

지역개발사업을 위한 개발금융 활성화 방안

Alternatives for Activating Development Finance in the Regional Development Projects

박원석*

요약

본 연구에서는 우리 나라 현 개발금융의 현황과 문제점을 살펴보고, 지역개발사업의 확대를 위한 개발금융 활성화 방안을 모색하였다. 지방자치제 이후 지역경제를 활성화하기 지역개발사업에 대한 관심이 증가하고 있는데, 이러한 지역개발사업의 확대를 위해서는 개발금융의 활성화가 필요하다. 그런데 현 개발금융의 실태를 보면, 개발가능이 영세하고 미분화되어 있으며, 제조업 위주의 금융자원 배분으로 제도권 금융시장에의 접근성이 낮으며, 기업금융 방식이 지배적이어서 사업금융이 발달하지 못하였으며, 자본시장의 활용이 미비한 등의 문제점이 나타난다. 이러한 맥락에서 개발금융의 활성화하기 방안으로, 첫째로 부동산 지분투자펀드의 활용 방안, 둘째로 프로젝트 파이낸싱의 활용 방안, 자산담보부증권의 활용 방안, 넷째로 메자닌 캐피탈의 활용방안을 도출하였다.

주요어 : 지역개발사업, 개발금융, 프로젝트 파이낸싱, 자산담보부증권, 부동산투자회사(REITs), 메자닌 캐피탈(mezzanine capital)

1. 서론

지방자치제가 본격적으로 실시되고 '지방화'라는 화두가 우리사회의 중요한 이슈로 부각됨에 따라, 지역경제를 활성화하고 지역간 불균형해소를 위한 방편으로 '지역개발사업'에 대한 관심이 증가하고 있다. 지역개발사업은 지역의 생산활동을 원활히 하고 주민의 삶의 질 향상을 위한 각종 사회간접자본시설(또는 infrastructure)은 물론 산업부문을 포함한 지역의 고용과 소득을 일으키는 전반적인 물리적 개발사업을 의미한다고 할 수 있다.

교통, 물류, 생산지원 등 상당수의 지역개발사업은 공공재적 성격이 강하기 때문에, 우리나라에서는 지금까지 주로 중앙정부의 주도하에 지역개

발사업이 추진되었다. 지방자치제의 실시 이후로는 각 지자체는 지역주민의 소득과 복지수준을 향상시키기 위하여 가시적인 성과가 나타나는 지역개발사업을 추진하려는 움직임이 늘고 있는 만큼 이러한 지역개발사업의 수요도 급증할 것으로 예상된다.

그런데, 지역개발사업의 추진에 있어서 가장 큰 문제는 투자재원을 어떻게 확보하는가 하는 것이다. 지금까지는 대부분의 지역개발사업이 공공재적 성격을 지니고 있었기 때문에 투자자원 조달도 정부의 조세, 국공채 등 재정자금을 통하여 이루어졌다. 그러나 정부의 재정만으로는 지역개발사업의 수요에 효과적으로 대응하기에는 많은 한계가 있다. 특히, 많은 개발 프로젝트들이 대형화되고

*삼성경제연구소 수석연구원

있으며, 높은 서비스수준과 고도의 기술을 필요로 하는 프로젝트들이 증가하는 추세에 있어, 그 소요 자금도 천문학적 수치에 이르고 있다.

급증하는 지역개발수요에 효과적으로 대응하기 위해 새로운 재원조달방안을 모색해야 하는데, 그 대안으로 민간 참여를 확대하는 방안이 있다. 공공재적 성격이 비교적 약한 부문에 대하여 수익자 부담원칙을 실현하고 민간의 창의성과 효율성을 도입한다는 목적하에 세계적으로 민간의 자본 및 사업참여가 이루어지고 있다. 민간의 지역개발사업 참여를 원활히 하기 위해서는 무엇보다도 개발사업에 투자 또는 용자를 담당하는 개발금융을 활성화하는 방안이 필요하다. 이러한 맥락에서 개발금융의 활성화는 지역개발사업의 자금조달을 원활하게 할 뿐만 아니라, 사업주체의 다변화에도 기여한다는 점에서 그 의의가 크다고 하겠다. 개발금융의 활성화를 위해서는 새로운 자금조달원을 발굴하든지 기존의 자금조달원을 개발금융으로 끌어올 수 있는 기법을 개발하는 방안을 모색할 수 있다.

이러한 맥락에서 본 고에서는 먼저 우리나라에서 지역개발사업의 사업분담체계와 자금조달 실태를 살펴보고, 이를 토대로 개발금융의 현황과 문제점을 살펴보고, 다음으로 지역개발사업을 위한 개발금융 활성화 방안을 모색하고자 한다. 마지막으로 앞서 제시한 개발금융 활성화 방안에 대한 정책적 시사점을 도출할 것이다.

2. 개발금융의 현황 및 문제점

1) 지역개발사업의 범위 및 사업분담 체계

지역개발(regional development) 개념은 1920

년대 이후 사용되기 시작하였고¹⁾ 현재 세계적으로 통용되고 있다. 지역개발을 한마디로 규정하기는 쉬운 일은 아니나 대체적으로 공간영역이 직면하고 있는 문제를 해결하고 장기적인 발전을 도모하기 위하여 종합적이고 쇄신적인 발전을 이룩해 나가는 계획적인 과정을 지역개발이라고 정의할 수 있다. 지역개발사업은 지역개발 개념이 물리적 공간에 구체화되는 것이라 할 수 있다. 지역개발사업은 일반적으로 도로, 철도, 항만 등 사회간접자본 시설을 주로 포함하고 있다고 할 수 있지만, 포괄적으로는 지역주민의 소득원을 창출하는 종합적인 개발사업을 포함하고 있다고 하겠다.

지역개발사업에 의하여 공급되는 재화들은 주로 非競合性과 非排除性의 특성을 가지고 있는 공공재(public goods)이다. 따라서 지역개발사업의 추진에는 공공의 역할이 중요시되는 것이 일반적이다. 특히 재화의 성격과 속성에 따라 중앙정부, 지방정부, 민간의 역할분담이 필요한 부분이 있다. 공공의 경우 각 사업의 성격에 따라, 투자규모가 크고 투자효과가 여러 지역에 파급되는 사업의 경우 중앙정부가 담당하고, 지방이나 지역에 한정적인 파급효과가 유발될 때는 지방정부가 담당하는 것이 일반적이다.

우리나라의 경우, 현행법상에서 각종 지역개발사업 관련 공공재의 공급체계를 살펴보면 첫째, 중앙정부가 공급하는 재화, 둘째, 중앙정부와 지방자치단체가 공동으로 공급하는 재화, 셋째, 지방자치단체가 독자적으로 공급하는 재화, 넷째, 민간부문이 참여하여 공급할 수 있는 재화의 네가지로 구분하여 볼 수 있다.

먼저, 중앙정부가 전적으로 투자·관리하는 투자사업으로는 철도, 공항, 댐, 국립대학, 治山(국유림), 도로(고속도로·국도), 항만(지정항만), 어항(1·3종), 하천개수(직할하천), 간척(국가공단, 항만내), 공업·농업용수사업(일부) 등이 있다.

표 1. 주요 공공사업의 투자주체별 분류

구 분	내 용
중앙정부	공항, 철도, 댐건설, 광역상수도, 농업용수개발, 항만, 어항(1,3종), 고속국도, 治山(국유림), 하천개수(직할하천), 간척, 핵폐기물처리, 발전 및 에너지관리, 공단개발, 국립공원, 국립대학, 우편사업, 우주개발, 해양개발, 기술개발
중앙정부 및 지방자치단체	어항(2종), 지하철, 도로(일반국도, 특별시도), 경지정리, 토지획정리, 직업훈련원, 광역하수도, 폐기물관리시설(쓰레기 처리, 수증말처리), 治山(공유림), 사방사업, 농공지구조성, 하천정화, 환경기초시설
지방자치단체	위에 포함되지 않는 그 이외의 사업

자료 : 임성일, 1993, 지방개발기금의 도입 및 효과적 운용. 한국지방행정연구원.

그리고, 도로(특별시도, 지방도, 시도, 군도), 항만(지정항 중의 연안항), 어항(제2종), 지하철, 경지정리, 하천개수(지방하천, 준용하천), 직업훈련 및 교육, 상·하수도시설, 쓰레기매립장 및 산업폐기물 매립장, 치산(공유림) 등은 중앙정부로부터의 보조금을 지원받는 가운데 지방자치단체가 투자·관리주체가 되고 있다.

그밖의 투자사업들은 지방자치단체가 자체재원으로 투자·관리하고 있는데 엄밀한 의미에서 지방자치단체가 자체재원을 기반으로 투자·관리하는 지방자치단체사업은 거의 없는 실정이다.

