

# ‘부동산PF위기’ 원인 진단과 정책적 대응방안

2022. 11.

김 정 주

■ 서론 .....	4
■ 국내 부동산PF사업의 구조적 특징과 문제점 진단 .....	7
■ 시공사 측면에서 바라본 부동산PF 위기상황 진단 .....	19
■ 위기 극복을 위한 정책적 대응방안 모색 .....	24
■ 결론 .....	32



○ 최근 부동산PF 부실 가능성에 대한 우려가 본격적으로 제기

- 부동산PF란 부동산개발사업의 추진에 필요한 자금을 PF방식으로 조달하는 기법을 말하는데, 국내 부동산PF는 ① 브릿지론-본PF-집단대출이라는 단계적 대출 및 상환 구조와 ② 시공사의 신용보강이 담보가 되는 담보대출적 성격이 주된 특징
- 지난 수년간 이어진 우호적인 부동산경기 흐름 속에서 전국적으로 부동산PF사업들이 추진됐는데, 부동산PF시장 내 금융사들의 참여 방식이 다양해지고, PF공급 규모 역시 크게 늘어났으며, 유동화증권 등을 통한 자본시장과의 연계성도 매우 커져 있는 상태
- 때문에 부동산PF사업들의 수익성이 악화되기 시작하자, 이미 경색국면에 놓여있던 채권시장을 중심으로 부동산PF사업의 위기 발생 가능성에 대한 징후가 본격적으로 포착되기 시작한 것

○ 부동산PF 부실화에 따른 시장충격 완화를 위해 정부가 다각적인 대책을 내놓고 있는 상황

- 금년 중반 이후 이미 자본시장에서 신용경색이 발생하고 있던 상황에서 ‘레고랜드 사태’가 벌어짐. 채권시장을 중심으로 신용경색 문제가 크게 악화되자, 정부는 10월 23일과 11월 1일에 각각 50조원과 95조원 규모의 유동성 공급대책을 발표

○ 정부 정책이 금융시장 안정화에 초점이 맞춰져 있어 위기대응 측면에서 다소 한계점 존재

- 정부의 조치는 높은 신용등급의 대기업 회사채나 금융채에 대한 지원 중심이기 때문에, 부동산PF사업과 관련해서는 일부 대형 우량사업장을 제외하고는 유동성 공급장치로서 한계가 있고, 특히 본PF의 부실가능성에 대한 대응조치로서는 불충분한 측면이 존재

○ 현 위기상황의 발생원인이 복합적임을 고려해, 다각적 측면에서의 대응책 마련이 필요

- 현 위기의 이면에는 과도한 부동산 규제, 예측하지 못한 금리 및 원자재 가격의 상승, 부동산PF 구조적 문제점 등 복합적인 요인이 작용
- 또한 부동산PF위기가 현실화할 경우, 금융시장뿐만 아니라 가계부채 부실 문제가 촉발되어 거시경제 전반에 악영향을 미칠 가능성이 있으므로, 신속한 대응책의 마련·실행이 요구되는 상황

○ 세부적으로 ① 그간 누적된 과도한 부동산 규제의 과감한 완화, ② 본PF부실에 대한 사전 억제책 보강과 시공사들에 대한 유동성 공급장치 마련, ③ 부실사업장을 조기 정리할 수 있는 공적 채무조정 프로그램 가동, ④ 최근 정부가 발표한 주택공급정책과 연계한 PF사업의 공급물량 흡수 등 다각적 대응방안의 모색 및 실행이 필요

- 지난 5년간 누적된 각종 부동산거래 및 보유에 관한 규제들을 신속하게 완화함으로써 부동산시장의 정상화를 통해 부동산PF사업들의 정상적 추진 여건을 조성해 주는 것이 필요
- 본PF 단계에서 유동성 위기에 처해 있는 사업장과 PF에 신용보강을 제공한 시공사들에 대한 유동성 공급장치가 마련돼야 할 것
- 부실채권과 미분양물량의 누적에 따른 부동산시장의 하방 압력을 완화하기 위해 선제적으로 공적인 채무조정 프로그램을 운영하는 것을 고려할 필요
- 정부가 추진키로 한 주택공급정책과 연계해 부동산PF 부실에 따른 시장에서의 영향을 완화하는 방안에 대한 고민 역시 필요할 것

## I 서론

2014년 이후부터 작년 말까지 저금리 기조 하에서 다량의 시중유동성이 부동산시장으로 유입됨으로써 수도권을 중심으로 부동산(특히 주택) 가격이 크게 상승

- 2020년과 2021년에는 개인들에 의한 소위 ‘영끌’ 주택매수세까지 이어지면서, (가격지수 기준) 전년 대비 평균 10%를 넘는 가격상승세가 전국적으로 관찰

〈표 1〉 주택가격지수<sup>주</sup> 증감률(전년 말 대비) 변화 추이

(단위 : %)

연도	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
전국	5.0	6.6	2.9	1.0	1.2	1.9	16.7	18.4
수도권	4.4	7.7	5.3	3.8	7.1	4.2	21.3	24.3
지방	5.5	6.0	1.3	-1.2	-3.7	-0.4	12.1	12.1

주 : 공동주택 통합 매매 실거래가격지수 이용

자료 : 통계청(KOSIS)

부동산가격 상승에 따라 부동산개발사업들이 전국적으로 추진됐고, 그에 따라 건설수주 역시 역대 최고치를 기록

- 2015년 대비 2020년 기준 개발사업 추진 건수는 2배 이상 늘어난 4,431건에 이르는 것으로 확인되며, 건설수주 역시 급증해 2021년도 말 기준 총 수주액은 2014년 대비 약 2배로인 197조원에 이르는 것으로 확인

〈표 2〉 연도별 부동산개발사업 사업건수 현황

(단위 : 건)

연도	2015	2016	2017	2018	2019	2020
개발사업 건수	1,918	2,535	3,261	2,627	2,722	4,431

자료 : 공공데이터포털(부동산개발업 연도별 사업실적 현황 정보)

〈표 3〉 건설수주액 변동 추이

(단위 : 조원)

연도	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
공공	40.7	44.7	47.4	47.3	42.3	48.1	35.5	34.4
민간	66.7	113.3	117.5	113.1	112.2	118	144.4	162.7
계	107.4	158	164.9	160.4	154.5	166	179.9	197.1

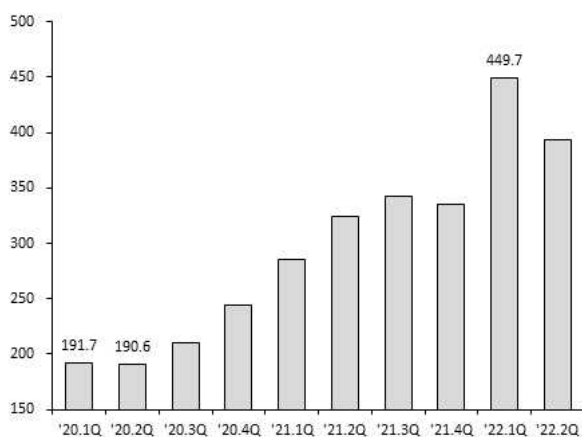
주 : 경상가격 기준

자료 : 통계청(KOSIS)

## ❖ 하지만 최근 국내·외 경제상황이 크게 반전되고 있고, 이 과정에서 국내 부동산PF시장과 금융시장의 불안정성이 단기간에 크게 커진 상태

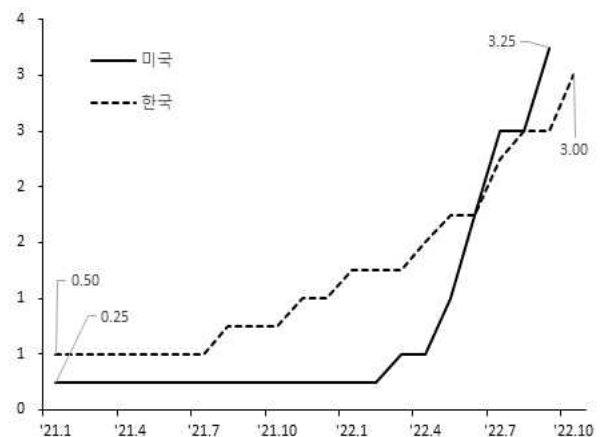
- 세계 경제가 2020년 하반기부터 점차 회복세를 보이면서 원자재 가격이 상승추세로 전환된 가운데<sup>1)</sup> 금년 초 우크라이나 전쟁 발발로 원자재가격이 급등했고,<sup>2)</sup> 2021년부터 건조한 경제성장세를 보이기 시작한 미국이 물가상승 억제를 위해 기준금리를 빠르게 인상하면서 국내 금리 역시 동반상승<sup>3)</sup>
- 이 과정에서 국내 부동산 개발사업들 상당수가 건자재 가격과 금융조달비용 상승에 따른 수익성 악화를 경험하기 시작했는데,<sup>4)</sup> 금년 중반 이후 금융당국이 금융사들에 대한 부동산PF공급 규제를 보다 강화하기 시작하면서 다수 사업장에서 금융경색이 심화<sup>5)</sup>
- ‘코로나 사태’로 피해를 입은 중소기업·소상공인들에 대한 금융권의 대출만기 연장 및 상환유예 여력을 제공하기 위해 완화했던 유동성커버리지비율(liquidity Coverage Ratio, LCR) 규제를 금융감독 당국이 금년 초부터 정상화하기 시작하면서 채권시장에도 자금경색이 발생하기 시작<sup>6)</sup>

〈그림 1〉 원자재 가격지수 변동 추이  
(1995.12=100)



자료 : 한국수입협회

〈그림 2〉 미국과 우리나라 기준금리 변동 추이  
(단위 : %)



자료 : 한국은행

- 특히 대출 지난 9월에 발생한 일명 ‘레고랜드 사태’로 채권시장의 불안정성이 심화되면서 부동산PF 사업들의 금융조달 여건이 건잡을 수 없이 악화되기 시작<sup>7)</sup>

1) 김바우 외(2021.11.), 「최근 원자재 가격 상승의 배경과 국내 제조업에 미치는 영향」, KIET산업경제

2) 서울경제(2022.4.1.), 원자재 가격, 전쟁으로 1분기에 29%나 올랐다... "32년만 최고치"

3) 한국은행 뉴욕사무소(2021.12.), 「2022년 미국경제 전망 및 주요 이슈」, 동향분석 ; 한국은행 뉴욕사무소(2022.8.), 「최근 미국경제 상황과 평가」, 동향분석 참고

4) 한국경제(2022.4.18.), 건설현장 댈친 원자재값 폭등... "이 금액으로 못해" 아우성 ; 뉴데일리경제(2022.6.23.), 시멘트 46.5% ↑·철근 72.5% ↑... 건설업계 "건자재 수급불안 비상조치 취하라" 등 언론보도 참조

5) 연합뉴스(2022.9.23.), 내년 6월 부동산PF발 캐피탈사 위기로 대두 ; 쿠키뉴스(2022.9.30.), '부동산 PF 불황'에도 증권사 수익은 선방하는 이유 [알기쉬운 경제]

6) 팩스넷뉴스(2022.7.22.), 은행권, 'LCR 관리 모드' 고유동성자산 매입 속도 ; 연합뉴스(2022.10.20.), 은행 LCR 정상화 6개월 유예... 유동성 규제 완화 등 언론보도 참고

〈그림 3〉 회사채 발행금리 동향

(단위 : %)



자료 : 금융투자협회 채권정보센터

〈표 4〉 채권 발행액 변동 추이

(단위 : 억원)

구분	'22.7월	'22.8월	'22.9월	'22.10월
국채	128,673	162,136	98,031	127,183
지방채	3,240	3,353	3,277	4,207
은행채	247,100	181,900	258,800	205,300
회사채	64,002	53,974	53,162	36,921
기타금융채	45,100	89,430	36,350	16,907
ABS	11,132	25,584	39,177	14,758
기타	155,728	168,757	150,706	146,380
총계	654,975	685,134	639,503	551,656

주 : 기타금융채에는 보험회사채, 할부금융채, 신용카드채 등이 포함

자료 : 금융투자협회 채권정보센터

❖ 현재 국내 부동산PF시장과 금융시장은 서로 긴밀하게 맞물려 있어, 일부 개발사업장에  
서의 부실이 금융시장 전체의 불안정으로 이어질 가능성

- 지난 수개월 동안 부동산PF사업장의 수익성이 악화되어 왔기 때문에, 이미 상당수 사업장은 한계상황에 직면해 있을 것으로 예상되며,<sup>7)</sup> 자금시장 내 신용경색이 심각한 상태에서 부동산PF사업 일부가 부실화할 경우 일부 금융기관들의 동반부실 문제를 초래해 금융시장 전체에 충격을 줄 가능성

❖ 본 보고서에서는 이와 관련해 ① 위기의 진원지로 지목되고 있는 국내 부동산PF사업의 구조적 특징과 문제점을 살펴본 뒤, ② 위기발생의 트리거(trigger)로 작동할 가능성이 있는 건설사들의 부실위험을 진단하고, ③ 이에 대한 다각적인 정책대안을 모색·제시

