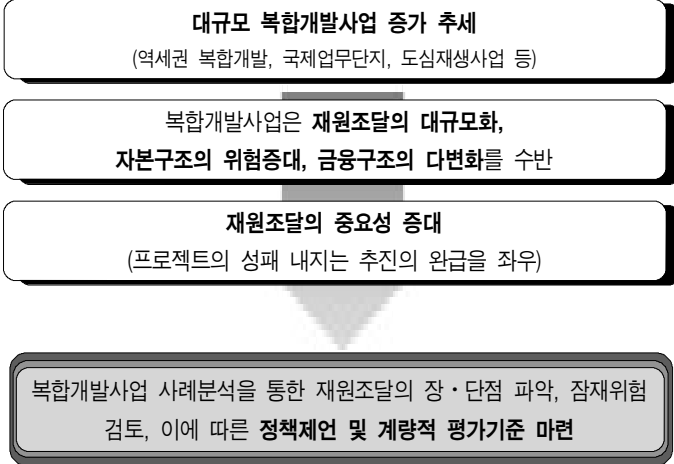


# 요약 및 정책건의

## I. 연구개요

### 1. 연구의 배경 및 목적

- 서울시에서 현재 추진 중이거나 추진 예정인 역세권 복합개발 국제업무단지, 도심재생사업 등 대규모 복합개발사업의 수가 증가하는 추세임.
- 서울시가 민간자본을 유치하여 직·간접적으로 추진하는 공익시설 역시 그 용도가 복합화되고 규모가 대형화되는 추세이므로, 원활한 자원조달은 프로젝트의 성패 내지 적기완료를 좌우할 만큼 그 중요성이 증대되고 있음.
- 현재 서울시 소재 복합개발사업 중에는 안정된 조달구조로 사업이 정상적으로 추진되는 사업들이 있는 반면, 조달구조의 불완전성으로 표류하는 사업들도 있음.



<그림 1> 복합개발사업 자원조달의 위험이해 및 평가기준 필요성

- 이에 따라 이 연구는 이미 추진된 서울시 소재 주요 복합개발사업의 재원 조달기법을 분석하고, 바람직한 성공사례 및 그 성공요인을 판별하며 내재한 조달위험으로 인한 사업의 순연가능성과 위험원인을 파악해 재원조달 가능성을 높이는 개발방식 제언을 그 목적으로 설정함.
- 또한 서울시가 ‘조달가능한 프로젝트(Financeable Project)’를 계획하거나 특정 프로젝트의 조달가능성을 사전적·합리적·객관적으로 평가할 수 있도록, 계량기준을 수립하여 제시하는 것이 연구의 또 다른 목적임.

## 2. 연구의 방법 및 기대효과

### 1) 연구의 방법

- 주요 내용
  - 복합개발사업의 기본개념, 유형 및 개발금융의 기본개념
  - 복합개발사업 재원조달구조의 유형화, 조달 사례, 사례별 잠재위험요인
  - 시 소재 복합개발사업의 재원조달 관련 현안과 고려사항
  - 복합개발사업 재원조달의 평가를 위한 주요 평가항목과 항목별 가중치
- 접근방법
  - 이론적 검토 : 선행 연구, 관련 제도
  - 사례분석 : 사업타당성보고서 및 IM(Information Memorandum)
  - 조달구조 분석 : 유형화 및 사례를 통한 유형별 조달기법과 잠재위험요인
  - 재원조달방안 평가항목 및 항목별 지수 : 전문가 자문회의 및 설문조사

### 2) 연구의 기대효과

- 향후 추진 예정인 현안사업들 중에는 재원조달이 관건이 되는 사업들의 증가가 예상되므로, 재원조달기법 및 관련 위험을 이해하는 것은 주요 시책 사업의 적기 이행에 크게 기여할 것으로 판단됨.

