

민자 유치 SOC 건설을 위한 프로젝트 금융의 활용

한상완 · 현대경제사회연구원 연구위원

최근 우리 경제가 당면한 현안 가운데 하나는 사회간접자본(SOC) 시설의 확충이라고 할 수 있다. 정부는 사회간접자본 시설의 분야별 투자를 확대하고 있으며 사회간접자본에 대한 수요는 향후에도 지속적으로 늘어날 것으로 예상된다. 그러나 이에 대한 정부의 자원 마련에는 한계가 있다. 따라서 정부는 사회간접자본 건설에 민자 유치 방식을 도입하고 있으며 민자 유치 사회간접자본 건설의 자원 조달 방안으로 프로젝트 금융의 활용이 활발해질 것으로 예상된다.

프로젝트 금융의 등장 배경 및 의의

최근 우리 경제가 당면한 현안에는 여러 가지가 있겠지만 그 가운데 가장 중요한 것이 사회간접자본(SOC) 시설의 확충이라고 할 수 있다. 사실, 부족한 사회간접자본이 우리 경제의 고비용 구조 요인으로 자리잡게 된 것은 이미 오래 전이다. 이런 현상은 최근 10여 년 동안 SOC 투자가 부진하였던 데서 그 원인을 찾아야 할 것이다. 특히, 80년대에는 우리 경제의 팽창에 따라 사회간접자본에 대한 기업과 민간의 수요가 폭증하였던 반면, 투자는 절대적으로 부진하였다. 90년대에 들면서 정부는 사회간접자본 확충을 위한 노력을 지속하고 있으나, 막대한 초과 수요를 충족하기에는 역부족인 상황이다.

정부는 사회간접자본 시설의 분야별 투자를 확대함과 동시에 주요 시설물을 국제적 수준으로 정비하는 것을 추진하고 있다. 사회간접자본에 대한 수요는 향후에도 지속적으로 확대될 것으로 예상되는 반면, 정부의 자원에는 한계가 있기 때문에 정부는 사회간접자본 건설에 민자 유치 방식을 도입하였다. 그러나 사회간접자본의 규모로 볼 때, 민간 기업도 기존의 금융기관 차입이나 유가 증권 발행 등 통상적인 자금 조달 방법에

만 의존할 수는 없고 새로운 재원 조달 방법의 모색이 시급한 상황이다. 이런 상황에서 민자 유치 사회간접자본 건설의 재원 조달 방안으로 프로젝트 금융의 활용을 제시할 수 있다.

프로젝트 금융의 특징

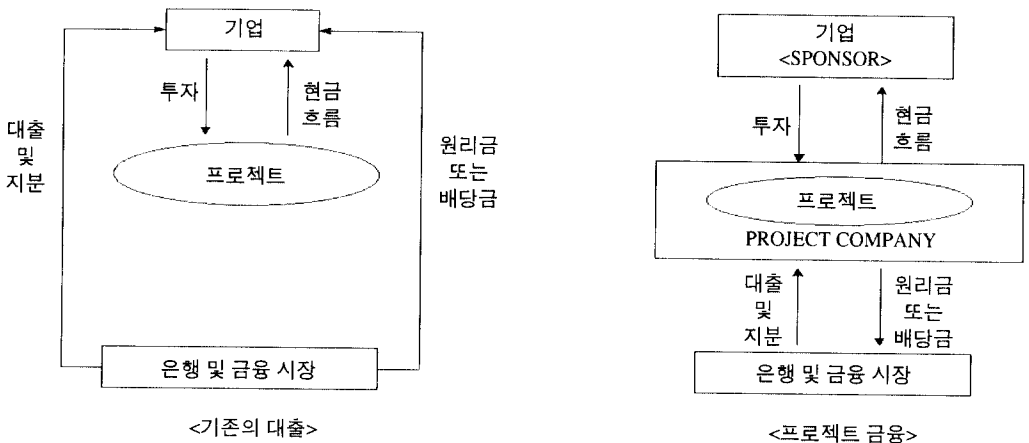
프로젝트 금융은 프로젝트 자체의 가치를 기반으로 외부로부터 자금을 차입하는 기법이다. 최근 들어서 프로젝트 금융은 '대출금의 상환 자금으로서 특정 경제 단위의 현금 흐름과 소득, 대출금의 담보로서 그 경제 단위의 자산에 대한 차주의 기대를 충족시키는 특정 경제 단위에 대한 금융' 이라고 보다 구체적으로 정의되고 있다. 기존의 대

