

세무와회계저널
제17권 제1호 2016년 2월 pp.9~33
한국세무학회

PF지급보증이 기업가치와 부채조달비용에 미치는 영향

박종성*

<요 약>

국내 부동산개발 사업은 시행사와 시공사가 분리된 형태로 추진되며, 시행사의 차입에 대해 건설사인 시공사가 지급보증 등의 신용보강을 하는 것이 관례처럼 되어 있다. 그런데 시행사는 자본력이 취약하기 때문에 분양미달 등으로 부채를 상환하지 못하는 상황이 발생하면 지급보증을 선 시공사가 그 부채를 대부분 떠안게 된다. 이런 상황에서 본 연구는 시공사인 건설사들이 시행사를 위해 제공한 PF지급보증이 건설사의 기업가치 및 부채조달비용에 영향을 주는지를 분석하였다. 2009년부터 2013년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 건설사 219개(164개) 기업-연 표본을 이용하여 분석한 결과, PF지급보증이 건설사의 기업가치에는 부정적인(-)의 영향을 미치는 반면, 차기 부채조달비용에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 본 연구에서 PF지급보증과 부채조달비용 간에 유의한 관련성이 없는 것으로 나타난 것은 부채조달비용 측정방법 상의 한계 때문일 수 있다.

K-IFRS 도입 전 회계기준에 따라 경우 PF지급보증은 우발부채에 해당되어 주석으로 공시되었다. 그러나 K-IFRS 도입 후 상장 건설사들은 금융보증부채를 재무제표 본문에 인식해야 하며, 충당부채의 인식 요건이 강화됨에 따라 지급보증이 충당부채로 전환될 수 있는 가능성 또한 커졌다. 이러한 회계처리 방식의 변화 때문에 건설업계는 K-IFRS가 도입될 경우 부채비율이 평균 20% 증가할 것으로 우려하였으나 실제 부채 증가 정도는 크지 않았다. 금융보증부채로 계상된 금액은 보증금액에 보증료를 곱한 수준이었으며, 지급보증충당부채를 추가로 인식한 기업도 많지 않았기 때문이다. 본 연구에서는 시장이 이와 같은 회계처리 방식의 변화를 고려하는지를 확인하기 위해 추가적인 분석을 수행한 결과, K-IFRS 도입 후 주식 기재된 PF지급보증을 부채로 인식하는 정도가 감소된 것으로 나타났다. 이러한 결과는 비록 K-IFRS 도입으로 인해 PF지급보증액 중 부채로 인식된 금액은 크지 않지만 시장은 PF지급보증 정보에 대해 차별적으로 반응하고 있음을 보여준다.

<주제어> 금융보증부채, 우발부채, PF 지급보증, 프로젝트파이낸싱

* 숙명여자대학교 경영학부 교수, jongsung@sm.ac.kr

I. 서 론

본 연구는 건설사의 프로젝트파이낸싱(Project Financing, 이하 PF라 함) 지급보증이 기업가치 및 부채조달비용에 미치는 영향을 분석한다. 현재 국내의 부동산 개발 사업은 시행사와 시공사가 분리된 형태로 추진되고 있다. 시행사는 개발 사업의 주체로서 토지매입부터 공사발주, 분양까지 모든 업무를 담당하며, 그 과정에서 필요한 자금을 시행사 명의로 조달한다. 반면, 시공사는 시행사로부터 발주받은 공사를 담당하고 공사대가를 지급받는다. 국내 시행사들은 재무상태나 자금여력이 취약하기 때문에 부동산 개발에 필요한 자금을 대부분 차입을 통해 조달하며, 이 과정에서 시공사가 신용보강을 한다. 시행사는 먼저 사업인허가 전에 토지매입 등에 필요한 자금을 저축은행 등 주로 제2금융권으로부터 PF대출을 통해 조달한 후 사업인허가를 받게 되면 은행 등으로부터 본PF대출을 통해 자금을 조달하여 저축은행 등에 대한 차입금을 상환하고 건설비용에 충당한다.

PF는 특정 프로젝트로부터 미래에 창출될 현금흐름을 상환재원으로 하여 당해 프로젝트 추진에 필요한 자금을 조달하는 기법으로, 사업자의 신용도나 담보가 아닌 프로젝트의 사업성에 기초한 자금조달 기법이다. 이 때 대출금융기관은 채권자이면서 동시에 프로젝트의 성패에 의해 영향을 받는 이해관계자로서 사업위험을 사업자와 함께 분담한다(최창욱과 김은경 2011). 그러나 국내 금융기관들은 시행사들에게 PF대출을 해줄 때 프로젝트의 사업성에 대한 엄격한 심사를 통해 대출여부를 결정하기 보다는 시공사의 신용보강 및 시공사의 신용등급 등을 중요하게 고려한다. 즉, 국내 금융기관들은 부동산 개발과 관련된 PF대출 시 시공사의 신용보강을 요구함으로써 프로젝트의 사업위험을 자신들이 부담하는 대신 시공사에게 전가하고 있다.

시행사의 PF대출에 대한 시공사의 신용보강 유형으로는 지급보증, 채무인수, 이차지급보증, 책임준공, 책임분양 등이 있는데, 이 중에서 특히 위험이 높은 것은 지급보증과 채무인수이다. 지급보증은 시공사가 시행사와 연대하여 채무를 부담하겠다는 보증이며, 채무인수는 채무의 동일성을 유지하며 시행사의 채무를 시공사에게 이전할 것을 약정하는 것이다. 일반 지급보증의 경우 주채무자의 상환능력이 존재하며, 보증자는 주채무자가 부채를 상환하지 못하는 경우에 한해 보조적으로 상환의무를 부담한다. 반면에 PF지급보증의 경우 시행사의 재무구조가 취약하기 때문에 경기침체 등의 이유로 개발 사업이 중단되거나 미분양 사태가 발생하게 되면 시공사인 건설사가 그 손실을 떠안게 된다. 즉, 부동산 개발 프로젝트의 위험을 사실상 보증자인 시공사가 부담하고 있는 것이다. 이런 점에서 PF지급보증은 일반 지급보증보다 훨씬 더 위험성이 높으며, 정보이용자 입장에서는 PF지급보증 규모의 파악이 매우 중요하다.

한국채택국제회계기준(이하 K-IFRS라 함) 도입 이전 회계기준에 따라 경우 지급보증은 우발채무로 분류되며, 손실발생 가능성이 크지 않은 한 주석으로만 기재하면 되었다. 다만 기획재정부(2009)는 PF 관련 우발부채의 중요성을 인식하여 이것을 그 밖의 우발부채와 명확하게 구

분되도록 별도로 공시할 것을 요구하였다. 기획재정부의 적용의견서에 따르면 PF 유형별(ABS, ABCP, 기타 PF Loan)로 구분하여 지급보증액을 공시하고, 상위 10개 PF대출 지급보증에 대해서는 사업지역, 채권기관 종류, 보증내역 등 좀 더 자세한 정보를 공시하도록 되어 있다.

K-IFRS 하에서 지급보증은 금융보증계약으로 분류되며, 금융보증계약의 공정가치를 산출하여 부채로 계상한 후 매 기간마다 평가하여 그 변동액을 장부가액에 가산 또는 차감하도록 되어 있다. 또한 K-IFRS의 충당부채 인식요건이 강화됨에 따라 지급보증이 충당부채로 전환될 가능성이 커졌다. 건설업계는 이러한 회계처리 방식의 변경으로 인해 건설사의 부채비율이 상당히 높아질 것으로 우려하였으나 K-IFRS 도입에 따른 실제 부채 증가 정도는 크지 않았다. 재무제표에 금융보증부채로 인식된 금액은 PF지급보증액에 보증료율(대개 5% 미만)을 곱한 수준의 금액이며, 충당부채 인식요건 강화에 따라 지급보증을 충당부채로 계상한 규모도 제한적이다. 이는 K-IFRS 도입 후에도 PF지급보증의 대부분은 재무제표에 부채로 보고되지 않고 있으며, 따라서 PF지급보증 전체 현황을 파악할 수 있는 정보가 여전히 중요함을 보여준다.

투자자나 채권자들은 감사보고서 주석사항, 사업보고서, 수시공시 자료 및 신용평가보고서 등을 통해 PF지급보증에 관한 정보를 확인할 수 있는데, 현재 공시되는 자료를 통해 PF지급보증과 관련된 정확한 정보를 파악하는 데는 어려움이 있다. PF지급보증 규모를 파악하기 위해서 정보이용자들은 감사보고서 주석사항이나 사업보고서 곳곳을 뒤져야 할뿐만 아니라 공시되는 자료의 신뢰성에도 문제가 있기 때문이다.

