

# 민간투자사업의 재원 조달 원활화 방안

2014. 7

박용석 · 이승우

■ 들어가는 말 .....	4
■ 민간투자사업의 추진 현황 및 금융기관의 투자 특성 .....	6
■ 민간투자사업의 재원 조달 현황 .....	11
■ 민간투자사업의 재원 조달 원활화를 위한 정책 과제 .....	24

**한국건설산업연구원**

Construction & Economy Research Institute of Korea



## 요 약

- ▶ **중앙정부, 지자체, 공기업의 사회기반시설에 대한 투자 여력이 지속적으로 위축**
  - 복지 예산은 지속적으로 증가하는 데 비해 SOC 예산은 2013년 24.3조원에서 2014년 23.7조원으로 축소되었고, 2015년에도 21.9조원(예산 요구액 기준)으로 감액이 예상된다.
  - 정부는 민간 투자 활성화로 부족한 SOC 재정 투자를 보완할 것이라고 하지만 민간투자시장도 위축되어 있음.
  
- ▶ **민간투자사업(이하 민자사업)은 2007년 120개 사업에 11.2조원 규모의 투자가 이루어졌으나, 2013년에는 13개 사업에 4.4조원 규모로 대폭 축소되는 등 침체 국면에 처해 있음.**
  - MRG 폐지, 지자체의 실시협약 미준수(MRG 수준 인하, 사용료 인상 억제, 사업 재구조화 등), 시장 내 과당 경쟁이 맞물려 수익률이 저하되고 사업 위험성이 높아짐.
  - 민자사업의 ‘고위험 저수익’에 따라 재무적 투자자들은 민자사업에 대한 투자를 기피하는 경향이 높아짐.
  
- ▶ **민자사업의 자원 조달시 금융기관 등 재무적 투자자들은 지분 출자보다는 채권 회수에 유리한 대출 중심의 투자에 집중하고 있음.**
  - 재무적 투자자들은 사업 위험을 낮추기 위해 건설회사의 출자 규모 상향, 금융기관의 투자 수익률(ROI) 상향, 풋옵션, 자금보충약정 등을 요구
  - 서울~춘천고속도로, 복선 전철사업(BTL)과 같이 수익률이 좋은 사업의 경우 지자체, 도로공사, 연기금, 인프라펀드 등이 지분 출자를 했지만 대부분은 대출 중심의 투자를 시행
  - ‘타인자본’ 조달시 인프라펀드, 특별자산펀드, 사회기반시설(SOC) 채권, 자산유동화증권(ABS) 등 다양한 프로젝트 금융 방식이 활용되기는 했지만 활성화 수준은 미흡
  
- ▶ **민자사업의 자원 조달 원활화를 위한 원칙으로 첫째, 민자사업 자체의 사업성이 확보되어야 하고, 둘째, 재무적 투자자의 지분 투자가 활성화되어야 하며, 셋째, 다양한 프로젝트 금융이 활성화될 수 있는 인센티브 제도의 발굴이 필요함.**
  
- ▶ **사회적으로 필요한 민자사업의 안정적인 현금 흐름(사업성)을 확보하기 위해 최소비용보전(MCC) 방식과 갭펀드(GAP Fund)에 대한 검토가 필요함.**
  - 재무적 투자자들의 지분 투자 활성화를 위해 ‘민간투자사업의 자기자본비율 축소’ 및 ‘후순위 대출의 자기자본 인정’에 대한 검토 필요
  - 사회기반시설 채권의 조세 특례가 금년 말 종료 예정인데, 조세 특례의 지속적 연장 필요

## 1. 들어가는 말

- 중앙정부, 지자체, 공기업, 민간투자 등 4개의 인프라 공급 주체의 사회기반시설에 대한 투자 여력이 지속적으로 감소하고 있음.
- 최근 SOC 시설에 대한 재정 지출의 중요성이 약해지고 있으며, 향후에도 재정 지출의 규모가 축소될 것으로 예상 됨.
  - SOC 예산은 2013년 24.3조원에서 2014년에는 23.7조원으로 축소되었고, 정부 총지출에서 차지하는 비중도 2013년 7.1%에서 2014년에는 6.5%로 감소하였음.
  - 향후 재정 지출 방향을 가늠할 수 있는 「2013~2017년 국가재정운용계획」에서도 2013~2017년 간 SOC 부문은 5.7% 축소를 계획하고 있음.
  - 특히, 2014~2018년 국가재정운용계획<sup>1)</sup>의 방향 설정에 있어서도 SOC와 같은 경제분야의 지출 증가율은 낮고, 복지와 같은 사회 분야의 지출 증가율은 높게 유지하는 것이 바람직할 것이라고 밝히고 있고, SOC 분야는 실질적으로 더욱 축소될 것으로 예상됨.
  - 2015년도 예산 요구 현황을 보면, 복지 분야는 금년 대비 10.8% 증액을 요구한 데 비해 SOC는 금년 23.7조원에서 내년도 21.9조원으로 7.5% 감액 요구를 함.<sup>2)</sup>
- 지자체와 공기업의 인프라 투자 여력이 지속적으로 축소될 것으로 보임.
  - 지자체의 재정 자립도는 2008년 전국 평균 53.9%에서 2013년에는 51.1%로 감소하였음. 더욱이 2002~2013년 지자체 세입의 연평균 증가율은 4%인 반면, 세출은 7.7% 수준으로, 특히 2014년부터 세출이 세입보다 많아져 지방 재정 부족이 우려됨.<sup>3)</sup>
  - LH공사, 수자원공사, 도로공사 등 9개 공기업의 부채는 2007년 128조원에서 2011년에는 284조원으로 121% 증가함.<sup>4)</sup>
- 민간자본으로 SOC 시설에 대한 투자 자금을 조달하는 민간투자사업의 경우 2007년을 정점으로 그 사업 수나 민간 투자비가 축소되고 있음.

1) 2014~2018년 국가재정운용계획 : 총괄·총량 분야에 대한 공개 토론회(2014. 6. 5).

2) 기획재정부, 「보도자료 : 2015년도 예산 요구 현황」, 2014. 6. 26.

3) 세정신문, 2013. 11. 5.

4) 감사원, 『공기업 재무 및 사업구조 관리 실태 감사 결과 : 보도자료』, 2013. 6. 12.

- 민간투자사업은 2007년 사업 수 120개, 총 민간 투자비 11.2조원 규모에서 2013년에는 13개에 4.4조원 수준으로 급감함. 특히 수익형(BTO) 민간투자사업의 경우 2007년 18개, 5.1조원 규모에서 2013년에는 6개에 1.2조원 수준으로 축소되었음.
- 정부, 지자체, 공기업의 인프라 투자 확대는 현실적으로 매우 어렵지만, 상대적으로 민간투자사업의 경우 정부의 정책적 의지에 따라 그 활성화 여부가 결정될 수 있음.
  - 정부도 ‘2014~2018년 국가재정운용계획 공개 토론회(2014. 6. 5)’에서 규제 완화를 통한 민간 투자 활성화로 축소된 경제 분야 재정 지출을 보완할 것이라고 밝히고 있음.
  - 이에 따라 민간투자 활성화를 위한 다각적인 대안이 모색되어야 하고, 민간투자사업의 핵심 투자자인 은행, 연기금과 같은 재무적 투자자의 민간투자 활성화를 위한 대안 마련이 시급할 것으로 판단됨.
- 2000년대 이전에는 세수를 기반으로 한 재정 투자가 인프라 투자의 대부분이었으나 그 이후부터는 「민간투자법」에 의해 인프라 시설에 대한 민간투자가 본격화 됨.
  - 재무적 투자자들은 지분 참여와 같은 적극적 투자보다는 대출금의 이자 수입을 목적으로 하는 차입금 등의 간접 투자를 선호하고 있음.
  - MRG 폐지, 지자체의 MRG 축소, 이용료 인상 억제, 사업 재구조화 등 실시협약을 준수하지 않는 등 민간투자사업의 고위험 저수익(High Risk Low Return) 구조가 심화되자 재무적 투자자들은 민간투자사업에 대한 투자 자체를 회피하는 경향이 있음.
  - 자산유동화증권, SOC 채권 등 다양한 프로젝트 금융 방식으로 민간 투자 재원을 조달하기보다는 전통적인 신디케이트 대출(Syndication loan)에 의존하는 경향이 큼.
- 주요 국가들의 경우 초기에는 인프라 투자 자금이 산업은행과 같은 국책은행 등을 통한 정책 금융이 핵심적 역할을 수행했으나, 자본시장이 발달하면서 시중은행을 통한 자금 조달이 확대되고 인프라펀드, 자산유동화증권 등 자본시장의 다양한 프로젝트 금융 방식을 통해 인프라 투자 자금의 조달이 이루어지고 있음.
  - 우리나라에서도 정책 금융 중심에서 점차 시중은행, 연기금 등으로 다양화되고 있고, 인프라펀드와 자산유동화증권 등 다양한 프로젝트 금융 방식이 이용되기 시작함.

