

일반논문

공간생산의 금융화  
금융지리학의 관점에서\*

Financializing the Procurement of Infrastructure

by Public-Private-Partnership?: A Perspective of Financial Geography

김창현\*\*

지난 20년 동안 민간투자사업은 한국의 주요 도로와 철도 등 기반시설을 설치 하는데 활용되어 왔다. 이 사업들은 공통적으로 민간자본을 유치하기 위해 프로젝트 파이낸스(project finance) 기법을 활용하고 있다는 점에서 공간시장과 자본 시장의 역동적 상호관계를 주장하는 금융화 개념과 맞닿아있다. 이와 같은 인식을 바탕으로 이 논문은 정치경제학과 지리학에서 논의되고 있는 금융화 이론과 개념들을 설명하고, 그중에서 하비의 투자전환 이론을 통해 기반시설 설치사업의 프로젝트 파이낸스의 작동원리를 설명하고자 한다. 문헌 분석을 통해 이 연구는 기반시설을 포함한 공간개발 시장을 이해하기 위해서는 금융화 연구흐름 중에서 마르크스주의에 기반을 둔 투자전환 이론을 기반으로 하는 금융지리학 접근이 필요하다고 주장한다. 경험적 차원에서, 이 연구는 민간투자사업의 최소운영수입보장 비용의 도출원리를 조망했다. 자본 유통에 필요한 교통시설을 설치하는 비용은 일시적으로 줄어드는 것처럼 보이지만, 궁극적으로 국가의 보조금 정책으로 인하여 재정부담으로 돌아왔다는 사실을 확인했다.

주요어: 프로젝트 파이낸스, 민간투자사업, 금융화, 금융지리, 공간적 조정

\* 익명의 심사위원 세 분께 감사의 말씀을 전한다.

\*\* 서울대학교 지리학 박사(skytreesea@gmail.com)

## 1. 서론

민간투자에 의한 기반시설(infrastructure) 생산은 국가가 공공자본을 공급해야 한다는 관념을 빠르게 위협하고 있다. 1992년 영국의 존 메이저 정부에서 민간자본참여(PFI) 제도를 도입한 이래로 민관협력사업(public-private partnership)은 기반시설을 설치하는 주된 방법으로 자리 잡아왔다.<sup>1)</sup> 이후 스페인, 네덜란드, 캐나다 등 많은 나라에서 PFI를 도입했다. OECD는 많은 국가들이 저성장과 고령화로 인하여 복지지출이 늘어날 것이기 때문에 기반시설에 대한 민간자본참여도 함께 성장하고 있다고 설명한다(OECD, 2007). 특히 2008년 서브프라임 모기지론으로 인한 미국의 금융위기 이후, 기반시설에 대한 투자는 안정적으로 장기간 현금흐름을 창출한다는 장점 때문에 세계 투자자들의 관심을 모으고 있다.

민간투자사업의 발전은 자본시장의 기반시설 생산 참여를 가능하게 한다. 따라서 민간투자사업을 시행할 때 자산시장의 투자를 받기 위해서 프로젝트 파이낸스(Project finance) 등의 자금조달 방식이 활용된다(Brealey et al., 1996). 프로젝트 파이낸스는 자산유동화(securitization)의 한 유형으로서 미래 현금흐름을 담보로 하여 자금을 조달하는 방식이다(Bing et al., 2001; Pretorius et al., 2009). 특히 한국에서는 IMF 위기 이후 구조조정을 겪으면서 부동산과 기반시설 등에 대한 증권화가 본격화되었다.<sup>2)</sup> 이와 같은 과정은 디파스케일과 위튼은 공간시장과 자본시장을 통합한 정태

1) PPP 사업은 민간투자사업(Private Financed project), 민관협력사업(Public-private partnership), 민간금융주도(Private finance initiative) 등 다양하게 표현된다. 이 논문에서 민간투자사업은 민간이 주도하는 금융이라는 의미를 강조하고 있지만, 공식적으로 민간투자사업을 총칭하는 용어인 ‘민간투자사업’이라는 용어를 사용하고자 한다.

2) 이 논문에서는 공간상품을 공간적으로 고착된 상품으로 정의한다. 공간상품에는 기반시설, 상업용 부동산, 주택 등이 포함된다. 이 논문에서 공간상품은 궁극적으로 하비(Harvey, 1978)의 건조환경(built environment) 개념을 전제하고 있다. 하비의 정의상으로, 도시의 물리적 틀을 생산하는 고정자본(fixed capital which function as a physical framework for production).

적 균형모델을 만든 것과도 일맥상통한다(DiPasquale and Wheaton, 1996). 한편, 김용창은 공간상품의 증권화 현상을 종합적으로 정리하면서 “공간 시장과 자본시장의 통합”이라는 표현을 사용하기도 했다(김용창, 2005). 이와 같은 학자들의 지적은 자본시장의 발전이 공간생산의 시장에 직접적으로 영향을 미치게 되는 일종의 ‘금융화’ 개념에 대한 관심을 환기시켰다(Weber, 2002).

이 논문의 목적은 기반시설 민간투자사업을 설명하기 위해 비판적 정치경제학과 금융지리학에서 제기하고 있는 금융화(financialization) 이론과 개념을 재검토하는 것이다. 좀 더 구체적으로 이 연구는 프로젝트 파이낸스, 즉 개발금융 기법이 기반시설을 생산하는 방식에 대해 금융지리학의 시각을 적용하는 것을 목적으로 한다. 이 논문은 다음과 같은 순서로 진행된다. 먼저 2절에서는 금융지리학의 개념을 정리하고, 핵심 개념인 금융화에 대한 논의를 다룬다. 3절에서는 금융화에 관한 정치경제학 관점을 정리하고, 그중에서 하비의 자본투자전환의 연구들을 채택하는 근거를 밝힌다. 4절에서는 건조환경을 이루는 요소로서 기반시설의 공급 방식에 대한 논의를 정리한다. 5절에서는 실제 수익형 민간투자사업에서 사용하는 프로젝트 파이낸스 방식을 통해 기반시설 금융화의 의미를 되짚어보고, 6절에서는 연구결과를 요약하고 향후 연구방향을 제시하고자 했다.

## 2. 금융지리 개념과 금융화

금융지리학은 금융화를 포함하여 최근 급변하고 있는 자본주의 체제의 공간문제를 금융과 관련하여 이해하려는 일련의 연구분야를 의미한다(Thrift, 1994; Sassen 2001; Pollard, 2003). 화폐와 금융의 지리학이라는 키워드를 내세우는 마틴(Martin, 1999)은 지리학에서 화폐와 금융의 공간성에 대한 연구를 네 가지로 분류한다. 첫째, 데이비드 하비(David Harvey)의

연구성과를 비롯한 마르크스주의적 접근법이다(Harvey, 1978; 1982). 하비는 자본주의의 축적체계의 특성을 이론화하는 과정에서 공간상품의 금융화(financialization) 과정을 분석하는 데 기여했다. 둘째, 금융산업의 재편, 금융기관과 서비스, 그리고 금융시장에 관한 연구가 있다(Lee and Schmidt-Marwede, 1993; Leyshon and Thrift, 1995). 셋째, 주로 도시지리의 관점에서 금융중심지의 특성과 동학을 다룬 연구들이 있다(Thrift, 1994; Sassen, 2001; Clark, 2002). 마지막으로 마틴은 지역에서 금융의 흐름(regional finance flow)과 지역성장(regional industrial development)에 관한 연구들이 시작 단계에 있다고 보았지만, 2008년 이후 금융지리학에 대한 관심이 다시 고조되고 있다.

비판적 정치경제학에서 금융지리학에 대한 관심은 1990년대 세계화(globalization) 논쟁 이후 가속화되었다. 그중에서 오브라이언은 “지리의 종말(end of geography)”을 선언하면서 역설적으로 금융에 대한 지리학자들의 관심을 고취시켰다(O'Brien, 1992). 오브라이언은 과거 기업들에서 자본의 순환은 시간과 공간의 제약이 존재했지만, 정보통신기술이 급격하게 발달함에 따라서 자본 이동의 장애물이 상당히 제거되었으므로 이제 지리적 입지(geographical location)의 의미가 줄어들었다고 판단한다. 최근 오브라이언이 밝히듯(O'Brien and Keith, 2009), 금융에서 지리의 종말은 구조적 변수로서 공간의 영향력이 줄어들었다는 점을 강조하는 표현이며, 지리의 의미가 사라졌다는 의미는 아니다. 이와 같은 주장에 대해 지리학자들은 금융이 발달한 시기에도 여전히 지역과 공간이 중요하다는 근거를 제시하기도 했다(Klagge and Martin, 2005). 특히 1990년대 이후에는 세계화(globalization)가 급격하게 진행되면서, 전 지구적 구조(global structure)와 지리적 특성(locality)이 어떻게 상호작용하는지에 대한 논의가 본격화되던 시기였다.

