

건설산업동향

# 프로젝트 금융의 사례 분석 및 시사점

왕세종

2001. 11. 2

- 프로젝트 금융 투자회사법의 도입 배경 ..... 3
- 프로젝트 금융의 개요 ..... 5
- 사례 1 : 수도권 신공항 고속도로 건설 프로젝트 ..... 11
- 사례 2 : 영등포 문래동 아파트 건설 프로젝트 ..... 16
- 시사점 ..... 20

## 요 약

- ▶ 최근 정부는 국내 경제의 침체 국면 심화를 막기 위하여 내수진작 종합대책을 발표하였으며, 특히 프로젝트 금융 투자회사법을 제정하기로 하였음.
  - 이는 기업의 높은 신용 위험으로 인해 금융기관의 대출이 경색되는 것을 해소하기 위한 방안으로서, 정부는 사업성이 있는 프로젝트에 대한 금융기관의 적극적인 지분 참여를 위하여 금융 및 세제 지원 방안을 강구할 예정임.
  - 특별법 제정의 기본 방향은 독립성이 보장되는 특수목적회사(SPC)의 설립이 용이하도록 하며, 이를 위하여 『은행법』과 『보험업법』의 개정 범위가 주요 쟁점 사항이 될 것임.
- ▶ 프로젝트 금융은 프로젝트의 추진 과정에서 발생하는 미래의 현금 흐름을 부채 상환의 기본 재원으로 자금을 조달하는 자산 금융의 한 기법임.
  - 따라서 자금 조달의 기본 전제는 프로젝트 자체의 수익성과 향후의 부채 상환을 위한 현금 흐름의 충분성과 안정성이며, 참여자들간의 적정한 위험 배분 구조가 매우 중요함.
  - 또한, 사업 추진 방식은 프로젝트의 종류 및 세제 적용의 범위에 의하여 결정되는데, 일반적으로 BOT 방식에 비하여 BTO 방식의 조세 부담이 적은 것으로 나타남.
- ▶ 수도권 신공항 고속도로 건설 사업은 『민자유치법』에 의한 제1호 사업으로서, 영종도 국제공항과 수도권 및 서울 도심 연결의 신공항 전용 고속도로 건설 사업임.
  - 본 사업은 SPC 형태의 신공항고속도로(주)에 의한 BTO 방식의 사업으로서, 1995년 11월에 착공되어 2000년 11월에 완공되었고, 2000년 12월부터 2030년 10월 말까지의 30년 동안 민간사업자가 유료로 운영하여 부채를 상환하고, 투자비를 회수할 예정임.
  - 본 사업의 리스크 완화 방안은 출자자의 연대 보증 입보, 공사 완공에 대한 연대 보증서 및 이행보증보험증권의 제출, 최소 교통량의 정부 보장, 출자자의 부족 자금 보충 의무화 등임.
- ▶ 영등포 문래동 아파트 건설 사업은 총 776세대를 공급하는 분양형 개발사업으로, 계약형 부동산투자신탁에 의하여 조달된 자금이 프로젝트 금융 방식으로 대출된 사업임.
  - 본 사업의 구조는 자금 모집 및 관리의 주체인 은행과 사업 추진의 주체인 시행사, 그리고 해당 사업의 시공 및 분양을 담당하는 시공사로 이루어져 있음.
  - 따라서 개별 주체는 3자 사이의 업무 약정을 통하여 각각의 업무를 분담하였고, 이로 인해 사업 추진의 주체로써 독립된 SPC의 설립이 요구되지 않았음.
- ▶ 프로젝트 금융은 참여 주체간의 특화된 기능이 종합적으로 운영되고, 적정 수준의 위험 배분과 신용 보강과 더불어 집행 가능한 계약으로 구성되어야만 성공할 수 있음.
  - 특히, 프로젝트 금융은 프로젝트의 추진 과정에서 발생 가능한 각종 리스크를 내부화하고, 사업성이 있는 계약 구조의 개발과 합리적인 기준에 맞는 신용 보강 방안이 강구되어야 함.

## ■ 『프로젝트 금융 투자회사법』의 도입 배경

### 내수 진작 대책의 필요성

- 미국, 일본, 유럽연합(EU) 등 세계 경제의 동반 침체가 지속되는 가운데 발생한 미국의 테러 사태 및 응징 전쟁은 세계 경제의 침체 국면을 심화시키고 있음.
  - 이에 세계 각국의 정부는 재정 지출의 확대를 통한 경기 부양과 이자율의 신축적인 운용 및 유동성 공급의 증대를 통한 금융 시장의 안정에 주력하고 있음.
  - 이는 세계 각국의 경제가 미국 소비 수요의 소진에 따른 수출 부진에 보다 적극적으로 대응하기 위하여 내수 진작 대책을 적극 강구하고 있음을 의미함.
- 이에 우리 정부 또한 10월 16일에 재정 집행의 활성화 및 2조원 규모의 제2차 추경 예산 편성을 주요 골자로 하는 ‘내수진작 종합대책’을 마련하여 발표하였음.

**<표 1> 내수진작 종합대책의 주요 내용**

구분	주요 내용
1. 재정 집행 활성화	- 예산기금·공기업 등 재정 전반의 집행 활성화 - 내년부터 재정 집행 점검 체계의 상설화
2. 제2차 추경 예산 편성	- 2조원 규모의 추가 예산 편성 - 7~8천억원의 건설투자 등 경기 진작의 효과가 큰 분야에 지원
3. 증시 및 자금시장 안정 대책	- 증시 체질의 강화 및 시장 거래 질서 확립을 위한 제도 개선
4. 주택 건설 활성화	- 공공 및 민간부문의 주택 건설 활성화
5. 프로젝트 금융 활성화를 위한 제도 개선	- 『프로젝트 금융 투자회사법』 제정을 통한 금융세제 지원
6. 중소기업 등 내수 기반 확충 및 규제 완화	- 자금 공급 확대, 시장 환경 개선 지원, 기업 규제 및 애로 개선
7. 서비스산업 활성화	- 서비스산업의 발전 방안 마련 및 적극 추진
8. 정보통신 분야 투자 촉진	- 정보화촉진기금을 활용한 IT 투자 촉진 등 내수 진작 추진
9. 동절기 고용 안정 대책	- 실업 대책 사업의 지속적 추진 및 동절기 고용 안정 방안 추진
10. 쌀값 안정 및 농산물 소비 촉진	- 쌀 소비 촉진 운동 전개, 돼지 고기 및 과일류 소비 촉진 추진

자료 : 재정경제부, “내수진작 종합대책”, 경제장관간담회 자료, 2001.10.16.

- 특히, 정부는 프로젝트 금융의 활성화를 위하여 특별법을 제정하여, 사업성(viability)이 있는 개별 프로젝트와 추진 기업의 신용 위험이 분리될 수 있도록 특수목적회사(special purpose company: SPC)의 설립 근거를 마련하고, 설립 과정에서의 금융 및 세제상의 제약을 해소하기로 결정하였음.

- 특별법의 제정은 기업에 대한 신용 위험의 부담으로 인해 금융기관이 사업성이 있는 프로젝트에 대한 지원이 소극적인 것을 개선하는 것을 목적으로 하고 있음.
- 특히, 이는 내수 진작의 효과가 지대할 뿐만 아니라 프로젝트 단위의 사업 추진이 가능한 주택 건설, 설비 증설, 사회간접자본 시설의 구축 등에 대한 금융 지원을 활성화하기 위한 것임.

