

碩士學位 請求論文
指導教授 安 正 根

부동산개발사업시
프로젝트금융 적용방안에 관한 연구

A Study on the Application
of Project Financing in the Real Estate Development

2003년 8월 日

漢城大學校 不動產大學院
不動產投資金融專攻
朴 恩 成

碩士學位 請求論文
指導教授 安 正 根

부동산개발사업시
프로젝트금융 적용방안에 관한 연구

A Study on the Application
of Project Financing in the Real Estate Development

위 論文을 不動産學 碩士學位論文으로 提出함

2003년 8월 日

漢城大學校 不動産大學院
不動産投資金融專攻
朴 恩 成

朴恩成의 不動産學 碩士學位 論文을 認定함

2003年 8月 日

審査 委員長 印

審査 委員 印

審査 委員 印

목 차

제 1 장 서 론	1
제 1 절 연구의 목적	1
제 2 절 연구 방법 및 논문의 구성	2
제 2 장 프로젝트 금융의 이론적 고찰	4
제 1 절 프로젝트 금융의 의의	4
1. 프로젝트 파이낸싱의 개념	4
2. 프로젝트 금융의 발전과정	4
제 2 절 프로젝트 금융의 특징	5
1. 비소구 또는 제한소구 금융	6
2. 담보의 한정	6
3. 현금수지에 기초한 여신	7
4. 구조화 금융 및 차관단 구성	7
5. 단일사업성	8
제 3 절 프로젝트 금융의 구조 및 참여자	10
1. 사업주	11
2. 사업시행사	11
3. 대주단	11
4. 건설회사 및 시공회사	12
5. 운영사	12
6. 생산물구매자	13
7. 보증인	14
8. 기타 참여자	14
제 4 절 프로젝트 금융의 절차 및 자금구조	15
1. 프로젝트 금융의 절차	15
2. 프로젝트 금융의 자금 구조	17
제 5 절 부동산 개발 프로젝트의 위험요소 및 관리방안	19
1. 공사완공위험	19

2. 시장위험	20
3. 프로젝트 금융 대출 자금의 보호장치	21
제 6 절 프로젝트 금융 사업타당성 분석	23
1. 사업타당성 분석의 의의	23
2. 경제적 사업타당성	27
3. 감응도 분석	32
4. 경제적 사업타당성 분석의 한계점	35
 제 3 장 부동산개발금융 및 프로젝트 금융 현황	37
제 1 절 부동산 개발금융의 특징 및 현황	37
1. 부동산개발금융의 특징	37
2. 국내 부동산개발금융의 현황	38
제 2 절 국내 부동산 개발금융 방식의 문제점	39
1. 개발기능과 건설기능의 미분화	39
2. 선분양 자금에 의존	40
3. 건설회사의 열악한 재무구조	41
4. 기업금융 방식을 통한 자금조달	41
제 3 절 프로젝트 금융기법 도입의 필요성	42
1. 프로젝트금융투자회사법 제정의 필요성	42
2. 후분양제의 실시로 인한 주택개발금융의 정비 필요성	43
3. 개발금융의 선진화 기반마련	43
4. 프로젝트금융투자회사법(안)의 성격	44
제 4 절 부동산 개발에의 프로젝트 금융 적용방식	44
1. 사업성에 기초한 금융방식	44
2. 부분담보제공 또는 보증을 통한 금융방식	45
3. 프로젝트회사 설립을 통한 금융방식	45
 제 4 장 국내 프로젝트 금융의 활용사례	47
제 1 절 금전신탁을 이용한 프로젝트 금융	47
1. 금전신탁을 이용한 프로젝트 금융 사례	48

2. 신용보강 및 리스크 완화	51
3. 시사점	52
제 2 절 프로젝트 금융 대출자산의 증권화	52
1. 프로젝트 금융 대출자산 풀의 증권화	53
2. 프로젝트 금융 대출자산 증권화 사례	54
3. 시사점	57
제 3 절 프로젝트회사 설립을 통한 방식	57
1. 사업개요	57
2. 신용보강 및 리스크관리	59
3. 시사점	59
제 4 절 장기임대계약을 담보로 한 프로젝트 금융 활용	60
제 5 절 사례별 프로젝트 금융 적용방식 비교	61
 제 5 장 결 론	 63
 참고문헌	 65
 ABSTRACT	 68

표목차

<표 2-1> 프로젝트 금융과 기업금융의 비교	9
<표 2-2> 프로젝트에 따른 리스크 종류 및 대응방안과 부담자	23
<표 2-3> 감응도 분석 대상 변수	34
<표 3-1> 국내 부동산 개발사업의 자금부담의 실태	39
<표 3-2> 주택건설자금조달구조	41
<표 3-3> 건설업체의 금융기관 차입금중 신용대출비율	42
<표 4-1> 프로젝트 개요	49
<표 4-2> 천안-논산간 고속도로 민자사업 ABS발행 내역	55
<표 4-3> 프로젝트 개요	58
<표 4-4> 사례별 적용방식의 비교	62

그림목차

[그림 1-1] 연구 흐름도	3
[그림 2-1] 프로젝트 금융의 기본구조	10
[그림 2-2] 프로젝트 금융 절차	15
[그림 2-3] 경제적 사업타당성 분석절차	26
[그림 3-1] 한국과 미국의 부동산 개발금융 시스템 비교	40
[그림 4-1] 금전신탁을 활용한 프로젝트금융 구성	48
[그림 4-2] 계약형 부동산투자신탁의 구조	50
[그림 4-3] 은행 부동산 투자신탁의 사업구조	51
[그림 4-4] 천안-논산간 고속도로 민자사업 ABS 발행 구조	56
[그림 4-5] 이앤씨드림타워 사업구조도	59

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

과거 국내 부동산개발은 건설회사 등 부동산개발사업자가 담보제공이나 지급보증과 같은 기업금융을 통해 자금을 조달하여 왔다. 따라서 특정사업의 부실이 회사 전체의 부실은 물론 금융기관에까지 미치는 악순환이 되풀이 되어왔다. 이는 금융기관이 건설업체에 대한 철저한 사업성분석에 의한 대출이 아닌 손쉬운 위험회피수단으로서의 부동산 담보나 연대보증을 요구했기 때문이다.

외환위기 이후 2001년 들어 건설자금전망은 점차 호전되고 있다. 이에 발맞춰 국내 부동산금융 환경도 급변하고 있는데, 자산담보증권(asset backed security : ABS)¹⁾, 저당담보증권(mortgage backed security : MBS)²⁾와 부동산투자신탁제도(Real Estate Investment Trusts : REITs)³⁾제도 등이 부동산금융을 이끌어 가고 있다. 이러한 부동산금융과 더불어 일부 개발사업에서 프로젝트금융기법을 활용하려는 시도가 많이 나타나고 있다. 그러나 이러한 프로젝트 금융은 특수목적회사(special purpose company)를 통한 非訴求(non-recourse) 또는 制限訴求方式(limited recourse)의 형태가 아닌 건설회사의 지급보증이 수반된 완전소구방식에 그치고 있는 것이 현재 프로젝트 금융의 국내 형태이다.

본 논문은 프로젝트 금융 기법의 특징과 부동산 개발현황에 대해 이

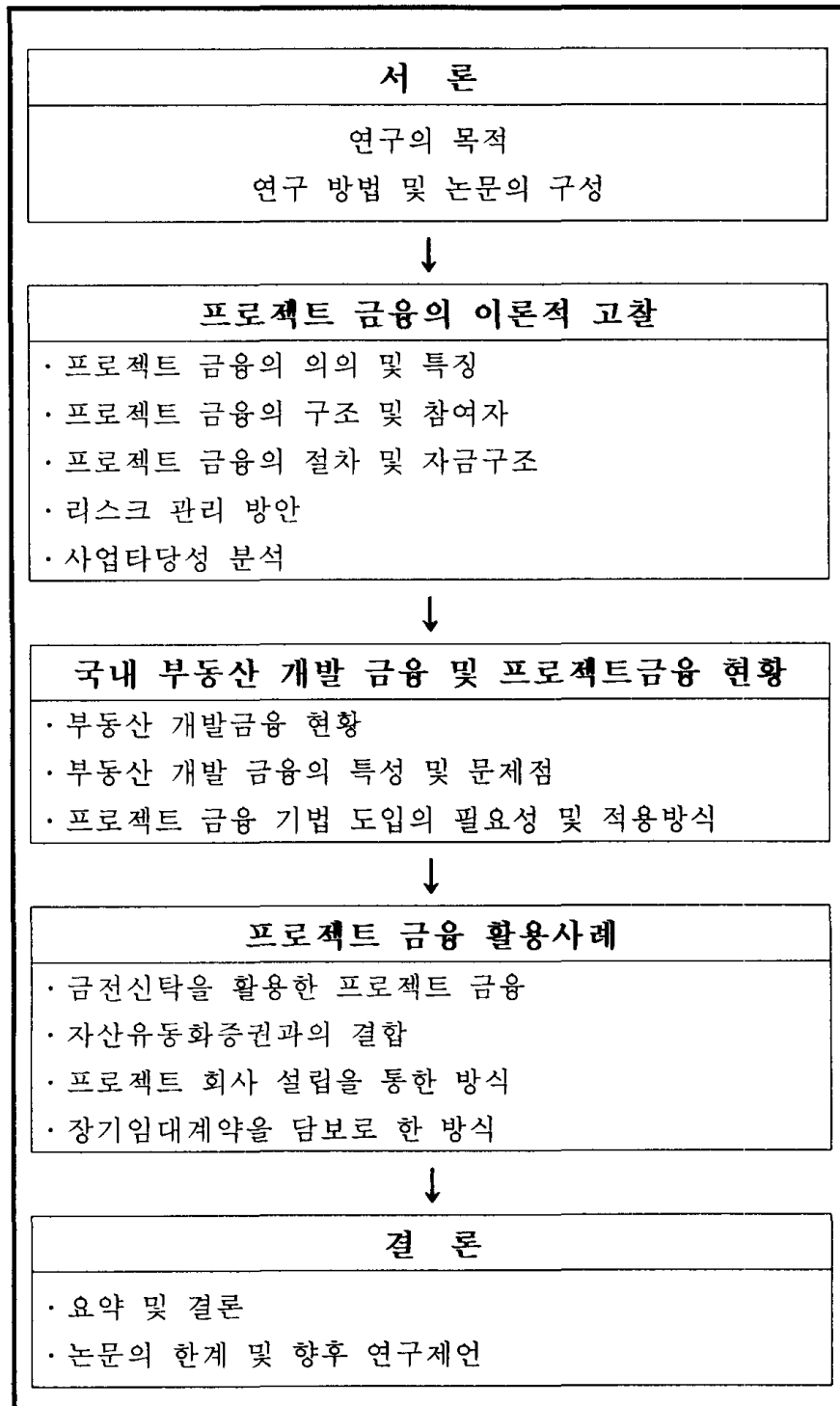
-
- 1) 자산담보증권이란 금융기관 또는 일반 기업이 보유하고 있는 자산을 담보로 증권을 발행하는 것으로서, 자산을 보유하고 있는 자가 채권 등에 묶여 있는 현금을 조기에 회수하기 위해서 자산을 담보로 일정한 현금흐름을 창출하는 자산담보증권을 발행하는 것이다.
 - 2) 저당담보증권이란 주택 금융기관이 주택자금을 대출하고 취득한 저당대출채권을 만기 전에 자본시장에서 직접 매각하거나 증권화하여 대출자금을 조기에 현금화함으로써 주택금융에 필요한 자금을 조달하는 제도이다.
 - 3) 부동산투자신탁제도란 다수의 투자자들의 자본으로 모든 종류의 부동산을 취득하거나 금융을 제공하기 위해 결합한 회사나 영업신탁을 말하는 것으로 투자자로부터 모은 자금을 부동산 및 부동산 관련 대출이나 금융상품에 투자하여 그 운용수익을 투자자에게 배당하는 부동산 간접투자상품이다.

론적 고찰을 실시한 후, 국내 프로젝트 금융 기법의 사례를 연구함과 아울러 각 사례들을 비교함으로써 국내 부동산금융환경에서 개별 부동산 개발 프로젝트에 프로젝트 금융의 적용가능성과 적용사례를 도출해 내고자 한다.

제 2 절 연구 방법 및 논문의 구성

국내 부동산 개방사업에 있어서 프로젝트 금융기법의 도입과 사례 고찰을 위하여 1차 자료로 국내외 전문 서적과 논문과 금융기관의 조사월보 등을 이용하였으며, 2차 자료로 각종 교육 및 세미나 자료를 활용하였다. 또한 프로젝트 금융의 도입 방안을 제시하는 데 있어서 프로젝트 사례를 분석하는 방법을 병행하였다.

본 논문의 구성은 제 1 장의 서론에 이어, 제 2 장에서는 프로젝트 금융기법의 특징 및 참여자와 절차와 구조 및 위험관리 방안에 대하여 이론적인 측면을 정리하였다. 제 3 장에서는 국내 부동산개발 현황과 프로젝트 금융의 현황 및 국내 부동산개발사업에 있어서 프로젝트금융의 적용방식에 대하여 정리하였다. 제 4 장에서는 프로젝트 금융의 유형별 사례로써 “문래동 아파트건설 프로젝트”와 “천안-논산간 고속도로 건설 프로젝트”와 “양평동 이앤씨드림타워 건설 프로젝트”를 연구함으로써 실제 국내 적용된 사례를 살펴보고 각 사례를 비교 분석하였다. 마지막으로 제 5 장에서는 본 논문의 연구에 대한 결론을 요약함으로써 국내 부동산개발에 있어서 프로젝트 금융기법의 발전적 방향성을 제시하고 있다.



[그림 1-1] 연구 흐름도

제 2 장 프로젝트 금융의 이론적 고찰

본 장에서는 국내 부동산 개발을 위한 프로젝트 금융에 대하여 개념 및 그 절차와 구성에 대하여 살펴보고자 한다.

제 1 절 프로젝트 금융의 의의

1. 프로젝트 금융의 개념

프로젝트 금융(project finance or project financing)⁴⁾이란 특정한 프로젝트로부터 미래에 발생하는 현금흐름을 담보로 하여 당해 프로젝트를 수행하는 데 필요한 자금을 조달하는 금융기법을 총칭하는 개념이다. 이러한 용어는 해외건설 및 대형 프로젝트에서 빈번히 등장하고 있으며, 자금조달의 기초로 프로젝트를 추진하려는 사업주의 신용이나 물적 담보의 가치에 두지 않고, 동 프로젝트 자체의 수익성에서 창출되는 현금수입과 해당자산에 한정시킴으로써 사업주에 대한 대주의 상환청구권 행사가 제한되는 자금조달 기법이다. 또한 “프로젝트 금융은 이론적으로 취약한 재무 구조를 가진 기업이 시장가치를 높일 수 있는 자본적 프로젝트를 포기하는 경향에서 비롯되는 과소투자의 유인(underinvestment incentive)문제를 해결하는 방안이 될 수 있다”라고 John, Teresa and Kose John은 정의하기도 하였다⁵⁾.

2. 프로젝트 금융의 발전과정

프로젝트 금융은 1920~30년대 미국에서 은행들이 차입능력이 취약한

4) Peter K. Nevit and Fabozzi, 「*Project Financing ,6th*」, 1995, Euromoney, p3, “A financing of particular economic unit in which a lender is satisfied to look initially to the cash flows and earnings of that economic unit as the source of fund from which a loan will be repaid and to assets the economic unit as collateral for the loan.”

5) John, Teresa and Kose John, 「*The Empirical Implications in Finance Accounting*」 “Optimality of Project Financing”, 1991. pp. 51~52.

유전개발업자들에게 장래에 생산될 석유의 판매대금을 상환재원으로 매장된 석유를 담보로 하여 유전개발에 소요되는 자금을 융자하는 방식에서 시작되었고, 이후 선진국에서 자원개발 및 부동산 개발에 활용되었다. 특히 1980년대 들어 미국에서는 「공공시설규제정책법」(Public Utility Regulatory Policies Act : PURPA)이 시행되면서 그 보호 대상인 전기·가스 등 공공사업(qualifying facilities : QFs) 부문에 대한 민영화가 진행되었고 프로젝트 금융의 활용 범위가 넓어지기 시작되었으며, 1990년대 들어 동남아시아 개발도상국가들의 사회간접자본 개발 프로젝트 시장을 중심으로 급격히 확산되기 시작하였다.

국내에서는 「사회간접자본시설에대한민간투자법」 제정이후 본격화되었다. 「사회간접자본시설에대한민간투자법」에서는 생산활동의 기반이 되고 국민생활의 편익을 도모하는 사회간접자본시설을 확충하는 민자유치사업에 대하여 각종 인허가상의 의제처리, 재정적인 지원, 토지수용지원 등 사업추진과정에서 지원과 출자총액제한 예외인정, 사회간접자본채권 발행 허용, 상업차관 도입기준 완화 등 자금조달에 대한 규제완화를 통하여 프로젝트 금융 활용을 위한 사업추진과 자금조달을 지원하고 있다. 현재 신공항고속도로사업이후 민자유치사업의 대부분을 프로젝트 금융을 활용하고 있다. 그러나 사회간접자본시설 외의 주택개발사업 등에는 현재 「프로젝트금융투자회사법」⁶⁾이 국회 계류중이어서 본격적으로 시행되고 못하고 있는 상황이다.

제 2 절 프로젝트 금융의 특징

프로젝트 금융은 관련 이해 당사자들간의 협상의 결과물이라 할 수 있는데, 제 2절에서는 그러한 결과물인 프로젝트 금융의 일반적인 특징⁷⁾을

6) 프로젝트금융투자회사법은 2001년 11월 24일 국회의 의원입법 형식으로 제안되었으며, 이에 앞서 2001년 10월 31일에 한국금융연수원에서 이에 관한 공청회를 열기도 하였다. 현재 이 법안은 국회 계류중이며, 핵심적인 내용은 기업과 금융회사가 특수목적회사를 설립하여 프로젝트 금융을 추진할 경우 출자제한 규정 등 금융 및 세제상 제약을 제거하기 위한 것이다.

정리함과 아울러 기업금융과의 비교를 하고자 한다.

1. 비소구 또는 제한소구 금융

기업금융방식은 대출은행이 사업주에 대하여 직접적이며 최종적인 상환의 소구가 가능하다는 점에서 訴求金融(recourse-finance)이라고 할 수 있다. 이에 반하여 프로젝트 금융 방식으로 대출한 금융기관은 채권자이면서 동시에 프로젝트의 성패에 영향을 받는 이해관계자로서의 성격을 가지게 된다. 즉, 대출은행은 차입자와 사업위험을 함께 부담한다고 할 수 있기 때문에 프로젝트의 경영이 나빠지는 경우에도 프로젝트의 실질적인 소유자인 사업주에게 책임을 묻지 못하고, 프로젝트 내에서 해결을 도모하여야 한다. 물론 실제거래에 있어서는 대출은행과 프로젝트 사업주 사이에 여러 가지 직·간접적인 위험 배분의 조합이 원용되므로 완전한 비소구 방식은 거의 없으며, 사업자가 여신 위험의 일부를 부담하는 제한 소구가 일반적이다.

2. 담보의 한정

비소구 금융이라는 특징은 대출에 대한 물적 담보 면에서도 같은 원칙이 적용된다. 채권보전 수단이 일차적으로 프로젝트의 조업결과 창출되는 현금수지의 잉여에 한정하고, 이차적으로는 제3자의 직·간접 보증에 둔다. 프로젝트 금융의 경우 담보는 프로젝트 회사의 자산에 한정되기 때문에 프로젝트 회사가 상환을 못하게 되면 사업주가 충분한 담보 여력을 가진 경우에도 이것에 대해서는 권리가 없다. 이는 기업의 입장에서 보면 프로젝트의 영업이 부진하여 부득이 포기하는 경우에도 사업주 본사의 자산에는 영향을 받지 않고 사업을 유지할 수 있는 구조인 것이다.

