

프로젝트 파이낸싱 실행에 영향을 주는 요인들

KIGEM



홍라정, 교보증권(주) 프로젝트금융팀 과장

1. 서 론

외환위기 이후 국내 부동산 개발시장에서 프로젝트금융 기법이 다양하게 활용되어 왔다. 그러나 이러한 우리나라의 프로젝트 파이낸싱 현실은 프로젝트 자체의 현금흐름에 따라 대출금 상환 가능성이 판단되는 것이 아니라, 시공에 참여하는 건설회사의 신용도에 의해 프로젝트 파이낸싱의 실행 여부 및 금융조건이 크게 영향을 받고 있다. 또한 실제 자금조달 사례들을 보면, 해당 건설회사의 신용도가 금융조건이나 대출 실행여부와 관련이 있음에도 불구하고, 동일한 신용등급의 건설회사 또는 동일한 건설회사의 신용보강에 의한 프로젝트 파이낸싱의 시도가 검토 중인 금융기관의 여신승인 시점이나 자금집행 예상시점의 금융환경에 따라 성사여부에서 차이를 보이기도 한다는 것을 알 수 있다.

2. 프로젝트 파이낸싱의 위험관리장치

프로젝트 금융은 대출약정과 위험관리장치가 패키지로 구성되어 있기 때문에, 프로젝트 금융의 약정규모, 약정기간, 금리

등 대출조건들은 프로젝트의 성격과 이해당사자를 둘러싼 위험관리장치에 의해 영향을 받게 된다.

프로젝트 파이낸싱의 경우 대출상환을 프로젝트로부터 발생하는 현금 흐름으로 제한하는 만큼 대출약정과정에서 대출상환 위험을 회피할 수 있는 위험관리장치를 마련하게 되는데, 그 대표적인 방안으로 이해당사자들의 대출 원리금 상환보증을 들 수 있다.

국내에서 실행되는 부동산개발사업의 프로젝트 파이낸싱은 대부분 건설회사 또는 은행이 신용보강을 제공하고 있으며, 건설회사의 경우에는 차주인 시행사의 채무불이행시 채무인수, 지급보증 등의 형태로, 은행의 경우에는 신용공여(Credit Line)의 형태로 주로 이루어지고 있다.

채무인수, 지급보증, 신용공여 등은 개별적으로 법률적 의미가 상이하기는 하지만, 개발사업과 관련된 신용보강 수단으로 사용될 경우 실질적인 법률적효과는 거의 비슷하다고 할 수 있다.

3. 프로젝트 파이낸싱의 실행요건

3.1 금융기관 심사분석의 주요사항

프로젝트 파이낸싱의 실행을 위한 금융기관의 심사분석 주요사항으로는 프로젝트와 관련된 사항외에 건설회사에 대한 신용도 분석이 주요한 부분이 되며(표1참조), 금융기관의 심사분석

표1. 프로젝트 파이낸싱 심사분석 주요사항

구분	내용
시공사 신용도	- 부동산 개발 프로젝트 파이낸싱의 경우, 시공사의 신용보강 방안이 일반적이므로 이러한 신용보강을 해주는 시공사의 신용도가 중시됨.
분양지역	- 프로젝트 파이낸싱의 경우, 미래에 발생하는 현금흐름(분양 수익금)으로 상환하게 되므로 개발사업의 분양성은 가장 기본적인 분석 판단 기준이 됨. - 분양지역에 따른 분양성 차등 판단
예상분양률	- 초기 예상 분양율 검토 (초기, 중기, 말기)
건축분류	- APT, 주상복합, 오피스텔, 상가에 따라 차등 적용 - 역세권, 비역세권 등
사업수익성	- 매출액 대비 사업수익률 - 적정사업수익 여부 검토

조건에는 건설회사를 통한 신용보강이 포함된다. 이러한 채권보 전방안은 일반적으로 프로젝트에 참여하는 건설회사의 신용공여 방법으로 요구되어, 건설회사의 신용도에 따라 대출실행 여부 및 금융조건에 영향을 주게 된다.

