

# 공공-민간의 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 자산유동화의 결합에 관한 연구

주요단어: 프로젝트 파이낸싱, 자산유동화, 부동산투자회사, 부동산펀드,  
ABS(Asset-Backed Securities)

## I. 서론

택지개발지구내의 상업용지를 복합개발하면서 프로젝트 파이낸싱을 활용하는 복합 개발 프로젝트 파이낸싱이 최근 증가하고 있다. 기업금융 방식과 달리 프로젝트 파이낸싱은 채권의 상환청구권이 프로젝트 자체의 현금흐름에서만 가능한 비소구금융(non-recourse financing)이며, 프로젝트 수행을 위해 별도로 설립되는 SPC(Special Purpose Company)의 회계는 모기업 회계와 독립적으로 운용된다. 따라서 프로젝트 자체의 미래 수익성에 대한 엄격한 심사를 거쳐 금융이 이루어진다. 그러나 지금의 복합개발 프로젝트 파이낸싱은 사업 자금의 조달 경로가 제한적이고 부동산경기 변화에 대한 안전장치가 미흡하다. 이에 대한 대안으로서 본 연구는 자산유동화의 활용을 모색한다. 우리나라의 자산유동화는 프로젝트파이낸싱과 마찬가지로 걸음마 단계이기 때문에 사례가 풍부하지 않지만, 지금까지의 유사사례와 관련 제도에 근거하여 본 연구는 공공-민간의 복합개발 프로젝트 파이낸싱의 향후 발전을 위해 다양한 자산유동화 활용방안을 검토하여 제시한다. 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 자산유동화의 결합은 향후 우리나라 도시개발 및 부동산개발에도 다양하게 활용할 수 있을 것이다.

## II. 공공-민간의 복합개발 프로젝트 파이낸싱의 현황과 문제점

우리나라에서 복합개발 프로젝트 파이낸싱이 처음 적용된 곳은 용인죽전택지개발사업지구 중심상업지역의 특별계획구역내 총 49,443m<sup>2</sup>의 필지였다. 고가도로와 철로가 관통해서 필지모양이 고르지 못하고 과소필지가 발생한 이 곳은 개별분양에 적합하지 않았기 때문에 종합적이고 체계적인 개발이 필요하였다. 그에 따라 공공택지개발 사업자는 <그림 1>처럼 토지를 현물출자하고, 공모를 통해 선정된 민간건설업자는 건설자금 일부를 출자하여, 함께 설립한 프로젝트회사(Special Purpose Company)가 프로젝트 파이낸싱으로 자금을 조달하여 개발하고 있다. 실제 개발은 특별계획구역으로 지정하고 진행하고 있다. 특별계획구역이란 지구단위계획 구역 중에서 현상결계 등에 의하여 창의적 개발안을 받아들일 필요가 있거나 계획안을 작성하는데 상당한 기간이 걸릴 것으로 예상되어 충분한 시간을 가질 필요가

있을 때 별도의 계획안을 만들어 지구단위계획으로 수용결정하는 구역이다 (제1종 지구단위 계획 수립지침 제15절).

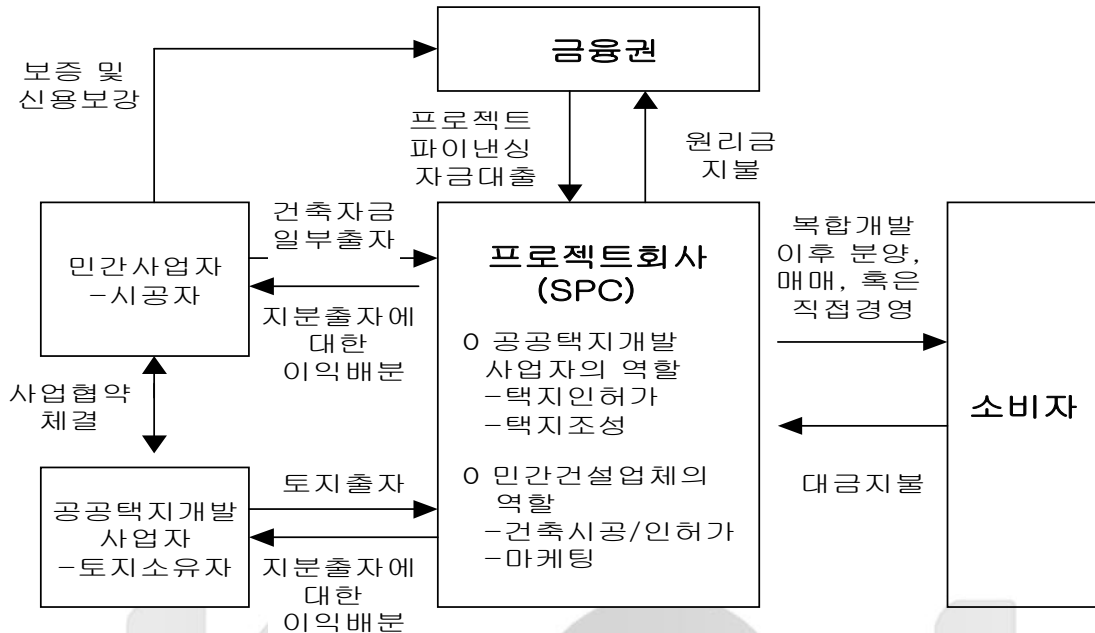


그림1. 용인죽전택지개발지구 중심상업지역에서의 공공-민간 복합개발 프로젝트 파이낸싱 개념도

용인동백택지개발사업지구 일반상업지역안의 44,675m<sup>2</sup>의 필지에 대해서도 공공택지개발사업자(토지의 현물출자)와 민간건설업자(건설자금의 일부 출자)가 동백PF컨소시엄을 설립한 뒤 프로젝트 파이낸싱으로 금융권으로부터 대출받아 개발중이다. 이 곳은 도시계획 시설상 저류지로 설정된 특성을 살려 수변공간을 활용한 테마형 복합쇼핑몰로 개발할 예정이다. 화성동탄택지개발사업지구 일반상업지역내 96,000m<sup>2</sup>의 부지에 대해서도 유사한 방식으로 공공택지개발사업자와 민간건설업자가 포스코건설 컨소시엄을 설립하여 프로젝트 파이낸싱 방식으로 진행중이다. 대전엑트포 국제전지구역내 일반상업지역의 170,823m<sup>2</sup>를 비롯하여 아산과 광명에서도 비슷한 사업 방식이 적용될 예정이다(대한주택공사, 2004).

프로젝트 파이낸싱 자금이 일반적으로 토지매입에 쓰이는 것과 달리 이방식에서는 공공택지개발자가 토지를 현물로 출자하므로 건설업체는 설계·건설·마케팅에 집중할 수 있다. 공공택지개발사업자의 이러한 참여를 통해 프로젝트회사의 신용도가 향상되어서 금융권으로부터 프로젝트 파이낸싱을 받기도 수월하다. 공공택지개발사업자 역시 공모를 통해 치열한 경쟁을 뚫고 선정된 민간건설업체와 함께 SPC를 설립하기 때문에 민간의 창의성과 경영마인드를 활용해서 보다 체계적인 기획, 설계, 마케팅을 통해 사업성을 향상시킬 수 있다. 이리하여 자금조달 경로를 다양화하고 민간의 창의성을 활용하면서 사업의 위험부담을 참여자간에 분담할 수 있다. 따라서 택지개발지구뿐 아니라 공공이 민간건설업체와 함께 개발할 때 널리 활용될 수 있다. 그러나 사업추진과정에서 부동산경기가 침체되거나 사업환경이 악화되면 성공을 보장하기 힘들다. 이러한 위험에 대비하기 위한 한 가지 대안은 다양한 자산 유동화의 적극적인 활용이다.

