

■ 논 단

국내 부동산 PF제도의 개선에 관한 소고 - 미국 및 일본 제도의 시사점을 중심으로 -

이 진 주

주저자 / IBK기업은행 인재개발부 과장

박 선 중

교신저자 / 숭실대학교 법과대학(법학과) 교수

요 약 문

본 연구는 한국에서 '부동산 PF'로 통용되는 거래가 프로젝트금융(Project Finance)의 본질적 표지인 비소구성(非遡求性), 특수목적법인의 독립성, 사업성 의존성을 결여하고 있음을 논증한다. 국내 시행사의 자기자본은 평균 3% 수준에 불과하고, 부족한 위험부담능력은 시공사의 책임준공 약정과 채무인수, 신탁사의 책임준공신탁 등 제3자의 신용보강으로 대체된다. 대법원 2014다75349 판결 등은 책임준공의 경제적 실질이 '보증'임을 인정하였다. 또한 대주는 사업성 위험을 스스로 인수하는 대신 제3자의 신용보강을 여신조건으로 요구함으로써 위험을 회피하는바, 이는 미국의 고변동성 상업용부동산(HVCRE) 자본규제가 대주로 하여금 위험을 내부화하도록 강제하는 것과 대비된다. 2023년 T건설 워크아웃은 이러한 구조적 모순을 실증한다. 본 연구는 미국·일본 제도와 비교를 통하여 한국 부동산 PF를 '신용보강부 부동산개발금융'으로 재정의하고, 그에 상응하는 회계·건전성 규율의 도입을 제안한다.

주제어 : 부동산 프로젝트금융, 비소구금융, 책임준공, 신용보강, 경제적 실질, 고변동성 상업용부동산(HVCRE)

<目 次>

- | | |
|---------------------------|---------------------|
| I. 서 론 | 2. 비소구 금융의 원칙 위반 문제 |
| II. 국내 부동산 PF의 문제점 | 3. 시행사의 저자본 문제 |
| 1. 논의의 전제: 형식과 경제적 실질의 구별 | 4. 대주의 위험 회피 구조 |

5. 문제사례: 2023년 T건설 워크아웃	3. 시사점
III. 미국 및 일본 PF제도의 시사점	IV. 개선방안
1. 미국의 PF제도	V. 결 론
2. 일본의 PF제도	

I. 서 론

프로젝트 파이낸스(Project Finance, 이하 “PF”)는 특정 사업(project)에서 발생하는 미래 현금흐름을 주된 상환재원으로 하여 자금을 조달하는 금융기법이다. 그 본질적 표지는 ① 사업주체와 분리된 특수목적법인(SPC)의 존재, ② 사업주체(sponsor) 또는 모회사에 대한 비소구(non-recourse) 또는 제한적 소구(limited recourse) 구조, ③ 프로젝트 자체의 현금흐름에 의한 상환에 있다.¹⁾

그런데 한국의 부동산 개발금융 실무에서 ‘부동산 PF’라는 명칭으로 통용되는 거래는 위와 같은 이론적 정의와 상당한 거리가 있다. 시행사는 총사업비의 평균 3% 안팎의 자기자본만을 투입하고, 나머지 97%는 시공사·신탁사·증권사 등 제3자의 신용보강에 의존하여 부채로 조달한다. 그 결과 프로젝트의 위험은 본래 귀속되어야 할 SPC가 아니라 신용보강을 제공한 제3자에게 사실상 이전된다. 위험과 수익의 분리, 사업성 중심의 의사결정이라는 PF의 본질적 표지가 충족되지 못하고 있는 것이다.²⁾ 그렇다면 이러한 거래를 여전히 ‘PF’라는 명칭으로 포섭할 수 있는지, 만약 포섭할 수 있다면 그것은 PF의 어떤 변형에 해당하는지가 문제된다. 본 연구는 이 물음에 대한 답을 미리 전제하지 아니하고, 국내 부동산 PF가 전통적 PF 개념과 어느 정도의 괴리를 가지는지를 표지별로 검토한 뒤 그 괴리의 정도에 상응하는 법적 평가와 규율 방향을 도출하고자 한다.

PF의 구조는 호황기에는 사업비를 절감하고 자금조달을 용이하게 한다는 평가를 받아왔으나, 경기 하강기에는 위험이 시공사·신탁사를 거쳐 금융권 전반으로 전이되는 통로로 기능한다. 2023년 말 시공능력평가 16위 건설사인 T건설(이하 실명 대신 이니셜로 표기한다)의 워크아웃 사태는 그 대표적 사례이다. T건설은 형식상 SPC를 차주로 한 다수 PF 사업장에 ‘시공사’

1) 박동규, 「프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제」, 명경사, 2007, 3면.

2) 한국개발연구원(KDI), “갈라파고스적 부동산PF, 근본적 구조개선 필요”, 「KDI FOCUS」 제138호(2024. 11.), 3면. 한국 부동산 PF가 통상적인 PF와 구별된다는 점에 관한 초기의 지적으로는 고성수·최은영, “건설사 우발채무의 측정과 기업가치에 관한 연구”, 「국토연구」 제59권(2008. 12), 191면(우리나라의 부동산 개발에서 사용되는 PF가 일반적으로 알려진 PF와 차이가 있고, 통상 시공사의 지급보증이나 채무인수 등 신용보강이 요구된다는 점을 지적한다)도 참조.

로 참여하였을 뿐이지만, 책임준공 약정과 채무인수 약정을 통하여 약 3조 7,000억원에 달하는 PF 우발채무를 부담하고 있었고, 그 우발채무가 일시에 현실화되면서 자기자본 8,469억원에 불과한 회사 전체가 워크아웃에 들어갔다. 이는 PF 위험이 ‘프로젝트 내부’에 한정되지 않았음을 보여주는 단적 사례이다.

부동산 PF는 시행사·시공사·신탁사·증권사·여신전문금융회사·저축은행·상호금융 등 여러 금융업권이 신용보강과 대출로 촘촘히 연결되어 있어, 한 사업장의 부실이 신용보강의 사슬을 타고 금융시스템 전반으로 변질 수 있는 구조적 위험을 내포한다. 특히 부동산 PF의 위험은 호황기에는 ‘우발채무’라는 이름으로 잠복해 있다가 경기 하강기에 일시에 ‘확정채무’로 전환되는 특성을 가지므로, 평상시의 재무제표나 신용등급만으로는 그 실체가 잘 드러나지 않는다. 따라서 한국 부동산 PF의 법적 성격을 정확히 규명하는 것은 단순한 개념론이 아니라, 위험의 소재를 사전에 가시화하여 금융시스템의 안정성을 확보하는 실천적 과제이기도 하다. 한국은행을 비롯한 금융당국이 부동산 PF를 주시하는 이유도 특정 시행사나 건설사의 도산 그 자체가 아니라, 그 부실이 신용보강의 사슬을 타고 여러 금융업권으로 동시에 전이되어 시스템 리스크(systemic risk)로 비화할 수 있다는 데 있다. 한 국가의 금융감독은 본래 개별 금융회사의 건전성을 확보하는 미시건전성(microprudential) 차원을 넘어, 상호 연결된 익스포저가 동시다발적으로 부실화되어 시스템 전체를 위협하는 상황을 방지하는 거시건전성(macprudential) 차원의 과제를 함께 진다. 한국형 부동산 PF의 신용보강 사슬은 바로 그러한 상호 연결의 전형적 통로이다. 단일 부동산 개발기업의 부실이 자국을 넘어 글로벌 신용·자산시장 전반의 위험회피를 촉발하였던 중국恒大(恒大)그룹 사례는, 부동산 개발금융의 위험이 어떻게 시스템 차원으로 확산될 수 있는지를 단적으로 보여준다.³⁾

한국 부동산 PF의 구조적 특성과 그에 따른 위험에 관하여는 이미 적지 않은 선행연구가 축적되어 있다. 시공사 책임준공 의무의 법적 성격을 분석한 연구, 부외부채 처리의 회계적 정당성에 의문을 제기한 연구, 부동산 PF의 시행규제 및 시장구조 개선방안을 검토한 연구 등이 그것이다. 그러나 기존 논의는 대체로 한국 부동산 PF를 ‘PF의 한 변형’ 또는 ‘한국적 특수성’을 가진 PF’로 전제한 위에서 그 개선 방안을 모색하는 데 머물러 있다. PF라는 법적 범주 자체의 적용이 한국 부동산 개발금융 실무에 적합한인지, 그 명칭과 실질의 괴리가 회계·감독·시장 인식에 어떠한 왜곡을 야기하는지에 대한 근본적 검토는 충분하지 못하다. 본 연구는 이러한 문제의식을 학술적으로 발전시키되, PF의 명칭과 법적 범주 자체에 대한 재검토로까지 논의를 확장한다는 점에서 차별성을 가진다.⁴⁾

3) 중국恒大(恒大, Evergrande)그룹은 2021년 6월 기준 3,000억 달러가 넘는 부채를 안고 그해 말 역외(달러) 채권에 대하여 채무불이행에 이르렀으며, 그 채무불이행 우려가 불거진 2021년 9월에는 글로벌 증시가 동반 하락하고 안전자산 선호가 강화되는 등 위험회피 심리가 국제 금융시장 전반으로 확산되었다.

4) 예컨대 한지선, “국내 금융위기 이후 부동산 PF 위험 분석에 관한 고찰: 시공사 편중 리스크 중심으로”, 석사학위논문, 2022; 이성용, “국내 Project Financing의 구조적 문제 및 개선 방안에 대한 연구: 시공사 PF우발채무를

이러한 문제의식은 하나의 물음으로 모인다. 한국에서 'PF'라 불리는 이 거래를 과연 PF라고 부를 수 있는가. 본 연구는 이 물음을 세 단계로 나누어 검토한다. 먼저 한국 부동산 PF가 영미법상 PF의 표지인 비소구성과 SPC의 독립성, 사업성 의존을 실제로 갖추고 있는지, 또 그 괴리를 우리 법원이 어떻게 인식하고 처리해 왔는지를 살핀다(Ⅱ장). 다음으로 같은 부동산 개발금융을 두고 미국과 일본이 위험의 분담과 비소구 구조를 제도적으로 어떻게 달리 설계해 두었는지를 비교하여, 한국 실무가 어디에서 갈라지는지를 드러낸다(Ⅲ장). 끝으로 이 분석을 바탕으로 한국 부동산 PF의 법적 성격을 어떻게 다시 규정할 것인지, 그에 맞추어 무엇을 손보아야 하는지를 제안하고(Ⅳ장), 논의를 매듭짓는다(Ⅴ장).

Ⅱ. 국내 부동산 PF의 문제점

1. 논의의 전제: 형식과 경제적 실질의 구별

본격적인 논의에 앞서 이 글에서 사용할 '경제적 실질(economic substance)'의 개념을 정리한다. 경제적 실질이란 거래의 법적 형식(法形式)이 아니라 그 거래가 당사자 사이에 실제로 발생시키는 권리·의무와 위험·이익의 귀속관계를 가리킨다. 형식과 실질이 괴리되는 경우 거래의 실질에 따라 그 법적 성격을 판단하는 태도를 '실질 우선(substance over form)' 원칙이라 한다.

한국 부동산 PF의 법적 성격을 규명함에 있어 경제적 실질이라는 기준이 결정적인 이유는 세 가지 층위에서 확인된다. 첫째, 법적 성격의 판단 자체가 형식이 아니라 실질에 따라야 한다. 어떤 거래가 'PF'라는 명칭과 SPC 매개라는 형식을 갖추었다라도, 그 위험이 실질적으로 제3자의 신용에 귀속된다면 이는 비소구 금융이 아니라 사실상의 보증으로 평가되어야 한다. 대법원이 책임준공 약정을 '형식'과 '경제적 실질'로 나누어 후자가 보증에 해당한다고 본 것(후술 대법원 2014다75349 판결)도 이러한 태도의 발현이다. 둘째, 회계처리의 정당성이 실질에 좌우된다. 부외부채 처리·SPC 비연결 등 PF에 부여되는 회계상 효과는 위험이 실제로 사업

중심으로", 석사학위논문, 2024; 박건희, "국내 Project Financing 위험변화와 대응방안: 증권업 PF 리스크 중심으로", 석사학위논문, 2024; 윤서준, "신탁사 신용공여에 따른 부동산 PF 시장의 특성 연구: 신탁사 책임준공약형 사업장을 중심으로", 석사학위논문, 2022; 서진형, "부동산개발사업의 정상화 방안에 관한 연구", 「부동산경영」 제17권(2018), 77~99면; 최지은·김태형·이태규, "국내외 부동산 PF 자금 조달 구조 비교를 통한 국내 PF 구조 개선에 관한 연구", 「한국건축시공학회 학술발표대회 논문집」 제25권 제1호(2025), 67면; 최지은·김원창·이태규, "부동산 PF 건설 개발사업의 국내외 자금 조달 체계 분석에 관한 연구", 「한국건축시공학회지(JKIBC)」 제25권 제4호(2025), 377면 등 참조. 다만 이들 연구는 대체로 개별 쟁점의 분석이나 정책적 개선방안의 제시에 중점을 두고 있고, 한국 부동산 PF가 프로젝트금융의 개념적 표지를 충족하는지 여부 자체를 비교법적으로 검토한 연구는 상대적으로 드물다.

주체로부터 분리되어 있을 때에만 정당화되며, 실질적으로 제3자가 위험을 부담한다면 그 우발채무는 해당 제3자의 재무제표에 인식되어야 한다. 셋째, 건전성 규제의 실효성도 실질에 달려 있다. 형식상 SPC에 대한 대출이라는 외관을 갖추더라도 그 실질이 시공사에 대한 신용공여라면, 동일인 신용공여한도 등 규제는 실질에 따라 적용되어야 그 잠탈을 막을 수 있다. 요컨대 ‘형식은 PF, 실질은 보증’이라는 본 연구의 문제의식 전체가 경제적 실질이라는 기준 위에 서 있으며, 이하의 논의는 이 기준에 따라 한국 부동산 PF의 각 구성요소를 차례로 검토한다.

2. 비소구 금융의 원칙 위반 문제

PF는 19세기 후반 영미권 광산·철도 개발사업에서 출발하여 20세기 후반 발전소·정유·가스·인프라 사업으로 확산된 비교적 새로운 금융기법이다. 국내 PF 연구는 영미 표준 문헌을 정리하면서 PF를 “특정 사업의 현금흐름과 자산만을 상환재원으로 하는 비소구 또는 제한적 소구 금융”으로 정의하고, 다음과 같은 표지를 공통적으로 제시한다.

첫째, 사업주체로부터 법적·재무적으로 분리된 특수목적법인(SPC)이 차주로 등장한다. SPC는 그 자체가 한정된 목적을 위해 설립되며, 자산과 부채가 사업주체의 일반 재무제표와 분리되어 인식된다. 둘째, 대주는 사업주체 또는 모회사에 대하여 원칙적으로 소구권을 가지지 않는다(non-recourse). 다만 공사완성 위험, 환경 위험 등 특정 위험에 한하여 sponsor의 보증이 인정되는 경우 ‘제한적 소구(limited recourse)’ 구조라고 부른다. 셋째, 대출원리금의 상환은 프로젝트가 산출하는 현금흐름(cash flow)에 의존하며, 따라서 대주의 여신심사는 사업주체의 일반 신용도가 아니라 프로젝트의 사업성과 현금흐름 구조에 집중된다.

