

KDI FOCUS

KDI FOCUS 2025년 9월 22일(통권 제145호)

자료문의 KDI 홍보팀(044-550-4030)

집필자 황순주 선임연구위원(044-550-4049)

KDI FOCUS는 시의성 있는 경제·사회적 이슈를 간략하게 정리한 시론 성격의 자료임.

본 포커스의 내용은 집필자 개인의 의견이며 본원의 공식 견해가 아님.



부동산 PF 사업장별 자료를 분석한 결과, 자기자본비율이 높을수록 분양 리스크 등 전반적인 위험이 감소할 뿐 아니라 사업비용도 절감되는 것으로 나타났다. 향후 PF 사업의 자본구조를 개선하면서도 사업이 과도하게 위축되지 않도록 세밀한 정책 설계가 필요하다. 대출한도 규제를 도입할 경우 저자본 PF 사업장에 대해서만 한도를 적용하고, 보통주와 더불어 우선주도 자기자본으로 인정하며, 양도세 이연 제도를 상시화하여 토지의 현물출자를 유도해야 할 것이다. 한편, 대형 사업의 저자본화를 초래하는 도관체인 PFV에 대한 규제차익을 해소해야 한다.



영상보고서

부동산 PF 자본확충의 효과와 제도개선 방안

황순주 | KDI 선임연구위원



I. 서론

최근 정부는 PF 자본확충을 위한 대책을 발표했으나, 사업장별 자료가 공개되지 않아 자본확충이 리스크를 충분히 줄이는데 대한 실증적인 근거가 제시되지 않았다.

2022년 레고랜드 사태 이후 지금까지 부동산 PF(Project Finance)는 지속적으로 우리 경제 전반에 중대한 위험요인으로 작용하고 있다. 그간 정부는 부실 PF 사업장을 정리·회생하기 위해 많은 노력을 기울였지만, 아직도 건설업과 금융업에 드리운 불안과 위험요인은 여전하다. 건설업의 경우 태영건설의 워크아웃을 시작으로 신동아건설, 삼부토건 등 다수의 중대형 건설사가 법정관리를 신청하며 무너졌다. 또한 금융업의 경우 그간 흑자를 지속했던 부동산신탁사는 2024년에 전체의 3분의 2가 적자로 전환했고, 고위험 PF 대출을 많이 취급한 증권사와 저축은행은 올해 1분기에 각각 26%와 8%의 높은 연체율을 기록하기도 했다.

각계에서는 낮은 자기자본이 PF 위기의 원인이라는 주장을 많이 제기하고 있다. 시행사는 총사업비 대비 3% 수준의 적은 자기자본을 투입하고 시공사(건설사)의 보증에 의존하여 대규모 대출을 받아 사업을 추진하기 때문에, 공사비 급등이나 부동산 경기 침체 등 충격이 발생하면 자본이 부족한 시행사가 무너지고 보증을 해준 시공사와 대출을 공급한 금융기관으로 위험이 전이될 수 있다는 것이다. 이는 사업주체가 20~40% 수준의 자기자본을 투입하는 주요국과 달리 우리나라에서만 관찰되는 현상이며, 이에 따라 금융·건설 부문 전반에 걸친 시스템리스크가 우려되므로 자본확충이 필요하다는 주장이 많다(황순주, 2024). 이러한 문제의식하에서 정부는 지난해 말 PF 자기자본비율을 중장기적으로 20% 수준까지 높인다는 목표 아래 다양한 제도개선 정책을 발표하였다.

그러나 자기자본을 늘렸을 때 어느 정도의 긍정적인 효과가 있는지 구체적인 자료를 통해 실증적으로 분석한 결과는 아직 찾아보기 어렵다. 부동산 PF의 경우 공개된 사업장별 자료가 없기 때문이다.¹⁾ 본고에서는 구체적인 사업장별 자료를 확보하여 자본확충의 긍정적인 효과를 실증적으로 분석하였다. 분석 결과, 자기자본비율이 높을수록 PF 사업의 각종 리스크가 줄어들고 사업 착수 이후의 공급비용인 총사업비도 절감되는 것으로 나타났다. 반면, 대규모의 자기자본을 유치하는 것이 어려워 개발사업이 위축되는 부정적인 효과도 존재할 수 있다. 본고에서는 자본확충을 유도하기 위해 정부의 기존 정책을 어떻게 보완해야 하는지, 어떠한 새로운 방안이 필요한지 논의하기로 한다.

II. 자본확충의 순기능 ①: 각종 리스크 감소

PF 사업의 자기자본을 확충하면 실제로 리스크가 감소할까? 이와 관련된 흥미로운 사례가 있다. PF 부실로 인해 30개 저축은행이 뱅크런을 일으키며 무너졌던 2011년 저축은행 사태 당시 유독 한 저축은행은 PF 대출의 부실률이 매우 낮았다. 그 원인을 조사한 결과, 이 저축은행은 시행사의 자기자본비율이 20% 미만인 경우 대출해 주지 않는다는 내규를 자체적으로 적용했던 것으로 알려져 있다(김영철, 2024). 금융당국은 이후 이러한 20% 룰을 전체 저축은행에 확대 적용하였다.

