



대북 투자 사업에 있어서 효과적인 외자 유치 방안

박현일 / 한국산업은행 조사부 법제조사팀장

금강산 관광 외국인 허용의 경제적 예상 효과

이동원 / 한국관광개발연구원 실장

임화순 / 한국관광개발연구원 책임연구원

통일 방식에 따른 주택 정책 접근 방향

서우석 / 대한주택공사 주택연구소 선임연구원

대북 투자 사업에 있어서 효과적인 외자 유치 방안

박현일 / 한국산업은행 조사부 법제조사팀장

정부의 대북 포용 정책이 지속되고 금강산 관광이 활기를 띠면서 대북 경험 사업에 대한 관심이 고조되고 있다. 남북한 관계가 정상화될 경우 크고 작은 경험 프로젝트들이 본격 추진될 것이다. 남북 관계가 개선되고 경험이 활성화됨에 따라 종전의 위탁 가공업외에 유망시되는 경험 사업은 현금 흐름이 양호한 금강산·백두산 등지의 관광 개발 사업 등이 있다. 제조업 부문에서도 남한의 유휴 설비를 북한에 이전하는 방안이 활발히 논의되고 있다. 또한 북한의 열악한 상태에 있는 인프라를 재건하는 방안, 예컨대 경제 특구·공단 조성, 발전소·도로·철도·항만·통신 시설의 건설 등도 본격적인 경험 활성화와 통일을 대비한 인프라 구축 측면에서 유망한 사업 분야라고 할 수 있을 것이다. 외국인 투자자들의 입장에서 북한에 대한 투자는 양질의 노동력 활용과 노동 생산성 향상에 대한 기대, 對중국 진출의 전초 기지 구축, 장차 한반도 통일 특수에 대비한 교두보 확보 등의 견지에서 아주 매력적이다. 문제는 대규모 대북 투자 사업, 특히 인프라 건설에 필요한 자금을 어떻게 조달할 것이냐 하는 것이다. 인프라 건설에 소요되는 자금의 조달은 자기 자본과 타인 자본 두 가지가 있다. 전자는 프로젝트 관여자 또는 금융 기관, 인프라 펀드의 자본 참여이고, 후자는 크게 금융 기관의 대출·합작 투자·리스·채권 발행 등을 통해 이루어진다. 금융 기관의 대출은 사업 종류 및 내용에 따라 국제 개발 기구·수출 신용 기관 등의 공공 차관을 도입하거나 상업 금융 기관들이 공동 참여하는 신디케이트 론을 이용할 수 있을 것이다. 한편, 채권을 발행할 수도 있으며 경험 사업에서 발생하는 현금 흐름이 장기적으로 안정되어 있다면, 이를 바탕으로 유동화 증권을 발행하는 자산 유동화도 가능할 것이다. 문제는 당해 경험 사업에 타당성이 있다고 판명되면 목표 수익률의 범위 내에서 가능한 자금을 국내외적으로 얼마나 효과적으로 조달할 수 있느냐 하는 것이다. 각각의 자금 조달 방법마다 장단점이 있으므로 자문 서비스를 하는 금융 기관과 협의하여 무리하지 않는 범위 내에서 최적 조합으로 재원을 마련하는 것이 좋을 것이다. 우선 원리금 내지 투자 원본을 회수하는 데 북한 당국이 개입할 여지가 없는 사업을 선정하도록 한다. 그리고 어느 방법을 택하든지 간에 담보 제도의 보완 등 법제 면의 인프라가 정비되어야 하겠고, 남북한투자보장협정 내지 수출보험 제도가 시급히 완비되어야 할 것이다.

머리말

19 98년 정주영 현대그룹 명예회장의 소망이 방북과 북한 당국의 금강산 관광 개발 허용을 계기로 남북한 경제 교류 협력 사업이 새로운 차원에서 전개되고 있다. '국민의 정부'는 출범 이래 일관되게 북한 당국을 포용하는 '햇볕 정책'을 펴고 있으며, 한반도에너지기구(KEDO)의 경수로 건설 사업도 비교적 순조롭게 진행되고 있다. 남북한 관계가 개선됨에 따라 계획 단계에 있는 많은 경협 프로젝트들이 본격 추진되겠지만, 이 문제는 경협 사업의 추진에 필요한 자금 조달이 관건이 될 것으로 보인다.

대북 투자 사업은 다음과 같은 견지에서 일반 투자 사업과는 다른 특성을 지닌다. 첫째, 남북한이 군사적으로 대치해 있는 상황에서 경협 사업의 산출물이 군사적으로 전용될 가능성을 경계할 필요가 있다. 둘째, 남북한 문제는 한반도 주변 정세, 특히 미국과 일본, 중국·러시아의 태도 변화에 따라 양상이 급변할 수 있다. 셋째, 북한 사회의 폐쇄성으로 경협 추진을 위한 자본·인력·물자의 자유로운 교류 이동이 곤란한 경우가 많다.

그러므로 대북 투자 사업은 순수 경제 논리가 아닌 정치 논리에 더 많이 좌우될 수 있지만, 본 고에서는 한반도 정세가 급격히 변화하지 않는다는 전제 하에 대북 경협 사업에 관한 논의를 전개하고자 한다. 즉, 남북한 경협 사업을 무슨 분야에서 어떠한 방식으로 추진하고, 그에 필요한 외자를 포함한 재원을 어떻게 조달할 것인지, 가능한 방안과 장단점에 대하여 살펴보고자 한다.

