회귀분석 결과 경제규모(GDP), 법적권리지수(담보 확보 능력과 파산법의 효율성에 관한 지수들로 구성), 신용정보지수(신용정보의 양과 질에 관한 지수들로 구성), 인플레이션 등이 주택금융대출시장의 규모에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 경제규모가 클수록, 법적 권리 및 신용정보가 우수할수록, 물가가 안정적일수록 주택금융시장 규모가 더 크다는 것이다. 흥미로운 사실은 각 변수의 영향이 신흥경제와 선진국 표본에서 차이가 있다는 점이다. 예컨대 법적권리지수의 추정계수는 두 집단에서 모두 유의하였으나 선진국에서 계수값이 더 큰 반면, 신용정보지수와 인플레이션은 선진국에서는 유의하지 않고 신흥경제에서는 유의한 것으로 분석되었다.

나. 모기지대출 기관과 자원 조달

모기지대출기관과 대출자원 조달구조는 <표 2-3>에 정리되어 있다. 대출기관은 상업은행, 모기지은행, 건축대부조합(building societies), 모기지 중개인(mortgage brokers) 등이며 그 구성은 나라마다 다르다.

대출기관의 유형과 2차시장의 존재 여부 및 규모에 따라 대출자원 조달방식이 나라마다 다르다. 상업은행이 주요 대출기관인 경우 대출재원은 예금을 통해 조달된다. 이 경우 단기 자금으로 장기 대출을 운영하는 데 따른 기간불일치 문제가 발생한다. 유동화 제도가 있는 나라들에서는 커버드 본드나 MBS의 발행을 통해 자본시장으로부터 장기 자금을 조달할 수 있다. 미국의 경우 모기지대출 잔액의 64%가 MBS를 통해 유동화되어 있다. 덴마크는 MBB를 발행하여 모기지대출재원의 거의 전부를 조달한다. 스페인은 모기지대출 잔액의 54%가 커버드 본드를 통해 유동화되어 있다. 반면에 유동화제도가 없거나 있어도 규모가 미미한 나라도 많다.

〈표 2-3〉 모기지대출 기관과 자원 조달구조

(단위: %)

국가	주요 대출기관 비중	자본시장 조달 비중	커버드 본드(MBB)/ 담보대출 잔액	(MBS)/ 담보대출 잔액
호주	은행 모기지은행, 건축대부조합 모기지 중개인(30)	17	없음	16.7
오스트리아	은행 저축은행	10	7	3.1
캐나다	은행 모기지 중개인(31)	32	1	31
중국	은행		없음	없음
덴마크	은행 모기지은행	99 (MBB)	114.7	0.1
프랑스	은행 모기지은행	24	22.5	1.8
독일	은행 저축은행	21	19	1.8
아일랜드	은행 건축대부조합 모기지 중개인	45	15.6	29.6
이탈리아	은행	33	2.1	30.8
일본	은행 모기지은행 JHA	10	없음	10
말레이시아	은행	4 (Cagamas)	없음	4
네덜란드	은행 모기지은행 모기지 중개인(60)	34	3.6	30.8
러시아	은행 모기지은행 협동조합	18	18.2	0.1
싱가포르	은행	5	없음	없음
한국	은행(80)	5	최소 수준	5
스페인	은행 저축은행 모기지 중개인(55)	70	45.6	24.1
스웨덴	은행 모기지은행	54	53.7	0.3
대만	은행(80~90)	5	없음	5
영국	은행 건축대부조합 모기지 중개인(60)	45	14	31.2
미국	은행 모기지은행 모기지 중개인	64 (주로 MBS)	0.1	64.1

다. 주택담보대출상품

〈표 2-4〉에서 볼 수 있는 것처럼 주택대출상품과 대출조건은 나라마다 다르다. 만기가 20~30년인 대출상품들은 많지만 금리가 5년 이상 고정되어 있는 경우는 흔치 않다. 예외적으로 미국에서는 30년 고정금리대출이 대표적이다. 변동금리 상품의 비중이 높은 나라로는 아일랜드, 스페인, 한국, 영국 등이 있다. 자본시장을 통해 조달되는 장기 자금의 비중이 낮은 나라일수록 변동금리 상품의 비중이 높은 경향이 있다. 변동금리 상품의 금리조정 빈도, 금리조정 한도 등도 나라에 따라 다르다.

미국에서 30년 고정금리대출이 활성화되어 있는 것은 정부후원기관인 Fannie Mae와 Freddie Mac의 보증을 바탕으로 하는 2차시장이 작동하기 때문이다. 글로벌 금융위기로 정부의 관리에 들어간 이들 두 기관의 장래에 대해서는 아직 명확한 결정이 내려지지 않은 상태이다. 정부의 명시적 보증 없이는 종전의 주택금융제도를 유지하기 어렵다는 의견이 지배적이지만 국가 재정을 재원으로 하는 보증제도에 의존하는 30년 고정금리 상품 기반 주택금융제도를 유지하는 것이 사회적으로 바람직한가에 대한 논란도 있다. Lea-Sanders(2012)는 15~30년 동안 대출을 유지하는 차입자가 별로 없고 고정금리대출이 지배적인 미국의 자가보유율이 유럽 국가들에 비해 특별히 높지 않다는 점, 금융위기 시에 연체율이 다른 나라보다 높았다는 점 등을 들어 rollover mortgages 등 새로운 대안이 더 바람직하다고 주장한다.

대부분의 나라에서 조기상환에 대해 벌금이 부과된다. 이는 대출기관의 채투자 리스크와 조기상환을 처리하는 데 드는 비용을 보상하기 위해서이다. 미국의 경우 고정금리대출의 조기상환에 대해서는 벌금이 없다.

융자비율도 국가에 따라 차이가 크다. 같은 나라에서도 지역에 따라 또는 모기지보험 가입 여부에 따라 융자비율이 다를 수 있다. 실제 융자비율이 100%를 넘는 경우도 있는 반면 융자비율 상한을 규제하는 나라들도 있다.

라. 정부개입

모기지시장에 대한 정부개입의 범위와 강도도 국가별로 큰 차이를 보인다. 〈표 2-5〉에서 볼 수 있는 것처럼 정부개입은 국가기금을 통한 저리대출, 정부나 정부후원기관에 의한 보증 등을 통해 1차시장 또는 2차시장에 개입하거나, 저소득층 또는 특정 수요

〈표 2-4〉 주요 국가의 주택담보대출상품 특성

국 가	변동금리 상품(ARM) 비중(%)	전형적 대출기간 (년)	LTV상한(%) (모기지보험 있을 경우)	모기지보험 손실 커버리지(%)	DTI 상한(%)	이자율 재조정 한도(%)	중도상환 수수료
호주	90%	20	70(95)	~100	없음	없음	조달금리 증가분
오스트리아		25~30	80				없음
캐나다	3% (최초 5년 고정)	25 (일부는 35~40)	75~95	~100	45	있음	금리변동손실/ 3개월 이자
중국	99	30	80		50 (2004년 도입)		
덴마크	1	30	80(100)				FRM: 없음
프랑스	하이브리드	15~20	80(100)			있음	최대 6개월 이 자/잔액의 3%
독일	17	20~30	지역대출 80 상업대출 60			있음 (일종의 보험)	FRM: 금리변동 손실
홍콩	99	10~29	70(95)	30	50		
아일랜드	91	21~35	90(100)				없음
이탈리아	하이브리드	20	80				없음
일본	44	20~30	70~80			있음	없음
네덜란드	1	30	80/100	~100			FRM: 금리손실
싱가포르	99	35	80(90)		40		있음
한국	95		은행: 60 주택금융공사: 70		서울: 50 인천·경기: 60		있음
스페인	91	30	80(100)	20~40	없음	상한과 하한	FRM: 2.5% ARM: 0.5%
스웨덴	변동금리	30~45	70(90)	~100			없음
대만	변동금리 하이브리드	20~30	70 이상 제2주택: 50(60)		30~40		
영국	47	25	75(120)			있음 (2~5)	FRM: 3개월 이자
미국	4 (주로 변동금리)	15/30	80(100)	공공M: ~100 민간M: 20~30		있음 (3/1 5/1 하이 브리드)	ARM: ~5%

〈표 2-5〉 모기지시장에 대한 정부개입

	정부개입 정도								
	범주 (A)~(D)				범주 (E)	범주 (F)~(G)		범주 (H)	
범주 가중치	0.25				0.25	0.25		0.25	
하부범주 가중치	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.25	0.125	0.125	0.25	
지표	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)	(H)	(I)
국 가	차입자 보조금	청약저축을 통한 보조/수수료 우대	특정 계층/저소득층 보조금	주택구입을 위한 연금 조기인출	주택기금/정부대리기관 보증 및 대출	대출이자 상환 소득공제	양도 소득세 감면	모기지시장 점유율 50% 넘는 정부기관	정부 개입 지수
호주	있음	있음	있음	없음	없음	없음	있음	없음	0.31
오스트리아	있음	있음	있음	없음	없음	없음	없음	없음	0.19
캐나다	없음	없음	없음	있음	있음	없음	있음	없음	0.44
중국	없음	없음	있음	있음	없음	없음	없음	있음	0.38
덴마크	없음	없음	없음	없음	없음	있음	있음	없음	0.25
프랑스	없음	있음	없음	없음	없음	있음	있음	없음	0.31
독일	없음	있음	없음	없음	없음	없음	있음	없음	0.19
아일랜드	없음	없음	없음	없음	없음	있음	있음	없음	0.25
이탈리아	없음	없음	없음	없음	없음	있음	있음	없음	0.25
일본	없음	없음	없음	없음	있음	있음	없음	없음	0.38
말레이시아	없음	없음	있음	있음	있음	없음	없음	없음	0.38
네덜란드	없음	없음	없음	없음	있음	있음	있음	없음	0.5
러시아	없음	없음	있음	없음	있음	있음	없음	없음	0.44
싱가포르	없음	없음	있음	있음	있음	있음	없음	있음	0.75
한국	없음	없음	있음	없음	있음	있음	없음	없음	0.44
스페인	없음	있음	없음	없음	없음	있음	있음	없음	0.31
대만	있음	있음	있음	없음	없음	있음	없음	없음	0.31
태국	있음	없음	없음	없음	있음	있음	없음	있음	0.69
영국	없음	없음	없음	없음	없음	없음	있음	없음	0.13
미국	없음	없음	있음	없음	있음	있음	있음	없음	0.56

자료: IMF(2011), p.126.

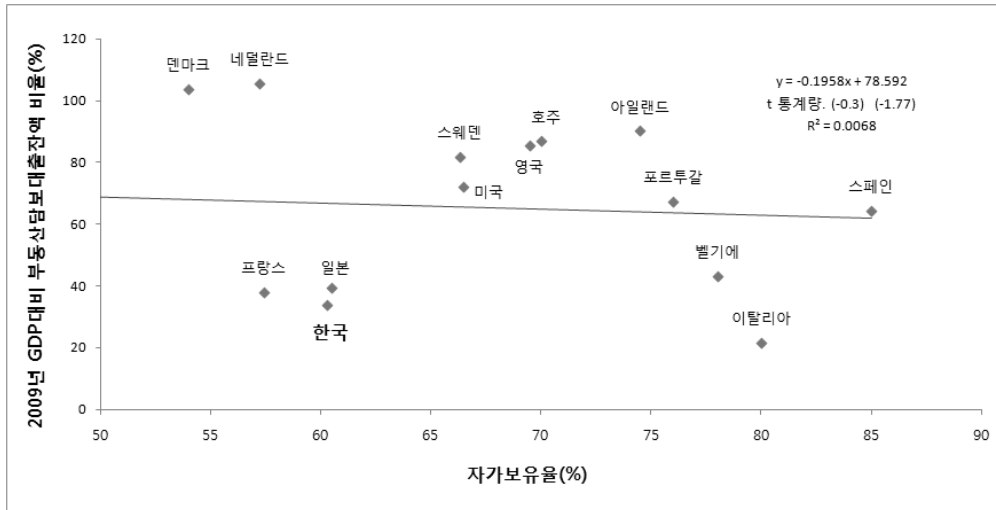
계층에 대한 보조금을 지급하는 경우, 주택자금대출 이자상환액을 소득세 과세대상 소득에서 공제해 주는 방법 등 다양한 유형이 있다. 이 표의 모기지시장에 대한 정부개입 지수는 2008년 기준으로 개별 지표들을 종합하여 작성된 IMF의 자료이며, 이 지수가 클수록 정부개입이 많다는 의미이다.

마. 주택금융과 주택보유율, 주택가격

주택금융의 가장 중요한 목표는 자가보유를 지원하는 데 있다. 그러나 주택금융시장의 규모와 자가보유율 사이에는 분명한 양의 상관관계가 존재하지 않는다. 이러한 사실은 [그림 2-3]을 통해 확인할 수 있다. 끝으로 [그림 2-4]에서 볼 수 있듯이 앞에서 소개한 모기지시장에 대한 정부개입의 정도를 나타내는 IMF지수와 자가보유율 사이의 상관관계도 분명치 않다. 호주나 유럽의 많은 나라들처럼 주택금융에 대한 정부개입이 많지 않지만 자가보유율이 높은 예도 있고, 정부개입의 정도가 비슷한 나라들 중에서도 자가보유율의 차이가 크다. 이러한 결과는 주택금융 외에도 자가보유율에 미치는 다른 변수들이 많음을 시사한다.

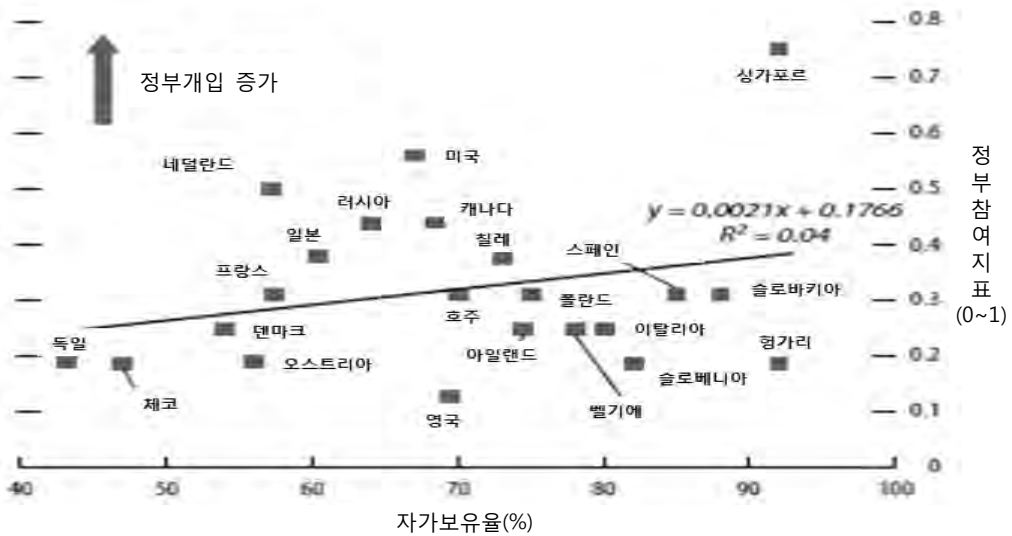
주택금융과 금융안정성 간 관계의 중요성은 글로벌 금융위기를 계기로 크게 부각되고 있다. 주택가격 상승기에 주택대출이 급격히 증가한 나라에서 주택가격 하락폭도 크고 그로 인한 대출기관의 손실규모도 큰 것으로 나타났다. [그림 2-5]는 1970~2003년 기간 중 18개 주요 선진국 자료를 분석한 IMF 보고서에 수록된 그래프로서 변동금리 상품의 비중이 높은 나라일수록 주택대출의 증가폭이 크고 주택가격 변동폭도 큰 경향이 있음을 보여준다.⁵

[그림 2-3] GDP 대비 주택대출 잔액(2009년)과 자가보유율



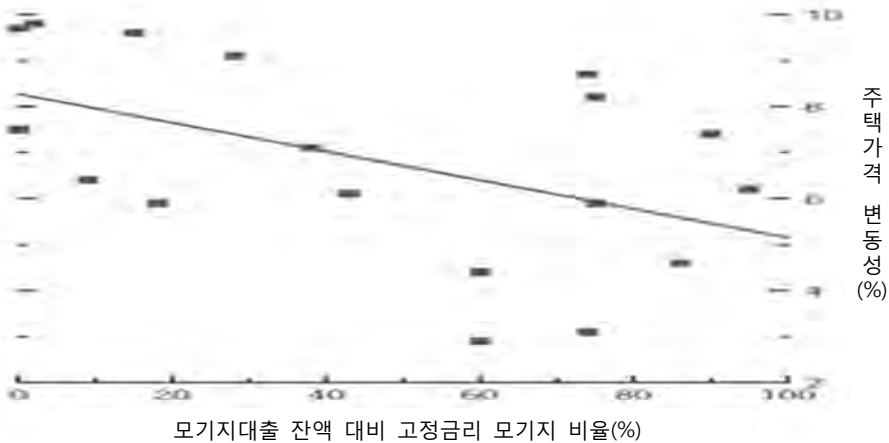
5 고정금리 상품의 정확한 정의는 서술되어 있지 않다.

[그림 2-4] 모기지시장에 대한 정부개입과 자가보유율



자료: IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2011, p.128.

[그림 2-5] 고정금리대출 비중과 주택가격 변동성



자료: IMF, *World Economic Outlook*, September 2004, p.81.

한편, 최근 글로벌 금융위기와 관련하여 고정금리 상품이 지배적인 미국의 연체율이 유럽 국가들에 비해 더 높았다는 사실은 상품 구성이 대출 부실의 중요한 원인이 아닐 수 있음을 시사한다. <표 2-6>을 보면 변동금리대출의 비중이 높은 스페인과 영국의 경우 채무불이행이 상대적으로 적었다.

〈표 2-6〉 미국과 유럽 주요국의 모기지 대출 부실화(2009년)

(단위: %)

국가	3개월 이상 연체	회수 곤란 대출채권	주택압류
벨기에	0.46	*	*
덴마크	0.53	*	*
프랑스(2008년)	*	0.93	*
아일랜드	3.32	*	*
이탈리아	*	3.00	*
포르투갈	1.17	*	*
스페인	*	3.04	0.24
스웨덴	*	1.00	*
영국	2.44	*	0.19
미국 전체	9.47	*	4.58
미국 prime	6.73	*	3.31
미국 subprime	25.26	*	15.58

주: *는 무시할 정도로 작다는 의미임.
 자료: Lea and Sanders(2011).

제4절 상업용 부동산금융

1. 상업용 부동산 투자와 금융

상업용 부동산금융은 투자를 실현하는 수단이다. 따라서 상업용 부동산금융에 대한 수요는 상업용 부동산 투자시장에서 창출된다. Prudential Real Estate Investors (PREI)는 2011년 현재 세계 55개국 상업용 부동산 투자시장의 총 규모를 26.6조달러로 추정하였다(Fiorilla, Kapas, and Lang[2012]). 이들은 55개국을 1인당 GDP 26,115달러 이상인 선진국과 나머지 개발도상국으로 구분한 다음 선진국의 상업용 부동산시장 규모는 GDP의 45%로 추정하고 개발도상국의 시장규모는 선진국과 같은 방식으로 계산한 수치(GDP의 45%)에 다시 그 나라의 1인당 GDP를 26,115달러로 나눈 비율에 곱하여 추정하였다. 여기에 홍콩과 싱가포르에 대해서는 추정된 수치를 100% 상향 조정하고 걸프만 4개국과 영국에 대해서는 25% 상향 조정하였다. 이상의 추정 결과는 〈표 2-7〉에 정리되어 있다. 이 표를 보면 미국이 6.8조달러로 가장 규모가 크고 이어 일본이 2.7조달러, 중국 1.9조달러, 독일 1.6조달러 순이었다. 상위 15개국이 전체 시장의 80.5%를

〈표 2-7〉 세계 투자등급 상업용 부동산시장의 구성

(단위: 10억달러, %)

	규모	점유율	누적 점유율
미국	6,753	25.43	25.43
일본	2,678	10.08	35.51
중국	1,864	7.02	42.53
독일	1,615	6.08	48.61
영국	1,370	5.16	53.77
프랑스	1,248	4.70	58.47
이탈리아	990	3.73	62.20
브라질	884	3.33	65.53
캐나다	784	2.95	68.48
스페인	689	2.59	71.07
호주	656	2.47	73.54
러시아	620	2.33	75.88
한국	467	1.76	77.64
네덜란드	380	1.43	79.07
멕시코	370	1.39	80.46
인도	350	1.32	81.78
스위스	284	1.07	82.85
스웨덴	250	0.94	83.79
싱가포르	241	0.91	84.70
기타 35개국	4,064	15.30	100.00

자료: Fiorilla, Kapas, and Lang(2012).

차지하였고 나머지 40개국의 점유율은 19.5%에 불과하였다. 우리나라의 상업용 부동산 시장 규모는 4,670억달러로 전체 시장의 1.76%를 차지하는 것으로 추정되었다.

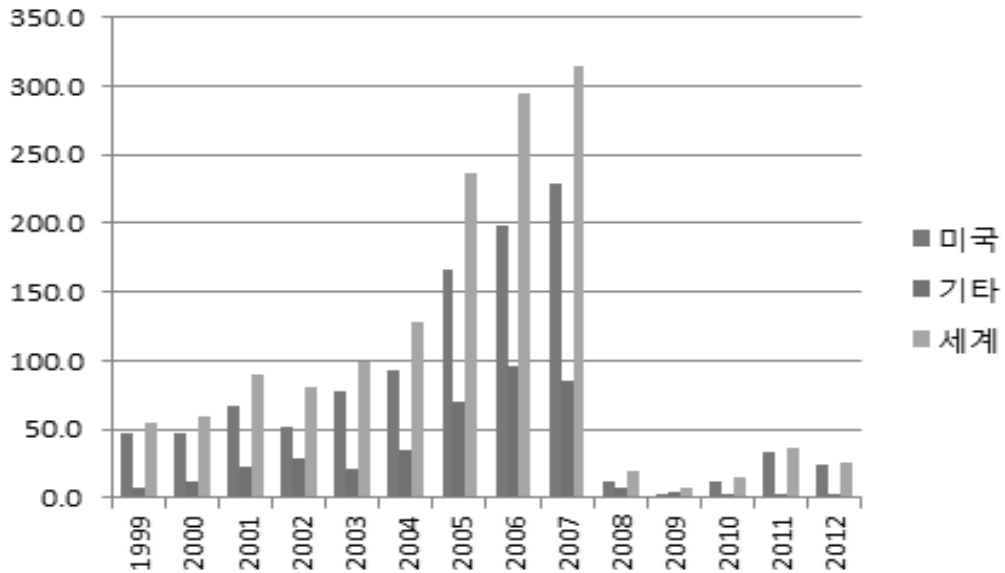
제1절에서 설명한 것처럼 상업용 부동산에 대한 투자자금 조달은 부채와 자기자본, 공모와 사모를 기준으로 네 개의 유형으로 구분할 수 있다. 2010년 상반기 현재 미국의 자본시장을 통한 부동산투자 자금조달 내역을 보면 2010년 상반기를 기준으로 자금조달 총액은 4.05조달러로써 사모 부채 2.15조달러, 공모 부채 0.79조달러, 사모 지분 0.31조달러, 사모 부채 0.80조달러로 구성되었다(ULI 2011). 2011년 수치는 총 3.93조달러로 부채가 2.78조달러, 지분이 1.15조달러였다(ULI 2012).

2. 상업용 부동산 담보대출과 CMBS

상업용 부동산 담보대출을 기초자산으로 발행되는 MBS, 즉 CMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities) 시장은 미국이 주도하고 있다. [그림 2-6]의 Commercial Mortgage

[그림 2-6] 세계 CMBS 발행액 추이

(단위: 10억달러)



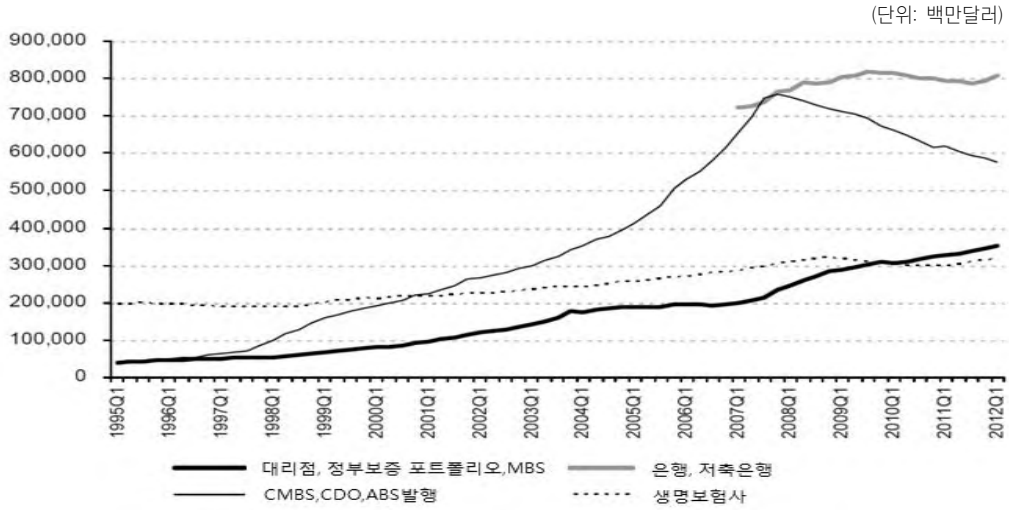
자료: Commercial Mortgage Alert 자료를 이용하여 작성함.

Alert의 자료에 따르면, 1999~2012. 8 기간 중 세계 CMBS 발행규모는 총 1조 4,587억 달러인데 이 중 미국이 1조 606억달러를 차지하고 나머지 지역(주로 유럽)은 3,981억달러에 그치고 있다.

미국의 CMBS는 저축대부조합(Savings and Loans Associations: S&L) 위기를 계기로 부각되었다. S&L 사태 이전까지 상업용 부동산금융을 지배하던 전통적인 대출이 급격히 위축되면서 새로운 금융수단의 필요성이 대두되었다. 1989년 「금융기관 개혁, 회복 및 집행 법」(Financial Institutions Reforms, Recovery and Enforcement Act of 1989)이 제정되고 이를 통해 Resolution Trust Corporations(RTC)이 설립되면서 현대적인 CMBS가 탄생하였다. 파산한 저축대부조합들이 보유하고 있던 상업용 부동산 담보대출을 기초자산으로 1992년에 RTC에 의한 최초의 CMBS 발행이 이루어졌다. 1990년대 말부터는 CMBS가 유동화를 목적으로 실행된 신규 상업용 부동산 담보대출의 재원 조달수단으로 자리 잡았다. [그림 2-7]은 1999년 이후의 미국의 상업용 부동산대출 잔액 추이와 그 구성을 보여준다.

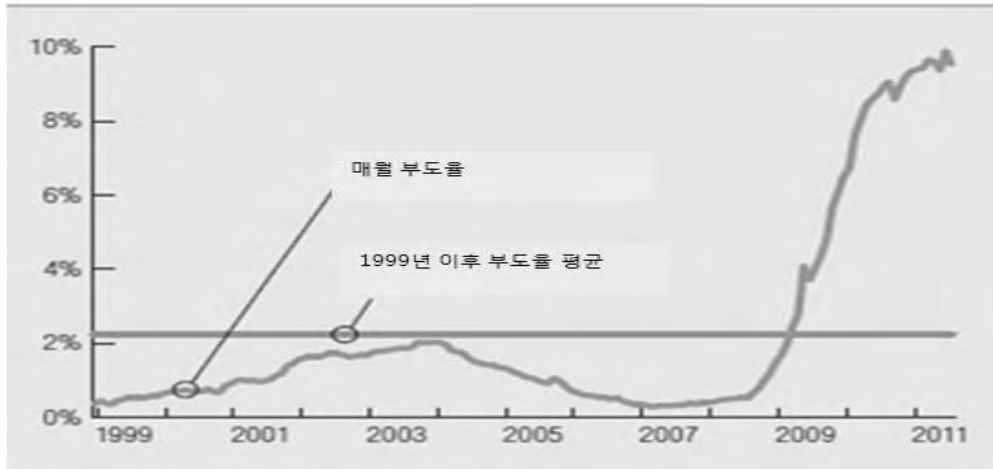
미국의 상업용 부동산시장이 호황기였던 2000년대에 규모가 크게 늘어난 CMBS 시장은 경기순응적 대출행태를 보였다. 또한 CMBS 발행기관들이 높은 신용등급을 부여하는

[그림 2-7] 미국의 상업용 부동산 및 공동주택 모기지대출 잔액 추이



자료: MBA, Federal Reserve Board of Governors, FDIC.

[그림 2-8] 미국 CMBS 대출 연체율 추이



자료: Urban Land Institute, Emerging Trends in Real Estate(2012).

회사들을 선택하는 rating shopping 등으로 채권과 기초자산인 담보대출의 질이 저하되었고 그 결과 상업용 부동산시장의 정점인 2007년을 지나면서 상업용 부동산 담보대출의 연체와 채무불이행이 급격히 증가하였다. 이러한 사실은 [그림 2-8]로부터 확인할 수 있다.

글로벌 금융위기로 CMBS 신규 공급은 2008~09년에 거의 붕괴되었다. 2007년에 2,290억달러이던 발행액이 2008년에는 121억달러, 2009년에는 27억달러로 급감하였다. CMBS 발행은 2010년 112억달러, 2011년 327억달러로 완만한 회복세를 보이고 있다. 이러한 회복세는 종전의 CMBS에 비해 보수적인 대출기준을 적용하고 투명성을 높인 CMBS 2.0의 출현에 기인한 것으로 분석된다. 그러나 신용평가회사들 간 CMBS 평가방식의 표준화에 대한 불확실성과 Dodd-Frank 법의 credit risk retention requirements (자산을 유동화하려는 기관이 최소 5%를 자신의 대차대조표상에 보유해야 한다는 조항) 등으로 CMBS 시장의 중단기 전망은 밝지 않다는 관측도 있다(Chandan[2012]).

3. 부동산투자회사(REITs)

부동산투자회사(Real Estate Investment Trusts: REITs)는 주식 발행을 통해 조달한 자금으로 부동산을 매입하여 운용한 후 처분하는 부동산 간접투자기구이다. 미국의 리츠는 내부 경영기능이 없는 수동적(passive) 투자도관체로 1960년에 최초로 도입되었으며 1990년대 들어 시장이 급성장하였다. 그 이면에는 몇 차례의 제도개선과 부동산금융시장에서의 혁신이 있었다.⁶

먼저 미국에서 1986년의 세제개혁법(The Tax Reform Act of 1986)은 부동산합자회사(Real Estate Limited Partnership)에 주어졌던 감가상각의 반영으로 발생한 영업손실의 이양이라는 세제혜택이 폐지된 반면 리츠에 대하여 내부 경영을 허용하였다. 이에 따라 리츠가 기업형 부동산투자의 대안으로 부각되었다. 1991년에는 KIMCO사가 1억 3천만달러의 시가총액에 달하는 IPO를 성공적으로 수행하였는데, 이는 리츠가 규모를 갖춘 공적(public) 기업으로 자리 잡은 첫 번째 사례로 꼽힌다.

1990년대 초 리츠의 급속한 성장을 촉진한 두 가지 추가적인 사건으로 1992년 Taubman사의 IPO와 1993년 미국정부에 의하여 개정된 투자자규정을 들 수 있다. Taubman의 IPO는 그 규모 면에서 3억 3백만달러에 달하였을 뿐만 아니라, 업리츠(UPREIT)라는 혁신적인 방법을 통하여 이루어졌다. 업리츠 도입 이전에는 파트너십이 소유한 부동산을 리츠로 이전할 경우 이를 거래로 보아 양도차익에 대한 세금을 부과하였다. 그러나 업리츠 방식에서는 참여자를 영업파트너(Operating Partner)로 규정하여 소유 부동산을 리츠자산으로 이전하고 이에 대하여 지분을 부여함으로써 거래세를 면제

⁶ 본 장의 논의는 Chan · Ericson · Wang(2003) 제1장의 내용을 발췌 · 요약하였다.

〈표 2-8〉 세계 주요 국가의 REITs 비교

국가	미국	캐나다	네덜란드	프랑스	호주	싱가포르	홍콩	일본
명칭	REIT	C-REIT	FBI	SIIC	A-REIT	S-REIT	H-REIT	J-REIT
도입연도	1960년	1993년	1969년	2003년	1971년	1999년	2003년	2000년
집합투자	불가능	가능	가능	가능	가능	가능	가능	가능
상장	상장/ 비상장	상장/ 비상장	상장/ 비상장	상장	상장/ 비상장	상장/ 비상장	상장	상장/ 비상장
경영	내부/(대부 분)/외부	내부/ 외부	내부/ 외부	내부	외부	외부	외부/ 내부	외부
펀드기구	회사/신탁	신탁	회사/신탁	회사	신탁	회사/신탁	신탁	회사/신탁
최소자본 (유로/엔)	없음	없음	18만(비상장), 45만(상장)	1,500만	없음	없음	없음	1억
최소 주주 수	100	150	없음	없음	없음	없음	없음	개인 50명 또는 기관투 자자
부동산투자 최소비율	75%	80%	100%	없음	임대수익의 50%	70%	100%	70%
개발	가능	비즈니스리 츠만 가능	개발프로젝트 투자만 가능	자산의 20% 이내에서 가능	특수한 구조 에서 가능	개발프로젝트 투자만 가능	불가능	불가능
최소 배당 의무 비율(%)	90	없음	100	80(임대) 50(자본) 100(배당소 득)	없음	최소 90%	90(세후 이윤)	90
도관체 구조	원리금 이체	원리금 이체	세금 없음	세금 면제	원리금 이체	원리금 이체	원리금 이체	원리금 이체
과세	미배당 금 액에 법인 세 35%	미배당 금액 에 신탁세 29%	0% 과세	법인세 33.03%, 부가가치세 3.3%	미배당 금액 에 신탁세 30%	미배당 금액 에 법인세 20%	특별목적기 구에 소득세 16.5%	미배당 금액 에 법인세 30%

받을 수 있게 되었다. 이후 업리츠는 1990년대 설립된 리츠의 상당수가 이용한 IPO 방식으로 자리 잡았다. 또한 1993년 “(투자자)투시규정(Look-through Provision)”이 도입되면서 기관투자자를 1인의 투자자로 보지 않고 이의 참여자(예: 개별 펀드 참여자)를 투자자로 인정함으로써 기관투자자의 참여가 활발해졌다.

이후 리츠는 미국에서 규모를 갖춘 대체 투자상품으로 자리 잡게 되고, 시장규모는 더욱 확대되었다. 2011년 말 현재 160개 공적 리츠가 영업 중이며 시가총액은 4,505억 달러에 달한다.

미국 이외 국가의 리츠제도는 호주에서 1971년에 도입되었으며 1990년대 이후 아시아(한국, 홍콩, 일본, 싱가포르, 대만 등)와 유럽(영국, 독일 등)으로 확대되었다. 〈표 2-8〉은 주요 국가의 리츠제도를 비교한 것이다.

4. 부동산투자펀드

1970년대 후반 미국에서 유행하기 시작한 사모펀드(Private Equity Fund)는 LBO (Leveraged Buy Out)으로 불리는 기업합병에 주로 사용되었고, 부동산은 1980년대 후반까지 이들의 관심대상이 아니었다. 그러나 1988년 미국 부동산산업계의 저명한 투자자인 Sam Zell이 메릴린치와 합작하여 4억달러 규모의 Zell-Merrill I을 설립한 것이 부동산사모펀드(REPEF)의 효시가 되었다. 1980년대의 규제완화로 인하여 상업용 부동산에 과도하게 투자하였던 미국 대부조합(Savings & Loan)이 보유하고 있던 상업용 부동산이 부실화될 것을 예상하여 사전에 조성하였던 Zell-Merrill I은 예상대로 매력적인 부동산 물건을 미국의 성업공사(Resolution Trust Company)로부터 저렴한 할인가에 구매할 수 있었고, 이에 따라 높은 수익률을 기록하게 된다. 이후 Zell-Merrill II, 골드만삭스에 의한 Whitehall I & II 등 1990년대 초에 REPEF가 생겨나게 된다. 이와 같은 초기 성공에 힘입어 REPEF의 투자자 범위가 확대되었고(예: Balckstone, Soros Fund, Apolo 등), 2003년까지 미국에서 REPEF는 1,000억 달러에 이르는 자금을 조성하게 되었다(Linneman and Ross[2002]).

REPEF는 기본적으로 고위험-고수익 부동산투자자로 분류된다. 이는 매력적인 상업용 부동산투자를 위하여 큰 규모의 펀드를 사전에 조성하고, 고수익이 예상되는 프로젝트에 적기에 투자하는(이를 “Quick Check Writing”으로 표현) 것을 운영의 주요 목표로 하고 있다. REPEF는 미국 등 선진국에서 향후 그 시장이 더욱 커질 것으로 예상하지만, 이를 위해서는 영업수익에 대한 회계기준 및 운영에 있어서 보편적인 기준과 투명성 제고가 필요한 것으로 논의되고 있다.

〈표 2-9〉는 리츠와 부동산사모펀드의 조직 및 운영, 그리고 리스크-수익상의 특성을 비교한 것이다.

제5절 결론: 우리나라 부동산금융에의 시사점

지금까지 외국 부동산금융의 현황과 이슈들을 주택금융과 상업용 금융으로 구분하여 살펴보았다. 외국 사례로부터 몇 가지 시사점을 도출할 수 있다. 먼저 부동산금융제도의 도입과 변천이 역사적 산물이라는 사실이다. 미국의 장기 고정금리 상품은 1930년대

〈표 2-9〉 미국 리츠와 부동산사모펀드의 비교

	리츠(REITs)	부동산사모펀드 (REPEF)
조직·운영상의 특성	<p>기본적으로 상장회사 형태; 소유 및 운영상의 제약을(리츠 테스트) 감수하는 조건으로 법인세 감면 혜택 부여</p> <p>* 리츠 테스트:</p> <p>(1) 소유권 테스트 (예: 미국의 경우 5인 이하의 투자자가 총비분의 50% 이상 소유 불가, 최소 100명 이상의 투자자)</p> <p>(2) 자산 테스트(예: 최소 75% 이상의 자산이 부동산 또는 관련 자산)</p> <p>(3) 소득 테스트(영업수입이 우선적으로 임대료나 모기지 이자로부터 창출, 부동산의 양도차익에 의한 수입은 세금 부과)</p> <p>(4) 배당 테스트(최소 90% 이상의 세전영업수입을 배당금으로 지급)</p> <p>내부관리 vs. 외부관리, 업리츠 vs. 다운리츠 등 다양한 형태의 조직 가능</p>	<p>자금력이 풍부한 개인, 법인, 기금이 유한투자자(Limited Partner: LP)로 참여; 투자전문 금융기관이 일반투자자(General Partner: GP)로 참여</p> <p>GP의 참여지분이 많게는 25~30%, 적게는 1~3%이고, 계약조건에 따라 GP의 투자자 후순위로 처리</p> <p>사전에 조성된 펀드를 이용하여 적기(timely)에 개발, 재개발, 매입 사업에 참여하는 것이 관건</p> <p>영업성과나 수익률 지표에 대한 보편적인 기준 부재; 회계기준, 평가방식, 정기 보고서에 대한 기준 설정 필요</p> <p>목표수익률과 계약서에 명시한 영업전략의 달성 여부에 의존하여 평가</p>
리스크-수익 (risk-return)상의 특성	<p>기본적으로 부동산의 소유 및 운영에 의한 수입 모델(개발 및 시세차익에 의한 수입은 제한)</p> <p>FFO(Fund From Operation)이 수익성 계산의 일반적인 기준(현금흐름에 기초한 수익금 계산); Adjusted-FFO, NAV(Net Asset Value) Premium 등의 대안적 기준도 사용);</p> <p>리츠의 FFO 대비 주가가격은 평균 10x (미국)로 S&P 상장기업 평균 PE배수인 15x보다 낮음; 안정적인 배당수입이 리츠 투자의 주요 유인</p>	<p>일반적으로 개발 및 안정화되지 않은 부동산에 3~5년 기간을 목표로 투자 (따라서 '운영자'의 역할보다는 '거래자' 또는 '가치상승자(value enhancer)'의 역할</p> <p>총기대투자수익률 15~20%가 목표 (리츠의 10~15%보다 높음); 높은 '이벤트 리스크'(개발 및 매입 프로젝트의 단기적 성과에 따라 수익률 변동)</p> <p>리츠에 비하여 일반적으로 레버리지 비율이 높음.</p>

대공황 이후 탄생하였고 REIT와 CMBS, 민간 부동산펀드가 도약한 것은 저축대부조합 부실사태로 파산한 은행들의 보유 부동산 매각이 계기가 되었다. 반면, 독일의 Pfandbrief나 덴마크의 모기지 채권은 오랜 역사를 지니고 있다. 우리나라의 부동산금융도 1997년 외환위기를 계기로 규모가 확대되고 자원조달구조가 다양화되었다. 주택저당채권 유동화제도, 부동산투자회사, 부동산투자펀드의 도입이 외환위기에 따른 부동산 시장 침체를 타개하고 기업 구조조정을 위한 부동산 매각을 촉진하기 위한 것이었다.

다음으로 부동산금융의 핵심은 리스크 관리에 있다는 사실이다. 주택금융이든 상업용 금융이든 대출심사부터 원리금 회수 관리, 유동화에 이르기까지 다양한 리스크를 어떤 기관이 어떻게 분담하느냐가 효율적인 부동산금융제도의 관건이다. 1차시장에서 대출심사가 제대로 이루어지지 않을 경우 대출채권을 기초자산으로 하는 채권의 리스크도 커

진다. 미국의 서브프라임 모기지 사태나 CMBS 부실의 원인 중의 하나가 가격 상승기에 대출기준이 완화되었기 때문이라는 사실은 시사하는 바가 크다.

주택금융제도의 유형은 대출재원 조달구조와 밀접한 관계가 있으며 주택금융제도의 유형 중 어느 것이 가장 바람직한지는 각 나라의 주택시장, 자본시장, 정책 인프라 등에 따라 결정되어야 하며 한 가지 최선의 모형은 없다(One size does not fit all). 예컨대 전세제도는 우리나라에서 자생적으로 발생한 비제도권 주택금융으로 기능해 왔으나 최근 집값이 하락하면서 은행대출과 전세보증금을 부채로 안고 있는 일부 주택의 부실 가능성이 높아지는 등 주택시장의 불안요인이 되고 있다. 주택시장의 구조 변화를 겪으면서 전세제도가 앞으로 어떻게 변할지는 주택금융시장에도 중요한 영향을 미칠 것이다.

자본시장을 통한 재원조달의 비중은 주력 대출상품이 고정금리인지 변동금리인지에 중요한 영향을 미친다. 주택대출상품의 유형이 주택시장의 변동성에 미치는 영향에 대해서는 고정금리 상품의 비중이 높을수록 주택가격의 변동폭이 작다는 IMF(2004)의 연구 결과가 있다. 그러나 현실적으로 5년 이상 금리가 고정된 상품은 미국과 덴마크를 제외하고는 거의 없다는 점에서 고정금리 상품을 어떻게 정의하는가가 금리구조와 주택시장의 변동성을 분석하는 데 있어 중요할 수 있다.

주택정책으로서의 주택금융은 자가보유를 촉진하는 데 있다. 그러나 본 장에서 살펴본 국제 비교연구들의 결과를 보면 주택금융시장의 규모나 상품구조, 모기지시장에 대한 정부개입 등이 자가보유율과 분명한 관계를 지니고 있지 않다는 것이다. 이러한 사실은 주택금융 이외에도 자가보유율이나 주택구입의 용이성(affordability)을 결정하는 다른 중요한 변수들이 있음을 시사한다. 예컨대 주택공급이 비탄력적인 상황에서 주택대출이 확대될 경우 주택가격이 상승하여 자가보유율 제고나 주택구입 부담의 완화 효과를 기대하기 어렵다.

상업용 부동산금융과 상업용 모기지를 기초자산으로 하는 유동화상품시장의 발전을 위해서는 시장정보의 양과 질, 그리고 정보의 투명성이 매우 중요하다. 상업용 부동산시장의 정보, 우리나라의 CMBS 시장이 부진한 이유도 상업용 부동산의 현금흐름을 기초로 가격을 산정하기가 어렵다는 데 있다(Kim[2009]). 글로벌 금융위기로 거의 붕괴된 미국의 CMBS 시장을 회복시키기 위한 업계의 노력을 반영하는 CMBS 2.0의 차별성도 정보의 투명성을 제고한 데 있는 것으로 분석된다.

2000년대 들어 우리나라의 부동산금융은 양적·질적으로 성장하였다. 그러나 자본시장을 통한 주택금융 재원조달의 확충, 대출 유동화 상품의 적정 가치 평가 및 리스크 관

리, 대출상품 개발 및 모기지보험 도입 등을 통한 금융포용(financial inclusion)의 확대, 주택금융 소비자 보호의 강화, 노령 가구들이 보유한 부동산의 유동화, 상업용 부동산 투자시장의 확립, 부동산 간접투자수단의 다양화, 기존의 PF대출을 대체할 개발금융 상품의 개발 등 많은 과제를 안고 있다. 본 장에서 소개한 외국의 부동산금융 제도와 사례가 이러한 과제의 해결책을 모색하는 데 기여할 수 있기를 희망한다.

참고문헌

- 한만희 · 조만, 『부동산 투자 금융론』, 보성각, 2008.
- Ashcraft, A. and T. Shuermann, “Seven Deadly Frictions in Subprime Mortgage Securitization,” *Investment Professional*, Fall 2008, pp.2~11.
- Campbell, J., “Mortgage Market Design,” mimeo, 2012, 1.
- Chan, S. H., J. Erickson, and K. Wang, *Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance and Industry Structure*, Oxford, 2003.
- Chandan, S., “The Past, Present, and Future of CMBS,” *Wharton Real Estate Review*, 2012, 4.
- Downey, C. and C. Roberts, “CMBS 2.0: The Future of European CMBS?” 2011.
- Fiorilla, P., M. Kapas, and Y. Liang, “A Bird’s Eye View of Global Real Estate Markets,” 2012 Update, Prudential Real Estate Investors, 2012, 2.
- Girouard, N., “Housing and Mortgage Markets: An OECD Perspective,” in S. Smith (ed.), *A Companion to the Economics of Housing*, Blackwell, 2010, pp.38~57.
- Gyourko, J., “Understanding Commercial Real Estate: Just How Different From Housing Is It?” NBER Working Paper, No. 14708, 2009.
- IMF, *Global Financial Stability Report*, 2012, 4.
- Kim, P-K, “The US CMBS Market: Current State and Implications,” 2009.
- Kofner, S., “German Pfandbrief System Facing the Financial Crisis,” 2009.
- Lea, M., “Alternative Forms of Mortgage Finance: What Can We Learn from Other Countries?” 2010.
- Lea, M., “International Comparison of Mortgage Product Offerings,” 2010.
- Linemann, P. and S. Ross, “Real Estate Private Equity Funds,” *Wharton Real Estate Review*, Spring 2002, pp.5~22.
- Lea, M. and A. B. Sanders, “Government Policy and the Fixed Rate Mortgage,” *Annual Review of Financial Economics*, 2011, 3.
- Levitin, A. J. and S. M. Wachter, “The Commercial Real Estate Bubble,” working paper, 2012, 2.
- Levitin, A. J. and S. M. Wachter, “What Next for Housing Finance?” *Wharton Real*

Estate Review, April 2012.

Shilling, J. D., “Three Years after Takeover, How Have Fannie Mae and Freddie Mac Benefited the U.S. Housing Market?” mimeo, 2011. 7.

Urban Land Institute, PWC, *Emerging Trends in Real Estate in the United States*, 2012.

Warnock, V. and F. Warnock, “Markets and Housing Finance,” *Journal of Housing Economics* 17, 2008, pp.239~251.

Whitehead, C. M., “Rental Housing and Policies in England and the U.K.,” 국토해양부, 『해외주거복지정책 사례연구-자문편-』, pp.3~40.

제3장

서브프라임 모기지 위기와 시사점

조 만 (KDI 국제정책대학원)

김 경 환 (서강대학교)

제1절 서론

미국 프린스턴대학의 알란 블라인더(Alan Blinder) 교수는 2006~07년 시작된 금융위기는 그 원인이 가계, 모기지 대출기관, 모기지 유통화기관, 신용평가사, 금융감독당국, 연방준비은행 등 총 10개에 달하는 경제주체들의 오판과 과도한 투자행위에 있었음을 지적하였다.¹ 다시 말해서, 1930년대의 대공황 이후 가장 심각한 경제충격으로 인식되는 최근의 금융위기는 한두 경제부문의 잘못에서 비롯된 것이 아니고, 미국 주택시장과 자본시장의 많은 참여자들에 의한 오류적인 행태가 총체적으로 합쳐져서 위기상황을 만들었고, 이로 인하여 거대한 규모의 사회적 비용을 발생시켰음을 강조하고 있다. 본 장에서는 금융위기의 다양한 원인들 중 미국의 주거용 모기지시장, 특별히 서브프라임 모기지대출 부문에 초점을 맞추어 2007년 이후 발생한 모기지채권의 대량 부실사태와 모기지 유통화상품의 자산가격 급락의 과정 및 원인에 대하여 알아보고, 이를 기초로 우리나라 부동산금융 부문에 주는 시사점을 정리하고자 한다.

미국의 ‘서브프라임(subprime)’ 모기지는 모기지 유통화기관인 페니메·프레디맥(일반적으로 GSE²로 지칭)의 인수기준을 한 가지 이상 충족시키지 못하는 부적격 대출을 지칭하고, 반면 GSE의 기준을 모두 충족시키는 대출은 ‘프라임(prime)’ 또는 ‘적격(conforming)’ 모기지로 부른다. 예를 들면, GSE가 모기지 상품에 따라 차별화하여 규

¹ <http://academicearth.org/lectures/origins-of-financial-mess> 참조.

² GSE는 Government Sponsored Enterprises의 약자임.

정하는 최대 LTV 기준을 초과하거나, 또는 최소 소비자 신용등급 기준을 하회하는 대출을 통상 서브프라임 모기지라 부르고, 이와 같은 부적격 사유는 매우 다양한 요인에 의하여 결정된다. 서브프라임 대출과 유사한 부적격 대출로 알트-에이(Alt-A) 모기지가 있고, 이는 GSE의 양수기준 중 증빙서류(소득, 재산, 직장 관련)의 제출기준을 충족시키지 못하는 모기지를 지칭한다. 알트-에이 대출은 서브프라임과 마찬가지로 2007년 이후 매우 높은 부실률을 보였고, 이는 증빙서류를 통한 차입자 정보의 검증이 불가능하여 이를 일명 ‘라이어 대출(liar’s loan)’이라고도 부른다.

미국에서 위와 같이 모기지 상품을 분류한 것은 1990년대 초반으로 알려져 있고, 그 이후 서브프라임 모기지의 비중은 총대출의 10%를 하회하는 낮은 수준이었다. 그러나 2000~02년 전체 신규 발행 모기지의 5~7%에 불과하던 서브프라임 모기지는 2003년부터 급증하여 2005년에는 20%를 넘게 되고, 연간 발행총액도 2002년 약 2,000억달러에서 2005~06년에는 6,000억달러에 이르게 된다. 서브프라임 모기지를 기초로 한 유통화 상품인 PL-MBS(Private Label-MBS)도 2000년대 초반 신규 발행 MBS의 7~8%에 불과하였으나, 2005~07년에는 약 30%까지 증가하게 된다. 이와 같이 주택시장의 호황기에 급증하였던 서브프라임 모기지 및 MBS 대출은 2006년 이후 금리상승, 주택가격 하락과 같은 시장여건의 변화를 거치면서 사상 초유의 부실률과 자산가격 하락을 경험하게 된다. 약 2%에 불과하던 서브프라임 모기지의 연체율(90일 이상)은 2006년 초반 이후 완만한 증가세를 보이다가 2007년부터 급상승하여 2008년에는 18%에 이르게 되고, PL-MBS의 자산가격도 BBB등급의 경우 2007년 1월~2008년 8월 기간 중 90%가 하락하게 된다.

1990년대 말 외환위기 이후의 금융자유화에 힘입어 우리나라의 부동산금융, 특별히 주택금융과 건설금융 부문이 급격하게 성장하고 있다. 서브프라임 모기지 사태가 이와 같은 성장과정에 있는 우리나라의 부동산금융 부문에 주는 시사점을 논의하기 위해서는 현재까지 문헌에 나타난 서브프라임 모기지 사태의 몇 가지 주요 원인에 대해서 먼저 알아볼 필요가 있다.

첫째, 미국의 서브프라임 모기지 사태는 주택금융시장에서 수요가 공급을 창출한 측면이 있다. 즉, 1990년대 후반부터 지속된 미국 주택시장의 장기적인 호황은 주택수요 및 모기지대출 수요의 상승으로 이어졌고, 또한 장기간에 걸친 주택가격의 상승이 주택소유에 따르는 사용자비용(user cost)을 하락시킴으로써 미국의 모기지시장에서 투자목적의 주택대출을 증가시켰던 것으로 나타난다(Duca *et al.*[2009]; Houghwout *et*

al.[2011]). 둘째, 그러나 2000년대 초·중반에는 반대로 공급이 수요를 창출하였고, 이의 주요 원인은 미국의 팽창통화정책에 있었다. 2000년대 초반 미국의 연방준비은행은 정책금리(Federal Fund Rate: FFR)를 지속적으로 낮추었고, 결과적으로 2003~06년의 기간 중에는 실질금리 기준으로 네거티브 FFR과 2.5~3%에 달하는 장·단기 금리스프레드가 지속되었다. 이와 같이 매우 이례적인 금리환경으로 인하여 모기지 유통화를 통한 서브프라임 시장으로의 급격한 유동성 증가가 수년간 지속되었고, 이는 1차 시장에서 점점 더 과도한 리스크를 내재한 상품을 한계차입자들에게 발행하게 된다. 2006년 이후 금리환경이 변하고 서브프라임 모기지의 부실화가 증가됨에 따라 이와 같은 자금 공급은 급격하게 하락하여 대출·유통화 기관의 경기순응적인 대출행태를 보이게 된다(Mian and Sufi[2009]; Geanakoplos[2010]; Pavlov and Wachter[2011]). 셋째, 2000년대 초·중반 서브프라임 모기지시장은 그 이전에 거래되지 않았던 '엑조틱(exotic)' 모기지로 지칭되는 다양한 신상품을 발행하였고, 이의 부실화에 대한 통계자료의 부족으로 인하여 대출리스크의 적절한 측정 및 관리가 어렵게 된다. 특별히 대출 후 2~3년 만에 상환액이 급격하게 증가하는 옵션변동금리 모기지(Option Adjustable Rate Mortgage)와 같은 하이브리드 상품은 매우 높은 차환 리스크(rollover risk)를 내재하여 시장여건이 바뀔 때 따라 대출기관의 채무자 거부로 대량의 모기지 부도사태를 초래하였다(Mason[2008]; Gorton[2009]). 넷째, 모기지 유통화 상품의 복잡성이 금융위기 과정에서 신용경색을 초래하는 요인이 되었고, 이는 재유통화를 통한 복잡한 모기지 구조화 채권이 부실의 귀착점 및 관련 금융기관의 건전성에 대한 불확실성을 높였고, 이는 투자자의 투자심리를 위축시킴으로써 서브프라임 모기지 상품의 자산가치 하락과 '유동성의 덩(liquidity trap)'을 야기하는 요인이 된다(Brunnermeier[2009]).

미국의 서브프라임 모기지 사태는 주택금융시장의 운용에 있어서 부동산시장 안정화와 중·저소득층의 주거복지 제고가 조화롭게 균형을 이루어 나가야 할 정책과제라는 사실을 보여준다. 미국의 경우 1990년대 초반부터 저소득층 및 중간소득층(low-and moderate-income households)의 주택구입 용이도를 높이기 위한 모기지 상품의 개발이 시장참여자들에 의하여 지속적으로 추진되어 왔다. 서브프라임 모기지시장의 확장도 이와 같은 주거복지 제고의 맥락에서 정당화되어 왔으나, 위에서 언급한 바와 같이 시장안정화 측면에서 막대한 외부효과를 끼치게 된다. 우리나라의 경우는 미국의 서브프라임 시장과 반대의 여건에 있다고 할 수 있다. 즉, DTI·LTV 규제 등 정부의 시장개입으로 인하여 주택시장 및 주택금융시장이 비교적 안정적·보수적으로 운용되어 왔

나, 과연 실수요자의 주거복지 측면에서는 개선점이 없는지, 그리고 중·저소득층을 대상으로 한 금융포용의 확대 차원에서는 어느 정도의 규제가 적정 수준인지에 대한 심도 있는 연구와 정책논의가 필요하다고 하겠다.

이 외에도 우리는 서브프라임 모기지 사태에서 다음의 몇 가지 정책 시사점을 도출할 수 있다(이에 대한 구체적인 논의는 제4절 참조). 첫째, 미국의 서브프라임 사태는 주거용 모기지시장의 안정성을 높여 줄 수 있는 프라임 모기지시장의 중요성을 보여준다. 이는 우리나라의 주택금융시장에서 주력 상품은 어떻게 규정하고, 이의 규모는 어느 수준이 적정한지에 대한 논의의 필요성을 시사한다. 미국, 덴마크의 경우에는 프라임 모기지의 70~80% 정도가 15년 또는 30년 만기의 장기 고정금리이고, 네덜란드, 캐나다, 독일, 프랑스, 영국에서도 장기 고정금리의 비중이 20~30%를 초과하고 있다. 우리나라에서는 현재 주택금융공사의 고정금리 모기지가 5% 정도의 시장점유율을 보이고 있으나, 2011년 6월 정부는 장기 고정금리 대출을 2016년 말까지 대출잔액의 30%까지 늘리기 위한 정책을 발표하였다. 그러나 광의의 주택금융상품은 대출금리의 변동성 이외에도 대출심사기준, 자금조달방식, 리스크의 공유 등 다양한 면에서 정의되어야 한다.

둘째, 미국의 서브프라임 사태는 주택금융시장의 안정적인 발전을 위하여 적격·비적격 대출의 시장분이 일반적으로 필요한데, 이가 어느 주체에 의해서 결정되어야 할 것인가 하는 문제를 제기하고 있다. 미국의 경우 1980년대 이후 MBS시장이 발달됨에 따라 반관·반민 유동화 기관인 GSE의 모기지 인수기준이 프라임·서브프라임 시장을 구분하였고, 각각의 시장에서 유동화 대상이 되는 모기지 및 유동화 상품의 특성이 매우 상이한 것으로 나타난다. 미국의 모델은 기본적으로 MBS시장을 통하여 모기지 상품에 내재한 두 가지 경합적(competing) 리스크(채무불이행위험과 조기상환위험)를 차입자·대출기관·투자자·신용보완기관이 분담하게 되었고, 각각의 리스크를 부담하는 적정 가격을 어떻게 산정할 것인가 하는 문제가 시장참여자의 중요한 관심사로 부상하여 왔다. 미국의 서브프라임 모기지 사태는 모기지 신용위험 측정의 실패에서 기인한 것으로 볼 수 있고, 이는 대출기관, 유동화기관, 신용평가사 등의 모델 해저드와 신상품에 대한 자료 부족에서 기인하였다고 하겠다. 우리나라에서도 주택금융시장의 안정적인 발전 차원에서 모기지 신용리스크 및 조기상환 리스크의 분담 주체를 명시적으로 규정하는 동시에, 이에 대한 적정 보상수준의 추정을 위한 연구 및 정책논의가 필요한 것으로 생각된다. 이는 다시 우리나라에서 적격 대출의 규정 및 확대와 연결되어 있는 정책과제이기도 하다.

셋째, 글로벌 금융위기 이후 주택금융시장에서의 거시·미시 건전성 규제에 관심이 높아지고 있고, 실제로 DTI·LTV 규제를 포함한 건전성 규제수단을 채택하는 나라가 늘어나는 추세다. 이와 관련해서는 우리나라에서 시장안정화와 주거복지 제고를 고려할 때 적정 규제수준이 어느 정도인지, 그리고 DTI·LTV 규제 이외에도 고위험 상품에 대한 대손충당금 및 자기자본(위험가중치)의 강화 등 다양한 건전성 수단 중 어느 것이 우리나라의 시장여건에 적합한지에 대한 논의가 필요할 것으로 생각된다. 이에 대해서는 최근 IMF 등 국제기구에서 활발한 연구가 진행되고 있고, 우리나라에서 심도 있는 실증 분석 및 정책논의가 필요할 것으로 생각된다.

서론을 제외한 본 장은 다음의 네 절로 구성되어 있다: 미국 서브프라임 모기지 사태의 원인과 교훈(제2절), 우리나라 주택금융 시스템의 현안 및 제도의 국제 비교(제3절), 정책과제의 정리(제4절), 결론(제5절).

제2절 서브프라임 모기지 사태의 원인과 교훈

1. 미국 모기지·MBS 시장의 진화과정

미국에서 제도권 주택금융의 역사는 약 180년 정도인 것으로 알려져 있다.³ 1830년대 초창기의 모기지 대출기관은 유한건축조합(Terminating Building Society: TBS)이었고 이는 지역주민 또는 친지들 간의 상호 저축·대부조합으로 우리나라의 계와 매우 흡사한 형식을 지니고 있다. 이후 TBS가 PBS(Permanent Building Society)로, 그리고 B&L(Building & Loan), S&L(Savings & Loan)로 진화하면서 1980년대 이전까지 S&L이 미국 주거용 모기지대출의 대부분을 담당하게 된다. S&L과 그 이전의 대출기관은 기본적으로 지역단위의 자금조달과 대출, 그리고 대출기관 자체 내에서의 대출리스크 관리방식의 주택금융 모델로 규정할 수 있다.

미국 모기지시장의 진화과정에서 큰 획을 그은 사건은 1930년대의 대공황이고, 이 당시 대출상품, 자금조달, 리스크 관리 모두에서 큰 변화가 있었다. 대공황 이전 대출상품은 5~10년 만기의 변동금리 모기지(Adjustable Rate Mortgage: ARM)였으나, 대공황 당시 거시경제여건의 악화로 인하여 대량의 모기지 부실사태가 발생하였고, 루즈벨트

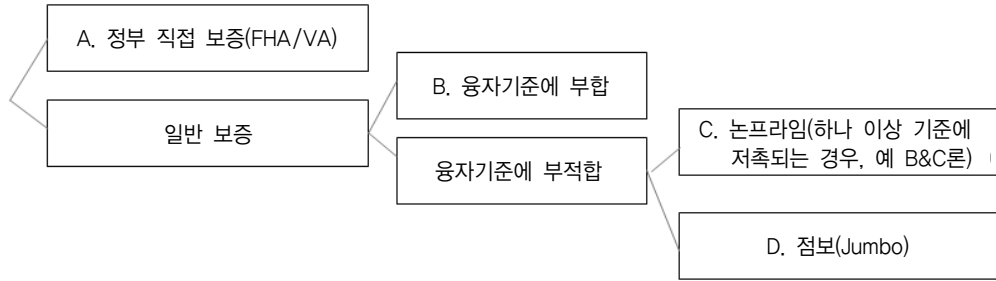
³ 미국 주거용 모기지 및 MBS 시장의 역사는 Cho(2007) 참조.

정부는 HOLC(Home Owner Loan Corporation)을 설립하여 모기지 연체 차입자에 대한 구제와 대출조정을 시도하게 된다. 동시에 ARM을 대신하여 만기 10~20년의 장기 고정금리 모기지(Fixed Rate Mortgage: FRM)를 주종 대출상품으로 보급하고, 이를 위한 자금조달을 위하여 1938년 페니메(Fannie Mae)를, 그리고 저소득층 대상의 대출에 대한 신용보증 기관으로 FHA(Federal Housing Administration)를 설립하게 된다. 이후 미국에서는 FRM의 만기가 15년과 30년의 두 종류로 정착되었고, 원리금 균등분할상환 및 조기상환에 대한 벌금이 없는 형태의 모기지가 표준상품으로 자리 잡게 된다(이를 level-paying fully-amortizing FRM with no prepayment penalty라고 지칭함). 위의 표준상품은 현금흐름에 불확실성이 매우 적고, 이후 MBS시장의 발달에도 대출채권 관리의 용이성으로 인하여 기용하게 된다.

자금조달은 1970년대까지 주로 S&L의 예금에 의존하였고, 이는 1950년대와 1960년대의 안정적인 이자율 환경에서 3%의 단기(예금) 자금조달비용으로 6%의 모기지대출을 행하고 3%의 수익을 얻는 단기차입·장기대출의 영업행태가 지속되었다. 그러나 1970년대 말에서 1980년대 초에 발생한 이자율 상승과 역전된 수익률 곡선(inverted yield curve)은 S&L의 자산건전성을 크게 훼손하였고, 이후 장기 채권인 MBS를 통한 자금조달이 미국 모기지시장에서 그 영역을 빠르게 확산하게 된다. MBS 유동화기관으로는 1968년에 민영화되어 상업은행 및 모기지뱅크의 자금조달을 담당하던 페니메를, 1968년 페니메를 대신하여 FHA의 신용보증이 있는 모기지의 유동화기관으로 설립된 지니메(Ginnie Mae), 1971년 S&L의 자금조달기관으로 설립된 프레디맥(Freddie Mac), 그리고 1990년대에 부상하기 시작한 민간 유동화기관인 PL-MBS 발행기관(주로 투자은행 및 대형 모기지대출기관)이 있다. 이들 중 페니메와 프레디맥은 1980년대부터 급성장하였고, 서브프라임 모기지 사태가 발발하기 직전에는 미국 전체 모기지대출 잔액의 약 50%를 MBS 보증 또는 직접 보유 형태로 관리하게 된다.

미국의 모기지시장은 현재에도 [그림 3-1]에서 표시한 네 개의 하부시장으로 분할되어 있다: FHA와 VA(Veteran's Administration)에 의한 정부의 직접적인 신용보증이 있는 모기지(그림 3-1의 A), 정부 보증이 없는 일반(Conventional) 모기지 중 페니메·프레디맥의 모기지 인수기준을 모두 충족시키는 적격(Conforming) 모기지(B), 부적격 대출 중 두 기관의 대출한도를 초과하는 점보(Jumbo) 모기지(C), 그리고 기타 양수기준을 하나 이상 충족시키지 못하는 부적격(B&C 또는 Non-prime) 모기지(D)로 구분한다. 서브프라임 모기지와 알트-에이 모기지는 모두 D그룹에 속하고, 두 종류의 모기지는

[그림 3-1] 미국의 모기지대출 구분



A	정부 직접 보증(FHA/VA)	명시적인(explicit) 정부 보증 및 지니메에 의한 증권 발행
B	용자기준에 부합	암묵적인 정부 보증 및 페니메 & 프레디맥에 의한 증권 발행
C	논-프라임	정부 보증 없음, 민간 MBS 발행기관에 의한 증권 발행
D	점보	정부 보증 없음, 민간 MBS 발행기관에 의한 증권 발행

시장점유율이 10% 이하로 매우 낮았으나, 2000년대 초반 그 발행량이 급증하게 된다. 그 주요 원인으로서는 앞서 언급한 바와 같이 이례적인 이자율 환경과 함께, 2003년에 발생한 페니메와 프레디맥의 회계부정 사태와 이로 인한 두 기관의 시장점유율 하락으로 알려져 있다.⁴

2. 서브프라임 모기지·MBS의 미시적 구조

〈표 3-1〉에서 보는 바와 같이, 미국의 프라임·서브프라임 모기지는 대출채권의 형태 및 유동화 상품의 특성이 매우 상이한 금융자산이다. 프라임 모기지는 95% 이상이 15년 또는 30년 만기의 FRM이고, MBS상품에 내재한(모기지 채무불이행으로 인한) 신용위험은 페니메·프레디맥의 외부 신용보완에 의하여 관리하고, 따라서 MBS상품의 구조화는 전적으로 조기상환위험(prepayment risk)의 관리를 위하여 이루어진다('Collateralized Mortgage Obligation: CMO'가 대표적인 구조화 상품임). 반면, 서브프라임 모기지는 대부분 조기상환별금이 있는 ARM 상품이고, 2차 시장에서 거래되는 MBS도 신용위험의 관리를 위하여 구조화한 상품이다(ARM의 조기상환율은 기본적으로 매우 낮고, 조기상환에 대한 별금이 있는 경우 더욱 낮아지게 된다).

⁴ 이에 대한 설명은 Cho(2009) 참조.

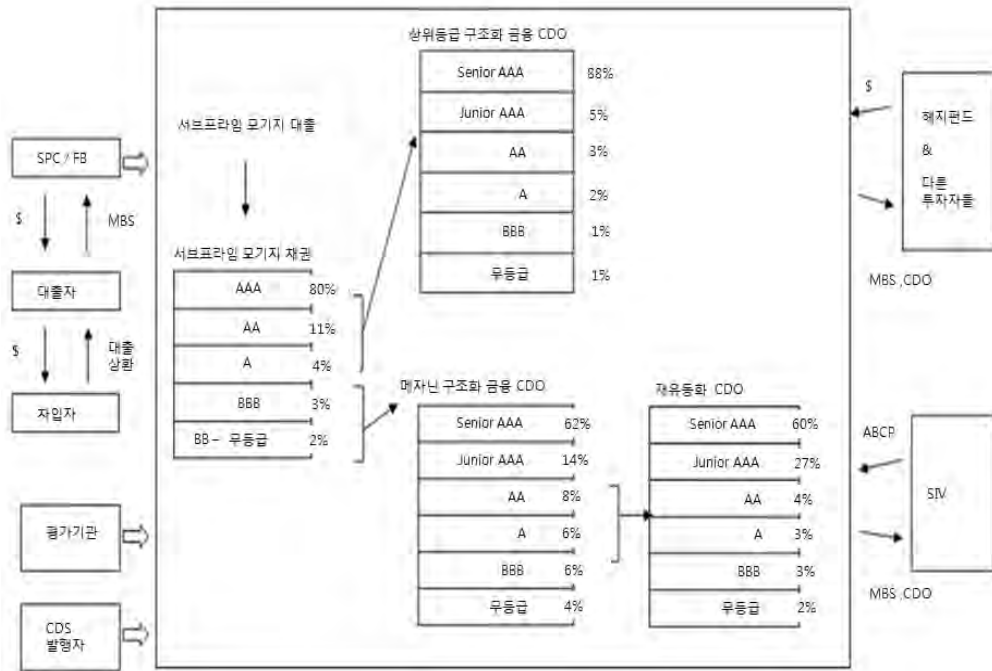
〈표 3-1〉 미국 모기지·MBS의 종류별 특성

	프라임	점보	Alt-A	서브프라임
모기지 자산의 성격				
선취 특권의 순위	1순위	1순위	1순위	90% 이상 1순위
소비자 신용이력	결격사유 없음	결격사유 없음	결격사유 없음	결격사유 있음
대출기준에의 부합 여부		대출액 규모 부적합	증빙서류 또는 LTV 결격	FICO, 신용이력 또는 증빙서류 결격
LTV	65~80%	65~80%	70~100%	60~100%
유동화 상품의 성격				
MBS 상품	패스-쓰루 (pass-through) CMO	ABS	ABS, CDO, CDO ²	ABS, CDO, CDO ²
기초자산	FRM (15년, 30년)	ARM과 FRM의 혼합형	ARM과 FRM의 혼합형	ARM w/ "exotic"
신용보증	외부 신용보증	내부 신용보증	내부 신용보증	내부 신용보증 XS/OC
위험지표	조기상환 OAS G-fee	-	신용 OAS	신용 OAS
발행기관	페니메 & 프레디맥	민간기관 (예 투자은행)	투자은행 및 대형 상업은행	투자은행 및 대형 상업은행

위의 특성 외에 서브프라임 모기지는 현금흐름의 불확실성이 매우 높은 상품이고, 이에 더하여 유동화 상품도 다단계의 재유동화를 거침으로 인해서 매우 복잡한 구조를 보이고 있다. 대부분의 서브프라임 모기지는 ARM·FRM을 혼재한 하이브리드 형태를 취하고 있다. 주종을 이루는 상품은 '2-28' 또는 '3-37'(30년 만기 중 초기 2~3년간은 FRM, 그 이후에는 ARM) 상품이고, 초기 FRM 시기에는 이자만을 내거나(Interest-Only: IO) 이자의 일부만을 내고 미지급 이자분은 원금에 가산이 되는 역상각(negative amortizing) 상품의 형태를 보이고 있다. 이와 같은 하이브리드 상품은 대출기관이 시장여건에 따라서 차환(rollover)에 대한 옵션을 가지게 되고, 주택가격 하락과 같은 시장여건의 악화 상태에서는 차환을 거부하여 부도위험을 현격하게 높이는 차환 리스크가 내재되어 있다(Gorton[2009]).

[그림 3-2]에서 보는 바와 같이, 서브프라임 모기지의 유동화 상품은 다단계의 재유동화 과정을 거치게 되는 상품이다. 1차 유동화 상품은 신용카드, 자동차론의 유동화 상품과 유사한 ABS(Asset Backed Security) 형태를 가지고 있고, 내부에 AAA의 선순위

[그림 3-2] 서브프라임 ABS·CDO의 구조

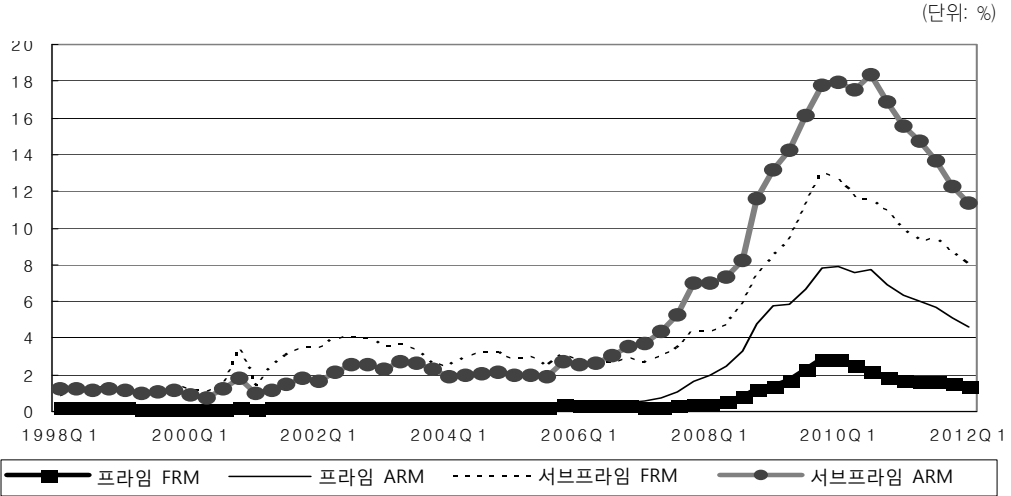


트렌치(trenche)와 그 이하의 후순위 트렌치로 구성되어 있다. ABS 트렌치는 다시 우량 (high-grade) 구조화 CDO(Collateralized Debt Obligation)와 메자닌 구조화 CDO로 재유동화되고, CDO 트렌치는 다시 CDO2로 재결합된다. 이와 같이 복잡한 형태의 서브프라임 유동화 상품은 '차입자 → 채권관리기관 → 1차 투자자 → 2차 투자자'로 이어지는 현금흐름도 매우 복잡하게 되고, 기초자산인 모기지 채권이 부실화하는 경우 발생하는 신용손실의 귀착 투자자의 결정도 용이하지 않게 된다.

3. 서브프라임 모기지시장의 붕괴 과정 및 원인

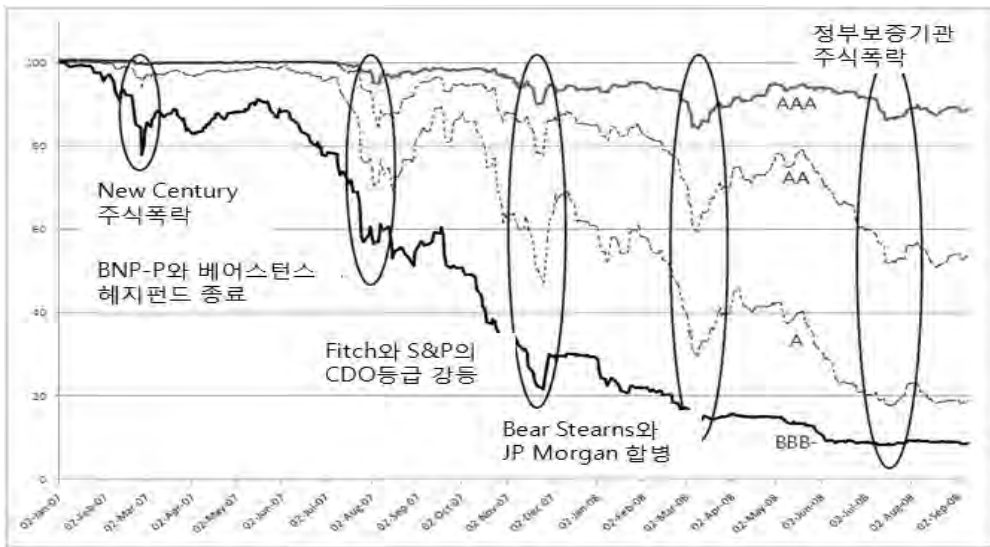
[그림 3-3]은 미국의 모기지 연체율이 대출상품의 종류에 따라 크게 차이가 있음을 보여준다. 먼저 프라임·서브프라임 시장 모두에서 ARM은 FRM에 비하여 높은 연체율을 보이고, 또한 서브프라임은 프라임에 비하여 높은 연체율을 기록하고 있다. 그러나 시장여건이 악화되는 2006년 이전에는 그 차이가 크지 않으나, 위기상황에서는 연체율의 차이가 상품 간에 매우 커지고 있다. 예를 들면, 프라임 FRM과 서브프라임 ARM의

[그림 3-3] 미국의 모기지대출 종류별 연체율 추이



자료: Mortgage Bankers Association(MBA).

[그림 3-4] 서브프라임 MBS의 자산가치 하락 추세



연체율의 차이는 2006년 이전 약 2% 정도였으나, 금융위기 이후 2010년에는 14%(2.5% vs. 18%)를 상회하게 된다. 이는 위기상황에서 서브프라임 모기지과 같은 신상품의 부실 정도를 사전에 파악하는 것이 용이하지 않고, 따라서 신상품의 리스크 측정과 관리 는 매우 보수적으로 운용할 필요가 있음을 시사한다. [그림 3-4]에서는 서브프라임

MBS의 자산 가치 하락 추세를 보여준다.

리스크 관리 측면에서 볼 때 미국의 서브프라임 모기지 사태는 모기지 신용위험의 측정 및 관리의 실패에서 기인하였다고 할 수 있다. 모기지는 기본적으로 예정된 원리금 흐름에 더하여 차입자의 조기상환 옵션과 채무불이행 옵션이 내재한 복합 금융상품으로 정의된다. 두 옵션 간 경합적인 관계에 대해서는 많은 문헌 연구가 있어 왔으나(Deng *et al.*[2000] 등 참조), 각각의 옵션이 리스크 스프레드에 미치는 영향에 대해서는 매우 다른 측정의 틀이 사용된다. 조기상환 리스크의 정도는 미국 프라임 MBS시장에서 1980년대 이후 Prepay-OAS(Option Adjusted Spread)를 통하여 측정되어 왔다. 서브프라임 MBS시장에서는 이에 상응하는 Credit-OAS가 개발단계에 있었으나, 시장이 붕괴되는 2007년까지도 업계에서 통용되는 측정기준이 존재하지 않았다.

모기지의 신용위험 측정에 관하여 Lin, Cho and Yang(2009)은 다음의 위험중립적(risk-neutral)인 방식을 사용하여 프라임·서브프라임 모기지 상품을 비교하였다.

$$\sum_{t=0}^T \frac{E_0[M_{t,p}]}{\prod_{j=1}^t (1+r_j)} - \sum_{t=0}^T \frac{M_t}{\prod_{j=1}^t (1+r_j + spread)} = 0 \quad (1)$$

식 (1)에서 M_t 는 미래시점 t 에 계획된 모기지 상환액이며, $E_0[M_{t,p}]$ 는 t 시점의 경제여건(주택가격 및 이자율) 시나리오가 p 로 주어진 상황에서 t 시점의 기대 모기지 상환액이고, r 은 시간대에 따라 변하는 무위험 이자율이고, $spread$ 는 식 (1)을 성립시켜 주는 위험 가산금리를 나타낸다. $E_0[M_{t,p}]$ 는 다시 다음과 같이 특정 모기지의 부도확률 PD 와 (시점 t 와 경제여건의 시나리오 p 에서) 부도 시 회수율 REC 의 함수로 식 (2)와 같이 나타낸다.

$$E_0[M_{t,p}] = (1 - PD_{t,p}) \times M_t + PD_{t,p} (1 - REC_{t,p}) \times M_t \quad (2)$$

특정 모기지 상품의 PD 와 REC 가 시간(대출 이후)과 경제여건의 함수로 주어진 상황에서 많은 숫자의 경제여건 시나리오(p)를 적용하여 ‘시도-실패(trial-and-error)’의 과정을 거쳐 식 (1), (2)를 충족하는 $spread$ 를 구하게 된다. 이 과정에서 특정 스트레스 시나리오(예: 99%의 스트레스 상황에 해당하는 주택가격 하락 시나리오)를 가정하여 스트레스 신용손실률($Loss^{stress}$)을 구하고, 이와 평균적인 시나리오에서의 신용손실률($Loss^{mean}$)의 차이를 EC(Economic Capital)로 정의하여 모기지 상품의 신용손실지표로

〈표 3-2〉 프라임 · 서브프라임 모기지의 PD와 EC

상품	PD (기초)	PD승수 (기초)	PD (Stress)	PD승수 (Stress)	경제적 자본	바젤 II 규제자본	규제자본 승수	규제자본 대비 경제적 자본
고정금리 30	1.63%	1.00	7.35%	1.00	3.68%	6.19%	1.00	0.59
변동금리_상한없음	2.27%	1.39	17.95%	2.44	9.75%	7.59%	1.23	1.28
변동금리 511	1.69%	1.04	13.00%	1.77	7.04%	6.34%	1.02	1.11
변동금리 511 티저	2.74%	1.68	13.67%	1.86	6.97%	8.50%	1.37	0.82
옵션 변동금리	4.98%	3.06	32.10%	4.37	17.02%	11.83%	1.91	1.44

주: 경제적 자본은 Stress 시는 부도율(PD)에 대한 부도 시 손실률(LGD)을 60%로 가정하고, 기초 시에는 45%로 가정함.
 자료: Lin, Cho and Yang(2009).

사용한다.

서브프라임 모기지의 경우 2006년 이전 프라임 모기지에 대한 가산금리가 약 2~4% 수준으로 알려졌으나(Chinloy and McDonald[2006] 참조), Lin, Cho, and Yang(2009)의 최근 분석에 의하면 이는 턱없이 낮은 수준이었던 것으로 나타났다. 〈표 3-2〉에서 보는 바와 같이 프라임시장의 30년 FRM과 서브프라임 옵션 ARM 간에는 스트레스 PD의 경우 각각 7.35% vs. 32.1%이고, EC의 경우 3.68% vs. 17.02%로 현격한 차이를 보이고 있다.

서브프라임 모기지의 PD와 EC가 예상보다 현격하게 높아진 이유는 몇 가지로 설명될 수 있다. 첫째, 2006년 이전 주택가격의 스트레스 시나리오가 현재의 시장상황에 비하여 턱없이 호의적인 것이었을 수 있다. 실제로 미국에서는 명목 주택가격 성장률(전년 동기 대비)이 1970년대 이후 하락한 일이 없었던 것으로 여겨졌고, 2006년 이후의 장기 주택가격 하락은 EC와 PD에 고려되지 않았을 가능성이 높다. 둘째, 2-28 ARM과 같은 서브프라임 모기지 상품은 2년 뒤 소비자에게 큰 상환액 충격이 발생하고, 대출기관의 차환이 없을 경우 신용위험의 급격한 증가로 이어질 수 있고, PD와 EC의 추정에 있어서 이와 같은 위험이 적절하게 반영되지 않았을 수 있다. 셋째, 많은 경우 서브프라임 모기지는 PD와 REC가 여러 경제 시나리오상에서 적절하게 도출되지 않은 신상품이었고, 따라서 이의 추정에 있어서 부적절한 자료와 추정자의 판단이 과도하게 개입되었을 소지가 크다. 어떠한 이유에서였던 간에 서브프라임 모기지의 예상을 뛰어넘는 부도율은 미국 모기지시장에서의 신용경색과, 더 나아가서 거시경제와 타 금융부문에 전염

(contagion)효과를 야기하는 결과를 발생시키게 된다.

서브프라임 모기지 사태의 여파로 현재 미국에서는 유동화를 기반으로 한 OTD (originate to distribute) 비즈니스 모델의 문제점에 대한 성찰이 이루어지고 있고, 유동화기관인 페니메와 프레디맥의 개혁방안에 대해서도 논의가 진행 중이다. 그러나 본 사태가 우리나라에 주는 시사점을 도출하는 데 있어서 건전한 유동화 상품(예: 프라임 시장의 CMO)과 불건전한 상품(예: 서브프라임시장의 CDO)을 구분하여 고찰할 필요가 있다(이에 대해서는 제4절의 논의 참조).

제3절 우리나라 주택금융시스템의 현황

1. 주택담보대출시장 추이

우리나라의 주택담보대출(이하 주담대)은 외환위기 이후 시중은행에 대한 금리자유화와 부동산대출에 대한 규제완화에 힘입어 2000년대 급격한 성장을 해 왔다.⁵ 2011년 12월 말 기준으로 주담대 잔액은 약 390조원(은행권 306.1조원과 비은행 예금기관 83.1조원)으로, GDP의 31.5%에 달하고, 이는 일본, 홍콩, 프랑스와 유사한 수준이다. 그러나 미국·영국·덴마크 등 주담대시장이 상대적으로 큰 OECD 국가들에 비해서는 아직 절반, 또는 그 이하 수준이다. 최근 수년간 우리나라의 주담대는 전체 가계대출에서의 비중이 증가하는 추세이고, 대출기관별로는 시중은행에 비하여 새마을금고, 신용협동조합, 저축은행 등 제2금융권의 대출 증가율이 2008년 이후 현저하게 높은 상황이다.

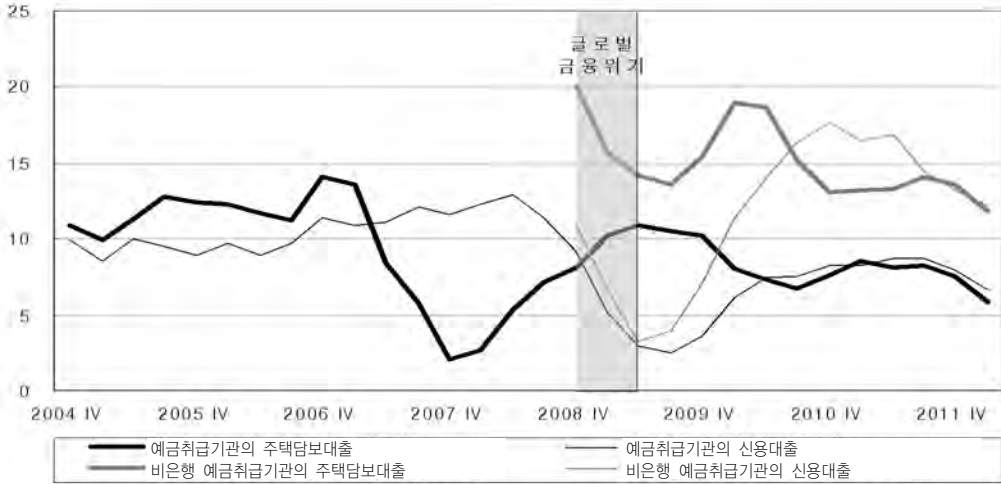
주담대 연체율은 2012년 5월 말 현재 0.9%로 기업대출 및 신용카드 대출에 비하여 여전히 낮은 수준이지만, 지난해 2010년 12월(0.5%) 이후 지속적으로 증가하고 있는 추세다(표 3-3 참조). 특히 2010년 5월 말 현재 약 100조원에 달하는 집단대출의 연체율이 이미 1.71%로 높은 수준이고, 집단대출 이외의 주택담보대출 연체율은 0.43%로 낮은 수준이다.⁶ 주택금융공사가 발행하는 MBS의 기초자산이 되는 고정금리 모기지의 경우 2012년 5월 말 현재 연체율이 0.57%로 상대적으로 낮은 상황이다. 주택금융공사 모기지의 조기상환 비율은 현재 약 2% 수준으로, 이자율 환경에 따라 10~50%에 달하는

5 본 보고서의 제1장 참조.

6 집단대출 연체율의 증가 원인과 현황에 대해서는 “Box 6. 집단대출 연체 증가에 대한 건전성 현황”(KDI, 『부동산시장 동향분석(2012년 2/4분기)』) 참조.

[그림 3-5] 유형별 가계신용 증가율의 추이

(단위: 전년 동기 대비, %)



주: 무담보 신용대출 및 주택 이외 담보대출의 합.
 자료: 한국은행.

<표 3-3> 부동산 대출·금융 부문의 기초통계

(단위: 조원, %)

		2010	2011			2012				
			연간	2/4	3/4	4/4	1/4	4월	5월	
대출액 (잔액)	A. GDP	1,173.3	1,237.1	308.5	313.2	328.6	328.6	-	-	
	B. 가계대출	793.8	857.1	823.1	836.0	857.1	857.8	-	-	
	C. 예금은행	431.5	455.9	444.3	449.6	455.9	453.1	454.5	456.7	
	D. 주택담보대출	284.5	306.1	295.3	299.6	306.1	307.0	308.0	309.3	
	E. 비은행 예금취급기관	162.1	183.7	170.4	175.8	183.7	184.0	185.1	186.1	
	F. 주택담보대출	73.1	83.1	77.5	80.1	83.1	83.8	84.2	84.5	
	(D+F)/(C+E)	60.3	60.8	60.7	60.7	60.8	61.3	61.3	61.3	
(D+F)/A ²⁾	30.5	31.5	30.1	30.7	31.5	31.6	31.7	31.8		
금리	CD유통수익률(91일)	2.67	3.44	3.46	3.59	3.56	3.54	3.54	3.54	
	COFIX	잔액 기준	3.92	3.88	3.88	3.96	3.96	3.94	3.92	3.91
		신규 취급액 기준	3.19	3.69	3.68	3.76	3.72	3.73	3.69	3.63
	주담대 금리	5.00	4.92	4.88	4.96	4.99	5.03	4.94	4.85	
	가산금리 ¹⁾	2.33	2.33	1.48	1.42	1.37	1.43	1.40	1.31	
연체율 ³⁾	기업	1.6	1.5	1.5	1.4	1.6	1.3	1.5	1.7	
	가계	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	
	신용카드	1.3	1.7	1.2	2.0	2.1	-	-	-	
	주택담보	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	
MBS 기초자산 연체율 ⁴⁾		0.42	0.41	0.40	0.40	0.43	0.48	0.57	0.57	
MBS 기초자산 조기상환율		2.38	2.11	2.21	1.90	2.05	1.91	2.1	2.2	

주: 1) 가산금리 = 주택담보대출 평균금리 - 91일물 CD금리.
 2) 분모(A)는 2011년 GDP임.
 3) 1일 이상 원금연체 기준.
 4) 연체율 = 1개월 이상 연체대출잔액/당월 말 대출잔액.
 자료: KDI, 『부동산시장 동향분석(2012년 2/4분기)』, 재인용.

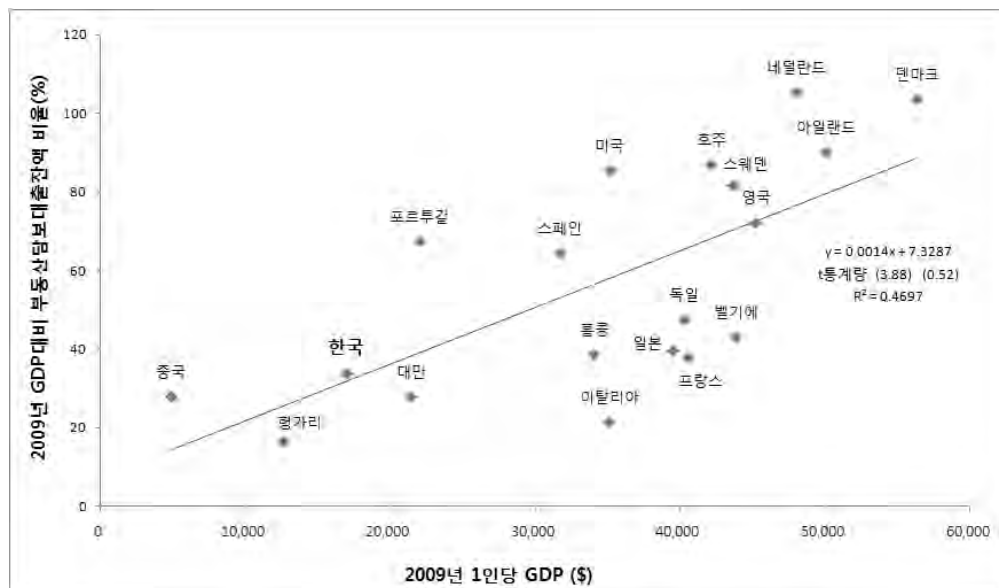
미국 프라임 모기지의 조기상환율에 비해서는 매우 낮은 수준이다.

외국의 모기지대출이 대부분 주택구입 및 기존 대출의 재융자로 구성되어 있음에 반하여, 우리나라 주담대 통계는 기타 다른 용도의 대출(예: 자영업자의 사업비, 생활비 등)이 계상되어 있다. 외국의 경우 대출목적, 그리고 선·후순위 모기지가 명확하게 구분되어 별도의 상품으로 취급되고 있는 점을 감안하여 향후 통계의 작성에 있어서 이를 명시적으로 구분하여 대출심사에 반영할 필요가 있다.

2. 주담대 잔액 및 증가율의 국제 비교

국가별 GDP 대비 주담대 잔액 수준은 대체로 소득수준과 비례하는 것으로 나타난다. [그림 3-6]에서 보는 바와 같이, 1인당 국민소득이 1,000달러 증가하면 평균적으로 GDP 대비 주담대 잔액이 1.5% 증가하고 있다. 우리나라의 경우 추세선에 매우 근접한 수준을 보이고 있어서 대출잔액 면에서 외국에 비하여 과도한 수준이라고 할 수 없다. 반면, 포르투갈, 스페인, 영국, 호주 등은 개인소득에 비하여 높은 수준의 주담대 잔액을 보이고 있고, 독일, 일본, 프랑스, 이탈리아 등은 추세선 이하의 수준을 보이고 있다.

[그림 3-6] MDO-to-GDP 비율과 1인당 국민소득(2009년 기준)



자료: IMF(2011); 조만(2012).

증가율 측면에서는, 외국에서도 우리나라와 같이 금융자유화 이후 모기지시장의 급격한 확장 및 주택가격 상승의 촉매역할을 한 사례가 관찰되고 있다. 영국의 경우 1970년대와 1980년대에 걸쳐 모기지대출이 자유화된 이후 대출 및 주택가격이 급상승하였고, 일본, 스웨덴, 대만에서도 1980년대의 자유화 이후 유사한 경험을 한 바 있다. 중국은 1998년 모기지대출이 자유화된 이후 주담대 시장의 급격한 확장 추세에 있다.

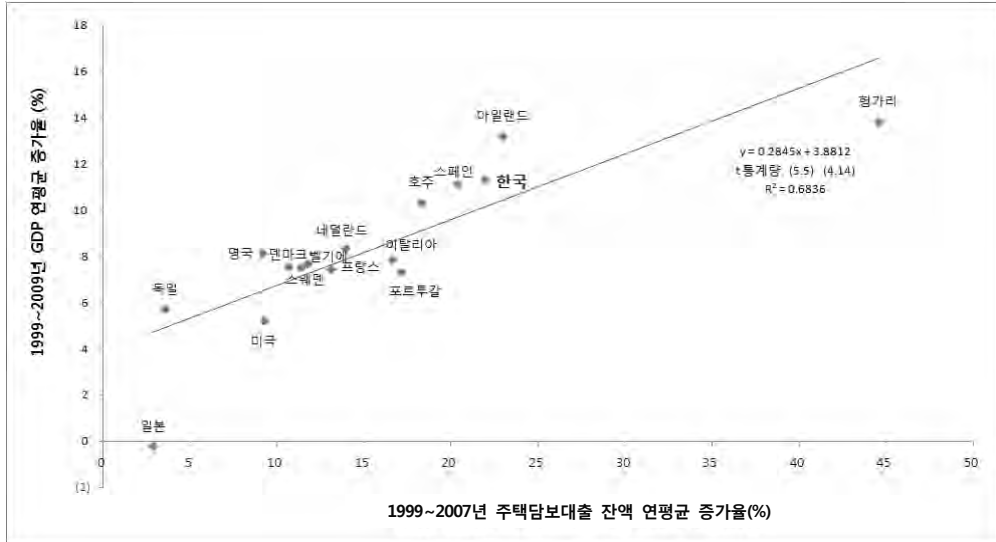
일단 주담대 잔액 증가율 측면에서 우리나라는 외국에 비하여 높은 수치를 보이고 있다. 은행권(비은행권) 주담대 잔액의 공식 통계가 발표된 2003년 10월(2007년 12월) 이후 은행권(비은행권)의 연평균 주담대 증가율은 9.2%(15.3%)에 달한다. 미국 및 일부 유럽 국가에서 1994/1995년에서 2008년에 이르는 시기의 주담대 잔액이 큰 폭으로 증가하였다(연복리 평균 증가율 기준 스페인 10.9%, 호주 9.9%, 아일랜드 9.2%, 미국 5.9%, 네덜란드 5.6%, 영국 3.9%의 순서이고, 독일, 일본, 덴마크에서는 대출증가가 없거나 매우 낮은 상황이다). 그러나 우리나라는 주담대 잔액 수준이 외국에 비하여 높지 않고, 대출심사기준도 보수적으로 운영되고 있어서, 미국의 서브프라임 모기지 사태와 같은 대량 부도 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

주담대 잔액 증가율은 경제성장률과 상관관계가 있는 것으로 나타난다. [그림 3-7]에서 보는 바와 같이, 세계경제가 호황기였던 1999~2007년에는 MDO 증가율이 GDP 증가율과 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 있었던 것으로 나타난다. 즉, MDO가 1% 증가하면 실질 GDP는 0.28% 증가한 것으로 관찰된다. 그러나 호황기의 MDO 증가율은 불황기에 GDP 하락폭을 증가시킴으로써(그림 3-8 참조), 과도한 MDO 증가율은 경기변동을 증폭시킬 수 있음을 보여준다.

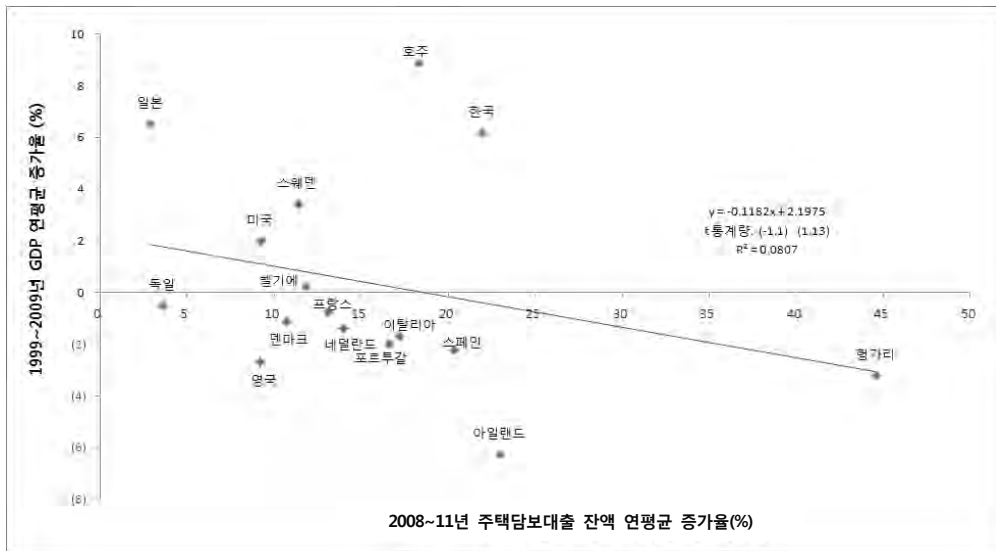
3. 주담대 상품 및 대출심사기준의 국제 비교

우리나라는 변동금리 모기지의 비율이 전체 주담대대출 잔액의 약 95%를 차지하고 있어서, 외국에 비하여 매우 높은 수준이다. 미국과 덴마크의 경우는 장기 고정금리 모기지의 비율이 90%를 상회하고 있고, 이에 못 미치는 수준이지만 네덜란드, 캐나다, 독일, 프랑스, 영국에서도 고정금리 모기지의 비중이 20~30%를 차지하고 있다. 자금조달 측면에서는 주택금융공사에 의해 발행된 MBS 잔액은 2011년 11월 말 현재 23조원으로 전체 주담대 잔액의 6%에 불과하고, 예금 의존도는 중국을 제외한 비교 국가들 중 가장 높은 수준이다(호주 80%, 독일, 일본, 네덜란드 70% 수준, 캐나다 60%, 스페인 30% 등).

[그림 3-7] 실질 GDP 증가율과 MDO 증가율의 상관관계(경기 호황기)

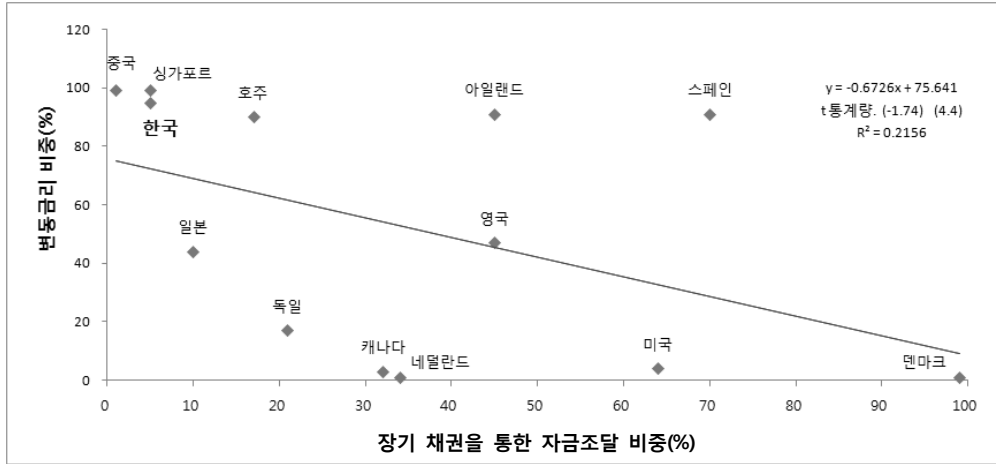


[그림 3-8] 실질 GDP 증가율과 MDO 증가율의 상관관계(경기 불황기)



외국의 경우 고정금리 모기지의 비율은 자금조달 수단과 밀접한 관계가 있다. [그림 3-9]에서 보는 바와 같이, 변동금리 모기지의 비중은 MBS 또는 CB(커버드 본드) 등의 장기 채권을 통한 자금조달 비중이 낮아지게 된다. 이와 같은 도매적인 자금조달이 10%

[그림 3-9] 변동금리 모기지의 비율과 장기 채권을 통한 자금조달의 상관관계

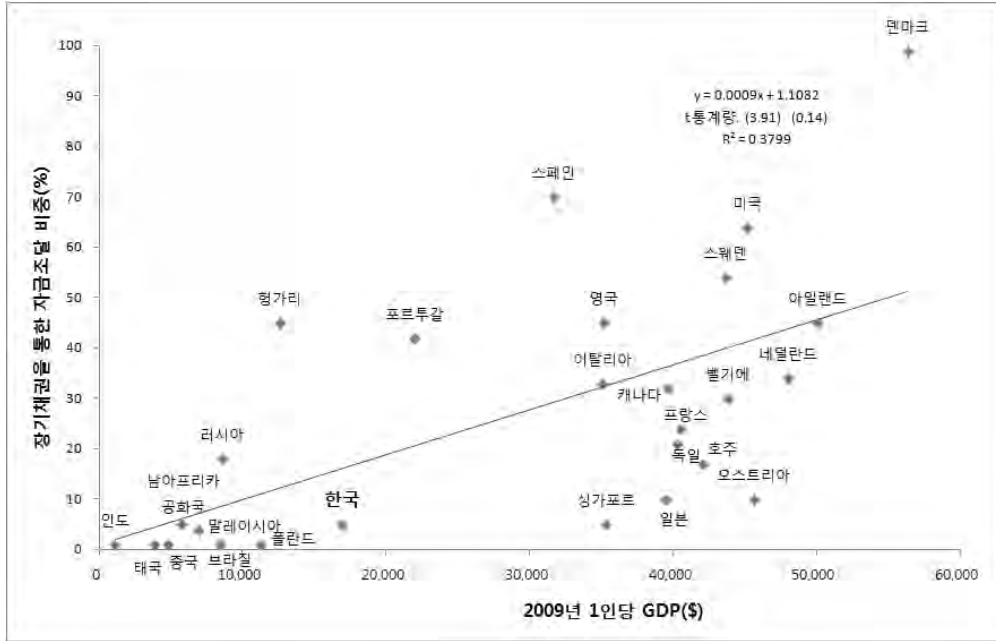


증가하게 되면, 변동금리 모기지의 비율은 6.7% 감소하고, 따라서 고정금리 비율은 증가하게 된다. 장기 채권을 통한 자금조달 외에도, 고정금리의 비율을 높이기 위해서는 고정상품의 금리경쟁력을 강화하는 것이 중요한 과제라고 하겠다. 이와 관련하여 민인식·김경환·조만(2011)은 우리나라의 차입자가 FRM-ARM의 선택에 있어서 양 상품 간 금리스프레드에 매우 민감한 것을 실증분석을 통하여 보고하고 있다.

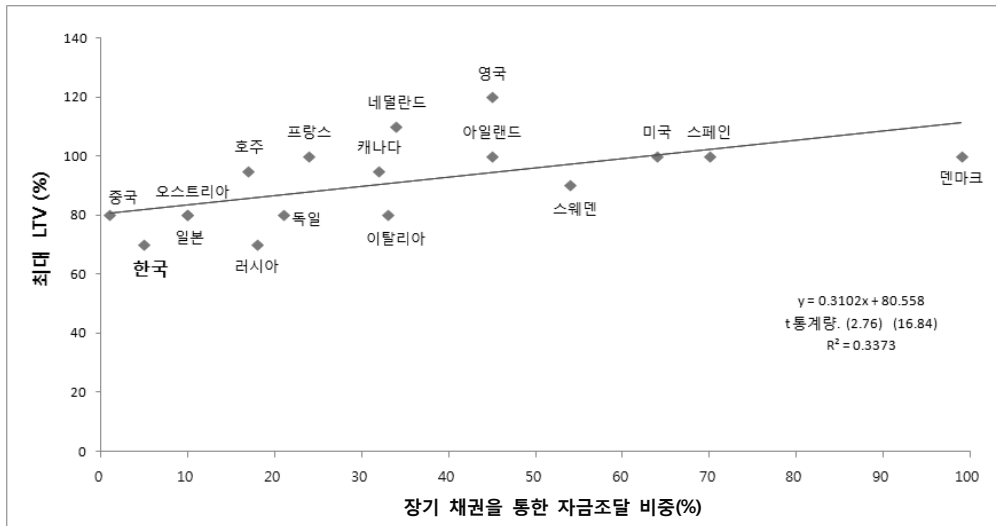
장기 채권을 통한 자금조달은 1인당 국민소득과 양의 상관관계가 있고, 우리나라는 추세선 이하의 상황이어서 소득 대비 장기채 자금조달이 외국에 비하여 낮은 수준이다 (그림 3-10 참조).

우리나라는 LTV 측면에 있어서 미국·유럽 국가들은 물론 아시아 국가들에 비해서도 매우 보수적인 기준을 유지하고 있다. 또한 전체 대출에서 장기 채권을 통한 자금조달의 비중이 높을수록 LTV 수준이 높아지는 것으로 나타난다(그림 3-11 참조). 최대 LTV 수준은 모기지보험이 없는 경우 대부분의 국가에서 70~80% 수준이고, 모기지보험이 있는 경우 90~100%에 이르고 있다. 캐나다, 일본, 홍콩, 네덜란드, 미국 등의 국가에서는 정부가 지원하는 공공모기지보험 프로그램을 통하여 목돈이 부족하여 대출제약이 있는 차입자의 주택구입을 지원하고 있다. 우리나라에서도 모기지보험시장의 활성화를 통하여 최대 LTV 수준을 높이고, 리스크 관리와 한계차입자에 대한 금융포용 확대의 양 측면을 고려한 적정 LTV 수준에 대하여 향후 심도 있는 연구가 필요할 것으로 생각된다.

[그림 3-10] 장기 채권을 통한 자금조달과 1인당 국민소득과의 상관관계



[그림 3-11] 최대 LTV와 장기 채권을 통한 자금조달 간의 상관관계



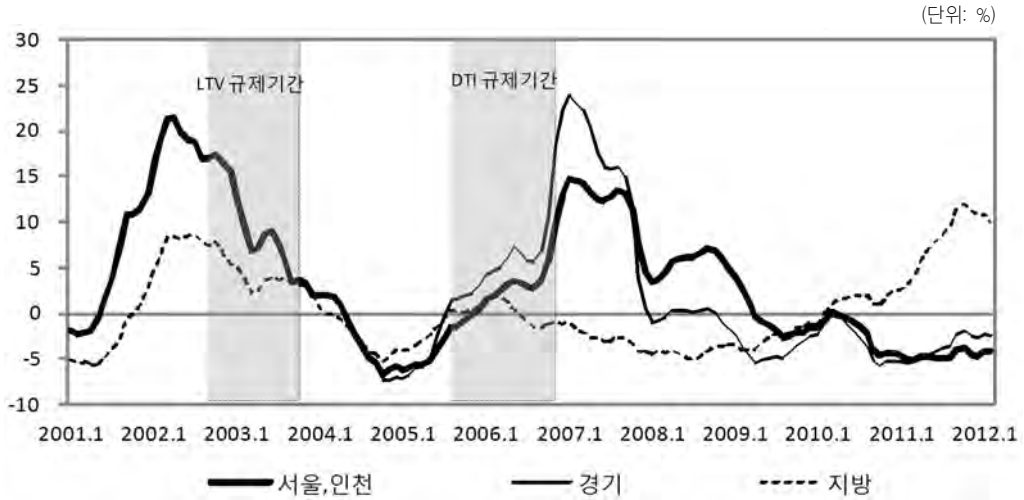
4. 주담대시장에서의 규제 현황

우리나라는 주택가격의 상승을 억제하기 위한 수단으로 2002년 9~10월 중 LTV규제를 전국적으로 실시(당시 은행권의 70~80% 수준을 60%로 하향 조정)하였고, 2003년 5월에는 투기과열지구 및 투기지역의 최대 LTV를 60%에서 50%로 하향 조정하였다. 2005년 8월에는 30세 미만 미혼차입자의 총부채상환비율(DTI)의 상한을 40%로 설정하였고, 2006년 3월에는 투기지역의 6억원 초과 아파트 신규 구입 시 DTI 40% 상한을 적용하였고, 동년 11월에는 DTI규제를 수도권 투기과열지구로 확대하였다. 이후 LTV·DTI 규제는 투기지역 여부, 주택가격 수준(3억원 이하, 3~6억원, 6억원 초과), 대출금액(5천만원 이하, 5천만~1억원, 1억원 초과), 대출만기 및 분할상환 여부(3년 이하, 3~10년, 10년 초과, 10년 이상 분할상환) 등의 다양한 변수에 연동하여 차별화하였고, 2006년 11월 이후 약 10회에 걸쳐 개정하여 현재 LTV는 은행권 대출의 경우 60%, 주택금융공사의 보금자리론에 대해서는 70%를 적용하고 있고, DTI는 대부분의 경우 50~65%를 적용하고 있다.

[그림 3-12]에서 보는 바와 같이, LTV규제는 주택가격 상승이 둔화되는 시기에 실시되었고, 규제 도입 이후 투기지역과 비투기지역의 주택가격 추이가 차별화되지 않은 점으로 볼 때 규제의 효과가 크지 않았던 것으로 생각된다. DTI규제의 경우 가격상승률이 증가하는 시기에 도입되어, 이후 투기지역의 주택가격 둔화에 기여한 것으로 보인다. 그러나 해당 지역의 주택가격 변화가 DTI 규제의 효과인지, 시장펀더멘털 또는 기존에 시행 중이던 LTV규제의 영향인지에 대해서는 심도 있는 실증분석이 필요한 것으로 사료된다. 우리나라 DTI·LTV 규제의 문제점은 투기지역과 같은 지역 시장상황이 변함에 따라 규제수준(또는 규제 여부)을 변화시켜야 한다는 것이다. 따라서 DTI·LTV 규제의 일반적인 방향은 모기지대출 리스크를 고려하여 상한선을 지역 차별 없이 정하여 이를 장기간 시행하고, 시장의 단기적인 과열현상에 대해서는 대손충당금, BIS 산정의 위험가중치 조정 등을 통하여 대처하는 방안을 고려할 수 있다.

주택가격의 변동성에 관한 한 우리나라는 외국에 비하여 매우 안정적인 것으로 나타난다(그림 3-5의 실질 주택가격지수 참조). 2000년 1/4분기 이후 미국과 유럽 국가들은 2006~07년의 고점을 전후하여 주택가격의 큰 변동성을 경험하고 있고, 일본의 경우 지속적으로 하락하던 주택가격이 2000년대 중반 소폭 반등하는 추세였으나, 글로벌 금융위기 이후 다시 하락세를 보이고 있다. 우리나라의 경우 2000년대 초·중반 약간의

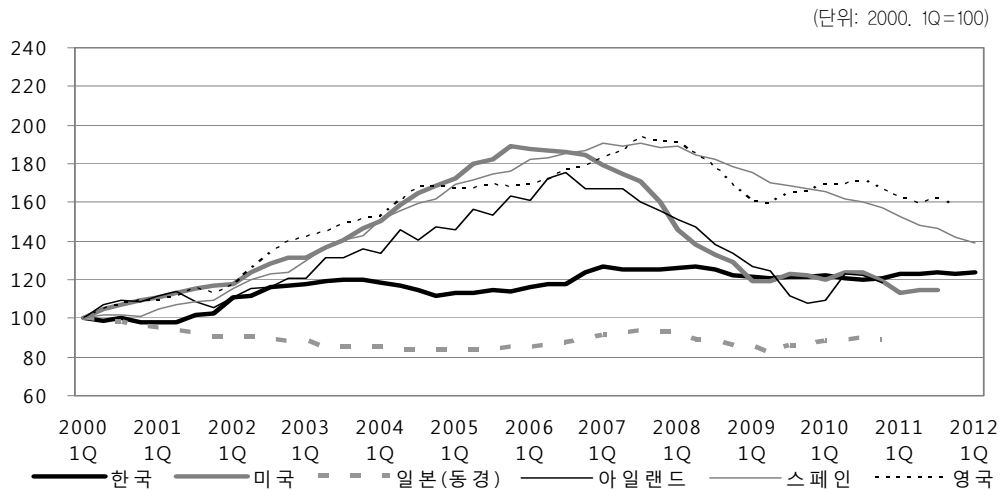
[그림 3-12] DTI·LTV 규제와 투기·비투기 지역의 실질 주택매매가격 증가율 추이



주: 서울, 인천은 두 지역의 주택매매가격을 단순평균한 값이며, 지방은 부산, 대구, 광주, 대전광역시외의 주택매매가격을 단순평균한 값임.

자료: KB 국민은행.

[그림 3-13] 국가별 실질 주택가격 추이



자료: KB 국민은행; S&P/Case-Shiller Home Price Indices; BIS; OECD.

상승세가 있었으나, 변동성 측면에서는 상대적으로 매우 안정적인 추세를 보이고 있다. 따라서 우리나라 주담대시장에서의 규제가 외국에 비하여 더욱 보수적으로 운용되어야 할 유인은 크지 않다고 하겠다.

제4절 정책시사점의 정리

1. 모기지 및 MBS 신상품에 대한 건전성 관리

서브프라임 모기지 사태는 옵션변동금리 모기지 및 서브프라임-CDO와 같이 복잡하고 과도한 리스크를 내재한 신상품이 1차 시장과 2차 시장에서 단기간에 매우 빠른 속도로 확대됨에 따라 주택시장과 거시경제의 변동성을 크게 증폭시킨 사례라고 하겠다. 제2절에서 논의한 바와 같이, 이와 같은 신상품은 정상적인 시장여건에서는 비교적 양호한 신용위험 정도를 보이지만, 2007년 이후 스트레스 상황에서는 프라임 모기지에 비하여 현격하여 높은 연체율 추이를 보이게 된다. 이는 시장여건이 악화됨에 따라 서브프라임 모기지의 대출기관이 차환(rollover)을 거부함에 따라 예상을 크게 뛰어넘는 대량의 차입자 부도로 이어졌다. 2차 시장에서도 유동화 상품의 복잡성으로 인하여 신용손실을 부담하는 주체가 명확치 않았고, 이로 인하여 금융시장의 불확실성을 키우고, 2008년 9월 리먼사태 이후 ‘유동성 덩어리(liquidity trap)’의 원인이 된다.

금융상품에 대한 리스크 관리는 기본적으로 다양한 시장여건의 시나리오에서 특정 상품이 과거에 어느 정도의 위험도를 보였는가 하는 자료를 기초로 상품의 미래 위험도를 예상하는 작업이라고 하겠다. 그러나 서브프라임 모기지 및 유동화 상품과 같이 과거 위험도의 자료가 없는 신상품에 대해서는 이와 같이 자료를 통한 통상적인 리스크 관리가 가능하지 않고, 많은 부분 분석 주체의 가정에 의존하게 된다. 따라서 이와 같은 금융 신상품에 대해서는 더욱 보수적인 리스크 관리와 건전성 규제가 필요하고, 이의 급격한 증가에 대해서도 감독당국의 적절한 모니터링 및 관리가 필요하다. 우리나라에서도 외환위기 이후 급증한 3년 만기 일시상환 모기지와 같은 신상품이 단기간에 확산된 사례가 있고, 이와 같은 상품은 스트레스 상황에서 어느 정도의 부도위험이 있을지에 대하여 자료를 통한 검증이 가능하지 않은 상황이다. 따라서 미래의 스트레스 상황에 사전적으로 대처한다는 차원에서 이를 더욱 안정적인 상품으로 전환하는 방안을 적극적으로 추진할 필요가 있을 것으로 생각된다.

2. 적격 대출상품의 규정과 금융포용 확대

서브프라임 모기지 사태 이후 미국과 유럽에서는 적격(conforming) 모기지 상품과 부적격(non-conforming) 상품을 더욱 명시적으로 규정하고, 후자에 대해서는 리스크 관리요건을 강화하고 있다. 미국의 경우 2011년 대출기관의 모기지 유통화 요건으로, 소득 대비 모기지상환액 비율 28%, 소득 대비 총부채상환액 비율 33%를 적격 주거용 모기지(Qualified Residential Mortgage: QRM) 요건 중의 하나로 (LTV 상한 80%, 원금분할상환 조건과 함께) 규정하고, 이를 충족시키지 못하는 상품에 대해서는 유통화를 통한 자금조달에 있어서 대출기관에 의한 리스크 공유를 강화하였다(즉, MBS 풀의 최소 5%를 가장 리스크가 높은 후순위채권, Equity Tranche 형식으로 대출기관이 보유). 유럽에서도 2008년 1월 EU 집행부는 자기자본 규제지도(Capital Requirement Directive)를 통하여 커버드 본드에 포함된 담보물(모기지론)에 대한 정기적인 LTV 검증 의무화하였고, 주거용 모기지의 경우 LTV가 80%를 초과하면 새로운 담보물로 교체하거나 추가적인 담보물을 포함시킬 것을 요구하였다.

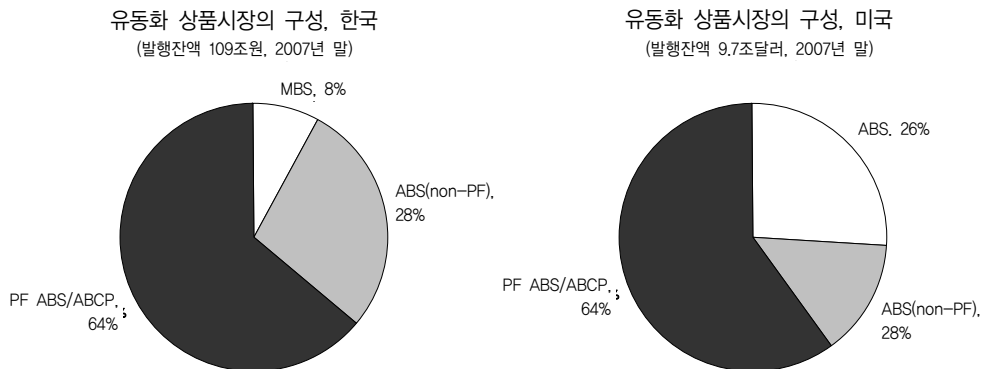
우리나라에서도 상품과 대출심사기준 면에서 적격 대출상품을 (LTV, DTI, CB등급, 구비서류, 대출목적과 함께 원리금상환조건, 조기상환벌금의 유무 등을 고려하여) 명시적으로 규정하고, 적격 대출상품과 부적격 대출상품에 대하여 자금조달 및 리스크 관리요건을 차별화할 필요가 있다. 미국의 경우 1993년의 GSE Act 이후 한계차입자에 대한 대출심사기준을 지속적으로 완화하였고, 2000년대 초 부적격 대출시장인 서브프라임 및 알트-A 모기지대출이 급증하여, 시장안정성을 저해할 정도로 고위험 소비자에 대한 금융포용이 확대되었다. 우리나라는 현재 대출제약이 있는 실수요자에 대한 주택금융서비스 확대 측면에서는 미국과 반대의 경우라고 할 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이 우리나라의 대출심사기준은 외국에 비하여 매우 보수적이고, 이는 시장안정성 측면에서는 적절하다고 할 수 있으나, 한계차입자에 대한 서비스를 확대하는 측면에서는 개선방안을 고려해 볼 수 있다고 하겠다. 이와 같이 두 가지 측면을 모두 고려해서 적격 대출상품을 적절히 규정하고, 이의 자금조달과 위험관리에 있어서 민간과 정부의 역할에 대한 향후 연구가 필요할 것으로 생각된다. 이와 같이 적격 대출을 명시적으로 규정하고, 이에 대한 소비자 교육은 금융소비자 보호 측면에서도 중요한 정책사안이라고 하겠다.

3. 모기지 유동화(Securitization)

MBS를 포함한 우리나라의 자산유동화 상품시장은 2007년 말 현재 총발행잔액이 109조원으로 GDP의 약 11% 수준이다. 미국의 경우 동기 발행잔액이 9.7조달러로 GDP의 70%에 달하는 수준이다. 유동화 상품의 구성에 있어서도 우리나라는 주거용 모기지를 기초자산으로 하는 MBS의 비중이 8% 수준으로 미국의 60%에 비하여 매우 낮은 수준이고, 부동산 PF대출의 유동화 상품인 PF-ABS/ABCP가 64%를 차지하고 있다. 따라서 상품의 만기에 있어서도 1년 이하의 상품이 약 40%, 1~2년 만기의 상품이 45%에 달하여, 미국과 달리 우리나라는 현재 MBS가 장기 채권시장의 활성화에 기여하는 정도가 매우 미미한 수준이다.