- 국내 부동산PF는 사업시행주체의 신용이 아닌, 시공사로 참여하는 건설사나 타 금융기관의 신용보강을 토대로 공급이 이뤄지는 경향이 커서, 시행주체-시공사-부동산PF의 부실가능성이 서로 연결되어 있고, 이것이 다시 금융시장의 위기로 전이되기 쉬운 구조
- 따라서 지금의 위기 문제를 완화하기 위해서는 건설시장-부동산PF시장-금융시장의 전반적인 구조 하에서 취약 부분을 확인하고, 그에 대한 대응방안을 모색하는 것이 필요
- 본 보고서에서는 이러한 관점에서 ① 국내 부동산PF사업의 구조적 문제점을 확인한 뒤, ② 현재 정책당국의 관심 사항에서 벗어나 있는 시공사의 부실로 인한 부동산PF의 부실가능성을 진단하며, ③ 현 위기상황의 극복을 위해 긴급히 실행할 필요가 있을 것으로 생각되는 정책적 방안들을 모색·제시

7) 한겨레(2022.10.11.), 조각날라 레고랜드처럼... 부동산PF 대출, 연쇄부실에 떠다 ; 경향신문(2022.9.22.), 부동산 가격 하락에 비금융권 PF 대출 건전성 악화 우려

8) YTN(2022.10.25.), 커지는 부동산 PF 대출 부실 위험... "이미 부도 많이 나"

## Ⅱ 국내 부동산PF사업의 구조적 특징과 문제점 진단

### 1. 부동산PF사업의 개념

■ PF(Project Financing)이란 투자대상이 되는 사업으로부터 발생하는 미래 현금흐름을 상환재원으로 하여 자금을 조달하는 금융기법을 말하며, 부동산PF는 투자대상이 부동산개발사업인 PF를 의미

- 이론적으로 PF는 대상사업 자체의 성공 가능성에 대한 예상을 토대로 이뤄지는 투자금융으로, 차입 주체의 신용도나 제공 담보 등을 토대로 금융이 이뤄지는 '기업금융'(corporate financing)과는 상이
- PF는 사업추진을 위해 금융을 필요로 하는 사업주체와는 별개의 법률적 사업시행주체(주로 특수목적법인)가 사업수행 및 금융조달의 주체가 되며, 사업이 부실화되는 경우에도 채권단의 사업주체에 대한 소구권이 제한되는 특징 존재

〈표 5〉 PF와 기업금융의 비교

구분	PF	기업금융
차주	주로 특수목적법인(SPC)	사업주체
담보	- 사업으로부터 발생하는 미래 현금흐름 - 특수목적법인의 프로젝트 자산	- 사업주체의 신용 - 사업주체가 제공하는 담보
채권 보전	- 프로젝트 자산에 대한 담보권 실행 - 프로젝트 참여자가 제공한 보증 및 담보에 대한 소구권 실행	- 사업주체 자산에 대한 전면적인 소구권 행사 - 연대보증인에 대한 소구권 실행
차입금 회계처리	- 특수목적법인의 채무(사업주체와 분리, 부외금융)	- 사업주체의 채무
자금관리	- escrow 계정 운영	- 사업주체 임의로 관리
장점	- 차입 기간이 상대적으로 장기 - 사업주체의 채무비율 완화 가능 - 대규모 프로젝트 추진에 적합 - 사업 부실시 사업주체의 책임 제한	- 자금조달 구조가 단순해 비용 절감 가능 - 신속한 의사결정 가능
단점	- 복잡한 사업구조로 인한 비용 증가 - 특수목적법인의 주주 구성 특성이 사업 추진에 걸림돌로 작용 가능	- 차입 기간이 상대적으로 단기 - 사업주체의 채무비율 증가(추가 차입 제약) - 대규모 프로젝트 추진에 불리

자료 : 김정주 외(2021), 「건설금융 실태점검과 개선방안 도출」, 한국건설산업연구원

■ 최근 언급되는 부동산PF사업이란 PF방식으로 자금조달이 이뤄지는 부동산개발사업을 통칭하는 개념

- 흔히 부동산PF사업을 공동주택이나 오피스텔 건설사업으로 이해하나, 사업비 조달방식 측면에서는 도시정비사업이나, 리츠, 부동산펀드를 통한 사업도 넓은 의미에서 부동산PF사업으로 이해 가능

## 2. 국내 부동산PF의 조달 및 상환 구조

### 부동산PF사업 역시 부동산개발사업이므로 추진절차는 일반적인 개발사업 절차와 동일

- 부동산PF사업 추진절차는 ① [1단계] 토지매입과 인허가 완료까지의 '착공 전 단계', ② [2단계] 개발과 분양이 시작되는 '공사 단계', ③ [3단계] 공사가 완료된 이후인 '준공 이후 단계'로 구분 가능

### 그런데 국내 부동산PF사업은 추진단계별로 '브릿지론'-'본PF'-'집단대출'이라는 상이한 성격의 PF가 순차적으로 조달·상환되는 특징이 존재

- 사업 건별로 절차와 금융조달 구조가 다소 상이할 수 있으나, 위 1단계에서는 토지매입 잔금 및 초기사업비 조달을 위한 '브릿지론'<sup>9)</sup>이 실행되고, 2단계에서는 인허가와 시공사 선정이 이뤄진 뒤 건축비용 일부를 조달하기 위해 이뤄지는 '본PF'가 실행
- 분양 목적의 개발사업에서는 착공 직후 '선분양'이 이뤄지는 것이 일반적이는데, 2단계와 3단계에 걸쳐 실행되는 일명 '집단대출'(중도금대출과 잔금대출)이 실행 사업비 조달 목적으로 활용되기 때문에, 집단대출 역시 일종의 PF로서의 성격을 보유
- 즉 국내 부동산PF는 브릿지론, 본PF, 집단대출이라는 상이한 성격의 PF가 사업추진 과정에서 시차를 두고 실행되면서, 앞서 실행된 대출이 이후에 실행된 대출을 통해 상환되는 연쇄적인 조달 및 상환구조를 가지고 있다는 특징이 존재

### '브릿지론', '본PF', '집단대출'은 금융의 성격과 공급 주체가 상이

- 브릿지론은 ① 인허가에 대한 불확실성이 존재하는 상황에서 이뤄지는 단기(통상 1년 이내)-중·고금리(통상 연 10% 이상) 대출이며, ② 주로 수신기능이 없거나 제1금융권에 비해 경쟁력이 떨어지는 제2금융권 등(주로 여전사, 저축은행, 새마을금고, 증권사, P2P 업체 등)에서 취급
- 본PF는 ① 공사 기간, 입주개시 시점 등이 고려된 장기(통상 3-5년)-중·저금리(연 10% 미만) 대출이며, ② 주로 제1금융권(은행)을 포함한 기관투자자들이 직접 대주단을 구성해 대출이나 지분참여 방식으로 참여하거나, PF대출을 담보로 하여 발행되는 유동화증권<sup>10)</sup>을 매입하는 방식으로 금융 공급에 참여
- 집단대출의 경우 개발사업이 안정화된 상태에서 이뤄짐으로써 장기·저리 대출의 성질을 띠고, 제1·2 금융권이 모두 대출에 참여
- 참고로 주택금융공사(HF)와 주택도시보증공사(HUG)가 본PF와 집단대출에 있어 신용보강(대출보증)을 제공함으로써, 원활한 PF공급을 지원하는 기능을 수행

9) 소위 '토지매입비대출'로 알려진 일명 '에쿼티대출'은 브릿지론에 포함시켜 본문을 기술

10) PF 유동화증권에 대해서는 다음 페이지에서 기술



〈표 6〉 부동산PF사업 단계별 자금 조달 및 상환

단계 구분	착공 전 단계	공사 단계	준공 이후 단계
주요 활동	토지매입, 인허가 추진, 시공사 선정	착공, 분양	입주, 운영
PF 공급	브릿지론	본PF	집단대출(잔금 대출), 담보대출, 매각대금 등
PF공급 금융기관	증권사, 자산운용사, 상호금융기관, 여전사, 새마을금고, 저축은행 등	기관투자자(은행, 보험사, 연기금 등), 상호금융기관, 여전사, 새마을금고, 저축은행 등	은행, 저축은행, 상호금융기관, 보험사 등
PF보증	-	주택금융공사, 주택도시보증공사 <sup>주1)</sup>	주택금융공사, 주택도시보증공사 <sup>주2)</sup>
PF 사용	토지계약대금, 초기사업비 충당	공사비 지급 등	본PF 상환
PF 상환	본PF	집단대출(중도금 대출)	입주자 소득 등

주 : 1) PF보증을 통해 PF공급을 직접 지원

2) 중도금 대출보증, 주택구입자금 보증 등을 통해 본PF 상환을 간접적으로 지원

자료 : 저자 작성

**■ 한편 본PF와 관련해서는 금융기관들(대주단)로부터 대출을 통해 PF를 조달하는 경로 외에도, 대출채권이나 여타 기초자산을 기반으로 하여 유동화증권을 발행·판매함으로써 PF를 조달하는 변형된 방식들이 존재**

- 개발사업에서 장기의 대규모 PF자금이 필요한 경우 다양한 투자자들의 투자자금에 대한 운용 니즈를 충족시키기 어려운 문제가 발생하기 때문에, 기실행한 대출채권을 기초자산으로 하여 다양한 유동화 증권을 발행한 뒤, 기초자산의 만기구조에 맞춰 주기적으로 PF일부에 대한 차환이 이뤄질 수 있도록 하는 것이 부동산PF 유동화증권의 주요한 기능
- 또한 최근 수신기능이 없는 증권사와 자산운용사들이 브릿지론 대출을 실행한 뒤, 토지 등을 담보로 유동화 증권을 발행하고, 이후 다시 본PF를 통해 유동화증권을 상환하거나, 다시 장·단기 유동화증권 발행을 통해 기존 브릿지론 조달에 활용한 유동화증권을 상환하는 구조도 현실에서는 다양하게 활용되고 있는 상태
- 현재 국내에서 활용되고 있는 부동산PF 유동화증권에는 장기증권인 PF ABS(Asset-Backed Securities)와 PF ABB(Asset-Backed Bond), 단기증권인 PF ABCP(Asset-Backed Commercial Paper)와 PF ABSTB(Asset-Backed Short-Term Bond)가 존재
- 다만 발행규모로는 단기증권의 비중(특히 ABSTB)이 압도적인데, 그 이유는 공시의무 면제 등 발행 주체 입장에서의 제도적 편리성과 더불어,<sup>11)</sup> 투자자 입장에서 투자금의 신속한 회수와 리스크 관리 측면에서 단기증권을 선호하는 경향이 크기 때문

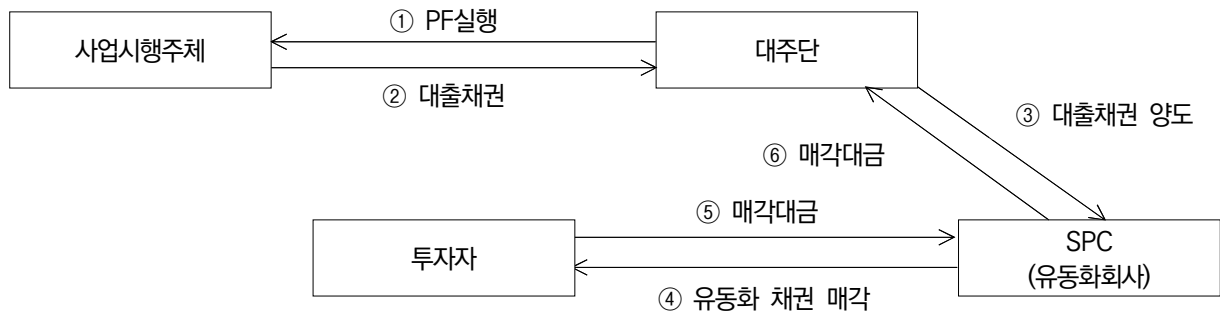
11) 더벨(2022.8.22.), 금리상승·규제차익에 만기 '초단기화' ; 글로벌(2019.4.28.), [금융 분석] 부동산경기 침체에도 PF ABCP 인기 지속

〈표 7〉 부동산PF 유동화증권의 종류와 특징

구분	내용	특징
PF ABS	- 「자산유동화법」에 따라 설립된 SPC(유동화 전문회사)를 통해 발행되는 회사채	- 만기가 비교적 장기(통상 3년 이상) - 유동화 실시 때마다 별도 SPC 설립 필요(등록거래)
PF ABB	- 「상법」에 따라 설립된 SPC(회사)를 통해 발행되는 회사채	- 만기가 단기(1년 미만, 통상 3년 미만) - 설립 후 추가 등록 없이 반복적으로 채권 발행 가능
PF ABCP	- 「상법」에 따라 설립된 SPC(회사)를 통해 발행되는 기업어음(CP)	- 만기가 단기(1년 미만, 통상 6-12개월) - 설립 후 추가 등록 없이 반복적으로 채권 발행 가능
PF ABSTB	- 「상법」에 따라 설립된 SPC(회사)를 통해 발행되는 전자단기사채(STB)	- 만기가 단기(통상 3개월 이하) - 설립 후 추가 등록 없이 반복적으로 채권 발행 가능

자료 : 저자 작성

〈그림 4〉 부동산PF 유동화증권 발행의 기본 구조



자료 : 저자 작성

〈표 8〉 국내 유동화증권 발행규모(2022년 상반기 기준)

(단위 : 천억원)

