

부동산 금융혁신 사례에 관한 연구

서 후 석

명지전문대학 부동산경영과 조교수

Case Studies on Financial Innovation in Real Estate Projects

Suh, Hoo-Suk

Assistant Professor, Myongji College

Abstract: The core function of the financial system is to facilitate the allocation and deployment of economic resources both spatially and across time. In order to change to the efficient financial system of real estate, it is being shifted from the traditional to the new one. Market players have tried to innovate their financial methods in transition of real estate financial system.

And the purposes of this essay are to collect the cases and to research motivations in real estate financial innovation. The motivations of real estate financial innovation are reduction of costs, institutional factors, changing demands and learning & experimentation, similar to the motivation of financial innovations.

The trends in new real estate financial system is founded in case studies of real estate financial innovations. The First is that a transparency of project company is being better. The second, new one make economic resources allocate and deploy efficiently. The third is that functions in real estate development are being separated.

중요어: 부동산 금융혁신, 부동산 금융의 트렌드, 부동산 금융 사례연구

real estate financial innovation, real estate financial trend, real estate case studies in finance

I. 서론

외환위기 이전까지 국내 금융시장은 자금에 대한 초과수요 상태가 지속되면서 자금 지원을 선별적으로 하는 신용할당(credit allocation)제도를 시행하였다. 그결과 제조업, 통신업 등과 같은 분야에 자금이 우선적으로 지원되는 대신에 부동산 분야에 대한 자금지원은 투기적인 활동으로 인식되어 자금지원이 제한되었다. 이렇게 부동산 분야에 대한 자금 지원이 제한되었기 때문에 대부분의 제도권 금융기관들은 부동산 분야에 대한 이해가 부족할 수밖에 없었다. 따라서 국내에는 부동산관련 금융제도가 취약할 수밖에 없었다. 이에 비해서 자본 및 화폐시장은 외환위기 이전에 부분적인 자유화가 이루어졌으며 특히 외환위기 이후에는 대부분의 규제가 철폐되었다. 이런 규제 완화와 더불어 외환위기와 같은 쇼크로 인하여 주식, 채권 등의 가격변동성이 커지면서 자본시장에서의 금융혁신(financial innovation)¹⁾이 다양하게 일어나게 되었다.²⁾ 금융혁신의 기반이 되는 선물(future)과 옵션(option) 시장규모가 크게 늘어났으며 금융감독기관의 규제도 개발되지 못했던 파생 상품이 출시되게 된 것이다.

그러나 외환위기 이후 자본시장과는 비교할 수는 없지만 부동산 금융시장에서도 작은 변화가 일기 시작하였다. 즉 자본시장의 투자자금들이 부동산 시장에 순조롭게 유입될 수 있도록 부동산 금융관련 제도 여건이 개선되기 시작하였다.

- 1) 금융혁신(financial innovation)이란 기존의 금융시스템과 증권구조의 문제점을 개선시키는 일련의 혁신 활동을 말한다. 그에 비해서 증권혁신(securities innovation)은 주로 증권구조의 개선과 관련된 혁신 활동이므로 금융혁신이 증권혁신보다는 좀 더 광범위한 개념이다.
- 2) Miller(1992)는 미국, 영국 등 주요 선진국의 금융 역사에 있어서 지난 20년(1970-1990)을 매우 독특한 시기라고 정의하면서 그렇게 많은 혁신적인 활동이 폭발적으로 일어난 시기는 전례가 없었다고 주장하였다. 그에 비해서 국내의 금융혁신은 상대적으로 늦어져 1990년 후반부터 주로 발생되기 시작하였다.

예를 들면 「자산유동화에관한법」, 「부동산투자회사법」 등을 새롭게 제정하였으며 기업 및 금융기관 구조조정을 원활히 하기 위해서 기업 구조조정관련 법이 정비되게 되었다. 이런 일련의 제도적인 정비 이외에도 부동산 개발업체들은 자금조달의 어려움을 해소시키기 위해서 부동산 금융의 거래구조를 개선시키는 노력을 함에 따라서 금융혁신 사례들이 늘어나게 되었다. 이와 더불어 저금리와 유동성 과잉 상태가 상당기간 지속되면서 금융기관들이 상대적으로 높은 수익률이 기대되는 부동산관련 대출이나 지분투자를 전향적으로 검토하면서 부동산관련 금융혁신 사례가 늘고 한 걸음 더 나아가서 부동산 금융시스템이 어느 정도 정비되어 가고 있는 상황이다.

최근까지 부동산 금융시장에서 이루어진 금융혁신 사례를 수집하고 이런 사례들이 발생하게 된 요인을 살펴보고, 혁신적인 노력들이 부동산 금융 시장을 어떻게 개선시키고 있는 지를 점검할 필요가 있다. 왜냐하면 국내 부동산 금융시장은 아직도 체계적인 금융시스템을 구축하지 못하고 있으며 향후 효율적인 부동산 금융시스템을 갖추기 위해서는 부동산 금융혁신 사례에서 시사점을 얻어 이를 반영할 필요가 있기 때문이다.

따라서 본 연구에서는 먼저 주식과 채권시장 등에서 이루어진 금융혁신에 대한 연구를 간략히 정리하였다. 이 연구에서는 주식, 채권시장에서의 금융혁신의 현황, 금융혁신의 동기, 금융혁신의 발생 요인 등에 대하여 살펴보았다. 그리고 국내 부동산 금융혁신사례를 수집하는 기준을 정하고 그에 따라서 수집된 금융혁신 사례의 특징을 살펴보고 대략적으로 분류하였다. 또한 외환위기 이후 현재까지의 부동산 개발금융 혁신 사례들 중에서 대표적인 사례에 대한 세부적인 사항을 살펴보았다. 끝으로 대표적인 부동산 금융혁신 사례에서 나타나는 공통된 특징에 관하여 논하고 향후 부동산 금융 제도를 개선하는데 있어서의 시사점을 도출하였다.

II. 금융혁신 이론과 부동산 금융 혁신사례의 수집

1. 금융혁신의 동기

1999년대에 들어서면서 금융혁신에 대한 연구가 이루어지기 시작했다. 이 때 연구에 따르면, 금융혁신이 일어나게 된 주된 이유로 고정환율에서 변동환율제도로의 전환, 컴퓨터와 정보기술의 급격한 발전, 세계경제의 지속적인 성장, 규제 회피와 규제완화의 반복 등 주로 제도적 요인을 들고 있다. 이를 좀더 구체적으로 살펴보면, 먼저 금본위 제도에 기반을 둔 고정환율 제도를 변동환율제도로 바꾸면서 환거래에 있어서 불확실성이 커지게 되었고 그에 따라서 이런 불확실성을 줄이기 위한 각종 환(foreign exchange)관련 선물거래(future trading)가 발달하게 된 것이다. 그리고 컴퓨터와 정보기술이 발달되지 않았다면 이런 복잡한 선물거래가 이루어질 수 없었으며 지금처럼 엄청난 거래 규모를 견디어 내지 못했을 것이다. 이외에도 지난 1970년 이후에 금융 혁신이 이루어지게 된 배경에는 오일 쇼크 이후 세계경제가 안정적이면서 지속적인 성장을 함에 따라 금융관련 거래 규모도 커질 수 있었기 때문이다. 왜냐하면 선물거래 규모가 커지고 다양한 거래가 이루어지면 금융거래 규모도 자연스럽게 커지게 되고 금융혁신도 늘기 때문이다. 그리고 각종 규제를 회피할 수 있는 혁신적인 방안이 고안될 경우 일정 기간 동안에 준독점적인 수입을 얻을 수 있기 때문에 금융혁신이 일어나게 되는 것이다.³⁾ 그런데 지금까지 금융 및 증권혁신이 발생하게 되는 요인으로 살펴본 불확실성의 증가, 세계와 같은 규제 회피, 컴퓨팅관련 비용의 하락 등은 주로 제도적인 요인(institutional factors)을 거론한 것이다.