#### 법률 제정의 추진 방안 및 주요 내용

- 정부는 가칭 『프로젝트 금융 투자회사법』의 제정을 여당과의 협의에 기초하여 의원 입법의 방식으로 추진하는 한편, 내수 진작의 필요성이 시급하므로 금년 정기국회 중에 법 제정을 추진할 예정임.
  - 특히, 동법의 적용이 가능한 대상 사업은 프로젝트 금융이 필요한 분야를 광범위하게 규정하여 탄력적으로 운영하며, paper company의 형태로 설립되는 SPC에 대한 세제 및 금융상의 특례 규정을 둘 예정임.
- 『프로젝트 금융 투자회사법』의 제정 과정에서 제기될 주요 이슈는 SPC를 설립하는 과정에서 대두되는 금융 및 세제상의 제약에 대한 해소 방안 및 범위임.
  - 특히, 사업성이 있는 프로젝트에 대한 금융기관의 적극적인 투자를 유도하기 위하여, 금융기관의 출자 제한 제약의 해소와 더불어 SPC 설립 및 운영에 대한 세제상 지원 방안이 강구될 필요성이 있음.
  - 현행 『은행법』과 『보험업법』에 의하면, 은행은 타회사의 의결권이 있는 주식의 15% 이상을 소유할 수 없으며, 보험회사는 비상장 주식의 취득을 원칙적으로 금지하고 있음.
- 한편, SPC가 출자로 부동산을 취득할 경우, 취득세(2%) 및 등록세(3%)가 부과되고, SPC에 대한 법인세 부과로 인해 투자자는 투자 수익에 대한 이중 과세가 초래됨.
  - SPC의 설립 및 운영 과정에서 야기되는 세제 부담을 경감하기 위한 세제 지원은 지원의 근거만 동법에서 설정하고, 구체적인 내용은 세법에서 규정하는 방안을 검토할 예정임.

## ■ 프로젝트 금융의 개요

### 프로젝트 금융의 개념 및 특성

- 프로젝트 금융은 특정 프로젝트로부터 미래에 발생하는 현금 흐름(cashflow)을 담보로 하여 해당 프로젝트를 수행하는 과정에 소요되는 자금을 조달하는 금융 기법을 뜻함.
  - 전통적인 기업 금융에서는 금융기관이 프로젝트의 수익성이나 부채 상환 능력과는 별도로 프로젝트 추진 기업의 신용도 및 담보 능력에 기초하여 자금을 대출하는 반면, 프로젝트 금융은 금융기관의 금융 제공 의사 결정이 해당 기업의 신용도에 기초하는 것이 아니라, 프로젝트 자체의 수익성과 향후의 부채 상환 능력에 기초함.<sup>1)</sup>
- 이는 전통적으로 대규모의 천연자원을 개발하는 프로젝트에 대한 금융 기법으로 적용되어 왔으나, 1980년대부터는 적용 범위가 확대되어 프로젝트의 현금 흐름에 일차적으로 대출의 변제를 의존하는 프로젝트에 적용되는 금융 기법을 지칭하기에 이르렀음.
  - 따라서 장기간에 걸쳐 대규모 투자가 요구되는 에너지 관련 또는 천연자원 개발 사업과 SOC시설의 건설 및 운영 프로젝트, 그리고 부동산 개발과 건설 및 연구 개발(R&D) 등 각종의 다양한 프로젝트에 대한 금융 기법으로 널리 사용되고 있음.
  - 우리 나라의 경우, 1994년에 『민자유치법』이 제정된 이후, 민간부문의 자본을 활용한 SOC의 건설 및 운영 프로젝트에 대한 자금 조달 기법으로 적용되고 있음.
- 이와 같은 방식으로 필요 자금을 조달하는 프로젝트 금융은 일반적인 기업금융 방식의 대출에 비하여 다음과 같은 5가지의 특성을 갖고 있음.
  - 첫째, 비소구 또는 제한적 소구(non-recourse or limited recourse) 금융으로서, 채권 상환의 청구권은 프로젝트 자체의 자산 및 현금 흐름 내에서만 가능함.
  - 둘째, 부외적(off-balanced) 금융으로서, 해당 프로젝트의 현금 흐름 및 채무 관계

1) 프로젝트 금융(project finance)은 리스(lease), 부동산투자신탁(REITs), 자산유동화(ABS) 등과 같이 프로젝트의 추진 과정에서 발생하는 현금 흐름과 대차대조표상 차변의 자산을 활용하여 자금을 조달하는 자산 금융(asset-based finance)의 한 기법으로서, 추진 과정에서 사업성의 분석에 따라 자금 조달의 규모 및 조건을 구조화하기 위하여 맞춤 금융(structured financing) 기법이 적용됨. 따라서 프로젝트 금융은 대차대조표상 우변의 부채와 자본을 활용한 은행 차입의 간접금융 또는 주식 발행의 직접금융 등의 전통적인 기업 금융(corporate finance)과는 대별되는 금융 기법임.

가 모기업의 대차대조표상에 나타나지 않으며, 이로 인해 해당 프로젝트의 성패 여부는 모기업의 신용도 및 재무 구조에 아무런 영향을 미치지 않음.

- 셋째, 프로젝트 금융은 사업주와 금융기관간의 적절한 위험 배분에 대하여 양자의 합의에 기초하여 성립되며, 이로 인해 금융기관은 프로젝트의 현금 유출입에 대하여 철저한 감독 및 통제가 요구됨.
  - 넷째, 프로젝트 금융은 일반적인 대출에 비하여 계약 및 금융 구조가 복잡하여 많은 양의 대출 및 담보 계약서가 수반되며, 이로 인해 상대적으로 높은 이자율 및 수수료 등 높은 금융 비용을 수반함.
  - 다섯째, 대부분의 프로젝트 금융은 자금 공급에 따른 위험 배분을 위하여 특정 금융기관을 주관사로 설정하여 컨소시엄 형태의 자금공여단 또는 차관단(syndicate)에 의하여 자금 대출이 이루어짐.<sup>2)</sup>
- 한편, 프로젝트 금융을 통하여 자금을 조달하는 프로젝트는 일반적으로 다음과 같은 8가지 특성을 갖고 있음.<sup>3)</sup>
- ① 규모 면에서 매우 큰 것이 일반적임; ② 여러 국가의 경계를 초월한 국제적인 프로젝트임; ③ 계획의 단계에서 건설 및 운영의 단계에 이르기까지 단일 조직의 역량을 초월하여 여러 조직이 공동으로 진행함; ④ 기술적으로 매우 복잡하여 흔히 사용되지 않는 전문적인 기술이 추가적으로 요구됨; ⑤ 단일 목적에 의하여 추진됨; ⑥ 여러 곳에 산재하여 진행되므로 도로를 비롯한 사회간접자본 시설에 대한 추가적인 투자를 필요로 함; ⑦ 자본집약적인 프로젝트가 대부분이어서 다른 투입 요소에 비하여 금융 투자를 필요로 함; ⑧ 프로젝트의 개발 단계에서 투자된 자금의 회수가 가능한 운영의 단계에 이르기까지 오랜 기간이 소요되므로 투자 자본의 회수에는 상당한 기간이 요구됨.

#### 프로젝트 금융의 추진 방식 및 계약 구조<sup>4)</sup>

- 현재 SOC 민간투자 프로젝트에 활용되는 프로젝트 금융은 해당 시설의 소유권 귀속 여부 및 시기에 따라 BOT(Build-Operate-Transfer), BTO(Build-Transfer-Operate)

2) 이와 같은 대출 방식은 자금의 규모 및 사업성에 의존하는데, 일부 소수의 금융기관간의 협약에 의하여 자금 대출이 이루어지는 방식을 클럽(club) 방식이라고 함.

