

자금재조달 제도의 개선 방안

2017. 12

박용석 · 김남용 · 박수진

| | |
|---|----|
| ■ 들어가는 말 | 4 |
| ■ 자금재조달의 도입 경과와 추진 현황 | 7 |
| ■ 자금재조달의 주요 내용과 이익 산정 방식 | 14 |
| ■ 자금재조달 제도의 개선점 도출 | 24 |
| ■ 자금재조달제도 개선 방안 | 48 |
| ■ <별첨> 가중평균자본비용(WACC) 효과와 조기배당 효과의 중복성 검토 | 53 |

- 정부가 통행료 인하 및 재정 부담 절감을 위하여 적극적으로 추진하고 있는 자금재조달에 따른 공유 이익의 산정 방식과 적용 기준에 대하여 정부와 민간에 이권이 존재하여 왔음.
 - 본 연구의 목적은 현행 자금재조달 제도 중 규정 적용상의 문제들과 이익산정 계산 방식상의 쟁점들을 검토하고, 합리적인 개선 방안을 제시함으로써 민간투자사업을 건전한 방향으로 활성화하는 데 있음.
- 자금재조달 제도는 지난 2004년 민간투자사업기본계획에 ‘자금재조달의 기준 및 절차 등에 관한 일반지침’을 규정하면서 본격적으로 도입됨.
 - 2004년 천안~논산 고속도로에 민간투자사업기본계획에 의한 자금재조달 규정이 적용되기 시작하였으며, 2007년부터 자금재조달 세부 요령에 의하여 서울외곽순환도로, 일산대교, 미시령터널 등의 사업에 자금재조달 이익 공유가 적용되기 시작함.
- 민간투자사업기본계획에서는 ‘자금재조달 이익 공유’를 ‘자금재조달로 인하여 발생하는 출자자의 기대수익 증가분을 사업 시행자와 주무 관청이 공유하는 것’으로 정의함.
 - 여기서 ‘자금재조달’이란 실시협약(변경실시협약 포함)에서 정한 내용과 다르게 출자자 지분, 자본 구조, 타인자본 조달 조건 등을 변경하는 것을 의미함.
- 자금재조달 제도의 개선점을 규정 적용상의 개선점과 공유이익 계산 방식의 개선점으로 구분하여 분석함.
 - 규정 적용상의 개선점으로 ① 예상 금융비용 감소와 출자자 기대이익 변동의 비대칭성, ② 미실현 이익 선공유에 따른 사업시행 법인의 파산 위험 증가, ③ 규정의 소급 적용에 따른 제도의 신뢰도 저하를 제시함.
 - 계산 방식의 개선점으로는 ④ 자본구조 변경 효과의 중복 적용, ⑤ 자금재조달에 관한 세부 요령상 계산 방식의 임의성 등을 제시함.
- 개선 사항 중 ‘자본구조 변경 효과의 중복 적용’이 계산 결과에 미치는 영향을 보면, 정부 이익 공유 후 적정 요금 인하 수준은 8.25%인 데 반해 현 계산 방식에 의한 요금 인하 수준은 11.79%이므로 적정 수준보다 정부가 이익을 과도하게 공유하는 것으로 분석됨.
 - 미실현 이익 선공유에 따른 사업시행 법인의 파산 위험 증가 문제를 분석해보면, 현 제도에 의한 자금재조달 이익 공유시에 실제 교통량이 최초 추정치의 70%에 이르면 주주의 투자 수익률(ROE)이 0% 이하로 떨어지는 것을 확인할 수 있음.
 - 또한, 자금재조달에 관한 세부 요령상 계산 방식의 임의성(후순위채 증가 미인정) 문제를 분석해보면 후순위채 증가를 인정할 경우 요금 인하 수준은 6.27%인 반면, 임의로 증가를 인정하지 않을 경우의 인하 수준은 11.94%에 달하여 임의적인 규정 적용의 효과가 매우 크다는 것을 알 수 있음.
- 이러한 문제점들을 바탕으로, 단기적으로는 자금재조달 세부 요령상 계산 방식의 임의성과 제도 소급 적용 규정의 개선 방안을, 장기적으로는 자본구조 변경 효과의 중복 적용 방식, 금융비용 절감과 기대이익 변동의 비대칭성, 그리고 미래 미실현 이익의 선공유 방식 등에 대한 개선 방안들을 제시함.

I 들어가는 말

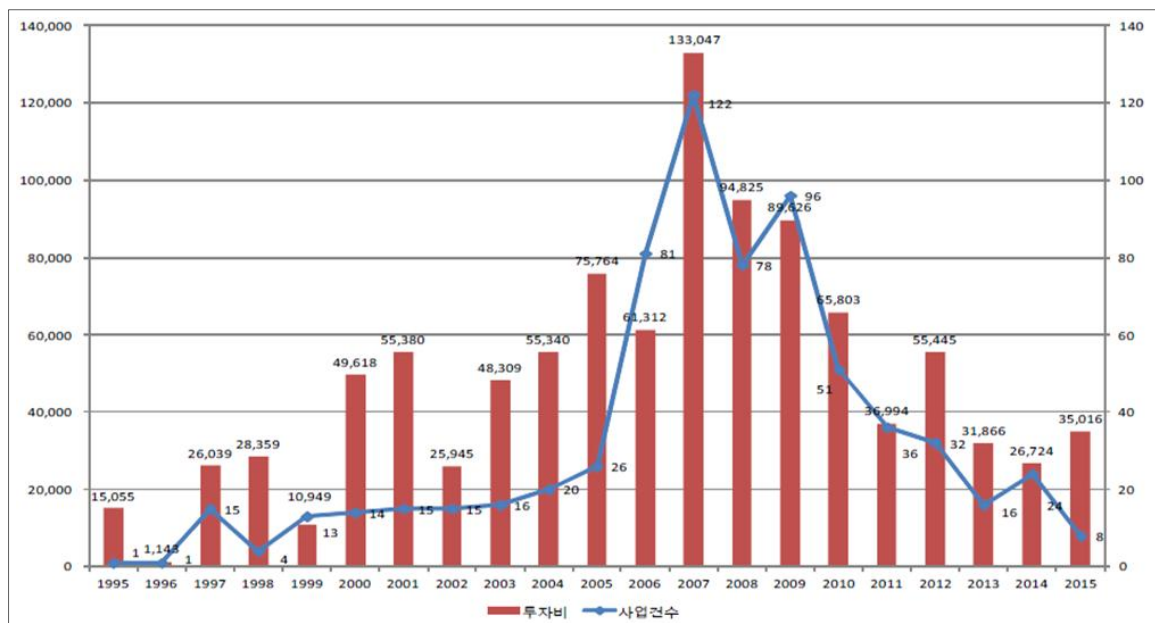
■ 정부는 민간투자 활성화를 위한 다양한 정책을 추진하고 있지만, 아직 민간투자시장의 실효적인 활성화를 이끌어내지 못하고 있는 것으로 보임.

- 2015년에 정부와 민간이 사업 위험을 분담하는 새로운 민자사업 방식(BTO-rs, BTO-a)을 도입하고, 민간사업자의 제출 서류를 절반으로 줄이며, 경쟁적 협의 절차 등을 도입해서 사업기간을 대폭 축소하는 등 정부는 민간투자 활성화 방안을 발표함.
- 민간투자사업의 추진 건수 및 민간 투자비를 보면 2010년 51건, 6조 5,000억원에서 2015년 8건, 3조 5,000억원 수준으로 감소하는 등 지속적으로 위축되고 있는 양상을 보이고 있으며, 2017년 5월 기준으로 민간투자사업의 뚜렷한 활성화 가능성은 크지 않을 것으로 예상되고 있음.

■ 2015년 4월부터 2017년 1월 초까지 BTO-rs, BTO-a 방식으로 제안된 신규 사업은 총 17건, 8조원 규모로 추정되지만, 이들 사업 중 KDI 공공투자관리센터(PIMAC)의 민자 적격성 검토가 마무리된 사업은 한 건도 없는 것으로 보도되고 있음.¹⁾

〈그림 1〉 1995~2015년 민간투자사업 추진 실적 추이

(단위 : 억원, 건)



자료 : KDI 공공투자관리센터, 『2015년도 KDI 공공투자관리센터 연차보고서』, 2016.3, p.89.

1) 건설경제신문, '시동 한번 못 건 민자 구원투수', 2017.1.5일자.

〈표 1〉 민간제안 민간투자사업 현황(2017년 1월 기준)

| 구분 | 사업명 | 사업 형태 | 제안자 | 최초 제안 | 비고 |
|------|---------------------|--------|--------|---------|-------------------|
| 도로사업 | 경인고속도로 지하화 | BTO-a | 금호산업 | 2015.5 | 민자 적격성 검토 진행 중 |
| | 제2경부고속도로 | BTO-rs | GS건설 | 2015.11 | |
| | 서창~김포고속도로 | BTO-rs | 현대산업개발 | 2016.2 | |
| | 천안~평택고속도로 | BTO-a | (주)한라 | 2016.3 | |
| | 시흥~계양고속도로 | BTO-a | 대림산업 | 2016.4 | |
| | 제2외곽(송도~안산) 고속도로 | BTO-a | 포스코건설 | 2016.6 | |
| | 성남~서초고속도로 | BTO-a | 효성건설 | 2016.7 | |
| | 신청계터널 | BTO-a | SK건설 | 2016.8 | |
| | 백운산터널 | BTO-a | 대림산업 | 2016.8 | |
| | 용인~서울 연장(대모산터널) | BTO-a | 대우건설 | 2016.9 | |
| | 부산항 제2배후도로 | BTO-a | 금호산업 | 2016.11 | |
| | 화성~용인고속도로 | BTO-a | 현대건설 | 2016.12 | |
| 철도사업 | 송도~강릉 고속화철도 | BTO-rs | 대림+포스코 | 2015.12 | |
| | KTX 평택~오송 | BTO-rs | 현대산업개발 | 2016.2 | |
| | 남부내륙철도(김천~거제) 고속화철도 | BTO-rs | 현대건설 | 2016.3 | 민자 적격성 검토 진행 중 |
| | 위례선 트램(Tram) | BTO-rs | 두산건설 | 2015.8 | |
| | 수원 트램 | BTO-rs | 두산건설 | 2015.10 | |

자료 : 한국건설경영협회, 『글로벌 건설리더스』, Vol 141, 2017.2, p.29.

■ 한편, 정부가 통행료 인하 및 재정 부담 절감을 위하여 적극적으로 추진하고 있는 자금재조달의 경우, 그 산정방식과 적용기준에 대하여 정부와 민간 간의 첨예한 의견 대립이 존재함.

- 현재, 2011~2012년에 추진된 민자도로 1기 사업의 상당수가 자금재조달의 추진 여부를 놓고 주무관청과 사업시행자 간에 입장 차가 큰 것으로 나타나고 있음.
- 자금재조달을 추진하는 이유는 자금재조달에 따른 공유이익으로 통행료 등 이용 요금의 인하와 최소 운영수입보장(MRG) 축소, 무상 사용기간의 단축 등을 기대할 수 있는데, 이 공유이익의 산정 방법에 있어서 정부(KDI 공공투자관리센터)와 사업시행자 간의 이견이 충돌하고 있음.
- 특히, 정부의 자금재조달 가이드라인에 의해 공유이익을 산정할 경우 사업시행자의 사업조건 악화로 사업시행자의 손실이 발생하고 이에 따라 추가적인 자금조달 자체가 되지 않을 수 있다는 것임.²⁾

2) A고속도로 공사의 경우 2007년 7월 실시협약 체결 때에는 금융약정상 자본구조가 자기자본 25%(건설사 10%, 운영사 10%, 재무투자자 80%), 타인자본 75%(후순위 25%, 선순위 50%)로 구성됨. 2008년 리먼사태 등 금융권의 입장 변화 영향으로 2011년 11월 재무투자자와 맺은 1차 금융약정은 자기자본 22%(건설사 90%, 운영사 10%), 타인자본 78%(선순위차입금)로 조정되었는데, 아직 금융약정상 인출은 이루어지지 못하고 있음. 결국 1차 금융약정은 해지됐고, 2014년 10월 자기자본을 20%(건설사 42.8%, 운영사 4.8%, 재무투자자 52.4%), 타인자본을 80%(후순위 15%, 선순위 65%)로 변경하는 금융약정을 재체결함. 문제는 2011년 11월(1차), 2014년 10월(2차) 두 차례에 걸친 출자자 지분 변경 승인 이후 발생했는데, 이익공유 산정 기준을 놓고 사업시행자와 한국개발연구원(KDI) 산하 공공투자관리센터(PIMAC)의 시각이 첨예하게 대립됨. 사업시행자는 실시협약 이후 실제 대출이 이뤄진 2014년 10월을 기준으로 후순위차입금 감소분(25%→15%)을 이익공유 산정 기준으로 봐야 한다는 입장이지만, PIMAC은 2011년 11월 후순위차입금 감소분(25%→0%)으로 조정된 부분만을 반영하고 2014년 10월 후순위차입금 증가분(0%→15%)은 고려하지 않겠다는 뜻을 밝혔다는 게 업계의 설명임. 후순위차입금 비율이 인정되지 않는 만큼 이익공유는 커지고, 사업시행자는 인출도 해보지 못한 금융약정에 따라 손실을 볼 수밖에 없는 구조임(건설경제신보, 안양~성남 등 민자 1기 도로 자금재조달 복병 '몸살', 2016.8.17일자).

- 정부와 민간 투자자 사이에 자금재조달 문제를 놓고 심각하게 의견 차이를 보이는 논점들은 규정 적용상의 문제와 계산 방식의 문제로 구분하여 다음과 같이 요약할 수 있음.
 - 규정 적용에서 이견을 보이는 부분으로는 ① 예상 금융비용 감소와 기대이익 변동의 비대칭성, ② 미실현 이익의 선공유에 따른 파산 위험 증가, 그리고 ③ 규정의 소급 적용에 의한 제도의 신뢰도 저하 등이 있음.
 - 계산 방식에서 차이를 보이는 쟁점들로는 ① 자본구조 변경 효과(WACC 효과와 조기배당 효과)의 중복 적용³⁾, ② 자금재조달 세부 요령상 계산 방식의 임의성 등을 들 수 있음.
- 본 연구의 목적은 현행 자금재조달 제도 중 규정 적용상의 문제들과 자금재조달 이익 산정상 쟁점들을 검토하고 이에 대한 합리적인 개선 방안을 제시함으로써 민간투자사업의 활성화에 기여하는 데 있음.
- 이를 위하여 본 연구는 제2장에서 그간 자금재조달 제도의 도입 경과와 추진 현황을 살펴보고, 제3장에서 현재 자금재조달의 주요 내용과 이익 산정 방식을 검토하였으며, 제4장에서 현행 자금재조달 제도의 개선점을 도출하였음. 이 결과들을 바탕으로 제5장에서는 자금재조달 제도의 개선 방안을 단기와 장기적 관점으로 구분하여 제안하였음.

3) 이에 대하여 공공투자관리센터는 WACC 효과에 대한 이익공유 산정 후에 별도로 조기배당 효과를 계산하므로 중복 적용이 아니라는 입장을 밝힌 바 있음.

Ⅱ 자금재조달의 도입 경과와 추진 현황

1. 자금재조달의 도입 배경

■ 1990년대 중반부터 본격화된 민간투자사업은 2000년대 들어서면서 시설물이 준공되고 본격적인 운영이 시작되는 사업이 등장하기 시작했고, 금융시장의 안정과 국제화에 따른 자금조달 비용의 감소가 가능해지는 등 자금재조달에 대한 유인이 발생함.⁴⁾

- 민간투자사업에 대한 운영이 본격화되면서 건설 위험이 축소되고 수요 위험에 대한 예측이 가능해졌으며, 금리 인하 등 금융시장의 여건 변화로 자금조달 비용을 축소할 수 있는 여지가 발생함.
- 정부 입장에서는 협약 당시보다 낮은 교통량으로 인해 최소운영수입보장(MRG)에 따른 보조금의 부담이 증가하여 이를 해소할 필요가 있었고, 공공시설에 비해 상대적으로 높은 민자시설의 이용료에 대한 부정적 여론에 대응할 필요성이 커짐.
- 우리나라보다 민간투자사업을 먼저 추진한 영국의 경우, 2002년에 금융시장에서의 자금조달 비용 축소에 따른 이익을 사업시행자와 국가가 공유하는 자금재조달 이익공유제도를 도입함.⁵⁾

■ 민간투자사업 시행시 정부가 재정적 또는 비재정적인 지원을 하는 등 사업 추진의 한 축을 담당하고 있는바, 자금재조달에 따른 이익을 사업시행자와 정부(주무관청)가 공유해야 한다는 논리적 틀이 형성됨.

- 정부는 사업부지 지원 및 보상, 건설기간 중 재정 지원, 일정 기간 동안 일정 수준의 최소운영수입보장(MRG) 유지, 산업기반신용보증기금의 운용, 사업자 귀책사유로 인한 사업 중단시 해지시지급금을 통한 투자금액의 일정 금액 회수 보장 등의 역할을 수행하고 있음.
- 이에 따라 자금재조달에 따른 이익에 있어서도 사업시행자와 정부가 공유해야 한다는 주장이었음.
- 한편, 사업시행자와 주무관청은 자본 구조, 금융 조건 등 사업시행 조건을 변경(실시협약 변경)할 수 있는데, 자금재조달은 실시협약의 변경 사유에 해당하고 정부의 승인이 필요함.

■ 이에 따라 2004년도 민간투자사업기본계획에 ‘자금재조달의 기준 및 절차 등에 관한 일반지침’을 규정하면서 자금재조달 이익공유제도를 본격적으로 도입함.

- 재무투자자의 민자사업체 주식 인수와 효율적인 자금재조달(Refinancing)을 뒷받침하고, 자금재조달 이익을 정부와 사업시행자 간에 합리적으로 공유할 수 있는 근거를 마련

4) 송병록·김남용 등, 민간투자사업 자금재조달제도의 문제점 및 개선방안 연구, 대한건설협회SOC 포럼, 2013.9, pp.3~4.

5) 영국 정부는 2002년 10월 자금재조달과 관련된 행동규칙인 ‘Refinancing of Early PFI Transaction’을 발표, 자금재조달에 따른 이익을 사업시행자와 주무관청이 공유하기 시작함.

2. 자금재조달 제도의 도입과 변화⁶⁾

- 2004년 이전에는 자금재조달에 관한 규정이 없어 개별 사업별로 자금재조달시 실시협약 변경 협상 등을 통해 정부와 사업시행자 간의 이익 공유를 추진함.
 - 2003년에 자금재조달을 시행한 인천국제공항고속도로의 경우 사업시행자와 정부는 협상을 통하여 최소운영수입보장(MRG) 비율을 운영 개시 후 20년 간 90%에서 80%로 축소함.
- 2004년의 민간투자사업기본계획(2004.6)에서 정부와 사업시행자 간에 자금재조달 이익을 공유할 수 있는 규정을 신설함.
 - 자금재조달을 “최근 금융약정 당시와 비교하여 사업시행자가 사업시행 법인의 지분 구조 및 조달 조건 등을 변경하는 행위를 통해 출자자의 기대수익률을 극대화하는 행위”로 정의함.
 - 이익 평가는 자금재조달 전후의 주주 기대수익률(ROE) 증가분으로 하고, 정부 및 사업시행자 이익 공유는 50 : 50으로 하며, 정부 공유분은 사용료 및 최소운영수입보장 수준 인하 등에 활용
 - 자금재조달 절차와 관련해서는 우선 공정한 시장 가격 및 조건에 의해 자금재조달을 추진하되 자금재조달 계획에 대한 주무관청의 사전 동의가 필요
- 2005년의 민간투자사업기본계획(2005.4)에서는 공공투자관리센터가 자금재조달에 관한 세부 요령을 작성토록 규정함.
- 2007년 민간투자사업기본계획(2004.4)에서 자금재조달의 범위가 확대되고 관리가 강화됨.
 - 출자자 지분 변경, 최초 금융약정 체결 전의 기대수익 증가를 자금재조달의 범위에 포함하고, 자금재조달시 선순위 채무보장한도 변경금지 조항도 삭제함.
 - 민간투자심의위원회의 심의를 거친 국가관리사업의 경우에 주무관청은 공공투자관리센터의 사전 검토를 거친 후 기획예산처와 협의를 해야 함.
- 2009년 2월의 민간투자사업기본계획과 10월의 민간투자사업기본계획에서 자금재조달의 규정 일부를 완화함.
 - 2009년 2월, MRG가 없는 사업의 경우 단순 출자자 변경을 자금재조달 대상에서 제외함.
 - 2009년 10월, 사업시행자는 자금재조달 요건 발생 여부를 반기마다 주무관청에 보고하고, 주무관청의 자금재조달 요청 제도를 도입하는 방안 발표

6) 2005년, 2007년, 2009년, 2010년의 민간투자사업기본계획 변동에 관한 사항은 기획재정부(2015.1)의 “2013 민간투자사업 종합평가” 내용을 참조하여 작성하였음.

