

# 부동산 프로젝트 파이낸싱의 문제점과 제도개선을 통한 활성화 방안연구

## Study of Analysis of Real Estate Project Financing Issues and Activated through Improvement of a System

신 경 희\*

Shin, Kyoung-Hee

### 목 차

- |  |                     |
|--|---------------------|
| I. 서론                                    | III. 부동산 PF 구조와 문제점 |
| II. 부동산 PF(Project Financing)의 발전과<br>현황 | IV. 부동산 PF의 활성화 방안  |
|  | V. 결론               |

부동산 PF 대출 받는 기업의 자산이나 신용이 아닌, 프로젝트에서 발생하는 수익성과 사업에서 유입될 현금을 담보로 필요한 자금을 대출해주는 금융기법을 말한다. 국내의 부동산 PF는 미래의 현금흐름만을 상환재원으로 자금을 제공하지 않고, 시공사의 신용보강을 추가하여 자금을 지원받는 형태로 변형되어 발전하였다. 부동산 시장의 성장과 활성화에 주도적인 역할을 한 효율적인 금융기법임에도 불구하고, 부동산 PF는 금융기관의 연체율 상승의 주범으로 전락하며 저축은행의 파산, 시공사의 부도 등 여러 가지 문제점을 표출하였다. 결국 부동산 PF의 급속한 축소는

투고일 : 2015. 7. 24. 심사회의일 : 2015. 7. 29. 게재확정일 : 2015. 8. 12.

\* 건국대학교 법학연구소 연구원

Researcher, The Institute of Legal Studies Konkuk University

장기적으로 부동산 수급 불균형과 부동산 가격의 상승, 건설사의 부실 등으로 이어져 경제 전반에 걸친 악영향을 미쳤다. 이것은 무리한 프로젝트의 계획과 진행, 금융기관의 과도한 수익추구를 목적으로 한 PF의 확대, 자본력이 부족한 시행사의 사업성 검증 시스템의 부족, 법제도상의 문제점 등이 원인으로 판단된다. 고비용을 필요로 하는 부동산 개발에서 효율성 있는 자금동원 수단이 될 수 있는 부동산 PF의 문제점을 개선하고 활성화하기 위해 부동산 PF 정책의 전반적인 재검토를 시작으로 프로젝트 사업성 평가에 대한 전문적 시스템의 구축, 시공사에 집중되어 있는 리스크의 분담, 부동산개발전문 PF 보증기관의 설립, 부동산개발업 관련 법의 개선 등을 통한 구조개선을 통한 활성화 방안을 연구해 본다.

**[주제어]** 프로젝트 파이낸싱, 부동산 PF, 부동산 금융, 부동산 PF의 구조, 부동산 개발업법

## I. 서론

IMF 외환위기 이후, 국내 부동산 시장은 고금리 대출상품을 내놓은 은행권과 대규모 대출을 필요로 하는 건설사의 이해관계가 맞물리며 프로젝트 파이낸싱(Project Financing, 이하 PF)이 급증하였다. 건설사가 시행과 시공을 동시에 하는 오랜 관행에서 벗어나 시행과 시공이 분리되는 과정을 거치면서 이익을 얻고자 하는 시행사들이 난립하였고, 영세한 자본규모와 금융기관의 오랜 금융관행으로 인하여 시공사가 관련 차입금을 지급 보증하는 형태의 PF가 일반화 되어 온 것이다.<sup>1)</sup> 이런 구조는 토지매입 등 사업초기 자금 확보를 위해 저축은행을 통한 브릿지론이 많이 활용되면서 은행과 저축은행이 주요한 부동산 PF 자금조달원이 되었다. 문제는 2008년 글로벌 금융위기 이후 부동산 경기가 침체되면서 주택시장의 미분양 사태가 발생하고, 이로 인해 사업의 리스크의 부담을 안고 있던 시공사와 저축은행의 부실화가 초래되면서 PF를 통한 자금조

1) 신일수, “국내 부동산 PF, 이제는 “REAL PF”가 해법이다”, 한국신용평가, 2013.06., 2쪽.

달 방식이 실효성을 잃게 되었다.<sup>2)</sup>

〈전국 주택 미분양 규모 변화 추이〉<sup>3)</sup>



주택 미분양 사태로 인해 시행사는 PF 대출금의 상환불능 상태에 빠지게 되고, 프로젝트를 지급보증한 시공사는 채무인수로 인한 재무적 부담에 직면하면서 부동산 PF에 뛰어들어 많은 금융업계에 타격을 주게 된다. 결국 사업성에 기초하지 않은 담보성 대출로 건설사가 모든 리스크를 부담하게 되고, 부동산 경기가 침체되면서 금융시스템으로 리스크가 전이되는 한국형 PF의 전형적인 문제점이 드러나게 된다.<sup>4)</sup> 이로 인해 금융당국의 관련 규제가 강화되고 금융권의 PF 신규대출 억제를 가져오며 상당수의 건설사들이 워크아웃이나 법정관리를 통한 구조조정을 겪었다.

대부분의 부동산 PF가 재무구조가 취약하고 자본 축적이 이루어지지 않은 시행사를 주축으로 이루어지고 있음에도 이에 대한 안전성, 프로젝

2) 이현석/신종철/박성균, “시장변화에 따른 부동산 PF 개선방안 연구”, 도시행정학보 제24집 제1호, 한국도시행정학회, 2011.03., 108쪽.

3) 국토해양부, “14년 5월말 기준 전국 미분양주택 현황, 보도자료, 2014.06.26.; 국토교통통계누리<<http://stat.molit.go.kr>>.

4) 최창욱/김은경, “건설사 PF 대출의 문제점과 정책방향”, GRI 현안분석, 경기개발연구원, 2011, 1쪽.

트의 사업타당성 및 현금흐름을 검증할 수 있는 시스템이 없어 부동산 개발에 유용한 수단이 될 수 있는 PF의 본연의 특질에 부합하지 못하며 PF 금융기법의 효용성을 가리고 있다. 부동산금융은 다양한 성향을 가진 투자자들로부터 효율적이고 안정적인 수단으로 자금을 동원하여 부동산 개발, 매입, 운용 등을 위해 자금을 필요로 하는 수요자에게 공급하는 역할을 수행하게 한다. 그 역할을 하는 것 중에 하나가 부동산 PF이다. 비교적 고비용을 필요로 하는 부동산 개발에 있어 효용성 있는 금융기법이 될 수 있는 PF의 활성화를 위해 부동산 PF의 문제점을 분석하고, 구조개선을 통한 개선방안을 고찰해 보고자 한다.

## II. 부동산 PF(Project Financing)의 발전과 현황

### 1. 국내 부동산 PF의 발전

PF는 대출 받는 기업의 자산이나 신용이 아닌, 수익성과 사업에서 유입될 현금을 담보로 필요한 자금을 대출해주는 금융기법을 말한다.<sup>5)</sup> 다시 말해, 금융기관이 대출채권을 상환하는 조건으로 석유탐사나 탄광 채굴, 조선, 발전소, 고속도로 건설 등과 같은 특정 프로젝트로부터 미래에 발생하게 될 현금흐름과 프로젝트 자체의 자산 가치를 기초로 삼아 유·무형의 자산을 담보로 하여 해당 프로젝트를 수행하기 위해 설립된 회사(project company)에 금융기관이 자금을 공급하는 금융방식이라고 할 수 있다.<sup>6)</sup> PF는 주로 부동산개발에 있어 자금유용 수단으로 이용되어

5) 박동규, 프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제, 명경사, 2007, 3쪽; NICE신용평가(주), “부동산 PF 평가 방법론”, 평가방법론, NICE신용평가(주), 2013.05.13., 1쪽; 신영석, “부동산 개발금융(PF)에 대한 문제 및 개선방안”, 감정평가, 한국감정원, 2009, 18쪽; 엄수원, “부동산개발사업에 있어서 프로젝트파이낸싱의 활성화방안 연구”, 지역사회발전학회논문집 제29집 제2호, 한국지역사회발전학회, 2004, 174쪽.

왔기 때문에, 지금의 PF는 대부분 부동산 PF를 의미한다고 볼 수 있다.<sup>7)</sup> 통상 PF는 채권이나 금융기관 대출의 형태로 이루어지며 상환 재원이 프로젝트의 미래현금흐름이므로 자본출자자 및 제3의 신용보강자의 신용도 또는 프로젝트와 관련된 담보가치보다는 프로젝트 자체의 사업성 및 성공여부가 더욱 중요시 된다.<sup>8)</sup> PF는 대규모 프로젝트 사업에서 우리나라 뿐 아니라 선진국은 물론 개발도상국에서도 많이 활용되고 있고, PF를 이용한 자금조달과 투자는 점점 증가하고 있다.<sup>9)</sup>

우리나라 최초의 PF 사례는 1993년 삼성물산이 시행한 호주 유연탄 개발사업이다. 이후 1994년 민자유치촉진법이 제정됨에 따라 민자유치 사업이 본격화되면서 PF가 도입되기 시작하였다. 본격적으로 PF가 부동산개발산업에 도입되기 시작한 것은 1997년 외환위기 이후에 부동산 개발사업에서 자금조달의 한 방법으로 PF를 통한 기업대출이 확대되면서 부터이다. 2000년 초반부터 부동산 경기 활성화에 힘입어 급격히 성장하였다.<sup>10)</sup> 2005년 이후 부동산 PF는 금융권의 고수의 투자상품으로 각광받게 되고, 부동산 가격 급등과 더불어 저축은행의 브릿지론을 중심으로 고수익에 안전한 투자라는 인식과 함께 PF 대출은 급증하게 된다.<sup>11)</sup> 그러나 부동산 시장에서 PF 대출형태로 자금을 공여하던 은행들

6) 조주현, 부동산시장 분석론, 부연사, 2009, 77-79쪽; 양기진, “상호저축은행의 부동산 프로젝트 파이낸싱에 관한 소고”, 기업법연구 제25권 제4호 통권 제47호, 한국기업법학회, 2011, 1쪽; 신영석, 위의 논문, 20쪽.