- 본 연구의 목적은 민간투자사업에서 은행, 연기금 등 재무적 투자자들의 투자 활성화를 위한 정책 과제를 모색하는 데 있음.
- 이를 위해 우선 민간투자사업의 추진 현황, 민간투자가 자본시장에 미친 영향, 민간투자사업에 대한 금융기관의 투자 특성을 살펴볼 것임.
- 그리고 민간투자사업 자원 조달의 현황과 시사점을 분석하고, 민간투자사업의 자원 조달 원활화를 위한 정책 과제를 모색할 것임.

## 2. 민간투자사업의 추진 현황 및 재무적 투자자의 투자 특성

### 가. 민간투자사업 추진 현황

- 1995~2013년 간 총 643개, 총투자비 98.4조원 규모의 민간투자사업이 추진되고 있음.
- 지난 18년 간 추진된 민간투자사업을 대상 시설별로 살펴보면, 사업 수는 학교시설 공사인 교육사업(217개), 하수관거와 같은 환경사업(167개)이 많고, 투자비는 도로사업(41.5조원)과 철도사업(18.9조원)이 큰 비중을 차지하고 있음.
- 초·중·고등학교 시설에 대한 교육사업은 217개에 총투자비 9.4조원으로 사업당 평균 투자비는 432억원 규모이며, 도로사업은 4,998억원, 철도사업은 1.3조원 규모임.

<표 1> 대상 시설별 민간투자사업 현황 (2013년 기준)

(단위 : 개, 억원, %)

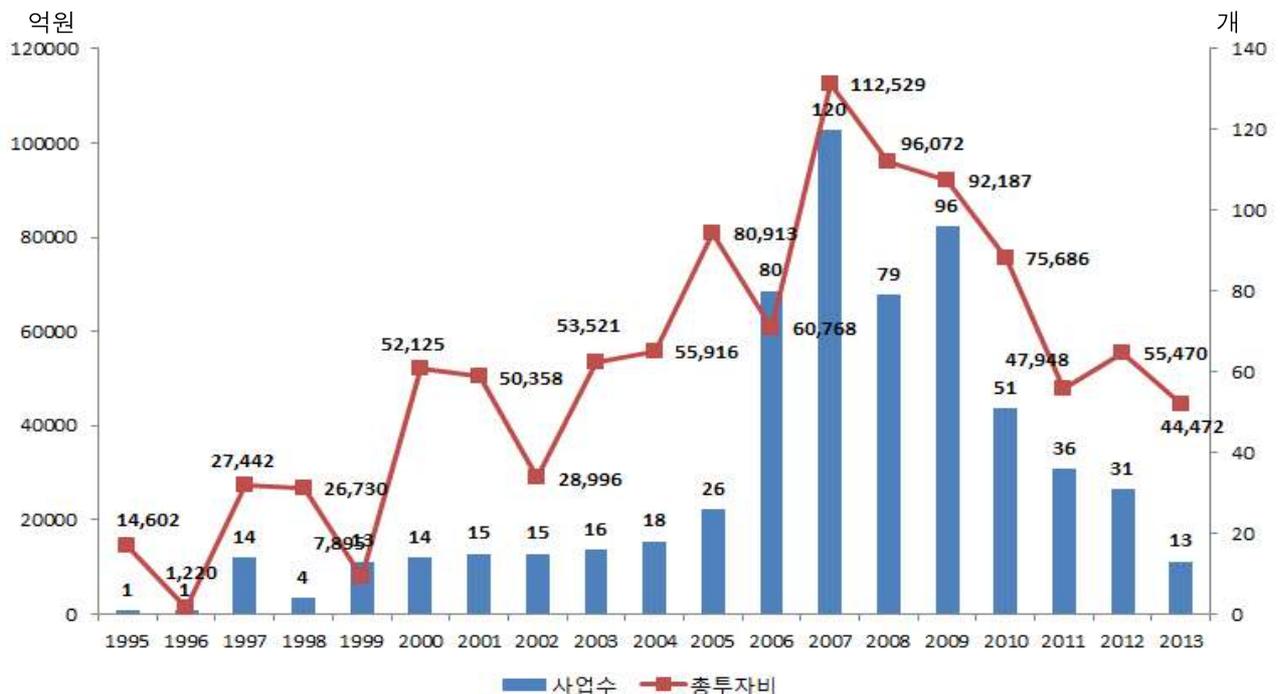
구분	사업 수	비중	총투자비	비중	구분	사업 수	비중	총투자비	비중
도로	83	12.91	414,844	42.12	문화관광	39	6.07	16,676	1.69
철도	14	2.18	188,508	19.14	유통	6	0.93	12,605	1.28
환경	167	25.97	121,025	12.29	공항	13	2.02	6,635	0.67
교육	217	33.75	93,719	9.52	정보통신	5	0.78	3,398	0.35
항만	18	2.80	69,282	7.03	복지시설	10	1.56	2,343	0.24
국방	71	11.04	55,813	5.67	총계	643	100.0	984,848	100.0

자료 : 공공투자관리센터.

- 민간투자사업은 1994년 「사회간접자본시설에 대한 민자유치촉진법」이 제정되면서 시작되었지만 그 추진이 미흡하였고, 1998년에 MRG(최소운영수입보장제도) 도입을 골자로 한 「사회간접자본시설에 대한 민간투자법」으로 개정되면서 본격화됨.

- 2005년에 새로운 사업 방식인 임대형(BTL) 민간투자사업이 도입되고, 민간제안사업에 대한 적격성 조사 의무화를 주요 내용으로 한 「사회기반시설에 대한 민간투자법」으로 개정되면서 민간투자사업이 활성화됨.
- 민간투자사업은 2007년에 120개, 11.2조원 규모의 투자가 있었으나 2013년에는 13개, 4.4조원 규모로 대폭 축소되는 등 침체 국면에 처해 있음.
- 민간투자사업의 수요 예측의 부정확성, MRG 문제, 높은 통행료 등으로 인해 민간투자사업에 대한 부정적 여론이 형성되었고 정부도 재정 방어적인 정책을 추진함.
- MRG 폐지와 지자체의 협약 미준수(당초 MRG 수준 인하, 사용료 인상 억제, 사업 재구조화 등), 그리고 시장 내 과당 경쟁이 맞물려 수익률, 공사비, 운영비 등이 한계치 또는 그 이하로 낮아진 것으로 알려지고 있음.
- 이에 따라 현재 건설회사와 재무적 투자자들은 민간투자사업에 대한 추진 열의가 2000년대 초반에 비해 저하되어 새로운 사업을 발굴하기보다는 지금 수행하고 있는 사업의 마무리에 집중하는 경향을 보이고 있음.

<그림 1> 연도별 민간투자사업 추진 현황



자료 : 공공투자관리센터.

## 나. 민간 투자가 자본시장에 미친 영향과 재무적 투자자의 투자 특성

- 1998년에 「사회간접자본시설에 대한 민간투자법」으로 개정되면서 민간투자사업 추진시 자본시장을 활용하여 투자 자금을 확보할 수 있게 됨.
- 「사회간접자본시설에 대한 민간투자법」 제41조에서 제44조<sup>5)</sup>까지 조항에 따라 사회간접자본투융자회사를 설립할 수 있어 펀드를 통한 간접 투자 형태의 프로젝트 금융(Project Financing)의 활용이 가능해짐.
- 또한 ‘한국인프라자산운용’, ‘맥쿼리신한인프라스트럭처자산운용’, ‘KB자산운용’ 등의 자산운용사에 의해 인프라펀드가 설립되었고, 이들이 인천공항철도, 천안~논산 고속도로, 신공항하이웨이 등의 민간투자사업에 투자함으로써 국내외 기관 투자자의 민간투자사업에 대한 간접 투자 기회도 확대됨.
- 인프라 시설의 건설 및 운영 과정에 필요한 자금을 민간 자본으로 활용함으로써 민간투자사업은 국내 자본시장을 성숙시키고, 국내 자본의 유동성을 확대할 수 있는 기회를 제공하는 것으로 평가되고 있음.
- 특히, 민간투자사업의 추진은 자본시장의 발전 과정에서 다음과 같이 장기 자본시장(Long-Term Capital Market)의 발전에 기여하는 것으로 평가되고 있음.<sup>6)</sup>
  - 민간투자사업의 건설 및 운영 과정에서 소요되는 대규모의 자금을 조달하기 위하여, 민간 기업들은 직접 금융 형태의 대규모 채권을 발행할 수 있으며, 이는 금융권으로부터의 차입에 비하여 상대적으로 낮은 시장 위험을 수반

### 5) 제5절 사회간접자본투융자회사

제41조 (설립 목적) ① 사회간접자본시설사업에 자산을 투융자하여 그 수익을 주주에게 배분하는 것을 목적으로 하는 사회간접자본투융자회사(이하 “투융자회사”라 한다)를 설립할 수 있다.

② 투융자회사는 「증권투자회사법」에 의한 증권투자회사로 본다.

③ 투융자회사는 이 법에서 특별히 정한 경우를 제외하고는 「증권투자회사법」의 적용을 받는다.

제42조 (겸업제한 등) ① 투융자회사는 자산을 제43조의 규정에 의하여 투자하는 것 외의 업무를 영위할 수 없다.