본 연구는 이런 상황에서 시공사인 건설사들이 사업보고서를 통해 공시하는 PF대출 관련 지급보증 정보가 투자자 및 채권자들의 의사결정에 정보로 활용되고 있는지를 분석한다. 구체적으로 건설사의 PF지급보증이 해당기업의 주가 및 부채조달비용에 영향을 미치는 지를 분석한다. 이러한 연구결과는 PF지급보증에 대한 정보를 좀 더 명확하게 정보이용자들에게 제공해야 할 필요성을 제시해 줄 것이다. 만약 PF지급보증이 주가 및 부채조달비용에 영향을 줄 정도로 중요하다면 이에 대한 좀 더 구체적이고 정확한 정보 공시가 필요할 것으로 판단된다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

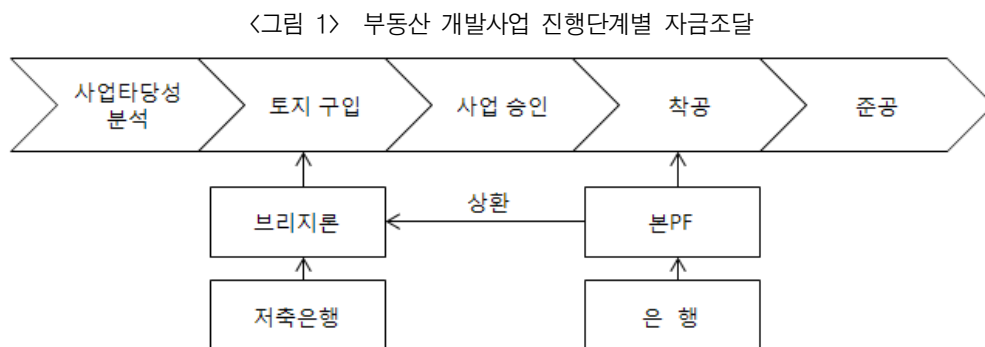
1. 국내 부동산 개발 구조와 자금조달

1997년 외환위기가 발생되기 이전에는 건설사가 직접 토지를 구입하여 부동산을 신축한 후 판매하는 형태를 취하였다. 즉, 외환위기 이전에는 시행사와 시공사가 분리되지 않은 것이 일반적이었는데, 이것이 건설사의 부채비율을 높이는 요인으로 작용하였다. 건설사가 사업 초기에 토지 구입에 필요한 자금을 차입을 통해 조달한 후 분양대금을 회수하여 동 차입금을 상환하기

까지 상당한 기간이 소요되는데, 이 기간 동안 건설사의 재무제표에는 부채가 보고되며 따라서 부채비율이 높을 수밖에 없었다.

외환위기 직후 정부는 부채비율 가이드라인으로 200%를 제시하는 등 기업들에게 부채감축을 요구하였으며, 건설사도 예외는 아니었다. 이 때 건설사의 과잉부채 해소를 위한 대안으로 제시된 것이 바로 시행사와 시공사의 분리였다. 시행과 시공을 분리함으로써 건설사들은 사업 초기 토지구입 자금 대출에 따른 부채비율 상승을 피할 수 있게 되었다. 한편, 정부는 1998년에 「금융기관 여신운용규정」과 「신탁업법」을 개정하여 금융기관들이 부동산 개발 사업에 대한 PF대출을 할 수 있도록 허용하였으며, 이로 인해 자본력이 취약한 시행사들이 PF대출을 통해 부동산 개발 사업을 수행할 수 있게 되었다. 그런데 시행사들의 규모가 매우 영세하고 재무상황이 취약하였기 때문에 국내 금융기관들은 프로젝트의 사업성 평가에 기초하여 대출을 해주는 대신 시공사의 신용보강(지급보증, 채무인수, 책임준공 등)을 요구하였다. 과거 회계기준에 따른 경우 지급보증 등은 우발채무로 분류되며, 손실발생 가능성이 높지 않은 한 재무제표 본문에 부채로 보고되지 않았다. 따라서 시공사들은 시행사를 위해 PF지급보증을 하더라도 그러한 내용을 주석으로만 기재할 뿐 재무제표 본문에 부채로 보고하지 않아 부채비율을 개선할 수 있었다.

<그림 1>은 부동산 개발사업 진행단계별로 필요한 자금 및 그 조달방법을 보여준다. 사업초기에 시행사는 저축은행 등의 제2금융권으로부터 토지 구입에 필요한 자금을 PF대출을 통해 조달한다. 본 PF대출을 받기 전까지 단기간 동안 필요한 자금을 조달한다는 점에서 이것을 브릿지론이라고도 부른다. 건축허가가 난 후 본격적인 부동산 개발이 진행되면 시행사는 은행 등으로부터 본PF대출을 받아 토지구입을 위해 조달했던 브릿지론을 상환하고 건설비 등에 충당한다. 이 과정에서 건설사인 시공사가 지급보증 등을 통해 신용보강을 한다.



자료 : 건설사 PF 대출의 문제점과 개선방안 p.2 (최창욱과 김은경 2011)

한편, 금융기관은 PF대출채권을 유동화전문회사에 양도하고 유동화전문회사는 이를 기초로 자산유동화증권(Asset Backed Securities : ABS) 또는 자산담보부기업어음(Asset Backed Commercial

Paper : ABCP)를 발행하기도 한다¹⁾.

<표 1>은 시공사가 시행사를 위해 제공하는 신용보강의 유형을 보여준다. 형식상 시공사는 주채무자가 아니기 때문에 채무제표에 부채를 보고하지 않으며, 지급보증, 채무인수 등에 따른 책임만을 부담한다. 그러나 국내 시행사들의 영세성과 자본의 취약성 등을 고려할 때 일반 지급보증과는 달리 보증자인 시공사가 실질적으로 사업위험을 부담하고 있다고 봄이 타당하다. 즉, 사업지연, 미분양 사태 등이 발생할 경우 시공사인 건설사가 시행사의 PF대출을 떠안는 상황이다. 이런 점에서 PF지급보증은 일반지급보증보다 훨씬 더 위험성이 크다.

한 언론에서도 국내 건설사의 PF지급보증 규모가 상당한 수준에 이르고 있으며, 특단의 대책이 없는 한 연쇄도산의 가능성이 높음을 지적하였다(조선일보 2011.4.27.). 실제로 2008년 글로벌 금융위기 이후 부동산 경기의 침체로 PF사업장이 부실화되면서 많은 건설사들이 워크아웃 또는 법정관리를 신청하는 사태가 벌어졌다²⁾. 2014년 10월에도 시공능력 43위 기업인 울트라건설이 법정관리를 신청하였는데, 업계에서는 울트라건설이 골프장 조성을 위해 설립한 계열사인 골든이앤씨의 지급 보증을 섰다가 채무를 감당하지 못해 법정관리에 들어간 것으로 보고 있다(동아일보 2014.10.09.). 따라서 정보이용자 입장에서는 시행사의 PF대출과 관련하여 시공사가 제공한 신용보강의 유형과 금액에 관한 정보가 매우 중요하다.

〈표 1〉 시공사의 신용보강 유형

구 분	내 용
지급보증	시공사가 주채무자와 연대하여 채무를 부담하는 보증
채무인수	채무의 동일성을 유지하면서 주채무를 시공사에게 이전할 것을 약정
이자지급보증	차주의 이자지급이 연체될 경우, 채무의 이자에 대한 부분만 시공사가 인수할 것을 약정
책임준공	공사도급계약에 의거, 시공사가 정해진 기간 내에 공사를 완료할 의무를 부여
자금보충약정	차주가 원리금 상환재원이 부족할 경우 자금을 보충할 것을 약정
책임분양	시공사 등이 일정 수준의 분양률을 달성할 때까지 책임을 지는 것

자료 : 부동산 PF 신용보강 동향 및 과제 p.5(이성구 2012)

1) ABS는 자산유동화법상 유동화전문회사 설립을 통해 중장기 유동화증권을 발행하는 개발사업에 적합하지만 만기도래에 따른 다른 ABS 재발행 시 신규 SPC를 설립해야 하는 제약이 존재한다. 반면, ABCP는 상법상 SPC 설립을 통해 단기로 기업어음을 발행하며, 기존의 SPC로 ABCP 차환발행이 가능하다(김완중 외 3인 2012).

2) 2006년부터 2013년 8월까지 부도가 난 건설사 업체 수는 다음과 같다(김형근 2013).

연 도	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013.8
부도업체 수	106	120	130	87	86	60	48	21

2. PF지급보증의 공시

정보이용자들은 감사보고서 주식사항, 사업보고서, 수시공시 자료 및 신용평가보고서 등을 통해 PF지급보증 관련 내용을 파악할 수 있다. K-IFRS 도입 전 회계기준에 따를 경우 PF지급보증은 우발부채에 해당되며, 따라서 건설사들은 자원의 유출가능성이 매우 높지 않는 한 지급보증 내용을 주식으로만 공시하였다. 주식 공시와 관련하여 기업회계기준서 제17호는 우발부채 유형별로 그 성격을 주식에 설명하고, ① 우발부채의 추정금액, ② 자원의 유출 금액 및 시기와 관련된 불확실성 정도, ③ 제3자에 의한 변제의 가능성 등을 주식으로 기재할 것을 요구하고 있다. 한편, 기획재정부(2009)는 PF대출 지급보증의 중요성을 감안하여 부동산 PF 관련 우발부채는 그 밖의 우발부채와 명확하게 구분되도록 별도로 공시할 것을 요구하였다. 기획재정부는 특히 시행사의 차입에 대하여 시공사가 제공한 지급보증과 관련된 우발부채 주식공시 사례를 <표 2>, <표 3>과 같이 제시하고 있다.

