

기본에서 해법 찾기... 위기의 본질은 무엇인가

김 병 옥 | 미래에셋증권 부동산컨설팅본부장/상무

공공과 민간의 장점이 결합되면서 부동산 개발의 새로운 전기가 마련되었다는 평가와 함께 성공과 성장을 담보할 것 같았던 공모형 PF 사업의 전반에 어두운 그림자가 드리우고 있다. 단군 이래 최대의 개발 사업으로 불리는 용산 국제업무지구 개발 사업이 토지 대금 납부를 둘러싼 사업주체들간의 책임 공방과 갈등이 증폭되면서 한 때 좌초 위기까지 치닫기도 하였다. 그리고 성공을 보장할 것 같던 판교 신도시 중심 상업지구 개발 사업인 알파돔시티 사업도 토지 대금 납부의 차질로 사업 중단 가능성이 제기되기도 하였지만 출자자들의 유상 증자 등으로 간신히 급한 불을 끈 것으로 알려지고 있다. 두 사업 모두 시작도 하지 못하고 무산되는 위기는 간신히 넘긴 것으로 알려지고 있지만, 근본적인 문제가 해결되었다기보다는 최악의 경우를 우선 피하고 해결 가능성을 모색해보는 수순을 밟고 있는 것으로 판단된다.

더욱 커다란 문제는 이러한 상황이 용산 국제업무지구나 판교 알파돔시티 등에 국한된 것이 아니라라는 점이며, 최근의 대내외 환경을 감안할 때 그 해법을 쉽게 찾을 것이라는 기대를 하기 어렵다는 점이다. 알려진 바에 따르면 현재 용산 국제업무지

구와 같은 형태의 개발 사업이 40여 곳에서 진행되고 있으며, 사업비 규모로 120조원에 달한다고 한다. 거의 대부분의 공모형 PF 사업이 자금 조달 문제로 사업이 연기되거나 중단 위기에 있는 것으로 알려지고 있다.

그렇다면 불과 얼마 전까지만 해도 황금알을 낳는 거위가 될 것 같았던 공모형 PF 사업들은 이대로 좌초하게 되는 것일까? 아니면 앞으로 부동산 경기가 회복되면 사업성 개선과 함께 좌초 위기라는 심각한 국면을 맞고 있는 대규모 개발 사업들이 다시 정상화될 수 있을까?

현재의 위기 국면이 단순히 경기 순환 과정의 문제라면 사업 지연에 따른 비용 부담을 제외하고는 그리 큰 걱정을 하지 않아도 될 것이다. 문제는 현재의 위기가 부동산 경기 침체, 그리고 이에 따른 사업성 악화 문제가 불거지고 있으나, 어쩌면 사업 전반에 걸친 구조적인 문제도 함께 갖고 있을 수 있다는 우려가 적지 않게 지적되고 있다는 점이다. 특히 최근 사회적 이슈가 되었던 용산 국제업무지구나 알파돔시티 등의 사업 모두 토지 대금과 같은 초기 사업 자금의 조달 과정에서 불거진 문제라는 점을 감안할 때 문제 해결을 위한 방안을 모색하기 위

해서는 위기의 본질적인 문제가 무엇인가를 살펴보는 것이 무엇보다도 필요한 상황으로 판단된다.

사면초가에 빠진 공모형 PF 사업

최근 공모형 PF 사업은 국내 부동산 경기 침체에 따른 사업성 악화 및 사업 주체들간의 이해관계의 대립 등으로 인해 사업 추진이 중단될 위기에 처해 있는 심각한 위기 국면을 지속하고 있다. 40여 건의 대규모 공모형 PF 사업 중 현재 정상적으로 진행 중인 사업장은 7건에 불과한 것으로 알려지는 등 대부분의 사업들이 자금 조달 문제와 사업 주체 선정 실패 등으로 추진에 어려움을 겪고 있다.

이와 같이 공모형 PF 사업이 위기를 맞게 된 것은 글로벌 금융위기 이후의 금융시장 경색에서 시작되었다. 급속한 실물경기 침체, 자금시장의 불안정성 확대, 국내외 경제 환경의 불확실성 등이 확산되면서 금융기관은 위험 자산에 대한 투자 의지를 상실하기 시작하였다. 게다가 최근 들어서는 부동산시장의 침체 및 회복 불투명에 대한 우려가 직접적이며 가장 치명적인 근거가 되고 있다. 지역적으로 최고의 입지에서 민간과 공공이 전문성을 더하여 추진하는 대규모 개발 사업이라는 성공을 확신할 것 같던 기본 공식은 지나친 자기 확신과 근거 없는 자신감의 결과일지 모른다는 불안감으로 다가오고 있다. 더욱이 꺾이지 않을 것이라던 부동산시장 환경이 급속히 악화되고 있으며, 어쩌면 이러한 환경 악화가 장기화될 가능성이 제기되면서 사업 참여자들은 근본적으로 사업성에 대한 의문과 함께 위험 부담을 회피하려는 참여 주체들의 태도 변화로 인해 어려움이 더욱 가중되고 있다.