모기지 유동화와 관련한 미국 서브프라임 사태의 시사점은 첫째, 유동화 상품의 리스크(신용위험과 조기상환위험) 정도는 기본적으로 기초자산인 모기지대출의 리스크 정도가 결정하고 둘째, MBS 상품의 복잡성이 채권시장에서의 유동성 리스크를 증가시킨다는 사실이다. 서브프라임 MBS의 경우 재유동화를 통한 복잡한 상품개발 과정과, 옵션 ARM과 같은 차환 리스크가 매우 높은 기초자산으로 인하여 글로벌 금융위기 과정에서 전례없는 자산가격 하락을 경험하였다. 그러나 미국의 프라임 모기지를 기초자산으로 하는 CMO와 같은 상품은 현재에도 연간 신규 발행이 1조달러에 달하여 미국에서 안정적인 주력 상품으로 거래되고 있다. 따라서 MBS 상품의 평가는 기초자산 및 유동화 상품의 구조에 따라 차별화할 필요가 있고, CMO와 같이 안정적인 MBS 상품은 우리나라의

[그림 3-14] 우리나라와 미국의 유동화 상품시장



자료: 조만(2012).

2차 모기지시장 및 장기 채권시장의 발전에 잠재적으로 기여할 것으로 생각된다.

이와 관련하여 현재 국내에서 관심이 고조되고 있는 커버드 본드와 MBS의 장단점에 대한 심도 있는 분석도 필요할 것으로 생각된다. 미국에서는 1980년대에 MBS시장이 성장하기 전에 커버드 본드의 일종인 MBB시장이 확대되었던 경험이 있고, 일반적으로 MBS는 모기지 차입자로부터 발생하여 MBS 투자자에게 전달되는 현금흐름이 더 투명하고 이에 내재된 리스크의 관리에 있어서도 커버드 본드에 비하여 더욱 우량한 유동화 상품으로 인식되고 있다. 따라서 우리나라의 채권시장 여건에 맞는 모기지 유동화 상품은 어떤 형태를 가져야 하는지, 그리고 이의 결정을 위해서 다양한 형태의 MBS와 커버드 본드의 장단점은 무엇인지에 대한 연구가 향후 진행되어야 할 것으로 생각된다.

4. 주택시장에서의 거시건전성 규제

조만 · 차문중(2012)은 주택시장발 시스템리스크를 주택가격이 장기 균형수준으로부터 현격하게, 그리고 오랜 기간 동안 이반하여 거대한 상승기와 하락기를 거치고, 이의 여파로 민간소비, 건설투자, 금융시장의 주요 채널을 통하여 거시경제(구체적으로 총수요 또는 GDP) 전반의 위축으로 이어지며, 이는 다시 가계소득의 하락 및 실업률 증가를 유발하여 주택시장에 2차 효과를 야기하는 사례로 정의하였다. 이의 적절한 관리를 위해서는 우선 이와 같은 시스템리스크를 동반할 수 있는 주택가격 · 대출 · 신규공급의 변동성에 대한 정의와 이를 실증적으로 모니터링할 수 있는 지표의 개발이 필요하다(주택가격 및 대출 변화율, 상품리스크지표, 금융시장지표 등 포함). 또한 주택시장발 시스템리스크의 전염경로(contagion channels)에 대한 이론적 · 실증적 연구도 필요하다고 하겠다.

거시건전성 규제수단도 현재 매우 다양한 정책옵션이 제시되고 있고, 여기에는 (1) 자기자본규제에 있어서 대출상품(또는 대출심사기준)에 따라 차별화된 위험가중치 설정(예: 우리나라의 2011년 6월 29일의 대출규제); (2) 동적인 대손충당금(dynamic loss provisioning) 설정(예: 2000년 이후 스페인의 규제와 최근 Basel III의 요구 사항); 그리고 (3) DTI · LTV 규제로 대표되는 모기지 대출규제가 포함된다(Dell'Arricia and Igan[2012] 참조). 우리나라에서도 현재의 금융시장 및 거시경제 여건에 가장 적합한 거시건전성 규제수단에 대한 심도 있는 분석이 필요할 것으로 생각된다.

제5절 결 언

1990년대의 아시아 금융위기 이후 급격하게 성장한 우리나라의 주담대시장은 앞으로 규모, 상품 개발, 리스크 관리 측면에서 더욱 발전하여 저·중소득층의 주거복지에 더욱 기여할 것으로 기대된다. 이런 점에서 미국 서브프라임 모기지 사태는 우리나라 주담대시장의 발전을 위한 타산지석의 의미가 크다고 하겠다. 제4절에서 논의한 바와 같이, 미국의 서브프라임 모기지시장은 모기지·MBS 신상품에 대한 건전성 관리, 적격 대출시장의 확대를 통한 금융포용 제고, 모기지 유통화시장의 발전, 그리고 거시·미시 건전성 규제와 관련하여 다양한 시사점을 제공하고 있다. 특별히 우리나라 주담대시장에서의 건전성 제고를 위해서는 현재에도 대출잔액의 30~40%에 달하고, 미국의 서브프라임 모기지와 같이 차환 리스크가 매우 높은 3년 만기 일시상환 모기지를 FRM과 같은 안정적인 상품으로 전환하여 주택금융시장발 시스템리스크를 사전에 차단하는 작업이 필요할 것으로 생각된다. 또한 다양한 투자자의 기호에 부합하는 모기지 유통화 상품의 개발을 통하여 안정적인 자금조달 확대와 장기 채권시장의 활성화도 지속적으로 추진해야 할 과제인 것으로 사료된다.

우리나라 모기지·MBS 시장의 발전을 위한 또 하나의 과제는 신용위험과 조기상환 위험의 측정과 이를 통한 가산금리의 차별화라고 하겠다. 모기지대출 금리는 기준금리(CD금리, COFIX 등)와 가산금리로 나누고, 후자는 다시 중개기관의 비용·수익을 반영한 부분과 리스크 스프레드로 구분한다. 전자는 시장에서의 경쟁을 통하여 최소화할 수 있는 반면, 후자는 자료와 적절한 모형을 통하여 측정되어야 할 부분이다. 이와 관련하여 미국 MBS시장의 발전은 모기지상품에 내재한 경합 리스크인 채무불이행 위험과 조기상환 위험의 측정방식과 이를 명시적으로 반영한 가산금리가 시장참여자들 간에 합의가 되고, 이들 리스크에 대한 지표가 정기적으로(매달) 투자자들에게 제공된 것이 결정적인 요인이라고 해도 과언이 아니다. 우리나라에서도 주거용 모기지시장의 안정적인 확대를 위해서는 신용위험과 조기상환위험의 측정에 대한 실증적인 연구와 함께, 리스크 정도를 명시적으로 반영하는 가산금리 및 MBS지표의 개발이 채권시장에서의 MBS 거래의 활성화를 위한 과제라고 하겠다.

참고문헌

- 김선웅 · 송준혁 · 이창무 · 조 만, 「주택 시장 및 정책에 관한 연구」, 연구보고서 2008-02, 한국개발연구원, 2008.
- 김영일, 「자산가격변동과 민간소비의 동태적 반응」, 『한국개발연구』, 2010년 IV호, 한국개발연구원, 2010.
- 민인식 · 김경환 · 조만, 「고정금리-변동금리 모기지 선택의 결정요인에 관한 미시적 실증분석」, 2011년 주택학회 동계 학술대회 발표논문, 2011.
- 조만, 「한국의 부동산시장 안정화 정책: 평가 및 시사점」, 중국사회과학원 세미나 발표논문, 2010.
- Ashcraft, A. and T. Schuermann, “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit,” Federal Reserve Bank of New York Staff Report, #318, 2008.
- Cho, Man and Inho Song, “Housing Price and Mortgage Credit Cycles: Tales of Two Countries,” Presented at the KDI Conference on New Paradigm in Housing Policy after Global Financial Crisis (December 12~13, 2011), 2011.
- Cho, M., “Managing Mortgage Credit Risk: What Went Wrong with the Subprime and Alt-A Mortgage Markets?” *International Real Estate Review*, Vol. 12, No. 3, 2009, pp.295~324.
- Cho, M., “180 Years’ Evolution of the US Mortgage Banking System: Lessons for Emerging Mortgage Markets,” *International Real Estate Review*, Vol. 10(1), 2007, pp.171~212.
- Crowe, C., G. Dell’Ariccia, D. Igan, and P. Rabanal, “How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences,” Working Paper, No. 11/91, IMF, 2011.
- Deng, Y., J. Quigley, and R. Van Order, “Mortgage Termination, Heterogeneity and the Exercise of Mortgage Options,” *Econometrica*, 68(2), 2000, pp.275~307.
- Dorofeenko, Victor, Gabriel Lee, and Kevin Salyer, “Risk Shocks and Housing Markets: Quantitative Analysis,” manuscript, 2011.
- Duca, John V., John Muellbauer, and Anthony Murphy, “House Prices and Credit Constraints: Making Sense of the U.S. Experience,” Working Paper, Oxford University, 2010.

- Geanakoplos, J., “Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle,” *FRBNY Economic Policy Review*, 2010.
- Gorton, G., “Securitized Banking and Run on Repo,” NBER Working Paper 15223, 2009.
- Haughwout, Andrew, Donghoon Lee, Joseph Tracy, and Wilbert van der Klaauw, “Real Estate Investors, the Leverage Cycle and the Housing Market Crisis,” Working paper, Federal Reserve Bank of New York, 2011.
- Herring, Richard J. and Susan Wachter, “Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective,” Center for Financial Institutions Working Papers 99-27, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, 1999.
- Leamer, Edward, “Housing is the Business Cycle,” proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007, pp.149~233.
- Mason, J. R. and J. Rosner, “Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions,” SSRN Working Paper, 2007; [Online] Available from: http://www.hudson.org/files/publications/Hudson_Mortgage_Paper5_3_07.pdf
- Mian, Atif R. and Amir Sufi, “House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the U.S. Household Leverage Crisis,” NBER Working Papers 15283, National Bureau of Economic Research, Inc, 2009.
- Pavlov, Andrey and Susan Wachter, “Subprime Lending and Real Estate Prices,” *Real Estate Economics*, Vol. 39(1), American Real Estate and Urban Economics Association, 2011, pp.1~17.

부록

〈부표 3-1〉 LTV·DTI 관련 부동산정책 변화

구 분	정책내용
2002년 9월 4일 「주택시장 안정대책 (금융대책 시행)」	- 9. 9부터 투기과열지구 LTV를 현행 70~80%에서 60% 이하로 운영
2002년 10월 14일 「가계대출 관련 추가대책 시행」	- 10. 16부터 LTV 60%를 전국으로 확대
2002년 11월 8일 「주택담보대출 BIS비율 위험가중치 상향 조정 등 가계대출 건전성 강화 후속조치」	- LTV 70% 상회 7개 은행에 대하여 LTV 인하 개선계획 수립 지시 * 조흥(71.4%), 우리(76%), 제일(72.4%), 부산(77.6%), 전북(74.1%), 농협(77.0%), 수협(89%)
2003년 5월 23일 「주택시장안정 종합대책」	- 투기과열지구 및 투기지역의 3년 이하 주택담보대출 취급 시 LTV 60%→50%로 하향 조정
2003년 10월	- 투기지역 만기 10년 이하 은행/보험사 주담대 LTV 상한 40%로 축소
2005년 6월 30일 「1단계 주담대 리스크관리 강화방안」	- 7. 1부터 투기지역 내 6억원 초과 아파트를 담보로 취급하는 만기 10년 초과 주택담보대출(신규 취급분)의 LTV를 현행 60%→40%로 하향 조정 - 7. 1부터 거치기간 1년 미만, 중도상환수수료가 부과된 만기 10년 초과 원리금분할상환(연도별로 균등분할상환) 주택담보대출에 대한 LTV는 현행 기준(60%)을 적용 - 7. 1부터 상호저축은행의 신규로 취급하는 투기지역 APT에 대한 LTV를 종전 70%→60%로 하향 조정
2005년 8월 30일 「2단계 주담대 리스크관리 강화방안」	- 30세 미만 미혼 차입자의 총부채상환비율(DTI) 40% 상한 설정
2006년 3월 30일 「주택담보대출 리스크관리 강화를 위한 추가조치」	- 4. 5부터 투기지역 6억원 초과 아파트 신규 구입 시 DTI 40% 상한 적용

〈부표 3-1〉의 계속

구 분	정책내용																																																																
2006년 11월 15일 「주택담보대출 리스크관리 강화대책 시행」	- 11. 20부터 은행·보험사의 담보인정비율(LTV) 예외* 적용대상 폐지(60%→40%), 비은행 금융기관: 60~70%→50%, * 거치기간 1년 미만의 중도상환수수료가 부과된 원리금분할상환방식의 대출 - 11.20부터 투기지역 6억원 초과 아파트의 신규 구입자금대출에 대해서만 적용하던 총부채상환비율(DTI) 규제를 수도권 투기과열지구까지 확대																																																																
2008년 10월 30일, 11월 3일 「56차, 57차 부동산가격안정 심의위원회 심의 결과」	- 투기지역 해제요건을 완화하고 완화된 요건에 따라 주택 및 토지 투기지역을 대폭 해제(강남 3구를 제외한 모든 주택투기지역 해제)																																																																
2009년 7월 6일 「은행 주택담보대출에 대한 리스크관리 강화 지도」	- 2009. 7. 7부터 수도권 전역에 대한 LTV 상한 50%로 차등 적용 * 1년 이내에 한국주택금융공사에 매각하거나 자체 유동화계획이 있는 고정금 리부 대출(거치기간 1년 이내, 총부채상환비율 40% 이하)을 말함. <table border="1" data-bbox="535 691 1205 970" style="margin-left: 20px;"> <thead> <tr> <th colspan="2" rowspan="2">만기</th> <th colspan="2">아파트 (주상복합 포함)</th> <th colspan="2">주택</th> </tr> <tr> <th>변경 전</th> <th>변경 후</th> <th>변경 전</th> <th>변경 후</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="2">3년 이하</td> <td>60% 이내</td> <td>50% 이내</td> <td>60% 이내</td> <td>50% 이내</td> </tr> <tr> <td colspan="2">3년 초과~10년 이하</td> <td>60% 이내</td> <td>50% 이내</td> <td>60% 이내</td> <td>좌동</td> </tr> <tr> <td rowspan="2">10년 초과</td> <td>담보가액 6억원 초과</td> <td>60% 이내</td> <td>50% 이내</td> <td>60% 이내</td> <td>좌동</td> </tr> <tr> <td>담보가액 6억원 이내</td> <td>60% 이내</td> <td>좌동</td> <td>60% 이내</td> <td>좌동</td> </tr> <tr> <td colspan="2">10년 이상 분할상환*</td> <td>70% 이내</td> <td>좌동</td> <td>70% 이내</td> <td>좌동</td> </tr> </tbody> </table>	만기		아파트 (주상복합 포함)		주택		변경 전	변경 후	변경 전	변경 후	3년 이하		60% 이내	50% 이내	60% 이내	50% 이내	3년 초과~10년 이하		60% 이내	50% 이내	60% 이내	좌동	10년 초과	담보가액 6억원 초과	60% 이내	50% 이내	60% 이내	좌동	담보가액 6억원 이내	60% 이내	좌동	60% 이내	좌동	10년 이상 분할상환*		70% 이내	좌동	70% 이내	좌동																									
만기				아파트 (주상복합 포함)		주택																																																											
		변경 전	변경 후	변경 전	변경 후																																																												
3년 이하		60% 이내	50% 이내	60% 이내	50% 이내																																																												
3년 초과~10년 이하		60% 이내	50% 이내	60% 이내	좌동																																																												
10년 초과	담보가액 6억원 초과	60% 이내	50% 이내	60% 이내	좌동																																																												
	담보가액 6억원 이내	60% 이내	좌동	60% 이내	좌동																																																												
10년 이상 분할상환*		70% 이내	좌동	70% 이내	좌동																																																												
2009년 9월 4일 「은행 주택담보대출에 대한 추가 리스크관리 강화 지도」	- 수도권 전역에 대한 DTI 상한 40% 적용(비투기권 지역으로 DTI 규제 확대) <table border="1" data-bbox="535 1041 1205 1626" style="margin-left: 20px;"> <thead> <tr> <th colspan="2" rowspan="2">구 분</th> <th colspan="3">DTI 기본 비율</th> </tr> <tr> <th>현행</th> <th colspan="2">확대 적용</th> </tr> <tr> <th rowspan="2">담보가치</th> <th rowspan="2">대출금액</th> <th rowspan="2">투기지역</th> <th>서울 (투기지역 제외)</th> <th>인천 경기</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="2">6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 이내)</td> <td>5천만원 초과</td> <td>40%</td> <td>50%</td> <td>60%</td> </tr> <tr> <td>5천만원 이하</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td rowspan="3">6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 경과)</td> <td>1억원 초과</td> <td>40%</td> <td rowspan="2">50%</td> <td rowspan="2">60%</td> </tr> <tr> <td>5천만원 초과 1억원 이하</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>5천만원 이하</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td rowspan="3">3억원 초과 6억원 이하</td> <td>1억원 초과</td> <td>40%</td> <td rowspan="2">50%</td> <td rowspan="2">60%</td> </tr> <tr> <td>5천만원 초과 1억원 이하</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>5천만원 이하</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td rowspan="5">3억원 이하</td> <td rowspan="3">국민주택 규모 초과</td> <td>1억원 초과</td> <td rowspan="2">50%</td> <td rowspan="2">60%</td> </tr> <tr> <td>5천만원 초과 1억원 이하</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>5천만원 이하</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td rowspan="2">국민주택 규모 이내</td> <td>5천만원 초과</td> <td>50%</td> <td>50%</td> <td>60%</td> </tr> <tr> <td>5천만원 이하</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table>	구 분		DTI 기본 비율			현행	확대 적용		담보가치	대출금액	투기지역	서울 (투기지역 제외)	인천 경기	6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 이내)	5천만원 초과	40%	50%	60%	5천만원 이하	-	-	-	6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 경과)	1억원 초과	40%	50%	60%	5천만원 초과 1억원 이하	50%	5천만원 이하	-	-	-	3억원 초과 6억원 이하	1억원 초과	40%	50%	60%	5천만원 초과 1억원 이하	50%	5천만원 이하	-	-	-	3억원 이하	국민주택 규모 초과	1억원 초과	50%	60%	5천만원 초과 1억원 이하	50%	5천만원 이하	-	-	-	국민주택 규모 이내	5천만원 초과	50%	50%	60%	5천만원 이하	-	-	-
구 분				DTI 기본 비율																																																													
		현행	확대 적용																																																														
담보가치	대출금액	투기지역	서울 (투기지역 제외)	인천 경기																																																													
			6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 이내)	5천만원 초과	40%	50%	60%																																																										
5천만원 이하	-	-		-																																																													
6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 경과)	1억원 초과	40%	50%	60%																																																													
	5천만원 초과 1억원 이하	50%																																																															
	5천만원 이하	-	-	-																																																													
3억원 초과 6억원 이하	1억원 초과	40%	50%	60%																																																													
	5천만원 초과 1억원 이하	50%																																																															
	5천만원 이하	-	-	-																																																													
3억원 이하	국민주택 규모 초과	1억원 초과	50%	60%																																																													
		5천만원 초과 1억원 이하			50%																																																												
		5천만원 이하	-	-	-																																																												
	국민주택 규모 이내	5천만원 초과	50%	50%	60%																																																												
		5천만원 이하	-	-	-																																																												

<부표 3-1>의 계속

구 분		정책내용				
		- 10월 12일부터 제2금융권까지 수도권 비투자지역에 DTI 확대				
		보험사		DTI 기본 비율		DTI 가산 및 감면
담보가치	대출금액	현행 ¹⁾ 투자 지역	확대 적용 ²⁾ 서울 (투자지역 제외) 인천 경기			
6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 이내)	5천만원 초과	40%	50%	60%	없음	
	5천만원 이하	-	-	-		
6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 경과)	1억원 초과	40%	50%	60%	<ul style="list-style-type: none"> 고정금리 (+5%p) 분할상환 (+5%p) 신용등급 (+5%p 또는 -5%p) 신고소득 (-5%p) 	
	5천만원 초과	50%				
	1억원 이하	-	-	-		
3억원 초과 6억원 이하	1억원 초과	40%	50%	60%		
	5천만원 초과	50%				
	1억원 이하	-	-	-		
3억원 이하	국민주택 규모 초과	1억원 초과	40%	50%	60%	
		5천만원 초과	50%			
	국민주택 규모 이내	1억원 이하	-	-	-	
		5천만원 이하	-	-	-	
		상호금융사·저축은행·여전사		DTI 기본 비율		DTI 가산 및 감면
담보가치	대출금액	현행 ¹⁾ 투자 지역	확대 적용 ²⁾ 서울 (투자지역 제외) 인천 경기			
6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 이내)	5천만원 초과	40%	50%	60%	없음	
	5천만원 이하	-	-	-		
6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 경과)	1억원 초과	40%	50%	60%	<ul style="list-style-type: none"> 고정금리 (+5%p) 분할상환 (+5%p) 신용등급 (+5%p 또는 -5%p) 신고소득 (-5%p) 	
	5천만원 초과	50%				
	1억원 이하	-	-	-		
3억원 초과 6억원 이하	1억원 초과	40%	50%	60%		
	5천만원 초과	50%				
	5천만원 이하	-	-	-		
3억원 이하	국민주택 규모 초과	1억원 초과	45%	55%	65%	
		5천만원 초과	55%			
	국민주택 규모 이내	1억원 이하	-	-	-	
		5천만원 이하	-	-	-	
		상호금융사·저축은행·여전사		DTI 기본 비율		DTI 가산 및 감면
담보가치	대출금액	현행 ¹⁾ 투자 지역	확대 적용 ²⁾ 서울 (투자지역 제외) 인천 경기			
6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 이내)	5천만원 초과	40%	50%	60%	없음	
	5천만원 이하	-	-	-		
6억원 초과 (소유권 취득일로부터 3개월 경과)	1억원 초과	40%	50%	60%	<ul style="list-style-type: none"> 고정금리 (+5%p) 분할상환 (+5%p) 신용등급 (+5%p 또는 -5%p) 신고소득 (-5%p) 	
	5천만원 초과	50%				
	1억원 이하	-	-	-		
3억원 초과 6억원 이하	1억원 초과	40%	50%	60%		
	5천만원 초과	50%				
	5천만원 이하	-	-	-		
3억원 이하	국민주택 규모 초과	1억원 초과	45%	55%	65%	
		5천만원 초과	55%			
	국민주택 규모 이내	1억원 이하	-	-	-	
		5천만원 이하	-	-	-	

2009년 10월 8일
「비은행권 주택담보대출에 대한 리스크 관리 강화 지도」

1) 감독규정(6억원 초과, 소유권 취득일로부터 3개월 이내 대출) 및 금융회사 내규(기타 대출)
2) DTI 최고한도비율은 서울 60% 이내, 인천·경기 70% 이내로 제한(현재 투자지역은 60% 이내)

1) 감독규정(6억원 초과, 소유권 취득일로부터 3개월 이내 대출) 및 금융회사 내규(기타 대출)
2) DTI 최고한도는 3억원 초과 아파트: 서울 60% 이내, 인천·경기 70% 이내(현재 투자지역은 60% 이내) / 3억원 이하 아파트: 서울 70% 이내, 인천·경기 75% 이내(현재 투자지역은 70% 이내)

〈부표 3-1〉의 계속

구 분	정책내용
2009년 10월 8일 「비은행권 주택담보대출에 대한 리스크 관리 강화 지도」	- 보험사: 만기 10년 이하 또는 만기 10년 초과 · 담보가액 6억원 초과 아파트 (만기 3년 이하 아파트 이외 주택 포함)에 대해 현행 60% 이내인 담보인정 비율(LTV)을 50% 이내로 강화 - 상호금융사 · 저축은행 · 여전사: 아파트에 대해 현행 70% 이내인 담보인정 비율(LTV)을 60% 이내로 강화하고 여전사에 대해서도 LTV 적용
2010년 4월 23일 「주택 미분양 해소 및 거래 활성화 방안」	- 비강남권 DTI 규제완화(50%로 적용)
2010년 8월 29일 「실수요 주택거래 정상화와 서민 주거안정 지원방안」	- 2011년 3월까지 무주택, 1주택자 DTI 규제 한시적 해제, 단 강남 3구(강남, 서초, 송파)는 적용 제외
2011년 3월 22일 「주택거래 활성화 기초 유지를 위한 금융부문 대응방안」	- 4월부터 DTI 적용비율: 투기지역 40%, 투기지역 외 서울 50%, 인천 · 경기 60% - DTI 가산항목(고정금리, 분할상환 등)에 비거치식을 추가하여 비거치식 고정금리 · 분할상환 대출에 대해서는 최대 15%p 한도 내에서 DTI 비율을 확대 적용 * 가산항목 반영 시 DTI 최고한도는 서울 65%, 인천 · 경기는 75%까지 확대
2011년 6월 29일 「가계부채 연착륙 종합대책」	- 고위험 대출 및 편중 대출에 대한 BIS 위험가중치 상향 적용 - 여전사 레버리지 규제 도입
2011년 12월 7일 「시장과열 시 도입된 과도한 규제완화, 서민 주거지원 강화」	- 강남 3구(강남, 서초, 송파)의 투기과열지구 해제(현재 투기과열지구로 지정된 지역 없음)

제4장

주택대출시장 및 MBS시장

고 성 수 (건국대학교)

제1절 서론

우리나라의 주택금융제도는 크게 주택대출시장과 주택저당채권 유통화시장으로 구성되어 있다. 일반적으로 주택구입자가 구입자금을 금융기관으로부터 융통하는 주택대출시장을 제1차 시장(Primary Market)이라 하고, 주택담보대출을 근거로 증권화 상품을 만드는 주택저당채권 유통화시장을 제2차 시장(Secondary Market)이라 한다. 주택대출시장은 은행 등 금융회사가 제공하는 주택담보대출 및 주택자금대출, 국민주택기금대출, 그리고 주택금융공사의 모기지론으로 구성되어 있다. 주택저당채권 유통화시장(일명 MBS 시장)은 주택금융 대출금융회사가 보유하고 있는 주택대출을 직접 유통화하거나 유통화 전문기관인 주택금융공사(KHFC)에 매각하여 증권화함으로써 형성되는 시장을 말한다.

제1차 시장인 주택대출시장은 크게 일반 금융회사가 제공하고 있는 주택담보대출 및 주택자금대출과 공적 목적으로 제한된 대상에게 공급되는 국민주택기금대출과 주택금융공사 모기지론이 있다. 주택담보대출과 주택자금대출은 금융회사의 자체 자금을 이용하여 주택을 담보로 자금을 차입해주는 상품이다. 주택자금대출은 자금의 사용목적은 주택취득 및 전세자금 등으로 한정하는 경우에 해당되며, 금융회사의 입장에서는 주택자금대출로 분류되는 경우 주택금융신용보증기금 및 국민주택기금 등의 관련 공적기금에 출연하는 기준으로 작용하게 된다. 주택담보대출과 주택자금대출은 시중은행을 비롯하여 상호저축은행, 새마을금고, 상호금융회사, 생명보험사 등 비은행 금융회사를 통해 제공되며 대출의 형태는 변동금리, 고정금리, 단기 일시상환방식, 장기 분할상환방식 등

〈표 4-1〉 국내 주택금융 현황

(단위: 조원)

국민주택기금	주택금융공사 모기지론	민간주택대출 (은행)	민간주택대출 (비은행)
10.9	19.5	310.5	84.3
		394.7	

주: 개인 주택취득 및 전세자금 대출잔액(건설회사 등에 대한 대출 제외).
 자료: 한국은행 보도자료; 주택금융공사 주택금융월보.

다양하게 구성되어 있다.

국민주택기금대출은 국민주택채권의 발행, 정부의 출연금 등으로 조성된 재원을 이용하여 국민주택규모(전용면적 85㎡) 이하 주택의 취득 및 전세자금을 지원하고 있다. 과거 정책목표에 따라 특정 금융회사를 통해 운용되던 국민주택기금은 현재 국민은행, 우리은행, 농협중앙회 등 세 금융회사에 운용이 위탁되어 있으며 향후 시중은행에 전면적으로 개방될 계획에 있다. 국민주택기금대출은 지원사업별로 차별화된 조건을 제시하고 있으나 주택취득자금은 주로 고정금리로 20년 이상 장기 분할상환하는 방식이며 전세자금의 경우 고정금리로 2년 이내 일시상환하는 방식으로 대출되고 있다.

한국주택금융공사(KHFC)가 공급하는 모기지론(보금자리론)은 자본시장에 대출채권을 유통화하여 자금을 조달하고 있으며 주택금융공사의 경우 대출기능이 없음에 따라 국민은행, 하나은행, 삼성생명 등 19개 금융회사를 통해 공급되고 있다. 주택금융공사의 보급자리론은 기본적으로 유통화를 통해 재원이 조달되는 관계로 주로 증권화에 유리한 장기 고정금리 원리금분할상환형으로 공급되고 있다.

2012년 4월 말 현재 잔액기준으로 국내 주택대출의 총액은 425.1조원으로 은행 등 민간 금융회사가 제공한 주택대출이 394.7조원으로 전체의 92.8%를 차지하고 있으며 국민주택기금대출이 10.9조원, 한국주택금융공사의 모기지론이 19.5조원으로 나머지를 구성하고 있다. 민간 주택대출에서 은행권이 310.5조원으로 78.7%를 차지하고 있어 전체 주택대출 공급의 70% 이상을 시중은행에서 취급하고 있는 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 현상은 국내 금융시장의 은행권 의존도를 반영하는 것으로 국가별로 금융환경에 따라 상이한 구성을 보일 수도 있지만 은행권에 집중된 자금공급체계는 안정적인 주택자금 공급이라는 차원에서 보다 다변화될 필요가 있다.

이와 같은 1차 시장의 규모와 비교할 때 한국주택금융공사를 통한 주택저당채권 유통화시장은 아직까지 발달 정도가 저조한 것으로 나타나고 있다. 전체 시장의 주택대출이

400조원을 넘어서고 있는 현재 제2차 시장의 경우 24.4조원으로 전체의 5% 내외에 그치고 있다.

미국 등 유동화시장이 발달한 국가의 경우 전체 물량의 절반 정도가 유동화를 통해 자금을 조달하고 있는 것과 비교할 때, 국내 모기지시장의 유동화는 아직까지 발전의 초보단계에 있는 것으로 판단된다.

본 장에서는 국내 주택금융시장에서의 주택담보대출을 살펴보고 있다. 국민주택기금을 이용한 주택담보대출은 국민주택기금과 관련한 별도의 장에서 다루고 있으며 모기지 유동화 또한 별도의 장으로 분리하였음에 따라 본 장에서는 민간 대출시장의 모기지에 한정하여 논의하기로 한다.

제2절 주택담보대출시장의 현황

전통적으로 우리나라의 주택금융시장은 국민주택자금 및 주택금융신용보증기금으로 이루어지는 공공 주택금융시장과 시중은행, 보험사 등으로 구성되는 민간 주택금융시장으로 구분되어 왔다. 한국주택은행이 민영화되어 국민은행과 통합되기 이전까지 주택금융시장의 80% 이상이 공공부문에 의해 점유되어 왔던 만큼 주택금융시장의 발전단계나 성숙도는 선진국에 비해 아주 낮은 형편이다.

우리나라의 명목 GDP 대비 주택대출 비율은 미국(75%), 영국(83%) 등보다는 낮은 수준에 머물고 있다. 2010년 말 기준 1인당 대출규모(749만원)도 미국(4,815만원), 영국(3,800만원), 독일(2,369만원) 등 주요국의 2008년 말 기준치보다 낮은 수준이다(표 4-2 참조).

시중은행 등 민간 금융회사를 통한 주택담보대출은 1998년 외환위기 이후 신용위험 관리의 중요성이 강조되면서 은행을 비롯한 금융회사들이 상대적으로 부실대출 위험이

〈표 4-2〉 주요 국가의 주택대출 규모 비교

	한국	미국	영국	독일
GDP 대비(%)	32	75	83	64
대출잔액(조원)	353	14,280	2,280	1,955
1인당 대출(만원)	749	4,815	3,800	2,369

주: 한국은 2010년 말, 여타 국가는 2008년 말 기준.
자료: 각국 주요은행.

〈표 4-3〉 은행의 가계대출 중 주택담보대출

(단위: 조원, %)

	2006. 12	2007. 12	2008. 12	2009. 12	2010. 12	2011. 12	2012. 04
가계대출	346.2	363.7	388.6	409.5	431.5	455.9	464.6
주택담보대출	217.0	211.6	239.7	264.2	284.5	306.1	308.0
주택담보대출 비중(%)	62.7	58.2	61.7	64.5	65.9	67.1	66.3

주: 1) 은행에는 일반은행(시중은행, 지방은행), 특수은행과 외국은행 국내 지점을 포함함.
 2) 가계대출에는 은행계정과 신탁계정의 가계에 대한 대출을 포함함.
 3) 주택담보대출액은 은행계정의 가계일반자금 대출금 중 주택담보대출 및 주택자금대출의 합계임.
 자료: 한국은행, 「조사통계월보」.

작은 주택담보대출의 영업을 크게 강화하고, 더욱이 저금리 현상에 주로 기인한 개인들의 주택대출 수요가 크게 늘면서 주택금융대출 잔액의 비중이 빠른 속도로 증가하였다.

은행권의 주택담보대출을 비롯한 민간 주택대출은 개발경제로 구분되던 기간, 외환위기 이전까지 거의 전무한 수준이었으나 외환위기 이후인 2000년대 들어 시장규모가 급격한 성장세를 나타내고 있다. 이러한 빠른 성장의 배경에는 다음과 같은 요인들이 작용하였던 것으로 추정된다. 첫째, 주택금융시장의 규모가 크게 확대된 것은 외환위기 이후 종래의 정부 주도에 의한 신용배분구조가 금융기관의 자율적 기능, 즉 시장기능에 의한 배분구조로 전환된 것으로부터 출발한다. 자금을 운용하는 금융기관의 입장에서 기업대출 중심으로 운영하는 것은 대손위험이 훨씬 크다는 것이 외환위기로 입증되었고, 따라서 상업은행들은 기업대출의 대출비중을 줄여 왔으며 그 대신 가계대출의 노출 비중을 높이고 그중에서도 대손위험의 위험도가 상대적으로 낮은 주택담보대출에 경쟁적으로 자산운용을 확대하였다. 한편, 금융산업의 구조조정과 함께 진행된 기업 구조조정에서 기업들의 차입비율 축소 및 직접시장의 활용도 제고 또한 은행의 운용처를 제한하게 한 요인이 되었다. 이와 함께 2000년 초부터 활황을 보인 주택시장의 움직임 또한 금융회사의 주택담보대출 확대의 주요한 요인으로 작용하였던 것으로 판단된다.

결과적으로 외환위기를 겪으며 은행의 가계부문 대출은 주택담보대출을 중심으로 크게 증가하기 시작하였고, 이러한 추세는 〈표 4-3〉을 통해서 확인할 수 있다. 가계대출은 총액 기준으로 1999~2003년 기간 중 연평균 20.5%가 넘는 성장세를 보였고, 그중에서도 은행부문만을 별도로 보면 동 기간 중 연평균 36.8%라는 초고속 성장을 한 것으로 나타났다. 특히 은행권의 가계대출이 타 금융회사에 비해 현저하게 빠른 속도로 증가하게 된 것은 은행들이 이 기간 중에 경쟁적으로 주택담보대출을 확대한 데 기인하고

〈표 4-4〉 금융권 주택담보대출 잔액 추이

(단위: 조원)

구 분	2009년 말	2010년 말	2011년 말	2012년 04월
은 행	259.9	280	303.6	308.0
비 은 행	64.6	73.0	83.1	84.2
계	324.5	353.0	386.7	392.2

주: 주택담보대출, 주택자금대출 및 주택 관련 집단대출 중 주택담보부분을 포함.
 자료: 금융감독원(www.fss.or.kr).

있다. 아울러 판매신용까지 포함한 가계신용 총계의 1999~2003년 기간 평균증가율은 19.5%로 가계대출 증가율을 밑돌고 있어 은행들이 외환위기 이후 얼마나 경쟁적으로 가계대출에 주력했는지를 알 수 있다. 가계대출의 증가세는 2003년 이후 신용카드대란의 영향으로 축소되었으며 이후 다소 회복세를 보이다가 2007년 들어 정부의 강력한 주택정책 영향으로 다시 위축되는 모습을 보이고 있다.

2000년 이후 은행대출의 가장 두드러진 특징은 가계부문이 크게 신장한 가운데 주택금융 비중이 크게 높아진 점이다. 지난 2012년 4월 말 현재 가계대출 464.6조원 중에서 308조원의 대출이 주택담보대출로 전체의 66.3%를 차지하고 있다. 이처럼 가계신용, 그 중에서도 특히 주택담보대출의 비중이 크게 늘어난 것은 개인에 대한 신용관리체계가 확립되어 있지 않은 상황에서 은행이 취할 수 있는 전략은 담보를 최대한 확보해 두는 것이며, 가계의 입장에서 담보 제공에 가장 유리한 자산이 주택이나 토지 등의 부동산이었기 때문이다.

주택담보대출의 증가세는 은행권에 한정된 것이 아니며 외환위기 이후 풍부한 유동성을 배경으로 제2금융권 및 보험회사를 포함하여 전 금융권에 확산되어 2012년 4월 말 기준으로 392.2조원에 달하였다. 제2금융권 금융회사들은 아직까지 은행권의 대출 규모 및 증가세에 못 미치지만, 지역밀착형 비즈니스를 수행하는 금융회사들로서 선진국에서와 같이 동 부문의 영업 확대에 유리한 입장에 있다. 2012년 4월 말 기준으로 금융권 전체 주택담보대출 잔액은 392.2조원으로 은행 308조원(78.5%), 비은행 84.2조원(21.5%)으로 구성되고 있다.

제3절 한국주택금융공사의 보금자리론

국내 금융시장에 주택금융의 비중이 증가함에 따라 건전한 선진국형 주택금융구조로 전환하기 위해 2004년 정부는 한국주택금융공사를 설립하였다. 외환위기 이후 급증한 주택대출은 기존의 일반 기업대출과 유사한 조건으로 선진국형 장기 모기지과 비교할 때 상대적으로 불안정한 구조를 지닌 단기 변동금리부 원금일시상환형이 중심이 되었다. 유동화에 유리한 장기 고정금리 모기지 상품을 제공하는 주택금융공사는 모기지 유동화를 통해 조성된 저렴한 자금을 이용하여 서민들에게 장기 모기지 상품을 제공함으로써 주거복지를 향상시키고 금융시장 및 주택시장의 건전한 발달을 도모하기 위하여 미국의 Fannie Mae를 모델로 설립되었다. 이로써 주택금융시장의 규모가 확대되고 주택금융시장이 과거의 공급자 우위의 시장구조에서 탈피하여 수요자 중심의 시장으로 재편됨에 따라 국내 주택금융시장에서도 장기 모기지 발행을 통한 선진국형 주택금융이 자리 잡을 수 있게 되었다.

주택금융공사의 설립으로 주택금융 수요자에게는 차환 위주의 단기 대출에서 발생하는 일시상환의 위험에서 벗어나 장기 대출의 기회를 저리로 제공하고, 주택자금을 공급하는 금융회사에게는 장기 대출이 안고 있는 유동성비율 규제와 BIS 자기자본비율 규제상의 문제점을 해결하는 동시에 장기 대출에서 발생하는 자금운용의 어려움을 해소할 수 있게 되었다. 이를 통해 조성된 MBS에 투자하는 투자자에게는 주식이나 채권 등 기존의 금융자산과는 상이한 위험구조를 가진 독특하고 새로운 금융자산을 추가적으로 제공하여 투자의 기회를 확대시키고 위험관리를 용이하게 하는 혜택을 제공하는 한편, 국가 경제 전체로도 미성숙한 장기 국채시장을 대신하여 장기적으로 장기 채권시장의 정착을 선도할 수 있는 계기를 제공할 수 있을 것으로 기대되었다.

장기 모기지에 대한 소비자들의 인식 부족 및 장기 금융시장의 미발달, 설립 후 지속된 정부의 주택 관련 규제 등 부정적인 환경에도 불구하고 한국주택금융공사에 의한

1 한국주택금융공사는 기존의 주택금융신용보증기금과 KoMoCo(Korea Mortgage Corporation)를 합병하는 방식으로 설립되었다. KoMoCo는 주택자금의 장기적·안정적 공급으로 주택금융 기반을 확충하기 위해 제정된 「주택저당채권 유동화회사법」에 의해 1999년 9월 설립되어 금융회사로부터 주택저당대출채권을 양도받아 이를 기초로 주택저당증권(MBS) 등을 발행하여 투자자에게 매각하는 역할을 수행하였다. 그러나 당시 국내 주택금융시장에 유동화가 가능한 장기 채권은 국민주택기금채권 외에는 없었던 관계로 기초자산이 소진함에 따라 안정적인 유동화 업무의 수행이 어려워진 상황에서 한국주택금융공사로 합병되었다. 한국주택금융공사는 장기 모기지를 공급하고 이를 유동화하고 있어 기존 주택담보대출을 유동화하던 KoMoCo와는 다른 영업기반을 지니고 있다.

〈표 4-5〉 보금자리론(모기지론) 판매실적

(단위: 억원)

	2009	2010	2011	2012. 3	누 계
기표 금액	59,429	58,479	91,515	19,848	399,670
누적 잔액	130,511	160,104	194,515	199,456	199,456

주: 1) 기표금액: 모기지론 판매기관에서 실제 판매한 자료를 집계한 수치임.
 2) 누적잔액: MBS발행 기초자산과 매입보유자산의 잔액 합계임.
 자료: 한국주택금융공사, 「주택금융월보」, 2012년 4월호.

〈표 4-6〉 모기지론 LTV 분포

(단위: 억원, %)

LTV	금 액	비 중
65% 초과	31,782	36.7%
60% 초과~65% 이하	3,937	4.5%
55% 초과~60% 이하	25,759	29.5%
50% 초과~55% 이하	6,225	7.1%
45% 초과~50% 이하	5,335	6.1%
40% 초과~45% 이하	4,172	4.8%
35% 초과~40% 이하	3,339	3.8%
35% 이하	6,856	7.8%
합 계	87,405	100%

자료: 한국주택금융공사(www.khfc.co.kr).

장기 모기지론의 공급 규모는 2012년 3월 말 현재 누적잔액이 19.9조원에 도달하는 성과를 나타내고 있어 원만히 정착되고 있는 것으로 평가된다(표 4-5 참조). 이와 같은 성과는 장기 주택자금대출에 대한 납입자의 소득공제폭 확대, LTV 제한의 완화, 모기지·MBS 스왑(swap) 등 다양한 유인이 제공된 데 일부 기인하고 있는 것으로 보인다.

주택금융공사의 모기지를 이용하는 소비자 성향을 분석하기 위해 대출조건을 보면 우선 50% 초과 70% 이하의 LTV 점유 비중이 77.8%로 압도적으로 높게 나타나, 기존의 주택담보대출보다 높은 LTV가 장기 모기지를 선호하는 가장 중요한 요인으로 추정된다. 대출기간은 20년 만기 이상을 선택한 경우가 75.7%로 압도적이었고 상당수 대출자들은 원리금 균등분할상환방식을 선호하는 것으로 나타나 모기지론이 장기 주택금융대출상품의 표준화에 기여하고 있는 것으로 보인다(표 4-6 참조).

이 같은 대출 특성을 살펴본 결과, 한국주택금융공사에 의한 장기 모기지론은 기존의

시중은행 주택자금대출과는 다른 특성을 갖고 있는 것으로 추정된다. 우선 모기지론의 도입으로 주택자금대출의 대출기간이 장기화되고 있으며 또한 대출이 장기로 이루어지면서도 대출금리는 기존의 장기 대출금리보다 오히려 낮아져 장·단기 주택대출상품 간 이자율 스프레드가 줄어들고 있는 것으로 나타났다. LTV는 50% 이상으로 높아져 주택 구입자의 자금부담 해소에 실질적인 도움을 주는 방향으로 주택대출시장이 변화하였고, DTI 한도를 설정함으로써 모기지론의 대손위험을 최소화시키는 장치를 마련하는 등 주택금융제도의 선진화에 본연의 역할을 수행하고 있는 것으로 보인다.

제4절 국내 주택담보대출의 특징

선진국의 경험과 비교할 때 국내 금융회사의 주택담보대출 비중의 확대는 그리 과도한 수준은 아니다. 그러나 단기간에 급속히 확대된 주택담보대출의 경우 증가속도가 문제될 수 있으며, 적절한 하부구조가 준비되지 못한 상황에서의 확대는 자산의 질적 저하 및 대출상품의 구조에서 발생하는 문제가 발생할 수 있어 주택담보대출에 대한 감독 당국의 우려가 높아지고 있다.

〈표 4-7〉에서 보는 바와 같이 2011년 말 기준으로 미국 상업은행들의 경우 전체 대출금액의 55% 이상을 부동산담보대출에 운용하고 있다. 이 중 상업용 부동산 모기지가 20% 수준으로 추정되고 있어 전체 대출의 50% 가까이가 주택담보대출인 주거용 모기지에 운용되고 있는 것으로 추정된다. 이에 비해 국내 일반은행의 주택담보대출은 전체 대출의 30%를 상회하는 정도로 전체 자산운용에 대한 비중만으로 볼 때 그리 큰 규모는 아니다.²

미국 등 선진국의 모기지사장은 오랜 경험 및 정부의 지속적인 지원, 금융시장의 발달 등을 배경으로 국내 금융회사들의 주택담보대출과는 성격이 다른 장기 모기지를 주요 상품으로 구성하고 있다. 장기 모기지 상품의 기본구조는 30년에 달하는 장기 만기 구조와 원리금 분할상환, 고정금리 등을 특징으로 하고 있다. 이에 비해 초기에 국내 금융회사들의 주택담보대출은 평균 3년 만기의 단기 대출로 변동금리, 만기 시 원금 일시

2 국내 금융시장에서 은행권에 대한 의존도를 감안할 때 직접시장이 발달한 미국의 경우와 국내의 경우를 맞비교하기는 어려운 것으로 판단된다. 외환위기 이후 기업들의 은행권 의존도가 크게 감소하였으나 대기업을 제외하고는 아직까지 중소기업 자금원의 주요 부분을 은행권이 담당하고 있는 것으로 보임에 따라 자금운용처가 상대적으로 제한되는 미국의 상업은행과는 상황이 다소 다른 것으로 판단된다.

〈표 4-7〉 미국 상업은행들의 주요 재무제표

(단위: 100억달러)

	2011년 4/4분기 말	2011년 3/4분기 말
총대출	7,465,728	7,335,621
부동산담보대출	4,127,600 (55.3%)	4,113,905 (56.1%)
상공업 대출	1,346,038 (18.0%)	1,283,253 (17.5%)
가계대출	1,877,967 (25.2%)	1,852,005 (25.2%)
기 타	322,167 (4.3%)	305,723 (4.2%)
총자산	13,883,363	13,807,302

주: () 안은 총대출 대비 비중임.
 자료: FDIC, Quarterly Banking Profile(2012).

상환하는 일반 대출과 같은 구조를 갖고 있었다. 이와 같은 상품 간 차이는 주택을 담보로 하고 있다는 점에서만 유사점이 있지 실제로 관련 위험의 종류 및 위험의 분산, 현금흐름 구조 등을 감안할 때 상품으로서는 크게 상이한 상품으로 이해될 수 있다.

물론 이와 같은 상품구조하에서 금융회사의 대출심사 또한 선진국의 체계화된 심사기준과는 크게 차이가 있다. 기본적으로 선진국의 장기 모기지는 주택을 구입하고자 하는 사람들이 장기로 거액을 대출하여 차입자의 월급 등 소득을 상환재원으로 하여 꾸준히 원금을 분할상환하는 대출이다. 따라서 대출심사에 있어 무엇보다 중요한 항목은 차입자의 소득이 향후 대출금의 원금과 이자를 상환하는 데에 충분한지를 측정하는 소득 대비 상환액(Payment To Income ratio: PTI)³의 규모이다. 동 심사요소는 전 세계적으로 가계대출이 확대되는 가운데 주택금융 관련 정부규제가 확대되면서 소득 대비 부채비율(Debt To Income ratio: DTI)⁴이 강조되기 시작하였다.

이에 비해 단기 대출인 만큼 만기 시 채권확보를 목적으로 담보비율(Loan To Value: LTV)에 대한 심사는 상대적으로 강조되어 왔으며, 금융감독기관 또한 동 비율을 이용하여 대출총액을 조절하는 수단으로 활용하여 왔다. 그러나 선진국의 경우 LTV는 대출금액의 크기를 결정하는 수단으로 이용할 뿐 실제로 낮은 부도율을 감안할 때 대출심사의 주요 항목으로 역할을 수행하지 못하고 있다. 특히 다양한 정부지원 및 민간 모기지보험회사의 활용으로 미국 등 선진국에서는 LTV가 95% 이상으로 확대되기까지 하는 등 대출심사에서 역할이 제한적인 항목으로 이해되고 있다. 아울러 주택금융의 확대가 주

3 국내의 경우 DTI 1로 분류된다.

4 국내의 경우 DTI 2로 분류된다.

거복지를 신장하는 데 주요한 역할을 수행한다는 기본 원리에 입각하여 우리나라와는 달리 대부분의 선진국에서는 동 비율의 확대를 주거복지 차원에서 적극적으로 활용하는 사례가 많은 실정이다.

정부 주도의 모기지 유통화기관이 발달한 미국 등에서는 차입자의 금리위험을 낮추기 위해 고정금리 모기지를 적극적으로 활용하고 있다. 전술한 바와 같이 선진국의 모기지는 30년 동안 안정적으로 차입자가 수입의 일부를 상환재원으로 활용하여 주택을 마련하고 있기 때문에 금리변동에 따른 상환금의 변동성이 국민들의 가처분소득을 변화시키는 위험을 금융권에서 분담하는 고정금리체제를 선호해 왔다.

미국 등 선진국 주택금융시장에서 장기 고정금리 모기지제도를 도입하게 된 배경에는 1930년대 미국 대공황의 경험이 크게 작용하였다. 잘 알려진 바와 같이 미국의 경우에도 대공황 이전까지 주택금융은 국내 현행 제도와 유사하게 단기 원금일시상환형 주택담보대출이 주를 이루었다. 물론 당시의 LTV 또한 국내 기존 주택담보대출과 유사하게 50% 내외로 상대적으로 안정적인 담보대출상품으로 시중은행들의 주요 자산운용수단으로 활용되었다. 그러나 대공황의 발발과 함께 차입자들의 소득이 급격히 축소되자 부도율이 급격히 높아지고 이와 함께 시작된 담보인 부동산가격의 하락으로 소형 금융회사를 중심으로 부실채권이 급증함에 따라 금융위기로 발전하였다. 이와 같이 금융불안이 지속됨에 따라 대공황을 극복한 후 미국정부는 연방주택청(Federal Housing Administration)을 설립하여 주택금융제도를 현재와 유사한 장기 고정금리 원리금분할 상환형 모기지로 전환을 유도함으로써 대공황 이후 상황이 어려워진 서민들의 주택마련을 돕고자 하였다.

국내 은행권 주택담보대출의 담보인정비율(LTV)은 지난 2004년 말 56.4%에서 2007년 말 47.9%까지 하락하였으나, 최근 2011년 말 51.9%로 다시 상승하였다. 이는 주택가격 안정화를 목적으로 한 정부의 담보규제 및 이에 따른 주택수요의 감소 등이 원인으로 작용하고 있는 것으로 추정된다. 침체된 부동산시장에도 불구하고 최근 담보인정비율이 일부 상승한 것은 주택구입 목적 이외에 소득감소에 따른 가계자금 수요 등이 작용한 것으로 추정된다. 이와 같은 국내 주택대출의 담보비율은 선진국과 비교할 때 상대적으로 크게 낮은 것으로 미국 등 선진국의 전통적인 모기지의 경우 통상적으로 80%대의 모기지가 제공되고 모기지보험을 추가하는 경우 95% 수준까지 대출이 가능하다. 일반적으로 국민들의 주거복지는 주택금융의 비중이 높아지면 비례적으로 개선되는 것으로 알려져 있다. 이와 같은 점을 감안할 때 선진국 수준으로 LTV를 확대하는 것이

〈표 4-8〉 은행권 주택담보대출 LTV 추이

	2008년 말	2009년 말	2010년 말	2011년 말
LTV	45.7	48.9	51.8	51.9%

자료: 금융감독원(2012).

〈표 4-9〉 해외 주요 국가의 PIR

	미국	일본	영국	프랑스
PIR	4.8	5.9	3.75	5.12

주: 미국 2007년, 일본 2006년, 영국 2002년, 프랑스 1999년.
 자료: 2007년도 주택금융수요실태조사, 국민은행 재인용.

주거복지에 긍정적인 효과를 거둘 것으로 기대된다.

이와 같은 주택금융의 필요성은 주택가격이 국민소득에 비해 높기 때문에 더욱 강조될 수 있는데 국민은행의 주택금융수요실태조사를 통해서 볼 때, 2007년 설문 결과 연소득 대비 평균 구입주택 가격비(Price Income Ratio: PIR)는 최근 3년간 주택구입 가구를 기준으로 약 6.1배로 나타나 해외 주요 국가들과 비교할 때 상대적으로 높은 수준임을 알 수 있다. 〈표 4-9〉에서와 같이 미국과 영국의 경우 PIR이 우리나라보다 현저히 낮고 일본과 프랑스의 경우에도 다소 낮은 것으로 나타나고 있다. 이러한 현실을 감안할 때 주택금융의 확대는 우리나라와 같이 PIR이 높게 나타나고 있는 환경에서는 더욱 중요한 정책과제라 할 수 있다.

한편, 국내 금융정책 당국에서는 선진국에 비해 낮은 담보비율이 최근 진행되고 있는 서브프라임 사태 등 자산버블 붕괴현상에 대해 상대적으로 안정적인 시장환경을 조성해 주고 있는 것으로 판단하고 있다. 그러나 이와 같은 추정은 가격의 하락이 한정적인 경우에만 가능한 것으로 전 세계적인 금융위기의 진행 정도에 따라 시장에 미치는 영향이 다르게 나타날 수도 있다. 예컨대 미국 대공황 때에도 당시 평균 LTV가 50% 수준이었음에도 금융위기로 발전한 경험이 있음을 상기할 필요가 있다. 국내 은행권의 가계대출 및 주택담보대출 연체율은 아직까지 1% 초·중반대의 낮은 수준을 꾸준히 지속하고 있다. 이는 중소기업대출이 2% 초반대인 점을 감안할 때 상대적으로 낮은 수준이다. 이와 같이 주택담보대출의 낮은 연체율은 세계적으로 유사하여 미국의 경우 지난 20년간 모기지 부도율이 평균 1% 내외에 머물고 있다. 그러나 주택담보대출의 부도율은 지역별로 편차가 크게 나타나 1990년대 초반 미국 캘리포니아 주택가격이 25% 하락함에 따라 부도율이 5배나 급상승하였던 경험도 있다.⁵

〈표 4-10〉 은행 주택담보대출 연체율

	2008년 말	2009년 말	2010년 말	2011년 말
연체율	0.5	0.3	0.5	0.6

자료: 금융감독원(2012).

〈표 4-11〉 금리조건별 은행권 주택담보대출 현황

(단위: 조원, %)

	2007년 말	2008년 말	2009년 말	2010년 9월 말
변 동 형	203.2(91.7)	220.6(92.0)	243.2(92.1)	254.1(91.8)
혼합·고정형	18.4	19.1	21	22.7
혼 합 형	13.5(6.1)	15.4(6.4)	15.8(6.0)	12.8(4.6)
고 정 형	4.9(2.1)	3.7(1.5)	5.2(2.0)	9.9(3.6)
합 계	221.6(100.0)	239.7(100.0)	264.2(100.0)	276.8(100.0)

자료: 금융감독원(2011).

국내 주택담보대출의 또 다른 문제점은 변동금리부 대출의 비중이 높다는 점이다. 금융감독원의 통계에 따르면 2010년 9월 말 현재 은행 주택대출 중 변동금리대출이 91.8%, 고정금리대출은 8.2%를 차지하고 있다. 특히 고정금리대출의 60% 가까이는 대출 초기(1~5년간) 고정금리 적용 후 변동금리로 전환되는 혼합형이어서 이를 제외하는 경우 순수한 고정금리대출은 전체의 3.6%에 불과한 실정이다. 정부는 혼합형 및 고정금리 대출 비중이 2006년 9월 말 2.6%에서 2010년 말 8.2%로 꾸준히 확대되고 있어 긍정적으로 평가하고 있으나, 실제로는 변동금리대출에 가까운 혼합형이 증가한 것으로 나타나고 있어 고정금리대출의 비중이 증가하는 추세로 보기에 어려운 것으로 보인다. 특히 이와 같은 혼합형 대출은 서브프라임 사태가 발생하기 전 미국에서 활발히 진행되었던 것으로 동 대출의 형태가 최근 미국 부동산시장을 더욱 어렵게 하고 있는 점을 감안할 때 반가운 변화로 보기는 어려운 실정이다.

주택담보대출을 포함한 가계의 변동금리부 대출비중이 높은 점을 감안할 때 향후 시장금리 상승 및 주택담보가치 하락 시 원리금 상환 불이행 가능성이 증가되어 미국의 대공황과 같이 금융회사의 건전성 악화로 발전될 우려가 있다. 지난 2005년 8·31 대책 발표 이후 주택담보대출 증가세 둔화와 더불어 가계의 변동금리부 대출비중도 소폭 하락하고 있으나 여전히 높은 수준으로 향후 주택가격 안정화 노력이 실효를 거두지 못하는

5 Ronel Elul, "Residential Mortgage Default," *Business Review*, Q3 2006, pp.21~30.

〈표 4-12〉 은행권 주택담보대출의 약정 만기별 비중 추이

(단위: %)

	3년 이하		3~5년	5~10년	10년 초과	잔액(조원)
	1년 이하	1~3년				
2005년 말	43.9		16.7	5.1	34.4	190.2
	15.4	28.5				
2006년 말	30.0		12.6	6.4	51.0	217.0
	11.1	18.9				
2007년 말	24.6		10.2	7.2	58.0	221.6
	8.6	16.1				
2008년 6월 말	23.9		10.0	7.1	59.0	229.5
	8.0	15.9				

자료: 금융감독원, 2008년 6월 말.

경우 시중 부동산자금 및 자본시장 내 유입자금이 부동산시장으로 다시 재유입하는 악순환이 우려된다.

미국의 경우 변동금리부 모기지(Adjustable Rate Mortgage: ARM)은 고정금리부 모기지(Fixed Rate Mortgage: FRM)에 비해 통상적인 경우 2~3배 연체율이 높은 것으로 알려져 있다. 이는 금리변동에 따른 위험을 차입자가 부담하는 ARM의 구조에 기인한 것으로 금리의 변동성이 높아지는 상황에서는 차입자의 상환부담이 수입에 비해 커짐으로써 부도의 발생이 확대될 위험이 있다. 이와 같은 특성 때문에 금융회사가 FRM 대신 ARM을 판매하는 경우 금리위험을 차입자에게 전가하는 장점이 있으나, 상대적으로 채무불이행 위험의 증가를 초래해 영향이 상계되는 효과가 있다.

국내 시중은행 신규 취급 주택담보대출의 만기구조를 살펴보면 3년 이내의 단기가 전체의 23.9%에 달해 아직까지 일부 대출은 만기구조가 단기인 것이 있으나, 10년 초과 만기 대출이 59%에 달해 만기의 장기화가 급속히 진전되고 있는 것으로 보인다. 이는 지난 2004년 주택금융공사의 설립부터 금융감독 당국의 주택담보대출 장기화 지도 및 은행들의 고객확보 경쟁 등의 지속에 따른 것으로 기존 단기 원리금 일시상환방식의 주택담보대출이 장기 분할방식 위주로 변모하면서 만기가 장기화되는 추세를 보이고 있는 것이다. 지난 2003년 신규 주택담보대출의 70%가 3년 이내의 단기 대출이었던 점과 비교할 때 놀라운 발전을 보이고 있다.

제5절 주택담보대출 관련 이슈

1. 가계대출의 증가와 주택담보대출

최근 금융당국은 급증하는 가계대출에 대한 부담으로 침체된 부동산시장의 활성화 대책으로 주택담보대출 관련 규제완화를 적극적으로 이행하지 못하고 있다. 이는 2008년 글로벌 금융위기 이후 각국 정부가 수행했던 부동산정책과 비교할 때 상대적으로 어려움을 겪고 있는 것으로 보인다. 2011년 3월 말 현재 가계부채는 801.4조원으로 가계대출이 752.3조원(은행권 435.1조원, 비은행권 317.2조원), 판매신용이 49.1조원에 달하고 있다. 이 중 주택담보대출은 364.9조원으로(은행 289.9조원, 비은행 75.0조원) 전체 가계대출의 48.5%에 달하고 있다. 가계부채는 지난 1999년부터 2010년까지 연평균 13.0% 증가하여 경상 GDP 증가율(7.3%)을 상회하고 있어 경제·소득 규모 대비 주요국에 비해 높은 수준을 보이는 것으로 나타나고 있다. 2009년 기준으로 GDP 대비 86%로 세계 12위이며, 가처분소득 대비 가계대출은 153%로 세계 9위를 차지하여, OECD 국가 평균을 상회하는 실정이다.

국내 가계대출은 1997년의 외환위기 이후 꾸준히 증가하여 왔으며 특히 2005년에서 2006년까지의 주택시장 호황기에 급증한 것으로 나타나고 있다. 외환위기 직후 경제회복기인 1999년부터 2002년까지 통화정책에 따른 금리급락 등으로 시중유동성이 증가하는 가운데, 금융회사 구조조정 과정에서 진행된 기업대출 수요의 감소 및 가계수지 악화 등에 따른 저축률 하락과 함께 가계부채가 급증하여 동 기간 연평균 24%의 증가세를 보여 왔다.

〈표 4-13〉 국가별 가계부채 비교

(단위: %)

	한국	미국	영국	일본	OECD 평균
가계부채/GDP	85.9 (12위)	100.2	110.0	80.4	77.0
가계부채/가처분소득	152.7 (9위)	132.0	171.5	129.52)	134.1

주: 1) 자금순환표상 개인금융부채(2009년, 통계가 공표된 27개국 기준).

2) 2008년 말 기준.

자료: 금융위원회(<http://www.fsc.go.kr>).

〈표 4-14〉 은행권 주택담보대출의 약정 만기별 비중 추이

(단위: %)

	1999년 말	2002년 말	2005년 말	2007년 말	2009년 말	2010년 말	2011년 3월 말
가계신용	214.0	439.1	521.5	630.7	733.7	795.4	801.4
가계대출	191.9	391.1	493.5	595.4	692.0	746.0	752.3
- 은행	76.3	222.0	305.5	363.7	409.5	431.5	435.1
주담대	-	-	190.2	221.6	264.2	284.5	289.9
- 비은행	115.6	169.1	188.0	231.7	282.5	314.5	317.2
(상호금융) ²⁾	37.8	45.7	77.8	101.4	132.2	154.8	157.4
(여 전 사)	16.2	57.1	23.8	30.7	31.5	36.3	36.9
주담대 ³⁾	-	-	-	46.6	64.6	73.1	75.0
판매신용 ⁴⁾	22.1	47.9	28.0	35.3	41.7	49.4	49.1

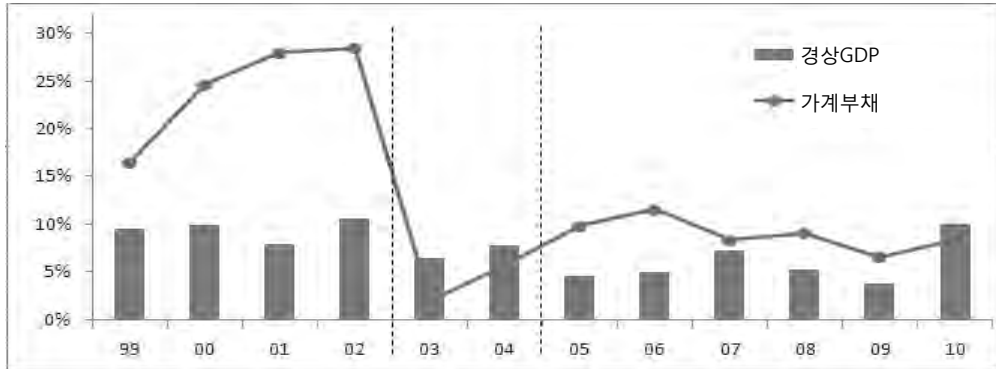
주: 1) 한은 가계신용 기준.
 2) 단위 농·수·축협, 산림조합, 신협, 새마을금고 등.
 3) 보험사·여전사 등 제외.
 4) 카드사 신용판매, 여전사 및 판매회사(백화점 등) 제공 신용.
 자료: 금융위원회(<http://www.fsc.go.kr>).

이후 한동안 카드사태 등에 따른 신용경색 등으로 증가세가 크게 둔화되어 연평균 4.0% 수준으로 안정화되었다가 2005년에서 2006년 기간 동안 부동산경기 과열 등에 따라 주택담보대출을 중심으로 가계대출 증가세가 재연되어 연평균 10.7% 수준으로 증가세가 확대되었다. 동 기간 집값 상승이 지속되는 가운데 은행의 대출확대 경쟁 등 시중자금의 주택시장 쏠림현상이 발생하였는데 수도권은 경우 2006년 아파트가격이 24.6% 증가하는 가운데 주택담보대출이 14.1% 증가하였다.

2007년 이후 정부의 지속적인 주택대출 규제 강화 및 기업의 자금수요 회복 등의 영향으로 가계대출 증가세는 다소 둔화되었으나 연평균 8.1%의 성장세를 시현하였다. 은행권의 경우 증가세가 경제성장률 이내로 조정되어 5.5% 수준에 머물렀으나 주택담보대출을 중심으로 비은행권의 증가폭은 확대되었다. 2007년부터 2010년까지 은행권 가계대출의 증가율은 연평균 5.7%를 시현하는 한편 주택담보대출의 경우 7.0%를 나타냈으나, 동 기간 비은행권의 가계대출 증가율은 연평균 11.4%, 주택담보대출의 증가율은 16.2%를 보여 전체 가계대출 중 비은행권의 비중이 2006년 말 37.1%에서 2010년 말 42.2%까지 확대되었다.

은행권 가계대출에 대한 규제가 강화됨에 따라 2007년부터 주택담보대출을 중심으로 비은행권 가계대출이 빠르게 증가하였다. 2007년부터 2010년까지 은행권 가계대출은

[그림 4-1] 시기별 가계부채 추이



자료: 금융위원회(<http://www.fsc.go.kr>).

<표 4-15> 비은행권 가계대출 증가세

(단위: 전년 동기 대비, %)

	2007	2008	2009	2010	동 기간 평균
은행권	5.0	6.8	5.4	5.4	5.7
비은행권	13.5	12.1	8.7	11.3	11.4
(주택담보대출)	(-)	(20.1)	(15.4)	(13.1)	(16.2)

자료: 금융위원회(<http://www.fsc.go.kr>).

연평균 5.7% 수준의 완만한 증가세를 시현한 데 반해 비은행권 가계대출은 연평균 11.4%로 두 배 수준의 급증세를 보였으며 주택담보대출의 경우 16.2%를 보여 증가세를 주도했던 것으로 나타나고 있다.

업권별로는 상호금융이 빠른 증가세를 지속하는 가운데 2010년 들어 여전사, 저축은행 등의 증가세가 확대되고 있다. 상호금융의 경우 세제혜택 등에 따른 수신 증가 등의 영향으로 2007년 이후 평균 15.4%가 증가하였으며 저축은행은 아직까지 가계대출 규모는 크지 않으나 PF대출시장 위축에 따라 가계대출이 확대되는 방향으로 전환되어 2010년 중 11.3%가 증가한 것으로 나타났다.

외환위기 이후 가계부채의 증가는 저금리 기초, 풍부한 시중 유동성, 부동산가격 상승, 금융회사의 대출확대 경쟁 등이 복합적으로 작용한 결과로 이해된다. 가계부채는 경제성장 및 금융발전 과정에서 지속적으로 늘어나는 것이 일반적인 현상으로 2001년부터 2009년까지 10년 동안 우리나라의 가계부채 증가세(24.7%p) 또한 OECD 국가 평균(25.2%p)에 다소 못 미치는 수준이다. 이와 같은 증가세는 1997년 외환위기 이후 기업

에 편중되었던 금융회사의 대출이 시정되면서 가계의 금융이용이 확대된 측면도 있다.

가계부채의 질적인 수준을 보아도 건전성, 차주 구성, 금융사 손실흡수능력, 가계 자산상황 등을 감안할 때 아직까지는 대체로 관리 가능한 수준으로 판단된다. 전 업권의 가계대출 연체율은 2010년 말 1.68% 수준이었으며 은행권의 경우 0.61%로 건전한 수준을 유지하고 있다. 특히 증가세를 주도하였던 주택담보대출의 경우 연체율이 2010년 말 0.87%로 서브프라임 사태의 정리가 진행 중인 미국의 8.22%에 비교할 때 상당히 안정적인 수준을 시현하고 있다. 아울러 동 대출의 건전성을 설명하는 담보인정비율(LTV) 또한 2009년 말 기준으로 47%로 나타나 선진국의 70~80% 수준에 비해 상당히 낮은 상황이다.

그러나 가계대출의 높은 증가세, 취약한 대출구조, 저신용층의 상환여력 문제 등 가계부채의 잠재 위험요인을 개선하지 않을 경우 향후 우리 경제·금융시장에 불안요인으로 작용할 가능성이 있다는 우려가 있다. 특히, 주택담보대출을 포함한 가계대출의 변동금리·일시상환 대출비중이 높아 외부충격에 취약한 구조를 갖고 있다는 점이 지적되고 있다. 국내 주택담보대출의 경우 선진국과 비교할 때 변동금리대출의 비중이 높고 금리 적용기간이 짧은 문제가 있다. 미국, 프랑스, 독일의 경우 주택담보대출에서 변동금리부 대출이 10%대의 비중을 차지하는 데 비해 우리나라는 전체 주택담보대출의 95%를 차지하고 있다. 아울러 금리적용기간(변동주기)은 우리나라의 경우 통상 3개월 수준으로 미국 등 대부분의 국가에서 적용하는 1년에 비교할 때 차입자의 금리위험에 대한 노출 정도가 큰 것으로 나타나고 있다. 대출상환 방식에 있어서도 우리나라의 주택담보대출은 일시상환 대출비중이 높아 만기 시 상환부담이 크고 차환위험에 노출되고 있는 것으로 나타나고 있다. 분할상환 대출의 경우에도 거치기간 연장 관행이 지속되어 2010년 말 기준으로 원금일시상환 대출과 거치기간 중인 분할상환 대출의 비중이 전체의 80%에 달해 미국의 9.7%, EU국가의 7.5%와 비교할 때 높은 수준을 보이고 있다. 이와 같은 문제는 채무상환능력이 취약하고 경기·금리 여건에 대한 민감도가 큰 저신용층에 부담으로 작용할 것으로 보이고 있다. 통계청의 2010년 가계신용조사에서 금융부채 보유 가구의 금리민감 자산 및 부채를 기준으로 볼 때 금리 1%p 상승 시 가처분소득 대비 순이자부담이 전체의 0.4%에 비해 소득 1분위의 경우 3.2%로 나타나 금리 상승 시 저신용층의 경우 어려움이 클 것으로 예상된다.

이에 따라 정부와 금융감독 당국은 가계부채 문제가 향후 경제 불안요인으로 작용하지 않도록 거시·미시적 정책대응을 강화하되, 가계충격을 최소화하는 방향으로 추진함

으로써 가계부채 연착륙을 도모하고 있다. 이를 위해 정부는 시중유동성의 안정적 관리, 주택시장 안정기조 지속, 투자활성화 등을 통해 자금의 생산적인 흐름을 유도하는 한편 물가안정과 일자리 창출·성장동력 확충 등을 통한 가계의 상환능력을 제고하고자 하고 있다. 이와 함께 거시경제 환경조성의 지속적인 뒷받침하에 가계부채 관리, 건전성 제고를 위한 금융부문의 정책대응을 강화하고 있다.

이러한 상황에서 정부는 은행권 가계대출의 적정 증가를 유도하기 위해 고위험 주택담보대출에 대해 BIS 위험가중치를 상향 적용하는 방안을 검토하는 한편, DTI 적용대상 의 단계적 확대 또한 검토하고 있다. 현재 DTI 의무적용대상 대출은 전체 주택담보대출 의 약 27.1% 수준으로 의무적용대상이 아닌 대출의 경우, LTV 비율만 감안하고 소득 등 상환능력에 대해서는 확인업무가 소홀한 것으로 추정되어 앞으로 소득증빙자료 확인 등 차주의 채무상환능력 확인을 통해 건전한 주택담보대출 관행 정착을 유도할 계획에 있다.

그러나 한편 이와 같은 가계대출 억제를 위한 기획재정부 등의 금융정책방향과 침체 된 부동산경기를 회복시키고자 하는 국토해양부 등의 정책방향이 상충하여 실제 동 분야에 대한 정책방향은 한동안 시장의 불확실성으로 존재할 것으로 예상된다.

2. 대출 심사 및 감독 체계의 선진화

국내 주택담보대출시장은 2002년 이후 주택담보대출의 급속한 증가에 대응하여 다양한 주택시장 안정화대책의 시행 및 금융감독 당국의 지속적인 리스크 관리 강화를 통해 대출 규모 및 구성, 담보인정비율, 연체율 등 모든 면에서 낮은 리스크 수준을 보이고 있다. 주택담보대출 규모의 명목 GDP에 대한 비율이 미국 등 선진국에 비해 절반 수준에 머물고 있는 한편, 시장구성도 고객신용도가 양호한 것으로 나타나고 있다. 담보인정비율 또한 주요 선진국이 70% 이상을 적용하고 있음에 비해 평균적으로 50% 이내 수준을 유지하고 있으며, 주택담보연체율 또한 글로벌 금융위기를 겪은 선진국들의 경험과는 달리 1% 이내의 안정적인 수준을 유지하고 있다. 아울러 주택담보대출의 상당 부분을 손실대응능력이 충분한 은행권에서 공급하고 있어 관련 리스크에 대한 금융회사의 대응능력 또한 안정적인 수준으로 보인다.

그러나 이와 같은 전문가 및 감독당국의 판단에도 불구하고 주택시장 시황에 따라 주택담보대출의 쏠림현상 및 주택담보대출상품의 구조적 취약성을 감안할 때, 향후 대내

의 금융경제 여건의 변화에 따른 잠재적 위험요인에 대비하여 모니터링을 강화할 필요가 높은 것으로 보인다. 이를 위해 금융감독 당국은 주택담보대출에 대한 리스크 요인 분석(Mortgage Risk Factor Analysis: MRFA)을 정기적으로 실시하고 위기상황 분석(stress test) 및 contingency plan을 수립하여 대비하도록 지도하고 있다.

이를 위해 우선적으로 주택금융의 특수성을 감안하여 통계자료의 개선이 선행될 필요가 있다. 가계대출의 분류를 주택담보대출, 무담보신용대출, 비주거용 부동산 담보대출, 기타 대출 등으로 대분류하고 주택담보대출은 다시 거주목적, 비거주목적, 기존 용자의 재상환, 사업자금의 마련 등 대출목적별로 세분류하여 시장 모니터링 및 정책수립에 활용하도록 할 필요가 있다. 아울러 시스템리스크를 유발할 수 있는 주택 가격 및 대출의 변동성을 명확히 규정하고, 이들의 모니터링을 위하여 주요 펀더멘털 변수들과 함께 소비자신용지표(Consumer Credit Index: CCI)와 같은 미관측 금융시장 요인에 대한 정기적인 분석을 실시할 필요가 있다.

이와 함께 개별 금융회사 또한 자산건전성 확보 차원에서 대출심사요인에 대한 전면적인 검토가 필요할 것으로 보인다. 미국의 경우 소비자 신용등급이 주택담보대출의 조기연체율 예측에 있어서 가장 설명력 있는 변수이고, 이 외에도 대출 당시 LTV, DTI, 상품의 특성, 신용프리미엄이 중요한 요인으로 알려져 있다. 최근 조만(2012)에 따르면 우리나라의 주택담보대출시장에서도 이와 유사한 결과를 보이고 있는 것으로 나타나고 있다. 국내 자료를 이용한 연구에서 LTV, DTI는 계층 간 연체확률의 차이가 크지 않은 데 반하여 소비자 신용등급(CB등급)은 계층 간 연체확률을 더욱 분명하게 차별화하고 있다. 따라서 주택담보대출 신용리스크 지표로서 LTV·DTI는 그 예측력이 상대적으로 낮은 반면 소비자 신용등급(CB등급)이 신용위험지표로서의 중요성이 더 큰 것으로 보고하고 있다. 이와 같은 학술연구의 결과를 감안할 때, 국내 금융회사들도 각자의 대출자료를 분석하여 신용위험지표로서 보다 설명력이 높은 변수를 판별하여 활용할 필요가 있는 것이다.

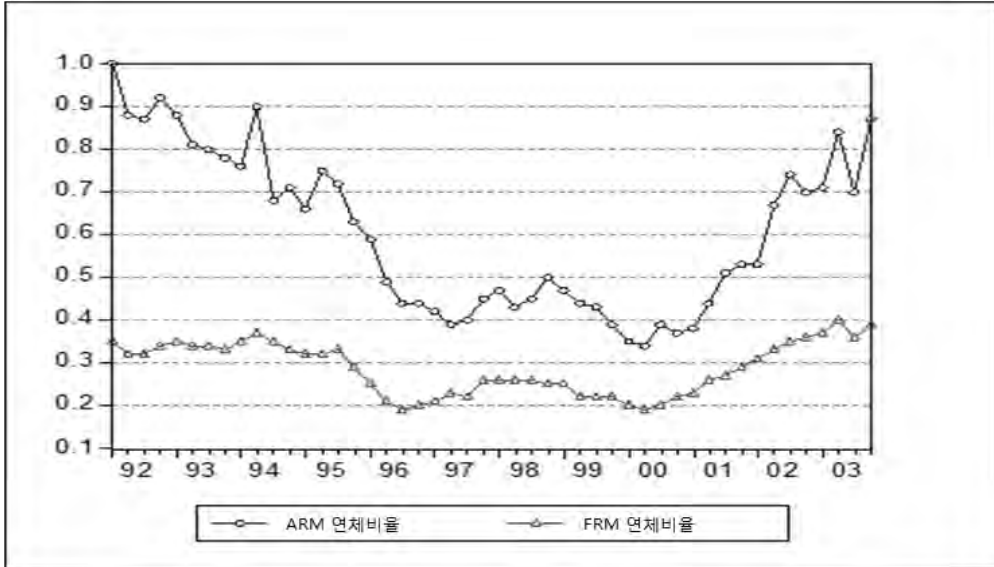
3. 고정금리부 모기지의 확대

주택자금 차입자들은 변동금리 또는 고정금리를 선택함에 있어서 차입자 개인의 효용을 극대화시키는 결정을 내리게 된다. 영국의 Miles(2003)⁶에 나타난 바와 같이 주택자금

⁶ Miles, D., "The UK Mortgage Market: Taking a Long-Term View; Interim Report," Imperial

[그림 4-2] ARM과 FRM의 연체비율 추이

(단위: %)



차입자들은 초기 상환부담만을 고려하지 고정·변동금리 간의 상이한 위험은 고려하지 않는 경향을 보이고 있다. 이는 실제로 비전문가인 민간 차입자들이 고정·변동금리 상품 간 위험특성을 이해하는 것이 쉽지 않은 데 따른 결과로 이해되나, 금융회사 및 감독 당국의 적절한 교육 및 홍보를 통해 차입자들 또한 변동금리 모기지(ARM)와 고정금리 모기지(FRM)에 관련된 위험의 성격을 알아두어야 할 필요가 있다.

우선 장기 고정금리 모기지의 경우 인플레이션에 따라 모기지의 자본가치가 민감하게 반응할 위험이 있으므로 동 위험을 관리할 믿을 만한 금융기관이 필요하며, 그런 기관이 없는 경우 변동금리 모기지에 의존할 수밖에 없다. 우리나라의 경우 장기 금융시장이 미발달한 관계로 장기 고정금리 상품을 안정적으로 운영할 수 있는 민간 금융회사가 적은 실정이다. 이러한 상황을 감안할 때 국내 주택금융시장에 단기 변동금리부 주택담보대출이 활성화된 배경을 이해할 수 있다.

그러나 변동금리 모기지를 선택한 소비자는 수입위험(income risk)⁷을 충분히 고려할

College of London (Report Submitted to Chancellor of Treasury), 2003.

7 '수입위험(income risk)'이란 차입자의 수입이 외생적인 충격에 의해 급격히 감소하거나 변동금리부 모기지의 경우 금리의 급격한 상승으로 월상환액이 크게 증가함에 따라 월상환액의 변제가 어렵게 되는 상황을 의미한다.

필요가 있다. 실제 상환금을 지불하는 과정에서 시중금리가 변동하여 월상환액이 변화함에 따라 상환금 지급에 따른 충격(payment shock)이 발생할 우려가 있다. 이와 같은 상황이 전개되는 경우 우선 차입자의 소비수준이 변화되며 상황이 악화되는 경우 부도 사태가 발생할 가능성도 있다.

또한 차입자는 모기지의 선택과정에서 주택가격의 하락 등으로 인한 채무불이행 위험 가능성을 고려할 필요가 있다. 예를 들면 1990년 초부터 중반까지의 미국 뉴잉글랜드 지방과 캘리포니아 지역에서 발생한 주택가격의 하락은 변동금리 및 고정금리 차입자 모두에게 재대출(refinancing)을 어렵게 하였다. 이와 같은 상황은 최대 담보비율(LTV)과 기타 대출조건에 따라 차입자에게 불이익이 유발됨을 설명해 주고 있다.

미국의 데이터를 분석해 보면 일반적으로 변동금리 모기지가 고정금리 모기지보다 위험도가 큰 것으로 나타나고 있다. 일반적 변동금리 모기지의 경우 상환이 90일 이상 연체된 비율(Serious Delinquency Rates: SDQ rates)이 고정금리 모기지에 비해 2~3배 높게 나타나고 있다. 이와 같은 미국의 경험을 바탕으로 볼 때 우리나라의 변동금리 주택담보대출은 미국의 변동금리 모기지에 비해 더 위험한 구조를 가지고 있는 것으로 판단된다. 우선 미국의 변동금리 모기지는 기본적으로 원리금 분할상환을 하고 있으나 우리나라 주택담보대출은 만기 시 원금일시상환의 구조를 취하고 있어 주택가격이 하락할 때 상환불능위험이 높아지게 된다. 아울러 국내 대부분의 변동금리 주택담보대출은 금리변동의 상환구조 등 소비자의 금리충격을 완화해 줄 수 있는 장치가 없어 차입자의 상환부담 충격이 클 것으로 추정된다. 미국의 경우에도 대공황 이전까지 모기지 상품은 만기 일시상환, 변동이자율, 최대 LTV 50~60%, 대출기간은 6~11년으로 현재 국내의 주택대출상품과 유사한 구조로 운용되었다. 그 결과 대공황의 발발로 실업률이 높아지고 이에 따라 많은 차입자들이 지급불능상태에 빠져 대출을 상환하지 못하게 됨에 따라 주택가격 디플레이션, 은행용자 담보가치 하락, 전체 은행의 지급불능으로 이어졌던 경험이 있다.

최근 시장금리의 변동성 확대로 주택금융을 이용하고 있는 소비자 사이에 고정금리의 유용성이 점진적으로 확산되고 있다. 금융감독 당국은 이와 같은 변화에 적극 대응하여 장기 고정금리 모기지의 정착에 보다 적극적으로 노력할 필요가 있다. 특히 단기 변동금리 모기지는 투기적 주택수요에 유리한 구조임에 따라 장기 고정금리 모기지 비중의 확대는 궁극적으로 주택가격 안정화에 긍정적인 효과가 기대되기 때문이다. 이를 위해 국채시장의 활성화 등 장기 금융시장 육성을 지속적으로 추진할 필요가 있다.

4. 모기지상품의 다양화

가. 차별적인 모기지상품 구성

국내 주택금융시장에 궁극적으로 장기 고정금리 모기지를 확대할 필요가 있으나 이와 함께 변동금리 모기지시장에도 보다 다양한 상품을 공급함으로써 소비자 선택의 폭을 넓히는 한편, 관련 위험을 축소할 필요가 있다. 미국 등 선진국에서도 금리변동성이 높아짐에 따라 금융회사가 보유하는 모기지의 상당 부분은 변동금리 모기지가 차지하고 있다. 그러나 전술한 바와 같이 변동금리 모기지는 고정금리 모기지와 상이한 특성을 지니고 있음에 따라 차별적인 상품 관리가 필요할 것이다.

첫째, 변동금리와 고정금리 주택대출 간 인수·심사 기준이 다르게 적용되어야 할 필요가 있다. 미국에서 대출기관들이나 유통화기관들은 변동금리 주택대출에 대해 최대 담보비율(LTV)이나 최대 부채비율(DTI) 등에 있어서 좀 더 엄격한 심사기준을 요구하고 있다. 우리나라의 경우 모기지보험이나 G-fee 같은 보완적 위험관리 수단이 부재한 상황인 것을 감안하는 경우 보다 엄격한 인수기준의 적용이 필요한 것으로 판단된다.

둘째, 기존의 획일적인 변동금리 주택담보대출상품에 이자율 변동 상한구조와 전환옵션을 포함한 다양한 위험분산 장치를 부과할 필요가 있다. 미국의 경우 변동금리 주택대출에 대개의 경우 1/1/3 또는 2/2/5 같은 금리변동 제한장치, 3/1 또는 5/1 같은 금리변동주기의 제한장치가 마련되어 있다. 여기서 2/2/5란 최초 이자율 변동폭은 2% 이내이어야 하며, 이후에도 변동주기마다 2% 이내에서 조정되고 또한 전체 대출기간 중 금리변동이 5% 이내이어야 함을 의미하고 있다. 또한 3/1 변동금리부 모기지는 최초 3년간은 고정금리이고 이후에는 연 1회 금리가 변동하는 일종의 하이브리드 변동금리부 모기지를 의미하고 있다. 이와 같이 다양한 모기지를 마련하는 경우 금융회사 입장에서는 차입자의 수입구조에 따라 차별화된 상품을 제공할 수 있어 고객기반 확대에 도움이 될 뿐만 아니라 적절한 위험분담이 가능할 것으로 기대된다.

나. 복합상품의 개발

국내 시장의 경우 주택금융이 오랜 역사를 갖고 있지 않지만 성숙된 주택금융제도를 지닌 국가에서는 모기지상품의 종류가 많다. <표 4-16>에서는 미국 등 주택금융제도가

〈표 4-16〉 모기지상품 조사

	특성 및 사례	국내에서 고려할 사항
이자율 변동성	▪ 상이한 금리변동주기 ARM과 FRM	▪ 기존 FRM, ARM과 다양한 조정주기 ARM
대출만기	▪ 3년, 5년, 10년, 최장 40년	▪ 10년 또는 20년
상환일정	▪ 원금일시상환과 원리금분할상환	▪ 혼합된 원금일시상환과 상환기간, 상대적으로 높은 DTI의 적용
하이브리드	▪ 2/1(2년 FRM 유지 후 1년 조정주기 ARM), 3/1, 5/1, 10/1	▪ 5/1 또는 10/1 하이브리드
금리상한구조	▪ 3/1(대출기간 최대 한도/최초 인상폭/재설정 한도), 5/1/1, 5/2/2, 이자상한과 하한	▪ 금리상한구조가 있는 표준형 하이브리드상품의 개발, 이자 상한과 하한
조기상환벌금	▪ 존재 여부, 규모, 지급방법	▪ 대출기관과 자금공급기관이 결정함.
문서화 수준	▪ Full doc와 No/Low doc 모기지 (신용평가에 따른 차등 프리미엄)	▪ less-than-full-doc 모기지에 대한 리스크 프리미엄
후순위 모기지 지원구조	▪ 선순위 모기지와 후순위 모기지를 연결한 구조	▪ 신용보강이나 리스크 프리미엄이 있는 후순위 모기지
차입목적별	▪ 주택구매, 차환, 주택개량 목적	▪ 대출심사기준에 맞는 경우 소비자가 결정
담 보	▪ 첫 번째 집, 두 번째 집과 투자용 집, 다가구 주택(임대아파트)	▪ 첫 번째 집과 두 번째 집
특별 현금흐름 시나리오	▪ 역모기지, 부의 상환 모기지, 점증상환형 모기지(GPM), 물가연동형 모기지(PLAM), 만기변동형 모기지(홍콩의 VMT)	▪ 역모기지 등 상품의 다양화

자료: 한국주택학회, 「유동화 기초자산의 안정적 확보 및 영업기반 강화 방안 연구」; 한국금융공사(2005).

정착된 국가들에서 관찰된 열한 가지 대표적 모기지상품의 특성을 소개하고 있다. 이를 기초로 하여 국내외 금융환경의 변화 등을 감안하여 각 특성을 혼합함으로써 국내 금융회사들도 다양한 모기지상품들을 제공할 수 있을 것으로 보인다.

전술한 바와 같이 국내 금융회사들도 만기의 다양화 및 다양한 상환구조를 지닌 모기지상품들을 속속 개발하고 있다. 그러나 아직까지 차입자별 상환능력을 충분히 반영할 수 있는 데이터의 확보 등 적절한 위험관리를 수행할 수 있는 기반여건이 조성되어 있지 못함에 따라 개별 금융회사들은 상품의 개발과 함께 시장에 대한 분석을 지속할 필요가 있다. 아울러 다양한 상품이 운영되는 경우 소비자들의 후생이 증가하는 장점과 함께 감독의 어려움이 증가할 우려가 있어 이에 대한 철저한 대비가 필요할 것이다.

다. 신용위험에 따른 소비자 분할

전술한 상품구성에 있어 소비자 분할은 차입의 목적 및 사회경제학적 요소 등에만 근거하기보다는 차입자의 위험에 따를 필요가 있다. 미국 등 시장지향 주택금융제도에는 민간 금융회사가 지원하기 어려운 소비자그룹이 있다. 동 그룹은 하위소득 그룹에 속하거나 대출하기에 아주 나쁜 위험요소를 가지고 있어 정부의 임대주택이나 사회안전망의 주택보조정책이 이들을 지원할 수 있는 수단이다. 이와는 반대로 대출기관이 정한 모든 대출조건에 자격을 갖춘 차입자가 있는데 이들은 적격 차입자(all conforming)로 분류된다. 일반적으로 주요 대출기관이 정한 대출심사기준은 적격 차입자들의 최대 LTV, 최대 DTI, 기타 위험요소 등으로 정의된다.

〈표 4-17〉을 보면 최하그룹(A)과 최상그룹(B) 사이에는 네 개의 소비자그룹이 존재하고 있으며 금융회사는 이들 네 그룹을 지원할 때 보다 신중한 모기지상품 설계가 필요하다. 예를 들어 원금일시상환형 변동금리 모기지와 같은 상품은 C그룹의 주택소유성향을 올리고, LTV가 높은 대출은 D그룹에 주택구입능력을 제고하는 수단이 된다.

차입자에 대한 적절한 신용위험 평가는 주택금융시장을 더 많은 가구로 확대하고 금융회사 신용위험의 효율적 관리에 있어 중요하다. 예를 들어 미국 모기지시장은 적격 차입자인 프라임 차입자와 서브프라임 차입자를 차별화하여, A- 이하의 신용평가를 받는 서브프라임 차입자의 경우 신용불량, 소득불안정, 기타 특성의 문제점을 가지고 있어 〈표 4-17〉에서와 같이 대출기관이 채무불이행 위험을 반영한 리스크 프리미엄을 부과하여 서브프라임부문으로 신용을 확대하는 대출행태를 보여주고 있다. 이와 같은 소비자 위험등급은 회사채등급 평가와 같이 작용하는 중요한 모기지 금리 결정요소이다.

따라서 대출 금융회사들은 소비자계층 분석을 통해 한계소비자그룹을 규정하고, 해당 소비자그룹에 적합한 상품개발, 위험관리 그리고 소비자 계몽 등을 통하여 효율적으로 대출기회를 늘리는 방법을 고려해야 할 것이다. 이를 위해 시장참여자들은 소비자신용이력 데이터베이스를 만들고 공신력 있는 소비자위험평가를 구축하여 대출심사, 유통화 시장 마케팅, 기타 거래단계에서 모기지 차입자의 위험등급을 정착시킬 수 있는 컨소시엄을 만들 필요가 있다. 이와 같이 모기지상품의 다양화가 진행되는 경우 소비자로서는 모기지상품 전체에 걸친 선택은 복잡하며 적절한 정보와 자문이 필요하다. 따라서 소비자 교육프로그램 등 소비자 이해를 확대하는 메커니즘이 존재할 필요가 있으며, 모기지 브로커제도의 도입 등 제도적인 보완이 병행되어야 할 것이다.

〈표 4-17〉 가구 특성과 모기지상품

	특 성	상품 · 정책옵션
A. 자가소유 불능가구	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 최하위소득(예: 하위 20%) ▪ 주요 대출조건 미달 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 임대차보조 ▪ 기타 안전망 주택지원 프로그램
B. 적격 차입자	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 모든 대출요구조건에 부합 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 모든 기존 대출상품 ▪ 시장대출요구조건 내에서 상품 차별화
C. 소득미달 한계차입자	<ul style="list-style-type: none"> ▪ DTI 한도 초과 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 심사하여 제외 ▪ 리스크 프리미엄이나 신용보강이 있는 대출 ▪ 리스크선별과 ‘보상요소’를 가진 자에게 대출 (낮은 LTV, 양호한 신용이력) ▪ 다소 위험한 상품 제공
D. 자산미달 한계차입자	<ul style="list-style-type: none"> ▪ LTV 한도 초과 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 심사하여 제외 ▪ 리스크 프리미엄이나 신용보강이 있는 대출 ▪ 리스크 선별과 ‘보상요소’를 가진 자에게 대출 (낮은 DTI, 양호한 신용이력)
E. 신용불량 차입자	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 파산, 상환불능, 불이행 등 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 심사하여 제외 ▪ 적절한 리스크 프리미엄이나 신용보강이 있는 대출 ▪ 신용위험 버킷에 근거한 리스크 선별 (예: 미국에서는 A-, B 내지 D 서브프라임 차입자)
F. 기타	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 주택 보유 노인층, 전세 세입자, 기타 소외계층 소비자군 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 역모기지, 전세, 특정 상품 설계

자료: 한국주택학회, 「유동화 기초자산의 안정적 확보 및 영업기반 강화 방안 연구」; 한국금융공사(2005).

5. e-Mortgage 시스템의 활용

모기지 금융회사가 기존의 영업채널을 보다 효율적으로 활용할 수 있는 또 하나의 대안은 효율적 e-Mortgage 시스템의 구축이다. 주택금융이 발달된 미국의 경우 주택 자금을 대출받는 데에 있어서 이미 인터넷을 적극적으로 활용하여 모기지론에 대한 정보취득, 신청, 대출인가 그리고 나아가 실행까지도 이루어지고 있다. Wachovia, Countrywide, Wells Fargo 등 대형 주택금융회사들은 이미 자체적인 e-Mortgage 시스템을 구축해 놓고 있으며 인터넷을 통한 모기지론의 대출비중이 이미 50%를 넘어서고 있다. 따라서 Fannie Mae나 Freddie Mac 등 유동화 전문기관들도 역시 이러한 추세를 감안하여 e-Mortgage를 지원하는 플랫폼을 제공하고 있다.

주택금융대출은 부동산담보대출이고 차입자 소득의 상당 부분이 원리금 상환에 장기간 투입되어야 하는 특성 때문에 대출 신청이나 실행 시 상당히 많은 서류들이 필요한 단점이 있고, 또한 이를 검토하는 데 필요한 기간이 길어질 수밖에 없어서 대출신청에서 완료시점까지 보통 5일 이상이 소요되기 마련이다. 그러나 대출금융회사나 유동화기

관에 의하여 개발된 e-Mortgage 시스템은 이러한 시간을 크게 단축시켰고, 인터넷 보급이 확대된 현시점에서 e-Mortgage 시스템을 활용한 주택자금의 대출은 이미 일반화된 추세라고 할 수 있다.

물론 주택금융이 주택이라는 실물을 담보로 하여 이루어지는 대출이므로 이러한 실물 상태의 확인이라는 최종적인 과정은 off-line을 통해서 이루어지지만 상담이나 상당히 많은 서류작업들이 on-line상에서 이루어질 수 있다면 주택대출에 필요한 시간도 크게 절약되고 주택구입도 이전보다 크게 수월해질 것이다. 그러나 e-Mortgage 시스템이 잘 작동되기 위해서는 무엇보다도 지역별 주택가격에 관한 정보와 개인별 신용정보에 관한 DB가 잘 구축되어야 한다.

현재 미국 내 모기지 1차 대출기관 중 95% 이상이 이러한 전자대출 시스템을 구축하고 있다. 전자대출심사 시스템의 경우 MBS 선도기관인 Fannie Mae는 DU(Desktop Underwriter), Freddie Mac은 LP(Loan Prospector)를 운영하여 이를 모기지 1차 대출기관의 전자대출심사 시스템에 접합시켜 e-mortgage 시스템을 선도하고 있다. 이와 함께 민간 모기지 보험사들도 자체 개발한 전자대출심사 시스템을 가지고 있어 이제 모기지 대출심사에 걸리는 시간은 수일에서 수분으로 단축되었고 심사에 투입되는 인력도 크게 줄어들고 있는 실정이다.

전자대출심사 시스템은 대출실행기관들이 입력한 심사 기초자료, 신용정보에 관한 사항(FICO 점수), 담보물건에 관한 정보(이 역시 자동 감정평가시스템에 의해 결정) 등을 기초로 심사결정을 내리는데 대출심사에서 결정에 이르는 전 과정이 온라인상에서 이루어지며 오프라인에서 이루어지는 사항은 이미 모두 DB화되어 있다. 이처럼 모든 과정이 온라인상에서 이루어질 수 있는 것은 첫째, 지역별 반복판매 가격에 관한 주택가격 정보가 DB로 이미 구축되어 있고 둘째, 주택매매 시 권원보험 및 부동산 중개업자들의 보장서(escrow)가 첨부되어 거래의 신뢰를 높여주고 있어 가능한 것으로 분석된다.

독일은 유럽 국가들 중 e-Mortgage가 가장 발달되었는데, 독일 모기지 대출·중개기관들이 가장 많이 사용하는 EUROPACE라는 플랫폼은 대형 모기지 중개기관인 Dr.Klein의 자회사인 Hypoport에 의해 개발되어 거의 모든 모기지 대출기관이 EUROPACE를 통해 모기지 비즈니스를 수행하고 있다. 독일의 경우 e-Mortgage 시스템에 의해 신청되는 주택대출은 전 과정이 on-line상에서 완결되고 별도의 현장실사나 오프라인상에서 이루어지는 프로세스가 없어 결과적으로 주택대출에 따르는 비용과 시간이 크게 절약되고 있다.

1990년대 말 인터넷의 보급 확산과 더불어 독일의 대형 금융중개기관들은 인터넷을 활용한 모기지 유통에 전념하기 시작했는데 이후 온라인 모기지대출 실적은 급속도로 신장하고 있다. 1999년에는 5억유로에도 미치지 못했으나, 2001년 10억유로를 넘어섰고 2003년에는 40억유로로 급증하였다. Dr. Klein, Interhyp 등 대형 온라인 모기지 브로커 회사들은 각 회사별로 10억유로 이상의 대출을 수행하고 있다. 온라인 모기지 유통 시장의 발전과 더불어 개인 모기지 상담서비스 시장도 확산되고 있다.

국내에서도 지난 2006년 6월 29일부터 주택금융공사가 LG카드를 통해 「e-모기지 시스템(e-HAUS)」을 개발하여 'e-모기지론'을 공급하고 있다. e-모기지 시스템(e-HAUS)은 고객이 인터넷(www.e-mortgage.co.kr)을 통하여 주택금융공사 보금자리론의 대출 상담과 대출신청을 하면 전산화된 업무처리기준이 내장된 자동심사시스템(Automated Underwriting System)에서 대출 가능 여부와 금액 및 조건을 즉시 알려 주고, 대출이 가능할 경우에는 취급금융기관에 즉시 대출을 신청할 수 있는 '전자적 주택대출 신청·심사 시스템(Electronic Home-loan Application and Underwriting System)'이다. 한국 주택금융공사는 2010년 6월부터 기존 e-보금자리론을 대체할 u-보금자리론의 공급을 시작하였다. 기존의 e-보금자리론과 비교할 때 새롭게 공급하고 있는 u-보금자리론은 대출심사는 물론 관리까지 주택금융공사에서 수행함으로써 보다 낮은 금리의 모기지를 제공할 수 있는 장점이 있다.

이와 같은 금리상의 이점과 인터넷, 우편, 전화를 통해 대출 상담과 신청이 이루어지는 대출경로의 편의성을 배경으로 u-보금자리론은 한국주택금융공사의 주택자금 공급을 주도하고 있다. 2011년 한 해 동안 한국주택금융공사의 보금자리론 공급규모는 9만 717가구에 대해 9조 4,147억원 중 u-보금자리론이 전체의 87.7%를 차지하면서 증가세를 주도해온 것으로 나타났다. 이러한 한국주택금융공사의 실적을 교훈 삼아 향후 민간 금융회사들도 인터넷 등을 이용한 다양한 서비스 경로의 개발에 노력을 집중할 필요가 있다.

6. MBS(Mortgage Backed Securities) 활성화

정부의 주택담보대출 장기화 유도정책에 따라 주택담보대출은 지난 몇 년간 만기가 상당히 장기화되는 모습을 보이고 있다. 그러나 대부분의 모기지가 아직까지 변동금리 형태를 취하고 있어 한국주택금융공사를 통한 유동화가 쉽게 이루어지지 못하고 있다.

〈표 4-18〉 보금자리론 공급 현황

(단위: 억원, %)

종 류		2010년		2011년	
		실 적	비 중	실 적	비 중
u-보금자리론 ¹⁾	기본형	14,519 (6,850)	24.8	52,939 (544)	56.2
	혼합형	-	-	22,289	23.7
	설계형	13,507 (805)	23.1 (1.4)	2,761 (30)	2.9 (0.0)
	우대형	453	0.8	4,584	4.9
t-보금자리론	기본형	10,050	17.2	9,141	9.7
	설계형	11,355	19.4	1,334	1.4
	우대형	940	1.6	525	0.6
계		58,479	100	94,147	100

주: 1) 2011년 6월 30일자로 e-보금자리론이 u-보금자리론에 통합됨에 따라 e-보금자리론 실적은 () 안에 표시.
 자료: 한국주택금융공사(<http://www.hf.go.kr>).

〈표 4-19〉 보금자리론 상품별 구분

금리유형별	기본형	대출 실행일부터 만기까지 고정금리가 적용되는 상품
	우대형	부부합산 연소득 2,500만원 이하인 무주택자를 대상으로 소득수준에 따라 0.5~1.0%의 우대금리가 적용되는 고정금리 상품
신청경로별	u-보금자리론	(ubiquitous) 인터넷 신청 후 심사·채권관리는 공사, 대출은 은행에서 이뤄짐.
	t-보금자리론	(traditional) 기존 대출방식으로 은행에서 신청·대출 등 모든 절차가 이뤄짐.

자료: 한국주택금융공사(<http://www.hf.go.kr>).

변동금리부 모기지는 금리가 안정적으로 유지되는 경우 고정금리부 모기지와 마찬가지로 안정적인 자산이 될 수 있지만 전 절에서 살펴본 바와 같이 금리의 변동성이 해당 자산의 대손율을 높일 가능성이 있어 금융회사가 적정 규모 이상으로 보유하는 경우 향후 시장의 움직임에 따라 금융회사의 건전성에 영향을 미칠 가능성이 높다.

따라서 고정금리부 모기지의 확대와 함께 현재 상당 규모 축적된 금융회사의 변동금리부 모기지를 유동화하는 방안을 적극적으로 강구할 필요가 있다. 주지하는 바와 같이 기존 MBS는 고정금리부 모기지가 기초자산으로 이용되었으나 증권화 및 금융공학의 발달로 최근 들어 변동금리 대출자산에 대한 유동화 또한 활발히 이루어지고 있다. 최근

에 다양한 형태로 도입이 시도되고 있는 커버드 본드(Covered Bond)의 적극적인 보급 등이 대안이 될 수 있다.

따라서 현재 모기지의 유동화업무를 전담하고 있는 한국주택금융공사가 변동금리 주택대출의 유동화를 위한 모기지의 매입 및 보유 영업이 허용될 필요가 있다. 즉, 한국주택금융공사가 자체 보금자리론에 대한 유동화 외에 일반 금융회사가 발행한 변동금리부 모기지를 매입하여 적정 규모가 될 때까지 보유한 후 유동화증권으로 전환하는 구조이다. 이를 통해 주택금융시장에서 변동금리 단기 주택대출을 주로 해 온 1차 대출기관들의 모기지 관련 위험을 축소할 수 있는 여건이 마련될 수 있을 것으로 기대된다.

7. 모기지보험(Mortgage Insurance)의 활성화

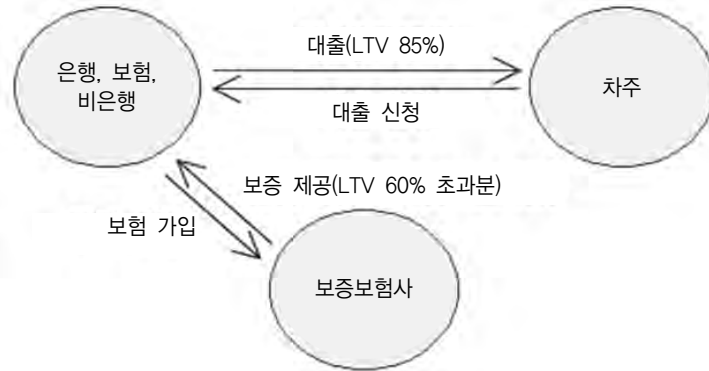
아직까지 모기지 리스크 분담에 관한 체계적인 분석이 이루어지지 않았지만, 국내에서 모기지보험시장의 구축은 서민 주거복지의 확대 차원에서 중요한 정책수단으로 이해되고 있다. 모기지보험제도의 정착은 국내 주택금융시장에서 항상 지적받아 온 중·저소득층의 한계차입자에 대한 금융포용(financial inclusion) 확대에 기여할 수 있는 주요 정책 중 하나로 이해된다. 모기지보험은 정부가 지난 2005년 8·31대책에서 주택시장 안정화대책으로 고통받는 서민 주거복지를 위해 제한된 규모의 주택을 대상으로 도입되었다. 2007년 7월 보험·은행·비은행의 감독규정 및 동 시행세칙의 개정을 통해 모기지보험 가입 시 LTV 20% 확대가 허용되었다.

모기지보험(Mortgage Insurance)은 주택담보대출 차주의 채무불이행으로 대출금융회사가 입은 손해를 보상해 주는 일종의 보증보험이다. 차주는 주택담보대출 시 모기지보험에 가입함으로써 담보인정비율(LTV) 한도를 일반 비율 60%보다 25% 상향 인정(LTV 최대 85% 인정)받아 상대적으로 적은 초기 부담금으로 주택구입이 가능하도록 하고 있다.

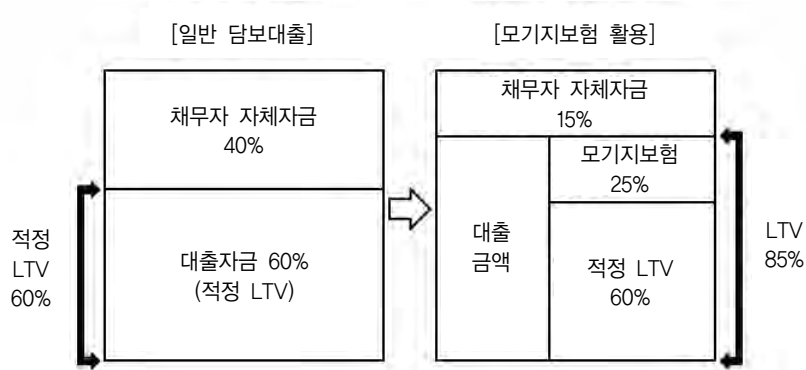
대출 금융회사는 증가된 신용위험의 일부를 모기지보험회사에 전가함으로써 대출금회수의 안정성을 확보할 수 있는 방안으로 [그림 4-4]에서와 같이 채무자의 자체자금이 부족한 상황에서 모기지보험 가입을 통해 대출금을 확대한 경우 추가된 대출부분에 대한 보증을 모기지보험회사에서 제공하는 형태이다.

모기지보험이 도입된 2007년 12월부터 2009년 4월까지 모기지보험 계약실적은 13,171건으로 보험가입금액은 4,908억원으로 도입 초기 기대보다 느린 성장세를 시현

[그림 4-3] 모기지보험 계약체결 흐름



[그림 4-4] 모기지보험의 활용



하고 있다. 이는 글로벌 경제위기에 동반한 주택경기 침체 등 전반적인 경제상황 악화 및 모기지보험 가입 시의 유용성에 대한 시장의 인식 부족 등에 따라 계약실적이 당초 예상보다 저조하게 전개되고 있는 것으로 분석된다.

모기지론시장이 안정적으로 발전하기 위해서는 대출기관들의 모기지론 취급에 따른 위험을 완화시켜 주기 위한 제도적 장치 마련이 필요하다. 모기지를 운용할 때 취급 금융기관에서 발생하는 리스크의 적절한 처리방법으로 활용되고 있는 모기지보험(Mortgage Insurance: MI)은 대출 시 취급 금융기관에서 발생하는 신용위험 등을 관리하기 위하여 주요국에서 도입·시행하고 있는 위험관리의 대표적인 기법이다. 모기지제도가 발달한 선진국의 사례를 통해서 볼 때 모기지보험은 주택구입자금이 충분치 못한 서민·중산층의 자가주택 마련에 긍정적인 역할을 수행하였던 것으로 평가되고 있어 주거복지 차원

에서의 필요성이 높다. 한편, Basel II의 적용에 따른 국내 시중은행의 BIS 자기자본비율 관리 차원에서 모기지보험의 역할 또한 주목할 만한 주제로 판단된다.

모기지보험은 차입자의 실직, 사망, 질병 또는 이혼 등으로 인한 채무불이행 시 대출 금융기관을 손실로부터 보호해 주는 일종의 보증보험이다. 모기지보험은 LTV 확대를 가능하게 함으로써 적정 현금보유액 수준을 최소화하여 주택 실수요자들의 내집 마련을 촉진시킴과 동시에 차입자들의 채무불이행으로 인한 신용위험을 대출금융기관으로부터 모기지보험회사로 전가시키거나 상호 분담할 수 있는 합리적인 조절기능을 수행한다.

모기지보험은 모기지론시장의 참여자 및 정부 모두에게 다양한 기대이익을 제공한다. 주택구입자 측면에서 볼 때 2순위 대출 또는 개인 보증인 없이 대출이 가능하고 신용보완을 통한 추가 대출이 가능하므로 주택구입에 대한 자금의 가용성 증대효과가 있다. 또한 모기지 2차 시장으로부터의 풍부한 자금유입과 대출기관의 자본 효율성 제고를 가능하게 하여 차입자들은 보다 낮은 대출금리를 적용받게 되는 장점 또한 예상된다.

모기지보험은 유동화 대출채권(MBS)의 등급 상승과 원리금 지급력에 대한 신뢰도 제고로 2차 모기지론시장의 안정성 확보를 가능케 한다. 아울러 모기지보험은 자산유동화의 실행 가능성 및 효율성을 촉진시킨다.⁸ 모기지보험은 고(高) LTV대출에 수반되는 상대적으로 높은 위험을 경감시키며, 모기지보험회사가 최우선적으로 손실을 부담함으로써 참여 주체들 사이의 위험을 적절히 분산시킨다. 또한 엄격한 심사기준에 의거 독립적으로 대출자격을 심사하며, 개인 신용도 평가방법 및 대출서류의 표준화, 그리고 적절한 담보 평가방법을 적용함과 동시에 참여 주체들의 유기적인 감시·감독 기능을 통해 MBS 발행 구조 산정 시 채무불이행에 대한 가정치를 낮춰 MBS 신용등급에 직접적인 영향을 미치게 된다. 이러한 과정을 통한 강력하고 안정적인 모기지 2차 시장의 구축은 대출 금융회사에는 풍부한 유동성을 부여하며, 자본시장 투자자에게는 다양한 투자 기회를 제공하는 장점이 있다.

이와 함께 정부 입장에서도 모기지론과 관련한 신용위험이 모기지보험으로 관리됨에 따라 대출 금융기관의 신용위험에 따른 도산이 최소화되고, 이에 따라 금융부실화에 따른 공적자금 투입 등 정부의 재정부담이 완화될 것으로 보인다. 모기지보험의 자체적인 조기경보체계, 효율적인 감정 및 개인 신용평가, 합리적인 연체관리 및 차주 구제기법 등으로 모기지대출 관련 위험을 최소화하고 사후 관리의 효율성을 강화할 수 있기 때문

8 전 세계적으로 MBS의 투자자들은 고 LTV대출에 따른 위험을 인지하고 있으며, 그에 따른 위험 전가 수단으로서 모기지보험의 가치를 중요시하고 있다.

에, 정부의 직접적인 감독부담을 완화할 수 있다.

모기지보험은 주택건설 촉진, 보험 제공자를 위한 새로운 사업기회 생성 또는 일정한 담보대출표준 개발지원 등 다양한 이유로 도입될 수 있으나 해외 사례를 살펴볼 때 시간이 경과하면서 주된 이유가 두 가지로 집약되었다. 첫째는 주택담보금융 이용기회 확대 및 이에 따라 차주가 대출승인 표준을 완화하도록 함으로써, 즉 가입 범위를 확대함으로써 내 집 마련을 지원하기 위해 도입되었다. 둘째는 주택대출 관련 상품에 대한 투자위험 감소에 따라 자본시장으로부터 주택 및 담보 대출 분야로 자금흐름을 촉진, 즉 2차 시장·모기지 담보부 증권시장을 활성화하기 위해 도입되었다. 이 중 두 번째 이유는 개발도상국 경제에서 현재 큰 주목을 받고 있는 반면, 모기지보험이 이미 도입된 국가는 1차 모기지시장을 확장하고 향상시키기 위해 모기지보험을 이용하고 있다. 다시 말해서 이와 같은 1차 모기지시장 발전의 원동력을 부산물로 모기지보험은 2차 시장 및 MBS의 발전을 가속화하는 데 도움이 되어 왔다.

제6절 결론

최근 국내 주택담보대출의 급속한 성장은 선진국 시장과 비교할 때 규모 면에서는 우려할 만한 상황은 아닌 것으로 보이나, 수십 년의 시행착오를 거쳐 발전된 선진국의 운영체계 및 상품구조와 비교할 때 질적인 측면에서 지속적인 보완이 필요할 것이다. 금융감독 당국 및 시장참여자들의 노력으로 최근 몇 년 사이에 선진국형 장기 모기지로 점진적으로 전환되고 있으며 DTI 규제 등 관련 위험관리 수단의 확대 등 동 시장의 체질 개선이 눈에 띄게 전개되고 있다. 그럼에도 불구하고 아직까지 관련 정보의 부족 및 과학적인 위험관리 시스템, 시장참여자 간 협조체계 미비 등 해결해야 할 과제가 산적해 있는 실정이다.

선진국형 모기지제도의 정착을 통한 주택금융의 발달은 금융시장의 안정적 성장 및 국민 주거복지의 확대라는 측면에서 중요성을 갖고 있다. 또한 장기 모기지 중심의 주택금융 확대는 주택에 대한 국민들의 인식을 단기적 투자수단에서 장기적 거주수단으로의 전환을 가져올 것으로 기대된다. 따라서 금융위기 이후 국내 금융시장의 주요한 운용대상으로 정착되어 가고 있는 주택금융의 건전한 성장을 위한 개별 금융회사의 노력이 적극적으로 지속될 필요가 있다.

참고문헌

- 고성수, 『국내 금융회사의 모기지 활성화방안』, 한국금융연구원, 2007. 5.
- 국민은행, 『2007년도 주택금융수요실태조사』, 2008.
- 김인규·권태율, 『주택금융의 현황과 발전방향』, 한국은행, 2007.
- 조만, 「주택금융과 거시·미시건전성 규제: 시장지표 및 정책개발을 위한 제도적·실증적 분석」, 『글로벌 금융위기 이후 주택정책의 새로운 패러다임 모색』, 한국개발연구원, 2012.
- 한국금융연구원, 『한국주택금융공사의 설립성과 평가 및 발전방향 설정』, 한국금융연구원, 2007. 7.
- 한국은행, 「조사통계월보」, 각년도.
- 한국주택금융공사, 「주택금융월보」, 각년도.
- 한국주택학회, 『유동화 기초자산의 안정적 확보 및 영업기반 강화 방안 연구』, 한국주택금융공사, 2005. 6.
- 금융감독원(www.fss.or.kr).
- 한국주택금융공사(www.khfc.co.kr).
- Brueggeman, William B. and D. Jeffrey Fisher, *Real Estate Finance and Investments*, 12th ed., New York : McGraw-Hill, 2005.
- Elul, R., “Residential Mortgage Default,” *Business Review*, Q3 2006.
- Miles, D., “The UK Mortgage Market: Taking a Long-Term View; Interim Report,” Imperial College of London (Report Submitted to Chancellor of Treasury), 2003.

부동산 관련 증권화 상품¹

이 중 희

제1절 증권화의 개요

1. 증권화의 개념과 효과

가. 증권화의 개념

‘증권화(securitization)’란 자산을 증권으로 변환시키는 과정을 말한다. 보다 구체적으로 말하면, 유동성이 낮은 자산을 일정한 기구와 기술을 이용하여 시장성이 높은 증권으로 변환시키는 일련의 과정을 증권화라고 한다. 이와 같은 증권화의 개념을 좀 더 부연설명하면 다음과 같다.

유동성이 낮은 자산(illiquid assets)이란 대출채권이나 부동산과 같이 현금화가 쉽지 않은 고정자산을 말한다. 일정한 기구(機構)란 유동성이 낮은 자산을 시장성이 높은 증권으로 변환하기 위하여 지어진 공장과 같은 것이다. 그런데 공장은 건물과 기계장치로 이루어지듯이, 일정한 기구도 건물에 해당하는 증권화 관련 법제와 기계장치에 해당하는 특수목적기구(Special Purpose Vehicle: SPV)로 구성된다. 또한 기계장치의 형태도 다양하듯이, SPV도 회사의 형태일 수도 있고 신탁이나 조합의 형태일 수도 있다.

일정한 기술이란 SPV라는 기계장치를 이용하여 증권화 상품을 만들어내는 기술을 말한다. 예를 들어 현금흐름을 추정·분석하고, 만기와 금리가 다른 다수의 종목으로 분

¹ 본 장은 필자의 『부동산 구조화금융의 이해』(2011) 중에서 관련 부분을 축약하고 일부 내용, 표현 및 통계를 추가, 수정 및 최신화한 것이다.

할하며(종목분할: *tranching*), 선·후순위 구조나 초과담보 설정 등의 방법으로 선순위 증권의 신용위험을 경감하고(신용보강: *credit support*), 투자결정을 쉽게 할 수 있도록 증권화 상품의 신용등급을 평가하는(신용평가: *credit rating*) 등의 금융기법을 말한다.

시장성이 높은 증권(*tradable securities*)이란 증권시장에서 거래 가능한 증권을 말한다. 우리나라의 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’)은 증권시장에서 거래 가능한 증권을 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권의 여섯 가지로 구분하고 있다. 본 장에서 살펴볼 증권화 상품은 대부분 채무증권과 수익증권 형태이다.

이러한 뜻을 지닌 ‘증권화’가 우리나라에서는 ‘유동화’라는 용어로 더 많이 사용되고 있다. 그 이유는 증권화에 관한 최초의 법률인 「자산유동화에 관한 법률」과 관련 법규에서 유동화라는 용어를 사용하였기 때문이다. ‘유동화자산’, ‘유동화증권’, ‘유동화전문회사’, ‘자산유동화계획’ 등이 그러한 용례이다. 본 장에서도 증권화 관련 법제를 설명·인용할 때는 유동화라는 표현을 사용하기로 한다. 그러나 자산을 증권으로 변환하는 의미를 나타내는 학문적 용어로는 증권화가 더 적합한 표현이다. 이러한 점을 감안하여 여기서는 증권화를 기본적 용어를 사용하고 필요한 경우에는 유동화라는 용어도 사용할 것이다.

나. 증권화의 효과

자산보유자가 증권화를 통하여 얻을 수 있는 효과로는 자금조달, 재무관리 및 리스크 관리 효율화의 세 가지를 들 수 있다.

첫째, 자산보유자는 증권화를 통하여 자금의 조달비용을 절감하고 조달방법을 다변화할 수 있다. 먼저 자산보유자가 증권화를 통하여 자금조달비용을 절감할 수 있는 이유는 법률적으로 절연되고 회계적으로도 연결되지 않는 SPV에 자산을 이전하고 그 자산을 기초로 증권을 발행할 경우 자신의 신용등급보다 더 높은 신용등급을 받을 수 있기 때문이다.

다음 자산보유자가 증권화를 통하여 자금조달방법을 다변화할 수 있는 이유는 금융기관 차입, 회사채 발행, 주식 발행과 같은 전통적인 자금조달 방법이 여의치 않을 경우 보유 중인 자산을 활용하여 자금을 조달할 수 있기 때문이다. 증권화는 부채나 자본이 증가하지 않고 자산의 구성만 변화하므로(즉, 고정자산의 감소 및 유동자산의 증가), 차

입이나 회사채 발행 또는 주식 발행의 대안으로 활용할 수 있는 자금조달방법이다.

둘째, 자산보유자는 증권화를 통하여 자기자본비율이나 자산수익률을 제고함으로써 재무구조를 개선할 수 있다. 자산보유자가 은행인 경우에는 증권화를 통하여 위험가중 자산을 축소시킴으로써 은행의 신용도와 퇴출 여부 평가에 중요한 잣대로 사용되는 BIS 자기자본비율을 제고할 수 있다. 자산보유자가 일반 기업인 경우에는 증권화를 통하여 자산규모를 축소함으로써 자본수익률이나 자산수익률을 제고할 수 있다.

셋째, 자산보유자는 신용 리스크와 유동성 리스크를 효율적으로 관리할 수 있다. 먼저 자산보유자는 증권화 대상자산을 SPV에 양도 또는 신탁함으로써 신용 리스크를 제거할 수 있다. 또한 자산보유자는 증권화기법과 신용파생상품(credit derivatives)을 결합하여 자산을 SPV에 양도·신탁하지 않고도 신용 리스크를 제거할 수 있다. 다음 자산보유자는 고정자산을 SPV에 양도·신탁하여 회수한 대금으로 현금성 자산이나 시장성 높은 증권의 형태로 바꾸어 보유함으로써 유동성 리스크를 완화할 수 있다. 금융기관이 모기지론을 취급한 후 그 대출채권을 증권시장에서 거래 가능한 주택저당증권(MBS)으로 교환하여 보유하는 ‘모기지·MBS 스왑거래’가 그러한 사례의 하나이다.