## II. 연구의 내용

### 1. 복합개발사업의 이론적 검토

#### 1) 복합개발사업의 개념 및 유형화

- 복합개발사업이란 주거, 상업, 업무, 숙박, 문화 등 상호 보완이 가능한 용도를 합리적인 계획에 의해 연계하여 개발하는 것을 말한다.
- 복합개발사업은 건축형태, 입지, 용도 등에 따라 유형을 구분할 수 있음.  
(유형구분은 본문 참조)

#### 2) 복합개발사업의 동향과 공모형 PF개발사업

- 1990년대 중반 이후 상업용지가 과공급되어 미분양 문제가 발생하였고 해소책으로 주상복합 및 오피스텔 건립기준이 완화됨.
- 일련의 완화조치는 주거 위주의 획일적 개발을 초래하여, 서비스 시너지를 제고하는 복합용도개발의 가용지를 고갈시키는 문제를 낳았음.
- 2000년대 중반 이후, 공공이 공급하는 택지개발지구의 중심상업지역 또는 국제업무단지 등을 특별계획구역으로 지정하고, 사업계획 및 토지가격입찰로 민간사업자를 선정한 후, 관-민이 함께 설립한 사업법인을 통하여 개발하는 공모형 PF개발사업이 대두됨.

### 2. 복합개발사업의 자원조달 방식

#### 1) 개발사업의 일반적인 금융구조

- 국내 부동산개발사업은 소비자에 자산을 미리 분양하여, 이로부터 유입되는 현금으로 사업비를 조달하는 특수성을 지님(소비자금융방식).

- 분양 성공을 가정하여 조달대상을 토지비와 초기필수사업비로 국한하므로, 통상 자기자본으로 토지계약금을, 타인자본으로 중도·잔금을 지급함.
  - 외환위기 이후 개발사업의 주요 조달수단으로 성장한 부동산 PF(Project Finance)대출은 건설자금 용도가 아니라, 토지비 중도·잔금 용도에 지나지 않음.
- 선분양을 통한 채원조달은 전통적인 PF가 가정하는 ‘프로젝트의 모든 권리, 자산, 현금흐름에 대한 담보조치’를 구조적으로 불가능하게 함.
  - 사업비용을 사전에 확정할 수 없고(Cost Overrun Risk), 미래 현금흐름(분양대금 유입)이 불확실하며, 담보물을 분양보증기관에 양도하게 됨.
- 금융기관은 사업비 과부족, 복잡한 채권관계, 담보상실, 차주의 영세한 신용 등 프로젝트의 위험을 건설회사의 신용보강을 통하여 헷지(Hedge)함.
  - 건설회사는 과부족한 사업비를 시행사에 대여하도록 약정하고(자금보충), 공사비를 수취하지 못하여도 정해진 기한 내에 목적물을 준공하며(책임준공), 차주의 채무를 함께 또는 대신 이행하게 됨(지급보증).
- 국내 개발금융구조는 구조적으로 금융시스템을 교란할 리스크를 내재함.
  - 특정 건설회사가 중대한 신용이상에 직면할 경우, 이 회사가 참여한 모든 프로젝트들은 위험을 책임지는 주체를 갑자기 그리고 동시에 상실함.
  - 이 사업장들이 부실해지면, PF대출들이 동반 부실화되고, 참여한 모든 금융기관들의 건전성이 훼손되게 됨.
- 2000년대 중반 이후 공공이 의욕적으로 추진한 공모형 PF개발사업들 역시 상기한 조달구조로 인한 시스템리스크에서 빚겨나지 못하였음.
  - 자본금으로 토지계약금을 치루고, 건설회사의 채무보증으로 토지 중도·잔금을 지급한 후, 주상복합·오피스텔 등을 선분양하여 조달하는 구조임.
  - 2008년 금융위기 이후, 금융환경이 급변하여 이전에 공공이 민간컨소시엄과 합의한 금융조건으로는 채원조달이 불가능한 형편임.

