



# 분양보증의 사회적 후생에 관한 연구

## A Study on the Social Welfare of Housing Completion Guarantee

하승현\*

Ha, Seung-Hyun

### Abstract

In this paper, we examined the characteristics of housing completion guarantees that support the presale system, a representative housing supply method in Korea. We discussed the social welfare that occurs when the public sector supplies such guarantees. The contribution to social welfare is worth considering because the public sector supplies the housing completion guarantee for social welfare maximization rather than the private sector seeking profit maximization.

The housing completion guarantee has a narrow spread for each credit rating. As a result, low-credit businesses can obtain relatively large utility, leading to improvements in the housing supply, which appears to be an imperfectly competitive market. The expansion of companies participating in the housing market due to the housing completion guarantee appears as an increase in social welfare by reducing the negative effects of the oligopolistic market, expanding consumer choice, and alleviating regional concentration in housing supply.

The contribution of the housing completion guarantee to social welfare suggests that the guarantee needs to be recognized as a policy tool that corrects the incompleteness of the housing market, not simply as a product that reduces financial costs.

**주제어** 선분양, 분양보증, 사회적 후생, 공공부문, 시장개입

**Keywords** Presale, Housing Completion Guarantee, Social Welfare, Public Sector, Market Intervention

## 1. 서론

### 1. 연구의 배경 및 목적

한국의 주택 분양가격 규제는 1970년대 중동 붐으로 인한 주택 가격 상승으로 무주택서민의 주거불안이 가중됨에 따라 신규주택의 분양가격을 통제하여 주택시장을 안정화하고 주택분배를 확대하기 위하여 도입되었다. 하지만 이러한 가격규제로 인하여 공급자의 채산성 감소 및 이로 인한 주택공급 위축이 우려됨에 따라 공급자 인센티브의 일환으로 선분양(presale)이 허용되었다.

이후 한국의 대표적인 주택공급체제로 자리잡은 선분양은 공급자가 수요자로부터 미래에 공급될 주택에 대한 매각대금을 선

취하는 것으로 제도적으로는 입주자 모집시점을 조기화하는 방식으로 이루어진다. 선분양제도의 도입으로 공급자는 분양대금을 사업자금으로 활용할 수 있게 됨에 따라 금융비용을 대폭 절감할 수 있게 되었으며 착공시점에 공급예정 주택을 판매한다는 점에서 준공 이후 주택시장의 가격변동에 대한 리스크에서 벗어날 수 있게 되었다.

하지만 이에 대한 반대급부로 수요자는 분양시점 이후 주택가격이 하락할 경우 자본 손실(capital loss)을 감내해야 하며 공급자가 최초로 제시한 품질에 미달하는 주택을 공급하였을 때에도 이를 매입하여야 하는 등 다양한 리스크에 노출된다. 다만 이러한 리스크는 분양계약이 이행된다는 전제하에서 발생하는 것이며, 최악의 경우 수요자는 공급자가 부도 등의 사유로 주택 공급

\* Research Fellow, Korea Housing and Urban Guarantee Corporation (shha@khug.or.kr)

계약을 제대로 이행하지 않아 분양받은 주택에 입주할 수 없게 되거나 기 납입한 계약금 및 중도금을 돌려받지 못하는 리스크에도 노출된다.

공급자와 수요자 간의 리스크 이전이 발생한다는 점에서 수요자에게 불리한, 불완전계약의 특성을 보이는 선분양이 다양한 논란하에서도 지속적으로 유지될 수 있었던 것은 무엇보다 동 제도가 선분양주택에 적용되는 분양가격 규제로 인하여 저렴한 가격에 신규 주택을 구입할 수 있게 된 수요자, 후분양 대비 사업비용과 리스크를 상당 부분 저감할 수 있게 된 공급자, 그리고 제한적인 공적 재원 대신 민간부문을 활용하여 주택공급을 달성할 수 있게 된 정부와 같이 주택공급 시장에 참여하는 이해관계자 각각의 요구를 충족시킬 수 있었기 때문이다.

다만 선분양제의 경우 사업 리스크가 공급사업 추진으로 수익을 얻는 공급자 즉 수혜자가 아닌 수요자에게 집중된다는 점에서 이를 보완할 필요가 있으며, 특히 공급자가 분양계약을 이행할 수 없게 되었을 경우 발생하는 수요자 손실을 보호하기 위한 제도적 장치의 필요성이 제기됨에 따라 분양보증(housing completion guarantee)이 도입되었다.

분양보증은 공급자가 부도 등의 사유로 분양계약을 이행하지 못할 경우 보증보험회사가 공급자를 대신하여 주택을 공급하거나(분양이행) 수분양자가 납부한 계약금 및 중도금을 되돌려주는(환금이행) 방식으로 수분양자를 보호하며 당해 보증의 공공성 및 과거 민간공급 실패사례 등의 사유로 현재 국토교통부 산하 공기업인 주택도시보증공사(이하 HUG)에서 전담 공급하고 있다.

이러한 분양보증의 특성에도 불구하고 주택건설업계에서는 HUG가 독점적 지위를 활용하여 과도한 보증수수료를 편취하고 분양가 통제로 주택사업자의 편익을 제한하여 원활한 주택공급을 가로막고 있다고 주장하고 있으며 이와 같은 문제를 해결하기 위하여 민간 경쟁보증기관의 도입을 지속적으로 요구하고 있다.

소위 분양보증시장 개방론자라 할 수 있는 이들은 분양보증에 대한 경쟁체제 도입으로 보증료 저감, 보증서비스 품질 향상, 주택시장 왜곡 축소 등의 긍정적인 효과가 발생할 것이라 주장하고 있으며, 이와는 반대로 개방 반대론자들은 분양가 규제와 밀접한 관련이 있는 선분양 및 분양보증의 특성, 민간개방 시 발생할 수 있는 차별적 보증공급으로 인한 주택공급 양극화 등 부정적 영향에 대한 우려로 HUG가 분양보증 공급을 전담하는 것이 바람직하다고 주장하고 있다.

보증시장 개방으로 인한 분양보증 공급조건 및 공급주체 변동이 주택시장에 미칠 수 있는 영향력에 비하여 개방 찬반논의는 이해집단별 논리와 단편적 수치 제시에 그치고 있으며 사회적으로 보다 바람직한 분양보증 공급체제는 어떤 것인가에 대한 보다 발전적인 논의를 위해서는 분양보증을 공공에서 전담 공급하였을 때와 민간기관과의 경쟁을 통하여 공급하였을 때의 사회적 후생(social welfare) 차이를 비교해볼 필요가 있다.

이에 본 연구에서는 선분양제도와 분양보증이 어떠한 의도로 도입되었는지를 살펴보고 분양보증을 공공에서 공급하였을 때 발생하는 사회적 후생, 달리 말해 민간개방 시 소실 혹은 발생하지 않을 우려가 있는 사회적 후생을 구체적으로 추정해봄으로써 향후 보증시장 개방과 관련된 정책적 의사결정의 기초자료를 제시하고자 한다.

## II. 선분양제도와 분양보증

### 1. 선분양제도의 도입

분양보증의 성격을 보다 잘 이해하기 위해서는 분양가 규제와 선분양제도가 최초로 어떠한 의도로 도입되었는지를 살펴볼 필요가 있다.

전후 정부주도 성장전략을 택한 한국은 수출주도의 전략산업 육성을 위하여 사회경제적 자원을 임의로 통제 또는 배분하였으며(김일영, 2000) 전략산업에 제도권 금융역량이 집중됨에 따라(지주형, 2013) 주택건설사업 분야의 재정지출 우선순위가 하락하게 되어<sup>1)</sup>(김수현, 2013) 주택공급의 상당 부분을 민간부문에 맡기는 시장모델에 가까운 주택정책을 취하게 되었다(하성규, 1992).

하지만 제한적 주택건설금융으로 인한 만성적 공급부족과 급격한 도시화 및 핵가족화로 인한 가구수 증가에서 기인한 초과수요(하성규·김연명, 1991; 하성규·최성연, 1998)는 주택가격 급등으로 이어졌으며 정부는 무주택서민을 위한 주택공급 및 분배 정책<sup>2)</sup>의 일환으로 분양가격에 대한 규제를 적용하게 된다(하성규, 1992; 임덕호, 1993b).

다만 이러한 가격규제가 공급자의 채산성을 악화시켜 공급 위축으로 이어질 수 있다는 우려로 인하여 정부는 다양한 공급자 인센티브<sup>3)</sup>를 제공하게 되었으며, 이러한 인센티브 중 하나로 제도권 금융을 활용하기 어려웠던 주택건설업계의 재원조달을 용이하게 해주는 선분양제도가 도입되었다(하성규·최성연, 1998; 이상영·손진수, 2015).

정리하자면 주택가격 안정화 및 분배 확대를 위하여 분양가격에 대한 규제가 이루어졌으며 이를 보완하기 위하여 선분양제도가 도입된 것이다(이중희, 1995; 임덕호, 2009).

이러한 분양가격 통제와 선분양제도의 이상적인 작동구조는 아래의 <그림 1~3>과 같은 순서로 설명할 수 있다.

우선 분양가격 통제 시 발생하는 시장의 변동을 살펴보면 <그림 1>과 같은 시장균형 상황에서 분양가격을 제한( $P^* \rightarrow P^1$ )할 경우, <그림 2>에서 나타나는 것과 같이 생산자잉여(producer surplus)의 일부가 소비자잉여(consumer surplus)로 전환되며, 공급량 감소( $Q^* \rightarrow Q^1$ )로 인하여 사회적 후생 손실(자중손실, deadweight loss)이 발생한다<sup>4)</sup>.