2. 증권화의 대상과 구조

가. 증권화의 대상

이론적으로는 현금흐름이 발생하는 모든 자산은 증권화의 대상이 될 수 있다. 그러나 실무적으로는 현금흐름이 안정적이고 예측 가능한 자산이 증권화의 대상이 된다. 증권화의 역사가 주택저당증권(Mortgage-Backed Securities: MBS)에서 시작되고 현재도 가장 중요한 증권화 상품으로 자리 잡고 있는 이유는 바로 주택담보대출채권(mortgage loan)의 현금흐름이 다른 어떤 자산의 현금흐름보다 안정적이고 예측 가능성이 높기 때문이다.

〈표 5-1〉은 실제로 어떠한 자산이 증권화되고 있는지를 보기 위하여 작성한 것이다. 표에서 보듯이 유가증권, 매출채권, 대출채권, 부동산 관련 자산 및 기타 자산이 증권화의 대상자산이 되고 있다. 그중에서 부동산대출, 부동산실물 및 부동산채권이 본 장의 주제인 부동산 증권화의 대상자산이다.

〈표 5-1〉 증권화 대상자산의 종류

유가증권	회사채 등		증권화의 대상자산
매출채권	신용카드매출채권, 자동차할부매출채권 등		
대출채권	기업대출		부동산 증권화의 대상자산
	개인대출	신용카드대출채권, 자동차대출채권, 학자금 대출채권 등	
부동산대출	주택담보대출채권, 상업용 부동산 담보 대출 채권, 부동산 PF대출채권		
부동산 관련 자산	부동산실물	임대용 건물, 영업용 시설, 본사 사옥 등	
	부동산채권	분양대금채권, 공사대금채권, 임대차보증금 반환청구권 등	
기타 자산	지적재산권 등		

자료: 이중희(2011), p.24.

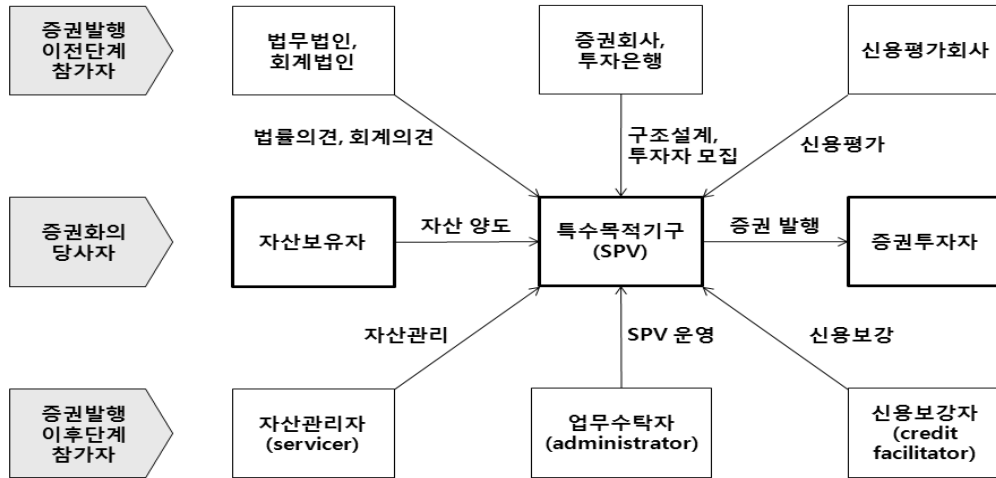
나. 증권화의 구조

증권화의 과정 및 참여자를 간단한 구조도로 나타내면 [그림 5-1]과 같다. 그림의 중간에는 증권화의 세 당사자인 자산보유자(originator), 특수목적기구(SPV), 투자자(investor)가 나란히 표시되어 있다. 그림에서 보듯이 자산보유자가 SPV에게 자산을 양도(또는 신탁)하면 SPV는 그 자산을 기초로 증권을 발행하여 증권투자자에게 판매한다. 이것이 자산을 증권으로 변환하는 증권화의 과정을 가장 단순하게 나타낸 것이다.

그림의 상단에는 증권 발행 이전 단계의 참여자가 표시되어 있다. 법무법인은 자산보유자가 SPV와 체결한 자산양도계약서를 검토하여 진정한 양도(true sale)요건의 충족 여부를 판단한다. 회계법인은 자산의 존재 여부 및 적격성을 검토하고 부외처리 요건의 충족 여부를 판단한다. 증권회사와 투자은행은 증권화의 구조를 설계하고 투자자를 모집한다. 신용평가회사는 기초자산의 현금흐름과 증권화 구조의 적정성을 검토하고 신용보강 규모와 방법을 토대로 신용등급을 부여한다.

그림의 하단에는 증권의 발행 이후부터 상환완료 시까지의 참여자가 표시되어 있다. 자산관리자(servicer)는 자산관리위탁계약에 따라 SPV의 소유인 유동화자산의 관리·운영·처분 업무 및 그 밖에 관련된 부수 업무를 수행하고 그 대가로 일정한 수수료를 수취한다. 자산관리자가 될 수 있는 자는 자산보유자, 신용정보회사, 자산관리전문회사이다.

[그림 5-1] 증권화의 기본구조



자료: 이중희(2011), p.26.

업무수탁자(administrator)는 업무위탁계약에 따라 SPV의 운영과 관련된 업무를 수행한다. SPV는 유동화자산을 양수하여 유동화증권을 발행하고 투자자에게 원리금 등을 지급하여야 하는데 서류상 회사(paper company)이므로 그러한 업무를 수행할 조직과 인력이 없다. 따라서 SPV는 자산관리업무를 제외한 모든 업무를 업무수탁자에게 위탁하여 처리하여야 한다. 신용보강자(credit facilitator)는 SPV의 자금이 일시적으로 부족할 경우에 대비하여 대출약정(credit line)이나 ABCP 매입약정 등을 체결하여 증권화 상품의 신용을 보강해 주는 기능을 수행한다.

제2절 증권화 관련 법률과 제도

1. 증권화에 관한 법률

가. 증권화 지원을 위한 법률²

증권화에 관한 우리나라 최초의 법률은 「자산유동화에 관한 법률」(이하 'ABS법')이다.

² 자세한 내용은 이중희(2011)의 제2장 참조.

ABS법은 외환위기 수습을 위한 금융기관과 일반 기업의 구조조정 촉진을 위해 1998년에 제정·시행되었다. ABS법은 증권화의 주체(자산보유자), 대상(유동화자산), 기구(특수목적기구) 및 상품(유동화증권)을 폭넓게 정하고 있다.

ABS법은 자산보유자의 범위를 금융기관, 일반 기업 및 공공법인으로 규정하고, 유동화자산의 범위는 채권, 부동산 및 기타 재산권으로 규정하고 있다. 그리고 SPV의 유형은 ABS법에 의한 유동화전문회사와 자본시장법에 의한 신탁업자로 규정하고, 유동화증권의 종류는 출자증권, 사채, 수익증권 및 기타 증권·증서로 규정하고 있다. ABS법은 우리나라의 증권화에 관한 일반법이라고 할 수 있다.

우리나라 증권화에 관한 또 다른 중요한 법률은 2003년 12월 제정되어 2004년 3월에 시행된 「한국주택금융공사법」(이하 'KHFC법')이다. KHFC법은 1999년에 제정된 「주택저당채권유동화회사법」을 모태로 하고 있다.³ KHFC법에서는 자산보유자가 한국주택금융공사로 한정되고, 유동화자산은 주택저당채권 및 학자금대출채권으로 한정된다. 또한 특수목적기구는 신탁 형태로 한정되고, 유동화증권은 수익증권 및 채무증권 형태로 한정된다. 따라서 KHFC법은 ABS법의 특별법이라고 할 수 있다.

나. 증권화에 관한 법적 리스크

자산의 이전, 증권 발행, 투자자에 대한 원리금 등의 지급으로 요약할 수 있는 증권화의 과정에는 다수의 이해관계자가 존재하고 복잡한 법률행위가 수반된다. 따라서 증권화 참여자는 법적 리스크를 잘 이해하고 방지책을 마련하는 것이 중요하다. 그 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, 자산을 양도할 때에는 채무자나 제삼자의 이의제기에 대항할 수 있는 요건을 구비하여야 한다. 대항요건이 갖추어지면 자산을 양도받은 SPV는 채무자나 제삼자에게 자신이 새로운 채권자임을 정당하게 주장할 수 있게 된다. 그런데 민법(§450)에 따라 대항요건을 갖추려면 많은 시간과 비용이 소요되어 단기간에 자산을 SPV로 이전해야 하는 증권화가 사실상 어려워진다. 이러한 문제를 해결하기 위해 ABS법과 KHFC법은 민법에 대한 특례를 규정하고 있다. 이는 후술할 것이다.

둘째, 자산을 양도할 때에는 자산보유자가 파산할 경우에도 SPV와 투자자가 보호받

3 KHFC법의 증권화 관련 내용은 주택저당채권유동화회사법의 기본 틀에다 공신력 강화 및 영업력 제고를 위한 정부지원 강화 내용을 추가한 것이다.

을 수 있도록 파산절연(bankruptcy remoteness)의 요건을 갖추어야 한다. 파산절연이란 자산보유자가 파산하더라도 자산보유자의 채권자가 SPV로 이전된 자산에 대하여 강제집행 등을 할 수 없는 상태를 말한다. ABS법과 KHFC법은 자산보유자의 파산위험을 절연하는 방법으로 '진정한 양도'와 '유동화신탁 설정'의 두 가지를 규정하고 있다.

셋째, SPV의 업무범위와 행위능력을 엄격히 제한하여 파산위험을 차단하여야 한다. 이를 위하여 ABS법은 증권화와 무관한 업무의 겸업을 금지하고, 업무의 범위를 증권화와 직접 관련된 것으로 제한하며, 업무를 자산관리자와 업무수탁자에게 위탁하여 처리하도록 규정하고 있다. 또한 투자자의 권리를 해치는 사원총회의 결의를 무효로 하고, 채무부담을 제한하며, 다른 회사와의 합병이나 조직변경을 금지하고 있다.

넷째, 자산관리자나 신탁업자의 고유자산이 SPV의 소유인 유동화자산이나 신탁자산과 뒤섞여 관리되는 혼장위험을 방지하여야 한다. 또한 자산관리자나 신탁업자가 파산하더라도 유동화자산이나 신탁자산은 파산재단에 포함되지 않아야 하고, 자산관리자나 신탁업자의 채권자가 강제집행할 수 없어야 한다. ABS법과 KHFC법은 유동화자산이나 신탁자산의 구분 관리, 파산재단 불포함 및 강제집행 불허용을 규정하고 있다.

다. 증권화에 관한 법적 특례

ABS법과 KHFC법은 증권화 촉진을 위하여 채권양도의 대항요건에 관한 특례, 근저당권부 채권의 확정에 관한 특례, 저당권 및 소유권의 취득에 관한 특례를 규정하고 있다.

첫째, ABS법(§7)과 KHFC법(§26)은 민법(§450)에 따르지 않고 채권양도의 대항요건을 갖출 수 있도록 하였다. 먼저, 채무자에 대해서는 공고(public notice)에 의해 대항요건을 갖출 수 있게 하였다. 즉, 채무자에게 2회 이상 내용증명우편으로 채권양도 통지를 하였으나 반송된 경우 일간신문에 채권양도 사실을 공고하면 그 공고일에 채권양도 통지를 한 것으로 간주하는 것이다. 제삼자에 대해서는 금융위원회에 채권양도 등의 등록을 하면 대항요건을 갖춘 것으로 인정하고 있다.

둘째, ABS법(§7의2)과 KHFC법(§27)은 판례와 학설에 의존하던 근저당권부 채권의 확정방법을 구체적으로 규정하고 있다. 즉, 금융위원회에 등록된 자산유동화계획에 따라 양도신탁하고자 하는 유동화자산이 근저당권에 의하여 담보된 채권인 경우에는 자산보유자가 채무자에게 채권의 확정에 관한 통지서를 내용증명우편으로 발송하면 그 다음 날에 채권이 확정되는 것으로 규정하고 있다.

셋째, ABS법(§8)과 KHFC법(§28)은 등기 없이 저당권을 취득할 수 있는 특례를 규정하고 있다. 즉, SPV나 한국주택금융공사는 금융위원회에 자산양도 등의 등록을 한 때에 유동화계획에 따라 양도·신탁받은 채권을 담보하기 위하여 설정된 저당권을 취득한다고 규정하고 있다. 그러나 이는 어디까지나 저당권의 취득에 관한 특례이므로, 등기 없이 취득한 저당권을 처분하기 위해서는 생략된 등기를 해야 한다.

한편, ABS법(§28②)은 한국자산관리공사나 한국토지주택공사가 금융기관의 부실자산 정리, 부실징후기업의 자구계획 지원 및 기업의 구조조정을 위하여 취득한 부동산을 자산유동화계획에 따라 SPV에 양도·신탁한 경우 SPV는 자산 양도·신탁 등록이 있었던 때에 등기 없이 그 부동산에 대한 소유권을 취득한다고 규정하고 있다.

이 외에도 증권화를 촉진하기 위하여 SPV의 세부담을 경감하고 경매 관련 통지·송달 등의 특례가 주어지고 있다.

2. 증권화에 관한 제도

가. 자본규제제도⁴

금융당국의 자본규제제도는 은행의 증권화에 가장 중요한 영향을 미치는 제도이다. 증권화 대상자산의 최대 보유자인 은행이 증권화를 통해 얻고자 하는 핵심적인 효과가 자기자본비율의 제고이기 때문이다.

국제결제은행(BIS)은 은행으로 하여금 위험가중자산의 8% 이상을 자기자본으로 보유하도록 의무화하는 자본협약(Basel I)을 1992년부터 시행하였다. 은행들은 Basel I의 자본규제에 대응하여 자기자본비율의 분모인 위험가중자산을 축소하는 수단으로 증권화를 적극 활용하였다.

Basel I은 여러 가지 문제점으로 인해 2006년 Basel II로 대체되었다. Basel II는 차주의 신용등급에 따라 위험가중치를 차등화하고, 자본규제 회피 목적의 증권화를 억제하기 위해 증권화 상품에 대한 위험가중치를 신설하였다. 특히, <표 5-2>에서 보듯이, BB 이하의 투기등급 증권화 상품에 대해서는 위험가중치를 350%로 매우 높게 설정하였다.

그러나 Basel II는 2008년 글로벌 금융위기 과정에서 또 다른 허점을 드러내었다.

4 자세한 내용은 이중희(2011)의 제3장 참조.

〈표 5-2〉 Basel II의 증권화 및 재증권화 상품 위험가중치(표준방법)

(단위: %)

(장기) 신용등급	증권화 상품	재증권화 상품
AAA ~ AA-	20	40
A+ ~ A-	50	100
BBB+ ~ BBB-	100	225
BB+ ~ BB-	350	650
기타 등급, 무등급	자기자본에서 차감	

자료: BCBS, *Enhancements to the Basel II Framework*, July 2009, p.5.

금융위기를 확산시킨 재증권화 상품의 규제체제가 없었기 때문이다. 이에 BIS는 2009년에 재증권화 상품의 위험가중치를 증권화 상품의 두 배 수준으로 상향 조정하였다. 그리고 곧이어 Basel II의 전면개혁에 착수하여 2010년 12월에 Basel III의 기본골격을 발표하였다.

나. 회계처리제도⁵

증권화는 회계제도에 의해서도 큰 영향을 받는다. 증권화를 위하여 설립된 SPV를 자산보유자의 연결재무제표 작성대상에 포함시킬 것인지, 그리고 SPV에 양도된 자산을 자산보유자의 자산으로 인식할 것인지의 여부에 따라 재무·리스크 관리에 미치는 효과가 달라지기 때문이다.

종전에는 법률에 의하여 설립된 SPV는 연결재무제표 작성대상에서 제외되었고, SPV에 양도된 자산은 자산보유자의 자산에서 제거되었다. 그러나 2011년에 시행된 한국채택 국제회계기준(K-IFRS)에서는 자산보유자가 특수목적기업(Special Purpose Entity: 이하 SPE)-이는 SPV와 동일한 의미로 쓰이는 국제회계기준의 용어이다 - 을 실질적으로 지배하면 SPE는 연결대상에 포함되고 SPE에 이전된 자산은 제거되지 않을 수 있다.

K-IFRS에서는 자산보유자의 실질적 지배력이 미치는 종속기업은 모두 연결대상에 포함시키도록 하고 있다. 종속기업이 일반 기업인 경우에는 지분율이 50% 이상이면 모두 연결하고, 지분율이 절반에 미치지 못해도 실질적 지배력을 행사할 수 있는 경우에는 연결시켜야 한다(기준서 제1027호). 종속기업이 SPE인 경우에는 활동, 의사결정, 효익 및 위험의 네 가지 차원에서 연결 여부를 판단하여야 한다(해석서 2012호).

⁵ 자세한 내용은 이중희(2011)의 제4장 참조.

그런데 SPE의 활동은 자산보유자의 필요에 따라 이루어지고, SPE의 의사결정은 자산관리위탁계약, 업무위탁계약 등 사전에 체결된 계약에 의해 자동조종방식(auto-pilot mechanism)으로 이루어지며, 자산보유자는 SPE의 활동으로 효익을 얻는 것이 일반적이라고 할 수 있다. 또한 자산보유자가 SPE에게 후순위채 인수, 하자담보책임, 신용공여 등을 제공할 경우 SPE의 자산과 관련된 위험을 계속 부담한다고 볼 수 있다. 따라서 K-IFRS에서는 SPE가 자산보유자와 연결될 가능성이 매우 높다.

이러한 연결기준에 따라 SPE가 연결된 경우에는 유동화자산을 자산보유자의 자산에서 제거할 것인지의 여부를 판단하여야 한다. 만일 자산보유자의 현금흐름 수취권리가 소멸되고, 유동화자산의 위험과 보상이 대부분 SPE로 이전되고, 자산보유자가 유동화자산에 대한 통제권을 가지고 있지 않으면 유동화자산은 자산보유자의 자산에서 제거된다.

다. 그 밖의 증권화 관련 제도

1) SPV의 업무처리 관련 제도: 신탁, 자산관리, 업무수탁⁶

유동화증권을 발행하는 주체인 SPV는 회사(company)와 신탁(trust)의 두 가지 형태가 주로 활용된다. 회사 형태의 SPV는 ABS법에 따라 설립될 수도 있고 상법에 따라 설립될 수도 있다. 전자는 유한회사 형태로 설립되고, 앞에서 살펴본 증권화 관련 법적 특례 등과 같은 지원조치가 주어짐과 동시에 유동화계획 등록 등과 같은 규제가 수반된다. 후자는 주식회사 또는 유한회사 형태로 설립되고 지원과 규제가 없다.

신탁 형태의 SPV는 ABS법(§32) 또는 KHFC법(§32)에 따라 설정될 수 있다. 즉, 신탁업자 또는 한국주택금융공사는 금융위원회에 등록된 자산유동화계획 또는 채권유동화계획에 따라 신탁을 설정하고 유동화증권을 발행할 수 있다. 신탁은 이와 같이 유동화증권의 발행기구인 SPV로 활용되는 것 외에도, 유동화증권의 발행을 위한 매개기구로 활용되기도 하고, 채무자의 파산위험을 절연하는 기구로 활용되기도 한다.

유동화증권의 발행주체인 SPV가 수행하는 업무는 자산보유자로부터 양도·신탁 받은 유동화자산을 기초로 채무증권(또는 출자증권 또는 수익증권) 형태의 유동화증권을 발행하고 그 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익금이나 차입금 등으로 유동화증권의 원리금(또는 배당금 또는 수익금)을 지급하는 것이다. 그런데 SPV는 이러한 업무를 수행할 조직과 인력이 없기 때문에 타인에게 위탁하여 처리하여야 한다.

⁶ 자세한 내용은 이중희(2011)의 제5장 참조.

SPV는 ABS법(§10)에 따라 유동화자산의 관리업무는 자산관리자(servicer)에게 위탁하여 처리하여야 한다. ABS법상 자산관리자는 자산보유자, 신용정보회사, 자산관리전문회사가 될 수 있으나, 자산보유자에게 유동화자산 관리업무를 위탁하는 것이 일반적이다. 그리고 SPV의 운영과 관련된 그 밖의 모든 업무는 업무수탁자(administrator)에게 위탁하여 처리하여야 한다. ABS법상 업무수탁자는 자산보유자 또는 제삼자가 될 수 있으나, 자산보유자는 통상 자산관리자가 되기 때문에 업무의 독립성과 투명성을 위하여 제삼자인 은행을 업무수탁자로 지정하는 것이 일반적이다.

2) 투자자의 투자결정 관련 제도: 신용평가, 신용보강, 정보공시⁷

증권화 상품의 수요 주체는 자본시장에서 여유자금을 운용하는 투자자이다. 투자자는 자본시장에서 거래되는 수많은 금융투자상품을 대상으로 투자결정을 하며, 그에 따른 성과는 투자대상 상품의 수익률과 리스크를 얼마나 정확하게 파악하였는가에 따라 결정된다.

그런데 투자자가 수많은 금융투자상품을 직접 분석하여 투자결정을 하는 것은 사실상 불가능에 가깝다. 발행구조가 복잡하여 이해하기 힘든 증권화 상품의 경우는 더욱 그러하다. 따라서 증권화 상품의 투자자는 대부분 신용등급을 보고 투자결정을 할 수밖에 없다. 이러한 사실은 공정하고 객관적인 신용평가가 증권화에 매우 중요하다는 점을 시사한다.

신용평가기관이 증권화 상품의 신용평가를 위하여 실시하는 일차적 작업은 자산과 증권화의 현금흐름 분석이다. 즉, 기초자산의 현금흐름으로 증권화 상품의 원리금(또는 출자금 또는 수익금) 및 증권화 관련 비용을 확실하게 지급할 수 있는지를 분석하는 것이다. 그 다음 작업은 증권화 상품의 목표신용등급(target rating)을 획득하는 데 필요한 신용보강(credit support or credit enhancement)의 규모를 추정하고, 마지막으로 가장 효율적인 신용보강의 방법을 결정하는 것이다.

신용보강의 규모는 증권화기간 동안에 기초자산에서 발생할 것으로 예상되는 손실액에 해당하는 것으로, 부도율 및 부도 후 손실률을 이용하여 구한다. 신용보강의 방법은 내부신용보강과 외부신용보강으로 구분된다. 전자는 증권화 상품의 발행구조 내부에서 구조화하는 신용보강 방법으로 선·후순위 구조, 초과 담보, 초과 스프레드, 유보금 등의 방법이 있다. 후자는 금융기관이나 공공기관 등의 외부기관이 제공하는 신용보강으

7 자세한 내용은 이중희(2011)의 제6장 참조.

로 대출약정, 유가증권 매입약정, 지급보증 등의 방법이 있다.

끝으로 정보 공시는 증권화의 중요한 인프라이다. 이를 위해 ABS법은 금융위원회로 하여금 SPV나 자산보유자가 등록한 자산유동화계획 등록신청서 등의 서류를 투자자나 일반인에게 공시하도록 규정하고 있다. 또한 신탁업자, 자산관리자 및 업무수탁자로 하여금 증권화 관련 서류를 투자자가 열람할 수 있도록 규정하고 있다.

제3절 부동산 관련 증권화 상품

1. 부동산 관련 증권화 상품의 분류

부동산 관련 증권화 상품의 특성을 파악하기 위해서는 몇 가지 유형으로 분류할 필요가 있다. <표 5-3>은 증권화의 대상자산과 근거법률에 따라 증권화 상품을 분류한 것이다. 표에서 보듯이 우리나라의 부동산 관련 증권화 상품은 크게 세 가지 유형으로 분류할 수 있다.

첫째, 주택저당증권(Mortgage-Backed Securities: MBS)이다. MBS는 주거용 모기지론을 기초로 발행되며, 발행자와 근거법에 따라 공공기관 MBS와 비공공기관 MBS로 구분된다. 전자는 한국주택금융공사가 KHFC법에 따라 발행하고, 후자는 금융기관이 ABS법에 따라 발행한다.

둘째, 상업용 부동산 저당증권(Commercial Mortgage-Backed Securities: CMBS)이다. CMBS는 상업용 부동산에 저당권이 설정된 대출채권(상업용 모기지론)을 기초로 발행되는 증권화 상품으로, 금융기관이 ABS법에 따라 발행한다.

셋째, 모기지론을 제외한 모든 부동산 관련 자산을 기초로 발행되는 부동산 관련 자산유동화증권(Asset-Backed Securities: ABS)이다. 여기에는 (i) 부동산 PF대출을 기초로 ABS법에 의해 발행되는 부동산 PF ABS, (ii) 부동산 PF대출을 기초로 하되 상법에 의해 발행되는 부동산 PF ABCP, (iii) 부동산실물(임대용 건물, 영업용 시설 등)이나 부동산채권(분양대금채권, 공사대금채권, 임대료채권 등)과 같은 그 밖의 부동산자산을 기초로 발행되는 부동산 ABS의 세 가지 부동산 관련 증권화 상품이 포함된다.

〈표 5-3〉 우리나라 증권화 상품의 분류: 대상자산과 근거법률 기준

대상자산		증권화 상품		근거법률
부동산 관련 자산	주거용 모기지론	MBS	공공기관 MBS	KHFC법
			비공공기관 MBS	
	상업용 모기지론	CMBS	ABS법	
	부동산 PF대출	부동산 관련 ABS	부동산 PF ABS	상법
기타 부동산자산	부동산 PF ABCP			
일반 자산	유가증권, 매출채권, 대출채권, 기타 자산	일반 ABS		ABS법

2. 주거용 모기지론의 증권화 상품⁸

가. 공공기관 MBS 상품

1) 수익증권 형태의 MBS

우리나라의 공공기관 MBS는 2000년에 처음으로 발행되었다. 정부는 모기지론의 증권화를 촉진하기 위하여 1999년에 「주택저당채권유통화회사법」을 제정하고 한국주택저당채권유통화(주)(이하 KoMoCo)를 설립하였다. KoMoCo는 정부와 국내의 금융기관의 공동출자로 설립되었으나 정부가 출자와 MBS 발행을 주도하였기 때문에 공공기관 MBS라고 할 수 있다.

2003년까지 MBS를 발행하던 KoMoCo는 「한국주택금융공사법」에 따라 2004년 3월에 설립된 한국주택금융공사(이하 ‘공사’)에 조직과 업무가 승계되었다. 공사의 출자자는 정부와 한국은행이고, 공사의 손실은 정부가 보전하도록 법률에 명문화되어 있기 때문에 공사가 발행·보증하는 MBS는 신용 리스크가 없는 전형적인 공공기관 MBS이다. 공사는 MBS 기초자산으로 적합한 장기·고정금리·분할상환 모기지론을 개발하여 금융기관을 통해 공급하고 주기적으로 양수하여 MBS를 발행하고 있다.

공사 MBS의 주요 특징은 다음과 같다. 첫째, 금리는 고정금리이고, 기준금리(국고채 유통수익률)에 스프레드를 가산하여 결정된다. 참고로 2000~11년 중에 발행된 공사 MBS의 가중평균금리는 발행일 기준으로 국고채 5년물 유통수익률에 평균 0.54%가 가산된 수준에서 발행되었다. 둘째, 만기는 선순위가 1년부터 20년까지 8개이고, 후순위

⁸ 자세한 내용은 이중희(2011)의 제9장 제4절 참조.

는 21년이다. 셋째, 이자는 3개월 주기로 지급되고, 원금은 만기에 일시 상환되거나 콜 옵션 행사에 의해 분할상환된다. 넷째, 선순위는 공모로 발행되어 투자자에게 판매되고, 후순위는 소액이 발행되어 공사가 인수한다. 다섯째, 선순위의 신용보강은 공사의 지급 보증과 후순위에 의해 이루어진다. 여섯째, 선순위의 신용등급은 국내 신용평가회사로부터 AAA로 평가되고 후순위의 신용등급은 BB로 평가된다. 일곱째, 만기가 5년 이상인 중장기 종목은 조기상환의 증가에 대비하여 콜옵션이 부여된다.

2) 채무증권 형태의 MBB

공사는 2009년까지 수익증권인 주택저당증권(MBS)의 형태로만 모기지론을 증권화하였다. 그러나 2010년부터는 MBS와 더불어 공사 자신의 채무증권인 주택저당채권담보부채권(Mortgage-Backed Bond: MBB)의 형태로도 모기지론을 증권화하고 있다. 공사는 2010년에 6,075억원, 2011년에 1조 5,379억원의 MBB를 해외에서 발행하였다.

공사 MBB는 특별법에 따라 모기지론을 기초로 발행된 우리나라 최초의 법정 모기지 담보부채권(Mortgage Covered Bond: MCB)이다. 공사 MBB는 법률로 이중상환청구권(dual recourse)이 보장된다. 즉, KHFC법(§31)에 따르면 MBB 소지자는 해당 채권유동화계획에 의해 구분·관리되는 주택저당채권으로부터 제삼자에 우선하여 변제받을 권리를 가지며, 우선변제권에 의해 채권 원리금의 전부 또는 일부를 변제받지 못한 경우에는 공사의 일반자산으로부터 변제받을 수 있다.

〈표 5-4〉는 2000~11년 중 공공기관 MBS(MBB 포함) 발행 추이를 보여주고 있다. 표에서 보듯이 공사가 설립된 2004년 이후, 특히 글로벌 금융위기 이후 공공기관 MBS의 발행금액이 큰 폭으로 증가하고 있다.

나. 비공공기관 MBS 상품

우리나라의 비공공기관 MBS는 2000년 여신전문회사에 의해 처음으로 발행되었다. 2002년에는 보험회사가, 2004년에는 은행이 비공공기관 MBS 발행에 가세하였다. 특히, SC은행(중전의 SC제일은행)은 2004~08년까지 매년 해외에서 대규모 MBS를 발행하였다. 2008년에는 국민은행, 신한은행, 한국씨티은행이 SC은행과 비슷한 구조로 한 차례씩 해외에서 MBS를 발행하였다.

그러나 2008년 글로벌 금융위기가 발생하여 MBS에 대한 신뢰도가 추락함으로써

〈표 5-4〉 우리나라의 공공기관 MBS 발행금액 추이(2000~11년)

(단위: 억원)

	KoMoCo	KHFC	MBS		합계
			MBS	MBB	
2000	12,789				12,789
2001	7,427				7,427
2002	5,282				5,282
2003	3,266				3,266
2004		30,161	30,161		30,161
2005		38,611	38,611		38,611
2006		17,531	17,531		17,531
2007		21,884	21,884		21,884
2008		26,480	26,480		26,480
2009		85,867	85,867		85,867
2010		84,049	77,974	6,075	84,049
2011		100,602	85,223	15,379	100,602
누계	28,764	405,185	383,731	21,454	433,949

자료: 이종희(2011), p.248, 〈표 9-8〉; 금융감독원(2012).

〈표 5-5〉 우리나라의 비공공기관 MBS 발행금액 추이(2000~11년)

(단위: 억원)

	은행			비은행			합계
	은행	SC은행	기타	비은행	보험사	여전사	
2000				999		999	999
2001				953		953	953
2002				4,233	4,110	123	4,233
2003				0			0
2004	20,305	20,305					20,305
2005	7,695	7,695					7,695
2006	20,135	20,135					20,135
2007	20,902	20,902		1,523		1,523	22,425
2008	28,913	10,865	18,048				28,913
2009	6,269		6,269	1,454		1,454	7,723
2010	6,827		6,827				6,827
2011	0						0
누계	111,046	79,902	31,144	9,162	4,110	5,052	120,208

자료: 이종희(2011), p.248, 〈표 9-9〉; 금융감독원(2012).

해외는 물론이고 국내에서도 신용 리스크가 높은 비공공기관 MBS를 발행하는 것이 어렵게 되었다. 그 결과 우리나라에서도 2009~10년에 비공공기관 MBS의 발행액이 급감하였고, 2011년에는 발행액이 전무하였다. 이처럼 비공공기관 MBS의 발행이 어려워짐에 따라 일부 은행과 보험회사는 모기지론을 준정부기관인 한국주택금융공사가 지급보증을 MBS와 교환하는 ‘모기지·MBS 스왑거래’ 방식에 의하여 모기지론을 증권화하고 있다.

3. 모기지론 이외 부동산 관련 자산의 증권화 상품

가. 부동산 PF대출의 증권화 상품⁹

1) 부동산 PF대출의 증권화 상품 분류

부동산 PF대출의 증권화 상품은 두 가지가 있다. 부동산 PF ABS와 부동산 PF ABCP가 그것이다. 전자는 ABS법에 따라 설립된 유동화전문회사가 발행하는 증권화 상품으로 사채(社債)의 일종이다. 후자는 상법에 따라 설립된 회사가 발행하는 증권화 상품으로, 어음의 일종인 자산담보부기업어음(Asset-Backed Commercial Paper: ABCP)이다.¹⁰

〈표 5-6〉은 두 상품의 주요 특징을 비교한 것이다. 부동산 PF ABS의 경우 자산보유자는 유동화계획 등록 등 ABS법과 감독당국이 요구하는 규제와 절차를 충족하여야 한다. 또한 토지의 소유권을 확보한 이후에 발행하여야 하고, 기초자산의 현금흐름과 PF ABS의 현금흐름을 일치시켜야 한다. 그러나 부동산 PF ABCP의 경우 자산보유자는 금융감독원에 유동화계획과 증권신고서를 등록·신고할 필요가 없다. 또한 토지의 소유권을 확보하기 전에도 발행할 수 있고, 기초자산과 PF ABCP의 현금흐름이 일치하지 않아도 된다.

부동산 PF ABS는 만기가 길고, 대부분 공모로 발행된다. 이에 비해 부동산 PF ABCP는 만기가 짧고, 대부분 사모로 발행된다. 부동산 PF ABS는 차환 리스크와 금리

⁹ 부동산 PF대출은 제9장에서 다루고 있으므로 여기서는 증권화 상품에 관해서만 다룬다.

¹⁰ 일반적으로 ABCP란 증권화를 위해 설립된 특수목적기구가 매출채권, 신용카드채권, 대출채권, 회사채, ABS, MBS 등을 기초자산으로 하여 발행하는 단기 기업어음 형태의 증권화 상품을 말한다. 우리나라에는 ABCP가 2000년에 ABS의 보조형태로 처음 도입되었다. 그러나 시장에서는 금융당국의 규제를 받지 않는 상법상 ABCP를 선호함으로써 ABS법에 의한 ‘ABS+ABCP 결합구조’는 활성화되지 못하고 ‘상법상 ABCP 발행구조’가 빠르게 확산되었다.

〈표 5-6〉 부동산 PF대출의 증권화 상품 비교: PF ABS와 PF ABCP

	부동산 PF ABS	부동산 PF ABCP
근거법률	• 자산유동화에 관한 법률	• 상법
발행주체	• 유동화전문회사 (유한회사)	• 유동화를 위해 설립된 회사 (주식회사 또는 유한회사)
기초자산	• PF대출	• PF대출
증권형태	• 채무증권(회사채)	• 기업어음증권(CP)
발행요건 규제	• 금융감독원에 등록·신고 • 토지소유권 확보 후 발행 • 기초자산과 ABS의 현금흐름 일치	• 금융감독원 등록·신고 불필요 • 토지소유권 확보 전 발행 가능 • 기초자산과 ABCP의 현금흐름 불일치 가능
발행금리	• PF ABCP에 비해 높음	• PF ABS에 비해 낮음
증권만기	• 장기(1~3년)	• 단기(1~3개월)
발행방식	• 공모가 대부분	• 사모가 대부분
리스크	• 차환 리스크가 없음 • 금리변동 리스크가 적음	• 신용경색 시 차환 불가능 • 금리상승 시 차환비용 상승
신용보강	• 시공사의 채무인수약정	• 시공사의 채무인수약정 • 금융기관의 ABCP 매입약정
발행실적	• 금융감독원이 등록된 자료를 집계·분석하여 공표	• 신평사가 신용등급 평정자료를 집계하여 발표 (2005년 이후)

자료: 이중희(2011), p.392, 〈표 14-4〉.

변동 리스크가 적은 데 비해 PF ABCP는 신용경색 시에 차환이 불가능하고 금리상승 시에 차환비용이 증가하기 때문에 차환 리스크가 매우 크다. 부동산 PF ABS는 시공사의 채무인수나 연대보증약정 등에 의해 신용보강이 이루어진다. 이에 비해 부동산 PF ABCP는 시공사의 채무인수약정 외에도 금융기관의 ABCP 매입약정에 의해 신용보강이 이루어진다.

2) 부동산 PF대출의 증권화 추이

우리나라의 부동산 PF대출 증권화 추이는 〈표 5-7〉과 같다. 동 표는 금융감독원과 신평평가사가 발표한 자료를 이용하여 필자가 발행금액 기준으로 추산한 것이다. 표에서 보듯이, 우리나라 부동산 PF대출의 증권화는 2004~06년에 급증하였다. 그러나 2000년대 후반에는 부동산 PF대출에 대한 금융당국의 규제강화 및 글로벌 금융위기의 여파로 인해 급감하였다. 글로벌 금융위기가 어느 정도 진정된 2009~10년에는 증가세로 반전되었으나, 유로존 위기에 따른 글로벌 경기침체와 국내 부동산경기의 극심한 침체에 따라 2011년에는 감소세로 반전되었다. 증권화 상품별로 보면 2005년까지는 ABS법상

〈표 5-7〉 우리나라 부동산 PF대출의 증권화 추이(2003~11년, 발행금액)

(단위: 억원, %)

	발행금액			구성비		
	전체	부동산 PF ABS	부동산 PF ABCP	전체	부동산 PF ABS	부동산 PF ABCP
2003	7,359	7,359	·	100	100	-
2004	16,246	16,246	·	100	100	-
2005	83,028	48,760	34,268	100	59	41
2006	150,924	58,979	91,945	100	39	61
2007	107,955	12,126	95,829	100	11	89
2008	90,380	7,290	83,090	100	8	92
2009	123,575	28,411	95,164	100	23	77
2010	150,955	12,105	138,850	100	8	92
2011	112,698	13,683	99,015	100	12	88

자료: 이중희(2011), p.397, 〈표 14-5〉; 금융감독원(2012); 김경무(2012).

SPC가 발행하는 PF ABS 위주로 증권화가 이루어졌으나, 그 이후에는 상법상 SPC가 발행하는 PF ABCP 위주로 증권화가 이루어지고 있음을 알 수 있다.

나. 기타 부동산 관련 자산의 증권화 상품¹¹

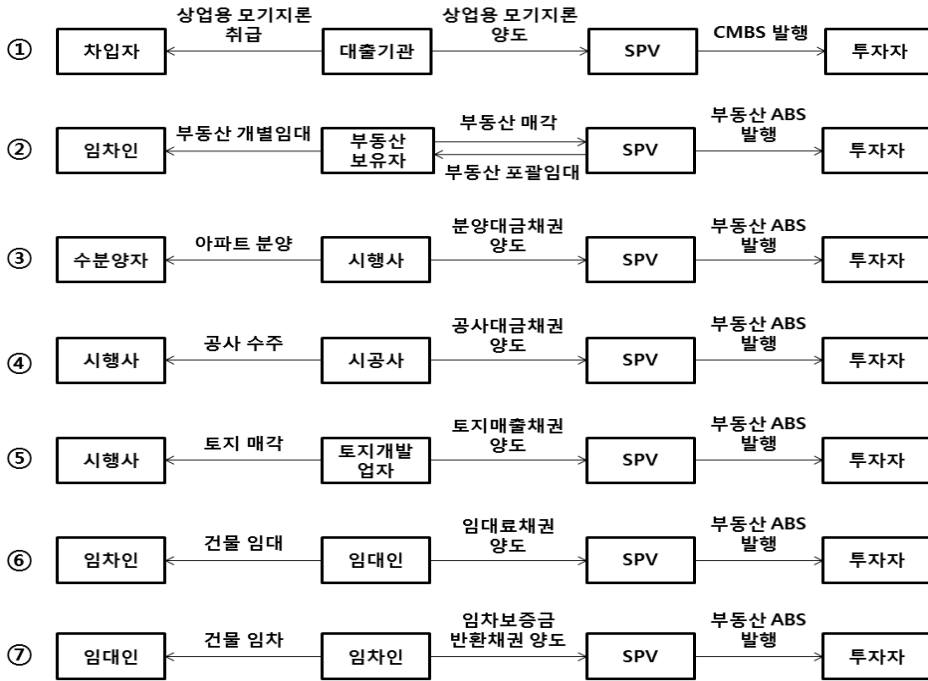
지금까지 우리는 부동산 관련 증권화 상품 중 비중이 크고 중요성이 높은 MBS와 부동산 PF ABS 및 PF ABCP에 관해 살펴보았다. 그러나 이 외에도 다양한 부동산 관련 자산을 기초로 증권화 상품이 개발되었다. [그림 5-2]는 그러한 증권화 상품들의 발행 구조를 단순화한 것이다.

그림에서 ①은 상업용 모기지론을 기초로 발행되는 상업용 부동산 저당증권(Commercial Mortgage-Backed Securities: CMBS)이다. CMBS는 대출기관이 상업용 모기지론을 취급한 후 그 대출채권을 SPV에 양도하면 SPV가 이를 기초로 발행하는 증권화 상품이다. 우리나라에서는 2004년 한국산업은행에 의해 첫 CMBS가 발행되었으나 별로 활성화되지는 못하였다.

②부터 ⑦까지는 그 밖의 다양한 부동산 관련 자산을 기초로 발행되는 증권화 상품으로,

11 자세한 내용은 이중희(2011)의 제13장 및 제15장 참조.

[그림 5-2] 기타 부동산 관련 자산의 증권화 구조



본고에서는 이를 ‘부동산 ABS’로 표현하고 있다. 그중 ②는 자산보유자가 임대용 건물 등 상업용 부동산을 SPV에 매각함과 동시에 재임차하는 계약을 체결하면, SPV가 그 임대차계약에 따라 자산보유자로부터 받게 될 임대료를 기초로 발행하는 ABS이다.

③부터 ⑤까지는 신규 부동산개발과 관련된 증권화 상품이다. ③은 시행사가 자산보유자이고, 건축물을 준공하여 인도하는 조건으로 수분양자로부터 선납받기로 한 분양대금채권이 기초자산이다. ④는 시공사가 자산보유자이고, 시행사로부터 받아야 할 공사대금채권이 기초자산이다. ⑤는 토지개발업자가 자산보유자이고, 시행사 또는 시공사로부터 받을 토지매출채권이 기초자산이다. 이 외에도 그림에는 없지만 글로벌 금융위기에 따른 주택업체와 금융기관의 연쇄부실을 방지하기 위하여 공적 신용보증 등을 활용한 미분양아파트 증권화 상품이 발행되기도 하였다.

⑥과 ⑦은 부동산 임대차계약과 관련된 증권화 상품이다. ⑥은 부동산 임대인이 자산보유자이고, 임차인으로부터 받을 임대료채권이 기초자산이다. 이와 반대로 ⑦은 임차인이 자산보유자이고, 임대인으로부터 반환받아야 할 임차보증금반환채권이 기초자산이다.

제4절 부동산 관련 증권화시장

1. 부동산 관련 증권화시장의 추이

가. 전체 증권화시장의 추이

우리나라 전체 증권화시장의 추이를 발행금액 기준으로 나타내면 <표 5-8> 및 [그림 5-3]과 같다. 우리는 동 표와 그림으로부터 다음과 같은 몇 가지 중요한 특징을 알 수 있다.

첫째, 등록 시장은 금융위기를 수습하는 과정에서 크게 활성화되었고 위기가 일단락 되면 감소 또는 정체 상태를 보였다. 즉, 외환위기 직후인 1999년부터 4년간은 매년

<표 5-8> 전체 증권화시장의 추이(1999~2011년, 발행금액)

(단위: 억원, %)

	등록 시장 ¹⁾			비등록 시장 ²⁾	전체
		ABS	MBS	PF ABCP ³⁾	
1999	67,709	67,709			67,709
2000	493,832	480,044	13,788		493,832
2001	509,342	500,962	8,380		509,342
2002	398,274	388,759	9,515		398,274
2003	398,824	395,558	3,266		398,824
2004	269,764	219,298	50,466		269,764
2005	286,072	239,766	46,306	80,745	366,817
2006	232,223	194,557	37,666	115,238	347,461
2007	197,652	153,343	44,309	180,131	377,783
2008	206,047	150,654	55,393	135,399	341,446
2009	359,713	266,123	93,590	143,544	503,257
2010	280,028	189,152	90,876	186,995	467,023
2011	323,980	223,378	100,602	137,403	461,383

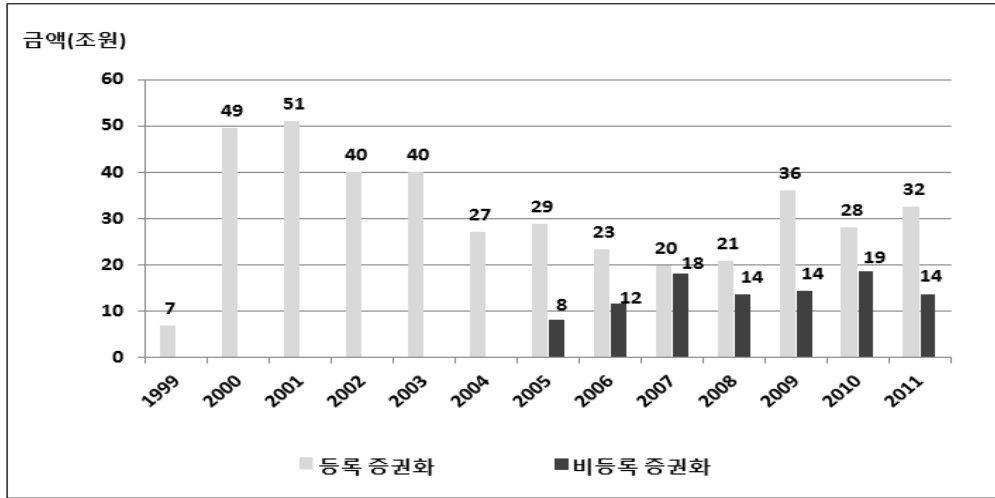
주: 1) 「자산유동화에 관한 법률」과 「한국주택금융공사법」에 따라 금융위원회에 증권화의 계획과 추진상황이 등록되는 증권화를 말한다.

2) 금융위원회에 증권화의 계획과 추진상황이 등록되지 않는 증권화를 말한다.

3) 상법상 유동화회사가 발행한 ABCP를 한국기업평가(주)가 집계한 자료이며, 일반 자산을 기초로 발행된 것과 부동산 PF대출을 기초로 발행된 것을 포함한다.

자료: 이중희(2011), p.35, <표 1-9>; 금융감독원(2012).

[그림 5-3] 전체 증권화시장의 추이(1999~2011년, 발행금액)



40~50조원씩 발행되었으나, 그 후 5년간은 연간 20~30조원 수준으로 감소하였다. 글로벌 금융위기 직후에도 발행규모가 크게 늘었다가 위기가 진정되자 감소하는 모습을 보였다.

둘째, 비등록 시장의 팽창으로 등록 시장의 규모와 역할이 크게 축소되었다. 2000년대 중반 부동산경기 호황으로 PF대출과 PF ABS 발행이 급증함에 따라 금융당국은 부동산 PF ABS의 발행요건을 강화하였다. 부동산 PF ABS의 발행이 어려워지자 시장에서는 규제회피를 위해 상법에 따라 ABCP를 발행함으로써 비등록 증권화시장이 급증하였다.

셋째, MBS시장이 2000년대 중반 이후 지속적으로 성장하고 있다. 2000년에 형성된 MBS시장은 여건 미성숙으로 활성화되지 못하였으나, 2004년 한국주택금융공사가 설립된 이후 발행규모가 크게 증가하였다. 특히, 글로벌 금융위기 이후 금융기관의 자금조달 수단으로 공공기관 MBS의 활용도가 높아지면서 2009년부터 발행액이 급증하였다. 표에서 보듯이, 전체 등록 시장 중 MBS시장의 비중이 2000년에는 2.8%에 불과하였으나 2011년에는 31.1%로 11년 만에 10배 이상의 증가세를 보였다.

참고로 1999년부터 2011년까지 13년 동안 금융위원회(실무적으로는 금융감독원)에 등록된 증권화 상품의 발행금액은 총 402조원으로 집계되었다. 그리고 금융감독원(2012)이 증권화 상품 발행 시 정해진 만기일의 경과 여부를 기준으로 2011년 말 현재 발행잔액을 단순 추산한 결과 약 100조원에 달하는 것으로 나타났다.

나. 부동산 증권화시장의 추이

우리나라 부동산 증권화시장의 추이를 발행금액 기준으로 나타내면 <표 5-9> 및 [그림 5-4]와 같다. 표에서 보듯이 부동산 증권화시장은 MBS시장, 부동산 PF ABS/ABCP 시장, 부동산 ABS시장의 세 가지로 구성되어 있다. 우리는 이로부터 다음과 같은 사실을 알 수 있다.

첫째, MBS시장이 꾸준히 성장하여 전체 부동산 증권화시장에서 차지하는 비중이 크게 높아졌다. 2011년에는 연간 MBS 발행액으로는 처음으로 10조원을 돌파하였고, 전체 부동산 증권화시장에서 차지하는 비중이 47%에 달하였다. 이러한 증가세는 앞에서 살펴본 것처럼 한국주택금융공사가 발행하는 MBS의 급증에 기인한 것이다.

둘째, 부동산 PF ABS/ABCP 시장은 2000년대 중반부터 폭발적으로 증가하였으나 글로벌 금융위기 여파로 2007~08년에 크게 위축되었다. 2009~10년에는 회복세를 보였으나 2011년에는 다시 주춤한 상태이다. 부동산 PF ABS/ABCP를 상품별로 구분해 보면 앞에서 살펴본 것처럼 상법에 의해 발행되는 PF ABCP가 거의 대부분이다. 즉, 2011년

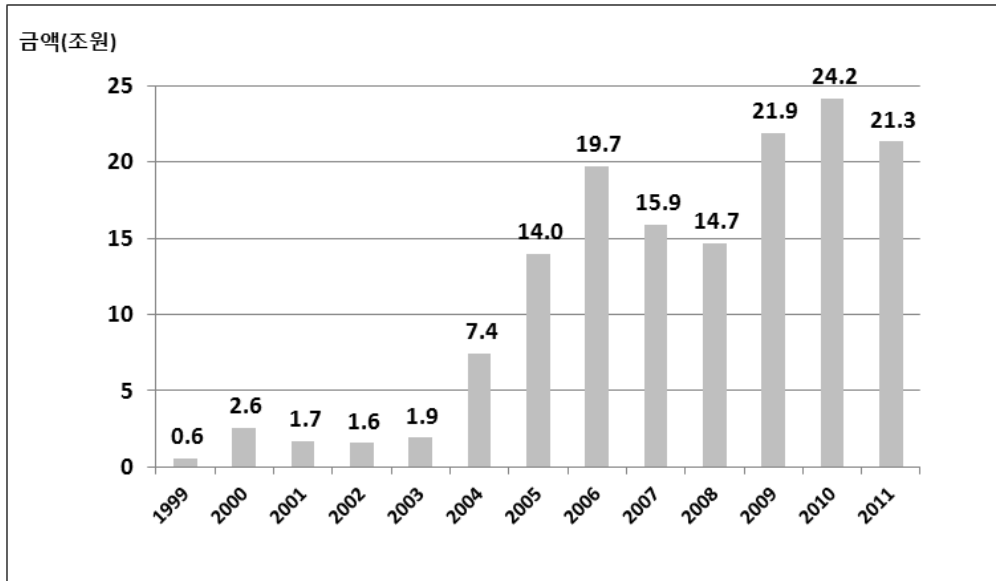
<표 5-9> 부동산 증권화시장의 추이(1999~2011년, 발행금액)

(단위: 억원, %)

		부동산 증권화시장			전체 증권화시장 대비 비중 ¹⁾
		MBS	부동산 PF ABS/ABCP	부동산 ABS	
1999	5,550			5,550	8.2%
2000	25,698	13,788		11,910	5.2%
2001	17,191	8,380		8,811	3.4%
2002	15,650	9,515		6,135	3.9%
2003	19,241	3,266	7,359	8,616	4.8%
2004	74,468	50,466	16,246	7,756	27.6%
2005	139,520	46,306	83,028	10,186	38.0%
2006	197,112	37,666	150,924	8,522	56.7%
2007	158,569	44,309	107,955	6,305	42.0%
2008	146,951	55,393	90,380	1,178	43.0%
2009	218,612	93,590	123,575	1,447	43.4%
2010	241,831	90,876	150,955	0	51.8%
2011	213,300	100,602	112,698	0	46.2%

주: 1) 부동산 증권화시장의 규모를 <표 5-8>의 전체 증권화시장 규모로 나누어 구한 것이다.
자료: <표 5-4>, <표 5-5>, <표 5-7>, <표 5-8>.

[그림 5-4] 부동산 증권화시장의 추이(1999~2011년, 발행금액)



발행액 중에서 PF ABCP는 88%, PF ABS는 12%를 차지하고 있다(표 5-7 참조).

셋째, 부동산 ABS시장은 외환위기 이후에 금융기관과 일반 기업이 구조조정을 추진하는 과정에서 과다 보유 부동산을 처분하는 수단으로 증권화를 활용하면서 형성되었다. 그 후 발행금액이 매년 5천억~1조원 내외에 달하였으나 글로벌 금융위기 직후 부동산경기 침체로 급감하였고, 2010~11년에는 발행실적이 전무하였다.

넷째, 전체 부동산 증권화시장은 그림에서 보듯이 초기 4년간(1999~2003년)은 연간 발행액이 2조원을 밑돌았다. 그러나 2004년부터 급증하기 시작하여 2006년에는 약 20조원에 달하였다. 2007~08년에는 15조원 내외로 줄었으나, 2009~11년에 다시 20조원을 상회하는 발행실적을 보였다. 그 결과 전체 증권화시장에서 부동산 증권화시장이 차지하는 비중도 현저하게 높아졌다. 즉, 1999년에는 8%에 불과하였으나 2006년에는 사상 최고 수준인 57%에 달하였다. 그 후에는 부동산 PF대출의 장기 침체 및 MBS시장의 빠른 성장으로 인해 비중이 다소 낮아졌으나 2011년에도 46%를 차지하고 있다.

다. 글로벌 증권화시장의 동향

우리나라 경제는 대외의존도가 높아 실물과 금융 모두 글로벌 시장 동향에 큰 영향을

받고 있다. 부동산 관련 증권화시장도 마찬가지이다. 부동산시장, 금융시장 및 증권화시장 모두 글로벌 시장의 부침에 적지 않은 영향을 받고 있기 때문이다. 따라서 국내 증권화시장의 동향을 살펴볼 때는 글로벌 증권화시장의 추이를 함께 보는 것이 바람직하다.

미국 증권산업금융시장협회(Securities Industry and Financial Markets Association: SIFMA)는 지난 십여 년간 글로벌 증권화시장의 추이를 파악할 수 있는 유용한 통계자료를 최근 발표하였다. SIFMA가 발표한 자료에는 2000~10년까지 글로벌 증권화시장의 전체 규모와 지역별, 주요 국가별 시장규모의 추이를 보여주고 있다. 여기서는 동 자료에 나타난 글로벌 증권화시장의 추이를 간단히 살펴보기로 한다.

〈표 5-10〉 및 [그림 5-5]는 2000~10년 중 글로벌 증권화시장의 규모를 미국, 유럽 및 기타 지역으로 구분하여 나타낸 것이다. 먼저, 잔액기준으로 글로벌 증권화시장의 추이를 보면, 2000년 말 4.8조달러였던 발행잔액이 2008년 말에는 사상 최고치인 14조달러에 달하였고, 글로벌 금융위기로 증권화시장이 극심한 침체상태에 처한 2010년 말에는

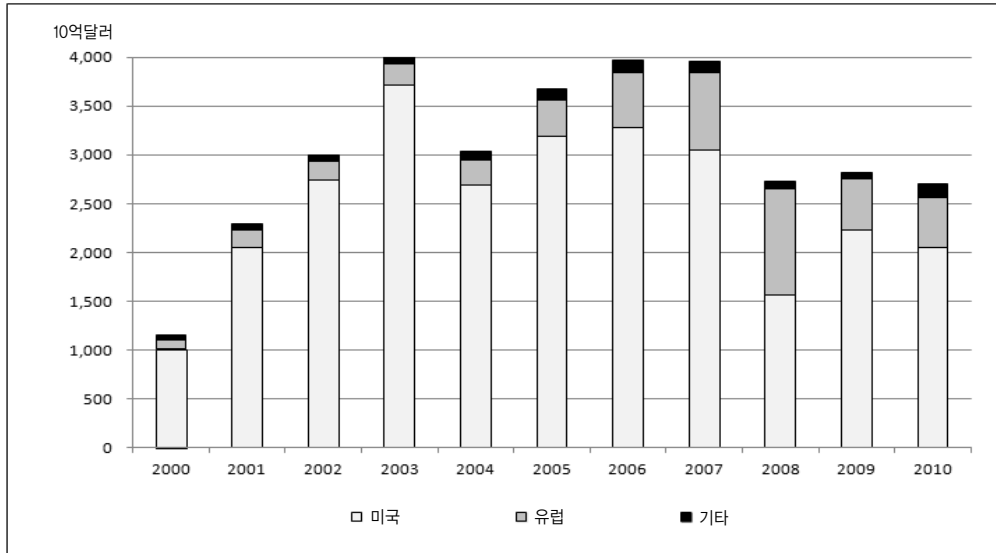
〈표 5-10〉 글로벌 증권화시장의 추이(2000~10년, 발행금액 및 잔액)

(단위: 10억달러)

		발행금액				발행잔액			
		미국	유럽	기타	합계	미국	유럽	기타	합계
발 행 금 액	2000	1,012	87	55	1,154	4,590	161	71	4,822
	2001	2,053	180	59	2,292	5,301	324	107	5,732
	2002	2,741	195	65	3,001	6,113	480	132	6,725
	2003	3,709	228	70	4,007	6,690	647	153	7,490
	2004	2,684	268	88	3,040	7,160	813	179	8,152
	2005	3,183	383	108	3,674	8,231	1,060	221	9,512
	2006	3,283	566	124	3,973	9,748	1,441	279	11,468
	2007	3,048	797	118	3,963	11,072	1,972	325	13,368
	2008	1,560	1,095	72	2,727	10,948	2,729	320	13,997
	2009	2,226	535	52	2,812	10,799	2,879	304	13,981
2010	2,047	515	135	2,697	10,494	2,709	382	13,586	
비 중 (%)	2005	87	10	3	100	87	11	2	100
	2006	83	14	3	100	85	13	2	100
	2007	77	20	3	100	83	15	2	100
	2008	57	40	3	100	78	19	2	100
	2009	79	19	2	100	77	21	2	100
	2010	76	19	5	100	77	20	3	100

자료: SIFMA, "Global Securitization Update 2010," July 2011.

[그림 5-5] 글로벌 증권화시장의 추이(2000~10년, 발행금액)



13.6조달러로 약간 감소하였다.

이를 지역별로 보면 미국 시장의 비중이 2000년에는 세계의 95%를 차지하였으나 유럽 시장의 성장에 따라 점차 줄어들고 있는 추세이다. 그러나 2010년 말에도 미국이 여전히 77%의 높은 비중을 차지하고 있다. 유럽 시장의 비중은 2000년 말에 3%에 불과하였으나 빠른 속도로 증가하여 2005년 말에는 11%에 달했고 2010년 말에는 20%를 차지하고 있다. 아시아 등 기타 지역시장은 1~3%의 미미한 비중을 차지하고 있다.

다음, 발행금액 기준으로 글로벌 증권화시장의 추이를 보면 [그림 5-5]에서 한눈에 알 수 있듯이 2000년대 초반부터 폭발적인 성장세를 보였다. 즉, 2000년의 1조달러에서, 2001년 2조달러, 2002년 3조달러, 2003년 4조달러로 매년 1조달러씩 성장하였고, 2004~07년에도 매년 3~4조달러씩 발행되었다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 3년 동안은 평균 2.7조달러 수준을 보이고 있다.

〈표 5-11〉은 세계 증권화시장의 4분의 3 이상을 차지하고 있는 미국 증권화시장의 추이를 발행금액 기준으로 나타낸 것이다.

미국 시장의 주요 특징은 다음과 같다. 첫째, MBS시장이 ABS나 CDO 시장에 비해 압도적으로 크다. 둘째, MBS시장의 구조를 보면 공공부문 비중이 절대적으로 높다. 민간 MBS는 2000년대 중반에 크게 증가하였으나 2008년 글로벌 금융위기 이후 거의

〈표 5-11〉 미국의 증권화시장 추이(2000~10년, 발행금액)

(단위: 10억달러)

		MBS			ABS			CDO	합계
		공공 ¹⁾	민간 ²⁾	HEL ³⁾	기타 ⁴⁾				
금액	2000	685	583	102	281	76	205	46	1,012
	2001	1,678	1,465	213	326	112	214	48	2,053
	2002	2,311	2,013	298	374	151	223	56	2,741
	2003	3,187	2,764	423	462	229	233	61	3,709
	2004	1,907	1,375	532	652	425	227	126	2,684
	2005	2,244	1,347	897	754	460	294	186	3,183
	2006	2,149	1,240	909	754	484	270	380	3,283
	2007	2,237	1,471	766	510	217	293	301	3,048
	2008	1,384	1,339	45	139	4	135	36	1,560
	2009	2,061	2,051	10	151	2	149	14	2,226
	2010	1,932	1,914	18	107	4	103	7	2,047
비중 (%)	2005	70	42	28	24	14	9	6	100
	2006	65	38	28	23	15	8	12	100
	2007	73	48	25	17	7	10	10	100
	2008	89	86	3	9	0	9	2	100
	2009	93	92	0	7	0	7	1	100
	2010	94	94	1	5	0	5	0	100

주: 1) MBS+CMO; 2) RMBS+CMBS; 3) Home Equity Loan; 4) 자동차대출, 학자금대출, 신용카드대출 등을 기초로 발행된 ABS.

자료: SFMA, "Global Securitization Update 2010," July 2011.

소멸하여 현재는 공공부문의 비중이 한층 높아졌다. 셋째, ABS시장은 담보가치 상승분을 기초로 취급된 주택지분대출(Home Equity Loan: HEL)의 증가 등에 힘입어 꾸준한 성장세를 보였으나 2008년 금융위기 이후 주택가격 하락 및 경기침체 등으로 급격하게 위축되었다. 넷째, CDO시장도 2000년대 중반에 전체 증권화시장의 10% 수준까지 성장하였으나 최근에는 거의 소멸되었다.

2. 부동산 관련 증권화시장의 환경 변화

가. 기초자산의 공급여건

우리나라의 부동산 관련 증권화시장은 〈표 5-9〉에서 본 것처럼 MBS시장, 부동산

PF대출 증권화시장, 부동산 ABS시장의 세 가지로 구성된다. 그러나 부동산 ABS는 최근 2년간 발행실적이 전무하고 그 전의 비중도 미미하다. 따라서 MBS시장과 부동산 PF대출 증권화시장이 사실상 우리나라 부동산 관련 증권화시장의 양대 축이다. 이 두 시장에 기초자산을 공급하는 시장이 바로 주택담보대출시장과 부동산 PF대출시장이다.

주택담보대출시장의 규모는 정부가 2011년 6월 발표한 ‘가계대출 연착륙 종합대책’(금융위원회·금융감독원[2011] 참조)에 따라 증가 속도는 둔화되겠지만 증가세는 지속될 것으로 보인다. 그리고 주택담보대출시장의 구조는 변동금리·일시상환대출 일변도에서 벗어나 고정금리·분할상환대출이 빠르게 증가할 것으로 보인다. 주택담보대출시장이 꾸준히 성장하고 은행의 고정금리·분할상환대출이 정부의 목표대로 전체 주택담보대출의 30% 수준까지 증가하면 MBS의 기초자산 공급여건은 매우 양호할 것으로 보인다.

부동산 PF대출시장의 규모는 부동산경기 침체에 따른 대출수요 감소, 저축은행 구조조정에 따른 대출공급 감소로 인해 상당 기간 동안 정체 내지 감소세를 보일 것으로 예상된다. 그러나 중장기적으로 부동산시장이 침체에서 벗어나면 PF대출 수요가 늘어날 것이고 PF대출의 사업성 분석 및 리스크 관리가 강화되면 건전한 PF대출의 공급이 늘어남과 아울러 부동산 PF대출의 증권화도 확대될 것으로 보인다.

나. 증권화 상품의 수요기반

발행금액 기준으로 본 글로벌 증권화시장은 <표 5-10>에서 살펴본 것처럼 2008년에 격감하였고 그 후에도 침체 국면을 벗어나지 못하고 있다. 그러나 우리나라 증권화시장은 <표 5-8>과 <표 5-9>에서 본 것처럼 금융위기 직후에도 큰 충격을 받지 않았고 최근에도 증가세를 보이고 있다. 이는 금융기관과 일반 기업 및 공공법인 등의 자산보유자가 증권화 기법을 활용하여 자금조달과 구조조정을 추진하고, 정부도 이를 적극적으로 지원·유도하였기 때문이다.

그러나 우리나라 증권화시장이 글로벌 금융위기의 충격을 비교적 잘 극복할 수 있었던 가장 중요한 요인은 증권화 상품에 대한 투자자의 신뢰가 별로 손상되지 않았다는 점을 들 수 있다. 자산보유자가 아무리 자금조달과 재무·리스크 관리를 위하여 증권화 상품을 발행하고 싶어도 증권화 상품에 대한 투자자의 신뢰를 얻지 못하면 불가능하기 때문이다. 증권화 상품에 대한 투자자 신뢰의 기초는 LTV와 DTI의 강력한 규제, 자산가격의 안정세 유지 등으로 기초자산의 현금흐름에 변동성이 적었고 재증권화 상품이

거의 없었던 점이라 할 수 있다. 앞으로도 증권화 상품에 대한 투자수요는 이변이 없는 한 비교적 안정적인 것으로 예상된다.

다. 증권화 관련 법률과 제도

1) 개정 신탁법 시행

신탁제도는 증권화에 직간접으로 활용되고 있다. 즉, 신탁제도는 직접적으로 유동화 증권 발행기구로 활용되고, 간접적으로 유동화증권 발행의 매개기구 또는 채무자 파산 위험의 절연기구로 활용되고 있다.¹² 그런데 신탁법이 1961년 제정된 후 50년 만인 2011년에 전면 개정되어 2012년 7월 시행되었다.

개정 신탁법에는 신탁제도의 활성화를 유도하는 데 필요한 제도개선 내용이 많이 포함되어 있기 때문에¹³ 앞으로 새로운 신탁상품 개발이 촉진되고 신탁시장이 활성화될 것으로 예상된다. 그와 더불어 증권화시장에서도 신탁의 직간접 활용도가 더욱 높아질 것으로 예상된다.¹⁴

2) 개정 상법 시행

상법은 2011년 4월 대폭적으로 개정되어 2012년 4월에 시행되었다. 그중에서 증권화 시장에 영향을 줄 수 있는 내용은 주식회사의 사채발행한도 폐지를 들 수 있다.¹⁵ 종전 상법(§470①)은 주식회사의 사채발행한도를 순자산의 네 배로 제한하였다. 그 결과 증권화를 위해 설립된 상법상 주식회사 형태의 특수목적회사(이하 '상법상 SPC')는 자본금이 소액이기 때문에 사채 형태의 유동화증권(이하 '유동화사채')을 발행하는 것이 사실상 불가능하였다. 따라서 상법상 SPC는 부득이 자산담보부 기업어음(ABCP) 형태로 유동화 증권을 발행하였다.¹⁶

그러나 개정 상법에서 사채발행한도 조항이 삭제됨에 따라 상법상 SPC는 유동화사채를 발행할 수 있게 되었다. 상법상 SPC가 유동화사채를 발행할 경우 장기 자금의 용이

12 자세한 내용은 이종희(2011)의 pp.121~126 참조.

13 개정 신탁법의 자세한 내용은 정희수(2012) 및 이 책의 제10장 참조.

14 개정 신탁법이 증권화에 미치는 영향에 대해서는 이정민(2012) 참조.

15 자세한 내용은 황보창·배창성(2012), 이세찬(2012) 참조.

16 물론 상법상 SPC가 ABCP를 발행한 이유가 단지 사채발행한도 제한 때문만이 아니라 ABCP는 발행절차가 간단하고, 발행비용이 저렴하며, 유동화계획의 등록 및 증권신고서의 제출이 필요 없는 등의 장점이 많았기 때문이다.

한 조달, 선·후순위 구조를 활용한 발행구조의 다양화, 콜옵션을 통한 조기상환위험의 통제, 액면분할을 통한 유통성 제고와 같은 효과를 얻을 수 있다. ABCP 발행 시에는 얻을 수 없는 이러한 효과들로 인해 상법상 SPC가 발행하는 유동화증권 중에서 유동화 사채의 비중이 늘어날 것으로 보인다. 그러나 상법상 SPC의 유동화사채는 사모 방식으로 발행될 것으로 보여 비등록 증권화시장의 비중이 비대해짐으로써 증권화시장의 건전성은 저하될 것으로 우려된다.

3) 커버드본드법 제정 추진

정부는 가계부채 연착륙대책의 후속 조치로 커버드본드 발행 모범규준을 발표하였다. 동 모범규준은 은행의 자금조달수단을 다양화하고 고정금리 주택담보대출 확대를 유도하는 것을 목적으로 하고 있으며, 구조화 기법을 활용하여 모기지담보부채권(MCB)을 발행할 경우의 업무기준과 절차 등을 정하고 있다.

그러나 모범규준에 의한 MCB 발행은 구조화비용이 많이 소요되고 이중상환청구권의 보장이 불확실하기 때문에 유럽에서와 같이 특별법을 제정하여 법정 MCB를 발행하여야 한다는 주장이 제기되었다(김영도[2012]; 김필규[2012]; 정희수[2012]; 최공필[2012] 등 참조). 이에 따라 정부는 커버드본드 특별법을 제정하기로 방침을 정하고 법률안을 마련하여 2012년에 국회에 제출하기로 하였다.¹⁷

4) ABS법 개정 추진

정부는 1998년 제정된 ABS법을 운용하는 과정에서 드러난 문제점을 개선하기 위하여 ABS법 개정안을 마련하여 2010년 12월 국회에 제출하였다. 그러나 국회에서의 심의 지연 및 제18대 국회 임기만료로 인해 처리되지 못하였다. 동 개정안에는 자산보유자의 범위 확대, 포괄유동화제도의 도입, 투자자 보호를 위한 공시 강화 등이 포함되어 있다. 만일 정부가 ABS법 개정을 재추진하고 제19대 국회에서 통과된다면 증권화시장의 활성화에 도움이 될 것으로 예상된다.

한편, 증권화에 영향을 미칠 수 있는 주요 제도의 변화로는 주택담보대출의 구조개선 대책, 재증권화 상품의 자본규제 강화, 국제회계기준의 시행을 들 수 있다.

17 금융위원회(2012). 참고로 미국에서도 2007년에 MCB 발행 모범규준을 발표하였으나 실효성이 없자 2011년에 커버드본드법이 발의되었다. 이에 관해서는 김효경(2012) 참조.

5) 주택담보대출 구조개선대책

정부는 은행권 주택담보대출시장의 구조를 고정금리·비거치식 분할상환 구조로 전환하기 위하여 종합대책을 수립하여 추진하고 있다(금융위원회·금융감독원[2011] 참조). 그 주요 내용은 (i) 고정금리·비거치식 분할상환대출 비중의 목표 설정,¹⁸ (ii) 주택담보대출이자 소득공제한도의 차등화,¹⁹ (iii) 주택금융신용보증기금 출연료의 차등화,²⁰ (iv) 고위험 주택담보대출의 BIS 위험가중치 상향 조정²¹ 등이다.

이상과 같은 정부대책에 따라 고정금리·분할상환 주택담보대출이 크게 증가할 것으로 예상된다. 그 경우 은행은 장기 자금조달 및 리스크 관리를 위하여 주택담보대출의 증권화를 적극 추진할 것이다. 정부는 그러한 상황에 대비하여 고정금리·비거치식 분할상환 대출 및 증권화 수요의 증가 추이를 보면서 한국주택금융공사가 은행의 주택담보대출을 매입하여 MBS나 MCB를 발행·보증할 수 있도록 자본금을 확충해 나가기로 하였다.

6) 재증권화 상품 규제 강화

바젤위원회는 글로벌 금융위기를 확산·증폭시킨 재증권화 상품을 규제할 수 없었던 Basel II의 허점을 보완하기 위하여 2009년 7월 재증권화 상품의 위험가중치를 대폭 상향 조정하는 등의 응급조치를 발표하였다.²² 그리고 Basel II를 전면 개혁한 Basel III를 2010년 12월 발표하였고, 2013년부터 부분적으로 시행하도록 하였다.

바젤위원회는 Basel 2.5에서 재증권화 상품에 대한 자본규제를 대폭 강화하였다. 즉, <표 5-2>에서 본 것처럼 재증권화 상품의 위험가중치를 증권화 상품에 비해 약 두 배 높은 수준으로 상향 조정하였다. 우리나라는 동 내용을 「은행업 감독업무 시행세칙」에²³ 반영하여 2012년 2월에 시행하였다. 다만, 우리나라의 은행은 재증권화 익스포저의 규모가 미미하여 동 자본규제 강화에 따른 영향은 크지 않을 것으로 예상된다.

18 2016년 말까지 은행의 전체 주택담보대출 중 고정금리·비거치식 분할상환 주택담보대출의 비중을 30% 수준까지 제고하기로 하였다.

19 고정금리·비거치식 분할상환대출은 확대하고(1,000만원→1,500만원) 기타 대출은 축소하는(1,000만원→500만원) 것으로 소득세법을 개정하여 2012년 1월 1일 시행하였다.

20 고정금리·비거치식 분할상환대출은 인하고 변동금리대출에 대해서는 인상하는 것으로, 「한국주택금융공사법 시행규칙」을 개정하여 2012년 1월 1일 시행하였다.

21 만기 일시상환대출, 거치식 분할상환 주택담보대출 등은 대출금액이 5천만원을 초과할 경우 위험가중치를 35%에서 50%로 상향 조정하는 것으로, 「은행업 감독업무 시행세칙」을 개정하여 2012년 2월 15일 시행하였다.

22 이를 Basel II의 체제 내에서의 개선책이라는 점에서 Basel 2.5라고 부르기도 한다.

23 「은행업 감독업무 시행세칙」의 <별표 3> 중 <별표 3-2> 참조.

7) 국제회계기준 시행

2011년부터 모든 상장(예정)기업, 비금융 금융회사 및 공기업에 한국채택 국제회계기준(K-IFRS)이 의무적으로 적용되었다. K-IFRS는 기업의 전반적인 회계제도뿐만 아니라 증권화시장에도 큰 영향을 미치고 있다. 제2절에서 살펴본 것처럼, K-IFRS에서는 SPV가 자산보유자와 연결될 가능성이 높고, SPV의 자산은 자산보유자의 자산으로 인식될 가능성이 높기 때문에 증권화시장은 종전 회계제도에서보다 위축될 것으로 예상된다. K-IFRS가 시행되기 전에는 은행들이 BIS 비율 제고를 위해 후순위 ABS 매입 등의 신용보강을 통하여 부실채권을 대규모로 증권화하였으나 2011년 이후에는 사실상 중단하고 있는 점이 그러한 예상을 뒷받침해 주는 사례이다.

3. 부동산 관련 증권화시장의 전망

부동산 관련 증권화시장의 변화는 다음과 같이 전망해 볼 수 있다.

첫째, MBS시장의 비중이 더욱 커질 것이다. 정부가 추진하고 있는 주택담보대출 구조개선대책에 따라 은행권 주택담보대출의 30% 수준이 고정금리·분할상환 주택담보대출로 이루어지면 MBS(MCB 포함) 발행수요가 크게 확대될 것이기 때문이다. 또한 부동산 증권화시장의 양대 축의 하나인 PF대출 증권화시장은 앞에서 본 것처럼 기초자산의 공급 및 증권화 상품의 수요가 부진하여 당분간 성장을 기대하기 어려워 보이기 때문이다.

둘째, MBS시장은 공공 MBS가 주도할 것이다. 2006~08년 중에는 공공 MBS가 민간 MBS보다 약간 적었으나 금융위기 이후에는 완전히 역전되었고,²⁴ 이러한 추세는 앞으로도 지속될 것으로 보인다. 한국주택금융공사의 MBS 발행금액이 2011년에 10조원에 달하였고, 2012년 발행목표가 18.5조원으로 대폭 확대된 것은 이러한 전망을 뒷받침해 주고 있다.²⁵

셋째, 부동산 PF ABS/ABCP 시장은 상당 기간 동안 정체될 가능성이 커 보인다. 극심한 부동산경기 침체와 감독당국의 저축은행 상시 구조조정 방침으로 부동산 PF대출의 공급이 확대되기 어렵고 금융기관의 ABCP 매입약정 기피 등으로 부동산 PF ABCP

24 공공 MBS와 민간 MBS의 평균비중이 2006~08년에는 각각 48%, 52%였으나 2009~11년에는 각각 95%, 5%로 바뀌었다. 이중희(2011), p.247 및 금융감독원(2012) 참조.

25 미국에서도 전체 MBS시장 중에서 공공 MBS시장이 차지하는 비중이 글로벌 금융위기 이전에는 절반 이하였으나 2010년에는 94%까지 증가하였다(표 5-11 참조).

의 발행여건도 비우호적이기 때문이다.

넷째, 부동산 ABS시장도 글로벌 금융위기 직후 급격히 위축된 후 2010~11년에는 발행실적이 전무할 만큼 침체되어 있다. 이러한 상황은 부동산경기가 회복되지 않는 한 반전이 쉽지 않을 것으로 보인다.

결론적으로, MBS시장을 제외한 부동산 관련 증권화시장의 단기적 전망은 밝아 보이지 않는다. 부동산경기가 회복되려면 많은 시간이 걸릴 것으로 보이고, 국내외 증권화 관련 규제는 날로 강화되고 있으며, 기초자산의 공급과 증권화 상품에 대한 수요는 부진할 것으로 보이기 때문이다. 그러나 우리나라 부동산 관련 증권화시장은 외국에 비해 변동성과 신뢰도의 손상이 비교적 적었기 때문에 글로벌 증권화시장과 국내 부동산경기가 극심한 침체에서 벗어나면 다른 나라보다 빠르게 회복될 수 있을 것으로 생각된다.

참고문헌

- 금융감독원, 「2011년 자산유동화증권 발행실적 분석」, 보도자료, 2012. 2.
- 금융위원회, 「커버드본드 특별법 제정을 위한 T/F 제1차 회의 개최」, 보도참고자료, 2012. 6.
- 금융위원회·금융감독원, 「가계부채 연락처 종합대책」, 보도자료, 2011. 6. 29.
- 김경무, 「2011년 ABS 발행시장 분석」, 『Korea Ratings Weekly』, 한국기업평가, 2012. 1.
- 김영도, 「주택담보대출 구조 변화와 연계한 커버드본드 활성화 방안」, 『금융VIP 시리즈』, 한국금융연구원, 2011. 11.
- 김정동, 「개정 신탁법이 자산유동화에 미치는 영향」, 『Korea Ratings Weekly』, 한국기업평가(주), 2012. 5.
- 김필규, 「미국의 커버드본드 제도 도입의 주요 내용과 시사점」, 『자본시장 Weekly』, 2012-14호, 자본시장연구원, 2012. 4.
- 김효경, 「U.S. Covered Bond Act의 주요 내용과 시사점」, 『Korea Ratings Weekly』, 한국기업평가(주), 2012. 3.
- 이세찬, 「2012년 국내 자산유동화시장의 작은 변화들」, 『Nice Credit』, NICE신용평가(주), 2012. 4. 9.
- 이중희, 『부동산 구조화금융의 이해』, 부연사, 2011. 8.
- 정희수, 「커버드본드 발행을 위한 모범 기준 제정의 의미와 과제」, 『금융』, 전국은행연합회, 2012. 2.
- _____, 「개정 신탁법의 주요 내용과 신탁제도의 활성화」, 『금융』, 전국은행연합회, 2012. 2.
- 최공필, 「현 가계부채문제 진단과 Covered Bond 활용전략」, 『주간 금융브리프』, 한국금융연구원, 2012. 3.
- 황보창·배창성, 「상법상 유동화회사의 유동화사채 발행에 즈음하여」, 『Korea Ratings Weekly』, 한국기업평가(주), 2012. 3. 7.
- 황세윤, 「신탁법 개정에 따른 자산유동화시장에의 영향」, 『자본시장 Weekly』, 2012-11호, 자본시장연구원, 2012. 3.
- BCBS, *Enhancements to the Basel II Framework*, July 2009.
- SIFMA, "Global Securitization Update 2010," July 2011.
- U.S. Department of Housing and Urban Development, *Reforming America's Housing Finance Market: A Report to Congress*, February 2011.

제6장

국민주택기금

남 영 우 (나사렛대학교)

제1절 서론

국민주택기금은 주택건설자금의 원활한 공급을 통해 주택건설을 촉진하고, 무주택 서민에게 저금리의 주택자금을 제공하여 국민의 주거안정 지원을 목적으로 설치된 용자성 정부기금이다. 국민주택기금은 지난 1981년 한국주택은행의 국민주택자금 계정을 승계하여 설치된 이후에 주택건설을 통한 주택보급률의 증대와 저소득층을 위한 임대주택의 건설 및 전세자금 지원 등 다양한 기능을 수행하고 있다. 따라서 국민주택기금은 지난 30년간 우리나라 주택정책을 수립·집행하는 데 있어서 중요한 기반이 되어 왔으며, 국민주택기금의 운용은 주택시장의 상황과 정부정책에 따라 추진하는 사업의 부문별 비중 및 방향이 변화해 왔다.

국민주택기금은 자산규모가 2010년을 기준으로 약 80조원에 달하고 수요자 대출과 공급자 대출 등 운용사업의 종류도 다양하다. 따라서 기금의 효율적 관리 및 기금운용에 대한 올바른 방향 설정은 주택정책의 성공적 운용과 주거복지 향상을 위한 필수적인 요인이다. 특히 2003년에 주택건설촉진법이 주택법으로 개정되면서 국민주택기금의 목적이 ‘주택공급 확대’에서 ‘주거복지 향상’으로 변경되고 우리나라의 인구구조도 저출산 고령화 현상이 심화되는 등 국민주택기금을 둘러싼 환경에 큰 변화가 나타나고 있어 향후 기금의 조성 및 운영에도 변화가 나타날 것으로 예상된다.

본 장에서는 국민주택기금의 변화를 되돌아보고 국민주택기금의 기능, 기금의 조성 및 운용방법 등 현황을 살펴보고자 한다. 아울러 주거복지에 대한 관심 증가, 고령화사회 진입 등 변화하는 시대 상황에서 국민주택기금이 나아가야 할 방향과 향후 개선방안

을 제시하고자 한다.

제2절 국민주택기금의 연혁

국민주택기금은 1972년 주택건설촉진법이 제정되면서 1973년 국민주택채권, 주택복권 등으로 자금을 조성하여 주택건설자금을 지원하고자 한국주택은행에 국민주택자금 계정을 설치한 데서 그 근원을 찾을 수 있다. 이후 1981년 주택건설촉진법이 개정되면서 동법 제10조 제1항에 의해 국민주택기금의 설치근거를 마련하고 국민주택자금 계정으로부터 자산 5,404억원을 승계하여 국민주택기금이 설치되었다. 초기 국민주택기금의 관리는 주택건설촉진법 시행령 제13조의 2에 의해 한국주택은행이 기금업무를 위탁관리하였다.

1997년 한국주택은행이 민영화되고 2001년 국민은행과 합병되면서 KB국민은행이 기금업무를 위탁관리하게 되었고, 2003년부터 농협중앙회와 우리은행이 재위탁기관으로서 국민주택기금의 관리에 참여하게 되었다.

2003년 5월 주택건설촉진법이 주택법으로 개정되면서 국민주택기금의 근거법이 주택법으로 변경되었다. 이는 단순히 법 명칭의 변화가 아니라 국민주택기금의 지향점이 '주택공급 확대'에서 '주거복지 향상'으로 변화된 점에서 의미를 찾을 수 있다. 과거 주택건설촉진법이 주택보급률을 높이고 무주택 서민의 주거생활 안정을 확보하기 위하여 주택공급 확대를 지향했다면 개정된 주택법은 질적 개념을 중시하여 쾌적한 주거생활을 통한 주거복지 향상을 지향하고 있다.

2008년에는 국민주택기금의 관리체계에 큰 변화가 생겼다. 국민주택기금 설치 이후 계속해서 기금을 위탁관리해 온 KB국민은행이 관리 주체에서 빠지고 총괄 수탁은행에 우리은행, 일반 수탁기관에 농협중앙회, 신한은행, 하나은행, 기업은행이 선정되었다(표 6-1 참조).

제3절 국민주택기금의 설치목적 및 기능

국민주택기금은 주택법 제60조에 의거 주택종합계획을 효율적으로 실시하기 위하여 필요한 자금을 확보하고, 이를 원활히 공급하기 위하여 설치되었다. 주택종합계획은 국민의

〈표 6-1〉 국민주택기금의 연혁

일 자	내 용
1972. 12. 30	국민주택건설촉진법 제정(법률 제2409호)
1973. 1	국민주택자금계정을 한국주택은행에 설치
1981. 4. 7	주택건설촉진법 개정(법률 제3420호)
1981. 7. 20	국민주택기금 설치 및 한국주택은행에 기금업무 위탁(주택건설촉진법 제10조의 3) * 국민주택자금 계정으로부터 자산 5,404억원 승계
1997. 8	한국주택은행 민영화(한국주택은행법 폐지)
2000. 1. 27	기금의 운용, 관리업무 위탁기관을 한국주택은행에서 건설교통부 장관이 지정하는 금융기관으로 변경(주택건설촉진법 제10조의 3 및 부칙 제2항) * 2001년 11월 1일 한국주택은행과 국민은행 간 통합
2002. 11. 1	국민주택기금 재위탁은행 선정(우리은행, 농협중앙회)
2003. 2. 1	재위탁은행 업무취급(대출 및 청약저축업무 개시)
2003. 5. 29	주택법으로 전문 개정(법률 제6916호)
2006. 1. 1	재위탁은행 국민주택채권 업무 취급 개시
2008. 1. 28	국민주택기금 수탁은행 선정(경쟁입찰) • 총괄 수탁은행: 우리은행 • 일반 수탁은행: 농협중앙회, 신한은행, 하나은행, 기업은행

자료: 국토해양부(2011)를 수정 및 보완.

주거안정과 주거수준의 향상을 도모하기 위하여 〈표 6-2〉와 같은 내용을 포함하여 국토해양부 장관이 수립·실행하도록 하고 있다. 따라서 국민주택기금은 주택건설 지원을 통한 주택공급량 증대, 무주택 서민을 위한 지원, 국민의 주거수준 향상 및 주택시장 안정에 기여하고 있다.

국민주택기금이 최초로 설치된 1981년의 우리나라 주택보급률은 70.5%에 불과하였다. 따라서 단기간에 주택보급률을 높이기 위하여 주택건설 사업자에 대한 자금지원이 필요하였고 국민주택기금이 그 역할을 담당하게 되었다. 국민주택기금은 최초 설치된 1981년부터 2010년까지 전체 주택공급량의 33%에 해당하는 약 436만호의 주택건설에 자금을 지원하여 주택건설 지원을 통한 주택재고 확보라는 중요한 기능을 담당하였다. 국민주택기금의 또 다른 기능으로는 무주택 서민을 위한 내 집 마련의 기회 제공이 있다. 이를 위하여 국민주택기금은 일정 자격요건을 충족하는 영세민, 서민, 근로자의 주택 마련을 보조하고 주거안정을 지원하기 위하여 주택의 구입자금을 저금리로 대출하는 프로그램을 운영하고 있다.

1990년대 이후 주택공급량이 증가하여 주택보급률이 100%를 넘어서고 외환위기 이후 시중은행을 통한 주택 구입자금 마련이 용이해지면서 최근에는 국민주택기금을 통해

〈표 6-2〉 주택종합계획의 주요 내용

1. 주택정책의 기본목표 및 기본방향에 관한 사항
2. 국민주택, 임대주택의 건설 및 공급에 관한 사항
3. 주택·택지의 수요·공급 및 관리에 관한 사항
4. 주택자금의 조달 및 운용에 관한 사항
5. 저소득자·무주택자 등 주거복지 차원에서 지원이 필요한 계층에 대한 주택 지원에 관한 사항
6. 건전하고 지속가능한 주거환경의 조성 및 정비에 관한 사항
7. 주택의 리모델링에 관한 사항

〈표 6-3〉 국민주택기금의 기능

주요 기능	실 현 방 안
주택건설 지원을 통한 주택재고 확보	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 기금 설치 이후 전체 건설량의 1/3 이상 지원 ▪ 주택보급률 100% 달성에 기여
무주택 서민의 내 집 마련 기회 제공	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 주택구입자금의 장기 저금리 지원으로 금융부담 완화 ▪ 임대주택 분양전환을 통한 주택마련 기회 확대
국민의 주거수준 향상	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 국민임대 등 임대주택 공급을 위한 건설자금 용자 ▪ 후분양주택 등 분양주택 공급을 위한 건설자금 용자
주택시장 안정기반 구축	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 주택시장 침체 시 수요자 융자지원 확대 ▪ 주택시장 과열 시 공급자 융자지원 축소
주거격차의 완화 및 쾌적한 주거공간 구성	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 임대주택의 공급, 노후 불량주택 개량 등 주거환경 개선으로 계층 간 주거격차 해소 ▪ 주불량주택 밀집지역 개발로 쾌적한 주거공간 조성

자료: KB국민은행(www.kbstar.com).

국민임대주택 등 공공임대주택을 공급하고 보금자리주택과 같이 낮은 가격에 분양주택을 공급하여 국민의 주거수준을 향상시키기 위한 정책이 중시되고 있다. 이 외에도 국민주택기금은 주택시장의 상황에 따라 수요자 및 공급자에 대한 지원을 조절하여 주택시장을 안정시키고 임대주택과 노후 불량주택에 대한 주거환경 개선사업을 지원함으로써 주거 격차의 완화 및 쾌적한 주거공간을 조성하는 기능을 하고 있다(표 6-3 참조).

제4절 국민주택기금의 조성

1. 국민주택기금의 조성

국민주택기금의 조성재원은 주택법 제60조 제2항에서 규정하고 있다. 주요 조성재원은 정부출연금 또는 예탁금, 각종 예수 및 예탁금, 국민주택채권 및 청약저축 수입 등이다.

〈표 6-4〉 국민주택기금의 자원

1. 국민주택채권 발행으로 조성된 자금
2. 「복권 및 복권기금법」의 규정에 의하여 배분된 복권수익금
3. 청약저축 및 주택청약종합저축으로 조성된 자금
4. 정부의 출연금 또는 예탁금
5. 「공공자금 관리기금법」에 의한 공공자금 관리기금으로부터의 예수금
6. 「재건축초과이익 환수에 관한 법률」에 의한 재건축부담금 중 국가 귀속분
7. 국민주택기금의 자금규정에 의한 예탁금
8. 출자기관의 배당수익 및 대출자산의 매각자금
9. 주택건설사업 또는 대지조성사업을 위하여 외국으로부터 차입하는 자금
10. 국민주택기금의 회수금·이자수입금과 국민주택기금 운용으로 생기는 수익
11. 국민주택사업의 시행에 따른 부대수익

〈표 6-5〉 국민주택기금 조성실적

(단위: 억원)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
국민주택채권	85,503	84,747	95,658	89,394	99,968	90,000
청약저축 및 종합저축	20,610	19,753	61,001	83,475	90,834	84,744
재특·농특융자/공자기금	540	0	273	173	0	0
융자금 회수	55,003	56,680	71,838	82,970	104,571	90,554
복권기금전입금	4,610	4,647	5,547	4,719	4,814	4,881
이자수입 등	33,278	38,343	35,396	40,841	47,244	31,369
전기이월자금	44,506	16,808	7,305	43,579	83,424	70,752
계	244,050	220,978	277,018	345,151	430,856	372,300

주: 2007~11년은 운용실적, 2012년은 운용계획임.
 자료: 국토해양부(2011, 2012).

〈표 6-4〉에서 보듯이 최근 기금조성을 위한 주요 자원은 국민주택채권과 융자금 회수, 청약저축 등이다. 국민주택기금 총 조성액은 2009년에 주택청약종합저축이 도입되면서 큰 폭으로 증가하여 2010년에는 30조원을 넘어섰으며 2011년에는 약 43조원까지 증가하였다. 2012년에는 약 37조원으로 조성액이 감소할 것으로 예상되나 여전히 과거에 비해 높은 조성규모를 유지할 것으로 보인다. 국민주택기금의 조성항목과 항목별 비중은 주택시장의 상황에 따른 개별 항목의 신설 및 폐지로 계속해서 변경되고 있으나 국민주택채권과 융자금 회수액 및 청약저축(청약종합저축 포함)은 매년 기금조성액의 70% 이상을 담당하면서 주요 항목으로 자리 잡고 있다.

2. 국민주택채권

국민주택채권은 국민주택사업에 필요한 자금을 조달하기 위하여 국민주택기금의 부담으로 발행하는 국채이다. 국민주택채권은 주택법 제67조에 의하여 국가·지자체로부터 면허·허가·인가를 받거나 등기·등록을 신청하는 자와 국가·지자체 또는 「정부투자기관 관리기본법」 제2조 규정에 의한 정부투자기관과 건설공사의 도급계약을 체결하는 자 등이 의무적으로 매입하도록 하여 국민주택기금 조성의 주요 재원으로 활용하고 있다. 2011년의 조성실적에서도 국민주택채권으로 인한 기금조성액이 약 10조원으로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 국민주택채권은 발생목적 및 매입 대상자에 따라서 제1종 국민주택채권과 제2종 국민주택채권이 있다.

가. 제1종 국민주택채권

제1종 국민주택채권은 국가 또는 지방자치단체로부터 면허·허가·인가를 받거나 등기·등록을 신청하는 자와 국가·지방자치단체 또는 「정부투자기관 관리 기본법」 제2조의 규정에 의한 정부투자기관과 건설공사의 도급계약을 체결하는 자가 매입해야 하는 채권이다. 구체적인 발행 방법 및 조건은 <표 6-6>과 같다.

<표 6-6> 제1종 국민주택채권의 발행 방법 및 조건

	발행 방법
발행주체	국토해양부 장관의 요청에 의해 기획재정부 장관이 발행
발행형식	무기명 증권(2004년 4월 1일부터 등록발행으로 증서발행 생략)
발행방법	액면 발행
상환기간	5년
발행금리	연 3.0%(2001년 7월 31일 이전: 연 5.0%)
이자지급	연 단위 복리로 계산한 이자를 상환일에 일시 지급
원금상환방법	만기 일시상환

[그림 6-1] 제1종 국민주택채권



나. 제2종 국민주택채권

제2종 국민주택채권은 주거전용면적 85㎡를 초과하는 분양가 상한제가 적용되는 주택을 공급받고자 하는 자에게 시세차익 환수목적으로 매출하는 채권이다. 제2종 국민주택채권은 채권입찰제가 실시된 1983년 서울시 개포동 현대아파트 분양에서 최초로 발행되어 1999년 7월 분양가 자율화와 함께 폐지되었으나, 판교 신도시의 분양과 함께 2006년 2월 다시 부활하였다. 현재 분양가 상한제가 적용되는 85㎡ 초과주택의 경우 동일한 순위 내에서는 채권매입 예정금액이 많은 자를 우선하여 입주예정자로 선정하도록 되어 있다. 다만, 채권매입 예정액에 상한선을 두고 있는데 채권매입 상한액은 분양가격과 채권의 예상 손실금액을 합한 금액이 인근지역 주택매매가격의 80% 이상이 되도록 정하고 있다.¹

1 구체적인 매입상한액의 계산방법은 다음과 같다.

- 채권매입상한액 = [인근 주택매매가격 × (0.8 내지 1) - 분양가격] / 채권예상손실률
- 채권예상손실률: 제2종 채권의 즉시 매도 시 부담하는 예상손실률

〈표 6-7〉 제2종 국민주택채권의 발행 방법 및 조건

	발행 방법
발행주체	국토해양부 장관의 요청에 의해 기획재정부 장관이 발행
발행형식	등록 발행(기존 발행채권은 무기명 실물발행)
발행방법	액면 발행
상환기간	10년(기존 실물채권은 20년)
발행금리	0%(기존 실물채권은 3%)

3. 청약저축 및 주택청약종합저축

청약저축은 무주택 세대주가 국민주택 등을 공급받기 위해 월 저축한도액 범위 내에서 매월 약정한 날짜에 납입하는 적립식 저축이다. 현재 우리나라에서 새롭게 건축되는 주택을 공급받기 위해서는 청약통장에 가입해야 하며 청약통장의 종류는 2009년 5월에 주택청약종합저축이 도입되기 전까지 청약저축, 청약예금, 청약부금으로 구분되었다. 이 가운데 주택공사나 SH공사 등 공공기관에서 건축하는 85㎡ 이하의 국민주택을 공급받기 위해서는 청약저축에 가입해야 했으며 민영주택에 청약을 하기 위해서는 청약예금과 청약부금에 가입해야 했다. 청약예금과 부금이 취급은행으로 편입되는 반면 청약저축은 국민주택기금으로 편입되는 차이점도 있었다.

청약저축은 공공건설 주택의 공급이 목적이므로 만 20세 이상인 개인이면 누구나 가입할 수 있는 청약예·부금과 달리 무주택 세대주만 가입이 가능하며 월 납입액은 2만원에서 10만원까지 5천원 단위로 자유롭게 납입이 가능하도록 하였다. 청약저축 가입 후 2년이 경과하고 약정납입일에 월 납입금을 24회 이상 납입한 자는 청약신청 시 1순위의 자격이 부여되며, 가입 후 6개월이 경과하고 납입액을 6회 이상 납입한 자는 2순위, 1순위와 2순위 이외의 자는 3순위의 자격이 부여된다. 청약예금과 청약부금은 민영주택을 분양받기 위해 가입하는 청약통장으로 만 20세 이상의 개인은 누구나 가입할 수 있다. 청약예금의 경우 분양을 받고자 하는 지역과 규모에 따라서 200~1,500만원을 일시에 예치하고 민간에서 건설하는 아파트를 분양받을 수 있다. 청약부금은 적금 형식으로 매월 5~50만원을 납입하며 청약예금이 중·대형 아파트를 분양받을 수 있는 데 비해 85㎡ 이하의 국민주택규모 아파트를 분양받을 수 있다는 점에서 차이가 있다.

이렇게 세 가지 유형으로 운영되어 오던 청약통장제도는 2009년 5월에 주택청약종합저축이 도입되면서 큰 변화가 나타나게 되었다. 청약종합저축은 기존의 세 가지 통장을

〈표 6-8〉 주택청약종합저축·청약저축·청약예금·청약부금 비교

	청약종합저축	청약저축	청약예금	청약부금
정의	청약저축을 기본으로 하고 예·부금 기증을 추가한 종합통장	국민주택 등을 분양받고자 무주택 세대주가 가입하는 저축	민영주택을 분양받고자 가입하는 예금	민영주택을 분양받고자 매월 불입하는 적금식 입주자 저축
실시 지역	전 국	전 국	시·군 지역(103개)	시·군 지역(103개)
가입 대상	연령, 자격 제한 없음	무주택 세대주	만 20세 이상인 개인	만 20세 이상인 개인
저축 방식	매월 일정액 적립 및 예치	매월 일정액 불입	일정 금액 예치	매월 일정액 불입
저축 금액	월 2~50만원 원칙	월 2~10만원	일시 예치 200~1,500만원 (규모·지역 차등)	월 5~50만원
청약 주택	모든 주택	국민주택 등 (85㎡ 이하)	민영주택 (예치금 규모에 따라)	민영주택 (85㎡ 이하)
취급 은행	기금취급은행	기금취급은행	시중은행	시중은행

자료: 국토해양부(2011).

결합한 상품으로 만능통장이라는 별칭까지 붙어서 출시되었다. 기존의 통장들이 가입시점에 청약할 주택의 유형을 결정해야 하는 데 비해 주택청약종합저축은 먼저 저축에 가입한 후에 청약하는 시점에서 자격에 맞는 주택에 청약이 가능하도록 하였다. 따라서 가입자격에 제한이 없고 2년 이상 가입자에게는 4.5%의 이자를 제공하여 출시 초기부터 큰 인기를 끌었다. 출시된 지 1년이 되지 않은 2009년 말에 이미 880만좌가 가입되었으며 2012년 4월 말까지 1,140만좌가 가입하였다. 이러한 주택청약종합저축의 인기는 국민주택기금의 조성에도 크게 기여하였다. 2008년에 청약저축에서 발생한 기금조성액이 약 1조 9,800억원에 그친 데 비해 주택청약종합저축이 출시된 2009년에는 약 6조 1,000억원으로 크게 증가하고 2011년에는 약 9조원까지 확대되어 2009년 이후 기금조성규모가 크게 증가하는 원인이 되었다.

4. 복권기금 전입금

복권기금 전입금은 무주택 서민의 주거안정을 도모하기 위하여 설치·운영 중인 국민주택기금의 재원조성을 목적으로 「복권 및 복권기금법」에 따라 전입되는 자금이다. 「복권 및 복권기금법」 제23조 제3항에서는 복권수익금의 65%를 임대주택의 건설 등 저소

특층의 주거안정 지원사업과 기타 복지사업 및 문화유산 보존사업 등에 사용하도록 규정하고 있다. 따라서 복권기금 전입금으로 조성된 국민주택기금은 국민주택 건설과 임대주택 건설 등 저소득층의 주거안정 지원사업에 한해서 사용할 수 있다. 연도별 복권기금 전입액은 2010년에 4,719억원, 2011년에는 4,814억원이 조성되었으며 2012년에는 4,881억원의 조성을 계획하고 있다.

제5절 국민주택기금의 운용

국민주택기금의 목적을 달성하기 위한 운용사업은 <표 6-9>에 나타난 바와 같이 크게 임대주택 건설, 분양주택 건설을 위한 주택공급자 대출과 저소득층을 위한 주택구입 및 전세자금 지원을 목적으로 하는 주택수요자 용자, 그 외 주택개량사업 등이 있다. 운용을 위한 사업별 비중은 1998년 외환위기 이후 큰 변화가 나타났다(그림 6-2 참조). 외환위기 이전까지는 분양주택 건설을 위한 자금지원이 가장 큰 비중을 차지하였으나 외환위기 이후 임대주택 건설과 수요자 용자에 대한 비중이 증가하고 분양주택 건설을 위한 자금의 비중은 대폭 감소하였다(표 6-10 참조). 다만, 이명박 정부에서는 보금자리주택정책으로 인해 임대주택에 대한 용자비율이 감소하고 분양주택에 대한 비중이 증가하는 특징이 나타났다.

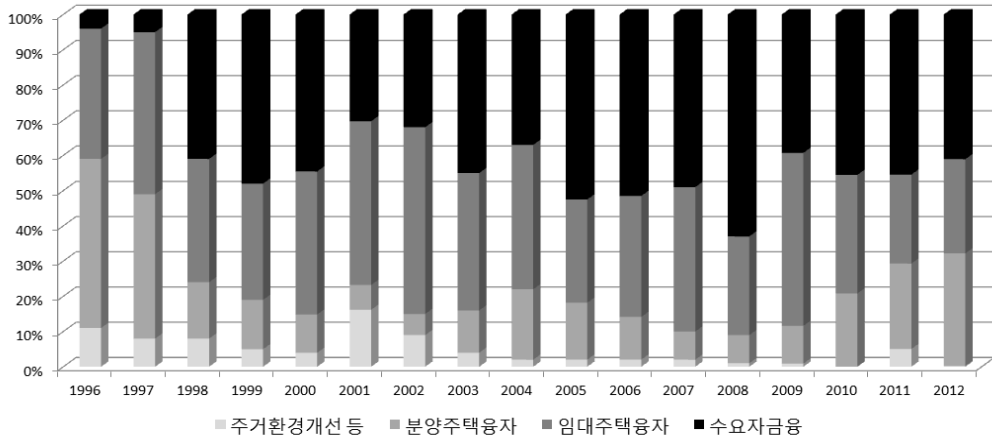
이렇게 수요자 용자의 비중이 증가한 이유는 크게 두 가지로 구분해 볼 수 있다. 먼저,

<표 6-9> 국민주택기금의 주요 사업

임대주택 건설	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 저소득층을 위한 임대주택 건설 지원 ▪ 무주택자를 위한 공공임대주택 건설 지원 ▪ 입주자 부담완화를 위한 임대중도금 지원
분양주택 건설	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 무주택자를 위한 공공분양주택 건설 지원 ▪ 후분양제도 정착을 위한 후분양 주택 지원 ▪ 다세대·다가구 건설자금 지원
수요자 용자	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 도시, 영세민을 위한 주택전세자금 지원 ▪ 저소득층의 주택구입, 전세자금 지원 ▪ 매입임대, 전세반환, 개발이주자금 지원
주택개량자금	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 노후불량주택 개량을 위한 주거환경 개선자금 지원 ▪ 농어촌 주택개량사업을 위한 자금 지원 ▪ 대지조성자금, 재해주택자금 등 지원

자료: KB국민은행(www.kbstar.com).

[그림 6-2] 연도별 기금운용항목 비율



<표 6-10> 국민주택기금 운용 실적 및 계획

(단위: 억원)

	임대주택건설	분양주택건설	수요자 용자 지원	주택개량 및 기타 사업	용자사업 계
2000	34,355(40.8%)	8,945(10.6%)	37,931(45.0%)	2,968(3.5%)	84,199
2001	41,194(40.3%)	6,454(6.3%)	27,207(26.6%)	27,237(26.7%)	102,092
2002	36,904(52.7%)	4,146(5.9%)	22,171(31.7%)	6,815(9.7%)	70,036
2003	30,659(38.9%)	8,802(11.2%)	35,784(45.4%)	3,652(4.6%)	78,897
2004	29,275(40.7%)	14,480(20.1%)	26,839(37.3%)	1,274(1.8%)	71,868
2005	29,175(29.1%)	16,185(16.2%)	52,316(52.2%)	2,482(2.5%)	100,158
2006	40,366(34.4%)	14,660(12.5%)	60,009(51.1%)	2,368(2.0%)	117,403
2007	48,277(44.3%)	13,000(11.9%)	45,170(41.4%)	2,560(2.3%)	109,007
2008	49,593(43.3%)	13,000(11.3%)	50,352(43.9%)	1,680(1.5%)	114,625
2009	65,852(48.9%)	13,896(10.3%)	53,717(39.9%)	1,254(0.9%)	134,719
2010	37,396(38.9%)	22,736(20.5%)	50,759(45.8%)	15(0.0%)	110,906
2011	38,635(22.5%)	36,880(24.3%)	68,395(45.1%)	7,653(5.0%)	151,563
2012	40,034(26.7%)	47,868(32.0%)	61,500(41.1%)	351(0.2%)	149,753

주: 2000~11년은 운용실적, 2012년은 운용계획. () 안은 비율임.
 자료: 국토해양부(2011, 2012).

외환위기 이전에 기금대출의 목적이 낮은 주택보급률을 개선하기 위한 주택공급 확대정책에 치우쳐 있던 데 반해 외환위기를 겪으면서 건설업체의 대규모 도산으로 1990년대 후반에 주택건설자금 수요가 감소했기 때문으로 판단된다. 두 번째로는 주택보급률이 증가하면서 기금운용의 중심이 점차적으로 서민주거 안정을 위한 주택수요자 대출로 전

환되었기 때문에 판단된다.

1. 주택수요자 대출 프로그램

수요자 용자를 통해 서민주거 안정을 지원하기 위한 국민주택기금 운용 항목은 지원 대상 및 특성에 따라 근로자·서민 주택구입자금대출, 근로자·서민 주택전세자금대출, 저소득가구 전세자금대출 등으로 세분된다.

가. 근로자·서민 주택구입자금대출과 생애최초 주택구입자금대출

근로자·서민 주택구입자금대출은 부부합산 연간소득이 3천만원 이하이고, 대출신청일 현재 무주택 세대주인 근로자와 서민으로서 세대주 및 세대원 전원이 무주택자인 경우 주택구입자금을 용자하는 대출 프로그램이다. 다만, 35세 미만인 단독 세대주인 경우 대출이 제한된다.

근로자·서민 주택구입자금을 대출받기 위해서는 전용면적 85㎡ 이하로 주택가격 3억원 이하의 준공된 주택을 구입해야 하며 대출금은 호당 1억원, 대출이율은 연 5.2%를 적용한다. 다만, 3자녀 이상 가정의 경우에는 대출한도가 1억 5천만원으로 상향 조정되고 대출이율은 1%p 우대금리가 적용된다. 근로자·서민 주택구입자금의 경우 2007년부터 시장된 주택시장 침체로 인해 매년 용자액이 감소하여 2010년에는 약 2,200억원이 지원되었다.

근로자·서민 주택구입자금과 유사한 성격의 용자로 2006년 11월에 취급이 중단되었다가 2010년 9월부터 재개된 생애최초 주택구입자금대출이 있다. 생애최초 주택구입자금은 무주택 서민의 주택구입을 확대하기 위해서 지원한다는 기본취지는 근로자·서민 주택구입자금과 동일하나 생애최초로 85㎡ 이하의 주택을 구입하는 경우에 한해서 용자가 가능하다는 점에 차이가 있다. 생애최초 주택구입자금대출은 근로자·서민주택 구입자금에 비해서 소득기준이 완화되고 대출가능금액이 커 과거에도 큰 인기를 끌었으나 투기를 조장한다는 비판으로 취급이 중단되었다. 하지만 2008년 이후 주택시장이 지속적으로 침체상태에 있어 2011년 말까지 한시적으로 재개되었으며 2011년 12·7대책으로 2012년 말까지 지원기간이 연장되었다.

생애최초 주택구입자금은 부부합산 연소득이 5천만원 이하이고 대상주택이 전용면적

85㎡ 이하면서 시가 6억원 이하인 경우 대출이 가능하며 대출금리는 연 4.2%이고 대출 기간은 20년이다. 다자녀가구는 금리가 1%p 낮아져 연 3.2%로 대출받을 수 있고 다문화·장애인 가구는 대출금리가 0.5%p 우대되어 연 3.7%로 대출받을 수 있어 시중금리보다 낮은 금리로 대출이 가능하다. 이러한 좋은 조건으로 인해 2011년에는 약 4,400억원이 지원되었으며 1조원을 규모로 하는 2012년의 경우 4월 말 현재 이미 약 8,400억원의 대출이 실행되어 2012년 5·10대책에서 지원규모를 1.5조원으로 확대하였다. 이러한 현상은 상대적으로 금리가 높아 용자실적이 감소추세에 있는 근로자·서민 주택자금대출과 대비를 이루고 있다.

나. 근로자·서민 주택전세자금대출

근로자·서민 주택전세자금대출은 연소득이 3천만원 이하이고, 대출신청일 현재 무주택 세대주(단독 세대주 제외) 및 세대주로 인정되는 근로자와 서민이 전세를 구할 때 자금을 지원하는 용자 프로그램이다. 근로자·서민 주택전세자금대출은 85㎡ 이하인 주택에 대한 전세를 구할 때 전세가격의 70% 범위 내에서 8천만원까지 연이율 4.0%에 자금을 지원한다. 다만, 세 자녀 이상 가정의 경우 1억원까지 지원액이 상향된다. 근로자·서민 주택전세자금대출은 2007년 이후 주택가격이 안정되면서 전세수요가 증가하여 전세가격이 크게 상승한 시장상황에 맞추어 호당 지원액이 증가되고 금리가 인하되면서 2005년에 약 1조 1천억원에 불과하던 용자금액이 2010년에는 약 3조 3천억원까지 크게 증가하였다.

다. 저소득가구 전세자금대출

저소득 영세민 전세자금대출은 해당 지자체장의 추천을 받은 가구가 전세계약을 체결하는 무주택 저소득 세입자에 대해서 전세자금을 대출하는 용자 프로그램이다. 용자대상 주택은 전용면적 60㎡ 이하의 주택을 원칙으로 하되 시·도지사가 지역 여건을 고려하여 필요하다고 인정할 경우 85㎡ 이하의 주택을 포함할 수 있다. 용자금액은 지역별 전세보증금의 70%와 당해 주택 전세보증금의 70% 범위 내에서 신청인의 소득·주택 등 신용상태와 담보 종류에 따라 결정한다. 대출이율은 저소득 영세민이 대상이므로 연 2.0%로 낮게 책정되었고 15년간 분할상환하도록 규정하고 있다. 저소득가구 전세자금대출도

〈표 6-11〉 수요자 용자 운용실적

(단위: 억원)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
저소득 영세민 전세	3,985	5,587	6,631	10,016	12,878	14,394
근로자·서민 구입	35,816	37,098	20,338	16,469	5,399	2,203
근로자·서민 전세	11,257	15,348	21,897	32,170	34,780	33,464
기 타	1,258	1,976	64	1,445	660	698
수요자 용자 총액	52,316	60,009	48,930	60,100	53,717	50,759

주: 2005~10년의 운용실적에서 수요자 용자부분을 정리한 내용임.
 자료: 국토해양부(2011).

근로자·서민 주택전세자금대출과 같이 전세가격이 상승하기 시작한 2008년 이후 지원액이 급격하게 상승하여 2010년에는 1조 4천억원까지 상승하였다.

2. 주택공급자 대출 프로그램

주택공급자 대출 프로그램은 크게 임대주택 건설과 분양주택 건설로 구분할 수 있다. 〈표 6-14〉에서 나타난 바와 같이 최근 공급자 대출은 임대주택을 대상으로 한 대출의 비중이 점차 높아지고 있다. 이는 선진국에 비해 현저히 낮은 공공임대주택의 비중을 증가시키고 기금의 운용방향이 주택공급 확대에서 서민주거 안정으로 전환되었기 때문으로 판단된다.

가. 국민임대주택 자금대출

국민임대주택이란 저소득층의 주거안정을 위해 국가 또는 지자체의 재정 및 국민주택기금의 지원을 받아 토지구획공사와 지자체가 건설 또는 매입하여 30년 이상 임대하는 주택을 말한다. 국민임대주택은 서민주거 안정을 위한 공공임대주택 공급을 확대하기 위하여 1998년에 최초로 도입되어 현재까지 공급되고 있다. 국민임대주택 건설을 위한 재원 마련은 정부의 재정과 기금 지원, 입주자 및 사업시행자인 지자체나 주택공사가 부담하도록 규정하고 있다. 이 가운데 국민주택기금은 주택의 규모에 따라서 35~45%를 부담하게 되어 있으므로 국민임대주택 건설에 있어 기금을 통한 원활한 자금공급이 필수적이다(표 6-12 참조).

〈표 6-12〉 국민임대주택 유형별 소요자원 및 분담비율

	주택 규모	재 정	국민주택기금	입주자 부담	시행사 부담
I형	50㎡ 이하	45%	35%	10%	10%
II형	50~60㎡ 이하	27%	38%	25%	10%
III형	60㎡ 초과	15%	45%	30%	10%

자료: 국토해양부(2011).

국민임대주택 건설을 위한 자금대출은 연 3%, 20년 거치 후 20년 원리금 균등분할상환하도록 규정하고 있다. 국민임대주택 건설을 위한 기금의 지원은 2007년까지 꾸준히 증가하였으나 보금자리주택의 도입으로 공급시기가 늦춰지면서 감소추세에 있다.

나. 공공임대주택 자금대출

공공임대주택 자금대출은 사업수행능력을 구비한 주택건설사업 등록업자 등이 5년 이상 임대를 목적으로 주택건설을 위한 사업계획 승인을 받아 건설하는 국민주택에 대해서 건설자금을 융자하는 제도이다. 공공임대주택 자금대출은 세대당 전용면적 85㎡ 이하의 주택에 한해서 지원하며, 대출조건은 전용면적 60㎡ 이하의 경우 호당 5,500만원 을 한도로 이자율 연 3.0%, 85㎡ 이하의 경우에는 호당 7,500만원을 한도로 연 4.0%이다. 상환기간은 10년 이내의 임대기간 동안 거치 후 20년간 분할상환하도록 규정하고 있다. 다만, 임대 의무기간이 10년인 경우에는 거치기간이 15년으로 늘어난다.

공공임대주택 자금대출의 운용실적은 2005년 이후 계속 증가하여 2010년에는 2조 4천억원까지 증가하였다. 이는 최근 전세가격의 상승으로 공공임대주택 공급의 필요성이 대두되고 국민임대주택과 달리 분양전환이 가능해 수요자와 공급자 모두에게 선호도가 증가되면서 적극적으로 지원이 이루어지고 있기 때문으로 판단된다.

다. 공공분양주택 자금대출 등

공공분양주택 자금대출은 무주택 서민에 대한 분양을 목적으로 국민주택을 집단으로 건설하는 사업주체에게 자금을 지원하여 무주택 서민의 주거안정을 도모하기 위한 대출 제도이다.

융자대상은 세대당 전용면적이 60㎡ 이하의 주택이나 주공, 지자체 등 공공기관이 공

급하는 경우에는 75㎡ 이하의 주택까지 대상을 확대하고 보금자리주택은 85㎡까지 지원이 가능하다. 대출조건은 전용면적 60㎡ 이하는 호당 5,500만원을 한도로 이자율은 연 5.0%이며 85㎡ 이하의 경우에는 7,500만원을 한도로 이자율은 연 6.0%가 적용된다. 공공분양주택에 대한 기금지원은 국민임대주택사업이 중점적으로 추진되었던 2005년부터 2008년까지 지속적으로 감소하였으나 보금자리주택사업이 본격적으로 시작된 2009년 이후 다시 증가하면서 2010년에는 약 2조원이 지원되었다.

공공분양주택에 대한 지원과 함께 정부에서는 2008년 이후 감소하는 주택공급량과 증가하는 1~2인 가구에 대비하기 위해서 2009년부터 도시형 생활주택과 준주택의 공급을 기금으로 지원하였다. 특히 도시형 생활주택과 오피스텔에 대해서 2012년 말까지 연 2%로 이자율을 적용하여 이들 유형의 주택공급이 크게 증가하였다.

라. 후분양주택 자금대출

후분양주택 자금대출은 주택공급방식을 현재 일반화되어 있는 선분양방식에서 후분양방식으로 전환하도록 금융지원을 함으로써 후분양제의 조기 정착을 유도하는 공급자 대출 프로그램이다. 정부는 투기수요를 억제하여 주택가격 안정을 도모하고, 주택의 품질 제고를 위하여 후분양제도의 도입을 유도하고 있으며 이를 위하여 2004년 5월 기금을 통한 지원방안을 마련하였다. 후분양 주택자금대출의 용자대상은 분양을 목적으로 주택 건설사업계획 승인 또는 건축허가를 받아 최소 80% 이상 건축공정을 달성한 이후 입주자를 모집하는 후분양 국민주택을 집단으로 건설·공급하는 주택건설사업 등록업자가 해당된다. 구체적인 용자조건은 <표 6-13>과 같다.

<표 6-13> 후분양 주택자금대출의 용자조건

용 자 조 건	
대상주택	세대당 전용면적 85㎡ 이하인 주택
대출한도	전용면적 60㎡ 이하: 6,000만원 전용면적 85㎡ 이하: 8,000만원
대출이율	전용면적 60㎡ 이하: 연 4.5% 전용면적 85㎡ 이하: 연 5.5%
상환기간	3년 이내 일시상환

자료: 국토해양부(2011).

〈표 6-14〉 공급자 용자 운용 실적 및 계획

(단위: 억원)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010
임대 주택 건설	국민임대	23,570	32,004	32,631	16,261	39,653	13,299
	공공임대	5,203	8,362	8,500	10,159	12,255	24,097
	임대주택충도금	402	0	0	0	0	0
	소 계	29,175	40,366	41,131	26,420	51,908	37,396
분양 주택 건설	공공분양	9,605	7,855	2,058	1,949	10,142	19,635
	다세대, 다가구	0	0	0	32	8	4
	후분양주택	6,580	6,805	6,464	5,387	3,746	3,097
	소 계	16,185	14,660	8,522	7,368	13,896	22,736
총 계		45,360	55,026	49,653	33,788	65,804	60,132

주: 2005~10년의 운용실적에서 공급자 용자부분을 정리한 내용임.
 자료: 국토해양부(2011).

제6절 국민주택기금의 평가 및 개선방안

국민주택기금은 지난 27년간 공급업자에 대한 자금지원을 통한 주택보급률 제고, 서민의 주거안정을 위한 공공임대주택 건설자금 지원 및 저소득층에 대한 주택구입 및 전세자금 용자 등을 통해 우리나라 주택시장을 안정시키고 발전시키는 데 크게 공헌하였다. 그러나 기금의 운용에 있어서 자금지원의 형평성 및 효율성 문제와 주택시장 환경의 변화로 인한 개선의 필요성이 제기되고 있다.

1. 국민주택기금과 주택금융시장

국민주택기금은 우리나라의 주택재고가 절대적으로 부족하고 민간주택 금융시장이 취약했던 1980~90년대에 주택 공급자와 수요자에 대한 자금지원 역할을 담당했다. 특히 1990년대 후반까지 공급자에 대한 자금지원을 통한 주택재고 확보에 주력하여 〈표 6-15〉에서 나타난 바와 같이 1980년대에는 전체 신규주택 중 32.6%가 국민주택기금의 지원을 받아 공급되었고, 1990년대에는 37.4%까지 비중이 높아졌다. 2000년대 들어 주택보급률 100%를 달성하면서 기금지원 주택의 비중이 다소 낮아졌지만 임대주택 건설에 대한 자금지원이 지속되면서 여전히 27%의 주택이 국민주택기금의 지원하에 공급되고

〈표 6-15〉 국민주택기금 지원 주택건설 실적

(단위: 천호)

	1981~90	1991~2000	2001~10	전 체 (1981~2010)
신규주택 건설	3,079	5,459	4,874	13,411
공공부문 건설	1,340	1,946	1,386	4,672
기금지원 주택	1,005	2,039	1,318	4,362
기금지원·신규 주택	32.63%	37.36%	27.04%	32.52%

자료: 국토해양부(2011).

있다. 따라서 1981년 설치 당시 국민주택기금의 당면과제였던 주택의 양적 공급확대라는 목적은 충분히 달성한 것으로 평가할 수 있다.

수요자 금융 측면에서는 1990년대 후반부터 본격적으로 지원이 이루어져 2010년 말 기준으로 수요자용자지원을 통한 대출잔액은 약 22조원에 이르고 있다. 항목별 잔액을 보면 저소득·영세민 전세를 위한 자금지원이 약 3조 8천억원, 근로자·서민 주택구입 자금과 생애최초 주택구입자금이 약 8조 5천억원, 근로자·서민 전세를 위한 자금지원이 약 9조 2천억원으로 저소득층의 주택구입 및 전세자금 지원을 통한 주거안정에 기여했음을 알 수 있다.