## 2) 복합개발사업 재원조달의 유형화

- 개별 용도의 재원조달구조와 현금유입시기를 분석한 결과는 다음과 같음.
  - 주거용도는 조달시점이 분양 이전에 집중되며, 분양 이후에는 분양대금을 활용하게 되어 분양대금 의존도가 높은 편임.
  - 판매시설은 준공에 즈음하여 분양이 활성화되기 때문에, 분양대금으로 조달가능한 시점이 주거보다 늦고 그 의존도 역시 낮은 편임. 당연히 PF 대출이 일부 기성을 지원하는 경우가 많고, 차입금 의존도는 높아짐.
  - 오피스도 선매각을 활용하는데, 조달 목적보다는 상업위험 헷지 목적이 강함. 매도계약에 기초하여 시공사가 보증을 서서 대출을 조달함.
  - 산업시설은 입주자들이 조합 내지는 컨소시엄을 구성하여 출자금, 분양 계약금 등을 준공 전에 지불하다가, 입주시점에 시설자금을 통하여 잔금을 치루고 입주하는 구조가 일반적임.
- 복합개발사업의 재원조달구조 유형화
  - 현금유출에 가장 큰 영향을 미치는 토지비 지급방식(매입·임차)과 현금유입에 가장 큰 영향을 미치는 분양·임대, 그리고 기존 토지소유주체(공공·민간)에 따라서 조달구조를 유형화하였음.
  - 토지임차방식은 조달대상이 건축비이고 임대지향적인 반면, 매입방식은 조달대상이 토지대금이고 선분양에 의존하는 개발형태로 귀착됨.
  - 운영방식은 준공 이후 시설임대를 통하여 장기간 투자비용을 회수하는 구조인 반면, 분양방식은 준공시점에 투자비용을 회수하는 구조임. 전자는 높은 토지가격과 영세한 자기자본 규모로는 실현이 불가능한 구도임.
  - 상기 기준을 적용하면 <표 1>과 같이 조달구조를 유형화할 수 있음.
- 조달구조의 유형별 사업방식
  - 공공토지의 임대 및 장기운영은 주로 민자역사, 동남권물류단지 등 SOC(Social Overhead Capital: 사회간접자본시설) 형태의 개발에 적용됨.
  - 공공토지의 매입 및 분양방식은 공모형 PF개발사업들이 취하는 구조인

〈표 1〉 개발사업 재원조달의 유형화와 해당 사업방식

| 기존소유 | 사업방식 | 토지비 지급방식          |                |
|------|------|-------------------|----------------|
|      |      | 임대                | 매입             |
| 공공   | 운영   | 민자역사, SOC방식의 복합개발 | 공모형 PF사업       |
|      | 분양   | 원칙적으로는 불가능        | 조건부 입찰매각       |
| 민간   | 운영   | 대부개발형 상업부동산 투자    | 매입개발형 상업부동산 투자 |
|      | 분양   | 원칙적 불가능(지상권만 매매)  | 분양형 개발사업       |

데, 분양 이외에도 임대시설을 함께 계획하는 것이 일반적임.

—공공토지의 매입 및 운영방식은 조건부 토지매도가 해당할 것임.

—민간 소유의 토지와 관련한 설명은 생략함(본문 참조).

### 3. 복합개발사업 재원조달 사례분석

#### 1) 토지임차를 통한 장기운영방식

○기존 소유주를 공공으로 한정하여, ‘임차를 통한 운영방식’ 11건, ‘매입을 통한 운영방식’ 3건, ‘매입을 통한 분양방식’ 1건 등 총15건의 서울시 소재 복합개발사업의 현황을 분석하였음.

〈표 2〉 재원조달 유형별 서울시 복합개발사업 진행현황

| 사업방식 | 토지대금 지급방식   |   |
|------|---|---|
|      | 임대  | 매입                                      |
| 장기운영 | 민자역사 방식 : 총9건(중단 1건)<br>SOC형 복합개발사업 : 1건(동남권 물류단지)<br>토지임차 상업부동산 개발 및 투자 : 1건(SIFC) | 공모형 PF개발사업<br>: 총3건(용산, 은평, 상암DMC 랜드마크) |
| 분양사업 | 원칙적으로는 불가능  | 조건부 토지매각 : 총1건(독섬 특별계획구역)               |