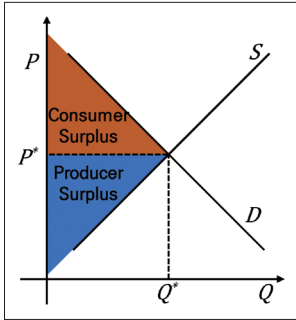


그림 1. 시장균형상태  
Figure 1. Market equilibrium

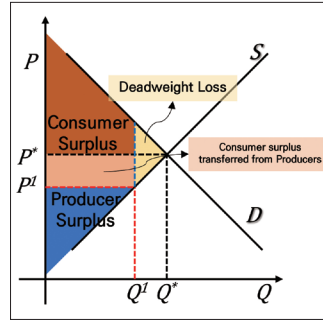


그림 2. 분양가 상한 적용 시장  
Figure 2. Market with price ceiling

이러한 상황에서 선분양을 도입할 경우, 공급자의 금융비용 및 사업 리스크가 저감되어 공급곡선이 이동( $S \rightarrow S'$ )하여, 기존 균형가격( $P^*$ )보다 낮은 가격수준( $P^1$ , 상한가격)에서 기존( $Q^*$ ) 대비 증가된 공급( $Q^2$ )이 이루어지게 된다.

즉 선분양제도와 분양가 상한제는 상호보완적 제도로 공급자의 경우 상한가격으로 인하여 생산자잉여가 감소하나 균형공급량 증가로 추가 생산자잉여 증가분이 발생하여 기존 잉여 감소분이 보상될 수 있으며, 수요자의 경우 상한가격(price ceiling) 적용으로 인한 낮은 공급가격으로 소비자잉여 증가를 누리며 공급량 증대로 인하여 수혜대상이 기존 균형가격에서 주택을 구입할 수 없었던 서민들에게까지 확대되는 효과가 나타날 수 있게 된다.

물론 이러한 가정은 분양가격의 상한과 선분양으로 인한 공급자 인센티브가 조화를 이루었을 때 도출가능한 이상적인 결과이며 지나친 가격규제, 불충분한 공급자 인센티브, 시장 지배력을 가지는 공급자의 공급통제 등으로 총후생의 감소가 나타날 수도 있음에 유의할 필요가 있다.

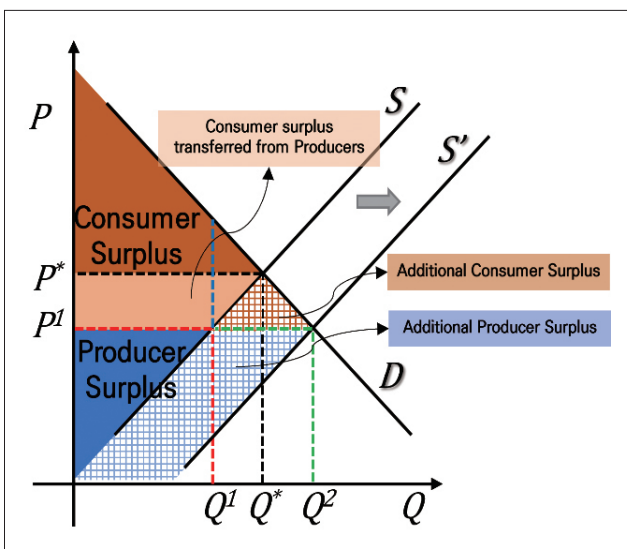


그림 3. 분양가상한 및 선분양제 적용 시장  
Figure 3. Market with price ceiling and presale

## 2. 선분양제도의 이슈

1984년 11월 28일 개정된 주택공급에 관한 규칙에 근거하는 현대적 의미의 선분양은 일정 수준의 골조공사가 완료된 이후 입주자를 모집할 수 있었던 과거와는 달리 대지 소유권 확보, 계약금 및 중도금 환급에 대한 금융기관의 지급보증 또는 준공에 대한 지정업자 연대보증이 이루어진다면 착공 이후 입주자를 모집할 수 있게 하였다.<sup>5)</sup>

선분양제도의 경우 서론에서 언급한 것과 같이 주택시장의 공급자와 수요자, 그리고 정부에 각각 편익을 제공함으로써 존속해 오고 있다.

우선 공급자 관점에서의 편익은 건설 예정 주택의 초기 수요 파악, 미래 주택가격 변동 헷지, 금융비용 절감, 공급의욕 증가 등<sup>6)</sup> (이중희, 1995; 이상영·손진수, 2015; Li and Chau, 2019)이 있으며 이는 사업관련 리스크를 대폭 감소시키고 금융비용을 절감할 수 있다는 점에서 매력적이다.

수요자의 경우 가격통제로 인하여 분양가격(presale price)이 준공 이후 거래가격(spot price)보다 낮을 경우 자본이득(capital gain)을 취할 수 있으며, 원하는 위치 및 규모의 주택을 선점할 수 있다는 측면에서 선분양제도의 효익을 찾을 수 있으며, 정부 입장에서도 민간주도 공급을 촉진함으로써 공공주도 주택공급 부담을 덜 수 있다는 점에서 의미가 있다(이상영·손진수, 2015).

하지만 선분양제도가 장점만을 지니는 것은 아니다. 다수의 선행연구에서 선분양으로 인한 사회경제적 비효율성으로 공급가격 규제로 인한 자원배분 및 토지이용의 비효율성 증가(서승환, 1994; 임덕호, 2009), 공급업체 간 경쟁약화로 주택건설업의 구조조정 장애(임덕호, 2004), 투기적 수요 발생으로 인한 시장질서 교란 등(서승환, 1994; 김진유, 2020)을 제시하고 있다.

전술한 선행연구의 경우 대체로 공급자, 시장 관점에서의 단점을 제시하고 있는데 더욱 문제가 될 수 있는 부분은 선분양계약 관계 및 주택시장에서 상대적 약자라 할 수 있는 수요자에게 발생할 수 있는 불편이라 할 수 있다.

선분양<sup>7)</sup>은 단어에서 유추할 수 있듯이 아직 완성되지 않은 주택을 미리 판매하는 것으로 일종의 선도(forward), 선물(futures) 또는 옵션(option)<sup>8)</sup> 계약으로 볼 수 있으나 중도금 납입 시점 이후 공급자가 인정하는 별도의 사유 이외에는 수요자의 구입이 강제되어 가격위험이 소비자에게 전가된다는 점(이석희·임재만, 2018)과 비표준화된 거래대상, 결제이행을 보증하는 거래소 부재 등의 관점에서 선도계약에 가까운 형태라 할 수 있다.

선도계약의 특성상 수요자는 공급자가 제공하는 분양공고, 견본주택 등의 제한된 정보에 기반하여 사업 초기단계에서부터 분양대금을 납부하여야 하는데 주택의 경우 공급자-수요자 간 정보 비대칭성(information asymmetry)이 존재(임덕호, 1996; 2009; 하성규, 2003; Li and Chau, 2019)하고 계약의 이행이 확



정된 상태에서 공급될 주택의 품질을 공급자가 결정할 수 있기 때문에 수요자에게 불리한 시장구조가 형성될 수 있다.<sup>9)</sup>

### 3. 주택시장의 불안전성

선분양계약의 불공정성과 더불어 발생할 수 있는 논의는 신자유주의적(neoliberalism) 기초에 기반하여 주택공급을 시장 메커니즘에 맡겼을 때 주택서비스가 사회적으로 공평하게 그리고 공간적으로 적정하게 공급될 수 있는가이며, 기존 연구에서는 이에 대하여 다소 부정적인 시각을 가지고 있다(임덕호, 1993b; 하성규, 2003; 김성욱·김지현, 2010).

이는 주택시장이 경제적 효율을 달성할 수 있는 완전경쟁시장이 아닌 대형 건설업체의 시장지배력이 존재<sup>10)</sup>(오동훈, 2003)하는 과점시장(oligopolistic market), 즉 불안전경쟁시장이라는 주장<sup>11)</sup>(Lai et al., 2004)에 근거한다.

한국 주택시장의 불안전성은 경제성장으로 인한 급격한 도시화 및 주거문제를 해결하기 위한 과정에서 야기되었다. 정부는 국민의 주거불안을 해소하기 위하여 다량의 고밀 주거단지, 즉 아파트를 신속하게 공급할 필요가 있었으며 이를 위하여 저렴한 택지공급, 선분양제도를 활용한 금융부담 저감, 지정업체 제도를 통한 진입제한 등의 다양한 공급자 인센티브를 제공하여 대기업 중심의 주택양산체제<sup>12)</sup>를 유도하였다(천현숙, 2003; 최막중 외, 2014).

이러한 인센티브와는 별개로 주택건설에 필요한 금융이 제한되었던 상황에서 중소 건설업체에 비해 재원조달이 용이하고<sup>13)</sup> 대규모 사업 시행을 통한 규모의 경제(economies of scale)를 달성할 수 있는 대형 건설업체 위주로 공급체계 개편이 일어나게 된다(최막중 외, 2014).<sup>14)</sup>

정리하자면 한국 주택시장은 다량의 고밀 주거단지를 공급할 필요가 있었던 정부, 중산층의 전형적인 주거양식으로 자리잡은 아파트를 선호하는 수요자 및 초과수요,<sup>15)</sup> 그리고 자본집약적인 공동주택 사업을 추진하기에 적합한 소수 대형 건설업체의 이해관계가 맞아떨어지면서 작동하였으며 그 과정에서 소수의 공급자가 지배력(market power)을 갖는 불안전경쟁시장(imperfect competition market), 즉 과점시장으로 재편되었던 것이다.

일반적으로 공급자 우위의 과점시장이 형성될 경우, 공급량과 가격이 시장기능에 의하여 결정(determine)되는 것이 아니라 공급자가 가격을 설정(set)할 수 있게 되어 비효율적인 자원배분이 이루어지게 되며 이로 인하여 소비자 후생, 나아가 사회 전체의 후생이 감소하는 시장실패(market failure)가 발생할 수 있다. 한국 주택시장의 경우 이러한 시장실패를 보완하기 위하여 정부 차원의 분양가상한제라는 일종의 가격상한제(price ceiling)를 통하여 시장에 개입<sup>16)</sup>(market intervention)하고 있다.