결국 최근 PF 공모 사업에 불어닥친 위기의 상황

은 참여자들 스스로 문제 해결의 실마리를 찾기 힘든 그야말로 사면초가의 상황에 빠져 있는 듯하다. 사업 참여자들 모두 상대방에게 문제가 있다면서 책임만을 전가하고 있을 뿐이다. 발주처, 건설사, 금융기관 누구 할 것 없이 서로에게 과감하게 위험을 부담하며 백기사 역할을 해 줘야 한다는 요구를 할 뿐 스스로가 문제의 해결사가 되어 주지 못하고 있다.

복합단지 개발, 위험에 대한 재정 필요

현재 위기를 맞고 있는 공모형 PF 사업의 정상화는 사업 주체들 중 누가 위험을 과감하게 부담할 수 있느냐에 의해서 가능 여부가 결정될 수 있는 아주 간단한 게임일지도 모른다. 그리고 과거 부동산 경기 호황 국면에서 경험한 것처럼 참여자들 모두 미래를 확신하고 서로간 적절하게 위험과 이에 따른 이해를 배분할 수 있다면 어쩌면 부동산 경기의 회복 과정에서 쉽게 해결될 수 있는 문제에 불과할 수도 있다. 그리고 이러한 의미에서 현재의 재무적 투자자로 참여하고 있는 금융기관들에게 단순 대출자의 입장에서 탈피하여 공모 사업의 투자자로서 위험 분담에 대한 적극적인 참여를 주장하는 요구도 적지 않게 제기되고 있다.

잘 알려진 것처럼 우리 금융시장에 부동산 개발 사업과 관련한 현재와 같은 PF 사업이 본격화된 것은 불과 10년 정도에 불과하지만 양적으로나 질적인 성장은 실로 높이 평가할 만하다. 은행의 부동산 신탁으로부터 본격화되기 시작한 금융기관의 PF 사업은 제1, 2 금융기관의 PF 대출 확대뿐만 아니라 부동산 펀드, 자산 유동화 등 제도적으로나 시장 규모 면에서 빠르게 성장하였고, 특히 제도적인 면에서의 발전을 거듭하고 있다.

그리고 이러한 과정에서 위험이 매우 높은 부동산 개발사업이란 특수성, 게다가 사업의 초기 단계라고 할 수 있는 토지 매입을 위한 자금 조달이라는 위험성 등을 감안하여 개발 사업의 참여 주체들은 적절하게 위험을 분담하며 서로에게 참여할 수 있는 동기를 제공하면서 이해관계자 모두 이익을 누릴 수 있는 협조적 구조로 발전하여 왔다. 특정 프로젝트를 진행하는 시행사는 자체 신용도보다 높은 시공사의 신용을 이용하여 자금 조달을 원활하게 할 수 있었으며, 금융기관은 건설사에 대한 직접적인 기업 금융에 비해 고수익을 누릴 수 있었다. 또한 건설사 입장에서는 일종의 부외부채 효과를 누리면서 조달한 자금을 프로젝트에 투입하여 시공 이익이나 시행 이익의 일부를 향유할 수 있었다.