3.2 건설회사의 신용도와 신용등급

우리나라의 부동산 개발사업에 있어서 프로젝트 파이낸싱의 실행에 주요한 기준이 되고 있는 건설회사의 신용도를 판단하는 기준은 일반적으로 신용평가기관에서 정해지는 Issuer Rating¹⁾에 근거하며, 이는 해당 기업의 채무상환능력에 대한 종합적 평가인 '신용등급'으로 표현된다.

표2. 신용등급 체계의 평가요소

구분	평가요소
경영관리위험	-지분 및 지배구조, 경영진의 경영능력, 기업관 및 기업문화, 경영정책 및 경영전략, 기타 특기 사항 등
계열위험	-계열그룹 사업위험 및 재무위험, 계열기업에 대한 의존성, 자금지원, 지급보증 또는 담보제공 능력 등
산업위험	-산업의 특성 및 수명주기상의 위치, 업종의 주기적 특성, 수급 변화요인, 산업의 재무적 특성, 규제 및 입법, 경쟁상태 및 진입장벽, 기타 산업내 현존 또는 잠재적 특성 및 위험요소 등
사업 및 영업위험	-사업구성, 사업경쟁력 및 지원, 영업효율성, 사업전략
재무위험	-회계정책, 재무안정성, 재무탄력성 등 유동성 위험 등

자료 : 한국신용평가

프로젝트 파이낸싱에 있어서 건설회사의 신용등급은 건설회사의 원리금상환능력을 판단하는 기준이 되며, 프로젝트 파이낸싱의 가능여부와 금리의 수준 등 금융조건을 결정하는 주요한 요인이 되고 있다.

그러나 프로젝트 파이낸싱의 실제 사례를 분석해 보면, 프로젝트 파이낸싱을 통한 자금조달의 시도에서 일정한 시점별로 부동산금융시장의 분위기에 따라 프로젝트 파이낸싱의 성공율이 유동적으로 반응하는 것을 볼 수 있는데, 이러한 영향을 받은 건설회사들은 대부분 BBB- 등급으로 2005년에 상향 조정된 경우가 많은 것으로 나타났다.

4. 프로젝트 파이낸싱의 실패사례

4.1 프로젝트 파이낸싱 실패사례의 특징

실제 프로젝트 파이낸싱에 의한 자금조달 사례들을 보면, 동일한 신용등급을 가진 건설회사의 신용보강에 의한 자금조달의 시도가 항상 동일한 성공률을 보이는 것이 아니라는 것을 알 수 있는데, 이는 금융기관의 프로젝트 파이낸싱 실행을 위한 심사분석에 있어서, 건설회사의 신용등급 외에도 건설회사의 신용도를 판단하는 기준에 영향을 미치는 변수가 있다는 것을 의미한다.

〈표3〉에 의하면 A, B, C, D, E 프로젝트에 대하여 해당 건설회사의 신용보강에 의한 자금조달의 시도가 2004년 말 일제히 실패하였던 것을 알 수 있다.

A, B, C, D, E 건설회사는 모두 1군 업체로서 2004년도는 이들의 신용보강을 통한 프로젝트 파이낸싱이 활발하게 이루어졌던 시기였다.

A, B, C, D, E 건설회사들은 외환위기 이후 활성화된 부동산 개발시장의 중심에서 적극적인 수주영업을 통해 아파트 브랜드의 인지도를 높여가며, 지급보증 방식의 신용보강을 통해 해당 프로젝트의 자금조달 계획에 대하여 프로젝트 파이낸싱을 위한