- 그리고 이익공유의 실익이 없는 경우 자금재조달 특례를 인정함으로써 리스크를 완화하여 금융약정을 촉진함. 즉, 자금재조달시 달성이 예상되는 기대수익률이 실시협약상 기대수익률에 미달하고 다음 조건에 해당하는 경우 이익 공유를 적용하지 않음.⁷⁾
 - 운영 기간 중 정부 재정 지원이 없고 사용료 수준이 재정사업의 1.2배 이하(자금재조달 시점, 경 상 기준)인 사업
 - 본 기본계획 공고 이후 금융약정이 체결되고, 2010년까지 착공되는 사업에 한해 적용
 - 자기자본비율 인하⁸⁾ 및 산업은행 특별융자⁹⁾에 대해서는 자금재조달 미적용

〈표 2〉 2004년, 2007년, 2009년 자금재조달 관련 규정 주요 변경 사항

| 구분 | 2004년 기본계획 | 2007년 기본계획 | 2009년 기본계획 |
|-------------|---|----------------|--|
| 자금재조달 정의 | 자본구조, 타인자본 조달 조건 등 변화 | 출자자 변경 추가 | MRG 없는 사업의 출자자 변경 제외 |
| 자금재조달 이익 산정 | 출자자 기대수익 증가분 | 좌동 | 운영 기간 중 정부 재정 지원이 없고 사용료 수준이 재정사업의 1.2배 이하인 사업에 대한 이익 측정 방식의 한시적 예외 인정 |
| 이익공유 대상 사업 | - 총사업비 500억원 이상 - 타인자본 조달 조건의 현저한 변화 | 좌동 | 좌동 |
| 선순위 채무 보장 | 선순위 채무 보장한도 | 선순위 보장 규정 삭제 | 좌동 |
| 공유 이익 사용 방법 | 사용료 인하, MRG 축소, 무상 사용기간 단축 등 | 좌동 | 좌동 |
| 이익공유 비율 | 50 대 50 원칙 | 좌동 | 좌동 |
| 자금재조달 요건 | 사업시행자가 자금재조달을 해야 이익 공유 가능 | 좌동 | 주무관청의 자금재조달 요청 제도 도입 |
| 자금재조달 절차 | 공공투자관리센터 검토 의무 없음. | 공공투자관리센터 검토 의무 | 좌동 |

자료 : 송병록·김남용 등(2013.9), p.12.

■ 2010년의 민간투자사업기본계획(2010.12)에서 자금재조달 이익공유 비율을 개선함.

- 최소운영수입보장(MRG)이 적용되지 않는 사업의 경우에는 상대적으로 정부 기여가 적은 점을 감안 하여 이익공유 비율(50 : 50)을 달리 정할 수 있도록 함.
- 사업별 이익공유 비율 설정을 위하여 사용료, 건설보조금 등에 따른 차등 적용 기준을 공공투자관리 센터의 「자금재조달에 관한 세부요령」에 마련함.

7) 기획재정부, 민간투자사업기본계획, 기획재정부공고 제2009-162호, 2009.10.6.

8) 자기자본비율 인하 : 사업시행자(SPC)의 총사업비 중 자기자본 확보 비율을 5~10%p 수준 인하[BTO : 25% → 20%(재무적 투자자가 50% 이상일 경우엔 20% → 15%), BTL(학교, 군주거, 하수관거) : 5~15% → 5%].

9) 산업은행 특별융자 : 산업은행이 일반 금융기관 등을 대신하여 사업시행자(SPC)에게 1조원을 1년 간 한시적으로 지원.

- 자금재조달 요청 제도를 활용하여 주무관청이 자금조달 조건 변화 등을 적극 검토함.

■ 2013년의 민간투자사업기본계획(2013.5)에서 자금재조달의 기준 시점을 변경¹⁰⁾

- 자금재조달 기준시점을 기존의 최초 금융약정에서 사업기간 동안 사업시행자의 실시협약(변경실시협약 포함) 시점으로 관련 기준을 강화함.

■ 2014년의 민간투자사업기본계획(2014.5)에서는 자금재조달 관련 이익공유 요건 및 시기 등을 변경함.¹¹⁾

- 타인자본 조달과 관련해서 자금재조달시 주주로부터 차입하는 선순위채 비율을 100분의 70 이하로 유지하고, 비주주로부터 경쟁을 통해 조달한 금리를 주주 차입 이자율에도 적용
- 자금재조달 이익공유를 할 수 없는 경우
 - 재정 지원, 최소운영수입보장, 투자위험분담금, 해지시지급금이 모두 없는 경우
 - 구제금융 성격을 갖는 경우
 - 제33조의 2에 따른 사업시행조건 조정인 경우
 - 토지 선보상을 위한 타인자본 조달의 경우
 - 운영 단계에서의 추가 부대부속사업 추진시
- 자금재조달 이익공유 비율은 30 대 70을 원칙으로 하며, MRG 또는 투자위험분담금이 있는 수익형 민자사업의 경우 50 대 50이 원칙임.¹²⁾

3. 자금재조달의 주요 사례

■ 2004년도 이전에는 자금재조달에 관한 규정이 「민간투자법」 및 동법 시행령, ‘민간투자사업기본계획’ 등에 없었기 때문에 개별 사업별로 사업시행자와 주무관청 간의 실시협약 변경 협상을 통해 자금재조달에 따른 이익공유 등을 추진함.

- 인천국제공항고속도로가 자금재조달을 시행한 2003년의 경우 자금재조달 시점에 관련 규정이 없었고, 자금재조달에 따른 이익을 측정하기 위한 방법론이 정립되지 못하였음.
- 이에 따라 사업시행자와 정부는 협상을 통해 최소운영수입보장(MRG) 비율의 변경을 적용하여 당초 MRG 보장 비율을 운영 개시 후 20년 간 90%에서 80%로 축소함.

10) 기획재정부, 민간투자사업기본계획, 기획재정부공고 제2013-91호, 2013.5.10.

11) 기획재정부, 민간투자사업기본계획, 기획재정부공고 제2014-87호, 2014.5.12.

12) 다만, 주무관청과 사업시행자는 건설보조금 등 정부 재정지원, 자금재조달 효과에 기여 정도, 사용료 수준, 실제 수요, 사업시행자의 재무상태, 국민편익 증진 효과 등을 종합적으로 감안하여 이익공유 비율을 별도로 정할 수 있음.

〈표 3〉 인천국제공항고속도로 자금재조달 사례

| 구분 | 기존 | 변경 | 비고 |
|---------------|----------------|--------------------|------------|
| 출자자 | 삼성물산 외의 건설 출자자 | 한국교직원공제회 외 재무적 투자자 | 지분 양수도 |
| 자본금 | 4,342억원(30%) | 2,198억원(15%) | |
| 선순위차입금 | 10,310억원(70%) | 10,010억원(70%) | |
| 후순위차입금 | - | 2,144억원(15%) | |
| 최소운영수입보장(MRG) | 20년 간 90% | 20년 간 80% | 2002년부터 적용 |

자료 : 이희영, 민간투자사업 Refinancing의 현황 및 개선 방안, 부동산포커스, vol53, 한국감정원, 2012, p.41.

〈표 4〉 초기 자금재조달 사례의 주요 특징

| 사업명 | 구분 | 주요 내용 | 특징 |
|-------------------|-------------------------------------|---|--|
| 인천국제공항 고속도로 | - 운영 중인 사업 - 자금재조달 이익을 정부와 공유 | 기존 주주의 주식을 신규 주주가 액면가 이 상으로 매입하는 주식 매매거래에 수반하여 신규 주주가 주주의 배당 수익률을 높이기 위하여 자본금 투입 이외에 주주 후순위대 출금을 반영함. | - 주주의 변경 - 자본구조의 변경 - 재원조달 조건의 변경 - 배당제약 조건의 완화 |
| 광주 제2순환도로 | - 운영 중인 사업 | 신규 투자자가 신설 법인을 설립하여 자본금 납입 후 자기자본 성격의 주주 후순위대여금 을 투자함으로써 [배당수익률 + 후순위대출 이자율]을 목표 투자수익률로 판단해 투자함. | - 사업시행자의 변경 - 자본구조의 변경 - 재원조달 조건의 변경 - 배당제약 조건의 완화 |
| 수정산터널 | - 공사 중인 사업 - 국내 최초의 자금 재조달 | 신규 투자자가 신설 법인을 설립하여 자본금 납입 후 자기자본 성격의 주주 후순위대여금 을 투자함으로써 [배당수익률 + 후순위대출 이자율]을 목표 투자수익률로 판단해 투자함. | - 사업시행자의 변경 - 자본구조의 변경 - 재원조달 조건의 변경 - 배당제약 조건의 완화 |
| 철마산터널, 만월산터널 등 | - 공사 중 자본금만 기 투입된 사업을 인수 | 신규 투자자가 신설 법인을 설립하여 자본 금 납입 후 주주차입금만으로 자금을 조달 함으로써 [배당수익률 + 후순위대출이자율] 을 목표 투자수익률로 판단하여 투자함. | - 주주의 변경 - 자본구조의 변경 - 재원조달 조건의 변경 - 1개의 기관이 모든 자금 투입 |

자료 : 삼일회계법인, 민자사업 자금재조달 이익평가 및 배분 방안에 대한 연구, 기획재정부, 2005, p.5.

- ❑ 초기 자금재조달을 시행한 사업들의 경우, 신규 투자자는 자본금을 인수하면서 주주의 후순위대출금을 자본구조에 반영하여 투자자의 투자수익률을 보전하면서 가능한 한 자본금 납입액을 줄여 이자비용의 법인세 절감 효과를 극대화하려는 경향이 있었음.

- 이와 함께 기존에 자금차입약정이 있는 경우, 차입약정상 배당제약 조건을 완화하여 자본금에 대한 배당금 수익을 상대적으로 조기에 실현하고자 함.

- ❑ 민간투자사업기본계획(2004.6)이 준용된 최초의 사례는 천안~논산고속도로 민간투자사업으로 사업시행자와 정부가 자금재조달에 따른 이익공유를 시행함.

- 천안~논산고속도로 민간투자사업은 다른 사업과 달리 금융악정상의 타인자본(선순위차입금) 조달 조건의 변경 없이 출자자 변경 및 납입자본금의 감자와 후순위차입금만 신규로 도입함.
- 사업시행자와 정부가 자금재조달로 발생한 이익을 공유한 첫 사례로서 후순위차입금 도입 등 자본구조의 변경 등을 반영하여 공유 대상 이익을 측정한 후 협상을 통해서 최종적인 자금재조달 공유이익을 합의하였음.

■ 2007년에 KDI 공공투자관리센터는 자금재조달에 관한 세부요령을 마련했는데, 서울외곽(일산~퇴계원)순환도로, 대구~부산 간 고속도로, 일산대교, 미시령터널 등이 세부요령에 의해서 이익공유 규모를 사업수익률과 출자자의 기대수익률 등으로 산정함.

- 서울외곽(일산~퇴계원)순환도로는 건설 출자자에서 재무적 투자자로의 출자자 변경, 자본구조 변경, 타인자본 조달조건의 변경이 동시에 이루어진 사업임.
- 자금재조달 세부요령에 의해 이익공유 규모 산정 후, 최소운영수입보장(MRG)을 조정하지 않고 공유 이익을 통행료 인하로 반영했는데, 이는 공유이익을 정부 부담의 완화보다는 시설 이용자에게 직접 혜택을 주는 방향으로 결정한 것임.

〈표 5〉 천안~논산고속도로 및 서울외곽(일산~퇴계원)순환도로 자금재조달 사례

| 구분 | | 기존 | 변경 | 비고 |
|--------------------------|----------|-------------------|----------------------|-------------|
| 천안~논산 고속도로 | 출자자 | GS건설 외의 건설 출자자 | MKIF 외 재무적 투자자와 대우건설 | 대우 지분매각 미참여 |
| | 자본금 | 4,166억원(36%) | 1,463억원(12%) | |
| | 선순위차입금 | 7,423억원(64%) | 7,300억원(62%) | |
| | 후순위차입금 | - | 3,038억원(26%) | |
| | 최소운영수입보장 | 20년 간 90% | 20년 간 82% | |
| 서울외곽 (일산~퇴계원) 순환도로 | 출자자 | GS건설 외의 건설 출자자 | 국민연금공단 외 재무적 투자자 | |
| | 자본금 | 4,600억원(31%) | 1,109억원(8%) | |
| | 선순위차입금 | 10,052억원(69%) | 9,200억원(62%) | |
| | 후순위차입금 | - | 3,491억원(25%) | |
| | 통행료율 | 기존 실시협약 통행료율 100% | 기존 실시협약 통행료율 83% | 법인세율 인하 포함 |

자료 : 이희영(2012), p.41.

■ 2012년 이후 자금재조달을 실시한 민간투자사업으로는 용인서울고속도로, 인천국제공항고속도로, 경기고속도로, 제3경인고속도로, 광주 제2순환도로 등이 있음.

- 대부분의 사례를 보면, 건설 완료 후 건설 투자자의 지분을 매각하거나 최소운영수입보장(MRG) 부담을 경감하기 위한 목적으로 자금재조달을 시행하였고, 자금재조달의 내용은 주로 주주 변경, 유상감자, 차입금 재조달 시행 등임.

- 자금재조달 공유이익의 활용을 보면, 용인서울고속도로와 인천국제공항고속도로는 MRG 부담은 그대로 두고 통행료를 인하했으며, 경기고속도로와 제3경인고속도로는 MRG 수준을 줄이고 동시에 통행료도 인하하였음.
- 광주 제2순환도로의 경우, MRG 부담이 적고 통행료에 대한 도로 이용자의 저항이 적어 공유이익을 무상 사용기간을 단축하는 데 활용함.

〈표 6〉 2012년 이후 주요 자금재조달 사례

| 구분 | | 기존 | 변경 |
|-------------------------------|----------|--|-------------------------------|
| 용인서울 고속도로 | 자금재조달 시점 | 2015년 10월 | |
| | 자금재조달 배경 | 건설 완료 이후 건설 투자자(대우건설, 롯데건설 등) 지분(40%) 매각 | |
| | 자금재조달 내용 | 주주 변경 및 유상 감자, 차입금 재조달 자본금 1,650억원 중 480억원을 유상 감자 | |
| | 최소운영수입보장 | 운영 개시일로부터 10년 간 70% | 좌동 |
| | 통행료 | 2,000원(소형 기준) | 1,800원(소형 기준) |
| 인천국제 공항 고속도로 | 자금재조달 시점 | 2015년 8월 | |
| | 자금재조달 배경 | 재정도로 대비 높은 통행료 수준(2.62배), 주무관청 MRG 부담 | |
| | 자금재조달 내용 | 유상 감자 및 차입금 재조달 자본금 2,198억원 중 1,438억원을 유상 감자, 유상감자 재원을 선순위차입금으로 조달하고 후순위차입금의 조달조건 변경 | |
| | 최소운영수입보장 | 협약통행료 수입의 80%(2020년까지) | 좌동 |
| | 통행료 | 7,700원(소형 기준) | 6,600원(소형 기준) |
| 경기 (서수원~ 오산~평택) 고속도로 | 자금재조달 시점 | 2014년 10월 | |
| | 자금재조달 배경 | 건설 완료 이후 건설 투자자(두산중공업, 금호건설 등) 지분(100%) 매각 | |
| | 자금재조달 내용 | 주주 변경 및 유상 감자, 차입금 재조달 자본금 2,416억원 중 1,767억원을 유상 감자, 유상 감자 및 기존 차입금의 조기 상환에 필요한 자금을 재조달 | |
| | 최소운영수입보장 | 운영 개시일로부터 5년차 80%, 10년차 70%, 15년차 60% | 자금재조달 시점 이후 MRG 폐지 |
| | 통행료 | 3,100원(소형 기준) | 2,700원(소형 기준) |
| 제3경인 고속도로 | 자금재조달 시점 | 2012년 12월 | |
| | 자금재조달 배경 | 건설 완료 이후 건설 투자자(한화건설, 경기도시공사 등) 지분(100%) 매각 | |
| | 자금재조달 내용 | 주주 변경 및 유상 감자, 차입금 재조달 자본금 1,541억원 가운데 649억원을 유상 감자, 유상 감자 및 기존 선순위차입금의 조기 상환에 필요한 자금을 재조달 | |
| | 최소운영수입보장 | 운영 개시일로부터 5년차 90%, 10년차 85%, 15년차 80%, 20년차 75% | 자금재조달 이후 20년차까지 75%로 일괄 인하 |
| | 통행료 | 1,100원(소형 기준) | 통행료 3.79% 인하 |
| 광주 제2순환 도로 | 자금재조달 시점 | 2012년 2월 | |
| | 자금재조달 배경 | 건설 완료 이후 건설 투자자(금호산업, 한라건설 등) 지분(51%) 매각 | |
| | 자금재조달 내용 | 주주 변경 및 차입금 재조달 | |
| | 최소운영수입보장 | 운영 개시 후 15년 간 80% | 좌동 |
| | 통행료 | 1,200원(소형 기준) | 좌동 |
| | 무상 사용기간 | 운영 개시일로부터 30년 | 운영 개시일로부터 27.25년 |

자료 : 조혁중, 수익형 민간투자사업(BTO)의 자금재조달 및 사업재구조화 특성 분석, 연세대 석사논문, 2015.12, pp.29~47의 내용을 정리하였음.

Ⅲ 자금재조달의 주요 내용과 이익 산정 방식

1. 자금재조달 제도의 주요 내용

(1) 자금재조달의 개념

■ ‘자금재조달’이란 실시협약(변경실시협약 포함)에서 정한 내용과 다르게 출자자 지분, 자본구조, 타인자본 조달조건 등을 변경하는 것을 뜻함.¹³⁾

- 즉, 자금재조달은 민간투자사업의 전체 사업기간 동안 이루어지는 행위로서 실시협약(변경실시협약)과 다르게 사업시행 법인의 자본구조, 출자자 지분, 타인자본 조달조건 등을 변경하여 출자자의 기대수익을 극대화하는 행위를 의미함.

■ ‘자금재조달 이익공유’는 자금재조달로 인하여 발생하는 출자자의 기대수익 증가분을 사업시행자와 주무관청이 공유하는 것을 의미함.¹⁴⁾

- 실시협약상 총사업비가 500억원 이상인 사업(또는 총사업비가 500억원 미만인 사업이라도 주무관청이 자금재조달의 적정성 확인 및 이익공유에 필요하다고 판단하는 경우)으로서 다음 요건이 모두 충족되는 경우 자금재조달 이익공유를 하게 됨.
- 5% 이상 출자자 지분 변경. 단, 최소운영수입보장(MRG) 및 투자위험분담금 또는 투자위험분담기준금이 없는 경우와 5% 이상 단순 출자자 지분 변경은 제외됨.
- 자기자본, 후순위채 등을 증감시키는 등 자본구조의 변경, 타인자본 조달금리, 상환기간, 부채상환금 적립조건 등 타인자본 조달조건의 현저한 변경
- 자금재조달 이익이 존재하는 사업
- 다음 사업들의 경우 자금재조달에 따른 이익공유를 시행하지 않음.
 - 재정지원, 최소운영수입보장, 투자위험분담, 해지시지급금이 모두 없는 경우
 - 구제금융 성격을 갖는 경우
 - 제33조의 2에 따른 사업시행 조건 조정인 경우
 - 토지 선보상을 위한 타인자본 조달의 경우
 - 부대사업 추진시(다만, 해지시지급금 약정이 포함된 경우에는 제외)

13) 민간투자사업기본계획(기획재정부공고 제2016-64호, 2016.4.27) 제2조 15호.

14) 민간투자사업기본계획(기획재정부공고 제2016-64호, 2016.4.27) 제2조 15-1호, 제27조, 제28조.

■ 자금재조달은 사업시행자와 주무관청(정부)이 당초 실시협약으로 합의한 자본구조, 금융 조건 등의 사업시행 조건을 변경하는 것으로, 협약 상대방인 주무관청의 합의가 필요함. 정부는 민간투자사업 추진시 다양한 재정 및 비재정 지원을 하고 있으므로 자금재조달에 따른 이익공유를 주장할 수 있음.

- 민간투자사업에 있어서 정부는 건설 지원금, 산업기반신용보증기금, 최소운영수입보장(MRG), 해지시 지급금 등의 지원을 하고 있으므로 자금재조달에 따른 이익공유를 주장할 수 있음.
- 특히, 인프라시설에 대한 민간투자사업은 대부분 공공재이므로 해당 사업을 통해 사업시행자가 과도한 수익을 가져가는 것은 바람직하지 않을 수 있음.

■ 주무관청과 사업시행자 간의 자금재조달 이익공유 비율은 30 대 70, 운영기간 중 최소운영수입보장이 있는 수익형 민자사업은 50 대 50, 투자위험 분담이 있는 수익형 민자사업은 40 대 60을 기본 원칙으로 하고 있음.¹⁵⁾

- 주무관청과 사업시행자는 건설보조금 등 정부 재정지원, 자금재조달 효과에 기여 정도, 사용료 수준, 실제 수요, 사업시행자의 재무상태, 국민편익 증진 효과 등을 종합적으로 감안하여 이익공유 비율을 별도로 정할 수 있음.
- 자금재조달에 따른 정부 측 공유이익은 사용료 인하에 우선 사용하되, 개별 사업의 특성을 감안하여 최소운영수입보장 축소, 투자위험분담금 또는 투자위험분담기준금 축소, 무상 사용기간 단축 등 해당 민자사업의 사업시행 조건 개선에 사용할 수 있음.

(2) 자금재조달의 법적 근거

■ 「사회기반시설에 대한 민간투자법」 및 동법 시행령상에 ‘자금재조달’에 관한 명확한 법적 근거는 없으며, ‘민간투자사업기본계획’ 및 공공투자관리센터에 의해 작성되고 있는 ‘세부요령’에 따라 자금재조달 제도가 시행되고 있음.