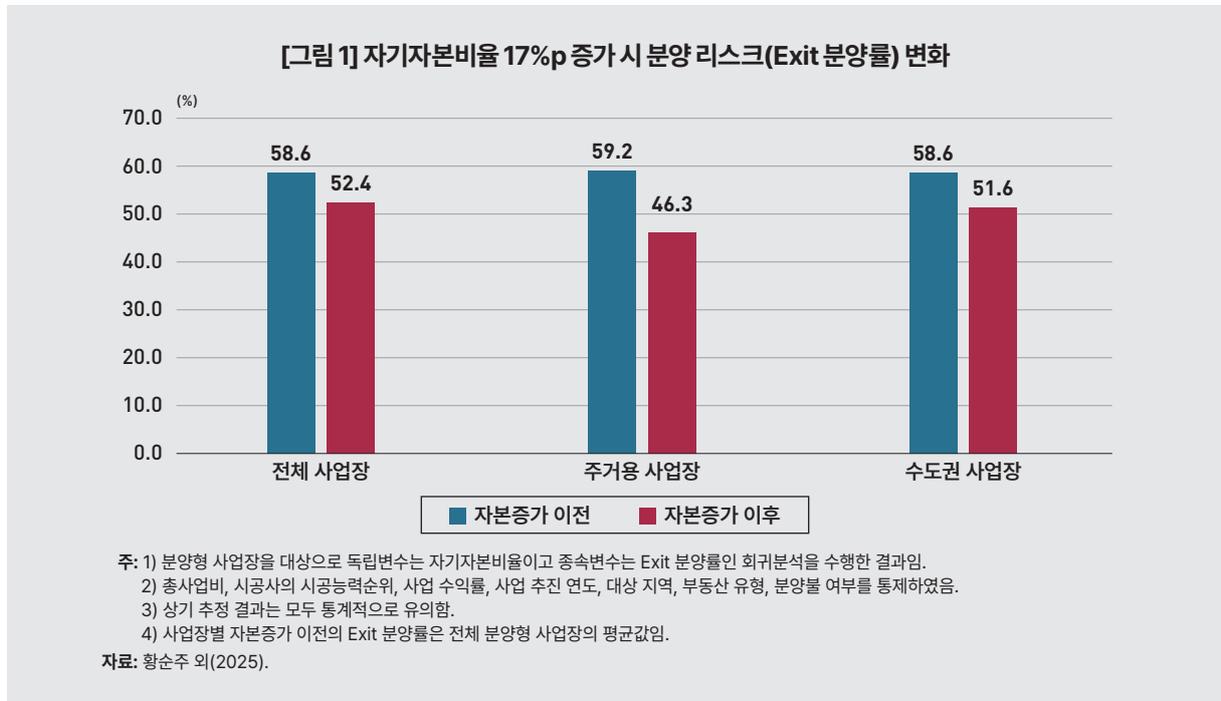
* 본고는 황순주 외, 『부동산 PF 구조 개선에 관한 연구』, 한국개발연구원, 2025(근간 예정)의 내용을 요약 및 재구성하여 작성되었다.

1) 실증연구가 어려운 이유는 PF 사업장에 대한 재무정보와 사업정보가 공개되지 않기 때문이다. PF 사업은 건설정책과 금융정책의 접점에서 이루어지고 있기 때문에 어느 한 부처에서 통합적으로 관련 정보를 관리하지 않는다. 다행히 최근 부동산개발사업관리법이 제정되면서 PF 사업장별 정보를 통합 관리하는 데이터베이스를 구축하기로 했으나, 이 법은 앞으로 2년 뒤 신규 추진되는 PF 사업장부터 적용되기 때문에 현시점에서 실증적 근거를 찾기 위해 활용될 수는 없다.

보다 체계적인 실증 근거를 찾기 위해 본고에서는 2013년부터 2025년까지 추진된 약 800개 사업장 자료를 분석하였다.²⁾ 분양 리스크는 PF 사업이 직면하는 가장 큰 위험요인 중 하나이다. PF 대출을 상환하기 위해 필요한 최소한의 분양률을 ‘Exit 분양률’이라고 하는데, 미분양으로 실제 분양률이 Exit 분양률을 하회하면 PF 사업은 부실에 빠진다.

**실증분석 결과,
PF 자본확충은 분양 리스크,
부실 리스크, 부실 후
회생불능 리스크, 준공 후
자금조달 불능 리스크를 모두
줄이는 것으로 나타났다.**

실증분석 결과, 자기자본비율이 현행 3% 수준에서 정부의 중장기 목표치인 20%까지 증가할 경우, 주거용 사업장의 Exit 분양률은 약 13%p 감소하는 것으로 나타났다(그림 1).³⁾ 이러한 결과는 자본이 증가하는 대신 부채가 감소하면 갚아야 할 대출의 원리금이 줄어들기 때문에 Exit 분양률도 낮아지는 데 기인할 것이다. 한편, 13%p의 분양 리스크 감소폭은 Exit 분양률이 평균 60% 수준임을 고려할 때 상당히 큰 폭이라는 것을 알 수 있다.



- 이 자료는 주거용, 상업용, 산업용 사업장을 모두 포괄하고 수도권과 지방의 사업장을 골고루 포함하고 있다.
- 자기자본비율이 위험에 영향을 미치는 것이 아니라 반대로 위험이 자기자본비율에 영향을 미치는 것(역인과성)이라는 반론도 존재할 수 있다. 그러나 위험이 자기자본비율에 영향을 미친다면 위험과 자기자본비율 간에 양의 관계가 나타나야 한다. 사업의 내재적인 위험이 낮을수록 금융기관은 상대적으로 안전하다고 여기고 더 많은 금액을 대출해 줄 것이고 따라서 자기자본비율이 보다 낮을 것이기 때문이다. 또는 금융경제학의 ‘자본조달순서 이론(pecking order theory)’에 따르면 위험성에 대한 정보가 비대칭적인 상황에서 정보를 알고 있는 시행사는 사업의 위험이 낮고 성공 가능성이 높을수록 성공의 수익을 다른 주주와 공유하지 않고 독차지하기 위해 출자(equity)보다는 대출(debt)을 유치하려는 유인이 있다. 이 경우에도 위험과 자기자본비율 사이에는 양의 관계가 성립한다. 그러나 본 연구의 분석 결과, 위험과 자기자본비율 간에 음의 관계가 성립하므로 상기 반론에 부합하지 않는다. 아마도 실증분석 과정에서 수익성 지표, 총사업비, 대상 지역(수도권, 지방 등), 건축물의 용도(아파트, 상업시설, 물류센터 등) 등 내재적인 위험성이나 사업성에 중요한 영향을 미치는 요인을 통제했기 때문에 역인과관계가 나타나지 않은 것으로 추정된다.