금융지리학에 비하여, 금융화는 비판적 정치경제학에서 비교적 자주 다루어지는 개념이다. 비판적 정치경제학에서 금융화(financialization)이라는 주제는 세계체계론적 관점(Arrighi, 1994), 조절이론(Boyer, 2000), 그리고

마르크스주의 관점(Harvey, 1982) 등 다양한 관점에서 분석되어 왔다. 자본주의와 금융에 대한 정치경제학의 저작의 역사는 힐퍼딩의 『금융자본론』(원제: *Das Finanzkapital*)까지 거슬러 올라간다(Hilferding, 1985). 특히 1910년 독일에서 발간된, 힐퍼딩의 『금융자본론』은 마르크스의 『자본론』에서 충분히 다루지 못한 신용화폐의 문제, 그리고 자본주의 위기에서 금융자본의 지배적 역할에 관한 이론을 제공했다. 훗날 힐퍼딩의 저작은 금융자본을 은행자본과 산업자본의 통합체로 간주했다는 단순한 논리구조 때문에 비판의 대상이 되었지만(Harvey, 1982: 388), 신용화폐와 자본유통에 대한 마르크스주의 분석을 구체화했다는 평가를 받고 있다.<sup>3)</sup>

주류경제학에서 금융은 자본주의 체제 하의 필연적 요소로 간주되지만, 정치경제학에서 금융화 논의는 금융 자본주의(financial capitalism)에 대한 비판과 연결되곤 한다(Lapavistas, 2009; 2013). 비판적 정치경제학의 맥락에서 금융화는 무역과 상품생산보다 금융 부문을 통해서 이윤추구가 일어나는 축적의 패턴을 의미한다. 금융화는 1980년대 이후 금융부문의 급격한 성장을 바탕으로 발전한 개념이다. 앨버스(Aalbers, 2008)는 금융화가 은행, 대주, 개인투자자, 그리고 헤지펀드 등의 금융행위자의 성장뿐만 아니라 자동차 산업, 신경제, 부동산 산업과 같이 다른 영역의 작동을 반영하게 되었다고 설명한다. 또한, 뒤메닐과 레비(Duménil and Lévy, 2001)는 금융화를 “지배계급의 헤게모니 장악을 위한 지구적 신자유주의 프로젝트의 일환”이라고 표현하기도 한다. 이상의 연구들은 1980년대 이후 신자유주의적 전환 과정에서 전후 자본주의가 산업부문보다 금융부

3) 예를 들어 『자본의 한계』에서 하비는 힐퍼딩의 금융자본 이론을 검토하면서 다음과 같이 쓰고 있다. “마르크스는 우선 가치척도로서의 화폐와 유통매체로서의 화폐 간의 모순을 확인하고, 이 모순이 화폐가 자본으로 유통할 경우 어떻게 고조되는가를 이해하기 위한 기반을 놓고자 했다. 이 모순은 힐퍼딩의 저작에서는 거의 나타나지 않는다. (중략) 힐퍼딩은 금융자본을 헤게모니적이며 통제적인 것으로 묘사한 반면, 마르크스는 금융자본을 그 자신의 내적 모순들의 망에 불가피하게 사로잡힌 것으로 묘사한다”(Harvey, 1982). 결국 하비는 힐퍼딩이 마르크스를 인용했지만, 그가 제기한 문제를 충분히 설명해내지 못했다는 결론에 도달한다.

문에 대한 의존도가 높아졌다는 점에 중점을 두었다. 그러나 상기 연구들에 대해 지리학자들은 금융화 연구가 주로 장소와 공간이 아닌 국가와 정책에만 집중된다는 점을 지적한다(Klagge and Martin, 2005).

최근 레이손 등(Leyshon et al., 2011)의 논의에서 볼 수 있는 것처럼 지리학자들은 금융지리학 이론을 전개하기 위한 토대로 금융화 개념으로부터 출발하는 경우가 많다. 이들은 경제지리학에서 금융화되는 공간(financializing space)을 지리학의 한 분야로 편입시켜야 한다는 주장이 제기하고 있다. 그러나 이 연구를 비롯하여 금융지리학 분과 내에서도 ‘금융화’를 어떻게 이해할지에 대해서는 의견이 분분하다(Hall, 2011; 2012; Martin, 1999). 또, 금융지리학이라는 개념을 사용하는 경우에도 기존 지리학의 연장선상에서 금융기관들의 공간성(spatialities of financial centres)을 조사한다거나(Clark, 2002; Engelen and Grote, 2009), 자본주의 체제 안에서 금융의 중요성이나 논의의 흐름을 이해하는 정도에서 그치는 경우가 많았다(Pike and Pollard, 2010). 따라서 이 논문은 먼저 기존 금융화를 중심으로 한 레이손 등의 금융지리학 분류를 소개하고, 그 한계점들을 바탕으로 마르크스주의적 금융지리학 관점의 필요성을 드러내고자 한다.

### 3. 금융화 이론의 전개

#### 1) 조절이론 접근

조절이론은 금융화에 대한 가장 대표적인 정치경제학 접근법이라고 할 수 있다. 『자본주의 조절이론: 미국의 경험』이라는 아글리에타(Aglietta, 2000)의 저작으로부터 본격화된 조절이론은 자본주의 체계를 이해하기 위해 축적체제(regime of accumulation)와 조절수단(mode of regulation)이라는 개념을 도입했다. 축적체제란 상당한 기간 동안 응집되어온 생산과 소비 간의 특정한 관계의 형태를 의미하며, 포디즘과 포스트포디즘의

구분이 대표적이다. 자본축적의 과정에서 발생하는 모순들은 조절수단(mode of regulation)을 통해서 안정화된다. 조절수단은 서로 다른 경제적, 정치적 이해관계를 가진 행위자들의 관계를 조정해줄 수 있는 장치들을 의미하는데 금융화는 조절수단의 하나로 정의된다. 따라서 조절이론에서 금융화란 단순히 실물과 금융의 이분법에서 금융부문의 상대적 성장을 의미하는 데에서 멈추지 않고, 금융을 조절수단의 하나로 인식하고 있다(Krippner, 2005).

특히 브와예(Boyer, 2000)는 금융화된 새로운 축적체제는 예전에는 단 순히 노동의 대가로 임금을 받아 소비하던 소비자들이 이제 적극적으로 기업의 이윤추구의 동기가 되는 금융체제의 행위자가 되었음을 보여준다. 그의 분석에 따르면, 금융이 주도하는 시장경제에서는 기업뿐만이 아닌 중산층이 금융시장의 행위자가 되면서 금융화가 빠르게 진행되었다. 브와예는 금융화라는 축적체제의 특성이 자본의 이동성, 주주가치에 근거한 기업의 지배구조, 노동시장 유연성, 낙관주의, 그리고 금융시장의 호황 등을 특성으로 한다고 지적한다. 이와 같은 축적체제는 끊임없이 자기 체제를 재생산하려는 동력을 가지고 있다. 이 과정에서 중산층은 연금(pension)과 개인투자(private investment)를 통하여 금융화에 동참한다. 그러나 금융화된 체제의 지속가능성에 대해서 조절이론가들은 여전히 회의적이며, 2008년 서브프라임 모기지론으로 촉발된 세계 금융위기는 금융화된 체제의 문제를 오롯이 드러냈다고 평가할 수 있다.

## 2) 비판회계학 접근

조절이론과 달리 금융화에 대한 비판회계학 관점은 주주가치 중심의 자본주의를 비판하기 위한 논의이다. 비판회계학(critical social accountancy)의 관점은 영국의 프로드(Julie Froud), 윌리엄스(Kerel Williams)를 비롯한 일군의 학자들에 의해서 제기되었다(Froud, 2003).<sup>4)</sup> 비판회계학의 연구는 금융화의 논리, 실제, 그리고 한계를 정치경제학적 관점에서 제시한다. 프

로드와 윌리엄스(Froud and Williams, 2002)는 쿠폰풀 자본주의(coupon pool capitalism)라는 용어를 통해 자본주의 금융화의 특성을 요약한다. 자본주의 경제체제에서 미래 가치를 기반으로 한 모든 자산을 쿠폰이라고 했을 때, 쿠폰풀은 쿠폰의 집합이다. 비판적 회계학자들은 쿠폰풀이 자본시장으로 노동소득을 집중시키는 기능을 가지고 있고, 그렇기 때문에 주주가치를 극대화해야 한다는 논리가 절대선인 것처럼 인식된다고 설명한다. 이러한 논의는 그들 스스로 어느 정도 인정하고 있듯, 1990년대 후반 미국에서 주식시장이 전대미문의 영향력을 행사하던 분위기를 일정 부분 반영한 논의라고 볼 수 있다. 또한 당시는 미국과 영국에서 연금시장의 성장과 함께 개인이 직접 자본시장의 행위자로 본격적으로 등장하기 시작한 시기였다는 점도 염두에 둘 필요가 있다.

프로드와 윌리엄스는 금융화의 조건으로 국내외 투자자들의 존재, 수익을 창출할 수 있는 경제상황, 그리고 노동유연화 등 비용절감 노력이 선행된다고 지적한 바 있다(Foud and Williams, 2002). 앞서 언급한 것처럼, 금융화된 경제체제의 핵심은 주주가치 극대화이므로 단기수익 창출에 집중하기 위해서는 최대한 비용을 줄이고 동시에 재무제표 상에 나타난 수익지수만을 관리하는 것이 지상목표로 설정되는 경향이 있다. 이와 같은 동력에 의해서, 제조업은 한 자리수의 성장을 하는 과정에서도 금융 부문은 두 자리 수의 기대 성장을 할 수 있을 것으로 예측되곤 한다. 결국 쿠폰풀 체제는 일시적으로 중산층의 연금금과 개인투자로 유지되지만, 필연적으로 금융부문과 실물부문의 비대칭성으로 인한 위기를 야기하게 된다. 2008년 금융위기는 조절이론과 비판적 회계학이 주장하던 금융부문의 취약성과 상당히 일맥상통한다. 그러나 비판회계학파의 쿠폰풀 자본주의 이론은 시장경제의 작동원리 중에서 금융시스템의 과도한

4) Leyshon 등(2011)은 비판적 사회회계학(Critical Social Accountancy)의 관점을 금융화에 대한 세 가지 관점 중 하나로 소개하고 있다. 물론 금융화에 대한 관점은 분류하는 학자들마다 특성이 있지만, 이 논문에서는 금융지리학의 관점에서 금융화를 분석한 Leyshon 등의 분류를 약간 수정하여 따르기로 한다.



성장이 가져올 문제점에 대해서 논의를 좀 더 집중했다는 점을 주목할 필요가 있다.