대북 투자 사업의 재원 조달 방안

제조업 투자의 경우

북한에 제조업 생산 공장을 건설하고자 하는 경협 사업자는 정부 당국의 승인을 얻어 투자 금액의 범위 내에서 생산 라인을 설치하고 운영 자금을 투입하여 물건을 생산하게 될 것이다. 초기 단계에는 북한의 투자 여건이 미비된 만큼 투자 위험도가 높겠지만, 국내 기업이 대북 투자를 하더라도 투자 손실의 파급 효과가 적은 사업을 중심으로 진출을 모색할 필요가 있다. 북한 당국의 외국인 투자 장려 업종¹⁾을 선정하는 것도 유리할 것이다. 이에 따라 한국산업은행이 설정한

1) 북한의 외국인 투자 장려·금지·제한 부문에 대하여는 전홍택·오강수(1995), 「북한의 외국인투자제도와 대북 투자 추진 방안」, 한국개발연구원, p. 114 참조. 우리 정부도 1998년 4월 30일 '남북 경협 활성화 조치'에서 전력 산업, 방산 물자 관련 산업, 북한 전력 증강에 이용될 수 있는 산업을 투자 제한 업종으로 지정하였다.

모델에 의하면, 단기적으로는 소규모 경공업
→ 중기적으로는 기술 집약적 경공업 또는
부분적 중공업 → 장기적으로는 기술·자본
집약적 중공업 위주로 진출하는 것이 유망할
것으로 본다.

정부와 재계는 최근 김대중 대통령이 북
한 등지에 국내 중소기업의 유휴 설비를 이
전하는 방안을 적극 추진하도록 지적함에 따
라 그 구체적인 방안을 모색하고 있다.²⁾ 그러
나 본고는 기존 설비의 이전³⁾이 아닌 새로운
자금을 투입하여 경협 사업을 하는 것을 전
제로 논의하고 있으므로, 외자를 포함한 재
원 조달 방안에 관하여 인프라 건설 사업을
중심으로 살펴보고자 한다.

인프라 건설의 경우

대북 경협 사업을 추진함에 있어서는 투자
규모나 투자의 위험성에 비추어 자체 자금만
가지고는 사업을 수행할 수 없는 경우가 대부
분이다. 그러므로 경협 사업자는 금융 기관으

로부터의 차입 또는 외자 도입에 눈을 돌리게
된다. 물론 외자 도입은 사업의 종류 및 형태
에 따라 그 조달 가능성(availability) 및 조
건(terms and conditions)이 결정될 것이
다. 그러나 여기서는 막대한 자금이 장기간
소요되는 인프라 건설의 경우를 예로 들어 효
과적인 외자 조달 방안을 검토해보고자 한다.
이러한 유추 적용(analogy)은 대북 투자 사
업이 그 성격상 리스크가 상당히 클 뿐만 아
니라, 장래 통일 후까지 내다보고 장기적인
관점에서 진행된다는 점에서 타당성을 갖는
다고 생각한다.

특히, 인프라 건설을 위한 외자 조달에 관
심을 갖는 이유는 북한의 인프라 시설이 현
재 매우 열악한 상태에 있는 데다, 향후 남북
경협이 순조롭게 이루어지기 위해서는 무엇
보다도 발전소 건설⁴⁾ 등 인프라의 복구·재
건이 가장 시급하고 또 유력시될 것으로 예
상되기 때문이다.

2) 1999년 3월 31일 열린 '국정개혁보고회의'에서 김대중 대통령은 "대만은 중국에 수천 개의 유휴 설비를 이전해 양쪽 모
두 경제적 이익을 거두고 있다"고 소개하고, 국내 유휴 설비를 북한이나 중국에 이전하는 문제에 관심을 갖도록 관계 부처
와 민간 경제 단체에 촉구하였다. 중소기업진흥공단의 조사에 따르면, 외환 위기 이후의 극심한 경기 침체와 신용 경색에
따른 부도, 수주 감소 등의 영향으로 중소기업들의 가동이 중단된 기계 설비가 약 31조 원 규모에 이르는 것으로 나타났다
(「중앙일보」(1999. 4.1), 「경향신문」(1999. 3.17) 기사), 사실 우리나라도 경제 개발 초기 단계에는 외국의 유휴 설비를 이
전받아 생산 공장을 건설한 바 있다.

3) 지금까지 북한에 생산 설비를 이전한 사례는 전자조합이 1997년부터 북한 대동강공장과 전자 부품 임가공 계약을 맺고 압
착기 공구, 컨베이어 벨트, 계측기 등을 무상으로 이전 반출한 것이 있다. 기계공업협동조합 등 중소기업협동조합중앙회 산
하의 10 개 조합에서도 1998년 12월 조합 대표자들이 북한을 방문하고 146 건의 설비 이전 사업을 추진키로 하였다(「한
겨레신문」(1999. 4.1)).

