

도대체, 부동산PF는 무엇이 문제인가

이 상 영 (명지대학교 부동산학과 교수)

《 요약 》

우리나라에서 건설사나 시행사가 자금난에 처하면 해당기업의 부동산PF만이 아니라 전체 부동산PF시장에서 자금경색이 확산되는 파행적 행태가 되풀이되고 있다. 소위 ‘한국형’ 부동산PF는 원론적인 프로젝트 파이낸싱과는 다른 방식으로 자금조달이 이루어진다. 원래 PF는 모기업과 분리된 SPC를 통해 사업성을 평가해서 자금을 조달하기 때문에 재무적 독립성과 장기사업에 따른 위험이 최소화된다.

그렇지만, 우리나라에서는 부동산PF의 사업성 평가가 제대로 이루어지지 않으면서 건설사나 금융기관의 각종 신용공여를 통해 PF대출이 이루어진다. 그 결과 사업성이 떨어지고, 사업주체의 신용도가 낮아도 대규모 PF대출이 가능하다. 이때 시행사의 자기지분은 토지계약금 수준에서 투입되고, 사업비의 대부분은 PF대출에 의존하게 된다. 따라서 일시적 경제 충격이 발생하더라도 PF대출 부실과 파행으로 이어진다. 이 문제를 해결하기 위해서는 한국형 부동산PF를 탈피하는 제도 개선이 이루어져야 한다.

최근 태영발 PF 위기가 2년 전 레고랜드 사태 때 PF 위기를 연상시키면서 우리나라 금융에 큰 위협 요소로 논란이 되었다. 이와 유사하게 2008년 글로벌 금융위기 시에도 건설회사 부도와 연이은 저축은행 부실 사태가 있었다. 그럼에도 우리나라에서 부동산PF 문제의 극복을 위한 정책은 왜 없었을까하는 의문이 든다.

PF는 프로젝트 파이낸싱(Project Financing)의 약어로 특정 프로젝트의 대출이나 투자 등의 자금조달을 해당 사업의 수익성과 신용도를 기반으로 수행하는 금융기법이다. 이 때 프로젝트의 현금흐름에 기초하여 해당 사업의 사업성을 평가하고, 투자가 실패하더라도 그 손실은 해당 프로젝트로 한정된다. 이에 따라 장기적인 대규모 부동산개발투자에 PF가 주로 이용되고 있다. 즉 인프라, 에너지, 광업, 대규모 부동산 개발이 여기에 해당되며, 해외에서는 유틸리티와 같은 장기SOC 투자가 전형적인 PF사례에 해당된다.

PF는 특수목적법인(SPC)을 투자체(Vehicle)로 활용해서 이루어진다. 우리나라에서 부동산PF의 투자체로는 SPV(Special Purpose Vehicle)를 활용하고 있다. SPV는 프로젝트를 위한 독립적인 명목회사(Paper Company)이기 때문에 프로젝트의 위험을 모기업으로부터 분리시킬 수 있어 재무적 독립성이 보장된다. 따라서 프로젝트가 모기업에 영향을 주지 않고 사업이 진행된다.

원론적으로 잘 계획된 부동산PF라 할지라도 최악의 금융위기나 불가항력적 자연재해 등의 문제로 어려움을 겪을 수 있다. 그렇지만 PF사업 위험이나 부도의 영향은 근본적으로 모기업과 분리되기 때문에 특정 PF사업이 무너지더라도 그 파장이 미치지 않아야 한다.

그런데 우리나라에서 부동산PF는 금융위기나 부동산경기 후퇴 시 해당 시행사나 건설사만이 아니라 전체 금융권의 위기로 확산되는 경우가

많다. 왜 우리나라 부동산PF는 이렇게 취약하고, 위험한 금융조달 수단이 되었을까?

한국형 부동산PF의 문제점

우리나라 부동산PF는 교과서에서 정의하는 PF와 어떻게 다른가? 일반인들은 부동산PF를 대규모 부동산대출로 알고 있다. 즉, 부동산PF는 부동산개발이나 매입을 위한 대규모 대출로 일반적인 레버리지(leverage)수단 중 하나로 인식하고 있다.

