

부동산개발을 위한 프로젝트 파이낸싱 현황 및 과제



고성수, 건국대학교 부동산학과 교수

1. 서론

최근 정부의 주택가격안정화 대책의 일환으로 주택담보대출 규제가 강화되고, 예대마진도 줄어드는 등 지난 몇 년간 활발했던 소매금융의 주요 자금운용처가 제한됨에 따라 시중은행을 중심으로 민간금융기관들이 SOC(사회간접자본)투자나 부동산 개발, 인수금융 주선 등에 관심을 집중하고 있다.¹⁾ 이와 같은 시장의 급변하는 동향에 대응하여 대한주택보증(주), 한국주택금융공사²⁾을 비롯한 공공기관들에서도 프로젝트 파이낸싱 보증상품을 출시하는 등 분주하게 움직이고 있는 것으로 알려져 있다. 최근 아산신도시에 들어서는 대규모 복합단지를 대상으로 여러 시중은행들이 프로젝트 파이낸싱 형태의 자금지원에 각축을 벌이는 등 동 시장에 대한 금융권의 관심이 급속히 확대되고 있는 실정이다.

기존에 사회간접자본을 대상으로 하는 대형 프로젝트에만 적용되던 프로젝트 파이낸싱이라는 금융기법이 최근 몇 년 사이에 점진적으로 민간부동산 개발사업으로 확산되어 나름대로 자리를 잡아가고 있다. 프로젝트 파이낸싱 기법은 시행사나 시공사 등 기존의 개발사업자에 대한 자금공여가 아닌 해당 프로젝트에 책임 및 권한이 한정된 자금조달을 수행하고 있는 특징이 있다. 하지만 상대적으로 경우에 따라서는 자금조달비용이 상승하거나 조달까지 장기간 소요되는 단점이 있어 과거에는 대규모 자금이 장기적으로 소요되는 대형 공공사업을 제외하고는 활용되지 못하였으나 최근 금융권의 적극적인 참여와 관련법률 등

제한 여건이 개선됨에 따라 소규모 민간개발사업에도 활발히 이용되고 있다. 특히 올 하반기부터 정부와 각 지방단체의 민간유치투자(BTL)사업이 본격화될 것으로 기대됨에 따라 이와 같은 추세는 더욱 확대될 것으로 예상된다.

이러한 상황에서 본 연구는 프로젝트 파이낸싱의 기본 개념을 확인하고 현재 국내 프로젝트 파이낸싱의 현황을 살펴봄으로써 이에 대한 문제점을 파악하고 이를 개선하기 위한 정책적, 제도적 시사점을 도출하고자 한다.

2. 프로젝트 파이낸싱의 개념 및 구조

프로젝트 파이낸싱은 발전소나 조선소의 건설, 도로·항만공사 등과 같은 대규모 사업에서 주로 사용되어져 왔던 자금조달 기법으로 특정한 프로젝트로부터 미래에 발생하는 현금 흐름을 담보로 하여 당해 프로젝트를 수행하는데 필요한 자금을 조달하는 금융기법을 총칭하고 있다. 즉 사업주와 독립된 프로젝트로부터 발생하는 미래의 현금흐름을 차입금의 상환재원으로 삼고 프로젝트의 자산과 다양한 이해 당사자와의 계약을 담보로 하여 사업주는 제한적인 책임만을 부담하면서 당해 프로젝트의 시공 및 운영에 소요되는 자금을 조달하는 기법을 프로젝트 파이낸싱이라 정의한다. 프로젝트 파이낸싱의 기본구조는 <그림 1>에서 보는 바와 같이 사업주가 일부 자본금을 출자하여 별도의 사업 시행회사인 프로젝트회사(명목회사인 paper company 형태인