3) Dingle, J. and A. Jashapara, "Raising Project Finance," in *The Commercial Project Manager*, ed. by J. Rodney Turner, 77쪽, 1995.

4) 본 연구에서는 BO(O)T 방식을 중심으로 프로젝트 금융의 계약 구조 및 추진 절차를 살펴보고자 함. BOT 방식의 변형인 BO(O)T 방식은 시설 완공 이후 소유권이 사업주에게 귀속되는 것을 강조하는 것으로서, BOT 방식과 기법 상에 있어서 큰 차이는 없음.

그리고 BOO(Build-Own-Operate) 방식으로 구분할 수 있음.

- 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, 운영 기간이 종료되면 소유권을 정부에 양도하는 사업 방식임.
- BOO 방식은 민간 사업주가 개발 계획을 수립하고 소요 자금을 조달하여 시공 및 운영을 담당하는 등 턴키 방식으로 프로젝트를 개발하는 사업 방식으로, 소유권이 정부에 귀속되지 않지만 정부는 산출물의 구매자 또는 고객의 역할을 하게 됨.
- 반면, BTO 방식은 해당 시설물의 공공성 등을 감안하여 소유권을 일정 기간 동안 민간 사업자에게 귀속시키는 것이 부적절한 경우에 적용하는 사업 방식으로서, 민간 사업자는 시설물의 관리 및 운영을 통한 운영 수입으로 투자비를 회수하게 됨.

<표 2> BO(O)T 프로젝트의 추진 절차

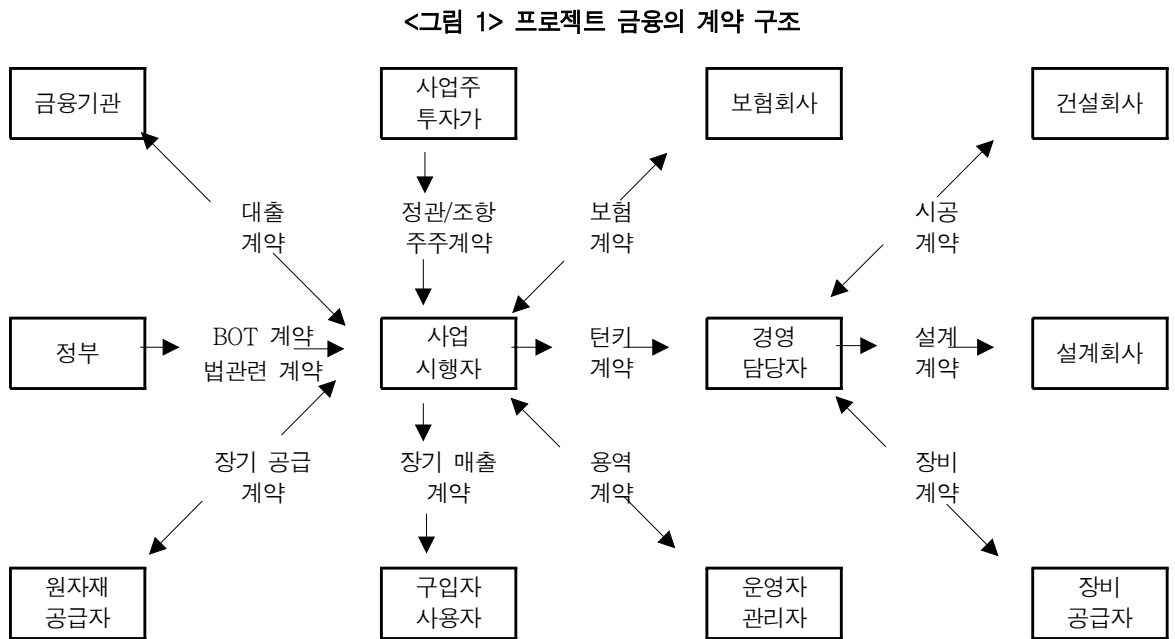
절차	주요 기능
건설(Build)	·기본 및 상세 설계 (Basic and Detailed Design) ·프로젝트 실행의 관리 (Manage Project Implementation) ·계약 실행 및 조달 (Carry out Procurement) ·자금 조달 (Finance) ·시공 (Construct)
소유(Own)	·양허 계약의 관심 유지 (Hold Interest under Concession)
운영(Operate)	·시설의 관리 및 운영 (Manage and Operate Facility) ·유지 실시 (Carry out Maintenance) ·산출물의 전달 (Deliver Products/Services) ·산출물에 대한 지불 수령 (Receive Payment for Products/Services)
이전(Transfer)	·양허 기간 말, 운영 가능한 상태에서 공공부문에 소유권 이전 (Hand over Project in Operating Condition after the Concession Period)

- 프로젝트 금융의 추진 방식 선정은 일반적으로 시설물의 종류 및 세제 적용 범위에 따라 결정되는데, 철도 프로젝트의 사례(<표 3> 참조)에서와 같이 BOT 방식에 비하여 BTO 방식의 조세 부담이 일반적으로 적은 것으로 나타남.

<표 3> 사업 추진 방식에 따른 조세 부담 비교(철도 프로젝트)

구분	BOT	BTO
재산세	- 비과세 - 과세	- 비과세 - 비과세
부가가치세	- 매입 세액 불공제 - 과세 - 운영 종료 시점	- 매입 세액 환급 - 면세 - 운영 시작 시점
법인세	- 신고 내용연수 또는 사용 기간에 따라 균등 금액의 손금 산입	- 감가상각법에 의하여 감가상각비의 정액 또는 정률로 손금 산입

- 프로젝트 금융은 미래에 창출되는 현금 흐름을 채무 상환의 기본 재원으로 소요 자금을 조달하므로, 사전적으로 프로젝트와 관련된 참여자들간의 상호 권리 및 의무 관계를 명확하게 하는 계약이 선행되어야 함.
- 프로젝트 금융의 6대 기본 계약은 ① 용지 취득(site acquisition) 관련 계약, ② 프로젝트 건설 및 완공(construction and completion) 관련 계약, ③ 연료 및 원자재 공급(fuel and raw material supply) 관련 계약, ④ 산출물 판매(output and service sales) 관련 계약, ⑤ 프로젝트 운영 및 유지(operation and management) 관련 계약, 그리고 ⑥ 자금 조달 및 지분 분담(financing and equity contribution) 관련 계약임.
- 특히, BOT 방식으로 추진되는 프로젝트 금융의 경우, 6개 기본 계약과 더불어 <그림 1>에서와 같은 추가적인 계약 관계가 민간 사업시행자를 중심으로 성립됨.



- 한편, 프로젝트 금융의 추진 절차는 크게 다음과 같은 8단계로 세분할 수 있음.
- ① 사업성이 있는 프로젝트의 개발 및 사업주의 목표 확립; ② 프로젝트의 기술적 타당성 검토; ③ 프로젝트의 사업성 검토; ④ 프로젝트의 적절한 소유 구조 결정; ⑤ 외부 자금의 조달 규모 산출 및 현금 흐름의 예측; ⑥ 자금 조달 전략의 수립; ⑦ 최종적인 소유 구조 및 금융 조달 구조의 확정; ⑧ 프로젝트의 수행 등임.