7) PF의 출발은 미국의 석유사업이라고 볼 수 있다. 사회간접자본(SOC) 등 막대한 자본이 투입되는 사업에 있어서 금융기관을 통해 자본을 조달하는 방법인데, 현재의 상환 능력이 아닌 사업의 가능성을 믿고 투자하는 자금조달 형태이다. 우리나라에서는 이런 근본적인 의미 대신 부동산 PF를 통한 자금조달이 대표적이다.

8) 김병우, “부동산 PF 효율화에 관한 연구”, 경영교육저널 제20권, 대한경영정보학회, 2011, 33-34쪽.

9) 진흥기, “프로젝트 파이낸스와 구조화금융 - 프로젝트 파이낸스(PF)의 본질과 그 구조화 -”, 비교사법 제19권 제2호 통권 제57호, 한국비교사법학회, 2012, 459쪽.

10) 김병우, 위의 논문, 31-32쪽.

11) 최창옥/김은경, “건설사 PF 대출의 문제점과 정책방향”, GRI 현안분석, 경기개발연

이 건설 및 부동산업에 대한 여신한도가 소진되고 부동산 경기 과열에 대한 우려가 확산되면서 2008년 외환위기와 맞물려 PF 대출은 위축된 모습을 보이게 된다. 2014년 주택시장이 금융위기 이후 최고 수준으로 주택 거래가 증가하고 가격이 상승하는 회복세를 보이고 있다. 그러면서 금융위기 이후 부동산 PF를 통한 개발자금 수요도 확대되고 있다.<sup>12)</sup> 그러나 여전히 신용등급 조정, 영업이익 부진 등 건설업계의 재무 리스크는 지속되고 있으며, 이에 따른 불안감이 지속되면서 외부기관을 통한 개발사업의 신용보강 필요성이 증대되는 등 부동산 PF에 대한 우려는 여전히 남아있다.<sup>13)</sup>

국내 부동산 PF는 도입 시기에 건설회사와 금융회사의 특수한 환경을 반영시킨 개발 관련 대출상품의 하나로 정착되었고, 건설회사의 신용공여에 의존하는 태생적 한계로 인하여 본래 의미의 PF와는 많은 차이가 있다.<sup>14)</sup> 변형된 형태의 PF로 자리 잡고 있다는 점에서 부동산 PF의 문제점과 구조의 개선을 논하기 위해서는 일반적인 PF와 부동산 PF의 차이를 비교하는 연구가 선행되어야 한다.

## 2. 일반적인 PF와 부동산 PF 비교

PF는 각각의 프로젝트의 특성에 맞추어 구조화 되고 그 조건이 결정되기 때문에 일률적인 형태를 가지고 있지는 않으나, 일반적으로 대부분의 PF가 갖는 공통된 특징이 있다. 첫째, 일반적인 PF의 기본전제는 법률적, 경제적으로 완전히 독립된 프로젝트 회사의 설립이 이뤄지는데 있

---

구원, 2011, 2쪽.

12) 손정락, “부동산 개발시장에서 모험자본의 역할 확대”, 이슈분석, 하나금융연구소, 2015, 4쪽.

13) 손정락, 위의 논문, 5쪽.

14) 이국형/문영기, “부동산 PF 참여자의 리스크 분담방안”, 주택금융월보 제105호, 한국주택금융공사, 2013.04., 4쪽.

다.<sup>15)</sup> 출자자가 파산하더라도 프로젝트 회사는<sup>16)</sup> 직접적인 영향권 밖에 있어야 하기 때문이다.<sup>17)</sup> 그 중 가장 중요한 요소는 상환자원을 해당 프로젝트에서 발생하는 현금흐름과 수익에 한정된다는 것이다. 여기서 도출해 낼 수 있는 점은 PF를 통해 자금을 대출해준 금융기관은 채권자인 동시에 프로젝트의 성패에 영향을 받는 이해관계자로서의 성격을 갖게 된다는 것이다.<sup>18)</sup> 금융기관을 포함한 채권자들은 해당 프로젝트의 출자자나 차주에 대하여 통산 100%의 상환청구권을 보유하지 않으며, 원리금 회수의 상당부분을 프로젝트 관련 자산과 미래의 현금흐름에 의존하게 된다.<sup>19)</sup> 둘째, 사업주, 대주, 차주, 시공사, 원자재 공급자, 프로젝트 생산물 구매자, 금융자문사, 법률회사, 기술적 자문기관, 사업성 검토기관 등 프로젝트의 관련 당사자가 많으며, 대부분 장기의 만기구조를 가지고 있어 이와 관련된 많은 종류의 복잡한 서류들이 요구된다. 프로젝트의 시공 및 운영에는 다양한 종류의 위험이 발생할 가능성이 다분하기 때문에 이러한 위험을 분석하고 회피하기 위한 절차와 금융, 보증, 계약 및 협정, 회계, 조세처리 등 다양하고 복잡한 문서화 과정이 요구된다.<sup>20)</sup> 셋째, 프로젝트는 보통 거액의 자금이 사업 초기에 투입되

15) 김병우, 앞의 논문, 32쪽.

16) 프로젝트 회사는 일반적으로 시행사를 의미한다.

17) 부외금융(Off-Balance Sheet Finance)으로 프로젝트 회사의 부채 및 모든 현금흐름이 모기업의 재무상태표에 계상되지 않아 모기업의 대외적인 신용상태에 영향을 미치지 않는다. 김병우, 앞의 논문, 33쪽.

18) 이러한 금융구조를 비소구금융(non-resource finance)라고 하여 자금을 대출해준 금융기관은 차입자와 사업위험을 함께 부담하며 프로젝트의 운영이 악화되는 경우에도 프로젝트의 실질적인 소유자인 사업자에게 책임을 묻지 못하고 프로젝트 내에서 해결을 해야 한다. 김병두, “부동산 프로젝트 금융(PF)와 담보 - 담보권을 중심으로 -”, 비교사법 제19권 제2호 통권 제57호, 한국비교사법학회, 2012, 406쪽; 노순규, 프로젝트 파이낸싱(PF)와 건설금융, 한국기업경영연구원, 2009, 22쪽; 이정민, “프로젝트 파이낸싱(Project Financing)에서의 배임죄”, 비교형사법연구 제13권 제1호, 한국비교형사법학회, 2011, 96쪽.

19) NICE신용평가(주), 앞의 논문, 1쪽.

20) 엄수원, 앞의 논문, 187쪽.

고, 해당 프로젝트로부터 발생하는 현금흐름은 비교적 장기에 걸쳐 발생하므로, 투입된 자금은 일반적으로 일정 기간 동안 분할 상환된다.<sup>21)</sup> 또한 절차가 복잡하고 위험 부담이 높은 만큼 자금을 대출하는 금융기관은 높은 수수료와 이자율을 요구할 수밖에 없어지고, 이에 따라 다른 금융기법을 통한 자금조달보다 높은 금융비용을 필요로 하게 된다.<sup>22)</sup>

〈표 II-1〉 일반 PF와 부동산 PF 비교<sup>23)</sup>

항목	일반 PF	부동산 PF
개발자	- 다수의 유력기업이 개발자로 참여 - 대체로 개발 및 운영까지 총괄	- 통상 시행사를 지칭 - 대체로 토지확보 및 인허가 등에 집중
기간	- 주로 장기이며, 시설완공 후 대출 원리금상환에 필요한 적정영업 기간이 사업기간(10~20년 정도)	- 주로 단기이며, 건설기간과 6개월 정도의 정리기간이 사업기간(24~36개월 정도)
종류	- Utility, Gas, 화학 등 기간사업군	- 아파트, 상가, 지식산업센터 등
프로젝트 사업성	- 원재료의 조달 및 생산재화의 판매 등에 대한 사업안정성 확보여부가 관건 - 계약관계 및 원재료 공급자와 생산재화의 인수자 등에 대해 평가	- 개별 부동산의 특성에 따른 분양가능성 - 수급상황 및 경쟁력 평가
현금 흐름 패턴	- 건설기간 중 공사비 등 사업비 대부분 투입 - 대출원리금 상환재원이 되는 영업활동 현금흐름이 장기간에 걸쳐 창출	- 토지비, 공사비 등 사업비 투입과 분양대금 유입이 동시에 발생하는 구조
투기 수요	- 투기수요가 거의 없음	- 투기수요 및 시장상황이 사업성에 상당한 영향을 미침

이에 반해 부동산 PF는 아파트, 상가, 주상복합 건물 등의 부동산 개발에 소요되는 자금을 부동산 개발업자에게 제공하는 금융으로서 통상 시공사의 신용보강이 요구된다는 점에서 본래 의미의 PF와 차이를 보인다. 비소구 금융의 특징 때문에 프로젝트에 참여하는 기업들은 부도와 격리돼 프로젝트의 안정성을 확보할 수 있으며, 프로젝트가 실패하더

21) 성무용/상백영/이법관, “프로젝트 파이낸싱에 관한 이론적 고찰”, 대한부동산학회지 제28권 제1호, 대한부동산학회, 2010, 288-289쪽.

22) 김병우, 앞의 논문, 33쪽.