### 3) 일상생활의 금융화

마지막으로, 일상생활의 금융화(financialization of everyday life)의 관점은 금융화를 문화적 차원에서 이해하려는 시도라고 할 수 있다. 이 관점에서 마틴(Martin, 2002)은 미국의 사례에 집중하여 금융적 수요가 모든 개인과 가구에 리스크 개념과 함께 일상생활의 문화에 깊이 침투한다고 주장했다. 특히 랭글리(Langley, 2008)와 커틀러와 웨인(Cutler and Waine, 2001) 등은 신자유주의 국가의 성장과 함께 새로운 금융기술 등이 지속적으로 새로운 투자자를 창출해내면서 일상생활의 금융화를 추동한다고 주장한다. 이 시각은 현대의 일상생활을 분석하는 데 있어서 ‘쿠폰폴’이 얼마나 중요한지를 이해하는 데 기여한다. 이외에도 홀(Hall, 2011; 2002; 2013)은 신푸코주의의 관점에서 금융화가 주체를 형성하는 과정에 주목한 연구를 진행했다. 그녀는 신자유주의 경제에서 금융화 과정이 주체와 공간을 적극적으로 생산하고 있으며, 나아가서 중범위적이고(meso-scale) 미시적인 스케일에서(micro-scale)에서 화폐와 금융의 지리적인 특성(nature)을 규명하는 작업이 필요하다고 주장한다. 적어도 홀의 금융지리학 3부작 논문은 금융지리학에 대한 지리학계의 관심이 단순한 유행 이상의 의미가 있음을 충분히 보여준다.

지금까지 소개한 세 가지 관점들은 사실상 금융화에 대한 정치경제학 담론을 요약한 것이다. 예를 들어, 조절이론은 금융화를 축적체제의 한 양식으로 규정하면서도, 지역적 차원에서 금융화가 어떠한 공간적 결과로 드러나는지에 대한 설명은 뚜렷하게 제공하지 않는다. 또한, 주주가치의 극대화를 쿠폰폴 자본주의의 특성으로 지목한 비판회계학의 설명에서도 금융화를 자본주의의 특징으로 이해하고 있을 뿐, 금융화 과정이 공간을 생산하는 과정을 기술적으로 조명하는 데에는 한계를 가진다. 이

와 같은 문제는 넓은 의미에서 자본의 유통이 공간을 생산한다는 점을 느슨하게 가정하면서도, 자본주의 전체의 작동원리와 금융시스템의 연결고리에 대한 설명을 제시하지 못하기 때문에 발생한다. 예를 들어 금융은 공간의 종속변수인가, 아니면 독립변수인가? 공간생산에 자본이 투자되어야 하는데 언제, 어느 시점에서 자본은 공간에 투자되는가? 이러한 질문에 대한 대답은 금융부문에 특화된 기존의 금융화 이론으로는 완전히 해결되지 않는다. 따라서, 이 논문은 레이손 등이 소개한 금융화 관점들 이외에 자본주의 작동원리에 대한 마르크스주의적 설명을 담고 있는 투자전환 이론을 금융화의 설명이론으로 제시하고자 한다.

#### 4) 마르크스주의 투자전환 이론

자본과 공간을 구조적 관계에서 파악하려는 마르크스주의 지리학의 연구는 금융지리학의 한 개념으로서 금융화를 이해하기 위한 중요한 상호작용을 한다고 할 수 있다. 그중에서도 이 장에서 다룰 내용은 마르크스주의 지리학 이론 중 하나인 하비의 투자전환(capital switch) 이론이다. 하비는 그의 저서, 『자본의 한계』를 통해서 앙리 르페브르의 공간의 생산에서 나타난 사고를 자본순환에 대한 이론으로 발전시켰다(Harvey, 1982). 공간적 조정(spatial fix)라는 개념으로도 잘 알려진 하비의 이론은 자본주의 체제에 위기가 발생했을 때 공간부문으로 투자를 전환함으로써 일시적으로 공황을 해소할 수 있다는 내용을 담고 있다. 이 때 공간상품은 다음과 같은 특징을 가지고 있기 때문에 자본주의 위기 시 중요한 포트폴리오 투자대상이 된다.

하비의 관점에서 부동산, 거대 하부구조 등의 공간상품이 투자대상으로 바뀔 수 있는 근거는 이른바 공간상품이 가진 본질적 성격 때문이다. 공간상품은 이윤의 회전주기가 길고, 외부성이 강하기 때문에 과소투자 경향이 발생하며, 이와 같은 약점을 극복하기 위해서 국가의 지원과 금융 시스템이 동원된다. 예를 들어, 산업부문의 수익률이 하락하면, 자본

은 부동산과 기반시설 등 이른바 건조환경(built environment)으로 투자할 유인이 발생하게 되는데, 자본은 축적의 장애를 극복하기 위해서 투자전환을 시도한다. 이 때 공간상품으로의 투자전환을 하비는 ‘공간적 조정(spatial fix)’이라고 표현한다(Harvey, 1982; 2001).

공간상품은 많은 자본의 투자를 필요로 하는 대신, 매출이 오랫동안 안정적으로 발생한다는 모순적 특징을 동시에 가지고 있다(Leitner et al., 2007). 따라서 부동산이 금융과 결합하게 되면, 자본주의가 위기에 봉착했을 때 매력적인 투자대안으로 떠오를 수 있다. 이 점은 기반시설이나 상업용 부동산이 이른바 대체투자(alternative infrastructure)로 각광받고 있는 이유이기도 하다. 이와 같은 원리에 따라서 산업자본에서 축적된 부의 일부는 건조환경으로, 건조환경을 조성하는 데 투입된 자금의 일부는 다시 증권화(securitization) 과정을 거쳐서 금융상품으로서의 기능을 가지게 된다. 하비는 직접적으로 증권화라는 개념을 사용하지는 않지만, 의제자본(fictitious capital)과 이자 낚는 자본(interest-bearing capital) 등 마르크스의 개념을 원용해서 공간적 조정(spatial fix) 가설을 설명한다. 이 과정에서 자본시장과 국가의 존재가 필수적이라고 하비는 주장한다.

제2회로(secondary circuit)에 자본이 흘러 들어가기 위한 일반적 조건은 자본시장의 존재와 또 많은 경우 건조환경의 생산과 관련하여 오랜 기간이 소요되는 대규모 개발사업의 자금을 조달해주는 국가이다(Harvey, 1978: 107).

하비의 관점은 거시적으로 정치경제현상을 설명하는 데 유용한 측면이 있다. 예를 들어, 1990년대 이후 자본시장의 유동성이 급격하게 증대되면서 인프라 펀드를 비롯하여, 메가-프로젝트가 전 지구적으로 활성화된 것은 주목할 만한 일이다(김용창, 2005). 또한, 2008년 미국의 금융위기는 과잉유동성으로 형성된 자금이 공간부문으로 유입되어, 결국 새로운 위기로 전환된다는 점을 느슨하게 보여준다. 2000년대 미국에서는 부동

산 가격이 오르고, 모기지(mortgage) 시장이 급격하게 발전하면서 위험을 배분하기 위한 신용부도스왑(Credit Default Swap)이나 부채담보부증권(Collateral Debt Obligation) 등의 파생상품들이 활성화되었지만, 오히려 의제자본(fictitious capital)은 2008년 금융위기를 심화시키는 결과를 가져왔다. 자본투자전환 관점에서 건조환경에 대한 투자는 일시적으로 부동산 가격 상승과 호황으로 이어질 수 있지만, 이러한 시공간 조정(temporal spatial fix)은 근본적으로 유동성에 의한 불안정성을 내포한다는 사실을 2008년 금융위기가 극적으로 보여주었다.

경험적 차원에서 도시 개발(urban development)과 재생(urban regeneration)에 관한 금융화 연구는 웨버의 연구를 참고 할 수 있다(Weber, 2002; Weber, 2010). “도시로부터 가치 추출하기(Extracting value from the city)”라는 제목으로부터도 나타나듯, 웨버(Weber, 2002)는 신자유주의화 과정에서의 공간정책은 사용가치보다 교환가치가 우선시되고 있으며, 특히 자본의 유통을 원활하게 하기 위해서 자산 유동화의 메커니즘이 전면에 등장하는 현상을 설명한 바 있다. 이러한 이론을 바탕으로 하여 웨버(Weber, 2010)는 조세증가기반금융(Tax Increment Finance: TIF) 기법으로 도시공간을 재개발한 시카고의 사례에서 금융화의 의미를 포착하고 있다. 그녀는 부동산 개발금융기법이 초국적 자본을 시카고 부동산 시장에 유치하는 데에는 성공했지만, 상업용 부동산의 과잉공급(oversupply)을 초래했다고 지적한다. 웨버의 연구는 하비의 투자전환 이론을 적용하여 건조환경 생산 과정을 분석했다는 의의가 있지만, 투자전환 이론의 설명력을 보완하기 위해서 충분한 근거가 되기에는 부족해 보인다.

앞서 정리한 세 이론—조절이론, 비판회계학, 일상생활 금융화—에 비하여, 하비의 자본투자전환 이론은 금융화와 자본주의 공간과 관련성에 대해 구조적으로 접근하고 있다는 점에서 금융지리학 연구의 범주에 포함된다. 그러나 축적의 위기에 대해 자본이 공간상품에 대한 투자를 통해서 대응한다는 식의 자본논리와 영토논리의 종합은 이미 많은 반론에 직면한 바 있다(Jessop, 2004; 김공희, 2006). 그러나 이후의 하비의 저작은 신

자유주의 전체에 대한 조망(Harvey, 2007), 유토피아 공간에 대한 이념상 제시(Harvey, 2001), 그리고 도시에 대한 권리(Harvey, 2009) 등으로 분산되었고, 시공간적 조정(temporal spatial fix)라는 개념 역시 검증되거나, 반증되지 않은 상태로 다수의 저작에서 인용되고 있다(Harvey, 2001). 특히 1980년대 이후 기업에 의한 인수합병시장이 본격적으로 성장하고, 기업 공개가 일반화되면서 자본시장에서 금융시장의 동향을 파악할 수 있는 자료들이 쏟아져 나오기 때문에, 하비의 투자전환 이론을 검증할 수 있는 새로운 국면이 펼쳐지고 있다고 할 수 있다.