이러한 표지는 단순한 학설적 정의가 아니라, PF가 독자적 금융기법으로 기능하기 위한 필수 전제이다. 위험과 수익이 프로젝트 단위로 분리됨으로써 ① 투자자가 프로젝트 자체의 경제성에 기반하여 합리적으로 자금을 배분할 수 있고, ② 사업주체는 한 사업의 실패가 다른 사업이나 본체로 전이되지 않도록 위험을 격리할 수 있으며, ③ 회계상 부외부채 처리의 정당화 근거가 마련된다. 요컨대 비소구성과 SPC의 독립성은 PF의 부수적 특징이 아니라 그 정체성을 구성하는 핵심 요소이다.⁵⁾

그러나 위 세 가지 표지는 어디까지나 ‘이상형(ideal type)’이며, 실무에서는 다양한 변형이 존재한다. 특히 오늘날 국제 프로젝트금융 실무에서 순수한 의미의 완전 비소구 금융(full non-recourse)은 오히려 예외에 속하고, 사업주체에 대한 소구가 일정 범위에서 유보되는 제한적 소구금융(limited recourse finance)이 오히려 전형에 가깝다. 나아가 지분투자자와 대출, 프로젝트 위험과 기업신용 위험을 결합한 이른바 혼합형 프로젝트금융(hybrid project finance)도

5) 이아람, “부동산 PF 문제 해설: 빛으로 쌓아 올린 한국의 부동산 시장”, 『사회운동』(사회진보연대), 2024. 3., 143~144면; 한소은, “부동산개발금융의 시행규제 및 최근 PF시장 이슈 점검”, 『건설법연구』 제12호(2024. 9.), 66~67면.

널리 활용되고 있다. 공사완성 위험을 줄이기 위한 sponsor의 한정적 보증이나 운영초기 현금 흐름 부족에 대비한 자금보충 약정 역시 영미 실무에서 흔히 활용된다.

따라서 비소구성(非遡求性)을 절대적 기준으로 삼아 소구 요소가 조금이라도 개입되면 PF가 아니라고 단정하는 것은 타당하지 않다. 문제는 소구 요소의 존부(存否) 자체가 아니라 그 정도와 기능에 있다. 즉 신용보강이 '프로젝트 위험을 보완'하는 차원에 머무는 한 그 거래는 여전히 제한적 소구 PF의 범주에 속하지만, 그것이 '프로젝트 위험을 전면적으로 대체'하여 대주의 회수가 사실상 제3자의 일반신용에만 의존하게 되는 수준에 이르면, 해당 거래는 더 이상 프로젝트의 사업성에 기초한 금융이라고 보기 어렵다. 본 연구가 국내 부동산 PF를 문제 삼는 지점도 바로 이 후자의 영역이며, 이하의 검토는 국내 거래가 그 경계의 어느 편에 위치하는지를 확인하는 작업이다.⁶⁾

시행사의 자기자본 부족을 메우는 핵심 장치는 시공사의 '책임준공 약정'이다. 책임준공 약정이란 시공사가 천재지변 등 불가항력 사유가 없는 한 정해진 기한 내에 건축물을 준공할 것을 약속하고, 이를 이행하지 못한 경우 PF 대주단에 대하여 손해를 배상하기로 하는 약정을 말한다. 그 자체로는 '하는 채무'의 성격을 가지지만, 실무에서는 약정 위반 시 '시행사의 PF 대출원리금 채무를 시공사가 인수한다'는 채무인수 약정이 결합되어, 시공사가 PF 대출 전액에 대하여 보증을 선 것과 유사한 경제적 효과를 발생시킨다.

이러한 책임준공+채무인수 구조가 작동하는 메커니즘을 단계적으로 보면 다음과 같다. 먼저 대주단은 시행사의 자기자본이 미미하다는 점을 알면서도 시공사가 책임준공과 채무인수를 약정한다는 것을 전제로 대출을 실행한다. 시공사는 공사도급계약상의 도급금 확보와 시공물량 확보를 위하여 이러한 약정을 감수한다. 신탁사는 다시 시공사의 책임준공만으로 부족한 경우 책임준공신탁을 통하여 추가적인 신용보강을 제공한다. 이처럼 각 당사자는 자신의 이익(대주는 안전한 회수, 시공사는 수주, 신탁사는 보수)을 좇아 합리적으로 행동하지만, 그 결과 형성되는 전체 구조는 '위험을 부담할 능력이 가장 적은 시행사가 사업을 주도하고 위험은 시공사·신탁사의 본체 신용으로 이전되는' 역설적 구조이다. 개별 당사자의 합리적 선택이 전체적으로는 위험의 집중과 전이라는 비합리적 결과를 낳는 것이다.

이러한 신용보강은 단순히 일부 사업장에만 활용되는 것이 아니다. 한국개발연구원이 신용평가회사의 사업성 평가자료를 분석한 바에 따르면, 신용보강에 관한 정보가 확인되는 578개 사업장 가운데 시공사·신탁사·공공기관 중 어느 곳으로부터도 신용보강을 받지 아니한 사업장은 단 하나도 없었으며, 2013년부터 2024년까지 매년 전체 사업장의 95~100%가 시공사로부터 책임준공약의 형태로 보증을 받았다. 부동산신탁사 또한 2020년 이후 중소형 건설사가 시공을 담당하는 사업장을 중심으로 책임준공약을 제공하여 왔다.

6) 김진·사공대창, "부동산 PF(Project Finance) 대출의 부실화 요인에 관한 연구", 대한국토·도시계획학회지 「국토계획」 제44권 제5호, 2009. 10., 176면.

규모의 면에서도 2023년 9월 말 기준 주요 건설사가 부담하는 PF 신용보강 규모는 합계 약 28조원으로, 2017년 말 약 14조 6,000억원의 두 배에 이르는 수준으로 증가하였다. 개별 건설사로 보아도 현대건설 약 8조 2,000억원, 롯데건설 약 5조 8,000억원, T건설 약 3조 5,000억원 등이며, 자기자본 대비 PF 신용보강 비율은 각각 121.9%, 212.7%, 373.6%에 달한다.

여기서 유의할 것은 건설사가 제공하는 신용보강이 연대보증·채무인수·자금보충과 책임준공으로 유형화된다는 점이다. 앞의 세 유형이 차주가 대출을 상환하지 못하는 경우 건설사가 상환의무를 대신 부담하는 직접적 보증인 데 비하여, 책임준공은 형식상 PF 대출에 대한 직접적 보증이 아니라 공사이행을 강제하기 위한 신용보강으로 분류된다. 그럼에도 책임준공 미이행이 채무인수로 연결되도록 설계되어 있는 이상, 그 경제적 기능은 나머지 유형과 크게 다르지 아니하다. 이처럼 한국 부동산 PF의 위험 구조는 ‘시공사가 사실상 PF 대출의 보증인’이라는 명제 위에 작동하고 있으며, 그 규모는 시공사 본체의 자기자본을 크게 상회하는 수준에 이르렀다.⁷⁾

나아가 시공사 책임준공만으로 신용보강이 부족한 경우, 신탁회사가 책임준공의무를 추가로 인수하는 ‘책임준공형 관리형토지신탁(이하 ‘책임준공신탁’)이 활용된다. 책임준공신탁에서 신탁사는 시공사가 정해진 기한 내에 준공을 이행하지 못한 경우 일정 기간 내(통상 6개월) 신탁사 자신이 준공을 책임지기로 약정한다. 2024년 말 기준 국내 5개 주요 신탁사의 책임준공신탁 사업장 중 43곳이 책임준공기한을 도과하였고, 이들 사업장의 PF 잔액은 약 1조 6천억원으로 추산된다.⁸⁾

이러한 구조 하에서 위험은 ‘시행사 → 시공사 → 신탁사’의 순서로 이전된다. 그러나 어느 단계에서도 위험이 ‘프로젝트 내부’에 한정되지 않는다. 시공사가 부담하는 책임준공 약정은 그의 일반 재무제표에 우발채무로 누적되며, 신탁사가 부담하는 책임준공 약정 또한 신탁사 본체의 신용에 의존한다. 결과적으로 한국형 부동산 PF는 ‘위험 격리(risk isolation)’가 아니라 ‘위험 사슬(risk chain)’의 구조이며, 한 고리가 끊어지면 사슬 전체가 흔들린다.

책임준공 약정의 법적 성격에 관한 대표적 판례는 대법원 2015. 10. 29. 선고, 2014다75349 판결이다. 동 사건에서는 호텔시설 신축 PF 사업의 사업약정에서 시공사가 ‘건설업체에서 일반적으로 승인되고 있는 주의의무를 다하여 착공일로부터 28개월 내에 사업을 위한 공사를 모두 완료할 것’을 약정하고 준공보증확약서까지 제출하였는데, 시공사가 약정 기한 내에 공사를

7) 황순주 편, 「부동산 PF 구조개선 방안에 관한 연구」, 연구보고서 2025-07, 한국개발연구원, 2025, 15면(신용보강 정보가 존재하는 578개 사업장 분석). 건설사 신용보강 규모에 관하여는 한소은, 앞의 글(주 5), 75~77면. 위수치는 한국기업평가, “건설산업 2023년 3분기 실적 및 업황 점검”, 2023. 11. 17., 3면 및 5면의 자료에 따른 것이다.

8) “책준 1심 ‘전액 배상’ 판결…신탁사 1.6조 줄소송 위기”, 서울경제, 2025. 6. 2.; “완공 못한 공사, 결국 신탁사가 덤터기?”, 뉴스인, 2025. 7. 18. 등 보도 참조. 다만 미이행 사업장 수에 포함되는 신탁사의 범위(5개사 또는 7개사)는 보도에 따라 다소 차이가 있다.

완료하지 못한 경우 그 책임의 법적 성격이 문제되었다.⁹⁾

이에 대하여 대법원은, 시공사가 부담하는 책임준공 의무는 그 법적 형식에 있어서는 “향후 대출의 물적 담보가 될 시설을 준공하겠다는 내용의 채무”이지만, 책임준공 약정을 위반하는 경우에는 “사실상 시행사의 대출채무에 대한 보증으로서의 기능이나 경제적 실질을 가지는 것”이라고 판시하였다. 즉 대법원은 책임준공 약정이 형식적으로는 공사완성을 목적으로 하는 작위채무임을 인정하면서도, 그 위반의 효과가 대주에 대한 대출채무의 인수로 연결되는 이상 그 기능과 경제적 실질에 있어서는 보증에 준하는 것으로 평가하였다.

이는 대법원이 책임준공 약정의 ‘형식’과 ‘경제적 실질’을 분리하여 판단하고, 그 실질에 보증으로서의 기능이 있음을 명시적으로 인정한 의미 있는 판결이다. 위 판시에 따르면, 한국 부동산 PF에서 시공사가 부담하는 책임준공 약정은 형식상 ‘공사완성 의무’이지만 실질적으로는 대출에 대한 ‘보증적 기능’을 수행하며, 그 결과 PF 대출의 위험은 ‘프로젝트 내부’가 아니라 시공사라는 ‘제3자의 신용’에 귀속된다. 이는 PF의 본질인 비소구성을 부정하는 결론으로 이어진다.

한편 대법원 2021. 5. 7. 선고, 2018다275888 판결은 저축은행 임원의 PF 대출 관련 선관주의 의무 위반 사건에서 PF의 법적 성격에 관하여 다음과 같이 판시하였다. “이른바 프로젝트 파이낸스 대출은 부동산 개발 관련 특정 프로젝트의 사업성을 평가하여 사업에서 발생할 미래의 현금흐름을 대출원리금의 주된 변제재원으로 하는 금융거래이므로, 대출을 할 때 이루어지는 대출상환능력에 대한 판단은 프로젝트의 사업성에 대한 평가에 주로 의존한다.”¹⁰⁾

동 판결은 PF의 본질을 ‘프로젝트의 사업성과 미래 현금흐름’에서 찾고, 이를 토대로 금융기관 임원의 선관주의의무 판단기준을 도출하였다. 이사가 PF 대출의 사업성에 관하여 충분한 정보를 수집·조사·검토하지 아니한 경우에는 경영판단 원칙의 보호를 받을 수 없고, 회사에 대한 손해배상책임을 부담한다는 것이다.

이 판결의 의의는 두 가지 측면에서 검토되어야 한다. 대법원이 PF의 본질을 ‘사업성 중심 금융’으로 재확인함으로써, 본 연구가 제시하는 ‘비소구성·사업성 의존성’이라는 PF의 표지를 사법부 차원에서 명확히 한 의미가 있다. 그러나 다른 한편으로는, 위 판결이 적용된 사안 자체가 시공사 책임준공이나 신용보강이 충분하지 못한 가운데 진행된 ‘브릿지론’ 단계의 PF 대출이었다는 점에서, 한국형 부동산 PF의 ‘일반적’ 모습이 아니라 ‘예외적’ 모습에 가깝다. 즉

9) 대법원 2015. 10. 29. 선고, 2014다75349 판결. 동 판결은 시공사의 책임준공 의무가 “법적 형식이 향후 대출의 물적 담보가 될 시설을 준공하겠다는 내용의 채무”이지만 “책임준공 약정을 위반하는 경우에는 사실상 시행사의 대출채무에 대한 보증으로서의 기능이나 경제적 실질을 가지는 것”이라고 판시하였다.

10) 대법원 2021. 5. 7. 선고, 2018다275888 판결. 동 판결은 PF 대출의 법적 성격을 “부동산 개발 관련 특정 프로젝트의 사업성을 평가하여 사업에서 발생할 미래의 현금흐름을 대출원리금의 주된 변제재원으로 하는 금융거래”로 정의하면서, 이사의 선관주의의무 판단기준으로 ‘프로젝트의 사업성에 관한 충분한 정보 수집·조사·검토 절차’를 요구하였다.

대법원이 PF의 본질이라고 본 ‘사업성 중심 금융’은 한국 부동산 PF 실무의 다수에서 작동하지 않고 있다.

최근 서울중앙지방법원 2025. 5. 30. 선고, 2024가합69485 판결은 책임준공신탁의 법적 성격에 관하여 더 나아간 입장을 보였다. 동 판결은 신한자산신탁이 PF 대출원리금 256억원 전액과 연체이자를 배상할 책임을 인정하였는데, 책임준공 의무가 이행 행위의 노력 의무가 아니라 ‘준공이라는 결과를 산출할 의무’로 해석된다는 것이며, 이는 책임준공이 PF 대출에 대한 사실상의 보증으로 기능한다는 점을 다시 확인한 판결이다.¹¹⁾

위 판례 흐름을 종합하면, 우리 사법부는 ① 책임준공 약정이 경제적으로 보증에 준하는 기능을 수행함을 인정하고, ② 책임준공 의무를 ‘결과채무’로 구성하며, ③ 그 위반 시 PF 대출원리금 상당액 전액의 손해배상책임을 인정하고 있다. 결국 국내 부동산 PF는 비소구 금융이 아니라 제3자(시공사 및 신탁사)의 신용에 기댄 사실상의 보증구조이다. 비소구성은 강행법규가 아니라 PF라는 금융기법을 성립시키는 개념적 표지이므로, 이러한 구조를 곧바로 ‘법 위반’이라고 평가할 수는 없다. 그러나 그것은 PF를 PF이게 하는 본질적 표지로부터의 명백한 이탈이며, 그 결과 PF의 개념적·기능적 정체성을 실질적으로 훼손한다는 점에서 본질적인 문제를 내포한다.

