

지불 가능한 수익 공유형 모기지 - 시장을 제대로 읽었다

이 용 만 | 한성대학교 부동산학과 교수

‘혁신적 금융 상품’, 수익 공유형 모기지

혁 신적인 금융 상품도 시대를 잘 만나야 빛을 본다. 시대를 잘 못 만나면, ‘특이하다’는 소리가 듣고 사라지기 십상이다. 8·28대책으로 나온 수익 공유형 모기지(profit sharing mortgage)는 이런 점에서 시대를 잘 만난 혁신적인 금융 상품이다.

물론 수익 공유형 모기지가 ‘혁신’이라는 말을 들을 정도로 그동안 없었던 상품이나 하면 그런 것은 아니다. 수익 공유형 모기지는 금융 관련 교과서에 나올 정도로 잘 알려져 있는 상품이고, 우리나라에서만 하더라도 1998년에 한국토지공사(현 LH공사)에서 토지 수익 연계 토지채권이 발행된 바 있고, 최근에도 LH공사에서 이와 유사한 채권을 발행한 바 있어 그리 낯선 상품도 아니다.

그런데도 불구하고 이 상품에 대해 ‘혁신’이라는 말을 붙여주고자 하는 것은, 이 상품이 시장의 니즈(needs)를 정확하게 읽고 거기에 맞추어 출시되었기 때문이다. 지금 가계들은 주택가격이 앞으로 어떻게

될 것인가에 대한 확신이 없기 때문에 금리가 매우 낮은 수준임에도 불구하고 주택을 구입하고 있다. 이런 상황에서 불확실성의 일부를 대출자(국민주택기금)가 떠안겠다고 하니 마다할 이유가 없는 것이다. 미래의 불확실한 자본 이득은 일부 포기하되, 전세보다 낮은 비용으로 주거의 안정성을 확보할 수 있으니 지불 가능성을 높인 금융 상품이라고 하지 않을 수 없다. 그리고 또 하나, 이 상품에 대해 긍정적으로 평가하는 이유는 이런 유형의 상품이 갖고 있는 문제들을 이 상품은 비교적 잘 피해가고 있기 때문이다. 수익 공유형 모기지는 차입자의 도덕적 해이(moral hazard)와 역선택(adverse selection), 감정 평가 왜곡 가능성을 갖고 있는 것으로 알려져 있다.¹⁾

수익 공유형 모기지를 빌린 차입자는 향후 주택가격 상승시 수익을 나누어야 하기 때문에 주택을 잘 유지 관리할 유인이 없다(도덕적 해이). 여기에서부터

1) Sanders and Slawson, "Shared Appreciation Mortgages : Lessons from the UK", Journal of Housing Economics, Vol.14, 2005, pp.178-193.

특집 주택시장 진단과 정상화 방안

수익공유형 모기지의 문제에 대한 회피 전략

구분	문제점	회피 전략
차입자 실제 비용	가격 상승시 차입자 부담 증가	기금 수익률 최대 5%로 제한
차입자 도덕적 해이	유지 보수 소홀	아파트는 단지 단위로 유지 보수
차입자 역선택	가격 하락 지역 차입자만 가입	대상 지역 제한
평가 가격 왜곡	매입, 매각시 평가 가격 왜곡	아파트는 시세 파악 용이

택가격이 하락하는 지역에 거주하는 사람들이 주로 이 모기지를 구입할 가능성이 있다(역선택). 그리고 차입자는 주택 매입시에는 가능한 한 평가 가격을 비싸게 만들고, 주택 매각시에는 가능한 한 평가 가격을 낮게 만들고 싶어 한다(감정 평가 왜곡). 그런데 8·28대책으로 나온 수익 공유형 모기지는 수도권과 광역시 등 일부 지역의 아파트를 대상으로 하면서 이런 문제를 피해가고 있다. 아파트는 유지 관리가 단지 단위로 이루어지기 때문에 개인의 도덕적 해이에 따른 가치 하락 가능성이 그리 크지 않다. 지역을 제한하였기 때문에 역선택 가능성도 낮고, 시세 파악이 용이하기 때문에 감정 평가의 왜곡 가능성도 낮은 것이다.

수익 공유형 모기지에 대한 문제점 중 하나로, 가격이 빠르게 상승할 때 차입자의 실제 차입 비용이 지나치게 커진다는 점도 있다. 이번에 발표된 수익 공유형 모기지는 최대 수익률을 5%로 제한함으로써 이런 비판도 피해가고 있다.

공정과 우려의 두 시각

수익 공유형 모기지는 1990년대 중후반 영국의 Barclays Bank와 Bank of Scotland에서 Shared Appreciation Mortgage(SAM)라는 이름으로 처음 상품화된 것으로 알려져 있다. SAM에는 모기지형(mortgage-based)과 역모기지형(reversion-based)이 있다. 모기지형은 정상적인 모기지보다 낮은 이자

율을 적용하되 자본 이득의 일부를 만기시 추가 이자로 납입하는 방법이다. 그리고 역모기지형은 이자 지불 없이 만기에 원금과 함께 자본 이득의 일부를 이자 형태로 주는 구조이다.

