

부동산PF의 과거, 현재, 미래

- 실질 부실의 추정과 부실 정리 방안에 대한 검토

2024.08.30.

황보 창 평가기준실 전문위원 김경무 평가기준실 실장
02.368.5618 02.368.5524
ilovechang@korearatings.com kimkm@korearatings.com

❖ Summary

유의사항

이 글에서 검토한 내용은 개인적 의견이며, 금융업권별 PF부실 현황 추산과 실질 부실의 추정에 6개월 이상의 검토 기간이 소요됨에 따라 최근 PF상황이 충분히 반영되지 않았을 가능성이 있다. 아울러 추정의 목적은 업권별 PF부실 인식의 정도를 확인하는 데 있다. 따라서, 본고에서 제시하는 수치는 정확성보다는 업권별 PF부실 인식의 정도를 상대적으로 비교하는 용도로 해석할 것을 권장한다.

PF의 과거: 예측된 실패와 실패의 원인. 2019년 이후 수차례의 보고서를 통해 부동산 버블의 생성과 부동산 PF시장의 실패를 예상하였다. 당시 부동산금융의 실패 원인이 될 것으로 지목한 것은 ① 금융규제완화, ② 완화적 통화정책, ③ 지식의 퇴보(불완전한 리스크 관리 지표), ④ 왜곡된 인센티브였다. 뿐만 아니라, 시장 실패 이후 금융계의 수익추구 전략과 지원책으로 인해 ‘부실의 이연(Extend & Pretend)’이 폭넓게 발생할 것으로 예측하였고, 부동산금융의 근원적 부실에도 불구하고, 드라마틱한 붕괴가 발생하기 보다는 ‘부실의 이연’으로 부동산 PF시장에 장기침체가 발생할 것이라고 예상하였다. 부실 이연의 원인이 될 것이라고 지목한 것은 ① 느리고 점진적인 금리인상, ② 금융기관의 손실인식 지연, ③ Value의 결정 방식, ④ 지원 정책이었다.

PF의 현재: 안정화 단계 vs 부실의 이연? PF부실이 상당할 것이라는 예측과 달리, 2023년말 기준으로 추산한 금융업권의 현황은 중소형 증권사와 저축은행을 제외하고 수치상 안정화 단계에 진입한 모습이다. 2023년말 기준으로 중소형 증권사와 저축은행을 제외한 PF요주의이하비율은 20%대, 고정이하비율은 10% 미만에 머물고 있고, 특히 캐피탈사의 PF 고정이하비율은 5% 미만으로 양호한 건전성을 보여주고 있다. 단순 집계로 추산한 금융업권의 현황만 보면, PF부실은 중소형 증권사와 저축은행의 문제일 뿐, 나머지 업권은 PF부실에 의한 영향이 제한적이라고 판단할 수 있다.

느슨한 부실 인식! 그러나 저자는 이미 1년전 연구보고서에서 금융업권별 PF리스크의 질적 차별성이 크지 않음을 언급했고, 실무에서는 다양한 방식(그림8 참조)의 부실 이연을 흔하게 목격하였다. 그럼에도 불구하고 캐피탈사 등의 PF요주의이하비율과 고정이하비율이 중소형 증권사 및 저축은행과 큰 차이가 나는 것은 부실 인식에 적극적이지 않았거나 준공위험을 리스크 제거(시공사 책임준공 등 익스포저를 의미) 요소로 과도하게 적용했다고 볼 수 있다.

실질 부실의 규모와 질을 추정·비교 이에 금융업권의 실질적인 PF부실을 검증하기 위해 ① PF특성을 반영해 고안한 부실 추정 함수(이하 ‘함수 분석’), ② 표본 분석(이하 ‘표본 분석’)을 통해 부실을 추정하였다. 결과는 다음과 같으며, 분석 과정에서 함수 분석과 표본 분석 모두 유의한 것으로 판단된다.

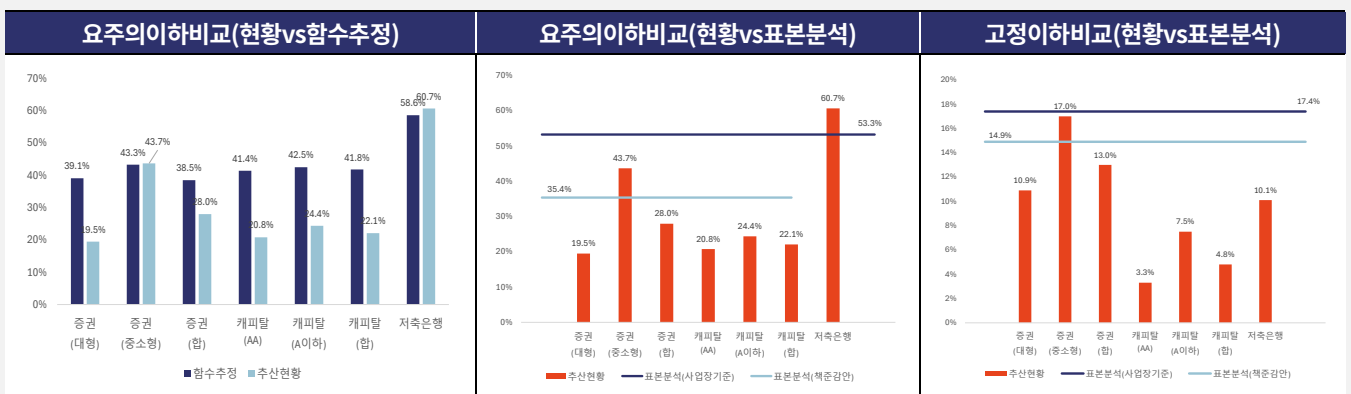
[2023년말 기준 PF부실 비교: 추산현황 vs 합수추정 vs 표본분석 결과]

구분	증권(대형)	증권(중소형)	증권(합)	캐피탈(AA)	캐피탈(A이하)	캐피탈(합)	저축은행
요주의이하	35.4%						
표본분석(채준감안)							
합수추정	39.1%	43.3%	38.5%	41.4%	42.5%	41.8%	58.6%
추산 현황	19.5%	43.7%	28.0%	20.8%	24.4%	22.1%	60.7%
고정이하	14.9%						
표본분석(채준감안)							
추산 현황	10.9%	17.0%	13.0%	3.3%	7.5%	4.8%	10.1%

- 주) 1. 우량 시공사의 책임준공 효과를 감안하지 않은 **순수 사업장 기준 표본 분석 결과는 요주의이하비율이 53.3%, 고정이하비율은 17.4%로 추정**
 2. 추산 현황: 신용평가사의 자료(각 업권의 업체가 제공한 자료를 토대로 작성)를 교차하여 종합·보정(예컨대, 특정 보고서에는 비중만 있고 특정 보고서에는 금액만 있을 경우 교차하여 산출, 동일 항목의 각 보고서 데이터 값이 차이가 클 경우 보정, 특정 데이터가 없을 경우 비율 등을 활용하여 추산, 각 합산 금액이 일치하지 않을 경우 임의 조정하여 추산)한 것으로, 데이터의 정확성을 보장할 수 없으나 2023년말 기준 금융업권별 대략적인 PF 부실 인식의 정도 및 부실 대비 정도를 근사적으로 살펴보기 위한 자료임.

분석결과, 2023년말 기준 다수 금융업권의 부실 인식 회피 및 부실의 이연 정도가 과도한 것으로 판단된다. 순수 사업장 기준으로 요주의이하 PF익스포저의 경우, 중소형 증권사와 저축은행을 제외하고 절반 이상 축소 인식하는 것으로 추정되며, 고정이하자산의 경우 중소형 증권사를 제외하고 최소 1/2에서 최대 1/5 수준으로 축소 인식하는 것으로 추정된다. 최근 감독당국이 발표한 230조원의 PF익스포저에 상기 비율을 단순 대입하였을 경우, ‘주의를 요하는’ PF 익스포저는 약 110~120조원(채준감안 기준 80조원), ‘부실이 상당히 진행된’ PF익스포저는 40조원(채준감안 기준 35조원)에 달하는 것으로 추정할 수도 있다. 부실 인식의 적극성 측면에서는 저축은행과 중소형 증권사를 제외한 금융업권이 소극적인 것으로, 부실의 심각성에 대한 인식 측면에서는 중소형 증권사를 제외한 금융업권이 소극적인 것으로 분석되었다. 특히 캐피탈사가 고정이하 PF익스포저 인식에 가장 적극적이지 않은 것으로 추정된다. 부실 인식의 적극성과는 별개로 PF충당금을 통해 파악한 부실 대비 정도는 업권에 무관하게 미흡한 것으로 분석된다.

분석기준 시점(2023년말) 이후인 2024년 5월 사업성 평가기준 개선안이 발표되어 업권별 PF리스크 관리 모범규준 개정에 반영된 점을 고려하면 업권별 PF부실 인식의 차이는 점진적으로 축소될 것으로 판단된다. 또한, 금번 분석결과는 사업성 평가기준 개선에 따른 업권별 영향을 예측하는 지표로 활용 가능할 것으로 판단된다.



PF의 미래: 익스포저 재차 증가할 것으로 예상 어느 때보다 강한 감독당국의 부실 정리 의지에도 불구하고, 일부 PF지원책(표8 참조)은 금융기관의 근본적 변화를 유도하기 어렵고, 부실을 이연하기에 용이하다. 통화정책도 완화적이다. 또 다른 충격이 오지않는 한 PF 익스포저는 단기적으로 감소하였다가 재차 증가할 가능성이 높다.

부실의 이연은 미래의 부동산 가격 상승에 기댄 임시 방편 현재 이슈가 되고 있는 PF현장의 평균적 자금조달구조, 사업비 구성, 현금흐름을 감안한 시나리오(그림21 사례 참조) 분석을 하였을 때, ‘부실을 이연하고 사업성을 높이겠다’는 금융기관의 재구조화 전략은 단순히 미래의 부동산 가격 상승에 기댄 임시 방편에 불과할 가능성이 있다. 지방 및 경기 일

부지역의 분양형 PF시나리오 분석 결과, 미래의 부동산 가격이 최근 가격(저점) 대비 약 55% 이상 상승해야 부실을 이연하는 것이 부실을 즉시 정리하는 것 보다 PF대주 입장에서 유리한 것으로 보인다. 현재 초점이 맞춰진 사업주(시공사 포함)의 생존과 이익을 보장하면서 부실을 이연하고 재구조화를 진행할 경우, 필요 부동산 가격 상승률은 최근 저점 대비 90%에 달하는 것으로 추정된다.(표9)

가야 할 미래: 재구조화는 사업주 생존, 시공사 마진 또는 기존 대주의 이익 보존이 아니라 사업주 교체, 대주의 손실, 토지가격 축소 등을 통한 ‘대안 Value(분양가)’ 산출 · 적용이 핵심. 부실의 이연이 수반된 재구조화가 성공하기 위해 큰 폭의 부동산 가격 상승이 동반되어야 하는 이유는 2020년에서 2022년 사이에 진행된 PF현장 상당수가 비싼 가격의 분양가(매매희망가)로 사업성을 검토하고 사업을 진행하였기 때문이다. 지난 연구에서 고분양가(매매희망가) 책정은 가격 리스크를 증가시키고 사업성을 훼손시키는 핵심 요인임을 언급한 바 있다. 따라서 부실 PF의 재구조화는 ‘부실의 이연’이 아닌 매매희망가를 처분가능성이 높은 수준(본문에서 ‘대안 Value’로 지칭)까지 낮추는데 초점이 맞춰져야 한다. 여러가지 이유로 매매희망가를 ‘대안 Value’(그림21, 표10 등 참조)까지 낮출 수 없는 상황이라면, 대주의 적극적 권리 행사(예: 사업주 EOD등)로 토지가격을 충분한 수준으로 낮추어야 훼손된 사업성을 복원할 수 있다. 이 과정에서 기존 PF대주는 일부 손실을 볼 수도 있다.

반대로 산출한 ‘대안 Value’가 기존 분양가(매매희망가)와 유사하거나 오히려 높다면, 해당 사업장은 사업성이 높을 가능성이 크므로 부실을 이연하는 것이 사업 성공 확률을 높이는 효과적인 방법이 된다.

누적확률분포를 활용한 ‘대안 Value(분양가)’ 산출 방식의 제시 본문(표10, 그림23, 그림24, 그림25)에서는 2023년말 기준 특정 지역 PF(아파트 기준) 사업장의 사업성이 훼손되었을 경우, 사업성을 회복하고 재구조화를 성공적으로 마무리 지을 수 있는 ‘대안 분양가’를 산출하여 예로서 제시하였다. 본고에서 대안 분양가는 부동산 침체기에 부동산 소유자의 85%가 구매가격보다 높은 가격에 매도할 수 있는 가격 수준을 의미한다. 이는 ①부실 PF 사업장의 재구조화, ②사업시행자의 적정 분양가 산출, ③PF사업장의 사업성 검토, ④금융기관의 리스크 측정 시 Value값 적용 등 다양한 분야에서 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

경 · 공매 등 보다 적극적인 부실정리에 나서야 할 시점. 다양한 방식으로 금융기관의 부동산PF 익스포저를 분석한 결과 예측대로 부실의 이연이 만연한 것으로 추정된다. 감독당국의 강한 의지와 감독으로 중소형 증권사와 저축은행의 부실 인식은 크게 강화되었으나, 나머지 업권의 부실 인식은 여전히 미흡한 수준으로 판단된다.

부실의 이연은 고분양가(매매희망가)를 유지한 채 부동산 가격이 급등하기를 기다리거나 부동산 가격 상승을 유도하는 방안이 불과하며, 시간이 지날수록 리스크는 양적 · 질적으로 증가한다. 금융기관의 유동성 공급과 각종 지원으로 부동산 가격 급등에 성공한다고 할지라도 펀더멘탈이 개선되지 않는 한, 리스크는 가계, 기업 및 정부 부채의 증가, 임대료 상승에 따른 실질 물가의 상승, 소비 감소 등으로 이어지고 각 부문의 펀더멘탈 악화는 반복된다. 지금 PF부문의 손실을 막기 위해 ‘안정화’, ‘제한적’이란 평가를 내리고 부실을 이연하는 방식 중심으로 사업재구조화가 진행된다면, 리스크는 또 다른 곳으로 전이되어 더 큰 침체를 위한 마른 장작이 될 가능성이 있다. 본고에서 제시한 방식 등을 통해 사업성이 낮은 사업장에 대한 보다 적극적인 정리(경 · 공매 등)가 필요한 시점으로 판단된다.