다만 용어의 사용에 관하여 분명히 하여 둘 필요가 있다. 책임준공 약정이 민법 제428조 이하가 규정하는 보증채무와 법적으로 동일한 것은 아니다. 보증채무는 주채무의 존재를 전제로 그에 부종(附從)하는 채무로서 보충성과 부종성을 그 본질로 하는 반면, 책임준공 약정은 시공사가 스스로 부담하는 독립된 공사완성의무이고, 그 불이행에 따른 채무인수 역시 보증인의 지위에서가 아니라 약정에 따른 고유한 의무로서 발생한다. 따라서 양자는 성립요건, 부종성의 유무, 구상권의 구조 등에서 법적 성질을 달리한다. 이하에서 책임준공을 ‘보증’과 관련지어 논하는 것은 그 법적 성질이 보증과 동일하다는 의미가 아니라, 위험의 중국적 귀속이라는 경제적 기능의 측면에서 보증에 준하는 작용을 한다는 의미이다.

여기서 책임준공 약정의 법적 성격을 좀 더 분석할 필요가 있다. 책임준공 약정은 본래 시공사가 ‘공사를 완성한다’는 작위의무, 즉 강학상 ‘하는 채무’의 외형을 띤다. 그러나 실무의 책임준공 약정은 단순히 ‘선량한 관리자의 주의로 공사 완성에 노력한다’는 수준에 그치지 않고, 천재지변 등 극히 제한된 면책사유를 제외하고는 ‘정해진 기한 내에 반드시 준공이라는 결과를 달성할 것’을 내용으로 하며, 이를 이행하지 못하면 PF 대출채무를 인수하도록 약정되어 있다. 이 점에서 책임준공 의무는 노력의무가 아니라 ‘결과채무’로 구성되고, 그 불이행의 효과가 대출원리금 전액의 인수로 연결됨으로써 사실상 보증과 동일한 기능을 수행하게 된다. 앞서

11) 서울중앙지방법원 2025. 5. 30. 선고, 2024가합69485 판결. 동 판결은 책임준공형 관리형토지신탁에서 신탁사의 의무를 ‘선관주의의무’가 아닌 ‘결과채무’로 인정하여, 신한자산신탁이 PF 대출원리금 256억원 전액과 연체이자를 배상할 책임을 인정하였다.

본 대법원 2014다75349 판결과 서울중앙지방법원 2024가합69485 판결의 흐름은 바로 이러한 실질을 사법적으로 확인한 것이다.

물론 책임준공 약정을 보증과 구별하려는 시도가 없는 것은 아니다. 형식논리상 책임준공은 ‘공사완성’이라는 행위를 목적으로 하고 보증은 ‘타인 채무의 이행’을 목적으로 한다는 점에서 양자는 구별될 여지가 있다. 그러나 책임준공 미이행이 곧바로 채무인수로 연결되도록 설계된 이상, 그 경제적 효과는 ‘공사를 완성하지 못하면 대출금을 대신 갚는다’는 것이어서 대주에 대한 신용보강으로 귀결된다. 법형식이 ‘하는 채무’라는 이유만으로 그 실질적 보증성을 부정한다면, 이는 거래의 경제적 실질이 아니라 명칭과 형식에 따라 법적 평가를 달리하는 것이어서 앞서 본 실질 우선의 원칙에 반한다. 요컨대 한국형 부동산 PF에서 책임준공 약정은 ‘공사완성 의무의 외피를 두른 신용보강’이며, 그 위험은 프로젝트가 아니라 시공사의 본체 신용으로 귀속된다.

3. 시행사의 저자본 문제

한국개발연구원(KDI)이 2013년부터 2025년 1월까지 사업성 평가가 이루어진 약 800개 부동산 PF 사업장을 분석한 결과, 사업장별 자기자본비율의 중간값은 3%에 불과하였다. 최근 3년(2021~2023)에 추진된 약 100조원 규모의 PF 사업장 300여 개를 분석한 별도 연구에서도 평균 자기자본비율은 3.2%에 그쳤다.¹²⁾ 이는 시행사가 평균 118억원을 투입하고 나머지 3,631억원(96.8%)을 부채로 조달한다는 것을 의미하며, 사업주체의 ‘위험 부담 능력(skin in the game)’이 사실상 부재하다는 것을 보여준다.

이러한 저자본 구조는 PF의 본질과 정면으로 충돌한다. PF가 비소구 금융으로 작동하기 위해서는 사업주체가 일정 수준 이상의 자기자본을 투입하여 ‘프로젝트의 1차적 위험 부담자’로서 기능하여야 한다. 그러나 한국의 시행사는 자본과 조직을 충분히 갖추지 못한 영세 디벨로퍼가 대부분이어서 그러한 위험 부담 능력을 기대하기 어렵고, 결과적으로 위험 부담의 공백을 외부 신용보강이 메우는 구조가 형성되었다.

자기자본은 단순한 자금조달 수단이 아니라 사업의 위험을 누가 떠안는가를 결정하는 장치이다. 사업이 부실해지면 가장 먼저 깎여 나가는 것이 자기자본이므로, 그것은 대주와 후순위 채권자에 앞서 손실을 흡수하는 완충(buffer) 역할을 한다. 동시에 사업주체는 자기 재산이 가장 먼저 사라진다는 사실 때문에 사업을 신중하게 끌고 갈 유인을 갖고, 그만큼의 자본을 댔다는 점에서 사업에 대한 통제권과 책임도 정당하게 인정받는다. 자기자본이 3%에 불과하다는 것은 이러한 장치들이 동시에 무너지는다는 뜻이다. 손실을 받아낼 완충은 얇고, 잃을 것이 적으

12) 한국개발연구원(KDI), 앞의 글(주 2), 3~4면.

니 신중할 이유도 열으며, 정작 위험은 시공사와 대주가 지는데 사업은 자본이 거의 없는 시행사가 끌고 가는 통제권의 왜곡만 남는다.

더욱 문제가 되는 것은 이 3%의 자기자본조차 그 실질이 의심스러운 경우가 적지 않다는 점이다. 시행사는 흔히 브릿지론 등 외부 차입으로 초기 토지대금을 조달하고 본 PF로 그 차입을 상환하는 구조를 취하므로, 장부상 자기자본으로 표시되는 금액이 실제로는 또 다른 차입에 의존하고 있는 경우가 있다. 또한 분양 개시 후 유입되는 수분양자의 분양대금이 사실상 사업비의 상당 부분을 충당하는데, 이는 사업주체의 위험부담능력이라기보다 수분양자에게 전가된 위험에 가깝다. 이처럼 시행사의 저자본은 그 자체로 끝나는 문제가 아니라, 부족한 위험부담능력을 시공사 책임준공·신탁사 책임준공신탁·수분양자 분양대금이라는 외부 자원으로 메우는 '신용보강 의존 구조'를 필연적으로 불러온다. 앞서 본 비소구성의 약화와 뒤에서 볼 대주의 위험 회피는 모두 이 저자본이라는 공통의 뿌리에서 비롯된다.

저자본·고의존 구조가 고착된 데에는 시장의 유인구조도 작용한다. 시행사로서는 적은 자기자본으로 큰 사업을 추진할수록 자기자본수익률(ROE)이 높아지므로 자기자본을 최소화할 유인을 가진다. 시공사로서는 책임준공을 제공하는 대가로 시공물량을 확보할 수 있으므로 신용보강을 감수하고, 대주로서는 시공사 신용으로 위험이 담보되므로 낮은 심사비용으로 안전하게 대출할 수 있다. 이처럼 각 당사자에게 단기적으로 합리적인 선택이 누적된 결과가 바로 평균 3%라는 기형적 자기자본비율이다. 따라서 자기자본비율의 상향은 단순한 수치 규제가 아니라, 이러한 왜곡된 유인구조를 바로잡아 위험의 1차 부담자를 사업주체로 되돌리는 구조개혁의 출발점이라는 의미를 가진다.

또한 저자본·고보증 구조는 우연의 산물이 아니라 한국 특유의 제도적·역사적 경로에서도 찾을 수 있다. 제도적으로 한국은 일정 규모 이상의 공동주택을 착공 단계에서 분양하고 수분양자가 납입한 계약금·중도금을 공사비로 활용하는 이른바 선분양제도가 허용되는 거의 유일한 나라이다. 공사비의 상당 부분을 수분양자의 자금으로 충당할 수 있으므로, 사업주체는 토지비 정도만 조달하면 사업을 추진할 수 있고, 그만큼 자기자본을 적게 투입하여도 사업이 성립하는 구조가 제도적으로 뒷받침된다. 한편 1990년대까지는 건설회사가 부지 매입·인허가·자금조달·시공을 통합적으로 수행하였으나, 외환위기를 거치며 부동산 개발이 '자본력이 약한 시행사'와 '공사를 전담하는 시공사'로 분화되었다. 영세한 시행사의 신용만으로는 대규모 대출을 일으키기 어려웠으므로 대주는 시공사의 신용보강(책임준공)을 여신의 조건으로 요구하게 되었고, 이것이 오늘날 고보증 구조의 기원이 되었다.

한국개발연구원이 이러한 구조를 다른 나라에서는 찾기 어려운 고립적 진화라는 의미에서 '갈라파고스적 부동산 PF'라고 부르는 것도 이 때문이다. 요컨대 본 연구가 지적하는 '위험의 제3자 신용 치환'은 일부 시장참가자의 일탈이 아니라, 제도와 시장구조가 누적적으로 빚어낸 경로의존적 결과인 것이다.¹³⁾

4. 대주의 위험 회피 구조

진정한 의미의 PF에서 대주(貸主)는 단순한 자금공급자가 아니라 사업위험의 1차적 평가자이자 잔여위험의 부담자이다. 대주는 프로젝트의 사업성과 현금흐름을 스스로 심사하여 여신여부와 조건을 결정하고, 그 판단의 결과로 발생하는 위험을 자신의 대차대조표로 인수한다. PF에서 대주의 여신심사가 사업주체의 일반 신용도가 아니라 프로젝트의 사업성에 집중된다는 명제는, 뒤집어 말하면 대주가 그 사업성 판단의 위험을 스스로 진다는 것을 전제한다.

그러나 한국형 부동산 PF에서 대주의 행태는 이와 정반대이다. 대주는 사업성 자체에 대한 위험을 인수하는 대신, 시공사의 책임준공 약정과 채무인수 약정, 신탁사의 책임준공신탁 등 제3자의 신용보강을 여신의 실질적 조건으로 요구한다. 그 결과 대주의 여신심사는 프로젝트의 사업성이 아니라 신용보강을 제공하는 시공사·신탁사의 본체 신용도로 그 중심이 이동한다. 앞서 본 바와 같이 주요 건설사의 PF 신용보강 규모가 합계 약 28조원에 이르고 그 자기자본 대비 비율이 100%를 크게 상회하는 것은, 대주가 사업위험을 시공사 신용으로 치환하여 인수하는 관행이 시장 전반에 정착되어 있음을 보여준다.¹⁴⁾

이러한 위험 전가의 경제적 실질은 다음과 같다. 첫째, 대주는 선순위 채권자의 지위에서 우선적으로 변제받을 권리를 확보하는 한편, 사업이 부실화될 경우의 손실은 책임준공 의무를 부담하는 시공사·신탁사에게 1차적으로 귀속시킨다. 위험은 ‘시행사 → 시공사 → 신탁사’의 사슬을 따라 이전되지만, 그 사슬을 설계하고 사슬의 바깥에서 그 과실(果實)을 취하는 주체는 대주이다. 둘째, 그 결과 대주는 PF 대주가 본래 수행하여야 할 사업성 심사 기능을 소홀히 할 유인을 갖게 된다. 시공사의 책임준공이 사실상 대출원리금 전액을 담보하는 이상, 대주로서는 프로젝트 자체의 경제성을 정밀하게 검증할 동기가 약화되기 때문이다. 이는 PF의 본질인 ‘사업성 중심 여신심사’를 무력화하는 또 다른 경로이다.

이 점은 앞서 본 대법원 2018다275888 판결과 대비할 때 더욱 분명해진다. 동 판결은 시공사 책임준공 등 신용보강이 충분하지 못한 브릿지론 단계에서 대주가 사업성 평가의 위험을 스스로 부담하는 경우, 그 임원에게 사업성에 관한 충분한 정보의 수집·조사·검토 의무를 부과하였다.¹⁵⁾ 그러나 책임준공과 채무인수가 완비된 전형적 본 PF에서는 대주의 위험이 시공사 신용으로 치환되므로, 사업성 심사에 관한 이러한 주의의무는 사실상 작동할 여지가 줄어든다. 요

13) 한국개발연구원(KDI), 앞의 글(주 2). 재무적 투자자(에퀴티) 시장의 미발달과 그로 인한 시공사 신용보강 의존을 한국 부동산 PF의 구조적 특징으로 분석하면서, 이를 ‘갈라파고스적 부동산 PF’로 명명한다.

14) 한소은, 앞의 글(주 5), 75면.

15) 대법원 2021. 5. 7. 선고, 2018다275888 판결(앞의 주 10). 한편 김진·사공대창, 앞의 글(주 6), 189면은 시공사의 제3자 보증이 확보되면 금융기관이 시행사의 자본투입에 상대적으로 너그러워질 수 있고 이는 도덕적 해이에 해당한다고 지적하면서, 부동산 PF대출이 제3자 채무보증에 의존한 결과 대출심사 및 사후관리에 소홀하였던 것이 아닌지 의심하게 하는 실증결과를 제시한다.

컨대 한국형 부동산 PF에서 대주는 '위험의 1차 부담자'가 아니라 '위험 회피의 설계자'에 가깝다.

대주가 위험 회피의 설계자로 기능하는 구조는 두 가지 부작용을 낳는다. 첫째, 도덕적 해이(moral hazard)이다. 사업성 위험이 시공사 책임준공으로 담보되는 이상, 대주는 프로젝트 자체의 경제성을 엄밀히 심사할 유인을 잃고 시공사의 신용등급이라는 손쉬운 지표에 의존하여 대출 여부를 결정하게 된다. 그 결과 사업성이 낮은 사업장에도 자금이 공급되어 부실의 씨앗이 뿌려진다. 둘째, 위험의 집중과 전이이다. 대주가 회피한 위험은 사라지는 것이 아니라 시공사·신탁사라는 특정 주체에게 집중되어 그 본체 신용에 누적된다. 호황기에는 이 누적된 위험이 우발채무로 잠복해 있다가, 경기 하강기에 다수 사업장에서 동시에 현실화되면 시공사·신탁사 본체의 도산으로 직결되고, 이는 다시 그들과 거래하는 다른 금융기관으로 번진다. 요컨대 대주 개개의 위험 회피는 합리적일 수 있으나, 그 총합은 금융시스템 전체의 위험을 키우는 구성의 오류(fallacy of composition)로 귀결된다.