### 4. 선분양제도의 보완 - 분양보증

주택의 경우 본질적으로 투자목적보다는 인간의 기본적 권리인 주거공간 확보에 그 목적이 있으며 투자금에 해당하는 분양대금이 각 가구의 자산 중 상당 부분을 차지한다는 측면에서 선분양 계약에 대한 보완, 즉 수요자 보호가 필요하다고 할 수 있다.

다시 말해 선분양제도하에서 수요자는 공급자의 공급 포기로 인하여 주택에 입주하지 못하거나 납입한 계약금 및 중도금을 돌려받지 못하는 리스크에 노출되기 때문에<sup>17)</sup> 수요자 보호를 위하여 이러한 리스크를 보증보험회사에 이전하기 위하여 분양보증 도입되었다는 것을 전술한 바 있다.

분양보증<sup>18)</sup>은 공급자가 파산 등으로 인하여 분양계약을 이행할 수 없을 때, 건설 중인 주택을 완공하여 수분양자에게 공급하거나(분양이행) 계약금 및 중도금을 되돌려주는 방식(환급이행)으로 수분양자를 보호하고 있으며 이를 금액으로 환산한 누적 보증금액(93~21)은 약 1,108조원 수준이다(주택도시보증공사, 2022).

## III. 분양보증의 사회적 후생

### 1. 분양보증으로 인한 금융비용 절감

분양보증은 이러한 직접적인 수요자 보호효과 이외에도 후분양 대비 선분양제도를 활용함으로써 인하여 발생하는 주택사업자의 금융비용 절감, 주택공급 증가,<sup>19)</sup> 가격통제로 인한 분양 프리미엄 향유<sup>20)</sup> 및 주택 구입가능 계층 확대<sup>21)</sup> 등의 후생 증가에 기여한다고 할 수 있다.<sup>22)</sup>

다만 본고에서 주목하고자 하는 것은 공공부문에서 분양보증을 공급함으로써 인하여 발생하는 저신용·중소 사업자에 대한 직간접적 지원효과 및 이로 인한 주택시장 후생 증가라 할 수 있으며 이를 추정하기 위하여 우선 분양보증으로 인한 공급자의 금융비용 절감분을 추정해볼 필요가 있다.

금융비용 절감편익(B)은 쉽게 말해 선분양을 활용하지 않았을 때, 즉 후분양 시 금융비용( $C_{spotsale}$ ) 대비 선분양을 활용하였을 경우 발생하는 금융비용( $C_{presale}$ )의 차이로 이해할 수 있다(식 (1)).

$$B = C_{spotsale} - C_{presale} \quad (1)$$

각 사례별 금융비용에 대해 보다 상세히 알아보자. 후분양( $C_{spotsale}$ )을 가정할 경우, 사업자는 자본시장을 통하여 특정 시점( $t$ )에 자신의 신용등급( $c$ )을 기준으로 산출된 이자율<sup>23)</sup>( $r_{tc}^p$ )로 사업자금(CC)을 차입한다. 주택건설사업에 필요한 자금은 최초 시점에 전체 금액이 일시에 조달되는 것이 아니라 공정률에 따라 적시에 조달되며(capital call 방식), 금융비용 또한 이와 동일한 발생 흐름을 보인다.



본 연구에서는 분석상 편의를 위하여 공급사업의 중위 보증기간인 2년 4개월(28개월)에 걸쳐 사업비 대출금액이 일정하게 증가하고(straight-line cost) 최초 PF 발생시점의 이자율이 사업기간 내에 동일하게 적용되는 것으로 가정하였다. 정리하자면 사업시점( $i$ )이 경과함( $i = 1, 2, 3$ )에 따라 누적사업비가 증가( $CC_{i=1} = 1/3, CC_{i=2} = 2/3, CC_{i=3} = 3/3$ )하고 이와 같은 누적사업비에 이자율( $r_{tc}^p$ )을 곱한 금액의 합계가 후분양 시의 금융비용이 되는 것이다. 다만 3차년도의 경우 금융을 활용하는 기간이 4개월로 해당기간에 해당하는 이자율( $r_{tc}^p = r_{tc}^p \times 4/12$ )을 별도로 적용하였다(식 (2) 참조).

$$C_{spotsale} = 1/3 \times CC \times r_{tc}^p + 2/3 \times CC \times r_{tc}^p + 3/3 \times CC \times r_{tc}^p \\ = CC \times r_{tc}^p + CC \times r_{tc}^p = CC \times r_{tc}^p \times 16/12 \quad (2)$$

이에 반해 선분양을 활용할 경우, 사업비를 수분양자의 분양대금으로 충당하여 자본시장으로부터의 차입분이 줄어드는 대신 분양대금 충당분에 대하여 분양보증료율( $r_{tc}^g$ ) 및 보증기간에 근거하는 분양보증료( $C_{guarantee}$ )를 납입하게 된다(식 (3)).

$$C_{guarantee} = CC \times r_{tc}^g \times 28/12 \quad (3)$$

다만 실무적으로는 분양보증을 활용하더라도 공정율, 제비용 처리 등의 이슈로 분양대금만으로는 사업진행이 불가하여 일부 PF대출이 필요하게 된다. 이러한 PF 차입으로 인한 금융비용<sup>24)</sup> ( $C_{spotsale} \times 1/3$ )을 추가로 고려하면 선분양으로 인한 금융비용( $C_{presale}$ )은 식 (4)와 같이 정리될 수 있다.<sup>25)</sup>

$$C_{presale} = C_{guarantee} + C_{spotsale} \times 1/3 \\ = CC \times r_{tc}^g \times 28/12 + (CC \times r_{tc}^p \times 16/12) \times 1/3 \quad (4)$$

정리하자면 선분양 시에는 분양대금에 대한 금융비용인 분양보증료( $C_{guarantee}$ )와 일부 PF 금융비용( $C_{spotsale} \times 1/3$ )이 발생하며 후분양 대비 금융비용 절감효과는 아래의 식 (5)와 같이 정리될 수 있다. 이는 선분양 활용 시 후분양 시 지출하여야 하는 PF금융비용의 2/3을 부담하지 않는 대신 분양보증료를 납부하는 방식으로 금융비용이 절감된다는 것을 의미한다.

$$B = C_{spotsale} - C_{presale} \\ = C_{spotsale} - (C_{guarantee} + C_{spotsale} \times 1/3) \\ = C_{spotsale} \times 2/3 - C_{guarantee} \quad (5)$$

## 2. 금융비용 절감의 공급 효과

일반적으로 주택사업자는 부족한 사업재원을 조달하기 위하여

자신의 신용을 활용하며, 대형 사업자(이하 고신용사업자)는 높은 신용도를 바탕으로 중소기업(이하 저신용사업자)에 비하여 낮은 금리로 차입할 수 있다.<sup>26)</sup> 이러한 이자비용 격차는 사업성의 차이로 이어져 저신용사업자는 시장에서 경쟁력을 잃고 장기적으로는 퇴출될 수도 있다.

분양보증은 사업자 간 신용도 차이로 인하여 발생할 수 있는 저신용사업자의 구축(crowd-out) 및 이로 인하여 발생할 수 있는 주택시장의 불안정성을 보완하기 위하여 고신용사업자와 저신용사업자 간의 보증료율 차이를 매우 낮은 수준으로 유지하고 있다.

다시 말해 분양보증은 완전경쟁적이지 않은 주택시장에서 기회의 균등을 제공하기 위한 시장개입의 일환으로 볼 수 있다. 이를 분배적 정의<sup>27)</sup>(distributive justice)의 관점에서 해석하면 분양보증은 차별당하는 이들(저신용사업자)을 보상(낮은 보증료율)하는 자원배분 장치로 이해할 수 있으며 이는 롤스(Rawls)의 정의론에 입각한 최소극대화 원칙(maxmin principle)에 근거하는 자원배분이라고도 할 수 있다.

이러한 분양보증의 공적 자원배분은 일반적으로 이윤극대화(profit maximization)를 추구하는 민간부문(private sector)과 달리 공공부문(public sector)의 경우 사회적 후생 극대화(social welfare maximization)를 그 목적으로 한다는 점에서 이해할 수 있다.

이와 관련하여 고신용사업자에 비해 저신용사업자가 누릴 수 있는 비용절감 효과가 상대적으로 크다는 점은 <표 1>의 예상 금융비용 절감비율에 잘 나타나 있다. 예를 들어 HUG 신용등급이 AAA<sup>28)</sup>인 사업자는 분양보증을 이용함으로써 약 2%p의 금융비용 절감을 예상할 수 있는 반면 신용등급이 C인 사업자는 약 16.3%p의 금융비용을 줄일 수 있다. 다만 여기에서 제시한 예상 금융비용 절감비율은 단순히 신용등급별 회사채 금리에서 신용등급별 분양보증료율을 차감한 수치로 식 (5)에서 제시하고 있는 선분양으로 인한 금융비용 절감분과는 차이가 있음에 유의할 필요가 있다.

이외에도 분양보증은 신용등급으로 인한 금리차이에 비하여 매우 낮은 보증료율 차이를 보이고 있는데 예를 들어 <표 1>에서 볼 수 있듯이 회사채의 최대-최저 신용등급 금리 차이는 14.4%p<sup>29)</sup>이며 분양보증의 보증료율 차이는 0.12%p<sup>30)</sup> 수준이다.<sup>31)</sup> 이러한 낮은 보증료율 차이는 사실상 고신용사업자로부터 수취한 보증료 수입으로 저신용사업자에게 저렴하게 보증을 공급한다는 측면에서 교차보조(cross subsidy)의 성격을 지닌다고도 할 수 있다.

이러한 자원배분의 결과, 즉 분양보증 공급으로 인한 차등적 금융비용 절감효과는 저신용사업자의 활발한 시장 참여로 이어져 과점적 시장이 보다 경쟁시장에 가까운 구조로 재편될 수 있게 한다는 점에서 그 의미를 찾을 수 있다.