Contents

I. PF의 과거: 예측된 실패	5
1. 실패의 원인	6
2. 부실이 이연(Extend & Pretend)될 것이라고 예측	8
II. PF의 현재: 부실의 이연	10
1. PF부실, 예측대로 이연되고 있나? 안정화 단계에 진입했나?	10
1) 다양한 부실의 이연 형태 만연	10
2) 2023년말 금융기관의 PF부실에 대한 인식	11
지표상 PF부실은 일부 금융업권을 제외하고 제한적	12
2. 느슨한 PF 부실 인식	14
3. 부실의 검증과 추정	16
1) ‘부실 추정 함수’ 활용한 PF요주의이하비율의 추정	16
함수추정 결과, 저축은행과 중소형 증권사 제시 요주의이하비율 신뢰 가능	17
2) 표본 분석을 통해 추정한 PF부실	17
실질 PF요주의이하자산 및 고정이하자산 2~5배 이상 많을 것으로 추정	18
4. 부실의 이연 규모 과도한 것으로 추정	20
III. PF의 미래: 마른 장작	22
1. 부실은 이연되고, 익스포저는 증가할 가능성	22
2. PF부실 정리를 위한 올바른 재구조화에 대한 검토	23
3. 훼손된 사업성 복원을 위한 매매희망가 재산출이 재구조화의 핵심	27
누적확률분포를 활용한 분양가 결정 방식의 제시	27
4. 경·공매 등 보다 적극적인 부실 정리에 나서야 할 시점	29

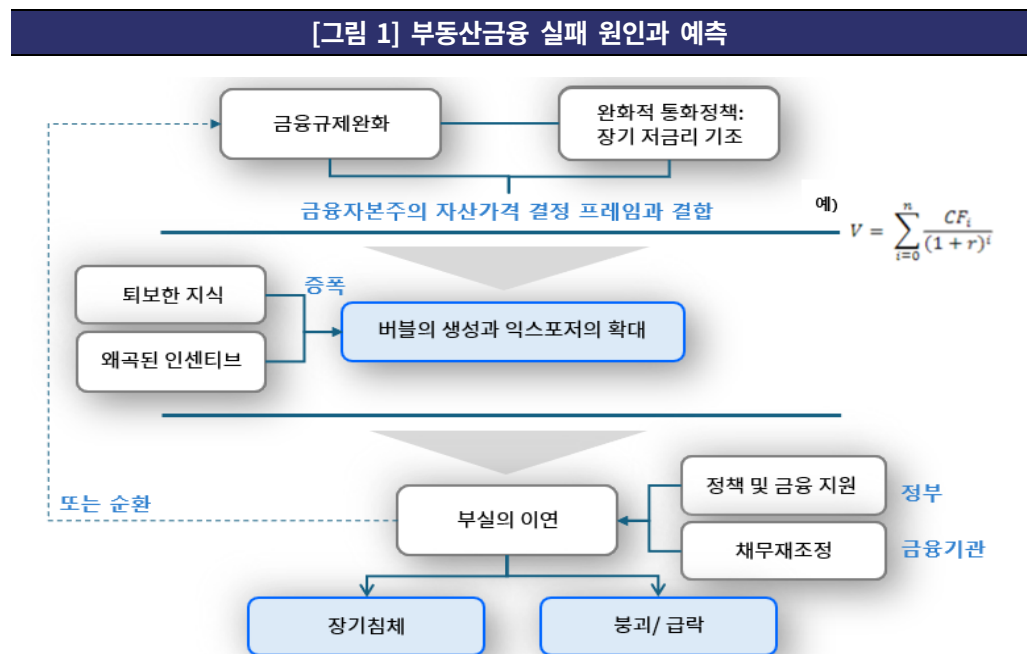
I. PF의 과거: 예측된 실패

예측된 부실의 이연과 PF 장기침체

2019년 2월 이후 수차례의 보고서¹를 통해 부동산 버블의 생성과 부동산 PF 시장의 실패를 예측하였고, 시장 실패 이후 금융계의 수익추구 전략²과 온건한 지원책으로 ‘부실의 이연(Extend & Pretend)’이 광범위하게 발생할 것으로 예상하였다. 뿐만 아니라 부동산PF의 본질적 부실³에도 불구하고 드라마틱한 붕괴가 발생하기 보다는 ‘부실의 이연’으로 부동산 PF 시장에 장기침체가 발생할 것이라고 예상하였다.

2022년 9월말 레고랜드 사태로 부동산 PF부실이 수면위로 드러난 직후 대다수의 전문가들은 PF부실 문제가 일시적 유동성 위기에 불과하다고 주장하였다. 특히 선순위 채권자의 LTV가 30~50%에 불과해 할인 매각(분양) 여력이 충분⁴하므로 유동성 이슈가 신용위험으로 이어질 가능성은 희박하다고 주장하였다. 그러나 레고랜드 사태 이후 약 2년이 경과한 현 시점, 금융기관 및 정부의 대규모 PF 지원, 금융회사의 광범위한 부실 이연에도 불구하고 부동산 PF는 침체의 늪에서 벗어나지 못하고 있고, LTV 30~50%에 불과하다는 부실 PF의 매각은 50~60% 할인된 가격에도 쉽게 이루어지지 않고 있다.

[그림1]은 2019년 2월과 2022년 6월에 각각 발표한 부동산금융의 시대(Ⅰ),(Ⅱ)와 저금리의 역습(Ⅰ),(Ⅱ)의 내용 중 일부를 간략히 도식화한 것이다.



자료) [부동산금융의 시대\(Ⅰ\),\(Ⅱ\)](#)(2019.02), [저금리의 역습\(Ⅰ\),\(Ⅱ\)](#)(2022.06) 내용 중 일부 도식화

¹ [부동산금융의 시대\(Ⅰ\),\(Ⅱ\)](#)(2019.02.12), [저금리의 역습\(Ⅰ\),\(Ⅱ\)](#)(2022.06.09) 등

² 투자자 등(예금자, 채권자, 피보험자, 정부, 납세자 등)에게 더 큰 손실을 입힐 가능성이 있음에도 불구하고, 부실 인식을 회피해 장부상 이익을 발생시키거나, 손실을 인식하지 않음으로써 현재의 실패를 감추거나 성과를 극대화하는 것

³ 신용위험에 의해 촉발된 부실이란 의미로 유동성 위험과 대별하기 위해 ‘근원적 부실’이란 용어를 사용

⁴ 각 금융사 등은 PF익스포저의 펀더멘탈이 우수하다는 주요 논리로 LTV 지표의 우량함을 근거로 내세웠음

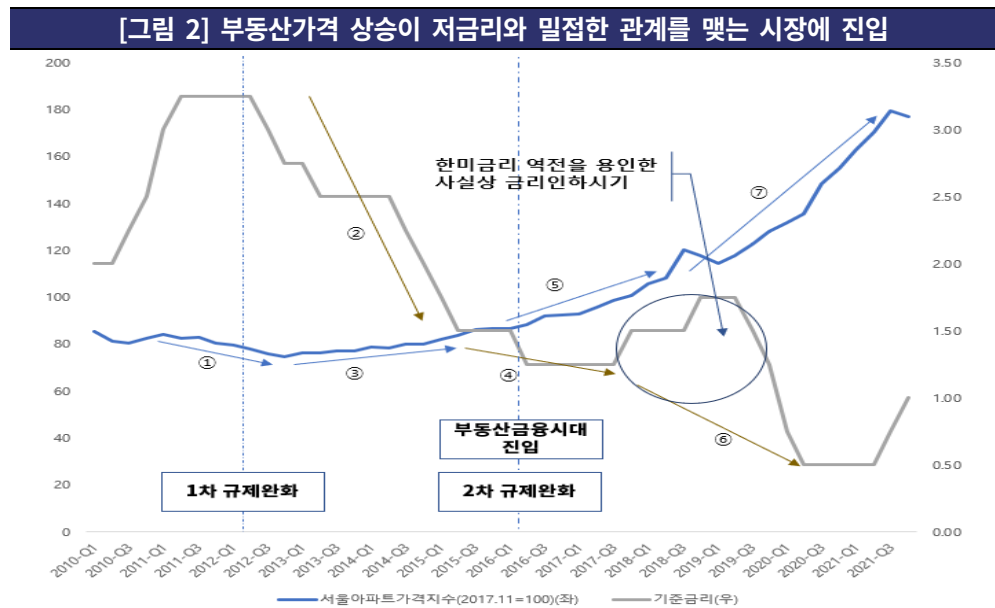
1. 실패의 원인

금융규제 완화와 완화적 통화정책이 버블 생성과 PF익스포저 급증의 핵심 요인

실패 원인1
금융규제 완화

실패 원인2
완화적 통화정책

2019년 2월 발표한 보고서⁵에서 NCR, 순자본비율 등으로 대표되는 금융규제 완화와 장기 저금리로 대변되는 완화적 통화정책이 부동산 PF 익스포저 급증과 부동산 버블 생성의 핵심 요인이 될 것이라고 언급하였다. 특히 금리가 부동산 가격과 높은 상관관계를 가지는 구간에 진입하여 금리 상승시 부동산 가격 하락으로 PF 시장의 실패 가능성이 높음을 예측하였다.

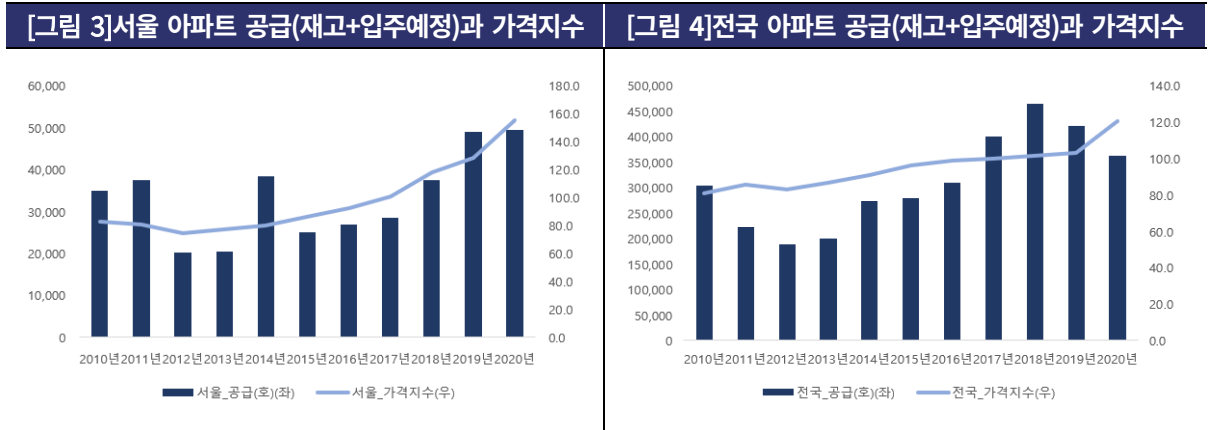


자료) [저금리의 역습\(Ⅰ\)](#) 재인용, 한국은행, 한국부동산원

부동산 버블이 한창이던 2020년 전후, 대부분의 부동산금융 참여자들은 부동산금융의 핵심 성공요인이 장기 저금리란 사실을 부정하며, 투자 대상들은 우수한 금융기법과 사업성에 의해 추진된 것이므로 금리에 의한 영향은 없을 것이라고 주장하였다. 당시 성공 가도를 달리던 부동산금융이 금리라는 거시 변수에 의해 결정된다⁶는 논리는 PF를 통해 천문학적인 수익을 올린 시장 참여자들에게는 불편한 진실이었다. 반면, 부동산 PF 전문가들이 일반적으로 내세운 논리는 공급부족론, 부동산 불패론 등이었다. 그러나 부동산 버블이 한창이던 당시에도 [그림3], [그림4]와 같이 주택 공급 확대(또는 과잉)가 지속되었음을 감안하면 공급부족론, 부동산 불패론 등은 데이터에 근거하지 않은 믿음에 불과했다.

⁵ [부동산금융의 시대\(Ⅰ\),\(Ⅱ\)](#)(2019.02)

⁶ 2019년 2월 발표한 ‘부동산금융의 시대’에서 “금리와 부동산가격이 높은 역의 상관관계를 가지는 구간에 진입했다”는 주장은, 본질적으로 부동산가격이 금리에 의해 결정되는 것이 아니라, 부동산가격이 금리와 높은 역의 상관관계를 가지는 구간에 들어섰기 때문에 일정 기간 동안 부동산금융의 성공과 실패가 금리에 의해 절대적으로 좌우된다는 의미이다. 전 FRB의장이었던 벤 버냉키의 연구에서도 장기 데이터 분석결과 금리 인하 정도가 주택가격 상승에 미치는 영향이 크지 않다고 밝힌 바 있다(저금리의 역습(Ⅰ) 참고). 아이러니하게도 그 당시 금리와 주택가격의 상관관계를 부정했던 전문가들과 금융인들이 이제는 ‘금리가 부동산가격을 결정한다’는 명제를 항상 통용되는 진리처럼 믿고 있다는 점이다.



주) 2021년 12월 시점 조사 자료

자료) [저금리의 역습\(1\)](#) 재인용, 부동산114

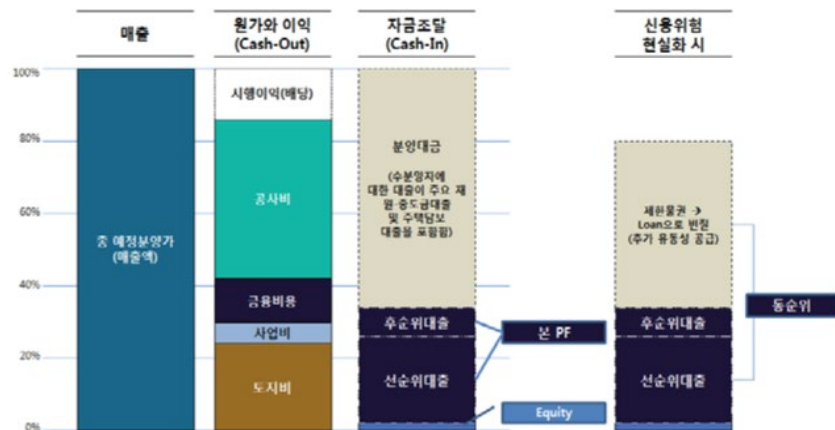
불완전한 리스크 관리 지표와 왜곡된 인센티브가 부동산 PF 리스크 증폭

실패 원인3
잘못된 지식

LTV는
불완전한 지표

수차례에 걸친 보고서⁷에서 LTV와 Exit 분량률 등이 부동산 PF 리스크를 측정하는데 불완전한 지표임을 강조하였고, 이를 통해 PF 리스크를 관리할 경우 위험이 반복되고 크기가 증폭됨을 강조하였다. 대다수의 국내 PF는 ‘시행사가 투입한 Equity가 부족하여 → 토지매입 대금을 PF 대출로 조달하고 → 공사비는 최선순위 부채 성격의 분양대금에 의존’하는 기형적 구조로 인해 Loan이 과소 인식되어 LTV가 왜곡⁸된다고 언급하였다. 뿐만 아니라 LTV는 분양가·매매희망가(감정평가기관 등이 산출하는 Value)를 과대 계상하기만 하면 지표가 우량해지는 특성으로 인해 Value의 과대(왜곡) 인식을 유도하고, 비싼 분양가(매매희망가)를 높은 사업성으로, 시행이익을 Equity로 오인하게 만드는 리스크 관리 지표임을 지적하였다. 이에 대한 대안 지표로 STV⁹를 제시하기도 하였다.