이상의 논의에서 금융화 담론은 자본주의의 모순을 드러내는 기능을 할 뿐만 아니라, 도시공간 생성하는데 필요한 물적 토대를 제공한다. 서구의 금융화 연구는 주로 이론적인 차원에서 자본주의 구조와 금융을 연결시키는데 주목했다면, 한국에서는 다양한 금융기법의 적용 사례를 조명함으로써 금융화의 의미를 규명하려는 시도들이 있었다(김용창, 2005; 박원석, 2008a, 2008b). 근본적 차원에서 금융화는 이미 전 지구적으로 일어나고 있는 현상이지만, 특히 2008년 금융위기 이후에 공간과 금융의 상호작용은 꾸준히 학문적 연구대상이 되었지만, 여전히 자본투자전환 이론과 미시적 메커니즘 사이의 깊은 메워지지 않은 상태로 남아있다. 특히 기존의 금융화 관점 이외에 하비의 투자전환 이론은 자본주의 전체의 메커니즘과 연결한 설명이라는 특유의 마르크스주의적 장점에도 불구하고, 해당 이론의 세부 논거들에 대한 경험연구가 취약하다고 할 수 있다.

#### 4. 기반시설 설치방법으로서의 민간투자사업

공간상품과 자본시장의 구조적 관계가 하비의 투자전환 이론의 핵심이라고 할 때, 건조환경의 대표적 사례로는 물리적 이동을 가속화시키는 교통 하부구조라고 할 수 있다. 특히 하비의 이론이 집대성되어 있는

『자본의 한계』 12장에서 그는 ‘시간에 의한 공간의 소멸(annihilation of space through time)’을 언급하면서 교통 하부구조에 대한 투자가 결국 공간 상품에 대한 자본투자와 다를 바 없어졌다고 주장하기도 한다(Harvey, 1982: 499). 이 가정은 부동산 등의 공간상품 역시 자본주의 논리 안에서는 최종적으로 유동화 과정을 거치게 된다는 하비의 초지일관한 인식에서 비롯된다. 따라서 이 장은 하비의 투자전환 이론에서 흔히 ‘공간적 고정(spatial fix)’이라고 번역되는 이론을 경험적으로 조명하기 위해 공간상품의 하나인 기반시설 설치에 관한 논의들을 검토한다.

### 1) 기반시설 개념에 대한 고전경제학 접근

인프라스트럭처(infrastructure)는 원래 마르크스주의 철학에서 정신 등 비물질적 요소를 의미하는 상부구조(suprastructure)에 대비되는 용어로서 사회의 물질적이고 경제적 기반을 의미한다. 최근 인프라스트럭처는 통상적으로 기반시설을 통칭하는 용어, 혹은 사회간접자본(SOC)과 유사한 개념으로 사용된다(변창흠, 1999). 사회간접자본 개념은 허쉬먼 등 개발경제학에 연원을 두고 있으며 직접생산자본(Directly Productive Capital: DPC)과 대비되는 경우에 주로 사용하는 개념이다. 영미권에서 기반시설(infrastructure)은 물질적 실체를 가진 설비를 의미하는 경우가 많고, 이와 유사한 개념으로는 공공자본(public capital), 공공 기반시설(public infrastructure), 그리고 공공사업(public work)라는 개념 등이 있다. 한국에서 1994년 법률에는 원래 사회간접자본이라는 용어를 사용하다가, 2006년 이후에는 사회기반시설(social infrastructure)라는 용어를 사용하고 있다.<sup>5)</sup>

5) Hirshman(1958)은 사회간접자본의 기능이 논리가 아닌 이론적 유용성에 기준을 두어야 한다고 주장했다. 그는 사회간접자본의 중요한 기능이 다른 산업의 투자기회를 창출해주는 것으로 보았다. 기반시설 유형화는 Hansen(1965)에 의해 체계화되었다. 그는 사회간접자본을 경제적 간접자본과 사회적 간접자본으로 구분하고 전자는 도로, 교량, 항구, 전력사업 등이 포함되며 후자에는 교육, 복지, 보건 등과 같은 인적자본을 향상시키기 위해 고안된 사업이라고 했다. 그는

전통적 인식에 근거하여, 기반시설을 공공부문에서 설치하고 관리해야 한다는 주장은 오랫동안 지속된 믿음이다. 고전경제학의 선구자(pioneer)인 아담 스미스는 『국부론』에서 국가가 주도적으로 상업을 발전시켜야 한다는 중상주의 사상을 비판하면서, 개인의 경제적 자유를 최대한 보장해야 국가가 부유해진다고 주장한 바 있다. 이 과정에서 그는 유료도로를 사례로 들어 공공사업(public work)에 대한 투자는 다른 부문의 생산을 극대화시키는 데 기여하기 때문에 공공부문에서 생산하는 것이 효율적이라고 주장했다(Smith, 1776: 591~593). 스미스는 좀 더 구체적으로 다음과 같은 논리를 전개하고 있다.

도로, 다리, 운하, 항만 등 공공사업 건설과 유지가 국가의 상업을 활성화시킨다는 것은 의심의 여지가 없다. 따라서 이 시설들은 시기와 비용의 정도의 차이가 있다 하더라도 꼭 필요하다. (중략) 그러나 이러한 공공사업이 꼭 공공의 지출을 통해서 가장 잘 달성되리라는 보장은 없다. 이미 알려졌듯, 공공수입은 행정력에 귀속되어 있다. 공공사업이 수익을 발생시킨다면, 사회 전체의 수입에 어떤 부담도 주지 않고 (해당 시설의 이용) 비용을 지불하기에 충분할 것이다. (중략) 이러한 공공사업은 스스로 유지될 수 없는 특성을 가졌다 하더라도, 그것이 이득이 특정한 지역에 국한되기 때문에 국가보다는 지방정부의 관리하에 두는 것이 낫고, 또한 공권력이 관리하는 것이 바람직하다(Smith, 1976: 591~593).

스미스는 기본적으로 공공사업(public work)은 국가 전체의 상업을 증진시키는 역할을 하기 때문에 꼭 민간부문에서 기반시설(infrastructure)을 생산할 필요가 없다는 점을 먼저 전제하고 있다. 그러나 스미스의 시대에는 유료도로를 다니지 않게 할 수 있는 방법이 없었기 때문에(a high-road does not become impassable), 개인의 소유로 두는 것은 위험하다고 주장했

---

이러한 사회간접자본의 유형화를 지역발전의 특성과 결부시켜 전략을 제시하고 있다.

다. 마지막으로 스미스는 공공사업의 이익은 특정한 지역에 국한되기 때문에(particular place) 정부의 재정지출보다는 지방정부의 관리 하에 두는 것이 더욱 바람직하다고 보았다. 공공사업에 대한 스미스의 주장은 정부가 모든 기반시설의 생산을 책임져야 한다는 주장이라기보다는, 무임승차 문제가 발생할 수 있는 유료도로에 대해 지방정부가 관리를 해야 한다고 본 것이다. 특히 스미스가 어떤 공공사업의 이익이 특정한 장소에 국한된다는 지리적 이전(geographical spillover) 개념을 염두에 두었다는 점은 강조할 필요가 있다.

## 2) 경제성장 요소로서 기반시설 투자

기반시설에 대한 투자는 무엇보다 경제성장의 밑거름이라는 점에서 많은 관심을 모았다. 이와 같은 맥락에서 1950~1960년대 영미권의 발전주의 경제학은 사회간접자본에 대한 공공의 투자는 발전을 위해서 필수적이라고 정당화했다. 특히 허쉬먼(Hirshman, 1958), 한센(Hansen, 1965)과 같은 불균등 경제성장론의 입장에서는 사회간접자본, 즉 기반시설에 대한 투자가 특정지역의 발전을 유도하고, 이와 같은 불균등 성장전략을 통해서 국가전체를 성장시킬 수 있는 것으로 간주되었다. 이와 유사하게 로스토우(Rostow, 1960)는 서구의 발전경험을 5단계로 요약하면서, 특히 변혁기(2단계)와 도약기(3단계)에서 기반시설에 대한 집중적인 공공투자가 필요하다는 점을 역설했다.

이와 관련하여 흥미로운 점은 허쉬먼(A. Hirshman)이나 한센(Hansen) 등과 대조적으로 신고전주의적 경제성장이론을 발전시킨 도시경제학자도 기반시설, 특히 교통시설이 경제성장을 유발한다고 주장한다는 점이다(Alonso, 1964). 알론소는 가상의 두 지역을 설정하고, 교통에 대해 투자하여 교통비용이 낮아지는 경우에 두 지역의 교류가 많아지므로 총수요(the aggregate demand)가 증가한다는 모형을 제시했다. 이후 두 지역은 교류 증대의 효과로 지대차(the gap of rent)가 줄어든다는 설명을 제시했다. 요약



하자면, 1970년대 석유과동으로 인한 위기가 발생하기 전까지 국가의 개입을 극도로 거부하는 고전학과 경제학자들을 제외한 많은 이론에서 기반시설에 대한 정부 재정지출이 경제성장에 긍정적으로 기여한다는 인식이 지배적이었다.