- 「민간투자법」 제7조(민간투자사업기본계획의 수립·공고)에 근거해 정부가 수립하는 ‘민간투자사업기본계획’ 제2조 제15호, 제27조(자금재조달 이익공유), 제28조(자금재조달의 범위), 제29조(자금재조달 이익의 산정), 제30조(자금재조달의 절차), 제39조(자금재조달에 관한 공공투자관리센터의 업무), 제51조(자금재조달에 관한 주무관청의 역할) 등에서 자금재조달에 관한 규정을 두고 있음.
- 민간투자사업기본계획에서는 자금재조달에 관한 기본적인 사항을 규정하고, 공공투자관리센터에서 자금재조달 이익공유에 관한 세부요령(제39조 제8호, 제40조 제4호)을 정하고 있음.

15) 민간투자사업기본계획(기획재정부공고 제2016-64호, 2016.4.27) 제27조 제2항 및 제3항.

- 자금제조달에 따른 이익을 공유하는 것과 같이 사업시행자에게 금전적 부담을 지우는 중요 제도를 법률이 아닌 기본계획이나 세부요령으로 규정하는 것이 과연 적절한 것인가에 대한 논란이 있음.

- 이 같은 논란에 대해 공공투자관리센터는 「민간투자법」은 제7조 제1항 및 제8조에서 민간투자사업의 정책 방향뿐만 아니라 투자 범위와 방법, 조건, 관리 운영 등과 같은 구체적인 사항을 민간투자사업 기본계획에서 정하도록 하고 있는데, 자금제조달 이익공유에 관한 내용은 그 자체가 정책 방향이 될 수 있다고 보고 있음.¹⁶⁾

(3) 자금제조달의 절차

- 자금제조달을 추진할 경우, 사업시행자는 자금제조달과 관련된 계획을 주무관청에 사전 통보하고 수시로 자금제조달의 진행 과정을 보고해야 함.

- 민간투자사업심의위원회의 심의를 거친 국가관리사업의 경우에는 기획재정부 장관에게도 사전 통보 및 보고를 해야 함.
- 사업시행자는 최종적인 자금제조달 내용에 대해 주무관청의 동의를 받아야 하며, 주무관청에 자금제조달의 이익 판단을 위해 필요한 자료를 제출해야 함.
- 주무관청은 국가관리사업의 자금제조달인 경우에는 공공투자관리센터의 사전 검토를 거친 후 기획재정부 장관과 협의해야 함.¹⁷⁾

- 자금제조달 이익공유 대상사업을 협약상 총사업비가 500억원 이상인 사업으로 정하고 있는데, 500억원 미만인 사업이라도 주무관청이 자금제조달의 적정성 확인 및 이익공유가 필요하다고 판단하면 이익공유가 가능하다고 규정하고 있음.

〈표 7〉 자금제조달 관련 절차 적용

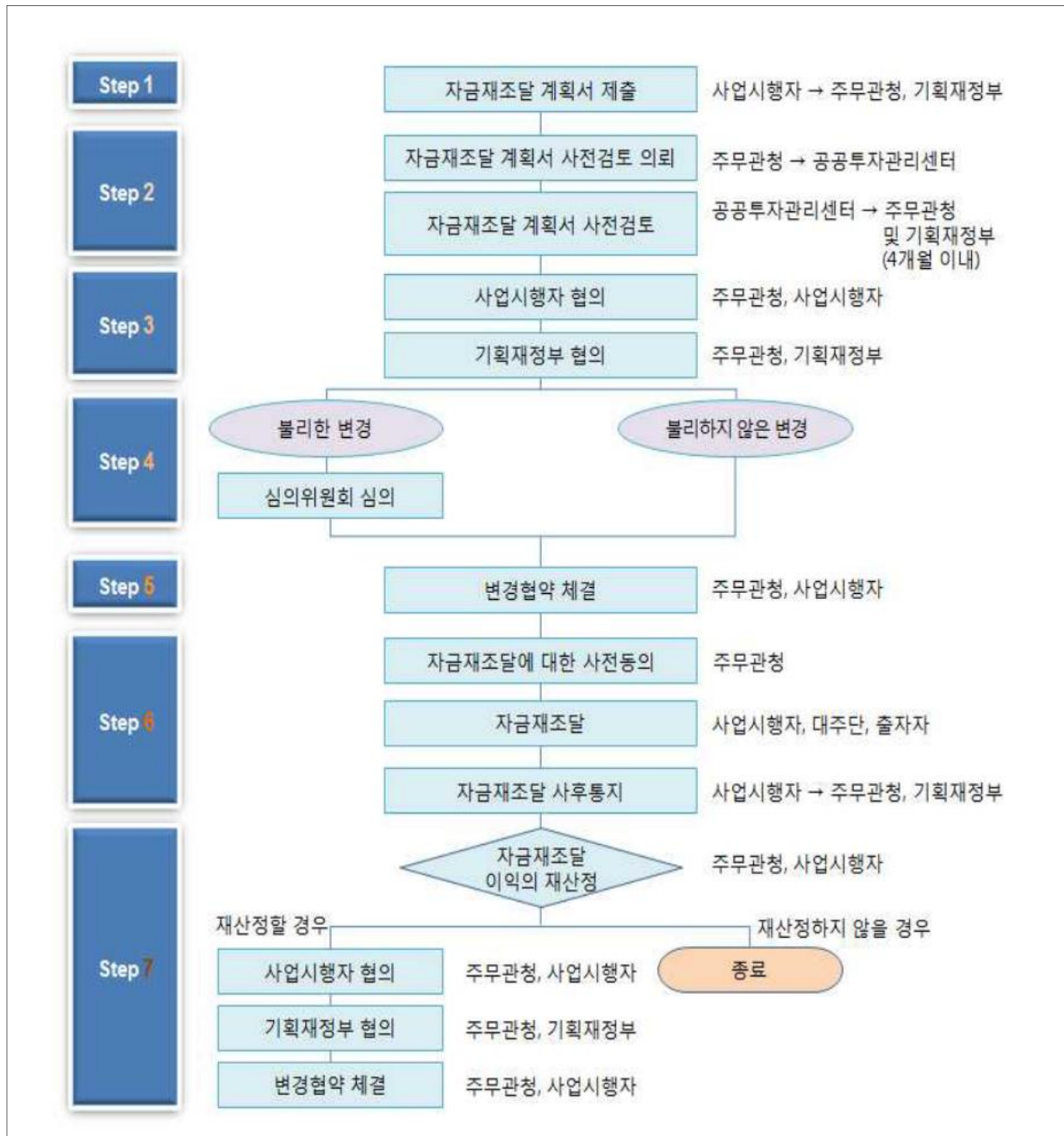
| 구분 | | 민간투자사업 심의위원회 심의 | 이익공유 대상 | 공공투자관리센터 사전 검토 |
|----------------------------------|---------------|--------------------|---------|-------------------|
| 민간투자사업심의위원회 심의를 거친 국가관리사업 | | 적용 | 해당 | 적용 |
| 민간투자사업 심의위원회 심의를 거치지 않은 사업 | 총사업비 500억원 이상 | 해당 없음. | 해당 | 주무관청 판단 |
| | 총사업비 500억원 미만 | | 주무관청 판단 | |

자료 : KDI 공공투자관리센터(2014.12), p.158.

16) KDI 공공투자관리센터, 자금제조달에 관한 세부요령 연구, 2014.12, p.5.

17) 민간투자사업기본계획(기획재정부공고 제2016-64호, 2016.4.27) 제30조.

〈그림 2〉 민간투자사업심의위원회 심의를 거친 국가관리사업의 자금재조달 절차도



자료 : KDI 공공투자관리센터(2014.12), p.195.

2. 자금재조달 이익 산정 방식과 해외 사례

(1) 현행 자금재조달 이익 산정 방식의 기본 개념

■ 민간투자사업기본계획에서는 자금재조달의 이익을 자금재조달에 따른 출자자의 기대이익 증가분으로 보고 있는데, 이는 가중평균자본비용¹⁸⁾ 효과로 인한 이익과 출자자 기대수익률 증가 이익으로 구성되어 있음.

- 가중평균자본비용(WACC) 효과로 인한 이익은 실시협약 체결 이후 자본구조 변경에 따른 가중평균자본비용 하락으로 발생한 기대이익의 증가분을 의미
- 출자자 기대수익률 증가 이익은 조기배당 효과와 타인자본 조달조건 변경 효과로 인하여 출자자의 경상투자수익률이 증가함으로써 발생하는 이익을 의미

〈그림 3〉 자금재조달 이익 산정의 개요

| | | | | |
|--------------|---|-------------------|---|---|
| 출자자 기대이익 증가분 | = | 가중평균자본비용(WACC) 효과 | + | 출자자 기대수익률 증가 이익 = 조기배당 효과 + 타인자본 조달조건 변경 효과 |
|--------------|---|-------------------|---|---|

〈그림 4〉 가중평균자본비용(WACC) 개념 예시

| 구분 | 자본금 | 차입금 |
|-----------------------------------|---|--|
| 최근 협약 자본구조 | 250억원 (자기자본 비용 20%) | 750억원 (타인자본 비용 10%) |
| 자금재조달 이후 자본구조 | 100억원 (자기자본 비용 20%) | 900억원 (타인자본 비용 10%) |
| 협약의 사업수익률(A) ^{주1)} | 12.5% = 20% × (250/1,000) + 10% × (750/1,000) | |
| 변경될 자본구조의 사업수익률(B) ^{주1)} | 자금재조달 이전 | 12.5% = 20% × (250/1,000) + 10% × (750/1,000) |
| | 자금재조달 이후 | 11.0% = 20% × (100/1,000) + 10% × (900/1,000) |
| | 전 기간(B) | 11.3% ^{주2)} (자금재조달 이전은 12.5%를 적용하고, 이후에는 11.0%를 적용한 전체 현금흐름의 수익률) |
| WACC 효과로 인한 이익(A-B) | 자금재조달 기대이익 증가분 1.2% = 12.5% - 11.3% | |

주 : 1) 사업수익률 A와 B는 WACC 개념에 대한 이해를 목적으로 편의상 예시된 것으로 정확한 WACC 산정 방법은 '자금재조달에 관한 세부요령 연구(2014.12), 공공투자관리센터' 참조.

2) 예시 목적의 임의의 숫자임.

자료 : KDI 공공투자관리센터(2014.12), p.79.

18) 사채, 차입금 등 타인자본 비용과 자기자본 비용을 산정한 후 자본구조의 선택에 의해서 가중평균자본비용(WACC, weighted average cost of capital)을 산정하여 투자 결정의 기준이 됨. 따라서 자본구조가 달라지면 가중평균자본비용도 달라지게 됨. 가중평균자본비용은 회사가 부채와 자본을 조달할 때 드는 비용의 개념으로 볼 수 있음.

- **가중평균자본비용(WACC)은 실시협약의 자본구조를 기초로 산정하며, 자본구조 변경 전 WACC와 변경 후 WACC의 차이를 WACC 효과로 인한 이익으로 산정함.**
 - 자금재조달을 통한 자본구조 변경시 고비용의 자본금을 줄이고 저비용의 차입금을 늘리는 경우 총 자본비용이 감소하여 기대이익의 증가를 예상할 수 있음.
 - <그림 3>과 같이 자본구조 변경에 따라 WACC가 12.5%에서 11.3%로 1.2% 감소하고, 주무관청과 사업시행자가 자금재조달 공유이익을 5 : 5로 할 것을 가정할 경우, 주무관청은 자본비용 0.6%만큼의 MRG 감소 또는 요금 인하 등으로 활용하게 됨.

- **출자자 기대수익률(Blended ROE, Return on Equity) 증가 이익은 출자자 현금흐름에 자금재조달 상황을 반영했을 때 출자자의 정상투자수익률이 증가한 부분을 측정함으로써 산정되는데, 이는 조기배당 효과와 타인자본 조달조건 변경 효과로 나눌 수 있음.**

- **조기배당 효과는 실시협약에서 출자자가 투자하기로 약정한 자본금 또는 후순위채를 감소시키고 이에 따른 주주환급금¹⁹⁾이 출자자에게 조기에 귀속됨으로써 출자자의 기대수익률이 증가되는 효과임.**
 - 예를 들어, 출자자가 납입한 자본금 중 100억원을 유상 감자하고 이를 이자율 5%의 차입금으로 대체하면 유상 감자액 100억원은 출자자에게 귀속됨. 즉, 조기 배당돼 출자자의 기대수익률은 증가함.
 - 감자액을 대체한 차입금 100억원에 대한 이자비용은 5억원(100억원×5%)만큼 추가 비용이 상승하지만 법인세율을 20%로 가정하면 동 이자비용 중 1억원(5억원×20%)이 손금 처리되고 이에 상응하여 법인세가 감소되어 출자자의 기대수익률은 증가

- **타인자본 조달조건 변경 효과는 자본구조의 변경 또는 타인자본 조달조건의 현저한 변경 등으로 나타나는 효과임.**
 - 기존 차입금이 신규 차입금으로 대체되거나 일부 신규 차입금이 발생하여 차입금 규모, 차입 조건 등이 변경되면서 출자자 기대수익률이 증가되는 효과
 - 예를 들어 사업시행 법인의 차입금 750억원에 대한 차입 이자율이 당초 10%에서 5%로 변경될 경우, 이자비용은 7.5억원(750억원×10%)에서 3.75억원으로 감소됨. 이처럼 감소된 이자비용은 사업시행 법인의 이익을 증가시키고 궁극적으로 출자자에게 귀속되어 출자자의 기대수익률이 증가²⁰⁾

19) 주주환급금은 유상 감자, 자기주식 취득, 후순위채 원리금의 조기 상환 등이 있음.

20) KDI 공공투자관리센터(2014.12), pp.80~81.

(2) 영국 사례(자금재조달 이익 산정 및 이익의 공유 등)²¹⁾

■ 영국의 민간투자제도(Private Finance Initiative, PFI)는 재정 지출 절감과 행정 효율화 차원의 작은 정부(Small Government)를 지향하는 공공 개혁 프로그램으로 도입됨.

- 1992년부터 시행에 들어간 영국의 PFI는 도로, 항만, 도시철도, IT, 보건, 교육, 치안, 국방 등 광범위한 부문에서 추진됨.

■ 초기 PFI 사업에 대한 자금재조달(Refinancing)시 이익공유 규정이 없었으나, 자금재조달에 따른 이익공유의 필요성이 제기되면서 2002년 관련 규정을 도입함.

- 초기 PFI 추진시 영국 재무부(HM Treasury)는 자금재조달 이익공유에 대해 PFI 시장의 부작용을 우려하여 부정적 태도를 취했던 것으로 알려지고 있음.

■ 영국 PFI의 경우 사업시행자는 금융약정에서 정한 자금조달 구조나 조건 등을 사업기간 중에 대체·보강·변경할 수 있는데, 변경된 자본구조나 금융조건으로 생기는 투자자 이익의 증가 및 조기 실현, 사업 투입액 경감 등의 효과를 자금재조달 이익이라고 함.

- 자금재조달 행위는 아래와 같으며 이에 한정하고 있지는 않음.
- 이자 부담의 감소, 적립 계좌의 보유액 감소, 후순위 자본의 감소, 대출 만기의 연장, 대출액 증가, 사업시행자의 현금흐름, 그리고 자산 및 계약에 대한 권리가 부여된 특수목적법인 또는 지주회사에 의한 자금재조달

■ 자금재조달 이익은 자금재조달 직전과 비교하여 자금재조달시 또는 그 이후에 투자자 이익의 변경이 있을 경우 발생

$$\text{자금재조달 이익} = \text{Max}(0, [(A-B)-C])$$

A = 자금재조달 후 계약기간 동안 자금재조달 효과를 고려하여 산정된 출자자의 예상 분배액(투자자 이익) 순현재가치

B = 자금재조달 후 계약기간 동안 자금재조달 효과를 고려하지 않고 산정된 출자자의 예상 분배액(투자자 이익) 순현재가치

C = 자금재조달 전 투자자본의 내부 수익률을 목표 기대수익률과 일치시키기 위한 조정치²²⁾

21) 본 내용은 KDI 공공투자관리센터(2014.12), pp.187~194와 송병록·김남용 등(2013.9), pp.56~67을 정리한 것임.

22) 협약상 자기자본 수익률(Threshold Equity IRR)로 맞추기 위한 조정으로서 당초 협약 대비 자금재조달 시점에 자기자본 수익률에 변동이 발생했을 경우 이를 조정하기 위한 것으로 보임. 이는 영국의 민간투자제도(PFI)제도가 한국의 BTL 사업과 마찬가지로 운영 실적에 대한 평가를 수행한 후 정부 지급금을 지급하는 구조로서 수익률 조정이 주기적으로 이루어지고 있기 때문으로 추정됨(KDI 공공투자관리센터(2014.12), p.193).

- 한편, 영국의 경우 실시협약 체결 전에 최초 금융약정이 체결되고, 실시협약에 그 내용이 포함되기 때문에 한국과 같이 실시협약 체결 시점과 금융약정 체결 시점 간 시차로 인한 문제가 크지 않음.²³⁾

❖ 자금재조달 이익은 기존 금융약정 재무모델, 즉 협약 당시의 자기자본수익률²⁴⁾로 할인하여 산정하는데, 이는 출자자의 목표 자기자본수익률(Threshold Equity IRR)로 출자자의 기대수익을 측정하는 것임.

❖ 자금재조달 시점 현재, 해당 사업의 예상 운영 실적이 기존 금융약정의 재무모델에서 정한 운영 실적 이상일 때만 이익공유를 함.

- 이익공유의 대상이 되는 조건으로는 첫째, 자금재조달 시점 현재 해당 사업의 운영 실적이 협약 당시 투자자의 목표수익률(Threshold Equity IRR)을 달성해야 함.
- 둘째, 자금재조달 시점 현재의 해당 사업 운영 실적이 최초 금융약정 체결 당시의 재무모델(Original Financial close Base Case Financial Model)에서 정한 운영 실적 이상이 되어야 함.
- 한편, 주무관청의 이익공유분은 자금재조달시 일시불 현금으로 지급되거나, 계약 잔여 기간 동안 정 부지급금의 차감에 반영되거나 또는 2가지 방식의 병행 등으로 적용됨.

❖ 민간투자사업의 계약서(실시협약서)상에 자금재조달에 따른 이익공유를 명시하고 있지 않더라도 정부는 자금재조달에 따른 이익의 약 30% 내외를 공유할 수 있음.

- 계약서(실시협약서) 또는 프로젝트 관련 문서에서 자금재조달에 따른 이익공유를 명시(이익공유에 대해 명확하게 또는 넓은 의미에서 합의)할 수 있는데 이때 자금재조달의 범위를 제한할 필요가 없음.
- 사업 환경적 특성에 의해 정부는 자금재조달에 따른 이익공유 비율을 30% 미만 또는 그 이상으로 협약서에 명시할 수 있음.²⁵⁾

❖ 주무관청은 자금재조달이 가능하다고 판단하는 경우, 사업시행자에게 서면통지를 통해 자금재조달을 요구(Refinancing Notice)할 수 있음.

- Refinancing Notice에는 주무관청이 실행 가능하다고 판단하는 합리적이고 세부적인 자금조달 조건들을 담아야 한다고 규정

23) 주무관청과 선순위채권자 간 직접 협약(Direct Agreement)이 실시협약에 포함되어 있어 선순위채권자들의 역할이 명시되어 있는 점도 한국과 다른 점임. 이러한 직접 협약은 사업의 성공적인 추진을 위해 선순위채권자들의 역할을 할 수 있는 기회를 제공하고 있음(송병록·김남용 등(2013.9), p.58).

24) 자본금과 후순위를 포함하는 “Blended ROE” 개념, 명목 세후 수익률로 산정.

25) <https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/library/refinancing-early-pfi-transactions>.

■ 우리나라와 영국의 민간투자사업의 추진 방식과 사업의 내용이 상이하여 자금재조달의 유인과 효과, 이익공유 등을 단순 비교하거나 그대로 활용하는 것은 무리가 있음.

- 우리나라의 자금재조달은 민간투자자가 수요 및 운영 위험을 모두 부담하는 BTO 사업에서 주로 이루어지는 데 비해, 영국은 우리나라의 BTL 사업과 같이 민간투자자가 운영 위험만을 부담하는 사업에서 이루어지고 있어 자금재조달 전후로 주무관청과 민간투자자 간의 위험 변동이 거의 없음.
- 우리나라의 자금재조달은 자본금 축소 등 자본구조 변경을 통한 주주 이익 확대와 기존 차입금의 조기 상환과 같이 금융조건 개선과 이익 증대를 동시에 추구하는 데 비해, 영국은 자본구조 변경보다는 주주 후순위차입금을 선순위차입금으로 전환하는 금융조건 개선으로 이익 증대를 추구하고 있음.