[그림 5] 분양형 PF에서 발생하는 Loan의 왜곡량



자료) 부동산금융의 시대(1)(2019.02), 대주를 위해 다시 돌아보는 PF리스크(2023.05) 재인용

⁷ [부동산금융의 시대\(1\)](#) (2019.02), 대주를 위해 다시 돌아보는 PF리스크(2023.05) 등

⁸ 수차례 보고서를 통해 국내 분양형 PF사업에서 선순위채권의 LTV는 대부분 80%~90% 이상임을 설명

⁹ STV=후순위성 자금/Value, [부동산금융의 시대\(1\)](#) (2019.02), 대주를 위해 다시 돌아보는 PF리스크(2023.05.03)

[표 1] PF 대안 지표 - STV(Subordinated financing to Value)

① STV= ② 후순위성 자금/ ③ Value	✓ LTV와 달리 값이 클수록 리스크가 작다는 의미
② 후순위성 자금: 해당 금융기관의 익스포저 보다 현금흐름, 담보권 및 변제 순위에 있어 명백히 후 순위에 있는 금원(예, Equity + 후순위 대출금 등)	✓ 후순위(equity) 비중이 클수록 회수율이 상승할 것이라는 직관과 일치
③ Value: 분양가, 매매희망가 등	✓ 분양가(Value)가 낮을수록 사업성이 우수하다는 사업성 검토의 결과와 일치

자료) 부동산금융의 시대(II) -저금리는 왜 리스크를 확대시키나?(2019.02) 재인용

실패 원인4 왜곡된 인센티브

지난 보고서¹⁰를 통해 ‘금융회사의 왜곡된 인센티브 제도’¹¹가 부동산PF 익스포저와 버블의 확대를 촉진시켰다는 점도 지적하였다. 완화적 통화정책과 금융규제 완화가 리스크를 드러나지 않게 만들었고 금융계의 과도한 자신감을 유발시켰다. 과도한 자신감이 왜곡된 인센티브 제도와 결합하여 tail-risk를 거리낌없이 부담하게 만들었으며, 리스크를 확대 재생산하게 되었다.

악화가 양화를 구축

완화적 통화정책과 금융규제 완화로 부동산가격이 무차별하게 상승하는 시기에는 리스크에 대한 과소평가와 왜곡된 인센티브 제도가 실패로 이어지지 않는다. 오히려 어떤 의사결정을 내리든지 무차별하게 성공하는 시장에서는 문제점을 내포한 지표와 제도가 성공의 요인이라고 오인하게 된다. 악화가 양화를 구축하는 과정을 통해 부동산 PF 시장의 버블과 부실은 증폭되었다.

2. 부실이 이연(Extend & Pretend)될 것이라고 예측

부실의 이연 원인: 1.느리고 점진적인 금리인상

2022년 6월 발표한 ‘저금리의 역습(Ⅰ),(Ⅱ)’에서 부동산금융의 부실에도 불구하고 1)통화당국의 느리고 점진적인 금리인상, 2)금융기관의 채무재조정, 손실 인식 지연, 3)부동산 가격의 결정방식¹², 4)지원 정책으로 인해 광범위한 부실의 이연이 발생할 것이라고 예측하였다.

2.손실인식 지연

3.Value의 결정방식

4.지원 정책

통화당국의 느리고 점진적인 금리 인상은 금융회사가 손실 인식을 지연할 수 있는 간접적 동력이 되고, 연착륙을 유도하기 위한 지원 정책은 부실 자산에 유동성을 공급하는 원인이 된다. 부실 인식이 지연(Extend)되는 동안 정보의 비대칭성은 확산되고, 부실 자산은 영성한 논리로 포장되어 정상 자산처럼 인식(Pretend)된다. 부실의 이연이 진행되는 동안 소수의 거래만으로 가격이 결정되는 부동산 가격(Value)과 이를 근간으로 한 금융기관의 리스크 관리 방식이 결합하여 더 많은 유동성이 공급된다. 부실이 이연되는 동안 증가한 금융비용, 사업비, 공사비 등은 다시 가격에 전가되고, 수년 후 재생성된 버블과 함께 다시 시험대에 오르는 과정을 반복하게 된다.

지난 수차례의 보고서¹³에서 [그림6]을 제시하며, 금융기관의 부동산금융 리스크 관리에 현재 통용되는 부동산 가격 결정 방식을 활용하는 것이 적절치 못함을 언급하였다.

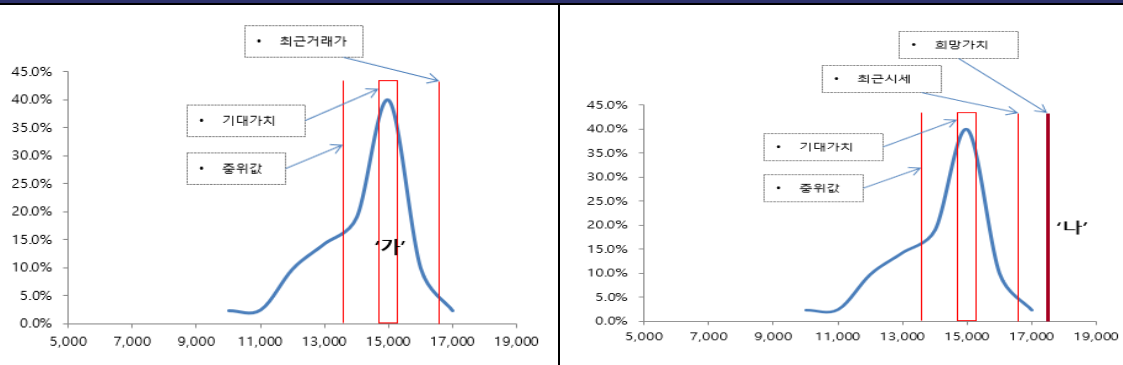
¹⁰ 저금리의 역습(Ⅰ) (2022.03)

¹¹ 왜곡된 인센티브란 완화적 통화정책에 의해 생성된 실패하지 않는 시장환경임에도 불구하고 인센티브가 과도하다는 의미일 뿐 아니라, 금융기관이 부담하는 리스크는 장기에 걸쳐 현실화되는 반면, 인센티브는 단기에 지급되는 것을 의미한다.

¹² 시장선이 얇은 즉, 소수의 거래만으로 장부상 가격이 결정되고 결정된 장부상 가격만으로 리스크 관리 지표 등이 유지되는 현행 리스크 관리 방식

¹³ 부동산금융의 시대(Ⅰ) (2019.02), 저금리의 역습(Ⅱ)(2022.06)

[그림 6] m²당 주택매매가격 확률분포와 가격결정(예)

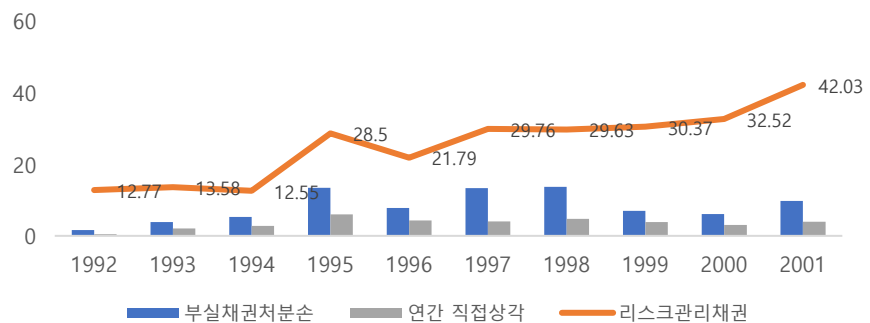


- ✓ [그림6]은 특정 지역의 부동산 가격 확률분포
- ✓ 부실의 이연이 용이한 이유는 부동산가격이 [그림 6]의 ‘나’와 같이 결정되는 경향이 강하기 때문
- ✓ 통상적으로 가격과 확률분포 곡선에서 적정 가격은 ‘가’(기대가치)라 판단하며, 시장에서는 ‘가’를 기준으로 가격이 결정
- ✓ 그러나 부동산 가격은 대부분 “나”에서 결정
- ✓ 특정지역의 수십, 수백건의 거래만으로 가격을 결정하는 경향(상대적 짧은 기간, 적은 거래로 국가 전체의 주택가격이 결정됨)이 강하기 때문에 부실의 이연이 용이

자료) 부동산금융의 시대(Ⅰ)(2019.02), 저금리의 역습(Ⅱ)(2022.06) 재인용

마지막으로 일본의 30년 장기 침체의 원인 설명을 통해, 광범위한 부실의 이연이 발생할 경우 일시적 반등이 발생할 수 있으나, 부동산금융 시장은 장기 침체에 빠질 것이라고 예상하였다. 다시 한번 지난 보고서(저금리의 역습(Ⅰ))의 내용을 언급해 보겠다. “일본의 장기침체는 부실이 드러나는 것을 막음으로써 발생하였다. 부실채권이 버블 붕괴 직후인 1994년 10.7조엔에서 2001년 42조엔으로 증가하게 되었고[그림7], 상각처리나 손실 인식은 그에 못미치는 수준이었다. 이러한 일본의 대응방식은 경제위기의 원인이 부동산 가격 하락만큼 부동산 가격이 회복되면 위기도 극복될 것이라는 비현실적인 인식에서 비롯되었다. 즉, 시간이 경과하면 부동산 가격이 오를 것이고 그렇게 되면 부실도 자연스럽게 해소될 것이라는 일본의 ‘부동산 불패 신화’에서 비롯된 것으로 보인다. 부실 처리 지연은 일본 장기침체의 가장 중요하고 직접적인 원인이 되었다.”

[그림 7] 일본의 부실대응(단위:조엔)



자료) 저금리의 역습(Ⅰ) 재인용, 일본 금융청

II. PF의 현재: 부실의 이연

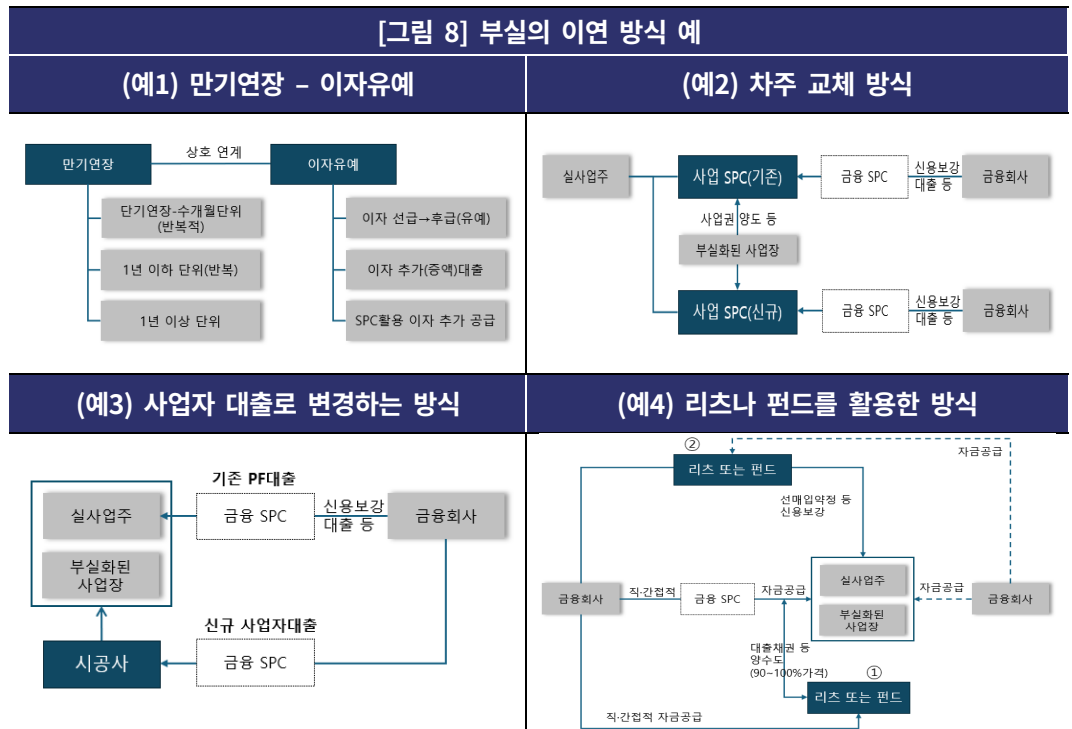
1. PF 부실, 예측대로 이연되고 있나? 안정화 단계에 진입했나?

PF부실이 수면 위로 드러난 이후 약 2년간 연착륙을 위한 정책이 수차례 시행되었고, 금융회사에 의한 채무재조정이 빈번하게 발생하였다. 그러나 실무에서 접하는 부실의 이연 정도와 달리 단순 집계로 추산(2023년말 기준)한 금융회사의 PF 부실 현황은 특정 금융업권을 제외하고는 안정화 단계에 진입하였거나 제한적인 모습이다.

1) 다양한 부실의 이연 형태 만연

실무상 접하는
부실의 이연
다양하고 과도

현장에서 접하는 부실의 이연에는 단순 만기연장, 이자지급 유예, 추가(증액) 대출¹⁴ 등을 넘어 다양한 방식이 활용되고 있다. 예를 들어, 실사업주를 유지한 상태에서 명목상 차주를 교체해 정상 대출로 만드는 방법, 리츠나 펀드에 자금을 공급해 PF대출 분류 기준을 회피하거나 PF부실 자산을 넘기고 장부상 정상 유가증권을 보유한 것으로 계상하는 방식, 신용보강(책임준공을 포함함)을 제공하는 시공사에 대한 대출로 전환하는 신규 약정을 체결하고 PF대출을 사업자대출로 변경하여 분류 기준을 회피하는 방식, 실질은 부실사업장에 대한 익스포저나 우량 금융기관이 신용보강한 유가증권에 투자하는 방식 등 다양한 방식이 활용되고 있다. 이외에도 공사비 조달 문제로 실착공이 어려움에도 불구하고 시공사 선정(계약)만으로 브릿지론을 본PF로 변경하는 방법, 금융회사 상호간에 발행사채(PF현장의 토지신탁수익권 등이 담보로 제공된 대출을 포함)를 인수하고 PF 현장에 추가 자금을 공급해 정상 자산으로 인식하는 방법 등 부실 인식을 회피하기 위한 다양한 방법이 사용될 수 있다.