7) 박동규, 「프로젝트 파이낸싱의 개념 및 방법론」, 한양대학교, 1998. 12. pp. 1~19.

3. 현금수지에 기초한 여신

프로젝트 금융의 담보는 프로젝트의 미래 현금수지의 총화이기 때문에 프로젝트의 영업이 부진한 경우에도 프로젝트 자체 자산의 처분 이외에 다른 채권회수 수단이 없이 프로젝트가 산출하는 현금수지 또는 수익에 의존하게 된다. 이러한 현금흐름을 관리하기 위해 대주는 대상사업의 독립적인 에스크로우 계정(escrow account)을 설정함으로써 효율적인 자금 확보와 원리금 상환을 확보할 수 있다. 또한 개발업체는 효율적인 자금 확보, 합리적인 공사대금지급구조, 투명한 입찰과정 등의 제반요소로 인해 안정적인 현금흐름을 기대할 수 있다. 이런 의미에서 프로젝트 금융은 대출 대상의 프로젝트에서 산출되는 현금수지에 최대한 의존하는 대출, 즉, 현금수지에 기초한 여신이라는 큰 특징을 가지고 있다.

4. 구조화 금융 및 차관단 구성

프로젝트 금융은 프로젝트 추진이라는 특정 목적에 적합한 새로운 사업 및 금융구조를 적극적으로 조성해 나간다는 의미에서 구조화 금융으로서의 특징을 가지고 있다. 이는 프로젝트의 사업 위험을 경감시켜 줌과 동시에, 동 구조의 내용을 금융기관에 자금 조달용 담보로도 제공하게 되어 프로젝트의 성공가능성을 높여주게 된다. 또 프로젝트의 사업실패도 사업주에게 제한적인 범위 내에서만 그 영향이 미치게 된다. 프로젝트 금융의 구조는 추진하는 사업의 내용, 위험의 종류, 상품의 특성에 따라 다르고, 프로젝트의 각 종 계약도 계약시점의 수급관계, 당사자간의 역학단계 등을 반영하여 체결하게 된다. 이같이 각각 다른 사업위험에 대응하여 계약구조, 금융구조, 위험보전의 구조를 조성해야 하기 때문에 구조의 정형화나 표준화는 어렵고, 사안별로 처리해 나아가지 않으면 안된다. 구조화 금융의 핵심은 제 계약의 유효성과 계약 당사자간의 계약 수행 능력에 있다고 할 수 있다. 구속력이 미약한 계약이나 애매한 규정, 불리한 조건 등의 프로젝트의 금융구조를 하자 투성의 실효성 없는 것으로 만들게 되며, 또한 계약내용은 완벽하지만 계약 당사자의 계약 수행능력이 없으면 계약의 성과가 없는 것이 되고 만다. 이런 의미에서 프로젝트 금융은 상품을 만

들고 판다는 프로젝트 본래의 위험뿐만 아니라 프로젝트 구조를 지탱하는 계약 성립 및 이행의 위험에 대해서도 이해되어야 한다. 또 프로젝트 금융의 대상이 되는 사업 대부분의 경우 사업규모가 방대하여 거대한 소요자금이 요구될 뿐만 아니라, 계획사업에 내재하는 위험이 매우 크다. 따라서 금융기관이 단독으로 자금을 공급하고 위험을 부담하기보다는 복수의 금융기관이 차관단을 구성하여 신디케이티드론⁸⁾ 방식으로 필요자금을 대출해주는 것이 일반적이다.

5. 단일사업성

프로젝트 금융은 상환자원 및 담보를 대출 대상 프로젝트에만 의존하는 금융 방식이기 때문에, 대출은행으로서의 대상 프로젝트의 수익성 및 위험 분석을 엄밀히 행하고 충분한 확신 하에 프로젝트를 추진하는 프로젝트회사에 대한 대출을 결정한다. 만약 차입자인 프로젝트 회사가 대출 대상이 되는 프로젝트 이외에 다른 사업을 추진하게 된다면, 프로젝트의 사업성 및 수익성에 불확실한 요소가 추가되기 때문에 대주로서는 예상외의 위험이 추가적으로 발생하게 된다. 따라서 대주로서는 프로젝트 회사가 다른 사업을 추가하는 것을 제한하고 대상 프로젝트에 전념할 것, 즉 프로젝트 회사가 단일사업회사일 것을 요구한다.

8) 신디케이티드 론(syndicated loan) 또는 신디케이션 론(syndication loan)이란 용어로 사용되며 2개 은행 또는 그 이상의 은행이 대주단(syndication)을 구성하여 공통의 조건으로 일정 금액을 융자하는 중·장기 대출을 말하는 것으로 group lending 또는 joint lending의 일종이다. 신디케이티드 론(syndicated loan)의 참여자는 주관사은행(arranger or lead manager), 간사은행(manager) 그리고 참가은행(participant bank) 등으로 나뉜다.

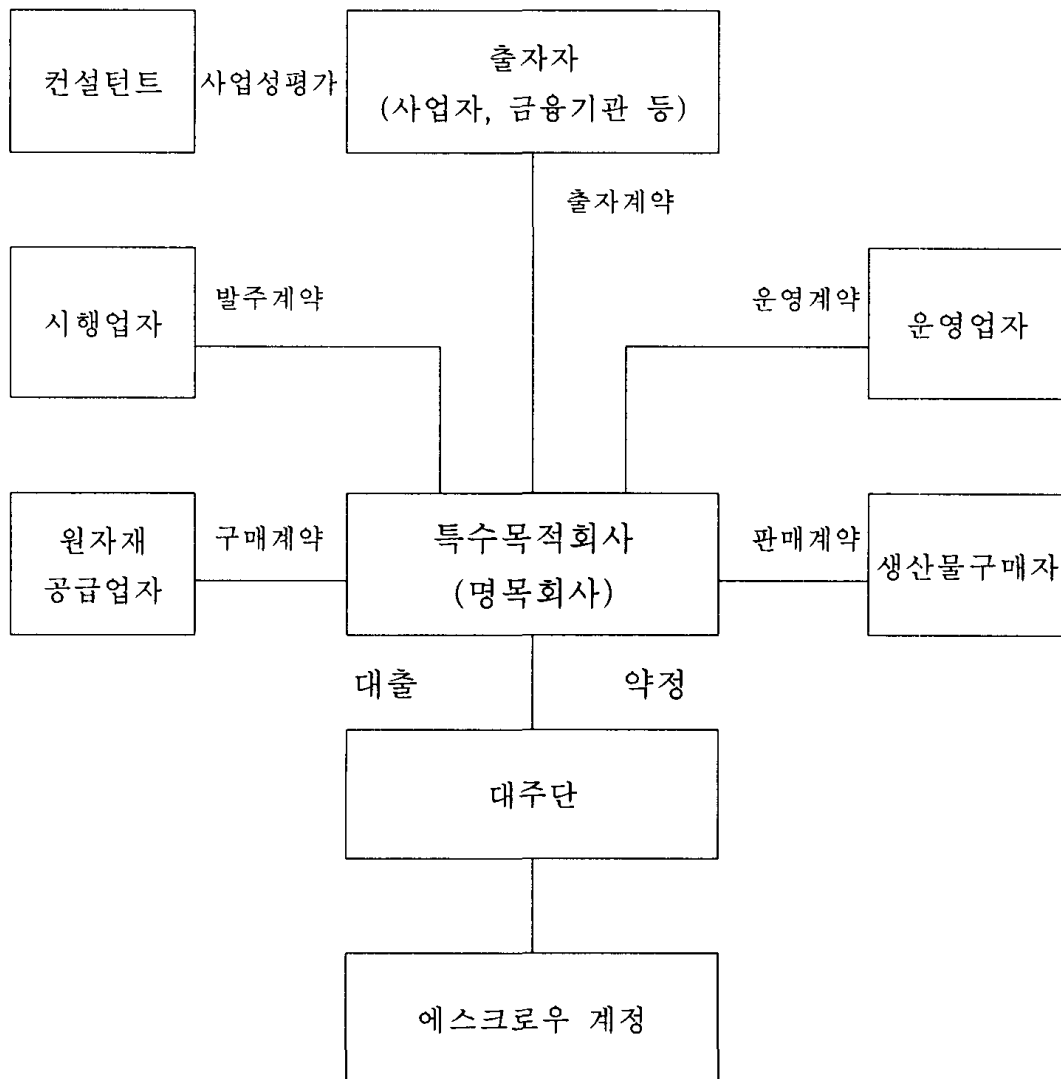
<표 2-1> 프로젝트 금융과 기업금융의 비교

구분	프로젝트 금융	기업금융
담보	해당프로젝트 자산	차주의 전체자산과 신용 -금융기관 보증 -모기업 보증 등
상환재원	프로젝트에서 발생하는 현금흐름	차주의 전체 재원
상환청구행사	사업주에 대한 청구권 배제나 제한	보증시 청구권 행사
대규모 자금조달의 용이성	소구권의 제한으로 대규모 자금조달 가능	채무지급능력에 따라 제한
차입비용	일반대출금리보다 높음	사업주의 신용도에 따른 차등금리 적용
채무수용능력	부외금융으로 채무수용 능력 제고	부채비율등 기존 차입에 의한 제약
정부의 지원	많은 경우 정부의 강력한 지원 필요	거의 없음
사업성검토 능력	프로젝트 평가능력이 사업성패의 관건	담보위주의 대출로 심사능력의 중요성 저하
금융설계 금융자문	다양한 자금조달방법의 설계 및 기타 금융자문을 제공하는 금융자문가의 경험과 노하우 요망	다소 경직적인 조달방법으로 금융자문의 역할은 필요성이 적음
사후관리	엄격한 사후관리는 사업성패의 중요한 요인	채무불이행시 상환청구권의 행사

자료 : 필자 정리

제 3절 프로젝트 금융의 구조 및 참여자

프로젝트 금융의 기본참여자⁹⁾는 [그림 2-1]¹⁰⁾과 같이 프로젝트를 실질적으로 추진하는 주체인 사업주, 또는 프로젝트 송자금을 제공하는 금융기관과 사업추진을 위한 법적 주체인 사업시행사 대주단, 운영사, 생산물 구매자, 보증인 등으로 구성된다.



[그림 2-1] 프로젝트 금융의 기본구조

9) Clifford Chance, 「Project Finance」, London : IFR Publishing Ltd., 1994, pp. 9 ~ 15. 참조.

10) 재정경제부, 「프로젝트 파이낸싱 활성화를 위한 제도 개선 방안」, 금융정책과, 2001. 10.

1. 사업주

사업주(project sponsors 또는 sponsors)는 프로젝트를 실질적으로 추진하는 주체로서, 사업주의 형태로는 自然人 또는 하나의 法人이 될 수도 있고, 이해 집단의 컨소시엄(consortium)이 될 수도 있다. 여기서 이해집단이란 사업주, 대주, 건설회사, 생산물의 구매자(off-taker), 프로젝트 생산물의 이용자 또는 시설 이용자 등이 될 수 있다. 또한 간접적인 이해당사자로 당해 프로젝트가 수행됨으로써 도로의 신설 등으로 인하여 토지가격의 상승이 예상되는 경우 토지 소유주가 사업주로 참여하는 경우도 있다. 사업주는 프로젝트 계약서 상에 명시되어 있는 계약이행의무, 특히 자본금 및 주주 후순위채 출자, 공사비 초과(cost overrun)지원 등을 이행할 수 있어야 한다. 실제 사업주 측에서 프로젝트에 관여하는 형태는 사업시행사에 직접 지분을 투자하는 방법과 사업주의 대차대조표상에 계상되지 않는 간접보증의 제공 형태로 나눌 수 있다.

2. 사업시행사

사업주가 당해 프로젝트를 추진하기 위하여 지분을 투자하여 설립한 일종의 名目會社(paper company)로서, 프로젝트의 추진 및 운영에 관한 모든 법률행위의 주체가 된다. 즉 사업시행사(project company)는 프로젝트를 사업주와 분리하여 금융기관과 사업주가 공동으로 출자한 법적으로 독립된 별도의 특수목적회사이다. 프로젝트를 추진할 주체인 사업시행사는 프로젝트에 필요한 자금을 조달·지원하는 동시에 사업의 타당성을 감시하고 사업종료 후 이익을 투자자에게 배분하는 기능을 수행하게 된다.

3. 대주단

대주단(또는 금융기관)은 프로젝트 금융에서 자금을 조달하는 주체로서, 프로젝트 금융은 현실적으로 대규모의 자금을 필요로 하며 리스크 분담을 위해 여러 개의 금융기관이 관여하여 대주단(syndicate)을 구성하여 자금을 제공하게 된다. 특히, 대주단을 구성하는 주간사은행은 차주로부터 기

채의뢰서(mandate letter)를 접수하고 예상참여 금융기관들과 차관교섭을 하며, 여신조건 협상 및 채권보전과 관련된 법률서류 작성에서 주도적인 역할을 한다.

4. 건설회사 및 시공회사

당해 프로젝트를 시공하는 회사로는 엔지니어링사와 건설시공회사로 분류할 수 있지만, 최근 경향은 프로젝트 금융 기법상 프로젝트의 공사비 초과리스크 등을 회피하기 위하여 ‘총액고정단가계약(lump-sum fixed-price contract)¹¹⁾ 방식을 통해 엔지니어링과 시공이 동시에 이루어질 수 있도록 계약을 체결하여 공사를 수행한다. 이러한 계약방식에 의해 시공을 하게 되는 시공업체를 통상적으로 엔지니어링, 조달, 건축 계약자라고 하며, 이러한 시공업체는 당해 시설의 완공보증, 성능보증 및 이러한 보증들이 충족되지 못할 경우의 피해보상 지급을 일괄적으로 규정하는 보증 패키지를 요구받는다. 시공업체가 부담하는 이러한 보증들은 보통 슈어티 본드(Surety Bond)¹²⁾, 스탠드바이신용장(Stand-by L/C)¹³⁾ 등의 형태를 띠게 된다.

5. 운영사

건설회사에 의해 당해 프로젝트가 완공되면, 사업시행사에 목적물이 인도된다. 이때 사업시행사는 직접 운영을 하든지, 관련 프로젝트의 운영을

11) 총액고정단가계약(lump-sum fixed-price contract)이란 일정액의 대가가 계약체결 당시에 결정되는 계약을 말한다. 이 방식은 시공자가 행할 업무의 범위가 도면 및 시방서에 의해 상세하게 확정된 공사에 적합한 반면, 공사의 세부적 사항이 확정되어 있지 않은 경우에는 부적당하다. 이 방식에서 시공자는 가격조정 조항을 삽입하지 않으면 공사비 초과위험에 직접적으로 노출된다.

12) 슈어티 본드(Surety Bond)란 보험회사가 시공회사로부터 보험료를 받고 프로젝트가 계약조건대로 완공되는 것을 의미한다.

13) 신용장은 원래 무역거래 등에 수반하여 은행이 매수인 등의 대금지급을 보장함으로써 무역거래의 원활한 진행을 도모하는 제도이나, 근래에는 신용장의 독립·추상적 성질을 이용하여 신용장을 주로 담보의 목적으로 사용하고 있는 경우가 많은데, 이를 통상의 화환신용장(Documentary L/C)와 구별하여 보증신용장(Stand-by L/C)이라 칭한다.

전문으로 하는 회사에 운영을 위탁한다. 일반적으로 당해 프로젝트는 사업주, 사업주의 자회사 또는 사업시행사가 운영을 담당하게 된다. 또 다른 운영 방법은 당해 프로젝트의 시공을 담당했던 건설회사가 목적물을 완공한 후 일정기간 운영하고 인도하는 방법(build-operate-transfer : BOT)¹⁴⁾을 취하는 것이다. 통상적으로 대주단은 운영능력과 경험이 있는 사업주 중 일개 회사가 운영을 책임지는 것을 선호하게 된다.

6. 생산물구매자

프로젝트 파이낸싱에서 생산물의 장기 구매자는 프로젝트 자체의 신용에 가장 큰 영향을 주기 때문에 이들의 역할에 따라 금융조달 비용의 고저가 결정될 수 있다. 만일 계약기간 중 생산물 구매자가 도산할 경우 프로젝트의 현금흐름에 직접적으로 치명적인 영향을 주게 된다. 사업시행사와 장기 구매자간에 생산물 구매계약은 무조건 대금 지급계약(take-or-pay contract)¹⁵⁾ 또는 무조건 사용료 지급약정(through-put agreement)¹⁶⁾등의 형태로 나타날 수 있다. 이 경우 생산물의 장기 구매자는 당해 프로젝트의 사업주로 참여하는 것이 바람직하다. 만일, 프로젝트

14) 사회간접자본시설에 대한 민간투자 프로젝트에 활용되는 프로젝트 금융은 해당 시설이 소유권 귀속 여부 및 시기에 따라 BOT(build-operate-transfer), BTO(build-transfer-operate), BOO(build-own-operate)방식으로 구분할 수 있다. BOT 방식은 민간 사업주가 필요한 자금을 조달하여 시설물을 완공한 후 일정 기간 동안 당해 프로젝트를 운영하여 그 수익으로 채무 상환 및 지분 출자자에 대한 배당을 실시하고, 운영기간이 종료되면 소유권을 정부에 양도하는 사업방식이다. BTO 방식은 해당 시설물의 공공성 등을 감안하여 소유권을 일정 기간 동안 민간 사업자에게 귀속시키는 것이 부적절할 경우에 적용하는 사업 방식으로, 민간사업자는 시설물의 관리 및 운영을 통한 운영수입으로 투자비를 회수한다. BOO 방식은 민간 사업주가 개발 계획을 수립하고 소요자금을 조달하여 시공 및 운영을 담당하는 등 턴키방식으로 프로젝트를 개발하는 사업방식이다.

15) 무조건 대금지급계약(take-or-pay contract)란 생산물과 용역의 실제 공여 혹은 인도 유무에 관계없이 지급해야만 하는 구매자와 사업시행사 간의 계약이다. 근본적으로 '무조건 의무조항'은 구속력이 있고 계약취소가 불가능하다. 반면, 인수도지급계약(take-and-pay contract)은 생산물 또는 용역이 실제로 공여될 때만 지급의무가 발생하는 구매자와 사업시행사 간의 계약이다.

16) 무조건 사용료 지급약정(trough-put agreement)은 사용자가 사업시행사에 대해 일정물량의 시설 통과를 약정하고, 사업시행사이 운영비용과 채무상환을 감당할 정도의 사용료를 무조건 지급하기로 약정하는 것이다.

금융에서 생산물 구매계약이나 정부의 지원약정이 없다면 자금조달 자체가 불가능할 것이다. 따라서 프로젝트 금융에 있어서 생산물 구매자는 아주 중요한 위치를 차지하게 된다.

7. 보증인

프로젝트를 수행하는 법률적인 주체인 사업시행사는 당해 프로젝트를 추진하기 위해 신설된 명목회사로써, 과거의 신용상태 및 실적을 입증할 만한 근거가 없다. 따라서 신용이 양호한 사업주, 프로젝트에 직·간접적으로 이해 관계가 있는 당사자들간의 보증, 또는 보증 수수료를 목적으로 하는 사업적 보증기관 등이 보증인이 될 수 있다. 즉, 프로젝트 참여자 및 이해당사자들이 위험이 배분하여 보증이 이루어지는 것이다.