그렇지만 지난 수십년간 발생한 금융혁신의 사례를 제도적인 요인만으로 그 원인을 규명하

기에는 여러가지 한계가 있는 까닭에 금융제도, 금융기관, 금융 상품 등 전 분야에서 일어나는 금융혁신을 보다 종합적으로 파악할 수 있는 분석틀(frame)로 기능적인 접근방법(functional approach)이 제시되었다. 왜냐하면 제도적인 접근방법은 제도의 변화, 규제 회피 등과 같이 제도가 존재하는 바로 그 시기의 여건에 의해서 금융혁신을 설명하게 되는 한계를 가지고 있기 때문이다. 그러므로 금융혁신의 역사적 경험을 통시적으로 파악하는 분석틀로 기능적인 접근방법을 제시하면서 금융혁신이 발생되는 주요 요인을 세 가지로 나누어서 분석하고 있다.⁴⁾

첫째, 비용 절감 노력에 의해서 금융혁신이 일어난다. 비용절감은 다양한 차원에서 발생할 수 있는데, 예를 들면 매입과 매도자를 인식하고 교육시키는 마케팅 측면, 최종 금융상품을 만드는 재료 측면, 법적 및 재무적 기술 등과 같은 측면 그리고 세금 또는 규제 측면이다. 먼저 마케팅 비용 절감을 위한 금융혁신의 대표적인 예로는 1차 세계 대전 시기에 전쟁 재원을 조달할 목적으로 발행한 채권을 시장에서 원활하게 소화시키기 위해서 기존의 도매 방식의 매각방법을 소매방식으로 전환하여 잠재적인 고객을 찾아내어 마케팅 비용을 절감한 금융혁신 사례가 있다.⁵⁾ 이외로 금융상품의 제조적 측면에서의 원가절감을 이룬 금융혁신 사례로는 엔론 가스(Enron Gas)의 금융혁신 사례를 들 수 있다. 엔론가스의 경우 천연가스 공급자와 수요자간의 수급 불일치를 중개업자 입장에서 위험관리를 수행하고 이들이 지닌 위험을 천연가스관련 파생금융상품으로 만들어서 자본시장에 유통시켰다. 이 방법을 통해서 천연가스 수요 및 공급자는 물론 중개업자의 비용을 절감시키는 금융혁신을 만들어 낸 것이다.⁶⁾ 그리고 컴퓨터관련 기술, 통신기술,

4) Mason(1995) pp42-66에서 인용

5) 이외에도 제로쿠폰 채권(zero-coupon bonds), CMO(collateralized mortgage obligation), 이자율 스왑(interest-rate swap) 등이 마케팅 비용을 절감한 금융혁신의 예이다.

6) 엔론가스의 금융혁신 사례에 대한 구체적인 내용은 Mason(1995), pp645-679에 잘 기술되

3) 금융혁신의 요인으로 제도적인 요인을 주로 거론한 연구자로 Miller가 대표적이다. Miller(1992), pp341-343에서 인용

금융공학 기술 등의 발달로 CMO(collateralized mortgage obligation) 등과 같은 금융상품을 만들 수 있었으며 세금과 규제를 회피하는 금융상품을 개발한 사례는 많은데 그 중에서 투자자에게 부채와 동일한 수익률을 제공하는 우선주를 개발한 사례가 대표적이다.

둘째, 수요에 있어서의 차별화 현상이 금융혁신을 일으킬 수 있다. 이런 수요 변화에는 생애주기(life cycle)의 변화, 가격 변동성(volatility)의 변화, 수요자의 니즈(needs) 변화 등이 있다. 금융혁신은 기존의 금융시스템이 충족시켜주는 범위에서는 발생되지 않는다. 가계와 기업이 생애주기를 따라 단계별로 이동해가고 또 거시적인 충격, 특히 변동성의 증가가 특정 상품에 대한 수요를 급작스럽게 증가시키는 동시에 민간 부문이 당면하는 비용편익관계를 변화시킬 때 이루어지게 된다. 이런 요인들로 설명될 수 있는 금융혁신의 사례로는 특허권을 매각하고 재입대하는 방법(sale & lease back)으로 기업경영권을 벤처자본가에게 빼앗기지 않고 특허권을 담보로 자금을 조달한 사례, 외환선물, 옵션, 스왑(swab) 등과 같은 파생상품 사례 등이 있다.

셋째, 학습(learning)과 실험이 금융혁신을 이끌어 낸다. 즉 금융혁신의 긴 역사는 혁신, 학습 그리고 실험을 통해서 점차 발전(evolutionary)하는 과정에서 이루어진 것이다. 금융혁신으로 만들어진 새로운 상품은 거의 모든 경우 특허권을 인정받지 못한다. 금융상품의 내용은 순식간에 파악되고 이보다 개선된 또다른 상품이 만들어져 기존의 상품을 대체해 버리기 때문이다. 금융혁신을 이룬 투자은행들은 경쟁회사가 대체 상품을 1개월 이내에 출시하기 때문에 단기 1개월 정도만 혁신의 성과를 볼 수 있다고 한다. 이런 사례로 워런트 계약(warrant contract), 우선주(preferred stock) 등이 있다.

2. 부동산 금융혁신 사례의 수집

1) 수집 대상

어 있다.

부동산 금융시장에서 어떤 사례들이 금융 및 증권혁신에 속하는 것인가에 대한 기준을 정하지 않으면 사례 수집에 많은 혼란이 발생될 수 있다. 그러므로 먼저 부동산 금융혁신에 대한 개념 정의가 필요하다. 금융혁신이란 금융시스템이 경제 내에서 자원을 보다 효율적으로 배분하는 기능을 수행하도록 하는 동적인 힘이라고 할 수 있다. 금융혁신은 거래비용을 낮추고 시장을 완전하게 만들어 시장가격이 유용한 정보가 되도록 함으로써 사회적인 혜택을 가져다준다. 따라서 금융혁신은 투자자, 일반기업 그리고 금융기관들이 보다 저렴한 비용으로 자본을 조달하고 보다 높은 투자수익률을 얻으며, 보다 정확하게 위험을 관리할 수 있게 한다. 그리고 변화하는 조세 및 규제 제도 하에서 보다 효율적으로 영업을 수행하게 해주는 것이다.⁷⁾ 이런 측면에서 부동산 금융혁신도 국내 부동산 경제의 성장을 도모하는 부동산 금융시스템을 만들어 가는데 기여하는 일련의 혁신 활동으로 정의할 수 있을 것이다.