### 3. 보증시장 개방의 주택시장 영향

앞서 언급한 금융비용의 절감 및 시장에 대한 영향은 분양보증 시장에 민간 보증보험회사가 진입할 경우 크게 달라질 수 있다. 분배적 정의라는 정책적 목적하에서 신용등급 간 보증료율 편차를 최소화하고 있는 현행 분양보증에 비하여 영리를 추구하는 민간부문은 신용등급별 위험도를 감안한 스프레드(spread)를 설정하여 신용등급 간 보증료율 편차가 커질 가능성이 높다.

민간 보증보험회사의 경우 시장경제 논리를 기반으로 리스크가 적은 고신용사업자에게는 낮은 보증료율을, 이와 반대로 리스크가 큰 저신용사업자에게는 높은 보증료율을 적용하며, 일부 저신용사업자에 대해서는 보증발급을 거절하는 방식으로 이윤을 극대화할 것이다. 이와 같은 민간부문의 이윤극대화 전략은 시장기능에 의하여 금리(수익률)가 결정되며 신용등급별로 높은 금리차를 보이는 회사채(〈표 1〉 참조) 사례에서도 찾아볼 수 있다.

이러한 경우 부도 위험이 낮은 다수의 고신용사업자가 저렴하게 공급되는 민간 보증보험회사의 보증에 가입하고, 민간 보증보험회사의 높은 보증료율을 감내하기 어렵거나 보증발급이 거절된 저신용사업자들이 HUG의 보증을 이용하는 보증공급의 이원화가 발생하게 된다.

현재 고신용사업자로부터 수취한 보증료 수입을 바탕으로 저신용사업자에게 낮은 보증료율로 보증을 공급하는 교차보조 방

식을 활용하고 있는 HUG의 경우, 고위험 저수익 사업만을 취급하게 되어 장기적으로 재무적 건전성이 악화되고 이로 인하여 저신용사업자에 대한 보증료율을 인상하여야 하거나 보증을 원활하게 공급할 수 없게 될 수 있다.

HUG의 분양보증에 대한 시장점유율이 줄어들게 될 경우, 앞서 주택시장에서 살펴본 것과 유사하게 민간 보증보험회사의 독점, 즉 분양보증 시장의 불완전경쟁으로 인한 시장실패가 일어날 수도 있을 것이다.

보증회사의 관점 이외에도 높은 보증료율 편차는 고신용사업자에 비하여 저신용사업자에게 상대적으로 높은 금융비용을 부담하게 하여 장기적으로는 저신용사업자들이 주택시장에서 구축되는 요인으로 작용할 수 있으며, 이들이 구축될 경우 과점적 시장에서 발생할 수 있는 비효율적인 자원배분과 더불어 주택공급 유형 또는 지역적 분포의 다양성이 감소하는 문제가 발생할 수 있다.

예를 들어 고신용사업자의 경우 규모의 경제 실현 및 사업성 확보 측면에서 유리한 수도권 및 대단지 위주로 주택을 공급하고 있기 때문에 저신용사업자들이 주택시장에서 사라질 경우, 비수도권 지역 및 소규모 주택단지에 대한 공급이 부족해져 소비자 선택권이 줄어들 수 있으며, 가격결정력(pricing power)을 가지는 소수 사업자에 의하여 공급가격이 완전경쟁시장하에서의 균형가격보다 높게 설정되는, 즉 과점적 시장의 폐해가 나타날 수 있다.

표 1. 신용등급급별 예상 금융비용 절감비율(21) Table 1. Expected financial cost savings rate by rating group (21)

신용등급군 Rating group	분양보증 Housing completion guarantee		회사채 Corporate bond		예상 금융비용 절감비율(B-A) Expected financial cost savings rate (B-A)
	신용등급 Rating	보증료율(A) Guarantee fee rate (A)	신용등급 Rating	금리(B) Yield (B)	
초우량 Exceptional	AAA	0.288%	AAA	2.29%	2.002%p
	AA	0.291%	AA+	2.34%	2.049%p
우량 Very good	A+	0.295%	AA0	2.38%	2.085%p
	A-	0.299%	AA-	2.41%	2.111%p
양호 Good	BBB+	0.303%	A+	2.55%	2.247%p
	BBB-	0.309%	A0	2.84%	2.531%p
	BB+	0.315%	A-	3.28%	2.965%p
보통 Fair	BB-	0.322%	BBB+	5.86%	5.538%p
	B+	0.330%	BBB0	6.90%	6.570%p
	B-	0.339%	BBB-	8.27%	7.931%p
열악 Poor	CCC+	0.349%	BB+	10.35%	10.001%p
	CCC-	0.361%	BB0	11.51%	11.149%p
	CC	0.375%	BB-	12.43%	12.055%p
	C	0.390%	B	16.69%	16.300%p
부도 Default	D	0.408%	B	16.69%	16.282%p

Note: The data of Housing Completion Guarantee are from HUG. The data of Corporate Bond are from Yonhap Infomax. Edited by author.

## IV. 실증분석

### 1. 분석자료 정의

앞선 장에서 분양보증의 금융비용 절감효과, 자원배분 기능, 그리고 이로 인한 주택시장의 개선 가능성에 대하여 이론적 논의가 이루어졌으나 이에 대한 실증적인 증거의 제시는 다소 부족하였다고 할 수 있다. 이에 본 절에서는 사업자 신용별 금융비용의 저감, 저신용사업자 시장 참여로 인한 사회적 후생을 구체적인 수치를 통해 확인하고자 한다.

이를 위하여 2000년 1월부터 2022년 3월까지 분양보증이 발급된 9,916개 사업장을 대상으로 사업자 신용등급, 사업규모, 공급지역 등을 분석하였다.

분석에 사용되는 신용등급은 크게 두 가지로 <표 1>에 제시된 것과 같이 분양보중에 적용되는 HUG 내부 신용등급과 PF금리의 대리변수로 활용된 무보증 회사채 3년물 금리에 적용되는 신용등급이며, 금융비용 절감분을 산출하기 위하여 두 신용등급을 매칭하여 활용하였다.

분석기간 동안 공급된 분양보증과 관련된 정보는 상기 <표 2>에 제시되어 있다. 분석기간 동안 공급된 보증의 규모는 약 959조 원이며 보증건수를 기준으로 그 구성비율을 살펴보면 전체 보증의 약 86.4%가 양호 이상의 신용등급을 가지는 고신용사업자를 대상으로 공급되었다는 것을 알 수 있다.

본 연구에서 제시하는 분양보증의 사회적 후생은 저신용사업자의 공급 참여 활성화를 위하여 적용된 낮은 보증료율로 인한 차등적 금융비용 절감, 주택공급 유형 및 공급지역 다양화로 정리될

수 있으며, 이는 민간 보증보험회사가 분양보증시장에 참여하여 저신용사업자에 대해 높은 보증료율을 부과하거나 보증발급을 거절함으로써 인하여 해당 사업자들이 주택시장에서 구축될 때 발생할 수 있는 사회적 후생 손실에 대응되는 개념이라 할 수 있다.

다만 민간 보증보험회사의 저신용사업자 대상 적용 보증료율 또는 보증발급거절 수준에 따라서 공공이 분양보증을 전담 공급할 때 발생하는 사회적 후생 규모는 달라질 수 있음에 유의할 필요가 있다.

### 2. 금융비용 절감분의 추정

분양보증으로 인한 금융비용 절감효과(B)는 식 (5)에 제시된 것과 같이 후분양으로 사업을 진행할 때 발생하는 금융비용( $C_{spotsale}$ )에서 선분양 시 발생하는 금융비용( $C_{presale}$ )을 차감함으로써 산출될 수 있다. 보다 정확한 수치를 산출하기 위하여 보증료의 경우 실제 HUG가 수취한 자료를 활용하였으며, PF금리의 경우 무보증 회사채 3년물 금리를 HUG 신용등급에 매칭시킨 후, 그 변동분을 매년 차등적용하였다.

총 9,916개 사업장이 후분양을 활용하여 공급된다고 가정하였을 때의 예상 금융비용( $C_{spotsale}$ )은 약 48조 2천억원이며 사업장별 평균 금융비용은 약 49억원 수준인 것으로 추정되었다. 반면 동일한 사업장들을 선분양하였을 때의 금융비용( $C_{presale}$ )은 21조 4천억원, 사업장당 금융비용은 약 22억원 수준으로 나타난다.

즉 선분양으로 인한 금융비용 절감효과는 약 27조원이며 사업장당 평균 절감액은 약 27억원 수준이라는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 모든 사업자가 선분양 시에도 추가적인 PF대출을 실

표 2. 신용등급군별 보증공급 누계 Table 2. Accumulated guarantee supplied by rating group

신용등급군 Rating group	보증금액 Guaranteed amount			보증건수 Guarantee issued		
	보증금액 (단위: 십억원) Guaranteed amount (unit: billion KRW)	구성비율 Ratio	누적 구성비율 Cumulative ratio	보증건수 Guarantee issued	구성비율 Ratio	누적 구성비율 Cumulative ratio
초우량 Exceptional	428,899	44.7%	44.7%	2,700	27.2%	27.2%
우량 Very good	387,214	40.4%	85.1%	3,958	39.9%	67.1%
양호 Good	111,987	11.7%	96.8%	1,909	19.3%	86.4%
보통 Fair	16,889	1.8%	98.6%	733	7.4%	93.8%
열악 Poor	4,162	0.4%	99.0%	190	1.9%	95.7%
부도 Default	9,498	1.0%	100.0%	426	4.3%	100.0%
합계 Sum	958,648	100.0%	-	9,916	100.0%	-

Note: Data are from HUG. Edited by author.



행할 것이라 가정하여 산출된 결과이며 이를 정리하면 <표 3>과 같다.