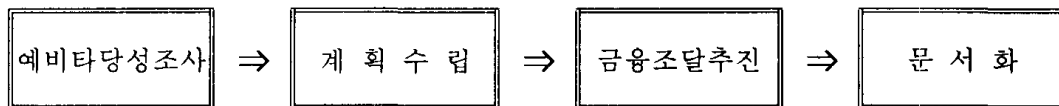
8. 기타 참여자

프로젝트 금융은 프로젝트의 재원을 의미하는 것이 아니라 자금을 동원하는 하나의 기법을 의미한다. 다시 말해, 기업금융에서 단순히 용자 조건만을 결정하는 것과는 달리, 금융 방법의 선택, 용자조건 결정과 프로젝트 자체의 구조를 만드는 것도 포함된 종합적인 과정이다. 이 과정은 매우 복잡하고 많은 절차와 노력을 거쳐야 하며, 매 건마다 각각 다른 구조로 구성되기 때문에 많은 전문가 집단의 도움이 필요하다. 또한 프로젝트 금융 금융기법은 협상의 결과물이라는 점을 감안할 때, 이들의 역할을 아무리 강조해도 지나치지 않다. 이러한 전문가 집단은 금융자문, 법률자문, 기술자문, 신용평가사, 환경자문 등 많은 집단이 관련되어 있다. 특히, 금융자문은 프로젝트 금융 구조가 매우 복잡하고 자금조달 규모가 크기 때문에 경험이 많은 금융기관의 자문이 필수적이며, 사업 초기부터 고용하는 것이 바람직하다고 할 수 있다.

제 4 절 프로젝트 금융의 절차 및 자금구조

1. 프로젝트 금융의 절차

프로젝트 금융의 절차는 그 단계를 명확하게 구분할 수는 없지만 일반적으로 아래 [그림 2-2]와 같은 절차로 진행된다.



[그림 2-2] 프로젝트 금융 절차

가. 예비타당성조사

프로젝트의 추진 여부를 결정하는 첫 번째 단계로서의 예비타당성연구(preliminary feasibility studies)는 당해 프로젝트에 대한 경제적 타당성 연구(economic feasibility studies)와 기술적 타당성 연구(technical feasibility studies)를 실시하는 과정이다. 이를 위해서는 엔지니어, 법률가, 회계사 등 많은 전문가들의 도움이 필요하다.

이러한 전문가들은 사업주가 프로젝트를 추가비용과 시간을 들여 추진한 매력이 있는지의 여부를 초기에 결정할 수 있도록 도와준다. 이러한 프로젝트의 경제성 및 기술성 등에 대한 타당성 검토가 완료되면, 프로젝트 금융의 대주들(lenders)은 이 검토를 근거로 가장 보수적인 가정 하에 당해 프로젝트의 타당성을 최종적으로 결정하게 된다.

나. 계획수립

프로젝트 예비타당성 조사가 완료되어, 당해 프로젝트를 추진하기로 결정을 내리면, 이를 기초자료로 하여 프로젝트 수행을 위한 전반적이고, 세부적인 계획수립단계(planning)에 들어서게 된다. 이 과정에서는 실질 타당성 조사에서 고려되어야 할 모든 요인들을 감안한 철저한 프로젝트의

분석 및 대책이 수립된다. 특히, 금융자문가(financial advisor)는 예비 사업타당성 조사에서 나타난 각종 리스크에 대한 실질적인 관리 방안을 수립하고 프로젝트에서 발생하는 수익의 과실송금, 프로젝트의 필요자본 등을 고려한 최상의 금융방법 등에 대한 조언을 하게 한다. 또한 프로젝트의 금융구조(financial structure)를 준비하며, 그 계획의 타당성을 검토하게 된다.

다. 금융조달 추진

상술한 과정을 거치면서 프로젝트가 충분한 사업성을 확보하고 있으며, 각종 리스크에 대한 적절한 관리 방안이 수립되면, 금융 자문은 금융조달(financing)을 위한 본격적인 활동을 수행하게 된다. 지분(equity)과 부채 금융(debt financing)의 비율을 정하고, 여기서 외부차입 자금의 규모가 결정되면 자금조달의 시기 등 금융조달과 관련된 일련의 업무를 수행하게 된다.

라. 문서화

프로젝트 금융을 협상의 결과물이라고 밝힌 바와 같이, 이러한 협상을 위한 모든 자료 및 협상의 결과에 대한 사항은 모두 문서화(documentation) 하며, 이러한 과정은 프로젝트 금융에서 매우 중요한 부분을 차지하게 된다. 제반 문서로는 사업설명서(project information memorandum)와 금융취지서(project financing memorandum)로 크게 구분하기도 하지만 양자를 함께 프로젝트 기재취지서(project offering memorandum, project proposal 혹은 prospectus)¹⁷⁾라고 하기도 한다. 이러한 起債趣旨書는 기초서류, 융자관련서류, 담보관련서류, 지원서류, 전문가 의견서 및 법률소견서 등으로 이루어져 있다.

17) 기재취지서란 신디케이트 론에서 차주가 대출예상은행에 참여를 결정하는데 도움이 되도록 제공하는 차주에 대한 설명서로 정보안내서라고도 한다. 대출 참가 의사결정에 중요한 문서이므로 내용이 불충분하거나 허위사실을 기재함으로써 발생하는 모든 손해를 차주가 부담한다.

2. 프로젝트 금융의 자금 구조

프로젝트에 소요되는 자금의 구조¹⁸⁾는 크게 시설자금과 운영자금으로 나눌 수 있다. 시설자금이란 계획시설을 완공하는데 소요되는 비용으로, 사업성 평가의 기술적 타당성 검토 시 산정된 금액을 기준으로 한다. 그리고 운영자금은 프로젝트의 연도별 생산계획, 판매계획을 감안하여 계획사업 완공 후 가동 초년도의 1회전 운전자금을 계산한다.¹⁹⁾ 이렇게 시설자금과 운영자금의 규모가 결정되면, 조달해야 되는 자금규모와 조달 시기가 결정된다. 프로젝트에 소요되는 자금규모가 결정되면 자금조달 형태를 결정해야 되는데, 그 형태는 크게 사업주의 자기자본투자(또는 지분투자)와 외부차입으로 구성된다.

가. 사업주의 지분참여

기업주의 입장에서는 가능한 한 지분의 비율을 줄이고 외부차입의 비중을 늘리려 하고, 반대로 대주단의 입장에서는 사업주의 보다 높은 지분비율을 요구하게 된다. 따라서, 성공적인 프로젝트 금융을 위해서는 적절한 지분비율을 결정하는 것이 중요한 관건이 된다.

나. 부채금융

부채금융(debt financing)이란 사업시행사가 외부기관으로부터 자금을 조달하는 것으로, 이러한 부채금융은 그 종류가 아주 다양하고, 각 종류마다 다양한 특성을 갖고 있다. 부채금융을 대략적으로 구분하면, 신디케이티드 론(syndicated loan)과 같은 간접금융과, 국제 발행 등과 같은 직접금융, 그리고 리스(lease) 등의 物融方式으로 구분할 수 있다.

대체로 외부차입에 의한 자금 유형별 구성을 보면, 신디케이션과 같은 간접금융이 전체의 80~90%, 채권발행과 같은 직접금융이 10~20%로 나

18) 이현섭, 「최근 해외 Project Finance 동향 및 주요 자금조달유형」, 수은조 사월보, 1998, 9, pp. 65~77.

19) 반기로, 「프로젝트 파이낸스」, 한국금융연수원, 1998. 6. p. 130. 인용

타나고 있다. 따라서, 프로젝트 금융은 이러한 형태의 금융방식들이 독자적 이용되어 각각의 프로젝트에 자금을 供與하는 것이 아니고 복합적으로 구성되어, 하나의 완성된 금융 패키지를 구성하게 된다.

1) 간접금융

간접금융(indirect financing)은 일반적으로 프로젝트론(project loan)으로 표현되며, 가장 일반적인 형태는 신디케이트론으로 이루어져 있다. 외부차입에 있어서 대주단에 의한 자금 공여 시, 장점으로는 첫째, 프로젝트의 조건변화에 유연한 대처가 가능하다는 것과, 둘째, 필요시 사업주에게 자문이 가능한 점 등이 있고, 반면에 단점으로는 첫째로 채권발행에 비해 엄격하고 복잡한 대출심사과정과 둘째, 보통 10년 내의 제한된 대출 기간 및 프로젝트 지연시 관리비 지출 증가 등을 들 수 있다. 한편 프로젝트 진행단계로 볼 때, 대주단에 의한 자금조달은 프로젝트의 리스크가 가장 높은 초기 건설단계에서 공사 완공시점까지 많이 활용되고 있다는 것이다.

2) 직접금융

일반적으로 프로젝트 채권(project bond)으로 표현되는 직접금융(direct financing)은 간접금융에 비해 상대적으로 장기적인 금융 설계가 가능하고, 금융비용도 대폭 줄일 수 있다. 사업주는 프로젝트의 소요재원을 조달하는 경우 조달조건으로 고정금리의 장기자금을 선호하게 되는 한편, 연금기금이나 보험회사는 자금운용상 유동성이 높고 안전한 장기투자대상을 선호하게 된다. 이것으로만 볼 때 연금기금이나 보험회사를 상대로 한 채권발행이 발전소, 인프라스트럭처 등의 프로젝트 금융에 매우 적합한 자금조달 수단이 된다고 할 수 있다. 이러한 채권발행은 채권투자자들이 리스크를 기피하는 속성이 있어 보통 프로젝트의 리스크가 가장 높은 건설기간이 경과한 후 기존 대출금을 대체하는 금융 재조달의 형태를 띠게 된다.

제 5 절 부동산 개발 프로젝트의 위험요소 및 관리방안

프로젝트 금융은 비소구-제한소구 금융이므로 사업주나 금융기관의 입장에서 프로젝트에 대한 위험이 차입금의 상황에 커다란 영향을 미치므로, 이러한 리스크를 분석하여 이를 회피하는 방안을 도출하는 것은 프로젝트 성공에 매우 중요한 요소이다. 리스크란 “프로젝트 수행 목적에 부정적인 영향을 초래하는 불확실한 사건들이 프로젝트 수행에 미치는 누적되는 영향이다.”²⁰⁾ 프로젝트 수행에 있어 프로젝트의 단계별 위험 요소를 살펴보면 다음과 같다.

1. 공사완공위험

프로젝트 공사완공 위험이란 먼저 사업주가 자본금의 출자의무를 이행하지 못하거나, 자금의 부족 등으로 인한 공사 미완공 및 공사중단의 위험과 둘째로 예정된 현금 유입을 지연시키며 이자부담을 가중시키는 공사 지연 등이 포함된다. 프로젝트 회사는 미완공 및 공사비초과와 공사지연의 위험을 다음과 같은 방법으로 참여자들에게 이전시킬 수 있다.

첫째, 시공업체의 부실 시공 및 도산 위험에 대해서 공사이행 보증보험 가입 등 시공건설회사에게 준공보증을 요구함으로써 위험을 감소시킬 수 있다. 둘째, 공사비 초과 위험을 제거하기 위해서는 시공자에게 공사비 초과분에 대해 시공자에게 그 비용을 부담하게 하거나 보증을 요구할 수 있다. 즉, 확정비용계약과 같이 초과건설비용을 건설 시공사가 전액 부담하는 계약을 사전에 체결함으로써 사업주는 이러한 부담으로부터 안전할 수 있다. 셋째로는 보험회사를 활용하는 방안이다. 즉, 사업주는 공사기간 지연이나 공사비 초과와 같은 건설위험에 대해 보험회사에 부보함으로써 위험을 줄일 수 있다. 그러나 이 방법은 보험료에 대한 추가적인 비용이 든다는 단점이 있다.

이러한 완공에 대한 보증이 없다면 금융회사는 시공위험이 거의 없다고

20) Wideman, R. Max, 「Risk Management」, "A Guide to Managing Project Risks and Opportunities", USA, PA : Project Management Institute. 1992. p. 3. "Project risk is the cumulative effect of the chances of uncertain occurrences adversely affecting project objectives."

판단되는 우량 건설사가 시공할 경우에만 대출할 수밖에 없으며 시공위험을 안고 있는 중견 건설사가 시공할 경우에는 대출을 기피할 것이다. 이 같은 여건이 개선되지 않는다면 중소 건설업체를 포함한 대다수의 주택 건설업체에 자금이 공급되기 어려울 것이며, 이것이 장기화될 경우 주택 시장은 몇몇 우량 대형건설업체에 의한 독과점 시장화가 될 것이다. 반면 완공보증하에서는 금융회사가 시공위험을 회피할 수 있으므로 시공위험을 안고 있는 건설사가 시공할 경우에도 대출이 가능할 것이며, 분양성에 대해 확신이 선다면 금융회사의 프로젝트 금융지원은 무리없이 이루어질 수 있다.

또한 부동산 개발 기간 중 건설자재의 가격변동 및 자재의 공급이 원활하게 공급되지 못하는 경우가 발생할 수 있다. 이러한 경우에는 신용도가 양호한 원료 공급자와 장기적인 공급 계약을 맺음으로써 안정적으로 원료를 공급할 수 있다. 또는 원자재 공급자와 약정한 원자재의 공급이 불안정해질 경우 다른 공급자에게 원자재 공급선을 다양화 할 수 있는 추가비용을 원자재 공급업자에게 부담하도록 규정하는 공급보증계약(put-or-pay contract)을 활용할 수 있다.

2. 시장위험

인플레이션 위험의 경우는 사업주가 공사완공시점에서 인플레이 상승폭만큼 분양대금이나 임대료를 인상시킬 수 있는 조항을 만들 수도 있으나 이는 불공정 약관이 될 수 있으므로 신중하게 대처해야 한다. 또한 금리변동의 위험은 스왑(swap)²¹⁾과 옵션(option)²²⁾으로 방어하는 방법이 있는데 스왑은 변동금리계약과 고정금리계약의 수취권을 교환함으로써 금리변동의 노출을 회피하는 방법이며, 옵션으로 방어하는 경우에는 이자지불에 대한 풋옵션(put option)을 일정한 가격을 지불하고 구매함으로써 약정된

21) 스왑(swap)이란 두 거래당사자가 미리 약정한 방식에 따라 미래의 일정시점에 현금흐름을 교환하기로 하는 계약이다. 스왑거래는 크게 이자율스왑(interest-rate swap)과 통화스왑(currency swap)으로 구분된다.

22) 옵션이란 미리 정해진 가격으로 정해진 기간 동안에 특정 자산을 사거나 팔 수 있는 권리가 부여된 증권이다. 미리 약속한 증권을 정해진 기간에 정해진 가격으로 살 수 있는 권리가 부여된 증권을 콜옵션(call option), 팔 수 있는 권리가 부여된 증권을 풋옵션(put option)이라 한다.

금리로부터 실세금리가 변동하는 것으로부터 보호받을 수 있도록 한 것이다.

또한 판매위험은 미분양위험을 말하며 이러한 위험은 공사시작 전에 분양전문회사를 선정하여 일괄 양도하는 방안을 생각해 볼 수 있는데, 국내에서는 아직 신용있는 분양대행사를 찾기 어려우므로 시공회사의 분양경험이나 다양한 보증장치를 활용할 경우 분양위험은 줄어들 수도 있을 것이다. 그리고 미분양 등으로 인하여 금융회사의 대출원리금 상환이 어려울 경우 프로젝트 지급보증²³⁾을 활용함으로써 시장위험을 회피할 수 있을 것이다. 그러나 아직 분양 위험 방지를 위한 정확한 분석이 아직 이루어지지 않고 있으며, 자금흐름에 속에서 임기응변적인 방법들이 사용되고 있다.

3. 프로젝트 금융 대출 자금의 보호장치

금융기관이 프로젝트 금융에 의한 대출 자금을 보호하는 방법²⁴⁾으로는 위탁관리계정을 운영하는 방법과 프로젝트회사를 설립하는 방식 등으로 나누어 볼 수 있다.

가. 위탁관리계정의 운영

금융기관이 대출 자금의 보호를 위하여 위탁관리계정을 활용할 수 있다. 위탁관리계정은 금융기관이 특정 프로젝트에 한정하여 금융을 지원하고, 프로젝트에서 발생하는 현금유입 및 시공사 등에 대한 대금을 지불 관리하며 기성에 따른 자금의 인출을 허용하고 기성건물에 투입된 자금에 대하여 법적으로 보호한다. 위탁관리계정을 활용한 방법은 별도의 프로젝트 회사를 설립하지 않으므로 회사설립에 따른 절차와 시간이 상당히 절

23) 프로젝트 지급보증이란 프로젝트 금융이 지원되는 사업에서 예상치 못한 위험으로 금융회사가 계약기간 내에 대출원리금 회수가 불가능할 경우 보증회사가 보증금액 한도 내에서 대출원리금 상환을 보증을 의미한다. 금융회사에서 주택프로젝트의 사업성을 분석하고 사업장을 관리할 인력과 노하우가 크게 부족한 점을 감안할 때 보증기관이 프로젝트 지급보증제도를 도입할 경우 프로젝트 금융활성화에 기여할 것이다.

24) 장성주, 「주택공급자 금융확대와 프로젝트 파이낸싱의 개발」, 2003. 3.

약되나, 반면에 사업주체의 부도나 파산시 금융권은 채권회수가 곤란하다. 이에 따른 대안으로 신탁자금조달을 담당한 금융기관에 사업장을 신탁하는 방법을 이용할 수 있다. 사업장 관리신탁방식은 자금관리 및 회수를 용이하게 할 수 있으나, 대출기관이나 수탁기관에서 주택건설사업을 위한 인원과 조직을 정비해야 하고, 신탁관련 제 수수료가 발생할 수 있다.

나. 프로젝트회사를 설립하는 방식

부동산개발사업장별로 해당사업장만을 운영하는 프로젝트회사를 설립하는 방식은 프로젝트회사가 건설업체와 프로젝트 자산이 법적·경제적으로 분리되므로 사업주체 부도·파산시에도 제3채권자가 프로젝트 자산에 대해 권리주장을 할 수 없으므로 후분양사업에서 압류·가압류가 불가능하고 회사정리절차에 들어가더라도 금융기관의 채권회수에 영향을 미치지 못한다. 이 방식은 사업장 단위로 기업을 만들어 자금관리 및 대출금회수 체계가 정비되어 가장 확실한 장치이지만 회사설립과 관련된 비용과 세제에 대한 법적인 지원체계정비가 선결되어야 한다. 또한 금융기관의 출자를 전제로 한 프로젝트회사 설립시 은행법상의 타회사 의결권 주식의 15% 초과 소유제한, 보험업법상 비상장주식의 원천적 취득 금지, 건설회사가 30% 이상 출자시 공정거래법상 동일계열에 포함, 연결재무제표 작성 등 각종 출자제한 요건의 완화가 요망된다.

<표 2-2> 프로젝트에 따른 리스크 종류 및 대응방안과 부담자

종류	내용	리스크대응방안	리스크부담자
건설위험	공기지연	시공회사손해배상 보험가입 불가항력 면책규정	시공사, 보험사, 대주
	공사비 초과	확정비용계약 예비비산정	시공사, 사업주, 대주
	원자재 공급위험	공급보증계약	자재공급자, 시공사
시장위험	인플레이/금 리변동	분양대금 및 임대료 인상 스왑/옵션활용	구입자, 사업주, 대주
	판매위험	철저한 시장조사 분양전문회사에 일괄양도 프로젝트지급보증의 활용	사업주, 분양사, 대주, 보험사

자료 : 조주현, 「부동산 개발사업에 있어서 프로젝트 파이낸싱 기법에 관한 연구」, 주택연구 : 2002. 제10권 제2호 요약정리

제 6 절 프로젝트 금융 사업타당성 분석

1. 사업타당성 분석의 의의

사업타당성을 분석하기 위해서는 먼저 일반 재화와는 다른 위치고정성, 이질성, 내구성 등 물리적, 경제적, 제도적 제특성을 지니는 부동산시장의 특징을 살펴볼 필요가 있다. 부동산시장의 중요한 특성으로는 다음과 같다.²⁵⁾

첫째, 부동산시장은 상황이 변한다고 하더라도 수요와 공급을 조절하기가 쉽지 않고, 이를 조절하는 데에도 많은 시간이 걸리는 속성이 있다. 일반적으로 부동산을 공급하는 데에는 계획수립에서 완성에 이르기까지 상당한 시간이 소요되기 때문에 수요가 급증하더라도 공급이 제때 이루어지지 못하는 수가 많다.