그러나 석유과동 이후에 발생한 1970년대 불황은 국가의 적자재정 정책으로 거시경제적 안정을 도모할 수 있다는 케인스주의적 재정정책의 한계를 명료하게 보여주었다. 1970년대 불황은 기존의 경제 상식을 뒤엎는 스태그플레이션이라는 새로운 형태로 나타났다. 불황의 원인이 무엇이든, 1970년대 서구사회가 직면한 위기로 인해서 많은 선진국들은 재정 위기를 맞게 되었고, 모든 기반시설을 정부가 공급하는 것이 어려워지자 민간투자에 의한 기반시설 공급 패러다임이 득세하게 된다.

### 3) 기반시설 투자의 패러다임 전환: 민간투자사업

이러한 위기상황에서 기반시설에 대한 민간투자는 다양한 형태로 진화했다. 특히, 영국에서는 1980년 대처 집권 이후 수도와 전기 등 공기업에 의해서 운영되어 왔던 기반시설을 민영화(privatization)하는 등 신자유주의적 프로그램이 도입되면서 논란을 불러 일으켰다(Martin, 1998). 이후, 1992년 존 메이저(John Major) 보수당 정권에서 민간투자제도(Private Finance Initiative)를 도입함으로써 기반시설을 설치하는데 민간자본이 다양한 방식으로 참여하게 되었다. 영국에서는 이후 노동당 정부가 들어선 이후에도 민간투자사업이 더 활성화되었으며, 학교, 병원, 도로, 수도 등 시설을 설치하는데 기여했다. 원래 한국에서는 도로법, 항만법 등을 통하여 개별적으로 민간투자사업을 시행하고 있었지만, 1994년 「사회간접자본시설에 대한 민자유치촉진법」을 제정하면서 민간투자사업을 활성화시키기 위한 기반을 마련했다.

다양한 형태의 민간투자사업은 보다 상위의 개념인 민관협력(Public Private Partnership)의 산물이라고 할 수 있다. 존 메이저 총리 시절에 제도

로 정착된 민간투자사업(PFI)은 현실에 존재하는 제도를 가리키는 개념이라면, 민관협력사업은 공공부문과 민간부문이 협력해서 이루어지는 모든 사업을 지칭하는 개념이다. 민간투자사업을 도입한 영국의 재무성(HM Treasury, 1998)은 민관협력이란 동일한 목적을 달성하기 위해서 두 개 이상의 주체 간의 협약(arrangement)라고 정의한다. 또한, 세계은행(World Bank, 2003)에서 민관협력사업을 정의할 때는 부문 간의 협력을 통한 사업이라는 점에 주안점을 둔다. 그리고 기반시설에 대한 민관협력사업이 일어나기 위해서는 납세자의 화폐가치(VFM)가 극대화되어야 한다는 조건을 제시한다. 마지막으로 OECD에서 제시한 가이드도 역시 민관협력사업에서의 각 주체의 협력을 강조하고 있다(OECD, 2007). 이외에도, 각 정의에서는 공공부문과 민간부문의 권한(authority)과 책임(responsibility), 그리고 위험감수(risk-taking)의 공유가 중요한 이슈가 되었다(Kwak et al., 2009).

민간투자사업이 활성화된 계기는 1980년대 이후 국가의 재정부족이 었다. 특히 영국과 호주에서 처음으로 도입된 민간투자사업은 많은 예산과 비용이 투입되는 기반시설 투자사업에 대해 민간기업이 참여할 수 있는 길을 열어주었다. 특히 프로젝트 파이낸스 등 금융기법의 발전은 민간투자사업이 1990년대 이후 활성화되기 위한 토대를 마련했다. 그러나 여러 지침서들이 밝히고 있듯(OECD, 2007), 민간투자사업이 원래 의도했던 화폐가치(VFM)를 달성하기 위해서는 금융상품으로서의 수익률(rate of return)을 달성할 수 있을 것이냐가 관건이 된다. 다른 한편으로 OECD에서는 민간투자사업의 가이드라인을 작성하면서 사업 전체의 가치와 위험 추정, 그리고 민간과 공공부문의 합리적 위험배분의 중요성을 지속적으로 강조하고 있다(OECD, 2007). 요컨대, 민간투자사업의 발전은 단순한 기반시설의 생산주체의 변동뿐만 아니라, 각종 비용을 조달하는 금융방식의 총체적 변화를 포함한다고 할 수 있다.

## 5. 프로젝트 파이낸스를 활용한 기반시설 설치

자본투자전환 이론은 자산의 하나인 공간상품이 유동화되는 과정을 전제한다. 그러나 이미 살펴보았듯이, 민간투자사업 과정의 미시적 메커니즘에 대한 설명을 충분히 제공하지는 않는다. 이 장은 자본투자전환 이론의 설명을 보완하기 위해, 실제 민간투자사업에서 자본이 어떤 과정을 거쳐서 공간을 생산하는지에 대한 내적 과정(intrinsic process)을 조명하고자 한다.

민간투자사업으로의 패러다임 전환은 자본시장의 유동성을 기반시설 설치에 활용하도록 하는 금융기법들의 도입을 필요로 한다. 미래 현금흐름을 담보로 사업비용을 조달하는 프로젝트 파이낸스가 대표적이다. 전통적 개념의 금융과는 달리, 프로젝트 파이낸스는 모기업의 자산이나 신용에 영향을 미치지 않으므로 재무 레버리지(financial leverage)를 극대화할 수 있으며, 대규모 개발 프로젝트나 기반시설을 설치하는 데에 활용되고 있다(Pretorius et al., 2008). 공간개발에서 프로젝트 파이낸스의 이점은 적은 자기자본(equity capital)으로 대규모의 자금조달을 발생시킬 수 있다는 점이다. 프로젝트 파이낸스는 담보나 신용이 아닌, 해당 사업에서 발생하는 현금흐름(cash flow)을 담보로 하여 사업에 필요한 자금을 조달하기 때문에 별도의 자금조달기구를 필요로 한다. 따라서 민간투자사업을 수행하기 위해서 통상적으로 자금조달을 위한 특수목적회사(Special Purpose Corporation: SPC)를 설립하게 된다. 이 회사는 다수의 민간부문 투자자들과 시공사, 운영회사, 그리고 은행 등의 합자해서 만든 컨소시엄 형태를 띠게 된다.

특수목적회사는 프로젝트 사업주와 독립된 기업이기 때문에 프로젝트의 현금흐름이 모기업으로부터 분리되는 비소구금융(non-recourse financing) 또는 제한된 소구금융(limited recourse financing)이라는 특성을 가지고 있다. 따라서 프로젝트가 도산하거나 실패했을 때에는 사업주의 자산이 아닌, 프로젝트 자체의 현금흐름 내에서만 채권의 변제를 청구할 수 있다.<sup>6)</sup> 그

러나 실제로 한국에서 민간투자사업을 진행하는 경우에 비소구금융(non-recourse financing)이라는 원칙을 잘 지켜지지 않는다고 알려져 있다. 따라서 원칙적으로는 민간투자사업에서는 프로젝트의 미래수익만을 담보로 자금을 조달해야 하지만, 현실적으로 투자자들은 정부의 신용보증을 요구한다(손재영, 2007). 정부재정을 재원으로 사용하는 재정사업과 달리 민간투자사업은 증권화를 통해 자금을 조달하기 때문에 프로젝트 전체의 수익률을 산정하는 과정이 중요하다. 이 과정에서 완전한 민영화 사업이 아닌 이상 민간투자사업에는 정부재정이 지출되기 때문에 정부보조(subsidy)에 대한 조항이 포함되는 경우가 대부분이다(Akbiyikli, 2011).

### 1) 실시협약의 구조

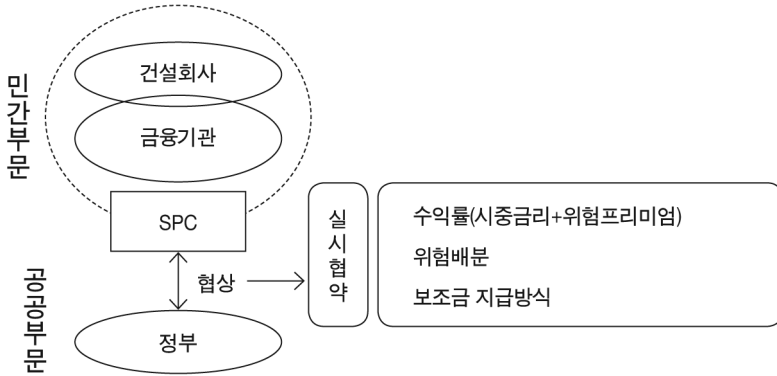
민간투자사업은 민간부문과 공공부문이 공동으로 투자하여 프로젝트가 진행되기 때문에 프로젝트 수익률과 위험은 각 계약당사자의 이익과 직접적으로 연결되어 있다. 따라서 모든 나라에서 민간투자사업을 실시할 때는 공공부문과 민간부문이 치열하게 협상하며, 이 협상의 결과는 실시협약(concession agreement)에 반영된다.

실시협약에서 가장 핵심적인 내용은 해당 프로젝트의 수익률(rate of return), 위험배분, 그리고 위험배분에 따른 보조금 지급 등이다. 민간투자사업에서 실시협약의 흐름은 일반적으로 <그림 1>과 같이 표현할 수 있다. 민간투자사업 협상의 특징은 협상이 길어질수록 거래비용이 늘어나기 때문에, 협상의 투명성과 프로젝트의 효율성은 대척관계(trade-off)에 있다는 해석도 있다(Fischer and Babber, 1998). 정부와 민간사업자는 각자의 입장에서 효율성을 극대화하기 위해 경쟁적으로 협상에 임한다. 원칙적으로 민간사업의 운영에 필요한 수익률, 위험, 위험배분, 해지시지급금,

---

6) 손재영 등(2008)에서 언급하고 있듯이, 프로젝트 파이낸스는 고도로 발달한 증권화 기법이기 때문에 실제 민간투자사업에서는 시공사나 정부가 별도로 신용보증을 해주는 경우가 많다.