표3. 2004년 말 프로젝트 파이낸싱 자금조달 실패사례

구분	A 프로젝트	B 프로젝트	C 프로젝트	D 프로젝트	E 프로젝트
사업지/사업유형	경기도/아파트사업	대구/아파트사업	서울/주상복합사	업강원도/아파트사업	경기도/아파트사업
자금조달 추진시점	2004. 11	2004. 11	2004. 11	2004. 11	2004. 11
자금조달 방법	공사대금채권 ABL	시행수익 유동화	부동산 Fund	토지대금 PF	토지대금 PF
신용보강방안	A건설의 지급보증, 책임준공	B건설의 지급보증, 책임준공	C건설의 지급보증, 책임준공	D건설의 채무인수, 책임준공	E건설의 지급보증, 책임준공
조달금액	500 억원	260 억원	450 억원	120 억원	400 억원
최장만기	19 개월	27개월	10개월	12 개월	24개월
자금조달 추진결과	실패	실패	실패	실패	실패

자료 : 교보증권 프로젝트금융팀

1) Issuer Rating 은 해당기업의 장기적인 채무상환능력을 선순위 무보증채무에 준하여 평가하고 이를 신용등급화 하는 것으로서, Issuer Rating 등급은 무보증 회사채등급체계 및 정의와 동일하며, 원리금 지급 능력의 정도에 따라 AAA부터 D까지 10개 등급으로 분류된다. 등급 AAA부터 BBB까지는 원리금 상환능력이 인정되는 투자등급이며, BB에서 C까지는 환경변화에 따라 크게 영향을 받는 투기등급으로 분류된다.

채권보전 방안을 제공하면서 매출증대와 함께 회사의 신용등급 상승을 이루어온 건설회사들로서, 2004년부터 2006년까지 최근 3년간 활발하게 프로젝트 파이낸싱을 통한 자금조달을 실행해왔다.

이들 건설회사는 재무제표 상으로는 2004년 3/4분기와 4/4분기를 통해 특이한 변동 사항이 나타나지 있으며, 오히려 A, B 건설회사의 경우, 2004년 말에 이르러 전국적으로 시공참여한 사업지의 분양률이 95%를 상회하는 수준으로 안정적인 현금흐름을 예측할 수 있는 회사들이었다.

4.2 부동산금융시장의 루머(Rumor)

2004년 말, 이들의 신용보강을 통한 프로젝트 파이낸싱 자금 조달이 실패하게 되었던 공통 요인은, 2004년 8월부터 돌기 시작한 금융시장의 루머에 기인한다.

루머의 실체는 명동사채시장에서부터 시작된 “증권건설업체의 어음 대량할인 유통설”로서, 당시 루머는 특정 건설회사 A, B 등을 지칭하여 어음 대량할인 유통을 언급하며, 이들 건설회사들의 존립에 대한 위기감을 조장하였고, 신용공여 기관의 영속성이 전제가 되어야 하는 금융기관의 여신승인 과정에서 통제할 수 없는 부정적인 요인으로 작용되어 결과적으로 자금조달의 실패 결과를 초래하게 된 것이다.

또한 2004년 말에는 외환위기 이후 급성장하여 프로젝트 파이낸싱을 통한 자금조달의 비중이 많은 주택사업전문업체들의 재무구조에 대한 우려의 목소리가 높아지면서 A, B, C, D 등의 건설회사의 지급보증에 의한 프로젝트 파이낸싱 여신의 위험성이 이슈화 되기도 하였다.

E 건설회사의 경우, 2004년 말 프로젝트 파이낸싱을 통한 신규자금조달이 불가능 했던 원인은 대표이사의 횡령사건으로 인한 위기설 때문이었다.

이것은 기업에 대한 신뢰도의 문제로서 E 건설사에 대한 금융시장의 평판에 영향을 주며, 2004년 말 프로젝트파이낸싱을 통한 자금조달의 불능상태와 함께, 2004년 말 수시평가로부터 다음해인 2005년 신용평가기관의 본평가에서 신용등급이 한 단계 하락하는 결과를 초래하였으나, 2005년 E 건설회사의 매출은 오히려 증가하였다. 대주주가 변경되고 지분구조가 안정된 후, 2006년 초 정기평가에서 E건설회사의 신용등급은 BBB-로 다시 상승하였다.