25) 안정근, 「現代不動産學」, 法文社, 2002. 9. pp. 119 ~ 121. 참조

둘째, 부동산시장은 고도로 국지화(localized)되어 있다는 것이다. 부동산 시장이란 유사부동산에 대해 유사한 가격이 정해지는 지리적 구역이기 때문에 지역에 따라 여러 개의 부분시장으로 나뉘어진다. 뿐만 아니라 같은 지역이라 할지라도, 부동산의 위치, 규모, 용도 등에 따라 다시 여러 개의 부분시장으로 세분되며, 유사부동산에 대해 다른 가격이 형성되기도 한다. 부동산 시장의 이러한 분화현상은 경우에 따라, 부분시장별로 시장의 불균형(market disequilibrium)²⁶⁾을 초래하기도 한다.

셋째, 부동산의 위치고정성, 내구성, 고가성 등은 시장의 자유조절기능을 저하시켜, 시장을 불완전하게 만든다는 것이다. 부동산은 위치가 고정되어 있기 때문에, 수요와 공급이 자유롭게 이동될 수가 있다. 또한 부동산은 내구재이기 때문에, 비록 수요가 감소한다고 하더라도, 기존의 공급량이 쉽사리 줄어들지 않는다. 수요가 감소하면, 상당한 기간동안 빈 채로 남아 사회적 비용을 가중시키기도 한다. 부동산이 고가품이라는 사실도 부동산시장을 불완전하게 만드는 요인이 된다. 부동산은 고가품이기 때문에 부동산 시장에 수요자로 참여할 의사가 있더라도, 고가의 부동산을 살 수 있는 유효수요²⁷⁾를 갖추지 못할 경우에는 시장에 진입할 수가 없다.

넷째, 부동산에는 여러 가지 법적 제한이 많이 있다. 갖가지 공적·사적 제한도 역시 부동산시장을 불완전하게 만드는 요인이 된다. 이에 따라 부동산 가격이 왜곡되고, 시장의 조절기능이 저하되기도 한다.

다섯째, 부동산시장은 자금의 유용성과 밀접한 관계를 맺고 있다. 부동산은 고가품이기 때문에, 자금의 원활한 유통은 더 많은 공급자와 수요자로 하여금 시장에 참여하게 만든다. 이자율과 같은 금융비용(financing cost)의 저하는, 공급자비용을 감소시켜 공급을 증가시킨다. 그리고 수요자의 구매력을 증대시켜, 기존 주택을 개량하거나 증가된 공급을 흡수하게 한다.

26) 시장의 불균형(market disequilibrium)이란 수요와 공급이 균형을 이루지 못한 상태를 지칭한다. 예를 들면, 팔려고 내놓은 집은 많은데, 전세로 내놓은 집은 거의 없는 경우와 같은 것이 그것이다. 이것은 지역의 주택시장이 자가시장과 차가시장으로 분화되어 있는데 자가시장은 공급초과상태에, 차가시장은 수요초과 상태에 있다는 것을 의미한다.

27) 유효수요란 '살 의사'(willingness to buy)와 '지불능력'(ability to pay)을 구비한 수요를 의미한다.

사업타당성 분석이란 미래에 예상되는 경제적 가정을 전제로 관련된 모든 요소와 이들의 상호관계를 고려하여, 특정 프로젝트에 대한 성공가능성을 조사·분석하는 일련의 과정이다. 당해 프로젝트에 대한 체계적인 사업성 분석은 사업과정에서 발생할 수 있는 손실이나 간과하기 쉬운 리스크를 사전에 대비하는데 필수적인 역할을 한다.

사업타당성 분석은 성공가능성이 적은 사업의 진출을 포기하게 함으로써 기업경영의 핵심요소에 대한 체계적인 점검을 통하여 기업의 설계역할과 기업경영능력 향상에 도움을 준다. 이러한 사업타당성분석은 새로운 부동산 개발사업에 대해서 뿐만 아니라 기존의 개발사업에 대해서도 이루어진다.

사업타당성분석은 기본적으로 사업의 시장성분석, 기술적 타당성 분석, 소요자금 및 조달가능성 분석, 경제적 타당성분석 등으로 이루어진다.

가. 시장성 분석

시장성분석이란 판매예측을 의미하는 것으로서, 여러 가지 상황변수를 가정하고 이에 근거하여 실시함으로써 계획 프로젝트의 성패를 예측하는 것을 말한다.

나. 기술적 타당성 분석

기술적 타당성 분석은 프로젝트 수행과 운영에 따른 기술상의 제 문제, 즉 설계 및 공정시스템 전체의 능률에 대한 검토이다. 또한 향후 개발 가능한 신기술에 대비한 사용 예정기술의 경제성 문제 및 프로젝트 운영자의 기술적인 자질과 관리 능력도 기술적 타당성 조사시 검토가 이루어진다.

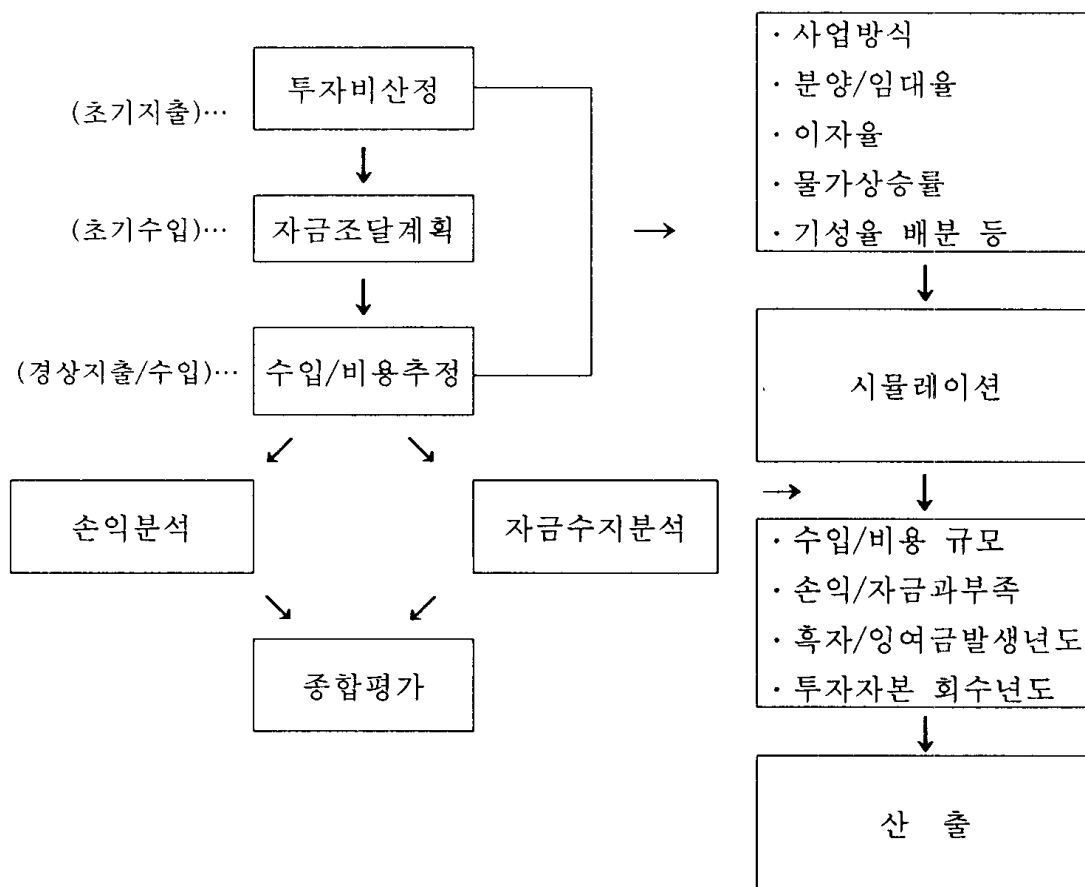
다. 소요자금 규모 및 조달 가능성 분석

프로젝트를 추진하는데 있어서 필요한 자금은 어느 정도이며, 어떠한 방법으로 조달을 할 것인가에 관해 구체적으로 계획을 수립하고, 그 계획

에 따라 자금조달이 이루어질 것인가에 대한 가능성을 분석한다.

라. 경제적 타당성 분석

경제적 타당성 분석은 계획 프로젝트 수행에 필요한 예상 소요자금과 수익성을 추정하여 이를 기초로 한 경제성 평가가 중심이 된다. 경제적 사업타당성 분석은 당해 프로젝트의 건설 및 운영의 단계에서 발생 가능한 제반 위험분석(risk analysis)과 프로젝트로부터 예상되는 현금흐름분석(cash flow analysis), 그리고 프로젝트의 주위 상황이 변화함에 따라 현금흐름에 미치는 영향 등을 포함하게 된다.



[그림 2-3] 경제적 타당성 분석절차

2. 경제적 사업타당성

경제적 사업타당성 분석기법은 크게 회수기간법(payback period method), 회계적 이익률법(accounting rate of return method)의 전통적 분석기법과 순현재가법(net present value method), 내부수익률법(internal rate of return method) 등의 할인현금흐름법(discounted cash flow method : DCF법)과 비율분석(ratio analysis)기법으로 구분할 수 있다.

가. 전통적 분석기법

1) 회수기간법

회수기간이란 투자시점에서 발생한 비용을 회수하는 데 걸리는 기간을 말하는 것으로 보통 연단위로 표시한다. 회수기간법에 의한 의사결정에서는 투자비용을 빨리 회수할수록 바람직하므로 프로젝트 참가자들이 결정한 회수기간보다 짧으면 투자가치가 있는 것으로 판단한다.

이러한 회수기간법은 이해하기 쉽고 간편하며, 기업의 현금보유를 중심으로 하는 유동성을 간접적으로 나타내주는 장점이 있는 반면에 다음과 같은 단점을 지니고 있다. 첫째, 회수기간 이후의 현금흐름을 고려하고 있지 못하며, 둘째로 화폐의 시간가치를 무시하고 있다. 셋째, 독립적인 투자안에 있어서 투자결정의 기준이 되는 회수기간의 선정이 자의적이다.

2) 회계적 이익률법

회계적 이익률법은 평균이익률법이라고도 하며, 투자로 인하여 나타나는 장부상의 연평균 순이익을 연평균 투자액으로 나누어 회계적 이익률을 계산하고 이를 이용하여 투자안을 평가하는 방법이다. 회계적 이익률법의 의사결정기준은 투자대상의 회계적 이익률이 기업에서 기준으로 정해둔 회계적 이익률보다 높으면 투자안을 채택한다.

회계적 이익률법의 장점은 간편하고 이해하기 쉬우며, 회계장부상의 자료를 그대로 사용할 수 있다는 점이다. 그러나 화폐의 시간가치를 고려하

지 않고, 투자안의 현금흐름이 아닌 장부상의 이익을 분석대상으로 한다면데 근본적인 문제점이 있다.

나. 할인현금흐름법

1) 순현재가치법

순현재가치법은 투자로 인하여 발생할 미래의 모든 현금흐름을 적절한 할인율로 할인한 현재가치를 나타내어서 투자결정에 이용하는 기법이다. 순현재가치(net present value : NPV)는 다음과 같이 정의된다.

$$NPV = \left[\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \right] - I_0$$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0$$

CF_t : t 시점의 현금흐름

I_0 : 최초의 투자액

r : 할인율

n : 투자안의 내용연수

순현재가치법은 자본비용을 할인율로 하여 투자로부터 기대되는 미래의 현금유입액을 현재가치화한 금액에서 투자에 소요되는 지출액을 같은 할인율로 현재가치화한 금액을 차감하여 프로젝트의 경제성을 평가하는 현금흐름 할인방법이다.

순현재가치법의 투자의사 결정기준은 독립된 투자안의 경우 투자안의 경우 투자안의 순현재가치가 0보다 클 때 투자가치가 있는 것으로 평가하고, 상호배타적인 투자안의 경우에는 순현재가치가 가장 큰 투자안을 선택하면 된다.

2) 내부수익률법

내부수익률이란 미래현금흐름의 순현재가치를 0으로 만드는 할인율을 말하며, 이를 달리 표현하면 현금유입의 현재가와 현금유출의 현재가를 같게 만드는 할인율이다. 이를 식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\left[\frac{CF_1}{(1+IRR)^1} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \cdots + \frac{CF_n}{(1+IRR)^n} \right] - I_0 = 0$$

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} - I_0 = 0$$

내부수익률법은 독립된 투자안이나 단일 투자안의 경우에는 투자안의 내부수익률이 기업의 자본비용보다 클 때 투자가치가 있는 것으로 평가하고, 상호 배타적인 투자안의 경우 내부수익률이 가장 큰 투자안을 선택하면 된다.

상술한 경제적 타당성 분석방법 중 회수기간법과 회계적 이익률법은 모든 현금흐름과 화폐의 시간가치를 고려하지 못한다. 따라서 실제 경제성 분석에 있어서는 순현재가법과 내부수익률법을 많이 사용한다.

순현재가법과 내부수익률법에 의한 평가는 같은 결과를 가져오는 경우가 많으나, 상호 배타적인 투자안들의 경우 투자규모가 현저히 차이가 나거나 투자수명이 다른 경우, 또는 두 투자안으로부터 예상되는 미래현금흐름의 양상이 크게 다를 때 서로 다르게 나타날 수도 있다. 이때 두 방법 중 재투자수익률의 가정, 내부수익률이 없는 경우와 복수해의 존재, 차입여부의 결정문제, 이자율의 기간구조와 내부수익률, 가치의 가산원칙 등을 고려할 때 순현재가법이 이론적인 면이나 기술적인 면에서 더 우월한 투자분석방법이라고 할 수 있다.²⁸⁾

다. 비율분석기법

일반 투자자나 금융기관들은 투자에 대한 위험을 평가하기 위하여 현금수지를 여러 가지 비율로 분석하고 있다. 프로젝트 금융에 있어 주요한 현금흐름 분석 도구로는 감당비율(coverage ratio), 현재가치 감당비율(present value coverage ratio) 및 부채 : 자본비율 방법 등이 이용된다. 여기서 감당비율은 이자감당비율, 원금감당비율 및 부채상환비율로 나뉘

28) 박정식 외, 「현대재무관리」, 다산출판사, 2001. 5. pp. 153 ~ 158. 참조

며, 현재가치 감당비율은 차입기간 감당비율과 프로젝트 기간 현재가치 감당비율로 구분할 수 있다.

	총수입 (gross revenue)
-	영업비용 (operating costs)
	영업현금흐름 (operating cash flow)
+	장기차입금 (project financing loan)
+	지분자본 (equity capital)
	총 현금재원 (total sources)
-	총 현금지출 (total uses)
	순현금흐름 (net cash flow)
+	원금상환액 (principle : "P")
+	이자지급액 (interest : "I")
	가용현금흐름(available cash flow : ACF)

각 연도의 감당비율은 가용현금흐름을 각 연도의 원금, 이자, 원리금으로 나눔으로써 구할 수 있다. 그리고 현재가치 감당비율은 할인율로 가용 현금흐름을 현재가치화한 금액을 합한 후 프로젝트 금융에 의한 장기차입금으로 동 금액을 나눈 것이 된다. 또한 현재가치 감당비율을 구함에 있어서 현재가치화한 가용현금흐름을 고려시, 차입기간까지의 가용현금흐름을 합하는 경우를 ‘프로젝트기간 감당비율(the project life coverage ratio : PLCR)’이라 한다. 이러한 감당비율, 현재가치 감당비율 및 부채 : 지분 비율 등은 다음과 같다.

1) 감당비율

이자감당비율은 매년도의 현금흐름이 당해 연도에 지급되어야 할 이자를 충분히 지급할 수 있는가를 파악하는 것이며, 동 비율이 1.0미만이라면 프로젝트의 현금흐름이 이자조차 지급하기 어려움을 의미하는 것이다.

$$\text{이자감당비율} = \text{ACF} / \text{I}$$

원금감당비율은 매년도의 현금흐름이 동기간에 상환되어야 할 원금을 충분히 보상할 수 있는가를 보여주는 지표이다. 원금감당비율이 2.0에 근접하면 매우 양호한 것으로 판단할 수 있다.

$$\text{원금감당비율} = \text{ACF} / \text{P}$$

부채감당비율은 프로젝트의 현금흐름이 채무로 인한 원리금의 지급을 충분히 감당할 수 있는가를 보여주는 것으로서 프로젝트의 적정성에 대한 측정방법이 된다.

$$\text{부채감당능력계수} = \text{ACF} / (\text{P} + \text{I})$$

2) 현재가치 감당비율

현재가치 감당비율은 차입기간 감당비율과 프로젝트기간 감당비율로 구분할 수 있다.

가. 차입기간 감당비율

차입기간 감당비율($\text{loan life coverage ratio : LLCR}$)은 부채상환능력비율과 유사한 성격을 가지면서 수많은 프로젝트 금융에 대한 기준지표로 이용되지만, 상환기간의 연장이나 할인율의 조작을 통해 왜곡될 수 있다는 단점이 있다. 한편, 차입기간 감당비율은 공사 완공시 프로젝트 금융의 규모를 결정하는데 이용되기도 한다. 합의된 비율에 의해 계산된 금액을 초과하는 부채액은 상환되어지도록 하거나, 차입기간 감당비율이 재계산되어 사전적으로 허용된 범위내로 될 때까지 투자자의 지원 혜택을 받도록 하기도 한다.

$$\begin{aligned} & \text{차입기간 감당비율(LLCR)} \\ & = \text{차입기간 동안 각년도 ACF 현가의 합계} / \text{총 장기 차입금} \end{aligned}$$

나. 프로젝트기간 감당비율

프로젝트기간 감당비율은 차입기간 감당비율보다 상당히 개선된 수치이어야 한다. 이러한 차이는 채무상환 기간후의 잔여 현금흐름 현재가치에 기인되는 것이다. 만약 프로젝트기간 감당비율과 차입기간 감당비율의 차이가 크지 않다면 채무상환 후 잔여 현금흐름이 적은 것을 의미하는 것이다.

$$\begin{aligned} & \text{프로젝트기간 감당비율(PLCR)} \\ & = \text{프로젝트기간 동안 각년도 ACF 현가의 합계} / \text{총 장기 차입금} \end{aligned}$$

3) 부채 : 지분비율

부채 : 지분비율(debt : equity ratio)은 사전적으로 결정되거나 매년도 계산에 의해 구해질 수 있다. 수출신용보증기관이나 다자간 협력기관 등이 금융을 제공하는 경우에 있어서는 부채 : 지분비율이 75 : 25 정도의 비율을 이루고 있다. 낮은 시장위험을 가진 프로젝트는 부채가 90%라도 매력적인 사업이 될 수 있지만, 수요의 변동폭이 큰 경우와 같이 높은 시장위험을 갖는 프로젝트는 그 비율이 50 : 50 또는 60 : 40 정도를 요구하는 경우도 있다.

3. 감응도 분석

감응도 분석이란 당해 프로젝트가 실제 발생 가능한 다양한 상황하에서도 사업성을 유지할 수 있는가를 보여주는 것으로, 투자의사결정에 영향을 주는 중요한 변수들을 찾아내어 그 변수들 중에서 다른 변수의 값은

고정시키고 하나의 변수 값만이 변한다고 할 때 주된 매개변수에 나타나는 변화에 대한 투자수익의 감응성을 측정하는 것을 말한다. 이러한 감응도 분석의 궁극적인 목적은 출자자나 대주 모두가 동의하는 ‘프로젝트를 추진시키는 재무적 모델’을 개발하는데 있으며, 당해 프로젝트에 영향을 주는 많은 변수들을 그룹으로 나누어 단순화하고 각각의 변수들을 당해 모델에 투입하는 과정을 거쳐 가장 일어날 확률이 높은 상황인 기본안을 완성한다. 기본안에 대한 분석이 완료되면, 기본안의 현금흐름에 프로젝트 리스크의 정도에 따라 여러 변수의 내용을 반영하여 감응도 분석을 행하게 된다. 따라서 감응도 분석의 첫 번째 단계는 프로젝트의 수행으로부터 나타날 수 있는 기본적인 리스크를 인식하는 것이다. 이러한 리스크들은 상호작용을 하고 서로 밀접하게 구조화되어 있으며, 때로는 리스크의 상충작용이 일어나 제거되기도 한다는 점을 유의할 필요가 있다. 효과적인 감응도 분석을 위해서는 주요 현금흐름 수치를 동시에 변동시켜 보는 것이 바람직하며 아래와 같은 네 가지의 기준틀을 마련하고 실시하는 것이 일반적이다.

