

# 스포츠 시설의 자산유동화 방안

박 환 일 (경희대 법대 조교수)

## 차 례

1. 머리말
2. 프로 스포츠의 경제적 측면
3. 프로 스포츠의 자금조달 방안
4. 리스크 관리
5. 기타 고려할 사항

---

우리나라는 2002년 일본과 공동으로 월드컵 대회를 치르기 위해 전국 주요 도시에 전용축구장을 건설하였다. 이와 같은 국제기준의 경기장을 건설하고 유지하는 데 엄청난 자금이 소요되었음은 물론이다. 각 지자체는 월드컵 대회가 끝난 후 새로 만든 축구장을 효율적으로 활용하기 위해 부심하고 있는데, 미국에서는 프로 스포츠 구단이 야구·축구·농구 경기장을 건설하고 운영함에 있어서 여러 가지 다양한 금융기법을 적용하고 있다.

우리나라에서도 주 5일제 근무의 시행으로 국민들의 여가시간이 늘어남에 따라 프로 스포츠계에서 축구 외에도 야구, 농구 등의 전용구장 건설에 관심을 갖고 있다. 우리나라에도 다양한 스포츠 금융기법의 도입이 필요한 만큼 본고에서는 세계적인 신용평가회사인 피치사<sup>1)</sup>가 미국 프로 구단들의 스포츠 금융(sports finance)에 관하여 조사·연구한 보고서<sup>2)</sup>를 토대로 스포츠 금융의 주요 내용을 알아보고자 한다.

---

## 1. 머리말

미국에는 농구, 축구, 야구, 아이스하키 등 4대 프로 리그(NBA, NFL, MLB, NHL)에서 총 120개의 구단(sports franchise)이 활약하고 있다. 1990년대 이후 40여 팀이 새로 건설된 경기장(stadium and arena)에서 플레이를 펼치고 있으며, 50개에 달하는

---

1) S&P's, Moody's와 함께 세계 3대 신용평가회사의 하나로 본사는 뉴욕과 런던에 있다. 1997년 영국의 IBCA와 미국의 Fitch Investors가 합병하여 Fitch IBCA가 되었다가 2000년 6월 세계 4위의 신용평가회사인 Duff & Phelps Credit Rating Co.를 흡수합병하면서 Fitch로 사명을 바꾸었다. 전세계에 40여 개 사무소, 1,100명의 직원을 두고 있으며, 1,600개 금융기관과 800여 기업체의 신용등급을 평가·공표하고 67개국의 국가신용등급을 평가하고 있다. 한국에서는 한국기업평가(Korea Ratings)와 자본·업무제휴를 맺고 있다.

2) Fitch IBCA, "Changing Game of Sports Finance - Economics of Professional Sports and Trends in Sports Finance", April 28, 1999. <<http://www.fitchibca.com>>

경기장이 공사 중이거나 신축할 계획을 추진 중이다.

상당수의 프로 구단이 경기장을 새로 건설할 때 본거지인 지자체의 지원을 받아 채권을 발행하고 있으므로 스포츠 관련 채권은 미국의 국공채시장(public finance debt market)에 자주 등장하는 금융상품이라 할 수 있다. 이와 관련하여 경기장 신축을 위한 예산확보를 둘러싸고 정치적 논란이 벌어지는가 하면 심지어는 주민투표가 행해지는 일도 있다. 우리나라에서도 2002년 월드컵 대회를 성공적으로 마치고 세계 4강 진출 및 국민대통합이란 신화는 이룩하였지만 막대한 건설비의 뒤처리와 지속적인 수익사업의 운영에 있어서는 뚝족한 대책이 없는 실정이다.