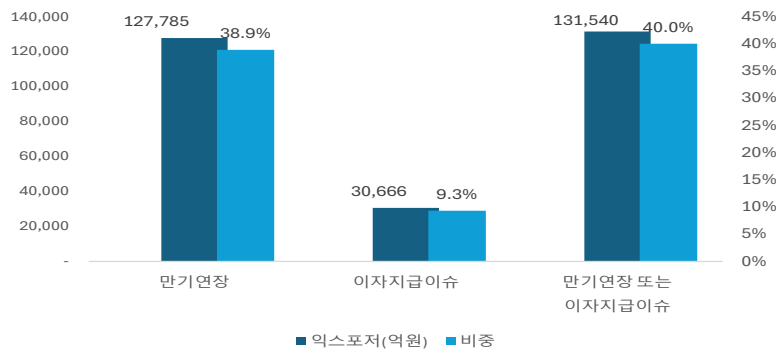


주) 부실의 이연이나 분류기준을 회피하는 방법은 상기 예에 국한되지 않으며, 다양한 형태가 존재

¹⁴ 대출 연장 기간 동안 금융비용을 추가 대출하여 일정기간 생존을 보장하는 방식

한국기업평가(이하 'KR')에서 2023년 4월부터 2024년 3월까지 평가한 PF 유동화 익스포저 중 39.0%는 만기가 연장되었고, 9.3%는 정상적인 이자지급이 불가능한 PF 사업장으로, 부실의 이연은 상당한 수준으로 추산된다. 특히 동 수치가 신규 사업및대출약정 체결을 통한 만기연장이나, 차주 또는 사업장에서 발생하는 현금흐름으로 원리금을 납부할 수 없는 상황임에도 불구하고 최초 대출시 금융비용을 상당 수준 조달해 사업장의 부실 상태를 직관적으로 관측할 수 없는 경우, 앞서 언급한 부실을 회피하기 위한 방식을 사용한 경우 등은 집계에서 제외하였음을 감안¹⁵할 때 실질적인 부실 이연 사업장은 40%를 상회하는 것으로 추정된다.

[그림 9] 직접적으로 관측된 만기연장 및 이자지급불능 익스포저 및 비중



- 주) 1. KR 에서 2023.04~2024.03까지 평가한 32.8조원의 PF 유동화 익스포저가 표본(대부분 증권사가 주관)
 2. 상기(그림9) 만기연장 익스포저의 집계는 신규 대출, 차주 교체 등을 통해 부실 인식을 간접적으로 회피한 방식은 집계에서 제외되었으며, 명확히 변경 약정 등을 통해 만기를 연장한 건에 대해서만 집계한 수치
 3. 상기 '이자지급이슈' 데이터는 차주 또는 사업장에서 발생하는 현금흐름으로 이자를 납부할 수 없는 상황임에도 불구하고 최초 대출 또는 추가 대출 등을 통해 금융비용을 상당 수준을 조달한 경우 등은 집계에서 제외

2) 2023년말 기준 금융기관의 PF 부실에 대한 인식

2023년말 기준 금융업권별(증권사, 캐피탈사, 저축은행) 부실 PF 현황을 추산하면 [표2]와 같다. [표2]는 신용평가3사가 발표한 보고서 내용을 교차하여 종합·보정(예컨대, 특정 보고서에는 비중만 있고 특정 보고서에는 금액만 있을 경우 교차하여 산출, 동일 항목의 각 보고서 데이터 값이 차이가 클 경우 보정, 특정 데이터가 없을 경우 비중 등을 활용하여 추산, 각 합산 금액이 일치하지 않을 경우 임의 조정하여 추산 등)한 것으로 수치의 정확성은 보장할 수 없다. 그러나 각 금융회사가 2023년말 현재 인식하고 있는 대략적인 ① PF 익스포저 규모와 ② 업권별 부실 인식 정도 및 ③ 부실 대비 정도(충당금)의 근사치를 살펴보는 데에는 유용한 것으로 판단된다.

¹⁵ 직관적으로 관측되는 부실 익스포저 뿐만 아니라, 사실상 부실화된 익스포저의 추정은 다음 섹터 '합수를 통한 추정', '전수 조사 및 표본 분석'을 통한 추정에 소개.

[표 2] 금융업권별 부실 PF 추산 현황(2023년말 기준)

(단위: 억원, %)

구분		증권(대형)	증권(중소형)	증권(합)	캐피탈(AA)	캐피탈(A이하)	캐피탈(합)	저축은행
23년말	본PF	120,575	63,900	184,475	120,000	57,000	177,000	98,000
PF 익스포저	브릿지론	51,675	28,850	80,525	63,000	46,000	109,000	100,000
	합계	172,250	92,750	265,000	183,000	103,000	286,000	198,000
23년말 비중(%)	본PF	70.0	68.9	69.6	65.6	55.3	61.9	49.5
	브릿지론	30.0	31.1	30.4	34.4	44.7	38.1	50.5
	합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
PF	본PF	15.2	30.5	20.5	15.8	13.5	15.0	64.3
요주의이하비율	브릿지론	29.5	72.9	45.1	30.4	38.0	33.6	57.3
(%)	합계	19.5	43.7	28.0	20.8	24.4	22.1	60.7
PF	본PF	7.2	9.5	8.0	1.6	3.0	2.1	8.2
고정이하비율	브릿지론	19.5	33.5	24.5	6.4	13.0	9.2	12.0
(%)	합계	10.9	17.0	13.0	3.3	7.5	4.8	10.1
PF고정이하/	본PF	47.4	31.1	39.0	10.1	22.2	14.0	12.8
PF요주의이하	브릿지론	66.1	46.0	54.3	21.1	34.2	27.4	20.9
(%)	합계	55.9	38.9	46.4	15.9	30.7	21.7	16.6
PF요주의이하	본PF	25.9	12.0	18.8	12.3	19.4	14.1	15.8
대비 PF충당금	브릿지론	27.2	28.4	27.6	16.9	34.2	23.9	13.4
비율(%)	합계	26.5	20.5	23.1	14.6	29.7	19.8	14.6
PF익스포저대비	본PF	4.0	3.7	3.9	2.6	3.0	2.7	11.3
PF충당금비율	브릿지론	9.5	21.5	13.8	6.1	13.0	9.0	8.4
(%)	합계	5.8	9.2	6.9	3.8	7.5	5.1	9.8

주) 상기 데이터는 신용평가3사의 자료를 교차하여 종합·보정(예컨대, 특정 보고서에는 비중만 있고 특정 보고서에는 금액만 있을 경우 교차하여 산출, 동일 항목의 각 보고서 데이터 값이 차이가 클 경우 보정, 특정 데이터가 없을 경우 비중 등을 활용하여 추산, 각 합산 금액이 일치하지 않을 경우 임의 조정하여 추산)한 것으로 데이터의 정확성을 보장할 수 없으나, 금융업권별 대략적인 PF 익스포저 규모와 부실 인식의 정도 및 부실 대비 정도를 근사적으로 살펴보기 위한 자료임.

지표상 PF 부실은 일부 금융업권을 제외하고 제한적

2023년말 기준 증권사, 캐피탈사, 저축은행의 PF익스포저 규모는 각각 30조원, 30조원, 20조원 안팎(반올림 처리)으로 추산되며, PF익스포저 중 본PF와 브릿지론 비중은 업권별로 각각 7:3, 6:4, 5:5로 추산된다. 2024년 4월 금융위가 발표한 2023년 12월말 기준 ‘금융권 부동산 PF 대출현황’(증권 7.8조원, 여전사 25.8조원, 저축은행 9.6조원)과 차이를 보이는 것은 증권사의 경우 PF 우발채무가, 여타 금융업권의 경우 사실상 브릿지론인 토지담보대출이 PF현황에서 빠져있었기 때문인 것으로 추정된다.

부실에 대한 인식은 중소형 증권사와 저축은행 제외하고 안정화 단계?

수치상으로 부동산PF 부실은 중소형 증권사와 저축은행을 제외하고는 점차 안정화 단계에 진입한 모습이다. 금융업권의 PF요주의이하 비율은 높은(20%~60%) 반면, PF고정이하 비율은 상대적으로 낮은(3%~17%) 수준에서 유지되고 있고 상승 속도도 더디다. 높은 수준의 요주의이하비율도 일부 금융업권(중소형 증권사, 저축은행)에 국한되고 있어 수치만 보았을

때 PF 부실이 금융업권 전반에 걸쳐 심각한 문제를 일으킬 것으로 보기 어렵다. 타업권 대비 중소형 증권사와 저축은행의 PF 익스포저 질이 처음부터 열위하였거나 부실정리 노력이 미흡했다는 결론 도출이 가능하다.

의문: 특정 금융업권의 리스크 관리에 국한된 문제인가?

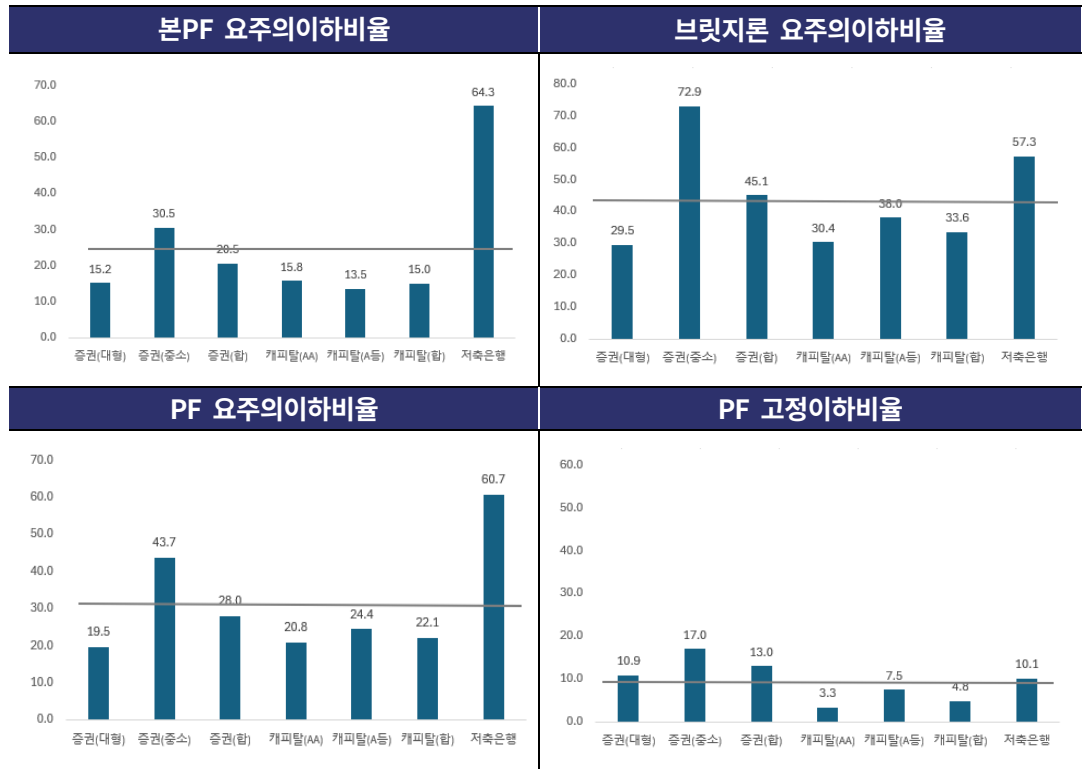
본문에서는 금융기관 자산의 부실 정도 및 위험완충력 확보 수준을 나타내는 지표인 요주의이하비율, 고정이하비율, 총당금비율을 다음과 같은 의미로 사용함.

- ✓ 요주의이하비율: 위험에 대한 인식의 적극성
- ✓ 고정이하비율: 위험의 심각성에 대한 인식
- ✓ 총당금: 위험에 대한 대비 정도

위험 인식은 중소형 증권사와 저축은행이 적극적

PF부실에 대한 인식과 대응 측면에서는 금융업권별로 차별성이 뚜렷하다. 금융기관의 위험 인식의 적극성을 살펴볼 수 있는 지표인 요주의이하비율은 중소형 증권사와 저축은행이 각각 43%, 61%로 평균치를 크게 상회한다. 위험의 심각성에 대한 인식을 가늠할 수 있는 고정이하비율은 대형 증권사, 중소형 증권사, 저축은행이 각각 11%, 17%, 10%로 평균치를 소폭 상회하나 절대적으로 높지 않은 수준이다. 반면 캐피탈사의 PF고정이하비율은 3~7%대로 PF 부실을 심각하게 인식하고 있지 않다. 수치만 보았을 때 PF 부실 문제는 중소형 증권사와 저축은행에 국한된 문제로 해석될 수 있다.

[그림 10] 업권별 위험 인식의 적극성 및 부실의 심각성에 대한 인식

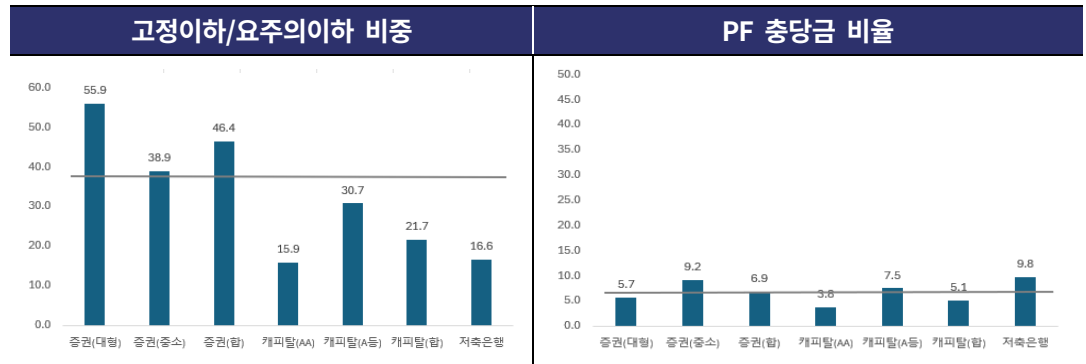


주) 요주의이하비율: 위험에 대한 인식의 적극성과 관련된 지표로 해석, 고정이하비율: 부실의 심각성에 대한 인식의 정도와 관련된 지표로 해석
자료) [표2] 데이터

위험에 대한
대비 정도는
전반적으로 미흡

위험에 대한 대비 정도를 가늠할 수 있는 PF 총당금(=PF총당금/PF익스포저) 비율은 중소형 증권사와 저축은행이 평균치를 소폭 상회하나 금융업권 전반적으로 10%를 하회하여 미흡한 수준으로 판단된다.

[그림 11] 부실에 대한 대비 정도와 관련된 지표



주) 추산된 총당금은 준비금이 차감된 금액임

자료) [표2] 데이터

대형 증권사
위험인식 정도는
미흡하나 대응여력
상대적 우수

대형 증권사의 요주의이하자산 대비 고정이하자산 비중이 55.9%로 타업권대비 상대적으로 높은 편이다. 위험 인식의 적극성 측면에서 충분치 않은 대형 증권사가 부실의 심각성에 대한 인식이 적극적일 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다. 이는 수익원이 다양하고 수익규모가 큰 대형 증권사의 손실 흡수 능력이 상대적으로 우량해 발생하는 현상으로 해석된다.