## (1) 민자역사사업

- 민자역사의 개발방식은 민간과 철도공사가 약 3:1의 비율로 출자하여 민·관 합동 출자회사를 설립하고, 이 출자회사가 역무 및 상업시설을 복합화한 목적물을 건립한 후, 상업시설의 점용허가를 받아 운영하는 방식임.
- 서울시에는 현재 총 9개소의 민자역사가 운영 중이거나 공사 중임.
  - 외감보고서 분석 결과, 정상 준공되어 안정적으로 운영되는 역사는 영등포 롯데역사(주), 서울역 한화역사(주), 한화청량리역사(주), 용산역 (주)현대아이파크몰, 왕십리 (주)비트플렉스 등 5개로 국한됨.
- 현재 준공되어 재원조달이 파악 가능한 사례는 왕십리, 서울역, 청량리 민자역사임.
  - 왕십리 민자역사는 총소요자금 2,135억원을 자본금(59억원), 장기차입금(350억원), 임대료 및 보증금 선취(1,574억원), 주주대여금(47억원)으로 조달함.
  - 서울역 민자역사는 총투자비 1,201억원을 자기자본(267억원), PF대출금 및 정책자금(440억원), 임차인의 장기선수임대료 및 임대보증금(200억원)으로 조달함. 자본금이 총사업비 대비 20%로 충실한 특징이 있음.
  - 청량리 민자역사는 총소요자금 3,684억원을 자기자본(180억원), PF대출(660억원), 임차인의 선수임대료(2,008억원) 및 장기차입금(650억원)으로 조달함.
- 상기 사례들은 민간참여자의 자본력 및 공신력이 높을 뿐더러, 임차인의 선수임대료, 선수보증금 내지 대여금을 활용하여 대출기간이 짧은 PF대출의 조달부담을 낮추고 상업위험을 사전에 헷지한 우수한 사례들임.
- 반면, 사업자가 영세한 경우 초기 투입금을 조기 회수하려고 선분양에 치중하는 경우가 나타나고, 쟁송·민원 등으로 조기에 좌초된 사례도 발견됨.
- 최근 코레일은 관·민합작법인에 최고가격으로 토지를 매각하는 공모사업을 지양하는 대신 직접 자산을 개발하여 장기 운영하는 형태로 방향을 선회함.

## (2) SOC형 복합개발사업

- 동남권물류단지가 대표적인 사례인데, 총사업비 3,940억원을 자기자본(670억원) 및 타인자본(3,270억원)으로 조달하는 구조임.
- 이 사업은 조달을 사전에 확정하였고, 출자자들의 신용수준이 우량할 뿐더러, 전략투자자인 종합물류기업들을 주임차인(Master Lessee)으로 사전 확보하여 임대위험을 미리 헷지하는 구조임.

## (3) 토지임차형 상업 부동산 개발

- 여의도 SIFC(Seoul International Finance Center, 서울국제금융센터)가 대표적인 사례인데, 총사업비 1조 7,416억원을 자기자본 30%와 타인자본 70%로 조달하여 목적물을 준공한 후, 장기운영을 통하여 회수하는 구조임.
- 건설자금인 PF대출은 목적물의 담보대출을 통하여 대환되는 구조임.
- 본 건은 PF규모가 1조 2,000억원으로 커서 General Syndication으로 모집한 사례인데, 향후 시가 추진할 복합개발사업에 바람직한 함의를 제공함.
  - 토지가격이 저렴하여(임대방식) 조달대상이 건축비로 한정되어 있고, 자기자본 충실도가 높아서 타인자본의 완충(Buffer) 역할이 가능함.
  - 시공사 신용도가 높아서 준공위험이 낮은 반면, 준공 후 자산가치가 2조 2,000억원으로 추산되어 정상적인 금융환경에서 담보대출이 건설자금을 상회할 것이 매우 명확하므로 시공사의 지급보증 없이 추진된 사례임.

## 2) 토지매입을 통한 장기운영방식 : 공모형 PF개발사업

- 공모형 PF개발사업이 대표적인 유형이며, 현재 시에는 3개의 공모형 PF사업이 진행 중임.
- 용산국제업무단지는 사업법인이 총 8조원에 달하는 토지대금(코레일 부지국한, 기타 국·공유지 및 사유지 제외)의 계약·중도금을 자기자본과 자산유동화증권(토지대금반환채권에 기초)으로 지급하고 있음.