구분	장기		단기 <sup>주</sup>	
	ABS	ABB	ABCP	ABSTB
유동화증권 전체(A)	75.4	103.2	861.6	1,561.6
부동산PF 유동화증권(B)	5.9	3.6	149.1	912.8
비중(B/A)	7.8%	3.5%	17.3%	58.4%

주 : 단기 유동화 증권은 경우 차환발행을 미보정한 것으로 실제 발행규모를 과대계상하는 측면 존재

자료 : 한국기업평가(2022.7.29.), 「2022년 상반기 유동화증권 발행시장 분석」, 이슈리포트, 한국기업평가 데이터 가공

❖ 참고로 국내에서 부동산PF가 이러한 방식으로 이뤄지는 주된 이유는 ① 사업시행주체들의 영세한 자본력, ② 부동산PF사업 자체가 가진 고수익·고위험성, ③ 소요자금의 대규모성 때문

- ‘시행’이란 부지매입, 설계, 시공, 사후관리 등 개발사업에서 이뤄지는 일련의 모든 활동을 의미하며, 시행업을 영위하는 사업자(시행주체, 일명 ‘시행사’)가 바로 개발사업의 실질적인 추진 주체

- 국내에서는 「부동산개발업의 관리 및 육성에 관한 법률」(이하 「부동산개발업법」)과 「주택법」 상의 일정한 요건만 갖추면 등록 후 시행업 영위가 가능한데, 등록에 필요한 자본 및 인력요건이 매우 단순해 실제 전국에 등록된 부동산개발업자 수만 2020년 기준 6만 3천개에 이르는 상황<sup>12)</sup>

〈표 9〉 관련 법률에서의 부동산개발사업 시행업 등록 요건

구분	「부동산개발업법」	「주택법」
필요 자본금	- (주식)회사 : 3억원(자본금, 회사는 출자금) - 법인 : 3억원(순자산) - 개인 : 6억원(영업용자산평가액)	- 3억원(자본금) cf) 개인 : 6억원(자산평가액)
전문 인력	- 2인 이상(부동산개발 전문인력, 상근)	- 주택건설사업 / 대지조성사업 : 1인
기타	- 사무실 확보	- 사무실 확보
등록 대상	- 건축물 연면적 2천㎡ 이상(연간 5천㎡) 또는 토지 면적 3천㎡(연간 1만㎡) 이상 부동산 개발업 영위자	- 연간 단독주택 20호, 공동주택 20세대, 도시형 생활주택 30세대 이상 건설사업 영위자 - 연간 1만㎡ 이상 대지조성사업 영위자
등록	- 광역 지자체장	- 국토교통부 장관
명칭	- 부동산개발업자	- 주택건설사업자, 대지조성사업자

자료 : 국가법령정보센터

- 또한 부동산개발사업은 인허가와 부동산경기변동 등으로 인해 수익성이 크게 달라지는 고수익·고위험 사업이며, 개발과정에서 수백억원에서 많게는 수조원대의 대규모 자금이 투입
- 결국 시행주체들의 자본력이 크지 않기 때문에 사업 단계별로 서로 다른 성질의 PF에 대한 수요가 발생하고, 이로 인해 여러 금융 공급 주체들이 사업 단계별 위험성과 자산의 조달비용, 법상 허용되는 자산의 업무범위 등을 감안해 다양한 방식으로 금융을 공급하는 구조가 형성되어 있는 것으로 해석 가능

### 3. 부동산PF에 대한 여러 가지 신용보강장치

❖ 그런데 국내 부동산PF 공급 과정에서 제3자에 의한 여러 가지 신용보강이 이뤄지는 것이 일반적

- 이론적인 관점에서 PF는 투자금 원본 손실 가능성까지 고려한 상태에서 공급이 이뤄지는 ‘모험자본’이기 때문에, 국내 부동산PF가 가진 이러한 특징은 앞서 살펴본 PF의 기본적 특성과는 매우 상이
- 참고로 이처럼 신용보강이 필요해지는 것 역시 앞서 언급한 부동산PF사업의 추진주체의 영세성, 개발사업 자체의 고위험성, 소요자금의 대규모성 등과 밀접히 관련

❖ 현재 주로 증권사와 부동산신탁사, 시공사(건설사)들이 부동산PF에 신용보강을 제공

12) 참고로 인 2015년 약 3만개 대비 2배 이상 증가한 수치(조선일보(2021.10.3.), 국내 부동산 개발업체 5년간 2배 늘어… 경기도에 33% 몰려)

### 하고 있는데, 이들이 제공하는 신용보강의 내용은 다소 상이

- 브릿지론 실행과정에서 시공사(건설사)가 도급계약 체결을 위해 이자나 원리금 전체에 대한 지급보증을 제공하는 경우가 다수 존재<sup>13)</sup>
- 증권사는 본PF 대출 주선과정에서 대주단에 대해 채무인수나 미분양담보대출 약정을 제공하며, 유동화증권 발행과 관련해서는 투자자들에게 사모사채인수, 자금보충, 증권매입 등 다양한 형태의 약정을 제공
- 부동산신탁사는 일명 토지신탁을 통해 원 개발사업 시행주체로부터 개발사업을 위탁받아 수행하면서, PF조달과정에서 일명 '책임준공확약'의 신용보강을 대주단에 제공하며, 경우에 따라서는 증권사와 마찬가지로 미분양담보대출확약을 취급하는 경우도 존재
- 시공사는 본PF와 또는 유동화증권 발행 모두와 관련해 책임준공, 연대보증, 채무인수, 자금보충 등의 약정을 대주단이나 투자자들에게 제공

〈표 10〉 부동산PF에 대한 증권사-부동산신탁사-시공사의 신용보강 방식 및 내용

구분	브릿지론	본PF	유동화증권
증권사	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 채무인수 : 대출원리금 미상환 시 증권사가 대신 채무를 인수한 뒤 상환</li> <li>- 미분양담보대출확약 : 미분양물건 발생시 미분양물건을 담보로 증권사가 대출 실행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 사모사채인수 : SPC가 발행하는 사모사채를 증권사가 인수</li> <li>- 자금보충 : 유동화증권 상환 부족액 발생시 증권사가 SPC에 자금을 지원</li> <li>- 증권매입 : 유동화증권 차환발행 실패시 증권사가 유동화증권을 대신 매입</li> </ul>
부동산 신탁사	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 책임준공 : 도급계약에서 정한 기한 내 준공 완료</li> <li>- 미분양담보대출확약 : 미분양물건 발생시 미분양물건을 담보로 증권사가 대출 실행</li> </ul>	-
시공사 <sup>주1)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 지급(연대)보증 : 시행주체가 대출원리금 미상환시 시공사가 대신 상환</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 책임준공 : 도급계약에서 정한 기한 내 준공 완료</li> <li>- 지급(연대)보증 : 시행주체의 PF채무에 시공사가 연대보증</li> <li>- (조건부)<sup>주2)</sup>채무인수 : 시행주체가 대출원리금 미상환시 시공사가 대신 채무 인수</li> <li>- 자금보충 : 기한이익 상실시 시공사가 PF 상환자금을 대어</li> </ul>	

주 : 1) 시공사가 유동화증권에 대해 지급(연대)보증이나 채무인수, 자금보충을 하는 경우는 시행주체의 일부로서 참여하는 경우가 일반적

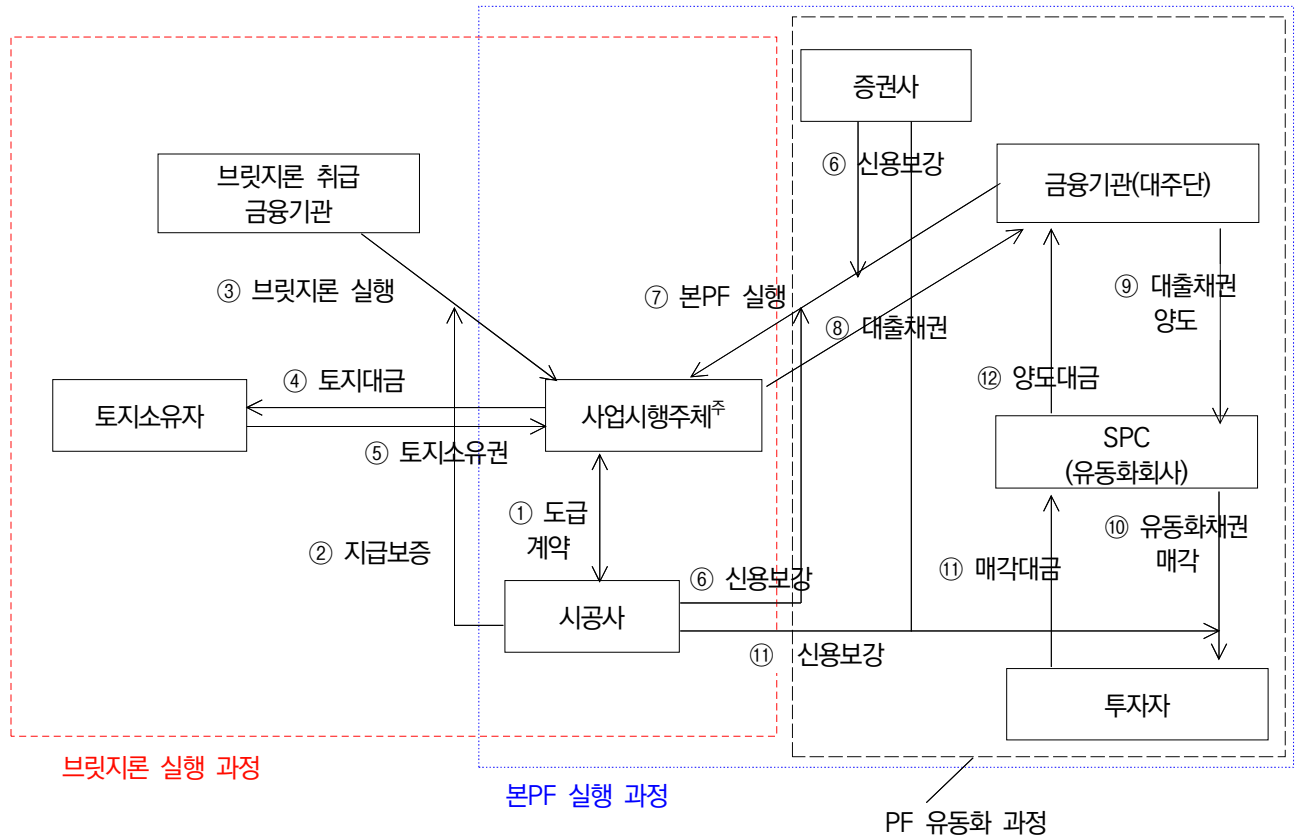
2) 조건부 채무인수는 PF대출 기한이익 상실 외, 책임준공약정 미이행시 시공사가 PF채무를 인수하는 것을 의미

자료 : 저자 정리

❖ 결국 국내 부동산PF는 사업 진행 단계에 따라 상이한 성격의 금융이 여러 가지 신용보강장치들이 결합 된 상태에서 간접금융과 직접금융 두 가지 금융이 유기적으로 연결되어 공급되는 다소 복잡한 구조

13) 건설사가 직접 시행주체이면서 시공사로서의 역할을 수행하거나, 시행주체에 지분참여를 하는 경우 연대보증이나 담보를 제공하는 경우도 존재

〈그림 5〉 국내 부동산PF의 기본적인 공급체계



주 : 사업시행주체는 시행사뿐만 아니라 부동산신탁사가 토지신탁을 통해 시행주체가 되는 경우를 포함  
 자료 : 저자 작성

#### 4. 국내 부동산PF의 구조적 특징과 취약점 진단

##### ❑ 부동산PF사업은 기본적으로 거시경제흐름에 따라 수익 측면에서의 변동성이 매우 큰 고위험·고수익 사업

- 부동산경기 호황시 적은 자본을 투입해 고수익을 누릴 수 있으나,<sup>14)</sup> 정부 정책 변화, 인허가 과정에서 수익의 낮은 예측 가능성, 상황 변화에 따른 참여자 간 이해갈등 발생 등 다양한 위험 요소들이 내재

##### ❑ 이러한 고위험·고수익 사업의 안정성을 높이기 위해서는 일정수준 이상의 자본력을 갖춘 사업참여 주체들 간 적절한 위험과 수익의 배분이 필요

- 부동산금융시장의 고도화로 부동산PF사업에 대한 투입자금 규모가 대형화하는 추세

14) 한국금융(2004.6.13.), PF '황금알을 낳는 거위'인가 ; 한국일보(2021.11.1.), "한번 터지면 평생 먹고 산다" 투자-도박 경계 오가는 사람들 ; 인베스트조선(2021.4.15.), 'PF에 비상장에...' 고수익 쫓아 자기 펀드에 돈 넣는 운용역들 등 언론보도 참고

- 따라서 사업참여주체들의 자본력을 통해 사고 발생 위험을 사전적으로 최소화하는 한편, 실제 손실 발생시 이를 1차적으로 사업참여 주체들이 부담함으로써, 사업부실의 효과가 금융시장 전반으로 파급 되는 것을 차단하는 것이 점차 중요해지고 있는 상황