23) NICE신용평가(주), 앞의 논문, 2쪽.

라도 참여 기업의 건전성에 참여 범위 이내에서만 영향을 미치지 때문에 상대적으로 위험한 개발 등 리스크가 큰 사업에의 참여를 유도할 수 있는 장점도 있다. 또한, 다수의 사업 참여자가 관계하고 있기 때문에 참여자별로 위험 배분이 가능하기 때문에 리스크 분산 효과도 기대해 볼 수 있다.<sup>24)</sup> 반면에 부동산 PF의 경우 발생가능 한 위험이 상당수 존재하는데, 특정한 문제로 인하여 프로젝트의 완성이 지연되어 예정 공사기간 내에 완성하지 못하거나 프로젝트가 계획대로 실행되지 못하는 위험이 발생할 수 있다.<sup>25)</sup> 또한 물가상승으로 인한 공사비용의 증가, 불완전한 공정의 설계, 예산의 과소 배정 등의 사유로 공사비용의 초과 위험도 있으며, 특히 시장여건에 대한 불확실성이 가장 큰 위험요소가 될 수 있다.<sup>26)</sup> 한국형 부동산 PF는 시행사에게 토지비용을 단기 대출해주는 브릿지론의 경우 토지매수가 지연되거나 토지가격이 상승할 경우 사업의 진행이 어려워 부실이 발생할 가능성이 크다. 또한 부동산 PF 대상사업이 주로 주택사업에 집중되어 있기 때문에 부동산 경기에 따른 변동에 영향을 많이 받는다. 시공회사가 신용공여를 하고 있기 때문에 미분양이 일어날 경우에는 시공회사는 공사대금을 받지 못하면서도 공사를 해야 하는 사태가 발생하고, 대출금의 상환이 어려울 경우 보증책임까지 져야하는 부담을 안게 된다.

### 3. 부동산PF 관련 법적 쟁점

부동산개발은 기획, 설계, 시공, 감독, 준공, 분양 등 여러 단계를 거쳐 진행되며 각 단계마다 전문성이 요구된다. 특히나 부동산PF와 같이 다수의 참여자를 필요로 하는 복잡한 구조의 부동산PF의 경우는 더욱 그

24) 고성수, “부동산 시장의 안정적 운영을 위한 PF 개선방안”, 주택과 사람들 Special Report, 한국주택협회, 2007, 25쪽.

25) 이현석/신종철/박성균, 앞의 논문, 111-112쪽.

26) 김병우, 앞의 논문, 36-37쪽.

리하다. 따라서 계획성 없는 즉흥적인 부동산 개발을 지양하고 부동산 개발에 지식과 경험을 가진 전문가의 참여가 필요하며, 합리적인 부동산 투자와 계획적인 개발을 위한 시스템이 요구된다.<sup>27)</sup> 이에 정부에서는 부동산개발업을 전문 업종으로 관리·육성할 수 있는 제도적 기반을 마련하고, 등록사업자의 사업실적 정보제공이나 금지행위 규정 등을 통하여 소비자 피해를 예방하며, 등록사업자의 신뢰도를 제고하여 각종 민간개발사업의 활성화에 기여할 것을 목적으로 부동산개발업의 등록, 부당한 표시·광고의 제한 등을 주요 내용으로 하는 ‘부동산개발업의 관리 및 육성에 관한 법률’(이하 ‘부동산개발업법’이라 한다.)을 제정하여 2007년 시행에 들어갔다. 부동산개발업은 개발과 PF와 같은 금융이 결합된 업종으로 기획에서 사업성검토와 시공관리, 분양 및 사후관리까지 여러 분야에 걸쳐 전문성이 필요한 업종이다. 특히 기업도시·뉴타운 개발 등의 경우에는 민간의 개발사업 참여 비중이 크기 때문에, 개발업체들을 전문업종으로 육성할 필요가 있다.<sup>28)</sup> 이를 위해 체계적이고 종합적인 관리가 필요한 실정이나, 종전 법률로는 단계별 관리만 가능하고 종합적 관리를 위한 근거가 마련되지 않았었다. 또한 개발사업실적이나 재정상태 등 개발업자에 대한 정보가 부족하여 건실한 개발업자와 부실업자의 구별이 불가능하고, 테마상가나 오피스텔 분양과정에서 허위·과장광고에 의한 시기분양으로 소비자의 피해가 증가를 막기 위해서 부동산개발업자에 대한 정보제공의 장치가 필요하고 이를 위한 근거법률이 필요하게 되었다.<sup>29)</sup> 이 법에 따라 전문성이 부족한 개발업자의 난립으로 인한 소비자 피해방지 및 부동산개발업의 체계적 관리 육성의 목표를 달성하기 위하여 등록제를 도입하였는데, 법 제4조 제1항 및

27) 김영삼/강의환, “부동산개발업등록제에 관한 고찰”, 토지공법연구 제44집, 한국토지공법학회, 2009, 90-91쪽.

28) 이현오/민규식, “부동산개발업법에 관한 소고”, 대한부동산학회지 제28권 제1호, 대한부동산학회, 2010, 11-12쪽.

29) 김영삼/강의환, 앞의 논문, 90-91쪽.

제2항에서는 대통령령으로 정하는 규모 이상의 부동산개발을 업으로 영위하려는 자는 국토해양부장관에게 등록하도록 하고, 등록기준이 되는 자본금·시설·부동산개발 전문인력과 등록절차 그 밖의 필요한 사항은 대통령령으로 정하도록 하고 있다.

2009년에는 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’(이하 ‘자본시장법’이라 한다)의 시행으로 부동산집합투자기구(부동산펀드)가 부동산개발 PF에 활용되고 있다. 부동산펀드는 부동산개발 PF에서 직접 자금을 대여하거나 대출채권의 신탁수익권에 투자하는 형태로 활용되며, 자금조달비용이 은행의 고유계정보다 높기 때문에 신용등급이 낮은 건설사가 시공하거나 다소 위험한 사업 등에 많이 활용되고 있다.<sup>30)</sup> 국내의 부동산 PF 부실문제가 2008년 이후 불거지기 시작한 이후 금융당국은 이에 대한 대책을 마련하고자 부단한 노력을 해왔다. 국내은행의 부동산 PF 대출은 부실채권 정리 및 건전성 관리 강화 등으로 2009년 이후 감소 추세에 있으나 부동산경기 침체 지속 및 건설사 구조조정 등으로 PF 대출의 추가적인 부실이 발생할 가능성은 늘 상존하고 있다. 이에 따라 부동산 PF의 관리 감독방안은 저축은행의 리스크 축소에 초점을 맞추어 진행되고 있으며, 국내 은행의 부실채권을 정리하는데 목적을 가지고 관리 감독방안을 추진해 오고 있다. 부동산PF 대출의 건전성분류 및 충당금적립의 적정성에 대한 지속적인 점검 및 지도를 통하여 자산건전성 제고를 도모하는 한편, 부동산 PF 대출의 사업성 평가를 강화하고 향후 원활한 건설금융 지원을 위한 제도 개선방안을 계속 강구, 추진하고 있다. 다만, 금융감독원의 관리방안의 가장 근본적인 문제는 총량규제 위주의 사후적인 관리방안이 주를 이루고 있다는 점에서 체계적이고 사전적인 관리방안을 모색해야 할 것으로 보이며, 특히 상시 모니터를 통해 부실화 이전에 이를 예방해야 하는 시스템을 구축할 필요성이 있다.

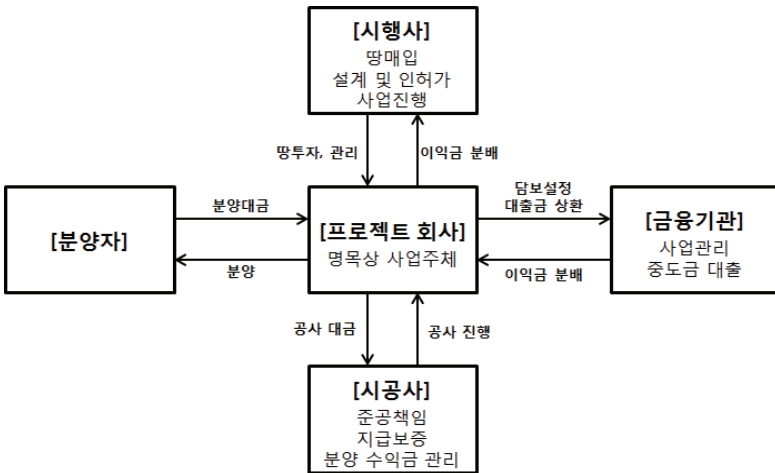
30) 건국대학교 부동산·도시연구원, “부동산개발금융제도 개선방안 연구”, 금융위원회, 2011, 26-27쪽.

### Ⅲ. 부동산 PF 구조와 문제점

#### 1. 부동산 PF의 구조

국내 부동산 PF의 구조는 사업에 따라 혹은 계약 내용에 따라 상이하게 변형되어 적용되지만 기본적으로는 프로젝트 회사, 시행사, 시공사, 금융기관을 당사자로 하여 지분참여약정과 대출약정을 기본으로 하는 계약구조를 갖고 있다.

〈그림 Ⅲ-1〉 부동산 PF의 구조<sup>31)</sup>



시행사는 토지를 매입하고 공사를 추진하는데 있어 자금과 관련된 모든 지출을 맡는 사업의 주체라 할 수 있다. 반면, 시공사는 시행사와

31) 프로젝트 파이낸싱 구조는 개별 프로젝트 마다 혹은 계약내용별로 상이하게 변형된다. 본 논문의 프로젝트 파이낸싱 구조는 참고자료를 바탕으로 일반적인 부동산 프로젝트 파이낸싱 구조를 재구성하였다. 신일수, “부동산 PF 구조 개선방향에 대하여”, Special Report, 한국신용평가, 2011, 5쪽; 이정민, 앞의 논문, 98쪽.