이러한 구조는 주요 선진국의 대주 책임 구조와 선명하게 대비된다. 미국의 부동산 개발금융에서 대주는 위험을 제3자에게 전가하기는커녕, 규제상 스스로 그 위험을 내부화하도록 강제된다. 미국 은행 건전성 규제는 취득·개발·건설(ADC) 목적의 부동산 대출을 '고변동성 상업용부동산(High Volatility Commercial Real Estate, 이하 'HVCRE')' 익스포저로 분류하여 통상의 상업용부동산 대출(위험가중치 100%)보다 높은 150%의 위험가중치를 부과한다. 다만 차주가 해당 부동산의 '완공 기준(as completed)' 가치의 최소 15%를 현금 또는 무담보 자산 형태의 실질 자기자본으로, 그것도 대주가 자금을 인출하기 전에 기여하고 이를 사업 종료 시까지 유지하는 경우에 한하여 위 가중치 부담이 면제된다.¹⁶⁾

주목할 것은, 이 15% 요건의 충족 여부를 판정함에 있어 타인으로부터 차입한 자금이나 수분양자의 분양대금(예치금)은 차주의 자기자본 기여로 인정되지 않는다는 점이다.¹⁷⁾ 그 결과 미국의 대주는 차주의 진정한 자기자본을 요구하거나, 그렇지 않으면 증가한 자본비용을 감수(고금리 부과 또는 자본 적립)하여야 하는 선택에 직면한다.¹⁸⁾ 위험을 회피할 수 없도록 규제

16) 고변동성 상업용부동산(High Volatility Commercial Real Estate, HVCRE) 익스포저의 정의는 미국 은행 자본규정상 12 C.F.R. §3.2(통화감독청(OCC); 연방준비제도이사회 12 C.F.R. §217.2, 연방예금보험공사 12 C.F.R. §324.2)에, 그에 대한 150% 위험가중치는 12 C.F.R. §3.32(j)에 규정되어 있다. 차주의 자기자본 15% 기여요건-부동산의 '완공 기준(as completed)' 가치의 15% 이상을 은행의 자금 인출 전에 기여하고 사업 종료 시까지 사업에 잔류시킬 것-은 위 §3.2의 HVCRE 정의 (2)(iv)(B)·(C)에 규정되어 있다. 개정 경위는 OCC Bulletin 2019-64(2019. 12. 13.); Regulatory Capital Treatment for High Volatility Commercial Real Estate (HVCRE) Exposures, 84 Fed. Reg. (Docket No. R-1621, 2019. 12. 13.) 참조.

17) HVCRE 익스포저의 15% 자기자본 기여요건과 관련하여, 타인으로부터 차입한 자금 및 수분양자의 분양대금(예치금)은 차주의 자기자본 기여로 인정되지 아니한다. OCC·FRB·FDIC, "Frequently Asked Questions on the Regulatory Capital Rule"(감독기관 공동 FAQ) 참조.

18) David Glancy & Robert Kurtzman, "How Do Capital Requirements Affect Loan Rates? Evidence from High Volatility Commercial Real Estate", Review of Corporate Finance Studies, Vol. 11, No. 1, 2022,

가 설계되어 있는 것이다.

나아가 미국의 대주가 차주의 신용보강(소구, recourse)을 받아들이는 경우에도, 그 소구는 어디까지나 차주 본인에 대한 것이며 대주는 이를 여신조건에 반영하여 가격을 매긴다. 소구 부 대출이 비소구 대출보다 금리 스프레드가 낮고 LTV가 높게 책정된다는 실증연구는, 미국의 대주가 소구를 '에퀴티의 대체물(shadow equity)'로 인식하면서도 그 위험을 스스로 평가·부담하는 능동적 심사자로 기능함을 보여준다.¹⁹⁾ 이처럼 미국에서 신용보강은 '차주 → 대주'의 방향으로 흐르고 대주가 그 위험을 가격에 반영하여 인수하는 반면, 한국에서 신용보강은 '제3자(시공사) → 대주'의 방향으로 흘러 대주가 위험에서 이탈하는 통로가 된다. 동일하게 '신용보강'이라 불리지만, 그 경제적 실질과 위험 귀속의 방향은 정반대인 것이다. 즉 동일한 용어가 한·미 양국에서 전혀 다른 기능을 수행함을 보여준다. 미국에서 신용보강(소구)은 대주가 위험을 더 정확히 평가·가격화하기 위한 보조 수단이고, 그 위험의 최종 부담자는 여전히 자기자본을 투입한 차주와 이를 인수한 대주이다. 반면 한국에서 신용보강(책임준공·채무인수)은 대주가 위험에서 빠져나가기 위한 수단이고, 그 위험의 최종 부담자는 사업의 주체도 아닌 시공사·신탁사이다. 전자에서 신용보강은 '위험을 더 잘 지기 위한 장치'인 데 반해, 후자에서 신용보강은 '위험을 떠넘기기 위한 장치'이다.

5. 문제사례: 2023년 T건설 워크아웃

앞의 세 절에서 검토한 한국형 부동산 PF의 구조적 특징—비소구성으로부터의 이탈, 시행사의 저자본, 그리고 대주의 위험 회피—은 개별적으로 작동하는 것이 아니라 하나의 사업에서 동시에 결합하여 위험을 증폭시킨다. 이를 가장 선명하게 보여주는 사례가 2023년 말 T건설 워크아웃이다. 이하에서는 그 사실관계와 우발채무의 현실화 과정을 살펴봄으로써, 앞서 제시한 명제—한국 부동산 PF에서 위험은 '프로젝트 내부'에 격리되지 못한다—를 실증적으로 검증한다.

가. 사실관계의 개요

T건설은 2023년 시공능력평가 16위, 자기자본 약 8,469억원 규모의 중견 건설사이다. 동사는 2023년 12월 28일 서울 성수동 오피스 신축 PF 사업장에서 발생한 약 480억원 규모의 PF 대출 만기 도래에 대응하지 못하면서 채권단에 워크아웃(기업구조개선)을 신청하였다. 워크아웃 신

pp. 88~127.

19) David Glancy, Robert Kurtzman, Lara Loewenstein & Joseph Nichols, "Recourse as Shadow Equity: Evidence from Commercial Real Estate Loans", *Real Estate Economics*, Vol. 51, No. 5, 2023, pp. 1108~1136.

청 시점에 금융당국이 발표한 T건설의 PF 보증액(우발채무)은 약 3조 7,000억원에 달하였고, 이 중 위험이 큰 PF 우발채무는 약 1조원으로 평가되었다.²⁰⁾

주목할 점은 T건설이 ‘차주’로서 직접 차입한 금액보다 ‘시공사’로서 부담한 우발채무 규모가 훨씬 컸다는 점이다. 자기자본 8,469억원에 불과한 회사가 약 3조 7,000억원의 PF 보증을 부담하고 있었는데, 그 PF 우발채무는 자기자본의 약 4.4배에 달하였다. 이는 T건설이 ‘건설사’이면서 동시에 사실상 ‘대형 보증인’으로 기능하고 있었음을 의미한다.²¹⁾

나. 우발채무의 일시적 현실화

워크아웃 신청 이후 T건설은 책임준공 등 신용보강을 제공한 PF 사업장의 우발채무를 회계상 실제 채무로 집계하면서 약 1조 4,569억원의 순손실을 인식하였다. 즉 그동안 ‘우발’ 상태로 잠재되어 있던 PF 보증채무가 일시에 ‘확정’ 채무로 전환되어 채무제표에 표면화된 것이다. 이는 ① PF 사업장의 위험이 시공사인 T건설의 일반 신용으로 사슬처럼 연결되어 있었음을, ② 그러한 우발채무가 워크아웃이라는 ‘트리거’를 만나는 순간 일시에 현실화되어 본체 회사의 자본을 잠식할 수 있음을 단적으로 보여준다.²²⁾

T건설은 워크아웃 이후 부실 PF 사업장 정리, 핵심 자산 매각(에코비트 2조 700억원, 여의도 태영빌딩 2,251억원 등)을 통해 약 2조 3,000억원 규모의 유동성을 확보하고 부채비율을 1,154.2%(2023년 말)에서 769.4%(2025년 1분기)로 점차 낮추는 등 회복 국면에 진입하였다. 그러나 이러한 회복 과정 자체가 PF 위험이 ‘프로젝트 내부’에 한정되지 못하고 본체 회사의 핵심 자산까지 잠식하였음을 보여주는 반증이다.

즉 T건설이 본체의 핵심 자산까지 매각하여야 했다는 것은, PF 사업장의 위험이 ‘그 사업장에 한정된 손실’로 머물지 않고 시공사 본체의 존립을 위협하는 수준으로 확대되었음을 의미한다. 진정한 비소구 PF였다면 개별 사업장의 부실은 해당 SPC의 도산으로 종결되고 시공사 본체에는 영향을 주지 않았을 것이다. 그러나 책임준공·채무인수라는 신용보강을 통하여 사업장의 위험과 시공사 본체의 운명이 결합되어 있었기에, 한 사업장의 부실이 본체 자산의 매각으로 이어진 것이다. 이는 ‘위험의 격리’라는 PF의 본래 기능이 한국형 구조에서는 정반대로 ‘위험의 결합’으로 작동하고 있음을 보여준다.

20) 금융위원회, 「태영건설의 워크아웃 신청 관련 정부 대응방향」 보도자료, 2023. 12. 28. 워크아웃 신청 시점인 2023년 말 기준 T건설의 PF 보증액(우발채무)은 약 3조 7,000억원에 달하였다.

21) 뉴스타파, “PF위기① 태영건설 워크아웃 ‘추락의 해부’”, 2024. 1.; 시사IN, “‘예견된 위기’였던 태영건설 워크아웃”, 제856호, 2024. 1. 10. T건설은 워크아웃 신청 직전 자기자본 8,469억원에 대하여 약 3조 7,000억원의 PF 우발채무를 부담하여, 그 규모가 자기자본의 약 4.4배에 달하였다.

22) T건설 2023년 사업보고서(금융감독원 전자공시시스템 DART) 참조. T건설은 책임준공 등 신용보강을 제공한 PF 사업장의 우발채무를 실제 채무로 집계하면서 약 1조 4,569억원의 순손실을 반영하였다.

다. 사례의 법적 함의

T건설 사례는 본 연구의 핵심 명제를 실증적으로 뒷받침한다. 첫째, 한국형 부동산 PF에서 위험은 SPC라는 '프로젝트 내부'에 격리되지 않는다. 부실은 시공사 본체의 우발채무로 누적되었다가 일정 트리거를 만나면 일시에 현실화된다. 둘째, 책임준공 약정과 채무인수 약정은 형식상 '공사완성 의무'이지만 실질상 'PF 대출 보증'으로 기능한다. T건설이 워크아웃 신청 시 1조 4,569억원의 순손실을 인식한 것은 그 보증채무가 일시에 확정채무로 전환되었기 때문이다. 셋째, 이러한 위험 구조는 시공사 본체뿐만 아니라 책임준공신탁을 통해 신탁사 본체로도 전이되며, 나아가 PF 대출의 직간접 익스포저를 보유한 증권사·캐피탈사·새마을금고·신협 등 제2금융권 전반으로 확산된다.

결국 T건설 사태는 한국 부동산 PF가 '비소구 금융'이 아니라 '제3자 신용 의존형 부동산개발금융'임을 가장 선명하게 드러낸 사례이다. 만약 한국 부동산 PF가 진정한 의미의 PF였다면, T건설은 일부 시공 수주 사업장의 부실로 인하여 워크아웃에 들어갈 이유가 없었을 것이다. 'PF의 시공사가 PF의 부실' 때문에 워크아웃에 들어간다는 사태 자체가 한국 부동산 PF 구조의 모순을 응축적으로 보여준다.

다시말해 T건설이 단지 한 건설사의 경영 실패 사례가 아니라, 한국형 부동산 PF라는 구조가 내장한 위험이 표면화된 사건임을 보여준다. T건설은 시공능력평가 16위의 중견 건설사로서 개별 사업장의 시공 자체에 중대한 문제가 있었던 것이 아니라, 다수 사업장에 제공한 책임준공·채무인수라는 신용보강이 일시에 현실화되면서 본체가 흔들린 것이다. 즉 '건설사'로서의 실패가 아니라 '사실상의 보증인'으로서의 실패였다. 이는 동일한 구조를 공유하는 다른 시공사·신탁사 역시 같은 위험에 노출되어 있음을 시사한다. 만약 책임준공의 경제적 실질이 보증임이 회계·건전성 규제에 제때 반영되어 그 우발채무가 평상시부터 가시화되었더라면, 위험은 사전에 인지되고 분산될 수 있었을 것이다. T건설 사례가 주는 교훈은 위험을 숨기는 구조가 아니라 위험을 드러내는 구조로의 전환이 필요하다는 점이다.

라. 토론: 위험 전이의 다른 사례들

위험이 '프로젝트 내부'에 격리되지 못하고 신용보강 제공자의 신용으로 전이되는 구조는 T건설에 국한되지 않는다. 2022년 이른바 '레고랜드 사태'에서는 강원중도개발공사가 테마파크 조성자금을 조달하기 위하여 설립한 특수목적법인이 발행한 약 2,050억원 규모의 자산유동화기업어음(ABCP)이 만기에 상환되지 못하였는데, 정작 시장을 충격에 빠뜨린 것은 그 SPC나 사업 자체의 부실이 아니라 신용보강(지급보증)을 제공한 강원도가 보증의무 이행을 미루는 듯한 태도를 보였다는 점이었다. 이는 한국형 PF형 자금조달이 프로젝트의 현금흐름이 아니라

제3자(여기서는 지방자치단체)의 신용보강에 의존하고 있으며, 그 신용보강 주체에 대한 신뢰가 흔들리는 순간 위험이 자금시장 전반으로 전이됨을 보여준다.²³⁾

보다 앞선 2011년 저축은행 사태는 위험이 대주 본체로 전이된 사례이다. 당시 다수 저축은행은 부동산 PF 대출의 주된 위험부담자였는데, 2008년 글로벌 금융위기 이후 부동산 경기가 하강하자 PF 대출의 부실이 곧바로 저축은행 본체의 도산으로 직결되었다. 2011년 초 금융당국의 전수조사에서 저축은행 PF 잔여대출의 약 절반이 부실 우려로 분류되었고, 삼화·부산저축은행 등이 연쇄적으로 영업정지되었다. 이는 시공사 책임준공 중심의 현행 구조가 정착되기 이전, 위험이 대주에게 집중되어 있던 시기의 단면으로서, 한국 부동산 PF에서 위험이 어느 단계에서도 ‘프로젝트 내부’에 격리되지 못한다는 본 연구의 명제를 역사적으로 뒷받침한다.²⁴⁾

레고랜드와 저축은행, 그리고 T건설의 세 사례는 위험이 귀속되는 지점만 다를 뿐(각각 지방자치단체의 지급보증, 대주인 저축은행 본체, 그리고 시공사 본체), 공통적으로 위험이 ‘프로젝트 내부’에 격리되지 못하고 신용보강을 제공한 제3자 또는 위험을 떠안은 대주에게로 전이되었다는 점에서 동일한 구조적 결함을 드러낸다. 즉 한국 부동산 PF에서 위험은 결코 사라지거나 분산되어 흡수되는 것이 아니라, 사슬의 어느 한 고리로 집중되었다가 그 고리가 끊어지는 순간 전체로 번진다. 세 사례의 발생 시기가 10여 년에 걸쳐 있고 위험의 귀속 주체가 각기 다름에도 그 구조적 원인이 동일하다는 점은, 이 문제가 특정 시기의 우발적 사고가 아니라 한국형 부동산 PF의 구조 자체에 내재한 결함임을 방증한다.