## 참고로 현재 국내 부동산PF와 그에 대한 신용보강 공급 주체는 과거 글로벌 금융위기 이전 대비 비교적 다양해진 상태

- 글로벌 금융위기 이전에는 브릿지론은 공급하는 저축은행, 본PF를 제공하는 은행, 신용보강을 제공하는 시공사가 부동산PF가 시장에 공급의 3각 축으로서 기능<sup>15)</sup>
- 하지만 글로벌 금융위기와 저축은행 사태를 거치면서 부동산PF시장 내 은행과 저축은행의 역할이 축소된 반면, 여신전문금융회사, 상호금융기관, 새마을금고, P2P업체 등의 PF시장 참여가 크게 확대<sup>16)</sup>
- 증권사<sup>17)</sup>와 부동산신탁사<sup>18)</sup>를 중심으로 부동산PF나 부동산PF유동화증권에 대한 신용보강이 크게 확대되기 시작했고, <sup>19)</sup> 얼마 전까지 증권사들은 브릿지론 공급, 입찰보증금 유동화시장에까지 참여하기 시작<sup>20)</sup>

〈표 11〉 금융업권별 부동산PF 대출잔액

(단위 : 조원)

구분	2008년 말	2013년 말	2022년 6월 말
은행	52.5	21.5	28.3
보험사	5.5	5.7	43.3
여전사	4.1	2.7	26.7
저축은행	11.5	2.1	10.7
증권사	2.9	3.3	3.3

자료 : 한국은행(2022.9.22.), 「금융안정상황(2022년 9월)」, 보도자료

〈표 12〉 부동산PF에 대한 채무보증 규모 변화

(단위 : 조원)

구분	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년 6월
증권사	10.6	12.6	16.4	17.0	17.6	24.1	26.2
증권사 외	1.5	1.5	1.6	1.6	1.3	1.7	1.9

자료 : 관계기관 합동(2019.12.), 「부동산PF 익스포저 건전성 관리 방안」, 발표자료

15) 글로벌 금융위기 이전까지는 시공사가 브릿지론과 본PF의 전 단계에 걸쳐 책임준공, 채무인수, 연대보증 등 다양한 신용보강을 제공함으로써 시행주체의 PF 조달을 지원해 왔고, 그 외 은행, 주택도시보증공사, 지자체, 산업기반신용보증기금 등이 일부 부동산PF에 신용보강을 제공

16) p.10의 〈표-6〉 참조

17) 2009년 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 「자본시장법」) 제정으로 증권사들에게 채무보증이 법적으로 허용되기 시작했고, 부동산시장 경기 개선에 따라 개발사업 수요가 증가하면서 은행 등을 통해 소화되기 어려운 소규모 PF에 대해 '미분양담보대출확약' 등 신용보강상품을 증권사들이 공급하기 시작함으로써 부동산PF시장 내 역할이 크게 확대

18) 시공사들이 신용보강 제공을 꺼리는 상태에서 부동산신탁사들이 책임준공책임만을 시공사에게 부과하는 대신 자금조달에 대한 책임을 시행하나 부동산신탁사가 지는 토지신탁을 통해 개발사업이 추진되는 빈도가 크게 증가

19) 이석훈·장근혁(2019), 「국내 증권업 부동산PF 유동화시장의 추이와 위험 분석」, 이슈보고서 19-17, 자본시장연구원

20) 인베스트조선(2015.11.11.), 입찰보증금도 유동화 한다... 증권사 새 수익원 '부상'

〈표 13〉 부동산PF유동화증권 발행 규모 및 증권사와 건설사의 신용보강 현황

(단위 : 건, 조원)

구분		2018년	2019년	2020년	2021년	2022년 상반기
증권사 신용보강	유동화 건수	563	687	1,008	1,741	1,832
	증권 발행 잔액	16.7	20.4	26.5	44.5	46.0
시공사 신용보강	유동화 건수	214	208	196	251	224
	증권 발행 잔액	12.7	13.4	13.2	17.2	15.4

주 : 전체 부동산PF 유동화증권에 대한 신용보강과 관련해 증권사와 시공사의 비중은 건수 기준 약 90%, 발행잔액 기준 약 80% 수준  
 자료 : 홍성기(2022.10.6.), 「PF유동화 포트폴리오(2018-2022)-신용보강 및 사업유형별 현황」, 교육세미나 자료

〈표 14〉 부동산신탁사 토지신탁 수탁고 변화 추이

(단위 : 건, 조원)

구분		2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년
수탁고 전체		155.9	178.5	206.8	230.6	277.5	342.4
토지신탁		47.1	56.0	64.9	70.8	77.9	93.8

자료 : 금융감독원(2022.4.18.), 「2021년 신탁업 영업 현황 분석」, 보도자료

- 참고로 이처럼 부동산PF시장에서 금융 및 신용보강 공급주체가 다양해진 주된 이유는 글로벌 금융위기와 저축은행 사태를 거치면서 은행과 저축은행에 대한 건전성 규제가 강화됐고, 동 기간 중 100대 건설사 중 거의 절반에 이르는 회사가 워크아웃 등 위기를 경험하면서 건설사들의 신용등급이 크게 하락한 결과 PF공급주체들이 건설사 이외의 다른 신용보강 주체를 요구하기 시작했기 때문<sup>21)</sup>

#### ❖ 하지만 국내 부동산PF의 운영방식을 세밀히 들여다보면 시공사가 제공한 신용보강 장치가 모든 금융거래의 기초적인 담보로서 활용되는 구조임이 확인

- 통상 부동산PF를 공급하는 금융사들은 시공사로 참여하는 건설사의 신용등급과 시공능력평가순위 등을 토대로 금융공급 여부를 결정하며, 금융공급 결정시 시공사의 책임준공이나 연대보증 등 여러 형태의 신용보강 제공을 거의 반드시 요구
- 증권사들이 부동산PF나 PF유동화증권에 대해 제공하는 신용보강 역시 상당 부분이 건설사가 대주단이나 투자자에게 제공하는 신용보강(주로 책임준공)을 기초로 공급되고, 유동화증권의 신용등급은 시공사의 신용등급과 연계되는 경우가 대부분<sup>22)</sup>
- 특히 PF 유동화증권 발행시 관련해 증권사들이 공급해 온 채무보증(주로 최종적으로 채무상환책임을 지게 되는 미분양담보대출확약이나 증권매입약정 등 신용공여)의 경우, 기초자산에 대한 사업시행주체나 시공사(신용보강자)의 신용등급 하락시 증권사의 매입의무가 면책되는 구조로 설계되어 있는 경우들이 다수 존재<sup>23)</sup>

21) 우발부채 공시 등 새로운 규제 도입되면서 건설사들이 개발사업에 대한 직접적인 신용보강 제공을 축소하기 시작한 것도 일부 관련

22) 이석훈·장근혁(2019), 「국내 증권업 부동산PF 유동화시장의 추이와 위험 분석」, 이슈보고서 19-17, 자본시장연구원



- 부동산신탁사들이 토지신탁을 통해 제공하는 ‘책임준공확약’ 역시 실질적으로는 (부동산신탁사가 시공사와 맺게 되는) 도급계약을 통해 시공사가 대주단에게 제공하는 시공사 보증의 또 다른 형태에 불과

〈표 15〉 증권사의 전체 채무보증<sup>주2)</sup> 유형별 추이

(단위 : 조원)

구분 <sup>주1)</sup>	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
신용공여	8.8	12.9	16.8	17.9	20.3	31.3
유동성공여	7.4	9.1	7.4	6.8	7.7	6.9

주 : 1) 신용공여는 증권사가 채무에 대한 최종상환 의무를 독자적으로 지는 경우를 말하며, 유동성공여는 건설사 등 타 기관(시공사 포함)의 신용보강을 전제로 유동성 공급만을 약정한 경우를 의미

2) 부동산PF나 PF유동화증권에 대한 채무보증 이외 여타 채무보증도 포함

자료 : 관계기관 합동(2019.12.), 「부동산PF 익스포저 건전성 관리 방안」, 정부발표자료

〈표 16〉 부동산신탁사업에서 도급계약서 내 책임준공 관련 계약조항 내용(예시)

(예시조항1)

을(시공사)은 본 사업 건축물에 대한 책임준공의무를 부담한다. ‘책임준공’이란 천재지변, 내란, 전쟁 등 불가항력적인 사유를 제외하고는 공사를 중단할 수 없고, 위 불가항력적인 사유를 제외하고는 준공기간을 준수하지 못한 것에 관하여 귀책사유가 없거나 정당한 사유가 있다는 것을 주장하거나 준공기한을 준수할 의무가 면제되었다는 주장을 할 수 없으며, 위 준공기간 내에 본 사업시설에 관한 공사를 완료하고 관련 법령이 정하는 바에 따라 정식 사용승인을 받아야 함을 의미한다.

(예시조항2)

수탁자가 공사비를 지급하지 못하는 경우에도 시공사는 도급계약에서 정한 준공기일까지 자체자금으로 책임준공시켜야 하며, 미지급 공사비에 대해서는 별도의 이자 또는 지연손해금을 지급하지 않기로 한다.

자료 : 김정주(2020), 「부동산신탁계약의 공정성 제고를 위한 입법적 개선방안」, 건설이슈포커스, 한국건설산업연구원

❖ 결국 이러한 점들을 종합해 보면, 구조적으로 국내 부동산PF는 시공사 신용보강을 기초로 하여 실행된 일종의 ‘담보대출’적 성격이 강한 상태

- PF유동화증권 역시 시공사의 신용도와 신용보강 제공을 기초로 발행되기 때문에, 현재 시장에서 공급되고 있는 부동산PF는 본질적으로 시공사의 신용을 담보로 한 담보대출의 성격을 가지고 있는 상태

❖ (시공사 담보대출적 성격 외에도) 부동산PF가 가진 단계적 상환구조는 기본적으로 부동산시장 경기 변화에 따라 부실가능성이 쉽게 발생할 수 있는 취약한 구조

- 개발사업의 추진기간이 비교적 장기인데 반해, 브릿지론-본PF-집단대출의 실행 여부가 금융공급주체들의 부동산시장에 대한 미래 전망에 따라 크게 달라질 수 있기 때문에, 상황 변화에 따라 PF의 상환단계 중 어느 특정 부분에서 채무불이행이 일어나기 쉬운 구조
- 특히 앞서 언급한 부동산PF의 시공사 담보대출적 성격으로 인해 시행주체와 금융사들이 사업의 실행가능성과 수익성 변화에 충분한 주의를 기울이지 않는 문제점도 이러한 취약성을 부추기는 요소 중 하나

23) 더벨(2014.4.21.), 사모ABS 인수, 신용보강 새로운 수단 부상하나



❖ 특히 지금의 부동산PF는 과거에 비해 금융공급주체들이 다양해진 상태에서 금융시장과의 연계성도 높아져 있어, 부실 촉발요인이 다양하고 그에 따른 파급효과도 커질 수 있는 상태

- 과거에 비해 상대적으로 우월한 자본력을 갖춘 금융공급주체들의 참여가 확대됨으로써, PF에서 손실이 발생했을 때 1차적인 흡수력은 이전에 비해 강화된 상태인 것으로 판단
- 하지만 PF유동화증권과 같은 구조화 금융기법의 활용도가 높아진 상태에서, 채권시장이나 유가증권시장 등 자금조달시장에 충격이 발생했을 때, PF에 참여한 금융공급주체들의 급격한 행동 변화에 따라 개발사업 자체의 수익성 여부와 상관없이 부동산PF가 부실화될 가능성이 존재
- 아울러 부동산PF금융기법이 고도화되면서 그간 추진되어 온 개발사업들의 규모가 큰 경우들이 많기 때문에, 역으로 부동산PF가 부실화할 경우 자본시장 전반으로 충격이 전이될 가능성도 커져 있는 상태
- 현재 부동산PF의 일부가 시공사의 신용보강을 가장 기초적인 담보로 하여 1차적으로 대출이 이뤄지고, 이에 다시 금융사들의 추가적인 신용보강이 이뤄짐으로써 파생되어 공급된 형태라는 점에 대해서도 주목할 필요
- 즉 시공사 부실이 초래될 경우 부동산PF대출과 PF유동화증권의 동반부실이 발생하고, 이것이 다시 금융시장에 충격을 주는 경로도 충분히 예상 가능한데, 특히 이러한 가능성은 건설시장의 여건 악화로 시행주체 입장에서 부실화된 시공사를 대신해 개발사업을 준공시켜줄 수 있는 대체시공사를 찾기 어려운 상황이 발생했을 때 더욱 커질 수 있는 상황<sup>24)</sup>

## 5. 시사점

❖ 국내 부동산PF의 이러한 구조적 특징에 비춰봤을 때, 최근 대두되고 있는 부동산PF 위기의 문제를 단순히 금융시장의 불안정성 문제로만 바라볼 경우 문제의 본질을 제대로 이해하지 못할 가능성

- 그동안 시장에서 공급되어 온 부동산PF는 부실화시 단순히 PF를 공급해 온 금융사들의 부실문제만을 초래하는 것이 아니며, 기초적인 담보를 제공해 온 시공사들의 동반부실을 초래
- 최근의 건설자재 가격 상승 등으로 이미 시공이익이 감소한 상태에서 사업시행주체의 재무적 여력이 악화되거나, 유동화증권의 차환 실패 등으로 공사대금이 제대로 지급되지 못할 경우, 시공사의 부실화가 부동산PF의 부실을 통해 금융시장 전반에 충격을 줄 가능성이 존재
- 따라서 지금의 위기를 단순히 일부 업권에 속한 금융사들의 부실과 그에 따른 금융시장 불안 확대의 문제로만 바라볼 경우, 위기의 심각성을 제대로 평가하지 못함으로써 사전적인 위기 예방과 극복 측면에서 정책적 대응이 효과적이지 못할 가능성