이론과 현실의 이와 같은 괴리는 우리나라 부동산PF가 ‘한국형’ PF라고 불리만큼 특이하기 때문이다. 부동산PF는 현금흐름에 기초하여 사업을 평가하고, 재무적 독립성을 갖춘다는 원칙으로 조달되어야 하나, 우리나라에서 PF대출은 전혀 다른 방식으로 이루어진다.

우선, 부동산개발사업은 토지매입과 건설과정을 포함하기 때문에 다른 부동산사업 유형에 비해 사업의 위험도가 매우 높다. 토지는 부동산 유형 중 초기 투입자금이 많고 회수는 장기간을 필요로 하기 때문에 위험도가 가장 높은 부동산자산이다. 따라서 토지매입에 따른 기대수익도 높지만, 위험도도 그만큼 높다. 그렇기 때문에 토지매입대출은 금융기관에서 신중하게 다루어지는 대출유형이다.

그런데 우리나라 부동산PF에서는 토지매입 자금은 자기자본인 지분(Equity)보다는 금융기관의 대출로 대부분 이루어진다. 즉 토지매입 자금의 10%를 계약금으로 사업자가 지불하고, 90%는 제2금융권의 브릿지론(Bridge Loan)으로 조달한다. 브릿지론은 토지매입 종료 후 소위 본PF를 통해 해당 대출이 바로 상환된다. 2008년 글로벌 금융위기 시 저축은행들이 대거 부도가 나는 과정에서 이러한 브릿지론의 관행이 문제가 되었다. 이후 저축은행은 브릿지론에 참여에 소극적이지만, 대신

증권, 캐피탈 등 다른 제2금융권 기관들이 브릿지론에 참여하고 있다.

이렇게 브릿지론을 이용해서 토지를 매입하고 나면 공사비를 조달해야 한다. 이 때 이루어지는 대출을 본PF라고 하고 금리가 상대적으로 낮은 제1금융권에서 주로 대출이 이루어진다. 이 과정에서 프로젝트의 사업성에 대한 평가가 본격적으로 이루어지게 된다. 이 때 본PF에는 브릿지론 상환을 위한 자금이 포함되기 때문에 시행사는 전체 자금 중 토지계약금 10%만 부담하고, 나머지 토지매입 자금 90%와 건설공사비, 금융비용 등 사업비의 대부분을 본PF로 대출받게 된다. 이처럼 사업자의 자기지분은 극히 일부만 투입되고, 사업비의 대부분을 대출로 조달하는 방식이 ‘한국형’ 부동산PF의 핵심내용인 것이다.

그렇다면 부동산PF 대출기관은 사업성을 평가해서 대출을 하고 있는 것인가? 사업성의 평가는 장기간 사업 기간과 각종 위험을 고려하여 현금흐름에 기초해서 최종 수익성을 평가하는 고난이도의 작업이다. PF 사업성 평가는 일반 부동산담보대출과는 달리 담보물이 없거나 일부에 그치기 때문에 사업성 평가는 가장 중요한 대출심사 내용이 되어야한다.

그런데 우리나라 금융기관들은 사업성 평가로 대출을 하기 보다는 신용공여 등을 통한 각종 회수안전장치를 담보로 요구하고 있다. 대표적인 안전장치 중에 하나가 시공사의 책임준공이다. 책임준공은 시공사가 건물의 준공책임을 지는 일종의 건설완공보증이다. 이에 따라 시공사는 사업시행자(시행사)가 아님에도 PF시 책임준공을 약속하거나 이를 감당할 수 없는 경우 부동산신탁사의 책임준공관리신탁을 활용하고 있다.

책임준공과는 별개로 PF대출변제를 위한 PF보증이나 분양보증이 추가된다. PF보증은 사업부도 시 보증기관으로부터 대위변제형태로 대출을 상환받고, 보증기관은 대출자에게

이를 구상하는 방식이다. 만약 30세대 이상 주택분양일 경우 주택도시보증공사(HUG)가 의무적으로 해당 사업의 분양보증을 한다. 이에 따라 분양보증된 주택의 경우는 시행사나 시공사가 부도가 나더라도 HUG에 의해 주택이 완공되고, 수분양자들의 입주가 보장된다.