### III. 프로젝트 파이낸싱과 자산유동화 결합의 필요성

프로젝트 파이낸싱에서는 수익발생에 대한 기여도에 따라 미래수익을 분배한다는 원칙 아래 다양한 주체가 프로젝트회사를 만들게 된다. 미래의 위험 역시 참여자들간에 분산시켜 사업의 안정성을 높이게 된다. 자산유동화를 활용하는 것은 프로젝트 파이낸싱의 이러한 취지에도 잘 맞는다. 프로젝트 파이낸싱과 자산유동화를 결부시키면 우선 건설업체는 경기침체기에도 사업자금을 보다 다양하게 조달할 수 있다. 경기침체기에는 부동산 경기도 침체되는 것이 일반적이지만, 경기침체과정에서 이자율이 낮아지면 자산유동화를 통한 금융상품은 더욱 매력적일 것이다. 경기침체기에는 이자율보다 더 높은 수익을 보장해주면 이론적으로는 무제한의 자금을 자본시장에서 모을 수 있다. 자산유동화와 프로젝트 파이낸싱의 결합을 통해 금융기관역시 프로젝트 파이낸싱으로 대출해 준 자금을 프로젝트 파이낸싱 사업의 종료 이전에 신속히 회수할 수 있다. 대출금을 신속하게 회수할 수 있다는 것은 금융기관에게는 큰 매력이다. 자산유동화의 가장 큰 매력은 기관투자자와 개인투자자들이 수익 뿐 아니라 위험도 나누어 갖기 때문에 사업참여자들의 위험부담이 크게 경감된다는 것이다. 위험에 대한 안전장치가 강화되기 때문에 기존의 공공-민간 복합개발 프로젝트 파이낸싱보다 사업참여자들 모두가 Win-Win할 수 있다. 고위험 아래에서도 자산유동화가 제공하는 안전장치에 의한 우호적인 사업환경 덕분에 고위험 아래에서도 자금조달처의 다양화·신속한 자금회수·전문적 자산관리 등을 통해 사업의 수익성을 높일 수 있다.

### IV. 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 자산유동화의 결합 유형

최근에 도입된 자산유동화 가운데에서 복합단지개발 프로젝트파이낸싱과 관련하여 눈여겨 볼 자산유동화는 부동산투자회사, 부동산펀드, 그리고 ABS (Asset-Backed Securities)이다.

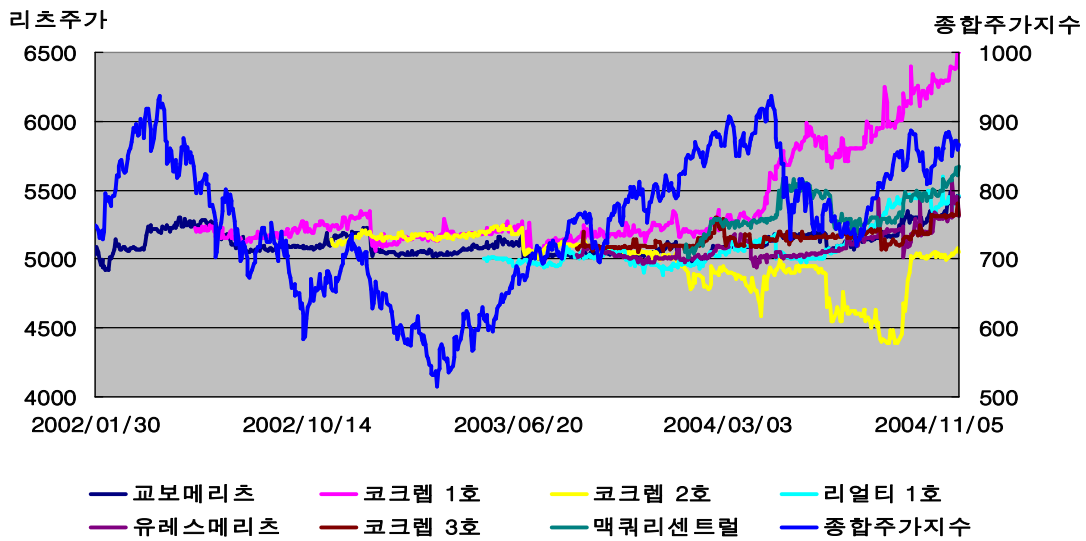
#### 1. 부동산투자회사(REITs)와 프로젝트 파이낸싱의 결합

##### 1) 부동산투자회사와 자산운용의 특징

부동산경기 침체로 분양률이 저조할 것으로 예상되면 리츠와 프로젝트 파이낸싱을 결합하는 것이 유용한 대안이다. 즉 부동산투자회사가 해당 부동산을 매입하여 자산가치를 향상시킨 뒤 재매각하는 것이다. 부동산투자회사법에 따르면 부동산투자회사에는 일반부동산투자회사와 기업구조조정부동산투자회사 두가지였지만, CR REITs만 모두 9개가 설립되었다. 이들 부동산투자회사의 총자산규모는 약 1조7천억원이다 (코람코, 2004). 부동산투자회사의 이러한 설립은 예상보다는 저조하지만, 그 운용상태는 매우 좋다. 부동산투자회사의 운용성과를 나타내는 대표적인 지표인 배당이익율은 코크랩 2호를 제외하면 시중 금리보다 2~3배 높은 수준 즉 7.5~11%를 보이고 있다. 특히 코크랩 1호와 맥쿼리 센트럴의 이익배당은 상장시에 제시한 이익배당율을 크게 상회하고 있다. 10~11%에 이르는데, 이는 회사설립시에 투자자에게 약속한 이익배당율 훨씬 웃도는 수치이다. 또한 부동산투자회사의 주가는 시간이 흐르면서 지속적으로 상승하면서도 일반 주식보다 변동성은 크게 적은 안정적인 자산이

다(이준현, 2004). 우리나라 부동산투자회사의 주가의 경우 자산의 안정성을 측정하는 대표적인 지표인  $\beta$ 값이 실제로 매우 작은 것으로 나타났는데, 이는 부동산투자회사의 주가가 그만큼 다른 자산보다 안정되어 있다는 것을 의미한다(박원석, 2003). 따라서 부동산투자회사에 대해 많은 투자자들은 상당한 매력을 느끼고 있다. 실제로 최근 들어 부동산투자회사의 주식은 그림2처럼 가파른 상승세를 보이고 있다

<그림 2> 종합주가지수 및 CR 리츠별 주가추이



<표 1> 부동산투자회사의 예상 배당수익률 및 실제배당 현황 (단위: %)

회사명	1기	2기	3기	4기	5기	6기	7기	8기	9기	10기	단순 평균
교보 메리츠	7.89 (8.02)*	7.47 (7.52)	8.01 (5.26)	7.55 (7.88)	8.19 (8.26)	7.72 (8.08)	8.27	7.81	8.45	9.04	8.04 (7.39)
코크렙 1호	8.38 (9.35)	9.21 (8.79)	9.03 (10.34)	9.59 (11.12)	9.23	9.60	9.58	10.01	9.78	11.28	9.57 (9.90)
케이원	6.73 (6.20)	8.56 (8.28)	8.75 (3.36)	8.84	9.17	9.20	9.73	9.79	10.11	17.17	9.81 (5.95)
코크렙 2호	8.77 (4.26)	4.89 (-)	10.20 (14.80)	8.99	10.76	9.56	11.53	10.09	12.23	27.86	11.49 (6.35)
리얼티 코리아	6.75 (7.07)	8.50 (8.50)	8.50	8.50	8.50	9.21	9.12	10.00	9.88	37.76	11.67 (7.79)
유레스 메리츠	8.24 (8.06)	8.51	9.85	8.72	10.34	9.16	11.56	10.32	12.04	27.76	11.65 (8.06)
코크렙 3호	6.52 (6.50)	7.49	7.39	7.32	7.19	7.72	7.79	8.48	8.35	37.93	10.62 (6.50)
맥쿼리 센트럴	6.75 (9.20)	7.15	8.36	7.62	9.07	8.30	10.42	9.62	11.52	34.95	11.38 (9.20)
코크렙 4호	5.01	9.49	7.36	7.95	7.69	8.79	8.34	8.72	7.86	66.42	10.69

\* 괄호안은 실제 배당실적이며, 괄호치지 않은 수치는 상장시 제시된 예상배당율임.