또한, 이러한 공공사업 중에서도 수익성이 있는 准公共財일 경우나 사적재일 경우는 민간이 사업을 주도할 수 있다. 예를들어 산업진흥, 국토균형발전, 경제사회의 활력을 증진시키기 위한 서비스는 어느 정도 배제가 가능한 재화로서 수익자부담원칙의 적용을 통해서 재원조달이 가능한 재화이다. 그래서 외국에서 뿐만아니라 우리나라에서도 이러한 공공재의 성격이 상대적으로 미약한 시설에 대하여는 민간부문의 참여를 허용하여 왔다. 또한 수익 기반으로 이루어지는 주택개발, 오피스 및 상업시설 개발, 관광개발사업 등은

당연히 민간부문에서 담당해야 할 것이다.

우리나라의 현행법상 지역개발사업들에 있어서 민간부문의 참여가 가능한 형태로는 '개별법의 규정에 의한 참여', '민간투자법에 의한 참여'의 3가지로 크게 구분할 수 있다.

2) 개발금융의 실태와 문제점

지역개발사업을 활성화하려면 민간의 사업 참여 확대가 필요하고, 민간 참여가 활발히 이루어지려면 개발금융을 활성화하는 것이 필요하다. 따라서, 지역개발사업의 활성화에 있어서 가장 큰 관건은 자금조달의 문제라 할 수 있다. 특히, 초기 자금부담이 크고, 자본의 회임 기간이 긴 지역개발사업의 특성상 장기적으로 안정된 자금을 제공할 수 있는 개발금융의 구비는 필수적이다.

개발금융이란 일반적으로 자기자본과 타인자본을 포함하여 개발사업에 소요되는 자금을 조달하는 것으로 정의할 수 있다. 특히, 개발 사업 및 사업을 추진하는 주체에 제공하는 자금이라는 점에서 공급자 금융이라 할 수 있으며, 이러한 점에서 개발사업의 수혜자

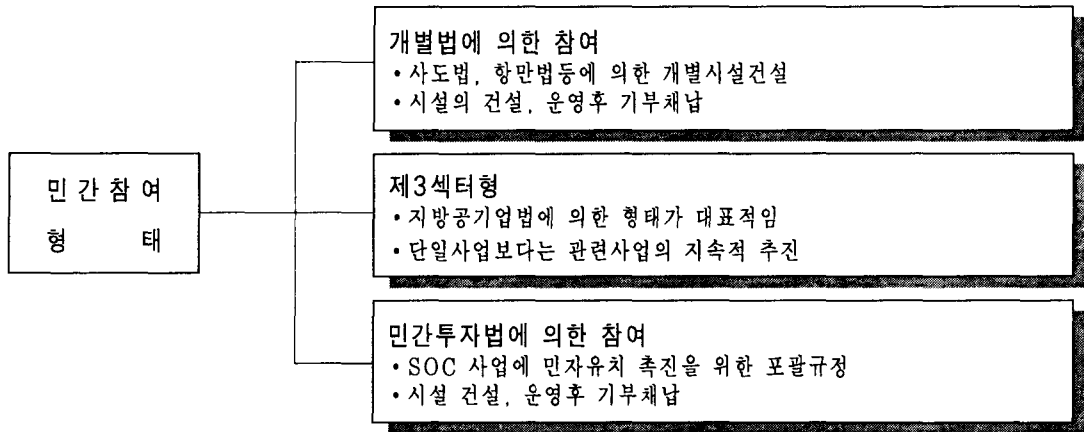


그림 1. 지역개발사업의 민간참여 형태

또는 최종 소비자에게 제공하는 수요자 금융과는 구별된다고 하겠다.

그런데 지금까지 상당수 지역개발사업에서 민간의 프로젝트 참여가 제한적으로 이루어진 것을 볼 수 있는데, 그 큰 이유 중 하나는 민간이 사업주체가 되기에는 금융부담이 크고, 이를 뒷받침할 만한 개발금융의 발달이 미비하였다는 점을 들 수 있다. 특히 94년 민자유치촉진법의 제정으로 민자유치사업이 시행된 이후에도 지역개발사업에 민간참여가 활발히 이루어지지 못하는 실정이다. 따라서 자금조달의 문제로 상당수의 지역개발사업이 연기되거나 포기되는 사태가 이어지고 있는 실정이다.

이러한 맥락에서, 본 고에서는 개발금융의 활성화 방안을 논의하기에 앞서 활성화의 기본 방향을 도출하기 위하여, 현재 개발금융의 실태와 대한 문제점을 고찰하고자 한다.

(1) 개발기능의 영세성 및 미분화

개발금융이 미비하게 된 주요한 요인으로 우선 지역개발사업을 주관하고 금융의 끌어들이는 주체인 개

발기능이 영세하거나 개발기능과 건설기능의 미분화된 현상을 들 수 있다. 현재 상당수의 디벨로퍼, 개발회사 등은 영세하거나 독자적인 영역을 확보하지 못하여, 개발기능이 지역개발사업을 주관하는 주체로 발달하지 못하다는 점이다. 따라서 상당수의 개발사업에서 건설기능을 담당하는 건설회사들이 사실상 개발기능을 담당하여, 개발업자가 담당해야 할 자금조달과 사업위험의 대부분을 부담하고 있는 실정이다.

현재 상당수의 지역개발사업에서 토지 매입 등에 따른 자금조달 문제, 공사지연 등 사업위험, 개발사업의 수요자 확보와 관련된 판매위험 등을 대부분 개발기능과 건설기능을 함께 부담하고 있는 건설업체가 떠안는 실정이다. 지금까지는 건설회사가 개발기능을 담당할 수 있었던 것은 부동산 가격이 급리 수준 이상으로 급등함으로, 개발에 따른 자본이득을 수취할 수 있었기 때문이었다.

그러나 건설회사가 자금조달 부담을 떠안음으로 인하여 재무구조가 악화되는 문제점이 상존한다. 또한, 90년대 이후 지가의 안정으로 지속적인 개발이득을 획득하기가 어려워 뿐만 아니라, 자본이득의 상당

수는 미실현 수익이기 때문에 유동성 위기에 처할 위험에 노출되어 있다고 하겠다. 실제로 IMF 이후 상당수의 건설회사를 포함한 기업들이 부도에 이르게 된 데는 이러한 유동성 압박이 큰 요인이었다. 따라서 IMF 이후에도 지역개발사업의 수행이 이러한 체계를 지속하기에는 상당한 무리가 따르고 따라서 개발금융의 공급체계에 변화가 필요함을 볼 수 있다.

(2) 제조업 위주의 금융 자원 배분으로 우선순위에 서 뒤쳐진 개발금융

그 동안 수출주도형 고도 성장과정에서 금융자원은 대부분 제조업 위주로 배분되었다. 특히 관치금융 하에서 사실상 금융자원의 배분을 좌지우지한 정부는 금융자원이 제조업 위주로 배분될 수 있도록 배려했고, 그 과정에서 상당수의 지역개발사업은 금융자원 배분의 우선순위에서 뒤쳐지게 되었다. 특히, 금리나 자금제공 조건 면에서 유리한 정책금융의 경우 지역개발사업에서는 거의 수혜를 볼 수 없었다. 더구나 재무구조가 열악한 건설업체나²⁾ 영세 개발회사들이 사업주체로 나섬에 따라, 제도권 금융기관으로부터 높은 차입금리와 신용할당에 직면하게 되었다.

지역개발사업에서 제도권 금융시장의 지원을 제대로 받지 못한 결과는 개발금융의 낙후로 이어질 수밖에 없었다. 결국 상당수의 개발금융은 비제도권에서 조달될 수 밖에 없었는데, 이에는 개발사업의 수요자가 개발금융의 일부를 부담하는 방식을 들 수 있다. 대표적인 예로 주택사업에서 관행적으로 활용하고 있는 선분양제도를 들 수 있다. 개발사업의 수요자가 개발금융에 참여할 수 있었던 것은 역시 개발에 따른 자본이득을 일부 수취할 수 있었기 때문이다. 주택사업에서 선분양자들이 분양차익을 남긴 것이 대표적인 경우이다. 그런데, 90년대 들어 부동산 가격이 안정 추

세에 접어들고 특히 IMF 직후 자산디플레이션을 경험하면서 수요자가 이러한 개발이득을 획득할 수 있는 기회가 매우 한정될 수 밖에 없다. 특히, 비제도권을 통한 자금조달은 투자자 보호장치가 미흡하고, 투자자인 수요자들이 자금조달 부담은 물론 사업위험도 부담해야 하는 불합리한 점이 노출되어 온 바 있다.

