

부동산 PF의 구조적 문제와 해결 방안

빈 재 익 | 한국건설산업연구원 연구위원
jjpins@cerik.re.kr

프로젝트 파이낸싱(project financing, 이하 PF)은 프로젝트가 지향하는 사업의 성과로부터 미래에 발생하는 현금 흐름을 대출금 상환 재원으로 하고 프로젝트의 유무형 자산을 담보로 하여 해당 프로젝트를 수행하기 위해 설립된 회사(project company)에 금융기관이 자금을 공급하는 금융 방식이다. SOC 사업 같은 대규모 건설 프로젝트에 민간 자본을 유치하기 위해 대형 금융기관을 중심으로 시작되었으나, 부동산 개발사업의 수익성 개선과 함께 상호저축은행, 보험사, 증권사 등 다양한 금융기관들이 참여하고 자산유동화증권(asset backed security)와 자산유동화기업어음(asset backed commercial paper) 등의 금융 상품이 도입됨으로써 PF의 규모와 사업 영역이 확대되었다.

외환위기 이후 부동산 경기 회복으로 부동산 개발 PF 대출이 크게 증가했는데, 대상 프로젝트도 아파트에서 오피스텔과 상가 건설 등으로 확대됐다. PF 대출에 부과되는 금리가 일반 대출에 비해 높아 금융기관들이 PF 대출을 선호한 점도 PF 대출의 빠른 확산에 기여했다.

한편 높은 금리의 반대급부로, PF 대출은 대주인 금융기관이 사업주에 대하여 소구권이 없거나 제한적 소구권만을 가질 수 있어, 부동산 개발 PF를 취급하는 금융기관은 일반적으로 신용 보강의 수단으로서 시공사인 건설사의 지급 보증을 요구한다.

건설사의 입장에서도 프로젝트 파이낸싱은 기업 금융을 바탕으로 하는 단순 도급형 수주에서 벗어나 보다 적극적으로 건설 프로젝트에 참여하는 기업 활동을 가능케 하는 자금 조달 및 운영 방식이다.

글로벌 금융위기 이후 위협 요소로

부동산시장의 호황과 함께 건설사, 금융기관 모두에게 높은 수익을 제공하던 부동산 개발 PF가 거시경제의 안정성에 위협을 주는 요소로 변모한 것은 지난 2008년 글로벌 금융위기의 발발 이후 부동산시장의 침체 지속과 관련이 있다. 특히, 미분양으로 인한 자금 회수의 차질은 부동산 개발사업의 PF에 부정적 영향을 미친다.

다른 한편에서 글로벌 금융위기는 경기 침체로 인한 유동성 선호의 강화로 건설산업에 대한 금융기관

연구 노트

의 자금 공급이 축소되는 계기가 되고 있다. 부동산 수요 위축으로 PF를 활용한 주택사업의 사업성이 하락하고 금융기관의 유동성 관리 강화로 PF 대출 및 PF 유동화증권(ABS, ABCP)에 대한 상황 압력이 강화되어 건설기업의 재무 상황이 악화되고 있다.

금융기관의 건설산업에 대한 자금 공급 축소는 건설기업의 유동성을 저하시켜 계획 중인 개발사업의 지연뿐만 아니라 이미 진행 중인 사업의 중단 등을 초래하여 결과적으로 해당 건설기업을 부도와 도산에 이르게 할 수 있다. 건설기업의 부도와 도산은 건설산업에 대한 대출의 부실 위험을 제고하여 금융기관의 건설산업에 대한 자금 공급을 보다 더 위축시키는 결과를 초래한다.

2010년 말 이후에 저축은행 8개가 영업정지를 당했고 한솔, 동일, 월드, 진흥, LIG, 삼부, 동양건설 등 7개 중견 건설사가 경영난으로 워크아웃, 법정관리를 신청하는 등 시공능력평가 100위 이상 중대형 건설기업 중 29개가 부실화됐다.

영세 자본금... 시공사에 신용공여 요구

글로벌 금융위기에서 시작된 위기가 부동산 PF를 통해 건설기업과 금융기관의 안정성에 위협이 되고 있는 현상은 우리나라 부동산 PF의 구조적 특징과 관련 있다.

미국이나 일본의 개발 사례에서 나타난 부동산 PF는 지주나 연기금 등 장기 투자자가 포함된 사업자가 자기자본과 후순위 대출 등을 통해 토지비와 초기 필수 사업비를 조달하는 안정된 구조를 가지고 있어 목

적물의 준공 가능성이 높으므로 자금을 제공하는 대주는 준공 후 목적물을 담보로 처분하여 채권을 보전할 가능성이 높다.