- 본 PF의 조달이 확정되지 않아, 전체 토지대금을 조달할 수 있는지는 불확실하지만, 코레일 등 출자자들이 다각도로 재원조달 노력을 기울임.
- 은평뉴타운 중심상업지역은 총사업비 1조 4,594억원을 자기자본(2,000억원), PF대출금(5,130억원), 분양대금(7,464억원)으로 조달할 계획이었음.
  - 당초 2010년 하반기 착공이 목표였지만, 본 PF의 조달이 지연되어 프로젝트가 지연되고 있으며, 향후 조달전망은 현재로는 불확실함.
- 상암 DMC 랜드마크 빌딩은 총사업비 3조 3,443억원을 자기자본(3,500억원), 타인자본(1조 5,000억원~2조원), 선수임대료 및 선분양대금(1조 1,500억원~1조 6,500억원)으로 조달할 계획을 가지고 있음.
  - 당초 계획보다 일정이 지연되고 있으나, 시 소재 공모사업 중에서는 토지비가 저렴하고 토지대금 대비 자기자본 조달비율이 높아서, 조달위험 자체가 높지 않고 향후 금융환경에 따라 조달가능성을 기대할 수 있음.

### 3) 토지매입을 통한 분양방식 : 독점 특별계획구역

- 현재 4개 구역 중 1구역에 위치한 한화 갤러리아 포레(주상복합)만 정상적으로 사업이 진행되어 올 6월에 입주예정임. 나머지 3개 구역은 사업이 지연되고 있음.

### 4) 현안과 고려사항

- 토지가격 경쟁입찰로 인한 사업지연
  - 총사업비 대비 토지가격은 ‘토지 매입형’ 복합개발사업의 경우 10%~45% 수준이며, 독점의 경우 50%를 상회하고 있음.
  - 대규모 상업지역을 토지가격으로 경쟁 입찰할 경우 토지비 부담이 증폭됨.
  - 높은 토지가격은 사업구조를 위협하게 만들고, 재원조달에 실패하여 주요 사업의 적기준공을 위협하는 가장 큰 위험요인임.

- 주변 토지가격도 부추겨서 부동산시장을 불안하게 할 뿐 아니라, 사업 지연 시 공익시설의 확보가 난망해지고, 시민서비스에 지장이 초래됨.
- 최근 코레일의 개발방향은 시의 복합사업 추진에 유의한 함의를 제공함.
- 신용도 높은 주임차인을 확보하고, 그로부터 발생하는 선수임대료 및 보증금을 활용하면 조달부담을 낮추면서 상업위험을 헛지할뿐더러, 공유 재산을 매각하지 않아도 됨.
- 매각 일변도에서 SH공사 등을 통하여 전체 목적물을 준공한 후 초기운영실적을 확보한 상태에서 매각하면, 높은 매도가격을 기대할 수도 있고 지상권만 매도한 상태에서 토지소유권을 유지할 수도 있을 것임.

○ 단계적 개발전략(Phasing Strategy)의 활용 필요성

- 현재의 복합시설 규모는 단일사업자가 책임지기 어려울 만큼 크기 때문에, 사업이 거시경제 및 금융경색 등 체계적인 위협에 무방비로 노출됨.
- 송도 국제업무단지는 바람직한 함의를 제공하는데, 시가 수립한 마스터 플랜(Master Plan)하에서 사업구역을 세분화하여 순차적 및 장기적으로 개발한다면, 단일사업자에 의한 추진보다 사업이 조기에 종료될 것임.

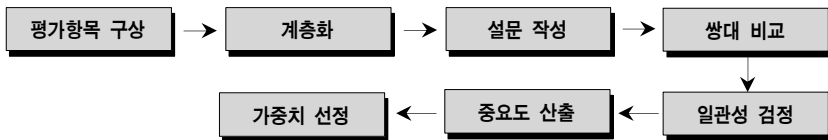
○ 자본구조의 충실성 제고 필요성

- 서울시의 ‘토지매입형’ 사업들은 총사업비 대비 자기자본비율이 3~15% 수준이므로 극단적으로 위험한 자본구조를 견지하고 있음.
- 사업초기 토지대금 조달부터 타인자본을 차입하여 대출의존도가 매우 높기 때문에, 선분양 현금흐름을 통한 건축비 조달구조로 귀착하게 됨.
- 서울시 입장에서 선분양제도는 굉장히 위험한 폐해를 수반하는데, 분양이 저조하거나 지연되면 재원 부족으로 사업이 좌초될 뿐 아니라, 각종 소송 내지는 채권행사 등으로 민원발생의 위험이 현저히 커짐.
- 최근 민자역사 중에는 자본충실도를 제고하고 자산투자자 또는 임차인의 자금을 활용하면서, 선분양 조달을 절연하는 사례가 나타나고 있음. 이는 조달 및 상업위험을 헛지하면서도 건설회사 지급보증에 의존하는 장점을 보임.