따라서 개발금융 활성화를 위해 제도권 금융시장에의 접근성을 높일 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다.

(3) 사업금융의 미발달

지금까지 지역개발사업에서 금융기관의 자금 제공은 개발업체 또는 건설업체의 담보나 신용에 근거하여 이루어졌다. 따라서, 모기업의 보증이나 신용에 의존한 기업금융(corporate financing)이 위주를 이루어 프로젝트의 사업성에 근거한 사업금융(project financing)이 별로 활용되지 않았다.

기업금융 방식으로 자금을 조달할 경우 개발주체 또는 건설업체는 프로젝트에 소요되는 대출 자금을 자기 신용으로 조달해야 하기 때문에 簿外金融(off balance finance)을 활용할 수 없어³⁾ 재무구조가 악화되게 된다. 또한, 금융기관 역시 담보나 사업주체의 신용에 근거하여 자금을 제공함에 따라 개별 프로젝트의 사업성에 대한 평가를 소홀히 하였으며, 기업 스스로도 사업정보 제공을 게을리 하였다.

그 결과, 금융기관은 사업주체가 수익성이 없는 프로젝트에도 투자하는 등 방만한 사업 확장을 통제하기가 어려웠다. 사업주체의 입장에서도 과도한 채무부담은 물론, 프로젝트에 소요되는 자금의 조달계획을 충분히 세우지 않고 프로젝트를 수행해야 하는 어려움이 상존하였다.

이러한 점은 개발금융의 활성화를 가로막는 제약

요소로 작용하게 되었는데, 이에 따라 프로젝트의 사업성에 근거한 자금조달 방식으로의 전환이 필요한 시점이라 하겠다.

(4) 자본시장의 활용 미비

지역개발사업의 자금조달 과정에서 제도권 금융기관의 활용이 미비한 점은 이미 언급한 바와 같다. 그런데 제도권 금융기관 중에서도 특히 자본시장과 같은 직접금융시장의 활용은 더욱더 미비하였다.

자본시장의 활용도가 낮은 것은 앞서 언급한 건설업체 등 개발사업 주체의 재무구조가 열악하다는 점, 사업금융이 발달하지 못한 점 등과 관련이 있다. 사업금융의 미발달로 사업주체인 건설업체 등이 자기 신용으로 자금을 조달해야 하는데, 많은 경우 건설업체 등의 사업주체들이 신용 위험이 높아서 회사채 발행 등을 할 수 있는 신용등급을 올리지 못하기 때문이라 할 수 있다. 현재 ABS 등 부동산 증권화와 관련한 새로운 상품이 속속 등장함에 따라 자본시장을 활용할 수 있는 여건은 개선되는 실정이다. 따라서 자본시장의 활용을 확대할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다 하겠다.

3. 개발금융 활성화 방안

1) 기본 방향

지역개발사업에서 개발금융의 활성화 방안을 모색하기 위하여, 우선 개발금융 실태분석에서 나타난 현 주택 개발금융의 문제점 인식에서 출발하여, 이를 극복하기 위한 기본과제를 제시하고, 기본과제를 통하여 주택 개발금융 활성화 방안을 도출하고자 한다.

(1) 개발금융 활성화를 위한 기본과제

우선, 개발금융의 실태 및 문제점 분석을 통하여 도출할 수 있는 기본과제는 다음과 같다. 첫째는 개발가능 분리를 통한 자금조달 통로의 다변화이다. 지역개발사업에서 개발가능의 영세성과 건설기능과의 미분리로 인하여 개발금융이 낙후되었다는 점은 앞서 분석한 바와 같다. 따라서 이러한 문제점을 극복하기 위하여, 개발사업에서 개발가능을 별도로 분리하고 공신력을 부여하여 개발회사, 디벨로퍼 등을 개발자금을 조달하는 통로로 활용하는 것이 필요하다.

둘째는 프로젝트의 수익성에 근거한 자금조달을 확대하는 것이 필요하다. 건설업체 등 지역개발사업의 사업주체의 재무구조가 열악하고 신용도가 낮은 상황에서 사업주체의 신용으로 개발금융을 조달하기가 어렵다는 사실은 이미 확인한 바와 같다. 따라서 지역개발사업에 필요한 자금조달을 위해 지분 투자를 모집하거나 금융기관으로부터 차입금을 조달할 경우, 자금조달의 근거를 기업의 신용이 아닌 프로젝트의 사업성을 근거로 하는 방안을 강구할 필요가 있다. 즉, 개별 개발사업을 별도의 프로젝트로 분리시키고, 개발사업의 사업성을 토대로 자금을 조달하는 방안을 말한다. 별도 프로젝트로 분리될 경우 부외금융의 활용으로 주택 건설회사의 재무구조 개선에도 기여할 수 있다.

셋째는 개발사업의 개발이익과 위험을 분담하는 방법을 통하여 다양한 금융 조달기법과 금융상품을 활용하는 방안을 강구하는 것이 필요하다. 개발사업에 관련된 위험을 이해당사자들 분담시키고, 위험을 부담한 주체에게 개발이익을 보장하는 방안을 모색해야 할 것이다. 이를 위하여 합리적이

고 명확한 개발이익과 사업위험의 분담 원칙을 확립하고, 개발이익과 위험의 분담 정도에 따라 다양한 유형의 투자자에게 선택권을 주는 다양한 금융 기법 및 금융상품을 개발할 필요가 있다.

넷째는 자본시장을 적극적으로 활용하는 방안을 마련하는 것이 필요하다. 제도권 금융기관으로부터의 지역개발사업의 자금조달원은 주로 대출자금에 한정되어 자금조달원이 다양하지 못하였다. 그런데 최근 들어 ABS 등 부동산의 증권화와 관련하여 새로운 자산관련 금융상품이 도입되고 있는 만큼 주택사업에서 자본시장의 활용도를 높이는 방안을 강구하는 것이 필요하다.

(2) 개발금융 활성화 방안 도출

기본과제에서 제시된 방향을 통하여 자기자본(지분)의 확충과 타인자본(부채)의 활용이라는 2가지 관점에서 주택 개발금융 활성화 방안을 도출하고자 한다. 자금조달원 확보와 관련된 부분은 개발가능 분리를 통한 개발자금의 확보, 자본시장의 활용 등을 들 수 있고, 자금조달기법과 관련된 부분은 프로젝트 파이낸싱 활용, 위험과 개발이익 분담을 통한 금융상품 개발 등을 들 수 있다. 전술한 4가지 기본과제는 상호 관련되어 있는 만큼 이를 복합적으로 고려하고, 자기자본(지분)의 확충과 타인자본(부채)의 활용이라는 관점과 연계하여 활성화 방안을 도출하고자 한다.

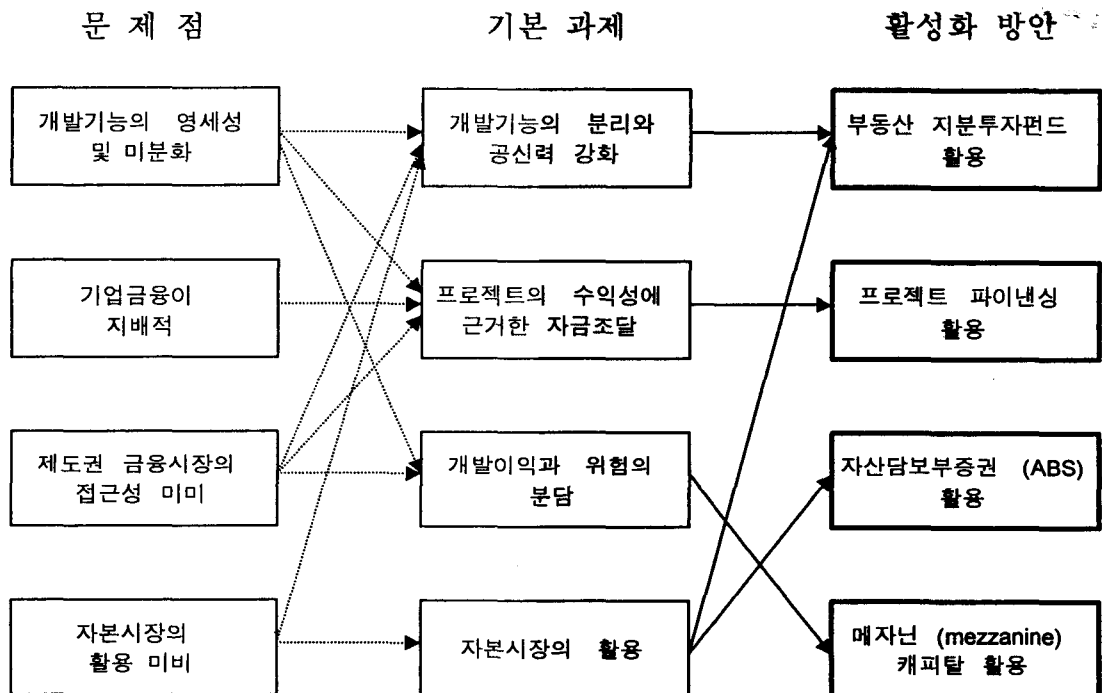


그림 2. 개발금융 활성화 방안의 도출

우선, 자기자본 확충의 차원에서는 지분 투자펀드의 활용 방안을 도출할 수 있다. 즉, 개발자금 확보 차원에서 지역개발사업 지분에 투자하는 펀드의 활용하는 방안이다. 지분 투자펀드의 활용은 투자자금 확보뿐만 아니라 재무구조 개선을 통한 부채자금 유인 효과도 가져올 수 있다. 따라서 다양한 유형의 지분 투자펀드 활용 가능성 및 그 방안을 모색할 필요가 있는 것이다.