III. 미국 및 일본 PF제도의 시사점

1. 미국의 PF제도

미국·일본·유럽 등 선진국의 부동산 개발금융에서는 시행사가 재무적 투자자와 함께 총사업비의 20~40% 수준을 자기자본으로 조달하고 나머지를 PF 대출로 충당하는 것이 일반적이며, 그 자기자본비율은 대체로 30% 수준에 이른다. 특히 미국에서는 은행 등 금융회사가 PF 대출

23) 아이원제일차(강원중도개발공사가 레고랜드 테마파크 조성자금 조달을 위하여 2020년 설립한 특수목적법인)가 발행한 약 2,050억원 규모의 자산유동화기업어음(ABCP)이 2022년 9월 만기에 상환되지 못하여 부도 처리되었고, 보증의무를 부담한 강원도가 강원중도개발공사에 대한 회생신청 방침을 밝히면서 자금시장 경색의 계기가 되었다(강원도는 이후 2022년 말 보증채무 2,050억원 전액을 상환하기로 하였다). 이상의 경위는 당시 강원도 및 금융당국의 공식 발표를 통하여 공표된 것으로서 공지의 사실에 속한다.

24) 2011년 금융당국의 저축은행 부동산 PF 사업장 전수조사 결과, 잔여 대출 약 7조 299억원 중 절반에 해당하는 약 3조 3,601억원이 ‘부실 우려’ 사업장으로 분류되었고, 2011년 1월 삼화저축은행을 시작으로 부산·부산2·대전저축은행 등이 차례로 영업정지되었다. 부산저축은행 계열의 경우 PF 대출 비중이 약 70%에 달하였다. 위수치는 2011년 금융감독당국이 실시한 저축은행 부동산 PF 사업장 전수조사 결과에 따른 것이다.

을 취급할 때 자기자본이 총사업비의 최소 3분의 1(약 33%) 이상이 될 것을 요구하며, 사업성이 충분히 높은 경우 이보다 낮은 비율로도 대출이 가능한 예가 있으나 자기자본비율이 20% 이하인 경우는 찾아보기 어렵다. 국가별로 보면 자기자본비율은 미국 약 33%, 일본 약 30%, 네덜란드 약 35%, 호주 약 40% 수준인 데 반하여, 우리나라는 약 3%에 그친다. 다만 이러한 자기자본을 시행사가 전액 투입하는 것은 아니고, 통상 시행사가 자기자본의 최소 10%를 직접 투입하고 나머지는 리츠·연기금·금융회사·건설사 등 지분투자자를 유치하여 조달한다.²⁵⁾ 이러한 높은 자기자본 요구는 단순한 보수적 관행이 아니라, 대주가 부동산 개발사업의 1차적 위험을 사업주체에게 부담시키고 자신은 그 위에서 잔여위험만을 인수하겠다는 위험분담 구조의 표현이다. 사업주체가 충분한 자기자본을 투입할수록 프로젝트의 현금흐름이 악화되더라도 대주의 손실 가능성은 그만큼 후순위로 밀리고, 사업주체는 자신의 자본이 가장 먼저 소진되므로 사업의 성공을 위한 유인(skin in the game)을 강하게 갖게 된다. 자기자본은 단순한 자금 조달의 한 형태가 아니라, 누가 사업의 위험을 1차적으로 부담하는가를 결정하는 핵심 장치인 것이다.

미국 PF에서 시공사의 보증은 한국식 ‘책임준공+채무인수’와는 구조가 다르다. 시공사는 통상 ‘완공보증(completion guarantee)’ 또는 ‘이행보증(performance bond)’을 제공하지만, 이는 공사 완성에 한정된 의무이며 PF 대출원리금 전액에 대한 채무인수와는 구분된다. 완공보증은 시공사가 약정된 사양과 기한에 따라 건축물을 완성하지 못한 경우 그로 인하여 발생하는 추가 비용이나 손해를 배상하는 데 그치고, 사업 자체의 분양·임대 실패나 시장 침체에서 비롯되는 사업성 위험(market risk)까지 시공사가 인수하는 것은 아니다. 즉 미국의 시공사 보증은 ‘공사완성 위험(completion risk)’이라는 한정된 위험만을 보완하며, 사업성 위험은 여전히 자기자본을 투입한 사업주체와 이를 심사한 대주가 분담한다. 사업주체와 재무적 투자자가 자기자본을 충분히 투입함으로써 1차적 위험 부담자로 기능하므로, 시공사의 보증은 보완적 장치에 머문다. 이는 영미법상 ‘limited recourse’의 본래 의미에 충실한 구조이며, 시공사의 신용이 사실상 대출 전액을 담보하는 한국형 구조와 근본적으로 다르다.

미국 대주의 자기자본 요구와 위험 인수 관행은 단순한 시장 관행에 그치지 않고, 앞서 본 HVCRE 익스포저에 대한 자본규제라는 건전성 감독에 의하여 제도적으로 뒷받침된다(상세는 II. 4. 참조). HVCRE 규제의 작동 방식을 부연하면 다음과 같다. 미국 은행이 취득·개발·건설(ADC) 목적의 부동산 대출을 고변동성 상업용부동산(HVCRE) 익스포저로 분류하게 되면, 그 대출에는 통상의 상업용부동산 대출(위험가중치 100%)보다 1.5배 높은 150%의 위험가중치가

25) 황순주 편, 「부동산 PF 구조개선 방안에 관한 연구」, 연구보고서 2025-07, 한국개발연구원, 2025, 15~16면; 한국개발연구원(KDI), 앞의 글(주 2), 4~5면. 위 자료들은 미국의 자기자본 요구 수준에 관하여 정희남 외(2013)의 조사결과를, 국가별 자본구조에 관하여는 정희남 외(2013), 최수석(2012), Bryant(2012), Glancy and Kurtzman(2022), Long(2011), Pallas Capital(2022) 등의 자료를 종합하고 있다.

적용된다. 위험가중치가 높아진다는 것은 같은 금액을 대출하더라도 은행이 그에 대응하여 적립하여야 하는 자기자본이 그만큼 늘어난다는 것을 의미하고, 이는 곧 그 대출의 자본비용 상승으로 이어진다. 따라서 은행은 ADC 대출을 실행할 때 ① 차주에게 일정 수준 이상의 실질 자기자본을 요구하여 그 대출을 HVCRE 분류에서 벗어나게 하거나, ② 그렇게 하지 못한다면 상승한 자본비용을 감수하고 이를 고금리의 형태로 차주에게 전가하는 선택에 직면한다. 어느 쪽이든 위험이 대주 자신의 비용으로 내부화되는 구조이며, 위험을 외부의 제3자에게 떠넘기고 자신은 빠져나오는 길은 규제상 차단되어 있다.

특히 주목할 것은 HVCRE 분류를 벗어나기 위한 자기자본 요건이 매우 엄격하게 설계되어 있다는 점이다. 면제를 받으려면 차주가 해당 부동산의 '완공 기준(as completed)' 가치의 최소 15%에 해당하는 자기자본을, 그것도 은행이 자금을 인출하기 전에 현금 또는 무담보 자산의 형태로 기여하고, 그 자본을 사업이 종료될 때까지 사업에 잔류시켜야 한다. 더 나아가 이 15% 요건의 충족 여부를 판정할 때 타인으로부터 차입한 자금이나 수분양자가 납입한 분양대금(예치금)은 차주의 자기자본 기여로 인정되지 아니한다(앞의 주 18 참조). 이 대목은 한국형 부동산 PF와 정면으로 대비된다. 한국에서는 시행사가 투입하는 평균 3% 안팎의 자기자본조차 그 상당 부분이 외부 차입이나 분양대금 유입에 의존하는 경우가 적지 않은데, 미국 규제는 바로 그러한 '외형상 자기자본'을 자본 기여에서 명시적으로 배제함으로써 사업주체로 하여금 진정한 위험부담능력을 갖추도록 강제한다. 요컨대 미국의 제도는 '무엇을 자기자본으로 인정할 것인가'의 단계에서부터 위험의 1차 부담자를 사업주체로 못박아 두고 있는 것이다.

미국의 사례는 '위험을 누가 부담하는가'를 시장의 자율에만 맡기지 않고 자본규제라는 강제장치로 규율한다는 점에서 시사하는 바가 크다. 한국에서는 흔히 미국 PF의 높은 자기자본 비율을 단순한 '시장의 관행'이나 '투자자의 보수성'으로 이해하지만, 그 배후에는 자기자본이 부족한 대출에 더 많은 자본 부담을 지우는 건전성 규제가 자리하고 있다. 즉 미국의 대주가 차주에게 충분한 자기자본을 요구하는 것은 선의나 관행의 문제가 아니라, 그렇게 하지 않으면 자신이 더 큰 규제비용을 부담하게 되는 제도적 압력의 결과이다. 한국형 부동산 PF의 저자본·고보증 구조를 개선하려면, 시행사에 대한 자기자본 요구를 권고에 그치게 할 것이 아니라 대주의 건전성 규제와 연동시켜 '저자본 대출은 대주에게도 비용이 되도록' 설계하는 접근이 요구된다.

2. 일본의 PF제도

일본의 부동산 개발금융에서도 자기자본비율은 30~40% 수준으로 높게 유지된다. 시행사가 자기자본을 전액 부담하는 것이 아니라 그 일부만을 직접 투입하고 나머지는 지분투자자를 유치하여 조달한다는 점도 앞서 본 미국의 경우와 같다. 구체적인 예로 도쿄의 대형 상업시설인

아키하바라 UDX와 롯폰기힐스는 각각 자기자본 36%와 37%를 투입하여 개발된 사례로 보고된다. 이처럼 시행사와 재무적 투자자가 공동으로 자본을 투입하고, 연기금·기관투자자 등 장기 자금을 활용하여 조달구조를 다변화하며, 독립적인 외부 평가와 엄격한 심사절차를 통하여 사업의 건전성을 담보하는 것이 일본을 포함한 주요국의 일반적 양상이다. 이를 토대로 대주단이 비소구 또는 제한적 소구 구조의 대출을 실행한다.²⁶⁾ 일본의 부동산 금융은 1990년대 자산버블 붕괴 이후 대규모 부실채권 문제를 겪으면서, 사업주체의 일반 신용이 아니라 부동산 자체의 수익성과 처분가치에 기반하여 자금을 조달하는 구조로 재편되어 왔다. 그 과정에서 부동산을 유동화하여 위험을 다수 투자자에게 분산시키는 부동산증권화(不動産証券化) 기법이 발달하였고, 그 법적 토대가 된 것이 자산유동화 관련 법제이다.

이러한 일본의 부동산 개발·투자 금융은 제도적으로도 비소구·사업성 의존 구조에 친화적으로 설계되어 있다. 대표적으로 「자산의 유동화에 관한 법률」(資産の流動化に関する法律)에 근거한 특정목적회사(特定目的會社, TMK)는 투자자로부터 우선출자·특정사채·특정차입의 형태로 자금을 조달하여 부동산 또는 그 신탁수익권을 취득하고, 오로지 그 자산에서 발생하는 현금흐름만으로 채무를 변제하는 도관체(導管體)로 기능한다. TMK는 자산유동화계획에 따라 서만 운용되고 자산유동화 외의 업무를 영위할 수 없으므로, 사업주체와 법적·재무적으로 분리된 비소구(ノンリコース) 구조가 법률상 담보된다.²⁷⁾ TMK 구조의 핵심은 ‘도산절연(倒産隔離)’에 있다. 즉 자산을 보유·운용하는 TMK가 그 업무 범위와 의사결정에 있어 법률과 자산유동화계획에 의하여 엄격히 제한됨으로써, 자산을 양도한 원래의 사업주체(originator)가 도산하더라도 그 도산의 효과가 TMK가 보유한 자산이나 그 자산을 기초로 발행된 증권에 미치지 않도록 차단된다. 이로써 투자자는 사업주체의 신용이 아니라 오직 유동화 대상 자산의 가치와 현금흐름만을 평가하여 투자 여부를 결정할 수 있다. 이는 PF의 본질인 ‘사업주체로부터의 위험 격리’와 ‘사업성 중심 의사결정’을 법제도의 차원에서 구현한 것이라 할 수 있다.

실무에서는 TMK 외에 합동회사(合同會社)와 익명조합(匿名組合)을 결합한 이른바 GK-TK 스킴도 널리 활용된다. 어느 구조에서든 자금조달의 중심에 놓이는 것은 비소구대출(ノンリコースローン)이다. 비소구대출에서 대주의 상환청구권은 유동화 대상 부동산과 그로부터 발생하는 임대수익·처분대금에 한정되고, 사업주체의 다른 일반재산에는 미치지 아니한다. 따라서 대주는 대출 실행에 앞서 대상 부동산의 입지·임대차 현황·예상 수익률·출구전략(처분 가능

26) 황순주 편, 앞의 보고서(주 27), 16면. 위 보고서는 일본과 네덜란드의 자기자본비율이 각각 30~40% 수준이고, 아키하바라 UDX와 롯폰기힐스의 자기자본 투입비율이 각각 36%, 37%였다고 보고한다.

27) 특정목적회사(特定目的會社, TMK)의 설립 근거법은 「자산의 유동화에 관한 법률」(資産の流動化に関する法律, 1998년 「특정목적회사에 의한 특정자산의 유동화에 관한 법률」로 제정되어 2000년 개정으로 현 명칭으로 변경)이다. TMK는 재무국에 신고한 자산유동화계획에 따라 우선출자·특정사채·특정차입 등으로 자금을 조달하여 특정자산(현물 부동산 또는 부동산 신탁수익권)을 취득하고, 그 자산에서 발생하는 현금흐름으로 채무를 변제·배당하는 도관체(導管體)로서, 자산유동화 및 그 부수업무 외의 업무를 수행할 수 없다. 합동회사(合同會社)와 익명조합(匿名組合)을 결합한 이른바 GK-TK 스킴도 널리 활용된다.

성) 등을 정밀하게 심사할 수밖에 없고, 그 심사의 결과로 발생하는 위험을 스스로 부담한다. 일본의 부동산 PF에서도 시공사의 완공보증은 활용되지만, 한국의 '책임준공+채무인수' 구조처럼 PF 대출 전액에 대한 사실상의 보증으로 확장되는 사례는 드물다. 사업주체가 충분한 자기자본을 투입하고 신용평가회사의 평가를 거쳐 사업성이 검증된 사업만이 PF 대출을 받을 수 있는 시장 구조가 형성되어 있기 때문이다.