건축도급 계약을 맺고 착공하는 회사를 말한다. 시행사가 자금을 조달하면서 부동산 PF가 형성되는데, 금융기관의 대출에 대한 신용공여를 통상 시공사가 맡게 된다. 국내 부동산 PF는 프로젝트로부터 발생하는 현금흐름만을 담보로 하여 자금이 조달되어야 하는 본래 의미의 PF가 아니라는 점에서 일차적으로 시행사가 관련 대출의 상환의무를 지게 되는 구조를 취하고 있다. 결국 시행사가 전적으로 리스크를 부담하는 구조를 일반적으로 취하고 있는 것이다. 본래 의미의 PF가 갖고 있는 비소구금융성 역시 담보권을 통한 채권을 보전하도록 함으로써 제한적 소구성을 띠고 있다.<sup>32)</sup> 이는 결국 금융기관이 행하는 일반적인 기업대출과 거의 유사한 형태로 프로젝트의 사업성 보다는 시행사 및 시공사의 신용등급이나 담보에 의한 신용보증이 더욱 중시되게 된다. 국내 부동산 PF 시장에서 대부분의 PF는 은행에서 진행되는데, 이 때 PF에 대한 얼마나 정확한 심사가 이루어지느냐가 프로젝트의 성공여부와 직결됨에도 불구하고 그렇지 않아 PF 연체율이 증가하거나 부실로 이어지는 경우도 많다. 시행사의 부실로 프로젝트 진행이 제대로 되지 않거나, 시공사의 유동성이 악화되면 프로젝트와 상관없이 부실이 유발되는 구조인 셈이다.

## 2. 문제점과 원인분석

### 2.1 투자활성화의 실패

부동산 개발사업은 장기간이 소요되는 사업이고 비교적 막대한 자금이 투입되는 동시에 사회, 경제적으로 영향이 크며 특히 경기변동에 매우 민감하여 정책변화에도 큰 영향을 받게 된다.<sup>33)</sup> PF 건설 사업권을

32) 신일수, 앞의 논문 4쪽.

33) 이영일/민구식, “부동산개발 유형별 PF 위험요인 분석 연구”, 부동산학회 제54집, 한국부동산학회, 2013, 116쪽.

얻기 위해 과다경쟁의 심화되면서 사업권에 높은 토지가격을 제시하며 공모에 참여하는 기업이 늘어나게 되고, 사업계획서 위주의 사업자 선정보다는 높은 토지 가격을 제시하는 것이 사업권을 획득하는데 중요한 기준이 된다. 당선된 참여자들은 사업성을 유지하기 위해 높은 분양가를 책정하게 되고, 이는 사업의 활성화 및 성공여부를 저해하는 요인이 된다. 높은 토지가격 때문에 과도한 비용 발생하게 되고, 투자자들은 사업에 투자된 비용을 조기에 회수하여 위험을 줄이려는 양상을 보이게 된다. 이는 결국 사업 활성화를 통한 장기적 안목의 수익 추구보다는 높은 분양가를 통한 단기 분양의 측면으로 사업방향이 전환되게 되고, 환경의 변동성에 매우 취약한 구조를 가지게 되는 것이다. 미분양 등 매출 및 수익성에 차질이 생기게 되면서 결국 한정된 수요에 과다하게 공급이 이뤄지게 되고 면밀한 검토와 활성화 대책 없이 행해진 부동산 PF는 부도의 가능성을 높이는 위험한 구조를 만들어 내게 된다.

## 2.2 PF의 사업성 평가제도의 문제

부동산 PF의 부실화 원인 중에 하나는 바로 프로젝트에 대한 사업성 평가의 부족 및 미흡이라 할 수 있다. PF 핵심이 사업가치에 대한 객관적인 평가인데, 그 부분에 있어서의 체계적 전문성이 부족한 것이 현실이다.<sup>34)</sup> 금융사 및 건설회사가 체계적인 사업평가 및 위험관리 시스템을 갖추지 못한 상태에서 사업을 추진함으로써 문제가 발생하는 것이다.<sup>35)</sup> 물론, 부동산 PF를 추진하는 금융기관들은 프로젝트에 대한 사업성 분석을 수행하고는 있지만, 대부분 외부 사업성평가보고서를 참조하는데 지나지 않고, 금융기관 내부의 전문적인 분석조직을 갖춘 신뢰성 있는

34) 엄수원, 앞의 논문, 184쪽.

35) 박근용, “부동산 프로젝트 금융(PF)에서 시공사 신용보강에 관한 법적 연구”, 한국금융법학회지 제11권 제2호, 한국금융법학회, 2014, 199-200쪽.

시스템은 갖추고 있지 않다.

사업성 평가에 있어서 객관적인 평가결과를 기대하기에는 한계가 있는데, 사업성 평가항목이 표준화되어 있지 않고, 평가기준에 대한 통일된 기준 역시 없이 각 평가기관마다 서로 다른 항목을 기준으로 평가하거나, 수요자의 요구에 맞게 평가하는 경향을 보이기 때문이다. 결국 일관성이 결여된 프로젝트에 대한 사업성 평가는 참가자들 간의 불신을 초래하고, 프로젝트 진행의 지연과 고비용 지출, 프로젝트의 부실화로 이어지게 된다.

### 2.3 시공사의 리스크 부담

시공사 채무보증을 통한 기존의 전형적인 방식의 부동산 PF는 시행사의 경우 자금조달에 있어서의 편의성을 추구할 수 있고, 건설사는 사업확장을 함에 있어 용이할 뿐 아니라 신용공여에 따른 시공이익을 확대할 수 있다.<sup>36)</sup> 또한 금융기관의 경우에는 리스크를 감소시킬 수 있는 이점이 있어 2008년 외환위기 이전까지는 부동산 PF가 별 문제 없이 잘 진행되어 왔다.<sup>37)</sup>

그러나 국내의 부동산 PF는 본래 의미의 PF와 달리 사업이 잘못될 경우 모든 리스크를 시공사가 부담한다. 즉, 차주의 대출채무에 대하여 시공사가 채무인수 의무를 부담하여 신용의 보강이 이루어지는 형태의 부동산 PF는 시공사의 신용보강 및 채무인수의 조건부 대출이라는 점에서 사업의 모든 위험이 시행사나 금융기관으로 분산되지 않고 시공사로 집중되고 있다.<sup>38)</sup> 그러나 부동산 개발산업은 규모가 워낙 크기 때문에 대부분의 건설사들은 한 두 개의 사업에서 실패할 경우 도미노처럼 무너

36) 최창욱/김은경, 앞의 논문, 1쪽.

37) 신일수, 앞의 논문, 8쪽.

38) 최창욱/김은경, 앞의 논문 5쪽.

질 수 있는 요인들을 너무 많이 갖고 있다. 그 위험을 시공사가 모두 감당하는 것은 애초부터 불안한 구조의 시작이다. 개발사업의 위험을 시행사, 시공사, 금융기관 사이에 적절히 분담하는 것이 개선방안의 핵심이 될 것이다.<sup>39)</sup>

국내의 부동산 PF 구조는 분양수입금 또는 시공사의 연대보증, 채무인수 등 보증요건을 담보로 요구하고 있을 뿐 아니라, PF 대출 심사시에 시공사의 신용등급 및 신용보강이 중요한 평가요소로 자리 잡고 있다.<sup>40)</sup> 대부분이 시행사가 영세하고 자금조달 능력이 현저히 떨어짐에 따라 대부분의 투자자금을 대출로 조달해야 하는 상황에서 자금조달을 위해 시공사의 신용공여가 불가피할 수밖에 없다는 점도 이러한 금융구조 유지에 기여했다고 볼 수 있다.<sup>41)</sup> 시행사의 신용위험을 줄이기 위해 시공사가 채무인수약정을 맺게 되고, 시공사가 채무를 부담하게 되며, 결국 금융기관들은 정확한 프로젝트의 사업성을 평가 하지 않고, 불확실성 속에서 부동산 프로젝트에 참여하게 되어 리스크 분산이 이뤄지지 않는 것이다.<sup>42)</sup>

## 2.4 시행사의 자본능력 및 전문성 부족

개발주체인 시행사의 대부분은 부족한 자금조달 능력과 전문성의 부족이라는 문제점을 드러내고 있다. 그럼에도 불구하고 이런 부분에 대한 개선 없이 열악하고 영세한 상태에 있는 많은 시행사가 난립하고 있다. 이런 영세한 시행사는 기업별 사업수행능력에 있어서도 큰 편차를 드러

39) 김진/사공대창, “부동산 PF(Project Finance)대출의 부실화 요인에 관한 연구”, 국토계획 제44권 제5호, 대한국토·도시계획학회, 2009, 188쪽.

40) 최은영, “부동산 PF 대출의 실태와 개선방안”, 건설경제 통권 66권, 국토연구원, 2011, 75쪽.

41) 신일수, 앞의 논문, 9쪽.

42) 최은영, 앞의 논문, 75-76쪽.

