

도시재생사업 금융수단에 대한 리스크요인 비교 분석

전승국*, 이장우**

<요약>

최근 도시의 광역화 개발과 도심의 인구분산을 위한 신도시의 개발이 집중적으로 이루어지고 있다. 2000년대 중반 이후 무분별한 외곽 신도시 개발로 인해 구도심의 인구 감소가 심각한 수준에 도달하였고, 슬럼화 징후를 보일 정도로 낙후되고 있는 도심 공동화현상에 대한 대응으로서 도시재생사업이 추진되었다.

도시재생사업은 과거 수익성 중심으로 진행된 재개발사업에서 배제되었던 쇠퇴 지역에 대하여 금융자원을 사용하여 생활환경을 개선시키고 도시 활성화의 계기를 만드는 데 목적이 있다.

이러한 맥락에서 본 연구는 최근 도시재생사업에서 가장 많이 사용하고 있는 재원조달방안에 대해 분석하고 이를 토대로 도시재생사업의 금융수단들에 대한 리스크요인 비교 분석과 리스크 저감 방안을 모색하고자 한다. 이러한 연구목적 하에서 본 연구에서는 첫째로, 도시재생사업 금융수단의 실태와 문제점 분석을 통해, 도시재생사업에서 금융수단의 리스크 요인을 살펴보고, 둘째로, 이를 토대로 도시재생사업에서 금융수단의 활용 및 리스크 저감 방안을 모색하고, 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

핵심주제어: 도시재생사업, 리스크요인, PF, 조세담보금융, 메자닌파이낸싱

* (제1저자) 부산대학교 경영학과 시간강사, email : jheon0311@pusan.ac.kr

** (교신저자) 부산대학교 경영학과 교수·금융대학원장, email : jangwoo@pusan.ac.kr

I. 서론

1. 연구의 배경 및 목적

최근 도시의 광역화 개발과 도심의 인구분산을 위한 신도시의 개발이 집중적으로 이루어지고 있다. 2000년대 중반 이후 기존도시들의 확장에 따른 도시 외곽지역에 대한 신도시 개발은 기존 구도심의 급격한 인구 감소를 초래하였고, 이로 인하여 발생하는 문제들이 심각한 수준에 도달하였다. 이에 슬럼화 징후를 보일 정도로 낙후되고 있는 도심 공동화현상에 대한 대응으로서 도시재생사업이 추진되었다.

도시재생사업은 과거 수익성 중심으로 진행된 재개발사업에서 배제되었던 쇠퇴 지역에 대하여 금융자원을 사용하여 생활환경을 개선시키고 도시 활성화의 계기를 만드는데 목적이 있다.

도시재생사업을 추진함에 있어서 가장 중요한 점은 어떤 사업주체가 어떤 재원으로 도시재생사업을 이끌어 가는가 하는 것이다. 최근의 도시재생사업은 막대한 자금이 소요되는 대규모 복합개발 중심으로 시행되는 경향이 있어 공공의 공적자금으로 도시재생사업을 추진할 경우 공공예산의 제약과 부족으로 인해 여러 사업을 동시에 추진하기에는 많은 한계가 있다. 부족한 공공 재원을 효율적으로 사용하며, 성공적인 도시재생사업을 위해서는 자금력이 풍부한 민간 재원이 도시재생사업에 참여하는 것은 도시의 활성화를 위한 또 하나의 기회가 될 수 있다. 따라서 민간참여에 의한 도시재생사업이 절실히 요구되고 있으며, 민간참여를 유도하기 위해서는 공적 금융과 민간금융의 적절한 조화를 통한 원만한 자금조달이 이루어지도록 하는 것이 필요하다. 이와 관련하여 선진적인 자금조달과 금융기법의 도입이 심도 깊게 논의되고 있는 실정이다.

지난 2013년 도시재생사업 특별법 제정 이후 각 지역에서 도시재생사업은 빠른 속도로 진행되고 있으며 성장 위주 도시의 패러다임에서 벗어나 구도심의 재생을 중심으로 하여 도시전체에 활력을 불어넣는 하나의 방법으로 자리 잡고 있다.

2015년 「주택도시기금법」 제정으로 국민주택기금이 주택도시기금으로 전환된 뒤 도시재생과 주거환경개선 등의 분야로 확대하고 지원방식도 종전의 용자 일변도를 벗어나 출자와 투자·공적보증 등 다양하게 추진되고 있다(국토교통부, 2014). 하지만, 이러한 정책들은 물리적 환경정비에 초점을 맞춘 도시정비의 일환으로 진행되어 왔기 때문에 개별적인 각 지역의 특성에 대한 이해나 이미 거주하고 있는 공동체의 의사를 반영하지 못하는 단점이 있으며, 특히 도시재생을 위한 재원마련의 방법으로는 공공재원 혹은 개발수혜자분담이라는 단순한 방식의 금융수단이 진행되고 있는 등의 한계를 나타내고 있다¹⁾.

도시재생사업은 수익성 있는 부동산 개발 사업을 동반하는 경우가 많아 다양한 금융수단의 활용할 수 있으며, 실제로 해외에서는 도시재생사업에 프로젝트 파이낸싱과 조세담보금융(Tax increment financing; 이하 TIF), 메자닌 파이낸싱 등 다양한 금융수단을 활용한 사례들을 볼 수 있다. 이에, 국내에서도 도시재생사업을 위한 다양한 금융수단에 대한 연구가 필요한 실정이다.

이러한 맥락에서 본 연구는 최근 도시재생사업에서 가장 많이 사용하고 있는 재원조달방안에 대해 분석하고 이를 토대로 도시재생사업의 금융수단들에 대한 리스크요인 비교 분석과 리스크 저감 방안을 모색하고자 한다. 이러한 연구목적 하에서 본 연구에서는 첫째로, 도시재생사업 금융수단의 실태와 문제점 분석을 통해, 도시재생사업에서 금융수단의 리스크 요인을 살펴보고, 둘째로, 이를 토대로 도시재생사업에서 금융수단의 활용 및 리스크 저감 방안을 모색하고, 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

2. 연구의 범위 및 내용

본 연구는 지속적인 도시재생사업의 활성화를 위해 다양한 재원조달방안을 제시하고 있다. 특히 도시재생사업에서 가장 많이 사용하고 있는

1) 임양빈(2006), 국내도심재생사업 및 관련제도 연구, 대한건축학회논문집, 제218호.

재원조달방안인 Project Financing(이하 PF), TIF, 메자닌 파이낸싱을 분석하고 실제 도시재생사업의 사업특성을 고려한 리스크 요인 비교 분석과 리스크 저감 방안을 검토하여 도시재생사업에서 다양한 금융수단을 활용할 수 있는 방안을 제시하고자 한다.

II. 도시재생사업 금융수단의 현황 및 문제점

1. 도시재생사업의 유형 및 사업 분담 체계

도시재생사업의 유형은 규모와 성격에 따라 도시경제기반형과 근린재생형으로 구분하고 있다.

도시경제기반형은 침체된 도시에 새로운 경제기능의 도입과 기존 산업기능의 업종 전환을 통한 고용기반 창출 및 주변 지역으로 경제회복효과를 파급하기 위한 대규모 복합 개발 사업을 중심으로 하며 탄광촌 개발, 산업단지 구축, 항만·공항 및 역세권 개발 등에서 많이 추진되고 있다.

근린재생형은 쇠퇴한 구도심의 상권 활성화와 낙후된 주거 생활환경 개선을 위한 소규모 사업으로 주로 쇠퇴한 상업지역과 주거환경이 열악한 근린주거지역을 중심으로 사업이 개발되고 있다.

도시재생사업에 의하여 공급되는 재화들은 주로 비경합성과 비배제성의 특성을 가지고 있는 공공재들이다. 따라서 이러한 도시재생사업의 추진에는 공공의 역할이 중요시되는 것이 일반적이다. 특히 공급되는 재화의 출처가 어디이며, 이들이 갖고 있는 성격에 따라 중앙정부재원, 지방정부재원, 민간재원의 역할로 구분할 수 있고 필요한 역할분담이 어떤 부분인지에 대한 논의가 필요할 수 있다. 공공사업의 성격을 갖고 있는 사업의 경우 투자규모가 크고 투자효과가 여러 지역에 파급될 수 있는 큰 사업이므로 이 경우 중앙정부가 담당하고, 지방자치단체나 지역에 한정적인 파급효과가 유발될 것으로 예상되는 도시재생사업은 지방정부가 중심이 되어 담당하는 것이 일반적이다.

하지만, 지방정부가 스스로 조달한 재원을 바탕으로 도시재생사업을 투자·관리하는 지방자치는 거의 없는 실정이다. 왜냐하면, 이러한 투자사업 중에서도 수익성이 있는 도시재생사업의 경우에는 민간이 주도하여 사업을 진행하는 경향이 크기 때문이다. 예를 들어 도시경제기반형이나 근린재생형 등 도시재생사업은 공공의 성격을 지니고 있는 공적자금의 투자보다는 수익자부담원칙의 적용을 통하여 재원조달을 하는 것이 더 유리한 투자 사업이다.