미국의 경우 스포츠 금융 분야에서도 이노베이션이 활발히 이루어지고 있다. 예컨대 1998년에는 경기장의 제반 수입을 유동화(securitization)하는 시도가 성공을 거두었다. 구단이 보증하는 사채가 발행되거나 사모발행이 이루어지기도 한다. 이러한 성공사례를 거울삼아 우리나라에서도 새로운 형태의 스포츠 금융을 추진해볼 만하다고 생각된다. 미국에서 행해진 사례들을 보면 순수한 자산유동화라기보다는 현금흐름 예측(cash flow projection)을 토대로 한 프로젝트 금융의 요소가 크다는 것을 알 수 있다. 리스크 대책에 있어서도 건설 리스크 뿐만 아니라 리그 운영상의 문제, 구단간의 경쟁구도, 구단의 재정사정, 지역경제의 호·불황 등을 모두 고려해야 한다. 이 과정에서 구단의 본거지를 관할하는 지자체(municipality)의 역할도 적지 않게 작용할 것이다.

## 2. 프로 스포츠의 경제적 측면

오늘날 전세계적으로 전개되고 있는 스포츠 경기를 보면 단순한 체육·오락이 아니라 일종의 기업 형태로 운영되고 있음을 알 수 있다. 이에 따라 스포츠 구단들도 재무관리 내지 금융시장 참여가 매우 중시되고 있으며, 운동선수의 관리나 경기운영 못지 않게 수익원 개발을 위한 TV 중계료 협상, 스포츠 광고 마케팅, 브랜드 사용료, 관람석 판매전략이 구단의 주요 사업이 되고 있다.

이에 따라 미국에서는 프로 구단을 가족기업 형태로 꾸려나가는 것은 무리라는 판단 아래 NFL(프로축구)을 제외하고는 소유구조를 기업 형태(corporate ownership)로 전환하는 추세이다. 1998년 세계적인 언론 재벌 루퍼트 머독이 소유하는 루퍼트 머독 뉴스사가 오말레이 가(O'Malley Family)로부터 LA 다저스를 인수한 것이 대표적인 사례이다. 이에 따라 루퍼트 머독 뉴스사는 계열사인 폭스 TV를 통해 독점적으로 LA 다저스의 야구경기를 중계할 수 있게 되었다. 이들 기업적인 구단은 프로 경기를 통해 자사 제품을 널리 알리고 판매를 촉진하는 전략을 동시에 추진하고 있다.

프로 구단의 운영을 기업 식으로 함에 따라 재무적 성과가 중시되고 있으며 전용

경기장의 수입과 지출은 구단의 존속에까지 영향을 미치고 있다. 장기적으로 경기장 운영의 경쟁력이 떨어지면 구단의 재정에 주름살을 지우게 된다. 종전에는 관중 동원, 광고 수입 등으로 결정되던 프로 구단의 시장규모가 재무적 성패를 좌우하는 요소로 여겨졌으나, 오늘날에는 경기장 운영을 어떻게 효율적으로 하느냐 하는 것이 프로 구단의 발전과 의사결정을 좌우하기에 이르렀다.

이러한 사정은 언론의 스포츠 관련 기사에도 그대로 드러나는데, 요즘에는 프로 구단이 재정상의 이유로 본거지를 옮긴다거나, 선수들의 연봉협상이 난항을 거듭하고 있다거나, 경기장 수입증대를 위하여 특별관람석을 기업체에 판매한다는 뉴스가 심심찮게 화제가 되고 있다. 프로 구단이 스타 플레이어를 영입하기 위해 파격적인 연봉을 제시하는 것도 경기장 운영수입으로 뒷받침이 되지 않으면 공염불이 되고 말 것이다. 요즘 새로운 수입원으로 각광을 받고 있는 것이 프로 구단 명칭의 사용권 판매, 프리미엄 관람석 임대, 그라운드 주변 및 전광판의 기업광고 같은 것들이다. 미국에서는 프로 구단이 본거지를 둔 지자체로부터 자금지원을 받거나 경기장 임대료를 할인받아 사용하는 일도 적지 않다. 지자체로서는 인기 있는 프로 구단을 갖고 있으면 지자체의 이미지를 좋게 하고 주민들의 자부심을 높이는 데 효과적이라고 믿기 때문이다. 볼티모어나 클리블랜드 같은 일부 도시에서는 도심을 재개발할 때 우선적으로 체육시설을 건설함으로써 연관된 투자를 유치하는 데 성공하였다.