그러나 본고에서 사용한 자료는 PF 대출을 받는 과정에서 신용평가회사에 제출된 사업성 평가 자료이므로 실제로 부실이 발생했는지에 대한 정보는 없다. 이 점을 보완하기 위해 실제 부실 여부에 대한 정보를 포함하고 있는 미국의 PF 사업장별 자료를 분석하였다. 미국 자료는 추가적인 정보를 담고 있다는 점 외에도 세계 최대 PF 시장을 대상으로 한다는 점에서 유용할 것으로 판단된다.

미국에서 2015~24년 중 착공된 약 15,000개의 아파트 사업장을 분석한 결과, 부채비율인 LTV가 증가하면 부도·파산·압류 등으로 부실에 빠질 확률이 상승하는 것으로 나타났다(표 1).⁴⁾ 또한 LTV가 높은 경우 일단 부실에 빠진 사업장이 재구조화 등을 통해 회생할 확률도 낮은 것으로 분석되었다. 사업장이 부실에 빠지면 시행사와 금융기관은 금리를 낮추거나 만기를 연장하는 등 대출조건을 조정하여 손실을 분담하는 재구조화를 추진하는데, 부채가 많으면 이러한 재구조화가 합의에 이르기 어렵기 때문이다. 현재 우리나라는 전체 PF 사업의 약 12%(금액 기준)가 부실에 빠진 상태이므로(금융위원회, 2025. 7. 1), 재구조화를 통해 이 중 사업성이 있는 사업장을 성공적으로 회생시키는 것이 중요한 정책과제이다. 그러나 상기 분석 결과는 자기자본이 적고 부채가 많으면 이러한 회생이 어렵다는 것을 시사한다.

<표 1> 미국 아파트 PF에서 LTV 17%p 증가 시 부실·회생·차환 확률 변화

(단위: %)

	착공 후 3년 이내 부실 확률	부실 후 회생 확률	준공 후 차환 확률
LTV 증가 이전	0.39	55.0	10.5
LTV 증가 이후	0.63	44.1	9.6

주: 1) 독립변수는 LTV이고 종속변수는 각 확률인 로짓모형을 분석한 결과임.

2) 총사업가치, 공사비 비중, 세대수, 층수, 착공 연도, 대상 지역, 아파트 유형, 최대 차주, 최대 대주, 공사 진척도를 통제하였음.

3) 상기 추정 결과는 모두 통계적으로 유의하며, 중·고층형 아파트에 한정하여 분석해도 결과는 거의 동일했음.

4) 준공 후 차환 확률은 차환을 시도한 사업장과 차환이 필요하지 않은 사업장 모두를 대상으로 산출했으므로 평균 수치가 낮게 나타남.

자료: 황순주 외(2025).

한편, 부동산이 준공된 이후 차환(refinancing)이 이루어질 확률도 PF 리스크와 관련된 중요한 지표이다. 우리나라에서는 상업용 PF 사업장을 중심으로 준공 후 분양하지 않고 임대로 운영하는 경우가 많다. 이 경우 단기·고금리 대출인 PF 대출을 준공 이후에 장기·저금리 대출인 일반 담보대출로 차환하면 안정적인 운영이 가능하나, 차환에 실패하면 위기를 맞을 수 있다. 상기 분석 결과, LTV가 높을수록 준공 후 차환 확률이 낮은 것으로 나타났다(표 1). 자기자본이 적고 부채가 많은 사업장은 준공 이전에 다행히 실패를 면하더라도 준공 이후에 부실에 빠질 가능성이 높다는 것이다.

4) 미국 자료에는 자기자본비율(총사업비 대비) 정보는 없고 부채비율(총사업가치 대비)인 LTV 정보만 있다.

Ⅲ. 자본확충의 순기능 ②: 총사업비 감소

아울러 PF 자본확충은
공사비, 금융비, 기타비를
절감하여 총사업비를 줄이는
효과가 있는 것으로
나타났다.

PF 자기자본비율이
증가하면 시공사의
보증 위험이 줄어들어
공사비가 하락하고,
그에 따라 준공 리스크도
감소하는 것으로 나타났다.

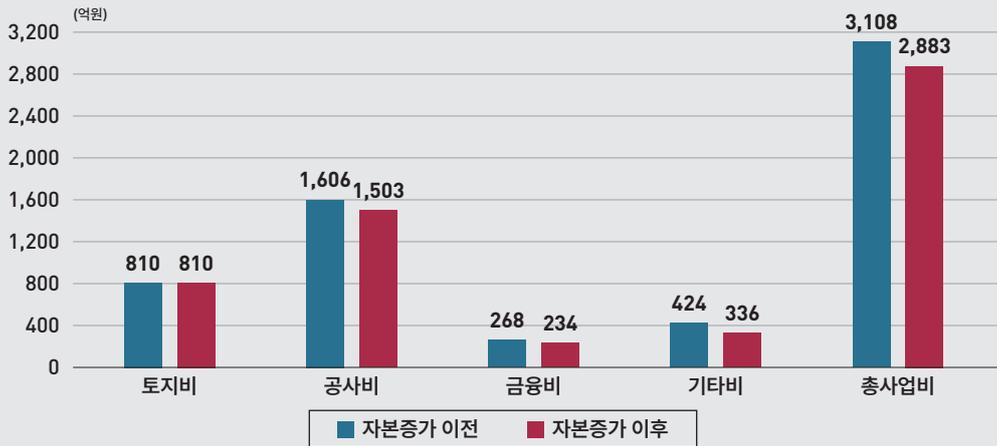
PF 사업의 자본을 확충하면 각종 리스크가 줄어들 뿐 아니라 총사업비가 감소하면서 공급비용이 절감되는 효과도 있다. 실증분석 결과, 자기자본비율이 현행 3%에서 정부의 중장기 목표치인 20%까지 증가할 때 총사업비는 평균 3,108억원에서 2,883억원으로 7.2% 감소하는 것으로 나타났다(그림 2). 특히 주거용 사업장은 총사업비가 평균 3,151억원에서 2,801억원으로 11.1% 감소해 그 폭이 큰 것으로 분석되었다. 총사업비는 토지비, 공사비, 금융비, 기타비로 구성되는데, 자기자본비율이 증가할 때 토지비는 별다른 변화가 없으나 공사비, 금융비, 기타비가 하락하면서 총사업비가 줄어드는 것으로 나타났다(그림 2).