가능한 자원 조달 방안

○ 자원 조달 방안 개관

인프라 건설에 소요되는 자금의 조달은 자기 자본(equity)과 타인 자본(debt)의 두 갈래로 추진할 수 있다. 발전소·유료 고속도로 등의 인프라 시설이나 정유 공장·화학 플랜트·송유관과 같이 독자적인 수입을 창출하는 산업 시설은 프로젝트 파이낸스(project finance) 방식으로 하는 것을 강구해볼 수 있다. 여기서 프로젝트 파이낸스란 당해 프로젝트의 사업성과 자산·현금 흐름만 보고 자금을 지원하는 금융 기법을 말한다.⁵⁾ 이때 차주는 실질적으로 사업을 수행하는 스폰서가 아니라 당해 프로젝트의 수행을 위하여 별도로 설립된 프로젝트 회사(project company: 사업 시행자)로서 흔히 특수 목적 회사(Special Purpose Vehicle:

SPV)라고 일컫는다. 다시 말해서, 프로젝트 파이낸스는 자금 공여 기관이 차주인 SPV의 재산 상태가 아니라 프로젝트의 사업성만 보고 자금을 제공하고, 대출금의 상환은 당해 프로젝트에서 발생하는 현금 흐름을 재원으로 한다.⁶⁾

그러나 대북 투자 사업에 있어서는 일반적인 프로젝트 파이낸스 기법을 적용하기 전에 다음 몇가지 사항을 고려하지 않으면 안 될 것이다.

첫째, 사업 주체를 국내 기업으로 할 것인가, 아니면 북한의 합영법에 따라 현지 합작 투자 형태로 설립할 것인가. 투자자로서는 국내 기업에 투융자하는 것이 안심일 듯하지만 프로젝트 회사(SPV)는 현지에 설립하는 것이 원칙이다.

둘째, 당해 사업과 관련하여 북한 당국으로부터 어느 정도 협력 내지 보장(concession)을 받을 수 있는가. 프로젝트의 성공적 수행을

4) 최근 한국전력은 북한 고위층의 부탁을 받은 현대그룹의 요청에 따라 평양 근처에 10만 kW급 화력 발전소를 설립한다는 구상을 발표했다. 한국전력은 또 현대그룹이 추진하고 있는 황해도 해주공단 건설 계획이 북한측과 합의되는 대로 자가 발전소 건립이나 문산-해주간(150 km) 송전망 건설 계획을 본격 추진키로 했다(「서울경제신문」(1999. 4.3), 1~2면). 다만, 이 일은 한국전력이 통일부 등 관계 당국과 남북 협력 사업 승인 신청을 위한 협의도 거치지 않은 상태에서 발표한 해프닝으로 끝났지만, 북한내 발전소 건설은 ① 남한의 전력 산업 민영화 계획에 따른 민간 발전 사업자(PP)의 등장과 어떠한 관련을 맺을지, ② 발전소 민영화에 관심을 보이는 외국 자본들이 남한 전력 산업에 어떠한 형태로 동반 진출을 모색할 것인지, ③ 경수로 건설이 본격화된 터에 일반 화력 발전소의 군사적 이용 가능성은 어느 정도로 판단할 것인지 등과 관련하여 주목되었다.

5) 박희일(1995), 「국제거래법」, 한국경영법무연구소, p. 265.

6) 프로젝트 파이낸스에 있어서는 당해 사업이 실패하더라도 대주는 실질적인 사업 주체인 스폰서에 대하여 상환청구권을 행사할 수 없거나 제한적(non- or limited recourse)으로 할 수 있을 뿐이다. 따라서 프로젝트 파이낸스에 있어서는 대주거 정상적으로 원리금을 회수할 수 있도록 원활한 공사 완성, 생산·가동, 안정된 생산물 판매가 보장되어야 하며, 이를 위해 프로젝트 참가자들의 각종 보증·보장을 계약 형태로 덧붙이고 있다.

위해서는 현지 정부의 지원 약속이 긴요한 바, 작금의 국제 정세 하에서는 북한 당국의 컨세션협약 이전에 북한 정권의 안정성에 관심이 집중되고 있다.

셋째, 당해 사업을 프로젝트 파이낸스 방식으로 추진할 경우 어느 정도 금융 지원을 받을 수 있는가(bankability). 프로젝트 파이낸스는 어떠한 사업에나 적용할 수 있는 것은 아니며 일정한 요건을 갖추어야 금융 기관으로서 이를 지원할 수 있다.⁷⁾

넷째, 투자의 과실은 경화(hard currencies)로 환전하여 송금 받을 수 있는가, 아니면 구상 무역(counter trade)의 형태로 회수하게 되는가. 북한의 경우 만성적인 외환 부족으로 북한산 다른 물품을 받아오거나(대용 구매: indirect compensation), 프로젝트에서 생산된 물품을 일정 비율 이상 반입(환매: buyback)하는 경우가 많을 것이다.⁸⁾

다섯째, 미국의 「적성국교역법」 등 북한에 대한 투자 제한 조치⁹⁾가 언제까지 유효하게 시행될 것인가. 이러한 경제 제재 조치가 풀리지 않는 한 미국 기업들의 직간접 대북 투자는 곤란하기 때문이다.¹⁰⁾