〈표 8〉 자금재조달 관련 절차 적용

| 구분 | 한국 | 영국 |
|-------------------|---|---|
| 근거 규정 | <ul style="list-style-type: none"> 민간투자사업기본계획에 규정 KDI PIMAC '자금재조달 세부요령' 공표 | <ul style="list-style-type: none"> 표준협약 및 가이드라인 |
| 자금재조달의 정의 및 적용 대상 | <ul style="list-style-type: none"> 실시협약 당시와 비교하여 사업시행자가 사업시행 법인의 자본구조, 출자자 지분 및 타인자본 조달조건 등을 변경하는 행위를 통해 출자자의 기대수익을 극대화하는 행위 예시 조항 및 예외 규정 없음. <ul style="list-style-type: none"> - 재정지원, MRG, 투자위험분담금, 해지시 지급금 등이 모두 없는 사업을 예외로 한다는 형식은 존재하지만 현실적으로 해지 시지급금이 없는 사업은 존재하지 않음. | <ul style="list-style-type: none"> 차입 구조, 성격 및 기간의 변경으로 인해 출자자에 대한 배당이 증가하거나 대출액이 감소하는 경우 예시 조항 및 예외 규정 있음. <ul style="list-style-type: none"> - 표준협약에 규정되어 있음. |
| 최소자기자본 준수 요건 | <ul style="list-style-type: none"> 운영 중에는 감사 보고서상 관리 운영권 잔액의 10% 이상 건설 기간에는 실시협약에 명시된 자기자본 비율 | <ul style="list-style-type: none"> 최소자기자본 요건 규정 없음. |
| 자금재조달 이익 산정 | <ul style="list-style-type: none"> 출자자의 기대수익 증가분 | <ul style="list-style-type: none"> 자금재조달 전후 두 현금흐름 사이의 순현재가치의 차이 |
| 정부의 이익공유 요구 조건 | <ul style="list-style-type: none"> 정부의 이익공유 요구 조건 없음. 자금재조달을 통해 출자자의 기대수익 증가분이 발생할 경우 이익공유 | <ul style="list-style-type: none"> 자금재조달시 협약 당시 투자자의 목표수익률(Threshold Equity IRR) 달성 자금재조달 시점 현재 해당 사업의 운영실적이 최초 금융약정 체결 당시의 재무모델에 정한 운영 실적 달성 |
| 자금재조달 이익의 공유 비율 | <ul style="list-style-type: none"> 주무관청과 사업시행자 간 공유 비율 3:7 MRG가 있는 BTO 사업 5:5 투자위험 분담이 있는 BTO 사업 4:6 | <ul style="list-style-type: none"> 주무관청과 사업시행자 간 공유 비율 3:7 공유 비율을 상호 협의에 의해 결정 |
| 자금재조달 공유이익의 사용 | <ul style="list-style-type: none"> 사용료 인하, MRG 등 재정 지원 축소, 무상 사용기간 단축 등에 활용 | <ul style="list-style-type: none"> 현금 일시불이나 사용료 조정 |

자료 : 송병록·김남용 등(2013.9), p.65를 참조하여 일부 내용을 보완하였음.

(3) EU 및 호주 등

■ EU에서는 PPP를 진흥하고 기술적인 표준화를 달성하기 위해 EIB²⁶⁾ 산하에 EPEC²⁷⁾라는 조직을 만들고 Guidance를 제공하고 있음.

- 자금재조달 관련하여 유럽 국가들의 표준을 영국 제도로 삼고 있음.
- 세부적인 자금재조달의 요건, 절차 및 계산 방식 등을 최근 마련된 영국의 SoPC3 Guidance로 삼고 있으므로, 결국 영국의 자금재조달 방식이 유럽 표준이라고 볼 수 있음.

■ EPEC는 주무관청이 자금재조달 검토시 다음 사항들을 고려할 것을 권고하고 있음.

- 자금재조달로 인한 이익공유시 사업시행 법인(SPC)의 재무구조가 악화되어 파산 가능성이 높아질 수 있으므로 이를 가장 우선으로 고려할 것
- 자금재조달 수행시에 협약에서 정한 민간투자자의 수익률이 초과 달성될 것으로 예상되는 경우에만 이익공유를 실행할 것
- 이익공유의 측정은 공유 직전의 민간투자자에 대한 배당 가치와 이익공유 직후 예상되는 배당 가치의 차이로 수행할 것

■ 호주에서도 연방정부(ACT)²⁸⁾가 발행한 ‘Guidelines for PPP(2016)’에서 자금재조달의 해당 요건과 이익공유 절차 등을 규정하고 있음.

- 호주의 경우, 자금재조달 수행시 정부가 이익을 공유하는 반면, 차입금의 비율이 올라갈 경우에는 해지지급금의 규모가 증가하여 정부의 잠재적 부채가 증가할 수 있다는 것²⁹⁾을 적시하고 있음.

26) European Investment Bank.

27) European PPP Expertise Center.

28) Australian Capital Territory.

29) 호주에서는 이러한 정부의 초과위험분담을 정부가 50:50으로 이익을 공유하는 근거로 제시하고 있음.

IV 자금재조달 제도의 개선점 도출

1. 규정 적용상의 개선점

(1) 예상 금융비용 감소와 출자자 기대이익 변동의 비대칭성

■ 자금재조달에 따른 이익공유의 기본 가정은 자본구조의 변경 또는 조달비용의 감소 등으로 인하여 최초 협약보다 출자자에게 ‘초과이익’ 발생이 ‘기대’되는 것이며, 이 ‘출자자의 초과 기대이익’을 주무관청과 민간투자자가 공유하는 것임.

■ 하지만 현행의 자금재조달 이익공유 규정에서는 출자자의 ‘초과 이익’이 기대되지 않는 경우 또는 심지어 ‘출자자의 기대손실’이 발생하는 경우에도, 금융비용 감소 효과만을 측정하여 요금을 인하함으로써 사업시행 법인의 파산 위험을 증가시키는 결과를 가져올 수 있음.³⁰⁾

- 〈표 9〉의 식 (1)과 같이 ‘이익’을 결정하는 주요 변수는 매출, 운영비용, 금융비용 등임.³¹⁾
- 하지만 자금재조달 공유 대상 이익은 〈표 9〉의 식 (2)와 같이 재조달 시점에 실현된 매출 수준과 상관없이 협약상 추정 매출이 100% 실현된다고 가정²⁸⁾하고 측정함.
- 따라서 재조달 시점 또는 그 이후에 수요가 100%에 미달하거나 재조달 시점 이후의 운영비용³²⁾이 협약상 추정치를 초과할 경우에는 자금재조달로 인하여 출자자의 기대수익률이 협약보다 감소될 경우가 발생할 수 있음.
- 협약 예측 수요에 미치지 못하는 매출로 인하여, 금융비용이 감소하더라도 협약보다 초과하는 이익이 나타나지 못하는 경우가 잦음.

30) BTL 방식의 경우는 효과가 미미하며, MRG가 없는 BTO 방식의 경우가 주로 해당됨.

31) 논의의 단순화를 위하여 법인세는 없다고 가정함.

32) 재조달 시점까지 운영 실적은 반영함.

〈표 9〉 금융비용 감소와 기대이익 변동 비대칭성의 원인

$$Profit = f(Revenue, Operation Cost, Funding Cost) \quad (1)$$

$$\partial Profit = f(\overline{Revenue}, \overline{Operating Cost}, \partial Funding Cost) \quad (2)$$

단, $\overline{Revenue}$ = 협약상 추정 매출(100%), $\overline{Operating Cost}$ = 협약상 추정 운영비용³³⁾

〈그림 5〉 금융비용 감소와 기대이익 변동의 비대칭성 예시

| | 실시협약 | 자금재조달 시점 | | |
|---------------|------|----------------|---------------|---------------|
| | | (Case 1) | (Case 2) | (Case 3) |
| 매출 | 100 | 100 ↓ 90 | 80 ↓ 70 | 60 ↓ 50 |
| (-) 운영비용 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| (-) 금융비용 | 40 | 20 20 | 20 20 | 20 20 |
| 주주이익 (A) | 30 | 30 | 10 | △10 |
| 금융비용 절감 후 (B) | | 50 | 30 | 10 |
| 이익공유 후 (C) | | 40 | 20 | 0 |

❖ 〈그림 5〉와 같이 협약 예측 수요보다 자금재조달 이후 실제 수요가 현저히 미달할 경우에는 이익공유로 인하여 출자자의 수익률이 심각하게 하락할 수 있으며, 심지어 공유할 ‘초과 이익’이 없는데도 ‘가상의 이익’을 공유하는 상황까지 발생할 수 있음.

- 〈그림 5〉에서 실시협약시 예상 매출이 100이고 운영비용과 금융비용이 각각 30과 40이라고 가정하면, 협약 시점에서 주주의 예상 기대이익은 30임.

33) 자금재조달 시점 이후 매출과 운영비용은 협약서상 추정치를 사용하나, 물가상승률은 과거 2년 평균치와 중기재정운용계획상 물가상승률을 고려하여 수정 반영함.

- Case (1)~(3)은 각각 자금재조달 시점 또는 그 이후 실현된 매출(수요)이 각각 100%, 80%, 60% 일 경우 주주의 이익을 예시한 것으로, 금융비용 절감 전 '주주 이익(A)'은 각각 30, 10, (-)10임.
- 자금재조달에 의하여 금융비용 40이 20으로 감소하였다고 가정하면, '금융비용 절감 후 주주 이익(B)'은 20 증가하여 각각 50, 30, 10이 됨.
- 하지만 현행 제도 하에서는 모든 케이스에서 금융비용 절감분 중 절반인 10을 요금 인하에 반영하여 이익공유 후 주주 이익(C)은 각각 40, 20, 0이 되는 결과를 초래함.

❖ <그림 5>에서 최초 실시협약상 주주의 기대이익은 30이었는데 매출액 감소와 관계없이 금융비용 절감분 10을 요금 인하에 반영함으로써 Case (2)와 (3)의 경우 이익공유 후 주주 이익(C)은 오히려 협약시 기대 수준인 30에도 미치지 못하는 결과를 초래함.

- <그림 5>의 예시에서, 주주의 투자 금액이 28이고 영업 기간이 단 1기만 존재한다는 단순한 가정을 추가하면, 다음의 <표 10>과 같은 주주의 투자수익률을 계산할 수 있음.
- <표 10>의 결과를 보면 금융약정시 주주의 기대수익률은 7.1%였으나, Case (2)는 64.3%의 손실을 기록하고, Case (3)에서는 원금 투자를 모두 잃고도 차입금에서 추가로 10의 손실이 발생함.³⁴⁾

<표 10> 자본 출자자의 수익률 분석 결과

| 금융약정상 주주의 기대수익률 = 7.1% | (Case 1) | (Case 2) | (Case 3) |
|---------------------------|----------|----------|----------|
| 금융비용 절감 이전 | 7.1% | -64.3% | - ∞% |
| 금융비용 절감 후 | 78.6% | 7.1% | -64.3% |
| 50% 이익공유 후 | 42.9% | -28.6% | - ∞% |

❖ 우리는 위와 같은 문제점을 가지고 있는 반면, 영국은 운영비용과 매출을 감안한 운영 실적이 실시협약상 재무모델의 추정치를 달성한 경우에 한하여 이익을 공유하는 제약 조건을 두고 있음.

- 또한 영국은 계약 형태 자체가 우리나라의 BTL과 유사하여 매출 변수의 변동이 제한적이므로, 우리나라의 BTO 제도에 비하여 발생 가능한 기대이익 변동의 비대칭성도 적은 편임.
- 이와 같은 이유로 MRG가 부여되었던 BTO 및 BTL 사업들의 경우는 매출액의 변동성이 제한적이므로 현행 자금재조달 제도의 적용에 큰 무리가 없었지만, MRG가 없는 BTO 사업은 금융비용 절감액과 이익 증가분의 비대칭성 문제가 보다 심각할 수 있는 것임.

34) Case (3)의 경우는 투자 원금 28을 모두 손해 본 후에도 (-)10의 손실이 추가로 발생하며, 이는 현실에서는 대출채권의 손실분으로 인식됨. 따라서 IRR 계산상으로는 '(-)무한대'의 손실로 표현함.

- ❖ 〈그림 5〉의 사례를 참고할 때, 합리적인 대안은 실제 운영 실적을 감안한 ‘금융비용 절감 후 주주의 기대이익(B)’이 협약서상 주주의 기대이익³⁵⁾을 초과할 경우 그 초과분을 공유하는 것이라고 할 수 있음.

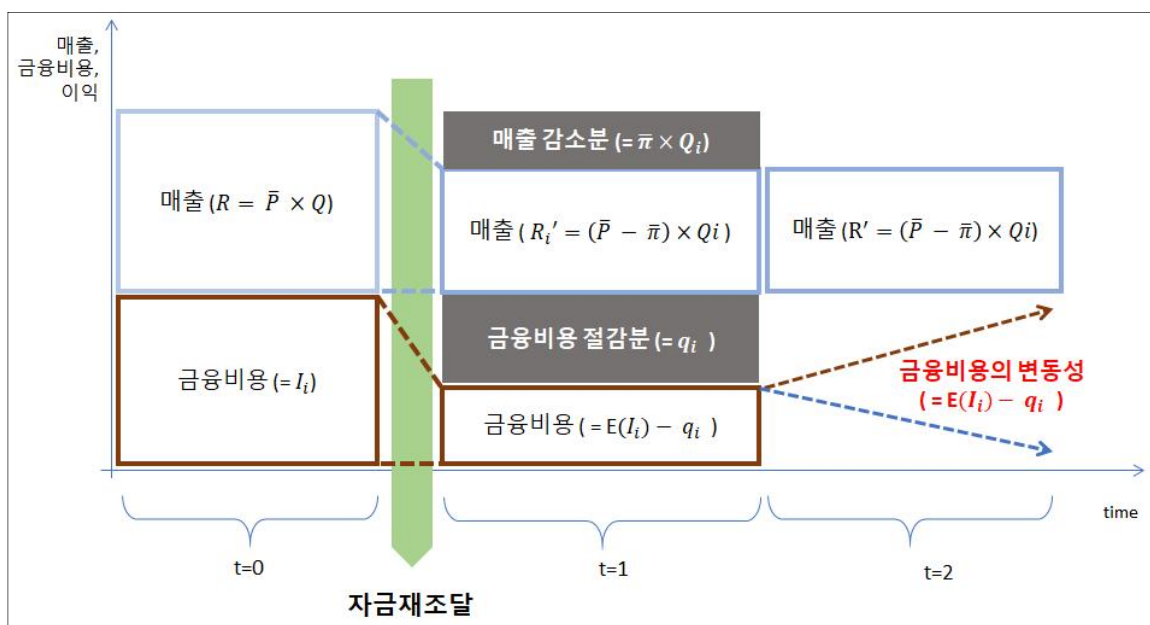
- Case (2)와 (3)의 경우, 금융비용 절감 후 주주의 기대이익(B)이 협약에서 정한 주주의 기대이익인 30을 초과하지 않으므로 자금재조달에 따른 이익공유 대상이 되어서는 안 되는 것임.

(2) 미실현 이익 선공유에 따른 사업시행 법인의 파산 위험 증가

- ❖ 자금재조달 대상 이익은 미래에 발생할 것으로 예상되는 이자비용의 절감분이므로 불확실성이 존재하지만, 요금 인하는 확정 금액으로 결정하여 조정함.

- 〈그림 6〉에서 보는 바와 같이 금융비용 절감분은 $\sum_{t=1}^N PV[E(q_t)]$ 로 추정됨.
- 개념적으로 자금재조달은 금융비용 절감분 추정금액의 50%가 요금(P)에 반영될 수 있도록 요금 인하분($\bar{\pi}$)을 결정하는 과정임(표 11) 참조).

〈그림 6〉 자금재조달 이익의 측정 및 공유



35) 〈그림 5〉의 사례에서 주주 이익(A)은 30으로 예시됨.

〈표 11〉 자금재조달 이익의 공유 및 요금 인하

$$\sum_{t=1}^N PV[\bar{\pi} \times Q] = 50\% \times \sum_{t=1}^N PV[E(q_t)]$$

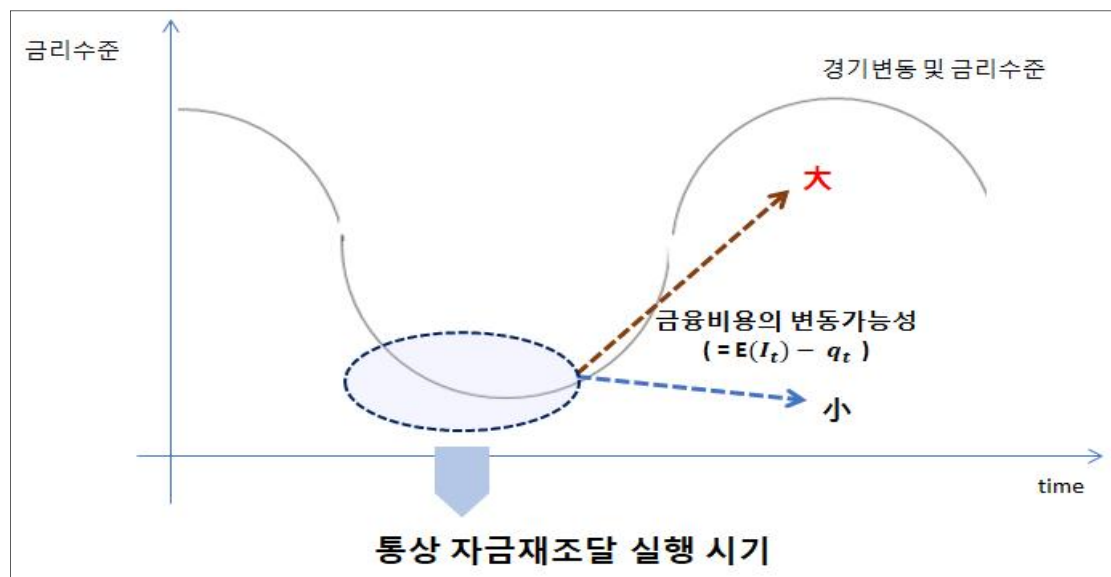
$\bar{\pi}$: 요금 인하 금액, Q : 예측 수요, q_t : 금리 인하 등으로 인한 금융비용 절감액

- 〈표 11〉과 같이 매기의 금융비용 절감분 추정치(q_t)는 변동 가능성이 있는 변수이지만 (수요가 일정하다고 가정할 경우) 요금 인하분($\bar{\pi}$)은 확정 변수임.

■ 통상적으로 자금재조달은 경제 사이클 주기상 저금리기에 수행되므로, 재조달 이후에는 기준금리가 상승할 가능성이 하락할 가능성보다 높음.

- 특히, 인프라에 대한 민간투자사업은 투자 기간이 20~30년에 달하는 장기간이므로 경제 사이클상 호황기(금리 상승기)³⁶⁾를 몇 회 이상 경험할 수 있는 가능성이 높음.

〈그림 7〉 금리 변동 가능성



■ 자금재조달 이후에 기준금리가 상승하여 이자비용 절감 예상분이 실현되지 않을 경우, 사업시행 법인의 재무구조가 악화되어 파산 위험이 증가할 수 있음.

36) 경기가 호황기일 경우 일반적으로 기준금리는 상승하지만, 항만 등의 일부 시설을 제외한 인프라시설의 수요는 경기에 민감하지 않으므로 수요가 크게 증가하지는 않는 특성이 있음.

(3) 규정의 소급 적용에 따른 제도의 신뢰도 저하

표준협약서에 의하면 자금재조달의 구체적인 계산 방법 등은 ‘민간투자사업기본계획’의 규정을 따르도록 하고 있으며, 기본계획이 변경되었을 경우 변경된 규정을 따르도록 하고 있음.

- 표준협약 제75조 4항에 의하면 ‘자금재조달에 따른 이익의 처리는 본 협약에서 달리 정하지 않으면 민간투자사업기본계획에서 규정한 자금재조달 관련 세부지침 및 조건에 따르도록’ 규정하고 있음.
- 또한, 표준협약 제4조에 의하면 ‘협약상 법령 등에 대한 언급은 … 그 개정 및 타 법령 등으로 대체되는 경우를 포함하는 것’으로 정의함.

〈표 12〉 표준실시협약서상 자금재조달 관련 규정

제75조(자금재조달에 따른 이익의 공유)

④ 자금재조달에 따른 이익의 처리에 대해서는 본 협약에서 달리 정하지 않는 한 민간투자사업기본계획 및 시설사업기본계획에서 규정한 자금재조달 관련 세부지침 및 조건에 따른다.

제4조(협약의 해석)

문맥상 달리 요구되는 경우를 제외하고는 본 협약은 다음 각 항을 기준으로 해석된다.

① 본 협약상 모든 계약 및 협약에 대한 언급은 그의 수정 및 변경을 포함한다. **본 협약상 법령 등에 대한 언급은 본 협약 체결일 현재 효력을 가지는 법령 등을 말하며, 그 개정 및 타 법령 등으로 대체되는 경우를 포함한다.**

민간투자사업기본계획은 제29조에서 대략적인 자금재조달 이익 산정의 방법을 정하고 있으며, 구체적인 이익 산정 방법은 ‘자금재조달에 관한 세부요령’에서 규정하고 있음.

따라서, 자금재조달의 구체적인 계산 결과는 ‘자금재조달에 관한 세부요령’에 의하여 결정되며, 기본계획 또는 세부요령이 협약 체결 이후에 바뀌게 되면 사후적으로 바뀐 규정을 소급 적용하여 자금재조달 이익을 계산하게 되는 결과를 가져옴.

- 만약 이 규정이 사인간의 계약일 경우에는 계약의 당사자들과 법률의 제정 또는 변경의 주체가 독립적이므로 타당하다고 볼 여지가 있음.
- 하지만 계약의 당사자 가운데 일방인 정부가 임의로 민간투자사업기본계획을 변경할 수 있으며, 그 바뀐 규정을 소급하여 적용할 수 있다면 이는 민간투자자가 너무 큰 계약 위험에 노출되는 결과를 초래함.

- 특히, 민간투자사업기본계획 제29조 7항과 같이 자금재조달 이익의 계산을 '자금재조달에 관한 세부요령'에 위임하고 있는바, 이는 법령 또는 기본계획보다 그 변경의 용이성이 크므로 민간투자자의 계약 위험이 매우 크다고 할 수 있음.