먼저, 가장 큰 비용 요소인 공사비(총사업비 대비 평균 52%)는 자기자본비율이 17%p 증가할 때 평균 1,606억원에서 1,503억원으로 6.4% 하락하는 것으로 분석되었다(그림 2). 시행사가 시공사에 지급하는 대금인 공사비는 주로 공사인건비와 자재비로 구성되기 때문에 일반적으로는 자본구조와 특별한 관련이 없다. 그러나 주요국과 달리 한국에서는 시행사가 PF 대출을 받으려면 시공사의 보증이 필수적으로 요구된다. 따라서 시행사는 보증 능력이 높은 고신용 시공사를 유치하기 위해 인건비와 자재비뿐 아니라 상당한 보증 위험 프리미엄을 지불해야 하므로 이를 모두 포함한 공사대금은 더욱 많이 지게 된다. 그러나 자기자본이 많고 대출이 적으면 시공사의 보증 부담이 줄어들기 때문에 시행사가 높은 프리미엄을 주면서 고신용 시공사를 확보할 필요가 줄어든다.⁵⁾ 분석 결과, 자기자본비율이 17%p 증가할 때 시공사의 신용등급이 정크본드 등급일 확률은 약 15% 상승하는 것으로 나타났다. 이는 시행사가 자기자본이 많을수록 신용등급이 보다 낮은 시공사를 선택하는 경향이 크다는 것을 의미한다. 결과적으로 보증위험 프리미엄이 줄면서 공사비도 하락하는 것이다.

공사비의 하락은 PF 사업의 주요 위험 요인인 준공 리스크의 감소를 의미하기도 한다. PF 사업의 성패는 건물이 예정대로 잘 준공될 수 있는지에 달려 있다. 공급망 위기나 인건비 상승 등 대내외 충격으로 공사비가 급등하면 건물이 준공되지 못하거나 공기가 연장되어 사업성이 하락하고 급기야 부실에 빠질 수 있다. 그러나 자기자본비율이 높아서 최초 계획된 공사비가 충분히 낮은 수준이면 사업을 진행하던 중 예기치 않게 공사비가 상승해도 여전히 공사비를 감당할 수 있으므로 PF 사업이 부실화될 위험이 낮다.

5) 물론 시행사가 고신용 시공사를 확보하려는 이유는 비단 강력한 신용보강뿐 아니라 고신용 시공사의 브랜드 가치나 시공능력 등이 부동산의 품질을 높이는 데 유리하기 때문이기도 하다. 본고의 실증분석 결과는, 이러한 다른 요소가 동일할 때 자기자본비율이 증가하면 신용보강 측면에서 고신용 시공사를 확보하려는 유인이 감소할 것임을 시사한다.

[그림 2] 자기자본비율 17%p 증가 시 사업비용 변화



주: 1) 분양형과 비분양형 사업장 전체를 대상으로 독립변수는 자기자본비율이고 종속변수는 사업비용인 회귀분석을 수행한 결과임.
 2) 총사업비, 시공사의 시공능력순위, 사업 수익률, 사업 추진 연도, 대상 지역, 부동산 유형, 분양률 여부를 통제하였음.
 3) 상기 추정 결과는 모두 통계적으로 유의함.
 4) 각 비용의 자본증가 이전 수치는 전체 사업장의 평균값임.

자료: 황순주 외(2025).

다음으로, 금융비는 자기자본비율이 17%p 증가할 때 평균 268억원에서 234억원으로 약 12.6% 하락하는 것으로 나타났다(그림 2). 금융비는 PF 대출의 이자와 수수료로 구성되는데, 자기자본비율이 증가하면 대출이 줄어들어 이자와 수수료가 감소하기 때문이다. 또한 총사업비의 14% 수준으로 공사비, 토지비에 이어 세 번째로 중요한 비용 항목인 기타비도 자기자본비율이 증가할 때 하락하는 것으로 분석되었다. 기타비는 다양한 비용 요소로 구성되는데, 이 중 신탁 수수료와 분양보증 수수료는 PF 사업의 위험에 비례하고 보증 등기비는 공사비에 비례한다.⁶⁾ 따라서 자기자본이 증가하여 위험과 공사비가 감소하면 이러한 수수료와 등기비가 모두 하락하면서 기타비가 줄어드는 것으로 보인다.