이런 부동산 금융혁신의 정의를 토대로 본 연구에서 부동산 금융혁신 사례를 수집할 때 다음과 같이 기준을 설정하였다. 첫째, 부동산 금융혁신 사례가 부동산 경제는 물론 부동산 금융시스템을 개선하는데 기여한 바가 있어야 한다. 둘째, 기능적인 접근방법과 제도적인 접근방법에서 제시하는 금융혁신의 요인들에 의해서 부동산 금융혁신 사례가 설명될 수 있어야 한다. 셋째, 수집된 부동산 금융혁신 사례가 기존의 금융방식보다 개선된 사항이 있어야 한다. 넷째, 실제로 금융시장에서 실행되어 성과가 확인된 사례를 우선적으로 수집하였다. 다섯째, 본격적으로 부동산 금융혁신이 일어난 시기가 바로 외환위기 이후부터인 것으로 판단하여 외환위기 이후의 사례를 우선적으로 수집하였다.

그런데 앞에서 기술한 수집기준에 따라서 부동산 금융 혁신사례를 수집하는 데에는 상당한 어려움이 있었다. 따라서 우선적으로 주요 경제일

7) Mason 외(1995)의 introduction에서 인용

간지의 기사들을 스크린하였으며 부동산 금융혁신 사례로 적합하다고 판단될 경우 사례와 관련된 기관들의 공표자료나 내부자료를 수집하였으며 필요할 경우 담당자들과의 인터뷰를 통해서 사례의 내용을 보완하였다.

2) 수집 사례의 분류

수집된 부동산 금융 혁신사례들은 모두 외환위기 이후에 이루어진 것이기 때문에 대부분의 사례들이 주로 자금조달을 원활히 하고 부채비율 등 재무구조를 개선시키려는 목적에 따라서 이루어진 것이었다. 그러나 부동산 금융혁신의 방식에서는 각각 다른 특징을 보여주고 있었다. 이런 특징을 토대로 수집된 사례들을 분류한 결과 대략 일곱 가지 유형으로 나눌 수 있었다. 그 일곱 가지 유형은 페이퍼 조합(paper association)의 활용, 이주비 대출방식의 전환, 에스크로우(escrow) 계정의 활용, 은행 부동산신탁제도의 활용, 기업구조조정 전문회사(corporate restructuring company)의 활용, 부동산관련 자산의 유동화(liquidation), 부동산 담보대출의 유동화 등으로 분류된다.

이렇게 분류한 일곱 가지 유형의 사례들이 금융혁신의 요인들 중에서 어떤 요인으로 주로 설명될 수 있는지를 살펴본 결과, 금융혁신의 발생 요인들 중에서 어느 한가지로는 설명되지 않아서 일정한 분류기준을 세우기가 마땅치 않았다. 왜냐하면 어떠한 사례도 여러 가지 금융혁신 요인에 의하여 복합적으로 이루어지지 단순히 하나의 요인으로 해명되지 않았기 때문이었다. 그렇지만 다소 무리가 따르더라도 앞에서 논의한 금융혁신의 요인들을 기준으로 수집된 사례를 재분류한 결과 네 가지로 나눌 수 있었다.

첫째, 부동산 사업에서 소요되는 각종 비용을 절감한 부동산 금융혁신 사례로 가장 대표적인 것이 1999년 2월 영등포 하이트맥주의 공장부지를 페이퍼 조합방식으로 사업을 추진한 대우건설의 '드림타운' 사례를 들 수 있다. 물론 이외에도 엘지건설의 신도림동 방림방적 부지, 삼성물산의 도봉동 대상공장부지, 동아건설의 도봉동 삼명모방 부지 등이 페이퍼 조합 방식으로 사업

이 추진되었다. 페이퍼 조합방식을 이용할 경우 시공사는 토지비의 과중한 부담을 수요자에게 전가시킬 수 있었으며 또한 기성에 따라 분양중도금 및 잔금을 받아 공사비에 충당할 수 있어서 큰 자금 부담없이 사업 추진이 가능해졌다. 외환위기 이후 기업들의 공장용지 매각이 크게 늘어나 토지 비용을 절감할 수 있었으며 또한 풍부한 건설 유희인력으로 공사비를 줄일 수 있었다. 그리고 사업 추진의 결정적인 걸림돌인 토지비와 초기사업비를 조합원들로부터 조달하는 대신 인근 동일 평형의 아파트의 시가보다 대략 20% 내외 저렴한 가격으로 분양함으로써 성공적으로 조합원을 모집할 수 있었다.

둘째, 외환위기 이후 금융기관의 재무건전성에 대한 판단 기준이 강화되고 5대 대기업 집단에 대해서 200% 이내의 부채비율을 유지하도록 제도적으로 규제됨에 따라서 재무구조를 개선시키려는 부동산 금융혁신 사례가 많아졌다. 대표적인 예로 두산건설이 이미 자신의 명의로 차입한 이주비를 조합원 명의로 전환한 사례, 삼성물산이 일본 종합무역상사로부터 이주비를 지원받은 사례, 동문건설 등 중소형 건설업체의 아파트 분양대금 위탁관리 사례, 기업구조조정 전문회사가 부실부동산을 인수하여 직접 개발에 참여하려는 사례 등이 있다. 상대적으로 조달 비용이 다소 높아져도 시공사 자신의 명의로 직접 차입하기 보다는 재건축·재개발 조합원이 자신의 명의로 대출을 받고 시공사는 금융기관에 지급보증을 제공하는 방식으로 전환하게 된 것이다.

셋째, 부채비율 규제 등과 같은 제도적인 요인과 투자자들의 수요 변화에 대응하는 과정에서 발생한 금융혁신 사례로는 자산유동화에 관한 법에 의한 부동산 유동화 사례, 미래의 분양 수입금을 은행 부동산 투자신탁 방식으로 유동화한 사례 등이 있다. 이 사례들은 부동산 개발과정에서 발생하는 각종 자산들을 자산보유자와 분리시켜서 유동화하여 자금을 조달한 경우이다. 이렇게 조달된 자금을 부채 상환에 활용할 경우 재무구조 개선에 도움이 된다. 특히 부동산관련 자산은 다른 유동화 자산에 비해서 위험에 노출되는 편이다. 따라서 투자자 입장에서 직접 부동

<표 1> 수집된 부동산금융 혁신사례의 분류

구분		대표적인 사례
비용절감	페이퍼 조합의 활용	- 대우건설의 드림타운(하이트 맥주부지) - 엘지건설의 엘지빌리지(방림방적 부지) 등
제도적인 요인	재건축 이주비 대출방식의 전환	- 두산건설의 이주비 대출의 전환 - 삼성물산 주택부분의 서초동 극동아파트 이주비 대출사례
	에스크로우 제도의 활용	- 동문건설의 일산 조합아파트 사업
	은행 부동산 투자신탁제도	- 국민은행, 조흥은행, 하나은행, 한빛은행, 한미은행 등의 은행부동산 투자신탁 사례
투자자의 수요변화	기업구조조정 전문회사의 활용	- 국민 기업구조조정 전문회사(KRC)의 기흥 전원아파트 개발
	부동산관련 자산의 유동화	- 현대산업개발의 방배동 이수조합 대여금 유동화 - 한국토지신탁의 비용상환채권 유동화
학습 및 실험효과	기존 혁신 사례를 발전시킨 사례	- 뉴스테이트 캐피탈과 신한은행의 웨어하우스 라인제도(대출 채권 유동화 제도의 개선) - 한미은행, 국민은행의 미래 분양대금의 유동화(토지비 지원 에서 진행 중인 사업의 공사비 지원으로 확대) - 중소 건설업체 신용보강을 위해 은행 부동산 신탁제도에 부 동산 신탁사의 참여(건영 등 죽전지구의 한미은행, 한국토 지신탁 참여 사례) - 신규 재건축 사업의 이주비 대출(이주비 대출의 전환에서 확대)