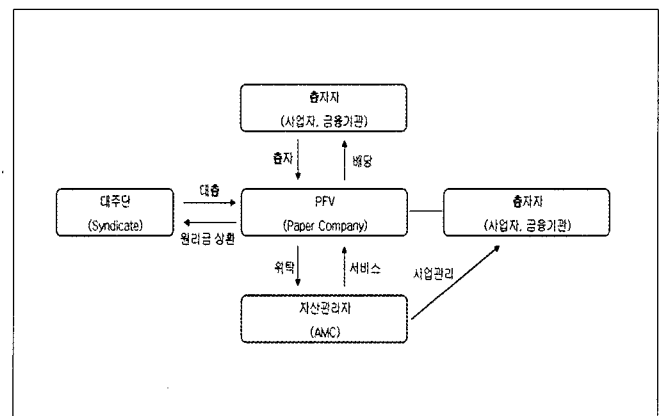


그림 1. 프로젝트 파이낸싱의 일반구조

1) 한국경제 2005년 7월 28일자 신문내용

2) 매일경제 2005년 7월 25일자 신문내용

경우 PFV라고 함)³⁾를 설립하고, 프로젝트회사가 차주의 자격으로 대주단이나 제 3자의 사업주로부터 자금을 차입하여 프로젝트를 건설하고 공사완공 후 운영수익금으로 대출원리금 상환과 사업주에 이익배당을 하는 것이다.

이 과정에서 프로젝트회사는 프로젝트 파이낸싱을 위해 금융기관과 프로젝트 참여기업 등으로부터 자금 및 현물(부동산 등)을 출자 받아 해당 프로젝트를 성공적으로 수행하기 위한 회사로 설립된다. 프로젝트회사가 명목회사로 설립되는 경우 자산관리업무는 프로젝트 수행 등에 전문지식을 가진 자산관리자에 위탁하게 되며, 해당 프로젝트 완성을 통해 얻는 수익은 출자자에게 배당의 형식으로 지급하게 된다. 명목회사 형태인 PFV는 자산유동화회사 등 다른 특수목적회사(SPC: Special Purpose Company)와 달리 사업수행을 위해 필요한 계약의 체결 등 적극적인 역할을 수행하며, PFV와 유사하지만 목적이나 회사형태 면에서 다소 차이를 보이고 있는 것으로 자산유동화회사, CR-REITs(구조조정목적의 부동산투자회사), CRV(기업구조조정 전문회사) 등이 있다. ABS법에 의한 자산유동화회사는 자산을 유동화 하여 자금을 조달한다는 점에서, 그리고 CR-REITs는 자산관리업무를 수행하는 실체를 가진 회사로서 다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산 임대 등에 투자한다는 점에서, 또한 CRV는 기업구조조정 목적을 위한 부실채권, 부동산 매입 등으로 목적이 한정되어 있다는 점에서 PFV와 차이가 있다고 할 수 있다.

프로젝트 사업주는 프로젝트 설립 및 지분참여, 자금조달 등 프로젝트를 실질적으로 지원하는 주체로서 단일기업 내지는 컨소시엄의 형태로 구성된다. 사업주의 유형은 프로젝트의 시공 및 운영 등과 밀접한 관계를 가지고 있는 이해 당사자로서 참여하는 경우가 많으며, 통상 사업주가 시공자, 공급자, 구매자, 산출물의 이용자 등을 겸하고 있는 경우가 대부분이다. 대주단(Lenders)도 프로젝트 파이낸싱의 직접적인 주체로서 프로젝트에 소요되는 자금을 대출하여 프로젝트의 위험을 부담하는 주체이다.⁴⁾

이와 같이 다수의 참여자와 복잡한 사업구조를 가진 프로젝트 파이낸싱은 다음과 같은 특징을 갖고 있다. 우선 대출금에 대한 소구권의 제한이 가능하고(non/limited recourse), 별도의 독립적인 회사를 주체로 자금을 조달함에 따라 과도한 부채구조에 대한 제한이 없으며, 레버리지 리스 및 기타의 방법을 통하여 세금혜택을 극대화할 수 있고, 사업주체의 경우 프로젝트 부채에

대해서 대차대조표에 부외채무로 표시하거나 아예 표시하지 않아도 되기 때문에 대차대조표 이외의 자금조달이 가능하며(off-balance sheet financing), 자금의 차입에 대한 제한이 없고, 참여 집단사이의 프로젝트 리스크의 배분이 허용된다는 장점이 있다. 반면, 일반적인 금융수단에 비해 계약절차가 복잡하며 일반 채권보다 상대적인 리스크부담이 높기 때문에 대주측에서는 높은 자본비용을 요구할 가능성이 존재하고, 각종 보험 및 법률 자문비용 등과 같은 과도한 부대비용이 발생할 수 있다는 단점을 가지고 있다.