② 투융자회사의 자본금은 대통령령이 정하는 금액 이상으로 하여야 한다.

제43조 (자산운용의 범위) 투융자회사는 그 자산을 「증권투자회사법」 제28조 제1항의 규정에 불구하고 다음 각 호의 1에 해당하는 방법으로 운용하여야 한다.

1. 사회간접자본시설사업을 시행하는 법인에 대한 출자
2. 사회간접자본시설사업을 시행하는 법인에 대한 융자
3. 사회간접자본시설사업을 시행하는 법인이 발행하는 채권의 인수

제44조 (다른 법률과의 관계) 「증권투자회사법」 제28조 제2항·제29조 및 제31조의 규정은 동법 제79조 제1항의 규정에 의하여 주식을 발행하는 투융자회사에 대하여는 이를 적용하지 아니한다.

### 6) 대한건설협회, 『SOC 민간투자사업 성과 평가와 발전 방안 연구』, 2011. 5, p.51.

- 따라서, 이와 같은 대규모 채권의 발행은 민간투자사업을 통하여 상대적으로 안정적인 장기 수익을 기대할 수 있는 금융 환경을 조성할 뿐만 아니라, 국내의 장기 자본 시장이 발전하는 데도 기여가 가능함.
  - 또한, 민간투자사업을 통하여 발행 및 유통 시장의 형성이 가능한 장기 채권들은 보유 자금의 안정적인 장기 운용이 요구되는 각종 연·기금과 같은 기관 투자자들에게 안정적인 투자 기회를 제공할 수 있음.
  - 이에 따라 장기 자본시장의 성숙도를 제고하는 한편, 자본시장의 장기 자금 유동성을 확보할 수 있게 됨.
- 민간투자사업에 대한 정부 규제와 시장 내 경쟁이 증가하는 등 ‘고위험 저수익’의 양상을 보이자 재무적 투자자들은 민자사업에 대한 투자를 기피하는 경향을 나타냄.
    - 재무적 투자자들은 민자사업을 기본적으로 리스크가 큰 사업으로 평가하고 있음.
    - 재무적 투자자는 자금 운용 측면에서 제3자가 위탁한 자금을 운영하고 있기 때문에 사업 위험을 극도로 회피하는 수동적 투자자(Passive Investor)의 성격을 갖고 있음.
  - 금융기관들은 수익형(BTO) 사업의 경우 낮은 수익률과 MRG 폐지에 따른 수요 리스크 헤징(Risk Hedging) 없이는 투자하기 어렵다는 입장이고, 임대형(BTL) 사업에 대해서는 지분 출자에 소극적이면서 채권 회수에 유리한 대출 중심의 투자에 집중하고 있음.
    - 리스크 헤징을 위하여 건설회사의 출자 규모 상향, 금융기관의 투자 수익률(ROI : Return on Investment) 상향, 풋옵션<sup>7)</sup>, 자금보충약정<sup>8)</sup> 등을 요구

7) 일정 수요 부족시 건설회사가 금융기관의 출자금 전액을 인수하거나 손실금 보전.

8) 프로젝트 파이낸싱(PF) 사업 등에서 자금력이 부족한 시행사나 특수목적회사(SPC)가 대출받기 위해 사용하는 신용 보강의 한 방법. SPC 등이 대출금을 갚을 수 없을 때 시공사나 지주회사가 SPC 등에 돈을 빌려주거나 출자해 상환하는 방법.

<표 2> 민간투자사업의 참여 주체별 시각

구분	정부	금융기관	민간 사업자 (건설 투자자)
기본 입장	· 정부 부담 완화	· 리스크 부담 회피 (Low Risk & High Return)	· 시공 이윤 추구, 자금 부담 최소화 · 배당 수입보다 지분 매각을 통한 유동성 확보
민자사업 추진 목적	· SOC 투자에 대한 정부의 부족 자원 총당 · 민자사업 만능화 (자전거 전용도로)	· 민자사업은 대체 투자 대상 (AI : Alternative Investments)	· 수주 및 건설 과정의 시공 이윤에 관심
특징	· MRG 폐지 이후에도 건설사들이 꾸준히 제안서를 제출함에 따라 아직 시장 수요 대비 공급 과잉으로 인식하여 지속적인 규제 강화 · 운영 단계에 있는 사업과 계획 중인 사업의 사업성에 대한 착시	· No(Low) Risk 추구, 사업성에 대한 보수주의 · 중장기 투자보다는 단기 투자 선호 · 중장기 투자에 대한 Risk Premium 필수 · 수요의 불확실성에 초점 · 정부 지원, 주주 보증 등 신용 보강 추구	· 사업성(수요)에 대한 철저한 분석 부족 · 내부 리스크 관리 강화 및 투자 노력 미흡 · 장기적인 투자 마인드 부족, 운영에 대한 무관심 · 정부 및 금융기관과 협상시 상대적 불리

자료 : 박용석, 『민간투자시장 정상화를 위한 정책 과제』, 한국건설산업연구원, 2010. 4. 2, p.19.

- 금융기관들이 민간투자사업에 대한 투자를 회피하는 이유는 수익률이 낮아 투자 원금 회수가 불투명하기 때문임.
- MRG 폐지로 인하여 민간투자사업은 과거의 무위험 자산에서 위험 자산으로 분류되어 금융기관은 더 높은 수익률을 요구하고 있으나 민간투자사업의 수익률은 오히려 낮아지고 있음.
- 금융기관은 민자사업을 대체 투자의 대상으로 보고 있으며, 중장기 투자보다는 단기 투자를 선호하고, 정부 지원과 주주 보증 등 신용 보강으로 투자 리스크를 줄이고자 함.

#### 다. 시사점

- 민간투자사업에 대한 재무적 투자자들의 투자가 정상적으로 추진되기 위해서는 민자사업의 ‘시장성(marketability)’과 ‘투명성(transparency)’이 우선적으로 확보되어야 함.
- ‘시장성’은 국민·민간 사업자·정부·금융기관 모두가 수용할 수 있는 수준의 수익성이 보장되어야 하는데, 수익성이 보장되어야만 금융 조달이 가능
- ‘투명성’은 민간 투자 정책의 일관성을 의미하는데, 민간투자사업은 장기 투자 사업이기 때문에 정책에 대한 신뢰성 없이는 장기 투자를 결정하기 어려움.

- 현재 민간투자사업에 대하여 재무적 투자자들이 투자를 기피하는 것은 ‘시장성’과 ‘투명성’이 불확실하기 때문임.
- MRG 폐지와 재정 방어적인 정책으로 민간투자사업의 수익성이 떨어지고 있으며, 지자체들은 실시협약과 배치되는 사업 재구조화, 사용료 동결, MRG 인하 등을 요구, 민간투자사업에 대한 재무적 투자자들의 투자 매력은 저감되고 있음.
- 재무적 투자자가 민간투자사업에 대하여 ‘자기자본’ 또는 ‘타인자본’을 투자하기 위해서는 기본적으로 민간투자사업 자체의 ‘시장성’이 존재해야만 함.
- ‘시장성’이 없는 사업에 재무적 투자자들의 투자를 유치하는 것은 불가능하므로 민간투자사업의 ‘시장성’을 확보할 수 있는 정책적 대안이 모색되어야 함.
- 정책적으로 추진이 필요한 인프라 시설의 경우에는 정부가 재무적 투자자의 투자 유인이 발생할 수 있는 수준의 정책적 지원이 필요할 것으로 보임.

### 3. 민간투자사업의 자원 조달 현황

#### 가. 민간투자사업의 자기자본 조달

##### ① 자기자본 조달의 개념

- 민간투자사업 추진에 소요되는 자금은 지분 투자자들로부터 조달된 자기자본과 외부 차입(타인자본), 그리고 정부의 재정 지원에 의하여 이루어짐.
- 민간투자사업 초창기에는 건설회사 주도로 지분 출자가 이루어졌으나 최근에는 은행, 보험사 등을 중심으로 재무적 투자자의 투자가 늘어나고 있음.
- 자기자본비율은 프로젝트 회사가 조달해야 하는 총 민간 투자비 중 주주가 사업 시행 법인에 투자한 비율을 말함.
- 금융기관 입장에서는 자기자본비율을 높게 하여 대출금의 상환 안정성을 높이려는 경향이 있고, 주주는 많은 자기자본을 투입하면 자기자본 투자 수익률이 낮아지고 투자 여력이 감소하기 때문에 가급적 낮게 유지하려고 함.

- 자기자본비율은 프로젝트 현금 흐름의 안정성과도 깊은 관계를 가짐.
  - 운영 단계가 시작되면 건설 위험이 제거되고 수입 현금흐름에 대한 예측 가능성이 높아지므로 건설 단계보다 낮은 자기자본비율로 금융이 가능
- 민간투자기본계획에서 최소 자기자본비율을 규정하고 있음.
  - 비교적 리스크가 큰 BTO 방식의 경우 주주의 책임을 강조하기 위해 비율을 지정함. 건설 기간 중에는 20% 이상(재무적 투자자의 출자 비중이 50% 이상인 사업에서는 15% 이상), 운영 기간 중에는 10% 이상을 유지함.<sup>9)</sup>
  - 리스크가 낮은 BTL 방식에서는 5~15% 수준으로 시설사업기본계획에서 제시하도록 규정하고 있으며, 다만 1,000억원 미만인 사업에서는 5%를 원칙으로 함.