24) e대한경제(2022.5.31.), [이슈추적] 하늘의 별따기 보다 힘든 시공사 구하기

## ■ **현 부동산PF위기에 대한 효과적인 대응방안을 모색하기 위해서는 부동산시장, 부동산PF시장, 건설시장 전반에 대한 유기적이면서 종합적인 이해가 필요**

- 지금의 부동산PF위기는 앞서 언급한 국내 부동산PF가 가진 구조적 취약점 외에도, 최근의 급격한 금리 인상과 지난 정부 기간 중에 추진되어 온 과도한 부동산 규제에 따른 부동산시장의 냉각 등 복합적인 요인에 의해 촉발된 현상
- 즉 금리인상과 부동산시장(분양시장) 냉각으로 기존에 추진되어 오던 부동산PF사업들의 수익성이 전반적으로 악화됨으로써, 과거 호황기 때에는 잘 드러나지 않았던 부동산PF의 구조적 취약성이 최근에 부각되기 시작한 것
- 따라서 현 위기의 원인을 진단하고, 그에 대한 해결책을 모색하기 위해서는 단순히 부동산PF시장의 구조적 문제점만을 살펴볼 것이 아니라, 기존에 부동산PF가 작동해 왔던 시장구조 전반을 살펴보는 것이 필요
- 특히 지금의 부동산PF가 가진 부실위험에 대한 최종적인 담보는 시공사가 제공한 책임준공 등 각종 신용보강장치이기 때문에, PF가 일부 부실화하는 경우에도 시공사가 제공한 신용보강이 이행될 수만 있다면 금융시장 전반에 미치는 영향이 크지 않을 수도 있음에 유의할 필요<sup>25)</sup>

25) 지금의 위기가 대형 시공사의 부실문제로 이어질 경우 연쇄적으로 금융사들의 부실문제를 촉발할 가능성이 큰 반면, 시공사 부실 문제를 조기에 차단할 경우 위기의 확산 가능성과 실제 위기 발생에 따른 금융시장 전반으로의 부정적 효과의 크기가 크게 줄어들게 될 것

### Ⅲ 시공사 측면에서 바라본 부동산PF 위기상황 진단

#### 1. 검토의 필요성과 진단 방식

- 최근 부동산PF위기에 대한 정책당국의 관심은 금융사 부실과 그에 따른 금융시장 불안정성 억제에 주로 초점이 맞춰져 있는 상황
- 하지만 앞서 살펴본 바와 같이 국내 부동산PF에서 발생할 수 있는 손실위험에 대한 최종적인 담보는 바로 시공사들이 제공한 신용보강이라는 점을 고려했을 때 시공사 부실 가능성은 부동산PF위기를 현실화시킬 수 있는 또 다른 요인
  - 증권사나 부동산신탁사가 제공한 여러가지 신용보강장치들은 기본적으로 시공사의 신용보강(특히 책임준공)에 추가적인 신용보강을 제공한 것에 불과
- 따라서 현 위기상황의 심각성 정도를 진단하기 위해서 시공사들이 경험하고 있는 어려움을 확인하는 것 역시 필요한 상황
  - 시공사들이 경험하고 있는 애로의 내용과 정도를 파악함으로써, 금융시장 상황과 건설시장의 상황을 균형 있게 바라볼 수 있고, 이를 토대로 효과적인 위기 극복 방안 역시 모색해 볼 수 있을 것
- 이를 위해 본 연구에서는 지난 10월 중 설문조사를 통해 현재 시공사들의 애로를 파악하는 것과 연계해 현 부동산PF 위기의 원인과 정도에 대한 진단을 시도
  - 지난 10월 10일부터 10월 28일까지 3주간에 걸쳐 전국 1만여개 건설사<sup>26)</sup>를 대상으로 설문조사를 실시했으며, 주요 설문항목은 ① 2022년 10월 현재 건설사들의 도급상황, ② PF사업장에서의 신용보강 제공 현황, ③ 건설사들의 자금운영 상황, 건설사 입장에서 바라본 부동산PF사업장의 위기 요인 등에 관한 것

〈표 17〉 설문조사 주요 내용

구분	설문 항목
공사도급 현황	① 총 도급사업장 수, 공사 지연 사업장 수, 공사 중단 사업장 수 ② 공사 지연 또는 중단 이유 ③ 공사지연·중단 사업장의 조기(1~2개월 내) 정상화 가능성 ④ 공사 총 도금액 및 기 발생 미회수액
신용보강 제공 현황	① 도급사업장 중 브릿지론에 대해 신용보강을 제공한 사업장 수 ② 도급사업장 중 본PF에 대해 신용보강을 제공한 사업장 수

26) 대한건설협회 회원사인 종합건설업 면허를 가진 회사들이 대상

	③ 본PF에 대한 신용보강 제공 유형
건설사 자금운영 현황	- 최근 건설사 자금운영상태(5점 척도)
부동산PF사업 위기 원인	- 건설사 입장에서 바라본 부동산PF사업장의 위기 원인

■ 다만 설문조사에 응답한 업체 수가 제한적이고, 업체 입장에서 민감할 수 있는 설문항목에 대해서는 제대로 응답을 하지 않는 등 응답 결과를 일반화하기에 일부 한계점이 존재

- 전체 응답업체 수는 40개 업체로 매우 제한적인데, 자신의 사업이나 재무적 상태에 대해 정보공개를 꺼릴 수밖에 없는 기업 입장에서 적극적으로 설문에 응할 유인이 부족한 것이 주된 이유
- 부동산PF사업 부실화에 따른 예상손실 등 민감한 내용에 대해서는 건설사들이 제대로 정확한 정보를 제공하지 않은 경우가 많아, 수집된 정보의 경우에도 현 위기상황 하에서 건설사들이 실제로 경험하고 있을 애로 정도가 과소 반영되어 있을 가능성은 존재

## 2. 주요 응답 결과

### (1) 공사 도급 현황

■ 2022년 10월 현재 40개 업체가 도급을 받아 공사를 이미 진행하고 있거나 진행 예정인 사업장 수는 233개이며, 이 중 공사가 지연되고 있는 사업장은 22개, 공사가 중단된 사업장은 9개인 것으로 파악

〈표 18〉 공사 도급 현황

구분	총 도급사업장 수	공사지연 사업장 수	공사중단 사업장 수
사업장 개수	233개	22개	9개
응답 비중	100%	9.4%	3.9%

■ 공사가 지연 또는 중단된 이유와 관련해서는 총 15개 업체가 아래의 5개 항목에 대해 복수응답했는데, PF 미실행과 시행주체의 공사비 인상거부가 주된 요인인 것으로 파악

〈표 19〉 공사 지연 또는 중단 이유

구분	수분양자 청약해지	PF 미실행	공사비 인상거부	자재수급 곤란	사업시행자 부도 등
응답 비중	13.3%	66.7%	60.0%	40.0%	13.3%

■ 공사가 지연 또는 중단된 사업장의 조기(1-2개월 내) 정상화 가능성과 관련해서는 설문 응답한 18개 회사 중 66%가 정상화 가능성이 낮은 것으로 응답

〈표 20〉 지연 또는 중단된 사업장의 조기 정상화 가능성

구분	매우 낮음	낮음	보통	높음	매우 높음
응답 비중	44%	22%	28%	6%	0%

- 현재 진행 중 공사의 총 도급계약액은 8조 5천억원 규모이며, 이 중 기성이 이뤄졌음에도 불구하고 회수되지 못하고 있는 금액은 8천억원(총 도급계약액의 9.4%) 규모

〈표 21〉 총 도급계약액 및 기 발생 미 회수액

구분	총 도급계약액(A)	기 발생 미 회수액(B)	비중(B/A)
금액 및 비중	8조 4,934억원	8,007억원	9.4%

## (2) 건설사의 신용보강 제공 현황

- 건설사가 브릿지론에 대해 신용보강을 제공한 사업장은 233개 사업장 중 28개로 비중이 약 12%

- 참고로 브릿지론에 대한 건설사의 신용보강은 대부분 원금 및 이자 전체에 대해 지급보증하는 형태

〈표 22〉 건설사가 브릿지론에 대해 신용보강을 제공한 사업장 수

구분	총 도급사업장 수(A)	브릿지론에 대해 신용보강을 제공한 사업장 수(B)	비중(B/A)
개수 및 비중	233개	28개	12%

- 건설사가 본PF에 신용보강을 제공한 사업장은 233개 사업장 중 144개로 비중이 61.8%

〈표 23〉 건설사가 본PF에 대해 신용보강을 제공한 사업장 수

구분	총 도급사업장 수(A)	본PF에 대해 신용보강을 제공한 사업장 수(B)	비중(B/A)
개수 및 비중	233개	144개	61.8%

- 본PF에 대한 신용보강 제공 내용을 살펴보면 책임준공이 77.1%로 가장 많고, 연대보증, 채무인수, 자금보충의 순

〈표 24〉 건설사가 본PF에 대해 신용보강을 제공한 사업장 수

구분	책임준공	연대보증	채무인수	자금보충	담보제공 등
응답 비중 <sup>주</sup>	77.1%	57.1%	28.6%	25.7%	2.9%

주 : 설문에 응답한 35개 회사 기준이며, 복수응답 결과

### (3) 건설사 자금운영 현황

- 건설사들의 자금운영 현황은 이전에 비해 최근에 악화된 경우가 전체의 84%에 이르는 것으로 확인

〈표 25〉 건설사 자금운영 현황

구분	크게 악화	악화	변화 없음	개선	크게 개선
응답 비중 <sup>주</sup>	12.0%	72.0%	16.0%	0%	0%

주 : 설문에 응답한 25개 회사 기준

### (4) 건설사 입장에서 바라본 부동산PF사업장의 위기 원인

- 건설사 입장에서 바라봤을 때 현재 부동산PF 사업장이 어려워진 이유와 관련해서는 원자재 가격 상승과 금리상승에 따른 수익성 악화가 주요한 요인인 것으로 파악
  - 그 외에도 분양수요 감소나 금융기관 대출축소 등의 요인 역시 부동산PF사업장의 어려움을 가중시키고 있는 중요한 요인

〈표 26〉 부동산PF사업장 위기 원인

구분	분양수요 감소	원자재 가격 상승	금융기관 대출 축소	금리상승에 따른 수익성 악화
응답 비중 <sup>주</sup>	77.1%	85.7%	71.4%	82.9%

주 : 설문에 응답한 35개 회사 기준이며, 복수응답 결과

## 3. 응답 결과에 대한 해석

- 위에서 제시된 응답결과에 비춰봤을 때, 아직까지 부동산PF시장에서의 부실위험이 시공사의 부실위험으로 전이되고 있는 초기 단계인 것으로 판단
  - 전체 사업장 중 공사가 지연되고 있는 사업장의 비중이 전체 사업장의 약 9.4% 정도이고, 공사 중단 사업장의 비중은 3.9% 정도로 확인되는 바, 부동산PF 조달의 어려움이나 공사비 인상 등의 요인에 따른 어려움이 다수 사업장으로 확산되는 초기 단계인 것으로 판단
  - 다만 공사 지연 또는 중단 이유로 수분양자 청약 해지의 비중이 13% 수준으로 낮아, 분양시장의 냉각이 개발사업 추진에 아직까지는 큰 영향을 미치고 있지는 않은 것으로 이해 가능
  - 다만 도급계약액 대비 이미 발생한 미회수액의 비중이 작지 않고, 최근의 상황이 매우 빠르게 변화하고 있음을 고려했을 때, 앞서 제시된 설문조사 결과만을 가지고 시공사들의 상태가 안정적이라고 단정 짓기는 곤란

❖ **공사 지연·중단의 주된 이유가 PF 미실행과 공사비 인상거부로 나타나, 부동산PF시장의 불안정이 자재가격 인상과 맞물려 개발사업 추진에 큰 걸림돌로 작용하고 있음을 확인 가능**

- 공사 지연 및 중단 사업장의 조기정상화 가능성이 낮게 나타나고 있는 점 역시 이러한 구조적 요인에 의해 사업추진에 어려움이 발생하고 있는 것과 관련이 있는 것으로 해석 가능

❖ **건설사가 본PF에 대해 제공한 신용보강과 관련해, ① 건설사 부도가 부동산PF 부실을 촉발하거나, 반대로 ② PF부실이 건설사들의 부도로 이어질 가능성이 확대되어 있을 가능성 역시 확인 가능**