그러나 이러한 단점에도 불구하고 비소구성 등을 배경으로 대규모 개발자금을 안정적으로 제공받을 수 있다는 점 때문에 철도, 고속도로 및 항만 등과 같은 사회간접자본뿐만 아니라 석유 및 광산업, 전력사업, 원격통신 및 영구시설 등과 같은 민간수준의 자본집약사업 등에서 특히 광범위하게 이용되어 왔다. 유사한 배경에서 국내 부동산개발시장의 경우 개발업자들의 자본력 부족 및 외환위기 이후 급락한 중소형 건설업체의 신용도 등을 극복하기 위한 대안으로 프로젝트 파이낸싱 형식의 금융기법이 급속히 확산되었다.

3. 국내 프로젝트 파이낸싱의 현황

근대적 의미의 프로젝트 파이낸싱은 1856년 수에즈운하 개발 사업을 그 효시로 보고 있으나 1920~30년대 미국에서 은행들이 차입능력이 취약한 유전개발업자들에게 장래에 생산될 석유의 판매대금을 상환재원으로, 매장된 석유를 담보로 하여 유전개발에 소요되는 자금을 융자하는 방식에서 일반적인 운영기법이 시작되었다고 볼 수 있다.⁵⁾ 1930년대 이후, 프로젝트 파이낸싱 방식은 금융시장의 발전과 더불어 지속적으로 발전하였으며, 선진국에서 자원개발 및 부동산 개발에서 광범위하게 활용되어 왔다. 특히 1980년대 들어 미국에서는 "공공사업규제정책법"(Public Utility Regulatory Policies Act : PURPA)이 시행되면서 그 보호 대상인 전기·가스 등 공공사업(Qualifying Facilities : QFs) 부문에 대한 민영화가 진행됨에 따라 민간 금융기관이 주도하는 프로젝트 파이낸싱의 활용 범위가 넓어지기 시작하였다. 최근 들어 1990년대 동남아시아 개발도상 국가들의 사회간접자본 개발 프로젝트 시장을 중심으로 전세계적으로 급격히 확산되기 시작하였다.

우리나라에서 프로젝트 파이낸싱을 본격적으로 활용하게 된 것은 "사회간접자본에 대한 민자유치촉진법"의 제정이후로 볼

3) Project Financing Vehicle

4) 박동규, "프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제", 명경사, p.3~69

5) 반기로, "프로젝트 파이낸싱", 한국금융연수원, p.466~475

수 있다. 동 법에 따라 민간부문이 대규모 자금이 장기에 걸쳐 투입되는 건설 사업을 독자적으로 시행하고 운영해야 하기 때문에 기존의 금융방식으로는 이를 감당하기가 불가능했다. 이러한 필요성에 의해 대규모 자금의 조성 및 이에 따른 위험분산을 위해 기존의 국제금융에서 활용되어온 프로젝트 파이낸싱이 국내에 도입되어 활용되기 시작하였다.

이와 함께 정치권의 일부에서 외환위기 이후 침체된 부동산개발시장의 활성화를 위해 2001년 프로젝트금융회사법을 제정을 시도한 바 있었다. 프로젝트금융투자회사법(안)은 금융기관의 출자제한, 신용공여한도제한 등을 완화하고, 취·등록세를 면제 또는 경감 등의 세제지원을 추가함으로써 민간수준의 실질적인 프로젝트 파이낸싱을 도입시켜 주택의 안정적 공급 및 부동산금융을 활성화시킬 계기를 마련코자 하였다. 그러나 2001년 하반기의 급속한 부동산 경기 회복으로 동 법의 도입이 주택시장의 과열을 야기할 수 있다는 우려가 높아짐에 따라 동 법의 국회통과가 좌절되었다. 2001년 이후에도 동 법에 대한 건설회사 등 관련업계의 관심이 지대하였으나, 2003년까지 지속되었던 부동산 경기 호조로 동 법의 제정이 지연되었다. 그러나 업계의 지속적인 요구 및 부동산개발 산업의 선진화를 목적으로 지난 2003년 12월 30일 법인세법의 개정에 프로젝트 파이낸스를 가능케 하는 일부 내용이 반영되었다. 이에 따라 2004년 3월22일부터 법인세법개정시행령이 시행되어 현재 프로젝트 회사는 법인세법에 의해 법인세상 혜택을 받고 있는 실정이다.