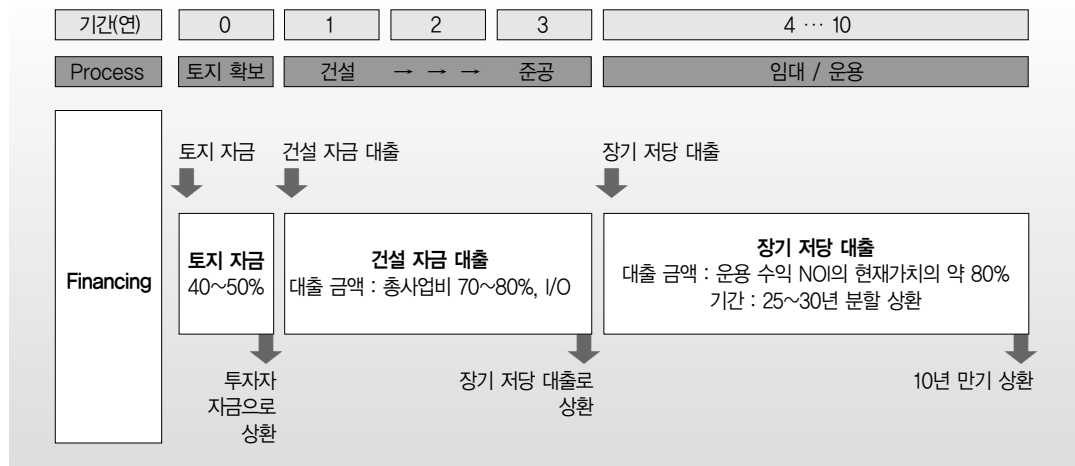
물론 현재 우리 시장의 금융 구조가 건설사의 신용 보장, 즉 건설사가 최종 위험을 떠안는 구조라는 비판이 제기되어 온 것도 사실이다. 실제 대부분의 PF는 사업 추진 과정에서의 위험이 발생할 경우 금융기관에서 제공한 자금에 대한 원리금 상환에 대한 최종 책임을 전적으로 건설사가 부담하는 구조를 갖고 있다. 하지만 토지 매입을 완료한 사업 주체가 건설 자금을 조달하는 선진국의 경우와는 달리 우리의 현행 PF 조달 방식은 사업 초기 단계에서 개발 관련 모든 위험을 포괄하고 있는 토지 매입 자금을 제공하고 있다는 점, 그리고 공동 주택 개발사업의 경우 금융기관의 담보 확보가 일정 기간 동안 불가능하다는 점 등을 감안하면 어쩔 수 없는 구조적인 한계를 갖고 있다. 그렇기 때문에 금융시장에서 자금 조달을 하는 과정에서 누군가가 신용을 보장하는 것이 필요하며, 그 역할을 건설사가 담당하고 있는 것이다. 그리고 모든 책임을 건설사만 부담하는 것이 아

니라 건설사의 신용에 위험이 생기면 결국 최종적인 부담자는 금융기관이 되기도 한다.

결국 자본 형성이 부족한 우리 금융 환경을 감안할 때 현재의 PF 시장 환경은 사업 단계별 위험에 대한 판단에 근거한 참여자들의 위험 부담에 의해 성장하고 있기보다는 미래에 대한 낙관적인 기대에 근거한 사업 구조라고 평가할 수 있다. 그리고 이를 가능하게 했던 것은 기존 개발 사업의 경우 아파트 개발사업이 대부분이었으며, 착공과 함께 선분양을 통해 현금 흐름이 발생하여 원리금 상환이 조기에 이루어진다는 점이다.

그러나 문제가 되고 있는 공모형 PF 사업의 경우 일정 단위의 부동산 개발사업이 아닌 랜드마크적 기능을 수행할 수 있는 대규모 복합단지 개발사업이며, 사업 위험에 대한 판단이 단순하지 않다. 토지비 과다, 대규모 개발 자금, 광역 지역의 중복 개발 등 다양한 문제가 복잡하게 얽혀 있는 데다, 복합단지 개발이란 특성으로 인해 부동산 용도별 현금 흐름의 회수 기간이나 가능성도 매우 다른 특징을 갖고 있다. 어쩌면 부동산시장의 침체라는 환경변화로 인해 문제가 증폭되지 않았더라도 대규모의 복합단지 개발사업이란 특성을 지닌 현재 추진 중인 공모형 PF 사업은 사업 계획이나 자금 조달 문제 등 기본적인 문제부터 다시 한 번 점검하는 과정이 불가피하지 않았을까? 특히 복합단지 형태의 사업 추진을 목적으로 금융기관으로부터 개발 자금을 조달하는 문제는 기존의 경험과는 매우 다른 구조적 특징을 보이고 있다는 점을 감안할 때 미국의 상업용 부동산 개발의 구조를 통해 우리의 문제가 근본적으로 무엇인가를 찾아보는 노력이 필요한 것으로 판단된다.

미국의 상업용 부동산 개발사업 PF 구조



자료 : 하나금융경영연구소

미국의 상업용 부동산 개발 구조

알려져 있는 것처럼 미국의 부동산 개발사업, 특히 상업용 부동산 개발은 건설 단계의 건설자금 대출과 사업 완공 이후 운영 단계까지 감안한 장기 저당 대출로 연계되는 2개의 대출구조를 통해 자금을 조달하는 것이 일반적이다. 즉, 부동산 개발 건설 자금 대출은 사업이 완공된 후 반드시 장기 저당 대출에 의해 차환될 것을 전제로 하며, 장기 저당 대출이 확보되지 않은 상황에서는 대출이 이루어지기 어렵다. 따라서 상업용 부동산 개발의 경우 대출 전에 주요 임차인의 임대 계약 및 다른 대출 기관으로 부터의 장기 제공 확약서를 요구 받는다. 그리고 장기 저당 대출은 프로젝트가 완공된 후 안정화 단계에서 정상적인 임대 수익이 발생하는 기간 동안 정상적인 운용을 위해 필요하며, 총 상환 기간은 주로 25~30년 간 분할 상환으로 산정하고 있다.