출에서는 금융 기관이 사업의 장래성보다는 기업의 신용도에 의거하여 금융을 제공하는 데 비해, 프로젝트 금융에서는 사업 자체의 신용에 근거하여 금융을 제공하는 것이다.

전통적인 기업 대출의 경우 기업의 사업 위험은 해당 기업이 부담하며, 금융 기관은 제3자의 입장에서 평가한 후 그 기업에 신용 공여를 하는 것이 일반적이다. 반면, 프로젝트 금융의 경우 종래에 기업이 부담했던 프로젝트의 사업 리스크 가운데 일부를 대주인 은행 등이 부담하고, 프로젝트 내용 자체의 우량성에 의거하여 신용 공여를 하게 되는 것이다(<그림 1> 참조).

프로젝트 금융은 부외 거래(off-balance)로서 재무제표에 반영되지 않는다. 따라서 기업으로서는 차입금의 증가에

<그림 1> 기존의 기업 대출과 프로젝트 금융의 비교



1) 프로젝트와 관련한 위험에는 국가 위험(country risk), 사업 주체 위험(sponsor risk), 건설 위험(construction risk), 생산 위험(production risk), 시장 위험(market risk), 금융 시장 위험(financial market risk) 등이 있음.

의한 신용 평가 상의 감점 요인을 막을 수 있다는 이점이 있다. 기존 대출의 경우에서처럼 재무 상태가 악화됨으로써 예상되는 차입 제한 등을 회피할 수 있을 것이다.

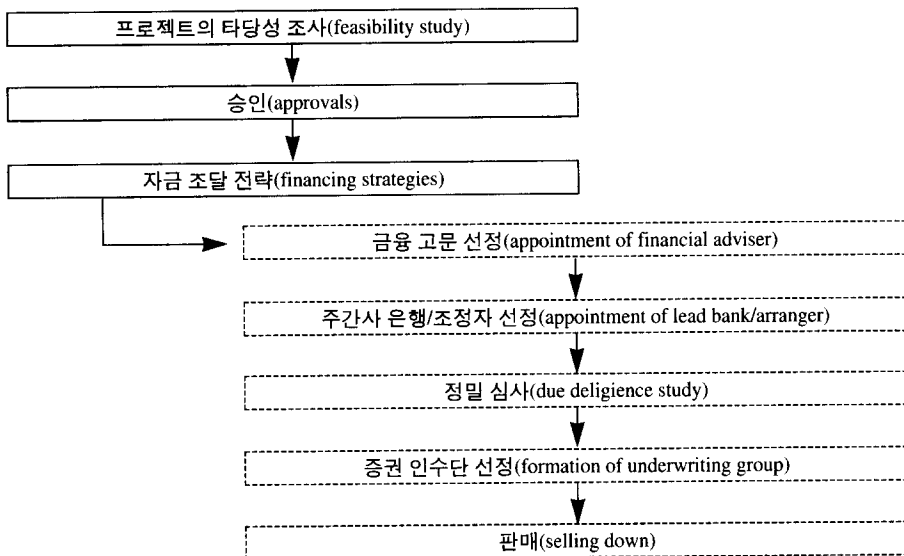
프로젝트 금융은 불확실한 장래 수익을 상환 재원으로 하고 그 기간도 장기에 걸쳐 있는 금융이기 때문에 위험이 매우 크다는 점이다.¹⁾ 따라서 위험을 차입자나 대출자 어느 한쪽이 일방적으로 부담하지 않고 관련 이해 관계자 모두가 사업 리스크를 분담하는 것이다.