둘째로, 부채자금 확보 차원에서는 지역개발사업으로 자금을 끌어들이는 금융기법에 초점을 맞추어 프로젝트 파이낸싱 및 메자닌 방식의 활용 방안을 도출할 수 있다. 제도권 금융기관으로부터 부채자금을 끌어들이는 방법으로 프로젝트 파이낸싱 활용 가능성 모색하고, 메자닌 캐피탈(mezzanine capital)을 고위험-고수익을 원하는 투자자를 유인하고, 투자자 보호장치로 활용하는 방안 모색할 필요가 있는 것이다.

셋째로, 자본시장 활용의 관점에서는 부동산 증권화와 관련하여 지분형인 상장 투자펀드 활용, 부채형인 자산담보부증권 활용 방안을 도출할 수 있다. REITs, ABS 등 활용 방안 검토가 그것이다.

2) 부동산 지분투자펀드의 활용

(1) 개요

본 고에서 부동산 지분투자펀드는 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산에 투자하고, 부동산에서 발생하는 수익을 투자자에게 배당하는 펀드를 총칭한다. 투자자들은 부동산 투자펀드에 금전을 투자하여 부동산의 개발, 운영, 처분에 따른 운영수입과 자본이득 등 소유권에 관련된 경제적 이익을 향유할 수 있다. 개발 사업주체는 투자

펀드를 통하여 토지 매입 등 개발 초기단계에서부터 자금조달이 가능하다.

부동산 펀드의 유형은 투자조합(syndication)의 형태에서부터 회사형태로 지분을 상장하여 자본시장에서 자금을 모으는 형태까지 다양하다. 조합형은⁴⁾ 부동산의 지분을 분할하여 투자자를 모집하고 수익을 분배하는데 초점이 있으며, 지분의 양도시에는 유동성이 떨어지는 단점이 있다. 신탁형은⁵⁾ 투자자로부터 수익증권을 발행하여 부동산에 투자하는 형태로, 수익증권의 유동성이 상장된 주식에 비해 떨어지는 단점이 있다. 회사형은⁶⁾ 투자펀드 자체를 주식회사로 설립하고 그 지분을 증권시장에 상장하여 투자자를 모집하는 형태로, 지분의 소액화와 유동성을 동시에 부여하는 형태이다.

지분투자를 통한 자금조달은 사업주체의 입장에서는 자금조달 부담을 경감시키고 사업위험을 분담할 수 있는 등의 이점이 있다. 사업주체가 전담하던 자기자본 조달 부담을 부동산 매입단계에서부터 투자자와 분담할 수 있으며, 지분투자를 통하여 금리비용 부담이 없을 뿐만 아니라 원리금을 변제하는 과정에서 발생할 수 있는 유동성 위험의 우려를 들 수 있다.

또한, 지분 선 투자가 이루어져 재무상태가 양호한 프로젝트에는 금융기관으로부터 양호한 조건의 차입금 조달에도 유리하다. 특히, 부동산펀드의 상장이 가능할 경우 자본시장을 통하여 부동산 개발 단계에서부터 투자자들을 끌어모을 수 있는 수단을 제공할 수 있다.

지분 투자자의 입장에서는 표준화되고 유동성이 높은 금융상품 투자기회를 제공 받을 수 있다. 소액투자자들에게 부동산 투자의 기회를 제공하여, 소액 투자자들도 부동산 경기 상승시에 발생하

는 자본이득을 향유 가능하다. 유동성이 떨어지는 부동산을 소액 단위로 분할(증권화)하고, 특히 이를 증권시장에 상장할 경우 유동성이 높은 투자 수단으로 변환할 수 있다.

(2) 활용방향 및 시사점

① 우선 은행의 금전신탁자금 활용, REITs 도입시 이를 활용

현재 우리나라에서 부동산 펀드의 조성이 가능한 형태는 은행 금전신탁이 있다. 98년 「신탁업법 시행령」의 개정⁷⁾으로 금전신탁을 운용하는 금융기관에 한해 제한적이거나 부동산 투자펀드 모집이 가능하다. 따라서 개발주체는 금융기관의 부동산 투자신탁에서 조성된 자금을 개발사업에 적극 활용하는 것이 필요하다. 별도의 개발회사를 설립하거나 전문 개발회사와의 제휴를 통하여 신탁자금의 유입통로를 확보하는 것이 그 방안이다.

한편, 부동산 전문 뮤추얼펀드 REITs제도가 도입될 경우 개발 사업자는 REITs의 설립주체로서 이를 적극적으로 활용하는 방안을 강구할 필요가 있다. 99년 현재 정부는 부동산투자회사(REITs) 제도의 도입을 추진 중에 있는데, REITs 제도가 도입될 경우 REITs의 지분을 증권시장에 상장시켜 유동성을 확대할 수 있으며, 디벨로퍼와 건설회사 등도 펀드를 모집할 수 있는 주체가 될 수 있는 이점이 있다.

② 개발기능의 분리 및 활용

투자펀드를 모집하고 이를 지역개발사업에 끌어들이는 통로로 개발기능을 별도로 분리하여 활용하는 방안을 검토할 필요가 있다. 부동산 투자펀드의 경우 프로젝트 단위로 투자를 결정하는 만큼,

펀드운용사의 카운터 파트너로 프로젝트를 전문적으로 기획·운영·관리하는 디벨로퍼가 적절하다. 또한 은행 투자신탁 자금을 프로젝트에 끌어들이기 위해서 개발회사를 매개로 하는 것이 필요하다.

개발 사업주체가 REITs를 직접 설립하는 경우에도 REITs의 투자 운영은 프로젝트 단위로 움직이기 때문에 별도의 개발회사 설립이 필요하다. 투자자들은 프로젝트의 사업성을 보고 투자하는 것이기 때문에, 개발기능의 통하여 사업주체로부터 개별 프로젝트를 분리하는 것이 가능하다.

③ 개발이익과 사업위험의 분담원칙 확립

지분투자자를 성공적으로 끌어들이기 위한 열쇠는 프로젝트의 개발이익과 사업 위험을 이해당사자간에 적절하게 분담하는 원칙을 세우는 것이다. 그 동안 개발사업에서 개발이익과 사업위험은 건설업체 등의 사업주체가 전적으로 가지거나 부담한 바 있다. 개발 사업주체가 지분투자 펀드를 활용하기 위해서는 투자자, 디벨로퍼, 건설회사 등 이해당사자 간에 개발이익과 사업 위험을 적절하게 분담하는 원칙을 확립해야 할 것이다.

대표적인 예로, 건설업체는 시공에 주력하여, 시공이윤과 시공위험 부담에 주력하는 것이 필요하다. 열악한 재무구조, 금융기관으로부터의 신용할당 등 한계 상황에 다다른 주택 건설업체가 자금 조달을 위해서는 건설업체가 기존에 가지고 있던 기득권을 과감하게 포기하는 발상의 전환이 요망된다.

④ 개발사업의 투명성 및 관련 인프라의 확보

지역개발사업에 지분 투자자가 안심하고 투자하기 위해서는 개발사업의 투명성을 확보하고 관

런 인프라를 확충하는 방안이 필요하다. 우선, 부동산 관련정보 조사 기능을 강화하는 것이 필요하다. 예를 들어, REITs가 활성화되기 위해서는 부동산과 관련한 정보 조사 인프라 확충이 기본이다.