## ② 자기자본 조달 사례<sup>10)</sup>

- 「민자유치촉진법」에 의한 제1호 사업인 인천공항고속도로의 건설과 운영 단계에서의 자기자본 조달은 다음과 같음.
  - 총 민간 투자비 1조 4,766억원 중 자기자본(30%) 4,342억원은 건설회사 및 은행 등 총 11개 업체가 지분 투자를 시행함.
  - 최초 출자자인 건설회사들은 운영 개시 이후 지분 매각을 추진하여 ○○인프라펀드와 지분 양수도 계약을 체결함.
- 천안~논산고속도로의 건설과 운영 단계에서의 자기자본 조달은 다음과 같음.
  - 총 민간 투자비 1조 1,800억원 가운데 자기자본(38.1%) 4,500억원을 11개 건설회사가 출자함.
  - 최초 출자자인 건설회사들은 운영 개시 이후 지분 매각을 추진했고, ○○인프라펀드와 지분 양수도 계약을 체결함.

9) 다음과 같은 규정도 존재함.

- 기 착공된 재정사업을 민간투자사업으로 전환한 사업의 사업 시행 법인에 시설의 건설이나 운영에 전문성을 보유한 공공부문이 총 민간 투자비의 100분의 40 이상 출자하고 건설·운영을 담당하는 경우에는 건설 기간 중 자기자본비율을 총 민간 투자비의 100분의 5로 하향 조정할 수 있음.
- 사업 시행자가 제53조에 따라 사업 이행을 보증함에 있어 총 민간 투자비의 100분의 5 범위 내에서 추가로 사업 이행을 보증하는 경우에는 그 비율만큼 자기자본비율을 인하할 수 있음.

10) 인천공항고속도로, 천안~논산고속도로, 서울~춘천고속도로, 병영BTL, 복선전철BTL 사례는 이윤재·황우곤, 『민간투자사업 실무를 위한 투자개발사업의 재원 조달과 사례』, 건설정보사, 2010, pp.242~359 중 주요 내용을 인용함.

- 서울~춘천고속도로는 민간제안으로 추진된 사업으로 민간투자사업 최초로 도로공사, 강원도, 춘천시가 지분을 투자한 제3섹터(민관 합동 법인) 방식으로 추진됨.
  - 인프라펀드가 지분 투자에도 참여했으며, 차입금은 프로젝트 금융 기법 중 신디케이트 대출과 인프라 펀드의 후순위 차입금 등의 방법이 사용됨.
  - 총 민간 투자비 1조 2,952억원 중 자기자본(25%) 3,238억원은 5개 건설회사, 2개 재무적 투자자(인프라펀드, ○○공제회), 한국도로공사, 강원도, 춘천시 등에서 출자함.
- 육군 ○○병영시설 사업은 시설 임대료와 운영비를 통해 투자비를 회수하는 전형적인 BTL(Build-Transfer-Lease) 방식으로 진행된 사업임.
  - 지분 출자는 건설회사와 운영회사로 구성되어 있고, 총 민간 투자비의 5%는 이들이 출자하고, 나머지 95%는 은행, 보험 및 인프라펀드에서 대출로 지원하는 구조임.
  - 총 민간 투자비 582억원 중 자기자본(5%) 29억원은 건설회사와 운영회사에서 출자
- ○○ 복선전철 민간투자사업은 건설을 위해 사업자가 조달한 투자비는 시설 임대료로, 시설 운영에 소요되는 비용은 운영비로 회수하는 BTL 방식으로 진행된 사업임.
  - 철도 BTL 사업에서 민간 사업 시행자는 건물과 노반, 궤도 및 선로변 방호 설비의 유지관리 업무를 수행하고, 열차의 운행과 관련된 수송 및 운전 취급 업무(역무 업무 포함), 보안 업무, 시스템 관련 유지관리 업무는 한국철도공사에서 수행
  - 총 민간 투자비 4,424억원 중 자기자본(15%)은 664억원으로 8개 재무적 투자자(연기금, 인프라펀드 등)가 598억원(90%)을, 8개 건설회사가 66억원(10%)을 출자함.

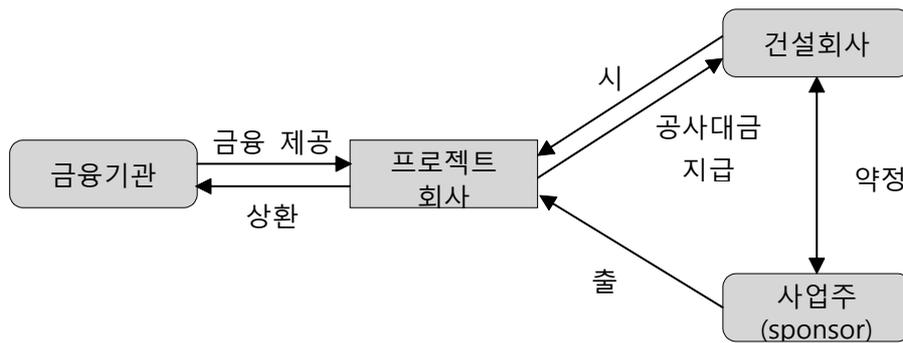
## 나. 민간투자사업의 타인자본 조달

### ① 프로젝트 금융을 통한 타인자본 조달

- 민간투자사업에서 타인자본을 조달하는 전형적인 방식은 프로젝트 금융(project financing)을 활용하는 것임.
- 프로젝트 금융은 특정 프로젝트로부터 미래에 발생하는 현금 흐름을 담보로 해당 프로젝트를 수행하는 데 필요한 자금을 조달하는 금융 기법임.

- 사업주(sponsor)의 담보나 신용에 근거하여 대출이 이루어지는 전통적인 기업 금융 (corporate financing)과 대칭되는 자금 조달 기법임.
- 사업주와 법적으로 독립된 프로젝트로부터 발생하는 미래의 현금 흐름을 차입 자금의 상환 재원으로 삼고, 프로젝트의 자산과 이해 당사자와의 계약을 담보로 하여, 사업주는 제한적인 책임만 부담하면서 시공 및 운영에 소요되는 자금을 조달하는 방식임.
- 사업주들의 출자로 형성된 프로젝트회사는 프로젝트를 추진하는 독립적인 실체
- SOC 건설 계약은 법적 주체인 프로젝트회사와 건설회사 사이에 이루어지게 됨.

<그림 2> 프로젝트 금융 구조도



## ② 프로젝트 금융에서의 자원 조달 유형

### □ 신디케이트 대출

- 신디케이트 대출(Syndicated Loan)은 일군의 대주 금융기관들이 그룹(대주단)을 구성하여 공통의 조건으로 일정 금액을 대출하기 위하여 하나의 약정서에 서명하여 용자하는 방식을 말함.
- 차주는 특정 주간사 금융기관(Lead Arranger)과 대출 조건 협의를 완료한 후 독점적으로 동 기관에게 대출 약정을 의뢰하는 의미의 기채의뢰서(Mandate)를 발급하고 동 주간사 금융기관이 대주단을 구성하여 대출
- 전통적인 상업은행(Commercial Bank)의 대출 기능과 투자은행(Investment Bank)의 인수 기능이 복합된 것

- 신디케이트 대출은 대규모 대출이 필요하여 여러 금융기관의 참여가 필요할 때 많이 사용되는 형태로서 대부분의 민간투자사업이 이러한 방식으로 재원을 조달하고 있음.
- 인천국제공항고속도로의 경우, 사업에 소요된 총자금 1조 7,604억원 중 정부 지원금을 제외한 1조 4,766억원 가운데 자기자본(30%) 4,342억원은 건설회사와 은행 등 총 11개 업체가 투자했고, 차입금(70%) 1조 424억원은 산업은행을 비롯한 17개 금융기관들이 대주단을 구성하여 신디케이트 대출을 통해 조달함.
- 서울~춘천고속도로의 차입금은 총 민간 투자비 1조 2,952억원의 75%인 9,714억원임. 이 가운데 9,067억원은 13개 금융기관에서 신디케이트 대출로 조달하고, 나머지 647억원은 2개 재무적 투자자(인프라펀드)의 후순위 차입금으로 조달함.
- ○○ 복선전철사업의 경우, 총 민간 투자비 4,424억원 중 차입금(85%) 3,760억원은 8개 금융기관이 신디케이트 대출을 통해 조달함.