프로 스포츠의 경제적 측면에서 간과할 수 없는 것이 가격결정이다. 경기장 입장료는 물론 팀의 로고를 새긴 스포츠 용품에 적정 가격을 매기지 않으면 팬들로부터 반발을 사고 심지어는 좋아하는 프로 구단과 멀어지게 만드는 결과를 가져오게 된다.

### 3. 프로 스포츠의 자금조달 방안

어느 프로 구단이 전용구장 건설을 위해 채권을 발행할 계획이라고 하자. 채권의 원리금 상환을 위해서는 여러 채널의 수입원을 확보해야 할 것이다. 물론 당해 경기장의 소유구조, 위치, 주변지역 인구분포에 따라 자금조달방법이 달라지겠지만, 프로젝트 금융방식을 적용하여 사모 발행(private placement)하는 것을 고려할 수 있다. 지방정부에서 지원을 해준다면 지방세 세수를 담보로 지방채를 발행하는 것도 가능하다. 경기장 관련 수입이 지속적이고 안정적인 경우에는 자산유동화 채권을 발행하는 것도 시도할 만하다.

경우에 따라서는 프로팀의 경기장 임대운영권(anchor tenant franchise)에 담보권을 설정하기도 한다. 미국 NBA의 경우 구단이 보증을 서는 것은 허용하지만 담보를 제공하고 차입을 하는 것은 6천만불 이내로 제한하고 있다.

## 가. 지방정부의 지원

지방정부에서 경기장을 직접 건설하는 경우 프로 구단은 경기장이 완공된 후에 장기 이용계약을 체결하면 된다. 그러나 지방정부가 전용 경기장 건설을 측면에서 지원하는 경우에는 지방채를 발행하거나 특별목적세(담배·주류 판매가, 유흥업소 입장료, 숙박료 등)를 부과하는 방법이 있다. 경기장 주변 지역의 숙박업소에 세금을 부과하는 것은 조세저항이 크지 않을 것이다.

## 나. 프로젝트 금융

경기장은 프로젝트 금융 방식으로도 건설할 수 있으나, 수익의 흐름(revenue streams)이 불충분하거나 가변적이므로 구단주의 출자참여, 지방정부의 부지 제공, 진입도로 건설 등의 지원이 불가피하다. 프로젝트 금융에 수반되는 리스크로는 지역경제의 현황, 인구 및 기업의 분포, 구단의 경쟁력, 리그의 정책, 경기장 운영능력, 수입의 안정성 내지 탄력성, 경기장 이벤트(운동경기 외의 콘서트, 라이브쇼, 기업들의 단체행사 등)의 빈도 및 수지상황 등을 고려해야 한다. 프로젝트 금융에 있어서 주된 수입원은 장기 베이스로 받는 주차장 등 부지 임대료, 특별관람석(premium seating) 또는 클럽 좌석(club seats) 대여료, 구내 숍·매점·식당(concessionaires)의 임대료, 방송중계료, 광고료 등이다. 임대료 수입은 프로젝트 금융의 차입금이 만기가 될 때까지 들어오도록 약정하되, 계약은 장기 베이스일수록 갱신위험(renewal risk)이 줄어들게 될 것이다.

미국에서는 경기장 명칭에 기업의 상호 또는 제품의 이름을 붙일 수 있게(naming rights) 하는데 이것도 중요한 수입원이다. 통상 계약금(up-front payment)으로 수백만달러를 받고 사용기간 중에도 1년에 1백만달러 이상 받는 것으로 알려져 있다. 스포츠 마케팅이 활기를 띠면서 시설 이곳저곳에 광고판을 붙이게 하는 것도 무시할 수 없는 수입원이 되고 있다.

경기장의 이러한 수입원은 별로 안정적이지 못하므로 반드시 관객수의 격감, 특별관람석 판매 부진 등 여러 가지 악조건을 가정한 스트레스 테스트(stress test)를 거치도록 한다. 여러 가지 민감도 분석(sensitivity analysis)을 통과한 재무계획이라야 프로젝트 금융의 토대가 될 수 있기 때문이다. 그리하여 예상 수입이 연간 원리금상환액을 커버할 수 있을 때라야(DSCR $\geq$ 1.0) 프로젝트 금융이 이루어질 수 있을 것이다.