\*\* 자료: 이준현(2005)을 수정보완함. (위의 배당률은 년배당율로 환산한 수치임. 부동산투자

회사의 이익배당은 반기마다 행해지므로 실제 배당률은 위의 절반임)

우리나라의 부동산투자회사의 운용성과가 양호한 데에는 근본적인 이유가 있다. 우리나라의 부동산투자회사는 모두 기업구조조정 부동산투자회사(Corporate Restructuring REITs)이다. 이는 기업이 망한 뒤 기업의 원활한 청산을 위해 신속하게 자산을 매각할 수 있도록 돕기 위해 도입된 것이다. 시급히 자산을 청산해야 하기 때문에 자산을 부동산투자회사에 매각하는 회사는 실제 가격보다 낮은 가격으로 처분하게 된다. 이러한 부동산투자회사는 일반적으로 아무래도 경기가 어려울 때에 많이 만들어는데, 불경기에는 부동산 가격 자체가 하락한다. 따라서 부동산투자회사는 2단계에 걸쳐서 할인된 가격으로 자산을 매입하는 것과 같다. 게다가 기업구조조정 부동산투자회사는 실체가 없는 명목회사(Paper Company)이기 때문에 법인세가 면제되고, 자산취득에 따른 등록세·취득세가 50% 감면된다.

따라서 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 부동산투자회사를 결합시킬 때 기업구조조정 부동산투자회사의 형태로 활용하기 위해서는 프로젝트를 주관하는 프로젝트회사가 사실상 파산상태에 이른 뒤에 청산절차를 밟아야할 때 유용하게 활용될 수 있다. 지금까지 우리나라에서는 부동산개발을 통해 안정적이면서 고수익을 올리는 것이 가능하였지만, 향후에도 그러한 수익을 올릴 수 있다고 보기는 매우 어렵다. 복합개발 프로젝트 파이낸싱에 의한 사업 역시 프로젝트 회사가 경영상 어려움을 겪는 경우가 발생할 수 있다. 이렇게 프로젝트 회사 자체가 경영상의 어려움을 겪을 때에는 기업구조조정 부동산투자회사가 해당 부동산을 인수한 뒤, 프로젝트회사는 청산을 하고, 5년뒤에 기업구조조정부동산투자회사도 역시 청산 단계를 밟는 방법을 생각할 수 있다. 기업구조조정부동산투자회사의 형태를 활용하게 되면 앞서 논한 것처럼 파산한 회사의 자산을 부동산 경기 하강국면에서 저가매입할 가능성이 크기 때문에 부동산투자회사는 설립 이후 안정적인 수익성을 거두는 것이 용이하다. 따라서 투자자를 모으는 것도 수월하다. 그러나 프로젝트 회사를 비롯하여 토지를 현물출자한 공공기관, 건설비를 융자한 금융기관, 건설비를 융자받은 건설회사는 모두 적지않은 손해를 입을 수 밖에 없다. 따라서 프로젝트 회사의 파산 이전에 프로젝트 회사의 원활한 자산청산을 가능케 하면서 부동산투자회사의 수익성도 기업구조조정부동산투자회사 못지 않게 안정적인 수 있도록 하는 대안이 필요하다.

그러한 대안으로서 위탁관리 부동산투자회사가 적합하다. 원래 2001년에 부동산투자회사법이 제정될 때에는 일반부동산투자회사와 기업구조조정부동산투자회사의 형태를 도입하였다. 그러나 법제정시의 예상과 달리 일반부동산투자회사의 설립이 지나치게 위축되었기 때문에 정부는 2004년 10월 부동산투자회사법을 개정하면서 많은 규정을 수정하였다. 개정된 법에서는 부동산투자회사의 종류를 자기관리부동산투자회사, 위탁관리부동산투자회사, 기업구조조정부동산투자회사 세가지로 규정하고 있다. 부동산투자회사의 최소자본금도 500억원에서 250억으로 하향조정하였다. 자본금에 관한 규정을 제외하면 개정법률의 기업구조조정부동산투자회사에 관한 규정은 개정전과 비교할 때 대동소이하다. 자기관리부동산투자회사 역시 과거의 일반부동산투자회사와 매우 유사하다. 개정법률에서 가장 돋보이는 것은 위탁관리부동산투자회사인데, 이는 지금 우리가 논하는 복합개발 프로젝트에 부동산투자회사를 결합시킬 때 매우 적합한 형태라고 보여진다.

위탁관리부동산투자회사는 기업의 구조조정이 아닌 일반적인 목적으로 설립된 부동

산투자회사이면서 실제 운용은 기업구조조정부동산투자회사와 매우 비슷하게 되어 있다. 기업구조조정부동산투자회사와 마찬가지로 자산관리를 외부 자산관리 회사에 위탁해야 하며, 실체가 없는 명목회사(Paper Company) 이기 때문에 법인세가 면제된다. 기업구조조정부동산투자회사는 신속한 구조조정을 위해 회사의 존속기한을 5년으로 제한하고 있지만, 위탁관리부동산투자회사는 회사존속기한에 제한이 없다.

<표 2> 부동산투자회사의 유형과 주요특성 비교

	자기관리 부동산투자회사	위탁관리 부동산투자회사	기업구조조정 부동산투자회사
투자대상	모든 부동산	모든 부동산	기업구조조정부동산
회사형	실체회사(상근 임직원)	명목회사	명목회사
주식공모	자본금 30%이상	자본금30%이상	의무사항아님. 사모가능
전문인력	3인	명목회사로 해당없음	명목회사로 해당없음
배당	90% 이상 의무배당	90%이상 의무배당	90% 이상 의무배당
회사존속	영속가능	영속가능	최장 5년
최저자본금	250억	250억	250억
개발사업	총자산30% 이내 (임대주택사업, 도시개발 사업은 제한없음)	좌동	좌동
법인세	정상납부(단, 국민주택사 업시 50%감면)	면제	면제
등록세, 취득세	50%감면	좌동	좌동

복합개발프로젝트 파이낸싱사업이 완료되기 이전에 프로젝트회사가 파산까지 이르는 앞더라도 많은 어려움을 겪을 수도 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해 프로젝트회사를 청산하고 기업구조조정부동산투자회사에 부동산을 매각하면 기업구조조정부동산투자회사는 5년의 기한내에 개발사업의 완료와 자산가치 증식을 마무리지어야 하는데, 이는 매우 촉박한 일정이다. 지금까지의 기업구조조정부동산투자회사는 대부분 기존에 만들어진 업무용 건물을 인수하여 관리하는 것이었기 때문에 5년의 시간이면 충분하였다. 그러나 진행중인 개발사업의 완료와 이후의 자산가치증식에는 그보다 많은 시간을 요구할 것이다. 위탁관리부동산투자회사는 회사 존속에 시간적 제한을 두지 않기 때문에 복합개발프로젝트 파이낸싱의 프로젝트 회사가 파산에 이르기 전이라도 위탁관리부동산투자회사에 부동산을 매각할 수 있다. 또한 복합개발프로젝트 파이낸싱사업에서는 토지를 현물출자하는 공공택지개발기관과 민간기업간에 갈등이 사업에 관한 의사결정을 지연시키고 일관된 사업추진을 방해하는 요소로 손꼽힌다. 그러나 위탁관리부동산투자회사에서는 자산의 운용을 반드시 외부의 전문 자산관리회사에 위탁하게 되어 있기 때문에, 자산관리의 전문가에 의해 자산관리에 관한 모든 주요 의사결정을 일관되고 신속하게 추진해나갈 수 있다. 또한 기업구조조정부동산투자회사처럼 법인세가 면제되고, 취득세·등록세가 50% 감면된다는 점도 큰 매력이다. 현재 복합개발프로젝트파이낸싱에서 프로젝트회사는 법인세를 정상적으로 부담해야할 뿐 아니라 취득세·등록세 상에도 아무런 혜택이 없다.