따라서 해외뿐만 아니라 국내에서는 성공적인 도시재생사업을 위해 민간부문의 참여를 적극적으로 권유하거나 허용하고 있는 실정이다.

2. 도시재생사업 금융수단의 실태와 문제점

도시재생사업을 활성화하려면 민간의 사업 참여확대가 필요하고, 민간 참여가 활발히 이루어지려면 부동산 사업금융을 활성화 하는 것이 필요하다. 따라서 도시재생사업을 활성화시키기 위하여 해결해야 할 가장 큰 문제점은 자금조달의 방식이라고 할 수 있다. 특히, 초기 자금 부담이 크고, 자본의 회수기간이 긴 도시재생사업의 특성상 장기적으로 안정된 자금을 제공할 수 있는 사업금융의 구비는 필수적이다.

도시재생사업을 위한 금융수단은 사업을 추진하는 주체에 제공하는 자금의 성격을 지닌다는 점에서 공급자 금융이라 할 수 있으며, 이러한 성격의 특성 상 사업의 전통적인 금융의 수혜자 또는 최종소비자에게 혜택이 제공되는 수요자 금융과는 구별된다고 할 수 있다. 그러나 지금까지 상당수의 도시재생사업에서 민간 자본의 도시재생사업 참여가 제한적으로 이루어진 사례를 살펴 볼 수 있는데, 이는 민간이 사업주체가 되기에 금융 부담이 크고, 이를 뒷받침할 만한 개발금융의 발달이 미비하였다는 점을 들 수 있다. 따라서 자금조달의 문제로 상당수의 도시재생사업이 연기되거나 포기되는 사례가 많이 발생하고 있는 실정이다.

본 연구에서는 도시재생사업의 금융수단의 활성화 방안을 논의하기에 앞서 활성화의 기본 방향을 도출하기 위하여, 현재 많이 사용되고 있는

도시재생사업 금융수단의 실태와 문제점을 파악하고, 리스크 요인을 비교 분석하고자 한다.

1) 도시재생사업 주체의 영세성

도시재생사업이 잘 발달하지 않게 된 주요한 요인으로는 우선 민간에서 도시재생사업을 주관하면서 개발금융을 사용하는 주체인 건설기업들의 규모가 작거나 개발기능과 건설기능을 복합적으로 수행하는 모습을 들 수 있다. 현재 도시재생사업을 수행하고 있는 상당수의 디벨로퍼들은 작은 규모의 기업으로 독자적인 영역을 확보하지 못하여 개발기능이 도시재생사업을 주관하는 주체로 발달하지 못한다는 점이다. 따라서 상당수의 도시재생사업에서 건설기능을 담당하는 건설사들이 개발기능을 함께 담당하고 있어 디벨로퍼들이 해야 할 자금조달과 사업위험에 대한 평가업무의 대부분을 부담하고 있는 실정이다.

최근에 이루어지고 있는 도시재생사업에서 토지 매입 등에 따른 자금조달 문제와 공사지연 등과 같은 사업위험, 개발사업에 대한 마케팅 활동 및 수요자 확보와 같은 판매위험 등 개발기능과 건설기능을 건설회사가 함께 맡아서 하고 있다. 이러한 현상은 건설회사가 자금조달 부담을 떠안음으로 인하여 재무구조가 악화되는 문제점이 발생할 수 있다. 또한 미래 자본이득의 상당수는 미실현 수익으로 구성되어있기 때문에 유동성 위기에 노출될 수 있는 위험이 상재하고 있다. 실제 금융위기를 거치면서 상당수의 건설회사들이 자금의 유동성위험을 겪으면서 부도에 이르게 되었다. 따라서 도시재생사업의 원활한 수행을 위해서는 건설회사들의 개발기능과 건설기능의 분리가 필요하며 자금조달과 사업위험의 분리를 통하여 도시재생사업 금융수단의 다변화 및 리스크 분석의 필요함을 볼 수 있다.

2) 사업금융의 미발달

지금까지 도시재생사업에서 많이 사용하는 금융수단은 개발업체 또는 건설회사의 담보나 신용에 근거하여 이루어지는 대출이 대부분을 차지하고 있다. 이는 모기업의 보증이나 신용에 의존한 기업금융방식을 중심으로 이루어지고 있어 프로젝트의 사업성에 근거한 사업금융은 차선책으로 활용되는 경우가 많다.

기업금융방식으로 프로젝트 자금을 조달할 경우 건설회사는 프로젝트에 소요되는 대출 자금을 회사의 신용 또는 담보를 사용하여 조달해야하기 때문에 부외금융을 활용할 수 없으며 기업의 재무구조 또한 악화되게 되는 현상이 발생하였다. 또한, 금융기관 역시 기업의 담보나 신용평가에 근거하여 자금을 제공함에 따라 개별 프로젝트의 성공여부 또는 사업타당성에 대한 평가를 소홀히 하게 되는 악순환을 초래하는 결과가 나타났다.

이러한 결과를 통해 금융기관은 프로젝트를 진행하는 사업주가 수익성이 없는 프로젝트에 투자하는 등 방만한 사업 확장을 하더라도 통제하기 어렵게 되었다. 사업주체의 입장에서조차 과도한 대차대조표 내의 채무부담 증가는 초래할 수 있고 프로젝트에 소요되는 자금의 조달계획과 타당성평가 등을 충분히 수행하지 않고 프로젝트를 진행해야 하는 어려움에 직면하게 되었다. 따라서 금융기관은 물론 프로젝트를 진행하는 사업주들이 사업금융을 활용하지 않게 되는 배경적 요소가 되었으며, 자본시장에서도 사업금융의 활성화를 가로막는 제약요소로 작용하게 되었다.

이에 따라 성공적인 도시재생사업을 위해서는 프로젝트의 사업성에 근거한 자금조달 방식(사업금융)으로의 전환이 필요하며, 각 금융수단들이 갖고 있는 리스크 요인에 대해서도 비교 분석하는 것이 필요한 시점이라고 하겠다.

3) 자본시장의 활용 미비

도시재생사업의 자금조달 과정에서 사업금융에 대하여 금융기관의 활용이 미비한 점은 이미 언급한 바와 같다. 특히 자본시장의 직접금융시장에서 금융수단을 활용한 사례는 더욱더 미비한 것이 현실이다.

자본시장의 활용도가 낮은 것은 도시재생사업의 프로젝트를 진행하는 사업주의 재무구조가 열악하다는 점과 지금까지 프로젝트를 위한 금융수단으로 사업금융이 발달하지 못한 점이 관련이 있다. 사업금융의 미발달로 도시재생사업의 프로젝트를 진행하는 사업주들은 회사의 신용이나 담보를 바탕으로 자금을 조달해야 하는데, 많은 경우 건설회사 등의 사업주체들은 신용등급이 낮고 위험이 높아 안정적인 회사채 발행 등을 할 수 있는 신용등급이 되지 않는 것도 하나의 요인이라고 할 수 있다. 하지만, REITs, PF, TIF, 메자닌 파이낸싱 등 부동산 개발을 위하여 구조화 증권 등을 활용한 새로운 금융수단이 많이 개발됨에 따라 자본시장을 통하여 자본을 조달 할 수 있는 여건은 많이 개선되고 있다. 따라서 자본시장을 통하여 도시재생사업을 위한 금융수단을 확대하고 활용할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다.

4) 새롭게 대두되고 있는 자금조달의 방안

도시재생사업의 경우, 근시간내에 수익을 내기가 어려우며 상당수의 대규모 물리적 개발사업을 포함하고 있는 만큼 공공 자금과 기존의 자금조달 방법으로는 한계가 발생하고 있다. 따라서 다양한 민간자금을 조달할 필요가 있으며 이를 위해 다양한 방편으로 새로운 자금조달 방안에 대한 연구도 진행 되어오고 있다. 이러한 맥락에서 도시재생사업에서 리츠(REITs: Real Estate Investment Trusts)를 활용하는 방안이 대두되고 있는 실정이다. Adair and Haran(2008)은 낙후된 도시를 재생하기 위한 자금조달의 방안으로 리츠 활용에 대해 연구하였으며, 리츠는 도시재생사업이 진행되는 과정에 발생하는 사업위험들이 다양한 만큼 개발사업의

출구로 활용될 수 있음을 주장하고 있다. 또한 Dong and He(2016) 연구는 도시재생사업에서 리츠를 통하여 자금조달 및 운영 단계 모두에서 민관파트너십을 위해 활용될 수 있음을 주장하였으며 이를 위해 PPP-REITs 모형을 도출한 바 있다. 리츠는 다양한 공익적 사업에서 활용 가능성이 있으며, 최근의 도시재생사업의 경우 수익성 있는 부동산 개발 사업을 동반하는 경우가 많아 리츠의 활용이 점차 증가하고 있다. 도시재생사업에서도 일정한 단계에서 민간의 자금조달 방편으로 활용 가능성이 충분함을 확인할 수 있다.