가. 감응도 분석 대상 변수

감응도 분석을 하는데 있어서 아래의 네 가지의 기준틀을 근거로 하여 실시하게 된다.

- 기본적인 경우 : 프로젝트 금융에서 금융 제공하는 대주의 타당성 분석 결과와 리스크들로부터 예상되어지는 평균적으로 일어날 수 있는 상황을 기준으로 한다.
- 부정적인 경우 : 현금흐름 전체 분포가 아니라 선택되어진 변수만이 불리하게 변동하는 경우로 일정기간 동안의 건설공기 지체와 같은 영향을 기준으로 평가한다.
- 득실이 없는 경우 : 다른 민감도 요소의 변화에 따른 핵심 민감도 변수의 변동 가능성에 대한 검토로서, 가격처럼 가장 변화가 심할 것 같은 주된 현금흐름 분포에 집중적인 분석을 행하는 것이다.
- 최선의 경우 : 모든 리스크가 통제 가능한 상황이며 변수가 유리한 방향으로 상승하는 것으로, 모든 가정대로 프로젝트가 진행되는 경우이다.

사업주는 특히 프로젝트 입안시 최선의 경우를 강조한다.

이와 같은 각각의 경우들에 대한 주요 현금흐름 비율지표는 채무의 규모, 조건, 상환방법 등과 같은 프로젝트 금융의 구조를 형성하는데 도움을 줄 수 있는 도구가 된다. 즉, 기본적인 경우는 기본적인 원금 상환기간의 구조를 결정하는 기준이 될 것이고, 부정적인 경우는 준비금의 수준, 상환 스케줄 조정, 채무불능 위험 기준비율 등을 결정하는데 도움이 된다. 또한 득실이 없는 경우는 추가적인 출자자의 지원을 필요로 하는 계약조건을 구체화하는데 도움이 되며, 만약 가격이 핵심 민감도 변수라면 판매계약 조건의 결정지표가 될 것이다. 최선의 경우는 조기상환이나 자금의 재조달 일정 등을 제시할 수 있는 것이다.

이러한 기준에 따라 행해지는 감응도 분석은 아래 <표 2-3>과 같은 분석대상이 고려되어야 한다.

<표 2-3> 감응도 분석 대상 변수

대상변수	주요내용
매출액의 변화	시장규모, 시장점유율, 판매가격, 생산성, 가동률 등
투자비의 변화	시설규모, 구입가격, 건설기간·비용, 설비구입가격
판매비의 변화	광고비, 판매원 인건비 등
관리비 및 영업비용	인건비, 임대료 및 기타 관리비용 등
지급이자	외부자금 조달비중, 차입금 이자율 등
세금	조세정책, 세율 등
환율, 인플레이션	환율 리스크 헤지(hedge) 비용 등
잔존가치	사업 종료 시 현금유입으로 계상될 당해 사업의 잔존가치
상기변수들의 동시변화 (combination)	상기 주요 내용들의 복합적인 변화에 따른 비용

나. 감응도 분석 절차

감응도 분석은 다음과 같은 절차에 따라 이루어진다. 첫째, 프로젝트의

현금흐름에 중요한 영향을 미치는 제반 변수들을 추출하고, 둘째, 다른 변수 불변시 개개 변수가 주는 영향의 크기를 살펴 추출된 변수들이 프로젝트의 현금흐름에 미치는 영향을 분석하며, 셋째, 프로젝트로부터의 현금흐름이 가장 보수적인 상황에서의 감응도 분석에 의해서도 채산성을 확인할 수 있을 만큼 충분한가를 검증하는 단계로 이루어져야 한다. 그리고 마지막으로 추정결과 나온 감응도를 표나 그래프로 정리한다.²⁹⁾

감응도 측정에 의해 나타난 내부수익률의 변화율과 검증변수의 변화비율의 관계를 비교할 수 있는데 이를 감응도 지수라 한다.

$$\text{감응도지수}(S.I.) = \frac{\text{재무적내부수익률의변동율}}{\text{검증대상변수의변동율}}$$

감응도 지수의 값이 높은 경우에는 변수를 다시 세분하여 세목별로 감응도 지수를 구하여야 한다. 감응도 분석의 결과 다시 구해진 수익률 지표가 여전히 자본의 기회비용인 최저 투자수익 기준율보다 높거나 비슷하게 나타나면 투자가치가 있는 것으로 판단할 수 있지만, 그렇지 못한 결과가 나올 경우에는 프로젝트 추진계획을 수정하거나 중단해야 할 것이다. 이러한 감응도 분석은 당해 프로젝트에 발생 가능한 여러 리스크들을 인식하고, 이를 감안하여 프로젝트의 경제성을 분석하는 것이다.

4. 경제적 타당성 분석의 한계점

경제적 타당성의 지표를 가지고 개발사업에 수익의 예측이 가능하다면, 투자자나 개발자에게는 별 위험없이 투자나 자금조달이 가능할 것이다. 그러나 실제적으로는 몇 가지 한계점을 갖고 있으므로 그 자체만 의존하는 것은 위험한 일이다. 첫째, 입력된 제 변수의 한계가 있다. 프로젝트에 미치는 변수는 무한하지만 경제적 타당성분석에서 고려되어지는 것은 수량적으로 파악할 수 있는 것들이다. 수량적으로 파악하지 못하는 개별 프로젝트만이 갖고 있는 내재적인 변수를 모두 파악하기란 어려운 일이다.

29) 박동규, 「프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제」, 한국프로젝트관리기술회, 1998. 2. p. 237. 인용.

둘째, 프로젝트의 기간이 길어질수록 예측하기 어려운 변수가 많아지며 프로젝트 시작시점에서의 입수 가능한 정보 및 기초지식을 기초로 하여 경제적 타당성을 분석하기 때문에 경기변동과 부동산시장이 불안한 지역에서는 불확실성이 높다.

제 3 장 부동산개발금융 및 프로젝트 금융 현황

본 장에서는 국내 부동산 개발사업의 현황과 부동산 개발에 있어 프로젝트 금융이 적용현황과 가능성에 대하여 살펴보려고 한다.

제 1 절 부동산 개발금융의 특징 및 현황

1. 부동산개발금융의 특징

부동산개발금융은 부동산의 매입과 개선을 통한 수익 증대를 위해 자기 자본과 타인자본의 적절한 구성으로 소요자금을 확보하는 것으로 정의할 수 있으며, 부동산 개발금융의 원천은 지분자본금융(equity capital financing)과 부채자본금융(debt capital financing)로 구분될 수 있다.

지분금융은 일반적으로 투자조합(syndication, joint venture, partnership 등)에 의해 이루어지는데, 조합원 모집은 사적모집과 공적 모집으로 구분될 수 있으며, 공적 모집의 경우 지분투자자의 이익을 보호하기 위해 다양한 규제가 엄격히 적용되는 것이 일반적이다. 부채에 의한 조달은 은행, 보험회사 등 금융기관의 대출과 자본시장에서 다양한 형태의 증권을 발행하여 자금을 직접 조달하는 공적 차입이 대표적으로 사용되고 있다.

이러한 부동산 개발금융은 다음과 같은 몇 가지 특징을 가지고 있는데, 첫째, 투자자 또는 대출자 입장에서 수익과 위험의 특성을 살펴보면, 부동산 개발금융은 고위험·고수익 투자 상품이다. 이에 따라 부동산 개발사업에 대하여 자금을 대출하는 경우 부동산 개발사업의 위험부담을 감안하여 다양한 위험부담을 경감하는 수단이 설계되고 여타 대출보다 높은 가산금리를 부가하여 대출금리를 높이는 것이 일반적이다.

둘째, 부동산 개발사업은 위험에 따라 지분과 부채의 구성비율이 달라져 위험이 높은 사업의 경우 지분의 비중이 높아지는 반면, 위험이 낮은 사업일수록 부채 비중이 높아진다.

셋째, 자금 조달의 안정성 측면에서 살펴보면, 부동산 개발금융은 경기 변화에 대한 변동성(volatility)이 크다. 부동산 개발사업에 대한 자금 공급성향이나 공급량 등 자금 공급 여력이 경기 변동에 따라 크게 달라지기 때문

에 자금조달의 안정성이 낮다는 것이다. 특히, 부채 조달의 경우 부동산 경기가 호황일 경우 금융기관의 대출은 급격하게 증가하지만 경기가 하강하기 시작하면 신규 대출 규모를 줄일 뿐만 아니라 기존 대출도 회수하기 시작하기 때문에 자금을 조달하는 사업자 입장에서는 자금 조달원의 안정성을 중요하게 고려해야 한다.

넷째, 금융기관의 대출 태도 변화는 일정 기간을 두고 되풀이되는 주기성을 보이고있는데, 일반적으로 부동산 호황기에는 부동산 개발부문에 자금 유입이 활발해지고 대출 경쟁도 심화되어 지분의 구성비율이 낮아지며 조달금리도 크게 낮아진다.

2. 국내 부동산개발금융의 현황

국내 부동산 개발금융의 대부분은 건설회사가 부담하고 있다. 이는 시공이전단계에서 토지매입비용, 재개발이나 재건축의 경우 조합원이 이주비등을 부담하며, 시공 단계 및 시공이후 단계에서는 미정산 기성분과 미분양분에 대해 건설회사가 부담을 하고 있다. 또한 시공 이후단계에서는 선분양제도³⁰⁾를 통하여 건설업자와 수요자가 자금조달과 사업위험을 함께 부담하는 구조를 가지고 있다. 즉 부동산 개발금융은 공급자 금융에 해당하지만, 시공이후단계에서는 공급자와 수요자 금융이 혼재되고 있다. 이에 따라 수요자는 개발단계에서부터 자금조달에 참여하게 되며 시공사의 신용위험이나 부도에 따른 완공위험 및 완공지연 위험, 미분양·미임대 위험과 같은 시장위험 등 사업의 전반적인 위험을 부담하고 있다.

둘째로 프로젝트 금융방식이 아닌 기업금융 방식에 의한 차입으로 건설회사는 다른 산업에 비해 상대적으로 차입금 의존도가 높아 자산 인플레이션시기에는 상당한 투자수익을 올릴 수 있으나, 자산 디플레이션시기에는 투자 효율이 낮아져 역 레버리지효과로 인해 투자수익이 떨어져 수익성이 크게 악화될 수 있는 자본구조를 가지고 있다.

셋째로 차입금은 주로 단기 운영자금을 위한 유동부채 위주로 구성되어 있고 또한 차입금의 의존도가 계속 증가하고 있어 불안정한 자금조달로

30) 선분양제도는 주택건설업체가 주택이 완공되지 않은 상태에서 소비자에게 판매하는 제도로 '조기분양제도' 또는 '준공전 분양제도'로도 불리운다.

인해 건설회사는 주기적인 원리금 상환압박과 신용위험에 처할 가능성이 높은 특징을 가지고 있다.

<표 3-1> 국내 부동산 개발사업의 자금부담의 실태

개발사업유형		개발금융		수요자금융
		시공이전 단계	시공 단계	시공이후 단계
		사업위험	시장위험(임대/분양 등)	
주택	분양	건설사, 개발업자	수요자, 건설사 (미정산 기성분 + 미분양)	수요자(미분양시 건설사 부담)
	재개발/재건축	조합원(토지비) 건설사(이주비)		
택지개발		건설사(토지비)		
사무실(오피스텔등)		건설사, 개발업자		

자료 : 서후석, 「부동산 증권화와 부동산 개발금융의 변화」, 한국건설산업연구원, 1999. 5. p. 1.

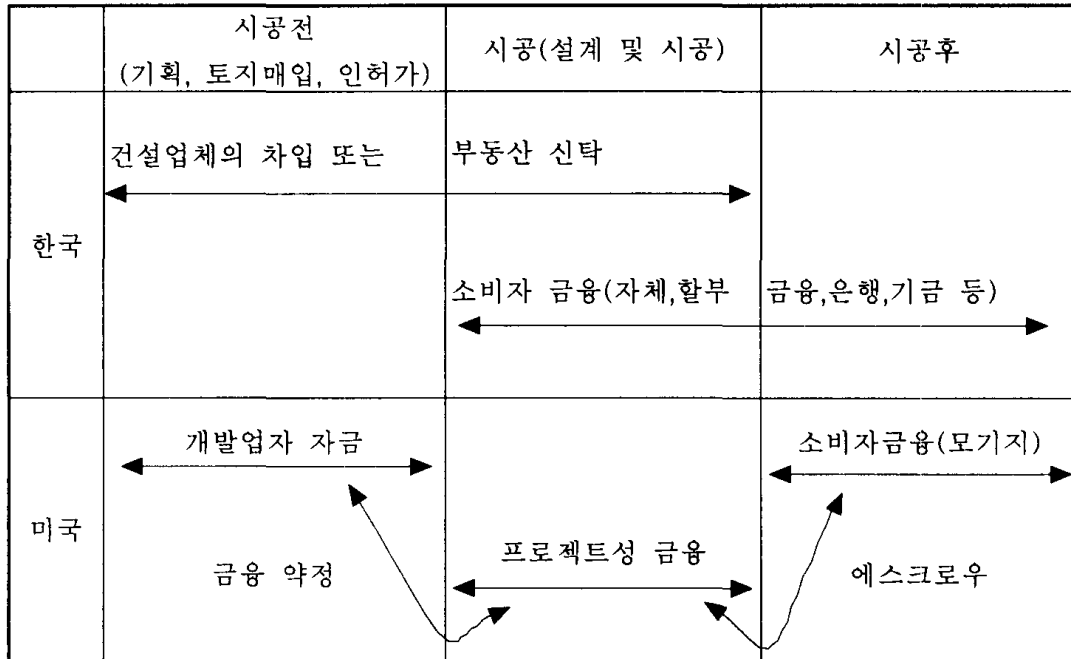
제 2 절 국내 부동산 개발금융 방식의 문제점

1. 개발기능과 건설기능의 미분화

국내 부동산 개발사업에 있어서 개발업자의 규모가 영세하고 자금 조달 능력이 부족하여 토지매입, 사업 인허가 및 분양 등의 개발단계에 소요되는 자금을 건설회사가 조달한다. 이렇게 개발단계에서 개발업자가 부담해야 할 자금부담을 건설회사가 부담함과 동시에 미분양과 공사 지연 등과 같은 위험까지 부담함으로써 건설회사의 재무구조는 더욱 악화되고 있다.

이에 반해 미국은 각 참여주체간 재무협약이 잘 발달되어 있고, 부동산 판매자와 소비자간의 에스크로우 계정을 활용함으로써 부동산에 연관된

모든 문제를 확인하고 검증하여 하자없는 거래가 성립되며, 또한 각 관련 당사자간의 위험과 수익의 배분이 명확하고 권리 순위대로 개발사업을 감독하고 파산시 자산을 배분하는 등 개발기능과 건설기능이 분리된 구조를 가지고 있다.³¹⁾



[그림 3-1] 한국과 미국의 부동산 개발금융 시스템 비교

자료 : 서후석, 「부동산 증권화와 부동산 개발금융의 변화」, 1999. 5. 11, p. 5.

2. 선분양 자금에 의존

국내 건설회사가 조달하는 자금은 제도권 금융시장보다 선분양제도를 통하여 조달하는 경우가 많다. 이는 부동산 개발사업에 소요되는 자금을 제도권 금융시장보다 선분양을 통해 조달하는 것이 상대적으로 용이하게 자금을 조달할 수 있기 때문이다. 건설회사가 이러한 선분양을 통해 자금을 조달하는 이유는 제도권의 주택금융이 미비하고 개발기능과 시공기능의 미분리로 인하여 건설회사가 초기에 과도한 자금을 조달해야 하는 부담을 해결하고자 하기 때문이다. 그러나 이러한 선분양을 통한 자본 조달

31) 서후석, 「부동산 증권화와 건설 개발 금융의 활성화 모색」, 홍성웅 편저, 한국건설산업연구원, 1998, p. 5.

의 의존도가 높으면 미분양 비율이 높을 경우 심각한 자금난에 직면하게 될 수도 있다.

<표 3-2> 주택건설자금조달구조

(단위 : %)

선분양대금	자기자금	외부차입	합계
36.5	32.2	31.3	100.0

자료 : 장성수, 「주택시장변화에 따른 주택건설업체의 시장 대응방안연구」, p. 49.

3. 건설회사의 열악한 재무구조

국내 부동산 개발사업은 건설회사가 개발단계에서 필요한 자금의 대부분을 부담하고, 단기 차입금의 의존도가 높은 자금조달방식으로 인해 부동산 경기가 하강하는 시기에는 수익성의 악화로 건설회사의 재무구조가 열악하게 되는 구조를 지니고 있다. 또한 이러한 기업금융 방식에 의해 자금을 조달하기 때문에 개별 사업이 부실해질 경우 다른 사업에 악영향을 미쳐 건설회사의 재무구조를 더욱 악화시키는 결과를 초래하고 있다.

4. 기업금융 방식을 통한 자금조달

부동산 개발사업에 있어서 금융기관들의 대출은 당해 사업의 사업성에 근거하지 않고 건설회사의 담보제공이나 신용에 근거한 기업금융을 통해 이루어져 왔다.

<표 3-3>를 보면 금융기관에서 차입을 한 건설업체들의 경우 전체 차입자금 중 신용대출에 의한 비율이 50%이상인 업체가 가장 많다. 반대로 신용대출비율이 10%미만인 업체가 두 번째로 많은 것으로 나타났다. 이는 신용상태에 따라 신용대출 정도가 양극화되어있다는 것을 보여준다. 또한 기업규모가 클수록 신용대출의 비율이 높다.

이러한 기업금융은 담보제공이나 신용으로 조달하기 때문에 건설회사가 부외금융을 할 수 없어 재무구조가 악화되었다. 이에 개별사업의 사업성

평가가 소홀히 되었으며, 금융기관들이 건설회사의 검증되지 않은 사업투자를 통제하기 어려웠다.

<표 3-3> 건설업체의 금융기관 차입금중 신용대출비율

구분	50%이상	30~50%미만	10~30%미만	10%미만	합계
전체	162 (41.7)	43 (11.1)	78 (20.1)	105 (27.1)	388 (100.0)
대기업	14 (87.4)	0 (0.0)	1 (6.3)	1 (6.3)	16 (100.0)
중기업	34 (52.3)	6 (9.2)	14 (21.6)	11 (16.9)	65 (100.0)
소기업	114 (37.1)	37 (12.1)	63 (20.5)	93 (30.3)	388 (100.0)

자료 : 대한건설협회, 「건설기업의 자금조달 및 이용실태」, 2002.

제 3 절 프로젝트 금융기법 도입의 필요성

1. 프로젝트금융투자회사법 제정의 필요성

사회간접자본시설에 대한 프로젝트 금융은 이미 「사회간접자본시설에 대한민간투자법」에 의해서 국내에 도입이 되었고, 주택개발사업과 관련해서는 1998년 신탁법의 개정을 통하여 은행권이 신탁방식으로 자금을 동원하여 담보가격이 아닌 사업성을 근거로 주택 등 부동산개발사업에 자금을 지원함으로써 부분적으로 실용화되고 있다. 실제로 프로젝트 금융 기법의 도입은 이루어졌지만, 부동산 특히 주택개발을 위한 프로젝트 금융의 완전한 도입은 아직 이루어지지 않았다. 이는 프로젝트 금융의 핵심인 특수목적회사의 법적 근거가 마련되지 않았기 때문이다. 특히 특수목적회사는 사업주의 신용과 절연상태를 유지함으로써 개별 프로젝트의 사업성을 담보로 한 非訴求 금융이 가능토록 하는데 필수적이지만, 법인세 등의 조세감면이 이루어지지 않으면 이중과세문제로 인하여 사업성이 급격히 격감될 것이기 때문에 「프로젝트금융투자회사법」의 제정은 필수적이다.