<그림 1> 실시협약의 기본구조



그리고 정부보조금 등 모든 내용이 실시협약에 포함되어야 한다. 그러므로 실시협약을 체결하는 과정에서는 프로젝트 전체의 가치를 추정하기 위한 순현재가치와 수익률 등을 평가하는 작업이 선행되어야 한다.

가치평가의 기본 모델은 자본예산편성(capital budgeting)의 한 분야로서 수익형 민간투자사업의 가치를 결정하는 과정에도 사용된다(Brealey et al., 1996). 프로젝트 가치평가 방법은 내부수익률(IRR), 순현재가치(NPV), 그리고 회수기간법 등 다양한 방법이 있지만, 기본적으로 다음의 재무모델을 기반으로 모든 지표를 고려하여 사업타당성을 판단한다(한국개발연구원, 2006). 전체 사업의 수익률( $r$ )은 일반적으로 타당성 분석에서 정의하는 내부수익률(Internal Rate of Return: IRR)이며, 내부수익률은 순현재가치(Net Present Value: NPV)를 0으로 만드는 수익률을 의미한다. 일반적으로 기반시설은 많은 사람들이 이용하는 공공재의 성격을 가지고 있기 때문에 수익률은 위험이 적은 국채금리에 가산금리를 조금 더한 정도에서 결정된다.

## 2) 수익형 민간투자사업(BTO)의 재무모델의 논리

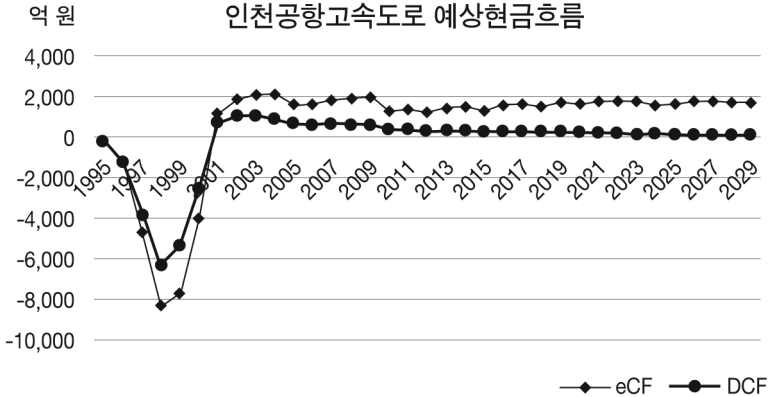
수익형 민간투자사업의 재무모델의 기본적인 개념은 향후 발생할 운

영수입으로 건설비용을 충당하는 프로젝트 파이낸스의 원리를 따른다(Pretorius et al., 2009). 원칙적으로 BTO 수익모델은 건설기간에 생겨난 건설비용을 운영수입으로 충당할 수 있을 때 성립된다. 시공기간(n) 동안 발생한 건설비용을 민간사업자는 N년 동안 국가로부터 운영권을 보장 받고 사업을 운영한다. 통상적으로 시공기간은 3~5년 정도가 소요되고, 운영기간은 대부분 30년을 보장받는다.

도로사업의 경우 영업수입(Operating Revenue: OR)에서 운영비용(Operating Cost)을 제외한 수익의 총합이 수익이 된다. 도로사업의 경우, 운영수입은 다시 통행료(P)와 통행량(Q)의 함수로 정의된다.<sup>7)</sup> 좌변은 주로 공사기간에 지급되는 비용을 가리킨다면, 우변은 해당시설의 운영으로부터 발생하는 운영수입 발생을 의미한다. 일단 민간투자사업이 건설된 이후에는 운영비용이 운영수입이나 건설비용에 비하면 매우 작은 비중을 차지한다는 사실도 언급할 가치가 있다. 따라서 조금 더 단순화한다면 기반시설 프로젝트의 가치는 결국 공사비용과 운영수입의 함수라고 요약할 수 있다. <그림 2>는 인천국제공항 고속도로의 실시협약에서 예상 현금흐름의 구조를 보여준다. 예상 현금흐름은 예상 교통량과 통행료를 곱한 값으로 결정되며, 이 값들을 매년 사업수익률(IRR)로 할인한 값이 할인된 현금흐름 자료이다. 할인된 현금흐름 자료에서 공사기간(1995~2000)의 넓이와 운영기간(2001~2030)의 넓이는 이론적으로 일치한다. 또한 프로젝트가 성공적으로 수행되면 SPC는 국가에 관리운영권을 반납하고 소멸하게 된다는 점도 중요하다.

7) 일반적으로 재무모델에서는 통행료가 높으면 통행량이 저조해지고, 통행료가 낮으면 통행량이 늘어나 전체수입은 고정되어 있는 것으로 간주하는 경향이 있는데, 통행료와 통행량의 함수관계는 여전히 미지수이다.

<그림 2> 인천공항고속도로의 예측현금흐름(eCF)과 할인현금흐름(dCF)



자료: 『인천공항고속도로 실시협약』(2000).

$$\sum_{i=1}^n \frac{CC_i}{(1+r)^i} = \sum_{i=n+1}^N \frac{OR_i - OC_i}{(1+r)^i}$$

Cash Flow = Cash Inflow(OR) - Cash Outflow(OC) = OR - OC

$$\sum_{i=0}^n \frac{CC_i}{(1+r)^i} - \sum_{t=n+1}^N \left[ \frac{OR_t - OC_t}{(1+r)^i} \right]$$

### 3) 운영수입보장(MRG) 증가와 사업수익률(IRR) 하락

한국에서 1994년 민간투자사업 제도를 도입한 이후, 2000년에는 최초로 민간투자자로 건설한 인천국제공항고속도로가 개통한 이래로 천안논산고속도로, 대구부산고속도로, 서울춘천고속도로 등 많은 도로들이 민간투자사업으로 건설되었다. 특히 2004년 민간투자사업의 부실에 대해 감사원의 감사보고서가 나오면서 민간투자사업은 수요예측 오류와 보조금의 과다지출이라는 구조적 문제가 있었다는 점이 널리 알려지게 되었다(감사원, 2004). 학계의 비판도 이어졌다. 최병두(2007; 2012), 양채열(2009),

김태은(2010), 강현수(2013) 등은 공통적으로 정부가 기반시설 수요예측에 실패하여 많은 추가 재정지출이 발생하고 있다는 점을 비판했다. 기반시설의 운영수입이 정부재정의 추가지출을 발생시키는 원리는 다음과 같다.

운영수입보장(MRG)은 민간투자사업 재무모델 식에서 운영수입(OR)을 보장해주는 방식으로 체결되었다. 즉, 해당 연도의 운영수입이 예상 운영수입에 미치지 못할 경우에 예상 수입의 보장 비율( $\gamma$ )을 국가에서 재정으로 보조해주는 방식이다. 운영수입보장을 수식으로 표현하면 다음과 같다. 먼저 예상운영수입(OR)은 예상되는 통행량( $\dot{P}_i$ )과 예상되는 통행료( $\dot{Q}_i$ )의 함수이다. 그리고 예측달성율(ACH)은 실제수입(OR)을 예상되는 수입( $eOR$ )으로 나눈 값으로 정의할 수 있다. 이와 같이 정의를 하면 예측달성율(ACH)은 실제수입이 예상된 수입보다 클 경우에는 1보다 큰 수를 가지게 되고, 반대로 실제수입보다 예상되는 수입이 적을 때는 1보다 작은 수를 가지게 된다.

$$eOR_i = \dot{P}_i \dot{Q}_i$$

$$ACH_i = \frac{P_i Q_i}{\dot{P}_i \dot{Q}_i}$$

MRG의 지급여부는 보장비율( $\gamma$ )과 달성율(ACH)에 의해 결정된다. 통상적으로 보장비율은 60~90% 사이에서 결정된다. 만약 실제 수요가 기대보다 많이 발생하여 달성율이 큰 경우 정부는 민간사업자에게 재정지원을 하지 않는다. 그러나 기대수요에 실제 수요가 못 미치게 되면 정부는 민간사업자에게 재정을 지원하며  $t$ 기의 MRG는 다음과 같은 값을 가지게 된다. 민간사업자의 입장에서는 보장율( $\gamma$ )이 클수록, 보장기간이 길수록 유리하다.

$$MRG_i = (\gamma - ACH) \times OR_i$$



&lt;표 1&gt; 최소운영수입 보장으로 인한 정부의 추가 재정지출

(단위: 억 원)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	합계
인천공항	1,063	—	1,873	900	981	805	808	934	986	726	799	9,875
천안-논산	—	—	404	386	390	404	390	472	502	484	448	3,880
대구-부산	—	—	—	—	—	—	668	478	576	567	666	2,955
서울 외곽	—	—	—	—	—	—	—	63	144	416	236	859
부산-울산	—	—	—	—	—	—	—	—	317	280	435	1,032
서울-춘천	—	—	—	—	—	—	—	—	36	165	96	297
용인-서울	—	—	—	—	—	—	—	—	24	15	—	39
인천대교	—	—	—	—	—	—	—	—	—	74	120	194
서수원-평택	—	—	—	—	—	—	—	—	—	92	25	117
합 계	1,063	0	2,277	1,286	1,371	1,209	1,866	1,947	2,585	2,819	2,827	19,250

자료: 한국개발연구원(2006).