일본의 도산절연이 작동하는 법적 메커니즘을 조금 더 구체적으로 보면 다음과 같다. TMK는 자산유동화계획을 감독당국에 신고하고 그 계획에 따라서만 자산을 취득·운용·처분하여야 하며, 계획에 정하여진 자산유동화 및 그 부수업무 외의 업무를 영위할 수 없다. 업무범위가 법률과 계획에 의하여 이중으로 제한되므로 TMK가 다른 사업상 채무를 부담하여 도산할 가능성 자체가 구조적으로 낮아지고, 원사업자로부터 자산이 진정하게 이전된 이상 원사업자의 도산절차가 개시되더라도 그 자산은 도산재단에 편입되지 아니한다. 즉 일본의 도산절연은 당사자의 약정이 아니라 법인의 설립근거와 업무범위를 규율하는 강행규정에 의하여 담보된다는 점에 특징이 있다.

여기서 특히 주목할 것은 양국이 모두 신탁을 활용하면서도 그 기능이 정반대라는 점이다. 일본의 부동산증권화 실무에서 신탁은 부동산을 신탁재산으로 하여 그 수익권을 유동화 대상으로 삼음으로써 자산을 원사업자의 도산위험으로부터 분리하는 '자산 격리 장치'로 기능한다. 이에 비하여 한국의 부동산 PF에서 신탁회사는 앞서 본 바와 같이 책임준공의무를 인수하는 '신용보강 제공자'로 기능한다. 전자에서 신탁은 위험을 자산 단위로 가두어 두는 수단인 반면, 후자에서 신탁은 오히려 신탁회사 본체의 신용을 프로젝트에 끌어들이는 통로가 된다. 동일한 법적 도구가 한쪽에서는 위험을 격리하고 다른 쪽에서는 위험을 확산시키는 것이며, 이 대비는 제도의 유무가 아니라 그 운용 방식이 결정적임을 보여준다.

완공위험의 처리 방식에서도 차이가 확인된다. 일본에서도 개발형 사업에서는 시공사의 완공보증이 활용되지만, 그 보증은 공사의 완성이라는 특정 위험에 대응하는 장치에 머물고, 임대·매각의 부진에서 비롯되는 사업성 위험은 우선출자자와 후순위 투자자가 순차적으로 흡수하는 구조로 설계된다. 자본구조 안에서 위험의 분담 순위가 미리 정하여져 있으므로, 시공사에게 대출원리금 전액을 종국적으로 부담시키는 방식이 굳이 요구되지 아니하는 것이다.

물론 일본 제도가 모든 면에서 우월하다고 볼 것은 아니다. 자산유동화 법제에 따른 구조화는 거래비용과 시간이 상당히 소요되어 소규모 개발사업에는 적합하지 아니하고, 도관체를 통한 자금조달이 활성화될수록 위험이 다수 투자자에게 분산되는 대신 그 소재를 추적하기 어려워지는 문제도 지적된다. 다만 본 연구의 관심은 일본 제도의 전면적 이식에 있지 아니하고, 비소구성이라는 표지가 당사자의 선택이 아니라 제도에 의하여 뒷받침되는 방식 그 자체에 있다.

일본 사례가 우리에게 주는 시사점은, 비소구 구조가 단지 당사자들의 계약상 합의에만 맡겨져 있는 것이 아니라 자산유동화 법제와 도산절연 법리라는 제도적 기반 위에서 작동한다는

점이다. 한국에도 「자산유동화에 관한 법률」에 따른 유동화전문회사(SPC) 제도가 존재하지만, 정작 ‘부동산 PF’라 불리는 거래의 다수는 그러한 도산절연 구조를 통한 진정한 위험 격리가 아니라 시공사·신탁사의 책임준공이라는 인적 신용보강에 의존하고 있다. 즉 한국은 비소구·도산절연을 가능하게 하는 법제도를 이미 갖추고 있으면서도, 실무는 오히려 제3자 신용에 기댄 보증구조로 운용되고 있는 것이다. 이는 제도 자체의 부재가 아니라 제도와 실무의 괴리에서 비롯된 문제이며, 따라서 그 해법도 새로운 제도의 창설보다는 기존 제도의 실질에 부합하는 운용과 규율의 정비에서 찾아야 함을 시사한다.

3. 시사점

미·일 비교법 검토는 두 가지 시사점을 제공한다. 첫째, 주요 선진국에서는 시행사의 자기자본 투입이 ‘프로젝트 위험의 1차 부담자’ 역할을 수행하며, 이로써 PF의 비소구성이 실질적으로 작동한다. 둘째, 시공사·신탁사 등 제3자의 보증은 어디까지나 ‘공사완성 위험’ 등 한정된 위험에 대한 보완 장치이며, PF 대출 전액에 대한 사실상의 보증으로 확장되지 않는다. 즉, 선진국의 PF는 ‘자기자본+제한적 보증’의 구조이며, 한국의 PF는 ‘저자본+전면적 보증’의 구조이다.

이러한 구조적 차이는 PF의 명칭 사용에 있어서도 중요한 함의를 가진다. 영미법계에서 ‘project finance’라고 부를 때 그 명칭은 비소구성과 사업성 의존이라는 본질적 표지를 전제한다. 그러나 한국에서 ‘부동산 PF’라고 부를 때 그 명칭은 위 표지와 무관하게 ‘부동산 개발사업’에 대한 SPC 매개의 대출이라는 형식적 외관만을 가리킨다. 동일한 명칭을 사용하면서도 그 실질적 내용이 전혀 다르다는 점은 ① 학술적 비교 가능성을 저해하고, ② 실무가가 미국·일본의 PF 관련 법리를 한국에 잘못 적용할 위험을 야기하며, ③ 일반 시장참가자에게 위험의 진정한 소재를 오인시키는 결과를 낳는다. 이는 단순한 용어 사용의 문제가 아니라, 법적 평가와 규제 적용의 정합성에 관한 본질적 문제이다.

요컨대 미국과 일본의 제도가 보여주는 공통된 원리는, 부동산 개발금융이 ‘PF’로 불리기 위해서는 위험이 사업주체의 자기자본과 프로젝트 자산에 의하여 1차적으로 흡수되고, 대주가 그 위에서 잔여위험을 심사·부담하여야 한다는 것이다. 제3자의 인적 신용보강은 어디까지나 보완적 지위에 머물러야 하며, 그것이 위험의 주된 귀속처가 되는 순간 그 거래는 더 이상 PF가 아니라 보증부 대출로 평가되어야 한다. 미국은 HVCRE 자본규제를 통하여 대주가 위험을 회피하지 못하도록 강제하고, 일본은 자산유동화·도산절연 법제를 통하여 위험이 사업주체로부터 격리되도록 보장한다. 두 나라 모두 ‘비소구성’이라는 PF의 표지가 시장의 선의에 맡겨지는 것이 아니라 제도에 의하여 뒷받침되도록 한 것이다. 한국형 부동산 PF는 바로 이 경계를 넘어서는 구조이며, 그러한 점에서 본 연구가 제기하는 ‘명칭과 실질의 괴리’는 비교법적으로도 분명하게 확인된다.

그렇다면 한국이 미국·일본의 제도에서 취하여야 할 교훈은 무엇인가. 핵심은 비소구성을 ‘선언’하는 데 있는 것이 아니라 그것이 실제로 작동하도록 ‘제도화’하는 데 있다. 미국은 자기 자본의 질과 양을 규제하여 위험의 1차 부담자를 사업주체로 못박고, 일본은 도산절연 법제를 통하여 위험을 자산 단위로 격리한다. 두 나라 모두 비소구라는 결과를 시장 관행이나 당사자의 선의에 맡기지 않고, 자본규제·유동화법제라는 강제력 있는 장치로 뒷받침한다는 공통점을 가진다. 한국은 자산유동화법·신탁법 등 비소구·도산절연을 가능하게 하는 법적 도구를 이미 보유하고 있으므로, 새로운 제도를 창설하기보다 기존 제도가 본래의 기능을 발휘하도록 회계·건전성·계약 규율을 정비하는 것이 보다 현실적이고 시급한 과제이다.

IV. 개선방안

앞서 살펴본 바와 같이, 한국 부동산 PF는 PF의 본질적 표지인 ① 사업주체와 분리된 SPC, ② 비소구 또는 제한적 소구 구조, ③ 프로젝트 현금흐름 의존성을 모두 충족하지 못한다. 시행사의 자기자본은 평균 3% 수준에 불과하여 ‘위험의 1차 부담자’로 기능할 수 없고, 시공사·신탁사의 책임준공 약정과 채무인수 약정이 PF 대출 전액에 대한 사실상의 보증으로 작동하며, 그 결과 위험은 ‘프로젝트 내부’가 아니라 ‘제3자의 신용’에 귀속된다. 이는 비소구성이라는 PF의 정체성을 근본적으로 훼손하는 구조이다.

그렇다면 이러한 거래를 ‘PF’라고 부르는 것이 정당한가. 본 연구는 한국 부동산 PF에 대하여 ‘PF’라는 명칭을 폐기하거나, 적어도 그 명칭을 쓸 때 영미법상 PF와의 본질적 차이를 분명히 밝혀야 한다고 본다. 명칭과 실질의 괴리가 단순한 용어 문제가 아니라 회계·감독·시장의 세 층위에서 구체적인 왜곡을 낳기 때문이다.

무엇보다 회계·감독 체계의 정합성이 무너진다. 부외부채 처리, SPC 비연결, 사업주체의 한정 책임 같은 회계상 효과는 ‘PF는 비소구 금융’이라는 전제 위에서만 정당화된다. 그러나 한국형 부동산 PF에서는 시공사·신탁사가 사실상 PF 대출 전액의 보증인이면서도 그 우발채무가 재무제표에 충분히 잡히지 않는 경우가 많다. 국제회계기준(IFRS 10)은 ‘지배력’을 기준으로 SPC의 연결 여부를 가리는데, 시공사가 책임준공을 통해 사실상 SPC의 변동이익에 노출되어 있으면서도 형식상 지분이 없다는 이유로 비연결 처리되면, 위험은 지면서 그 위험이 장부에는 드러나지 않는 괴리가 생긴다. T건설이 워크아웃 직전까지 관련 손실을 인식하지 않다가 신청과 동시에 1조 4,569억원을 한꺼번에 반영한 것이 그 단면이다.

건전성 규제에도 사각지대가 열린다. 금융기관이 시공사나 시행사에 직접 대출하면 동일한 신용공여한도 같은 규제가 걸리지만, 같은 시공사를 ‘책임준공 보증인’으로 세우고 SPC를 차

주로 내세우면 그 규제를 비켜갈 여지가 생긴다. 형식상 차주는 SPC라 시공사에 대한 신용공여로 집계되지 않지만, 실질은 시공사의 신용에 기댄 대출이기 때문이다. 이 문제는 기촉법상 신용공여 산정에서 PF 보증채무를 중복 계상하는 분쟁 등으로 실제 불거지고 있다.

이러한 분쟁의 대표적 예가 기촉법상 워크아웃 절차에서의 신용공여 중복 산정 문제이다. 부동산 PF가 부실화되어 공동관리절차가 개시되면, 하나의 PF 대출을 둘러싸고 대출채권자인 PF 대주와 책임준공·채무인수 의무를 지는 시공사, 손해배상의무를 지는 신탁사, 보증을 제공한 주택도시보증공사 등이 각자 차주에 대한 권리를 주장하므로, 이들의 신용공여를 그대로 합산하면 하나의 위험이 중복 계상된다. T건설 워크아웃 당시 PF 보증채무 규모가 보도에 따라 약 4조 6천억원에서 19조원대까지 엇갈렸던 것도 이러한 중복 산정 가능성과 무관하지 않다. 그런데 기촉법은 채무자회생법 제126조와 같은 다수당사자 채권관계 조정 규정을 두지 않아, 책임준공 손해배상이나 자금보충처럼 '보증'의 형식을 취하지 않는 신용보강을 누구의 신용공여로 볼지가 분명하지 않다. 이 역시 위험이 프로젝트가 아니라 제3자의 신용에 분산·중첩되어 귀속되는 한국형 구조의 한 단면으로서, 형식이 아닌 실질에 따라 신용공여의 귀속을 판단하는 규율이 도산·구조조정 국면에도 요구됨을 보여준다.

시장참가자의 위험 인식도 뒤틀린다. 'PF'라는 이름은 비소구 금융을 연상시키지만, 정작 투자자나 채권자가 노출된 것은 시공사 본체의 신용 위험인 경우가 많다. 신용평가사가 시공사 신용등급에 PF 우발채무를 제대로 반영하지 못한 탓에 T건설 사태 직전까지 시공사 본체에 높은 등급이 매겨져 있었던 것이 그 예다. 이름이 실질을 가리는 한, 투자자는 자신이 실제로 무슨 위험을 지는지 모른 채 판단하고, 위험은 시장에서 제값으로 매겨지지 못한다.

한국형 부동산 PF의 실질에 부합하는 새로운 법적 범주는 어떻게 설정되어야 하는가? 본 연구는 잠정적으로 '신용보강부 부동산개발금융(Credit-Enhanced Real Estate Development Finance)'이라는 명칭을 제안한다. 이 범주는 다음과 같은 표지를 갖는다.

(1) SPC를 차주로 하지만 그 위험이 사업주체의 자기자본만으로 부담되지 못하고 시공사·신탁사·증권사 등 제3자의 신용보강에 의존하는 구조이며, (2) 그 신용보강이 단순한 공사 완성 위험 등에 한정되지 아니하고 PF 대출원리금 전액에 대한 사실상의 보증 또는 채무인수에 이르는 구조이다. 이 범주에 해당하는 거래에 대하여는 다음과 같은 법적 효과를 규율하여야 한다.

첫째, 회계기준상 신용보강 제공자(시공사·신탁사 등)의 재무제표에 우발채무를 충실히 인식하도록 한다. 책임준공 약정이 '사실상 보증'으로 평가되는 경우(대법원 2014다75349 판결 법리), 그 우발채무는 단순 주석 공시가 아닌 충당부채 또는 금융보증부채로 인식되어야 한다.²⁸⁾ 구체적으로는, 책임준공 미이행으로 채무인수가 현실화될 가능성이 높고 그 금액을 신뢰

28) 국제회계기준 IFRS 10(연결재무제표)은 '지배력'을 기준으로 SPC의 연결 여부를 판단하도록 한다. 우리나라 K-IFRS도 이를 동일하게 채택하고 있으나, 책임준공 약정이 '사실상 보증'으로 평가되는 경우 지배력 판단에

성 있게 추정할 수 있다면 충당부채로 인식하고, 아직 그러한 단계에 이르지 않은 경우에도 책임준공 약정이 실질적으로 금융보증계약의 성격을 가지는 한 그에 상응하는 부채와 비용을 인식하는 것이 거래의 경제적 실질에 부합한다. 현행 실무가 책임준공 약정을 대체로 우발부채 주석 공시에 그치게 하는 것은 그것을 ‘공사완성 의무’라는 형식적으로만 파악하기 때문이다. 그러나 그 실질이 보증인 이상 보증에 준하는 회계처리가 이루어져야, T건설 사례에서 보았던 ‘우발채무의 일시적·대규모 현실화’에 따른 회계 충격을 사전에 평준화하고 시장에 미리 경고할 수 있다.