<표 2> 시행사의 차입을 위하여 제공한 지급보증 내역

PF 유형	당기 PF 보증	전기 PF 보증
ABS	× × ×	× × ×
ABCP	× × ×	× × ×
기타 PF Loan	× × ×	× × ×

<표 3> 대출잔액 상위 10개 PF 대출내역

사업지역	채권기관종류	대출금액	대출잔액	보증내역	대출기간	유형	비고
서울시	은행	—	—	채무인수	2××7.12~2×10.12	ABS	
경상북도	저축은행	—	—	채무보증	2××7.12~2×10.12	ABCP	
대구광역시	여전사	—	—	자금보충	2××7.12~2×10.12	기타 Loan	
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
합 계		—	—				

그러나 실제로 건설사들의 주식공시 현황을 살펴보면 기획재정부가 요구한 양식대로 시행사에 대한 PF지급보증 현황만을 별도로 공시한 기업이 있는 반면, <표 4>의 A기업 사례에서 보듯이 다른 지급보증과 혼합하여 공시함으로써 시행사에 대한 PF지급보증 현황을 파악하기 쉽지 않은 경우도 있다. 또한 어떤 기업들은 특수관계자를 위한 지급보증과 특수관계자 이외의 자를 위한 지급보증을 별도로 구분하여 공시함으로써 PF지급보증 총액의 파악이 어려운 경우도 있었

다. 한 언론 기사도 PF 대출규모를 알아내기 위해서는 사업보고서 곳곳을 뒤져야 하는 등 투자자들이 PF지급보증 관련 우발채무를 파악하는 게 쉽지 않음을 지적하였다(조선일보 2011.7.28.). 특히, K-IFRS 도입 이후 지급보증 관련 주식공시 모범사례 등이 정해지지 않아 주식사항을 통해 PF지급보증 현황을 파악하기가 더욱 어려워졌다.

〈표 4〉 A기업 주식공시 사례(2013년 재무제표)

(2) 보고기간말 현재 특수관계자를 위하여 지급 보증한 내역은 다음과 같습니다. (원화단위 : 백만원)			
지 역	채권기관 종류	대 출 잔 액	
		당기말	전기말
국 내	은 행	154,700	169,900
해 외	은 행	USD 5,000,000	—

(3) 보고기간말 현재 특수관계자 이외에 지급보증한 내역은 다음과 같습니다. (단위 : 백만원)			
사업지역	채권기관 종류	대 출 잔 액	
		당기말	전기말
대전광역시	은행 등	114,100	114,400
경기도	"	—	105,000
기 타	"	68,900	93,000
합 계		183,000	312,400

건설사의 PF지급보증 관련 정보는 사업보고서의 ‘X. 그 밖에 투자자 보호를 위하여 필요한 사항’에도 공시된다. 그런데 최근 한 언론기사에 따르면 건설사 52곳의 2013년 사업보고서를 분석한 결과 46곳(88.5%)의 사업보고서에서 우발채무 관련 기재가 미흡한 것으로 나타나(한국금융신문 2014.5.27.), 사업보고서에 공시되는 PF지급보증 관련 정보도 100% 신뢰할 수 없음을 보여준다.

한편, 한국거래소는 2010년 4월에 「유가증권시장 공시규정」 및 「코스닥시장 공시규정」을 개정하여 상장 건설사가 시행사 또는 입주예정자를 위하여 자기자본 5%(최근 사업연도말 자산총액이 2조원 이상인 대규모 법인의 경우 2.5%) 이상의 채무보증이나 담보제공을 하는 경우 그러한 사유 발생일 당일에 거래소에 신고하도록 하였다. 금융감독원 또한 건설사의 PF관련 우발채무 규모에 대한 시장의 관심이 높아지고 있음에도 이와 관련된 정보가 부족한 상태임을 감안하여 2010년 7월부터 1년 동안³⁾ 건설회사가 시공사로 참여하는 유동화증권(ABCP, ABS) 및 건설

3) 금융감독원은 1년 경과 후 시장상황 등을 감안하여 행정지도 존속여부를 결정하기로 하였다.

회사가 발행하는 회사채·CP에 대한 신용평가보고서에 해당 건설회사의 PF 관련 우발채무를 기재하고 이를 신용평가홈페이지를 통해 공시하도록 요구하기도 하였다.

K-IFRS 도입은 건설사의 PF지급보증 회계처리 방법에 중요한 변화를 가져왔다. 건설사들은 PF지급보증에 따른 금융보증부채를 재무제표 본문에 인식해야 하며, 충당부채의 인식 요건이 강화됨에 따라 지급보증이 충당부채로 전환될 수 있는 가능성 또한 커졌다.

건설사들이 시행사를 위해 제공하는 지급보증은 K-IFRS 제1039호 ‘금융상품 : 인식과 측정’의 금융보증계약의 정의⁴⁾를 충족한다. K-IFRS 제1039호는 금융보증계약도 금융부채로 인식하도록 요구하고 있으므로 K-IFRS 적용을 받는 상장 건설사들은 금융보증 제공시 재무제표에 금융보증부채를 인식해야 한다. 금융보증부채는 최초 인식 시 공정가치로 측정되는데, 금융보증계약이 독립된 당사자 사이의 거래에서 특수관계가 없는 자에게 발행된다면, 당해 계약의 최초 공정가치는 반증이 없는 한 수취한 대가와 동일할 것이다. 그러나 PF지급보증의 경우에는 별도로 수취하는 대가가 없기 때문에 실무적으로는 PF지급보증액에 시장(한국주택금융공사)의 보증료를 적용하여 최초의 금융보증부채 공정가치를 산출하고 있다(송민준 2011). 금융보증부채의 후속 측정은 당기손익인식항목⁵⁾으로 지정되지 않았다면 다음 중 큰 금액으로 한다(K-IFRS 제1039호 문단 47).

가) K-IFRS 제1037호 ‘충당부채, 우발부채 및 우발자산’에 따라 결정된 금액

나) 최초인식금액에서 K-IFRS 제1018호 ‘수익’에 따라 인식한 상각누계액을 차감한 금액

과거 회계기준에 따른 경우 과거사건이나 거래의 결과로 현재의무가 존재하며, 당해 의무를 이행하기 위하여 자원이 유출될 가능성이 매우 높고 그 의무의 이행에 소요되는 금액을 신뢰성 있게 추정할 수 있는 경우 충당부채로 인식하도록 되어 있다(기업회계기준서 제17호 문단 9). 이 때 가능성이 매우 높다는 것은 발생확률이 80% 이상을 의미한다(기업회계기준서 제17호 문단 A13). 반면 K-IFRS는 미래 자원의 유출가능성이 높으면(probable) 충당부채로 인식하도록 요구하고 있다(기업회계기준서 제1037호 문단 15). 즉, 확률적으로 발생확률이 50%를 초과할 경우 부채로 인식하라는 것이다. 이처럼 K-IFRS의 충당부채 인식요건이 강화됨(자원 유출가능성 80% → 50%)에 따라 PF지급보증의 상당 부분이 부채로 편입되어 건설업계의 부채비율이 평균 20% 증가할 것으로 예상하였다(조선일보 2010.12.10.).

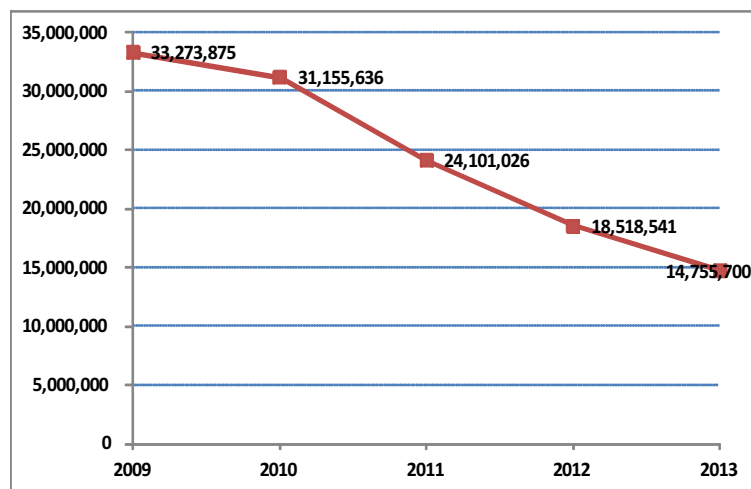
K-IFRS의 도입에 따른 PF지급보증 회계처리방식의 변경은 시공사의 지급보증 관행에도 많

-
- 4) K-IFRS 제1039호는 금융보증계약을 채무상품의 최초 계약조건이나 변경된 계약조건에 따라 지급기일에 특정 채무자가 지급하지 못하여 보유자가 입은 손실을 보상하기 위해 발행자가 특정금액을 지급하여야 하는 계약으로 정의하고 있다.
- 5) 당기손익인식금융부채는 공정가치로 측정하며, 재측정으로 인해 발생하는 평가손익은 당기손익으로 인식한다.