둘째로, 부동산 관련정보 분석 및 시장조사 전문가의 육성이 필요하다. 정보 분석 기능을 강화하기 위해서 증권회사의 애널리스트와 마찬가지로 부동산 상품을 전문적으로 분석할 수 있는 분석 전문가 양성이 필요하다. 이를 위해 부동산 유형별, 상품별, 지역별로 영역을 나누고 각 영역별로 전문 투자 분석가를 양성하는 방안을 강구할 필요가 있다. 아울러, 미래의 유망 투자상품을 예측하고, 선도하기 위한 시장 조사 기능도 강화할 필요가 있다.

셋째로, 부동산 가치평가를 위한 인덱스(index) 개발이 필요하다. 부동산의 가치를 정확하게 평가하기 위한 각종 지표 개발하여, 이를 부동산 투자의 기본 자료로 활용하는 방안이 필요하다. 상품별, 지역별로 미래 현금흐름 추정 기법, 할인율 산정 등에 있어서 표준화된 기법을 개발할 필요가 있다.

3) 프로젝트 파이낸싱의 활용

(1) 개요

프로젝트 파이낸싱(project financing)이란 사업주와 법적으로 독립된 프로젝트로부터 생하는 미래 현금흐름을 상환재원으로 하여 자금을 조달하는 금융기법⁸⁾이다. 여기서 프로젝트 파이낸싱은 별도의 재원이 아닌 자금을 동원하는 기법을 의미한다.

프로젝트 파이낸싱의 특징을 보면 우선, 미래

현금흐름을 상환재원으로 삼기 때문에 사업주가 부채 상환의무를 부담하지 않거나 제한적으로 부담하는 非遡求 또는 制限的 遡求金融(non or limited recourse financing)의 특성을 가지고 있다. 둘째로, 프로젝트 부채가 사업주(모기업)의 대차대조표에 부채로 계상되지 않는 簿外金融(off-balance financing)의 특징(박동규, 1995a)이 있다.

한편, 프로젝트 파이낸싱은 사업주가 프로젝트 회사에 대하여 차입금 상환보증을 하지 않기 때문에 대출약정과정에서 대출상환 위험을 회피할 수 있는 위험보증장치가 패키지로 구성된다. 장기구매계약, 장기판매계약 등 프로젝트의 미래 현금흐름에 영향을 줄 수 있는 이해당사자들과 각종 계약을 통하여 프로젝트 위험을 분담하는 장치, 보험, 결제위탁계정(escrow a/c) 활용, 사업주 보증, 정부 보증 등이 그것이다. 따라서, 프로젝트 파이낸싱은 자금조달을 약정하는 대출약정과 위험보증장치를 포괄하는 패키지적 구조라 할 수 있다

사업성이 양호한 개발사업의 경우 자금을 제공하는 금융기관은 사업주체의 신용과 프로젝트를 법률적으로 분리시킴으로 주택사업자의 파산위험으로부터 프로젝트를 보호할 수 있으며, 사업주체의 모든 사업에 대한 신용평가를 할 필요없이 당해 프로젝트에 대한 사업성 검토만 하면 되기 때문에 정보의 비대칭성 문제가 감소하며, 프로젝트 파이낸싱을 선호할 가능성이 크다.

사업주체의 입장에서 프로젝트 파이낸싱이 제한적 소구 금융이기 때문에, 주택사업자는 프로젝트 실패시에 원리금 상환의무가 경감하며, 프로젝트 파이낸싱으로 조달한 차입금은 簿外金融으로 회계처리상 사업주의 대차대조표상에 부채로 계상

되지 않아 채무수용능력 제고되고, 사업주가 금융 기관으로부터의 대출한도를 소진하거나 법규상 대출에 제한을 받는 경우에도 사업주와 독립된 당해 프로젝트에는 대출이 가능하며, 주택사업 전 공정 기간 동안 안정적으로 자금조달이 가능한 등의 이점이 있다.

반면, 프로젝트 파이낸싱을 활용할 경우 극복해야 할 단점도 있다. 우선, 프로젝트 파이낸싱은 긴 협상기간, 수수료, 보험료, 위험프리미엄 등으로 인하여 기업금융보다 금융비용이 높다는 점이고, 또한 계약관계가 복잡하고 협상 당사자들간의 위험배분 및 참여조건 결정에 많은 시간과 비용이 소모된다는 점이다. 특히, 프로젝트 파이낸싱 협상 과정에서 발생하는 이해관계는 당사자간에 매우 첨예한 것이기 때문에, 이해당사자간의 조정이 매우 어려운 문제점(박원석·최진우, 1997)이 있다. 결국 이해당사자가 프로젝트 파이낸싱을 통하여 누릴 수 있는 이점이 문제점을 상쇄하고 남는 상황에서 프로젝트 파이낸싱을 활용할 수 있다고 하겠다.

(2) 활용방향 및 시사점

① 자금 용도를 한정하는 조건부 기업금융 방식 활용
프로젝트 파이낸싱의 활용 경험이 일천한 상황에서 이를 활용하기 위해 개별 주택사업 마다 프로젝트 회사를 설립할 경우 절차가 복잡하고, 초기에는 이해당사자간의 입장 조율, 신뢰구축 등 시간 및 비용이 많이 소요되는 문제 발생할 수 있다. 이에, 절충적인 방안으로, 금융기관이 주택건설업체에 자금을 제공하면서 자금의 용도를 특정 개발사업에 한정하는 조건부 기업금융 방식을 활용하는 방안을 검토할 필요가 있다. 즉, 자금용도를 한정

하는 조건부 기업금융 방식을 활용하여 프로젝트 파이낸싱의 효과를 발휘하고자 하는 것이다.

조건부 기업금융 방식이란, 개별 지역개발사업에 대해 별도의 프로젝트 회사를 설립하지 않고 기업금융 방식으로 자금을 제공하는 대신, 금융기관은 개별 프로젝트에 대해 사업성을 평가하고 대출을 하면서, 특정 주택사업에만 대출금을 활용할 수 있도록 제한하는 것을 약정하는 조건을 부가하는 방안이다. 프로젝트 파이낸싱이 가지고 있는 사업성에 기초한 여신심사의 장점과 기업금융이 가지고 있는 절차의 간편함을 살리는 절충적인 형태라 할 수 있다.

조건부 기업금융 방식을 활용하기 위해서는 결제위탁계정(escrow a/c)을 통하여 개발사업의 투명성을 확보하는 방안이 필요하다. 금융기관이 특정 주택사업에 한정하여 파이낸을 제공하고, 결제위탁계정을 설정하여 프로젝트에서 발생하는 현금흐름의 입출을 관리하는 방안이다.

즉, 사업주체와 금융기관과의 약정에 따라 대출자금을 결제위탁계정이 입금하고, 결제위탁계정에서 시공회사, 자재회사 등에 대금을 지불하고, 사업에서 발생하는 수익도 직접 결제위탁계정으로 입금하도록 조치하여 원리금을 안전하게 상환받는 방안이다. 개발사업자 입장에서는 자금 입출에 대한 자율성이 떨어지는 문제가 있지만, 사업의 투명성 제고를 위해 불가피한 조치라 할 수 있겠다.

그러나 이 방식은 근본적으로 기업금융 방식이기 때문에 결제위탁계정을 활용하더라도 개발사업주체의 신용 향상 노력이 뒷받침되어야 한다. 왜냐하면, 대출 자금용도를 한정하더라도 사업주체가 파산에 이르거나 권리행사 제한을 받는 경우, 원리금 상환을 완전히 보장받지 못하는 문제가 발

생하기 때문이다. 따라서, 이러한 조건부 기업금융 방식은 프로젝트 파이낸싱이 정착되기까지 활용할 수 있는 잠정적인 방안이라 할 수 있다.

② 제한적 소구 형태의 프로젝트 파이낸싱 기법 활용

앞서 언급한 조건부 기업금융 방식은 잠정적인 조치인 만큼 장기적으로는 프로젝트 파이낸싱 기업을 활용하는 방안을 강구하는 것이 필요하다. 그런데 현 여건을 감안할 때 프로젝트 파이낸싱이 정착되지 않은 상황에서 非邇求 방식의 전형적인 프로젝트 파이낸싱 형태를 활용하기에는 프로젝트의 우량성을 검증하는데 따른 시간문제, 비소구에 따른 수수료, 위험 프리미엄 등 비용이 많이 소요되는 문제점이 있다. 특히, 우리 나라 금융기관의 경우 비소구 방식의 프로젝트 파이낸싱을 활용한 경험이 거의 없다.