따라서 위탁관리부동산투자회사는 복합개발프로젝트파이낸싱사업이 부동산경기의

침체를 비롯한 여러 난관에 봉착했을 때 손실을 최소화하는 안전판 역할을 할 수 있다. 토지를 현물출자한 공공택지개발사업자, 민간건설업체, 금융기관 모두 손실을 최소화하고 투입자금을 빠르게 회수할 수 있기 때문이다. 다만 기업구조조정부동산투자회사와 달리 사모가 허용되지 않고 반드시 자본금30% 이상을 공모해야 하기 때문에 회사의 설립과 상장시에 부담이 될 수도 있다. 그러나 공모과정을 거치는 것은 자본시장에서 많은 투자자에게 검증을 받는 절차가 될 수 있기 때문에 오히려 건전한 자산운용을 촉진시킬 수 있을 것이다. 복합개발프로젝트파이낸싱에 일반투자자들의 참여를 제고하는 것은 부동산정책측면에서도 바람직하다. 공영택지개발과정에서는 주택뿐 아니라 상가 역시 부동산경기에 매우 민감하게 반응해서 지나친 과열과 침체를 반복하는 경향이 있지만, 시중의 방대한 부동산자금을 활용하여 부동산투자회사를 설립하고 그 자금을 활용하는 것이기 때문에 경기가 과열되더라도 시세차익이 부동산투자회사의 주주에게 골고루배분될 뿐 아니라, 경기침체기에는 개발사업의 안전장치 역할을 할 수 있는 것이다.

## 2. 공공-민간의 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 부동산펀드의 결합

우리나라에서도 2003년도에 「간접투자자산운용업법」을 제정하여 부동산간접투자기구에 의한 부동산펀드가 가능해졌다. 이 법에 의한 투자자산은 투자증권(증권거래법상 유가증권, CP, CD), 장내외파생상품(한국증권거래소 및 한국선물거래소 상장 파생상품), 수익증권(간접투자자산운용업법 및 신탁업법에 따른 수익증권)을 비롯하여 부동산의 매매, 관리, 개량, 개발, 임대, 지상권, 임차권 등으로서, 그 범위가 매우 넓다. 부동산펀드는 투자자로부터 자금을 모아 부동산개발사업, 수익성부동산, 프로젝트 파이낸싱 및 ABS 등에 투자하여 발생하는 운용수익을 분배하는 대표적인 부동산 간접투자 상품이다.

동 법은 자산운용에 관해 몇가지 제한을 두고 있다. 우선 부동산 펀드를 통해 매입한 부동산을 5년 내에는 매각할 수 없다. 다만 부동산개발 사업에 의거하여 조성·건축한 토지 및 건축물을 분양하는 경우나 부동산 간접투자기구가 합병·해지되는 경우에는 예외가 인정된다. 신탁자산총액의 30% 이상을 부동산개발 사업에 투자하는 행위나 건축물이 없는 토지로서 부동산개발 사업을 시행하기 전에 처분하는 행위도 금지된다. 이 때에도 부동산 간접투자기구가 합병·해지되는 경우의 건축물을 분양할 경우나, 부동산개발사업을 하기 위해 토지를 취득한 후 관련법규의 제정·개정 등으로 인해 사업성이 현저히 저하됨으로써 부동산 개발사업의 수행이 곤란하다고 객관적으로 입증되어 해당토지의 처분이 불가피한 경우에는 부동산개발사업을 시행하기 전에 처분하는 것이 가능하다.

한편 「간접투자자산운용업법」에서는 부동산 투자신탁의 특례조항에서 자금대여 및 차입을 허용한다. 부동산 개발과 관련된 사업을 영위하는 법인에게 부동산관련사업과 관련하여 신탁자산의 100% 한도 내에서 자금대여를 허용하고 있다. 자금대여시에는 첫째, 부동산에 대하여 담보권을 설정해야 하며, 둘째, 신탁법에 따라 부동산이 신탁된 경우로써 그 신탁의 수익자가 되거나 그 신탁에 대한 수익권에 대하여 질권을 설정해야 하며, 셋째, 시공사 등으로부터 상환액의 지급이 보증되어야 한다. 이러한 요건만 갖추면 부동산펀드를 통한 자금을 부동산 개발사업자에게 대여할 수 있다. 다만, 투자자의 입장에서는 부동산 및 실물투자신탁의 경우는 간접투자자의 이익을 해할 우려가 없는 경우를 제외하고는 환매가 금지되기 때문에 유동성은 리츠보다 떨어진다는 단점이 있다. 그럼에도 부동산펀드의 운용은 부동산투자회사보다 자유롭기 때문에 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 결합시킬 수 있는 방안도

다양하다.

현재 부동산간접투자기구의 발행 사례를 보면, <표 5>와 같다. 2004년 6월 초기의 ‘부자아빠하늘채부동산투자신탁1호’와 ‘맵스프런티어부동산투자신탁1호’를 시작으로 현재 7개 정도의 부동산 펀드가 출시되었으며 이 중 ‘아시아넘버원코리아퍼스트사모부동산투자신탁’을 제외하고는 나머지는 모두 공모형이다. 출시된 부동산 펀드의 목표수익률은 최저 6.8%~ 최고 8.0%(사모형은 10.0%까지)으로 나타난다. 초기에 선보인 부동산펀드 상품의 내용을 간략하게 살펴보면 <표 6>과 같다. 미래에셋증권과 한국투자증권에서 발행된 부동산펀드의 초기 목표수익률은 7% 이상이며, 두 상품 모두 건설사업에 대출로 투자처가 이루어졌다. 부동산펀드 상품에 대한 안전장치로 ‘맵스프런티어부동산투자신탁1호’는 시공사 책임준공과 사업부지에 대한 담보권을 설정하였으며, ‘부자아빠하늘채부동산투자신탁1호’은 사업부지에 담보권 설정 및 만기 이전에 대출채권 근거로 자산담보부증권(ABS)을 발행하여 투자 자금을 회수하도록 하였다.

그리고 최근에 발행되기 시작한 「특별자산펀드」는 일반적으로 부동산펀드라 하면 펀드가 부동산개발사업에 직접 참여하거나 개발사업자에 대출하는 것이 주류를 이루었으나 ‘특별자산펀드’는 부동산이 아닌 “은행 부동산신탁의 수익권에 투자하는 펀드”이다. 2004년 7월부터 설정 운용되고 있으며 현재 4개의 특별자산펀드가 출시되고 있다. 특히 KTB에서 발행하는 ‘KTB웰빙특별자산투자신탁’은 한화투자운용에서 발행한 ‘부자아빠하늘채부동산투자신탁’에서 발행된 자산담보부증권(ABS)을 이용한 투자형태이다.

<표 3> 부동산펀드 현황

펀드명	모집 형태	주요사업	펀드규모 (억원)	자산 운용사	목표수익률(%)
부자아빠하늘채부동산투자신탁1호	공모	용인 삼가지구 아파트 개발사업	500	한투	7.0-7.1
맵스프런티어부동산투자신탁1호	공모	과주 교하 타운하우스	450	맵스	7.0+
TAMS하늘채부동산투자신탁2호	공모	용인삼가지구 아파트 개발사업	300	한투	7.0
맵스프런티어부동산투자신탁2호	공모	천안/청원 아파트 개발사업	300	맵스	6.8
마이에셋부동산투자신탁1호	공모	화성시 봉담 임광아파트	352	마이에셋	8.0
KTB과주신도시부동산투자신탁	공모	과주시 운정지구	350	KTB	7.5
아시아넘버원코리아퍼스트사모부동산투자신탁	사모	여의도 구 한나라당 당사	196.5	KTB	10.0
KTB웰빙특별자산투자신탁	공모	개발사업 대출채권(용인 삼가지구)	300	KTB	7.0
한화노블레스특별자산신탁1호	공모	개발사업 대출채권(동대문 상가)	150	한화투신	8
골든브릿지특별자산1	사모	동송동 주차장 개비랏업 대출채권	50	골든브릿지	9.95
골든브릿지특별자산2	사모	강남 쇼펄몰(애완산업)사업 대출채권	200	골든브릿지	
계			3,148.5		

\* 자료: 각 펀드별 인터넷 홈페이지 참조함

<표 4> 초기 부동산펀드 상품 비교

운용사	맵스자산운용	한국투신운용
펀드	맵스프론티어부동산투자신탁1호 (설정일 : 2004년 6월 4일)	부자아빠하늘채부동산투자신탁1호 (설정일 : 2004년 6월 8일)
판매 창구	미래에셋증권	한국투자증권
목표 수익률	연 7% + $\alpha$	연 7.1%
만기	2년(중도환매 불가능)	2년(중도환매 불가능)
설정 목표액	450억원	500억원
투자처	경기 파주시 교하 출판단지 내 후분양빌라, '타운하우스' 건설 사업에 대출(금리 연 8.55%)	경기 용인시 삼가지구 아파트 건설사업에 대출(금리 연 7.99%)
안전장치	-시공사 책임 준공 -사업 부지에 대해 담보권 설정	-사업주지에 담보 설정 -만기이전에 대출채권 근거로 자산담보 부증권(ABS) 발행해 투자자금 회수