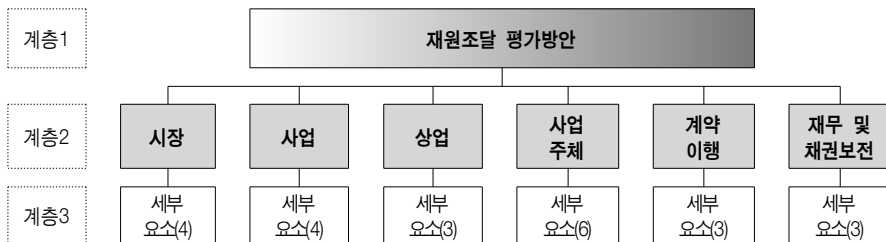
- 사업부지 내 사유지 포함의 최소화
  - 프로젝트 법인이 토지를 협의매수하거나 수용하는 것이 현실적으로 지  
난한데, 토지작업 중에 토지가격이 지속적으로 상승할 가능성이 큼.
  - 사유지 포함을 최소화하거나, 필요 부지는 시가 선매수합이 바람직함.
- 장기임대 및 운영관리 주체의 중요성
  - 대규모 상업부동산을 장기운영하기 때문에, 공신력과 사업이력을 확보  
한 안정적인 운영주체가 대단히 중요함.
  - 사업자 선정 시에 장기임차인 또는 주임차인의 참여수준과 계약의 확실히  
성, 책임임차면적 등에 대하여 차등적으로 평가하는 것이 합리적임.

#### 4. 복합개발사업의 재원조달구조 평가방안

- 복합개발사업의 재원조달을 합리적으로 평가하기 위한 방안으로 관련 업  
무 종사자 등이 인식하고 있는 주요 위험항목 등을 파악하여 분석하는  
AHP(Analytic Hierarchy Process, 계층화 분석법)를 이용하였음.



〈그림 2〉 분석의 절차



〈그림 3〉 AHP 계층화 모형 구성

- 재원조달구조의 평가 시 직접 조달을 담당하는 금융기관의 의견이 반영될 필요가 있고, 특히 이들이 고려하는 신용위험에 기초할 필요성이 제기됨.
- 신용위험 관련 항목들을 분류하고 전문가 자문을 통하여 평가방안을 구상한 결과, 총 3개 계층으로 평가방안을 구조화하기로 하였음.
  - 계층1은 대항목이자 가장 포괄적인 의사결정 목적이 있는 항목으로 최상층에 위치하며 ‘재원조달 평가방안’으로 명명하였음.
  - 계층2는 중항목으로 총 6개의 항목으로 구성하였는데 시장위험, 사업위험, 상업위험, 사업주체위험, 계약이행위험, 재무 및 채권보전위험이 그것임.
  - 계층3은 소항목으로 계층2에서 구성한 항목별로 세분화된 하부요소들로 구성하였음.
- 평가에 참여한 응답자들은 복합개발사업의 재원조달경험이 있는 금융권 투자은행(IB: Investment Banking) 종사자들에 초점을 맞추되, 결과의 객관성을 유지하기 위하여 건설회사, 복합개발사업 PM(Project Management) 회사, 신용평가기관 및 자산관리회사 등에 종사하는 전문가들을 포함함.
- 배포한 60건의 설문 중 회수된 설문은 54건이고, 이 중 일관성지표 0.1 이하의 유효응답 수를 분석하면 시장위험 항목은 36개, 사업위험 항목은 25개, 상업위험 항목은 24개, 사업주체위험 항목은 16개, 계약이행위험 항목은 40개, 재무 및 채권보전 위험 항목은 43개로 나타남.