이 문제가 최근에 비로소 제기된 것이 아니라는 점도 유의할 필요가 있다. 이미 2008년의 연구는 건설사의 PF 우발채무가 연대보증·지급보증·채무인수·책임준공 등으로 구성됨에도 통상 지급보증(또는 연대보증)에 대해서만 감사보고서 주석사항에 기재되고, 신용평가기관 역시 지급보증과 채무인수의 규모만을 제공할 뿐 책임준공의 규모는 누락되는 경우가 빈번하여 실질적인 PF 우발채무의 정확한 규모를 파악하기 어렵다고 지적한 바 있다.²⁹⁾

다만 이 제안을 실현함에 있어서는 우리 회계기준 체계의 특성을 고려하여야 한다. K-IFRS는 국제회계기준(IFRS)을 전면적으로 수용한 체계이므로, 국내 입법이나 감독규정으로 특정 거래의 회계처리를 독자적으로 창설·강제하는 것은 기준의 국제적 정합성을 훼손할 우려가 있다. 따라서 실현 경로는 다음 세 가지로 나누어 검토할 필요가 있다.

첫째는 기준의 해석·적용 차원이다. 현행 K-IFRS는 충당부채·우발부채에 관한 기준과 금융상품에 관한 기준을 이미 두고 있으므로, 책임준공 약정이 그 실질에 있어 금융보증계약의 요건을 충족하는지에 관한 해석지침 또는 질의회신을 통하여 실무의 혼선을 정리할 수 있다. 이는 기준 자체의 개정 없이 가능하다는 점에서 가장 현실적이며, 회계기준의 국제적 정합성과도 충돌하지 아니한다. 둘째는 감리 실무 차원이다. 감독당국이 PF 신용보강 관련 우발채무의 인식·공시를 회계감리의 중점점검사항으로 지정함으로써, 기준의 해석이 실무에서 일관되게 적용되도록 유도할 수 있다. 셋째는 공시규제 차원이다. 회계기준상 부채로 인식되지 아니하는 경우에도, 사업보고서 등 공시서류에 신용보강의 유형별·사업장별 잔액과 우발채무의 현실화 가능성을 구체적으로 기재하도록 의무화하는 것은 회계기준 체계를 건드리지 아니하면서 정보 비대칭을 해소하는 방안이 된다.

이 세 번째 경로는 이미 부분적으로 실행에 옮겨졌다. 금융감독원은 2024년 1월 「건설회사의 건설계약 관련 우발부채 주석공시 모범사례」를 마련하여, 건설회사의 부동산 PF 우발부채

있어 추가 고려가 필요하다는 견해가 유력하다. 한국회계기준원, “특수목적기구의 연결 여부 판단”, 회계감리사례, 2022 참조.

29) 고성수·최은영, 앞의 글(주 2), 192면. 위 글은 신용평가기관이 지급보증과 채무인수의 규모만을 제공하고 책임준공의 규모는 누락하는 경우가 빈번하다는 점을 지적하면서, 다만 책임준공은 법률적·실질적 효과에서 지급보증이나 채무인수와 차이가 있으므로 해당 연구에서는 지급보증과 채무인수만을 PF 우발채무로 정의한다고 밝히고 있다.

규모를 일목요연하게 파악할 수 있도록 종합요약표 양식을 제시하고, 사업 단계·유형별 우발부채 규모와 기초자산 만기별 익스포저를 기재하도록 하였으며, 비교가능성을 높이기 위하여 용어를 통일하고 현재 익스포저(보증금액)와 최대 익스포저(보증한도)를 필수 기재사항으로 정하였다. 아울러 우발부채 공시를 재무제표 중점심사 회계이슈로 선정하여 감리 차원의 점검을 예고하였다.³⁰⁾

이러한 조치는 T건설 사태를 계기로 신용보강 익스포저의 불투명성이 문제된 데 대한 감독당국의 대응으로서 본 연구의 문제의식과 방향을 같이하나, 그것은 어디까지나 ‘공시의 충실화’에 머무르는 것이고, 책임준공의 경제적 실질이 보증에 준하는 이상 그 우발채무를 언제 재무제표상 부채로 인식할 것인지의 문제는 여전히 해결되지 아니한 채 남아 있다. 2008년의 지적으로부터 약 16년이 지난 뒤에야 공시 차원의 정비가 이루어졌다는 사실은, 책임준공이 공시의 사각지대에 놓여 있던 기간이 그만큼 길었음을 보여준다. 요컨대 공시규제는 정보 비대칭을 완화하는 데 유효하나 위험의 인식 그 자체를 대체하지는 못하며, 본 연구가 제안하는 회계상 인식의 정비는 그 다음 단계의 과제에 해당한다.

둘째, 건전성 규제상 신용보강 제공자가 부담하는 우발채무를 동일인 신용공여한도, 자기자본비율 등 산정에 충실히 반영하도록 한다. 이는 시공사·신탁사가 본체 신용 한도를 초과하는 PF 보증을 누적하는 것을 사전에 차단하는 효과를 갖는다. 나아가 금융기관의 관점에서, 형식상 SPC에 대한 대출이라 하더라도 그 상황이 실질적으로 특정 시공사의 책임준공에 의존한다면 해당 익스포저를 그 시공사에 대한 신용공여로 보아 동일인·동일차주 한도 규제에 합산하는 것이 위험의 실질에 부합한다. 앞서 본 미국의 HVCRE 규제가 자기자본이 부족한 ADC 대출에 가중 위험가중치를 부과하여 대주로 하여금 위험을 내부화하도록 한 것처럼, 우리도 신용보강에 과도하게 의존하는 PF 익스포저에 대하여 위험가중치·충당금을 차등화함으로써 대주와 신용보강 제공자 양측이 위험을 회피하지 못하도록 유도할 필요가 있다.

이 제안과 관련하여서는 그것이 현행 법령의 해석론으로 가능한지, 아니면 입법론에 속하는지를 구별할 필요가 있다. 은행법·상호저축은행법 등 각 업권 법령은 동일차주 또는 동일인에 대한 신용공여한도를 규정하면서, 신용위험을 공유하는 자를 하나의 차주로 묶어 산정하도록 하고 있다. 이 ‘신용위험의 공유’라는 요소에 착안한다면, 형식상 차주가 SPC라 하더라도 그 상황이 실질적으로 특정 시공사의 신용에 의존하는 경우 양자를 하나의 신용위험 단위로 파악할 여지가 전혀 없는 것은 아니다.

그러나 해석론만으로 이를 관철하기에는 한계가 있다. 신용공여는 그 상대방에게 자금을 공여하거나 그의 채무를 보증하는 것을 개념요소로 하는데, 신용보강을 제공한 시공사는 대주로

30) 금융감독원, 「건설회사의 건설계약 관련 우발부채 주석공시 모범사례 마련: 건설회사의 부동산 PF 관련 잠재위험이 보다 체계적이고 일관되게 공시됩니다」 보도자료, 2024. 1. 2. 같은 취지의 감독방향으로 금융감독원, 「부동산PF 사업성 평가기준 개선방안」, 2024. 5.도 참조.

부터 자금을 공여받은 자가 아니라 오히려 대주에 대하여 의무를 부담하는 자이기 때문이다. 즉 위험의 방향은 시공사에게 귀속되지만, 자금의 흐름이라는 형식적 표시는 그와 일치하지 아니한다. 따라서 규제의 예측가능성과 명확성의 요청을 고려하면, 해석에 의한 확장보다는 근거규정의 정비가 바람직하다.

구체적으로는 각 업권의 감독규정에 '특수목적법인에 대한 여신으로서 그 상황이 제3자의 신용보장에 실질적으로 의존하는 경우 해당 신용보장 제공자에 대한 신용공여로 보아 한도 산정에 합산한다'는 취지의 간주규정을 두는 방안을 생각할 수 있다. 이때 '실질적 의존'의 판단 기준(신용보장의 범위가 대출원리금 전액에 미치는지, 사업주체의 자기자본비율이 일정 수준에 미달하는지 등)을 함께 규정하여야 규제의 명확성이 확보된다. 아울러 은행·저축은행·여신전문금융회사·상호금융이 각기 다른 법률과 감독규정의 적용을 받는 현행 체계에서는, 어느 한 업권만 규율을 강화할 경우 규제차익이 발생하여 위험이 규제가 느슨한 업권으로 이동할 수 있으므로, 업권 간 통일적 정비가 병행되어야 한다.

셋째, 시행사의 자기자본 투입을 '위험 부담의 1차적 책임자'로서의 최소 요건으로 제도화한다. 정부는 2024년 11월 「부동산 PF 제도 개선방안」을 통하여 시행사의 자기자본비율을 2028년까지 20% 수준으로 단계적으로 상향하고, 자기자본비율이 낮은 사업장에 대해서는 금융기관의 자본금·충당금 적립을 차등화하는 방안을 제시하였다.³¹⁾ 이는 본 연구가 제안하는 방향과 일치하며, 향후 입법화·규제화 과정에서 단순한 행정지도가 아닌 자본시장법 또는 은행업감독규정상 명시적 의무로 격상되어야 한다.³²⁾ 다만 자기자본 요건을 제도화할 때에는 그 '자기자본'의 질(質)에 관한 정의가 함께 마련되어야 한다. 앞서 본 미국 HVCRE 규제가 차입자금이나 수분양자의 분양대금을 자기자본 기여로 인정하지 않는 것처럼, 한국에서도 외부 차입이나 분양대금 유입을 자기자본으로 위장하는 것을 방지하는 기준이 없으면, 형식상 20%라는 수치만 채우고 실질적 위험부담능력은 여전히 결여되는 결과가 초래될 수 있기 때문이다.

넷째, 책임준공 약정 자체에 대한 규율도 정비되어야 한다. 2025년 3월 정부가 발표한 「책임준공 개선방안」은 책임준공 기한 도과일수에 따른 시공사 채무인수 비율의 비례적 차등화, 자기자본비율 40% 이상 사업장의 책임준공 의무 면제 등을 내용으로 하는데, 이는 책임준공이 '공사완성 의무'가 아닌 '대출 보증'으로 변질된 현실을 행정청이 사실상 인정한 결과로 평가된다. 그렇다면 향후 입법은 ① 책임준공 미이행 시 시공사의 책임을 '공사 지연으로 인한 손해 배상'에 한정하고, ② PF 대출 전액에 대한 자동 채무인수 약정을 원칙적으로 금지하거나 제한하며, ③ 자기자본비율에 따라 책임준공 약정의 효력을 차등화하는 방향으로 나아가야 한다.³³⁾

31) 국토교통부·기획재정부·금융위원회, 「부동산 PF 제도 개선방안」 보도자료, 2024. 11. 14., 3~4면.

32) 박선종, "[EBN 칼럼] 부동산 PF와 금융규제", EBN, 2024. 9. 19. 동 칼럼은 자기자본 30% 수준의 선진국 시행사를 민법상 '성년'에, 자기자본 3%에 불과한 국내 시행사를 '미성년자' 또는 '제한능력자'에 비유하면서, "미성년자나 제한능력자에게 성년과 동일한 권리능력을 부여한 것은 근본적인 문제"라고 지적한다. 동 칼럼은 또한 국내 부동산 PF의 구조적 문제를 비소구금융 원칙의 형해화와 건설사 보증의 그림자금융화에서 찾는다.

이러한 규율은 책임준공 제도 자체를 폐지하자는 것이 아니라, 그것을 본래의 기능인 ‘공사완성의 담보’로 되돌리고 사업성 위험까지 시공사에 전가하는 현재의 관행을 제한하자는 것이다. 책임준공이 공사완성 위험에 한정될수록 대주는 사업성 위험을 스스로 심사·부담할 수밖에 없게 되고, 이는 다시 대주의 여신심사 기능을 정상화하는 선순환으로 이어진다.

다만 위 제안 가운데 ‘PF 대출 전액에 대한 자동 채무인수 약정의 원칙적 금지 또는 제한’은 사인 간의 계약 내용에 대한 개입이라는 점에서 그 규율 방식과 정당화 근거를 분명히 하여야 한다. 이 문제는 규율이 사법상 효력의 제한으로 이루어지는지, 아니면 감독규제상 의무의 부과로 이루어지는지에 따라 그 성질과 한계를 달리한다.

먼저 사법상 효력을 제한하는 방식, 즉 그러한 약정을 무효로 하거나 그 효력범위를 범정하는 방식은 계약자유의 원칙에 대한 중대한 제한에 해당한다. 부동산 PF의 당사자는 대체로 상인 또는 전문적 금융기관이어서 정보력과 교섭력의 현저한 불균형을 일반적으로 전제하기 어렵고, 그러한 거래에 대한 후견적 개입은 정당화되기 쉽지 않다. 따라서 사법상 통제는 일반조항이나 약관규제 법리를 통하여 개별 사안에서 사후적으로 이루어지는 것이 원칙이며, 채무인수 약정 일반을 사전적·일률적으로 무효화하는 입법은 과잉금지의 관점에서 정당화되기 어렵다고 본다. 다만 시공사가 부담하는 채무인수의 범위가 그가 취득하는 도급이익에 비하여 현저히 불균형하고, 그 불균형이 교섭력의 격차에서 비롯된 경우라면 개별적 통제의 여지는 남는다.

이에 비하여 감독규제상 의무를 부과하는 방식은 규율의 수범자가 금융기관이라는 점에서 정당화가 상대적으로 용이하다. 즉 약정 자체의 사법상 효력은 그대로 두면서, 금융기관이 그러한 약정에 의존하여 여신을 실행하는 경우 위험가중치·충당금 부담을 가중하거나 해당 익스포저를 신용공여한도에 합산하도록 하는 방식이다. 이는 금융기관의 건전성 확보라는 공익목적에 직접 봉사하고, 계약의 사적 효력을 부정하지 아니하면서도 시장의 유인구조를 바꾼다는 점에서 침해의 정도가 작다. 본 연구가 제안하는 규율도 원칙적으로 이 방식에 의하는 것이 타당하며, 사법상 효력의 제한은 보충적·예외적 수단에 머물러야 한다.

물론 감독규제 방식에도 한계는 있다. 규제의 수범자가 아닌 대주에게로 자금공급이 이동하는 규제차익이 발생할 수 있고, 단기적으로는 PF 자금조달의 위축을 초래할 수 있다. 따라서 업권 간 통일적 규율과 단계적 이행이 함께 고려되어야 한다.

다섯째, 규제와 의무 부과와 일변도에 그치지 아니하고, 진정한 의미의 PF 구조를 채택하는 사업에 대하여는 적극적 유인(incentive)을 제공하는 방안이 병행되어야 한다. 예컨대 시행사가 일정 수준 이상의 자기자본을 투입하고 시공사·신탁사의 전면적 신용보강에 의존하지 아니하는 비소구 구조를 갖춘 사업에 대하여는, 금융기관의 위험가중치·충당금 부담을 경감하거나, 주택도시보증공사 등의 보증·금융지원을 우대하고, 세제상 혜택을 부여하는 방안을 고려할 수

33) 김·장 법률사무소, “책임준공 개선방안 발표 및 주요 내용”, 2025. 3. 21. 자 뉴스레터; 금융위원회·금융감독원·기획재정부·국토교통부, 「부동산 PF 상황 점검회의」 보도자료, 2025. 3. 19.