내며 부지매입이나 인허가 단계에서부터 문제가 발생할 우려가 크고 이런 경우 사업자체가 중단되거나 지연 또는 시행사가 도산해버릴 가능성까지 제기될 수 있다.<sup>43)</sup> 또한, 대규모 건설사업의 경우 건설사의 자금 동원 능력도 낮은 편이고, 금융권 역시 초기 사업비에 대한 투자위험성 때문에 적절한 투자 방식이 자리 잡지 못하는 부분도 부동산 PF의 실패 요인으로 작용하고 있다. 이런 요인들은 결국 자금의 회수의 어려움으로 이어지고, 자금 회수를 위해 선분양 주택개발사업이라는 대안을 선택하게 한다.<sup>44)</sup> 다행히 선분양이 잘 이뤄진다면 그나마 어느 정도의 자본회수와 유동성이 확보되었으나, 외환위기 당시 미분양 사태의 초래와 같은 문제가 또다시 발생할 우려를 생각할 때, 위험한 선택이 아닐 수 없다.

## 2.5 금융시장의 변화

한국형 부동산 PF는 부동산 경기의 변동에 취약하고 경기침체가 되면 금융시스템으로 리스크가 전이되게 된다. 착공 전 인허가가 되지 않거나 경기침체로 분양 자체가 불가능해지면 브릿지론과 PF 대출 이자가 급격히 증가되어 시행사와 시공사의 부도위험도 상승하게 된다.<sup>45)</sup> 특히 금융시스템으로의 리스크 전이는<sup>46)</sup> 저축은행 사태에서 볼 수 있다. 저축은행의 부실화는 시공사에게로 사업 위험을 집중시키며 결국 건설사에서는 할인분양 등을 통해 유동성을 확보하고자 한데서 비롯된다.<sup>47)</sup> 저축은행 부동산 PF 대출의 부실화가 주된 원인이 되어 저축은행의 경영

43) 이현석/신종철/박성균, 앞의 논문, 116-117쪽.

44) 박근용, 앞의 논문, 199쪽.

45) 최창욱/김은경, 앞의 논문, 5쪽.

46) 김병우, 앞의 논문, 41쪽.

47) 백민석, “부실화된 상호저축은행 프로젝트 파이낸싱 구조개선을 통한 부동산시장 활성화에 관한 연구”, 한국부동산분석학회 2015년 상반기 학술대회, 한국부동산분석학회, 2015, 104-105쪽.

상황에 악영향을 끼쳤고 이로 인해 일부 저축은행에서 대규모 인출사태가 벌어지는 등 부동산 PF 일면에서가 아닌 전반적인 금융시장에도 악영향을 미쳤다.<sup>48)</sup> 이런 금융권의 부실에도 불구하고 2008년 금융위기 이전 부동산 경기가 침체되기 이전에는 미봉책으로나마 유동성 확보가 이루어 졌으나, 부동산 경기가 침체 되면서 할인분양, 사전분양에 의한 자금 조달이 힘들어지게 되었다. 저축은행은 대부분 국내 부동산 개발사업에 있어서 토지확보와 인허가 단계에서 위험을 부담하고, 건설단계에서는 시공사가 위험을 부담하는 구조를 기반으로 하여 이루어졌었다. 그러다보니 2011년 중에 16개, 2012년 5월에는 4개사의 저축은행이 영업정지가 이루어지면서 그 여파가 건설업계로 미치게 된 것이다.<sup>49)</sup> 외환위기 이후 부동산 PF의 부실규모는 날로 커져가고, 저축은행에만 집중된 사업초기단계의 대출은 결국 부동산 PF의 실패로 직결된 것이다. 이런 금융시장의 변화에 대응하지 못하고, 기존의 방식 그대로만 부동산 PF가 형성되어 온 것이 지금의 실패요인을 만들어 낸 것이라 볼 수 있다.

## 2.6 부동산개발업법의 문제

부동산개발업법상 부동산개발업의 등록은 개발업자든 건설업자든 일정 요건을 충족한 자만이 등록을 할 수 있도록 하고 있다(법 제4조). 이는 요건은 충족되지 못하지만 우수한 개발업자의 사업 참여를 사전에 막아버릴 우려가 있다. 또한 법 제19조에서는 자본금, 사업실적, 경영실태를 영업의 비밀을 침해하지 않는 범위 내에서 공개하도록 하고 있는데, 공개 의무내용이 기업으로서의 기술력 다음가는 영업의 비밀이라는 점에서 공개방법과 운영방법에 따라서 영업의 자유를 침해할 소지가 있다.<sup>50)</sup>

48) 양기진, 앞의 논문, 1쪽.

49) 이현석/신종철/박성균, 앞의 논문, 119쪽.

부동산개발업을 허가제나 인가제로 하지 않고 등록제로 한 것은 영업의 자유를 제한하지 않으면서 다른 등록제와 형평을 유지한다는 측면에서는 타당하다. 그러나 부동산개발업법이 과대 포장된 개발정보에 의하여 많은 혼란과 실패를 겪어 온 부동산시장의 문제점을 해결하기 위하여 제정되었음에도 제재수단에 대한 실효성 확보수단이 미흡하다는 문제점을 안고 있다. 예를 들면, 부동산개발업법에서는 위반사항에 따라 1년 이하에서 3년 이하의 징역, 2천만원에서 5천만원의 벌금(법 제36조 내지 제38조), 3천만원 이하의 과태료(법 제40조) 등을 규정하고 있다. 문제는 이 법이 강제하고 있는 규정을 위반하여 부동산개발업을 행한 경우 그 수익이 벌금 또는 과태료에 비하여 월등히 클 경우 법을 위반해서라도 부동산개발을 감행할 수 있다. 결국 이는 프로젝트의 사업성과 수익성, 개발업자의 자금력이나 사업진행에 있어서의 투명성을 추구하기 위한 노력 없이 부실화를 초래할 가능성만 키우게 된다. 따라서 부동산개발업의 특성에 맞춰 위반행위에서 발생한 수익금을 철저히 징수하는 정확한 산출근거와 형량을 재조정 할 필요가 있다.<sup>51)</sup>

부동산개발업법 제5조에서는 등록요건이 되는 전문인력의 범위를 정하면서 제1호에 ‘변호사, 법무사, 공인회계사, 세무사, 감정평가사, 공인중개사, 건축사’를 그 중 하나로 정하고, 세부적인 요건은 대통령령으로 위임하고 있다. 전문자격자의 범위가 변호사, 공인회계사, 감정평가사 등의 일부직종으로만 편중됨에 따라 타 자격자의 불만이 야기되어 왔었고, 학위경력자 및 건설기술자 등의 자격 및 경력요건이 불분명 또는 비합리적인 부분이 많아 해당 경력자의 잦은 민원이 발생하였었다. 이에 부동산개발업자의 전문인력 수요를 충족시킬 수 있도록 하고 자격기준을 완화하기로 하였다. 하지만 이러한 개정안에도 불구하고, 전문 인력의 범위는 전문성에 대한 기준이 모호한 실정이다.<sup>52)</sup>

50) 김영삼/강의환, 앞의 논문, 103쪽.

51) 김영삼/강의환, 위의 논문, 104쪽.

부동산개발업자는 사업구조상 특히, PF를 통한 부동산개발사업의 경우 시공사와 금융기관을 조율해야 할 위치에 있으나 실질적인 사업 추진에 있어서는 그 역할이 미약한 것이 사실이다. 부동산개발시장에서 개발자가 개발사업에 있어 주도권을 확보하기 위해서는 자금력과 전문성을 갖춘 개발업자의 양적인 수의 증가가 요구된다.<sup>53)</sup>

## IV. 부동산 PF의 활성화 방안

### 1. 부동산 PF 정책의 재검토

국내 부동산 금융의 정상화를 위한 정책적 고려와 개선방향은 부동산 PF가 가지고 있는 문제점을 직시하고 파악하는 것에서부터 시작되어야 한다. 우선 부동산 PF 대출은 본래 의미의 PF가 갖고 있는 체계와 전제들을 많은 부분 변형한 구조를 취하고 있다.<sup>54)</sup> 우리나라에서 자생적으로 발생한 형태라고 해도 과언이 아닌 부동산 PF의 유형은 본래의 PF 원형에서 벗어나 공사의 지급보증에 의존하는 변칙적인 형태로 운용되고 있다.<sup>55)</sup> 즉, 미래의 상환재원인 분양대금은 다분히 불확실하고, 해당 프로젝트의 모든 자산·권리·현금흐름에 대하여 PF 대주가 배타적 권리를 확보하지 못하고 있다.<sup>56)</sup> 프로젝트 관련 모든 귀책손실이 사실상

52) 이현오/민규식, 앞의 논문, 29쪽.

53) 이현오/민규식, 위의 논문, 32쪽.

54) 진흥기, 앞의 논문, 466쪽.

55) 김병두, 앞의 논문, 409쪽.

56) 주택분양사업의 경우, 대한주택보증의 보증을 취득하기 위해서 PF 대주는 사업부지에 대한 일체의 신탁등기를 해제하고 이를 대한주택보증 앞으로 신탁등기를 설정한다. 비주거 PF 사업도 유사하여, 토지의 소유권 및 분양대금을 분양관리신탁에 관리하거나, 보증 보험회사의 분양보증을 통하여 수분양자를 보호하게 된다. 즉, 분양시점에 PF 대출은 사업부지를 상실한 시용여신으로 전환되고, 보증사고 발생시에는

건설회사에게 부담되므로 부동산 PF로 인해 부도를 맞이하게 될 가능성도 너무 높다. 취약한 자본구조가 가져오는 도덕적 해이 역시 금융시스템을 위협하는 또 다른 요인이 되기도 한다. 따라서 부동산 PF가 본래의 PF 취지와 구조에 맞게 미래 현금흐름과 사업이 내포하고 있는 위험에 연동하는 것을 기본 전제로 당연시하고 이에 맞는 프로젝트 구성이 이뤄지는 것에서부터 시작되어야 한다.<sup>57)</sup> 그러기 위해 자본구조가 건전화되고, 투자촉진을 위한 다양하고 진지한 정책적 고민과 함께 정책당국과 금융권이 부담해야 할 중요한 과제로서의 인식이 문제점 해결의 시작이다.