본 연구에서는 보다 보수적인 추정을 위하여 선분양 시에도 PF 대출을 일부 활용하는 것으로 가정하였는데, 만약 주택사업자가 자기자본 혹은 분양대금만으로 사업을 추진할 수 있다면 후분양 대비 선분양의 금융비용 절감효과는 더욱 크게 나타날 것이다. 예를 들어 본 연구에서는 선분양 시 금융비용( $C_{presale}$ )을 분양보증료( $C_{guarantee}$ )와 추가적인 PF대출을 활용할 경우 발생하는 금융비용( $C_{spotsale} \times 1/3$ )의 합계로 가정하였는데, 사업자가 PF대출을 활용하지 않을 경우 PF로 인한 금융비용( $C_{spotsale} \times 1/3$ )이 발생하지 않아 선분양으로 인한 금융비용 절감효과가 더 크게 나타날 것이다.

상기와 관련하여 본 연구에서 추정된 분양보증료와 선분양 시 PF 금융비용은 각각 5조 3천억원, 16조 1천억원 수준이며 선분양으로 인한 금융비용을 분양보증료로 한정하고 별도의 자기자본 비용(cost of capital)을 감안하지 않을 경우 후분양 대비 약 43조 원, 약 89%의 이자비용 지출이 절감될 수 있을 것으로 보인다.<sup>32)</sup>

### 3. 저신용사업자 지원 효과

분양보증을 기반으로 한 선분양의 금융비용 절감은 전체 사업자에게 발생하고 있으나 상대적 효과는 신용등급이 높은 사업자에 비해 낮은 사업자에게서 더욱 크게 나타난다(<표 1> 참조). 이는 PF 또는 회사채 금리의 경우 사업자 신용, 즉 위험수준에 따라 스프레드의 편차가 크지만 분양보증료의 경우 분배적 정의에 입각하여 신용등급에 따른 보증료율의 차이가 매우 낮은 수준으로 설정되어 있기 때문이다.

이와 같은 차등적 금융비용 절감효과는 상대적으로 신용이 취약한 사업자들의 주택시장 진입을 활성화하여 과점적 시장이 보다 경쟁시장에 가까운 형태로 전환될 수 있게 한다. 시장 내 공급자 증가는 공급자별 시장상황 판단, 주 영업지역, 재무적 상황, 위험선호도 등의 차이에 의하여 주택품질, 규모, 지역적 분포가

보다 다양해지는 결과로 이어지며 이는 소비자 선택권이 확대된다는 측면에서 사회적 후생의 증가로 인식할 수 있다.

다만 이러한 후생 증가를 측정하기에 앞서 우선 신용등급에 비하여 낮은 보증료율을 적용받고 있는, 즉 공적 분양보증의 수혜 대상이며 사회적 후생 증가를 유도하는 저신용사업자를 정의할 필요가 있다.

이를 위하여 본 연구에서는 <표 2>에 제시된 자료를 활용하여 보증금액 기준 하위 3.2%, 보증건수 기준 하위 13.6%에 해당하는 보통(Fair) 이하의 신용등급을 가지는 사업자를 저신용사업자로 가정하여 분석을 진행하였다.

#### 1) 차등적 금융비용 절감

앞서 제시한 <표 1>을 참조하면 신용등급이 낮을수록 분양보증으로 인한 금융비용 절감효과가 크게 나타날 수 있다는 것을 알 수 있으며 실제 신용등급군별 비용절감액의 합계, 단위 사업장별 평균 절감효과 및 절감비율은 <표 4>에 나타난 것과 같다.

비용절감액의 경우 고신용사업자가 전체 절감액인 26조 8,334억원 중 약 90%인 24조 1,511억원의 비용절감효과를 누리고 있으며, 저신용사업자의 경우, 약 10% 수준인 2조 6,823억원의 비용절감효과를 누리고 있다. 이러한 차이는 저신용사업자에 대한 비용절감효과가 적은 것이 아니라 비용절감분의 모수가 되는 누적보증금액의 차이(<표 2> 참조)에서 기인하는 것에 유의할 필요가 있다.

이러한 절대적 비용절감액과는 대조적으로 신용등급군별 평균 비용절감비율은 신용등급이 낮아질수록 높아진다는 것을 볼 수 있는데 예를 들어 초우량등급군 사업자가 공급하는 사업장의 경우, 총사업비의 대리변수라 할 수 있는 보증금액<sup>33)</sup> 대비 금융비용 절감비율이 2.3% 수준임에 반하여 부도등급군 사업자의 경우, 보증금액 대비 금융비용 절감분이 15.9%로 그 절감비율이 상대적으로 높다고 할 수 있다.

상기한 절대적 비용절감액과 보증금액 대비 비용 절감분 수치를 감안할 때, 신용등급별 보증료율 편차가 적은 분양보증이 공급

표 3. 금융비용 절감분 추정 Table 3. Estimated financial cost savings

가정 Assumption	금융비용 분류 Category of financial costs	금융비용 합계 Total financial costs	사업장당 평균 금융비용 Average financial costs per site
후분양(A) Spot sale (A)	전액 PF대출 이자 Interest cost	48조 1,904억원 48.2 trillion KRW	약 49억원 4.9 billion KRW
선분양(B) Presale (B)	분양보증료, PF대출 이자 Guarantee fee, Interest cost	21조 3,570억원 21.4 trillion KRW	약 22억원 2.2 billion KRW
추정항목 Estimated item	금융비용 절감항목 Financial costs saved	금융절감액 합계 Total financial costs savings	사업장당 평균 절감액 Average cost savings per site
추정 금융비용 절감분(A-B) Estimated financial cost savings (A-B)	선분양으로 인한 금융비용 절감(B) Saved financial costs by using presale (B)	26조 8,334억원 26.8 trillion KRW	약 27억원 2.7 billion KRW

Note: Data are from HUG. Edited by author.

되지 않았다면 높은 금융비용이라는 진입장벽으로 인하여 저신용 사업자의 시장 참여가 더욱 어려웠을 것이라는 점을 시사한다.

## 2) 주택공급 다양성 확대

주택공급의 다양성 확대 측면에서 저신용사업자의 시장참여 효과는 <표 5>에 제시된 사업장별 세대수 정보를 통해 알아볼 수 있다. 해당 표에서 사업장별 중위 공급세대수는 신용등급에 비례하는 경향을 보이는데 예를 들어 초우량 신용등급군에 속하는 사업자가 공급하는 사업장의 중위세대수는 433세대인 반면 저신용 사업자가 공급하는 사업장은 중위세대수가 약 100세대 수준이라는 것을 알 수 있다.

이러한 공급세대수 편차는 사업자별 사업추진 여력의 차이에 서 기인한다. 예를 들어 사업역량이 충분한, 즉 자기자본이 충분하거나 사업자금을 저리에 조달할 수 있는 고신용사업자의 경우

공급규모를 자유롭게 선택할 수 있으나 저신용사업자의 경우, 사업추진 여력의 제약으로 인하여 공급규모의 제한이 발생한다.

선행연구에서 나타난 바와 같이 공동주택 공급사업의 경우 규모의 경제를 달성할 수 있기 때문에 고신용사업자는 소규모 단지보다는 대규모 단지를 집중적으로 공급<sup>34)</sup>하는 전략을 채택하며 만약 소규모 단지 공급을 담당하는 저신용사업자가 부재할 경우, 시장에서 요구하는 소규모 주택단지에 대한 수요를 충족시키지 못하는 상황이 발생하게 된다.

이를 분양보증의 사회적 후생 관점에서 해석해보면 저신용사업자에게 적용되는 낮은 요율의 분양보증은 저신용사업자의 원활한 시장참여를 유도하고, 이를 통하여 고신용사업자가 선호하지 않는 소규모 주택단지를 공급함으로써 소비자 선택권을 확대하는 효과가 있다고 할 수 있다.

표 4. 신용등급군별 금융비용 절감효과 비교 Table 4. Comparison of financial cost savings effects by rating group

신용등급군 Rating group	비용절감 합계 (단위: 십억원) Total financial costs savings (unit: billion KRW)	사업장별 평균보증금액 (단위: 십억원, A) Average guaranteed amount per site (unit: billion KRW, A)	사업장별 평균절감효과 (단위: 십억원, B) Average cost savings per site (unit: billion KRW, B)	평균 절감비율(B/A) Average cost savings rate (B/A)
초우량 Exceptional	9,751	159	3.6	2.3%
우량 Very good	10,902	98	2.8	2.8%
양호 Good	3,498	59	1.8	3.1%
보통 Fair	768	23	1.0	4.5%
열악 Poor	400	22	2.1	9.6%
부도 Default	1,514	22	3.6	15.9%

Note: Data are from HUG. Edited by author.

표 5. 신용등급군별 사업장 및 공급세대수 Table 5. Number of guaranteed sites and housing units by rating group

신용등급군 Rating group	보증사업장 수 Number of guaranteed sites	보증세대수 합계 Housing units guaranteed	사업장별 세대수(중위값) Housing units per site (median)
초우량 Exceptional	2,700	1,461,832	433
우량 Very good	3,958	1,698,337	316
양호 Good	1,909	610,646	228
보통 Fair	733	128,894	124
열악 Poor	190	29,305	105
부도 Default	426	68,818	74

Note: Data are from HUG. Edited by author.

### 3) 주택공급의 지역적 편중 완화

주택공급 규모의 다양성과 더불어 저신용사업자 지원으로 기대할 수 있는 사회적 후생 증가로는 주택공급의 지역적 편중 완화를 들 수 있다. 앞서 언급한 것과 같이 고신용사업자는 사업성 확보가 용이한 수도권 및 일부 광역시를 중심으로 주택을 공급하고 있으며 이러한 경우, 다소 사업성이 부족한 지방지역의 주택공급이 원활히 이루어지지 않을 수 있다.

이를 실제 데이터로 확인한 결과는 다음의 <표 6>과 같다. 해당 표는 지역별 전체 공급세대수 대비 저신용사업자의 공급비율을 나타내고 있는데 이 수치는 지역별로 큰 차이를 보인다.