종합해 보면, 실무상 PF 부실 규모와 부실의 이연 비중은 상당하다. 그러나 단순 집계로 추산한 금융업권의 PF부실은 중소형 증권사와 저축은행의 문제일 뿐, 나머지 업권은 안정화 단계에 진입했거나 PF부실에 의한 영향이 제한적이라고 해석될 가능성이 있다.

2. 느슨한 PF 부실 인식

1년전 금융업권별로 PF리스크의 질적 차별성이 크지 않을 것으로 판단

2023년 9월 발표한 보고서¹⁶에서 금융업권별 부동산 PF 리스크의 질적 수준을 비교하였고, 그 결과를 간략히 요약하면 다음과 같다.

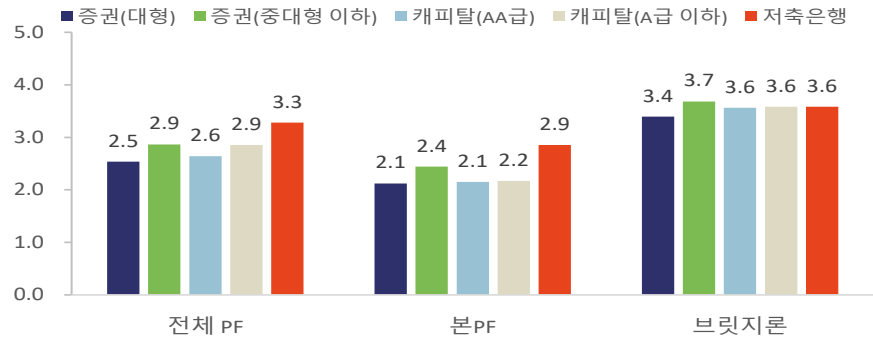
- 1) 금융업권별 부동산PF 리스크 수준은 타업권 대비 저축은행이 소폭 높은 수준이나 차이가 크지 않았다.(그림12)
- 2) 저축은행의 리스크 수준이 타 업권대비 소폭 높은 이유는 시공사 협상력 차이¹⁷로 인한 열위한 준공위험과 상대적으로 높은 브릿지론 비중에 기인하였다. (그림13, 그림14)

지난 연구에서
업권별 PF리스크의
질적 차별성
크지 않을 것으로
판단

¹⁶ 금융업권 부동산PF 리스크 점검 I -업권별 비교(2023.09.26)

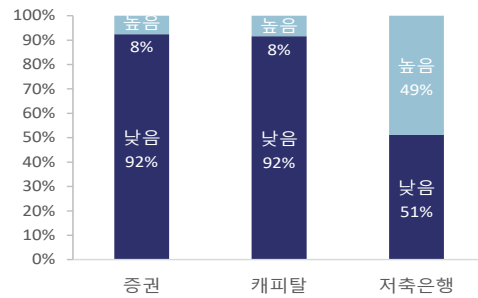
¹⁷ 타업권 대비 상대적으로 미흡한 자금조달능력(금융비용과 연관) 때문에 발생

[그림 12] 금융업권별 부동산PF 리스크 수준

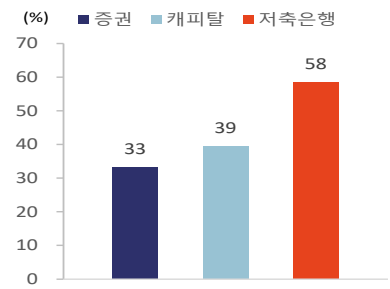


자료) 금융업권 부동산PF 리스크 점검 I (2023.09) 재인용

[그림 13]업권별 준공위험 비교



[그림 14]업권별 PF중 브릿지론 비중

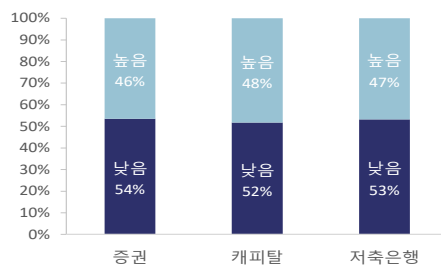


자료) 금융업권 부동산PF 리스크 점검 I (2023.09) 재인용

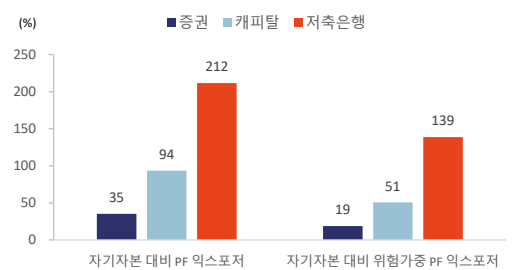
3) PF리스크 수준을 결정짓는 핵심 요소인 사업성(가격위험) 측면에서는 업권별로 무차별하였다.(그림15)

4) 위험에 대한 대응력을 판단할 수 있는 자기자본 대비 위험가중 PF익스포저는 업권별로 차별적이었다.(그림16)

[그림 15]업권별 가격위험(사업성) 비교



[그림 16]자기자본 대비 위험가중PF익스포저



자료) 금융업권 부동산PF 리스크 점검 I (2023.09) 재인용

현재 금융업권의 PF 부실 인식은 느슨할 가능성이 있다.

지난 연구결과 위험의 질적 차별성이 크지 않았음에도 불구하고, PF요주의이하비율이 중소형 증권사와 저축은행이 각각 43.7%, 60.7% 인 반면, 대형 증권사, AA급 캐피탈사, A급 이하 캐피탈사는 각각 19.5%, 20.8%, 24.4%로 작게는 2배에서 크게는 3배 이상 차이가 난다. PF고정이하비율을 비교해 보면, 이전 연구 결과와의 차이가 더욱 두드러진다. 대형증권사, 중소형 증권사, AA급 캐피탈사, A급 캐피탈사, 저축은행의 PF고정이하비율은 각각 10.9%, 17.0%, 3.3%, 7.5%, 10.1%로, [그림12]의 부동산PF리스크 수준 Hierarchy(순위)와 크게 다르다. 위험인식에 적극적이지 않았거나 시공사의 책임준공 등을 리스크 제거 요소로 과도하게 적용했을 가능성이 있다.

3. 부실의 검증과 추정

두가지 방법을
활용하여 PF 부실
데이터를 검증

금융업권의 부실 현황을 검증하기 위하여 두가지 방법을 활용하여 PF부실의 비중과 정도를 추정하였다. ① 하나는 부실 추정 함수를 활용한 방법이며, ② 나머지 하나는 KRI이 지난 1년간(2023.04.01~2024.03.31) 평가한 PF 유동화 익스포저를 조사하여 PF 부실을 추정하는 방법이다.

1) ‘부실 추정 함수’를 활용한 PF 요주의이하비율의 추정

평균적 사업기간을 활용한 부실의 추정

PF는 사업기간이 길어질 수록 사업비, 금융비용, 공사비 등이 상승하는 특징을 가진다. 따라서, 사업 시작시 용도·사업규모별로 프로젝트 기간을 정하고 사업기간에 따른 현금흐름을 추정하여 자금 조달규모를 결정하고, 매매가능성이 높은 적정 분양(매각) 가격을 책정하는 것이 사업성을 좌우하는 주요 요소가 된다.

PF의 특성을
활용한 함수로
보수적 관점에서
실질 부실을 추정

이러한 PF의 특성을 활용해서 용도별 PF의 사업 종료시점(브릿지론의 경우 본PF 전환시점)까지 가중평균 사업소요 기간을 대략적으로 정의하고, 추가로 진행되는 신규 PF가 없다고 가정할 경우 해당 기간 동안 정상적으로 감소해야 하는 PF 익스포저를 추정할 수 있다. 만약 해당 기간 동안 정상적으로 감소해야 할 익스포저보다 실제 감소한 익스포저가 적다면 그 차이만큼 사업지연, 사업성 훼손 등을 의심할 수 있고, 보수적 관점에서 ‘주의를 요하는’ 익스포저로 간주할 수 있다.

함수 추정:
요주의이하에 해당하
는 부실만 추정가능

PF의 보편적 특징과 함수를 활용하여 [표3]과 같이 부실화 가능성이 있는 PF 익스포저를 산출하였다. 단, 함수를 활용한 추정 방식은 사업지연, 사업성 훼손 등으로 ‘주의를 요하는’ 익스포저만을 산출할 수 있을 뿐, ‘부실의 정도’를 가늠하기 어려운 한계가 있다. 따라서 함수를 활용한 추정방식은 자산건전성 분류기준상 요주의이하에 해당하는 익스포저를 추정하는데만 활용가능하며, 그 결과는 [표3]과 같다.

[표 3] 기간 함수를 이용해 ‘주의를 요하는’ 익스포저(요주의이하) 추정

(단위: 억원, %)

구분		증권(대형)	증권(중소형)	증권(합)	캐피탈(AA)	캐피탈(A이하)	캐피탈(합)	저축은행
PF익스포저(2022년말)		179,100	99,000	278,100	182,700	107,300	290,000	230,840
평균적	정상 감소 후 잔여 본PF	83,600	45,100	128,700	82,000	42,000	124,000	70,600
상황	브릿지→본PF 전환 후 본PF잔액	127,700	70,800	198,600	131,000	86,600	217,600	173,200
	정상시 브릿지론 잔액	15,300	8,900	24,300	17,100	15,500	32,600	35,700
	정상시 PF 잔액	143,100	79,800	222,800	148,100	102,100	250,200	209,000
브릿지	브릿지론 미감소분	36,300	19,900	50,700	45,900	30,500	76,400	64,300
부실	<u>[실질 추정]브릿지론 요주의이하</u>	70.3%	69.0%	67.6%	72.9%	66.3%	70.1%	64.3%
추정	<u>[추산 현황]요주의이하비율</u>	29.5%	72.9%	48.4%	30.4%	38.0%	33.6%	57.3%
본PF	정상시 본PF증분	14,900	8,300	21,600	18,100	13,200	31,300	28,800
부실	본PF 부실 중위값	31,000	19,500	50,400	29,700	13,300	43,000	63,000
추정	<u>[실질 추정] 본PF요주의이하비율</u>	25.7%	31.7%	26.5%	24.8%	23.2%	24.3%	52.7%
	<u>[추산 현황]요주의이하비율</u>	15.2%	30.5%	20.5%	15.8%	13.5%	15.0%	64.3%
PF부실	<u>[실질 추정] PF요주의이하비율</u>	39.1%	43.3%	38.5%	41.4%	42.5%	41.8%	58.6%
추정	<u>[추산 현황]PF요주의이하비율</u>	19.5%	43.7%	28.0%	20.8%	24.4%	22.1%	60.7%

함수추정 결과, 저축은행과 중소형 증권사의 요주의이하비율은 추산 현황과 유사

[표3]에서 주목할 것은 저축은행과 중소형 증권사 PF요주의이하비율 현황이 부실 추정함수를 통해 추정한 PF요주의이하비율과 거의 일치하고 있다는 점이다. 반면, 나머지 업권(대형 증권사 및 캐피탈사)의 요주의이하비율 현황은 추정 결과와 큰 차이가 있다.

감독당국의 규제와 감독이 실질과 유사한 부실인식의 원동력

저축은행과 중소형 증권사간 PF취급에 있어 공통점이 없어 보이나 하나의 공통점이 존재한다. 중소형 증권사는 레고랜드 사태 직후 부동산PF 부실에 따른 유동성 위기를 겪어 감독당국의 강도 높은 감독을 받았고, 저축은행은 2023년 PF부실에 따른 시장의 우려로 감독당국의 집중적인 감독을 현재까지 받고 있다. 즉, 저축은행과 중소형 증권사는 감독당국의 강도 높은 규제와 감독으로 실질과 가장 근사하게 부실(요주의이하비율)을 인식했을 가능성이 있다.

2) 표본 분석을 통해 추정한 PF 부실

표본 분석을 통해 부실 추정

추정의 유의성을 재차 확인하기 위하여 추가적으로 표본 분석을 실시하였다. KR이 지난 1년간(2023.04~2024.03) 평가한 PF유동화 거래를 대상으로 [표4]의 분류기준에 따라 부실의 정도를 분석하였다. 조사결과 사업상태를 추정·판단할 수 없는 데이터를 제외하고 SPC 기준 약 900여개, 익스포저 기준 32.8조원을 분석을 위한 표본으로 선정하였다. 표본은 대부분 증권사가 주관한 PF 구조화 금융 거래이다. 조사 기간이 6개월 가량 소요되어 조사가 진행되는 동안 부실사업장이 정상화되기도, 정상사업장이 부실화된 경우도 있어 분석의 한계점으로 작용하고 있다.

[표 4] 분석시 활용한 부실의 분류 기준

부실의 분류	비고
공통	AAA(예, 주택도시보증공사, 은행 등), 지방자치단체 등이 신용보강한 현장은 사업장의 부실, 사업성 여부와 관계없이 모두 정상으로 분류 사업성 및 부실의 정도를 추정·판단할 수 없는 익스포저는 분석 표본에서 제외하거나 정상으로 분류
요주의	만기연장 - 예외: 단순인허가 지연, 단기적인 사업지연으로 판단되는 경우 등(단순만기연장)은 정상 분류 분양률 저조 - 용도, 지역 등에 따라 분양률 60~70% 미만 단순만기연장이라도 생숙, 도생, 오피스텔, 물류 등 관련 사업(이하 '고위험 용도사업')은 요주의로 분류 가능 고정에 해당되나 정도가 심하지 않다고 판단될 경우 요주의로 분류 가능
고정	이자지급불능 - 추가 대출 등을 통한 이자 납부 포함함 요주의+{고위험 용도사업 중 브릿지, 분양률 저조(50~60%미만), 장기 미착공상태} 분양률 30% 미만 분양률 저조+고위험 용도사업 완공후 상환불가 상태(잔여 채권 존재) 최초 대비 과도한 추가 대출 등을 통한 사업진행(매매희망가 상승을 동반할 가능성이 높음) 상기요소+가격위험의 정도가 높은 곳(지역 변수는 대주를 위해 다시 돌아보는 PF리스크 참고)
회수불능	고정 + 시공사 부도 등에 의한 사업중단 등

- 주) 1. 회수 불능은 표본 분석의 주요 대상이 아니므로 요주의이하와 고정이하에 대한 비율만을 참고
2. 동 기준은 보수적 관점의 분류기준으로, 시장 참여자의 관점에 따라 주관적 해석이 가능

표본분석 결과
53.3%가
요주의이하 익스포저

전수 조사 및 표본 분석 결과, A등급 이상 시공사의 책임준공 효과를 감안하지 않은 순수 사업장 기준(이하 '순수사업장 기준') 요주의이하 익스포저 비중은 53.3%, 책임준공 효과를 감안한 사업장 기준(이하 '책준 감안 기준') 요주의이하 익스포저는 35.4%로 분석되었다. 고정 이하에 해당하는 익스포저는 책준 감안하지 않은 경우와 감안한 경우가 각각 17.4%, 14.9%로 분석되었다.