프로젝트 금융의 운영 방식 및 절차

프로젝트의 운영 방식에는 BOT(Build

Operate Transfer) 방식과 BOO(Build Operate Own) 방식이 있으며, 이에 따라 프로젝트 금융의 적용 방식이 달라진다. BOT 방식은 특정 프로젝트의 수주 업체가 필요한 자금을 조달하여 자본 설비를 완공한 후 일정 기간 동안 당해 프로젝트를 운영하여, 그 수익으로 채무 상환 및 지분 출자자에 대한 배당을 실시하고 운영 기간이 종료되면 발주자에게 양도하는 비소구 또는 제한된 소구 조건의 기법이다. 이는 프로젝트의 개발, 운용, 이익 회수 등 모든 단계에 자금 소요 계획이 포함되어 있다는 점에서 가장 포괄적인 기법이라 할 수 있다. 재정 사정이 여의치 않은 개도국의 정부 및 민간 사업주에게 유리한 방식으로 발주자의 입장

(그림 2) 프로젝트 금융의 진행 절차



에서는 자본 투자없이 일정 기간 후 프로젝트 관련 시설을 소유하게 되는 이점이 있다.

BOO 방식은 BOT 방식과 유사하나 일정 기간 후에도 지분 투자를 통해 설립된 회사가 계속적으로 프로젝트를 소유·운영한다는 점이 다르다. 민영화 사업의 경우 외국 기업의 경영 지배권이 허가된 경우에 적용할 수 있는 방식이다.

프로젝트 금융을 시행하는 데 있어 가장 중요한 것은 타당성 조사(feasibility study)이다. 여기에는 투자가가 투자 결정을 하기 전에 알아야 할 프로젝트에 관한 모든 정보(프로젝트에 관한 설명과 기본 비용, 산출물의 설명, 세부적인 판매 계획, 경영자의 약력, 대차대조표와 손익계산서를 포함한 현금 흐름 등)가 포함되어야 한다.

타당성 조사 후 승인이 떨어지면 합작 투자 계약을 하게 된다. 다음 단계로 자금 조달에 관한 세부 절차가 진행되며, 경험 부족과 적절한 대응 방안을 위해 필요하다면 금융 고문을 선정하게 된다. 자금 조달 패키지를 계획할 때에는 스폰서의 요구를 비롯하여 국가 여건, 경제성 등 모든 여건을 검토 후 이용 가능한 여러 종류의 자금 조달원에 대한 접근 가능성을 고려해야 한다. 현금 흐름, 민감도 분석이 고려된 자금 조달 계획이 세워지면, 조정자를 선정하고 정밀 심사 후 증권 인수단을 구성한 후 판매에 들어가게 된다.

프로젝트 금융의 대상

프로젝트 금융에 대하여 일반적으로 잘못 알려져 있는 개념이 하나 있다. 프로젝트 금융 제공자는 프로젝트의 수익성을 가장 중요한 요소로 생각한다는 것이다. 그러나 실제로 프로젝트 금융의 제공자는 안전한 현금 흐름이 있는 프로젝트를 선호한다. 금융 제공자는 안전한 현금 흐름이 확보되어 제공된 여신의 원리금 상환이 차질없이 이루어지면 그뿐인 것이다. 이런 차원에서 금융 제공자들이 가장 유의하는 것이 부채 상환 계수(debt covered ratio)이다. 추정 손익계산서나 대차대조표 등은 부채 상환 계수에 비하면 보조적인 자료일 뿐이다.

프로젝트 금융이란 성격상 위험은 높고 수익성은 위험 수준에 비해 상대적으로 낮은 종류의 여신이다. 프로젝트 금융의 위험은 아직 시작도 하지 않은 사업의 성패 여부를 평가한다는 데 위험이 내재해 있는 것이다. 이런 프로젝트에서 안전한 부채 상환을 보장하기 위해서는 사업 자체의 위험이 적어야 한다. 신기술이나 유전 개발 등과 같이 위험이 큰 사업은 프로젝트 금융의 대상이 되기 어렵다. 프로젝트 금융의 대상이 되는 사업과 대상이 되기 어려운 사업은 다음과 같다.