은 영향을 미쳤다. 그동안 건설사들은 대규모 개발사업에 대해 관행적으로 PF지급보증을 해왔으나 K-IFRS 도입이 결정된 이후 지급보증을 거부하는 사태가 속출하였다. K-IFRS에 따를 경우 PF지급보증 잔액의 상당 부분이 부채로 편입돼 건설업체의 재무상황이 급격히 악화될 수 있기 때문이었다(조선일보 2010.12.10.). <그림 2>는 본 연구에 사용된 상장 건설사들의 연도별 PF지급보증 현황을 보여준다. K-IFRS가 도입된 2011년 이후 건설사들의 PF지급보증이 급격히 감소하고 있음을 확인할 수 있다⁶⁾. 물론 이러한 감소가 전적으로 K-IFRS의 도입에 기인하는 것이라고 해석할 수는 없겠지만 영향을 미친 것만은 분명하다.

<그림 2> 상장 건설사의 연도별 PF지급보증 현황

(단위 : 백만원)



그러나 K-IFRS 도입 이후 PF지급보증 회계처리방식 변경에 따른 건설사의 실제 부채 증가 효과는 크지 않은 것으로 나타났다. 앞서도 언급하였듯이 건설업계는 K-IFRS가 도입될 경우 부채비율이 평균 20% 증가할 것으로 예상하였으나 실제 증가정도는 미미하였다. 현대건설, 삼성물산, 대우건설 등 주요건설사들은 PF지급보증 규모의 1.4~3%를 금융보증부채로 인식했을 뿐이며⁷⁾, 충당부채 인식요건 강화에 따라 충당부채를 추가로 인식한 규모는 제한적이었다. 즉,

6) 아래 표는 연도별 상장기업의 평균 PF지급보증액을 보여준다. 2013년 평균 보증액은 2008년에 비해 48.67% 감소한 것으로 나타났다.

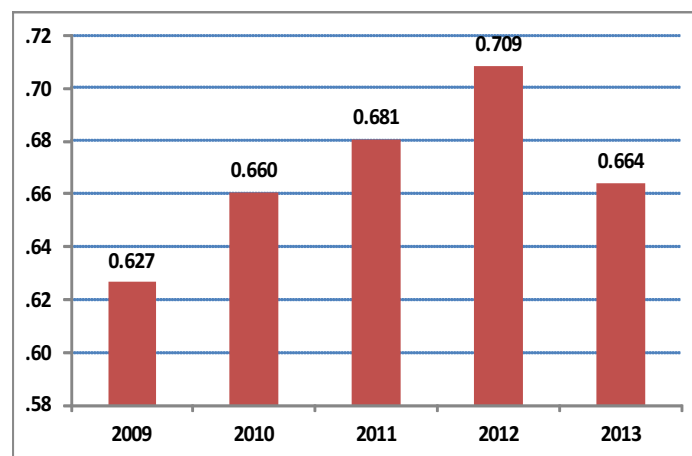
(단위 : 백만원)

구 분	2009	2010	2011	2012	2013
평 균	739,419	692,347	523,935	424,633	379,545

7) 오종문과 김완희(2010)의 연구결과에 따르면 옵션가격결정모형에 의해 계산된 국내 상장기업의 2003~2008 기간의 지급보증요율은 2.23%~8.75%정도 되는 것으로 나타났다.

지급보증의 부채인식 증가효과는 보증금액에 보증요율을 곱한 수준이며, 이런 양상은 대기업은 물론 중견 건설사에도 동일하게 발생했다(송민준 2011)⁸⁾. <그림 3>은 본 연구에 사용된 상장 건설사들의 연도별 평균 부채비율을 그래프로 표시한 것이다. K-IFRS 도입 이후 부채비율이 증가하긴 하지만 업계가 우려했던 만큼 크게 증가하지는 않았다. 또한 부채비율의 증가도 K-IFRS 도입에 기인하는 부분도 있겠지만 건설경기 불황의 영향도 컸을 것으로 판단된다.

<그림 3> 상장 건설사의 연도별 평균 부채비율(부채/자산) 현황



지금까지 논의결과를 종합해 볼 때, 건설업계는 K-IFRS 도입으로 재무상황이 크게 악화될 것으로 예상하였으나 실제로는 그 영향이 크지 않다는 것이다. 건설사들은 PF지급보증 잔액의 소규모 비율만큼만 금융보증부채로 인식하고 있으며, 충당부채 인식요건 강화에 따른 충당부채 추가인식도 거의 하지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 K-IFRS 도입에도 불구하고 PF지급보증의 대부분은 재무제표 본문에 부채로 보고되지 않기 때문에 PF지급보증의 전체 현황을 파악할 수 있는 정보가 여전히 중요함을 보여준다.

3. 선행연구

지급보증이 기업가치에 미치는 영향과 관련되어 두 가지 이론이 존재한다. 첫 번째는 ‘부의 이전’이론으로, 지급보증은 보증회사로부터 피보증회사로 부를 이전시켜 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 것이며(Sosin 1980, 김대호 1991), 두 번째 이론은 ‘레버리지 신호모형’으로써

8) 상장건설사 39개사의 2013년 재무제표를 분석한 결과, PF지급보증 잔액 대비 금융보증부채(지급보증충당부채 포함) 비율은 평균 5.26% 이었으며, 10% 이상 되는 기업은 5개 이었다.

시장이 지급보증을 보증회사가 지급보증으로 인한 손실의 기대치를 부담할 능력이 있다는 긍정적인 신호로 받아들여 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다(Ross 1977, 이원흠 1994).

심동석(1996)은 1993년부터 1995년 사이에 채무보증을 증권시장지에 공시한 163개 기업을 표본으로 하여 채무보증 공시가 보증회사와 피보증회사의 주식수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과에 따르면 채무보증 공시 시점에서 보증회사와 피보증회사의 주가 모두 하락하는 것으로 나타난 반면, 횡단면분석에는 누적보증액이 보증회사의 주가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 일관성이 결여된다.

이화득(2005)은 1994년부터 2003년까지의 2,925개 제조기업을 표본으로 하여 채무보증이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과에 따르면 외환위기 기간(97~98)에는 채무보증이 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 반면, 다른 기간에는 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 대해 이화득은 ‘레버리지 신호모형’이론을 지지하는 것으로 해석하고 있다.

고성수와 최은영(2008)은 2005년부터 2007년까지 유가증권시장에 상장된 건설사 36개를 대상으로 PF지급보증이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이들은 PF지급보증이 기업가치에 대하여 양면성을 갖고 있다고 보았다. PF지급보증은 확정된 부채는 아니지만 부채로 전환될 수 있는 위험성을 내포하고 있다는 점에서 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 반면, PF지급보증이 많다는 것은 시공사로서 참여하고 실적이 높은 것이므로 향후 이윤이 증대될 수 있음을 나타낸다는 점에서 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 실증분석 결과 PF지급보증은 기업가치에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났는데, 이에 대해 고성수와 최은영은 신호효과와 부의 이전 효과가 서로 상쇄되어 영향이 없는 것으로 나타났을 수도 있고 우발부채가 제대로 보고되지 않았기 때문일 수도 있다고 주장한다.

양동재 등(2011)은 2002년부터 2006년까지 359개 기업-연도 표본을 대상으로 채무보증이 신용평가에 미치는 영향을 분석하였다. 이들의 분석결과에 따르면 채무보증과 신용등급 간의 관련성은 대규모 기업집단 소속 여부에 따라 달라지는 것으로 나타났다. 대규모 기업집단 소속이 아닌 표본의 경우 채무보증이 신용등급에 부정적인 영향을 미쳤지만 대규모 기업집단 소속 표본에서는 채무보증과 신용등급 간의 유의적인 관련성이 확인되지 않았다.

본 연구도 PF지급보증이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고 있다는 점에서 고성수와 최은영(2008)의 연구와 유사하다. 그러나 본 연구는 다음과 같은 세 가지 측면에서 선행연구와 차별성을 갖는다.

첫째, 표본기간에 있어서의 차별성이다. 본 연구는 2009년부터 2013년까지를 연구대상기간으로 하고 있는데, 이 기간은 2008년 금융위기 이후 부동산 경기가 위축되면서 PF지급보증의 위험성이 상당히 높은 것으로 인식되던 시기이다. 이런 점에서 본 연구의 표본기간 동안에는 PF지급보증의 신호효과보다는 그것이 갖는 위험성이 더 크게 작용하였을 것으로 판단된다. 이화득

(2005)의 연구에서도 외환위기 기간(97~98) 중에는 채무보증과 기업가치가 음(-)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다.