앞에서 살펴본 바와 같이 국민주택기금은 설치 후 지금까지 주택시장에서 많은 긍정적인 역할을 담당해 왔다. 그러나 주택보급률의 증가와 민간 소비자 금융시장의 확대, 주택금융공사의 설립 등 주택시장이 급격하게 변화하고 있는 상황에서 국민주택기금의 목적 및 역할에 대한 재정립의 필요성이 커지고 있다. 먼저 주택건설 지원에 있어서는 주택보급률이 100%를 넘어섰으므로 양적 확대정책을 펴기보다는 저소득층의 주거안정을 위한 임대주택 건설, 노후 불량주택의 개량 등을 지원하여 전반적인 주거의 질을 높이는 데 주력해야 한다. 주택수요자를 위한 지원에 있어서는 최근 들어 민간 금융기관에 대한 개인의 접근성이 높아지고 주택금융공사를 통한 장기 모기지론의 활용도 가능해져 지원계층에 대한 명확한 규정이 필요하게 되었다. 즉, 기금을 통한 주택구입 및 전세자금의 지원은 저출산·고령화라는 시대 변화에 맞추어 지원대상을 명확하게 설정해야 할 것으로 보인다.

2. 국민주택기금 조성에 대한 평가 및 개선방안

국민주택기금이 우리나라 주택시장에 미친 영향이 큰 만큼 기금의 안정적 조성은 매우 중요한 과제로 제시되고 있다. 현재 기금의 조성비율을 보면 국민주택채권과 청약저축 및 주택청약종합저축, 용자금 상환 등으로 인한 비중이 70%를 넘어 특정 항목에 대한 의존도가 매우 높은 것을 알 수 있다. 특히 국민주택채권과 청약저축 및 주택청약종합저축은 부동산 및 주택시장의 환경과 밀접하게 연계되어 있는 데 비해 국민주택기금의 주요 기능인 임대주택의 건설과 저소득층에 대한 자금지원은 시장환경과 별도로 지속적으로 이루어져야 하므로 장기적으로는 기금의 수급에 불균형을 초래할 수도 있다. 실제로 주택청약종합저축이 도입되기 이전인 2008년까지 주택시장 침체로 인해 기금조성에 상당한 어려움이 있었으며, 주택청약종합저축의 증가세가 출시 초기에 비해 감소하고 있어 향후 기금조성의 안정성을 확보하기 위한 대책을 마련할 필요가 있다.

자금의 운용금리와 조성금리의 차이가 축소되어 기금의 운영에 어려움을 초래할 것이라는 우려도 제기되고 있다. <표 6-16>에서 나타난 바와 같이 2002년 이후 다소 호전되었던 기금의 운용 시와 조성 시의 금리차이가 2007년 이후 다시 악화되고 있는 것을 볼 수 있다. 특히 2011년 이후 도시형 생활주택과 오피스텔 등의 공급에 연 2%대 저리 자금지원이 증가하였고 주택청약종합저축의 경우 2년이 경과하여 연 4.5%의 금리를 지급해야 하는 가입자 비중이 증가하여 향후 금리차는 더욱 좁아질 가능성이 높다. 이는 기금의 운영이 장기적인 관점에서 이루어지기보다는 단기적으로 나타나는 문제를 해결하기 위해서 근시안적으로 이루어짐으로써 나타난 결과로 향후 기금의 조성 및 운영에 대한 장기적 관점의 계획 수립이 필요한 상황으로 판단된다.

또한 주요 기금운용항목의 만기에 비해서 조성항목의 만기가 짧은 점도 개선되어야 할 과제로 제시되고 있다. <표 6-17>에서 제시된 바와 같이 국민주택기금의 주요 조성

<표 6-16> 연도별 국민주택기금의 운용금리와 조성금리

(단위: %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
운용금리	6.64	6.08	5.92	6.27	5.82	5.72	5.76	5.34	4.82	3.64	4.32
조성금리	7.76	8.34	5.69	5.29	5.31	5.1	4.63	4.03	3.79	3.31	3.41
금리차이	(1.12)	(2.26)	0.23	0.98	0.51	0.62	1.13	1.31	1.03	0.33	0.91

자료: 국토해양부(2011).

〈표 6-17〉 주요 조성항목 및 운용항목의 금리 및 만기(2012년 5월 기준)

조 성 항 목			운 용 항 목		
종 류	금 리	만 기	종 류	금 리	만 기
제1종 국민 주택채권	3%	5년	공공분양 지원	5~6%	3년 일시상환 1년 거치 19년 상환
제2종 국민 주택채권	0%	10년	근로자, 서민 주택구입	5.2%	1년 거치 19년 상환
청약저축 및 청약종합저축	4.5% - 2년 미만: 3.5% - 1년 미만: 2.5%	당첨 시 까지	생애최초 주택구입	4.2%	1년 거치 19년 3년 거치 17년 상환
			저소득, 영세민 전세	2%	15년 분할상환
농특회계 예수금	3%	20년	근로자, 서민 주택 전세	4.0%	2년 일시상환 (최장 6년)
농자기금 예수금	국채금리+0.01%p	20년 이내	국민임대 건설 지원	3%	10년 거치 20년 상환
예수금	정기예금이율	3년 이내	공공임대 지원	3~4%	10년 이내에서 임대기간 거치 후 20년 상환

자료: 국토해양부(2012).

항목 중 높은 비중을 차지하고 있는 국민주택채권과 청약저축에 비해 주요 운용항목들의 만기가 더 장기로 나타났다. 이러한 만기구조의 차이로 인해 금리가 상승하는 경우에 기금의 조성비용을 높이고 운용에는 이를 즉시 반영하지 못하여 기금운용에 어려움을 초래할 수 있다. 국민주택기금의 기능이 분양주택 공급 확대에서 임대주택 건설 지원 및 저소득층에 대한 주거복지 확대로 성공적으로 전환되기 위해서는 장기로 조달 가능한 조성항목을 개발하고 정부출연금이나 각종 전입금을 확대하여 기금조성 시 비용을 낮출 수 있는 방안을 마련해야 한다.

3. 수요자 관련 대출에 대한 평가 및 개선방안

국민주택기금의 수요자 관련 대출에 대한 평가는 대출항목의 적절성 및 대출 프로그램 실행이 목표로 하는 대상자에게 적절하게 지원되었는지 여부로 평가해 볼 수 있다. 수요자 용자에서 가장 큰 문제는 용자항목별 소득기준이 다르고 산정과정에 불합리성이 존재한다는 점이다. 〈표 6-18〉에 나타난 바와 같이 용자항목별 소득기준이 통합되지 않고 소득산정 시 근로소득의 경우 급여소득만을 기준으로 하여 상여금 등을 포함하지 않는다.

〈표 6-18〉 용자항목별 소득기준

구 분	소 득 기 준
근로자·서민 주택구입자금	부부합산 3천만원 이하
생애최초 주택구입자금	부부합산 5천만원 이하
근로자·서민 전세자금	세대주(차주) 소득 연간 3천만원 이하
저소득 전세자금	가구소득 최저생계비 2배 이내

〈표 6-19〉 대출상품별 조건

구 분	근로자·서민 주택구입자금	생애최초 주택구입자금	보금자리론		
			기본형	우대형 I	우대형 II
소득요건 (부부합산)	3,000만원 이하	5,000만원 이하	제한없음	2,500만원 이하	5,000만원 이하
대상주택	3억원 이하	6억원 이하	9억원 이하	3억원 이하	6억원 이하
금리* (만기)	5.2% (20년 만기)	4.2% (20년 만기)	4.6~4.85% (10~30년)	3.6~4.3% (10~20년)	(좌 동)
대출규모	1억원 이내 (다자녀 가구: 1억 5천만원)	2억원 이내 (주택가격 70% 내)	5억원 이내 (주택가격 70% 내)	1억원 이내 (주택가격 70% 내)	2억원 이내 (주택가격 70% 내)

주: 보급자리론 우대형 II의 경우 2012년 5·10대책의 개선내용을 반영하였음.

자료: 국토해양부 보도자료, 2011. 5. 10.

따라서 근로자가 종사하는 업종이 급여 외 상여금이 많은 경우 높은 소득에도 불구하고 기금의 수혜자가 되는 경우가 많이 발생하고 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 소득기준의 통일을 위하여 국민임대주택 입주기준 등과 같이 도시근로자가구의 평균소득 등을 사용하되 소득산정 시 상여금 등을 포함하여 수혜대상에 대한 불합리성을 개선해야 할 것으로 판단된다.

수요자 관련 용자의 또 다른 문제점은 시중에서 출시되고 있는 주택담보대출상품과의 관계이다. 과거에는 은행 등 금융기관의 수요자대출이 적극적이지 않았으나 외환위기 이후 급격하게 성장하고 있고 주택금융공사의 보급자리론도 출시되어 기금의 지원방향이 과거와는 차별화되어야 할 것으로 판단된다. 특히 보급자리론의 경우와는 〈표 6-19〉에 나타난 바와 같이 지원 대상이나 규모가 유사해 통합의 필요성도 제기되고 있다. 따라서 향후 기금을 통한 수요자지원 대상을 선정할 때 사전조사를 통해 중복 지원이 이루어지지 않도록 해야 할 것으로 판단된다.

제7절 국민주택기금의 장기 발전방향

1. 정부의 정책방향과 국민주택기금의 운용

국민주택기금은 정부가 주택정책을 시행하는 데 있어서 중요한 수단 역할을 하고 있다. <표 6-20>에 나타난 바대로 정부의 정책방향에 따라 기금운용항목별 비중이 크게 차이가 나타나고 있다. 공급자 금융 측면에서 주택의 공급에 중점을 두었던 노태우 정부와 김영삼 정부에서는 분양주택에 대한 지원비중이 높았으나 국민임대주택정책을 도입하여 임대주택 공급에 주력하였던 김대중 정부 시기부터 임대주택에 대한 용자가 크게 증가하였고 저소득층을 대상으로 한 수요자지원도 크게 증가하였다. 따라서 상대적으로 분양주택에 대한 지원이 크게 감소한 것을 확인할 수 있다. 이명박 정부에서는 보금자리주택정책의 도입으로 정부 주도 분양주택이 증가하면서 분양주택에 대한 용자가 증가하였으며 전세가격 상승으로 인해 수요자지원도 증가하여 상대적으로 임대주택에 대한 지원이 감소하였다.

이렇게 정부의 정책에 따라 기금운용이 유연하게 적용될 수 있는 것은 기금의 운용규모가 연간 약 35조원으로 매우 크지만 별도로 국회의 의결을 거치지 않아도 되므로 정부의 정책방향에 따라서 운영방향을 결정하기 용이하기 때문이다. 이는 정부가 기금의 운용방향을 정책방향에 맞게 효율적으로 결정할 수 있다는 장점이 있지만 기금운용이 단기적인 주택문제 해결을 위한 수단으로 사용될 수 있다는 단점도 있다. 특히 기금운용금액의 상당 부분이 10년 이상의 장기에 걸쳐 회수가 이루어진다는 점을 고려할 때 이러한 문제는 더욱 심각하게 나타날 수 있다.

<표 6-20> 역대 정부별 기금운용현황

구 분	노태우 정부 (1988~92)	김영삼 정부 (1993~97)	김대중 정부 (1998~2002)	노무현 정부 (2003~07)	이명박 정부 (2008~12)
임대주택	26%	30%	42%	37%	34%
분양주택	49%	55%	11%	14%	19%
수요자 지원	1%	4%	39%	47%	48%
주택개량 등	24%	11%	8%	2%	1%
계	100%	100%	100%	100%	100%

주: 2011년까지는 운용실적, 2012년은 운용계획.
자료: 국토해양부(2011, 2012).

〈표 6-21〉 최근 발표된 부동산대책 내 기금운용 변경사항(2011~12년)

구 분	내 용
1·13대책	- 도시형 생활주택 원룸형에 대한 금리인하 및 대출가능액 상향 조정 - 서민전세자금 대출조건 완화 및 지원규모 확대
2·11대책	- 서민·근로자 전세자금 호당 지원한도 확대 - 5년 임대주택에 대한 지원한도 확대 및 금리인하 - 기금지원 원룸형 도시형 생활주택의 규모 확대
3·22대책	- 생애최초 주택구입자금대출의 시한 연장
8·18대책	- 기금지원을 통해 대학부지에 보금자리 기숙사 공급 - 주거용 오피스텔에 대한 건설자금 지원 확대 - 전세자금 지원에 대한 저소득가구의 대상 확대 및 상환기간 연장
12·7대책	- 생애최초 주택구입자금 지원기간 연장과 지원대상 확대 및 금리인하 - 근로자·서민 주택구입자금에 대한 지원대상 확대 - 주거용 오피스텔 세입자에 대한 저리 전세자금 지원 - 다세대·연립·도시형 생활주택 등에 대한 저리 건설자금 지원기간 연장
5·10대책 (2012년)	- 생애최초 주택구입자금 지원규모 확대 - 원룸형 도시형 생활주택에 대한 호당 지원금액 확대

자료: 국토해양부, 각 대책별 보도자료.

최근에도 2011년 1·13대책부터 2012년 5·10대책까지 발표된 총 7회의 부동산대책 중 2011년 5·1대책을 제외한 모든 대책에서 기금운용계획에 대한 내용이 포함되었으며, 세부적으로 살펴보면 약 1년 6개월 동안 15회의 기금운용계획을 변경하는 대책이 발표되었다. 이렇게 기금의 운용이 장기적인 계획하에서 이루어지지 않고 근시안적으로 이루어지면 시장에 혼란을 야기할 수 있고 취급기관의 행정적인 부담도 커져 서민주거 안정이라는 본연의 목적을 달성하기 어려워질 수 있을 것으로 판단된다.

따라서 향후 기금의 운용에 있어서는 지원대상과 지원규모 등에 대한 사전조사와 시장에 미치는 영향을 분석하여 시장의 단기적인 움직임에 따라가기보다는 장기적인 운용 방향을 마련할 필요가 있으며, 대출조건 등의 경우에도 매번 정책발표마다 변경되는 방식보다는 시장지표에 연동하여 업무를 효율화하고 예측 가능성을 높이는 방향으로 이루어져야 할 것으로 판단된다.

2. 주택시장의 환경 변화와 기금의 운영방향

최근 우리나라의 주택시장은 주택보급률 100% 달성과 저출산·고령화, 1인가구의 증가 등 시장환경이 크게 변화하고 있다. 따라서 시장환경 변화에 따라 기금의 운영방향

에 변화가 필요할 것으로 판단된다. 통계청에서 2012년 4월에 발표한 결과에 따르면 2010년 총 가구는 약 1,736만가구이며 2035년에는 약 2,226만가구로 증가할 것으로 전망되어 앞으로도 기금이 중요한 역할을 할 것으로 보인다.

우리나라의 인구수가 2030년 정점을 이루는 점을 고려한다면 이러한 가구 수의 증가는 가구원 수의 감소에 기인한 것으로 2010년 평균 가구원 수는 2.71명이나 이후 점차 감소하여 2035년 2.17명으로 예측되었다. 1인가구의 비중도 2010년에는 23.9%이나 2035년에는 34.3%까지 증가하여 가구유형 중 가장 큰 비중을 차지할 것으로 보인다. 특히 경제능력이 없는 75세 이상 가구 중 1인가구는 2010년 48만 4천가구(45.1%)에서 2035년 210만 5천가구(51.4%)로 4.3배 증가할 것으로 전망되어 앞으로 큰 사회문제가 될 가능성이 높다.

이러한 인구구조의 변화는 향후 기금의 지원대상을 적정하게 설정하는 것이 매우 중요하다는 점을 대변한다. 이미 주택금융의 상당 부분을 민간부문이 담당하고 향후 주택시장의 안정과 저출산으로 인해 국민주택채권과 청약저축 등을 통한 조성액이 장기적으로는 감소할 것으로 예상되므로 기금운영에 있어 선택과 집중이 매우 중요한 시기가 되었다.

최근 기금에서는 1~2인 가구의 문제해결을 위해 도시형 생활주택과 오피스텔 등에 대한 저리자금 등을 지원하고 있으나 이는 당장의 주택재고를 증가시키기 위한 단기적인 정책으로 판단되며 좀 더 장기적인 관점에서 기금지원 대상을 결정하여 시장에 맡겨야 할 부분과 구분할 필요가 있다.

먼저 기금은 공적자금으로 시장의 변화를 주도해 가야 하므로 저출산문제의 해결에 기여할 필요가 있다. 우리나라보다 먼저 저출산문제가 나타나 이를 성공적으로 극복한 국가들의 경우 사회 전체적으로 저출산문제를 해결하기 위해 노력하였고 주택에 대한 지원도 중요한 정책 중 하나였다는 점을 고려할 때, 기금운영은 저출산문제의 극복에 초점이 맞추어져야 할 것이다. 또한 향후 심각하게 대두될 것으로 예상되는 노인계층에 대한 주거지원이 필요할 것으로 보인다. 특히 1인 고령가구의 경우 사회복지 측면뿐 아니라 주거복지 측면에서도 접근할 필요가 있다.

하지만 현재 실행되고 있는 기금운용은 지난 20년간 지원항목에 큰 변화가 없이 이루어져 다주택가구와 고령가구의 경우 기존 운용항목에서 추가적인 혜택을 부여하는 정도로 지원이 이루어지는 실정이다. 따라서 향후 기금운용의 방향을 설정할 때 기존 민간금융시장과 중첩되는 부분의 비중을 줄이고 이들 계층을 위한 별도의 지원항목을 마련할 필요가 있을 것으로 판단된다.

참고문헌

- 국토해양부, 『저소득층을 위한 주거복지 지원방안』, 2003.
- _____, 『2011년 국민임대주택 업무편람』, 2011.
- _____, 『2012년도 국민주택기금 운용계획』, 2012.
- _____, 보도자료, 2011. 1. 13.
- _____, 보도자료, 2011. 2. 11.
- _____, 보도자료, 2011. 3. 22.
- _____, 보도자료, 2011. 8. 18.
- _____, 보도자료, 2011. 12. 7.
- _____, 보도자료, 2012. 5. 10.
- 통계청, 『장래가구추계』, 2012.

제7장

부동산펀드: 부동산투자회사와 부동산집합투자기구

이 현 석 (건국대학교)

강 승 일 (삼성물산)

제1절 개요

1. 도입배경

2000년대에 들어 국내 부동산시장의 중요한 변화 중 하나는 간접투자제도의 도입과 정착이다. 투자자 자신의 판단에 따라 자산을 매입하고 운용하는 기존의 직접투자방식에서 전문가에게 위탁하는 간접투자로 투자패턴이 바뀌어가고 있다. 본격적인 국내 부동산의 간접투자시대는 리츠(Real Estate Investment Trusts: REITs)를 비롯한 부동산펀드의 등장과 대중화로부터 시작되었다.

자본이득을 중시하는 투기적 성향이 강했던 부동산시장을 운영수익에 기초한 건전한 투자시장으로의 전환 및 상대적으로 낙후되어 있던 부동산산업의 투명화 그리고 국내 부동산업체의 전문화·대형화를 통해 외국 부동산업체에 대한 경쟁력 확보를 목표로 2001년 부동산투자회사법에 근거한 부동산투자회사(REITs)제도를 도입하여 부동산간접투자의 틀을 갖추었다.¹ 한편, 금융투자업의 하나로서 부동산간접투자제도의 중요성이 인식되기 시작하면서 2004년 간접투자자산운용업법(이하 간투법)에 따른 부동산간접투자기구의 도입 이후, 이를 이어받아 2009년 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」

¹ 1990년대 후반에 도입된 자산담보부증권(Asset Backed Securities: ABS)과 주택저당증권(Mortgage Backed Securities: MBS)제도는 부동산 간접투자보다는 부동산 유통화에 중점을 둔 제도다.

〈표 7-1〉 부동산간접투자상품의 도입연혁

	관 련 법 규	간 접 투 자 상 품
1998	자산유동화에 관한 법률	자산유동화증권(ABS) 도입
1999	주택저당채권 유동화회사법	주택저당채권(MBS) 도입
2001	부동산투자회사법	부동산투자회사 도입
2004	간접투자자산운용업법	부동산간접투자기구(REF) 도입
2007	부동산투자회사법(개정)	개발전문 부동산투자회사 도입
2009	자본시장과 금융투자업에 관한 법률	부동산집합투자기구 도입

(이하 자본시장법)에 따른 부동산집합투자기구가 도입되기에 이르렀다(표 7-1 참조).²

부동산투자회사제도를 활용하여 투자기관들은 원활하게 대형 부동산을 매입할 수 있었고, 기업은 자산매각을 통해 재무구조를 개선할 수 있었으므로, 1990년대 말 외환위기 이후 기업의 구조조정에 적지 않은 도움이 되었다.³ 이후 2004년 간투법상의 부동산간접투자기구가 도입됨으로써 부동산간접투자시장은 새로운 양상을 맞이하게 된다. 이전까지 실물 부동산자산에 투자할 수 있는 유일한 간접투자기구였던 부동산투자회사제도가 부동산간접투자기구와 새로운 경쟁구도를 형성하게 된 것이다.

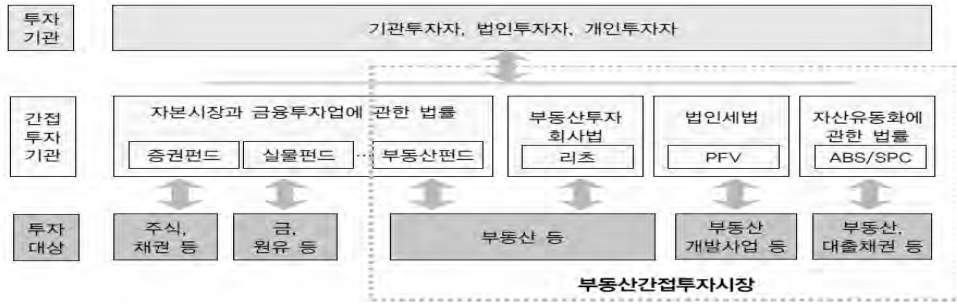
현재 국내 부동산펀드는 부동산투자회사와 부동산집합투자기구 그리고 신탁업법상의 금전신탁, 「자산유동화에 관한 법률」의 자산담보부증권(ABS) 등으로 구성된다. 최근 시장규모 또는 부동산시장에서의 역할 등을 고려할 때, 부동산투자회사와 부동산집합투자기구를 부동산간접투자의 대표 상품이라 할 수 있다.

본 장에서는 부동산간접투자상품의 전반적인 특징과 연혁에 대해 설명하고 국내 시장의 투자대상, 수익률, 투자자 동향 등의 운용특성의 분석 그리고 앞으로의 새로운 변화에 대해 짚어봄으로써 향후 시장의 개선방향을 제시하고자 한다.

2 간접투자자산운용법상의 ‘간접투자’라는 용어는 직접투자가 아닌 형태의 모든 투자를 포함하는 개념으로 투자자의 재산을 간접적으로 운용하는 투자일임업이나 신탁업도 간접투자로 오해될 수 있어 자본시장법과 금융투자업에 관한 법률에서는 다수의 투자자로부터 자금을 집합(pooling)한다는 의미에서 ‘간접투자’ 대신 ‘집합투자(collective investment)’라는 용어를 도입하였다(김병우·유재경[2010]).

3 부동산투자회사제도가 도입된 2001년 이후 2004년까지 설립된 모든 부동산투자회사의 투자자산이 기업구조조정용 부동산을 대상으로 하고 있다는 점이 이러한 사실을 말해주고 있다.

[그림 7-1] 국내 간접투자시장 개황 및 부동산펀드의 위상



자료: 한국토지공사, 국토도시연구원(2009).

2. 개념 및 특징

가. 정의 및 구조

부동산펀드⁴란 다수 투자자들로부터 자금을 모아서 공동기금을 조성하여 전문적인 투자·운용 기관에 위탁하여 부동산 및 부동산과 관련한 대출 및 유가증권 등에 투자하고 그 운용성과에 따라 수익을 분배하는 투자신탁(business trust), 투자회사(corporation), 또는 간접투자 상품을 의미한다.

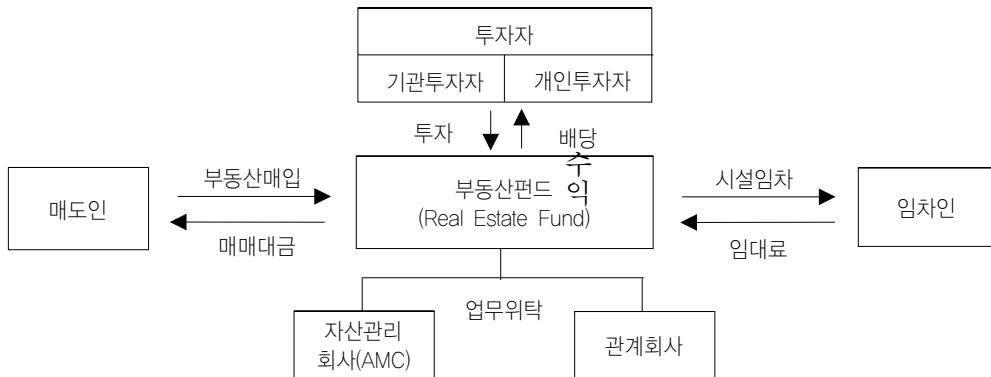
부동산펀드는 투자형태 측면에서는 자본(equity)투자와 대출(debt)투자로, 그리고 시장형태 측면에서는 유동화된 형태인 공개시장(public market)과 유동화가 불가능하거나 제한적인 사모시장(private market)으로 나누어 분류할 수 있다. 공개시장에서 자본투자적 성격의 대표적 기구는 부동산투자회사다. 사모로 자금이 모집된 부동산투자회사의 경우 사모시장에서의 자본투자 성격으로 규정된다. 부동산집합투자기구 역시 유사한 분류기준으로 나누어 볼 수 있다. 부동산펀드는 <표 7-2>에서 보듯이 자본투자뿐만 아니라 대출도 가능하므로 공개시장과 사모시장, 그리고 자본투자와 대출투자 등 다양한 유형으로 설립이 가능하다는 장점을 가지고 있다.

4 국내 시장에서 넓은 의미의 부동산펀드는 일반적으로 리츠라 불리는 부동산투자회사법상의 부동산투자회사, 자본시장법에 의한 부동산집합투자기구 그리고 외국계 투자펀드 등을 포괄한다. 일반적으로 외국에서 말하는 부동산펀드는 넓은 의미를 지칭하며 대표적 상품으로는 리츠를 꼽는다. 우리나라에서 좁은 의미의 부동산펀드(Real Estate Fund: REF)는 자본시장법상의 부동산집합투자기구만을 의미한다. 본 장에서는 정의와 유형에 대해 서술은 부동산투자회사와 부동산집합투자기구를 아우르는 넓은 의미의 부동산펀드라는 용어로 통일하여 서술하며, 세부적인 설명을 요하는 부분에서는 법적 용어인 부동산투자회사와 부동산집합투자기구라는 명칭을 사용하여 비교하면서 서술한다.

〈표 7-2〉 부동산펀드의 유형 분류

	공 개 시 장	사 모 시 장
자본투자	<ul style="list-style-type: none"> • 공모 부동산투자회사 • 공모 부동산집합투자기구 	<ul style="list-style-type: none"> • 직접투자 • 사모 부동산투자회사 • 사모 부동산집합투자기구
대출투자	<ul style="list-style-type: none"> • 공모 부동산집합투자기구 • 상업용 부동산 저장증권(CMBS) 	<ul style="list-style-type: none"> • 직접대출(loans) • 사모 부동산집합투자기구

[그림 7-2] 부동산펀드 구조



부동산펀드는 개인투자자 및 기관으로부터 조달받은 자본을 부동산이나 부동산 관련 유가증권 등에 투자하고, 여기서 발생하는 임대료나 이자수입 등을 통해 얻은 이익을 투자자에게 분배하는 사업구조로 되어 있다. 부동산펀드가 투자한 자산의 운용⁵은 자산 관리 또는 운용회사(Asset Management Company: AMC)⁶가 담당하며, 효율적인 투자 및 운용을 위해 부동산관리회사(property management company), 부동산투자자문회사 등을 자회사로 두거나 위탁을 한다. 또한 투자자 보호나 제도적 완결성을 갖추기 위한 외부조직으로 자산보관기관, 사무수탁기관 등도 필요하다. 이러한 복합적인 구조를 갖추므로써 부동산펀드는 투자자와 자본시장, 그리고 부동산 실물시장을 연결하는 매개체로서의 역할을 수행한다.

부동산투자회사는 상법상의 주식회사⁷로서 일반법인과 같이 주주총회, 이사회, 감사

5 투자자산의 운영기능은 간접투자기구 내부조직을 이용하는 것과 별도의 자산관리회사에 위임하는 방법이 있다. 간접투자기구 내부에 운영기능을 두어 자기관리(self-management)의 형태를 취하더라도 자회사인 자산관리회사에 위탁하는 경우도 많다.

6 AMC(Asset Management Company)는 자산관리회사 또는 자산운용회사로 불린다. 국내법상 부동산투자회사의 AMC는 자산관리회사, 자본시장법상 집합투자기구의 AMC는 집합투자업자로 명명하고 있다.

의 내부조직을 갖추어야 하는 반면 부동산집합투자기구는 법적으로 신탁형과 회사형 모두 설립이 가능하다. 국내 부동산펀드는 일반적으로 자산운용회사에 의하여 투자신탁형으로 설립된 후 자산운용회사나 판매회사를 통하여 개인 및 기관투자자에게 판매한다. 투자자들로부터 모집된 자금(투자신탁자산)은 수탁회사에 보관되고, 자산운용회사의 지시에 따라 수탁회사는 자산(부동산)의 취득 및 처분을 이행하는 구조로 기존의 증권투자신탁의 자산운용구조와 동일하다. 자산운용회사는 증권회사나 은행을 통하여 부동산펀드를 투자자에게 판매함으로써 자금을 조달한다. 이렇게 조달된 자금은 부동산개발사업이나 부동산 임대 등을 통하여 얻은 수익을 투자자에게 배당금으로 지급한다. 한편, 수탁회사는 투자신탁재산의 보관 및 관리 역할을 담당한다.

나. 관련 제도

부동산투자회사와 부동산집합투자기구는 각각 다른 근거법률에 의해 운용되고 있다. 부동산투자회사의 경우, 국토해양부 관할의 부동산투자회사법 그리고 부동산집합투자기구는 기획재정부 관할의 자본시장법에 의해 설립 및 운용, 관리·감독을 받고 있다. 다만, 부동산투자회사가 공모 등을 통해 집합투자 형태로 운영될 때에는 자본시장법의 요건도 충족되어야 한다.

국내법상 부동산투자회사의 설립요건 등 세부사항을 살펴보면 다음과 같다. 부동산투자회사법상 설립 형태는 회사형으로 한정되고, 최저 자본금 100억원에서 2010년 부동산투자회사법 개정으로 자기관리리츠의 경우 70억원으로, 위탁관리부동산투자회사 및 기업구조조정부동산투자회사의 경우에는 50억원으로 축소되었다. 부동산투자회사는 총자산의 70% 이상을 부동산에 투자⁸하여야 하며, 설립 시 발행주식 총수의 30% 이상을 일반인에게 청약하여야 한다. 부동산에 투자하여 취득, 관리, 개량 및 처분, 임대차를 통하여 수익을 창출⁹하여야 하고, 얻은 수익 중 배당가능 이익의 90% 이상을 배당하여야 한다. 이러한 일정 요건을 충족할 경우, 부동산투자회사에 취·등록세 30% 감면, 법인세 면제 혜택¹⁰을 부여하고 있다. 한편, 투자대상 및 회사 형태에 따라 부동산투자회사를

7 미국의 리츠제도는 주식회사, 신탁, 조합 등 다양한 형태의 부동산투자기관을 포괄하는 개념으로, 주식회사의 형태만을 의미하는 국내법상의 리츠(부동산투자회사)제도와는 차이가 있다.

8 2001년 제도 도입 시에는 개발사업 투자는 자산의 30% 이내로 제한되었으나, 2007년 법 개정으로 개발전문부동산투자회사로 설립하는 경우에는 자산의 100%를 개발사업에 투자할 수 있다.

9 국내법상 부동산 관련 대출은 부동산투자회사의 투자대상 자산에서 제외되어 있어, 미국과 같은 모기지형 리츠, 혼합 리츠의 설립은 불가능하다.

〈표 7-3〉 국내 부동산펀드 비교

	부동산투자회사			부동산집합투자기구	
	자기관리	위탁관리	기업구조조정	회사형	신탁형
근거법률	부동산투자회사법			자본시장법	
주무관청	국토해양부			기획재정부	
최저 자본금	70억원	50억원		10억원	해당 없음
자산관리	직접관리	외부위탁(자산관리회사)		외부위탁(집합투자업자)	
투자대상	<ul style="list-style-type: none"> • 총자산의 70% 이상 부동산, 총자산의 80% 이상 부동산 및 부동산 관련 유가증권 또는 현금 • 대출불가 	<ul style="list-style-type: none"> • 총자산의 70% 이상 기업구조조정 부동산 대상, 이하 좌동 	<ul style="list-style-type: none"> • 부동산(총자산의 50% 이상 70% 미만) 	<ul style="list-style-type: none"> • 부동산(운영비용 제한 없음) 	
개발사업	총자산의 30% 이하 (개발전문리츠의 경우 100% 가능)			제한 없음	
취·등록세	30% 감면				
법인세	부과 대상	배당가능 이익 90% 이상 배당 시 배당소득 공제		해당 없음	

자기관리, 위탁관리, 기업구조조정(CR-REITs)의 세 가지로 구분할 수 있는데, 위탁관리 부동산투자회사와 기업구조조정부동산투자회사는 반드시 명목회사(paper company) 형태로 설립해야 한다. 반면, 부동산집합투자기구는 회사형과 신탁형 두 가지 형태의 설립이 가능하며, 자기관리형은 허용되지 않는다(표 7-3 참조).

자본시장법에 의한 부동산집합투자기구는 집합투자재산의 100분의 40 이상으로서 대통령령으로 정하는 비율(100분의 50)을 초과하여 부동산에 투자하는 펀드로 정의하고 있다. 기존의 간투법¹¹⁾은 증권, 파생상품, 부동산 등 간접투자대상 자산을 한정적으로 열거하고 있으며(열거주의; 포지티브 방식) 주요 투자대상인 자산을 기준으로 펀드의 종류를 일곱 가지로 분류하였다. 반면, 자본시장법은 집합투자대상 자산을 ‘재산적 가치가 있는 모든 재산’으로 포괄적으로 정의하고(포괄주의; 네거티브 방식) 있다. 일곱 종류의 펀드를 4종류(증권펀드, 부동산펀드, 특별자산펀드, 단기금융펀드)로 광역화하여 재분류되 투자대상 자산에 대한 제한을 완화함으로써 증권펀드도 주 투자대상을 증권으로 유지하면서 일부를 부동산에 투자할 수 있게 된다(표 7-4 참조). 또한 부동산펀드도 일부를 실물 등에 투자할 수 있게 되어 자산운용의 자율성이 커지게 된다. 더불어 주요 투자대상 자산을 특정하지 않고 언제나 어떤 자산이나 자유롭게 운용 가능한 혼합자산 펀드를

10 실제형 회사로 설립되는 자기관리부동산투자회사의 경우 법인세 면제혜택이 주어지지 않는다.

11 2009년 2월부터 자본시장법이 시행됨에 따라 간접투자 상품을 규율하던 간접투자자산운용업법은 폐지되었다.

〈표 7-4〉 자본시장법상 집합투자기구의 종류

구 분	투 자 대 상
증권집합 투자기구	집합투자재산의 50%를 초과하여 증권에 투자하는 집합투자기구
부동산 집합투자기구	집합투자재산의 50%를 초과하여 부동산 또는 부동산을 기초자산으로 하는 파생상품, 부동산개발과 관련된 법인에 대한 대출, 부동산 관련 증권 등에 투자
특별자산 집합투자기구	집합투자재산의 50%를 초과하여 증권 및 부동산을 제외한 투자대상자산인 특별자산에 투자하는 집합투자기구
혼합자산 집합투자기구	증권, 부동산, 특별자산 집합투자기구 관련 규정의 제한을 받지 않는 집합투자기구
단기금융집합 투자기구(MMF)	집합투자재산의 전부를 단기 금융상품에 투자하는 집합투자기구

신설하여 시장상황의 변화에 따라 주 투자대상을 증권, 부동산, 실물 등으로 자유롭게 변경할 수 있는 펀드 개발이 가능하게 되었다.

제2절 국내 운용 현황

1. 시장규모

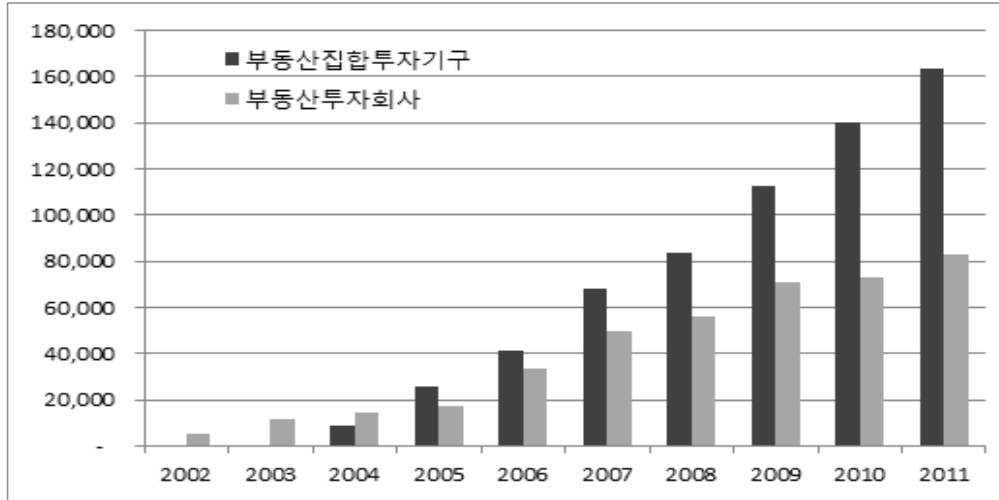
국내 부동산펀드시장은 2011년 말 현재 약 25조원(부동산투자회사 8.4조원, 부동산집합투자기구 16.4조원) 규모다. 부동산투자회사 시장은 2002년 최초의 부동산투자회사가 설립¹²된 이래, 2011년 말 현재 81개 회사, 자산규모 8조 4천억원의 규모로 성장하였다. 그러나 국내 부동산투자회사의 성장속도 및 시장규모는 제도 도입 당시의 기대에 미치지 못하고 있으며, 비슷한 시기에 부동산투자회사가 도입된 다른 국가에 비해 성장세도 느린 것이 사실이다. 2004년에 도입된 부동산집합투자기구는 꾸준히 성장하여 2011년 현재 [그림 7-3]과 같이 약 16.4조원의 수탁고를 기록하고 있다. 국내 시장의 전체 펀드에서 부동산집합투자기구가 차지하는 비중도 2005년에 0.7%에서 지속적으로 증대되어 2011년에는 3% 수준에 이르고 있다.

부동산집합투자기구는 국내 부동산투자를 중심으로 성장해 왔으며, 투자자금의 모집은

¹² 2002년 교보메리츠, 코크렙 1호, 코크렙 2호, 케이원 등 모두 네 개의 기업구조조정부동산투자회사가 설립되었다.

[그림 7-3] 부동산펀드 연도별 시장규모

(단위: 억원)



<표 7-5> 국내 부동산펀드 운용 현황

[부동산투자회사]				[부동산집합투자기구]	
구분		현황	비고	구분	현황
총자산	누적	9.7조원	86개 회사	설정원본	16.6조원(346개)
	운용 중	8.2조원	74개 회사	순자산총액	17.1조원
최다유형		기업구조조정	46개 (해산 11개)	투자지역	국내 13.1조원(79%) 해외 3.5조원(21%)
상장리츠		6개	10개 해산	자금모집	공모 1.8조원(6%) 사모 15.6조원(94%)

자료: 코람코 마켓리뷰, 2012. 5.

주로 공모보다는 사모를 활용해 왔다. 설정액을 세부적으로 살펴보면 2012년 4월 현재 국내에 설정된 부동산펀드 중 사모가 15.6조원으로 94%를 차지하고 있다(표 7-5 참조). 이러한 자금 모집 행태는 부동산투자회사도 유사한 경향을 보이고 있다.¹³

다른 나라와 비교할 때 그 문제점은 더욱 두드러지는데, 아시아 태평양 지역의 리츠(공모형 부동산펀드)시장에서 한국 시장의 비중은 0.2%(8개 펀드, 시가총액 약 4천억원)에 불과하다(표 7-6 참조).

¹³ 국내 부동산투자회사 시장의 지분투자액(2011년 말 누적 기준) 투자기관별로 살펴보면, 국민연금을 비롯한 연기금 33%, 외국계 및 증권·펀드 11%, 보험회사 9% 순으로 나타나고 있다. 부동산투자회사제도의 도입취지인 일반공모는 10%에 불과한 수준이다.

〈표 7-6〉 아시아 태평양 지역 리츠시장 현황 및 국가별 시장비율(2012년 3월 현재)

(단위: 개, 10억달러, %)

국가명	상장 리츠 개수	시가총액	비중
호 주	54	80.5	43.3
일 본	33	43.4	23.4
싱가포르	26	31.3	16.8
홍 콩	8	16.1	8.7
말레이시아	15	5.5	3.0
태 국	36	3.9	2.1
뉴질랜드	5	2.4	1.3
대 만	6	2.3	1.3
한 국	8	0.4	0.2
합 계	191	185.9	100

자료: Asia Pacific Real Estate Association(APREA) homepage. www.aprea.asia.

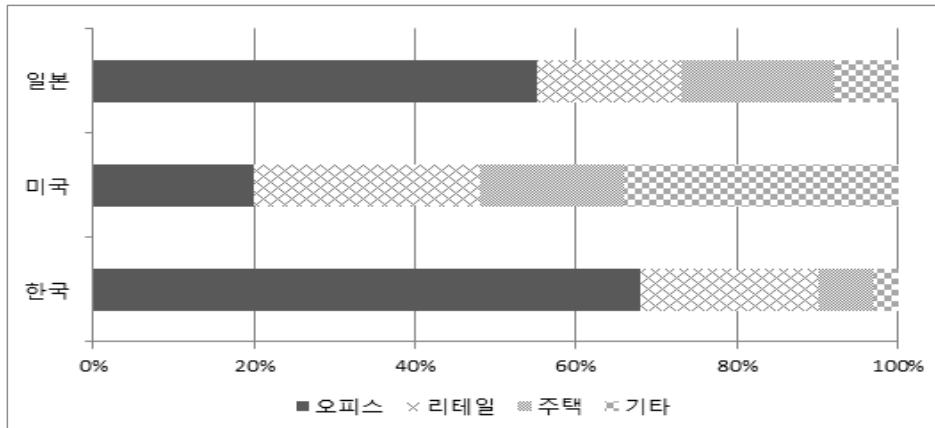
부동산펀드는 소액 다수투자자의 부동산투자를 장려하기 위해 도입된 제도다. 그러나 국내의 경우, 공모형 상품이 많지 않아 소액 다수투자자가 참여할 수 있는 기회가 적다. 증권시장에서 거래되는 부동산집합투자기구 주식을 구입하는 방법으로 일반인이 시장에 참여할 수도 있으나, 대부분 청산기간이 정해져 있는 기한부(finite) 형태 위주인 상품 특성상 거래가 활발하지 않아 그 가능성도 별로 높지 않다. 단기간에 해결하기는 어려울 것으로 판단되나, 부동산펀드시장의 발전을 위해서는 반드시 해결해야 할 과제다.

2. 투자자산

부동산투자회사와 부동산집합투자기구는 근거법률 및 운영방식 등에서 차이를 보이나, 일반투자자 입장에서 본질적인 차이는 없다. 일반투자자에게는 어떤 부동산에 투자하는 상품인가 하는 것이 보다 실질적인 판단기준이 된다. 국내 간접투자대상은 크게 실물 부동산 투자와 대출로 양분할 수 있다. 대출상품의 개발이 불가한 부동산투자회사의 경우 거의 모든 상품이 실물부동산에 투자하고 있으며, 부동산집합투자기구의 경우 약 70%를 부동산 대출에 투자하고 있다.

국내 실물부동산의 대표적인 상품은 업무용 시설, 즉 오피스다. 부동산투자회사의 경우 운용자산의 대부분이 도심, 강남, 여의도 등 서울 주요 지역의 오피스로 구성되어 있다. 90년대 말 외환위기 이후 외국 투자자의 대규모 매입으로 시장이 형성된 이후 서울시

[그림 7-4] 국가별 리츠 투자자산 비율



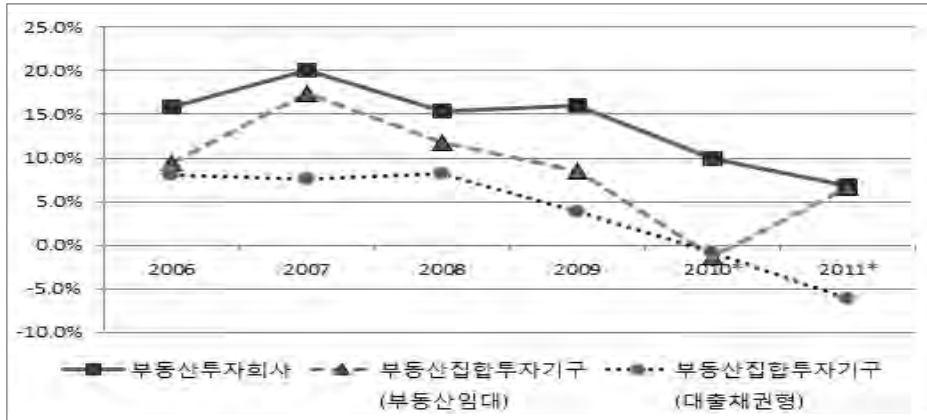
자료: NAREIT(미국); ARES(일본).

오피스 시장은 꾸준한 성장을 지속하여 왔다. 금융위기의 영향으로 다소 부침을 겪기도 하였으나 여전히 대표적 투자상품으로 기관투자자의 선호도가 높다. 2012년 현재 국내 부동산투자회사의 투자대상 자산은 업무시설 64.3%, 상업시설 24%, 주거, 공장시설 등 기타 시설 11.7% 등으로 주로 업무시설에 집중되어 있다. 최근 들어 상업시설, 호텔 등으로 투자대상이 확대되고 있는 추세다. 미국이나 일본 리츠의 경우 호텔, 리조트, 주거 시설, 판매시설 등으로 투자대상 자산이 다양화되어 있어 국내 부동산투자회사와 대조를 이룬다. 특히 미국 리츠시장의 경우, 업무시설의 비중이 11%에 불과하며 상업시설, 주택, 물류 등 다양한 상품이 리츠시장에서 소화되고 있다(그림 7-4 참조).

국내 부동산집합투자기구의 주요 투자상품인 부동산 대출형은 2000년대 부동산시장의 호황세를 따라 급속히 시장규모가 확대되어 왔다. 투자대상도 아파트, 호텔, 유통센터, 리조트, 아파트형 공장, 공공시설 등 매우 다양하며, 일종의 채권 형태로 운영되므로 운용 안정성도 높은 편이다. 그러나 시장 위기가 발생할 경우에는 개발사업 자체가 중단되거나 지연됨으로써 투자자가 손실을 볼 수도 있다. 실제 금융위기 발생 이후 개발사업에 투자한 일부 부동산펀드들은 현재 원금손실을 기록하고 있으며, 부동산개발시장의 침체가 지속되고 있어 손실규모가 더 확대될 가능성도 배제할 수 없는 상황이다. 최근에는 이러한 시장상황을 반영하듯 부동산집합투자기구도 실물부동산 투자비중이 높아지고 있는 추세다.¹⁴

¹⁴ 2012년에 설립된 신규 펀드만을 대상으로 할 때, 1/4분기까지 설정된 부동산집합투자기구 중 설정액 기준으로 실물자산 투자비중이 72.6%에 이르고 있다.

[그림 7-5] 부동산펀드 수익률 추이



자료: 제로인, 리츠협회.

투자수익률 측면에서 보면, 실물부동산(주로 임대형 오피스)에 투자한 상품의 수익률이 대출채권에 투자한 상품보다 우수한 것으로 나타나고 있다. 특히 부동산투자회사의 경우 최근 5년간 연평균 10%대의 높은 수익률(임대수익에 의한 배당만 반영)을 기록하고 있다. 반면, 경제위기의 영향을 받은 2009년 이후 대출채권형 부동산펀드의 수익률은 급락하고 있다.

3. 운용 특성

가. 유형 및 운용 형태

위험과 수익 차원에서 부동산펀드를 분류하면 핵심중심형 펀드(core funds), 가치증대형 펀드(value added funds), 그리고 기회추구형 펀드(opportunistic funds)로 나누어 볼 수 있다. 핵심중심형 펀드는 상대적으로 낮은 위험을 가진 부동산에 투자하여 상대적으로 낮은 수익을 추구하는 펀드다. 일반적으로 위험이 낮고 안정화된 부동산(stabilized properties)에 분산된 투자를 통해 매매차익(capital gains)보다는 안정적인 임대수익(rental income)을 추구한다. 일반적으로 계약기간이 상당히 장기이고 부채비율도 대부분 50% 이하로서 투자자의 포트폴리오에서는 안전하고 지속적인 수익을 창출하는 자산이다. 반면, 기회추구형 펀드는 안정적인 임대수익보다는 위험자산에 투자하여 자본차익(capital gains)을 목표로 한다.¹⁵ 가치증대형 펀드는 핵심중심형과 기회추구형

〈표 7-7〉 위험과 수익 차원에서의 부동산펀드 분류

구 분	핵심중심형 펀드	가치중대형 펀드	기회추구형 펀드
목표수익	4~8%	8~12%	12% 이상
투자대상	안정된 현금흐름을 창출할 수 있는 도심 핵심 부동산 저위험 안정형 투자	자산의 개보수 및 운용의 효율성 제고를 통한 추가 수익 창출	자산, 회사 및 대출 등에서의 직간접 투자 고위험 고수익 추구 투자
수익구성	통상 임대수입이 수입 중 70% 이상을 차지	임대수입 + 자본수입	주로 자본수입에 의존
차입한도	50% 이하	50~70%	70% 이상

〈표 7-8〉 부동산펀드의 주요 유형

구 분	특 성
대출형	아파트, 상가 등 부동산개발과 관련된 사업에 필요한 자금을 펀드에서 대출형식으로 빌려주고 정해진 금리에 따른 이자를 받아 투자자에게 배당하는 형태
임대형	임대가능 부동산(일반적으로 업무용 빌딩)을 매입하여 임대수익을 바탕으로 배당하는 형태, 만기 시 부동산 매각을 통한 시세차익에 의한 추가 배당 가능
경공매형	법원 경매와 자산관리공사, 은행 등이 실시하는 공매 부동산을 매입한 후 임대 또는 매각함으로써 임대수익과 시세차익을 기대, 주목적이 시세차익
개발사업	부동산간접투자기구가 직접 부동산개발에 참여하는 형태(고위험 고수익 형태)
해외 부동산펀드	외국법령에 의해 상장된 부동산 관련 외국간접투자증권 등에 투자하는 해외리츠 재간접펀드, 국내 운용사가 해외 부동산에 직접 투자

자료: 하나금융연구소 자료 수정 제작성.

펀드의 중간적 성격의 펀드로서 성격을 규정할 수 있다.

국내 부동산펀드의 유형은 크게 다섯 가지로 구분 가능하다. 개발사업 등에서의 대출형, 수익형 부동산의 매입을 통한 임대형, 법원, 자산관리공사 등의 경·공매 부동산투자형, 개발사업 직접투자형 그리고 해외부동산 투자형으로 구분할 수 있다(표 7-8 참조). 대출형의 경우 이자수익, 임대형은 임대수익 그리고 경·공매형과 개발사업 직접투자형은 자본차익을 주요한 수익원으로 볼 수 있다.

국내 부동산투자회사의 경우 안정적 임대수익을 발생시키는 오피스와 상업시설 등에 장기 투자하는 임대형 위주로 발전해 왔으며, 최근 개발사업의 참여를 목적으로 설립되는 자기관리부동산투자회사가 증가하고 있다. 이에 반해 부동산집합투자기구는 실물 투자(임대형)도 있지만 상당 부분이 분양주택 등 개발사업에 대한 대출을 중심으로 시장을

15 기회추구형 펀드의 경우 때로는 환위험(currency risk)이나 정치적 불안지역에의 위험자산 투자를 통해, 과감한 차입을 통해 자기자본수익률을 극대화하는 전략을 사용하여 고수익을 추구하기도 한다.

〈표 7-9〉 부동산펀드의 운용형태 비교

투자기구	부동산집합투자기구	부동산투자회사
투자업무	개발사업 위주	임대운용 위주
운용형태	타인자본(대출) 중심	자본투자 중심
운용기간	단기(2년 이내)	장기(5년 이상)
투자대상	분양형 주거·상업용 부동산, 리모델링 부동산	임대 위주 오피스 및 상업시설
위험요인	부동산개발시장의 위축, 단기 위주의 자금문제	투자기관의 경쟁 심화, 오피스 가격 급등

확대해 왔다.

대출형 부동산펀드의 경우, 국내 개발사업에의 대출 중심으로 운영되어 왔고 한동안은 안정적 배당이익을 시현하는 형태로 인기가 높았으나, 2008년 금융위기 이후 다수의 부동산개발사업이 어려움에 빠지면서 부동산펀드 역시 곤란을 겪고 있다. 또한 대부분 기한부, 대상특정형, 폐쇄형으로 국한되어 다양한 포트폴리오 구성이 곤란하다. 향후 새로운 투자분야 개발과 더불어 투자형태의 다양화도 필요하다(표 7-9 참조).

최근 부동산투자시장에서 주목할 만한 변화는 자기관리부동산투자회사의 등장이다. 2010년 두 개의 자기관리리츠가 연이어 증권거래소에 상장¹⁶되면서 일반투자자의 관심이 높아졌으며, 그 밖에도 다수의 자기관리부동산투자회사가 설립되어 비즈니스호텔, 도시형 생활주택, 판매시설 등 다양한 부동산사업에 투자하는 방안을 추진하고 있다. 최근 들어 이러한 자기관리부동산투자회사의 설립은 크게 증가되었으나, 설정액 기준으로는 아직 미미한 수준이다.¹⁷

이러한 흐름은 지속될 것으로 보이며, 투자자에게는 기존 대출채권, 임대형 부동산으로 제한되어 있던 상품군에서 부동산을 직접 개발·운영하는 새로운 부동산집합투자 상품의 등장을 의미한다. 그러나 대부분 개발사업전문 부동산투자회사로 추진되어 자기관리부동산투자회사 상품 중 일부가 부실 운영, 상장폐지 등으로 논란을 일으킴으로써 시장의 우려가 높은 것도 사실이다.¹⁸ 투명한 경영, 건전한 자산운영 등을 통해 시장의 신뢰를 높이는 노력이 필요한 시기다.

16 2010년 골든나래개발전문자기관리부동산투자회사와 다산자기관리부동산투자회사가 거래소에 상장되었으나, 다산자기관리리츠는 2011년에 상장 폐지되었다.

17 2012년 현재 설립 부동산투자회사 수 기준으로는 기업구조조정형(35개) 47%, 위탁관리형(18개) 24%, 자기관리형(21개) 29%로 구성되며, 설정액 기준으로는 기업구조조정형(5,37조원) 65%, 위탁관리형(2,70조원) 33%, 자기관리형(0,16조원) 2%로 전혀 다른 양상을 보여주고 있다.

18 기존에는 상대적으로 부동산투자회사의 거래소 상장이 용이하였으나, 2011년 7월 부동산투자회사의 거래소 상장요건을 일반기업 수준으로 강화하였다.

나. 관리구조

부동산펀드는 자산관리 형태에 따라 내부에서 관리를 하는 자기관리형(self-managed) 과 외부 전문기관에 자산관리를 위탁하는 위탁관리형(externally-managed)으로 구분할 수 있다. 위탁관리형 부동산펀드의 자산을 위탁받아 관리·운영하는 기관은 자산관리회사(Asset Management Company)이다. 각각의 형태가 장단점을 가지고 있는데 국내 부동산펀드는 세계혜택¹⁹ 등의 문제로 자기관리형 투자기구가 활성화되지 못하고 있다. 미국의 경우 위탁관리형의 비중이 1986년 48%, 1992년 26%, 2005년에는 10% 미만으로 축소²⁰되었는데, 이는 미국 리츠의 대부분이 단순한 펀드 형태가 아닌 부동산운영회사(operating company) 형태로 운영되고 있는 것에 기인한다.

대부분 위탁관리형으로 운영되는 국내 부동산투자시장의 특성상, 자산관리회사는 사실상 부동산펀드를 설립하고 운영하는 주체로서의 역할을 수행한다. 따라서 자산관리회사의 수와 역량은 부동산펀드시장의 발전에 있어 매우 중요한 요인이라 할 수 있다. 부동산투자회사의 자산관리회사는 2001년 한국토지신탁과 코람코자산신탁이 설립된 이래, 2012년 현재 국토해양부로부터 자산관리회사 인가 승인을 받은 회사는 모두 20개다. 총 운용자산 중 코람코자산신탁이 37%를 차지하고 케이리츠앤파트너스가 전체 시장의 19%, GE자산관리, 인트러스자산운용, 맥쿼리자산운용이 각 10% 정도를 차지하고 있다. 최근 자산관리회사와 겸업이 가능한 부동산신탁회사의 신규 시장 참여가 증가하고 있지만 아직 시장 영향력이 미미하여 경쟁구도가 형성되지 못하고 있다.

〈표 7-10〉 자기관리와 위탁관리의 장단점 비교

	자기관리	위탁관리
장점	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 빠르고 효율적인 의사결정 ▪ 리츠와 자산관리회사의 이해가 일치 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 전문 자산관리회사를 통한 자산관리의 전문성, 효율성 제고 ▪ 외부의 객관적인 자산관리회사를 통해 운영함으로 리츠 스폰서의 전횡(대리인 문제)을 방지
단점	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 스폰서의 대리인 문제로 인한 도덕적 해이 발생 우려 ▪ 자산관리의 전문성이 떨어질 우려 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 리츠와 자산관리회사의 이해상충 가능성 ▪ 관리운영 수수료 비용 부담

19 자기관리형 부동산투자회사의 경우 실체형 회사로 운영해야 하는데, 이 경우 국내법상 법인세 감면혜택을 받을 수 없다.

20 IPF Investment property forum(2009).

〈표 7-11〉 자산관리회사별 자산운용 규모

(단위: 억원)

회 사 명	운용자산	회 사 명	운용자산
코람코자산신탁	27,026	퍼시픽자산관리	2,610
케이리츠앤파트너스	12,836	한국토지주택공사	2,427
GE자산관리코리아	6,760	하나에이아이엠AMC	2,343
인트러스(c9)	6,702	KB부동산신탁	1,806
제이알자산관리	5,870	베스트에이엠씨	1,346
맥쿼리 리얼에스테이트	5,735	마스틴투자운용	268
케이티에이엠씨	5,048	생보부동산신탁	5
		(자기관리)	1,660
총합계		82,442	

부동산집합투자기구의 운용 및 유통(판매)은 자산운용사 및 증권사를 중심으로 이루어지고 있다. 부동산집합투자기구를 운영한 경험이 있는 자산운용사의 경우 2012년 4월 말 현재 모두 45개사이며, 이 중 미래에셋맵스자산운용(3.1조원, 18.3%) 등 상위 10개사가 전체 펀드의 62.8%를 차지하고 있다. 부동산집합투자기구의 판매회사는 2012년 4월 말 현재 모두 26개사인데, 이 중 미래에셋증권(4.3조원, 50.6%) 등 상위 10개사가 전체 펀드의 90.1%를 판매했으며, 업종별로는 증권사가 86.2%, 은행이 13.8%를 차지하고 있다(그림 7-6 참조).

제3절 과제 및 전망

1. 과제 및 개선방안

가. 이원화된 규제체제

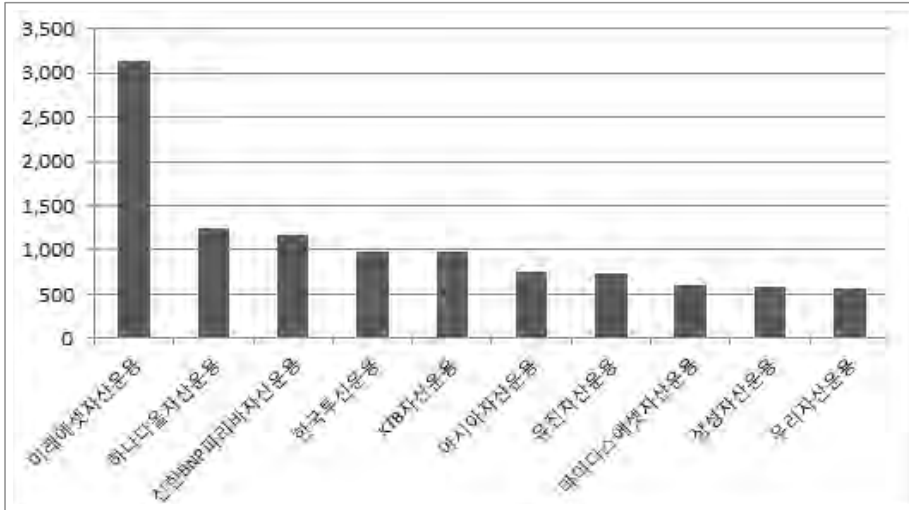
부동산펀드의 대표적인 제도인 부동산집합투자기구와 부동산투자회사는 도입과 성장 과정에서 차이점을 가지고 있으며, 제도의 도입취지와 투자유형도 다르고 규율하는 법령도 부동산투자회사법과 자본시장법으로 이원화²¹되어 있다.

21 부동산투자회사도 공모펀드로 설립되는 경우에는 자본시장법의 적용을 받도록 되어 있다.

[그림 7-6] 부동산집합투자지구 판매액·운용액 상위사

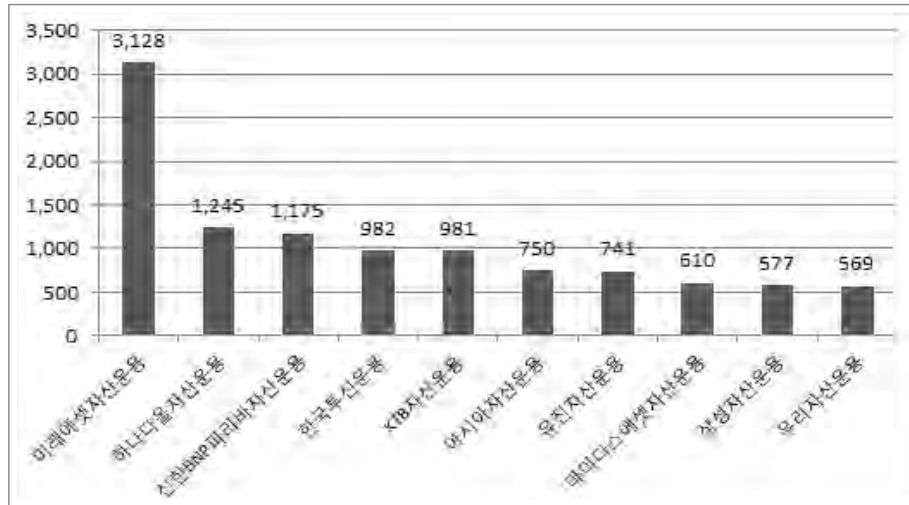
[판매액 상위 10개사]

(단위: 10억원)



[운용액 상위 10개사]

(단위: 10억원)



제도의 도입 초기에는 부동산집합투자지구가 형태, 최소자본금 규모 그리고 자금운영 범위 등 여러 면에서 부동산투자회사에 비해 상대적으로 유리함을 보였다. 최근 지속적인 제도개선과 규제완화 노력으로 부동산투자회사는 개발전문 부동산투자회사와 자기관리 부동산투자회사가 설립되는 등 다양한 유형으로 확대되고 있다. 두 제도, 즉 두 기구

는 서로 경쟁하면서 때로는 보완관계를 이루면서 초기 부동산간접투자시장을 이끌어 왔다. 그러나 두 제도는 구조와 운용 형태에서 유사성을 가지고 있다. 따라서 일부 전문가들은 유사한 상품을 두 가지의 서로 다른 제도로 운영하면서 시장에 불필요한 혼란을 주고 있는 문제점을 지적하고 통합을 주장하기도 한다.²²

규제체제의 이원화는 정책적 배경 및 펀드별 특성에서 연유하는 바도 없지 않으나, 본질적으로 유사한 부동산펀드에 대해 서로 다른 법률에서 규제함에 따른 법체계의 중복으로 인한 관리의 불편함, 투자자의 혼란 및 보호수준의 차이, 사회적 자원배분의 비효율성 등의 문제점을 야기한다. 세부적으로 살펴보면 두 법에서 규정하는 부동산펀드는 법적 형태, 운용방식 및 투자대상, 운영구조, 최저자본금, 자금차입허용, 판매 등에서 적지 않은 차이가 있다. 어느 한쪽이 일방적으로 우수하다는 평가는 어렵겠으나, 위탁관리형 부동산펀드²³의 경우 그 성격이 동일하기 때문에 이원화된 규제체제 적용의 당위성을 찾기 어렵다. 반면, 회사형 자기관리형펀드(특히 자기관리부동산투자회사)의 경우 실질적으로는 일반법인의 성격을 가지고 있으므로 현재와 같은 부동산펀드를 규제하는 특별법에 의한 관리의 실효성이 의문시된다. 특히 일종의 개발업체(developer)로서 역할을 수행하는 다수의 자기관리부동산투자회사의 경우 펀드와는 다른 관리기준이 필요할 것이다.

규제법령의 일원화 등 통합된 관리체계의 구축과 함께 세부적인 규제내용²⁴의 전반적인 재검토를 통한 합리적인 기준을 정립할 필요가 있다. 대체적으로 자본시장법의 규제 내용이 펀드의 운용 및 관리에 적합하다는 주장도 있으나, 자본시장법은 증권펀드를 기본으로 상정하고 있어, 특수성이 있는 부동산펀드의 특성을 반영하지 못한다는 지적도 있다. 위탁관리형과 자기관리형에 대해 종합적이고 체계적인 분석과 해외사례 등의 충분한 검토를 통해 정비해야 할 것으로 판단된다.

22 미국의 경우, 부동산투자회사(REITs)는 통상 부동산 투자·운용을 위한 운영회사(operating company) 형태가 일반적이며, 부동산뮤추얼펀드(Real Estate Mutual Fund)는 리츠를 포함한 다양한 부동산에 투자하는 순수한 펀드의 형태로 운용되는 것이 일반적이다. 이러한 기준에 따르면 국내법도 부동산투자회사와 부동산집합투자기구는 다른 기준이 적용되어야 한다. 다만, 각국의 제도적 특성 등의 차이가 있으므로 일률적인 비교는 어렵다. 유사한 사례로 국내 부동산펀드도 외국 리츠회사에 투자하는 재간 접리츠 상품은 이미 오래전에 출시되었다. 이 경우는 리츠와 펀드의 역할 구분이 비교적 명확하다.

23 부동산투자회사의 경우, 위탁관리형과 기업구조조정 부동산투자회사가 이 유형에 포함된다.

24 세부적으로는 펀드의 법적 형태, 운영구조 및 투자자 모집방법, 관리 및 지배구조, 설립기준, 펀드의 판매(특히 공모펀드), 차입 관련 규제, AMC(자산관리회사) 설립기준 등을 들 수 있다.

나. 시장규모 및 투자대상의 한계

국내 부동산펀드시장의 근본적인 문제점은 개별 부동산펀드의 규모는 물론이고 전체 시장규모도 작다는 점이다. 2002년 부동산투자회사, 2004년 부동산집합투자기구가 도입되어 현재 시장규모는 24조원 규모로 성장했지만, 우리나라의 부동산시장 규모에 비해 국내 부동산집합투자 시장의 성장 속도는 크게 더디고 규모도 영세하다는 평가를 받고 있으며, 2000년대 이후 부동산펀드를 도입한 아시아 국가²⁵와 비교할 때 그 영세성은 더욱 두드러진다.

시장규모와 더불어 부동산투자회사와 오피스 중심 투자와 부동산집합투자기구의 부동산개발사업 대출 중심의 투자대상 편중문제는 국내 부동산펀드의 취약성을 대변한다. 물론 자본시장의 투자를 이끌어낼 국내 상업용 부동산시장 자체의 규모가 아직은 작고, 투자대상도 제한적이라는 한계점은 있다. 특히 임대형 부동산펀드의 투자대상은 주로 서울 시내의 대형 오피스에 국한되는데, 이 시장은 국내 부동산펀드 이외에도 외국자본 등이 경쟁하면서 투자물건의 소진 및 가격상승 현상이 나타나고 있다. 최근 들어 국내 임대형 펀드는 상업시설, 호텔 등으로 상품 확대를 모색하기는 하지만 아직 그 비중이 높지 않으며, 서울 이외 지역으로의 투자시장 확장은 거의 이루어지지 않고 있다.

또한 운용자산의 편중으로 인해 각 자산관리회사 간에 차별화가 어려우며, 회사별로 운용능력의 전문성 확보도 부진한 상황이다. 따라서 시장의 편중 및 경쟁 부족현상을 해소하여 리츠 시장을 확대하고 다양한 상품을 개발하기 위해, 기존 자산운용회사의 분발과 함께 신규업체의 시장 진입을 촉진할 필요가 있다.

다. 사모펀드 중심 운영 및 투자재원의 편중

시장규모와 함께 자주 지적되는 문제점은 사모 중심의 펀드 형태다. 부동산간접투자 제도의 도입 목적은 부동산에 대해 일반 투자자들의 투자를 용이하게 하고 투자의 기회를 제공하기 위해서다. 그러나 현재의 투자자금 모집 형태는 공모보다는 사모가 대부분을 차지하고 있다. 그 이유는 자금모집 절차, 운용제도, 공시제도 등 공모가 사모에 비해 복잡함에도 불구하고 세제 등의 혜택은 동일하기 때문이다. 따라서 자산운용회사나

25 아시아 국가 중에서는 일본이 2000년으로 가장 일찍 부동산펀드 관련 제도를 도입하였으며, 한국이 그 다음인 2001년에, 홍콩, 싱가포르 등 여타 국가들은 그 이후에 제도를 도입하였다. 2012년 현재 각국의 시장규모는 <표 7-6>에 제시되어 있다.

판매회사들이 복잡한 공모보다는 사모를 선호하게 되고 부동산펀드시장이 사모 중심으로 발전하게 된 것은 제도로부터 기인한 당연한 결과다. 당초의 제도 도입취지를 살려 새로운 투자상품을 만들어 소액의 일반 투자자에 대한 투자기회를 확대하고 부동산산업의 발전을 선도하며 일반으로부터의 지지를 확보하기 위해서는 사모와 대비하여 공모를 통한 펀드 설립에 대해 확실하고 차별적인 혜택이 필요하다.

투자기관의 편중도 문제점으로 지적된다. 국내 부동산펀드시장에서 일반공모의 비중이 줄어들면서 금융기관, 연기금 등 기관투자자의 비중이 늘어나고 있다. 부동산펀드에 투자를 원하는 기관투자자의 수요가 늘고, 일반공모에 비해 사모의 경우 자금의 확보가 용이하고 설립기간이 짧고 투자관리가 손쉬워 사모방식을 중심으로 운용되는 것으로 보인다.²⁶ 그러나 일반공모 비중이 낮아지면 부동산펀드의 대형화 및 다양한 포트폴리오 구성이 어려워져 다양한 상품개발에 제약요인으로 작용할 수 있다. 또한 부동산펀드가 사모 위주로만 운영될 경우 소액투자자들에게 부동산 투자기회를 확대함을 목적으로 하기에 세제혜택을 부여한다는 당초의 도입취지 및 명분을 약화시킬 수밖에 없다.

2. 새로운 대안

가. 대형화 및 다양화

부동산펀드 규모의 대형화는 장기적인 시장발전을 위해 조속히 해결해야 할 과제다. 일정 수준 이상의 규모는 시장 신뢰의 바탕이 되며, 또한 사업 포트폴리오 구성을 통한 투자위험 감소에도 중요한 역할을 하기 때문이다. 특히 부동산과 같이 순환적 성격이 강한 시장에서는 개별 펀드의 규모는 사업 지속성을 담보할 수 있는 중요한 요소다.

부동산펀드의 대형화 그리고 다양화 측면에서 주목할 만한 사례는 미국 리츠시장에서 개발사업의 주체(developer)로서의 지분형 리츠의 참여다. 2008년에 상장된 107개 미국 지분형 리츠 리스트와 개발면적으로 순위를 정한 개발사업자(developer) 리스트를 비교한 결과, 상위 20개 개발사업자 중 7개가 상장 리츠인 것으로 분석되었다(표 7-12 참조).

26 부동산투자회사의 경우 공모형으로 설립하는 것이 원칙이나, 설립의 용이성 등의 사유로 이 규정에서 배제되는 기업구조조정부동산투자회사 형태를 투자기관이나 자산관리사 모두 선호하고 있으며, 부동산 집합투자기구의 경우 법적으로 공모 의무가 없다.

〈표 7-12〉 미국 주요 디벨로퍼 중 리츠 상장기업 리스트

순위	회사명	주요 투자/사업 분야	시가총액 (백만달러)
2	PROLOGIS	industrial/office(industrial)	1,004.0
6	DUKE REALTY	industrial/office(mixed)	1,195.4
8	AMB PROPERTY	industrial/office(industrial)	1,685.8
15	DEVELOPERS DIVERSIFIED REALTY	retail(shopping center)	573.4
16	SIMON PROPERTY GROUP	retail(regional mall)	10,610.3
17	KIMCO REALTY	retail(shopping center)	3,581.7
18	LIBERTY PROPERTY TRUST	industrial/office(mixed)	1,784.3

자료: CPN's Annual Guide Top Real Estate Developers-2008; REITWatch, Dec 2008, NAREIT.

즉, 준공 자산의 매입이 주인 국내 리츠와 달리 미국의 경우, 지분형 리츠가 개발사업 시장에서의 사업주체로서 활발한 활동을 하고 있다는 점이 특징이다. 이들 리츠의 주요 투자자산은 업무용, 산업용 부동산과 쇼핑몰 등 상업시설에 집중되어 있다. 미국 대도시지역은 유가 인상 등의 요인으로 직장 및 문화시설 접근성이 좋은 도시 내부지역으로 교외 거주자가 유입되고 있으며, 이에 따라 상업시설, 문화시설 개발 수요 증가로 재개발사업, 복합개발사업 등이 증가하고 있다. 일정 규모 이상의 대규모 지분형 리츠 등 부동산펀드들은 위험을 감당할 수 있는 수준에서 개발사업에 적극적으로 참여하고 있다.

최근 부동산 대출시장 침체 등으로 전실한 사업주체, 새로운 자금조달처가 필요한 국내 부동산개발시장의 현실을 감안할 때, 시사하는 바가 적지 않다.

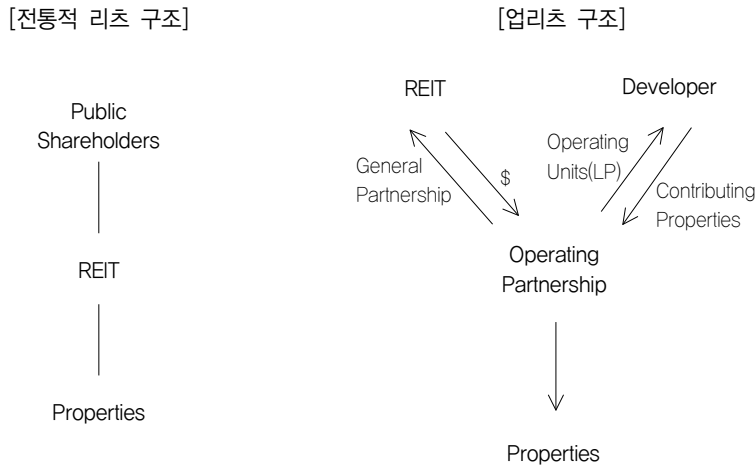
나. 투자구조의 유연화 및 다양화

미국 리츠의 투자형태 중 투자 및 개발사업에 가장 폭넓게 적용될 수 있는 형태는 업리츠(Umbrella Partnership REITs: UPREITs)이다. 미국 리츠의 시가총액은 1993년 약 320억달러에서 2011년 현재 약 4,000억달러 규모로 성장하였다. 이러한 성장에 많은 영향을 미친 것이 부동산소유자들이 재산을 매각하면서 조세이연 효과와 더불어 상대적으로 유동성을 확보할 수 있도록 하는 업리츠의 도입이다.²⁷

1980년대 중후반 경기활성기에 미국 민간 부동산기업은 자산가치의 90~110%까지

²⁷ 미국에서 최초의 업리츠 구조가 등장한 것은 1992년이며, 이후 미국에서 설립된 리츠의 75% 가량이 업리츠 구조를 적용하고 있다.

[그림 7-7] 전통적 리츠 구조와 업리츠 구조의 비교



5~7년 만기로 장기 대출이 가능하였다. 그러나 1980년대 후반 이후 경기침체가 지속되면서 주요 부동산 대출자인 은행 및 증권사가 부동산 보유비율을 축소하면서, 부동산 자산 처분이 증가되었다. 부동산 보유 기업 입장에서는 내부 유보금이 감소하면서 자체 자본조달 여력 약화로, 민간 부동산기업의 대출상황이 어려워지고 금융권의 대환대출(refinancing) 여건은 급속히 악화되었다. 따라서 전통적인 은행대출 이외에 보다 안정적인 새로운 재원 마련에 대한 요구가 증대하게 되었다. 이러한 필요성이 부합되어 탄생한 구조가 업리츠다.

업리츠는 부동산을 보유한 기업과 기존 리츠가 합작해 운영조합(operating partnership)을 설립하는 형태다. 전통적인 형태의 리츠가 부동산을 직접 소유하는 반면, 업리츠는 부동산을 직접 소유하지 않고 부동산을 소유한 운영조합의 지분(OP unit)을 소유하며, 기업은 보유한 부동산을 현물로 출자하여 조합의 유한책임조합원(limited partner)이 된다(그림 7-7 참조). 리츠는 기업공개(IPO) 등을 통해 자금을 조달한 후 무한책임조합원(general partner)으로서 운영조합에 출자하게 된다. 이 구조는 양도세 과세이연 혜택 및 재원 조달원 확대 효과로 1990년대 초반 이후 미국 리츠시장에서 급속히 확산된다. 미국 내국세법에 의하면 부동산 보유 기업은 부동산 소유권과 운영조합지분의 교환 시에는 양도세를 납부하지 않으며, 조합지분을 매각하거나 리츠 주식으로 전환할 때에만 양도 차익에 세금을 부과하며, 부동산 매각에 따른 세금 납부시기를 이연시키는 효과가

있다. 더불어 업리츠를 활용할 경우 기업은 은행대출 외에도 리츠를 통한 안정적인 자금조달이 가능해지는 효과가 있다.

업리츠 구조에서는 부동산기업이 운영조합 지분 형태로 부동산 소유권의 실질적 유지가 가능하며, 거래에 따른 즉각적인 세금 납부 없이 경기회복 여부에 따라 소유구조를 유연하게 할 수 있게 된 것이다. 또한 리츠 입장에서는 부동산의 일정 지분만을 매입(투자)하고, 자산을 장기간에 걸쳐 관찰하거나 다른 주주들을 대신하여 관리 대행할 수 있다. 이 경우 리츠는 이미 운영상태를 파악하고 있는 자산을 구입할 수 있는 이점을 갖게 되는 것이다. 이러한 업리츠 구조를 활용하면, 운영조합을 통해 합자조합, 유한책임회사 등 다양한 투자기구의 지분 출자와, 이에 따른 다양한 사업구조 및 자산 포트폴리오 구성이 가능해진다. 예를 들어 사업 리스크에 따라 투자구조를 다양하게 구성함으로써 투자 성향이 다른 기관을 동시에 유치할 수도 있다. 미국에서는 운영조합을 통해 다른 리츠의 지분을 자유롭게 인수할 수 있다는 점을 활용하며, 리츠 간 인수합병의 주요한 수단²⁸으로 활용되어 리츠 대형화에도 기여한 주요 요인으로 알려져 있다.

다. 신뢰도 제고

개발전문부동산투자회사의 부실 운영과 상장폐지, 그리고 일부 부동산집합투자기구의 원금 이하 청산 또는 손실, 그리고 성장 정체 등의 문제는 우리나라 부동산펀드시장에 위기감을 불러오고 있다. 이러한 위기를 극복하는 근본적인 방안은 시장의 신뢰도를 높이는 것이다. 시장의 규모와 개별 부동산펀드의 규모를 확대하는 방안 외에 운영과 관리의 투명성을 제고하고 투자자에게 정확한 정보를 제공함이 필요하다.

부동산투자회사의 경우 부동산투자회사법에 의해 투자대상 사업의 사업계획서 평가를 제도화하고 있다. 일반 부동산개발사업의 경우 이러한 제도적 기반이 없어 투자자 등의 사업참여를 유도하기 위하여 개발업자가 임의적으로 사업성 평가를 민간기관에 의뢰하여 수행하고 있어 그 결과에 대한 신뢰성의 문제가 발생하고 있는 것으로 판단된다. 부동산개발사업은 장기적이고 종합적이라는 사업 특성상 다수의 불확실성을 내재하고 있다. 이러한 불확실성에 따라 발생할 수 있는 경제적 손실이 매우 크기 때문에 이를 사전에 평가하고 예방할 수 있는 부동산개발평가제도의 도입을 통해 사업 참여자 및 투자자

²⁸ 2004년 KIMCO의 Price Legacy Corp 인수, 2006년 Pan Pacific Retail Properties 인수, 그리고 2007년 Simon Property의 Mills Corp 인수 등에 UPREITs 구조가 사용되었다.

를 보호하고 부동산개발업의 신뢰성을 높일 수 있는 제도적 장치가 필요하다. 부동산경기
 기의 하락으로 인한 부동산개발사업에 필요한 자금의 확보가 매우 어려운 상황에서 은행
 등 금융권의 기존 프로젝트 파이낸싱 대출 부실로 인한 부동산개발사업의 부정적 인식
 때문에 수익성이 있는 사업에 대해서도 매우 보수적인 관점에서 평가하거나, 대기업
 및 공공주관 사업 이외에는 사업에 참여를 검토하지 않음으로써 신규 부동산개발사업의
 진행이 어려운 상황이다. 또한 부동산펀드의 경우 대상 물건에 대한 사업성 평가의 중요
 성에도 불구하고 자산관리 또는 운용회사들의 사업성 평가는 부실화된 부동산펀드의 사
 례에서 보듯이 근본적인 문제를 내포하고 있다. 그간 시공사의 신용도에 기초한 부동산
 펀드가 주류를 이루었기에 발생한 문제이기도 하다. 공신력과 신뢰성을 갖춘 부동산
 개발사업에 대한 평가제도의 필요성에 대해, 투자자인 금융권에서는 물론이고 사업을
 시행하는 부동산개발업계와 건설업계에서도 공통적으로 인식하고 있다. 장기적 관점
 에서 부동산개발 평가제도를 논의하고 도입함으로써, 부동산개발사업의 효율성과 부
 동산개발업의 신뢰성을 제고시키는 노력이 요구된다. 따라서 현재 부동산 개발업과 건설
 업을 관할하고 있는 국토해양부와 금융업을 관할하는 금융감독원의 관리·감독하에 금
 융권 중심의 부동산개발사업평가위원회를 마련하여 일정 규모 이상의 부동산개발사업
 평가를 내부 수행 또는 외부 위탁하도록 하는 방안의 마련이 필요하다.

부동산펀드에 대해 지속적으로 지적되는 사항은 미비한 자료와 정보의 제공, 그리고
 투자자 보호문제다. 부동산펀드의 자금 모집과 운용에 관한 공식 서류에는 모든 투자
 자의 손익은 투자자에게 귀속됨을 밝히며 위험을 경고하고 있다. 부동산펀드에 의한 모
 든 투자는 투자자 자신의 판단과 책임으로 이루어져야 함은 원칙이다. 그러나 이러한 원
 칩이 투자자금을 모집하고 운용을 통해 이익을 창출하여 투자자에게 되돌려 주는 것을
 주된 목적으로 하는 판매사와 운용사의 투자자 보호의 책임을 면제해 주는 것은 아니
 다. 설명의무 부여와 공시제도 보완 등 투자자에 대한 서비스 강화는 물론이고 투자자
 의 이익 보호를 우선시하는 방향으로 제도와 법규의 엄격하고 보수적인 해석과 적용이
 요구된다. 이와 같은 방향으로의 지속적인 제도개선과 참여자들의 노력이 더해진다면
 궁극적으로는 부동산펀드 산업 전체를 확대시키고 성장시키는 발판이 될 것이다.

마지막으로, 국내 부동산펀드시장의 인프라가 매우 취약하다는 점을 들 수 있다. 외
 국에는 잘 알려진 미국의 NAREIT, 일본의 ARES(Association of Real Estate
 Securitization, 업계 중심의 협의체)와 JAREFE(Japanese Association of Real Estate
 Financial Engineering, 산학관이 공동으로 설립한 부동산 연구기관)와 같은 기관들이

시장의 발전에 큰 영향을 미치고 있다. 이들 기관은 자료를 조사하고 분석하는 한편, 부동산펀드시장 각 참여자들 간 정보 공유의 매개체 역할을 하면서, 시장발전을 위한 결림들이 무엇이고 어떻게 이를 개선할 수 있는지 함께 논의하는 창구역할을 하기 때문이다. 협회 및 연구기관을 중심으로 부동산펀드시장에 대한 공신력 있는 연구 결과 등의 자료의 축적을 통한 시장발전을 도모할 필요성이 있다. 더불어 부동산펀드시장의 동향을 표현하는 지수를 개발함으로써 투자자의 시장 참여를 지원하여야 할 것이다. 부동산펀드 자체를 표현하는 지수의 개발과 더불어 가장 기초적인 투자자산인 오피스 등 상업용 부동산 등의 지표 개발도 병행되어야 한다. 현재와 같은 시장인프라의 부족은 투자자가 시장현황을 쉽게 파악하지 못하게 하며 잠재 시장참여자들이 정보교환을 통해 새로운 투자대상을 보다 쉽게 발굴할 수 있는 길을 막고 있다.

부동산을 장기 보유하여 안정적인 자금흐름을 투자목적으로 하는 것이 부동산펀드의 기본이며, 이 점은 향후 국내 부동산개발 및 투자시장에도 가장 중요한 원칙이 될 것이다. 이러한 원칙하에 단기적인 시장변동에 흔들리지 않고 장기 안정적인 배당을 중시하는 부동산펀드가 많아진다면, 국내 부동산펀드는 건전한 소액 다수투자자에게 충분히 매력적인 시장이 될 것이다.

참고문헌

- 강승일, 「개발리츠제도의 도입과 향후 전망」, 『R2 Market Report』, 통권 제78호, 2007.
- 강승일·조우성, 「국내 리츠의 현황과 과제」, 『R2 Market Report』, 통권 제76호, 2007.
- 강승일·윤재원, 「관광단지 개발사업의 리츠 적용방안에 대한 소고」, 관광투자 전문가 기고 모음집, 2010.
- 김병우·유재경, 『부동산 금융론』, 두남, 2010.
- 김영준, 『부동산 펀드와 리츠로 승부하라』, 가람출판사, 2005.
- 노영기 외(공역), 『부동산투자신탁 - 구조, 성과 및 투자기회』, 박영사, 2005.
- 랄프 블록, 『부동산투자신탁 리츠』, 부연사, 2000.
- 리츠협회, 『리츠 저널』, 가을 창간호, 2011.
- 박삼철, 「부동산간접투자 활성화를 위한 과제」, 『일감법학』, 제18호, 2010.
- 법령제정 실무작업반(8인), 『간접투자(펀드) 해설』, 박영사, 2006.
- 서후석·서현우·서성원·양철원·이용만·조우성, 『부동산펀드의 자산운용전략』, 부동산114, 2004.
- 손재영 편, 『한국의 부동산 금융』, 건국대학교 출판부, 2008.
- 양철원, 「일본 리츠(J-REITs) 시장의 동향과 시사점」, 하나금융연구소, 2005.
- 양철원 외, 「부동산프로젝트금융시장 환경변화와 은행의 전략」, 하나경제연구소, 2004.
- 이소한 외, 『리츠란 무엇인가?』, 박영률출판사, 2001.
- 이종권, 「부동산 유동화 활성화를 위한 자산운용기관(AMC)의 역할과 공사의 참여방안」, 대한주택공사 주택도시연구원, 2002.
- 이치형, 「부동산 집합투자기구의 설립(설정) 및 투자 프로세스에 대한 고찰」, 『일감법학』, 제19호, 2011.
- 이태호, 『부동산개발금융개선을 위한 연구용역보고서』, 건설교통부, 2003. 6.
- 이현석, 「K-REITs의 현황과 향후 전망」, 리츠투자 및 평가기준 설정을 위한 국제세미나, 2003.
- _____, 「부동산펀드의 현황과 개선방향」, 건국대학교 부동산대학원, 2004a.
- _____, 「새로운 투자환경하의 리츠투자전략」, 부동산펀드운용전략 세미나 발표자료, 2004b.
- _____, 「한국부동산 펀드의 현황 및 전망」, 서울 부동산 포럼, 2004c.
- _____, 「부동산 개발금융의 현황과 과제」, 서울국제부동산세미나, 2006.
- 장동훈·김형식·도희섭, 「부동산투자회사의 활성화방안에 관한 연구」, 한국부동산학회, 2006.

- 전광섭·이동훈, 『아카데미 부동산금융론』, 부연사, 2010.
- 전용기, 「부동산펀드의 구조와 리스크」, LG투자증권, 2004.
- 정상국, 「부동산증권의 유형과 특성」, 『부동산학연구』, 제5집 2호, 2002.
- 정희남·최수·권태정·강승일·송현부·이현석, 『부동산시장 선진화를 위한 리츠제도 활성화 방안 연구』, 국토연구원, 2008.
- 재정경제부, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률안」, 설명자료, 2006. 12.
- 최준철, 「부동산펀드의 설립형태에 관한 연구」, 건국대학교 석사학위논문, 2005.
- 하나경제연구소(A), 「부동산간접투자기구를 이용한 부동산투자 방안」, 2003.
- _____(B), 「부동산간접투자시장 동향과 전망」, 2003.
- 한국토지공사 국토도시연구원, 『부동산 개발사업 시행 시 리츠 활성화 방안 연구』, 2009.
- 한국토지신탁, 『부동산을 움직이는 REITs』, 부연사, 2000.
- 금융투자협회, <http://www.kofia.or.kr>
- 미국리츠협회, <http://www.reit.com>
- 아시아태평양리츠협회, <http://www.aprea.aisa>
- 한국리츠협회, <http://www.kareit.co.kr>
- Block, Ralph L., *Investing in REITs*, 3rd ed., Bloomberg Press, 2006.
- Bowen, H, “Buzz,” McCoy, *The Dynamics of Real Estate Capital Markets*, Urban Land Institute, 2006.
- Cohen and Steers, “Global Real Estate Securities,” *C&S Education Series*, 2007.
- Ghosh, Chinmoy, M. Miles, and C. F. Sirmans, “Are REITs Stocks?” *Real Estate Finance*, 1996.
- Gordon, Jacques, “The Real Estate Portfolio Manager: DIPs, SIPs and REITs,” *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 1998.
- IPF Investment Property Forum, “Real Estate Investment Trusts: The US Experience and Lessons for the UK,” 2009.
- Kim, Dai Young, “Reforming Korean REITs to Emulate the Best Global Practices,” APREA Leader Forum, 2008.
- Lee, Kyu Yull, *Implementation and Improvements of Real Estate Investment and Trusts(REITs) in Korea*, 2004.
- Miles, Mike E., Gayles L. Berens, Mark J. Eppli, and Marc A. Weiss, *Real Estate Development*, 4th ed., Urban Land Institute, 2007.
- Worzala, E., G. S. Sirman, and E. M. Zietz, “Risk and Return Perceptions of Institutional Investors,” *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2000.

제8장

주택연금

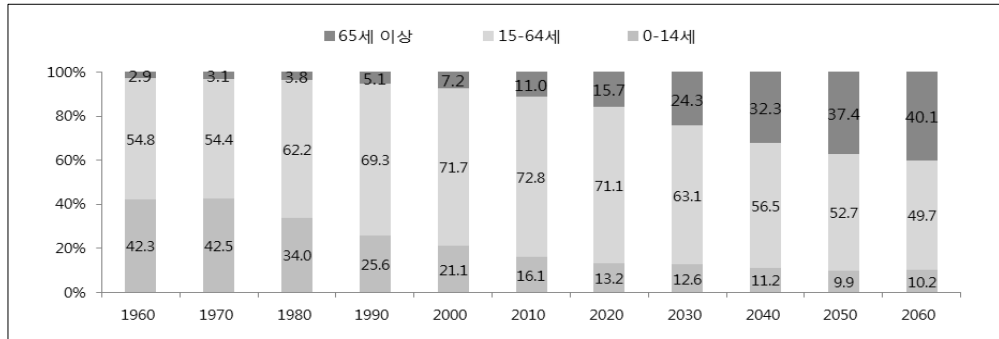
김 정 주 (농협경제연구소)

제1절 개 요

최근 우리나라는 출산율 저하와 기대수명의 증가로 세계적으로 유례를 찾아볼 수 없는 급속한 고령화 현상을 경험하고 있다. 최근 발표된 통계청의 「장래인구추계: 2010~60년」에 따르면, 2010년 현재 65세 이상 고령인구는 545만명으로 전체 인구의 11%를 차지하고 있으며, 2030년에는 1,269만명(24.3%), 2060년에는 1,762만명(40.1%)으로 급속히 증가할 것으로 전망되는 반면, 0~14세의 유소년 인구는 2010년 현재 798만명(16.1%)에서 2016년까지 백만명 이상 급감하여, 2060년에는 447만명 수준으로 감소할 것으로 예상된다. 그리고 이러한 추세가 지속될 경우 15~64세의 생산가능인구 백명당 총부양인구는 2040년에는 77명, 2060년에는 101명으로 부양자보다 피부양자가 많아지는 상황에 놓임으로써 2060년에 우리나라는 일본과 함께 부양비가 전 세계에서 가장 높은 나라가 될 것으로 예상되고 있다.

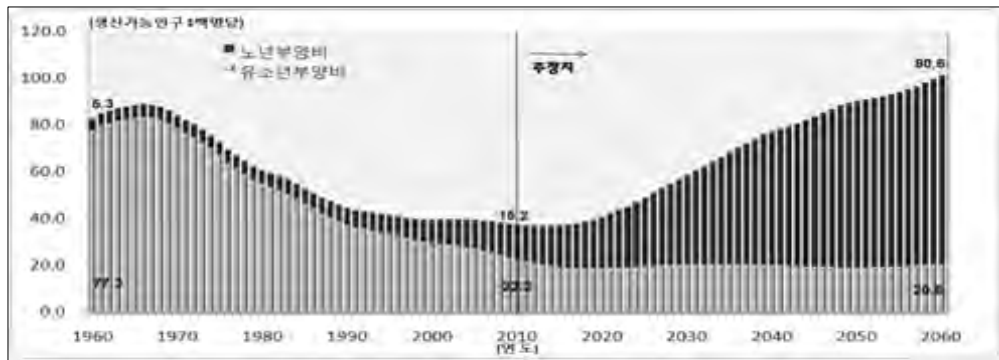
그런데 이러한 인구구조의 급속한 변화는 생산가능인구의 축소와 저축률 하락으로 인한 잠재 경제성장력의 저하, 고령자에 대한 정부지출 증가로 인한 국가 재정 악화, 경제활동인구의 부양부담 증가에 따른 세대 간 갈등과 같은 복잡한 경제적, 사회적 문제를 야기할 것으로 생각된다. 또한 고령자 개인적으로도 은퇴기간의 증가, 퇴직연령과 연금수급개시연령 간의 불일치와 같은 뜻하지 않은 상황에 직면함으로써, 중장기적인 생애소득 및 자산 관리, 연금소득 이외 노후생활소득 창출수단 마련, 예상치 못한 질병·사고와 같은 고령화 리스크에 대한 적절한 대비를 하여야 할 필요성과 함께, 만약 이러한 준비가 충분치 못할 경우 단기간 내에 소득하위계층으로 전락할 위험에 놓이게 된다.

[그림 8-1] 연령계층별 인구구성비(1960~2060년)



자료: 통계청(2011).

[그림 8-2] 유소년 및 노년부양비(1960~2060년)



자료: 통계청(2011).

최근 정부는 고령화 현상이 가진 이러한 잠재적인 문제점에 주목하여 2005년과 2006년에 각각 「저출산·고령화사회기본법」과 「고령친화산업진흥법」을 제정하는 한편, 2006년부터 2010년까지 '제1차 저출산고령사회기본계획'을 수립·추진하였으며, 2011년부터는 다시 '제2차 저출산고령사회기본계획'을 추진함으로써 고령인구의 증가에 따른 사회

- 1 제1차 저출산·고령화기본계획(새로마지플랜 2010)에서는 2006년부터 2010년까지 '저출산고령사회에 대한 대응기반 구축'을 목표로 제시하는 한편, 추진과제로서 ① 출산과 양육에 유리한 환경조성, ② 고령사회 삶의 질 향상 기반 구축, ③ 미래 성장동력 확보라는 세 가지 범주하에 231개의 세부 추진과제를 제시하였다.
- 2 2011년부터 신규로 시행된 제2차 저출산·고령화기본계획(새로마지플랜 2015)에서는 지난 1차 계획의 기본 틀을 유지하되 0~2세 보육료 지원 확대, 베이비붐 은퇴 대비대책 등 14개의 신규과제를 포함시키는 한편, 2030세대의 정책제감도를 높이고 정책의 목표달성도를 제고하기 위해 세부추진계획을 보완하는 등의 변화를 보였다.

적 충격을 완화하기 위한 다각적인 정책대안의 마련과 함께 고령화와 관련된 국내 산업 구조의 질적 변화를 도모해 오고 있다. 그리고 본 장의 주제인 주택연금은 이러한 정부의 고령화 대응 정책추진과제 중 하나인 '미래성장동력의 확보'와 관련해, 향후 국가경제 내에서 그 비중이 확대될 것으로 예상되는 고령친화산업³의 활성화를 위한 부동산금융제도의 하나로 미국 등 선진국의 사례에 기초하여 도입된 것이다.

뒤에서 상술할 것이나 주택연금이란 고령자가 소유한 주택을 담보로 제공하고 연금(annuity)의 형식으로 대출금을 지급받는 역모기지(reverse mortgage)를 말한다. 그런데 정부에서는 주택자산이 가구자산에서 차지하는 높은 비중을 감안,⁴ 동 제도의 활성화를 통해 고령자들에 대한 실질적인 소득지원과 함께, 부동산시장의 안정화와 주택자산의 유동화를 통한 경제 활성화의 효과 또한 도모할 수 있을 것으로 기대하고 있다(재정경제부[2006]).

2007년 7월 이 제도가 처음 도입된 이후 매년 이용자 수가 급속히 증가하여 약 5년의 기간이 경과한 지금 이미 안정적으로 시장에 정착한 것으로 평가되고 있으며, 현 우리나라 공적연금 수급체계의 불안정성과 불충분성, 은퇴예정자들의 미흡한 노후준비 상황 등을 감안할 때 동 제도의 이용은 향후에 더욱 확대될 것으로 예상되고 있다.

본 장에서는 주택연금이 가진 이러한 정책적 중요성에 비추어 먼저 향후 우리나라에서 주요한 노후소득 확보수단으로 기능하게 될 동 제도의 주요 내용과 제도 도입 이후 현재까지의 이용 현황에 대해 살펴볼 것이다. 그리고 그간 운영과정에서의 경험을 바탕으로 앞으로 잠재적인 문제점으로 부각될 수 있는 부분들에 관해 언급하고, 그에 대한 해결 및 개선 방안에도 대해서도 생각해 보기로 한다. 아울러 주택연금제도의 원형이라고 할 수 있는 미국의 정부보증 역모기지 제도인 HECM(Home Equity Conversion Mortgage)의 최근 동향에 대해서도 살펴봄으로써 향후 주택연금제도의 운영과 관련한 유의미한 시사점 역시 도출해 보기로 한다.

3 고령친화산업이란 생물학적 노화 및 사회경제적 능력 저하를 보이는 고령자를 대상으로 정신적·육체적 건강, 편익, 안전을 도모하기 위한 상품 및 서비스를 제공하는 산업을 말한다(이병희 외[2007]). 참고로 「고령친화산업진흥법」에서는 고령친화산업을 '노인을 주요 수요자로 하는 제품 또는 서비스를 연구·개발·제조·건축·제공·유통 또는 판매하는 업'으로 정의하고 있다. 한편, 대한상공회의소(2006)에 따르면 우리나라의 고령친화산업은 2010년부터 2020년까지 10년간 연평균 12.9% 성장할 것으로 예상되고 있다. 그리고 이는 동 기간 중 기존 산업 전체의 연평균 성장률인 4.7%의 약 3배에 달하는 것이다. 하지만 고령친화산업은 그 이용대상의 특수성, 수익성과 수익성 간 조화의 어려움, 시장 기반 부족 등의 문제로 인해 초기단계에서 정부의 적극적인 개입과 지원이 필요하다는 특징이 있으며, 최근 정부는 동 산업의 이러한 특성에 주목하여 적극적인 지원정책을 마련한 것으로 볼 수 있다.

4 김병덕(2011)에 따르면 2010년 2월 말 현재 우리나라 전체 가구의 가구당 평균자산은 2억 7천만원 정도이며, 이 중 부동산이 차지하는 비중이 75.8%에 달한다고 한다.

제2절 주택연금제도의 구조와 상품내용

1. 주택연금제도의 구조

앞서 언급한 바와 같이 주택연금은 고령자가 보유한 주택자산을 담보로 대출금을 연금의 방식으로 지급하는 역모기지의 일종이며, 변형된 주택담보대출의 하나로 볼 수 있다.⁵ 그런데 역모기지가 고령자들에게 실질적인 소득창출 및 주거안정 확보수단으로서 기능할 수 있기 위해서는, 첫째 가입시점으로부터 대표적인 대출종료사유인 사망시점에 이르기까지 대출금이 지속적으로 지급될 수 있어야 하고, 둘째 이용자의 자발적인 대출 계약 해지 의사 이외의 사유로 담보주택으로부터 강제퇴거 당하지 않아야 하며, 셋째 대출종료시점에 담보주택의 처분 등을 통한 회수가능금액이 대출원리금에 미치지 못함으로써 대출 취급 금융기관이 입은 손실액을 이용자에게 추가적으로 부담시키는 경우가 발생하지 않아야 한다.⁶ 그러나 이러한 세 가지 조건을 모두 만족하는 역모기지 대출을 취급할 경우 금융기관은 대출기간의 불확정성에 더하여 이 기간 중 발생할 수 있는 위험요인들의 예상치 못한 변동성에 의해 거대 손실에 노출될 가능성이 있다.⁷

5 역모기지가 주택담보대출(모기지론)의 일종이기는 하나, 일반 주택담보대출과 비교해 이용자의 특성과 현금 유출입 구조 측면에서 큰 차이를 보인다. 즉, 일반 모기지의 경우 현재 주택을 소유하고 있지 못한 사람들이 구입코자 하는 주택을 담보로 일시에 큰 금액의 주택구입자금을 대출받은 뒤 지속적으로 대출금을 갚아 나가는 형식임에 반해, 역모기지는 이미 주택을 소유하고 있는 고령자들이 자신의 주택을 담보로 장기 확정 또는 미확정의 기간 동안 대출금을 지속적으로 지급받은 뒤 사망 등의 사유로 인한 대출종료시점에 담보주택처분금액 등으로 일시에 상환하는 형태인 것이다. 때문에 이용자의 입장에서 모기지론은 시간 경과에 따라 부채가액이 줄어드는 모습을 보이나, 역모기지론은 반대로 부채가액이 증가하는 모습을 보이게 된다.

6 대출기간의 불확정성에 따른 위험을 줄이기 위해 담보주택의 평가가액에 일정률의 LTV(Loan to Value)를 적용하여 산정된 금액을 일정 기간(가령 5년, 10년, 15년)에 걸쳐 정액으로 지급하는 방식으로 역모기지 대출을 운영할 수 있다. 또는 담보주택가격이 대출원리금잔액에 비해 낮아지거나 낮아질 가능성이 큰 경우 대출금 지급을 줄이거나 중단하는 방식도 고려해 볼 수 있다. 그러나 첫 번째의 경우 대출기간이 만료된 시점에 이용자들이 담보주택으로부터 강제퇴거 당하게 됨으로써 이용자들의 주거가 불안정해지는 문제점이 발생한다. 두 번째의 경우에도 이용자의 입장에서 뜻하지 않은 월지급금 감소 또는 중단이 발생함으로써 생활비 확보가 불안정해지는 문제점이 발생한다. 따라서 이러한 구조의 상품이 고령자들에게 현실적인 소득확보수단으로 활용되기는 어려울 것이다. 실제로 이는 과거 우리나라와 외국에서 민간 주도의 역모기지상품이 시장의 호응을 얻지 못한 주된 이유의 하나로 지적되며, 2007년에 우리 정부가 국내 역모기지시장의 활성화를 위한 정책도구의 하나로 정부보증제도를 도입하게 된 근거이기도 하다.

7 일반적으로 역모기지의 주요 위험요인으로 ① 주택가격 변동위험, ② 이자율 변동위험, ③ 이용자 장수위험 등이 지적된다. 그런데 이들 위험요인들은 개별 금융기관의 입장에서 상이한 특성을 가진 차주들의 풀링(pooling)을 통한 위험분산이 용이하지 않은 체계적 위험(systematic risk)의 특성을 가진다.

주택연금제도는 역모기지가 가진 이러한 특성과 관련해 보증기관인 주택금융공사에서 위의 세 가지 조건을 만족하는 표준적인 역모기지 대출상품(즉, 주택연금)의 내용을 설계한 뒤, 민간 금융기관과의 협약을 통해 대출재원의 조달 및 대출실행은 일반 민간금융기관에서 담당하고, 향후 발생할지도 모를 손실에 대한 보증은 공적 보증기관인 주택금융공사에서 담당하는 구조로 설계되어 있다. 즉, 민간금융기관에서는 보증기관인 한국주택금융공사에서 제시한 주택연금의 상품내용에 따라 대출을 취급하지만 하면 향후 발생할 수 있는 모든 손실을 보전받음으로써 보증기관에 위험을 전가하는 구조인 것이다.

그러나 현 주택연금제도는 보증기관이 대출 취급 금융기관으로부터 발생하는 잠재적인 위험을 단순히 인수해 오는 전통적 방식의 공적 보증제도와는 그 성격에 있어 일정한 차이가 존재한다. 이에 관해 좀 더 상술하면, 현재 주택금융공사에서는 보증기관의 입장에서 부담하게 될 잠재적인 손실을 최소화하기 위해 주택가격, 대출금리, 이용기간 등 주요 위험요인들에 대한 장기추정치에 기초하여 보증신청자의 연령⁸과 담보주택가격을 바탕으로 적정 월지급액을 산출하는 월지급금 산출모형⁹을 내부적으로 운영하고 있다. 그런데 특이한 점은 이 월지급금 산출모형이 보험의 일반원리인 ‘수지상등의 원칙’에 입각하여 운영되고 있다는 점이다. 즉, 이용자들이 이용기간 중 납부한 보증(보험)료 수입액의 총액으로 일부 이용자들로부터 발생하는 대위변제액을 전액 충당할 수 있도록 모형이 설계되어 있다. 따라서 향후 발생 가능한 손실에 대한 예상에 기초하여 보증료율이 결정되지 않는 전통적 방식의 보증제도와는 그 운영방식에서 차이가 있으며 외면적으로는 보증의 법적 형식을 취하되 그 본질적인 속성은 보험에 가깝다고 볼 수 있다.

아울러 현재 공사에서는 기존에 관리하고 있던 주택금융신용보증기금 내에 주택담보노후연금보증계정이라는 별도 계정을 마련, 보증료 수입금 외에 정부 출연금, 보증잔액과 연동된 금융기관 출연금, 계정운용수익 등을 수입원으로 한 보증재원을 적립해 오고 있다. 그리고 정기적으로 월지급금 산출모형상에 적용되는 위험요인들의 장기추정치에 대한 적정성 검증작업을 외부 전문기관에 의뢰하는 한편,¹⁰ 대출종료시점의 회수가능금액을

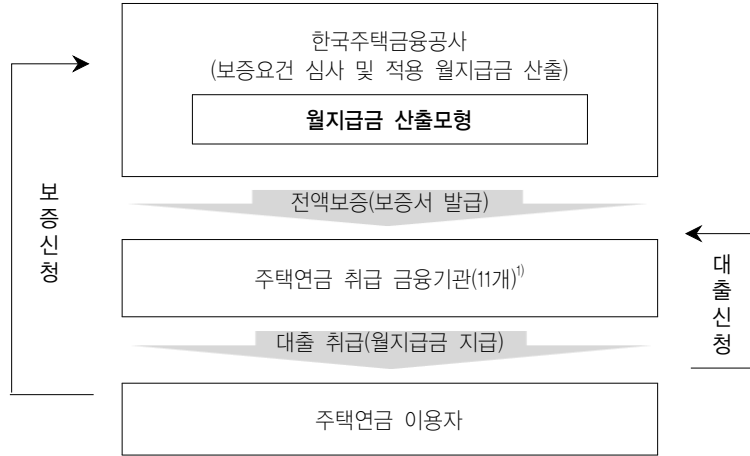
때문에 위험에 노출되는 기간이 장기일수록 역모기지 취급기관의 입장에서 부담하게 될 손실의 크기가 급격히 증가할 가능성이 있다. 좀 더 자세한 내용은 김정주(2007) 등을 참조.

8 부부의 경우 두 사람 중 나이가 적은 사람의 연령을 기준으로 한다.

9 이 글에서는 주택연금제도가 가진 제도 및 정책적 측면에서의 이슈를 중심으로 논의를 진행코자 하므로 동 모형의 수리적 구조에 관한 자세한 언급은 피하기로 한다. 다만, 관심 있는 독자들은 동 모형의 구조에 관해 마승렬(2006), 최형석(2012) 등을 참고하기 바란다.

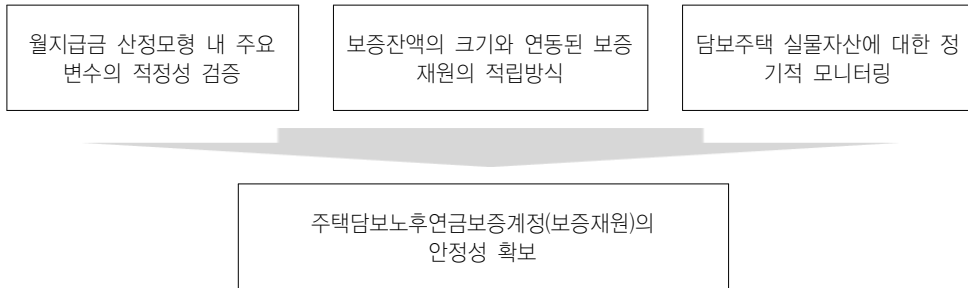
10 한국주택금융공사의 내부규정인 「주택담보노후연금보증규정」에 따르면 주택연금 월지급금 산출모형의 주요 변수인 주택가격 상승률, 장기기대금리(연금산정이자율), 이용자 사망확률에 대해 매년 12월 해당 기관 내 최고 의사결정기구인 주택금융운영위원회의 의결을 거쳐 결정토록 규정하고 있다. 이에 근거

[그림 8-3] 주택연금제도의 외부 운영구조



주: 1) 국민은행, 기업은행, 농협, 신한은행, 우리은행, 하나은행, 전북은행, 대구은행, 광주은행, 부산은행, 경남은행(2012년 3월 기준).

[그림 8-4] 주택연금의 내부 관리방식



결정하여 보증손실의 크기에 직접적인 영향을 미치는 담보주택 실물 자체에 대한 주기적인 모니터링 작업을 수행으로써 보증재원의 안정적 운영을 도모하고 있다. 위의 [그림 8-3]과 [그림 8-4]는 이러한 주택연금제도의 외부 운영구조와 보증재원의 안정성 확보 측면에서의 내부 관리방식을 간략히 요약한 것이다.

하여 공사에서는 2008년부터 매년 외부 전문기관에 의뢰하여 개별 변수들의 적정성 여부에 대한 검증 작업을 실시해 오고 있다.
 11 마찬가지로 「주택담보노후연금보증규정」에서는 주택연금 이용자의 담보주택에의 거주 여부 및 담보주택의 관리상태 등을 주기적으로 파악토록 규정하고 있는데, 이는 관리소홀로 인한 담보주택의 가치하락을 최소화하기 위한 것이다.

2. 주택연금제도의 상품내용

앞서 언급한 바와 같이 주택연금제도는 고령자 소득 지원 및 주거안정이라는 정책적 목적을 달성하기 위해 도입된 것으로, 사망시점까지의 대출금 계속지급, 비자발적 사유에 의한 강제퇴거 가능성 배제, 대출 취급에 따른 손실의 이용자(또는 상속인)에 대한 비소구성(non recourse)이라는 세 가지 기본적인 속성을 가지고 있다.

한편, 주택연금제도는 2007년 제도 시행 당시 정부가 제시한 가이드라인이었던 「역모기지 활성화 방안」에 충실하게 설계되었던 결과 가입가능연령과 이용 가능 대상주택의 가격 등 이용조건과 보증료 등 가입에 따른 비용, 그리고 상품 선택의 다양성 측면에서 여러 가지 제약과 불편한 점들이 존재하였다. 이후 이러한 부분들에 대한 수요자 측면에서의 개선요구와 정책당국의 이용자 확대 의지¹²가 반영되면서 현 주택연금제도는 상당히 많은 변화를 보였는데, 가령 제도 시행 당시 부부 모두 만 65세 이상이어야 가입이 가능했던 것이 2009년 4월에는 부부 모두 만 60세 이상이면 가입이 가능한 것으로 완화되었으며, 대상주택 역시 2008년 10월에 기존의 시가 6억원 이하 주택에서 9억원 이하 주택으로 범위가 확대되었고, 2010년 7월부터는 건축법상 노유자시설, 노인복지법상으로는 노인주거시설로 각각 분류되는 노인복지주택 또한 대상주택에 포함되었다. 또한 2008년 3월에는 개별인출한도 허용비용 및 지출용도 완화를 통해 이용자들이 담보주택에 선순위 대출이 있는 경우에도 주택연금을 이용할 수 있도록 하는 한편, 2011년 3월에는 가입비용 중 큰 부분을 차지하는 초기보증료의 환급제도¹³를 실시함으로써 이용자들 입장에서 과도한 초기비용을 부담해야 함에 따른 불만을 해소시키기도 하였다. 또한 상품의 내용 측면에서도 향후 물가상승에 따른 월지급금의 실질구매력 보전과 이용자 입장에서의 선택폭을 넓혀주기 위한 방안으로 매월 동일한 금액만을 지급받는 기존의 정액형 방식에 더하여 매년 3%씩 월지급금이 증가 또는 감소하는 증가·감소형 지급방식이 2008년 5월과 2008년 10월에 각각 도입되었다.

12 금융위원회에서는 금융위기 이후 급격한 경기침체 속에서 고령자들의 안정적인 소득원 확보를 위해 지난 2009년 2월 18일, 주택연금의 가입가능연령 완화와 대출한도 및 수시인출비율 확대, 세제지원 강화 등의 내용을 담은 주택연금 활성화 방안을 시행하였다.

13 주택연금제도의 초기보증료는 일종의 가입비 성격을 지니는 것으로 기존에 주택금융공사 측에서는 초기보증료 환급을 불허하는 것을 원칙으로 하고 있었다. 그러나 주택연금 가입 후 얼마 되지 않은 시점에 중도해지를 하고자 하는 이용자의 경우 주택가격의 2%에 해당하는 초기보증료가 포함된 대출원리금을 전액 상환해야 한다는 것은 큰 부담이 되었으며, 이에 대한 불만 또한 제기되었다. 그 결과 지난 2011년 3월, 가입 후 1개월이 경과하지 않은 시점에 이용자가 보증약정을 철회하는 경우에는 초기보증료와 연보증료를 전액 환급할 수 있도록 허용하였다.

〈표 8-1〉 주택연금제도의 상품내용(2012년 3월 말 기준)

구 분	내 용	제도 시행 당시				
가입가능연령	만 60세 이상(부부 모두)	만 65세 이상(부부 모두)				
가입가능주택	시가 9억원 이하 주택법상 주택 및 지방자치단체에 신고된 노인복지주택	시가 6억원 이하 주택법상 주택				
주택보유수	부부 기준 1주택 소유자	좌 동				
대출기간	가입시점으로부터 종신까지(원칙적) ¹⁾	좌 동				
대출한도	5억원	3억원				
대출금 지급방식	- 종신지급방식: 대출한도를 모두 월지급금으로 지급 - 종신휘합방식: 대출한도 중 일정 비율(최대 50%)을 수시인출한도로 설정한 뒤 지출필요 발생시점에 개별 인출하여 사용할 수 있으며, 나머지 대출한도를 월지급금으로 지급	- 종신지급방식: 대출한도를 모두 월지급금으로 지급 - 종신휘합방식: 대출한도 중 일정 비율(최대 30%)을 수시인출한도로 설정한 뒤 지출필요 발생시점에 개별 인출하여 사용할 수 있으며, 나머지 대출한도를 월지급금으로 지급				
	<table border="1"> <tr> <td rowspan="3">월지급금 지급 유형</td> <td>- 정액형: 고정된 금액의 월지급금을 대출기간 중 월 단위로 지급</td> <td rowspan="3">정액형만 허용</td> </tr> <tr> <td>- 증가형: 월지급금이 12개월마다 3%씩 증가</td> </tr> <tr> <td>- 감소형: 월지급금이 12개월마다 3%씩 감소</td> </tr> </table>	월지급금 지급 유형	- 정액형: 고정된 금액의 월지급금을 대출기간 중 월 단위로 지급	정액형만 허용	- 증가형: 월지급금이 12개월마다 3%씩 증가	- 감소형: 월지급금이 12개월마다 3%씩 감소
월지급금 지급 유형	- 정액형: 고정된 금액의 월지급금을 대출기간 중 월 단위로 지급		정액형만 허용			
	- 증가형: 월지급금이 12개월마다 3%씩 증가					
	- 감소형: 월지급금이 12개월마다 3%씩 감소					
수시인출한도 설정비율	- 선순위 대출상환용도 ²⁾ : 대출한도의 50% - 일반용도 ³⁾ : 대출한도의 30%	일반용도에 대해 대출한도의 최대 30%				
	<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">보증료</td> <td>- 초기보증료: 주택가격의 2%를 최초 대출 실행일에 납부 - 연보증료: 대출잔액의 0.5%(연간)를 매월 납부 초기보증료 환급 허용(가입 후 1개월 이내)</td> <td>좌 동 초기보증료 환급 없음</td> </tr> </table>	보증료	- 초기보증료: 주택가격의 2%를 최초 대출 실행일에 납부 - 연보증료: 대출잔액의 0.5%(연간)를 매월 납부 초기보증료 환급 허용(가입 후 1개월 이내)	좌 동 초기보증료 환급 없음		
보증료	- 초기보증료: 주택가격의 2%를 최초 대출 실행일에 납부 - 연보증료: 대출잔액의 0.5%(연간)를 매월 납부 초기보증료 환급 허용(가입 후 1개월 이내)		좌 동 초기보증료 환급 없음			
	대출금리(연이율)	3개월 CD금리 + 1.1%	좌 동			
근저당 설정	한국주택금융공사에서 1순위 근저당권 설정	좌 동				
대출원리금 상환	주택처분금액으로 한정	좌 동				
세제지원	- 주택연금 이자비용 소득공제(연 200만원 한도) • 9억 이하 주택	- 주택연금 이자비용 소득공제(연 200만원 한도) • 3억 이하 주택 • 연간소득 1,200만원 이하				
	- 재산세 25% 감면 • 9억 이하 주택	- 재산세 25% 감면 • 3억 이하 주택 • 연간소득 1,200만원 이하				
	- 등록세, 교육세, 농어촌특별세, 국민주택채권 매입의무 면제	좌 동				
	- 인지세 감면(대출한도 기준)	- 인지세 감면(예상보증금액 기준)				

주: 1) 대출(보증)종료사유: ① 본인 및 배우자 모두 사망, ② 담보주택에 대한 이용자의 소유권 상실(화재로 인한 주택 소실, 재건축·재개발 등으로 인한 주택 소유권 상실 포함), ③ 본인 사망 후 배우자가 6개월 이내에 소유권 이전등기 및 채무인수를 하지 않는 경우, ④ 1년 이상 담보주택에의 미거주 등.
2) 선순위 대출상환용도: 저당권 담보부 대출금, 전세보증금, 임대보증금 등 선순위 채권 상환용도.
3) 일반용도: 의료비, 교육비, 주택수선유지비, 관혼상제비 등 일반적인 노후생활자금 지출용도.
자료: 한국주택금융공사 홈페이지 자료 및 보도자료 재구성.

〈표 8-2〉 주택연금 월지급금 수준(2012년 3월 말 기준)

(단위: 만원)

주택가격 연령		1억원	2억원	3억원	4억원	5억원	6억원	7억원	8억원	9억원
일 반 주 택	60세	24	48	72	96	120	144	168	192	216
	65세	28	57	86	114	143	172	200	229	258
	70세	34	69	103	138	173	207	242	277	310
	75세	42	85	127	170	213	255	298	330	330
	80세	53	107	160	214	268	321	362	362	362
	85세	69	138	207	277	346	415	416	416	416
	90세	93	187	281	374	468	524	524	524	524
노 인 복 지 주 택	60세	17	35	53	71	89	107	125	143	161
	65세	22	44	66	89	111	133	156	178	200
	70세	28	56	84	112	140	168	196	224	252
	75세	35	71	107	143	179	214	250	286	322
	80세	46	93	139	186	232	279	325	360	360
	85세	62	124	186	248	310	372	415	415	415
	90세	86	172	259	345	432	518	523	523	523

그리고 지난 2012년 2월 1일부터는 제도 시행 이후 4년 반 만에 처음으로 그간 주택 가격 상승률의 경험치 및 늘어난 기대수명 등을 반영, 월지급금 산출모형에 적용되는 주택가격 상승률을 기존의 3.5%에서 3.3%로, 장기기대금리는 연 7.12%에서 6.33%로, 그리고 적용 생명표는 2005년 여자국민생명표에서 2010년 여자국민생명표로 조정하는 변화를 보였으며, 그 결과 월지급금이 60대 초반 가입자들에 대해서는 0.1~1.5% 정도 증가하고, 60대 중반 이후 가입자들에 대해서는 0.1~7.2%까지 감소하였다.

앞에 제시된 〈표 8-1〉과 위의 〈표 8-2〉는 이러한 변화가 모두 반영된 2012년 3월 말을 기준으로 현 제도의 내용과 월지급금 수준(정액형 기준)을 요약한 것이다.