산 자산에 투자하기보다는 부동산 자산에서 발생 되는 현금흐름에 우선 권이 있는 트랜치(tranche)에 투자하는 것을 선호하게 된다. 이렇게 투자자의 신용등급이 높은 안정적인 채권에 투자하려는 니즈 변화에 대응하는 과정에서 이런 유동화관련 부동산 금융혁신 사례들이 만들어지게 된 것이다. 넷째, 앞의 세 가지 유형에서 논의한 부동산 금융혁신 사례를 학습효과(learning effect)와 실험정신으로 혁신의 범위를 확대한 사례들이 있다. 이러한 예로는 뉴스테이트 캐피탈의 웨어하우스 라인(warehouse line)제도⁸⁾, 분양사업의 유동화 대상 범위를 확대한 국민은행 사례, 이주비 전환방식을 신규 재건축 사업으로 확대한 사례,

중소 건설업체의 신용을 보강하기 위해서 부동산 신탁사가 신탁기능을 수행하는 사례 등이 있다.

III. 부동산 금융혁신 사례연구

1. 비용절감 요인에 의한 부동산금융 혁신사례

① 대우건설 드림타운 사례

1999년 2월 대우건설은 서울 영등포역 인근 하이트 맥주 공장부지에 드림타운을 페이퍼 조합방식으로 아파트를 분양하기로 했다. 이 타운은 지상 18-25 층 규모 29개 동으로 설계되었으며 평형 구성은 25평형 356가구, 30평형 744가구, 33평형

8) 이 제도에 대한 구체적인 내용은 부동산 금융 혁신 사례 연구의 뉴스테이트 캐피탈 사례에 기술되어 있다.

942가구, 35평형 424가구로 구성되며 총 2,466가구가 들어설 예정이다. 기존의 재건축, 재개발 조합과는 다르게 대우건설이 조합을 구성하고 조합원을 모집하는데 조합원 자격요건은 서울시 및 인접지역에 거주하는 무주택자들이다. 이 아파트 33평형의 분양가가 14,900만원(조합운영비 포함)으로 인근 시세보다 3,000만원이 산 편이다.

(출처: 매일경제신문 1999. 2. 5 일자 기사에서 요약)

외환위기 이후 기업구조조정이 본격화되면서 대규모 공장부지의 매각이 크게 늘어나게 되었다. 그결과 건설사들은 상대적으로 저렴하게 아파트 개발 부지를 매입할 수 있었고 토지 대금의 지불 조건도 매우 양호하게 되었다. 더구나 건설인력이 남아돌아 공사비도 줄일 수 있는 등 공급 여건이 크게 개선된 것이다. 그리고 토지 용도변경 등 인허가에 무리가 없고 인근 아파트의 시세보다 15-20% 정도 저렴하다면 어려운 분양 여건 속에서도 분양이 가능할 것으로 보인다.

그러나 대우건설 입장에서는 토지비 선지급이 상당히 부담스러워서 선뜻 사업을 추진하기 어려웠을 것이다. 이런 부담을 해결하는 방법을 모색하는 과정에서 페이퍼 조합방식이라는 금융혁신을 일구게 되었다. 먼저 대우건설은 토지주와 토지매입 계약을 하되 토지비는 어음으로 분할 납부하기로 하였다. 그리고 인허가 과정 중에 대대적인 조합원 모집을 실시하였는데 수많은 인파가 몰리면서 매우 성공적으로 조합원을 모집할 수 있었다. 따라서 조합원들로부터 공사 착공 이전에 조합비, 토지매입비 등을 받을 수 있게 되었다. 이 자금으로 대우건설은 토지 매입비용을 충당할 수 있었고 사업을 순조롭게 추진할 수 있었다.

이러한 페이퍼 조합방식이라는 금융혁신을 통해서 아파트 분양사업을 성공적으로 추진할 수 있게 된 데에는 몇 가지 요인이 있다. 첫째, 토

지 매입 단계에 조합원을 모집하여 토지비 부담을 전가하고 분양 위험을 조기에 해결하였다는 점이다. 그리고 건설사 입장에서의 자금 부담, 분양 위험 등을 줄일 수 있어 분양가를 크게 낮출 수 있었다는 점이다.

둘째, 아파트 개발사업의 현금 유출과 현금유입을 재편성하여 아파트 실행가격을 줄일 수 있도록 비즈니스 프로세스를 재구축하였다는 점이다.

셋째, 일반 분양과 달리 조합 아파트가 대한주택보증으로부터 분양보증을 받을 수 없어 시공사 부도나 조합비 횡령이 발생되면 분양대금을 떼일 수 있다는 문제점을 시공사의 안정성으로 불식시킬 수 있었다.

2. 제도적인 요인에 의한 부동산금융 혁신사례

① 재건축 및 재개발 사업의 이주비 조달

재개발·재건축 사업의 이주비를 조합원 명의로 빌리는 건설업체들이 늘고 있다. 국제통화기금(IMF) 한파 이전만 해도 가구당 4,000만~1억원의 재개발·재건축 사업의 이주비는 건설사들이 자기 명의로 금융기관으로부터 차입해 조합원에게 대여, 건설사들의 부채비율을 증가시키는 결과를 가져왔다. 그러나 정부의 강력한 부채비율 축소 방침에 따라 재개발·재건축에서도 조합원 명의로 이주비를 빌린 후에 건설사들은 보증을 서고 이자를 지급하는 수요자 금융이 일반화되고 있다.

현대건설은 올초 착공 예정인 자양5지구(252가구) 재건축 사업 이주비를 건설명의로 빌렸던 것을 조합원 명의로 대체하고 있다.

이 사업은 지난 95년말 사업을 수주했으나 고금리 등으로 3년간 진척시키지 못하였으나 최근 금리 하락으로 사업을 재추진하게 됐다. 현대건설은 4월 방배 2-2

지구(384가구), 6월 봉천동 장미원아파트(278가구)와 자양2지구(257가구) 등 신규 재개발·재건축 사업에 대한 이주비도 조합원 명의로 빌릴 방침이다.