### 프로젝트 금융의 성공 요인

- 프로젝트 금융의 가장 중요한 성공 요인은 프로젝트의 추진 과정에서 창출되는 미래 현금 흐름의 충분성과 안정성임.
  - 프로젝트 금융 방식으로 조달되는 자금은 미래의 현금 흐름을 부채 상환의 기본 재원으로 대출되기 때문에, 프로젝트로부터 창출되는 현금 흐름의 충분성은 자금 조달 가능성(bankability)의 필수적인 전제 조건임.
  - 또한, 프로젝트 금융은 사업 주체의 모기업과 절연된 SPC에 의하여 추진되므로, 프로젝트의 전기간에 걸쳐 안정적인 현금 흐름이 창출되어야 함.
  - 따라서 1.2~1.5배 수준의 부채상환비율(DSCR)과 운영비에 대한 예비비를 산정할 필요성이 있으며, 주주의 보증 및 약정을 비롯하여 금융기관의 대기성 자금 등을 비롯하여 다양한 형태의 신용 보강 장치가 요구됨.
  
- 두 번째 중요한 성공 요인은 추진 과정에서 발생 가능한 다양한 리스크를 최적으로 분산하여, 특정 리스크의 발생에 따른 부정적인 영향을 최소화하는 것임.
  - 이를 위하여 철저한 리스크 분석이 선행되어야 하며, 참여자간의 win-win 구조화 와 더불어 관련 계약의 투명성 및 완결성이 요구됨.
  - <표 4>는 세계은행(World Bank)이 참여하고, 프로젝트 금융으로 추진되는 프로젝트에 일반적으로 적용되는 리스크 종류별 대응 방안 및 부담자를 요약한 것임.

**<표 4> 프로젝트 리스크의 종류별 대응 방안 및 부담자**

종류	내용	리스크 대응 방안	리스크 부담자
공사 완성 리스크	공기 지연	시공회사 손해 배상, 보험 가입, 불가항력 면책 규정	시공회사, 보험회사, 대주
	공사비 초과	고정가격, 턴키 베이스 공사 계약, 예비비 산정	사업주, 스폰서, 대주
운영 리스크	생산 능력의 미달	손해배상비 예정, 판매계약 수정, 신기술 적용 불허	시공회사, 생산물 구매자, 사업주, 스폰서
	관리/운영 미숙	관리운영회사의 보증서 징구	관리운영회사, 보증인, 보험회사
	시설물 결함	부품장비 공급자의 보증서 징구	시공사, 공급자
	불가항력적	보험 가입	보험회사
시장 리스크	생산물 판매 부진	장기구매계약 체결, 구매자의 구매 각서 철저한 시장조사 및 생산물기법 향상	구매업자, 사업주, 대주
	금리/환율 변동	적절한 리스크 헷징	사업주, 대주
정치적 리스크	현지 정부의 간섭	프로젝트 수행 보장의 법규 제정, 보험 가입	대주, 보험회사
	환경 문제의 대두	현지 환경 법규 준수, 보험 가입	사업주, 스폰서, 대주, 보험회사

- 한편, 프로젝트 금융의 성공적인 추진을 위하여 확인하여야 할 사항은 다음과 같음.<sup>5)6)</sup>
- ① 지분 위험(equity risk)보다 신용 위험(credit risk)이 포함되어야 함; ② 철저하게 타당성 조사가 실시되고, 이에 기초하여 금융 계획이 수립되어야 함; ③ 원자재의 공급과 이에 따른 비용, 그리고 에너지의 사용에 따른 비용이 적절한 가격 수준에서 확보되어야 함; ④ 프로젝트로부터 산출되는 최종 생산물에 대한 시장이 존재하여야 하며, 최종 생산물을 시장으로 인도할 수 있는 수송 수단이 확보되어야 함; ⑤ 전화, 팩스 및 전자 통신을 비롯하여 적절한 통신 수단이 가능하여야 함; ⑥ 건축 자재를 적절한 가격 수준에서 구입할 수 있어야 함; ⑦ 많은 경험과 높은 신용도의 시공자(contractor), 운영자(operator), 관리자(management personnel)를 확보하여야 함; ⑧ 검증되지 않은 신기술의 적용은 가능한 한 피하여야 함; ⑨ J/V(Joint Venture) 형태의 합작회사는 동업자간의 계약이 선명성을 가져야 함; ⑩ 프로젝트와 관련하여 정치적인 환경이 우호적으로 조성되어야 하며, 특히 해당 프로젝트의 추진과 관련된 정치적 환경은 각종 인·허가의 승인뿐만 아니라, 몰수 및 국가위험(country risk)까지도 포함하여야 함; ⑪ 통화 및 외환 등의 변동에 따른 금융 위험이 없어야 함; ⑫ 프로젝트의 주요 사업주는 적절한 수준에서 지분 투자를 하여야 함; ⑬ 추가적인 부대사업의 가능성이 있어야 함; ⑭ 프로젝트의 자산에 대한 감정 및 평가가 만족스러운 수준에서 실시되어야 함; ⑮ 신용 제고를 위하여 적정 수준 및 방법의 보험과 보증이 수반되어야 함; ⑯ 불가항력적인 위험(force majeure risk)에 대한 적절한 배분이 선행되어야 함<sup>7)</sup>; ⑰ 공사비의 추가 비용 발생 혹은 공사 지연에 따른 여러 가지 위험(cost over-run or delay risk)도 사전에 배분되어야 함; ⑱ 사업시행자의 지분 수익(return on equity), 투자 수익(return on investment), 그리고 자산 수익(return on assets) 등이 적절한 수준에서 보장되어야 함; ⑲ 프로젝트의 현금 흐름 분석에 결정적인 역할을 하는 물가 상승률과 이자율은 현실적으로 적절한 수준에서 가정되어야 함; ⑳ 환경관련 위험이 없어야 함.<sup>8)</sup>

5) Nevitt, P. and F. Fabozzi, *Project Financing*, 6th ed., 9~22쪽, 1995.

6) 그러나, 여기에 나열된 요건이 모두 충족되는 프로젝트는 거의 없으며, 각 항목별로 정도의 차이가 있거나 또는 여러 항목이 조합된 프로젝트가 대부분의 경우임.

7) 특히, 불가항력적인 위험은 전쟁, 노동 쟁의, 폭동이나 데모, 차압이나 국유화, 법령이나 법제의 변경, 지진이나 극심한 폭풍과 같은 천재지변 등을 뜻하며, 이러한 위험들에 대해서도 프로젝트의 기획 단계에서 참가자들간에 위험의 배분이 선행되어야 함.

8) 특히, 최근 전세계적으로 환경 문제를 중요시하는 정책 추세로 인해 환경 관련 문제를 야기하는 위험이 주요 위험 요인으로 지적되고 있음.

## ■ 사례 1: 수도권 신공항 고속도로 건설 프로젝트

### 프로젝트의 개요 및 추진 경위

- 본 프로젝트는 『민자유치법』에 의한 제1호 사업으로서, 민간사업자가 시설 준공후 소유권을 국가에 이전하지만, 30년의 무상사용기간 동안에 통행료를 징수하여 투자비 및 적정 이윤을 회수하고 사업권 및 관리운영권을 국가에 양도하는 건설·양도·운영 (Build-Transfer-Operate: BTO) 방식의 민간투자사업임.
- 본 사업은 <표 5>에서와 같이 인천국제공항(영종도~용유도 간석지 일대)과 수도권 및 서울 도심을 연결하는 6~8 차선의 총 연장 40.2km의 인천국제공항 전용 고속도로를 건설하는 사업임.
- 건설 기간은 5년으로서 1995년 11월 29일에 착공되어 2000년 11월 20일에 완공되었고, 15일의 무료 시범 운행 기간을 거쳐 2000년 12월 5일부터 2030년 10월 말까지 30년 동안 민간사업자가 유료 통행으로 운영할 예정임.