프로젝트 금융의 대상으로 이상적인 사업은 현금 흐름이 확보된 사업이다. 현금 흐름

름만 좋으면 프로젝트에 소요되는 규모보다 더 큰 자금도 조달이 가능하다. 이런 사업에는 발전, 수송간접자본, 전기 통신, 일부 석유와 천연 가스 관련업, 일부 광업, 부동산 개발업 등이 여기에 포함된다. 발전은 전력 구매 계약(power purchase agreements)이 있는 경우에만 해당된다. 수송간접자본은 도로, 철도, 공항, 항만 등이 포함된다. 공항의 경우에는 일반적으로 규모가 클수록 좋다고 본다. 전기 통신은 방송과 전화가 프로젝트 금융의 좋은 대상이 된다. 석유와 천연 가스 관련업은 유전 개발보다는 정유, 송유관 등이 바람직하다. 광업은 가격의 기복이 심한 산업용 광산물보다는 금과 같은 것이 좋다. 산업용 광산물도 안정적인 구매 계약이 있을 경우에는 부담이 적다. 부동산 개발은 교도소나 병원과 같이 수요가 안정적인 경우가 포함된다.

프로젝트 금융의 대상이 되기 어려운 사업은 수요가 확보되지 않았거나, 사업 성패의 위험이 큰 신기술 사업, 그리고 시장 상황에 따라 가격 변동이 심한 사업 등이 포함된다. 한마디로 말하면, 현금 흐름이 안정적이지 못한 사업들이 포함된다. 이런 사업에는 대부분의 내수 위주의 제조업이 포함된다. 이는 내수 시장에는 경쟁이 심한 것이 일반적이기 때문이다. 부동산 개발의 경우도 테마 파크, 관광지, 호텔, 주거용 주택 단지, 토지 개발 등 대부분이 포함된다. 광업

은 거의 대부분이 프로젝트 금융의 대상으로는 부적절하다고 보아도 무방한데 특히 산업용 광산물 가격 기복이 심하므로 좋지 않다. 유전 개발도 시추의 성공 여부가 가능성을 보장하기 어려우므로 프로젝트 금융으로는 적절하지 않다. 신약 개발과 신기술 개발 등의 위험성이 큰 사업도 프로젝트 금융으로는 적합하지 않다. 전력 구매 계약이 없는 발전소 사업이나 환경 관련 사업 등도 프로젝트 금융을 조달하기가 어렵다.

결국, 프로젝트 금융은 업종에 따라 결정되는 것이 아니라 현금 흐름의 안정성이나 사업 위험의 정도 등에 의해서 결정된다. 물론, 업종에 따라서 전혀 프로젝트 금융의 대상이 되지 못하는 경우도 있다. 제약이나 컴퓨터 등 신기술 사업은 프로젝트 금융을 통하여 재원을 조달하기는 어렵고 벤처 금융이 바람직하다. 실제로 1995년 업종별 프로젝트 금융 규모를 보면, 전력 부문이 87억

〈표 1〉 1995년 업종별 프로젝트 금융 규모

(단위: 억 달러)

구분	금액
전력	87
전기 통신	55
원유 및 천연 가스	24
사회간접자본	20
제조업	15
광업	11
석유화학	9
레이저 산업	7
기타	4

자료: Euromoney.

달러로 1위를 차지하였고, 다음이 전기 통신, 원유 및 천연 가스 순이다. 제약이나 신기술 분야는 전무하다.

프로젝트 금융 대상의 기준

프로젝트 금융의 제공자는 사업 평가시 여러 가지 기준을 적용하여 제공 여부를 결정한다. 적용 기준은 크게 세 가지로 분류된다. 사업 수행 담당자에 관한 기준, 해당국 정부에 관한 기준, 그리고 금융 제공자에 관한 기준이 갖춰져야 하는 것이다.