자료 : 맵스자산운용, 한국투신운용의 인터넷 홈페이지를 참조함

#### 1) 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 부동산펀드의 결합 방안 1 (자금조달의 다양화)

복합개발 프로젝트 파이낸싱과 부동산펀드를 결합하는 가장 단순한 방법은 프로젝트 파이낸싱 컨소시엄이 사업에 필요한 일부자금은 금융기관으로부터 프로젝트 파이낸싱으로 대출받고, 다른 일부 자금은 부동산펀드로부터 프로젝트 파이낸싱의 형태로 대출받는 것이다. 즉 프로젝트 파이낸싱의 형태로 대출을 받되, 일반 금융기관과 부동산펀드를 통해서 나누어 조달하는 것이다. 「간접투자자산운용업법」에 따르면 부동산펀드를 통해 조성된 자금은 담보제공을 전제로 부동산개발업체에게 대여할 수 있기 때문이다. 물론 교과서적인 프로젝트 파이낸싱은 담보없이 사업에 따른 미래 현금흐름에 근거해서 대출하지만, 어느 정도 담보나 신용보증을 요구하는 것이 일반적이다. 담보에 근거하여 대출하더라도 비소구금융, 부외금융 등의 원칙에 충실하면 프로젝트 파이낸싱이라고 할 수 있다.

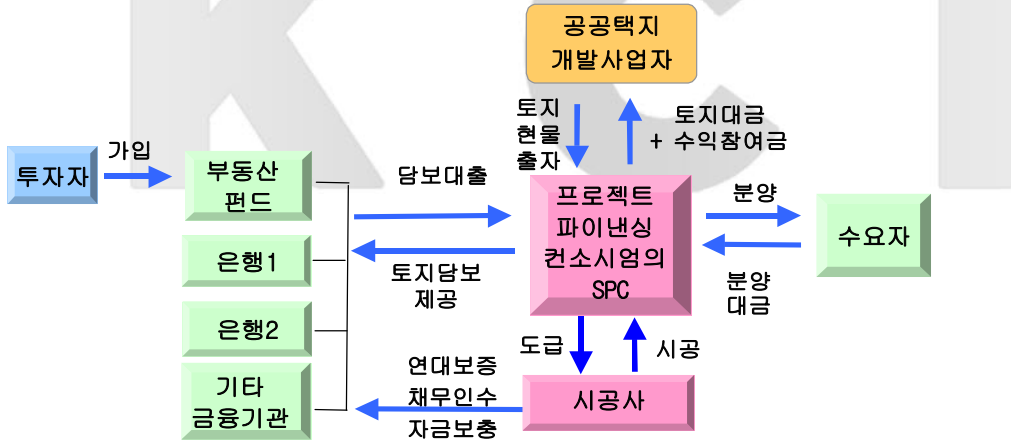
부동산펀드를 통한 자금은 프로젝트파이낸싱 컨소시엄 입장에서는 보다 다양한 경로를 통해서 보다 많은 자금을 동원할 수 있다는 것을 의미한다. 이를 가능케 하는 것은 공공택지개발사업자(혹은 토지를 소유하는 공공기관)의 토지현물 출자분을 담보로 제공한 것이므로, 공공택지개발사업자(혹은 토지를 소유하는 공공기관)는 토지대금뿐 아니라 향후 이익에도 참여할 수 있는 근거가 된다. 한편 시공사는 공공택지개발사업자(혹은 토지를 소유하는 공공기관)의 토지현물출자를 담보로 설정하고, 공공택지개발사업자(혹은 토지를 소유하는 공공기관)의 대외 신인도를 활용하여 필요한 자금을 다양한 경로를 통해 유리하게 조달할 수 있다. 그 대신 시공사는 연대보증, 채무인수, 자금보충 등의 역할을 담당해야 한다. 분양이 끝나서 프로젝트 파이낸싱 컨소시엄이 해체되고, 부동산펀드의 원리금 지불이 끝나면 모든 금융절차는 종결된다.

현재 대부분의 부동산펀드상품이 부동산개발에 대한 자금대여로 활용된다는 점을 감안하면 이 방식은 실현가능성이 매우 높다. 같은 규모의 자금이라도 자금조달처가 다양해지는 것은 민간건설업체에게는 큰 매력이기 때문에, 민간업체가 복합개발 프로젝트 파이낸싱에 참여하도록 유도할 수 있다. 기존의 프로젝트 파이낸싱에 더하여 부동산펀드가 추가적

으로 자금을 제공하는 것이기 때문에 개별 금융기관의 대출부담도 감소한다. 이는 금융기관과 부동산펀드가 프로젝트 파이낸싱에 의한 향후의 위험을 나누어 갖는다는 것을 의미한다. 공공택지개발사업자는 아니지만 대규모 토지를 소유하는 있는 몇몇 공공기관 역시 민간과 함께 복합개발프로젝트 파이낸싱을 구상하고 있는데, 이 방식은 공공기관으로서도 토지현물 출자에 대한 권리를 주장할 수 있기 때문에 매력적이다.

한편 부동산펀드에 참여한 기관 및 개인 투자자들은 부동산펀드 간접투자기구로부터 6개월마다 이익을 배당받는다. 부동산개발자금을 대여하는 대부분의 부동산 펀드배당율은 년이자율로 7~9%에 이르는 고수익을 보장하고 있다.

그러나 일반적으로 6% 이상의 배당수익을 목표로 하는 부동산 간접투자기구는 유동화증권 중에서도 선순위 채권에는 투자하기 어려울 것이다. 따라서 임대사업에 재무적 투자자로 부동산 간접투자기구가 참여하는 경우에는 후순위 채권자로 참여할 가능성이 높다. 후순위 채권자는 배당 및 금리를 받을 수 있다. 후순위 채권도 사안별로 다양하게 금리를 정할 수 있는데 현재 일반적으로 12% 내외에서 결정되고, 부동산가액의 10~15% 내외가 일반적이다. 후순위채권으로 가입하는 부동산펀드는 일종의 고수익, 고위험의 상품이라고 볼 수 있다. 따라서 이러한 사업구도가 가능하려면 후순위채권으로라도 부동산펀드가 가입할 수 있을만큼 사업의 안정성이 보장되어야 할 것이다. 복합개발프로젝트파이낸싱은 공공택지개발사업자가 토지를 현물로 출자하면서 참여하기 때문에 다른 여타의 개발사업보다는 안정성이 더 높을 것으로 판단된다.



- 부동산펀드를 통해 조달된 자금이 프로젝트 파이낸싱 컨소시엄에 대여되는 형태
- 프로젝트 파이낸싱과 부동산펀드의 결합가운데 가장 단순한 형태
- 한국투자증권의 부자아빠 하늘채 부동산투자신탁 1호의 운용방식에 준해서 구상함. (홍성룡, 2004 참조)
- 이렇게 조달된 비용은 사업부지 매입대금, 사업운영비, 이자비용 등으로 활용
- 시공사는 연대보증인(인·허가 이전) 또는 채무인수인(인·허가 이후)으로서 대출금의 상환 의무 부담
- 시공사는 대출채권 만기까지 자금보충 의무 부담
- 부동산펀드 투자자들에게는 6개월에 한번씩 배당함.
- 공공택지개발사업자는 분양 이후 분양대금과 분양과정에서의 수익에 참여하는 형태가 될 수 있음