2. 후분양제의 실시로 인한 주택개발금융의 정비 필요성

참여정부는 투기억제와 소비자 보호를 위하여 후분양제의 실시를 주요 과제로의 하나로 검토하고 있다. 이를 계기로 주택개발금융제도의 정비를 통한 주택건설산업의 건전한 발전을 이룰 수 있으며, 무리한 사업추진과정에서 나타나는 여러 가지 부작용을 방지할 수 있다. 현재의 선분양제 하에서는 시공에서 분양에 이르는 전 과정의 위험을 분양계약자가 부담하는 구조이지만, 후분양제로 갈 경우에는 그 부담을 사업주가 지게되며, 선분양제 하에서는 대체로 40%의 자금을 담당했던 선분양금이 없어짐으로써 대부분의 개발사업자금을 사업주가 금융기관으로부터 직접 조달해야 하는 구조로 전환되므로 프로젝트 금융 기법의 필요성이 제기되었다.

3. 개발금융의 선진화 기반마련

미국의 주택단지 개발사업들의 경우, 단기의 건설금융과 장기의 최종금융이 상호 유기적으로 연결되어 있고, 건설금융의 경우 대출기관은 프로젝트 발주지역에 소재한 상업은행, 저당은행, 저축대부조합 등이 담당하고 있다. 또한 장기의 최종금융은 주로 생명보험회사, 연기금 및 대형은행들이며, 연기금의 투자는 주로 집합펀드에 의해서 이루어진다. 국내의 경우도 프로젝트 금융의 도입을 통해서 개발과정에서의 위험과 역할을 참여자들(사업주, 시공사, 은행, 보증기관 등)간에 적절하게 분담할 수 있을 것이며, 궁극적으로는 건전한 시행사들을 육성할 수 있을 것이다.

또한 프로젝트 금융이 도입은 사업주체와 프로젝트의 신용절연을 통해서 회사의 신용상태로는 불가능한 사업성이 양호한 사업에의 자금조달을 가능케할 것이며 사업성에 근거한 사업관행의 확립이 이루어질 것이며, 주택개발사업에 있어서의 프로젝트 금융의 도입은 저금리 시대 위험투자 시장의 건전한 육성을 통해서 시중자금의 투자 돌파구로 작용할 수 있을 것이다. 아울러 최근 저금리 시대 안전한 투자처를 찾는 저축은행들의 프로젝트 금융 참여의 확대가 두드러져서 이에 대한 안전장치를 제도화할 필요성이 대두되었다.

4. 프로젝트금융투자회사법(안)의 성격

현재 국회에 제안된 「프로젝트금융투자회사법(안)」은 근본적으로 은행권의 프로젝트에 대한 투자를 촉진하는 데에만 초점이 맞추어져 있어서 사업(특히 부동산 개발사업)의 추진과정에서 요구되는 인·허가 의제사항이나 조세감면, 그리고 규제완화 등이 적절히 포함되어 있지 못하다. 따라서 프로젝트 금융의 절차와 지원사항의 적절한 보완이 필요하다. 특수목적회사는 법안에서 투자도관제 성격의 名目會社이므로 일정한 배당요건을 만족할 경우 법인세 감면은 당연한 것이다. 현재 주택건설을 위한 프로젝트 회사에 대해서는 사업주가 출자하는 현물에 대해서 이미 지방세법상 취득세와 등록세를 면제하고 있다. 그러나 현재와 같은 상법상 유한회사 형태로는 일반적인 면세혜택을 부여하기 어려우므로 「프로젝트금융투자회사법」을 제정하려는 것이다. 현물출자에 대한 취득세·등록세 절감을 위해서 관리신탁 방식을 이용하거나, 이중과세를 피하기 위해서 익명조합 제도를 활용하는 방안이 업계에서 검토되는 사례도 있으므로 차제에 이를 법제화하여 프로젝트 금융의 건전한 육성을 도모하는 것이 바람직하다.

제 4 절 부동산 개발에의 프로젝트 금융 적용방식

사업환경과 조건 및 금융시장의 관행과 여건이 상당히 다른 선진국에서 개발된 프로젝트 금융의 기본 모형을 국내 부동산 개발현장에 그대로 적용하기는 어렵다. 이하에서는 기본적인 환경이 다른 프로젝트 금융을 국내에 적용하고 그 실현가능성에 대해서 살펴보려고 한다³²⁾.

1. 사업성에 기초한 금융방식

이 방식은 금융기관이 주택건설사업의 사업성을 기초로 여신을 심사·결정하고, 실제 용자는 기업금융방식을 활용하는 것이다. 이는 여신심사의 대상이 주택건설업체가 아니라 주택건설사업이 된다는 점, 그리고 자금운

32) 조주현, 「부동산 개발사업에 있어서 프로젝트 파이낸싱 기법에 관한 연구」, 주택연구 제10권 제2호, 2002. 7. pp. 4~6.

용을 당해 현장에 국한하여 투입해야 한다는 점에서 기존의 기업금융방식과 다르다.

이 방식에 의하면 프로젝트회사를 설립할 필요가 없으며 기존의 기업금융방식을 통해 대출이 이루어지므로 절차가 매우 간단하다는 장점을 지니고 있다. 따라서 이해당사자간이 의견조정이 필요 없고 대출관련 비용이 절감되는 효과를 가질 수 있다. 그러나 프로젝트에 대한 객관적 사업성평가와 대출금의 타 사업에의 유출방지에 대한 보장장치가 핵심과제이다. 이에 대해서는 제3의 평가기관을 개입하는 방안과 독립적인 에스크로우 계정³³⁾을 설정하여 프로젝트를 추진할 수 있다.

2. 부분담보제공 또는 보증을 통한 금융방식

사업성에 기초한 금융방식은 사업성에 대한 판단이 주택건설업체, 금융기관, 제3의 평가기관간에 상당히 다른 결과를 보였을 경우 예를 들어, 참여주체간 예상 분양율의 편차가 클 경우 그에 따른 예상현금흐름의 차이만큼을 주택건설업체가 제공하는 담보 혹은 신용보완기관의 보증을 통해 위험을 분산시키는 방법이다. 이와 같은 부분담보 및 보증은 담보가액으로 대출금액을 한정하는 문제점을 극복할 수 있으며, 사업성을 기초로 한 금융방식을 지속적으로 유지할 수 있는 장점이 있다. 이러한 방식은 주로 사업시행자의 신용이 불량하거나 신용도를 측정하기 어려운 재개발·재건축사업, 조합주택사업, 도급공사사업에 적용할 수 있을 것이다.

3. 프로젝트회사 설립을 통한 금융방식

이 방식은 전통적인 사회간접자본시설 사업에 적용된 프로젝트 금융 방식을 그대로 원용하는 방식으로 주택건설업체가 각 주택건설현장마다

33) Escrow라 함은 “특정 조건이 충족될 때까지 중립적인 제 3의 당사자에게 서류증서와 자금을 예치하는 것”을 의미하며, Escrow Account란 신탁계정으로 제 3 은행 또는 대출은행을 수탁자로 지정하여 생산물의 판매대금 및 프로젝트에 관련된 자금의 입출금을 관리하는 특별 예금 구좌를 개설하여, 수탁자가 미리 약정된 지시에 의거하여 동 구좌의 입출금을 처리하도록 하는 계정이다.

프로젝트회사를 설립하고 현장관리는 프로젝트회사가 담당하는 방식이다. 이 경우 프로젝트마다 프로젝트회사가 설립되므로 회사설립 비용이 추가로 발생하지만 프로젝트와 주택건설업체의 신용도를 분리할 수 있다.

금융기관은 주택건설사업의 사업성을 기초로 대출을 실행하거나 프로젝트회사에 대한 지분참여를 하게 된다. 자금대출을 통한 방식을 이용할 경우 일정한 이자수익을 얻게 된다. 금융기관이 사업성 판단의 정확도에 대한 신뢰가 없을 경우 발생할 수 있는 위험의 일부는 신용보완기관 또는 주택건설업체의 보증을 통해 회피할 수 있다.

그러나 지분참여의 경우 조건에 따라서는 연결재무제표를 작성하는 등의 문제점이 발생하게 되어 지분참여의 한계가 발생할 수 있으며 프로젝트회사에 대한 이중과세의 문제 등이 발생할 수 있어, 프로젝트회사를 설립하여 프로젝트 금융을 추진할 경우 금융기관의 출자제한 규정 등 금융·세제상의 제약을 완화하는 특례조항 등을 둔 「프로젝트금융투자회사법」의 제정이 시급한 상황이다.

제 4 장 국내 프로젝트 금융의 활용사례

국내에서 프로젝트 금융 기법이 본격적으로 활용하게 된 것은 「사회간접자본시설에대한민간투자법」이 제정된 이후이다. 국내에서 프로젝트 금융을 통해 자금조달이 이루어진 최초의 사례는 1995년 이화령터널 사업이었으며, 본격적인 의미에서의 프로젝트 금융을 활용한 사업은 수도권 신공항 고속도로사업이다. 이후 프로젝트 금융에 의해 국가 및 지방자치단체에서 관리하는 사회간접자본시설 사업의 대부분이 집중되고 있다. 그러나 사회간접자본시설 민간투자사업에 프로젝트 금융이 활발히 활용되고 있는 반면, 부동산 개발사업에 있어서는 적용된 사례를 찾아보기 힘들다. 최근 부동산 금융의 환경에 따라 부동산 부문에 프로젝트 금융 기법을 이용하려는 움직임이 나타나고 있다.

부동산 개발사업에서도 프로젝트 금융을 통해 소요자금을 조달하려는 업계의 다양한 시도가 나타나고 있는데, 주로 주택분양사업, 자산개발, 토지개발 등의 사업분야에서 시도되고 있다.

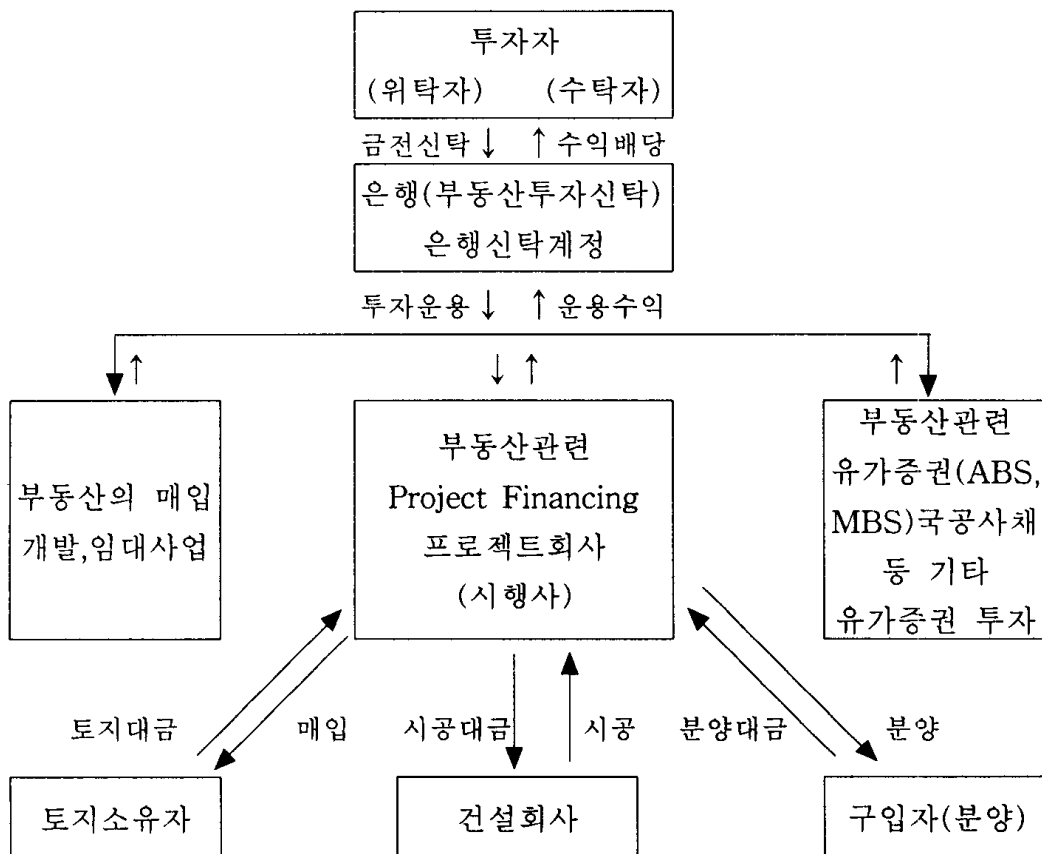
아래에서는 현재 국내에서 프로젝트 금융 기법이 이용된 사례를 중심으로 그 시사점을 알아보고자 한다.

제 1 절 금전신탁을 이용한 프로젝트 금융

완전한 형태의 프로젝트 금융 방식은 아니더라도 은행의 금전신탁³⁴⁾을 통한 프로젝트성 금융을 활용하는 경우가 있다. 은행의 금전신탁을 통한 프로젝트 금융은 사업의 제반 위험에 대한 보증장치로 단지 건설회사에게 위험을 전가한 일방적인 형태를 가지고 있지만, 프로젝트 금융 방식이 개별 사업마다 별도의 특수목적회사를 설립해야 할 경우의 복잡한 절차와

34) 부동산 금전신탁이란 금융기관(은행권)에서 취급하는 상품으로서 부동산에 직접 투자할 여력이 없는 개인이나 기관의 소액투자자로부터 자금을 모아 부동산펀드를 조성한 다음, 이를 사업성이 좋은 부동산에 투자 운용하고, 그 부동산으로부터 발생하는 임대, 관리, 개발, 운용수익과 부동산관련 대출이나 MBS, ABS 등 부동산유동화증권에 투자·운용하여 발생한 수익금을 투자자에게 배당하는 금전신탁(불특정)의 일종이다.

사업이 성공되기까지 많은 시간과 비용이 든다는 단점을 극복하고 프로젝트 금융의 사업성에 기초한 여신심사 기능과 기업금융이 가지고 있는 간편한 절차의 장점을 최대한 활용하는 절충적인 형태로 사용되었고, 에스 크로우 계정을 설정하여 자금의 사용을 당해 사업에 한하여 자금관리의 투명성을 확보한 구조를 갖고 있다. 즉, 금융기관이 특정사업에 한하여 금융을 제공하고, 위탁계좌를 설정하여 당해 사업에서 발생하는 모든 현금 흐름의 유출입을 관리하는 형태로, 사업주와 금융기관과의 약정에 따라 위탁계좌에서 건설회사에게 기성금을 지급하고 분양을 통해 유입되는 분양대금도 위탁계좌를 통해 관리하는 방식이다.



[그림 4-1] 금전신탁을 활용한 프로젝트금융 구성

1. 금전신탁을 이용한 프로젝트 금융 사례

금전신탁을 이용한 프로젝트 금융의 사례로 영등포구 문래동 아파트를

들 수 있다. 이 프로젝트는 문래동에 지하2층, 지상 16~26층 규모의 14개 동 아파트를 건설하여 분양하는 사업으로서, 33~61평의 다양한 평형에 총 776세대를 공급한 사업이다³⁵⁾.

<표 4-1> 프로젝트 개요

구분	내용
위치	서울특별시 영등포구 문래동 3가 77 - 19외 29필지
지역 지구	중공업지역
부지 면적	44,320,83㎡(13,407.05평)
건축 면적	7,003.54㎡(2,118.57평)
건축 규모	지하 2층, 지상16~24층, 14개동 총 766세대
건축 연면적	지하 : 40,097.76㎡(12,129.57평) 지상 : 116,926.69㎡(35,370.32평)
건폐율	15.80%
용적률	263.82%
분양 면적	115,460.45㎡(34,926.79평)
개발계획	아파트 및 부대시설
시행사	고산공영(주)
시공사	현대건설(주)
공사기간	' 착공일로부터 29개월

자료 : 국민은행, 「빅맨부동산투자신탁 2, 3호 투자 설명서」, 2000. 9.

이 프로젝트는 국민은행이 신탁형 부동산투자신탁 제도에 근거하여 발매한 ‘빅맨부동산투자신탁 제 2, 3호’를 통하여 모집된 자금을 프로젝트 금융 방식으로 대출하여, 토지 잔금 및 초기 사업비를 충당하여 추진한 사업이다.

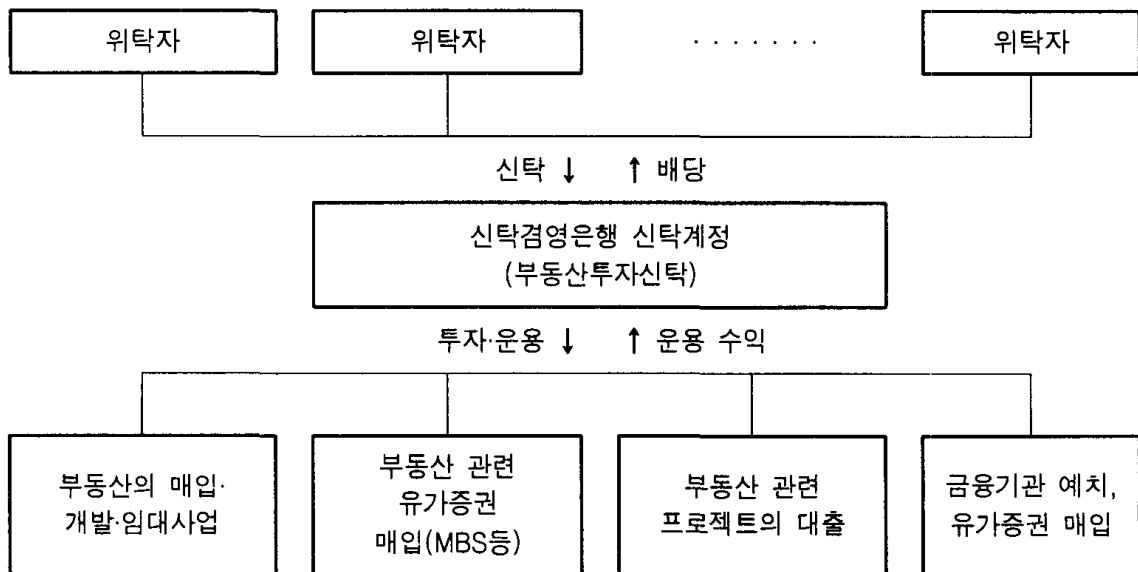
문래동 아파트사업은 계약형 부동산투자신탁³⁶⁾을 통하여 투자신탁 상품

35) 왕세중, 프로젝트금융의 사례 분석 및 시사점, 건설산업동향, 2001. 11.

을 판매하여 다수의 투자자로부터 자금을 모집하고, 이를 분향형 개발사업의 부지 매입비 또는 잔금, 그리고 초기 사업비등에 프로젝트 금융 방식으로 대출을 하여 투자를 하였다. 또한 국민은행은 해당 개발사업의 추진을 위하여 에스크로우 계정을 설정하여 모든 자금의 유입 및 유출을 관리·통제하며, 개발사업의 추진 단계에 따라 분양 수입금에서 투자 원리금을 우선적으로 회수하였다.

시행사는 부지 매입, 사업 승인 및 분양 신청 등 해당 개발사업의 추진과 관련된 제반 인가 및 허가 업무를 담당하고 있다. 또한, 시행사는 부동산 투자신탁 자금으로 부지 매입비 및 초기 사업비를 조달하며, 설계·감리 및 공사의 도급을 위한 각종 계약을 체결하고 있다.