사업자의 기준으로는 내부의 사업 능력, 적절한 재무제표, 해당국에서의 사업 경험, 기존 거래 은행과의 관계, 능력있는 경영진의 보유 현황, 그리고 유사한 사업에 대한 과거 경험 등이다. 사업자의 사업 능력, 경영진의 보유 현황, 과거 경험, 해당국과의 사업 경험 등은 사업자의 사업 수행 능력을 평가하는 중요한 변수이다. 한편, 기존 거래 은행과의 관계는 유동 자금의 조달 가능성을 평가하는 척도이며, 재무제표의 적절성은 프로젝트 금융의 조달 가능성을 결정하는 중요한 요소이다.

해당국 정부에 관한 기준은 민영화 사례, 사업의 내부 수익률의 규제 여부, 환경 관련 정책, 사회간접자본의 축적 정도, 현지 은행의 경영 상태, 정치적 위험 정도 등을 따지게 된다. 해당국 정부가 일정한 조건을 갖추

지 못하고 있으면 사업 자체의 성공 여부가 불투명해질 뿐만 아니라, 정치적 위험에 따라 중도에 포기해야 하는 경우도 발생할 수 있다.

마지막으로, 프로젝트 금융 제공자의 자체 기준은 투자 규모, 투자 기간, 신용 등급, 원리금 상환의 안정성, 금리의 변동성 등이다. 프로젝트 금융 제공자는 기관 투자자들인 경우가 대부분이다. 이들은 대규모 자금을 장기적으로 현금 흐름이 안정적인 사업에 투자하려는 성향을 가지고 있다. 기관 투자자들의 이런 성향때문에 투자 규모가 500만 달러에서부터 2,000만 달러 정도가 가장 많고, 기간은 수십 년 정도의 장기 프로젝트가 금융 조달이 쉬우며 또한 변동 금리보다는 고정 금리가 선호된다.

적용 사례: 신공항고속도로

프로젝트 금융을 활용한 사례로서 영종도 신공항고속도로 건설 사업의 경우를 들 수 있다. 사업 개요를 보면 신공항 고속도로 사업은 경기도 고양시 강매동에서 인천광역시 중구 운서동까지의 40.2 km, 6~8차선의 영종도 신공항고속도로를 건설하는 것이다. 건설 기간은 1995년 12월 7일부터 2000년 11월까지, 건설 후 사업자의 무상 운영 기간은 2000년 12월부터 2029년 11월까지로 사업자가 30년간 도로의 관리 운영

〈표 2〉 사업 개요

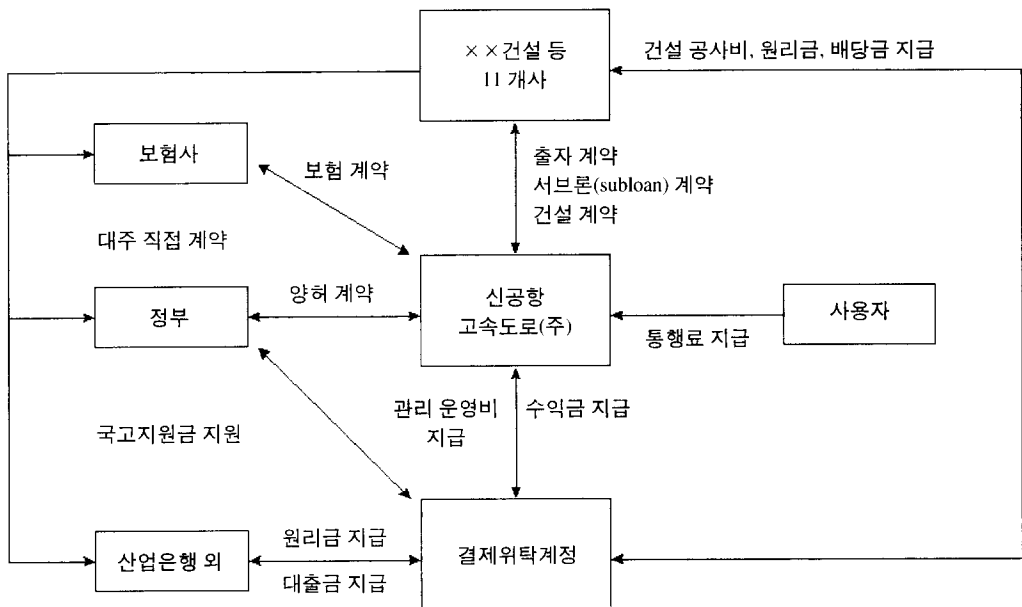
사업명	영종도 신공항고속도로 건설 사업
사업 구간	경기도 고양시 강매동 ~ 인천광역시 중구 운서동
발주자	건설교통부
투자 소요	약 2조 1,000억 원
공사 기간	1995년 12월 7일~2000년 11월까지
사업 규모	6~8차선, 40.2 km
운영 기간	2000년 12월~2029년 11월(30년)
운영 방법	발주처 귀속 후 무상 운영의 BTO(Build-Transfer-Operate) 방식