예를 들어 경기(3.4%), 인천(3.4%), 대구(4.8%) 등의 경우, 저신용사업자에 의한 공급비율이 상대적으로 낮으며, 전남(16.7%), 제주(16.3%), 광주(10.2%), 전북(10.1%) 등의 경우 이와 대조적으로 주택공급의 상당 부분이 저신용사업자에 의하여 이루어지고 있다는 것을 알 수 있다.

이는 공적 분양보증 공급으로 저신용사업자들이 고신용사업자의 사업추진 우선순위가 떨어지는 지역에서 활발하게 주택을 공급하고 있다는 것을 의미하며, 민간 경합으로 인한 분양보증시장의 구조변동 및 저신용사업자 구축이 발생할 경우 일부 지역에서 신규 주택공급이 다소 미진할 수 있다는 것을 시사한다.

### 4) 소결

현재 공공부문에서 공급하고 있는 분양보증은 앞서 살펴본 바와 같이 선분양계약의 보완이라는 관점에서 수요자를 보호하는 직접적 효용 이외에도 저신용사업자에게 보다 유리한 방식으로 작용하여 주택시장의 불안정성을 개선하고 소비자 선택권을 확대하며 주택공급의 지역적 편중을 완화하는 등의 사회적 후생 증가에 기여하고 있다. 이는 사회적 후생 극대화라는 공공부문의 역할 또는 지향점과도 일맥상통하는 부분이라 할 수 있다.

만약 신자유주의적 관점에서 이윤극대화를 위해 시장 참여주체에 대한 차별적 가격을 설정하는 민간 보증보험회사의 보증시장 점유율이 높아지고 이로 인하여 저신용사업자가 주택시장에서 구축된다면 이러한 사회적 후생이 소실될 수 있다는 점에서 분양보증시장의 개방 및 보증 공급주체에 대하여서는 보다 심도 있는 논의가 필요할 것이다.

## V. 결론

### 1. 주요 연구결과

본고에서는 한국의 대표적 주택공급 방식인 선분양제도를 뒷받침하는 분양보증의 특성을 살펴보고 이와 같은 분양보증을 공공에서 공급할 때 발생하는 사회적 후생에 대하여 논하고자 하였다.

표 6. 지역별 저신용사업자 공급세대수 Table 6. Housing units provided by low credit suppliers by region

신용등급군 Rating group	서울 Seoul	경기 Gyeonggi-do	인천 Incheon	부산 Busan	대전 Daejeon	세종 Sejong	대구 Daegu	울산 Ulsan	광주 Gwangju
보통 이하(A) Below fair (A)	15,326	42,213	9,337	20,420	6,781	2,720	11,931	5,727	12,214
전체(B) Total (B)	264,545	1,230,643	270,990	300,754	105,671	50,949	250,998	107,513	119,614
저신용사업자 공급 비중(A/B) % of housing units provided by low credit suppliers (A/B)	5.8%	3.4%	3.4%	6.8%	6.4%	5.3%	4.8%	5.3%	<b>10.2%</b>
신용등급군 Rating group	강원 Gangwon-do	충북 Chung cheong buk-do	충남 Chung cheong nam-do	경북 Gyeong sangbuk-do	경남 Gyeong sangnam-do	전북 Jeolla buk-do	전남 Jeolla nam-do	제주 Jeju	합계 Total
보통 이하(A) Below fair (A)	8,748	9,975	13,337	12,826	23,182	11,363	17,509	3,408	227,017
전체(B) Total (B)	126,134	134,508	278,934	202,681	316,506	112,471	104,537	20,884	3,998,332
저신용사업자 공급 비중(A/B) % of housing units provided by low credit suppliers (A/B)	6.9%	7.4%	4.8%	6.3%	7.3%	<b>10.1%</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.3%</b>	5.7%

Note: Data are from HUG. Edited by author.



선분양제도는 주택시장의 수요자, 공급자, 그리고 정부와 같은 각 이해관계자의 요구를 충족시키면서 지속되어 왔지만 선분양 계약의 특수성으로 인한 공급자 리스크의 이전, 주택시장에서의 불완전경쟁 등이 발생한다는 점에서 제도적 보완이 필요하다. 이러한 관점에서 공급자의 계약 미이행으로부터 수요자를 보호하고 과점적 주택시장을 보완하는 분양보증이 도입되었다.

분양보증은 수분양자 보호라는 최우선 목표 이외에도 분배적 정의의 관점에서 낮은 신용도를 가지는, 즉 시장개입이 부재할 경우 주택시장에서 구축될 가능성이 높은 중소기업자에게 저렴한 요율의 보증을 공급함으로써 이들의 활발한 시장참여를 유도하고 있다.

교차보조 방식을 활용한 낮은 보증료를 편차는 고신용사업자와 저신용사업자 간의 금융비용 편차, 나아가 사업성 편차를 줄임으로써 저신용사업자의 시장 참여를 용이하게 하고, 이를 통하여 소수 고신용사업자에 의한 주택시장 과점 및 이로 인한 시장실패를 방지한다는 점에서 사회적 후생, 주로 소비자 후생, 증가에 기여한다.

다시 말해 분양보증의 주 수혜대상인 저신용사업자들이 고신용사업자들이 선호하지 않는, 즉 규모의 경제 달성 또는 사업성 확보 측면에서 다소 불리한 소규모 및 지방지역의 주택공급을 담당함으로써 소비자 선택권이 확대되고 신규주택공급의 지역적 편중을 완화되는, 즉 불완전한 주택시장의 보완이라는 관점에서 사회적 후생의 증가를 인식할 수 있을 것이다.

## 2. 연구의 의의 및 정책제언

본 연구는 이윤극대화를 목적으로 하는 민간주체가 아닌 사회적 후생 극대화를 목적으로 하는 공공부문에서 분양보증을 전담 공급하였을 때 발생하는 다양한 사회적 후생에 대하여 논하고 이를 구체적 수치로 제시한 최초의 연구이며 보증시장 개방과 관련된 정책적 의사결정의 근거가 될 수 있는 기초자료를 제시하였다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있다.

분양보증은 주택시장이라는 불완전경쟁시장을 보완하기 위하여 상대적 약자인 저신용사업자에 대하여 낮은 보증료율을 적용하여 이들의 시장 참여를 유도하고 있으며, 이러한 시장 참여기회의 균등은 과점시장의 폐해를 줄이고 소비자 선택권의 확대, 주택공급의 지역적 집중을 완화하는 사회적 후생의 증가로 이어지고 있다는 점을 확인할 수 있었다.

또한 분양보증의 사회적 후생 기여가 시사하는 점은 분양보증의 기능 또는 역할을 논할 때 분양보증을 단순히 사업자의 금융비용을 저감시킬 수 있는 금융상품의 하나로만 인식할 것이 아니라, 분양보증이 보유한 주택시장의 불완전성을 보완하는 정책적 도구로서의 기능을 반드시 염두할 필요가 있다는 점이다.

시장경계하에서 사업자별 신용위험에 따라 차등적인 보증료를

을 적용하고 고위험사업자에 대하여 보증가입을 거절하는 것은 지극히 합리적인 의사결정이다. 다만 전술한 바와 같이 주택시장은 역사적·경제적 맥락에서 완전경쟁시장이 아닌 과점시장에 가까운 형태로 발전해왔으며 보증시장 개방으로 인하여 공적 분양 보증의 역할이 약화된다면 주택시장의 불완전성이 더욱 심화될 수 있다는 측면에서 시장개방 또는 보증공급 주체 확대에 대해서는 보다 신중하고 심도있는 논의가 필요할 것이다.

## 3. 연구의 한계 및 향후 연구과제

본 연구는 분양보증의 사회적 후생을 제시함에 있어 민간 개방 시 구축될 가능성이 높은 보증건수 기준 하위 13.6%에 해당하는 저신용사업자들이 공급하는 사업장의 금융비용 절감효과, 공급 규모, 공급지역 등을 활용하였으나 해당 사업자들의 구축 또는 시장 미참여 가능성에 대한 구체적 근거가 부족하다는 점에서 한계가 존재한다. 이와 관련하여 민간 보증보험회사가 적용하는 저신용사업자 대상 보증료율 또는 발급거절율 등에 따라 본 연구에서 제시한 사회적 후생의 규모가 달라질 수 있어 이를 제한적으로 해석할 필요가 있다.

또한 본 연구에서는 분양보증의 중요한 후생이라 할 수 있는 주택공급의 변동성(volatility) 완화<sup>35)</sup> 효과에 대한 논의가 부재하였다. 금리변동에 민감한 후분양의 사업비 구조와 달리 선분양의 경우 보증료율이 금리에 따라 변동하지 않아, 신규주택에 대한 수요가 존재한다고 가정할 때 주택공급의 금리변동 민감도는 다소 낮을 수 있을 것이다. 또한 주택경기가 불황일 때 보증료율을 인상하거나 가입을 거절할 가능성이 높은 민간 보증보험회사와 달리 공공부문에서는 보증료율 변동없이 지속적으로 보증을 공급함으로써 안정적 주택공급에 기여할 수 있다. 이와 같이 예상되는 분양보증의 추가적인 사회적 후생 증가 기여는 향후 연구과제로 남겨둔다.