건설회사의 인수합병설에 의한 변동 가능성도 금융기관에서 해당 건설회사의 신용보강을 통한 대출금 회수에 대한 안정성을

표4. 루머와 관련된 금융기관 여신담당자의 부결 이유

내 용
- 금융시장의 각종 루머로 인한 해당 건설회사의 위기설
- 건설시장의 각종 루머로 인한 해당 건설회사의 재무안정성 리스크
- 루머의 진위성 대한 리스크
- 각종 루머와 관련된 금융기관 내부의 소극적인 입장 또는 내부의 지침

판단하는 조건으로 작용한다.

2004년 말 일시적으로 프로젝트 파이낸싱을 통한 자금조달의 어려움을 겪은 건설회사들은 다음해인 2005년, 매출 상승과 함께 금융시장의 우려와 관계없이 건재함을 과시하였고, 국내 부동산 경기의 변동 Risk를 Hedge 하게 위해 본격적으로 해외 부동산 사업에 진출하기 시작하였다.

A, B, C, D건설을 포함하여 이들의 신용등급은 2005년 투자적격등급(BBB-)으로 일제히 상승하였고, 2005년 이후부터 ABS를 포함한 더욱 다양한 형태의 프로젝트 파이낸싱을 통한 자금조달의 기회를 갖게 되었다.

4.3 건설회사와 금융기관의 결산일

A, B, C, D, E사를 포함한 증권건설업체들은 신용등급이 상승한 2005년과 2006년에 이르러, BBB 급 채권에 대한 수요 증가, 은행 대출에 비해 상대적으로 완화된 프로젝트 파이낸싱 조건 등의 영향으로 2004년에 비해 더욱 활발하게 프로젝트 파이낸싱을 통한 자금조달을 실행해 왔으나, 2005년과 2006년도에도 사업년도가 끝나가는 시점에 신규 자금조달이 어려운, 2004년 말과 유사한 상황을 겪게 되었다.

이것은 프로젝트 파이낸싱 지급보증 확대로 인한 우발채무 증가 리스크로 표현되지만, 결과적으로 매년 말 일시적으로 자금조달이 어려워지는 현상이 되풀이 되는 것은 건설회사의 결산일 및 금융기관의 결산일과도 관계가 있는 것으로 나타났다.(<표5> 참조)

일반적으로 매년 말 결산하여 다음해 1월에 사업년도가 시작되는 건설회사들은 사업년도가 시작되면서 적극적으로 신규사업 수주영업을 확대하게 되고, 당연히 사업참여 규모만큼 프로젝트 파이낸싱의 지급보증 규모가 늘어날 수 밖에 없는 상황으로, 결산일을 앞둔 4/4분기에 이르러서는 다수의 프로젝트 파이낸싱 사업 참여에 의한 과도한 지급보증으로 인한 우발채무로 재무구조의 안정성 리스크에 노출될 수 밖에 없는 구조를 갖게 되는 것이다.

또한, 전사업년도의 프로젝트 파이낸싱에 대해 지급보증한 사

업지의 분양율이 저조할 경우, 준공일을 앞둔 다음 사업년도의 결산일에 공사비의 회수 리스크 또는 금융기관의 채권보전 방안의 실행 리스크 등에 노출될 수밖에 없는 현실이다.

실제로 A건설회사의 경우, 주택사업부분의 경쟁력과 현재 진행중인 사업의 우수한 성과에도 불구하고, 프로젝트 파이낸싱 사업의 지급보증으로 인한 우발채무 증가로 인하여 2006년 말 신용평가기관의 하반기 정기평가에서 전망하향조정 평가²⁾를 받기도 했다.