### 1) 기초통계분석(절대평가)

- 중항목별 절대평가 결과, ‘재무 및 채권보전위험’이 5.87로 가장 높았으며, 이어 사업위험(5.75), 상업위험(5.59), 계약이행위험(5.58), 시장위험(5.54), 사업주체위험(5.53) 순으로 중요한 것으로 응답하고 있음.
- 소항목별 절대평가 결과는 다음과 같음.
  - 시장 : 시장동향 > 금융여건 > 신디케이션 > 거시환경

- 사업 : 사업부지 > 인허가·공사 > 조달구조 > 사업비용 > 규모·시설
- 상업 : 분양가능성 > 임대가능성 > 운영안정성 > 마케팅전략
- 사업주체 : 시공사안정성 > 차입안정성 > 투자자신용 > 투자안정성 > 운영사안정성 > 대출기관신용
- 계약이행 : 계약신뢰성 > 대출확실성 > 투자확실성
- 재무위험 및 채권보전 : 신용보강 > 보증제도 > 재무타당성

〈표 3〉 재원조달 가능성 평가항목 및 내용

| 중항목   | 검토사항      | 평가내용 및 기준  |
|-------|-----------|--|
| 시장 위험 | 거시환경      | 거시경제지표, 급격한 경기변동위험, 부동산정책동향, 지역개발여건  |
|       | 금융시장      | 실세금리 수준, 근시일 내 급격한 금융환경 변동가능성 등  |
|       | 신디케이션     | 최근 신디케이션 조건 : 최대규모, 대출금리취급수수료, 신용보강  |
|       | 하부시장      | 하부시장 수요·공급의 동향 및 전망, 가격·임대료 현황 및 전망  |
| 사업 위험 | 규모·시설 적정성 | 도입시설의 내용·규모·용도배분 적정성(ex) 주거, 상업, 업무, 숙박)<br>분양물량·임대물량의 배분, 과대공급 vs. 과소공급   |
|       | 사업부지      | 공공택지 : 가격 적정성(ex) 토지비/주변시세), 대금납부일정 적정성<br>민간택지 : 토지작업 가능성 및 지연위험  |
|       | 인허가·공사    | 인허가의 가능성 및 일정지연위험, 공사일정의 적정성 및 지연위험  |
|       | 사업비용      | 총투자비·토지가격·공사비용 및 각종 비용의 적정성  |
|       | 조달구조      | 자본구조의 적합성 : 선순위 vs. 후순위 vs. 자기자본 vs. 분양대금<br>지표 : 자본총실도, 차입의존도, 분양대금 의존도, 부채비율 등   |
| 상업 위험 | 마케팅전략     | 단계별 개발전략, 통합된 마케팅 콘셉트, 분양임대전략  |
|       | 분양가능성     | 분양안정성, 분양위험헷지(ex) 상업부동산 선매각수입의 비율)   |
|       | 임대가능성     | Master Lessee 또는 Key Tenant 사전확보, 임대위험헷지(ex) 선임대비율)  |
|       | 운영안정성     | 자산운영회사 설립 또는 관리계획, 임차인관리계획, 상(商)환경관리   |
| 사업 주체 | 투자안정성     | 지분율 구조가 주주들이 안정적으로 출자할 수 있는 수준인가?<br>지표 : FI 출자비율, $\Sigma(\text{社지분율} \times \text{社자산규모}) \div \Sigma(\text{社지분율} \times \text{출자규모})$ |
|       | 투자자신용     | 투자자가 출자지분을 감당할 만한 신용을 갖추었는가?<br>지표 : 출자사 신용등급 가중평균 또는 $\Sigma(\text{社지분율} \times \text{社 신용점수})$   |
|       | 차입안정성     | 차주가 차입한 대출금액을 안정적으로 상환할 수 있는 수준인가?<br>지표 : $\Sigma(\text{社대출비율} \times \text{社 자산규모}) \div \Sigma(\text{社대출비율} \times \text{총대출금})$      |
|       | 대출기관신용    | 대출기관이 대출금액을 책임질 만한 신용을 갖추었는가?<br>지표 : 대출기관 신용등급 가중평균 또는 $\Sigma(\text{社대출비율} \times \text{社 신용점수})$                                      |
|       | 시공사안정성    | 도급순위, 신용등급, 관련사업 수행회수 등 지표   |
|       | 운영사안정성    | 자산매입자·Master Lessee의 평가지표(자산, 신용, 경험, Ranking)   |