## 다. 자산유동화

자산유동화는 경기장과 관련된 수입을 별도로 파악하되 다른 당사자의 신용 리스크

에 영향을 받지 않도록 특수목적기구(SPV)를 만들어 관리하는 것이 특징이다. 프로젝트 금융과 다른 점은 예상수입 중에 비계약적인 요소가 많고 효율적인 관리·운영이 중요하다는 것이다. 따라서 경기장과 관련된 자산의 집합(pool)이 역사적으로 신뢰할 만한 수입을 올렸는지, 전문기업이 관리·운영을 맡고 있는지 살펴볼 필요가 있다.

### (1) 대상자산의 선정

자산유동화 증권에 대한 신용평가는 각각의 대상자산에서 현금흐름이 얼마나 확실하고 안정적인지에 대한 판단이라 할 수 있다. 예컨대 대여료 수입이 발생하는 특별관람석이 유동화 대상자산에 포함되어 있다면 이를 임차한 기업의 재정사정 및 신인도, 구단의 팬 서비스 내용, 임차기간의 연장(renewal) 가능성 등을 고려해야 한다. 부실한 관리자를 임의로 교체할 수 있다면 이것도 긍정적으로 평가될 것이다.

시즌 티켓 판매수입, 입장료 수입(gate receipt)도 중요하기는 하지만 당해 팀의 경기성적, 지역경제의 영향을 크게 받게 마련이므로 안정적인 수입원은 될 수 없다. 시즌 티켓은 선불을 받고 팔지만 팀 성적이 나쁘면 다음 경기 시즌의 매출이 격감하고 시즌 중에도 경기장 사정 또는 선수들의 파업으로 환불을 해야 할 가능성도 있다. 이러한 수입은 과거의 통계(historical performance)를 고려하여 보수적으로 계상하는 것이 보통이다.

구내 숭, 매점, 식당 등 경기장 부속시설의 임대수입은 안정적이기는 하지만 총매출 및 세금을 감안하면 경기장 입장객 수에 영향을 받기 쉬우므로 임차인의 신용상태와 과거 실적을 고려하여 수준을 정하도록 한다. 계약보증금(up-front fee)을 넉넉히 받아 두어야만 임차인이 채무불이행에 빠지더라도 수입의 감소를 줄일 수 있을 것이다.

### (2) 구조화 및 현금흐름 분석

자산유동화에 있어서 중요한 것은 SPV가 어떠한 조건으로 유동화증권을 발행하느냐 하는 것이다. 여기에는 수입원의 현금흐름 규모, 신용 리스크를 감안하여 트리플 A급 채권을 만들기 위한 신용보강(credit enhancement)이 뒤따라야 한다. 신용보강은 담보화(collateralization)의 수준, 1년치 이자지급액에 해당하는 원리금상환준비금 계정(debt service reserve accounts)의 설치, 자산보유자의 추가 출자 또는 후순위채(subordinated bonds)의 인수, 제3자의 보증 등을 생각해볼 수 있다. 또한 상환기한, 고정금리 또는 변동금리 조건, 변동금리일 경우의 금리 리스크 관리방안도 결정해야 한다.

자산유동화의 전제가 되는 현금흐름 분석에 있어서는 예상수입의 실현가능성을 보여주는 과거 실적, 수입을 확보할 수 있는 계약의 갱신율(기존 계약이 연장되는 비

율), 계약비용, 거래의 재무적·법적 구조, 할인율(discount rate)을 검토하게 된다. 유동화증권이 투자등급을 받기 위해서는 예상 현금흐름이 각종 스트레스 테스트를 통과해야 하며, 원리금상환준비금을 제외하고도 최소한 원리금상환액의 1배 이상이 되어야 한다.