- 
- 주1. 당시 정부는 주택을 비생산적 소비재로 인식하여 유희자금이 주택건설 부문으로 유입되는 것을 통제하였다(김수현, 2013).
  - 주2. 다만 선분양제도로 인하여 모든 소비자가 아니라 저렴한 가격으로 분양 받은 수분양자에게만 편익이 발생한다는 점에서 편익발생의 형평성에는 논란의 여지가 존재한다(이중희, 1995).
  - 주3. 민간을 활용한 대량 주택공급을 유도하기 위하여 선분양제도 이외에도 저렴한 공공택지 공급, 청약제도, 국민주택기금을 활용한 저리융자 등이 도입되었다(천현숙, 2003; 김수현, 2013).
  - 주4. 주택시장에서의 생산자는 공급자 또는 주택사업자, 소비자는 수요자 또는 수분양자로 정의할 수 있다.
  - 주5. 이후 주택사업자 연대보증으로 인한 부도 도미노 현상에 대한 우려(임덕호, 2004)로 보증공급주체가 주택사업공제조합(현 HUG)으로 지정되었다.
  - 주6. 이외에도 주택공급 품질에 대한 경쟁, 판촉 활동이 필요하지 않아 원가 상승 압력이 적고 공급자의 재고비용이 감소할 수 있다는 장점이 있다(이중

- 희, 1995; Lai et al., 2004).
- 주7. 선분양을 흔히 한국 고유의 제도로 인식하는 경향이 있으나, 미국, 캐나다, 일본, 홍콩 등 선진국에서도 사전판매의 형식으로 선분양이 이루어지고 있다. 다만 선분양으로 판매되는 물량이 적고, 선분양의 목적이 분양대금을 직접 활용하기보다 사업성 확인을 통하여 금융기관으로부터의 원활한 재원조달을 위한다는 차이가 있다(김진유, 2020).
- 주8. 선분양계약은 계약금(down payment)을 콜옵션(call option)의 가격으로 볼 수 있다는 측면에서 옵션계약으로 볼 수 있다(Lai et al., 2004; Chan et al., 2012). 다만 분양계약의 이행이 강제되는 한국의 상황과는 차이가 있음에 유의하여야 한다.
- 주9. 선분양제도는 공급자가 수요자에게 위험을 전가하고, 이자소득을 착취하면서도 공급자의 초과이익을 보장하는 비경쟁적인 시장구조라는 주장(임덕호, 2009)도 존재한다.
- 주10. 2002년 기준 주택건설사업의 매출액 불평등도를 지니계수로 측정하면 0.60255 수준이며 이는 동 산업구조가 매우 불균등한 상태임을 의미한다(오동훈, 2003).
- 주11. 선분양의 계약금(down payment)과 옵션 실행가격(exercise price, 잔금)의 구성비율을 결정할 때, 수요자는 공급자의 분양포기(abandonment) 또는 열등한 주택(inferior product)을 공급할 확률을 줄이기 위하여 “낮은 계약금-높은 잔금” 구성을 선호하며, 이로 인하여 저금리로 재원을 조달할 수 있는 대형 디벨로퍼가 시장지배력을 가지는 자연적 독과점시장(oligopolistic in nature)이 형성된다(Lai et al., 2004).
- 주12. 이러한 주택양산은 아파트에 대한 소비자들의 높은 선호도, 분양가격 통제에 의한 낮은 가격 등에서 기인하는 초과수요에 의하여 뒷받침되었다(하성규, 1992; 천현숙, 2003).
- 주13. 대형 건설업체는 중소 건설업체에 비하여 높은 신용도를 바탕으로 사업자금을 저리에서 조달할 수 있으며 동원할 수 있는 자기자본이 크다는 점에서 대규모 공동주택 건설분야에서 경쟁력을 가진다(최막중 외, 2014).
- 주14. 이외에도 중소기업의 경우, 좋은 품질의 주택을 공급해왔다는 명성(reputation)이나 브랜드 가치(name value)가 부족하여 시장에서 소외되기도 한다(오동훈, 2003; Lai et al., 2004).
- 주15. 정부의 가격통제로 인한 낮은 주택가격, 지속적 주택가격 상승을 경험한 수요자들의 선분양 선호 심리(the last bus fear) 등이 초과수요의 요인으로 꼽히고 있다(하성규·김연영, 1991; 천현숙, 2003; Chan et al., 2008).
- 주16. 시장개입으로 인한 공급자 손실을 보상하기 위하여 선분양제도가 도입되었음을 전술한 바 있다.
- 주17. 약정된 품질 이하의 주택을 공급받음으로 인하여 발생하는 불편은 하자보수에 대한 별도 보증을 통하여 보상된다.
- 주18. 입주자 모집시점을 조기화, 즉 선분양을 하기 위해서는 주택도시보증공사의 분양보증이 필수적이다.
- 주19. 주택업계는 분양가격 규제에 인하여 주택공급이 위축된다고 주장하고 있으나 이와는 반대로 분양가상한제로 인하여 주택공급이 위축되었다는 주장을 지지하기 어렵다는 연구(김성욱·김지현, 2010)도 존재한다. 동 연구에서는 분양가상한제 실시 전후의 주택공급량을 분석하였을 때 공급이 큰 변화를 보이지 않았다는 점을 그 근거로 제시하고 있다.
- 주20. 시장실패로 인한 정부개입 당위성에 대한 논의와는 별개로 분양가 규제로 인하여 시장왜곡(market distortion)이 발생할 수 있다는 점에 대해서는 대체로 의견이 일치하나(임덕호, 1993a; 1993b; 2004; 2009; 서승환, 1994; 정호진, 2007; 김지현, 2010; 윤종만·박강우, 2017) 그 영향력이 제한적이라는 주장(김성욱·김지현, 2010; 고영천, 2021) 또한 존재한다.
- 주21. 분양가 규제책은 무주택 실수요자를 위한 주택공급 질서의 확립이라는 측면에서 추진되었으며(하성규, 1992) 이는 주택시장에서 구매력이 부족한 가구를 위한 주거복지의 일환(하성규, 2003)으로 이해될 수 있다.
- 주22. 분양보증이 부재할 경우 선분양제도가 운영될 수 없다는 측면에서 저자는 선분양으로 인한 사회적 후생 중 일부를 분양보증 공급으로 인한 사회적 후생으로 인식하고자 한다. 다만 이러한 인식에 대하여 이견이 존재할 수 있다.
- 주23. 주택건설사업에 주로 PF(Project Financing)이 활용된다는 점에서 PF금리를 적용하고자 하며 분석의 용이성을 위하여 주간수수료, 취급수수료, 미인출수수료 등의 PF 취급 시 발생할 수 있는 제 비용은 고려하지 않기로 한다. 이를 감안할 경우 후분양의 금융비용은 보다 증가할 수 있다. 본 연구에서는 PF금리 구득이 용이하지 않아 대리변수로 무보증 회사채 3년물 금리를 활용하였다.
- 주24. 공동주택 분양사업에 대한 사업타당성 검토 시, 보수적으로 분양대금 및 PF로 인한 현금유입 비중을 약 2:1 수준으로 가정한다.
- 주25. 선분양으로 인한 금융비용 절감효과를 보다 보수적으로 산정하기 위하여 선분양 시에도 일부 PF 금융비용이 발생하는 것으로 가정하였다. 물론 자기자본이 충분한 사업자의 경우, 분양대금만으로도 사업추진이 가능하며, 이러한 경우 금융비용 절감편익이 더욱 크게 나타날 수 있다.
- 주26. 본 논문에서 주로 다루고자 하는 금융비용 절감 및 이로 인한 사회적 후생의 증가는 사업자별 신용등급의 차이에서 기인하는 것이며, 사업자 규모와 신용등급을 병기함으로 인하여 발생하는 혼선을 줄이기 위하여 대형 사업자는 고신용사업자, 중소 사업자는 저신용사업자로 표기하기로 한다.
- 주27. 정의로운 자원배분(resource allocation)에 대한 논의로 시장기능에 의한 분배(자유주의), 최대다수의 최대행복을 추구하는 분배(공리주의), 물질적 가치의 평등을 정의라고 보는 분배(평등주의), 차별당하는 이들을 보상하는 분배(롤스의 정의론) 등 다양한 관점이 존재하고 있다(나성린 외, 2022).
- 주28. HUG 신용등급은 회사채 신용등급에 비하여 다소 높게 측정되는 경향이 있다. 예를 들어 2021년 기준 지에스건설의 신용등급군은 우량(A+)에 속하나 HUG의 신용등급은 초우량(AAA)으로 적용되고 있다.
- 주29. 신용등급이 가장 낮은 B등급의 금리는 16.69%이며 신용등급이 가장 높은 AAA등급의 금리는 2.29%로 금리차이는 14.4%p 수준이다.
- 주30. 신용등급이 가장 낮은 D등급의 보증료율은 0.408%이며 신용등급이 가장 높은 AAA등급의 보증료율은 0.228% 수준으로 보증료를 편차는 0.12%p이다.
- 주31. 회사채의 경우 최저 신용등급이 B이며 보증료율의 최저 신용등급이 D라는 점에서 신용등급을 잘못 매칭한 것으로 보일 수 있다. 하지만 보증료를 적용등급의 경우 HUG 자체 신용평가등급으로 회사채 등급과 표기 차이가 있으며, 회사채 기준 B등급이 정크본드(junk bond), HUG 신용평가기준 D등급 업체가 부도업체 수준이라는 점에서 두 등급은 유사한 수준을 의미하는 것으로 볼 수 있다.
- 주32. 해당 수치는 PF 이용여부에 따른 이자비용(interest expense) 차이를 나타내기 위한 값으로 익명의 심사위원이 지적한 것과 같이 주택사업자의 자기자본비용을 감안할 경우, 절감금액 및 비중은 낮아질 수 있다.
- 주33. 일반적으로 분양보증 금액은 계약금과 중도금의 합계액으로 총사업비의 70% 수준이다.
- 주34. 실제 신용등급군이 양호 이상인 고신용사업자가 공급한 8,567개 사업장 중 100세대 미만을 공급한 사업장은 1,366개소(약 16%)로 고신용사업자는 소규모 사업보다 대규모 공급사업에 대한 선호를 보인다고 할 수 있다.
- 주35. 분양보증이 부재한 국외에서는 선분양제도 자체로 인한 재고주택 가격발견(price discovery), 가격 안정화(price stabilization) 및 변동성 전이(volatility transmission)에 대한 연구(Chau et al., 2003; Wong et al., 2006; Wong et al., 2007)가 이루어지고 있다.