현대산업개발도 올 하반기 착공 예정인 인천 신흥동 안국아파트(1,300가구)와 부산 개금동 주공아파트(1,400가구)를 수요자 금융으로 유도할 예정이다. 삼성건설도 4월 착공 예정인 서초동 한일아파트(299가구)의 이주비를 조합원 명의로 빌렸다. 삼성건설 관계자는 「이주비를 조합원 명의로 빌리면 조합원은 예전과 같이 무이자로 이주비를 지급받게 되고 건설사들은 부채비율이 낮아져 재무건전성이 확보된다」면서 「정부의 강력한 부채비율 축소 지시로 5대그룹 계열 건설사들의 재개발·재건축 사업 이주비는 조합원 명의로 빌리는 것이 일반화될 것」으로 내다봤다.

(출처: 서울경제신문 1999. 1.21 일자 기사에서 요약)

의환위기 이후 두산건설, 현대건설 등 주요 건설회사들이 기업 명의로 조달하여 지급한 이주비를 조합원 명의로 돌려서 자금을 조달하였다. 자기 신용만으로 자금을 조달하기는 쉽지 않으므로 자신이 보유한 이주비 채권을 상대적으로 위험이 분산되는 조합원들의 명의로 바꾸고 여기에 건설사들이 추가적인 보증을 하는 이전보다는 훨씬 안정적인 대출채권으로 전환하였다. 이렇게 조달된 자금으로 부채를 상환하거나 신규 사업을 추진하게 되었다.

과거 건설사 입장에서는 자기 신용으로 조달하여 이주비를 지급하는 것이 조합원 명의로 자금을 조달하는 것보다 조달 금리가 저렴하므로 부채비율이 증가하는 것을 감수하더라도 직접 조달을 하였다. 그러나 정부의 강력한 부채비율 관리 정책으로 다소 부담이 늘어도 직접 조달보다는 단순히 보증을 제공하는 간접 지원 방식으로

전환하게 된 것이다. 그렇지만 기업 대출보다 소액으로 분산된 부동산 담보대출이 더 안정적인 대출으로 인식되면서 대출경쟁이 심해지고 따라서 금리도 인하되었다. 그 결과 최근에는 기업 대출보다 오히려 부동산 담보대출 금리가 더 낮게 되었다. 이제는 신규로 발생하는 재건축 및 재개발 사업의 이주비를 기업 명의의 대출보다 조합원 명의로 조달하는 것이 훨씬 유리하게 된 것이다.

일견 단순해 보이는 이주비 조달방식에 대한 금융혁신을 통해서 건설사들은 부채비율을 축소시킬 수 있었고 금융기관의 대출정책의 변화에 대응할 수 있었다. 또한 기존 이주비의 명의 전환이라는 방법을 신규 이주비 대출에 확대하여 적용한 것이다.

② 에스크로우 계정의 활용(동문건설의 일산조합 아파트 사례)

대우건설 드림타운을 시발로 초기 토지비 부담을 줄이기 위해서 페이퍼 조합방식이 성행하게 되었다는 사실은 앞의 사례에서 설명하였다. 조합방식이 지난 문체 즉 조합장의 횡령, 시공사와 결탁하여 설계변경을 통한 공사비 증액 등 불투명한 문제점이 있음에도 불구하고 페이퍼 조합방식이 성행하게 된 데에는 대형 건설사들이 확정분양가를 제시하고 공사 완공 확인서를 조합원에게 제시하였기 때문이었다. 그러나 상대적으로 신인도가 떨어지는 중소형 건설회사의 경우 공사가 순조롭게 진행될 수 있을지, 아니면 조합비와 분양대금을 다른 사업장에 전용할지 모른다는 염려로 페이퍼 조합방식의 도입이 쉽지 않았다.

이런 문제점을 해소시키는 금융혁신의 하나로 프로젝트 파이낸싱 제도에서 흔히 쓰이는 결제 위탁계정(escrow account) 제도가 도입되었다. 이것은 국민 또는 주택은행과 같은 건설한 은행에 공사관련 자금을 위탁하고 공사 진척도에 따라서 은행이 자금을 집행하는 제도이다. 은행이 공사진행을 관리·감독하기 때문에 조합원들은 중소형 건설회사의 신용이 다소 떨어지더라도

은행을 믿고 조합 가입을 할 수 있었던 것이다.

이 금융혁신 사례는 대우건설 드림타운 사례를 분석하고 이를 벤치마킹하여 중소형 건설사에게 확대시키는 방식으로 이루어졌다. 즉 금융혁신 요인의 하나인 학습효과를 통해서 기존의 혁신 사례를 한 단계 더 발전시킨 것이다.

조합아파트 사업을 추진하면서 소비자들의 불안을 없애주기 위해 조합과 시공업체, 주거래은행 등 3자가 공동으로 자금을 관리하는 사례가 등장해 눈길을 끌고 있다. 동문건설이 최근 분양한 파주시 운정역 일대 조합아파트 1225가구의 경우 조합아파트의 문제점으로 지적됐던 추가 공사비 부담을 없애기 위해 확정분양가로 선보인 데다 조합원들의 자금을 주거래은행 지점에 서 직접 챙기는 방식을 도입해 신뢰를 높이고 있다.

주택은행 일산지점은 동문건설, 조합 등과 약정을 맺고 공사 진척도에 따라 조합과 시공사가 서류를 갖추어 오면 공정 진척여부를 확인한 뒤 자금을 인출해 주는 방식으로 자금을 관리하고 있다. 특히 자금인출은 일산지점이 아닌 곳에서는 불가능하도록 했으며 조합과 시공사의 명세표가 일치하지 않을 때는 돈을 빼내지 못하도록 하였다. 이 같은 사례는 앞으로 다른 조합아파트 사업에도 확산될 것으로 관측된다.

(출처: 매일경제신문 1999. 3.12 일자 기사에서 요약)

③ 은행부동산투자신탁제도의 활용(국민은행 부동산투자신탁 1호 사례)

1998년 4월에 금융감독원이 신탁점영은행에게 부동산 투자신탁제도를 인가한 이후 2년만에 국민은행이 처음으로 부동산 투자신탁 상품을 출시하였다. 이 상품은 불특정 다수인들로부터 300

만원 이상의 소액 단위로 자금을 신탁 형태로 모은 뒤에 이 자금을 아파트 분양사업에 대출하는 방식을 취하였다.

국민은행은 사업시행사에게 토지비 및 초기 사업비를 대출해주는 과정에서 대출의 원리금 회수를 위한 다양한 보완 장치를 적용하였다. 첫째, 사업의 현금흐름을 국민은행이 관장하여 자금이 다른 곳으로 유용되는 것을 막았다. 둘째, 여유 자금이 발생할 경우 자금을 회수하는 우선 순위를 명확히 하였으며 시공사와 시행사보다 대출의 원리금 회수를 우선할 수 있도록 구조화했다. 셋째, 시행사가 해당 사업 이외에 다른 사업을 진행하는 것을 규제하거나 사업 간의 장벽을 세워서 구분하였다. 넷째, 부동산 개발사업 중에서 상대적으로 안정적인 서울지역의 아파트 분양사업에 자금을 지원하였다. 다섯째, 초기 실계약율이 30% 이상 수준이면 원리금 회수가 문제가 없도록 하였다.

이 사례는 그 동안 위험하다는 우려가 팽배했던 부동산 개발사업에 대해서 금융기관이 사업구조, 현금흐름을 철저히 분석하여 투자 위험을 최소화하면서 예상 수익률은 높은 구조화된 금융혁신 사례이다. 그결과 저금리에 시달리는 투자자들에게 상대적으로 높은 투자수익률을 안겨주었으며 이 사례 이후 은행 부동산투자신탁 상품에 대한 투자 붐이 일어나게 되었다.