## 2. 토지가격 비중의 축소와 사업성 확보

부동산 PF개발 사업자 선정을 둘러싼 지나친 경쟁에 의해 사업성 선정 과정에서 토지가격이 차지하는 비중이 커졌다. 그러나 과도한 토지가격은 장기적 관점에서 프로젝트의 사업성을 해치는 요인으로 작용하게 된다. 따라서 공모 시 토지가격에 대한 배점 비중을 낮춰 사업을 잘 이해하고 준비된 사업자가 선정되도록 하여야 한다.<sup>58)</sup>

높은 수익성을 보일 것으로 예상되는 분야가 부동산 시장에 부상하게 되면, 부동산 PF 개발에 많은 비중을 두는 사업이 증가하게 된다. 이때, 부동산 경기침체를 전혀 예상하지 않거나, 혹은 예상할 수는 없으나 변수가 있을 수 있음을 전혀 계산하지 않고 무리한 프로젝트 시행을 하는 경우가 생기게 된다. 과잉 시설계획으로 인한 물량의 증대는 과잉 공급으로 연결되고 무분별한 개발사업으로 이어지게 된다. 이것은 부동산 PF에 있어 아파트, 타운하우스 등의 주상복합, 쇼핑몰 등의 상가건물

---

수분양자를 보호하는 대주보, 분양신탁, 분양보증 등이 선순위권자이고 PF 대주는 후순위권자로 밀리게 된다.

57) 김진/지규현, “부동산 PF(Project Finance) 대출의 현황과 정책대응”, 보도자료, KDI, 2011.05.23., 8-13쪽.

58) 이현석/신종철/박성균, 앞의 논문, 121쪽.

등 건설분야 전반에 있어서 충분히 발생될 수 있는 문제이자, 이미 발생되었던 문제인 점을 상기해 볼 때, 이런 점을 개선하기 위한 장기적 차원에서의 정확하고 치밀한 예비시장조사와 사업성 확보를 바탕으로 향후의 수요를 고려하여 단계적으로 개발을 유도할 필요가 있다.

지금까지의 개발사업은 선분양 혹은 할인분양을 통한 빠른 자본금의 회수방식을 통하여 이루어졌다. 그러나 이러한 사업방식은 분양위주의 사업계획을 세우게 되고, 분양 이후 활성화 측면에서 상당한 부담으로 작용한다. 단기적인 분양위주의 개발사업보다는 좀 더 장기적인 계획으로 활성화 및 운영을 통해 개발사업의 높은 부가가치 창출을 고려할 필요가 있다.<sup>59)</sup>

### 3. 사업성 평가의 공정성 및 전문성 구축

부동산 PF가 안정성을 기반으로 하여 활성화될 수 있도록 하기 위해서는 금융기관을 포함한 사업 참여자가 프로젝트의 사업성에 대한 합리적인 의사결정을 할 수 있는 객관적이고 전문성 있는 사업성 평가 시스템의 구축이 필요하다.<sup>60)</sup> 특히, 사업계획서를 토대로 프로젝트를 현실화·구체화 시켜 나가는 것이 가장 중요한 부분이라 할 수 있다. 프로젝트의 주축이 되는 부동산 개발 주최측은 명확하고 세밀한 지침을 통해 사업의 방향과 부동산 PF 참여자 선정의 기준을 제시하여 사업참여자와 사업계획서 심사에 대한 전문성과 공정성을 강화해야 한다.<sup>61)</sup> 공공부문이 주도하는 공모형 PF 개발사업에서는 사업의 주최측이 제시한 사업방향을 기초로 사업에 참여하기 원하는 민간의 컨소시엄이 사업계획서를 제출하여 공모를 통해 사업자가 선정되는 방식이다. 따라서 민간 부문이

59) 최은영, 앞의 논문, 76-77쪽.

60) 박종철/김동현, “프로젝트 파이낸싱의 문제점 해결 방안에 관한 연구”, 한국전자통신학회 춘계학술지 제6권 제1호, 한국전자통신학회, 2012, 49쪽.

61) 최은영, 앞의 논문, 77-78쪽.

용도 미지정 토지에 대한 사업의 방향을 제안하는 민간사업제안방식을 도입하여 민간의 창의적인 사업계획 및 아이디어 활용의 극대화를 이룰 수 있다.<sup>62)</sup>

개발사업의 위험에 대한 평가체계의 구축 역시 요구된다. 사회의 주요 인프라를 구축한다는 관점에서 정부를 주축으로 표준적인 평가 방법을 개발하고 관련 데이터를 축적해 제공하는 것이 바람직 할 것이다. 개발금융에 참여하는 금융기관, 시공사들이 내부적으로 위험 관리를 철저히 해야 함은 당연할 것이다. 개발사업의 위험에 대한 철저한 정밀 평가 없이 PF가 확산되는 것은 또 다시 부실을 초래하는 결과를 만들 것이다. 금융권의 기존 프로젝트 파이낸싱(PF) 대출 부실로 부동산개발 업체에 대한 부정적인 인식이 확산됐고 개발업체의 상당수가 영세한 상황이라 자금 조달이 어렵다면 공신력과 신뢰성을 갖춘 부동산개발사업 평가제도를 도입할 필요가 있다. 국토교통부가 ‘부동산개발업법’ 개정을 통해<sup>63)</sup> 공적인 평가체계 도입을 추진했지만 후속 절차는 아직 미흡한 상태이다. 평가를 위한 공적 전담기구와 개발업자의 사업 수행능력 및 개발 프로젝트의 사업성을 다각도로 분석할 통일된 세부 지침이 필요할 것이다.<sup>64)</sup>

#### 4. 부동산개발업자의 자본규모의 확대

부동산 PF에서 부동산개발업자에 관한 주된 논의는 주로 이들의 영세성과 공신력 부족에 관한 문제이다.<sup>65)</sup> 자본금 확대와 대형화를 통한

62) 김원중 외, “국내 부동산 개발금융 현황과 시사점”, 하나금융정보 제5호, 하나금융연구소, 2012, 17-18쪽.

63) 2014년 5월 23일 시행.

64) 주택개발사업 사업성 평가에서 기존의 세부 요인 이외에 경기 전망에 대한 분석을 통해 평가의 객관성이 높이는 등 특히 아파트 개발사업의 타당성 평가를 위해 지역·상품별 특성에 맞는 다양한 분석 모델을 구축할 필요가 있다.

자체신용 창출이 가능한 개발업자의 육성이 필요하며, 경기침체 등으로 이것이 어려울 경우에는 부동산 개발업자 간에 네트워크를 구축하는 상호연대를 제안할 수 있다.<sup>65)</sup> 아울러 현재 진행 중에 있는 부동산 PF 구조개선의 조건으로 부동산개발업자의 자기자본 확대 등 안정화와 대형화를 부과하는 것도 하나의 방안이 될 수 있다.<sup>67)</sup>

시행사도 자본규모와 전문성을 높여야 한다. 대기업이나 금융기관 자회사 등의 역할이 커지면서 이 요구를 충족시킬 가능성이 있지만, 정부가 보다 적극적으로 나서서 시행사의 최소자본금을 규제하는 것이 바람직 할 것이다. 시장에 대한 충격을 줄이기 위해 최소자본금을 규정 하고, 차츰 상향조정해가는 방안이 고려되어야 할 것이다. 금융기관의 역할을 보다 확대하여 부동산 개발에 관련된 금융기관의 전문성을 높이고 적절한 투자가 이루어지도록 해야 한다.

## 5. 리스크 분담을 통한 활성화

부동산 PF에서는 시공사가 전적으로 위험을 부담하는 구조를 갖고 있어 건설회사의 도산 등으로 붕괴되는 사례가 많았다. 본래 의미의 PF는 프로젝트로부터 발생하는 미래의 현금흐름을 담보로 자금을 조달 하고 단계별 리스크를 분산하는 구조로 설계되어야 하는데, 국내 부동산 PF의 경우에는 사업 타당성이나 미래의 현금흐름을 분석하여 금융기관 대출이 이루어지기 보다는 시공사의 채무연대보증 등의 신용보강을 통해 대출금 회수가능성을 높이려다 보니 시공사에게 사업리스크가 집중 되게 되는 것이다.<sup>68)</sup>

65) 이국형/문영기, 앞의 논문, 19쪽.

66) 이현석/신종철/박성균, 앞의 논문, 120-121쪽.

67) 박종철/김동현, “부동산개발프로젝트 파이낸싱 위험관리 방안에 관한 연구”, 한국전자통신학회 2013 봄철 종합학술지 제7권 제1호, 한국전자통신학회, 2013, 186쪽.

68) 김병우, 앞의 논문, 46쪽.

기존 부동산 개발사업구도의 리스크 분담 구조가 시공사의 지급보증 여력을 감소시키고 저축은행 부실화의 주요 원인으로 부동산 PF가 한 몫을 한 것으로 볼 때, 재대출은 물론 새로운 자금의 유입을 통한 유동화도 심히 위축시켰다. 따라서 부동산 및 건설경기 회복을 위한 개발금융 시장 내 자금순환 및 신규자금 유입을 촉구하기 위해서는 대안적 주체에 의한 리스크 분담이 필요하다.<sup>69)</sup> 자금력을 갖추지 못한 기존의 영세 개발업자 자리를 준공자산의 실질적인 운영 역량을 확보한 대형 시행사가 대체하려는 움직임이 보이면서 결국 건설회사로 편중된 PF 사업 리스크를 참여자 간에 분담하는 것으로<sup>70)</sup> 종국적으로 부동산 PF 구조의 전환을 의미하게 된다.