III. 도시재생사업 금융수단의 활성화 방안

1. 기본방향

도시재생사업에서 사업금융의 확대를 위한 자본시장에서의 금융수단의 활성화 방안 및 각 금융수단의 리스크요인을 비교 분석하고자 한다. 이를 위해 사업금융의 실태분석에서 나타난 기존의 도시재생사업 금융수단의 문제점을 인식하고, 이를 해결하기 위하여 기본과제의 제시와 도시재생사업에서 활용 가능한 금융수단들이 갖고 있는 리스크 요인을 분석하고 이를 바탕으로 한 활성화 방안을 도출하고자 한다.

1) 도시재생사업의 금융수단 활성화를 위한 기본과제

도시재생사업을 위한 금융수단의 실태 및 문제점 분석을 통하여 도출할 수 있는 기본과제를 제시하면 다음과 같다.

첫째, 프로젝트를 진행하는 건설회사의 개발기능과 건설기능 분리를 통한 자금조달 통로의 다변화이다²⁾. 기존의 도시재생사업에서 사업을 진행하는 건설회사들은 규모가 작고, 자금조달능력이 영세하여 건설기능과

2) 박원석(1999), 지역개발사업을 위한 개발금융 활성화 방안, 한국경제지리학회지, 2(1-2), pp.63~81.

의 개발기능이 분리되지 않았으며, 이로 인하여 개발금융이 상대적으로 발전되지 못 하였다는 점은 앞서 기술하였다. 따라서 이러한 문제점들을 해결하기 위하여, 도시재생사업에서 개발기능을 별도로 분리하고 사업타당성평가를 통한 공신력을 부여하여 개발회사 및 디벨로퍼 등에게 개발금융을 조달하는 통로를 제공하는 것이 필요하다.

둘째, 프로젝트의 수익성에 근거하여 자금조달을 할 수 있는 금융수단의 확대가 필요하다. 도시재생사업에서 재무구조가 열악한 사업주체들은 신용도가 낮기 때문에 사업주체의 신용이나 담보만으로는 개발금융을 조달하기가 쉽지 않다는 것은 이미 언급한 바와 같다. 따라서 도시재생사업에 필요한 자금조달을 위해 금융기관으로부터 차입금을 조달할 경우, 자금조달을 기업의 신용이 아닌 프로젝트의 사업타당성 평가를 근거로 하는 방안을 적극 강구할 필요가 있다. 즉, 도시재생사업을 사업주체로부터 별도의 프로젝트로 분리시키고 도시재생사업의 사업성만을 토대로 자금을 조달하는 방법을 말한다. 만약 프로젝트가 별도로 분리될 경우 기업은 재무상태표에서 부외금융의 활용으로 회계처리를 할 수 있으며 건설회사는 재무구조를 개선하는 하나의 수단으로 활용할 수 있다.

셋째, 도시재생사업을 통하여 발생하는 이익과 위험을 함께 분담하는 방법을 통하여 다양한 자본 조달기법의 도입과 금융상품을 활용하는 방안을 도입하는 것을 모색할 필요가 있다. 도시재생사업에서 발생하는 위험을 사업에 참여하는 이해당사자들에게 인식시키고 위험을 부담한 주체에게 개발이익을 보장하는 방안을 모색해야 할 것이다. 이를 위하여 합리적이고 명확하게 도시재생사업을 통하여 발생하는 개발의 이익과 사업 위험의 분담에 대한 원칙을 확립하고, 개발을 통하여 발생하는 이익의 정도와 위험의 분담 정도에 따라 다양한 유형의 금융수단의 개발이 필요하다.

넷째, 적극적인 자본시장을 활용하는 방안이 필요하다. 기존에는 도시재생사업의 자금조달원은 주로 사업주체의 신용이나 담보를 바탕으로 한 대출자금에 한정되어 자금조달원이 다양하지 못하였다. 그러나 최근 들어 금융공학의 발달로 구조화 채권을 통한 새로운 금융수단이 많이 개발

되었으며, ABS, MBS 등 부동산의 증권화를 통한 새로운 금융수단의 개발이 적극적으로 진행되고 있는 만큼 도시재생사업에서도 자본시장의 첨단 기법의 활용도를 통해 금융수단의 다각화를 높이는 방안을 강구하는 것이 필요하다.

2) 도시재생사업의 금융수단 활성화 방안 도출

기본과제에서 제시된 자료들을 바탕으로 도시재생사업의 금융수단 활성화 방안을 도출하고자 한다.

첫째, 도시재생사업을 위하여 자금을 조달하는 주체와 관련된 부분인 개발기능의 분리를 통한 안정적인 개발자금의 확보와 자본시장의 활용을 통한 자본확충 등을 들 수 있다.

둘째, 자금조달기법과 관련된 세부적인 방법은 PF의 활용, 위험과 개발이익 분담을 통한 새로운 금융상품의 개발 등을 들 수 있다. 개발자금 확보 차원에서 지역개발 사업에 지분투자 방식으로 참여하는 펀드를 활용하는 방안이 있다. 지분 투자 방식의 펀드 활용은 안정적인 투자자금의 확보를 할 수 있으며, 해당 기업의 재무구조 개선 효과를 통한 부채 자금 유인효과도 가져올 수 있다. 자금조달기법에 초점을 맞추어 공공채원을 활용한 TIF의 도입과 메자닌 파이낸싱을 통한 고위험·고수익을 추구하는 투자자를 유인하고, 투자자 보호 장치로 활용하는 방안을 강구할 수 있다.

2. Project Financing의 활용

1) 개요

PF는 장기간에 걸쳐 대규모 자금이 소요되는 프로젝트에 대하여 사업주의 물리적 담보물이 아닌 프로젝트의 사업성이나 미래 현금 흐름을 담보로 하여 해당 프로젝트를 진행하는데 필요한 자금을 조달하는 금융기

법을 말한다. 특정 프로젝트의 미래 가치를 담보로 하는 특성상 주로 대규모 자금의 조달이 필요한 사회간접자본(SOC)분야에서 많이 사용되었으며³⁾ PF가 지녀야 할 요건은 크게 네 가지로 요약 할 수 있다⁴⁾.

첫째, 프로젝트의 미래 현금 흐름을 명확하게 예상할 수 있어야 하고 프로젝트의 전체적인 자금 흐름이 사업주에 의해서 통제 되어야 한다.

둘째, 프로젝트에서 발생하는 생산물이 장기간에 걸쳐서 안정적인 수익을 창출 할 수 있는 모델이어야 한다.

셋째, 프로젝트의 수익률이 원금을 상환 할 수 있을 만큼 커야 한다.

넷째, 비 소구 또는 제한적 소구 형태를 갖추으로써 해당 프로젝트의 실패가 모기업에 영향을 주어선 안 된다.

일반적으로 PF는 프로젝트를 진행하는 사업주 입장에서는 자금 조달에 따른 위험 분산이 용이하고 모기업에 미치는 영향을 최소화 할 수 있다는 장점이 있으며 금융기관의 입장에서는 프로젝트의 위험성이 높은 만큼 철저한 사업성 검토와 사업 예측만 뒷받침 된다면 높은 이자율과 수수료를 받을 수 있다는 장점이 있다⁵⁾.

하지만, 국내 금융시장에서의 부동산 관련 PF는 착공 전 선분양을 시작하는 국내 부동산 개발 사업의 독특한 특성과 시행사와 시공사간 이해관계의 특수성 때문에 PF의 일반적인 개념이나 해외 사례와는 다른 점들이 나타나고 있다. 국내의 부동산 PF는 착공 직전부터 준공 전·후까지의 단기간(2~3년)을 대출기간으로 설정하며, 물적담보가 필요 없다는 일반적인 개념과는 달리 프로젝트의 부지에 대해서도 담보를 설정하는 특이성을 갖고 있다. 이러한 특성은 전통적인 기업금융과 개념적인 프로젝트 금융의 중간영역에 해당하는 모습으로 볼 수 있다⁶⁾.

3) 김기형 외 4인(2010), 부동산 개발사업의 Project Finance, 부연사, pp.15~50.

4) 김은성 · 이상효 · 이윤선 · 김재준(2008), 조세담보금융을 활용한 국내 프로젝트 파이낸싱의 개선 방안 연구, 대한건축학회 학술발표대회 논문집 - 구조계, 28(1), pp.601-604.

5) 최종석 외 2(2013), 대규모 일본 도시 재생 사업의 PF자금 조달 방식과 리스크 분산에 관한 연구, 대한건축학회연합논문집, 15(4), pp.13~22.

6) 정대석(2004), 부동산 프로젝트금융 적용사업에 대한 사업성 연구, 국토계획, 39(6), pp.175~188.

2) 활용방안 및 리스크 요인분석

국내에서 부동산 개발사업에 대한 PF의 적용은 1990년대 후반에 시작되었다. 2000년대 초 부동산 투자신탁 상품의 출시가 가능하게 되자 금융권에서는 부동산 개발사업에 신탁자금을 대출하기 시작하면서 부동산 PF가 본격화되었으며, 부동산 경기의 회복과 더불어 규모가 급성장하였다.