본고는 논의의 목적상 북한 당국의 호의적인 협조를 바탕으로 일단 국내 기업이 주체가 되어 외국 투자자로부터 출자를 받거나 대출 또는 채권 인수의 형태로 자금을 공여 받는 것을 상정하고자 한다. 그렇다면 대북 투자 사업은 자금 동원 능력이 좋은 기업이 주도적으로 수행하되, 당해 사업과 직간접으로 관련이 있는 국내외 기업·투자자를 출자자로 참여시키는 것이 좋을 것이다. 여기에는 90년대 이후 많이 생겨난 인프라 펀드도 출자자로 영입하고, 새로운 투자자의 유치·리스크 분산을 위해 출자자의 후순위 대출(subordinated loan)·합작 투자·레버리

7) 프로젝트 파이낸스를 하는 금융 기관은 당해 프로젝트에서 어느 정도 확실한 현금 수입을 예상할 수 있고 그에 대한 리스크가 적절히 분산·통제될 것을 요구한다. 그러나 이러한 요건을 완벽하게 갖추지 못하였다더라도 차주와 스폰서가 충분한 수준의 출자 및 유동성(high equity-high liquidity)을 유지할 수 있다면 그 적용이 불가능한 것은 아니다(박철일(1997, 8), 「프로젝트 파이낸스와 금융 지원 가능성의 검토」, 「산은조사월보」 제501호, pp. 62~64).

8) 박철일, 전계서, pp. 98~104; 남북한 교역에 있어서도 구상 무역이 검토되고 있지만, 북한측의 대용 물품이 다양하지 못한 데다 가격 결정 과정에서 제품의 가치를 제대로 반영하지 못하여, 남북한간에 교역량과 교역 금액의 합이 여의치 못한 실정이다(윤기관(1995, 2.15), 「남북한 대금 결제 방식의 새로운 모색」, 한국경제학회 정기학술대회 자료).

9) 미국은 1950년 12월 「적성국교역법」에 의거한 「해외 자산 통제 규정」을 제정하여 미국내 북한 자산을 동결하는 한편, 무역·금융·외환 등 모든 분야에서의 대북 경제 교류를 금지하였다. 그 후에도 「국제 무기 거래 규정」, 「대외원조법」, 「통상법」, 「수출관리법」, 「수출입은행법」 등을 통하여 미국 기업은 물론 다른 서방 국가의 기업들이 북한과 거래할 수 있는 품목을 더욱 제한하였다(김국신(1997, 8), 「한반도 통일 문제와 한미 관계」, 「입법조사연구」 제246호).

10) 중국이 양자강 삼협둑(Three Gorges) 건설을 추진할 때 중국의 인권 문제에 비판적이던 미국은 이 프로젝트의 최대 금융 제공자로 주목되었던 美 수출입은행을 통한 수출 금융 지원을 거절했다. 1996년 5월 美 수출입은행이 거론한 환경 문제는 수질 보전, 환경 보호, 멸종 위기의 동식물 보존, 집단 이주민을 위한 사회 경제적 대책, 문화재의 보호 등이었다. 美 은행과 기업들의 불참은 향후 20년간 250억 달러 이상 소요될 세기적 토목 공사의 성공 여부를 불투명하게 하고 있다.

〈표〉 프로젝트 파이낸스의 자금 조달 방안

구분	자금 조달 방법	요건	코스트
자기 자본	· 시공 회사, 원료 공급자, 생산물 구매자 등의 출자	· 프로젝트를 주도하는 회사이거나, 외국 유수 기업이 자본 참여할 것 · 프로젝트의 신인도 제고를 위해 필요하며 적절한 시기에 투자분을 회수할 수 있어야 함 · 프로젝트 주력 회사와 공동 출자하는 형식으로 기관 투자자들이 자본 참여함 · 투자자들에게 지명도가 높고, 3~4 년간 안정된 수익성을 보장할 것	10% 내외
	· 금융 기관의 자본 참가		15~20% IRR
	· 인프라 펀드의 참여		25% IRR
	· 공모주 발행		15~20% IRR
타인 자본	· 프로젝트 파이낸스	· 주로 프로젝트 건설 비용에 총당하며, 프로젝트 관련 자산을 담보로 취득함	15~20%
	· 공공 차관 도입	· 사업성 검토를 담당하며 상업 금융 기관들을 협조 용자 형태로 참여시킴	10~15%
	· 상업 차관 도입	· 협조 용자 형태로 참여하며 현지 정부의 보증을 요함	15~20%
	· 사모채 발행(SEC Rule 144A)	· 현금 흐름이 안정되고 부채 상환 비율(DSCR)이 1.2~1.6 이상일 것	12~15%
	· 사채의 공모 발행	· 채권 등급 사정 및 유가 증권 등록을 요하며, 안정된 수익성이 확보되고 일반 투자자들에게 지명도가 높을 것	9~12%
	· 후순위채 발행	· 주식 인수를 원치 않는 투자자에게 제의할 수 있을 것	12~20%

자료: Arthur Anderson(April 1995), SOC Project Finance Seminar 자료를 재구성함.

주: 1) IRR은 출자자의 내부 수익률을 말하며, 타인 자본의 코스트는 현재의 국제 금융 시장 기준임. 대북 투자의 경우에는 여기에 정칙적 리스크 프리미엄이 추가되어야 할 것임.

2) DSCR은 프로젝트의 현금 흐름(세후 순수입)이 당해 연도의 부채 상환액을 어느 정도 총당할 수 있는가 측정하는 재무 비율로서 최소한 120% 이상 유지되어야 함.