제3절 주택연금제도의 운영 현황

본 절에서는 주택연금제도의 시행시점인 2007년 7월부터 2012년 3월까지, 총 55개월 동안의 주택연금 판매실적을 개관한 다음, 대출건들의 특징 중 이용자의 특징과 담보주택의 특징을 중심으로 최근까지의 주택연금제도 운영 현황에 관해 살펴보기로 한다.

〈표 8-3〉 연도별 주택연금 신청 및 해지 현황

(단위: 건, 백만원)

구 분	2007년 말	2008년 말	2009년 말	2010년 말	2011년 말	2012년 3월 말	합계	
신규	건수 (증감률)	515 (-)	695 (35%)	1,124 (62%)	2,016 (79%)	2,936 (46%)	1,314 (-)	8,600
	대출 금액	4,445	22,986	53,149	91,088	140,122	51,653	363,443
	보증 공급액	602,509	863,260	1,747,445	3,036,120	4,099,970	1,919,931	12,269,235
해지	건수	3	71	79	132	315	74	674
	보증 해지역	26	943	2,407	4,407	10,927	2,682	21,392
주택연금 이용자 수 (연도별)	512	624	1,045	1,884	2,621	1,240	-	
	(-)	(22%)	(67%)	(80%)	(39%)	(-)	-	
주택연금 이용자 수 (누계)	512	1,136	2,181	4,065	6,686	7,926	-	
보증 잔액	4,420	26,463	77,205	163,885	293,088	342,059	-	

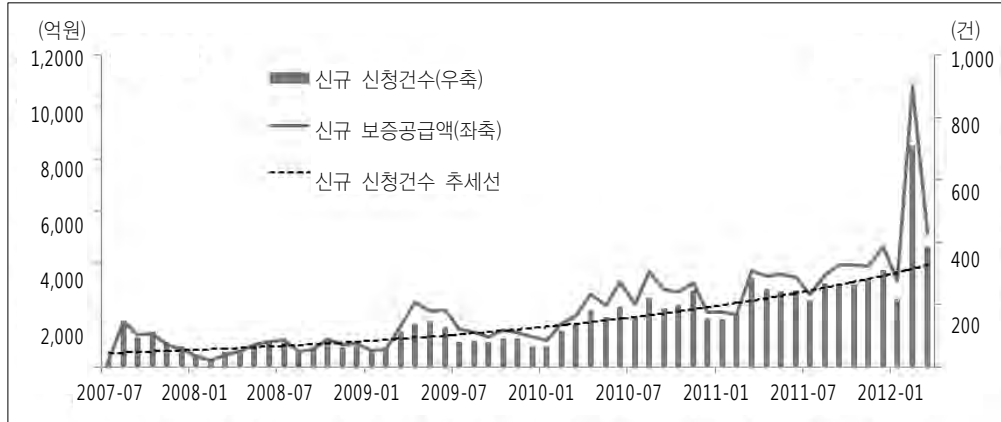
주: () 안의 수치는 전년 말 대비 증감률.

이 과정에서 그간 충분히 논의되지 못한 국내 역모기지시장의 수요 측면에서의 특징을 엿볼 수 있을 것이며, 동시에 향후 국내 역모기지시장의 안정적인 확대를 위한 전략적 방안 또한 모색해 볼 수 있을 것이다.

우선 그간 주택연금 판매실적의 전반적인 추이를 살펴보면, 2007년 7월 이후 지난 2011년 말까지의 기간 동안 매년 신규 신청건수는 전년 대비 평균적으로 55% 증가한 반면, 각 연도 말 기준 누적 신청건수 대비 누적 해지건수의 비율은 매년 7% 정도를 보임으로써 주택연금이용자의 수는 전년 대비 매년 52%씩 증가하여 2012년 3월 말 현재를 기준으로 총 7,926가구가 주택연금을 이용하고 있는 것으로 나타나고 있다.

〈표 8-3〉은 연도별 주택연금 신규 신청건수와 해지건수 등 주요 정보를 요약한 것인데, 이와 관련해 특기할 만한 점은 가입조건의 완화와 대출한도 확대, 개별인출한도 허용비율 및 지출용도 완화가 이루어진 2009년과 2010년에 대출 신규발생건수가 급격히 증가하였으며, 가입 후 1개월 내 대출 및 보증약정 철회 시 초기보증료를 환급받을 수 있는 ‘초기보증료 환급제도’가 실시된 2011년에는 보증해지자가 전년에 비해 크게 많아졌다는 점이다. 그리고 2012년에 들어서면서 신규 가입건수가 3개월 동안 1,314건에 달한 것으로 나타나고 있는데, 이 중 2월 한 달간 대출이 이루어진 건이 710건으로 절반 이상을 차지하고 있는 것으로 확인된다. 그리고 이처럼 2월 한 달 중 신규 신청건수가

[그림 8-5] 주택연금 신규 신청건수 및 보증공급액 월별 증감추이



급증한 것은 2012년 2월 1일 신청자들부터 조정(감소)된 월지급금이 적용됨으로 인해 대기 수요자들이 일시에 가입신청을 한 결과로 해석된다.

그러나 이러한 시점 간 수요의 변동요인을 감안하더라도 주택연금에 대한 수요는 견고한 증가추세에 놓여있는 것으로 생각되는데, 위의 [그림 8-5]에서 보듯 주택연금 신청건수의 추세가 완만한 2차 곡선의 형태로 증가하는 모습을 보이고 있는 것에서도 이를 확인할 수 있다. 결국 우리나라의 공·사적 연금시스템이 불충분한 상황에서 고령화 추세가 심화됨으로써 고령자들이 자신이 보유한 주택자산을 활용하여 소득을 확보하려는 경향이 가속화되고 있는 것으로 볼 수 있다. 특히 베이비붐 세대가 본격적으로 은퇴하기 시작한 것이 2008년 정도임을 감안할 때 이러한 추세는 상당 기간 지속될 것으로 예상된다.¹⁴

다음으로 그간 주택연금을 신청한 가구의 특징에 관해 살펴보기로 한다.¹⁵ 먼저 다음의 <표 8-4>를 살펴보면, 수도권 신청자의 비율이 76%, 비수도권 신청자의 비율이 24%를 차지함으로써 수도권 소재 신청자가 절대 다수를 차지하고 있음을 알 수 있다. 이들 신청자의 거주지역을 좀 더 세분화하여 살펴보면 수도권에서는 서울과 경기 지역의 신청건수가 대부분을 차지함을 알 수 있으며, 비수도권의 경우에는 부산, 대구 등

14 참고로 박재경(2010)은 2015년까지 총 18,857가구, 2025년까지 총 146,181가구가 주택연금제도를 이용할 것으로 예상하고 있다.

15 이하에서 제시되는 구체적인 수치들은 한국주택금융공사 주택연금부의 내부자료인 '주택연금 공급 현황 및 분석(2012년 3월)'의 내용을 참조한 것임을 밝혀둔다.

〈표 8-4〉 지역별 신청자 수

(단위: 건, %)

구 분	2007		2008		2009		2010		2011		2012년 3월		합계		
	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	
수도권	서울	207	40.2	247	35.5	417	37.1	702	34.8	948	32.3	439	33.4	2,960	34.4
	경기	171	33.2	269	38.7	405	36.0	718	35.6	1,010	34.4	494	37.6	3,067	35.7
	인천	15	2.9	40	5.8	62	5.5	127	6.3	202	6.9	62	4.7	508	5.9
	소계	393	76.3	556	80	884	78.6	1,547	76.7	2,160	73.6	995	75.7	6,535	76.0
비수도권	부산	27	5.2	30	4.3	57	5.1	111	5.5	197	6.8	92	7.0	514	6.0
	대구	19	3.7	17	2.4	44	3.9	72	3.6	96	3.3	44	3.3	292	3.4
	광주	14	2.7	12	1.8	24	2.2	37	1.9	51	1.7	28	2.1	166	1.9
	대전	21	4.1	20	2.9	21	1.9	62	3.1	92	3.1	27	2.1	243	2.8
	울산	0	0	1	0.1	2	0.2	11	0.5	16	0.5	5	0.4	35	0.4
	충북	2	0.4	5	0.7	10	0.9	22	1.1	49	1.7	13	1.0	101	1.2
	충남	3	0.6	6	0.9	14	1.2	23	1.1	41	1.4	13	1.0	100	1.2
	전북	9	1.7	5	0.7	15	1.3	35	1.8	51	1.7	17	1.3	132	1.5
	전남	1	0.2	7	1.0	5	0.4	14	0.7	22	0.7	11	0.8	60	0.7
	경북	4	0.8	4	0.6	9	0.8	7	0.3	29	1.0	14	1.1	67	0.8
	경남	12	2.3	14	2.0	14	1.2	33	1.6	56	1.9	39	3.0	168	2.0
	강원	6	1.2	15	2.2	22	2.0	36	1.8	68	2.3	13	1.0	160	1.9
	제주	4	0.8	3	0.4	3	0.3	6	0.3	8	0.3	3	0.2	27	0.3
	소계	122	23.7	139	20	240	21.4	469	23.3	776	26.4	319	24.3	2,065	24.0
합계	515	100	695	100	1,124	100	2,016	100	2,936	100	1,314	100	8,600	100	

광역도시의 신청자 수가 전체 신청자 수의 상당 부분을 차지하고 있는 것으로 나타난다.

이처럼 지역별로 신청자 수에서 큰 차이를 보이는 요인은 주로 지역별 주택가격과 인구구성의 차이에서 비롯되는 것으로 생각된다. 먼저 현 주택연금 월지급금 산출모형은 담보주택의 가격이 높을수록 월지급금이 높아지는 구조이므로, 신청자의 입장에서 받을 수 있는 월지급금의 크기가 생활비 충당에 실질적인 도움이 되는 수준이 될 때에만 가입신청을 할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 비수도권 지역의 경우 수도권 지역에 비해 상대적으로 주택가격이 낮아 월지급금 역시 상대적으로 낮음으로 인해 주택연금에의 가입유인이 떨어지는 것으로 볼 수 있을 것이다. 이는 지역별 신청자 수를 나타낸 〈표 8-4〉와 함께 지역별 신청자들의 신청시점을 기준으로 한 평균주택가격과 평균 월지급금액을 나타낸 〈표 8-5〉로부터 월지급금이 높은 지역의 가입자 수가 많은 경향을 보이는 것에서도 확인할 수 있다.

〈표 8-5〉 지역별 신청자의 평균 월지급금 및 주택가격

(단위: 월지급금: 천원, 주택가격: 백만원)

구 분	2007		2008		2009		2010		2011		2012년 3월		평균		
	월지 급금	주택 가격	월지 급금	주택 가격	월지 급금	주택 가격	월지 급금	주택 가격	월지 급금	주택 가격	월지 급금	주택 가격	월지 급금	주택 가격	
수도권	서울	1,169	277	1,112	308	1,431	403	1,417	380	1,338	367	1,407	392	1,348	368
	경기	1,186	298	1,036	287	1,056	293	1,118	311	1,071	283	1,085	296	1,084	294
	인천	712	165	745	183	671	191	742	180	816	200	727	177	760	189
	소계	1,159	282	1,049	289	1,206	338	1,223	331	1,164	312	1,204	331	1,178	319
비수도권	부산	615	138	638	143	733	167	698	155	762	175	854	202	746	171
	대구	562	129	636	127	592	141	629	134	603	144	672	154	618	141
	광주	392	73	328	100	394	101	388	108	437	110	582	127	433	107
	대전	753	172	506	121	597	143	672	153	717	172	23	199	692	164
	울산	-	-	200	80	653	169	454	124	682	182	495	167	569	158
	충북	343	76	432	105	302	100	488	119	483	113	546	146	469	116
	충남	422	125	435	118	499	121	579	146	586	154	539	128	554	141
	전북	352	69	393	80	467	116	384	101	426	109	557	135	430	108
	전남	226	47	443	119	225	104	366	94	441	95	447	97	403	98
	경북	887	154	408	67	500	116	402	125	472	101	420	112	478	109
	경남	689	151	356	95	401	130	519	130	672	146	709	171	603	143
	강원	350	82	330	91	527	153	420	106	485	112	499	104	456	113
	제주	425	99	575	171	839	131	527	122	556	147	322	80	528	125
	소계	570	126	484	116	556	138	565	133	612	144	698	167	595	141
전 체	1,019	245	936	254	1,068	295	1,070	285	1,018	268	1,077	290	1,038	276	

아울러 각 지역에 거주하고 있는 고령자의 수 역시 지역별 주택연금 신청자 수의 차이를 가져온 요인의 하나로 생각된다. 가령 위의 〈표 8-4〉와 〈표 8-5〉에서 비교적 높은 주택가격에도 불구하고 대전과 울산 지역의 주택연금 신청자 수가 많지 않은 것으로 나타나는데, 전국 광역지역 단위로 총인구 및 65세 이상 고령인구를 요약한 아래의 〈표 8-6〉으로부터 이들 지역에 거주하는 고령자의 수가 상대적으로 적은 것에서 그 이유를 유추해 볼 수 있다.

다음으로 아래의 〈표 8-7〉에서 현 주택연금제도의 가입가능연령인 60세부터 5세 단위 구간에 속한 신청자들의 비율을 살펴보면 70세에서 74세 구간에 속한 신청자의 비율이 가장 높으며, 70대에 속한 신청자의 비율이 전체의 과반수 이상을 차지하고 있음을 확인할 수 있다. 이는 국내 60세 이상 가입대상 고령자들의 연령대별 분포와 함께 주택

〈표 8-6〉 시도별 총인구 및 고령인구의 분포

(단위: 명, %)

지 역	총인구	65세 이상 인구		
		구성비	순위	
전 국	47,990,761	5,424,667	11.3	-
전 남	1,728,749	352,960	20.4	1
경 북	2,575,370	430,483	16.7	2
전 북	1,766,044	289,584	16.4	3
충 남	2,000,473	310,481	15.5	4
강 원	1,463,650	226,411	15.5	4
충 북	1,495,984	207,959	13.9	6
제 주	528,411	67,808	12.8	7
경 남	3,119,571	391,348	12.5	8
부 산	3,393,191	397,130	11.7	9
대 구	2,431,774	251,516	10.3	10
서 울	9,631,482	928,956	9.6	11
광 주	1,466,143	133,137	9.1	12
경 기	11,196,053	998,567	8.9	13
인 천	2,632,035	232,199	8.8	14
대 전	1,490,158	131,015	8.8	14
울 산	1,071,673	75,113	7.0	16

자료: 통계청(2011).

〈표 8-7〉 연령별 신청자 수

(단위: 건, %)

구 분	2007		2008		2009		2010		2011		2012년 3월		합 계	
	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율
60~64세 ¹⁾	0	0	0	0	141	12.6	259	12.8	326	11.1	186	14.2	912	10.6
65~69세	115	22.3	177	25.5	262	23.3	426	21.1	573	19.5	290	22.1	1,843	21.4
70~74세	166	32.4	224	32.2	314	27.9	521	25.9	842	28.7	398	30.3	2,465	28.7
75~79세	138	26.8	176	25.3	233	20.7	463	23.0	708	24.1	255	19.4	1,973	22.9
80세 이상	96	18.5	118	17.0	174	15.5	347	17.2	487	16.6	185	14.1	1,407	16.4
합 계	515	100	695	100	1,124	100	2,016	100	2,936	100	1,134	100	8,600	100
평균연령	74.3세		73.8세		72.4세		72.7세		73.0세		71.9세		72.8세	

주: 1) 가입연령 하향 조정(65 → 60세): 2009년 4월.

〈표 8-8〉 가구 특성별 신청자 수

(단위: 건, %)

구 분	2007		2008		2009		2010		2011		2012년 3월		합 계	
	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율
부 부	319	62.0	393	56.5	683	60.8	1,197	59.4	1,716	58.5	817	62.2	5,125	59.6
독신남	46	8.9	70	10.1	93	8.3	165	8.2	221	7.5	77	5.9	672	7.8
독신녀	150	29.1	232	33.4	348	30.9	654	32.4	999	34.0	420	32.0	2,803	32.6
합 계	515	100	695	100	1,124	100	2,016	100	2,936	100	1,314	100	8,600	100

연금 이외의 소득창출 기회의 정도에 따른 것으로 생각된다. 즉, 60대 고령자들의 경우 주택연금 이외의 다른 소득원을 찾을 수 있는 기회가 비교적 많음으로 인해 전체 고령자 인구에서 차지하는 비중에 비해 상대적으로 가입자들의 수는 적은 것으로 볼 수 있으며, 80대 이상의 경우 절대적인 고령인구 자체가 적음으로 인해 신청자의 수가 적은 것으로 해석할 수 있을 것이다.

한편, 2009년 4월에 가입가능연령이 65세에서 60세로 완화되면서 〈표 8-7〉에서 2009년부터 64세 이하 이용자의 가입건이 발생한 것을 볼 수 있다. 그런데 주목할 만한 점은 이 연령 구간에서의 각 연도 신청자 비율이 10% 이상을 차지하고 있다는 점이다. 결국 전체 신청자 집단 내에서의 상대적인 비중은 크지 않으나, 60대 초반의 고령자들 중 일정 부분은 노후 생활비 확보에 어려움을 겪고 있는 것으로 볼 수 있다. 따라서 2009년 당시 가입연령 완화조치는 주택연금에 대한 시장수요의 확대 측면에서는 적절한 조치였다고 판단된다.

신청자들의 가구 특성에 대해 살펴보면, 부부 가구가 전체 신청건수의 약 60%를 차지하고 있으며, 독신 여자 가구가 33% 정도를 차지하고 있는 것으로 나타난다. 반면, 독신 남성가구는 전체 신청가구의 8% 정도이다. 이는 여성 독신인구가 남성 독신인구에 비해 약 5배 정도인 우리나라 고령자 인구의 성별 구조와 더불어 경제활동을 통한 소득 확보가 쉽지 않은 여성 고령자들의 특성에 기인한 것으로 생각된다.¹⁶

다음으로 주택연금 이용 담보주택의 특성을 살펴보기로 한다. 먼저 담보주택의 유형을 살펴보면 아파트가 전체의 약 83%를 차지하고 있는 것으로 나타나며, 단독주택은

16 통계청의 『2010 인구주택총조사』의 결과에 따르면 2010년 11월 현재 우리나라 남성 독신인구는 45만 7천 가구 정도이나, 여성독신인구는 229만 1천가구로 여성 독신인구가 남성 독신인구의 5배 수준이다. 그리고 고령자들의 경제활동참가율이 남성은 60~64세의 경우 70.2%, 65세 이상의 경우 40.6%이나, 여성은 60~64세의 경우 40.4%, 65세 이상의 경우 21.2%로 남성 고령자에 비해 현격히 낮은 수준임을 알 수 있다.

〈표 8-9〉 주택 유형별 신청자 수

(단위: 건, %)

구 분	2007		2008		2009		2010		2011		2012년 3월		합 계	
	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율
아파트	437	84.9	582	83.7	912	81.1	1,608	79.8	2,449	83.4	1,115	84.9	7,103	82.6
연립	14	2.7	20	2.9	30	2.7	81	4.0	69	2.4	19	2.4	233	2.7
다세대	16	3.1	22	3.2	48	4.3	81	4.0	122	4.2	74	4.2	363	4.2
단독	48	9.3	70	10.1	132	11.7	208	10.3	277	9.4	92	9.4	827	9.6
노인복지주택 ¹⁾	0	0	0	0	0	0	38	1.9	18	0.6	14	0.6	70	0.8
기타	0	0	1	0.1	2	0.2	0	0	1	0	0	0	4	0
합 계	515	100	695	100	1,124	100	2,016	100	2,936	100	1,314	100	8,600	100

주: 1) 노인복지주택 취급 시작: 2010년 7월.

〈표 8-10〉 주택 유형별 평균 주택가격

(단위: 백만원)

구 분	2007	2008	2009	2010	2011	2012년 3월	누 계
아파트	257	268	312	301	280	303	290
연립	190	231	192	260	236	256	237
다세대	171	146	180	180	158	164	167
단독	172	176	248	211	210	225	213
노인복지주택	-	-	-	319	300	300	310
전 체	245	254	295	285	268	290	276

약 10% 정도이다. 반면, 연립주택과 다세대주택은 각각 2.7%와 4.2% 정도의 비중만을 차지하고 있는 것으로 나타나는데, 이는 주택 유형에 따른 가격 차이와 함께 2000년대 후반 이후 동 주택부문을 중심으로 활발해진 재개발사업의 영향으로 생각된다.¹⁷

마지막으로 주택연금 이용주택의 가격과 규모의 분포를 살펴보면 규모기준으로는 85㎡ 이하, 가격기준으로는 1억 초과 3억 미만의 주택이 전체 이용주택의 과반수 이상을 차지하고 있으며, 또한 규모 기준으로 135㎡, 가격 기준으로 6억을 초과하는 대형, 고가 주택 이용자가 각각 전체 이용자의 5.8%, 6.2%를 차지하고 있는 것으로 나타난다.

¹⁷ 주택연금에의 가입주택이 재건축 또는 재개발 대상이 된 경우 소유자가 해당 주택에 대한 소유권을 상실하게 되므로 대출 및 보증 종료사유에 해당하게 된다. 따라서 재건축이나 재개발이 예정된 경우 고령자는 많은 초기비용이 발생하는 주택연금에의 가입유인이 감소할 수밖에 없다. 참고로 우리나라의 도시정비사업 중 주택재개발사업은 2005년부터 급격히 확산되는 모습을 보였는데, 국토해양부의 국토해양통계누리(stat.mltm.go.kr)에서 제시하고 있는 데이터를 살펴보면 재개발사업 시행(예정)면적은 2010년 말을 기준으로 50,800,117㎡에 달하여 역대 최고수준을 보이고 있는 것으로 나타난다.

〈표 8-11〉 주택가격대별 신청자 수

(단위: 건, %)

구 분	2007		2008		2009		2010		2011		2012년 3월		합 계	
	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율
1억 미만	75	14.5	83	12.0	109	9.7	208	10.3	295	10.0	88	6.7	858	10.0
1억~2억	153	29.7	199	28.6	325	28.9	619	30.7	953	32.5	381	29.0	2,630	30.6
2억~3억	126	24.5	195	28.1	239	21.2	462	22.9	720	24.5	356	27.1	2,098	24.4
3억~4억	71	13.8	101	14.5	190	16.9	283	14.1	446	15.2	197	15.0	1,288	15.0
4억~5억	49	9.5	64	9.2	94	8.4	171	8.5	227	7.7	122	9.3	727	8.5
5억~6억	41	8.0	46	6.6	66	5.9	111	5.5	128	4.4	71	5.4	463	5.4
6억 초과	0	0	7	1.0	101	9.0	162	8.0	167	5.7	99	7.5	536	6.2
합 계	515	100	695	100	1,124	100	2,016	100	2,936	100	1,314	100	8,600	100
평균	245백만원		254백만원		295백만원		285백만원		268백만원		290백만원		276백만원	

주: 6억 초과 주택 취급 개시: 2008년 10월.

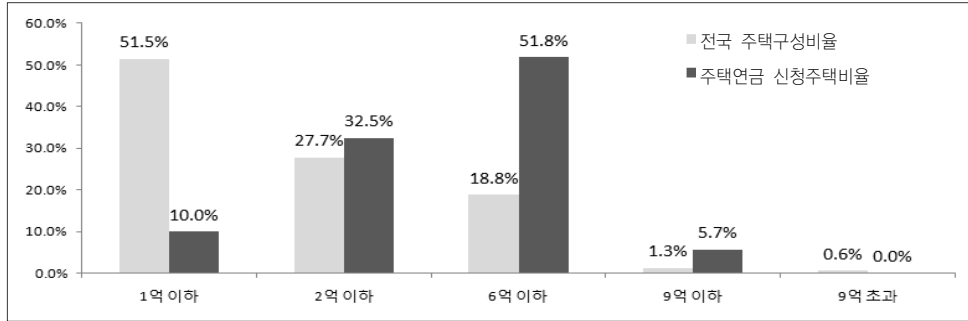
〈표 8-12〉 주택규모별 신청자 수

(단위: 건, %)

구 분	2007		2008		2009		2010		2011		2012년 3월		합 계	
	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율
60㎡ 이하	205	39.8	309	44.5	417	37.1	727	36.1	1,184	40.3	490	37.3	3,332	38.7
60~85㎡	226	43.9	270	38.9	428	38.1	812	40.3	1,131	38.5	524	39.9	3,391	39.4
85~102㎡	30	5.8	44	6.3	52	4.6	99	4.9	147	5.0	61	4.6	433	5.0
102~135㎡	38	7.4	51	7.3	140	12.5	245	12.1	303	10.3	166	12.6	943	11.0
135㎡ 초과	16	3.1	21	3.0	87	7.7	133	6.6	171	5.8	73	5.6	501	5.8
합 계	515	100	695	100	1,124	100	2,016	100	2,936	100	1,314	100	8,600	100

이 중 주택가격과 관련해 국토해양부가 발표한 2012년도 주택가격 공시 결과와 비교해 보면 우리나라 전체 주택의 가격분포에 비해 비교적 가격이 높은 주택의 주택연금 가입 비율이 높음을 알 수 있다. 특히 2008년도 10월 이후 취급이 시작된 시가 6억 초과 주택의 경우 전국적으로 주택의 비율이 1.3%에 불과하나, 2011년도를 기준으로 6억 초과 주택을 담보로 주택연금을 신청한 사람의 비율은 5.7%에 달한다. 결국 우리나라 고령자들의 소득필요의 정도는 그들이 보유한 주택자산의 가격에 반비례하지 않는다고 볼 수 있으며, 지난 2008년 10월에 이루어진 주택가격제한 완화는 고령자들의 필요에 부합하는 적절한 조치였다고 생각된다. 아울러 현재의 '9억 이하'의 가격제한 역시 향후에는 완화하는 방향으로 검토하는 것이 필요할 것으로 생각된다.

[그림 8-6] 가격대별 전국 주택구성비와 주택연금 신청주택의 구성비 간 비교



주: 주택연금 신청주택비율은 국토해양부의 2012년도 주택가격공시(2012. 1. 1 기준)와 가급적 시점을 맞추기 위해 2011년도 한 해를 기준으로 한 것임.

전국 주택구성비율은 국토해양부에서 발표한 주택가격공시에서 조사대상이 된 공동주택과 단독주택의 총호수 합계에서 각 가격대에 속한 공동·단독 주택의 호수 합계가 차지하는 비중을 계산하여 나타낸 것임.

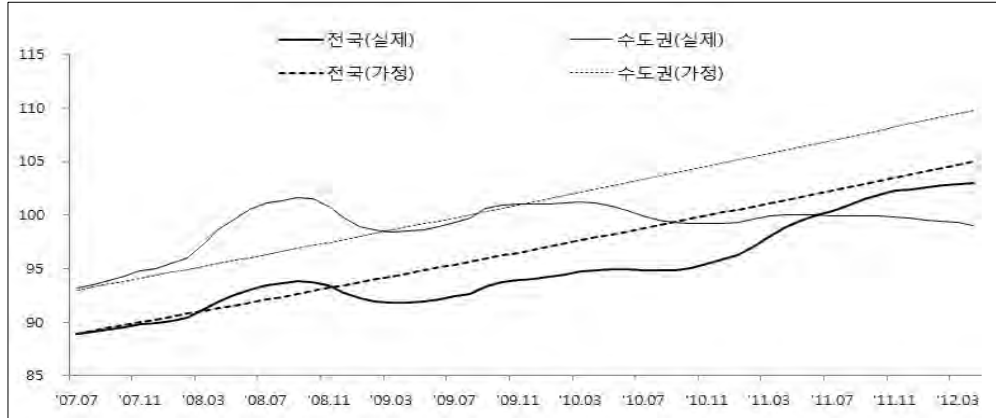
제4절 주택연금제도의 주요 이슈와 발전방안의 모색

앞 절에서 살펴본 바와 같이 주택연금제도는 제도 시행 이후 국내 역모기지시장을 활성화하기 위한 선도적인 역할을 하고 있는 것으로 생각된다. 또한 향후 고령화 현상의 심화와 더불어 주택연금에 대한 수요는 계속적으로 증가할 것으로 예상할 수 있다. 그러나 동시에 이 과정에서 발생할 수 있는 잠재적인 문제점들에 대해 충분한 주의를 기울일 필요가 있다. 본 절에서는 그간 정부와 한국주택금융공사가 공급 확대 위주의 정책을 추진하는 과정에서 충분히 고려되지 못하여 향후 문제시될 수 있는 것으로 예상되는 몇 가지 이슈들과 함께 그에 대한 개선방향에 대해 생각해 보기로 한다.

1. 주택연금의 리스크 측정·관리 시스템과 체계적인 데이터베이스의 구축

현 주택연금제도의 구조는 실제로 대출을 실행하는 금융기관에서 입을 수 있는 손실을 보증기관인 한국주택금융공사에서 전액 보전하는 구조로 설계되어 있음은 앞서 언급한 바와 같다. 그리고 이러한 구조에서 발생하는 지출액을 충당하기 위해 공사에서는 보증료수입과 정부·금융기관 출연금 등을 수입원으로 하는 보증재원을 적립함과 동시에 보증재원을 초과하는 지출발생 가능성을 최소화하기 위해 매년 당시의 경제상황에 따른 적정 월지급금 규모를 재추정하는 등의 노력을 기울이고 있다.¹⁸⁾

[그림 8-7] 실제 주택가격과 주택연금 출시 당시 예상수준의 비교



자료: 국민은행 부동산 시계열 자료 재구성.

그러나 동 제도에서 대출기간이 대단히 장기이고, 동시에 이 기간 중 발생할 수 있는 다양한 형태의 경제적 사건을 사전적으로 예측하기 곤란하며, 주택연금제도를 바라보는 내·외부적 관점이 고령자들의 소득지원이라는 정책적 목적의 달성에 치중되어 있기 때문에 외부환경의 변화에 따른 급격한 제도내용의 변경이 어렵다는 점 등을 고려하면, 이 제도가 가진 잠재적인 리스크의 크기에 대한 적절한 추정 및 관리 방법론의 개발과 주기적인 측정, 그리고 그에 근거한 보고 및 의사결정 체계를 마련할 필요가 있다. 특히 최근의 급격한 주택연금 이용자 증가추세를 감안하면 이러한 조치는 매우 중요한 것으로 생각된다.¹⁹

가령 제도 시행시점인 2007년도 7월 이후 주택연금 이용자들의 대부분이 밀집해 있는 수도권 지역의 연간 주택가격 상승률은 당시의 예상치인 3.5%를 훨씬 밑도는 수준을 보였는데, 그만큼 보증기관인 주택금융공사의 잠재적인 위험이 커진 상황이라고 볼 수 있다. 위의 [그림 8-7]은 주택연금제도 시행시점인 2007년 7월부터 2012년 3월 말까지 국민

18 한국주택금융공사법 제51조에 따르면 한국주택금융공사의 결산에서 손실금이 발생하고, 기금의 적립금이 이러한 손실금의 충당에 부족한 경우 정부에서 보전토록 규정하고 있다. 따라서 향후 보증손실이 주택담보노후연금보증계정의 적립액을 초과하게 된다면 정부 출연이 불가피하다고 볼 수 있다. 한국주택금융공사에서 매년 이루어지는 월지급금 규모 재추정 노력은 이러한 정부 출연을 사전에 방지함으로써 정부의 재정부담을 완화하기 위한 것으로 볼 수 있다.

19 참고로 2007년 이후 주택금융공사는 주택연금제도의 운영과 관련한 잠재적인 손익규모의 추정치를 발표하고 있지 않으며, 또한 이를 공식 또는 비공식적으로 정부나 국회에 제출하지 않고 있다. 이는 National Housing Act에서 미 주택도시개발부(HUD)가 정부보증 역모기지상품인 HECM과 관련해 매년 수지분석을 통해 보증기금인 MMIF(Mutual Mortgage Insurance Fund)의 안정성 분석 결과를 산출하고 의회에 제출토록 하고 있는 미국의 사례와 매우 대조적이다.

은행에서 발표하는 실제 전국 주택가격 매매지수와 주택연금 월지급금 산출모형에서 적용하였던 3.5%의 연간 주택가격 상승률을 적용한 2007년 7월 이후 주택가격 예상(가정)치를 동시에 도시한 것이다. 이 그림을 살펴보면 전국적으로는 3.5%의 적용 주택가격 상승률이 실제 주택가격 상승률을 약간 고평가하고 있는 수준이나, 수도권외의 경우 고평가의 수준이 매우 크며, 시간 경과에 따라 예상된 주택가격과 실제 주택가격 간의 차이(gap)는 점차 커지고 있는 것을 알 수 있다.

그러나 최근 이루어진 주택연금 월지급금의 조정은 적용 주택가격 상승률을 기존의 3.5%에서 3.3%로, 그리고 적용 기대금리는 기존의 7.12%에서 6.33%로 낮추는 것에 그쳤다. 그리고 이는 월지급금 산출모형에서 낮은 주택가격 상승률의 적용으로 인한 월지급금의 급격한 감소를 적용 기대금리 인하로 일정 부분 상쇄한 것으로 볼 수 있다.

주택연금이 고령자들의 노후 생활비 확보에 실질적인 도움이 되어야 한다는 정책적인 목적에 비추어 예상되는 보증손실만을 고려한 월지급금의 급격한 축소는 바람직하지 않으나, 이러한 월지급금 규모의 축소로 인해 향후 가입자들에 대해서는 손실위험이 어느 정도 감소하였으며, 동시에 기존 가입자로부터 예상되는 잠재적인 위험은 어느 정도의 수준인지에 대한 측정치가 제시됨으로써 향후 정부가 부담하게 될 금액의 규모에 대한 구체적인 정보가 제시될 필요가 있다. 아울러 이를 바탕으로 보증기금의 재원확충, 리스크 완화, 보증료율 구조의 재조정 등의 방안 또한 강구할 필요가 있다.

또한 그간 많은 연구들에서 주목하지 않았던 주택연금제도가 가진 다양한 측면에서의 위험에 대해서도 주목할 필요가 있다. 그간 대부분의 국내 연구에서는 주택가격 하락위험, 이자율 상승위험, 장수위험의 세 가지 위험요인에 대해서만 주로 주목해 왔으나, 앞으로는 주택연금이 가진 이용자와 담보주택의 특성, 그리고 이용자들의 행태적인 요인에 의해 발생할 수 있는 위험에 대해서도 충분한 주의를 기울여야 할 것으로 생각된다. 가령 상대적으로 주택이 노후화되어 있거나, 지역적 특성에 의해 주택가격 상승률이 낮을 것으로 예상되는 지역에 거주하는 고령자가 주로 가입하게 되는 역선택 문제, 대출기간 중 주택가격의 급격한 상승이 발생한 경우 늘어난 지분(equity)에 대한 재평가를 통해 월지급금을 더 받고자 하는 이용자들의 전략적 행태(strategic refinancing)의 문제, 담보주택에 대한 지분이 얼마 남지 않은 상황에서 이용자들이 주택에 대한 적절한 가치유지활동을 행하지 않음으로 인해 감가상각이 가속화되어 주택가격이 추가적으로 하락하는 수선유지위험(maintenance risk), 대출종료 후 담보주택의 매각과정에서 발생하는 제반 비용 및 낙찰가율의 급격한 변동으로 인한 회수가능금액의 추가적인 감소위

험 등은 향후 주택연금의 중요한 재무적 위험요인으로 지목될 가능성이 있다. 따라서 이러한 위험요인들이 실제로 발생하고 있는지, 그리고 만약 발생하고 있다면 어느 정도로 발생하고 있는지를 확인하기 위해 지금부터 기존 가입자들과 담보주택의 특성에 대한 주기적이고 체계적인 데이터 수집 및 관리가 이루어질 필요가 있을 것이다.²⁰

2. 재건축·재개발로 인한 비자발적 대출종료의 가능성

현 주택연금제도에서는 이용자가 재건축이나 재개발로 인해 담보주택에 대한 소유권을 상실하게 될 경우 대출 및 보증 해지 사유로 규정하고 있다. 그런데 현행 「도시및주거환경정비법」 제13조 내지 16조에 따르면 토지등소유자의 과반수 동의와 시장·군수의 승인을 통해 조합설립추진위원회의 구성이 가능하며, 조합설립추진위원회는 다시 토지등소유자의 3/4 이상 및 전체 토지면적의 1/2 이상 소유자들의 동의를 얻어 시장·군수의 인가를 받음으로써 재건축·재개발 조합의 설립이 가능하다. 그리고 다시 동법 제8조에 따르면 이렇게 설립된 조합은 조합원 과반수의 동의에 의해 스스로 또는 시장·군수, 주택공사 등 건설업자와 공동으로 재건축, 재개발 사업을 시행할 수 있도록 규정하고 있다.

따라서 현행 「도시및주거환경정비법」하에서 어떤 고령자가 일정 기간 주택연금을 이용하던 중 주변 주택·토지 소유자들의 합의에 의해 그 고령자가 소유하고 있는 담보주택이 속한 지역이 재건축 또는 재개발 정비구역으로 지정될 위험이 있으며, 이 경우 해당 고령자의 의도와는 무관하게 주택연금가입이 해지될 가능성이 존재한다. 특히 주택연금 가입 후 상당 기간이 경과한 시점에서 이러한 사건이 발생하는 경우 이용자의 입장에서 주택매각대금으로 대출원리금을 상환하고 난 뒤 잔여대금은 거의 없는 상황에 놓일 수 있는데, 이때 그 이용자는 주거·생활 안정의 측면에 있어 심각한 위협에 노출되게 된다.

아직까지 주택금융공사에서는 이러한 사건의 발생 가능성과 관련된 실제 사례의 유무나 구체적인 통계치를 제시하지는 않고 있으나, 이러한 사건이 발생할 가능성은 우리나라

²⁰ 가령 현재 한국주택금융공사에서는 주택연금 이용 담보주택의 실제 가격에 대해 주기적인 모니터링 활동을 실시하지 않고 있다. 반면, 매일 국민은행에서 발표하고 있는 주택가격매매지수는 시간이 경과함에 따라 지수 산정에 포함되는 주택의 구성이 달라짐으로써 주택연금을 이용하고 있는 개별 주택의 가격변동에 대한 추정치로서는 한계점을 가진다고 볼 수 있다. 따라서 한국주택금융공사에서는 주택연금 이용주택의 실제 가격 변화에 대한 데이터를 축적하고, 이를 전반적인 주택가격 변화와 비교해 봄으로써 위에서 언급한 것과 같은 위험요인이 발생하고 있는지의 여부에 대해 판단해 볼 수 있을 것이다.

라의 주택시장 환경하에서 상존해 있다고 볼 수 있을 것이다. 그리고 이러한 재건축·재개발과 관련한 불의의 피해가 실제로 발생할 경우 주택연금제도에 대한 사회적 평판에 부정적인 영향을 미칠 수 있으므로, 주택 재개발·재건축 사업의 시행 여부 결정에 앞서 주택연금 가입자의 유무 확인과 이주대책 마련, 담보주택의 변경에 따른 소유권의 이전 등을 강제하는 법적, 제도적 보완이 필요하다고 생각된다.

3. 소비자 편의성을 고려한 상품 다양화

현 주택연금제도는 미국의 HECM과 유사하게 설계되었음에도 불구하고 세부적인 운영방식에서 여러 가지 차이를 보이고 있다. 대표적으로 월지급금 지급방식과 관련해 매월 동일한 월지급금을 지급하는 종신지급방식과 대출한도의 일정 부분을 수시인출한도로 별도로 설정하고, 나머지 대출한도는 월지급금 형식으로, 수시인출한도 부분은 필요에 따른 목돈으로 인출할 수 있는 종신흡합방식의 두 가지를 운영하고 있다. 반면, HECM의 경우 사망시점까지 매월 동일한 월지급금을 받는 tenure 방식, 대출 약정상 정해진 일정 기간 동안만 월지급금을 받는 term 방식, 대출계약시점에 계산된 총대출가능금액의 100%까지 원하는 시점에 원하는 만큼 대출받는 line of credit 방식, 그리고 총대출가능금액 중 원하는 비율을 line of credit으로 설정하고 나머지는 종신 또는 일정 기간 동안 받는 modified tenure와 modified term 방식의 총 5가지를 운영하고 있다. 아울러 저가의 수수료만 지급하면 대출금 지급방식의 변경이 언제든지 가능하다. 즉, 현 주택연금제도의 종신행과 종신흡합형의 두 월지급금 방식은 HECM의 경우에 비추어 tenure와 (line of credit의 설정가능비율이 제한된) modified tenure의 두 방식에 해당한다. 이처럼 주택연금제도에서 대출금 지급방식에 제한을 두고 있는 것은 초기에 대출한도를 전액 소진함으로써 이후 고령자들이 생활비 부족에 시달리지 않도록 하기 위한 정책적 판단에 기초한 것으로 볼 수 있다.

그러나 이러한 정책적 고려에도 불구하고 현 월지급금 지급방식을 보다 다양화할 필요성은 존재하는 것으로 생각되는데, 가령 어떤 고령자가 자신의 주택을 담보로 이미 많은 대출을 받은 상황이며, 대출원리금 상환에 압박을 느끼고 있다면 주택연금을 통해 주거의 변동 없이 대출원리금을 모두 상환하는 것만으로도 충분히 해당 고령자의 생활 안정에 기여할 수 있다고 볼 수 있을 것이다. 그러나 현 주택연금제도하에서는 선순위 대출 상환용도의 경우 전체 대출한도의 50%만을 수시인출한도로 설정할 수 있도록 제

한하고 있는바, 선순위대출 상환과 같은 용도에 대해서는 수시인출한도의 비율을 현재 보다 높임으로써 HECM의 line of credit과 같은 방식으로 운영하는 방안을 고려해 볼 수 있을 것이다.

또한 현 주택연금제도하에서는 HECM에서의 term 방식과 같은 지급방식은 인정되지 않고 있다. 그러나 고령자들은 자신의 건강상태 등 제반 여건을 고려하여 사망시점까지 필요에 비해 부족한 금액을 동일하게 받는 것보다, 오히려 일정 기간 동안 충분한 금액의 월지급금을 받는 것을 선호할 수도 있다. 따라서 주택연금제도가 정부보증을 통해 보다 많은 월지급금이 지급될 수 있도록 설계된 것은 분명하나, term 방식의 도입과 같이 정부가 부담하게 될지도 모를 궁극적인 보증손실의 규모에 영향을 미치지 않는 부분에 대해서는 과감하게 소비자 선택의 폭과 이용의 편리성 제고를 도모할 필요가 있을 것이다.²¹

현 주택연금제도하에서는 대출한도가 공사법에 의해 5억으로 제한되어 있음으로 인해 고가의 주택을 가진 고령자들이 월지급금 산출모형의 수지상등의 원칙에 입각해 산출될 수 있는 월지급금에 비해 적게 받는 문제점에 대해서도 고민해 볼 필요가 있다. <표 8-2>를 살펴보면 75세 이상 연령대에서 보다 높은 주택가격에도 불구하고 월지급금이 증가하지 않는 구간이 존재하는 것을 알 수 있는데, 이는 주택연금을 통해 받을 수 있는 (현가화된) 총대출가능금액인 대출한도가 5억원을 넘지 못하도록 한국주택금융공사법 시행령에서 명시하고 있기 때문에 발생하는 현상이다. 그런데 이러한 대출한도의 제한은 주택소유자가 자신이 소유한 주택자산의 가치를 충분히 활용하지 못하게 하는 문제점이 있다. 물론 이러한 제한을 통해 보증기관의 입장에서 가격 변동성이 큰 고가·대형 주택에 대한 보증위험이 완화되는 효과가 있으나, 현 주택금융공사법상 대출한도 제한이 본래 중저가의 주택구입자들을 지원하기 위한 것이고, 주택연금제도에서의 위험완화를 목적으로 한 것이 아니므로 그 취지에 비추어 동 대출한도규정을 주택연금제도에 준용하는 것은 바람직하지 않다고 볼 수 있을 것이다. 따라서 현 주택연금 월지급금 산출모형에서 대출한도의 제한은 폐지 또는 완화하는 것이 바람직한 것으로 생각된다.

21 실제로 현 한국주택금융공사법 시행령의 제3조의 2에서는 대출금 지급방식으로 '주택소유자가 선택하는 일정한 기간 동안 노후생활자금을 매월 지급받는 방식'이 가능함을 규정하고 있는바, 법적인 문제점은 없다고 볼 수 있을 것이다.

4. 보증료율 구조의 개선

현 주택연금제도에 가입하는 경우 이용자가 직접적으로 지출하게 되는 비용은 근저당권 설정비, 이용자 요청에 따른 감정평가수수료 정도에 불과하다. 그러나 일단 주택연금제도에 가입하게 되면 가입 신청시점을 기준으로 한 주택가격의 2%에 해당하는 만큼을 초기보증료로 대출원리금에 산입하게 되며, 매월 월지급금의 지급이 이루어지는 시점에 월보증료(0.5%/12)와 대출이자(전회차 대출원리금잔액에 당회차 월지급금 실행액이 합산된 금액을 기준으로 산정)가 부과되므로 가입 후 얼마 되지 않은 시점에서 가입 해지를 하려고 하는 이용자의 입장에서는 초기 비용이 상당한 수준에 이르게 된다. 실제로 한국주택금융공사에서 2010년에 수행한 주택연금수요조사 결과에 따르면 주택연금 가입 문의를 한 고령자 205명 중 보증료를 포함한 비용부담이 주택연금제도의 가장 큰 단점이라고 응답한 사람의 비율이 23.4%에 달하는 것으로 나타난다.²² 특히 이는 앞서 언급한 바와 같이 뜻하지 않은 사건의 발생으로 인해 이용자가 주택연금 가입 해지를 해야 하는 상황에서 보다 심각한 문제일 수 있다.

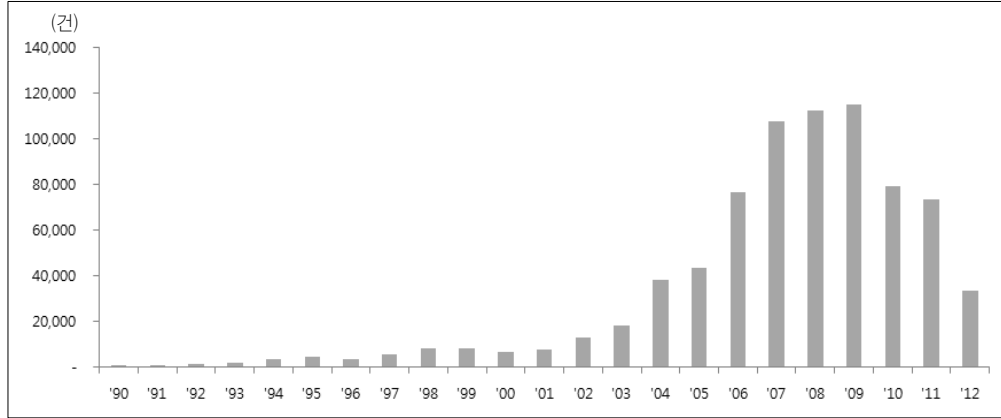
참고로 현 초기보증료 2%와 연보증료 0.5%는 2006년 당시 정부에서 제시한 「역모기지 활성화 방안」에서 제시된 요율 구조를 따른 것으로 그에 대한 논리적 근거는 약하다고 볼 수 있다. 또한 현 주택연금제도에서 제시하고 있는 월지급금 테이블의 구조를 유지하면서도 수지상등을 만족하는 보증료율 구조를 설계하는 것이 전혀 불가능한 것도 아니다. 따라서 가입기간에 따라 비용부담이 비례적으로 증가할 수 있는 보증료율 구조를 설계·적용하는 방안에 대해 고민해 볼 필요가 있다고 생각된다.

제5절 미국 정부보증 역모기지제도의 최근 운영 현황 소개

1987년 Housing and Community Development Act의 제정으로 1989년에 처음으로 연방주택청(Federal Housing Administration: FHA)이 보증하는 HECM이 도입된 이후 미국의 역모기지시장은 저금리와 높은 주택가격 상승률로 인해 괄목할 만한 성장추세를 보여 왔다. 특히 지난 2009년에는 주택가격에 대한 평가한도(Maximum Claim Amount)를 41만 7천달러에서 62만 5,500달러로 인상하고, 대출 초기의 제반 수수료에

22 한국주택금융공사 홈페이지(www.hf.go.kr) 참조.

[그림 8-8] HECM 연도별 신규 판매건수



주: 2012년도는 2012년 4월까지의 실적임.
 자료: 미국 National Reverse Mortgage Lenders Association.

대한 상한액을 6천달러로 제한하는 등의 입법조치가 이루어지면서 한 해 동안 114,692 건의 신규 가입이 이루어지는 등 미국 역모기지시장은 급성장하는 모습을 보였다.

그러나 2008년 글로벌 경제위기 이후 주택가격의 하락으로 인한 이용 가능 지분(equity)의 감소와 2009년 이후 몇 차례 이루어진 대출금의 축소 등 일련의 조치로 인해 이전에 비해 신규가입은 감소한 것으로 나타나고 있다.²³ 하지만 2009년 American Housing Survey에 따르면 가구주의 연령이 65세 이상인 가구가 18.5백만 가구에 달하고, 이 중 16.3백만 가구가 잠재적인 HECM 수요자로 추정되고 있다. 또한 Joint Center for Housing Studies of Harvard University에 따르면 2010년부터 2020년 사이에 65세부터 75세 가구가 6.5백만 가구나 증가할 것으로 전망되고 있다(HUD[2012]). 따라서 앞으로도 미국 역모기지시장은 지속적으로 확대될 것이며, HECM 역시 계속해서 안정적인 노후소득 보장수단으로 주목받을 것으로 예상된다.²⁴

23 참고로 2008년 이전에는 전체 미국 역모기지시장에서 HECM이 차지하는 비중이 약 85% 정도였으며, 민간 역모기지는 15% 정도의 비중을 차지하였다. 그러나 경제위기 이후 상당수의 역모기지 이용 고령자들의 소득수준이 악화되어 재산세와 주택 관련 보험료 등을 지불하지 못하는 기술적 부도(technical default) 상황에 빠지게 되었고, 대출원리금 회수를 위한 주택압류 등의 과정에서 민간 대출기관들에 대한 부정적인 평판이 확산되면서 2011년에 Bank of America, Wells Fargo 등 대형 은행들이 역모기지시장에서 철수하였다(노진호 외[2011]). 그 결과 현재 민간 역모기지 대출은 전체 대출의 약 2% 정도에 불과한 것으로 알려져 있다(HUD[2012]).

24 한편, 2013년부터 HECM의 연간 대출건수에 대한 제한이 없어지게 된다. 이것은 미 의회가 HECM이 가진 고령자들의 노후소득 보장수단으로서의 중요성을 인정한 결과이다. 따라서 앞으로 미국 고령자들의 HECM 이용은 더욱 확대될 것으로 예상된다.

한편, 현 우리나라의 주택연금제도는 2007년 제도 도입 당시 HECM의 주요 부분을 벤치마킹하여 설계됨으로써 기본적인 월지급금 산출 원리와 제도 운영의 측면에 있어 대단히 유사한 구조로 되어 있다. 그런데 지난 2008년의 세계 경제위기 이후 HECM은 여러 가지 제도적 변화를 보이고 있는바, 그 배경과 주요 내용을 살펴봄으로써 향후 주택연금제도의 운영방향과 관련한 유용한 단서를 얻을 수 있을 것으로 생각된다.

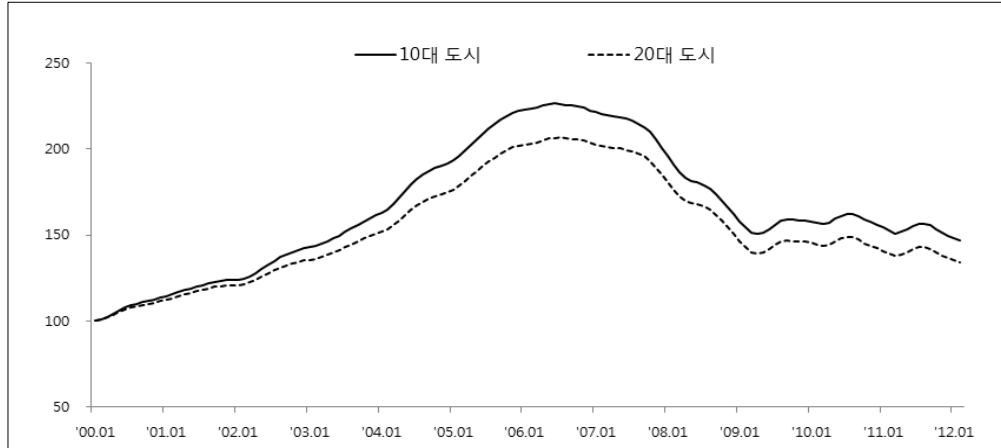
1. 리스크 관리의 강화

2008년 경제위기 극복을 위해 제정된 Housing and Economic Recovery Act에 의해 2009년의 대출 실행건들부터는 HECM의 보증재원이 기존의 GIF(General Insurance Fund)에서 MMIF(Mutual Mortgage Insurance Fund)로 바뀌었으며, HUD와 FHA가 공동 참여하는 리스크 관리기구로서 Office of Risk Management and Regulatory Affairs가 설치되었다. 또한 기존에 National Affordable Housing Act에서 규정하고 있던 기금 안정성 분석에 대한 법적 의무가 MMIF의 설치근거법인 National Housing Act로 확대 적용되면서 HECM에 대한 기금안정성 점검이 매년 독립적인 전문기관에 의해 수행되게 되었는데, 이 검증 결과에 기초해 2009년에 대출한도비율인 PLF(Principal Limit Factor)를 2010년 대출건들부터 약 10% 가량 축소하는 조치가 취해졌으며, 2010년에는 다시 2011년 대출건들부터 PLF를 약 10~15% 축소하는 한편 보증료율 체계를 조정하는 조치가 이루어졌다.

이에 관해 좀 더 자세히 살펴보면, 우선 HECM에 대한 보증기관 입장에서의 리스크를 가장 크게 좌우하는 대출한도비율을 줄이게 된 것은 최근 미국 주택시장이 좀처럼 예전의 가격수준을 회복하지 못함으로써 대규모 손실이 현실화된 것이 원인이 된 것으로 볼 수 있다. 참고로 다음의 [그림 8-9]는 1990년 1월부터 2012년 2월까지 미국 10대 도시와 20대 도시에 대한 Case-Shiller 주택가격지수를 도시한 것으로, 미국 주택시장이 2006년 말에 고점을 기록한 후 좀처럼 침체를 벗어나지 못하고 있음을 확인할 수 있다. 그리고 이러한 주택시장 침체의 장기화로 인해 2010년의 HECM의 기금 안정성 분석에서는 2010년 말까지 MMIF로부터 HECM 계정으로 1,748백만달러의 자금보전이 필요한 것으로 추산되었으며, PLF의 축소가 이루어진 2011년에도 다시 535백만달러의 추가 지원이 필요한 것으로 분석됨으로써 PLF의 축소가 이루어지게 된 것이다.²⁵ 참고로

25 자세한 내용은 HUD(2010, 2011)의 section III를 참조.

[그림 8-9] 미국 주택가격지수(Case-Shiller Home Price Indices) 동향



자료: S&P.

<표 8-13> 미국 HECM의 PLF 조정내용

가입연령	대출 기대금리	2009년 이전 PLF	2010년 PLF	2011년 이후 PLF
65	5.50%	0.649	0.584	0.569
	7.00%	0.489	0.44	0.428
	8.50%	0.369	0.332	0.326
75	5.50%	0.732	0.659	0.636
	7.00%	0.609	0.548	0.516
	8.50%	0.503	0.453	0.425
85	5.50%	0.819	0.737	0.703
	7.00%	0.738	0.664	0.606
	8.50%	0.66	0.594	0.531

자료: HUD(2011).

<표 8-13>은 2009년부터 2011년까지 PLF의 조정내용을 요약한 것이다.

아울러 2011년부터는 2010년도의 기금 안정성 분석에 사용된 개선된 대출종료확률모형(loan termination model)에 기초하여 기존의 보증료율 체계를 기존의 초기 2%, 연 0.5%에서 초기 2%, 연 1.25%로 변화시켰는데 이 역시 MMIF로의 현금유입을 확대함으로써 기금건전성을 제고하기 위한 조치의 일환으로 이루어진 것이다.

현재 HUD에서는 이러한 PLF의 축소와 연보증료율의 인상으로 MMIF에 대한 정부의 예산 지원은 필요 없을 것으로 예상하고 있으나, 이러한 예상이 2012년 이후 전반적인

주택시장 상황이 개선될 것이라는 가정에 기초하고 있기 때문에 앞으로도 주의 깊은 모니터링이 필요하다고 볼 수 있다.

2. 소비자 편의를 고려한 신상품의 개발

최근 HECM의 신상품 도입과 관련해 주목할 만한 점으로 2009년에 주택구입자금 용도의 HECM 대출상품인 HECM for Purchase가 도입된 것과 2011년부터 기존의 표준적인 HECM 대출상품(Standard HECM)에 더하여 초기보증료를 크게 낮춘 HECM Saver라는 신상품이 도입된 것을 들 수 있다.

먼저 HECM for Purchase는 구입예정인 주택을 담보로 HECM 대출을 받은 뒤 대출금으로 해당 주택을 구입할 수 있도록 허용한 것이다. 이 상품의 도입 이전에는 어떤 고령자가 여유자금이 부족한 상태에서 현재의 주택보다 생활하기 좋은 보다 고가의 주택을 구매한 뒤 이를 담보로 HECM을 이용하고자 하는 경우, 우선 금융기관으로부터 대출을 받아 그 주택을 구매한 다음, 새로 구입한 주택을 담보로 HECM에 가입하고, HECM을 통해 받은 대출금으로 앞서 받은 주택구입용도의 대출금을 상환하는 여러 단계의 과정을 거쳐야만 했다. 그러나 HECM for Purchase의 도입으로 위와 같은 상황에 처한 고령자들이 HECM을 통해 미리 자금을 확보하여 주택을 구입할 수 있게 됨으로써, HECM 대출과 주택구입이 한 번에 이루어지고 거래비용 역시 줄어드는 효과를 볼 수 있게 되었다. 아래의 <표 8-14>는 2009년부터 2011년까지 HECM for Purchase의 판매실적을 나타낸 것인데, HECM의 판매실적이 예전에 비해 줄어든 가운데 HECM for Purchase의 실적은 증가하여 전체 HECM 판매건수에서 그 비중이 조금씩 증가하고 있음을 확인할 수 있다.

그리고 HUD에서는 2010년에 미국 내 역모기지 대출산업에 종사하는 전문가들과의

<표 8-14> 2009년 이후 HECM for Purchase의 판매실적

(단위: 건)

상품 유형	2009	2010	2011 ¹⁾
HECM for Purchase	559	1,389	1,069
Standard HECM	114,097	77,384	55,390
합 계	114,656	78,773	56,459

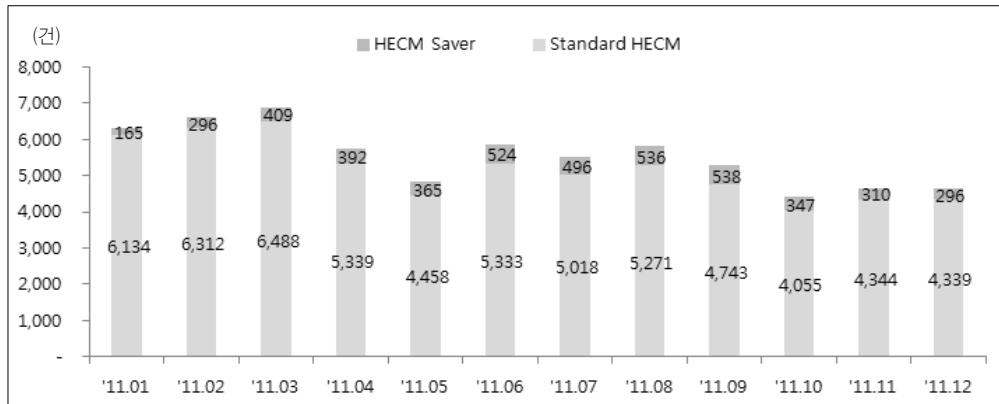
주: 1) 2011년은 2011년 6월 말까지를 기준으로 한 것임.
자료: HUD(2011).

〈표 8-15〉 표준 HECM과 HECM Saver의 PLF 비교

기대금리	대출 시작시점의 가입자 연령					
	65		75		85	
	Standard HECM	HECM Saver	Standard HECM	HECM Saver	Standard HECM	HECM Saver
5.50%	0.569	0.468	0.636	0.508	0.703	0.554
7.00%	0.428	0.316	0.516	0.376	0.606	0.443
8.50%	0.326	0.192	0.425	0.264	0.531	0.341

자료: HUD(2011).

〈그림 8-10〉 HECM Saver의 판매실적(2011년 중)



자료: FHA.

공동 프로젝트를 통해 초기보증료와 대출한도(PLF)를 함께 낮춘 HECM Saver라는 대출상품을 2011년부터 시장에 내놓았다. HECM Saver는 기존의 표준 HECM에 비해 연보증료율은 1.25%로 동일하나, 초기보증료율은 0.01%로 크게 낮으며, 대출한도비율인 PLF 역시 위의 〈표 8-15〉에서 보듯 기존의 HECM에 비해 크게 낮게 적용되고 있다.

이러한 HECM Saver가 도입된 것은, 많은 생활비가 필요하지 않은 고령자들도 필요한 자금을 HECM을 통해 조달할 수 있도록 하는 한편, 조만간 이사 등으로 가입해지를 할 가능성이 있다고 판단되는 고령자들이 큰 초기비용부담 없이 HECM을 이용할 수 있도록 하기 위함이다. HECM Saver의 도입 이후 2011년 한 해 동안 HECM Saver의 판매건수는 총 4,674건으로 연간 HECM 판매건수의 약 7% 정도를 차지하고 있는 것으로 나타나고 있다.

3. 소비자 보호장치의 강화

앞서 서술한 강화된 리스크 관리조치와 더불어 최근 HUD에서는 고령인 HECM 이용자들을 보호하기 위한 다양한 조치를 마련해 오고 있다. 특히 HECM을 이용하려는 고령자들을 속여 저가의 주택을 고가에 매입토록 하는 등의 사기사건²⁶이 발생함에 따라 역모기지 대출 상담사들에게 개선된 상담 매뉴얼을 배부하는 한편, 상담사 교육을 강화함으로써 이들이 사전에 고령자들에게 역모기지 대출절차에 관한 충분한 정보를 제공할 수 있도록 하고 있다. 그리고 최근에는 HUD에서 Neighbor Works America에 자금을 제공하여 표준적인 상담사 자격시험을 마련토록 하는 한편, 예비상담사들에게 월지급금 계산기 사용방법 등에 대한 충분한 훈련이 이루어질 수 있도록 하고 있다.

한편, 2008년도 이후 주택가격 하락과 경기침체로 인해 추가대출여력 및 재정상황이 악화된 고령자들이 재산세 등을 연체함으로써 담보주택이 압류되고 그로 인해 역모기지 대출이 강제 종료되는 사건들이 발생하고 있다.²⁷ 최근 FHA는 이러한 문제점을 완화하기 위해 대출기관들에게 연체가 지속 중인 경우에도 최대 2년까지 대출을 종료하지 않도록 가이드라인을 제시하는 한편, National Reverse Mortgage Lender Association과 다섯 개 역모기지 상담 전문기관 소속의 125명의 상담사들로 구성된 상담 전문기구를 설치, 이들 상담사들이 연체 중인 고령자들과의 개별상담을 통해 그들의 재정상태에 대한 현실적인 분석과 대안을 제시할 수 있도록 하였다. 그리고 2010년에는 이들 기관에 총 3백만달러의 자금을 긴급 수혈하여 부도상태에 빠진 고령자들을 구제하는 조치를 취하기도 하였으며, 최근에는 월지급금 축소를 통해 연체금 상환이 가능한 경우를 선별, 대출기관들이 2012년 4월까지 이러한 건들에 대해 대출조건에 대한 재계약을 맺도록 유도하고 있다. 아울러 지난 2011년 3월에는 이미 대출한도가 대부분 소진되어 재계약을

26 최근 발생한 가장 전형적인 사기사건의 유형은 압류상태에 있거나 급매물로 나온 주택을 저가에 매입한 후 이를 역모기지를 이용하려는 고령자들에게 고가로 판매하는 것이다. 아울러 자녀들이 부모 대신 역모기지 대출을 신청한 뒤 대출금을 개인적으로 사용하거나, 부모 사망 이후에도 사망신고를 하지 않고 대출금을 지속적으로 수취하는 등의 사건이 발생한 것으로 알려져 있다. 좀 더 자세한 내용에 관해서는 김정주(2012)를 참조.

27 미국 HECM의 경우 고령자가 재산세 등을 납부하지 못하는 경우 대출금융기관이 역모기지 이용자의 잔여대출한도로부터 대신 세금을 납부토록 하고 있다. 아울러 잔여대출한도가 존재하지 않는 경우 일단 대출금융기관이 이들 세금을 납부한 뒤 역모기지 이용자에게 구상할 수 있으며, 만약 이용자가 대납한 금액을 상환하지 못하는 경우에는 대출종료와 함께 담보주택에 대한 압류가 가능하다. 2012년 2월 현재 약 13,000명의 HECM 이용자들이 이러한 기술적 부도상태에 놓여 있는 것으로 추정되고 있다. 좀 더 자세한 내용은 www.reversemortgage.net의 “HUD Issues Reverse Mortgage Default Guidance”(보도자료)를 참조.

통한 연체액의 상황이 곤란한 이용자에게 대해 대출원리금 잔액과 현 주택가격의 95% 중 적은 금액으로 주택을 매각하거나 주택에 관한 모든 권리를 대출금융기관에 전부 양도(signing a deed in lieu of foreclosure)함으로써 부도상황에서 벗어날 수 있도록 허용하는 조치를 취하기도 하였다.

제6절 소결 및 주택연금제도의 발전을 위한 제언

앞서 살펴본 바와 같이 2007년 도입 이후 심화되는 고령화 추세에 더하여 정부와 주택금융공사의 적극적인 홍보활동, 소비자 편리를 고려한 제도개선 등으로 판매건수가 급속히 증가함으로써 주택연금제도는 이미 고령자들의 안정적인 소득확보수단으로 자리 잡아 가고 있는 상황이다. 그러나 동시에 이러한 판매건수의 증가로 인해 향후에 공사와 정부에서 부담해야 할 잠재적인 손실 또한 커질 가능성이 있다. 최근 수도권을 중심으로 한 국내 주택시장의 침체는 이러한 우려를 높이고 있는 요인이다. 실제로 역모기지 보증기금에의 예산투입 등 미국의 사례는 이러한 가능성이 현실적인 문제이며, 주택연금제도와 관련해서도 지금부터 잠재적인 위험요인의 식별, 향후 발생 가능한 손실규모에 대한 면밀한 추정, 그에 기초한 보증재원의 확충방안 마련 등 안정적인 제도운영을 위한 기반을 마련할 필요가 있음을 말해준다.

그리고 경제위기 이후 악화된 고령자들의 경제상황, 그리고 재건축·재개발 등과 관련한 우리나라 주택시장의 특성으로부터 발생할 수 있는 고령자 입장에서 법률적 리스크에 대한 고려도 함께 이루어질 필요가 있다. 현재 주택연금제도에서는 고령자의 의도와 무관하게 담보주택이 재건축 또는 재개발 지구에 포함될 경우 주택연금 대출금의 지급정지 및 보증해지 사유에 해당하는바, 이는 향후 주택연금제도의 평판에 대한 위험요인으로 작용할 가능성이 있다. 또한 현 주택연금제도에서는 고령자가 대출기간 중 미납한 세금 등으로 인해 대출종료 후 주택매각 등의 과정에서 발생할 수 있는 법률적·절차적 문제와 함께 회수가능금액의 측면에서 추가적인 손실요인은 없는지 살펴볼 필요가 있다.²⁸

²⁸ 주택연금제도의 경우 이용자가 세금을 납부하지 못하는 경우에도 금융기관이 이를 대납할 의무가 없기 때문에 각주 27에서와 같은 사건이 발생할 여지는 없을 것으로 생각된다. 그러나 한국주택금융공사법 제43조의 4에 의하면 1) 국세(지방세)기본법에서 규정하고 있는 조세채권, 2) 근로기준법과 근로자퇴직급여 보장법에 따른 임금, 재해보상금, 퇴직금 채권 등이 발생하여 주택매각대금 중 일부를 회수하지

주택연금제도 이용자들의 편리성 제고를 위해 보다 세련된 형태의 신상품을 개발하는 문제도 중요한 과제로 생각된다. 대출한도의 완화, 지급방식의 다양화와 같이 대출금의 이용과 관련한 이용자 입장에서 선택의 폭을 넓혀줄 필요가 있다. HECM의 사례에서 보듯 주택연금제도의 비용구조를 재설계함으로써 이용자들에게 대한 주거이동에 대한 제약을 최소화하는 것도 매우 중요한 문제이다. 특히 주택실물자산의 장기적 안정성이 보장되기 어려운 우리나라 주택시장의 환경 속에서 고령자들의 불가피한 주거지 이동 필요성이 발생할 수 있는바, 이러한 가능성을 다각적으로 고려한 신상품의 개발이 이루어질 필요가 있다.

주택연금 이용자가 60세 이상의 고령자라는 측면에서 이들에 대한 보다 강화된 정보 제공과 상담서비스가 이루어지는 것도 중요한 과제일 것으로 생각된다. 미국 역모기지 사기사건의 사례에서 보듯 주택연금을 이용하고자 하는 고령자들에게 저가의 주택을 고가에 판매하는 등의 사기사건은 향후 주택연금제도의 경우에도 발생할 수 있다. 따라서 담보로 제공코자 하는 주택에 대한 신뢰성 있는 가격정보, 그리고 대출 및 보증을 위해 이용자가 따라야 할 절차에 대한 간략하면서도 정확한 정보가 사전에 고령자들에게 충분히 제공될 필요가 있다.

우리나라의 미흡한 현 공적연금 시스템하에서 주택연금제도는 많은 고령자들에게 안정적인 현금흐름을 제공하는 중요한 소득확보수단으로 기능하게 될 것이다. 그러나 그와 동시에 이 과정에서 발생할 수 있는 정부 차원에서의 재정부담, 우리나라의 주택시장이 가진 특수성으로부터 파생되는 법률적 분쟁 가능성, 고령의 이용자들이 가진 특성들로부터 기인하는 제도 운영 차원에서의 여러 가지 문제들에 대해서도 충분한 고려가 이루어질 필요가 있다. 제도 시행 이후 만 5년이 경과한 현 시점에서 동 제도가 가진 사회적·정책적 중요성과 더불어 파생될 수 있는 문제점들을 고려한 보다 철저한 관심과 준비가 필요한 시점임을 지적하며 글을 마무리하고자 한다.

못하는 경우 채무자의 다른 재산이나 상속인 등에 대해 추가적인 청구를 할 수 있도록 하고 있다. 따라서 주택연금제도와 관련해서는 조세채권 등이 존재하는 경우 주택매각과정에서 발생할 수 있는 법률적 문제점, 이로 인한 미회수금액분에 대한 공사 입장에서의 실제 구상 가능 여부, 그리고 이용자들의 도덕적 해이로 인한 추가적인 손실 발생 가능성 등에 대해서 주의를 기울일 필요가 있는 것으로 생각된다.

참고문헌

- 김병덕, 「고령화 진전에 따른 정책과제」, 『금융동향: 분석과 전망』, 제21권 제1호, 한국금융연구원, 2011. 4.
- 김정주, 「미국 역모기지제도(HECM) 집행분석과 한국에의 시사점」, 서울대학교 대학원, 2007. 8.
- _____, 「미국 역모기지시장의 동향과 국내에 시사하는 점」, 『Nheri 주간 브리프』, 농협경제연구소, 2012. 5.
- 노진호 외, 「미국 역모기지시장 변화와 시사점」, 『주간하나금융포커스』, 제1권 제14호, 하나금융경영연구소, 2011. 7.
- 대한상공회의소, 「국내 실버산업의 성장성 전망: 미·일과의 비교」, 2006. 7.
- 마승렬, 「역모기지의 VaR 추정 및 리스크 완화방안」, 『리스크관리연구』, 제17권 제2호, 한국리스크관리학회, 2006.
- 박재경, 「2010년도 주택연금 수요실태조사」, 『주택금융월보』, 제73호, 한국주택금융공사, 2010. 9.
- 손재영 편, 『한국의 부동산금융』, 건국대학교출판부, 2008. 8.
- 이병희·강기우, 「고령친화산업의 현황과 과제」, 『한은조사연구』, 2007. 5.
- 재정경제부, 『역모기지 활성화 방안』, 2006. 2.
- 최형석, 「안정적인 노후생활을 위한 주택연금 활성화 방안」, 『주택금융월보』, 제91호, 한국주택금융공사, 2012. 2.
- 통계청, 『2010 인구주택총조사』, 2011.
- _____, 『장래인구추계: 2010~60년』, 2011. 12.
- 한국주택금융공사, 『주택연금 공급현황 및 분석』, 2012. 3.
- U.S. Department of Hosing and Urban Development, *An Actuarial Analysis of FHA Home Equity Conversion Mortgage Loans In the Mutual Mortgage Insurance Fund Fiscal Year 2009*, 2009. 10.
- _____, *An Actuarial Analysis of FHA Home Equity Conversion Mortgage Loans In the Mutual Mortgage Insurance Fund Fiscal Year 2010*, 2010. 10.
- _____, *An Actuarial Analysis of FHA Home Equity Conversion Mortgage Loans In the Mutual Mortgage Insurance Fund Fiscal Year 2011*, 2011. 10.
- _____, “Oversight of the Federal Hosing Administration’s Reverse Mortgage

Program for Seniors,” Written Testimony of Charles Coulter, Deputy Assistant Secretary for Single Family Housing U.S. Department of Housing and Urban Development (HUD), Hearing before the House Financial Services Committee Subcommittee on Insurance, Housing and Community Opportunity, 2012, 5.

제9장

PF 대출

강 민 석 (KB금융지주)

최 은 영 (우리은행)

황 규 완 (삼성물산)

제1절 개 관

1. 개 요

프로젝트 파이낸싱(Project Financing: PF)은 특정 프로젝트로부터 발생할 미래의 현금흐름만을 대출원리금 상환재원으로 보고, 프로젝트의 유·무형의 자산을 담보로 하여, 별도로 설립된 프로젝트 회사에 자금을 공급하는 자금조달기법을 의미한다. 프로젝트 파이낸싱은 시행사나 시공사 등 기존 개발사업자에 대한 자금공여가 아닌 해당 프로젝트에 책임 및 권한이 한정된 자금조달을 수행한다는 특징이 있다.

국내에서 프로젝트 파이낸싱은 외환위기를 기점으로 하여 다양한 금융기법과 결합하면서 진보하였다. 외환위기 이전에는 PF가 사업간접자본을 대상으로 하는 대형프로젝트에만 적용되었으나 외환위기를 기점으로 민간 부동산 개발사업의 자금조달기법으로 자리를 잡았다.

2000년대 이후 국내 주택개발사업의 주된 자금조달방식은 프로젝트 파이낸싱을 활용한 사업방식이다. 프로젝트 파이낸싱을 통한 자금조달은 외환위기를 기점으로 한 자금시장의 변화가 큰 영향을 미쳤다. 외환위기 이전 국내 주택개발사업은 시공사의 자체사업 방식이 주를 이루고 있었으며, 따라서 시공사가 토지매입부터 사업 전반의 위험을 모두 부담하는 구조였다. 그러나 외환위기 당시 자금의 유동성이 문제가 되면서 많은

건설사들이 도산하였으며, 정부 역시 건설사의 과도한 부채비율을 규제하기 시작하였다. 이러한 상황에서 주택개발사업은 시행과 시공을 분리한 현재의 사업구조방식으로 변화되어 왔으며 부족한 시행사의 자본력을 보완하기 위해 시공사가 신용보강을 하는 구조의 독특한 PF 구조가 생겨났다.

또한 자산유동화증권(Asset-Backed Securities: ABS), 자산유동화 기업어음(Asset-Backed Commercial Paper: ABCP), 리츠, 펀드 등 부동산 개발과 관련된 다양한 자금 조달수단이 마련되었으며, 부동산신탁 등 시행과 시공을 분리하기 위한 다양한 구조가 시도되었다. 이러한 시장의 환경 변화는 프로젝트 파이낸싱이 부동산시장에 적극 활용되는 기반으로 작용했다.

그러나 현재의 개발사업구조 역시 지속적으로 변화의 환경에 노출되어 왔다. 2007년 이후 미분양아파트 적체로 인한 건설사 및 금융권의 끊임없는 부실에 대한 위협은 또 다른 형태의 사업구조로의 변화에 대한 압박으로 작용하고 있다. 리스크 부담이 많았던 건설사의 유동성이 다시 사회적인 이슈로 부각되었으며, 저축은행을 포함한 금융권의 부실 우려가 대두되었기 때문이다. 또한 2011년 국내에서 본격적으로 시행되고 있는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)은 PF시장에 큰 영향을 미칠 것으로 예상되며, 이러한 사회적인 상황은 PF사업구조의 변화를 예고하고 있다.

2. 현황

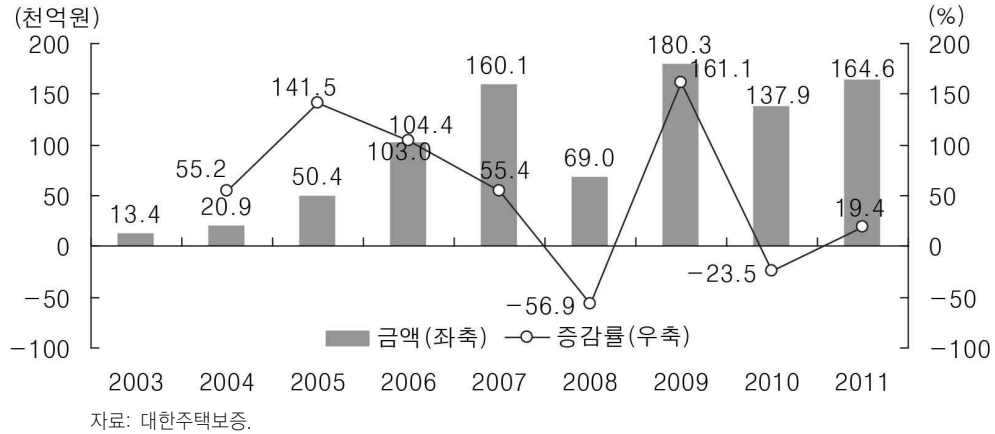
외환위기 이후 주택시장이 호황을 누리고 주택매매가격이 큰 폭으로 상승하면서 부동산 개발사업과 관련된 PF(이하 부동산 PF)의 규모 역시 크게 증가하였다.

주택사업의 PF 대출실적을 보면, 2003년에는 1조 3천억원 수준에 불과했으나 2007년에는 16조원으로 대출규모가 10배 이상 증가하였다. 미분양 적체로 인해 2008년에는 69조원 수준까지 감소하였으나 이후에도 신도시 개발사업 진행으로 인한 공공부문의 물량 증가로 여전히 높은 수준의 발행실적을 나타내고 있다.

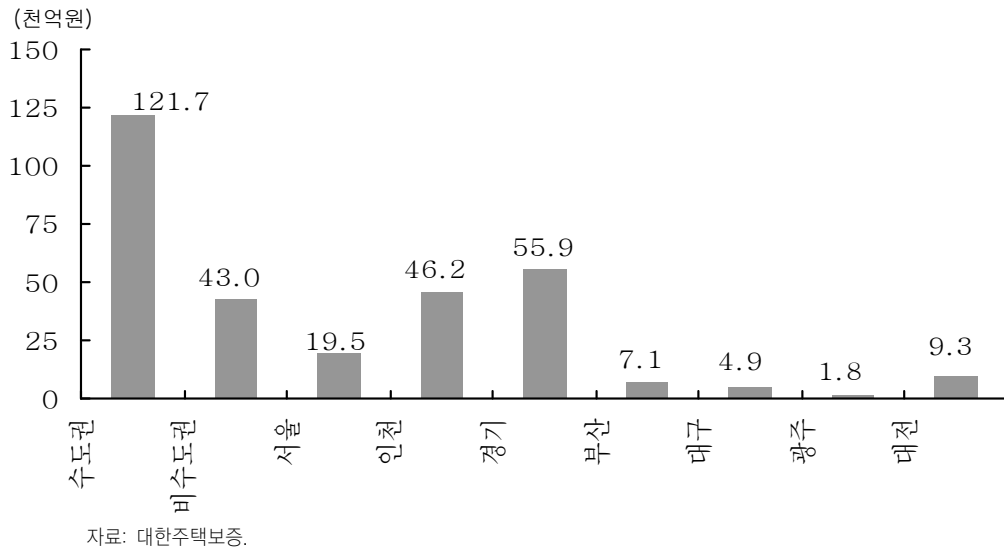
2011년 지역별 발행규모를 보면 수도권이 매우 높은 비중을 차지한다. 수도권에는 2011년 PF 대출실적인 164조원의 약 74%가 집중되어 있다. 최근 수도권 공급물량이 많았던 원인도 있지만, 토지비를 포함한 사업규모가 수도권 지역이 압도적으로 크기 때문이다.

PF를 통한 자금조달방식은 2000년대 주택사업의 원활한 물량 공급에 기여하였으며,

[그림 9-1] 대한주택보증 PF 발행실적



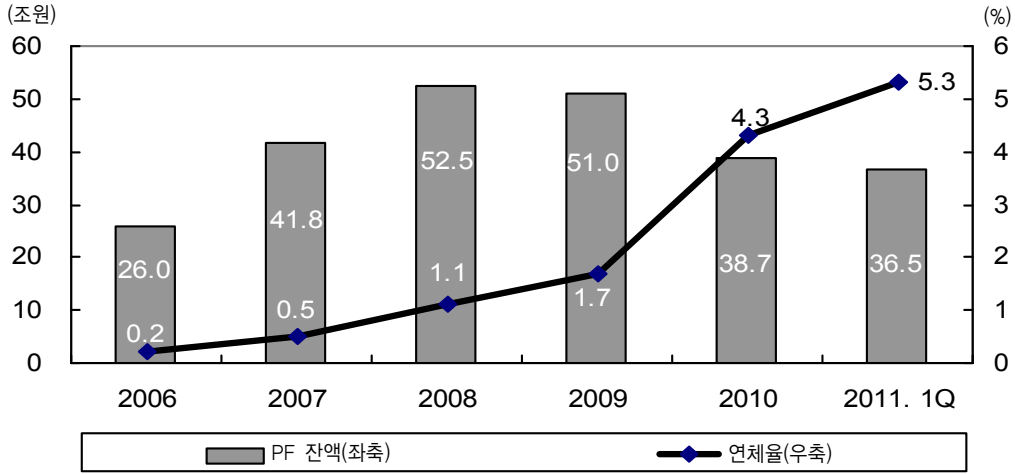
[그림 9-2] 대한주택보증 PF 발행실적(지역별)



다소 변형되기는 했지만 주택금융방식의 선진화에도 기여했다고 볼 수 있다. 그러나 시장 호황기에 과도한 물량 공급을 부추겼을 뿐 아니라, 리스크 관리 측면에서 심각한 문제점을 드러냈다. 특히 2007년부터 미분양아파트가 적체되면서 시장의 불안요인으로 집중적인 조명을 받아왔다.

금융권의 PF 대출시장 현황을 살펴보면, 잔액은 감소하고 있으나 대출 연체율은 급등해 왔다. 금융권의 PF 대출잔액은 2009년 상반기를 기점으로 지속적으로 감소하여

[그림 9-3] 시중은행 PF 대출 및 연체율



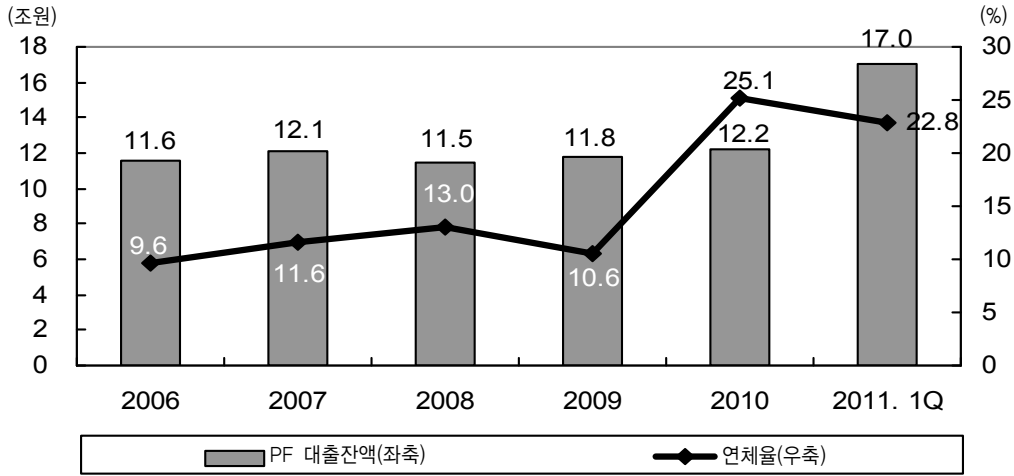
자료: 금융감독원.

2010년 말에는 67조원 수준까지 감소하였으며, 제1금융권은 2009년 상반기의 54조원에서 2010년 말에는 39조원으로 감소하였다.

반면, 연체율은 2010년을 기점으로 크게 상승했다. 주택공급이 급격하게 위축되면서 비교적 상품성이 있는 미분양아파트는 소진된 반면, 소위 말하는 ‘악성 물건’만 남았기 때문이다. 금융권의 연체율은 2008년 상반기까지 3.6%에 불과하였으나 2010년에 급증하여 12.9%까지 상승하였으며, 제1금융권 역시 2010년 연체율이 4.3%까지 상승하였다. 저축은행은 연체율이 더욱 가파르게 상승하고 있다. 2006년도 이후 저축은행의 PF 대출잔액은 11조~12조원 수준, 연체율은 9~10% 수준이었으나 2010년에는 25.1%로 전년 대비 2배 이상 상승하였다. 저축은행의 PF 대출은 총대출에서 차지하는 비중이 높는데다, 사업승인 이전 자금조달 용도의 브릿지론의 비중이 높아 상대적으로 PF 부실위험에 크게 노출되어 있기 때문이다.

PF로 인한 금융권의 부실은 2011년을 계기로 다소 진정되고 있다. 국내 상위 10개 저축은행의 부동산 PF 대출잔액이 2010년 말 3조 966억원에서 2011년 말에는 1조 8,092 억원으로 42%나 감소하였다. 그러나 PF 부실로 인해 저축은행 사태는 매우 심각했다. 2010년 말 기준 5대 저축은행은 2012년 5월 기준으로 모두 영업을 정지된 상태이다. 영업정지를 당한 상위 5개 저축은행의 경우 PF 대출을 포함한 부동산 관련 대출이 절반이 넘으며, 주택경기 침체로 인해 총체적인 부실을 피할 수 없었기 때문이다. 저축은행이

[그림 9-4] 저축은행 PF 대출 및 연체율



자료: 금융감독원.

PF시장에서 사업 초기 자금조달 역할을 했다는 점을 감안하면 기존 사업구조의 변화는 불가피해진 셈이다.

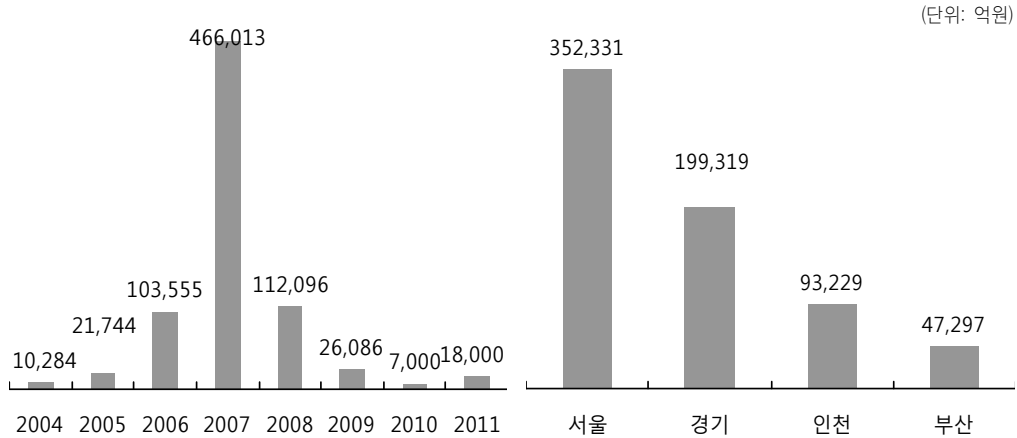
정부에서는 2007년 이후 PF시장의 위험성을 인지하고 미분양아파트 유동화 등 건설사의 자금 유동성 확보를 위한 다양한 대책을 발표하였으며, 건설사의 공급물량 조절, 지방주택경기의 회복에 힘입어 건설경기는 어느 정도 연착륙에 성공한 것으로 판단된다. 그러나 여전히 대규모 PF사업의 부진, 악성 미분양 등으로 인해 PF 부실로 인한 여파는 상당 기간 지속되고 있는 실정이다.

특히 최근 공모형 PF사업에 대한 우려가 커지고 있다. 주택사업의 정점인 2006년 이후 본격화된데다 사업규모가 매우 크기 때문이다. 또한 금융비용과 토지 연체금, 막대한 추가손실 등으로 해당 프로젝트 참여자(시공사, 금융기관, 공공기관 등)에게 큰 부담으로 작용하고 있을 뿐 아니라 해당 지역 주민을 비롯한 주변 부동산시장에도 전반적으로 악영향을 미치고 있기 때문이다.

공모형 PF사업은 2001년부터 시작되었으나 본격화되기 시작한 것은 2006년 이후이다. 2006년 4개 사업이 발주되며 처음으로 10조원 규모를 넘어섰으며, 2007년에는 8개 사업 46.6조원으로 급증했다.

2012년 3월 현재 총 30개 사업이 추진되고 있으며, 약 78조 5천억원 규모이다. 지역별로는 수도권 사업비중이 84.3%로 가장 높으며, 이 중 절반이 서울(46.1%) 내 사업이다.

[그림 9-5] 공모형 PF사업 발주 현황



자료: 대한건설협회. “벼랑 끝에 몰린 공모형 PF사업.” 『조선일보』(2012. 2. 8)에서 재인용.

<표 9-1> 주요 공모형 PF사업 현황

(단위: 억원)

사업명	규모	발주처
용산국제업무단지	280,000	코레일
청라국제업무단지	62,000	LH공사
성남판교북합단지PF사업(알파돔시티)	48,000	LH공사
천안국제비즈니스파크개발사업(헤르메카)	46,000	천안시
상암DMC랜드마크타워PF사업	36,783	SH공사
해운대관광리조트개발사업	23,000	부산도시공사
광교신도시파워센터개발사업(에코힐)	21,008	경기도시공사

자료: 대한건설협회.

공모형 PF사업은 2008년 금융위기 이후 사업 추진이 지연되고, 사업이 유찰되면서 2012년 현재 대부분의 사업이 진행에 어려움을 겪고 있는 상황이다.

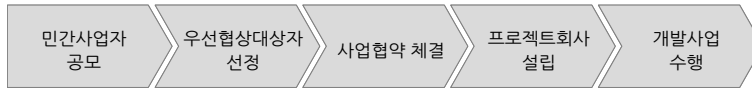
주택경기 침체로 인해 자금조달이 위축된데다 공모형 PF사업의 대부분이 수도권에 집중되어 있어 2007년 이후 수도권의 주택경기 침체의 영향으로 사업성이 크게 악화되었기 때문이다. 이러한 주택경기의 침체가 직접적인 원인이나 토지비의 과대 지출 등 사업의 구조적인 문제점도 노출되고 있다.

참여자의 다양한 이해관계가 상충하고 있는 공모형 PF사업에 대한 조정 필요성이 대두되면서 정부는 공모형 PF 조정위원회를 통해 사업의 원활한 진행 및 진행이 어려운

공모형 PF사업의 개념

공모형 PF사업이란 공공부문이 보유하고 있는 부지에 공공과 민간이 공동으로 출자하여 개발하는 민관합동방식의 개발사업을 의미한다. 개발사업을 수행할 민간사업자를 공모·선정하고, 공공부문과 민간부문이 공동으로 출자하여 프로젝트 회사(SPC)를 설립한 뒤 자금을 조달하는 구조이다. 영국이나 일본 등 선진국에서 활용하고 있는 민간참여형 공공사업방식의 변형된 형태로 PF사업에 대한 총괄적 근거법령은 없으며, 관계 법령에 산재한 개별 조항에 의거 시행되고 있다.

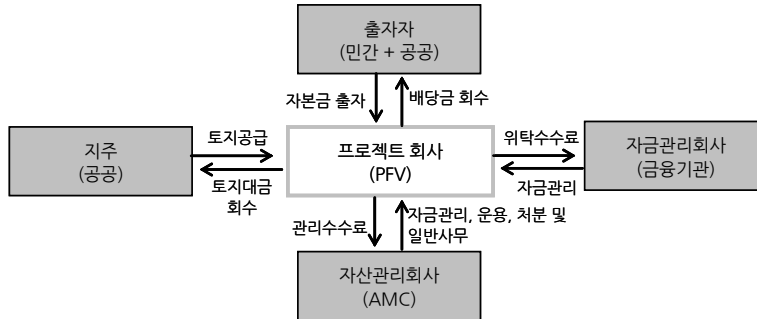
공모형 PF사업 추진절차



자료: 한상현(2010).

공모형 PF사업은 대형 복합시설의 적기 공급 및 계획-시공, 관리 체계의 일원화를 통해 도시개발의 효율성을 도모하기 위해 도입되었다. 기존의 대규모 공공택지 지역 내 상업시설 부지가 분할 매각됨에 따라 계획적 개발이 이루어지지 못하고, 상업시설의 입주가 늦어지면서 생기는 문제점을 보완하기 위한 것이다.

공모형 PF사업의 PFV사업구조



자료: 한상현(2010).

사업에 대한 정리를 진행하고 있다.¹ 공모형 PF사업의 규모와 파급효과를 감안할 때 현재 지연되고 있는 사업에 대한 정리가 반드시 필요한 상황이다.

제2절 PF 상품별 구조 및 특징

1. 부동산 PF 대출

PF 대출은 일반적인 담보대출과 유사한 구조지만, 대출기관이 특정 프로젝트에서 미래에 발생할 분양수입금, 매각대금 등의 현금흐름을 상환재원으로 한다는 점에서 차이가 있다. 국내에서 실시되고 있는 PF 대출은 차주에 대한 보증이나 시공사의 연대보증과 같은 신용보강을 전제로 하고 있어, 원론적 의미의 PF라 보기는 어려우며, 우리나라의 개발사업 실정에 맞게 변형된 형태로 실행되고 있다고 할 수 있다.

2000년대의 가장 기본적인 부동산 PF 대출구조는 시행사와 시공사, 그리고 대주단의 상호 약정을 통해 진행되었다. 시행사가 토지를 확보하면 시공사는 사업성 검토를 통해 사업 추진 여부를 결정하게 된다. 사업 추진이 결정되면 자금을 대출하는 금융권과 시행사, 시공사의 약정을 통해 신용보강의 방식, 자금상환방식을 결정하게 된다.

시행사는 개발사업을 진행하는 주체로서 개발사업 및 PF 대출에 대한 포괄적인 책임을

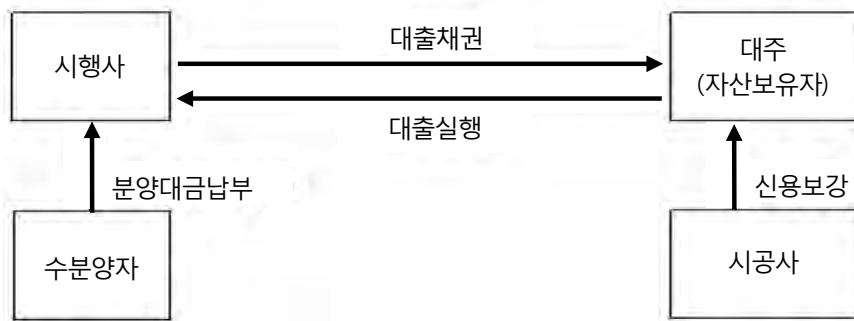
1 정부는 2011년 12월 7일, 「주택시장 정상화 및 서민주거 지원방안」에 공모형 PF사업 정상화 대책을 포함시켰다. 2011년 12월 「민관합동 부동산 프로젝트금융사업 정상화를 위한 조정위원회 설치 및 운영에 관한 규정」(국토부 훈령 제774호)을 제정하고 조정위원회를 설치했다. 조정위원회는 사업 정상화를 위한 공모형 PF사업 지정 및 해제, 정상화 대상사업 조정계획, 조정계획의 사후관리 등의 역할을 수행하고 있다. 국토해양부는 지난 3월 7일, 7개의 정상화 대상 지원사업 가운데 파주운정 복합단지 개발사업을 포함한 다섯 개 사업을 선정하고 두 개 사업을 보류하였다.

〈공모형 PF 정상화 지원사업 및 선정 현황〉

구 분	사업명	규 모(억원)
정상화 대상사업	파주운정 복합단지개발사업	2,6431
	광명역세권 복합단지개발사업	12,449
	남양주별내 복합단지개발사업	9,356
	고양 관광문화단지 1구역사업	9,100
	경남 마산로봇랜드 조성사업	7,000
보 류	상암DMC 랜드마크타워사업	36,783
	인천 청라테마파크 골프장개발사업	7,597

자료: 국토해양부.

[그림 9-6] 부동산 PF 대출구조



지는 주체여야 하나 실질적으로는 사업의 구상, 부지의 매입, 인허가 절차, 시공사의 선정 등 비교적 사업 초기에 역할이 집중될 뿐이며, 시공사가 선정된 후에는 시공사가 사업을 주도하는 경우가 많다. 대주는 개발사업에 자금을 대여해 주는 역할을 담당한다. 부동산 개발사업은 대규모의 자금이 소요되기 때문에 두 개 이상의 금융기관이 대주단 (syndicate)을 구성하여 참여하는 경우가 대부분이다. 시공사는 시행사와 단순 도급계약을 바탕으로 개발 프로젝트에서 건축시공을 담당해야 하나, 프로젝트 준공리스크를 보전하기 위해 대부분 시행사와 별도의 책임준공 약정을 맺는다. 이 경우 시공사는 책임 준공 약정에 기하여 공사비 지급 여부에 관계없이 건축시공을 완료할 의무를 진다.

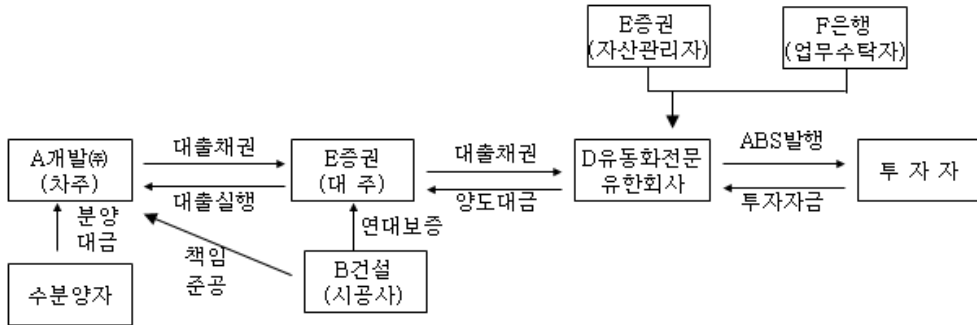
또한 담보능력이 부족한 시행사를 대신하여 연대보증이나 채무인수와 같은 신용보강을 제공하기도 한다. 최근에는 국제회계기준(IFRS) 적용 등으로 신용보강을 축소하려는 움직임이 활발하게 이루어지고 있다.

최근에는 저축은행과 시행사가 위축되면서 시공사 자체사업 또는 지주의 지분출자, 개발신탁 등의 사업구조가 확대되고 있는 상황이다.

2. PF ABS

국내 부동산 개발사업에서 PF ABS는 시행사가 프로젝트를 진행하는 데 필요한 운영 자금, 부지매입자금 등의 사업자금이나 사업시행과 관련한 기존 대출금 상환을 위해 실행된 대출채권을 유동화한 것이다. PF ABS 신용등급은 시공사의 신용등급과 연계되는 경우가 대부분인데, 이는 시공사가 대출채권에 대한 채무보증 등의 신용보강을 해주기 때문이다.

[그림 9-7] ABS를 활용한 부동산 PF



자산유동화의 가장 중요한 장점 중 하나는 기초자산 보유자의 재무상태를 개선할 수 있다는 점이다. 우선 금융기관의 경우 보유하고 있는 금융자산을 매각하여 현금화함으로써 국제결제은행(Bank for International Settlement: BIS) 자기자본비율을 제고할 수 있다. 기업이 자산유동화증권으로 조달한 자금을 통하여 부채를 상환하면 부채비율이 하락하기 때문이다. 자산유동화증권의 또 다른 장점은 자금조달비용을 경감할 수 있다는 점이다. 즉, 신용도가 낮은 자산보유자가 우량한 기초자산을 이용하여 신용등급이 높은 자산유동화증권을 발행하게 되면 자산보유자의 신용등급보다 유리한 조건으로 자금을 조달할 수 있다. 이러한 유동화증권의 특징을 이용하여 부동산 개발사업에서는 금융회사가 시행사에게 대출해 준 대출채권을 유동화한다.

PF ABS 발행구조를 살펴보면, 대출기관은 시행사에 대출해 준 대출채권을 유동화 SPC에 양도하고, SPC는 ABS를 발행하여 투자자에게 판매하는 구조로 되어 있다. 대출기관은 PF ABS의 기초사업인 부동산 개발 프로젝트의 토지대금이나 사업비용을 대출해 주는 역할을 담당하고, 대출시점이 프로젝트 초기일 경우 다소 높은 금융비용을 받는다.

통상 PF ABS 구조에서 대출기관은 유동화 회사에 대출채권을 매각하고 대출금을 상환받게 되는데, 이후에는 유동화 및 개발 프로젝트에서 역할이 실질적으로 종료된다. 유동화 회사는 개발 프로젝트와 관련된 대출채권 등을 유동화하는 것을 목적으로 설립된 SPC로 대출기관으로부터 대출채권을 양도받아 이를 토대로 ABS를 발행하고, ABS 발행으로부터 얻어진 자금으로 대출금을 상환한다. 또한 근본적으로 자산유동화법에 의해 설립된 유동화 회사는 단순 도관체이므로 이자소득세 및 법인세가 부과되지 않는다. 업무수탁자는 일반운영 업무를 담당하는데, 주로 유동화증권을 발행한 SPC와 유동화증

권 투자자와의 관계를 조율하는 역할을 한다. 구체적으로는 유동화자산의 관리, 유동화증권의 조기상환 등 유동화증권 관련 업무, 여유자금의 운용, 위탁자의 지급 현황 및 위탁처리 업무보고, 청산업무 등을 담당한다.

3. PF ABCP

자산담보부기업어음(Asset-Backed Commercial Paper: ABCP)은 ABS와 기업어음(이하 CP)의 구조를 결합시킨 형태로 SPC가 매출채권, 리스채권, 회사채 등의 자산을 담보로 발행하는 CP이다. 국내에서는 유동화자산을 기초로 하여 ABS를 발행하고 ABS 채권을 상환하는 조건으로 일정 기간마다 CP를 발행하는 구조로 ABCP 발행을 허용함에 따라 도입하기 시작했다. CP는 본래 기업의 유동성 조절 및 조달비용 절감 등을 위해 만들어진 90일 내외의 단기자금 조달수단인데, 보통 무보증으로 발행되며 비교적 신용도가 높은 기업들이 주로 이용하는 수단이다.

부동산 PF에서 ABCP의 활용은 ABS의 차환발행을 목적으로 도입되었다. 즉, 기간이 상대적으로 장기인 경우에 ABS를 발행하고 단기의 경우 ABCP를 발행하여 이미 발행한 ABS를 상환할 수 있게 함으로써 단기 이자비용으로 장기 자금을 조달할 수 있도록 하는 장치로 도입된 것이다. 최근에는 국내의 자산유동화법이 현금의 유입기간과 ABS 기간이 일치하도록 하고 있을 뿐 아니라 사업부지 확보를 발행의 요건으로 하고 있어 기업들은 새로운 자금조달기법으로 상법상 SPC(ABCP conduit)를 통해 부동산 PF ABCP를 발행하기 시작하였다. 경우에 따라서는 상법상 SPC를 설립하여 SPC가 먼저 기업어음을 발행하여 조달한 자금을 시행사에 대여하는 방법도 이용된다.

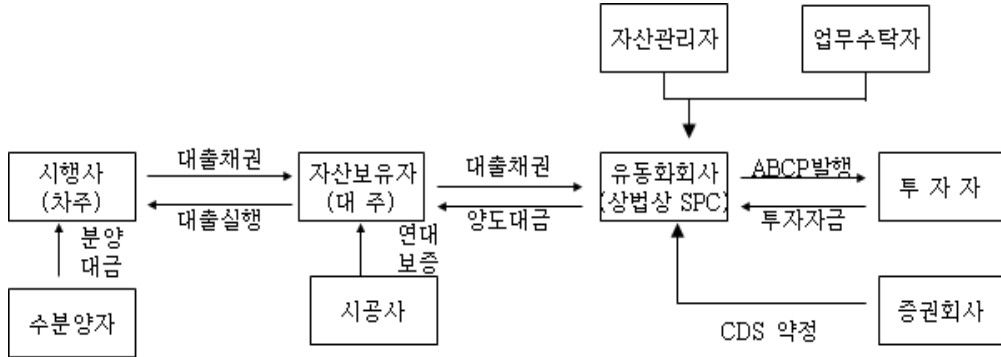
PF ABCP 발행구조는 PF ABS의 발행구조와 거의 유사하다. 시행사에 대출해 준 대출기관의 대출채권을 상법상 SPC가 양수받아 이를 기초자산으로 하여 CP를 발행하는 구조이다.

PF ABS와 가장 큰 차이점이라고 하면, PF ABS가 자산유동화법에 근거하여 설립된 SPC를 통해 발행되는 반면, PF ABCP는 주로 상법에 근거하여 설립된 회사 형태로 SPC를 설립한다는 점이다. 전자는 단순 도관체인 반면, 후자는 실체가 있는 회사로 취급되어 법인세 납입의무²가 있다는 점과 이자소득세의 원천징수 의무³가 있다는 점에서

2 실질적으로는 법인세가 면제되는 회사를 설립하여 납입의무를 회피하게 된다.

3 원천징수된 이자소득세는 결국 투자자에게 배당되기 때문에 차후 100% 환급받게 되므로 사실상 이자소득세 부담도 거의 없다고 볼 수 있다.

[그림 9-8] ABCP를 활용한 부동산 PF



차이가 있다.

또 다른 차이점은 차환발행 리스크를 통제하기 위해 유동성 공여기관이 ABCP의 매입약정을 제공하기도 한다는 점이며, 그 외 차이점은 거의 없다. 유동성 공여기관은 원칙적으로 유동화증권(ABS 또는 ABCP) 발행에 참여한 참여자들에 유동화증권의 상환과 관련된 일시적인 유동성 위기가 발생할 경우 긴급한 자금을 지원하여 위기에서 벗어나게 해주는 역할을 한다. 통상 PF ABCP 발행에서는 차환발행이 유동성 위기의 대부분을 차지하게 되는데, 이를 통제하기 위해 금융기관이 유동성 공여기관으로서 매입약정을 체결하여 차환발행된 ABCP 중 자본시장에서 매각되지 못한 물량을 매입해 줌으로써 원활한 차환발행이 가능하게 하는 역할을 한다.

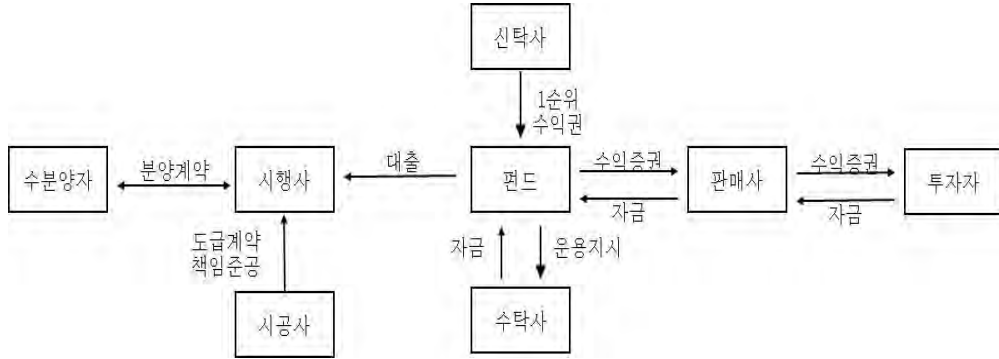
4. 간접투자상품을 이용한 PF: 부동산펀드, 특별자산신탁

2004년 「간접투자자산 운용업법」(이하 간투법)이 시행됨에 따라 부동산펀드를 통한 자금조달이 가능하게 되었다. 이후 2009년 2월 「자본시장과금융투자에관한법률」(이하 자본시장법)이 발효되면서 펀드시장의 기틀을 더욱 공고히 하고 있다.

펀드는 집합투자업자⁴가 다수의 투자자(사모의 경우 50인 미만)로부터 투자를 받아 주식, 채권, 부동산, 실물 등에 투자한 후, 이로 인해 발생한 수익을 투자자에게 배분하는 구조를 가지고 있다. 부동산펀드는 투자자로부터 모집한 자금의 50% 이상을 ‘부동산 등’

4 「자본시장과금융투자에관한법률」이 시행됨에 따라 부동산펀드의 운용 주체인 자산운용회사는 ‘집합투자업자’로, 투자자에게 부동산펀드를 판매하는 판매회사는 ‘투자매매업자 또는 투자중개업자’로 용어가 정의되었다. 그러나 본 책에서는 독자들의 이해를 돕기 위하여 집합투자업자는 ‘운용사’, 투자매매업자 또는 투자중개업자는 ‘판매사’라는 용어를 사용하였다.

[그림 9-9] 부동산펀드를 활용한 PF



에 투자하는 집합투자기구를 의미한다. 다른 집합투자기구(증권, 특별자산, 혼합자산)도 ‘부동산 등’에 투자할 수 있으나 그 비율은 50% 미만이어야 한다.

부동산펀드의 유형은 대출형과 실물형이 있으며, 형식적으로는 부동산펀드가 아니나 실질적으로는 부동산에 투자하는 형식인 준부동산형이 있다.

대출형 부동산펀드는 부동산 개발회사(시행사)에 대한 자금 대여를 주된 운용방법으로 한다. 즉, 아파트, 오피스텔, 상가 등을 신축하거나 리모델링하는 사업에 필요한 자금을 펀드에서 대출하고, 부동산 개발회사로부터 이자를 받는 형태이다. 펀드의 안전성 확보를 위해 사업부지를 신탁사에 담보 또는 처분신탁하고 1순위 수익권을 확보한다. 또한 시행사의 부도, 분양률 저조 등으로 원리금 상환이 어려울 경우를 대비하여 시공사의 채무인수 등 다양한 채권보전조치를 하게 된다.

실물형 부동산펀드는 실질적으로 부동산을 매입 또는 개발하고 이를 통해 수익을 얻어 배분하는 방식이다. 실물형의 경우 주된 수입은 매입 또는 개발을 통해 획득한 건물에서 발생하는 임대수익과 향후 매각 시 발생하는 자산가치의 증가분을 통해 얻게 된다. 실물형 부동산펀드는 오피스 등 건물을 매입하는 방식이 일반적이다. 이 경우 빌딩관리회사와 계약을 체결하여 임차인의 유치 및 관리, 시설 관리 등의 업무를 위탁하게 된다. 빌딩 운영을 통해 발생한 수익금은 대출금이 있을 경우 이자의 지급, PM 수수료 및 운용 보수 등을 지급하며, 이를 공제하고 남은 수익금을 투자자에게 배분한다.

준부동산형은 실질적으로는 부동산에 투자하고 있으나 외형상으로는 부동산에 투자하는 형태를 띠지 않는 펀드를 의미한다. 대표적인 것이 특별자산펀드며, 이는 금전채권이나 사업권, 조합지분 등 특별자산을 주된 운용방법으로 하고, 부동산 개발회사로부터 안정적인 대출이자를 받는 것을 수익으로 한다.

5. 유동화상품 금융구조별 장·단점

각 유동화상품은 서로 상대성이 있는 상품이다. PF ABS는 비교적 낮은 금리로 자금 조달이 가능하다는 장점이 있다. 또한 실질적 투자자인 금융기관과 분리되어 있으며, 대주단은 자금을 회수한 상태이므로 사업에 대한 통제가 없다는 것도 장점이다. 즉, 분양가의 산정, 공사비 지급, 설계의 변경 및 자금인출 등 일련의 활동이 비교적 자유롭다. 대출금에 대한 연체 가능성이 낮다는 것도 장점이다. 비교적 만기시점이 길어 안정적인 공사비 확보가 가능하기 때문이다. 그러나 채권 형태로 발행되는 만큼 시장상황변동 시 채권매출에 어려움이 발생하며, ABS 발행이 가능한 시공사⁵에 대한 제한이 있다. 특히 2006년 9월 이후 금융감독원에서 ABS의 발행을 엄격하게 규제하고 있는 상태이다.

〈표 9-2〉 PF 유동화 구조별 특징

	ABS	ABCP	펀드
근거 법률	자산유동화에관한법률	상법 및 증권거래법	자본시장법
상환자금 원천	■ 자산으로부터의 현금흐름 및 신용보강	■ 자산으로부터의 현금흐름 및 신용보강	■ 기초자산의 현금흐름
자본금	0.5억원	-	-
발행 주체	■ 유동화전문회사	■ 주식회사, 유한회사	■ 자산운용사
발행구조 및 특징	■ 다양한 참여자, 신용보강으로 구조 복잡	■ 다양한 참여자 ■ B/L 없이 발행 가능 ■ 금리, 각종 비용 절감 ■ 금리변동 리스크 노출 ■ 리스크 통제에 대한 추가비용 발생	■ 투자신탁구조로 비교적 간단 ■ 시공사의 신용보강 없이 설정 가능 ■ BBB- 등급의 시공사 펀드도 비교적 소화 용이 ■ 투기등급 시공사도 신용보강, 실물자산으로 펀드 설정 가능
비용	■ 시공사의 회사등급에 좌우 ■ 전통적인 PF보다 낮은 금리로 자금조달	■ 시공사의 회사등급에 좌우 ■ 전통적인 PF보다 낮은 금리로 자금조달	■ 신탁보수 및 신탁수수료가 포함되어 상대적으로 비용이 높음
조기상환 수수료	■ 없음	■ 없음	■ 없음
사업 통제	■ Lender 통제 없음 (분양가, 공사비 등)	■ Lender 통제 없음 (분양가, 공사비 등)	■ Lender 통제 없음 (분양가, 공사비 등)
사업비 증액	■ 공사비 전액 조달 가능 ■ 추가 공사비 조달 가능하나 채권자 동의 필요	■ 공사비 전액 조달 가능 ■ 추가 공사비 조달 용이	■ 추가비용 조달 불편함

자료: 김기형·강민석·최은영(2008).

5 통상적으로 ABS를 발행하기 위해서는 건설사의 신용등급이 BBB- 이상이어야 한다. 이하인 경우에는 은행의 추가적인 신용 보강이 요구된다.

PF ABCP는 상법상 SPC 설립이 가능하므로 금융감독원과 관련된 발행절차가 비교적 간편하다. 또한 3개월짜리 단기 상품이므로 ABS에 비해 낮은 금리로 자금을 조달하는 것이 가능하다. 반면, 금리 변동에 노출되어 있고, 해당 리스크의 통제를 위한 추가비용이 발생한다는 것, 대부분 차환발행구조를 가지고 있어 차환발행과 관련된 리스크에 노출되어 있다는 점 등이 단점으로 지적된다.

부동산펀드는 BBB- 등급의 펀드도 시장에서 소화하기가 비교적 용이한 편이다. 이는 투기등급 시공사의 신용보강 또는 실물자산(오피스 등)으로 펀드 설정이 가능하기 때문이다. 또한 사모펀드의 경우 시공사의 신용보강 없이도 설정이 가능하다는 장점이 있다. 반면, 상대적으로 발행을 위한 비용이 높은 편이며, 공모의 경우 만기 연장 등 크레딧 이벤트(credit event) 발생 시 유연한 대응이 어렵다는 단점이 있다.

제3절 신용보강 및 각종 통제수단

1. 시공사의 신용보강

시공사의 신용공여는 지급보증, 이차지급보증, 채무인수, 연대보증, 책임분양 등의 형태로 이루어진다. 채무인수와 연대보증에 관해서는 제13장에서 논의되고 있으므로 여기서는 나머지 신용보강수단들에 대해 설명한다.

가. 책임준공

책임준공은 PF사업에서 시공사에게 가장 기본적으로 요구되는 신용보강수단이다. 시공사는 시행사의 의무 불이행(공사비 지급의무 포함) 등의 사유로 공사를 중도에 포기할 수 없다는 것이 책임준공의 내용이다. 즉, 어떠한 경우에도 건축물은 완공된다는 것을 보장하는 것이다. 금융권의 입장에서는 분양이 되지 않을 경우에도 완공된 건물을 담보로 할 수 있다는 점에서 매우 중요한 조건이 된다.

시공사 책임준공 의무는 공사 도급계약과 사업 약정상에 '시공사 지급 여부 및 시행사의 의무이행 여부에 관계없이, 즉 시공사는 어떠한 경우에도 해당 공사를 중도에 포기할 수 없으며, 시공사의 책임으로 공사 도급계약서에 정한 공사기간 이내에 해당 건

물을 분양률 및 공사비 지급과 상관없이 준공하는 것'이라는 내용으로 명기하게 된다. 만약 시공사의 책임 있는 사유로 공사가 지연되거나 시공을 포기함으로써 시행사 또는 대주가 손해를 입은 경우 시공사는 그 손해를 배상해야 하는 것을 포함한다.

나. 지급보증 및 이자지급보증

지급보증은 차주(시행사)가 사업을 위해 대출한 원리금을 상환하지 못할 경우 시공사가 대주에게 대출 원리금에 대한 상환책임을 지도록 하는 형태로 이루어진다. 지급보증은 문제 발생 시 즉각 원리금을 상환해야 하므로 부담 수준이 높다. 한편, 이자지급보증의 경우 대출금의 이자 부분에 대하여 지급을 못했을 경우 시공사가 대주에게 이자를 지급하기로 약정하는 것을 의미한다. 따라서 지급보증에 비해서는 상대적으로 부담 수준이 낮다고 할 수 있다. 그러나 이자율이 매우 높게 설정되는 경우 보증인의 부담은 매우 커지게 된다. 이때의 이자는 약정이자 및 이자에 대한 지연배상금까지 포함하는 경우가 대부분이다.

다. 책임분양

책임분양은 준공 이후 일정 시점까지 건설사가 전체 분양물량의 일정 부분을 책임지도록 하는 형태이다. 책임분양률은 사업구조에 따라 일정하지 않다. 건설사가 책임분양을 한다는 것은 미분양 시 사업에 필요한 자금을 보충한다는 의미를 갖게 되며, 일반적으로 공사비까지 포함한 자금조달규모의 일정 수준까지 책임분양을 약정해 놓는다. 따라서 공사 진행기간 동안 공사비는 일정 수준까지 확보되기 때문에 책임분양을 할 경우 책임준공의 의미는 희석된다.

만약 약정한 책임분양 수준에 미달될 경우, 예를 들어 책임분양을 50%로 약정했으나 30%밖에 분양이 되지 않은 경우 건설업체는 20%의 분양대금을 보충해야 하는 의무를 지게 되는 것이다. 책임분양은 공사비의 상당 부분까지 자금이 확보되기 때문에 최종 분양률에 대한 확신이 있는 경우 건설업체에게 유용한 방안일 수 있다.

2. 담보설정

시공사의 신용보강 이외에도 대출원금 및 이자 상환을 위해 다양한 담보설정방식을 활용하고 있다. 담보설정방식에는 사업 부진 및 미분양 건축물에 대한 담보신탁 및 우선수익권 설정, 그리고 차주 대표이사의 연대보증, 차주주식에 대한 근질권 설정 등이 이용된다.

가. 사업부지에 대한 신탁 및 우선수익권 설정

부동산 담보 확보는 신탁 및 근저당 설정 등으로 채권을 보전하게 되는 것을 의미한다. 신탁은 사업부지 부동산에 관해서는 담보신탁⁶을 하는 방식과 관리신탁⁷ 후 발급된 수익권에 대해 대출권자나 우선수익자가 되거나 또는 1순위 근질권을 설정하는 방식이 이용된다.

우선적으로 사업 초기단계에서는 확보된 토지에 대한 신탁 및 우선수익권 설정이 이루어지게 된다. 단, 대한주택보증 분양보증 시 대주가 사업부지에 대한 우선수익권을 받을 수 없으나 대한주택보증의 분양보증으로 자금 유입의 확실성이 높아지므로 실질적으로 문제가 발생하지는 않는다.

나. 미분양 건축물에 대한 신탁 및 우선수익권 설정

분양률이 낮아 대출자금 상환에 문제가 발생하면 미분양 건축물을 할인하여 상환 재원을 마련해야 한다. 책임준공에 따라 건축물 완공에 대한 보장은 이루어진 상태이며, 건축물 완공과 동시에 이 시점까지 분양되지 않은 미분양 물건에 대한 담보신탁 및 우

6 부동산을 신탁회사에 담보로 제공하고 대출을 받는 금융상품이다. 금융 담보제도인 저당제도를 대신한 담보제도로 간편하게 대출받을 수 있다. 대출기간이 만료되어 위탁자가 대출금을 갚으면 신탁계약을 해지, 신탁 부동산을 위탁자에게 돌려주고, 갚지 못할 경우 부동산신탁회사가 신탁 부동산을 처분해 그 대금으로 금융기관의 대출금을 갚는다.

7 부동산을 소유하고 있으나 전문지식과 경험이 부족해 직접 관리하는 데 어려움을 겪을 경우 이용할 수 있는 제도이다. 관리신탁에는 갑종과 을종이 있는데, 갑종은 소유자가 맡긴 부동산을 소유권뿐만 아니라 유지·보수·임대차관리·세제관리 등 모든 사항을 관리해 수익을 되돌려 주는 제도이다. 을종 관리 신탁은 소유권만을 관리하는 제도로 관리가 필요치 않은 임야 등의 부동산에 적합해 국내에 장기간 살지 않거나 외국으로 이민할 때 부동산 사기의 염려에서 벗어날 수 있는 편리한 제도이다. 연간 수수료는 수탁재산별로 0.1~0.6% 선이다.

선수익권 설정을 계약서에 명시하게 된다.

통상적으로 1순위 우선수익권은 대주에게, 2순위 우선수익권은 시공사에게 설정된다.

다. 차주 및 대표이사의 담보 제공

부동산 개발사업에 참여하는 시행사는 대부분 재정상태가 열악해 자체적인 재무능력으로 대출금을 상환할 능력이 없는 경우가 많다. 따라서 차주 및 대표이사의 담보 제공은 실질적으로는 신용보강효과가 거의 없다.

그러나 사업 진행과정에서 시행사의 적극적인 업무 추진에 대한 압박수단으로 활용된다.