<표 5> 프로젝트의 개요

구분	구간	연장(km)	차선 수
본선 (36.5km)	강변북로 J/C ~ 노오지 J/C	8.1	6
	노오지 J/C ~ 배후 지원 단지 I/C	28.4	8
지선 (3.7km)	북인천 I/C ~ 인천도시계획도로	2.0	4
	김포공항 I/C ~ 남부순환도로	1.7	2
합계		40.2	

- 본 프로젝트는 당초 인천국제공항의 개항에 맞추어 국고로 발주할 예정이었으나, 『민자유치법』이 제정된 이후 민자유치 기본계획상의 제1호 민자유치 대상사업으로 선정되었음.
- 특히, 본 사업은 1995년 3월에 민자유치 대상사업(연륙교 제1공구 제외)으로 고시된 이후, 삼성건설을 비롯한 11개 건설회사로 컨소시엄이 구성되고 자금 공여를 위한 신디케이션이 종료될 때까지 9개월의 매우 짧은 기간이 소요된 특징을 갖고 있음.<sup>9)</sup>

9) 본 사업에 참여한 건설회사 11개사는 삼성건설 외에 한진건설, 동아건설, 포스코개발, 코오롱건설, 엘지건설, 금호건설, 극동건설, 롯데건설, 풍림산업, 두산건설 등임.

<표 6> 추진 경위

일자	주요 내용
1993. 12. 28	연육교 제1공구 착공(국고 시행)
1994. 11.	민자사업으로 전환시행 결정(연육교 제1공구 제외)
1995. 3. 6	1995년 민자유치 대상사업으로 고시
1995. 3. 23	금융자문제의서 제출
1995. 5. 24	민자유치시설사업 기본계획 고시
1995. 6. 28	금융자문협약 체결
1995. 7. 24	대출확약서 발급 및 사업계획서 접수
1995. 7. 25 ~ 8. 10	사업계획서 검토/평가 및 관계기관 협의
1995. 8. 11 ~ 9. 28	사업시행자와의 협상/실무 협의, 법률자문회사 선정(8.24)
1995. 10. 27	사업시행자 선정 및 실시협약 체결
1995. 11. 25 ~ 11. 29	실시계획 승인, 금융기관들의 참여확약서 제출 및 착공
1995. 12. 1 ~ 12. 18	Mandate 수령, 대주단 모집 초청서 발송, Syndication 종료
1995. 12. 27	대출 약정 체결 및 서명식
1998. 9. 28	대출금 최초 인출(이후 3개월마다 인출)
2000. 7. 3	신공항고속도로주식회사에서 신공항하이웨이주식회사로 사명 변경
2000. 11. 20	인천국제공항고속도로 개통
2000. 12. 5	인천국제공항고속도로 유료 통행 개시

금융 구조 및 계약 구조

- 본 사업에 소요된 총 자금은 2조 984억원으로 국가 사업 3,584억원(17.1%)을 제외한 1조 7,400억원을 민간부문에서 조달하였음.
- 이 가운데 25%인 4,400억원을 11개 건설회사가 자기자본으로 출자하였고, 나머지 1조 3,000억원(75%)은 산업은행을 비롯한 18개 금융기관이 대주단을 구성하여 5년 거치 11년 상환의 총 16년의 기간에 걸쳐 프로젝트 금융 방식의 syndicated loan 으로 공급하였음.

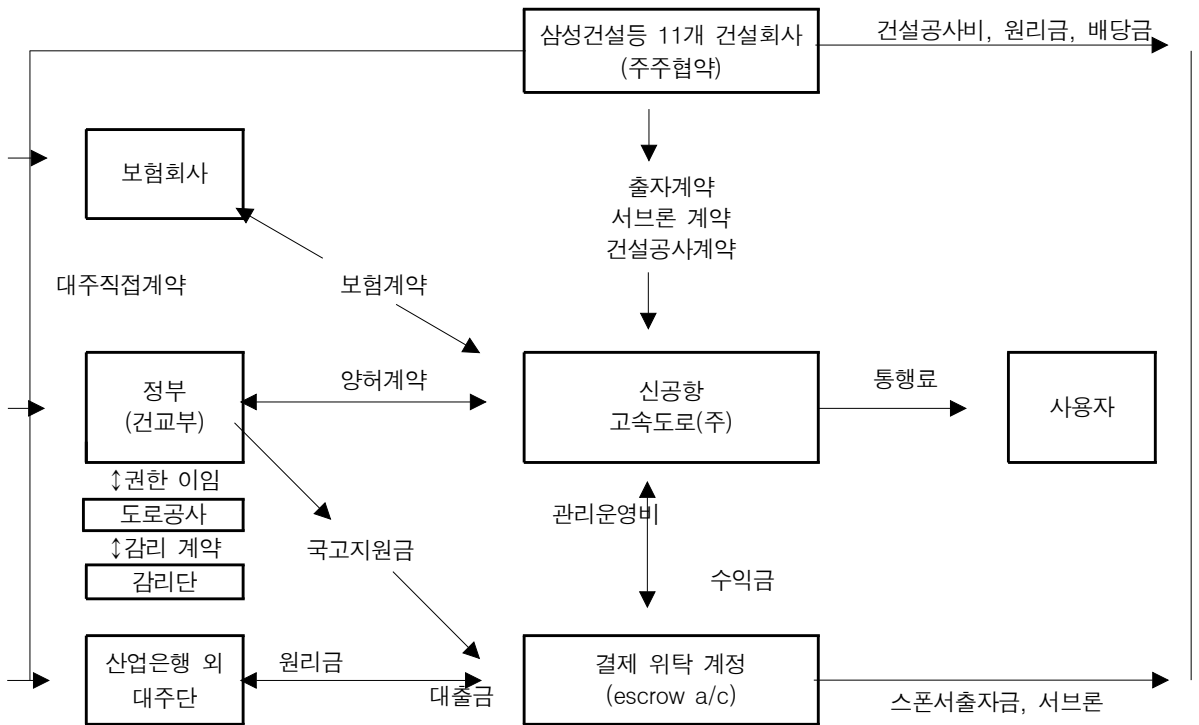
<표 7> 소요 자금 및 자금 조달 구조

(단위: 억원)

총소요 자금		조달 계획		비고
국가 사업	3,584	국고 지원	3,584	용지 매입, 어업권 보상 등 자기자본비율 25% 타인자본비율 75%(프로젝트 금융 대출)
민자 사업	17,400	출 자 금	4,400	
		차 입 금	13,000	
계	20,984	계	20,984	

- 차주는 본 사업의 추진을 위하여 SPC 형태로 설립된 신공항공속도로(주)이며, 대출 금리는 1년 금융채 유통수익률을 기준 금리로 설정하였고, 이에 시설물의 완공을 기 준하여 완공 이전에는 1.95%, 그리고 완공 이후에는 1.6%의 spread가 추가되었음.
  - 주요 금융 수수료로서, 약정수수료는 연중 최초 기표 예정일을 기준하여 1년 이내 는 0.3%, 그리고 1년을 초과할 경우에는 0.5%로 설정되었고, 대리은행수수료는 연 간 5,000만원이 부과되었으며, 기타 관리수수료가 부과되었음.
  
- 1998년 9월 28일에 최초로 대출금이 인출된 이후 3개월마다 사업 추진 실적에 따라 일정 금액이 인출되었는데, 최초 인출 선행 조건은 다음과 같음.
  - 출자회사는 출자금을 선투입하여야 하며, 각종 선행 계약·약정·협약 등을 체결 하고, 각종 인허가 사항을 획득하여야 함.
  - 대주단이 지정한 은행에 자금 관리 계좌를 개설하며, 요구되는 담보의 제공을 약 정하는 한편, 대주단이 지정한 보험회사에 적정한 수준의 보험을 입보하고 해당 보험회사의 부보의견서를 제출하여야 함.
  