IV. 제도개선 방안

이와 같이 부동산 PF 사업의 자본을 확충하면 제반 리스크가 줄어들고⁷⁾ 총사업비도 절감되는 긍정적인 효과가 있다. 그러나 자본확충의 부정적인 효과도 존재할 수 있다. 자기자본은 일반적으로 대출보다 조달비용이 높아서 지분 투자자를 유치하기 어렵기 때문에, 자기자본의 요구수준을 늘리면 각종 개발사업이 위축될 수 있다. 따라서 향후 PF 정책은 자본확충의 긍정적인 효과를 누리면서도 사업이 과도하게 위축되지 않도록 하기 위해, 자본확충을 요구하는 규제와 이를 지원하는 다양한 유인책으로 구성되어야 한다. 2024년 11월, 정부는 중장기적으로 PF 자기자본비율을 20%까지

6) 부동산신탁사는 PF 사업의 위험이 높은 경우 책임준공 등 보증을 제공하는 대가로 보다 높은 신탁 수수료를 요구한다. 분양보증 수수료는 주택도시보증공사(HUG)가 30세대 이상 공동주택 사업에 대해 부과하는데, 위험도가 높은 사업일수록 높게 책정한다. 보증 등기비는 공사비의 3% 수준으로 책정된다.

정부의 기존 대책은 자본확충을 요구하는 규제와 이를 지원하는 유인책으로 짜여 있어 바람직하나, 구체성과 실효성 측면에서 보완이 필요하다.

높이겠다는 목표 아래 다양한 대책을 발표한 바 있다(관계부처 합동, 2024. 11. 14). 이러한 개선안은 주로 규제와 지원책으로 짜여 있어 적절하게 구성된 것으로 판단된다(표 2). 그러나 기존 대책 중 일부는 아직 구체화되지 않았거나 실효성을 낮추는 제도적인 걸림돌이 있으므로 보완될 필요가 있어 보인다. 아래의 내용에서는 먼저 이러한 보완 방안을 제시한 후, 기존 대책에 포함되지 않았으나 자본확충을 위해 필요한 추가적인 방안을 제안하기로 한다.

<표 2> 2024년 11월 발표된 부동산 PF 정책의 일부와 보완 방안

구분	기존 대책	보완 방안
규제	- 금융기관별 PF 대출의 총액한도를 제한	- (규제 완화 ①) 한도 규제를 도입할 경우, 저자본 PF 사업장에 대해서만 적용할 필요
	- 자기자본비율이 낮을수록 PF 대출의 총당금 적립의무 강화	- (규제 완화 ②) 우선주는 상환의무가 없는 경우 적격 자기자본으로 인정할 필요
지원	- 자기자본비율이 높을수록 용적률 등 각종 부담 완화	- (지원 강화) 한시 조항이 아닌 상시화 필요
	- 토지 출자 시 양도세 부담을 수익 실현 시점으로 이연	

자료: 황순주 외(2025).

PF 총액한도 규제는 모든 PF 대출이 아니라 저자본 사업장에 제공된 PF 대출에 대해서만 적용하는 것이 바람직하다.

1. (규제 완화 ①) 총액한도 규제를 도입할 경우, 모든 PF 대출이 아닌 저자본 사업장에 공급되는 PF 대출에만 적용

정부는 금융기관별 PF 대출의 총액을 일정 한도 이하로 제한하는 규제를 도입할 예정이다. 시공사의 보증에 의존하여 충실한 사업성 심사 없이 PF 대출이 공급되고 있으므로 이러한 총액한도 규제는 시스템 리스크 방지 차원에서 의의를 찾을 수 있다. 그러나 “동일한 PF 사업은 하나도 없다”(Farrell, 2003)라는 말과 같이 PF 대출에는 보다 위험한 대출도 있고 덜 위험한 대출도 있는데, 총액한도 규제는 모든 대출을 일률적으로 제한할 수 있으므로 보다 정교하게 고안되어야 할 것이다.

본고에서는 정부가 예정대로 총액한도 규제를 도입한다면, 전체 PF 대출이 아니라 저자본 사업장에 제공된 PF 대출에 한정하여 총액한도를 적용하는 것이 타당하다고 판단한다. 이 경우 금융기관은 저자본·고보증 사업장에 대한 대출을 줄이고 남은 자금을 상대적으로 자기자본비율이 높은 사업장에 제공하려고 할 것이고, 따라서 사업주체들은 자기자본을 늘리려는 유인을 갖게 될 것이다.

7) 자기자본의 요구수준을 높이면 시행사는 자체자금이 아니라 소위 ‘에쿼티 대출(equity loan)’을 받아서 마련한 자금으로 자기자본을 채울 것이므로, 자기자본비율이 표면적으로는 높아도 실상은 모두 부채이기 때문에 당초의 정책목표를 달성할 수 없다는 반론도 있다. 그러나 이러한 반론은 다음의 이유로 적절하지 않은 것으로 판단된다. 첫째, 에쿼티 대출은 사실상 우선주와 같다. PF 대출은 PF 사업 자체(법적 사업주인 도관체)에 제공되는 대출이지만 에쿼티 대출은 시행사 법인(도관체의 주주)에 제공되는 대출이다. 따라서 에쿼티 대출의 채권자는 시행사가 아닌 PF 사업에 대해서는 청구권이 없다. 만약 PF 사업이 부실화되면 PF 대출 채권자와 시공사가 차례대로 상환받고 남은 자산이 있으면 시행사에 분배되며, 시행사는 이 잔여자산으로 에쿼티 대출을 갚는다. 즉, 에쿼티 대출은 PF 대출과 달리 우선주 수준의 청구권에 불과하므로 PF 사업 관점에서는 손실흡수력이 있는 자기자본의 일종으로 볼 수 있다. 둘째, 에쿼티 대출은 PF 대출만큼 많이 받을 수 없다. PF 대출은 PF 사업 자체에 대하여 청구권이 있으므로 토지, 건물 및 사업권을 기반으로 청구를 할 수 있어 상대적으로 안전하기 때문에 금융기관이 많은 금액을 대출해 줄 수 있다. 반면, 에쿼티 대출은 PF 사업에 속한 부동산에 대한 청구권이 없고 시행사만 믿고 빌려주는 것이므로 훨씬 위험하기 때문에 금융기관이 많은 금액을 대출해 주지 않을 것이다. 물론 대출받지 못한 금액은 진성 자기자본으로 채워야 한다.