3. 기타 신용보강수단

채무인수나 책임분양 등 각종 수단들을 통해 각종 사업 추진 중 발생 가능한 리스크를 통제하고 있다. 그러나 이러한 통제 이외에도 Escrow Account 및 미분양 담보대출 등 통제수단을 활용하여 신용을 보강하고 있다.

사업 진행에 따른 분양수입을 독립적으로 분리하여 Escrow Account를 개설하여 관리한다. 이는 부동산 개발사업에서 발생하는 현금흐름을 완벽하게 통제하기 위함이며 분양수입을 사업 주체인 시행사가 남용하지 못하도록 하는 기능을 수행하게 된다. SPC를 설립하여 시행사의 신용도와 프로젝트를 분리시키는 것이 발생 가능한 시행사의 신용리스크를 사전에 차단하는 효과를 보여준다고 한다면, Escrow Account를 개설하여 분양수입금 및 사업비 지출 등을 별도의 기관에 위탁하도록 하는 것은 시행사 자체에 문제가 발생하더라도 사업 자체의 자금흐름에 문제가 없도록 하는 사후적인 방지책이라고 할 수 있다.

미분양 담보대출은 미분양이 발생하기 전인 대출시점에서 제2금융기관을 통해 미분양 발생 시 미분양 물량의 일정 수준으로 담보대출을 실행하겠다는 확약을 받고 진행하는 것을 의미한다. 미분양 담보대출을 확약받기 위해서는 확약기관에 일정 수준(1~1.5%)의 수수료를 지급하고 미분양 시 무조건 담보대출을 실행하게 된다. 통상적으로 시공사가 책임분양을 보증한 나머지 부분에 대해 미분양 담보대출을 받게 된다.

부동산보장가액보상보험(Assured Value Insurance: AVI)이 활용되기도 한다. 이는

일종의 보험상품으로 일부 보험사들을 통해 운영되고 있다. AVI는 부동산의 사전 확정 가액인 보장가액을 보상하는 상품이다. 개념상으로는 부동산의 가격변동으로 인한 특정 시점에서의 시장 매도가격과 보장가액의 차액을 담보하는 것이다. 프로젝트에서 활용되는 방식은 분양률 저하로 인한 금융기관의 대출손실을 보상해 주는 형식으로 적용되고 있다. 분양 건축물 준공 후 약 3개월(보험회사와의 약정에 따라 변동)이 경과한 시점에서 실제 분양률이 보험계약 체결 시 사전에 약정한 목표 분양률에 미달할 경우 목표 분양률과 실제 분양률과의 차액을 보상하는 보험이다. 그러나 프로젝트 사업 참여자들과 보증기관의 리스크에 대한 정립이 되어 있지 않아 활용 빈도는 높지 않다.

제4절 부동산 PF 구조의 변화방향

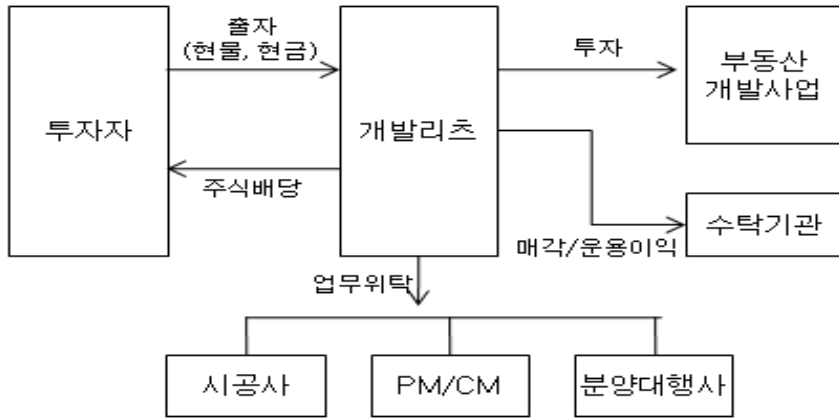
1. 최근 부동산 PF 구조의 변화

국내 부동산 PF시장은 시공사의 신용보강을 기반으로 하여 급속도로 발전을 거듭해 왔다. 그러나 부동산 PF에 대한 시공사의 채무인수 등 우발채무가 크게 증가함에 따라 우발채무 현실화 위험에 대한 우려가 지속적으로 제기되어 왔으며, 최근 국내 부동산 경기침체 이후 상당수의 건설사들이 우발채무로 인한 부도가 발생하는 등 위험이 현실로 실현되었다. 이에 부동산 개발사업에 내재된 다양한 위험들을 감소시키기 위해 시공사의 신용보강을 기반으로 한 자금조달구조에서 시공사의 부담을 줄여나가는 PF 구조로 변화하고 있는 과도기적인 상황이다.

최근 부동산 경기침체로 대다수의 개발사업이 과거와 같은 분양성과를 기대하기 어려운 상황이 전개되는 가운데, 국제회계기준(IFRS) 적용 등으로 부동산 PF 관련 우발채무 위험을 실질위험으로 인식하게 되었고 이에 따라 시공사는 우발채무를 부담하는 부동산 PF를 크게 줄여나가고 노력 중이다. 건설사의 우발채무를 감소시키는 방안으로 책임분양에 기반한 부동산 PF 구조라든지, 미분양 담보대출 확약을 통한 PF 구조 등이 시장에서 이루어지고 있다. 특히 앞서 언급한 바와 같이 저축은행이 그동안 제공해 오던 초기의 사업자금조달(브릿지론)이 어려워지면서 다양한 구조들이 시도되고 있다.

2010년 하반기 이후 개발형 리츠 사업구조가 기존 사업의 대체 구조로 주목을 받기 시작했다. 리츠의 형태는 2010년 하반기부터 기존의 구조조정 리츠 위주에서 벗어나

[그림 9-10] 개발리츠 구조도



자료: 골든나래 홈페이지.

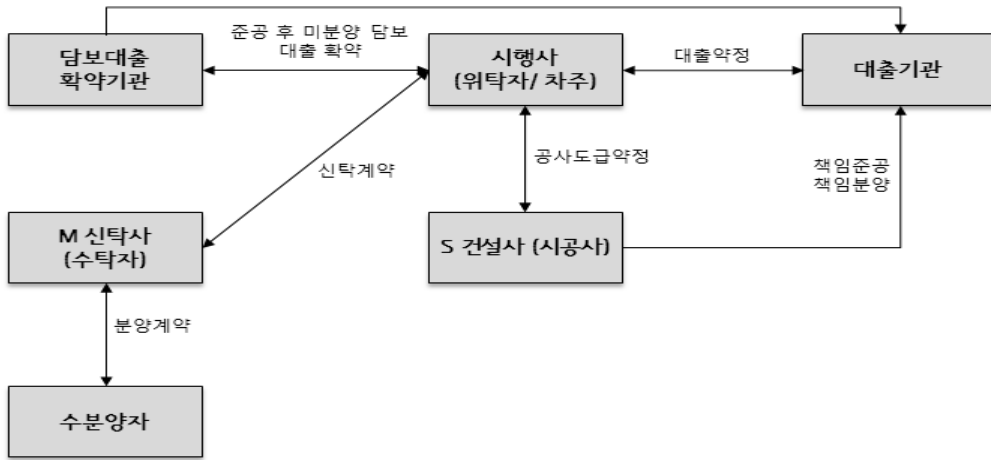
자기관리 개발전문 리츠의 증가가 두드러지게 나타났다. 특히 개발전문 자기관리 리츠는 이전에는 2개사에 불과하였으나 2010년 하반기에만 5개사나 증가하는 등 2010년을 기점으로 크게 증가하였다. 개발전문 리츠의 증가는 PF를 통한 자금조달 위축으로 시행사들이 리츠 설립을 신청하였기 때문이다. 개발전문 리츠의 경우 기존 PF와 달리 자기자본과 공모를 이용하여 시공사의 보증이 없이 사업이 가능하다.

또한 책임분양에 기반한 부동산 PF 구조도 시도되었다. 부동산 개발사업에서 기본적인 책임준공을 기반으로 하고 일부 목적물에 대한 분양에 대하여 일부 책임을 지는 구조를 가진다. 특별한 구조라기보다는 기존에 채무인수 등으로 건설사가 모든 사업의 리스크를 부담하는 구조에서 일부 사업성이 양호한 사업장의 경우에 일부 리스크만 부담하는 구조로 변화하고 있다는 것이 다른 점이다.

시장에서 대두된 또 하나의 새로운 구조는 PF시장에서 AVI의 변형된 형태인 ‘담보대출 확약’이다. 담보대출 확약이란 목적물이 완성되면 일정 LTV 등의 기준을 제시하여 담보대출을 해주겠다는 계약의 일종이다. 담보대출 확약 부동산 PF는 시공사가 전적으로 부담하던 분양위험의 일부를 줄이고 줄어든 분양위험을 담당할 새로운 주체인 담보대출 확약기관을 부동산 PF의 설계단계부터 참여시킬 수 있는 구조로 기존 부동산 PF에 없었던 새로운 참가자를 만들어내고, 새로운 참가자의 역할에 맞는 수익구조를 제시하고 있다.

또한 기존에 토지매각에 그치던 지주 역시 사업 진행이 지연되면서 토지비를 낮게

[그림 9-11] 담보대출 확약의 구조



매각하고 사후에 이익을 보전받는 구조도 시행되고 있는 상태이다. 여전히 기존의 사업 방식과 유사한 형태로 진행되는 사업도 많지만 비교적 규모가 작은 사업장을 중심으로 다양한 구조가 시작되고 있으며, 아직까지는 미미하지만 금융권과의 리스크도 조금씩 부담되는 형태로 변화하고 있다.

이렇듯 여러 가지 구조로 변화해 가며 시공사에 의존하지 않는 구조가 시도되고 있으나 활성화되고 있지는 않은 상황이다. 2010년 이후 기대를 모았던 리츠 역시 아직은 전반적으로 활성화되지 못하고 있는 상황이다. 개발전문 리츠의 상당수가 자금조달에 실패하면서, 시장의 주요 트렌드로 자리 잡지 못하고 있다. 2011년 하반기에만 총 11개사의 인허가가 취소되었으며, 취소원인은 대부분 6개월 내 최저자본금을 확보하지 못했기 때문이다.

현재의 PF 구조는 실질적인 사업성보다는 시공사의 신용보강에 의존해 왔기 때문에 부동산 개발사업에 대한 불안정한 자본구조에 관대했으나 시공사의 신용보강이 없는 경우 개발사업에 투자된 자기자본규모에 따라 차입 가능성 및 요구수익률이 크게 변화될 것이다.

2. 향후 발전방향

앞서 언급한 바와 같이 2000년대 주요한 부동산 개발사업방식으로 활용되어 온 국내

부동산 개발사업구조는 한계점에 다다른 상태이다. 저축은행 부실로 인해 기존 브릿지론의 활용이 어려워진 점도 있지만 무엇보다도 최근 3~4년간 주택시장의 참여자들이 건설사 부도, 제2금융권 연체율 증가 등을 경험하면서 새로운 구조의 필요성을 느끼고 있기 때문이다.

기존의 부동산 개발PF 구조가 지나치게 불합리하다고 할 수는 없다. 시공사 등이 개발사업에 대한 리스크를 크게 부담하는 대신 사업에 대한 결정권을 가지고 이윤을 많이 가져오는 구조이기 때문이다. 그러나 시공사가 지급보증, 채무인수 등으로 시공을 공여하는 구조에서는 사업 실패 시 시공사의 부도 가능성으로 연결된다. 게다가 시공사의 부도는 다른 사업장의 부도로 연결되어 PF를 매개로 금융권, 타 시공사 등으로의 연쇄적인 파급이 불가피하다. 경기침체 시 매우 불안정한 구조인 셈이다.

또한 국제회계기준 도입(IFRS)으로 인한 시행사-시공사의 연결재무제표가 여전히 부담스러우며,⁸ 주택시장의 위협요인 증가(주택보급률 상승, 인구 고령화 등) 등 주택시장의 대내외 환경 변화도 압박요인으로 작용하고 있다.

따라서 장기적인 부동산 PF시장의 발전을 위해서는 사업 참여자들에게 사업위험이 고루 배분되는 것이 바람직하다. 아직 성과가 미미한 초기단계이기는 하지만 부동산 PF 시장 역시 이러한 방향으로 서서히 변화해 나가고 있다.

현재 시장에서는 시공사의 지급보증이 없는 구조에 대한 모색이 빠르게 진행되고 있다. 시공사의 위험을 일부 금융권이 부담하는 구조가 나오고 있고 소규모 사업의 경우 지주가 지분출자의 형태로 사업의 자본금 역할을 수행하기도 한다.

한편, 이러한 참여자들 간의 위험배분이 가능하기 위해서는 사업에 대한 분석능력이 필수적으로 요구된다. 사업에 대한 판단이 없다면 위험을 감수하는 것이 불가능하기 때문이다. 금융권에서는 건설 및 시공사, 신탁사 등 개발 전문인력들을 흡수하여 이러한 능력배양에 노력을 기울이고 있으나 여전히 시공사 의존구조에서 크게 벗어나지는 못하고 있는 상태이다. 사업구조의 변화에 대한 고민이 여전히 정부나 사업 참여자들에게 남아있는 셈이다.

8 종전에는 시행사는 시공사와 재무제표를 연결하지 않았으나 국제회계기준이 도입될 경우 건설업체는 시행사 등에 대해 PF 지급보증 등을 통해 지배관계를 갖는 경우가 있어 IFRS 도입으로 이들 중 일부가 연결대상에 포함될 가능성에 대한 논의가 진행되었다. 종전에는 지분율이 50%를 초과하거나 지분율이 30%를 초과하는 최대주주인 경우 연결대상에 포함시켰으나 K-IFRS에서는 의결권 기준 50% 이상 또는 실질지배력을 가진 일반 기업뿐 아니라 특수목적기업 등의 모든 종속기업을 연결대상에 포함하도록 하였기 때문이다. K-IFRS 도입과정 중 시행사의 SPE 포함 여부가 중요한 쟁점으로 부상하였으나, 2011년 3월 시공사가 실질적으로 지배하는 시행사만 연결기업에 포함하기로 결정하면서 시장의 논쟁은 어느 정도 정리되었으나, 우발채무의 리스크에 대한 인식이 제고되는 계기로 작용하였다.

가장 일반적으로 생각할 수 있는 대안이 해외의 개발사업구조와 같이 사전적(辭典的) 의미의 PF 사업구조로 전환하는 것이다. 일정 수준의 자본금 확보를 기반으로 사업을 시작하고 자본금과 해당 프로젝트의 사업성을 기반으로 대출을 받는 것이다. 또한 이를 통해 사업과 사업 참여자들의 재무적 절연성을 확보하는 구조로 사업을 진행하는 것이다. 문제는 초기 사업자금을 과연 누가 부담하느냐 하는 것이다. 현재의 시장상황을 볼 때 단기적으로 일차적인 부담대상은 시공사일 것이다. 현재의 금융권의 상황으로는 추가적으로 투자를 기대하기가 쉽지 않은 상황이다. 따라서 직접투자, 책임분양 등 일반적인 형태로 초기자금을 투자해야 하는 대상은 건설사일 것이다. 물론 형태는 PFV가 될 수도 있고, 펀드나 리츠 형태가 활용될 수도 있다.

그러나 장기적으로는 초기 사업자금 조달을 위한 다양한 주체와 형태가 필요하다. 부동산 개발사업 참여자인 지주, 시행사, 금융권, 건설사 등에서 사업자금 조달이 가능할 것이다. 또한 펀드나 리츠를 활용할 경우 공모를 통한 개인 및 기관투자자 역시 참여가 가능한 구조로 변화해야 한다. 이와 관련해 최근 개발리츠와 개발신탁의 활용, 미분양 담보대출부 확약 등 다양한 형태가 시도되고 있는 상태이다. 시공사 역시 과거와 달리 지급보증 등의 신용보강방식은 기피하고 있는 상황이며, 금융권 역시 주택개발사업에 대한 이해도가 크게 증가해 있는 상황이다. 이러한 상황은 점진적으로 상호 간의 위험을 분담하는 사업구조로의 진행을 의미한다고 할 수 있다. 물론 최근 주택시장의 회복, 시공사 유동성 문제의 해소 등 선결과제가 많은 상황으로 진행 속도는 여전히 미지수이다. 그러나 분명한 것은 주택개발사업의 안정성을 위해서 개발사업 참여자들이 수익과 위험을 서로 분담하는 구조로 변화하는 노력은 지속적으로 이루어져야 한다는 것이다.

이러한 사업구조의 변화는 과거 외환위기 당시와 같이 빠른 시일 안에 구조 변화가 이루어지기는 쉽지 않을 것으로 보인다. 실질적인 사업 주체는 동일한 가운데 사업의 형태만 변화가 이루어지는 것이 아닌 실질적인 사업 주체의 변화가 이루어져야 하기 때문이다. 이와 관련해서는 정책의 일관성도 매우 중요한 항목이 된다. 앞서 언급한 바와 같이 프로젝트 파이낸스는 해당 사업의 사업성이 매우 중요하다. 그러나 정책의 일관성 문제로 인해 사업성이 크게 영향을 받는다면 이 역시 PF 개발사업의 사업성 분석에 큰 걸림돌이 될 것이기 때문이다.

한편으로는 제도적인 보완도 요구된다. 특히 분양가상한제에서 금융비용이나 리스에 대한 대가가 충분히 고려되지 않는 것은 금융권의 사업 참여를 어렵게 만드는 요인으로 작용할 수밖에 없다.

제5절 부동산 PF 대출 및 관련 유가증권 사례 분석

1. PF 대출 사례

가. PF 대출 개요

본 PF Loan은 A사(PFV)가 인천시에 레저복합시설을 신축하는 데에 대한 대출을 실행한 사례이다. 대출은 총 6개 회사가 참여하여 Syndicate Loan 형태를 띠고 있으며, 대출금 규모는 950억원, 만기는 36개월이다.

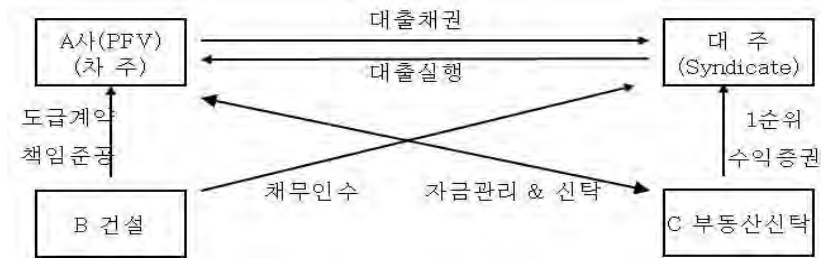
본 PF Loan의 차주인 A사(PFV)는 사업시행자, 재무적 투자자, 시공사 및 시공사의 자회사로 구성되었다. 이 중 시공사 및 시공사의 자회사가 전체 주식의 82%를 보유하여 실질적으로 시공사가 대주주로 사업을 진행하는 지배구조를 갖고 있다.

- PF Loan 형태: Syndicate Loan(6개사 참여)
- 대출금액: 950억원
- 이자율 및 만기: 연 7.8%(취급수수료 0.6%), 36개월 만기
- 상환방법: 만기 일시상환. 매 이자지급일마다 조기상환 가능(조기상환 수수료 1%, 단 분양대금으로 조기상환 시 조기상환 수수료 면제)

나. PF Loan 구조 및 참여자의 역할

본 사례에서 D개발(주)은 시행사로서 사업 구상, 부지 선정 및 매입, 시공사 선정 등 프로젝트의 초기단계에 역할이 집중되었다. 이후 사업의 실질적인 진행은 시공사인 (주)B건설이 주도하였다. (주)B건설은 시공사로서 시행사인 D개발(주)과 도급계약을 맺고 프로젝트의 시공을 담당하였으며, 대주의 대출채권을 보전하기 위해 채무인수약정을 맺어 신용보강을 제공하였다. C부동산신탁은 채권보전을 명확히 하기 위해 사업지에 대해 담보신탁을 설정하고 이에 따른 1순위 수익권을 대주에게 부여하였다. 또한 별도의 자금관리약정을 맺어 사업으로부터 발생하는 자금을 관리하였다.

[그림 9-12] PF 대출 사례



2. PF ABS의 사례

가. 유동화증권 개요

본 유동화 사례는, PF 대출채권의 유동화로 E증권이 재건축조합에 대하여 보유하고 있는 대출채권 및 이에 부수하는 권리를 유동화전문회사에 양도하고, 유동화전문회사는 동 대출채권의 상황에 따른 현금유입액을 상환재원으로 선순위 사채를 발행하는 구조이다. 본 유동화증권의 기초사업은 서울 강동구에 재건축되는 3,200여 세대의 아파트 개발사업이다.

본 사례는 재건축사업인 관계로 PF ABS 발행시점 당시 이미 토지에 대한 확보가 끝나 ABS 관련 업무 모범규준⁹의 PF ABS 발행요건을 충족하였기에 ABS 형태로 유동화를

- 회사명: D유동화전문유한회사
- 유동화자산: PF 대출채권
- 자산보유자: E증권
- 업무수탁자: F은행
- 유동화증권 신용등급: AA-
- 이자율: 4.64%(매 3개월 후불)
- 발행금액: 1,512억원

⁹ 본 규준은 'ABS 관련업무 모범규준 실무협의회'에서 2006년 9월에 발간한 실무 매뉴얼이다. ABS 관련 업무 모범규준은 「자산유동화에관한법률」의 규정에 따라 유동화전문회사(신탁 포함)를 설립하고 이를 운영하는 데에 있어 각 관련자들의 역할을 명확히 하고 그에 따라 수행하여야 할 업무를 구체적으로 정하고 있다.

진행하였다.¹⁰

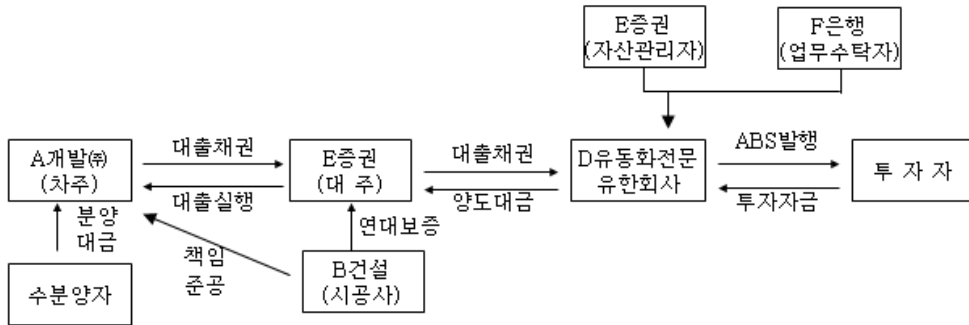
나. PF ABS 구조도 및 참여자의 역할

본 사례에서 A개발(주)과 B건설(주)은 전술한 PF 대출과 유사한 역할을 담당하였다. E증권은 대주로서 A개발(주)에 프로젝트의 토지매입자금이나 초기 사업자금 등을 대출하였다. E증권은 D유동화유한회사에 대출채권을 양도하고 이후 D유동화유한회사로부터 대출채권 양도대금을 받아 이를 통해 채권을 회수하였다. 채권회수 이후 E증권은 사실상 PF ABS 구조에서의 역할이 끝나게 된다.

D유동화전문회사는 대주인 E증권으로부터 대출채권을 양도받아 이를 기반으로 ABS를 발행하고, 발행대금을 양도대금 명목으로 E증권에 지급하여 기초 대출채권을 상환하였다. ABS 발행 이후의 현금흐름은 A개발(주)에서 투자자에게로 직접 연결된다.

E증권은 자산관리자로서 유동화자산인 대출채권의 처분이나 채권의 추심업무를 담당하게 된다. F은행은 업무수탁사로 유동화자산의 관리 및 유동화증권의 조기상환 등 유동화증권 관련 업무, 여유자금의 운용, 위탁자의 지급현황 및 위탁처리업무보고, 청산업무 등의 역할을 담당하였다.

[그림 9-13] ABS를 활용한 PF 사례



10 과거에는 PF ABS를 발행하는 데 있어 토지의 확보비용 등은 구체적으로 정해진 바가 없었다. 그러나 2006년 9월에 발간된 ABS 관련 업무 모범규준에서 '자산유동화 개시단계'라는 항목에서 "특정 사업으로부터의 현금흐름이 실질 유동화자산일 경우 사업 진행이 가능할 정도의 토지 및 우선수익권이 확보된 후 유동화를 진행하며, 만기구조는 예상 현금흐름과 일치하도록 설계한다."로 규정하였다. 이후 사업부지의 소유권 취득은 PF ABS 발행의 우선요소가 되었다.

다. 토지중도금 반환청구권을 기초로 한 ABS의 발행

용산 역세권 개발사업이나 알파돔시티 등 ‘공모형 PF사업’의 경우 토지중도금 반환청구권을 기초로 한 ABS가 발행되기도 한다. 토지 등 부동산의 거래에 있어 매수인이 계약의 철회를 자유로이 할 수 있는 단계는 계약금 지불 후 중도금 지불 전까지이며,¹¹ 중도금을 지불한 경우에는 원칙적으로 계약의 철회가 불가능하다. 따라서 토지의 매수인에게 중도금 반환청구권은 원칙적으로 인정받지 못하는 권리이며 이를 유동화하는 것도 불가능하다.

다만, 공모형 PF사업의 경우 토지비 등 초기자금이 대규모로 소요되며 그 회수도 불확실하기 때문에 토지매입 시 특약사항으로 매수인에게 ‘중도금 반환청구권’을 인정하는 경우가 있다. 이 경우 매수인의 귀책사유로 토지의 매입이 이행되지 못하였다더라도 매수인은 지불한 중도금의 반환청구가 가능하며 매도인은 매수인의 요구에 따라 중도금을 반환해야 하는 의무가 생긴다. 이 관계에서 매수인의 ‘중도금 반환청구권’은 그 가치가 이미 지불한 중도금 액수로 확정될 수 있으므로 이를 기반으로 한 ABS 발행 등 유동화도 가능하게 된다.

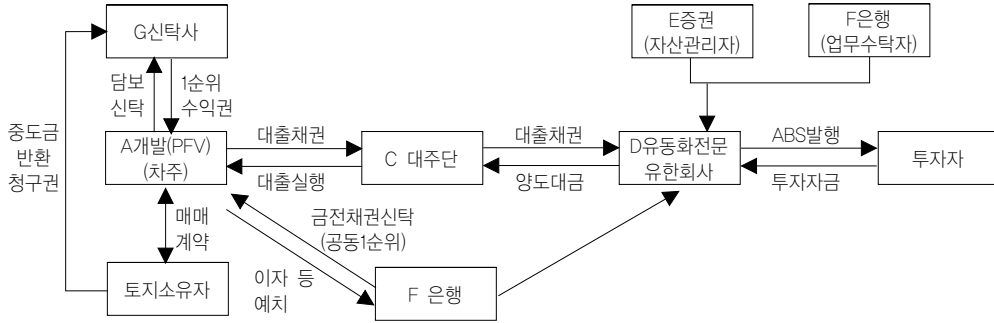
본 사례는 서울시 도심에 국제업무기능을 담당할 부도심 육성을 목표로 도시개발사업을 추진하는 복합개발사업이며 ‘공모형 PF’ 방식으로 사업자를 선정하였다. 선정된 사업자들은 프로젝트금융투자회사(PFV)를 설립하여 사업을 추진하였다.

ABS 발행구조는 다음과 같다. 대주(C대주단), 차주(A개발), 유동화전문회사와의 관계는 전술한 PF ABS 발행구조와 동일하다. 전술한 PF ABS의 상환채임을 지는 시공사 등은 선정되지 않은 상태이다. A개발은 토지소유자로부터 토지를 매입한 후 이를 G신탁사에 담보신탁하고 1순위 수익권자로 지정받게 된다. G신탁사는 토지소유자와 ‘토지 귀속 및 대금반환 등에 관한 합의서’를 체결하고 이를 기반으로 토지매매 ‘중도금반환청구권’을 보유하게 된다.

합의서는 A개발이 D유동화전문회사가 보유한 대출채권을 상환하지 못할 경우 토지는 토지소유자에게 반환되며, A개발이 중도금으로 지불한 매매대금은 G신탁사를 통해 A개발로 반환되는 것을 내용으로 한다. 이후 A개발은 토지소유자로부터 반환받은 중도금으로 유동화회사의 대출채권을 상환하게 된다. 다만, 개발사업 등을 통한 현금유입이 되지 않은 단계이므로 대출원금에 대한 이자 등은 F은행에 예치한 후 관리하도록 하며 A개발과

¹¹ 이 경우 매수인은 지불한 계약금을 포기하면 되고 매도인이 입은 손해 등에 대해서는 배상책임이 없다.

[그림 9-14] 중도금 반환청구권에 기초한 ABS 발행구조



유동화전문회사를 공동 1순위자로 지정하여 유동화전문회사가 우선적으로 이자를 받도록 조치하였다.

본 구조에서 투자자의 ABS 투자원금 반환은 어디까지나 토지소유자가 중도금을 반환할 수 있는 능력이 있는지의 여부에 달려 있다. 따라서 ABS의 신용도는 토지소유자의 신용도와 동일시되며 본 사례의 경우에서도 토지소유자의 신용등급(AAA)과 ABS의 신용등급(AAA)은 동일하게 설정되었다.

3. PF ABCP의 사례

가. 유동화 기업어음 개요

본 유동화 기업어음의 기초사업은 부산 해운대구 우동에 건축되는 오피스텔 신축사업이다. 본 사례의 경우 ABCP 발행시점에 토지의 매입은 완료되어 있었으나 발행 당시 분양률이 44.7%에 불과하여 개발사업으로부터 발생하는 현금흐름과 유동화증권의 상환기간을 맞추지 못하였기 때문에 ABS 발행요건을 충족하지 못하였다. 따라서 ABCP 형태로 유동화를 진행하였다.¹²

12 본 책에서는 PF ABS와 PF ABCP의 발행조건이 명확히 구별되는 것으로 기술하고 있으나 실제로는 구분이 모호한 편이다. 통상 ABS의 발행이 어려울 경우 ABCP를 발행하여 유동화를 진행하기는 하나 전형적인 것은 아니다. 어떤 형태의 유동화증권을 발행하는가는 발행 당시의 자본시장 여건, 프로젝트의 사업성, 보증기관의 신용도, 투자자의 성향 등에 따라 달라진다.

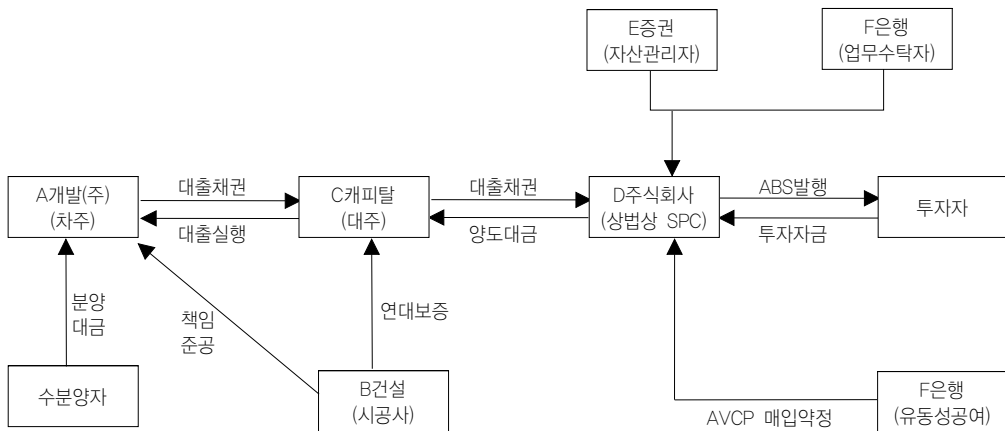
- 회사명: ○○주식회사
- 유동화자산: PF 대출채권
- 자산보유자: ○○캐피탈
- 자산관리자: ○○증권
- 업무수탁자: ○○은행
- 유동화 기업어음 신용등급: A1
- 이자율: 91일물 CD 호가금리와 동일
- 발행구조: 3개월 만기, 16회 차환발행(총 4년)
- 발행최고액: 700억원

나. PF ABCP 구조도 및 참여자의 역할

본 사례에서 C캐피탈은 유동화 기업어음의 기초사업과 관련하여 대출약정을 체결하고 시행사에 대출을 실행하게 되며, 이후 C캐피탈은 D주식회사(상법상 SPC)에 대출채권을 양도하게 된다. D주식회사는 양도받은 대출채권을 기초로 유동화 기업어음(ABCP)을 발행하고 유입된 자금을 대출채권의 대가로 C캐피탈에 지급하게 된다.

F은행은 유동성 공여기관으로 참여했는데, 유동성 공여기관은 PF ABCP 발행에 있어 반드시 필요한 요소는 아니나 ABCP의 차환발행위험을 통제하는 역할을 담당하였다. F은행은 이 매입약정에 기하여 당해 ABCP의 차환발행 시 유통되지 못한 분량의 ABCP를

[그림 9-15] ABCP를 활용한 PF 사례



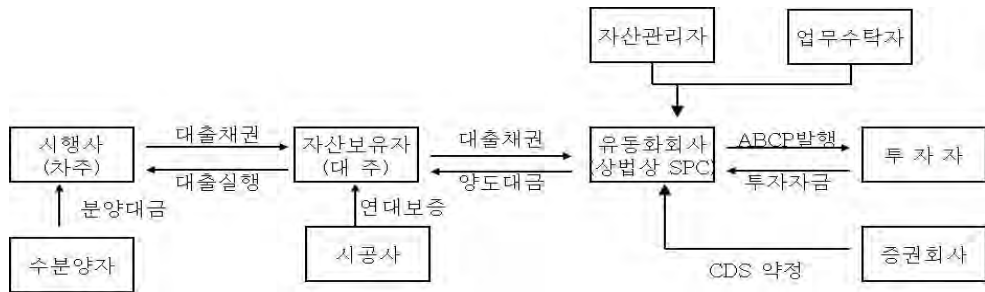
즉시 매입할 의무를 졌다.¹³

다. CDS(Credit Default Swap)를 활용한 PF ABCP 신용보강

CDS는 신용파생상품의 하나로 채권 등 신용자산의 가치를 감소시키는 사건이 발생했을 때 손실의 일부 또는 전부를 보전해 주는 계약을 말한다. 이는 채권 보유자들이 채무를 이행하지 못하거나 부도가 나는 상황을 막기 위한 일종의 보험이다. CDS 계약 매입자는 계약 상대방에게 일종의 보험료인 수수료를 지급하고 계약 상대방은 문제가 생겼을 때 계약대로 손실보전에 대한 책임을 지게 된다.

이러한 CDS 계약을 활용하여 PF ABCP의 신용보강을 한 사례가 있어 소개한다. 사업구조는 아래 그림과 같이 표시할 수 있는데 일반적인 PF ABCP의 사업구조와 동일하며, 다만 차주의 채무불이행에 대하여 증권사의 CDS 계약이 추가된 점이 다를 뿐이다.

[그림 9-16] CDS를 활용한 PF ABCP 신용보강구조

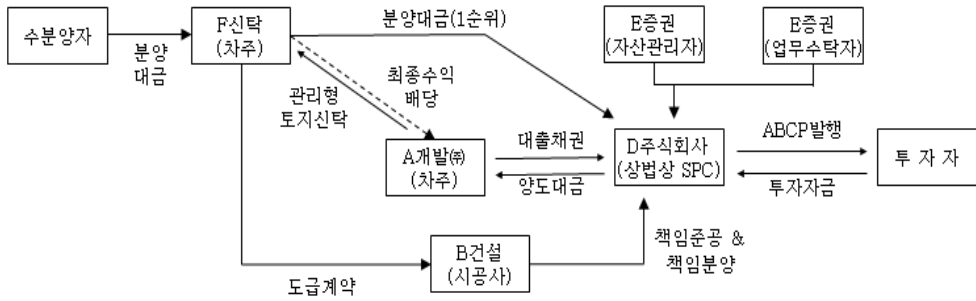


라. 책임준공 및 책임분양에 기반한 PF 유동화

일반적으로 PF 대출 및 유동화 기법이 시공사의 직접적인 신용보강(채무인수, 연대보증 등)을 요구한다는 점에서 시공사에 위험이 집중되는 문제점이 있다. 금융위기 이후 시공사의 부담을 완화하고자 하는 방안의 일환으로 건설사의 책임준공 및 책임분양을 토대로 한 PF 유동화가 논의되고 있다.

¹³ PF ABCP도 PF ABS와 마찬가지로 프로젝트의 사업성보다는 ABCP의 실질적 상환의무자가 누구냐에 따라 등급이 결정되게 된다. 본 사례의 경우 차환발행된 ABCP가 전혀 유통되지 못하더라도 F은행이 전액 매입하도록 되어 있으므로 실질적 상환의무자는 F은행이 된다. 따라서 당해 ABCP의 신용등급은 F은행의 신용등급과 동일한 A1 등급으로 책정되었다.

[그림 9-17] 시공사 책임준공 및 책임분양에 기초한 ABCP 발행구조



본 PF 유동화 방식은 책임준공과 책임분양을 통해 투자자의 원리금 회수를 통제하고 있다. 책임준공은 시공사가 미분양 등으로 공사비를 회수하지 못하더라도 정해진 기한 내에 준공을 마치도록 하는 약정으로 시공사의 준공위험 통제를 위해 활용되어 왔다. 책임분양은 시공사가 일정 비율의 분양률을 책임지는 약정으로 개발사업에 미분양이 발생했을 경우 이로 인해 부족한 현금 유입액을 시공사가 책임지는 약정을 말한다.

이 두 약정을 기반으로 PF 유동화를 할 경우 건축물의 준공(책임준공)과 일정한 현금 유입액이 확정(책임분양)되므로 투자자의 투자금 회수가 가능한 안정적인 구조가 가능하게 된다. 또한 시공사 입장에서는 병존적 채무인수나 연대보증과 같은 직접적인 신용보장기법보다는 일정 비율의 분양금액만 책임지면 된다는 점에서 부담이 경감되는 장점이 있다.

4. 간접투자상품을 이용한 PF(부동산펀드, 특별자산신탁)

가. 투자신탁 개요

투자 기초사업은 A개발주식회사가 부산에 레저스포츠시설을 신축하는 사업이다. 본 투자신탁은 당해 개발사업에 자금을 대여하고 공사 중인 본 사업의 미분양 상가 및 회원권 분양, 시설운영 그리고 refinancing(본 PF 또는 미분양분 담보대출) 등을 통해 원금과 이자를 회수하는 구조를 가지고 있다. 투자신탁의 수익은 회수되는 이자와 원금으로 구성되며 투자자에게는 투자신탁과 관련된 각종 운용수수료 등을 제외한 나머지가 이익분배금 형태로 지급되게 된다.

- 상품명: D부동산투자신탁5호
- 투자신탁의 종류: 부동산투자신탁, 공모형
- 주요 투자대상 및 투자한도
 - 부동산 관련 자금대여: 신탁재산 총액의 90% 이상
 - 기타 국고채 등 채권: 신탁재산 총액의 10% 이하
- 최초 설정일: 2007년 5월(만기: 24개월)

나. 투자신탁의 구조 및 참여자의 역할

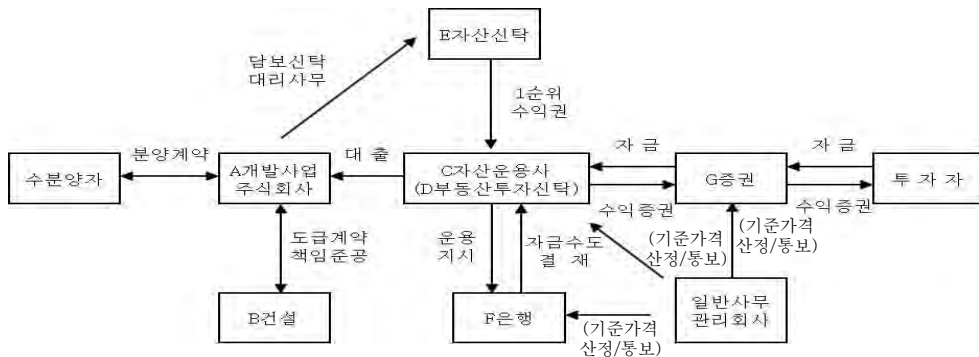
본 사례는 간접투자상품 중 부동산펀드를 활용한 사례이다.

A개발주식회사는 시행사로서 상술한 PF ABS 혹은 PF ABCP에서 시행사의 역할과 동일하였다. B건설은 시공사로서 사업 시행사와의 도급계약을 기초로 건축물을 건축하는 역할을 하며, 준공위험에 대비하여 시행사와 책임준공 약정을 맺었다.

C자산운용사는 자산운용사로 참여하였는데, 본 투자신탁의 설정·해지, 투자신탁 자산의 운용·운용지시 업무를 수행한다. F은행은 수탁사로 참여하여 투자신탁재산의 보관 및 관리, 자산운용사의 투자신탁재산 운용지시에 따른 재산 취득 및 처분 이행, 해지대금 및 이익금 지급, 자산운용회사의 투자신탁재산 운용지시에 대한 감시업무 등을 수행하였다.

E자산신탁은 신탁사로서 사업시행자, 시공사, 자산운용사, 신탁사 4자 간의 신탁계약 및 대리사무계약을 바탕으로 기초사업으로부터 발생하는 자금흐름을 관리하고, 토지에 대한 담보신탁을 제공함으로써 실질적으로 escrow account의 역할을 담당하였다.

[그림 9-18] 간접투자상품을 이용한 PF 사례



참고문헌

- 국토해양부 보도자료, 2012. 1. 19.
- 금융감독원 보도자료, 2011. 5. 27.
- 김기형·강민석·최은영, 『전환기의 부동산 프로젝트 파이낸싱, 어떻게 변해야 하나』, 메리츠증권 부동산금융연구소, 2008. 4.
- 김영곤·이현석·서후석·지규현·이명식, 『한국리츠: 구조의 이해와 경영』, 한국리츠협회, 2012. 3.
- 김정인 외, 『미국의 주택금융제도』, 국민은행 연구소, 2002. 12.
- 김진·서정렬, 「부동산 개발사업의 위험회피를 위한 PFV(Project Finance Vehicle)의 역할과 개선방안에 관한 연구」, 『부동산학연구』, 제14집 제3호, 한국부동산분석학회, 2008. 12.
- 나승호·박양수·이동렬·문소상·손민규, 「가계부채 누증에 따른 잠재리스크 평가」, 『부채경제학과 한국의 가계 및 정부부채』, 한국은행, 2011. 12.
- 노진호·송경희·최현우, 「부동산 및 특별자산 펀드 시장동향과 전망」, 하나 금융정보, 제9호, 2009. 2. 4.
- 대한주택보증, 「KHGC 공동주택정보」, 각호.
- 빈재익, 「프로젝트 파이낸싱 부실화와 건설산업의 위기」, 건설이슈포커스, 한국건설산업연구원, 2012. 1.
- 산은경제연구소, 『국내주택가격 적정성 분석』, 2010. 3. 23.
- 서정렬, 「민간공모형 PF 복합개발사업 추진의 애로요인과 사업 활성화 방안」, 『주거환경』, 제8권 제1호, 한국주거환경학회, 2010. 6.
- 선대인·심영철, 『부동산 대폭락 시대가 온다』, 한국경제신문, 2008.
- 송경희·노진호·김승룡, 「주요국 사례 비교를 통한 주택대출 장기·고정금리화 방안 검토」, 하나 금융정보, 제30호, 2011. 3. 30.
- 윤주현·손경환·김혜승·천현숙, 『주택시장 구조변화와 신주택정책 방향』, 국토개발연구원, 1998.
- 이소영, 「가계부채 현황 및 추이와 시사점」, KERI Insight, 한국경제연구원, 2011. 3.
- 이용만, 「부동산 가격 거품 논란과 향후 전망」, SREF 세미나 발표자료, 2010. 6. 17.
- 이창무·박지영, 「수도권 개발지 수요예측모형」, 『국토계획』, 제44권 제3호, 2009. 6.
- 정의철, 「주거여건의 추이와 장기주거수요 전망」, 차문중 편, 『주택시장 분석과 정책과제 연구』,

- 제2장, 한국개발연구원, 2004.
- 조만·이준용, 「미국-유럽 주택시장 동향」, 『부동산시장 동향분석』, 제1권 제3호, 한국개발연구원, 2011.
- 『조선일보』, “벼랑 끝에 몰린 공모형 PF사업,” 2012. 2. 8
- 하나금융경영연구소, 『중장기 주택시장 변화요인 점검 및 전망』, 2010. 3.
- 한영기·장광수·박양수·박승환·김준태·김용선, 「가계부채 상황에 대한 분석 및 평가」, 『부채경제학과 한국의 가계 및 정부부채』, 한국은행, 2011. 7.
- 한상현, 「공모형 PF사업의 개업방향에 관한 연구」, 건국대학교 석사학위논문, 2010.
- 현대경제연구원, 『아파트가격 하락 가능성과 시사점』, 2010. 3. 11.
- Cho, Man, “Subprime Mortgage Market: Rise, Fall, and Lessons for Korea,” 건국대학교 일반대학원 부동산학과 특강자료, 2008. 4.
- Crowe, C., G. Dell’Ariccia, D. Igan, and P. Rabanal, “How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences,” IMF Working Paper, No. 11/91, 2011.
- Mankiw, N. and D. Weil, “The Baby Boom, the Baby Bust and the Housing Market,” *Regional Science and Urban Economics* 19, 1989.

제10장

부동산신탁

윤 미 영 (생보부동산신탁)

제1절 부동산신탁제도 및 업계 현황

1. 신탁의 개념과 분류

가. 신탁의 개념 및 유래

신탁이란 신탁을 설정하는 자(위탁자)와 신탁을 인수하는 자(수탁자) 간의 신임관계에 기하여 위탁자가 수탁자에게 특정의 재산(영업이나 저작재산권의 일부를 포함한다)을 이전하거나 담보권의 설정 또는 그 밖의 처분을 하고 수탁자로 하여금 일정한 자(수익자)의 이익 또는 특정의 목적을 위하여 그 재산의 관리, 처분, 운용, 개발, 그 밖에 신탁 목적의 달성을 위하여 필요한 행위를 하게 하는 법률관계를 말한다(신탁법¹ 제2조).

신탁회사는 신탁을 영업으로 하는 금융투자업자²를 말하며, 「자본시장과금융투자업에 관한법률」(이하 자본시장법)에 따라 자본금 등 일정한 요건³을 갖추어 금융위원회의 인가를 받고 신탁의 인수 및 신탁재산의 관리·운용·처분 등에 관한 업무 및 이에 부수하는 업무⁴를 영위⁵한다. 부동산신탁회사는 부동산 등 특정 재산만 수탁이 가능한 신탁

1 2011년 7월 25일 전부 개정되어 2012년 7월 26일부터 시행되고 있는 신탁법(법률 제10924호)의 조문으로 본문에 언급된 신탁법 관련 조항은 모두 이에 근거한다.

2 이익을 얻을 목적으로 계속적이고 반복적인 방법으로 ① 투자매매업 ② 투자중개업 ③ 집합투자업 ④ 투자자문업 ⑤ 투자일임업 ⑥ 신탁업 중 하나에 해당하는 업을 영위하는 회사를 말한다(자본시장법 제6조 참조).

3 자본금, 대주주, 인력, 전산설비 등의 인가요건은 자본시장법 제12조 및 동법 시행령 제16조 참조.

4 부수업무의 예로는 보호예수, 채무의 보증, 부동산매매의 중개, 금전 또는 부동산대차의 중개, 공사채·

회사로 동산과 부동산, 지상권, 전세권, 부동산임차권, 부동산소유권 이전등기청구권, 그 밖의 부동산 관련 권리 등이 그 대상이다.

우리나라 신탁제도의 기원은 조선조 18대 현종(1660~74)대로 거슬러 올라갈 수 있고⁶ 근대적 의미의 신탁제도는 1910년 3월 등본(藤本)합자회사가 투자신탁과 부동산관리업무를 개시한 것이 시초라 할 수 있겠으나 현행의 신탁관계 법령의 기본체계를 갖추게 된 것은 1961년 12월 신탁법과 신탁업법을 제정하면서부터다.

50여 년간 큰 변화 없이 이어져 오던 신탁제도는 2007년 자본시장법의 제정과 2009년 2월 시행으로 신탁업법이 폐지되고 자본시장법으로 흡수·통합돼⁷ 신탁회사의 영업행위 준칙 등에 있어 상당한 변화를 겪었다. 이어 2011년 7월에는 신탁법이 전부 개정돼⁸ 2012년 7월 26일부터 시행에 들어갔으며 이에 따른 후속 조치로 향후 자본시장법 등 관련 법령의 정비가 예상된다.

나. 신탁의 유형

신탁은 신탁발생의 원인, 신탁목적, 신탁재산, 신탁설정행위의 태양(態樣), 수익자와 위탁자와의 관계, 수익자의 적극적인 행위 여부, 적용법규, 신탁인수행위의 영업성 유무 등에 따라 여러 가지 종류로 구분된다(표 10-1 참조).

주식의 모집 및 그 불입금의 수입과 원리금·배당금 지급의 취급, 재산에 관한 유언의 집행, 회계의 검사, 재산의 취득·관리·처분 또는 대차, 재산의 정리 또는 청산, 채권의 추심, 채무의 이행, 보험 등에 관한 대리사무 등이 있다.

- 5 부수업무를 영위하고자 하는 경우 그 업무를 영위하고자 하는 날의 7일 전까지 금융위원회에 신고하여야 한다. 자본시장법 제41조 참조.
- 6 토지소유자가 재산보전책의 일환으로 토지를 유력한 공방에 공장토(宮庄土)로 편입을 청탁하여 허가를 받아 그에 따른 약간의 공세를 납부하고 대신 자신이 공방의 사용인으로 임명받아 관료의 횡포로부터 안심하고 토지를 사용·수익·처분할 수 있도록 하는 데서 유래를 찾아볼 수 있으며, 중중재산을 중중명으로 등재하지 않고 중가의 가장(직계종손) 등의 개인명으로 등재하여 중중재산을 관리·처분하는 신탁과 유사한 관례가 있었다(금융감독원[2002]).
- 7 자본시장법은 종전의 증권거래법과 선물거래법, 간접투자자산운용법, 신탁업법, 「종합금융회사에 관한 법률」, 한국증권선물거래소법 등 자본시장과 관련된 6개의 법률을 통합하여 제정된 법률로서 금융투자업 상호 간 경영 허용, 포괄주의 규제로의 전환, 투자자 보호 확대, 증권사에 대한 지급결제 업무 허용 등을 주요 특징으로 한다. 종전에는 개별 법률에 의거하여 운영해 오던 증권업, 자산운용업, 선물업, 신탁업 등 금융업을 금융투자업으로 통합하였다. 이에 따라 금융투자업자는 일정한 요건을 갖추면 은행과 보험을 제외한 모든 금융업무를 취급할 수 있다.
- 8 이번 전면 개정에서는 기존 72개에서 147개로 조문이 대폭 확대되었으며 수익증권 발행신탁 및 신탁사채 발행 등 새로운 신탁제도 도입, 자기신탁 및 재신탁의 명문화 등 제도의 유연성 강화, 수익자집회의 도입 등 신탁 당사자의 자율성 제고, 수탁자의 의무 강화, 사해신탁 취소소송 요건 강화 등 수익권 보호 등의 내용을 담고 있다.

〈표 10-1〉 신탁의 분류

기준	구분	특징
신탁성립의 원인	임의신탁	당사자의 의사표시에 의해 설정
	법정신탁	법률에 의해 성립이 인정됨
신탁의 목적	사익신탁	공익신탁에 속하지 않는 모든 경우
	공익신탁	학술, 종교, 제사, 자선, 기예, 기타 공익을 목적으로 하는 신탁
수익자와 위탁자 간의 관계	자익신탁	위탁자 = 수익자
	타익신탁	위탁자 이외 제3자가 수익자가 되는 신탁
신탁행위의 영업성 유무	영업신탁 (상사신탁)	신탁의 인수가 영업으로 이루어지는 경우로 신탁업을 영위하는 회사 (신탁회사)가 수탁자가 되는 경우에는 자본시장법의 적용을 받음
	비영업신탁 (민사신탁)	원칙적으로 신탁법 및 민법의 적용을 받으나 현재 거의 이용되지 않고 있음
신탁의 목적물	금전신탁	위탁자로부터 금전을 수탁해 신탁회사가 대출, 유가증권, 기타 유동성 자산 등에 운용해 신탁기간 종료 시 수익자에게 금전으로 교부하는 신탁
	재산신탁	금전 이외의 재산을 수탁하는 신탁으로 영업신탁에 있어서는 자본시장법 제103조에 의해 증권, 금전채권, 동산, 부동산, 지상권, 전세권, 부동산임차권, 부동산소유권 이전등기청구권, 그 밖의 부동산 관련 권리, 무체재산권(지적재산권 포함)의 신탁에 한정하고 있음
	종합 재산신탁	금전과 기타 재산권 중 둘 이상의 재산을 하나의 신탁계약으로 인수하는 신탁
신탁재산의 운용방법	개별신탁	신탁계약이 개별 위탁자마다 각각 체결되며 각 신탁재산마다 분별관리되는 신탁
	집단신탁	불특정다수의 위탁자와 정형적인 약관에 의해 체결되는 신탁계약으로서 신탁재산이 공동 관리됨

자료: 최동식(2006), 김창수 외(2007)를 참조하여 재구성.

다. 신탁 관련 법률

1) 신탁법

신탁법은 신탁관계를 규율하는 기본법임과 아울러 민법, 상법에 대해서는 특별법의 관계를 가진다. 본래 신탁은 영미법계의 제도로서 대륙법계의 체제를 따르고 있는 우리나라에는 다소 맞지 않는 부분이 있으며, 대륙법계의 체제를 따르고 있는 나라 중 성문법으로서 신탁법의 체제를 갖추고 있는 나라는 우리나라와 일본뿐이다(이상호·이재욱 [1999]).

지난 1961년에 제정된 이후 한 번도 개정되지 않았던 신탁법은 변화된 경제환경을 제대로 반영하지 못한다는 지적을 많이 받아왔다. 또 2000년대 들어 미국, 일본 등 선진국

〈표 10-2〉 신탁 관련 법령의 체계

신탁법	<ul style="list-style-type: none"> • 1961. 12. 30 제정(법무부) • 2011. 7. 25 전부 개정, 2012. 7. 26 시행(법무부 상사법무과) • 신탁에 관한 사법적 법률관계를 규정함
자본시장법 · 동법 시행령	<ul style="list-style-type: none"> • 2007. 8. 3 제정, 2009. 2. 4 시행(금융위원회 자본시장과) • 2008. 8. 29 대통령령 제정, 2009. 2. 4 시행 • 신탁업 등 금융투자업과 자본시장을 규율함
금융투자업규정	<ul style="list-style-type: none"> • 자본시장법 및 동법 시행령 등에서 금융위원회에 위임한 사항과 그 시행에 필요한 사항을 정함

에서 대대적인 신탁법 개정이 이루어져 국내에서도 신탁법의 현대화와 국제기준에 부합하는 신탁법제에 대한 요구가 높아졌다. 이에 따라 정부는 2009년 ‘신탁법 개정 특별분과위원회’를 발족시켜 전면 개정안을 입법예고했고, 2011년 법제사법위원회 수정을 거쳐 국회본회의를 통과, 공포 후 2012년 7월 26일부터 시행에 들어갔다.

2) 자본시장법

신탁회사는 2009년 2월 자본시장법 시행 이전에는 신탁업법의 체계 내에서 영업신탁 업무를 영위했다. 신탁업법은 자본시장 및 관련 산업을 규율하는 증권거래법, 선물거래법, 「간접투자자산운용업법」, 「종합금융회사에관한법률」, 한국증권선물거래소법 등 5개 법률과 함께 통합돼 자본시장법으로 태어났고 금융회사가 아닌 기능별 규율체제를 갖추게 되었다. 자본시장법은 〈표 10-3〉에서 보듯이 조문 449개의 방대한 법으로 신탁업과 연관된 부분은 제1편과 제2편, 제4편, 제8편 등이다.

가) 신탁업의 영업 인가

신탁업은 금융위원회의 인가를 받지 아니하고는 이를 영위할 수 없다. 신탁업을 인가받고자 하는 자는 일정한 자본금 요건을 갖추어야 하는데, 금전을 비롯한 자본시장법에 열거된 7가지의 모든 재산 또는 종합재산신탁으로 금전이 포함된 재산의 신탁의 인수업무를 행하는 경우는 250억원 이상, 금전과 무체재산권(지적재산권 포함)을 제외한 재산의 신탁 또는 종합재산신탁으로서 금전이 포함되지 아니한 재산의 신탁의 인수업무를 행하는 경우에는 100억원 이상이다(자본시장법 시행령 별표 1). 이 자본금 요건은

〈표 10-3〉 자본시장법의 체계

구 분	주 요 사 항
제1편 총칙 (제1조~제10조)	자본시장법의 목적, 금융투자업, 금융투자상품, 용어의 정의, 다른 법률과의 관계 등
제2편 금융투자업 (제11조~제117조)	제1장 금융투자업의 인가 및 등록, 제2장 금융투자업자의 지배구조, 제3장 건전경영 유지, 제4장 영업행위 규칙. 신탁업자의 영업행위 규칙은 제4장 제2절 제4관의 제102조부터 제117조까지 편재됨
제3편 증권의 발행 및 유통 (제118조~제171조)	제1장 증권신고서, 제2장 기업의 인수·합병 관련 제도, 제3장 상장법인의 사업보고서 등, 제3장의 2 주권상장법인에 대한 특례, 제4장 장외거래
제4편 불공정거래의 규제 (제172조~제180조)	제1장 내부자거래 등, 제2장 시세조종 등, 제3장 부정거래행위
제5편 집합투자기구 (제183조~제282조)	제1장 총칙, 제2장 집합투자기구의 구성 등, 제3장 집합투자기구의 종류 등, 제4장 집합투자증권의 환매, 제5장 평가 및 회계, 제6장 집합투자재산의 보관 및 관리, 제7장 사모집합투자기구 등에 대한 특례, 제8장 감독·검사, 제9장 집합투자기구의 관계 회사, 제10장 사모전문회사에 대한 특례, 제11장 외국집합투자증권에 대한 특례
제6편 금융투자업 관계기관 (제283조~제372조)	제1장 한국금융투자협회, 제2장 한국예탁결제원, 제3장 증권금융회사, 제4장 종합금융회사, 제5장 자금중개회사, 제6장 단기금융회사, 제7장 명의개서대행회사, 제8장 금융투자관계단체
제7편 한국거래소 (제373조~제414조)	제1장 총칙, 제2장 조직 등, 제3장 시장, 제4장 시장감시 및 분쟁조정, 제5장 소유 등에 대한 규제, 제6장 감독 등
제8편 감독 및 처분 (제415조~제434조의4)	제1장 명령 및 승인 등, 제2장 검사 및 조치, 제3장 조사 등, 제4장 과징금
제9편 보칙 (제435조~제442조)	위법행위의 신고 및 신고자 보호, 분담금 등
제10편 벌칙 (제443조~제449조)	벌칙, 징역과 벌금의 병과, 양벌규정, 과태료 등

투자자의 유형⁹에 따라 조금씩 다르게 규정되어 있다.

최저 자본금 요건 외에도 신탁업의 인가를 받고자 하는 자는 전문인력과 전산설비 등의 물적 시설, 주요 출자자가 일정한 요건¹⁰을 갖추어야 한다.

9 투자자의 유형은 전문투자자와 일반투자자로 나뉜다. 전문투자자는 금융상품에 대한 전문성 구비 여부, 소유자산규모 등에 비추어 투자에 따른 위험 감수능력이 있는 투자자로서 ① 국가 ② 한국은행 ③ 은행·보험사·농협·수협·금융투자업자·증권금융회사·종합금융회사 등을 가리킨다. 일반투자자는 전문투자자가 아닌 자를 말한다(자본시장법 제9조 5항 및 동법 시행령 제10조 2항 참조).

10 신탁업 인가요건: 가. 상법에 따른 주식회사이거나 은행·보험사 등일 것; 나. 일정한 금액 이상의 자본을 갖출 것; 다. 사업계획이 타당하고 건전할 것; 라. 수익자의 보호가 가능하고 그 영위하고자 하는 신탁업을 수행하기에 충분한 인력과 전산설비 등 물적 시설을 갖추고 있을 것; 마. 임원의 자격요건을 충족할 것; 바. 대주주요건을 갖출 것; 사. 신탁부문(투자자)과 고유부문(신탁회사) 간의 구분관리 및 신탁상품 간의 이해상충 방지를 위한 체계를 갖출 것 등이다(자본시장법 제12조 2항 참조).

나) 신탁회사의 업무

신탁회사는 법에 정해진 재산(자본시장법 제103조 신탁재산의 제한 등 참조) 이외의 재산에 대해 신탁을 인수할 수 없다. 신탁회사는 하나의 신탁계약에 의하여 위탁자로부터 수탁가능 재산 중 두 개 이상의 재산을 종합하여 신탁의 인수를 할 수 있다. 보호예수, 부동산매매의 중개 등 법에 열거된 부수업무를 영위할 수 있다(자본시장법 제41조 참조).

다) 이해상충 방지체계

신탁회사는 신탁부문(투자자)과 고유부문(신탁회사) 간 또는 신탁상품 간에 이해상충 방지체계¹¹를 갖추어야 한다. 금융위원회는 이해상충 방지체계가 부적정하다고 인정되는 경우에는 구체적 사유와 합리적 이행기간을 적시하여 신탁회사에 대하여 시정을 요구할 수 있고 시정요구를 받은 신탁회사는 정당한 사유가 없는 한 이에 응하여야 한다.

라) 신탁자금의 운용

신탁회사는 신탁재산에 속하는 금전을 법에서 정한 방법에 한하여 운용¹²할 수 있다. 또 부동산신탁사업 중 발생한 여유자금을 운용할 때도 법에서 정한 방법¹³으로만 운용하여야 한다.

마) 신탁회사에 대한 감독

신탁회사를 포함한 금융투자회사는 경영의 건전성을 유지하기 위해 자기자본비율과 그 밖의 자본의 적정성, 자산의 건전성, 유동성에 관한 사항 등에 대하여 금융위원회가 정하여 고시하는 경영건전성기준을 준수하여야 한다. 금융위원회는 신탁회사가 경영의 건전성을 크게 해할 우려가 있다고 인정되는 경우 자본금의 증액, 이익배당의 제한 등

11 이해상충 방지체계: 1. 이해상충이 발생할 가능성을 파악·평가·관리할 수 있는 적절한 내부통제기준을 갖출 것; 2. 신탁업과 고유재산 운용업무 간 정보교류의 제한, 임원 및 직원 겸직 제한 등(자본시장법 시행령 제16조 9항 및 금융투자업규정 별표 2 중 4 참조).

12 신탁자금의 운용: 1. 증권의 매수; 2. 장내파생상품 또는 장외파생상품의 매수; 3. 은행, 종금사, 상호저축은행, 우체국 등 금융기관에의 예치; 4. 금전채권의 매수; 5. 대출; 6. 어음의 매수; 7. 실물자산의 매수; 8. 무체재산권의 매수; 9. 부동산의 매수 또는 개발 등(자본시장법 제105조 및 동법 시행령 제106조 참조).

13 여유자금의 운용: 1. 은행, 종금사, 상호저축은행, 우체국 등 금융기관에의 예치; 2. 국채증권, 지방채증권 또는 특수채증권의 매수; 3. 정부 또는 은행 등 금융기관이 지급을 보증한 유가증권의 매수; 4. 기타 부동산신탁사업의 안정성·수익성을 저해하지 않는 방법으로 자본시장법 시행령 제107조 2항에서 정하는 방법(자본시장법 제106조 참조).

경영개선을 위하여 필요한 조치를 요구할 수 있다(자본시장법 제31조 및 동법 시행령 제35조 참조).

한편, 신탁회사는 신탁거래와 관련한 약관 또는 표준계약을 제정 또는 변경하고자 할 때에는 미리 금융위원회에 신고하여야 하고 제정 또는 변경한 경우에는 인터넷 홈페이지 등을 이용해 공시하여 한다(자본시장법 제56조).

2. 부동산신탁의 현황

가. 부동산신탁제도의 도입과 변화

우리나라의 부동산신탁제도는 1989년 ‘토지공개념제도’ 도입 및 1990년 ‘4·13 부동산 투기억제대책’ 시행을 통해 도입되었다. 정부는 부동산투기를 억제하기 위한 정부 주도의 직접 개발방식의 재정부담을 완화하고 민간의 토지시장 참여를 유도하는 동시에 이미 개발된 토지의 효율적 이용을 촉진하기 위하여 부동산신탁제도를 도입하였다.

〈표 10-4〉 부동산신탁 연혁

시 기	내 용
1990	‘4·13 부동산투기 억제대책’을 통해 부동산신탁제도 도입 발표
1991	부동산신탁제도 도입 확정
	대한부동산신탁(성업공사) 및 한국부동산신탁(한국감정원) 설립 - 설립 인가 시 취급업무는 관리신탁, 처분신탁 및 부수업무에 한정
1992	토지신탁업무 인가
1993	담보신탁업무 인가
1994	국유지신탁 인가
1996	한국토지신탁(토지공사), 주은부동산신탁(주택은행) 설립 인가
1997	대한토지신탁(주택공제조합) 설립 인가
1998	민간 최초의 생보부동산신탁(삼성생명·교보생명) 설립
2002	최초의 부동산신탁회사인 대한부동산신탁 및 한국부동산신탁이 IMF 위기 이후 부실로 인해 회사청산 결정
2004	하나다울신탁 인가
2006	코람코자산신탁 인가
2007	아시아자산신탁, 국제자산신탁 인가
2009	자본시장법 시행
	무궁화신탁, 코리아신탁 인가

1991년 4월, 한국감정원과 성업공사에서 각각 한국부동산신탁(주)과 대한부동산신탁(주)의 설립 인가를 받으면서 시작된 부동산신탁업은 2012년 6월 현재 11개사가 영업 중이며 신탁재산규모도 지난 2012년 3월 말 기준 약 151조원 수준에 이르게 되어, 은행신탁업무의 부수업무 가운데 하나에 지나지 않았던 부동산신탁업이 하나의 고유 업종으로 확실하게 자리 잡게 되었다.

나. 부동산신탁업의 현황

1) 1991~2000년

부동산신탁회사의 선발업체로서 1991년부터 영업을 시작한 한국부동산신탁과 대한부동산신탁은 신탁업에 대한 진입 제한과 토지신탁사업의 확장 등으로 엄청난 호황을 경험하였으나 외환위기로 인한 시공사 부도와 신탁사업장의 급격한 부실화 등으로 워크아웃을 거쳐 2002년 신탁업 인가의 폐지에 이르게 된다. 두 회사가 청산에 이르게 된 주된 원인으로는 금융비용 증가와 조달의 어려움, 경기변동에 따른 사업성 악화, 과도한 차입구조와 사업비 조달 및 운용의 불일치 등을 꼽을 수 있다.

가) 토지신탁사업 중심의 외형 확장

부동산신탁회사는 그 설립 배경이 무엇이었던지 간에 영리를 목적으로 하는 주식회사이다. 따라서 신탁업무 중 단위당 수익성이 가장 높은 업무인 토지신탁에 대한 업무비중이 커질 수밖에 없다. 1993년부터 2000년까지 부동산신탁회사들의 영업수익을 살펴보면 전체 영업수익의 72% 가량이 토지신탁업무에서 발생하고 있다. 특히 외환위기 직전인 1996년 이후에는 토지신탁부문의 영업수익이 전체 영업수익의 80%를 초과하는 수준으로 비중이 커진 상태였다.

토지신탁은 원칙적으로 위탁자가 토지소유자일 것을 전제로 하기 때문에 신탁회사가 직접 토지를 매입하거나 토지매입비에 대한 금융지원을 하는 것이 불가능하다. 이러한 규제를 우회하기 위해 신탁회사는 시공회사에 선급금을 지급하거나 선배당을 하여 사실상 위탁자에게 토지매입비를 지원하는 것과 같은 효과를 꾀하기도 하였는데, 이는 제한된 신탁구조하에서 부동산신탁회사가 능동적으로 개발사업을 추진하는 것이 얼마나 어려운 일인가를 짐작하게 한다.

토지신탁사업에 있어 자금의 조달, 분양 등 모든 책임은 신탁회사에 귀속되므로 신탁

〈표 10-5〉 선발 부동산신탁회사 현황(2012년 3월 말 현재)

(단위: 백만원, 명)

구 분	한국 토지신탁	KB 부동산신탁	대한 토지신탁	생보 부동산신탁	한국 자산신탁	하나 다올신탁	코람코 자산신탁	
설립 인가	1996. 3. 5	1996. 7. 12	1997. 12. 1	1998. 11. 4	2001. 4. 4	2004. 2. 27	2006. 3. 24	
자산	878,682	255,421	219,027	70,333	163,344	82,044	124,932	
자기자본	290,443	150,489	126,755	64,809	115,949	70,131	77,004	
납입자본	252,489	80,000	75,000	10,000	29,945	10,000	10,000	
총수탁 재산규모	14,360,121	28,448,352	18,169,170	9,107,034	14,979,656	20,132,502	13,022,951	
영업용 순자본비율	820.3%	980.73%	775.64%	1,402.46%	830.80%	730.95%	508%	
주요 주주 (지분율)	- 한국토지 주택공사 (31%) - 아이스팀 엔트러스트 (31%) - 소액주주 (28%)	국민은행 (100%)	군인공제회 (100%)	- 삼성생명 (50%) - 교보생명 (50%)	- 엠디엠 외 1인(49.9%) - 한국자산 관리공사 (25.2%) - 대한주택 보증 외 17 (24.9%)	- 하나금융 지주(65%) - 이병철 (20%) - 우리은행 (15%)	- 우리은행 (12.2%) - 산업은행 (11.7%) - 한화증권 (9.9%) - 코리아리 (9.7%) - 신한은행 (7.0%) - 이규성 (4.5%)	
조직 및 부서	2실 6본부 24팀	3본부 18부 2지점	4본부 19팀 1실	1실 2본부 16팀	4본부 1실 8부 24팀	3본부 4실 21팀	2부문 7본부 28팀	
임 직 원	임원 (사외이사)	13 (5)	8 (3)	8 (4)	8 (3)	6 (1)	11 (4)	12 (4)
	직원 (계약직)	145 (8)	137 (10)	100 (4)	82 (8)	89 (10)	86 (0)	103 (7)
	기타						3	9
	합 계	158	145	108	90	95	100	124

자료: 각사 경영공시자료.

회사가 갖는 위험성은 무한인 반면 수탁의 대가는 일정 비율의 수수료에 국한되는 불균형적인 구조도 선발 신탁회사의 부실에 일정 부분 원인을 제공하였다고 할 수 있다. 안정적인 자금조달원의 확보 등 사업환경이 구축되지 않은 상황과 복잡한 개발사업 환경을 고려한다면, 신탁회사는 우선 취급건수를 증가시켜 수익원의 확장을 도모할 수밖에 없었고 이는 급격한 토지신탁의 수탁고 확대라는 결과를 낳았다.

〈표 10-6〉 부동산신탁회사의 업무별 영업수익 추이

(단위: 백만원)

구 분	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	합계 (비중)
토지신탁	258 (16.2)	2,321 (35.0)	8,371 (71.7)	24,223 (86.8)	42,659 (81.5)	33,540 (59.2)	48,786 (75.5)	48,208 (70.2)	208,366 (71.8)
관리신탁	81 (5.1)	222 (3.4)	740 (6.3)	560 (2.0)	466 (0.9)	326 (0.6)	1,502 (2.3)	3,834 (5.6)	7,731 (2.7)
처분신탁	139 (8.7)	220 (3.3)	307 (2.6)	320 (1.1)	928 (1.8)	497 (0.9)	1,893 (2.9)	2,945 (4.3)	7,249 (2.5)
담보신탁	38 (2.4)	433 (6.5)	828 (7.1)	338 (1.2)	6,582 (12.6)	19,313 (34.1)	6,967 (10.8)	6,384 (9.3)	40,883 (14.1)
부수업무	1,077 (67.6)	3,438 (51.8)	1,434 (12.3)	2,466 (8.8)	1,671 (3.2)	2,964 (5.2)	5,489 (8.5)	7,292 (10.6)	25,831 (8.9)
합 계	1,593 (100.0)	6,634 (100.0)	11,680 (100.0)	27,907 (100.0)	52,306 (100.0)	56,640 (100.0)	64,637 (100.0)	68,663 (100.0)	290,060 (100.0)

자료: 한국건설산업연구원(2000), 장현범(2002)에서 재인용; 금융감독원 전자공시시스템.

나) 경제위기와 부동산신탁업의 부실화

외환위기 당시 신탁회사의 사업비 조달은 주로 회사채를 통한 단기 위주로 이루어져 왔다. 외환위기 이후 중금사 등의 회사채 상황 연장이 3개월 내지 6개월에서 3일 내지 5일로 단축됨에 따라 자금조달과정에서 유동성 위험이 급격히 증대되었고 신규 차입금의 경우에는 조달 자체가 불가능하게 되어 신탁회사들은 부도 위기에 직면하게 되었다. 조달금리도 외환위기 이전에는 은행권에서 차입할 경우 평균 12% 내지 13%, 중금사는 12% 내지 14%였으나 외환위기 이후에는 30% 정도의 고금리가 적용되었다. 이러한 현상들은 일부 중금사들에 대한 영업정지 등 금융기관의 구조조정과 적정 자기자본비율(BIS) 확대조치에 따라 더욱 가속화될 수밖에 없었고 만기연장 과정에서 연체료의 부담 등으로 신탁사업은 급격히 부실화되었다.

외환위기 당시 부동산시장은 폭락과 연쇄부도의 된서리를 맞았다. 분양률은 바닥을 치고 있었고 금리 폭등으로 피분양자들의 비용부담은 증가하고 신탁회사가 자금난에 처했다는 소문 등에 따라 불안감을 느낀 피분양자들이 분양대금 납입을 지연하는 사태가 발생하였으며 이미 분양된 물건에 대해서도 해약건수가 증가하게 되었다.¹⁴ 중도금의 납입

14 한국부동산신탁의 경우 월평균 분양수입금이 1997년에는 350억원에 달했으나 1998년에는 264억원으로 감소하였으며, 1998년 중 해약 환불금은 294억원에 달하였다. 당시 시공 관련 회사는 건설회사 91개사, 하도급업체 821개사, 설계·감리사 등 123개사에 이르렀다(장현범[2002]).

〈표 10-7〉 부동산신탁회사의 재무제표 분석

(단위: 백만원)

구 분		한국 부동산신탁	대한 부동산신탁	한국 토지신탁	주은 부동산신탁	합 계
자본금 (A)	1996	7,000	6,000	30,000	10,000	53,000
	1997	7,000	6,000	50,000	10,000	73,000
신탁차입금 (B)	1996	279,899	217,809	9,639	-	507,347
	1997	734,508	596,254	262,095	239,766	1,832,623
신탁원본 (C)	1996	598,174	1,059,108	67,889	-	1,725,171
	1997	1,771,091	1,093,208	894,883	1,255,456	5,014,638
원본 대비 차입금 비율(B/C)	1996	46.8%	20.6%	14.2%	-	29.4%
	1997	41.5%	54.5%	29.3%	19.1%	36.5%
자본금 대비 수탁 비율(C/A)	1996	85배	177배	2배	-	33배
	1997	253배	182배	18배	126배	69배
자본금 대비 신탁 차입금비율(B/A)	1996	40배	36배	0.3배	-	10배
	1997	105배	99배	5배	24배	25배

자료: 이정민(1998).

지연 및 해약에 따른 자금난으로 기존 신탁사업이 상당수 지연되거나 축소되고 사업성이 양호했던 신탁사업마저도 중단되는 사태가 발생하였다. 이에 따라 공사비 지급이 지연되면서 시공회사 및 하도급업체의 부실로 이어지는 악순환이 지속되었다.

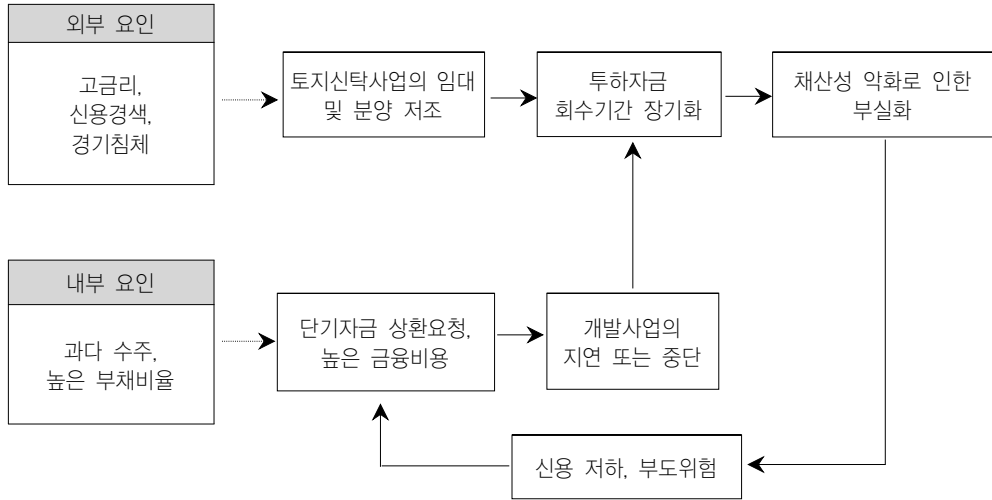
한편, 1998년 초 당시의 상황에서 각 신탁사업의 차입금 규모는 신탁업감독규정에 의해 총사업비의 70%를 초과할 수 없도록 되어 있었고, 실제 각 신탁사의 차입금 규모는 이에 맞추어 유지되고 있었으나 이러한 양적 제한이 분양금 회수 지연 등 외적인 상황 변화에 대해서는 완충역할을 하지 못한 것으로 보인다(장현범[2002]).

자금조달을 전적으로 외부 차입에 의존하고 있던 부동산신탁회사의 상황¹⁵에서는 무엇보다 자금 조달 및 회수 시기를 일치시키는 것이 필요했을 것이다. 그러나 외환위기 당시 한국부동산신탁과 대한부동산신탁의 토지신탁사업에서 사업별 자금운용기간은 2년 내지 3년이었으나 이에 필요한 자금의 조달은 만기 3개월 내지 6개월의 중금사 회사채 할인에 지나치게 의존하였고 다시 상환기간을 연장하는 방식으로 자금이 운용되었다. 즉, 자금의 조달기간과 운용기간의 불일치에 따른 유동성 및 금리 위험¹⁶에 그대로

15 감독당국은 부동산신탁업계의 건의를 받아들여 토지신탁제도를 허용했으나 금융을 위한 대안은 따로 마련하지 않은 상황이었으므로 신탁사업비의 조달은 대부분 금융기관으로부터의 차입에 의존하였고 이에 대한 규제는 사업별로 차입금의 규모를 70%로 한정하는 소극적 제한에 머물렀다.

16 금리가 하락하면 금융비용이 절감되는 효과가 있는 반면 금리가 상승하게 되면 비용 증대로 신탁사업

[그림 10-1] 신탁사업 부실의 악순환구조 개관



자료: 한국금융연구원(1999), 장현범(2002)에서 재인용.

<표 10-8> 부동산신탁회사의 장단기 자산 및 부채 현황(1997년 말 기준)

(단위: 10억원)

자 산		부 채		차 이	
유동자산(A)	고정자산(B)	단기차입금(C)	장기차입금(D)	A-C	B-D
902.4	5,580.8	1,802	251.2	△899.6	5,329.6

주: 한국부동산신탁, 대한부동산신탁, 한국토지신탁, 주은부동산신탁 등 4개 신탁회사 신탁계정 해당 수치의 합계임.
 자료: 한국금융연구원(1999), 장현범(2002)에서 재인용.

노출되는 아주 취약한 구조였던 것이다. 단기적으로 금리가 30%까지 치솟았던 외환위기 상황에서 신탁사업의 부실화와 신탁회사의 부도는 피할 수 없는 당연한 수순이었던 것으로 보인다.

2) 2001~08년

선발 회사들의 퇴출로 큰 시련을 겪은 부동산신탁업계는 2001년 이후에는 부동산 경기의 반전에 따른 영업환경 호전과 보다 개선된 자체 위험관리시스템을 바탕으로 과거의 부실을 지속적으로 정리하며 양호한 성장세를 이어오게 된다. 특히 2003년 이후 정부의 부동산가격 안정화 기조에 따른 주택담보대출 규제 등 다양한 부동산 규제정책이

의 부실화 가능성이 커진다.

지속되는 불리한 영업환경하에서도 2005년과 2006년 폭발적인 외형적 성장을 경험하였다. 그러나 2007년에는 성장추세가 이어지긴 했으나 그 속도가 현저히 둔화된 양상을 보이고 있다.

외환위기로 인한 신탁회사들의 부실퇴출은 부동산시장의 투명성과 안정성을 높이겠다는 취지 아래 공공기관 출자기업 중심으로 부동산 전업신탁회사 인가를 내주었던 감독 당국의 제도 도입 취지를 무색하게 했고 토지신탁 등 부동산 개발사업의 자금조달처를 확대하는 것이 필요하다는 인식이 공감대를 얻었던 것으로 보인다. 이에 당국은 1998년 4월 신탁업법 시행령 제11조를 개정해 신탁경영 금융기관이 신탁받은 금전을 유가증권의 매입과 대출 외에 금융기관에 대한 단기자금의 대여, 부동산의 매입, 유가증권지수의 선물거래 등의 방법으로 운용할 수 있도록 하였다. 이어 2000년 7월에는 신탁자금으로 운용할 수 있는 유가증권의 범위에 금융기관이 매출중개한 어음, 유동화증권 및 주택저당증권 등을 추가하는 개정¹⁷을 단행해 은행의 부동산투자신탁¹⁸ 자금이 부동산 개발금융시장을 선도하는 주요 공급원으로 부상할 수 있는 환경을 조성해 주었다.

외환위기 이전 시행과 시공을 겸하며 부동산 개발사업을 거의 독점하다시피 하던 건설회사들은 외환위기로 대규모 자산 손실과 이에 따른 신용도 하락 등으로 위험도가 높은 부동산 개발사업의 시행에 매력을 잃었고 시행을 할 여력도 안 되었다. 개발시장은 자연스럽게 사업주인 시행사와 시공회사의 역할이 분리되었고 개발금융시장도 자본력이 빈약한 시행사를 대상으로 전통적인 기업금융방식을 통한 개발사업 자금의 공급이 불가능하게 되었다. 시장의 이러한 변화를 빠르게 감지하고 새로운 개발금융방식을 선보인 곳은 은행의 부동산투자신탁으로 SOC 건설과 대규모 자원개발 등에 이용되던 프로젝트 파인런스 기법을 차용해 프로젝트의 사업성을 기초로¹⁹ 부동산 개발사업 자금을 공급하기

17 당시 신탁업법 시행령 제11조와 제12조 제1항을 고쳐 신탁회사의 신탁자금 운용방법에 선물거래법에 의한 선물거래와 유가증권의 대여 등을 추가하는 한편, 신탁자금으로 운용할 수 있는 유가증권의 범위에 금융기관이 매출·중개한 어음, 유동화증권 및 주택저당증권 등을 추가했다.

18 불특정 금전신탁의 하나로 2000년 7월 25일 판매 개시 이후, 2000년 말 1,747억원 → 2001년 말 6,669억원 → 2002년 11월 말 1조 2,173억원 등 수탁고가 기하급수적으로 늘어갔던 상품으로, 투자자로 부터 모집한 자금을 주로 아파트 또는 오피스텔 등의 개발사업을 위한 대출, 이들 대출채권을 기초자산으로 한 유동화증권에 투자하는 형태로 운용한 실적배당형 상품이다. 2004년 「간접투자자산 운용업법」의 시행으로 은행의 부동산투자신탁은 더 이상 새로운 상품이 발매되지 않았고 자산운용회사가 운용하는 부동산간접투자기구(부동산펀드)나 특별자산간접투자기구 등에 그 자리를 내어 주었다.

19 선분양사업이 일반화된 우리나라 부동산 개발PF는 사실상 시공사 지급보증을 통한 토지 중·잔금 대출성격이 짙고 개발사업자는 피분양자가 납입한 분양대금으로 토지대금과 초기 사업비, 건축물에 대한 공사비를 충당하는 구조다. 또 개발PF의 공급자들은 담보신탁 등을 통한 토지소유권의 확보, 사업권 확보 및 인허가 가시화, 신용도가 높은 건설회사의 신용보강 등을 전제로 대출을 일으키는 것이 일반적이다(윤미영[2005]).

〈표 10-9〉 부동산신탁회사의 경영실적 추이(각 연도 12월 말 기준)

(단위: 백만원)

구 분		2004년 말	2005년 말	2006년 말	2007년 말	2008년 말
총수탁 재산	재산가액	26,746,814	43,510,278	67,413,213	75,660,994	89,809,230
	증가액	-	16,763,464	23,902,935	8,247,781	14,148,236
	증가율	-	62.7%	54.9%	12.2%	18.7%
영업 수익	금액	271,236	314,604	412,814	426,479	368,798
	증가액	-	43,368	98,210	13,665	-57,681
	증가율	-	16.0%	31.2%	3.3%	-13.5%
영업 순수익 ¹⁾	금액	146,686	178,963	240,121	246,036	190,849
	증가액	-	32,277	61,158	5,915	-55,187
	증가율	-	22%	34.2%	2.5%	-22.4%
당기 순이익	금액	730	20,188	92,709	122,894	97,060
	증가액	-	19,458	72,521	30,185	-25,834
	증가율	-	2,665%	359%	33%	-21.0%

주: 1) 영업순수익은 대손상각비 차감 전 영업이익임.
 자료: 한국부동산신탁업협회 및 각사 경영공시자료.

〈표 10-10〉 부동산신탁회사의 영업수익 추이(각 연도 12월 말 기준)

(단위: 백만원)

구 분	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	합계 (비중)
토지신탁	37,395 (10.8)	64,889 (21.7)	73,833 (25.1)	81,296 (30.0)	95,762 (30.4)	95,274 (23.1)	104,001 (24.4)	82,190 (22.3)	634,640 (23.2)
관리신탁	3,897 (1.1)	4,429 (1.5)	5,809 (2.0)	5,823 (2.1)	5,667 (1.8)	7,279 (1.8)	6,102 (1.4)	4,434 (1.2)	43,440 (1.6)
처분신탁	4,199 (1.2)	5,559 (1.9)	12,340 (4.2)	5,755 (2.1)	8,191 (2.6)	19,088 (4.6)	16,229 (3.8)	14,237 (3.9)	85,598 (3.1)
담보신탁	7,376 (2.1)	17,101 (5.7)	30,036 (10.2)	30,327 (11.2)	56,818 (18.1)	86,490 (21.0)	66,977 (15.8)	50,301 (13.6)	345,426 (12.7)
부수업무	16,530 (4.8)	32,160 (10.8)	39,064 (13.3)	58,091 (21.4)	60,794 (19.3)	76,576 (18.5)	80,275 (18.8)	46,800 (12.7)	410,290 (15.0)
신탁계정대 이자	276,198 (79.9)	174,064 (58.4)	133,439 (45.3)	89,944 (33.2)	87,372 (27.8)	103,389 (25.1)	121,753 (28.5)	106,587 (28.9)	1,092,746 (40.0)
기타 영업수익	-	-	-	-	-	24,178 (5.9)	31,142 (7.3)	64,250 (17.4)	119,570 (4.4)
합 계	345,595 (100.0)	298,202 (100.0)	294,521 (100.0)	271,236 (100.0)	314,604 (100.0)	412,274 (100.0)	426,479 (100.0)	368,799 (100.0)	2,731,710 (100.0)

자료: 한국부동산신탁업협회.

〈표 10-11〉 부동산신탁회사의 손익 현황(2007년 말 기준)

(단위: 백만원)

구 분	한토신	KB신탁	대토신	생보	한자신	다올	코람코	합 계	
신탁 업무	토 지	43,243	16,314	34,881	706	8,120	737	-	104,001
	관 리	974	1,107	876	665	932	1,147	401	6,102
	처 분	534	1,762	4,776	4,730	2,411	839	1,177	16,229
	담 보	7,981	15,660	7,025	4,635	8,511	17,884	5,281	66,977
	소 계	52,732	34,843	47,558	10,736	19,974	20,607	6,859	193,309
부수업무	11,162	16,205	6,258	13,434	16,133	13,896	3,186	80,275	
업무 수익	소 계	63,894	51,048	53,816	24,170	36,107	34,504	10,045	273,584
	MS	23%	19%	20%	9%	13%	13%	4%	100%
신탁계정대 이자	69,420	18,932	28,335	-	5,066	-	-	-	121,753
기타 영업수익	7,680	-	-	-	-	-	-	23,462	31,142
영업 수익	합 계	140,994	69,980	82,151	24,170	41,173	34,504	33,507	426,479
	MS	33%	16%	19%	6%	10%	8%	8%	100%
영업비용	120,324	32,227	49,059	15,005	24,911	21,131	17,734	280,391	
영업이익	20,670	37,753	33,092	9,165	16,262	13,373	15,773	146,088	
당기순이익	19,862	28,830	24,377	10,212	17,063	10,020	12,530	122,894	

자료: 한국부동산신탁협회.

시작했다.

부동산 개발금융시장의 이러한 변화는 부동산신탁회사의 영업 형태와 수익 구조에도 많은 변화를 불러왔다. 우선, 토지신탁의 비중 축소가 눈에 띈다. 1993~2000년 신탁 및 부수 업무 수익의 72%에 달하던 토지신탁의 비중은 2001~06년 동안에는 42.8%까지 줄어들었다. 반면, 신탁 및 부수 업무 수익의 9%에도 미치지 않던 대리사무 등의 수익은 27.1%로 증가했다. 이는 신탁회사들이 자금차입 등의 위험을 지지 않고 은행 투자 신탁 등에서 공급된 PF 대출금 및 분양대금을 관리하거나 경험이 부족한 시행사를 대신 해 개발PF 중개, 시공사 선정 등 개발사업 전반을 관리하는 업무영역을 지속적으로 확대해 온 결과이다.²⁰

〈표 10-11〉에서 보듯이 부동산신탁회사의 영업수익은 신탁업무 및 부수업무 수익, 신탁계정대여금 이자수익, 기타 영업수익 등으로 나누어볼 수 있는데 토지신탁업무의 비중에 따라 손익계산서의 모습이 크게 달라진다. 토지신탁의 규모가 미미한 생보부동산

²⁰ 물론 이 기간 동안에도 부동산신탁회사의 토지신탁 사업은 틈새상품으로 각광을 받았다.

신탁과 다올부동산신탁은 영업수익과 업무수익(신탁업무 및 부대업무 수익) 간 차이가 거의 없는 데 반해 토지신탁수익이 업무수익의 절반을 넘어서거나 일정 수준 이상인 한국토지신탁, 대한토지신탁, KB부동산신탁, 한국자산신탁의 경우 영업수익과 업무수익의 차이가 현저하다. 이러한 차이는 신탁회사 고유계정에서 신탁계정으로 대여한 자금에 대한 이자수익(신탁계정대 이자) 때문이다. 이와는 달리 2006년에 부동산신탁업 영업인가를 받은 코람코자산신탁의 경우 영업수익과 업무수익의 차이는 기존의 부동산투자회사(REITs) 자산관리회사(AMC) 업무로부터 발생하는 수익으로 인한 것이다.

한편, KB부동산신탁(2004년 887억원), 한국토지신탁(2005년 1,228억원), 대한토지신탁(2006년 283억원), 한국자산신탁(2006년 353억원) 등 토지신탁업무를 활발히 하는 신탁회사들은 2004년 이후 부실자산에 대한 대규모 대손충당금 적립 및 대손상각을 실시했는데, 부동산 경기와 개별 신탁사의 위험관리능력에 따라 변동 가능성은 있으나 향후 대손충당금 적립부담이 완화될 것으로 예상돼 수익성 측면에서 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것으로 보인다(박광식[2007]).

3) 2009년~현재

2009년 2월 자본시장법 시행으로 부동산신탁업계는 회사경영과 영업환경에 있어 질적인 변화를 경험하게 된다. 그 이전까지는 기타 금융회사로 분류되는 만큼 인력과 조직 요건, 감독당국에 대한 보고와 공시, 투자자 보호, 행위 규제 등이 다소 느슨한 체계 내에서 유지되었다. 그러나 증권 등 6개 금융업종의 통합법인 자본시장법 체제로 편입되면서 부동산신탁회사는 보다 높은 수준의 조직운영 체계와 경영건전성 유지, 내부통제기준, 영업행위준칙 등을 완비하고 준수하도록 강제되었다.

자본시장법 시행 이전 대부분의 부동산신탁회사들은 개발사업 과정에서 소유권 관리와 자금관리 등 부가가치 창출에 제한적인 업무수행으로 수익성이 떨어지는 추세였으나 다른 한편으로 부동산신탁업에 대한 신규 인가가 제한적이라 선발 회사를 중심으로 독과점에 가까운 영업환경 안에서 비교적 양호한 경영성과를 올리고 있었다.

이러한 인가 프리미엄은 자본시장법 시행과 함께 사라졌다고 할 수 있다. 2011년 말 현재 신탁회사는 경영 46사, 부동산신탁회사 11곳으로 늘어났다. 이 가운데 부동산을 수탁할 수 있는 신탁회사는 금전만을 수탁하도록 인가받은 8곳을 제외하고 모두 49개 회사이다. 물론 자본시장법 시행 이전에도 은행과 증권사 등 경영 금융회사에서 부동산 수탁업무가 가능했으나 경험과 시스템 등 여러 이유로 그다지 적극적인 모습은 보이지

〈표 10-12〉 신탁회사 현황(2011년 말 기준)

구 분	개수	회 사 명	인가 단위			
			종합	금전	부동산	
은행	국내은행	17	신한, 우리, SC제일, 하나, 외환, 씨티, 국민, 대구, 부산, 광주, 경남, 산업, 기업, 농협, 수협	○		
	외은지점	3	전북, 제주		○	
증권사	21	신한금융투자, 교보, 대신, 대우, 하나대투, 동양, 삼성, 미래에셋, 우리투자, 한국투자, 현대, NH투자, 한화, 메리츠, 신영, 유진투자, HMC투자, 동부, SK	○			
		하이투자, IBK투자		○		
보험사	5	미래에셋, 삼성, 대한, 흥국	○			
		교보		○		
부동산 신탁회사	11	한국토지, KB부동산, 대한토지, 생부부동산, 한국자산, 하나다올, 코람코자산, 아시아, 국제자산, 무궁화, 코리아			○	

자료: 금융감독원 보도자료(2012. 3. 26).

〈표 10-13〉 신탁회사 수탁고 추이

(단위: 조원, %)

구 분	2010년 말 (A)	2011년 말 (B)	비중	증감 (B-A)	증감률 (B-A)/A
증권사	63.1	77.0	18.7	13.9	22.1
보험	0.5	0.7	0.2	0.2	42.8
소 계	228.6	259.7	63.2	31.1	12.0
부동산신탁회사	142.1	151.2	36.8	9.1	6.4
합 계	370.7	410.9	100.0	40.2	10.8

자료: 금융감독원 보도자료(2012. 3. 26).

않아 부동산신탁 전업회사들의 영업에 큰 장애요인은 되지 않았다. 그러나 시간이 지나며 경영 금융회사들의 경험이 축적되고 인력과 시스템이 보강되며 부동산신탁회사들의 영역은 점점 잠식당할 것으로 예상된다. 자본시장법 시행 이후 신탁회사가 늘어난 만큼 부동산 수탁고도 증가세이다.

제2절 부동산신탁상품의 이해

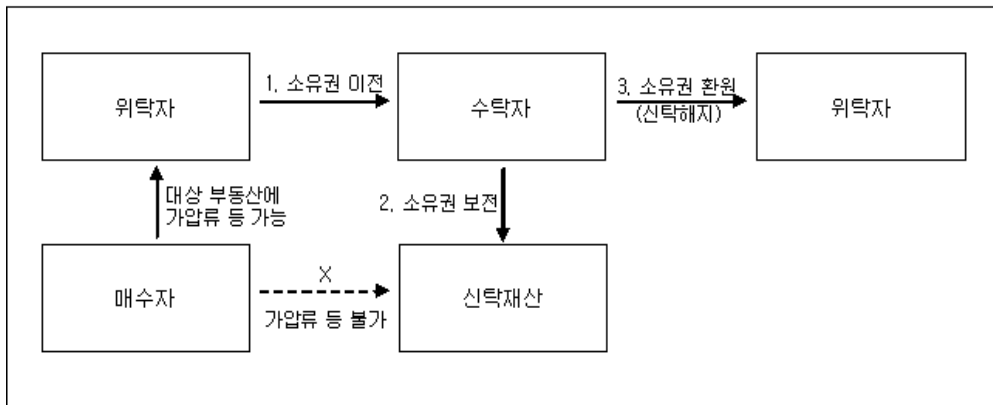
1. 관리신탁

관리신탁은 부동산 소유자(위탁자)가 신탁계약을 통해 부동산의 소유권을 신탁회사(수탁자)에 이전하면, 신탁회사는 신탁계약에서 정한 바에 따라 부동산에 대한 소유권 임대차세무 등의 관리를 수행하고 그로부터 발생하는 신탁수익을 수익자로 지정된 자에게 교부하는 것을 말한다. 현재 이와 같은 관리신탁은 그 목적에 따라 갑종 관리신탁과 을종 관리신탁으로 구분하여 운영되고 있다.

가. 을종 관리신탁

을종 관리신탁은 부동산 소유자(위탁자)가 자신의 부동산에 대하여 발생할 수 있는 예기치 못한 분쟁을 예방하여 소유권을 안전하게 보존할 목적으로 이용하는 신탁이다. 최근 금융기관의 개발사업에 대한 프로젝트 파이낸싱이 활성화되면서 개발사업기간 동안에 부동산에 대한 소유권을 안전하게 보존하려는 목적으로도 많이 이용되고 있다. 신탁회사(수탁자)는 부동산 소유자(위탁자)로부터 신탁계약을 통해 부동산을 수탁받아 부동산의 소유권만을 관리하게 된다.

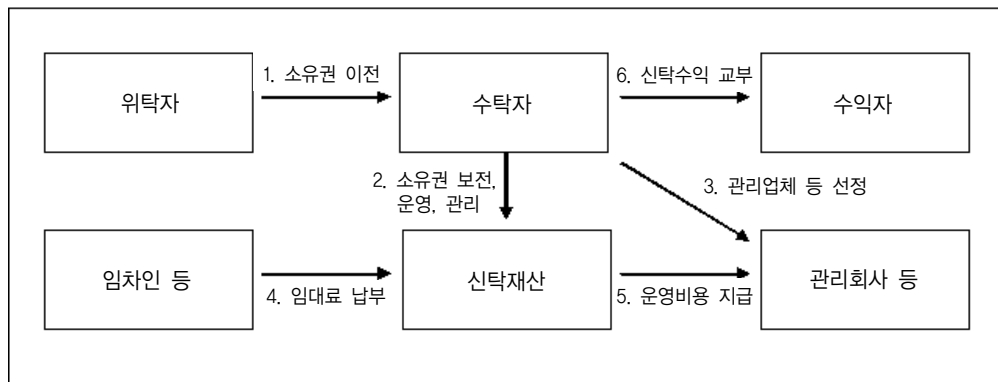
[그림 10-2] 을종 관리신탁의 구조



나. 갑종 관리신탁

갑종 관리신탁은 부동산 소유자(위탁자)가 자신의 부동산에 대해 전문적이고 효율적인 관리와 보다 높은 운영수익을 실현할 목적으로 이용하는 신탁이다. 신탁회사(수탁자)는 수탁받은 부동산에 대하여 소유권 관리는 물론 임대차 관리, 시설 및 기술 관리, 세무관리, 법무관리, 금전의 운용 등 부동산에 대한 종합 관리업무를 수행하게 되고 이로 부터 발생하는 신탁수익을 수익자에게 교부하게 된다.

[그림 10-3] 갑종 관리신탁의 구조

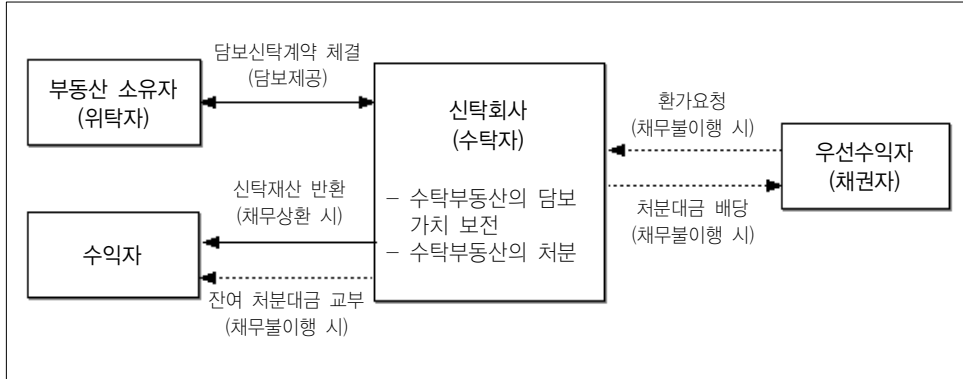


2. 담보신탁

담보신탁은 부동산 소유자(위탁자)가 자신 또는 타인의 채무 내지 책임의 이행을 보장하기 위해 자기 소유의 부동산을 담보로 제공할 목적으로 이용하는 신탁이다. 신탁회사(수탁자)는 신탁계약을 통해 부동산 소유자(위탁자)로부터 부동산을 수탁받아 일정 기간 동안 채권자(우선수익자)를 위하여 수탁부동산의 담보가치가 유지·보전되도록 관리하다 채무가 정상적으로 이행되면 수탁부동산을 위탁자에게 환원하게 된다.

만약 채무가 불이행되면 신탁회사가 수탁부동산을 환가하여 그 처분대금으로 채권자에게 채무를 변제하고, 채무 변제 후 잔여 처분대금은 수익자에게 교부하게 된다.

[그림 10-4] 담보신탁의 구조



<표 10-14> 담보신탁과 저당제도 비교

구분	저당제도	담보신탁
담보권 설정방식	<ul style="list-style-type: none"> 저당권 설정 등기부상 '을구' 표시사항 	<ul style="list-style-type: none"> 신탁등기(소유권 이전) 등기부상 '갑구' 표시사항
부동산의 담보가치 보전	<ul style="list-style-type: none"> 채권기관에서 관리·보전 	<ul style="list-style-type: none"> 신탁회사에서 관리·보전
채권실행방법	<ul style="list-style-type: none"> 법원 경매 	<ul style="list-style-type: none"> 신탁회사 공매
채권실행 절차 및 소요기간	<ul style="list-style-type: none"> 절차 복잡, 장기간 소요 폐쇄시장에서의 경매 담보부동산의 고가 매각활동 불가 	<ul style="list-style-type: none"> 절차 간편, 단기간 소요 일반 공개시장에서의 공매 담보부동산의 고가 매각활동 가능
파산재단 구성 여부	<ul style="list-style-type: none"> 파산재단에 포함 	<ul style="list-style-type: none"> 파산재단에서 제외

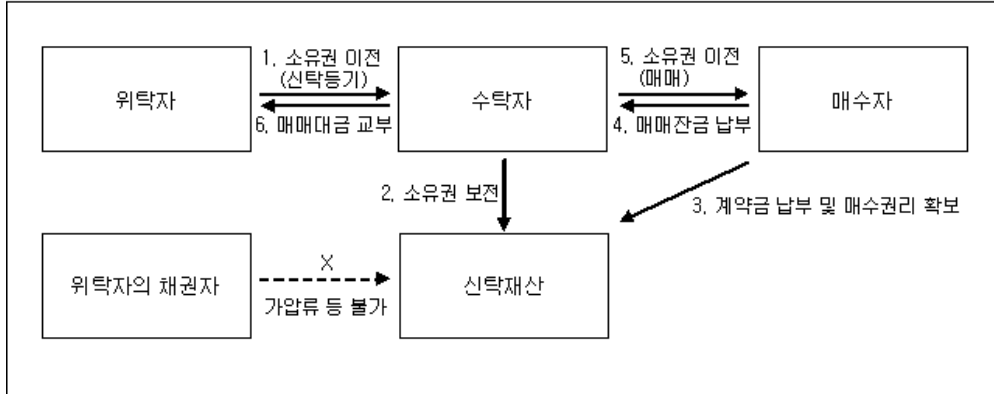
3. 처분신탁

처분신탁은 부동산 소유자(위탁자)가 처분절차에 어려움이 있는 부동산, 대규모 부동산으로 매수자가 제한되어 있는 것, 잔금정산까지 장기간이 소요되어 부동산의 소유권 관리에 안전을 요하는 부동산 등을 안정적으로 처분하기 위해 이용하는 신탁이다. 신탁회사(수탁자)는 신탁계약을 통해 위탁자로부터 부동산을 수탁받아 다양한 처분활동을 수행²¹하고, 수탁부동산이 처분되는 경우 발생하는 처분수익을 수익자에게 교부하게 된다.

개발사업 과정에서 가장 효과적인 신탁수단인 처분신탁은 초기단계인 토지매입 단계와

21 처분신탁상품에서 ① 원칙적으로 신탁재산의 처분에 따른 매도인은 수탁자인 부동산신탁회사이나 실무에서는 ② 처분신탁의 해지 및 위탁자로의 소유권 반환 후, 위탁자가 매도인이 되어 매수자와 매매계약을 체결할 수 있다.

[그림 10-5] 처분신탁의 구조



마무리 단계인 준공시점에 많이 이용된다. 토지확보 단계에서는 시공사가 토지매입비 등을 시행자에 대여하여 시행자 명의로 매입한 부동산을 신탁회사에 신탁함으로써 시행자의 파산, 부도 등에 관계없이 사업부지를 확보할 수 있다. 준공시점에는 시공사가 공사대금을 회수하는 과정에서 대물변제 외의 방법이 필요한 경우(수익권 설정으로 대체),²² 시공사가 분양업무를 수행하고 분양 완료 시 신탁사가 매수인에게 소유권을 이전하는 업무가 진행된다.

4. 토지신탁

토지신탁이란 토지소유자(위탁자)가 토지의 효율적 개발을 통해 수익을 실현할 목적으로 토지를 신탁회사(수탁자)에 신탁하고, 신탁회사는 신탁계약에서 정한 바에 따라 개발자금의 조달, 건축물의 건설 및 임대·분양, 건축물의 유지·관리 등을 수행하고 그 관리·운영을 통해 발생하는 신탁수익을 수익자로 지정된 자에게 교부하는 것을 말한다. 토지신탁은 신탁재산의 처분 유형에 따라 임대형 토지신탁과 분양형 토지신탁으로 구분하고, 신탁회사의 건설자금 조달책임 부담 유무에 따라 개발형 토지신탁과 관리형 토지신탁으로 분류할 수 있다(김창수 외[2007]).

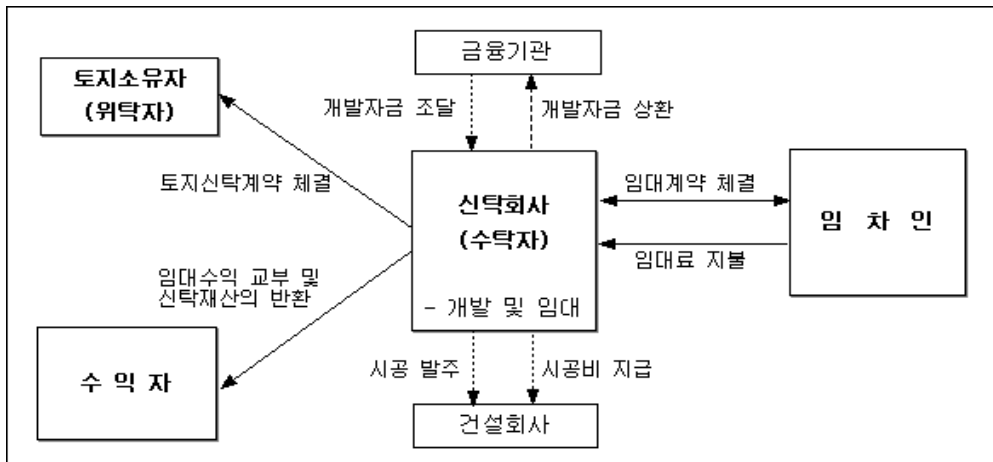
²² 건설회사가 건축공사 대금을 대물변제를 받는 것(직접 취득)에 비해 절세효과가 있고 신속한 처분을 통한 효율적인 채권 행사가 가능하다. 다만, 이 경우 기존에 건설회사가 건축공사대금 채권에 기해 준공 건물에 대한 유치권을 행사하였고 이를 수익권으로 전환하였음이 명백함을 전제로 한다(김창수 외, 2007).

가. 임대형 토지신탁

임대형 토지신탁은 토지소유자(위탁자)가 위탁한 토지에 부동산신탁회사가 건축물, 기타 구축물 등을 개발²³하여 이를 임대함으로써 장기·안정적인 부동산 임대수익을 실현할 목적으로 이용하는 신탁이다.

신탁회사(수탁자)는 신탁계약에 의거해 수탁받은 토지를 효율적으로 개발하여 건축물을 건설하고 이에 대한 임대사업을 수행하게 된다. 또한 임대사업을 통해 발생하는 임대수입에서 개발에 소요된 자금의 상환 및 기타 운영비용을 충당하고, 최종적으로 남게 되는 임대수익은 수익자에게 교부하게 한다. 신탁 종료 시에는 부동산의 현상 그대로를 수익자에게 반환한다. 토지소유자(위탁자)는 임대형 토지신탁을 통해 매년도의 임대소득과 장래의 자본소득을 기대할 수 있다.

[그림 10-6] 임대형 토지신탁의 구조

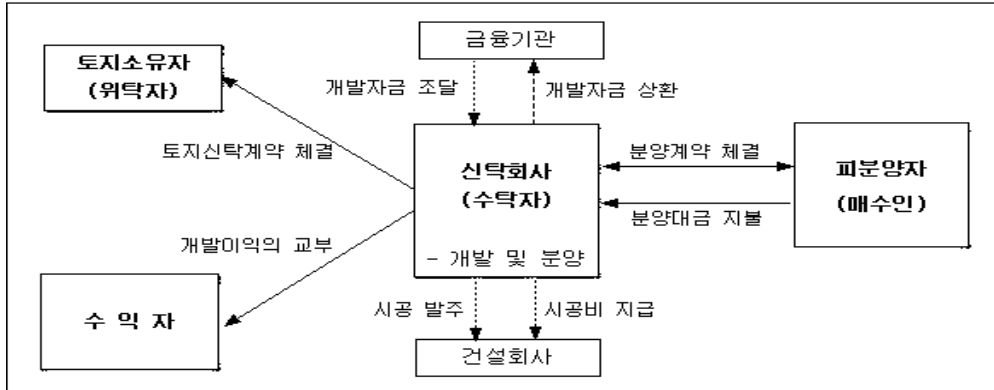


나. 분양형 토지신탁

분양형 토지신탁은 토지소유자(위탁자)가 토지에 건축물, 기타 구축물 등을 개발하여 이를 분양방법으로 처분함으로써 부동산의 개발이익을 실현할 목적으로 이용하는 신탁이다.

²³ 신축, 증축, 개축, 대수선 등을 말한다.

[그림 10-7] 분양형 토지신탁의 구조



신탁회사(수탁자)는 처분과 동시에 부동산의 소유권을 피분양자(매수자)에게 이전하며 분양대금을 수납하게 된다. 분양수입에서 개발에 소요된 자금의 상환 및 기타 개발비용을 충당하게 되며 최종적으로 남게 되는 개발이익은 금전 또는 미분양 부동산의 현상 그대로 수익자에게 교부한다.

다. 개발형 토지신탁

부동산신탁회사가 수탁받은 토지를 개발함에 있어 직접 시행자(사업 주체, 건축주)가 되어 개발에 소요되는 건설자금 등 사업비를 조달하는 전형적인 토지신탁상품이다. 부동산신탁회사가 채무인이 되어 금융기관 등으로부터 사업비를 조달하므로 차입금에 대한 리스크를 고스란히 지게 되는 반면, 위탁자 입장에서는 개발사업에 관련된 모든 역할을 부동산신탁회사가 수행하므로 가장 편리한 사업개발방식이 될 수 있다.

시공사는 경험과 신용이 부족한 위탁자가 아닌 신탁회사로부터 직접 건설대금을 지급받기 때문에 공사비 채권의 안정성이 높아지고 공사에만 전념할 수 있다는 이점이 있으나 단순 도급공사이므로 공사이윤이 감소된다.

라. 관리형 토지신탁

관리형 토지신탁은 개발형 토지신탁사업 구도에서 신탁사가 부담해야 하는 사업비 조달책임을 면하고 시행자(사업 주체, 건축주) 업무 중 전부 또는 일부만을 수행하는 소극

적인 토지신탁상품이다.

관리형 토지신탁사업에서 사업비 조달의 책임은 위탁자(토지소유주)가 부담하게 되고 시공사는 책임준공 또는 지급보증 등을 통해 사업비 조달과 상환의 리스크를 부담하게 된다. 따라서 시공사의 역할이 강화되고 신탁회사는 신용이 높은 1군 건설회사일 경우에만 관리형 토지신탁을 수탁하는 것이 일반적이다.

재무적 리스크를 부담하게 되는 시공사는 개발사업의 진행 및 종결 단계에서 신뢰도가 떨어지는 시행자의 인허가 업무와 정산 불이행 리스크를 경감하는 측면에서 관리형 토지신탁사업을 선호한다. 한편, 부동산신탁회사의 입장에서는 사업비에 대한 재무적 리스크를 지지 않는다고는 하나 시행자로서 분양업무에 관한 책임, 사용승인 조건이행 책임, 하자보수의 책임 등을 부담하게 되므로²⁴ 이에 대한 적절한 리스크 관리방안을 마련해야 한다.

5. 분양관리신탁

「건축물의분양에관한법률」(이하 건분법)에 따라 상가 등 건축물을 신축 또는 증축하여 분양하는 사업에 있어 수탁자가 신탁부동산의 소유권과 분양대금을 보전·관리하여 피분양자를 보호하고, 위탁자가 채무를 불이행할 경우 신탁부동산을 환가·처분하여 정산하는 것을 목적으로 하는 신탁상품이다.

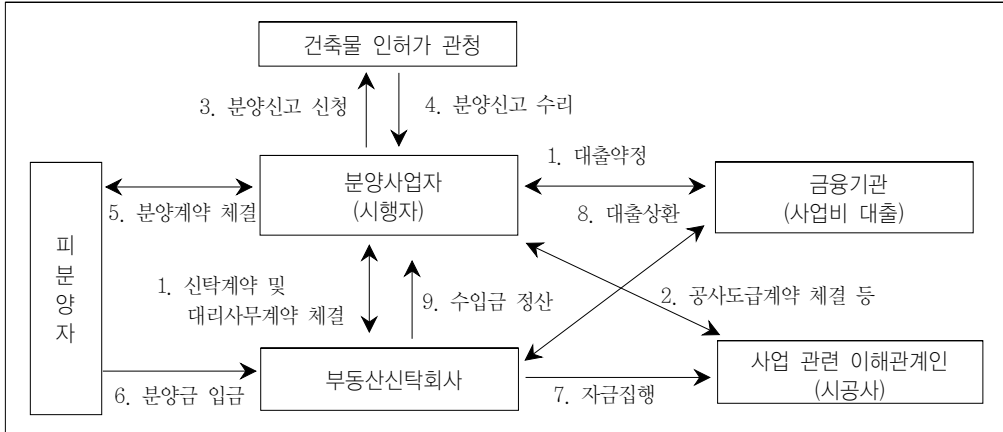
건분법은 건축물에 대한 후분양제도를 도입하기 위한 법률이나 일정 규모²⁵ 이상의 건축물을 선분양하는 경우에는 반드시 이 법에서 정하는 절차를 준수해야 하므로 시행자의 자본적 취약성 등을 감안한다면 신탁제도를 통한 시장 참여가 필수적이라고 할 수 있다(김창수 외[2007]).

분양관리신탁만으로는 건분법에 근거한 신탁회사의 의무 및 업무를 다할 수 없으므로 분양관리, 자금관리, 시공관리의 대리사무업무를 같이 연계해 수행해야 한다. 또 분양관리신탁계약 및 대리사무계약 두 개의 계약만으로는 건설사, 금융기관 등의 이해관계인과 신탁회사 간 관계설정에 한계가 있으므로 상호 분쟁방지 및 원활한 업무 이행을 위해

24 관리형 토지신탁 참여 주체들의 책임과 권리의 범위는 사업약정서상에 상술하게 되고 사업별로 그 범위가 조금씩 달라진다.

25 분양하는 부분의 바닥면적의 합계가 3,000㎡ 이상인 건축물과 일반 업무시설 중 20실 이상의 오피스텔, 주상복합 건축물로서 주택 외 용도 해당 바닥면적의 합계가 3,000㎡ 이상인 건축물과 이런 건축물 중 임대 후 분양전환을 조건(분양전환 시 임대자에게 우선순위를 부여하는 것을 포함)으로 하는 건축물. 건분법 제3조 제1항 및 동법 시행령 제2조 참조.

[그림 10-8] 분양관리신탁의 구조



주: 1. 대출약정과 1. 신탁계약 및 대리사무계약 체결은 동시에 발생.

<표 10-15> 분양관리신탁의 구조

업무내용	참 고
대출약정	<ul style="list-style-type: none"> ■사업비 소요자금에 대한 대출약정 ■신탁계약 체결 시 금융기관을 우선수익자로 지정(수익권증서 발급)
신탁계약 및 대리사무계약 (사업약정 체결)	<ul style="list-style-type: none"> ■토지 관련 서류를 검토하여 소유권 확보 확인 및 제한권리 확인 ■권리 및 법령 관계 조사, 현지조사 및 시장조사, 기타 기초자료 조사 등 ■자금 관리·운용에 관한 사항을 포함한 신탁계약 및 대리사무계약 체결
공사도급계약 체결	<ul style="list-style-type: none"> ■시행자와 시공사 등
분양사업자(시행사) 분양신고 신청	<ul style="list-style-type: none"> ■신청서류: 신탁계약서, 대리사무계약서, 토지 등기부등본, 분양광고안
허가관청의 분양신고 수리	<ul style="list-style-type: none"> ■특별자치도지사, 시·군·구청장, 단, 특별시나 광역시에 소재하는 2층 이상의 건축물은 특별시장이나 광역시장의 허가 필요
분양계약 체결	<ul style="list-style-type: none"> ■분양사업자(시행사)는 분양광고에 의해 분양받을 자를 공개모집 ■분양금은 투명한 자금관리를 위해 신탁회사의 계좌로 입금
분양금 입금 및 자금집행	<ul style="list-style-type: none"> ■분양사업자로부터 양수한 분양대금 채권 및 피분양자로부터 수령한 분양대금의 신탁 계약 및 대리 사무계약에 의거, 공사비를 포함한 자금의 공정한 집행 및 관리
대출상환	<ul style="list-style-type: none"> ■수익자(분양사업자)에 우선해 대출금 상환
수입금 정산	<ul style="list-style-type: none"> ■준공 및 추가신탁 후 신탁회사는 피분양자에게 소유권 이전 및 신탁 해지

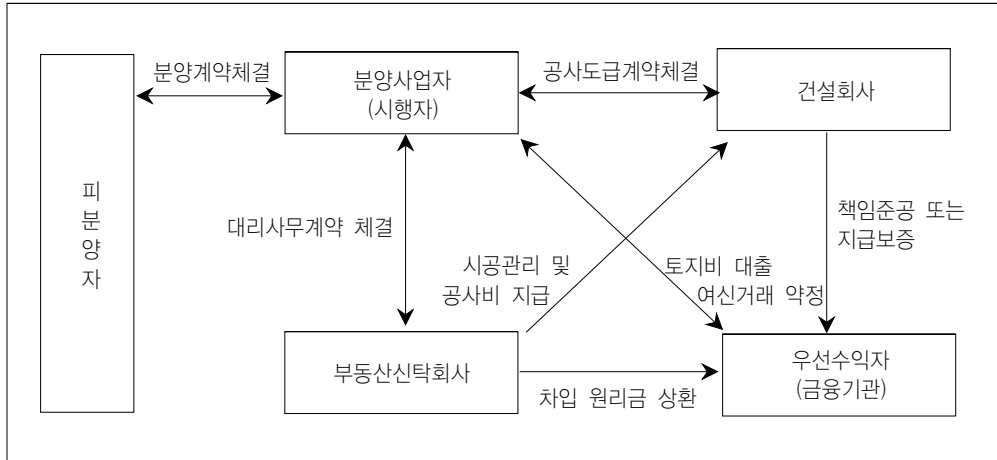
자료: 김창수 외(2007)를 참조하여 재구성.

위탁자, 건설사, 금융기관 간 다자간 사업약정을 함께 체결해야 한다(그림 10-8 참조).

6. 대리사무

대리사무의 일반적인 개념은 신탁업법상의 규정에 따라 신탁업에 부수하는 업무들을 총칭하는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 대리사무란 채무의 보증, 유언의 집행, 재산의 취득·

[그림 10-9] 대리사무의 구조



관리·처분 또는 대차에 관한 사무, 채권추심 및 채무이행에 관한 사무 등과 같이 신탁 회사가 신탁업무와 관련하여 수행할 수 있는 부수적인 업무들을 총괄적으로 일컫는 것²⁶이다.

따라서 대리사무를 통해 신탁회사가 수행할 수 있는 업무의 범위는 매우 다양하면서도 광범위하다고 할 수 있다. 폭넓은 대리사무의 업무 범위 중 현재 신탁회사가 구조화된 상품으로 고객에게 제공하고 있는 대리사무의 형태는 크게 보아 개발사업에 대한 자금관리 및 분양관리 업무라고 할 수 있다.²⁷

가. 자금관리업무

자금관리란 개발사업의 추진을 통해 발생하는 현금수입의 입출을 신탁회사가 시행자

26 대리사무업무를 신탁업무의 종속적인 업무로 한정할 것인가, 신탁업무와 관계없이 독립적으로 수행 가능한 것인가에 대해 논란의 여지가 있다. 대리사무업무를 광의로 해석하는 근거는 민법의 '위임'(제680조~제692조) 및 '사무관리'(제734조~제740조)에 근거해 민법에서 정한 '대리'(제114조~제136조)에 의거, 대리인의 자격을 충족한 자는 누구나 할 수 있는 것이므로 신탁회사가 대리사무를 수행하는 것에 대해 다른 제재가 있을 수 없다는 것이다. 반면, 신탁회사의 경우 신탁업법 제13조(부수업무) 제8호의 대리사무를 말하는바, 이에 따라 신탁회사가 신탁업무와 관련돼 재산의 취득, 관리, 처분 등의 업무 또는 채권의 추심 및 채무의 이행 등 업무를 대리하여 수행하는 업무로 좁혀 해석할 수도 있다(김창수 외 [2007]).

27 부동산 개발사업과 관련해 당해 사업의 이해관계인 간의 신뢰관계를 보강하기 위해 사업성 검토, 자금관리, 분양관리, 시공관리 등 특정 이해관계인의 역할을 부동산신탁회사가 대리하여 수행하는 것을 개발 대리사무라고 통칭한다. 신탁회사는 이러한 대리업무 전부를 수입하거나 일부만 수입한다.