지드 리스¹¹⁾(leveraged lease) 같은 금융 기법을 활용할 수 있을 것이다. 물론 남북협력 기금의 지원도 받을 수 있다.

타인 자본의 형태로 자금을 조달하는 방안에는 국제 금융 기구 및 수출 신용 기관(Export Credit Agency: ECA)으로부터의 차관, 상업 금융 기관 대출, 금융 리스(finan-

cial lease), 공모 또는 사모에 의한 채권 발행 등이 있다.

문제는 당해 경험 사업에 타당성이 있다고 판명되면 목표 수익률의 범위 내에서 가능한 자금을 국내외적으로 얼마나 효과적으로 조달할 수 있느냐 하는 것이다. 이러한 자금 조달 방법은 각기 장단점이 있으므로 자

11) 레버리지드 리스란 리스 물건 가격의 20~40%만 자기 자금으로 조달하고 나머지 60~80%는 차입하는 형태로 리스하는 것을 말한다. 현지 세법상 가속 상각 또는 투자 세액 공제 등의 세금 혜택을 받을 있으므로 조세 목적 리스(tax lease)라고도 하는데, 출자자와 대주가 SPV인 오너 트러스트(owner trust)를 설치하고 리스 공여자(lessor)로서 목적물을 리스 해주는 형식을 취하게 된다(박희일, 전계서, pp. 209~212).

문 서비스를 받은 금융 기관(financial advisor)과 협의하여 무리하지 않는 범위 내에서 출자와 금융 기관 차입, 리스, 채권 발행 등 최적 조합¹²⁾의 금융 패키지로 재원을 마련하는 것이 좋을 것이다.

○ 금융 기관 대충

• 국제 금융 기구 등으로부터의 차관 도입

국제연합(UNDP), 세계은행(IBRD), 아시아개발은행(ADB) 등의 국제 기구는 오래 전부터 나진·선봉자유무역지대를 포함한 두만강유역개발계획(Tumen River Area Development Programme: TRADP)을 추진하고, 북한 공무원들을 대상으로 시장 경제 연수를 시키는 등 북한의 경제 개발 지원에 상당한 관심을 기울여왔다. 그러므로 북한 당국이 경제 문호를 개방한다면 장기·저리의 공공 차관 공여·기술 지원에 나서게 될 것이다. 그러나 이들 기구의 공적 성격에 비추어 북한의 정부 기관에 대한 차관 또는

인프라 건설을 위한 상업 금융 기관과의 협조 융자(co-financing) 형태로 그것도 소요 자금의 일부만 공여하게 될 가능성이 크다.

대북 경협 사업을 추진하면서 경제협력개발기구(OECD) 회원국으로부터 고가의 설비를 수입해야 하는 경우에는, 그 나라 수출 신용기관(ECA)¹³⁾의 수출 금융 및 수출 보증을 이용하는 것이 좋다. 발전소 건설 사업의 경우에는 발전기 제작사 또는 연료 공급사를 통하여 수출 금융을 신청하면 된다.

• 신디케이트 론

대북 경협 사업에 거액의 자금이 소요될 경우에는 위험 분산·자금 운용의 효율화를 위해 신디케이트 론(syndicated loan)을 이용해볼 만하다. 간사은행(lead manager)은 경협 사업자와 긴밀한 거래 관계를 맺고 있는 국내 은행이 적임이겠으나, 경협 사업에 대한 타당성 검토, 정치적 리스크의 부담 등을 고려할 때 산업은행이나 수출입은행 등 정책 금융 기관의 적극적인 참여가 불가피할

12) 일반적으로 자금 조달의 최적 조합을 이루는 기준은 차입자의 입장에서 볼 때 목표 금액의 조달 가능성, 예상 올-인 코스트, 원리금 상환의 옵션 조건, 만기, 정부의 인·허가 조건, 투자자의 폭과 지역적 분산, 후속 자금 조달의 용이성, 투자 지분의 변동 가능성 등이다.

13) 발전기 등 설비 자재를 OECD 회원국으로부터 수입하는 경우, 이들 국가의 ECA(미국·일본은 수출입은행, 영국은 ECGD, 독일은 Hermes, 프랑스는 Coface 등)의 차관이나 자금 보증·수출 보증을 받도록 한다. ECA가 프로젝트에 참여하는 경우, 이들이 리스크를 상당 부분 떠안는 만큼 사업의 성공이 보장되기 때문이다. 예컨대, US Exim은 전쟁, 내란, 폭동, 자연 재해, 외환 부족, 국유화 조치, 사업 인가의 취소 등 정치적 리스크를 준공 전후를 불문하고 100%까지 부담한다. 다만, 시장 리스크·운영 리스크 등의 상업적 리스크에 대해서는 준공후 가동 단계에서만 이를 부담하고 있다.

것으로 보인다.

제6공화국 당시 북방 외교의 추진과 병행하여 국내 은행들도 러시아에 대한 경협 차관을 제공하였으나 원리금 회수에 많은 곤란을 겪고 있다. 이러한 전례에 비추어 BIS 자기 자본 비율 개선에 고심하는 은행들로서는 정부 당국이 보증·BIS 규제 상의 특례 인정 등의 조치를 취하지 않는 한, 대북 경협 사업에 대한 지원에 적극성을 떨 수 없고 외국계 은행들의 유치가 필요할 것으로 예상된다.