도시재생사업을 비롯하여 부동산 개발사업에서 PF가 활성화된 데는 다음과 같은 요인들을 들 수 있다⁷⁾.

우선, 금융기관의 입장에서 보면 부동산 개발사업에 PF를 활용할 경우 프로젝트 사업자의 신용도가 아닌 상대적으로 신용도가 높은 개발사업의 안정성과 수익성에 초점을 맞추어 평가하는 만큼 자금 운용 위험부담이 줄어들며, 높은 금리의 대출로 인한 높은 이자수익의 확보가 가능하다.

상당수 프로젝트 사업자는 신용도가 낮기 때문에 PF의 사업자와 프로젝트를 법률적으로 분리시킴으로 프로젝트 사업자의 파산위험으로부터 프로젝트를 보호할 수 있으며, 금융기관은 프로젝트 주선업체의 신용평가를 할 필요 없이 당해 프로젝트에 대한 사업성 검토만 하면 되기 때문에 정보의 비대칭성 문제를 줄일 수 있다. 특히, 자금운용에 어려움을 겪는 금융기관의 입장에서는 국내 건설시장에서 많이 이용하고 있는 선분양제도를 활용하여 비교적 원리금 상환위험이 적은 부동산 개발 사업에 PF기법으로 대출할 경우 안정적이고 높은 수익성이 보장된다는 점에서 적극적으로 확대하는 전략을 구사하였다⁸⁾.

부동산 프로젝트 사업자의 입장에서 PF를 통한 자금조달은 프로젝트의 활성화와 원리금 상환위험 분산 등의 이점을 가지고 있기 때문에 이를 적극적으로 활용하고 있다. 그 동안 부동산 개발 금융이 담보대출에 근거한 전통적인 기업금융 방식 위주로 이루어짐에 따라 담보 제공능력이 없거나 재무구조가 열악한 건설회사는 자금조달에 어려움을 겪을 수밖에 없었다. 하지만, PF는 개발사업이 갖고 있는 사업의 성공 여부에

7) 오석건·김갑열·방경식(2007), 주택개발사업 참여자의 PF에 대한 상호지향성 실증분석, 부동산연구, 17(1), pp.87~113.

8) 박원석(2005), 주택개발 프로젝트 금융의 현황과 정책과제, 한국지역지리학회지, 11(4), pp.511-522.

근거하여 대출이 이루어지고 있어 사업진행이 양호하고 미래 현금흐름의 안정성이 보장된다면 부동산 개발업자의 입장에서는 대규모 자금조달을 위한 하나의 방안으로 적극 활용될 수 있다.

특히 PF가 제한적 소구 금융이기 때문에 부동산 개발 사업자는 사업 실패 시에 원리금 상환 의무가 경감됨에 따라 개발 업자가 가질 수 있는 부담이 줄어들 수 있다. PF방식으로 조달한 차입금은 부외금융으로 회계 처리하게 되어 사업주의 재무상태표에는 부채로 계상되지 않아 채무수용 능력 제고된다는 이점이 있어 기존의 금융기관으로부터 대출한도를 소진하여 대출이 불가능하거나, 범규상 대출에 제한을 받는 경우에도 사업주와 독립된 당해 프로젝트에는 대출이 가능한 장점을 지니고 있다. 또한, 금융공학의 발전으로 인하여 도시재생사업을 위한 자금조달원이 다양화해 지면서 PF의 활용 폭은 더욱 커지고 있다.

하지만, PF를 활용할 경우 극복해야 할 단점도 있다.

PF는 이해관계자의 구성이 복잡하여 협상기간이 오래 걸리며, 수수료와 보험료, 위험 프리미엄 등 기업금융보다는 높은 금융비용이 발생하고 있다.

특히, PF협상과정에서 발생하는 이해관계는 PF에 참여하는 당사자들에게 매우 중요하고 첨예한 문제로 대두되기 때문에 이해 당사자간의 의견 조정이 매우 어렵다는 문제점을 지니고 있다. 결국 이해당사자가 PF를 통하여 얻을 수 있는 이점이 문제점을 상쇄하고도 남는 상황이 되어야만 PF를 활용할 수 있다.

성공적인 PF가 구성되기 위해서는 프로젝트에 내포되어 있는 다양한 위험요인들을 분담하거나 줄일 수 있는 장치가 필요하다. PF 대출 약정 상에 위험요인을 감소시킬 수 있는 수단이 포함될 경우 프로젝트의 신뢰도 제고 효과가 있으며 이는 개발사업의 사업성에 근거하여 대출이 이루어져 사업 특성 상 프로젝트의 신뢰제고 및 조달 금리의 저감으로 직결될 것이다⁹⁾.

9) 윤혜정(2009), 부동산개발사업 자금조달 구조에 관한 연구 -주택개발사업 PF대출 사례로-, 부동산연구, 19(2), pp.175~190.

3) PF의 실패 사례 및 해결방안

국내에서 부동산 개발사업에 대한 PF 적용의 실패 사례는 선행연구를 통하여 여러 가지 요인들이 언급되고 있다.

PF의 리스크 요인을 분석한 선행연구들을 토대로 부동산 개발 PF의 리스크 요인들을 선별하여 정리한 것은 다음 <표 1>과 같다¹⁰⁾. 이봉철, 엄수원(2012)는 금융기관의 대출 심사 후 PF대출 승인이 되었으나, 실패한 프로젝트를 대상으로 하여 실패요인을 추정 및 분석하였다. 실패요인으로 판단된 문제점들은, 첫 번째로 거래대상 판단의 문제에 해당하는 사업은 대체로 시행사의 자기 자본 투입이 없거나 관리실태 등의 안전장치가 없어 시행사의 리스크를 헛지하지 못할 가능성이 높은 경우에 해당되며, 두 번째로 사업성 분석의 문제에 해당하는 경우 예상 수익률 자체가 낮은 사업이 포함되어 있어 이들을 진행하는 과정에서 예상치 못한 문제와 비용이 발생하였을 경우 해결 가능성이 낮을 것으로 판단했기 때문이다. 세 번째로 투자회수계획의 문제에 포함된 사업의 경우 사업자체의 수익성을 판단하기 보다는 시공사가 보유하고 있는 물적담보를 바탕으로 하는 채권보전 방안에 초점을 두어 검토된 사업들이 해당하는 것으로 나타났다. 네 번째 문제는 대출 심사 당시 인허가 진행 과정이 미비한 절차상의 리스크가 두드러진 경우에 해당한다. 마지막으로는 분양성 리스크 문제이다. 분양가 상한제 적용 대상 지역또는 인근에 비슷한 시기에 공급 물량이 다수 계획되어 있는 경우 등이 포함된다.

<표 1> 선행연구에서 선별된 프로젝트 파이낸싱 리스크 요인

분류	리스크 요인	이치주(2009)	권법용(2011)	반기로(2011)
시공위험	공사지연 및 중단	0	0	0
	자금조달 규모 변동	△	0	△

10) 이봉철, 엄수원(2012), 부동산 프로젝트 파이낸싱의 실패요인에 관한 연구, 대한부동산학회지, 30(1), pp.115-129

분류	리스크 요인	이치주(2009)	권법용(2011)	반기로(2011)
시장변동 위험	정책적 변화	0	0	
	금융시장 변동	0		△
	시장환경 변화 리스크	△	0	0
시행사 위험	시행사 실행능력	0	0	0
	시행사 자금조달 능력	0		0
사업진행 위험	사업성 악화		0	
	토지확보 리스크		0	
	인허가 리스크	0	0	

참고: ○ - 참고문헌에서 직접적으로 다룬 리스크 요인, △ - 간접적으로 언급한 리스크 요인
출처: 이치주(2009), 권법용(2011), 반기로(2010)

이러한 PF의 실패에 대한 해결방안은 프로젝트 자체의 사업성에 우선적으로 기반을 두어야 하며, 이해관계자들을 배제하고 공정한 평가를 할 수 있는 제3의 기관에서 사업성평가를 수행하는 것이 이루어 져야한다. 또한 개발업자 스스로가 자체적으로 신용창출이 가능하여 그 자본을 바탕으로 부동산 개발을 할 수 있도록 유도해야 한다. 영세한 규모의 시행사들은 대부분의 자본을 타인자본을 통해 조달하기 때문에 위험이 크게 증가하는 경향이 강하였다. 따라서 다양한 형태의 컨소시엄을 활용해 프로젝트 개발 사업자의 대형화를 유도하는 것도 하나의 좋은 방안이 될 수 있다.

3 Tax Increment Financing의 활용

1) 개요

TIF는 조세담보금융으로 노후화된 도심지역과 같이 공공의 도움이 없다면 도시재생사업이 발생되지 않을 지역의 도시 정비 사업을 위한 필요한 공공재원을 조달하는 재정기법이다. 이는 노후화된 구도심의 환경개선에 필요한 자금을 그 지역이 개발되었을 경우 발생하게 될 미래세수의

증가분을 담보로 채권발행 등의 방법을 통하여 미리 조달 한 후 이를 당해 지역의 공공시설 개선 등을 위한 비용으로 선 투자하는 방법이다¹¹⁾.