□ 인프라펀드

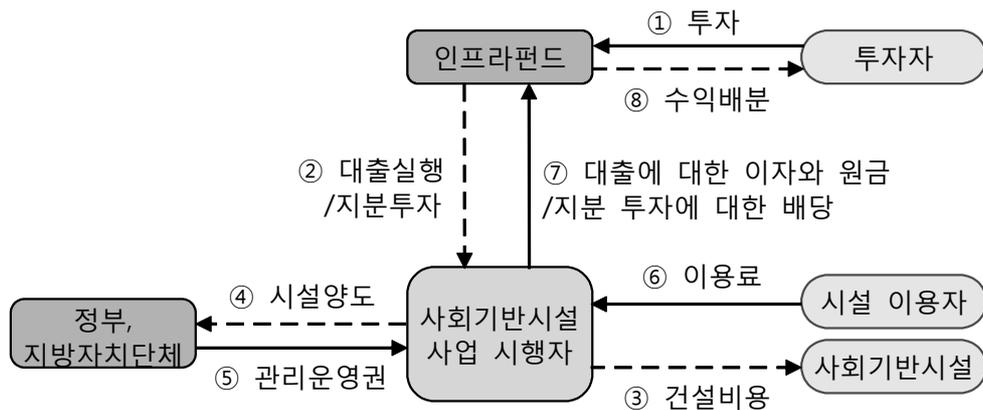
- 인프라펀드는 다수 투자자로부터 자금을 모아 민간투자사업에 투·융자하여 그 수익을 펀드 출자자에게 배분하는 것을 목적으로 하는 간접투자회사임.
- 1999년 「민간투자법」의 개정으로 설립 근거가 마련되었는데, 인프라펀드의 투자 대상은 「민간투자법」에 명시된 사회기반시설에 한정되어 있음.

<표 3> 인프라펀드의 특례

구분	인프라펀드	일반 투자회사
최저자본금 등	· 등록시 최저자본금 100억원 · 설립 후 최저 순자산 50억원	· 등록시 최저자본금 1억원 · 설립 후 최저 순자산 10억원
폐쇄형펀드 신주 발행	· 신주 발행 제한 없음. · 발행가격 : 순자산가치 기초로 시장가격(상장시)/공정가치(비상장시) 고려	· 신주 발행 제한적 허용 · 발행가격 : 순자산가치 기초로 시장가격 고려
자산운용 제한	· 공모·사모펀드 모두 간접투자법상 자산운용 규제 배제	· 사모펀드의 경우 자산운용 규제 일부 적용 배제
차입 및 담보 제공	· 자본금의 30% 이내에서 차입/사채 발행 가능 - 사모는 한도 없음. · 담보 제공 가능	· 차입, 채무보증 또는 담보 제공 금지 - 대량환매 등의 경우 재산 총액 10% 이내 일시 차입 가능
의결권 행사	· 경영 투자 목적이 가능하도록 의결권 행사 가능	원칙적으로 중립 투표
성과 보수	· 공모·사모 모두 허용	사모만 허용

- 「민간투자법」에 의하여 설립된 인프라펀드는 「간접투자자산운용업법」상 투자회사의 규제를 받으나 「민간투자법」에서 일부 특례를 인정하고 있음.
- 펀드 운용시 적용되는 투자 한도 배제, 자본금의 30%까지 차입 허용, 투자 자금의 환금성 확보를 위해 상장 요건을 갖춘 경우 증권시장 상장 의무화 등
- 인프라펀드의 운용 구조는 <그림 3>과 같음.
- 인프라펀드 자산운용사는 투자에 적합한 인프라시설을 발굴하고 인프라펀드를 설정하여 기관 및 개인 투자자로부터 자금을 유치
- 인프라펀드는 사회기반시설 사업 시행자에 지분을 출자하거나 대출을 실행
- 사업 시행자는 사회기반시설의 관리 운영권을 부여받아 투자비를 회수하고 인프라펀드에 배당금과 이자를 지급

<그림 3> 인프라펀드 운용 구조



- 2002년 말 맥쿼리와 신한금융그룹이 공동 설립한 자산운용사에서 출범한 맥쿼리한국인프라펀드(MKIF)가 실질적으로 최초의 인프라펀드임.
- 2002년 말 사모펀드 형태로서 약 2,800억원 규모로 본격적인 투자를 실행한 후 몇 차례 투자자 약정 증액이 이루어짐.
- 2006년에는 런던증권거래소와 한국증권거래소에 동시 상장함으로써 일반 개인도 인프라펀드에 투자할 수 있게 됨.
- 2006년과 2007년에는 한국인프라 2호펀드(KIF2), 발해인프라펀드, 이머징마켓인프라펀드 등이 설립되었음.

- 설립 초창기에는 주로 운영 단계에 접어든 BTO 방식의 인프라시설에 투자했으나 이후 건설 단계의 사업에도 자본 투자 및 후순위 대출을 결합한 형태로 투자를 시행

&lt;표 4&gt; 국내 주요 인프라펀드 운용 현황

펀드명(투자처)	설립 시기	규모(억원)	성격	운용사
한국인프라펀드(BTO)	1999	1,414	비상장	한국인프라자산운용
맥쿼리한국인프라펀드(BTO)	2002	17,000	상장	맥쿼리신한인프라스트럭처자산운용
한국인프라2호펀드(BTO)	2006	15,000	비상장	한국인프라자산운용
발해인프라펀드(BTO)	2006	11,900	비상장	KB자산운용
이머징마켓인프라펀드(BTO)	2007	5,800	비상장	다비하나인프라펀드운용
한국비티엘1호(BTL)	2006	7,200	비상장	한국인프라자산운용
한국철도1호(BTL)	2007	5,000	비상장	한국인프라자산운용
한국BTL(BTL)	2006	5,000	비상장	우리CS자산운용
신한인프라포트폴리오펀드(BTL)	2006	2,880	비상장	신한BNP파리바자산운용

- 2006년 이후에 최소운영수입보장제도가 사실상 폐지되면서 리스크 대비 기대 수익률이 낮아져 BTO 방식의 민간투자사업에 펀드 참여가 극히 저조한 실정임.
- 이에 2009년 정부에서는 투자 의사결정 절차가 간소해 프로젝트별 대규모 투자나 소액 자본의 탄력적 투자가 모두 가능한 투자신탁형 인프라펀드<sup>11)</sup>를 도입함.
- 반면, BTL 방식의 민간투자사업에는 건설 단계에서부터 출자 지분의 상당 부분을 인프라펀드가 투자자로 차지하고 있음.

#### □ 특별자산펀드

- 특별자산펀드는 금전채권, 사업권 등 「자본시장법」에 의거하여 특별 자산으로 분류된 자산, 즉 증권이나 부동산을 제외한 투자 대상 자산에 집합 투자 재원의 50% 이상을 투자하는 펀드를 말함.
- 인프라시설에 투자하는 펀드가 대표적인 특별자산펀드로서 최근 서울시의 ‘지하철 9호선 특별자산 투자신탁’도 여기에 포함됨.
- 금융기관에 의해 이루어진 대출채권의 매입을 통하여 BTL 형태의 사회기반시설 민간투자사업에서 많이 활용되고 있음.

11) 신탁 계약을 바탕으로 한 수익증권 형태로 조성되는 인프라펀드.

- BTL 사업에 투자하는 펀드는 대부분 설정이 간편한 신탁형 특별자산펀드의 형태로 설립되고 있음.
- 금융기관들이 신탁형 펀드를 선호하는 이유는 회사형의 경우 출자의 형태를 취하게 되는데, 은행이나 보험회사의 경우는 자산에 대한 위험 가중치가 높게 적용되고 설립 과정이 복잡하고 번거롭기 때문임.

<표 5> 특별자산펀드를 활용한 BTL 민자사업 펀드

(단위 : 억원)

펀드명	자산운용회사	설정 시기	펀드 규모
한반도BTL	KB자산운용	2006	7,555
국토사랑BTL	KB자산운용	2006	4,000
칸서스CM특별사모	칸서스자산운용	2006	1,200
동북아인프라	우리CS자산운용	2007, 2008	5,000
지역발전BTL	미래에셋멤즈자산운용	2006	1,700
한화트라이서클인프라 2,3	한화투신운용	2009	10,000
KIAMCO BTL 특별사모	한국인프라자산운용	2009	5,000

- 서울 지하철 9호선 민간투자사업의 사업 재구조화를 하면서 국내에서는 처음으로 소위 시민펀드로 불리는 공모형 특별자산펀드(특정수익담보부채권)인 ‘신한 BNPP 서울 시 지하철9호선 특별자산투자신탁(대출채권)’을 운용하였음.
- 특정수익담보부채권은 특정 공공사업에 대한 자금 조달을 목적으로 발행하는 지방채의 일종으로 해당 사업의 미래 수익을 상환 재원으로 하는 채권
- 본 펀드의 운용은 신한 BNP파리바자산운용에서 담당하며, 만기에 따라 1호부터 4호까지 구분되며, 각각 250억원씩 총 1,000억원이 공모되었으며 1인당 최대 2,000만원까지 참여할 수 있도록 함.