- 본 사업의 주요 금융 조건으로서, 출자자 및 사업시행자의 담보 제공을 들 수 있는데, 구체적인 내용은 다음과 같음.
  - 대출금 1조 3,000억원에 대하여 연대 보증 방식의 출자자 보증과 5,000억원의 한도 이내에서 지분율에 대한 출자자 약정서가 요구되며, 1.0배 이상의 부채 상환 비율 (DSCR)을 유지되어야 함.
  - 이와 같은 출자자 제공의 담보 이외에도 출자자 보유 주식의 전량에 대한 질권 설 정, 자금 관리 계좌에 대한 질권 설정, 보험 계약 청구권의 질권 설정, 관리운영권 의 근저당 설정, 그리고 기타 계약상의 권리 양도 등 사업시행자의 각종 권리 및 권한에 대한 제약 또한 요구됨.
  
- 수도권 신공항 고속도로 프로젝트 참가자들간에 체결된 계약 구조를 살펴보면, <그림 2>와 같음.
  - 삼성건설 등 11개 건설회사는 주주 협약을 통하여 컨소시엄을 구성하였고, 본 사 업의 추진 주체이자 SPC 형태로 설립된 신공항공속도로(주)와는 출자 계약 및 건 설공사 계약을 체결하였으며, 본 사업에 대한 신용 보장을 위하여 후순위대출 (sub-loan) 계약을 체결하였음.

<그림 2> 프로젝트의 계약 구조



- 본 사업의 건설 및 운영과 관련된 양허 계약은 주무관청인 건설교통부와 사업 주체인 신공항고속도로(주) 사이에 이루어졌으며, 건교부는 관리 및 감독 권한을 도로공사에 이임하였음.
- 본 사업의 추진 과정에서 소요되는 모든 자금의 유출은 대주단이 자금 관리에 관한 합의서에 기초하여 설정한 결제 위탁 계정(escrow account)을 통하여 이루어지며, 주간사인 산업은행을 포함한 대주단간의 계약 내용은 대주단 협약서에 명시됨.
- 또한, 사업 주체인 신공항고속도로(주)는 대주단과 은행단 대출 약정을, 그리고 주간사인 산업은행과 수수료 약정을 체결하고, 출자자인 삼성건설 등 11개 건설회사는 담보 제공의 목적으로 대주단에게 출자자 보증서 및 출자자 약정서를 제출함.

### 신용 보강 및 리스크 완화 방안

- 본 사업은 유료 고속도로를 건설하여 완공과 더불어 시설의 소유권을 정부에게 귀속시키고, 사전적으로 양허된 30년의 무상 사용 기간 동안에 당해 시설의 운영을 통하여 창출되는 현금 흐름으로 대출금을 상환하는 한편, 출자금과 일정 수준의 수입을 회수하는 BTO 방식의 사업임.

- 따라서 본 사업의 추진 과정에서 발생하여 운영 과정에서 창출되는 미래의 현금 흐름에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 리스크는 크게 출자자의 신용 리스크, 공사 완공 리스크, 그리고 관리운영 및 시장 리스크로 세분할 수 있음.
  - 그리고, 이와 같은 리스크에 대한 기본적인 대응 방안은 <그림 2>에 명시된 바와 같이 참여 주체들 간에 성립된 구속력이 있는 계약이 근간을 이루고 있으며, 추가적인 신용 제고 및 리스크 완화 방안은 다음과 같음.
- 출자자의 신용 리스크는 건설 및 운영 과정에서 출자자의 지급 불능(insolvency) 상황으로 야기되는 리스크로서, 출자자인 11개 건설회사의 대부분이 대형 건설업체일 뿐만 아니라 30대 계열기업군 소속이어서 신용도가 양호한 것으로 평가되었음.
    - 또한, 출자자 약정서 상에 신용도 악화로 인해 무자력 출자자가 발생할 경우, 잔여 출자자가 그 부담분을 자동 인수하도록 명시하여 사실상 연대 보증의 입보를 명문화하였음.
  - 공사 완공 리스크는 시설물의 건설을 필요로 하는 모든 프로젝트 금융 사업에 있어서 가장 크게 간주되는 리스크로서, 시공상의 기술적 위험과 공기 지연 및 공사비 초과가 가장 중요한 리스크임.
    - 본 사업은 물가 변동 및 설계 변동에 의한 경우를 제외하고는 순공사비를 고정시켰고, 건설공사보험의 가입과 더불어 공사 완공에 대한 연대보증서 또는 이행보증보험증권의 제출을 의무화하였음.
    - 또한, 공기 지연의 경우, 시공회사는 사업시행자인 신공항고속도로(주)에게 미완공분 순공사비에 대하여 1일당 0.1%의 지체보상금 납부를 의무화하는 한편, 한국도로공사, 감리단 및 대리은행에 의하여 지속적으로 공정을 점검하도록 하였음.
  - 관리운영 및 시장 리스크를 완화하기 위한 신용 제고 장치로서, 미래에 창출되는 현금 흐름에 결정적인 영향을 미치는 최소 교통량에 대하여 정부로부터 보장을 받았음.
    - 전년도 교통량이 정부가 제시한 교통량에 대비하여 20% 이상 차이가 날 경우, 추가로 통행료 또는 무상 사용 기간의 조정이 가능하고, 통행료의 조정으로 부족할 경우에는 재정 자금의 보조 또는 장기 대부 조건을 실시 협약에 명시하였음.
    - 또한, 매수청구권(buy-out) 조항의 인정, 수요 부족 및 운전 자금 부족에 대비한 출자자의 자금 보충 의무화, 그리고 보험 가입 의무화 등이 함께 구조화되었음.

## ■ 사례 2: 영등포 문래동 아파트 건설 프로젝트

### 프로젝트의 개요 및 구조

- 본 프로젝트는 영등포구 문래동에 지하 2층, 지상 16~26층 규모의 14개동 아파트를 건설하여 분양하는 사업으로서, 33~61평의 다양한 평형에 총 776세대를 공급하게 됨.
  - 본 사업의 시행사와 시공사는 각각 고산공영(주)과 현대건설(주)이 담당하고 있으며, 공사 기간은 착공일로부터 29개월로 예정되어 있음.
  - 특히, 본 사업은 국민은행이 신탁형 부동산투자신탁 제도에 근거하여 발매한 ‘빅맨 부동산투자신탁 제2, 3호’를 통하여 모집된 자금을 프로젝트 금융 방식으로 대출하여, 토지 잔금 및 초기 사업비를 충당하여 추진되고 있는 사업임.

<표 8> 프로젝트의 개요

구분	내용
위치	서울시 영등포구 문래동 3가 77-19외 29필지
지역 지구	중공업 지역
부지 면적	44,320,83㎡(13,407.05평)
건축 면적	7,003.54㎡(2,118.57평)
건축 규모	지하 2층, 지상 16~24층, 14개동 총 766세대 · 33평형/172세대, 45평형/371세대, 50평형/187세대, 61평형/46세대
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)
개발 계획	아파트 및 부대시설
시행사	고산공영(주)
시공사	현대건설(주)
공사 기간	착공일로부터 29개월

자료: 국민은행, “빅맨부동산투자신탁 2, 3호 투자 설명서”, 2000. 9.