법인세법의 비과세대상에 대한 프로젝트 회사의 요건은 다음과 같다. 설비, 사회간접자본 개발, 자원개발 등에 투자목적으로 주식회사를 설립해야 하고, 한시적인 명목회사로 존립기간이 2년 이상이어야 하며, 발기인 중 1인은 금융기관이어야 하고 5% 이상 지분을 출자하여야 한다. 또한 자본금은 50억 원 이상이어야 한다.⁶⁾ 법인세법 상 투자대상은 기본적으로 사회간접자본 개발 등 대형 공공사업으로 한정하고 있으나 대상범위가 다소 포괄적으로 해석됨에 따라 도시개발사업 등 부동산개발 사업에 적극적으로 이용될 수 있을 것으로 보인다.

이러한 상황에서 2005년 현재 많은 금융기관들이 개발프로젝트에 지분참여 또는 대출 등 다양한 금융방식으로 부동산 사업에 참여하고 있다. 최근 결정된 가장 규모가 큰 프로젝트 파이낸

싱은 지난 2005년 6월 23일 국민은행과 신한은행이 1조 5000억 원 규모의 송도 국제신도시 개발에 참여기로 확정된 것을 들 수 있을 것이다. 주요 시중은행이 참여한 대형 프로젝트 파이낸싱 사례를 살펴보면 다음 표와 같다.

표 1. 주요은행의 프로젝트 파이낸싱의 사례

주요	은행사례
국민은행	송도국제 신도시 개발(1조 5,000억원)
	삼암 DMC, 인천 제2연 육교 및 인천 북항등(3조원)
	송도 국제 신도시 개발(2조 5000억원)
우리은행	일산대교(1,380억원)
	전남지역 개발자금 지원을 위한 자문 계약체결 수출 보험공사와 해외 프로젝트금융차명
신한은행	서울도시철도 9호선(2,468억원)
	우면산터널
	서울외곽순환도로
	부산명도 수처리 사업
	부산 명지대교 체결 예정
조흥은행	서수원-오산-평택간 고속도로 추진 중
	신공항 하이웨이(1조 3,000억원)
	수정산터널 (730억원)
	서울외곽순환도로, 인천 국제공항철도 등 20여건 참여 김해경전철사업 및 포항 신항만 등 추진중
산업은행	광양복합화력발전소(6,842억원)
	인천국제공항철도(3조 3,100억원)
	국내최초 중고선박펀드(720억원)

법 제51조의제1항제6호 아목에서 "대통령령이 정하는 요건"이라 함은 다음 각호의 요건을 말한다.

1. 자본금이 50억원 이상 일것
2. 자산관리·운용 및 처분에 관한 업무를 다음 각목의 1에 해당하는 자(이하 이 조에서 "자산관리회사"라 한다)에게 위탁할 것
 - 가. 당해 회사에 출자한 법인
 - 나. 당해 회사에 출자한 자가 단독 또는 공동으로 설립한 법인
3. 자금관리업무를 신탁업법에 의한 신탁업을 영위하는 금융기관(이하 이 조에서 "자금관리사"라 한다)에게 위탁할 것
4. 주주가 제2항 각호의 요건을 갖출 것 이 경우 "발기인"을 "주주"로 본다.
5. 법인설립등기일부터 2월 이내에 다음 각목의 사항을 기재한 명목회사설립신고서에 재정경제부령이 정하는 서류를 첨부하여 납세지관할세무서장에게 신고할 것
 - 가. 정관의 목적사업
 - 나. 이사 및 감사의 성명·주민등록번호
 - 다. 자산관리회사의 명칭
 - 라. 자금관리사(수탁회사)의 명칭

주 : 2005년 7월 15일 기준 뉴스로 취합

4. 현행 프로젝트 파이낸싱의 문제점 및 개선방향

이와 같이 프로젝트 파이낸싱에 대한 관심이 고조되고 있는 가운데 지난 프로젝트금융회사법의 입법화 실패 등을 감안해 볼 때 새로운 부동산 금융의 형태로 원만하게 정착할 수 있도록 제반 여건 및 문제점을 검토함으로써 바람직한 발전방향을 모색할

6) 법 제51조의제2제1항제6호 마목에서 "대통령령이 정하는 요건"이라 함은 다음 각호의 요건을 말한다.
 1. 발기인 중 1인 이상이 제61조제2항제1호 내지 제11호·제21호·제34호의 1에 해당하는 금융기관(이하 이 조에서 "금융기관"이라 한다)일 것
 2. 금융기관인 발기인이 100분의 5(금융기관이 다수인 경우에는 이를 합산 한다) 이상의 자본금을 출자할 것

필요가 있다.