〈표 계속〉 재원조달 가능성 평가항목 및 내용

| 중항목           | 검토사항                | 평가내용 및 기준  |
|---------------|---------------------|--|
| 계약 이행         | 투자확실성 <sup>1)</sup> | 투자의향서, 조건부 투자확약서, 투자확약서 등 차별배점   |
|               | 대출확실성 <sup>1)</sup> | 대출의향서, 조건부 대출확약서, 대출확약서 등 차별배점   |
|               | 계약신뢰성 <sup>1)</sup> | 매입/임대 관련 의향서, 확약서, 조건부 확약서 등의 차별배점                                       |
| 재무 위험 및 채권 보전 | 재무타당성 <sup>2)</sup> | 프로젝트의 경상사업이익률, 순이익률, 담보가치/총대출금, 담보가치/총사업비, (총분양수입+임대보증금)/총대출금, DSCR 등 지표 |
|               | 신용보강                | 출자자들이 공여하는 신용보강수준 및 담보금액<br>지표 : ㉮社 신용공여금액 ÷ 총타인자본조달액                    |
|               | 보증제도                | AVI 등 신용위험을 저감하는 보험, 보증제도 등의 활용 여부<br>지표 : ㉮社 신용공여금액 ÷ 총타인자본조달액          |

주1 : 배점사례 : 확약서=5점, 조건부 확약서=2점, 의향서=1점

주2 : DSCR(Debt Service Coverage Ratio) : 원리금상환계수=(순영업이익+감가상각·법인세) ÷ 원리금

## 2) AHP 분석(상대평가)

- AHP분석을 통한 중항목별 중요도는 재무 및 채권보전위험(0.231)이 가장 높았고, 이어 사업주체위험(0.169), 사업위험(0.154), 계약이행위험(0.125), 시장위험(0.089), 상업위험(0.081) 순으로 나타남.
- 소항목별 절대평가 결과는 다음과 같음.
  - －시장 : 시장동향 > 금융여건 > 신디케이션 > 거시환경
  - －사업 : 인허가·공사 > 사업부지 > 사업비용 > 조달구조 > 규모·시설
  - －상업 : 분양가능성 > 임대가능성 > 운영안정성 > 마케팅전략
  - －사업주체 : 시공사안정성 > 투자안정성 > 차입안정성 > 투자자신용 > 운영사안정성 > 대출기관신용
  - －계약이행 : 투자확실성 > 계약신뢰성 > 대출확실성
  - －재무위험 및 채권보전 : 신용보강 > 보증제도 > 재무타당성

### Ⅲ. 정책제언

- 서울시가 추진 중인 주요 시책사업 가운데 그 성격이 대규모 복합개발사업인 경우가 증가하고 있는데, ‘원활한 자원조달은 해당 사업의 성패와 적기 완료를 좌우할 만큼 중요하다’는 발상의 전환이 필요한 시점임.
- 해당 사업이 대규모일수록, 사업부지가 클수록, 토지가격경쟁을 통한 단일 컨소시엄에 매각하는 개발방식을 지양하고, 전체 마스터플랜을 수립하고 사업구역을 세분화하되 가급적이면 ‘토지임대를 통한 장기운영’을 유도하는 것이 향후 주요 복합개발사업의 적기이행에 유리할 것임.
- 이는 ‘대규모 상업지 일괄매각 - 높은 토지비 조달부담 - 시공사 보증을 통한 차입관행 - 선분양에 의존한 위험천만한 조달구조’라는 기존의 후진적인 사업방식에서 탈피하는 것을 의미하며, 주요 시책사업이 지연 내지 장기표류하는 폐해를 막을 수 있는 유의한 방법이라는 결론에 도달함.
- 특히 사업규모가 대형화될수록, 사업자의 신용, 자산규모 및 평판이 매우 중요하기 때문에, 가급적 공신력이 높은 업체를 위주로 사업을 추진하되, 선분양에 의존하는 조달구조는 절대적으로 회피할 것을 제언하고자 함.