〈표 13〉 민간투자사업기본계획상 자금재조달 관련 규정(일부 발췌)

제29조(자금재조달 이익의 산정)

- ① 자금재조달 이익은 자금재조달에 따른 출자자의 기대이익 증가분으로, 이는 가중평균자본비용 효과로 인한 이익과 출자자 기대수익률 증가 이익으로 구성된다. <개정 2014.5.12>

...

- ⑦ 자금재조달 이익의 산정 방법에 대한 구체적인 사항은 '자금재조달에 관한 세부요령'에 따른다. <신설 2014.5.12>

제30조(자금재조달의 절차)

- ③ 공공투자관리센터의 장은 민간투자사업, 프로젝트 금융 등에 관한 전문가들로 자금재조달 자문단을 설치하여 자금재조달과 관련한 자문 및 분쟁 발생시 조정 등의 역할을 수행할 수 있으며, 이 기본계획에 명시되지 않은 자금재조달에 관련된 세부사항들에 대한 지침을 작성하여 공표할 수 있다.

■ 위와 같이 자금재조달 공유이익의 계산에 있어서 계약 당사자 중 일방인 정부가 민간투자사업기본계획의 변경 내용을 소급하여 적용할 수 있는 규정은 민간투자정책의 신뢰도를 떨어뜨리고, 이는 투자 위험을 증가시킴으로써 민간투자 활성화를 저해하는 요인으로 작용할 가능성이 높음.

- 더구나 공식적인 의결 기구의 검토 내지는 심의 등이 필요치 않은 '자금재조달에 관한 세부요령'의 변경이 법률상 계약인 협약서의 결과를 사후적으로 소급하여 바꿀 수 있는 계약 구조는 법률적 형식의 옳고 그름을 떠나서 경제적 합리성(형평성)이 결여된 것으로 사료됨.

2. 계산 방식의 개선점

(1) 자본구조 변경 효과³⁷⁾의 중복 적용

■ '자금재조달에 관한 세부요령(2014)'에 의하면 자금재조달로 인하여 발생하는 이익의

37) 가중평균자본비용(WACC) 효과와 조기배당 효과는 명칭을 별개인 것처럼 붙였지만 실질은 둘 다 자본구조 변경 효과임.

구성 요소를 크게 ① 가중평균자본비용(WACC) 효과와 ② 출자자 기대수익률(Blended ROE) 증가에 의한 효과로 구분하여 측정하고 있음.

- ② 출자자의 기대수익률 (Blended ROE) 증가 이익은 다시 ③ 조기배당 효과와 ④ 타인자본 조달 조건 변경 효과로 구분하여 측정함.
- “자금재조달에 관한 세부요령 연구”(2014)에서는 가중평균자본비용(WACC) 효과를 ‘협약 체결 이후 자본구조 변경으로 WACC가 하락하면서 발생하는 기대이익 증가분을 의미하며, 협약 사업수익률과 자본구조 변경을 반영하여 변경된 사업수익률 간의 차이로 산정함’이라고 정의함.
- 이 연구보고서는 조기배당 효과를 ‘협약에서 출자자가 투자하기로 약정한 자본금 또는 후순위채를 감소시키고 이에 따른 주주환급금이 출자자에게 조기에 귀속됨으로써 출자자의 기대수익률이 증가되는 효과를 말하며, 주주환급금은 유상 감자, 자기주식 취득, 후순위채 원리금의 조기 상환 등을 통해 출자자에게 조기에 귀속되는 환급금이 모두 포함되므로 이를 조기배당이라 칭한다’라고 정의하고 있음.

■ 재무이론에 의하면 자본투자자의 수익률(k_e)은 가중평균자본비용(WACC)에서 시작하여 타인자본 조달비용(k_d)과 자본비율을 감안하여 추정할 수 있으며, 이는 주주의 현금흐름으로부터 직접 측정되는 내부수익률(IRR)과 일치하는 것임.

- 가중평균자본비용(WACC)을 계산하는 공식은 다음 <표 14>의 (1)과 같음.³⁸⁾
- <표 14>의 (2)와 같이 가중평균자본비용(WACC)과 타인자본 조달비용(k_d) 및 자본비율을 알고 있을 경우 k_e 는 다음과 같이 역산하여 계산할 수 있음.

<표 14> 가중평균자본비용(WACC)으로부터 자본투자자의 수익률(K_e) 계산

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(E+D)} + K_d \times \frac{D}{(E+D)} \quad (1)$$

$$K_e = WACC \times \frac{(E+D)}{E} - K_d \times \frac{D}{E} \quad (2)$$

$$\text{매출} - \text{영업비용} - \text{이자비용} = \text{주주의 현금흐름} \quad (3)$$

$WACC$ =가중평균자본비용, K_e =출자자 수익률, K_d =타인자본 조달비용,
 E =자기자본 출자금액, D =타인자본 조달금액

38) 논의를 단순화시키기 위하여 법인세는 고려하지 않음.

- <표 15>의 [투자 사례 1]에서 볼 수 있는 바와 같이, WACC 공식에 의하여 계산된 자기자본수익률(Ke)은 21.67%로서 주주 현금흐름으로부터 계산된 IRR과 같음을 알 수가 있음.
- <표 15>의 [투자사례 2(자본구조 변경 후)]는 프로젝트의 조건은 동일하고 자본구조³⁹⁾만 바꾼 것으로, 자본구조 변경에 의하여 실현된 주주수익률(Ke)이 21.67%에서 55.00%로 증가된 것을 알 수 있음.
 - 주주수익률(Ke)이 증가된 원인을 단계적으로 구분하여 분석하면 다음과 같음.
 - ① “자금재조달에 관한 세부요령 연구”와 같이 [투자 사례 1]의 계산 결과인 주주의 요구수익률(Ke) 21.67%와 차입이자율(Kd) 5%가 동일하게 고정되어 있다고 보고, 자금재조달로 인한 WACC 인하 효과를 재산정함 : 차입금의 비율이 70%에서 90%로 인상되었으므로 재산정된 WACC는 6.67%로 감소됨.⁴⁰⁾
 - ② 사업수익률은 여전히 10%인 데 반하여 가중평균 자본조달비용인 WACC가 감소되면, 다시 그 잔여 이익이 주주에게 추가로 귀속되므로 결과적으로 달성되는 주주수익률(Ke)은 21.67%에서 55.00%로 증가되는 것임.
 - ③ 증가된 주주수익률(Ke) 55.00%를 다시 변경된 자본구조에 대입하면 결과적으로 실현되는 가중평균 자본비용(WACC)은 다시 10%로 증가됨.⁴¹⁾
- 세부요령은 자본구조가 변경됨에 따라 WACC가 10%에서 6.67%로 감소되는 것과, 그로 인하여 주주수익률(Ke)이 21.67%에서 55.00%로 증가하는 것을 마치 다른 2가지의 이벤트인 것처럼 구분하고 별도로 측정하고 있으나, 실질적으로는 ‘자본구조 변경’이라는 한 가지 이벤트의 발생에 따라 동시에 실현되는 것임.
 - 프로젝트 수익률은 변함없이 10%인 데 반하여, WACC가 6.67%로 절감되었으므로 그 잔여 이익이 추가적으로 주주에게 배당됨으로써 주주수익률(Ke)이 21.5%에서 55.00%로 상승하는 것이며, 이는 결국 한 가지 이벤트에 의하여 동시에 발생하는 효과인데, ‘자금재조달에 관한 세부요령’에서는 마치 별도의 효과인 것처럼 전자를 가중평균자본비용(WACC) 효과, 그리고 후자를 조기배당 효과로 정의하고 있는 것임.

39) 기존의 자본금 : 차입금의 비율이 30% : 70%였던 것을 10% : 90%로 바꾸었다고 가정한 경우임.

40) $21.67\% \times 10\% + 5\% \times 90\% = 6.67\%$

41) $55.00\% \times 10\% + 5\% \times 90\% = 10.00\%$

〈표 15〉 자기자본수익률 계산의 2가지 접근 방식과 결과의 일치성 예시

[투자 사례 1]

- (1) 투자 가정 : 자본금 30, 차입금 70, 차입금리 5%, 투자기간 3기, 프로젝트 수익률 10% → WACC = 10%, 위의 〈표 14〉 공식에 의하여 계산된 $K_e = 21.67\%$ ⁴²⁾

| 최초 투자가정 | 투자금액 | 이자비용 | 최초 WACC |
|---------|------|------|---------|
| 자본금 | 30 | | |
| 차입금 | 70 | 5% | |
| 총 투자금액 | 100 | | 10.00% |

- (2) 현금흐름 분석 : 프로젝트 수익률 = WACC = 10%, **주주 현금흐름**⁴³⁾으로부터 계산된 $IRR = 21.67\% = K_e$

[회사 현금흐름]

| 시점 | 0 | 1 | 2 | 3 |
|-----------|------|----|----|-----|
| 매출 | | 10 | 10 | 10 |
| 투자 및 회수 | -100 | | | 100 |
| 프로젝트 현금흐름 | -100 | 10 | 10 | 110 |

프로젝트 IRR = 10.00%

[주주 현금흐름]

| | | | | |
|---------|-----|------|------|------|
| 이자비용 | | -3.5 | -3.5 | -3.5 |
| 주주 현금흐름 | -30 | 6.5 | 6.5 | 36.5 |

$K_e = 21.67\%$

[투자 사례 2(자본구조 변경 후)]

- (1) 자본구조 변경 : 자본금 10, 차입금 90, 차입금리 5%, 투자기간 3기, 프로젝트 수익률 10% → WACC = 6.67%, 위 〈표 14〉 공식에 의하여 계산된 $K_e = 55.00\%$ ⁴⁴⁾

| 자본구조 변경후 | 투자금액 | 이자비용 | 변경후 WACC |
|----------|------|------|----------|
| 자본금 | 10 | | |
| 차입금 | 90 | 5% | |
| 총 투자금액 | 100 | | 10.00% |

- (2) 현금흐름 분석 : 프로젝트 수익률 = WACC = 10%, **주주의 현금흐름**으로부터 계산된 $IRR = 55.00\% = K_e$

[회사 현금흐름]

| 시점 | 0 | 1 | 2 | 3 |
|-----------|------|----|----|-----|
| 매출 | | 10 | 10 | 10 |
| 투자 및 회수 | -100 | | | 100 |
| 프로젝트 현금흐름 | -100 | 10 | 10 | 110 |

프로젝트 IRR = 10.00%

[주주 현금흐름]

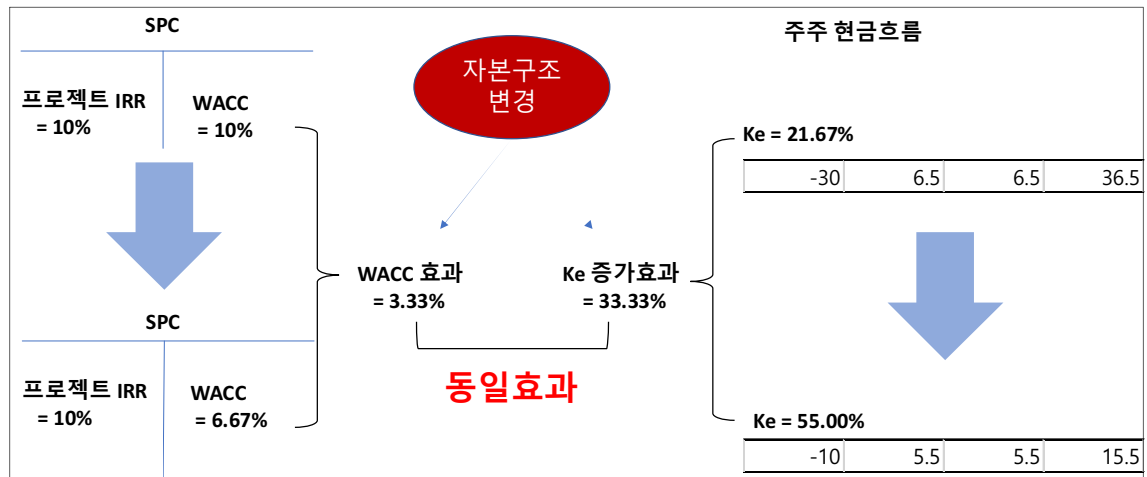
| | | | | |
|---------|-----|------|------|------|
| 이자비용 | | -4.5 | -4.5 | -4.5 |
| 주주 현금흐름 | -10 | 5.5 | 5.5 | 15.5 |

$K_e = 55.00\%$

■ 지금까지 논의된 개념을 그림으로 요약하여 도시하면 다음 <그림 8>과 같음.

- 2가지 효과가 동일한 현상이라는 것은 ‘별첨의 (1) 예시 1 : 가중평균자본비용(WACC) 효과와 조기 배당(Ke) 효과의 일치성’의 증명을 추가로 참조하기 바람.

<그림 8> 자기자본수익률 계산의 2가지 접근 방식과 결과의 일치성 도시



■ 현행 ‘자금재조달에 관한 세부요령’상 공유이익 계산 방식은 실체가 하나인 자본구조 변경 효과를 1단계에서 WACC 효과라고 명명하여 측정한 후 50%를 요금에 반영하고, 같은 효과를 또다시 조기배당 효과라고 명명하여 주주 현금흐름에서 측정한 후 다시 50%를 요금 인하에 반영함으로써 중복하여 이익을 공유하고 있음.

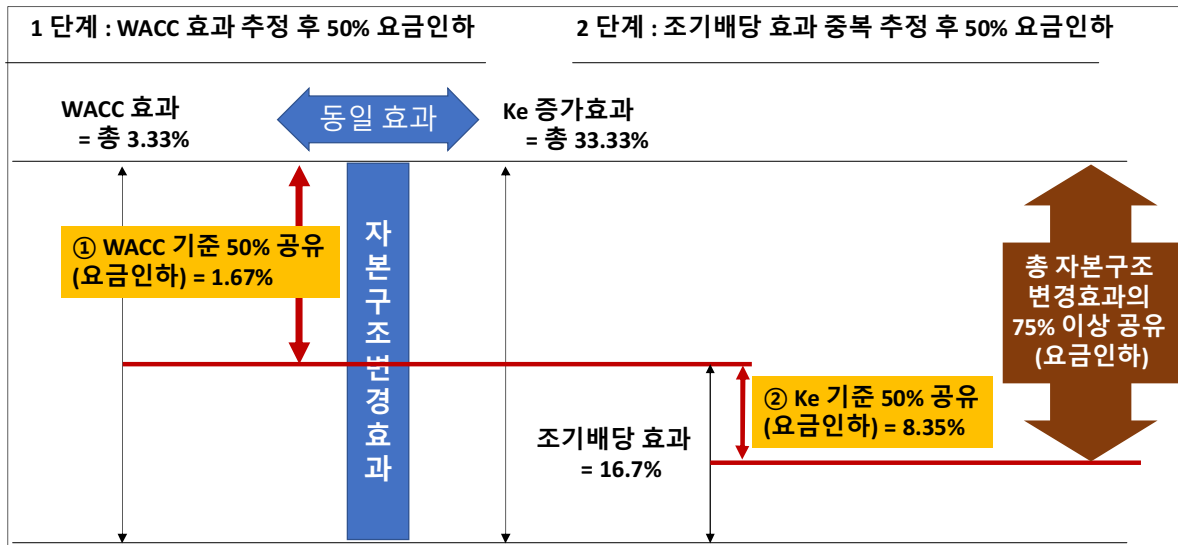
- <그림 9>에서 개념적으로는 총 자본구조 변경 효과의 약 75% 정도를 정부의 공유이익(요금 인하)으로 반영하고 있으나, WACC를 기준으로 측정하는 공유이익이 Ke를 기준으로 측정하는 공유이익보다 일반적으로는 크기 때문에 실질적으로는 자본구조 변경 효과의 75% 이상을 정부가 공유하는 결과를 초래함.
- WACC 효과와 조기배당 효과의 중복 적용에 대한 보다 상세한 사례 검토는 <별첨 (2)> 참조

42) <표 14> (2)의 공식에 의하여 계산하면 $10\%/30\% - 5\% \cdot (70\%/30\%) = 21.67\%$.

43) 실제 주주 현금흐름은 회계상 이익잉여금 존재 여부, 금융약정상 배당 제한조건 등에 의해 영향을 받으나, 본 사례에서는 직관적인 이해를 위해 이와 같은 요소를 고려하지 않고 주주에게 귀속될 수 있는 가용 현금흐름(Free Cashflow to Equity; FCFE) 기준으로 분석함.

44) <표 14> (2)의 공식에 의하여 계산하면 $10\%/10\% - 5\% \cdot (90\%/10\%) = 55.00\%$.

〈그림 9〉 현행 WACC 효과와 조기배당 효과의 중복 적용 내용



- 따라서, 자본구조 변경 효과에 따른 이익의 총량을 Ke 변동분으로 측정하고, 이 총량의 50%를 정부 이익공유분(요금 인하분)으로 측정하는 방법으로 개선할 필요가 있음.

(2) 자금재조달에 관한 세부요령상 계산 방식의 임의성

- 위의 논의와 같이 경제적 형평성이 결여되었다고 하더라도 소급하여 제도를 변경하는 주체가 합리적이고 공익적인 판단을 한다면 어느 정도 그 위험이 줄어들 수도 있음.
 - 하지만 현행 세부요령상 계산 방식은 과도한 임의성을 지니고 있으며, 일부 조항은 자의적인 판단에 따라 자금재조달 대상 이익의 크기를 심각하게 좌우하는 결과를 초래함.

가. 자본구조 변경의 판단 기준 : 후순위채 감소 후 증가 배제

- 계산 방식의 임의성 중 최근 가장 큰 논란이 되고 있는 사항은 자본구조 변경 여부 판단 및 공유이익 계산 시 ‘후순위채권의 증가 불인정⁴⁵⁾’ 항목임.
 - 자금재조달에 관한 세부요령(2014)은 주주로부터 차입한 후순위채권을 자본금과 동일하게 간주하여 자본구조 변경 여부를 결정함.
 - 하지만 <표 16>과 같이 자본금과 후순위채를 합산하여 판단하는 기준에서 후순위채의 ‘감소’는 인정 하지만 ‘증가’는 인정하지 않는다는 임의적인 판단 규정을 두고 있음.

45) 후순위채권의 감소는 자본(구조) 변경으로 간주하여 자금재조달에 의한 이익공유 대상으로 분류함.

〈표 16〉 자금재조달에 관한 세부요령(2014)상 자본구조 변경

다. 자본구조 변경

1) 개념

(중략) ...

○ 자본금과 후순위채를 합산하여 판단하는 기준

- 후순위채의 변경은 협약상 금액보다 감소되는 경우에만 인정되며 증가되는 경우에는 인정되지 않음.

■ 위와 같이 자금재조달 여부를 판단하는 중요한 기준에 있어서 후순위채의 감소는 인정하고 증가는 인정하지 않는 임의적인 규정을 두고 있는 이유를 “자금재조달에 관한 세부요령 연구”(2014)에서는 다음의 〈표 17〉과 같이 명시하고 있음.

- 그 첫 번째 논거는 합리적인 사업자라면 후순위채의 ‘이자율’이 높기 때문에 ‘협약’보다 더 많이 차입하지 않을 것이라는 것이며, 두 번째 논거는 사업 위험이 감소된 후에는 조달비용이 저렴한 ‘선순위채’로 전환될 수 있기 때문이라는 것임.
- 이 논거들을 좀 더 구체적으로 분석해보면, 합리적인 사업자라면 협약보다 (이자율이 높은) 후순위채의 비율을 증가시키고 (이자율이 낮은) 선순위채의 비율을 감소시킬 이유가 없다는 것이며, 또한 사업이 안정될 경우에는 (이자율이 높은) 후순위채를 (이자율이 낮은) 선순위채로 전환할 수 있을 것이므로 후순위채의 증가를 인정하지 않는다는 것임.

〈표 17〉 자금재조달에 관한 세부요령 연구(2014) 관련 근거

3. 자본구조 변경

가. 자본구조 변경의 판단 기준

... (중략)

한편, 자본금과 후순위채를 합산할 경우 적용되는 기준은 다음과 같다. 후순위채는 협약에서 정해진 금액을 한도로 협약상 금액보다 감소되는 경우만 인정되며 증가되는 경우는 인정하지 않는다. 이는 합리적인 사업실행자라면 이자율이 높은 후순위채를 협약에서 정한 수준을 초과해 차입하지 않으며 사업 추진을 통하여 수입과 비용의 불확실성이 해소되고 있어 후순위채는 선순위채로 전환될 수 있다고 판단하였기 때문이다.

...