결국 미국 상업용 부동산 개발사업의 PF 구조는 사업의 본질이 무엇이나에 따라서 위험에 대한 판

단 기준이 적용되어야 한다는 것을 알려주고 있다. 경기에 대한 예측을 근거로 위험을 판단하는 것이 아니라, 개별 사업의 특성에 따른 구체적 현금 흐름을 근거로 위험을 판단하고 투자와 대출을 결정한다는 것이다. 개발 사업의 주체인 소위 개발 사업자들은 사용자에게 빌려주고 장기간 임대료로 회수하는 상업용 부동산의 특성을 감안하여 이를 근거로 참여자들의 위험을 명확하게 정의하여 제공하고 있다. 그리고 사업 계획 초기 단계에 전체 사업의 위험을 판단하고 이에 따른 이익을 계산하여 가장 위험이 큰 토지 매입 자금은 지분 투자자를 통해 확보하고 있다.

결과적으로 미국의 상업용 부동산 개발사업은 프로젝트별, 사업 단계별 위험과 이익을 사전에 충분히 분석하고 이를 정확하게 고지함으로써 사업 참여자들이 자신들이 감당할 수 있는 위험 수준과 기대 이익을 선택하도록 한다는 점에서 우리의 금융 조달 구조와 근본적인 차이를 보이고 있다.

기본으로 돌아가서 해법을 찾자

현재 문제가 되고 있는 공모형 PF 사업의 지연 및 그에 따른 금융비용 증가 문제뿐만 아니라 개발 사업 자체가 무산될 경우 예상되는 부정적 파급효과는 감당하기 어려울 정도의 사회문제가 될 것으로 우려되고 있다. 따라서 유사한 사업의 중복 문제, 토지비 과다 문제, 분양가상한제 문제 등 사업 추진의 걸림돌이 될 수 있는 문제들에 대한 보다 사려 깊은 고민과 대책 마련이 시급한 것이 사실이다.

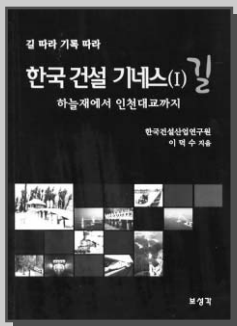
하지만 이러한 과정에서 보다 시급한 것은 미국 상업용 부동산 개발사업의 자금 조달 구조에서 살펴본 것처럼 공모형 PF 사업에 대한 본질적인 내용과 문제에 대해서 사업 참여자들이 보다 정확하게 인식하고 이에 따른 위험을 분담할 수 있는 과정일 것이다. 우선 사업 참여자들은 과거에 경험하고 알고 있던 사업 방식, 즉 경기 변동에 의존해서 단기에 투자 자금을 회수하며 고수익을 보장 받았던 사업 방식과의 차이를 인정하는 자세의 변화가 필요하다. 그리고 공모형 PF 사업의 본질에 대한 기본적인 이해를 전제로

해서 장기적인 임대 운용을 목적으로 개발하는 부동산에 대한 위험을 각 단계별로 어떻게 관리할 수 있을 것인지, 그리고 각 사업 단계별 위험을 어떻게 정의하고 누가 분담하게 할 것인지를 처음부터 다시 한번 고민하는 자세가 필요하다.

현재 공모형 PF 사업의 위기는 참여자들의 적극성 부족이나 외부의 환경 변화에 근본적인 원인이 있는 것이 아니라, 참여자들의 위험에 대한 인식과 확신이 부족하기 때문이다. 결국 문제의 해결은 개발 사업에 대한 기본적인 사항을 다시 점검하고, 이를 근거로 참여자들간 위험을 분담하거나 조정하는 절차에 의해서 이루어질 수밖에 없어 보인다. 그리고 이러한 기본의 점검이 이루어져야만 사업 규모의 문제부터 시기의 문제, 그리고 중복의 문제 등도 자연스럽게 점검될 수 있을 것이다. 분명한 것은 결국 하고자 하는 개발 사업의 기본을 다시 한 번 점검하고 사업 참여자들이 감당할 수 있는 위험을 배분할 수 있어야만 문제가 해결될 수 있다는 점일 것이다. CERIK

신 · 간 · 안 · 내

한국 건설 기네스(I) 길 / 이덕수 지음, 보성각 펴냄



고대와 중세, 그리고 근현대의 우리나라 도로와 철도를 새롭게 조명한 책이 나와 건설업계의 관심을 끌고 있다. 한국건설산업연구원의 이덕수 연구위원은 최근 기록상 보이는 최초의 도로인 계림령(하늘재)을 비롯해 수표교, 신작로를 거쳐 인천대교에 이르기까지 우리나라 교통시설 SOC 분야에서 '최초, 최고, 최장, 최대' 등의 가치를 지닌 구조물들을 시대순으로 묶어 『한국 건설 기네스(I) 길』을 발간하였다.