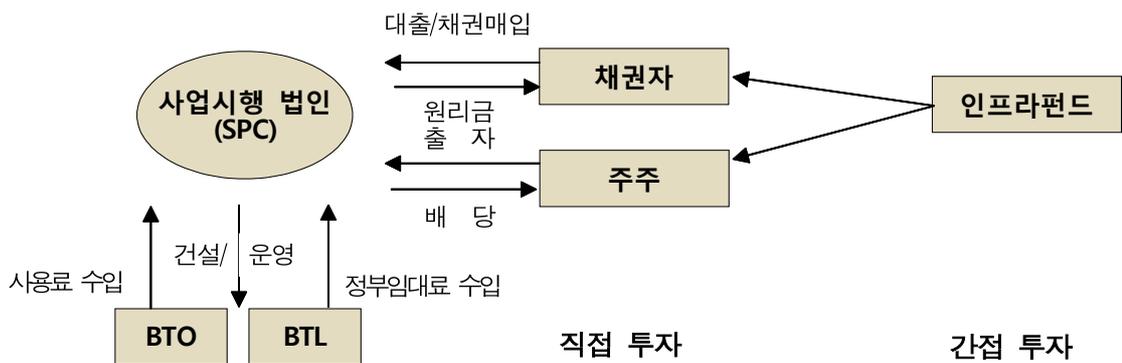
<표 6> 지하철 9호선 특별자산펀드

구분	1호	2호	3호	4호
만기	4년	5년	6년	7년
예상 수익률 (3개월 이후)	연 4.19%	연 4.29%	연 4.40%	연 4.50%

□ 사회기반시설(SOC) 채권

- SOC채권은 사회간접자본 시설 건설에 필요한 자금을 조달하기 위해 발행한 특수목적 채권임.
  - 1997년 「민자유치촉진법」 개정을 통해 도입 근거가 마련됨.
  - 사업 시행자와 금융기관은 민간투자사업의 추진에 필요한 자원의 조달 및 민간투자 사업으로 인한 채무의 상환을 위해 SOC 채권을 발행할 수 있음.
  - 채권의 발행 주체는 주무 관청과 실시협약을 체결한 사업 시행자, 그리고 국책 및 시중은행 등임.
- 
- SOC 채권의 상환 재원은 민간투자사업으로부터의 현금 흐름에 기초함.
  - 건설 기간에는 민간부문에서 조달된 자금과 정부 재정이 일부 투입되어 사회기반시설의 건설이 이루어지는 시기로 현금 유출이 발생하는 단계
  - 운영 기간은 사회기반시설의 준공 후 민간 사업자가 해당 시설물을 관리·운영하면서 투자비를 회수하는 현금 유입 단계

<그림 4> SOC 채권의 운용 구조



- 지금까지 민간투자사업의 자원 조달은 금융기관의 대출이 주류를 이루고 있어 SOC채권의 발행 실적은 매우 저조한 편임.
- 민간투자사업에서 채권 발행에 의한 자금 조달 사례는 6건이며, 그 중에서 투자비 자원 조달을 위한 SOC채권은 2건에 불과함.

- 1999년 산업은행이 인천공항 열병합발전소 민간투자사업에 대해 5년 거치 10년 만기의 1,000억원 규모 무보증채를 최초로 발행한 이래, 대구~부산고속도로 등의 사업에 1조 4,000억원 규모의 SOC채권이 발행됨.
- SOC채권이 활성화되지 못한 원인은 채권 발행에 관한 제도적 시그널의 부재, 민간 투자사업의 위험 분담 및 정보 등에 대한 채권시장의 낮은 이해 등으로 볼 수 있음.

<표 7> 민간투자사업에서의 채권 발행 사례

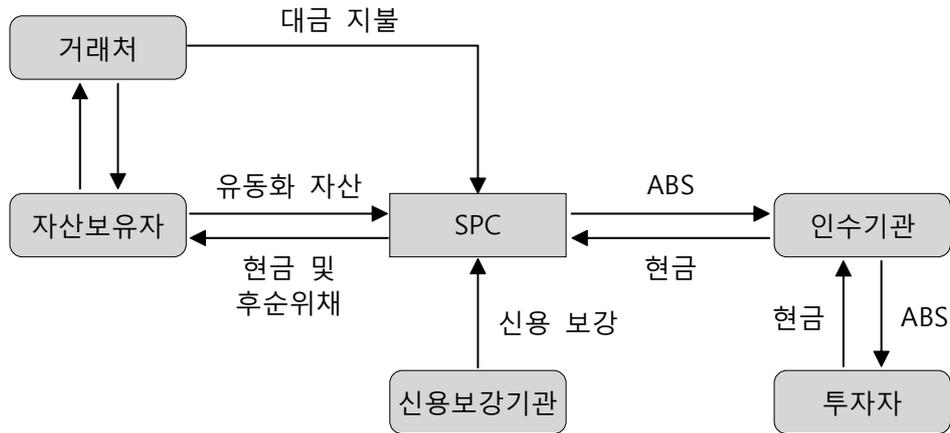
(단위 : 억원)

사업명	발행 형식	금액
인천공항 열병합발전소	SOC채권	1,000
신대구부산고속도로	SOC채권	7,500
천안논산고속도로	ABS채권	7,300
경인운하(임시방수로)	사모채권	450
대전천변고속화도로	외화채권	1,300
백양터널	ABS채권	1,700
계		19,250

□ 자산유동화증권(ABS)

- 자산유동화증권(ABS)은 금융기관 및 기업이 보유하고 있는 대출채권, 매출채권, 유가증권 등 유동성이 낮은 자산을 유동화자산으로 조합하여 이를 기초로 발행되는 증권
  - ABS는 자산 보유자(originator)가 유동화 전문회사(SPC)를 설립하여 기초자산의 법률적인 소유권을 양도하는 절차를 거쳐 발행
  - 유동화 자산으로부터 발생하는 현금 흐름으로 발행 증권의 원리금을 상환하는 구조
- ABS를 통한 민간투자사업의 자금 조달에서 SOC 시설 건설 후 예상되는 미래 현금흐름을 유동화하는 방법은 활용할 수 없음.
  - 「자산유동화에 관한 법률」에는 자산 매각이 가능한 자산 보유자가 금융기관 및 정부투자기관 등으로 한정되어 있어서 SOC 사업 시행자가 ABS를 직접 발행할 근거가 없음.

<그림 5> 자산유동화증권(ABS)의 발행 구조



- 그 대안으로 시설 사업자에 대한 금융기관 대출을 유동화하는 방안이 활용되고 있음.
  - 금융기관이 사업 시행자에 대출을 시행하고 대출채권을 유동화 전문회사에 양도
  - SPC는 대출채권을 기초 자산으로 ABS를 발행하여 투자자에게 판매한 후, 유동화 자산의 운용 수익으로 원리금을 상환하는 구조
- 민간투자사업에 있어서 ABS를 활용한 실적은 많지 않은 실정임.
  - 2001년 천안~논산고속도로 민간투자사업에서 산업은행이 이러한 방식을 최초로 활용, 총사업비 1조 6,507억원 중 지분 출자 4,500억원과 국고 보조금을 제외한 7,300억원을 사업 시행자인 천안논산고속도로(주)가 만기 15년의 ABS를 발행하여 조달
  - 2013년에 을숙도대교 건설 관련 민간투자사업에서 1,200억원의 ABS가 발행됨.
- 현재까지 민간투자사업에서 ABS의 활용도는 매우 저조한 실정임.
  - ABS 발행 현황을 보면 SOC ABS는 대출채권 중 기업 및 개인 여신 항목에 포함되어 있는데, 거의 실적이 없는 것으로 파악됨.
  - 그 이유는 각 주체별로 ABS를 통한 자금 조달의 실익이 크지 않기 때문임.
  - 보험사의 경우, 유동화를 통한 자금 조달보다는 장기적인 자산 운용을 통한 수익 창출이 SOC 자산을 취득하는 목적이기 때문임.
  - 은행의 경우에도 대출을 실시하고 이를 기초 자산으로 ABS를 발행하는 것보다 SOC 채권을 발행하는 것이 더 간편하고 저렴함.

<표 8> 유동화 자산 종류별 현황

(단위: 억원, %)

유동화 자산	2010년		2011년		2012년		2013년	
	금액	(비중)	금액	(비중)	금액	(비중)	금액	(비중)
대출채권	144,214	(51.5)	143,582	(44.3)	261,028	(54.9)	279,121	(54.5)
(주택담보대출채권)	90,876		100,602		202,813		226,928	
(학자금대출채권)	-		-		-		-	
(기업 및 개인 여신)1)	53,338		42,980		58,215		52,193	
매출채권	106,507	(38.0)	158,134	(48.8)	182,958	(38.5)	203,375	(39.6)
(신용카드매출채권)2)	8,015		32,586		13,409		7,494	
(자동차할부채권)3)	32,131		25,387		16,972		38,095	
(리스료채권)	2,344		-		-		13,026	
(팩토링채권)4)	11,538		54,333		49,812		52,180	
(주택분양대금채권)5)	12,105		13,683		24,092		6,330	
(기업 매출채권 등)6)	40,374		32,145		78,673		86,250	
유가증권	29,307	(10.5)	22,264	( 6.9)	31,507	(6.6)	30,121	(5.9)
(채권)7)	29,307		22,264	(10.5)	31,507		30,121	
(주식)	-		-		-		-	
부동산	-	( - )	-	( - )	-	( - )	-	( - )
총 계	280,028	(100.0)	323,980	(100.0)	475,493	(100.0)	512,617	(100.0)

주 1) 사회간접자본(SOC) 투자 ABS 및 후순위이자채권을 기초 자산으로 발행한 ABS 포함.