미국에도 유사한 방식의 총액한도 규제가 존재한다(OCC, 2022). 미국의 은행 감독당국은 PF 대출에 대하여 대출 유형별로 LTV 상한을 지정하고 가급적 이를 준수할 것을 권장하고 있다. 은행들은 건별 대출에 따라 위험이 낮다는 근거가 있으면 이러한 권고를 수용하지 않아도 된다. 그러나 LTV 상한 권고를 수용하지 않은 대출의 총액이 은행의 총자기자본의 30%를 초과하는 것은 금지된다.

**정책적 혜택을 부여하는
기준이 되는 PF 적격
자기자본에 우선주를
포함시켜 지분 투자자의
참여를 확대해야 한다.**

2. (규제 완화 ②) 우선주는 상환 의무가 부여되지 않은 경우 PF 적격 자기자본으로 인정

정부는 PF 대출을 받은 사업장의 자기자본비율이 높을수록 해당 PF 대출을 공급한 금융기관의 총당금 적립 의무를 낮추는 제도를 도입할 예정이다. 또한 PF 자기자본 비율이 높을수록 용적률이나 공공기여 부담을 완화하고 금융공기업에 납부하는 보증수수료도 인하하기로 했다. 이러한 제도는 모두 PF 자기자본이 높을수록 혜택을 주는 것이므로 적격 자기자본의 범위를 어디까지 인정할 것인지가 중요하나, 아직 그 기준이 명확하게 세워지지 않은 상태이다.

보통주는 논의의 여지가 없으나 우선주는 적격 자기자본에 포함해야 하는가? 본고에서는 다음의 이유로 우선주는 상환 의무가 부여되지 않은 경우 자기자본으로 인정해야 한다고 판단한다. 첫째, 우선주는 PF 사업주체가 갚아야 할 의무가 아니므로 국제회계기준상 자기자본으로 분류된다.⁸⁾ 둘째, 일반적으로 지분 투자자는 경영권이 없는 대신 수익을 우선적으로 배당받을 수 있는 우선주에 관심이 많다. 셋째, 보통주는 사업 종료 후에야 비로소 수익이 실현되나 우선주는 사업기간 중에도 관련 계약에 따라 배당 수익을 실현할 수 있으므로 지분 투자자의 유동성 부담이 경감된다. 다수의 금융사는 단기자금을 재원으로 투자하고 있고, 증권사 등 일부 기관은 단기간에 성과를 내야 하는 계약직 임원이 출자를 결정하기 때문에, 자금이 장기간 묶이는 보통주보다는 우선주 투자를 선호하는 경우가 많다.

**토지 현물출자에 대한
양도세 이연 제도는
상시화해야 한다.**

3. (지원 강화) 토지 현물출자에 대한 양도세 이연 제도 상시화

토지비는 총사업비의 26% 수준이므로 토지 출자가 이루어지면 자기자본비율이 크게 상승할 수 있다. 또한 토지를 안정적으로 확보하면 위험한 브릿지론을 받을 필요도 없다. 그러나 토지주는 토지를 현물출자하면 양도세를 즉시 납부해야 하는데 출자에 따른 수익은 PF 사업 종료 후에 실현되므로 통상 3년 이상 자금이 묶이게 되어 출자에 소극적이다.

정부는 2025년 7월 세제 개편안을 발표하면서 프로젝트 리츠에 토지를 현물출자하는 경우 토지주의 양도세 납부 및 과세 시점을 출자 시점에서 수익 실현 시점(=출자로 취득한 주식의 처분 시점)으로 이연해 주기로 했다(기획재정부, 2025. 7. 31).⁹⁾ 그러나 이러한 양도세 이연 제도는 3년의 일몰 기한을 두고 일시적으로 적용하기로 했는데, 다음과 같은 이유로 제도의 상시화가 필요해 보인다. 첫째, PF 구조를 고자

8) 다만, 만기가 도래하면 발행자가 우선주주에게 상환할 의무가 부여되는 일부 상환우선주는 국제회계기준상 부채로 분류된다.

9) 개인은 양도소득세의 납부 시점을 이연하고 법인은 양도차익에 대한 법인세의 과세 시점을 이연한다.

본 구조로 개선하는 것은 중장기에 걸쳐 점진적으로 이루어져야 하는 어려운 과제인 만큼 양도세 이연 제도는 지속될 필요가 있다. 둘째, PF 사업은 일반적으로 3년 이상 장기에 걸쳐 이루어지기 때문에 일몰 기한이 있는 경우 양도세 이연을 기대하고 사업을 추진한 사업장이 제도 변화에 대한 불확실성에 직면할 수도 있다. 셋째, 양도세를 이연하면 세수가 감소할 것이라는 우려도 있으나 이는 큰 문제가 되지 않을 것이다. 양도차익을 출자 시점에서 과세하면 과세표준(토지 감정가액)이 개발이익을 반영하지 못해 낮게 책정될 것이나, 수익 실현 시점에서 과세하면 개발이익을 반영하여 높게 산정될 것이므로 세수가 늘어날 수도 있기 때문이다.

4. (추가 방안) PFV에 대한 규제차익 해소

한국에서 대형 부동산 개발사업은 PFV(Project Finance Vehicle)를 통해 시행되는 경우가 많다. PFV는 소위 페이퍼컴퍼니로 불리는 도관체(SPV)의 일종이다. 대규모 사업은 투자자가 많고 권리관계와 정보 및 자금의 흐름이 복잡하기 때문에, 시행사가 직접 시행하기보다는 지분 투자자와 함께 도관체를 설립한 후 이 도관체가 사업의 법적 주체로서 PF 대출을 받고 시행하는 경우가 많다.¹⁰⁾ 앞으로 부동산 PF는 지금보다 더욱 대형화될 것이고 자본확충이 요구되면서 다양한 지분 투자자의 참여도 많아질 것이므로, 도관체의 중요성은 더욱 커질 것이다. 사업이 대형화될수록, 이해관계자가 많을수록 직접 시행보다는 도관체를 통한 시행이 늘어날 것이기 때문이다.