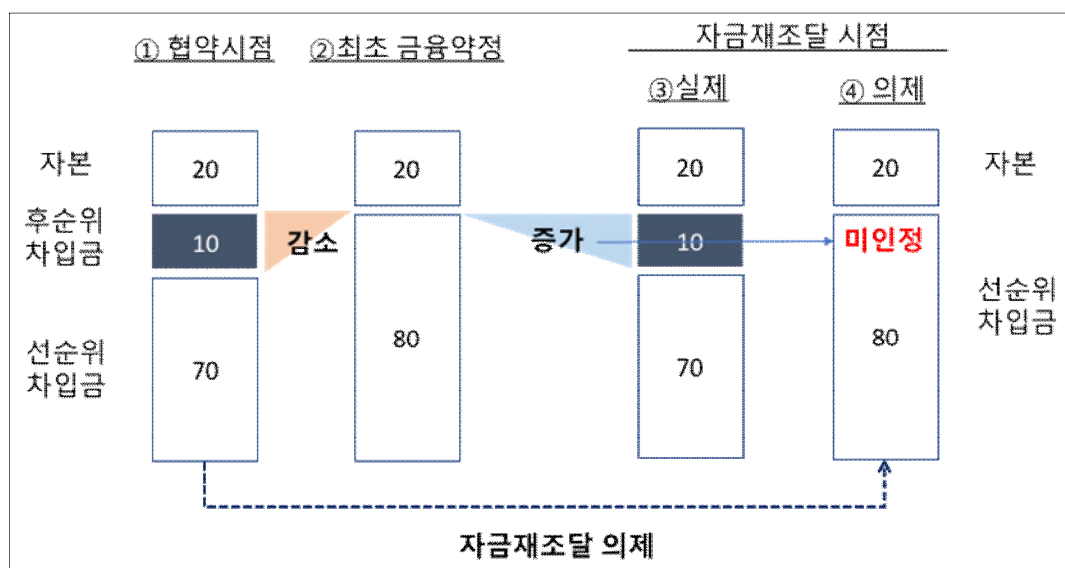
■ 하지만 실제 금융약정은 협약이 체결된 후에 자금조달시장에서 하는 것이며, (특히 우리나라와 같이 금융기관의 협상력이 강한 시장에서는) 협약시 예측한 상황과 다른 구조로 자금조달이 이루어질 가능성이 높음.

- 사업자의 입장만 고려하면 당연히 협약보다 후순위채를 증가시킬 유인이 없겠지만, 자금을 금융시장으로부터 조달하는 과정에서 채권자의 요구 조건과 협상을 하는 과정에서 채권자가 협약보다 더 많은 비율의 후순위채를 요구할 가능성도 있음.
- 또한, 사업 위험이 줄어들 경우 이를 반영하여 금리가 줄어들 수는 있지만 채권자가 후순위채권을 선순위채권으로 바꾸어줄 유인이 없으므로 이것도 후순위채 감소를 인정하지 않는 합리적인 근거가 될 수는 없음.

■ 실무적으로 본 규정을 적용하는 과정에서도 ‘자금재조달에 관한 세부요령(2014)’을 따라야 하므로⁴⁶⁾ 그 원인 및 취지와 무관하게 모든 상황에서 후순위채 감소 후 증가를 일괄적으로 인정하지 않는 문제가 있음.

- “자금재조달에 관한 세부요령 연구”(2014)에서 제시하고 있는 <표 17>의 근거가 합리적이라고 가정을 하더라도, 세부요령에는 그 취지를 기술하고 있지 않으므로 실무적인 적용에서는 그 취지와도 상관없이 모든 경우에서 후순위채 감소 후 증가를 인정하지 않고 있으며, 이로 인하여 불합리한 결과가 도출될 수 있음.
- “자금재조달에 관한 세부요령 연구”(2014)에서 밝히고 있는 <표 17>의 근거는 <그림 10>의 경우와 같이 협약 시점①보다 금융약정시 선순위차입금을 추가로 조달할 수 있는 상황②에서도 금융비용이 더 높은 후순위차입금을 다시 증가③시키는 것을 인정하지 않겠다는 취지임.

<그림 10> 후순위차입금 증가 비인정 - 케이스(1)

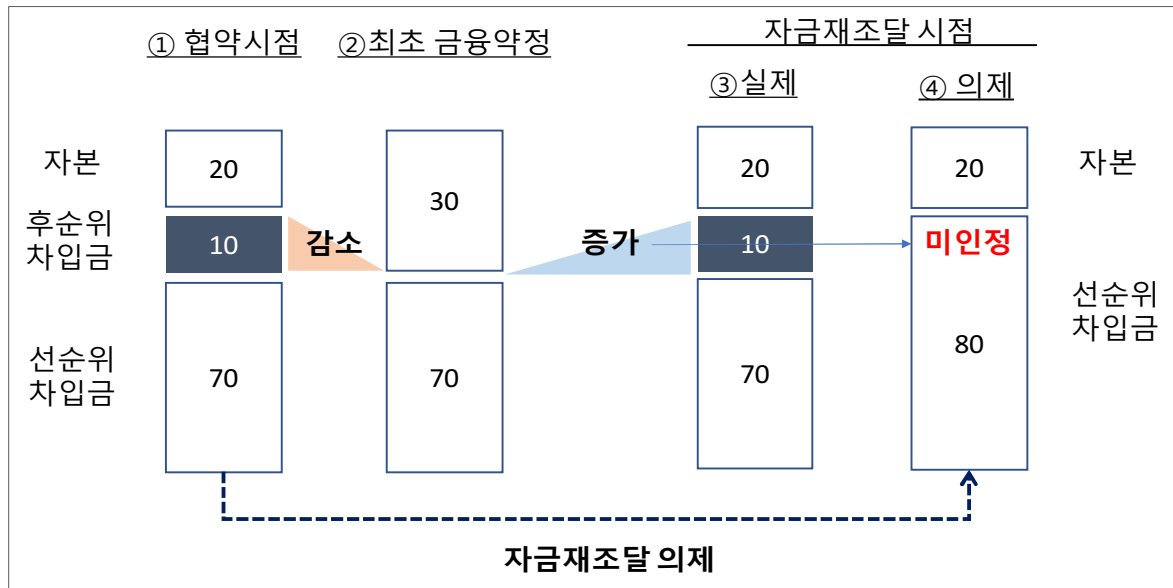


46) 세부요령에서는 후순위채권의 감소와 증가가 발생한 경우 증가분을 인정하지 않는 취지를 밝히고 있지 않음.

■ 아래의 <그림 11>과 같은 경우는 “자금재조달에 관한 세부요령 연구”(2014)에서 제시하고 있는 <표 17>의 근거와 무관하게 후순위채가 감소한 후 증가한 경우임에도 불구하고 세부요령에 의하면 후순위채의 증가를 인정하지 않게 됨.

- 2008년 글로벌 금융위기 이후에 협약이 체결된 사업 중 일부는 <그림 11>과 같이 최초 협약(①) 시점에는 후순위차입금을 조달하는 것으로 약정하였으나 금융약정시(②) F로부터 후순위차입금 조달이 어려워지자 CI가 후순위차입금 조달분까지 자본금으로 납입하여 사업을 수행함.
- 금융시장이 안정화된 이후 자금재조달 시점(③)에 F를 유치하면서 후순위차입금을 조달하는 동시에 자본비율을 감소시킴으로써 최초 협약과 같은 자본구조를 달성하였으나, ‘자금재조달에 관한 세부요령’(2014)은 이를 인정하지 아니함.
- 이 경우는 비록 후순위차입금이 감소된 후 다시 증가하기는 하였으나, 선순위채권의 증감이 아닌 자기자본의 증감만이 작용한 경우이므로 “자금재조달에 관한 세부요령 연구”(2014)에서 밝히고 있는 <표 18>의 근거와 전혀 상관이 없는 것임.
- 특히, 세부요령은 자기자본과 후순위채권의 혼합(Blended) ROE를 기준으로 공유이익을 측정한다는 원칙을 밝히고 있으므로, 선순위차입금 비율이 변하지 않는 상태에서 자기자본과 후순위차입금 간의 비율만 조정되는 경우는 그 총량이 변하지 않는 한 자본구조 변경으로 보는 것은 비논리적임.

<그림 11> 후순위 차입금 증가 비인정 - 케이스(2)



■ 상기 사례와 관련 있는 사업들을 정리하면 <표 18>과 같이 Case (1) 사례들이 있으며 Case (2)에 해당되는 사례는 확인되지 않음.

〈표 18〉 후순위채 감소 후 증가 배제 가정과 관련 있는 사업 정리⁴⁷⁾

| 구분 | 자금재조달 완료 | 자금재조달 진행 중 |
|-----------------------|-----------------|---|
| 케이스 (1) 사례 〈그림 10〉 | 상주~영천 고속도로 민자사업 | 수원~광명 고속도로 민자사업 안양~성남 고속도로 민자사업 인천~김포 고속도로 민자사업 |

나. 비교재무모델의 타인자본 조달금리 적용 기준

- 타인자본 조달 금리의 감소로 인해 주주수익률(Ke)의 증가분을 측정할 때 실제 조달하거나 조달이 예정된 금리가 아닌 ‘자금재조달에 관한 세부요령’(2014)에서 제시하는 임의의 금리 수준(〈표 19〉 참조)을 적용함으로써 실제 발생하지도 않을 이익이 공유되는 결과가 초래될 수 있음.

- ‘자금재조달에 관한 세부요령’(2014)에서는 비교재무모델에 타인자본 조달 금리를 적용함에 있어 ‘금융약정, 시장이자율, 〈표 19〉의 금리 등을 고려하여’ 반영하도록 규정하고 있으므로, 실무적으로는 위의 세 가지 중 가장 낮은 금리가 적용됨.

〈표 19〉 자금재조달에 관한 세부요령(2014)상 타인자본 조달금리 적용 방안

적용 금리 = [최근 1년 간 기준금리의 평균 × 50%, 최근 2~3년 간 기준금리의 평균 × 30%, 최근 4~5년 간 기준금리의 평균 × 20%] + 스프레드(spread)

기준금리 = AA(-) 등급의 3년 만기 회사채 유통수익률(기준금리의 평균은 자금재조달 계획서 제출일이 속한 해당월의 직전월부터 과거 5년 간 월금리의 평균값)

스프레드 = 민간투자사업의 평균 스프레드 수준 등을 감안하여 1.5% 적용

- 통상적으로 이자율 결정시에는 자금재조달 시점의 금리가 적용되기 때문에 금리 상승기에는 위의 〈표 19〉와 같이 산정되는 금리 수준이 실제 조달금리보다 낮을 수도 있을 뿐 아니라, ‘스프레드’는 사업의 위험도 등을 고려해 금융기관이 개별 사업별로 결정하므로 일괄적으로 1.5%를 적용할 경우 실제 조달금리와 차이가 발생할 수 있음.

- 개별 사업의 위험이 높아서 1.5%보다 높은 수준에서 조달 비용이 결정된 경우라고 하여도 비교재무 모델에는 ‘금융약정, 시장이자율, 〈표 19〉의 금리 등을 고려하여’ 차입 비용을 결정하도록 하고 있으

47) 자금재조달 진행 중인 사업과 완료된 사업의 구분 기준은 주무관청과 공유이익 협상이 완료되었는지 여부로 구분함.

므로, 실무자의 입장에서는 <표 19>의 금리를 적정 수준인 판단 기준으로 사용하므로 실제 금리 절감 효과보다 더 많은 이익을 공유하는 결과를 초래할 수 있음.

다. 비교모델의 차입금 상환스케줄 적용 기준

- ‘자금재조달에 관한 세부요령’(2014)은 ‘차입금 규모 증가, 상환 스케줄 연장 또는 배당지급 제한조건 강화 등의 합리성이 인정되지 않을 경우 그 효과를 제거해야 함’이라고 규정함으로써, 실제 금융약정에서 정하는 상환 스케줄 등을 인정하지 아니하고 임의로 조정된 상환 스케줄을 비교모델에 반영하고 있음.

- 차입금의 상환 스케줄을 임의로 조정할 경우, 현금흐름의 발생 시점과 이자비용 지급 기간이 변경되므로 주주수익률(Ke)에 큰 변화를 가져올 수 있음.

- 이 경우도 ‘상환 스케줄의 합리성’이라는 기준이 매우 불분명하므로 실무적으로는 최초 차입금 상환 스케줄보다 연장된 상환 스케줄은 인정하지 아니하고 평가자가 임의로 상환 스케줄을 변경하여 공유이익을 측정할 수밖에 없으며, 이 경우 통상적으로 공유이익이 실제 발생액보다 과대 측정되는 방향으로 검토될 가능성이 높음.

3. 제도 개선점이 개별 사업에 미치는 영향(시나리오) 분석

(1) 분석 개요 및 주요 가정

- 이하에서는 앞에서 검토한 개선점과 관련하여 실제 민자사업과 유사한 가상 사업을 설정하여 해당 가상 사업의 재무 모델을 작성하고, 동 재무 모델을 통해 상기 개선점 중 일부 내용을 수치로 확인하고자 함.

- 본 분석시 검토하고자 하는 내용은 다음과 같으며 분석을 위해 사용한 가상 사업의 주요 가정은 <표 20>과 같음.

- 자본구조 변경 효과(WACC 효과와 조기배당 효과)의 중복 적용시 효과 분석(교통량 감소시 재조달로 인한 출자자 기대이익 증가분 유지 가능성 분석 포함)
- 후순위채 감소 후 증가 배제시 효과 분석

〈표 20〉 분석의 주요 가정

| 구분 | | 내용 | 비고 |
|-----------------|-----------|--|-----------|
| 일반 가정 | 사업 유형 | 도로사업 | |
| | 물가상승률 | 4% | |
| | 사업수익률 | 5.43%(세전), 4.77%(세후) | 실질수익률 |
| 시점 가정 | 가격 기준시점 | 2008.1.1 | |
| | 금융약정 체결시점 | 2011.12.31 | |
| | 공사 착공시점 | 2012.1.1 | 공사 기간 5년 |
| | 공사 준공시점 | 2016.12.31 | |
| | 운영 개시시점 | 2017.1.1 | |
| | 운영 종료시점 | 2046.12.31 | 운영 기간 30년 |
| 투자비 재원 조달 | 총사업비 | 4,959억원 | |
| | 총투자비 | 6,881억원 | |
| | 총민간투자비 | 4,754억원 | |
| | 재정지원 비율 | 총사업비(보상비 제외)의 30% | 보상비 230억원 |
| | 재원조달 구성 | 자본금 951억원, 후순위 856억원, 선순위 2,947억원 | |
| | 재원조달 비율 | 자본금 : 후순위 : 선순위 = 20 : 18 : 62 | |
| 주요 금융 조건 | 선순위가자율 | 6.5% | |
| | 후순위가자율 | 건설 10.0%, 운영 12.0% | |
| | 선순위 차입기간 | 17.5년(거치 5.5년, 상환 12년) | |
| | 후순위 차입기간 | 21.5년(거치 18.5년, 상환 3년) | |
| | 후순위가자 제한 | 누적 DSCR 1.5 이상 | |
| | 배당 제한 | 단순 DSCR 1.2 이상, 누적 DSCR 1.5 이상, 부채비율 300% 이하 | |

(2) 자본구조 변경 효과 중복 적용시 효과 분석

- 본 분석에서는 앞에서 검토한 자본구조 변경 효과 중복 적용시 효과를 실제 재무모델에서 산출되는 결과를 통하여 검토하고자 함.
- 상기 분석을 위해 가중평균자본비용 효과를 반영한 공유이익 산정시(시나리오 1)와 가중평균자본비용 효과를 반영하지 않은 공유이익 산정시(시나리오 2)의 2개 시나리오를 설정함.

가. 자금재조달 주요 가정

- 본 분석시 사용되는 자금재조달 주요 가정은 〈표 21〉과 같음.

〈표 21〉 WACC 효과 반영시와 미반영시 효과 분석을 위한 자금재조달 주요 가정

| 구분 | | 내용 | 비고 | | | |
|-----------|-----------|---|------------------------|--------|---------|--------|
| 일반 가정 | 공유이익 비율 | 50 대 50 ⁴⁸⁾ | | | | |
| | 재조달 시점 | 2017.1.1(운영 개시시점) | | | | |
| | 재조달 방식 | 재조달 시점의 최소유지자본금(관리운영권의 10%)을 제외한 나머지 금액 감자 및 타인자본 재조달 | | | | |
| 재조달 금융 조건 | 선순위이자율 | 3.90% | 세부요령 기준 ⁴⁹⁾ | | | |
| | 후순위이자율 | 건설 10%, 운영 13% | | | | |
| | 선순위 차입기간 | 22년(거치 3년, 상환 19년) | 재조달 시점 기준 | | | |
| | 후순위 차입기간 | 29년(거치 26년, 상환 3년) | | | | |
| | 후순위이자 제한 | 누적 DSCR 1.2 이상 | | | | |
| | 배당 제한 | 단순 DSCR 1.0 이상, 누적 DSCR 1.2 이상, 부채비율 300% 이하 | | | | |
| 자본 구조 변동 | 구분 | | 협약 | | 재조달 | |
| | | | 금액 | 비율 | 금액 | 비율 |
| | 자기자본 | | 951억원 | 20.0% | 432억원 | 9.2% |
| | 유상감자 | | - | 0.0% | - | 0.0% |
| | 타인자본(후순위) | | 856억원 | 18.0% | 856억원 | 18.0% |
| | 타인자본(선순위) | | 2,947억원 | 62.0% | 3,466억원 | 72.8% |
| | 소계 | | 4,754억원 | 100.0% | 4,754억원 | 100.0% |

나. 공유이익 산정 결과 및 분석

❖ 〈표 20〉에서 제시한 가상사업의 주요 가정에 〈표 21〉에서 제시한 자금재조달 가정을 적용하여 산정한 시나리오별 공유이익 산정 결과는 〈표 22〉와 같음.

〈표 22〉 WACC 효과 반영시와 미반영시 공유이익 산정 결과

| 구분 | 시나리오 1 (WACC 효과 반영시) | 시나리오 2 (WACC 효과 미반영시) | 비고 |
|-----------------|-------------------------|--------------------------|------------------|
| WACC 효과 | 4.54% | 0.00% | 각 효과별 통행료 인하율 기재 |
| 조기배당 효과 | 0.96% | 1.85% | |
| 타인자본 조달조건 변경 효과 | 6.29% | 6.40% | |
| 소계 | 11.79% | 8.25% | |

48) MRG 없는 사업의 공유이익 비율은 원칙적으로 30(주무관청) : 70(사업시행자)이나 2012년 민자사업기본계획에 동 규정이 명시되기 전 협약 체결이 이루어진 사업은 협약에 50 : 50으로 공유이익 비율이 규정된바, 본 분석시에도 공유이익 비율을 50 : 50으로 가정함.

49) 자금재조달 세부요령에 따라 재조달 시점을 기준으로 〈표 19〉의 이자율 산정 방식을 적용하여 산정함.

- 앞에서 검토한 바와 같이 가중평균자본비용 효과는 중복적인 이익공유로 볼 수 있으므로, 시나리오 2를 기준으로 전체 공유 대상 이익을 산정하고 전체 공유이익 가운데 주무관청으로 이익이 배분되는 비중(시나리오 1의 공유이익 수준)을 검토하면 <표 23>과 같음.

〈표 23〉 WACC 효과 반영시(시나리오 1) 주무관청 공유이익 배분 비율 산정

| 구분 | 내용 | 비고 |
|--------------------------------|--------|----------------------|
| WACC 효과 미반영시 공유이익 수준(A) | 8.25% | 시나리오 2 |
| 자금재조달을 통한 전체 공유이익 수준(B) | 16.51% | $B=A \times 2^{50)}$ |
| WACC 효과 반영시 공유이익 수준(C) | 11.79% | 시나리오 1 |
| WACC 효과 반영시 주무관청 공유이익 배분 비율(D) | 71.40% | $D=C/B$ |

- 가중평균자본비용(WACC) 효과를 포함하는 경우 이론상 전체 공유이익의 75%를 주무관청이 공유하는 것으로 검토⁵¹⁾된바, 상기 <표 23>에서도 주무관청 공유 비율이 이와 근접한 수준인 71.40%로 산정되므로, 이론상의 결과가 실제 재무모델에서도 유사하게 나타남을 확인할 수 있음.

- 상기 공유이익 산정 방법은 개별 공유이익의 효과를 구별하였으나, WACC 효과 미반영 가정 하에서 조기배당 효과와 타인자본 조달조건 변경 효과를 구분하지 않고 일시에 반영하는 경우를 참고로 제시하면 그 결과는 <표 24>와 같음.

〈표 24〉 WACC 효과 반영시와 미반영시 공유이익 산정 결과⁵²⁾

| 구분 | 시나리오 1 (WACC효과 반영시) | 시나리오 2 (WACC효과 미반영시) | 비고 |
|-----------------|------------------------|-------------------------|---------------------|
| WACC 효과 | 4.54% | 0.00% | 각 효과별 통행료 인하율 기재 |
| 조기배당 효과 | 0.96% | 8.32% | |
| 타인자본 조달조건 변경 효과 | 6.29% | | |
| 소계 | 11.79% | 8.32% | |

- 앞의 <표 24>과 같은 방법으로 주무관청 공유이익 비율을 산정하면 <표 25>과 같으며, 앞에서 제시한 결과와 유사한 결과가 산출되는 것을 확인할 수 있음.⁵³⁾

50) 주무관청 공유이익이 50%이므로 2배를 곱하여 전체 공유이익을 산정하였고, 수치의 미미한 차이는 반올림으로 인한 것임. 이하 동일.

51) 'IV. 자금재조달 제도의 개선점 도출'의 '2. 계산 방식의 개선점' 중 '(1) 자본구조 변경 효과의 중복 적용' 참조.

52) 세부 산정 내역은 첨부된 재무모델[자금재조달 분석모델(WACC 효과 반영시 vs. 미반영시).xlsm] 참조.

53) 재조달 효과를 조기배당 효과와 타인자본 조달조건 변경 효과로 구분하는 것과 일시에 반영하는 방식은 결과에 미미한 차이가 있는 것으로 확인됨.