<표 1>은 수요예측의 부실로 인하여 정부가 각 민간투자 도로사업에 지급한 MRG의 총량을 보여준다. MRG는 예상 운영수입과 실제 운영수입의 차이를 정확하게 반영하기 때문에 기반시설의 예측 오차로 인한 정부재정지출을 기증하는 중요한 지표가 된다. 민간투자사업에서 기반시설의 수요는 실제 수요보다 높게 예측되는 경향이 있었고, 기반시설의 건설과정에서 정부는 운영수입의 일정 부분을 보전해주는 최소운영수입 보장제도를 통해 사후보조금을 지급했다. 인천공항고속도로를 시작으로 2012년까지 건설된 모든 수익형 민간투자사업에서 운영수입보장조항이 포함되어 있었으며, 그 결과 2012년까지 1조 9천억 원을 지급한 것으로 드러났다.

원래 민간투자사업을 도입한 취지는 국가가 적은 돈으로 기반시설을 설치하려는 것이었는데, MRG 지출은 민간투자사업이 비효율적으로 이루어지고 있음을 보여준다. 『정치경제학 요강(Grundrisse)』에서 마르크스는 초기 자본주의에서 국가가 기반시설을 모두 공급하지 못하자 민간자본이 적극 공공자본을 만드는 현상을 다음과 같이 표현했다.

공공사업이 국가로부터 분리되어 자본의 임무로 귀속된다는 것은 그만큼 그 사회는 자본의 형태를 가지게 되었다는 것을 의미한다. 예를 들어 미국과 같은 나라는 생산을 위한 연결망인 철도를 필요로 할 것이다. 그럼에도 불구하고, 철도 생산으로부터 직접 발생하는 이득은 투자를 이끌어 내기에는 너무 작다. 매몰비용에 불과한 것처럼 보일 정도이다. 그때 자본은 슬며시 그 부담을 국가의 어깨로 넘긴다(Marx, 1973: 531).

마르크스는 도로가 생산을 위한 기능을 수행하지만, 다른 한편으로는 충분한 교환가치를 창출할 수 없다는 점을 명확하게 하고 있다. 이와 유사하게 하비는 교통 기반시설의 미래의 수익가치에 자본가가 투자할 수 있도록 하기 위해서 정부와 자본시장이 필요하다고 말한다(Harvey, 1978; 1982). 역설적으로 민간투자사업은 자본시장의 시장논리만으로는 효율적으로 진행되기 어렵고, 사업에서 발생하는 위험부담을 정부 비용으로 충당했음을 확인할 수 있다. 특히 재무구조상에서 다른 모든 변수가 주어저 있는 상황에서 가급적이면 교통량(Q)을 과대 추정할 유인이 발생하게 되고, 정부는 화폐가치(VFM)를 높인다는 명목으로 최소운영수입을 보장했다. 양채열(2007)이 주장하듯, 민간투자사업의 수익구조는 민간이 모두 사업규모를 늘리고 수요예측을 과다하게 할수록 이익을 보는 구조이다.

정부는 이와 같은 문제를 개선하기 위해 2009년까지 MRG를 폐지했으나, 기존의 사업들에 포함된 수입보장조항은 최소 15~20년 정도가 남아있으므로 여전히 무거운 재정부담으로 남아있는 상황이다. 또한 MRG를 폐지하면서 민간기업이 점점 도로사업 투자를 기피하게 된다는 점도 정책적 과제로 남아있다. 투자전환 이론에 따르면, 공간상품에 투자가 지속되는 경우에도 수익률 하락은 피할 수 없다. 하비는 이때 발생한 위기국면을 해결하기 위해서 과학기술에 대한 투자 등 제3의 유통경로(circuit)를 설정해두었다고 주장한다(Harvey, 1978). 만약 하비의 예측이 실현된다면, 도로, 철도, 항만 사업 등 기반시설사업에서 철수한 축적된 자본은 기반시설 사업에서 출구전략을 모색할 가능성이 높다. 또한, 전환

된 자본투자는 다른 형태의 물리적 경관(physical landscape)을 만들어내는 데 기여할 것이다.

## 6. 결론

이상으로 최근 정치경제학과 경제지리학에서 자주 논의되고 있는 금융화 개념을 정리하고, 한국의 민간투자사업의 사례를 통해서 금융화의 함의를 살펴보았다. 마르크스주의의 영향을 받은 비판적 정치경제학에서는 금융은 비생산부문이므로 경제운용에 부담을 준다는 비판적 시각이 존재해 왔다. 특히 이들은 금융자본주의의 지속가능성을 의심해왔는데, 조절이론과 비판회계학자들이 제기한 금융시스템의 불안정성은 2008년 세계 금융위기를 통해 어느 정도 현실이 되었다. 그러나 이 논문은 기존의 금융화 관점이 금융시스템과 자본주의 공간생산 체계를 연결시키지 못한다는 점을 지적하고, 그러한 비판의 대안으로 마르크스주의적 금융화 이론인 하비의 자본투자전환 이론을 제시했다. 자본투자전환 이론은 마르크스주의적 사고를 바탕으로 공간생산과 금융, 그리고 국가의 관계를 분해하는 데에 상당히 기여했으나 아직 경험연구가 축적되지 않았다는 단점도 있다.

최근 『희망의 공간』(Harvey, 2000), 『신제국주의론』(Harvey, 2007), 『도시에 대한 권리』(Harvey, 2003), 그리고 『반란의 도시』(Harvey, 2012)에 이르기까지 하비의 관심사는 점점 정치적이고 윤리적인 차원으로 확장되고 있다. 다른 한편에서 하비의 공간적 조정(spatial fix) 개념은 비판적 공간 연구자들이 자주 차용하는 개념 중 하나이다. 하비는 세계화 과정을 서술하는 과정에서 공간적 조정이라는 개념을 정확하게 이해할 필요가 있다고 말하면서, 공간적 조정 개념을 통해 이론을 정교화하려고 시도한다(Harvey, 2001). 이 연구는 마르크스주의를 연구할 초기의 하비의 관심사에 주목하여, 자본투자전환 이론이 자본투자와 공간생산의 구조적 관계

를 다루기 때문에 금융지리학의 패러다임으로 기능할 수 있다고 주장했다. 또한 마르크스주의 금융지리학에 입각하여, 이 연구는 금융화를 통해서 기반시설이 형성되는 미시 메커니즘을 조명해야 한다고 주장한다. 지금까지 금융화 연구는 실제 해당 기업의 재무구조나 회계정보를 활용하지 않기 때문에 접근방법의 한계가 있었다(Krippner, 2005). 따라서 이 연구는 향후 금융지리학, 혹은 금융화에 대한 연구과정에서 자본시장과 정부가 어떻게 참여해서 이익을 창출하고, 또 손실을 입게 되는지에 대한 분석의 필요성을 강조했다.

경험적 차원에서, 이 연구는 한국의 기반시설에 대한 민간투자사업을 사례로 공간상품의 하나인 기반시설 설치가 민간투자에 의해서 생산되는 과정을 설명했다. 기반시설에 대한 민간투자사업은 전통적으로 국가가 기반시설을 정부가 공급해야 한다는 기존 관념을 위협하면서 기반시설 생산방식을 대체하고 있다. 특히 한국은 1994년에 처음으로 민간투자사업을 도입하고, 2005년 민간투자법을 개정하면서 BOT(build-operate-transfer), BTO(build-transfer-operate), BTL(build-transfer-lease) 등 다양한 방식으로 공공서비스를 공급하는 수단이 되었다. 이론적으로 민간투자사업은 납세자의 화폐가치(vfm)를 높여준다는 점에서 각광받았다. 현재 민간투자사업의 구조적 문제가 드러나면서 최근에는 수익률이 급격하게 낮아지고, 기반시설 투자도 위축되고 있다. 자본투자전환 이론에 입각한다면, 투자자들은 새로운 대체투자를 찾아 출구전략을 선택할 가능성이 크다. 그 경우에도 전환된 자본투자는 지리적으로 위험을 이전시키면서 새로운 물리적 경관을 창조하게 될 것이다.

이 논문은 향후 금융지리학의 연구를 진행하기 위한 시론적 연구로서 금융화와 금융지리의 이론적 특성에 대해 집중했다. 특히 자본주의 사회에서 공간을 만드는 주된 동인이 자본투자라는 점을 상기할 때, 향후 금융지리학은 자본투자와 공간생산이라는 두 화두를 이어줄 세부 메커니즘을 규명하는데 주력해야 할 것이다. 그러나 아직까지는 금융지리 방법론이 구비되어 있지 않고, 또한 국내에는 연구사례도 많지 않기 때문에

향후 연기금 투자, 부동산파생상품, 주택담보대출유동화 증권, 부동산투자회사 등 더 많은 연구주제에 대한 사례 연구가 보장되어야 할 것으로 보인다.

원고접수일: 2014년 4월 29일

심사완료일: 2014년 5월 20일

게재확정일: 2014년 5월 21일

최종원고접수일: 2014년 7월 30일

## ❖ Abstract

Financializing the Procurement of Infrastructure  
by Public-Private-Partnership?: A Perspective of Financial Geography

Kim, Chang-Hyun

For the last two decades, Korean government has utilized Public-Private-Partnership(PPP) program in order to provide large-scale infrastructures such as road, railway, harbor, etc. The development of PPP program is related to the discourse of financialization, or the dynamic integration between spatial and capital by using new financial methods including project finance. In terms of financialization, this paper aims to introduce concepts of financial geography and to illustrate the basic structure of project finance. By reviewing previous approaches on financialization, I employ the perspective of Marxian view on the relationship between capital and space in what Harvey contributed through his analysis of capitalism. I also emphasize the perspective of financial geography on basis of valuation methods in order to understand the dynamics between capital and space. Consequently, it is revealed through a valuation analysis that the South Korean government should have been paid for a large amount of subsidy for minimum guarantee revenue even in the PPP programs.