둘째, 본 연구는 PF지급보증이 기업가치에 미치는 영향뿐만 아니라 부채조달비용에 미치는 영향도 함께 분석한다. 양동재 등(2011)과 같이 신용등급에 미치는 영향을 검토할 수도 있으나 연구대상 표본 중에 신용등급이 없는 기업이 많아 실증분석에 어려움이 있어 종속변수를 부채조달비용으로 설정하였다. 만약 시장이 PF지급보증을 건설사 부채의 일부로 인식한다면 PF지급보증이 많을수록 부채조달비용은 상승할 것으로 기대된다.

셋째, 고성수와 최은영(2008)은 2005년부터 2007년까지 3년 동안 유가증권시장에 상장된 건설사만을 연구 대상으로 하고 있기 때문에 전체표본이 88개 밖에 되지 않아 통계분석 결과의 신뢰성 확보 및 연구결과의 일반화에 어려움이 있다. 반면에 본 연구는 연구대상 기간도 5년으로 확장하였을 뿐만 아니라 연구대상 표본도 유가증권 및 코스닥 시장에 상장된 건설사로 확대하여 분석대상 기업-연 표본이 219개에 이른다. 표본의 확대는 통계검증 결과의 신뢰도를 높일 수 있을 뿐만 아니라 연구결과를 일반화하는 데도 도움이 될 것이다.

4. 가설 설정

선행연구들에 따를 경우 지급보증은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있고 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 그런데 건설사의 PF지급보증은 일반 지급보증보다 위험이 훨씬 더 높기 때문에 긍정적인 효과보다 부정적인 효과가 더 클 것으로 예측된다. 국내 시행사들의 경우 재무구조가 매우 취약하기 때문에 사업 중단 또는 경기부진으로 인한 미분양 사태가 발생하면 지급보증을 선 건설사가 부채의 대부분을 떠안게 된다. 즉, 일반 지급보증과는 달리 PF지급보증의 경우에는 지급보증을 선 건설사가 사업위험의 상당부분을 부담한다. IFRS 도입 전 회계기준에 따를 경우 지급보증은 우발부채로 분류되어 주석으로만 공시될 뿐 부채로 인식되지 않았다. IFRS는 금융보증부채를 재무제표 본문에 부채로 인식할 것을 요구하지만 건설사들이 실제로 부채로 인식하고 있는 금액은 보증금액에 보증요율을 곱한 수준으로 미미하다. 즉, IFRS 도입 후에도 보증기업인 건설사들은 PF지급보증액의 대부분을 부채로 인식하지 않고 주석으로 공시하고 있다. 그런데 비록 건설사가 PF지급보증을 재무제표에 부채로 보고하지는 않지만 시장이 이를 건설사 부채의 일부로 인식을 한다면 PF지급보증은 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이며, 부채조달비용도 증가시킬 것으로 예상된다. 이에 본 연구에서는 다음과 같은 연구 가설을 설정한다.

가설 1 건설사의 PF 지급보증은 기업가치에 부(-)의 영향을 미친다.

가설 2 건설사의 PF 지급보증은 부채조달비용을 증가시킨다.

III. 연구모형 및 표본

1. 연구모형

Landsman et al.(2008)은 투자자들이 자산유동화를 자산의 매출로 인식하는지 아니면 자산을 담보로 한 차입으로 인식하는지를 분석하기 위하여 식 (1)과 같은 연구 모형을 설정하였다. 여기서 MVE는 자산유동화를 실행한 기업의 주가이며, ADJ_ASSET, LIAB, ADJ_NI 역시 자산유동화 실행기업의 주당자산, 주당부채 및 주당순이익이다. SPE_ASSET 및 SPE_LIAB는 유동화 전문회사(SPE)의 자산과 부채를 자산유동화 실행기업의 발행주식수로 나눈 값이다. Landsman et al.(2008)은 만약 시장이 자산유동화를 자산의 매각이 아닌 자산을 담보로 한 차입으로 인식한다면 a_3 는 양의 값을, a_4 는 음의 값을 갖게 될 것으로 예상하였다.

$$MVE = a_0 + a_1ADJ_ASSET + a_2LIAB + a_3SPE_ASSET + a_4SPE_LIAB + a_5ADJ_NI + e \quad (1)$$

본 연구는 건설사의 재무제표에 부채로 계상되어 있지는 않지만 시장이 PF지급보증을 건설사의 부채로 인식하고 있는지를 검토한다는 점에서 Landsman et al.(2008)의 연구와 유사하다. 이에 본 연구에서는 Landsman et al.(2008)의 모형을 이용하여 PF지급보증의 가치 관련성을 검증하기로 한다. 구체적인 검증모형은 식 (2)와 같다. 여기서 LOSS는 당기순손실 여부를 나타내는 더미변수이며, NI*LOSS 변수는 회계이익이 음(-)의 범위에서만 비대칭적으로 정의되는 변수로서, 회계이익과 주가와의 관계는 회계이익이 양(+)인 경우와 음(-)인 경우 질적으로 다르기 때문에 모형에 추가되었다(Hayn 1995, Collins et al. 1999). 재무자료 및 PF지급보증액은 결산기 말 현재 금액을, 주가는 결산일 종료 후 3개월 시점의 금액을 사용한다.

$$PRICE_{it} = a_0 + a_1ASSET_{it} + a_2LIAB_{it} + a_3PFLOAN_{it} + a_4NI_{it} + a_5LOSS_{it} + a_6NI*LOSS_{it} + \sum YD + e_{it} \quad (2)$$

변수설명 ;

PRICE_{it} = i기업의 t기 결산일 종료 후 3개월 시점의 주가

ASSET_{it} = i기업의 t기 말 자산 총액/i기업의 t기 말 발행보통주식수

LIAB_{it} = i기업의 t기 말 부채 총액/i기업의 t기 말 발행보통주식수

PFLOAN_{it} = i기업의 t기 말 PF지급보증액/i기업의 t기 말 발행보통주식수

NI_{it} = i기업의 t기 당기순이익/i기업의 t기 말 발행보통주식수

LOSS_{it} = i기업이 t기에 당기순손실을 보고했으면 1, 아니면 0

$\sum YD$ = 연도별 더미변수

양동재 등(2011)은 채무보증이 보증기업의 신용평가에 미치는 영향을 검증하기 위하여 t+1

기의 신용등급을 종속변수(Rating_{t+1})로 하고 t기의 채무보증액(GUAR_t)을 독립변수로 하는 식 (3)과 같은 회귀모형을 설정하였다. 통제변수로는 총자산이익률, 총자산회전율, 기업규모, 부채 비율, 대주주지분을 및 감사의견 등이 사용되었다.

$$\text{Rating}_{t+1} = f(\text{GUAR}_t, \text{Controls}_t) \quad (3)$$

본 연구의 두 번째 목적은 PF지급보증의 부채조달비용에 미치는 영향을 검증한다는 점에서 양동재 등(2011)의 연구와 유사하다. 이에 본 연구는 양동재 등(2011)의 연구모형을 응용, 식 (4)와 같은 회귀모형을 설정하여 PF지급보증의 부채조달비용에 미치는 효과를 검증한다. 이때 종속변수와 독립변수는 1년 시차를 두고 측정한다. 즉, 종속변수인 부채조달비용은 t+1기 금융비용을 t+1기 평균이자발생부채로 나누어 측정하며, PF지급보증을 포함한 독립변수는 t기말 현재 자료를 이용하여 측정한다. 이처럼 종속변수와 독립변수 간에 시차를 둔 이유는 당기의 재무상황에 따라 다음 기 부채조달비용이 영향을 받을 것으로 예상되기 때문이다.

$$\begin{aligned} \text{COD}_{it+1} = & b_0 + b_1 \text{PF}_{it} + b_2 \text{SIZE}_{it} + b_3 \text{PPE}_{it} + b_4 \text{SALE}_{it} + b_5 \text{ROA}_{it} + b_6 \text{LEV}_{it} + b_7 \text{OWN}_{it} \\ & + \sum \text{YD} + e_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

변수설명 ;

COD_{it+1} = i기업의 t+1기 이자비용/i기업의 t+1기 평균이자지급부채

PF_{it} = i기업의 t기 말 PF지급보증액/i기업의 t기 말 자산 총액

SIZE_{it} = i기업의 t기 말 자산 총액에 자연로그를 취한 값

PPE_{it} = i기업의 t기 말 유형자산/i기업의 t기 말 자산 총액

SALE_{it} = i기업의 t기 매출액/i기업의 t기 말 자산 총액

ROA_{it} = i기업의 t기 당기순이익/i기업의 t기 말 자산 총액

LEV_{it} = i기업의 t기 말 부채 총액/i기업의 t기 말 자산 총액

OWN_{it} = i기업의 t기 말 대주주 지분율

ΣYD = 연도별 더미변수

통제변수는 양동재 등(2011)의 연구와 대부분 일치하나, 감사의견 대신 총자산 대비 유형자산 비율을 사용하고 있다는 점에서 차이가 있다. 감사의견을 통제변수에 포함시키지 않은 이유는 본 연구에 사용된 표본기업의 경우 비적정의견을 받은 기업이 4개 밖에 되지 않아 감사의견이 변수로서의 의미를 갖지 못할 것으로 판단되었기 때문이다. 총자산 대비 유형자산 비율을 통제변수로 추가한 이유는 담보제공 가능성이 부채조달비용에 미치는 효과를 통제하기 위함이다(박준영과 김요환 2012).