프로젝트 파이낸싱의 실행에 있어서 기업의 결산일과 관련된 영향은 실제로 프로젝트 파이낸싱을 담당하는 금융기관의 성격에 의해서도 나타나는데, 매년 3월이 결산일인 대부분의 금융기관들은 일반적으로 연말이 되면 여신 담당자들에게 할당된 실적을 거의 다 채우고 있기 때문에, 사업의 안정성이 확보되지 않은 부동산 개발사업의 프로젝트 파이낸싱을 통한 여신에는 적극적으로 참여하지 않는 성향이 있다.

표5. 기업의 결산일

구분	내용
건설회사	매년 12월 결산
금융기관	매년 3월 결산

주) 금융기관은 Project Financing 여신에 주로 참여하는 상업은행, 보험회사, 증권회사를 의미함. Bridge Loan을 주로 취급하는 저축은행(매년 6월 결산) 제외.

또한 이 시기에는 금융기관 마다 대부분의 건설회사들에 대한 Total Exposure³⁾가 차있는 경우가 많기 때문에, 12월 건설회사의 결산을 지켜보고 새 사업연도가 시작된 후 해당 건설회사의 재무상황을 포함하여 프로젝트의 사업성을 재검토 하자는 입장이 대출담당자의 여신 검토 과정에 반영되는 것도 사실이다.

결국 건설회사의 결산일 12월과 금융기관의 결산일 3월 사이의 Gap 또한 연말 연초에 중견건설업체들의 신용보강을 통한 프로젝트 파이낸싱에 있어서, 신규 자금조달의 실행이 원활하지 않은 일시적인 상황을 조장하는 요인으로 작용하는 것이다.

2) 등급전망제도 : 등급전망(Outlook)은 현재의 등급 체계와는 무관하며, 중기적인 관점에서 신용등급의 방향성에 대한 의견으로, 신용등급의 잠재적인 변동가능성에 대한 추가적인 정보를 제공하기 위해 사용되는 신용등급 보조지표로, 신용등급에 영향을 미칠만한 주요 평가요소를 고려하여 잠재적인 신용등급의 변화방향에 대한 중기적(일반적으로 2년 이내)인 전망을 제시함.

3) Total Exposure : 금융기관이 어떤 국가나 기업에 대해 채권/주식보유(bond and stock holdings), 대출(loan), 지급보증(payment guarantees) 등 총 채권액이 얼마나 되는지를 말하는 것으로, 결국 국가나 기업이 파산할 경우 해당 금융기관이 어느 정도의 손실을 볼 수 있는지 가늠할 수 있는 잣대가 된다.

5. 프로젝트 파이낸싱 실행의 영향요인

프로젝트 파이낸싱의 실제 실패사례를 통한 분석의 결과, 일정기간 프로젝트 파이낸싱을 통한 자금조달의 실패를 경험한 건설회사들은 대부분 외환위기 이후 급성장한 주택사업 전문업체들로서, 2005년 이후 BBB-로 신용등급이 상승된 경우가 많으며, 2006년 현재 기업어음A3-, 회사채 BBB-의 투자적격 등급으로, 2006년 현재 시공능력 평가액 30위에서 60위 사이의 중견건설업체들에 해당된다.

이러한 중견건설업체들은 사업 포트폴리오 중 주택사업의 비중이 커서 부동산 경기변화에 민감하고, 프로젝트 파이낸싱을 통한 자금조달의 비중이 많아 프로젝트 파이낸싱의 지급보증 확대에 따른 우발채무가 급증하여, 결산 시점이 되면 재무구조 리스크에 노출되는 경우가 많다. 또한 미분양 위험이 높은 지방사업 확대에 따른 분양 리스크와 분양시장 침체 장기화에 따른 사업위험이나 재무위험을 보유하고 있는 현실이다. 그러므로 이들은 각종 루머나 여신기관의 내부지침 등 부동산 금융시장의 다양한 변화에 민감하게 반응하게 되는 것이다.