- 시공사들이 책임준공 등 다양한 신용보강을 적지 않게 제공해 왔음이 확인되는데, 이는 (시공사 부도 →부동산PF 부실)과 (부동산PF 부실→시공사 부도)의 두 가지 방향에서 모두 문제를 초래 가능
- 즉 공사비 미회수 등으로 시공사가 부도 상태에 놓였을 때, 시행주체 입장에서 대체시공사 확보가 곤란할 경우 PF 부실이 초래될 가능성이 발생할 수 있고, 반대로 시행주체 입장에서 분양실패 등으로 부동산PF의 적기 상환이나 차환에 실패해 부동산PF가 부실화되었을 때 시행주체와 대주단에 신용보강을 제공한 시공사 역시 연쇄 부실위험에 노출 가능
- 그런데 앞선 설문조사결과에서 이전에 비해 자금운영이 어려워진 건설사들이 전체 응답한 회사의 84%에 이르는 것으로 나타남으로써 ①의 위험이 적지 않게 발생하고 있을 가능성을 시사<sup>27)</sup>
- '분양수요 감소', '원자재 가격 상승', '금융기관 대출축소', '금리상승에 따른 수익성 악화'의 요인이 상호 복합적으로 부동산PF사업장의 위기를 초래하고 있는 것은 시행주체 입장에서 PF상황에 어려움을 겪고 있음을 의미하기 때문에 ②의 위험이 실제로 크게 확대되어 있을 가능성을 시사
- 참고로 실제로 이러한 두 가지 현상이 이미 시장에서 일부 관찰되기 시작한 상태<sup>28)</sup>

❖ **결국 지금의 부동산PF 위기 원인을 이해하고 그에 대한 대안을 모색하기 위해서는 건설시장과 부동산PF시장 그리고 부동산시장을 종합적으로 바라보고, 그에 대한 대응책을 모색하는 것이 필요**

- 국내 부동산PF사업은 이들 세 시장의 연결 구조 속에서 진행되어 왔기 때문에, 어느 한 시장에서의 위기가 다른 시장으로 쉽게 전이될 수 있는 문제점이 존재할 수 있고, 실제로 위에서 제시된 설문조사 결과는 제한적이기는 하지만 이러한 가능성을 뒷받침

27) 건설사 입장에서 최근 대출금리가 급격히 상승한 상태에서 대출이 쉽지 않고, 얼마전 발생한 일명 '레고랜드 사태'로 회사채 발행마저 어려워진 상태여서, 시공사 부도가 부동산PF로 전이될 가능성을 충분히 예견 가능

28) MBC뉴스(2022.10.25.), [집중취재M] 돈줄 마른 부동산 PF...공사연기·중단에 '출도산' 우려도 ; 한경집코노비(2022.10.20.), '건설 보릿고개'... 저축은행에 손 벌리고 부도까지 내몰려 등 언론보도 참고



## IV 위기 극복을 위한 정책적 대응방안 모색

### 1. 문제 의식

❖ 현재 부동산PF에 대한 위기의식이 고조되고 있지만, 위기의 원인과 취약 부분에 대한 진단 그리고 대응방안에 대한 체계적 논의가 제대로 이뤄지지 못하고 있는 상황

- 부동산PF사업의 구조와 추진방식에 대한 정책당국자들의 기본적인 이해가 충분치 않은 가운데, 글로벌 금융위기 이후 달라진 부동산PF금융의 구조 역시 문제의 정확한 진단과 해결방안의 도출을 어렵게 만드는 원인

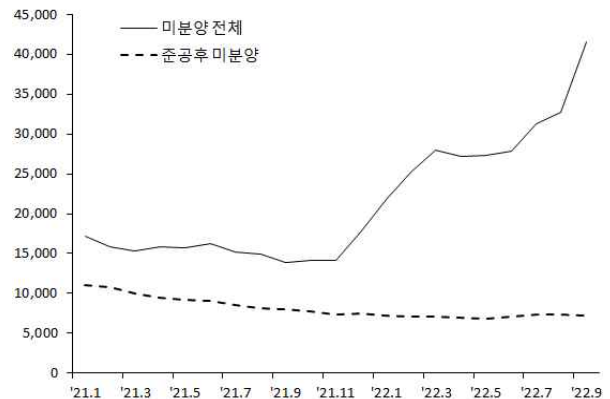
❖ 지금의 위기를 초래하고 있는 요인은 다소 복잡적이거나, 가장 큰 위험을 초래하고 있는 것은 바로 부동산시장(분양시장)의 냉각 문제

- 지난 5-6년간 지속된 부동산가격 상승으로 작년 하반기부터 부동산가격의 고평가 가능성에 대한 우려가 점차 커지고 있던 가운데, 금년 초부터 금리인상이 본격화하자 구매심리가 악화되면서 분양시장이 빠르게 냉각되기 시작
- 대부분 부동산PF사업에서 최종적인 PF상환재원이 분양대금이기 때문에, 분양률이 낮아질 경우 사업의 수익성이 떨어지게 되고, 금융사들 입장에서 PF 공급이나 차환을 꺼리게 되는 요인으로도 작용
- 아울러 지금의 분양시장 냉각은 금리인상에 의해 크게 영향을 받고 있는데, 금리인상은 금융비용 인상을 초래함으로써 기존에 추진되어 오던 PF사업의 수익성을 떨어뜨리는 문제점을 함께 초래

〈그림 6〉 주택가격전망과 주택담보대출금리 변화 추이



〈그림 7〉 미분양 주택수 변화 추이 (단위 : 호)



주 : 1) '주택가격전망CSI<100'이면 주택가격 하락 전망 우세  
2) 주택담보대출금리는 예금은행 신규취급액 기준  
자료 : 한국은행 경제통계시스템



## ❖ 금리인상으로 경제주체들이 직·간접금융시장을 통해 자금을 조달할 수 있는 여건이 전반적으로 악화되고 있는 부분은 부동산PF사업의 정상적 추진을 더욱 어렵게 하는 요인

- 자재가격 인상과 분양률 하락 등 비우호적인 상황이 지속되고 있는 가운데, 금리인상으로 금융시장을 통한 자금 확보까지 어려워짐으로써, 사업시행주체와 시공사, 수신기능이 없거나 약한 PF사업 참여 금융기관들이 전반적으로 유동성 위기에 노출

## ❖ 이처럼 위기 요인이 복합적인 상태에서, 위기의 현실화를 초래할 수 있는 시나리오와 취약 부분 역시 매우 다양

- 금년 5월 이후 점차 심화되어 온 채권시장에서의 신용경색 문제가 지난 10월 크게 악화됨으로써 부동산 PF 부실문제로 전이될 조짐을 보였으나, 정부가 비교적 신속히 대처함으로써 다소 안정을 찾은 상태<sup>29)</sup>
- 하지만 채권시장이 여전히 불안한 가운데,<sup>30)</sup> 부동산PF와 관련해서도 분양시장 냉각과 금리인상 등 불안요소 역시 지속되고 있어, 시공사가 부동산PF에 제공한 각종 신용보강과 관련해 시공사 부도가 부동산PF의 부실로 이어질 가능성 등 위험 요인들이 여전히 상존<sup>31)</sup>

## ❖ 본 장에서는 이러한 문제인식에 입각해 지금의 부동산PF위기 극복을 위한 정책적 대응방안을 모색해 제시

- 최근 정부가 위기 극복을 위해 내놓고 있는 다양한 대책들은 주로 금융시장 안정화에 초점
- 하지만 부동산PF의 구조를 고려할 때 부동산시장, 부동산PF시장, 금융시장이 함께 안정화되는 경우에 비로소 현재의 위기가 해소될 수 있기 때문에, 본 장에서는 지금 단계에서 신속하게 실행할 필요성이 있는 것으로 생각되는 보다 포괄적인 관점에서 방안들을 검토·제시

## 2. 정책적 대응방안 모색

### (1) 각종 부동산규제의 완화

## ❖ 지금의 위기를 극복하기 위해서는 시장 내 미분양물량이나 공사중단 물량이 누적되어 부동산가격의 추가적인 하락 부담으로 작용하지 않도록 하는 것이 중요

29) 한경코리아마켓(2022.10.24.), 채권시장, 대책효과 가늠하는 소강국면… "안정 찾을 것" ; 서울신문(2022.10.24.), 채권시장 진정 국면… CP 금리는 올라 시장 위축 장기화 우려도 등 언론보도 참고

30) 동아일보(2022.11.4.), 레고랜드에 흥국생명까지… 채권시장 '살얼음'

31) 지난 수년간의 부동산 호황기 증권사들과 부동산신탁사들이 신용보강 공급을 확대하면서 부동산PF시장으로 적극적으로 진입했으나, 부동산PF의 공급이 기본적으로 시공사의 신용도와 책임준공 능력을 토대로 이뤄졌기 때문에, 부동산PF의 부실가능성은 시행주체의 부도가능성보다는 시공사의 부도가능성과 보다 밀접히 관련

- 시장흐름이 이미 냉각기로 접어들고 있는 가운데, 지난 정부에서 도입한 각종 부동산거래에 대한 규제들이 정상적인 거래 흐름까지 막으면서 부동산가격의 하방 압력을 높이고 있는 상황
- 그런데 시장 내 미분양 물량이 누적 시 소비자들의 부동산가격 하락 기대를 강화시켜 분양물과 분양가격의 하방 압력을 높임으로써 부동산PF 전반의 부실 가능성이 커지는 결과를 초래 가능
- 따라서 미분양물량이 누적되기 시작하고 있는 지금 상황에서 부동산시장을 안정화시키려는 노력이 선제적으로 경주될 필요

#### ❖ 부동산시장 안정을 위해서는 정부의 인위적 개입보다는 시장의 본래 기능에 의해 문제가 해소될 수 있도록 하는 것이 가장 바람직

- 전국에서 진행되어 온 PF사업들을 통해 공급이 예정된 물량이 적지 않을 것으로 예상되기 때문에, 정부의 개입보다는 시장기능의 회복을 통해 물량을 흡수하는 것이 보다 효과적
- 특히 정부의 최근 재정상황<sup>32)</sup>과 (미분양 공급물량의 흡수기능을 수행할 수 있는) 공공기관들의 약화된 재무상황<sup>33)</sup>을 고려했을 때 시장기능 활성화의 필요성이 더욱 큰 상황

#### ❖ 따라서 이를 위해 현재 시장의 정상적 기능을 저해하고 있는 각종 부동산거래 및 보유규제에 대한 완화 및 개선조치가 이뤄지는 것이 필요<sup>34)</sup>

- 이미 부동산시장이 냉각기로 접어든 상태에서 부동산 호황기에 도입된 각종 부동산거래제한 지구 및 지역 그리고 분양가상한제 등에 대한 신속한 개선이 필요
- 지난 5년간 과도하게 인상된 취득세-양도세-종합부동산세 등 부동산 관련 제반 세제에 대한 획기적인 개선을 통해 소비자들의 주거 이전에 대한 제약을 완화해 줌으로써 시장 내에서 미분양물건 등에 대한 흡수가 가능한 여건을 조성하는 것 역시 필요
- 금리가 높아지고 부동산가격의 하방 위험이 커진 상황에서 수요자가 과도한 대출을 통해 부동산을 매입할 경제적 유인이 크게 낮아진 점을 고려, 기존의 대출규제에 대한 추가적인<sup>35)</sup> 완화조치를 통해 구매 여력이 있는 경제주체들에게 부동산 구매기회를 일정기간 허용해주는 것 역시 고민해 볼 필요

32) 과거 글로벌 금융위기 직후 정부가 미분양주택을 환매조건부 매입이나 직접 매입조치를 취한 바 있으나, 2008년 당시 국가부채비율은 26.8%에 불과했던데 반해, 2021년 말 기준 국가부채비율은 46.9%로 크게 확대된 상태이고(e-나라지표 참고), 과도한 국고채 발행시 민간채권의 발행여건을 악화시켜 오히려 부동산PF사업의 부실을 촉발할 가능성도 존재

33) 한국토지주택공사(LH)나 한국자산관리공사(KAMCO) 등 미분양 물량에 있어 일정한 흡수기능을 수행할 수 있는 기관들의 재무상황 역시 녹록지 않은 상태(2021년 말 기준 부채비율은 LH가 221%, KAMCO가 173%)로 이미 부채감축 필요성에 대한 요구가 지속적으로 이뤄지고 있는 상황(팩스넷뉴스(2022.7.26.), LH 눈덩이 부채 여전... 유흥자산 매각 안간힘 ; 더벨(2022.10.18.), 캠퍼, '새출발기금' 국감 도마 위... 재무건전성 우려도 등 언론보도 참고)

34) 특히 실질적인 구매여력이 있는 다주택자와 DSR에 대한 규제 완화에 대한 검토가 필요한데, 이러한 규제 완화가 가계부채 증가로 이어지거나, 투기성 자본에 대한 이익획득 기회를 제공해 줄 것이라는 우려가 제기될 수 있으나, 지금의 금리상향과 부동산 가격하락 위험을 고려했을 때, 대출규제 완화에 따른 부작용보다는 긍정적인 효과가 더 클 것으로 예상

35) 관계부처 합동(2022.6.16.), 「새정부 경제정책방향」, 정부발표자료 ; 금융위원회(2022.10.27.), 「제11차 비상경제민생회의 금융부문 정책과제 설명자료」, 정부발표자료 참고

〈표 27〉 개선 필요성이 제기되는 주요 부동산 규제(2022년 10월 말 현재)