〈표 IV-1〉 리스크 관리 방안<sup>71)</sup>

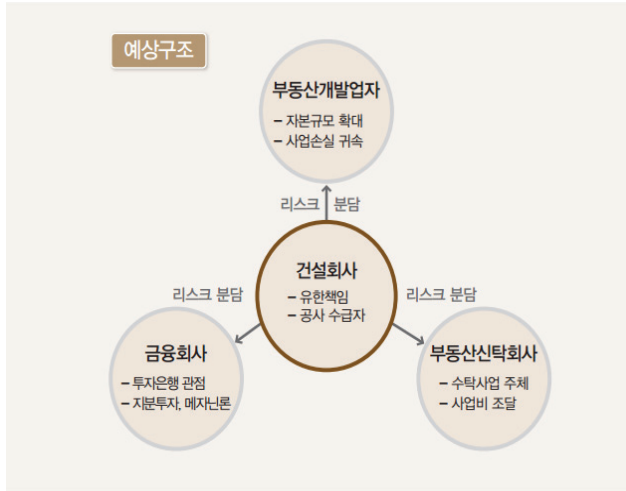
리스크	원인	리스크 관리 조치
사업 초기 위험	소유권 이전 및 인허가 지연	⇒ 인출과 동시에 소유권 이전 담보신탁
분양 지연	분양물 제조	⇒ 개발지역의 분양성 검토 상권, 주변시설, 교육여건 검토
원리금 상환 위험	시행사 채무 불이행	⇒ 채무인수 또는 지급보증 책임준공, 연대보증 부동산에 대한 담보신탁 시행사 대표 연대보증 Escrow Account 개설
완공 위험	시행사 부도	⇒ 시행권 인수

69) 김완중 외, 앞의 논문, 23-24쪽.

70) 정찬우, “부동산 PF 개선방안”, 주간 금융 브리프 제19권 제46호, 한국금융연구원, 2010., 9쪽.

71) 김기형, “전환기의 부동산 프로젝트 파이낸싱, 어떻게 변해야 하나”, 이슈리포트,

〈그림 IV-1〉 부동산 PF 리스크 분담구조<sup>72)</sup>



기존 부동산 PF 대출 구조는 시공사에게 사업 전반에 걸친 위험관리 책임이 집중됨에 따라 금융기관의 투자 위험도가 표면적으로는 낮아 보였다. 그러나 채무 불이행 등 정상적인 진행이 힘들어 지면서 이는 결국 금융기관 역시 리스크를 안게 되는 결과로 연결되는 것이다. 자금 상환 스케줄에 따라 원리금 수취에만 초점을 맞춰왔던 기존의 투자자 관행을 개선하여, 리스크를 위와 같이 분담하는 체계를 확립한다면, 시공사가 연대보증, 채무보증 등 신용보강을 제공하는 형태 이외에 책임준공, 책임분양의 활용 등을 통해 시공사의 붕괴로 연달아 도미노처럼 연쇄적인 부실이 일어나는 사태를 방지할 수 있을 것이다.<sup>73)</sup> 또한, 시공사의 과도한 신용보강에 의존하는 관행을 없애고 부동산 개발회사인 시행사의 자기자본 확충을 통해서도 리스크를 분담시킬 수 있다. 시공사, 시행사 뿐 아니라 금융기관 역시 관련 리스크를 제거하기 위해 적극

메리츠증권 부동산금융연구소, 2008, 51쪽.

72) 이국형/문영기, 앞의 논문, 25쪽.

73) 박종철/김동현, 앞의 논문, 186쪽.

적으로 대처하여야 하며, 이를 위한 금융감독원에서 제정하여 시행하고 있는 부동산 PF 대출의 리스크 관리·감독 방안도 상호저축은행 사태와 같은 일이 반복되지 않도록 보다 엄격하고 투명한 금융감독체제로 확립되어야 한다.<sup>74)</sup>

## 6. 부동산개발전문 PF 보증기관의 설립

한국부동산개발협회는 부동산 개발산업의 원활한 자금조달을 위해 공제조합의 설립을 검토하고 있다.<sup>75)</sup> 부동산개발협회가 설립하고자 하는 공제조합은 부동산 개발업자의 초기 PF에 대한 보증을 제공하는 것이다. 현재 대한주택보증이 PF에 대한 보증을 제공하고 있어 보증기관이 없는 것도 아니며, 도시재생산업에도 대규모로 자금과 보증을 지원할 예정이어서 중복 논란이 있을 수 있으며, 공제조합 설립의 타당성이 부족하다는 비판이 있을 수 있다. 그러나 현행 대한주택보증이 주택 PF 보증에 집중하고 있는 반면, 부동산개발협회가 추진하는 공제조합은 주택 이외의 상가, 리조트, 골프장, 호텔, 오피스빌딩과 같이 수요가 커지는 비주거용 개발사업의 보증을 주된 대상으로 한 차별화를 계획하고 있다. 업체당 보증 한도를 조합 출자금액의 20배 내외로 예상하고 있으며, 담보 범위 내에서 회원사에 용자도 지원할 예정으로 있다. 개발협회가 공제조합을 설립하기 위해서는 법적 근거가 마련되어야 하는데, 이에 따라 국토부는 관련 법인 ‘부동산개발업법’의 개정을 추진하며 그 근거 마련에 힘쓰고 있다.

개발사업의 리스크를 얼마나 효율적으로 제어하느냐가 부동산 PF의 활성화에 있어 중요한 부분을 차지하는 만큼 공제조합 설립 시 가장

74) 김병우, 앞의 논문, 46-47쪽.

75) 건설경제신문, “부동산개발전문 PF 보증기관 탄생하나”, 2015.5.6.일자,  
<http://www.cnews.co.kr/uhtml/read.jsp?idxno=201505031034539160323>.

중요한 변수가 될 것이다. 특히나, 주택이외의 비주거용 개발사업의 경우 주택건설에 비해 상대적으로 고수익·고위험의 리스크를 안고 있는 만큼, 보증사고 발생 시 리스크를 감내할 수 있는 자본력과 검증시스템의 구축이 중요한 고려 요소가 되어야 할 것이다.

## 7. 부동산개발업법상 제도의 개선

부동산개발업법상 개발업자의 등록에 있어 정부기관에 의한 사업의 감독을 철저히 수행하는 등의 방법으로 등록요건을 강화 내지 정부의 기능을 강화하는 것이 대안이 될 수 있을 것이다. 사업규모에 따라 자본금 규모의 제약을 두어 해당 프로젝트에 참여 가능한 개발업자의 제한을 두는 방안도 고려해 볼 수 있다. 또한, 사업실적에 따른 인센티브를 부여 등 건전한 개발업자에 대한 육성에 기여 할 수 있는 현실적인 방안이 요구 된다.

부동산개발업에서 추구하는 목적은 부동산 소비자의 피해 방지이다. 이를 위해 부당한 표시 및 광고를 금지하고 있으나(법 제8조), 그 제재 범위와 위반행위에 대한 근거기준이 명확하지 않고, 위반 시 제재 수준도 고수익을 내는 부동산 개발의 특성상 미약하다. 그러므로 부동산개발업의 특성을 고려하여 위반행위에 대한 제재수단을 더욱더 강화하여 개발업자의 위반을 사전에 예방하고 선량한 개발업자에 대한 공신력을 키워 줄 필요가 있다.

부동산개발업은 건설산업 뿐만 아니라, 금융 산업과도 긴밀하게 연결되어 있기 때문에 건설산업 부분과 연관된 법률 및 제도 뿐 아닌 금융산업과 연관된 법률의 추가 제정이 필요하다. 이를 위해서는 부동산개발사업에 필수적인 개발금융인 PF와 관련하여 이미 전에 추진되다가 폐지된 바 있는 ‘프로젝트투자금융회사법’과 같은 법률을 시급히 제정하고, 건전한 부동산개발을 위한 의식교육과 전문성 교육을 전담할 교육기관이나 개발협회 등의 육성이 시급하다.<sup>76)</sup>

## V. 결 론

우리나라 부동산 시장은 IMF 이후 참여주체가 많아지고, 부동산 금융 기법이 다양화 되면서 대형화되었다. 그러나 2008년 외환위기 이후부터 시작된 급격한 부동산 침체는 부동산 PF로 인한 많은 건설사와 금융기관의 부실로 이어져 결국 국민경제 전반에 악영향을 미치는 요소가 되었다. 비단, 이것은 시공사의 신용부족이나 무리한 자금유동, 불확실한 현금흐름에 대한 맹신만이 원인은 아니다. 부동산 PF는 자금조달 방식의 하나로 매우 유용한 방법임과 동시에 가장 많이 활용되어 왔던 수단으로 선진화된 금융기법으로 여겨졌다. 재무적 투자자인 금융사가 자금을 빌려가는 기업의 신용도나 담보 대신 사업계획이나 프로젝트 자체의 수익성과 리스크를 평가해 자금을 제공하기 때문이다. 그러나 이런 문제점들이 발생된 것은 시장흐름의 변화를 예측하지 못하고 잠재되어 있던 위험요소에 대응하지 못한 점과 본래 의미의 PF 체계의 변형에서 오는 부작용 때문이다. 즉, 금융사가 시공을 맡은 건설사의 지급보증으로 리스크를 헤지하는 소위 한국형 PF로 변질되었기 때문이다. 게다가 사업의 리스크가 시행사나 금융기관으로 분산되지 못하고 시공사에 집중되어 있는 점은 영세한 규모와 부족한 자금여력을 가지고 있는 시공사로써는 어쩌면 부실의 초래는 당연한 것이었다. 이것이 시공사의 문제에서 그치지 않고 저축은행의 부실 등 금융권으로까지 번지면서 그 여파는 견잡을 수 없이 확대되었다. 이 밖에도 산재하는 많은 문제점들을 개선하기 위해 현실을 직시한 구체적인 방안들이 마련되어야 한다. 개발금융시스템의 선진화를 위해서는 무엇보다 건설사의 지급보증 관행부터 개선되어야 하며, 책임준공 형태의 자금 조달로 시장환경을 전환해야 한다. 사업초기에 막대한 토지비용을 감당할 수 있는 개발사업 참여자들

---

76) 이현오/민규식, 앞의 논문, 33쪽.