## 인용문헌 References

- 고영천, 2021. “민간주택분양가 상한제 정책효과분석”, 『도시행정학보』, 34(2): 57-76.  
Koh, Y.C., 2021. “Effect of Price Ceiling Policy for Private Houses”, *Journal of the Korean Urban Management Association*, 34(2): 57-76.
- 김성욱·김지현, 2010. “주택분양시장 추이를 통해서 본 분양가상한제의 의의와 한계: 공분산분석을 이용하여”, 『한국지역개발학회지』, 22(3): 97-121.  
Kim, S.W. and Kim, J.H., 2010. “The Significance and Limitations of Price Control on New Apartments by Applying AN-COVA”, *Journal of The Korean Regional Development Association*, 22(3): 97-121.
- 김수현, 2013. “동아시아 주택정책 모델 논의와 시사점: 자산기반 복지 논의를 중심으로”, 『주택연구』, 21(2): 93-118.  
Kim, S.H., 2013. “A Study on the East Asian Housing Policy Model and Its Implication: Focused on Property-based Welfare System”, *Housing Studies Review*, 21(2): 93-118.
- 김일영, 2000. “1960년대 한국 발전국가의 형성과정: 수출지향형 지배연합과 발전국가의 물적 기초의 형성을 중심으로”, 『한국정치학회보』, 33(4): 121-143.  
Kim, I.Y., 2000. “The Process of Formation of a Developing Nation in Korea in the 1960s”, *Korean Political Science Review*, 33(4): 121-143.
- 김지현, 2010. “분양가규제의 문제점과 개혁방향”, 『도시행정학보』, 23(3): 271-301.  
Kim, J.H., 2010. “A Study on the Regulatory Reform of New Apartment Price in Korea”, *Journal of The Korean Urban Management Association*, 23(3): 273-303.
- 김진우, 2020. “해외 선분양 사례 및 전문가의견 조사를 통한 효과적인 후분양 활성화방안 연구”, 『주택도시연구』, 10(3): 119-147.  
Kim, J.Y., 2020. “Effective Activation Plan of Post-construction Sales through the Comparative Study of Foreign Pre-sale Systems and the Surveys of Housing Experts”, *SH Urban Research & Insight*, 10(3): 119-147.
- 나성린·전영섭·홍성훈·허은정, 2022. 『공공경제학』, 서울: 박영사.  
Na, S.R., Jeon, Y.S., Hong, S.H., and Heo, E.J., 2022. *Public Economics*, Seoul: Pakyoungsa.
- 서승환, 1994. “분양가 자율화와 주택가격”, 『주택연구』, 2(2): 5-26.  
Seo, S.H., 1994. “The Deregulation of New Apartment Sale Prices”, *Housing Studies Review*, 2(2): 5-26.
- 오동훈, 2003. “우리나라 주택건설시장구조 측정에 관한 연구”, 『도시행정학보』, 16(1): 25-47.  
Oh, D.H., 2003. “A Study on Estimating the Structure of Housing Construction Market in Korea”, *Journal of the Korean Urban Management Association*, 16(1): 25-47.
- 윤종만·박강우, 2017. “분양가 상한제의 재고주택가격에 대한 영향: 서울시 동별 패널자료를 이용한 이중차분법의 적용”, 『주택연구』, 25(2): 45-69.  
Yoon, J.M. and Park, K.W., 2017. “The Effect of Price Ceiling System on Existing Housing Prices: An Application of Difference-in-Differences Methods on the Dong-Level Panel Data of Seoul”, *Housing Studies Review*, 25(2): 45-69.
- 이상영·손진수, 2015. “주택 선분양시스템의 활용방안에 관한 연구”, 『부동산학보』, 63: 268-282.  
Lee, S.Y. and Son, J.S., 2015. “A Study on the Application of Korean Housing Pre-sales Systems”, *Korea Real Estate Academy Review*, 63: 268-282.
- 이석희·임재만, 2018. “공동주택 선분양 계약 중도해제옵션 가치 평가”, 『주택연구』, 26(2): 41-59.  
Lee, S.H. and Lim, J.M., 2018. “A Valuation of Abandon Option of Housing Pre-sale Contracts”, *Housing Studies Review*, 26(2): 41-59.
- 이중희, 1995. “신축주택의 분양시기에 관한 효과분석 및 개선방안”, 『주택연구』, 3(2): 5-28.  
Lee, J.H., 1995. “Economic Analysis and Reformatory Strategy of Sales Timing of Newly-built Houses”, *Housing Studies Review*, 3(2): 5-28.
- 임덕호, 1993a. “분양가 규제의 경제적 비효율성에 관한 연구”, 『주택연구』, 1(1): 23-40.  
Lim, D.H., 1993a. “The Economic Inefficiency of Price Ceiling System in the Lotting-out of Newly Constructed Apartment Unit”, *Housing Studies Review*, 1(1): 23-40.
- 임덕호, 1993b. “분양가격의 자율화 방안”, 『주택연구』, 1(2): 5-19.  
Lim, D.H., 1993b. “A Scheme for the Deregulation of Lotting-out Price”, *Housing Studies Review*, 1(2): 5-19.
- 임덕호, 1996. “비대칭적 주택시장정보의 파생효과와 보완방안: 분양주택 성능 개선을 중심으로”, 『주택연구』, 4(2): 27-43.  
Lim, D.H., 1996. “The Derived Effects of Asymmetric Information in Housing Market and a Complementary Scheme”, *Housing Studies Review*, 4(2): 27-43.
- 임덕호, 2004. “후분양제의 도입 필요성과 도입 방안”, 『주택연구』, 12(1): 45-70.  
Lim, D.H., 2004. “The Necessity and Device to Introduce Lotting-out System after Completion in the Housing Market”, *Housing Studies Review*, 12(1): 45-70.
- 임덕호, 2009. “주택시장 정상화 방안 - 아파트 분양시장을 중심으로 -”, 『주택연구』, 17(2): 257-282.  
Lim, D.H., 2009. “Normalization Scheme in Korean Housing Market - Case of an Apartment Built for Sale -”, *Housing Studies Review*, 17(2): 257-282.
- 정호진, 2007. “분양가상한제에 따른 민간주택공급업자 규제개선 방안에 관한 연구”, 『주거환경』, 5(1): 1-15.  
Jeong, H.J., 2007. “A Study on the Regulation Improvement for Private Housing Supplier in Relation to the Price Cap Regulation in Pre-sale Price of Housing”, *Journal of The Residential Environment Institute of Korea*, 5(1): 1-15.
- 주택도시보증공사, 2022. 『2021 업무통계연보』, 부산: Korea Housing and Urban Guarantee Corporation, 2022.



- 2021 Business Statistical Yearbook, Busan.
21. 지주형, 2013. “한국의 국가 발전: 개발주의에서 신자유주의로”, 한국사회학회 2013 전기 사회학대회, 강원대학교, 203-211.  
Ji, J.H., 2013. “Development of Korea”, paper presented at the Korean Sociological Association for the Sociological Studies, Kangwon National University, 203-211.
  22. 천현숙, 2003. “아파트 주거 확산 요인에 관한 연구”, 「국토연구」, 37: 65-81.  
Cheon, H.S., 2003. “A Study on Rapid Spread of Apartment Housing in Korea”, *The Korea Spatial Planning Review*, 37: 65-81.
  23. 최막중·임이랑·박규진, 2014. “주택의 대량공급을 위한 한국 도시개발 모형의 실증적 특성”, 「국토계획」, 49(4): 141-153.  
Choi, M.J., Lim, I.R., and Park, K.J., 2014. “Empirical Evidences of Korean Urban Development Model for Mass Production of Housing”, *Journal of Korea Planning Association*, 49(4): 141-153.
  24. 하성규, 1992. “한국 사회와 주택의 분배 구조”, 「철학사상」, 2: 91-107.  
Ha, S.K., 1992. “Distributive Pattern of Housing”, *Journal of Philosophical Ideas*, 2: 91-107.
  25. 하성규, 2003. “신자유주의시대 주거복지에 관한 이론적 논의”, 「한국지역개발학회지」, 15(4): 71-96.  
Ha, S.K., 2003. “Tendencies and Characteristics of Housing Welfare Policies in the Era of New Liberalism”, *Journal of The Korean Regional Development Association*, 15(4): 71-96.
  26. 하성규·김연명, 1991. “한국의 주택정책과 이데올로기”, 「국토계획」, 26(1): 23-41.  
Ha, S.K. and Kim, Y.M., 1991. “Housing Policy and Ideology in Korea”, *Journal of Korea Planning Association*, 26(1): 23-41.
  27. 하성규·최성연, 1998. “1980년대 신규주택 배분에 관한 연구”, 「국토계획」, 33(6): 117-130.  
Ha, S.K. and Choi, S.Y., 1998. “The Allocation of Newly Constructed Housing in the 1980s”, *Journal of Korea Planning Association*, 33(6): 117-130.
  28. Chan, S.H., Fang, F., and Yang, J., 2008. “Presales, Financing Constraints, and Developers' Production Decisions”, *Journal of Real Estate Research*, 30(3): 345-376.
  29. Chan, S.H., Wang, K., and Yang, J., 2012. “Presale Contract and Its Embedded Default and Abandonment Options”, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 44(1): 116-152.
  30. Chau, K., Wong, S.K., and Yiu, E.C.Y., 2003. “Price Discovery Function of forward Contracts in the Real Estate Market: An Empirical Test”, *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 8(3): 129-137.
  31. Lai, R.N., Wang, K., and Zhou, Y., 2004. “Sale before Completion of Development: Pricing and Strategy”, *Real Estate Economics*, 32(2): 329-357.
  32. Li, L. and Chau, K.W., 2019. “What Motivates a Developer to Sell before Completion?”, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 59(2): 209-232.
  33. Wong, S.K., Yiu, C., Tse, M., and Chau, K., 2006. “Do the forward Sales of Real Estate Stabilize Spot Prices?”, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 32(3): 289-304.
  34. Wong, S.K., Chau, K.W., and Yiu, C., 2007. “Volatility Transmission in the Real Estate Spot and Forward Markets”, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 35(3): 281-293.

Date Received 2022-08-23  
 Date Reviewed 2022-10-17  
 Date Accepted 2022-10-17  
 Date Revised 2022-10-21  
 Final Received 2022-10-21