있다. 이는 앞서 본 미국의 HVCRE 규제가 차주의 자기자본 15% 이상 기여 사업을 가중 위험 가중치에서 면제하는 것과 같은 맥락으로서, ‘저자본·고보증’ 구조를 제재하는 데 그치지 않고 ‘적정자본·비소구’ 구조로의 자발적 전환을 유도하는 긍정적 규율이다. 규제가 회피의 대상으로 전락하지 않으려면, 바람직한 구조를 선택하는 것이 사업자에게도 유리하도록 유인 체계를 설계할 필요가 있다.

이러한 유인 제공은 비용이 아니라 투자로 이해되어야 한다. 부실 PF가 현실화되어 사후적으로 투입되는 공적 자금과 시장 안정화 비용에 비하면, 사전에 건전한 구조로의 전환을 유도하는 데 드는 비용은 훨씬 작기 때문이다. 2011년 저축은행 사태의 수습이나 2022년 레고랜드 사태 이후의 시장 안정화 조치가 보여주듯, 위험이 현실화된 뒤의 대응은 막대한 사회적 비용을 수반한다. 따라서 ‘적정자본·비소구’ 구조에 유인을 제공하는 것은 단순한 시혜가 아니라, 반복되는 위기의 사회적 비용을 줄이는 예방적 투자에 해당한다.

나아가 본 연구는 학술적·실무적 논의에서 한국 부동산 PF를 ‘영미법상 PF(international project finance)’와 명확히 구별하여 지칭할 것을 제안한다. 잠정적인 표현으로는 ‘한국형 부동산 PF(Korean-style real estate PF)’ 또는 본 연구가 제안한 ‘신용보강부 부동산개발금융’ 등을 고려할 수 있다. 이는 단순한 학술적 명명이 아니라, 회계기준·건전성 규제·여신심사 가이드라인 등 후속 제도 설계의 출발점이 된다.

이러한 재정의는 단순히 명칭을 바꾸는 것을 넘어, 그 거래에 부여되는 법적 효과를 실질에 맞게 재배열하는 것을 의미한다. ‘PF’라는 명칭이 비소구성·부외처리·한정책임이라는 일련의 효과를 자동으로 끌어오는 ‘꼬리표’로 기능하는 현재의 관행에서는, 명칭을 부여받는 순간 실질 심사 없이 그 효과들이 따라붙는다. 그러나 ‘신용보강부 부동산개발금융’이라는 범주는 그 명칭 자체가 ‘이 거래의 위험은 제3자의 신용보강에 의존한다’는 실질을 드러내므로, 그에 상응하는 회계상 우발채무 인식과 건전성 규제상 신용공여 산입이 자연스럽게 연결된다. 명칭이 실질을 가리는 것이 아니라 실질을 드러내도록 하는 것, 그것이 본 연구가 제안하는 재정의의 핵심이다.

물론 시장에서 이미 정착된 ‘PF’라는 용어를 즉각 폐기하는 것은 실무적으로 어려울 수 있다. 그러나 적어도 다음 두 가지는 명확히 해야 한다. 첫째, 학술적·법적 평가에서는 한국형 부동산 PF가 영미법상 PF의 본질적 표지를 결여한 ‘제한적 의미의 PF’ 또는 ‘유사 PF’임을 명시하여야 한다. 둘째, 회계·감독 실무에서는 ‘PF’라는 명칭을 사용한다는 사정만으로 비소구성·부외부채 처리·한정 책임 등의 효과를 자동으로 인정하지 아니하고, 거래의 경제적 실질에 따라 보증·신용공여로 재구성하는 ‘실질 우선(substance-over-form)’의 원칙을 일관되게 적용하여야 한다.

이상의 다섯 가지 규율을 실현하는 방식으로는, 단일한 특별법을 제정하는 방안과 기존 법령을 부분적으로 정비하는 방안을 모두 상정할 수 있다. 전자는 ‘신용보강부 부동산개발금융’

이라는 새로운 범주를 명문화하고 그에 대한 회계·건전성·계약상 규율을 일괄하여 규정하는 방식으로, 규율의 정합성과 명확성을 확보할 수 있다는 장점이 있다. 후자는 자본시장법·은행업감독규정·외부감사법 및 관련 회계기준·신탁업 감독규정 등 개별 법령을 각각 정비하는 방식으로, 입법 부담이 작고 단계적 이행이 가능하다는 장점이 있다. 어느 방식을 택하든 핵심은, 'PF'라는 명칭이 부여하는 비소구성·부외처리·한정책임의 효과를 거래의 실질이 그것을 정당화하는 경우에 한하여 인정하고, 그렇지 못한 경우에는 보증·신용공여의 실질에 따라 규율한다는 일관된 원칙을 관철하는 데 있다.

다만 이러한 규율을 도입함에 있어서는 시장에 미치는 충격을 고려한 단계적 이행이 필요하다. 자기자본비율 상향이나 책임준공 규율의 강화가 급격하게 이루어질 경우, 단기적으로는 PF 자금조달이 위축되어 정상적인 개발사업까지 어려움을 겪을 수 있기 때문이다. 정부가 자기자본비율 목표를 2028년까지 단계적으로 상향하기로 한 것도 이러한 연착륙의 고려를 반영한 것으로 볼 수 있다. 따라서 규율의 강화와 함께, 앞서 본 다섯째 방안과 같이 바람직한 구조로 전환하는 사업주체에게 유인을 제공하는 '채찍과 당근'의 병행이 현실적인 이행 경로가 될 것이다.

V. 결 론

본 연구는 한국 부동산 PF가 영미법상 PF의 본질적 표지인 비소구성·SPC 독립성·사업성 의 존성을 모두 결여한 구조임을 검토하였다. 시행사의 자기자본은 평균 3% 수준에 불과하여 위험 부담의 1차 책임자로 기능하지 못하고, 시공사·신탁사의 책임준공 약정과 채무인수 약정이 PF 대출 전액에 대한 사실상의 보증으로 작동하며, 그 결과 위험은 '프로젝트 내부'가 아니라 '제3자의 신용'에 귀속된다. 대법원 2014다75349 판결은 이러한 책임준공 약정의 '보증으로서의 경제적 실질'을 명시적으로 인정하였고, 2018다275888 판결은 PF의 본질을 '사업성 중심 금융'으로 재확인함으로써 한국 부동산 PF 실무가 그 본질에서 얼마나 벗어나 있는지를 역설적으로 드러냈다.

또한 본 연구는 한국형 부동산 PF의 또 다른 구조적 특징으로 대주의 위험 회피를 지적하였다. 미국의 대주가 HVCRE 자본규제 등에 의하여 스스로 위험을 내부화하도록 강제되는 것과 달리, 한국의 대주는 제3자의 신용보강을 여신조건으로 요구함으로써 사업위험에서 이탈하고 선순위로 우선 회수하는 지위에 선다. 이는 PF에서 대주가 본래 수행하여야 할 사업성 심사·위험 부담 기능의 상실을 의미한다.

2023년 T건설 워크아웃 사례는 이러한 구조적 모순을 가장 선명하게 보여준 실증 사례이다.

자기자본 8,469억원의 회사가 약 3조 7,000억원의 PF 우발채무를 부담하고 있었고, 그 우발채무가 일시에 현실화되면서 회사 전체가 워크아웃에 들어갔다. 만약 한국 부동산 PF가 진정한 의미의 비소구 금융이었다면, '시공사'에 불과한 T건설이 PF 사업장의 부실 때문에 워크아웃에 들어갈 이유는 없었을 것이다. 미·일 비교법 검토 또한 같은 결론을 가리킨다. 주요 선진국에서는 시행사의 자기자본 투입(30~40%)이 1차 위험 부담의 기능을 수행하고, 시공사 보증은 공사완성 위험에 한정되는 보완 장치로 작동한다.

이러한 분석을 토대로 본 연구는 한국 부동산 PF에 대하여 'PF'라는 명칭을 폐기하거나 적어도 그 명칭과 실질을 구별하여 사용할 것을 제안하였다. 그 대안적 법적 범주로서 '신용보강부 부동산개발금융'을 제시하고, 이 범주에 대하여는 ① 신용보강 제공자의 우발채무 충실 인식, ② 건전성 규제상 신용보강 우발채무의 산입, ③ 시행사 최소 자기자본비율 의무화, ④ 책임준공 약정의 실질에 부합하는 입법적 정비, 그리고 ⑤ 진정한 PF 구조에 대한 적극적 유인의 제공이라는 다섯 가지 후속 규율을 제안하였다.

본 연구는 한국 부동산 PF의 법적 성격을 그 명칭과 경제적 실질의 괴리라는 관점에서 재조명하고, 비교법적 검토를 통하여 그 괴리가 우연한 것이 아니라 자기자본·신용보강·대주의 위험 인수라는 세 축에서 구조적으로 비롯됨을 밝혔다. 다만 본 연구는 공간(公刊)된 자료와 공개된 판례·정책자료에 기초한 것이어서, 개별 PF 사업의 계약서나 금융기관 내부 여신심사 기준과 같은 1차 자료에 대한 실증적 분석에는 이르지 못한 한계가 있다. 또한 회계기준상 우발채무 인식과 건전성 규제상 신용공여 산입의 구체적 기준을 정립하는 작업은 회계학·감독실무와의 학제적 후속 연구를 요한다. 이러한 과제들은 향후의 연구로 남긴다.

그동안 한국 부동산 PF를 둘러싼 논의는 자기자본비율을 몇 퍼센트로 올릴지, 책임준공 기준을 어떻게 조정할지와 같은 개별 수치의 문제에 머물러 왔다. 그러나 이러한 조정은 '이 거래가 과연 PF인가'라는 물음을 비껴간 채로는 미봉책에 그친다. 위험이 프로젝트가 아니라 제3자의 신용에 얹혀 있는 구조를 그대로 두고 이름만 'PF'로 부르는 한, 회계는 위험을 가리고 규제는 사각지대를 남기며 시장은 위험의 소재를 잘못 읽는다. 본 연구가 굳이 명칭과 법적 범주의 재검토라는 우회로를 택한 이유가 여기에 있다.

한국 부동산 PF는 'PF'가 아니다. 비소구성을 결여한 저자본·고보증 구조의 부동산개발금융이며, 그 위험은 시공사와 신탁사의 본체 신용으로 사슬처럼 이어져 있다. 이 거래를 실질에 맞는 이름으로 부르고 그 이름에 맞게 규율하는 것, 본 연구가 제안한 '신용보강부 부동산개발금융'으로의 재정의는 그 첫걸음이다. ▣

참 고 문 헌

[단행본]

박동규, 「프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제」, 서울:명경사, 2007.

[논문]

고성수·최은영, “건설사 우발채무의 측정과 기업가치에 관한 연구”, 「국토연구」, 제59권 (2008. 12), 189~202면.

김진·사공대창, “부동산 PF(Project Finance) 대출의 부실화 요인에 관한 연구”, 「국토계획」, 제44권 제5호(2009. 10), 175~191면.

오정현, “부동산 PF 사업에서의 신용공여 산정문제에 대한 법률적 검토: 기촉법에서의 신용공여 중복 산정문제를 중심으로”, 「은행법연구」, 제18권 제4호(2025. 12), 207~236면.

이아림, “부동산 PF 문제 해설: 빚으로 쌓아 올린 한국의 부동산 시장”, 「사회운동」(사회진보연대), 2024. 3., 142~145면.

한소은, “부동산개발금융의 시행규제 및 최근 PF시장 이슈 점검”, 「건설법연구」, 제12호 (2024. 9.), 65~80면.

황순주 편, 「부동산 PF 구조개선 방안에 관한 연구」, 연구보고서 2025-07, 세종: 한국개발연구원, 2025.

한국개발연구원(KDI), “갈라파고스적 부동산PF, 근본적 구조개선 필요”, 「KDI FOCUS」, 제138호(2024. 11.).

한국기업평가, “건설산업 2023년 3분기 실적 및 업황 점검”, 한국기업평가, 2023. 11. 17.

[정부·감독기관 자료]

국토교통부·기획재정부·금융위원회, 「부동산 PF 제도 개선방안」 보도자료, 2024. 11. 14.

금융감독원, 「건설회사의 건설계약 관련 우발부채 주석공시 모범사례 마련」 보도자료, 2024. 1. 2.

금융감독원, 「부동산PF 사업성 평가기준 개선방안」, 2024. 5.

금융위원회, 「태영건설의 워크아웃 신청 관련 정부 대응방향」 보도자료, 2023. 12. 28.

금융위원회·금융감독원·기획재정부·국토교통부, 「부동산 PF 상황 점검회의」 보도자료, 2025. 3. 19.

태영건설, 「2023년 사업보고서」, 금융감독원 전자공시시스템(DART).

[판례]

대법원 2015. 10. 29. 선고, 2014다75349 판결.

대법원 2021. 5. 7. 선고, 2018다275888 판결.

서울중앙지방법원 2025. 5. 30. 선고, 2024가합69485 판결.

[외국문헌]

Glancy, David & Robert Kurtzman, How do capital requirements affect loan rates? Evidence from high volatility commercial real estate, Review of Corporate Finance Studies, Vol. 11. no. 1, 2022.

Glancy, David, Robert Kurtzman, Lara Loewenstein & Joseph Nichols, Recourse as shadow equity: Evidence from commercial real estate loans, Real Estate Economics, Vol. 51. no. 5, 2023.

Abstract

A Study on the Improvement of Korea's Real Estate Project Finance System

- Focusing on Implications from the U.S. and Japanese Systems -

Lee, Jin-Joo

Park, Sun-Jong

This study argues that the transactions commonly referred to as “real estate PF” in Korea lack the essential features of genuine project finance—non-recourse character, the independence of the special purpose vehicle, and reliance on project cash flows. The equity of Korean developers averages only about 3 percent, and this lack of risk-bearing capacity is substituted by third-party credit enhancement, such as the contractor’s responsible-completion undertaking and debt assumption, and the trustee’s responsible-completion trust. The Supreme Court (e.g., 2014Da75349) has recognized that the economic substance of a responsible-completion undertaking is that of a guarantee. Moreover, instead of bearing project risk itself, the lender requires third-party credit enhancement as a condition of the loan and thereby avoids risk—in stark contrast to the U.S. High Volatility Commercial Real Estate (HVCRE) capital rule, which compels lenders to internalize such risk. The 2023 Taeyoung Engineering & Construction workout empirically confirms this structural contradiction. Drawing on a comparison with the U.S. and Japanese systems, this study proposes redefining Korean real estate PF as “credit-enhanced real estate development finance” and introducing corresponding accounting and prudential rules.

Key Words : Real Estate Project Finance, Non-recourse Financing, Responsible Completion Guarantee, Credit Enhancement, Economic Substance, High Volatility Commercial Real Estate (HVCRE)