국내에서 처음 선보인 부동산투자신탁 상품이 판매 시작 2분만에 다 팔리는 진기록을 세웠다. 국민은행은 24일 오전 9시 30분부터 판매가 시작된 "빅맨부동산 투자신탁 1호" 상품이 판매 개시 후 2분만에 모집금액 1백30억원을 채웠다고 밝혔다.

부동산투자신탁은 다수 투자자들로부터 모은 자금을 가지고 부동산을 매입 또는 개발하거나 부동산 관련 사업에 대출하는 등의 방법으로 투자하고 그 수익금을 투자자에게 되돌려 주는 금전신탁 상품이다. 이날 국민은행이 국내에서 처음으로

판매하였다. 은행 관계자는 "이 상품에서 투자할 곳이 확실하게 정해진 데다 은행의 예금상품보다는 4-5%포인트 수익을 더 올릴 것으로 기대돼 모집이 순식간에 끝났다"고 말했다. 은행은 연간 수익률을 연 12% 안팎으로 보고 있다. 국민은행은 당초 1백30억원을 모으는데 1주일 정도가 걸릴 것으로 예상했었다.

국민은행은 이 펀드의 일부를 25일부터 통화안정기금채권 등 안전한 국공채에 투자하고 다음달 10일까지 서울시 8차동시분양 예정인 송파구 문정동 아파트개발사업에 90%의 자금을 투자할 계획이다.

(출처: 한국경제신문 2000. 7.25 일자 기사에서 요약)

④ 기업구조조정 전문회사의 활용(KRC 사례)

부동산 개발사업을 주도하는 사업 시행사는 법 인세는 물론 사업 진행 상에서 발생하는 부동산 취득과 매각과정에서의 취·등록세, 특별부가세 등을 부담해야 한다. 그런데 기업구조조정을 지원하는 취지에서 만들어진 기업구조조정 전문회사의 경우에는 건설사들이 보유한 토지를 저렴하게 매입할 수 있는 것은 물론 각종 세제 혜택을 누릴 수 있다. 이런 연유로 기업구조조정전문회사들이 주로 기업구조조정 대상기업의 주식과 채권에 주로 투자하였는데, 이제는 부동산을 매입하거나 개발하는 영역까지 확대하게 된 것이다.

그러나 금융감독원이 기업구조조정 전문회사가 부동산 개발사업을 할 수 있느냐에 대한 의문을 제기하고 용인 난개발 문제가 불거지면서 이 사례는 실현되지 못하고 좌초하게 되었다. 그렇지만 이 사례 이후 기업구조조정 전문회사들은 구조조정 대상기업의 빌딩을 매입하거나 건설사가 보유한 상가를 매입하는 등 부동산관련 투자를 확대하고 있다.

부동산에 투자하는 벌처펀드가 첫선을 보인다. 국민기업구조조정전문회사(KRC)는 16일 용인 신갈리 아파트를 투자 대상으로 하는 'KRC 벌처펀드 1호'를 발매한다고 밝혔다. 모집금액은 300억원이며 1인당 500만원 이상 청약할 수 있다. 수익률은 연 14%을 목표로 하고 있으며 중도환매는 불가능하다.

투자대상은 용인 기흥읍 공세리 신갈호수변에 짓는 고급아파트로 부도난 나래원과 우방이 추진하던 사업이다. 48~87평형 423가구로 평당 분양가는 520만~560만원 선. 삼성물산 등과 시공사 선정을 협의 중이며 11월중 분양할 계획이다. 이 부지는 50만평 규모인 신갈호수가 한눈에 들어오는 조망권을 갖췄으며 입지여건이 좋아 초기 분양률이 50% 수준이 될 것으로 보인다. 이 펀드는 국민 조흥 등 은행권이 내놓은 부동산 신탁과 마찬가지로 실적배당 상품이다.

부실기업 보유 부동산을 인수해 개발하는 게 특징이며 원본손실이 생길 경우 운용회사가 일부를 떠안게 되는 점이 다소 다르다. 주택은행이 청약접수를 맡고 자금도 관리해 줄 예정. 다만 최근 용인 분양시장이 좋지 않아 초기 분양률이 투자성패를 가를 것으로 보인다.

(출처: 매일경제신문 2000.10.17 일자 기사에서 요약)

3. 투자자의 수요변화 요인에 의한 부동산 금융혁신 사례

① 분양수입금, 이주비 대여금 유동화 (현대산업개발의 사례)

현대산업개발이 오는 23일 민간기업으로는 처음으로 2천3백억원 규모의 자산

유동화증권(ABS)을 발행한다. 이 회사는 현재 2백45% 수준인 부채비율을 1백95%로 낮추기 위해 이같이 결정하고 현대증권과 한누리투자증권을 주관사로 하는 유동화전문회사(SPC)에 자산을 양도하고 금융감독위원회에 유가증권신고서를 제출했다고 10일 밝혔다.

ABS발행을 위한 기초 자산(담보)은 서울 중랑구 목동, 용인 수지, 파주 교하 등 전국 15개 사업장에서 앞으로 들어올 분양수입금과 재개발, 재건축 이주비 대여금이다. 이번에 발행되는 ABS는 만기가 1년과 2년짜리 두 종류로 오는 23일 대금이 납입될 예정이다. 금리는 만기가 1년짜리인 경우 대금납입일 하루전인 22일 증가기준으로 회사채 수익률보다 0.2~0.3% 낮은 선, 2년짜리는 0.65~0.75% 높은 선에서 각각 결정된다. 10일 현재 현대산업개발 회사채 금리는 9.75%수준이다.

(출처: 한국경제신문 1999.12.10 일자 기사에서 요약)

② 부동산 신탁사업에서 아파트 분양대금채권의 유동화(한국토지신탁의 사례)

국내에서 처음으로 공사 중인 아파트의 분양대금 채권을 담보로 한 부동산유동화증권(ABS)이 발행된다. 이에 따라 자체적으로 ABS 발행이 어려운 일반 중소건설업체들의 부동산신탁사를 활용한 ABS발행이 잇따를 것으로 보인다. 한국토지신탁은 오는 29일 풍산종합건설이 건설 중인 아파트개발사업을 수탁받아 아파트의 분양대금채권을 담보로 178억원 규모의 ABS를 하나 증권을 주관사로 해서 기관투자자들에게 발행할 계획이라고 23일 밝혔다. 이번에 발행되는 ABS 금리는 6개월만기와 9개월만기가 각각 연 8.69%와

8.99%로 3년만기 회사채 수익률과 비슷한 수준이다.