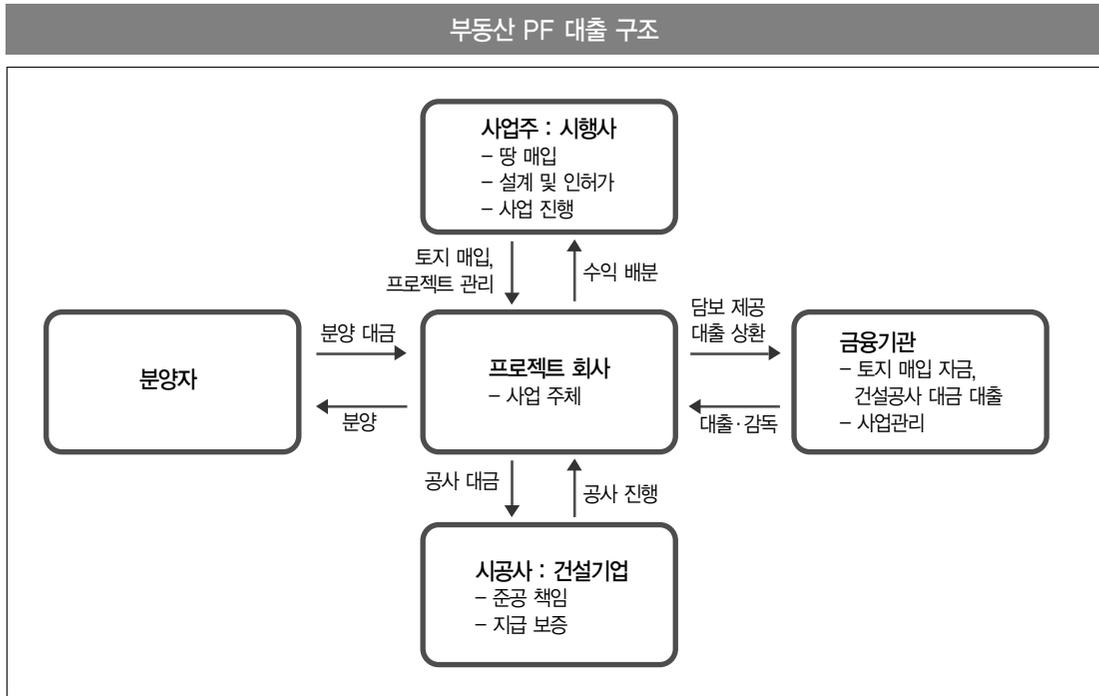
2000년대 완공한 일본 롯본기힐스를 재개발하는 부동산 PF에서 시행사인 모리빌딩은 총사업비 2,700억엔의 37%에 해당하는 1,000억엔을 자기자본으로 출자하였다.¹⁾ 미국 뉴욕의 화이트 플레인즈 쇼핑센터 프로젝트의 경우, 총 사업 자금 2억 8,000만 달러 중 토지주와 사업 주체의 자기자본 투자가 40%를 차지하고 은행 대주단의 부동산 PF 대출이 나머지 60%를 구성하였다.²⁾

금융기관이 공급하는 건설 자금 대출은 기성에 따른 공사비 등 사업 비용을 지급하기 위한 재원으로 사용된다. LTC(Loan-to-Cost) 비율이 통상 80% 이하이므로 CIC(Cost-to-Invested Capital : 총사업비/초기 투자비) 비율은 일반적으로 5배 이하다.³⁾

한국적 부동산 PF의 구조적 특징은 사업주인 시행사의 자본금 규모가 영세성을 보인다는 점이다. 수분양권자의 선분양 대금을 사업비로 충당할 것을 전제하고 있어 사업자의 초기 투자 규모는 토지 계약금과 초기 필수 사업비를 충족하는 수준인 경우가 일반적이다. 한 조사⁴⁾에 의하면 자기자본이 총사업비에서 차지하는 비중은 평균 5.99%이고 CIC 비율은 15배 이상이다. 부동산 PF는 주로 토지 구입 자금 대출을 의미하는 경우가 일반적이다. 만약, 토지 구매 계약금까지 저축은행의 브리지론 또는 시공사의 대여금으로 충당할 수 있는 경우에는 사업자의 초기 투자 규모는 더 줄어들 수 있다.

1) 이현석, 신종철, 박성균(2011) 시장 변화에 따른 부동산 PF 개선 방안 연구.
 2) ibid.
 3) 김진, 사공대창 (2009), 부동산 PF(Project Finance) 대출의 부실화 요인에 관한 연구, 국토계획, 제44권, 제5호, p.178.
 4) ibid, p.185.

연구 노트



이러한 여건 때문에 자본과 인력의 측면에서 영세한 부동산 개발업자가 시행사의 역할을 수행할 수 있다. PF 대출 과정에서 신용 보강이 필요한 경우, 금융기관은 시공을 담당하는 건설기업의 신용공여를 요구하는 것이 일반화돼 있다.

신용 위험 특징

이러한 PF 구조가 내포하고 있는 신용 위험 관련 특징은 다음과 같다.

- ① 토지 작업이 지연되거나 토지 비용이 상승할 경우 담보가 확보되지 못하는 결과로 이어질 가능성이 크다.
- ② 사업자의 자기자본 규모가 크지 않기 때문에 사업 일정 지연, 금리 상승 등 사업비 증액 요인이 발생할 경우 추가적인 사업비 확보가 어렵다.