구분		주요 규제 내용	비고
각종 거래 규제 지역	투기지역 (「소득세법」)	- LTV : 9억 이하 40%, 9억 초과 20%, 15억원 초과 : 0% / DTI : 40% - 양도세 주택수 산정시 농어촌주택 포함 - 분양권 전매시 양도세율 60%(1년 미만 시 70%) - 취득세 중과대상 특례 배제	서울 용산 등 15개 지역
	투기과열지구 (「주택법」)	- LTV : 9억 이하 40%, 9억 초과 20%, 15억원 초과 : 0%, 비율상한 80%, 한도상한 6억 / DTI : 40% - 재건축 조합원 주택공급수, 조합원 지위양도, 분양권 전매, 재당첨 제한 - 양도세 주택수 산정시 농어촌주택 포함 - 분양권 전매시 양도세율 60%(1년 미만 시 70%) 및 기간 제한 - 분양권 전매기간 제한(최대 5년) 등	서울 전지역과 경기 과천 등 총 43개 지역
	조정대상지역 (「주택법」)	- LTV : 9억 이하 50%, 9억 초과 30% / DTI : 50% - 양도세 주택수 산정시 농어촌주택 포함 - 분양권 전매시 양도세율 60%(1년 미만 시 70%) 부과 및 - 분양권 전매기간 제한(최대 3년) - 3억 이상 주택 무상취득 중과(12%) - 다주택자 취득세 중과(2주택 8%, 3주택 이상 12%) - 다주택자 보유세 세부담 상한 상향(2주택자 300%, 3주택자 300%) - 다주택자(분양권 포함) 양도세 중과(2주택 +20%p, 3주택 +30%p) 등	서울 전지역과 경기 과천 등 총
부동산 거래 및 보유세	분양가상한제 (「주택법」)	- 분양가격(택지비, 건축비) 제한 - 실거주 의무 및 전매 제한(분양 시 인근시세 대비 가격비율을 기준으로 최대 10년)	서울 대부분 및 경기 일부지역
	취득세 (「지방세법」)	- 1주택자 : 6억 이하 1%, 6-9억 이하 1-3%, 9억원 초과 3% - 다주택자 : 조정지역 2주택 8%, 조정지역 3주택 이상 12% / 비조정지역 2주택 1-3%, 3주택 8%, 4주택 이상 12%	-
	양도소득세 (「소득세법」)	- 양도차익에 따라 6-45% 부과(1.2천 이하 6%, 4.6천 이하 15%, 8.8천 이하 24%, 1.5억 이하 35%, 3억 이하 38%, 5억 이하 40%, 10억 이하 42%, 10억 초과 45%) - 보유기간과 보유 주택수, 조정대상지역 등에 따라 20-30%p 중과	-
	종합부동산세 (「종합부동산세법」)	- 주택가격 및 보유 주택수에 따라 0.6-6%(전국 합산 주택 공시가격 6억원 초과자 대상)	-
DSR 규제 (각 업권별 감독규정)		- 차주 단위 총 대출액 1억원 초과시 은행 40%, 비은행 50% 적용	-
재건축초과이익환수제 (「재건축초과이익환수에관한법률」)		- 재건축 1인당 3천만원 초과 개별이익에 대해 10%-50%를 개발부담금으로 환수 - 준공 후 5개월 이내 부담금 부과, 납부의무자는 부과일로부터 6월 이내 납부	-

자료 : 저자 정리

## (2) 본PF 사업장과 시공사에 대한 유동성 공급장치 마련

### ■ 정부가 최근 채권시장 등 금융시장의 불안정성 문제를 해소하기 위해 신속하게 유동성 공급 조치들을 발표해 오고 있는 상황

- 지난달 초에 채권시장의 불안정성이 심각해지면서 지난 10월 23일 정부는 총 50조 규모의 유동성 공급 방안을 발표했으며, 지난 11월 1일에는 다시 5대 금융지주사들에 총 95조원 규모의 유동성 지원을 요청

〈표 28〉 최근 정부가 발표한 금융시장 불안정 해소 대책

구분	지원방식 및 대상	지원규모	비고
채권시장안정펀드 재가동	- 회사채(AA-), CP·전단채(A1), PF-ABCP(A1), 여전채(A+ 이상) 매입	20조원	기재부
회사채·CP 매입확대	- 산은과 기은의 회사채 및 CP 매입여력 확대 • 매입대상 : 일반기업 회사채(대기업 BBB, 중견기업 BB, 중소기업 B 이상)와 CP, 전단채 차환물(A3 이상)	10조원 (+5.5조원)	
P-CBO 신규 발행여력 확대	- 신용보증기금의 P-CBO 신규발행여력 확대 • 지원대상 : 중소·중견기업 회사채 cf) 건설사와 여전사 채권은 BB- 이상으로 시장상황을 감안해 지원 추진	5.6조원 (+2.6조원)	
증권금융을 통한 증권사 유동성 지원	- RP 거래 대상범위 및 증권담보대출의 담보제공 대상 증권 확대 • RP 거래 : (기존) 국공채·통안채·은행채 외 회사채(AA이상) 포함 • 증권담보대출 : 기존 RP 대상채권 및 상장주식 외 회사채(AA이상), CP(A1이상), ABCP(예금형), 중금채를 담보 범위에 포함	3조원	
PF사업자 보증지원	- 단기 유동성 위기에 노출된 사업장에 대한 PF보증 지원 • 브릿지론 기 실행 사업장에 대한 본PF 실행 지원	10조원 (2023년까지)	
보증채무 이행 확인	- 전국 13개 지자체의 26개 사업에 대한 보증채무 이행 의사 확인	1.07조원	행안부
시장 유동성 공급 확대	- 한전 등 공기업과 소상공인·중소기업·대기업에 대한 자금공급 확대 - 특은채·여전채·회사채·CP 및 ABCP 매입, RP 매입, MMF 운용규모 유지, 제2금융권 크레딧라인 유지	73조원	금융위 (5대 금융지주)
채권(증권)시장안정펀드참여	- 정부가 운영을 개시한 채권시장안정펀드와 증권시장안정펀드에 출자	12조원	
자주그룹 계열사 자금공급 확대	- 자주그룹 내 계열사 간 유동성 지원 강화	10조원	

자료 : 기획재정부(2022.10.23.), 「비상거시경제금융회의 개최결과」, 보도자료 ; 행정안전부(2022.10.23.), 「13개 지자체 총 26개 사업에 대한 보증채무 이행 확인」, 보도자료 ; 금융위원회(2022.11.1.), 「김주현 금융위원장, 금융지주 회장단 간담회 개최」, 보도자료 참고

❖ 하지만 현재 정부의 정책은 금융시장 안정화에 초점이 맞춰져 있고, 부동산PF와 관련해서는 브릿지론에 대한 부실억제책만 마련되어 있는 등, 부동산PF의 전반적인 위기 해소를 위한 고려는 충분치 못한 상태

- 10월 23일에 발표한 대책에서 주택금융공사(HF)와 주택도시보증공사(HUG)를 통한 보증공급에 관한 내용이 포함됐으나, 이는 브릿지론이 기실행된 초기사업장들을 대상으로 한 본PF실행 지원에 관한 것
- 참고로 정부가 발표한 지금까지의 조치들은 대부분 높은 신용등급의 대기업 회사채나 금융채에 대한 지원 중심이기 때문에, 부동산PF사업과 관련해서는 일부 대형 우량사업장을 제외하고는 유동성 공급 장치로서 한계가 있는 상황

❖ 지금 상황에서 본PF의 부실 문제가 더 클 수가 있기 때문에, 본PF의 부실 억제를 위한 추가적인 유동성 공급장치에 대한 고민이 이뤄져야 할 것

- 전국 약 800여개 정도로 알려진 브릿지론 실행 사업장 수<sup>36)</sup>에 비해 본PF가 실행된 사업장의 수는 대략 5천개 정도로 수적으로도 훨씬 많고<sup>37)</sup> 건당 대출 규모 역시 본PF가 훨씬 클 것으로 예상

36) 동아일보(2022.10.30.), 레고랜드 2022 자금경색에 숨넘어가는 건설업체

- 따라서 브릿지론 이외에 본PF에 대한 추가적인 신용보강 및 유동성 공급장치가 필요하며, 본PF의 상당 부분이 시공사가 신용보강을 기초로 조달되었음을 고려해 사업장 단위에서만 아니라 시공사 단위에서의 유동성 공급장치가 함께 마련되는 것이 중요

#### ❖ 따라서 본PF 기 실행 사업장들을 중심으로 사업시행주체와 시공사에 대한 다각적인 유동성 지원 프로그램들을 마련해 운용하는 것이 필요

- HUG나 HF, 산업은행, 중소기업은행 등 정책금융기관들이 채권시장안정펀드에 추가 출자함으로써 부동산PF사업장에서 발생하는 유동화증권 등 채권매입 수요를 보다 효과적으로 흡수할 수 있도록 하는 것이 하나의 방안이 될 수 있을 것
- 정책금융기관이 공동출자하는 (가칭)‘부동산PF 안정화 펀드’를 조성한 뒤, 위기상황에 놓여있으나 조 기준공이 가능한 사업장들을 선별해 PF대출을 직접 실행하는 방안도 고민해 볼 만
- 정부 재정 출자를 통해 HUG와 HF의 보증여력을 확대시켜 주고 PF보증의 시공사 요건<sup>38)</sup>을 완화해 줌으로써, 사업성 있는 소규모 사업장에 대해서도 유동성 공급이 이뤄질 수 있도록 하는 것이 필요
- 건설공제조합, 전문건설공제조합 등 건설 관련 민간금융기관들이 출자한 (가칭)‘건설사 긴급유동성 지원펀드’를 조성하고, 정책금융기관들이 보증을 제공하는 형태로 단기유동성 위기에 직면한 시공사들에게 유동성을 신속히 공급하는 방안 역시 고민해 볼 수 있을 것
- 재정투입을 통해 신용보증기금의 P-CBO 발행 여력을 확대시켜 주고, P-CBO 내 건설사 편입 비중을 높여주거나, 시공사들이 보유한 공사대금채권을 매입 또는 유동화시켜줄 경우 시공사들의 유동성 여건을 개선해 줄 수 있을 것
- 이 외에도 금융감독당국 차원에서 별도 대출심사에 대한 가이드라인을 제시하고, 주요 채권 은행권에 대한 대출회수 자제와 만기연장에 대한 행정지도를 강화해, 정상추진 가능 사업장의 부실을 최소화할 필요

### (3) 공적 채무조정 프로그램의 조기 가동

#### ❖ 지금의 부동산시장 흐름에 비춰 향후 일정기간 내에 적지 않은 PF사업들이 실제 부실화될 가능성을 배제하기 곤란

- 이미 상당수 부동산PF사업들의 수익성이 크게 악화된 가운데, 위기초래 요인들에 대한 단기적 해결이 쉽지 않아, 향후 적지 않은 수의 사업들이 실제 중단될 가능성이 큰 상태

#### ❖ PF사업들이 다수 부실화했을 때 그 충격이 금융시장과 국가 경제 전반으로 전이되는 것을 최소화하기 위해 공적인 채무조정 프로그램을 조기에 가동하는 것이 필요

37) 한경코리ाम마켓(2022.10.27.), "돈촌주공 PF 연장 무산뎀 최악 위기"...채안펀드 소방수로 투입

38) 현재 HF는 시공순위 200위권 이내 및 신용등급 BBB-이상 그리고 HUG는 시공순위 700위 이내 및 신용등급 BB+ 이상

- PF사업들이 다수 중단돼 다량의 부실채권이 발생했을 때, 효율적으로 채무조정이 이뤄지지 못한다면 금융시장의 정상적인 금융공급기능을 제약해 경제 전반에 커다란 부담으로 작용 가능

#### ■ 구체적으로 브릿지론 단계에서 부실화된 사업장과 본PF 실행 이후 부실화된 사업장에 대해 선별적인 지원이 필요할 것으로 판단

- 브릿지론 실행단계에서 부실화된 사업장의 경우 시장에서 소화되지 않은 토지 등을 한국토지주택공사(LH)가 운영하고 있는 '토지은행사업'을 통해 시행 주체로부터 신속히 매입함으로써 PF부실에 따른 금융시장으로의 파장을 최소화하는 방안을 고민해 볼 만<sup>39)</sup>
- 본PF가 이미 실행되어 사업이 진행되고 있었으나, 중간에 시행주체나 시공사가 부실화되어 사업이 중단된 사업 중 HUG의 분양보증이 되지 않은 사업장들에 대해서는, 한국자산관리공사(KAMCO) 등과 연계해 채무조정을 통해 관계 권리문제를 신속히 정리한 뒤, LH나 지역개발공사, 건설공제조합 등이 사업을 인수받아 대체 시행하거나, KAMCO가 시장에 시행(시공)권과 토지를 함께 신속히 매각하는 프로세스를 마련하는 것이 필요할 것<sup>40)</sup>

#### (4) 주택공급정책과의 연계를 통한 시장충격 흡수

#### ■ 지난 8월에 정부는 「국민 주거안정 실현방안」을 통해 향후 5년간 270만호(서울 50만호, 수도권 158만호, 지방대도시 52만호)의 신규 주택공급 계획을 발표

- 정부는 동 방안을 통해 도시정비사업 활성화, 신규택지공급, 청년원가/역세권첫집, 내집마련리츠 등을 통해, 서울과 수도권에만 각각 50만호와 158만호의 주택 공급계획을 제시했으며, 이전과는 달리 공공주도가 아닌 민간주도의 주택공급을 지향