• 인프라 펀드

인프라 펀드(infrastructure fund)를 대북 경협 사업의 외자 조달 창구로도 이용할 수 있다. 인프라 펀드란 주로 SOC 시설에 대한 개발 투자에 자금을 운용하는 헤지 펀드를 말한다. 최근 전세계적으로 성장세를 타고 있는 인프라 펀드는 도로, 전력, 통신 등의 SOC 시설을 건설·운영하는 프로젝트에 자금을 투자하고 수익을 많이 올리고 있다.

그러나 인프라 펀드는 일반적으로 연율 20% 이상의 고수익성을 요구하는 만큼 리스크가 큰 대북 경협 사업에 인프라 펀드를 동원한다는 것은 무리일 것으로 생각한다. 그러나 미국의 기관 투자자들이 위탁하는 인프

라 펀드가 대북 경협 사업자와 공동 출자의 형태로 참여하는 것은 별개의 문제라 하겠다.

○ 합작 투자

외국 투자자가 대북 경협 사업에 있어 자기 명의로 참여하기를 원할 때에는 자금 제공, 기술 지원, 생산물 판매 등의 장점을 발휘하여 합작 투자(joint venture)의 형태로 사업을 추진할 수 있을 것이다. 이 경우 국내 기업과 외국 투자자의 합작 회사는 국내법 상의 회사 형태로 설립되는 것이 보통이지만, 북한에 사업 기반을 갖출 필요가 있는 경우에는 북한의 합영법에 의하여 외국인 합영 회사를 설립할 수도 있을 것이다.

○ 리스

대북 경협 사업에 투입되는 고가의 시설·장비는 리스 방식으로도 도입할 수 있다. 이 경우 경협 사업자로서는 처음부터 많은 자금을 들일 필요없이 설비를 리스하여 사용하고 여기서 발생하는 수입으로 리스료를 지불하는 것이 합리적이다.

구체적으로는 금융 리스·레버리지드 리스 등이 이용되는데, 전술한 바와 같이 중소기업의 유허 설비를 북한에 이전할 때에도

이러한 리스 방식이 활용되고 있다. 리스는 세금 혜택을 받는 것이 매우 중요하므로 세법 상의 요건¹⁴⁾을 구비하도록 유의할 필요가 있다.

○ 채권 발행

대북 경험 사업의 사업성을 검토한 결과 현금 흐름이 안정적이라면 이를 재원으로 원리금을 상환하는 채권을 발행할 수 있다. 그 방법도 공모(public offering)와 사모(private placement) 모두 가능한 데다 다수의 투자자들을 상대로 일거에 거액의 자금을 조달할 수 있다는 점에서 유력시된다. 다만, 공모 발행¹⁵⁾은 전문 신용 평가 기관에 의하여 신용 등급을 받아야 하므로, 이러한 절차를 거치지 않아도 되는 사모 발행이 선호될 것이다.

특히, 80년대 하반기부터 국제 자본 시장에 증권화의 경향이 두드러지면서 발전소, 교통 시설 건설 등 인프라 분야에도 특히 미국 SEC Rule 144A¹⁶⁾에 의한 사모 발행이 크게 늘어났다. 보험 회사·연기금 등 기관

투자가(Qualified Institutional Buyer: QIB)들이 프로젝트 파이낸스에 적극적인 이유는 ① 거액의 자금을 필요로 하는 대형 프로젝트에는 은행들만으로 자금을 조달하는데 한계가 있고, ② 은행들이 BIS 룰 등의 이유로 위험 자산에 장기간 자금이 잠기는 것을 기피함에 따라 대체 재원으로서 이들을 적극 유치하였기 때문이며, ③ 기관 투자자들로서도 비교적 양질의 고정 자산으로 포트폴리오를 다양화하는 이점이 있으므로 이에 응하고 있기 때문이다.

장기 베이스의 채권을 발행하는 경우 현금 흐름에 차질을 빚을 수 있는 모든 사태가 리스크가 된다. 예컨대, 북한에 화력 발전소를 건설하는 경우의 리스크 요인은 ① 생산 전력의 판매 계약, ② 전력 생산 코스트, ③ 연료비, ④ 프로젝트 완공후 차질없이 수익을 발생할 수 있는 프로젝트의 구조, ⑤ 기술적 리스크, ⑥ 전력 구매자의 신용, ⑦ 초기 3~5 년간의 자금 조달 계획과 실적의 차이(채무 상환 및 고정비 지출을 커버할 수 있는 충분한 현금 수입이 있어야 함) 등이 검토 대상이 될 것이다.

14) 「법인세법」 제9조: 「법인세법」 기본 통칙 2-3-57...9(리스의 회계 처리).
 15) 프로젝트의 수익성이 양호하고 지명도가 높은 경우에는 공모 발행도 가능할 것이다. 이미 사모 발행을 통하여 기관 투자자들로부터 호평을 받고 있다면, 일반 투자자들을 대상으로 더 많은 자금을 조달할 수 있기 때문이다. SOC 채권의 공모 발행 절차에 관하여는 박희일, 전게서, pp. 280~282 참조.
 16) SEC Rule 144A는 美 SEC 채권 등록(registration) 절차를 간소화하기 위해 1990년 4월 도입되었다. 증권을 사모 발행할 때 일정 자격 요건을 갖춘 기관 투자자(QIB)에 판매하는 것에 대하여는 SEC 심사가 면제되므로, 적은 비용으로 신속하게, 상세한 정보의 공시없이 기채가 가능하므로 특히 프로젝트 파이낸스에 널리 이용되고 있다(상게서, pp. 155~157).