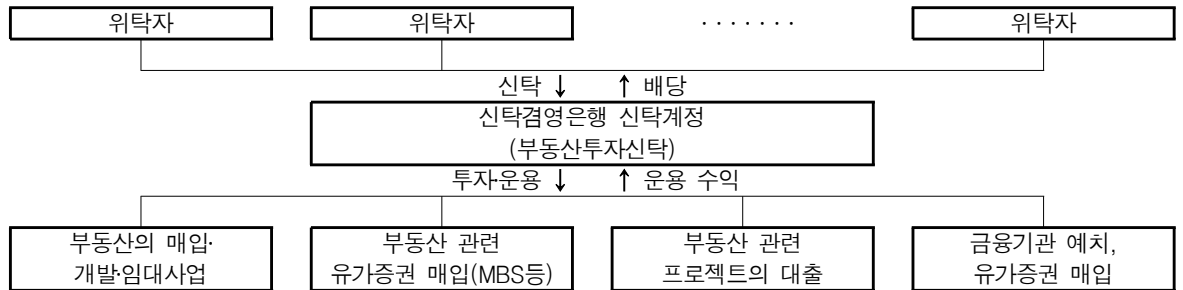
- 계약형 부동산투자신탁 제도는 1998년 4월에 『신탁업법』 시행령의 개정을 통하여 도입된 부동산에 대한 간접투자 제도임.<sup>10)</sup>
  - 이는 <그림 3>에서와 같이 부동산 매입 및 개발과 관련된 투자를 목적으로 금전

10) 계약형 부동산투자신탁의 운용 대상은 부동산의 매입, 개발 및 임대사업, 부동산 관련 프로젝트(매입 또는 개발)을 위한 대출, 그리고 MBS 등과 같이 부동산 관련 유동화 증권의 매입 등임. 기타 여유 자금은 금융기관에 예치하거나 또는 국공사채 등 유가증권의 인수 및 매입 등에 운용할 수 있으나, 동 제도의 도입 목적에 따라 연평균 운용 펀드의 70% 이상을 부동산과 관련하여 운용하여야 함. 계약형 부동산투자신탁 제도에 대한 보다 자세한 사항은 「계약형 부동산투자신탁제도: 현황, 전망 및 시사점」(왕세중, 한국건설산업연구원, 2000)을 참조하기 바람.



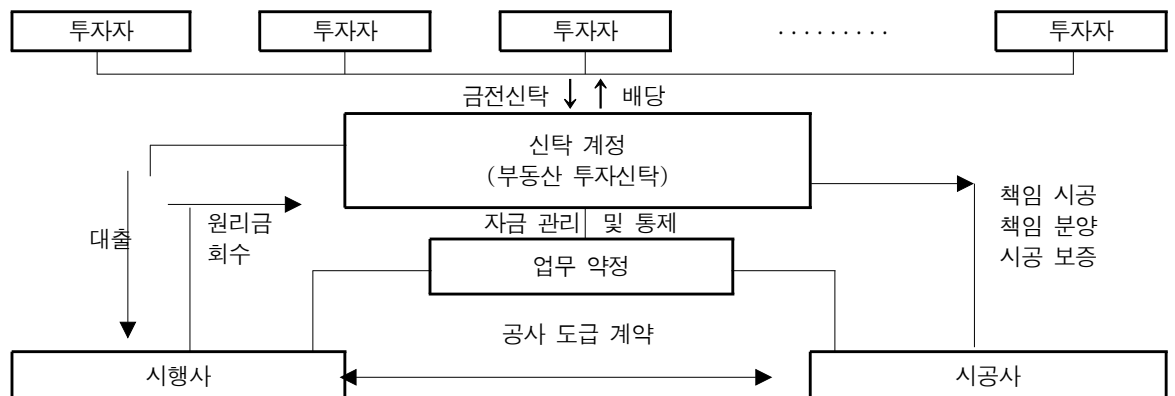
을 신탁받을 수 있는 신탁경영은행이 신탁 계정을 설정하고, 이를 바탕으로 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산투자신탁 업무를 수행하는 제도임.<sup>11)</sup>

<그림 3> 계약형 부동산투자신탁의 개념도



- 계약형 부동산투자신탁을 활용한 사업 구조는 <그림 4>에서와 같이 신탁 자금의 모집 및 관리의 주체인 은행과 사업 추진의 주체인 시행사, 그리고 해당 사업의 시공 및 분양을 담당하는 시공사로 구성되어 있음.
- 이는 지금까지 발매된 모든 부동산 투자신탁이 분양형 아파트 또는 주상복합 개발 사업을 투자 대상으로 설정하고 있기 때문이며, 개별 주체는 3자 사이의 업무 약정을 통하여 각각의 수행 업무를 분담하고 있음.

<그림 4> 은행 부동산 투자신탁의 사업 구조



자료: 국민은행, “빅맨부동산투자신탁 2, 3호 투자 설명서”, 2000. 9.

11) 계약형 부동산투자신탁 제도는 1998년 4월에 도입되었으나, 실질적으로 계약형 부동산투자신탁 상품이 발매된 것은 2001년 7월 24일에 국민은행이 서울시 문정동 소재의 아파트 개발사업을 대상으로 130억원 규모의 ‘빅맨부동산투자신탁 제1호’를 발매한 것에서 비롯됨. 2001년 10월 25일 현재, 은행권이 발매한 계약형 부동산투자신탁 상품 현황을 살펴보면, 국민은행이 6개, 하나은행이 5개, 조흥은행이 2개, 한빛은행이 5개, 그리고 한미은행이 2개의 상품을 발매하여 모집 금액은 4,526억원에 이르고 있음.

- 자금 운용의 주체인 은행은 부동산 투자신탁 상품의 판매를 통하여 다수의 투자자로부터 자금을 모집하고, 이를 분양형 개발사업의 부지 매입비 또는 잔금, 그리고 초기 사업비 등에 프로젝트 금융 방식으로 대출하여 투자하고 있음.
- 또한, 은행은 해당 개발사업의 추진을 위하여 결제 수탁 계정(escrow account)을 설정하여 모든 자금의 유입 및 유출을 관리, 통제하며, 개발사업의 추진 단계에 따라 분양 수입금에서 투자 원리금을 우선적으로 회수하고 있음.
- 특히, 국민은행은 빅맨부동산투자신탁 제2, 3호 상품을 각각 12개월과 18개월의 상이한 신탁 기간에 320억원과 300억원 규모로 발매하여 본 사업의 추진 기간과 연계하여 자금을 대출하였음.
- 본 사업의 자금 지원을 위하여 발매된 빅맨부동산투자신탁 제2, 3호의 상품 구조는 <표 9>와 같음.

<표 9> 빅맨부동산투자신탁 제2, 3호의 상품 구조

구분	내용
신탁 형태	단위형-폐쇄형 합동신탁 불특정 금전신탁
가입 대상	무제한(개인 및 법인), 타익 신탁은 신탁 이익의 타익 신탁만 가능
신탁 기간	청약일로부터 12개월(2호), 18개월(3호), 신탁 기간의 단축 및 연장 가능
청약 기간	2000년 9월 4일 ~ 10월 2일, 1개월 이내의 선착순 - 청약 기간의 단축 및 연장 가능, 모집 금액 미달시 환급 조치
모집 금액	320억원(2호), 300억원(3호)
청약 금액	500만원 이상 ~ 32억원(2호), 500만원 이상 ~ 30억원(3호) 이내(모집 금액의 10%), 원단위 청약
이익 계산	신탁 기간 만료시, 펀드 청산의 방식에 의한 실적 배당
지급 방법	만기 지급일에 지정 계좌로 일괄 자동 이체
청약 구조	중도 해지 불가(특별중도해지 불가) - 담보 인정/대출 가능 비율: 신탁 잔액의 80% 이내 - 신탁의 수익권 양도 불가, 담보 제공 가능(은행 승인 조건부), 원본 및 이익 보전 불가
신탁 보수	기본 보수: 연평균 운용 자산의 1.5% 성과 보수: 수탁 당시의 국민은행 1년 만기 일반 정기예금의 이자율을 초과하는 수익의 20%

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

- 시행사는 부지 매입, 사업 승인 및 분양 신청 등 해당 개발사업의 추진과 관련된 제반 인가 및 허가 업무를 담당하고 있음.
- 또한, 시행사는 부동산 투자신탁 자금으로 부지 매입비 및 초기 사업비를 조달하며, 설계, 감리 및 공사의 도급을 위한 각종 계약을 체결하고 있음.
- 한편, 시공사는 해당 개발사업의 시공 및 분양을 담당할 뿐만 아니라 연대 시공사의 선정을 통하여 해당 사업에 대한 시공 보증을 제공하고 있음.