#### ■ 하지만 부동산시장이 빠르게 냉각되고 있는 상황에서 동 방안에서 제시한 주택공급 계획이 실행될 수 있는 여건이 크게 약화된 상태

- 민간 부동산개발사업들은 기본적으로 유리한 분양시장 여건을 토대로 레버리지를 크게 일으키는 방식으로 사업이 추진되는 구조이기 때문에, 동 방안에서 추진코자 하는 신규 정비구역 지정 확대나 신규 도입 예정인 민간 도심복합개발사업, 내집마련리츠 등의 경우 사업추진이 원활하지 못할 가능성

#### ■ 지금과 같이 불안한 시장 상황 속에서 공공 주도로 무리하게 주택을 시장에 대규모로 공급할 경우, 부동산시장과 금융시장에 오히려 부담으로 작용할 우려

39) 현 채권시장의 상황을 고려했을 때 LH가 공사채 발행을 통해 필요자금을 조달하기보다는 기 적립된 토지은행적립금을 우선 활용하는 것이 필요할 것(참고로 2020년 5월 현재 토지매입에 활용 가능한 토지은행적립금은 약 5조 6백억원 규모인 것으로 파악(국토교통부(2020.6.15.), 「제2차공공토지비축 종합계획[20-29]」, 보도자료 참고))

40) 이 경우 PF부실로 불가피하게 중단된 사업들 중 사업성이 존재하는 사업이 빠르게 다시 시장으로 공급될 수 있게 함으로써 시행시장과 시공(건설)시장에서의 수주물량 감소를 완화하는 효과가 발생하게 될 것



- 정부의 무리한 주택공급 추진은 소비자들의 주택가격 하락에 대한 기대심리를 강화시켜, 현재 진행 중인 부동산PF위기를 더욱 심화시키는 요인으로 작용할 가능성

〈표 29〉 「국민 주거안정 실현방안」의 주요 관련 내용

구분	주요 내용
도심 내집 마련 기회 확대	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 재개발·재건축 사업 정상화</li> <li>• 신규 정비구역 지정 촉진 : 5년간 전국 22만호, 서울 10만호 신규 지정</li> <li>• 재건축부담금 합리적 감면, 안전진단 제도 개선, 정비사업 전문성·투명성 강화 등</li> <li>- 도심복합사업 개편 : 민간 도심복합사업 신규 도입 및 공모 착수</li> </ul>
쾌적한 주거환경 조성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 우수입지 공공택지 신규 지정</li> <li>• 산업단지, 도심, 철도 인접지역 등을 중심으로 '23년까지 15만호 신규 발굴, 10월부터 순차 발표</li> <li>- 신도시 정주환경 개선</li> <li>• GTX A·B·C노선 조기 개통 및 착공, 도철산단 중복지정, 개발밀도 확대</li> <li>• 기존 신도시 128개 지구 맞춤형 교통개선대책 마련 및/ 1기 신도시 마스터플랜 수립('24년까지)</li> <li>- 지방 주거환경 개선</li> <li>• 지방 공공재개발, 공공도심복합사업 추진, 지역 노후 주택 개보수 사업 추진</li> <li>- 재해취약주택 거주자 주거지원 종합방안 마련 등</li> </ul>
주택 공급시차 단축	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 민간정비사업 등에도 통합심의 전면 도입</li> <li>• 중소택지(100만㎡ 이하)의 경우 지구지정과 계획수립 절차 통합</li> <li>- 소규모사업 추진 애로 요인 해소</li> <li>• 연접 복수단지에 대한 소규모 재건축 허용, 금융 및 세제지원, 절차 간소화 등</li> <li>- 주택공급 촉진지역 제도 도입 검토</li> </ul>
주거사다리 복원	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 청년원가/역세권첫집 공급</li> <li>• 공공택지, 도심정비사업 용적률 상향, 기부채납 물량, 3기 신도시, 도심 국공유지, 역세권 등 활용</li> <li>- 내집마련리츠(신모델 민간분양주택) 도입</li> <li>• 주택도시기금 등이 출자한 민간리츠가 공급 주체</li> </ul>

자료 : 국토교통부(2022.8.16.), 「국민 주거안정 실현방안」, 정부발표자료 주요 내용을 저자 정리

## ❖ 따라서 현 상황 하에서 정부가 추진키로 한 주택공급정책과 이미 시장에서 공급이 계획되어 있던 부동산PF물량을 유기적으로 연계시키는 방안에 대한 모색이 필요

- 부동산 규제에 대한 완화 외에, 기 추진 중이던 도시정비사업 등 규모가 큰 개발사업들에 대해서는 용적률과 세제 측면에서 인센티브를 강화해 사업추진 여건을 개선해 주는 것이 필요<sup>41)</sup>
- 민간주도의 주택공급사업들을 별도 사업으로 운영하기보다, 이미 시장에서 발생이 예상되고 있는 사업중단 또는 미준공 물량을 정부 차원의 공적 매입 프로그램을 통해 흡수한 뒤, 정부가 예정한 사업 목적에 맞춰 시장에 공급하는 방안에 대한 고민도 필요<sup>42)</sup>
- 개발 초기에 사업이 중단된 사업들을 인수한 뒤, 용도변경, 용적률 등 인센티브 부여를 통해 사업성을 높여 다시 시장에 공급함으로써 정부의 재정부담을 최소화하는 방식도 가능할 것

41) 이를 통해 부동산시장의 가격하락 압력을 일부 완화시키는 효과도 기대해 볼 수 있을 것

42) 이러한 방식은 실질적으로 재정사업 형태로 운영될 가능성이 큰 청년원가/역세권첫집 사업이나 내집마련리츠 사업에 활용될 수 있을 것

## V 결론

### ❖ 최근까지 이어진 부동산시장의 우호적 흐름이 외부적 여건의 급격한 변화로 크게 달라진 상태

- 미국 금리인상의 영향으로 과거 수년간 이어진 저금리 상황 하에서 설계·추진되어 왔던 개발사업들의 수익성 측면에서 문제가 발생하기 시작했고, 금년 초부터 이어진 원자재가격 불안정성과 수년간 누적된 부동산규제가 부동산시장의 하방 압력을 높이는 복합적인 요인으로 작용하기 시작

### ❖ 이처럼 변화한 여건 속에서 최근 부동산PF의 부실 가능성에 대한 우려가 크게 높아진 상황

- 부동산PF란 부동산개발사업의 추진에 필요한 자금을 PF방식으로 조달하는 기법을 말하는데, 국내 부동산PF는 ① 브릿지론-본PF-집단대출이라는 단계적 대출 및 상환 구조와 ② 시공사의 신용보강이 담보가 되는 담보대출적 성격이 주된 특징
- 국내 부동산PF가 이러한 구조를 가지는 주된 이유는 ① 시행주체의 영세한 자본력, ② 부동산PF사업 자체가 가진 고수익·고위험성, ③ 소요자금의 대규모성 때문

### ❖ 한편 부동산PF에 대한 위기감이 현재 팽배해 있는 주된 이유는 최근 금융시장에서 관찰되는 불안정성 때문

- 지난 수년간 이어진 우호적인 부동산경기 흐름 속에서 전국적으로 다수의 부동산개발사업들이 발굴·추진됐고, 글로벌 금융위기를 거치면서 금융사들의 PF참여 방식이 다양해지고 참여 규모도 확대
- 또한 PF유동화증권의 발행 규모와 방식이 복잡해지면서, 자본시장과의 연계성도 매우 커져 있는 상태
- 때문에 앞서 언급한 외부적 환경변화 속에서 기추진되어 오던 부동산PF사업들의 수익성이 악화되기 시작하자, 이미 경색국면에 놓여있던 채권시장을 중심으로 부동산PF사업의 위기발생 가능성에 대한 징후가 포착되기 시작한 것

### ❖ 최근 정부는 부동산PF의 부실화에 따른 금융시장 충격 완화를 위해 다각적인 대책들을 내놓고 있고, 그에 따라 시장이 다소 안정화된 모습을 시현

- 금년 중반 이후 이미 자본시장에서 신용경색이 발생하고 있던 차에 ‘레고랜드 사태’까지 발생하면서 채권시장을 중심으로 신용경색 문제가 크게 악화되자, 정부는 지난 10월 23일과 11월 1일에 각각 50조원과 95조원 규모의 유동성 공급대책을 발표



## ❖ 하지만 정부 정책이 금융시장 안정에 주로 초점이 맞춰져 있어, 부동산PF위기 대응과 관련해서는 한계점이 존재

- 10월 23일에 발표한 대책에서 주택금융공사(HF)와 주택도시보증공사(HUG)를 통한 보증공급에 관한 내용이 포함됐으나, 이는 브릿지론이 기 실행된 초기사업장들을 대상으로 한 본PF실행 지원에 관한 것이며, 본PF가 기실행된 상태에서 발생하고 있는 부실가능성에 대한 지원장치는 부족
- 또한 정부가 발표한 지금까지의 조치들은 대부분 높은 신용등급의 대기업 회사채나 금융채에 대한 지원 중심이기 때문에, 부동산PF사업과 관련해서는 일부 대형 우량사업장을 제외하고는 유동성 공급 장치로서 한계가 존재

## ❖ 현재의 부동산PF위기를 초래하고 있는 요인이 복합적임을 고려했을 때, 위기 극복을 위해서는 보다 다각적인 대응책 마련이 필요한 상황

- 지금의 위기가 금리인상과 그에 따른 금융시장 환경변화에 의해 크게 영향을 받고 있는 것은 사실이나, 과도한 부동산 규제, 예측하지 못한 원자재 가격 상승, 부동산PF 구조 등의 문제가 겹치면서 촉발
- 따라서 지금의 위기 극복을 위해서는 부동산PF시장-부동산시장-금융시장 전반의 안정화 관점에서 대안을 모색하는 것이 필요

## ❖ 먼저 지금의 위기가 부동산시장의 냉각과 관련해 촉발되고 있는 측면이 큰 만큼, 누적된 부동산 규제에 대한 과감한 완화가 이뤄지는 것이 중요

- 시장 내 미분양물량이나 공사중단 물량이 누적되어 부동산가격의 추가적인 하락으로 이어지는 것을 완화하기 위해 시장의 정상적 작동을 저해하고 있는 부동산거래제한지구 및 지역, 분양가상한제, 취득세 등 각종 세제, 대출규제 등에 대한 폭넓은 개선작업이 필요한 상황

## ❖ 또한 부동산PF의 구조적인 특징을 고려했을 때 브릿지론과 본PF 모두에 부실억제책이 마련될 필요가 있고, PF에 대한 신용보강기능을 담당하고 있는 시공사들에 대한 유동성 공급장치 역시 신속히 마련해 실행할 필요

- 전국적으로 본PF가 실행된 사업장의 수가 훨씬 많고 건당 대출 규모 역시 본PF가 훨씬 클 것이기 때문에, 본PF에 대한 추가적인 신용보강 또는 유동성 공급장치가 마련되어야 할 것
- 또한 본PF의 상당 부분이 시공사가 신용보강을 기초로 조달되었음을 고려해, 정책금융기관과 민간건설금융기관 등이 협업해 시공사 단위에서의 유동성을 공급할 수 있는 장치를 마련하는 것 역시 필요
- 특히 설문조사 결과에서도 드러나듯 사업장들의 상당수가 한계상황에 도달, 부실 전이가 시작되고 있는 단계로 판단되는 점을 감안, 단기적으로 유동성 공급과 관련해 신속한 정부 대응이 필요할 것으로 판단

- PF사업장의 중단에 따른 금융시장에서의 부담을 조기에 해소할 수 있도록 공적인 채무조정 프로그램을 조기 가동하는 것에 대해 고민이 이뤄져야 할 것

  - PF가 부실화된 단계에 따라 토지은행사업과 연계하거나, KAMCO 등의 채무조정 프로그램과 연계해 부실 사업장이 조기에 시장에서 소화될 수 있도록 하는 제도적 프로세스를 조기에 갖춰 운영할 필요
- 정부가 추진코자 하는 주택공급정책과 연계해 이미 시장에서 공급 예정이었던 주택 등의 공급물량을 흡수하는 방안 역시 고민해 볼 만

  - 정부가 추진코자 하는 민간주도의 주택공급사업들을 별도 사업으로 운영하기보다, 이미 시장에서 발생이 예상되고 있는 사업중단 또는 미준공 물량을 정부 차원의 공적 매입 프로그램을 통해 흡수한 뒤, 정부가 예정한 사업목적에 맞춰 시장에 공급하는 방안에 대한 고민이 이뤄져야 할 것
- 지금의 부동산PF위기가 실제화할 경우 금융시장의 불안정성을 심화시켜 경제 전반에 커다란 부담으로 작용할 뿐만 아니라, 부동산가격의 추가하락으로 이어져 가계부채 부실 문제를 촉발하는 중요한 요인이 될 수 있는 상황
- 따라서 정부는 단기적 금융시장 안정화에만 초점을 둘 것이 아니라, 부동산시장과 부동산PF시장 전반에 대한 포괄적인 시각을 가지고 대응책들을 마련해야 할 것

  - 중장기적으로는 국가 거시경제 안정화 측면에서 부동산개발사업과 건설산업의 구조 개선을 통해, 부동산PF사업의 추진방식을 보다 안정적인 형태로 변화시켜 나가는 것에 대한 고민도 이뤄져야 할 것
- 향후 본 보고서가 부동산PF위기의 실체를 진단하고 효과적인 대응방안을 마련하는 데 도움이 될 수 있기를 바라며 글을 마무리

김정주(연구위원·kjj@cerik.re.kr)