권을 갖게 된다. 이는 민간 사업자가 신공항 고속도로를 건설하여 국가에 소유권을 이전하고, 30년간 무상 사용 기간을 통해 투자비 및 적정 이윤을 회수하는 BTO(build-transfer-operate) 방식의 민자 사업이다.

기본적인 거래 구조는 신공항고속도로(주)라는 프로젝트 운영 회사(이하 운영 회

사라 함)를 중심으로 살펴보아야 할 것이다. 운영 회사는 스폰서겸 시공 회사인 ××건설 등 11개 건설사와 자본금 4,400억 원의 자본금 출자를 계약하고, 운영 회사의 재무상태가 일정한 수준 이하일 경우 추가 출자나 후순위 대출(subloan)을 시행한다는 계약을 맺는다. 정부는 프로젝트 운영 회사인

〈그림 3〉 신공항고속도로 민자 유치 사업의 기본 거래와 계약 구조




신공 항공속도로(주)에게 컨세션(concession)²⁾을 부여하고, 민간 사업자는 사업의 스폰서 역할과 함께 건설 시공을 맡게 된다. 은행 등 자금 지원을 하는 대주단이 구성되고, 이들간의 이해 조정이 사업 시행의 기초가 된다. 국고지원금, 원리금, 대출금, 수익금, 스폰서 출자금, 서브론(subloan) 등 이해 관계자간의 각종 계약이나 거래로 인해 유발되는 자금 거래는 별도의 결제 위탁 계정을 통해 이루어진다.

이 사례는 정부의 불확실한 지원에 따른 판매 리스크의 증가와 대주단의 이자율 변동 위험이 출자자들에게 부담으로 작용하고 있다. 사업성 분석은 수익성이 높은 것으로 분석되었으며, 출자자는 리스크를 감수하고 이해 관계자들간의 합의를 이끌어냄으로써 사업 시행이 가능해진다.

프로젝트 금융의 전망

민간 유치 SOC 투자시 그 특수성과 통상적인 자금 조달 수단의 한계성을 극복할 수 있는 새로운 금융 기법으로 프로젝트 금융의 활용 가치는 더욱 높아질 것이다. 경기 위축에 따라 투자 규모의 축소가 예상되기는 하지만, 정부의 발표에 따르면, 1997년

의 경우 총 8조 8,000억 원 규모의 15개 사업을 민자 유치 사업으로 선정했으며, 향후 프로젝트 금융의 잠재 시장 규모는 지속적인 확대가 예상된다.

향후 국내 사회간접자본 시설의 민자 유치 규모는 국내 경제 여건, 자본 금융 시장 등을 감안할 때, 연간 GNP의 3% 수준인 10조 원 이상이 될 것이다. 사회간접시설에 대한 민자유치촉진법 및 시행령 등이 이미 실시되고 있으며, 이는 정부 주도의 프로젝트 금융을 위한 제도적 준비로 볼 수 있다. 향후 민간 자본 유치가 활성화될 경우 프로젝트 금융의 활용 가치는 매우 커질 것으로, 전문 인력의 육성 등 이에 대비해야 할 것이다. 

2) 컨세션(concession)이란 국가 주권에 속하는 권리를 법인이나 개인에게 양허하는 것을 의미하는데, 통상 컨세션 계약에 의거 해당 정부 권리를 특정 사업자에게 부여하고 개발 후에 개발 이익을 분배받음.