를 대리하여 관리하는 업무를 말하며, 자금관리의 기본적인 목적은 금융기관으로부터 조달하는 개발자금의 안정적 상환 및 시공사 공사비와 분양대금의 안정적 관리에 있다. 시행자는 개발사업에 소요되는 대규모의 개발자금을 미래의 현금수입을 담보로 프로젝트 파이낸싱 방식을 통해 금융기관으로부터 조달하게 된다. 이때 금융기관의 입장에서는 대출한 개발자금을 안정적으로 상환받기 위해 미래의 현금수입을 객관적으로 관리할 수 있는 위탁관리계좌(escrow account)의 기능을 필요로 하게 된다.

즉, 프로젝트 파이낸싱 방식을 통해 개발자금이 조달되는 경우 이에 대한 담보인 미래의 현금수입(분양대금 등)은 시행자로부터 독립적으로 존재하는 위탁관리계좌를 통해 객관적으로 관리되어야 하며, 이를 통해서 대출 금융기관은 자금의 유용을 방지하고 대출 원리금을 안정적으로 상환받게 되는 것이다.

부동산신탁회사가 대리사무의 형태로 수행하는 자금관리업무는 위탁관리계좌를 통해 피분양자들이 납부하는 분양대금을 객관적이고 투명하게 관리하는 업무를 말하며, 이를 통해 프로젝트 파이낸싱의 담보력과 운영의 안정성이 확보될 수 있도록 하는 데 그 목적이 있다.

나. 분양관리업무

분양관리는 분양계약서 관리, 분양대금 수납, 분양계약의 명의변경 및 해약 등 개발사업의 분양과 관련한 사무를 신탁회사가 시행자를 대리하여 관리해 주는 업무를 말하며, 일반적으로 자금관리업무와 동시에 수행하게 된다.

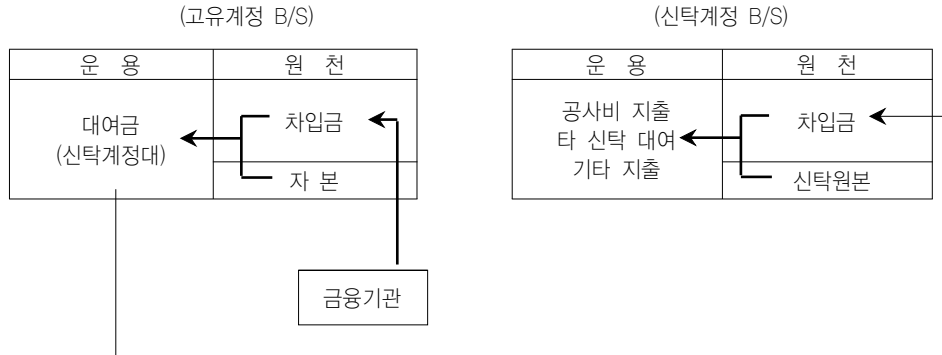
제3절 부동산신탁의 문제점

1. 제도의 불합리성

가. 사업자금 조달 및 운용 체계

자본시장법 및 동법 시행령에서는 부동산신탁사업 중 발생한 여유자금의 사용 범위를 금융기관에의 예치, 국채증권·지방채증권 또는 특수채증권의 매수, 정부나 금융기관이

[그림 10-10] 신탁계정과 고유계정의 자금흐름도



자료: 한국기업평가(2000). 장현범(2002)에서 재인용.

지급을 보증하는 증권 매수 등으로 한정(자본시장법 제106조 및 자본시장법 시행령 제 107조, 금융투자업규정 제4-88조)하는 등 이미 조성된 자금에 대해서는 사용 범위를 엄격하게 제한하고 있으나 자금의 조달방법이나 성격에 관해서는 따로 규정하고 있지 않다.²⁸ 따라서 부동산신탁사업의 자금조달은 부동산신탁회사의 고유계정이나 위탁자가 조성한 자금 또는 외부로부터의 차입금으로 한정된다.²⁹

부동산신탁사업의 계정은 사업별로 구분하여 처리하도록 강제³⁰되어 있으나 외부로부터의 자금 차입은 사업별로 이루어지지 않고 신탁회사의 신용에 주로 의존하여 신탁회사의 명의로 이루어지므로 실질적인 분별계리는 이루어지지 않는다고 할 수 있다.³¹ 따라서 각 신탁사업의 성과가 타 신탁사업에도 영향을 주는 구조를 가지고 있다.³²

- 28** 다만, 금융투자업규정 제4-86조에 부동산신탁회사의 부동산신탁사업별 차입금은 해당 사업 소요자금의 70%(임대형 부동산신탁사업일 경우에는 90%)를 초과하지 못하도록 규정하고 있다. 한편, 신탁회사는 토지를 택지·공장용지 등으로 개발하거나 그 토지 위에 건축물, 그 밖의 공작물을 신축 또는 재축하는 사업(부동산 개발사업)을 목적으로 하는 신탁계약을 체결한 경우에는 그 신탁계약에 의한 부동산 개발사업별로 사업비의 100분의 15 이내에서 금전을 수탁(자본시장법 제103조 제4항)할 수 있도록 하였다.
- 29** 통상의 토지신탁은 공사비 등 사업비를 부동산신탁회사가 차입해 개별 사업에 선투입하는 구조이고 투입자금규모는 신탁회사의 자기자본규모와 신탁원본가치를 초과하는 경우가 대부분이므로 일부 사업이 실패할 경우 신탁회사 전체가 회복불능의 상태에 처하게 될 수 있다.
- 30** 신탁법 제30조(수탁자의 분별관리의무)는 “신탁재산은 수탁자의 고유재산 또는 다른 신탁재산과 구별하여 관리하여야 한다. 단, 신탁재산이 금전인 경우에는 고유재산 또는 다른 타 신탁재산에 속하는 금전과 각각 별도로 그 계산을 명확히 함으로써 족한다”라고 규정하고 있다.
- 31** 금융투자업규정 시행세칙 별표 3 제1조(차입금의 계리)는 “부동산신탁업자 명의로 차입하는 자금은 신탁사업을 위한 것이라 하더라도 고유계정의 차입금으로 계리한다. 다만, 신탁사업의 임대차계약이 리스회계처리기준칙에 의한 금융리스로 분류되는 경우 당해 임대차계약과 관련되는 국민주택기금 차입금은 신탁계정대에서 차감하는 형식으로 표시한다”고 규정하고 있다.

〈표 10-16〉 부동산신탁사별 신탁계정대 및 대손충당금 현황(2011년 말)

(단위: 억원, 개)

	신탁회사	신탁계정대여금 잔액	사업장 수	대손충당금 설정액
1	한국토지신탁	4,948	108	1,482
2	KB부동산신탁	2,642	7	517
3	대한토지신탁	2,011	13	774
4	한국자산신탁	330	11	0.7
5	코람코자산신탁	94	11	0
6	아시아신탁	8	1	0
7	하나다올신탁	6	2	1.8
	합 계	10,039	153	2,775.5

자료: 금감원 보도자료.

나. 토지신탁사업의 본질적인 리스크와 안전장치 부재

부동산신탁회사가 사업자금을 조달하는 토지신탁사업은 신탁회사가 모든 경제적 위험을 감당하는 사업이므로, 사업별로 차입 주체가 분리되지 않는 점과 통상적인 부동산 개발사업의 규모를 감안하면 한 건의 사업 부실이 다른 사업의 건전성까지 해칠 확률이 매우 높다.

신탁회사의 분별관리가 효용을 갖기 위해서는 어느 개별 사업이 부실화되는 경우 발생하는 손실을 최소화해 연쇄부실로 이어지지 않도록 하는 차단장치가 필요하다. 이를 위해서는 부실화된 사업에 대해 조기에 워크아웃이 가능해야 한다. 그러나 현행 법체계 아래서는 특정한 신탁사업이 부실화되는 경우에도 해당 사업을 개별적으로 정리하는 것이 제도적으로 불가능하다.³³

신탁법에 따라 위탁자 또는 수익자는 신탁의 해지권 등을 가지고 있으므로 신탁관계를 종료할 수도 있으나 위탁자 등의 손실은 보통 신탁재산의 범위 내로 국한되므로 추

32 감독당국은 신탁회사에 모든 신탁사업을 성공적으로 완료시켜야 한다는 높은 책임성을 부여하고 있으나 하나의 신탁사업이 실패할 경우 그 영향으로 다른 신탁사업의 관계인에 대하여는 불필요한 손실을 강제하게 되고, 자금조달 지연 등에 손실이 생길 경우 선관주의라는 수탁자의 의무에 관해서도 의문이 발생하는 등 상당한 문제점을 내포하고 있다. 정부에서 이 같은 문제점을 인식하고 1999년부터 매 분기별로 부동산신탁회사가 보유하고 있는 자산의 건전성을 분류하도록 하고 그 결과에 따라 대손충당금을 적립하도록 의무화하는 한편 매년 경영상황 등을 공시하도록 하고 있다.

33 신탁법 제12조(수탁자의 임무종료), 제14조(수탁자의 사임에 의한 임무 종료), 제16조(수탁자의 해임에 의한 임무 종료), 제98조(신탁의 종료사유), 제99조(합의에 의한 신탁의 종료), 제100조(법원의 명령에 의한 신탁의 종료) 등 참조.

가로 발생하는 손실을 방지하기 위한 조치를 취할 유인을 가지고 있지 못하다. 반면, 신탁관계를 효율적으로 정리할 필요가 있는 수탁자인 부동산신탁회사의 경우에는 손실 방지를 위하여 신탁사업의 종료나 해지 등 능동적으로 행동할 수 있는 법적 근거가 없다. 또한 부동산신탁회사에 대한 채권자의 지위를 갖는 금융기관 등은 차입명이가 개별 신탁사업이 아닌 신탁회사이므로 신탁회사 전체가 부실화되기 이전에는 개별 신탁사업의 부실화에 대해 워크아웃 등을 추진할 권한이 없는 것이 당연하다. 시공 채권자 등 신탁사업에 대한 제3의 채권자들도 신탁회사가 부실화되기 이전에는 워크아웃 등을 취할 권리가 없다.

2. 시장환경의 변화

가. 신탁시장 완전개방에 따른 경쟁구조 심화

정부는 퇴직연금시장의 재편에 맞춰 2005년 12월 증권사에 대한 신탁업 겸영을 인가하면서 증권사·보험사 등에 대한 신탁업을 전면 개방하게 되었다. 또한 자본시장법 시행 후 금융투자업 간 진입장벽 해소로 2011년 말 현재 신탁회사는 겸영 46사, 부동산신탁회사 11개사가 되었다. 이 중 부동산을 수탁할 수 있는 신탁회사는 금전만을 수탁하도록 인가받은 8곳을 제외하고 총 49개 금융회사이다.

신탁회사의 수가 늘어남에 따라 부동산의 수탁고도 2007년 109조원 → 2008년 128.1조원 → 2009년 156.7조원 → 2010년 175.7조원 → 2011년 181.6조원으로 꾸준히 증가세를 나타내고 있는데, 이는 부동산 전업 신탁사의 수탁고 상승에 기인한 것으로 보인다. 같은 기간 부동산신탁회사의 수탁고는 115조원 → 142.3조원 → 153.3조원으로 늘어났고 전체 부동산 수탁고에서 차지하는 비중도 2009년 73.4%에서 2011년 84.42%까지 커졌다. 겸영 신탁회사들의 부동산 수탁비중 감소는 부동산 경기의 후퇴에서 원인을 찾을 수 있다. 개발PF의 주요 공급원이었던 증권사 등이 수탁대상 사업을 찾기 어려웠고 부동산펀드나 리츠의 자산을 수탁받아 관리하는 은행 역시 부진했던 까닭이다.

나. 부동산 경기침체에 따른 수익기반 약화

부동산 경기침체는 한편으로 부동산신탁회사들에게 다른 기회를 여는 측면이 있었던

〈표 10-17〉 유형별 수탁고 추이

(단위: 조원, %)

구 분		2010년 말 (A)	2011년 말 (B)	증감 (B-A)	
				비중	
금전 신탁	불특정	15.8	13.8	3.3	-2.0
	특 정	123.1	156.0	38.0	32.9
	소 계	138.9	169.8	41.3	30.9
재산 신탁	금전채권	51.2	54.7	13.3	3.5
	부 동 산	175.7	181.6	44.2	5.9
	토지신탁	19.2	23.1	5.6	4.0
	관리신탁	17.9	16.7	4.1	-1.2
	처분신탁	21.3	17.9	4.4	-3.5
	담보신탁	117.2	123.9	30.1	6.6
	유가증권	4.7	4.8	1.2	0.1
	소 계	231.6	241.1	58.7	9.5
기타	담보부사채 등	0.2	-	0.0	-0.2
총 계		370.7	410.9	100	40.2

자료: 금융감독원 보도자료(2012. 3. 26).

것으로 보인다. 2008년 금융위기 이후 은행과 상호저축은행 등이 부동산 개발PF에 대한 위험관리에 들어가기 시작했고 사업 주체들은 토지비 등 초기 사업자금 조달에 크나큰 장애를 겪었다. 또 토지비를 마련하더라도 분양성에 대한 불확실성으로 공사비 조달과 대주가 요구하는 최소한의 책임준공을 약속하는 시공사를 찾기도 만만치 않았다. 이에 따라 사업비 조달이 가능하고 부동산 개발사업 경험이 많은 부동산신탁사에 대한 토지신탁 수탁 요구가 많아졌고 수탁고도 급증했다.

수탁고의 증가에도 불구하고 신탁보수율이 지속적으로 하락해 신탁회사의 영업수익성은 갈수록 떨어지고 있다. 차입형 토지신탁³⁴을 취급하는 부동산신탁회사의 큰 수익원인 신탁계정대 이자도 감소추세이다(표 10-19 참조).

부동산 경기 악화 및 미분양 증가, 가계부채 부담 증가 및 주택구입 연령의 감소 등에 따른 주택담보대출 축소 등으로 인해 부동산 개발 및 매각(분양)을 통한 이익 추구는 계속 어려워질 것으로 예상된다. 이렇게 되면 차입형 토지신탁 위주로 이익을 얻어온 부동산신탁회사들은 수익구조가 계속 악화될 수밖에 없다.

34 부동산신탁회사가 자신의 고유계정에서 신탁계정으로 대여한 자금(신탁계정대여금)으로 공사비 등을 지급하는 토지신탁사업.

〈표 10-18〉 부동산신탁회사 신탁 유형별 수탁고 및 신탁보수 추이

구 분		2007	2008	2009	2010	2011
토지신탁	수탁고(조원)	5.6	7.7	16.8	19.2	23.1
	보수(억원)	1,040	833	793	821	844
관리신탁	수탁고	6.3	7.3	7.7	9.0	7.5
	보수	61	47	31	23	24
처분신탁	수탁고	13.0	16.1	17.5	18.1	16.3
	보수	162	145	118	91	74
담보신탁	수탁고	51.7	64.9	82.0	95.8	104.2
	보수	686	500	536	530	520
계	수탁고	76.6	96.0	124.0	142.1	151.1
	보수	1,949	1,525	1,478	1,465	1,462

자료: 금융감독원 보도자료.

〈표 10-19〉 부동산신탁사 영업수익 및 당기순이익 추이

(단위: 억원, %)

구 분		2007	2008	2009	2010	2011 ¹⁾
영업수익 (A)	계	4,369	3,806	3,617	3,269	3,851
	신탁보수 ²⁾	1,949	1,524	1,641	1,626	1,650
	부수업무수익 ³⁾	1,126	1,161	670	410	615
	신탁계정대 이자	1,294	1,121	937	875	721
	기타 수익 ⁴⁾			368	358	865
영업비용(B)		2,867	2,738	2,429	3,511	3,024
영업손익(A-B)		1,502	1,068	1,187	-242	827
당기순이익		1,237	942	906	-153	587

주: 1) 2007년부터 2010년까지는 금융감독원 보도자료, 2011년 통계는 생보부동산신탁에서 취합한 자료를 참고해 작성.

2) 2009년부터 분양관리신탁보수계정을 신설해 신탁보수로 합산됨. 과거에는 주로 부수업무수익으로 회계처리함.

3) 리츠 자산관리 업무보수도 부수업무수익에 합산함.

4) 2009년 자본시장법 시행에 따라 영업외수익으로 분류되었던 예금이자수익 등이 영업수익에 포함됨에 따라 기타 수익으로 잡힘.

자료: 금융감독원 보도자료(2011. 3. 24).

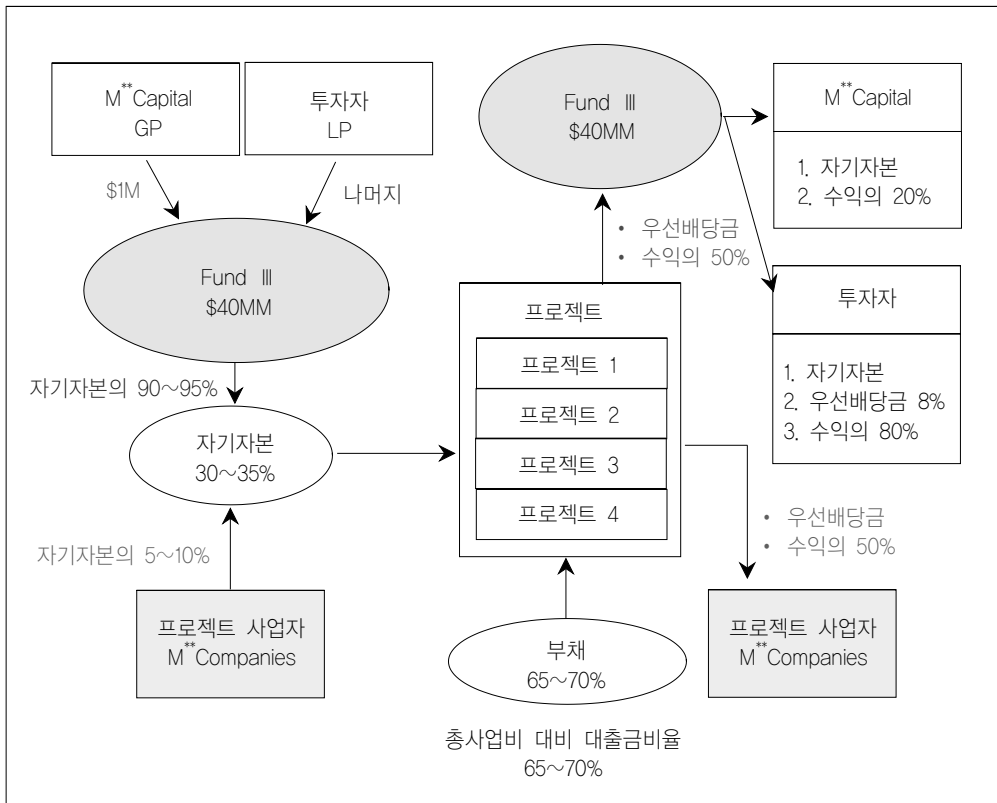
시장 내 경쟁자 수 증가와 부동산시장 침체로 전업 신탁회사들의 비용 상승 압력은 증대하고 있다. 과당 경쟁에 따른 고객관리, 홍보 등 마케팅 비용이 갈수록 치솟고 있다. 또 신규 진입한 전업 신탁회사와 증권사 등의 부동산신탁업무 강화로 인한 인력확보 경쟁에 따른 인건비 상승도 문제이다. 시장침체에 따른 수탁사업의 관리비용 상승도 전업 신탁회사들에게는 점점 부담이 되고 있는 현실이다.

다. 자본시장법 시행

신탁업을 포함한 금융업역 간의 진입규제가 없어진 자본시장법의 시행은 독과점이나 다름없는 이익을 향수하던 부동산 전업 신탁회사들이 자본시장 내 140여 개 금융회사와 완전한 시장경쟁체제에 돌입하는 것을 의미한다. 신탁업 인가를 받은 경우 부동산신탁업의 영위도 가능하므로 신탁업 인가를 받은 금융기관의 수 증가 그리고 신탁업 겸영이 가능한 은행이나 증권사의 신탁영업 강화는 부동산 전업 신탁회사들의 영업에 있어서 경쟁심화로 나타나게 된다. 특히 시장진입이 쉬운 비개발신탁 영역인 담보, 관리, 처분 신탁과 부수업무인 대리사무 등에서 영업기반의 잠식이 불가피할 것으로 전망된다.

자본시장법의 시행은 외환위기 이후 진행되던 개발사업의 구도, 즉 시행과 시공의 분리,

[그림 10-11] 개발사업의 자금조달구조와 투자자 이익배분구조



자료: 김관영(2004).

개발PF와 자금관리 등 신탁회사의 개발대리사무의 양상을 완전히 바꿔놓을 가능성이 크다.

[그림 10-11]은 미국의 개발사업의 자금조달구조와 개발사업 자금공여자의 이익배분 구조를 보여주는 전형적인 예이다. 개발사업의 시행자는 전체 개발사업 자금의 30~35%에 해당하는 자기자본(equity) 가운데 5~10% 가량을 투여하고 자기자본의 나머지 90~95%는 General Partner(이하 GP)와 Limited Partners(이하 LP)로 구성된 Private Equity Fund(이하 PEF)³⁵에서 조달한다. 나머지 개발사업 자금의 65~70%는 construction loan으로 충당하게 된다. 여기서 주목할 것은 개발사업의 자기자본 대부분을 투자하게 되는 PEF의 GP인데, GP는 PEF의 일상적 운용을 책임지고 PEF의 부채에 대해 무한책임을 지는 것이 일반적이다. GP는 예견되는 부동산 투자에 대해 감정하고 평가하며 협상하는 일을 책임지며 PEF를 위해 이들 투자를 감시하고 이미 투자된 것의 유동성을 확보하는 일을 담당한다(윤미영[2005]).

현재 국내에서는 부동산 개발PF 주선업무를 적극적으로 수행하고 있는 증권사들이 이 역할을 부분적으로 담당하고 있다고 할 수 있다. 자통법이 시행되면, 직·간접적인 자금조달기능이 있는 금융기관들이 이 역할을 보다 확대·강화할 것으로 예상되고 그에 따라 현재와 같은 양상의 부동산 전업 신탁회사의 개발 대리사무 서비스는 갈수록 입지가 좁아지고 신탁기능이 있는 금융기관이 점차 그 영역으로 침투해 갈 공산이 크다.

제4절 결론

부동산 전업 신탁회사는 1991년 4월 처음으로 설립 인가를 받아 영업을 시작한 이후 2012년 3월 현재 11개사가 영업 중이고 신탁재산규모도 약 151조 4천억원, 전체 신탁사가 거두어들인 영업수익도 2011년에 3,851억원 수준에 이르렀다. 그동안 부동산신탁회사는 부동산 개발경기의 활황과 인가제에 의한 진입장벽 등으로 큰 어려움 없이 영업활동을 전개하고 독과점적 성격의 이익을 축적할 수 있었다. 하지만 부동산 개발경기의 급속한 후퇴, 자본시장법 시행 등으로 인한 영업환경의 전면적인 변화와 증권사 등 금융회사의 적극적인 시장 진출로 부동산신탁시장의 경쟁구조는 하루가 다르게 첨예화되

35 PEF의 법적 형태는 기본적으로 세금의 효율성과 투자자들의 펀드 구조에 대한 이해 정도에 따라 결정된다. 최근 펀드 구조로 Limited Liability Company(LLC) 형태가 점점 인기를 끌고 있지만 Limited Liability Partnership(LLP)이 전통적으로 투자자들에게 친숙한 형태이다(윤미영[2005]).

고 있는 가운데 부동산 전업 신탁회사들의 수익기반도 빠른 속도로 약화되고 있는 실정이다. 이러한 양상은 향후 더욱 가속화될 전망이다.

이에 따라 기존의 전업 부동산신탁회사들은 기존 사업영역에서의 역량 강화와 더불어 관리형 토지신탁, 개발사업에 대한 지분출자, 자산운용기능 확보³⁶를 통한 영업활동의 시너지 창출하고 신규 수익원을 발굴하고 확대하는 등 변화하는 시장환경에 대한 대응능력을 향상시키기 위해 노력하고 있다(박광식[2007]).

우리나라 부동산 경기는 2000년대 중반을 정점으로 점차 하락하는 양상이 나타나고 있으며, 특히 건설산업 내 비중이 높은 주거용 및 상업용 부동산의 가격 및 수주량 등이 빠르게 하락하고 있다. 우리나라의 부동산금융시스템은 은행이 부동산 투자자와 부동산 공급자 모두에게 대출을 공여하는 형태의 간접적 자금중개시스템이기 때문에 부동산 경기침체는 부동산 투자자와 공급자, 금융기관 모두에게 손실을 야기할 수밖에 없다.

그러나 가계는 저액의 자금을 대출받아 부동산에 투자한 뒤 은행에 원리금을 납부하는 방식으로만 부동산을 이용하지 않는다. 부동산가격 하락이 예상되거나 부동산의 감가상각액이 크다고 판단되면, 주택구입을 미루거나 포기하고 은행대출 원리금보다 낮은 임대료를 지불하면서 부동산을 이용할 수 있다. 게다가 향후 인구가 줄고 1~2인 가구의 비중이 늘면 주택가격의 하락과 임대가구의 비중이 높아지는 현상은 더욱 심화될 것으로 예상된다.

가계의 임대비중이 늘어나면 금융회사들의 영업행태도 바뀔 것이다. 대출영업뿐 아니라 부동산 임대료를 빌려주는 방식의 영업을 할 수 있고, 아니면 아예 부동산을 구입해 정기적으로 임대료를 받는 영업을 할 수도 있다. 그런데 부동산을 구입해 정기적으로 임대료를 받는 영업은 입지에 따라 불확실성이 크고, 매매차익(capital gain)보다는 소득흐름(income gain)을 추구하는 경향이 크므로 투자 회수기간도 장기에 걸쳐 이루어진다는 점에서 위험이 크다. 따라서 미국과 일본의 금융회사들은 공모 및 사모 펀드를 통해 자금을 조달해 위험을 분산하거나, 부동산 보유자에게 신탁 수익권 등을 발급한 뒤 부동산을 개발·운용하는 유동화 방식을 통해서도 많은 이익을 얻고 있다. 특히 부동산 경기침체가 상당 기간 지속되고 있는 일본에서는 금융기관이 펀드 조성 및 부동산 유동화 등의 주간사(arranger) 영업을 통해 많은 이익을 얻고 있다.

36 다올신탁이 출자한 다올부동산자산운용은 2006년 6월 본인가를 받아 부동산 전문 운용사로 영업 중이고 대한토지신탁이 100% 출자한 엠플러스자산운용도 2008년 6월 16일 본인가를 받았다. 코람코자산신탁과 아시아신탁도 부동산 전문 운용사를 설립해 영업 중이다. 한편, 한국토지신탁, KB부동산신탁, 생보부동산신탁, 한국자산신탁, 아시아신탁, 다올신탁 등은 리츠 자산관리업무를 겸영하고 있다.

그런데 우리나라의 금융기관들은 가계와 부동산회사에 자금을 공급하는 수동적인 업무만을 담당하고 있다. 특히 부동산신탁회사들은 부동산금융업무와는 괴리된 채 단순히 수탁 부동산의 수동적인 관리 및 처분 업무만을 담당하고 있다. 그동안 부동산신탁회사가 차입형 토지신탁을 통해 부동산 개발에 일부 관여해 오기는 했으나 이 역시 부동산 금융을 적극적으로 활용한 것은 아니며, 부동산 매매차익을 추구하는 수익모델이기 때문에 부동산 경기가 침체되면서 수익성도 크게 악화된다는 문제를 안고 있다.

국내 부동산신탁회사는 현행 신탁법이나 개정된 신탁법에 의해 부동산을 유동화시키는 방법으로 부동산의 개발 및 기존 부동산의 임대 운영, 이에 수반되는 자금조달업무 등을 수행할 수 있다. 또한 자본시장법상의 금융투자업자로서 일정한 자본 확충이 뒷받침되면 별도의 인허가 과정 없이 공모 및 사모 펀드를 설정해 운용할 수도 있다. 그러나 아직까지 국내 부동산신탁회사들은 수동적인 부동산 수탁업무와 부동산 경기 호황을 전제로 하는 차입형 토지신탁업무만을 담당하고 있을 뿐 적극적인 의미의 부동산 개발 및 운영, 부동산금융(유동화)업무 등은 거의 수행하지 않고 있다.

향후 우리나라 부동산시장은 인구 정체와 가계 디레버리징, 잠재성장률의 약화 등으로 인해 일방적인 가격 상승, 개발 및 분양 확대 등의 현상이 점차 약화될 것으로 예상된다. 젊은층 또는 1~2인 가구는 금융기관으로부터 거액을 차입해 주택을 구입한 뒤 금융기관에 원리금을 장기간 상환하는 방식을 더 이상 고려하지 않게 될 것이다. 또한 개인이 상가 등에 투자한 뒤 임대료를 받거나 매매차익을 노리고 상업용 건물을 직접 매입하는 현재의 투자방식도 공실률의 증가, 건물관리의 차별화에 따른 임대료의 차별화 등의 영향으로 인해 점차 줄어들 것으로 예상된다. 따라서 국내 부동산신탁회사들은 신탁법상의 유동화, 자본시장법상의 금융투자상품 개발방식 등을 활용하여 부동산금융을 활성화하고 점차 확대되는 부동산시장의 트렌드 변화(부동산의 지역적 차별화, 임대주택의 증가 등)에 대응해야 할 것이다(노진호[2011]).

참고문헌

- 금융감독원, 『신탁업법 해설』, 2002.
- 김관영, 「미국 부동산시장과 부동산사모투자펀드」, 서울부동산포럼 창립 1주년 기념세미나 발표자료, 2004. 11.
- 김창수 외 5인, 『부동산신탁 실무』, 한국부동산신탁업협회, 2007. 10.
- 노진호, 『국내 부동산신탁업의 발전방안』, 하나금융경영연구소, 2011.
- 박광식, 「2006년 부동산신탁사 실적 분석」, 한국기업평가, 2007. 8.
- 윤미영, 『부동산 구조화 금융의 이해』, 생보부동산신탁, 2005. 5.
- 이상호·이재욱, 『신탁법 해설』, 한국사법행정학회, 1999. 12.
- 이정민, 「부동산개발신탁금융의 문제점과 개선방안: 토지개발신탁 수익권증서를 중심으로」, 『부동산학연구』 제4집, 1998. 10.
- 장현범, 『부동산신탁제도의 개선에 관한 연구: 최근 신탁회사의 청산과 관련하여』, 건국대학교 부동산대학원 석사학위 논문, 2002. 11.
- 최동식, 『신탁법』, 법문사, 2006.
- 한국건설산업연구원, 『신탁제도를 통한 부동산신탁의 활성화 방안』, 2000.
- 한국금융연구원, 『부동산신탁제도 활성화 방안』, 1999. 1.
- 한국기업평가, 「한국부동산신탁 기업개선작업」, 2000. 8.

제11장

주택금융 신용보증

권 오 훈 (한국주택금융공사)

제1절 개 요

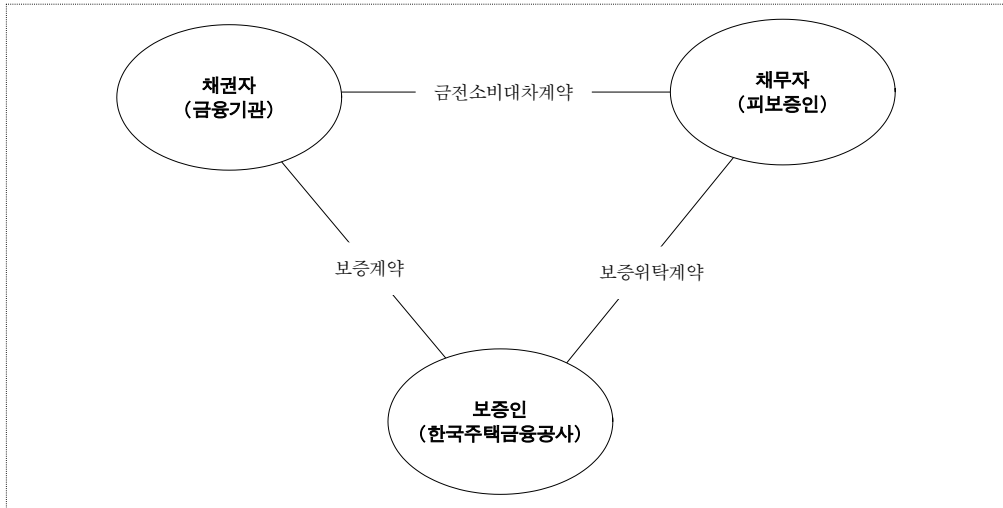
1. 주택금융 신용보증의 의의

가. 개념

주택금융 신용보증이라는 용어 중 먼저 주택금융에 대하여 살펴보면, 주택금융이란 주택을 마련하기 위한 자금의 융통이라고 말할 수 있다. 즉, 주택이 필요한 개인이 이미 완성된 주택을 타인으로부터 구입하는 경우를 포함하여 스스로 신축하거나 임대하거나 또는 개량하는 경우 또는 주택건설업자가 판매(분양)하거나 임대하기 위하여 다수의 주택을 건설하는 경우에 필요한 자금을 대부분 타인으로부터 차입하여 조달하게 된다. 이는 주택의 가격이 개인의 경우에는 통상 연간소득의 몇 배에 달할 정도로 고가의 재화이므로 가족 등으로부터의 사적 이전이나 스스로의 저축으로는 주택을 마련하기 어렵기 때문이다. 건설업자의 입장에서도 분양대금이 들어오기까지 주택건설에 막대한 자금이 투입되어야 하기 때문에 원활한 주택공급을 위해서는 주택금융이 뒷받침되어야 한다. 우리나라에서 이러한 주택금융, 특히 개인 주택수요자에 대한 주택금융은 대부분 소위 제도권 금융기관을 통한 대출의 형태를 띠고 있다.

한편, 신용보증이란 대출을 원하는 차입자의 부족한 담보력을 대신하여 보증기관이 무형의 신용을 발굴, 보증서를 발급하여 줌으로써 차입자가 원활하게 자금을 지원받을 수 있게 하는 금융기법이라고 할 수 있다. 민법 제428조 제1항은 주된 채무자(주채무자)가

[그림 11-1] 신용보증의 3면 관계



그 의무를 이행하지 않은 경우에 이를 이행하여야 할 채무를 보증채무라고 규정하여 보증의 법률적 성격을 정의하고 있다. 타인의 채무를 보증한 자는 타인이 그 채무를 이행하지 않는 경우에 타인에 갈음하여 이행할 책임을 진다. 이 보증인에 의하여 보증된 타인의 채무를 주채무라 하고 보증인의 채무를 보증채무라고 한다. 이러한 보증의 원리를 주택금융에 적용한 주택금융 신용보증은 민법상의 보증에 기초하면서도 특별법에 의한 특수한 형태의 보증 성격을 동시에 보유하고 있다고 할 수 있다. 주택금융 신용보증은 담보물이 없거나 부족한 채무자의 신용을 보증함으로써 금융기관으로부터 주택자금의 융통을 원활히 하여 주거안정과 주택건설을 촉진하는 역할을 하는 공적 금융시스템으로, 보증계약 당사자는 [그림 11-1]과 같이 채무자(피보증인)와 채권자(금융기관), 그리고 보증인(한국주택금융공사)이다.

한국주택금융공사(이하 공사)는 한국주택금융공사법(이하 공사법)이라 하는 특별법에 의해 설립된 특수법인으로서 그 공공 목적에 비추어 일반 민법상 보증인과는 다른 지위에 있다. 또한 신용보증제도의 공익적 특수성에 비춰볼 때 공사법은 민법상의 보증과 다른 특별규정을 두어 민법상 보증에 관한 성질을 일부 제한하고 있는데, 그 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, 민법상 보증채무의 범위는 주채무 이외에 이자, 위약금, 손해배상, 기타 주채무에 종속한 채무이나, 공사법에서는 주채무의 원금(보증금액 범위 내)과 당해 대출에 적

용될 약정이자율에 의한 이자 그리고 채권자가 채권회수를 위하여 지출한 비용 범위 내로 제한한다.

둘째, 채무자, 즉 피보증인으로부터 위탁을 받아 신용보증하고 이에 대한 대가로 보증료를 징수할 수 있다.

셋째, 보증관계의 성립과 보증계약의 효력요건을 명확히 하여 보증서 발급일로부터 60일 이내에 대출을 실행하여야 하는 '조건'이 성취되지 아니하면 보증서는 실효된다.

넷째, 채권자인 금융기관은 채무자가 채무를 이행하지 아니한 때부터 3개월 이상이 경과해야만 공사에 보증채무 이행을 청구할 수 있다.

다섯째, 공사가 채무자를 대신하여 채무를 이행한 때에는 금전채무 불이행에 대한 손해배상의 예정액으로서 채무자가 공사법에서 정한 손해금(연체이자)을 납부하여야 한다.

여섯째, 채권자는 공사의 구상권 확보 등을 위하여 일정한 사유가 발생한 경우 공사에 그 사유를 통지할 의무를 가진다.

일곱째, 민법상 보증채무가 보증인의 신용 및 일반재산을 담보로 하는 반면, 공사에 의한 신용보증채무는 공사의 일반 재산이 아닌 주택금융신용보증기금의 부담으로 한다.

따라서 공사법상 신용보증은 기본적으로 위에 열거한 특별 규정들이 민법에 우선하여 적용되고 민법 보증편의 규정들이 보충적으로 적용된다.

나. 법률상 정의 및 범위

공사법은 제2조(정의) 제8호에서 신용보증을 정의하면서 주택금융 신용보증을 크게 주택수요자인 개인에 대한 보증, 주택공급자인 주택사업자에 대한 보증으로 나누어 규정하고 있다. 특히 2012년 3월 공사법 개정을 통하여 개인이 준주택(오피스텔과 노인복지주택에 한함)을 구입·임차 또는 개량하기 위하여 주택금융을 필요로 하는 경우 공사가 신용보증할 수 있도록 보증대상 범위를 확장했다.

한편, 공사법은 시행령 제3조(신용보증)에서 신용보증과 관련한 구상채무자에 대한 보증, 유동화전문회사 등이 주택사업자의 사채(社債)를 기초자산으로 하여 유동화증권을 발행하는 경우의 소위 유동화회사보증, 주택 임대인이 임차인에게 임대차보증금을 반환하기 위해 받는 대출에 대한 소위 '역전세보증'을 신용보증의 정의에 추가하고 있다.

다. 필요성 및 기대효과

주택금융에 주택이라는 물적 담보가 있음에도 추가로 차입자에 대한 신용보증이 필요한 이유는 아래와 같이 일반 대출과는 다른 특징을 가지고 있기 때문이다.

첫째, 주택금융은 차입기간이 일반 대출에 비하여 장기이기 때문이다. 주택공급자 금융은 토지매입에서 주택건설까지 3~5년이 소요되고, 주택수요자 금융은 상환능력 등을 고려하여 최장 35년까지 대출한다. 대출기간이 장기인 경우 대출기관은 채권을 완전히 회수할 때까지 주택가격 변동이나 신용위험에서 자유로울 수 없기 때문에 주택에 대한 담보 취득뿐만 아니라 신용보증을 필요로 한다.

둘째, 주택수요자 금융은 다수의 가계에 의해 이루어지는 소매금융이며, 주택자금 대출 규모는 저축한 금액과 증여받은 금액 등으로 구성되는 자기자금(down payment)에 의해 결정된다. 차주는 통상적으로 주택가격에 비하여 자기자금이 많지 않아 담보인정 비율(Loan-To-Value ratio: LTV)이 높아질 수밖에 없기 때문에 일정 LTV를 초과하는 부분에 대해서는 추가적인 담보로서 신용보증을 요구하게 된다.

셋째, 주택임대차보호법에 의한 소액보증금 공제제도로 인해 발생할 수 있는 우발적인 담보가치의 하락위험을 보완하는 제도로 신용보증을 요구한다. 즉, 금융기관에서 담보가치 평가 시 소액보증금에 해당하는 금액을 일률적으로 공제함에 따라 그만큼 대출 가능금액이 축소될 수밖에 없기 때문에, 이를 보완하기 위해서는 이 금액에 해당하는 신용보증이 필요하게 된다.

넷째, 물적 담보가 없는 임차자금과 같은 비담보 주택금융은 장기금융의 속성 이외에 정보의 비대칭성(asymmetric information)으로 인해 신용보완의 필요성이 더욱 증가된다. 임차자금을 주로 이용하는 서민의 경우 채무불이행위험이 높기 때문에 금융기관이 신용위험을 보전하고 이들에 대한 신용평가나 사후적인 관리비용을 절감하기 위해서는 반드시 신용보완을 요구하게 된다.

이와 같이 신용보증은 주택금융이 갖는 구조적 속성과 신용도가 낮은 저소득계층에 대한 주거복지 차원에서 그 필요성이 부각된다. 특히 저소득계층에 대한 주택금융은 상업적인 측면보다 정책금융 차원에서 다루어지는 부문이 많으며, 이들의 주택금융 접근성 제고를 위해 공사의 주택금융 신용보증과 같은 공적 신용보증의 활성화가 필요한 것이다.

주택금융 신용보증에 의한 효익은 주택금융 수요자, 주택금융 공급자인 금융기관,

〈표 11-1〉 주택금융 신용보증 참여주체별 기대효과

참여주체	기대효과
주택금융 수요자	<ul style="list-style-type: none"> · 적기에 부족자금 조달 · 저렴한 비용(보증료)으로 적기에 부족자금 조달 · 물적·인적 담보 대체
금융기관	<ul style="list-style-type: none"> · 신용위험 등의 리스크 사전 제거 · 사후관리비용 절감 · 재무건전성 제고
정부	<ul style="list-style-type: none"> · 신용사회질서 확립 · 효율적인 자원배분 및 재정부담 감소

그리고 공적 보증의 운용주체인 정부 모두에게 발생한다. 금융기관은 장기금융에 내재된 신용위험, 가격변동위험 등을 회피할 수 있는 적절한 수단이 없기 때문에 장기의 주택자금대출을 꺼리게 된다. 주택금융 신용보증은 경제적 능력이 충분치 못한 개인과 중소기업 주택건설업체에 신용보증을 제공, 적정 수준까지 대출비율의 상승을 유도함으로써 주택금융 수요를 충족하고 이들을 대상으로 하는 주택금융시장을 창출·확대하는 역할을 한다.

한편, 주택금융 신용보증도 엄연히 사적재에 해당된다고 할 수 있으나, 경제적 약자들을 대상으로 하는 신용보증 재화의 질적 수준과 가격(보증료) 간의 시장실패 가능성이 큰 시장이다. 따라서 정부는 공사와 같은 공적 보증기관을 통해 저렴한 보증료로 금융기관의 위험을 분산 혹은 제거해 줌으로써 효율적인 자원배분과 시장실패의 보정을 꾀하고 있다. 이 밖에도 대출채권에 대한 회수위험을 사전에 제거함으로써 궁극적으로 주택금융의 활성화를 통한 경기부양은 물론 고용증대를 유발하는 효과가 있을 수 있다.

2. 주택금융신용보증기금의 설치·운용

가. 설치 근거 및 목적

국가의 특수한 정책목적을 실현하기 위하여 예산 원칙의 일반적인 제약으로부터 벗어나 좀 더 탄력적으로 운용할 필요가 있을 때 기금을 설치하여 운영한다. 공사법 제55조에 따라 신용보증을 통한 주택금융의 활성화를 위하여 주택금융신용보증기금(이하 기

금)을 공사 안에 설치하였다. 별도의 법인격이 부여되어 있지는 않고, 국가재정법상 ‘금융성 기금’으로 규정되어 있다.

주택금융 신용보증은 주택금융의 장기적·안정적 공급을 촉진하여 국민의 복지증진과 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다(공사법 제1조).¹ 특히 서민층의 주택구입 등을 우선적으로 지원한다(공사법 제22조).² 주거복지 수준이 낙후된 경우, 주택정책의 기본방향은 먼저 주택 공급의 확대에서부터 출발한다. 기금도 주택의 양적 부족 문제 해결과 서민의 주거안정을 지원하는 데 초점이 맞추어져 있었다. 즉, 주택공급자의 주택건설 촉진과 주택수요자의 구매능력 향상을 위한 원활한 자금유통이 그 취지인 것이다.

나. 연혁

1987년 5월 최초 설치근거법인 「근로자의주거안정과목돈마련지원에관한법률」의 제정으로 1988년 1월 1일부터 업무를 개시하였다. 국책은행으로서 서민에 대한 주택금융을 전담하던 한국주택은행(현 국민은행과 통합)이 관리하다가 민영화로 인하여 관리기관이 ‘신용보증기금’으로 1999년 1월 1일 변경되었다. 신용보증기금이 관리하던 1999년부터 2004년 2월 28일까지 IMF 외환위기 및 신용카드 사태 등 국가경제 위기 속에서 주택경기 부양과 저소득계층의 주거안정을 위한 정책기금으로서 조정역할을 수행하였다.

또한 제도의 선진화를 위하여 개인보증 신용평가시스템(credit scoring system)을 도입하고 금융기관의 도덕적 해이를 방지하기 위한 부분보증제도 등을 시행하였다. 2004년 3월 1일 주택금융 전담기관으로서 공사가 설립되면서 관리기관이 재차 변경되었다. 그 후 기금의 재정자립방안을 수립·추진하여 건전기금으로 재도약하면서 역할을 발전시키는 발판을 마련하여 현재에 이르고 있다.

-
- 1 한국주택금융공사법 제1조(목적): 이 법은 한국주택금융공사를 설립하여 주택저당채권 등의 유통화와 주택금융 신용보증업무를 수행하게 함으로써 주택금융 등의 장기적·안정적 공급을 촉진하여 국민의 복지증진과 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다.
 - 2 한국주택금융공사법 제22조(업무의 범위) 제2항: 공사는 제1항 각 호의 업무를 수행함에 있어 주택가격 변동 등을 감안하여 서민층의 주택구입 등을 우선적으로 지원할 수 있도록 한다.

〈표 11-2〉 기금의 주요 연혁

구 분		보증공급 누계	주 요 연 혁
2011 2004. 3	발전 단계	144조원 ↑ 81조원	【관리기관: 한국주택금융공사】 • 2008. 12 보증공급 누계 144조원 달성 • 2004. 3 한국주택금융공사로 관리기관 변경
2004. 2 1999	성장 단계	신용카 드사태 ↑ 외환 위기 77조원 37조원	【관리기관: 신용보증기금】 • 2003. 12 보증공급 누계 77조원 달성 • 2002. 6 부분보증제도 도입 • 2001. 10 개인신용평가시스템(CSS) 도입 • 1999. 1 '신용보증기금'으로 관리기관 변경
1998 1988	정착 단계	28조원 ↑ 1조원	【관리기관: 한국주택은행(현 국민은행)】 • 1998. 12 보증공급 누계 28조원 달성 • 1988. 1 주택금융신용보증기금 업무 개시 • 1987. 5 최초 설치근거법인 「근로자의주거안정과목돈마련지원에 관한법률」 제정

다. 재원의 조성 및 운용

기금의 재원은 공사법 제56조(기금의 조성)에 따라 공사의 보증서를 발급받은 피보증인으로부터 징수하는 보증료 수입금, 기금의 운용수익금 등 자체 수입과 금융기관 및 정부로부터의 출연금 등으로 조성된다. 국민주택기금, 시중은행, 지방은행, 특수은행 및 외국은행 국내지점 등 국내의 금융기관은 주택자금대출금(2011년 12월 말 현재 약 251조원)의 일정률(최대 연 0.3%)을 곱한 금액을 공사에 출연하여야 하며, 그 세부사항은 공사법 시행규칙에서 정하고 있다. 보증심사시스템의 개선 등 자구노력을 통한 대위변제 감소와 함께 2007년도에 수익자부담원칙을 강화함으로써 기금의 재무건전성을 높이기 위한 출연료율의 개정을 통해 2008년부터는 정부 출연금 없는 자립기금을 실현하고 있다.

기금재원은 보증운용의 재산적 기초가 되고 대위변제 등 사업비와 인건비 등 기금관리비, 외부 차입금 상환 등에 운용된다. 공사법 제59조(기금의 회계 및 결산)에 따라 공사는 매년 총수입과 지출에 관한 기금운용계획과 회계법인의 감사보고서가 첨부된 기금결산보고서를 작성하여 금융위원회에 제출하여야 하며, 금융위원회는 이를 국회에 제출한다.

〈표 11-3〉 기금의 연도별 기본재산 및 대위변제 현황

(단위: 억원)

연도	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
출연금 누계(A)	19,238	21,907	24,332	27,800	32,106	36,316	40,899	45,734
정부	11,520	12,820	13,820	14,820	14,820	14,820	14,820	14,820
(순증)	(2,000)	(1,300)	(1,000)	(1,000)	(0)	(0)	(0)	(0)
금융기관	7,718	9,087	10,512	12,980	17,286	21,496	26,079	30,914
(순증)	(1,259)	(1,369)	(1,425)	(2,467)	(4,306)	(4,210)	(4,583)	(4,835)
적립금(B)	-16,237	-18,834	-20,502	-21,614	-21,020	-19,644	-18,694	-18,346
기본재산(A+B)	3,006	3,059	3,813	6,170	11,086	16,669	22,281	27,605
대위변제금액	5,742	5,263	4,902	3,600	1,085	1,724	2,118	2,218

자료: 한국주택금융공사.

〈표 11-4〉 기금 조성과 운용 내용

		내 용	비 고
조 성	정부 출연금	매년 국회의결을 거쳐 산정된 출연금	공사법 제56조 (기금의 조성)
	금융기관 출연금	주택자금대출 평균잔액에 일정을 부과	
	보증료 등	보증료, 구상채권 회수, 장기차입금 등	
운 용	사업비	대위변제금, 보증료 환급 등	공사법 제57조 (기금의 용도)
	기금관리비	인건비 및 경비	
	기타 운영비 등	구상채권관리비, 차입금 상환 등	

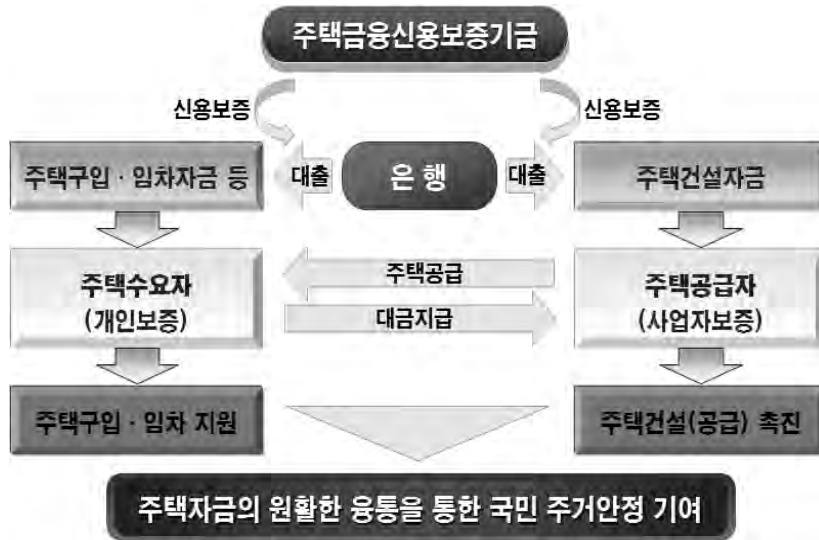
제2절 주택금융신용보증기금의 업무

1. 신용보증의 종류

기금은 수요자 금융으로부터 공급자 금융에 이르기까지 외국의 유사 기관에서는 찾아보기 어려운 주택금융과 관련된 다양하고 일관된 상품체계를 갖추고 있다. 한국 고유의 전세제도를 반영한 전세자금보증이나 공동주택의 분양대금 지원을 위한 중도금보증 등이 대표적인 사례라고 할 수 있다.

주택금융 신용보증은 보증대상에 따라 크게 개인보증과 사업자보증으로 구분한다. 개인보증은 주택을 건축, 구입, 임차(전세 포함) 또는 개량하거나 이에 들어간 자금을 보전하기 위하여 은행으로부터 대출을 받고자 하는 주택수요자에 대한 신용보증이다. 반면, 사업자보증은 주택수요자에게 분양 또는 임대 목적으로 주택을 건설하거나 구입

[그림 11-2] 주택금융 신용보증의 개념



하기 위하여 은행으로부터 대출을 받고자 하는 주택건설사업자 등 주택공급자에 대한 신용보증이다. 개인보증과 사업자보증은 다시 소요자금의 성격과 용도에 따라 여러 보증상품으로 세분화된다.

가. 개인보증

개인보증에는 전세자금보증, 중도금보증, 구입자금보증, 건축·개량자금보증 및 임대보증금반환자금보증 등이 있다. 전세자금보증은 은행에서 전월세보증금 대출을 받고자 하는 경우 이용하는 보증으로 일반전세자금보증, 집단전세자금보증 및 각종 특례보증에 있다. 중도금보증은 주택을 분양받고 중도금, 잔금 대출이 필요한 경우 이용하는 보증으로 일반중도금보증과 연계중도금보증에 있다. 구입자금보증은 주택을 구입할 때 해당 주택만으로는 담보가 부족할 경우 이용하는 보증으로 모기지신용보증이라고도 한다. 건축자금보증과 개량자금보증은 주택을 신축 또는 개량할 때 기존 담보만으로 원하는 대출금액이 부족할 경우 이용하는 보증이다. 임대보증금반환자금보증은 임대인이 임대차보증금을 임차인에게 반환하기 위하여 은행에서 대출받을 때 이용하는 보증이다.

〈표 11-5〉 개인보증의 종류

구 분		내 용
전세 자금 보증	일반전세자금	임대차계약을 체결하고 전월세보증금을 지급하는 데 소요되는 자금에 대한 대출보증
	집단전세자금	공사 진행 중인 임대아파트에 대한 임대차계약을 체결하고 중도금 및 잔금 납부에 소요되는 자금에 대하여 집단승인방식으로 취급하는 대출보증
중도금 보증	일반중도금	분양대금 중 기 납입한 분양대금을 제외한 계약금, 중도금 및 잔금 납부에 소요되는 자금에 대한 대출보증
	연계중도금	공사 보금자리론 ¹⁾ 으로 전환할 것을 사전특약한 계약금, 중도금 및 잔금 납부에 소요되는 자금에 대한 대출보증
구입자금보증		기존 완성주택을 구입하거나 이에 소요된 자금을 보전하는 데 소요되는 자금에 대한 대출보증
건축·개량자금보증		건축허가를 얻어 주택을 신축, 수선 및 증·개축하는 데 소외되는 자금에 대한 대출보증
임대보증금 반환자금보증		임대인이 임차인에게 임대보증금을 반환하기 위해 소요되는 자금에 대한 대출보증

주: 1) 공사가 은행을 통하여 공급하는 10년 이상 장기고정금리 분할상환방식의 모기지론.
 자료: 한국주택금융공사.

나. 사업자보증

사업자보증에는 건설자금보증, 프로젝트 파이낸싱(Project Financing: PF)보증, 유동화회사(Primary-Collateralized Bond Obligation: P-CBO)보증 등이 있다. 건설자금보증은 기금계정과 은행계정으로 구분해서 운영되고 있는데, 기금계정은 건설사업자 등이 분양 또는 임대를 위해 국민주택기금으로부터 공사비를 대출받고자 하는 경우 지원되는 보증이며, 은행계정은 분양을 위해 은행으로부터 대지비 및 공사비를 지원받고자 하는 경우 지원되는 보증이다. 프로젝트금융보증은 주택건설사업자가 분양을 목적으로 주택을 건설하는 데 필요한 자금을 금융기관에서 PF 방식으로 대출받고자 하는 경우 지원되는 보증이다. 유동화회사보증은 미분양주택을 보유한 주택건설사가 발행한 회사채를 기초자산으로 하는 유동화증권(P-CBO)보증이다.

〈표 11-6〉 사업자보증의 종류

구 분		내 용
건설자금보증	기금계정	주택사업자가 분양 또는 임대주택 건설을 위해 국민주택기금으로부터 공사비를 대출받고자 하는 경우의 보증
	은행계정	주택사업자가 분양을 목적으로 은행으로부터 대지비 및 공사비를 대출받고자 하는 경우의 보증
프로젝트금융보증		주택사업자가 분양을 위해 주택건설자금(대지비, 공사비, 기타 사업비)을 은행으로부터 프로젝트금융방식으로 대출받고자 하는 경우의 보증
유동화회사보증		미분양주택을 보유한 건설사가 발행한 회사채를 기초자산으로 한 유동화증권에 대한 보증

자료: 한국주택금융공사.

2. 보증한도 및 보증료

가. 보증한도

일반적으로 보증기관은 건전성과 지급능력 유지를 위하여 신용보증을 할 수 있는 최고한도를 정하고 있다. 주택금융 신용보증의 경우 총보증한도와 동일인·기업당 보증한도로 구분되어 있고, 주택정책, 주택가격 및 수급상황 등 환경 변화를 반영하여 지속적으로 조정되어 왔다.

1) 총보증한도

총보증한도는 공사법에 최고한도를 정해 놓고 실제 운용한도는 법 시행령에 위임하는 형태를 취하고 있다. 법상 보증한도는 설립 이후 보증재원의 50배 이내로 운용되어 오다가 2006년 3월에 40배로 하향 조정되었다. 법 시행령상 실제 운용한도는 기금 설치 이후 현재까지 변동 없이 30배(자기자본비율 기준 3.3%)를 유지하고 있다.³

2) 개인보증 동일인당 보증한도

법 시행령상 동일인당 보증한도는 3억원(채권유동화 목적부 중도금보증은 5억원)이며, 각 보증종류별 세부한도는 동일인당 보증한도 내에서 주택금융운영위원회⁴의 심의·의결을 거쳐 정한다.

3 2011년 말 현재 보증재원(정부·금융기관 출연금+누적적립금+장기차입금) 2조 7,946억원, 보증잔액 28조 5,206억원으로 운용배수는 10.2배 수준이다.

4 이 위원회는 공사의 업무운영에 관한 기본방침과 업무계획 수립 및 변경 등을 심의·의결하는 최고 의사결정기구이다.

〈표 11-7〉 동일인당 세부 보증한도

구 분		세부 보증한도
전세자금보증		2억원
중도금보증	일반중도금	3억원
	연계중도금	5억원
구입자금보증		1억원
건축·개량자금보증		1억원
임대보증금반환자금보증		1억원

자료: 한국주택금융공사.

3) 사업자보증 동일 기업당 보증한도

법 시행령상 동일 기업당 보증한도는 총보증재원의 30%로 운영되어 오다가 2012년에는 10%로 하향 조정되었고 2013년 이후에는 5%로 운영될 예정이며, 매 사업연도 결산(보증재원)이 확정된 후 다음 연도 결산이 확정되기 전까지 적용된다. 동일 기업당 보증한도를 정한 이유는 한정된 보증재원을 효율적으로 배분하고, 특정 기업의 신용위험에 의한 기금의 건전성 악화를 차단하기 위한 취지이다. 다만, 기금계정 건설자금보증의 경우 세대당 보증한도 1억원을 추가로 두고 있다.

나. 보증료

보증료는 보증서비스를 제공한 대가로서의 수수료 성격과 신용위험을 인수하는 리스크 프리미엄으로서의 금리 성격을 동시에 지니고 있는 것으로 인식하는 것이 타당할 것이다. 공사법 제41조와 법 시행령 제26조에서 채무자의 신용도와 기금의 운용상황 등을 고려하여 보증금액의 연 2%를 초과하지 아니하는 범위 내에서 이사회가 정한 보증료를 받을 수 있도록 규정하고 있다. 또한 보증대상자의 신용도, 보증금액의 규모 및 보증기간을 고려하여 보증료율을 차등 적용할 수 있도록 하고 있다.

보증료율은 개인보증과 사업자보증의 보증구분별로 체계를 달리하여 적용하고 있다. 개인보증료율은 보증종류별 기준보증료율에 채무자의 신용도에 따른 차등요율을 가감하여 결정된다. 사업자보증료율은 최저 연 0.3%에서 최고 연 1.3% 내에서 보증종류별 기준보증료율에 신용도, 보증금액, 보증기간에 따른 차등요율을 가감하여 산출된 보증료율을 적용한다.

〈표 11-8〉 보증료율 체계

구 분		기준보증료율	차등보증료율
개인 보증	전세자금보증	일반 ¹⁾	연 0.2~0.5%
		집단	연 0.5%
	중도금보증	일반 ¹⁾	연 0.17~0.5%
		연계 ¹⁾	연 0.17~0.2%
	구입자금보증		연 0.3%
	건축·개량자금보증		연 0.5%
임대보증금반환자금보증		연 0.6%	
사업자 보증	건설자금보증	분양	연 0.8%
		임대	연 0.5%
	프로젝트금융보증		연 1.0%
	유동화회사보증		연 0.8%

주: 1) 다자녀가구 등 우대대상 해당 여부 등에 따라 기준보증료율이 차등화.
 자료: 한국주택금융공사.

3. 보증 취급의 방법

주택금융 신용보증은 취급절차상 직접보증방식과 위탁보증방식으로 구분할 수 있다. 직접보증은 보증상담, 신용조사, 보증심사, 사후관리 등 일련의 절차를 공사가 직접 처리하는 것으로 사업자보증이 이에 해당한다. 위탁보증은 업무의 효율성과 고객의 이용 편의 등을 고려하여 공사가 은행과 업무위탁계약을 체결하고 은행에서 대출과 보증이 한꺼번에 이루어지도록 한다. 소액·대량의 업무 특성을 가진 개인보증이 이에 해당되며 보증상담부터 사후관리까지를 위탁대상으로 한다. 위탁방식이라 하더라도 은행에서 입력한 자료를 토대로 공사의 신용평가시스템(CSS)⁵에 의해 실시간으로 보증지원 가부가 자동 결정되며 온라인으로 은행에 전자보증서가 송부된다.

5 Credit Scoring System의 약어로서 보증신청자의 신용상태를 전산으로 자동 판별하여 보증지원 여부를 결정하는 시스템이다.

[그림 11-3] 보증의 취급방법에 따른 업무처리 절차

구 분	주요 업무내용	직접보증 (사업자보증)	위탁보증 (개인보증)
보증상담	• 영업점 창구 및 인터넷 상담	• 공사	• 은행
↓			
서류제출	• 필수자료 제출 및 서류확인	• 공사	• 은행
↓			
신용조사	• 현장조사 및 측면조사	• 공사	• 은행 (전산입력)
↓			
보증심사	• 심사항목 저촉 여부 • 종합신용등급 산출 • 보증한도 사정	• 공사 (종합평가방식에 의거 보증 심사)	• 공사 (CSS를 활용하여 자동결정)
↓			
보증승인	• 보증금액에 따른 전결권자의 승인	• 공사	• 공사 (온라인 승인)
↓			
보증서 발급	• 보증서 발급 및 보증료 등 징수	• 공사 (신용보증서 발급)	• 은행 (전자보증서 발급)

제3절 주택금융신용보증기금의 현황 및 성과

기금은 1988년 주택금융을 통한 서민 주거안정 지원이라는 정책적 목적을 수행하기 위해 설치하여 업무를 개시한 이후 지난 24년 동안 712만여 세대에 약 144조원의 신용보증을 공급하였다. 이 가운데 개인보증에 115조원, 사업자보증에 29조원을 지원하였다. 개인에 대한 공급비중이 80%를 차지하는 것은 서민 주거안정 지원이라는 설립취지에 부합하는 당연한 결과이다. 사업자에 대한 지원 또한 건물 준공 후에는 수분양자(임차인 포함)에게 분양대금(임차보증금 포함)의 일부로 대환된다는 점에서 결국 최종 수혜자는 개인이라 할 수 있다.

특히 업무가 한국주택금융공사로 이관된 2004년 이후에는 금융기관 출연제도 개선, 신용평가시스템(CSS) 고도화 등 보증운용시스템의 혁신을 통하여 보증재원을 확충하고 보증건전성을 제고함으로써 신용보증 공급을 지속적으로 확대하고 있다.

1. 주택금융신용보증기금의 현황

가. 신용보증 공급

2007년 이후 보증공급이 지속적으로 증가하여 2011년에 공급액은 20.7조원에 이르고 있다. 2011년 말 현재 보증잔액은 28.5조원이다. 이 가운데 개인보증이 95%인 27.2조 원, 사업자보증이 5%인 1.3조원으로, 보증종류별로 공급격차가 큰 상황이다.

보증종류별 현황을 살펴보면, 먼저 개인보증의 경우 전세자금보증이 50%, 중도금보증이 45%를 차지하고 있고, 구입자금보증 등 기타 보증은 미미한 수준이다. 이는 최근 전세가격 상승 등 전세난으로 전세자금수요가 증가하였고, 주택시장 침체로 건설사의 신용위험이 증가한 상태에서 신규 분양주택 관련 중도금대출에 대한 보증수요가 증가

〈표 11-9〉 보증종류별 보증공급 및 잔액 현황

(단위: 억원)

구분		2007	2008	2009	2010	2011	
보증 공급	개인	전세자금	25,366	35,490	46,757	57,668	93,152
		중도금	11,661	18,838	36,597	50,311	99,866
		구입자금 등 ¹⁾	7,760	4,236	3,686	3,423	7,333
		소 계	44,787	58,564	87,040	111,402	200,351
	사업자	건설자금	3,272	2,770	2,645	2,892	5,269
		프로젝트금융	2,830	1,212	412	609	1,080
		유동화회사	-	5,057	6,448	-	-
합 계	50,889	67,603	96,545	114,903	206,700		
보증 잔액	개인	전세자금	38,058	56,146	75,438	95,341	138,548
		중도금	18,272	29,228	52,880	72,135	123,476
		구입자금 등 ¹⁾	18,194	13,473	10,607	8,134	10,284
		소 계	74,524	98,847	138,925	175,610	272,308
	사업자	건설자금	10,262	7,948	6,346	5,784	7,043
		프로젝트금융	2,427	2,212	1,152	433	1,008
		유동화회사	-	5,057	10,913	10,225	4,847
합 계	87,213	114,064	157,337	192,053	285,206		

주: 1) 구입자금보증, 건축·개발자금보증, 임대보증금반환자금보증 등 포함.
 자료: 한국주택금융공사.

하였기 때문에 판단된다. 특히 정책보증이라 할 수 있는 전세자금보증이 꾸준히 증가하고 있는 것은 상대적으로 신용도가 취약한 무주택 서민층에 보증을 우선 지원하는 등 공공성을 중시한 결과로 보인다.

사업자보증은 상대적으로 개인보증에 비해 공급이 부진한 상황이며, 건설자금보증이 53%, 유동화회사보증이 38%, 나머지는 프로젝트금융(PF)보증이 차지하고 있다. 최근 주택시장 침체로 인한 신규 사업의 부진으로 사업자의 보증수요가 감소하였고, 국민주택기금 재원의 부족으로 인해 국민주택건설자금 대출실적이 저조한 데 주원인이 있는 것으로 판단된다. 유동화회사보증은 미분양주택을 기초자산으로 하는 유동화증권(P-CBO)에 대한 보증으로 건설사에 대한 유동성 지원을 위해 2008년 12월에 도입되었고 총 세 차례에 걸쳐 1.2조원이 공급되었다.

나. 보증사고

2004년 공사 설립 당시 1.7조원이었던 사고잔액이 2011년 말 현재 3,475억원으로 대폭 감소하였으며 2006년 이후 안정적인 수준을 유지하고 있다. 이는 공사 설립 이후 신용평가시스템(CSS) 개선을 통한 리스크 관리 강화 등 보증건전성 제고에 주력한 결과로 보인다.

개인보증과 사업자보증 모두 보증사고가 지속적으로 감소하고 있으나, 사업자보증의 경우 2008년과 2009년 부동산 경기침체로 인해 각각 1천억원 수준의 고액사고가 발생

〈표 11-10〉 보증사고 현황

(단위: 억원)

구분	2007	2008	2009	2010	2011
사고발생	2,485	3,128	2,700	2,670	3,350
개 인	2,304	2,105	1,732	2,470	3,282
사업자	181	1,023	968	200	68
사고정상화	3,400	2,957	2,555	1,649	1,995
개 인	2,817	2,048	1,580	1,845	1,804
사업자	583	909	975	-196	190
사고잔액	6,280	5,459	4,059	3,472	3,475
개 인	2,865	2,102	1,717	1,616	2,157
사업자	3,415	3,357	2,342	1,856	1,319

자료: 한국주택금융공사.

하였는데, 사업자보증이 개인보증보다 경기변동의 영향을 보다 민감하게 받고 있음을 보여준다.

다. 대위변제⁶

대위변제액도 지속적인 보증건전성 강화를 통해 2004년 5,742억원에서 2011년 2,218억원으로 감소하는 등 감내 가능한 안정적인 수준을 유지하고 있다. 이를 바탕으로 향후에도 자율경영이 가능한 범위 내에서 보증공급을 적극 확대할 수 있을 것으로 예상된다.

개인보증은 대위변제액이 큰 폭으로 감소하고 안정적인 수준을 유지하고 있으나, 사업자보증은 건설자금보증과 프로젝트금융보증을 중심으로 대위변제가 증가하여 보증사고와 마찬가지로 경기변동에 민감한 보증상품임을 보여주고 있다.

〈표 11-11〉 대위변제 현황(최근 5개년)

(단위: 억원)

구분	2007	2008	2009	2010	2011
합 계	3,600	1,085	1,724	2,118	2,218
개 인	3,147	873	553	731	968
사업자	453	212	1,171	1,387	1,250

자료: 한국주택금융공사.

라. 보증재원

기금은 2007년 금융기관 출연제도 개선으로 출연금이 증가하여 2008년 이후 정부 출연이 없는 상황에서도 기본재산이 안정적으로 증가하고 있으며, 보증사고와 대위변제 감소에 따라 영업비용이 감소하면서 2008년 이후 당기순이익을 시현하고 있다.

이에 따라 2011년 말 현재 보증운용배수⁷가 10.2배로 낮은 수준을 유지하고 있어 적극적인 보증공급 확대를 통해 공적 역할을 강화하는 노력이 필요한 상황이다.

6 대위변제는 대출금 상환이 어려운 경우 차주를 대신하여 채무를 변제(보증채무 이행)하는 것을 말한다.
7 보증잔액이 보증재원의 몇 배에 해당되는가를 나타내는 지표로서 기금운용의 건전성을 나타내는 대표적인 지표 중의 하나라고 할 수 있다.

〈표 11-12〉 기본재산 및 운용배수 현황(최근 5개년)

(단위: 억원, 배)

구분	2007	2008	2009	2010	2011
출연금(A)	27,800	32,106	36,316	40,899	45,734
정 부	1,000	-	-	-	-
금융기관	2,467	4,306	4,210	4,583	4,835
누적적립금(B)	-21,614	-21,020	-19,644	-18,694	-18,346
당기순이익	-819	594	1,377	950	348
기본재산(A+B)	6,170	11,086	16,669	22,281	27,605
보증운용배수 ¹⁾	11.0	9.3	9.0	8.4	10.2

주: 1) 보증잔액/보증재원[기본재산(출연금+누적적립금)+장기차입금].
 자료: 한국주택금융공사.

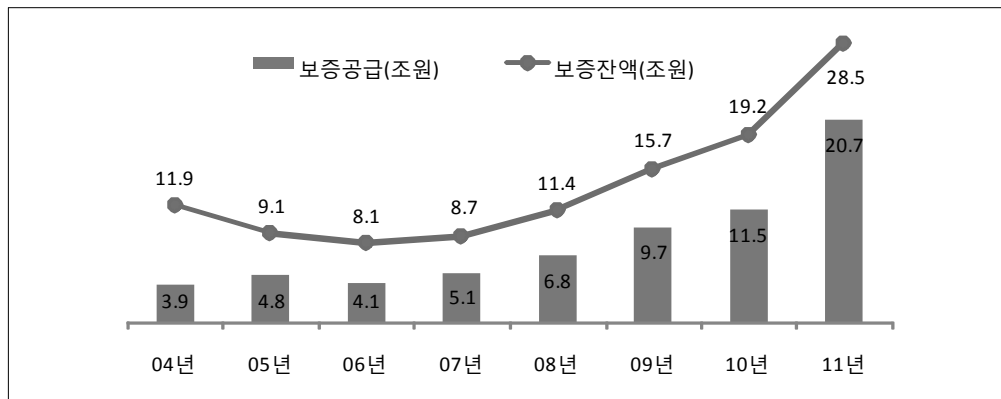
2. 주택금융신용보증기금의 운용성과

가. 보증공급 확대를 통한 서민 주거안정 강화

2004년 공사 설립 이후 무주택 서민층을 중심으로 206만여 세대에 총 66.4조원의 신용보증을 공급하였고, 2007년 이후부터는 매우 높은 수준의 성장세를 지속하고 있다.

특히 금융소외계층, 저신용·저소득 계층 등 무주택 서민층에 대한 전세자금보증 공급 확대를 통해 기금의 공적 역할과 기능을 더욱 강화하였다. 아울러 실수요자인 서민층과 주택공급자인 중소건설업체를 우선적으로 지원하고 있다.

[그림 11-4] 신용보증의 지원 추이



〈표 11-13〉 신용보증 이용 현황

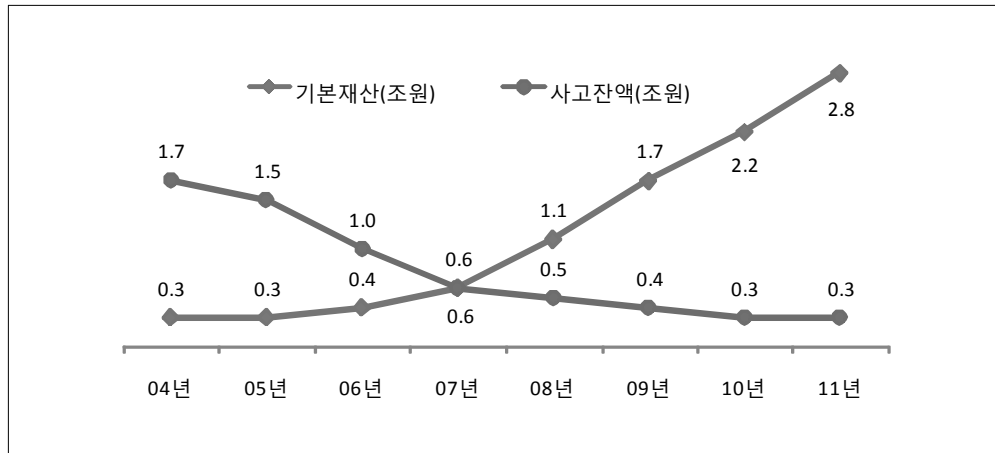
개 인	소득수준: 연소득 3천만원 이하 49.0% 신용등급: 신용등급 6등급 이하 33.2% 주택규모: 국민주택규모 이하 93.8%
사업자	기업규모: 중소기업업체 99.3% 주택 형태: 임대주택건설 30.7%

자료: 한국주택금융공사.

나. 정부 재정출연 없는 자립기금 실현

기금은 보증공급체계 개선과 리스크 관리 강화 등 주택금융 신용보증의 건전성 제고 노력을 지속적으로 추진하여 부실보증은 대폭 감소시키고 기본재산은 대폭 증가시켰다. 그 결과 2008년 이후부터는 건전기금(clean fund)을 실현하여 정부의 출연이 없는 자립기반을 마련함으로써 자율경영을 확립하였다.

[그림 11-5] 보증재원 및 건전성 추이



다. 주택의 수요, 공급 및 금융 측면에서 경제선진화 기여

기금은 주택수요 측면에서 수혜계층의 저변 확대, 저소득층에 대한 소득 재분배 및 금융비용 절감 등 서민 주거안정에 기여함으로써 공적 기능을 강화하였다. 향후에도 소외계층이나 저신용계층에 대한 보증지원 확대를 통해 공적 기능을 더욱 강화할 필요가

있을 것이다.

주택공급 측면에서는 주택건설 지원, 생산유발과 고용 확대 및 건설사 유동성 지원 등 주택시장 활성화에 기여하고 있다. 최근 사업자보증이 감소하면서 그 효과도 감소하고 있어 사업자보증의 외형 확대를 통해 주택공급 등 주택시장 활성화에 기여할 필요가 있는 것으로 보인다.

아울러 주택금융 측면에서 금융기관의 안정성을 강화하고 현금흐름을 증대시킴으로써 금융산업 발전에도 기여하였다고 할 수 있다. 이러한 측면에서 장기적으로 볼 때 금융기관 출연금은 타당성 있는 제도로 판단되며 지속적으로 유지할 필요가 있다.

1) 개인보증의 운용성과

주택금융 신용보증의 지원을 받은 수혜세대는 1988년에는 3만 세대에 불과하였으나, 공사 설립 당시인 2004년에 15만 세대로 증가하였고, 2011년에는 42만 세대까지 급증하였다. 특히 소외계층의 주택금융 이용기회를 확대하고 전세자금보증 공급을 통해 무주택 서민에 대한 지원을 강화하여 수혜계층의 저변 확대에 큰 성과를 이뤘다고 할 수 있다.

또한 저소득층 및 저신용층 중심의 보증지원으로 소득재분배 효과를 달성하였다고 할 수 있다. 향후에도 금융소외자나 저소득·저신용자에 대한 보증지원을 더욱 강화할 필요가 있다.

고금리의 제2금융권 대출이용자를 보증지원을 통해 저금리의 제도권 금융기관으로 흡수하여 금융비용 절감을 유도함으로써 서민층에 대한 보조금 효과도 발생하고 있다.

2) 사업자보증의 운용성과

기금은 민간 주택건설업체가 1990년 이후 공급한 주택의 약 25% 정도를 보증지원하여 주택공급 측면에서 크게 기여하였다고 할 수 있다. 다만, 최근 사업자보증이 감소하면서 주택건설 지원효과가 감소하고 있어 향후 주택건설 지원 확대를 위해 사업자보증의 외형 확대가 필요한 상황이다.

사업자보증은 국가경제적 측면에서도 주택건설투자를 통한 생산유발효과, 건설업에 있어서의 부가가치유발효과 및 건설업 근로자의 고용유발효과를 발생시킨다. 이는 주택시장 장기침체로 주택산업 전반이 어려운 상황에서 사업자보증이 일정 부분 기여하고 있는 것으로 판단할 수 있다.

아울러 주택건설사에 대한 유동성 지원을 통해 건설사 및 금융기관의 연쇄 부실화 방지도 기여하고 있다. 이러한 사업자에 대한 안정적인 자금 지원에서 보조금 효과가 발생하며, 금융 부실화 방지를 위해 사업자보증 확대를 통한 주택건설사 유동성 지원은 필요하다 할 것이다.

3) 금융기관에 대한 기여효과

먼저 주택금융 측면에서 주택금융 신용보증은 금융기관의 대출자산 위험도를 낮게 평가하여 BIS 자기자본비율⁸을 상승시키는 효과를 통해 금융기관의 안정성 강화에 기여하고 있다.

둘째, 부실자산에 대한 기금의 대위변제로 안정된 현금유입을 보장하여 현금흐름을 증대시키는 효과가 있다. 금융기관은 출연금을 부담하고 부실 발생 시 대위변제를 받게 되므로 그 차이만큼 현금흐름에 변화가 생긴다고 할 수 있는데, 1988년부터 2011년까지 금융기관 출연금은 3.1조원, 대위변제 누계액은 4.6조원인 점을 감안했을 때 1.5조원 규모의 현금흐름 개선효과가 발생하였다고 파악할 수 있다.

마지막으로 주택금융 신용보증이 금융기관의 고객 확보에 촉매제 역할을 함으로써 영업활동에 활용되어 금융기관의 수익성에도 긍정적인 영향을 주고 있다.

제4절 주택금융 신용보증의 발전방안

서민층이 주택자금을 적기에 안정적으로 공급받아 스스로 주거 문제를 해결할 수 있도록 지원하는 것이 주택금융 신용보증의 목적이자 지향목표이다. 즉, 서민의 주거안정과 주택금융시장의 안정성 제고를 위해 주택수요자(개인보증) 및 주택공급자(사업자보증)에 대한 대출보증을 주요 사업으로 하고 있다. 앞에서 살펴본 바와 같이 그동안 신용보증 공급을 통하여 국민복지 증진과 국민경제 발전에 크게 기여하였으나, 가계부채의 증가, 경제 양극화의 심화, 인구의 고령화 등 국내 주택시장을 둘러싼 외부환경의 변화를 충분히 고려해 보다 효율적으로 그 설치 목적을 달성하기 위해서 다음과 같은 다각적인 노력이 필요하다.

⁸ 자기자본을 위험가중자산으로 나누어 산출되며, 위험가중자산은 신용보증 시 10%, 주택담보대출의 경우 50%, 그 외 대출은 100%의 가중치를 적용하여 계산한다.

1. 공공성 강화를 통한 서민의 주거안정

통계청의 『2010 인구주택총조사』 결과에 따르면 주택보급률은 서울(97.9%), 부산(99.9%) 등 일부 지역을 제외하고 전국 평균 101.9%를 기록하고 있다. 또한 인구 천명당 주택 수는 363.8호로 다른 나라에 비하여 여전히 낮은 수준에 머물고 있다.

한편, 전체 약 1,734만 가구 중 약 748만 가구가 전월세 주택에 살고 있고 자기소유 주택에 거주하는 자가점유율이 54.2%에 지나지 않는 실정이다. 즉, 주택공급 확대에 의한 전 국민의 평균적인 주거의 질은 개선되고 있으나 계층 간 주거수준 격차는 여전히 과제로 남아 있다고 볼 수 있다.

정부는 그간의 양적 위주 정책에서 저소득층 위주의 주거복지정책으로 전환하고 있다. 이러한 관점에서 볼 때 우선 무주택자에 대한 전월세자금 지원을 강화하는 한편 임차주택에서 자기주택으로 원활히 이동할 수 있도록 지원하기 위해 주택금융 신용보증의 역할과 기능을 더욱 확대해야 한다. 저소득층, 신혼부부, 다문화가정, 1·2인 가구 등 소위 주택금융 소외계층이 상대적으로 낮은 비용으로 주거안정을 도모하도록 적정 수준의 보증지원을 지속해 나가야 한다. 다만, 이들이 최종적으로는 스스로 신용도를 축적해 구입자금을 통해 내 집을 마련할 수 있도록 보증상품 간 연계성 강화도 함께 이루어져야 한다.

공공성 강화의 대상은 위에서 언급한 주택수요자인 무주택 서민뿐만 아니라 주택공급자인 중소기업체도 포함되어야 할 것이다. 특히 지방, 소형, 임대 위주의 서민용 주택을 공급하는 중소기업체에 대하여 적기(適期)에 보증을 지원함으로써 원활한 주택공급이 이루어지도록 해야 한다. 특히 최근 국내 PF(Project Financing) 대출의 위축으로 냉각된 주택건설자금시장으로부터 공사의 건설자금보증 및 PF보증 등 기존의 보증상품의 확대와 함께 새로운 구조의 보증상품을 기대하고 있음은 의미하는 바가 크다. 2009년 9,505억원(6,611호), 2010년 3,501억원(5,597호), 2011년 6,439억원(29,851호) 등

〈표 11-14〉 주요 국가의 인구 천명당 주택 수

(단위: 호)

한국		미국 (2010)	영국 (2009)	일본 (2005)
2005	2010			
330.4	363.8	409.8	438.7	450.7

자료: 금융위원회 외 보도자료(2011. 6. 29).

연간 1조원 미만의 사업자보증 공급규모를 감안하면 기금 출연대상 대출금 기준 약 61조원 규모의 주택건설자금시장에서 주택금융 신용보증이 시장보완자의 역할을 충분히 하고 있다고 보기는 어렵다.

2. 합리적 리스크 관리를 통한 건전성 제고

앞에서 말한 공공성에만 치중하다 보면 경기침체, 가계소득의 감소 등으로 인한 보증부대출의 부실화가 보증사고율 및 대위변제의 증가로 이어져 결국 기금의 지급능력에 치명적인 결과를 초래할 수 있다. 기금의 건전성 악화는 다시 보증공급의 축소를 낳게 되어 공공성 강화라는 본연의 역할을 수행하기 어려워지는 악순환이 계속된다.

2004년 공사 설립 이후 2007년도 이전까지 연간 대위변제 발생금액이 정부와 금융기관의 출연금 합계액을 상회함으로써 기본재산이 1조원을 밑돌아 기금 건전성이 매우 악화된 경험을 가지고 있다. 이는 당시 소위 카드대란으로 촉발된 연쇄적인 결과였다. 2007년 이후 법령개정으로 인해 금융기관 출연금이 증가하기도 하였으나 자력구제 차원의 리스크 관리 강화활동이 병행되었다. 보증심사 강화를 위한 개인 신용평가시스템(Credit Scoring System: CSS)의 정기적인 리모델링 및 재구축, 과학적 사후관리를 위한 개인행동평점모형(Behavior Scoring System: BSS)의 도입 등은 리스크 관리 강화의 좋은 예라고 볼 수 있다.

또한 대위변제비용과 기금의 지급능력이 교차하는 점을 적정 보증공급량으로 설정하여 운용할 때 비로소 공공성과 건전성의 조화가 성립하게 된다. 이를 위해서 각 보증상품별로 대위변제비용(지출값)과 보증료, 출연금, 운용수익 등의 지불능력(수입값)을 미리 예측하여 적정 보증공급량을 찾아가는 작업이 선행되어야 할 것이다. 즉, 보험의 수지상등원칙을 원용한 합리적인 보증공급예측모델 개발을 시도할 때이다.

3. 가계부채의 장기·안정화 실현

2011년 6월 29일 정부가 발표한 '가계부채 연착륙 종합대책'에 따르면 2011년 3월 말 현재 가계부채는 801.4조원으로 국민경제와 금융시장의 불안요인으로 작용할 가능성이 있다고 평가하였다. 그중 가계대출의 구조개선방안의 일환으로 고정금리·비거치식 분할상환대출 활성화를 유도하기 위하여 시중은행의 기금에 대한 출연요율을 차등화하였

다. 즉, 고정금리·비거치식 분할상환대출에 대하여는 출연요율을 인하하고 반대로 변동금리대출에 대하여는 인상하였다. 이로써 주택금융 신용보증이 가계부채를 장기적으로 안정화시키는 데 간접적인 역할을 맡게 되었다.

한편, 2016년 말까지 전체 주택담보대출 중 고정금리·비거치식 분할상환대출의 비중을 30%까지 수준으로 끌어올린다는 목표를 설정하고 현재 시행 중에 있다. 이에 장기·고정금리·비거치식 분할상환대출이 갖는 리스크 때문에 취급을 꺼려하는 은행에 보증상품을 차별화하여 제공할 필요가 있다. 주택가격이 큰 폭으로 하락하는 경우 소액임차보증금에 해당하는 법률적 리스크만큼만 보증하는 현재의 구입자금보증으로는 은행의 손실을 전부 커버할 수 없게 된다. 은행의 장기·고정금리·비거치식 분할상환대출 취급을 촉진하기 위하여 대출금액 전부에 대하여 제공하는 보증상품의 개발을 할 필요가 있다. 더 나아가 이런 형태의 주택금융 신용보증서가 부보된 장기·고정금리·비거치식 분할상환대출의 유동화도 할 필요가 있다. 이때 보증부대출의 유동화 가능성과 출연부담 등의 문제해결을 위하여 법령개정의 장기 검토과제가 필요하다.

물론 정부의 이러한 대책에 따라 은행이 취급한 고정금리·비거치식 분할상환대출을 현재 공사가 집단으로 매입, 유동화함으로써 은행의 장기자금조달 지원이 진행 중에 있다. 하지만 미국의 경우 정부주택저당공사(GNMA)는 FHA나 VA 등 공적기관의 모기지보험이 부보된 대출자산을 집합화하여 MBS 지급보증을 한다. MBS 기초자산의 건전성을 제고하는 효과가 있어 보증부 주택담보대출에 대한 유동화 경험이 없는 우리나라에 시사하는 바가 크다.

참고문헌

금융위원회 외 보도자료, 2011. 6. 29.

서울대학교 경영연구소, 『주택금융신용보증기금 경영효율화 방안 수립』, 2006.

이기영·김종만·김관영, 『주택금융신용보증기금의 효율화 방안에 관한 연구』, 한국조세연구원, 1997.

주택금융신용보증기금, 『2006년도 기금운용평가서』, 2007.

한국개발연구원, 『주택금융신용보증기금의 운용성과 및 발전방안』, 2002. 8.

한국주택금융공사, 「주택금융신용보증기금 업무자료」, 각년도.

_____, 「주택금융월보」, 각호.

주택산업연구원 외, 『주택금융신용보증기금 중장기 발전방안』, 2010. 12.

제12장

주택분양보증

조 흥 연 (대한주택보증)

제1절 서론

1. 개념

우리나라는 공동주택을 완공 후에 분양하는 것이 원칙이나, 예외적으로 일정 요건 충족시 완공 전에 분양하는 선분양제를 허용하고 있다.¹ 이러한 선분양제는 주택소비자 입장에서는 분양대금을 공정별로 지급하게 하여 한꺼번에 분양대금을 지급함에 따른 자금 부담을 완화시켜 분양시장을 활성화하고, 주택공급자 입장에서는 규모가 큰 건설자금을 주택소비자로부터 간편하게 조달하게 하여 주택공급을 확대시키는 역할을 하였다.

그러나 선분양제는 분양 이후 입주할 때까지 시공과정에서 발생할 수 있는 다양한 사업리스크를 최종 소비자인 분양계약자에게 전가시키는 취약점을 가지고 있다. 특히 건설업체 부도 시 분양계약자 개인에게 계약금, 중도금 등의 재산상 손실이 발생할 뿐만 아니라 공동주택 특성상 수백, 수천 세대 이상의 피해가 동시에 발생하게 되어 사회 혼란으로 연결될 수 있다.

이렇게 사업리스크가 분양계약자에게 직접 노출되는 문제점을 해결하기 위하여 정부는 주택건설업체가 공동주택을 선분양하는 경우에 제3의 보증기관인 주택법 제76조에 설립근거를 둔 대한주택보증의 주택분양보증에 반드시 가입하도록 하고 있다.² 즉, 주택

1 「주택공급에관한규칙」 제7조(입주자모집시기 및 조건).

2 또는 보험업법 제2조 제5호에 따른 보험회사 중 국토해양부장관이 지정하는 보험회사에 가입하여야 하나 국토부장관은 아직 보험회사를 지정하지 않고 있다.

분양보증은 분양계약자가 부담하는 선분양에 따른 리스크를 제3의 보증기관으로 이전시켜 주택소비자 보호, 주택공급의 확대, 주택시장 안정화를 도모하는 데 의의가 있다.

또한 주택분양보증은 주택건설업체의 신용을 보강하여 주택건설업체가 주택건설에 소요되는 자금을 소비자로부터 용이하게 조달하도록 함으로써 주택금융시장이 성숙되지 않은 시장환경에서 광의의 공급자 금융의 역할도 수행한다.

분양보증은 보증대상에 따라 주택분양보증, 주택입대보증, 주상복합 주택분양보증으로 구분할 수 있다. 이러한 구분은 주택의 형태와 공급 형식의 차이에 따른 것으로 각각의 근거 법령에 따라 서로 다른 보증약관을 적용한다. 넓은 의미에서 주택분양보증은 이들 보증 형태를 모두 포함하는 개념으로 사용하며, 이하에서는 이러한 의미로 주택분양보증을 설명한다. 다만, 제2절의 연혁과 변천, 보증 구조 및 내용에서는 협의의 주택분양보증약관을 중심으로 구분하여 사용하도록 한다.

2. 법적 근거 및 성격

가. 법적 근거

주택법 시행령³에서는 분양보증을 “사업주체가 파산 등의 사유로 분양계약을 이행할 수 없게 되는 경우 당해 주택의 분양(사용검사 및 소유권 보존등기 포함)의 이행 또는 납부한 계약금 및 중도금의 환급을 책임지는 보증”으로 규정하고 있다.

나. 법적 성격

주택법에서 정의하는 주택분양보증의 법적 성격을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 주택분양보증은 이행보증 성격을 갖는다. 보증기관은 건설업체의 분양계약상 의무인 건물의 완공 및 소유권 이전이라는 보증책임을 부담한다.

3 주택법 시행령 제106조(보증의 종류와 보증료) 제1항 제1호.

분양보증: 사업주체(제12조의 규정에 의한 공동사업주체를 포함한다)가 법 제16조 제1항 본문의 규정에 의하여 사업계획의 승인을 받아 건설하는 주택(부대시설 및 복리시설을 포함한다. 이하 이 조에서 같다) 또는 제15조 제2항의 규정에 의하여 사업계획의 승인을 받지 아니하고 20세대 이상의 주택과 주택 외의 시설을 동일건축물로 건축하는 경우에 행하는 다음 각 목의 보증(제15조 제2항의 규정에 의하여 사업계획의 승인을 받지 아니하고 20세대 이상의 주택과 주택 외의 시설을 동일 건축물로 건축하는 경우)에는 각 목의 보증만 해당한다.

둘째, 주택분양보증은 지급보증 성격을 가진다. 보증기관은 건설업체가 부도 등의 사유로 계약을 이행하지 못하는 경우에 선납한 계약금과 중도금 등의 환급책임에 대한 의무를 보증책임으로 부담한다. 참고로, 이러한 이행보증과 지급보증의 책임은 두 개의 책임 중 하나의 방법으로 보증기관이 이행하는 선택적인 사항으로, 선택권 행사의 주체가 보증기관인지 또는 보증채권자(또는 분양계약자)인지에 대하여는 다음의 판례에서 살펴본다.

셋째, 주택분양보증은 선분양을 위하여 반드시 가입해야 하는 의무보증 성격을 가진다. 주택분양보증서는 현행 선분양제도에서 입주자모집 승인권자인 관할관청에 입주자모집 승인을 신청할 때 함께 제출하는 필수서류이다. 그리고 입주자를 준공 전에 모집하려면 입주자모집공고(안)에 대한주택보증이 발급한 주택분양보증의 내용을 포함하도록 하고 있다.

다. 판례

주택분양보증과 관련된 대법원 판례는 보증행위에 따른 채권·채무의 귀속범위에 대한 해석이 대부분이며, 이러한 해석을 위하여 주택분양보증 계약에 대한 법적 성격을 판단한 사례가 많이 있다. 판례를 통해 살펴본 주택분양보증의 법적 성격은 ① 제3자를 위한 조건부 계약, ② 정상 분양계약자 보호 및 ③ 보증채무 이행방법의 선택권 행사 등 크게 3가지로 구분하여 볼 수 있다.

첫째, 대법원은 주택분양보증 계약의 법적 성격을 사업계획 승인을 얻은 자가 분양계약상의 '주택공급의무를 이행할 수 없게 되는 경우'를 '조건'으로 하는 '조건부 제3자를 위한 계약'으로 판단하고 있다(대법원 97다10208 판결 외). 이는 주택분양보증 계약체결 당사자가 보증회사와 사업주체이고 보증채권자인 입주자는 계약당사자가 아니며, 보증회사가 발급한 분양보증서는 사업승인 관청에 보관될 뿐 입주자에게 통보되지 않는다는 점 등에 근거한 것으로 보인다. 제3자를 위한 계약의 경우에는 제3자(수익자=수분양자)가 보증인(낙약자=보증회사)에게 수익의 의사표시를 하여야 보증채권자로서의 권리를 취득하게 되는 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 주택법과 「주택공급에관한규칙」에 의한 정상 분양계약을 제외한 대물계약 등 편법에 의한 분양계약은 주택분양보증의 책임대상에서 제외된다(대법원 97다54406 판결, 2001다5111판결, 2003다44189 판결 외). 주택분양보증은 주택법 및 동법 시행령에

의한 「주택공급에관한규칙」 소정의 절차와 방법에 따라 분양계약을 체결하고 분양대금을 납부한 선의의 분양계약자를 보호하는 데 그 취지가 있는 것으로 판시하고 있다.

셋째, 2005년 1월 5일 주택법 시행령이 제정되기 전까지 (구)주택건설촉진법 시행령에 의하면, 주택분양보증의 내용은 “사업주체가 파산 등의 사유로 분양계약을 이행할 수 없게 되는 경우 당해 주택의 분양의 이행 또는 납부한 입주금의 환급을 책임지는 보증”[(구)주택건설촉진법 시행령 제43조의5 제1항 제1호 가목]이라고 규정하였다. 이를 근거로 분양보증약관은 보증채무의 이행방법 결정을 보증회사에 있는 것으로 규정하고 있으나, 대법원 판례는 환급이행과 주택분양 이행방법의 선택권은 분양계약자에게 있으며(대법원 99다52831 판결), 보증약관에서 분양보증채무 이행방법의 선택권이 회사에 있다고 규정하였더라도 그러한 약관은 무효(대법원 2001다26330 판결)라고 일관되게 판시하고 있다(대구지방법원 2000나13274 판결, 대법원 2001다26330 판결). 이후 주택법 시행령은 보증채무의 이행방법 결정권이 분양계약자에게 있음을 명시하였으며, 분양보증 취급기관인 대한주택보증도 현행 법령에 따라 보증약관을 개정하여 보증사고가 발생하는 경우 입주자에게 보증채무 이행방법을 선택하도록 안내하고 있다(주택법 시행령 제106조 제1항 제1호 가목).

3. 기능과 역할

주택분양보증은 주택시장의 최종소비자인 분양계약자를 보호하고 건설업체의 원활한 사업수행을 지원하여 안정적인 주택공급과 서민의 주거안정을 도모하는 데에 의의가 있다.

가. 주택소비자 보호

주택분양보증은 주택소비자들의 재산권 보호를 목적으로 한다. 주택은 대부분의 가구에서 상당한 자산비중을 차지할 뿐 아니라 그 가격이 연간 소득의 몇 배에 달하고 주택구입을 위한 대출이 가계대출에서 커다란 비중을 차지하고 있어 소비자 보호가 특히 필요한 재화이다. 따라서 주택분양보증은 건설업체의 부도 등으로 발생할 수 있는 분양계약자의 재산상 손실을 방지하기 위하여 분양계약자가 납부한 분양대금을 환급해 주거나 건설업체를 대신하여 공급주택을 완공시켜 분양을 이행함으로써 소비자의 재산권을 보

호하는 공공적 역할을 수행하고 있다.

나. 주택의 양적·수평적 공급 확대

주택분양보증은 주택건설을 촉진시켜 주택의 양적 확대를 가능하게 하였다. 선분양을 통한 주택사업의 용이한 자금조달구조는 신용도가 높은 대형 업체뿐만 아니라 자체 신용만으로 자금조달이 어려운 중소형 업체들을 주택공급시장으로 유인하기에 충분하였다. 안정적인 자금원의 확보로 신규 주택건설업체가 많이 설립되었고 이러한 주택공급자의 양적 팽창은 주택공급의 확대와 주택보급률의 상승으로 연결되었다.

다. 주택시장 안정화

주택분양보증은 일반 국민의 주택금융에 직간접적으로 관여함으로써 주거안정과 재산권 보호에 기여하였다. 그리고 외환위기와 같은 극단적인 상황이 아니더라도 주택사업의 리스크로부터 보호받지 못하는 분양계약자가 동시에 발생할 경우 주택시장은 정상적으로 작동하기 어렵다. 분양보증은 이렇게 선분양제도에 따라 불가피하게 발생할 수 있는 주택건설사업의 각종 위험을 극복할 수 있도록 하여 주택시장이 정상궤도를 이탈할 경우 제자리로 돌려놓는 역할을 수행하여 시장안정에 기여하고 있다.

4. 유사 사례

가. 국내 사례

1) 건축물 분양보증

상가 등 건축물 분양시장의 소비자를 보호하기 위하여 「건축물의분양에관한법률」이 2005년 4월 시행되었다. 이를 통하여 그동안 공동주택의 사전 분양에만 적용해 오던 분양보증제도가 상가 등 건축물의 사전 분양까지 확대 적용되었다. 건축물 분양보증과 주택분양보증은 기본적인 보증구조 등은 유사하지만 보증대상에서 차이점이 있다. 일반적으로 주택분양보증은 20세대 이상의 공동주택을 대상으로 하고 있으나, 건축물 분양보증은 건축법 제11조의 규정에 의한 건축허가를 받은 건축물⁴⁾에 대하여 적용한다.

또한 주택분양보증은 주택법에 의하여 대한주택보증에만 허용하고 있으나, 건축물 분양보증은 보증을 취급할 수 있는 기관의 종류와 범위를 다양하게 규정하고 있다. 보험업법 제4조 제1항 제2호 라목에 따른 보증보험을 취급하는 보험회사, 은행법 제2조 제2호의 규정에 의한 은행, 건설산업기본법에 의한 공제조합과 주택법에 의한 대한주택보증을 대상으로 열거하고 있다.

2) 주택 임대보증금보증

임대사업자의 부도로 임차인의 주거 불안정이 커지고 보증금 반환의 안정성이 저해되는 등 임대주택에 대한 문제가 심각하게 대두됨에 따라 정부는 임차인 보호를 위한 대책을 마련하게 되었다. 임대사업자의 부도로 인해 발생하는 임대보증금 미반환 문제를 해결하기 위한 방안으로 각 임대사업장에 대하여 2005년 12월 임대보증금보증 가입을 의무화하여 임차인이 지급한 임대보증금의 안정적 반환을 위한 제도적 장치를 마련하였다.

임대보증금보증은 국가, 지방자치단체, 대한주택공사 또는 지방공사 이외의 임대사업자가 건설한 공공건설 임대주택을 보증대상으로 하고 있고, 임대사업자가 임대보증금을 반환하지 않는 경우 보증채권자(당해 주택의 임차인)에게 임대보증금의 지급을 책임지는 보증이다. 이처럼 임대보증금보증은 보증 대상 및 내용 등에서 주택분양보증과 구별되나, 소비자 보호 측면, 즉 임차인의 주거 불안정 해소와 보증금 반환의 안전성 보장을 실현한다는 점에서 주택분양보증과 동일한 정책적 기능을 수행한다.

나. 외국 사례⁵

외국 사례에서는 분양시기를 선분양, 후분양으로 규정한 기록을 찾기 어렵다. 이는 후분양제를 원칙으로 하면서 선분양제를 허용하고 있는 우리나라 법체계에서 후분양제에 관한 기록이 없는 것과 동일하다. 물론 외국에서도 선분양을 하는 경우가 있으나 이때의 선분양은 사전청약(pre-sale)의 개념으로 우리나라의 선분양제도와 같이 선분양을

4 ① 분양하는 부분의 바닥면적(건축법 제84조의 규정에 의한 바닥면적)의 합계가 3,000㎡ 이상인 건축물, ② 오피스텔로서 20실 이상인 것, ③ 주택 외의 시설과 주택을 동일 건축물로 짓는 건축물 중 주택 외의 용도로 쓰이는 바닥면적(건축법 시행령 제119조 제①항 제3호)의 합계가 3,000㎡ 이상인 것, ④ 바닥면적(건축법 시행령 제119조 제①항 제3호)의 합계가 3,000㎡ 이상으로서 임대 후 분양전환을 조건으로 임대하는 것

5 분양보증 사례는 세계에서 유사한 사례가 없어 분양보증의 성립근거인 선분양제도의 사례를 살펴보았다(김현아·김혜원[2004]).

통하여 중도금을 납부하면서 주택을 구입하는 개념이 아니다.

미국의 경우 민간 개발업자에 의한 대형주택의 건설사업은 선분양을 실시하고 있으나, 이는 일종의 사전 청약행위로서 주택을 구입하는 행위로 보기 어렵다. 즉, 완공 후 주택을 구입할 의사가 있음을 표시하기 위하여 약간의 청약금만 미리 지급하는 행위 정도에 불과하다.

일본의 경우 단독주택은 주로 후분양을 하고 있으나 아파트의 경우에는 업체의 자율에 맡기고 있다. 시장수요가 충분한 지역에서는 선분양방식을 취하고 있지만, 대부분 청약금만 내고 중도금 없이 잔금은 입주 시에 납부하여 건설자금은 공급업체가 조달하는 구조이다.

한편, 말레이시아에는 분양계약자를 선모집하여 일정 공정률에 따라 분양대금을 중도금 형태로 분할납부하는 형태를 가진 제도⁶가 있으나, 우리나라와 같은 분양보증의 기능을 수행하는 금융상품은 없는 것으로 알려져 있다.

제2절 주택분양보증의 내용 및 현황

1. 보증기관

현재 주택분양보증을 취급할 수 있는 보증기관은 주택법 제76조에 설립 목적과 근거를 둔 대한주택보증주식회사와 「주택공급에관한규칙」 제7조 제①항 제1호 나목에 의한 보험회사이다. 대한주택보증의 전신은 1993년 주택건설업체들이 출연하여 설립한 ‘주택사업공제조합’으로, 조합의 설립목적은 각종 주택사업 관련 보증을 통하여 주택건설을 촉진하고 국민의 주거복지에 기여하는 것이다. 한편, 주택사업공제조합은 외환위기 당시 극심한 주택경기 침체에 따른 건설업체의 연쇄부도 등 혼란 속에서 분양보증의 사후관리를 통해 약 20만 세대⁷의 분양계약자를 입주시켰으나, 건설업체의 부실대출을 떠안는 과정에서 자본잠식이 발생되어 국민주택기금의 출자를 받아 대한주택보증주식회사로 전환하게 되었다. 2012년 현재 대한주택보증의 최대주주는 정부(55%)이며, 기타 금융기관 18%, 주택업계 12% 등으로 구성되어 있다.

6 말레이시아의 주택공급 관련 법령인 Housing Development Act와 하위법령인 Housing Development Regulation §11①.

7 외환위기 이후 1999년부터 2002년까지 4개년 실적이다(대한주택보증[2012a]).

〈표 12-1〉 대한주택보증의 주요 보증상품과 수행업무 내용

상품명	상 품 내 용
분양보증	사업주체가 파산 등의 사유로 분양계약을 이행할 수 없게 되는 경우 당해 주택의 분양이행 또는 납부한 계약금 등의 환급이행을 책임지는 보증으로 공급 형태 및 성격에 따라 주택분양보증, 주택임대보증, 주상복합 주택분양보증으로 구분
주택사업 금융보증	주택건설사업의 미래 현금수입 및 사업성을 담보로 주택건설업자가 대출받은 주택사업금융(project financing)의 원리금 상환을 보증
조합주택 시공보증	주택조합이 시행하는 건설사업의 시공자가 파산 등으로 시공책임을 이행할 수 없게 되는 경우 시공 이행 또는 손해금 지급을 책임지는 보증
하자보증	사업주체 또는 건축주가 부담할 하자보수 이행책임에 대한 보증
임대보증금 보증	임대사업자가 임대보증금을 반환하지 않는 경우 보증채권자에게 임대보증금의 지급을 책임지는 보증
환매조건부 매입사업	미분양주택을 환매조건부로 매입하여 건설업체의 일시적 자금난을 경감시켜 보증사고 발생을 사전예방하여 분양계약자를 보호하는 사업
용자수탁 업무	정비사업 공공관리제도의 시행에 따라 「도시및주거환경정비법」의 공공용자를 확대시행하기 위하여 지방자치단체의 장으로부터 업무를 수탁받아 추진위원회 및 조합에 운영자금 등을 융자하는 업무

현재 대한주택보증은 주택사업의 진행단계에 따라 분양보증 외에 주택사업금융보증, 조합주택시공보증, 하자보수보증 및 주택구입자금보증 등 10여 개의 다양한 보증상품을 운용하고 있으며, PF와 함께 정부정책사업인 환매조건부 미분양주택 매입사업과 정비사업추진자금 용자수탁업무 등을 수행하고 있다.

2. 연혁 및 변천

가. 주택분양보증제도의 변천

분양계약자 선모집을 위한 의무사항인 주택분양보증은 분양계약자 보호내용과 보증사고 발생 후 책임범위 등을 지속적으로 개선해 왔으며, 구체적인 내용은 보증약관의 변천과정을 통하여 쉽게 파악할 수 있다. 주요 변천과정은 〈표 12-2〉와 같다.

나. 분양보증약관의 개정 현황

1993년 보증상품이 시장에 출시된 이후 사회적인 환경과 주택산업의 변화내용을 반영하는 과정에서 현재까지 약 20여 회의 크고 작은 보증약관의 개정작업이 있었으며, 그

〈표 12-2〉 주택분양보증제도의 변천과정

시 기	변천내용	세 부 내 용	효 과
1995	보증채권자 변경절차	▪ 입주예정자 대표회의 구성 시 보증채권자를 사업승인권자에서 대표회의로 변경	사업승인권자의 감독기능 강화
1996	이행방법	▪ 보증채무 이행방법을 대한주택보증이 결정	신속한 보증이행 및 보증이행능력 강화
1997	사업부지 신탁제도	▪ 사업부지를 보증기관에 민사신탁 * 2003년 5월 주택법에 신탁 법제화	신속한 보증이행 및 소비자 권리 강화
1999	보증금액 및 보증료 기준	▪ 분양보증금액을 분양대금 전액으로 확대 ▪ 보증료 산정기준을 '건'에서 '기간'(입주자모집 승인일~사용검사일)으로 변경	보증료 기준 합리화
	사업부지 부기등기	▪ 사업부지 부기등기 의무화 * 2003년 5월 건물도 부기등기 의무화(준공 시부터 소유권 이전 시까지)	분양계약자의 지위 강화
2003	주상복합주택 분양보증	▪ 주상복합주택에 분양보증제도 도입	보증대상 확대
2004	보증기간	▪ 보증기간의 만기를 사용검사일에서 소유권보존등기일로 연장	사용검사일 후의 분양계약자 피해 방지
2004	보증 범위 변경	▪ 보증금액에서 잔금부분 제외	건설업체 요구
2007	이행방법	▪ 보증채무 이행방법을 보증채권자가 결정	분양계약자 보호
2009	보증대상 확대	▪ 미분양투자상품의 분양보증 편입	미분양 해소

작업의 성격에 따라 크게 세 단계로 구분할 수 있다. 초기 개정내용은 대부분 법적인 관점에서 보증 범위를 확정하여 권리와 의무의 분담내용을 담아 보증상품으로서 체계를 갖추는 과정이었으며, 1998년부터 2002년까지의 외환위기에 의한 혼란기에는 건설업체의 연쇄부도에 의한 보증사고를 처리하는 과정에서 문제되었던 보증책임의 이행내용을 주로 반영하였다.

이후 주택시장이 안정되고 회사의 재정상태가 양호해지면서 보증약관은 분양계약자를 보호하면서 주택사업을 보다 안전하게 진행할 수 있는 방향으로 개정되고 있다. 참고로 분양보증약관은 향후에도 분양계약자를 보호하는 보증상품의 공적 기능과 취지를 살려 분양계약자의 입장을 반영하는 방향으로 지속적으로 개정될 것으로 기대된다(표 12-3 참조).

〈표 12-3〉 약관 개정의 단계별 흐름

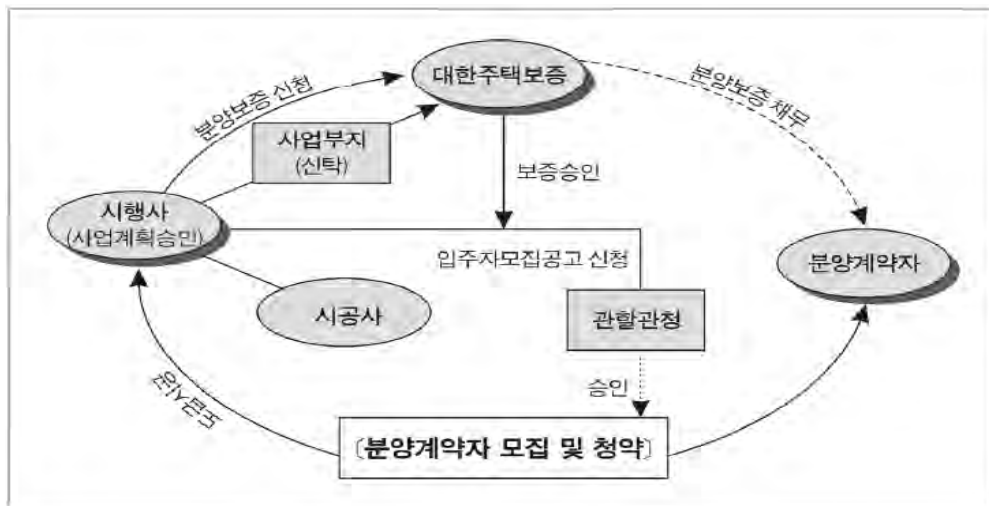
구 분	도입기 (1993~97년)	외환위기 (1998~2002년)	안정기 (2003년~현재)
주택산업환경	공급자 중심 시장	대량부도, 주택시장 혼란	수요자 중심 시장
개정 성격	상품구조 정제	실무사례 반영	계약자 편의 반영
보증기관	상품 출시 및 보완	재정 불안, 기금투입	회사재정 안정

3. 보증 구조 및 내용

가. 보증구조

분양보증은 보증회사와 분양계약자, 분양사업자의 3자 관계가 중심을 이룬다. 분양보증을 설정할 경우 보증회사 외에 보증서에 기재된 분양사업자인 건설회사가 ‘주채무자’가 되며, 해당 주택에 대하여 주채무자와 분양계약을 체결한 분양계약자가 ‘보증채권자’가 되는 법률관계가 형성된다.⁸

[그림 12-1] 주택분양보증의 구조



8 일반적으로 계약보증, 시공보증 등의 건설보증상품은 분양보증과 달리 보증회사와 발주자, 시공자로서 건설업체가 계약의 주요 관계를 이루면서 시공사의 계약상 불이행 등이 발생하면 보증회사가 발주자에 대하여 책임을 부담하는 구조로 되어 있다.

나. 보증시기

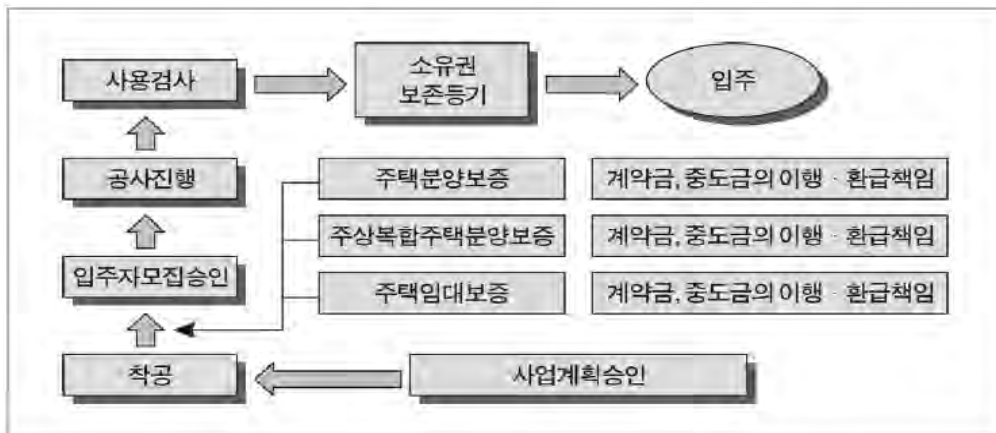
주택사업 진행절차에서 분양보증의 시기는 건설회사가 미완성 주택을 선분양하기 위해 관할관청에 입주자모집공고 승인신청을 할 때로, 사업주체는 입주자모집공고 승인신청 시에 주택분양보증서를 첨부하여야 한다. 대한주택보증은 분양보증을 취급하기 위하여 사업부지의 신탁 또는 부기등기를 전제로 보증심사를 진행하여 보증서를 발급한다. 이후 관할관청이 입주자모집공고(안)을 승인하면 시행사는 「주택공급에관한규칙」에 의하여 분양계약자를 모집할 수 있게 된다.

다. 주요 보증내용

1) 보증책임, 보증금액 및 보증기간

주택분양보증은 주택법 제16조 제1항 본문의 규정에 의하여 사업계획의 승인을 얻어 건설하는 주택(부대시설 및 복리시설 포함)사업을 보증대상으로 하며, 지역주택조합·직장주택조합·주택재건축정비조합 또는 주택재개발정비조합의 조합원들에게 분양되는 주택은 제외된다. 앞에서 기술하였듯이 사업주체가 파산 등의 사유로 분양계약을 이행할 수 없게 되는 경우 당해 주택의 분양 이행(실물) 또는 납부한 계약금과 중도금의 환급(금전)을 책임진다. 따라서 보증금액은 사업주체가 당해 주택사업의 분양계약자에게

[그림 12-2] 분양보증상품군의 위치도



자료: 대한주택보증.

받게 될 계약금과 중도금의 합계액이며, 보증기간은 당해 주택사업의 입주자모집공고 승인일로부터 당해 주택 전부에 대한 소유권보존등기 완료일(사용검사를 포함)까지이다.

2) 보증심사

보증심사는 대한주택보증 내부 규정·지침뿐만 아니라 주택사업 관련 법령(주택법, 「도시및주거환경개선법」, 「주택공급에관한규칙」 등)에 근거하여 이루어진다. 실제로 보증심사할 때 검토되는 항목은 크게 업체 심사와 사업장 심사 두 가지로 구분된다. 업체심사에서는 신용평가, 신용정보 조회, 금융거래 연체 현황, 보증한도, 우수 거래업체 여부, 연대보증인, 보증제한 등의 심사 항목이 있고 사업장 심사에는 사업계획 승인, 사업부지, 자금 공동관리, 기타 담보 등의 항목을 검토하게 된다. 이 중에서 신용평가는 업체의 신용도를 측정하는 매우 중요한 과정으로 보증심사뿐만 아니라 심사 전결권, 보증료율 등을 결정하는 데도 중요하게 사용된다.

한편, 보증이 금지되는 주요 사유로는 영업정지, 거래정지처분, 회생절차 개시신청, 대한주택보증에 대한 채무 미변제, 채무를 미완제한 업체의 대표자가 새로운 업체의 대표자로 있는 경우 등이 있는데, 보증 신청인이 이러한 보증금지 대상에 해당하거나 보증심사 결과 보증합이 적절하지 못하다고 인정되는 경우에는 보증이 거절될 수 있다.

3) 보증료

보증료는 보증금액에 보증료율과 보증기간의 총일수를 곱하여 산정하며, 보증서 발급일로부터 입주자모집공고안에 기재된 입주예정월의 다음 달 말일까지를 기준으로 보증료를 받고 보증기간 확정 시에 정산한다. 일반적으로 주택분양보증의 보증료는 신용등급별 보증료와 사업특성별 할인·할증을 통하여 건설업체에 차등하여 산정된다. 신용등급별 보증료는 대지비 부분과 건축비 부분의 보증료를 각각 산정하여 합한 금액이 되는데, 대지비 부분의 보증료율은 현재 연 0.192%이고 건축비 부분의 보증료율은 신용등급별 보증료율(0.204~0.613%)⁹에서 기여고객 할인율(0.058~0.017%)¹⁰을 차감하여 산정한다. 참고로 기여고객 할인율이란 거래기간과 보증료 수납액을 기준으로 보증료를 차등하여 할인해 주는 제도이다. 그리고 사업 특성별 할인·할증 제도를 통하여 앞에서 산정된 신용등급별 보증료에서 일정 금액을 가감하여 최종 보증료를 산정하게 된다.

⁹ 신용등급(AAA~D)과 사업성 평가(최우량, 우량, 보통)의 조합에 따른 보증료율이다.

¹⁰ 보증료, 거래기간 등을 기준으로 대한주택보증에 대한 기여도에 따라 여섯 개 그룹으로 분류한다.

〈표 12-4〉 주택분양보증료율(2012년 현재)

(단위: %/연)

신용등급별 보증료율(A)					기여고객 할인율 (B)	최종 보증료율 (C)
구분	대지비	건축비 부분				
		최우량	우량	보통		
AAA~A- (4개 등급)	0.192%	0.204~0.260% (12단계)			1군(0.058% 차감) ~ 6군(0.017% 차감)	A-B=C
BBB+~B- (6개 등급)		0.248~0.374% (18단계)				
CCC+~C (4개 단계)		0.340~0.613% (12단계)				
D (1개 단계)		0.533~0.613% (3단계)				

주: 사업장의 개별적인 특성에 따라 최종 보증료율은 조정될 수 있음.
 자료: 대한주택보증(2012b).

4) 보증서 발급

보증서는 보증승인 후 보증채권자에게 교부하는 것이 원칙이나, 통상 거래업체인 보증채무자에게 교부하여 보증채권자에게 제출하도록 한다. 보증승인 후 보증채무약정을 체결하고 보증료를 수납한 다음 보증서를 발급하게 되는데, 주택분양보증서의 앞면에는 보증금액, 보증기간 및 보증서 발급 영업점과 담당자 등이 기재되어 있으며, 뒷면에는 해당 보증서의 약관이 기재되어 있다.

5) 보증관리

보증 취급 후 보증 종료 전까지(혹은 보증사고 전까지) 보증 사후관리 및 사업장 관리가 이루어지게 된다. 주택공급청약에 의한 분양계약 체결기간이 종료된 후에는 분기마다 분기 말 현재의 입주예정자 명단과 분양대금 수납 현황 자료에 의한 분양률을 관리하고, 감리자가 확인한 매월 말 현재의 공정확인서에 의하여 공정률을 관리한다. 이처럼 보증서를 발급한 이후에는 입주자모집공고 승인일자, 입주예정자 명단, 분양대금 수납 현황, 월별 공정률 및 분기별 분양률 등을 파악하여 분양보증 사업장을 관리하게 된다. 이때 분양보증 사업장은 당초 보증 취급 시 신용도와 사업장 상황에 따라 4단계 관리 유형으로 구분하여 지정·관리하게 된다.

공정 및 분양 부진으로 인하여 주의사업장에 해당되는 경우에는 공사이행 촉구 및 입주금 관리 예고를 하고, 입주금 관리대상 사업장에 해당되는 경우에는 입주금 관리 협조문을 통지하고 입주금을 관리한다. 여기서 입주금 관리는 해당 사업장의 계약금, 중도금

[그림 12-3] 주택분양보증서 예시¹¹⁾



등의 분양대금에 대해 사업주체와 대한주택보증이 공동으로 관리하는 제도로, 공정률에 따라 자금을 인출하여 분양대금이 당해 사업장의 사업비로 사용되도록 유도하여 선분양 제도의 약점을 보완하여 분양계약자를 보호하기 위한 제도의 일환이다.

4. 보증채무 이행

분양보증사고 발생 시 보증채무 이행방안은 이행주체별로 피보증인계속사업과 회사가 이행하는 경우로 나눌 수 있으며, 회사가 이행하는 경우에는 다시 이행방법에 따라 분양이행과 환급이행으로 구분한다.

피보증인계속사업은 당해 사업장의 시공사, 주채무자 이외의 공동사업주체, 또는 희생절차를 신청한 주채무자가 분양이행을 원하고 그것이 타당하다고 대한주택보증에 판단하는 경우 이행되는 방법이다. 이 경우 일반적인 분양이행이나 환급이행과 달리 보증채권자에게 이행방법 선택을 최고하지 않고 자동으로 당해 사업장의 분양이행방법으로 결정되며 대한주택보증은 피보증인 등과 ‘계속사업 약정’을 체결하게 된다.

대한주택보증에 보증채무를 이행하는 경우 회사는 보증채권자인 수분양자에게 서면으

11 주택분양보증약관(최근 개정 2012. 3. 26)의 구체적인 내용은 <부록 1>에서 볼 수 있다.