TIF의 기본개념은 도시정비구역의 개발로 인해 미래에 발생하게 될 총 세수에서 TIF시행이전부터 발생하고 있던 기준세수를 제외한 세수증가분만을 TIF별도계정에 귀속시켜 그 지역에 재투자하는 방법이다¹²⁾. 이것은 미래 세수의 증가분으로 상환 가능한 범위 내에서 채권발행 등을 통해 필요한 자금을 선조달한 후 재개발 촉진을 위한 필요한 부분에 선 투자하고, 개발로 인해 추가적으로 발생하게 된 세수의 증가분만을 따로 모아 선조달한 자금을 상환하는 방법으로 볼 수도 있다¹³⁾. 기준세수는 보통 TIF구역이 설정된 바로 그 해를 기준으로 산정하게 되며, TIF기간 동안 발생하게 되는 세수증가분만을 TIF별도계정에 귀속시키게 된다. 이때 세수증가분은 선조달한 자금의 선투자로 인해 새로운 개발이 일어나거나 또는 기존의 재산가치가 상승함에 따라 발생하게 된다. TIF가 완료되고 난 후 TIF구역은 해체되고, 세수의 증가분은 다시 기존 과세기관의 일반세수로 적립되게 된다¹⁴⁾.

따라서 도심재개발사업에 TIF를 적용하기 위해서는 재개발이전의 기준세수와 재개발이후의 총 세수의 차이인 세수증가분을 산정해야 하며, TIF별도 계정으로 귀속시키게 될 세수의 범위와 세수의 귀속기간에 대한 설정이 필요하다¹⁵⁾.

하지만, TIF로 활용 가능한 세수의 범위와 세수증가분의 산정에 대해서는 이미 도입하여 많은 적용사례를 갖고 있는 해외와 국내의 국세 대비 지방세의 비율이 다를 뿐만 아니라 지방세 내에서도 거래 과세에 비해 보유과세의 비율이 매우 낮은 실정에 있어 TIF가 해외와 같은 수준

11) 이삼수·이재수(2013), TIF와 BID를 활용한 도시재생사업의 자금조달 및 관리운영 방안 연구-밀워키시의 리버워크 재생사업을 사례로, 도시행정학보, 26(1), pp.117~141.

12) 유성필, “정비기반시설 설치지원을 위한 조세담보금융제도의 도입에 관한 연구”, 전북대학교 박사학위논문, 2014.

13) 박영길(2015), 장기미집행 도시계획도로의 집행우선순위 결정에 관한 연구, 가천대학교 박사학위논문.

14) 장대원(2006), TIF(세입담보금융) 적용에 따른 도시환경정비사업의 수익성 개선효과분석 연구-서울 도심부의 도시환경정비구역을 중심으로, 대한건축학회, 22(9), pp.233~242.

15) 장대원, 양윤재(2005), TIF의 도심재개발사업 적용 연구-도심재개발사업의 세수증가분 추정 및 공공시설 부담 가능성 검토를 중심으로, 한국도시계획학회지, 6(4), pp.5-20.

의 실효성을 가지고 국내에 적용되기에는 세수구조의 차이에 따른 근본적인 한계가 있다¹⁶⁾.

2) 활용방안 및 리스크 요인분석

해외에서는 TIF의 적용을 위하여 지방자치단체가 각기 별도의 법률이나 조치 등을 제정하여 운용하고 있다. 예를 들면 TIF 채권발행은 오로지 조세담보금융 적용 대상 지역에서만 얻어지는 조세수입에 한하여야 하며¹⁷⁾, TIF를 적용할 수 있는 사업의 범주도 한정되어 있다. 또한 TIF 적용기간에 세율을 높일 수 없으면 상위 정부로부터의 보조금도 삭감된다.

TIF를 국내에 도입하고자 할 때 가장 결정적인 제약요인은 해외와는 다른 조세제도의 차이를 들 수 있다¹⁸⁾. TIF는 보유세가 주 대상이 되는 방식임을 감안할 때, 국내의 실정법 상 보유세만을 대상으로 하는 TIF의 효과는 해외보다 미약할 수밖에 없다.

또한, 미래에 발생될 세입을 담보로 재원을 조달하는 TIF기법의 현실적인 적용에 있어서 보유과세의 강화를 통하여 미래의 적정 세수확보를 위한 근간을 마련하여야겠지만, 이와 동시에 개발을 근거로 한 미래가치의 추정이 가능하여야 할 것이다. 즉 부동산세제의 과세표준의 현실화가 절실히 필요하다. 국내의 경우 과세표준 구간에 따른 명목세율은 높은데 반하여 초과누진세로 인하여 실제 적용세율이 낮을 뿐 아니라 과세표준 현실화율이 지나치게 낮다. 이처럼 낮은 실효세율은 해외는 물론 국내와 사정이 비슷한 일본과 대만에 비교하여도 현저히 낮은 수준으로 만약 보유세 과세표준이 현실화됨으로써 적정수준의 세수를 확보한다면 TIF도 입시 고려해야 하는 많은 고민이 해결될 것으로 보인다. 따라서 낮은 과세표준의 현실화에 대한 근본적인 해결방안을 모색할 필요가 있다.

16) 김현아·이우중(2002), TIF를 활용한 도시개발사업의 공공시설 설치비용 조달방안, 국토계획, 37(6), pp.159~171.

17) 김영호·박태원, “주거지 재생을 위한 TIF 공공재원조달 효과 비교분석”, 국토계획 50, 2015.

18) 이종권·김은혜(2002), 도시정비사업 재원조성을 위한 TIF 활용방안, 국토계획, 37(2), pp.65~80.

토지취득이나 공공시설 개량 등 대부분의 TIF 자금이 사용되는 시점은 도시재생사업의 초기에 발생하는 반면, TIF가 활용할 재원으로 예상하고 있는 세수 증가분은 도시재생사업이 어느 정도 완료된 이후에 발생한다. 해외에서 선행된 TIF의 사례를 살펴보더라도 TIF는 도시재생사업을 위한 투자자금의 조달을 위하여 채권을 발행하고 있다. 따라서 TIF가 국내에 성공적으로 도입되기 위해서는 지방채발행과 관련한 국내 채권발행 제도의 개선이 필요하며, 도시재생사업과 관련하여 발행된 지방채가 자유롭게 유통될 수 있는 채권시장의 규제 개선 및 활성화 방안이 필요하다.

TIF채권이 활성화된 해외의 경우 지방채 시장의 신용평가를 통한 간접규제방식을 바탕으로 지자체가 일정범위 안에서 채권을 자유롭게 발행할 수 있도록 하고 있다. 하지만, 국내의 지방채 발행제도는 기재승인제를 바탕으로 하는 행정자치부장관의 승인을 받는 방식을 취하고 있다. 따라서 TIF채권의 발행 및 유통의 활성화를 위해서는 기재승인제를 완화하여 지자체 스스로가 지방채를 발행할 수 있도록 자율성이 확보되어야 한다. 또한 지방채 시장의 활성화와 상품성 제고를 위해 미국과 같이 수익채권 등 다양한 지방채의 발행을 허용하고 이자소득을 감면하는 면세채권으로 발행될 수 있도록 할 필요가 있다¹⁹⁾.

3) TIF를 이용한 사례 분석

남진, 우명제(2010)의 연구에서는 도시재생사업을 위한 공공의 사업비용 조달방법으로 미국 TIF의 운용과 분쟁실태를 조사 하였다. TIF를 국내 실정에 적용하기에 앞서 실제 미국에서 어떻게 운용되고 있고 어떠한 문제점이 있는지를 분석하였다.

미국은 TIF를 워싱턴DC와 49개의 주에서 법률화하여 운용하고 있고, 낙후된 지역을 재개발하기 위한 독립된 자금 조성 기법으로 시작하였다. 미국의 TIF는 1945년 테네시주에서 가장 먼저 시작하였으며 그 후 1970년대와 1980년대에 걸쳐 미국 전역에서 시행되기 시작하였다²⁰⁾.

19) 장대원·양윤재(2005), 도시정비사업 활성화를 위한 TIF(조세담보금융) 활용방안 연구, 한국도시설계학회지 도시설계, 6(3), pp.37~56.

국내의 연구는 2013년 이정아, 고성수의 연구를 들 수 있다²¹⁾. 서울의 은평 뉴타운 1구역 사례지역을 통해 먼저 기반시설비용을 결정하고 지방세재원인 취득세의 포함여부에 따라 TIF조달금액이 어떻게 변동하는지 확인하고 기반시설비용과 TIF재원조달금액을 비교하여 TIF재원조달 효과성을 분석하였다. 연구결과 사례지역의 경우 도로 및 공원등 기반시설비용이 약 355,568 백만원이 소요되고 TIF기간을 20년, 주택가격상승률은 4.23%, 주택보유기간을 14년, 할인율은 주택가격상승률을 반영한 7.03%를 가정하여 TIF 재원조달금액을 계산하며 981억원으로 산정되었다. TIF조달금액이 취득세의 경우 약 727억원 이고 보유세의 경우 약 254억원이 도출되었다.