2) 카드론 포함.

3) 오토론 포함.

4) 카드사(하나SK, 신한, KB국민)의 단말기할부채권 ABS.

5) 부동산 PF ABS.

6) 통신사 단말기할부채권 ABS 및 한국토지주택공사, SH공사의 임대료채권, 택지분양대금채권 기초 ABS 포함.

7) P-CBO의 기초자산이 되는 회사채.

자료 : 금융감독원.

#### 다. 시사점

- 자기자본 조달은 대부분 건설회사가 출자하고 있으며, BTL 사업의 경우 건설회사와 함께 운영사들도 출자함.
- 서울~춘천고속도로의 경우 재무적 투자자(인프라펀드, 연기금)뿐만 아니라 공공기관인 도로공사, 강원도, 춘천시도 출자했는데, 민간투자사업 중 드물게<sup>12)</sup> 제3섹터(민관 합동 법인) 방식으로 추진됨.
- 복선전철 민간투자사업(BTL)과 같이 일부 사업의 경우 연기금, 인프라펀드 등 재무적 투자자가 출자자로 참여한 사례도 있음.

12) 제3경인고속도로의 경우 7개 건설사가 4,403억원, 경기도가 2,976억원을 출자함.

- 재무적 투자자들의 ‘자기자본’에 대한 지분 출자를 활성화하기 위해서는 기본적으로 민간투자사업 자체의 사업성을 높일 수 있는 방안이 모색되어야 함.
  - 자기자본 조달에 있어서 건설회사 이외에 재무적 투자자, 지자체 및 지방 공기업 등이 참여한 서울~춘천고속도로, 복선전철 민간투자사업(BTL)들은 ‘시장성’ 즉, 수익성이 안정적으로 시현될 가능성이 높은 사업들임.
  
- 타인자본(차입금) 조달에 있어서 다양한 프로젝트 금융 방식이 적용되고 있음.
  - 신디케이트 대출이 가장 일반적으로 사용되고 있으며, 대출 조건으로는 운영 기간 중 수요 부족에 대비해 출자자(건설회사)의 자금보충 약정이 대부분 포함되어 있음.
  - 인프라펀드를 통해서 차입금을 조달하는 방안도 일반적으로 이용되고 있음.
  - 천안~논산고속도로와 백양터널 사업 등에서 자산유동화증권(ABS)을 발행하여 차입금을 조달하려고 했지만 활성화되지는 못함.
  - 사회기반시설(SOC) 채권을 통해 차입금을 조달한 것은 인천공항 열병합발전소와 대구~부산고속도로 사업이었지만 활성화되지는 못함.
  - 특별자산펀드로서 시민들에게 공모하여 차입금을 조달하는 방식은 서울 지하철 9호선에서 최초로 사용됨.
  
- 타인자본 조달시 자산유동화증권(ABS), 사회기반시설(SOC) 채권 등의 프로젝트 금융 방식은 초기 민간투자사업에 적용되었고, 최근 추진되고 있는 민간투자사업들은 대부분 신디케이트 대출과 인프라펀드에 주로 의존하고 있음.
  
- 재무적 투자자들의 ‘타인자본’에 대한 대출을 활성화하기 위해서는 ‘자기자본’ 활성화와 마찬가지로 민간투자사업 자체의 사업성을 높이는 것이 최선의 방안이며, 다양한 프로젝트 금융의 활용을 권장하기 위한 각종 지원 방안이 강구되어야 함.

## 4. 민간투자사업의 재원 조달 원활화를 위한 정책 과제

### 가. 기본 방향

- 민간투자사업의 재원 조달 원활화를 위한 기본 방향으로 고려되어야 할 사항은 다음과 같음.
- 첫째, 민간투자사업 자체의 사업성이 확보되어야 함.
  - 민간투자사업은 사업성이 충분한 사업을 대상으로 해야 함.
  - 사회·정책적으로 반드시 필요한 시설이지만 사업성이 충분치 않을 경우에는 해당 민간투자사업의 운영에 필요한 최소한의 비용을 보전토록 하여 재무적 안정성을 높여 연기금과 같이 장기 투자를 선호하는 재무적 투자자들의 투자를 유인할 필요가 있음.
- 둘째, 민간투자사업에 대한 재무적 투자자의 지분 투자 활성화 방안 모색이 필요함.
  - 현재 재무적 투자자들은 지분 투자보다는 차입금에 대한 대출을 선호하고 있는데, 이는 해당 프로젝트의 성공에 대한 확신이 부족한 것이 하나의 원인으로 볼 수 있는바 우선적으로 해당 민간투자사업의 재무적 안정성의 확보가 필요
  - 재무적 투자자의 지분 투자는 외부 채권자 또는 투자자에게 해당 프로젝트의 성공 가능성이 높다는 것을 암시하는 것이므로, ‘타인자본’ 조달을 더욱 용이하게 함.
- 셋째, 민간투자사업의 ‘자기자본’ 또는 ‘타인자본’에 대한 재원 조달시 다양한 프로젝트 금융 방식이 활성화될 수 있는 다양한 인센티브 제도의 발굴이 필요함.

### 나. 민간투자사업의 재무적 안정성 제고

- 자본시장에서 다양한 프로젝트 금융 방식으로 재원을 조달하기 위해서는 기본적으로 투자 대상인 민간투자사업 자체가 매력적이거나 안정적인 투자 상품이 되어야 함.
- 자산유동화증권(ABS), 사회기반시설(SOC) 채권 등의 다양한 프로젝트 금융을 활용했던 민간투자사업들은 정부에 의한 MRG 보장, 해지시 지급금 지급 규정, MRG 보장에 대한 지급 실현(협약 이행) 등으로 안정적인 현금 흐름을 확보하고 있음.

- 현재 추진되고 있는 민간투자사업들은 MRG는 없고, 지자체 등 주무 관청의 협약 이행에 대한 불확실성이 높아 과거에 추진했던 사업들에 비해 사업 위험이 높고 안정적인 현금 흐름도 장담하기 어려운 실정임.
  - 현재 추진되고 있는 민간투자사업들의 타인자본 조달은 전통적인 신디케이트 대출과 인프라펀드를 통한 차입이 대부분을 이루고 있음.
  - 그런데 신디케이트 대출과 인프라펀드를 통한 차입시 금융기관들은 사업 위험을 최소화하기 위해 건설회사들의 출자금 상향, 원금 상환 가능성을 높이기 위한 신용보강 차원의 자금보충 약정, 일정 수요 부족시 건설회사가 금융기관의 출자금 전액을 인수하거나 손실금을 보전하는 풋옵션 등을 요구하고 있음.
  
- 민간투자사업에 대한 재원 조달을 원활히 하기 위해서는 민간투자사업의 최소한의 재무적 안정성이 확보되어야 하므로 보다 전향적인 정책적 지원이 필요함.
  - 민간투자사업의 안정적인 현금 흐름을 확보하기 위해 그동안 최소비용보전(MCC : Minimum Cost Compensation) 방식과 갭펀드(GAP Fund)가 제안되었는데 이에 대한 검토가 필요할 것으로 보임.
  
- 최소비용보전(MCC) 방식은 연간 실제 운영 수입이 사업 시행자가 필요로 하는 연간 최소 사업 운영비(Minimum Cost)에 부족할 경우, 그 부족분을 주무 관청이 재정 지원하는 방안임.<sup>13)</sup>
  - 이 방식은 실제로 MRG가 있었던 사업을 재구조화하면서 비용보전방식으로 전환한 거가대교, 서울 지하철 9호선 사업에서 그 예를 찾아볼 수 있음.
  - 새로 추진되는 사업 중 공공성이 높은 민간투자사업의 경우 최소비용보전(MCC) 방식을 새롭게 적용하여 추진하는 방안을 검토하는 것이 필요
  
- 갭펀드(GAP Fund)는 공공부문이 조성하는 펀드의 일종으로서 민간의 투자 자본 수익이 투자비용에 미치지 못하게 될 때 그 차이(Gap)을 보전할 수 있도록 정부가 금융 시스템을 활용하여 지원하는 방안임.<sup>14)</sup>

13) 자세한 내용은 다음 문헌을 참조하기 바람. 황우곤·박용석, 『수익형(BTO) 민간투자사업의 새로운 추진 모형 : 중위험-중수익형 방식』, 건설이슈포커스 2013-26, 한국건설산업연구원, 2013. 10. 21.

14) 자세한 내용은 다음을 참조하기 바람. 대한건설협회, 『SOC 민간투자사업 성과 평가와 발전 방안 연구』, 2011. 5.