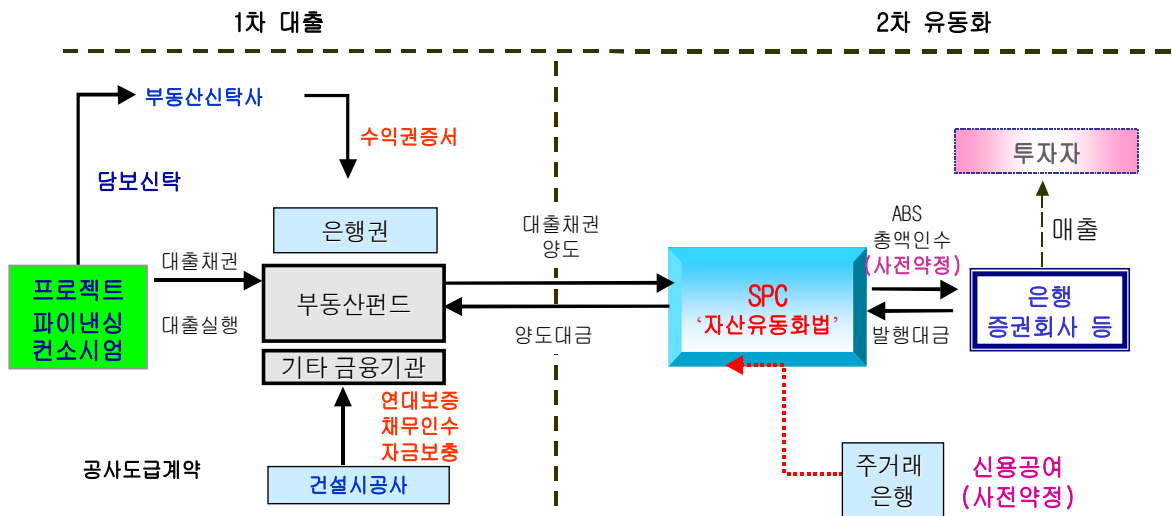
<그림 2> 공공-민간 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 부동산 펀드의 결합방안1

2) 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 부동산펀드의 결합 방안 2  
(프로젝트 파이낸싱+부동산펀드+ ABS)

프로젝트 파이낸싱과 부동산펀드의 결합방안 1은 부동산펀드를 통해 사업에 필요한 자금의 조달 경로를 다양화하는 방식이었다. 그런데 프로젝트파이낸싱 대출에 참여한 은행과 부동산펀드도 대출자금을 빠르게 회수하기를 원한다. 향후의 개발사업은 과거보다 장기간에 걸쳐서 진행될 가능성이 높기 때문에 프로젝트 파이낸싱에 참여한 금융권이 대출 자금을 신속하게 회수하도록 해주는 방안이 필요하다. 이는 곧 금융권의 위험부담을 분산시켜서 금융권이 프로젝트 파이낸싱에 참여할 수 있는 유인을 제공하는 것이다. 이를 위해 생각할 수 있는 방안이 바로 프로젝트 파이낸싱 과정에서 금융권이 대출해준 것에 대해 대출채권을 발행하면, 이 대출채권을 금융권이 적절한 시기에 ABS(Asset-Backed Securities)를 통해 2차 유동화시켜서 자금을 신속하게 회수하는 것이다.

아래 그림에서처럼 1차 대출시의 과정은 프로젝트 파이낸싱과 부동산펀드의 활용방안 1과 유사하다. 다른 것은 아래 그림에서 2차유동화라고 명기되어 있는 부분이다. 프로젝트 파이낸싱에 참여한 금융기관들로부터 프로젝트파이낸싱 권소기업이 자금을 대출받은 뒤에 대출채권을 이들 금융기관에게 발부하면, 일정 기간 이후에 이 대출채권을 자산유동화를 다루는 기관에게 양도하고, 대출채권을 양도받은 금융기관이 자본시장에 유통시키는 것이다. 일정조건을 충족시키면 은행 및 증권회사 등과 ABS의 총액인수에 관해 사전 약정을 체결하는 방안을 고려할 수도 있다.

이러한 방식을 프로젝트 파이낸싱의 초기부터 강구하면 민간건설업체는 공공택지개발사업자(혹은 토지를 현물출자하는 공공기관)의 대외신인도를 활용하여 자금조달을 다양화할 수 있으며, 프로젝트파이낸싱에 참여하는 금융기관은 프로젝트 파이낸싱 사업이 종결되기 전이라도 2차유동화를 통해 신속하게 대출자금을 회수할 수 있다. 프로젝트파이낸싱에 참여하는 모든 당사자들의 이해관계를 충족시켜주는 Win-Win 전략이라고 할 수 있다. 이러한 Win-Win 전략 아래 사업을 추진한다면 부동산경기가 하락국면이라고 해도 부동산 사업의 수익성이 최소한 일반 시중금리보다 높기만 하면 프로젝트 파이낸싱 사업을 성공적으로 추진할 수 있는 장치를 갖출 수 있게 된다.



- 부동산 펀드 자금을 비롯해서 은행 및 기타 금융기관 등이 1차 대출 실행
- 2년경 후에 자산유동화법에 의한 SPC에 양도하여 대출금 회수 (양도전에 분양수입금 있는 경우에는 분양 수입금 포함)
- SPC는 양도받은 대출채권을 담보로 ABS를 발행하여 시장에 매각 (은행 및 증권회사 등이 일정조건 충족시 ABS를 총액인수 하기로 사전 약정할 수도 있음)
- 자료: 홍성룡(2004) 참조하여 수정 변형함.

<그림 3> 공공-민간의 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 부동산펀드의 결합방안 2

### 3) 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 부동산펀드의 결합 방안 3 (부동산간접투자기구 및 투자신탁에 의한 자산관리)

부동산펀드의 활용방안 1, 2는 프로젝트 파이낸싱 참여자 가운데 민간건설업체와 금융기관의 자금융통을 원활하게 하는 데에 주된 목적이 있었다. 하지만 「간접투자자산운용업법」에 따르면 부동산펀드는 보다 다양하게 활용할 수 있다. 동법에서는 기존의 부동산투자회사법(리츠)의 문제점을 보완하기 위해서 보다 광범위하게 부동산간접투자를 할 수 있도록 허용하고 있다. 그에 따라 이 방안에서는 부동산펀드를 조성한 뒤 이를 관리하는 부동산간접투자기구가 복합개발하는 부동산을 매입해서 관리하는 것이다. 펀드에 참여한 투자자들에게는 부동산 취득 이후의 임대소득과 일정기간 관리 이후 매각했을 때 얻게되는 매각차익의 일정 부분을 정기적으로 되돌려주는 방식이 된다. 따라서 사업 추진의 전반적인 흐름은 앞서 고찰한 복합개발프로젝트 파이낸싱과 부동산투자회사의 결합방안과 매우 유사하다.

이러한 방식은 앞서 프로젝트파이낸싱과 리츠의 결합에서 논의했던 것처럼 만에 하나 프로젝트 파이낸싱 사업이 분양에 실패했을 때 유용하게 활용할 수 있다. 분양이 신속하게 마무리되지 않는다면 사업에 참여한 당사자들은 모두 심각한 타격을 입게 된다. 정확한 시장수요예측에 근거해서 분양이 무리없이 되도록 하는 것이 가장 좋은 방법이지만, 부동산경기가 예상 외로 크게 침체될 수도 있으므로 그에 대한 안전장치를 구상해야 한다.

부동산펀드를 관리하는 부동산간접투자기구를 활용한다면 상가 분양이 한계에 봉착

하거나 또는 그렇게 예상될 때 프로젝트 파이낸싱으로 건설한 부동산을 부동산간접투자기구에 매각함으로써 프로젝트 파이낸싱 컨소시엄은 토지를 매각하고 민간건설업체는 건설자금을 회수할 수 있다. 물론 이렇게 부동산을 인수한 부동산간접투자기구는 새롭게 부동산 관리 및 경영 방안을 마련하여 보다 뛰어난 자산관리를 통해 새로운 수익을 창출해야 하는 과제를 안게 된다. 그러나 부동산 펀드를 지배하는 자본시장의 속성상 시중 정기적금 이자율보다 조금이라도 더 높은 수익률만 올리면 되기 때문에 우리나라의 부동산시장 여건을 감안한다면 이와같은 구도가 타당성이 있다고 판단된다. 물론 수익성을 충족시켜주지 못하는 부동산의 경우에는 부동산간접투자기구가 매입하기 힘들겠지만, 부동산간접투자기구의 전문적인 노하우와 더불어서 경기가 수년내에 회복할 것으로 예측된다면 부동산펀드로서 매력 있을 수 있다.