둘째, 주택재개발조합이 부담하는 기반시설비용을 은평구 수입인 TIF재원으로 충당한 경우 사례지역의 아파트 분양가가 어떤 영향을 미치는지 분석하였다. 연구결과 개발지역만 TID로 지정하는 경우 6.53%의 아파트 분양가 하락 효과가 발생하였고, TID 1 구역의 경우 18.30%, TID 2 구역의 경우 25.63% TID 3 구역의 경우 37.99% 하락하는 효과를 가져왔다. 결과적으로 거래세를 포함할 경우 TID를 은평구 전 지역으로 할 경우 분양가 하락효과는 월등히 높은 것으로 나타났다.

공공재인 기반시설비용을 TIF조달금액을 통해 충당한다면 사례지역의 분양가를 최소 1.69% 이상의 하락을 가져올 수 있기 때문에 TIF재원조달방법을 도입하면 정부의 부동산가격 안정화 정책에 일정부분 기여할 것으로 주장하고 있다.

20) 남진, 우명제, Catherine L. Ross(2010), 도시재생사업을 위한 공공의 사업비용 조달방법 연구 (미국 TIF의 운용과 분쟁실태를 중심으로), 국토계획, 45(7), 47-65.

21) 이정아, 고성수(2013). 조세담보금융을 활용한 도시재정비사업 효과 분석. 부동산 도시연구, 6(1): 97-130

4. 메자닌 파이낸싱의 활용

1) 개요

메자닌 파이낸싱²²⁾(Mezzanine financing 또는 Mezzanine Capital)은 지분과 차입의 중간적인 성격을 가진 재원이다. ‘메자닌(Mezzanine)’의 어원은 건물의 1층과 2층 사이에 있는 라운지 등의 공간을 의미하는 이탈리아어로 메자닌 파이낸싱은 대출이 담보와 신용 사이에 있다는 뜻에서 차용된 것이다.

즉, 자금의 일부는 이자를 지불하는 타인자본이며, 나머지는 사업의 이익을 배분하는 자기자본의 성격을 혼합한 방식으로 시장에서 하이리스크-하이리턴을 선호하는 금융투자자들에게 선호되고 있다.

메자닌 파이낸싱을 사용하여 자금을 조달할 경우 대출을 제공한 대주의 입장에서는 지분투자자와 같은 역할을 수행하기 때문에 프로젝트의 신뢰도가 향상되고, 투자금의 원리금 회수 가능성을 높일 수 있다. 또한 후순위대출의 경우 위험이 높은 만큼 일반 대출보다 높은 금리를 제공받고 고위험-고수익을 원하는 투자자들을 대상으로 자금을 유인하는데 활용할 수 있다.

메자닌 파이낸싱은 개발사업에 따라 다양한 형태의 계약상품으로 만들어 질 수 있으므로 표준적인 형태가 존재하지 않는다. 메자닌의 비율은 사업주체가 얼마만큼의 자본금을 원하는지 그리고 메자닌 파트너에게 부동산에 대한 통제권을 어느 정도 양도하길 원하는지에 따라 지분타입 또는 대출타입으로 구조화시킬 수 있다.

지분타입의 메자닌 파이낸싱은 부동산 소유자 또는 사업 주체와 메자닌 제공자 사이의 조인트 벤처의 성격을 지니고 있으므로 사업약정에 따라 담보의 형태가 달라진다. 파트너쉽 협정의 주 조항에서는 참여자의 승낙이 필요한 사항과 의사결정 권한에 대한 범위를 결정한다. 따라서 토지소유자 또는 사업주체는 부동산에 대한 통제권한이 상당히 줄어들고

22) 박원석, 박재룡(1999), 후분양제도 정착을 위한 주택개발 금융 활성화 방안, 삼성경제연구소.

만약 개발사업의 성과가 예상에 미치지 못할 때는 통제권을 상실할 수 있는 위험성을 내포하고 있기도 하다.

대출 타입의 메자닌 파이낸싱은 담보형태로 사업수익에 대한 약정, 현금 흐름 저당설정 등의 방법을 활용하는 구조인 제2저당권이 있다. 제2저당권은 가장 확실한 담보수단으로 차주의 파산·부도 시 대출자에게 처분할 수 있는 권한을 부여한다. 하지만 1순위 대출자들이 제2저당권을 부여하는 것에 동의하지 않기 때문에 실제로 이를 담보로 제공받는 사례는 드물다. 사업약정을 통한 사업수익 담보는 메자닌 파이낸싱의 담보수단 가운데 가장 일반적인 형태로 파산·부도시 대출자는 자산에 대한 차주의 지분을 취한다. 결과적으로 대출자는 지분소유자가 되고 1순위 대출자에 대한 지불의무를 승계한다. 마지막으로 현금흐름 저당설정 등의 방법은 대출자는 부동산으로부터 나오는 현금흐름 전부와 매각대금에 대한 일정 비율을 제공받는 것을 말한다. 현금흐름 저당설정 등의 방법은 공식적으로 기록되는 것도 아니고 대주간 협약도 필요하지 않다는 특징이 있다.

메자닌 파이낸싱의 장점은 투자자에게 다양한 금융상품을 제공하여 투자자의 선택권을 확대하여 자금조달을 유리하게 하고 지분 전환권을 부여할 경우 일반 대출보다 금리 수준을 낮출 수 있어 금리비용이 절감된다. 그러나 개발이익의 일부를 나눠 가져야 하고 후순위 대출시 일반 대출보다 금리비용이 높아진다는 단점이 있다.

금융기관의 경우 대출을 통한 이익 외에도 다양한 자금운용방법의 하나로 메자닌 파이낸싱을 활용할 수 있다. 금융기관이 출자를 통한 우선주의 형태로 사업에 참여하여 배당이익을 향유할 수도 있고, 후순위 대출을 통하여 대출 형태로 사업에 참여할 수도 있다. 후순위 대출의 경우 대출금에 의하여 프로젝트의 현금흐름을 보완하는 수단이기도 하지만 그 대출원금의 회수순위를 출자금보다 후순위에 둬으로써 다른 사업참여자의 위험을 감소시키고 전체적인 사업성을 훼손하지 않고 프로젝트의 신용도를 제고할 수 있다. 메자닌 파이낸싱을 활용할 때의 사업 참여자들에 대한 장단점은 <표 2>와 같다.

<표 2> 사업참여자들에 대한 메자닌 파이낸싱의 장·단점

	주택사업자	금융기관
장점	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자에게 다양한 금융상품을 제공함으로써 투자자의 선택권을 확대하여 자금 조달에 유리 • 자산매입 조건부 대출과 같이 지분 전환권을 부여할 경우 일반 대출보다 금리 수준을 낮출 수 있어 금리비용이 절감 • 후순위 대출의 경우 손실의 쿠션 역할로 인하여 일반 대출을 끌어들이기 가 유리함 	<ul style="list-style-type: none"> • 금융기관의 수익창출 모델로의 활용 가능 • 프로젝트에 따른 다양한 사업조건 제시 및 참여 가능 • 대출금리보다 높은 사업수익 향유
단점	<ul style="list-style-type: none"> • 메자닌 투자자에게 지분 전환권을 부여할 경우 개발이익의 일부를 나눠 가져야 함 • 후순위 대출시 일반 대출보다 금리비용이 높아짐 	<ul style="list-style-type: none"> • 高리스크로 인한 투자금 회수 불확실 우려 • 사업성분석에 대한 분석능력 및 관리 시스템 부재

이러한 메자닌 파이낸싱은 손실을 흡수하는 역할을 수행함으로써 투자자들에게는 보호장치로 작용할 수 있으며, 부동산 개발사업의에 대해서는 신뢰도를 향상시켜 일반 투자자를 유인할 수 있는 촉매제로 활용이 가능하다. 메자닌 파이낸싱을 활용할 경우 일반 순위 대출을 제공한 대주의 입장에서는 사실상 지분투자자와 같은 역할을 수행할 수 있기 때문에 프로젝트의 신뢰도가 향상되고 투자금의 원리금 회수 가능성이 제고될 수 있는 장점이 있다.

2) 활용방안 및 리스크 요인분석

메자닌 파이낸싱은 일반적으로 기업금융에서 많이 사용되는 금융기법이지만 최근들어 부동산 개발 사업에서도 다양하게 사용되고 있다.

메자닌 파이낸싱은 그 형태가 정형화되어 있지 않아 활용할 수 있는 사업형태와 상황이 다를 수 있고 그에 따라 발생할 수 있는 위험요소와 수익의 범위도 다양하다.

미국과 일본을 비롯하여 자본시장과 금융공학기법이 발달한 외국의 부동산 개발사업 사례에서는 메자닌 파이낸싱은 중요한 자본조달 기법 중 하나로 사업의 자본구조에도 중요한 영향을 끼치고 있다. 또한 그 활용

기법이 구조화 금융의 형태로써 점점 고도화되어 가고 있는 추세이다.