투자자나 채권자들이 PF지급보증도 건설사의 부채의 일부로 인식한다면 식 (2)에서 a₃는 음(-)의 값을, 식 (4)에서 b₁은 양(+)의 값을 가질 것으로 예측된다.

2. 표 본

본 연구는 건설사의 PF지급보증 관련 정보가 기업가치 및 부채조달비용에 미치는 영향을 분석한다. 본 연구의 분석대상 기간은 2009년부터 2013년까지 5년이며, 연도별 표본분포는 다음과 같다.

〈표 5〉 표본기업의 연도별 분포

시장 구분	2009	2010	2011	2012	2013	합계
유가증권시장	34	34	34	32	27	161
코스닥시장	11	11	12	12	12	58
합 계	45	45	46	44	39	219

PF지급보증 관련 정보는 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에 공시된 사업보고서를 검색하여 수작업으로 수집하였으며, 재무제표 및 주가자료는 한국상장회사협의회 TS-2000에서 수집하여 사용하였다. PF지급보증 관련 정보를 수집함에 있어서 재무제표 주식사항이 아닌 사업보고서 정보를 활용한 이유는 주식사항으로 공시된 자료를 통해 PF지급보증 관련 정보를 파악하는 것이 쉽지 않았기 때문이다. 재무제표 자료를 이용함에 있어서는 K-IFRS가 도입되기 전인 2010년까지는 개별재무제표의 자료를, K-IFRS가 도입된 2011년 이후부터는 연결재무제표 자료를 추출하여 사용하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계 및 상관관계

PF지급보증이 기업가치에 미치는 영향 분석에 사용된 표본은 219개 기업-연으로, 표본의 기술통계량은 <표 6>과 같다. 표본에 사용된 기업의 평균 주가(PRICE)는 13,709원이며, 평균 주당 자산(ASSET)은 75,810원, 평균 주당 부채(LIAB)는 53,729원으로 나타났다. 건설업계의 불황 탓으로 분석대상 기간 동안 표본기업의 평균 주당순이익(NI)은 -2,719원을 보인다. 본 연구의 관심변수인 PF지급보증(PFLOAN)의 경우 평균이 24,398원으로 나타나, 부채 총액의 45%에 이르고 있다. 또한 전체 표본 219개 중 22.8%에 해당되는 50개 기업-연은 PF지급보증이 없는 것으로 나타났다.

〈표 6〉 가치 관련성 분석 표본의 기술통계량(n=219)

변 수	평 균	표준편차	최소값	1분위수	중위수	3분위수	최대값
PRICE	13,709	21,904	228	2,820	5,800	13,150	122,500
ASSET	75,810	69,974	821	25,532	53,325	114,266	367,129
LIAB	53,729	51,226	386	13,551	41,235	78,219	274,368
PFLOAN	24,398	33,011	0	537	11,175	35,171	193,561
NI	-2,719	10,520	-80,111	-2,029	133	963	11,517

변수설명 ;

PRICE=결산일 종료 후 3개월 시점의 주가

ASSET =자산 총액/발행보통주식수

LIAB =부채 총액/발행보통주식수

PFLOAN =PF지급보증 잔액/발행보통주식수

NI =당기순이익/발행보통주식수

<표 7>은 PF지급보증이 부채조달비용에 미치는 영향 분석에 사용된 표본의 기술통계량을 보여준다. 전체 표본은 219개이나 부채조달비용 분석 표본은 172개로 감소하는데, 그 이유는 부채조달비용의 경우 t+1기의 값을 사용되어 2013년이 분석에서 제외되었기 때문이다. 또한 파산 등의 이유로 t+1기 이자비용 및 금융부채에 관한 자료가 존재하지 않는 기업도 표본에서 제외되어 표본이 축소되었다.

〈표 7〉 부채조달비용 분석 표본의 기술통계량(n=172)

변 수	평 균	표준편차	최소값	1분위수	중위수	3분위수	최대값
COD	.0729	.0477	.0000	.0448	.0723	.0885	.3467
PF	.3631	.4095	.0000	.0540	.2287	.4808	1.7747
SIZE	27.4503	1.3890	24.5580	26.4877	27.4871	28.2746	30.1763
PPE	.1085	.0975	.0022	.0288	.0847	.1647	.5426
SALE	.8278	.3085	.1260	.6229	.7890	.9845	2.2221
ROA	-.0405	.1643	-1.3132	-.0488	.0068	.0261	.4384
LEV	.6624	.2206	.1256	.5594	.6594	.7994	1.7240
OWN	.4364	.1728	.0773	.3032	.4291	.5479	.8121

변수설명 ;

COD =이자비용/평균이자지급부채

PF =PF지급보증 잔액/자산 총액

SIZE =ln(자산 총액)

PPE =유형자산/자산 총액

SALE=매출액/자산 총액

ROA =당기순이익/자산 총액

LEV =부채 총액/자산 총액

OWN=대주주 지분율

표본기업의 평균 부채조달비용(COD)은 7.29%로 나타났으며, 평균 부채비율(LEV)은 66.24%를 보이고 있다. 총자산이익률(ROA)의 경우 평균이 -4.05%, 중위수가 0.68%로 나타나 표본의 50% 가까이가 손실을 보고했음을 알 수 있다. 특히 ROA의 최소값이 -1.31로 나타나 자산의 1.3배에 해당되는 손실을 보고한 기업도 존재함을 확인할 수 있다. 자산 대비 PF보증 잔액 비율(PF)의 평균은 36.3%이며, 보유자산 보다 1.7배나 많은 지급보증을 선 경우도 있었다.

<표 8>은 가치 관련성 분석 표본(n=219)을 이용하여 변수 간 상관관계분석을 수행한 결과이다. 표의 상단은 모수검정 결과를, 하단은 비모수검정 결과를 보여준다. PF지급보증(PFLOAN)은 자산총액(ASSET) 및 부채총액(LIAB)과 유의한 양(+)의 상관관계를 보여 기업규모가 클수록 그리고 부채가 많을수록 PF지급보증도 크다는 것을 알 수 있다.

<표 8> 주요 변수들의 상관계수(n=219)

	PRICE	ASSET	LIAB	PFLOAN	EPS
PRICE		0.623**	0.468**	0.126	0.239**
ASSET	0.617**		0.959**	0.434**	-0.066
LIAB	0.509**	0.971**		0.454**	-0.254**
PFLOAN	0.197**	0.592**	0.636**		-0.015
EPS	0.580**	0.195**	0.050	0.000	

** P<0.01

<표 9>는 부채조달비용 분석 표본(n=172)을 이용하여 변수 간 상관관계 분석을 수행한 결과이다. 표의 상단은 모수검정 결과를, 하단은 비모수검정 결과를 보여준다.

<표 9> 주요 변수들의 상관계수(n=172)

	COD	PF	SIZE	PPE	SALE	ROA	LEV	OWN
COD		.235**	.086	.092	-.118	-.302**	.369**	-.133
PF	.397**		.136	-.248**	.008	-.253**	.448**	-.105
SIZE	.138	.329**		-.006	-.099	.084	.427**	-.337**
PPE	.074	-.213**	.055		-.042	-.018	-.061	-.060
SALE	-.136	.023	-.085	-.051		.167*	-.076	.106
ROA	-.536**	-.357**	-.010	.025	.275**		-.611**	.202**
LEV	.467**	.549**	.410**	-.115	-.137	-.640**		-.241**
OWN	-.078	-.202**	-.340**	-.111	.079	.153*	-.148	

* p<0.05, ** P<0.01

부채조달비용(COD)은 지급보증(PF) 및 부채비율(LEV)과 유의한 양(+)의 상관관계를 갖고 있으며, 총자산이익률(ROA)과는 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 PF지급보증이 많을수록 부채비율이 높을수록 부채조달비용은 높아지며, 수익성이 좋을수록 부채조달비용이 낮아진다는 것을 의미한다. 본 연구의 관심변수인 PF지급보증(PF)은 기업규모(SIZE) 및 부채비율(LEV)과 유의한 양(+)의 상관관계를 보이며, 유형자산 크기(PPE), 총자산이익률(ROA) 및 대주주지분율(OWN)과는 유의한 음(-)의 상관관계를 갖고 있다. 이러한 분석결과는 재무상태가 좋지 않고 수익성이 저조한 기업일수록 PF지급보증을 서서라도 시공사로서 부동산 개발사업에 참여하고자 하는 반면, 대주주지분율이 높을수록 PF지급보증을 자제하고 있음을 보여준다.

2. PF지급보증의 가치 관련성 분석

<표 10>은 PF지급보증이 보증기업인 건설사의 기업 가치에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 시장이 PF지급보증을 부채로 인식한다면 PFLOAN의 계수는 음(-)의 값을 가질 것으로 예측되는데, 실증분석 결과도 이를 지지한다. 전체표본과 극단치 제거표본 모두에서 PFLOAN의 계수가 유의한 음의 값을 보여 투자자들이 PF지급보증을 건설사 부채의 일부로 인식하고 있음을 보여준다.