(출처: 내외경제신문 2000. 5.23 일자 기사에서 요약)

부동산 개발사업에서 발생하는 시공사의 각종 자산, 즉 분양수입금, 재건축·재개발 이주비, 시행사와 조합에 지급한 대여금 등을 유동화하여 자금을 조달하는 사례가 늘고 있다. 이주비와 대여금의 경우 유동화하는 데 문제가 없으나 분양수입금의 경우 대한주택보증의 보증이 필요없는 조합 아파트나 초고층 주상복합 아파트에 한해서만 유동화되고 있다.⁹⁾

이러한 자산유동화는 금융기관에 대한 건설사에게 자금 지원을 꺼리는 상황에서 부동산 개발과정에서 발생하는 보유 자산을 유동화하여 재무구조를 개선하고 조달 비용을 절감하려는 목적에서 이루어지고 있는 것이다. 그러나 현대산업개발과 같은 우량 건설사 이외에 대부분의 건설사들은 자산보유자의 요건에 미달하므로 이 금융혁신 사례가 건설사들에게 확산될 수는 없었다.

4. 학습 또는 실험 요인에 의한 부동산 금융혁신 사례

① 국민은행의 미래 분양대금의 유동화

국민은행의 미래 분양대금을 유동화한 사례는 기존의 부동산 금융혁신 사례에서 얻은 지식을 복합적으로 활용한 사례이다. 먼저, 주상복합 아파트 분양사업에서 아파트를 분양받은 수요자들이 향후 납입할 예정인 분양대금을 「자산유동화에관한법」에 의해서 설립된 특별목적회사(special purpose company, 이하 SPC)에게 양도

9) 유동화 또는 증권화에 관련된 내용은 Rosenthal (1988)에 잘 기술되어 있다. 특히 부동산을 포함하여 다양한 기초자산을 증권화한 사례를 예시하면서 설명하고 있어서 국내 사례를 이해하는데 많은 도움이 된다.

하고 SPC는 이를 담보로 사모(private offer)로 자산담보부증권(asset backed security, 이하 ABS)을 발행하여 자금을 조달하였다. 이런 자산유동화 방식은 현대산업개발과 한국토지신탁의 유동화 방법과 동일한 것이다.

둘째, 국민은행은 은행부동산 투자신탁 계정에서 모은 자금으로 ABS를 매입하였다. ABS의 원활한 매각을 위해서 은행 부동산 투자신탁의 신탁 계정을 활용한 것이다. 신탁계정의 수익증권은 ABS와 같이 자유롭게 양도가 가능하지 않다는 단점이 있지만 은행 부동산 투자신탁 상품에 대한 투자자들의 관심이 높아서 자금을 유치할 수 있었다.

셋째, 은행 부동산 투자신탁들은 주로 은행이 사업시행사에게 아파트 개발사업의 토지비, 초기 사업비로 대출한 대출채권을 기초자산으로 활용해왔다. 그러나 이번 사례는 아파트를 분양한 후 미래에 유입될 분양대금을 유동화한 것으로 매우 혁신적인 사례인 것이다. 이 방법이 가능할 수 있었던 것은 이 사업이 대한주택보증의 분양보증이 필요없는 주상복합아파트였기에 가능하였다.

이 사례를 통해서 부동산 금융혁신이란 기존의 혁신을 다시 개선하고 여러 가지 혁신사례를 종합화하여 새로운 금융혁신을 만들어 내는 것임을 알 수 있었다.

국민은행은 자산담보부증권(ABS)과 부동산투자신탁을 결합한 투자상품을 국내 최초로 개발, 2일부터 판매한다.

이 상품은 이미 분양된 아파트 분양대금채권을 기초자산으로 발행된 ABS를 부동산투자신탁 펀드가 인수하는 방식으로 투자를 함으로써 펀드 가입자인 일반투자자들은 부동산 개발사업의 간접적인 투자 수익을 얻게 된다.

투자대상 사업은 두산건설이 경기 분당에 건축·분양 중인 주상복합아파트 개발 사업이며 총 800억원인 투자금액을 만기가 각각 다른 4개의 펀드로 나눠 판매한

다.

국민은행 관계자는 “펀드별 예상수익률이 연 6.14~7.58%로 같은 기간 정기예금 이자율보다 2~3%포인트 높은 수익이 예상된다”고 말했다.

(출처: 내외경제신문 2001.10.31 일자 기사에서 요약)

② 뉴스테이트 캐피탈의 웨어하우스 라인 사례

뉴스테이트 캐피탈은 주택담보대출을 전문으로 하는 여신전문금융기관이다. 이 회사는 대출하고 받은 주택담보 대출채권을 자산유동화에 관한 법률에 의거해서 주택저당 채권담보부 증권(mortgage backed securities, 이하 MBS)을 발행하여 자금을 조달하여 왔다. 그러나 MBS를 발행할 경우 발행 규모와 관계없이 상당한 발행비용이 소요되어 총조달비용(all-in cost)이 크게 상승하게 된다. 뉴스테이트 캐피탈이 적절한 MBS 발행 규모를 유지하려면 상당기간 동안 자금부담을 할 수밖에 없게 된다. 이런 문제점을 해소한 것이 바로 웨어하우스 라인이라는 금융혁신이다.

이 제도는 뉴스테이트 캐피탈이 자신이 보유한 주택담보 대출채권을 수시로 신한은행에 담보로 제공하고 담보가의 80% 수준의 자금을 지원받는 것이다. 뉴스테이트 캐피탈은 조달된 자금으로 주택담보대출을 실행하고 일정 규모 이상의 대출채권이 쌓이면 MBS를 발행하여 신한은행의 지원 자금을 상환하게 되는 것이다. 이것은 MBS라는 유동화 사례와 투자은행의 업무 기능을 결합한 금융혁신이라고 할 수 있다.

여신전문기관이 보유한 주택저당채권(모기지론)을 금융기관에 담보로 제공하고 자금을 지원받는 '웨어하우스 라인(warehouse line)'이라는 금융기법이 국내 최초로 도입됐다. 주택담보 대출기관인 뉴스테이트캐피탈은 4일 주택저당 채권담보

부 증권(MBS) 발행을 위한 재원 확보를 위해서 이같은 내용의 업무계휴협약을 체결했다고 이날 밝혔다.

협약에 따르면 뉴스테이트캐피탈은 자사가 보유한 주택저당채권을 신한 은행에 담보로 제공하며 이를 근거로 담보채권금액의 80%에 해당하는 자금인 235억원을 지원받게 된다. 뉴스테이트 측은 "신한은행의 자금지원을 바탕으로 지속적인 MBS 발행이 가능해지고 이에 따라 선진국과 같은 주택금융 서비스가 국내에 조기 정착할 수 있을 것"이라고 기대했다. 또한 중장기 채권인 MBS가 활성화됨에 따라 침체의 늪에 빠져있는 장기 채권시장의 활성화에도 기여하게 될 것이라는 평가다.

신한은행 측도 "여신전문회사의 1차 대출을 근간으로 자금을 지원하므로 주택금융분야에서 국내 최초로 투자은행 업무인 셈"이라며 "MBS시장에서 투자은행의 지위를 선점하는 계기가 될 것"이라고 밝혔다.

지난 94년에 설립된 주택 담보 여신전문회사인 뉴스테이트캐피탈은 전국에 총 8개의 지점을 운영 중이며 지난해 3월 국내 최초로 589억원의 MBS를 발행한 이후 3차에 걸쳐 총 905억원에 달하는 MBS를 발행한 바 있다.