[표 5] 표본 분석 후 부실 분류

부실의 구분	순수사업장 기준		책준 감안 기준	
	금액(억원)	비중(%)	금액(억원)	비중(%)
정상	153,323	46.7	212,320	64.6
'요주의'에 준함	118,142	36.0	67,146	17.9
'고정'에 준함	40,096	12.2	32,301	9.8
'회수불능'에 준함	16,983	7.8	16,777	5.1
요주의이하	125,941	53.3	116,224	35.4
고정이하	28,540	17.4	49,079	14.9

주) 표본수: 증권사 등이 주관한 SPC기준 약900개, 표본 익스포저: 32.8조원

일부 금융업권 실질 PF요주의자산 및 고정이하자산 2~5배 이상 많을 것으로 추정

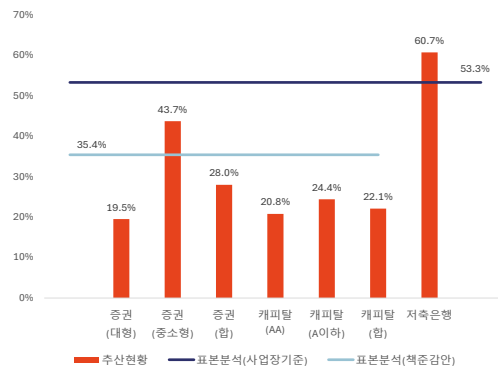
사업장 기준
실질 PF부실자산
최소 2배 이상 많을
것으로 추정

캐피탈사의
PF부실 인식이
상대적으로
적극적이지 않은
것으로 추정

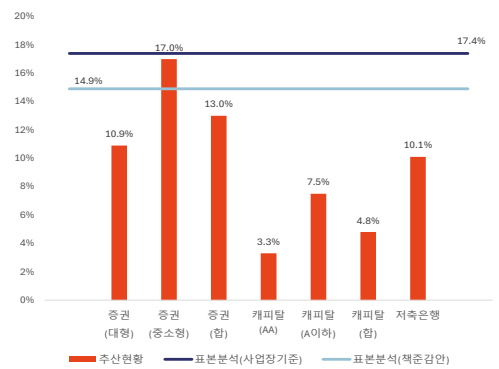
표본 분석 결과와 금융업권의 PF요주의이하비율 현황을 비교(그림17)하면, 저축은행(추산현황 비율: 60.7%)이 표본 분석결과(53.3%)와 유사했고, A등급 이상 시공사의 책임준공 효과를 인정하였을 경우 중소형 증권사(추산현황 비율: 43.7%)도 표본 분석 결과(35.4%)와 유사한 결과였다. 반면, 나머지 금융업권은 PF요주의이하자산을 1/2 수준으로 축소 인식한 것으로 분석된다. 분석표본이 리스크 측면에서 소폭 우량하다고 판단¹⁸되는 증권사가 주관한 익스포 저임을 감안할 때, 금융업권의 부실 인식의 적극성은 느슨한 수준이다.

표본 분석 결과와 금융업권이 제시한 PF고정이하비율을 비교(그림18)하면 중소형 증권사(추산현황 비율: 17.0%)가 표본 분석 결과(17.4%)와 가장 근접한 결과를 보였고, 나머지 금융업권의 고정이하자산에 대한 인식은 미흡한 수준이다. 특히 캐피탈사가 고정이하자산 인식에 가장 적극적이지 않은 것으로 추산된다.

[그림 17]요주의이하 비교(추산현황vs표본분석)

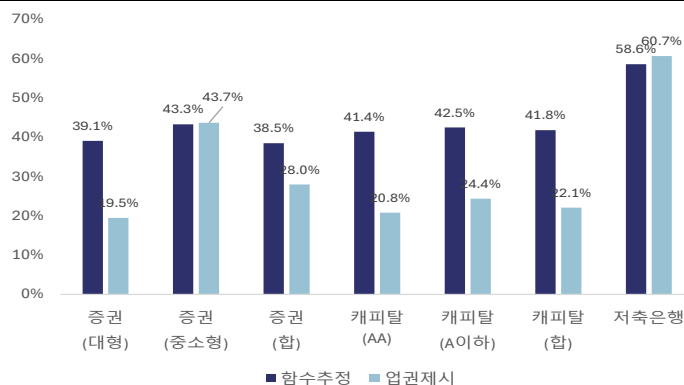


[그림 18]고정이하 비교(추산현황vs표본분석)



표본분석을 통한 PF부실 추정은 함수를 활용하여 추정한 PF요주의이하비율 결과(그림19)와도 유사하였다.

[그림 19]요주의이하 비교(추산현황 vs 함수추정)



주) [표3]의 결과 도식화

¹⁸ 금융업권 부동산PF 리스크 점검 I - 업권별 비교(2023.09.26)

4. 부실의 이연 규모 과도한 것으로 추정

부실 추정 함수 및 표본 분석을 통한 PF부실 추정 결과, 다수 금융업권의 부실 인식 회피와 부실의 이연 정도가 과도한 것으로 분석된다. 요주의이하 PF 익스포저의 경우, 중소형 증권사와 저축은행을 제외하고 1/2 수준으로 축소 인식하는 것으로 추정되며, 고정이하자산의 경우 중소형 증권사를 제외하고 1/2~1/5 수준으로 축소 인식하는 것으로 분석되었다.

[표 6] PF부실 비교: 업권제시 vs 함수추정 vs 표본분석 결과

구분		증권(대형)	증권(중소형)	증권(합)	캐피탈(AA)	캐피탈(A이하)	캐피탈(합)	저축은행
요주의이하	표본분석(순수사업장기준)	53.3%						
	표본분석(책준감안)	35.4%						
	함수추정분석	39.1%	43.3%	38.5%	41.4%	42.5%	41.8%	58.6%
	업권제시	19.5%	43.7%	28.0%	20.8%	24.4%	22.1%	60.7%
고정이하	표본분석(순수사업장기준)	17.4%						
	표본분석(책준감안)	14.9%						
	업권제시	10.9	17.0	13.0	3.3	7.5	4.8	10.1

주) [표2], [표3], [표5] 자료 요약

최근 감독당국이 발표한 230조원의 PF익스포저에 상기 비율을 단순 대입하였을 경우, 2023년말 기준 금융업권의 '주의를 요하는' PF 익스포저는 책준감안 기준 80조원, '부실이 상당히 진행된' PF익스포저는 책준감안 기준 35조원에 달하는 것으로 추정할 수도 있다.

부실 인식의 적극성 측면에서 저축은행과 중소형 증권사를 제외한 금융업권이 소극적인 것으로 분석되었다. 부실 인식의 측면에서 순수사업장 기준 1/2 수준으로 축소 인식하는 것으로 보인다. A급 이상 시공사의 책임준공 효과를 감안하더라도 저축은행과 중소형 증권사를 제외한 금융업권의 경우, PF요주의이하 익스포저 비중이 많게는 15%p이상 차이가 있는 것으로 추정된다.

부실의 심각성에 대한 인식 측면에서는 중소형 증권사를 제외한 금융업권이 소극적인 것으로 판단된다. 특히, 캐피탈사는 고정이하 PF익스포저 인식에 가장 적극적이지 않은 것으로 분석되었다. 반면 부실에 대한 대비는 업권에 관계없이 미흡한 것으로 분석되었다.

[표 7] 업권별 부실 인식의 정도

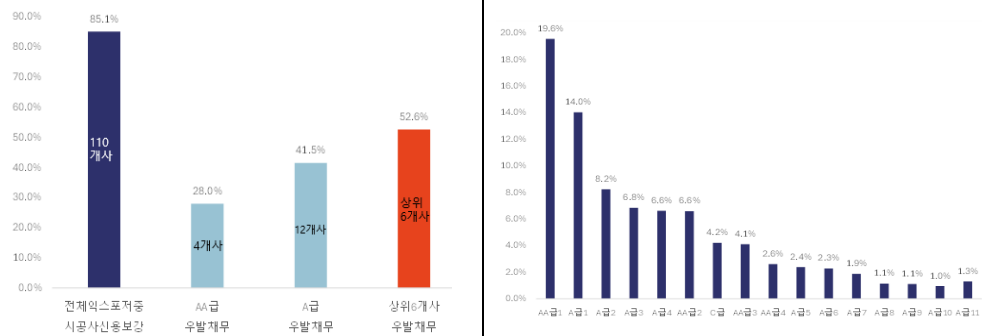
의미	표현	결과
부실인식의 적극성	요주의이하	저축은행, 중소형 증권사 제외하고 대부분의 금융업권이 부실 인식에 소극적, 특히 캐피탈사가 소극적인 것으로 분석
부실의 심각성에 대한 인식	고정이하	중소형 증권사 제외 소극적, 특히 캐피탈사가 가장 소극적
부실에 대한 대비	PF총당금	모두 충분치 않은 수준

소수 시공사의
신용보강에 대한
의존도 높아

시공사 책임준공 등 신용보강 장치에 대한 검토

앞서 언급했듯이 금융회사가 시공사의 신용보강 장치(책임준공 등)를 위험 제거 요소로 적극 활용한 것이 PF사업장의 부실 인식을 느슨하게 한 이유일 가능성이 있다. 표본 분석 결과, 증권사가 주관한 PF 유동화 거래(32.8조원) 중 약 85%의 익스포저(28조원)에 대해 110여개 건설사가 책임준공 약정 등 신용보강을 제공하였다. 건설사가 신용보강을 제공하고 있는 28조원의 익스포저(표본) 중 약 84%(23.4조원)가 A등급 이상의 16개 대형 건설사(태영건설 포함)에 집중되어 있어, PF우발채무는 특정 시공사에 집중된 것으로 분석되었다.

[그림 20] PF익스포저 중 시공사 우발채무 비중(표본 분석)



주) 좌측 그림은 표본 전체 익스포저(32.8조원)에 대한 비중을 의미, 우측 그림은 시공사 신용보강한 익스포저(28조원)에 대한 비중을 의미

자료) 금융업권 부동산PF 리스크 점검 I (2023.09) 재인용

16개 대형 건설사 중 소수의 시공사를 제외하면 시공사가 부담하는 PF우발채무 규모는 과도하다. 익스포저 규모 상위 6개사가 신용보강한 PF 규모가 총표본(32.8조원)의 52.6%에 달한다. PF대주가 시공사의 신용보강을 위험 제거 요소로 적용하기에는 위험의 집중도 측면에서 무리가 있는 것으로 판단된다. 특히, 시공사가 PF부실로 공사비를 받지 못하는 상황에서 책임준공을 이행한 이후 유치권을 행사하거나, 여타 약정상의 미비로 PF대주에게 항변할 경우 대주는 상당 수준의 손실이 불가피하다.

상기 분석결과를 활용함에 있어서는 주의해야 할 사항이 있다. 분석기준 시점(2023년말) 이후인 2024년 5월 사업성 평가기준 개선안이 발표되어 업권별 PF리스크 관리 모범규준 개정에 반영된 점을 고려하면 업권별 PF부실 인식의 차이는 점진적으로 축소될 것으로 판단되는 점이다. 또한, 분석결과는 사업성 평가기준 개선에 따른 업권별 영향을 예측하는 자료로 활용 가능할 것으로 판단된다.

III. PF의 미래

현재 부동산금융은 상당한 규모의 부실인식 회피와 부실의 이연이 진행 중인 것으로 추정된다. 어느 때보다 강한 감독당국의 부실 정리 의지로 일부 업권의 경우 PF부실을 실질과 유사하게 인식하고 있으나, 연착륙에 초점을 맞춘 일부 온건한 지원책은 부실을 이연하기에 용이하다. 통화정책도 완화적인 측면이 있고, 실제 주택담보대출 금리는 4%에도 미치지 못한다. 부동산 버블이 극심했던 2020년~2021년 금리에 비해 높다는 것이지 절대 수치 측면에서는 완화적이다. 긴축적이었다고 판단되는 기간은 지난 2년간 몇 개월에 불과하다. 그럼에도 불구하고 부동산금융의 부실 문제는 여전히 진행 중이다.

1. 부실은 이연되고, 익스포저는 증가할 가능성

PF 익스포저 재차 증가할 가능성

PF 익스포저
감소하였다가 재차
증가할 가능성

PF 부실을 조기에 정리¹⁹하겠다는 감독당국의 의지로 일부 금융업권²⁰의 경우, 적극적 부실 인식으로 손실이 증가하고 PF익스포저는 감소할 것으로 보인다. 그러나 연착륙을 위한 일부 지원책은 부실 PF사업 정상화와 금융지원에도 초점이 맞춰져 있어 당초 의도와는 다르게 부실 정리를 지연시킬 가능성이 있고, 통화정책은 여전히 완화적이다. 또 다른 충격이 오지 않는 한 PF 익스포저는 단기적으로 감소하였다가 재차 증가할 가능성이 있다.