- 공공성이 높은 사업임에도 수익성이 낮아 사업비용이 초과되는 부분의 갭(Gap)을 공공 재원으로 채워주는 제도
  - 정부가 주도적으로 갭펀드(GAP Fund)를 조성·운영함으로써 공공부문이 사업 및 금융 리스크를 적극적으로 제거시켜 투자 자원 조달을 용이하게 하고 민간 참여가 활성화되는 효과를 발휘할 것으로 기대됨에 따라 본 방안의 추진을 검토하는 것이 필요함.
- 최소비용보전(MCC) 방식 또는 갭펀드(GAP Fund) 등을 통해 민간투자사업의 안정적인 운영이 확보되면 민간투자사업의 자원 조달은 원활해질 것임.
  - 기존의 시공(건설)사 중심의 자기자본 조달에서 재무적 투자자, 주무 관청 등 다양한 이해 관계자의 지분 투자를 예상할 수 있음.
  - 타인자본의 조달은 기존의 신디케이트 대출뿐만 아니라, 인프라펀드의 대출 확대, 자산유동화증권(ABS), 사회기반시설(SOC) 채권, 특별자산펀드 등 다양한 프로젝트 금융 기법들이 해당 민간투자사업의 특성에 따라 활용될 것임.

#### 다. 재무적 투자자들의 지분 투자 활성화

##### ① 민간투자사업의 자기자본비율 축소

- 현행 민간투자제도는 자기자본비율에 대해 수익형(BTO) 민간투자사업은 15% 이상, 임대형(BTL) 민간투자사업은 5% 이상으로 규제<sup>15)</sup>하고 있음.
- 수익형 민간투자사업의 사업 시행자는 건설 기간 중 자기자본비율을 총 민간 투자비의 20% 이상, 운영 기간 중에는 관리운영권 잔액의 10% 이상을 유지해야 함.
- 다만, 재무적 투자자의 출자 비중이 50% 이상인 사업의 경우에는 건설 기간 중 사업 시행자의 최소 자기자본비율을 15%로 인하할 수 있음.
- 그리고 총 민간 투자비의 5% 범위 내에서 추가로 사업 이행을 보증하는 경우에는 그 비율만큼 자기자본비율을 인하할 수 있음.

15) 민간투자사업기본계획 제25조

- 임대형 민간투자사업은 주무 관청이 판단하여 최소 자기자본비율을 총 민간 투자비의 5~15% 범위 내에서 탄력적으로 결정하고, 총사업비가 1,000억원 미만인 사업의 경우 5%를 원칙으로 하고 있음.
- 재무적 투자자들의 재무 레버리지효과(Financial Leverage Effect)를 극대화하여 투자를 활성화할 수 있도록 민간투자사업에 대한 자기자본비율의 축소를 검토할 필요가 있음.
  - 재무 레버리지효과는 차입금(부채) 등 타인자본을 지렛대로 삼아 자기자본 이익률을 높이는 것을 말함.<sup>16)</sup>
  - 즉, 100억원의 자기자본으로 10억원의 순익을 발생시켰을 경우, 자기자본 이익률은 10%이지만 자기자본 50억원에 타인자본 50억원을 도입하여 10억원의 순익이 발생하면 자기자본 이익률은 20%이므로 차입금 등 타인자본의 금리 비용보다 높은 수익률이 기대될 때에는 타인자본을 적극적으로 활용해서 투자하는 것이 유리
- 금융기관의 민간투자사업 출자 기피 추세를 감안, 사업의 안정성이 저해되지 않는 범위에서 자기자본비율의 현실화가 필요함.
  - 최소운영수입보장(MRG) 폐지 및 낮은 수익률 등으로 민간 사업자의 사업 위험이 증가하자 금융기관 등 재무적 투자자들은 자기자본에 대한 출자를 기피하고 있으며, 시공사가 대부분 출자하는 사례가 발생하고 있는 것으로 알려지고 있음.
  - 시공사, 재무적 투자자, 운영사 등은 출자 배당을 목적으로 민간투자사업에 출자하기 보다는 시공권, 대출권, 운영권을 통한 수익성 확보를 목표로 민간투자사업에 참여하기 때문에 자기자본비율이 완화되어도 사업 추진에 리스크가 크진 않을 것으로 보임.
  - 사업 규모가 대규모인 공모형 PF사업의 경우 자기자본비율은 5~10% 수준에 불과
    - ※ 광명역세권(1.2조) : 5% 이상, 파주운정(2.6조) : 5% 이상, 영등포교정시설(1.6조) : 10% 이상

## ② 후순위 대출의 자기자본 인정

- 초기의 민간투자사업은 건설회사를 중심으로 자기자본을 조달하였는데, 2004년 이후 인프라펀드, 연기금 등 재무적 투자자의 지분 참여가 이루어지기 시작함.

16) 더난출판, 신경제용어사전, 2007, p.271

- 그런데 최근에는 민간투자사업이 ‘고위험 저수익(High Risk Low Return)’으로 인식되어 재무적 투자자의 참여가 저조한 상태임. 이에 따라 재무적 투자자의 참여도를 높일 수 있는 방안과 자기자본의 출자에 따른 부담 완화 등이 검토되어야 함.
- 현재 민간투자제도에 있어서 재무적 투자자가 자기자본에 대한 출자에 소극적인 것은 건설 기간과 운영 기간의 초기 단계에서 수익이 발생하지 않기 때문임.
- 이와 같은 제약 요인을 해소하기 위해서는 건설 및 운영 기간 초기 단계에서 현금흐름을 발생시킬 수 있는 준자본(Mezzanine debt) 형태의 자본 참여가 이루어지는 것이 현실적인 방안으로 판단됨.

<그림 6> 민간투자사업 자원 조달의 기본 구조안



- 그러나 현행 민간투자제도는 준자본의 성격을 갖고 있는 후순위 대출 등을 자기자본으로 인정하고 있지 않음.
- 국제결제은행(BIS)은 자기자본비율을 산정할 때 후순위 채권은 부채가 아닌 자기자본으로 계산하며, 후순위 채권 중 만기 5년 이상만 100% 자기자본으로 인정하고, 만기 5년 이하는 매년 20%씩 자본에서 제외됨.<sup>17)</sup>
- 후순위 대출은 부채가 아닌 자기자본으로 인정되고 있으므로 장기 자금을 안정적으로 조달함과 동시에 자기자본비율을 높일 수 있는 수단이 됨.

17) 박재석, 「은행의 재무건전성 지표 : BIS 비율」, 『우정정보』, 우정경영연구소, 2013년 겨울, p.16.

- 재무적 투자자들은 수익이 발생하지 않는 건설 기간 중에도 배당 또는 이자 지급이 가능한 후순위 대출 등 준자본을 통해서 민간투자사업에 대한 지분 참여의 가능성이 높아질 것으로 보임.
  - 후순위 대출, 전환 사채 등 준자본은 민간투자사업의 초기부터 재무적 투자자가 이자를 수취할 수 있어 현금 흐름을 확보할 수 있음.
  - 후순위는 선순위에 대하여 원리금 상환의 가능성을 증대시켜 해당 사업의 신인도를 높일 수 있어 민간투자사업의 채권 조달을 더욱 수월하게 할 수 있는 장점이 있음.
  - 그리고 이자 지급에 따른 이자 비용의 증가로 법인세 감소 효과가 발생하여 해당 민간투자사업의 수익성을 높이고, 세후 실질 수익률을 증가시켜 건설 분담금과 같은 재정 지원의 부담 축소와 사용료 수준의 하향 조정 등도 기대할 수 있음.
- 재무적 투자자들의 참여를 확대하기 위해서는 현행 민간투자사업의 자본금 비율에 대한 규제를 완화하고 후순위 대출을 동반한 재무적 투자자들의 참여를 확대하는 방안을 모색할 필요가 있음.
  - 후순위 대출의 일정 비율을 순수 자기자본으로 인정하는 방안의 검토가 필요

## 라. 사회기반시설(SOC) 채권의 조세 특례 지속 필요

- 「민간투자법」에 기초한 사회기반시설 채권은 일반 채권과 비교해서 위험 및 신용보장 구조가 유사한 측면이 있지만, 사회기반시설 채권은 주요 참가자가 국가 또는 지자체이고, MRG(최소운영수입보장)가 있으며, 이자 소득에 대한 세제 혜택 등이 있어서 차이점을 보이고 있음.
- 사회기반시설(SOC) 채권에 대한 실제 활용 사례는 많지 않은데, 향후에도 그 활용도는 더 떨어질 개연성이 있음.
- 우선, MRG가 모두 폐지된 상황으로 신규 민간투자사업 추진시 재무적 안정성이 상대적으로 떨어질 개연성이 높음.

- 「민간투자법」에서 정하고 있는 사회기반시설 채권에 대한 ‘분리세율’ 적용이 2014년 12월 31일까지 적용될 예정으로 그 이후에는 사회기반시설 채권에 대한 세제 혜택이 종료될 예정입니다.
  - ※ 「조세특례제한법」 제29조 : 민간투자사업의 시행을 위한 사회기반시설 채권의 발행을 사업 시행자 등에게 허용하고, 7년 이상의 동 채권 이자소득에 대해서는 100분의 14의 분리세율을 2014년 12월 31일까지 적용
- 민간투자사업의 재원 조달 다양성을 확보하는 차원에서 사회기반시설(SOC) 채권에 대한 조세 특례를 지속적으로 연장하는 것이 필요함.

박용석(연구위원 · yspark@cerik.re.kr)

이승우(연구위원 · swoolee@cerik.re.kr)