결국 우리나라 부동산PF는 원론적으로는 PF지만, 실질적으로는 책임준공과 각종 보증상품에 의해 신용보강이 되는 구조다. 따라서 대출기관은 사업성 평가보다는 다른 신용보강 수단을 통해 PF의 대출상환보증을 확보하게 된다.

선분양에 따른 문제점

우리나라 주택사업의 대부분은 선분양을 하고 있다. 선분양에 따라 계약금, 중도금, 잔금의 형태로 분양대금이 들어오게 되고, 분양율과 공정률에 따라 유입되는 분양대금의 흐름이 달라진다. 따라서 선분양으로 우리나라 부동산PF는 토지매입비만 조달가능하면 나머지 PF의 부담은 수분양자의 자금이 들어오기 때문에 크게 줄어들게 된다.

이에 따라 자금력이 없는 시행사의 경우도 토지비를 부동산PF로 조달하고, 건축비는 선분양자금으로 해결하게 된다. 이와 같은 선분양 관행은 주택분야만이 아니라 비주택분야(상업용건물, 지식산업센터, 오피스텔 등)에도 일반화되어있다. 비주택의 경우 분양 시 공정률 규제(80%)가 있기도 하지만, 많은 경우 선분양자금이 충분히 확보되면 개발사업이 쉽게 이루어지고 있다. 이처럼 시행사는 선분양과 금융기관 대출을 이용하여 개발사업에서 재무레버리지 효과를 누려왔다.

그런데 많은 시행사는 채무에 대한 보증능력이 없기 때문에 시공사나 금융기관이 신용공여를 담당하는 것이 일반화되어있다. 따라서

서 분양율이 저조하여, 계약금과 중도금대출이 원활하지 않게 되면 그만큼 시행사는 많은 건축자금과 제반비용을 PF나 유동화로 해결해야 한다. 이로 인해 금융비용이 급증하고, 사업기간이 장기화되는 현상이 나타나게 된다. 일종의 역레버리지 상황에서 자금경색이 발생하게 된다.

외국의 경우 시행사가 총사업비의 20~30%를 조달하고, 토지매입의 경우도 담보인정비율이 50%를 넘지 않기 때문에 건설과정에서 시행사의 자금조달에 큰 문제가 없다. 선분양을 하는 우리나라의 경우는 이와 대비해 지나치게 토지매입단계 대출비율이 높고, 건설단계에 진입할 경우에도 건설자금 중 수분양자들의 자금에 의존하는 비율이 높다. 이 때문에 분양율이 예상보다 낮으면 건설단계 PF자금조달부담이 급격히 증가하면서 사업에 어려움이 발생하게 되는 것이다.

부동산PF 유동화의 문제점

‘한국형’ PF의 또 다른 특이한 조달방식 중 하나가 대출채권 등을 직접자본시장에서 투자를 받는 자산유동화방식을 이용하는 것이다. 즉, 대출채권을 유동화하여 직접자본시장으로부터 좀 더 유리한 조건으로 필요자금을 유치하기 위한 방법으로 브릿지론(또는 토지)이나 본PF의 대출채권을 담보로 자산유동화증권(ABS, Asset Backed Securities)을 발행하는 형태가 대부분이다. 부동산PF에서는 ABS를 기업어음(CP, Commercial Paper)형태로 유동화하고 있다. 이를 PF 자산유동화기업어음(PF ABCP)이라고 하는데 1~3개월 만기로 발행된다. 즉, 시행사의 PF 대출채권을 상법상의 SPC가 양수받아 이를 기초자산으로 CP를 발행하는 형태다. 이 때 ABCP에 대한 각종 보증, 매입확약 등과 같은 신용공여는 증권사 등 금융기관이 제공하게 된다.

이때 신용도가 높은 시공사가 보증하는 ABCP의 경우는 저금리 자금조달이 가능하다는 장점이 있다. 반면 신용도가 낮은 시행사의 경우는 금리는 높지만 공정률에 따른 건설자금을 조달하는 수단으로 이를 이용하고 있다. 따라서 경기침체에 신용도가 낮은 시행사가 이용하는 ABCP의 경우 사업부진으로 차환발행이 중단되는 상황이 발생한다.