프로젝트 파이낸싱을 독립적인 민간 투자사업으로 활성화하기 위해서 무엇보다도 사업성에 대한 보다 전문적인 평가능력이 확보될 필요가 있다. 사업성에 대한 신뢰도 높은 평가는 궁극적으로 동 사업에 참여하고자 하는 금융회사 및 기관투자자들에게 보다 정확한 정보를 제공하여 해당위험 및 투자기간 등에 적합한 자금을 적기에 공급할 수 있는 여건을 제공해준다. 이와 같은 사업성에 대한 정확한 분석 및 평가는 우선 동 사업의 주요 참여자들인 금융회사나 자산관리회사가 수행하여야 하나 아직까지 동 시장에 충분한 경험 및 전문인력을 보유한 회사가 적은 실정이다.

실제로 사업성에 대한 신뢰성 있는 평가가 부재한 현실을 반영하여 대부분의 민간 프로젝트 파이낸싱은 시공사의 완공보증 등 추가적인 보증이나 담보를 요구하고 있는 실정이다. 이와 같은 현상은 시공을 맡은 건설회사나 시행사 및 금융기관 등 관련 참여자들의 재무상황이나 신용도 등으로부터 격리하여 프로젝트만의 사업성과 자산만을 담보로 자금을 공여하는 프로젝트 파이낸싱의 기본 개념과는 차이가 있는 것으로 실질적으로 사업의 대상을 대형 건설회사 등으로 한정함으로써 시장의 발전을 저해하는 관행으로 이해된다.

이와 같은 시장의 문제점을 보완하기 위해 대한주택보증(주) 및 한국자산관리공사 등 관련업무에 특화된 다양한 형태의 보증 상품을 출시하고 있으나 아직까지 활성화되고 있지 못한 상황이다. 아울러 최근 급속히 확대되고 있는 프로젝트 파이낸싱의 신뢰성 제고를 위해서 금융감독위원회에서 등록제를 추진 중에 있는 것으로 알려져 있다. 그러나 동 제도가 성공적이기 위해서는 해당 감독기관인 금융감독위원회가 부동산 개발사업 등 프로젝트의 사업성, 기술적 문제, 법률적 문제 등을 종합적으로 심사할 능력을 갖추어야 할 필요가 있다. 그렇지 못한 경우에는 프로젝트 파이낸싱을 현재보다 위축시킬 가능성이 있기 때문이다.

프로젝트 파이낸싱은 대상사업의 특성상 일반적으로 장기간에 걸쳐 대규모 자금을 필요로 하는 사업이다. 따라서 시공기간 및 사업이 정상적인 궤도에 오르기까지 운영기간 초기에는 수요 부족 및 원리금상환 부담 등으로 인하여 수년간 적정 수익을 획득하기 어려울 가능성이 높다. 예컨대 부동산 개발사업 중 분양 관련 사업은 투자기간 중 분양금이 일부 회수되기는 하나 100% 분양일 경우에만 해당되며 자금 유입이 계약금, 중도금, 자금 일 반적인 지급방법을 고려할 때 시공기간 중 현금 흐름이 양호하지 못할 경우가 많다. 따라서 프로젝트를 위한 별도의 법인인 프로젝트 회사에 대해서는 금융기관들이 일정기간 여신 건전성 분류를 별도로 취급하여 대출금융기관으로부터의 불이익을 배제

할 필요가 있다.

특별법이 아닌 법인세법 규정으로 제도를 운영함에 따라 제도적으로 소극성을 지니고 있는 부분은 여러 측면에서 지적될 수 있다. 예컨대 프로젝트 회사에 출자하고자 하는 금융기관이나 공기업들의 경우 공정거래법 등 자회사설립에 따른 까다로운 규정을 이유로 대부분 한정된 규모의 출자만이 가능하게 되어 있다. 전술한 바와 같이 사업초기 자금의 회수가 충분치 못한 투자 안에 대하여 대출형태의 자금조달이 많은 경우 높은 금융부담으로 사업의 성공이 쉽지 않을 수가 있다. 따라서 프로젝트의 사업성 제고를 위해서도 금융기관들의 지분형 투자가 보다 자유로울 수 있도록 관련 제한을 완화할 필요가 있다. 아울러 이와 같이 공공기관이나 금융회사의 지분참여가 확보됨으로써 장기적으로 사업의 안정적 운영은 물론, 대형 개발사업의 경우 사업초기 설정하였던 개발목표의 달성이 더욱 용이해질 것으로 기대된다.