**대규모 사업의 저자본화를
초래하는 PFV에
점진적으로 프로젝트 리츠
수준의 건전성 규제와
감독을 도입하여 규제차익을
해소하고 자본확충을
유도해야 한다.**

이러한 도관체에는 PFV, 프로젝트 리츠 등이 존재하는데, PFV는 다른 도관체와 달리 건전성 규제와 감독이 없다. 따라서 도관체를 사용하는 사업은 거의 절대적으로 PFV를 사용하고 있다. 이로 인해 PFV는 대규모 사업을 3% 수준의 저자본 구조로 추진하는 ‘과도한 위험추구(excessive risk-taking)’의 수단으로 이용되고 있는 실정이다(부록 참조). 이러한 규제차익을 해소하고 자본구조를 개선하기 위해 PFV에 대해서도 프로젝트 리츠 등 다른 도관체에 상응하는 수준의 건전성 규제와 감독을 도입해야 한다. 자기자본비를 규제는 점진적으로 다른 도관체와 동일한 수준을 적용해야 하며, 감독체계의 경우 부동산 금융에 전문성이 있는 부처를 주무부처로 지정하고 인허가와 감독을 하도록 해야 한다.¹¹⁾¹²⁾

- 10) 지자체가 출자하는 민관공동 개발사업의 경우 행정안전부의 지방 출자·출연기관 설립 기준에 따라 상법상 주식회사를 설립하여 시행해야 하므로 도관체가 많이 활용된다.
- 11) 다만, 이러한 조치는 부동산 PF 사업을 영위하는 PFV에 한하여 적용되어야 할 것이다. PFV는 발전 사업, 인프라 사업 등 부동산 PF 이외의 사업을 위해서도 사용될 수 있다. 부동산 PF 이외의 사업 영역에서는 저자본화에 따른 시스템리스크가 발생하지 않았고 PFV를 통해 민간투자를 활성화할 여지가 있으므로 현시점에서 특별한 제도개선이 필요한 것은 아니라고 판단된다.
- 12) 한편, 시행사는 PFV, 프로젝트 리츠, 부동산 펀드와 같이 조세특례제한법에 따라 이중과세 감면 혜택이 명시적으로 부여되는 특정 도관체가 아닌 일반 도관체를 설립하더라도 법인세법 제18조의2를 활용하여 이중과세를 피할 수 있다. 이 조항은 시행사(내국법인)가 과반의 지분을 보유한 일반 도관체(다른 내국법인)로부터 배당을 받은 경우 이 배당액의 최대 100%까지 시행사의 과세소득에서 공제해 주기 때문이다. 물론 일반 도관체에 대해서는 아무런 건전성 규제나 감독이 요구되지 않기 때문에, 이 방법은 PFV와 같이 이중과세 감면의 혜택을 누리면서도 건전성 규제나 감독을 회피하는 수단이 될 수 있다. 따라서 배당을 주는 법인이 부동산 개발사업을 영위하는 경우에 한하여, 해당 조항을 개정하여 이 법인이 프로젝트 리츠에 상응하는 수준의 건전성 규제와 감독을 받아야 한다는 전제 조건을 부과하고, 이 조건이 충족되는 경우에만 이중과세 감면 혜택을 부여해야 할 것이다. 다만, 배당을 주는 법인이 부동산 개발사업을 영위하지 않는 경우에는 부동산 PF의 저자본 구조에 따른 시스템리스크 문제와 관련이 없으므로 이러한 전제 조건을 부과할 필요는 없을 것이다.

부록. PFV의 규제차익 및 과도한 위험추구 문제

사업장별 자료를 분석한 결과, 전체 사업장 중 76%는 시행사가 직접 시행하고 22%는 도관체를 통해 시행하는데, 도관체 시행 사업장에 한정하면 거의 모두가 PFV를 선택한 것으로 나타났다(부표 1). 또한 규모가 큰 사업일수록 PFV 시행 비율이 높았고(부도 1), 특히 총사업비 1조원 이상의 대규모 사업은 약 58%가 PFV 방식으로 추진되고 있다.

<부표 1> 시행 방식별 현황

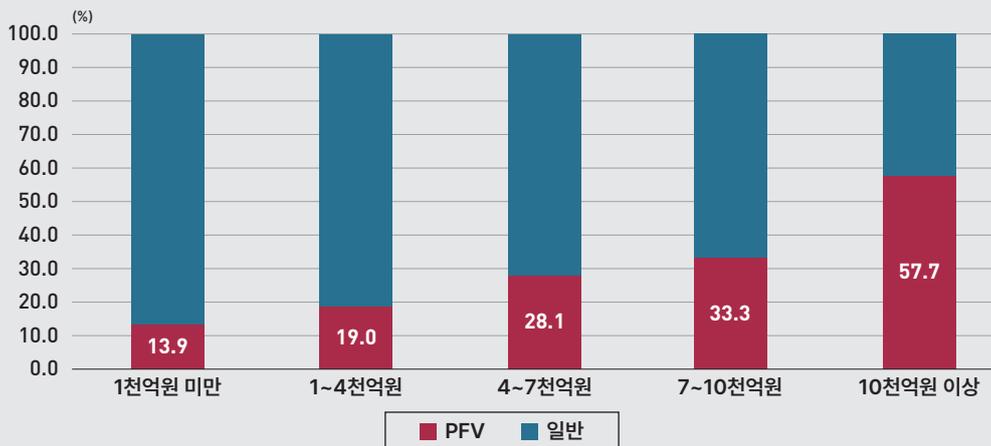
	전체	일반시행	도관체 시행			기타
			PFV	펀드	리츠	
개수(건)	709	539	146	9	1	14
구성비(%)	100	76.0	20.6	1.3	0.1	2.0

주: 1) 시행 방식에 대한 정보가 존재하는 709개 사업장 대상.