○ 자산 유동화의 검토

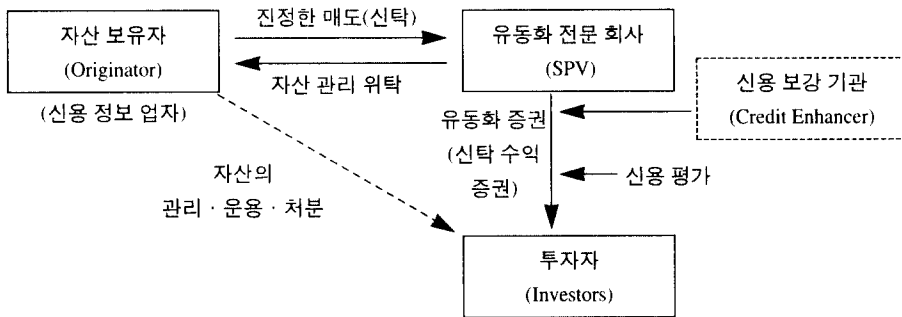
지금까지 인프라 건설에 채권의 공모 발행을 통한 자금 조달 실적은 별로 많지 않았다. 그 이유는 ① 많은 리스크가 내포되어 있어 투자자들이 안심할 정도의 안정된 현금 흐름이 있는 경우가 드물었고, ② 신용 평가 기관에서도 투자 등급 이상의 신용 평가를 내리기 어려웠기 때문이다. 이에 따라 공모 발행은 주로 안정적인 미래의 현금 흐름이 있거나 정부의 지원이 보장되어 있는 프로젝트에 부분적으로 적용되었다.

그런데 채권을 발행하더라도 기관 투자자를 대상으로 한 사모 발행이 보다 일반적이었고 일반 투자자들에 의해 자본 시장에서 널리 받아들여지는 상황은 아니었다. 그러나 최근 들어 자산 유동화(Asset-Backed Securitization: ABS) 기법의 적용이 구체

적으로 검토되고 있다. 프로젝트 파이낸스와 자산 유동화는 SPV를 도구로 쓰고 장래의 현금 흐름(future cash flow)을 금융의 기초로 할 뿐만 아니라, 둘다 非遡求 금융(non-recourse financing)에 속한다는 점에서 공통점이 많다. 오늘날 자산 유동화 기법이 고도화되고 각종 신용 보강(credit enhancement) 장치가 고안되고 있어 프로젝트 파이낸스에서도 직접 금융의 비중이 커진다면 채권의 공모 발행을 통한 자금 조달이 점차 활기를 띠 것으로 예상된다.¹⁷⁾

대북 경험 사업에 자산 유동화를 적용할 경우, 우선 금융 기관의 대출 채권을 유동화하는 방안과 담보 취득 및 처분에 있어서 다른 채권 금융 기관의 양보를 받을 수 있는 경우,¹⁸⁾ 현금 흐름을 발생시키는 자산을 SPV에 양도(true sale)하고 증권을 발행케 하는 방안을 생각해볼 수 있다. 아직 우리나라에서

〈그림〉 자산 유동화의 메커니즘



17) Graham Vinter(1998), *Project Finance - A Legal Guide*, 2nd Ed., Sweet & Maxwell, pp. 273~283.

는 자산유동화제도의 시행이 일천하고 자본 시장에서의 수익률 구조(yield curve)가 온갖 형태의 유동화 증권을 소화하기에 벅찬 감이 있기는 하다. 그러나 자산 유동화는 상환청구권이 없는 금융 방식으로 자금 조달 코스트의 절감 및 BIS 비율 등 재무 구조의 개선, 외국 투자자를 비롯한 투자자층의 저변 확대를 꾀할 수 있는 첨단 금융 기법이라는 점에서 향후 검토할 만한 충분한 가치가 있다고 생각한다.¹⁹⁾

○ 재원 조달 방안의 단계적 선택

이상 금융 기관 대출에서 채권 발행·자산 유동화에 이르기까지 재원 조달 방안의 장단점을 살펴보았다. 프로젝트가 국내법의 효력이 미치지 아니하는 북한 지역에서 수행되므로, 채권자 또는 투자자의 입장에서는 원리금 내지 투자 원본을 회수하는 데 북한 당국이 개입할 여지가 없는 것을 원할 것이다. 따라서 외자를 효과적으로 유치하려면 현금 흐름의 원천이 국내에 속한 프로젝트,

예를 들면 북한 지역에 국내 기업들이 입주하기로 되어 있는 공업단지를 조성하는 것, 이러한 공단에 소요되는 전력을 생산·공급하는 것이 유망할 것이다.

제2단계로 북한측에 투자 신뢰도가 쌓이면 북한의 현지 통화를 받는 현지 기업·주민 상대의 프로젝트를 수행하도록 한다. 외국인 투자자들은 총사업비를 회수할 때까지 프로젝트 시설을 관리·운영하는 조건²⁰⁾으로 유료 도로·철도·항만 등을 건설할 수 있을 것이다. 이런 식으로 외국인 투자자들의 투자 마인드가 정착된다면, 북한 지역내 프로젝트에서 발생하는 현금 흐름을 토대로 자산 유동화를 추진하는 것도 가능하리라고 생각된다.