- ③ 입주자 모집 공고에 필요한 대한주택보증의 분양보증서를 발급받기 위해서는 담보 토지 일체에 대한 대주 앞 신탁 등기를 해제하고 대한주택보증 앞 신탁 등기를 설정해야 하며 '대주의 모든 권리가 대한주택보증의 권리보다 후순위임'을 인정하는 확약서를 제출해야 하기 때문에, 대주의 입장에서는 담보를 확보하고 제공한 부동산 개발 PF가 분양 시점에서는 신용 대출로 전환될 수밖에 없어 시공사인 건설기업의 채무 보증 이외에는 별다른 채권 보전 방안이 없다.
- ④ 분양이 저조할 경우, 자기자본을 갖추지 않은 사업주는 사업비를 확보하지 못하여 시공사인 건설기업은 공사 대금을 받지 않고 공사를 진행해야 할 뿐만 아니라 사업주를 위하여 제공한 보증 채무를 이행해야 한다.

연구 노트

- ⑤ 이러한 여건에서 시공 건설사가 부실화될 경우 사업 진행을 위해서는 대체 시공사를 선정해야 하는데, 공사 대금을 받지 않고 공사를 하고 보증 채무를 이행할 건설기업을 구하기 어렵기 때문에 대주단의 추가 대출이 필요하다.
- ⑥ 분양 대금과 시공사의 채무 보증을 전제로 하는 PF 구조로 인해, 사업주의 초기 투자 규모가 클 필요가 없다는 점은 진입 장벽을 낮추는 역할을 하였으나, 분양 대금의 유용을 통한 자기자본 조기 회수, 다른 사업에 대한 중복 투자, 한탕주의 만연 등 사업주의 도덕적 해이와 관련된 신용 위험이 제기될 수 있다.

PF 대출의 구조적 문제점

우리나라 부동산 PF 대출의 구조적 문제점은 ① 단기 금융, ② 시공사의 과도한 위험 부담 등 두 가지로 요약할 수 있다. 먼저, 단기 금융과 관련하여, 장기를 요하는 부동산 개발 프로젝트에 대한 PF 대출이 단기 일 수 있는 것은 PF 대출의 대상이 토지 구입 대금이기 때문이다. 선분양제로 인해 사업 초기에 수분양권자가 납부하는 분양 대금으로 토지구입비 명목으로 받은 PF 대출을 상환할 수 있고 공사 대금도 충당할 수 있는 사업 구조가 가능하기 때문이다.

장기적으로 안정적인 운용 수익보다는 분양 시점의 한 시점에서 발생하는 분양 수익을 선호하는 부동산 시장 구조로 인해 2000년대 들어 부동산 개발사업에 장기 자금을 공급하기 위한 수단으로 리츠, 부동산 펀드 등을 도입하였으나, 아직까지 성장하는 단계에 있다. 장기 투자가 확보되지 않았으므로, 미분양 등 매출 계획에 차질이 발생하면 사업이 진행되지 못하고 PF 대출에 대해 사업주 혹은 프로젝트 회사는 채무 불이

행 상태에 빠질 수 있다.

시공사의 과도한 위험 부담과 관련해서는, 시행사가 부동산 개발사업의 주체이나 영세한 자본금 규모로 인해 시공사의 신용공여(지급 보증, 책임 준공, 채무 인수)가 없으면 PF 대출과 사업 진행 자체가 어려운 상황이다. 프로젝트 자체의 사업성을 근거로 삼는 PF가 우리나라에서는 시공사의 재무 상황에 크게 의존하고 있어 프로젝트의 사업성과 상관없이 시공사의 신용 상태에 문제가 생기면, 사업이 중단되고 금융기관도 PF 대출 부실화로 어려움을 겪게 된다.

장기적 대응 방안은

이러한 구조적 문제점을 해결할 수 있는 장기적 대응 방안으로 다음과 같은 것들을 고려할 수 있다.

첫째, 자금 공급원의 확대를 통한 PF 장기화 유도이다. 자본 및 수익 구조, 시장성, 지속 가능성, 위험 요소 등을 객관적으로 반영하여 사업성을 평가하고 이를 해당 사업에 자금을 공여하려는 투자자나 금융기관에 제공할 수 있는 주체와 제도적 여건을 갖추는 것이 필요하다. 먼저, 부동산 개발사업에 자본 투자가 활성화 될 수 있도록 리츠, 부동산 펀드 등의 시장 확대 및 대형화를 추진해야 할 것이다. 이와 함께, 부동산 PF에 대한 투자 혹은 대출 여부 결정에 도움을 줄 수 있는 사업성 평가 시스템을 확충하는 것도 필요하다.

둘째, 시행사·시공사·재무적 투자자 간에 위험과 수익이 적절하게 배분되는 부동산 개발사업의 구조를 들 수 있다. 시행사의 자기자본 확충과 연기금, 리츠, 부동산 펀드 등 장기 투자자의 PF 참여 활성화를 통해 시행사, 재무적 투자자, 시공사 간의 위험 부담 및 개발 자금 투자 비율 구조를 재정립하는 것이 필요하다. CERIK