### 3. 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 자산유동화법에 의한 ABS의 결합

「자산유동화에관한법률」에 따라 ABS를 발행하는 것도 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 결합될 수 있다. 동법에서는 유동화증권을 발행할 수 있는 자산보유자의 범위를 금융기관, 자산관리공사, 대한주택공사, 한국토지공사 등 구조조정과 관련한 조직이나 국제적 신용도가 높은 우량 법인으로 한정하고 있다. 유동화 대상자산은 채권, 부동산, 기타의 재산권으로 이라 포괄적으로 규정하고 있다. 이러한 요건을 갖춘 사업자가 별로 없어, 민간건설업체가 ABS를 이용하여 자금을 조달하는 경우는 흔치않다. 이러한 법적 요건 외에도 실제적으로 유동화증권의 발행이 가능하기 위해서, ABS의 발행대상자산은 미래의 현금흐름예측이 가능해야 하고, 자산의 가치를 객관적으로 평가할 수 있어야 한다. 또한 자산유동화회사에 양도하는 데 아무런 법적 제약이 없어야 한다.

복합개발 프로젝트 파이낸싱과 ABS를 함께 결합시킬 수 있는 가장 좋은 방법은 프로젝트 파이낸싱 컨소시엄이 금융권으로부터 대출을 받은 데 대해서 대출채권을 발행한 뒤, 이 대출채권에 근거하여 금융권이 적절한 시점에 자본시장에서 ABS를 발행해서 유통시키는 것이다. 이러한 구상은 앞서 살펴본 부동산펀드와 프로젝트 파이낸싱의 결합방안 2와 유사하다. 다만 앞서 살펴본 예는 부동산펀드를 통해 1차 유동화가 되는 것을 상정하였지만, ABS의 발행이 반드시 부동산 펀드와 결합되어야만 하는 것은 아니다. 즉 부동산펀드를 통해 조달한 자금없이 금융권의 프로젝트 파이낸싱만으로 조달한 경우에도 가능하다. 이 때의 ABS 발행주체는 프로젝트 파이낸싱 컨소시엄이 아니라 프로젝트 파이낸싱 컨소시엄에 프로젝트 파이낸싱 방식으로 대출해 준 금융권이다. 금융권이 이렇게 ABS를 발행하는 이유는 자신이 대출해준 금액을 자신이 필요로 하는 시점에 신속하게 회수하기 위한 것이다.

### 4. 복합개발프로젝트 파이낸싱과 자산유동화 결합의 유형별 비교

지금까지 복합개발프로젝트 파이내싱과 자산유동화를 결합시키는 여러 가지 대안들을 차례로 살펴보았다. 이러한 대안들은 사실상 아직 우리나라에서 시행된 바 없는 새로운 개발방식을 모색하기 위한 작업이라고 할 수 있다. 따라서 각 유형별 장단점에 대해서는 많은 구체적인 사례의 성과를 통해 비교하는 것이 바람직하겠지만, 아직 우리나라에서 시행된 바가 없는 방식들이므로 제도와 기존의 프로젝트 파이낸싱의 시행사례를 근거로 각 유형별

장단점을 비교하도록 한다.

앞에서는 매우 다양한 대안을 검토하였으나, 논의의 편의상 여기에서는 가장 대표적인 방식이라고 볼 수 있는 복합개발프로젝트 파이낸싱+위탁관리부동산투자회사, 복합개발 프로젝트 파이낸싱+부동산펀드, 복합개발프로젝트 파이낸싱+부동산펀드+ABS 의 세가지를 비교한다. 우선 복합개발프로젝트 파이낸싱과 부동산투자회사의 결합은 복합개발프로젝트 파이낸싱 사업추진중에 프로젝트 회사가 운영상의 어려움을 겪을 때 손실을 최소화하는 안전장치가 될 수 있다. 물론 경영상의 어려움을 겪는다고 해도 부동산경기가 수년내에 회복된다면 복합개발프로젝트 파이낸싱 사업이 장기적인 수익성이 양호하다고 자본시장의 많은 투자자들이 판단할 때만이 이 방식이 활용될 수 있다. 또한 부동산투자회사가 각종 세제 혜택을 받는 것도 매력적이다. 다만 부동산투자회사 대부분은 지금까지 성공적인 자산운용을 보여주고 있지만, 경우에 따라서는 자산운용에 실패하는 사례도 있는데, 이에 대한 안전장치는 없다.

부동산펀드를 결합하는 것은 이와 달리 자금원을 다양하게 하는데 주안점을 둔 방식이다. 이렇게 자금원이 다양해지면 자금을 대출해준 금융권은 상대적으로 위험부담이 감소할 수 있다는 장점이 있다. 뿐만 아니라 복합개발프로젝트 파이낸싱사업의 운용에 관해 부동산펀드와 프로젝트 파이낸싱 주관 금융권이 이중으로 감시하는 효과가 있다. 그러나 프로젝트 파이낸싱 사업이 경영에 실패했을 때의 안전장치는 미흡하다.

복합개발프로젝트 파이낸싱과 부동산펀드 그리고 ABS를 함께 결합하는 것은 사업에 필요한 자금원을 다양화할 뿐 아니라 부동산펀드를 제공해준 금융권이 신속하게 자금을 회수할 수 있는 방안이다. 따라서 부동산펀드를 운용하는 금융권의 위험부담이 크게 감소한다. 금융권의 위험부담감소로 복합개발프로젝트 파이낸싱을 주관하는 프로젝트 회사는 보다 안정되게 자금을 운용할 수 있다. 그러나 이 경우에도 복합개발 프로젝트 파이낸싱 사업이 경영에 실패하는 등의 사태가 발생하면 부동산펀드에 가입한 투자자들은 예상수익율을 거두지 못하고 손실을 입을 수 밖에 없다. 그럼에도 불구하고 금융권 전체적인 안정성은 상당히 제고된다.

<표 5> 복합개발 프로젝트 파이낸싱과 자산유동화 결합방안의 비교

	PF+ 부동산투자회사	PF+ 부동산펀드	PF+ 부동산펀드+ ABS
목적	<ul style="list-style-type: none"> <li>·경영상의 어려움에 봉착한 프로젝트 회사를 부동산투자회사가 인수하는 형태.</li> <li>·위탁관리부동산투자회사가 적합하다고 판단됨.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·프로젝트 회사가 사업초기부터 사업에 필요한 자금을 다양화하는 형태.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·프로젝트 회사의 자금을 다양화하고 프로젝트 파이낸싱으로 대출해준 금융권이 ABS를 통해 신속하게 자금을 회수하도록 도와주는 형태.</li> </ul>
장점	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 경영상 어려움에 봉착한 프로젝트회사와 관련 이해당사자의 손실을 최소화하고 해당 부동산의 자산가치 향상에 적합</li> <li>·위탁관리부동산투자회사는 자산관리를 전문적 자산관리회사에 위탁해야 함. 일관된 의사결정으로 자산가치 향상이 가능함</li> <li>·위탁관리부동산투자회사는 법인세 면제되고, 등록세·취득세가 50% 감면됨</li> <li>·위탁관리부동산투자회사는 반드시 공모를 통해 주식시장에 상장해야 함. --&gt; 자본시장이 사업을 향시적으로 감시감독하는 것과 같은 효과가 있음.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 프로젝트 파이낸싱개발 사업은 비교적 고위험 사업이기 때문에 자금을 대출해주는 금융권은 상당한 부담을 느낄 수 있지만, 부동산펀드로 프로젝트 회사의 자금조달원이 다양해지면 상대적으로 기존의 금융권은 대출에 따른 위험부담이 감소함.</li> <li>· 부동산펀드와 프로젝트 파이낸싱 주관 금융권이 복합개발 프로젝트 파이낸싱의 사업타당성과 의사결정을 이중으로 검토하는 효과가 있음.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 부동산펀드를 통해 자금을 다양화함으로써 금융권의 위험부담이 상대적으로 감소함.</li> <li>· 뿐만 아니라 금융권은 자신의 대출채권도 ABS 형태로 발행하여 대출금을 자본시장에서 빠르게 환수할 수 있음.</li> <li>· 따라서 금융권이 짊어져야 할 위험부담이 크게 감소함. --&gt; 금융권의 위험부담이 감소함으로써 복합개발프로젝트 파이낸싱을 주관하는 프로젝트 회사는 보다 안정적인 자금운용이 가능함</li> </ul>
단점	<ul style="list-style-type: none"> <li>·복합개발프로젝트 사업의 사업성 자체가 떨어지면 부동산투자회사의 설립이 실패할 수도 있음.</li> <li>·코크랩2호의 사례에서 처럼 자산운용에 실패하는 경우도 있을 수 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·복합개발프로젝트 사업의 경영이 난관에 봉착하면 투자자들은 예상된 수익률을 올리지 못함</li> <li>· 그러한 상황에 대한 안전장치가 없음</li> <li>· 이러한 위험은 처음 자금을 대출해준 금융권도 같음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·복합개발프로젝트 사업의 경영이 난관에 봉착하면 투자자들은 처음에 공표된 수익률을 올리지 못함</li> <li>· 그러나 금융권은 이러한 위험이 현실화되기 전에 신속하게 자금을 환수할 수 있음.</li> </ul>