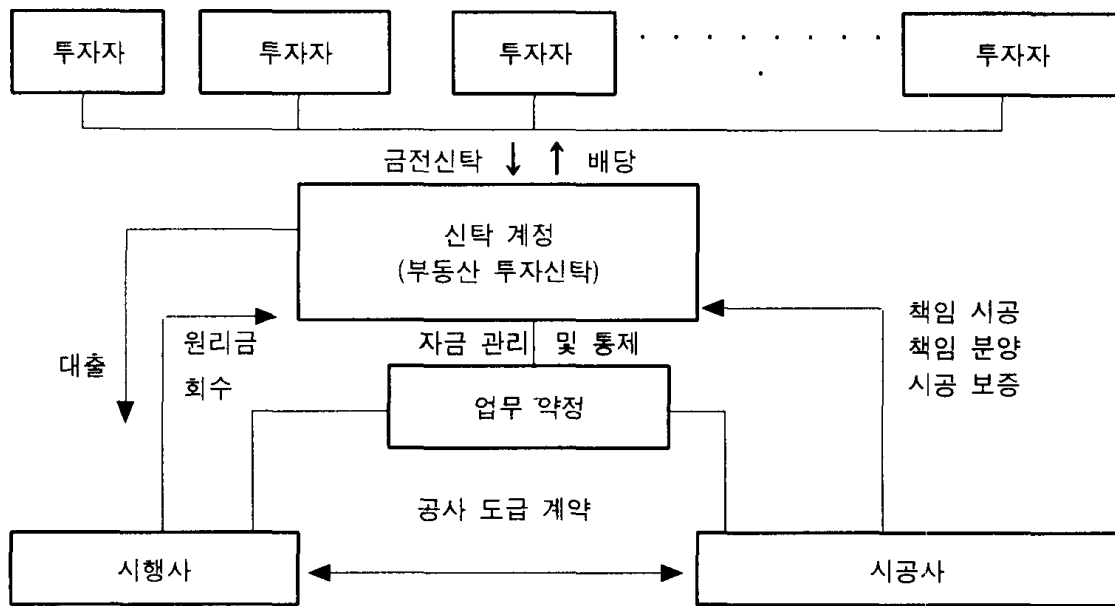
한편, 시공사는 해당 개발사업의 시공 및 분양을 담당할 뿐만 아니라 연대 시공사의 선정을 통하여 해당 사업에 대한 보증을 제공하였다.



[그림 4-2] 계약형 부동산투자신탁의 구조

자료 : 국민은행, 「빅맨부동산투자신탁 2, 3호 투자 설명서」, 2000. 9

- 36) 계약형 부동산투자신탁 제도는 1998년 4월에 『신탁업법』 시행령의 개정을 통하여 도입된 부동산에 대한 간접투자제도이다. 이는 부동산 매입 및 개발과 관련된 투자를 목적으로 금전을 신탁받을 수 있는 신탁경영은행이 신탁계정을 설정하고, 이를 바탕으로 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산투자신탁 업무를 수행하는 제도이다.



[그림 4-3] 은행 부동산 투자신탁의 사업구조

자료 : 국민은행, 「빅맨부동산투자신탁 2, 3호 투자 설명서」, 2000. 9

계약형 부동산투자신탁을 활용한 사업 구조는 [그림 4-3]와 같이 신탁 자금의 모집 및 관리의 주체인 은행과 사업 추진의 주체인 시행사, 그리고 해당 사업의 시공 및 분양을 담당하는 시공사로 구성되어 있다.

2. 신용보강 및 리스크 완화

프로젝트의 추진과정에서 발생 가능한 리스크의 종류는 크게 인허가 리스크, 분양 리스크, 완공 리스크와 더불어 시행사 및 시공사의 신용 리스크를 지적할 수 있다.

계약형 부동산투자신탁 상품의 운용 주체인 은행은 프로젝트 금융 방식으로 자금을 대출하는 조건으로 시행사 및 시공사와의 업무 약정을 체결하였고, 이를 통하여 펀드 운용의 과정에서 발생 가능한 각종 인허가 리스크와 분양 리스크 및 완공 리스크에 대하여 다양한 헤지 방안을 마련하여 해당 펀드의 안정성을 제고하였다. 사업 승인 및 각종 인허가의 취득은 업무 약정을 체결할 당시 이미 완료되었고, 분양 리스크의 경우 우수한 입지 조건 및 해당 지역에 대한 신규 공급 물량의 부족과 더불어 시공

사가 자사 브랜드 이미지를 바탕으로 일정 수준 이상의 분양율이 달성된다는 것에 책임을 짐으로써 리스크가 낮도록 하였다.

시행사 및 시공사의 신용 리스크와 관련하여 국민은행은 자금 관리를 위한 결제 수탁 계정을 설정하여 투자 자금의 유출과 분양 수입금의 유입을 통제 관리하였다. 또한 시행사에 대한 개발 이익 지급은 적립금과 공사비보다 후순위로 지급하는 구조를 갖고 있으며, 시공사에 대한 공사비 지급은 공정률에 대비하여 일정 기간 이후에 지급하는 구조를 설정하여 자금 지급의 구조에 대한 업무 협약을 활용하여 시행사와 시공사의 신용 리스크를 완화하였다.

3. 시사점

금전 신탁을 활용한 프로젝트 금융 방식은 개별 사업마다 별도의 특수 목적회사를 설립해야 할 경우의 복잡한 절차와 사업이 성공되기까지 많은 시간과 비용이 든다는 단점을 극복하고 프로젝트 금융의 사업성에 기초한 여신심사 기능과 기업금융이 가지고 있는 간편한 절차의 장점을 최대한 활용하는 절충적인 형태로 사용되었고, 에스크로우 계정을 설정하여 자금의 사용을 당해 사업에 한하여 자금관리의 투명성을 확보한 구조를 갖고 있다.

그러나 이 방식은 프로젝트 금융의 요체라 할 수 있는 프로젝트회사를 설립하여 비소구 또는 제한소구 방식으로 사업을 수행하는 것이 아니고, 자금난에 시달리고 있는 건설회사가 사업수행에 필요한 자금 조달원으로서 은행의 금전신탁을 이용하였기 때문에 건설회사입장에서는 자금의 입출에 대한 통제를 받아 자율성이 떨어지고, 금융기관의 입장에서는 차주인 사업주가 파산하는 경우 완전한 원리금 회수를 보장받지 못하는 문제가 발생할 수 있다.

제 2 절 프로젝트 금융 대출자산의 증권화

일반적으로 프로젝트 금융은 대규모 자금이 투입되며 장기간에 걸쳐 원리금이 회수된다. 즉, 대출 금융기관 입장에서는 대출자산이 프로젝트회사

의 부도로 인한 신용위험과 금리의 변동에 따른 금리위험 및 대출자산이 적기에 회수되지 못할 경우의 유동성위험 등 다양한 위험에 노출된다고 할 수 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해 프로젝트 금융 대출자산의 증권화가 진전되었는데, 증권화는 개별적인 프로젝트 금융 대출자산을 담보로 증권을 발행한 형태와 다수의 프로젝트 금융 대출자산을 집합화(Pooling)하여 증권을 발행한 형태로 나타났다.

1. 프로젝트 금융 대출자산 풀의 증권화

금융기관의 자산건전성 문제가 크게 부각되면서 유동성 부족의 위험을 느낀 금융기관들이 프로젝트 금융 대출자산도 유동화할 필요가 생겨 프로젝트 금융 대출 자산의 증권화³⁷⁾가 크게 진전되었다. 프로젝트 금융 대출 자산 풀(pool)을 증권화한 최초의 사례는 1998년 3월 Credit Suisse First Boston 은행(CSFB)이 6억 1,700만 달러의 채권을 발행한 것이다. 이때 발행된 증권은 대출자산 담보부 채권(Collateralized Loan Obligation : CLO)³⁸⁾으로 신용평가기관인 S&P사는 채무불이행 위험이 분산됨으로써 이 채권의 신용도가 풀을 구성하는 개별 프로젝트들 보다 더 높은 것으로 평가했다. 금융기관이 프로젝트 금융 대출 자산을 분리하여 이를 담보로 증권을 발행하는 이유는 자금조달 비용을 낮출 수 있다는 이점이 있기 때문이며, 특수목적회사에게 대출채권을 매각함에 따라 대출자산은 금융기관의 자산항목에서 빠지기 때문에 위험자산을 매각·축소시켜 자산 건전성을 높일 수 있고, 유동성이 거의 없는 자산을 유동화시킴으로써 금융기관의 유동성위험을 회피할 수 있다. 또한 대출자산이 풀(pool)의 형태로써 담보로 제공되면, 개별 프로젝트가 수익을 창출할 수 없는 경우 채무 부담을 대신할 수 있는 대체 프로젝트가 있다는 장점이 있다. S&P사에 따르면 자산 종류의 다양화(만기, 지역, 관련 사업 등), 초과 담보 설정, 보험회사의 보증 등으로 대출자산 담보부채권의 신용등급을 어느 정도 향상시킬 수 있다고 하였다.

37) 김승권, 「프로젝트 파이낸스 대출자산의 증권화 동향」, 수은조사월보, 1998. 11, pp. 93~99.

38) CLO(Collateralized Loan Obligation)란 만기 및 이자율이 서로 다른 대출을 집합하여 만기와 이자율을 달리하여 발행된 여러 종류의 채권을 말한다.

2. 프로젝트 금융 대출자산 증권화 사례

2001년 3월 한국산업은행이 국내 최초로 천안-논산간 고속도로 민간투자시설사업 대출자산을 담보로 자산유동화증권을 발행하였다. 천안-논산간 고속도로 건설 프로젝트는 총 소요자금 1조6천5백억원 중 7천4백억원을 프로젝트 금융 방식으로 조달할 예정이었으나, 대부분의 금융기관들이 BIS 비율³⁹⁾을 의식하고 자금이 장기간 고정되는 것을 기피하였기 때문에 금리를 올린다 해도 신디케이션 자체가 어려운 실정이었다. 이에 따라 프로젝트의 금융주선을 담당한 한국산업은행이 새로운 자금조달 방안으로 강구한 것이 자산유동화증권과의 결합이다.

2001년 2월 산업은행측은 천안-논산간 고속도로(주)에 단독으로 7천4백억원의 대출을 한 후 산업은행의 대출채권, 즉 산업은행이 수취할 원금과 이자를 유동화하는 방식으로 만기 5년에서 15년까지 6종류의 채권을 발행하는데 성공하였다.

발행된 유동화증권은 선순위 유동화사채로서 일반에 공모되었는데, 신용평가기관인 한국기업평가(주)와 한국신용평가(주)는 천안-논산간 고속도로사업이 자기자본의 96.15%가 출자 완료되어 자기자본 출자 불확실성에 따른 위험이 낮고, 차입금을 전액 원화로 조달하므로 환위험이 없고, 고정금리의 채권을 발행함으로 이자율에 대한 위험도 없으며, 최소 DSCR(debt service coverage ratio : 부채감당능력비율)도 1.48로 통행수입이 90%일 경우에도 1.33을 유지하여 부채상환능력이 우수한 것으로 평가하였다. 또한 신용보강(credit enhancement)방법으로 단기운영자금대출을 설정하여 유동화증권 발행 후 10년 동안 통행수입 부족에 따른 일시적 자금부족과 정부보조금 지급지연시 원리금 상환을 보장하였다.

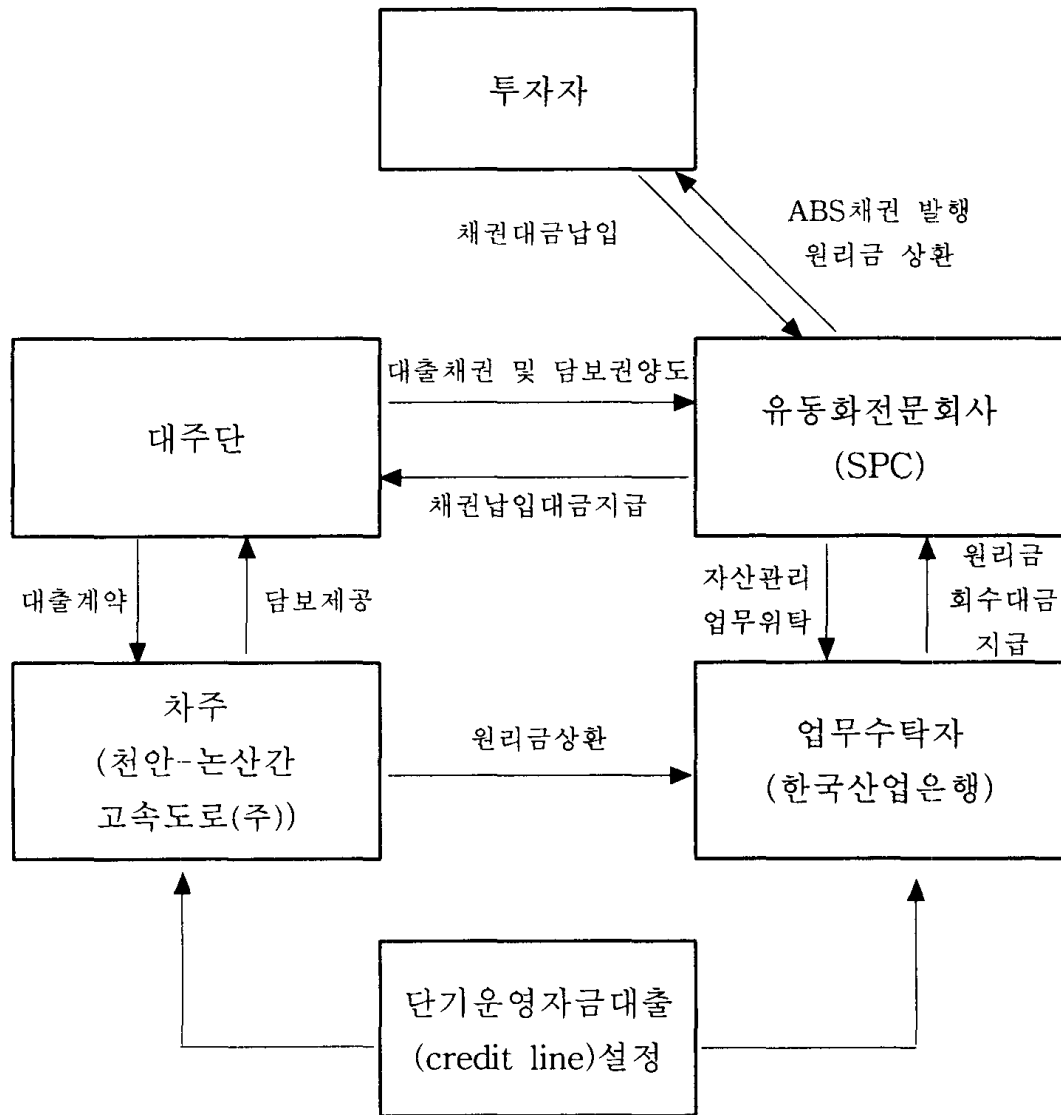
39) 국제결제은행(BIS)이 규정한 자기자본비율로 이 통계치는 은행, 종합금융, 신용금고 등 일반 금융기관의 건전성을 판단하는 기준이 되고 있다. BIS비율은 자기자본을 대출이나 보증 등을 포함한 위험자산으로 나누고 여기에 100을 곱한 지수이다. 자기자본은 납입자본금, 이익 잉여금 등 자기자본 외에 재평가적립금, 후순위채권 발행대금 등 보완자본까지 합해서 산출된다. BIS비율이 8%를 넘는 금융기관은 생존할 만한 가치가 있는 금융기관이 넘지 못하는 금융기관은 살아남기 어려운 금융기관으로 판단한다.

<표 4-2> 천안-논산간 고속도로 민자사업 ABS발행 내역

항 목	내 용
발행규모	7,400억원
만 기	5, 6, 7, 8, 10, 15년
신용등급	AAA
유동화자산	대출약정서상 대주의 차주에 대한 대출채권 전부 및 이를 담보하기 위한 담보권
유동화증권발행	선순위 유동화사채 / 일반공모
발행금액 및 상환조건	- 5년채 : 330억원 (만기 일시상환) - 6년채 : 230억원 (만기 일시상환) - 7년채 : 500억원 (만기 일시상환) - 8년채 : 640억원 (만기 일시상환) - 10년채 : 1,700억원 (9년차 50%, 만기시 50%) - 15년채 : 4,000억원 (11년차부터 5년간 균등분할상환)
자산관리자	한국산업은행
신용보강방법	단기운영자금대출(Credit Line)설정 (최대한도 : 1,500억원)

자료 : 천안-논산간고속도로(주)

천안-논산간 고속도로 민자사업의 유동화 증권 발행의 특징은 기초자산인 대출채권이 모두 차주에게 대출된 것이 아니라 자금투입계획에 따라 우선 자기자본이 전액 출자된 후, 차입금이 투입될 시기에 자산유동화증권을 발행했기 때문에 실제 대출이 전혀 이루어지지 않은 상태에서 자산유동화증권을 통해 소요자금을 조달했다는 점이다. 이 때문에 사업주는 일반 프로젝트 금융 차입에 비해 낮은 금융비용으로 자금을 조달할 수 있었다.



[그림 4-4] 천안-논산간 고속도로 민자사업 ABS 발행 구조
자료 : 천안-논산간 고속도로(주)

천안-논산간 고속도로 건설 프로젝트의 금융 구조는 먼저 산업은행이 대출계약에 따라 천안-논산간 고속도로(주)에 대출을 하고, 이와 동시에 대출채권과 그에 따른 담보권을 평가기관이 평가한 적정가치로 특수목적 회사에 양도하였다. 그리고 특수목적회사는 산업은행으로부터 매입한 대출채권에서 나오는 현금흐름을 기초로 유동화증권을 발행하였던 것이다.

3. 시사점

프로젝트 금융 풀의 증권화를 통한 이점은 다음과 같다.

첫째, 차주로서는 조달금리를 낮추고, 둘째, 투자자입장에서는 리스크를 분산시켜 개별 프로젝트 투자보다 높은 자산의 유동성을 확보하며, 셋째, 금융기관입장에서는 대규모의 비유동자산을 유동화시켜 이에 따른 대출 여력의 확대가 가능하다.

앞으로 프로젝트 금융이 활성화될 경우 단일 프로젝트 뿐만 아니라 다수의 프로젝트 금융이 대출자산의 풀의 증권화도 국내에 도입될 것으로 예상된다. 국내에서는 지금까지 은행의 대출자산을 담보로 대출자산 담보부채권을 발행한 것이 대부분이나, 대출자산담보부채권 발행과 민자사업에서의 프로젝트 금융 대출자산의 증권화 동향은 주택개발사업에 프로젝트 금융이 활발히 진행될 경우 활성화 될 것으로 보인다.

이러한 면에서 천안-논산간 고속도로사업은 국내 최초로 프로젝트 금융 대출자산의 증권화라는 좋은 선례가 되어, 프로젝트 금융에 대한 수요가 있는 한 국내 부동산 개발사업에 새로운 투자기회를 제공하게 될 것이다.