〈표 25〉 WACC 효과 반영시(시나리오 1) 주무관청 공유이익 배분 비율 산정

| 구분 | 내용 | 비고 |
|--------------------------------|--------|----------------|
| WACC 효과 미반영시 공유이익 수준(A) | 8.32% | 시나리오 2 |
| 자금재조달을 통한 전체 공유이익 수준(B) | 16.64% | $B=A \times 2$ |
| WACC 효과 반영시 공유이익 수준(C) | 11.79% | 시나리오 1 |
| WACC 효과 반영시 주무관청 공유이익 배분 비율(D) | 70.81% | $D=C/B$ |

다. 매출 감소시 출자자 기대이익 증가분 유지 가능성 분석⁵⁴⁾

- 자금재조달 공유이익 산정시 예상 매출액이 협약상 금액대로 유지되는 것을 전제로 하는바, 실제 매출액이 예상 매출액보다 감소하는 경우 출자자가 당초 예상한 기대수익을 얻을 수 없게 되므로, 예상 매출액 대비 실제 매출액이 얼마나 감소하면 출자자의 자금재조달을 통한 기대이익이 사라지는지를 분석하고자 함.

- 본 분석은 앞에서 제시한 기본 가정을 전제로 〈표 26〉의 가정을 추가하여 분석함.

〈표 26〉 매출 감소시 출자자 기대이익 증가분 유지 가능성 분석 주요 가정

| 구분 | 내용 | 비고 |
|--------|--|----|
| 분석 모델 | WACC 효과 반영시와 미반영시 최종 비교모델 | |
| 기준 수익률 | WACC 효과 미반영시 기준모델에서 후순위차입금을 포함한 주주 기대수익률(Blended ROE) ⁵⁵⁾ | |
| 분석 방법 | 상기 분석 모델상 주주 기대수익률 수준을 출자자의 목표수익률로 가정하고 WACC 효과 반영시와 미반영시 각각에 대해 분석 모델상 실제 통행량이 예상 통행량의 몇 % 정도 되면 재조달 전 출자자의 기대수익률 수준이 되는지를 분석 | |
| 기타 가정 | 〈표 20〉 및 〈표 21〉의 가정과 동일 | |

- 상기 가정 하에서 분석 결과는 다음의 〈표 27〉과 같음.

54) 'IV. 자금재조달 제도의 개선점 도출'의 '1. 규정 적용상의 개선점' 중 '(1) 예상 금융비용 감소와 출자자 기대이익 변동의 비대칭성' 내용과 연관되므로 해당 내용 참조.

55) 상기 기준수익률은 자금재조달 이전의 주주 기대수익률을 설정하기 위한 것으로 자금재조달 효과인 WACC 효과를 반영하지 않은 상태에서 과거 실적물가 및 향후 예상물가를 반영한 기준모델상 수익률이 출자자가 당초 예상한 수익률의 근사치로 볼 수 있어 동 수익률을 기준수익률로 설정함.

〈표 27〉 매출 감소시 출자자 기대이익 증가분 유지 가능성 분석 주요 결과

| 구분 | 기준모델 | 최종 비교모델 | 실적 교통량 조정 | | |
|--------------|---------|------------|-----------------|---------|---------|
| | | | 재조달 전 수익률 수준 | 교통량 80% | 교통량 70% |
| WACC 효과 반영시 | | | | | |
| 교통량 | 100.00% | 100.00% | 96.55% | 80.00% | 70.00% |
| 통행료율 | 100.00% | 88.21% | 88.21% | 88.21% | 88.21% |
| Blended ROE | 6.52% | 7.03% | 6.52% | 3.51% | -0.03% |
| WACC 효과 미반영시 | | | | | |
| 교통량 | 100.00% | 100.00% | 92.83% | 80.00% | 70.00% |
| 통행료율 | 100.00% | 91.75% | 91.75% | 91.75% | 91.75% |
| Blended ROE | 6.52% | 7.48% | 6.52% | 4.19% | 1.39% |

- 상기 〈표 27〉에서 보는 바와 같이 교통량 100% 가정시 실적 및 예상 물가를 감안한 당초 주주 기대수익률은 6.52%이나 WACC 효과 반영시는 최종적으로 7.03%, 미반영시는 7.48%로 상승함. 다만, 실적 교통량이 감소하는 경우 상기 주주 기대수익률은 유지되기 어려운바, WACC 효과 반영시는 실적 교통량이 당초의 96.55%, 그리고 미반영시는 92.83% 수준에서 재조달 전 주주 기대수익률 수준인 6.52%에 도달하며, 실적 교통량이 이를 하회하는 경우 당초 주주 기대수익률 수준에도 미치지 못하게 됨.
- 일반적으로 도로 민자사업의 경우 상당수 사업의 교통량이 70~80% 수준임을 고려해 보면 자금재조달에도 불구하고 당초 주주 기대수익률 수준 이하의 수익률 수준을 달성하고 있음을 본 분석을 통하여 간접적으로 확인할 수 있으며, 특히 WACC 효과 반영시 같은 조건에서 출자자의 기대수익률이 더 낮은 수준임을 확인할 수 있음.

(3) 후순위채 감소 후 증가 배제시 효과 분석

- 본 분석에서는 앞에서 검토한 후순위채 감소 후 증가 배제시의 효과를 실제 재무모델에서 산출되는 결과를 통해 검토하고자 함.
- 상기 분석을 위해 자본구조 변경으로 인한 공유이익 효과 산정시 후순위채 감소 후 증가를 인정하는 경우(시나리오 3)와 후순위채 증가를 인정하지 않는 경우(시나리오 4)의 2개 시나리오를 기준으로 효과를 분석함.

가. 자금재조달 주요 가정

- 분석시 사용되는 가상 사업 및 자금재조달 주요 가정은 <표 20> 및 <표 28>과 같음.
- 본 분석에서는 1차 재조달(최초 금융약정)에서 금융시장 경쟁 등으로 협약상 예정된 후순위채를 조달하지 못하고 동 금액을 선순위차입금으로 조달하였다가, 금융시장 호전 등으로 후순위채 조달이 가능하게 되어 운영 개시 시점에서 선순위차입금 일부를 감소시키고 당초 협약상 예정된 후순위채를 조달하는 것을 전제로 분석⁵⁶⁾함.

<표 28> 후순위채 감소 후 증가 배제시 효과 분석을 위한 자금재조달 주요 가정

| 구분 | | 내용 | | 비고 | | | |
|-----------|-----------|---|--------|----------------------------------|--------|---------|--------|
| 일반 가정 | 공유이익 비율 | 50 대 50 | | | | | |
| | 재조달 시점 | 1차 : 2011.12.31(최초 금융약정 체결시점) 2차 : 2017.1.1(운영 개시시점) | | | | | |
| | 재조달 방식 | 1차 재조달(최초 금융약정)시 협약상 예정된 후순위차입금을 조달하지 못하고 선순위차입금으로 조달한 후 2차 금융약정시 당초 예정된 후순위차입금 조달 및 타인자본 재조달 | | 최초 금융약정시 자본구조 변경 → 재조달 해당 | | | |
| 재조달 금융 조건 | 선순위이자율 | 1차 : 6.55%, 2차 : 3.90% | | 세부요령 기준 ⁵⁷⁾ | | | |
| | 후순위이자율 | 1차 : N/A, 2차 : 건설 10%, 운영 13% | | | | | |
| | 선순위 상환기간 | 22년(거치 3년, 상환 19년) | | 2차 기준 (동 금융 조건은 모델상 2차 기준 반영) | | | |
| | 후순위 차입기간 | 29년(거치 26년, 상환 3년) | | | | | |
| | 후순위이자 제한 | 누적 DSCR 1.2 이상 | | | | | |
| | 배당 제한 | 단순 DSCR 1.0 이상, 누적 DSCR 1.2 이상, 부채비율 300% 이하 | | | | | |
| 자본 구조 변동 | 구분 | 협약 | | 최초 금융약정 | | 자금재조달 | |
| | | 금액 | 비율 | 금액 | 비율 | 금액 | 비율 |
| | 자기자본 | 951억원 | 20.0% | 951억원 | 20.0% | 951억원 | 20.0% |
| | 유상감자 | - | 0.0% | - | 0.0% | - | 0.0% |
| | 타인자본(후순위) | 856억원 | 18.0% | - | 0.0% | 856억원 | 18.0% |
| | 타인자본(선순위) | 2,947억원 | 62.0% | 3,803억원 | 80.0% | 2,947억원 | 62.0% |
| | 소계 | 4,754억원 | 100.0% | 4,754억원 | 100.0% | 4,754억원 | 100.0% |

56) 본 분석은 '〈그림 10〉 후순위 차입금 증가 비인정 - 케이스 (1)'을 실제 모델로 하여 분석한 것임.

57) 자금재조달 세부요령에 따라 각각의 재조달 시점을 기준으로 <표 19>의 이자율 산정 방식을 적용하여 산정함.

나. 공유이익 산정 결과 및 분석

- <표 20>에서 제시한 가상사업의 주요 가정에 <표 28>에서 제시한 자금재조달 가정을 적용하여 산정한 시나리오별 공유이익 산정 결과는 <표 29>와 같음.

〈표 29〉 후순위채 증가 인정과 미인정시 공유이익 산정 결과

| 구분 | 시나리오 3 (후순위 증가 인정) | 시나리오 4 (후순위 증가 미인정) | 비고 |
|------------------------|-----------------------|------------------------|---------------------|
| WACC 효과 | 1.07% | 8.34% | 각 효과별 통행료 인하율 기재 |
| 조기배당 효과 ⁵⁸⁾ | -0.05% | -3.48% | |
| 타인자본 조달조건 변경 효과 | 5.25% | 7.08% | |
| 소계 | 6.27% | 11.94% | |

- 상기의 <표 29>에서 보는 바와 같이 후순위채 증가 인정시와 미인정시의 공유이익 차이가 5.67%(=11.94%-6.27%) 수준으로, 동 가정 적용에 따라 산정 결과에 상당한 차이가 있음을 확인할 수 있음.
- 상기와 같은 차이가 발생하는 이유는 가중평균자본비용 효과 산정시 후순위채도 자본금으로 가정하므로 후순위채 미조달시 동 금액만큼 감자가 일어난 것과 동일한 효과가 발생하며, 이후 후순위채 증가는 인정해주지 않기 때문에 가중평균자본비용 효과가 크게 산정되기 때문임.

58) 시나리오 3은 재조달시 협약보다 후순위 투입 시점이 늦어지고, 시나리오 4는 재조달시 후순위채 조달이 되지 않아 후순위채를 포함하는 주주 기대수익률(Blended ROE)에 부정적인 영향을 주어 조기배당 효과가 음수(-)로 나타남.

V 자금재조달제도 개선 방안

1. 단기 개선 방안

(1) 자금재조달에 관한 세부요령상 계산 방식의 임의성 개선

- ‘자금재조달에 관한 세부요령’은 공유이익을 측정하는 지침서의 역할을 하는 것이므로 자의적인 판단이 최대한 배제된 가치 중립적인 방법론을 제시하는 것이 바람직함.
 - 위의 사례 연구에서 살펴본 바와 같이 후순위채 감소는 인정하고 증가는 인정하지 않는 임의 규정은 자금재조달 공유이익의 크기를 결정적으로 좌우하는 조항임.
 - 그 취지의 합리성을 논외로 하더라도 ‘자금재조달에 관한 세부요령’에는 취지도 기술되어 있지 않으므로, 이에 따르면 후순위채 증가는 취지와 무관하게 무조건 불인정하므로 비상식적인 이익공유의 결과를 초래함.
- ‘후순위채 감소 후 증가 비인정’과 같이 합리적인 근거가 없는 가치 판단 항목은 ‘자금재조달에 관한 세부요령’에서 제외되는 것이 바람직함.
 - 대다수의 이해 당사자들이 이해할 수 있는 근거가 있다면, 그 취지를 세부요령에도 명시하고 그 취지에 맞는 경우에만 제한적으로 적용할 수 있도록 해야 할 것임.
- 비교재무모델의 타인자본 조달금리 적용 기준은 ‘금융약정, 시장이자율, <표 19>의 금리 등을 고려해 반영’하도록 하는 현재의 규정을 수정하여, 실제 약정(또는 조달 예정) 금리를 우선 적용하는 것을 원칙으로 하되 그 금리 수준이 일정 기준을 초과하거나 미달하는 등 상당히 비정상적일 경우에 예외적으로 ‘<표 19>의 금리’를 적용할 수 있도록 개선하는 것이 바람직할 것으로 사료됨.⁵⁹⁾
 - 위의 3가지 기준에 우선순위 없이 임의로 사용하도록 규정한 경우, 실무자는 세 가지 금리를 비교해 그 중 가장 낮은 금리를 사용하는 성향(보수주의 관점)을 취할 가능성이 매우 높으며, 이 경우 자금재조달 대상 공유이익이 실제 발생액보다 과다하게 추정됨.
 - 자금재조달시 발생하는 신용보증기금 보증 수수료는 이자비용을 절감하기 위해 지불하는 금융비용의 일부이므로 이를 포함하여 재조달 금리를 산정할 필요가 있음.

59) 다만, 상당한 영향력을 행사할 수 있는 주주(예를 들어, 지분을 51% 이상)와 채권자가 동일 주체일 경우 금리 및 상환 스케줄에 대한 합리성을 우선 검토할 수 있음.

- ❖ 차입금의 상환 스케줄은 실제 수요량을 반영한 매출 및 영업이익, DSCR 준수 가능성 등 현금흐름을 고려하여 차입 약정시 종합적으로 결정되는 것이므로, 협약 수요를 기준으로 재작성되는 비교재무모델상에서 상환 스케줄의 합리성을 따지는 것 자체가 무의미한 일임.

- 따라서, 비교모델의 차입금 상환 스케줄을 실무자가 임의로 조정하는 조항도 ‘자금재조달에 관한 세부요령’에서 제외되어야 할 사항임.

- ❖ 경영이 악화된 경우, 이를 해결하기 위한 ‘구제금융’ 성격의 자금재조달은 이익공유의 예외 사항이지만 ‘구제금융’의 명확한 요건이 정의되어 있지 않음.

- ‘구제금융’의 판단 기준 및 주체를 세부요령에서 사전에 정의하여 혼선을 방지할 필요가 있음.

(2) 제도의 소급 적용 규정 개선

- ❖ 제IV장의 ‘1. (3) 규정의 소급 적용에 따른 제도의 신뢰도 저하’에서 논의된 바와 같이 자금재조달의 계산 방식에 관한 구체적인 사항은 ‘자금재조달에 관한 세부요령’(2014)에 의하여 결정되며, 이 규정은 소급적으로 적용될 가능성이 높음.

- “자금재조달에 관한 세부요령 연구”(2014)의 ‘1장. 서설. 3. 본 요령의 적용 범위’에 의하면 세부요령 적용 기준은 ‘사전검토 의뢰 시점’을 원칙으로 적용되지만, 사전검토 의뢰가 본 세부요령 공표 이전에 접수되었다고 하더라도 주무관청의 의사 표현에 의하여 본 요령을 적용할 수 있으며, 또한 협약서에 기본계획의 개정 내용을 따르도록 하는 경우가 많으므로 종전 요령보다는 본 요령을 따르도록 하는 것이 바람직하다고 기술하고 있음.
- 사업에 대한 협약이 2014년 이전에 체결되었더라도, 협약서에 규정된 자금재조달 규정이 대부분 민간투자사업에 대한 기본계획에 세부적인 내용을 위임하고 있고 이 기본계획은 다시 ‘자금재조달에 관한 세부요령’에 그 계산 방식을 위임하고 있으므로, 향후 개정될 자금재조달에 관한 세부요령 규정이 소급적으로 적용되는 것임.
- 이는 사업계획 단계의 불확실성을 증가시킴으로써 사업 위험과 조달 비용을 높이는 요인으로 작용 가능하며, 민간투자시장을 위축시키는 요인으로 작용할 수 있음.
- 또한 ‘자금재조달에 관한 세부요령’ 개정시 과거에 발생한 모든 협약을 개별적으로 고려할 수 없으므로 불합리한 규정이 적용될 가능성도 있음.

- ❖ 자금재조달 ‘실행 시점’ 또는 ‘자금재조달 계획서 사전검토 의뢰 시점’ 중 빠른 시점에 유효했거나 유효한 규정을 적용하는 것을 원칙으로 하여 예측 가능성을 제고하도록

개선하는 방향이 합리적인 대안으로 사료됨.

- 자금재조달 ‘실행 시점’ 또는 ‘계획 및 사전검토 요청 시점’에 사업 당사자는 실제 공유이익이 실현 되는 이벤트를 실행하거나 계획하므로 자금재조달로 인한 영향을 예측할 수 있어야 함.
- ‘출자계획 변경승인 이후 사후검토’ 또는 ‘기 신청된 사전검토’에 새로운(변경된) 요령을 적용할 경우에 자금재조달을 실제로 실행한 시점에서 예측한 공유이익과 다른 결과를 초래할 수 있으며, 이는 결국 사업자가 미래에 어떤 규정을 적용받을지도 예측하지 못하고 자본구조 변경을 실행해야 하는 불확실한 상황을 초래함.
- 따라서, 가장 최선의 방법은 ‘협약 당시’의 자금재조달에 관한 세부요령 규정을 적용하는 것이지만 2007년 세부요령이 처음 만들어지기 전에 체결된 협약도 존재하고, 2012년 이전의 세부요령은 미비점이 많으므로 현실적으로 적용이 어려운 경우가 다수 존재함.

2. 장기 개선 방안

(1) 가중평균자본비용(WACC) 효과와 조기배당 효과의 중복 계산방식 개선

■ 가중평균자본비용(WACC) 효과와 조기배당 효과가 동일한 이벤트에 의하여 발생한 것이라는 논의를 바탕으로, 2가지 효과를 ‘자본구조 변경 효과’ 하나로 통합하여 측정하는 것이 바람직함.

- ‘민간투자사업기본계획(2016) 제2조(정의)’에서 정하고 있는 ‘자금재조달’은 ‘실시협약(변경실시협약 포함)에서 정한 내용과 다르게 출자자 지분, 자본구조, 타인자본 조달조건 등을 변경하는 것’을 말하며, ‘자금재조달 이익공유’는 ‘자금재조달로 인하여 발생하는 출자자의 기대수익 증가분을 사업시행자와 주무관청이 공유하는 것’으로 규정하고 있음.
- 따라서, ‘자본구조 변경 효과’도 SPC의 가중평균자본비용(WACC)을 기준으로 측정하는 것보다는 출자자의 기대수익률(K_e) 증가분을 기준으로 측정하는 것이 합리적일 것임.

■ 1단계에서는 기본재무모델에 총사업비 변경, 법인세법 변경, 자본구조 변경뿐만 아니라 운영 수입, 운영 비용, 실적 물가상승률 등 실적과 미래 예측 물가상승률을 반영⁶⁰⁾한 후 협약모델과 비교하여 ‘실적과 물가상승률 변동 등이 반영된 자본구조 변경 효과’를 측정함.

60) 현재 계산 구조 하에서는 기본재무모델에 총사업비 변경, 법인세법 변경, 자본구조 변경 등을 반영하여 WACC 효과를 측정하고, 여기에 다시 운영 수입, 운영 비용, 실적 물가상승률 등 실적과 미래 예측 물가상승률 등을 적용하여 기준재무모델을 작성함. 추가로 유상감자 등의 자본구조 변경과 타인자본 조달조건 변경 등을 반영한 비교재무모델을 바탕으로 하여 조기배당 효과와 타인자본 조달조건 변경 효과를 측정함.

- 기술적으로는 앞에 언급된 항목들을 반영한 기본재무모델의 주주 현금흐름으로부터 측정되는 출자자 자본수익률(K_e)과 협약서에서 예정된 출자자 자본수익률(K_e)의 변화분을 비교하여 '실적과 물가상승률 변동 등이 감안된 자본구조 변경 효과'를 측정하는 것임.

■ 2단계에서는 기본재무모델에 추가로 금리, 상환 스케줄, 차입금 규모 변동, 배당지급 제한 조건 등을 반영하여 비교모델을 만들고 '타인자본 조달조건 변경 효과'를 측정함.⁶¹⁾

(2) 자금재조달에 따른 금융비용 절감과 기대이익 변동의 비대칭성 개선

■ 앞서 논의된 바와 같이 금융비용 절감분과 기대이익 변동의 비대칭성이 발생하는 주요 원인 가운데 하나는 자금재조달 이익공유 후에 협약상의 추정 매출액이 실현되지 않는 것임.

- 실제 수요가 협약상의 추정 수요에 미달하는 경우에는 자금재조달 이익공유시 협약서상 출자자의 기대수익률이 달성되지 못할 가능성이 있으며, 실제 수요가 크게 미달하는 경우에는 심지어 사업 손실이 발생하는 경우에도 자금재조달에 따른 이익을 공유할 가능성이 있음.

■ 우리는 이와 같은 문제점을 가지고 있는 반면, 영국의 경우는 운영비용과 매출을 감안한 운영 실적이 실시협약상 재무모델의 추정치를 달성한 경우에 한하여 이익을 공유하는 제약 조건을 두고 있음.

- 또한 영국은 민간투자사업의 계약 형태 자체가 우리나라의 BTL과 유사하여 매출 변수의 변동이 제한적이므로 우리나라의 BTO 제도에 비해 발생 가능한 기대이익 변동의 비대칭성도 적은 편임.
- 이와 같은 이유로 MRG가 부여되었던 BTO 및 BTL 사업들의 경우는 매출액의 변동성이 제한적이므로 현행 자금재조달 제도의 적용에 큰 무리가 없었지만, MRG가 없는 BTO 사업은 금융비용 절감액과 이익증가분의 비대칭성 문제가 보다 심각할 수 있는 것임.