#### IV. 향후 제도 개선을 위한 시사점

프로젝트 파이낸싱에서 모든 프로젝트 자산은 모기업에서 법적으로 분리되어 프로젝트 회사에 귀속되며 대주에게 담보로 제공된다. 비용절감을 위해 몇 개의 사업을 묶어 단

일 프로젝트 금융 패키지로 구성하는 방안도 가능하다. 사업주가 사업위험을 거의 모두 부담한 종래의 금융과 달리 프로젝트 금융에서는 참여 금융기관, 신용보완기관 등으로 사업위험이 분산된다. 그러나 위험분담을 위해 다양한 참여주체의 계약을 통해 금융이 이루어지므로 절차가 복잡하고 시간이 많이 걸린다. 또 프로젝트의 위험분석과 심사에 많은 인력과 시간이 걸리고, 이해당사자간 의견조정이 어려워 계약성사에 많은 시간이 걸린다. 뿐만 아니라 SPC를 설립할 때 자산이전에 따르는 등록·취득세가 들고 SPC의 수익에 대해서는 법인세를 이중으로 부담하는 등 세부담이 커진다 (김양렬, 남희용, 구분창, 2000).

복합개발프로젝트 파이낸싱과 자산유동화의 결합이 앞으로 더욱 발전하려면 우선 소득세의 이중부담 문제를 해결해야 한다. 이를 위해 SPC를 통한 프로젝트 파이낸싱에서 개발사업의 투명성 강화와 금융활성화를 위해 투자도관의 역할이 인정될 경우 이중과세를 면제하는 조치가 필요하다. 예컨대 미국의 LP (limited partnership)는 유한책임사원과 1인 이상의 무한책임사원으로 구성되며, 세무적으로는 회사라는 성격보다는 조합의 성격이 강하여 도관체로 취급되기 때문에 LP단계에서 과세되지 않고 사원에게 과세되어 이중과세가 배제된다 (구분창, 2003).

한편 프로젝트 파이낸싱 컨소시엄이 지불해야 하는 등록세 및 취득세 역시 이론적으로 볼 때 면제하거나 감면하는 것이 타당하다. 우선 등록세와 취득세의 경우 외국에서는 등기업무를 담당하기 위해 공공이 필요로 하는 비용을 조달할 목적으로 부과되는 것이기 때문에, 약간의 등기관련 비용만을 부과할 뿐이다(김정호, 1999). 그런데도 우리나라에서 부동산에 대해 등록세와 취득세를 무겁게 부과하는 것은 실수요자가 아닌 투기적 수요를 억제하기 위해서다. 그러나 복합개발 프로젝트 파이낸싱의 SPC는 해당 부동산을 소유할 목적으로 취득하는 것은 아니라 사업추진과정을 원활히 하기 위해 프로젝트 파이낸싱 컨소시엄으로 소유권을 일시적으로 넘기는 것일 뿐이다. 복합개발이 성공적으로 완료되었을 때 그 결과물인 상가 등의 취득자에게 등록세, 취득세를 부과하는 것은 온당하다. 그러나 프로젝트 파이낸싱 컨소시엄 산하로 자산소유가 이동하는 것은 프로젝트 파이낸싱의 활성화를 위해 적어도 등록, 취득세를 일부 경감시켜주는 조치는 필요하다고 판단된다.

## V. 결론

우리나라의 도시개발 혹은 부동산개발 가운데 본 논문이 주목한 것은 공공택지개발자(혹은 국공유토지를 소유한 공공기관)와 민간건설업체간에 상호 협약을 체결하여 SPC(Special Purpose Company)를 설립한 뒤, 프로젝트 파이낸싱 방식으로 대출받아 개발을 진행한 사례이다. 따라서 공공부문의 토지현물출자와 높은 대외신인도와 민간건설업체의 창의성, 기획 및 마케팅능력, 사업마인드가 결합될 수 있는 방식으로서 점차 확대되는 추세에 있다. 그럼에도 여전히 해결되지 않은 문제는 바로 미래사업성에 대한 불확실성이다. 우리나라의 부동산시장도 포화상태에 이르고 있기 때문에 앞으로는 사업의 수익성을 확보하기가 쉽지 않다. 최근에 시행되고 있는 공공-민간의 복합개발프로젝트 파이낸싱 역시 예전과 같은 방식으로는 수익성이 떨어지기 때문에 이를 극복하기 위해 진행되고 있는 것이다. 앞으로는 사업의 수익성이 더 떨어질 수 있다는 위험에 대비할 수 있어야 한다. 본 연구는 미래에 발생할 수 있는 공공-민간의 복합개발프로젝트 파이낸싱의 위험에 대한 일종의 안전장치로서 자산유동화를 함께 결합하는 방안을 제시하였다. 자산유동화가 우리나라에 도입되지 얼마되지 않고, 그 사례 또한 매우 제한되어 있다. 그러나 자산유동화는 본질적으로 미래

의 위험을 금융기관, 기관투자가, 개인투자가, 자산관리회사, 공공 및 민간개발자 사이에 매우 효율적으로 분산시키는 구도이기때문에, 향후 우리나라의 도시개발 및 부동산개발의 위험증가에 대비하는 방안이 될 수 있을 것이다. 그러나 자산유동화와 공공-민간 복합개발 프로젝트 파이낸싱의 결합이 더욱 발전하기 위해서는 세제 등의 측면에서 더욱 개선되어야 할 것으로 판단된다.

<참고문헌>

- 구본창, 2003, “주택건설프로젝트금융 활성화 방안”, 응용경제 제5권 제3호, p 117-135, 한국응용경제학회
- 김양렬, 남희용, 구본창, 2000, 프로젝트 파이낸싱과 ABS를 활용한 주택금융, 응용경제 제2권 제2호, p 91-91, 한국응용경제학회
- 김정호, 1999, 「한국의 토지세에 관한 고찰」, 한국경제연구원
- 박원석, 2003, REITs의 수익률 비교분석, 지리학 연구 37(2):455-71
- 서후석·서현우·서성원·양철원·이용만·조우성. 부동산 펀드의 자산운용전략-간접투자자산운용업법의 이해. 서울:부동산 114,
- 이준현, 2005, 국내리츠의 자산운용전략에 관한 연구, Memorandum.
- 코람코, 2004, 부동산금융의 현황 및 과제
- 대한주택공사, 2004, 「복합단지개발 프로젝트 파이낸싱 매뉴얼」
- 홍성룡, 2004, “부동산펀드의 개요”, 2004 중앙대학교 여름학교 강의교재

<Abstract>

In Korea public-private mixed-development projects recently have attracted much interests, where public land developers provide land and private developers provide payment assurance, their know-hows in real estate development and marketing. However, in the near future such public-private mixed developments have much risk that futhre profitability may decline. To face and overcome such risks in the future, real estate securitization can be very useful by dividing future risks to inverstors and financial institutions and by providing various financial sources. For this purpose, this paper proposes various options including REITs, Real Estate Fund, and ABS(Assest Backed Securities).