Keywords: project finance, PPP, infrastructure, SOC, financialization, financial geography

## 참고문헌

- 강현수. 2013. 「대형 공공사업에서 수요 및 비용 예측 실패 원인 및 해결 방안: 벤트 플뤼비아(Bent Flyvbjerg)의 주장과 우리나라에 대한 시사점.」 《공간과 사회》, 23(2), 229~283쪽.
- 김공희. 2006. 「데이비드 하비의 제국주의론 비판.」 《마르크스주의 연구》, 3(1), 138~163쪽.
- 김용창. 2005. 「공간-자본시장의 통합과 도시개발금융의 다양화 방법.」 《지리학논총》, 45, 239~258쪽.
- 김태은. 2010. 「재화의 특성과 제도의 재생산: 민관협력(사회간접자본에 대한 민간투자)을 중심으로.」 《한국행정학보》, 44(2), 137~168쪽.
- 박원석. 2008a. 「프로젝트 금융의 지역적 차별성과 정책적 시사점.」 《한국경제지리학회지》, 11(4), 580~599쪽.
- \_\_\_\_\_. 2008b. 「BTL 사업과 프로젝트 금융의 효과적 결합 방안.」 《한국경제지리학회지》, 11(2), 233~250쪽.
- 변창흠. 1999. 「사회간접자본의 공간적 분포특성 및 지역개발효과에 관한 연구.」 서울대학교 대학원 박사학위논문.
- 손재영 외. 2008. 『한국의 부동산 금융』. 건국대학교 출판부.
- 양채열. 2007. 「프로젝트·파이낸싱 기법의 활용: 민자유치사업(BTO)에 대한 비판적 검토.」 《재무연구》, 20(2), 125~143쪽.
- 「인천공항고속도로 실시협약.」 2000.
- 최병두. 2007. 「도시 인프라 시설을 위한 민자 유치: 대구 범안로 민자도로의 운영 실태와 대책.」 《한국지역지리학회지》, 13(6), 674~694쪽.
- \_\_\_\_\_. 2012. 『자본의 도시』. 한울.
- 한국개발연구원. 2006. 「사회기반시설 민간투자사업의 위험관리방안.」
- Aalbers, M. 2008. "The financialization of home and the mortgage market crisis." *Competition & change*, 12(2), pp. 148~166.
- Aglietta, M. 2000. *A theory of Capitalist Regulation: The US Experience*. Verso.
- Akbiyikli, R., S. Umit Dikmen and D. Eaton. 2011. "Financing road projects by private finance initiative: current practice in the UK with a case study." *Transport*, 26(2), pp. 208~215.
- Alonso, W. 1964. *Location and Land Use*. Harvard University.
- Arrighi, G. 1994. *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our Times*. Verso.

- Aschauer, D. 1989. "Is Public Expenditure Productive?" *Journal of Monetary Economics*, 23, pp. 177~200.
- Boyer, R. 2000. "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis." *Economy and Society*, 29, pp. 111~145.
- Brealey, R. A., I. A. Cooper and M. A. Habib. 1996. "Using project finance to fund infrastructure investments." *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), pp. 25~39.
- Clark, G. 2002. "London in the European financial service industry: locational advantages and product complementarities." *Journal of Economic Geography*, 2(4), pp. 433~453.
- Cutler, T. and B. Waine. 2001. "Social insecurity and the retreat from social democracy: Occupational welfare in the long boom and financialization." *Review of International Political Economy*, 8, pp. 96~118.
- DiPasquale, D. and W. C. Wheaton. 1996. *Urban economics and real estate markets*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Duménil, G. and D. Lévy. 2001. "Costs and benefits of neoliberalism: A class analysis." *Review of International Political Economy*, 8, pp. 578~607.
- Engelen, E. and M. Grote. 2009. "Stock exchange virtualization and the decline of second-tier financial centres-the cases of Amsterdam and Frankfurt." *Journal of Economic Geography*, 9(5), pp. 679~696.
- Fischer, G. and S. Babber. 1998. *Private Financing of Toll Roads*. World Bank.
- French, S., A. Leyshon and T. Wainwright. 2011. "Financializing space, spacing financialization." *Progress in Human Geography*, 35(6), pp. 798~819.
- Froud, J. 2003. "The Private Finance Initiative: risk, uncertainty and the state." *Accounting, Organizations and Society*, 28(6), pp. 567~589.
- Froud, J., C. Haslam, S. Johal and K. Williams. 2002. "Financialization and the coupon pool." *Capital and Class*, 78, pp. 119~151.
- Hall, S. 2011. "Geographies of money and finance I: cultural economy, politics and place." *Progress in Human Geography*, 35(2), pp. 234~245.
- \_\_\_\_\_. 2012. "Geographies of money and finance II: Financialization and financial subjects." *Progress in Human Geography*, 36(3), pp. 1~9.
- \_\_\_\_\_. 2013. "Geographies of money and finance III Financial circuits and the 'real economy'." *Progress in Human Geography*, 37(2), pp. 285~292.
- Hansen, N. 1965. "Unbalanced growth and regional development." *Economic inquiry*, 4(1), pp. 3~14.
- Harvey, D. 1978. "The urban process under capitalism: a framework for analysis." *International Journal of Urban Regional Research*, 2, pp. 101~131.
- \_\_\_\_\_. 1982. *The limits to capital*. Oxford, U.K.: Blackwell.



- \_\_\_\_\_. 2000. *Spaces of hope*. Edicoes Loyola.
- \_\_\_\_\_. 2001. "Globalization and the spatial fix." *Geographische revue*, 2(3), pp. 23~31.
- \_\_\_\_\_. 2003. "The right to the city." *International journal of urban and regional research*, 27(4), pp. 939~941.
- \_\_\_\_\_. 2009. *The 'new' imperialism: accumulation by dispossession*. Socialist register.
- \_\_\_\_\_. 2012. *Rebel cities: from the right to the city to the urban revolution*. Verso Books.
- Hilferding, R. 1985. *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*. Routledge.
- Hirshman, A. 1958. *The Strategy of Economic Development*. Yale University Press.
- HM Treasury, 1998. *Partnerships for Prosperity: the Private Finance Initiative*. London.
- Jessop, B. 2004. "On the Limits of the Limits to Capital." *Antipode*, 36(3), pp. 480~496.
- Klagge, Britta and Ron Martin, 2005. "Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets?" *Journal of Economic Geography*, 5(4), pp. 387~421.
- Krippner G. R. 2005. "The financialization of the American economy." *Socio-Economic Review*, 3, pp. 173~208.
- Kwak, Y-H. Y-Y Chih and W. Ibbs. "Towards a comprehensive understanding of PPP for infrastructure development." *California Management Review*, 51(2), pp. 51~78.
- Lapavistas. C. 2009. "Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation." *Historical Materialism*, 17(2), pp. 114~148.
- \_\_\_\_\_. 2013. "The financialization of capitalism: 'Profiting without producing'." *City*, 17(6), pp. 792~805.
- Langley. P. 2008. *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in America*. Oxford University Press.
- Lee, R. and U. Schmidt-Marwede. 1993. "Interurban competition/ financial centres and the geography of financial production." *International Journal of Urban and Regional Research*, 17, pp. 492~515.
- Leyshon, A. and N. Thrift. 1995. "Geography of financial exclusion: financial abandonment in Britain and the United States." *Transactions of the Institute of British Geographers*, 20, pp. 312~341.
- Leyshon, A., S. French and T. Wainwright. 2011. "Financializing space, spacing financialization." *Progress in Human Geography*, 35(6), pp. 798~819.
- Martin, R. 1989. "The new regional economic and the politics of regional restructuring." in L. Albrechts, F. Moulaert, P. Roberts and E. Swyngedouw(eds.). *Regional policy at the crossroads: European perspectives* Jessica Kingsley. London. pp. 27~51.
- \_\_\_\_\_. 1999. *Money and the space economy*. Wiley.

- \_\_\_\_\_. 2002. *Financialization of Daily Life*. Philadelphia. Temple University Press.
- O'Brien, R. 1992. *Global Financial Integration: the End of Geography*. Pinter/RIIA.
- O'Brien, R. and A. Keith. 2009. "The Geography of Finance: After the Storm." *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 2(2), pp. 245~265.
- OECD. 2007. *Mapping Policy for Electricity, Water, and Transport*. OECD Publication.
- Pike, A. and J. Pollard. 2010. "Economic geographies of Financialization." *Economic geography*, 86(1), pp. 29~51.
- Pollard, J. 2003. "Small Firm finance and economic geography." *Journal of Economic Geography*, 3, pp. 429~452.
- Pretorius, F. et al., 2008. *Project finance for construction and infrastructure: Principles and case studies*. John Wiley & Sons.
- Rostow, W. 1960. *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto*. Cambridge University Press.
- Sassen, S. 2001. *The Global City: New York, London, Tokyo*. Princeton University Press.
- Smith, A. 1937. *The wealth of nations (1776)*. New York: Modern Library.
- Tatom, J. A. 1993. "The Spurious Effect of Public Capital Formation on Private Sector Productivity." *Policy Studies Journal*, 21(2), pp. 391~395.
- Thrift, N. 1994. "On the social and cultural determinants of international financial centres: the case of the City of London." in S. Corbridge, R. Martin and N. Thrift(eds.). *Money, Power and Space*, Oxford: Blackwell. pp. 327~355.
- Weber, R. 2002. "Extracting value from the city: Neoliberalism and Urban Redevelopment." *Antipode*, 34(3), pp. 519~540.
- \_\_\_\_\_. 2010. "Selling City Futures: The financialization of Urban Redevelopment Policy." *Economic Geography*, 86(3), pp. 251~274.
- World Bank. 2003. *World Bank Group Private Sector Development Strategy Implementation Progress Report*.