## 신용 보강 및 리스크 완화 방안

- 본 사업의 추진 과정에서 발생 가능한 리스크의 종류는 크게 인허가 리스크, 분양 리스크, 완공 리스크와 더불어 시행사 및 시공사의 신용 리스크를 지적할 수 있음.
  - 계약형 부동산투자신탁 상품의 운용 주체인 은행은 프로젝트 금융의 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 제고하고 있음.
- 본 사업의 분양성은 매우 양호한 것으로 판단되었는데, 이는 서울시 9차 동시분양 대상으로 776가구의 대형 단지일 뿐만 아니라, 우수한 입지 조건과 해당 지역에 대한 신규 공급 물량이 크게 부족하였기 때문임.
  - 또한, 본 사업의 경우, 시공을 담당할 현대건설(주)이 자사의 브랜드 이미지를 바탕으로 일정 수준 이상의 분양률이 달성된다는 것에 대하여 책임을 졌음.
- 한편, 사업 승인을 비롯하여 아파트 개발사업의 추진을 위한 각종 인허가의 취득은 업무 약정을 체결할 당시 이미 완료되었고, 민원 발생의 가능성 또한 매우 낮은 것으로 판단되었음.
  - 특히, 시공사의 책임 시공 및 연대 시공사의 입보를 통하여 공사 지연에 따른 사업 지연의 리스크는 매우 낮도록 구조화되었음.
- 시행사 및 시공사의 신용 리스크와 관련하여, 국민은행은 자금 관리를 위한 결제 수탁 계정을 설정하여 투자 자금의 유출과 분양 수입금의 유입을 통제 관리하였음.
  - 뿐만 아니라, 은행은 사업 부지 등 각종 자산에 대한 1순위의 담보권을 설정하였고, 기간별 적립금 및 공정률에 대비하여 공사비의 지급을 조절함으로써 분양 리스크와 완공 리스크, 그리고 시행사 및 시공사의 신용 리스크를 헤지하고 있음.
  - 특히, 시행사에 대한 개발 이익(capital gain) 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 완화하고 있음.

## ■ 시사점

### 프로젝트 금융 활성화의 전제 조건: 위험 배분과 신용 보강

- 지금까지 살펴 본 두 가지 사례는 매우 상이한 구조를 갖고 있는 반면, 프로젝트 금융의 추진 과정에서 필연적으로 요구되는 공통적인 사항이 있음.
  - 수도권 신공항 고속도로 건설 프로젝트는 모기업의 신용 리스크와 해당 프로젝트의 사업성을 절연하기 위하여 독립된 SPC를 설립하여 추진된 반면, 문래동 아파트 개발 프로젝트는 참여 주체간의 업무 약정을 통하여 해당 사업이 추진됨에 따라 별도의 독립된 SPC 설립이 요구되지 않았음.
  - 이와 같은 사업 구조 측면에서의 차이점에도 불구하고, 두 가지 사례의 공통적인 특징으로서 단일 사업의 추진을 위하여 참여 주체간의 특화된 기능이 종합되어 운영되었고, 이러한 기능의 종합은 참여 주체간의 계약에 의하여 이루어졌다는 점을 지적할 수 있음.
  
- 프로젝트 금융을 비롯한 자산 금융(asset-based finance)의 금융 기법으로 활용되는 구조화된 금융(structured finance)의 경제적인 기능은 참여 주체간의 적절한 위험 배분(risk allocation)과 신용 보강(credit enhancement)을 통하여, 미래에 발생하는 현금 흐름의 안정적인 가치를 제고하는 것임.
  - 특히, 프로젝트 금융의 성공 조건은 참여 주체들이 프로젝트의 추진 과정에서 발생 가능한 개별 리스크의 최소화보다는 프로젝트 전체의 리스크를 최적화하는 계약 구조를 구성하는 것임.
  
- 한편, 프로젝트 금융의 두 번째 성공 조건인 신용 보강은 크게 외부 신용 보강 장치와 내부 신용 보강 장치로 세분할 수 있음.
  - 외부 신용 보강 장치(external credit enhancement measures)는 은행 또는 보험회사의 지급 보증(guarantee) 또는 은행의 신용 공여(credit line) 등과 같이 제3자의 지급 능력에 의존하여 해당 프로젝트에서 창출되는 현금 흐름의 신용을 제고하는 것임.
  - 따라서, 지급을 보증하는 기관의 신용도가 신용 보강의 신뢰성 및 부채 상환의 가능성에 직접적인 영향을 미치게 됨.

- 반면, 내부 신용 보강 장치(internal credit enhancement measures)는 프로젝트 금융의 구조화 설계 단계에서 발생 가능한 위험 요소가 경감될 수 있도록 원리금의 지급 조건을 조정하거나 또는 출자자 스스로 보증하는 방법임.
  - 따라서, 출자자의 자체 보증을 비롯하여 자산 구성의 선·후순위 구조화, 현금 흐름의 차액 적립 계정의 설정, 예비비 계정의 설정 등이 포함됨.
  
- 내수 부진에 따른 경기 침체 등 최근의 경제 상황을 감안할 때, 『프로젝트 금융 투자회사법』의 제정을 통한 기업의 신용 리스크와 개별 프로젝트의 사업성 분리는 매우 적절한 정책 방안으로 평가됨.
  - 또한, 동법의 제정을 통하여 향후 지속될 것으로 예상되는 저금리 시대에 대하여 금융기관이 대응할 수 있는 장기 투자 방안을 마련할 수 있을 것으로 예상됨.
  - 따라서 동법의 제정 과정에서 『은행법』과 『보험업법』의 개정 방향 및 범위가 각종 금융 및 세제 혜택의 범위와 더불어 주요 현안으로 대두될 것으로 예상됨.
  
- 투자의 기회 비용에 따라 대규모 자금이 신속하게 이동하는 금융시장에서 결코 ‘공짜 점심(free lunch)’이 존재할 수 없다는 지극히도 당연한 사실은 프로젝트 금융의 유용성을 절감하는 사업 주체, 금융기관 그리고 정부 등 참여 주체들에게 많은 시사점 및 교훈을 제공하고 있음.
  - 특히, 미래에 창출되는 현금 흐름을 부채 상환의 기본 재원으로 자금이 공여되는 프로젝트 금융의 경우, 프로젝트의 추진 과정에서 발생 가능한 각종 리스크를 프로젝트에 내부화하여 대응할 수 있는 사업성이 있는 계약 구조의 개발과 더불어 합리적 기준에 맞는 신용 제고 방안의 강구가 절실히 요구됨.

왕세종(연구위원·sjwang@cerik.re.kr)