반드시 지분형 투자의 형식은 아닐지라도 이와 유사한 다양한 자금지원방식에 대한 연구 및 관련 규정의 완화 또한 필요하다. 벤처회사에 대한 자금지원의 경우 약정대출이라는 형태의 대출과 지분투자의 중간적 성격을 지닌 자금지원방식이 있다. 이는 초기의 사업성 제고를 위해 저리로 대출을 공여하고 해당 사업이 일정 수준의 수익을 확보하는 시점부터 수익의 일부를 지급 받는 대출형태이다. 선진국 부동산금융시장에서는 참여대출(participation loan 또는 equity kicker)이라는 이름은 다양한 자금지원수단이 있다. 그러나 국내 금융관련법에서는 이와 같이 현금흐름이 확정적이지 못한 대출은 벤처투자 등 일부 제한된 범위를 제외하고는 대부분 허용되지 못하고 있다. 프로젝트 파이낸싱의 역동성 등 기본 특성을 감안할 때 동 사업에 대한 관련 제한을 완화하여 보다 다양한 금융수단을 허용할 필요가 있을 것이다.

현행 법인세법 상 면세혜택을 받기 위해서 프로젝트회사는 명목형 회사로(paper company) 제한될 수밖에 없어 개발단계의 모든 업무를 수행할 별도의 독립적인 자산관리회사(asset management company)가 설립될 필요가 있다. 그러나 분양형 개발사업을 제외한 대부분의 경우 프로젝트 파이낸싱이 투여한 자금을 장기적으로 운영을 통해서 회수해야 한다는 사실을 감안할 때 개발사업을 위한 자산관리회사와 해당자산의 운영을 위한 자산관리회사간에 긴밀한 연계가 필요할 것으로 판단된다.

이와 함께 프로젝트 파이낸싱에 투자한 자금을 보다 신속히 회수할 수 있도록 다양한 부동산금융기법들이 보다 적극적으로 활용되어야 할 것이다. 과거 도로개발 등 SOC 사업의 경우 자산 유동화기법을 활용하여 상당부분 투자 회수기간을 축소해오고 있다. 이와 함께 최근 관심이 집중되고 있는 부동산펀드 및

REITs 등 간접투자수단을 적극 활용하는 경우 보다 원활한 자금의 회수가 가능해질 것으로 예상된다. 그러나 이 과정에서 유의할 점은 개발사업에 투여되는 자금은 상대적으로 고위험 고수익의 자금이나 이후 해당자산의 장기운영에 투여되는 자금은 저위험 저수익의 자금으로 자금의 성격상 차별화될 필요가 있는 것이다.

5. 결론

국내 부동산시장에 있어서 프로젝트 파이낸싱은 업계의 관심에 비해 아직까지 관련 제도 및 인프라의 미비로 다소 기본 개념과는 다르게 변형된 형태로 진행되고 있는 것으로 보인다. 본문 중에 논의한 바와 같이 현재와 같은 모습으로 활용되는 경우 동부문의 발전은 제한적일 수밖에 없을 것이다. 따라서 향후 프로젝트 파이낸싱 기법의 건전한 성장을 도모하기 위해서는 관련 업계 및 학계의 부단한 노력과 함께 정부의 제도적 지원 또한 요

구되는 것이다.

본문 중에서 지적하고 있는 현행 제도의 문제점을 요약하면 다음과 같다. 우선 프로젝트의 투명성 확보를 위한 사업평가 및 관리의 전문성 확보가 요구된다. 이와 함께 동 사업에 자금을 투자하는 금융회사를 비롯한 기관투자자들에게 보다 다양한 형태의 자금공여가 가능하도록 지분출자에 대한 규정완화 및 참여대출의 허용 등이 병행될 필요가 있다. 또한 다양한 부동산간접투자제도를 활성화함으로써 프로젝트 파이낸싱의 자금회수방안을 확대할 필요가 있다.

이 외에도 제도적으로 개선할 사항이 많을 것으로 판단되나 기본적으로 본문에서 논의한 문제를 포함한 여러 가지 미비점들은 프로젝트 파이낸싱이 특별법이 아닌 법인세법 규정에 따라 운영되고 있어 소극적으로 활용됨에서 비롯된 것으로 이해된다. 따라서 관련 규정 및 제도에 대한 보다 심도 있는 논의 및 연구를 지속함으로써 동 제도의 원만한 정착을 유도해야 할 것이다.