통한 부동산 PF와 리스크의 분담, 본래 의미의 PF 체계의 구축, 이 밖에도 부동산 PF에 대한 보증기관을 설립, 법제도의 개선 등의 방안이 마련된다면 부동산개발에 있어 아주 효율적인 자금조달 수단으로서의 부동산 PF가 그 본연의 활용성을 발휘할 수 있을 것이다.

## 참고문헌

### 1. 단행본

- 노순규, 프로젝트 파이낸싱(PF)와 건설금융, 한국기업경영연구원, 2009.  
박동규, 프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제, 명경사, 2007.  
조주현, 부동산시장 분석론, 부연사, 2009.

### 2. 학술지

- 고성수, “부동산 시장의 안정적 운영을 위한 PF 개선방안”, 주택과 사람들 Special Report, 한국주택협회, 2007, 24-29쪽.  
건국대학교 부동산·도시연구원, “부동산개발금융제도 개선방안 연구”, 금융위원회, 2011, 1-95쪽.  
김기형, “전환기의 부동산 프로젝트 파이낸싱, 어떻게 변해야 하나”, 이슈리포트, 메리츠증권 부동산금융연구소, 2008, 1-91쪽.  
김병두, “부동산 프로젝트 금융(PF)와 담보 - 담보권을 중심으로 -”, 비교사법 제19권 제2호 통권 제57호, 한국비교사법학회, 2012, 405-458쪽.  
김병우, “부동산 PF 효율화에 관한 연구”, 경영교육저널 제20권, 대한경

- 영정보학회, 2011, 29-52쪽.
- 김완중 외, “국내 부동산 개발금융 현황과 시사점”, 하나금융정보 제5호, 하나금융연구소, 2012, 1-26쪽.
- 김영삼/강의환, “부동산개발업등록제에 관한 고찰”, 토지공법연구 제44집, 한국토지공법학회, 2009, 87-106쪽.
- 김진/시공대창, “부동산 PF(Project Finance)대출의 부실화 요인에 관한 연구”, 국토계획 제44권 제5호, 대한국토·도시계획학회, 2009, 175-191쪽.
- 김진/지규현, “부동산 PF(Project Finance) 대출의 현황과 정책대응”, 보도자료, KDI, 2011.05.23., 1-14쪽.
- NICE신용평가(주), “부동산 PF 평가 방법론”, 평가방법론, NICE신용평가(주), 2013.05.13., 1-19쪽.
- 박근용, “부동산 프로젝트 금융(PF)에서 시공사 신용보강에 관한 법적 연구”, 한국금융법학회지 제11권 제2호, 한국금융법학회, 2014, 181-226쪽.
- 박종철/김동현, “프로젝트 파이낸싱의 문제점 해결 방안에 관한 연구”, 한국전자통신학회 춘계학술지 제6권 제1호, 한국전자통신학회, 2012, 44-50쪽.
- \_\_\_\_\_, “부동산개발프로젝트 파이낸싱 위험관리 방안에 관한 연구”, 한국전자통신학회 2013 봄철 종합학술지 제7권 제1호, 한국전자통신학회, 2013, 113-119쪽.
- 백민석, “부실화된 상호저축은행 프로젝트 파이낸싱 구조개선을 통한 부동산시장 활성화에 관한 연구”, 한국부동산분석학회 2015년 상반기 학술대회, 한국부동산분석학회, 2015, 103-114쪽.
- 성무용/성백영/이범관, “프로젝트 파이낸싱에 관한 이론적 고찰”, 대한부동산학회지 제28권 제1호, 대한부동산학회, 2010, 281-307쪽.
- 손정락, “부동산 개발시장에서 모험자본의 역할 확대”, 이슈분석, 하나

- 금융연구소, 2015, 4-7쪽.
- 신영석, “부동산 개발금융(PF)에 대한 문제 및 개선방안”, 감정평가, 한국감정원, 2009, 18-30쪽.
- 신일수, “부동산 PF 구조 개선방향에 대하여”, Special Report, 한국신용평가, 2011.
- \_\_\_\_\_, “국내 부동산 PF, 이제는“REAL PF”가 해법이다”, 한국신용평가, 2013.06., 3-11쪽.
- 양기진, “상호저축은행의 부동산 프로젝트 파이낸싱에 대한 소고”, 기업법연구 제25권 제4호 통권 제47호, 한국기업법학회, 2011, 299-328쪽.
- 엄수원, “부동산개발사업에 있어서 프로젝트파이낸싱의 활성화방안 연구”, 지역사회발전학회논문집 제29집 제2호, 한국지역사회발전학회, 2004, 171-188쪽.
- 이국형/문영기, “부동산 PF 참여자의 리스크 분담방안”, 주택금융월보 제105호, 한국주택금융공사, 2013.04., 4-39쪽.
- 이영일/민규식, “부동산개발 유형별 PF 위험요인 분석 연구”, 부동산학보 제54집, 한국부동산학회, 2013, 110-123쪽.
- 이정민, “프로젝트 파이낸싱(Project Financing)에서의 배임죄”, 비교형사법연구 제13권 제1호, 한국비교형사법학회, 2011, 95-123쪽.
- 이현석/신종철/박성균, “시장변화에 따른 부동산 PF 개선방안 연구”, 한국도시행정학회 도시행정학보 제24집 제1호, 2011.03., 107-123쪽.
- 이현오/민규식, “부동산개발업법에 관한 소고”, 대한부동산학회지 제28권 제1호, 대한부동산학회, 2010, 9-34쪽.
- 정찬우, “부동산 PF 개선방안”, 주간 금융 브리프 제19권 제46호, 한국금융연구원, 2010, 8-10쪽.
- 진흥기, “프로젝트 파이낸스와 구조화금융 - 프로젝트 파이낸스(PF)의 본질과 그 구조화 -”, 비교사법 제19권 제2호 통권 제57호, 한국

비교사법학회, 2012, 459-498쪽.

최은영, “부동산 PF 대출의 실태와 개선방안”, 건설경제 통권 66권, 국토  
연구원, 2011, 68-79쪽.

최창욱·김은경, “건설사 PF 대출의 문제점과 정책방향”, GRI 현안분석,  
경기개발연구원, 2011, 1-14쪽.

### 3. 신문기사

건설경제신문, “부동산개발전문 PF 보증기관 탄생하나”, 2015.5.6.일자,  
<[http://www.cnews.co.kr/uhtml/read.jsp?idxno=2015050310345391  
60323](http://www.cnews.co.kr/uhtml/read.jsp?idxno=201505031034539160323)>

[Abstract]

## **Study of Analysis of Real Estate Project Financing Issues and Activated through Improvement of a System**

Shin, Kyoung-Hee\*

Due to the sluggish stock market after IMF financial crisis, the project financing's dimension increased sharply thanks to the coincidence in interests of banking entities wanting to sell high-interest loan products and construction companies that needed large loans. However, after 2008, the long-term stagnation of real estate and the aggravation of constructors' financial structures caused weakness of many real estate PFs and it was led to the financial authorities' tougher restrictions and the financing entities' limitation of new loans to real estate PFs. As the real estate development business itself is extremely complex, time consuming, and full of risks and uncertainties, there exist significant amount of problems in funding through project financing. Especially, our country's PF, different from the theoretical PFs, demands excessive guarantees, including constructors' joint and several liability on guarantee or debt acquisition, at the same time of the agencies, which participate in the project, lacking of professionalism.

In the case of our country, the enforcement agencies lack professionalism as developing entities with poor funds, which makes delay and interruption

---

\* Researcher, The Institute of Legal Studies Konkuk University

of the business inevitable, when problems occur during the business proceeding course, and increases the probability of the enforcement agencies going bankrupt. As the real estate PF's risks are being concentrated on the constructors instead of being dispersed to enforcement agencies or financing entities, the financial institutions are funding based on the constructors' credit ratings rather than the feasibility and cash fluidity of the project itself.

In order to improve these problematic situations, we suggested the following measures. In accordance with the original purpose, internal organizations should be prepared in order to enable loans after evaluating the corresponding project's feasibility, and the legalization is necessary to get external professional organs' opinions and evaluations by all means. And a quick restructuring and resuming of the interrupted or delayed companies' businesses are necessary by installing a PF business adjustment tool. Also by systematically upbringing professional evaluation organs that can evaluate real estate development businesses with objective perspectives, fair evaluations should be available.

**[Key Words]** Project Financing, Real Estate Project Financing, PF structure, Real Estate Financing, Real Estate Development Business Law