[표 8] 부동산 PF 관련 정책 내용 중 일부

구분	내용
부실 정리책	사업성 평가기준 개선 - 건전성 분류기준 강화 대주단협약: 사업장 만기연장 및 이자유예 조건 강화 경공매 기준: 저축은행업권 6개월 이상 연체PF채권에 대한 3개월내 경공매 실시 총당금 적립 강화
부실사업장 지원책	PF보증확대: HUG, 주공금 PF사업자 보증 규모 확대 → 총30조원 공급 비주택 PF보증 신설: 비주택 대상 건설공제조합의 PF사업자보증 신설(4조원) PF보증조건 개선: 건설사 신용이슈(워크아웃 등), 증액 공사비 등으로 자금조달 부족한 사업주에게 추가 자금 보증 제공 캠코펀드 신규자금 대여: 펀드 조성액의 40% 이내에서 사업장에 대한 추가필요자금 대출 허용 LH토지매입: 사업성 회복 어려운 사업장에 LH가 토지매입하고 원소유자에 재매입 우선권 부여 캠코 자금공급: 캠코의 PF등 부실채권 매수, 우선매수권 등 금융회사 인센티브 제공 신디케이트론 조성 통한 자금공급: 은행, 보험업권 10개사 공동 지원으로 경락자금대출, NPL 매입지원, 일시적 유동성 지원 대출(1조원~5조원) 시장안정조치: 신보, 산은, 기은 대출·보증, 신보 P-CBO 건설사 추가 편입
PF 지원을 위한 금융규제완화	신규자금 공급시 자산건전성 “정상”분류(공통) 신규자금 공급시 사업성 평가기준 완화(공통) PF대출에 대한 유가증권 보유한도 완화(저축은행) 재구조화 대출 등에 공동대출 취급기준 일부 완화(상호금융) 영업구역 내 신용공여 한도 규제 완화(저축은행) PF정상화 지원 등에 대한 K-ICS(위험계수) 합리화(보험) PF대출 전후 유동성 관리 목적의 RP매도 인정(보험) PF대출에 대한 한시적 NCR 위험값 완화(증권) 채무보증 대출전환 관련 한시적 위험값 완화(증권) 자금 공급, 재구조화·정리 관련 임직원 면책(공통)

¹⁹ 부실 익스포저의 상·매각 및 경공매 등을 촉진하고 해당 익스포저를 조기에 손실 처리한다는 의미의 “정리”

²⁰ 저축은행의 중심의 PF부실 정리는 증가할 것으로 예상

지원책이
다양한 형태로
부실의 이연에
활용될 가능성

사업주나 금융기관은 PF 사업재구조화를 위한 지원책을 다양한 방식으로 부실을 이연하는데 활용할 수 있다. 초기에는 사업주나 시공사 주도로 보증기관의 보증을 득해 자금을 조달하는 단순한 방식이 활용될 것으로 보인다. 그러나 시간 경과에 따라 금융회사가 주도하는 부실의 이연이 더욱 확대될 가능성이 있다. 금융회사 주도로 부실 사업장에 신규 자금을 공급하고 이를 ‘정상’ 익스포저로 분류한 후, 사업성 재평가를 통해 해당 사업장의 PF익스포저 전체를 건전성 분류기준상 ‘정상’으로 분류하는 방식이 주로 활용될 것으로 예상된다. 또한 금융회사 주도로 설립한 리츠나 펀드가 해당 금융회사, 금융계열사 또는 금융회사 상호간의 부실채권 (또는 부실 수익증권)을 인수하고 해당 리츠나 펀드가 발행한 유가증권을 금융회사가 인수²¹ 하는 방식으로 PF부실을 ‘정상’으로 분류할 수도 있다. 경우에 따라서는 이런 리츠나 펀드를 상장하거나 공모를 통해 투자자를 모집해 금융기관의 리스크를 시장에 넘길 수도 있다. 이렇게 단순한 작업만으로 정상으로 분류된 부실 익스포저는 금융기관의 수익으로 인식²² 되고, 인센티브 확대에도 영향을 미친다. 악화(부실의 이연)가 양화(더 큰 이익과 인센티브 생성)를 구축하고, 부실을 이연하는 관행은 자리잡을 가능성이 있다. 과도한 시나리오라고 생각할 수 있으나, 2010년대 초·중반 시행된 규제완화와 함께 쉽게 볼 수 있었던 현상²³ 중 하나이다. 특히, 리츠 등(펀드 일부 포함)은 관련법이 사업주 친화적이고, 감독의 사각지대에 있어 국내 PF 부실 뿐 아니라 해외부동산 투자를 비롯한 부동산금융 전반에 걸쳐 부실 이연 수단으로 활용될 가능성이 있다.

2. PF 부실 정리를 위한 재구조화에 대한 제언

[그림21]은 PF사업장의 부실 정리(재구조화를 포함)가 어떻게 진행되어야 하는지, ‘부실의 이연’을 선택한 금융회사의 결정이 어떤 결과를 가져올 것인지 직관적으로 이해하기 위한 것이다. [그림21]의 “가”는 2020년에서 2021년 사이 투기과열지구로 지정되지 않았던 지방과 경기 일부 지역²⁴에서 볼 수 있는 공동주택의 분양가(매매희망가) 대비 PF자금조달 구조, 사업비 구성 및 부동산 가격 하락률 등을 일반화한 그림이다. 그림에서 각각의 블록은 현재 책정된 매매희망가(분양가) 대비 비중(약 5%)을 나타낸다. 금융비용을 차주가 직접 충당하는 경우, 최초 조달시 대출로 조달하는 경우, 분양대금으로 조달하는 경우 등 조달 방식에 따라 상환 순위가 달라질 수 있으나 일반적인 조달 방식을 시나리오에 적용하였다. 본 그림은 PF의 대략적인 자금 조달 구조, 사업비 구성 및 상환 순위를 나타낸 것으로 개별 현장의 특수성 등을 반영하지 못하는 한계가 있다. 그러나 [그림21]은 각 시나리오의 선택에 따라 PF대주의 손실 정도를 대략적으로 파악하기 위한 것으로 부실 PF의 올바른 재구조화 방안을 검토하는 데에는 무리가 없을 것으로 판단된다.

²¹ 실제로는 자산을 팔고, 되사는 형태의 거래이기 때문에 현금유출과 유입은 거의 발생하지 않음

²² 총당금 환입, 이자지급 용도로 실행한 추가 대출이 금융수익으로 인식되며, 다양한 방식의 수익 인식이 가능

²³ [부동산금융의 시대\(Ⅰ\)](#) (2019.02)에 다수의 사례 소개

²⁴ 2020년 하반기 이후 투기과열지구로 지정되지 않아 분양가 상한제 적용을 받지 않았던 지역의 경우 분양가가 시세(매매가)보다 높게 책정되는 경우가 일반적이었으며, 관련 데이터는 ‘대주를 위해 다시 돌아보는 PF리스크 (2023.05)’에서 제시

[그림 21]부실 정리 시점의 손실 비교(일반화된 시나리오 기준)

구분	기준금액	"가"			"나"		"다"	
		완공된 사업장(현시점)			브릿지 단계 청산(현시점)		부실이연후 청산(2~3년후)	
		초달구조, 상환순서	사업비구성		초달구조, 상환순서	사업비구성	초달구조, 상환순서	사업비구성
2~3년후(매매 희망가)	125						시행이익3-3	
	120						시행이익3-2	
	115						시행이익3-1	
대주 만족: 약 76% 상승	110						토지비6-6	①기대손실률 최초대비 35%
	105						토지비6-5	
매매희망가(분양가등)	100		시행이익3-3	20~21년 분양특징			토지비6-4	②기대손실률 최초대비 65%
①약 53% 상승	95		시행이익3-2				토지비6-3	
시세(흔려 준고점 등)	90		시행이익3-1				토지비6-2	
②약 35% 상승	85	PF대출7-7	토지비6-6	대출원금 대비 최대 기대손실률 55~60%			토지비6-1	③기대손실률 최초대비 130%
	80	PF대출7-6	토지비6-5				금융비용 등6-6	
	75	PF대출7-5	토지비6-4				금융비용 등6-5	
분양(매매)가능 구간	70	PF대출7-4	토지비6-3			금융비용 등6-4		
	65	PF대출7-3	토지비6-2			공사비10-10		
	60	PF대출7-2	토지비6-1			공사비10-9		
	55	PF대출7-1	금융비용 등3-3			공사비8-8(10-8)		
	50	분양대금	공사비8-8			공사비8-7(10-7)		
	45	분양대금	공사비8-7			공사비8-6(10-6)		
	40	분양대금	공사비8-6			공사비8-5(10-5)		
	35	분양대금	공사비8-5	대출원리금 대비 기대손실률 60~65%	PF대출7-7	토지비6-6	최선순위	공사비8-4(10-4)
	30	분양대금	공사비8-4		PF대출7-6	토지비6-5	(분양대금등)	공사비8-3(10-3)
	25	분양대금	공사비8-3		PF대출7-5	토지비6-4	최선순위	공사비8-2(10-2)
	20	분양대금	공사비8-2		PF대출7-4	토지비6-3	(분양대금등)	공사비8-1(10-1)
토지매매 가능 구간	15	분양대금	공사비8-1		PF대출7-3	토지비6-2	분양대금 등	금융비용 등3-3(6-3)
	10	분양대금	금융비용 등3-2		PF대출7-2	토지비6-1	분양대금 등	금융비용 등3-2(6-2)
	5	분양대금	금융비용 등3-1		PF대출7-1	금융비용 등	분양대금 등	금융비용 등3-1(6-1)

주) 본 시나리오에는 용도변경 등을 통해 매출 가능액을 증가시켜 사업주 이익을 보존하는 재구조화 등은 고려하지 않았다. 용도변경 등은 도시개발계획 등의 변경을 수반할 수 있으며, 공공의 자원이 투입되어 사업주의 이익을 증가시키는 행위를 수반할 수도 있다. 또한 한정된 지역에 특정 용도의 부동산을 과잉 공급하는 결과를 초래할 수 있다. 따라서, 용도변경 등을 통한 재구조화는 부동산금융에서 다루기에 부적절한 것으로 판단된다.

[그림21]의 ‘가’, ‘나’, ‘다’ 시나리오는 최근 지방과 경기권 일부의 부동산가격의 평균적 하락률, 책정된 분양가 등을 고려하여 작성되었고, 부동산 가격 하락, 차주의 부도 등에 따라 블록의 상단에서부터 아래 방향으로 차례대로 손실을 보는 것을 개념화하였다.

부실의 이연은 사업주 등이 부동산 가격 상승에 기댄 임시 방편

[그림21]의 ‘가’는 이미 완공된 사업장이라고 하더라도 입주거부, 지연 등 상황²⁵이 발생하는 경우, PF대주가 제한물건을 해소²⁶한 후 최초 PF대출의 60%에 달하는 기대손실률이 발생할 수 있음²⁷을 보여준다. [그림21]의 ‘나’는 현재 브릿지 상태에서 부실을 즉시 정리(경·공매 등을 통한 토지 매각)할 경우 기대되는 손실률이 60~65% 정도 됨을 보여준다. 주목할 시나리오는 [그림21]의 ‘다’이다. ‘다’는 브릿지 상태에서 부실을 이연하고 추가 대출 등을 통해 사업을 진행할 경우 부동산 가격 상승 정도와 기대손실률의 관계를 보여주며, 결과는 다음과 같다.

²⁵ 손실률이 가장 높은 경우이며 2010년대 초반 다수 있었던 사례로, 부동산금융의 시대(Ⅰ)(2019.02)에서 소개
²⁶ 제한물건을 해소하고 재매각을 하는 시나리오
²⁷ 구체적인 사례는 [부동산금융의 시대\(Ⅰ\)](#) (2019.02) 참조

[표 9]부실 이연 시 부동산가격 상승 정도와 기대손실률의 관계-[그림21]의 ‘다’ 시나리오

부실 이연 후 부동산가격 상승 정도	최초 대출 대비 기대손실률	비고
현재 매매가능가와 동일할 경우 (가격 상승 없음)	약 130%	현 시점(즉시) 부실 정리가 훨씬 유리, 최초 대출원금을 크게 초과한 손실 예상
최근 시세(준고점) 까지 상승시 (약 35% 상승 시)	약 65%	현 시점(즉시) 부실 정리가 유리
최초 매매희망가 까지 상승 시 (약 53% 상승 시)	약 36%	부실을 이연하는 것이 다소 유리, 부실 이연 후 발생하는 추가적 비용 변동성을 고려할 경우 현 시점 부실 정리와 차별성 미비
약 76% 상승 시	0%	대주 모두 exit 가능하나 시행사 만족 어려워 분쟁 발생 가능
약 92% 상승 시	0%	PF참여자가 모두 만족할 수 있는 부동산 가격 상승률

주) 현재 매매가능가: 최근 부동산 경기 침체 시점의 별도로 수집한 평균적 하락률을 적용한 거래 가격을 의미

큰 폭의 부동산 가격
상승을 유도해야
부실의 이연을 통한
재구조화가 성공

[그림21]의 ‘다’ 시나리오(브릿지 상태에서 부실이 발생하였으나, 부실을 이연하고 사업주 교체없이 사업을 추진할 경우)를 분석해 보면, 지방과 일부 수도권외의 경우, 미래의 부동산 가격이 최근 가격 대비 최소 55% 이상 상승해야 부실을 즉시(현 시점에) 정리하는 경우보다 유리한 결과를 낼 수 있다는 결론에 도달한다. 대주가 손실을 보지 않는 부동산 가격 상승률은 76%이며, 사업주(시행사 또는 시공사)의 생존 및 시행이익을 충분히 고려한 가격결정을 가정할 경우에는 부동산 가격이 최근 가격(저점) 대비 90% 가까이 상승해야 한다. 동 시나리오 오는 사업성 확보에 가장 유리한 공동주택의 예를 든 것으로, 현재 PF부실 문제가 심각한 생활형숙박시설, 도시형생활주택, 오피스텔, 지식산업센터, 물류시설 등은 더 높은 부동산 가격 상승(최근 저점 대비)이 필요하다.

결국, 부실을 정리하지 않고 이연하는 형태의 재구조화는 미래의 큰 폭의 부동산가격 상승에 의존한 임시방편일 가능성이 높다. 물론 금융기관의 자금조달 능력은 부동산 가격을 상승시킬 가능성이 높다. 그러나 이연되는 PF익스포저와 증액되는 익스포저 만큼 리스크는 증가하고, 금융기관의 펀더멘탈은 취약해진다.

기존 사업주 교체와
기존 PF대주의
부분 손실이
재구조화와
사업성 확보의 핵심

반면, [그림21]의 ‘나’와 같이 시행자를 EOD(기한의 이익 상실) 시키고²⁸, 사업주를 교체하여 크게 하락한 토지 가격에 사업을 진행한다면 즉시 사업성을 확보할 수 있고, 변동성은 대폭 축소된다. 기존 PF대주의 손실이 불가피하나, 다수 PF사업장의 사업성 확보, PF시장의 신뢰회복 및 금융기관의 투명성과 건전성 확보를 위한 재구조화의 기본 개념을 잘 설명할 수 있다.

2020년 이후 고분양가로 이미 사업성이 훼손된 상태에서 PF진행

표면적으로 드러나지 않지만 부실의 이연을 통한 재구조화에는 핵심적 전제 조건이 따로 있다. 기존 시행사(시공사 포함)의 생존과 이익, 기존 대주의 이익을 보존하는 방향으로 구조화가 이루어진다는 점이다. [표9]에서 시행사의 이익을 만족하는 부동산 가격 상승률은 최근 저점 대비 90%에 달한다. 결국 [그림21]의 사례에서 부실의 이연을 통한 재구조화는 사실상

²⁸ 부실화된 브릿지론의 경우 시행자를 즉시 EOD 시킬 경우, 기존 PF대주는 약 60%의 기대 손실이 예상

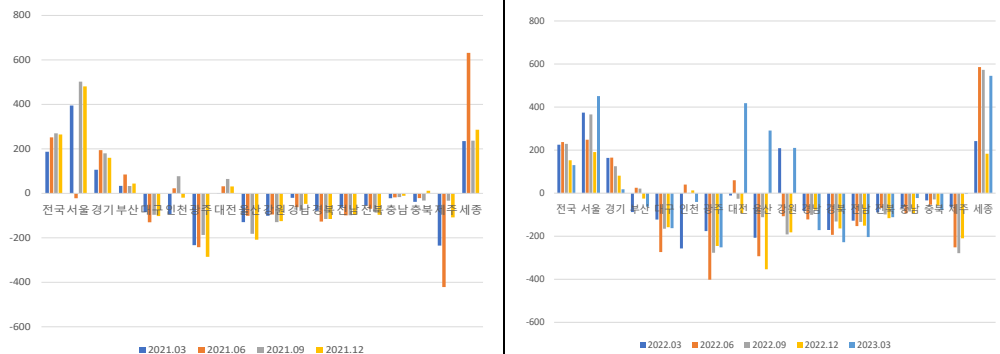
부동산 가격이 저점 대비 90% 정도 상승해야 하는 성공확률이 낮은 선택인 것이다.