따라서 이러한 현실을 감안하여 지역개발사업에서 프로젝트 파이낸싱을 적절히 활용하기 위해서는 사업주체의 지급보증에 들어간 제한적 소구 형태의 프로젝트 파이낸싱을 활용하는 방안을 검토할 필요가 있다. 사업주체가 별도의 프로젝트 회사를 설립하고, 파이낸싱 패키지의 일부에 대하여 지급보증을 할 경우 프로젝트의 신인도가 제고되어, 자금조달이 용이할 뿐만 아니라 조달비용도 낮출 수 있는 효과 발생할 수 있다. 사업주체는 지급보증으로 비소구에 따른 원리금 상환부담을 해소할 수 있는 이점은 누릴 수 없는 단점이 있지만, 개발금융의 기반이 열악한 상태에서 자금조달의 돌파구를 마련할 수 있고, 부외금융 효과는 여전히 누릴 수 있다는 점에서 고려할 만하다.

③ 다양한 위험분담 방안 마련

프로젝트 파이낸싱 패키지가 여하히 구성되기 위해서는 프로젝트에 내재된 다양한 위험을 분담하거나 저감하는 장치가 필요하다. 우선, 개발사업의 수요자와 장기계약 등을 통하여 시장위험을 줄이는 방안을 마련하는 것이 필요하다. 예를 들어 분양사업의 경우 프로젝트 위험 저감장치로 부분적 선분양제도⁹⁾를 일정 부분 활용하는 방안 검토할 수 있다. 임대사업 형태로 구성된 프로젝트의 경우, 주 임차인과 장기 임대계약을 맺어 미래 임대료 수입을 안정적으로 확보하는 것이 필요하다. 이러한 위험저감 장치가 대출약정서 상에 포함될 경우, 프로젝트의 신뢰도 제고 효과가 있으며, 프로젝트의 신뢰도 제고는 조달금리의 저감으로 연결이 가능하다.

아울러 프로젝트의 투명성 제고를 위한 앞서 언급한 결제위탁계정(escrow a/c)의 활용하는 방안도 강구할 필요가 있다. 프로젝트와 관련된 자금의 출입을 결제위탁계정에 이관하여 일괄적으로 관리하는 것으로, 결제위탁계정은 파이낸싱을 제공한 주 간사 금융기관 등에서 관리하는 것이 일반적이다.

4) 자산담보부증권(ABS)의 활용

(1) 개요

자산담보부증권(ABS: asset backed securities)이란 금융기관과 기업이 보유한 비유동성 자산을 판매 가능한 형태로 변환시킨 유가증권을 말한다. 다시 말하면 금융기관 또는 기업이 보유하고 있는 자산을 집합화하여 특수목적회사(SPC)에 양도하여, 그 자산을 담보로 증권을 발행

하여 자금을 조달하고, 당해 자산의 관리 또는 처분에 의해 발생하는 수익을 투자자에게 배분하는 증권(김진만, 1998)이다. 이러한 자산담보부증권 발행에 있어서 중요한 관건은 자산 보유자의 위험을 기초자산(담보자산)으로부터 완전히 분리하는 것이며, 증권의 신용등급을 상향시키기 위해 각종 신용보완조치도 필요하다.

우리 나라에서는 IMF 이후 기업과 금융기관의 부실채권 정리를 위해, 98년 「자산유동화에 관한 법률」 제정을 통하여 자산유동화제도를 도입한 바 있다. 「자산유동화에 관한 법률」에 의하면, 유동화 자산의 종류는 채권, 부동산 등 포괄적으로 규정하였으며, 유동화증권을 발행할 수 있는 자산보유자의 범위는 금융기관, 성업공사, 주택공사, 토지공사 등 구조조정과 관련된 조직에 한정하였다. 특히, 일반 기업의 경우 국제적 신인도가 높은 법인으로 국한한 바 있다.

지역개발사업의 경우, 프로젝트 또는 관련 부동산 지분을 직접 유동화할 수도 있고, 지역개발사업에 대한 담보부 대출을 유동화할 수 있다. 주택사업의 지분을 유동화한 ABS는 지분 투자펀드 모집과 유사한 형태라 할 수 있다. 담보부 대출의 유동화는 금융기관이 개발사업을 담보로 한 저당대출을 근거로 자산담보부증권을 발행하는 형태를 말한다. 자산담보부증권 발행을 전제로 저당 대출을 시행할 경우 저당 대출의 금리, 상환 스케줄 만기 등을 ABS의 상환흐름과 일치시킬 수 있는 이점이 있다. 이 경우 개발사업 자체가 별도의 프로젝트로 분리되어, 자산 보유자의 위험을 기초자산(담보자산)으로부터 완전히 분리하는 것이 요망된다.

지역개발사업을 담보로 한 유동화증권은 자본시장 투자자들에게 새로운 투자상품을 제공할 수

있다. 높은 분양수익이 예측되거나 안정된 임대수입이 예상되는 지역개발사업의 경우 현금흐름이 비교적 예측 가능하기 때문에, 자본시장에서 투자자를 유인할 수 있어 자산담보부증권의 성공 가능성이 높다고 하겠다. 또한, 변제 우선 순위를 달리 하는 여러 층의 증권을 발행하여 자본시장에서 다양한 투자자의 필요에 맞는 상품을 제공할 수 있다. 개발 사업주체의 입장에서는 자산담보부증권 제도를 활용함으로써, 자본시장을 통하여 안정적인 자금조달 수단을 마련할 수 있다. 개발사업의 예상 현금흐름과 연동하는 유동화증권을 발행하여 자금을 조달함으로써, 안정적인 사업 진행이 가능하게 된다. 이에, 현 자산 유동화제도가 가지고 있는 제도적 한계 내에서 이의 활용 방안을 살펴보기로 한다.

(2) 활용방향 및 시사점

① 저당대출의 유동화부터 시행

자산담보부증권의 활용은 저당대출을 유동화하는 ABS부터 발행하는 것이 현실적이다. 현행법상 ABS를 발행할 수 있는 자산 보유자의 범위가 금융기관 위주로 구성되어 있는 점, 대출채권을 근거로 한 ABS는 발행주체가 금융기관이므로 개발사업자에게 채권발행 업무 부담이 없고 채권의 신용등급을 높이는 데도 유리한 점 등을 감안할 때, 저당대출을 유동화가 보다 실현 가능한 방안이라 하겠다.

이에, 금융기관은 개발사업의 저당채권을 풀링(pooling)화하여 ABS를 발행할 수 있다. 한편, 개발사업주체는 ABS가 양호한 조건에서 발행 및 소화될 수 있도록 각종 신용보완장치 등을 동원할 필요가 있다.

② 개발사업 지분의 증권화는 우회 방법을 활용
개발사업 지분이나 부동산을 직접 유동화하기
위해서는 자산 보유자 범위에 포함되는 토지공사,
주택공사 등을 우회하는 방안을 마련하는 것이 필
요하다. 「자산유동화법」상 ABS를 발행할 수 있는
일반 기업은 국제적 신인도가 높은 법인에 국한되
기 때문에, 대다수의 개발 사업주체는 ABS를 발
행할 수 있는 성업공사, 토지공사, 주택공사와의
공동사업 등을 통하여 우회하는 방안을 마련하는
것이 필요하다.

성업공사, 주택공사, 토지공사 등을 통하여
ABS를 발행할 경우 개발사업의 사업주체 및 사업
방식의 변형이 필요하다. 개발업체가 이들 공공기
관과 공동사업으로 프로젝트를 끌여가는 방안, 공
공기관이 사업주체가 되고 주택건설업체가 도급계
약으로 사업에 참여하는 방안 등을 들 수 있다.

③ 신용보완장치의 개발

ABS의 효과적인 활용을 위해서는 ABS의 신용
등급을 올리고 투자자 보호를 위한 각종 신용보완
장치를 개발하는 것이 우선 과제이다. 따라서 사업
주체나 증권 발행주체 등이 위험을 분담하여 신용
보완장치를 마련하는 것이 필요하다. 대표적인 방
안으로, 선순위-후순위 채권 구조를 활용하여 다층
화된 증권(CMO)을 발행하여, 사업주체가 후순위
채권의 일부를 인수하는 방안 검토할 필요가 있다.
사업주체가 인수한 후순위 채권이 손실을 흡수하
는 쿠션 역할을 하여 투자자보호 장치로 역할할 수 있다.

또한, 부분적 선분양제도를 시장위험 저감장치
로 활용할 수 있다. 계약금만 납입하는 부분적 선
분양제도를 활용할 경우 분양수요 확보로 ABS 원
리금상환위험이 감소하여 채권의 신용도가 향상 가능하다.