2) '리츠'는 올해 도입된 '프로젝트 리츠'가 아니라 일반 리츠임. 일반 리츠는 공모·상장을 목적으로 하므로 인가·등록·보고·공시 의무가 많고 이를 이행하는 데 시일이 오래 소요되어 신속한 의사결정이 필요한 개발사업을 위한 도관체로는 적절하지 않다는 의견이 제기되었음. 이에 정부는 2025년 개발사업을 목적으로 하며 각종 의무가 경감된 '프로젝트 리츠'를 도입함.

자료: 황순주 외(2025).

[부도 1] 총사업비 규모별 PFV 이용 비중



주: 일반 시행과 PFV 시행을 제외한 다른 시행 방식은 비중이 미미하므로 제외했음.

자료: 황순주 외(2025).

PFV가 가장 선호되는 이유는 규제차익 때문이다. PFV, 프로젝트 리츠, 부동산 펀드는 모두 이중과세 감면 혜택을 적용받지만, PFV는 다른 도관체와 달리 건전성 규제나 감독을 받지 않는다. 이중과세는 도관체에서 일반적으로 발생하는 문제이다. 시행사가 직접 시행하면 개발이익에 대해서 한 번만 법인세를 납부하면 된다. 그러나 도관체를 통해 시행하는 경우 도관체는 실체가 없는 페이퍼컴퍼니임에도 불구하고 개발이익에 대한 법인세를 납부하고 남은 이익만 시행사 등 주주에게 배당할 수 있는데, 시행사는 이 배당금에 대해 또 법인세를 내야 한다.¹³⁾ 조세특례제한법은 이

13) 부동산 펀드에는 회사형과 신탁형이 있는데, 신탁형의 경우 법인세가 과세되지 않지만 지주공동사업이 아닌 일반적인 경우에는 부동산개발업자로 등록할 수 없다(부동산개발업법 제4조 및 동법 시행령 제6조; 선용승 외, 2021. 3. 26).

러한 이중과세 문제를 해소하기 위해 PFV, 프로젝트 리츠, 부동산 펀드에 대하여 공통적으로 배당가능이익의 90% 이상을 배당하면 그 배당액을 도관체의 법인세 과세소득에서 공제하는 혜택을 부여하고 있다.

그러나 건전성 규제나 감독은 PFV에 대해서만 적용되지 않는다. 프로젝트 리츠에는 자기자본비율이 최소 33% 이상이어야 한다는 규제가 있고, 부동산 펀드도 최소 20% 이상의 자기자본비율을 갖추어야 한다.¹⁴⁾ 그러나 PFV에는 이러한 규제가 없기 때문에 자기자본비율이 3% 수준에 불과하다. 또한 감독체계도 존재하지 않는다. 리츠나 펀드는 각각 주무부처인 국토교통부와 금융위원회가 사업 내용과 건전성을 감독하고 주무부처나 투자자에게 사업정보를 보고하거나 공시할 의무가 있는 반면, PFV는 주무부처가 없어서 감독이 불가능하고 보고·공시 의무가 없다. 결과적으로 PFV는 대규모 사업을 저자본 구조로 추진하는 과도한 위험 추구(excessive risk-taking)의 수단으로 이용되고 있는 것이다.■

참고문헌

- 관계부처 합동, 「부동산 PF 제도 개선방안」, 보도자료, 2024. 11. 14.
- 금융위원회, 「부동산 PF 상황 점검회의 개최」, 보도자료, 2025. 7. 1.
- 기획재정부, 「2025년 세제개편안 상세본」, 보도자료, 2025. 7. 31.
- 김영철, 『지구별을 여행하는 디벨로퍼를 위한 안내서: 제4권 부동산 시장 변화와 디벨로퍼』, 발행처: 갈대 속의 영원, 2024.
- 선용승 외, 「사모펀드 규제 개편 관련 자본시장법 개정」, Kim & Chang, 뉴스레터, 2021. 3. 26.
- 황순주, 「갈라파고스적 부동산 PF, 근본적 구조개선 필요」, KDI FOCUS 제134호, 한국개발연구원, 2024.
- 황순주 외, 『부동산 PF 구조개선에 관한 연구』, 한국개발연구원, 2025(근간 예정).
- Farrell, L., “Principal–agency Risk in Project Finance,” *International Journal of Project Management*, 21, 2003.
- OCC, “Commercial Real Estate Lending,” Version 2.0, Comptroller’s Handbook, Safety and Soundness, March 2022.

14) 프로젝트 리츠는 부동산투자회사법상 규제에 따라 자기자본의 2배까지 차입할 수 있다. 이는 개발단계에서 총사업비(=총자산) 대비 자기자본비율이 최소 33% 이상이어야 함을 의미한다. 다만, 주주총회의 특별결의(출석주주의 3분의 2 이상과 발행주식 총수의 3분의 1 이상의 찬성)를 거치면 자기자본의 10배까지 차입할 수 있는데, 이는 자기자본비율이 최소 9% 이상이어야 한다는 규제로 치환된다. 부동산 펀드는 자본시장법상 규제에 따라 자기자본의 4배까지 차입할 수 있으므로 자기자본비율이 최소 20% 이상이어야 한다.

KDI FOCUS

세종특별자치시 남세종로 263
Tel: 044-550-4030