제 3 절 프로젝트회사 설립을 통한 방식

1. 사업개요

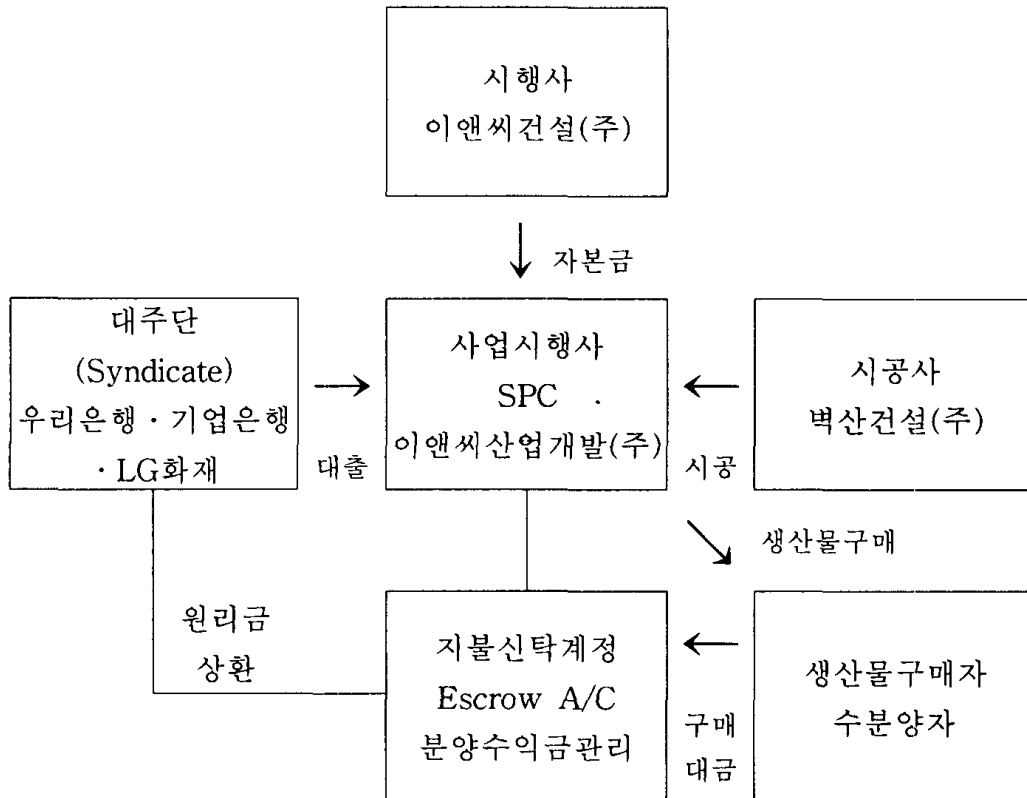
이앤씨드림타워는 이앤씨건설(주)이 영등포 벤처벨리육성단지에 건설하는 아파트형공장 분양사업이다. 프로젝트는 양평동에 지하2층, 지상 14층 연면적 1만6000평에 130여개의 IT(Information Technology)업체가 입주할 수 있는 규모의 아파트형공장⁴⁰⁾으로 2004년 10월에 준공될 예정이다.

40) 아파트형공장이라 “동일건축물안에 다수의 공장이 동시에 입주할 수 있는 다층의 집합건물”로 토지 이용의 고도화, 관리운영의 효율화 등을 목적으로 홍콩, 싱가포르 등 공업용지가 부족한 국가에서 활성화되고 있는 첨단공장으로서의 형태를 말한다.

<표 4-3> 프로젝트 개요

사업명칭	이앤씨 드림타워
위치	서울시 영등포구 양평동 3가 46,47,48번지
대지면적	7,926.20㎡(2,397.66평)
지역지구	준공업지역
용도	아파트형공장
건축면적	3,586.09㎡(1,084.79평)
연면적	51,292.77㎡(15,516.06평)
시행사	이앤씨산업개발(주)
시공사	벽산건설(주)
공개공지	2,378.86㎡(법정 1,981.55㎡)
건물규모	지하 2층 / 지상 14층

이앤씨드림타워건설 프로젝트는 [그림 4-3]과 같이 시행사인 이앤씨건설이 특수목적회사인 이앤씨산업개발을 설립하여 현장을 관리하도록 하고, 우리은행·기업은행·LG화재 3개 금융기관이 신디케이션을 구성해 전체 소요자금 657억원 중 400억원을 지원하는 방식으로 이루어진다. 또한 분양수입금에 대하여 에스크로우 계정을 설정하는 구조를 지니고 있다.



[그림 4-5] 이앤씨드림타워 사업구조도

2. 신용보강 및 리스크관리

이앤씨드림타워 건설 프로젝트는 사업성에 의한 분양수익금이 대출 상환의 유일한 담보이다. 이 프로젝트는 프로젝트금융 대출자금의 보호를 위하여 프로젝트회사를 설립하는 방식으로 이루어졌다. 따라서 법적·경제적으로 시행사인 건설회사와 분리되어 금융기관의 채권회수에 영향을 미치지 못하게 되었다. 또한 신용보강차원에서 사업부지를 부동산신탁회사에 위탁을 하고, 공사완공위험에 대하여서는 건설공사보험을 담보로 확보하였다. 또한 분양수입금에 대하여 독립적으로 분양수입금관리계정을 설정하여 신용을 보강하였다.

3. 시사점

이앤씨드림타워 건설 프로젝트에서 활용된 프로젝트금융방식의 가장 큰

특징은 특수목적회사를 활용하였다는 점이다. 이앤씨 건설은 이앤씨산업 개발을 신규사업자로 등록하여 프로젝트금융약정을 체결하여 건설현장을 관리하도록 하였다. 프로젝트회사의 설립으로 인하여 건설업체와 프로젝트 자산이 분리되어 사업주체의 부도·파산시에도 제 3채권자가 프로젝트 자산에 대해 권리주장을 할 수 없게 하였다. 프로젝트회사의 설립은 사업장 단위로 기업을 만들어 자금관리 및 대출금회수체계가 정비된다는 가장 큰 장점을 갖고 있으나, 회사설립과 관련하여 비용과 세제에 대한 법적인 지원체계가 정비되어 있지 못하다는 단점이 있다. 그러나 이 프로젝트는 영등포구청의 영등포벨리 육성개발 사업에 따라 시설자금을 융자하고(공장건설비의 70%범위 내에서 1~200억원 이내로 연리 5%, 5년 균등분할상환), 세제상에서 취득세·등록세의 면제, 재산세·종토세 50% 경감(5년간), 교통유발부담금의 면제를 받는 등 유리한 지원을 받고 있다.

제 4 절 장기임대계약을 담보로 한 프로젝트 금융 활용

일시적인 분양사업은 사업의 사업주기가 비교적 단기인 점, 이에 따른 별도 법인의 설립과 해산의 번거로움, 불특정 다수의 예상 주택구입자의 분양율에 따른 시장위험으로 인해 완전한 형태의 프로젝트 금융이 활용되기에는 많은 어려움이 있다.

국내에서는 아직 부동산 임대가 활성화되지 않았기 때문에 임대를 통한 프로젝트 금융 기법이 활용되기에는 다소 시일이 걸릴 것으로 예상되지만, 점차 임대가 활성화되고 있다는 점, 부동산 환경이 공급자 중심에서 수요자 중심으로 전환되고 있다는 점, 이에 따라 다양한 금융기법과 부동산을 활성화시키기 위한 법적·제도적 보완시책 등은 프로젝트 금융이 장기임대계약을 통한 부동산 개발사업에 활용될 수 있는 가능성을 보여준다.

또한 부동산투자회사제도의 도입도 장기임대 방식을 통한 부동산개발사업에 활용될 것으로 예상된다. 부동산투자회사제도는 부동산을 매입하여 단기간내 매각을 통한 시세차익이 아닌 부동산을 장기간 보유·운용하여 수익을 추구하는 것을 주목적으로 하기 때문에 부동산투자회사제도가 안

정적으로 정착할 경우 제한적이지만 부동산투자회사가 개발사업에 참여할 것으로 예상된다. 이 경우 부동산투자회사는 단기적인 시세차익이 아닌 장기적인 자산운용수익을 주목적으로 하며, 주택개발사업에 내재한 제반 위험을 사업 참여자간에 적절히 배분하여 사업성과 미래 현금흐름에 기초한 프로젝트 금융기법과 연계하여 주택개발사업 등에 활용될 수 있을 것이다.

제 5 절 사례별 프로젝트 금융 적용방식 비교

위 사례를 비교·정리하면 영등포 문래동 아파트건설 프로젝트의 경우 자금조달은 금전신탁을 활용하면서, 사업성을 기초로 여신을 심사·결정하고, 실제 용자는 기업금융방식을 활용하였다. 이 방식의 경우 프로젝트 회사를 별도로 설립할 필요가 없으며 절차가 매우 간단하다는 장점이 있다.

두 번째로 천안-논산간 고속도로 건설 프로젝트의 경우 자금조달방식은 자산담보증권을 통한 조달이며, 프로젝트 금융 적용방식은 프로젝트회사 설립을 통한 방식이다. 이는 프로젝트 금융 기법을 그대로 원용한 방식으로 부동산개발 현장마다 프로젝트회사를 설립하고 프로젝트회사가 현장 관리를 담당하는 방식이다. 이 경우 프로젝트마다 프로젝트 회사가 설립되므로 회사설립 비용이 추가로 발생하지만 프로젝트와 건설업체의 신용도를 분리 할 수 있다.

세 번째로 양평동 이앤씨드림타워 건설 프로젝트의 경우 천안-논산간 고속도로 건설프로젝트와 같이 프로젝트 회사 설립을 통한 금융방식이면서 자금조달방식도 현금수지에 기초한 여신이다.

위 사례를 통하여 볼 수 있듯이 부동산개발사업에 있어 프로젝트 금융의 적용은 사업환경과 조건 및 금융시장의 여건과 관행에 따라 각기 다른 방식으로 적용될 수 있다. 다시 말해서, 정형적인 틀에 의한 프로젝트 금융이 아닌 부동산만이 갖는 일반적인 특성과 개별사업의 특성 및 수익성 분석 및 리스크 관리 등에 의해 프로젝트 금융의 적용 방식이 달라질 수 있는 것이다.

<표 4-4> 사례별 적용방식의 비교

	자금조달	적용방식
영등포 문래동아파트 프로젝트	금전신탁 활용	사업성에 기초한 금융방식
천안-논산간 고속도로 프로젝트	자산유동화증권 발행	프로젝트회사 설립을 통한 금융방식
양평동 이앤씨드림타워 프로젝트	Project Finance	프로젝트회사 설립을 통한 금융방식

제 5 장 결 론

지금까지 프로젝트 금융에 관한 전반적인 이론적 검토와 부동산개발현황 및 부동산금융동향과 국내 부동산개발사업에 적용된 사례를 연구해보았다. 과거 국내 부동산개발시장에 주를 이루었던 부동산금융은 개별사업의 사업성에 근거해 자금을 조달하는 프로젝트 금융이 아닌 기업금융방식에 의한 차입이 대부분이었다. 이는 사업에 필요한 자금의 조달이 용이하고, 분양사업의 경우 그 특성상 자금의 회수기간이 비교적 단기에 이루어져 추가로 소요되는 자금은 가교금융의 형태로 금융기관으로부터 차입하였기 때문이다.

그러나 최근 들어 부동산개발금융은 자산담보증권, 주택저당담보제도, 부동산투자신탁제도와 더불어 프로젝트 금융 기법이 도입 등 한층 발전된 금융 여건이 조성되고 있다.

앞서 살펴 본 바와 같이 부동산개발에 있어 프로젝트 금융의 적용은 첫째, 금전신탁을 활용한 프로젝트 금융, 둘째로 프로젝트금융과 자산유동화증권과의 결합 방안, 셋째, 전형적 프로젝트회사를 설립하는 방안, 마지막으로 장기임대계약을 활용한 방안을 들 수 있다. 그러나 부동산개발사업에 있어 프로젝트 금융의 적용은 사업환경과 조건 및 금융시장의 여건과 관행에 따라 각기 다른 방식으로 적용될 수 있다. 즉, 부동산개발사업이 지닌 각각의 개별사업의 특성과 수익성분석 및 리스크 관리 등에 의해 프로젝트 금융의 적용 방식이 달라질 수 있는 것이다.

지금까지 이루어진 프로젝트 금융 사례를 살펴보면 프로젝트 금융기법의 가장 큰 특징이라 할 수 있는 프로젝트 회사를 설립하여 비소구 또는 제한소구방식으로 프로젝트를 수행하는 방식은 국내 금융여건상 실제로 적용되기 힘들다. 따라서 건설사업의 경우 프로젝트 금융을 위한 핵심인 도관체 성격의 특수목적회사의 설립을 위해서는 이에 대한 근거법인 「프로젝트금융투자회사법」의 제정이 필요하다. 그러나 현재 국회 계류중인 「프로젝트금융투자회사법」은 근본적으로 은행권의 프로젝트에 대한 투

자를 촉진하는 데에만 초점이 맞추어져 있어서 사업의 추진과정에서 요구되는 인허가 의제사항이나 조세감면, 그리고 규제완화 등이 적절히 포함되어 있지 못하기 때문에 건설회사 중심으로 보완제정이 필요하다. 또한 각각의 방안들에서 살펴볼 수 있는 자금 조달 방법으로서의 프로젝트 금융 기법의 큰 특징은 개별 부동산개발사업에 대한 사업타당성을 근거로 한 자금의 조달과 프로젝트에 참여하는 당사자들간의 리스크의 분산과 관리이다. 프로젝트를 추진함에 있어 경제적 사업타당성분석은 지금까지 그 중요성이 다소 미흡하였다. 그러나 프로젝트 기획단계에서부터 프로젝트 금융에 대한 인식이 높아지면 경제적 사업타당성분석에 대한 중요성도 같이 더욱 증대될 것이다. 그리고 당사자들간의 공평한 리스크 분산과 적절한 관리방안은 대규모 건설업체는 물론 자금력이나 담보력, 신용도가 낮은 건설업체까지도 개발사업을 추진할 수 있는 일반적인 가능성을 보여준다. 본 논문에서는 이러한 프로젝트 금융이 적용된 국내 사례를 통하여 부동산 개발사업의 활성화를 도모하고자 했다. 자금 조달 기법으로서의 프로젝트 금융 기법의 적용은 개발업체의 금융비용부담을 해결할 수 있는 방법으로써 부동산개발에 활기와 원활한 자금흐름을 창출할 수 있을 것으로 생각된다.

부동산개발사업에 있어 자금조달을 위한 하나의 기법인 프로젝트 금융 기법을 실제 적용을 살펴본 본 논문은, 각 사례에 대한 모든 자료를 접할 수가 없었기 때문에 리스크 분산과 관리에 대한 구체적인 리스크 분석체계를 수립하지 못하였다는 점과 사례적용에 있어서도 경제적 사업타당성 분석이 이루어지지 못하였다 라는 한계점을 지니고 있다.

향후 프로젝트 금융에 대한 연구 방향은 다양한 자원 조달과 다양한 만기의 자금 조달 기법으로서의 창의적이고 신축적인 금융공학의 설계 및 사업내용과 위험도를 손쉽게 평가할 수 있는 재무적 지표 이외의 사업성에 관한 부동산 시장지표의 개발과 더불어 리스크 관리를 위한 보험 상품의 개발이 있어야 할 것으로 생각된다.

參 考 文 獻

<國內論文>

1. 學位論文

이성영 不動産 開發事業의 資金調達方法으로서의 프로젝트 파이낸싱 活用 方案에 관한 研究, 한양대학교 대학원, 석사학위청구논문, 2001.

고 신 부동산 개발사업에 있어서 프로젝트 파이낸싱 기법에 관한 연구, 석사학위 청구논문, 건국대학교 국제대학원, 2000.

장윤희 프로젝트 파이낸싱 기법에 관한 연구, 석사학위 청구논문, 건국대학교 국제대학원, 2000.

황재성 주택개발사업에 있어서 프로젝트 파이낸싱 적용방안에 관한 연구, 석사학위 청구논문, 건국대학교 부동산대학원, 2002.

강윤희 국내 개발사업에 대한 프로젝트 파이낸싱 정착 및 활성화에 관한 연구, 석사학위청구논문, 연세대학교 대학원, 1999.

2. 刊行物

이현섭 최근 해외 Project Finance 동향 및 주요 자금조달유형, 수은조사 월보, 1998. 9.

장성주 주택공급자 금융확대와 프로젝트 파이낸싱의 개발, 한국주택학회 2003. 3.

조주현 주택개발관련 프로젝트금융제도의 도입방안, 한국주택학회, 2003. 3.

박동규 프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제, 한국프로젝트관리기술회, 1998. 2.

서후석 부동산 증권화와 건설 개발 금융의 활성화 모색, 한국건설산업 연구원, 1998.

김승권 프로젝트 파이낸스 대출자산의 증권화 동향, 수은조사월보,
1998. 11.

서후석 부동산 증권화와 부동산 개발금융의 변화, 한국건설산업연구원
1999. 5.

조주현 부동산개발사업에 있어서 프로젝트 파이낸싱 기법에 관한 연구,
주택연구, 2002. 제10권 제2호

왕세종 프로젝트금융의 사례 분석 및 시사점, 건설산업동향, 2001. 11

박원석·박재룡 후분양제도 정착을 위한 주택개발금융 활성화방안,
삼성경제연구소, 1999.

대한건설협회 건설기업의 자금조달 및 이용실태, 2002.

국민은행 빅맨부동산투자신탁 제2호, 제3호 투자설명서, 2000. 9.

영등포구청 영등포벤처벨리육성 종합개발 기본계획, 2002.

재정경제부 프로젝트 파이낸싱 활성화를 위한 제도 개선 방안, 금융정책과
2001. 10.

3. 著書

반기로 프로젝트 파이낸스, 한국금융연수원, 1998. 6.

안정근 現代不動産學, 法文社, 2002. 9.

박정식 외 현대재무관리, 다산출판사, 2001. 5.

<外國文獻>

Peter K. Nevin · Frank Fabozzi, Project Financing 6th edition, Euromoney
1995.

Clifford Chance, Project Finance, IFR Publishing Ltd, London, 1994.

Wideman. R. Max, Risk Management, USA, PA, Project Management Institute, 1992. p. 3.

John Teresa and Kose John, The Empirical Implications in Finance Accounting, Optimality of Project Financing, 1991.

ABSTRACT

A Study on the Application of Project Financing in the Real Estate Development

Eun Sung Park

Major of Real Estate Investment
Finance Graduate School of Real
Estate Han-Sung University

This is a paper that is about general academic examination of Project Financing and that is researched the case of real estate development state and real estate financial trend. In the past, real estate finance was main stream in domestic real estate development market was not project financial which is supplied the money on the basis of future of the business of individual business, but the thing is sent from business finance was almost all. This is because money supply for the business was easy and the money was spent in addition was sent from financial facility with Temporary bridge finance and because the business of selling in lots has a character that a period of collection for the money took relatively short time.

However, there are some more developed action in real estate development financial lately with ABS, MBS, REITs and introduction

of project financial technique.

With above passage, application of the project financing in the real estate development is the project financing that uses trust cash fund first, combining plan between the project financing and ABS secondly, a plan for installing project company in third, a plan for using long-term lease contract at the end. However, the application of the project financing in the real estate development business can apply for in a different way according to business circumstance and condition and a custom, a given condition of the financial market. That means the way of application of the project financing could be different from by analysis of profitability, risk management and a feature of each individual business of the real estate development project.

If we look at the example of the project financing that has been made, in condition of the domestic financing, it is difficult the way of performing project by the limited recourse or non-recourse with the installation of project company that is the biggest feature of the project financing to apply to. Therefore, to set the project financial investment company law needs to install the special purpose company which is essential for the project financing in construction business. However, the project financial investment company law is basically focus on promoting the investment for the project of banking group, so it needs complement enactment putting first construction company because it is not included that tax cut, deregulation or agenda of permission that is required in process of promoting of the business. And the biggest feature of the project financing technique as a way of money supply in each plan is management and dispersion of the risk among the people concerned that is involved in the project and money supply that is on basis of project validity about individual real estate development business. In promoting the project, economic project validity analysis will be increased if the thinking about the project

financing will be high from planning step of the project. And fair risk dispersion, proper management plan among the people concerned shows a general possibility that not only the major construction company but the minor construction company that is not powerful financially, has low risk or has no power on mortgage can promote the development business. This paper is for activation of the real estate development business through the domestic case that the project financing is applied to. It is thought that the project financing technique application as a way of money supply can create smooth cash flow and activity for the real estate development as a way of solving financial cost charge of the development company.

In the future, it is thought that the direction of studying the project financing will have to develop insurance merchandize for the risk management as well as real estate market index about outlook of the business and financial index that can easily estimate the risk and the content of the business and the design of original, flexible financial engineering as a way of diverse expired money supply and diverse supply of a source of revenue.