④ MBS, CMBS와의 연계

ABS를 발행하면서 이를 MBS(mortgage
backed securities)나 CMBS(commercial
mortgage backed securities)와 연계하는 방안
을 마련하는 것이 필요하다. MBS나 CMBS는
ABS의 일종으로, 주택(MBS)이나 오피스 등 상
업시설(CMBS)을 담보로 한 저당대출을 유동화한
증권이다. 여기서 ABS가 프로젝트 완료 시점까지
개발사업을 담보로 개발사업자에게 제공한 대출을
근거로 발행한 증권이라면, MBS나 CMBS는 프
젝트 완공 이후 완공된 시설을 담보로 시설 소유
자에게 제공하는 대출을 근거로 발행한 증권이다.
따라서 MBS나 CMBS는 개발사업의 수요자에게
제공되는 금융이라 할 수 있다. 결국, ABS를
MBS나 CMBS와 연계시키는 것은 개발금융을 수
요자금융과 연계시키는 효과가 있다.

일반적으로 MBS나 CMBS는 채권 상환흐름이
안정되어 있기 때문에, 사업주체의 입장에서는
ABS 발행을 MBS와 연계할 경우 저당대출과
ABS의 발행 조건이 향상 가능하다.

금융기관의 입장에서는 ABS 발행 금융기관에
서 주택저당대출 및 MBS 발행을 취급함으로써 안정
된 파이낸싱 상환 스케줄 관리가 용이한 이점이 있
다.

5) 메자닌 캐피탈(Mezzanine Capital)의 활용

(1) 개요

메자닌 캐피탈(mezzanine capital /
mezzanine loan)이란 채원의 성격이 지분과 차
입의 중간적인 성격을 지닌 재원을 통칭한다. 즉,
투자금 배당 또는 대출 원리금에 대한 변제 우선순

위가 지분과 차입의 중간에 있는 재원¹⁰⁾이나 일정 기간, 일정조건 하에서 지분으로 전환하거나 지분을 살 수 있는 선택권을 부여한 재원¹¹⁾을 포함한다.

메자닌 캐피탈은 위험과 수익의 조합을 통한 다양한 금융상품의 제공으로 지역개발사업에 다양한 유형의 투자자를 끌어들이는데 활용 가능하다. 후순위대출 등의 경우 통상적으로 위험이 높은 만큼 일반 대출보다 금리가 높기 때문에 고위험-고수익을 원하는 투자자를 끌어들이는데 활용 가능하다. 전환사채 등 지분으로 전환할 수 있는 부채자금의 경우 투자자는 표면 금리는 일반 대출보다 낮지만 장래 지분으로 전환함에 따른 자본이득을 얻을 수 있는 기회 제공한다. 물론 투자자가 지분으로 전환을 포기할 경우 금리차에 의한 기회손실이 발생할 수 있다. 현재 벤처캐피탈 등 고수익을 원하는 펀드에서 메자닌 캐피탈에 투자하는 실정이다. 아울러, 사실상 지분 투자자가 이자비용에 대한 損費처리 등 부채로서의 세제 혜택을 누리기 위해 메자닌 캐피탈을 활용하는 경우도 있으며, 대출자금을 제공하면서 개발사업에서 발생하는 개발이익의 배분에 일부 참여하기 원하는 투자자를 모집하는데도 유리하다.

또한, 메자닌 캐피탈은 손실을 흡수하는 쿠션 역할을 함으로 투자자 보호장치로 작용하여 지역개발사업의 신뢰도를 향상시켜 일반 투자자를 끌어들이는 촉매제로 활용 가능하다. 후순위대출 등 메자닌 캐피탈을 활용할 경우 일반순위 대출을 제공한 대주의 입장에서는 사실상 지분과 같은 역할을 하기 때문에 프로젝트의 신뢰도가 향상되고 투자자의 원리금 회수 가능성이 제고될 수 있다.

(2) 활용방안 및 시사점

① 보조적 재원조달 수단으로 활용

지역개발사업에서 메자닌 캐피탈의 활용은 일반 대출 등 다른 재원을 끌어들이기 위한 보조적인 수단으로 활용하는 것이 적절하다. 메자닌 캐피탈을 주도적인 자금조달원으로 활용하는 것은 효과도 떨어질 뿐만 아니라, 메자닌 캐피탈과 같은 고위험-고수익에 투자할 수 있는 투자자는 제한되어 있기 때문이다. 또한, 지분전환권을 부여한 메자닌 캐피탈을 과다하게 활용할 경우 이후 투자자가 지분전환권 행사시 사업주체의 소유구조가 불안해질 우려도 있다. 따라서 메자닌 캐피탈의 효과는 소액의 자금으로 다량의 자금조달을 할 수 있는 촉매 역할이 적절하다고 판단된다.

프로젝트 파이낸싱 기법을 활용하거나, ABS를 발행할 시 메자닌 캐피탈을 일부 활용하는 방안 검토할 만하다. 대부분의 자금은 일반 대출이나 채권으로 조달하면서, 이들 자금의 조달을 원활하게 하기 위해 메자닌 캐피탈을 활용하는 것이다.

② 투자자 보호장치로 활용

지역개발사업에서 메자닌 캐피탈을 투자자 보호장치로 적절히 활용할 경우, 개발사업주체의 신용위험을 커버하여 일반 자금을 조달하는데 효과적인 방안이 된다. 예를 들어, 프로젝트 파이낸싱 기법을 동원하면서, 파이낸싱 패키지에 후순위 대출 등을 활용할 경우, 선순위 대출자금의 동원을 원활히 할 수 있다. 또한, 별도의 특별목적회사(SPC)를 설립하여 ABS를 발행할 시 일부를 후순위 채권으로 발행할 경우 선순위 채권의 신용등급 향상 가능하다.

따라서, 메자닌 캐피탈을 인수하는 투자자를 유

표 2. 메자닌 캐피탈(mezzanine capital/mezzanine loan)의 유형

구 분	내 용
종속대출/후순위대출 (subordinated loan, junior loan)	• 채무상환시 변제의 우선순위가 다른 모든 대출이나 특정 대출보다 하위에 놓이는 조건으로 행해지는 대출
우선주 (preferred stock)	• 일반 지분에 비해 해당 우선순위가 빠른 주식
자산매입 조건부 대출 (convertible mortgage)	• 일정기간, 일정조건하에서 부동산 지분을 살 수 있는 선택권을 부여한 대출 • 대출금리는 일반 대출에 비해 1~2% 낮은 것이 보통
전환 사채 (convertible bond)	• 일정기간, 일정조건하에서 지분으로 전환할 수 있는 선택권을 부여한 채권
신주인수권부 사채 (warrant bond)	• 신주발행시 신주 인수권리를 부여한 채권

인하기 위해 금리 인센티브나 지분전환권을 적극적으로 부여해야 할 것이다. 국내 투자자의 경우, 부동산 소유권에 대한 욕구가 강하기 때문에 지분 전환권을 부여하는 것이 투자자를 유인하는데 효과적일 것으로 판단된다.

또한, 자금조달을 원활히 하기 위해서 개발사업 주체가 메자닌 캐피탈의 인수에 일부 참여하는 등 적극적인 자세가 필요하다. 사업주체가 후순위 대출(채권)의 일부를 인수하여 손실을 흡수하는 쿠션 역할을 담당하든지, 필요할 경우 투자자에게 양호한 조건의 지분 전환권을 부여하여, 개발사업의 소유권과 자본이득을 공유하는 것이 필요하다.

③ 정크본드시장과의 연계

정크본드(junk bond)시장을 메자닌 캐피탈 투자자 모집 풀(pool)로 활용하는 방안을 검토할 수 있다. 99년 신용등급이 BB+에 미치지 못하는 회사채를 발행·유통시킬 수 있는 정크본드시장이

도입된 바 있다. 따라서, 향후 정크본드시장이 육성될 경우 ABS 형태로 발행된 후순위채권을 정크본드시장에 매각하는 것이 가능할 것이다. 정크본드시장에서 개발사업 저당채권을 담보로 발행된 ABS는 투자자에게 좋은 투자수단이 될 가능성이 있다.

4. 정책적 시사점 및 결론

지금까지 개발금융 활성화 방안에 대하여 고찰하였다. 본 고에서는 개발금융 활성화를 위한 방안으로, 부동산 지분투자펀드 활용, 프로젝트 파이낸싱 활용, 자산담보부증권(ABS) 활용, 메자닌 캐피탈 활용 방안을 제시하였다. 앞서 제시한 활성화 방안이 현실적으로 접목되기 위해서는 규제완화 등 각종 제도를 정비하거나 지원사항의 확충 등 정책적인 뒷받침이 필요하다. 또한 규제완화 조치와 아울러 투자자 보호 등의 목적으로 건전성 및 투명성 강화 조치도 아울러 마련되어야 할 것이다.

우선, 제도 도입 및 정비사항으로는 부동산투자회사(REITs) 제도를 조기에 도입하는 방안, ABC를 발행할 수 있는 자산보유자 범위 확대 방안 등을 들 수 있다. 또한, SPC 등에 대한 세제 지원 확충 등도 검토할 필요가 있다.