메자닌 파이낸싱의 수익구조는 사업의 특성과 환경에 따라 다르나 순수하게 사업을 위한 자본 조달에서 자기자본만을 사용한 것에 비하면 타인자본의 조달로 세금감면의 혜택 등으로 자본조달 시 소요되는 비용적인 측면에서도 긍정적인 혜택을 볼 수 있다. 또한, 많은 금융기관들이 메자닌 파이낸싱을 준지분투자의 방법 인정하기 때문에 선순위 및 후순위 대출과 함께 자기자본에도 투자가 가능하다는 장점이 있다.

도시재생사업에 투자되는 개발자금은 자기 자본 조달을 제외하고 투자하는 측과 투자받는 측 모두 부채로 기입됨에 따라 양사 모두 다 재무건전성과 투자 등급에서 영향을 받는다. 그렇기 때문에 한 번에 여러 개 사업에 투자가 불가능하고 추가적인 자금운영에 제약조건으로 작용하였다.

하지만, 메자닌 파이낸싱을 활용한 자금 조달과 이를 통해서 확보된 이익을 공유할 권리를 통한 유동자산과 구조화채권의 판매를 통해서 투자자와 수신자는 투자에 따른 리스크를 회피할 수 있으며 재무적 건전성을 유지할 수 있는 장점을 취할 수 있다.

도시재생사업이 공공의 성격을 가미하여 성공할 경우 사업으로부터 발생하는 이익이 다시 공공의 자산으로 귀속될 수 있다. 또한 지속적인 도시재생재원으로 재활용하기 위해선 공공에 의한 투자와 장기간에 걸친 운영을 통한 이익의 모델을 구축할 필요가 있다. 메자닌 파이낸싱을 통해 공공재원을 도시재생사업에 필요한 초기건설 투자금으로 사용할 수 있을 것이며, 이러한 투자를 통해 공공이 도시재생사업으로부터 발생하는 이익에 대한 권리를 효과적으로 흡수하고 장기간에 걸친 운영수익의 공유에 대한 권리를 소유할 수 있을 것이다. 그리고 이러한 투자 형태를 유지함으로써 공공재원을 통한 도시재생사업의 리스크에 대한 흡수와 투자여건의 정비가 가능하고 민간자본의 도시재생사업을 통한 지역투자 활성화를 유도할 수 있다.

그러나 대출 이후 금리가 상승하거나 개발 사업이 안정적인 현금흐름을 창출하지 못할 경우에는 지분투자의 대체재로 이용하기 어렵고, 지분 투자와 대출의 중간에 존재하는 특성으로 인해 권리관계가 복잡해질 수

있으므로 발행자의 세심한 설계와 함께 투자자 설득과 같은 노력들이 필요하다²³⁾.

3) 메자닌 파이낸싱을 이용한 사례 분석

메자닌 파이낸싱을 이용한 도시재생사업의 대표적인 사례는 일본의 록본기힐즈 프로젝트를 들 수 있다.

록본기힐즈 프로젝트는 노후된 지역 시가지를 도시기능에 맞는 새로운 공간으로 개발하기 위하여 2003년 4월에 일본도쿄 중심부인 록본기 6초메 도시재개발사업의 사업시행자인 모리빌딩(주)에 의한 대규모 복합용도개발로 추진되었다. PF를 통한 자금조달로 복합시설 개발 및 운영에 사업시행사의 역프로젝트 파이낸싱 사례량이 발휘된 중요한 사례이며, 메자닌파이낸싱의 장기적인 용자가 뒷받침됨에 따라 모리빌딩(주)은 개발주체가 직접 임대 운영이 가능하였고, 대규모 복합개발을 통한 종합경관관점에서 일체화된 고급복합시설인 고급 오피스, 호텔, 주택, 판매시설, 문화시설 등의 시설들과 용도의 상호 시너지효과를 발생시켰다.

록본기힐즈 사례에서 보는 바와 같이 일본정책투자은행이 도시재생펀드를 통해 재개발사업에 메자닌파이낸싱을 제공함으로써 후순위용자를 통해 손실을 탄력적으로 흡수하고 사업자체의 신용보완 및 원활한 개발사업의 추진이 이루어지도록 하였다. 파이낸싱이 건설기간 중에 수익이 발생하지 않는 시점에서조차 이자를 지급함에 따라 시공사의 보증이 필요하였으나, 메자닌파이낸싱을 활용함으로써 준공 후 수익이 안정적으로 확보되는 시점에서 자금에 대한 이자지급 의무를 만듦으로써 장기용자를 통한 위험을 경감할 수 있다²⁴⁾.

23) 이삼수, 최종석(2015), 도시재생사업에서 메자닌파이낸싱 활용방안에 관한 연구(일본사례를 중심으로), 대한건축학회, 17권4호, pp.41-52.

24) 이삼수·최종석(2015), 도시재생사업에서 메자닌파이낸싱 활용방안에 관한 연구(일본사례를 중심으로), 대한건축학회연합논문집, 17(4), pp.41-52.

5. 소 결

Project Financing, TIF, 메자닌 파이낸싱 등 각각의 금융수단에 대한 개요와 활용방안 및 리스크 요인분석을 하였다. 이들의 금융수단들은 각각의 특징적인 장·단점을 보유하고 있으며, 아직 국내실정에는 맞지 않아 체계적으로 발달하지 못하고 있는 점도 있다. 금융수단들이 갖고 있는 특성들을 정리하면 다음과 같다.

<표 3> 금융수단들의 특성 (1)

	PF	TIF	Mezzanine Financing
개요	<ul style="list-style-type: none"> 장기간에 걸쳐 대규모 자금이 소요되는 프로젝트에 대하여 사업주의 물리적 담보물이 아닌 프로젝트의 사업성이나 미래 현금 흐름을 담보로 하여 해당 프로젝트를 진행 하는데 필요한 자금을 조달하는 금융기법 (1) 프로젝트의 미래 현금 흐름을 명확하게 예상할 수 있어야 함. (2) 장기간에 걸쳐서 안정적인 수익을 창출 할 수 있는 모델이어야 함. (3) 프로젝트의 수익률이 원금을 상환 할 수 있을 만큼 커야 함. (4) 비 소구 또는 제한적 소구 형태의 금융기법. 	<ul style="list-style-type: none"> TIF는 조세담보금융으로 공공재원을 조달하는 재정기법. 노후화된 구도심의 환경개선에 필요한 자금을 그 지역이 개발되었을 경우 발생하게 될 미래세수의 증가분을 담보로 채권발행 등의 방법을 통하여 미리 조달 한 후 이를 당해 지역의 공공시설 개선 등을 위한 비용으로 선 투자하는 방법 	<ul style="list-style-type: none"> 자금의 일부는 이자를 지불하는 타인자본이며, 나머지는 사업의 이익을 배분하는 자기자본의 성격을 혼합한 방식으로 시장에서 하이리스크-하이리턴을 선호하는 금융투자자들에게 선호되는 금융수단. 대출을 제공한 대주의 입장에서는 지분투자자와 같은 역할을 수행하기 때문에 프로젝트의 신뢰도가 향상 되고, 투자금의 원리금 회수 가능성을 높일 수 있음.
활용 방안	<ul style="list-style-type: none"> 부동산 프로젝트 사업자의 입장에서도 PF를 통한 자금 조달은 프로젝트의 활성화와 원리금 상환위험 분산 등의 이점을 가지고 있기 때문에 이를 적극적으로 활용하고 있음. PF가 제한적 소구 금융이기 때문에 부동산 개발 사업자는 사업 실패 시에 원리금 상환 의무가 경감됨에 따라 개발 업자가 가질 수 있는 부담이 줄어들 수 있음. 금융공학의 발전으로 인하여 도시재생사업을 위한 자금 조달원이 다양화해 지면서 PF의 활용 폭은 더욱 커지고 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> 해외에서는 TIF의 적용을 위하여 지방자치단체가 각기 별도의 법률이나 조치 등을 제정하여 운영하고 있음. TIF 채권발행은 오로지 조세담보금융 적용 대상 지역에서만 얻어지는 조세 수입에 한하여야 하며, TIF를 적용할 수 있는 사업의 범주도 한정되어 있음. 	<ul style="list-style-type: none"> 메자닌 파이낸싱은 손실을 흡수하는 역할을 수행함으로써 투자자들에게는 보호장치로 작용할 수 있으며, 부동산 개발사업의에 대해서는 신뢰도를 향상시켜 일반 투자자를 유인할 수 있는 촉매제로 활용이 가능함. 메자닌 파이낸싱을 활용할 경우 일반 순위 대출을 제공한 대주의 입장에서는 사실상 지분투자자와 같은 역할을 수행할 수 있기 때문에 프로젝트의 신뢰도가 향상되고 투자금의 원리금 회수 가능성이 제고될 수 있는 장점이 있음.