SAM은 최근에는 호주와 미국에서 상품화되었다. 특히, 미국에서는 SAM이 지방 정부의 주택정책 수단으로 사용되고 있는데, 예를 들어 샌프란시스코시에서는 주택 구입을 위한 자기 자금(down payment)이 부족한 저소득층을 위해 10만 달러 한도 내에서 주택 가격의 15%까지 무이자로 빌려주고, 만기에 원금과 자본 이득의 일부를 이자조로 받는 주택 구입 프로그램을 운영하고 있다. 외국에서 SAM을 바라보는 시각은 우려 반, 찬사 반인 것 같다. 영국의 경우, SAM이 사실상 이자가 매우 비싼 대출이라는 점이 논란거리였다. 영국에서는 1990년대 중반부터 2000년대 중반까지 주택가격이 매우 빠르게 상승하였다. 그 결과 SAM 차입자는 만기 시에 주택가격의 반 이상을 이자로 내야 하는 상황에 직면하였다. 그러나 2007년 금융위기로 주택가격이 폭락하면서 상황은 정반대로 바뀌어 금융기관의 부실을 걱정해야 하는 상황에 놓였다. 미국의 브루킹스연구소(Brookings Institute)에서는 2008년에 SAM과 관련한 보고서를 하나 내놓았다.²⁾ 이 보고서에서는 수익 공유형 모기지가 작금의 주택시장 붕괴를 막고 가계의 지불 가능성을 개선할 수 있는 수단이라고 평가하였다.

국민주택기금이 안는 위험만큼 기대 수익률도 높아야

정부가 8·28대책으로 내놓은 수익 공유형 모기지를 보는 시각도 공정과 우려가 엇갈리는 것 같다. 수익 공유형 모기지에 대한 우려의 목소리는 대개 차입

2) Caplin, Cunningham, Engler and Pollock, Facilitating Shared Appreciation Mortgage to Prevent Housing Crashes and Affordability Crises, The Brookings Institute, 2008.

자에게 지나치게 유리한 구조라서 가계에 잘못된 신호를 줄 수 있으며, 장래에 국민주택기금이 부실화될 수 있다는 점에 초점을 맞추는 것 같다. 이런 우려에 대해 정부에서는, 주택가격이 연평균 1.8% 상승하면 수익 공유형 모기지의 수익률은 3.3% 수준이 되기 때문에 현재의 생애최초주택 구입자금대출 금리와 비교하여 특별히 낮은 것은 아니라는 점을 강조하고 있다.

우리나라의 경제 구조나 인구 구조, 그리고 주택가격의 과거 추이 등을 고려할 때, 연평균 1.8%의 주택가격 상승률 가정이 과다하다고 보기는 어렵고, 낮은 금리를 부과하는 대신 자본 이득을 나누어 갖는 권리를 가졌다는 점에서 이런 정부의 주장은 타당한 것으로 보인다. 그러나 국민주택기금이 위험을 떠안았다는 점을 생각하면, 수익 공유형 모기지의 기대 수익률은 생애최초주택 구입자금대출 금리보다 높아야 정상이다. 수익 공유형 모기지의 기대 수익률은 수익의 배분 비율에 많이 의존한다. 현재 수익 공유형 모기지의 수익(자본 이득) 배분 비율은 모기지의 평균 잔액(만기까지 유지할 경우 주택가격의 38% 수준)에 비례하도록 되어 있다. 이 상품에 대한 솔림이 심하다면 수익 배분 비율의 조정이 필요할 것이다.

국민주택기금이 이 상품을 운용하면서 조심해야 할 점은 자금 조달과 운용의 기간 불일치 문제이다. 수익 공유형 모기지의 경우, 그 구조상 좀처럼 조기 상환이 이루어질 것 같지가 않다. 일반적인 모기지에서는 신규 대출 금리가 기존의 대출 금리보다 낮아질 때 조기 상환이 이루어지는 데 반해, 수익 공유형 모기지에서는 주택가격 상승률이 높아져야 조기 상환이 이루어진다. 그런데 수익 공유형 모기지의 자본 이득 배분 구조를 보면, 초기에 상환할수록 기금에 내놓아야 할 수익의 배분 비율이 높아지기 때문에 웬만큼 주택가격

이 빠르게 상승하지 않는 한 조기 상환은 이루어지지 않을 것으로 보인다.

이는 수익 공유형 모기지의 듀레이션(평균 만기)이 길어질 것이라는 점을 암시하며, 이로 인해 자금 조달과 운용에 있어서 기간 불일치 문제가 생길 수 있다는 것이다. 이런 문제를 해결하려면 수익 공유형 모기지를 유동화해야 하는데, 과연 20년 간의 가격 불확실성을 떠안으면서도 3%대의 기대 수익률에 만족할 자금이 존재할지 의문이다.

주택 정책에서의 위치도 고민해야

수익 공유형 모기지는 투자가 아닌 거주용으로 주택을 구입하고자 하는 가계의 입장에서 보면 지불 가능한(affordable) 매력적인 상품이다. 이런 점에서 이 상품은 주택시장을 정상화하는 데도 상당한 도움을 줄 것이다. 그러나 대출자의 입장에서 보면 여러 가지 위험을 떠안아야 하기 때문에 현재의 수익 배분 구조가 적절인지, 예상되는 위험으로 어떤 것들이 있고 이를 어떻게 피해야 할 것인지 등에 대한 검토가 필요할 것이다. 그리고 기대 수익률을 지나치게 낮게 가져감으로써 시장에 잘못된 신호를 전달하는 것은 아닌지에 대해서도 검토해볼 필요가 있다. 지금은 수익 공유형 모기지의 시장성을 테스트하는 기간이라 당장 문제가 되지는 않겠지만, 테스트 기간이 끝나고 나면 이에 대한 논의가 본격적으로 부상할 것이다.

보다 근본적으로는 이 상품이 우리나라 주택 정책에서 어떤 위치를 가질 것인가에 대해서도 고민이 필요할 것이다. 지금은 전세 수요를 자가 수요로 돌리는 데 초점을 맞추고 있지만, 앞으로는 자가 정책에서 이 상품을 손익 공유형 모기지 등과 함께 어떻게 구조화할 것인지에 대해 고민해야 한다는 것이다. CERIK