이와 아울러, 다수로부터 투자자를 모집하는 펀드나, 자금조달을 위한 별도 회사 설립이 다양화될 경우, 정부는 이들 기관에 대하여 건전성 감독을 강화하는 것이 필요하다. 우선 투자자 보호, 내부통제 장치의 활용 등의 목적으로, 금융 감독의 범위를 확대하고, 이를 통하여 이들 기관에 대한 사전적, 사후적 감독을 강화하는 방안이 필요하다. 프로젝트 회사나 SPC 등 별도 회사를 설립하여 자금을 조달할 경우 이에 대한 투명성 확보를 위해 공시제도등을 강화할 필요가 있다. SPC 등의 경우 서류회사(paper company)인 만큼, 회사에 대한 빠르고 정확한 공시가 필요한 것이다. 즉, SPC 등에 대한 세제 지원 등의 유인을 주는 대신 엄격한 공시의무를 부과하는 것이 요망된다.

마지막으로, 각종 부동산 정보에 대한 공신력 있는 조사 및 평가기관 확보하는 것이 필요하다. 부동산에 대한 각종 정보를 취합하고 공시하는 기능을 확보하는 것이 필요한데, 이를 위하여 부동산 사업에 대한 신용평가를 공신력 있게 할 수 있는 평가기관을 확보하는 방안도 검토할 필요가 있을 것이다.

지금까지 지역개발사업의 원활한 추진을 위하여 개발금융을 활성화하는 방안을 검토하였다. 앞서 제시한 방안에서 살펴보았듯이 개발금융을 활성화하기 위해서는 단지 자금조달원의 발굴이나 금융기법의 개발에만 그치는 것이 아니라 개발사업 전반의 시스템 업그레이드가 필요함을 살펴보

았다. 개발기능의 독립, 프로젝트 파이낸싱의 활용, 자본시장으로부터의 자금조달을 위해서는 투명성 강화, 각종 정보 인프라의 구축 등이 필요할 것이다.

- 1) Benton Mackaye, 1928, *The New Exploration : A Philosophy of Regional Planning*, Harcourt, Brace and Co., 박원석, 최진우(1997)에서 재인용.
- 2) 98년말 기준으로 건설업체의 평균 부채비율은 659%로, 제조업의 303%의 2배를 넘어 재무구조가 열악한 상태이다.
- 3) 프로젝트 파이낸싱을 통해 건설업체의 보증없이 개별 사업의 사업성으로 대출이 제공될 경우 濫發금융으로 처리되어 건설업체는 재무구조가 악화되지 않고 자금조달이 가능하다.
- 4) 일본의 부동산 소구화상품, 미국의 Limited Partnership이 대표적이다.
- 5) 은행의 금전신탁이 대표적이다.
- 6) 미국의 부동산투자회사(REITs)제도가 대표적이다.
- 7) 「신탁업법 시행령」의 신탁자금 운용방법에 '부동산의 매입 및 개발'이 새로이 추가되었다.
- 8) 프로젝트 사업주(모기업)의 담보나 신용에 근거하여 자금을 조달하는 기존의 기업금융(corporate financing)방식과는 구별된다.
- 9) 소액의 계약금으로 선분양 계약은 하되, 자금은 준공 이후에 납입하는 형태를 말한다.
- 10) 후순위대출, 우선주 등이 있다.
- 11) 자산매입 조건부 대출(convertible mortgage), 전환사채 등이 있다.

참고문헌

- 권은경 외, 1998, 건설산업 경쟁력 강화를 위한 금융 효율성 제고 방안, 국토개발연구원.
- 김상렬 외, 1998, "주택저당채권 유동화 방안 연구", 주택포럼 98년 제1호, 주택산업연구원.
- 김진만, 1998, "ABS제도와 성업공사의 발전방안", 홍성용 편저, 자산 디플레이션과 부동산 증권화, 한국건설산업연구원.
- 김홍제, 1999, 프로젝트 금융, "New Techniques of Real Estate Finance : REITs, Project Finance and ABS", Interantional Real Estate Education Program, School of Public Policy and Global Management, KDI.
- 대한주택공사, 1997, 부동산투자신탁제도 도입방안 연구.
- 박동규, 1995a, 프로젝트 금융의 유형, 자원 및 기업에 관한 연구, 한국건설업체인협회.
- 박동규, 1995b, SOC 민자유치사업을 위한 효율적인 자금조달 방안, 대한상공회의소.
- 박원석, 김범식, 박재룡, 1998, 주택저당채권 유동화제도의 도입이 주택시장에 미치는 영향, 삼성경제연구소.
- 박원석, 박재룡, 1999, 후분양제도 정착을 위한 주택 개발금융 활성화 방안, 삼성경제연구소.
- 박원석, 최진우, 1997, 지역개발사업에서 프로젝트 파이낸싱 활용방안, 삼성경제연구소.
- 박재룡 외, 1998, IMF 충격에 따른 자산디플레이션 현상과 대책, 삼성경제연구소
- 서후석, 1998, "부동산 증권화와 건설 개발 금융의 활성화 모색", 홍성용 편저, 자산 디플레이션과 부동산 증권화, 한국건설산업연구원.
- 윤주현, 1998, "주택저당채권 유동화제도의 도입 방안", 홍성용 편저, 자산 디플레이션과 부동산 증권화, 한국건설산업연구원.
- 이상영 외, 1999, 부동산투자회사 제도의 도입 방안에 관한 연구, 한국건설산업연구원.
- 이상영, 1998, "금융위기와 RTC의 역할", 홍성용 편저, 자산 디플레이션과 부동산 증권화, 한국건설산업연구원.
- 이상호, 인혜원, 1995, 저당대출 유동화제도의 도입여건과 파급효과, 주택은행.
- 이소환, 1998, "부동산투자신탁의 도입 방안", 홍성용 편저, 자산 디플레이션과 부동산 증권화, 한국건설산업연구원.
- 임성일, 1993, 지방개발기금의 도입 및 효과적 운용, 한국지방행정연구원.
- 조창희, 1998, "부동산 개발 프로젝트의 금융 조달 방안", 홍성용 편저, 자산 디플레이션과 부동산 증권화, 한국건설산업연구원.
- 주택은행, 1990, 부동산관련 신탁제도 연구.
- 해외건설협회, 1997, 7년도 우수 해외건설공사 사례.
- 建設經濟研究所, 1997, 不動産市場活性化のための方策に関する調査.
- 金子榮作 外, 1990, 不動産の證券化, 東洋經濟新聞社.
- 都市開發證券化研究會 編, 1991, 都市開發事業と證券化, きょうせい.
- 野村證券金融研究所, 1997, 擔保不動産の證券化, 東京.
- 日本開發銀行 都市開發證券研究그룹 編, 1990, 都市開發と證券化.
- Brueggeman W. D., Fisher J. D., 1993, *Real Estate Finance and Investment*, IRWIN.Chance C., 1994, *Project Finance*, IFR.
- DiPasquale D. and Weaton W. C., 1996, *Urban Economics and Real Estate Markets*, Prentice Hall.
- Doran P. A., 1999, *Real Estate Investment Trusts - An Industry Overview*, New Techniques of Real Estate Finance : REITs, Project Finance and ABS, Interantional Real Estate Education Program, School of Public Policy and Global Management, KDI.
- Dreier U. H., 1997, "Housing Finance and Housing Policy after Unification of Market and Socialist Economics : Experiences of Germany and Implication for Korea", 21세기를 향한 주택금융의 발전방향, 주택은행.
- Fass, P. M. and Shaff M. E. and Zief D. B., 1995, *Real Estate Investment Trusts Handbook*, CBC.
- Garrigan R. T. and Parsons J. F. C., 1997, *Real Estate Investment Trusts-Structure, Analysis and Stratege*, McGraw-Hill.
- Kuhn R. L. ed., 1990, *Mortgage and Asset Securitization*, Dow Jones-IRWIN.

Abstract

Alternatives for Activating Development Finance in the Regional Development Projects

Won-Seok Park*

The aims of this study are to analyze the current states and problems of development finance in the regional development projects, and to examine new sources and techniques of development finance for activating regional development projects. Analyzing the current states of development finance in regional development projects, the problems such as the poorness of development function, the low accessibility to formal financial market, especially capital market, and the dominant use of corporate financing can be seen. In these context, four alternatives are proposed in order to activate development finance. First alternative is to use the funds which invest the equity of real estate, such as REITs. The second is to activate project financing. The third is to use asset backed securities. The forth is using mezzanine capitals as the means of protecting investors.

Key words : regional development projects, development finance, project financing, asset backed securities, REITs, mezzanine capital

*Senior Researcher, Samsung Economic Research Institute