부실의 이연이 수반된 재구조화가 성공하기 위해 큰 폭의 부동산 가격 상승이 동반되어야 하는 이유는 2020년에서 2022년 사이에 진행된 PF현장 상당수가 비싼 가격의 분양가(매매희망가)로 사업성을 검토하고 사업을 진행하였기 때문이다. 지난 보고서²⁹에서 고분양가 책정은 가격 리스크를 증가시키고 사업성을 훼손시키는 핵심 요인임을 설명한 바 있다.

시세 대비 낮은 분양가는 사업성 확보의 핵심요인

[그림22]는 ‘시기별 · 지역별 아파트 매매가’에서 ‘분양가’를 차감(-) 한 값(Gap)의 분포이다. 이다. 분양가가 매매가보다 저렴할 것이라는 일반적인 믿음과 달리 일부 지역을 제외하고 2020년과 2022년 사이에 사업을 진행한 많은 현장에서 분양가가 매매가를 크게 상회하는 현상이 발생하였다. 부동산업자들 사이에서는 신축 선호현상 등을 이유로 분양가 상승을 부추기고 있으나, 대규모 물량을 단기간에 처분해야 사업성이 생기는 PF사업의 재무적 특성을 고려하면 고분양가는 사업성 훼손과 직결된다. [그림22]를 보면 알수 있듯이 분양가가 매매가를 초과하였던 지역이 현재 PF 부실 정도도 심하다. 고분양가 책정으로 이미 사업성이 크게 훼손된 상태에서 사업이 진행되었다는 의미이며, 무차별하게 책정된 고분양가는 금리인상이라는 단순한 충격에 PF시장 전체가 극심한 침체로 빠져들게 한 주요 요인이다. 흥미로운 점은 서울과 경기권 일부는 ‘매매가 - 분양가 Gap’이 양(+)의 방향이었고, 충격에도 불구하고 비교적 빠르게 사업성을 회복한 곳이기도 하다. 해당 지역은 투기과열지구로 지정되어 분양가 상한제가 적용되었던 곳으로 결국 매매가 대비 상대적으로 낮은 분양가가 사업성을 제고하는 주요 요인임을 직관적으로 보여주는 증거이다.

[그림 22]지역별 아파트 매매가-분양가 GAP



자료) 대주를 위해 다시 돌아보는 PF리스크(2023.05) 재인용

²⁹ 대주를 위해 다시 돌아보는 PF리스크(2023.05), 금융업권 부동산PF리스크 점검 I (2023.09)

3. 훼손된 사업성 복원을 위한 매매희망가 재산출이 재구조화의 핵심

훼손된 사업성 복원:
대부분의 경우
사업주 교체 →
토지비 비중 축소 →
매매희망가 Down

결국 PF의 재구조화는 부실의 이연이 아닌 매매희망가(분양가 등)를 처분가능성이 높은 수준의 가격(이하, '대안 Value')까지 낮추는데 초점이 맞춰져야 한다. 금융기관도 부동산금융 리스크 측정에 활용하는 가격(Value) 적용 시 감정가, 사업주가 제시하는 희망가(분양가), 포털이 제공하는 시세에 의존하는 방식을 지양해야 한다. 별도 산출한 '대안 Value(분양가)'까지 매매희망가(분양가 등)를 낮출 수 없는 상황이라면 토지비 비중을 축소해야 한다. 시행자가 투입한 Equity가 충분치 않은 상황이라면, 토지비 축소는 시행자 교체³⁰를 통해 가능하다. 시행자 및 실사업주를 교체하고 토지가격을 충분한 수준으로 낮춰야 훼손된 사업성을 복원할 수 있다. 이 과정에서 기존 PF대주는 일부 손실을 볼 수 있다.

IF
대안Value>분양가,
부실의 이연이 타당

반대로, 이렇게 산출한 '대안 Value'가 기존 분양가(매매희망가)와 유사하거나 오히려 높다면, 해당 사업장은 사업성이 높을 가능성이 크므로 부실을 이연하는 것이 사업 성공 확률을 높이는 효과적인 방법이 된다.

누적확률분포를 활용한 '대안 Value' 산출 방식의 제시

대안 Value
산출 방식 제시

지난 보고서³¹에서 상업용 부동산의 가격 결정 메커니즘을 설명하고 해외 사례를 들어 결합 확률분포 등을 활용한 상업용 부동산 '대안 Value' 산출 방식을 제시한 적이 있다. 이번에는 [표10]에 소개된 시나리오와 누적확률분포를 활용하여 분양형 PF사업장의 '대안 Value(분양가)' 산정 방법을 제시한다.

[표 10] 대체 분양가 산정을 위한 주요 가정 및 시나리오

구분	내 용
데이터의 수집	용도별 실거래가 데이터(출처: 국토부 등)
데이터 확보기간	10년 - 아파트 평균 소유(소유권 이전 기준)기간: 10.7년
적정 분양가 산정 시나리오	<p>목표: 일정 수준의 경제 충격 시에도 '충분한' 거래가 가능한 가격을 결정</p> <p>가정 1) 부동산 가격이 시장선이 얇은(누적기준 거래량이 적은 '고점(시세)'에 결정된다고 보기 어렵듯이 소수의 경공매(차주 부도 등)에 의해 시장 가격이 결정되지 않음</p> <p>가정 2) 충격시에도 기존 부동산 소유자의 80%가 만족(이익을 충분히 확보)할 수 있는 가격을 적정 분양가로 산정(의미: 즉시 팔아도 소유자의 구매 가격보다는 높게 매각해야 다수의 거래가 이루어짐)</p> <p>가정 3) 신축은 구축에 의해 가격이 좌우되며, 입지, 인프라 등을 고려하면 시장성 열위하거나 유사</p>

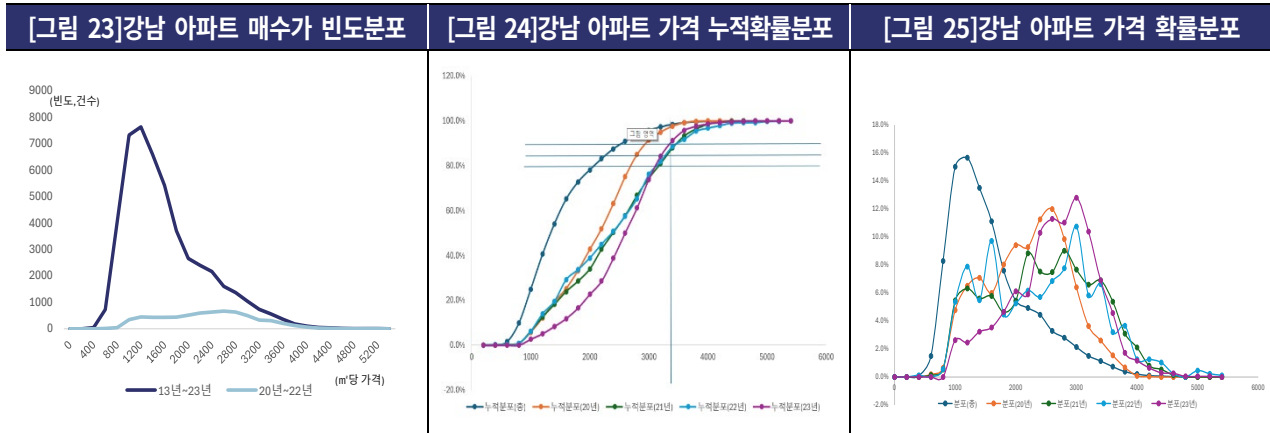
통계데이터 활용하여
'대안 Value' 산정
위한 가정 도출

[표10]은 대안 Value 산출을 위한 핵심 가정이다. 풀이하면 다음과 같다. ①특정 지역내 아파트를 소유한 상당수의 사람들은 약 10.7년(평균 소유 기간) 동안 아파트를 매수하였고, 매수 가격은 10.7년에 걸쳐 분포되어 있다. ②부동산 경기 침체로 보유 부동산을 매각하고자 하는 니즈가 높다. ③경기 침체로 일부 세대가 경공매 처분되었으나, 대다수의 사람(80%)은

³⁰ 현장에서는 시행자 또는 사업주의 단순 EOD뿐 아니라 시행권 확보 등 다양한 이슈가 있으나, 본고에서는 논의를 단순화하기 위해 사업주 교체(EOD 등)만을 언급함

³¹ [부동산금융의 시대\(II\)](#)(2019.02)

구매 가격보다는 높게 팔아서 이익을 보고 싶다. ④ 부동산 침체기, 부동산 소유자의 80%가 만족할 수 있는 가격은 85%~90%(누적확률)의 부동산 소유자가 손해보지 않는 가격일 가능성이 높다.



자료) 국토부 실거래데이터 2013년~2023년

상기 가정에 따라 강남구를 대상으로 대안 Value(분양가)³²를 산정해 본 결과는 m²당 약 2,300만원 정도이다. 산출 방식은 [그림24]를 통해 확인할 수 있는데, 강남구 아파트를 소유한 약 80%의 사람이 m²당 2,200만원 미만에 아파트를 매수하였고, 약 91%의 사람이 m²당 2,600만원 미만에 매수하였다. 금융비용과 기타 부대비용을 고려하지 않을 경우, 약 85%의 사람이 손해보지 않을 가격은 2,300만원 수준으로 추정된다.

충격 시,
'시세'는
현 소유주의
85%가 부정할
가능성이 있는 가격

상기 분석 결과가 감정가, 포털 시세 등과 차이가 크게 나는 이유는 [그림23]과 [그림25]를 통해 확인할 수 있다. [그림25]는 연도별(2020년~2023년) 아파트 매매가의 확률분포와 최근 10년간 매매가의 확률분포를 비교한 그림이다. 분포 곡선이 경과 연도별로 우측으로 빠르게 이동하는 모습이고, 최근 3년 사이에 가격 상승이 가팔랐다는 의미가 된다. 그러나 거래량은 10년 누적 거래량에 비해 미미한 수준이란 것을 [그림23]을 통해 확인할 수 있다. 즉, 포털, 공인중개사, 감정평가기관 등에서 '시세'라고 부르는 Value(가격)는 최근 1~2년 사이에 주로 발생하였으나 거래량은 지난 10년대비 미미한 수준의 가격이고, 외부 충격시 85% 이상의 소유주들에 의해 붕괴될 가능성이 높은 가격을 의미한다.

부실화된 PF현장의 재구조화를 위한 제언

[그림23]~[그림25]의 확률 분포를 통한 '대안 Value(분양가)' 산정 방식은 다음과 같은 곳에 유용하게 적용할 수 있는 것으로 판단된다. 강조하면 감정가나 매매희망가(시행사 제시 분양가) 아닌 '대안 Value(분양가)'의 확률적 산출이 재구조화의 성공과 반복적으로 발생하는 부동산 금융의 실패 고리를 끊을 수 있는 대안 중 하나로 판단된다.

- ① 부실(또는 가능성이 높은) PF 사업장의 재구조화시 사업성 검토를 위해 활용
- ② 사업시행자의 적정 분양가 산출
- ③ PF 사업장의 사업성 검토시 활용
- ④ 금융기관의 리스크 측정 시 Value값 적용에 활용

³² 충격에도 불구하고 충분한 수요를 생성시킬 수 있는 분양가

상기 누적확률분포를 활용한 예에서는 특정 가격 제시에 민감도가 덜한 서울지역 구단위의 적정 분양가 분석사례를 언급하는데 그쳤으나 동단위, 아파트별로도 '대안 Value(분양가)' 산출하여 활용하는 것이 가능할 것이다.

4. 경·공매 등 보다 적극적인 부실 정리에 나서야 할 시점

다양한 방식으로 금융기관의 부동산PF 익스포저를 분석한 결과, 부실의 이연 규모가 상당한 것으로 판단된다. 감독당국의 강한 의지와 감독으로 중소형 증권사와 저축은행의 부실 인식은 크게 강화되었으나, 나머지 업권의 부실 인식은 미흡한 수준일 가능성이 있다. 금융기관의 부실 이연과 일부 지원책으로 PF익스포저와 부실이 재차 증가할 가능성이 있다. 부실이 이연되는 동안 또 다른 충격이 발생하지 않는다면 PF 부실 문제는 수면위로 드러나지 일어나지 않을 수도 있다. 그러나 타인³³의 자본을 조달하여 운용하고, 유사시 정부의 지원을 직·간접적으로 받는 금융기관의 위치를 감안하면, 보다 과감한 부실정리와 손실인식이 진행되어야 할 것이다.

부실의 이연은 고분양가(매매희망가)를 유지한 채 부동산 가격이 급등하기를 기다리거나 부동산 가격 상승을 유도하는 방안에 불과할 가능성이 크며, 시간이 지날수록 리스크는 양적·질적으로 증가한다. 금융기관의 유동성 공급과 각종 지원으로 부동산 가격 급등에 성공한다고 할지라도 펀더멘탈이 개선되지 않는 한, 리스크는 가계, 기업 및 정부 부채의 증가, 임대료 상승에 따른 실질 물가의 상승, 소비 감소 등으로 이어지고 각 부문의 펀더멘탈 악화는 반복된다. 지금 PF부문의 손실을 막기 위해 '안정화', '제한적'이란 평가를 내리고 부실을 이연하는 방식 중심으로 사업재구조화가 진행된다면, 리스크는 또 다른 곳으로 전이되어 더 큰 침체를 위한 마른 장작³⁴이 될 가능성이 있다. 본고에서 제시한 방식 등을 통해 사업성이 낮은 사업장에 대한 보다 적극적인 정리(경·공매 등)가 필요한 시점으로 판단된다.

³³ 예금자, 채권자, 보험계약자, 투자자 등

³⁴ 1986년 4월, 일본 버블 붕괴 수년 전, 일본은행 부총재는 완화적인 금융환경에 대해 '마른 장작'이란 표현을 쓰며 우려를 표명하였다. 플라자합의에 따른 완화적 금융환경 조성이 오판이었음을 간접적으로 인정한 것이다.

[참고 자료]

- [부동산금융의 시대\(Ⅰ\), \(Ⅱ\)](#) (2019.02, 황보 창, 강철구)
- [저금리의 역습 \(Ⅰ\), \(Ⅱ\)](#) (2022.06, 황보 창)
- [대주를 위해 다시 돌아보는 PF리스크](#) (2023.05, 황보 창, 김태현)
- [금융업권 부동산PF 리스크 점검 I](#) (2023.09, 황보 창, 김태현)

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(주)(이하 ‘당사’)가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 ‘간행물’)는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권이 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 ‘신용평가업무 등’)에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 약속하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자 의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright© 2024: Korea Ratings. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가(주)의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.

KRIR 2024-032, 2024-08-30