■ 이 문제를 해결하기 위한 합리적인 대안 중의 하나는 실제 운영 실적을 감안한 '금융비용 절감 후 주주의 기대수익률'이 협약서상 주주의 기대수익률을 초과할 경우 그 초과분을 공유하는 것이라고 할 수 있음.

- 앞에서 제시한 <그림 5>의 Case (2)와 (3)의 경우, 금융비용 절감 후 주주의 기대이익(B)이 협약에서 정한 주주의 기대이익인 30을 초과하지 않으므로 자금재조달에 따른 이익공유 대상이 되어서는 안 되는 것임.

61) 이와 같은 방식으로 공유이익을 측정할 경우 기준재무모델은 작성할 필요가 없음.

■ 두 번째 대안은 공유이익 측정시 최근 수요 실적을 재무모델에 반영하여 예상 매출도 조정하는 것임.

- 이 경우 미래의 실적을 알 수는 없으므로 미래 예측 물가를 반영하는 것 등과 유사한 논리로 과거 몇 년간 협약상 추정치 대비 실제 수요의 달성 비율을 기간 가중평균하여 예측 수요에 반영하는 방법 등을 고려해볼 수 있음.

(3) 미래 미실현 이익의 선공유 방법 개선

■ 앞서 논의된 바와 같이 자금조달에 따른 이익공유(요금 인하) 후 기준금리가 상승하여 금리 절감 효과가 발생하지 않을 경우 이미 추정이익의 50%는 요금에 확정적으로 반영하여 인하였기 때문에 사업시행 법인의 재무구조가 악화될 가능성이 있음.

■ 따라서, 발생 가능성이 불확실한 미래의 이자 절감 예상분을 요금에 선반영하는 현행 제도를 개선하여, 자금 재조달로 인하여 발생하는 이익을 사후적으로 측정하여 이를 주무관청이 환수하거나 주기적으로 요금 인하에 반영하는 방안을 고려해볼 수 있음.

- 예를 들면 재조달 발생 시점부터 5년 또는 10년 주기로 실제 금리 절감 효과를 사후적으로 측정하고, 이 효과를 주무관청이 환수하거나 측정 시점 이후의 요금에 반영하는 방법을 고려해볼 수 있음.
- 측정 시점 이후는 요금이 이미 조정되었으므로 이를 반영한 새로운 재무모델이 작성되지만, 이익공유 이후 기간 동안의 자금재조달 이익은 최초 요금을 가정하여 재측정함.
- 사후적으로 자금재조달 이익을 추정할 경우 자금재조달로 인한 공유이익을 '요금 인하분×실적 수요'로 계산하여 금액으로 추정 가능하며, 이 금액을 향후 5년 간 요금 인하 금액에 보다 신뢰성 있게 반영할 수 있음.

■ 추가적으로, 이와 같은 문제점이 있음에도 불구하고 공유이익의 크기 및 요금 인하 수준을 계산한 이후 주무관청은 협상에 의하여 추가적인 요금 인하를 요구하는 경우가 다수 있음.

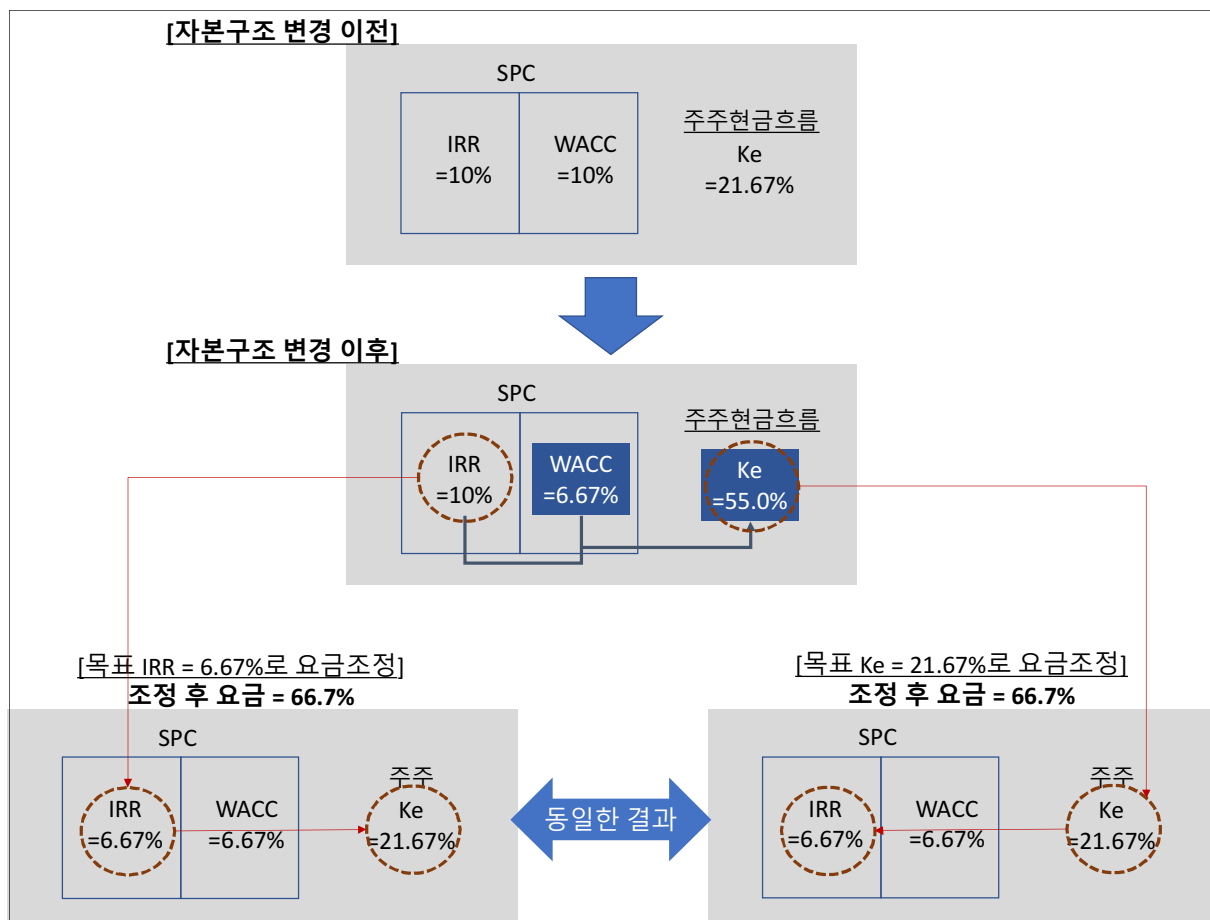
- 이러한 경우 사업시행자의 예측 가능성을 감소시키고 정책 신뢰도를 저하시킴으로써 민간투자사업 자체를 위축시킬 가능성이 있음.

〈별첨〉 가중평균자본비용(WACC) 효과와 조기배당 효과의 중복성 검토

(1) 예시 1 : 가중평균자본비용(WACC) 효과와 조기배당(Ke) 효과의 일치성

- 자금재조달(2014)에서 제시하는 ‘WACC 효과’의 일부가 ‘조기배당 효과’라는 사실을 보이기 위하여 WACC 효과를 100% 요금 인하에 반영한 결과와 (WACC 효과는 반영하지 않고) 조기배당 효과(Ke 증가 효과)를 100% 요금 인하에 반영한 결과가 동일하다는 것을 예시함.

〈그림 12〉 WACC 효과와 조기배당 효과의 일치 여부 검토 구조



- 〈표 15〉 [투자 사례 2]의 자본구조 변경 후 감소된 WACC에서 시작하여 〈표 30〉과 같이 WACC 효과가 100% 제거되는 수준으로 요금을 인하할 경우 Ke가 최초 수준으

로 회귀하는 결과를 보임.

- 우선 본문에서 논의된 바와 같이, 조달비용이 저렴한 차입금이 증가했으므로 <표 14>의 (2) 공식을 사용하여 계산된 결과인 변경 후 WACC를 계산하면 6.67%임.
- 따라서 초과 이익이 존재하지 않기 위해서는 최초 협약에서 주어진 10%의 프로젝트 IRR이 6.67%의 조달비용과 같았어야 한다는 세부요령의 주장 하에, 자본구조가 변경된 후의 상황인 <표 15> [투자 사례 2]에서 시작하여 프로젝트 IRR을 6.67%로 만족시키기 위한 요금 수준을 결정함.⁶²⁾
- 프로젝트 IRR을 6.67%로 만족시키기 위하여 결정된 요금 수준은 66.70%이며, 이때 주주 현금흐름에서 (결과값으로) 측정된 주주수익률(Ke)은 21.67%로 감소된 것을 확인할 수 있음.
- 이는 자본구조 변경으로 인하여 <표 15> [투자 사례 2]에서 55.0%까지 올라갔던 주주수익률이 WACC 감소 효과를 100% 제거한 후에는 다시 <표 15> [투자 사례 1]의 21.67%와 동일한 수준으로 회귀한 것과 같은 것임.
- 자금재조달 세부요령(2014)에 의하면 아래 <표 30>에서 조기배당 효과 산정을 위한 [주주 현금흐름]은 자본구조 변경 이전의 상황을 적용해야 한다고 반론할 수 있으나, 이는 자본구조 변경 효과가 [회사 현금흐름]과 [주주 현금흐름]에 동시에 반영된다는 재무이론⁶³⁾을 간과한 지적일 수 있음.
- 동일한 이유로 자금재조달 세부요령(2014)의 측정 방식 오류는 소위 'WACC 효과'를 측정하기 위하여 [회사 현금흐름] 레벨에서 목표 WACC인 6.67%를 찾기 위하여 요금 인하 수준을 결정하면서, 동시에 발생하는 자본구조 변경 효과(소위 '조기배당 효과')를 주주의 현금흐름에 반영하지 않은 것에서 기인함.⁶⁴⁾

<표 30> WACC 효과 100% 제거(요금 인하에 반영)시 Ke의 변화

| | | | | | |
|---------------------------------|------|-------|-------|---------|-----------------|
| [회사 현금흐름] | | | | | |
| 시점 | 0 | 1 | 2 | 3 | |
| 매출 | | 6.667 | 6.667 | 6.667 | 요금조정 66.67% |
| 투자 및 회수 | -100 | | | 100 | |
| 프로젝트 현금흐름 | -100 | 6.667 | 6.667 | 106.667 | 프로젝트 IRR 6.67% |
| 자본구조 변경 후 WACC = 목표 IRR = 6.67% | | | | | |
| [주주 현금흐름] | | | | | |
| 이자비용 | | -4.5 | -4.5 | -4.5 | |
| 주주 현금흐름 | -10 | 2.167 | 2.167 | 12.167 | 계산된 Ke = 21.67% |
| | | | | | 협약 Ke = 21.67% |

62) 엑셀의 '목표값 찾기(Trial and error method)'라는 기능을 사용하여 프로젝트 IRR이 6.67%를 만족시키는 요금 수준을 찾아냄.

63) 구체적인 사례 및 내용은 본 <별첨>의 '예시 2' 참조.

64) 이에 따라 자본구조 변경 효과가 마치 'WACC 효과'와 '조기배당 효과'라는 별개의 2개 효과로 나타나는 것처럼 2회 측정하는 문제가 발생하는 것임.

■ 아래의 <표 31>과 같이, <표 15> [투자 사례 2]의 자본구조 변경 후 증가된 주주수익률(Ke)에서 Ke 증가 효과를 100% 제거시키는 수준까지 요금을 인하할 경우 WACC가 원래 수준으로 회귀되는 것을 알 수 있음.

- 앞에서 논의된 바와 같이, <표 15> [투자 사례 2]에서 변경 후 WACC가 6.67%로 감소되고 이 추가 이익이 주주수익률(Ke)에 추가로 반영된 결과 주주수익률은 21.67%에서 55.00%까지 증가함.⁶⁵⁾
- 초과 이익을 100% 환수하기 위해서는 최초 협약에서 주어진 주주수익률(Ke) 21.67%가 실현되어야 한다는 세부요령의 주장에 따라, 자본구조가 변경된 후의 상황인 <표 15> [투자 사례 2]의 주주수익률(Ke)을 55.00%에서 다시 21.67%까지 감소시키기 위한 요금 수준을 계산함.
- 주주수익률(Ke) 21.67%를 만족시키기 위해 재산정된 요금 수준은 66.67%이며, 이때 회사 현금흐름에서 (결과값으로) 측정된 프로젝트 수익률(IRR)은 10%에서 6.67%로 감소된 것을 확인할 수 있음.
- 이는 자본구조 변경으로 인해 <표 15> [투자 사례 2]와 같이 WACC는 6.67%로 감소한 반면, 프로젝트 수익률은 10%였으므로 주주수익률이 55.00%까지 증가하였으나, 다시 요금을 66.7% 수준으로 인하여 주주수익률(Ke) 증가 효과를 100% 제거한 결과 프로젝트의 수익률(IRR)이 다시 6.67%로 감소한 것임을 보여줌.
- 결국 <표 31>의 결과는 <표 30>과 같게 된다는 것을 알 수 있음.

<표 31> Ke 증가 효과 100% 제거(요금 인하에 반영)시 프로젝트 IRR의 변화

| | | | | | |
|-----------|------|-------|-------|-------------|--------------------|
| [회사 현금흐름] | | | | | |
| 시점 | 0 | 1 | 2 | 3 | |
| 매출 | | 6.667 | 6.667 | 6.667 | 요금조정 66.67% |
| 투자 및 회수 | -100 | | | 100 | |
| 프로젝트 현금흐름 | -100 | 6.667 | 6.667 | 106.667 | 계산된 프로젝트 IRR 6.67% |
| [주주 현금흐름] | | | | | |
| 이자비용 | | -4.5 | -4.5 | -4.5 | |
| 주주 현금흐름 | -10 | 2.167 | 2.167 | 12.167 | Ke = 21.67% |
| | | | | 목표(협약) Ke = | 21.67% |

■ 위의 2가지 실험 결과, 자금재조달 세부요령(2014)에서 ‘WACC 효과’라고 지칭한 것이 결국 자본구조 변경에 의한 효과라는 것을 알 수 있으며, 이와 별도로 조기배당 효과를 측정하는 것은 자본구조 변경 효과로 인한 이익의 일부를 중복하여 측정하는 것이라는 것을 알 수 있음.

65) 이것은 자본구조 변경 효과를 주주수익률(Ke)의 변화를 기준으로 측정한 것임.

- 상기 내용을 실제 재무모델을 통해 검토하고자 하는바, 가중평균자본비용 효과를 주무관청이 전유하고 조기배당 효과를 반영하지 않은 경우의 효과(시나리오 5)와 가중평균자본비용 효과를 반영하지 않고 조기배당 효과를 주무관청이 전유한 경우의 효과(시나리오 6) 크기를 비교하여 중복 여부를 확인함.

- 상기 분석을 위해 앞의 <표 20>과 <표 21> 가정을 적용하되 가중평균자본비용 효과와 조기배당 효과 산정시 가정의 차이가 최소화되어야 하는바, 조기배당 효과 산정시에도 가중평균자본비용 효과 산정시 적용한 협약상 물가상승률인 4%를 적용(실적 물가 및 향후 예상 물가 미반영)함.

- 상기 가정을 재무모델에 반영하여 분석한 결과는 아래의 <표 32>와 같음

<표 32> 가중평균자본비용 효과 중복 여부 분석 결과

| 구분 | 시나리오 5 (WACC 효과 전유) | 시나리오 6 (조기배당 효과 전유) | 비고 |
|---------|------------------------|------------------------|---------------------|
| WACC 효과 | 7.46% | - | 각 효과별 통행료 인하율 기재 |
| 조기배당 효과 | - | 93.39% | |
| 소계 | 7.46% | 6.61% | |

- <표 32>와 같이 시나리오 5와 시나리오 6의 공유이익 차이는 0.85% 수준으로, 효과가 거의 유사한 것으로 판단됨. 다만, 상기 차이는 WACC 효과와 조기배당 효과 간 기준수익률 차이 등⁶⁶⁾에 기인하기 때문으로 판단됨.

(2) 예시 2 : 자금재조달 세부요령에 의해 측정된 WACC 및 주주수익률(Ke) 변화의 동시성

- 자금재조달 전 최초 협약은 <표 15> [투자 사례 1]과 동일함.

- 총 투자금액 100원 중 30원이 자기자본 투자로 조달되고 70원이 차입금으로 조달되었다고 가정하고, 차입금의 조달 금리는 5%이며, 프로젝트의 수익률은 10%, 그리고 프로젝트의 투자 기간은 3기라고 가정함.
- 주주수익률(Ke)은 WACC 공식에 의하여 계산한 것과 주주 현금흐름에서 계산한 경우 모두 21.67%로 일치함.

66) WACC 효과 산정시는 사업 현금흐름에서 산정되는 사업수익률을 기준으로 공유이익을 산정하며, 조기배당 효과는 회계상 이익잉여금 및 대출약정상 배당제한 조건 등에 영향을 받는 주주 기대수익률(Blended ROE)을 기준으로 공유이익을 산정하므로 사용하는 기준수익률에 차이가 있으며, 기타 WACC 효과는 자금재조달 전/후 자본구조를 고정된 것으로 파악하나 조기배당 효과 산정시는 차입금 상환으로 자본구조가 변동되므로 이와 같은 차이로 인해 상기와 같은 차이가 존재하는 것으로 판단됨.

| 최초 투자가정 | 투자금액 | 이자비용 | 최초 WACC |
|---------|------|------|---------|
| 자본금 | 30 | | |
| 차입금 | 70 | 5% | |
| 총 투자금액 | 100 | | 10.00% |

[회사 현금흐름]

| 시점 | 0 | 1 | 2 | 3 |
|-----------|------|----|----|-----|
| 매출 | | 10 | 10 | 10 |
| 투자 및 회수 | -100 | | | 100 |
| 프로젝트 현금흐름 | -100 | 10 | 10 | 110 |

프로젝트 IRR = 10.00%

[주주 현금흐름]

| | | | | |
|---------|-----|------|------|------|
| 이자비용 | | -3.5 | -3.5 | -3.5 |
| 주주 현금흐름 | -30 | 6.5 | 6.5 | 36.5 |

Ke = 21.67%

- 2기 말에 자본금을 30에서 10으로 감자하고, 동 금액만큼을 선순위차입금으로 조달하였다고 가정하면 투자 가정과 현금흐름은 다음과 같이 변경됨.

| 2기 말에 20 감자 | 1~2기 | 3기 |
|-------------|------------|---------------|
| 자본금 | 30 | 10 |
| 차입금 | 70 | 90 |
| 총 투자금액 | 100 | 100 |
| WACC | IRR 10% | CIRR 6.67% |

[회사 현금흐름]

| 시점 | 0 | 1 | 2 | 3 |
|--------------|------|----|----|---------|
| 매출 | | 10 | 10 | 10 |
| 투자 및 회수 | -100 | | | 100 |
| 프로젝트 현금흐름 | -100 | 10 | 10 | 110 |
| CIRR 적용 후 CF | -100 | 10 | 10 | 106.667 |

변경 WACC = 8.98%

[주주 현금흐름]

| | | | | |
|---------|-----|------|------|------|
| 이자비용 | | -3.5 | -3.5 | -4.5 |
| 주주 현금흐름 | -30 | 6.5 | 26.5 | 15.5 |

Ke = 25.19%

- 1~2기는 기존 자본구조 하에서 WACC가 10%였으나 3기에는 저렴한 조달비용을 가지는 차입금이 증가하였으므로 WACC가 6.67%로 감소함.

- 변경된 사업수익률(CIRR)을 최초 투자금액인 100에 적용하여 3기의 [회사 현금흐름]을 다시 구해보면 6.667의 수익과 최초 투자금액 100의 합계인 106.667이 되며, 이렇게 변경된 회사 현금흐름을 바탕으로 하여 전 기간(1~3기)의 변경된 WACC를 구해보면 8.98%로 산정됨.
- 자본구조 변경을 반영하여 [주주 현금흐름]을 구해보면 2기에 20의 조기배당이 실현되므로 현금흐름이 최초 6.5에서 26.5로 변경되며, 3기에는 이자비용이 증가하므로 주주 현금흐름은 6.5에서 10이 줄어든 5.5의 순이익이 실현되며 여기에 10의 투자금액 회수분이 합쳐진 15.5가 됨.
- 이렇게 자본구조 변경 효과를 반영하여 재측정된 주주수익률(Ke)은 25.19%임.

■ '2. (1) 자본구조 변경 효과의 중복 적용'에서 논의된 바와 같이 자본구조의 변경으로 인해 WACC가 10%에서 8.98%로 낮아졌으며, 동시에 주주 현금흐름에서는 조기배당 효과 등으로 인하여 주주의 수익률이 21.67%에서 25.19%로 올라가게 되는 효과가 나타난 것임.

- 따라서 WACC 인하 효과와 조기배당 효과는 별개의 것이 아니라 한 가지의 '자본구조 변경' 효과를 회사 현금흐름의 관점 및 주주 현금흐름의 관점에서 각각 측정한 것에 지나지 않음.

박용석(연구위원·yspark@cerik.re.kr)

김남용(회계법인새길 회계사·nykim@sgacc.co.kr)

박수진(연구위원·jin@cerik.re.kr)

연구자문위원 : 김용주(삼덕회계법인 회계사), 이재호(서린회계법인 회계사)
이찬호(한울회계법인 회계사), 이화영(안진회계법인 회계사)
임현민(회계법인나무 회계사), 정순철(인덕회계법인 회계사)
최철규(삼우회계법인 회계사)