2022년 레고랜드 사태 때 이러한 ABCP방식의 자금조달이 갖는 문제점이 고스란히 드러났다. 강원도는 레고랜드를 중도에 유치하는 과정에서 도로 등 인프라 시설을 도예산으로 건설하기 위한 별도의 SPC를 설립하였다. 이 SPC에 필요한 건설자금을 조달하기 위해 ABCP를 발행하게 되었고, 이 ABCP에 대한 상황을 지방자치단체인 강원도가 보증한 것이다. 그런데 강원도가 SPC의 자금조달의 어려움이 발생하자 이를 상환하지 않겠다는 보증철회선언을 하였다.

그런데 금융기관이 ABCP를 매입 한 것은 SPC의 사업성을 보고 한 것이 아니었다. ABCP를 사들인 금융기관들이 이 CP를 매입한 것은 국가신용에 준하는 높은 신용도를 가진 강원도의 지급보증이 있었기 때문이다. 강원도의 디폴트 선언으로 이 ABCP는 사실상 지급불능이 되면서 SPC가 부도가 난 것이다. 이렇게 되자 국가신용에 준하는 지자체의 지급보증도 믿을 수 없게 되면서 전체 ABCP시장이 순식간에 경색이 되었다.

결국 ‘한국형’ PF는 유동화시장에서 ABCP 발행으로 3개월 단위 차환방식으로 조달하였는데, 보증이행이 어려워지면 부도가 나는 구조인 것이다. 이처럼 보증을 이행할 수 없는 상황이 발생하면 언제든지 전체 ABCP시장의 자금경색문제로 불거질 수 있다. 이것도 ‘한국형’ 부동산PF의 큰 문제점 중 하나라고 할 수 있다.

부동산PF 부실의 규모

2020년 10월 레고랜드 사태 시 2,050억 원의 ABCP문제가 전체 부동산PF 시장의 자금경색 국면을 초래하였다. 이 과정에서 둔촌주공의 8,250억원 PF차환 발행이 안되면서, 결국 정부가 채권시장안정펀드를 투입하여 이 문제를 해결한 바 있다.

2023년 9월 금융위원회에 따르면 부동산 PF 잔액은 상반기까지 133.1조원이었고, 브릿지론은 약 30조원, 본PF는 약 100조원으로 추산된다. 이 중 만기연장비율은 브릿지론이 70%, 본PF가 50% 수준이었다. 즉 현재는 문제가 발생한 PF대출을 만기연장방식으로 유지하고 있는 상황인 것이다.

연초 문제가 된 태영건설의 경우 60개 PF 사업장 중 주거시설물을 제외한 대다수가 공경매나 분양보증이행으로 처리되고 있다. 정부발표에 따르면 브릿지론 18개는 대주단 협약에 의해 태영건설이 시공을 지속하고, 일부는 시공사 교체, 공경매로 처리하고 있다. 본 PF 42개 중 비주거용 17개는 브릿지론과 동일한 방식으로 처리하고, 주거용 25개는 HUG분양보증으로 HUG가 공사를 진행하거나 HUG 또는 HF(한국주택금융공사)의 사업자보증으로 처리하게 된다.

과거 부동산PF의 자금경색과 금융위기에 대한 정부 정책이 없지는 않았다. 2008년 글로벌 금융위기 시 미분양 물량이 IMF때보다도 많은 16만호에 달했다. 당시 시행 및 시공사들의 브릿지론이나 PF대출을 해 준 저축은행들이 부도가 나면서 큰 어려움을 겪었다. 이에 따라 2011~2013년 시장건전성을 유지하기 위한 2가지 장치가 도입되었다.

우선 시공사 우발채무를 발생시키는 지급보증의 행위를 규제하기 위해 보증관련 사항을 재무제표에 반영하도록 하였다. 두 번째는 좀 더 강력한 규제정책으로 시행사가 사업비의

최소 20%이상을 자기자금(equity)으로 조달하도록 해서 레버리지에 과잉 의존하는 부동산PF를 줄이도록 했다. 이러한 일련의 조치 이후 은행권 부동산PF 대출은 상대적으로 증가세가 둔화되고, 대출받은 시공사의 신용등급도 양호하게 유지되었다.