(출처: 매일경제신문 2001. 5. 4 일자 기사에서 요약)

V. 결론

부동산 금융혁신 사례를 수집하여 분석해 본 결과 주식, 채권 시장에서 발생하는 금융혁신들 보다는 수량과 질적인 면에서 열악한 편이다. 그렇지만 낙후된 국내 부동산 금융 시스템을 감안

할 때 국내의 부동산 금융혁신 활동은 적지 않은 성과라고 판단된다. 그리고 이렇듯 부동산 금융혁신 활동이 어느 정도 활성화된 배경에는 유동성 과잉에 따른 저금리 여건, 부동산에 대한 투기적 인식의 변화, 부동산 수익에 대한 중요성의 증가 등과 같은 제도적인 요인이 상당한 비중을 차지하고 있는 것으로 분석되었다. 그렇지만 부동산 금융혁신이 발생하는 요인에는 부동산 사업의 비용절감, 투자자들의 수요변화, 학습 및 실험 효과 등과 같은 기능적인 요인들이 그 기저를 이루고 있음을 알 수 있었다. 현실에서 살아 움직이는 부동산 금융혁신 사례를 어느 한 가지 잣대로 판단할 수 없지만 최소한 부동산 금융혁신 활동이 부동산 시장은 물론 부동산 금융시스템을 더욱 효율적으로 개선시키고 있다는 사실은 부인할 수 없는 것으로 판단된다.

외환위기 이후 국내 부동산 금융시장은 기존의 단순한 기업금융 방식이 무너지고 있는데, 아직 새로운 부동산 금융 시스템은 구축되지 않은 과도기적인 상황이다. 이런 과도기적인 상황에서 부동산 금융혁신 사례 분석은 새로운 부동산 금융 시스템을 구축하는 데 있어서 여러 가지 시사점을 던져주고 있다.

먼저 주식, 채권 투자와 다르게 부동산 투자는 이해관계자들의 비도덕적인 개입이 발생할 소지가 많다. 투자자들이 부동산 사업에 투자할 때 사업의 투명성을 요구하고 있는 것도 그런 이유이다. 그러므로 부동산 금융 혁신 사례(페이퍼 조합방식, 기업구조조정 전문회사의 활용 등)에서도 알 수 있었듯이 가장 시급한 것이 사업 시행자, 시공사들로부터 사업을 분리시켜서 투명성을 제고시켜려는 것이다.¹⁰⁾ 따라서 부동산 사업을 투명성있게 담을 수 있는 투자도관체(investment conduit)의 필요성이 있어 보인다. 최근에 재정경제부에서 프로젝트 금융 투자회사(project financing vehicle)법 제정을 추진하고

10) 외국의 경우 프로젝트 파이낸싱에서 프로젝트 회사와 스폰서를 분리시키는 작업을 통해서 사업의 안정성과 투명성을 확보하고 있다. 구체적인 내용은 Finnerty(1996)에 잘 정리되어 있다.

있어서 이 문제는 어느 정도 해소될 것으로 보인다.¹¹⁾ 이외에도 부동산투자회사들의 자산운용 효율화에 기여하고 또한 부동산 개발사업에 대한 위험관리 강화, 부동산 투자회사간 또는 부동산 회사와의 인수합병 활성화 등을 유도하기 위해서 미국의 부동산 유한투자조합제도를 부동산 투자회사법에 반영해야 한다는 주장이 일고 있다.¹²⁾

둘째, 부동산 금융시스템은 한정된 자원을 부동산 사업에 효율적으로 배분해주는 기능을 수행한다. 이렇게 효율적으로 기능하기 위해서는 부동산 사업에 대한 수익과 위험에 대한 상세한 정보를 투자자들이 입수할 수 있어야 한다. 그러나 현재의 부동산 사업구조로는 위험을 가시화 시키기에 많은 문제를 지니고 있다. 이런 불확정적인 위험을 어느 정도 관리하려는 노력이 부동산 금융혁신 사례(에스크로우 제도의 활용, 은행 부동산 투자신탁 제도의 계약형태 등)에서 찾아 볼 수 있었다. 따라서 부동산 금융 시스템은 부동산 사업의 위험이 쉽게 분산, 통합, 전가될 수 있게 유연해야 되는 것이다. 그리고 단순한 계약의 형태는 물론 선물, 옵션 등과 같은 파생상품 시장의 확대가 이루어져야 할 것이다.

셋째, 부동산 사업에 필요한 시행기능, 시공기능, 관리기능, 금융 기능, 감리기능 등과 같은 기능이 적절하게 구조화되지 않아서 부동산 금융 시스템이 기형화되는 문제가 있다. 예를 들면 시공과 시행 기능, 시공과 금융기능, 감리와 시공 기능 등이 서로 중첩되어 혼란을 주고 있는 것이다.¹³⁾ 이런 기형화된 구조에서는 부동산 금융이 부동산 시장에 자금 공급규모를 조절하여 부동산 시장의 효율성을 이끌어내지 못하게 되므

로 개선이 필요하다.

끝으로 본 연구의 성과와 한계에 대해서 간략히 살펴보면, 본 연구는 외환위기 이후 현재까지 국내에서 발생한 부동산 금융 혁신활동을 정리하고 이런 활동의 동기, 요인, 분류기준 등을 어느 정도 규명하였다. 또한 국내 부동산 금융혁신이 부동산 금융 시스템의 효율화에 기여하고 있음을 밝혀냈다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 제한된 범위의 부동산 금융 혁신 사례를 수집하였기 때문에 연구 결과를 일반화하는 데에는 한계가 있을 수밖에 없을 것이다.

참고문헌

매일경제신문, 한국경제신문, 서울경제신문, 내외경제신문의 해당일자 기사
 서후석(1998), “부동산증권화와 건설개발금융의 활성화 모색”, 「자신디플레이션과 부동산증권화」, pp313-342, 한국건설산업연구원
 서후석(2001), “프로젝트 금융 투자회사법 도입으로 분양형 리모델링사업 쉬워져”, 한국리모델링협회
 이용만 외(2001), 「초기 리츠 시장 활성화 방안」, 한국토지공사
 한국금융연구원(2001), “프로젝트 금융 투자회사법 제정을 위한 공청회 자료”, 한국금융연구원
 John D. Finnerty(1996), *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*, John Wiley & Sons, Inc
 Merton H. Miller(1992), “Financial Innovation: Achievements and Prospects”, pp340-347, Donald H. Chew, Jr(1993, edited), *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*, McGraw-Hill, Inc.
 Scott Mason, et. al.(1995), *Cases in financial engineering: applied studies of financial innovation*, Prentice Hall

11) 프로젝트 금융 투자회사법에 대한 구체적인 사항은 한국금융연구원(2001)에서 작성한 공청회 자료를 참고할 수 있다. 그리고 부동산 개발사업에 미치는 영향에 대해서는 서후석(2001)에 간략히 기술되어 있다.
 12) 이런 주장은 이용만 외(2001)에 상세히 기술되어 있다.
 13) 서후석(1998)에 기능의 미분화에 따른 문제점을 간략히 제시하고 있다.

James A. Rosenthal & Juan M. Ocampo(1988),
*Securitization of Securitization:
Inside the New Technology of
Finance*, John Wiley & Sons, Inc