〈표3〉의 분석자료에서와 같이, 동일한 신용도를 가진 건설회사들의 신용보강에 의한 자금조달의 시도가 항상 동일한 성공률을 갖지 않는 것은, 대출 실행에 영향을 미치는 건설회사의 신용도가 건설회사의 재무제표 및 신용등급체계 뿐 아니라 부동산개발사업의 이해당사자들과 관련된 루머 등 다양한 환경에 의해 영향을 받고 있다는 것을 의미한다.

실제로 2004년 말 프로젝트 파이낸싱을 통한 자금조달에 부정적인 영향을 미쳤던, 모 건설회사의 위기설과 관련된 대표이사 신뢰도 및 인수합병설 등은 Issuer Rating의 평가요소 중 경영관리 위험에 포함되어 있으며(〈표2〉참조), 해외사례의 경우, 이미 1999년에 신용등급체계가 실제 금융시장의 변화상황을 적절히 반영하지 못하고 있는 문제점을 들어 개선점을 제시한 바 있다.

프로젝트 파이낸싱의 대출조건 영향 요인에 있어서도 일반적으로 알려진 정량적 요인 외에도, 실제 프로젝트 파이낸싱을 검토하는 금융기관의 특성을 고려하여 건설회사에 대한 신뢰도에 영향을 주는 건설시장의 루머와 건설회사의 결산일, 금융기관의 성격과 관련된 요인의 한 부분으로 금융시장의 루머를 포함하여, 담당자의 실적, 담당 심사역의 업무량을 비롯하여 금융기관의 결산일 또한 반영되어야 할 것이다.(〈표6〉참조)

또한 실제로 프로젝트 파이낸싱을 통한 대출 여부를 결정하는 금융기관의 신용분석 업무에 있어서도, 신용평가기관의 Issuer

표6. 프로젝트 파이낸싱 실행에 영향을 주는 요인들

구 분	정량적 요인	정성적 요인
프로젝트의 성격과 관련된 사항	-개발사업의 규모 -사업지역 -사업기간 -예상분양율 -사업수익성	-부동산 정책
이해당사자의 성격과 관련된 사항	-건설회사 재무구조 -건설회사 실적 -시행사 재무구조 -시행사 실적	-건설시장의 루머 -건설회사 결산일
금융기관의 성격과 관련된 사항	-채권보전 방안 -대출이자 -대출기간	-금융시장의 루머 -담당자의 실적 -심사역의 업무량 -금융기관 결산일 -Total Exposure

Rating 외에 건설회사의 신뢰도를 판단하는 차별화된 세부지침이나 프로젝트 파이낸싱 여신승인의 최종결정에 사용되는 체계적인 판단체계의 필요성을 인식하고 개선점을 모색해야 할 것이다.

6. 맺음말

이상에서 보는 바와 같이, 사실에 대한 진위 여부와 관계없이 건설시장의 루머나 금융시장의 루머는 실제로 금융기관의 프로젝트 파이낸싱을 담당하는 담당자의 판단에 영향을 미쳐 결과적으로 건설회사의 신뢰도를 평가하는 요인으로 작용하고, 프로젝트 파이낸싱 실행 여부에 결정적인 영향을 주고 있다. 물론 이 루머들은 결과적으로 건설회사의 신뢰도에 영향을 미친다는 측면에서 큰 의미로는 건설회사에 대한 신용도의 한 부분으로 해석될 수도 있겠으나, 실제로 금융기관의 입장에서 특정한 프로젝트를 위한 프로젝트 파이낸싱을 검토할 때, 해당 건설회사에 대한 검토 시점의 루머 등이 이슈화 되고 있는 사실을 볼 때, 이러한 루머를 한 가지 요인으로 특정하는 것도 의미가 있을 것이다.

또한 건설회사와 금융기관의 결산일이, 실제로 프로젝트 파이낸싱 실행을 검토하는 금융기관 담당자의 업무에 있어서 대출시점에 대한 판단과 관련하여 간접적인 영향을 주고 있다는 사실도, 부동산개발사업의 프로젝트 담당자가 금융기관의 특성을 이해하는데 참고가 될 수 있을 것이다.