〈표 10〉 PF지급보증의 가치 관련성 분석

구 분	전체 표본(n=219)		극단치 제거 표본(n=201) ^{주1)}	
	계 수	t-값 ^{주2)}	계 수	t-값 ^{주2)}
(상수)	-1869.616	-1.00	891.368	0.58
ASSET	0.389	4.38***	0.272	4.22***
LIAB	-0.376	-3.36***	-2.556	-3.09***
PFLOAN	-0.100	-2.96***	-0.065	-2.35**
NI	5.273	5.36***	3.980	4.96***
LOSS	3037.686	2.16**	963.102	1.09
NI*LOSS	-5.478	-5.65***	-4.034	-5.07***
ΣYD	포 함		포 함	
수정 R ²	0.750		0.611	
(F-값)	(24.12***)		(21.29***)	

* p<0.10, ** P<0.05, *** P<0.01

주1) 각 변수별로 평균 ±3*표준편차를 벗어나는 표본을 제외하였다.

주2) 본 연구는 변수를 주당으로 계산하고 있어 이분산성 문제가 발생될 수 있다. 실제로 White test 결과 이분산성이 존재하는 것으로 나타나, STATA를 이용한 회귀분석에서 robust 옵션을 추가하여 분석하고 그 t-값을 보고하였다.

변수설명 ;

PRICE=결산일 종료 후 3개월 시점의 주가

LIAB =부채 총액/발행보통주식수

NI =당기순이익/발행보통주식수

ΣYD =연도별 더미변수

ASSET =자산 총액/발행보통주식수

PFLOAN=PF지급보증 잔액/발행보통주식수

LOSS =당기순손실이면 1, 아니면 0

3. PF지급보증이 부채조달비용에 미치는 영향 분석

본 연구의 두 번째 가설은 PF지급보증이 차기의 부채조달비용에 미치는 영향을 검토하는 것이다. 2013년 표본의 경우 2014년 재무제표가 아직 공시되지 않아 t+1기 부채조달비용 계산이 불가능하므로 표본에서 제외되었다. 또한 t+1기에 파산 등의 이유로 재무제표가 공시되지 않은 기업들도 포함되어 있어 분석 가능표본이 219개에서 172개로 감소하였다. 한편, 172개 기업-연 중에는 데이터베이스에 추출한 차입금 및 이자비용이 0으로 나타난 기업이 8개 포함되어 있어 최종분석에는 164개 기업-연 표본이 사용되었다.

<표 11>은 회귀분석 결과를 보여준다. 전체표본을 이용한 경우 상수와 부채비율 외에는 유의성을 가진 변수가 존재하지 않는다. 그러나 극단치를 제거하고 분석한 결과에서는 유형자산 크기(PPE), 총자산이익률(ROA) 및 부채비율(LEV)이 부채조달비용에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 11> PF지급보증이 부채조달비용에 미치는 영향 분석

	전체표본(n=164)		극단치 제거 표본(n=150) ^(*)	
	계 수	t-값	계 수	t-값
상 수	0.175	1.94 [*]	0.102	1.72 [*]
PF	0.011	1.06	0.003	0.47
SIZE	-0.004	-1.27	-0.003	-1.14
PPE	0.047	1.27	0.054	1.84 [*]
SALE	-0.012	-0.08	0.003	0.37
ROA	-0.025	-0.09	-0.060	-2.16 ^{**}
LEV	0.052	1.84 [*]	0.053	2.80 ^{***}
OWN	-0.016	-0.72	0.002	0.15
ΣYD	포 함		포 함	
수정 R ² (F-값)	0.097 (2.76 ^{***})		0.212 (5.06 ^{***})	

* p<0.10, ** P<0.05, *** P<0.01

주1) 각 변수별로 평균 ± 3 *표준편차를 벗어나는 표본을 제외하였다.

변수설명 ;

COD =이자비용/평균이자지급부채

SIZE =ln(자산 총액)

SALE =매출액/자산 총액

LEV =부채 총액/자산 총액

ΣYD =연도별 더미변수

PF =PF지급보증 잔액/자산 총액

PPE =유형자산/자산 총액

ROA =당기순이익/자산 총액

OWN =대주주 지분율

부채비율이 높을수록 수익성이 좋지 않을수록 차기 부채조달비용은 증가하는 것으로 나타나 예상과 일치되는 결과를 보인다. 관심변수인 PF의 계수는 양의 값을 보이긴 하나 유의성은 없는 것으로 나타났다. 그런데 이러한 결과는 실제로 PF지급보증이 차기 부채조달비용에 영향을 미치지 않기 때문에 나타난 것일 수도 있지만 한편으로는 부채조달비용의 측정치로서 COD가 부정확하기 때문에 나타난 결과일 수도 있다. 부채의 기간이 다양하고 기업들마다 차이가 있기 때문에 본 연구에서 사용된 COD를 가지고 PF지급보증의 효과를 포착하는 것에 한계가 있었을 것으로 추정된다.

4. 추가 분석

K-IFRS 도입 이후 건설사들은 PF지급보증액의 일부를 재무제표에 금융보증부채로 인식하고 있다. 만약 시장이 이러한 회계처리 변화를 감안한다면 사업보고서나 주식 등을 통해 공시된 PF지급보증액을 부채로 인식하는 수준은 K-IFRS 도입 이후 감소될 것이다. 그러나 앞에서도 살펴본 바와 같이 건설사의 부채 계상액 자체가 크지 않기 때문에 시장의 인식수준에는 변화가 없을 수도 있다. 이에 본 연구에서는 K-IFRS 도입 이후 PF지급보증을 부채로 인식하는 수준이 달라졌는지를 추가적으로 검토하기 위하여 식 (5)와 같은 회귀분석을 실시하였다⁹⁾.

이 식에서 IFRS는 K-IFRS 도입 전후를 나타내는 더미변수로, 2011년 이후이면 1, 아니면 0의 값을 갖는다. IFRS*PFLOAN은 IFRS와 PFLOAN과의 상호작용효과를 나타내는 변수로, K-IFRS 도입 이후 PF지급보증을 부채로 인식하는 수준이 감소하였다면 a_8 은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예측된다.

$$\begin{aligned} PRICE_{it} = & a_0 + a_1 ASSET_{it} + a_2 LIAB_{it} + a_3 PFLOAN_{it} + a_4 NI_{it} + a_5 LOSS_{it} + a_6 NI * LOSS_{it} \\ & + a_7 IFRS_{it} + a_8 IFRS * PFLOAN_{it} + e_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

9) PF지급보증이 부채조달비용에 미치는 효과가 IFRS 도입 후 달라졌는지를 분석하는 것도 의미가 있으나, <표 11>에서 보는 바와 같이 기본분석에서 PF의 변수가 유의성이 없는 것으로 나타나 추가적인 분석을 실시하지 않았다.

<표 12>는 회귀분석 결과를 보여준다. 전체표본 및 극단치 제거 표본 모두에서 α_8 이 유의한 양(+)의 값을 보여, K-IFRS 도입 이후 PF지급보증을 부채로 인식하는 수준이 감소하는 것으로 나타났다. 비록 건설사들이 재무제표 본문에 금융보증부채로 인식하는 금액은 크지 않으나, 시장은 이러한 회계처리 변화의 효과를 의미있게 받아들이고 있음을 보여주는 결과이다.

<표 12> K-IFRS 도입 이후 PF지급보증의 부채인식 수준 변화 분석

	전체표본(n=219)		극단치 제거 표본(n=201) ^{주1)}	
	계수	t-값	계수	t-값
상 수	629.558	0.38	3280.760	2.32**
ASSET	0.402	4.35***	0.281	4.32***
LIAB	-0.395	-3.39***	-0.277	-3.31***
PFLOAN	-0.139	-3.69***	-0.105	-3.21***
NI	5.237	5.30***	4.073	5.10***
LOSS	3680.323	2.47**	1310.934	1.43
NI*LOSS	-5.439	-5.59***	-4.161	-5.25***
IFRS	-3920.883	-1.98**	-3230.411	-1.77*
IFRS*PFLOAN	0.107	2.05**	0.107	2.78***
수정 R ² (F-값)	0.748 (24.53***)		0.606 (18.55***)	

* p<0.10, ** P<0.05, *** P<0.01

주1) 각 변수별로 평균 ± 3 *표준편차를 벗어나는 표본을 제외하였다.

V. 결 론

국내 부동산개발 사업은 시행사와 시공사가 분리된 형태로 추진되며, 시행사의 차입에 대해 건설사인 시공사가 지급보증 등의 신용보강을 하는 것이 관례처럼 되어 있다. 그런데 시행사는 자본력이 취약하기 때문에 분양미달 등으로 부채를 상환하지 못하는 상황이 발생하면 지급보증을 선 시공사가 그 부채를 대부분 떠안게 된다. 이런 상황에서 본 연구는 시공사인 건설사들이 시행사를 위해 제공한 PF지급보증의 기업가치 및 부채조달비용에 영향을 주는지를 분석하였다.