맺음말

대북 경험 사업이 성공적으로 추진되려면 한반도 및 주변 정세가 평화롭게 조성되어야 함은 말할 나위도 없다. 그러나 금강산 관광 개발의 예에서 볼 수 있듯이, 남북한간

18) 자산 유동화에 있어서는 SPV가 자산 보유자의 파산으로부터 영향을 받지 않도록(bankruptcy remote) 하기 위하여 유동화 대상 자산을 SPV에 양도하지 않으면 안된다. 그 결과, 다른 채권자들로서는 자산 보유자가 그에 상응하는 유동성을 획득한다 해도 채권의 담보가 되는 일반 재산이 줄어들거나 후순위 담보권자로 격하되는 것을 감수해야 한다.

19) 프로젝트 파이낸스에 자산 유동화를 적용하는 경우의 법적인 유의 사항과 리스크 및 신용 보강 대책에 관하여는 박현일 (1998. 12), "자산 유동화에 의한 프로젝트 파이낸스의 유의점", 「국제법무연구」 제1권 제1호, 경희대학교 국제법무대학원, p. 84 이하 참조.

20) SOC 시설을 건설하고 총사업비를 회수할 때까지 당해 시설의 관리운영권을 갖는 것을 BOT(Build-Operate-Transfer) 방식이라 한다.

에 상생(相生: Win-Win) 효과를 가져오는 민간 차원의 경험도 간과되어서는 안될 것이다.

이를 위해서는 경험 사업에 대한 자금 조달 등 금융 지원 방식을 검토할 때 외자 도입 내지 외국인 투자의 길이 항상 열려있어야 한다. 그 이유는 북한 사회의 변화는 근본적으로 개방화·국제화를 통해서만 가능한 것이고, 국내 자금 동원에는 한계가 있는 데다 장차 통일에 대비하여 외자 유치의 가능한 방법과 절차의 점검을 마쳐야 하기 때문이다. 외국 투자자들의 입장에서도 북한은 ① 양질의 저임금 노동력이 풍부하여 약간의 투자만으로도 노동 생산성을 비약적으로 증가시킬 수 있다는 점, ② 북한의 철, 석탄, 아연 등 풍부한 자원을 쉽게 이용할 수 있다는 점, ③ 북한에 생산 거점을 확보하여 對중국 진출의 전초 기지로 삼을 수 있다는 점, ④ 단기적으로는 손실을 감수하더라도 장기적으로 한반도 통일 특수에 대비하여 교두보를 확보할 수 있다는 점 등에 비추어 크게 주목하고

있는 것이 사실이다.

외자를 적극적으로 유치하고자 할 때 대두되는 문제점은 현재 이에 관한 법제 면의 인프라²¹⁾와 남북한 투자보장협정·이중 과세 방지·산업재산권 보호·수출보험제도가 미비²²⁾되어 있다는 것이다. 특히, 북한 지역의 담보제도에 관하여는 대책이 전무한 상태이다. 폴란드 등 체제 전환국들이 시장 경제로 전환하면서 제일 먼저 착수한 것이 서구식 담보제도의 도입²³⁾이었다고 할 때, 이 문제는 한반도에도 시사점이 크다고 생각한다.

전통적인 금융 기관 대출에서부터 자산 유동화에 이르기까지 다양한 자금 조달 방안을 모색하는 것은 현안으로 대두된 남북한 경험의 확대는 물론 그 노하우를 살려 향후 통일시대의 북한 지역 복구·재건에도 적용할 수 있다는 점에서 아무리 강조해도 지나치지 않을 것이다. **統**

21) KEDO의 경우로 건설 사업과 관련하여 북한 당국과 통행 및 통신, 특권·면제 및 영사 보호, 채무 불이행시의 조치, 출입국 절차 등의 의정서가 체결되었지만, 이러한 의정서가 다른 경험 사업에는 적용되지 아니한다.

22) 정부는 유휴 설비의 북한 이전을 촉진하기 위해 남한의 유휴 설비를 활용해 운영되는 북한내 시범공단의 조성을 중소기업협동중앙회와 같은 민간 단체의 주도로 추진하기로 했다. 이와 관련하여 남북한투자보장협정 등 법적·제도적 기반이 마련될 때까지 기업의 투자 리스크를 덜어주기 위해 수출보험공사에 '남북산업협력보험'을 신설토록 했다(「한국경제신문」(1999. 4.20), 1면).

23) 세계은행과 IMF가 시장경제체제로 전환한 폴란드에 차관을 공여하면서 제일 먼저 착수한 것은 담보제도를 정비하는 것이었다. 왜냐하면 외국인 투자나 금융 거래가 활성화하려면 채권 보전 수단이 확보되어야 하는데, 공산체제 하에서는 담보제도라는 것이 없었고 담보로 할 만한 재산도 사실상 일부 동산밖에 없었기 때문이다. 1995년 6월 폴란드는 세계은행의 차관 자금 지원을 받아 미국식 담보제도를 도입한 담보법을 제정하였다.