<표 4> 금융수단들의 특성(2)

	PF	TIF	Mezzanine Financing
리스크 요인	<ul style="list-style-type: none"> • 이해관계자의 구성이 복잡하여 협상기간이 오래 걸리며, 수수료와 보험료, 위험 프리미엄 등 기업금융보다는 높은 금융비용이 발생하고 있음. • PF협상과정에서 발생하는 이해관계는 PF에 참여하는 당사자들에게 매우 중요하고 첨예한 문제로 대두되기 때문에 이해 당사자간의 의견 조정이 매우 어렵다는 문제점이 존재함. 	<ul style="list-style-type: none"> • 해외와는 다른 조세제도의 차이. • 부동산세제의 과세표준의 현실화가 절실히 필요함. • TIF가 국내에 성공적으로 도입되기 위해서는 지방채발행과 관련한 국내 채권발행 제도의 개선이 필요하며, 도시재생사업과 관련하여 발행된 지방채가 자유롭게 유통될 수 있는 채권시장의 규제 개선 및 활성화 방안이 필요함 	<ul style="list-style-type: none"> • 대출 이후 금리가 상승하거나 개발 사업이 안정적인 현금흐름을 창출하지 못할 경우에는 지분투자의 대체재로 이용하기 어렵고, 지분투자과 대출의 중간에 존재하는 특성으로 인해 권리관계가 복잡해질 수 있으므로 발행자의 세심한 설계와 함께 투자자 설득과 같은 노력들이 필요

IV. 정책적 시사점 및 결론

지금까지 도시재생사업 금융수단의 활성화 및 리스크 요인에 대하여 고찰하였다. 본 연구에서는 도시재생사업을 위한 금융수단으로써 PF, TIF, 메자닌 파이낸싱 활용 방안을 제시하였다.

도시재생사업은 공공성이 강조되는 사업이며, 국내 도시정책의 주요 사안으로 등장한 이후 정부(지방자치단체)의 주도하에 민간이 참여하는 체계가 성립되었고 도시재생사업의 실행에 필요한 금융수단이 공공의 지원에 의존하는 경우가 많았다. 도시재생사업에 민간 비즈니스의 참여를 보다 확대하기 위해서는 제도적 고려가 필수적이다. 도시재생사업을 위한 금융수단이 활성화되기 위해서는 규제완화 등 각종 제도를 정비하거나 법률적 지원사항의 확충 등 정책적인 뒷받침이 필요하다. 또한 규제완화 조치와 함께 투자자 보호 등의 목적으로 건전성 및 투명성 강화 조치도 마련되어야 할 것이다.

도시재생사업과 이에 따르는 금융수단의 활성화를 위해 PF와 TIF, 메자닌 파이낸싱에 대한 세제 지원 확대 등을 검토할 필요가 있으며, 이러한 금융수단이 더욱 성장하기 위해서는 사업금융을 중심으로 하는 금융수단의 개발이 이루어져야 한다.

이들 금융수단의 장점을 살리기 위해서는 제도 면에서나 금융 관행 면에서의 전환이 이루어져야 할 것이며, 이를 위한 정책적 시사점은 다음과 같다.

도시재생사업의 투명성 확보와 세제지원, 법률 및 규제개선 등을 중심으로 하는 금융수단의 제도화 방안이 필요하며, 도시재생사업 프로젝트에 대한 금융기관의 사업성 분석 역량 강화, 기존 부동산 관련 금융상품을 효과적으로 활용한 새로운 구조화채권의 발행 방안, 도시재생사업 금융과 주택개발 및 수요자 금융의 효과적인 연계방안 마련 등을 들 수 있다.

이러한 정책적 뒷받침이 이루어지고, 금융기관들의 역량강화가 이루어질 때, 도시재생사업의 프로젝트 금융이 효과적으로 정착될 수 있음은 물론, 도시재생사업의 효율적인 확대도 이끌어 낼 수 있을 것으로 기대된다.

논문접수일	2018.05.08
논문심사일	2018.06.04
게재확정일	2018.06.26

참고문헌

- 김기형 외 4인(2010), 부동산 개발사업의 Project Finance, 부연사, pp.15-50.
- 김영호·박태원(2015), “주거지 재생을 위한 TIF 공공재원조달 효과 비교분석”, 국토계획 50, p.136.
- 김은성·이상효·이윤선·김재준(2008), 조세담보금융를 활용한 국내 프로젝트 파이낸싱의 개선방안 연구, 대한건축학회 학술발표대회 논문집 - 구조계, 28(1), pp.601-604.
- 김현아·이우중(2002), TIF를 활용한 도시개발사업의 공공시설 설치 비용 조달방안, 국토계획, 37(6), pp.159-171.
- 남진·우명제, Catherine L. Ross(2010), 도시재생사업을 위한 공공의 사업비용 조달방법 연구(미국 TIF의 운용과 분쟁 실태를 중심으로), 국토계획, 45(7), pp.47-65.
- 박영길(2015), 장기미집행 도시계획도로의 집행우선순위 결정에 관한 연구, 가천대학교 박사학위논문.
- 박원석(1999), 지역개발사업을 위한 개발금융 활성화 방안, 한국경제지리학회지, 2(1-2), pp.63-81.
- 박원석(2005), 주택개발 프로젝트 금융의 현황과 정책과제, 한국지역지리학회지, 11(4), pp.511-522.
- 박원석·박재룡(1999), 후분양제도 정착을 위한 주택개발 금융 활성화 방안, 삼성경제연구소.
- 오석건·김갑열·방경식(2007), 주택재개발사업 참여자의 PF에 대한 상호지향성 실증분석, 부동산연구, 17(1), pp.87-113.
- 유성필, “정비기반시설 설치지원을 위한 조세담보금융제도의 도입에 관한 연구”, 전북대학교 박사학위논문, 2014.
- 윤혜정(2009), 부동산개발사업 자금조달 구조에 관한 연구 -주택개발사업 PF대출 사례로-, 부동산연구, 19(2), pp.175-190.

- 이봉철, 엄수원(2012), 부동산 프로젝트 파이낸싱의 실패요인에 관한 연구, 대한부동산학회지, 30(1). pp.115-129
- 이삼수·이재수(2013), TIF와 BID를 활용한 도시재생사업의 자금조달 및 관리운영 방안 연구- 밀워키시의 리버워크 재생사업을 사례로, 도시행정학보, 26(1), pp.117-141.
- 이삼수·최종석(2015), 도시재생사업에서 메자닌파이낸싱 활용방안에 관한 연구(일본사례를 중심으로), 대한건축학회연합논문집, 17(4), pp.41-52.
- 이정아, 고성수(2013). 조세담보금융을 활용한 도시재정비사업 효과 분석. 부동산 도시연구, 6(1): 97-130
- 이종권·김은혜(2002), 도시정비사업 재원조성을 위한 TIF 활용방안, 국토계획, 37(2), pp.65-80.
- 임양빈(2006), 국내도심재생사업 및 관련제도 연구, 대한건축학회논문집, 제218호.
- 장대원(2006), TIF(세입담보금융) 적용에 따른 도시환경정비사업의 수익성 개선효과분석 연구-서울 도심부의 도시환경정비구역을 중심으로, 대한건축학회, 22(9), pp.233-242.
- 장대원·양윤재(2005), TIF의 도심재개발사업 적용 연구-도심재개발사업의 세수증가분 추정 및 공공시설 부담 가능성 검토를 중심으로, 한국도시설계학회지, 6(4). pp.5-20.
- 장대원·양윤재(2005), 도시정비사업 활성화를 위한 TIF(조세담보금융) 활용방안 연구, 한국도시설계학회지 도시설계, 6(3), pp.37-56.
- 정대석(2004), 부동산 프로젝트금융 적용사업에 대한 사업성 연구, 국토계획, 39(6), pp.175-188.
- 최종석 외 2(2013), 대규모 일본 도시 재생 사업의 PF자금 조달 방식과 리스크 분산에 관한 연구, 대한건축학회연합논문집, 15(4), pp.13-22.

Analysis of Risk Factors for Urban Renewal Business Financial Instruments

Jheon Seungkug*, Lee Jangwoo**

<Abstract>

In recent years, the development of new cities has been intensively carried out for the development of urban areas and the urban population. Since the mid - 2000s, the urban renewal project has been promoted as a response to the hollowing out of the urban center, which has become so severe that the population decline in the old town has reached a serious level due to the indifferent development of new suburbs.

The urban regeneration project aims to improve the living environment and revitalize the city by using financial resources for declining areas that were excluded from the redevelopment projects that were centered on profitability in the past.

In this context, this study analyzes the financing methods that are most used in urban regeneration projects, and analyzes the risk factors for the financial means of urban regeneration projects and seeks ways to mitigate the risks. The purpose of this study is to investigate the risk factors of financial instruments in urban regeneration projects through the analysis of actual conditions and problems of urban regeneration business. Secondly, We will seek to mitigate the risks and draw policy implications.

Key words: Urban Renewal Business, Risk Factors, PF, TIF, Mezzanine Financing

* (First Author) Pusan National University Business Administration Lecturer.
email : jheon0311@pusan.ac.kr

** (Contact Author) Pusan National University Business Administration Professor, Dean, Graduate School of Finance, email : jangwoo@pusan.ac.kr