현금흐름에 적지 않은 영향을 미치고 신용평가에도 반영되는 것은 경기장의 관리운영팀이다. 경기장의 운영효율 및 팬들에 대한 서비스 수준을 좌우하므로 현지 실사를 통해 평가하게 된다. 구단 경영진의 경영철학, 전략수립, 각종 수입계약(revenue agreement)의 관리실태, 재무구조가 중요시된다.

#### 4. 리스크 관리

경기장 운영수입에 차질을 빚을 수 있는 리스크에는 여러 가지가 있다. 미국 프로구단에서는 선수들의 파업 및 구단주의 경기장 폐쇄가 종종 발생한다. 1990년 이후에는 프로 축구 리그(NFL)를 제외하고는 모두 경기장 파업 사태를 겪었다. 파업이 단기에 그칠 경우에는 큰 문제가 없지만, 장기화될 경우에 대비하여 별도의 준비금을 설정하거나 재무상태에 관한 서약(covenants)을 면밀하게 규정해 두어야 할 것이다.

스포츠 금융에 있어서 주의할 것은 각종 계약서에서 채권자가 제대로 원리금을 상환 받을 수 있는지에 대한 검토이다. 각종 수입원에 대하여 어떠한 형태의 담보권을 설정하였는지가 중점 검토사항이다. 건물 및 구축물에 대해서는 저당권을 설정케 하고, 수입의 흐름에 대하여는 질권을 설정케 하거나 양도담보로 취득하여야 할 것이다. 채무자를 비롯한 주요 당사자의 파산 가능성, 특히 경기장의 건설기간 중에는 주변지역에 대한 환경문제의 발생 가능성도 고려해야 한다. 환경문제로 인하여 예측하지 못한 비용이 발생하거나 공사가 지연될 경우에는 사업 자체의 타당성이 줄어들기 때문이다. 또한 인기 있는 프로구단이라면 본거지를 바꾸지 못하게 하는 것(non-relocation covenants)도 유의해야 한다.

현재 또는 장래의 수입을 확보할 수 있는 장치, 예컨대 계약체결권, 계약갱신권, 상표권보호, 선순위 담보의 정리 대책도 계약서에 규정해 놓아야 할 것이다. 채권자가 각종 담보물에 제1순위 담보권(first-priority perfected security interest)을 취득하고 이러한 담보권을 실행할 수 있어야(enforceable) 함은 물론이다. 자산유동화 거래를 포함하는 경우에는 대상자산이 자산보유자의 파산으로부터 영향을 받지 않도록(bankruptcy remote) SPV에 진정한 양도(true sale)를 하는 것이 필수적이다. SPV에 대한 지분 초과로 SPV가 자산보유자와 실질적으로 연결(consolidation)되는 것도 피해야 한다.

경기장이 타인 특히 지자체의 토지 위에 건설된 경우 경기장에 설정된 저당권을 제

대로 실행할 수 있는지, 채무자가 도산하였을 때 현금흐름을 누가 청구하고 수취할 것인지 명백히 해야 할 것이다. 자산유동화에 있어서 가장 확실한 방법은 유동화증권을 발행한 SPV가 목적물의 임차인으로서 계속 점유하면서 현금흐름을 다른 당사자의 방해 없이 수취할 수 있도록(non-disturbance covenant) 계약관계를 설정하는 일이다.

## 5. 기타 고려할 사항

경기장 건설·운영과 관련된 스포츠 금융에 있어서 고려할 사항에는 다음과 같은 것들이 있다. 이는 미국의 프로 리그에 해당하는 것이므로 우리나라에서는 사정이 달라질 수 있다.

- 프로 리그의 정책 및 운영현황, 회원인 구단간의 분쟁해결절차
- 리그와 회원 간의 수익분배(revenue sharing) 구조
- 방송 중계계약(broadcasting contracts)의 조건
- 구단과 선수간의 연봉협상, 선수선발 기타 상호관계
- 구단의 소유구조, 양수도 전망, 리그 차원의 지원내역
- 구단 본거지의 인구현황, 관할 지자체의 지원 내용
- 구단의 경영실태, 부채현황, 담보제공 능력

<출처: 한국경영법무연구소, 「경영법무」 N0.119 (2004. 3)>