로 보증채무 이행방법의 선택을 최고한다. 최고통지서를 수령한 보증채권자의 3분의 2 이상이 환급이행을 선택한 경우에는 환급이행으로 결정하고,¹² 그렇지 않은 경우에는 분양이행으로 이행방법을 결정한다. 이 경우 동일한 사업계획승인에 대하여 보증채무 이행방법을 한 가지로 결정한다.

5. 영업실적

대한주택보증의 분양보증은 국가, 지방자치단체, LH공사 및 지방공사 등이 건설하는 주택을 보증대상에서 제외함에 따라 순수 민간부문이 공급하는 주택시장의 현황을 상대적으로 잘 파악할 수 있다.

가. 연도별 분양보증실적

분양보증은 상품 출시 이후 2011년 말까지 보증금액 기준 489조 2천억원, 세대 수 기준 326만 세대의 실적을 시현하였다. 연도별로 보면 2000년대 중반까지 주택시장 활성화에 따른 공급물량 증가와 분양가 자율화로 분양보증실적이 증가하였으며, 특히 2007년에는 분양가상한제 적용을 회피하기 위하여 분양보증을 조기 신청한 물량이 증가하면서 78조 9천억원의 실적을 기록하기도 하였다. 그러나 2008년 들어 금융위기에 따른 주택경기 악화와 건설업체의 부도로 분양보증실적이 급감하였고, 2011년 들어 수도권을 제외한 지방을 중심으로 조금씩 회복하는 모습을 보이고 있다.

한편, 2007년 분양가상한제 실시에 따른 공급증가물량이 주택 미분양사태를 초래하여 2008년 이후 2010년까지 연평균 약 10만 세대의 공급물량이 감소하였고 2011년 들어 간신히 예년 수준을 회복하였다. 또한 미분양주택도 이 시기에 급격히 증가한 후 2009년부터 감소하여 준공 후 미분양주택으로 전환된 것을 알 수 있다.¹³ 분양가상한제라는 주택정책이 주택시장을 3년여간이나 왜곡하여 시장참여자들의 혼란을 야기하였다고 볼 때 주택정책은 중장기적인 관점에서 신중히 사용되어야 한다는 시사점을 얻을 수 있다.

12 당초 입주자의 3분의 2 이상이 원하면 환급이행을 하였으나, 주택법 시행령 제106조(보증의 종류와 보증료) 제①항 제1호의 개정에 따라 해당 주택의 감리자가 확인한 실행공정률이 100분의 80 미만이고, 입주자의 3분의 2 이상이 원하는 경우에만 환급이행을 결정한다(분양보증약관 제8조 반영).

13 대한주택보증(2012c)의 통계내용 중 2. 주택공급 또는 국토해양부의 국토해양통계누리 참조.

〈표 12-5〉 분양보증 종류별 실적

(단위: 천억원, 천 세대)

구분	합계		주택분양		주택임대		주상복합	
	금액	세대	금액	세대	금액	세대	금액	세대
합계	4,892	3,255	4,531	2,717	121	466	241	71
이전	1,186	1,493	1,130	1,122	56	371	-	-
2002	353	261	340	232	13	29	-	-
2003	407	220	397	207	10	13	-	-
2004	396	194	387	188	2	3	7	3
2005	369	195	332	180	5	7	32	8
2006	419	196	387	175	9	16	23	5
2007	789	255	701	237	3	2	85	16
2008	197	79	168	70	10	4	20	5
2009	266	100	231	86	6	8	29	6
2010	179	81	157	69	3	5	19	7
2011	331	181	301	151	4	8	26	21

주: 2011년 12월 말 기준.
 자료: 대한주택보증(2012a).

나. 연도별 분양보증채무 이행실적

1997년 외환위기 이후 건설업체의 연쇄도산으로 대량의 보증사고사업장이 발생하였으며, 동 기간 중 보증채무 이행규모는 세대 수 기준으로 약 23만 세대에 이르렀다. 외환위기의 영향이 줄어들던 2003년 이후 시장이 안정화되면서 보증채무 이행규모도 감소하였으나 2008년 금융위기로 인하여 보증사고사업장이 다시 증가하였다.

2007년 보증채무 이행방식을 보증채권자인 입주예정자가 결정하기 전까지는 분양이행 방식이 주를 이루었으나, 2008년 금융위기와 더불어 주택가격이 하락하자 대부분의 분양계약자들이 환급이행을 선호하여 최근에는 환급이행비율이 더 높게 나타나고 있다.

〈표 12-6〉 연도별 분양보증 채무이행 현황

(단위: 개, 세대, %)

구분	합 계		분양이행			환급이행		
	사업장 수	세대 수	사업장 수	세대 수	비율	사업장 수	세대 수	비율
이전	510	191,690	425	159,791	83	85	31,899	17
2002	79	41,972	77	41,435	99	2	537	1
2003	36	17,492	31	16,731	96	5	761	4
2004	22	6,582	13	5,179	79	9	1,403	21
2005	17	3,987	8	2,987	75	9	1,000	25
2006	8	1,188	2	148	12	6	1,040	88
2007	21	7,736	5	586	8	16	7,150	92
2008	30	12,065	12	3,324	28	18	8,741	72
2009	47	19,453	12	2,455	13	35	16,998	87
2010	22	7,530	9	2,804	37	13	4,726	63
2011	10	1,765	5	1,159	66	5	606	34

주: 분양이행률과 환급이행률은 총이행세대에서 각각 차지하는 비율임.
 자료: 대한주택보증(2012a).

제3절 주택분양보증과 환경 변화

1. 환경 변화

가. 후분양제도

과거와 달리 주택보급률이 어느 정도 달성되고, 각종 부동산금융이 시장에 정착되었다고 판단한 정부는 점진적으로 후분양제를 시행하는 방식의 ‘아파트 후분양 활성화 방안’을 2004년 2월 발표하였다.

공공부문은 2008년부터 단계별로 분양 공정률을 높여나가 2012년에는 공공부문 전체 사업장에서 80% 공정 후 분양하고, 민간부문에서는 후분양 시 국민주택기금을 우대지원하고 공공택지를 우선 공급하는 인센티브를 제공함으로써 자율적인 후분양 전환을 유도하여 2012년에 아파트 후분양방식을 정착시키고자 하였다.

그러나 정부는 분양물량 확대를 통한 주택수급여건을 개선하기 위하여 후분양제를 1년 연기(2007년 1·11대책)하였고, 2006년 11월 7일 고시한 택지개발업무처리지침에 포함되었던 민간의 후분양제 시행에 대한 공공택지 우선공급 인센티브도 2007년 1월 26일 지침 개정 시 삭제한 이후 후분양제 관련 정책논의는 없어 현재 시점에서 후분양제

도입은 실질적으로 중단된 상태라고 볼 수 있다.

나. 경제발전에 따른 주택정책의 변화

국토해양부는 지난 1972년에 제정된 주택건설촉진법을 주택법으로 전면 개편하여 2003년 11월 말부터 시행하고 있다. 1970년대 초반 주택공급물량이 절대적으로 부족한 시대의 흐름을 반영하여 제정된 주택건설촉진법은 이후 주택보급률 상승으로 그간의 주택공급 위주의 외형정책에서 벗어나 무주택자·저소득층 등 사회적 약자를 위한 주거복지정책, 주거수준 향상 및 재고주택의 효율적인 유지·관리에도 많은 관심을 기울여야 한다는 시대적 요청을 수용하여 주택법으로 개정하게 되었다(강팔문[2003]).

주택의 양적 부족 문제가 어느 정도 완화되고 사회적 약자를 위한 주거복지 확대 등 사회경제적 환경이 변화하면서 주택공급과 소비행태도 과거와는 다르게 바뀌어가고 있다. 시장의 변화는 과거에는 유효했던 주택정책에 대해서도 전환을 요구하게 되었고 분양보증시장도 시장의 논리에 맞게 변화하여야 할 것이다.

다. 분양보증기관

외환위기 이후 정부는 금융시장 경쟁력 강화를 목표로 금융기관의 대형화, 겸업화 및 시장개방정책의 일환으로 분양보증시장의 개방을 추진하였다.

우선 2005년 3월 31일 규제개혁 장관회의에서 주택분양보증기관을 확대하여 보증보험 업무를 일반 손해보험사도 취급하게 해서 경쟁에 의한 다양한 보증서비스를 제공할 수 있도록 결정하였다. 이후 정부는 외환위기가 마무리되고 주택건설업이 회복되었음을 감안하여 분양보증업무를 민간에 환원하기 위하여 2010년부터 대한주택보증의 정부지분을 매각하고 분양보증시장을 개방하도록 하는 제3차 공공기관 선진화계획을 발표하였다.

이에 따라 국토해양부는 2008년 12월 31일 「주택공급에관한규칙」을 개정¹⁴하여 분양보증기관으로 대한주택보증 외 보증보험업자 중 국토부장관이 추가로 지정할 수 있도록

14 「주택공급에관한규칙」 제7조 제2호.

다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 기관으로부터 「주택법 시행령」 제106조 제1항 제1호에 따른 분양보증을 받을 것.

가. 법 제76조에 따라 설립된 대한주택보증주식회사

나. 「보험업법」 제2조 제5호에 따른 보험회사(같은 법 제4조 제1항 제2호 라목의 보증보험을 영위하는 보험회사만 해당한다) 중 국토해양부장관이 지정하는 보험회사

법적 근거를 마련하였으나, 현재까지 추가로 지정된 분양보증기관은 없는 상태이다.

한편, 2010년 5월 19일 제5차 공공기관운영위원회는 주택경기 침체로 대한주택보증의 공적 역할이 확대됨에 따라 분양보증시장 개방 및 정부 지분의 매각시기를 환매조건부 미분양주택 매입사업이 완료되는 2015년 이후로 연기시키기로 하는 ‘대한주택보증(주) 민영화 계획 수정(안)’을 심의·의결하였다.¹⁵

라. 주택분양시장

통계청의 『2010 인구주택총조사』의 발표자료에 의하면, 전국의 1980년대 연평균 인구성장률은 1.18%였으나, 1990년대에는 연평균 인구증가율이 낮아져 1990년대에 우리나라는 이미 인구저성장시대에 진입하였다. 특히 2000년에 고령인구비율이 7%를 넘어서 고령화 사회에 진입하였다.

한편, 전국의 가구 수는 지속적으로 증가하는 추세로 1985년 957만 가구에서 2010년에는 1,734만 가구로 81% 증가하였다. 특히 인구 고령화, 경제적 빈곤에 따른 가족해체 등의 영향으로 1~2인 가구의 비중이 1985년 19.2%(1,837천 가구)에서 2010년 48.1%(8,347천 가구)로 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있다.

인구 구성비 변화에 따라 다양한 형태의 주거수요에 대한 공급이 증가하고 있다. 특히 1~2인 가구 증가 등에 따른 주택수요 증가로 도시형 생활주택의 인허가물량이 2010년

〈표 12-7〉 가구 수 변화 추이

(단위: 천호, %)

구 분	1985	1990	1995	2000	2005	2010
1~2인 가구 (비율)	1,837 (19.2)	2,587 (22.8)	3,827 (29.5)	4,955 (34.6)	6,692 (42.1)	8,347 (48.1)
3~4인 가구 (비율)	4,001 (41.8)	5,514 (48.6)	6,746 (52.1)	7,434 (51.9)	7,614 (47.9)	7,594 (43.8)
5인 이상 (비율)	3,733 (39.0)	3,254 (28.7)	2,385 (18.4)	1,923 (13.4)	1,581 (10.0)	1,398 (8.1)
합 계 (비율)	9,571 (100.0)	11,355 (100.0)	12,958 (100.0)	14,312 (100.0)	15,887 (100.0)	17,339 (100.0)

자료: 통계청 인구주택총조사 전수, KOSIS.

15 제56차 비상경제대책회의(2010. 4. 23)에서 확정 발표한 ‘주택 미분양 해소 및 거래 활성화 방안’에 의하면, 주택업체에 자금을 지원하고 미분양주택을 우선적으로 감축하기 위하여 대한주택보증의 환매조건부 매입을 3조원으로 확대하기로 하였다.

20,529세대에서 2011년 83,859세대로 크게 증가하였다.¹⁶ 정부도 도시형 생활주택의 공급물량 확대를 위하여 입주자모집, 주택건설 및 감리절차 등의 규제 완화와 국민주택기금 지원 등 관련 법령의 개정 노력을 지속적으로 전개하고 있다.

한편, 정부는 미분양아파트 해소를 통한 주택건설경기 활성화를 위하여 조세감면, 거래규제 완화, 금융규제 완화 및 자금지원 등 크게 4개 부문으로 추진하였다. 주로 지방 미분양주택을 대상으로 주택수요의 확충과 건설사의 자금난을 지원하는 방향으로 진행하였으며, 이러한 미분양정책들은 미분양주택을 포함하여 대부분 부동산 경기 활성화 차원에서 이루어진 각종 규제 완화 대책의 일부로 추진되었다(박재룡[2009]).

2. 분양보증의 향후 전망

가. 개요

주택분양보증은 선분양제도의 단점을 보완하면서 장점을 극대화시키기 위하여 정책적으로 도입된 금융상품으로 사회·경제 환경의 변화에 따라 현재의 모습으로 발전하여 왔다. 현재 분양보증은 후분양제도의 도입, 정부의 주거정책 변화, 분양보증기관의 다변화 및 주택분양시장 변화 등의 다양한 환경 변화에 직면해 있으며, 이러한 환경 변화는 분양보증을 한 단계 더 진화시킬 것으로 보인다. 이러한 환경 변화에 따른 분양보증의 향후 전망을 살펴본다.

나. 분양보증의 향후 전망

외환위기가 주택공급시장의 변화를 유도하였다면 글로벌 금융위기는 국내 주택수요시장의 변화를 유도하였다. 즉, 2008년 글로벌 금융위기 이후 주택수요시장은 중대형 선호현상에서 소형 선호현상으로, 투자목적의 ‘소유’ 개념에서 이용목적의 ‘임대(전월세)’ 개념으로 변화하고 있다. 무게중심이 주택공급자에서 수요자로 넘어온 상황에서 이러한 수요시장의 변화는 주택공급의 성격을 더욱 빠르게 변화시켰다. 이와 함께 경제활동인구의 감소, 가구 수의 증가와 더불어 가구원의 감소는 주택수요시장의 변화를 보다 가속화시켰다. 이러한 환경 변화와 함께 정책에 따른 후분양제와 분양보증기관의 다변화

¹⁶ 국토해양부 발표자료(2012. 2. 2).

는 분양보증의 근원적 변화를 가져올 것으로 예상된다.

우선, 주택분양보증상품의 외형적 변화를 예상할 수 있다. 주택보급률의 증가와 경제활동인구의 감소는 분양보증상품의 실적 감소로 이어질 수 있는 반면, 가구원의 감소와 가구 수의 증가현상은 분양보증의 대상 범위를 확대시킬 수 있다. 즉, 도시형 생활주택과 주거형 오피스텔¹⁷ 등에 대한 보증 범위 확대가 그것이다. 기타 소규모의 소형가구를 대상으로 한 새로운 범위의 보증대상도 생각해 볼 수 있다.

둘째, 분양보증기관의 다변화와 대한주택보증 선진화계획에 따른 변화이다. 분양보증기관의 다변화는 사업성을 기준으로 선별적 보증에 따른 일방적 주택공급과 신용도가 낮은 지방 중소기업의 상대적인 보증 소외 등에 따른 부익부 빈익빈 현상을 심화시킬 수 있다. 또한 보증기관끼리의 과당경쟁에 의한 기관 부실화도 예상할 수 있다. 참고로 이러한 분양보증기관의 다변화는 시장의 상황에 따라 자연스럽게 결정되어야 한다. 시장이 변하더라도 분양보증의 기능과 역할은 필요할 것이고 보증기관의 개수는 시장의 크기 및 보증대상의 선택과 집중에 따라 결정되어야 할 것이기 때문이다.

셋째, 수요자의 다양한 욕구충족을 위한 변화이다. 우선 분양보증기능의 다양화 또는 복합화 등을 예상해 볼 수 있다. 현재의 분양보증은 분양계약자의 분양계약 이후 납부한 분양대금 환급이나 입주를 보장하지만, 향후 완공보증이나 품질보증 또는 분양가격 보장 등의 기능을 더하거나 별개의 보증상품으로 진화할 수 있다.

또한 현재는 분양계약 이후 준공까지 전 공사기간을 보증하지만, 향후 후분양제 도입과 연계하여 보증기간을 선별적으로 정하여 일정 공정률에서만 보증을 취급하는 상품도 예상해 볼 수 있다.¹⁸ 참고로 후분양제는 공급자의 자금조달과 소비자의 분양대금 일시 납에 따른 다양한 신용보완수단이 사전에 보완된 이후에 도입되어야 할 것이다.

제4절 결론

주택소비자로부터 건설자금을 조달하는 선분양제도는 주택공급자 금융시장이 미흡하고 주택수요의 만성적 초과상황에서 주택공급 확대와 시장안정을 동시에 꾀하는 유용한 수단이었다. 분양보증은 이러한 선분양제도에서 주택건설업체의 신용보완과 주택소비자

17 대한주택보증은 도시형 생활주택과 주택이 20세대 이상 포함된 오피스텔에 대한 분양보증을 이미 취급하고 있다.

18 예컨대, 보증료를 차등화하여 공정률 40~100%까지 보증하는 경우, 50~90%까지 보증하는 경우 등이다.

를 보호하는 역할을 동시에 수행하였다.

주택시장의 주도권이 주택공급자에서 주택소비자로 넘어가고 외환위기에 의한 주택공급시장의 변화와 글로벌 금융위기에 의한 주택수요시장의 변화에 직면하면서 현행 분양보증의 역할도 변화된 시장의 요구에 따라 다양한 기능과 역할을 필요로 할 것이다.

하지만 시장의 요구에 맞게 다양한 기능과 역할을 수행하더라도 당초 도입취지인 분양계약자 보호라는 원칙과 기능은 유지하여야 할 것이다. 또한 분양보증시장이 경쟁체제로 전환되더라도 과당경쟁으로 인한 보증기관의 동반 부실, 선택적 보증 취급으로 인한 불균형적인 주택공급, 사회적 비용 증가 등의 부작용을 해소할 안전장치를 사전에 마련할 필요가 있다.

주택 선분양제와 분양보증제도는 세계적으로 유사 사례를 찾기 어려운 우리나라 고유의 주택공급제도이며, 경제발전예 따라 20년 가까이 정제되면서 사회적으로 많은 순기능 역할을 수행하였다. 주택 선분양제에 따른 주택분양보증제도의 긍정적인 효과 중 일부는 공급자 중심의 시각에서 비롯된 것으로서 소비자 입장에서 보면 부정적 효과일 수도 있다. 이러한 양면성은 분양보증이 시장논리에 따른 금융상품의 성격뿐 아니라 정책보증의 성격도 동시에 가지고 있기 때문이다. 공급자와 소비자 전체를 아우르는 시장의 요구를 충실히 반영하면서 정책보증으로서 공적 기능의 역할을 다할 때 분양보증상품은 보다 다양한 모습으로 진화하여 시장에서 내실 있는 역할을 지속할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 강팔문, 「주택법 제정: 주거복지 실현을 위한 정부의 정책전환」, 『주택도시』, 통권 제77호, 대한주택공사, 2003.
- 건설교통부, 「아파트 후분양 활성화 방안 확정」, 보도자료, 2004.
- 김현아·김혜원, 『주택공급체계의 국내외 비교분석』, 건설산업연구원, 2004. 3.
- 김혜승, 『주택후분양제도의 조기정착방안』, 국토연구원, 2003. 11.
- 나동민, 『보증보험시장의 다원화에 관한 연구』, 한국개발연구원, 2006. 10.
- 대한주택보증(주), 『2011 업무통계연보』, 2012a.
- _____, 『2012 업무안내』, 2012b.
- _____, 『공동주택시장정보』, 통권 제18호(2012년 봄호), 2012c.
- 박재룡, 「현 주택시장의 부담: 미분양의 해법 - 미분양주택의 문제와 정책 제언」, 『Issue Paper』, 삼성경제연구소, 2009. 12.
- 국가통계포털사이트(<http://www.kosis.kr>).
- 국토해양부(<http://www.moct.go.kr>).
- 대한주택보증(주)(<http://www.khgc.co.kr>).
- 한국건설산업연구원(<http://www.cerik.re.kr>).

1. 주택분양보증약관 개정(2012. 3. 26)

제1조 (용어의 정의) 이 약관에서 사용하는 용어의 정의는 다음과 같습니다.

1. “보증회사”라 함은 대한주택보증주식회사를 말합니다.
2. “주채무자”라 함은 보증서에 기재된 사업주체를 말합니다.
3. “보증채권자”라 함은 보증서에 기재된 사업에 대하여 주택법령 및 주택공급에관
한규칙을 준수하여 주채무자와 분양계약을 체결한 자(분양권 양수자를 포함한다)를
말합니다. 다만, 법인이 주택을 분양받는 경우에는 주택분양계약 이전에 그 주택분
양계약에 대하여 보증회사에 직접 보증편입을 요청하고 동의를 받은 법인에 한하여
보증채권자로 봅니다.
4. “보증사고”라 함은 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 사유로 인하여 사회통념
상 주채무자의 정상적인 주택분양계약 이행을 기대하기 어려운 상태를 말합니다.
 - 가. 주채무자에게 부도·파산·사업포기 등의 사유가 발생한 경우
 - 나. 감리자가 확인한 실행공정률이 예정공정률(주채무자가 감리자에게 제출하는
예정공정표상의 공정률을 말한다. 이하 같다)보다 25%p 이상 미달하여 보증
채권자의 이행청구가 있는 경우. 다만, 입주예정자가 없는 경우에는 이행청
구를 요하지 아니합니다.
 - 다. 감리자가 확인한 실행공정률이 75퍼센트를 초과하는 경우로서 실행공정이 정
당한 사유 없이 예정공정보다 6개월 이상 지연되어 보증채권자의 이행청구가
있는 경우
 - 라. 시공자의 부도·파산 등으로 공사 중단 상태가 3개월 이상 지속되어 보증채
권자의 이행청구가 있는 경우
5. “보증사고일”이라 함은 보증회사가 제1조 제4호의 사유로 사고 안내문을 통지하
면서 보증사고일로 지정한 날을 말합니다. 이 경우 보증회사는 이 보증서에 기재된
사업의 입주자모집공고를 한 일간지(공고를 한 일간지가 2개 이상인 경우에는 그중
1개 일간지를 말한다)에 게재함으로써 통보에 갈음할 수 있습니다.

제2조 (보증채무의 성립) 보증회사의 보증채무는 주채무자가 보증서발급일로부터 2월 이내에 입주자모집공고 승인을 얻은 때(상가의 경우에는 신고한 때를 말한다)에 유효하게 성립하며 주택분양계약일로부터 효력이 발생합니다.

제3조 (보증채무의 내용) 보증회사는 주택법시행령 제106조 제1항 제1호 가목에 따라 주채무자가 보증사고로 분양계약을 이행할 수 없게 된 경우에 당해 주택의 분양이행 또는 납부한 계약금 및 중도금의 환급책임을 부담합니다.

제4조 (보증이행 대상이 아닌 채무 및 잔여입주금 등의 납부) ①보증회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우(분양권 양도자와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사유가 있는 경우를 포함한다)에는 보증채권자에게 보증채무를 이행하지 아니합니다.

1. 천재지변, 전쟁, 내란 기타 이와 비슷한 사정으로 주채무자가 주택분양계약을 이행하지 못함으로써 발생한 채무
2. 주채무자가 대물변제, 허위계약, 이중계약 등 정상계약자가 아닌 자에게 부담하는 채무
3. 입주자모집공고 전에 주택분양계약을 체결한 자가 납부한 입주금
4. 보증채권자가 입주자모집공고에서 지정한 입주금납부계좌(입주자모집공고에서 지정하지 않은 경우에는 주택분양계약서에서 지정한 계좌를, 보증회사가 입주금납부계좌를 변경·통보한 후에는 변경된 납부계좌를 말한다)에 납부하지 아니한 입주금
5. 보증회사가 보증채권자에게 입주금의 납부증지를 통보한 후에 그 납부증지통보계좌에 납부한 입주금
6. 보증채권자가 입주자모집공고에서 정한 납부기일 전에 납부한 입주금 중 납부기일이 보증사고일 후에 해당하는 입주금
7. 보증채권자가 분양계약서에서 정한 계약금 및 중도금을 초과하여 납부한 입주금
8. 보증채권자가 납부한 입주금에 대한 이자, 비용, 기타 종속채무
9. 보증채권자가 대출받은 입주금 대출금의 이자
10. 보증채권자가 입주금의 납부 지연으로 납부한 지연배상금
11. 보증사고전에 주택분양계약의 해제 또는 해지로 인하여 주채무자가 보증채권자에게 반환하여야 할 입주금
12. 주채무자가 입주자모집공고에서 정한 입주예정일 이내에 입주를 시키지 못한 경

우의 지체상금

13. 주택공급에관한규칙에 따라 입주자모집공고에서 정한 주택 또는 일반에게 분양되는 복리시설의 분양가격에 포함되지 않은 사양선택품목(예시: 홈오토, 발코니샤시, 마이너스오피션 부위, 기타 마감재공사)과 관련한 금액

14. 보증채권자가 제6조의 보증채무이행청구서류를 제출하지 아니하거나 제7조의 협력의무를 이행하지 않는 등 기타 보증채권자의 책임있는 사유로 발생하거나 증가된 채무

15. 주채무자·공동사업주체·시공사 등과 도급관계에 있는 수급인, 그 대표자 또는 임직원 등 이해관계가 있는 자가 주채무자·공동사업주체·시공사 등에게 자금조달의 편의를 제공하기 위하여 분양계약을 체결하여 납부한 입주금

16. 주채무자·공동사업주체·시공사 또는 그 대표자 등이 보증채권자에 대한 채무상환을 위하여 납부한 입주금

②보증회사가 제8조에 의거 분양이행으로 보증채무를 이행할 경우에는 보증채권자는 잔여입주금 및 제1항 제4호 내지 제7호에 해당하는 입주금을 보증회사에 납부하여야 합니다. 다만, 제1항 제7호에 해당하는 입주금 중 다음 각 호의 1에 해당하는 잔금은 그러하지 아니합니다.

1. 사용검사일 이후에 보증사고가 발생한 경우 보증사고 통지 전까지 납부한 잔금
2. 임시사용승인일 이후에 보증사고가 발생한 경우 보증사고 통지 전까지 납부한 잔금 중 전체 입주금의 90퍼센트 이내에 해당하는 잔금

제5조 (보증의 실효) 보증서 발급 이후에 보증서에 기재된 주택사업에 대하여 주택법 제16조의 규정에 따라 다음 각 호의 사업계획변경이 승인된 때에는 그 변경승인일 이후에 납부한 입주금에 대하여 보증의 효력이 상실됩니다. 다만, 사전에 서면으로 보증회사의 동의를 얻은 경우에는 그러하지 아니합니다.

1. 사업주체의 변경
2. 분양주택을 임대주택으로 변경

제6조 (보증채무의 이행청구) 보증채권자는 보증채무의 이행을 청구할 때에는 보증회사에 다음 각 호의 서류를 제출하여야 합니다.

1. 보증채무이행청구서
2. 주택분양계약서

3. 입주금 납부영수증(무통장입금증)

4. 감리자발행공정확인서(제1조 제4호 나목의 보증사고로 이행청구하는 경우에 한함)
5. 계약금 및 중도금 출금내역 등 기타 보증회사가 필요하여 요구하는 서류

제7조 (보증채권자 등의 협력의무) ①보증사고가 발생한 경우 보증회사는 보증채권자에 대하여 보증채무의 이행에 필요한 자료의 제출, 조사의 협조 및 주택법시행령에 의한 입주예정자대표회의 구성 등을 요구할 수 있으며, 보증채권자는 정당한 사유가 없는 한 이에 응하여야 합니다.

②보증채권자는 보증회사가 선정한 승계사업자 또는 시공사의 공사를 방해하여서는 아니됩니다.

③분양권양수자는 양도자가 이미 납부한 입주금영수증을 소지하고 있어야 합니다.

제8조 (보증채무의 이행방법) ①보증회사는 보증사고가 발생한 경우에는 보증채권자에게 보증채무이행방법(당해 주택의 분양이행 또는 납부한 계약금 및 중도금의 환급이행) 선택에 대하여 지체 없이 서면으로 최고합니다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 그러하지 아니합니다.

1. 시공자·공동사업주체 또는 회생절차개시를 신청한 주채무자 등(이하 '시공자 등'이라 한다)이 분양이행을 원하는 경우에는 시공자 등이 주택분양계약을 이행할 수 있는지의 여부를 보증회사가 결정할 때까지 그 최고를 유보할 수 있으며, 시공자 등이 주택분양계약의 이행이 가능한 경우에는 최고 없이 계속 사업을 진행하도록 합니다.

2. 보증사고일 현재 감리자가 확인한 실행공정률이 80퍼센트 이상인 사업장의 경우에는 최고 없이 분양이행으로 결정합니다.

②제1항의 최고통지서를 수령한 보증채권자는 보증회사의 최고통지서 발송일로부터 1월 이내에 보증채무이행방법을 선택하여 보증회사에 서면으로 통지하여야 합니다. 이 경우 회신기한까지 회신이 없거나 그 기한을 경과한 경우에는 보증회사에 보증채무이행방법에 대한 선택권을 위임한 것으로 봅니다.

③보증회사의 최고통지서를 수령한 보증채권자의 3분의 2 이상이 환급이행으로 선택한 경우에는 환급이행으로, 그 이외의 경우에는 제2항에 의하여 위임된 선택권을 포함하여 분양이행 또는 환급이행(3분의 2 이상에 도달한 경우에 한한다)으로 결정합니다. 이 경우 동일한 사업계획승인에 대하여 발급된 하나 이상의 보증은 하나의 보증으로 보아 보증채무이행방법을 결정합니다.

④제1항 제2호 및 제3항에도 불구하고 문화재 발견, 토지멸실 등의 사유로 정상 사업진행이 어려운 경우에는 환급이행으로 결정합니다.

⑤보증회사는 보증사고일로부터 3월(단, 주채무자가 회생절차개시를 신청한 경우에는 보증사고일로부터 6월)이내에 제1항 제2호, 제3항 및 제4항에 의거하여 보증채무 이행방법을 결정하고, 그 사실을 보증채권자에게 지체 없이 서면으로 통지합니다.

⑥제1항 제2호, 제3항 및 제4항에 따라 보증채무이행방법이 분양이행으로 결정된 경우 보증채권자는 환급이행을 요구할 수 없으며, 환급이행으로 결정된 경우 보증채권자는 분양이행을 요구할 수 없습니다.

⑦보증회사는 보증채무이행방법을 환급이행으로 결정한 경우에는 그 사실을 지체 없이 통지하며, 보증채권자가 제6조 및 제7조의 규정에 의한 서류제출 및 협력의무를 다한 날로부터 1개월 이내에 이미 납부한 계약금 및 중도금 중에서 제4조 제1항의 보증이행 대상이 아닌 채무를 제외한 금액을 지급합니다.

⑧보증채무이행방법이 분양이행으로 결정된 경우에는 보증회사가 선정하는 자가 당해공사를 승계시공합니다. 이 경우 보증채권자는 제4조 제2항의 잔여입주금 등을 보증회사에게 납부하여야 합니다.

⑨분양이행의 경우 보증회사는 당초의 입주예정일에 다음 각 호의 기간을 더한 기간의 범위 내에서 새로이 입주금의 납부기일과 입주예정일 및 잔여입주금 납부계좌를 지정하여 지체 없이 보증채권자에게 통보합니다. 다만, 보증사고가 당초의 입주예정일 이후에 발생한 경우는 보증사고일에 다음 각 호의 기간을 더한 기간의 범위 내에서 지정하여 통보합니다.

1. 제5항의 보증채무이행방법 결정시까지의 기간

2. 실행공정률을 예정공정률에 도달시키기 위한 예정공정표상의 소요공정기간

⑩보증회사는 보증채무이행과 관련하여 협의가 필요한 경우 제7조 제1항에 의거 구성된 입주예정자대표회의를 협의당사자로 합니다.

제9조 (분양이행시 지체배상금 및 연체료의 적용) ①보증회사는 제8조 제9항에 의하여 통보한 입주예정일에 입주(임시사용승인을 포함한다)시키지 못한 경우에는 기납부된 입주금에 대하여 그 초과일수에 주택분양계약서의 지체배상금률을 적용하여 산출한 지체배상금을 부담합니다.

②분양이행 시 보증채권자가 납부하여야 할 잔여입주금에 대한 연체료는 다음 각 호에 따라 산출합니다.

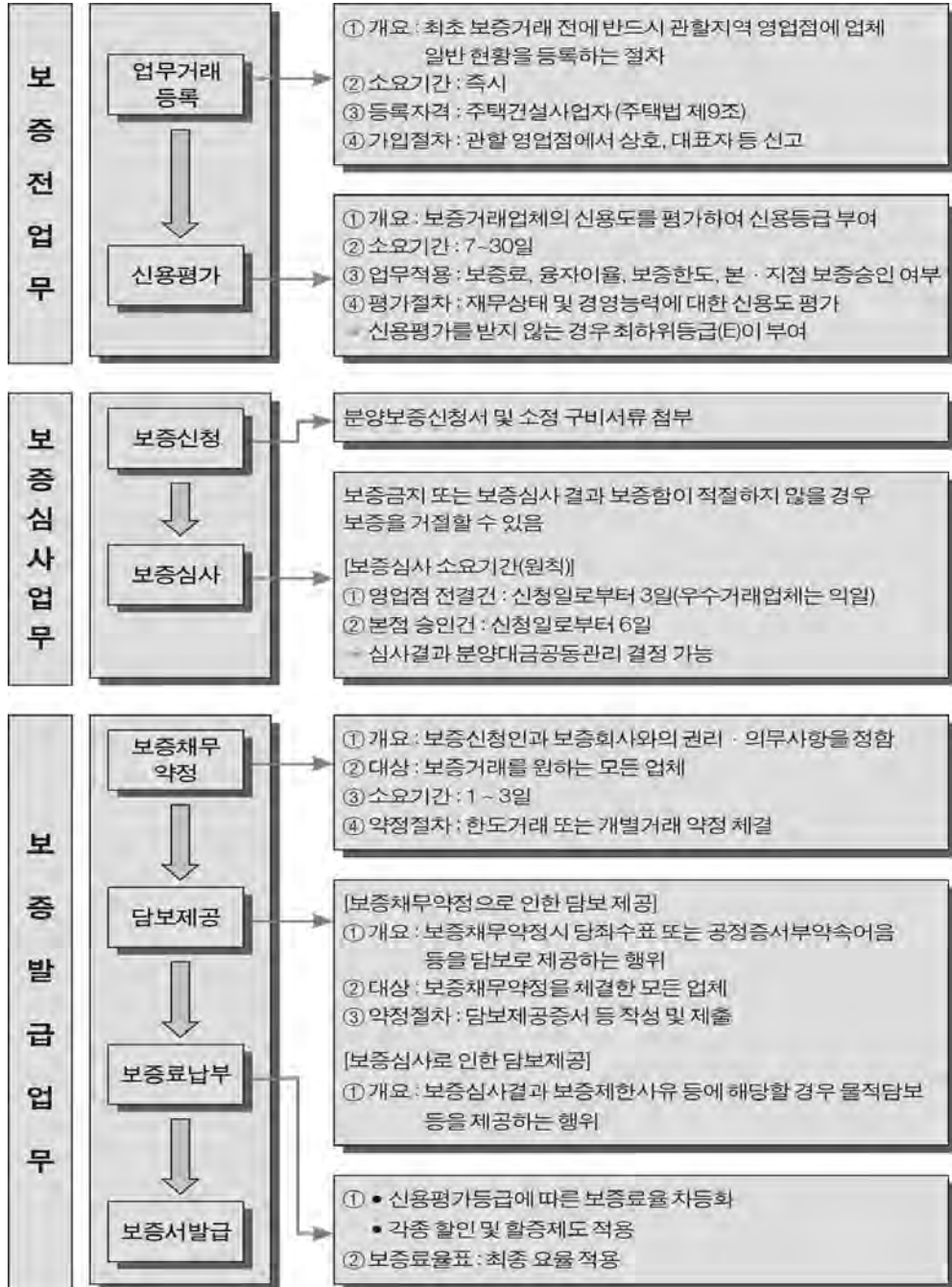
1. 보증사고 당시 납부기일이 경과한 입주금: 납부지연일수에서 입주지연기간(당초 입주예정일로부터 분양이행시 새로이 통보한 입주예정일까지의 일수)을 차감한 기간에 대하여 당초 주택분양계약서의 연체료율을 적용하여 산출합니다.
2. 보증사고 당시 납부기일이 경과하지 않은 입주금: 제8조 제9항에서 보증회사가 통보한 입주금납부기일에 입주금을 납부하지 않을 경우에는 납부지연일수에 대하여 당초 주택분양계약서의 연체료율을 적용하여 산출합니다.

제10조 (보증채무의 이행장소) 보증채무의 이행장소는 보증회사의 관할 영업점으로 합니다.

- 제11조 (대위 및 구상) ①보증회사가 보증채무를 이행한 때에는 주채무자에 대하여 구상권을 가지며, 보증채권자가 주채무자에 대하여 가지는 권리를 대위하여 가집니다.
- ②보증채권자는 제1항의 권리를 보전하거나 행사하는 데 필요한 서류를 보증회사에 제출하고 보증회사가 요구하는 조치를 취하여야 합니다.
- ③보증회사는 보증채권자가 정당한 사유 없이 제2항의 규정에 위반한 때에는 그 위반으로 취득하지 못한 금액을 보증채권자에 대하여 청구할 수 있습니다.

제12조 (관할법원 및 준거법) 이 보증에 관한 소송은 피고 소재지 법원을 관할법원(단, 보증회사가 피고가 되는 경우에는 보증회사의 관할 영업점 또는 본점 소재지 관할법원으로 한다)으로 하되, 보증채권자와 보증회사 간에 별도의 합의가 있는 경우에는 그에 따르며, 이 약관에서 정하지 아니한 사항에 대하여는 대한민국법령에 따릅니다.

2. 대한주택보증의 주택분양보증업무 절차도



신용평가와 신용보강

현 병 호 (NICE 신용평가)

제1절 신용평가 개요

1. 신용평가의 의의 및 종류

신용평가는 발행자와 투자자로부터 독립적인 신용평가기관이 발행자의 보유 채무에 대한 전반적인 상환능력 또는 특정 유가증권의 상환 가능성에 영향을 미치는 제반 위험 요소를 고려하여 신용위험을 분석하고 그 결과를 일정한 기호(신용등급)를 이용하여 표시하는 것이다. 즉, 신용평가는 신용위험을 신용등급으로 표시하는 것이다. 여기에서 신용위험이란 정해진 약정대로 이자 또는 원금이 상환되지 못할 채무불이행위험과 채무불이행 시 발생할 것으로 예상되는 손실의 정도인 손실위험을 의미한다.

신용평가의 종류는 채무자 신용평가(issuer credit rating), 특정 채무 신용평가(issue credit rating)로 대별된다.¹ 채무자 신용평가²는 채무자의 전반적인 채무상환능력(또는 채무불이행위험)을 평가하여 채무자에 대해 신용등급을 부여하는 것이며, 특정 채무 신용평가는 개별 채무의 파산·청산 시의 법적인 지위(우선순위), 보증, 담보 등을 고려하여 개별 채무(회사채 등)의 원리금 지급확실성(또는 신용위험)을 분석하여 신용등급을 부여하는 것이다. 특정 채무 신용평가에는 회사채 신용평가, 기업어음 신용평가, 자산유동화증권 신용평가 등이 있다.

¹ 신용평가의 종류는 평가의 대상에 따라 보다 세부적으로 구분될 수 있다.

² 금융시장에서는 채무자 신용평가를 발행자 신용평가, 거래상대방 신용평가, 기업 신용평가 등의 용어와 혼용하고 있으며, 평가대상의 성격에 따라 용어를 선택한다.

〈표 13-1〉 회사채 및 기업어음 신용평가의 주요 평가요소

구 분	주요 평가요소
사업위험 분석	<ul style="list-style-type: none"> - 산업의 특성 - 시장지위 및 경쟁력 - 운영효율성 - 경영진의 경영관리능력
재무위험 분석	<ul style="list-style-type: none"> - 재무 및 회계정책 - 수익성 - 재무구조, 자산의 질 - 현금흐름의 적정성 - 재무적 융통성

자료: NICE신용평가.

회사채 또는 기업어음 신용평가는 기업이 발행하는 회사채 또는 기업어음의 상환 가능성을 평가하는 것이고, 자산유동화증권 신용평가는 유동화자산의 신용도와 현금흐름에 근거하여 구조화된 유가증권 또는 대출채권의 상환 가능성을 평가하는 것이다.³

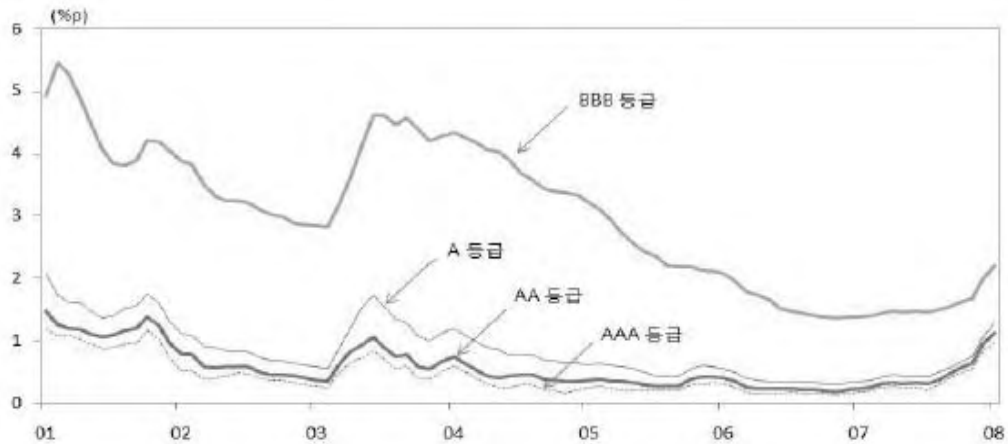
회사채 또는 기업어음 신용평가의 핵심은 기업을 둘러싸고 있는 주요 위험요소를 파악하여 기업의 채무상환능력을 분석하는 데 있다. 일반적으로 기업의 채무상환능력과 그 안정성에 영향을 주는 위험요소는 크게 사업위험과 재무위험으로 나누어 볼 수 있다. 이에 따라 신용평가사는 분석 실무 시 위험요소별로 기업의 재무 관련 사항 뿐만 아니라 기업이 속한 산업의 현황, 영위사업 및 경영 현황, 사업 및 재무전망까지도 분석대상에 포함시키고 있다(표 13-1 참조). 회사채 신용평가의 경우 여기에 개별 회사채의 발행조건이 분석대상에 추가되며 기업어음 신용평가의 경우 개별 회사채의 발행조건 대신 기업의 단기적 차입금 상환능력을 중심으로 분석한다.

2. 신용평가의 기능 및 신용등급의 의미

신용평가는 투자자에게 합리적인 투자의사결정을 위한 투자정보를 제공하고 발행자에게 금융시장 접근을 위한 다양한 수단을 제공한다. 또한 정보비대칭 완화와 정보 탐색 비용의 절감을 통하여 금융시장의 투명성과 효율성을 제고시키고 금융시장의 선진화에 기여한다. 한편, 금융감독 당국은 금융기관의 건전성 규제기준, 유가증권 발행의 질적 규제수단으로 신용등급을 활용함으로써 감독의 실효성을 제고할 수 있다.

³ 자산유동화증권의 신용평가에 대해서는 제2절의 자산유동화증권의 신용평가 개요를 참조.

[그림 13-1] 신용등급별 스프레드



주: 해당 등급 회사채(3년 만기)와 국고채(3년 만기) 간 금리차임.
 자료: 권효성(2008)에서 재인용.

신용등급은 금융상품의 원리금이 약정대로 상환될 가능성을 표시하는 기호이며, 금융상품의 가격결정 및 포트폴리오 운용기준 등으로 활용되고 있다. 일반적으로 금융상품의 이자율은 무위험 이자율에 위험 프리미엄이 가산되어 결정되며, 신용위험이 금융상품 위험의 상당 부분을 차지한다. 신용등급은 금융상품 간에 신용위험의 상대적 차이를 표시하므로 금융상품의 신용등급이 높을수록 신용 스프레드는 낮게 결정된다. [그림 13-1]의 신용등급별 스프레드를 보면 시장 참가자들이 신용등급으로 신용위험의 상대적 차이를 평가하는 것을 알 수 있다(권효성[2008]).

신용등급은 채무의 만기에 따라 1년 이상인 경우 장기 신용등급으로, 1년 미만인 경우 단기 신용등급으로 구분된다. 금융시장에서는 장기 신용등급을 회사채 신용등급으로, 단기 신용등급을 기업어음 신용등급으로 이해하고 있다. 장기 신용등급은 1년 이상의 만기를 기준으로 상대적 신용위험에 대한 의견이어서 금융채무의 채무불이행위험과 손실위험을 반영한다. 단기 신용등급은 1년 미만의 만기를 기준으로 금융채무의 적기 상환성에 대한 의견이어서 채무불이행위험만 반영한다.

신용평가회사가 공시한 신용등급의 정의를 보면 신용등급은 현재 진행 중인 환경, 미래에 나타날 대내외 환경 변화를 고려한 채무상환능력의 절대적 수준과 그 안정성을 표시한다(표 13-2 참조). 신용등급이 높을수록 신용위험의 절대적 수준이 낮고 신용등급 자체의 변동성도 낮다.

〈표 13-2〉 신용등급의 체계 및 의미

구분	국내	Moody's	S&P	의미	비고
장기	AAA	Aaa	AAA	원리금 지급확실성이 최고 수준	투자 등급
	AA	Aa	AA	원리금 지급확실성이 매우 높음	
	A	A	A	원리금 지급확실성이 높음	
	BBB	Baa	BBB	원리금 지급확실성이 인정됨	
	BB	Ba	BB	투기적인 요소가 내포됨	투기 등급
	B	B	B	원리금 지급확실성이 부족함	
	CCC	Caa	CCC	채무불이행 가능성을 내포함	
	CC	Ca	CC	채무불이행 가능성이 높음	
	C	C	C	채무불이행 가능성이 매우 높음	
	D		D	현재 채무불이행 상태	
단기	A1	P1	A1	적기상환성이 최고 수준	투자 등급
	A2	P2	A2	적기상환성이 우수	
	A3	P3	A3	적기상환성이 양호	
	B	NP	B	투기적 요소가 내포됨	투기 등급
	C		C	적기상환성이 의문시됨	
	D		D	현재 채무불이행 상태	

주: 1) 일부 등급은 상대적 우열에 따라 +, - 부호를 첨부함. 참고로 Moody's는 1, 2, 3을 첨부함.

2) 신용평가회사별로 신용등급의 체계와 정의가 다소 상이함.

자료: 각 사 홈페이지.

금융시장에서는 신용등급을 투자등급과 투기등급으로 구분하고 투자등급과 투기등급을 차별적으로 취급하고 있다. 그런데 투자등급과 투기등급이라는 용어는 신용평가회사가 만들어낸 것이 아니라 미국 자본시장에서 자연적으로 형성된 관행과 규제당국의 활용에서 유래한다. 미국 금융감독 당국이 금융기관별로 투자할 수 있는 투자적격 금융상품을 신용등급 BBB 이상의 금융상품으로 규정한 이후 금융시장에서 널리 사용되고 있는 것이다.⁴ 금융시장에서는 장기 신용등급의 경우 BBB 이상, 단기 신용등급의 경우 A3 이상을 투자등급으로 지칭하고, 장기 신용등급의 경우 BB 이하, 단기 신용등급의 경우 B 이하를 투기등급으로 지칭한다. 현실적으로 신용등급별 평균 누적 부도율은 신용등급이 높을수록 낮고, 투자등급과 투기등급 간의 격차가 확연하게 나타난다.

4 신용등급은 투자자의 판단 참고자료로서 신용평가회사의 객관적이고 전문적인 의견이 기호로 제공되는 것이다. 따라서 해당 금융상품의 매매 또는 보유를 권고하는 것이 아니다. 또한 해당 금융상품의 시장 가격이나 투자의 적정성, 해당 유가증권의 상황을 보증하거나 투자 적격 여부를 평가하는 것도 아니다.

3. 국내 신용평가제도의 현황

국내 신용평가제도는 미국과 같이 시장 요구에 의해 자생적으로 발전되기보다는 자본 시장을 육성하고자 하는 정부의 필요에 의해 1980년대 중반에 도입되었으며, B등급 이상의 신용등급을 받은 기업만이 기업어음을 발행할 수 있도록 하는 기업어음 발행적격 업체 선정기준이 1985년에 제정되면서 시작되었다. 그리고 1997년 외환위기 이후 회사채시장이 무보증회사채 위주로 전환되고 자산유동화증권이 주요한 자금조달수단으로 정착됨에 따라 시장규모가 점차 확대되었다. 국내 신용평가시장 규모는 매출액 기준으로 1997년 약 100억원에서 2011년 834억원으로 성장하였다(금융감독원[2012]). 현재 국내에서는 「신용정보의이용및보호에관한법률」(이하 신용정보법) 제4조 및 제5조와 제6조, 신용정보법 시행령 제6조에 의하여 50억원 이상 납입자본금, 신용평가 전문인력, 평가업무 수행을 위한 전산설비 등 일정한 조건을 갖추고 금융위원회의 허가로 설립된 신용평가회사가 신용평가업무를 영위할 수 있다. 국내에서 신용평가업무를 영위하는 신용평가회사는 한국신용평가, NICE신용평가, 한국기업평가, 서울신용평가정보(평가업무 개시 일 순) 등 네 개사이다(표 13-3 참조).

한편, 국내에서는 신용평가제도가 정부 주도로 도입되어 신용평가 대상과 적용시점이 결정되어 왔다. 2009년 4월에 신용정보법이 개정되기 이전에는 제2조 제11호⁵와 동 시행령 제2조 제3항 등에서 신용평가업무를 정의와 신용평가 대상에 대하여 법령에 열거된 유가증권만 평가할 수 있는 열거주의 방식(positive list system)으로 규정하였다. 이로 인해 신용평가 영역은 회사채(특수채, 금융채 포함), 자산유동화증권(ABS), 기업어음 등으로 외국에 비해 제한되었으며, 금융위원회 규정에 의하여 발행자(issuer), 보험사 지불능력에 대한 평가가 수행되었다. 또한 국내 4개 신용평가회사 중에서 서울신용평가정보는 평가대상이 자산유동화증권과 기업어음으로 제한되어 있다.

2009년 2월에 「자본시장및금융투자업에관한법률」(이하 자본시장법)의 시행으로 금융기관이 취급할 수 있는 금융투자상품이 포괄적으로 규정되는 데 맞추어 신용평가업무와 신용평가영역에 대한 규정방식을 기존의 열거주의에서 포괄주의(negative list system)로 전환해야 한다는 주장이 지속적으로 제기되었고, 2009년 4월에 신용정보법이 개정(2009년 10월 시행)되면서 신용평가영역의 규정방식이 열거주의에서 포괄주의로 변경되

5 개정 전 신용정보법 제2조 제11호에 의하면 '신용평가업무'라 함은 증권거래법에 의한 유가증권 중 투자자 보호를 위하여 객관적인 평가가 필요하다고 인정되어 대통령령이 정하는 증권에 대하여 그 원리금이 상환될 가능성을 평가하는 행위를 말한다.

〈표 13-3〉 국내 신용평가회사의 현황

구 분	한국신용평가	NICE신용평가	한국기업평가	서울신용평가정보
설립일 (평가업무 개시일)	1998. 8 (1985. 9)	2007. 11 (1987. 11)	1983. 12 (1987. 11)	1992. 4 (2000. 1)
주요 업무	- 신용평가 (CP, 회사채, ABS) - PF 평가	- 신용평가 (CP, 회사채, ABS) - PF 평가	- 신용평가 (CP, 회사채, ABS) - 특수평가 - 위험관리솔루션	- 신용평가 (CP, ABS) - 신용조회 - 신용조사 - 채권추심
업무 제휴기관 (제휴일자)	Moody's (1998. 8)	R&I (2000. 4)	Fitch (1999. 1)	JCR (2000. 8)
주요 주주 (2011년 말)	- Moody's (50%+1주)	- NICE홀딩스 (100.0%)	- Fitch (73.5%)	- 에스비파트너스 (19.5%)

주: NICE신용평가는 한국신용정보의 신용평가부문이 분할(2007. 11. 1)되어 별도로 신설된 법인인 한신정평가가 2011년 9월에 회사명을 변경한 회사임.
 자료: 금융감독원 전자공시시스템, 각 사 홈페이지.

었다. 개정 신용정보법 제2조 제12호에서 신용평가업무를 투자자를 보호하기 위하여 금융상품 및 신용공여 등에 대하여 그 원리금이 상환될 가능성과 기업·법인 및 간접투자기구 등의 신용도를 평가하는 행위로 규정하고 있어 법적으로는 신용평가영역이 확대되었다. 다만, 신용평가영역에 대한 법적 근거는 마련되었으나 아직까지 시장의 자생적인 수요에 의한 해당 영역에 대한 평가업무의 도입은 외국에 비해 제한적이다(표 13-4 참조).

4. 국제 신용평가제도의 현황

국제 신용평가제도는 미국의 신용평가회사를 중심으로 성장하고 금융감독 당국의 제도적 지원과 더불어 시장의 자생적인 수요와 상품개발을 통해 발전하였다. 1909년에 미국의 Moody's가 200여 개 철도회사가 발행한 철도채의 신용등급을 부여한 이후 대공황을 거치면서 신용등급이 높은 회사채일수록 채무불이행위험이 낮은 것으로 검증되고, 1931년에 미국의 금융감독 당국이 금융기관 건전성 규제에 신용등급을 활용하면서 신용평가제도가 미국을 중심으로 점차 정착되었다. 그리고 1970년대 이후 자본시장에서 채무불이행과 유동성 위기가 반복되는 과정에서 금융감독 당국의 규제를 통한 제도적 지원, 시장의 자생적인 수요에 의해 신용평가영역이 확대되었다. 미국의 증권거래위원회(SEC)가 1975년에 증권회사의 자기자본 규제에 신용평가회사의 신용등급을 이용할 목적으로 NRSRO(공인신용평가기관, Nationally Recognized Statistical Rating Organization)

〈표 13-4〉 국내외 신용평가영역의 비교

구 분		국내 신용평가사	국제 신용평가사
유가증권 등 특정 채무 평가	회사채	○	○
	CP	○	○
	ABS	○	○
	지방채	×	○
	우선주	×	○
	Bank Loan	(○)	○
	연기금	×	○
	뮤추얼 펀드	(○)	○
거래상대방 평가	Issuer	○	○
	Sovereign	×	○
	보증기관	×	○
	은행의 수신지불능력	×	○
	은행의 재무건전성	(○)	○
	보험사의 지불능력	○	○

주: 1) (○)는 제도적 기반은 마련되었으나 실제 평가사례가 없는 경우임.

2) 국내 신용평가사 중 NICE신용평가는 Sovereign 평가를 일부 수행하고 있음.

자료: 김필규(2012).

제도를 도입하여 시장에서 신인도를 인정받는 신용평가기관을 NRSRO로 지정하고 NRSRO의 신용등급을 유가증권 발행, 금융기관 자산운용 등과 관련한 규제수단으로 활용하여 신용등급의 적용 범위가 확대되었다. 또한 국제 자본시장이 꾸준히 성장하고 구조화금융시장이 폭발적으로 성장하는 과정에서 금융상품이 복잡해지고 다양해지면서 신용평가 수요가 크게 증대되어 세계 신용평가시장이 2002년 이후 고성장세를 보였다. 다만, 2007년 미국의 서브프라임 모기지 부실사태 이후 구조화금융시장이 급격히 위축되어 세계 신용평가시장 규모가 2008년에 대폭 감소하였으며, 2009년 이후에 점차 회복되고 있다.

한편, Moody's, S&P, Fitch 등 3개 신용평가회사가 1975년에 NRSRO로 지정된 이후 오랜 기간 동안 추가로 지정된 신용평가회사가 없어 NRSRO 제도가 실질적으로 신용평가시장의 진입장벽으로 작용하였다.⁶ 이에 세 개 신용평가회사는 NRSRO 지정에 따른

6 미국 SEC는 2003년에 DBRS를, 2005년에 A.M. Best를 NRSRO로 추가 지정하였고, 2007년에 NRSRO 제도가 지정제에서 등록제로 전환된 후 신규 신용평가회사가 진출하여 2011년 기준으로 Moody's, S&P, Fitch, A.M. Best, Egan-Jones, Kroll Bond Rating, Morningstar Credit Rating(이상 미국), DBRS(캐나다), JCR, R&I(이상 일본) 등 10개 신용평가회사가 NRSRO로 등록되어 있다.

〈표 13-5〉 국제 신용평가제도의 발전과정

구분	미국	유럽	일본
신용평가의 도입	- 100여 년의 업력 - 1970년대 급성장	- 1970년대 후반 도입 - 1980년대 발전	- 1980년대 중반 도입
발전 형태	- 시장 주도형	- 시장 주도형 - 미국이 주도권을 지님	- 초기 정부 주도형 - 시장 주도형으로 전환
신용평가제도	- 신인도를 인정받는 기관을 SEC에서 NRSRO로 지정	- 신용평가기관의 자유경쟁체제	- 지정 신용평가기관제도 도입 - 1980년대 폐지
등급 활용에 대한 규정(지원)	SEC에서 신용등급 활용 시 각종 혜택을 부여하여 실질적인 강화	제도화되어 있지 않으나 신용평가활용 보편화	대장성 증권국, 보험국 등에서 신용등급 활용에 대한 규정 마련
신용평가기관	Moody's, S&P, Fitch의 3대 신용평가기관이 독점적 위치를 구축	자유경쟁체제하에서 유럽의 신용평가기관은 대부분 Moody's, S&P에 흡수합병됨.	일본계 2사와 Moody's, S&P, Fitch가 일정 부분의 시장을 분할하고 있음.

자료: 김필규(2009), 오세경(2011)에서 재인용.

과점적 지위 유지와 더불어 자본시장의 신용평가 수요를 기반으로 성장하였다. 신용평가영역에 대한 제한이나 규제가 없는 상황에서 자본시장의 국제화와 금융상품의 복잡성 증가 추세에 맞추어 지속적으로 신용평가영역을 확대하였다. 그리고 국제 자본시장의 성장에 맞추어 다른 신용평가회사를 합병하거나 다른 국가에 자회사 형태로 진출하여 전 세계적으로 신용평가시장을 확장하였다. 이로 인해 세계 신용평가시장은 Moody's, S&P, Fitch 등 3대 글로벌 신용평가회사를 중심으로 성장하고 발전하였다. 3대 글로벌 신용평가회사는 전 세계적으로 신용평가사업을 영위하고 있으며, 오랜 업력을 통해 축적된 명성 자본(reputation capital), 다양한 신용평가영역과 높은 신용등급 커버리지(coverage) 등을 바탕으로 국제 자본시장에 큰 영향을 미치고 있다. 3대 글로벌 신용평가회사는 세계 신용평가시장의 90% 이상을 점유하고 있고, 3개사의 신용평가부문의 매출액은 2011년 기준으로 41억달러로 추산된다.

제2절 부동산금융의 신용평가

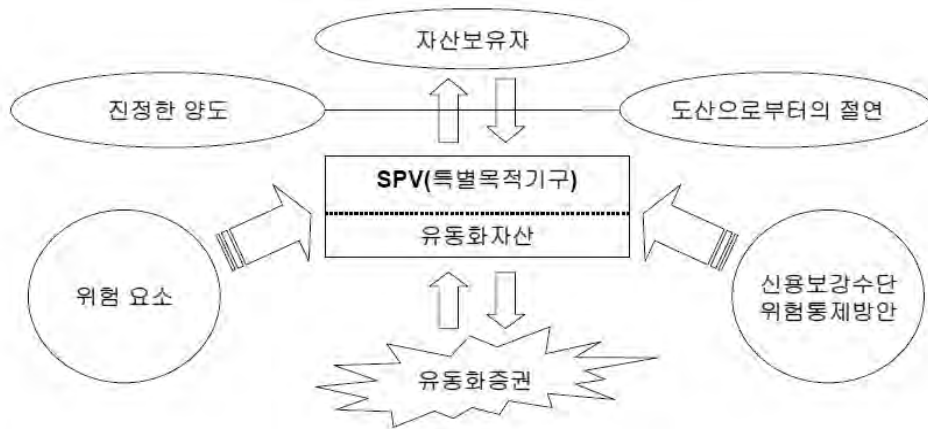
1. 자산유동화의 의미

가. 자산유동화의 개요

자산유동화는 구조화금융(structured finance)의 하위영역으로 이해될 수 있다. 구조화금융은 기업이나 자산의 현금흐름 또는 신용위험을 다양한 구조설계 과정을 통해 변화시켜 현금흐름 또는 신용위험의 새로운 조합을 구성하는 과정이다(김형태·김필규 [2002]).

자산유동화는 자산보유자(originator 또는 seller)가 보유하고 있는 유동화자산을 특별목적기구(Special Purpose Vehicle: SPV)에 양도하고, SPV⁷는 유동화자산의 신용도와 현금흐름에 근거하여 구조화된 자산유동화증권⁸을 발행함으로써 자산유동화의 목적을 달성하는 과정을 의미한다. 이에 자산유동화증권의 상환 가능성은 자산보유자의

[그림 13-2] 자산유동화의 구조



7 국내에서 SPV는 주식회사·유한회사·신탁 등 다양한 형태로 설립되며, 주식회사 또는 유한회사 형태로 설립되는 특별목적기구를 SPC(Special Purpose Company)로 지칭한다.

8 자산유동화증권은 광의의 자산유동화증권과 협의의 자산유동화증권으로 구분되며, 광의의 자산유동화증권은 ABS(Asset-Backed Security), ABCP(Asset-Backed Commercial Paper)를 모두 지칭하고 협의의 자산유동화증권은 ABS만을 지칭한다.

채무상환능력에 의해 좌우되지 않고, 유동화자산의 신용도와 현금흐름에 의해 결정된다. 원칙적으로 진정한 양도와 도산으로부터의 절연이라는 두 가지 조건이 충족되어야 자산유동화의 목적이 달성될 수 있다.

진정한 양도(true sale)는 SPV가 유동화자산에 대해 배타적인 권리(소유권, 수익권, 처분권 등)를 보유해야 하고, 자산보유자에 대해 지급정지, 도산을 포함한 신용사건이 발생한 이후에도 유동화자산이 자산보유자의 도산재단에 속하지 말아야 함을 의미한다. 유동화자산의 진정한 양도 여부의 판단을 위해서는 유동화 거래의 현금흐름에 영향을 미칠 수 있는 법률적 이슈에 대한 검토와 함께 경제적 실질과 회계처리 분석이 요구되는데, 가장 중요한 판단기준은 SPV가 자산에 대한 배타적인 권리(소유권 포함)를 보유하고 자산 소유로 인한 위험을 부담하는 것이므로 요약된다.

도산으로부터의 절연(bankruptcy-remoteness)은 거래참여자의 도산으로부터의 절연 측면과 SPV의 도산으로부터의 절연 측면에서 충족되어야 한다. 거래참여자의 도산으로부터의 절연은 유동화자산의 진정한 양도, 채무자 및 제3자 대항력 확보, 유동화자산의 구분관리 및 혼장위험⁹ 통제 등을 통해 달성될 수 있고, SPV의 도산으로부터의 절연은 도산절연체로서 SPV의 설립을 통해 달성될 수 있다. 도산절연체는 일반적으로 다섯 가지의 기준—사업목적 및 행위능력의 제한, 차입의 제한, 독립적 이사의 존재, 합병 또는 조직변경의 금지, 모회사와의 실질적 연결 배제—을 충족함으로써 설립될 수 있다.

나. 자산유동화의 준거법 및 일반적 업무절차

국내에서 자산유동화증권을 발행할 때 준거하는 법규로 「자산유동화에관한법률」(이하 자산유동화법), 한국주택금융공사법, 신탁업법, 상법이 있다. 자산유동화법 또는 한국주택금융공사법에 준거한 유동화 거래의 경우 법규상 특례¹⁰가 적용되는 반면에 법규상 규제로 인하여 구조설계의 유연성이 떨어진다. 한편, 상법에 준거한 유동화 거래의 경우 법규상 특례가 제공되지 않는 반면에 유연한 구조설계가 가능하다.

일반적으로 자산유동화법에 준거하여 금융위원회(금융감독원)에 자산유동화계획을

9 혼장위험은 유동화자산이 다른 거래참여자의 자산과 혼장되어 발생하는 위험을 말한다.

10 자산유동화법 및 한국주택금융공사법에 의한 유동화 거래의 경우 채무자 및 제3자 대항력 확보, 피담보채권의 확정, 저당권 취득 등과 관련한 특례가 적용되고, 조세특례는 부동산 취득과 관련된 취득세에 대한 한시적 감면(조세특례제한법 제119조와 제120조 참조)과 대출채권 이자소득세 원천징수의 면제 등이 있다.

〈표 13-6〉 자산유동화의 일반적 업무 및 절차

준비단계	협약단계	발행단계
자산유동화 검토	유동화구조 검토	자산유동화계획 등록
↓	↓	↓
거래참가자 선정	유동화자산 실사, 분석	신용등급 공시
↓	↓	↓
Kick-off meeting	유동화계약서 검토	자산양도 등록
↓	↓	↓
실사(due diligence)	SPC 설립등기	유가증권 신고, 발행
↓	↓	↓
유동화자산 Pooling	신용등급 예비평가	유동화자산 추심, 관리
	↓	↓
	유동화계약서 체결	사후관리(surveillance)

주: 금융위원회(금융감독원)에 자산유동화계획을 등록하는 경우임.

등록한 후 자산유동화증권을 발행하는 경우 〈표 13-6〉에 서술되어 있는 업무 및 절차가 진행된다. 해당 업무절차는 순차적으로 진행되거나 병행하여 진행될 수도 있다. 한편, 상법상 SPV를 설립하는 유동화 거래의 경우 자산유동화계획 등록, 자산양도 등록, 유가증권 신고 등의 업무가 생략된다.

2. 자산유동화증권의 신용평가 개요

신용평가사는 유동화자산의 신용도와 현금흐름에 근거하여 구조화된 유가증권 또는 대출채권의 상환 가능성에 영향을 미치는 위험요소와 위험통제방안을 검토한 후 ABS, ABCP, 그리고 ABL(Asset-Backed Loan)의 신용등급을 평정한다(표 13-7 참조).¹¹ 한편, 국내에서 수행되고 있는 부동산금융 신용평가의 대상이 주로 자산유동화방식을 통해 발행되는 유가증권들이므로 부동산금융 신용평가는 자산유동화증권 신용평가의 하위 범주로 이해될 수 있다.

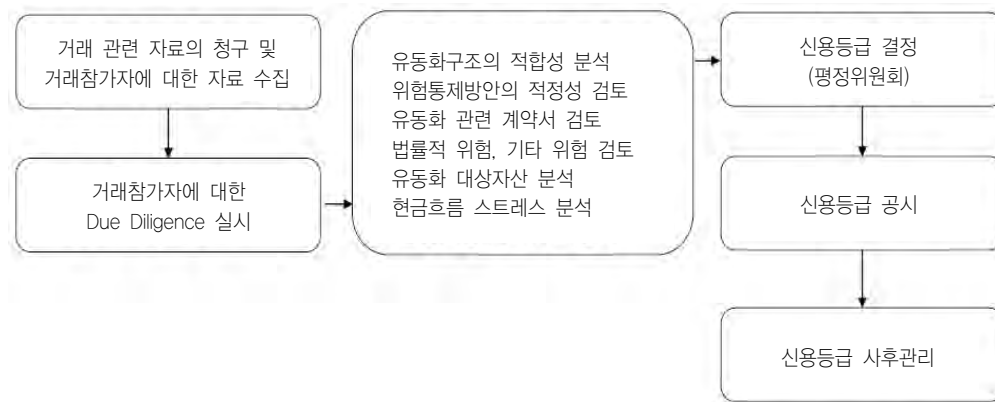
신용평가사는 자산유동화증권의 신용등급을 평가하는 업무를 담당하면서 자산유동화의 업무 및 절차에서 kick-off meeting부터 사후관리까지 참여한다(표 13-6 참조). 주관사는 거래참여자들과 kick-off meeting을 가지면서 유동화 거래 개요서를 배부한다.

11 신용평가사는 유동화자산과 유동화구조의 종류에 따라 정립된 각각의 신용평가방법론을 적용하여 신용평가업무를 수행한다. 부동산금융과 관련해서도 PF 유동화, MBS, CMBS에 따라 다른 평가방법론이 적용된다. 자세한 내용은 국내 신용평가사들의 홈페이지에 공개되어 있는 평가방법론을 참조.

〈표 13-7〉 자산유동화의 주요 위험요소 및 위험통제방안

주요 위험요소	의미 및 위험통제방안
신용위험	- 채무불이행 등으로 인해 유동화자산의 손실이 발생할 위험(예: 부도) - 신용보강수단 활용
유동성위험	- SPV의 현금흐름 유출입상 일시적 불일치에 따른 위험 - 유동성공여 약정, ABCP 매입보장약정
조기상환위험	- 유동화자산의 조기상환으로 SPV의 현금흐름이 불확실한 위험 - 콜옵션(call option)이 내재된 증권 발행
이자율/환율 변동위험	- 이자율/환율의 변동으로 SPV의 현금흐름 유출입상 불일치가 발생할 위험 - 이자율/통화 스와프, 선물환거래
유동화자산 가치변동위험	- 유동화자산의 급격한 가치 변동으로 유동화증권의 상환재원이 마련되지 못할 위험 - 조기상환사유(early amortization trigger) 설정, 연장기간(tail period)의 설정
혼장위험	- 유동화자산이 다른 거래참여자(특히 자산관리자)의 자산과 혼장(commingling)되어 발생하는 위험 - 집금계좌의 변경(SPV 명의로), 집금계좌(자산관리자 명의로)에 대한 예금반환청구권의 신탁, 유보금 적립

[그림 13-3] 자산유동화의 신용평가절차



유동화 거래 개요서는 자산보유자, 유동화자산, 유동화구조, 유동화증권 발행구조, 기타 거래참여자 등에 대한 내용을 포함한다. 신용평가사는 유동화 거래 개요서를 검토한 후 신용평가용 설명자료를 요청하고 자산보유자를 비롯한 거래참여자에 대한 실사(duel diligence)를 실시한다. 신용평가사는 자산보유자에 대한 충실한 실사를 실시하여 유동화 거래에 대한 분석의 기초를 마련한다. 자산보유자는 유동화 대상자산의 실행 기준 및 절차를 통해 유동화 대상자산의 미래 현금흐름에 결정적인 영향을 미치게 되므로 실사는 유동화 거래의 위험을 분석하는 데 있어서 중요한 절차 중의 하나이다.

신용평가사는 자산보유자 또는 주관사로부터 제공되는 각종 자료 및 거래 관련 서류 등을 검토하면서 본격적으로 분석을 개시한다. 신용평가사는 정성적 및 정량적 분석을 통해 유동화자산의 특징, 유동화계약서의 적합성, 거래구조의 적정성, 법률적 위험 등을 검토한 후 해당 유동화 거래의 위험요소와 이에 대한 위험통제방안의 유효성을 분석한다. 그리고 유동화 대상자산의 과거 성과를 분석하고 이를 통해 도출된 위험의 계량적 분석치가 적절하게 유동화 대상자산의 고유위험을 반영하고 있는지 검토한다. 즉, 과거 성과분석의 수치를 그대로 현금흐름 분석에 활용하는 것이 아니고, 분석치의 적정성 여부를 검토하고 필요한 경우 분석치를 조정한다. 유동화 대상자산의 과거 성과 분석을 기초로 목표등급에 상응하는 스트레스 시나리오(stress scenario)하에서 현금흐름 분석을 수행하면서 신용보강수준의 적정성을 검토하거나 해당 유동화증권의 목표등급의 적정성을 평가한다. 자산유동화증권이 발행된 이후에도 자산유동화증권의 상환 가능성에 영향을 미치는 요소들을 주기적으로 검토하여 필요한 경우 자산유동화증권의 신용등급을 조정한다.

자산유동화 신용평가의 실무적인 측면에서 평가업무는 크게 유동화자산 분석, 구조적 검토, 법률적 검토로 구분된다. 유동화자산 분석은 해당 유동화자산의 특성과 과거 성과를 적절하게 분석하여 연체율, 대손율, 회수율 등 유동화자산의 향후 성과에 영향을 미치는 변수를 도출하는 과정이다. 구조적 검토는 유동화구조의 적정성, 혼장위험, 신용보강수준의 적정성 등을 통해 구조적으로 유동화증권의 상환에 문제점이 있는지 검토하는 과정이다. 법률적 검토는 유동화자산의 진정한 양도 여부, 거래참여자로부터의 도산절연성 여부, 채무자 및 제3자 대항력 확보 여부, 관련 기타 권리(저당권 등)의 양도 가능 여부 등을 분석하여 유동화 거래의 법률적 이슈를 검토하는 과정이며, 필요한 경우 법률전문가의 의견을 반영한다.

3. 신용보강

가. 신용보강의 개요

신용보강(credit enhancement)은 자산유동화증권의 목표등급이 유동화자산의 신용도보다 높을 경우 다양한 방법으로 유동화자산의 손실을 우선적으로 흡수함으로써 유동화증권의 원리금 지급확실성을 높이는 행위이다. 유동화자산 또는 유동화구조의 특성에

따라 다양한 신용보강수단이 도입되고 있으며, 하나 이상의 신용보강수단이 활용될 수도 있다.

신용보강수단은 내부적 신용보강수단과 외부적 신용보강수단으로 분류된다. 내부적 신용보강수단은 유동화구조상 내부적으로 제공되는 수단으로 초과담보, 선순위·후순위 구조 등이 있으며, 외부적 신용보강수단은 대부분 제3의 외부기관이 제공하는 수단으로 신용공여, 지급보증, 단종보험 등이 있다.

초과담보(over-collateralization)는 유동화자산의 액면가액이 자산유동화증권의 액면가액을 초과하는 경우 초과금액이 담보로 활용되는 것이고, 선순위·후순위 구조는 하나의 유동화 거래에서 복수의 자산유동화증권(이하 tranche)이 발행되는 경우, 각 tranche 간 원리금 상환순위를 차별화하여 후순위 증권이 유동화자산의 손실을 우선적으로 흡수하도록 구조화하여 선순위 증권의 원리금 지급확실성을 높이는 것이다.

신용공여(credit facility 또는 credit line)는 금융기관(일반적으로 은행)이 SPV와 신용공여약정을 체결하여 일정 금액을 한도로 현금흐름 부족분을 적기에 충당해 줌으로써 유동화자산의 손실을 최우선적으로 흡수하는 것이고, 지급보증은 보증회사 등이 약정한 한도 내에서 유동화증권의 원리금 상환을 보증하는 것이다. 단종보험은 자산유동화증권 또는 지방채 등 채권의 상환에 대해 보증을 제공하는 금융보증업무만 영위하는 보험회사가 판매하는 보험이다. 현재 국내에서는 주로 은행이 신용공여를 제공하고 있으며, 한국주택금융공사가 MBS에 대해 지급보증을 제공하고 있다. 한편, 국내에는 현재 단종보험을 제공하는 회사가 없는 상태이며, 미국에서는 Assured Guaranty Corp.(AGC), Assured Guaranty Municipal(AGM), MBIA Insurance Corp. 등이 있다.

나. 신용보강수준 결정방식

신용평가사는 유동화자산 또는 유동화 거래와 관련한 신용위험, 유동성위험, 이자율 변동위험, 조기상환위험, 환율변동위험, 혼장위험 등을 분석하고 이로 인해 목표등급¹²에 따라 발생할 수 있는 스트레스 시나리오 분석을 실시한다. 스트레스 시나리오 분석을 통해 추정된 예상손실을 고려하여 유동화증권의 신용등급을 결정하거나 유동화증권의 목표등급에 상응하게 제반 위험을 통제하는 계획을 도출하고 적절한 신용보강수준을

12 스트레스 시나리오 분석에서 목표등급은 유동화 거래의 위험요소의 부정적 영향 수준을 의미하며, 목표등급이 높을수록 위험요소의 부정적 영향 수준이 상향 조정된다.

〈표 13-8〉 신용보강수준 또는 신용등급 결정방식

구 분	내 용
역사적 경험치 활용방식	<ul style="list-style-type: none"> - 유동화 대상자산 또는 준거자산의 과거 성과가 있는 경우 - 대손율, 연체율, 낙찰가율 등 신용위험 관련 비율의 평균과 변동성 분석, 기본비율(B등급 기준) 산출 - 산출한 기본비율을 목표등급에 따라 차등적 배수 적용, 신용보강수준 산출 - 주로 채무자가 개인으로 구성된 유동화 대상자산에 적용
채무자의 신용도 활용방식	<ul style="list-style-type: none"> - 과거 성과가 없는 경우 또는 채무자의 신용도 추정이 가능한 경우 - 채무자의 신용등급 분포를 중심으로 분석 - 부도율과 부도 상관관계를 기초로 목표등급별 신용보강수준 산출 - 주로 채무자가 기업으로 구성된 유동화 대상자산에 적용

자료: 현병호(2007).

결정한다.

신용평가사는 유동화자산 특유의 위험을 분석하고 유동화자산의 위험 및 손실을 추정하기 위해 유동화 대상자산의 과거 성과 자료 또는 유동화 대상자산의 개별적인 신용등급을 활용한다(표 13-8 참조).

4. 부동산금융의 신용평가방법

가. PF 유동화의 신용평가방법

PF 유동화에 대한 신용평가는 부동산 개발사업 진행 및 이를 위한 자금조달과 관련하여 노출되어 있는 각종 위험요소를 분석하고, 목표등급 수준에 부합되도록 위험요소를 통제하는 과정으로 이루어진다. 따라서 PF 유동화에 대한 신용평가를 위해서는 부동산 개발사업 자체에 대한 위험과 현금흐름을 분석하고, 신용보강수단 및 각종 위험통제 방안을 마련하고 이를 계약서에 반영하는 과정을 거친다. 신용평가사는 개발사업의 사업성 평가에 따라 등급을 부여하지 않고, 위험요소의 분석과 이의 통제 여부에 따라 신용등급을 결정한다. 즉, 개발사업의 사업성을 보고 신용등급을 부여하는 것이 아니고 주요 위험요소와 계약서상에 반영된 통제방안을 고려하여 등급을 부여하는 것이다.

부동산 개발사업의 유동화에서 자산유동화증권의 상환재원은 장래채권 성격을 가진 분양대금, 차환자금으로부터 나온다. 개발사업은 시행사위험, 인허가위험, 완공위험, 시장위험 등 각 단계별로 수많은 위험에 노출되어 있으며, 이로 인해 해당 개발사업 자체

를 개발사업 참여자 내지는 기타 외부적인 위협요인으로부터 절연하기 어렵다. 또한 시행사의 채무상환능력은 일반적으로 미약하고 시행사가 다른 부동산 개발사업을 추진하는 경우 다른 부동산 개발사업의 부실화가 자산유동화의 대상사업에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 따라서 해당 부동산 개발사업 자체의 사업성만을 고려하여 신용등급을 부여하기가 어렵고 일반적으로 시공사를 비롯한 제3자의 신용보강이 제공된다.

시공사가 제공하는 신용보강수단은 연대보증, 채무인수 등으로 구성되고 신용보강수단에 따라 법률적 또는 실무적으로 효과가 상이하다. 이에 신용보강수단별 특징을 분석하여 이를 보완한다. 한편, 신용도가 우량한 금융기관(일반적으로 은행)이 SPV와 신용공여약정을 체결하여 신용공여를 제공하면 유동화증권의 지급확실성이 제고되어 자산유동화증권의 신용등급이 상향 조정될 수 있다. 시공사가 주로 제공하는 신용보강수단으로 채무인수와 연대보증이 있는데, 이 두 가지 신용보강수단은 법률적으로 다소 상이한 측면이 있다. 다만, 계약서상에 채무인수를 거의 연대보증과 동일한 효과가 될 수 있도록 규정화함으로써 그 실질적인 효력이 같아진다고 볼 수 있다. 그리고 시공사의 신용보강에 대해서 내부 수권절차를 거쳤음을 증명하기 위해 이사회 의사록 등의 자료를 제출하도록 의무화하고 있다. 또한 부동산 개발사업 관련 사업약정서 및 대출약정서상 채무인수 또는 연대보증은 시행권 등 권리인수와 무관하게 무조건적으로 즉시 이행되도록 계약화함으로써 자산유동화증권의 적기 상환성에 부정적 영향을 미치지 않도록 통제하고 있다.

나. MBS의 신용평가방법

신용평가사는 주택저당채권의 특징을 분석한 후 해당 주택저당채권의 주요 위험요소와 이에 대한 위험통제방안¹³의 유효성을 검토하고, 주택저당채권의 신용위험에 영향을 미치는 주요 변수를 목표등급별로 조정하면서 스트레스 현금흐름 분석을 실시한다. 현금흐름 분석 결과와 더불어 법률적 위험과 기타 위험을 검토한 후 신용보강수준을 결정하거나 해당 MBS의 신용등급을 결정한다.

한편, MBS는 발행 시 법적 근거인 한국주택금융공사법과 자산유동화법에 의해 각각 Agency MBS와 Non-agency MBS로 구분될 수 있다. Agency MBS는 한국주택금융공사가

¹³ 주택저당채권의 유동화 거래에서 신용보강수단으로 선순위·후순위 구조, 지급보증이 주로 활용되고, 조기상환위험에 대한 통제방안으로 콜 옵션이 내재된 증권 발행이 주로 활용된다.

〈표 13-9〉 Agency MBS와 Non-agency MBS 신용평가의 비교

구 분	Agency MBS	Non-agency MBS
발행주체	- agency(한국주택금융공사)	- non-agency(일반적 SPV)
보증 유무	- 있음	- 없음
핵심 평가요소	- agency의 신용도 - agency 지급보증관련 계약서 검토	- asset analysis - structural analysis
주요 위험	- 조기상환위험	- 신용위험(LTV, DTI, 채무자 신용도 등)
주요 결정변수	- 보증기관의 보증능력	- 부도율 - 손실률

공공의 이익과 관련되어 발행하는 MBS를 의미한다. Agency MBS는 한국주택금융공사의 지급보증을 통하여 발행되기 때문에 한국주택금융공사의 보증능력¹⁴ 및 지급보증 관련 계약서 검토가 핵심 평가요소이다. 따라서 주택저당채권의 신용위험보다는 실제 MBS의 예상 만기를 결정하는 조기상환율이 주요 평가요소가 된다. 현재 신용평가는 한국주택금융공사의 신용도와 지급보증능력을 고려하여 한국주택금융공사가 발행하는 Agency MBS에 대해 AAA라는 최고 신용등급을 부여하고 있다.

Non-agency MBS는 일반적인 SPV가 발행하는 MBS를 의미한다. 은행을 포함한 주택담보대출 금융기관이 일반적인 SPV에게 주택저당채권을 양도하고 SPV가 기본적으로 지급보증이 없는 형태(제3기관 등의 지급보증이 있을 수도 있음)로 Non-agency MBS를 발행한다. 이에 주택저당채권의 신용위험에 대한 분석이 중요시되며, pool의 부도율 및 손실률이 주요한 평가요소가 된다.

Non-agency MBS의 신용평가에 있어서 주택저당채권의 신용위험 분석은 부도율(foreclosure frequency)과 손실률(loss severity)을 분석한 후 부도율과 손실률의 조합을 통해 목표등급별 예상손실(expected loss)을 추정하는 과정이다.¹⁵ 부도율은 채무자의 채무불이행으로 담보주택에 대한 담보권 실행이 개시되는 비율을 의미하며, 부도율에 영향을 미치는 주요 변수는 LTV, DTI, 채무자 신용도 등이다. 주택저당채권의 채무자가 채무를 불이행하는 경우 일반적으로 채권자는 담보권을 실행하여 해당 담보주택을 경매를 통해 처분함으로써 대출 원리금을 회수한다. 우선 채무자의 채무불이행 시점을 예측한 후 그 시점에서의 담보주택의 시장가격을 추정하며, 경매 및 경락 후 처분과정

14 한국주택금융공사법 제51조(손실금의 보전)에 의하면 공사의 결산에서 손실금이 생긴 경우에는 제50조 제1호에 따라 적립한 금액으로 보전하고, 적립금이 부족할 때에는 정부가 보전한다.

15 일반적으로 목표등급별 예상손실 산출과 현금흐름 분석을 통해 최종적인 신용보강수준이 결정된다.

에서 담보주택 가격의 추가 하락 가능성을 고려하여 담보주택의 처분 후에도 회수되지 못하는 대출원금의 손실률을 산출한다.

다. CMBS의 신용평가방법

신용평가사는 상업용 부동산의 성과에 영향을 미치는 요인을 분석한 후 대상 부동산의 순현금흐름(Net Cash Flow: NCF)을 산출하고, 대상 부동산의 가치를 평가한다. 그리고 대출채권을 분석한 후 부동산의 부채상환비율(Debt Service Coverage Ratio: DSCR), 담보인정비율(Loan-To-Value ratio: LTV)을 분석하여 대상 부동산의 유형에 따른 목표등급별 DSCR을 LTV의 기준과 비교한다. DSCR은 대상자산의 채무불이행위험을 판단하는 지표이고, LTV는 대상자산의 채무불이행 이후 손실 정도를 판단하는 지표이다.¹⁶ 그리고 유동화 거래의 법률적 또는 구조적 검토에 따른 위험요소와 그 통제방안의 적정성, 부동산과 대출채권의 특징 등을 종합적으로 고려하여 목표등급별 유동화증권의 발행가능액을 결정하거나 목표등급별 유동화증권의 발행예정액에 따른 신용보강수준¹⁷을 결정한다.

신용평가사는 원칙적으로 상업용 부동산의 1년간 순현금흐름을 장기간에 걸쳐 유효한 자본환원율 적용치로 나누는 직접환원법을 활용하여 상업용 부동산의 가치를 평가한다. 그리고 부동산의 순현금흐름과 자본환원율을 평가시점이 아니라 장기간에 걸쳐 지속적으로 유지 가능한 수준으로 적용하므로, 신용평가사가 평가한 부동산의 가치는 평가시점에서 부동산시장 또는 감정평가 보고서의 감정평가액, 해당 부동산의 매매가격과 다를 수 있다. 다만, 부동산의 수익가치를 평가함에 있어서 필요한 임대료, 공실률 등 부동산 지표의 장기간 시계열자료나 정보가 부족하거나 축적되지 않아서 국내 부동산시장에서 직접환원법을 적용하여 가치를 평가하는 데는 한계가 있을 수 있다. 이런 경우 신용평가사는 감정평가 보고서상 원가법, 수익환원법, 거래사례비교법을 통해 산정된 해당 부동산의 평가가액을 고려하여 최종적으로 상업용 부동산의 가치를 평가할 수 있다.

16 달리 말하면, DSCR은 부동산의 현금흐름으로 대출채권의 이자(때로는 원금)를 지급할 수 있는 정도를 판단하는 지표이고, LTV는 부동산의 매각, 대출채권의 차환을 통하여 대출채권의 원금을 상환할 수 있는 정도를 판단하는 지표이다.

17 상업용 부동산의 유동화 거래에서 신용보강수단으로는 선순위·후순위 구조, 초과담보, 신용공여가 주로 활용된다.

5. 부동산금융의 신용평가실적

국내에서 자산유동화증권이 1999년에 최초로 발행되면서 신용평가가 수행되었으며, 부동산금융과 관련된 유동화자산은 주택저당채권, 상업용 부동산, 부동산 개발사업 관련 채권으로 분류될 수 있다. 부동산금융 관련 유동화증권의 신용평가는 한국주택금융공사가 주택저당증권(MBS)을 발행한 2004년 이후 본격적으로 수행되고 있다. 2005년 이후에는 자산유동화방식이 부동산 개발사업 관련 자금조달의 한 수단으로 적극적으로 활용되면서 부동산금융의 신용평가 대상규모가 확대되었다. 이로 인해 부동산금융의 신용평가가 자산유동화 전체 신용평가에서 비교적 높은 비중을 차지하게 되었다.

2007년에 부동산 경기의 둔화와 더불어 금융감독 당국의 부동산 PF 유동화에 대한 규제 강화로 자산유동화를 통한 부동산 개발사업용 자금조달이 위축되면서 2007년의 부동산 금융의 신용평가규모는 2006년에 비해 감소하였다. 그리고 2008년 글로벌 금융위기의 발생에 따른 금융시장의 급격한 경색으로 부동산금융의 자산유동화도 더욱 위축되어 부동산금융의 신용평가규모가 11.7조원으로 감소하였다. 그러나 2009년 이후에는 부동산 경기의 침체에도 불구하고 금융권의 PF 대출기능 위축에 따른 PF 유동화 수요, PF 차환에 따른 유동화 수요 등으로 PF 유동화 규모가 증가하고, 주택대출 수요자의 고정금리 대출상품 선호와 보금자리론 판매 호조로 한국주택금융공사의 MBS 발행이 증가하였다. 이에 따라 부동산금융의 신용평가규모도 2008년에 비해 증가하여 20조원대를

〈표 13-10〉 부동산금융의 신용평가실적

(단위: 억원, %)

구 분	2009		2010		2011	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액
PF 관련 채권	203	128,984	324	178,960	263	142,942
RMBS	14	82,806	18	77,972	25	94,905
CMBS	0	0	0	0	0	0
부동산금융 소계	217	211,790	342	256,932	288	237,847
기 타	141	238,555	83	133,163	80	132,582
총 계	358	450,345	425	390,095	368	370,429
부동산금융 비중	60.6	47.0	80.5	65.9	78.3	64.2

주: 1) 국내 신용평가사의 평가실적을 기준으로 분류함(미공시 제외).
 2) PF 관련 채권은 부동산 개발사업과 관련된 채권(PF 대출채권, 분양대금채권 등)을 의미함.
 3) 기타는 대출채권, 기업대출채권, CDO 등 부동산금융 관련 채권을 제외한 모든 자산을 포함함.
 자료: NICE신용평가, 김은희(2012).

유지하고 있다. 한편, 국내에는 아직 상업용 부동산의 증권화를 목적으로 CMBS를 활용하는 사례가 드물다. 진정한 의미의 CMBS가 국내 시장에 처음으로 등장한 것은 2005년 12월에 SK본사 빌딩을 유동화자산으로 한 자이언트유동화전문(유)의 사례를 들 수 있다.

제3절 신용평가제도의 규제환경 변화

1. 국제 규제환경 변화

글로벌 금융위기 이전까지 미국이나 유럽에서는 신용평가사에 대한 엄격한 규율이나 감시체계가 도입되지 않았으며 신용평가사의 규율체계는 시장의 평판이나 시장규율에 의존하고 있었다. 그러나 서브프라임 모기지 부실이 글로벌 금융위기로 확산되면서 글로벌 신용평가사에 대한 책임론이 확산되었고, 이에 따라 각국의 규제기관과 국제기구들은 글로벌 신용평가사의 문제점을 검토하고 신용평가에 대한 규제를 강화하는 방향으로의 규제체계 변화를 추진하고 있다.

2007년 서브프라임 모기지 부실에 따른 금융위기 이후 글로벌 신용평가사들의 문제점으로 ① 신용평가과정에서의 이해상충, ② 신용등급의 신뢰성과 정확성의 결여, ③ 과점적 시장구조로 정리된다. 글로벌 신용평가사들은, 첫째 발행자 지급구조하에서 발행자들이 가장 좋은 신용등급을 부여할 신용평가사를 선택한다는 점을 고려해 등급을 관대하게 적용하고 또 비즈니스 관계를 고려해 등급을 부과하는 심각한 이해상충의 문제를 보였다. 둘째, 구조화증권의 리스크를 과소평가하거나 부실 문제에 늦장 대응하고 또한 신용평가 과정이나 절차, 모형 등에 대해서 적절히 공시하지도 않고 잘못을 은폐하는 등 신용평가의 정확성과 신뢰성을 상실하였다. 셋째, 미국의 3대 신용평가사(Moody's, S&P, Fitch)에 집중된 과점구조는 신용평가사의 경쟁력과 신용도를 저하시키는 요인으로 지적되었다(오세경[2011]).

이러한 문제점을 해소하기 위해 글로벌 금융위기 이후 국제적으로 신용평가사들에 대한 법규 및 감독체계의 변화가 진행 중이다. 2007년부터 미국, EU, IOSCO(국제증권감독기구, International Organization of Securities Commissions) 등은 글로벌 신용평가사와 관련된 다양한 규제방안을 마련 중이고, G20에서도 신용평가제도 개선을 주요

의제로 채택하여 논의를 활발히 추진하고 있다. 이에 따라 국제기구와 각국의 감독기관들은 신용평가사에 대한 규제체계를 개선하려는 다양한 노력을 기울이고 있다.

국제적으로 논의되거나 추진되고 있는 신용평가사에 대한 규제방안은 ① 신용평가사의 이해상충 방지체계 수립, ② 투명성 및 공시 강화, ③ 구조화상품에 대한 차별화된 신용평가 기준 및 등급체계 도입, ④ 신용평가사의 등록제 도입, ⑤ 신용평가사의 신용등급 의존도 축소, ⑥ 신용평가사에 대한 검사 및 감독 강화 등으로 요약된다(표 13-11 참조).

2. 국내 규제환경 변화

국내에서는 신용평가업이 인허가 사항이고 정기적인 검사를 실시하고 있으며, 신용평가회사 표준내부통제기준에 내부통제조직, 행동규범, 이해상충 방지, 불공정행위 금지, 신용평가자료 및 기밀정보 관리 등을 광범위하게 적시하고 있어 미국과 유럽에 비해 규제의 강도는 강한 것으로 평가된다(서정호[2010]).

2009년 10월에 개정 신용정보법의 시행으로 법적으로 신용평가영역이 확대된 반면에 국제적으로 논의되고 있는 신용평가사에 대한 규제방안을 고려하여 내부통제기준 관련 조항과 불공정행위를 금지하는 조항들이 신설되었다. 동법 제29조 제7항에 신용평가사는 임직원이 준수하여야 할 적절한 기준 및 절차(내부통제기준)를 정하고 이의 준수 여부를 확인해야 한다고 규정하고, 동법 제29조 제8항에 필수적으로 포함되어야 할 사항으로 ① 평가조직과 영업조직의 분리에 관한 사항, ② 이해상충 금지에 관한 사항, ③ 불공정행위의 금지에 관한 사항, ④ 신용평가 대상의 특성에 적합한 신용평가기준 도입에 관한 사항 등을 명시하고 있다.

국내 신용평가사는 국제적으로 논의되고 있는 규제사항을 반영하여 행동규범(code of conduct)과 내부통제기준을 개정하여 적용하고 있으며, IOSCO의 기본 행동규범의 충족 여부를 외부에 공시하고 있다. 또한 금융감독원의 지도에 따라 투자자가 구조화증권의 위험을 구분하여 인식할 수 있도록 2012년 1월부터 구조화증권의 신용등급에 '(sf)'를 추가하여 표시하고 있으며, 파생상품을 기초자산으로 하는 구조화증권의 경우 주요 가정 변수의 변동 시 신용등급의 변동에 관한 민감도 정보를 공시하고 있다.

한편, 자본시장 인프라의 개혁 측면에서 금융감독 당국이 신용평가업의 규제 법규를 신용정보법에서 자본시장법으로 이관하는 계획을 추진하고 있다. 신용정보법은 신용

〈표 13-11〉 글로벌 금융위기 이후 신용평가사 규제의 개선내용

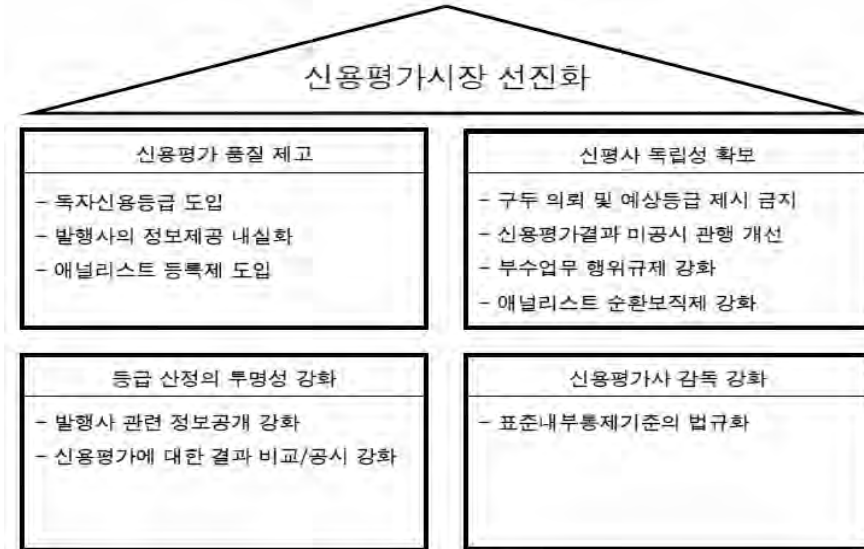
규제기관		규제내용
IOSCO		<ul style="list-style-type: none"> 2008년 5월, “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” 개정 신용평가의 질과 성실성 제고, 이해상충 방지체계의 강화, 투자자와 발행자에 대한 의무 강화, 행동규범의 공시
G20		<ul style="list-style-type: none"> 신용평가의 투명성과 공정성 제고를 위한 방안 2010년 11월 서울 G20정상회의의 합의문에서 신용평가에 대한 의존도 축소에 대한 FSB 원칙 채택
미국	Credit Rating Agency Reform Act of 2006	<ul style="list-style-type: none"> 2006년 9월 29일, “Credit Rating Agency Reform Act” 미의회 및 대통령 승인 NRSRO의 지위로 신용평가사를 규제하기 위한 다양한 규칙을 SEC에서 제정
	SEC	<ul style="list-style-type: none"> 2009년 9월, “NRSRO Rules” 개정, 2011년까지 개정작업이 지속적으로 이루어짐 NRSRO의 정보공개 강화, 이해상충 방지, 기록·보관 의무 강화, 이해상충 방지를 NRSRO 유지요건에 포함시킴
	Treasury (Dodd-Frank 법률)	<ul style="list-style-type: none"> 2010년, CRA Reform을 포함한 Dodd-Frank법 제정 신용평가 고객에 대한 컨설팅 금지, 이해상충의 공시 및 관리 강화, 평가보고서에 평가수수료 공개, 준법감시인 지정, 투명성 및 공시 강화, SEC의 감독권한 강화, 신용평가사에 대한 의존도 해소 신용평가위원회 도입 기존의 신용평가 관련 규제를 재검토하고, 새로운 규제체계의 도입 추진
EU		<ul style="list-style-type: none"> 2009년 4월, 신용평가개혁법안 도입: 신용평가사의 자문서비스 제공 금지, 양질의 정보가 확보되지 않은 금융상품의 등급산정 금지, 복잡한 상품에 대한 차별화된 등급 사용, 투명성 보고서 발간, 신용평가사 등록 및 승인 기준 설정 2011년 신용평가규제법 개정안 발표: 신용평가 의존도 축소, 국가신용등급의 투명성 제고, 주기적인 신용평가사 교체, 구조화금융상품 신용평가의 경우 복수평가제도 도입

자료: 김필규(2012).

정보의 활용을 규율하고 있어, 투자자 보호 목적으로 기업 등의 신용평가정보를 제공하기 위한 신용평가업과 규제취지가 상이하기 때문이다. 또한 신용평가사의 평가업무를 확대하는 데 필요한 법적 지원체계를 개선하고 신용평가사의 규제방안을 법규에 반영하기 위해 신용평가업의 규제 법규를 자본시장법으로 이관하는 것을 계획하고 있다.

또한 그동안 자본시장에서 제기되어 온 국내 신용평가사의 문제점을 개선하고 국제적으로 논의되고 있는 신용평가사 규제방안을 보다 구체적으로 구현하기 위해 금융감독당국은 신용평가시장 선진화방안을 2012년 3월에 발표하였고 감독규정 개정과 모범규준 마련 등을 통해 2012년 2/4분기 이후 본격적으로 시행할 계획이다(그림 13-4 참조). 이는 신용평가사의 독립성, 신용등급의 적정성 및 적시성을 제고하여 투자자 보호 및 자본시장의 안정적 발전을 도모하고 자본시장 인프라로서의 신용평가기능을 강화할

[그림 13-4] 신용평가시장 선진화 방안



자료: 금융위원회·금융감독원(2012)을 바탕으로 재구성.

목적으로 추진되고 있다. 신용평가시장 선진화 방안을 보면 등급체계의 개선, 평가 기초자료 내실화 및 신용평가사의 평가역량 제고 등을 통해 평가품질을 제고하고, 등급쇼핑 등 관행개선 및 발행사와 신용평가사 간 이해상충 완화 노력을 통해 신용평가사에 대한 발행사의 영향력을 축소하고, 등급산정 과정 및 결과에 대한 정보공개를 강화하여 시장규율이 작동할 수 있는 여건을 마련하고, 신용평가사 내부통제기준의 법규화를 통한 감독 강화를 추진할 계획이다(금융위원회·금융감독원[2012]).

제4절 결론

국내 신용평가제도는 법적인 근거와 규제를 통해 정부의 주도로 도입되어 기업어음, 무보증 회사채, 자산유동화증권 등으로 신용평가 대상 유가증권이 확대되었다. 또한 한국주택금융공사의 MBS 발행이 활성화되고 자산유동화방식이 부동산 개발사업 관련 자금조달수단으로 적극적으로 활용되면서 부동산금융의 신용평가규모도 확대되었다. 그리고 금융상품의 위험 측정과 가격 결정, 금융기관의 자산 건전성 규제 등에 신용등급이 활용되면서 신용평가 정보의 영향력이 과거에 비해 증가하였다. 또한 2009년 10월에 개

정 신용정보법의 시행으로 다양한 신용평가영역에 대한 법적 근거가 마련되었다. 그러나 시장의 자생적인 수요가 부족하여 실질적인 신용평가영역이 대부분 유가증권에 집중되어 있어 글로벌 신용평가사에 비해 신용평가영역이 제한적이고, 신용평가사의 신용등급에 대한 국내 금융기관의 전반적인 의존도가 낮은 수준이다. 또한 국내는 신용평가 대상 모수가 적어 부도율 등 신용등급의 적정성 또는 신뢰성을 파악하는 변수가 왜곡되는 현상이 발생하고 있다. 국내 신용평가사별 등급 보유 회사 수가 300여 개 수준으로 1~2개사의 부도에도 신용등급별 부도율이 급격히 변동하는 현상이 발생하고 있어 모집단 과소가 국내 신용평가시장의 구조적 문제점의 하나로 지적되고 있다. 한편, 국내 신용평가사는 글로벌 신용평가사와 다르게 명성자본(reputation capital)을 축적하지 못하여 발행회사의 압력에서 자유롭지 못한 측면이 존재하고 시장참여자로부터 신용등급의 적정성과 적시성에 대한 문제가 지속적으로 제기되고 있다(김필규[2012]).

글로벌 신용평가사는 신용평가영역에 대한 제한이나 규제가 없는 상황에서 시장의 자생적인 수요와 상품개발을 통해 성장하고, 시장의 평판이나 시장규율에 의해 규제받으면서 명성자본을 축적하였다. 또한 구조화금융시장이 폭발적으로 성장하는 과정에서 금융상품이 복잡해지고 빠르게 변하여 투자자들이 신용등급을 투자기준으로 활용하면서 글로벌 신용평가사의 신용등급에 대한 의존도가 지나치게 확대되었다. 이로 인해 글로벌 신용평가사는 국제 자본시장에 막대한 영향을 미치고 있었는데, 미국 서브프라임 모기지 부실이 글로벌 금융위기로 확산되면서 글로벌 신용평가사에 대한 책임론이 확산되고, 국제적으로 글로벌 신용평가사에 대해 규제를 강화하는 방안이 추진되고 있다.

앞에서 언급한 대로 자본시장에서의 영향력과 신용평가영역, 규제체계 등 여러 측면에서 국내 신용평가사는 글로벌 신용평가사가 직면한 상황과는 다르다. 이에 국내의 경우에는 신용평가제도의 규제 강화와 활성화라는 상반된 목표가 균형을 맞추는 방향으로 전개되어야 할 것이다. 신용평가 대상의 양적인 확대와 동시에 신용평가의 질적인 성장을 도모하는 방향으로 신용평가제도가 개선될 필요가 있다.

국내 신용평가제도가 정부의 주도로 도입된 이후 신용평가사에 대한 규제체계는 금융감독 당국의 신속한 대응으로 국제적 정합성을 충족하고 엄격한 수준으로 시행되고 있다. 금융감독 당국이 발표한 신용평가시장 선진화 방안은 국제적으로 논의되거나 추진되고 있는 신용평가사 규제방안을 국내 현실에 적합하게 조정하면서 국제적으로 정합성을 갖춘 종합적인 대책으로 평가된다. 신용평가시장 선진화 방안이 효과적으로 시행되고 정착되면 국내 신용평가사의 규제체계는 한층 더 강화되면서 자본시장 인프라로서

신용평가의 기능을 제고하는 데 기여할 것으로 기대된다.

국내 신용평가사는 신용평가영역을 확대함으로써 자본시장에 제공하는 신용평가 정보의 양적 확대와 질적 향상을 동시에 도모할 수 있다. 국내 신용평가사가 이미 신용평가를 수행하고 있는 유가증권의 평가 대상 모수가 적은 점도 신용등급의 적정성 또는 신뢰성이 부족한 원인으로 지적되고 있으므로 평가 대상 모수의 확대가 절실히 필요하다. 또한 국내 자본시장의 신용인프라 구축을 도모하기 위해서도 신용평가 대상을 확대해야 할 필요성이 있다. 신용정보법의 개정으로 과거에 신용평가가 수행되지 못한 신용평가 영역에 대한 법적 근거가 마련되어 있는 상황에서 대출채권, 간접투자기구(펀드) 그리고 한국거래소 상장법인을 포함한 발행자에 대한 신용평가가 가능하게 되었다. 여기에는 신용평가사의 자발적인 수요 개발과 더불어 정부의 실질적인 제도적 지원이 필요하다. 그리고 시장수요 또한 법규나 정부의 정책에 따라 영향을 받는 것이 사실이므로 금융감독 당국은 시장의 자생적인 수요를 적절하게 감독하면서 자본시장의 건전성을 훼손하지 않는 범위 내에서 제도적 지원을 제공하는 접근방법을 모색할 필요가 있다.

참고문헌

- 권효성, 「신용평가제도의 현황과 활성화 방향」, 한국은행, 2008. 3.
- 금융감독원, 「2011년도 신용평가회사의 신용평가실적 분석」, 보도자료, 2012. 4. 16.
- 금융위원회·금융감독원, 「신용평가시장 선진화 방안」, 보도자료, 2012. 3. 15.
- 김기정·임춘성, 「국제신용평가기관에 대한 규제 강화와 시사점」, 『해외경제정보』, 제2009-42호, 한국은행, 2009. 6. 10.
- 김은희, 「2011년 자산유동화증권 발행실적 분석」, 『NICE CREDIT』, 제26권 제7호, NICE신용평가, 2012. 2.
- 김필규, 「금융환경의 변화와 신용평가 역할의 확대」, 신용평가포럼 자료집, 2009. 4.
- 김필규, 「신용평가 관련 규제체계 개선의 내용과 시사점」, 『BFL(Business, Finance & Law)』, 제45호, 서울대학교 금융법센터, 2011. 1.
- 김필규, 「신용평가시장 선진화 방안」, 정책세미나자료, 자본시장연구원, 2012. 2.
- 김형태·김필규, 『자산유동화증권(ABS) 시장 발전방안 연구』, 연구보고서 02-01, 한국증권연구원, 2002. 11.
- 박현일, 「서브프라임 위기 이후 신용평가사를 둘러싼 논란과 시사점」, 『국제법무연구』, 제13권 제1호, 경희대학교 국제법무대학원, 2009. 2.
- 서정호, 「신용평가산업에 대한 규제 강화 논의와 시사점」, 『주간 금융브리프』, 제19권 제25호, 한국금융연구원, 2010. 6.
- 오세경, 『국내 기업 신용평가산업의 환경변화와 향후 활성화 방안』, KIF 금융리포트 2011-01, 한국금융연구원, 2011. 2.
- 이순호, 「신용평가시장의 제도정비 방안」, 『주간 금융브리프』, 제17권 제20호, 한국금융연구원, 2008. 5.
- 현병호, 「자산유동화는 신용위험의 분산이다」, 『NICE CREDIT』, 제21권 제43호, NICE신용평가, 2007. 10.
- 한국기업평가(www.rating.co.kr).
- 한국신용평가(www.kisrating.com).
- NICE신용평가(www.nicerating.com).

저자 소개

강민석은 단국대학교 경제학과를 졸업하였으며, 건국대학교 대학원 부동산학과에서 박사학위를 취득하였다. 한국건설산업연구원에 입사하여 연구위원까지 역임하였으며, 부동산시장에 대한 전망과 각종 부동산정책 관련 보고서, 건설업체 컨설팅 용역 등 부동산시장과 관련된 다양한 연구를 수행하였다. 메리츠증권증권 부동산금융연구소 수석연구원을 거쳐 2011년부터는 KB금융지주 경영연구소에서 부동산연구팀장을 맡고 있다.

강승일은 서울대학교 도시공학과를 졸업하고, 동 대학원에서 1999년 박사학위를 취득하였다. 이후 현대건설 건축사업본부, 삼정KPMG Group, (주)코람코자산신탁 등을 거치면서 사업개발, 부동산 컨설팅, 리츠 자산운용 등 관련 분야에서 다양한 실무경력을 축적하였다. 주요 관심 분야는 신도시, 입체·복합 단지 등 대형개발사업의 효율적인 금융 및 사업 구조를 만들어내는 일이다. 프로젝트금융투자회사(PFV) 관련 법률 제정작업, 경제자유구역 및 신도시 개발 프로젝트 등 제 분야의 정책개발 및 자문 업무에 참여하였다. 현재 (주)삼성물산 주택사업부 F/S팀을 맡아, 신규사업개발 및 사업타당성 분석 등의 업무를 책임지고 있다.

고성수는 연세대학교 경영학과를 졸업하고, 미국 콜럼비아 대학에서 MBA를 취득한 후, 코넬 대학 경제학과에서 1995년 박사학위를 취득하였다. 전공분야는 재무관리와 산업조직론이며, 불완전 정보하에서 은행담보를 이용한 신용을 축적하는 모델을 탐구하는 학위논문을 썼다. 귀국 후 한국금융연구원(KIF) 연구위원을 거쳐 2001년에 건국대학교 부동산학과 교수로 부임하였다. 모기지 및 프로젝트 파이낸싱 등 부동산금융시장의 제 분야에 대한 연구와 정책대안을 제시하는 수 편의 논문을 집필하였으며, 주택금융 관련 기관의 경영 및 정책의 형성과정에 적극 참여하고 있다. 현재 부동산대학원 금융투자전공 주임교수를 맡고 있으며, 매 학기 부동산금융론과 부동산금융투자론 중 한 과목을 맡아 강의하고 있다.

권오훈은 한국외국어대학교 영어교육과를 졸업하고 건국대학교 대학원 부동산학과에서 석사학위(건설·개발 전공)를 받았다. 신용보증기금(1991~2003년), 한국주택금융공사(2004~현재)에서 주택금융 및 신용보증업무를 담당하였다. 특히 한국주택금융공사 설립연도부터 유동화를 위한 주택담보대출(보금자리론)과 노후생활을 위한 주택연금(역모기지)의 상품설계에 이어 주택신용보증의 기획 및 운용 등 다양한 실무경험을 보유하고 있다. 현재 한국주택금융공사의 비서팀장을 맡고 있다.

김정환은 서강대학교 경제학과를 거쳐 1987년 미국 프린스턴 대학교에서 도시경제학 전공으로 경제학 박사학위를 받았다. 시라큐즈 대학교 경제학과 조교수(1986~88년)를 거쳐 1988년부터 서강대학교 경제학과에 재직하고 있다. UNCHS 도시 및 주택금융 자문관(1994~96년), 아시아부동산학회 회장(2002년), 위스컨신 대학교 부동산·도시경제학과 방문교수(2002~03년), 싱가포르 경영대학교 경제학부 방문교수(2009~10년), 한국주택학회 회장(2011년)을 역임하였다. 현재 한국부동산분석학회 회장, Housing Studies 운영위원, Journal of Housing Economics 편집위원, 국민경제자문회의 위원, 부동산가격안정심의회위원회 위원, 세계발전심의회위원회 위원 등을 맡고 있다. 국내, 국제 학술지와 단행본에 많은 논문을 게재하였으며, 도시경제, 부동산경제학 등을 공동 저술하였다.

김정주는 서울대학교 경제학과를 졸업하였으며 이후 서울대학교 행정대학원에서 행정학 석사 및 박사 학위를 취득하였다. 전공분야는 재무행정과 공공리스크관리이다. 2006년부터 2012년 초까지 한국주택금융공사에 재직하면서 주택연금의 제도설계과정 전반에 참여하였으며, 공사의 리스크관리부에서 주택연금과 유동화증권의 리스크 측정모형 개발 및 분석업무를 주로 담당하였다. 현재는 농협경제연구소에서 국내외 금융제도 및 시장에 관한 연구를 계속하고 있다.

남영우는 건국대학교와 서울대학교 대학원 경영학과를 졸업한 후 건국대학교 대학원 부동산학과에서 2007년 박사학위를 취득하였다. 전공분야는 주택금융과 주택정책분야이며, 국민임대주택의 주거만족도와 이주의향에 대한 주제로 학위논문을 썼다. 박사학위 취득 후 KB국민은행연구소 부동산연구팀에서 연구위원으로 재직하였으며, 2009년에 나사렛 대학교 부동산학과 교수로 부임하였다. 연구소에서는 주택금융 수요실태조사 등을 담당하며 주택금융 발전을 위한 정보를 개발하는 한편 후분양제와 분양가상한제 등 주요 주택정책들이 주택금융시장에 미치는 영향 등에 대한 연구를 담당하였으며, 최근에는 인구구조 변화에 따른 국민주택기금의 효율적 운용방안에 대한 주제에 관심을 가지고 연구하고 있다.

손재영은 서울대학교 경제학과를 졸업하고, 미국 캘리포니아 버클리 대학 경제학과에서 1987년 박사학위를 취득하였다. 전공분야는 도시경제학과 재정학이며, 질적 차이가 있는 재화시장의 정보로부터 소비자 편익을 계산해 내는 방법을 탐구하는 학위논문을 썼다. 귀국 후 국토연구원 책임연구원, 한국개발연구원(KDI) 연구위원을 거쳐 1995년에 건국대학교 부동산학과 교수로 부임하였다. 부동산 시장과 정책의 경제학적 분석과 대안제시를 연구분야로 하여 수십 편의 논문을 집필하였으며, 이러한 연구성과를 바탕으로 적극적으로 부동산정책의 형성과정에 참여하고 있다. 현재 건국대학교 대학원장직을 맡고 있다.

윤미영은 (주)생보부동산신탁 리츠팀 차장으로 근무하며 위탁관리리츠 설립 및 투자운용 업무를 맡고 있다. 2011년 (주)생보제일호 위탁관리 부동산투자회사'를 설립해 현재 운용 중이다. 2005년 국내외 부동산 구조화금융상품을 풍부한 사례와 함께 설명한 『부동산 구조화 금융의 이해』를 펴냈고 부동산금융시장과 상품에 대한 수 편의 보고서를 집필했다.

부동산 전문지 「부동산뱅크」 기자, 취재팀장을 거쳐 투자분석팀장으로 일했다. 상명여자 대학교 영어교육과를 졸업하고 건국대학교에서 부동산정책 전공으로 석사학위를, 2004년 미국 New York 대학교에서 부동산금융투자 석사학위를 취득했으며 건국대학교 대학원 부동산학과에서 박사과정을 수료했다.

이준용은 동국대학교 통계학과를 졸업하고 2011년 건국대학교 대학원 부동산학과에서 「주택의 기대가격을 포함한 주택서비스시장 모형에 대한 연구」라는 논문으로 박사학위를 취득하였다. 전공분야는 부동산정책이며, 주택·오피스 시장의 동태적 변화 및 정책 변화에 대한 연구들을 수행하였다. 한국개발연구원(KDI) 실물자산연구팀 연구원으로써 해외 주택 시장 분석, 개발금융의 선진화 방안, 국내 주택시장의 수급불균형 변화를 연구하였다. 2012년 5월 이후 한국자산관리공사(KAMCO) 국유정책실에 재직 중이며 국유재산의 중장기 관리정책 연구를 진행하고 있다.

이중희는 중앙은행인 한국은행에서 근무하였고(1972~83년), 국제대(현 서경대) 경제학과를 졸업한 후, 단국대 대학원에서 경제학 박사학위를 취득하였다(1988년). 그 후 우리나라 주택금융을 전담한 한국주택은행의 연구소에서 연구위원으로 근무하였고(1991~99년), 『주택경제론』을 1997년에 출판하였다. 외환위기 후 MBS 제도를 도입하기 위하여 정부가 주도한 한국주택저당채권유동화(주)의 설립에 참여한 후, 기획 및 증권화 부서장으로 근무하였다(1999~2004년). 이어 MBS 시장의 활성화를 위하여 정부와 한국은행이 출자한 한국주택금융공사의 설립에 참여한 후, 증권화 및 조사연구 부서장과 본부장으로 근무하였다(2004~10년). 최근에는 그동안의 연구결과와 금융현장에서의 실무경험을 종합정리하여 2011년에 『부동산 구조화금융의 이해』를 출판하였고, 건국대학교 부동산대학원에서 부동산유가증권론을 강의하고 있다.

이현석은 서울대학교 도시공학과를 졸업하고 미국 코넬 대학교에서 공간과 자본시장의 관계를 통해 부동산시장을 분석한 연구로 박사학위를 취득하였다. 1985년부터 대우건설의 주택 및 부동산개발 분야에서 근무하였고, 2001년에는 부동산투자회사(REITs)의 자산관리회사인 코람코자산신탁의 설립에 참여하고 임원으로 재직하는 등 부동산개발과 금융분야에서 실무경력을 쌓았다. 2003년 건국대학교 부동산학과 교수로 부임하여 주택과 부동산개발, 부동산펀드 등에 대해 주로 연구하고 있으며, 부동산개발론, 부동산개발금융론, 그리고 도시계획론 등을 강의하고 있다. 대외적으로는 국민연금의 부동산 투자착수를 위한 전략수립에 참여하였으며, 국민연금 부동산투자자문단 위원과 부천시 도시계획위원 등을 역임하고, 현재는 서울시 지방토지수용위원회 위원, 공무원연금 자산운용위원, 광진구 부동산평가위원 등으로 활동하고 있다. 건국대학교에서는 현재 미래지식교육원 원장의 직을 맡고 있다.

조 만은 2007년 5월부터 현재까지 KDI 국제정책대학원의 교수로 재직 중이며, 2011년 4월부터는 KDI의 실물자산연구팀장을 겸직하고 있다. 2007년 이전에는 미국 모기지유동화

기관인 페니메(1992~2007년), 존스 홉킨스 대학(2004~07년), 그리고 세계은행(1991~92년)에서 근무하였다. 주요 연구분야는 부동산금융, 자산유동화, 주택가격 및 주택시장, 그리고 리스크관리이고, 이 분야에서 다수의 논문을 발간하였다. 최근에는 미국-유럽 금융위기의 원인과 교훈, 그리고 부동산-거시경제의 연계성에 대한 연구를 진행하고 있다. 1991년 미국 펜실베이니아 대학의 경영대학원에서 경영학박사를 받았으며, 1985년 미국 어메리칸 대학(석사학위), 1980년 연세대학교(학사학위)를 졸업하였다.

조홍연은 중앙대학교 경영학과를 졸업하고 건국대학교 부동산대학원을 2006년 졸업하였다. 대학원에서 부동산금융투자를 전공하였으며, 학위논문은 주택사업 PF구조에서 PF보증 역할을 분석한 「프로젝트 파이낸싱구조에서 신용보완산업 연구」를 썼다. 2007년 한국부동산투자자문협회 주관 자산운용 전문인력과정을 이수하였다. 1995년 대한주택보증주식회사에 입사하여 기획부, 영업부, 관리부 등을 거쳤으며, 특히 조사연구팀과 주택금융센터에서 미분양물건 매입업무의 초안을 기안하고 직접 업무를 수행하였고, 현재 서울 남부지역을 관할하는 남부지점에서 보증팀장으로 재임하며 분양보증 등 다수 보증업무를 수행하고 있다. 대외적으로 2008년 이후 Gerson Lehrman Group의 GLG Council Member(한국지역 부동산금융부문)로 활동하면서 다수의 자문업무를 수행하고 있다.

최은영은 건국대학교 부동산학과를 졸업하고, 동 대학원에서 2009년 「PF우발부채와 건설사의 기업가치」이라는 논문으로 박사학위를 받았다. 메리츠증권 부동산금융연구소에 입사하여 부동산개발사업 자금조달부문을 중점적으로 연구하였으며, 2010년 하반기 이후 메리츠증권증권 프로젝트금융부서에서 부동산 PF 대출, PF-ABS, PF-ABCP 관련 업무를 통하여 경력을 축적하였다. 현재는 우리은행 여신정책부서에서 건설 및 부동산 산업분석역으로 재직 중에 있다.

현병호는 서울대학교 경영학과를 졸업하고, 1996년에 한국신용정보(주)에 입사하였다. 입사 이후 2000년까지 기업어음과 회사채 신용평가 실무를 수행하였고, 2000년 이후 다양한 유동화자산에 기초한 자산유동화증권의 신용평가 실무를 담당하였다. 2007년 한국신용정보(주)의 신용평가부문이 분리되어 설립된 NICE신용평가(주)에서 근무하고 있다. 다년간에 걸쳐 전문적인 실무 지식과 신용평가 경험을 축적한 신용평가 전문가로서 금융시장 참여자들에게 유용한 정보를 제공하고, 금융시장의 건전한 성장을 위하여 금융시장 참여자들과 협력하고 있다. 현재 Structured Finance 평가 2실을 맡아 자산유동화증권을 포함한 구조화금융상품의 신용평가업무를 담당하고 있다.

황규완은 건국대학교 부동산학과를 졸업하고 동 대학원 박사과정을 수료하였다. 전공분야는 부동산금융투자이며, 서울시정개발연구원 연구원으로서 공공투자에 대한 타당성분석에 관한 연구를 수행하였다. 2011년 4월까지 메리츠증권 부동산금융연구소 선임연구원으로 재직하며 국내외 부동산시장 현황에 관한 연구보고서와 리포트를 작성하였다. 2011년 4월 이후 삼성물산 주택사업부에서 근무하고 있다.

부동산금융의 현황과 과제

인 쇠 2012년 10월 16일
발 행 2012년 10월 24일

저 자 손재영 외
발행인 현오석
발행처 한국개발연구원
등 록 1975년 5월 23일 제6-0004호
주 소 서울특별시 동대문구 회기로 47
전 화 (02)958-4114
팩 스 (02)958-4310
인 쇠 경희정보인쇄

©한국개발연구원 2012
ISBN 978-89-8063-664-8(93320)
값 16,000원

* 잘못된 책은 바꿔드립니다.

KDI¹