그런데 최근 부동산경기가 활황국면에 진입하면서 신용등급이 낮은 시행사, 시공사와 금융기관의 PF대출이 급격히 증가하였다. 이 과정에서 다시금 자기자본비율에 대한 규제는 느슨해지고, 신용공여형 보증이 크게 확대되었다.

금융위원회에 따르면 2020년말 PF대출 잔액은 92.5조원이었으나, 2022년말 130.3조원으로 증가하였고, 2023년 9월말 134.2조원에 달한다. 부동산PF 중 금융기관의 채무보증을 전제로 하는 ABCP는 30조원이 발행되었다. 특히 비은행권의 ABCP는 은행권과 달리 시공사 신용등급이 낮고, 총당금이나 담보 유형에서 부실위험이 상대적으로 컸다.

금융기관 유형별로 보면 은행과 보험사의 PF대출 잔액은 44.2조원과 43.3조원인데, 연체율이 0%, 1.11%에 불과하다. 반면 비은행금융기관들의 경우는 저축은행의 경우 9.8조원, 상호금융은 4.7조원으로 은행권보다 적지만 연체율은 5.56%, 4.18%에 달한다.

부동산PF 대응방안

부동산PF문제를 해결하기 위해서는 '한국형' 부동산PF의 근본적 제도개선이 필요하다. 현재 정부는 부실사업장 정리와 채권안정펀드를 통한 부실채권 매입 등을 추진하고 있다.

그렇지만 이러한 단기적인 정책대응으로는 반복되는 부동산PF문제를 해결하기 힘들다. 근본적인 제도개선이 필요한 상황이다.

이를 위해서는 우선, 원칙적으로 부동산PF는 사업성 평가에 근거해서 대출이 이루어져야 하고, 금융기관이나 시공사의 보증에 의존하는 방식은 탈피해야 한다. 이러한 보증행위들이 사업자금조달을 쉽게 해준다는 점에서 관행적으로 이루어져왔지만, PF에서 사업성평가가 간과되는 것은 매우 심각한 문제를 발생시키게 된다.

둘째, 시행사가 자기자금을 전체 사업비의 20% 이상 확보하지 못하면 인허가를 해주지 않는 것이 바람직하다. 2008년 위기 이후 이 부분에 대한 지적이 있었지만, 크게 개선되지 못하고 있다. 이에 따라 시행사가 토지매입비의 일부만 가지고 부동산개발사업을 하는 현행 PF관행은 경기충격 때마다 위기를 초래하게 될 것이다.

셋째, 선분양에 의한 수분양자의 계약금과 중도금에 의존하는 현행의 부동산개발방식은 점진적으로 후분양으로 이행해야 한다. 후분양으로 이행하기 위해서는, 부동산 건축자금을 조달하는 시공대출제도를 별도로 확립할 필요가 있다.

넷째, ABCP와 같이 단기적인 유동화채권을 이용하여 PF사업의 자금조달을 하는 구조는 근본적으로 바뀌어야 한다. 위기가 발생된 이후에야 다시 이 문제가 검토되고 있다. 적어도 ABS가 사업기간에 맞게 발행되어 자금의 수시차환에서 벗어나야 할 것이다. 만약 현재의 PF ABCP방식에서 차환 발행이 어려운 상황이 발생하면 사업성과 무관하게 시행사나 시공사가 연쇄적으로 부도가 일어날 수 있다.

SjES

| 약력 | 명지대 부동산학과 교수.

서울대 경제학과에서 학사 및 석사를 마치고, 동대학원에서 경제학 박사학위를 받았다. 한국개발연구원(KDI) 연구원, 한국건설산업연구원 부연구위원을 지냈고, 부동산114를 창업하여 대표이사 사장을 지냈다. 학계에서는 한국주택학회, 한국부동산분석학회 회장을 역임하였다. 명지대에서는 부동산대학원장을 역임하고, 현재 미래융합대학 학장으로 있다.