2009년부터 2013년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 건설사 219개(164개) 기업-연 표본을 이용하여 분석한 결과, PF지급보증의 기업가치에는 부(-)의 영향을 미치고 차기 부채조달비용에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. PF지급보증과 부채조달비용 간에 유의한

관련성이 없는 것으로 나타난 것은 부채조달비용의 측정치로서 COD가 부정확하기 때문일 수도 있다. 부채의 기간이 다양하고 기업들마다 차이가 있기 때문에 본 연구에서 사용된 COD를 가지고 PF지급보증의 효과를 포착하는 것에 한계가 있었을 것으로 추정된다. PF지급보증이 부채조달비용에 미치는 효과를 좀 더 정확하게 분석하기 위해서는 특정기업이 신규로 PF지급보증을 했을 때 그 다음 연도 신규 부채조달비용이 증가하는지를 검토해야 할 것으로 판단된다.

K-IFRS 도입 전 회계기준에 따를 경우 PF지급보증은 우발부채에 해당되어 주식으로만 공시하면 됐다. 그러나 K-IFRS 도입 후 상장건설사들은 금융보증부채를 재무제표 본문에 인식해야 하며, 충당부채의 인식 요건이 강화됨에 따라 지급보증이 충당부채로 전환될 수 있는 가능성 또한 커졌다. 이러한 회계처리 방식의 변화 때문에 건설업계는 K-IFRS가 도입될 경우 부채비용이 평균 20% 증가할 것으로 우려하였으나 실제 부채 증가 정도는 크지 않았다. 금융보증부채로 계상된 금액은 보증금액에 보증료를 곱한 수준이었으며, 지급보증충당부채를 추가로 인식한 기업도 많지 않았기 때문이다. 본 연구에서는 이와 같은 회계처리 방식의 변화를 감안하여 시장이 반응하는지를 검토한 결과, K-IFRS 도입 후 PF지급보증을 부채로 인식하는 정도가 감소된 것으로 나타났다. 이러한 결과는 비록 K-IFRS 도입으로 인해 PF지급보증액 중 부채로 인식된 금액은 크지 않음에도 불구하고 시장은 PF지급보증 정보에 대해 차별적으로 반응하고 있음을 보여준다. 그런데 한편으로 이러한 결과는 금융위기 해소와 IFRS 채택의 효과가 혼재된 것일 수 있다. 2009-2010년에는 미국 금융위기 여파로 경기가 좋지 않았던 반면, 2011-2013년에는 금융위기 영향에서 벗어나 경기가 회복되었으며 그와 동시에 2011년에 IFRS 채택으로 회계기준이 변경되었기 때문이다. 금융위기 해소 효과를 제외한 IFRS 채택의 효과만을 분리해 보고자 한다면 2011년 이후와 2007년 이전의 자료를 비교하는 것이 더 적합할 수 있으나, 2008년 이전에는 사업보고서에 시행사에게 제공한 지급보증 정보가 공시되지 않아 표본기간을 확대하는 데 어려움이 있었다.

K-IFRS 도입에도 불구하고 PF지급보증의 대부분은 재무제표 본문에 부채로 보고되지 않기 때문에 PF지급보증의 전체 현황을 파악할 수 있는 정보는 여전히 중요하다. PF지급보증에 관한 정보는 재무제표 주석사항, 사업보고서, 수시공시 자료 및 신용평가보고서 등 여러 경로를 통해 공시되고 있는데, 정보이용자들이 현재 공시되는 자료를 통해 PF지급보증과 관련된 정확한 정보를 파악하는 데는 한계가 있다. 주석사항의 경우 PF지급보증을 다른 지급보증과 혼합하여 공시하거나 특수관계자를 위한 지급보증과 특수관계자 이외의 자를 위한 지급보증을 별도로 구분하여 공시함으로써 그 규모를 정확히 파악하기 쉽지 않다. 건설사 52곳의 2013년 사업보고서를 분석한 결과에 따르면 46곳(88.5%)의 사업보고서에서 우발채무 관련 기재가 미흡한 것으로 나타나, 사업보고서에 공시되는 자료도 완전히 신뢰할 수 없음을 보여준다(한국금융신문 2014.5.27.). 본 연구의 분석결과 등을 고려할 때 건설사의 PF지급보증 현황을 좀 더 명확하게 파악할 수 있는 정보의 제공이 필요할 것으로 판단된다.

참고문헌

- “100대 건설사 PF 지급보증 64조원 넘어”, 『조선일보』, 2011.4.27.
- “국제회계기준이 뭐기에… 건설사들, 지급보증 거부 속출”, 『조선일보』, 2010.12.10.
- “상장법인 절반이 사업보고서 부실기재”, 『한국금융신문』, 2014.5.27.
- “울트라건설, 법정관리 신청”, 『동아일보』, 2014.10.9.
- “헛갈리는 건설사 PF 우발채무 공시”, 『조선일보』, 2011.7.28.
- 고성수 · 최은영. 2008. “건설사 우발채무의 측정과 기업가치에 관한 연구”, 국토연구 제59권 : 189-201.
- 기획재정부. 2009. 적용의견서 09-02 부동산 프로젝트파이낸싱 관련 우발부채의 별도 공시.
- 김대호. 1991. “옵션평가모형을 이용한 회사채 지급보증의 가치결정에 관한 연구”, 경영학연구 제21권 제1호 : 245-270.
- 김완중 · 손정락 · 김지환 · 김승룡. 2012. “국내 부동산 개발금융 현황과 시사점”, 하나금융정보 제5호 : 1-26.
- 김형근. 2013. “중소형 건설사 탐방기 I : 살아남은 자가 그 시장을 지배한다”, 메리츠증권증권에널리스트 분석보고서 : 1-37.
- 박준령 · 김요환. 2012. “기업지배구조가 신용등급과 자본비용에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 한국회계학회 하계학술대회 발표논문
- 송민준. 2011. “IFRS 적용-건설업 적용 이슈와 영향”, KIS Credit Monitor : 4-16.
- 심동석. 1996. “채무보증공시의 정보효과”, 경영학연구 제25권 제2호 : 171-204.
- 양동재 · 김원신 · 고대영. 2011. “채무보증이 보증기업의 신용평가에 미치는 영향”, 회계저널 제20권 제3호 : 101-124.
- 오종문 · 김완희. 2010. “세법상의 지급보증 가치평가를 위한 모형법(Mark-to-Model) 적용의 가능성과 한계”, 세무와회계저널 제11권 제2호 : 325-347.
- 이성구. 2012. “부동산 PF 신용보강 동향 및 과제”, KIS Credit Monitor : 4-14.
- 이원흠. 1994. “상호지급보증규제의 재무적 영향에 관한 연구”, 증권학회지 제16권 : 191-221.
- 이화득. 2005. “채무보증과 기업가치평가에 관한 연구”, 증권학회지 제34권 제2호 : 1-31.
- 최창옥 · 김은경. 2011. “건설사 PF 대출의 문제점과 정책방향”, 경기개발연구원 현안분석보고서 : 1-15.
- Collins, D., M. Pincus, and H. Xie, 1999. Equity Valuation and Negative Earnings : The Role of Book Value of Equity. The Accounting Review 74 : 29-61.
- Hayn, C. 1995. The Information Content of Losses. Journal of Accounting and Economics 20 : 125-153.
- Landsman W.R., K.V. Peasnell, and C. Shakespeare. 2008. “Are Asset Securitizations Sales or Loans?”, The Accounting Review Vol. 83, No. 5 (September) : 1251-1272.

- Ross, S.A. 1977. "The Determination of Financial Structure : The Incentive—Signalling Approach", The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1 (Spring) : 23—40.
- Sosin, H.B. 1980. "On the Valuation of Federal Loan Guarantees to Corporation", Journal of Finance Vol. 35, No. 5 (December) : 1209—1221.

The Effects of PF Loan Guarantees on the Firm Value and Cost of Debt

Jong Sung Park*

— <Abstract> —

In Korea, Construction firms usually guarantee PF loan which Developers take out. PF loan guarantees are classified as contingent liabilities and reported in footnote instead of being recorded as liabilities in balance sheet. This study examines the effects of PF loan guarantees of construction firms on the firm value and the cost of debt. The sample consists of 219(164) construction firms/years from 2009 to 2013. The stock prices and accounting data are selected from the database TS 2000 by Korean Listed Companies Association. PF loan guarantee balances are from annual business report through hand collecting.

The empirical result shows that PF loan guarantees have a negative effect on the stock prices of construction firms. This result indicates that even though construction firms do not report PF loan guarantees as liabilities in balance sheet, investors treat them as a part of liabilities of construction firms. Also, the result reveals that PF loan guarantees are positively associated with the cost of debt, but the coefficients are statistically insignificant. The insignificance may come from the inaccuracy in measuring the cost of debt

<Key words> Financial Guarantee Liability, Contingent Liability, Project Financing, PF Loan Guarantee

* Professor, Department of Business Administration, Sookmyung Women's University, jongsung@sm.ac.kr